

西部矿企稳健运营，顺周期助力业绩增长

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 西部地区领先国企，上市以来累计分红比例 56.2%，未来有望继续以高分红回报股东；2) 矿山+盐湖共同发力，玉龙铜矿改扩建完成，铜产量有望突破 15 万吨；3) 中美制造业库存周期和美联储货币周期的切换有望从商品、金融双重属性提振铜价，长期中铜矿资本开支不足、供需增速错配支撑铜价中枢维持高位。
- 西部地区领先国企，持续高分红回报股东。**青海省国资委为公司实控人，依靠强大国资背景，通过布局冶炼、供应链、深加工等业务，形成了有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易全产业链供应链一体化的产业格局。上市以来公司累计分红 15 次，累计分红金额达到 71.5 亿元，累计分红比例 56.2%，分红比例在铜板块中位列第一。
- 矿山+盐湖共同发力，主要金属产量稳步提升。**西部矿业主营铅、锌、铜、铁等基本工业金属，同步推进盐湖提镁、锂业务，是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商，全资持有或控股并经营十四座矿山，资源储量丰富。玉龙铜矿技改完成后，选厂矿石年处理量从 1989 万吨提升至 2280 万吨，有望带动铜金属产量增长突破 15 万吨，并驱动伴生钼产量提升。
- 供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢保持高位。**中美制造业库存增速底部回升，去库周期，向补库周期的切换有望带动需求周期性回升。美联储货币周期的切换有望带动美元指数和美债收益率向下，利于提振铜的金融属性。长期来看，铜矿供给增速逐年下移，需求受益于新能源需求保持高增，铜供需缺口呈放大趋势，低库存或成为新常态，基本面支撑铜价中枢维持高位。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2023-2025 年公司实现归母净利润分别为 30.9 亿元 /34.2 亿元 /37.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.30 元 /1.44 元 /1.58 元，三年归母净利润复合增速 3.1%。我们选取紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、金诚信四家公司作为可比公司，2024 年平均 PE 为 11 倍，基本代表铜行业的平均估值水平。基于高分红的稀缺性和看多铜价的预期，我们给予公司 2024 年 11 倍 PE，对应目标价 15.84 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 铜锌钼等金属价格大幅下跌风险，项目进展不及预期风险，产销量不及预期风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	39762.48	40316.25	42234.09	44143.99
增长率	3.55%	1.39%	4.76%	4.52%
归属母公司净利润 (百万元)	3445.99	3092.90	3422.24	3773.66
增长率	17.51%	-10.25%	10.65%	10.27%
每股收益 EPS (元)	1.45	1.30	1.44	1.58
净资产收益率 ROE	24.73%	18.90%	17.67%	16.64%
PE	9	10	9	8
PB	1.85	1.63	1.42	1.24

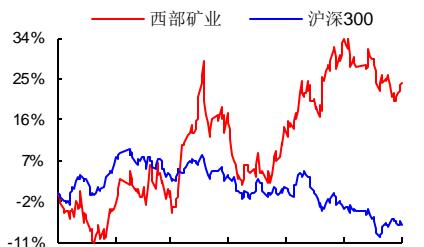
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄鹏飞
执业证号: S1250523070010
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn

联系人: 朱善颖
电话: 18810685324
邮箱: zsyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.83
流通 A 股(亿股)	23.83
52 周内股价区间(元)	10.11-14.56
总市值(亿元)	298.35
总资产(亿元)	535.47
每股净资产(元)	6.31

相关研究

目 录

1 青海省国资矿企，业务稳健发展.....	1
1.1 青海国资矿企，金属品类丰富.....	1
1.2 经营指标持续改善，高分红持续回馈股东	2
2 坐拥优质矿山资产，多金属发展共进.....	4
2.1 铜板块：玉龙铜矿技改完成，铜产量有望再度提升.....	5
2.2 铅锌板块：资源禀赋优质，产量同比上升	7
2.3 铁及其他金属：铁矿改扩建推进，镍钒金银涉猎广泛	8
2.4 盐湖板块：背靠盐湖资源，镁、锂同步发展.....	9
3 供需缺口呈扩大趋势，铜价中枢保持高位.....	10
4 盈利预测与估值.....	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 相对估值.....	14
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司历史沿革	1
图 2: 公司股权架构 (截至 2023 年 Q3)	2
图 3: 公司营业收入 (2018-2023Q3)	2
图 4: 公司归母净利润 (2018-2023Q3)	2
图 5: 公司主要产品营收占比分布图 (2018-2022)	3
图 6: 公司主要产品毛利占比分布图 (2018-2022)	3
图 7: 公司期间费用率 (2018-2023Q3)	3
图 8: 公司总毛利率及净利率 (2018-2023Q3)	3
图 9: 公司资产负债率 (2018-2023Q3)	4
图 10: 公司分红比例 (2007-2022)	4
图 11: 公司主要业务分布	4
图 12: 玉龙铜业股权架构	6
图 13: 玉龙铜业实景	6
图 14: 铜精矿产销量 (2018-2023H1)	6
图 15: 玉龙铜业净利润 (2018-2023H1)	6
图 16: 铅精矿产销量 (2018-2023H1)	7
图 17: 锌精矿产销量 (2018-2023H1)	7
图 18: 铁精粉产销量 (2018-2023H1)	8
图 19: 球团产销量 (2019-2023H1)	8
图 20: 西部镁业提镁工艺	9
图 21: FOMC 点阵图 (2023 年 9 月)	11
图 22: 美元指数和铜价	11
图 23: CME 利率期货预测 (截至 2023 年 11 月 16 日)	11
图 24: 美国制造业库存同比变化 (%)	12
图 25: 中国工业企业库存	12
图 26: 全球铜矿产量变动	12
图 27: 全球铜矿资本开支	12

表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	1
表 2: 公司主要矿产资源情况.....	5
表 3: 公司冶炼业务情况.....	5
表 4: 公司主要铜矿区资源储量及品位情况	6
表 5: 公司主要铅锌矿区资源储量及品位情况.....	7
表 6: 公司主要铁矿区资源储量及品位情况	8
表 7: 镍、钒、金、银等其他金属资源储量及品位情况.....	9
表 8: 东台吉乃尔盐湖锂资源情况.....	10
表 9: 中国铜供需平衡表.....	13
表 10: 分业务收入及毛利率.....	13
表 11: 可比公司估值（截至 2023 年 11 月 16 日）	14
附表：财务预测与估值	15

1 青海省国资矿企，业务稳健发展

1.1 青海国资矿企，金属品类丰富

西部矿业是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商，是青海省唯一一家连续14年入围中国企业500强的企业。公司主要从事铜、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。截止2023年上半年，公司保有有色金属资源储量1505万吨，贵金属资源储量黄金27吨，白银3900吨，黑色金属资源储量3.1亿吨，盐湖资源储量12亿吨，其中氯化锂储量285万吨，总资源量潜在价值突破1.2万亿元。

表1：公司主要产品

主要产品	产品简介
铅精矿	铅含量在40%-70%的原矿，是生产金属铅、铅合金、铅化合物等的主要原料
铜精矿	含铜矿石经浮选方法得到的铜含量（质量分数）不小于13%的供冶炼铜用的原料
锌精矿	破碎、球磨、泡沫浮选等工艺进一步富集矿物中锌元素，是生产金属锌、锌化合物等的主要原料
铁精粉	铁精粉是球团的主要原料，是铁矿石经过破碎、磨碎、选矿等加工处理成的矿粉，其中铁的含量的波动将直接影响成品球团矿的质量
球团	是人造块状原料的一种方法，是一个将粉状物料变成物理性能相化学组成能够满足下一步加工要求的过程
电解铅	用于制造化合物半导体、红外光电转换器件、温差元件等。还用于制备蓄电池、熔断保险丝、铅板、冶金和化工设备衬里及X射线的防护层等
锌锭	高纯度锌块，主要用于压铸合金、电池业、化学工业等，锌与其他金属的合金在电镀、喷涂等行业得到广泛应用
电解铝	一种应用广泛的基本金属，主要用于生产各种不同用途的铝加工材

