

西部矿业（601168）2023 年报点评

## 业绩符合预期，增长潜力大，未来可期

### 事项:

- ❖ 公司发布 2023 年年报，公司全年实现营业收入 427.48 亿元，同比增长 6.24%；归母净利润 27.89 亿元，同比减少 18.38%；扣非归母净利润 25.56 亿元，同比减少 22%；经营活动现金净流量 62.39 亿元，同比减少 39%；研发费用 5.74 亿元，同比增加 43.4%，投资净收益 3.22 亿元，同比减少 50.6%，营业外净支出 3.66 亿元，同比增加 5.18 亿元，2023 年度利润分配方案为分红比例 43%。
- 公司发布未来三年股东回报计划（2024-2026 年）：公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采取现金方式分配股利，最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的可分配平均利润的百分之三十。

### 评论:

- ❖ **业绩符合预期，Q4 业绩下滑主要受管理费用和营业外净支出增加影响。**公司 Q4 营业收入 105 亿元，同比-18%，环比+10%；归母净利润 5.9 亿元，同比-43%，环比-14%；管理费用 3.3 亿元，同比+131%，环比+60.9%；营业外净支出 0.33 亿元，同比+1.8 亿元，环比-3.16 亿元，主要受固定资产处置损失增加导致；经营活动现金净流量 8.6 亿元，同比-74%，环比-70%，主要系子公司西矿财务吸收存款净增加额同比减少及前期采购原料支付的票据到期解付影响。
- ❖ **主要产品产量持续增长。**2023 年，公司矿山单位铜金属/钼金属/锌金属/铅金属/铁精粉/偏钒酸铵产量分别为 13.1 万吨、3401 吨、12 万吨、6 万吨、119 万吨、1425 吨，分别同比-9%、+2%、+7%、+17%、-34%、+25%；冶炼单位电解铜（含玉龙湿法铜）/锌锭/电铅/金锭产量分别为 18.3 万吨、11.9 万吨、9 万吨、1.8 吨，分别同比+11%、+37%、22%、+10%；盐湖化工单位高纯氢氧化镁/高纯氧化镁产量分别为 12.8 万吨、5.5 万吨，分别同比+33%、+74%。
- ❖ **公司矿产资源丰富，未来铜钼铁矿产量增长潜力大。**2023 年，公司保有资源储量铜金属 605 万吨、钼金属 37 万吨、锌金属 270 万吨、铅金属 155 万吨、铁矿石 3 亿吨。当前，公司 1) **主力铜钼矿山玉龙铜矿一二选厂改扩建项目**于 23 年 11 月完成；2) **西部铜业多金属选矿技改工程**铅锌矿石处理量从 90 万吨/年提升至 150 万吨/年，计划 24 年内完工投产；3) **肃北七角井钒及铁矿**证载规模由 250 万吨/年扩至 380 万吨/年，**双利铁矿**启动露转地项目，设计矿石采选能力 340 万吨/年；格尔木西矿资源旗下它温查汉及它温查汉西两矿区正在办理探转采手续，未来矿山品种产量有望持续增长。
- ❖ **冶炼铜铅锌规模效益同步提升，未来增长可期。**1) **西部铜材（100%）**2024 年实施节能环保升级改造项目，计划投资 4.7 亿元，预计 24 年 7 月中旬建成投产，西部铜材阴极铜产能将由 5 万吨提升至 10 万吨，届时公司阴极铜总产能将达到 26 万吨；2) **西豫金属（98.42%）**环保升级及多金属综合循环利用改扩建项目计划提前于 2024 年年内建成投产，将形成年产电铅 20 万吨、金锭 6 吨、银锭 430 吨、硫酸 25 万吨；3) **青海湘和（100%）**2024 年开展绿色提质增效及资源综合利用项目，有望提高锌锭产量。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 470.5/495.4/550 亿元，分别同比增长 10.1%、5.3%、11%，实现归母净利润 38.2/41.7/48.1 亿元（2024-2025 年前值预测为 38.0/40.6 亿元），分别同比增长 37%/9.2%/15.3%，我们看好公司未来成长性，参考可比公司估值情况，我们给予公司 24 年 14 倍 PE，对应目标价 22.5 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**矿山生产建设不及预期；金属价格大幅波动；产能扩建项目建设不及预期。

