

西部矿产龙头：夯实主业，顺周期优势凸显

——西部矿业深度报告

股票投资评级：买入|维持

姓名：李帅华（分析师）

SAC登记编号：S1340522060001

邮箱：lishuaihua@cnpsec.com

姓名：张亚桐（研究助理）

SAC登记编号：S1340122080030

邮箱：zhangyatong@cnpsec.com

2023年8月17日

- 公司是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商。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。
 - 公司已在国内拥有众多优势矿产资源，资源拥有量居国内金属矿业企业前列。截至2023年6月30日，公司总计拥有保有资源储量为铜金属量617.74万吨、铅金属量165.13万吨、锌金属量288.15万吨、钼金属量37.22万吨等。
- 公司业绩增长超预期，盈利表现优于业内公司。2023年1-6月，公司实现营业收入226.84亿元，同比增长30.92%，主要是本期公司有色金属贸易业务量增加。实现净利润22.45亿元，其中归属于母公司股东的净利润15.07亿元，较上年同期减少6.1%，主要受到上半年铜、锌等金属市场价格同比去年高位下降较多影响。
- 矿产铜是公司第一大盈利来源，顺周期优势凸显。旗下优质铜矿玉龙铜矿品位及产能位居国内前列，伴随玉龙选厂改扩建届时玉龙铜矿一二三选厂矿石处理量将提升至2280万吨/年，预计明年将为公司带来近1.7万吨的铜精矿增量，以及近400吨钼精矿；其伴生钼成本极低，毛利率近90%。
- 看好后市金属价格：政治局会议奠定政策基调，提振市场信心，伴随政策逐步落地，经济有望稳步增长。目前铜等金属库存均处于历史极低位置，对铜价等具有一定支撑性。中长期来看，需求回暖，看好顺周期趋势，加之美联储加息周期进入尾声，金属价格中枢有望上行。
- 预计公司2023/2024/2025年实现营业收入467.30/527.90/555.99亿元，分别同比增长17.52%/12.97%/5.32%；归母净利润分别为35.21/42.19/47.10亿元，分别同比增长2.19%/19.82%/11.63%，对应EPS分别为1.48/1.77/1.98元。
- 以2023年8月17日收盘价11.98元为基准，对应2023-2025E对应PE分别为8.11/6.77/6.06倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济不及预期，政策不确定性；项目进度不及预期等。

目录

CONTENTS

- 一、西部矿企龙头
- 二、传统采选业务为主，布局盐湖增厚盈利
- 三、顺周期利好金属板块，低库存构筑底部支撑
- 四、投资建议：公司处于低估值区间

01

西部矿企龙头

主营业务：龙头矿企，深度布局盐湖化工

- 西部矿业股份有限公司由青海大柴旦锡铁山矿务局改制成立，在全国11个省、市、自治区拥有30余家（分）子公司和控股公司，业务范围涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易、盐湖化工等领域。
- 公司是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商。公司主要从事铜、铅、锌、铁、镍、钒、钼等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，以及黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售。
- 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。

图表1：公司主要业务分布图



图表2：主要矿山情况

| 矿山名称 | 主要品种 | 开采方式 | 开拓、运输系统 | 选矿方法 | 权益比例(%) |
|----------------|-------|---------|-------------|-------|---------|
| 内蒙古双利铁矿 | 铁 | 露天/地下开采 | 公路+竖井开拓 | 磁选 | 100 |
| 哈密白山泉铁矿 | 铁 | 地下开采 | 竖井开拓 | 磁选 | 100 |
| 肃北七角井钒铁矿 | 钒铁 | 地下开采 | 斜坡道+副井开拓 | 磁选 | 100 |
| 四川呷村银多金属矿 | 铜铅锌金银 | 地下开采 | 平硐+溜井联合开拓 | 浮选 | 76 |
| 四川会东大梁铅锌矿 | 铅锌 | 地下开采 | 平硐+溜井联合开拓 | 浮选 | 100 |
| 西藏玉龙铜矿 | 铜 | 露天开采 | 公路开拓 | 浮选 | 58 |
| 新疆瑞伦铜镍矿 | 镍铜 | 地下开采 | 竖井开拓 | 浮选 | 80 |
| 内蒙古乌吉玛铜矿 | 铜 | 地下开采 | 竖井开拓 | 浮选 | 100 |
| 青海锡铁山铅锌矿 | 铅锌 | 地下开采 | 平硐+斜坡道+竖井开拓 | 浮选 | 100 |
| 青海锡铁山中间沟-断层沟 | 铅锌 | 地下开采 | 平硐+盲斜井联合开拓 | 浮选 | 100 |
| 青海拉陵高里河下游铁多金属矿 | 铁铜锌 | 地下开采 | 竖井开拓 | 磁选+浮选 | 80 |
| 青海团结湖镁盐矿 | 氯化镁 | 露天开采 | / | / | 91.4 |

资料来源：公司官网，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资源：资源禀赋优异，集中于西北部

- **资源储量：**公司已在国内拥有众多优势矿产资源，资源拥有量居国内金属矿业企业前列。截至2023年6月30日，公司总计拥有保有资源储量为铜金属量617.74万吨、铅金属量165.13万吨、锌金属量288.15万吨、钼金属量37.22万吨、五氧化二钒64.43万吨、镍金属量27.12万吨、金金属量12.75吨、银金属量2,146.49吨，铁（矿石量）25,861.46万吨，氯化镁3,046.25万吨。
- 目前已形成电解铅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。

图表3：2023年上半年生产计划完成情况

| 产品名称 | 单位 | 2023年1-6月计划 | 2023年1-6月实际完成 | 计划完成率 |
|------|-----|-------------|---------------|-------|
| 铅精矿 | 金属吨 | 27788 | 31072 | 112% |
| 锌精矿 | 金属吨 | 60104 | 60328 | 100% |
| 铜精矿 | 金属吨 | 61348 | 60077 | 98% |
| 铁精粉 | 吨 | 749458 | 550319 | 73% |
| 球团 | 吨 | 124100 | 129794 | 105% |
| 精矿含金 | 千克 | 128 | 114 | 89% |
| 精矿含银 | 千克 | 60696 | 59424 | 98% |
| 锌锭 | 吨 | 49830 | 57206 | 115% |
| 电解铅 | 吨 | 40771 | 39464 | 97% |
| 电解铜 | 吨 | 89670 | 84340 | 94% |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表4：主要矿山产能情况

| 矿山名称 | 设计年产量（万吨/年） |
|---------------------------------|-------------|
| 铜： 西藏玉龙铜矿 | 1989 |
| 内蒙古获悉铜矿 | 450 |
| 铅锌： 青海锡铁山铅锌矿 | 150 |
| 青海锡铁山中间沟-断层沟铅锌矿 | 20 |
| 四川呷村银多金属矿 | 30 |
| 四川会东大梁铅锌矿 | 66 |
| 铁： 肃北七角井钒及铁矿 | 250 |
| 内蒙古双利铁矿 | 340 |
| 新疆哈密白山泉铁矿 | 140 |
| 格尔木拉陵高里河铁多金属矿 | 75 |
| 镍： 新疆哈密市黄山南铜镍矿（5-22线） | 66 |
| 新疆哈密市黄山南铜镍矿（22-27线） | 45 |
| 镁： 青海团结湖镁盐矿 | 50 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

