

# 西部矿业 (601168.SH)

铜板块量价齐增，盐湖提锂贡献业绩

买入

## 核心观点

**2022H1 公司业绩同比增长 14.2%，2022Q2 业绩同比下降 8.1%。**2022H1 实现营收 170.43 亿元 (-10.9%)，归母净利润 16.12 亿元 (+14.2%)，扣非归母净利润 15.95 亿元 (+17.1%)，经营性净现金流 59.22 亿元 (+30.5%)。2022Q2，公司实现营收 83.49 亿元 (-22.2%)，归母净利润 8.61 亿元 (-8.1%)，扣非归母净利润 8.56 亿元 (-3.3%)，经营性净现金流 34.05 亿元 (+39.1%)。

2022H1 公司业绩增长主要得益于铜板块量价齐增。玉龙铜矿二期项目达产释放产量，铜板块业绩充分释放，2022H1 公司铜精矿产量 6.71 万吨，同比增幅 19.8%。2022H1 国内现货铜年均价 71828 元/吨，比 2021H1 上涨 7.7%。公司持有子公司玉龙铜业 58% 股权，玉龙铜业 2022H1 净利润 18.04 亿元，2021H1 净利润为 12.64 亿元，同比增长 42.7% 或 5.4 亿元，增厚归母净利润 3.13 亿元。

**盐湖提锂贡献业绩。**2022 年 3 月，公司以 33.43 亿元收购西矿集团持有的东台锂资源 27% 股权，成为其第二大股东，积极参与盐湖资源开发，实现盐湖提镁、提锂产业协同。东台锂资源主要从事东台吉乃尔盐湖锂资源开发，加工生产碳酸锂产品，拥有利用盐湖卤水制取电池级碳酸锂的核心技术，拥有 2 万吨碳酸锂生产线并准备扩建 1 万吨。吉乃尔锂资源生产稳定，2022 年 H1 实现营业收入 14.18 亿元，归母净利润 10.16 亿元，公司对该项长期股权投资采用权益法核算，增加公司投资收益 1.99 亿元，在碳酸锂行业高景气周期中将充分收益。

**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

由于 6 月份以来有色金属价格大幅下跌，钢铁冶炼行业亏损加剧，我们下调公司盈利预测。预计公司 2022-2024 年营收分别为 371/372/373 亿元，同比增速 -3.2/0.1/0.4%，归母净利润分别为 29.51/33.03/36.77 亿元（原预测 34.06/36.13/37.79），同比增速 0.6/11.9/11.3%；摊薄 EPS=1.24/1.39/1.54 元，当前股价对应 PE=9.4/8.4/7.5X。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。公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程顺利达产，自 2021 年开始公司铜精矿产量大幅增长。同时公司从固体矿产采选冶拓展至盐湖锂镁资源，受益于锂行业高景气周期，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,550	38,401	37,171	37,202	37,341
(+/-%)	-6.6%	34.5%	-3.2%	0.1%	0.4%
净利润(百万元)	908	2932	2951	3303	3677
(+/-%)	-9.9%	223.0%	0.6%	11.9%	11.3%
每股收益(元)	0.38	1.23	1.24	1.39	1.54
EBIT Margin	8.6%	15.8%	15.9%	16.5%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	22.1%	19.2%	18.7%	18.2%
市盈率 (PE)	30.5	9.4	9.4	8.4	7.5
EV/EBITDA	16.3	7.5	7.1	6.7	6.4
市净率 (PB)	2.54	2.08	1.80	1.57	1.37

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 联系人：焦方冉  
010-88005312 021-60933177  
liumengluan@guosen.com.cn jiaofangran@guosen.com.cn  
S0980520040001

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.61 元
总市值/流通市值	27667/27667 百万元
52 周最高价/最低价	19.38/10.40 元
近 3 个月日均成交额	655.06 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

