

西部矿业 (601168.SH)

盐湖提锂贡献业绩，高分红比例回报全体股东

买入

核心观点

2022年公司业绩同比增长17.5%。2022年实现营收397.62亿元(+3.5%)，归母净利润34.46亿元(+17.5%)，扣非归母净利润32.66亿元(+16.1%)，经营性净现金流102.52亿元(+28.9%)。其中2022Q4营业收入127.86亿元(+36.9%)，归母净利润10.52亿元(+55.9%)，扣非归母净利润8.98亿元(+46.6%)。高现金分红比例回报全体股东：公司公布2022年度利润分配方案，向全体股东每10股派发现金股利14元(含税)，共计分配33.36亿元，占2022年度可分配利润的96.81%。

2022年公司盈利增加主因东台锂资源投资收益。公司于2022年3月收购西矿集团持有的东台锂资源27%股权，受益于2022年碳酸锂价格高位运行，东台锂资源公司2022年归母净利润达35.3亿元，增加上市公司本期损益8.4亿元。主营业务方面，2022年公司毛利润77.1亿元，比2021年下降3亿元。其中铜类产品毛利润44.3亿元，同比下降4.5亿元，是主要的拖累项，锌产品和铅产品毛利润分别下降1.36亿元和2.24亿元。

铜矿板块仍然是公司最大盈利来源。2022年公司铜精矿产量14.4万金属吨(+1.9万吨)，锌精矿产量11.2万金属吨(-2.1万吨)，铅精矿产量5.2万吨(-0.9万吨)。其中玉龙铜业贡献大部分利润：根据公司披露的信息推算，2022年青海玉龙铜矿产量13.13万吨，内蒙古获各琦铜矿产量1.44万吨。2022年玉龙铜业净利润35.56亿元，上市公司持股比例58%，玉龙铜业归属于上市公司利润为20.6亿元。

风险提示：产能释放低于预期，金属价格下跌风险。

投资建议：维持“买入”评级

预计公司2023-2025年营收分别为466/471/476亿元，同比增速17.1%/1.1%/1.1%，归母净利润分别为37.36/42.33/45.89亿元，同比增速8.4%/13.3%/8.4%；摊薄EPS分别为1.57/1.78/1.93元，当前股价对应PE分别为7.2/6.4/5.9X。公司是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，具备优先获取我国西部优质矿产资源的优势。公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程顺利达产，2022年满负荷生产。同时公司从固体矿产采选冶拓展至盐湖锂镁资源，受益于较高的锂盐价格，公司利润也将显著增厚，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	38,401	39,762	46,574	47,110	47,645
(+/-%)	34.5%	3.5%	17.1%	1.1%	1.1%
净利润(百万元)	2932	3446	3736	4233	4589
(+/-%)	223.0%	17.5%	8.4%	13.3%	8.4%
每股收益(元)	1.23	1.45	1.57	1.78	1.93
EBIT Margin	15.5%	16.6%	14.6%	15.1%	15.8%
净资产收益率(ROE)	22.1%	21.3%	19.9%	19.5%	18.4%
市盈率(PE)	9.2	7.9	7.2	6.4	5.9
EV/EBITDA	7.6	7.1	6.6	6.2	5.9
市净率(PB)	2.04	1.68	1.44	1.25	1.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		11.36元
总市值/流通市值	27071/27071	百万元
52周最高价/最低价	14.70/9.11	元
近3个月日均成交额	373.36	百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《西部矿业(601168.SH)-铜价下跌拖累业绩，盐湖提锂释放利润》——2022-10-24

《西部矿业(601168.SH)-铜板块量价齐增，盐湖提锂贡献业绩》——2022-07-25

《西部矿业(601168.SH)-巩固铜铅锌业务，整合开发盐湖锂镁资源》——2022-05-01

《西部矿业-601168-2021年业绩预告点评：玉龙二期释放产量，公司业绩持续兑现》——2022-01-26

《西部矿业-601168-2021年三季报点评：铜矿量价齐增，公司业绩延续高速增长》——2021-10-24

2022 年公司业绩同比增长 17.5%。2022 年实现营收 397.62 亿元 (+3.5%)，归母净利润 34.46 亿元 (+17.5%)，扣非归母净利润 32.66 亿元 (+16.1%)，经营性净现金流 102.52 亿元 (+28.9%)。其中 2022Q4 营业收入 127.86 亿元 (+36.9%)，归母净利润 10.52 亿元 (+55.9%)，扣非归母净利润 8.98 亿元 (+46.6%)。

