

西部矿业 (601168. SH)

资产报废处置拖累业绩，玉龙铜矿选厂扩建项目投产在即

买入

核心观点

2023Q3 公司归母净利润同比下降 11.7%。2023Q3 实现营收 95.5 亿元（同比-3.9%，环比-14.1%），归母净利润 6.91 亿元（同比-11.7%，环比-16.4%），扣非归母净利润 8.59 亿元（同比+11.2%，环比+5.1%），经营性净现金流 29.11 亿元（同比+176.4%，环比+19.3%）。

三季度毛利润环比增加 4 亿元。2023Q3 受益于铜、钼价格环比上涨，以及高海拔的玉龙铜矿夏季生产旺季，三季度公司毛利润环比增加 4.15 亿元，毛利率恢复到 24.3%，现金流持续强劲。三季度公司营收同比、环比均下降，可能因公司主动缩减有色金属贸易业务。三季度归母净利润环比下降 1.4 亿元，主因：①玉龙铜矿一、二选厂工艺技术提升改造项目建设需要对部分资产报废处置，产生 3.44 亿元的营业外支出；②研发费用环比增加 1 亿元；③碳酸锂价格下跌，东台锂资源的投资收益环比减少 0.86 亿元。

玉龙铜矿选厂改扩建项目投产在即。报告期内，玉龙铜业一、二选厂的技术提升改造项目正在紧张有序的推进中，预计将于 10 月底至 11 月初投产，可增加 1.5 万吨金属铜/年产能。

风险提示：产能释放低于预期，金属价格下跌风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

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 68500 元/吨，锌锭现货年均价均为 22000 元/吨，铅锭现货均价均为 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 88%。根据碳酸锂价格走势，下调公司投资收益；根据三季报披露内容，增加营业外支出 3.44 亿元。预计公司 2023-2025 年营收分别为 464/478/492 亿元，同比增速 16.7%/3.1%/2.8%，归母净利润分别为 31.57/40.21/43.20 亿元（原预测值 35.70/41.44/44.68 亿元），同比增速-8.4%/27.4%/7.4%；摊薄 EPS 分别为 1.32/1.69/1.81 元，当前股价对应 PE 分别为 9.3/7.3/6.8X。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，将受益于国内新一轮找探矿战略行动，主力矿山玉龙铜矿继续扩建，公司矿山产出持续增长，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	46,385	47,825	49,159
(+/-%)	34.5%	3.5%	16.7%	3.1%	2.8%
净利润(百万元)	2932	3446	3157	4021	4320
(+/-%)	223.0%	17.5%	-8.4%	27.4%	7.4%
每股收益(元)	1.23	1.45	1.32	1.69	1.81
EBIT Margin	15.5%	16.6%	12.9%	14.9%	15.9%
净资产收益率(ROE)	22.1%	21.3%	17.2%	19.0%	17.9%
市盈率(PE)	10.0	8.5	9.3	7.3	6.8
EV/EBITDA	7.9	7.4	7.5	6.5	6.0
市净率(PB)	2.21	1.82	1.60	1.39	1.21

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

买入(维持)

合理估值

12.31 元

收盘价

29335/29335 百万元

总市值/流通市值

14.72/9.13 元

52 周最高价/最低价

359.28 百万元

近 3 个月日均成交额

5.28 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) - 主力矿山盈利能力稳健，玉龙铜矿选厂扩建顺利》——2023-08-01

《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》——2023-03-27

《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) - 铜版块量价齐增，盐湖提锂贡献业绩》——2022-07-25

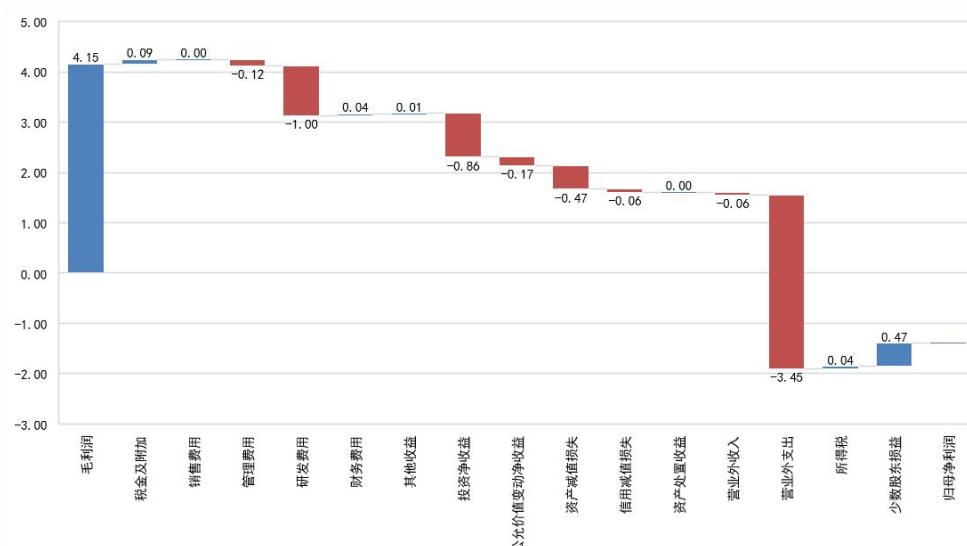
《西部矿业 (601168.SH) - 巩固铜铅锌业务，整合开发盐湖镁资源》——2022-05-01

