

西部矿业 (601168.SH)

铜矿业务盈利稳健，采选规模继续扩张

买入

核心观点

2023 年公司业绩同比下降 19%。2023 年实现营收 427.48 亿元 (+7.5%)，归母净利润 27.89 亿元 (-19.1%)，扣非归母净利润 25.56 亿元 (-21.7%)，经营性净现金流 62.39 亿元 (-39%)。盈利同比下滑主因碳酸锂价格大跌导致投资收益减少，以及玉龙铜矿选厂改扩建的固定资产处置损失。

维持较高分红比例。公司公告了 2023 年度利润分配方案：以 2023 年度末公司总股本 23.83 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元 (含税)，共计分配 11.92 亿元，占 2023 年度合并报表归属于母公司可分配利润的 43%。

2023 年铜矿版块占公司利润 80%。公司铜矿版块主要由玉龙铜矿 (玉龙铜业) 和获各琦铜矿 (西部铜业) 构成。2023 年玉龙铜业净利润 33.04 亿元，公司持股比例 58%，贡献利润 19.16 亿元；2023 年西部铜业净利润 3.25 亿元，公司持股比例 100%。铜矿版块 (含钼精矿) 贡献归母净利润合计 22.41 亿元，占上市公司归母净利润 80.4%。其中受益于钼价上涨，公司 2023 年钼产品毛利润 10.7 亿元。

未来 3 年铜、锌、铁产量均有增长。玉龙铜矿一、二选厂改扩建工程完工，玉龙铜矿选矿量从 1989 万吨/年增加到 2280 万吨/年，可带来每年 2 万吨铜金属增量；鑫源矿业证载规模增加，以及西部铜业技改可增加约 3 万吨铅锌金属产量。

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 2024-2026 年营收分别为 454/481/507 亿元，同比增速 6.1%/6.0%/5.5%，归母净利润分别为 33.45/39.22/46.48 亿元，同比增速 19.9%/17.2%/18.5%；摊薄 EPS 分别为 1.40/1.65/1.95 元，当前股价对应 PE 分别为 13.1/11.1/9.4X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿选厂在 2023 年改造完成后，铜矿产量增加 15%，且具备进一步扩张的潜力，充分受益于铜价景气周期，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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39,762	42,748	45,350	48,054	50,705
(+/-%)	3.5%	7.5%	6.1%	6.0%	5.5%
净利润 (百万元)	3446	2789	3345	3922	4648
(+/-%)	17.5%	-19.1%	19.9%	17.2%	18.5%
每股收益 (元)	1.45	1.17	1.40	1.65	1.95
EBIT Margin	14.5%	12.8%	14.8%	16.3%	18.0%
净资产收益率 (ROE)	21.3%	18.3%	19.7%	20.7%	21.9%
市盈率 (PE)	12.7	15.7	13.1	11.1	9.4
EV/EBITDA	10.2	10.1	8.3	7.3	6.4
市净率 (PB)	2.71	2.86	2.58	2.31	2.06

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

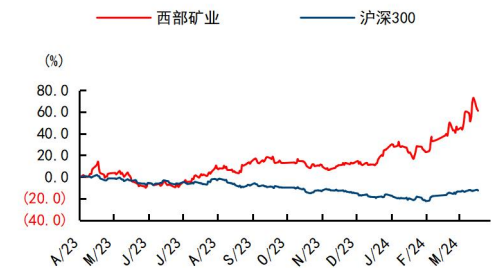
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

基础数据

投资评级	合理估值	买入 (维持)
收盘价		18.33 元
总市值/流通市值		43680/43680 百万元
52 周最高价/最低价		19.87/10.21 元
近 3 个月日均成交额		641.34 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) - 资产报废处置拖累业绩，玉龙铜矿选厂扩建项目投产在即》——2023-10-24
- 《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