股权：发源于青海，依托于西部



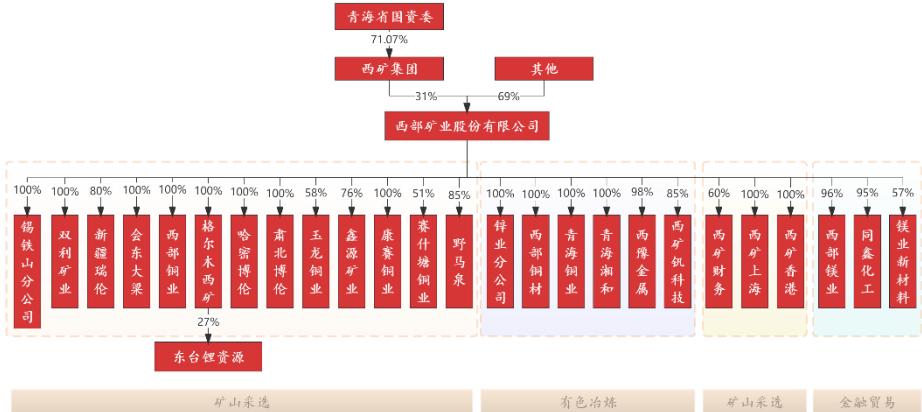
- 前身为青海大柴旦锡铁山矿务局，总部位于青海省西宁市，2007年7月12日在上海证券交易所挂牌上市。
- 公司控股股东为西矿集团，西矿集团直接持有公司31%的股份；公司实际控制人为青海省国资委，持有公司控股股东西矿集团71%的股份。
- 2020年8月，收购西部矿业集团持有青海甘河工业园开发建设有限公司3.46%的股份；2020年10月，收购集团持有的西部镁业91.4%的股份；2023年1月，受让集团所持同鑫化工67.69%的股份；4月，增持至94.94%。

图表5：历史上的青海大柴旦锡铁山矿务局



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表6：公司股权结构



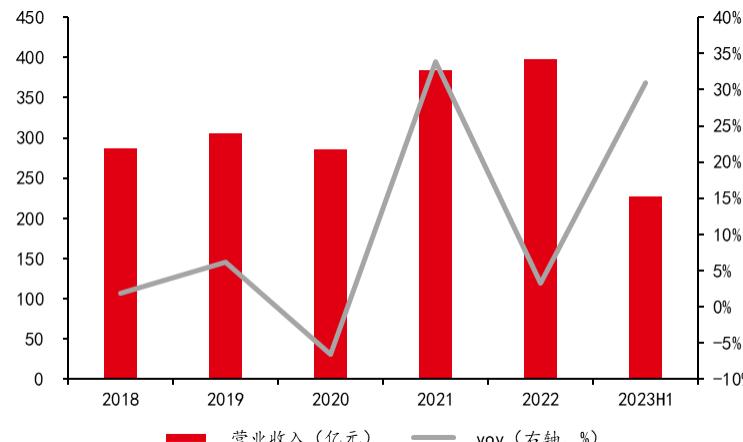
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

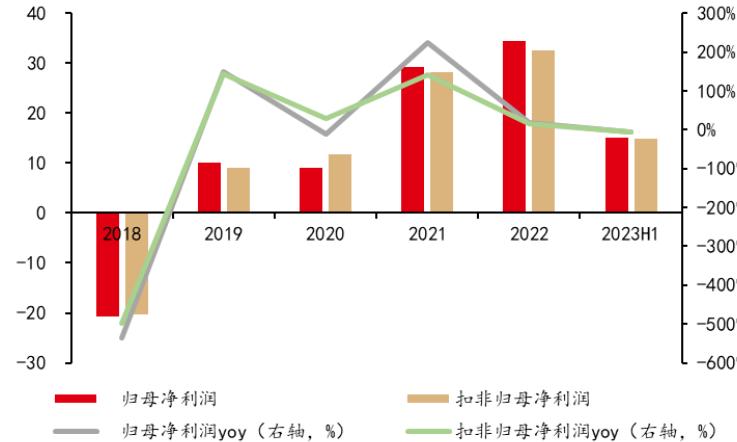
业绩增长超预期，盈利能力不断改善

- 公司业绩增长超预期。2023年1-6月，公司实现营业收入226.84亿元，同比增长30.92%，主要是本期公司有色金属贸易业务量增加。
- 受金属下跌影响，利润同比略下降。实现利润总额24.98亿元，较上年同期减少13.45%，实现净利润22.45亿元，其中归属于母公司股东的净利润15.07亿元，较上年同期减少6.10%。上半年铜、锌等金属市场价格波动较大，分别同比下降5.68%、13.75%；受市场价格影响，公司1-6月归母净利润较上年同期有所减少。

图表7：营收及同比（亿元）



图表8：归母净利润及同比（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

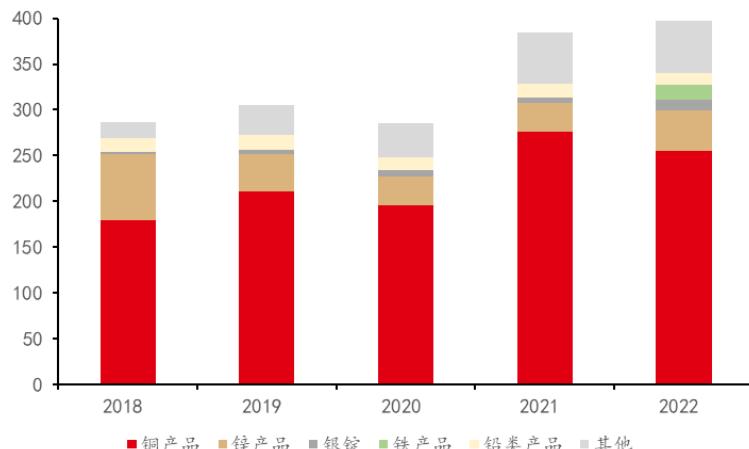
请参阅附注免责声明

受季节性限电影响，部分矿处理量低于计划指标



- 铜、锌、铅等产品依然是主要收入来源。铜产品是公司第一大营收来源，铜产品是公司第一大营收来源，2022年贡献营收255.29亿元，占比64.20%；锌产品贡献43.70亿元，占比10.99%，铅类产品贡献12.10亿元，占比3.04%；银锭贡献12.41亿元，占比3.12%。
- 受季节性限电影响，部分矿处理量低于计划指标。2023年上半年，公司生产铜精矿6.0万金吨，锌精矿6.03万金吨，铅精矿3.11万金吨，钼精矿1,388金吨，镍精矿537金吨，硫精矿7.2万吨，铁精粉55.03万吨，精矿含金114千克，精矿含银59.424吨，球团12.98万吨。铜精矿、铁精粉等，主要是部分矿山受季节性限电影响，处理量低于计划指标。

