

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	15.87
总股本/流通股本(亿股)	23.83 / 23.83
总市值/流通市值(亿元)	378 / 378
52周内最高/最低价	21.46 / 11.78
资产负债率(%)	60.9%
市盈率	13.56
第一大股东	西部矿业集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 魏欣
SAC 登记编号: S1340524070001
Email: weixin@cnpsec.com

西部矿业(601168)

玉龙铜矿如期放量，减值等因素影响业绩释放

● 投资要点

事件：公司发布 2024 年度半年报，报告期内公司实现营业收入 249.77 亿元，同比增长 10.11%，实现归属于上市公司股东的净利润 16.21 亿元，同比增长 7.55%，实现扣非归母净利润 16.76 亿元，同比增长 12.61%。Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 140.03/8.84/9.60 亿元，同比增长 26.04%/6.89%/17.50%，环比增长 27.60%/19.95%/34.27%。公司业绩增长主要由于 24H1 铜精矿量价齐升。

量：24H1 铜精矿产量为 85235 吨，同比增长 41.88%，计划完成率达 112%。其他金属方面，锌精矿/铅精矿/钼精矿/铁精粉产量分别为 5.30/2.81/0.19/64.23 万吨，同比-12%/-9%/+39%/+17%，计划完成率为 105%/121%/101%/96%。

价：24H1 现货铜价格环比上涨 14.79%，同比上涨 18.04%，锌/铅/钼/铁矿石价格同比上涨 11.48%/17.52%/6.44%/2.27%。

套保、减值、罚款等因素影响公司损益。公司上半年计提投资收益损失 2.41 亿元，或由于套保造成损失；资产减值损失计提 2.33 亿元，或由于双利矿业二号铁矿露转地改扩建工程等计提减值；营业外支出计提 1.79 亿元或为罚款等一次性支出。

玉龙铜业贡献公司利润的 90%以上。分公司看，玉龙铜业是公司主要利润来源，24H1 实现净利润 25.48 亿元，贡献归母净利润 14.78 亿元，占公司归母净利润的 91.18%。西部铜业贡献归母净利润 1.76 亿元，在建多金属选矿（二选）技改工程建成后，铅锌选矿处理能力将达到 150 万吨/年；鑫源矿业贡献归母净利润 0.97 亿元，主要受益于铅锌价格上涨；西部铜材、青海铜业两家铜冶炼公司实现净利润 36/-11951 万元，或由于冶炼业务整体承压及套保业务影响，目前西部铜材节能环保升级改造项目进入冲刺阶段，建成后将增加 10 万吨电解铜产能。

玉龙技改如期放量，三期保证未来增长。2024 年受益于玉龙一二期选厂扩建，矿石处理能力由 1989 提升至 2280 万吨/年，全年铜精矿计划产出 158715 金属吨，目前玉龙铜业按计划开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作，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，按比例测算预计三期投产后公司铜精矿产能可从目前的 16 万吨/年左右扩至 21 万吨/年，保证未来增长。

投资建议：考虑到公司 2024 年玉龙铜业如期放量，实际产出高于年初计划，叠加美联储或于下半年进入降息周期，铜价下半年均价或仍维持高位，预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 498.97/516.67/559.76 亿元，分别同比变化 16.72%/3.55%/8.34%；

归母净利润分别为 37.00/38.44/47.85 亿元，分别同比增长 32.64%/3.89%/24.49%，对应 EPS 分别为 1.55/1.61/2.01 元。

以 2024 年 7 月 29 日收盘价为基准，2024-2026 年对应 PE 分别为 10.22/9.84/7.90 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示：

铜价波动风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	42748	49897	51667	55976
增长率(%)	6.24	16.72	3.55	8.34
EBITDA（百万元）	7637.06	8246.74	8570.98	10023.99
归属母公司净利润（百万元）	2789.28	3699.64	3843.53	4784.68
增长率(%)	-18.38	32.64	3.89	24.49
EPS(元/股)	1.17	1.55	1.61	2.01
市盈率(P/E)	13.56	10.22	9.84	7.90
市净率(P/B)	2.48	1.99	1.65	1.37
EV/EBITDA	6.74	7.12	6.03	4.37

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	42748	49897	51667	55976	营业收入	6.2%	16.7%	3.5%	8.3%
营业成本	35036	40477	41725	44226	营业利润	-6.8%	30.1%	-1.7%	24.5%
税金及附加	739	954	894	968	归属于母公司净利润	-18.4%	32.6%	3.9%	24.5%
销售费用	32	35	38	42	获利能力				
管理费用	911	973	1101	1193	毛利率	18.0%	18.9%	19.2%	21.0%
研发费用	574	497	694	752	净利率	6.5%	7.4%	7.4%	8.5%
财务费用	822	357	436	295	ROE	18.3%	19.5%	16.8%	17.3%
资产减值损失	-55	233	0	0	ROIC	11.4%	12.3%	11.5%	12.2%
营业利润	5085	6617	6503	8095	偿债能力				
营业外收入	22	0	0	0	资产负债率	60.9%	65.6%	61.2%	57.0%
营业外支出	388	358	0	0	流动比率	0.74	1.11	1.32	1.56
利润总额	4719	6260	6503	8095	营运能力				
所得税	486	645	670	834	应收账款周转率	175.15	5.38	2.78	2.84
净利润	4233	5615	5833	7262	存货周转率	12.79	6.54	4.21	4.36
归母净利润	2789	3700	3844	4785	总资产周转率	0.81	0.78	0.66	0.65
每股收益(元)	1.17	1.55	1.61	2.01	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.17	1.55	1.61	2.01
货币资金	5436	1506	8582	16456	每股净资产	6.41	7.98	9.59	11.60
交易性金融资产	13	25	24	48	估值比率				
应收票据及应收账款	639	18721	19385	21002	PE	13.56	10.22	9.84	7.90
预付款项	66	830	856	907	PB	2.48	1.99	1.65	1.37
存货	3162	12086	12459	13205	现金流量表				
流动资产合计	11410	36742	44933	55376	净利润	4233	5615	5833	7262
固定资产	22595	21243	19655	18065	折旧和摊销	2124	1630	1632	1634
在建工程	1759	1734	1710	1686	营运资本变动	-962	-10567	-370	-978
无形资产	6421	6421	6421	6421	其他	844	880	766	872
非流动资产合计	40657	38819	37207	35593	经营活动现金流净额	6239	-2442	7861	8789
资产总计	52067	75561	82140	90969	资本开支	-2879	-376	-17	-20
短期借款	5667	5667	5667	5667	其他	-193	-229	-301	-430
应付票据及应付账款	2915	15627	16108	17074	投资活动现金流净额	-3072	-604	-319	-450
其他流动负债	6767	11892	12156	12757	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	15349	33185	33931	35498	债务融资	1615	-487	0	0
其他	16374	16366	16366	16366	其他	-5283	-399	-466	-466
非流动负债合计	16374	16366	16366	16366	筹资活动现金流净额	-3668	-886	-466	-466
负债合计	31723	49551	50297	51864	现金及现金等价物净增加额	-499	-3930	7076	7874
股本	2383	2383	2383	2383					
资本公积金	4981	4981	4981	4981					
未分配利润	6561	9709	12976	17043					
少数股东权益	5075	6991	8981	11458					
其他	1344	1947	2523	3241					
所有者权益合计	20344	26010	31843	39105					
负债和所有者权益总计	52067	75561	82140	90969					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048