数据来源：公司公告，西南证券整理

国有企业改制，持续做大做强。西部矿业集团有限公司成立于2000年，总部位于青海省西宁市，由国有有色金属工业总公司锡铁山矿务局改制而来。1999年，企业开始全面推行“人事、劳动、工资”制度改革，以此为开端逐步向现代股份制企业转变；2000年5月，锡铁山矿务局正式改制为“西部矿业有限责任公司”；2007年公司旗下西部矿业股份有限公司在上海证券交易所挂牌上市；至2011年，公司不断改革延伸，由单一的铅锌资源开发企业拓展成为集矿山冶炼、盐湖化工、文化旅游、建筑地产、金融贸易、科技信息六大产业为一体的大型企业集团；2015年，新一届领导班子带领公司实现发展大逆转，扭亏为盈；2020年及2021年，公司总资产、营业收入持续增长，营收和利润总额实现成立以来最好效益水平。

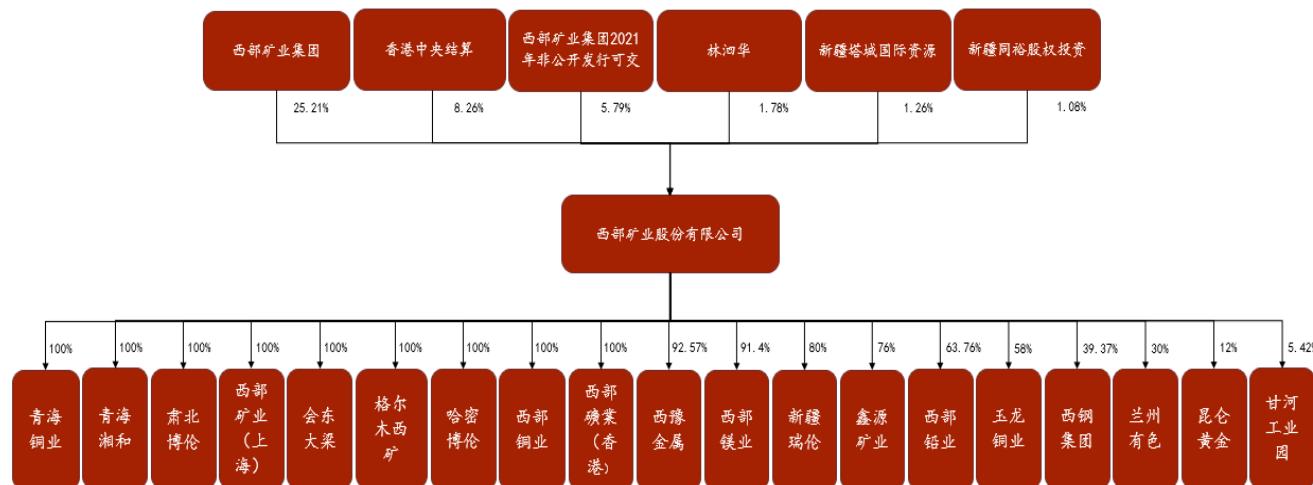
图1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

青海省国资委为实控人，子公司业务范围覆盖冶炼、供应链、加工等方面。截至 2023 年三季度，青海省国资委持有公司控股股东西部矿业集团股份的 71%，西部矿业集团（含可转债）持有公司股份 31%，公司依靠国资大股东的强力支持实现稳健发展。参控股子公司方面，公司通过布局冶炼、供应链、深加工等业务，形成了有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易全产业链供应链一体化的产业格局。

图 1：公司股权架构（截至 2023 年 Q3）

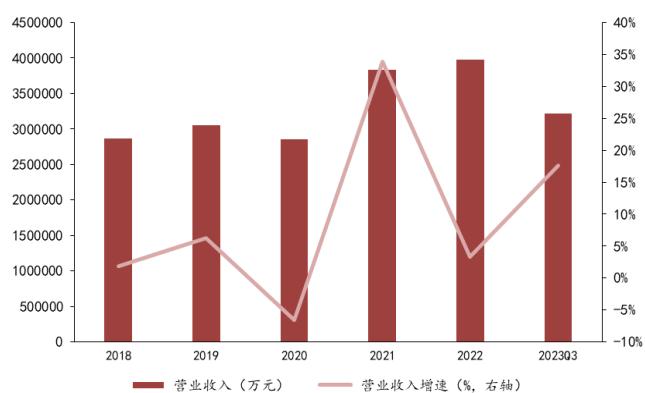


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 经营指标持续改善，高分红持续回馈股东

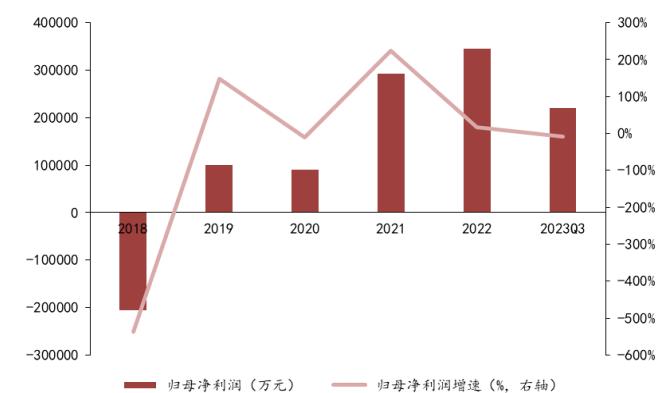
公司经营指标持续改善，2019 年起归母净利润实现扭亏为盈，2023 年营收保持增长趋势。公司营业收入在 2018-2022 年维持增长态势，2022 年营业收入达到近五年最高值 397.6 亿元，同比增长 3.3%，归母净利润实现水平 34.5 亿元，同比增长 17.5%。2023 年前三季度，公司的营收继续维持增长趋势，前三季度公司实现累计营业收入 322.2 亿元，同比增长 17.7%。收到大宗商品价格影响，公司前三季度归母净利略有下滑，截至 Q3 实现归母净利润 22.0 亿元，同比减少 7.7%。

图 3：公司营业收入（2018-2023Q3）



数据来源：wind，西南证券整理

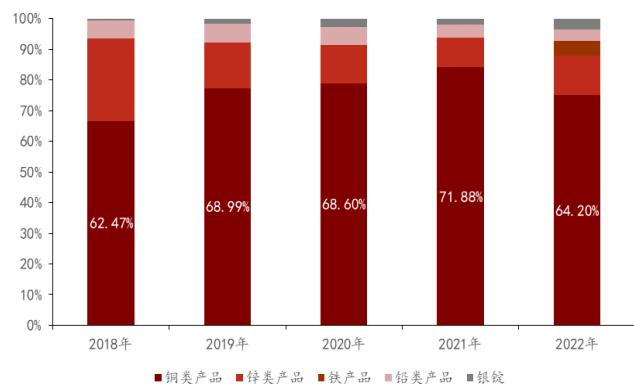
图 4：公司归母净利润（2018-2023Q3）



数据来源：wind，西南证券整理

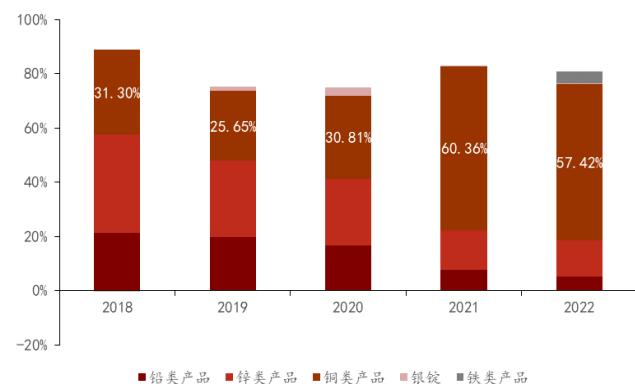
铜是公司最重要的营收和利润来源，铜产品毛利占稳步提升。随着玉龙铜矿改扩建的投入完成，公司逐步完成从主营铅锌产业到铜产业的转型。截至 2022 年，铜产品已经成为公司最重要的营收和毛利来源，2022 年公司铜产品营收占比达到 64.2%，毛利占比达到 57.4%，在各项业务中稳居第一。