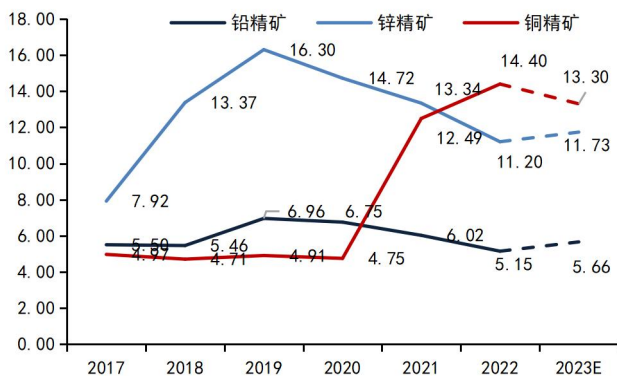
高现金分红比例回报全体股东。公司公布 2022 年度利润分配方案，向全体股东每 10 股派发现金股利 14 元 (含税)，共计分配 33.36 亿元，占 2022 年度可分配利润的 96.81%。

2022 年公司盈利增加主因东台锂资源投资收益。公司于 2022 年 3 月收购西矿集团持有的东台锂资源 27% 股权，受益于 2022 年碳酸锂价格高位运行，东台锂资源公司 2022 年归母净利润达 35.3 亿元，增加上市公司本期损益 8.4 亿元。

2022 年公司毛利润小幅下降。2022 年国内锌现货均价 25200 元/吨，同比增加 2766 元/吨；铜现货均价 67388 元/吨，同比下降 1165 元/吨。公司毛利润 77.1 亿元，比 2021 年下降 3 亿元。其中铜类产品毛利润 44.3 亿元，同比下降 4.5 亿元，是主要的拖累项，锌产品和铅产品毛利润分别下降 1.36 亿元和 2.24 亿元。

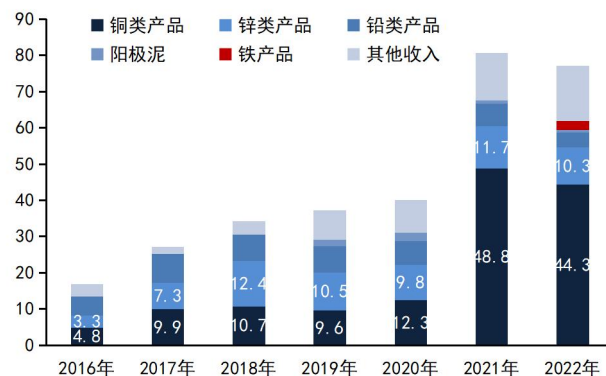
铜矿版块仍然是公司最大盈利来源。2022 年公司铜精矿产量 14.4 万金属吨 (+1.9 万吨) 锌精矿产量 11.2 万金属吨 (-2.1 万吨)，铅精矿产量 5.2 万吨 (-0.9 万吨)。其中玉龙铜业贡献大部分利润：根据公司披露的信息推算，2022 年青海玉龙铜矿产量 13.13 万吨，内蒙古获各琦铜矿产量 1.44 万吨。2022 年玉龙铜业净利润 35.56 亿元，粗略测算吨净利为 27000 元/吨，上市公司持股比例 58%，玉龙铜业归属于上市公司利润为 20.6 亿元。

