

西部矿业（601168.SH）

主力矿山满产超产，冶炼业务拖累业绩

优于大市

核心观点

2024年公司业绩同比增长5%。2024年实现营收500.2亿元（+17.0%），归母净利润29.3亿元（+5.1%），扣非归母净利润29.5亿元（+15.3%），经营性净现金流82.5亿元（+32.2%）。其中2024Q4营业收入133亿元（同比+27%，环比+13%），归母净利润1.99亿元（同比-66.3%，环比-82.1%），扣非归母净利润1.8亿元（同比-13.2%，环比-83.4%）。2024年度公司利润分配预案拟共计分配现金股利23.83亿元，占2024年度合并报表归属于母公司可分配利润的81%。

2024Q4业绩下滑主因铜铅锌冶炼业务亏损，以及计提3.3亿元资产减值损失。2024年全年铜精矿现货加工费都很低迷，不少铜冶炼企业随着长单用完，下半年或者四季度业绩明显下滑；锌冶炼加工费从2024年初4000元/吨以上，跌到年末不到1500元/吨。从主要子公司表现来看，西部铜材（铜精炼）、青海铜业（铜粗炼+精炼）、湘和有色（锌冶炼）都有明显亏损。

玉龙铜矿：玉龙铜业2024年净利润54.1亿元，归母利润31.4亿元，是公司盈利的主要来源。2024年玉龙铜矿生产铜15.91万吨，同比增加4.5万吨；副产钼4009吨，同比增加608吨。如果只考虑铜，粗略测算玉龙铜矿吨铜净利润达到3.4万元。玉龙铜矿正在开展3000万吨扩能项目前期手续办理工作，简单测算玉龙铜矿未来年产铜将超过21万吨。

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“优于大市”评级

参照年初以来主要有色金属价格走势，假定2025-2027年国内阴极铜现货年均价均为75000元/吨，锌锭现货年均价均为23400元/吨，铅锭现货年均价均为17000元/吨，铅精矿加工费1000元/吨，锌精矿加工费4000元/吨，铜精矿计价系数96%。预计公司2025-2027年归母净利润分别为38.98/45.89/52.87亿元，同比增速33.0%/17.7%/15.2%；摊薄EPS分别为1.64/1.93/2.22元，当前股价对应PE分别为9.3/7.9/6.9X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿即将进行三期扩建，铜矿产量增长1/3，充分受益于铜价景气周期，公司利润也将显著增厚，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,748	50,026	52,986	55,449	57,988
(+/-%)	7.5%	17.0%	5.9%	4.6%	4.6%
净利润(百万元)	2789	2932	3898	4589	5287
(+/-%)	-19.1%	5.1%	33.0%	17.7%	15.2%
每股收益(元)	1.17	1.23	1.64	1.93	2.22
EBIT Margin	12.8%	14.7%	14.6%	16.2%	17.7%
净资产收益率(ROE)	18.3%	17.2%	20.9%	22.4%	23.4%
市盈率(PE)	13.1	12.4	9.3	7.9	6.9
EV/EBITDA	9.1	7.3	6.3	5.6	5.0
市净率(PB)	2.39	2.13	1.95	1.78	1.61

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

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.29元
总市值/流通市值	36436/36436百万元
52周最高价/最低价	22.22/13.80元
近3个月日均成交额	591.58百万元

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）-铜矿板块量价齐增，玉龙三期项目正在推进》——2024-07-28

《西部矿业（601168.SH）-铜矿业务盈利稳健，采选规模继续扩张》——2024-03-20

《西部矿业（601168.SH）-资产报废处置拖累业绩，玉龙铜矿选矿扩建项目投产在即》——2023-10-24

《西部矿业（601168.SH）-主力矿山盈利能力稳健，玉龙铜矿选矿扩建顺利》——2023-08-01

2024 年公司业绩同比增长 5%。2024 年实现营收 500.2 亿元（+17.0%），归母净利润 29.3 亿元（+5.1%），扣非归母净利润 29.5 亿元（+15.3%），经营性净现金流 82.5 亿元（+32.2%）。其中 2024Q4 营业收入 133 亿元（同比+27%，环比+13%），归母净利润 1.99 亿元（同比-66.3%，环比-82.1%），扣非归母净利润 1.8 亿元（同比-13.2%，环比-83.4%）。2024Q4 业绩下滑主因铜铅锌冶炼业务亏损，以及计提 3.3 亿元资产减值损失。2024 年全年铜精矿现货加工费都很低迷，不少铜冶炼企业随着长单用完，下半年或者四季度业绩明显下滑；锌冶炼加工费从 2024 年初 4000 元/吨以上，跌到年末不到 1500 元/吨。从主要子公司表现来看，西部铜材（铜精炼）、青海铜业（铜粗炼+精炼）、湘和有色（锌冶炼）都有明显亏损。公司的主力矿山，即上市公司持股比例 58%的玉龙铜业 2024 年净利润 54.1 亿元，归母利润 31.4 亿元，是公司盈利的主要来源。

