

Q3 扣非归母净利稳中有增，玉龙技改圆满投产

➤ **事件：2023年10月20日，公司发布2023年三季报。**2023年Q1-3，公司实现营收322.34亿元，同比增长17.67%；归母净利润21.98亿元，同比减少7.67%；扣非归母净利23.47亿元，同比减少0.87%。2023Q3，公司实现营收95.49亿元，同比减少5.13%、环比减少14.1%；归母净利润6.91亿元，同比减少10.9%、环比减少16.4%；扣非归母净利8.59亿元，同比增长9.9%、环比增长5.1%。业绩符合市场预期。此外，2023年11月8日，公司举行矿山改扩建项目竣工暨试生产仪式，标志着玉龙一二期技改项目圆满完成。

➤ **2023Q3 归母净利润同比减少 10.9%，主要是由于营业外利润同比减利 3.4 亿元。**Q3 归母净利润相比于扣非归母净利润减利 1.68 亿元，其中非经常性损益主要为非流动性资产处置收益亏损 3.44 亿元。主要是由于控股子公司玉龙铜业因一、二选厂技改项目建设需要对部分资产进行报废处置，体现在报表的营业外支出中。**毛利：**Q3 毛利环比增长 4.1 亿元，主要或由于铜锌价格环比增长。**价格：**2023 前三季度，上期所铜、锌、碳酸锂价格分别同比变化+0.4%、-14.3%、-35.4%至 6.87、2.08、29.76 万元/吨。单季度看，2023 年 Q3 铜价为 6.87 万元/吨，同比增长 13.6%，环比增长 2.3%，锌价为 2.08 万元/吨，同比减少 13.4%，环比增长 0.2%，电池级碳酸锂价格为 24.35 万元/吨，同比减少 49.5%，环比减少 1.8%。**量：**由于玉龙技改，前三季度铜产量同比或有下降。**投资收益：**锂资源公司 27% 股权 Q3 投资净收益为 5120 万元，环比减少 8577 万元，而碳酸锂 Q3 价格仅减少 1.8%，或由于销量环比减少所致。**费用端：**三费中研发费用环比增长 1 亿元，研发费用占比提升 1.3pct 至 2.6%。三费占比环比提升 0.7pct 至 4.3%，但三费金额环比仅增长 859 万元，对利润影响有限。

➤ **核心看点：业绩稳健增长，高分红回馈股东。**(1) **玉龙技改投产+获各琦贡献稳定铜产量。**玉龙铜矿一二选厂技术改造项目于 2023 年 4 月启动，于 2023 年 11 月投产，选厂矿石年处理量从 1989 万吨提升至 2280 万吨，2023 年受技改影响，公司预计铜产量为 13.3 万金属吨，技改项目完成后，铜金属产量由 12 万吨增加至 15 万吨，钼金属量增加 1500 吨。(2) **锂资源公司项目技术成熟、有扩产规划。**目前锂资源公司有年产 2 万吨碳酸锂、硫酸钾 10 万吨生产线及配套公辅设施。年产 3 万吨碳酸锂已完成备案，锂资源公司可再建设并增加年产 1 万吨碳酸锂产线。(3) **公司 2022 年现金分红占年度可分配利润的 97%。**随着公司经营业绩改善，后续或将持续保持较高分红比例回馈股东。

➤ **投资建议：**公司获各琦铜矿贡献稳定产量，玉龙铜矿技改贡献增量。我们预计 2023-2025 年公司将实现归母净利 29.05 亿元、35.87 亿元、36.33 亿元，对应 11 月 10 日收盘价的 PE 为 10x、8x 和 8x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进展不及预期，铜锌等金属价格下跌，产销量不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	39,762	41,587	43,552	43,752
增长率 (%)	3.3	4.6	4.7	0.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,446	2,905	3,587	3,633
增长率 (%)	17.5	-15.7	23.5	1.3
每股收益 (元)	1.45	1.22	1.51	1.52
PE	8	10	8	8
PB	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 11 月 10 日收盘价)

推荐
首次评级
当前价格：
12.20 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhang.yiqing@mszq.com

目录

1 事件：公司发布 2023 年三季报	3
2 分析：资产报废处置拖累 Q3 盈利，期待玉龙技改增产	5
3 核心看点：高分红铜矿标的，玉龙技改贡献增量	7
3.1 现有矿山情况	7
3.2 玉龙技改投产+铁资源板块开发，构筑多点增长	9
3.3 锂资源公司稳步扩产，巩固青海矿业龙头地位	9
3.4 盈利逐步改善，分红意愿较强	10
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测假设与业务拆分	12
4.2 估值分析	13
4.3 投资建议	13
5 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 事件：公司发布 2023 年三季报

