

西部矿业 (601168.SH)

巩固铜铅锌业务，整合开发盐湖锂镁资源

买入

核心观点

2021年公司业绩同比增长223%，2022Q1业绩同比增长58%。2021全年实现营业收入384.01亿元(+34.5%)，归母净利润29.32亿元(+223.0%)，扣非归母净利润28.14亿元(+141.3%)，经营性净现金流79.52亿元(+142.4%)。公司公告了2021年度利润分配预案，向全体股东每10股派发现金红利2元。2022年一季度，公司实现营业收入86.94亿元(+3.6%)，归母净利润7.51亿元(+58.2%)，扣非归母净利润7.39亿元(+55.0%)，经营性净现金流25.17亿元(+20.4%)。

2021年公司业绩大幅增长主要得益于玉龙铜矿二期项目达产释放产量，叠加铜处于高景气周期，铜板块业绩充分释放。2021年公司铜精矿产量12.49万吨，同比增幅达163%。2022年国内现货铜年均价68552元/吨，比2020年上涨40%。控股子公司玉龙铜业2021年净利润达31.46亿元，同比增长755%。

资产负债率下行，经营性净现金流强劲增长。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年一季度末公司资产负债率为62.4%，2021年公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加46.59亿元。

发力盐湖锂镁业务。2021年3月，公司以5.63亿元收购西矿集团持有的西部镁业91.40%股权；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，实现盐湖提镁、提锂产业协同。公司从固体矿物采选冶延伸到盐湖资源开发，打开了长期增长空间。

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

年初以来有色金属价格上涨，以及东台锂资源公司带来投资收益，我们调高公司盈利预测。预计公司2022-2024年归母净利润分别为34.06/36.13/37.79亿元（原预测32.97/34.32/-），同比增速16.1%/6.1%/4.6%；摊薄EPS=1.43/1.52/1.59元，当前股价对应PE=8.4/7.9/7.5X。考虑到公司是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，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，受益于铜行业高景气周期。同时公司发力盐湖锂镁资源，打开长期成长空间，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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,550	38,401	38,845	38,879	39,019
(+/-%)	-6.6%	34.5%	1.2%	0.1%	0.4%
净利润(百万元)	908	2932	3406	3613	3779
(+/-%)	-9.9%	223.0%	16.1%	6.1%	4.6%
每股收益(元)	0.38	1.23	1.43	1.52	1.59
EBIT Margin	8.6%	15.8%	17.8%	17.9%	17.9%
净资产收益率(ROE)	8.3%	22.1%	21.7%	19.8%	18.1%
市盈率(PE)	34.4	10.6	9.2	8.6	7.5
EV/EBITDA	17.3	8.0	6.7	6.6	6.2
市净率(PB)	2.86	2.35	1.99	1.71	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

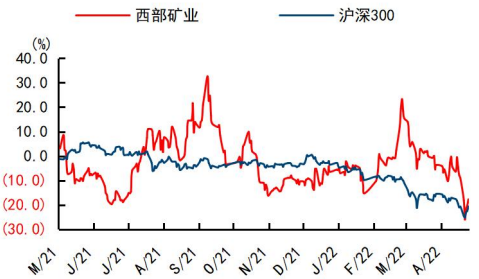
有色金属·工业金属

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	11.97元
总市值/流通市值	28525/28525百万元
52周最高价/最低价	19.38/10.40元
近3个月日均成交额	1006.39百万元

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-601168-2021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
- 《西部矿业-601168-2020年三季度报告点评：三季度利润大幅增长，铜矿即将大幅增长》——2020-10-30

2021 年公司业绩同比增长 223%。2021 全年实现营收 384.01 亿元 (+34.5%)，归母净利润 29.32 亿元 (+223.0%)，扣非归母净利润 28.14 亿元 (+141.3%)，经营性净现金流 79.52 亿元 (+142.4%)。公司公告了 2021 年度利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元。

2022 年 Q1 公司业绩同比增长 58%。2022 年一季度，公司实现营收 86.94 亿元 (+3.6%)，归母净利润 7.51 亿元 (+58.2%)，扣非归母净利润 7.39 亿元 (+55.0%)，经营性净现金流 25.17 亿元 (+20.4%)。

