



# 西部矿业 (601168.SH): 持续优化的多金属采选冶一体化西部龙头

## (I) -矿业板块拆分梳理

2024年11月12日

推荐/首次

西部矿业

公司报告

### 投资要点:

**公司具备稳定的矿山运营与产业链纵向一体化优势。**公司通过持续的技术创新和改革,形成了稳定的矿山运营体系,并实现了产业链的纵向一体化布局。公司业务涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易和盐湖化工等领域,为中国西部地区重要的矿业企业。

**矿产资源储量丰富,改扩建项目助力产能提升。**公司拥有丰富的矿产资源储量,包括铜、铅、锌、铁等多个品种。公司在2023年拥有探矿权和采矿权覆盖面积分别为77.74平方公里和62.82平方公里,矿山数量达15座,资源储量居国内前列。从采选产能角度观察,公司不断升级优化矿山产业,2020-2023年期间,公司年矿石处理能力CAGR达4.7%。公司地采矿山全部实现充填采矿法,大幅提高资源回采率,降低贫化率与废石尾矿排放量,降本增效稳步进行。

**铜产品已成长为公司核心业务,2023年营收和毛利占比均超过50%。**玉龙铜矿和内蒙古获各琦铜矿为公司铜主力矿山。两矿山铜金属储量合计约583.7万吨,占公司铜金属总储量98.4%,截止24H1,两铜矿山产能合计18.65万吨,占公司铜产能98.8%。2019-2023年期间,公司铜精矿产量CAGR高达27.9%,由2019年的4.91万吨升至2023年的13.13万吨。我们预计公司2024年铜精矿产量或+25%至16.41万吨。

**玉龙铜矿为公司具有强成长性及盈利性的核心铜钼伴生矿山。**玉龙铜矿是国内少见的特大斑岩型铜矿和接触交代混合型铜矿床,伴生大量钼资源。截止2023年底,玉龙铜矿拥有铜金属保有储量558.28万吨(占公司铜金属总储量94.1%@0.66%),并且拥有铜金属年产能约15万吨(年2280万吨矿石处理能力)。鉴于三期改扩建项目已经开展,建成后其铜金属年产能将升至18-20万吨,较当前产能增长约32%(采选规模将升至3000万吨/年)。此外,该矿保有钼金属储量37万吨@0.044%,相当于3.7个大型钼矿,2023年公司钼精矿毛利率高达92.29%。综合测算我们认为年内公司的伴生钼业务或实现收入及利润分别为12.8亿元(+10.3%)与10.06亿元(+9.6%)。

**公司为产能规模持续提升的中国第二大铅锌精矿生产商。**锡铁山铅锌矿为公司主力铅锌矿,位于青藏高原柴达木盆地北缘构造带的西段,是我国西部重要成矿带之一,贡献公司铅锌精矿产量超50%。公司持续发展改造项目,推动产能规模升级。2024年西部铜业开展多金属选矿技改工程,计划于年内完工投产,投产后铅锌矿石处理量将从90万吨/年提升至150万吨/年,这意味着获各琦铜矿副产的铅锌年产能或从2.5万吨增加到4.1万吨。我们预计至2025年铅精矿产量或提升至65000吨(较23年+7.7%),锌精矿产量或提升至13万吨(较23年+8.1%)。

**公司盈利预测及投资评级:**我们预计公司2024-2026年营收分别为496.2/550.85/609.23亿元,净利润分别为38.43/46.42/54.86亿元,对应EPS为1.61/1.95/2.30元/股,对应PE分别为9.49X/7.86X/6.65X。考虑到公司具

### 公司简介:

公司在全国范围内形成了稳定的矿山运营布局,且成功实现了产业链的纵向一体化布局,目前公司业务涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易、盐湖化工等领域。公司在有色金属和黑色金属开采上具有显著优势,主要涉及铜、铅、锌、铁等资源类产品。

资料来源:公司公告、同花顺

### 未来3-6个月重大事项提示:

无。

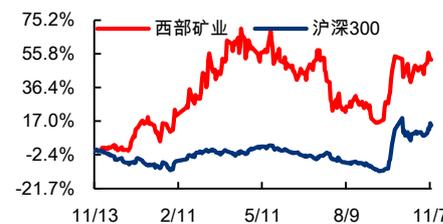
资料来源:公司公告、同花顺

### 交易数据

52周股价区间(元)	21.46-12.13
总市值(亿元)	445.62
流通市值(亿元)	445.62
总股本/流通A股(万股)	238,300/238,300
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	2.18

资料来源:恒生聚源、东兴证券研究所

### 52周股价走势图



资料来源:恒生聚源、东兴证券研究所

### 分析师: 张天丰

021-25102914

zhang\_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520100001

### 研究助理: 闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480124060003

有较强的资源扩张潜力, 公司核心矿山玉龙铜矿三期改扩建项目、以及公司在镁、锂等新能源金属的多元化产品布局, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 金属价格下滑及矿石品位下降, 矿业项目储备量风险, 项目投建进度不及预期, 矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

### 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39,762.48	42,748.12	49,620.06	55,084.96	60,923.25
增长率 (%)	3.55%	7.51%	16.08%	11.01%	10.60%
归母净利润 (百万元)	3,445.99	2,789.28	3,843.17	4,641.61	5,486.18
增长率 (%)	17.51%	-19.06%	37.78%	20.78%	18.20%
净资产收益 率 (%)	21.34%	18.27%	27.43%	39.78%	57.31%
每股收益 (元)	1.45	1.17	1.61	1.95	2.30
PE	10.55	13.08	9.49	7.86	6.65
PB	2.26	2.39	2.60	3.12	3.81

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 西部地区矿业龙头，实现产业链纵向一体化布局</b> .....	
1.1 公司发展历程：矿山运营稳定，实现了产业链的纵向一体化布局 .....	
1.2 西矿集团持股 46.7%，青海省国资委为实际控制人 .....	
1.3 分红政策长期稳定，分红率高达 55.5% .....	
<b>2. 矿产资源储量丰富，改扩建项目支撑矿山产能升级</b> .....	
2.1 公司矿产资源储量丰富，采选冶炼板块支撑公司发展 .....	
2.2 铜产品营收及毛利占比均高于 50%，铜产业为公司核心业务支柱 .....	
2.2.1 玉龙铜矿：公司具有强成长性的核心铜钼伴生矿山 .....	
2.2.2 获各琦铜矿：铜年产量稳定，副产铅锌产能提升 .....	1
2.2.3 公司铜矿业务：产量或创历史新高 .....	1
2.3 铅锌产品业务稳定增长，多金属改造项目助力产能升级 .....	1
2.3.1 铅锌产品业务：稳定发展且盈利能力有增长预期 .....	1
2.3.2 铅锌产品业务：多金属改造项目助力铅锌产能升级 .....	1
2.4 公司铁资源储量丰富，目标打造千万吨级铁多金属基地 .....	1
2.4.1 公司铁资源储量丰富，肃北七角井钒及铁矿钒资源可供开采两百余年 .....	1
2.4.2 公司铁矿改扩建项目持续推进，目标打造千万吨级铁多金属基地 .....	1
2.5 金银产能增长，镍矿可开采年限较长 .....	1
2.5.1 公司金银产能稳步增长 .....	1
2.5.2 镍矿选矿回收率总体提升 .....	1
<b>3. 铜：供应缺口或呈阶段性放大</b> .....	1
<b>4. 盈利预测及估值</b> .....	1
4.1 关键假设及营收预测 .....	1
<b>5. 投资评级</b> .....	1
<b>6. 风险提示</b> .....	1

## 插图目录

<b>图 1：西部矿业公司发展历程</b> .....	
<b>图 2：西部矿业公司业务介绍</b> .....	
<b>图 3：西部矿业股权结构</b> .....	
<b>图 4：公司分红情况 (2019-2024)</b> .....	
<b>图 5：公司年矿石处理能力变化 (2019-2024H1)</b> .....	
<b>图 6：公司营收与毛利占比变化 (2019-2023)</b> .....	
<b>图 7：公司采选冶炼营业收入变化 (2019-2023)</b> .....	
<b>图 8：公司采选冶炼毛利润变化 (2019-2023)</b> .....	
<b>图 9：公司各矿山铜产能占比 (2024)</b> .....	1
<b>图 10：玉龙铜矿钼精矿营收与毛利变化 (2022-2023)</b> .....	1
<b>图 11：公司铜精矿产量变化 (2019-2024H1)</b> .....	1