公司发布 2023 年三季报。2023 年 Q1-3，公司实现营收 322.34 亿元，同比增长 17.67%；归母净利润 21.98 亿元，同比减少 7.67%；扣非归母净利 23.47 亿元，同比减少 0.87%。2023Q3，公司实现营收 95.49 亿元，同比减少 5.13%、环比减少 14.1%；归母净利润 6.91 亿元，同比减少 10.9%、环比减少 16.4%；扣非归母净利 8.59 亿元，同比增长 9.9%、环比增长 5.1%。业绩符合我们预期。

图1：2023 年 Q1-3 公司实现营收 322.34 亿元



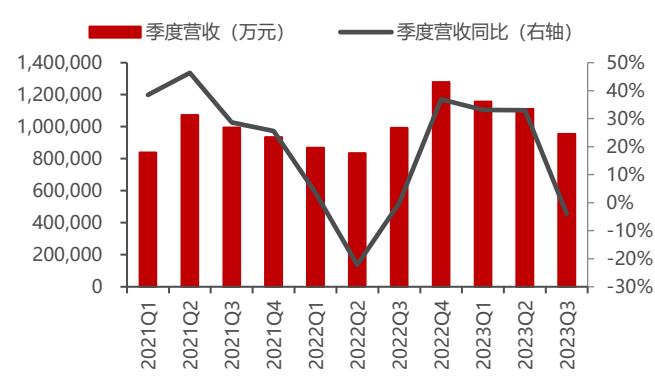
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年 Q1-3 公司实现归母净利润 21.98 亿元



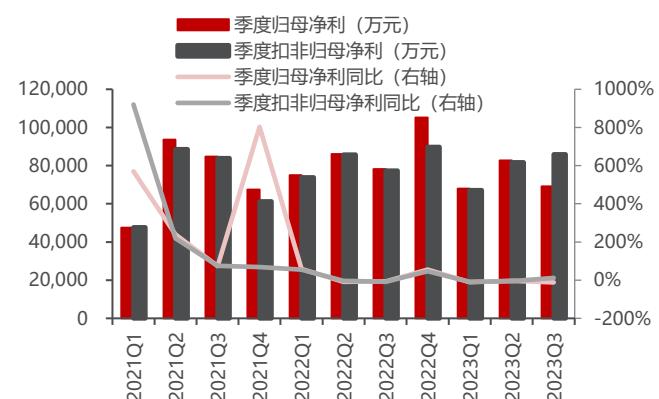
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q3 公司实现营收 95.49 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q3 公司实现归母净利润 6.91 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

2023 年公司主要产品生产计划：铅精矿 56,612 金属吨、锌精矿 117,349 金属吨、铜精矿 133,003 金属吨、铁精粉 1,548,198 吨、球团 124,100 吨、精矿含金 258.72 千克、精矿含银 123.97 吨、电铅 90,000 吨、锌锭 110,000 吨、电解铜 200,045 吨。2023 年计划实现营业收入 325 亿元，利润总额 40 亿元。

表1：公司主要产品 2023 年生产目标

产品	单位	2022 年产量	2023 年计划	同比变化 (%)
铅精矿	金属吨	51466	56612	10.0%
锌精矿	金属吨	112028	117349	4.7%
铜精矿	金属吨	143951	133003	-7.6%
铁精粉	吨	1810484	1548198	-14.5%
球团	吨	350176	124100	-64.6%
精矿含金	千克	257	259	0.8%
精矿含银	千克	129725	123970	-4.4%
锌锭	吨	86593	110000	27.0%
电铅	吨	74662	90000	20.5%
电解铜	吨	165539	200045	20.8%