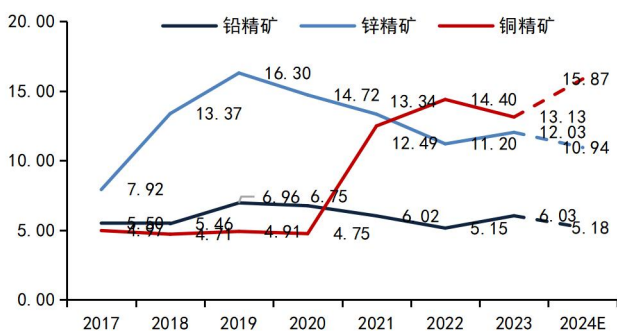
一、2023 年业绩概况

2023 年公司业绩同比下降 19%。2023 年实现营收 427.48 亿元 (+7.5%)，归母净利润 27.89 亿元 (-19.1%)，扣非归母净利润 25.56 亿元 (-21.7%)，经营性净现金流 62.39 亿元 (-39%)。其中 2023Q4 营业收入 105.15 亿元 (同比-17.8%，环比+10.1%)，归母净利润 5.92 亿元 (同比-43.8%，环比-14.4%)，扣非归母净利润 9.59 亿元 (同比+6.8%，环比+11.6%)。

维持较高分红比例。公司公告了 2023 年度利润分配方案：以 2023 年度末公司总股本 23.83 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元 (含税)，共计分配 11.92 亿元，占 2023 年度合并报表归属于母公司可分配利润的 43%。

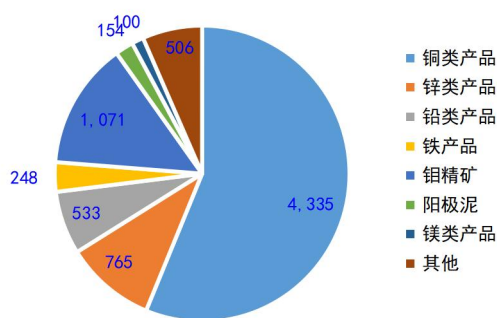
主要产品产销变动：2023 年铜精矿产量同比下滑 1.27 万吨，主因玉龙铜矿一、二选厂改扩建工程施工影响正常生产，该项目已于 2023 年 11 月完工；铁精粉产量同比下滑 61 万吨是计划性停产；精矿含金产量下滑 49 千克主因原矿品位低于计划指标。

图1：西部矿业主要产品产量及指引（单位：万吨）



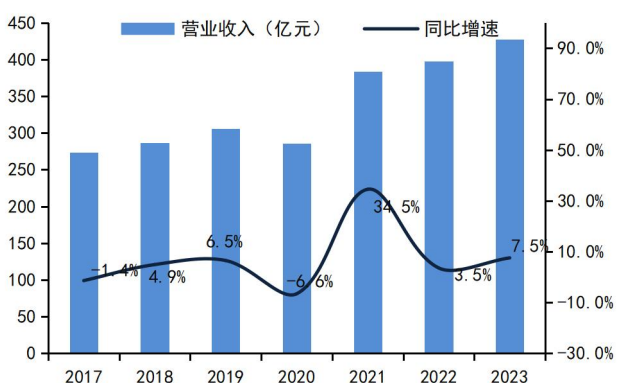
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2023 年西部矿业毛利润构成（单位：百万元）



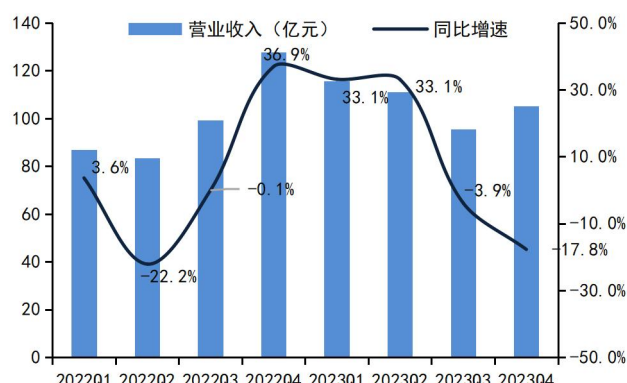
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：西部矿业营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

