

玉龙持续扩能，矿铜有望量价齐升

华泰研究

2024 年 6 月 20 日 | 中国内地

首次覆盖

基本金属及加工

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

22.10

研究员

SAC No. S0570517050001
SFC No. BPN269

李斌
libin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570522030001

马晓晨
maxiaochen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

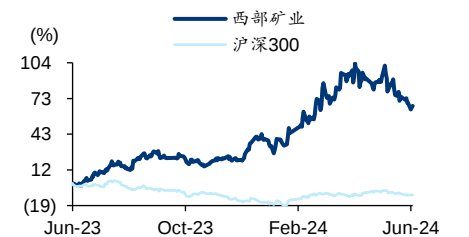
联系人

SAC No. S0570122070092 wangxinyan020418@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	22.10
收盘价(人民币 截至 6 月 19 日)	17.59
市值(人民币百万)	41,917
6 个月平均日成交额(人民币百万)	780.61
52 周价格范围(人民币)	10.31-21.46
BVPS(人民币)	6.73

股价走势图



资料来源: Wind

以铜为主的老牌西部矿业龙头，给予“增持”评级

公司是以铜为主的老牌西部矿业龙头。公司最主要的利润来源玉龙铜矿持续扩能，叠加铜价上涨预期，公司矿产铜有望量价齐升，引领公司成长。且公司积极布局其他品种，储备潜在利润增长点。我们预计 2024-2026 年 EPS 1.63/1.87/2.28 元，可比公司 2024 年 Wind 一致预期 13.6X PE，给予公司 2024 年 13.6X PE，对应目标价 22.1 元，给予“增持”评级。

铜铜：主力矿玉龙持续扩能，矿产铜有望量价齐升

公司主力矿玉龙铜矿是国内罕见特大型单体铜矿，资源丰富且开采规模较大，并伴生钼。自 2016 年投产后进行三次扩产：1) 2020 年年底二期投产，2021 年开始铜成为公司最主要的利润来源；截至 2023 年公司铜+钼的毛利占比达 70%，其中玉龙铜矿贡献了超过 90%的矿产铜产量和 100%的钼产量。2) 2023 年 11 月完成二期改扩建项目，2024 年公司矿产铜总产量预期同比提升约 20%。3) 目前再规划三期项目，预计 2025 年投产后玉龙矿产铜产能再提升 20%以上。站在当前时间节点下，公司最主要的利润来源增量可观。展望铜价，供给侧约束较强，需求由新能源及电网驱动、经济修复助力，我们认为中期铜价中枢上移可预见性较高。

其他品种：积极布局，储备潜在利润增长点

铅锌方面，锡铁山铅锌矿为公司立身之本，会东大梁等亦贡献产量，公司目前已是国内重要铅锌精矿生产商，2023 年铅锌合计产量 18.1 万吨。铁矿石方面，公司 2023 年铁精粉产量 119 万吨，中期扩张依靠双利铁矿，长期志在整合海西州地区资源。冶炼方面，西豫金属改造项目完成后公司电铅产能将达 20 万吨、青海湘和具备 12-13 万吨锌产品产能。盐湖化工方面，公司依托青海固结湖镁盐矿，镁化工已步入成熟期，2023 年高纯氢氧化镁产量 12.8 万吨；参股东台锂资源，开发东台吉乃尔盐湖，具有 2 万吨电碳产线。

目标价 22.1 元，给予“增持”评级

鉴于铜价中枢上移可预见性较高，我们假设 2024-2026 年铜价 9500/10000/10500 美元/吨，预计 2024-2026 年归母净利分别为 38.78/44.50/54.35 亿元，对应 EPS1.63/1.87/2.28 元。公司主营以铜为主，2023 年铜毛利占比为 56%，因此采用 A 股主要铜标的紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、铜陵有色及云南铜业作为可比公司。可比公司 2024 年 Wind 一致预期 13.6X PE，给予公司 2024 年 13.6X PE，对应目标价 22.1 元，给予“增持”评级。

风险提示：公司新建、扩产项目建设进度不及预期；全球铜供给超预期放量；铜下游需求不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	39,762	42,748	48,220	55,677	62,520
+/-%	3.55	7.51	12.80	15.47	12.29
归属母公司净利润(人民币百万)	3,446	2,789	3,878	4,450	5,435
+/-%	17.51	(19.06)	39.04	14.75	22.12
EPS(人民币，最新摊薄)	1.45	1.17	1.63	1.87	2.28
ROE(%)	23.41	17.76	23.35	23.00	24.14
PE(倍)	12.16	15.03	10.81	9.42	7.71
PB(倍)	2.60	2.75	2.33	2.02	1.73
EV/EBITDA(倍)	7.31	8.59	6.78	5.98	4.85

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资要点	4
投资逻辑	4
与市场不一样的观点	4
以铜为主的老牌西部矿业巨头	5
发展历程：始于锡铁山，不断外延后成为西部矿业巨头	5
股权结构：实控人为青海省国资委	5
主要业务：铜钼利润贡献最多、铅锌次之	6
财务分析：玉龙铜矿扩产、参股东台锂资源助力公司步入新阶段	7
铜（钼）：主力矿玉龙持续扩能，矿产铜有望量价齐升	9
资源：公司最主要的利润来源玉龙铜矿持续扩能	9
玉龙铜矿	9
获各琦铜矿	11
冶炼：原料自给率超 70%	11
价格：24-25 年价格中枢上移可预见性高	12
生产扰动多、资源稀缺、对价格反应滞后致供给约束性较强	12
需求由新能源及电网驱动、经济修复助力	14
其他品种：积极布局，储备潜在利润增长点	16
铅锌：始于锡铁山，国内重要的铅锌精矿生产商	16
铁矿石：中期扩张依靠双利铁矿，长期志在整合海西州地区资源	17
其他矿产品	18
冶炼：西豫金属改造项目新增电铅产能 10 万吨	18
盐湖：融入青海省建设世界级盐湖产业基地战略发展的重要一步	19
镁：依托青海团结湖镁盐矿，镁化工已步入成熟期	19
锂：依托东台吉乃尔盐湖，开展锂资源开发业务	20
盈利预测与估值	22
盈利预测	22
估值：给予“增持”评级	24
风险提示	24

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构	6
图表 3：公司主要资产分布	6
图表 4：公司历史分业务营收占比（分行业）	7
图表 5：公司历史分业务营收占比（分金属品种）	7
图表 6：公司历史分业务毛利占比（分行业）	7
图表 7：公司历史分业务毛利占比（分金属品种）	7

图表 8: 公司历史营收及同比	8
图表 9: 公司历史毛利及同比	8
图表 10: 公司历史盈利能力	8
图表 11: 公司历史投资净收益及对联营/合营企业的投资收益	8
图表 12: 公司历史有效税率	8
图表 13: 公司历史归母净利	8
图表 14: 公司矿产铜资产	9
图表 15: 公司铜矿&冶炼产能、产量、销量	9
图表 16: 公司矿产钼资产	9
图表 17: 公司钼产量	9
图表 18: 特提斯成矿域斑岩铜矿分布图	10
图表 19: 公司历史分业务毛利占比（分金属品种）	10
图表 20: 玉龙铜业企业所得税	10
图表 21: 公司铜冶炼产能	11
图表 22: 公司铜矿&冶炼产能、产量、销量	11
图表 23: 全球铜矿单位资源探获成本（美元/吨）	12
图表 24: 2000-2023 年全球铜矿平均扰动率为 4.9%	12
图表 25: 2022-2023 年全球新投产铜矿的勘探-开发平均周期	13
图表 26: 铜矿企业资本开支变动滞后铜价变动 2 年	13
图表 27: 1990-2022 年, OPEX 中枢上移; VACC 成本 90 分位对铜价形成强有效支撑	13
图表 28: 2023 年 Value-adjusted Cash Cost 曲线	13
图表 29: 分下游领域全球精炼铜需求占比及增速贡献	14
图表 30: 分区域全球精炼铜需求占比及增速贡献	15
图表 31: 全球精炼铜供需格局	15
图表 32: 公司矿产铅、锌储量	16
图表 33: 公司铅、锌矿产量、销量	16
图表 34: 格尔木西矿旗下资源	17
图表 35: 公司铁矿石储量	17
图表 36: 公司铁精粉产量、销量	17
图表 37: 公司其他矿产金属储量	18
图表 38: 公司其他矿产金属产量	18
图表 39: 铜以外金属冶炼产能	18
图表 40: 公司铜以外金属冶炼产能、产量、销量	18
图表 41: 镁化工产业链	20
图表 42: 西部镁业主要产品产能/产量、财务情况	20
图表 43: 锂资源公司发展历程	21
图表 44: 碳酸锂供需预测	21
图表 45: 公司主营业务收入及成本假设	23
图表 46: 可比公司估值	24
图表 47: 文中提及公司彭博代码一览	24
图表 48: 西部矿业 PE-Bands	24
图表 49: 西部矿业 PB-Bands	24

投资要点

投资逻辑

公司最主要的利润来源玉龙铜矿持续扩能，矿产铜有望量价齐升。

- 1) **资源丰富**：公司主力矿玉龙铜矿是国内罕见特大型单体铜矿，截至 2023 年资源量 55 万吨，储采比达 40 年，并伴生钼。
- 2) **开采规模较大，为公司最主要的利润来源**：据华泰金属统计，在国内在产铜矿中，玉龙铜矿的开采规模仅次于德兴铜矿、巨龙铜矿。对公司而言，截至 2023 年公司铜+钼的毛利占比达 70%，玉龙铜矿贡献超过 90%的矿产铜产量和 100%的钼产量，为公司最主要的利润来源。
- 3) **持续扩产，站在当前节点下仍增量可观**：自 2016 年投产后进行三次扩产——1) 2020 年年底二期投产，2021 年开始铜成为公司最主要的利润来源；截至 2023 年公司铜+钼的毛利占比达 70%，其中玉龙铜矿贡献了超过 90%的矿产铜产量和 100%的钼产量。2) 2023 年 11 月完成二期改扩建项目，2024 年公司矿产铜总产量预期同比提升约 20%。3) 目前再规划三期项目，预计 2025 年投产后玉龙矿产铜产能再提升 20%以上。站在当前时间节点下，公司最主要的利润来源增量可观。
- 4) **中期铜价中枢上移可预见性较高**：生产扰动多、资源稀缺、对价格反应滞后致供给约束性较强，需求由新能源及电网驱动、经济修复助力，我们认为中期铜价中枢上移可预见性较高。

积极布局其他品种，储备潜在利润增长点。

- 1) **铅锌**：锡铁山铅锌矿为公司立身之本，会东大梁、呷村等亦贡献产量，公司目前已是国内重要铅锌精矿生产商，2023 年铅锌合计产量 18.1 万吨。
- 2) **铁矿石**：公司 2023 年铁精粉产量 119 万吨，中期扩张依靠双利铁矿，长期志在整合海西州地区资源。
- 3) **冶炼**：西豫金属改造项目完成后公司电铅产能将达 20 万吨、青海湘和具备 12-13 万吨锌产品产能。
- 4) **盐湖化工**：公司依托青海团结湖镁盐矿，镁化工已步入成熟期，2023 年高纯氢氧化镁产量 12.8 万吨；参股东台锂资源，开发东台吉乃尔盐湖，具有 2 万吨电碳产线。

在金属周期轮动中，这些金属均有潜力成为公司下一个利润增长点。以锂为例，2022 年锂价高位时，公司锂板块收益规模较大（公司从东台锂资源获得的利润分成 9.54 亿元，同期公司毛利 77 亿元），对公司业绩形成有效补充。

与市场不一样的观点

强调玉龙铜矿对公司利润增长的重要性。对于公司利润增长点，市场通常以品种为划分，指向公司铜板块；我们认为从矿山的角度分析更为合理。公司 2023 年铜+钼的毛利占比达 70%。玉龙铜矿作为公司主力矿山，贡献了超过 90%的矿产铜产量及 100%的钼产量；考虑公司对玉龙铜矿的持股比例为 58%，华泰金属测算权益角度下 2023 年玉龙铜矿单矿毛利占比超 30%。因此玉龙铜矿的产出量与盈利能力对公司整体利润增长至关重要，即“看西矿就看玉龙”。

量上，该矿自 2016 年投产后进行三次扩产，目前正在推进玉龙铜矿三期项目，预计 2025 年投产后玉龙矿产铜产能再提升 20%以上。盈利能力上，供给侧约束较强，需求由新能源及电网驱动、经济修复助力，我们认为中期铜价中枢上移可预见性较高。

