

西部矿业(601168)

矿冶产能提升，助力公司成长

行业：有色金属/工业金属
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：18.55元
 目标价格：24.18元

事件：

2024年3月16日，公司公布2023年年度报告。实现营业收入427.48亿元，同比6%；归母净利润27.89亿元，同比-18%；扣非后归母净利润25.56亿元，同比-22%；EPS1.17元/股，同比-18%。每10股派发现金股利5元(含税)，占2023年度合并报表归属于母公司可分配利润的43%。

铜锌精矿贡献下滑，投资收益大幅下降

2023年，由于玉龙铜业一、二选厂升级改造，铜精矿产销量13.1/13.5万吨，同比-9%/-5%；铅精矿产销量6/6万吨，同比17%/17%；锌精矿产销量12/12万吨，同比7%/7%。2023年全年铜/铅/锌现货均价同比1.2%/2.9%/-14%，铜锌精矿毛利贡献下降。同期电池级碳酸锂现货均价同比-47%，公司对参股27%的东台锂资源投资收益1.7亿元，较2022年大幅下跌75%。

重点项目推进顺利，选冶产能有效提升

2023年10月，呷村银多金属矿采矿权办理扩能并取得新采矿权证，证载规模由30万吨/年扩至80万吨/年；11月，玉龙铜业一、二选厂优化升级改造项目投产，矿石处理能力提升至2280万吨/年。全资子公司西部铜业多金属选矿技改工程计划于2024年内完工投产，投产后西部铜业铅锌矿石处理量将从90万吨/年提升至150万吨/年。有色金属冶炼板块实施了一批产业升级改造重大项目，截至目前已形成电解铜21万吨/年、锌锭10万吨/年、电铅10万吨/年的产能。

宽松预期叠加供需偏紧，铜价重心向上

2024年来，美联储降息预期持续升温，对有色金属的价格压制弱化。企业资本开支不足，供给扰动加大，预计全球铜新增供给有限。能源结构转型继续拉动铜需求，铜供需格局或逐步转向供给不足，驱动铜价重心上移。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为486/528/575亿元，同比增速分别为13.8%/8.6%/8.8%，3年CAGR10.4%；归母净利润分别为37/43/44亿元，同比增速分别为33.3%/16.9%/1.0%，3年CAGR16.3%；EPS分别为1.56/1.82/1.84元/股。鉴于公司主要产品铜铅锌具备较强增产潜力以及金属价格重心有望进一步走高，参照可比公司估值，我们给予公司2024年15.5倍PE，目标价24.18元。维持“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险、矿产资源量和可采储量估测的风险、矿权到期无法续期的风险、安全与环保风险等。

基本数据

| | |
|---------------|-------------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 2,383.00/2,383.00 |
| 流通A股市值(百万元) | 44,204.65 |
| 每股净资产(元) | 6.41 |
| 资产负债率(%) | 60.93 |
| 一年内最高/最低(元) | 19.87/10.21 |

股价相对走势



作者

分析师：丁士涛
 执业证书编号：S0590523090001
 邮箱：dingsht@glsc.com.cn
 分析师：刘依然
 执业证书编号：S0590523110010
 邮箱：liuyr@glsc.com.cn

联系人：胡章胜
 邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 40238 | 42748 | 48646 | 52848 | 57512 |
| 增长率(%) | 4.52% | 6.24% | 13.80% | 8.64% | 8.82% |
| EBITDA(百万元) | 8366 | 7566 | 9183 | 10302 | 10301 |
| 归母净利润(百万元) | 3417 | 2789 | 3719 | 4347 | 4391 |
| 增长率(%) | 16.56% | -18.38% | 33.33% | 16.88% | 1.02% |
| EPS(元/股) | 1.43 | 1.17 | 1.56 | 1.82 | 1.84 |
| 市盈率(P/E) | 12.9 | 15.8 | 11.9 | 10.2 | 10.1 |
| 市净率(P/B) | 2.7 | 2.9 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 5.4 | 7.4 | 7.2 | 6.2 | 6.1 |

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年03月18日收盘价

相关报告

1、《西部矿业(601168)：投资收益下降拖累盈利，增产增储夯实成长根基》2023.10.22
 2、《西部矿业(601168)：选冶板块价涨量增可期，产业结构优化助力成长》2023.07.29