## 强推（维持）

目标价：22.5 元

当前价：19.67 元

华创证券研究所

证券分析师：马金龙

邮箱：majinlong@hcyjs.com

执业编号：S0360522120003

证券分析师：刘岗

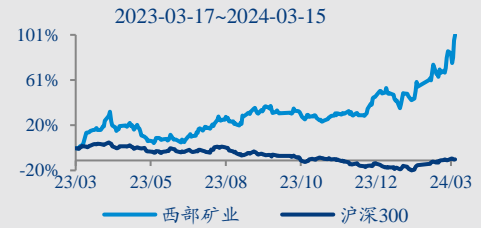
邮箱：liugang@hcyjs.com

执业编号：S0360522120002

### 公司基本数据

总股本(万股)	238,300.00
已上市流通股(万股)	238,300.00
总市值(亿元)	468.74
流通市值(亿元)	468.74
资产负债率(%)	60.93
每股净资产(元)	6.41
12 个月内最高/最低价	19.67/10.26

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《西部矿业（601168）深度研究报告：西部矿企龙头，未来铜、钼金属增长潜力大》

2023-12-29

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	42,748	47,051	49,537	54,995
同比增速(%)	7.5%	10.1%	5.3%	11.0%
归母净利润(百万)	2,789	3,822	4,174	4,811
同比增速(%)	-19.1%	37.0%	9.2%	15.3%
每股盈利(元)	1.17	1.60	1.75	2.02
市盈率(倍)	17	12	11	10
市净率(倍)	3.1	2.5	2.0	1.7

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2024 年 3 月 15 日收盘价

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,436	9,562	12,479	17,179
应收票据	348	577	505	617
应收账款	290	307	323	358
预付账款	66	71	75	130
存货	3,162	3,411	3,577	3,915
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,107	3,921	4,068	4,538
流动资产合计	11,410	17,849	21,028	26,737
其他长期投资	15	17	18	20
长期股权投资	4,369	4,369	4,369	4,369
固定资产	22,595	22,926	23,654	24,329
在建工程	1,759	2,594	3,594	4,094
无形资产	6,421	6,479	6,531	6,578
其他非流动资产	5,497	5,219	4,780	4,733
非流动资产合计	40,657	41,604	42,947	44,123
<b>资产合计</b>	<b>52,067</b>	<b>59,453</b>	<b>63,974</b>	<b>70,860</b>
短期借款	5,667	5,167	4,967	5,467
应付票据	666	723	758	829
应付账款	2,249	2,665	2,650	3,019
预收款项	0	0	0	0
合同负债	226	249	262	291
其他应付款	1,548	2,000	1,600	1,600
一年内到期的非流动负债	2,811	4,000	4,000	4,000
其他流动负债	2,183	2,274	2,319	2,426
流动负债合计	15,349	17,077	16,555	17,632
长期借款	13,595	14,675	15,095	15,465
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,779	2,895	3,045	3,195
非流动负债合计	16,374	17,570	18,140	18,660
<b>负债合计</b>	<b>31,723</b>	<b>34,647</b>	<b>34,695</b>	<b>36,292</b>
归属母公司所有者权益	15,268	19,090	23,264	28,075
少数股东权益	5,075	5,716	6,015	6,493
<b>所有者权益合计</b>	<b>20,344</b>	<b>24,806</b>	<b>29,279</b>	<b>34,568</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>52,067</b>	<b>59,453</b>	<b>63,974</b>	<b>70,860</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,239</b>	<b>7,636</b>	<b>9,383</b>	<b>10,150</b>
现金收益	7,080	8,901	9,410	10,760
存货影响	303	-249	-166	-338
经营性应收影响	373	-201	102	-153
经营性应付影响	-914	924	-380	441
其他影响	-603	-1,739	417	-560
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,072</b>	<b>-3,822</b>	<b>-4,876</b>	<b>-4,580</b>
资本支出	-4,181	-3,590	-4,192	-3,706
股权投资	299	0	0	0
其他长期资产变化	810	-232	-684	-874
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3,668</b>	<b>312</b>	<b>-1,590</b>	<b>-870</b>
借款增加	1,893	1,769	220	870
股利及利息支付	-4,878	-898	-857	-945
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-683	-559	-953	-795