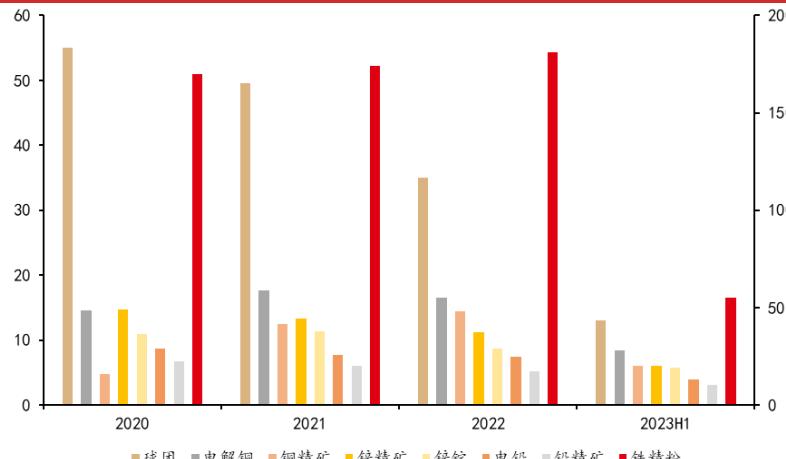
图表9：主要产品营收构成（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表10：主要矿产品产量（万吨）

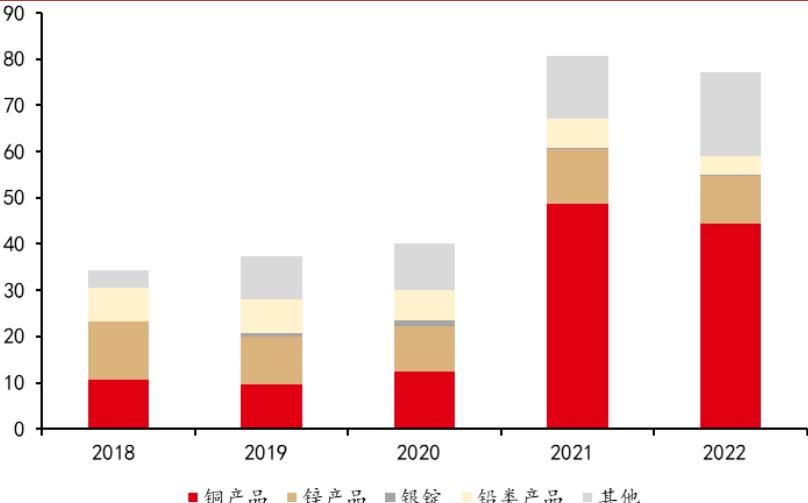


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

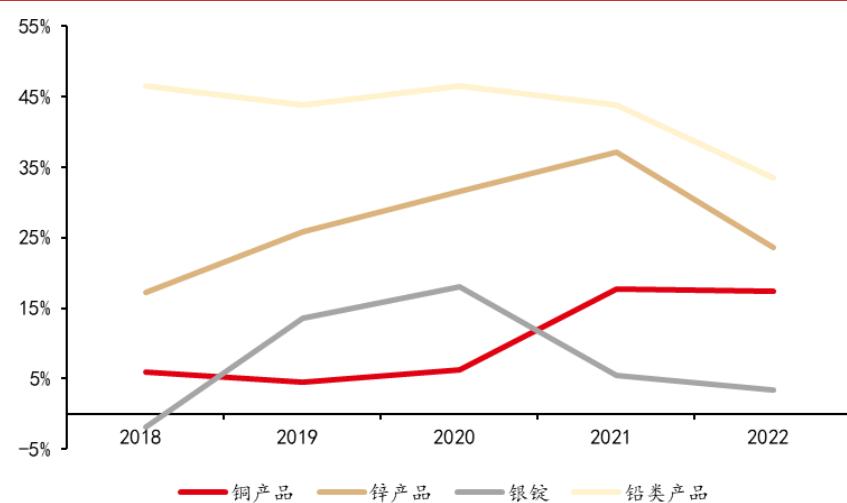
毛利润环比改善，铜产品贡献超半

- 2023年上半年，公司实现毛利润37.46亿元，同比下降12.94%，其中二季度实现毛利润25.32亿元，同比下降18.48%，环比增长2.43%；毛利率为16.51%，较去年同期下降8.73pct。
- 铜相关产品贡献超50%毛利润。分产品看，2022年铜、锌、钼、铅类产品毛利润分别为44.3亿元、10.33亿元、7.14亿元及4.04亿元。铜产品毛利率为17.35%，同比减少0.32pct；伴生钼成本极低，毛利率达到89.07%。

图表11：主要产品毛利润构成（亿元）



图表12：主要产品毛利率 (%)



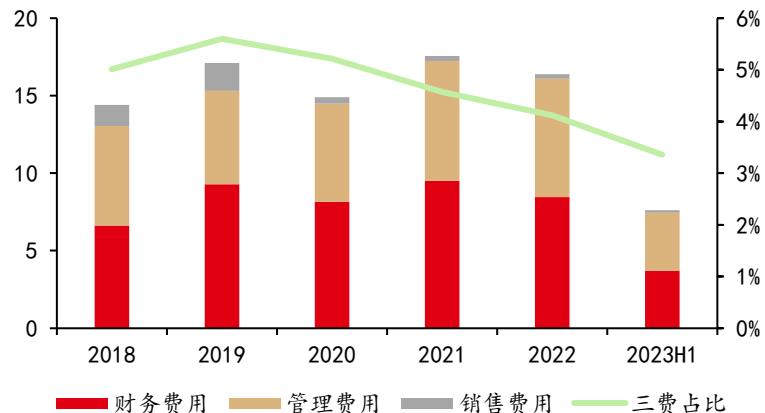
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

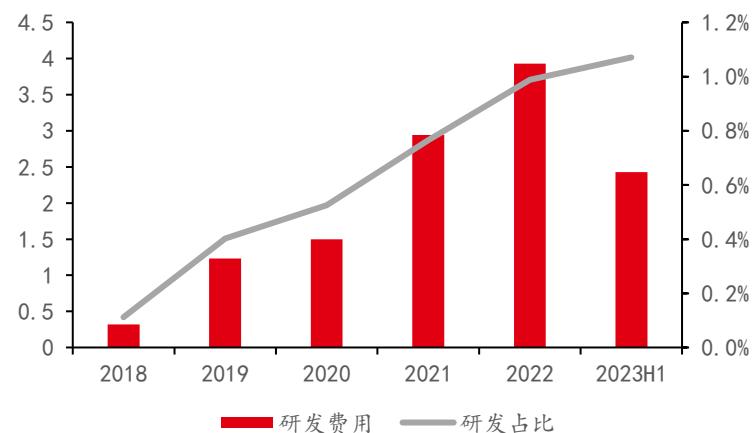
降本增效显著，重视研发投入

- 期间费用率不断下降，公司降本成果显著。2022年，三费合计16.38亿元，同比下降6.67%，三费占比营收4.12%，同比下降0.45pct，其中销售费用为2835万元，同比下降15.16%；管理费用为7.64亿元，同比下降0.98%；财务费用8.46亿元，同比下降10.90%。2023年上半年，三费费用合计为7.61亿元，同比下降3.91%，三费占比营收为3.35%，同比下降1.29pct。
- 研发投入不断增加。2022年，公司研发费用为3.93亿元，同比增长33.67%；研发占比营收0.99%，同比增长29.10%。2023年上半年，研发费用为2.43亿元，同比增长9.37%。

图表13：三费情况（亿元）



图表14：研发支出（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

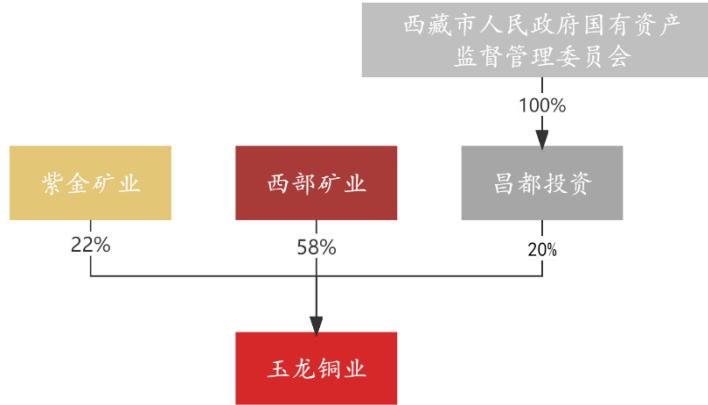
02

传统采选业务为主，布局盐湖增厚盈利

铜：第一大主营业务，资源禀赋优异

- 公司目前在产铜矿主要为玉龙铜矿、内蒙古获悉铜矿，分别由玉龙铜业和西部铜业持有其矿权。其中，公司持有玉龙铜业58%的股份，是第一大股东；另外，紫金矿业直接持有22%的股份，西藏国资委间接持有20%的股份。
- 玉龙铜矿资源禀赋优秀，矿石品位高。矿山位于青藏高原东部山区的昌都，是国内第二大单体铜矿，除铜金属外伴生大量钼、金、银等。铜矿石的资源量为8.78亿吨，保有储量8.68亿吨，平均品位0.66%。

图表15：玉龙铜业股权结构



图表16：世界大型铜矿品位

| 矿山名称 | 所在国家 | 主要所有者 | 铜品位 (%) |
|-------------|-------|----------|---------|
| Grasberg | 印度尼西亚 | 阿萨汉铝业公司 | 1.07% |
| Antamina | 秘鲁 | 必和必拓/嘉能可 | 0.91% |
| El Teniente | 智利 | 智利国家铜业公司 | 0.83% |
| Collahuasi | 智利 | 英美集团/嘉能可 | 0.81% |
| 玉龙铜矿 | 中国 | 西部矿业 | 0.60% |
| Escondida | 智利 | 必和必拓 | 0.59% |
| 德兴铜矿 | 中国 | 江西铜业 | 0.51% |
| 巨龙铜矿 | 中国 | 紫金矿业 | 0.40% |
| Petaquilla | 巴拿马 | 第一量子矿产公司 | 0.37% |
| Cerro Verde | 秘鲁 | 自由港-麦克莫兰 | 0.36% |
| 多龙铜矿 | 中国 | 中铝集团 | 0.34% |
| Buenavista | 墨西哥 | 南方铜业 | 0.32% |
| 金川铜镍矿 | 中国 | 金川国际 | 0.30% |
| Morenci | 美国 | 自由港-麦克莫兰 | 0.29% |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

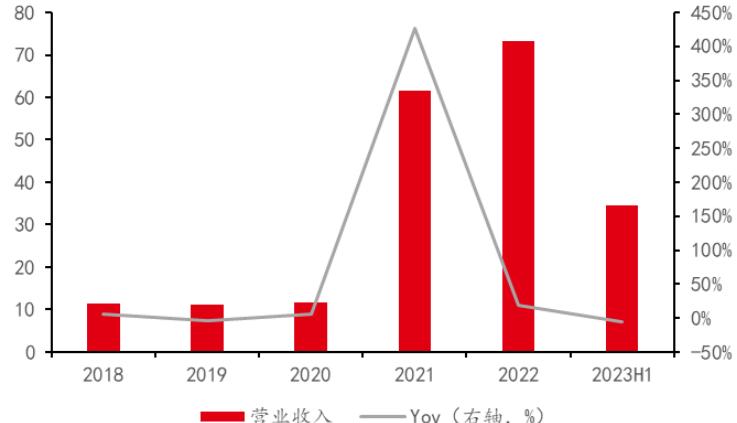
请参阅附注免责声明

资料来源：Mining Intelligence，中邮证券研究所

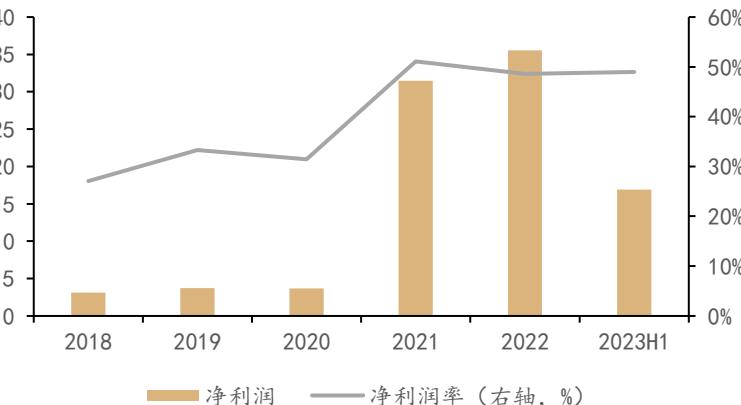
铜：玉龙铜业贡献超半利润

- 2023上半年，玉龙铜业实现营收34.48亿元，同比下降5.41%；实现净利润16.9亿元，净利润率为49.01%，归母净利润9.8亿元，同比下降6.32%，占比公司净利润65.0%。
- 改扩建项目稳步推进，增厚业绩。1) 玉龙铜矿一二选厂技改项目如期推进，力争于今年10月投产，届时玉龙铜矿一二三选厂矿石处理量将提升至2280万吨/年，预计明年将为公司带来近1.7万吨的铜精矿增量，以及近400吨钼精矿；2) 双利铁矿改扩建项目设计采出铜矿石 20 万吨/年，可为公司带来约5000吨铜精矿增量。
- 玉龙铜业三选厂铜选矿回收率同比增长 0.46 pct，钼选矿回收率同比增长 4.96 pct；鑫源矿业铜选矿回收率同比增长0.61 pct。

图表17：玉龙铜业营业收入及同比（亿元，%）



图表18：玉龙铜业净利润与净利润率（亿元，%）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

铅锌：持续开拓，夯实主业

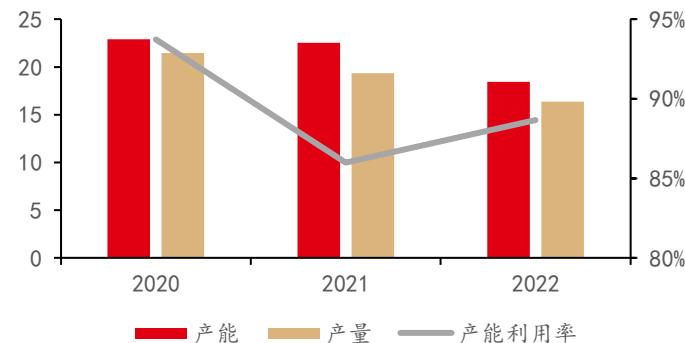
- 主力矿山为锡铁山铅锌矿、大柴旦镇中间沟一断层沟铅锌矿、内蒙古获各琦铜矿、呷村银铅锌多金属矿、会东大梁。截至2023年6月底，铅、锌金属保有资源储量分别为165.13万吨与288.15万吨。其中，在产的锡铁山铅锌矿是中国第二大单体铅锌矿，保有资源储量1,679.18万吨，拥有150万吨/年的采选能力，铅锌平均品位8.04%，回收率高于同行业水平。
- 产能利用率维持在90%附近。2023年上半年，公司铅精矿、锌精矿产量分别为2.78万金属吨和6.01万吨，预计全年铅锌产量超17万吨。
- 双利矿业二号铁矿改扩建工程将带来铅锌矿石20万吨/年的产能增量。

图表19：公司主要铅锌矿及储量总览

| 项目 | 铅锌资源量 (万吨) | 铅锌保有储量 (万吨) | 品位 | 年产量 (万吨/年) | 可采年限 |
|----------------|---------------|----------------|-------|---------------|------|
| 锡铁山铅锌矿 | 1894.95 | 1679.18 | 8.04% | 130 | 13 |
| 大柴旦镇中间沟一断层沟铅锌矿 | 220.66 | 154.92 | 5.32% | 20 | 7 |
| 获各琦铜矿 | 4869.63 | 4115.23 | 2.78% | 90 | 45 |
| 呷村银铅锌多金属矿 | 646.00 | 566.88 | 8.53% | 30 (总产量) | 19 |
| 会东大梁 | 456.58 | 406.94 | 5.65% | 58 | 7 |
| 合计 | 8087.82 | 6923.15 | | 298 | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表20：铅锌产能利用率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

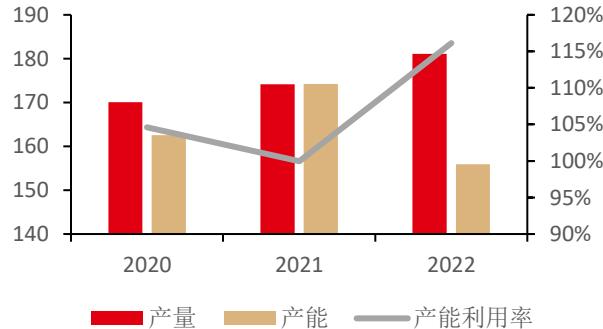
铁精粉：传统业务，积极推进改扩建

- 主力矿山为内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、格尔木拉陵高里河铁多金属矿以及肃北七角井钒铁矿。
- 铁资源保有量大。截至2023年6月，铁矿石保有资源储量超为2.6亿吨。2023年1-6月，公司铁精粉产量为55万吨。其中，双利铁矿保有储量6,884.65万吨，年处理量340万吨，平均品位24.1%，铁精粉产能超80万吨，由全资子公司双利矿业负责运营。
- 双利铁矿改扩建项目如期进行。双利矿业二号铁矿改扩建工程已于今年4月开工，该项目将带来铁矿石300万吨/年的处理增量。

图表21：公司主要铁矿及储量总览

| 项目 | 位置 | 铁资源量 (万吨) | 铁保有储量 (万吨) | 品位 | 年产量 (万吨/年) | 可采年限 |
|---------|-----|--------------|---------------|--------|---------------|------|
| 双利矿业 | 内蒙古 | 7297.42 | 6884.65 | 24.10% | 340 | 20 |
| 七角井钒铁矿 | 甘肃 | 12115.06 | 10584.80 | 22.32% | 278 | 38 |
| 哈密白山泉铁矿 | 新疆 | 2450.86 | 1983.15 | 19.88% | 140 | 14 |
| 合计 | | 21863.34 | 19452.6 | | 758 | |