图 5：公司主要产品营收占比分布图（2018-2022）



数据来源: Wind, 西南证券整理

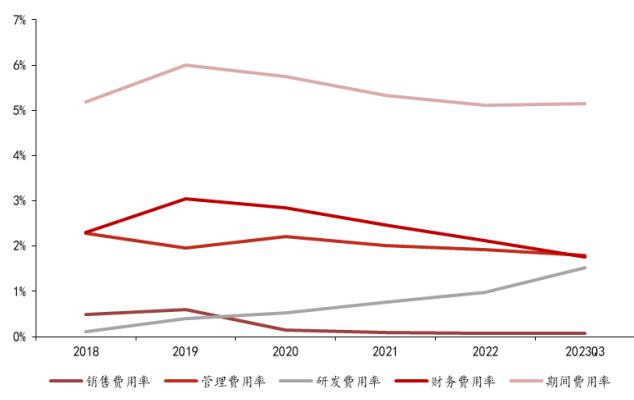
图 6：公司主要产品毛利占比分布图（2018-2022）



数据来源: Wind, 西南证券整理

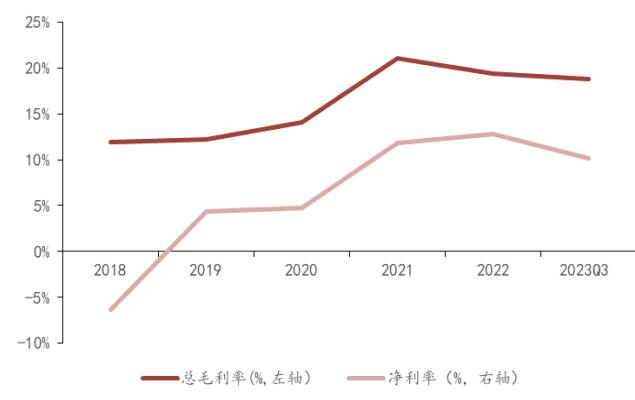
期间费用水平稳中有降，盈利能力持续增强。近五年间公司销售费用率、管理费用率和财务费用率稳中有降，期间费用率由 2019 年的 6.0% 下降至 2023 年 Q3 的 5.2%，公司管理水平的提升向纵深推进。随着期间费用的下降和铜矿业务的扩张升级，公司的毛利率、净利率呈现稳步提升的趋势，盈利能力持续增强。受到商品价格上涨的影响，公司的毛利率在 2021 年达到峰值 21.0%，后有小幅下降，但整体仍保持较高水平。2023 年前三季度公司毛利率为 18.8%，公司净利率由 2018 年的 -6.3% 逐步提升到了 2023 年的 10.2%，公司盈利能力稳步提升。

图 7：公司期间费用率（2018-2023Q3）



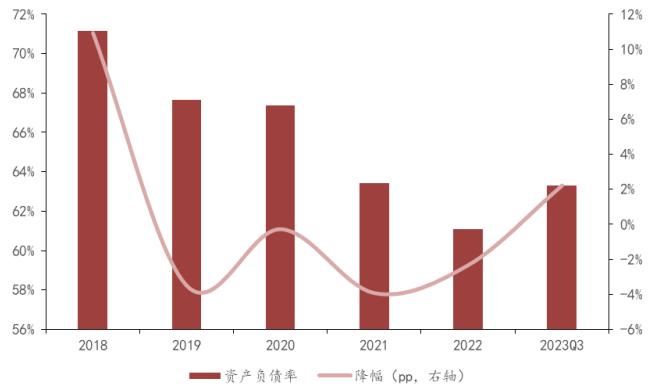
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8：公司总毛利率及净利率（2018-2023Q3）

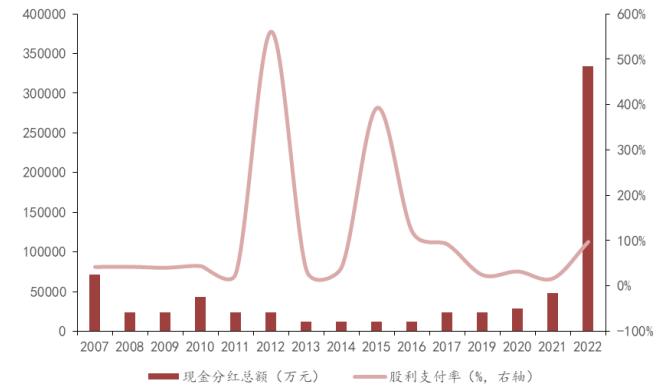


数据来源: Wind, 西南证券整理

资产负债率持续下降，高分红持续回馈股东。2018 年公司资产负债率提升至 71.15%，此后五年间公司资产负债率逐年下降，2022 年公司资产负债率为 61.1%，2023 年前三季度资产负债率为 63.3%。仍处于历史较低水平。自上市以来，公司持续以高分红比例回馈股东，分红比例在铜板块中位列第一。上市以来公司累计分红 15 次，累计分红金额达到 71.5 亿元，累计分红比例高达 56.2%。2022 年 3 月公司公告，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 14 元（含税），共计分配 33.36 亿元，股利支付率达到 96.8%。

图 9：公司资产负债率（2018-2023Q3）


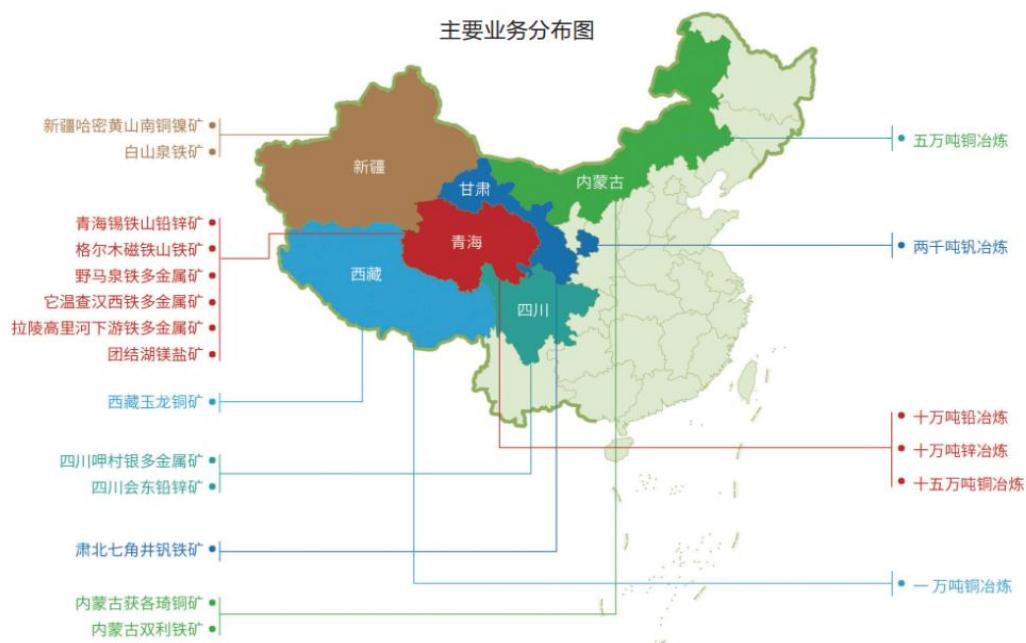
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10：公司分红比例（2007-2022）


