

业绩充分释放，项目扩建持续推进

2024 年 10 月 19 日

► **事件：公司发布 2024 年三季度报。**2024 年前三季度，公司实现营收 367.25 亿元，同比增长 13.93%；实现归母净利润 27.32 亿元，同比增长 24.33%；实现扣非归母净利润为 27.66 亿元，同比增长 17.84%。其中，2024Q3 实现营收 117.48 亿元，同比增加 23.02%、环比减少 16.11%；归母净利润 11.12 亿元，同比增长 60.91%、环比增长 25.81%；扣非归母净利润 10.90 亿元，同比增长 26.89%、环比增长 13.54%。

► **环比来看，2024Q3 公司归母净利润环比增长 2.3 亿元，其中毛利环比减少 2.5 亿元，但资产减值损失减少 2.4 亿元，营业外支出减少 1.7 亿元，投资收益增加 2.86 亿，从而实现增利。**①毛利环比降低主要由于价格方面，Q3 含税铜价环比降低 6.1%至 7.52 万元/吨，铅锌价格环比基本持平，量方面，玉龙铜矿 Q3 实现权益产量 2.72 万吨，环比增长 9.5%，同比增长 57.69%。②投资收益增加，或为本期消除了前期套保浮亏的不利影响。③资产减值损失减少 2.4 亿元，主要为本期无重大减值事项，而 Q2 或存在部分项目如西豫金属（已更名为稀贵金属）等项目发生较大减值。④营业外支出减少 1.7 亿元，主要为本期未产生重大罚款和违约金，消除了 Q2 的不利影响。

► **同比来看，2024Q3 公司归母净利润同比增长 4.21 亿元，主要是毛利同比增长 6.59 亿元，营业外利润增加 3.45 亿元，少数股东权益增加 4.35 亿元。**①毛利同比增长主要是公司产品量价齐升，其中 Q3 铜/铅/锌价同比增长 9.5%/10.9%/13.2%；量方面则主要为玉龙一二期技改投产实现铜产量的同比大幅增长。②营业外利润同比增加由于 23Q3 产生 3.46 亿元营业外支出，而本期无重大营业外支出。

► **扩建项目持续推进，冶炼端盈利有望改善：**①**矿山方面**，玉龙铜业按计划开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作。铁矿方面，双利矿业二号铁矿露转地改扩建工程持续推进。铅锌方面，10 月 15 日，西部铜业多金属选矿（二选）技改工程项目成功试生产，铅锌选矿处理能力将达到 150 万吨/年，年产铅精矿 4.14 万吨，锌精矿 5.74 万吨。②**多个冶炼项目竣工，盈利有望改善。**10 月 10 日西矿稀贵金属公司多金属资源综合循环利用及环保升级改造项目全面进入试生产阶段，项目建成后将拥有年产电铅 20 万吨、金锭 6 吨、银锭 430 吨的生产能力，同时高效回收铜、锌、镉、铋、锡等有色金属；10 月 18 日，西部铜材节能环保升级改造项目竣工试生产，电解铜产量将提升至 15 万吨/年。

► **盈利预测与投资建议：**公司获各琦铜矿贡献稳定产量，玉龙铜矿一二期技改贡献增量，多个扩建项目持续推进中。随着公司新建项目的逐步投产，我们预计 2024-2026 年公司将实现归母净利润 37.31 亿元、42.63 亿元、49.38 亿元，对应 10 月 18 日收盘价的 PE 为 11x、10x 和 8x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进度不及预期，分红比例下调，铜铅锌锂等金属价格下跌等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	42,748	48,846	50,216	53,840
增长率 (%)	6.2	14.3	2.8	7.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,789	3,731	4,263	4,938
增长率 (%)	-18.4	33.7	14.3	15.8
每股收益 (元)	1.17	1.57	1.79	2.07
PE	15	11	10	8
PB	2.7	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.40 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

- 西部矿业 (601168.SH) 动态报告：业绩稳健增长，期待玉龙三期扩产-2024/07/28
- 西部矿业 (601168.SH) 2024 年一季报点评：业绩稳步释放，期待玉龙技改项目满产-2024/04/20
- 西部矿业 (601168.SH) 2023 年年报点评：Q4 业绩略低于预期，期待玉龙扩建放量-2024/03/17
- 西部矿业 (601168.SH) 动态报告：Q3 扣非归母净利润稳中有增，玉龙技改圆满投产-2023/11/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42,748	48,846	50,216	53,840
营业成本	35,036	38,544	39,300	40,755
营业税金及附加	739	879	904	969
销售费用	32	39	38	42
管理费用	911	1,026	1,055	1,131
研发费用	574	586	603	646
EBIT	5,513	7,772	8,317	10,298
财务费用	822	776	735	765
资产减值损失	-55	-241	-24	-8
投资收益	322	-195	251	269
营业利润	5,085	6,657	7,904	9,899
营业外收支	-366	-135	0	0
利润总额	4,719	6,522	7,904	9,899
所得税	486	783	1,027	1,386
净利润	4,233	5,739	6,876	8,513
归属于母公司净利润	2,789	3,731	4,263	4,938
EBITDA	7,637	10,039	10,624	12,658

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,436	6,251	11,215	19,884
应收账款及票据	639	1,071	977	1,051
预付款项	66	141	137	134
存货	3,162	3,556	3,832	3,941
其他流动资产	2,107	2,763	2,578	2,643
流动资产合计	11,410	13,782	18,739	27,654
长期股权投资	4,369	4,369	4,369	4,369
固定资产	22,595	22,498	22,125	21,578
无形资产	6,421	6,663	6,903	7,142
非流动资产合计	40,657	40,155	39,285	38,383
资产合计	52,067	53,936	58,024	66,037
短期借款	5,667	1,246	0	0
应付账款及票据	2,915	3,723	3,754	3,823
其他流动负债	6,767	7,731	7,736	7,811
流动负债合计	15,349	12,699	11,490	11,635
长期借款	13,595	15,595	17,016	19,371
其他长期负债	2,779	2,560	2,560	2,560
非流动负债合计	16,374	18,155	19,575	21,930
负债合计	31,723	30,854	31,065	33,565
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	5,075	7,084	9,697	13,273
股东权益合计	20,344	23,083	26,959	32,472
负债和股东权益合计	52,067	53,936	58,024	66,037

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.24	14.26	2.81	7.22
EBIT 增长率	-4.01	40.98	7.02	23.82
净利润增长率	-18.38	33.74	14.28	15.82
盈利能力 (%)				
毛利率	18.04	21.09	21.74	24.30
净利润率	9.90	11.75	13.69	15.81
总资产收益率 ROA	5.36	6.92	7.35	7.48
净资产收益率 ROE	18.27	23.32	24.70	25.72
偿债能力				
流动比率	0.74	1.09	1.63	2.38
速动比率	0.52	0.78	1.27	2.01
现金比率	0.35	0.49	0.98	1.71
资产负债率 (%)	60.93	57.20	53.54	50.83
经营效率				
应收账款周转天数	2.48	2.00	2.13	2.14
存货周转天数	32.94	36.04	35.59	35.30
总资产周转率	0.82	0.91	0.87	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.57	1.79	2.07
每股净资产	6.41	6.71	7.24	8.06
每股经营现金流	2.62	3.90	4.10	4.76
每股股利	1.40	1.26	1.26	1.26
估值分析				
PE	15	11	10	8
PB	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	7.71	5.52	4.77	3.50
股息收益率 (%)	8.05	7.24	7.24	7.24

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,233	5,739	6,876	8,513
折旧和摊销	2,124	2,268	2,307	2,360
营运资金变动	-962	-95	40	-103
经营活动现金流	6,239	9,289	9,774	11,352
资本开支	-2,879	-1,891	-1,460	-1,467
投资	-1,045	2	2	2
投资活动现金流	-3,072	-2,084	-1,207	-1,196
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,615	-2,584	175	2,355
筹资活动现金流	-3,668	-6,390	-3,604	-1,487
现金净流量	-499	815	4,964	8,669

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026