2024 年度公司利润分配预案为：以 2024 年度末公司总股本 23.83 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元（含税），共计分配 23.83 亿元，占 2024 年度合并报表归属于母公司可分配利润的 81%。

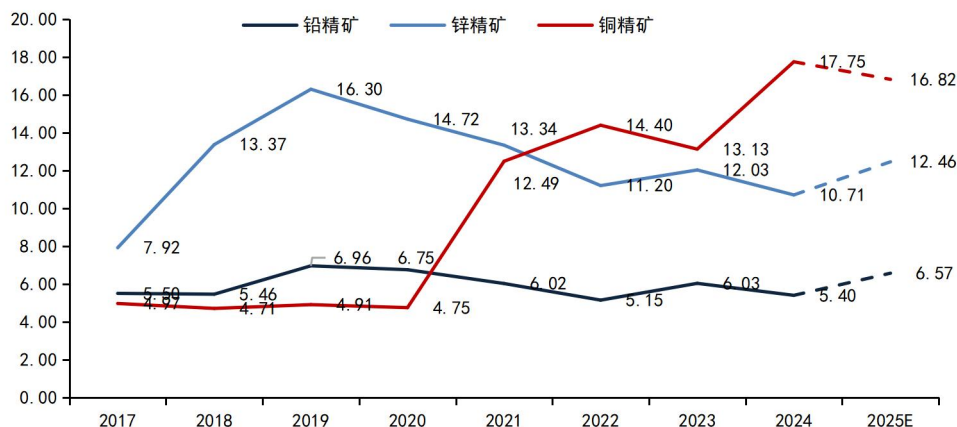
主要经营数据来看，2024 年公司矿产铜产量 17.75 万吨，同比增加 4.62 万吨，其中 2024H1 生产 8.5 万吨，2024H2 生产 9.2 万吨。主要是玉龙铜矿同比增加了 4.5 万吨产量，另一家铜矿山获各琦铜矿产量稳定在 1.5 万吨。

表1：2024 年公司分矿山金属产量（吨）

矿山	权益比例	铜	锌	铅	钼	铁矿
玉龙铜矿	58%	159,084			4,009	
获各琦铜多金属矿	100%	14,991	2,944	2,215		
锡铁山铅锌矿	100%		68,015	40,786		
会东大梁铅锌矿	100%		18,624	1,801		
呷村银多金属矿	76%		17,500	9,168		
双利铁矿	100%					
哈密白山泉铁矿	100%					376,742
肃北七角井钒及铁矿	100%					813,119
拉陵高里河下游铁多金属矿	93%					187,030
合计		174,075	107,083	53,970	4,009	1,376,891

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1：铜铅锌精矿产量及指引（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 铜矿：玉龙铜矿满产超产，玉龙铜业净利润同比增长 64%

玉龙铜矿：2024 年玉龙铜矿生产铜 15.91 万吨，同比增加 4.5 万吨；副产钼 4009 吨，同比增加 608 吨。2024 年玉龙铜业净利润达到 54.1 亿元，如果只考虑铜，粗略测算玉龙铜矿吨铜净利润达到 3.4 万元。

玉龙铜矿当前采选规模 2280 万吨/年，正在开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作，简单测算玉龙铜矿未来年产铜超过 21 万吨。

◆ 铅锌矿：受益于精矿加工费下跌和锌价上涨

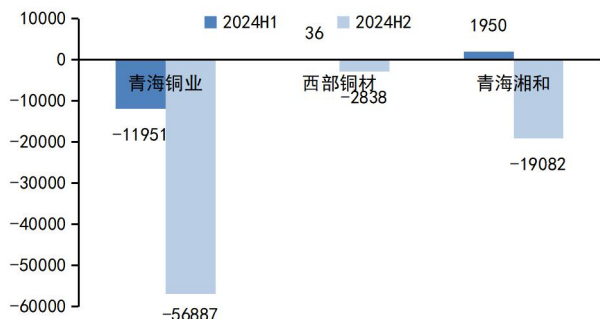
2024 年 Q1-Q4 锌价分别为 21017/23327/23578/25549 元/吨，尤其在 2024Q4 锌价上涨的同时，锌精矿加工费暴跌，锌矿山盈利显著增厚。