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 坐拥优质矿山资产，多金属发展共进

公司有色金属资源储备丰富。公司现拥有7个探矿权，15个采矿权，全资持有或控股并经营十四座矿山，其中，有色金属矿山7座、铁及铁多金属矿山6座、盐湖矿山1座，正开发运行青海锡铁山铅锌矿、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、新疆哈密黄山南铜镍矿、新疆哈密白山泉铁矿、甘肃肃北七角井钒及铁矿、内蒙古双利铁矿、格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿等十座大型矿山。截止2023半年报统计，公司保有储量铜金属量617.74万吨、铅金属量165.13万吨、锌金属量288.15万吨、钼金属量37.22万吨、五氧化二钒64.43万吨、镍金属量27.12万吨、金金属量12.75吨、银金属量2146.49吨，铁（矿石量）25861.46万吨，氯化镁3046.25万吨。

图 11：公司主要业务分布


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2：公司主要矿产资源情况

矿山名称	主要品种	开采方式	开拓、运输系统	选矿方法	权益比例 (%)
内蒙古双利铁矿	铁	露天/地下开采	公路+竖井开拓	磁选	100
哈密白山泉铁矿	铁	地下开采	竖井开拓	磁选	100
肃北七角井钒铁矿	钒铁	地下开采	斜道坡+副井开拓	磁选	100
四川呷村银多金属矿	铜铅锌金银	地下开采	平硐+溜井联合开拓	磁选	76
四川会东大梁铅锌矿	铅锌	地下开采	平硐+溜井联合开拓	浮选	100
西藏玉龙铜矿	铜	露天开采	公路开拓	浮选	58
新疆瑞伦铜镍矿	镍铜	地下开采	竖井开拓	浮选	80
内蒙古获各琦铜矿	铜	地下开采	竖井开拓	浮选	100
青海锡铁山铅锌矿	铅锌	地下开采	平硐+斜坡道+竖井开拓	浮选	100
青海锡铁山中间沟-断层沟	铅锌	地下开采	平硐+盲斜井联合开拓	浮选	100
青海拉陵高里河下游铁多金属矿	铁铜锌	地下开采	竖井开拓	磁选+浮选	80
青海团结湖镁盐矿	氯化镁	露天开采	/	/	91.4

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司金属冶炼板块齐备。公司持续调整产业布局，冶炼板块围绕实现“做精冶炼产业”目标，紧抓“五个一流”建设，在成本优化、工艺优化、指标优化上持续改进，通过精细化管理，有色金属冶炼规模和效益同步提升，产业格局更具完善。公司冶炼主要产品包括电解铜、锌锭、电铅等，盐湖化工主要产品有高纯氢氧化镁、高纯氧化镁、无水氢氟酸等，据 2023 年半年报披露，公司已形成电解铅 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/年的产能。

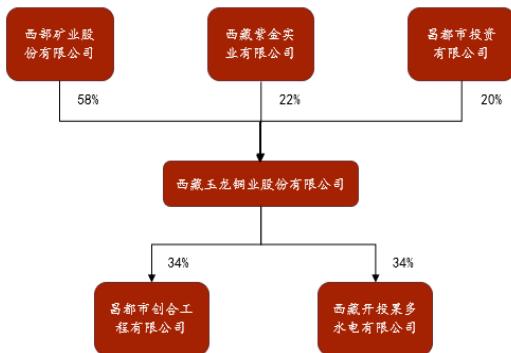
表 3：公司冶炼业务情况

公司名称	持股比例	主要产品	工艺方法
青海铜业	100%	阴极铜、硫酸	富氧底吹熔炼—底吹吹炼连吹技术
西部铜材	100%	阴极铜	阳极炉火法精炼、电解湿法精炼及竖式熔铜炉处理残极工艺
锌业分公司	100%	锌锭、硫磺	全湿法氧压浸出
西豫金属	98.42%	电解铅、金锭、银锭、硫酸	氧气底吹熔炼至侧吹还原烟化提锌冶炼工艺
青海湘和	100%	锌粉、硫酸	火法冶炼配套化工制酸工艺
西矿钒科技	100%	偏钒酸铵	石煤提钒

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 铜板块：玉龙铜矿技改完成，铜产量有望再度提升

公司目前在产铜矿主要为玉龙铜矿和内蒙古获各琦铜矿。玉龙铜矿由西部矿业控股 58%，紫金矿业持有 22% 的股权。玉龙铜矿位于青藏高原东部山区的昌都地区，是国内第二大单体铜矿，同时伴生钼金属，玉龙铜矿的铜矿石资源量 8.78 亿吨，保有储量 8.68 亿吨，平均品位 0.66%。获各琦铜矿位于内蒙古自治区巴彦淖尔市，伴生铅锌矿，由子公司西部铜业全资控股，铜矿石资源量 3264 万吨，保有储量 2842 万吨，平均品位 0.9%。

图 12：玉龙铜业股权架构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：玉龙铜业实景

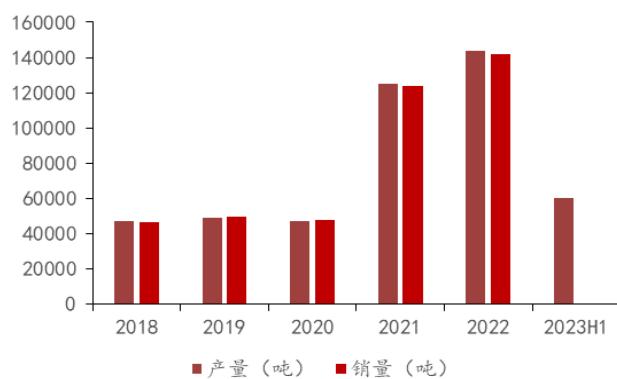

数据来源：公司官网，西南证券整理

表 4：公司主要铜矿区资源储量及品位情况

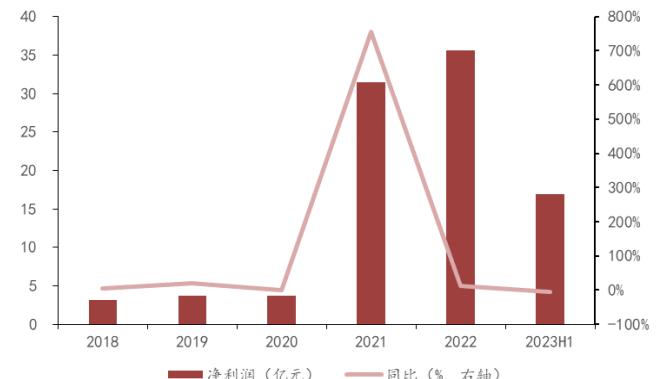
矿山名称	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位 (%)	年产量 (万吨/年)	可采年限
西藏玉龙铜矿	87779.04	86835.29	0.66%	1989	43
内蒙古荻各琦铜矿	3264.64	2842.26	0.9%	160	17