2023Q3 公司归母净利润同比下降 11.7%。2023Q3 实现营收 95.5 亿元（同比-3.9%，环比-14.1%），归母净利润 6.91 亿元（同比-11.7%，环比-16.4%），扣非归母净利润 8.59 亿元（同比+11.2%，环比+5.1%），经营性净现金流 29.11 亿元（同比+176.4%，环比+19.3%）。

2023Q3 受益于铜、钼价格环比上涨，以及高海拔的玉龙铜矿夏季生产旺季，三季度公司毛利润环比增加 4.15 亿元，毛利率恢复到 24.3%，现金流持续强劲。三季度公司营收同比、环比均下降，可能因公司主动缩减有色金属贸易业务。Q3 归母净利润环比下降 1.4 亿元，主因：

- ①玉龙铜矿一、二选厂工艺技术提升改造项目建设需要对部分资产报废处置，产生 3.44 亿元的营业外支出；
- ②研发费用环比增加 1 亿元；
- ③碳酸锂价格下跌，对东台锂资源的投资收益环比减少 0.86 亿元。

图1：公司 Q3-Q2 利润表环比变化（亿元）



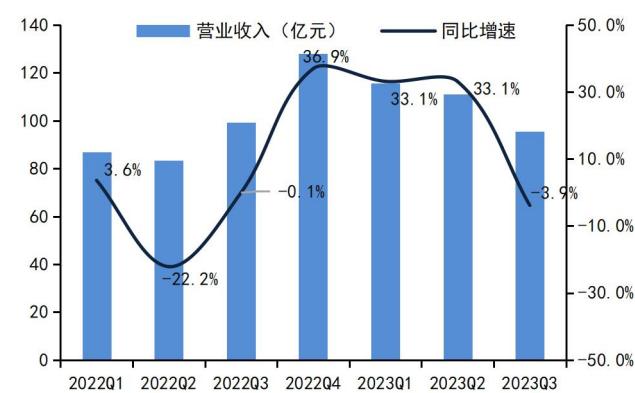
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：西部矿业营业收入及增速（单位：亿元、%）

图3：西部矿业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）

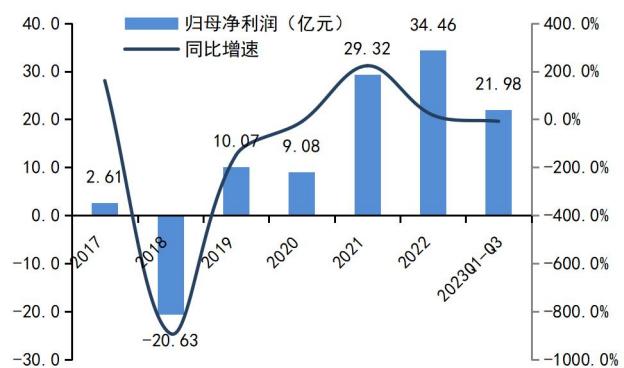


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



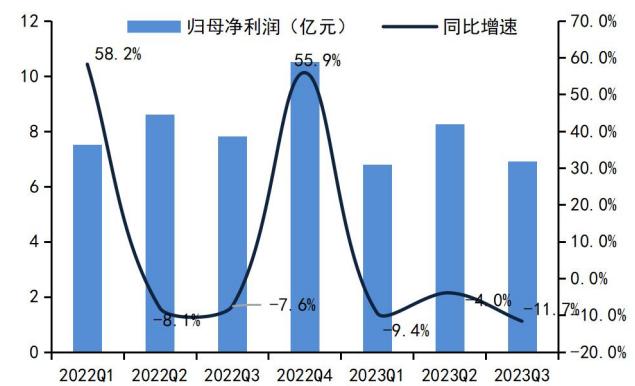
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：西部矿业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



