

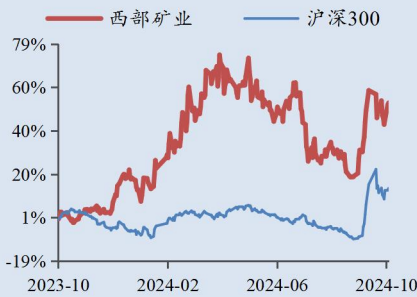
## 铜金属量价齐升，三季度业绩创新高

### ——西部矿业（601168.SH）2024年三季度报点评报告

#### 华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2024年10月22日

当前价格（元）	18.30
52周价格区间（元）	11.95-22.22
总市值（百万元）	43,608.90
流通市值（百万元）	43,608.90
总股本（万股）	238,300.00
流通股（万股）	238,300.00
近一月换手（%）	30.94

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzqgs.com

#### 相关阅读

#### 事件：

10月19日，公司发布2024年三季度报。前三季度，公司实现营业收入367.25亿元，同比增长13.93%，其中三季度收入117.48亿元，同比增长23.02%；前三季度实现归母净利润27.32亿元，同比增长24.33%，其中三季度归母净利润11.12亿元，同比增长60.91%。

#### 观点：

- **铜价年内创历史新高，三季度中枢继续向上。**前三季度，受全球范围内主要铜矿工人罢工、当地环保政策等事件冲击，铜上游矿端供应扰动增加，加剧了铜矿品位下降、开采成本升高的趋势。自2023年底以来，包括第一量子旗下Cobre Panama铜矿、英美联合、Codelco旗下Radomiro Tomic等多个主要铜矿宣布减产或停产，在供需失衡加剧预期下，铜价于2024年上半年创下历史新高，LME铜价突破11000美元/吨。国内铜价前三季度均价74840.28元/吨，同比上涨9.29%，虽然创新高后回落，但价格中枢依旧上抬，三季度均价75207.19元/吨，同比增长8.75%。
- **玉龙铜矿二期投产放量，贡献利润增量。**玉龙铜矿是我国境内超大型斑岩型矿床，公司持股比例58%，二期改扩建工程于2023年11月完成，矿石处理能力提升至2280万吨/年，大幅增加。玉龙铜矿2024年全年计划生产铜精矿15.87万吨，上半年生产铜精矿8.52万吨，完成计划112%，全年有望超额完成生产计划，贡献利润增量。目前玉龙铜矿正推进办理三期工程手续，三期改扩建工程完工达产后，采选规模将达3000万吨/年。
- **盈利预测及投资评级：**长周期来看，铜矿上游产能或持续保持紧张，在全球经济复苏背景下，铜价中枢有望保持高位、持续上涨，玉龙铜矿二期于2023年完成，2024年释放增量，带来较大利润弹性。同时，铅锌等主要品种价格中枢维持高位。我们预计2024-2026年公司分别实现归母净利润36.65亿元、41.1亿元、47.14亿元，EPS分别为1.54元、1.72元、1.98元，对应PE分别为11.9倍、10.6倍、9.3倍。我们选取紫金矿业、江西铜业、铜陵有色作为可比公司，公司当前估值合理，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**美联储降息预期大幅变化；铜价大幅波动；宏观经济恢复不及预期；地缘政治风险；数据引用风险。

## ➤ 盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	39,762	42,748	47,390	49,644	51,207
增长率（%）	3.55	7.51	10.86	4.76	3.15
归母净利润（百万元）	3,446	2,789	3,665	4,110	4,714
增长率（%）	17.51	-19.06	31.40	12.14	14.70
ROE（%）	24.73	20.81	22.38	21.03	20.20
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.45	1.17	1.54	1.72	1.98
市盈率（P/E）	12.7	15.6	11.9	10.6	9.3
市净率（P/B）	2.7	2.9	2.5	2.1	1.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## ➤ 可比公司估值表

简称	代码	最新价 (元)	EPS（元）					PE（倍）				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
601899.SH	紫金矿业	18.05	0.76	0.8	1.2	1.45	1.65	13.1	15.5	15.0	12.5	11.0
600362.SH	江西铜业	23.05	1.73	1.88	2.12	2.21	2.33	10.1	9.5	10.9	10.4	9.9
000630.SZ	铜陵有色	3.52	0.26	0.21	0.31	0.35	0.42	12.0	15.4	11.4	10.0	8.3
	平均值		0.92	0.96	1.21	1.34	1.47	11.7	13.5	12.4	11.0	9.7
601168.SH	西部矿业	18.3	1.45	1.17	1.54	1.72	1.98	12.7	15.6	11.9	10.6	9.3

数据来源：Wind，华龙证券研究所（最新价为2024年10月22日股价，其中西部矿业盈利预测来自华龙证券研究所，其他公司盈利预测来自万得一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	15,602	11,410	15,867	15,026	19,745
现金	6,522	5,436	6,911	7,836	10,775
应收票据及应收账款	819	639	1,120	669	1,194
其他应收款	163	248	227	264	245
预付账款	203	66	284	67	293
存货	3,465	3,162	4,446	3,400	4,545
其他流动资产	4,430	1,860	2,879	2,790	2,694
<b>非流动资产</b>	37,215	40,657	42,097	42,488	42,275
长期股权投资	4,668	4,369	4,581	4,834	5,100
固定资产	21,558	22,595	24,299	24,572	24,267
无形资产	6,234	6,421	6,336	6,225	6,113
其他非流动资产	4,755	7,272	6,881	6,857	6,795
<b>资产总计</b>	52,817	52,067	57,965	57,514	62,020
<b>流动负债</b>	19,436	15,349	19,167	16,622	18,642
短期借款	6,487	5,667	6,644	6,072	6,048
应付票据及应付账款	3,717	2,915	4,490	3,247	4,573
其他流动负债	9,232	6,767	8,033	7,302	8,020
<b>非流动负债</b>	12,822	16,374	14,123	11,322	8,304
长期借款	9,951	13,595	11,290	8,501	5,487
其他非流动负债	2,871	2,779	2,833	2,821	2,818
<b>负债合计</b>	32,258	31,723	33,290	27,944	26,947
少数股东权益	4,415	5,075	6,933	9,041	11,412
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
留存收益	8,190	7,646	10,583	13,652	16,539
归属母公司股东权益	16,144	15,268	17,742	20,529	23,662
<b>负债和股东权益</b>	52,817	52,067	57,965	57,514	62,020

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	10,252	6,239	7,371	8,062	9,329
净利润	5,084	4,233	5,523	6,218	7,085
折旧摊销	1,840	2,024	1,708	1,859	1,959
财务费用	846	822	749	675	516
投资损失	-650	-322	-367	-409	-420
营运资金变动	3,121	-962	-201	-253	233
其他经营现金流	11	444	-40	-29	-44
<b>投资活动现金流</b>	-3,625	-3,072	-2,686	-1,777	-1,251
资本支出	1,779	2,889	3,422	1,990	1,402
长期投资	-3,353	-791	-212	-254	-265
其他投资现金流	1,508	608	947	467	416
<b>筹资活动现金流</b>	-5,729	-3,668	-3,650	-4,920	-5,139
短期借款	-761	-821	977	-572	-24
长期借款	-1,383	3,645	-2,305	-2,789	-3,015
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-190	-302	0	0	0
其他筹资现金流	-3,395	-6,189	-2,322	-1,559	-2,101
<b>现金净增加额</b>	912	-499	1,035	1,365	2,938

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	39,762	42,748	47,390	49,644	51,207
营业成本	32,048	35,036	38,365	39,895	40,555
税金及附加	768	739	811	893	918
销售费用	28	32	45	41	41
管理费用	764	911	967	1,018	1,055
研发费用	393	574	535	584	609
财务费用	846	822	749	675	516
资产和信用减值损失	-215	-29	-44	-39	-30
其他收益	47	86	52	54	60
公允价值变动收益	119	73	68	73	76
投资净收益	650	322	367	409	420
资产处置收益	-5	0	-2	-2	-1
<b>营业利润</b>	5,509	5,085	6,360	7,031	8,038
营业外收入	172	22	87	96	94
营业外支出	20	388	136	141	171
<b>利润总额</b>	5,662	4,719	6,311	6,987	7,961
所得税	578	486	789	769	876
<b>净利润</b>	5,084	4,233	5,523	6,218	7,085
少数股东损益	1,638	1,444	1,857	2,108	2,371
<b>归属母公司净利润</b>	3,446	2,789	3,665	4,110	4,714
EBITDA	8,243	7,477	8,742	9,473	10,374
EPS (元)	1.45	1.17	1.54	1.72	1.98

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入同比增速(%)	3.55	7.51	10.86	4.76	3.15
营业利润同比增速(%)	9.39	-7.69	25.06	10.56	14.32
归属于母公司净利润同比增速(%)	17.51	-19.06	31.40	12.14	14.70
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.40	18.04	19.05	19.64	20.80
净利率(%)	12.79	9.90	11.65	12.53	13.84
ROE(%)	24.73	20.81	22.38	21.03	20.20
ROIC(%)	15.49	12.79	15.65	17.47	19.26
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.07	60.93	57.43	48.59	43.45
净负债比率(%)	70.31	86.25	59.53	35.26	12.69
流动比率	0.80	0.74	0.83	0.90	1.06
速动比率	0.42	0.42	0.45	0.55	0.67
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.77	0.82	0.86	0.86	0.86
应收账款周转率	144.51	186.48	159.50	165.99	167.24
应付账款周转率	15.56	14.96	16.51	15.83	15.91
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.17	1.54	1.72	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	4.30	2.62	3.09	3.38	3.91
每股净资产(最新摊薄)	6.77	6.41	7.45	8.61	9.93
<b>估值比率</b>					
P/E	12.7	15.6	11.9	10.6	9.3
P/B	2.7	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	7.58	8.86	7.46	6.66	5.73

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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，本公司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，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。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。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。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。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046