

西部矿业 (601168.SH)

优于大市

铜矿版块量价齐增，玉龙三期项目正在推进

核心观点

2024H1 公司业绩同比增长 7.6%。2024H1 实现营收 249.8 亿元 (+10.1%)，归母净利润 16.2 亿元 (+7.6%)，扣非归母净利润 16.8 亿元 (+12.6%)，经营性净现金流 50.4 亿元 (+104%)。其中 2024Q2 营业收入 140 亿元 (同比+26%，环比+28%)，归母净利润 8.8 亿元 (同比+6.9%，环比+19.9%)，扣非归母净利润 11.6 亿元 (同比+41.8%，环比+9.4%)。其中公司持股比例 58%的玉龙铜业上半年净利润 25.48 亿元，归母利润 14.8 亿元，是公司盈利的主要来源。

玉龙铜矿：2023 年玉龙铜矿进行选厂改扩建工程，影响正常生产，2023H1 产量 5.3 万吨，2023 年全年产量 11.5 万吨。改扩建工程已于去年 11 月完工，预计今年产量 14-14.5 万吨。2024H1 铜价高涨，玉龙铜矿入选品位提升，铜矿产量达到 8.5 万吨，同比增速达 42%。由于铜钼伴生，今年上半年钼产量也达到了 1926 吨，同比增速 38%。同比减利的因素一是钼价下跌，2024H1 钼均价 34.9 万元/吨，比 2023 上半年 41 万元/吨有所下降，二是产生了 1.68 亿元的罚款。玉龙铜矿三期项目在按计划开展前期手续办理工作，建成后年采选规模从 2280 万吨增加到 3000 万吨，铜金属产量从 15 万吨增加到 20 万吨。

风险提示：产能释放低于预期，金属价格下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假定 2024-2026 年国内阴极铜现货年均价均为 75000 元/吨（原假设值 69000 元/吨），锌锭现货年均价均为 22500 元/吨（原假设值 22000 元/吨），铅锭现货均价为 17000/16000/16000 元/吨（原假设值为 15500 元/吨），铅精矿加工费 1000 元/吨，锌精矿加工费 3000 元/吨（原假设值 4000 元/吨），铜精矿计价系数 91%。预计公司 2024-2026 年营收分别为 479/507/536 亿元，同比增速 12.2%/5.8%/5.5%，归母净利润分别为 32.75/44.39/52.48 亿元（原预测值 33.45/39.22/46.48 亿元），同比增速 17.4%/35.5%/18.2%；摊薄 EPS 分别为 1.37/1.86/2.20 元，当前股价对应 PE 分别为 11.1/8.2/6.9X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿即将进行三期扩建，铜矿产量增长 1/3，充分受益于铜价景气周期，公司利润也将显著增厚，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,762	42,748	47,944	50,745	53,561
(+/-%)	3.5%	7.5%	12.2%	5.8%	5.5%
净利润(百万元)	3446	2789	3275	4439	5248
(+/-%)	17.5%	-19.1%	17.4%	35.5%	18.2%
每股收益(元)	1.45	1.17	1.37	1.86	2.20
EBIT Margin	14.5%	12.8%	15.9%	17.3%	19.2%
净资产收益率 (ROE)	21.3%	18.3%	19.4%	23.2%	24.1%
市盈率 (PE)	10.6	13.1	11.1	8.2	6.9
EV/EBITDA	9.2	9.1	6.8	6.0	5.3
市净率 (PB)	2.26	2.38	2.15	1.90	1.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

有色金属 · 工业金属

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
 证券分析师：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.28 元
总市值/流通市值	36412/36412 百万元
52 周最高价/最低价	22.22/11.53 元
近 3 个月日均成交额	662.35 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《西部矿业 (601168.SH) - 铜矿业务盈利稳健，采选规模继续扩张》——2024-03-20
- 《西部矿业 (601168.SH) - 资产报废处置拖累业绩，玉龙铜矿选厂扩建项目投产在即》——2023-10-24
- 《西部矿业 (601168.SH) - 主力矿山盈利能力稳健，玉龙铜矿选厂扩建顺利》——2023-08-01
- 《西部矿业 (601168.SH) - 盐湖提锂贡献业绩，高分红比例回报全体股东》——2023-03-27
- 《西部矿业 (601168.SH) - 铜价下跌拖累业绩，盐湖提锂释放利润》——2022-10-24

2024H1 公司业绩同比增长 7.6%。2024H1 实现营收 249.8 亿元 (+10.1%)，归母净利润 16.2 亿元 (+7.6%)，扣非归母净利润 16.8 亿元 (+12.6%)，经营性净现金流 50.4 亿元 (+104%)。其中 2024Q2 营业收入 140 亿元 (同比+26%，环比+28%)，归母净利润 8.8 亿元 (同比+6.9%，环比+19.9%)，扣非归母净利润 11.6 亿元 (同比+41.8%，环比+9.4%)。其中公司持股比例 58%的玉龙铜业上半年净利润 25.48 亿元，归母利润 14.8 亿元，是公司盈利的主要来源。

◆ 铜矿：量价齐增，玉龙铜矿净利润同比增长 51%

玉龙铜矿：自 2023 年以来 6 个季度，国内铜价震荡 5 个季度后在 2024Q2 突然暴涨。产量方面，2023 年玉龙铜矿进行选厂改扩建工程，影响正常生产，2023H1 产量 5.3 万吨，2023 年全年产量 11.5 万吨。改扩建工程已于去年 11 月完工，预计今年产量 14-14.5 万吨。2024H1 铜价高涨，玉龙铜矿入选品位提升，铜矿产量达到 8.5 万吨，同比增速达 42%。由于铜钼伴生，今年上半年钼产量也达到了 1926 吨，同比增速 38%。同比减利的因素一是钼价下跌，2024H1 钼均价 34.9 万元/吨，比 2023H1 41 万元/吨有所下降，二是产生了 1.68 亿元的罚款。

半年报中还提到，玉龙铜业按计划开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作，目前已完成《三期工程开发利用方案》等九项报告编制并取得评审意见。即公司证载采选规模将从当前 2280 万吨/年，提升到 3000 万吨/年，粗略推算年产铜金属量从 15 万吨增加到 20 万吨。

获各琦铜矿：获各琦铜矿近几年铜年产量稳定在 1.5 万吨左右，2024H1 西部铜业净利润 1.76 亿元，同比增长 3.5%。今年西部铜业的重点项目是“西部铜业多金属选矿（二选）技改工程”，铅锌选矿处理能力将从 60 万吨增加到 150 万吨/年，即获各琦铜矿副产的铅锌年产量将从 2.5 万吨增加到 4.1 万吨左右。

◆ 铅锌矿：受益于精矿加工费下跌和铅价上涨

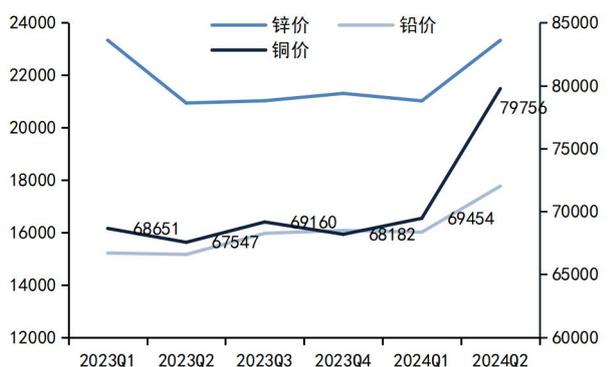
2024H1 锌价与去年同期基本持平，都在 22000 元/吨附近，但是锌精矿加工费从 2023H1 均价 5300 元/吨下降到 2024H1 的 3400 元/吨，今年 7 月份以后更是跌到 2500 元/吨以下的历史低位。铅价变动较大，从 2023H1 均价 15200 元/吨上涨到 2024H1 均价 16900 元/吨，且铅精矿的加工费也在下滑。铅锌子公司层面，公司半年报仅披露了鑫源矿业的盈利情况，2024H1 鑫源矿业净利润 1.27 亿元，比去年同期增长 63%。

◆ 铜铅锌冶炼：加工费全线下跌，利润承压

今年上半年铜精矿加工费暴跌，铜冶炼企业利润普遍下滑，子公司青海铜业有 15 万吨铜冶炼产能，今年上半年电铜产量 8.5 万吨，净利润亏损 1.2 亿元，去年同期利润 1500 万元；另一家子公司西部铜材只有精炼产能，今年将产能从 5 万吨扩到 10 万吨，上半年基本盈亏平衡。

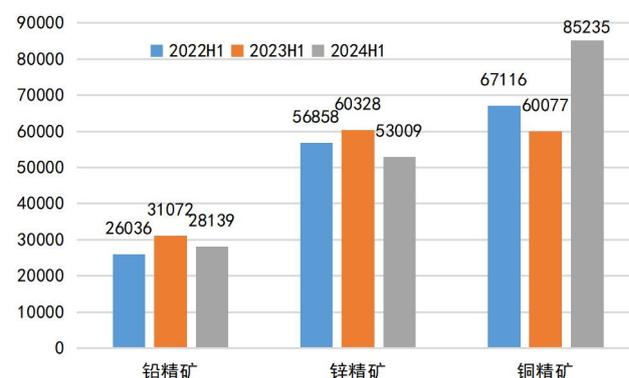
公司参股的东台锂资源公司上半年碳酸锂销量增幅较大，在碳酸锂价格同比下降 2/3 的情况下，营业收入同比增加了 22%。

图1: 铜铅锌季度均价 (单位: 元/吨)



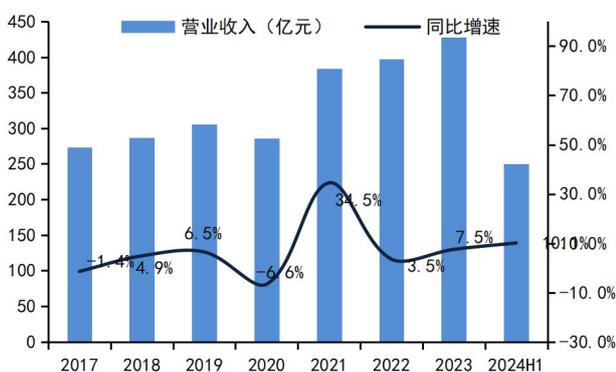
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2024H1 公司主要产品产量 (吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 西部矿业营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



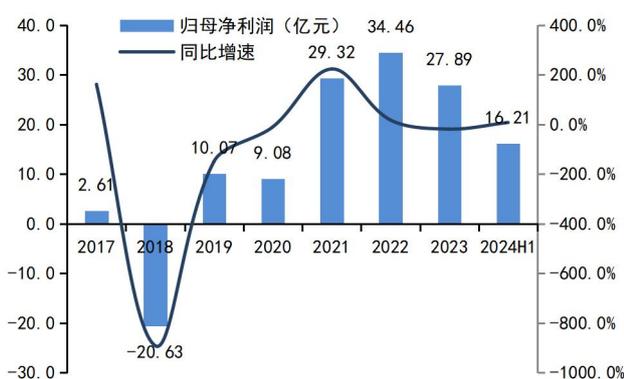
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 西部矿业单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 西部矿业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



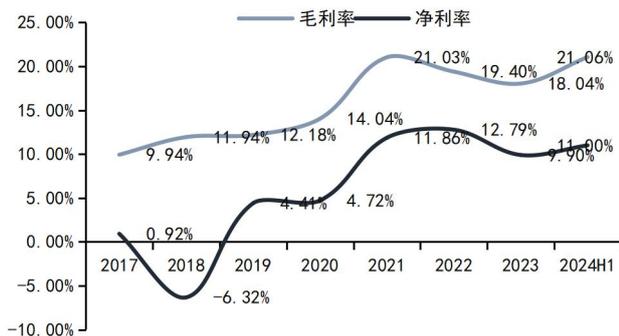
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 西部矿业单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