数据来源：公司公告，西南证券整理

玉龙铜业技改完成，矿山铜产量有望再度提升。2023 上半年，玉龙铜业实现营收 34.5 亿元，实现净利润 16.9 亿元，玉龙铜业三选厂的铜选矿回收率同比增长 0.46 个百分点。玉龙铜矿二期于 2020 年 12 月建成投产，将玉龙的铜产量自 3 万吨提升至 2021 年的 12.5 万吨和 2022 年的 14.4 万吨。2023 年 4 月，玉龙铜矿一二选厂技术改造提升项目正式启动，公司拆除一、二选厂老系统，就地新建选矿智能生产系统，新建矿山破碎站、矿石胶带运输通廊等，并于 11 月宣布改扩建项目正式竣工。改扩建完成后，玉龙铜业的矿石处理量将从 1890 万吨提升至 2280 万吨/年，铜金属量产量由 12 万吨增加至 15 万吨以上。

图 14：铜精矿产销量 (2018-2023H1)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：玉龙铜业净利润 (2018-2023H1)


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 铅锌板块：资源禀赋优质，产量同比上升

公司铅锌矿山共五座，锡铁山铅锌矿是主力矿山。公司主力铅锌矿山包括锡铁山铅锌矿、大柴旦镇中间沟一断层沟铅锌矿、内蒙古获各琦铜矿、呷村银铅锌多金属矿和会东大梁铅锌矿五座。截至 2023 年上半年，公司铅金属保有资源储量 165.1 万吨，铅金属保有资源储量 288.2 万吨。其中，锡铁山铅锌矿是中国第二大单体铅锌矿，是公司铅锌生产的主力矿山，保有资源储量 1679.2 万吨，设计年产量 150 万吨，平均品位 8.04%。

表 5：公司主要铅锌矿区资源储量及品位情况

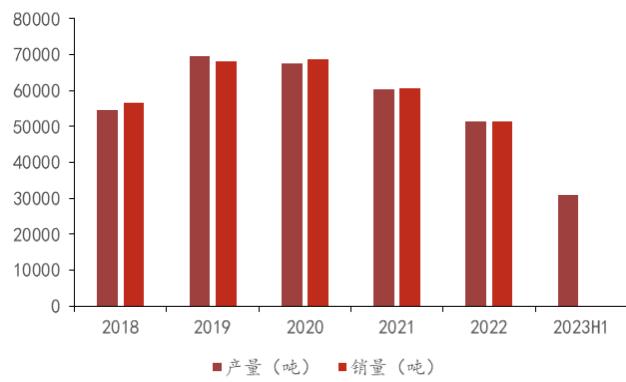
矿山名称	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位 (%)	年产量 (万吨/年)	可采年限
青海锡铁山铅锌矿	1894.95	1679.18	8.04%	130	13
青海省大柴旦镇中间沟一断层沟铅锌矿	220.66	154.92	5.32%	20	7
内蒙古获各琦铜矿	4869.63	4115.23	2.78%	90	45
四川呷村银多金属矿	646.00	566.88	8.53%	30	19
四川会东大梁铅锌矿	456. 58	406.94	5.65%	58	7

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司铅锌回收率上升，产量同比增长明显。受到矿山品味下滑和矿石处理量的限制，公司的铅锌产量自 2020 年后小幅下滑。2023 年公司矿产铅锌的生产计划分别为 11.7 万吨和 5.7 万吨，截止上半年，公司铅选矿回收率同比增长 1.07 个百分点，锌选矿回收率同比增长 0.36 个百分点，上半年共生产铅精矿 3.1 万吨，同比增加 19.3%；锌精矿 6.0 万吨，同比增加 6.1%，基本完成半年度计划，产品产量较上年同期明显增长。

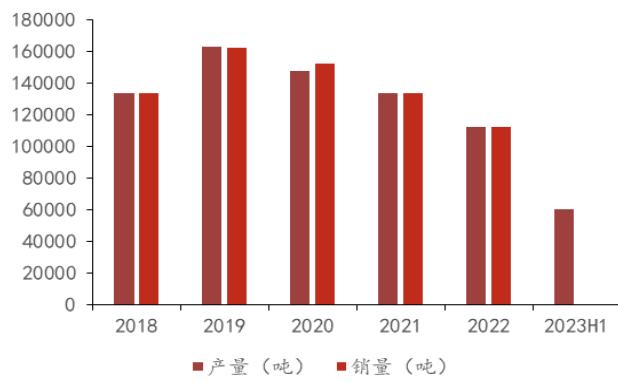
2022 年公司锡铁山分公司、会东大梁等 5 家矿山单位完成了选矿厂技术升级改造，着手实施井下设备批次引进、逐步淘汰，智慧矿山建设、推动选厂自动化改造等一系列项目，使设备及工艺流程均达到了国内外先进水平。2022 年 4 月公司以 10.6 亿元受让工银金融资产投资有限公司所持会东大梁 22.725% 股权，本次交易完成后，公司持有会东大梁 100% 股权，进一步增强公司对子公司的控制权。

图 16：铅精矿产销量（2018-2023H1）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：锌精矿产销量（2018-2023H1）



数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 铁及其他金属：铁矿改扩建推进，镍钒金银涉猎广泛

公司共有四座铁矿山，双利铁矿改扩建推进。公司主力铁矿山为内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、格尔木拉陵高里河铁多金属矿以及肃北七角井钒铁矿。截至 2023 年半年报，公司铁矿石保有资源储量为 2.6 亿吨。其中双利铁矿保有储量 6884.7 万吨，设计年产量 340 万吨，平均品位 24.1%，是公司铁产量的最大贡献矿山。双利铁矿改扩建项目如期进行，二号铁矿改扩建工程已于今年 4 月开工，该项目设计产出铁矿石 300 万吨/年、铜矿石 20 万吨/年、铅锌矿石 20 万吨/年。

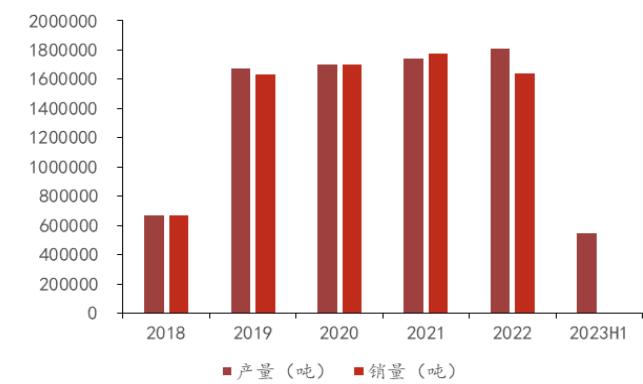
表 6：公司主要铁矿区资源储量及品位情况

矿山名称	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位 (%)	年产量 (万吨/年)	可采年限
内蒙古双利铁矿	7297.42	6884.65	24.10%	340	20
新疆哈密白山泉铁矿	2450.86	1983.15	19.88%	140	14
肃北七角井钒及铁矿	12115.06	10584.80	22.32%	278	38
格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	1202.03	965.58	25.92%	75	12

数据来源：公司公告，西南证券整理

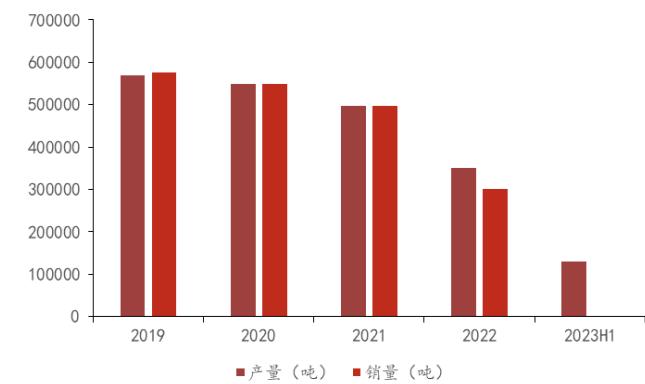
公司铁精粉产量相对稳定，球团产销量逐年下降。2023年上半年，公司生产铁精粉 55.0 万吨，同比减少 43.1%；球团 13.0 万吨，同比减少 41.1%。铁精粉实际产量仅为计划产量的 73%，未完成计划产量的主要原因是部分矿山受季节性限电影响，处理量低于计划指标，原材料供应不足及计划性停产检修导致球团产量下滑。

