

2023年08月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q2 业绩环比改善，多金属矿冶同步发展

—西部矿业 (601168.SH) 公司事件点评报告

买入(首次)

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

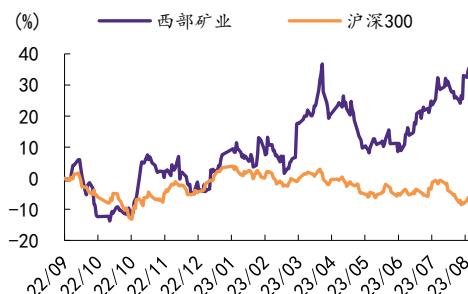
✉ dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2023-08-31

当前股价 (元)	12.78
总市值 (亿元)	305
总股本 (百万股)	2383
流通股本 (百万股)	2383
52周价格范围 (元)	9.18-14.56
日均成交额 (百万元)	387.06

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

西部矿业发布公告：2023上半年营业收入为226.84亿元，同比增长30.92%；归母净利润为15.07亿元，同比下滑6.1%；扣除非经常性损益后的归母净利润为14.88亿元，同比下滑6.19%。

投资要点

■ 铜锌价格影响半年业绩，但Q2业绩环比有改善

据公司2023年中报描述，今年上半年归母净利润同比下滑的主要原因是铜、锌金属市场价格下跌，分别同比下降5.68%、13.75%。

Q2铜铝价格环比仍小幅下跌，但是业绩环比改善。根据长江有色市场报价计算得出2023Q2铜、锌、铅均价分别为67558、20944、15301元/吨，环比Q1变动幅度分别为-1.60%、-10.27%、+0.01%。但从公司业绩来看，2023Q2实现营业收入111.1亿元，同比+30.82%，环比-4%；归母净利润8.27亿元，同比-2.64%，环比+21.61%。

■ 矿冶生产按计划稳步运行

公司是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商。主要从事铜、铅、锌等基本有色金属、黑色金属的采冶、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。

2023上半年公司主体矿种产量生产顺利，基本完成计划：铅精矿实现产量31072吨，计划完成率112%，产量较2022H1同比增长19.34%；锌精矿实现产量60328吨，计划完成率100%，产量较2022H1同比增长6.1%；铜精矿实现产量60077吨，计划完成率98%，产量较2022H1同比下降10.49%。据公司公告，铜精矿产量在2023H1未实现100%计划原因主要是部分矿山受季节性限电影响，导致处理量低于计划指标。**2023年预计铅精矿产量为56612吨，锌精矿117349吨，铜精矿133003吨。**

2023H1冶炼产量均同比增长，其中电解铜实现产量84340吨，同比+8.17%；锌锭实现产量57206吨，同比+36.17%；电解铅实现产量39464吨，同比+1.06%。

冶炼产能方面，青海铜业、西部铜材、青海湘和上半年实现同比扭亏为盈，青海铜业5万吨阴极铜项目自2022年11月投产以来运行平稳，阴极铜产能提升至15万吨/年，成

为青藏高原最大的现代化铜冶炼企业。

■ 玉龙铜矿技改下半年投产，加速布局新能源板块

重点项目有序推进。1) 西藏玉龙铜矿：一二选厂技术改造提升项目于2023年4月正式启动，预计最早今年10月投料生产。届时一二选厂矿石处理量将提升至450万吨/年，玉龙铜矿一二三选厂矿石处理量由1989万吨/年将提升至2280万吨/年。据投资者关系问答，2023年因玉龙铜矿一二选厂技改项目实施，规划铜精矿产量为11.9万吨。2) 双利矿业：二号铁矿改扩建工程于4月1日开工，该项目设计采出铁矿石300万吨/年、铜矿石20万吨/年、铅锌矿石20万吨/年。3) 西豫公司：环保升级及多金属综合循环利用改造项目于4月8日开工建设，建设期为24个月，项目建成后，将形成年产电铅20万吨、金锭6吨、银锭430吨生产能力。