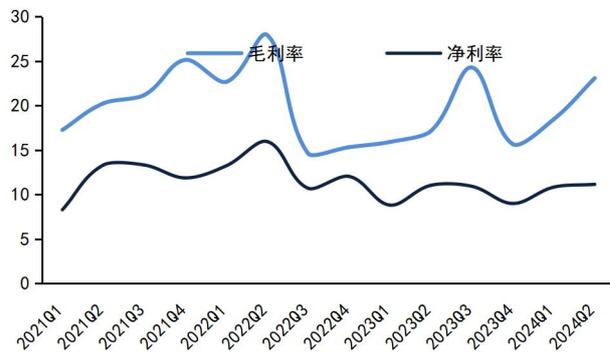
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：西部矿业毛利率、净利率变化情况



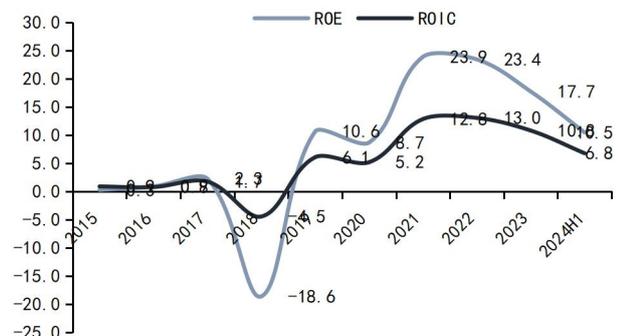
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：西部矿业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



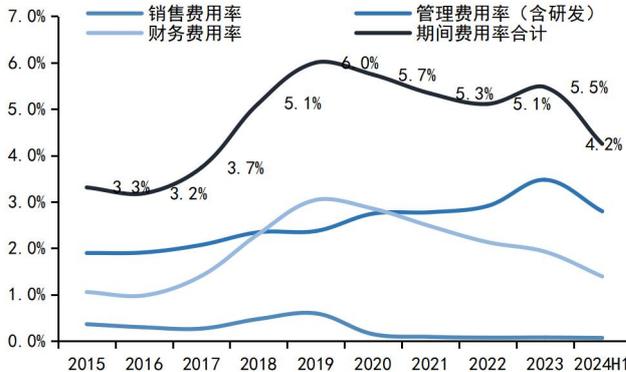
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：西部矿业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

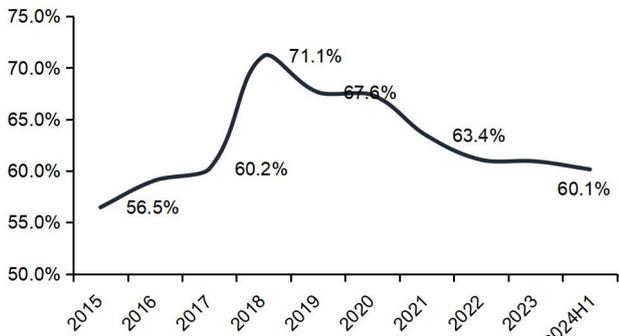
图10：西部矿业期间费用率变化 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率和财务费用平稳。截至 2024 年 6 月末，公司资产负债率 60.1%，稳中有降；截至 2024 年 6 月末公司带息债务 239 亿元，上半年财务费用 3.5 亿元，于去年同期基本持平。

图11：西部矿业资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：西部矿业经营性净现金流 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：参照年初以来主要有色金属价格走势，假定 2024-2026 年国内阴极铜现货年均价均为 75000 元/吨(原假设值 69000 元/吨)，锌锭现货年均价均为 22500

