



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	12.50
总股本/流通股本(亿股)	23.83 / 23.83
总市值/流通市值(亿元)	298 / 298
52周内最高/最低价	14.56 / 9.18
资产负债率(%)	61.1%
市盈率	8.62
第一大股东	西部矿业集团有限公司
持股比例(%)	24.7%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 张亚桐
SAC 登记编号: S1340122080030
Email: zhangyatong@cnpsec.com

西部矿业(601168)

业绩增长态势稳健，持续推进产业结构升级

● 公司发布 2022 年度报告，业绩稳定增长

2023 年 3 月 25 日，西部矿业发布 2022 年度报告。2022 年，公司实现营收 397.6 亿元，同比增长约 3%；归母净利润 34.5 亿元，同比增长 17.5%；扣非归母净利 32.7 亿元，同比增长 16.1%。

按产品划分，铜/锌/铁/银锭/铅/产品收入分别为 255.3 亿元/43.7 亿元/16.4 亿元/12.4 亿元/12.1 亿元，分别占比总营收 64.2%/11.0%/4.1%/3.1%/3.0%。其中，铜是公司第一大营收来源；同时也贡献了公司 50% 以上的毛利润，2022 年，铜产品毛利润为 44.3 亿元，占比总毛利 57.4%。

● 采选业务产量略低于预期，对营收有所拖累

2022 年，公司主要矿产品除铅精矿外，大部分未完成年度生产计划。具体来看，铅精矿实际产量为 5.1 万吨，超额完成计划的 16%；锌精矿/铜精矿/铁精粉产量分别为 11.2 万吨/14.4 万吨/181.0 万吨，均未完成生产计划，主要系部分矿山原矿品位及处理量低于计划指标。采选业务收入 262.0 亿元，同比下降 1.18%。

● 改扩建项目稳步推进，全力开展勘探工作

扎实推进重点项目建设。2022 年，青海铜业 5 万吨阴极铜扩能改造项目顺利投产，阴极铜产量提升至 15 万吨/年。西矿钒科技建成国内最大规模绿色环保石煤清洁提钒生产线，实现连续稳定运行。肃北博伦七角井钒矿开采工程、瑞伦矿业 22 线技改工程按期完工。

全力开展地质找矿工作。2022 年各矿山单位积极开展地质找矿综合研究，持续提升矿山深边部找矿成效，锡铁山分公司、大梁矿业新增铅锌矿石量 305 万吨，哈密博伦新增铁矿石资源量 146 万吨。

● 受让同鑫化工 67.69% 股权，完善铜冶炼产业链

为加快公司产业结构转型升级，完善铜冶炼产业链，确保铜冶炼副产品硫酸销售渠道，全资子公司青海铜业受让西矿集团所持同鑫化工 67.69% 股权。同鑫化工在消化硫酸产品的同时，公司可以依托自身资源开发优势介入萤石矿开发领域，介入氟化工中下游产业链，不断向高新技术企业、科技型公司转型。

● 对西豫有色增资 1.5 亿元，优化升级金属回收业务

2023 年 1 月，为增强公司控股子公司西豫有色多金属资源综合循环利用能力，推动产业优化升级，推进多金属综合循环利用及环保升级改造项目顺利实施，公司以非公开协议方式现金对西豫有色进行单方增资 150000 万元。增资完成后，公司持有西豫有色股权由 92.57% 增至 98.42%。

● 铜行业：传统和新兴领域需求共振，打开铜成长空间

美联储加息进入尾声，将有利于流动性改善，促进需求释放，使得以铜为代表的金属价格有所上涨。

铜作为一种工业金属，从供给端角度，资本开支不足；加之铜矿品位趋势性下行，干扰率推升等因素，预计 2023-2025 年全球新增铜精矿不断下降；从消费端角度，国内出台系列政策支持消费，传统领域如房地产、电网等持续回暖中；新兴的光伏、新能源汽车等领域近几年高速发张，使得铜消费需求有很大的增量；结合库存来看，库存水平目前处于历史低位，加之传统和新兴领域需求共振，未来铜供需缺口显著扩大，预期到 2025 年铜供给缺口将达到 102 万吨，将驱动铜价中枢上行。

