

公司研究

西部铜矿龙头，玉龙铜矿改扩建顺利完成

——西部矿业（601168.SH）2023 年年报点评

要点

事件:公司于3月15日晚发布2023年年报，实现营收427亿元，同比增长6%（2022年数据为调整后，下同）；归母净利润28亿元，同比减少18%；归母扣非净利润26亿元，同比减少22%。公司2007年上市以来累计现金分红71.49亿元，占累计可分配利润的56.16%，位于同行业前列。2023年计划分红11.9亿元，按当前股价对应股息率为2.5%。

点评:

2023 年利润下降主要系金属价格下降。2023 年利润下降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。2023 年铜、锌、铅产品毛利占比是56%、10%、7%，毛利同比-2%、-26%、+32%。2023 年公司投资收益同比减少3.3亿元，同比减少51%。2023 年管理费用增加1.3亿元，其中0.9亿元来自员工成本的增加。营业外支出增加3.7亿元，其中非流动资产处置损失增加3.7亿元，主要是来自处置玉龙铜矿老选厂报废的设备。2023Q4 扣非归母净利润环比降低，主要是管理费用增加。

多项目稳步推进。1) 2023 年 11 月，玉龙铜矿一二选厂改扩建项目完成，一二选厂矿石处理能力提升至450万吨/年，矿石处理能力由1989万吨/年提升至2280万吨/年，技改完成后铜矿产量增加1.4万吨，较2022年增加10%。2) 2023 年 4 月西豫金属启动环保升级及多金属综合循环利用改造项目，项目建成后，将形成年产电铅20万吨、金锭6吨、银锭430吨产能。3) 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。

看好 2024 年铜价中枢上行。铜板块面临长周期资本开支增长乏力和铜矿品位下行，未来供给增量有限；受干扰率影响，铜矿供给释放大概率不及预期，2024 年铜价中枢有望上移。2024 年 3 月，铜冶炼加工费 TC 最低为11.4美元/干吨，创下十年来新低，冶炼加工费下跌显示出铜矿供应紧张。截至2024年3月15日，LME 铜价为9074美元/吨，创近一年新高，看好2024年铜价中枢上行。

盈利预测、估值与评级:以2024/2025/2026年铜价分别为8732/8994/8994美元/吨，铅价均为2138美元/吨，锌价均为2647美元/吨，预计2024/2025年归母净利润分别为34/39亿元（较前次下调9%/5%），新增预测2026年归母净利润40亿元，同比增长22%/13%/4%，对应当前股价的PE分别为14/12/12倍，维持“增持”评级。

风险提示:金属价格下行超预期，扩产进展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,762	42,748	45,861	46,938	47,348
营业收入增长率	3.55%	7.51%	7.28%	2.35%	0.87%
净利润(百万元)	3,446	2,789	3,410	3,860	4,023
净利润增长率	17.51%	-19.06%	22.26%	13.18%	4.23%
EPS(元)	1.45	1.17	1.43	1.62	1.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.34%	18.27%	19.50%	19.74%	18.68%
P/E	14	17	14	12	12
P/B	2.9	3.1	2.7	2.4	2.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2024-03-15

增持（维持）

当前价: 19.67 元

作者

分析师: 王招华

执业证书编号: S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师: 方驭涛

执业证书编号: S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

联系人: 王秋琪

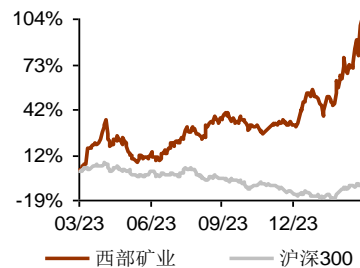
021-52523796

wangqq1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.83
总市值(亿元)	468.74
一年最低/最高(元)	9.62/19.87
近3月换手率	91.91%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	20.17	48.02	91.16
绝对	25.05	55.25	103.94