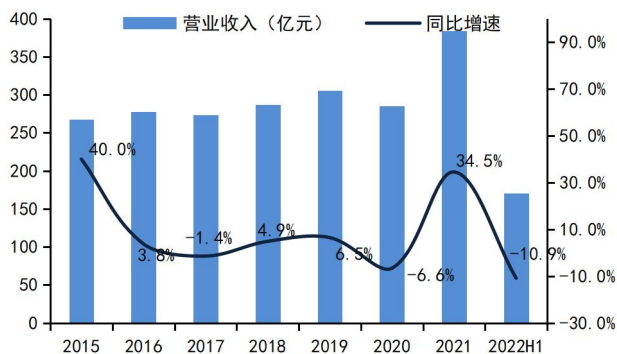
- 《西部矿业(601168.SH)-巩固铜铅锌业务，整合开发盐湖锂镁资源》——2022-05-01
- 《西部矿业-601168-2021 年业绩预告点评：玉龙二期释放产量，公司业绩持续兑现》——2022-01-26
- 《西部矿业-601168-2021 年三季报点评：铜矿量价齐增，公司业绩延续高速增长》——2021-10-24
- 《西部矿业-601168-2021 年半年报点评：铜矿量价齐增，公司业绩好于市场预期》——2021-07-19
- 《西部矿业-601168-2020 年年报及 2021 年一季报点评：铜矿产量即将大幅增长，对铜价具有高业绩弹性》——2021-05-01

**2022H1 公司业绩同比增长 14.2%。**2022H1 实现营收 170.43 亿元（-10.9%），归母净利润 16.12 亿元（+14.2%），扣非归母净利润 15.95 亿元（+17.1%），经营性净现金流 59.22 亿元（+30.5%）。

**2022Q2 公司业绩同比下降 8.1%。**2022 年二季度，公司实现营收 83.49 亿元（-22.2%），归母净利润 8.61 亿元（-8.1%），扣非归母净利润 8.56 亿元（-3.3%），经营性净现金流 34.05 亿元（+39.1%）。

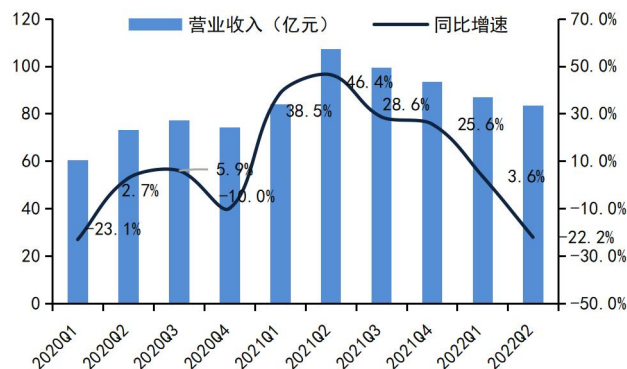
**2022H1 公司业绩增长主要得益于铜板块量价齐增。**玉龙铜矿二期项目达产释放产量，铜板块业绩充分释放，2022H1 公司铜精矿产量 6.71 万吨，同比增幅 19.8%。2022H1 国内现货铜年均价 71828 元/吨，比 2021H1 上涨 7.7%。公司持有子公司玉龙铜业 58% 股权，玉龙铜业 2022H1 净利润 18.04 亿元，2021H1 净利润为 12.64 亿元，同比增长 42.7% 或 5.4 亿元，增厚归母净利润 3.13 亿元。另外，从事铜矿采选业务的全资子公司西部铜业 2022H1 净利润 1.68 亿元，比去年同期减少 1.17 亿元；从事铜冶炼的全资子公司青海铜业亏损 1.72 亿元，而去年同期净利润为 0.32 亿元。