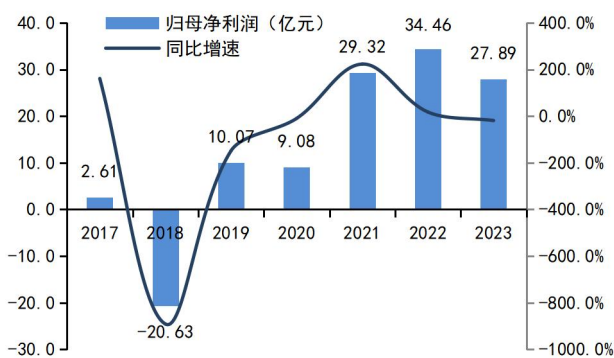
图4：西部矿业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



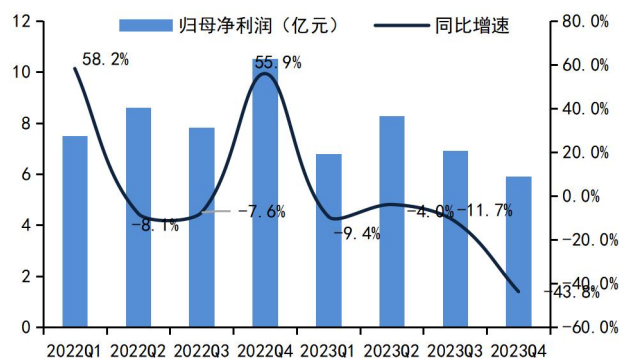
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：西部矿业归母净利润及增速（单位：亿元、%）

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



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二、分版块业绩分析

①2023年铜矿版块占公司利润80%，是公司利润主要来源。公司铜矿版块主要由玉龙铜矿（玉龙铜业）和获各琦铜矿（西部铜业）构成。2023年玉龙铜业净利润33.04亿元，公司持股比例58%，贡献利润19.16亿元；2023年西部铜业净利润3.25亿元，公司持股比例100%。铜矿版块（含钼精矿）贡献归母利润合计22.41亿元，占上市公司归母净利润80.4%。其中受益于钼价上涨，公司2023年钼产品毛利润10.7亿元。

②铜矿利润同比下滑，铜冶炼减亏。2023年铜价公司铜矿块利润同比下滑主因玉龙铜矿一、二选厂改扩建工程建设影响正常生产，估计玉龙铜矿年产量同比下降1.13万吨。但是铜冶炼企业青海铜业减亏1.9亿元，弥补了矿山的利润下滑。最终公司铜类产品毛利润同比仅下滑9500万元。展望2024年，玉龙铜矿产量预计同比增加2.5万吨，达到14.5万吨左右，铜版块盈利有望明显增加，同时伴生钼产量同比增加600吨到4000吨。

表1：公司主要产品毛利润变动（百万元）

	2023年毛利润	2022年毛利润	变动
铜类产品	4,335	4,430	-95
锌类产品	765	1,033	-268
铅类产品	533	404	128
铁产品	248	241	8
钼精矿	1,071	714	357
阳极泥	154	81	73
镁类产品	100	58	42
总毛利	7,712	7,714	-2

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2：对公司利润影响较大的部分子公司利润变动（亿元）

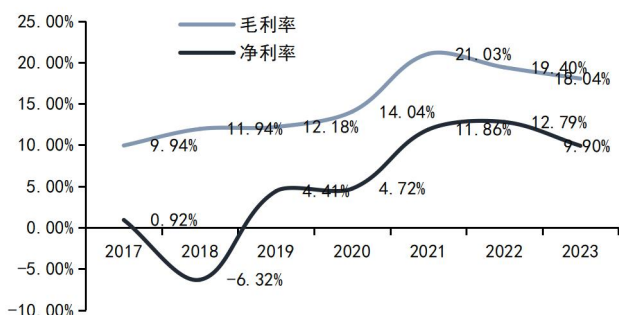
	2023年净利润	2022年净利润	变动
玉龙铜业	33.04	35.56	-2.52
西部铜业	3.25	2.94	0.31
鑫源矿业	0.96	2.61	-1.65
西豫金属	0.67	-0.23	0.90
青海铜业	-0.4	-2.3	1.90
西矿财务	1.91	1.27	0.64