资料来源: Wind

相关研报

供给增速放缓，缺口渐趋显现——铜行业深度报告（2024-03-12）

图 1：铜价创近一年新高（美元/吨）



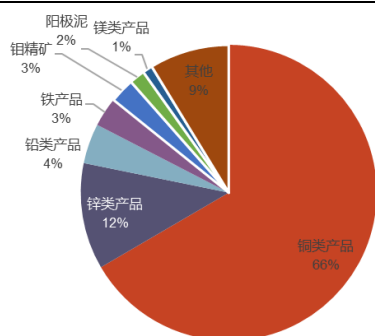
资料来源：Wind、光大证券研究所，截至 2024 年 3 月 15 日

图 2：铜冶炼加工费创近十年新低



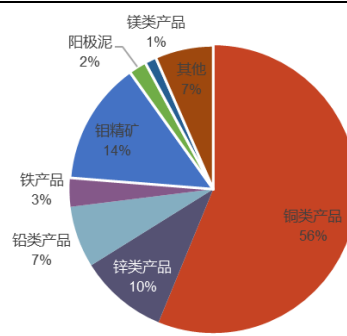
资料来源：Wind、光大证券研究所，截至 2024 年 3 月 15 日

图 3：2023 年营收占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 4：2023 年毛利占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
主营业务收入	93.39	86.94	83.49	99.33	127.86	115.74	111.10	95.49	105.15
同比增长率	39.04%	13.61%	40%	19%	37%	33%	33%	-4%	-18%
毛利	23.48	19.71	23.33	14.52	19.59	18.41	19.04	23.19	16.47
毛利率	25.14%	22.67%	27.94%	14.62%	15.32%	15.91%	17.14%	24.29%	15.66%
销售费用	-0.07	0.10	0.08	0.10	0.01	0.09	0.08	0.08	0.07
财务费用	2.83	1.80	2.06	1.95	2.65	1.69	2.01	1.97	2.56
管理费用	2.59	1.80	2.08	2.39	1.36	1.80	1.94	2.06	3.31
研发费用	2.25	0.78	1.41	1.10	0.64	0.95	1.48	2.48	0.84
期间费用率	8.13%	5.15%	6.75%	5.58%	3.65%	3.91%	4.95%	6.90%	6.44%
资产减值损失	-0.7	0.1	0.3	0.1	-0.4	-0.5	0.1	0.1	0.5
投资净收益	-0.6	-0.5	2.1	4.8	0.1	-0.4	1.4	0.5	1.8
营业外收入	0.1	0.0	0.1	0.1	1.6	0.1	0.0	0.1	0.1
营业外支出	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	3.5	0.4
税前利润	12.02	13.21	15.76	11.62	16.04	11.44	13.54	11.75	10.46
归属母公司净利润	6.75	7.51	8.61	7.82	10.52	6.80	8.27	6.91	5.92
净利率	7.23%	8.63%	10.31%	7.88%	8.23%	5.87%	7.44%	7.24%	5.63%
同比增长率	100%	217%	723%	-129%	56%	-9%	-4%	-12%	-44%
扣非净利润	6.13	7.39	8.56	7.73	8.98	6.71	8.17	8.59	2.09
期末净资产	183	194	183	190	206	207	186	197	203

ROE (摊薄)	14.77%	15.48%	18.78%	16.48%	20.47%	13.14%	17.76%	14.06%	11.63%
存货/销售收入	8.57%	10.08%	7.94%	6.78%	6.77%	6.57%	6.40%	7.69%	7.52%
带息负债	246.0	247.0	230.6	227.9	241.1	249.8	262.8	260.5	245.6
货币资金	63.6	65.7	54.4	68.6	65.2	73.6	67.2	69.6	54.4
资产负债率	63.41%	62.38%	62.64%	62.07%	61.07%	61.13%	64.51%	63.29%	60.93%
存货金额	32.0	35.1	26.5	26.9	34.6	30.4	28.5	29.4	31.6
自由现金流	1.50	20.17	30.15	6.82	27.59	-5.53	20.49	20.91	-2.36
最新总股本(亿股)	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83	23.83
摊薄 EPS (元/股)	0.283	0.315	0.361	0.328	0.441	0.285	0.347	0.290	0.248

资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	39,762	42,748	45,861	46,938	47,348
营业成本	32,048	35,036	36,869	37,568	37,854
折旧和摊销	1,715	2,012	2,159	2,261	2,378
税金及附加	768	739	793	812	819
销售费用	28	32	34	35	35
管理费用	764	911	977	1,000	1,009
研发费用	393	574	616	630	636
财务费用	846	822	920	837	663
投资收益	650	322	400	400	400
营业利润	5,509	5,085	6,101	6,538	6,816
利润总额	5,662	4,719	5,783	6,546	6,823
所得税	578	486	608	688	717
净利润	5,084	4,233	5,176	5,858	6,106
少数股东损益	1,638	1,444	1,765	1,998	2,083
归属母公司净利润	3,446	2,789	3,410	3,860	4,023
EPS(元)	1.45	1.17	1.43	1.62	1.69