图1：西部矿业营业收入及增速（单位：亿元、%）



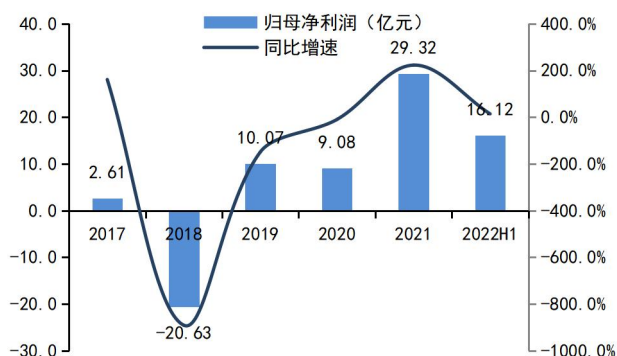
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：西部矿业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



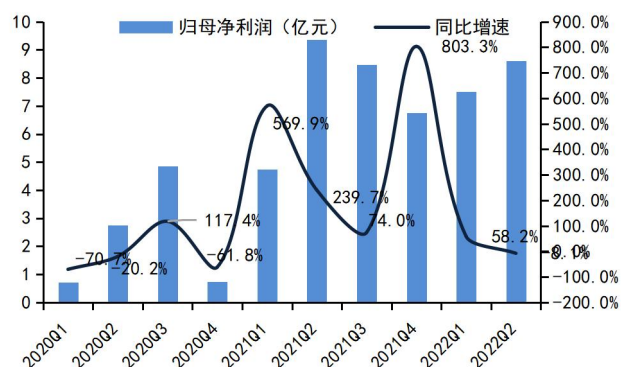
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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

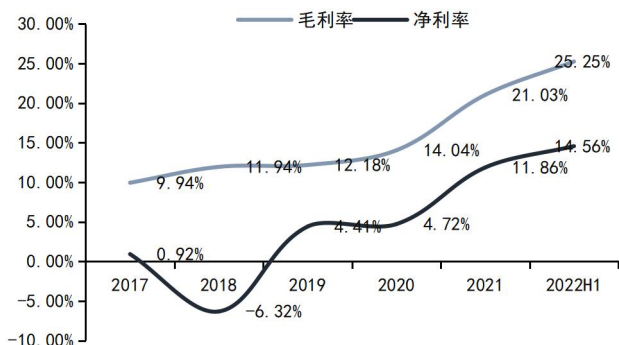
图4：西部矿业单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

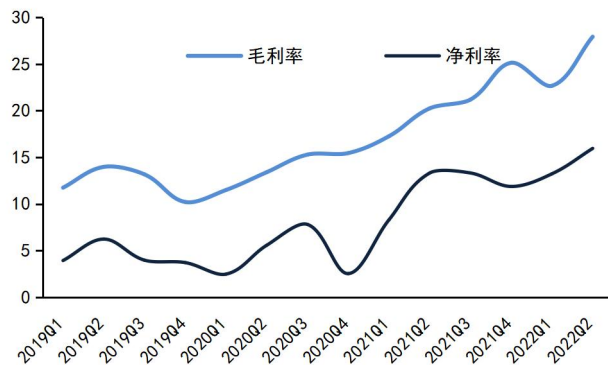
**盈利能力**，2022H1 公司销售毛利率 25.25%，净利率 14.56%；2022Q2 公司销售毛利率近 28%，净利率近 16%。2022H1 公司加权净资产收益率 11.7%，期间费用率为 5.9%，其中管理费用较上年同期增加 32%，主要是本期公司停工损失增加。

图5: 西部矿业毛利率、净利率变化情况



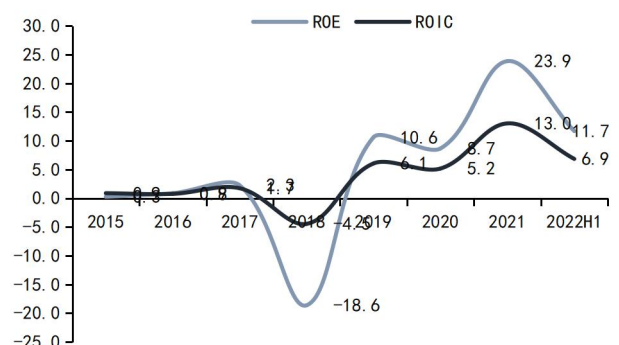
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 西部矿业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