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

③**锌价下滑拖累铅锌版块业绩，2024年有望成为利润增长点。**2023年国内现货锌价同比下滑了3600元/吨，公司锌类产品毛利润同比减少2.68亿元；现货铅价同比增加390元/吨，铅类产品毛利润同比增加1.28亿元。子公司鑫源矿业年产铅锌3万吨左右，2023年净利润同比减少了1.65亿元。展望2024年，当前锌价处于高成本矿山成本线附近，冶炼加工费跌破冶炼厂成本线，全年锌供给并不过剩，且当前价格下国外矿山和冶炼厂均有减产，锌价有望同比上移，公司拥有12万吨锌精矿产能，将显著受益于锌价上涨。

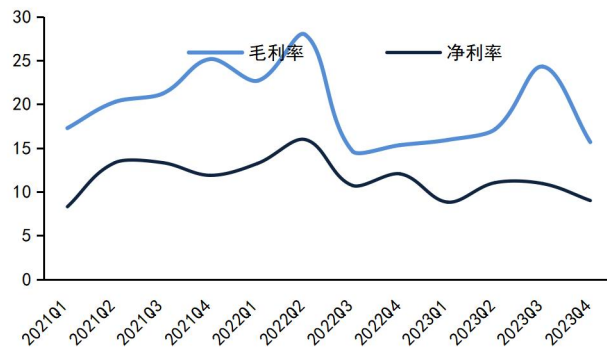
④**碳酸锂价格下跌，联营公司投资收益锐减。**2023年电池级碳酸锂均价25.9万元，同比下跌47%，东台锂资源公司营业收入14.58亿元，净利润8.46亿元；2022年同期东台锂资源公司营业收入48.83亿元，净利润35.35亿元。公司持股27%，2023年对联营企业和合营企业的投资收益1.67亿元，同比减少了5.02亿元。2024年以来，碳酸锂均价9.9万元，预计对2024年业绩的同比拖累会减少。

图7：西部矿业毛利率、净利率变化情况



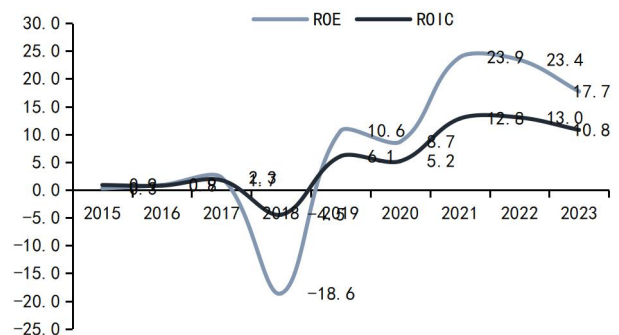
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：西部矿业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



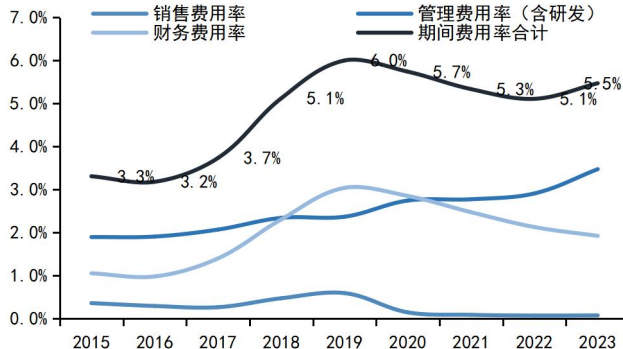
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：西部矿业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