铅锌版块增量方面，西部铜业（获各琦铜多金属矿）铅锌系统技改工程项目完工，铅锌年处理量由 90 万吨/年提升至 150 万吨/年，铅锌年产量有望增加 1.5 万吨左右。另外呷村银多金属矿采矿规模从 30 万吨增加到 80 万吨/年，也有望带来 1 万吨铅锌增量。

◆ 铜铅锌冶炼：加工费全线下跌，冶炼版块拖累业绩

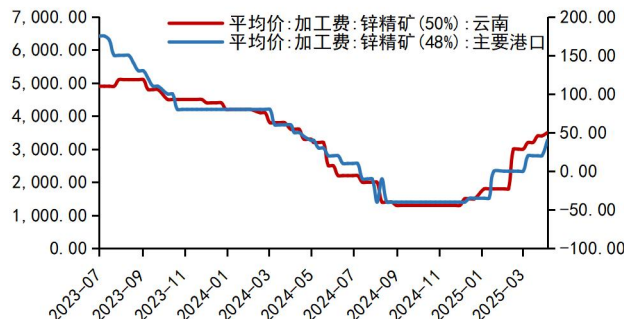
2024 年全年铜精矿现货加工费都比较低迷，锌精矿现货加工费前高后低。因此在 2024 年四季度，铜冶炼和铅锌冶炼企业利润普遍下降。西部矿业有 2 家铜冶炼企业，即青海铜业和西部铜材。青海铜业拥有 20 万吨冶炼产能，其中使用精矿的粗炼产能 10 万吨左右；西部铜业 15 万吨产能全部为精炼产能。粗略测算铜精矿加工费每下降 10 美元/吨，公司净利润减少 4000 多万元。

图2：三家冶炼子公司半年度利润（万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：锌精矿现货加工费



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：西部矿业归母净利润及增速（单位：亿元、%）

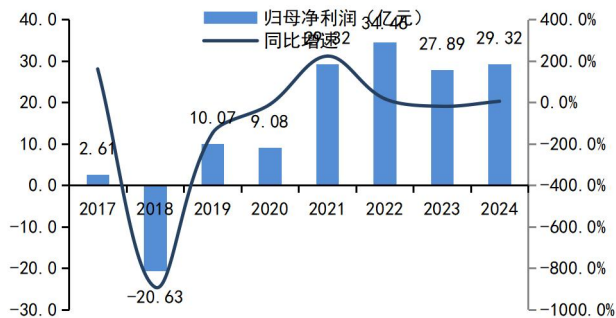
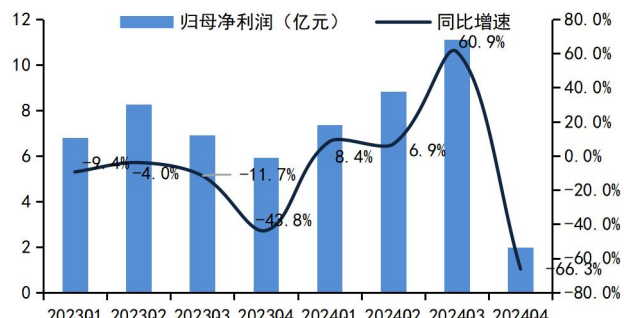
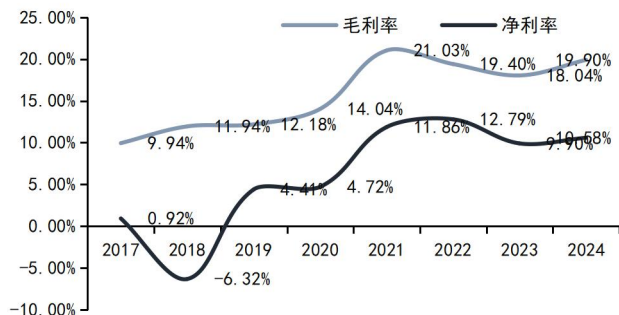