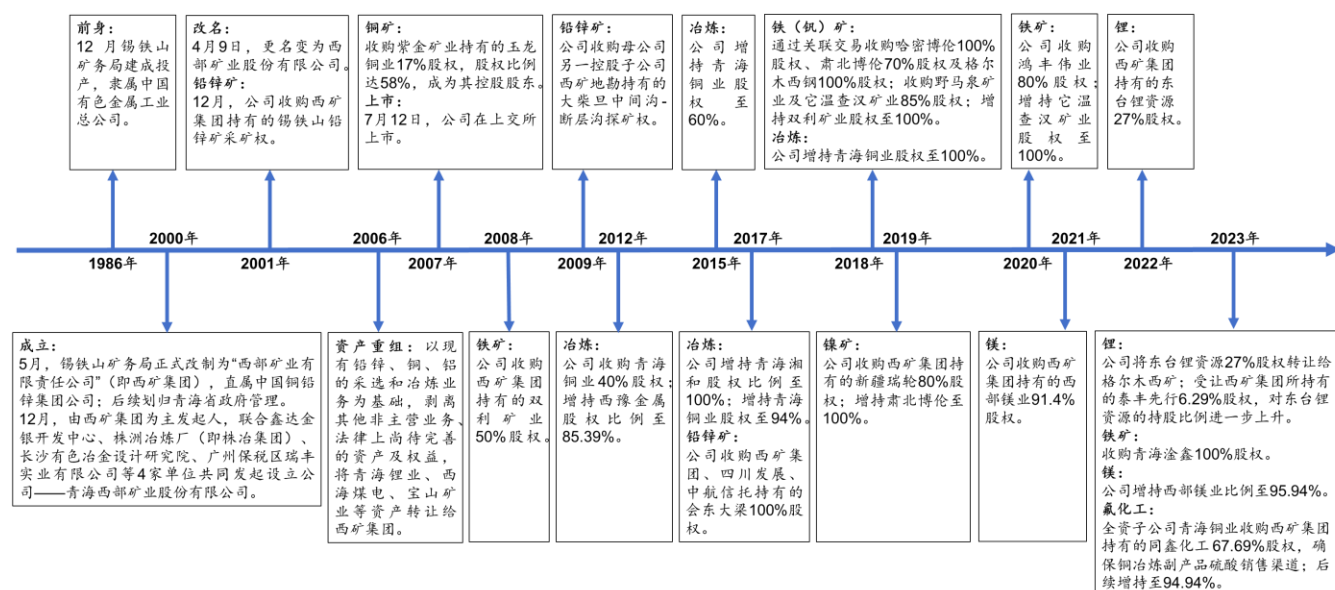
以铜为主的老牌西部矿业巨头

发展历程：始于锡铁山，不断外延后成为西部矿业巨头

始于锡铁山：1986 年，为开发锡铁山，锡铁山矿务局成立；2000 年，锡铁山矿务局改制为“西部矿业有限责任公司”（即后来的西矿集团）；同年，西矿集团等发起设立公司（西部矿业股份有限公司）；2001 年公司收购集团持有的锡铁山铅锌矿采矿权；2007 年公司在上交所上市。

持续收购优质资产，部分源于集团：公司 2007 年增持玉龙铜业的股权比例至 58%，成为其控股股东；2005 年收购集团持有的双利铁矿 50% 股权，并于 2018 年增持至 100%；2017 年收购集团及第三方持有的会东大梁 100% 股权；2021-2023 年收购集团持有的西部镁业、东台锂资源部分股权。截至 2023 年，公司已成为西部最大的有色金属矿业公司之一。

图表1：公司发展历程

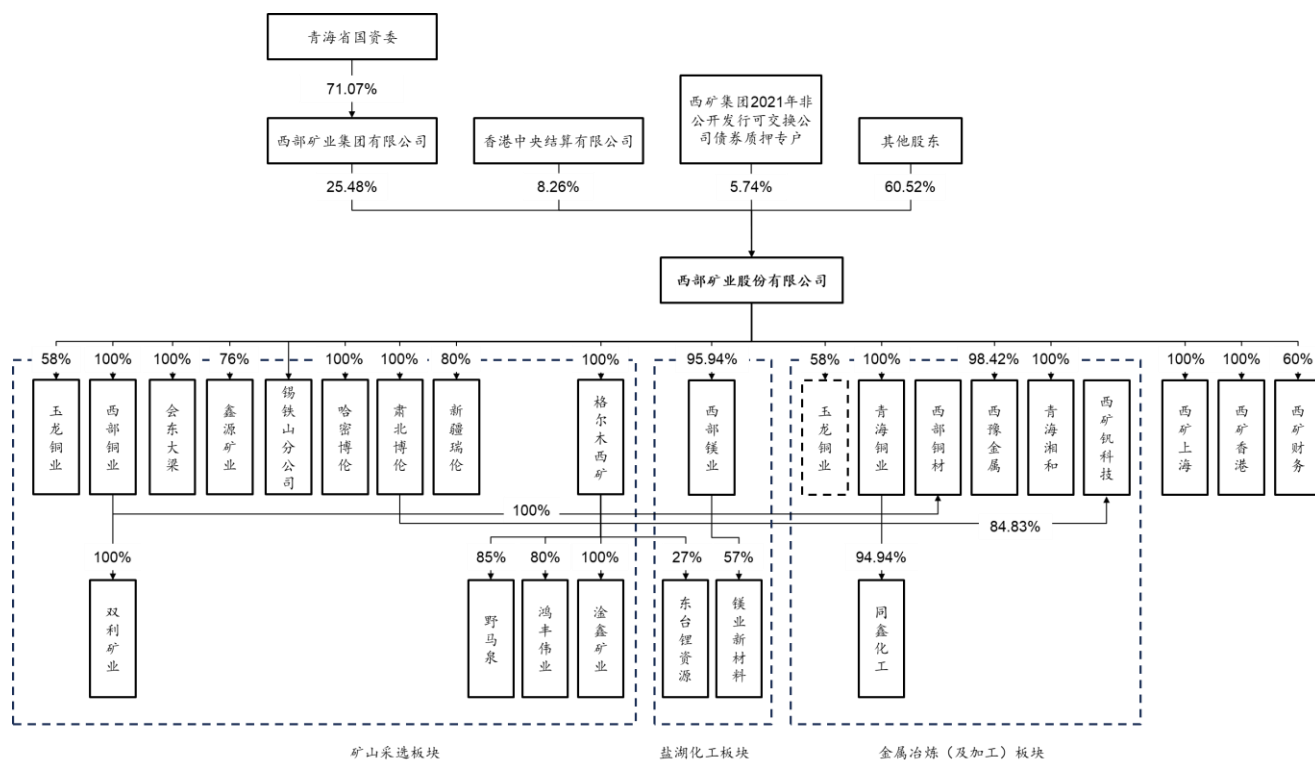


资料来源：公司 23 年年报，招股说明书等公司公告，华泰研究

股权结构：实控人为青海省国资委

截至 2024Q1，公司控股股东为西矿集团，持股比例 25.48%；青海省国资委持有西矿集团 71.07% 的股权，为公司实控人。西矿集团作为青海省国资委下属规模最大的省属工商类企业，在资源获取、政策和资金扶持、资产重组以及税收等方面获得了国家和青海省政府的支持。

图表2：公司股权结构

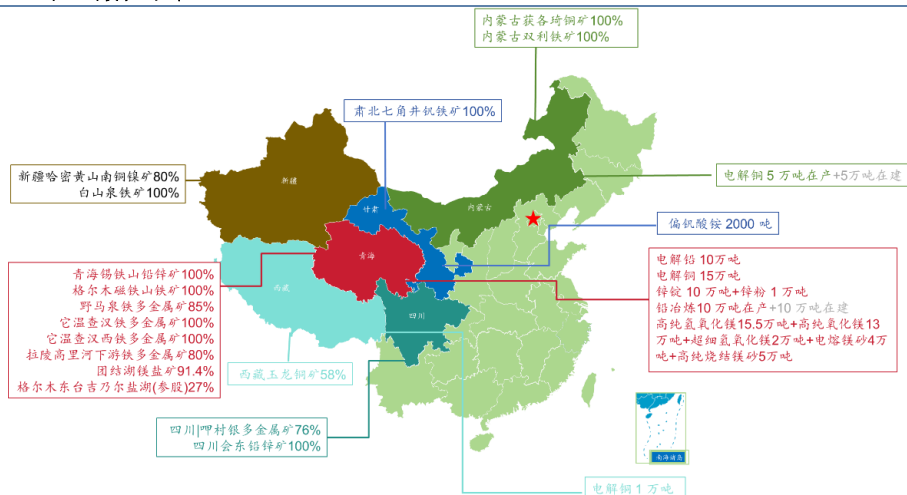


资料来源：公司 24 年一季报，公司 23 年年报，华泰研究

主要业务：铜钼利润贡献最多、铅锌次之

公司主要从事铜、铅锌、铁、镍钒铜等金属的采选、冶炼和贸易业务，同时涉足盐湖化工产业（镁、锂），并配套少量金融业务。截至 2023 年，公司共控股经营 15 座矿山，含西藏玉龙铜矿、内蒙古获各琦铜矿、青海锡铁山铅锌矿等有色金属矿，内蒙古双利铁矿等铁及铁多金属矿，及青海格尔木团结湖镁盐矿；且参股东台吉乃尔锂资源，获得青海格尔木东台吉乃尔盐湖部分权益。公司 2023 年铜精矿（含铜）、铅锌精矿（含铅锌）、铁精粉及钼精矿产量分别约为 13、18、119 及 0.34 万吨；冶炼端，截至 2023 年公司已形成电铅 10 万吨/年、电解铜 21 万吨/年、锌锭+粉 11 万吨/年、偏钒酸铵 2000 吨/年、高纯氢氧化镁 15.5 万吨/年等产能布局。2023 年铜、钼、铅锌、铁毛利占比分别为 56%、14%、17%、3%，铜钼合计利润贡献 70%。此外锂价高位时，公司从东台锂资源获得的利润分成对公司业绩形成有效补充。

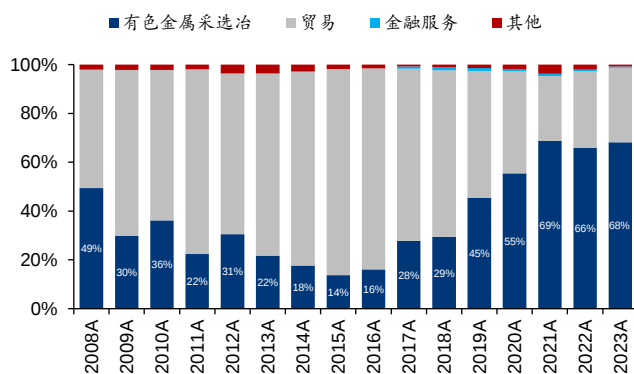
图表3：公司主要资产分布



注：图中%数据为截至 23 年年末公司持有的相应矿山的股权比例

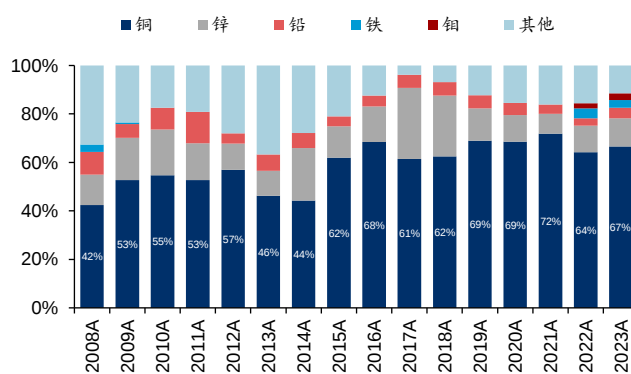
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司历史分业务营收占比（分行业）



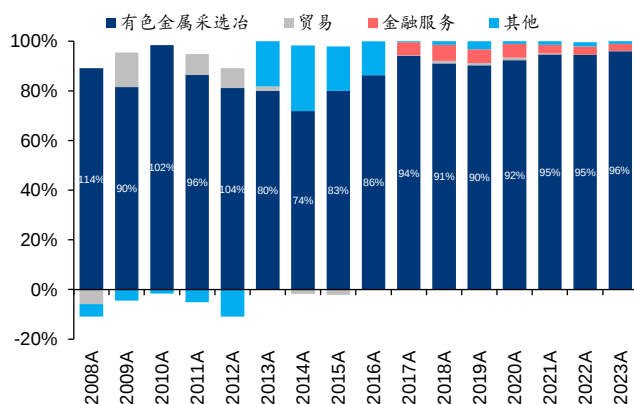
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：公司历史分业务营收占比（分金属品种）