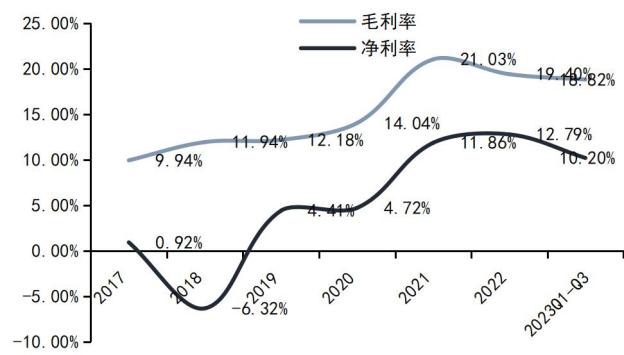
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：西部矿业单季归母净利润（单位：亿元）



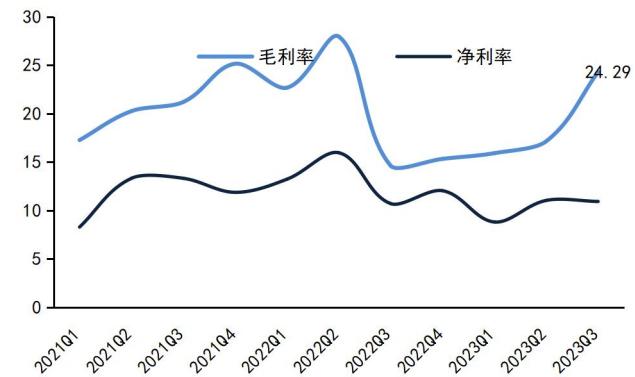
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：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

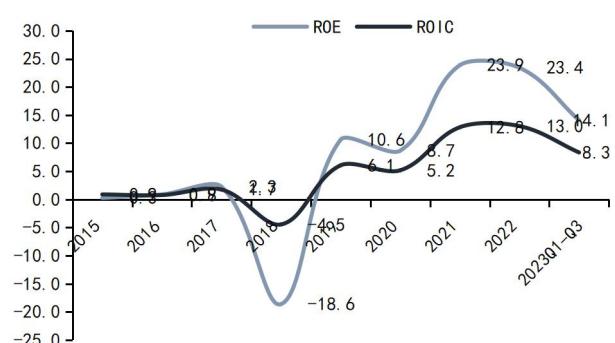
图7：西部矿业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



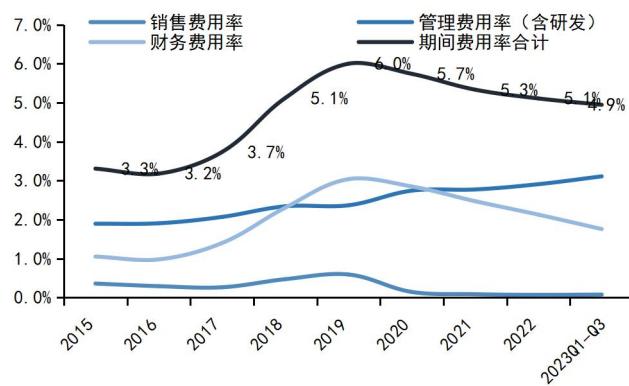
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：西部矿业ROE、ROIC 变化情况 (%)

图9：西部矿业期间费用率变化 (%)

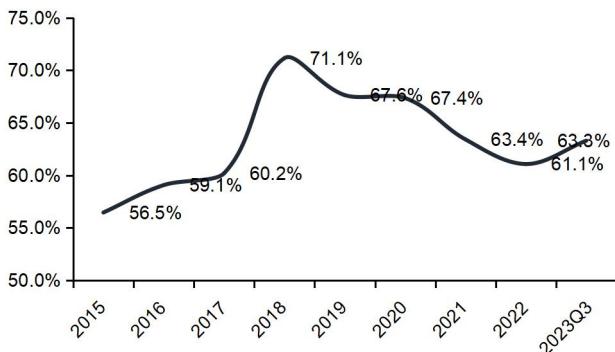


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



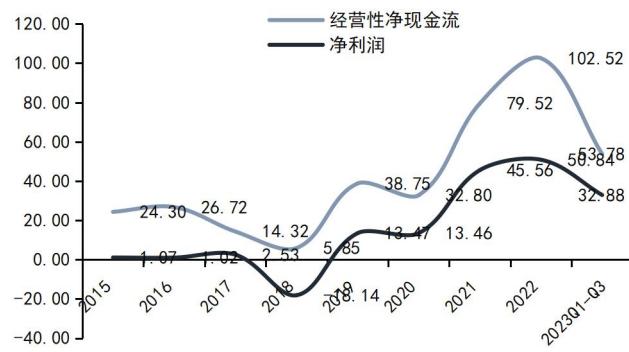
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：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11：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