加快布局新能源行业，打造公司新业务增长点。公司近两年已实现收购西部镁业、东台锂资源两家盐湖资源企业，今年6月竞买锂资源控股股东泰丰先行的6.29%股权，另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。

■ 盈利预测

预测公司2023-2025年主营收入分别为427.91、446.37、464.05亿元，归母净利润分别为35.45、41.07、46.03元，当前股价对应PE分别为8.6、7.4、6.6倍。

鉴于公司采矿及冶炼产能持续发展，金属价格已有企稳态势。我们首次覆盖公司，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 金属价格大幅下跌；2) 项目进展不及预期；3) 经营安全及环保风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	39,762	42,791	44,637	46,405
增长率（%）	3.5%	7.6%	4.3%	4.0%
归母净利润（百万元）	3,446	3,545	4,107	4,603
增长率（%）	17.5%	2.9%	15.8%	12.1%
摊薄每股收益（元）	1.45	1.49	1.72	1.93
ROE（%）	16.8%	15.4%	15.8%	15.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	39,762	42,791	44,637	46,405
现金及现金等价物	6,522	10,460	14,840	19,485	营业成本	32,048	35,201	36,156	37,154
应收款项	982	1,057	1,103	1,146	营业税金及附加	768	827	863	897
存货	3,465	3,895	4,002	4,114	销售费用	28	31	32	33
其他流动资产	4,633	4,926	5,104	5,274	管理费用	764	822	858	892
流动资产合计	15,602	20,338	25,049	30,020	财务费用	846	414	292	162
非流动资产:					研发费用	393	423	441	459
金融类资产	795	795	795	795	费用合计	2,032	1,690	1,622	1,545
固定资产	21,558	20,643	19,475	18,261	资产减值损失	-218	-218	-218	-218
在建工程	870	348	139	56	公允价值变动	119	119	119	119
无形资产	6,191	5,881	5,572	5,278	投资收益	650	650	650	650
长期股权投资	4,668	4,668	4,668	4,668	营业利润	5,509	5,673	6,595	7,410
其他非流动资产	3,927	3,927	3,927	3,927	加: 营业外收入	172	172	172	172
非流动资产合计	37,215	35,468	33,782	32,190	减: 营业外支出	20	20	20	20
资产总计	52,817	55,806	58,831	62,209	利润总额	5,662	5,825	6,748	7,562
流动负债:					所得税费用	578	595	689	772
短期借款	6,487	6,487	6,487	6,487	净利润	5,084	5,231	6,059	6,790
应付账款、票据	3,717	4,178	4,293	4,413	少数股东损益	1,638	1,685	1,952	2,188
其他流动负债	8,821	8,821	8,821	8,821	归母净利润	3,446	3,545	4,107	4,603
流动负债合计	19,436	19,929	20,063	20,201					
非流动负债:									
长期借款	9,951	9,951	9,951	9,951					
其他非流动负债	2,871	2,871	2,871	2,871					
非流动负债合计	12,822	12,822	12,822	12,822					
负债合计	32,258	32,751	32,885	33,022					
所有者权益									
股本	2,383	2,383	2,383	2,383					
股东权益	20,559	23,055	25,947	29,187					
负债和所有者权益	52,817	55,806	58,831	62,209					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	5084	5231	6059	6790					
少数股东权益	1638	1685	1952	2188					
折旧摊销	1715	1747	1670	1577					
公允价值变动	119	119	119	119					
营运资金变动	1696	-305	-197	-188					
经营活动现金净流量	10252	8476	9603	10485					
投资活动现金净流量	-3625	1437	1376	1298					
筹资活动现金净流量	-2689	-2734	-3167	-3550					
现金流量净额	3,938	7,179	7,812	8,234					

资料来源: Wind、华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

请阅读最后一页重要免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。