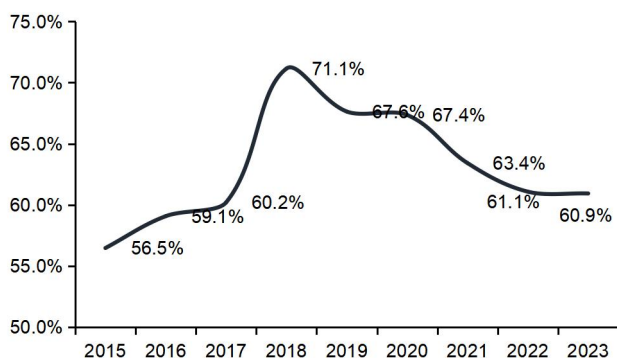
图10：西部矿业期间费用率变化 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率和财务费用平稳。截至2023年末，公司资产负债率60.9%，与2022年末61.1%的水平接近；截至2023年末公司带息债务246亿元，2022年同期是241亿元。2023年公司财务费用8.22亿元，同比微降2.8%。2023年经营性净现金流减少主要是本期控股子公司西矿财务吸收存款净增加额较上年同期减少，以及前期采购原料支付的票据到期解付。

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

三、矿山板块全部扩张, 冶炼板块兼顾效益和规模

矿山板块:

铜: 公司拥有铜资源储量 605 万吨, 其中主力矿山玉龙铜矿储量 558 万吨, 品位 0.66%且品位平稳。报告期内, 玉龙铜矿一、二选厂改扩建工程完工, 玉龙铜矿选矿量从 1989 万吨/年增加到 2280 万吨/年, 可带来每年 2 万吨铜金属增量。

铅锌: 报告期内四川呷村银多金属矿(鑫源矿业)证载生产规模由 30 万吨/年扩至 80 万吨/年, 预计铅锌金属年产量从 2.5 万吨提升到 3.5 万吨。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, 预计增加 2 万吨铅锌金属产量。

铁矿: 公司继续整合铁矿资源, 报告期内收购淦鑫矿业 100%股权及其持有的格尔木它温查汉铁多金属矿勘探探矿权, 增加铁矿石资源储量 4560 万吨, 正在办理探转采手续。肃北七角井钒及铁矿于 2023 年办理了采矿证扩能手续, 证载规模由 250 万吨/年扩至 380 万吨/年; 双利铁矿启动露转地项目, 该项目设计矿石采选能力 340 万吨/年。公司长期目标是打造千万吨级铁矿基地。

表3: 公司矿山资源量 (万吨)

	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年末
铜金属	655.83	643.44	624.77	605
铅金属	160.69	172.45	161.57	155.14
锌金属	311.6	321.98	284.37	270.34
钼金属	35.73	38.24	37.45	36.9
五氧化二钒	58.81	64.81	64.57	64.15
铁(矿石量)	31098.79	27199.03	26146.75	30010.9
镍(万吨)	25.24	27.38	27.17	27.12
金(吨)	13.54	13.56	13.08	12.8
银(吨)	2315.45	2302.84	2119.86	2095.37
氯化镁	0	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

冶炼板块: 冶炼板块以做精为目标, 目前已形成电解铜 21 万吨/年(青海铜业 15 万吨/年, 西部铜材 6 万吨/年)、锌锭 10 万吨/年(青海湘和)、电铅 10 万吨/年(西豫金属)、偏钒酸铵 2000 吨/年的产能。

公司冶炼产能发展兼顾效益和规模, 未来扩张如下:

①西豫金属负责铅冶炼生产运营，2023年4月启动环保升级及多金属综合循环利用改造项目，该项目是公司形成铜铅锌一体化冶炼系统、推动区域双循环经济体系建设的关键工程。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，同时高效回收铜、锌、镉、铋、锡等有价金属。