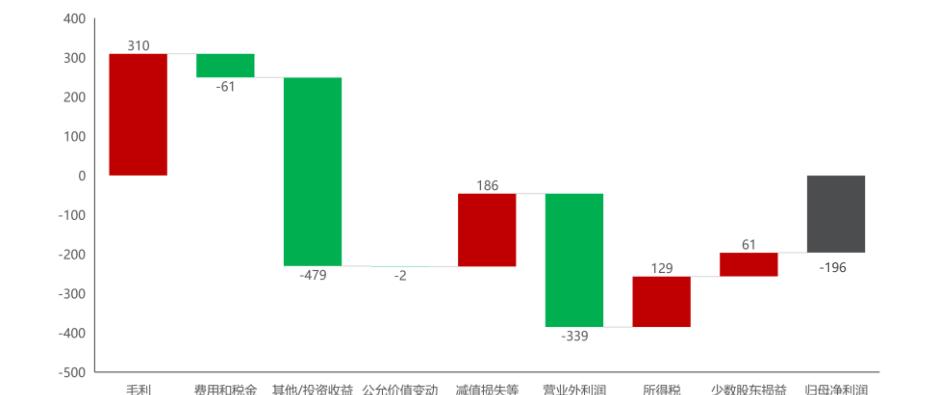
资料来源：wind, 民生证券研究院

2 分析：资产报废处置拖累 Q3 盈利，期待玉龙技改增产

公司是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商。主要从事铜、铅、锌、铁、镍、钒、钼等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，以及黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售。

2023 年 Q1-3，公司归母净利润同比减少 1.96 亿元，主要是由于其他/投资收益同比减少 4.79 亿元，以及营业外利润同比减少 3.39 亿元。其他减利项为费用和税金（同比-6053 万元），增利项主要有毛利同比增长 3.1 亿元，减值损失等同比增利 1.86 亿元，所得税同比增利 1.29 亿元，少数股东损益同比增利 6060 万元。

图5：2023 年 Q1-3，公司归母净利润变化拆分（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

投资净收益同比减少。2023 年 Q1-3 投资净收益为 1.47 亿元，同比减少 4.94 亿元，同比减少 77%。主要是由于 2023Q1-3 碳酸锂价格同比减少 35.4% 至 29.76 万元/吨，公司参股的锂资源公司盈利大幅下滑。

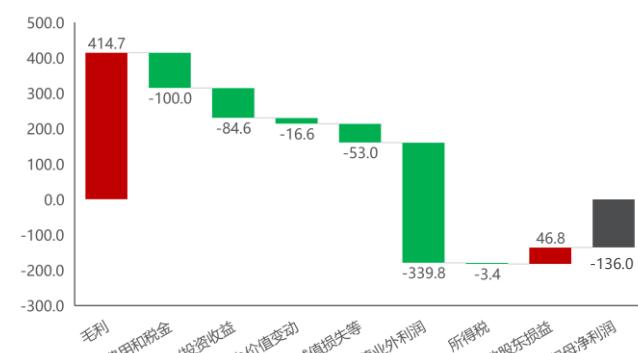
营业外利润同比减少。2023 年 Q1-3 营业外支出同比增加 3.4 亿元。主要是由于控股子公司玉龙铜业因一、二选厂技改项目建设需要对部分资产进行报废处置，体现在报表的营业外支出中。而 Q3 归母净利润相比于扣非归母净利润减利 1.68 亿元，其主要原因也在于此。

单季度环比来看，2023Q3，公司实现归母净利润环比减少 1.36 亿元。分拆来看，主要是因为营业外利润环比减少 3.40 亿元，原因是西藏玉龙一二期选厂技改项目建设对部分资产进行报废处置，以及费用及税金环比增加 1 亿元。三费中研发费用环比增长 1 亿元，研发费用占比提升 1.3pct 至 2.6%。三费占比环比提升 0.7pct 至 4.3%，但三费金额环比仅增长 859 万元，对利润影响有限。其他减利项还有其他/投资收益环比减少 0.85 亿元，减值损失等环比减少 0.53 亿元。增利点主要是毛利环比增长 4.15 亿元，由于三季度铜价、锌价的环比上涨幅度有限，

因此毛利的增长或由于冶炼端盈利提升以及矿山端产销量的增长。2023年Q3铜价为6.87万元/吨，同比增长13.6%，环比增长2.3%，锌价为2.08万元/吨，同比减少13.4%，环比增长0.2%，电池级碳酸锂价格为24.35万元/吨，同比减少49.5%，环比减少1.8%。

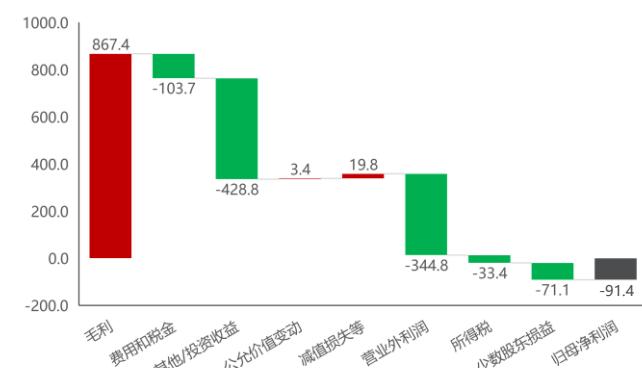
单季度同比来看，2023Q3，公司归母净利润同比减少0.91亿元。主要原因是其他/投资收益同比减少4.29亿元，主要是由于锂价下跌，锂资源公司盈利同比下降，营业外利润同比减少3.45亿元。其他减利项还有费用和税金同比增长1.04亿元。同比增利点主要是毛利同比增长8.7亿元，毛利的增长或主要得益于铜价同比增长13.6%。