财务预测摘要
资产负债表

| 单位:百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 6527 | 5436 | 14594 | 15855 | 17253 |
| 应收账款+票据 | 1498 | 793 | 1332 | 1447 | 1575 |
| 预付账款 | 203 | 66 | 156 | 169 | 184 |
| 存货 | 3524 | 3162 | 3948 | 4247 | 4705 |
| 其他 | 3784 | 1953 | 3557 | 3863 | 4203 |
| 流动资产合计 | 15536 | 11410 | 23586 | 25581 | 27920 |
| 长期股权投资 | 4668 | 4369 | 4531 | 4725 | 4935 |
| 固定资产 | 24335 | 24049 | 23537 | 23464 | 23899 |
| 在建工程 | 945 | 1759 | 2533 | 3306 | 3879 |
| 无形资产 | 6212 | 6421 | 5779 | 5137 | 4495 |
| 其他非流动资产 | 1843 | 4058 | 4048 | 4048 | 4048 |
| 非流动资产合计 | 38004 | 40657 | 40428 | 40680 | 41256 |
| 资产总计 | 53540 | 52067 | 64014 | 66261 | 69177 |
| 短期借款 | 6487 | 5667 | 13521 | 12837 | 12255 |
| 应付账款+票据 | 3806 | 2915 | 3849 | 4141 | 4588 |
| 其他 | 9709 | 6767 | 8737 | 9277 | 10086 |
| 流动负债合计 | 20002 | 15349 | 26106 | 26254 | 26929 |
| 长期带息负债 | 10981 | 14404 | 11374 | 8541 | 5800 |
| 长期应付款 | 564 | 607 | 607 | 607 | 607 |
| 其他 | 1338 | 1364 | 1364 | 1364 | 1364 |
| 非流动负债合计 | 12882 | 16374 | 13345 | 10512 | 7771 |
| 负债合计 | 32884 | 31723 | 39451 | 36766 | 34700 |
| 少数股东权益 | 4436 | 5075 | 6988 | 9222 | 11480 |
| 股本 | 2383 | 2383 | 2383 | 2383 | 2383 |
| 资本公积 | 5373 | 4981 | 4981 | 4981 | 4981 |
| 留存收益 | 8464 | 7904 | 10212 | 12908 | 15633 |
| 股东权益合计 | 20656 | 20344 | 24563 | 29495 | 34477 |
| 负债和股东权益总计 | 53540 | 52067 | 64014 | 66261 | 69177 |

现金流量表

| 单位:百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 5032 | 4233 | 5631 | 6582 | 6649 |
| 折旧摊销 | 1885 | 2024 | 1881 | 1942 | 2034 |
| 财务费用 | 870 | 822 | 1007 | 1003 | 836 |
| 存货减少(增加为“-”) | -323 | 362 | -786 | -299 | -458 |
| 营运资金变动 | 3167 | -962 | -115 | 98 | 316 |
| 其它 | -405 | -340 | 624 | 99 | 243 |
| 经营活动现金流 | 10227 | 6139 | 8243 | 9424 | 9619 |
| 资本支出 | -1635 | -2819 | -1500 | -2000 | -2400 |
| 长期投资 | -3353 | -1045 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1250 | 793 | 10 | 7 | 5 |
| 投资活动现金流 | -3739 | -3072 | -1490 | -1993 | -2395 |
| 债权融资 | -2386 | 2602 | 4824 | -3517 | -3322 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -3278 | -6270 | -2419 | -2653 | -2502 |
| 筹资活动现金流 | -5664 | -3668 | 2405 | -6170 | -5825 |
| 现金净增加额 | 839 | -599 | 9158 | 1261 | 1399 |

利润表

| 单位:百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 40238 | 42748 | 48646 | 52848 | 57512 |
| 营业成本 | 32546 | 35036 | 38991 | 41947 | 46473 |
| 营业税金及附加 | 770 | 739 | 885 | 962 | 1047 |
| 营业费用 | 28 | 32 | 38 | 41 | 44 |
| 管理费用 | 1185 | 1485 | 1490 | 1618 | 1761 |
| 财务费用 | 870 | 822 | 1007 | 1003 | 836 |
| 资产减值损失 | -220 | -55 | -135 | -146 | -159 |
| 公允价值变动收益 | 119 | 73 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 652 | 322 | 195 | 227 | 243 |
| 其他 | 68 | 112 | 43 | 42 | 41 |
| 营业利润 | 5458 | 5085 | 6338 | 7400 | 7475 |
| 营业外净收益 | 153 | -366 | -43 | -43 | -43 |
| 利润总额 | 5610 | 4719 | 6294 | 7357 | 7432 |
| 所得税 | 578 | 486 | 663 | 775 | 783 |
| 净利润 | 5032 | 4233 | 5631 | 6582 | 6649 |
| 少数股东损益 | 1615 | 1444 | 1912 | 2235 | 2258 |
| 归属于母公司净利润 | 3417 | 2789 | 3719 | 4347 | 4391 |

财务比率

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 4.52% | 6.24% | 13.80% | 8.64% | 8.82% |
| EBIT | 6.75% | -14.49% | 31.76% | 14.49% | -1.11% |
| EBITDA | 4.30% | -9.56% | 21.37% | 12.19% | -0.01% |
| 归属于母公司净利润 | 16.56% | -18.38% | 33.33% | 16.88% | 1.02% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 19.12% | 18.04% | 19.85% | 20.63% | 19.19% |
| 净利率 | 12.51% | 9.90% | 11.58% | 12.45% | 11.56% |
| ROE | 21.07% | 18.27% | 21.16% | 21.44% | 19.09% |
| ROIC | 16.11% | 14.11% | 17.69% | 19.00% | 18.40% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 61.42% | 60.93% | 61.63% | 55.49% | 50.16% |
| 流动比率 | 0.8 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 47.5 | 96.2 | 70.7 | 70.7 | 70.7 |
| 存货周转率 | 9.2 | 11.1 | 9.9 | 9.9 | 9.9 |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.4 | 1.2 | 1.6 | 1.8 | 1.8 |
| 每股经营现金流 | 4.3 | 2.6 | 3.5 | 4.0 | 4.0 |
| 每股净资产 | 6.8 | 6.4 | 7.4 | 8.5 | 9.7 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 12.9 | 15.8 | 11.9 | 10.2 | 10.1 |
| 市净率 | 2.7 | 2.9 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 5.4 | 7.4 | 7.2 | 6.2 | 6.1 |
| EV/EBIT | 7.0 | 10.1 | 9.1 | 7.7 | 7.6 |

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 18 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 行业评级 | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |
| | | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