图5：西部矿业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

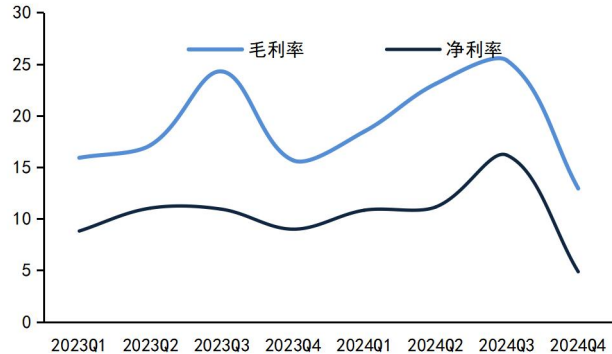
图6：西部矿业毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

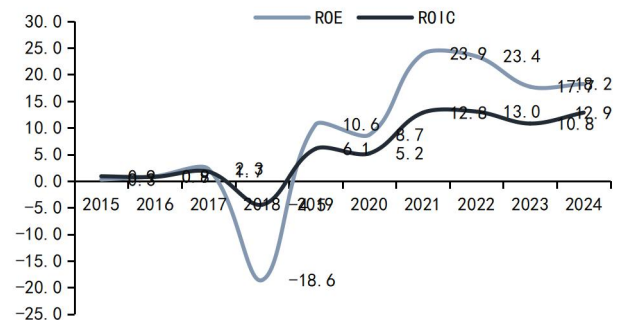
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：西部矿业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



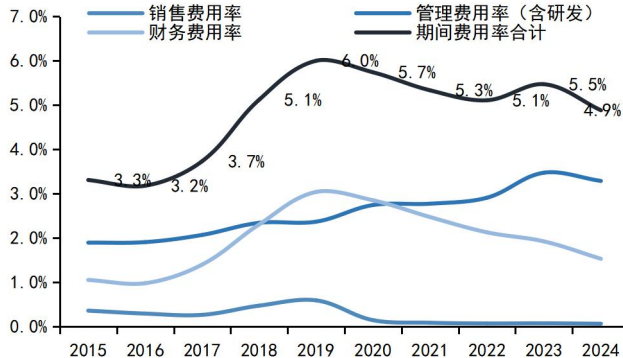
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：西部矿业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



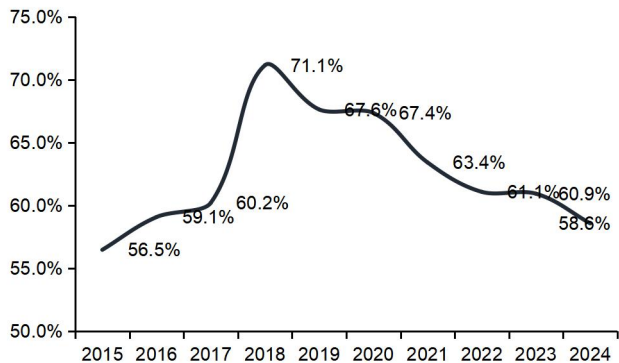
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：西部矿业期间费用率变化 (%)



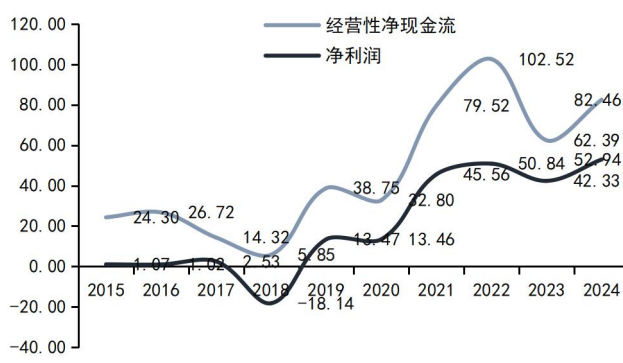
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：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11：西部矿业经营性净现金流 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

近年来有色金属价格波动较大，矿业类上市公司盈利波动也大，我们选取铜价和锌价作为两个影响利润的重要变量，对公司 2025 年归母净利润的敏感性进行分

析，如下表所示。

表2: 公司归母净利润敏感性分析（亿元）

		铜价（元/吨）						
		60,000	65,000	70,000	75,000	80,000	85,000	90,000
锌（元/吨）	21,000	26.8	30.1	33.5	36.8	40.2	43.5	46.8
	22,000	27.7	31.0	34.4	37.7	41.1	44.4	47.7
	23,000	28.6	31.9	35.3	38.6	42.0	45.3	48.6
	24,000	29.5	32.8	36.2	39.5	42.9	46.2	49.5
	25,000	30.4	33.8	37.1	40.4	43.8	47.1	50.4