图6：2023Q3，公司归母净利润环比变化拆分（单位：百万元）



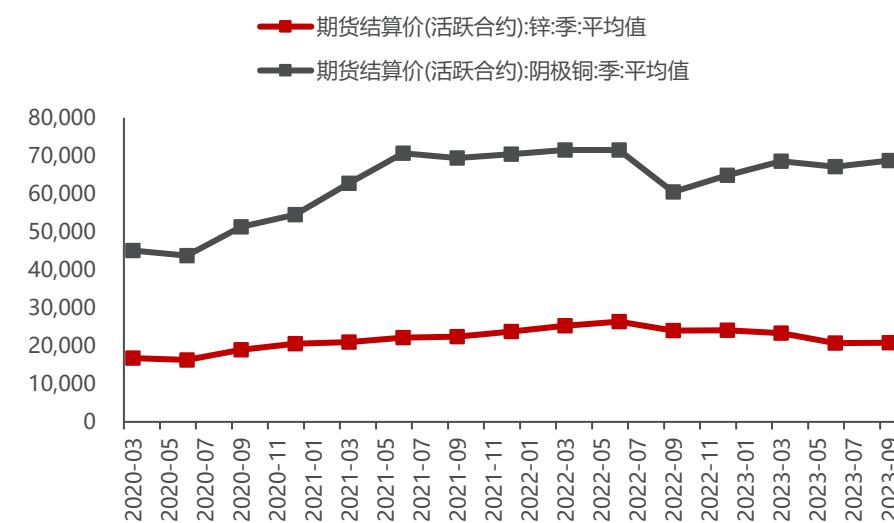
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2023Q3，公司归母净利润同比变化拆分（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：铜价同比环比均增长，锌价同比减少，环比增长（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：高分红铜矿标的，玉龙技改贡献增量

3.1 现有矿山情况

矿山板块：公司自主开发及运营铜、铅、锌、铁、钒等有色金属及黑色金属，全资持有或控股十四座矿山：青海锡铁山铅锌矿、西藏玉龙铜矿、内蒙古获各琦铜矿、四川会东大梁铅锌矿、四川呷村银多金属矿、内蒙古双利铁矿、甘肃肃北七角井钒铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、新疆瑞伦铜镍矿、青海格尔木磁铁山铁矿、青海格尔木野马泉铁多金属矿、青海格尔木它温查汉西铁多金属矿、青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿及团结湖镁盐矿。其中，青海锡铁山铅锌矿是国内第二大铅锌矿；西藏玉龙铜矿是国内第二大单体铜矿；内蒙古获各琦铜矿是中国储量第六大的铜矿；四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集一体而著称。截至 2022 年底，公司总计拥有保有资源储量为铜金属量 624.77 万吨，铅金属量 161.57 万吨，锌金属量 284.37 万吨，钼 37.45 万吨，五氧化二钒 64.57 万吨，铁 26146.75 万吨，镍 27.17 万吨，金 13.08 吨，银 2119.86 吨，氯化镁 3046.25 万吨。

表2：公司各矿山矿石处理能力

矿山名称	权益	年矿石处理能力 (万吨/年)	备注
铜：			
西藏玉龙铜矿	58%	1989	国内第二大单体铜矿
内蒙古获各琦铜矿	100%	450	中国储量第六大的铜矿
新疆哈密黄山南铜镍矿	80%	111	
铅锌：			
青海锡铁山铅锌矿、中间沟-断层沟	100%	170	国内第二大单体铅锌矿
四川呷村银多金属矿	76%	30	
四川会东大梁铅锌矿	55%	66	
铁：			
肃北七角井钒及铁矿	100%	250	
内蒙古双利铁矿	100%	340	
新疆哈密白山泉铁矿	100%	140	
格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	80%	75	
青海格尔木磁铁山铁矿	100%	探矿中	
青海格尔木野马泉铁多金属矿	85%	探矿中	
青海格尔木它温查汉西铁多金属矿	100%	探矿中	
镁：			
青海团结湖镁盐矿	91.4%	50	

资料来源：wind，民生证券研究院

表3：公司拥有的有色金属矿产保有资源储量分品种统计（金属量，非权益储量，万吨）

铜金属	铅金属	锌金属	钼金属	五氧化二 钒	铁 (矿石 量)	镍	金 (吨)	银 (吨)	镁
624.77	161.57	284.37	37.45	64.57	26146.75	27.17	13.08	2119.86	3046.25

资料来源：wind，民生证券研究院

表4：公司各矿山资源量、储量和品位情况

矿山名称	主要品种	资源量(万吨)	保有储量(万吨)	品位	年产量	资源剩余可 开采年限
青海锡铁山铅 锌矿	铅、锌	1894.95	1679.18	8.04%	130 万吨/年	13
青海省大柴旦 镇中间沟 - 断 层沟铅锌矿	铅、锌	220.66	154.92	5.32%	20 万吨/年	7
内蒙古获各琦 铜矿	铜、铅、 锌	铜：3,264.64 锌：4,869.63	铜：2,842.26 锌：4,115.23	铜：0.9% 铅锌：2.78%	年 铅锌：90 万吨 /年	铜：15 铅锌：45
内蒙古双利铁 矿	铁	7,297.42	6,884.65	24.10%	340 万吨/年	20
哈密白山泉铁 矿	铁	2,450.86	1,983.15	19.88%	140 万吨/年	14
肃北七角井钒 铁矿	钒、铁	铁：12,115.06 钒：7,120.75	铁：10,584.80 钒：6,520.11	铁：22.32% 钒：0.91%	年 钒：31 万吨/ 年	铁：38 钒：210
四川呷村银多 金属矿	铜、铅、 锌、金、 银	646.00	566.88	铜：0.22%铅 锌：8.53% 银：48.15g/	30 万吨/年	19
四川会东大梁 铅锌矿	铅、锌	456.58	406.94	5.65%	58 万吨/年	7
西藏玉龙铜矿	铜	87,779.04	86,835.29	0.66%	1989 万吨/年	43
新疆瑞伦铜镍 矿	镍、铜	7,822.40	6,806.77	镍：0.32% 铜：0.06%	60 万吨/年	113
青海拉陵高里 河铁多金属矿	铁、铜、 铅、锌	1,202.03	9,65.58	25.92%	75 万吨/年	12
青海团结湖 镁盐矿	镁盐	3,046.25	3,046.25	MgCl ₂ :36.11 %	50 万吨/年	12

资料来源：wind，民生证券研究院

冶炼板块：公司冶炼板块采用当今世界先进冶炼工艺技术，形成电铅 10 万吨/年、电解铜 21 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、锌粉 1 万吨/年、偏钒酸铵 2000 吨/年的生产规模。电解铜产能的增长源自于青海铜业 5 万吨阴极铜扩能改造项目顺

利投产。2023年1月，为加快公司产业结构转型升级，完善铜冶炼产业链，确保铜冶炼副产品硫酸销售渠道，减少公司日常关联交易，公司全资子公司青海铜业以8,827.08万元受让控股股东西矿集团所持同鑫化工67.69%股权。

3.2 玉龙技改投产+铁资源板块开发，构筑多点增长

玉龙铜矿：一二期技改完成，铜产量即将迎来提升。2022年玉龙铜业实现营收73.19亿元，净利润35.56亿元。2023年玉龙铜矿将进行采选技术改造升级，技改于11月投产。尽管受技改影响，我们预计2023年玉龙铜矿的铜产量相较2022年减少1万吨。但技改可提高回收率和矿石处理量，生产能力从原来的旧选厂100多万吨，提升到了450万吨。铜金属量由12万吨增加至15万吨，钼金属量增加1500吨。

铁资源板块：2022年公司铁精粉产量达到181万吨，同比贡献6.9万吨的增量。公司铁资源主要分布在格尔木，有4个分散的矿山，未来要统一建设选矿厂。公司拉陵高里河铁多金属矿于2021年8月正式投产，矿石年处理量75万吨，铁品位25.92%，年产铁精矿19.44万吨，2022年的铁精粉增量主要由拉陵高里河铁多金属矿贡献。截至2023年6月30日，公司铁的保有资源储量是25861万吨矿石量，公司有在“十四五”末打造千万吨级铁资源基地的计划，目前在稳步推进，格尔木西矿资源公司它温查汉西铁多金属矿C5、C6-C11两个探矿权正在办理“探转采”手续，野马泉多金属矿正在进一步勘探开发；双利铁矿“露转地”项目完成后，产能可提升至340万吨/年，该项目已于2023年4月开工建设，目前各项工作正在有条不紊的推进中。公司于2023年10月收购青海淦鑫矿业开发有限公司100%股权，青海淦鑫矿业开发有限公司拥有“青海格尔木市它温查汉铁多金属矿勘探”探矿权，它温查汉矿区拥有铁矿石储量4560.92万吨，TFe平均品位为34.28%。未来铁资源板块潜力较大，也是公司将要重点开发的资源，有望成为公司第三大业务板块。

