

2023年12月08日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

玉龙铜矿改扩建项目顺利投产，矿山持续发力

—西部矿业（601168.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

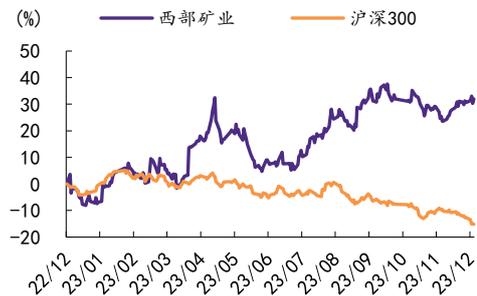
分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
分析师：杜飞 S1050523070001
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2023-12-07

当前股价(元)	12.71
总市值(亿元)	303
总股本(百万股)	2383
流通股本(百万股)	2383
52周价格范围(元)	10.11-14.56
日均成交额(百万元)	380.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《西部矿业（601168）：Q3毛利同比环比增长，玉龙铜矿改扩建临近投产》2023-10-27
- 《西部矿业（601168）：Q2业绩环比改善，多金属矿冶同步发展》2023-08-31

玉龙铜矿改扩建项目如期投产，主力矿山稳步发展

玉龙铜矿是特大型斑岩和接触交代混合型铜矿床，资源禀赋优秀，矿石品位高。它是目前国内最大、平均品位最高的单体铜矿。根据2009年勘探报告，玉龙铜矿床拥有10.27亿吨矿石量，650多万吨铜金属量，约40万吨钼金属量。其中，铜矿石资源量为8.78亿吨，保有储量8.68亿吨，平均品位0.66%，位居世界大型铜矿品位前列。玉龙铜矿目前为山坡露天矿，开采成本较同行业公司有明显的优势。

持续推进改扩建，做强矿山主业。玉龙铜业股份有限公司成立于2005年，2016年完成一期项目建设，实现湿法及浮选采选能力230万吨/年，铜金属产能约3万吨；2020年12月完成二期改扩建工程，实现年新增铜金属量10万吨。2023年3月启动本次改扩建项目，本次改扩建项目完成后，矿石处理能力达到2280万吨/年。

玉龙铜矿一二选厂改扩建项目于今年11月8日成功投产。玉龙铜业矿山改扩建项目是在2020年玉龙铜矿改扩建工程顺利建成投产之后，实现公司高质量发展再升级的重要项目。项目建设内容主要有拆除一、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，建成投产后每年将增加450万吨处理量。矿产铜由12万吨增加至15万吨。2023年上半年，玉龙铜业实现净利润16.9亿元，归母净利润9.8亿元，占比公司净利润65.0%。随着投产进度的实施，将进一步推动公司发展。

盈利预测

预测公司2023-2025年收入分别为427.13、450.61、466.65亿元，归母净利润分别为31.92、35.87、38.51亿元，当前股价对应PE分别为9.5、8.4、7.9倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

1) 金属价格大幅下跌；2) 项目进展不及预期；3) 经营安全及环保风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	39,762	42,713	45,061	46,665
增长率(%)	3.5%	7.4%	5.5%	3.6%
归母净利润(百万元)	3,446	3,192	3,587	3,851
增长率(%)	17.5%	-7.4%	12.4%	7.4%

摊薄每股收益 (元)	1.45	1.34	1.51	1.62
ROE (%)	16.8%	14.0%	14.2%	13.7%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	6,522	10,224	14,188	18,323
应收款	982	1,055	1,113	1,153
存货	3,465	3,949	4,137	4,271
其他流动资产	4,633	4,918	5,145	5,300
流动资产合计	15,602	20,146	24,583	29,047
非流动资产:				
金融类资产	795	795	795	795
固定资产	21,558	20,643	19,475	18,261
在建工程	870	348	139	56
无形资产	6,191	5,881	5,572	5,278
长期股权投资	4,668	4,668	4,668	4,668
其他非流动资产	3,927	3,927	3,927	3,927
非流动资产合计	37,215	35,468	33,782	32,190
资产总计	52,817	55,614	58,365	61,236
流动负债:				
短期借款	6,487	6,487	6,487	6,487
应付账款、票据	3,717	4,236	4,438	4,582
其他流动负债	8,821	8,821	8,821	8,821
流动负债合计	19,436	19,986	20,212	20,372
非流动负债:				
长期借款	9,951	9,951	9,951	9,951
其他非流动负债	2,871	2,871	2,871	2,871
非流动负债合计	12,822	12,822	12,822	12,822
负债合计	32,258	32,808	33,034	33,194
所有者权益				
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
股东权益	20,559	22,806	25,331	28,042
负债和所有者权益	52,817	55,614	58,365	61,236

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5084	4709	5291	5681
少数股东权益	1638	1517	1705	1830
折旧摊销	1715	1747	1670	1577
公允价值变动	119	119	119	119
营运资金变动	1696	-292	-247	-168
经营活动现金净流量	10252	7799	8538	9039
投资活动现金净流量	-3625	1437	1376	1298
筹资活动现金净流量	-2925	-2462	-2766	-2970
现金流量净额	3,702	6,775	7,148	7,367

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,762	42,713	45,061	46,665
营业成本	32,048	35,701	37,396	38,604
营业税金及附加	768	825	871	902
销售费用	28	30	32	33
管理费用	764	821	866	897
财务费用	846	421	310	194
研发费用	393	422	445	461
费用合计	2,032	1,694	1,653	1,585
资产减值损失	-218	-218	-218	-218
公允价值变动	119	119	119	119
投资收益	650	650	650	650
营业利润	5,509	5,092	5,740	6,174
加: 营业外收入	172	172	172	172
减: 营业外支出	20	20	20	20
利润总额	5,662	5,244	5,893	6,327
所得税费用	578	535	602	646
净利润	5,084	4,709	5,291	5,681
少数股东损益	1,638	1,517	1,705	1,830
归母净利润	3,446	3,192	3,587	3,851

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	3.5%	7.4%	5.5%	3.6%
归母净利润增长率	17.5%	-7.4%	12.4%	7.4%
盈利能力				
毛利率	19.4%	16.4%	17.0%	17.3%
四项费用/营收	5.1%	4.0%	3.7%	3.4%
净利率	12.8%	11.0%	11.7%	12.2%
ROE	16.8%	14.0%	14.2%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	61.1%	59.0%	56.6%	54.2%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	40.5	40.5	40.5	40.5
存货周转率	9.2	9.2	9.2	9.2
每股数据(元/股)				
EPS	1.45	1.34	1.51	1.62
P/E	8.8	9.5	8.4	7.9
P/S	0.8	0.7	0.7	0.6
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。