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10,252	6,239	7,535	8,540	8,747
净利润	3,446	2,789	3,410	3,860	4,023
折旧摊销	1,715	2,012	2,159	2,261	2,378
净营运资金增加	-203	-35	844	277	99
其他	5,294	1,472	1,122	2,142	2,246
投资活动产生现金流	-3,625	-3,072	-2,587	-2,614	-2,589
净资本支出	-1,752	-2,879	-2,939	-2,939	-2,939
长期投资变化	4,668	4,369	0	0	0
其他资产变化	-6,540	-4,562	352	325	350
融资活动现金流	-5,729	-3,668	1,081	-5,657	-6,056
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,609	1,893	3,193	-3,021	-3,357
无息负债变化	2,193	-2,428	-102	69	28
净现金流	912	-499	6,029	269	102

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	19.4%	18.0%	19.6%	20.0%	20.1%
EBITDA 率	19.8%	17.8%	19.3%	19.7%	20.0%
EBIT 率	15.2%	13.1%	14.6%	14.9%	15.0%
税前净利润率	14.2%	11.0%	12.6%	13.9%	14.4%
归母净利润率	8.7%	6.5%	7.4%	8.2%	8.5%
ROA	9.6%	8.1%	8.8%	9.7%	10.0%
ROE (摊薄)	21.3%	18.3%	19.5%	19.7%	18.7%
经营性 ROIC	13.8%	11.9%	13.6%	13.9%	13.9%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	61%	61%	59%	53%	47%
流动比率	0.80	0.74	0.94	1.14	1.46
速动比率	0.62	0.54	0.77	0.93	1.19
归母权益/有息债务	0.80	0.69	0.69	0.88	1.14
有形资产/有息债务	2.28	2.04	2.07	2.40	2.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	52,817	52,067	59,142	60,249	60,990
货币资金	6,522	5,436	11,465	11,734	11,837
交易性金融资产	1	13	10	10	10
应收账款	168	290	280	287	289
应收票据	651	348	374	382	386
其他应收款 (合计)	163	248	266	272	274
存货	3,465	3,162	3,328	3,381	3,397
其他流动资产	3,635	1,707	1,707	1,707	1,707
流动资产合计	15,602	11,410	17,638	17,983	18,110
其他权益工具	376	1,180	1,180	1,180	1,180
长期股权投资	4,668	4,369	4,369	4,369	4,369
固定资产	21,558	22,595	22,162	21,893	21,706
在建工程	870	1,759	2,836	3,643	4,249
无形资产	6,191	6,421	6,337	6,260	6,184
商誉	16	16	11	11	11
其他非流动资产	1,002	2,243	2,243	2,243	2,243
非流动资产合计	37,215	40,657	41,504	42,266	42,880
总负债	32,258	31,723	34,814	31,861	28,532
短期借款	6,487	5,667	8,859	5,838	2,481
应付账款	2,436	2,249	2,367	2,411	2,430
应付票据	1,281	666	701	714	720
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,152	884	884	884	884
流动负债合计	19,436	15,349	18,676	15,723	12,394
长期借款	9,951	13,595	13,595	13,595	13,595
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,046	1,126	1,126	1,126	1,126
非流动负债合计	12,822	16,374	16,138	16,138	16,138
股东权益	20,559	20,344	24,328	28,388	32,458
股本	2,383	2,383	2,383	2,383	2,383
公积金	6,313	6,191	6,191	6,191	6,191
未分配利润	7,160	6,436	8,655	10,716	12,704
归属母公司权益	16,144	15,268	17,487	19,548	21,536
少数股东权益	4,415	5,075	6,841	8,839	10,922

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
管理费用率	1.92%	2.13%	2.13%	2.13%	2.13%
财务费用率	2.13%	1.92%	2.01%	1.78%	1.40%
研发费用率	0.99%	1.34%	1.34%	1.34%	1.34%
所得税率	10%	10%	11%	11%	11%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	1.40	0.50	0.75	0.85	0.89
每股经营现金流	4.30	2.62	3.16	3.58	3.67
每股净资产	6.77	6.41	7.34	8.20	9.04
每股销售收入	16.69	17.94	19.24	19.70	19.87

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	14	17	14	12	12
PB	2.9	3.1	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.2	8.9	8.8
股息率	7.1%	2.5%	3.8%	4.3%	4.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE