



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：15.87

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

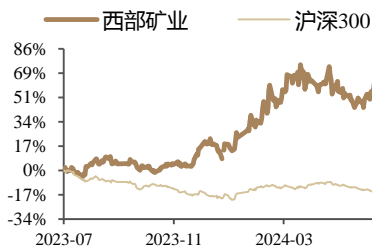
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.59	-17.53	-20.97
相对涨幅(%)	-9.54	-11.48	-15.57

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《西部矿业(601168.SH)：玉龙铜矿发力改扩建，西部矿业龙头腾飞》，2024.4.2

西部矿业(601168.SH)：铜矿量价齐升，玉龙三期扩能项目推进

投资要点

- 事件：公司发布2024年半年报。**2024年H1公司实现营业收入249.8亿元，同比+10.1%，实现利润总额31.6亿元，同比+26.4%，实现净利润27.5亿元，其中归母净利16.2亿元，同比+7.6%。**增长的主要原因系铜精矿产量、价格同比分别增长42%、13%。**其中，2024Q2单季度实现营业收入140.0亿元，同比+26.0%，环比+27.6%；归母净利8.8亿元，同比+6.9%，环比+19.9%。
- 资产减值损失及投资亏损拖累净利。**2024年H1公司固定资产减值损失发生额为1.9亿元，主要系西豫金属、双利矿业部分老旧资产因项目升级改造，相关资产组的预计未来现金流量的现值低于账面价值，对部分固定资产计提减值准备。此外，公司交易性金融资产实现投资收益-2.9亿元，对利润形成拖累。
- 主要产品产量大多超额完成。**公司2024年上半年生产铜精矿8.5万金属吨，同比+42%，计划完成率112%；分别生产锌、铅、钼精矿5.3万、2.8万、1926金属吨，计划完成率分别为105%、121%、101%；生产铁精粉64.2万吨，同比+17%，计划完成率96%，主要系计划性停产导致；生产精矿含银101千克，计划完成率86%，主要系原矿品位低于计划指标导致；生产精矿含银69.3吨，同比+14%，计划完成率118%；生产锌锭6.1万吨，同比+6%，计划完成率103%；生产电解铜（含湿法铜）12.2万吨，同比+44%，计划完成率126%；生产高纯氢氧化镁5.9万吨，完成计划的58.92%。
- 沪铜价格创历史新高后小幅回落，长江有色铜价同比+9.7%。**Q1铜矿供应逐渐趋紧，后续极低的加工费导致国内冶炼厂减产预期发酵支撑铜价，铜价一路走高。5月中旬COMEX铜挤仓事件使国内铜价创历史新高。5月下旬美国降息预期延后、挤仓风险平息、国内铜超季节性累库，铜价高位回落。价格方面，2024H1长江有色铜均价为74600元/吨，同比+9.7%；2024H1长江有色锌均价为22193元/吨，同比+0.2%；2024H1长江有色铅均价为17027元/吨，同比+11.7%。
- 玉龙铜业三期工程推进，增长前景可期。**2024年上半年，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。双利矿业二号铁矿露天改扩建设工程总体施工形象进度与计划进度持平，正在持续推进。西部铜业多金属选矿（二选）技改工程建成后，铅锌选矿处理能力将达到150万吨/年；西部铜材节能环保升级改造项目正按照既定时间节点向前推进，目前项目建设已进入冲刺阶段，项目建成后将增加10万吨电解铜产能。
- 盈利预测。**产量方面，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，三期扩能项目可期。价格方面，我们预计2024-2026年铜价受益于降息预期，平均价维持在7.2万元/吨。根据上述量价预测，我们预计公司2024-2026年实现营收分别为475.5/499.6/500.5亿元；实现归母净利34.9/38.3/39.8亿元，同比增速分别为25.1%、9.8%、4.0%，实现EPS分别为1.46/1.61/1.67元。截至2024年7月29日收盘，公司市值对应2024-2026年PE分别为10.8x、9.9x、9.5x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新项目爬产能力不及预期；事故影响矿山生产；金属价格大幅下降。

股票数据

总股本(百万股):	2,383.00
流通 A 股(百万股):	2,383.00
52 周内股价区间(元):	11.55-21.38
总市值(百万元):	37,818.21
总资产(百万元):	52,741.43
每股净资产(元):	6.61

资料来源: 公司公告

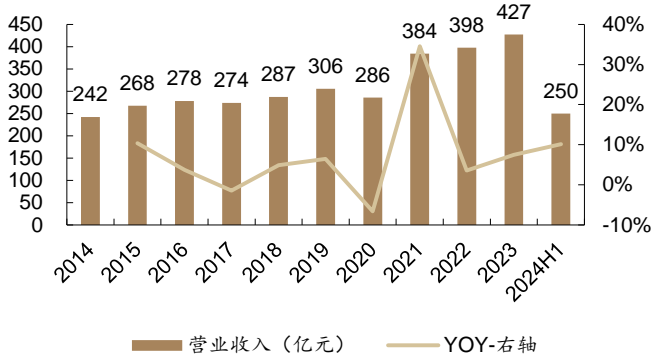
主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,238	42,748	47,545	49,962	50,049
(+/-)YOY(%)	4.5%	6.2%	11.2%	5.1%	0.2%
净利润(百万元)	3,417	2,789	3,489	3,830	3,983
(+/-)YOY(%)	16.6%	-18.4%	25.1%	9.8%	4.0%
全面摊薄 EPS(元)	1.43	1.17	1.46	1.61	1.67
毛利率(%)	19.1%	18.0%	18.2%	19.2%	19.5%
净资产收益率(%)	21.1%	18.3%	19.1%	17.7%	16.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

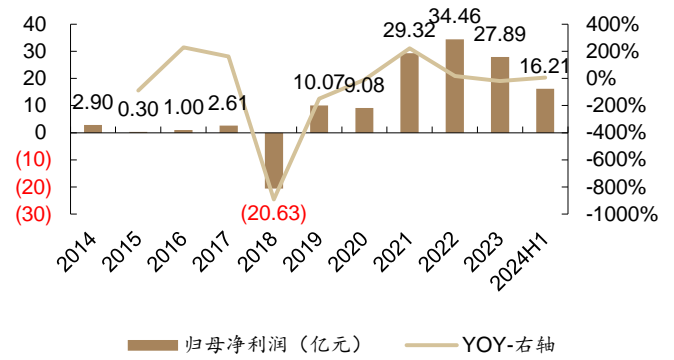
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入及增速



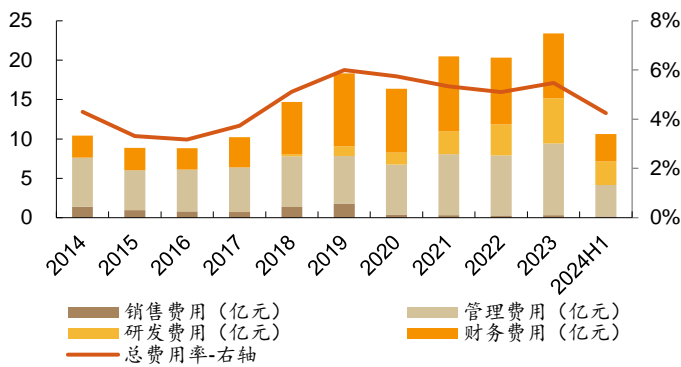
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润及增速



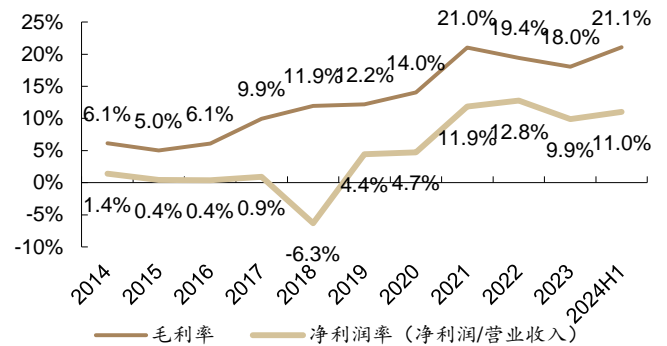
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司期间费用及期间费用率



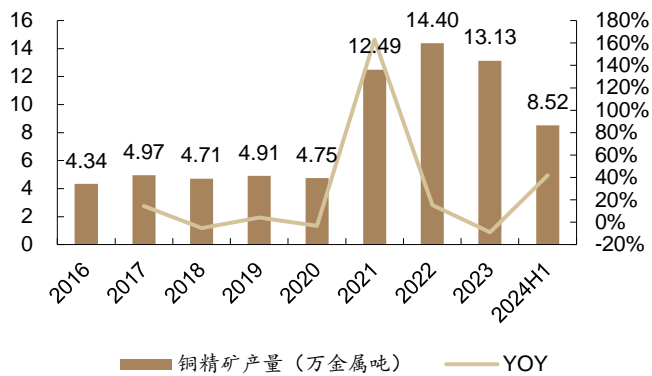
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所
注: 2017 年及之前的管理费用包含研发费用