②2024年西部铜材实施节能环保升级改造项目，采用大极板和永久阴极的电解生产工艺，年产10万吨阴极铜，实现铜电解提质降耗及环保节能升级。

投资建议：参照年初以来主要有色金属价格走势，假定2024-2026年国内阴极铜现货均价均为69000元/吨，锌锭现货均价均为22000元/吨，铅锭现货均价均为15500元/吨，铅精矿加工费1200元/吨，锌精矿加工费4000元/吨，铜精矿计价系数91%。预计公司2024-2026年营收分别为454/481/507亿元，同比增速6.1%/6.0%/5.5%，归母净利润分别为33.45/39.22/46.48亿元，同比增速19.9%/17.2%/18.5%；摊薄EPS分别为1.40/1.65/1.95元，当前股价对应PE分别为13.1/11.1/9.4X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿选厂在2023年改造完成后，铜矿产量增加15%，且具备进一步扩张的潜力，充分受益于铜价景气周期，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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6522	5436	7584	11104	15541	营业收入	39762	42748	45350	48054	50705
应收款项	982	886	940	1223	1290	营业成本	32048	35036	36230	37705	38886
存货净额	3465	3162	3210	3332	3433	营业税金及附加	768	739	784	831	877
其他流动资产	3839	1773	1881	1993	2103	销售费用	28	32	34	36	38
流动资产合计	15602	11410	13768	17804	22519	管理费用	764	911	966	1024	1081
固定资产	22428	24354	24944	24328	23573	研发费用	393	574	609	645	681
无形资产及其他	6191	6421	6165	5910	5654	财务费用	846	822	872	924	975
投资性房地产	3927	5513	5513	5513	5513	投资收益	650	322	155	155	155
长期股权投资	4668	4369	4363	4358	4352	资产减值及公允价值变动	(99)	18	0	0	0
资产总计	52817	52067	54754	57912	61610	其他收入	(349)	(462)	(609)	(645)	(681)
短期借款及交易性金融负债	10229	8477	8477	8477	8477	营业利润	5509	5085	6009	7043	8322
应付款项	3717	2915	2959	3071	3164	营业外净收支	153	(366)	0	0	0
其他流动负债	5490	3957	4060	4216	4346	利润总额	5662	4719	6009	7043	8322
流动负债合计	19436	15349	15496	15765	15988	所得税费用	578	486	619	725	857
长期借款及应付债券	9951	13595	13595	13595	13595	少数股东损益	1638	1444	2045	2396	2817
其他长期负债	2871	2779	2880	2869	2868	归属于母公司净利润	3446	2789	3345	3922	4648
长期负债合计	12822	16374	16476	16464	16463	现金流量表 (百万元)					
负债合计	32258	31723	31972	32228	32451	净利润	3446	2789	3345	3922	4648
少数股东权益	4415	5075	6098	7296	8705	资产减值准备	158	(163)	4	(1)	(2)
股东权益	16144	15268	16941	18901	21225	折旧摊销	1715	2012	2405	2618	2757
负债和股东权益总计	52817	52067	55010	58426	62381	公允价值变动损失	99	(18)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	846	822	872	924	975
每股收益	1.45	1.17	1.40	1.65	1.95	营运资本变动	2784	(1712)	43	(261)	(57)
每股红利	1.12	2.05	0.70	0.82	0.98	其它	217	(918)	1018	1199	1410
每股净资产	6.77	6.41	7.11	7.93	8.91	经营活动现金流	8418	1991	6816	7476	8756
ROIC	13%	12%	14%	17%	21%	资本开支	0	(3467)	(3001)	(2001)	(2001)
ROE	21%	18%	20%	21%	22%	其它投资现金流	526	642	0	0	0
毛利率	19%	18%	20%	22%	23%	投资活动现金流	(3084)	(2526)	(2995)	(1995)	(1995)
EBIT Margin	14%	13%	15%	16%	18%	权益性融资	14	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	17%	20%	22%	23%	负债净变化	(1383)	3645	0	0	0
收入增长	4%	8%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(2658)	(4878)	(1673)	(1961)	(2324)
净利润增长率	18%	-19%	20%	17%	19%	其它融资现金流	2898	1916	0	0	0
资产负债率	69%	71%	69%	68%	66%	融资活动现金流	(5168)	(551)	(1673)	(1961)	(2324)
息率	6.1%	11.2%	3.8%	4.5%	5.3%	现金净变动	167	(1086)	2148	3520	4437
P/E	12.7	15.7	13.1	11.1	9.4	货币资金的期初余额	6355	6522	5436	7584	11104
P/B	2.7	2.9	2.6	2.3	2.1	货币资金的期末余额	6522	5436	7584	11104	15541
EV/EBITDA	10.2	10.1	8.3	7.3	6.4	企业自由现金流	0	1728	5481	7363	8900
						权益自由现金流	0	7288	4919	6865	8491

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