3.3 锂资源公司稳步扩产，巩固青海矿业龙头地位

2022年锂资源公司并表，通过投资收益科目体现收益，贡献利润增量。(1)锂资源公司规划建设年产3万吨碳酸锂、年产30万吨钾肥（硫酸钾）、年产3万吨硼酸产能，前端盐田及采卤装置均已按照3万吨碳酸锂产能建成；(2)公司目前拥有2万吨/年电池级碳酸锂产能，且技术成熟、配套设施齐全，**新增1万吨碳酸锂及副产品生产线预计将在今年开工，预计耗时1年半并于2024年底建成，2025年或可开始贡献产量。**

旗下东台吉乃尔盐湖体量大、品位高，资源禀赋优异。(1)锂资源公司拥有东台吉乃尔湖采矿权，其位于青海省柴达木盆地，毗邻西台吉乃尔盐湖（中信国安运

营)、察尔汗盐湖(盐湖股份及藏格矿业运营),基础设施成熟。(2)其锂资源储量达到超大型规模,其生产碳酸锂(包括扩产到年产3万吨规模后)所需的“锂”全部“自给自足”,无需高额成本向外采购。(3)东台吉乃尔盐湖资源禀赋优异,其资源储量为:卤水量66,748.87万方;LiCl孔隙度储量202.28万吨,品位3,030.48mg/L(折合锂离子浓度约494mg/L);B2O3孔隙度储量123.35万吨,品位1,848.05mg/L;KCl孔隙度储量1,213.89万吨,品位1.47%。(4)根据评估报告,项目服务年限为19.78年,自2021年12月至2041年9月,可支撑公司未来长远发展。

3.4 盈利逐步改善,分红意愿较强

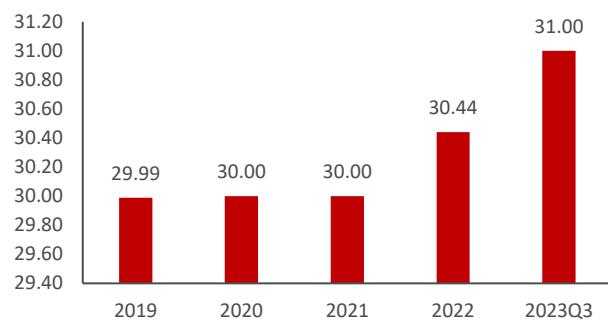
2022年公司分红率高达97%,18年以前公司常年维持高分红战略。近几年随着公司主要金属产品价格上行,公司盈利逐步改善,控股股东西部矿业集团持股比例由2019年的29.99%提升至2022年的31%,资产负债率近几年都维持在70%以上,有较强的资金需求,因此公司分红的意愿较强。

表5: 2022年公司分红率高达97%

	分红率	股息率	未分配利润(亿元)	归母净利润
2007	41%	0.72%	19.25	17.26
2008	42%	1.59%	16.88	5.70
2009	40%	0.68%	20.19	6.02
2010	43%	0.96%	27.13	9.89
2011	28%	1.07%	30.95	8.59
2012	560%	1.28%	28.99	0.43
2013	34%	0.93%	29.93	3.50
2014	41%	0.54%	31.33	2.90
2015	392%	0.68%	30.21	0.30
2016	119%	0.64%	29.05	1.00
2017	91%	1.22%	30.43	2.61
2018			4.89	-20.63
2019	24%	1.51%	14.68	10.07
2020	32%	0.97%	21.38	9.08
2021	16%	1.47%	46.31	29.32
2022	97%	13.73%	71.6	34.46

资料来源:wind,民生证券研究院

图9：控股股东西部矿业集团持股比例（单位：%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

图10：控股股东西部矿业集团资产负债率（单位：%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

量：假设公司 2023 年产销平衡，销量与公司产量目标一致，2024-2025 年锌铅产品销量与 2023 年一致。铁精粉销量逐步增加，2024-2025 年增加至 180/200 万吨；得益于玉龙铜矿一二期技改投产，预计 2024-2025 年铜精矿产量分别为 16.5/16.5 万吨。**价：**假设 2023-2025 年铜/锌/铅含税价格分别为 6.8/2.2/1.5 万元 / 吨。2023-2025 年，我们预计公司总营业收入为 415.87/435.52/437.52 亿元，总营业成本为 339.11/347.34/349.04 亿元。