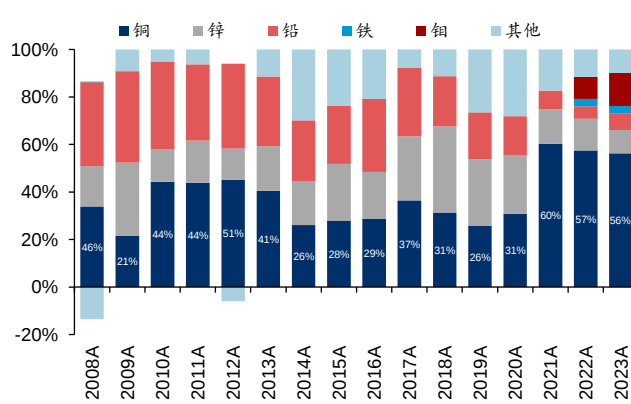
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：公司历史分业务毛利占比（分行业）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：公司历史分业务毛利占比（分金属品种）



资料来源：公司公告，华泰研究

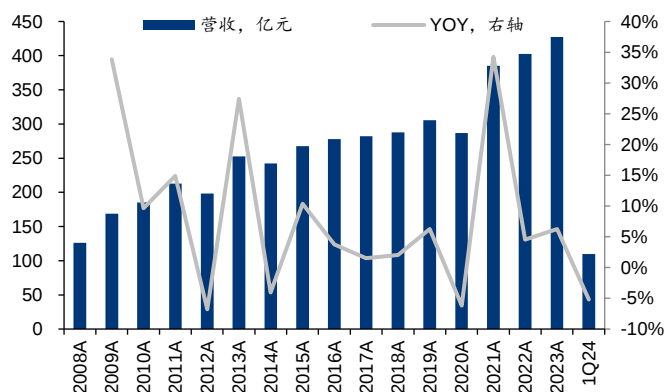
财务分析：玉龙铜矿扩产、参股东台锂资源助力公司步入新阶段

随着玉龙铜矿二期投产、参股东台锂资源，2021年起公司造业能力显著增强。

- 1) 玉龙铜矿二期项目2020年年底正式投产，2021年起铜成为了公司最主要的利润来源。2021年，公司营收同比提升34.27%至385亿元；毛/净利率分别提升6.99pct/7.15pct至21.03%/11.86%；归母净利由2020年的9.07亿元提升223.32%至29.32亿元。
- 2) 2022年2月，公司收购东台锂资源27%股份，当年东台锂资源实现归母净利35.35亿元，公司得到股利5.4亿元，因此公司毛利微降但归母净利进一步显著提升至34.17亿元（同比+16.56%）。
- 3) 2023年，东台锂资源利润下滑明显，归母净利仅8.46亿元，主因之一为国内锂价下跌较多，据安泰科，电池级碳酸锂的均价从2022年的48.19万元/吨下降至2023年的25.92万元/吨。因此公司归母净利下滑18.38%至27.89亿元。

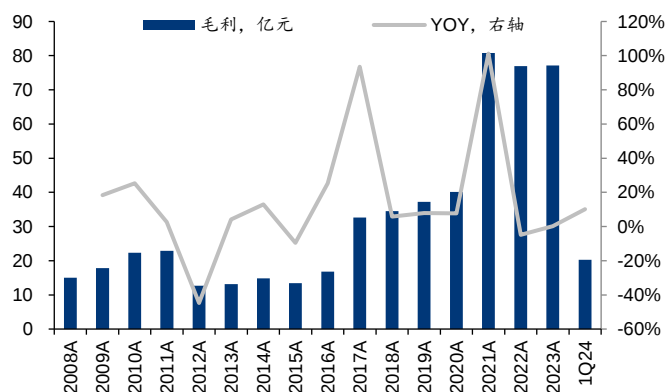
公司部分子（分）公司享受西部大开发优惠政策，有效税率处于行业较低水平。公司部分子（分）公司满足西部大开发优惠政策的规定，如锡铁山分公司、西部铜业、会东大梁、鑫源矿业、新疆瑞伦、哈密博伦及双利矿业，享受15%的企业所得税优惠税率；玉龙铜业进一步满足吸纳当地特殊类别员工的要求，在15%的基础上再减免6%的地方分享部分，按9%的税率征收企业所得税。因此公司2021-2023年有效税率仅11.01%/10.21%/10.30%。

图表8：公司历史营收及同比



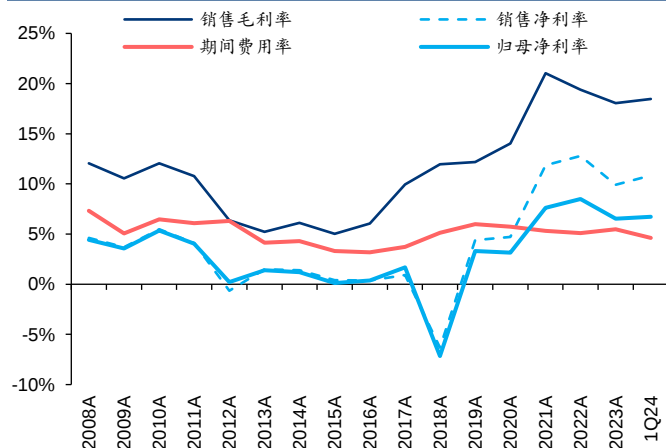
资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：公司历史毛利及同比



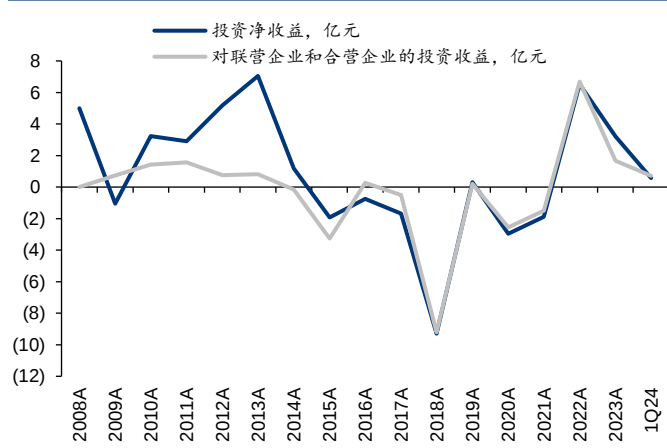
资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：公司历史盈利能力



资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：公司历史投资净收益及对联营/合营企业的投资收益



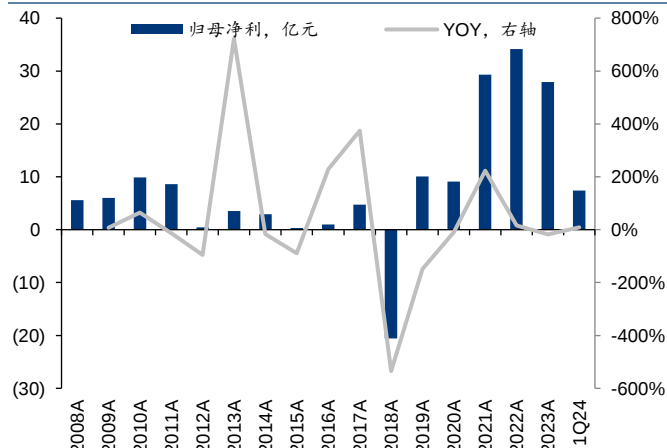
资料来源：公司公告，华泰研究

图表12：公司历史有效税率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表13：公司历史归母净利润



资料来源：公司公告，华泰研究

铜（钼）：主力矿玉龙持续扩能，矿产铜有望量价齐升

资源：公司最主要的利润来源玉龙铜矿持续扩能

公司主力矿玉龙铜矿是国内罕见特大型单体铜矿，资源丰富且开采规模较大，并伴生钼。其自 2016 年投产后进行三次扩产。第一次：2020 年年底二期投产，2021 年开始铜成为公司最主要的利润来源；截至 2023 年公司铜+钼的毛利占比达 70%，其中玉龙铜矿贡献超过 90%的矿产铜产量和 100%的钼产量。第二次：2023 年 11 月完成二期改扩建项目，矿石处理能力由 1989 万吨/年提升至 2280 万吨/年，因此公司 2024 年矿产铜总产量预期同比提升约 20%至 15.9 万吨。第三次：目前再规划三期项目，将矿石处理能力进一步提升至 3000 万吨/年，预计 2025 年投产后玉龙矿产铜产能再提升 20%以上。

图表14：公司矿产铜资产

矿山	权益比例	品种	铜储量，金属万吨	品位	状态
西藏玉龙铜矿	58%	铜钼	549	0.65%	在产主力矿山，23 年 11 月矿石处理能力提升至 2280 万吨/年，规划三期项目进一步提升矿石处理能力至 3000 万吨/年
内蒙古获各琦铜矿	100%	铜铅锌	22	0.85%	在产主力矿山，铜矿处理能力 160 万吨/年
四川呷村银多金属矿	76%	铜铅锌金银	~1	0.21%	在产，矿石处理能力 80 万吨/年，贡献少量铜产量
新疆哈密瑞伦黄山东铜镍矿	80%	镍铜	~4	0.06%	在产，矿石处理能力 111 万吨/年，贡献少量铜产量
青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	80%	铁铜铅锌	~3	0.25%	在产，矿石处理能力 75 万吨/年，贡献少量铜产量
内蒙古双利铁矿	100%	铁铜铅锌	-	-	露转地项目预计新增铜矿处理能力 20 万吨/年
青海格尔木它温查汉铁多金属矿	100%	铁铜钼铅锌	~2	-	探矿权

注：以金属吨计量的铜储量根据公司 23 年年报、投资者问答披露的保有储量*铜品位测算得到；青海格尔木它温查汉铁多金属矿储量数据不可得，由资源量替代
资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究测算

图表15：公司铜矿&冶炼产能、产量、销量

单位：万吨	2020A	2021A	2022A	2023A
冶炼产能	16	16	21	21
冶炼产量	14.6	17.6	16.6	18.3
冶炼销量	14.8	17.6	16.5	18.4
矿产量	4.7	12.5	14.4	13.1（下滑或受玉龙二期改扩建影响）
矿销量	4.8	12.4	14.2	13.5
自给率（矿产量/冶炼产量）	33%	71%	87%	72%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表16：公司矿产钼资产

矿山	权益比例	品种	储量，金属万吨	品位	状态
西藏玉龙铜矿	58%	铜钼	-	-	在产，22-23 年钼产量生产 3373、3401 吨，24 年规划产量 3995 吨
青海格尔木它温查汉铁多金属矿	100%	铁铜钼铅锌	0.13	-	探矿权

资料来源：公司公告，华泰研究测算

图表17：公司钼产量

	2020A	2021A	2022A	2023A
钼精矿产量，吨		1834	3373	3401

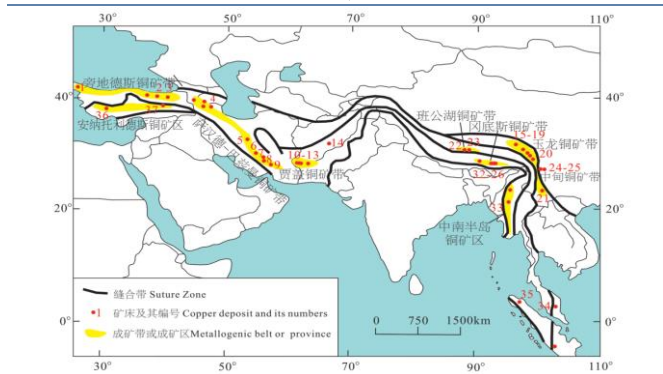
资料来源：公司公告，华泰研究

玉龙铜矿

国内罕见特大型单体铜矿，资源丰富。玉龙铜矿位于青海高原东部山区的昌都地区（海拔高度 4500-5100 米），处于特提斯成矿域玉龙斑岩铜矿带上，为特大型斑岩和接触交代混合型铜矿床，是国内最大的单体铜矿之一。由公司控股子公司玉龙铜业负责经营，采选方式为露采、浮选法，公司、紫金矿业及昌都市投资公司分别持有玉龙铜业 58%/22%/20%股权。

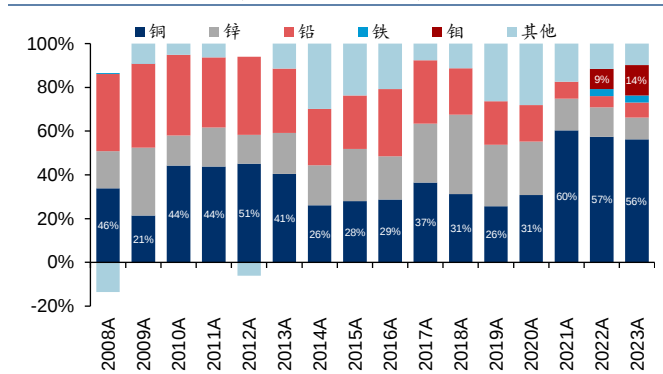
截至 2023 年，该铜矿矿石资源量 8.55 亿吨、储量 8.45 亿吨，铜品位 0.65%，折合铜金属量后，资源量 555 万吨、储量 549 万吨，储采比达 40 年。且该矿伴生有钼、金、银，据《藏东玉龙斑岩型铜（一钼一金）矿床地质特征及找矿标志》及 2009 年勘探报告等，钼、金、铜储量分别为 40 万吨（金属量）、100 吨（金属量）、650 万吨（金属量），根据铜储量消耗程度，测算目前钼、金储量分别超 30、80 吨（金属量）。