图 18：铁精粉产销量（2018-2023H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：球团产销量（2019-2023H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司涉猎镍、钒、金、银等多种金属品类。公司肃北七角井钒及铁矿在生产铁矿石外，同步产出钒金属，矿山保有钒产量 6520 万吨，钒金属品味 0.91%，年产钒 31 万吨。位于新疆的哈密瑞伦黄山南铜镍矿铜镍保有储量 7822 万吨，镍金属品味 0.32%。四川呷村银多金属矿在主营铅锌外，副产品还有金银，其中金属银的品味为 48.15 克/吨，贡献公司主要的贵金属产量。

表 7：镍、钒、金、银等其他金属资源储量及品位情况

矿山名称	主要品种	资源量(万吨)	保有储量(万吨)	品位(%)	年产量(万吨/年)	可采年限
肃北七角井钒及铁矿	钒、铁	钒: 7120.75	钒: 6520.11	钒: 0.91%	钒: 31	钒: 210
四川呷村银多金属矿	铜、铅、锌、金、银	646	566.88	银: 48.15gt	30	19
新疆哈密瑞伦黄山南铜镍矿 (5-22 线、22-27 线)	镍、铜	7822.40	6806.77	镍: 0.32%	60	113

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 盐湖板块：背靠盐湖资源，镁、锂同步发展

背靠团结湖镁盐矿，提镁工业稳步发展。青海省柴达木盆地拥有丰富的盐湖镁资源，公司背靠青海团结湖镁盐矿，保有氯化镁储量 3046.25 万吨，品味 36.11%，设计年产量达 50 万吨。依托子公司西部镁业，公司发展提镁产能包括 15 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、3 万吨/年高纯电熔镁砂和 3 万吨/年烧结镁砂。2023 年上半年，公司生产高纯氢氧化镁 68305 吨，同比增长 46.7%；生产高纯氧化镁 26525 吨，同比增长 134.7%。

增资西部镁业，促进良性运营发展。青海西部镁业有限公司于 2006 年 2 月与中南大学通过校企合作联合成立，公司主要从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务，是国内第一家也是唯一一家生产规模达到 15 万吨以上的盐湖镁资源开发企业，产能名列世界第三。西部镁业产品品质在国内外同行业中居领先水平，2022 年入选国务院国资委“创建世界一流专精特新示范企业”。公司于 2021 年 3 月与西矿集团签订《西部镁业股权转让合同》，西矿集团承诺 2021 年-2023 年西部镁业实现净利润合计 6000 万元人民币。为进一步改善公司控股子公司西部镁业资本结构，降低西部镁业资产负债率，降低偿债压力和财务费用，提高盈利能力，公司于 2023 年 7 月以持有其 66100 万元债权向西部镁业增资。增资完成后，公司持有其股权比例提升至 95.94%。

图 20：西部镁业提镁工艺


数据来源：西部镁业公司官网，西南证券整理

收购东台锂资源，进军盐湖提锂行业。为拓展公司资源开发领域，紧跟国家新能源新材料产业政策，公司于2022年3月受让控股股东西矿集团所持锂资源公司27%股权，积极参与锂资源开发。锂资源公司拥有东台吉乃尔湖盐湖采矿权，资源储量大，探明氯化锂储量284.8万吨、硼酸163.8万吨、氯化钾1828.9万吨，是中国锂、硼、钾等矿产资源综合性超大型卤水矿床。锂资源公司控股子公司青海锂业已经拥有十余年碳酸锂产品的生产经验，且拥有50余项碳酸锂生产相关专利技术，是国内最早攻克盐湖提锂“镁锂分离”技术难题的企业之一，碳酸锂产品品质稳定且达到电池级标准。西矿集团承诺东台锂资源在2022至2024三个会计年度经审计后净利润合计不低于362040.05万元，东台锂资源27%股权对应的三个会计年度净利润合计不低于97750.8135万元，2022年东台锂资源已经实现归母净利润353476万元。

收购泰丰先行股权，布局碳酸锂下游产业链。2023年6月公司竞买锂资源控股股东泰丰先行的6.29%股权，进一步布局碳酸锂的下游磷酸铁锂行业，逐步形成从盐湖锂资源开发到电池正极材料生产的完整产业链，打造公司新的利润增长点。青海泰丰先行锂能科技有限公司成立于2010年，位于青海省西宁市南川工业园区，是一家集盐湖资源综合开发利用及锂电正极材料、高端隔膜材料研发三大产业板块的生产、销售、服务为一体的锂电材料产业公司。根据公司公告披露，泰丰先行拥有包括18.5万吨/年磷酸铁锂产能（原有2.5万吨/年磷酸铁锂、新建一期16万吨/年磷酸铁锂项目已于2023年5月投料试生产）、1万吨/年钴酸锂产能、8000吨/年三元正极材料及4.2亿平方米/年隔膜产能。在现有产能基础上，泰丰先行正在规划二期建设14万吨/年磷酸铁锂项目。

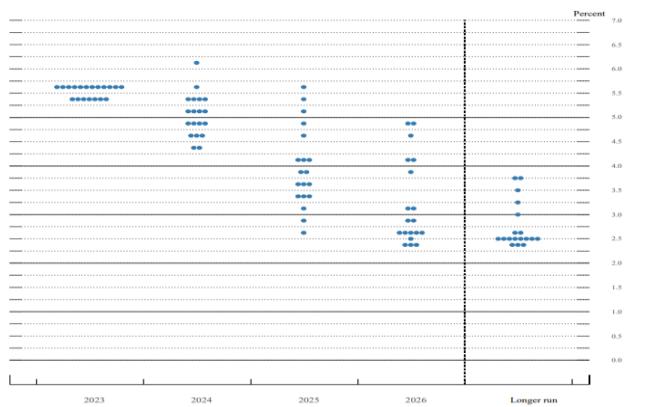
表8：东台吉乃尔盐湖锂资源情况

储量级别	卤水/矿石量（万方/吨）	LiCl 孔隙度储量（104 吨）	品位（mg/L）
探明资源量	32627.41	124.84	3826.23
控制资源量	34121.46	77.44	2269.57
小计	66748.87	202.28	3030.48
推断资源量	460222.29	/	/

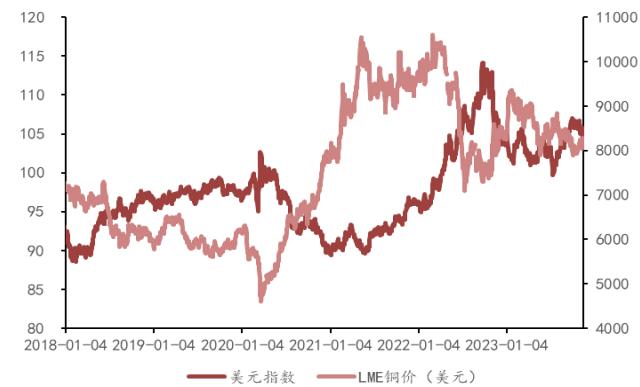
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 供需缺口呈扩大趋势，铜价中枢保持高位