表6：2022-2025 年公司产品销量

产品	单位	2022 年	2023E	2024E	2025E
铜产品销量	吨	306556	333048	365045	365045
其中：铜精矿	金属吨	141802	133003	165000	165000
其中：电解铜	吨	164754	200045	200045	200045
锌产品销量	吨	197626	227349	227349	227349
其中：锌精矿	金属吨	112223	117349	117349	117349
其中：锌锭	吨	85403	110000	110000	110000
铅产品销量	吨	124848	146612	146612	146612
其中：铅精矿	金属吨	51473	56612	56612	56612
其中：电铅	吨	73375	90000	90000	90000
铁精粉	吨	1640384	1548198	1800000	2000000

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表7：2022-2025 年公司产品营业收入

产品	单位	2022 年	2023E	2024E	2025E
铜产品	万元	2552875	2729406	2900774	2900774
锌产品	万元	436965	444054	444054	444054
铅产品	万元	121005	129025	129025	129025
铁产品	万元	163756	154554	179691	199656
其他产品收入	万元	701646	701646	701646	701646
营业收入合计	万元	3976248	4158685	4355190	4375155

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表8：2022-2025 年公司产品营业成本

产品	单位	2022 年	2023E	2024E	2025E
铜产品	万元	2109887	2245444	2306238	2306238
锌产品	万元	333648	365693	365693	365693
铅产品	万元	80562	107128	107128	107128
铁产品	万元	139699	131848	153292	170324
其他产品收入	万元	541024	541024	541024	541024

营业收入合计	万元	3204820	3391137	3473375	3490408
--------	----	---------	---------	---------	---------

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

目前公司主营业务为铜、锌等金属的矿山生产及冶炼，我们选择四家主营也为铜等矿山、冶炼生产的A股企业紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、云南铜业作为可比公司。可比公司2023年PE均值为13倍，公司估值水平低于行业平均估值，我们认为公司被低估，估值具备较大提升空间。

表9：可比公司PE数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)					PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601899.SH	紫金矿业	11.78	0.76	0.84	0.93	1.14	16	14	13	10
603993.SH	洛阳钼业	5.15	0.28	0.27	0.51	0.52	18	19	10	10
600362.SH	江西铜业	17.58	1.73	1.79	1.81	1.84	10	10	10	10
000878.SZ	云南铜业	10.59	1.03	1.00	1.07	1.10	10	11	10	10
可比公司平均PE							14	13	11	10
601168.SH	西部矿业	12.20	1.45	1.22	1.51	1.52	8	10	8	8

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：股价时间为2023年11月10日

4.3 投资建议

公司获各琦铜矿贡献稳定产量，玉龙铜矿技改贡献增量。我们预计2023-2025年公司将实现归母净利29.05亿元、35.87亿元、36.33亿元，对应11月10日收盘价的PE为10x、8x和8x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目进展不及预期的风险。公司目前仍有部分在建项目，若在建项目进度不及预期，会导致公司产品产量难以达到年初制定的目标，从而使业绩低于预期。

2) 铜锌等金属价格下跌的风险。公司生产的产品为铜精矿、锌铅精矿等矿产品及电解铜、电解锌等冶炼产品。其销售价格与期货交易所的市场价密切相关，若金属价格下跌，公司营收将受到不利影响，进而影响公司盈利。

3) 产销量不及预期的风险。公司产品产销量受矿山品位、作业时长、检修等因素影响，若因为突发事故等原因导致矿山生产或销售受到影响，公司盈利或将受到不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39,762	41,587	43,552	43,752
营业成本	32,048	33,911	34,734	34,904
营业税金及附加	768	707	871	875
销售费用	28	33	34	34
管理费用	764	749	784	788
研发费用	393	624	653	656
EBIT	5,772	5,563	6,476	6,495
财务费用	846	682	672	649
资产减值损失	-218	-11	-79	-66
投资收益	650	208	218	219
营业利润	5,509	5,119	5,986	6,042
营业外收支	153	-301	47	47
利润总额	5,662	4,818	6,033	6,089
所得税	578	482	664	670
净利润	5,084	4,336	5,369	5,419
归属于母公司净利润	3,446	2,905	3,587	3,633
EBITDA	7,682	7,605	8,569	8,597