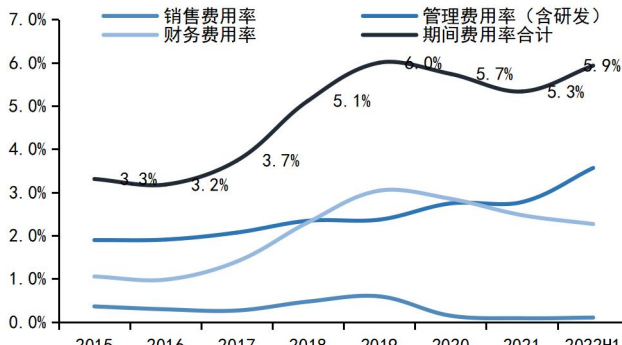
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 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

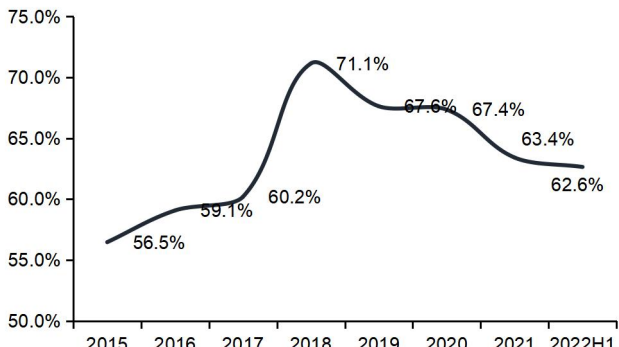
图8: 西部矿业期间费用率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

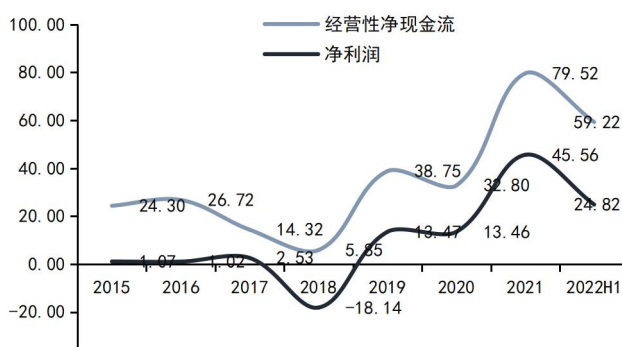
**资产负债率下行, 经营性净现金流继续增长。**截至 2022 年二季度末, 公司资产总额 490.86 亿元, 负债合计 307.5 亿元, 其中带息债务 218 亿元。随着盈利持续向好, 公司资产负债率自 2018 年以来持续下降, 2022 年二季度末公司资产负债率为 62.6%, 2022 年公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加 13.85 亿元。

图9: 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10: 西部矿业现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**巩固铜铅锌业务, 发力盐湖锂镁资源。**截至 2022 年 6 月末, 公司保有铜资源量

635 万吨，锌资源量 295 万吨。冶炼产能方面，目前已形成电铅 10 万吨/年、电解铜 16 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、锌粉 1 万吨/年、偏钒酸铵 2000 吨/年的产能。

公司于 2022 年 4 月以自有资金 10.58 亿元受让工银金融资产投资有限公司所持会东大梁 22.725% 股权，本次交易完成后，公司持有会东大梁 100% 股权，目前该事项已完成工商变更登记手续。

