

2024年03月20日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 玉龙铜矿完成改扩建，铜矿产量将持续增长

## —西部矿业（601168.SH）公司事件点评报告

### 买入（维持）

### 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

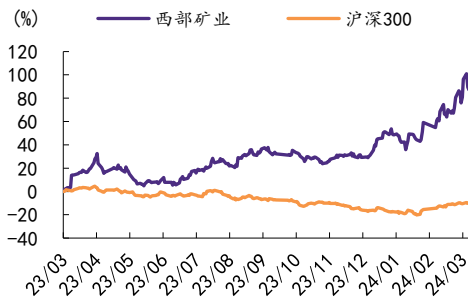
dufei2@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-03-20

|            |             |
|------------|-------------|
| 当前股价（元）    | 18.42       |
| 总市值（亿元）    | 439         |
| 总股本（百万股）   | 2383        |
| 流通股本（百万股）  | 2383        |
| 52周价格范围（元） | 10.26-19.67 |
| 日均成交额（百万元） | 445.06      |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《西部矿业（601168）：玉龙铜矿改扩建项目顺利投产，矿山持续发力》2023-12-08
- 《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

西部矿业发布 2023 年年度报告：公司 2023 年实现营业收入 427.48 亿元，同比增长 6%；归母净利润 27.89 亿元，同比减少 18%；扣除非经常性损益后的归母净利润 25.56 亿元，同比减少 22%。

### 投资要点

#### ■ 矿山资源储量丰富，重点项目推进顺利

公司拥有铜金属保有资源储量 605 万吨，主力矿山为西藏玉龙铜矿和内蒙古获各琦铜矿；铅金属保有资源储量 155 万吨、锌金属保有资源储量 270 万吨；铁矿石资源量 3 亿吨。截至 2023 年底，玉龙铜矿拥有铜矿石资源量 8.55 亿吨，铜金属保有储量 558.28 万吨，铜平均品位为 0.66%。

2023 年 10 月，呷村银多金属矿采矿权办理了扩能并取得新采矿权证，证载规模由 30 万吨/年扩至 80 万吨/年。2023 年 11 月，玉龙铜矿一二选厂改扩建项目完成，矿石处理能力提升至 2280 万吨/年。

全资子公司西部铜业多金属选矿技改工程计划于 2024 年内完工投产，投产后西部铜业铅锌矿石处理量将从 90 万吨/年提升至 150 万吨/年。2023 年 4 月启动环保升级及多金属综合循环利用改造项目，项目建成后将形成年产电铅 20 万吨、金锭 6 吨、银锭 430 吨生产能力。

#### ■ 产量稳中有进，计划 2024 年铜矿增长

矿山单位 2023 年生产精矿含铅金属、锌金属、铜金属、钼金属、铁精粉为 6.03 万吨、12.03 万吨、13.1 万吨、3401 吨、119.4 万吨，分别同比增长+17%、+7.4%、-9%、+1.9%、-34%。

冶炼方面 2023 年生产电解铜（含玉龙湿法铜）、电铅、锌锭、金锭分别为 18.3 万吨、9 万吨、11.9 万吨、1.8 吨，分别同比+10.53%、+21.78%、+37.14%、+9.6%，此外还生产了银锭 131.7 吨。

盐湖化工方面 2023 年生产高纯氢氧化镁、高纯氧化镁分别为 12.8 万吨、5.5 万吨，分别同比+33%、+74%。

2024 年公司计划实现营业总收入 390 亿元，利润总额 39 亿

元。产量方面计划 2024 年生产铅精矿 5.18 万金属吨、锌精矿 10.94 万金属吨、铜精矿 15.87 万金属吨、钼精矿 3995 金属吨、铁精粉 142.69 万吨、精矿含金 242 千克、精矿含银 128.10 吨、电铅 3.56 万吨、锌锭 12.50 万吨、电解铜 21.79 万吨。

## ■ 高比例分红回馈股东

公司 2023 年度利润分配方案为：以 2023 年度末公司总股本 238300 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元（含税），共计分配 11.915 亿元（占 2023 年度合并报表归属于母公司可分配利润的 43%），剩余未分配利润结转以后年度分配。

公司发布了未来三年股东回报规划（2024-2026 年），除特殊情况外，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 30%。

## ■ 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 464.05、487.61、510.84 亿元，归母净利润分别为 35.08、38.92、42.80 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.5、11.3、10.3 倍。

由于电池级碳酸锂、锌现货均价下跌，2023 年公司的归母净利润受到了一定的影响。但是考虑到玉龙铜矿改扩建项目顺利完成，2024 年进入放量期，且铜价在 2024 年开启上涨，预计公司业绩维持增长，因此维持“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       | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 42,748 | 46,405 | 48,761 | 51,084 |
| 增长率（%）     | 7.5%   | 8.6%   | 5.1%   | 4.8%   |
| 归母净利润（百万元） | 2,789  | 3,508  | 3,892  | 4,280  |
| 增长率（%）     | -19.1% | 25.8%  | 10.9%  | 10.0%  |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.17   | 1.47   | 1.63   | 1.80   |
| ROE（%）     | 13.7%  | 18.0%  | 20.9%  | 24.3%  |