元/吨（原假设值 22000 元/吨），铅锭现货均价为 17000/16000/16000 元/吨（原假设值为 15500 元/吨），铅精矿加工费 1000 元/吨，锌精矿加工费 3000 元/吨（原假设值 4000 元/吨），铜精矿计价系数 91%。预计公司 2024-2026 年营收分别为 479/507/536 亿元，同比增速 12.2%/5.8%/5.5%，归母净利润分别为 32.75/44.39/52.48 亿元（原预测值 33.45/39.22/46.48 亿元），同比增速 17.4%/35.5%/18.2%；摊薄 EPS 分别为 1.37/1.86/2.20 元，当前股价对应 PE 分别为 11.1/8.2/6.9X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿即将进行三期扩建，铜矿产量增长 1/3，充分受益于铜价景气周期，公司利润也将显著增厚，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6522	5436	7902	11823	16737	营业收入	39762	42748	47944	50745	53561
应收款项	982	886	994	1291	1363	营业成本	32048	35036	37784	39269	40450
存货净额	3465	3162	3359	3481	3582	营业税金及附加	768	739	829	878	927
其他流动资产	3839	1773	1988	2104	2221	销售费用	28	32	36	38	40
流动资产合计	15602	11410	14395	18853	24056	管理费用	764	911	1022	1081	1141
固定资产	22428	24354	24745	24129	23373	研发费用	393	574	644	682	719
无形资产及其他	6191	6421	6165	5910	5654	财务费用	846	822	922	976	1030
投资性房地产	3927	5513	5513	5513	5513	投资收益	650	322	(100)	155	155
长期股权投资	4668	4369	4363	4358	4352	资产减值及公允价值变动	(99)	18	(200)	0	0
资产总计	52817	52067	55182	58761	62948	其他收入	(349)	(462)	(644)	(682)	(719)
短期借款及交易性金融负债	10229	8477	8477	8477	8477	营业利润	5509	5085	6407	7976	9409
应付款项	3717	2915	3096	3209	3302	营业外净收支	153	(366)	(170)	0	0
其他流动负债	5490	3957	4248	4406	4537	利润总额	5662	4719	6237	7976	9409
流动负债合计	19436	15349	15822	16093	16317	所得税费用	578	486	642	821	969
长期借款及应付债券	9951	13595	13595	13595	13595	少数股东损益	1638	1444	2320	2715	3192
其他长期负债	2871	2779	2880	2869	2868	归属于母公司净利润	3446	2789	3275	4439	5248
长期负债合计	12822	16374	16476	16464	16463	现金流量表 (百万元)					
负债合计	32258	31723	32297	32556	32780	净利润	3446	2789	3275	4439	5248
少数股东权益	4415	5075	6235	7593	9189	资产减值准备	158	(163)	4	(1)	(2)
股东权益	16144	15268	16906	19125	21749	折旧摊销	1715	2012	2405	2617	2757
负债和股东权益总计	52817	52067	55438	59275	63719	公允价值变动损失	99	(18)	200	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	846	822	922	976	1030
每股收益	1.45	1.17	1.37	1.86	2.20	营运资本变动	2784	(1712)	58	(278)	(68)
每股红利	1.12	2.05	0.69	0.93	1.10	其它	217	(918)	1156	1359	1598
每股净资产	6.77	6.41	7.09	8.03	9.13	经营活动现金流	8418	1991	7099	8137	9533
ROIC	13%	12%	16%	20%	24%	资本开支	0	(3467)	(3001)	(2001)	(2001)
ROE	21%	18%	19%	23%	24%	其它投资现金流	526	642	0	0	0
毛利率	19%	18%	21%	23%	24%	投资活动现金流	(3084)	(2526)	(2995)	(1995)	(1995)
EBIT Margin	14%	13%	16%	17%	19%	权益性融资	14	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	17%	21%	22%	24%	负债净变化	(1383)	3645	0	0	0
收入增长	4%	8%	12%	6%	6%	支付股利、利息	(2658)	(4878)	(1638)	(2220)	(2624)
净利润增长率	18%	-19%	17%	36%	18%	其它融资现金流	2898	1916	0	0	0
资产负债率	69%	71%	70%	68%	66%	融资活动现金流	(5168)	(551)	(1638)	(2220)	(2624)
息率	7.3%	13.4%	4.5%	6.1%	7.2%	现金净变动	167	(1086)	2466	3921	4914
P/E	10.6	13.1	11.1	8.2	6.9	货币资金的期初余额	6355	6522	5436	7902	11823
P/B	2.3	2.4	2.2	1.9	1.7	货币资金的期末余额	6522	5436	7902	11823	16737
EV/EBITDA	9.2	9.1	6.8	6.0	5.3	企业自由现金流	0	1728	6307	8230	9913
						权益自由现金流	0	7288	5748	7743	9525

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032