2022 年 3 月，公司以 33.43 亿元收购西矿集团持有的东台锂资源 27% 股权，成为其第二大股东，积极参与盐湖资源开发，实现盐湖提镁、提锂产业协同。东台锂资源主要从事东台吉乃尔盐湖锂资源开发，加工生产碳酸锂产品，拥有利用盐湖卤水制取电池级碳酸锂的核心技术，拥有 2 万吨碳酸锂生产线并准备扩建 1 万吨。吉乃尔锂资源生产稳定，2022H1 实现营业收入 14.18 亿元，归母净利润 10.16 亿元，公司对该项长期股权投资采用权益法核算，增加公司投资收益 1.99 亿元，在碳酸锂行业高景气周期中将充分收益。今年 6 月份，公司公告收到控股股东西矿集团对东台锂资源公司业绩承诺：锂资源公司 2022 年、2023 年、2024 年三个会计年度经审计后净利润合计不低于 36.2 亿元，交易标的锂资源公司 27% 股权对应的三个会计年度净利润合计不低于 9.8 亿元。如果锂资源公司业绩达不到上述要求，西矿集团承诺将按照转让股权比例向公司进行现金补偿。

表 1：公司保有资源储量（万吨）

	2021 年 6 月末	2021 年末	2022 年 6 月末
铜金属	663.8	643.44	634.85
铅金属	200.38	172.45	168.68
锌金属	396.77	321.98	294.75
钼金属	38.7	38.24	37.8
五氧化二钒	58.78	64.81	64.73
铁（矿石量）	30779.18	27199.03	26913.19
镍（万吨）	27.44	27.38	27.3
金（吨）	16.6	13.56	13.1
银（吨）	2518.66	2302.84	2230.88
氯化镁		3046.25	3046.25

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：公司主要产品产量

产品名称	单位	2021H1	2021H1	2022H1	2022/2021 变动幅度
铅精矿	金属吨	33765	29137	26036	-10.6%
锌精矿	金属吨	78659	67931	56858	-16.3%
铜精矿	金属吨	23346	56043	67116	19.8%
铁精粉	吨	783528	857186	967279	12.8%
球团	吨	252849	260007	220545	-15.2%
精矿含金	千克	125	148	145	-2.0%
精矿含银	千克	59306	57620	62724	8.9%
锌锭	吨	45698	52800	42011	-20.4%
电铅	吨	40989	31109	39051	25.5%
电解铜	吨	54868	79977	77967	-2.5%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**下调盈利预测。参照年初以来主要有色金属及黑色金属价格走势，我们下调了盈利预测中的有色金属价格假设。假定 2022-2024 年国内阴极铜现货年均价均为 67000 元/吨，锌锭现货年均价均为 24500 元/吨，铅锭现货均价均为 15100 元/吨，铅精矿加工费 1500 元/吨，锌精矿加工费 3600 元/吨，铜精矿计价系数 87%。预计公司 2022-2024 年营收分别为 371/372/373 亿元，同比增速