图1：西部矿业主要产品产量及指引（单位：万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

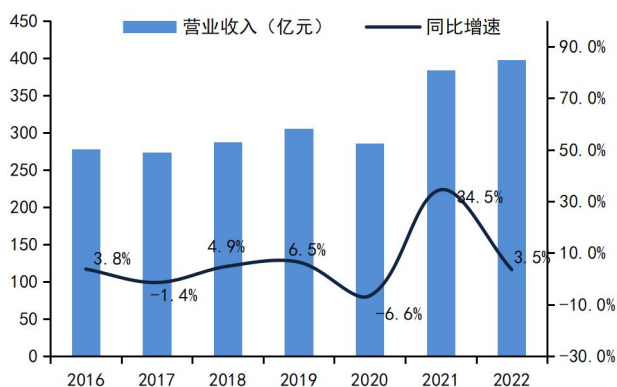
图2：西部矿业毛利润构成（单位：亿元）



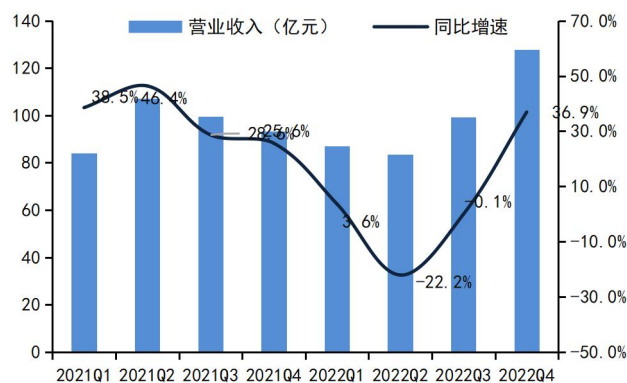
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：西部矿业营业收入及增速（单位：亿元、%）

图4：西部矿业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）

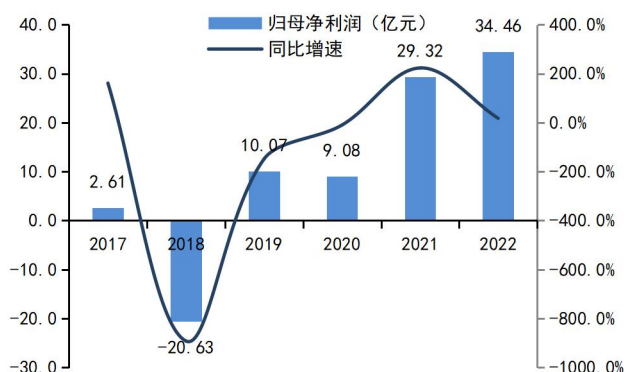


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



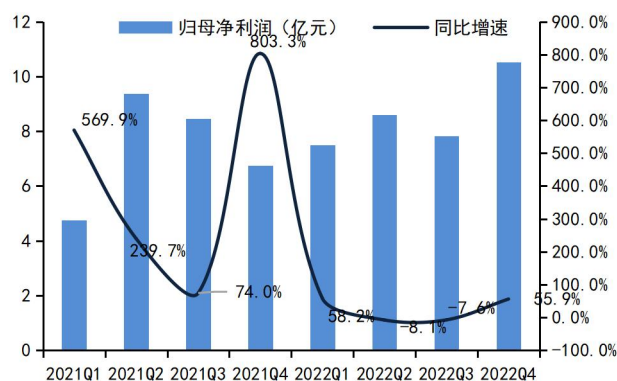
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 西部矿业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



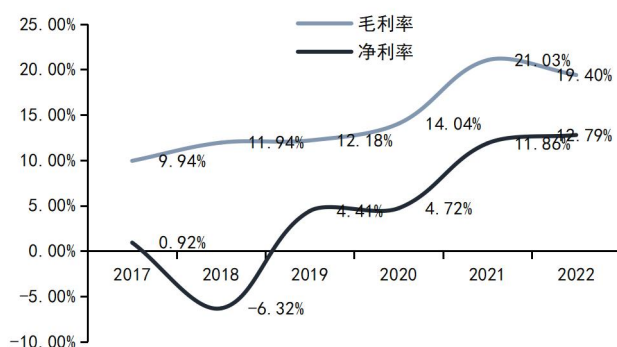
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 西部矿业单季归母净利润 (单位: 亿元)