图表18: 特提斯成矿域斑岩铜矿分布图



资料来源: [1]吕鹏瑞,姚文光,张辉善等.特提斯成矿域中新世斑岩铜矿岩石成因、源区、构造演化及其成矿作用过程[J].地质学报,2020,94(08):2291-2310.DOI:10.19762/j.cnki.dizhixuebao.2020044., 华泰研究

图表19: 公司历史分业务毛利占比(分金属品种)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

开采规模较大, 为公司最主要的利润来源。玉龙铜矿 2022 年矿产铜产量已达 13.15 万吨, 伴生钼产量为 3373 吨。据华泰金属统计, 在国内在产铜矿中, 玉龙铜矿的开采规模仅次于德兴铜矿、巨龙铜矿: 2023 年产量分别为 15.5、15.4 万吨。对于公司而言, 截至 2023 年公司铜+钼的毛利占比达 70%, 玉龙铜矿贡献超过 90%的矿产铜产量和 100%的钼产量, 为公司最主要的利润来源。

自 2016 年投产后进行三次扩产, 当前时间节点下仍增量可观:

- 一期项目:** 玉龙铜业成立于 2005 年, 同年一期项目开始建设, 2016 年 9 月完成竣工验收, 具备 230 万吨/年矿石处理能力。
- 二期项目:** 2019 年 4 月启动、2020 年 12 月 18 日正式投产, 处理能力提升至 1989 万吨, 截至 2022 年铜产量已达 13.15 万吨。
- 二期改扩建项目:** 2023 年 3 月 5 日启动、11 月 8 日正式投产, 将一二老选厂处理能力由 160 万吨提升至 450 万吨, 总处理能力提升至 2280 万吨/年 (提升幅度 15%)。由于 2023 年技改耽误当年生产, 因此 2024 年公司矿产铜总产量预期同比提升约 20%至 15.9 万吨。我们根据玉龙铜矿 2022 年的产量, 推算出技改达产后铜理论产量约 15 万吨。
- 三期项目:** 2024 年 3 月 21 日, 西矿集团官网发布《西藏玉龙铜业股份有限公司玉龙铜矿三期工程项目首次环境影响评价信息公开》, 三期项目计划保留二期 1800 万吨选厂, 拆除 450 万吨混合矿选厂, 原址新建 1100 万吨选厂及配套尾矿库等辅助设施。建成后矿石处理能力将进一步提升至 3000 万吨/年, 我们测算对应矿产铜理论产能或超 18 万吨 (提升幅度 20%以上)。

公司已与国内知名科研院所合作, 共同致力于提升该矿铜、钼回收率, 其中钼回收率近年来已从 48%提升至 60%, 铜、钼回收率后续均有进一步提升的空间, 或亦提升铜、钼产量。

利润奶牛, 成本较低+享受优惠企业所得税率。玉龙铜矿为露天矿, 且伴生贵金属及钼, 因此开采成本较同行有明显的优势。且玉龙铜业享受 9%的优惠企业所得税税率。

图表20: 玉龙铜业企业所得税

	税率	依据
原始	25%	-
-西藏大开发	-10%	据财政部、税务总局和国家发展改革委《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》
-西藏特殊员工聘用	-6%	藏政发[2022]11 号文件中第五条第 1 款: “吸纳我区农牧民、残疾人员、享受城市最低生活保障人员、高校毕业生及退役士兵五类人员就业人数达到企业职工总数 30% (含本数) 以上的企业, 免征企业所得税地方分享部分”
=最终	9%	-

资料来源: 公司公告, 华泰研究

获各琦铜矿

以铜为主、共生铅锌等。内蒙古获各琦铜矿位于内蒙古自治区乌拉特后旗东升庙镇西北约 80 公里的狼山，是狼山—渣尔泰山矿集区的典型矿床，是一座以铜为主，异体共生铅锌、铁的大型多金属矿床。由公司全资子公司西部铜业负责运营，采选方式分别采用地采、浮选法。截至 2023 年，该矿铜矿石资源量 2995 万吨（折合金属量 25 万吨）、储量 2573 万吨（折合金属量 22 万吨），品位 0.85%；铅锌矿石资源量 4310 万吨（折合金属量 119 万吨）、储量 4115 万吨（折合金属量 99 万吨），品位 2.76%。资源剩余可采年限铜 16 年、铅锌 23 年。

产量或维持相对稳态。获各琦铜矿实际矿石处理能力铜 160 万吨、铅锌 90 万吨；2022 年矿产铜产量约 1.5 万金属吨、2023 年计划产铜约 1.5 万金属吨。鉴于该矿铜资源开采年限不足 20 年，我们判断该矿铜产量或维持相对稳态。

西部铜业亦符合西部大开发企业所得税优惠政策规定，享受企业所得税优惠税率 15%。

冶炼：原料自给率超 70%

冶炼理论原料自给率保持在 70% 以上，TC 下滑对公司整体利润拖累有限。公司冶炼企业包括青海铜业（火法）、西部铜材（湿法）及玉龙铜业（湿法），2022 年 10 月随着青海铜业 5 万吨扩能改造项目投产，公司合计电解铜年产能达 21 万吨；2024 年西部铜材实施节能环保升级改造项目，采用大极板和永久阴极的电解生产工艺，实现铜电解提质降耗及环保节能升级，同时阴极铜产能将提升至 10 万吨/年。公司 2021-2023 年电解铜产量分别为 17.6、16.6、18.3 万吨，销量分别为 17.6、16.5、18.4 万吨；2024 年规划产量 21.8 万吨。根据我们测算，随着玉龙铜矿 2020 年底投产，2021 年起公司铜冶炼业务理论原料自给率保持在 70% 以上。即使铜冶炼加工费 TC/RC 下滑，对公司整体利润造成的负面影响较有限。

图表 21：公司铜冶炼产能

冶炼企业	地区	权益比例	电解铜产能，万吨	工艺方法
青海铜业	青海	100%	15	富氧底吹熔炼—底吹吹炼连吹技术，副产硫酸
西部铜材	内蒙古	100%	5（在产）+5（在建）	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
玉龙铜业	西藏	58%	1	湿法
合计			21	

资料来源：公司公告，华泰研究

图表 22：公司铜矿&冶炼产能、产量、销量

单位：万吨	2020A	2021A	2022A	2023A
冶炼产能	16	16	21	21
冶炼产量	14.6	17.6	16.6	18.3
冶炼销量	14.8	17.6	16.5	18.4
矿产量	4.7	12.5	14.4	13.1
矿产销量	4.8	12.4	14.2	13.5
自给率	33%	71%	87%	72%

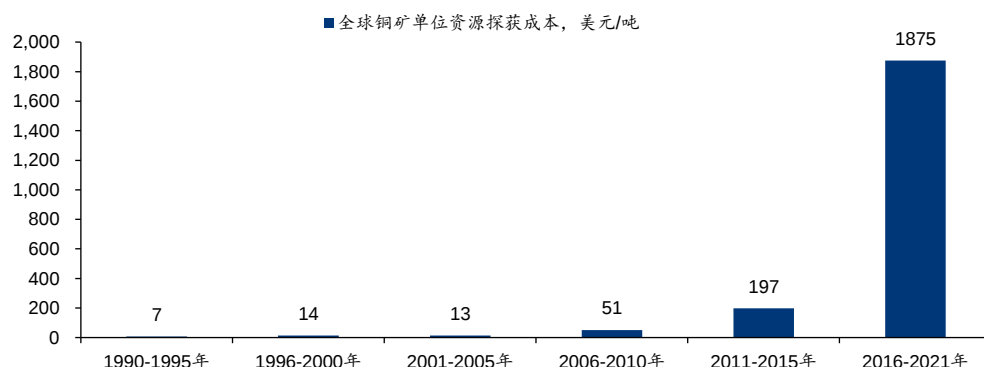
资料来源：公司公告，华泰研究

价格：24-25 年价格中枢上移可预见性高

生产扰动多、资源稀缺、对价格反应滞后致供给约束性较强

全球铜资源少之又少：已体现在 1) 储采比较低。据 USGS, 2023 年铜储采比仅为 46 年。2) 探获难度日益加大。过去 10 年全球铜资源勘探发现量显著下降；于此同时单位资源探获成本显著上升，由 1990-1995 年的 7 美元/吨上升至 2011-2015 年的 197 美元/吨，2016-2021 年已达 1875 美元/吨。3) 开采入选品位趋势性下降。一方面因为矿山面临老龄化；另一方面因为优质矿山通常优先被开发，新开发的矿山品位相对原有矿山要低。据 Richard Schodde, 全球铜矿开采品位从 1900 年的 4% 降至 2010 年 1.07%。以智利国家矿业为例，铜矿平均入选品位已从 2013 年的 0.77% 下降至 2022 年的 0.66%。

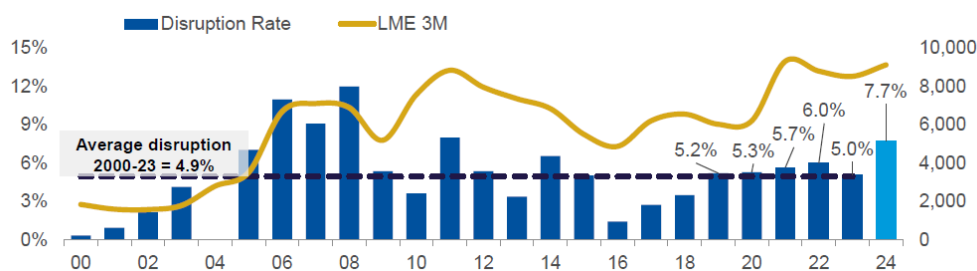
图表23：全球铜矿单位资源探获成本（美元/吨）



资料来源：S&P Global Market Intelligence, 华泰研究

铜矿运营变数较多，产量不达预期已成常态：铜矿实际产量往往不及公司生产指引；或者在产矿山因各种因素宣布停&减产、在建矿山项目因各种原因进展滞后。CRU 统计 2000 年以来全球铜矿平均干扰率为 4.9%。23Q4 以来，全球铜矿扰动加剧：第一量子巴拿马铜矿因合同违约关停（35-40 万吨）、淡水河谷 Sossego 铜矿（6-7 万吨）因被暂停运营许可证而停产，赞比亚国家电力公司警告或将削减对一些矿业公司的电力供应，英美资源大幅下调 24-25 年产量指引等，CRU 预测 24 年铜矿干扰率升至 7.7%。此外，2000 年以来铜价与扰动率呈现正相关，究其根本即扰动加剧供给短缺从而推升铜价。

图表24：2000-2023 年全球铜矿平均扰动率为 4.9%



资料来源：CRU, 华泰研究

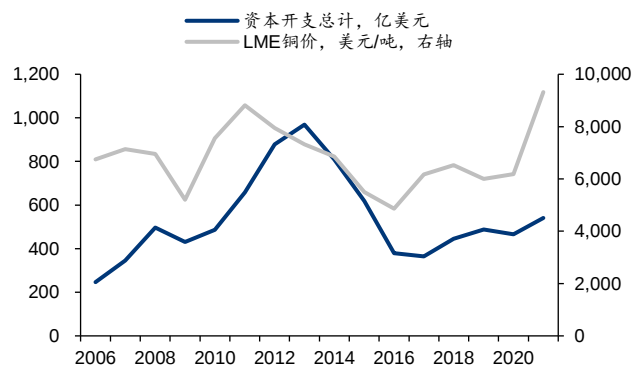
价格-资本开支-产能传导漫长：铜价上涨或刺激资本开支增加，据 Bloomberg, 1987 年以来，资本开支变动大致滞后铜价变动 2 年。铜矿开发周期较长且难度增加，据 S&P Global Market Intelligence, 铜矿开发周期平均需要 16.2 年时间，其中决定建设至建成投产需要接近 4 年。此外，项目建设的资本投资强度快速上升，据 AHeadOfTheHerd, 2000 年初始资本开支为 4000-5000 美元/吨、2012 年增至 10000 美元/吨、目前平均已超 12000 美元/吨；同时为应对矿山老龄化并维持产量，矿企维持性资本有所增加。综合来看，铜价上涨导致的资本开支增加，在中短期内难以兑现成矿产扩能。