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>42,748</b>	<b>47,051</b>	<b>49,537</b>	<b>54,995</b>
营业成本	35,036	38,012	39,868	43,629
税金及附加	739	800	842	935
销售费用	32	35	37	41
管理费用	911	889	936	1,039
研发费用	574	518	545	605
财务费用	822	872	861	986
信用减值损失	26	26	26	26
资产减值损失	-55	-50	-50	-50
公允价值变动收益	73	73	73	73
投资收益	322	281	281	281
其他收益	86	86	86	86
<b>营业利润</b>	<b>5,085</b>	<b>6,340</b>	<b>6,864</b>	<b>8,176</b>
营业外收入	22	87	96	94
营业外支出	388	136	141	171
<b>利润总额</b>	<b>4,719</b>	<b>6,292</b>	<b>6,820</b>	<b>8,099</b>
所得税	486	629	682	810
<b>净利润</b>	<b>4,233</b>	<b>5,663</b>	<b>6,138</b>	<b>7,289</b>
少数股东损益	1,444	1,840	1,964	2,478
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,789</b>	<b>3,822</b>	<b>4,174</b>	<b>4,811</b>
NOPLAT	4,971	6,448	6,913	8,177
EPS(摊薄) (元)	1.17	1.60	1.75	2.02

**主要财务比率**

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	7.5%	10.1%	5.3%	11.0%
EBIT 增长率	-14.9%	29.3%	7.2%	18.3%
归母净利润增长率	-19.1%	37.0%	9.2%	15.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.0%	19.2%	19.5%	20.7%
净利率	9.9%	12.0%	12.4%	13.3%
ROE	18.3%	20.0%	17.9%	17.1%
ROIC	17.1%	17.5%	16.7%	17.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.9%	58.3%	54.2%	51.2%
债务权益比	122.2%	107.8%	92.6%	81.4%
流动比率	0.7	1.0	1.3	1.5
速动比率	0.5	0.8	1.1	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	2	2	2	2
应付账款周转天数	24	23	24	23
存货周转天数	34	31	32	31
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.17	1.60	1.75	2.02
每股经营现金流	2.62	3.20	3.94	4.26
每股净资产	6.41	8.01	9.76	11.78
<b>估值比率</b>				
P/E	17	12	11	10
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	10	8	7	6

## 金属行业组团队介绍

### 组长、首席分析师：马金龙

东北大学材料加工专业硕士。多年央企和工信部原材料司工作经验，拥有丰富材料行业管理经验，熟悉政策及产业发展规律，供给侧改革核心参与人之一；6 年卖方研究经验，2 次新财富金属和金属新材料第二名、2021 上证报最佳材料分析师第二名、连续两年金麒麟冶金行业新锐分析师第一名、2021 金麒麟有色金属行业新锐分析师第二名、2021 水晶球钢铁行业第三名、2022 年新浪财经金麒麟新能源金属（有色）行业最佳分析师第二名。2022 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：刘岗

中南大学材料学硕士。多年有色金属实业经历，参与过多项国内外大型有色矿企的工程项目。7 年卖方研究经验，多次获得水晶球、金牛、金麒麟、Wind 等最佳分析师奖项，2022 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：马野

美国东北大学金融学硕士。曾任职于天风证券研究所、浙商证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

### 研究员：巩学鹏

南京大学地质工程硕士，曾任职于紫金矿业，参与过多项矿山收并购尽职调查，2 年卖方研究经验，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李梦娇

对外经济贸易大学人口、资源与环境经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522