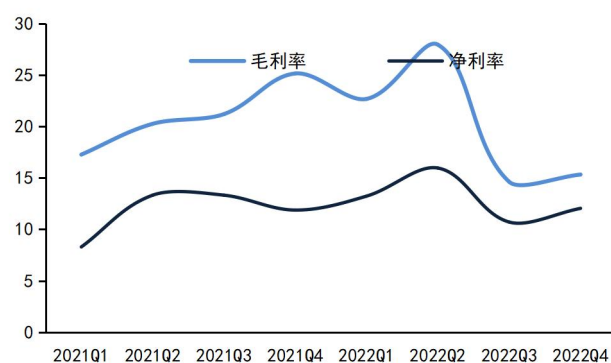
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 西部矿业毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

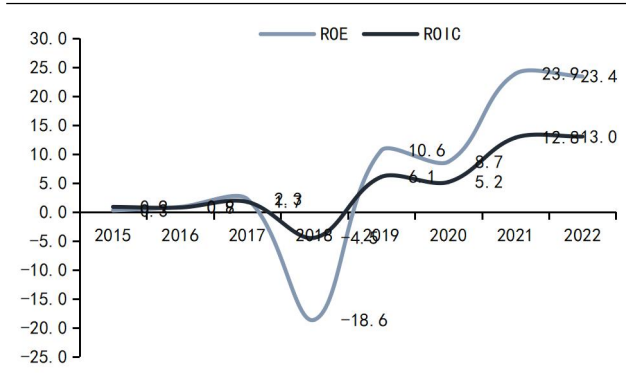
图8: 西部矿业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



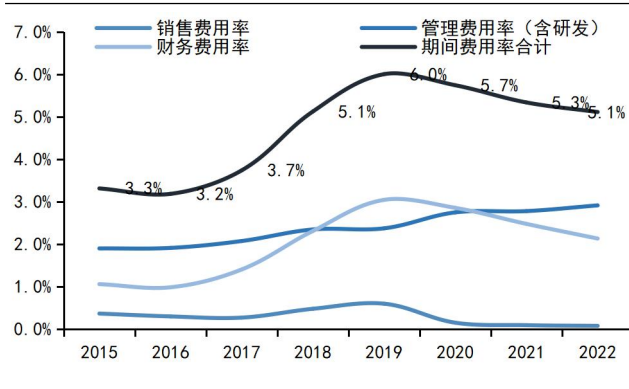
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 西部矿业 ROE、ROIC 变化情况 (%)

图10: 西部矿业期间费用率变化 (%)



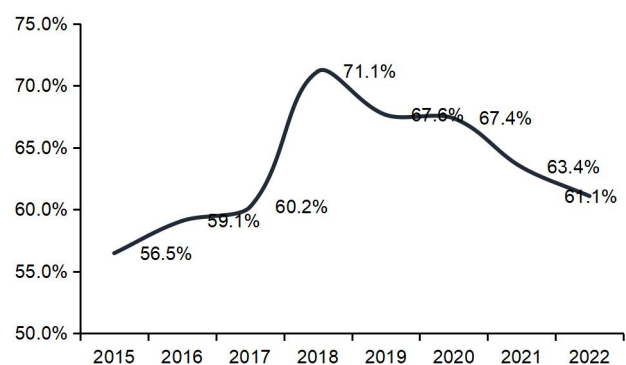
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率下行，经营性净现金流继续增长。截至 2022 年末，公司资产总额 528 亿元，负债合计 323 亿元，其中带息债务 241 亿元。随着盈利持续向好，公司资产负债率自 2018 年以来持续下降，2022 年末公司资产负债率为 61.1%，2022 年公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加 23 亿元。