图 12: 公司电解铜产量变化 (2019-2024H1)	1
图 13: 公司铜产品营业收入与成本变化 (2019-2023)	1
图 14: 公司铜产品毛利润与毛利率变化 (2019-2023)	1
图 15: 公司铅锌产品营业收入及合计占比变化 (2019-2023)	1
图 16: 公司铅锌产品毛利润及合计占比变化 (2019-2023)	1
图 17: 铅期货结算价变化 (2023.11.8-2024.11.8)	1
图 18: 锌期货结算价变化 (2023.11.8-2024.11.8)	1
图 19: 2024H1 公司铁矿证载规模统计 (万吨/年)	1
图 20: 2024H1 公司铁矿石资源量统计 (万吨)	1
图 21: 全球铜矿产量增长图 (虚线为预估值)	1
图 22: 全球铜矿阶段性供应增速概览 (2003-2026E)	1
图 23: 全球阶段性铜消费及增速 (以四年为周期)	1
图 24: 中国人均铜消费量拟合	1

## 表格目录

表 1: 公司主要矿山情况梳理 (截止 2024H1)	1
表 2: 公司 2024H1 矿山资源储量	1
表 3: 公司金银镍矿山情况梳理 (截止 2024H1)	1
表 4: 全球精炼铜供需平衡表及产需增长率 (2016-2026E)	1
表 5: 全球及中国精铜产量表 (2016-2026E)	1
表 6: 全球及中国精铜需求表 (2016-2026E)	1
表 7: 产量假设	1
表 8: 产量假设主营收入及毛利率预测	1
附表: 公司盈利预测表	2

## 1. 西部地区矿业龙头，实现产业链纵向一体化布局

### 1.1 公司发展历程：矿山运营稳定，实现了产业链的纵向一体化布局

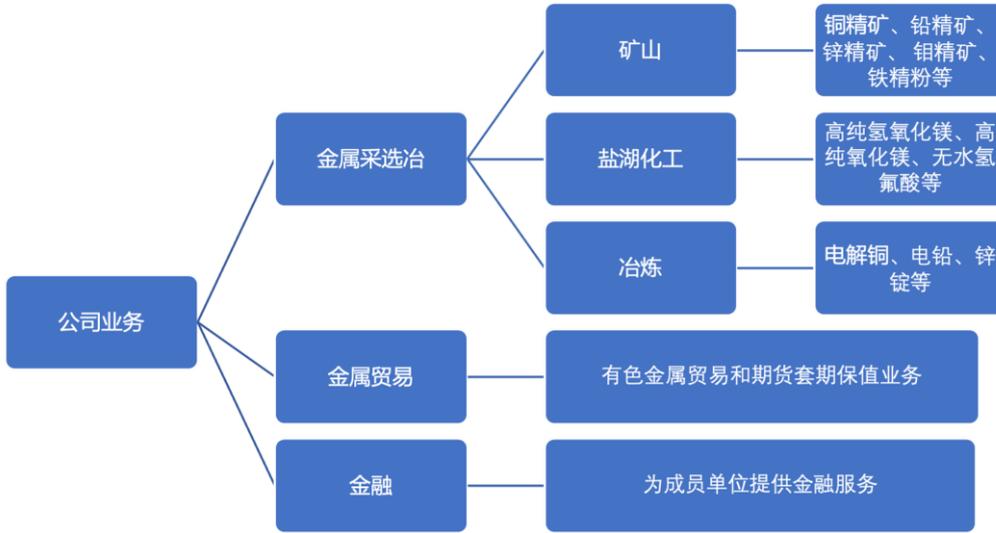
西部矿业成立于2000年5月，由锡铁山矿务局改制为“西部矿业有限责任公司”，后于2006年7月更名为西部矿业股份有限公司。通过持续的改革和技术创新，公司在全国范围内形成了稳定的矿山运营布局，且成功实现了产业链的纵向一体化布局，目前公司业务涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易、盐湖化工等领域。矿山方面，公司在有色金属和黑色金属开采上具有显著优势，主要涉及铜、铅、锌、铁等资源类产品。冶炼方面，公司具有先进的冶炼技术，可高效冶炼生产电铅、电解铜、锌锭等产品。盐湖化工方面，公司通过开发镁、钾等化工产品，进一步扩展业务布局，并增强多元化行业竞争力。而贸易方面，公司积极开展有色金属贸易和期货套期保值业务，有效管理市场风险。公司科研能力强劲，共申请国家专利36件，其中发明专利5件；授权专利34件，其中发明专利13件。2024年，公司控股子公司西部镁业入选青海省科技小巨人企业，青海湘和被认定为青海省知识产权优势企业，西部铜材被认定为内蒙古自治区企业研究开发中心。公司ESG评级稳中有升，2024年公司标普CSA ESG评分提升至35分，万得Wind ESG评级提升为“AA”，综合得分在294家金属、非金属与采矿业行业上市公司中位列第三。

图1：西部矿业公司发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：西部矿业公司业务介绍



资料来源: 公司2024年半年度报告, 东兴证券研究所

### 1.2 西矿集团持股 30.25%，青海省国资委为实际控制人

截止 2024 年 6 月底，公司总股本为 238300 万股。前十大股东合计持股 46.7%。控股股东为西矿集团，持股 30.25% (2021 年非公开发行可交换公司债券占股 4.77%)；通过股权穿透，公司实际控制人为青海省国资委，其持有西矿集团股权比例 71.07%。

公司当前拥有全资及控股子公司 16 家。主要子公司中，玉龙铜业、西部铜业、鑫源矿业、肃北博伦等负责矿山采选；西部铜材、青海铜业、青海湘和等主营金属冶炼；西矿财务负责金融服务；西矿上海、西矿香港负责贸易业务；东台锂资源则为锂资源开发业务。

图3：西部矿业股权结构

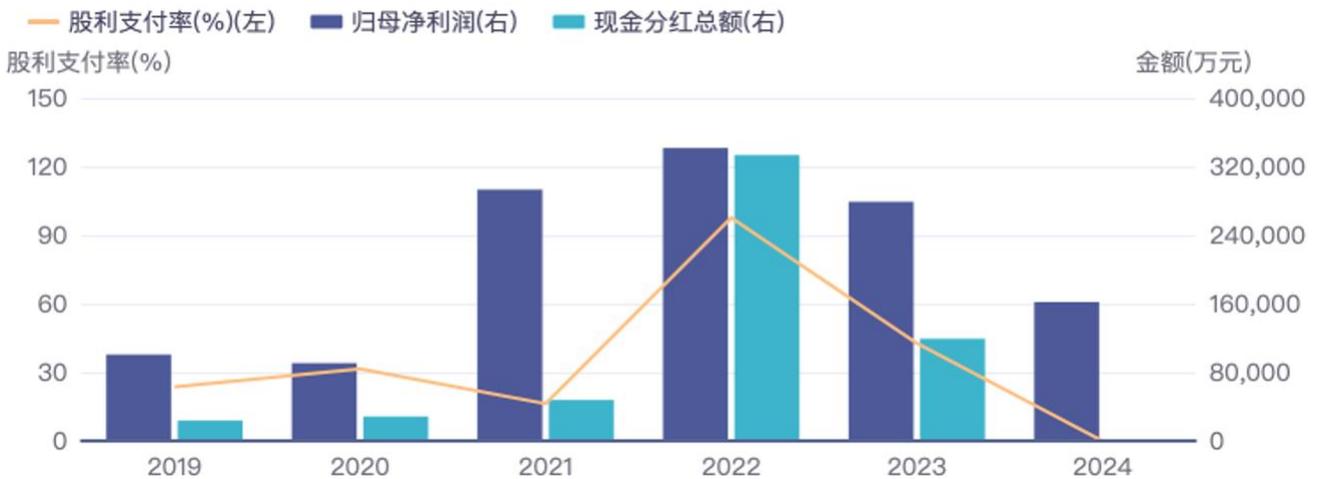


资料来源: iFinD, 公司公告, 东兴证券研究所

### 1.3 分红政策长期稳定，分红率高达 55.5%

公司具有长期稳定的分红政策。自 2007 年 7 月 12 日上市以来，公司共进行了 16 次现金分红，累计现金分红金额达到 83.41 亿元人民币（至 2023 年）；除 2018 年外，十六年间公司年均分红 5.2 亿元；07 到 23 年间，公司累计归母净利润为 150.3 亿元，计算分红率高达 55.5%，显示公司将一半以上的归母净利润用于回馈股东。此外，公司 2023 年现金分红高达 11.9 亿元，近三年平均股息率超 6%，进入 A 股回报榜百强，位于同行业前列。

图4：公司分红情况（2019-2024）



资料来源：iFinD，公司公告，东兴证券研究所

## 2. 矿产资源储量丰富，改扩建项目支撑矿山产能升级

### 2.1 公司矿产资源储量丰富，采选冶炼板块支撑公司发展

地域优势助力公司矿业板块发展。据相关统计，我国 65% 的铜资源、55% 的铅资源以及 59% 的锌资源分布在西部地区，公司作为西部最大的有色金属矿业公司之一，充分受益于西部地区矿产资源储量丰富、水电成本优势显著、产业联动紧密等地域性优势，可有效推进其矿山板块布局并拓展资源储备。

**公司矿产资源储量丰富，矿采产能持续提升。**截止 2023 年底，公司共有探矿权 8 个，面积 77.74 平方公里；采矿权 13 个，面积 62.82 平方公里；公司全资持有或控股十五座矿山，其中，有色金属矿山 6 座、铁及铁多金属矿山 8 座、盐湖矿山 1 座，资源拥有量居国内金属矿企前列。截止 24H1，公司总计拥有铁（矿石量）2.97 亿吨，氯化镁 3046 万吨，铜金属 593 万吨，铅金属 154 万吨，锌金属 266 万吨，钼金属 37 万吨，镍金属 27 万吨，五氧化二钒 64 万吨，金 13 吨以及银 2052 吨。从采选产能角度观察，公司不断升级优化矿山产业，2020-2023 年期间，公司年矿石处理能力 CAGR 达 4.7%。公司重点发展的玉龙铜矿改扩建项目持续推进，实现产能规模逐步提升；公司地采矿山全部实现充填采矿法，大幅提高资源回采率，降低贫化率与废石尾矿排放量，降本增效稳步进行。至 2024 年 H1，公司共拥有矿石年处理能力 3851 万吨/年，其中铜矿石年处理能力 2439 万吨/年，铅锌矿石年处理能力 316 万吨/年，铁矿石年处理能力 935 万吨/年。从产出角度观察，24H1 公司生产铜精矿 85235 吨（同比增长 41.9%），电解铜 121548 吨（同比增长 44.1%），铁精

粉 642303 吨 (同比增长 16.7%), 精矿含银 6.93 吨 (同比增长 16.7%), 锌锭 60620 吨 (同比增长 6%), 钼精矿 1926 吨, 锌精矿 53009 吨 (同比减少 12.1%), 铅精矿 28139 吨 (同比减少 9.4%), 以及精矿含金 0.101 吨 (同比减少 11.4%)。公司核心产品产量维持增长态势, 而铅锌精矿产量的下降或源于公司多金属改造选矿技改工程影响, 金精矿产出下滑则是由于原矿品位低于计划指标而未完成计划产量。

**有色金属采选冶炼板块为公司核心业务, 2023 年毛利润占比高达 96.9%。**公司主营业务分为有色金属采选冶炼、金属贸易、金融服务三大板块。2019-2023 年期间, 公司采选冶炼营收由 19 年的 138.86 亿元升至 23 年的 291.53 亿元, 占公司总营收比例由 46.1% 升至 68.7%; 毛利润由 19 年的 33.62 亿元升至 23 年的 73.99 亿元, 占公司毛利比例由 93.3% 升至 96.9%。从各版块增长率观察, 2019-2023 年期间公司采选冶炼板块营收 CAGR 达 20.4%, 而金属贸易与金融服务板块营收 CAGR 分别为 -4.9% 及 -8.7%; 同期采选冶炼毛利 CAGR 达 21.8%, 而金属贸易与金融服务板块毛利 CAGR 分别为 -26.1% 及 2.1%; 采选冶炼板块贡献了公司主要的营收与毛利增长。有色金属采选冶炼板块作为公司最核心的营收与毛利来源, 其快速发展有效支撑公司成长性显现, 推动公司经营业绩的实质性增长。

**表1: 公司主要矿山情况梳理 (截止 2024H1)**

矿山名称	主要品种	开采方式	开拓、运输系统	选矿方法	权益比例 (%)	证载规模 (万吨/年)	矿石资源量 (万吨)	品位	资源剩余可开采年限
西藏玉龙铜矿	铜钼	露天开采	公路开拓	浮选	58	1989	85458.3	0.65%	40
内蒙古各旗铜矿	铜	地下开采	竖井开拓	浮选	100	450	铜: 2995.14; 铅: 4309.63	铜: 0.85%; 铅: 2.76%	铜: 16; 铅: 23
青海锡铁山铅锌矿	铅锌	地下开采	平硐+斜坡道+竖井开拓	浮选	100	150	1839.17	7.96%	13
青海锡铁山中铜沟-新炭沟铅锌矿	铅锌	地下开采	平硐+盲斜井联合开拓	浮选	100	20	203.19	5.42%	7
四川呷村钒多金属矿	铜钒金银	地下开采	平硐+竖井联合开拓	浮选	76	80	647.14	铜: 0.21%; 钒: 7.78%; 银: 45.38g/t	10
四川会东大梁铜矿	铜	地下开采	平硐+竖井联合开拓	浮选	100	66	280.94	5.25%	5
甘肃北七角井钒及铁矿	钒铁	地下开采	斜坡道+竖井开拓	磁选	100	380	铁: 11056.13; 钒: 7073.49	铁: 31.42%; 钒: 0.91%	铁: 33; 钒: 202
内蒙古双利铁矿	铁	露天/地下开采	公路+竖井开拓	磁选	100	340	7297.42	24.10%	20
新疆哈密白山铁矿	铁	地下开采	竖井开拓	磁选	100	140	2379.17	27.47%	14
青海拉陵高里河下游铁多金属矿	铁铜钒	地下开采	竖井开拓	磁选+浮选	80	75	1091.34	23.75%	15
新疆瑞伦铜镍矿	镍铜	地下开采	竖井开拓	浮选	80	5-22线: 66; 22-27线: 45	7817.08	镍: 0.31%; 铜: 0.06%	136
青海团结湖镁盐矿	镁盐	露天开采	-	-	95.94	50	3046.25	氯化镁: 36.16%	60

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

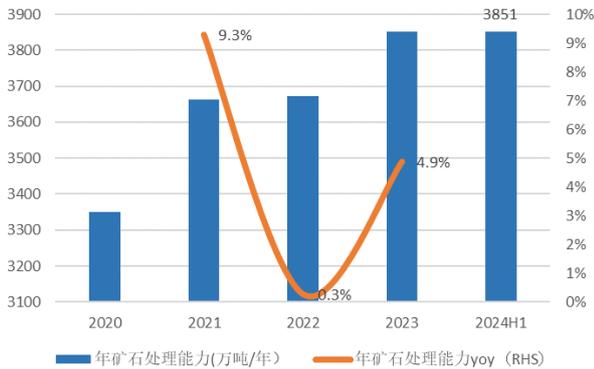
**表2: 公司 2024H1 矿山资源储量**

金属名	储量 (万吨)
铜金属	593
铅金属	154
锌金属	266
钼金属	37
五氧化二钒	64
镍	27
金 (吨)	13
银 (吨)	2052
氯化镁	3046
铁 (矿石量)	29649
合计	33836
合计 (不含铁)	4187
合计 (不含铁与氯化镁)	1141