图 4: 公司毛利率和净利率



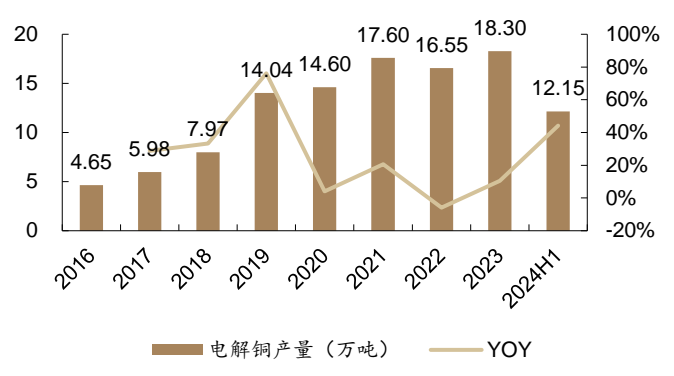
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 公司铜精矿产量及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司电解铜产量及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.17	1.46	1.61	1.67
每股净资产	6.41	7.67	9.08	10.45
每股经营现金流	2.62	3.18	3.97	3.27
每股股利	0.50	0.20	0.20	0.30
价值评估(倍)				
P/E	12.20	10.84	9.87	9.50
P/B	2.23	2.07	1.75	1.52
P/S	0.88	0.80	0.76	0.76
EV/EBITDA	6.74	6.31	5.08	4.55
股息率%	3.5%	1.3%	1.3%	1.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.0%	18.2%	19.2%	19.5%
净利润率	9.9%	11.1%	11.8%	12.2%
净资产收益率	18.3%	19.1%	17.7%	16.0%
资产回报率	5.4%	5.9%	5.9%	5.6%
投资回报率	11.4%	11.7%	11.7%	10.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.2%	11.2%	5.1%	0.2%
EBIT 增长率	-4.0%	14.7%	11.9%	2.7%
净利润增长率	-18.4%	25.1%	9.8%	4.0%
偿债能力指标				
资产负债率	60.9%	57.5%	52.6%	49.2%
流动比率	0.7	1.0	1.3	1.6
速动比率	0.4	0.6	1.0	1.2
现金比率	0.4	0.5	0.9	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.1	2.3	2.2	2.3
存货周转天数	34.3	35.8	35.1	35.4
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	1.9	2.0	2.1	2.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,789	3,489	3,830	3,983
少数股东损益	1,444	1,797	2,062	2,145
非现金支出	2,153	1,931	2,108	2,177
非经营收益	815	473	579	555
营运资金变动	-962	-121	875	-1,076
经营活动现金流	6,239	7,569	9,455	7,783
资产	-2,879	-3,386	-2,970	-2,877
投资	-1,045	0	0	0
其他	852	564	485	540
投资活动现金流	-3,072	-2,822	-2,485	-2,337
债权募资	1,615	500	500	500
股权募资	0	0	0	0
其他	-5,283	-1,526	-1,556	-1,824
融资活动现金流	-3,668	-1,026	-1,056	-1,324
现金净流量	-499	3,721	5,914	4,121

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 29 日
 资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42,748	47,545	49,962	50,049
营业成本	35,036	38,875	40,385	40,295
毛利率%	18.0%	18.2%	19.2%	19.5%
营业税金及附加	739	866	887	900
营业税金率%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	32	34	37	36
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	911	970	1,042	1,033
管理费用率%	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%
研发费用	574	556	628	607
研发费用率%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%
EBIT	5,513	6,322	7,075	7,265
财务费用	822	1,006	1,006	989
财务费用率%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%
资产减值损失	-55	0	0	0
投资收益	322	564	485	540
营业利润	5,085	5,878	6,552	6,814
营业外收支	-366	15	17	17
利润总额	4,719	5,893	6,569	6,831
EBITDA	7,637	8,253	9,183	9,442
所得税	486	607	677	704
有效所得税率%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
少数股东损益	1,444	1,797	2,062	2,145
归属母公司所有者净利润	2,789	3,489	3,830	3,983

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,436	9,157	15,071	19,193
应收账款及应收票据	639	768	673	789
存货	3,162	4,563	3,303	4,625
其它流动资产	2,173	2,581	2,420	2,520
流动资产合计	11,410	17,069	21,467	27,127
长期股权投资	4,369	4,369	4,369	4,369
固定资产	22,595	23,404	24,201	24,810
在建工程	1,759	2,175	2,019	1,886
无形资产	6,421	6,663	6,900	7,139
非流动资产合计	40,657	42,125	43,002	43,717
资产总计	52,067	59,194	64,468	70,843
短期借款	5,667	5,667	5,667	5,667
应付票据及应付账款	2,915	3,975	3,477	3,812
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,767	7,525	7,382	7,509
流动负债合计	15,349	17,167	16,526	16,988
长期借款	13,595	14,095	14,595	15,095
其它长期负债	2,779	2,779	2,779	2,779
非流动负债合计	16,374	16,874	17,374	17,874
负债总计	31,723	34,041	33,900	34,862
实收资本	2,383	2,383	2,383	2,383
普通股股东权益	15,268	18,280	21,634	24,902
少数股东权益	5,075	6,873	8,935	11,080
负债和所有者权益合计	52,067	59,194	64,468	70,843

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。