图 11：西部矿业资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：西部矿业经营性净现金流（亿元）

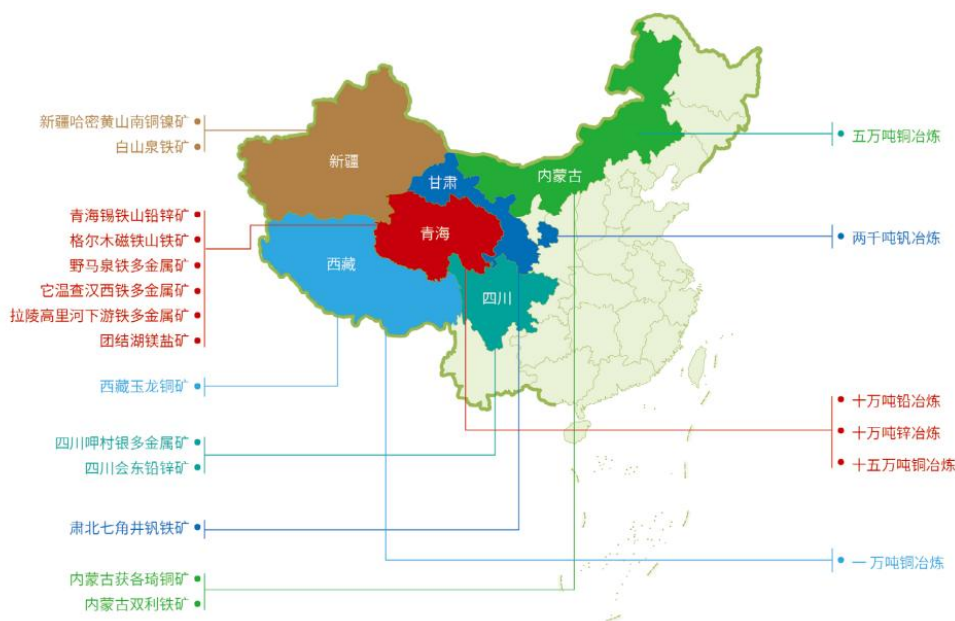


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司是我国西部地区有色金属矿冶龙头，**矿山版块**，公司全资持有或控股并经营十四座矿山，其中有色金属矿山 7 座、铁及铁多金属矿山 6 座、盐湖矿山 1 座，主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团等。截至 2022 年末，公司拥有铜资源储量 625 万吨，锌资源储量 284 万吨，铁矿石量 2.6 亿吨。**冶炼版块**，目前已形成电铅 10 万吨/年、电解铜 21 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、锌粉 1 万吨/年、偏钒酸铵 2,000 吨/年的产能。

公司计划 2023 年实现营业总收入 325 亿元，利润总额 40 亿元。

图 13：公司主要业务分布图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表1：公司资源储量（万吨）

	2020 年末	2021 年 6 月末	2021 年末	2022 年 6 月末	2022 年末
铜金属	655.83	663.8	643.44	634.85	624.77
铅金属	160.69	200.38	172.45	168.68	161.57
锌金属	311.6	396.77	321.98	294.75	284.37
铝金属	35.73	38.7	38.24	37.8	37.45
五氧化二钒	58.81	58.78	64.81	64.73	64.57
铁（矿石量）	31098.79	30779.18	27199.03	26913.19	26146.75
镍（万吨）	25.24	27.44	27.38	27.3	27.17
金（吨）	13.54	16.6	13.56	13.1	13.08
银（吨）	2315.45	2518.66	2302.84	2230.88	2119.86
氯化镁			3046.25	3046.25	3046.25