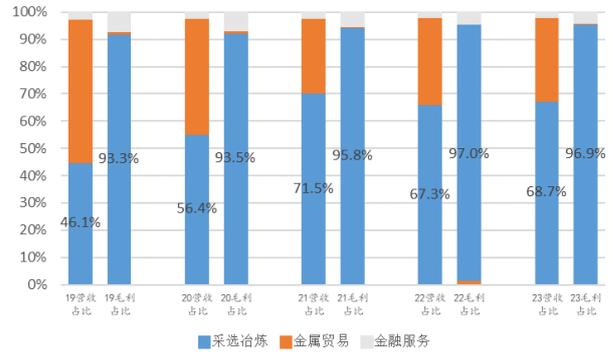
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

**图5: 公司年矿石处理能力变化 (2019-2024H1)**

**图6: 公司营收与毛利占比变化 (2019-2023)**



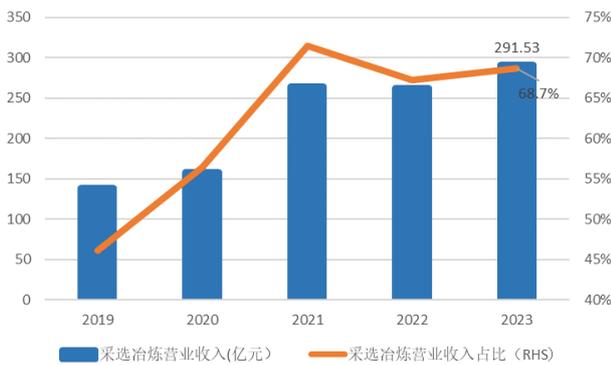
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所



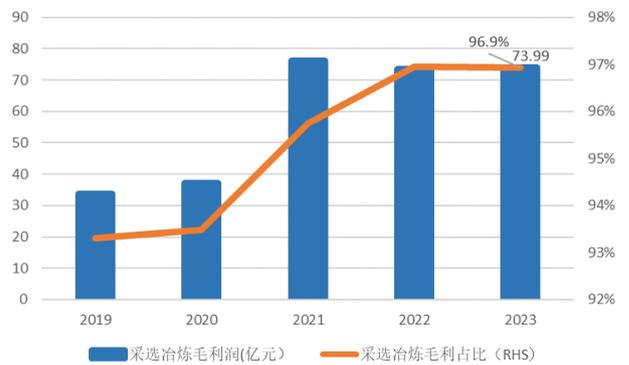
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图7: 公司采选冶炼营业收入变化 (2019-2023)

图8: 公司采选冶炼毛利润变化 (2019-2023)



资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

## 2.2 铜产品营收及毛利占比均高于 50%，铜产业为公司核心业务支柱

公司铜产品降本增效成果显著，2023 年营收与毛利占比均升至 50% 以上。受益于公司铜产品产量的高速增长，以及市场铜产品价格的持续攀升（长江有色铜现货均价由 2019 年初的 48030 元/吨增长 44.3% 至 2023 年底的 69330 元/吨），公司铜产品营业收入与毛利润均有效抬升。2019-2023 年期间，公司铜产品营收 CAGR 为 7.8%，由 2019 年的 210.87 亿元升至 2023 年的 284.66 亿元；同期，公司铜产品毛利润 CAGR 为 46%，由 2019 年的 9.55 亿元升至 2023 年的 43.35 亿元，毛利率水平则从 2019 年的 4.53% 升至 2023 年的 15.23%，这推动公司铜产品利润占比从 25.6% 升至 56.2%。考虑到 2023 年铜产品营收占比与毛利占比均达到 50% 以上，显示铜产业已成长为公司核心业务支柱。

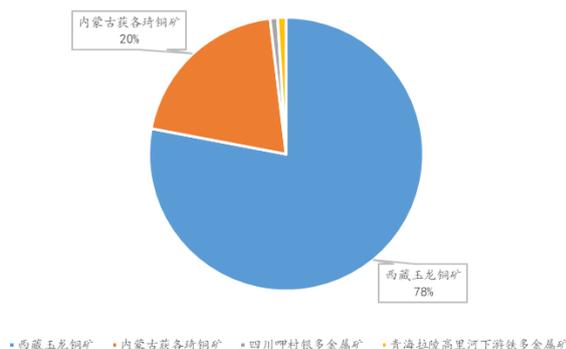
公司铜产品业务主要通过主力铜矿山西藏玉龙铜矿和内蒙古获各琦铜矿进行。两矿山铜金属储量合计约 583.7 万吨，占公司铜金属总储量 98.4%，截止 24H1，两铜矿山产能合计 18.65 万吨，占公司铜产能 98.8%。

### 2.2.1 玉龙铜矿：公司具有强成长性的核心铜钼伴生矿山

**玉龙铜矿：铜金属储量占比 94.1%，铜精矿产能占比 78.5%。**玉龙铜矿位于西藏自治区昌都市，是一座超大型斑岩型矿床，具有铜品位高、装备先进等优势。2024H1，子公司玉龙铜业产生净利润 25.48 亿元，以西部矿业 58% 持股比例计算，公司可得权益净利润 14.78 亿元。截止 2023 年底，玉龙铜矿拥有铜矿石资源量 8.55 亿吨，铜金属保有储量 558.28 万吨（占公司铜金属总储量 94.1%），铜平均品位为 0.66%，主要开采方式为露天开采，铜资源剩余可开采年限 40 年。2023 年 11 月，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，对应铜金属年产能约 15 万吨，约占公司铜金属总产能 78.5%。目前玉龙铜业三期工程前期手续办理工作正在按计划推进，待前期手续全部办理完毕，玉龙铜矿将开展三期改扩建项目，建成后采选规模将达到 3000 万吨/年，对应铜金属年产能 18-20 万吨，较当前产能增长约 32%。

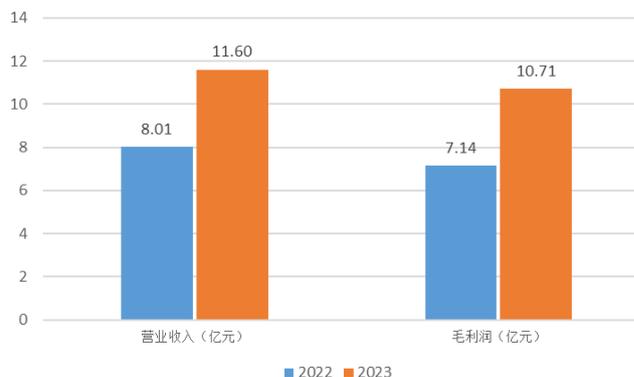
**伴生钼精矿产量持续攀升，2023 年毛利率高达 92.29%。**公司拥有的西藏玉龙铜矿是国内少见的特大斑岩型铜矿和接触交代混合型铜矿床，伴生大量钼资源，目前公司保有钼金属储量 37 万吨，相当于 3.7 个大型钼矿，钼品位约为 0.044%。2022 年公司生产钼精矿 3373 吨，已跻身全国钼精矿生产商第九位。2023 年公司生产钼精矿 3401 吨，同比增长 0.8%。同年，钼精矿营业收入 11.6 亿元（同比增长 44.8%），营收占比 2.7%；钼精矿毛利率高达 92.29%，毛利润为 10.71 亿元（同比增长 50.1%），毛利占比 13.9%。公司计划 2024 年生产钼精矿 3995 吨（同比预增长 17.5%），而 24H1 得益于玉龙铜矿入选品位提升及一车间钼回收率提升 0.98pct，公司伴生钼精矿产量+38%至 1926 吨，显示公司年内大概率完成钼精矿的既定生产计划。考虑到钼产品的定价及公司的毛利水平，我们认为年内公司的伴生钼业务或实现收入及利润分别为 12.8 亿元（+10.3%）与 10.06 亿元（+9.6%）。

图9：公司各矿山铜产能占比（2024）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图10：玉龙铜矿钼精矿营收与毛利变化（2022-2023）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

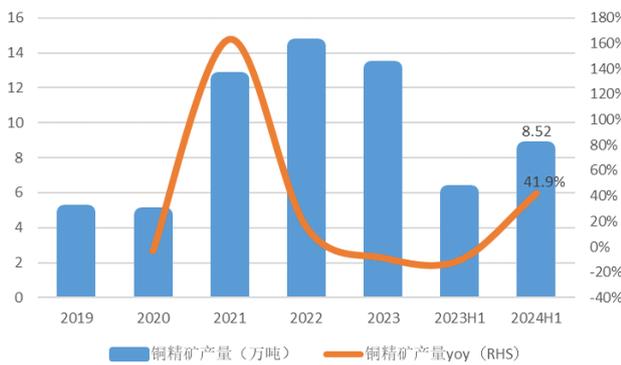
## 2.2.2 获各琦铜矿：铜年产量稳定，副产铅锌产能提升

内蒙古获各琦铜矿为公司另一主力铜矿山，同时保有铜铅锌等多个品种。该矿由公司全资控股子公司西部铜业运营，拥有铜矿石资源量 2995.14 万吨，平均品位为 0.85%，主要开采方式为地下开采，铜资源剩余可开采年限 16 年。获各琦铜矿近几年铜精矿年产量稳定在 1.5 万吨左右，约占公司 2023 年铜总产量 11.4%。2024H1 西部铜业实现净利润 1.76 亿元，同比增长 3.4%。2024 年西部铜业开展多金属选矿技改工程，预计将提高获各琦铜矿副产的铅锌精矿产能。

### 2.2.3 公司铜矿业务：产量或创历史新高

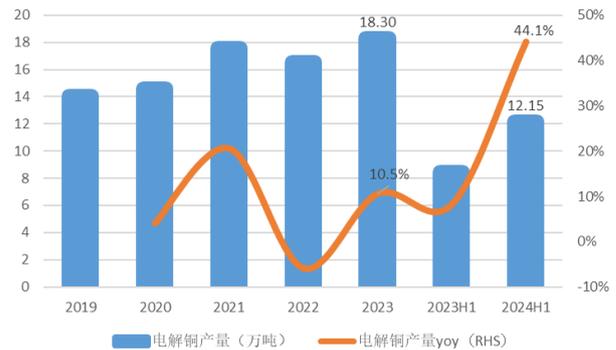
铜精矿产量持续增长，2024 年或再创新高。2019-2023 年期间，公司铜精矿产量 CAGR 高达 27.9%，由 2019 年的 4.91 万吨升至 2023 年的 13.13 万吨。2023 年玉龙铜矿选厂改扩建工程影响正常生产，该项目已于 2023 年 11 月完工，2024 年公司铜产能提升。2024 年公司计划铜精矿产量 15.87 万吨，上半年完成 8.52 吨，较 2023 年同期提高 41.9%。24H1 公司多个铜矿回收率得到提升，如四川鑫源呷村银多金属矿一选厂铜铅锌综合回收率提升 2.44 个百分点，新疆瑞伦铜镍矿铜回收率提升 2.69 个百分点。考虑到上半年的超计划完成情况以及下半年没有影响生产的事项，我们预计公司 2024 年铜精矿产量或+25%至 16.41 万吨，较公司 2024 年生产指引提高 10%。

图11：公司铜精矿产量变化（2019-2024H1）



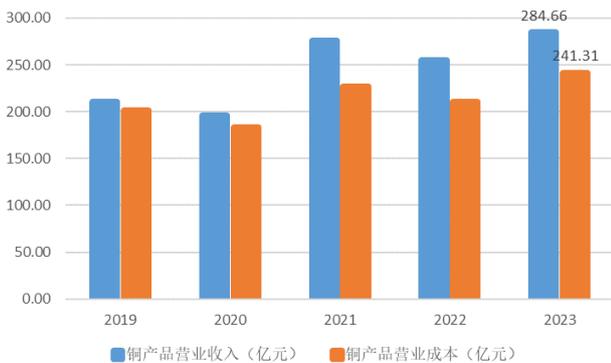
资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

图12：公司电解铜产量变化（2019-2024H1）



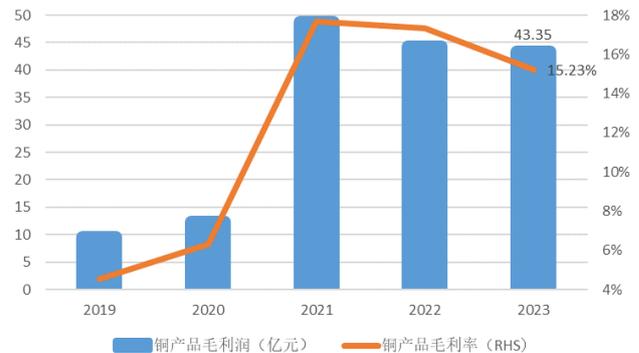
资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

图13：公司铜产品营业收入与成本变化（2019-2023）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

图14：公司铜产品毛利润与毛利率变化（2019-2023）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

## 2.3 铅锌产品业务稳定增长，多金属改造项目助力产能升级

### 2.3.1 铅锌产品业务：稳定发展且盈利能力有增长预期

铅锌业务占公司总营收比重维持稳定。2023 年，公司实现锌产品营业收入 49.68 亿元（同比增长 13.7%）、铅产品营业收入 18.68 亿元（同比增长 54.4），合计营业收入占比为 16%，近五年该数值的平均值为 15.4%，

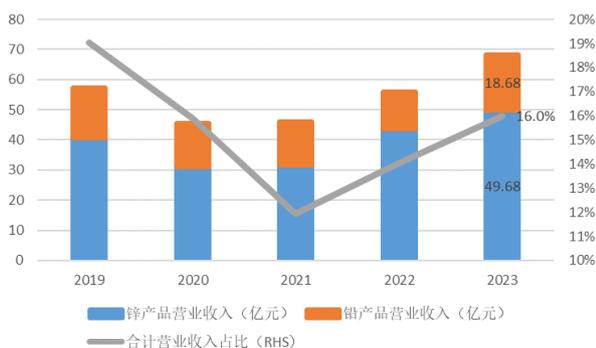
显示公司铅锌产业稳定发展特征。同期，公司实现锌产品毛利润 7.65 亿元（同比降低 26%）、铅产品毛利润 5.33 亿元（同比增长 31.7%），锌产品毛利润下降的原因在于 2023 年锌现货均价同比下跌 14%；并因此导致同期铅锌合计毛利润占比下降至 16.8%。

主产品价格重心上移或推动铅锌业务盈利能力增长。铅锌产品价格重心在进入 2024 年后已显现趋势性上移。2024 年上半年，供应收紧推动沪铅价格重心稳步抬升，累计涨幅达 22%；同时锌海外矿山扰动频发，沪锌价格累计涨幅亦达 14%。公司控股子公司鑫源矿业（持股 76%）负责铅锌矿采选，2024H1 实现净利润 1.27 亿元，同比增长 63%。2024 年下半年至今（以 2024/7/1 至 2024/11/8 均价计），铅现货均价同比增长 14.6% 至 17806 元/吨，锌现货均价同比增长 14.2% 至 24021 元/吨。铅锌价格重心的提升预计推动公司 2024 年铅锌板块盈利能力增长。

### 2.3.2 铅锌产品业务：多金属改造项目助力铅锌产能升级

公司为中国第二大铅锌精矿生产商，开展多金属选矿技改工程推动产能规模提升。公司铅锌主要矿山包括锡铁山铅锌矿、会东大梁铅锌矿、呷村银多金属矿。其中，锡铁山铅锌矿为公司主力铅锌矿，位于青藏高原柴达木盆地北缘构造带的西段，是我国西部重要成矿带之一，贡献公司铅锌精矿产量超 50%。截至 2023 年底，锡铁山铅锌矿拥有矿石资源量 1839 万吨，铅锌金属保有储量 146 万吨，铅锌平均品位为 7.96%。呷村银多金属矿属于铜铅锌银共生矿床，于 2023 年 10 月办理了扩能并取得新采矿证，证载规模由 30 万吨/年扩至 80 万吨/年。该矿含矿石资源量共 647.14 万吨，铅锌品位 7.78%。四川会东大梁铅锌矿目前证载规模 66 万吨/年，铅锌品位 5.25%，资源剩余开采年限为 5 年。2024 年上半年，公司生产铅精矿 2.81 万吨，锌精矿 5.3 万吨，均超额完成生产计划。公司持续发展改造项目，推动产能规模升级。2024 年西部铜业开展多金属选矿技改工程，计划于年内完工投产，投产后铅锌矿石处理量将从 90 万吨/年提升至 150 万吨/年，这意味着获各琦铜矿副产的铅锌年产能或从 2.5 万吨增加到 4.1 万吨（以该矿铅锌品位 2.76% 测算）。受益于改造项目 2024 年底投产后产能提升，我们预计至 2025 年铅精矿产量或提升至 65000 吨（较 23 年+7.7%），锌精矿产量或提升至 13 万吨（较 23 年+8.1%）。

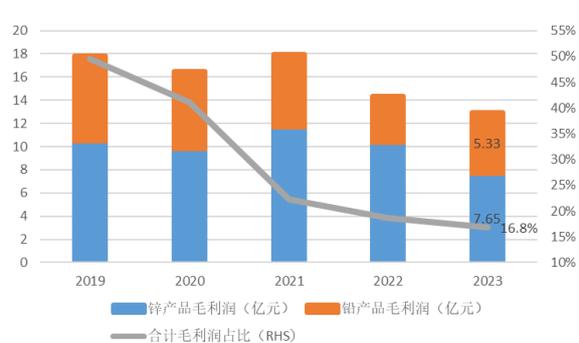
图15：公司铅锌产品营业收入及合计占比变化（2019-2023）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

图17：铅期货结算价变化（2023.11.8-2024.11.8）

图16：公司铅锌产品毛利润及合计占比变化（2019-2023）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

图18：锌期货结算价变化（2023.11.8-2024.11.8）



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

## 2.4 公司铁资源储量丰富，目标打造千万吨级铁多金属基地

### 2.4.1 公司铁资源储量丰富，肃北七角井钒及铁矿钒资源可供开采两百余年

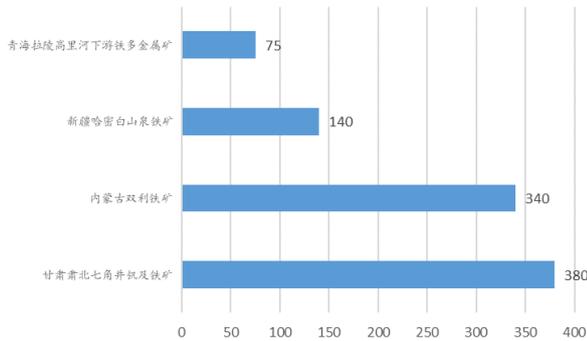
公司铁资源储量丰富，肃北七角井钒及铁矿钒资源可供开采两百余年。公司目前拥有铁矿石资源量 29649 万吨，主要运营矿山包括甘肃肃北七角井钒及铁矿、内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、青海格尔木拉陵高里河铁多金属矿。除以上运营矿山外，公司还拥有青海格尔木它温查汉西、它温查汉铁多金属矿等储备矿山。**2023 年铁产品合计营业收入占比为 3.2%，合计毛利润占比 3.2%。**甘肃肃北七角井钒及铁矿采矿证扩能手续于 2023 年办理完成，证载规模由 250 万吨/年扩至 380 万吨/年，该矿目前保有铁矿石储量 9525.87 万吨，品位 31.42%，可供开采 33 年。除铁资源外，甘肃肃北七角井钒及铁矿还拥有大量钒资源，钒作为战略性资源，其可生产在大型储能领域至关重要的钒电池，具有安全性优势。**该矿目前拥有五氧化二钒储量 64 万吨，钒矿石储量 6472.85 万吨，品位 0.91%，可供开采 202 年。**

### 2.4.2 公司铁矿改扩建项目持续推进，目标打造千万吨级铁多金属基地

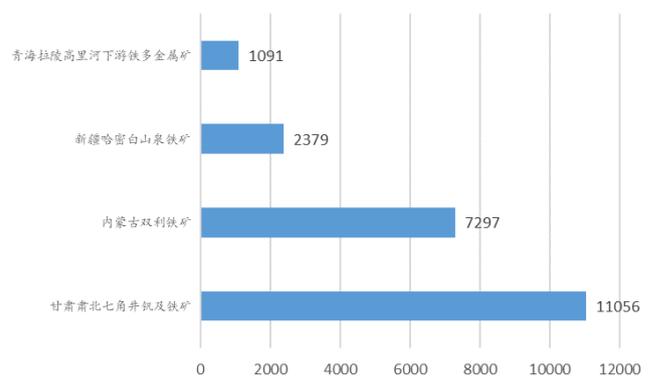
公司铁矿改扩建项目持续推进。2024 年上半年，双利矿业二号铁矿露转地改扩建工程总体施工形象进度与计划进度持平，该项目设计矿石采选能力 340 万吨/年；双利铁矿共拥有铁矿石资源量 7297.42 万吨，品位 24.10%，可供开采 20 年。格尔木西矿资源旗下它温查汉及它温查汉西两矿区正在办理探转采手续，它温查汉矿区拥有铁矿石储量 4560.92 万吨，TFe 平均品位为 34.28%。2024 年上半年，公司生产铁精粉 64.23 万吨，预计全年生产铁精粉 136.98 万吨（较 23 年+14.7%）。

图19: 2024H1 公司铁矿证载规模统计 (万吨/年)

图20: 2024H1 公司铁矿石资源量统计 (万吨)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 2.5 金银产能增长, 镍矿可开采年限较长

### 2.5.1 公司金银产能稳步增长

公司金银产能稳步增长。公司金、银主要矿山为四川呷村银多金属矿, 该矿山包含铜铅锌等品种, 同时具有金金属储量 13 吨、银金属储量 2052 吨, 银平均品位 45.38g/t。2023 年该矿证载生产规模由 30 万吨/年扩至 80 万吨/年, 资源剩余可开采年限为 10 年。2024 年上半年, 该矿金回收率提高 2.73 个百分点, 银回收率提高 4.19 个百分点。2024 年末, 公司预计形成金锭 6 吨/年、银锭 430 吨/年的产能规模。

### 2.5.2 镍矿选矿回收率总体提升

镍矿具有开发前景, 选矿回收率总体提升。公司主要产镍矿山为新疆哈密瑞伦黄山南铜镍矿, 该矿以铜为主, 同时具有镍金属储量 27 万吨, 品位 0.31%。新疆哈密黄山为我国镍资源开发前景最大的地区之一, 该矿山共有资源量 7817.07 万吨, 5-22 线证载规模为 66 万吨/年, 22-27 线证载规模为 45 万吨/年, 剩余资源可开采年限高达 136 年, 但公司对其暂无扩产计划。2023 年, 通过公司选矿工艺技术攻关, 瑞伦钴品位达到计价标准, 镍精粉所含钴可贡献部分收入。2024 年上半年, 该矿镍回收率提高 2.61 个百分点。

表3: 公司金银镍矿山情况梳理 (截止 2024H1)

采选矿山	主要品种	资源量 (万吨)	金属储量 (万吨)	品位	证载规模 (万吨/年)	资源剩余可开采年限	回收率增长情况 (2024H1)
四川呷村银多金属矿	铜、铅、锌、金、银	647.14	金: 13吨, 银2052吨	银: 45.38g/t	80	10	金+2.73%, 银+4.19%
新疆哈密瑞伦黄山南铜镍矿	镍、铜	7817.08	镍: 27	镍: 0.31%	5-22线: 66; 22-27线: 45	136	镍+2.61%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 3. 铜: 供应缺口或呈阶段性放大

全球精铜市场的供需状态自 2018 年起出现结构性逆转, 由持续数年的供需紧平衡转至供应缺口的阶段性放大。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性, 而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。从供需角度观察, 全球铜矿及精铜供给增速或仍难以显现弹性, 而需求端则受益于绿色能源结构转型及中国的新质生产力基建而维持增长韧性, 供给增速相对需求增速的偏刚性则暗示供应缺口仍有放大可能, 而库存周期的变化将对铜的供需平衡表起到显著影响。

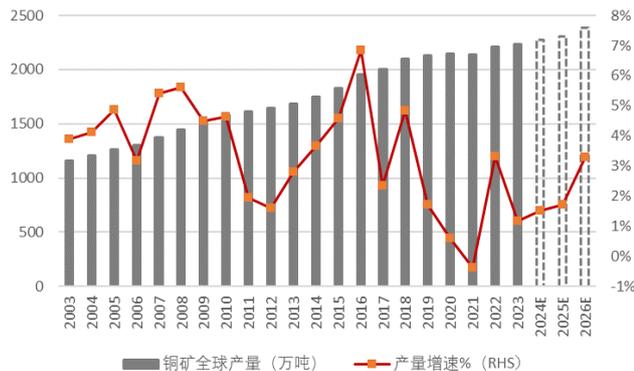
表4: 全球精炼铜供需平衡表及产需增长率 (2016-2026E)

万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球产量	2273	2311	2360	2427	2439	2494	2534	2618	2692	2753	2820
产量增长率%	5.90%	1.71%	2.12%	2.82%	0.50%	2.23%	1.60%	3.32%	2.81%	2.27%	2.45%
全球消费	2250	2306	2365	2433	2462	2514	2553	2636	2708	2792	2880
消费增长率%	1.14%	2.46%	2.58%	2.89%	1.19%	2.09%	1.56%	3.26%	2.71%	3.10%	3.17%
供需平衡	22.4	5.8	-4.6	-6.3	-23.0	-20.0	-19.3	-18.5	-16.1	-38.8	-59.8

资料来源: ICSG, CRU, WoodMac, GS, BofA, SMM, 安泰科, 东兴证券研究所

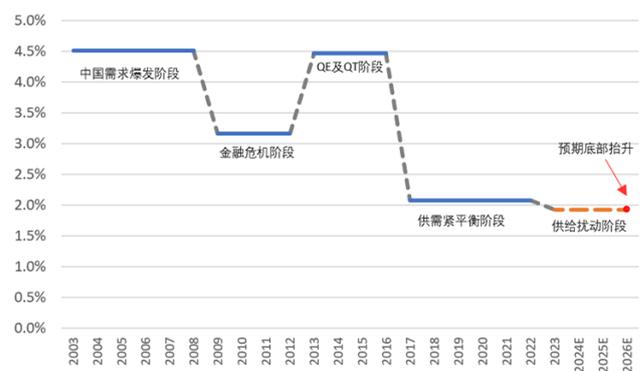
我们认为铜市场的供应缺口或仍有趋势性放大可能。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性，而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。上游供给的偏刚性及下游需求的强弹性或令实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧，而中国精炼铜产量增速或现阶段性弱化，这意味着铜的定价重心或在基本面偏紧背景下仍显现易涨难跌，即铜的供需属性决定价格韧性而金融属性将决定价格弹性，而易涨难跌的铜价也意味着行业景气度或仍处于偏强周期，这也与公募基金在铜行业配置比例的升高相印证（由 22Q2 的 0.39%→24Q2 的 2.58%）。

图21: 全球铜矿产量增长图 (虚线为预估值)



资料来源: CRU, ICSG, 东兴证券研究所

图22: 全球铜矿阶段性供应增速概览 (2003-2026E)



资料来源: CRU, ICSG, 东兴证券研究所

表5: 全球及中国精铜产量表 (2016-2026E)

万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国精铜产量	843	890	920	975	1003	1049	1,106	1,298	1,304	1,323	1,345
产量增速%	5.90%	5.58%	3.37%	5.98%	2.87%	4.59%	5.46%	17.33%	0.47%	1.47%	1.66%
产能利用率	83%	82%	86%	82%	82%	81%	81%	83%	85%	87%	85%
全球精铜产量	2272.6	2311.4	2360.4	2403	2439.3	2493.7	2534	2618	2692	2753	2820
产量增速%	1.14%	1.71%	2.12%	1.80%	1.51%	2.23%	1.60%	3.32%	2.81%	2.27%	2.45%
中国精铜产量占比	37.1%	38.5%	39.0%	40.6%	41.1%	42.1%	43.7%	49.6%	48.5%	48.1%	47.7%

资料来源: CRU, ICSG, Woodmac, Wind, 东兴证券研究所

从消费角度观察，全球铜消费或进入周期性的强增长阶段。若以4年为周期来观察近30年的全球铜消费数据，2024-2027年全球累计阶段性铜消费或总计上涨11.3%至11345万吨，期间年均消费增长率约2.88%。自1996-2023年，全球铜消费阶段性增长均值(4年期)为2.85%，其中96-07年间的消费整体维持于3.42%左右的良性增长水平，但08-11年却因次贷危机影响而急速回落至1.89%，而后在低基数及全球量化宽松提

振下消费增速升至 3.9%，但至 2016 年随着中国金融去杠杆的进行(包括去融资铜)叠加中美贸易争端加剧，增速均值再次降到了 1.24%。2020 年全球经济遭受预期外扰动，但 20H2 全球一致性货币财政双刺激推动铜产业链阶段性补库显现，这一定程度上弱化了 22 年全球加息周期对铜消费的抑制，令该阶段全球铜消费增速升至 2.54%。对于 2024-2027 年的铜消费，考虑到全球以铜为代表的产业链库存重塑及以中国新质生产力与绿色低碳能源转型为代表的绿色能源基建的持续实施，我们认为铜阶段性的总消费或有 11.3% 的增长，即 2024-2027 年全球累计铜消费或增至 11345 万吨。

表6：全球及中国精铜需求表（2016-2026E）

万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国精铜消费	1155	1182	1225	1270	1307	1342	1374	1,442	1,482	1,536	1,592
消费增速%	1.96%	2.34%	3.64%	3.67%	2.91%	2.68%	2.38%	4.93%	2.77%	3.69%	3.61%
全球精铜消费量	2250	2306	2365	2433	2462	2514	2553	2636	2708	2792	2880
消费增速%	1.14%	2.46%	2.58%	2.89%	1.19%	2.09%	1.56%	3.26%	2.71%	3.10%	3.17%
中国精铜消费占比	51.3%	51.3%	51.8%	52.2%	53.1%	53.4%	53.8%	54.7%	54.7%	55.0%	55.3%

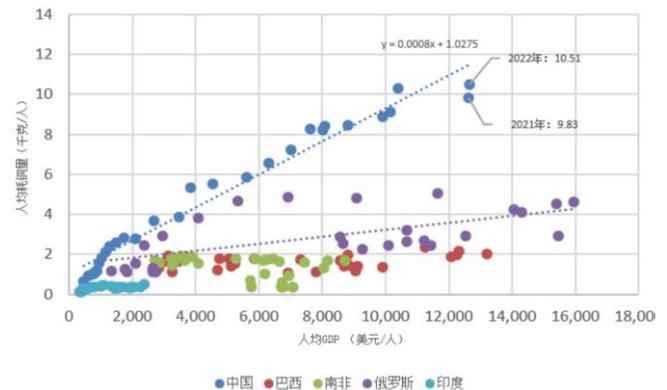
资料来源：CRU, ICSG, Woodmac, Wind, 东兴证券研究所

图23：全球阶段性铜消费及增速（以四年为周期）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图24：中国人均铜消费量拟合



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1 关键假设及营收预测

#### 关键假设：

预计2024-2026年期间铜、锌、铅、钼产品合计占公司营业收入、营业成本比重与2021-2023年均值保持一致。

铜产品：以历史产能利用率为基准，参考公司24H1的生产完成情况与全年产量指引，预计公司铜矿回收

率可持续提升，至2026年西部铜材新增10万吨冶炼产能可完全投产，2024-2026年铜精矿产量预计分别为16.4/17.2/18.1万吨，电解铜产量预计分别为19.5/21.5/25.5万吨。

**铅锌精矿：**西部铜业2024年开展多金属选矿技改工程，预计于2024年底投产，铅锌精矿产能将分别提升至13.4与13.6万吨（部分矿山铅锌年矿石处理能力未分别给出，以平均产能计算）。公司或维持此前生产节奏，产量与产能利用率以历史数据为基准逐步提升，预计2024-2026年铅精矿产量分别为6.3/6.5/6.7万吨，锌精矿产量分别为11.5/13/13.5万吨。

**电解铅与锌锭：**2024年西豫金属与青海湘和均开启多金属改造项目实现铅锌冶炼产能升级，24H1由于西豫金属改造项目影响，上半年电铅生产暂停。考虑到后期产能提升与24年改造项目对生产影响，预计2024-2026年电铅产量分别为3.6/14/15万吨，锌锭产量分别为12.9/14/15万吨。

**钼精矿：**得益于2024年玉龙铜矿入选品位提升及一车间钼回收率提升，公司钼精矿产能从2023年8800吨提升至2024年1万吨。我们参考并预测钼市场价格变动，预计公司钼精矿产能利用率稳定提升，2024-2026年钼精矿产量或分别为3995/4100/4200吨。

预计2024-2026年，公司实现营业收入分别为496.2/550.85/609.23亿元，综合毛利率分别为19.02%/19.58%/20.03%。

**表7：产量假设**

品类	单位	2024E	2025E	2026E
矿产铜	万吨	16.41	17.16	18.11
电解铜	万吨	19.5	21.54	25.5
锌精矿	万吨	11.49	13	13.5
锌锭	万吨	12.88	14	15
铅精矿	万吨	6.3	6.5	6.65
电解铅	万吨	3.56	14	15
钼精矿	吨	3995	4100	4200

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表8：产量假设主营收入及毛利率预测**

单位	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>百万元</b>		
铜产品	33351.83	35942.42	39917.89
锌产品	5277.93	5752.51	6495.00
铅产品	1351.36	2772.47	2893.96
钼精矿	1266.08	1322.55	1336.25
<b>营业成本</b>	<b>百万元</b>		
铜产品	27782.07	29832.21	32932.26
锌产品	4433.46	4803.35	5260.95
铅产品	918.92	1885.28	1967.89
钼精矿	101.29	119.03	133.62
<b>毛利</b>	<b>百万元</b>		
铜产品	5569.76	6110.21	6985.63
锌产品	844.47	949.16	1234.05
铅产品	432.43	887.19	926.07
钼精矿	1164.80	1203.52	1202.62
<b>毛利率</b>	<b>%</b>		
铜产品	16.7%	17.0%	17.5%
锌产品	16.0%	16.5%	19.0%
铅产品	32.0%	32.0%	32.0%
钼精矿	92.0%	91.0%	90.0%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 5. 投资评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 496.2/550.85/609.23 亿元, 净利润分别为 38.43/46.42/54.86 亿元, 对应 EPS 为 1.61/1.95/2.30 元/股, 对应 PE 分别为 9.49X/7.86X/6.65X。考虑到公司具有较强的资源扩张潜力, 公司核心矿山玉龙铜矿三期改扩建项目、以及公司在镁、锂等新能源金属的多元化产品布局, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示

金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	15602	11410	16445	15937	17235	<b>营业收入</b>	39762	42748	49620	55085	60923
货币资金	6522	5436	9924	9019	9969	<b>营业成本</b>	32048	35036	40185	44301	48720
应收账款	168	290	408	528	584	营业税金及附加	768	739	868	1019	1139
其他应收款	163	248	288	319	353	营业费用	28	32	40	55	55
预付款项	203	66	-93	-267	-459	管理费用	764	911	1005	1145	1250
存货	3465	3162	3627	3998	4397	财务费用	846	822	201	203	184
其他流动资产	120	110	85	66	46	资产减值损失	-217.64	-54.79	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	37215	40657	38397	36235	34076	公允价值变动收益	118.54	72.96	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4668	4369	4369	4369	4369	投资净收益	650.45	321.97	0.00	0.00	0.00
固定资产	21558	22595	21873	20680	19265	<b>营业利润</b>	5509	5085	7321	8362	9575
无形资产	6191	6421	5779	5201	4681	营业外收入	172.30	22.23	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	335	201	145	173	159	营业外支出	19.75	388.42	142.11	183.43	237.98
<b>资产总计</b>	52817	52067	54842	52172	51310	<b>利润总额</b>	5662	4719	7179	8179	9337
<b>流动负债合计</b>	19436	15349	19559	17738	17457	所得税	578	486	1795	2045	2334
短期借款	6487	5667	13411	10292	9936	<b>净利润</b>	5084	4233	5384	6134	7003
应付账款	2436	2249	2544	2805	3084	少数股东损益	1638	1444	1541	1492	1517
预收款项	0	0	50	105	166	归属母公司净利润	3446	2789	3843	4642	5486
一年内到期的非流动负债	3741	2811	62	62	62	EBITDA	7771	7595	9726	10755	11904
<b>非流动负债合计</b>	12822	16374	14655	14655	14655	<b>EPS (元)</b>	1.45	1.17	1.61	1.95	2.30
长期借款	9951	13595	13595	13595	13595	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	32258	31723	34215	32393	32113	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	4415	5075	6616	8109	9625	营业收入增长	3.55%	7.51%	16.08%	11.01%	10.60%
实收资本(或股本)	2383	2383	2383	2383	2383	营业利润增长	9.39%	-7.69%	43.96%	14.22%	14.51%
资本公积	5283	4981	4981	4981	4981	归属于母公司净利润增长	37.78%	20.78%	37.78%	20.78%	18.20%
未分配利润	7160	6436	5206	2586	160	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	16144	15268	14011	11669	9572	毛利率(%)	19.40%	18.04%	19.02%	19.58%	20.03%
<b>负债和所有者权益</b>	52817	52067	54842	52172	51310	净利率(%)	12.79%	9.90%	10.85%	11.14%	11.49%
<b>益</b>											
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	6.52%	6.52%	5.36%	7.01%	8.90%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	21.34%	18.27%	27.43%	39.78%	57.31%
<b>经营活动现金流</b>	10252	6239	6306	9428	9059	<b>偿债能力</b>					

净利润	5084	4233	5384	6134	7003	资产负债率(%)	61%	61%	62%	62%	63%
折旧摊销	1415	1687	2204	2190	2145	流动比率	0.80	0.74	0.84	0.90	0.99
财务费用	846	822	201	203	184	速动比率	0.62	0.54	0.66	0.67	0.74
应收账款减少	0	-122	-117	-120	-56	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	50	55	61	总资产周转率	0.77	0.82	0.93	1.03	1.18
<b>投资活动现金流</b>	-3625	-3072	209	-28	14	应收账款周转率	145	186	142	118	110
公允价值变动收益	119	73	0	0	0	应付账款周转率	19.30	18.25	20.70	20.60	20.69
长期股权投资减少	0	938	139	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	650	322	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.45	1.17	1.61	1.95	2.30
<b>筹资活动现金流</b>	-5729	-3668	-2027	-10305	-8123	每股净现金流(最新摊薄)	0.38	-0.21	1.88	-0.38	0.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.77	6.41	5.88	4.90	4.02
长期借款增加	0	3645	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	10.55	13.08	9.49	7.86	6.65
资本公积增加	-190	-302	0	0	0	P/B	2.26	2.39	2.60	3.12	3.81
<b>现金净增加额</b>	898	-500	4488	-905	950	EV/EBITDA	6.45	6.99	5.51	4.78	4.21

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

## 研究助理简介

### 闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526