图表25：2022-2023 年全球新投产铜矿的勘探-开发平均周期



资料来源：S&P Global Market Intelligence, 华泰研究

图表26：铜矿企业资本开支变动滞后铜价变动 2 年



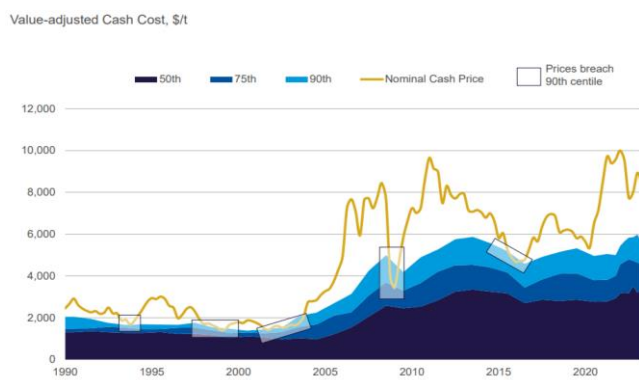
资料来源：Bloomberg, 华泰研究

综上，生产扰动多、资源稀缺、反应滞后致铜供给约束性较强。ICSG 测算 2023 年铜供给增速为 4.9%；根据各矿山生产指引，我们测算 2024-2025 年铜供给增速或为 3.1%、3.5%。

铜矿开采成本上升。勘探难度增加、开采品位下降（获得相同的产量需要处理更多的矿石）、通胀（能源、人力）等原因导致铜矿资本开支（CAPEX）、营运成本（OPEX）中枢上移。

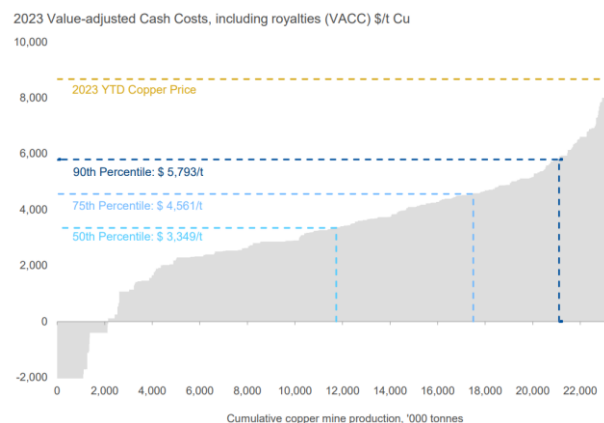
铜价成本支撑有效。1990-2022 年，Value-adjusted Cash Cost 成本 90 分位对铜价形成强有效支撑，2023 年 VACC 成本 90 分位对应 6000 美金。

图表27：1990-2022 年，OPEX 中枢上移；VACC 成本 90 分位对铜价形成强有效支撑



资料来源：CRU, 华泰研究

图表28：2023 年 Value-adjusted Cash Cost 曲线



资料来源：CRU, 华泰研究

需求由新能源及电网驱动、经济修复助力

23 年中国、印度铜需求增速较快、欧美增速为负。据 ICSG，23 年全球精炼铜需求量 2655 万吨，同比增速 2.8%。其中中国、印度占比 61%、2%，增速 10%、14%，中国得益于电网投资火热及新能源高速增长、印度主因经济高景气。与此同时欧美均呈现负增长（占比 11%、6%；同比增速-2.7%、-8.8%），主因 23 年工业经济不佳，仅服务业 PMI 处于荣枯线以上；其他国家需求亦有所萎缩（占比 20%；同比增速-9.9%）。

新能源、电网用铜高景气是中期主要驱动力。新能源方面，过去几年新能源用铜保持高速增长，我们测算全球占比已从 18 年的 3% 增长至 23 年的 11%，23 年需求增速贡献达 4.1pct。能源转型背景下，我们预计新能源将继续维持较高景气度，24-25 年增速贡献 2.4、2.7pct，至 25 年需求占比将达 15%；CRU 预计 2030 年将达 25%。

电网方面，中国强劲的电网投资为 23 年铜需求增长的关键，电网、电源投资完成额同比增速分别为 5.4%、30.1%，我们测算中国电力用铜全球占比约 24%，增速贡献 3.4pct。展望未来，24 年 2 月发改委和能源局发布《国家能源局关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，配网投资有望提速；国家电网规划 24 年电网建设投资总规模超 5000 亿元，24Q1 中国电网/电源基建投资完成额 14.7%/7.7%，我们预计国内电网高强度投资拉动铜需求增长逻辑不变，24-25 年增速贡献 1.5pct、1.6pct。随着新能源发电接入、数据中心建设提速以及新兴市场大基建增加扩容需求，发达国家电网老化迎来替换周期，我们认为海外电力用铜景气度或朝上。

24-25 年新能源及电网驱动、经济修复助力下，我们测算铜需求增速或为 4.2%、3.8%。中国经济复苏&新能源及电网延续较高景气、印度工业化提速预期下，中印精炼铜需求或维持较高景气度。欧美电网扩容、替换预期下，传统领域用铜拖累有望收敛、甚至与新能源用铜共振向上。综上，我们测算 24-25 年全球精炼铜需求增速 4.2%、3.8%。

图表 29：分下游领域全球精炼铜需求占比及增速贡献

增速贡献, pct	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
中国		0.7pct	6.4pct	-1.4pct	3.1pct	5.7pct	3.1pct	2.3pct
电力		-0.3pct	0.9pct	-0.9pct	2.2pct	3.4pct	1.5pct	1.6pct
新能源		-0.1pct	0.7pct	1.1pct	1.0pct	3.0pct	1.3pct	1.3pct
传统其他		1.2pct	4.7pct	-1.7pct	-0.1pct	-0.8pct	0.3pct	-0.6pct
海外		-1.3pct	-3.8pct	2.5pct	-0.7pct	-2.9pct	1.1pct	1.5pct
传统		-1.8pct	-4.3pct	1.7pct	-1.1pct	-4.0pct	-0.03pct	0.1pct
新能源		0.5pct	0.5pct	0.7pct	0.5pct	1.1pct	1.1pct	1.3pct
全球		-0.6pct	2.6pct	1.1pct	2.5pct	2.8pct	4.2pct	3.8pct
新能源合计		0.4pct	1.2pct	1.8pct	1.5pct	4.1pct	2.4pct	2.7pct
占比, %	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
中国	51%	52%	57%	55%	57%	61%	61%	61%
电力	21%	21%	21%	20%	22%	24%	25%	26%
新能源	1%	1%	2%	3%	4%	7%	8%	9%
传统其他	29%	30%	34%	32%	31%	30%	29%	27%
海外	49%	48%	43%	45%	43%	39%	39%	39%
传统	47%	46%	40%	42%	40%	35%	33%	32%
新能源	2%	2%	3%	3%	4%	5%	6%	7%
全球	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
新能源合计	3.0%	3.4%	4.5%	6.3%	7.6%	11.3%	13.2%	15.3%

资料来源：ICSG、华泰研究测算

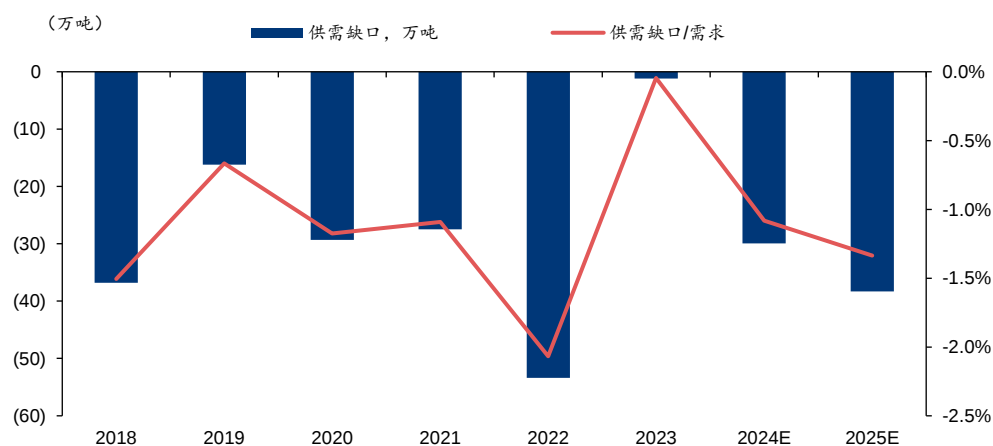
图表30：分区域全球精炼铜需求占比及增速贡献

增速贡献, pct	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
中国		0.7pct	6.4pct	-1.4pct	3.1pct	5.7pct	3.1pct	2.3pct
美国		0.1pct	-0.3pct	0.0pct	-0.1pct	-0.6pct	0.1pct	0.2pct
欧洲		-0.9pct	-1.2pct	2.1pct	0.9pct	-0.3pct	0.0pct	0.3pct
印度		0.1pct	-0.5pct	0.1pct	0.1pct	0.3pct	0.3pct	0.3pct
其他国家		-0.6pct	-1.9pct	0.2pct	-1.5pct	-2.2pct	0.7pct	0.6pct
全球		0.6pct	2.6pct	1.1pct	2.5pct	2.8pct	4.2pct	3.8pct
占比, %	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
中国	51%	52%	57%	55%	57%	61%	61%	61%
美国	7%	8%	7%	7%	7%	6%	6%	6%
欧洲	12%	11%	9%	11%	12%	11%	11%	11%
印度	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
其他国家	28%	27%	25%	25%	23%	20%	20%	20%
全球	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：ICSG、华泰研究测算

考虑到需求由新能源及电网驱动、经济修复助力、供给约束性较强，我们预测 24-25 年铜供给缺口走阔，由 23 年平衡状态转为 24、25 年的短缺 30、38 万吨（对应短缺比例-1.1%、1.3%）。基于此，我们判断 24-25 年铜价中枢上移可预见性高。

图表31：全球精炼铜供需格局



资料来源：ICSG、华泰研究测算

其他品种：积极布局，储备潜在利润增长点

铅锌：始于锡铁山，国内重要的铅锌精矿生产商

老矿青海锡铁山铅锌矿为公司立身之本。公司前身为青海大柴旦锡铁山矿务局，公司成立之初即围绕青海锡铁山铅锌矿展开业务，2004-2006 年该矿营收贡献分别为 77%、71%、65%。后随着公司业务版图扩张，锡铁山业绩占比逐渐减弱。目前该矿由锡铁山分公司运营，公司股权比例 100%。截至 2023 年，其铅锌储量 137 万吨（含青海省大柴旦镇中间沟一断层沟铅锌矿，金属量），平均品位 7.76%。目前矿石处理能力（含青海省大柴旦镇中间沟一断层沟铅锌矿）为 170 万吨/年。

四川会东大梁铅锌矿、四川呷村银多金属矿、内蒙古获各琦铜矿及青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿亦产出铅锌。四川会东大梁铅锌矿原为控股集团旗下矿山，为解决同业竞争问题，公司自 2017 年陆续收购该矿运营主体会东大梁矿业的股权，目前持股比例已达 100%。其铅锌储量 14 万吨，品位 5.25%，矿石处理规模为 66 万吨/年。四川呷村银多金属矿由鑫源矿业运营，公司持股 76%。该矿以银铅锌铜富集一体而著称，铅锌储量 45 万吨，品位 7.78%，目前矿石处理规模为 80 万吨/年，产品包含银铜精矿、含银铅精矿和锌精矿。内蒙古获各琦铜矿铅锌储量 99 万吨，品位 2.76%，多金属选矿技改工程计划于 2024 年年内完工投产，投产后铅锌矿石处理量将从 90 万吨/年提升至 150 万吨/年。青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿亦含铅锌资源。

往后看，内蒙古双利铁矿“露转地”项目完成、青海格尔木它温查汉铁多金属矿等项目孵化后或贡献新增产量。公司 2020-2023 年铅锌产量分别为 21.5、19.4、16.3、18.1 万吨，销量分别为 22.1、19.4、16.4、18.1 万吨；2024 年规划产量 16.1 万吨。

图表32：公司矿产铅、锌储量

矿山	权益		铅锌储量		
	比例	品种	(金属万吨)	品位	状态
青海锡铁山铅锌矿	100%	铅锌	130	7.96%	在产主力矿山，矿石处理能力 150 万吨/年
青海省大柴旦镇中间沟一断层沟铅锌矿	100%	铅锌	7	5.42%	在产，矿石处理能力 20 万吨/年
四川会东大梁铅锌矿	100%	铅锌	14	5.25%	在产，矿石处理能力 66 万吨/年
内蒙古获各琦铜矿	100%	铜铅锌	99	2.76%	在产，选厂技改计划于 24 年完成，铅锌矿石处理能力由 90 提升至 150 万吨/年
四川呷村银多金属矿	76%	铜铅锌金银	45	7.78%	在产，矿石处理能力 80 万吨/年
青海格尔木拉陵高里河下 10 游铁多金属矿	80%	铁铜铅锌	-	-	在产，矿石处理能力 75 万吨/年
内蒙古双利铁矿	100%	铁铜铅锌	-	-	露转地项目预计新增铅锌矿处理能力 20 万吨
青海格尔木它温查汉铁多金属矿	100%	铁铜铅锌	-1	-	探矿权