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：参照年初以来主要有色金属价格走势，假定 2023-2025 年国内阴极铜现货年均价均为 68000 元/吨，锌锭现货年均价均为 23500 元/吨，铅锭现货年均价均为 15200 元/吨，铅精矿加工费 1200 元/吨，锌精矿加工费 5000 元/吨，铜精矿计价系数 90%。预计公司 2023-2025 年营收分别为 466/471/476 亿元，同比增速 17.1%/1.1%/1.1%，归母净利润分别为 37.36/42.33/45.89 亿元，同比增速 8.4%/13.3%/8.4%；摊薄 EPS 分别为 1.57/1.78/1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 7.2/6.4/5.9X。公司是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，具备优先获取我国西部优质矿产资源的优势。公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程顺利达产，自 2021 年开始公司铜精矿产量大幅增长。同时公司从固体矿产采选冶拓展至盐湖锂镁资源，受益于较高的锂盐价格，公司利润也将显著增厚，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6355	6522	11066	15183	19936	营业收入	38401	39762	46574	47110	47645
应收款项	1246	982	1151	1164	1177	营业成本	30325	32048	38172	38422	38672
存货净额	3201	3465	4060	4069	4080	营业税金及附加	700	768	900	910	921
其他流动资产	2427	3839	4496	4548	4600	销售费用	33	28	33	34	34
流动资产合计	14549	15602	21567	25758	30587	管理费用	772	764	1142	1153	1163
固定资产	22630	22428	22642	22686	22572	研发费用	294	393	460	466	471
无形资产及其他	5937	6191	5943	5696	5448	财务费用	814	950	699	471	476
投资性房地产	5772	3927	3927	3927	3927	投资收益	(189)	650	647	713	856
长期股权投资	1059	4668	4668	4668	4668	资产减值及公允价值变动	58	336	0	0	0
资产总计	49947	52817	58748	62736	67203	其他收入	(590)	(681)	(166)	(171)	(177)
短期借款及交易性金融负债	10455	10229	10679	10454	10454	营业利润	5036	5509	6108	6661	7058
应付款项	2921	3717	4355	4365	4377	营业外净收支	84	153	0	0	0
其他流动负债	4049	5490	6494	6510	6529	利润总额	5120	5662	6108	6661	7058
流动负债合计	17425	19436	21528	21328	21359	所得税费用	564	578	624	680	721
长期借款及应付债券	11333	9951	9951	9951	9951	少数股东损益	1624	1638	1749	1749	1749
其他长期负债	2916	2871	2871	2871	2871	归属于母公司净利润	2932	3446	3736	4233	4589
长期负债合计	14249	12822	12822	12822	12822	现金流量表 (百万元)					
负债合计	31673	32258	34350	34150	34181	净利润	2932	3446	3736	4233	4589
少数股东权益	4982	4415	5639	6863	8087	资产减值准备	(3)	158	7	(1)	(2)
股东权益	13291	16144	18760	21723	24935	折旧摊销	1836	1715	2526	2705	2864
负债和股东权益总计	49947	52817	58748	62736	67203	公允价值变动损失	(58)	(336)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	814	950	699	471	476
每股收益	1.23	1.45	1.57	1.78	1.93	营运资本变动	(1540)	2784	228	(50)	(47)
每股红利	0.73	1.12	0.47	0.53	0.58	其它	668	217	1217	1225	1226
每股净资产	5.58	6.77	7.87	9.12	10.46	经营活动现金流	3836	7983	7715	8112	8630
ROIC	17%	16%	17%	18%	18%	资本开支	0	(1706)	(2500)	(2500)	(2500)
ROE	22%	21%	20%	19%	18%	其它投资现金流	(514)	526	0	0	0
毛利率	21%	19%	18%	18%	19%	投资活动现金流	(353)	(4789)	(2500)	(2500)	(2500)
EBIT Margin	15%	17%	15%	15%	16%	权益性融资	(9)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	21%	20%	21%	22%	负债净变化	2579	(1383)	0	0	0
收入增长	35%	4%	17%	1%	1%	支付股利、利息	(1731)	(2658)	(1121)	(1270)	(1377)
净利润增长率	223%	18%	8%	13%	8%	其它融资现金流	(5119)	5054	451	(225)	(0)
资产负债率	73%	69%	68%	65%	63%	融资活动现金流	(3433)	(3027)	(670)	(1495)	(1377)
息率	6.4%	9.8%	4.1%	4.7%	5.1%	现金净变动	50	167	4544	4117	4753
P/E	9.2	7.9	7.2	6.4	5.9	货币资金的期初余额	6305	6355	6522	11066	15183
P/B	2.0	1.7	1.4	1.2	1.1	货币资金的期末余额	6355	6522	11066	15183	19936
EV/EBITDA	7.6	7.1	6.6	6.2	5.9	企业自由现金流	5577	8730	6366	6559	7082
						权益自由现金流	3037	12401	6817	6334	7082

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032