● 盈利预测

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 417.51/438.38/460.30 亿元，分别同比增长 5.00%/5.00%/5.00%；归母净利润分别为 35.32/36.15/37.14 亿元，分别同比增长 2.50%/2.35%/2.74%，对应 EPS 分别为 1.48/1.52/1.56 元。

以 2023 年 3 月 28 日收盘价 12.50 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 8.43/8.24/8.02 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济不及预期；美联储加息超预期；产能建设不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	39762	41751	43838	46030
增长率(%)	3.28%	5.00%	5.00%	5.00%
EBITDA(百万元)	7756	7610	7886	8321
归属母公司净利润(百万元)	3446	3532	3615	3714
增长率(%)	17.53%	2.50%	2.35%	2.74%
EPS(元/股)	1.45	1.48	1.52	1.56
市盈率(P/E)	8.64	8.43	8.24	8.02
市净率(P/B)	1.85	1.54	1.32	1.15
EV/EBITDA	5.03	5.68	4.80	4.47

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	39762	41751	43838	46030	营业收入	3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	32048	33818	35509	37284	营业利润	9.4%	5.5%	4.3%	4.9%
税金及附加	768	712	784	833	归属于母公司净利润	17.5%	2.5%	2.3%	2.7%
销售费用	28	37	49	42	获利能力				
管理费用	764	793	862	879	毛利率	19.4%	19.0%	19.0%	19.0%
研发费用	393	318	367	397	净利率	8.7%	8.5%	8.2%	8.1%
财务费用	846	724	723	696	ROE	21.3%	18.3%	16.0%	14.3%
资产减值损失	-218	-270	-205	-247	ROIC	12.6%	11.4%	10.6%	9.8%
营业利润	5509	5813	6060	6360	偿债能力				
营业外收入	172	150	100	141	资产负债率	61.1%	56.0%	53.1%	48.2%
营业外支出	20	52	0	2	流动比率	0.80	0.92	1.06	1.23
利润总额	5662	5911	6160	6499	营运能力				
所得税	578	603	745	845	应收账款周转率	144.51	137.30	123.93	144.51
净利润	5084	5308	5415	5654	存货周转率	11.93	12.07	12.66	13.01
归母净利润	3446	3532	3615	3714	总资产周转率	0.77	0.75	0.71	0.68
每股收益(元)	1.45	1.48	1.52	1.56	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.45	1.48	1.52	1.56
货币资金	6522	9267	13925	15586	每股净资产	6.77	8.12	9.48	10.87
交易性金融资产	1	1	1	1	估值比率				
应收票据及应收账款	819	763	967	1110	PE	8.64	8.43	8.24	8.02
预付款项	203	264	180	237	PB	1.85	1.54	1.32	1.15
存货	3465	3454	3471	3605	现金流量表				
流动资产合计	15602	18153	23077	25201	净利润	5084	5308	5415	5654
固定资产	21558	21772	22100	22537	折旧和摊销	1909	1488	1573	1673
在建工程	870	870	870	870	营运资本变动	2972	-1103	2588	-2786
无形资产	6191	6445	6700	6954	其他	287	210	153	149
非流动资产合计	37215	39874	42148	44030	经营活动现金流净额	10252	5904	9728	4690
资产总计	52817	58028	65224	69230	资本开支	-1752	-2269	-2389	-2586
短期借款	6487	7987	7237	8237	其他	-1872	-1332	-842	-356
应付票据及应付账款	3717	1874	5041	2681	投资活动现金流净额	-3625	-3601	-3231	-2941
其他流动负债	9232	9811	9542	9645	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	19436	19672	21819	20564	债务融资	-1666	1500	-750	1000
其他	12822	12822	12822	12822	其他	-4063	-1057	-1089	-1088
非流动负债合计	12822	12822	12822	12822	筹资活动现金流净额	-5729	443	-1839	-88
负债合计	32258	32494	34641	33386	现金及现金等价物净增加额	912	2745	4658	1661
股本	2383	2383	2383	2383					
资本公积金	5283	5283	5283	5283					
未分配利润	7303	9971	12679	15444					
少数股东权益	4415	6191	7990	9930					
其他	1176	1705	2248	2805					
所有者权益合计	20559	25534	30583	35845					
负债和所有者权益总计	52817	58028	65224	69230					

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。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、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、山西等地设有分支机构。

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。中邮证券努力成为客户认同、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

电话：010-67017788

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

电话：18717767929

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

电话：15800181922

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