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,522	7,685	9,577	11,792
应收账款及票据	819	911	960	952
预付款项	203	226	211	220
存货	3,465	3,742	3,787	3,823
其他流动资产	4,593	3,229	3,148	3,206
流动资产合计	15,602	15,793	17,683	19,993
长期股权投资	4,668	4,668	4,668	4,668
固定资产	21,558	21,350	20,925	20,330
无形资产	6,191	6,427	6,667	6,908
非流动资产合计	37,215	38,195	38,141	37,727
资产合计	52,817	53,988	55,824	57,720
短期借款	6,487	4,246	2,597	1,444
应付账款及票据	3,717	3,654	3,770	3,822
其他流动负债	9,232	9,587	9,560	9,588
流动负债合计	19,436	17,487	15,926	14,854
长期借款	9,951	11,951	12,979	13,527
其他长期负债	2,871	2,655	2,655	2,655
非流动负债合计	12,822	14,606	15,634	16,183
负债合计	32,258	32,093	31,560	31,036
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	4,415	5,846	7,627	9,413
股东权益合计	20,559	21,895	24,264	26,683
负债和股东权益合计	52,817	53,988	55,824	57,720

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.28	4.59	4.73	0.46
EBIT 增长率	-7.31	-3.63	16.41	0.29
净利润增长率	17.53	-15.69	23.48	1.27
盈利能力 (%)				
毛利率	19.40	18.46	20.25	20.22
净利润率	12.79	10.43	12.33	12.39
总资产收益率 ROA	6.52	5.38	6.43	6.29
净资产收益率 ROE	21.34	18.10	21.56	21.04
偿债能力				
流动比率	0.80	0.90	1.11	1.35
速动比率	0.57	0.63	0.81	1.02
现金比率	0.34	0.44	0.60	0.79
资产负债率 (%)	61.07	59.44	56.53	53.77
经营效率				
应收账款周转天数	1.54	2.00	2.12	1.98
存货周转天数	39.46	40.49	39.80	39.97
总资产周转率	0.75	0.77	0.78	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	1.45	1.22	1.51	1.52
每股净资产	6.77	6.74	6.98	7.25
每股经营现金流	4.30	3.54	3.39	3.36
每股股利	1.40	1.26	1.26	1.26
估值分析				
PE	8	10	8	8
PB	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	5.70	5.54	4.62	4.28
股息收益率 (%)	11.48	10.32	10.32	10.32
现金流量表 (百万元)				
净利润	5,084	4,336	5,369	5,419
折旧和摊销	1,909	2,042	2,093	2,103
营运资金变动	2,972	1,246	94	-11
经营活动现金流	10,252	8,445	8,085	8,013
资本开支	-1,752	-2,522	-2,073	-1,710
投资	-3,353	-794	-3	-3
投资活动现金流	-3,625	-3,108	-1,858	-1,494
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,666	-456	-622	-604
筹资活动现金流	-5,729	-4,173	-4,335	-4,304
现金净流量	912	1,163	1,892	2,215

插图目录

图 1: 2023 年 Q1-3 公司实现营收 322.34 亿元	3
图 2: 2023 年 Q1-3 公司实现归母净利润 21.98 亿元	3
图 3: 2023Q3 公司实现营收 95.49 亿元	3
图 4: 2023Q3 公司实现归母净利润 6.91 亿元	3
图 5: 2023 年 Q1-3, 公司归母净利润变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 6: 2023Q3, 公司归母净利润环比变化拆分 (单位: 百万元)	6
图 7: 2023Q3, 公司归母净利润同比变化拆分 (单位: 百万元)	6
图 8: 铜价同环比均增长, 锌价同比减少, 环比增长 (单位: 元/吨)	6
图 9: 控股股东西部矿业集团持股比例 (单位: %)	11
图 10: 控股股东西部矿业集团资产负债率 (单位: %)	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品 2023 年生产目标	4
表 2: 公司各矿山矿石处理能力	7
表 3: 公司拥有的有色金属矿产保有资源储量分品种统计 (金属量, 非权益储量, 万吨)	8
表 4: 公司各矿山资源量、储量和品位情况	8
表 5: 2022 年公司分红率高达 97%	10
表 6: 2022-2025 年公司产品销量	12
表 7: 2022-2025 年公司产品营业收入	12
表 8: 2022-2025 年公司产品营业成本	12
表 9: 可比公司 PE 数据对比	13
公司财务报表数据预测汇总	15

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026