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

投资建议：参照年初以来主要有色金属价格走势，假定 2025-2027 年国内阴极铜现货年均价均为 75000 元/吨，锌锭现货年均价均为 23400 元/吨，铅锭现货均价为 17000 元/吨，铅精矿加工费 1000 元/吨，锌精矿加工费 4000 元/吨，铜精矿计价系数 96%。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 38.98/45.89/52.87 亿元，同比增速 33.0/17.7/15.2%；摊薄 EPS 分别为 1.64/1.93/2.22 元，当前股价对应 PE 分别为 9.3/7.9/6.9X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿即将进行三期扩建，铜矿产量增长 1/3，充分受益于铜价景气周期，公司利润也将显著增厚，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5436	4116	6475	10010	14366	营业收入	42748	50026	52986	55449	57988
应收款项	886	976	1033	1411	1476	营业成本	35036	40068	42456	43540	44684
存货净额	3162	5113	5294	5415	5552	营业税金及附加	739	945	1001	1047	1095
其他流动资产	1773	2233	2365	2475	2589	销售费用	32	33	34	36	38
流动资产合计	11410	13307	16037	20180	24851	管理费用	911	1024	1085	1135	1187
固定资产	24354	27959	28091	27069	25913	研发费用	574	621	658	689	720
无形资产及其他	6421	6141	5896	5652	5407	财务费用	822	766	811	849	888
投资性房地产	5513	3325	3325	3325	3325	投资收益	322	(113)	155	155	155
长期股权投资	4369	4207	4202	4196	4191	资产减值及公允价值变动	18	(409)	0	0	0
资产总计	52067	54940	57552	60423	63687	其他收入	(462)	(546)	(658)	(689)	(720)
短期借款及交易性金融负债	8477	5825	5825	5825	5825	营业利润	5085	6123	7095	8309	9531
应付款项	2915	3338	3456	3535	3625	营业外净收支	(366)	(130)	0	0	0
其他流动负债	3957	5106	5300	5425	5566	利润总额	4719	5992	7095	8309	9531
流动负债合计	15349	14269	14582	14785	15016	所得税费用	486	699	745	872	1001
长期借款及应付债券	13595	15716	15716	15716	15716	少数股东损益	1444	2362	2452	2848	3244
其他长期负债	2779	2192	1951	1644	1266	归属于母公司净利润	2789	2932	3898	4589	5287
长期负债合计	16374	17909	17667	17361	16982	现金流量表（百万元）					
负债合计	31723	32178	32250	32146	31998	净利润	2789	2932	3898	4589	5287
少数股东权益	5075	5672	6653	7792	9090	资产减值准备	(163)	507	25	(18)	(24)
股东权益	15268	17090	18649	20485	22599	折旧摊销	2012	2095	3079	3286	3426
负债和股东权益总计	52067	54940	57552	60423	63687	公允价值变动损失	(18)	409	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	822	766	811	849	888
每股收益	1.17	1.23	1.64	1.93	2.22	营运资本变动	(1712)	1170	(264)	(730)	(486)
每股红利	2.05	1.54	0.98	1.16	1.33	其它	(918)	(1105)	955	1158	1321
每股净资产	6.41	7.17	7.83	8.60	9.48	经营活动现金流	1991	6008	7693	8283	9523
ROIC	12%	16%	17%	20%	23%	资本开支	0	(5475)	(3001)	(2001)	(2001)
ROE	18%	17%	21%	22%	23%	其它投资现金流	642	(717)	0	0	0
毛利率	18%	20%	20%	21%	23%	投资活动现金流	941	(6030)	(2995)	(1995)	(1995)
EBIT Margin	13%	15%	15%	16%	18%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	20%	22%	24%	负债净变化	3645	2121	0	0	0
收入增长	8%	17%	6%	5%	5%	支付股利、利息	(4878)	(3673)	(2339)	(2753)	(3172)
净利润增长率	-19%	5%	33%	18%	15%	其它融资现金流	(1553)	1807	0	0	0
资产负债率	71%	69%	68%	66%	65%	融资活动现金流	(4018)	(1297)	(2339)	(2753)	(3172)
股息率	13.4%	10.1%	6.4%	7.6%	8.7%	现金净变动	(1086)	(1320)	2359	3535	4356
P/E	13.1	12.4	9.3	7.9	6.9	货币资金的期初余额	6522	5436	4116	6475	10010
P/B	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6	货币资金的期末余额	5436	4116	6475	10010	14366
EV/EBITDA	9.1	7.3	6.3	5.6	5.0	企业自由现金流	0	4270	6751	8612	10124
						权益自由现金流	0	8198	6213	8140	9740

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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