图表22：铁产能利用率

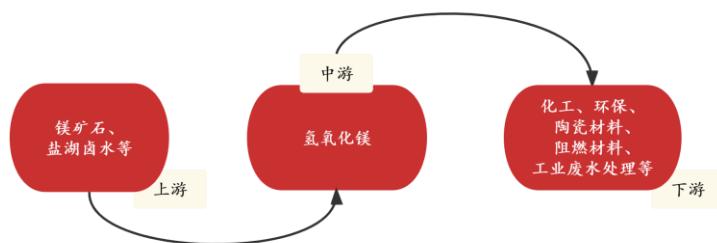


盐湖化工：深度布局盐湖，打造第二增长点



- 收购西部镁业，进军盐湖资源开发。于2023年7月披露称公司拟以持有其6.6亿元债权向西部镁业增资。增资完成后，公司持有其股权比例提升至95.94%。西部镁业主要从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务，发明了盐湖卤水-氯石灰联合法连续生产高纯氢氧化镁的新工艺，填补了国内氢氧化镁高端产品的空白。
 - 国内第一家也是唯一一家生产规模达到15万吨以上的盐湖镁资源开发企业，产能名列世界第三。目前生产规模15万吨/年高纯氢氧化镁、13万吨/年高纯氧化镁、2万吨/年高纯超细氢氧化镁、4万吨/年高纯电熔镁砂、5万吨/年烧结镁砂。
- 收购东台锂资源，打造新的利润增长点。2022年3月，公司以33.4亿元收购西矿集团持有的东台锂资源27%股权；今年6月竞买锂资源控股股东泰丰先行的6.29%股权，公司直接或间接持有东台锂资源合计30.1%的股权。
 - 进一步布局碳酸锂的下游磷酸铁锂行业，逐步形成从盐湖锂资源开发到电池正极材料生产的完整产业链，打造公司新的利润增长点。

图表23：高纯氢氧化镁上下游



图表24：东台吉乃尔盐湖资源情况

| 储量级别 | 卤水/矿石量 (万方/吨) | 孔隙度储量 (10 ⁴ t) | 品位 (mg/L) |
|-------|------------------|------------------------------|--------------|
| 探明资源量 | 32627.41 | 124.84 | 3826.23 |
| 控制资源量 | 34121.46 | 77.44 | 2269.57 |
| 小计 | 66748.87 | 202.28 | 3030.48 |
| 推断资源量 | 460222.29 | / | / |

资料来源：观研天下，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

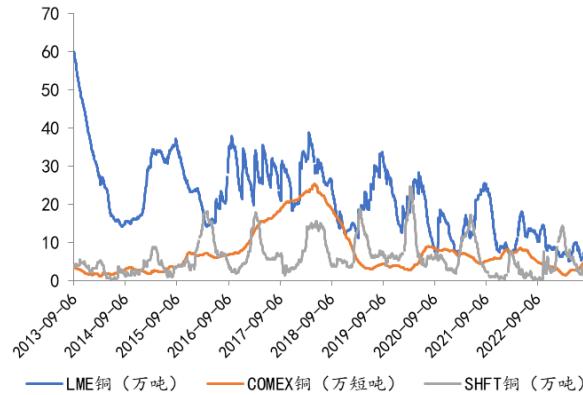
03

顺周期利好金属板块，低库存构筑底部支撑

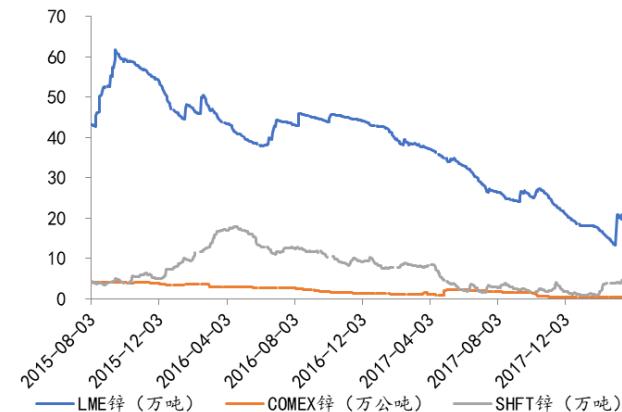
库存历史低位，支撑金属价格

- 截止2023年8月16日，铜、铅、锌三大交易所合计库存分别为15.4万吨、17.3万吨、11.2万吨，均处于历史低位，对金属价格起到支撑作用，金属价格难再下跌。

图表25：铜库存



图表26：锌库存



图表27：铅库存



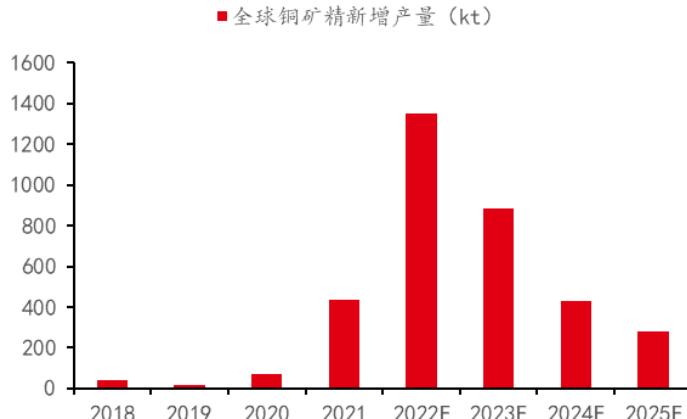
资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

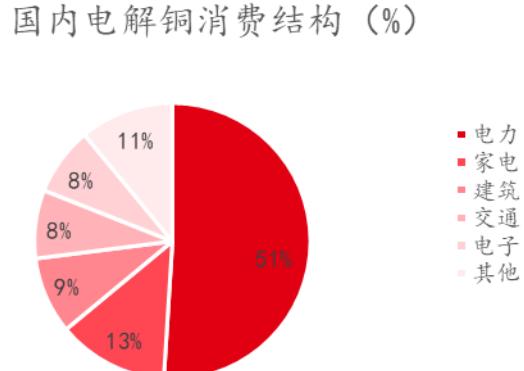
铜供需紧张：新兴领域成新驱动力

- **铜精矿产量增长有限。**从供给角度看，受大型铜矿品位趋势性下降以及全球主要铜企资本支出下滑等因素制约，根据ICSG数据，预计2022-2025年全球新增铜精矿产量分别为135万吨、88万吨、43万吨、28万吨，增量不断下降。
- **能源迭代转型或成为铜等传统工业金属的新驱动力。**以铜金属为例，传统行业依然是铜消费的主力战场，电力行业耗铜占比约51%，家电与建筑耗铜占比21%，新兴领域占比尚不足15%。但随着新能源、光伏等领域的持续高速增长，拉动铜等金属的需求不断攀升，或将成为其新的有力驱动
- **铜的供需格局有望重塑，缺口日益加大，叠加美联储加息进入尾声可释放流动性，或将驱动铜价中枢不断上移。**

图表28：全球铜精矿新增产量逐步减少 (kt)



图表29：2021年国内电解铜消费结构 (%)



04

投资建议：公司处于低估值区间

盈利预测

■ 核心假设：

- **看好后市金属价格：**政治局会议奠定政策基调，提振市场信心，伴随政策逐步落地，经济有望稳步增长。目前铜等金属库存均处于历史极低位置，对铜价等具有一定支撑性。中长期来看，需求回暖，看好顺周期趋势，加之美联储加息周期进入尾声，利好金属板块。对此，我们假设铜、铅、锌的价格以3%的增速上涨；钼价维持在40-45万元/吨。