注：以金属吨计量的铜储量根据公司年报、投资者问答披露的保有储量*铜品位测算得到；青海格尔木它温查汉铁多金属矿储量数据不可得，由资源量替代
资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究测算

图表33：公司铅、锌矿产量、销量

单位：万吨	2020A	2021A	2022A	2023A
铅矿产量	6.8	6.0	5.1	6.0
锌矿产量	14.7	13.3	11.2	12.0
合计产量	21.5	19.4	16.3	18.1
铅矿销量	6.9	6.1	5.1	6.0
锌矿销量	15.2	13.4	11.2	12.0
合计销量	22.1	19.4	16.4	18.1

资料来源：公司公告，华泰研究

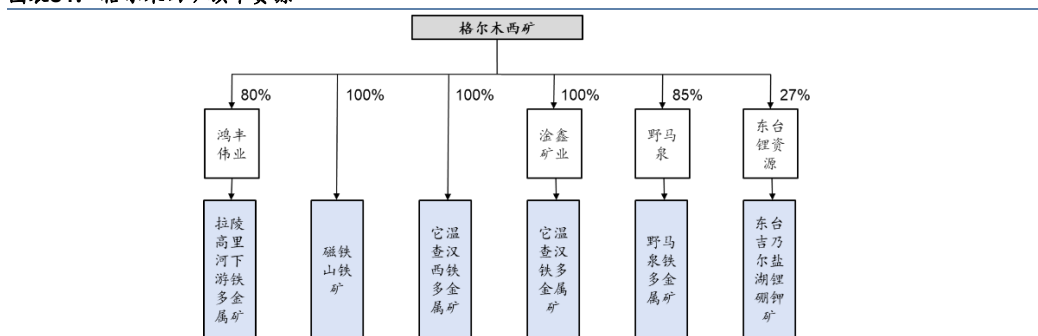
基于基本面判断的 2024 年铅锌价格或波动不大。锌方面，SMM 统计进口锌精矿冶炼 TC 已从 2023 年超过 5000 元/吨下降至 2024 年 6 月 14 日的 2500 元/吨，主因精矿供应受限，因此 ILZSG 预计 2024 年精炼锌产量仅同比小幅增长 0.6%至 1401 万吨。于此同时需求端或未见明显改善，2024 年精炼锌消费量同比增速 1.8%。最终预测 2024 年全球精炼锌仍继续过剩但过剩量收窄至 5.6 万吨。铅方面，ILZSG 预计 2024 年全球精炼铅供给/需求增速分别为 1.8%/1.9%，供给过剩将小幅收窄至 4 万吨。

铁矿石：中期扩张依靠双利铁矿，长期志在整合海西州地区资源

中期产能扩张依靠内蒙古双利铁矿露转地项目。公司目前拥有四座在产铁矿：内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、肃北七角井钒及铁矿及青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿，20-23 年铁精粉合计年产量分别为 170、174、181、119 万吨，23 年产量下滑或受新疆安全检查等影响；24 年规划产量 143 万吨。内蒙古双利铁矿露转地项目已于 23 年 4 月 1 日开工建设，投产后预计铁矿石处理能力提升至 300 万吨/年，并新增铜、铅锌处理能力分别 20、20 万吨/年；肃北七角井钒及铁矿 380 万吨/年采矿证扩能已办理完成。

长期规划整合海西州地区铁矿资源。公司已在青海省海西州设立全资子公司格尔木西部矿业资源公司，定位海西州地区（铁）矿资源整合平台。目前格尔木西矿旗下：拉陵高里河下游铁多金属矿已投入生产；青海格尔木它温查汉西铁多金属矿、青海格尔木野马泉铁多金属矿、青海格尔木磁铁山铁矿处于孵化状态。且持续整合周边资源：23 年 10 月格尔木西矿收购青海淦鑫矿业开发有限公司 100% 股权，其拥有的青海格尔木它温查汉铁多金属矿通过评审备案的资源量：铁矿石 1563 万吨（金属量）、铜 1.95 万吨（金属量）、钼 1275 吨（金属量）、铅 1373 吨（金属量）、锌 8541 吨（金属量）。此外，为了改善格尔木西矿财务结构，提升其盈利、融资能力，公司将参股子公司东台锂资源公司 27% 股权转让给格尔木西矿。

图表34：格尔木西矿旗下资源



资料来源：公司公告，集团公告，华泰研究

图表35：公司铁矿石储量

矿山	权益比例	品种	铁矿石储量，金属万吨	品位	状态
内蒙古双利铁矿	100%	铁铜铅锌	1659	24.10%	在产，露转地项目 23 年 4 月 1 日开工建设，完成后铁矿石处理能力提升至 300 万吨/年
新疆哈密白山泉铁矿	100%	铁	544	27.47%	在产，处理能力 140 万吨/年
肃北七角井钒及铁矿	100%	铁钒	2993	31.42%	在产，处理能力提升至 380 万吨/年
青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	80%	铁铜铅锌	239	23.75%	在产，处理能力 75 万吨/年
青海格尔木它温查汉西铁多金属矿	100%	铁	-	-	C5、C6-C11 两个探矿权正在办理“探转采”手续
青海格尔木它温查汉铁多金属矿	100%	铁铜钼铅锌	1563	34.28%	探矿权
青海格尔木野马泉铁多金属矿	85%	铁	-	-	探矿权，正在进一步勘探开发
青海格尔木磁铁山铁矿	100%	铁	-	-	探矿权

注：以金属吨计量的铜储量根据公司年报、投资者问答披露的保有储量*铜品位测算得到；青海格尔木它温查汉铁多金属矿储量数据不可得，由资源量替代
 资料来源：公司公告，华泰研究测算

图表36：公司铁精粉产量、销量

单位：万吨	2020A	2021A	2022A	2023A
铁精粉产量	170	174	181	119
铁精粉销量	170	177	164	136

资料来源：公司公告，华泰研究

铁矿石供应偏宽松对价格形成压制。根据华泰期货《铁矿供需两旺，压力不容小觑》（23-12-10），海外产销增速转正和国内一系列经济刺激政策下，2024 年国内外铁矿石需求有望共振。但全球铁矿石供应仍有部分增量，预计全球铁矿总供应增量 4500 万吨左右。2024 年全年维度下，铁矿石供应呈现明显宽松格局，对价格将形成一定压制。

其他矿产品

图表37：公司其他矿产金属储量

品种	矿山	权益比例	品种	储量，金属万吨	品位	状态
镍	新疆哈密瑞伦黄山南铜镍矿	80%	铜镍	21	0.31%	在产，处理规模 60 万吨/年
钒	肃北七角井钒及铁矿	100%	铁钒	59	0.91%	在产，处理能力提升至 380 万吨/年

资料来源：公司公告，华泰研究测算

图表38：公司其他矿产金属产量

	2020A	2021A	2022A	2023A
镍精矿产量，吨			1707	
精矿含金产量，千克	288	258	257	208
精矿含银产量，吨	116	126	130	123
偏钒酸氨产量，吨		591	1202	1425

注：公司未披露矿产钒产量，以加工产品偏钒酸氨产量替代

资料来源：公司公告，华泰研究

冶炼：西豫金属改造项目新增电铅产能 10 万吨

铅方面，公司全资子公司西豫金属多金属综合循环利用改造项目于 2023 年 4 月 8 日开工建设，改造完成后将形成年产电铅 20 万吨、金锭 6 吨、银锭 430 吨、硫酸 25 万吨生产能力，同时回收铜、锌、镉、铋、硒、钼等有色金属。截至 23 年底，主厂房结构封顶，部分车间主要设备吊装完成。公司 2023 年电铅产/销量 9.1/9.3 万吨，24 年规划产量 3.6 万吨，下滑或主要受到技改项目的影响。

锌方面，公司全资子公司青海湘和目前是青海省最大的危废处理企业，在并入公司锌业分公司资产后，现拥有 11.5 万吨/年锌锭，9500 吨/锌粉生产能力。公司 2023 年锌锭产/销量 11.9/11.9 万吨，24 年规划产量 12.5 万吨。

钒方面，公司控股子公司西矿钒科技具有偏钒酸铵 2000 吨产能，2023 年产量 1425 吨。

贵金属方面，公司 2023 年金锭/银锭产量分别为 1800 千克、132 吨。

图表39：铜以外金属冶炼产能

品种	冶炼企业	地区	权益比例	主要产品	产能，万吨	工艺方法
铅	西豫金属	青海	98.42%	电铅、硫酸，金锭、银锭等贵金属	电铅 10 万吨/年在产+10 万吨/年在建，建成后形成电铅 20 万吨/年、金锭 6 吨、银锭 430 吨产能	氧气底吹熔炼至侧吹还原烟化提锌冶炼工艺
锌	青海湘和	青海	100%	锌锭、锌粉、硫磺、硫酸、综合处理尾矿渣和硫渣	锌锭 11.5 万吨/年+锌粉 0.95 万吨/年	锌锭：全湿法氧压浸出 锌粉：火法冶炼配套化工制酸工艺
钒	西矿钒科技	甘肃	84.83%	偏钒酸铵	偏钒酸铵 2000 吨/年	石煤提钒

资料来源：公司公告，华泰研究

图表40：公司铜以外金属冶炼产能、产量、销量

单位：万吨	2020A	2021A	2022A	2023A
电铅产量	9	6.0	7.5	9.1
电铅销量	9	6.1	7.3	9.3
锌锭产量	11	13.3	8.7	11.9
锌锭销量	11	13.4	8.5	11.9
金锭产量	-	1644	-	1800
银锭产量	-	129	-	132
偏钒酸氨产量		591	1202	1425

资料来源：公司公告，华泰研究

盐湖：融入青海省建设世界级盐湖产业基地战略发展的重要一步

2021 年，青海省人民政府工业和信息化部印发《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案（2021-2035 年）》，文件提出，规划锂产业产值 2025/2030/2035 年分别达 40/90/150 亿元、镁产业产值 2025/2030/2035 年分别达 30/70/190 亿元。公司积极响应，2021 年收购西部镁业 91.40% 股权，实现了由金属矿产向盐湖资源开发的跨越；随后公司参股锂资源公司股权，实现盐湖提镁、提锂产业协同。

镁：依托青海团结湖镁盐矿，镁化工已步入成熟期

依托自有青海格尔木团结湖镁盐矿从事镁化工业务。公司控股子公司西部镁业主要从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务，是国内第一家且唯一一家生产规模达 10 万吨以上的盐湖镁资源开发高新技术企业，主要产品包括高纯氢氧化镁、高纯超细氢氧化镁、高纯氧化镁及高纯烧结镁砂和高纯电熔镁砂等。其拥有自主知识产权的盐湖卤水-氨石灰联合法连续生产高纯氢氧化镁等多项专利和科技成果，彻底解决了氢氧化镁过滤及洗涤性能这一世界性难题；产品以纯度高（达 99% 以上）、品质好、成本低等优势迅速占领国内市场，并远销至美法德日韩等国家。

西部镁业持有青海省格尔木市察尔汗团结湖地区镁盐矿采矿权，截至 23 年末氯化镁储量为 1102 万吨，品位 36.16%；开采方式为露采，证载生产规模 50 万吨/年。

百炼成钢，度过十几年的培育期。2006 年，西部矿业有限责任公司（即现在的西部矿业集团有限公司）与中南大学出资设立西部镁业，股权比例分别为 75%、25%。而后公司以中南大学发明的专利技术为基础，在海西锡铁山镇建立盐湖镁资源研究开发试验基地，并建成氢氧化镁工业实验装置，通过反复实验和不断优化，解决了化学合成法制取高纯氢氧化镁的关键技术难题，填补了国内氢氧化镁高端产品的空白。

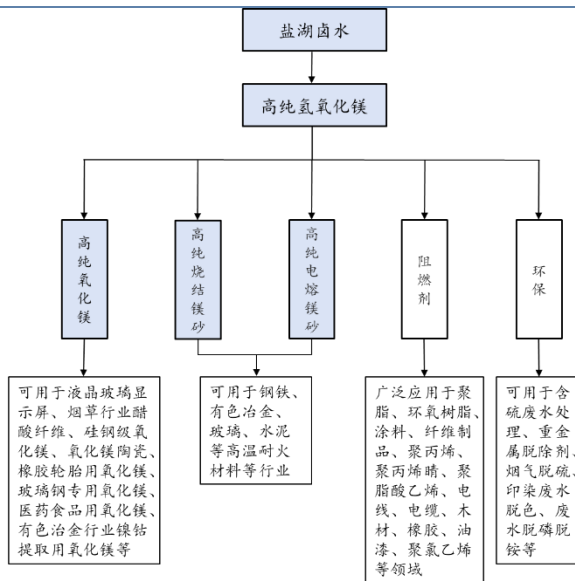
2010 年，西部镁业完成了国家“十一五”科技支撑计划“系列产品联合工艺关键技术”科技研究，解决了一系列重大工程化关键技术成果，并通过了科技部组织的专家验收和成果评价，技术上居国际先进水平。在此过程中，开发了高纯氢氧化镁、高纯氧化镁、高纯烧结镁砂、高纯电熔镁砂等镁系列产品，其中高纯烧结镁砂和高纯电熔镁砂产品填补了我国盐湖卤水镁砂的空白。

