

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.33
总股本/流通股本(亿股)	23.83 / 23.83
总市值/流通市值(亿元)	437 / 437
52周内最高/最低价	19.67 / 10.26
资产负债率(%)	60.9%
市盈率	15.67
第一大股东	西部矿业集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 王靖涵
SAC 登记编号: S1340122080037
Email: wangjinghan@cnpsec.com

西部矿业(601168)

玉龙放量在即，未来扩产潜力巨大

● 事件

公司发布 2023 年度报告，2023 年实现营业收入 427.48 亿元，同比增长 6.24%；实现归母净利润 27.89 亿元，同比下降 18.38%；实现扣非归母净利润 25.56 亿元，同比下降 22.19%。

● 点评

业绩符合预期，锌、锂价格下跌影响利润。2023 年 Q4 营业收入 105.15 亿元，同比下降 17.76%、环比增加 10.11%；实现归母净利润 5.92 亿元，同比下降 43.77%、环比下降 14.39%；实现扣非归母净利润 2.09 亿元，同比下降 76.77%、环比下降 75.72%。主要原因是电池级碳酸锂、锌现货均价分别同比下跌 47%、14%，影响公司享有联营单位东台锂资源的投资收益和锌精矿毛利贡献同比下降。

玉龙改扩建顺利投产，后续扩产潜力巨大。玉龙铜业一、二选厂优化升级改造项目于 11 月 8 日顺利投产，矿石处理能力提升至 2280 万吨/年。截至 2023 年底，玉龙铜矿拥有铜矿石资源量 8.55 亿吨，铜金属保有储量 558.28 万吨，铜平均品位为 0.66%，后续扩产潜力巨大。

铅锌资源储量丰富，项目稳步推进。2023 年 10 月，呷村银多金属矿采矿权办理了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。另外，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。

2024 年铜钼精矿持续增加，看好 2024 年业绩发力。2024 年公司计划生产：铅精矿 51777 金属吨、锌精矿 109407 金属吨、铜精矿 158715 金属吨、钼精矿 3995 金属吨、铁精粉 1426882 吨、精矿含金 242 千克、精矿含银 128.10 吨、电铅 35558 吨、锌锭 125000 吨、电解铜 217890 吨。

长期分红回馈股东，彰显投资价值。公司发布利润分配方案，以 2023 年度末公司总股本 238300 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元（含税），共计分配 119150 万元（占 2023 年度合并报表归属于母公司可分配利润的 43%）。上市以来公司累计现金分红 71.49 亿元，占累计可分配利润的 56.16%，位于同行业前列，体现了公司价值管理、实现共赢的信心。

● 盈利预测

预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 35.78/40.29/44.96 亿元，对应 EPS 为 1.50/1.69/1.89 元，对应 PE 为 12.21/10.84/9.72 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示:**

宏观经济波动风险，项目进展不及预期风险，铜、钨、锂、锌等价格波动风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42748	45440	46383	48397
增长率(%)	6.24	6.30	2.08	4.34
EBITDA(百万元)	7637.06	8353.13	9238.20	9951.12
归属母公司净利润(百万元)	2789.28	3578.43	4029.10	4496.15
增长率(%)	-18.38	28.29	12.59	11.59
EPS(元/股)	1.17	1.50	1.69	1.89
市盈率(P/E)	15.66	12.21	10.84	9.72
市净率(P/B)	2.86	2.32	1.91	1.60
EV/EBITDA	6.74	6.90	5.77	4.84

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	42748	45440	46383	48397	营业收入	6.2%	6.3%	2.1%	4.3%
营业成本	35036	36922	36985	38216	营业利润	-6.8%	17.1%	12.6%	11.6%
税金及附加	739	828	824	870	归属于母公司净利润	-18.4%	28.3%	12.6%	11.6%
销售费用	32	33	34	35	获利能力				
管理费用	911	927	968	999	毛利率	18.0%	18.7%	20.3%	21.0%
研发费用	574	531	583	587	净利率	6.5%	7.9%	8.7%	9.3%
财务费用	822	593	515	420	ROE	18.3%	19.0%	17.6%	16.4%
资产减值损失	-55	-88	-41	-64	ROIC	11.4%	12.3%	12.2%	12.0%
营业利润	5085	5954	6704	7481	偿债能力				
营业外收入	22	0	0	0	资产负债率	60.9%	55.7%	49.4%	44.4%
营业外支出	388	0	0	0	流动比率	0.74	0.95	1.26	1.61
利润总额	4719	5954	6704	7481	营运能力				
所得税	486	613	690	771	应收账款周转率	175.15	163.33	165.86	164.62
净利润	4233	5341	6014	6711	存货周转率	12.79	13.31	12.94	13.42
归母净利润	2789	3578	4029	4496	总资产周转率	0.81	0.83	0.77	0.73
每股收益(元)	1.17	1.50	1.69	1.89	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.17	1.50	1.69	1.89
货币资金	5436	8174	11701	16017	每股净资产	6.41	7.91	9.60	11.49
交易性金融资产	13	13	13	13	估值比率				
应收票据及应收账款	639	818	764	835	PE	15.66	12.21	10.84	9.72
预付款项	66	150	110	134	PB	2.86	2.32	1.91	1.60
存货	3162	3665	3505	3707	现金流量表				
流动资产合计	11410	15191	18349	23054	净利润	4233	5341	6014	6711
固定资产	22595	22969	23419	23694	折旧和摊销	2124	1806	2020	2050
在建工程	1759	1921	2409	2735	营运资本变动	-962	346	-160	106
无形资产	6421	6663	6900	7139	其他	844	429	535	527
非流动资产合计	40657	42817	44337	46039	经营活动现金流净额	6239	7921	8408	9394
资产总计	52067	58007	62686	69093	资本开支	-2879	-2400	-2904	-2652
短期借款	5667	4876	4070	3271	其他	-193	-1292	-492	-973
应付票据及应付账款	2915	3695	3389	3663	投资活动现金流净额	-3072	-3692	-3396	-3625
其他流动负债	6767	7376	7153	7374	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	15349	15947	14612	14309	债务融资	1615	-791	-806	-798
其他	16374	16374	16374	16374	其他	-5283	-702	-678	-654
非流动负债合计	16374	16374	16374	16374	筹资活动现金流净额	-3668	-1493	-1484	-1452
负债合计	31723	32321	30986	30683	现金及现金等价物净增加额	-499	2738	3528	4316
股本	2383	2383	2383	2383					
资本公积金	4981	4981	4981	4981					
未分配利润	6561	9604	13029	16851					
少数股东权益	5075	6838	8822	11037					
其他	1344	1880	2485	3159					
所有者权益合计	20344	25686	31700	38410					
负债和所有者权益总计	52067	58007	62686	69093					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

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）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 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。	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
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	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
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	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

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。

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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、融资服务，帮助客户实现价值增长，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。

中邮证券研究所

北京

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

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

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