2023年公司经营计划基本按计划完成，以及24、25年预测：

- **铜：**玉龙铜矿一二选厂技改项目将以及双利铁矿扩产推进顺利，在其它铜矿产量维持稳定前提下，预计公司23-25年铜精矿产量分别为13.3/16.0/16.5万吨，电解铜满产20万吨左右。
- **铅锌：**公司23-25年锌精矿和铅精矿产量合计可实现为17.5/18.5/19.5万吨，冶炼锌和冶炼铅满产分别为10万吨左右；以及双利铁矿扩产带来数千吨铜矿增量。
- **铁：**双利矿业二号铁矿改扩建工程也于4月1日开工，该项目设计采出铁矿石300万吨/年。在其它铁矿山产量维持稳定前提下，假设公司2023-25年铁精粉产量分别为140/170.5/187.5万吨。
- **其他金属：**钼作为伴生矿，其产量与玉龙铜矿产量成正比；预计23-25年产量分别为3300/3970/4093吨。

- 预计公司2023/2024/2025年实现营业收入467.30/527.90/555.99亿元，分别同比增长17.52%/12.97%/5.32%；归母净利润分别为35.21/42.19/47.10亿元，分别同比增长2.19%/19.82%/11.63%，对应EPS分别为1.48/1.77/1.98元。

盈利预测



图表30：收入预测

| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 铜类产品 | 营业收入 (百万元) | 19583. 60 | 27602. 92 | 25528. 75 | 28151. 49 | 31448. 64 | 32184. 24 |
| | Yoy | | 40. 9% | -7. 5% | 10. 3% | 11. 7% | 2. 3% |
| | 毛利润 (百万元) | 1234. 93 | 4875. 30 | 4429. 88 | 4673. 15 | 5850. 88 | 6197. 31 |
| | 毛利率 (%) | 6. 3% | 17. 7% | 17. 4% | 16. 6% | 18. 6% | 19. 3% |
| 锌类产品 | 营业收入 (百万元) | 3107. 29 | 3155. 63 | 4369. 65 | 5867. 76 | 6964. 51 | 8039. 76 |
| | Yoy | | 1. 6% | 38. 5% | 34. 3% | 18. 7% | 15. 4% |
| | 毛利润 (百万元) | 980. 14 | 1169. 13 | 1033. 18 | 1587. 42 | 1704. 59 | 1758. 67 |
| | 毛利率 (%) | 31. 5% | 37. 0% | 23. 6% | 27. 1% | 24. 5% | 21. 9% |
| 铅类产品 | 营业收入 (百万元) | 1431. 50 | 1433. 47 | 1210. 05 | 1659. 96 | 1733. 60 | 1810. 25 |
| | Yoy | | 0. 1% | -15. 6% | 37. 2% | 4. 4% | 4. 4% |
| | 毛利润 (百万元) | 665. 97 | 628. 67 | 404. 43 | 868. 57 | 959. 74 | 1055. 97 |
| | 毛利率 (%) | 46. 5% | 43. 9% | 33. 4% | 52. 3% | 55. 4% | 58. 3% |
| 铁产品 | 收入 (百万元) | / | / | 1637. 56 | 1266. 62 | 1542. 57 | 1696. 37 |
| | 成本 (百万元) | / | / | 1396. 99 | 1080. 54 | 1315. 94 | 1447. 15 |
| 钼精矿 | 收入 (百万元) | / | / | 801. 19 | 1320. 00 | 1730. 64 | 1637. 59 |
| | 成本 (百万元) | / | / | 87. 56 | 144. 26 | 189. 13 | 178. 96 |
| 其他收入 | 收入 (百万元) | 3915. 64 | 6209. 04 | 6215. 27 | 8463. 78 | 9370. 48 | 10230. 65 |
| | 成本 (百万元) | 2834. 26 | 4806. 38 | 5322. 69 | 7291. 50 | 8071. 38 | 8816. 53 |
| 营业收入 | (百万元) | 28038. 03 | 38401. 06 | 39762. 48 | 46729. 60 | 52790. 43 | 55598. 88 |
| 毛利润 | (百万元) | 3962. 42 | 8075. 77 | 7714. 28 | 9683. 19 | 11406. 01 | 12203. 09 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

投资建议

- 以2023年8月17日收盘价11.98元为基准，对应2023E-2025E对应PE分别为8.11/6.77/6.06倍。维持“买入”评级。
- A股上市公司中，代表性的铜业公司有紫金矿业、江西铜业、洛阳钼业、云南铜业、铜陵有色、中金岭南等，参考以上公司的PE，可比公司2023年PE均值为10.88倍。对比来看，西部矿业PE低于业内平均水平。

图表31：铜板块上市公司可比估值

| 证券代码 | 证券简称 | 8月17日收盘价 | 2023E PE | 2024E PE | 2025E PE | 2024E PB | 2024E EPS |
|--------|------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 601899 | 紫金矿业 | 12.29 | 13.41 | 11.14 | 9.23 | 1.07 | 1.10 |
| 600362 | 江西铜业 | 19.08 | 10.23 | 9.72 | 9.22 | 0.79 | 1.96 |
| 000630 | 铜陵有色 | 3.17 | 9.49 | 8.41 | 7.45 | 1.06 | 0.38 |
| 000878 | 云南铜业 | 11.28 | 9.35 | 8.36 | 0.00 | 1.31 | 1.35 |
| 601168 | 西部矿业 | 11.98 | 8.42 | 7.38 | 6.85 | 1.40 | 1.62 |
| 603993 | 洛阳钼业 | 5.80 | 12.34 | 10.07 | 9.24 | 1.18 | 0.58 |
| 000060 | 中金岭南 | 5.39 | 12.92 | 11.10 | 0.00 | 1.18 | 0.49 |
| 行业均值 | | | 10.88 | 9.45 | 6.00 | 1.14 | 1.07 |
| 601168 | 西部矿业 | 11.98 | 8.11 | 6.77 | 6.06 | 1.39 | 1.77 |