2011 年 3 月，西部镁业启动 10 万吨/年高纯氢氧化镁项目建设，与其配套的下游产品项目施工建设也于 2012 年开始展开。2013 年 6 月，10 万吨/年高纯氢氧化镁项目建成并开始投料试车，随后开始优化和完善工艺。

步入成熟期，优质资产注入上市公司。2019 年 7 月，西部镁业全面建成 15.5 万吨/年高纯氢氧化镁（采用自主专利核心技术卤水-氨-石灰联合法工艺）、13 万吨/年高纯氧化镁、2 万吨/年高纯超细氢氧化镁、4 万吨/年高纯电熔镁砂；2020 年 6 月，全面建成 5 万吨/年高纯烧结镁砂生产线。2021 年 3 月 15 日，公司以约 5.63 亿元对价完成对控股股东原西矿集团持有的西部镁业 91.40% 股权的收购，镁化工板块划入上市公司体内。此外，海亮集团有限公司、徐徽、中南大学资产经营有限公司持有剩余的 4.23%、3.07%、1.30% 股权。2023 年，公司生产高纯氢氧化镁 12.8 万吨、高纯氧化镁 5.54 万吨。

债转股解决较高负债率问题。据《关于以债转股的方式对控股子公司青海西部镁业有限公司进行增资的公告》（23-7-29），公司计划以持有西部镁业 6.61 亿元债权向其增资，以进一步优化西部镁业资本结构、降低财务费用。增资于 23 年 8 月完成，公司持股比例提升至 95.94%。

图表41： 镁化工产业链



资料来源：Chemical Book，华泰研究

图表42： 西部矿业主要产品产能/产量、财务情况

	2021A	2022A	2023A	当前产能
高纯氢氧化镁产量，万吨	10.3	9.5	12.8	15.5
高纯氧化镁产量，万吨	4.4	3.2	5.5	13
营业收入，万元	-	34434.43	-	-
净利润，万元	-	1038.98	-	-
资产负债率，%	-	74.12%	-	-

资料来源：公司公告，华泰研究

锂：依托东台吉乃尔盐湖，开展锂资源开发业务

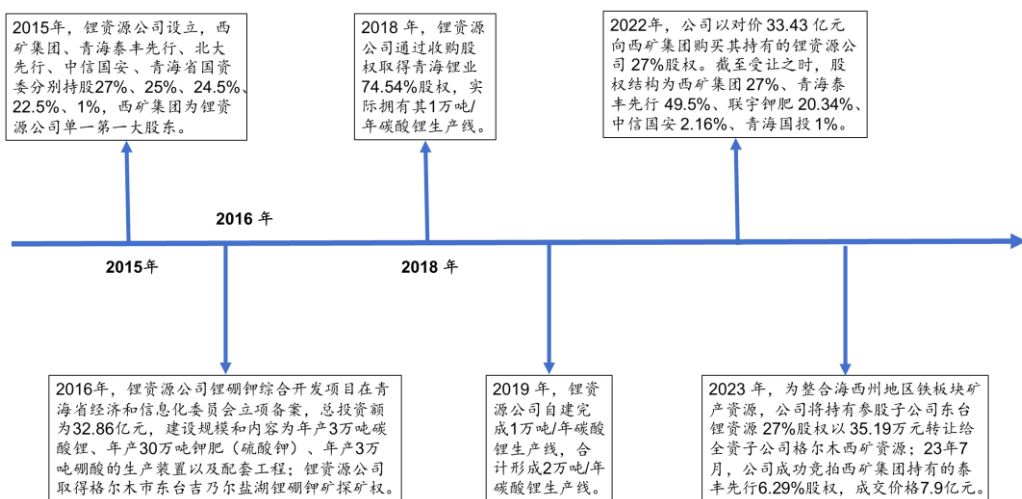
受让集团锂资源开发资产，直接持股东台锂资源 27%。2015 年东台锂资源设立时，股权结构为西矿集团 27%、青海泰丰先行 25%、北大先行 24.5%、中信国安 22.5%、青海省国资委 1%，西矿集团为锂资源公司单一第一大股东。2022 年 2 月，公司以对价 33.43 亿元向西矿集团购买其持有的东台锂资源 27%股权。截至受让之时，股权结构为西矿集团 27%、青海泰丰先行 49.5%、联宇钾肥 20.34%、中信国安 2.16%、青海国投 1%。23 年 7 月，公司成功竞拍西矿集团持有的泰丰先行 6.29%股权，成交价格 7.9 亿元，24 年 1 月 26 日已完成工商变更手续。

依托东台吉乃尔盐湖开展锂资源开发业务。东台锂资源拥有格尔木市东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿探矿权及采矿权，截至 2021 年 12 月，LiCl 孔隙度储量 202.28 万吨，品位 3,030.48mg/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%。该项目核准生产规模碳酸锂 3 万吨/年、硼酸 3 万吨/年、硫酸钾 30 万吨/年。截至目前，锂资源公司已自建和运营年产 1 万吨电池级碳酸锂生产线，同时锂资源公司控股子公司青海锂业运营年产 1 万吨碳酸锂生产线，合计产能 2 万吨。且水电路及管网设施均按照年产 3 万吨碳酸锂产能建设，尚未建设硼酸和硫酸钾生产线。东台锂资源应用盐湖卤水离子选择迁移合成碳酸锂技术，突破性的解决了高镁锂比盐湖提取锂盐技术难题。

锂价再次进入上行周期后或对公司业绩形成有效补充。东台锂资源 2021 年 1-11 月销售电池级碳酸锂 9510 吨，实现营收 6.78 亿元、归母净利 2.84 亿元。2022 年实现营收 48.83 亿元、归母净利 35.35 亿元。2023 年实现营收 14.58 亿元、归母净利 8.46 亿元。2022 年业绩增长、2023 年业绩下跌明显主因之一为锂价波动较大。据安泰科，2021-2023 年电池级碳酸锂的均价分别为 12.20、48.19、25.92 万元/吨。我们按照东台锂资源的净利润和公司直接持股比例测算公司获得的利润分成，2022、2023 年分别为 9.54、2.28 亿元，公司同期毛利为 77、77 亿元。即锂价高位时公司锂板块收益规模较大。因此我们判断，锂价再次进入上行周期后锂板块收益或对公司业绩形成有效补充。

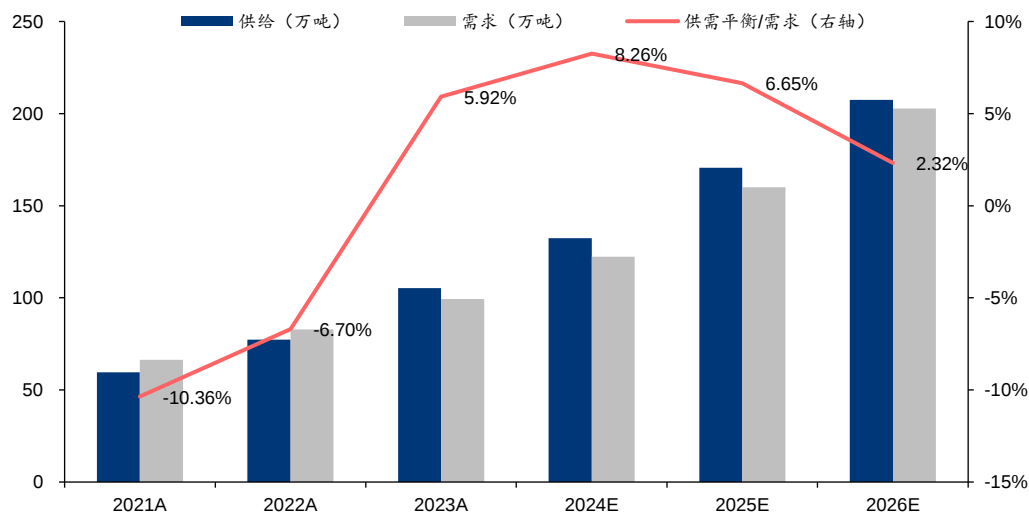
中期供给过剩情况难言实质性改善，拐点时机需等待海外规模矿山减产或扩产延期。据华泰金属《难免坎坷，正视光明前景》(24-6-3)，根据最新矿山企业披露生产经营及扩产计划，及下游行业需求情况，我们对未来全球碳酸锂供需及成本进行测算。预计 2024-2026 年全球碳酸锂供需平衡占需求比例分别为 8.26%/6.65%/2.32%，碳酸锂的供给过剩格局短期内难言改善。成本端来看，2024 年全球矿产碳酸锂供应 90%分位数的单位现金成本预计为 7.6 万元/吨左右，考虑矿山企业费用，结合当前供需关系，我们判断碳酸锂价格的底部区域或在 9-10 万元/吨区间。若后续锂价再次探底并触及成本支撑区域，从而引发海外规模矿山出现减产或扩产项目延期信号，供给端收敛下，碳酸锂价格有望迎来实质性拐点。

图表43：锂资源公司发展历程



资料来源：《关于对西部矿业股份有限公司关联交易相关事项的问询函》（22-3-9），《关于受让控股股东西部矿业集团有限公司所持青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司27%股权的关联交易公告》（22-3-1），华泰研究

图表44：碳酸锂供需预测



资料来源：公司公告、Marklines、SNE、华泰研究预测

盈利预测与估值

盈利预测

1) 产销量假设：矿产铜方面，公司 2023 年矿产铜产/销量分别为 13.1/13.5 万吨，公司规划 2024 年产量 15.9 万吨，假设销量等于产量；随着玉龙二期改扩建项目放量及三期投产，我们假设 2025-2026 年公司矿产铜产/销量分别增长至 16.4/16.4、18.5/18.5 万吨。矿产铅锌方面，公司 2023 年矿产铅锌产/销量分别为 18.1/18.1 万吨，公司规划 2024 年产量 16.1 万吨，假设销量等于产量；获各琦铜矿选矿技改工程计划于 2024 年投产，投产后铅锌矿石处理量将从 90 万吨/年提升至 150 万吨/年，我们假设 2025-2026 年产/销量均分别增长至为 18.1/19.4 万吨。矿产钼方面，公司玉龙铜矿副产钼，2023 年矿产钼产量为 3401 吨，2024 年计划产量为 3995 吨；并根据玉龙铜矿 2023 年铜/钼产量比例假设 2025-2026 年钼产量分别为 4855、5508 吨，假设销量等于产量。

2) 价格假设：矿产铜方面，据 Wind，2023 年 LME 铜价为 8478 美元/吨，铜供需格局逐步改善预期下，铜价或长期向上，假设 2024-2026 年铜价为 9500/10000/10500 美元/吨。矿产铅锌方面，据 Wind，2023 年铅价、锌价分别为 15759、21537 元/吨，铅锌供需格局较稳定预期下，我们假设 2024-2026 年铅价、锌价与 2023 年基本持平。矿产钼方面，据 Wind，2023 年钼金属价格为 53 万元/吨，在国内经济刺激政策加持下，钼中长期基本面或稳中向好，我们假设 2024-2026 年钼金属价格分别为 53、54、55 万元/吨。

3) 成本假设：矿产铜方面，2023 年紫金矿业矿产铜毛利率为 59%，考虑到紫金矿业成本控制位于全球前列，我们假设 2023 年公司矿产铜毛利率略低于紫金，为 52%，测算单吨销售成本为 2.52 万元，考虑到全球金属矿开采成本随着品位下降等原因呈上升趋势，我们假设 2024-2026 年矿产铜单吨销售成本分别小幅升至 2.59、2.63、2.65 万元。矿产铅锌方面，2023 年金徽矿业锌精矿毛利率为 51%，考虑到公司铅锌矿资源开发业务具有规模优势，我们假设 2023 年公司矿产铅锌毛利率为 59%，测算单吨销售成本为 5500 元/吨，考虑到全球金属矿开采成本随着品位下降等原因呈上升趋势，我们假设 2024-2026 年矿产铅锌单吨销售成本分别小幅升至 5555、5611、5667 元/吨。矿产钼方面，根据历史成本及产/销量数据，我们测算 2023 年公司矿产钼单吨销售成本为 2.63 万元/吨，考虑到全球金属矿开采成本随着品位下降等原因呈上升趋势，我们假设 2024-2026 年矿产钼单吨销售成本分别小幅升至 2.66、2.68、2.71 万元。