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         | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产:</b>  |        |        |        |        |
| 现金及现金等价物      | 5,436  | 6,221  | 6,974  | 7,552  |
| 应收款           | 886    | 962    | 1,011  | 1,059  |
| 存货            | 3,162  | 3,452  | 3,600  | 3,745  |
| 其他流动资产        | 1,925  | 2,077  | 2,175  | 2,271  |
| 流动资产合计        | 11,410 | 12,712 | 13,759 | 14,626 |
| <b>非流动资产:</b> |        |        |        |        |
| 金融类资产         | 152    | 152    | 152    | 152    |
| 固定资产          | 22,595 | 22,144 | 21,090 | 19,853 |
| 在建工程          | 1,759  | 704    | 282    | 113    |
| 无形资产          | 6,421  | 6,100  | 5,779  | 5,474  |
| 长期股权投资        | 4,369  | 4,369  | 4,369  | 4,369  |
| 其他非流动资产       | 5,513  | 5,513  | 5,513  | 5,513  |
| 非流动资产合计       | 40,657 | 38,830 | 37,032 | 35,321 |
| 资产总计          | 52,067 | 51,542 | 50,792 | 49,948 |
| <b>流动负债:</b>  |        |        |        |        |
| 短期借款          | 5,667  | 5,667  | 5,667  | 5,667  |
| 应付账款、票据       | 2,915  | 3,182  | 3,319  | 3,452  |
| 其他流动负债        | 6,541  | 6,541  | 6,541  | 6,541  |
| 流动负债合计        | 15,349 | 15,635 | 15,784 | 15,930 |
| <b>非流动负债:</b> |        |        |        |        |
| 长期借款          | 13,595 | 13,595 | 13,595 | 13,595 |
| 其他非流动负债       | 2,779  | 2,779  | 2,779  | 2,779  |
| 非流动负债合计       | 16,374 | 16,374 | 16,374 | 16,374 |
| 负债合计          | 31,723 | 32,009 | 32,159 | 32,304 |
| <b>所有者权益</b>  |        |        |        |        |
| 股本            | 2,383  | 2,383  | 2,383  | 2,383  |
| 股东权益          | 20,344 | 19,533 | 18,633 | 17,644 |
| 负债和所有者权益      | 52,067 | 51,542 | 50,792 | 49,948 |

| 现金流量表     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 4233  | 5324  | 5907  | 6496  |
| 少数股东权益    | 1444  | 1816  | 2015  | 2216  |
| 折旧摊销      | 2012  | 1827  | 1781  | 1695  |
| 公允价值变动    | 73    | 73    | 73    | 73    |
| 营运资金变动    | -1523 | -231  | -146  | -144  |
| 经营活动现金净流量 | 6239  | 8810  | 9630  | 10336 |
| 投资活动现金净流量 | -3072 | 1506  | 1476  | 1406  |
| 筹资活动现金净流量 | -2382 | -6135 | -6806 | -7485 |
| 现金流量净额    | 786   | 4,181 | 4,300 | 4,257 |

| 利润表          | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>42,748</b> | <b>46,405</b> | <b>48,761</b> | <b>51,084</b> |
| 营业成本         | 35,036        | 37,441        | 39,045        | 40,605        |
| 营业税金及附加      | 739           | 803           | 843           | 884           |
| 销售费用         | 32            | 35            | 36            | 38            |
| 管理费用         | 911           | 989           | 1,039         | 1,089         |
| 财务费用         | 822           | 664           | 643           | 627           |
| 研发费用         | 574           | 623           | 655           | 686           |
| 费用合计         | 2,339         | 2,311         | 2,374         | 2,440         |
| 资产减值损失       | -55           | -55           | -55           | -55           |
| 公允价值变动       | 73            | 73            | 73            | 73            |
| 投资收益         | 322           | 322           | 322           | 322           |
| <b>营业利润</b>  | <b>5,085</b>  | <b>6,302</b>  | <b>6,951</b>  | <b>7,608</b>  |
| 加:营业外收入      | 22            | 22            | 22            | 22            |
| 减:营业外支出      | 388           | 388           | 388           | 388           |
| <b>利润总额</b>  | <b>4,719</b>  | <b>5,936</b>  | <b>6,585</b>  | <b>7,242</b>  |
| 所得税费用        | 486           | 611           | 678           | 746           |
| <b>净利润</b>   | <b>4,233</b>  | <b>5,324</b>  | <b>5,907</b>  | <b>6,496</b>  |
| 少数股东损益       | 1,444         | 1,816         | 2,015         | 2,216         |
| <b>归母净利润</b> | <b>2,789</b>  | <b>3,508</b>  | <b>3,892</b>  | <b>4,280</b>  |

| 主要财务指标           | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |        |       |       |       |
| 营业收入增长率          | 7.5%   | 8.6%  | 5.1%  | 4.8%  |
| 归母净利润增长率         | -19.1% | 25.8% | 10.9% | 10.0% |
| <b>盈利能力</b>      |        |       |       |       |
| 毛利率              | 18.0%  | 19.3% | 19.9% | 20.5% |
| 四项费用/营收          | 5.5%   | 5.0%  | 4.9%  | 4.8%  |
| 净利率              | 9.9%   | 11.5% | 12.1% | 12.7% |
| ROE              | 13.7%  | 18.0% | 20.9% | 24.3% |
| <b>偿债能力</b>      |        |       |       |       |
| 资产负债率            | 60.9%  | 62.1% | 63.3% | 64.7% |
| <b>营运能力</b>      |        |       |       |       |
| 总资产周转率           | 0.8    | 0.9   | 1.0   | 1.0   |
| 应收账款周转率          | 48.2   | 48.2  | 48.2  | 48.2  |
| 存货周转率            | 11.1   | 11.1  | 11.1  | 11.1  |
| <b>每股数据(元/股)</b> |        |       |       |       |
| EPS              | 1.17   | 1.47  | 1.63  | 1.80  |
| P/E              | 15.7   | 12.5  | 11.3  | 10.3  |
| P/S              | 1.0    | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| P/B              | 2.9    | 3.5   | 4.5   | 6.7   |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 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。