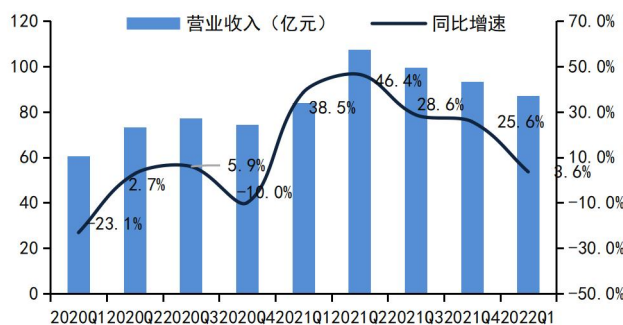
2021 年公司业绩大幅增长主要得益于玉龙铜矿二期项目达产释放产量，叠加铜处于高景气周期，铜板块业绩充分释放。2021 年公司铜精矿产量 12.49 万吨，同比增幅达 163%。2022 年国内现货铜年均价 68552 元/吨，比 2020 年上涨 40%。控股子公司玉龙铜业 2021 年净利润达 31.46 亿元，同比增长 755%。

图1：西部矿业营业收入及增速（单位：亿元、%）



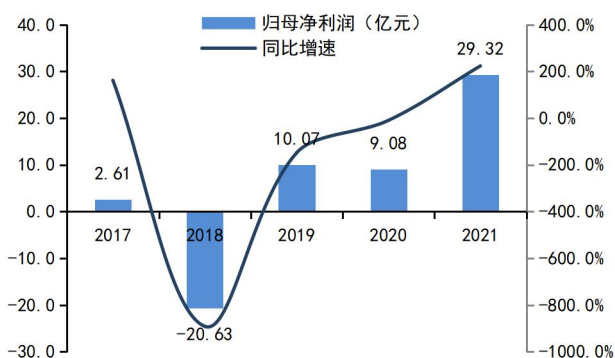
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：西部矿业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



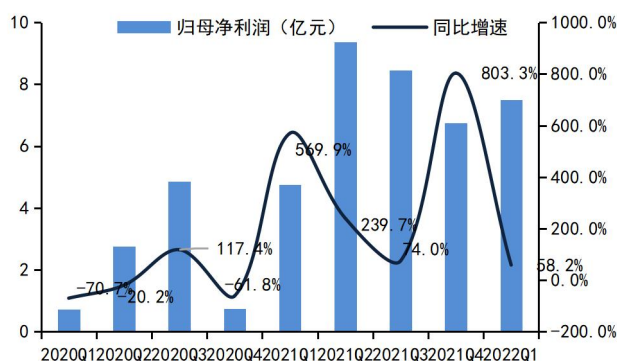
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

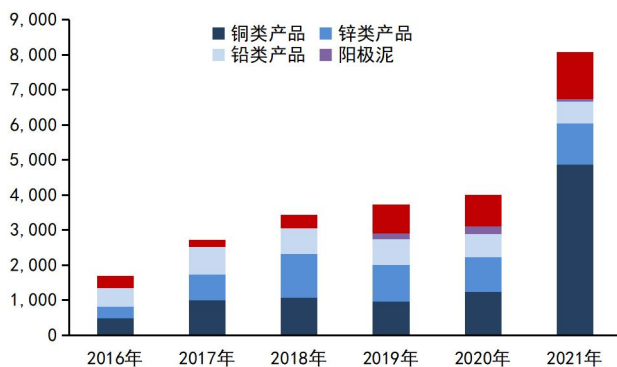
图4：西部矿业单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

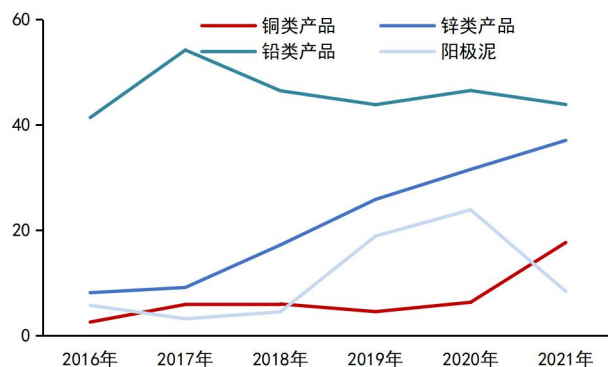
分品类来看，公司盈利增长主要受益于铜产品量价齐升，2021 年公司铜产品毛利润为 48.75 亿元，同比增长 295%，占公司毛利润 60%。分产品毛利率，由于公司铜产品有大量贸易业务，拉低了铜类产品的毛利率，但 2021 年铜类产品毛利率仍有明显上涨。铅锌产品表现为量减价增，锌类产品同样受益于锌价上涨，2021 年锌类产品毛利润 11.69 亿元，同比增长 19%，但部分矿山原矿品位及处理量不及预期，铅锌精矿产量同比小幅下降。铅类产品毛利率稳定在高位。

图5: 西部矿业毛利润构成 (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6: 西部矿业分产品毛利率 (单位: %)



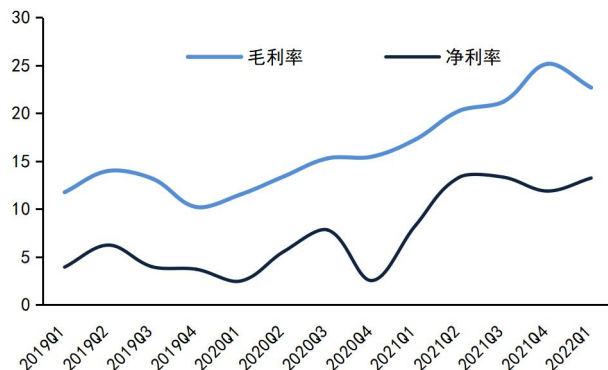
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 西部矿业毛利率、净利率变化情况



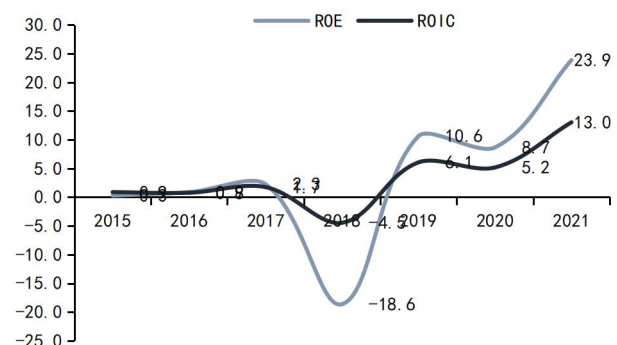
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 西部矿业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



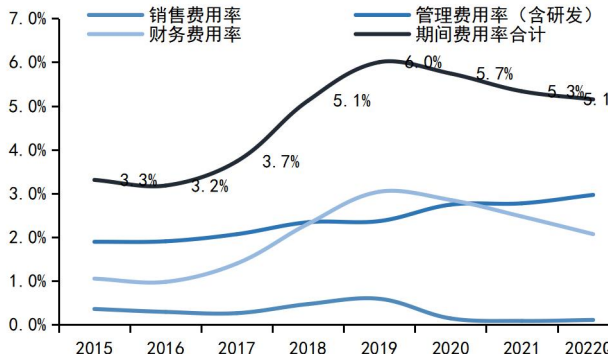
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (%)

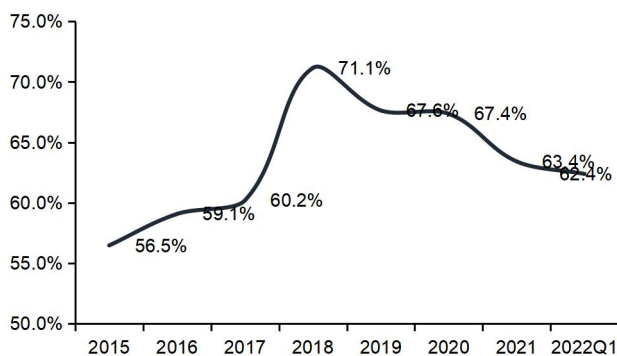


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率下行, 经营性净现金流强劲增长。截至 2022 年一季度末, 公司资产总额 515.82 亿元, 负债合计 321.77 亿元, 其中带息债务 235 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 年一季度末公司资产负债率为 62.4%, 2021 年公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加 46.59 亿

元。

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 2021 年末，公司保有铜资源量 643 万吨，锌资源量 322 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 1000 吨/年的产能。

铜领域，2021 年公司玉龙铜矿改扩建项目实现从基建期向生产期平稳过渡，提前 2 个月实现达产目标。按照玉龙铜矿年处理矿石 1989 万吨，铜矿石品位 0.66%测算，玉龙铜矿年产铜金属量可稳定在 13 万吨以上。