报告期内，玉龙铜业一、二选厂的技术提升改造项目正在紧张有序的推进中，预计将于10月底至11月初投产，可增加1.5万吨金属铜/年产能。

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68500元/吨，锌锭现货年均价均为22000元/吨，铅锭现货均价均为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88%。根据碳酸锂价格走势，下调公司投资收益；根据三季报披露内容，增加营业外支出3.44亿元。预计公司2023-2025年营收分别为464/478/492亿元，同比增速16.7%/3.1%/2.8%，归母净利润分别为31.57/40.21/43.20亿元（原预测值35.70/41.44/44.68亿元），同比增速-8.4%/27.4%/7.4%；摊薄EPS分别为1.32/1.69/1.81元，当前股价对应PE分别为9.3/7.3/6.8X。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，将受益于国内新一轮找探矿战略行动，主力矿山玉龙铜矿继续扩建，公司矿山产出持续增长，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6355	6522	10561	14629	19520	营业收入	38401	39762	46385	47825	49159
应收款项	1246	982	1146	1181	1214	营业成本	30325	32048	38032	38707	39332
存货净额	3201	3465	4044	4102	4156	营业税金及附加	700	768	896	924	950
其他流动资产	2427	3839	4478	4617	4746	销售费用	33	28	33	34	35
流动资产合计	14549	15602	21023	25323	30430	管理费用	772	764	1139	1167	1192
固定资产	22630	22428	22642	22686	22572	研发费用	294	393	459	473	486
无形资产及其他	5937	6191	5943	5696	5448	财务费用	814	950	696	478	492
投资性房地产	5772	3927	3927	3927	3927	投资收益	(189)	650	236	291	349
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	58204	62301	67046	其他收入	(590)	(681)	(164)	(178)	(192)
短期借款及交易性金融负债	10455	10229	10679	10454	10454	营业利润	5036	5509	5660	6627	7315
应付款项	2921	3717	4338	4400	4458	营业外净收支	84	153	(350)	0	0
其他流动负债	4049	5490	6468	6563	6653	利润总额	5120	5662	5310	6627	7315
流动负债合计	17425	19436	21486	21418	21565	所得税费用	564	578	542	677	747
长期借款及应付债券	11333	9951	9951	9951	9951	少数股东损益	1624	1638	1611	1929	2248
其他长期负债	2916	2871	2871	2871	2871	归属于母公司净利润	2932	3446	3157	4021	4320
长期负债合计	14249	12822	12822	12822	12822	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	31673	32258	34307	34239	34387	净利润	2932	3446	3157	4021	4320
少数股东权益	4982	4415	5542	6892	8466	资产减值准备	(3)	158	7	(1)	(2)
股东权益	13291	16144	18354	21169	24193	折旧摊销	1836	1715	2526	2705	2864
负债和股东权益总计	49947	52817	58204	62301	67046	公允价值变动损失	(58)	(336)	0	0	0
						财务费用	814	950	696	478	492
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1540)	2784	225	(77)	(70)
每股收益	1.23	1.45	1.32	1.69	1.81	其它	668	217	1120	1352	1575
每股红利	0.73	1.12	0.40	0.51	0.54	经营活动现金流	3836	7983	7035	8000	8687
每股净资产	5.58	6.77	7.70	8.88	10.15	资本开支	0	(1706)	(2500)	(2500)	(2500)
ROIC	17%	16%	17%	19%	20%	其它投资现金流	(514)	526	0	0	0
ROE	22%	21%	17%	19%	18%	投资活动现金流	(353)	(4789)	(2500)	(2500)	(2500)
毛利率	21%	19%	18%	19%	20%	权益性融资	(9)	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	17%	13%	15%	16%	负债净变化	2579	(1383)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	21%	18%	21%	22%	支付股利、利息	(1731)	(2658)	(947)	(1206)	(1296)
收入增长	35%	4%	17%	3%	3%	其它融资现金流	(5119)	5054	451	(225)	(0)
净利润增长率	223%	18%	-8%	27%	7%	融资活动现金流	(3433)	(3027)	(496)	(1431)	(1296)
资产负债率	73%	69%	68%	66%	64%	现金净变动	50	167	4039	4068	4891
息率	5.9%	9.1%	3.2%	4.1%	4.4%	货币资金的期初余额	6305	6355	6522	10561	14629
P/E	10.0	8.5	9.3	7.3	6.8	货币资金的期末余额	6355	6522	10561	14629	19520
P/B	2.2	1.8	1.6	1.4	1.2	企业自由现金流	5577	8730	5643	6508	7303
EV/EBITDA	7.9	7.4	7.5	6.5	6.0	权益自由现金流	3037	12401	6094	6283	7303

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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