美联储加息周期尾声，金融属性利好铜价向上。美联储自2022年3月开始共加息11次，将联邦基金利率目标区间自0.25%-0.5%上调至5.25%-5.5%。9月FOMC会议上维持联邦基金区间在5.25%-5.5%之间不变，会后点阵图预测显示年内美联储或再度加息1次，2024年美联储或将降息2次。进入四季度以来，美国通胀数据回落符合预期，就业数据表现差强人意，市场对美联储转鸽的预期越来越强。从CME利率期货的最新预测来看，2023年Q4美联储将维持利率水平在5.25%-5.5%，即Q4不会继续加息，相较于点阵图指引更加鸽派。在对降息时点的预期上，11月最新显示降息时间为2024年5月。从历史数据来看，美元指数和伦敦铜价有明显的负相关性，铜作为大宗商品最重要的品种之一，具有较强的金融属性，美联储货币周期的切换，有望带动美债收益率和美元指数向下，利于铜价中枢上移。

图 21：FOMC 点阵图（2023 年 9 月）


数据来源：美联储，西南证券整理

图 22：美元指数和铜价


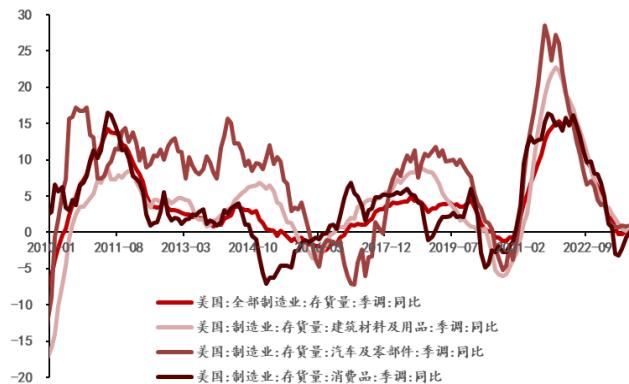
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 23：CME 利率期货预测（截至 2023 年 11 月 16 日）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%	48.2%	39.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	34.1%	42.6%	15.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	23.5%	39.2%	26.4%	6.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.9%	16.5%	33.4%	31.1%	13.7%	2.3%
2024/11/7	0.0%	1.6%	10.2%	25.6%	32.2%	21.8%	7.6%	1.1%
2024/12/18	1.0%	7.2%	20.3%	29.9%	25.4%	12.5%	3.3%	0.4%

数据来源：CME, 西南证券整理

中美制造业库存周期切换有望带动新一轮需求周期。制造业是基本金属重要的需求行业之一，中美制造业库存周期和基本金属的价格周期重合度较高。2009-2011年间中美制造业的共振补库周期对应基本金属长达两年的价格上行；2012-2015年间制造业缓慢去库下，金属价格整体进入下行周期；2016-2018年的补库周期带动金属价格再度走高；2020-2021年疫情后的制造业大幅补库，带动工业金属再度进入牛市。2022年初中美制造业先后进入去库周期，基本金属价格也见顶回落，当前中美制造业库存增速均呈现底部回升的趋势，去库周期对金属价格的利空压制逐渐放缓，向补库周期切换有望带动需求周期性回升。

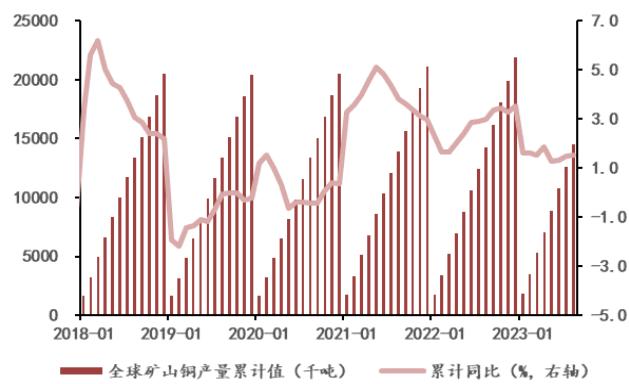
图 24：美国制造业库存同比变化 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

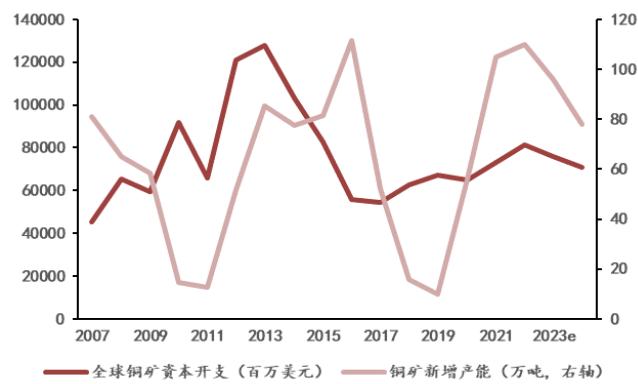
图 25：中国工业企业库存


数据来源: Wind, 西南证券整理

铜矿供给增速放缓，长期缺乏增量释放。据 ICSG 统计，2023 年 1-8 月全球矿山铜产量增速 1.54%，增速低于市场预期，智利作为全球铜供给的主要贡献地，1-8 月铜产量同比下降 1.1%，是拖累全球产量释放的重要原因。远期来看，全球铜矿资本开支不足，供给增速边际下滑。全球矿山资本开支在 2009-2011 年的牛市周期中大幅提升，随后伴随着铜价走熊，资本开支也进入了长达五年的下行周期。本轮铜价大涨后，海外矿山的资本开支有小幅提升，但相较于上轮周期幅度较低。2023-2025 年全球矿山产量增速逐年下滑，2025 年之后由于全球矿山投资的减少带来新项目的匮乏，加之品味下降、资源枯竭等问题，铜矿产量远期增长乏力。

图 26：全球铜矿产量变动


数据来源: ICSG, 西南证券整理

图 27：全球铜矿资本开支


数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

精炼铜供需维持紧平衡格局，金融属性利好价格向上。基于对国内新增冶炼产能的统计，我们给予 2024 年国内精炼铜产量 4.0% 的增速，假定精炼铜进口相对稳定，年内原生铜总供应增速为 3.1%。合理赋予主要需求领域增速后，推算 2024 年精炼铜需求增速 3.1%，年内精炼铜市场处于小幅短缺的格局，精炼铜低库存的格局将继续延续，基本面对铜价中枢起到支撑的作用。

表 9：中国铜供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
铜需求 (万吨)	1205	1291	1361	1401	1467	1513	1567
yoy	0.5%	7.1%	5.4%	3.0%	4.7%	3.1%	3.6%
精炼铜产量 (万吨)	894	930	998	1028	1131	1176	1212
yoy	2.4%	4.0%	7.3%	3.0%	10.0%	4.0%	3.0%
铜净进口 (万吨)	313	431	317	365	329	329	329
yoy	-6.8%	37.7%	-26.5%	15.1%	-10.0%	0.0%	0.0%
国储调节 (万吨)	0	-55	11	0	0	0	0
总供应 (万吨)	1207	1306	1326	1393	1460	1505	1540
yoy	-0.2%	8.2%	1.5%	5.1%	4.8%	3.1%	2.3%
供需缺口	2	70	-46	-8	-7	-8	-27

数据来源: Wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1: 按公司产量指引及扩产计划, 我们假设 2023-2025 年公司铜精矿产量为 13.3/15/16.5 万吨, 给予看多铜价的逻辑, 假设公司阴极铜销售均价为 6.83/6.90/7.00 万元/吨。