数据来源：iFind，中邮证券研究所

风险提示

- 宏观经济不及预期
- 政策不确定性
- 项目进度不及预期等

财务报表和主要财务比率

图表32：财务报表

| 财务报表和主要财务比率 | | 财务报表(百万元) | | | | 主要财务比率 | | | | |
|-------------------|--|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 利润表 | | | | | | | | | | |
| 营业收入 | | 39,762.48 | 46,729.60 | 52,790.43 | 55,598.88 | 营业收入 | 3.28% | 17.52% | 12.97% | 5.32% |
| 营业成本 | | 32,048.20 | 37,876.75 | 42,361.47 | 44,168.95 | 营业利润 | 9.38% | 11.56% | 19.84% | 12.04% |
| 税金及附加 | | 768.44 | 797.36 | 960.25 | 1,011.51 | 归属于母公司净利润 | 17.53% | 2.19% | 19.82% | 11.63% |
| 销售费用 | | 28.35 | 45.43 | 44.93 | 47.00 | | | | | |
| 管理费用 | | 763.97 | 897.84 | 1,008.26 | 1,044.81 | | | | | |
| 研发费用 | | 393.10 | 356.25 | 442.49 | 479.85 | | | | | |
| 财务费用 | | 846.37 | 650.13 | 654.51 | 646.56 | | | | | |
| 资产减值损失 | | -217.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 营业利润 | | 5,509.29 | 6,146.39 | 7,365.79 | 8,252.27 | 盈利能力 | | | | |
| 营业外收入 | | 172.30 | 109.36 | 127.92 | 136.53 | 毛利率 | 19.40% | 18.94% | 19.76% | 20.56% |
| 营业外支出 | | 19.75 | 51.51 | 29.80 | 33.69 | 净利率 | 8.67% | 7.54% | 7.99% | 8.47% |
| 利润总额 | | 5,661.84 | 6,204.25 | 7,463.90 | 8,355.11 | ROE | 21.34% | 21.50% | 20.48% | 18.61% |
| 所得税 | | 578.04 | 731.05 | 905.87 | 1,034.31 | ROIC | 12.41% | 13.35% | 13.81% | 13.45% |
| 净利润 | | 5,083.80 | 5,473.20 | 6,558.04 | 7,320.80 | | | | | |
| 归属于母公司净利润 | | 3,445.99 | 3,521.35 | 4,219.32 | 4,710.07 | | | | | |
| 每股收益(元) | | 1.45 | 1.48 | 1.77 | 1.98 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | | | | | |
| 货币资金 | | 6,521.82 | 9,088.71 | 14,295.49 | 18,383.97 | 偿债能力 | | | | |
| 交易性金融资产 | | 1.35 | 1.35 | 1.35 | 1.35 | 资产负债率 | 61.07% | 60.39% | 54.66% | 49.01% |
| 应收票据及应收账款 | | 818.86 | 905.08 | 1,168.95 | 1,151.00 | 流动比率 | 0.80 | 0.87 | 1.10 | 1.31 |
| 预付款项 | | 203.45 | 295.48 | 253.48 | 296.42 | | | | | |
| 存货 | | 3,464.77 | 3,890.16 | 4,263.75 | 4,356.76 | 营运能力 | | | | |
| 流动资产合计 | | 15,602.08 | 18,795.36 | 24,585.94 | 28,970.64 | 应收账款周转率 | 144.51 | 161.57 | 126.57 | 136.66 |
| 固定资产 | | 21,558.13 | 21,558.13 | 22,463.13 | 24,273.13 | 存货周转率 | 11.93 | 12.71 | 12.95 | 12.90 |
| 在建工程 | | 869.88 | 1,369.88 | 1,369.88 | 1,769.88 | 总资产周转率 | 0.77 | 0.85 | 0.86 | 0.81 |
| 无形资产 | | 6,191.02 | 6,191.02 | 6,691.02 | 7,291.02 | | | | | |
| 非流动资产合计 | | 37,214.58 | 38,641.90 | 40,046.90 | 42,856.90 | | | | | |
| 资产总计 | | 52,816.67 | 57,437.26 | 64,632.84 | 71,827.54 | | | | | |
| 短期借款 | | 6,487.39 | 6,987.39 | 6,787.39 | 6,487.39 | | | | | |
| 应付票据及应付账款 | | 3,716.80 | 3,369.92 | 3,768.93 | 4,023.55 | | | | | |
| 其他流动负债 | | 9,231.64 | 11,275.74 | 11,729.27 | 11,653.56 | | | | | |
| 流动负债合计 | | 19,435.83 | 21,633.05 | 22,285.59 | 22,164.50 | | | | | |
| 其他 | | 12,821.78 | 13,055.69 | 13,040.69 | 13,035.69 | | | | | |
| 非流动负债合计 | | 12,821.78 | 13,055.69 | 13,040.69 | 13,035.69 | | | | | |
| 负债合计 | | 32,257.62 | 34,688.75 | 35,326.29 | 35,200.19 | | | | | |
| 股本 | | 2,383.00 | 2,383.00 | 2,383.00 | 2,383.00 | | | | | |
| 资本公积 | | 5,283.13 | 5,284.89 | 5,284.89 | 5,284.89 | | | | | |
| 未分配利润 | | 7,302.71 | 6,966.19 | 10,552.62 | 14,556.18 | | | | | |
| 少数股东权益 | | 4,414.59 | 6,366.43 | 8,705.15 | 11,315.88 | | | | | |
| 其他 | | 1,175.62 | 1,747.99 | 2,380.89 | 3,087.40 | | | | | |
| 所有者权益合计 | | 20,559.05 | 22,748.51 | 29,306.55 | 36,627.35 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | | 52,816.67 | 57,437.26 | 64,632.84 | 71,827.54 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | | |
| 净利润 | | | 5,083.80 | 5,473.20 | 6,558.04 | 7,320.80 | | | | |
| 折旧和摊销 | | | 1,909.35 | 0.00 | 95.00 | 190.00 | | | | |
| 营运资本变动 | | | 2,971.71 | 250.32 | 268.74 | -117.32 | | | | |
| 其他 | | | 286.85 | 606.47 | 556.84 | 544.40 | | | | |
| 经营活动现金流净额 | | 10,251.72 | 6,329.99 | 7,478.62 | 7,937.88 | | | | | |
| 资本开支 | | -1,752.48 | -394.99 | -1,402.33 | -2,897.84 | | | | | |
| 其他 | | -1,872.32 | -1,007.66 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 投资活动现金流净额 | | -3,624.80 | -1,402.65 | -1,402.33 | -2,897.84 | | | | | |
| 股权融资 | | 0.00 | 1.76 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 债务融资 | | -1,665.95 | 1,497.12 | -215.00 | -305.00 | | | | | |
| 其他 | | -4,063.25 | -3,865.85 | -654.51 | -646.56 | | | | | |
| 筹资活动现金流净额 | | -5,729.20 | -2,366.98 | -869.51 | -951.56 | | | | | |
| 现金及现金等价物净增加额 | | 912.15 | 2,566.89 | 5,206.78 | 4,088.48 | | | | | |

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

免责声明

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

免责声明

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投资、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨幅相对同期相关证券市场基准指数的涨幅。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | 行业评级 | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 可转债评级 | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |
| | | | |

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048