4) 期间费用假设：2023 年销售、管理、研发期间费用率分别为 0.07%、2.13%、1.34%；2024Q1 公司销售、管理、研发期间费用率分别为 0.07%、1.76%、1.20%。我们认为随着公司步入成熟期，期间费用率或稳中有降，我们假设 2024-2026 年销售费用率分别为 0.07%、0.07%、0.07%；管理费用率分别为 1.76%、1.76%、1.76%；研发费用率分别为 1.20%、1.20%、1.19%。财务费用根据公司现金、债务等勾稽计算。

图表45：公司主营业务收入及成本假设

图表45：公司主营业务分地区成本核算表							
矿产铜		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
收入	百万元	7808	7390	10101	11033	12997	
成本	百万元	3903	3516	4233	4450	5032	
毛利	百万元	3906	3874	5868	6583	7965	
毛利率	%	50%	52%	58%	60%	61%	
单位售价	元/吨	52566	52966	61699	65280	68510	
LME 铜价	美元/吨	8797	8478	9500	10000	10500	
单位成本	元/吨	26273	25197	25857	26330	26526	
生产量	万吨	14.4	13.1	15.9	16.4	18.5	
销售量	万吨	14.2	13.5	15.9	16.4	18.5	
矿产铝		单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	百万元		646	785	674	786	840
成本	百万元		280	332	288	339	366
毛利	百万元		366	454	386	447	475
毛利率	%		57%	58%	57%	57%	56%
铝精矿单位售价	元/吨		12547	13017	13017	13017	13017
铝价，含税	元/吨		15336	15759	15759	15759	15759
单位成本	元/吨		5446	5500	5555	5611	5667
生产量	万吨		5.1	6.0	5.2	6.0	6.5
销售量	万吨		5.1	6.0	5.2	6.0	6.5
矿产锌		单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	百万元		1895	1622	1472	1625	1738
成本	百万元		611	663	608	678	732
毛利	百万元		1284	959	864	948	1006
毛利率	%		68%	59%	59%	58%	58%
锌精矿单位售价	元/吨		16888	13465	13456	13456	13456
锌价，含税	元/吨		25134	21537	21537	21537	21537
单位成本	元/吨		5446	5500	5555	5611	5667
生产量	万吨		11.2	12.0	10.9	12.1	12.9
销售量	万吨		11.2	12.0	10.9	12.1	12.9
矿产钼		单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	百万元		801	1160	1363	1684	1946
成本	百万元		88	89	106	130	149
毛利	百万元		714	1071	1257	1554	1797
毛利率	%		89%	92%	92%	92%	92%
钼精矿单位售价	元/吨		237531	341221	341221	346906	353330
钼价，含税	元/吨		394050	531150	531150	540000	550000
单位成本	元/吨		25958	26298	26561	26827	27095
生产量	吨		3373	3401	3995	4855	5508
销售量	吨		3373	3401	3995	4855	5508
合计		单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收	百万元		39762	42748	48220	55677	62520
yoy	%		3.5%	7.5%	12.8%	15.5%	12.3%
成本	百万元		32048	35036	38352	44322	49020
毛利	百万元		7714	7712	9868	11355	13501
毛利率	%		19.4%	18.0%	20.5%	20.4%	21.6%
归母净利润	百万元		3446	2789	3878	4450	5435
yoy	%		17.5%	-19.1%	39.0%	14.8%	22.1%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

估值：给予“增持”评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 38.78/44.50/54.35 亿元，对应 EPS 分别为 1.63/1.87/2.28 元，公司主营以铜矿及冶炼为主，因此采用 A 股主要铜标的紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、铜陵有色及云南铜业作为可比公司。可比公司 2024 年 Wind 一致预期 13.6X PE，给予公司 2024 年 13.6X PE，对应目标价 22.1 元，给予“增持”评级。

图表46：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601899 CH	紫金矿业	17.32	4,559.66	1.00	1.26	1.45	17.2	13.8	12.0
603993 CH	洛阳钼业	8.40	1,814.34	0.50	0.57	0.62	16.7	14.7	13.5
600362 CH	江西铜业	24.33	842.48	2.26	2.55	2.62	10.7	9.6	9.3
000603 CH	铜陵有色	3.60	460.55	0.32	0.36	0.43	11.4	10.0	8.4
000878 CH	云南铜业	13.02	260.87	1.10	1.22	1.38	11.8	10.7	9.4
平均值							13.6	11.7	10.5

注：数据截至 2024 年 6 月 19 日

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表47：文中提及公司彭博代码一览

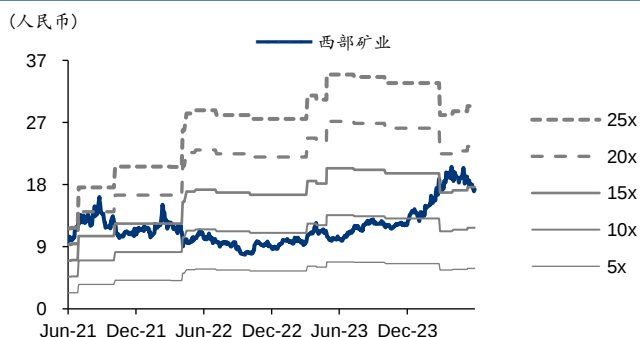
代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称
601168 CH	西部矿业	000878 CH	云南铜业	603132 CH	金辉股份
601899 CH/2899 HK	紫金矿业	603979 CH	金诚信	1258 HK	中国有色矿业
603993 CH/3993 HK	洛阳钼业	000630 CH	铜陵有色	1208 HK	五矿资源
600362 CH/0358 HK	江西铜业	000737 CH	北方铜业	-	-

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

风险提示

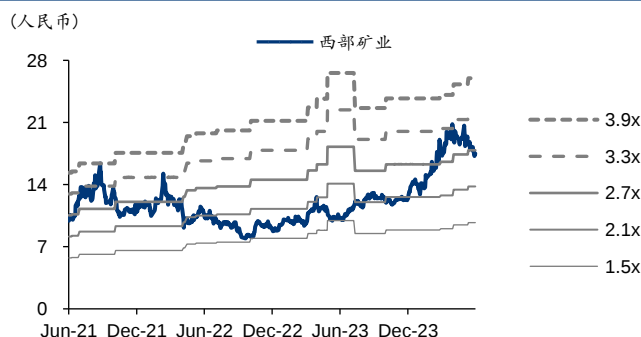
- 1) **公司新建、扩产项目建设进度不及预期**：若公司在推进项目建设进度不及预期，或影响公司未来产能释放。
- 2) **铜供给超预期放量**：若全球范围内，铜矿新建项目建设进度快于预期，或此前因为各方面因素停产的铜矿超预期复产，因此铜矿放量较多，进而导致铜价不及预期，影响公司铜矿售价。
- 3) **铜下游需求不及预期**：若国内外新能源行业景气度不及预期、电网建设进度不及预期等，则可能导致铜下游需求不及预期，进而导致铜价不及预期，影响公司矿产铜售价。

图表48：西部矿业 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表49：西部矿业 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	15,602	11,410	13,810	15,725	20,729
现金	6,522	5,436	6,399	8,250	12,087
应收账款	168.06	290.41	226.75	370.39	300.14
其他应收账款	163.43	247.83	216.07	319.57	281.91
预付账款	203.45	65.55	237.88	112.48	280.95
存货	3,465	3,162	4,092	4,291	4,981
其他流动资产	5,081	2,208	2,638	2,382	2,798
非流动资产	37,215	40,657	43,393	45,181	47,050
长期投资	4,668	4,369	5,345	6,472	7,909
固定资产投资	21,558	22,595	23,207	23,860	24,384
无形资产	6,191	6,421	6,154	5,887	5,612
其他非流动资产	4,797	7,272	8,686	8,961	9,145
资产总计	52,817	52,067	57,202	60,906	67,778
流动负债	19,436	15,349	16,411	16,184	17,893
短期借款	6,487	5,667	5,667	5,667	5,667
应付账款	2,436	2,249	2,879	3,047	3,507
其他流动负债	10,513	7,433	7,865	7,470	8,718
非流动负债	12,822	16,374	15,445	13,924	12,263
长期借款	9,951	13,595	12,665	11,145	9,484
其他非流动负债	2,871	2,779	2,779	2,779	2,779
负债合计	32,258	31,723	31,856	30,109	30,155
少数股东权益	4,415	5,075	7,392	10,049	13,341
股本	2,383	2,383	2,383	2,383	2,383
资本公积	5,283	4,981	4,981	4,981	4,981
留存公积	8,190	7,646	11,195	15,266	20,265
归属母公司股东权益	16,144	15,268	17,955	20,748	24,282
负债和股东权益	52,817	52,067	57,202	60,906	67,778

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	10,252	6,239	9,191	9,347	12,044
净利润	5,084	4,233	6,194	7,107	8,727
折旧摊销	1,954	2,124	1,792	1,884	2,105
财务费用	846.37	822.38	907.85	965.94	997.14
投资损失	(650.45)	(321.97)	(266.65)	(213.72)	(237.32)
营运资金变动	3,121	(962.38)	655.39	(299.63)	552.77
其他经营现金	(103.70)	343.54	(92.46)	(96.94)	(101.05)
投资活动现金	(3,625)	(3,072)	(4,198)	(3,395)	(3,674)
资本支出	(1,779)	(2,889)	(3,450)	(2,450)	(2,450)
长期投资	(3,353)	(791.36)	(976.26)	(1,127)	(1,436)
其他投资现金	1,508	608.21	228.47	182.18	212.80
筹资活动现金	(5,729)	(3,668)	(4,030)	(4,102)	(4,533)
短期借款	(761.31)	(820.70)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(1,383)	3,645	(929.68)	(1,520)	(1,661)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(190.50)	(302.42)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,395)	(6,189)	(3,101)	(2,581)	(2,871)
现金净增加额	912.15	(498.67)	962.82	1,851	3,837

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	39,762	42,748	48,220	55,677	62,520
营业成本	32,048	35,036	38,352	44,322	49,020
营业税金及附加	768.44	739.46	843.85	968.78	1,085
营业费用	28.35	31.80	33.46	36.97	40.89
管理费用	763.97	911.04	848.67	978.25	1,098
财务费用	846.37	822.38	907.85	965.94	997.14
资产减值损失	(217.64)	(54.79)	(61.80)	(71.36)	(80.13)
公允价值变动收益	118.54	72.96	63.28	63.28	63.28
投资净收益	650.45	321.97	266.65	213.72	237.32
营业利润	5,509	5,085	6,949	7,967	9,772
营业外收入	172.30	22.23	98.88	98.88	98.88
营业外支出	19.75	388.42	142.11	142.11	142.11
利润总额	5,662	4,719	6,906	7,923	9,728
所得税	578.04	485.98	711.13	815.95	1,002
净利润	5,084	4,233	6,194	7,107	8,727
少数股东损益	1,638	1,444	2,316	2,657	3,292
归属母公司净利润	3,446	2,789	3,878	4,450	5,435
EBITDA	8,310	7,515	9,436	10,577	12,610
EPS (人民币, 基本)	1.45	1.17	1.63	1.87	2.28

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	3.55	7.51	12.80	15.47	12.29
营业利润	9.39	(7.69)	36.64	14.65	22.66
归属母公司净利润	17.51	(19.06)	39.04	14.75	22.12
获利能力 (%)					
毛利率	19.40	18.04	20.46	20.40	21.59
净利率	12.79	9.90	12.85	12.77	13.96
ROE	23.41	17.76	23.35	23.00	24.14
ROIC	22.93	18.46	27.42	33.40	47.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.07	60.93	55.69	49.43	44.49
净负债比率 (%)	70.31	86.26	57.82	36.77	15.56
流动比率	0.80	0.74	0.84	0.97	1.16
速动比率	0.42	0.42	0.47	0.59	0.77
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.82	0.88	0.94	0.97
应收账款周转率	144.51	186.48	186.48	186.48	186.48
应付账款周转率	15.56	14.96	14.96	14.96	14.96
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.17	1.63	1.87	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	4.30	2.62	3.86	3.92	5.05
每股净资产(最新摊薄)	6.77	6.41	7.53	8.71	10.19
估值比率					
PE (倍)	12.16	15.03	10.81	9.42	7.71
PB (倍)	2.60	2.75	2.33	2.02	1.73
EV EBITDA (倍)	7.31	8.59	6.78	5.98	4.85

免责声明

分析师声明

本人, 李斌、马晓晨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 西部矿业（601168 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 西部矿业（601168 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司