铅锌领域，公司于 2021 年 12 月以自有资金 10.29 亿元受让农银金融资产投资有限公司所持会东大梁 22.725%股权。2021 年会东大梁净利润为 2.82 亿元。本次交易完成后，公司对会东大梁持股比例从 54.55%提升到 77.275%，进一步增强对子公司的控制权，提升上市公司归母净利润。

发力盐湖锂镁业务。2021 年 3 月，公司以 5.63 亿元收购西矿集团持有的西部镁业 91.40%股权，延伸了矿产资源产业链，为后续开拓省内优势盐湖资源奠定了基础。西部镁业 15.5 万吨/年高纯氢氧化镁、13 万吨/年高纯氧化镁、2 万吨/年高纯超细氢氧化镁、4 万吨/年高纯电熔镁砂、5 万吨/年高纯烧结镁砂生产线已建成投运。2021 年西部镁业生产高纯氢氧化镁 10.3 万吨，超细氢氧化镁 8647 吨，高纯氧化镁 4.4 万吨，烧结镁砂 3261 吨，实现营业收入 3.3 亿元，净利润 1666 万元。

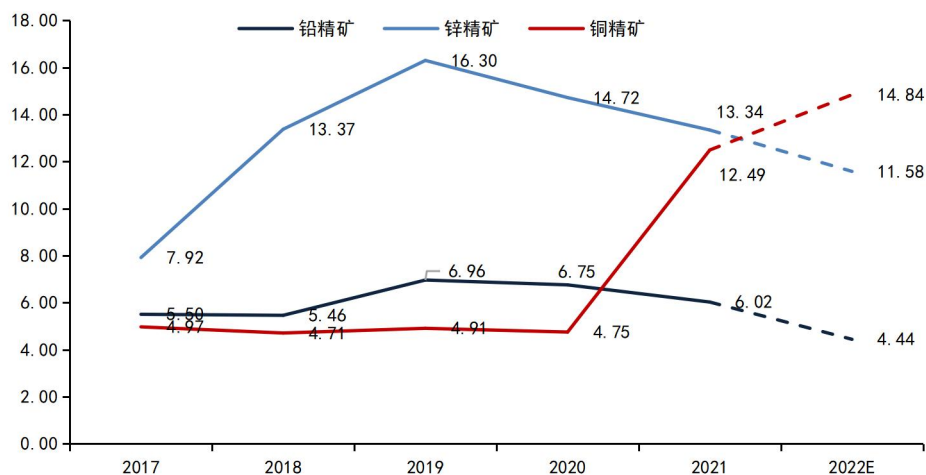
2022 年 3 月，公司以 33.43 亿元收购西矿集团持有的东台锂资源 27%股权，成为其第二大股东，积极参与盐湖资源开发，实现盐湖提镁、提锂产业协同。东台锂资源主要从事东台吉乃尔盐湖锂资源开发，加工生产碳酸锂产品，拥有利用盐湖卤水制取电池级碳酸锂的核心技术，拥有 2 万吨碳酸锂生产线并准备扩建 1 万吨。目前东台锂资源生产稳定，2021 年度实现营业收入 8.6 亿元，净利润 3.8 亿元，公司对该项长期股权投资采用权益法核算，在碳酸锂行业高景气周期中将充分收益。

表1: 公司保有资源储量 (万吨)

	2020 年末	2021 年 6 月末	2021 年末
铜金属	655.83	663.8	643.44
铅金属	160.69	200.38	172.45
锌金属	311.6	396.77	321.98
钼金属	35.73	38.7	38.24
五氧化二钒	58.81	58.78	64.81
铁 (矿石量)	31098.79	30779.18	27199.03
镍 (万吨)	25.24	27.44	27.38
金 (吨)	13.54	16.6	13.56
银 (吨)	2315.45	2518.66	2302.84
氯化镁			3046.25

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司铜铅锌精矿产量 (万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调盈利预测。参照年初以来主要有色金属价格走势, 假定 2022-2024 年国内阴极铜现货年均价均为 72500 元/吨, 锌锭现货年均价均为 26000 元/吨, 铅锭现货年均价均为 15300 元/吨, 铅精矿加工费 1500 元/吨, 锌精矿加工费 3750 元/吨, 铜精矿计价系数 87%。由于年初以来有色金属价格上涨, 以及东台锂资源公司带来投资收益, 我们调高公司盈利预测。预计公司 2022-2024 年营收分别为 388.45/388.79/390.19 亿元, 同比增速 1.2/0.1/0.4%, 归母净利润分别为 34.06/36.13/37.79 亿元 (原预测 32.97/34.32/—), 同比增速 16.1/6.1/4.6%; 摊薄 EPS= 1.43/1.52/1.59 元, 当前股价对应 PE=8.4/7.9/7.5X。考虑到公司是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业, 且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, 受益于铜价上行周期。同时公司发力盐湖锂镁资源, 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	10404	14793	19098	营业收入	28550	38401	38845	38879	39019
应收款项	632	1246	1260	1261	1266	营业成本	24542	30325	31273	31288	31405
存货净额	3143	3201	3228	3209	3204	营业税金及附加	389	700	708	709	711
其他流动资产	3200	2427	2455	2457	2466	销售费用	41	33	34	34	34
流动资产合计	14087	14549	18668	23040	27354	管理费用	634	772	778	778	780
固定资产	22499	22630	22817	22811	22644	研发费用	150	294	297	298	299
无形资产及其他	5711	5937	5699	5462	5224	财务费用	814	950	777	583	390
投资性房地产	4387	5772	5772	5772	5772	投资收益	(296)	(189)	976	1007	983
长期股权投资	1220	1059	1059	1059	1059	资产减值及公允价值变动	50	58	(68)	(68)	(68)
资产总计	47904	49947	54015	58145	62053	其他收入	(168)	(454)	(84)	(85)	(86)
短期借款及交易性金融负债	11355	10455	10622	10811	10629	营业利润	1716	5036	6100	6342	6528
应付款项	2515	2921	2946	2928	2924	营业外净收支	(65)	84	53	53	53
其他流动负债	5148	4049	4092	4068	4062	利润总额	1651	5120	6153	6395	6581
流动负债合计	19018	17425	17660	17806	17615	所得税费用	305	564	678	704	725
长期借款及应付债券	10771	11333	11333	11333	11333	少数股东损益	438	1624	2070	2078	2078
其他长期负债	2475	2916	2916	2916	2916	归属于母公司净利润	908	2932	3406	3613	3779
长期负债合计	13246	14249	14249	14249	14249	现金流量表 (百万元)					
负债合计	32264	31673	31909	32055	31864	净利润	908	2932	3406	3613	3779
少数股东权益	4729	4982	6431	7885	9340	资产减值准备	(120)	(3)	3	(0)	(1)
股东权益	10910	13291	15675	18204	20849	折旧摊销	1207	1836	2480	2676	2838
负债和股东权益总计	47904	49947	54015	58145	62053	公允价值变动损失	(50)	(58)	68	68	68
关键财务与估值指标						财务费用	814	950	777	583	390
每股收益	0.38	1.23	1.43	1.52	1.59	营运资本变动	(1422)	(1540)	2	(26)	(19)
每股红利	0.56	0.73	0.43	0.45	0.48	其它	(82)	668	1445	1455	1455
每股净资产	4.58	5.58	6.58	7.64	8.75	经营活动现金流	441	3836	7403	7785	8120
ROIC	8%	17%	15%	15%	15%	资本开支	0	(1726)	(2500)	(2500)	(2500)
ROE	8%	22%	22%	20%	18%	其它投资现金流	1024	(514)	0	0	0
毛利率	14%	21%	19%	20%	20%	投资活动现金流	1061	(2078)	(2500)	(2500)	(2500)
EBIT Margin	9%	16%	18%	18%	18%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	21%	24%	25%	25%	负债净变化	2902	2579	0	0	0
收入增长	-7%	35%	1%	0%	0%	支付股利、利息	(1326)	(1731)	(1022)	(1084)	(1134)
净利润增长率	-10%	223%	16%	6%	5%	其它融资现金流	(5562)	(3403)	168	188	(181)
资产负债率	77%	73%	71%	69%	66%	融资活动现金流	(2416)	(1708)	(854)	(895)	(1315)
息率	4.6%	6.1%	3.6%	3.8%	4.0%	现金净变动	(914)	50	4049	4389	4305
P/E	31.4	9.7	8.4	7.9	7.5	货币资金的期初余额	7219	6305	6355	10404	14793
P/B	2.6	2.1	1.8	1.6	1.4	货币资金的期末余额	6305	6355	10404	14793	19098
EV/EBITDA	16.6	7.6	6.4	6.3	6.2	企业自由现金流	0	3972	6148	6359	6523
						权益自由现金流	0	3148	6315	6548	6341

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