-3.2/0.1/0.4%，归母净利润分别为 29.51/33.03/36.77 亿元（原预测 34.06/36.13/37.79），同比增速 0.6/11.9/11.3%；摊薄 EPS=1.24/1.39/1.54 元，当前股价对应 PE=9.4/8.4/7.5X。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。公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程顺利达产，自 2021 年开始公司铜精矿产量大幅增长。同时公司从固体矿产采选冶拓展至盐湖锂镁资源，受益于锂行业高景气周期，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)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	6305	6355	9870	13796	17781	营业收入	28550	38401	37171	37202	37341
应收款项	632	1246	1206	1207	1212	营业成本	24542	30325	30288	30303	30403
存货净额	3143	3201	3118	3098	3092	营业税金及附加	389	700	678	678	681
其他流动资产	3200	2427	2349	2351	2360	销售费用	41	33	32	32	32
<b>流动资产合计</b>	<b>14087</b>	<b>14549</b>	<b>17863</b>	<b>21773</b>	<b>25765</b>	管理费用	634	772	754	755	757
固定资产	22499	22630	22773	22722	22511	研发费用	150	294	285	285	286
无形资产及其他	5711	5937	5699	5462	5224	财务费用	814	950	743	558	373
投资性房地产	4387	5772	5772	5772	5772	投资收益	(296)	(189)	530	733	936
长期股权投资	1220	1059	1059	1059	1059	资产减值及公允价值变动	50	58	(112)	(112)	(112)
<b>资产总计</b>	<b>47904</b>	<b>49947</b>	<b>53166</b>	<b>56788</b>	<b>60331</b>	其他收入	(168)	(454)	31	31	30
短期借款及交易性金融负债	11355	10455	10622	10811	10629	营业利润	1716	5036	5124	5527	5948
应付款项	2515	2921	2845	2827	2821	营业外净收支	(65)	84	53	53	53
其他流动负债	5148	4049	3952	3927	3920	<b>利润总额</b>	<b>1651</b>	<b>5120</b>	<b>5177</b>	<b>5580</b>	<b>6001</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>19018</b>	<b>17425</b>	<b>17419</b>	<b>17565</b>	<b>17370</b>	所得税费用	305	564	570	615	661
长期借款及应付债券	10771	11333	11333	11333	11333	少数股东损益	438	1624	1655	1663	1663
其他长期负债	2475	2916	2916	2916	2916	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>908</b>	<b>2932</b>	<b>2951</b>	<b>3303</b>	<b>3677</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>13246</b>	<b>14249</b>	<b>14249</b>	<b>14249</b>	<b>14249</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>32264</b>	<b>31673</b>	<b>31668</b>	<b>31814</b>	<b>31619</b>	净利润	908	2932	2951	3303	3677
少数股东权益	4729	4982	6141	7305	8468	资产减值准备	(120)	(3)	3	(0)	(1)
股东权益	10910	13291	15357	17669	20244	折旧摊销	1207	1836	2480	2676	2838
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>47904</b>	<b>49947</b>	<b>53166</b>	<b>56788</b>	<b>60331</b>	公允价值变动损失	(50)	(58)	112	112	112
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	814	950	743	558	373
每股收益	0.38	1.23	1.24	1.39	1.54	营运资本变动	(1422)	(1540)	31	(26)	(21)
每股红利	0.56	0.73	0.37	0.42	0.46	其它	(82)	668	1155	1164	1165
每股净资产	4.58	5.58	6.44	7.41	8.49	<b>经营活动现金流</b>	<b>441</b>	<b>3836</b>	<b>6732</b>	<b>7229</b>	<b>7770</b>
ROIC	8%	17%	13%	13%	14%	资本开支	0	(1726)	(2500)	(2500)	(2500)
ROE	8%	22%	19%	19%	18%	其它投资现金流	1024	(514)	0	0	0
毛利率	14%	21%	19%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1061</b>	<b>(2078)</b>	<b>(2500)</b>	<b>(2500)</b>	<b>(2500)</b>
EBIT Margin	9%	16%	16%	16%	17%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	21%	23%	24%	25%	负债净变化	2902	2579	0	0	0
收入增长	-7%	35%	-3%	0%	0%	支付股利、利息	(1326)	(1731)	(885)	(991)	(1103)
净利润增长率	-10%	223%	1%	12%	11%	其它融资现金流	(5562)	(3403)	168	188	(181)
资产负债率	77%	73%	71%	69%	66%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2416)</b>	<b>(1708)</b>	<b>(718)</b>	<b>(803)</b>	<b>(1285)</b>
息率	4.8%	6.3%	3.2%	3.6%	4.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(914)</b>	<b>50</b>	<b>3515</b>	<b>3926</b>	<b>3985</b>
P/E	30.5	9.4	9.4	8.4	7.5	货币资金的期初余额	7219	6305	6355	9870	13796
P/B	2.5	2.1	1.8	1.6	1.4	货币资金的期末余额	6305	6355	9870	13796	17781
EV/EBITDA	16.3	7.5	7.1	6.7	6.4	企业自由现金流	1795	3972	5278	5612	5989
						权益自由现金流	(865)	3148	5446	5801	5808

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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