假设 2: 根据公司产量指引及扩产计划, 假定 2023-2025 年锌精矿销量为 11.7/12.7/12.7 万吨, 2023-2025 年铅精矿产量为 5.7/6.1/6.6 万吨, 锌年度均价为 2.17/2.10/2.10 万元/吨, 铅年度均价为 1.55/1.55/1.55 万元/吨。

假设 3: 根据公司产量指引及扩产计划, 假定 2023-2025 年钼精矿销量为 3541/3900/3900 吨, 2023-2025 年铁精粉产量为 154.8/160.0/170.0 吨, 钼精矿年度均价为 39/35/35 万元/吨, 铁精粉年度均价为 1000/1000/1000 元/吨。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

表 10：分业务收入及毛利率

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
铜产品	收入	25529	25681	27239
	增速	-7.5%	0.6%	6.1%
	毛利率	17.4%	16.5%	17.9%
锌产品	收入	4370	4046	4178
	增速	38.5%	-7.4%	3.3%
	毛利率	23.6%	21.3%	20.3%
铅产品	收入	1210	1314	1386
	增速	-15.6%	8.6%	5.5%
	毛利率	33.4%	23.9%	23.8%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
铜产品	收入	801	1388	1365	1365
	增速	/	73.3%	-1.7%	0.0%
	毛利率	89.1%	93.4%	92.6%	92.6%
铁产品	收入	1638	1548	1600	1700
	增速	/	-5.5%	3.3%	6.3%
	毛利率	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	6214	6338	6465	6594
	增速	0.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
合计	收入	39762	40316	42234	44143
	增速	3.5%	1.4%	4.8%	4.5%
	毛利率	19.4%	19.5%	20.1%	20.8%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

鉴于公司是主营铜矿业务的公司，我们选取紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、金诚信这四家公司作为可比公司，四家公司 2024 年平均 PE 为 11 倍，基本代表铜行业的平均估值水平。基于高分红的稀缺性和看多铜价的预期，我们给予公司 2024 年 11 倍 PE，对应目标价 15.84 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值（截至 2023 年 11 月 16 日）

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000630.SZ	铜陵有色	3.02	0.26	0.3	0.33	0.39	11.10	9.99	9.20	7.79
603993.SH	洛阳钼业	5.26	0.28	0.37	0.50	0.56	35.46	14.39	10.52	9.46
603979.SH	金诚信	35.25	1.01	1.67	2.90	3.60	24.18	21.16	12.16	9.79
601899.SH	紫金矿业	11.97	0.76	0.86	1.05	1.28	16.13	13.86	11.42	9.35
平均值							14.60	11.99	10.55	9.26

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

铜锌钼等金属价格大幅下跌风险，项目进展不及预期风险，产销量不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39762.48	40316.25	42234.09	44143.99	净利润	5083.80	4562.89	5048.76	5567.20
营业成本	32048.20	32468.10	33758.56	34983.09	折旧与摊销	1839.93	2106.51	2106.51	2106.51
营业税金及附加	768.44	726.18	780.73	815.25	财务费用	846.37	1331.99	1368.08	1424.14
销售费用	28.35	35.83	34.93	36.58	资产减值损失	-217.64	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	763.97	806.54	834.37	871.78	经营营运资本变动	803.14	-234.09	79.03	36.59
财务费用	846.37	1331.99	1368.08	1424.14	其他	1896.11	-170.15	-199.89	-160.35
资产减值损失	-217.64	-100.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	10251.72	7497.14	8302.48	8874.09
投资收益	650.45	200.00	200.00	200.00	资本支出	-356.70	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	118.54	65.22	71.85	77.42	其他	-3268.10	1248.19	521.51	775.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3624.80	748.19	21.51	275.95
营业利润	5509.29	5112.84	5629.26	6190.57	短期借款	-761.31	294.82	57.22	-136.42
其他非经营损益	152.55	93.50	111.59	112.39	长期借款	-1382.61	1367.66	1366.31	982.49
利润总额	5661.84	5206.35	5740.85	6302.96	股权融资	-190.50	0.00	0.00	0.00
所得税	578.04	643.46	692.09	735.76	支付股利	-476.60	-689.20	-618.58	-684.45
净利润	5083.80	4562.89	5048.76	5567.20	其他	-2918.18	-1555.31	-1778.32	-1501.13
少数股东损益	1637.81	1469.99	1626.52	1793.54	筹资活动现金流净额	-5729.20	-582.02	-973.37	-1339.51
归属母公司股东净利润	3445.99	3092.90	3422.24	3773.66	现金流量净额	912.15	7663.31	7350.63	7810.54
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6521.82	14185.13	21535.76	29346.29	成长能力				
应收和预付款项	1185.74	1380.42	1405.82	1451.63	销售收入增长率	3.55%	1.39%	4.76%	4.52%
存货	3464.77	3520.55	3690.30	3808.28	营业利润增长率	9.39%	-7.20%	10.10%	9.97%
其他流动资产	4429.75	3029.01	3173.04	3316.47	净利润增长率	11.58%	-10.25%	10.65%	10.27%
长期股权投资	4668.11	4668.11	4668.11	4668.11	EBITDA 增长率	3.28%	4.34%	6.46%	6.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	22428.01	21604.26	20780.51	19956.76	毛利率	19.40%	19.47%	20.07%	20.75%
无形资产和开发支出	6249.25	5466.49	4683.73	3900.98	三费率	4.12%	5.39%	5.30%	5.28%
其他非流动资产	3869.22	3679.54	3429.87	2931.34	净利润率	12.79%	11.32%	11.95%	12.61%
资产总计	52816.67	57533.51	63367.13	69379.86	ROE	24.73%	18.90%	17.67%	16.64%
短期借款	6487.39	6782.21	6839.43	6703.01	ROA	9.63%	7.93%	7.97%	8.02%
应付和预收款项	4176.32	3930.79	4134.92	4319.30	ROIC	19.58%	19.99%	22.82%	26.20%
长期借款	9950.64	11318.30	12684.61	13667.10	EBITDA/销售收入	20.61%	21.21%	21.56%	22.02%
其他负债	11643.27	11357.68	11133.47	11233.00	营运能力				
负债合计	32257.62	33388.99	34792.43	35922.41	总资产周转率	0.77	0.73	0.70	0.67
股本	2383.00	2383.00	2383.00	2383.00	固定资产周转率	1.86	1.93	2.16	2.42
资本公积	5283.13	5283.13	5283.13	5283.13	应收账款周转率	134.54	159.39	135.34	142.91
留存收益	8190.11	10593.81	13397.47	16486.68	存货周转率	9.53	9.20	9.32	9.31
归属母公司股东权益	16144.46	18259.94	21063.60	24152.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.69%	—	—	—
少数股东权益	4414.59	5884.58	7511.10	9304.64	资本结构				
股东权益合计	20559.05	24144.52	28574.70	33457.45	资产负债率	61.07%	58.03%	54.91%	51.78%
负债和股东权益合计	52816.67	57533.51	63367.13	69379.86	带息债务/总负债	50.96%	54.21%	56.12%	56.71%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	0.80	1.15	1.53	1.91
EBITDA	8195.59	8551.34	9103.85	9721.22	速动比率	0.62	0.96	1.34	1.72
PE	8.66	9.65	8.72	7.91	股利支付率	13.83%	22.28%	18.08%	18.14%
PB	1.85	1.63	1.42	1.24	每股指标				
PS	0.75	0.74	0.71	0.68	每股收益	1.45	1.30	1.44	1.58
EV/EBITDA	4.83	3.97	3.08	2.23	每股净资产	6.77	7.66	8.84	10.14
股息率	1.60%	2.31%	2.07%	2.29%	每股经营现金	4.30	3.15	3.48	3.72
					每股股利	0.20	0.29	0.26	0.29

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
北京	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn