



西部矿业 (601168.SH): 矿选冶项目持续优化, 冶炼端利润有望修复

2025年4月15日

推荐/维持

西部矿业

公司报告

事件: 公司发布2024年年度报告。公司年内实现营业收入500.26亿元,同比增长17%;实现归母净利润29.32亿元,同比增长5%;基本每股收益+5%至1.23元;经营性现金流量净额+32%至82.46亿元。此外,公司2024年计划分红23.83亿元,股利支付率达81.3%,股息率为6.22%。公司矿山产能持续增长,冶炼系统全面优化,提质增效重回报行动有效执行,推动公司业绩稳定扩张。

公司以铜业务为主,核心矿山玉龙铜矿24年铜产量同比增长39%。铜板块(采选+冶炼)为公司业务支柱,其2024年营收为382.49亿元,营收占比为76.46%,毛利为66.72亿元,毛利占比为67.01%。从产量观察,2024年公司矿产铜产量同比增长35%至17.75万吨,矿产伴生铜产量同比增长18%至4009吨。子公司玉龙铜业为公司核心铜矿山,受益于一二期选厂改扩建项目完成(年产能升至约15万吨),2024年玉龙铜业矿产铜产量同比增长39%至15.91万吨,占公司矿产铜产量90%。公司持续优化选矿工艺,2024年玉龙铜业选矿一车间铜、钨回收率较技改前分别提升5.92%和1.08%,新疆瑞伦铜镍矿铜、镍回收率分别提升5.55个百分点及1.32个百分点。当前,玉龙铜矿三期改扩建项目前期手续办理中,建成后玉龙铜矿铜金属年产能将达18-20万吨,公司合计铜产能将达23万吨左右,较当前产能增长约20%。

选矿技改工程持续优化,多金属产量有望提升。2024年公司铅锌精矿受技改项目影响,铅精矿产量同比减少11%至5.4万吨,锌精矿产量同比减少11%至10.71万吨。但考虑到西部铜业铅锌年矿石处理量由90万吨/年增至150万吨,对应获各琦铜矿铅锌产能或由2.5万吨增长至4.1万吨,后期公司铅锌精矿产出有望实现有效增长。此外,公司同期铁精粉产量同比增长15%至137.69万吨,银精矿产量同比增长6%至130.83吨,金精矿产量同比减少9%至189吨。铁精矿改扩建项目持续推进,设计矿石采选能力340万吨/年的双利矿业二号铁矿露转地改扩建工程总体施工亦按计划进行中(铁矿石300万吨/年,铜矿石20万吨/年,铅锌矿石20万吨/年)。而格尔木西矿资源旗下它温查汉及它温查汉西两矿区探转采手续正在办理,将进一步扩大公司铁资源产能。另一方面,公司工艺流程持续优化,生产回收率有效提升。2024年,会东大梁铅锌矿铅回收率提升4.21个百分点,锌回收率提升1.7个百分点;四川呷村银多金属矿金回收率提高2.73个百分点,银回收率提高4.19个百分点。

多金属选矿技改完成,冶炼端生产效率有望提升。从产能观察,公司通过环保技术升级改造,提高资源综合利用能力及生产效率,推动冶炼产能增长。至报告期末已形成冶炼产能:冶炼铜35万吨/年(同比增长67%)、冶炼锌20万吨/年(同比增长100%)及冶炼铅20万吨/年(同比增长100%)。从冶炼金属产量观察,2024年公司冶炼铜产量同比增长44%至26.34万吨,冶炼锌产量同比减少3%至11.47万吨,冶炼铅产量同比减少61%至3.58万吨。铜冶炼方面,青海铜业年内实施选矿尾渣铜铁综合技术提升再利用改造项目,冶炼铜产能同比+33%至20万吨/年,直收率同比增长4.33个百分点;西部铜材实施节能环保升级改造项目,采用不锈钢永久阴极铜电解工艺冶炼铜产能同比+200%至

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、东兴证券研究所

未来3-6个月重大事项提示:

公司预计将于2025-4-26披露2025年一季度报。

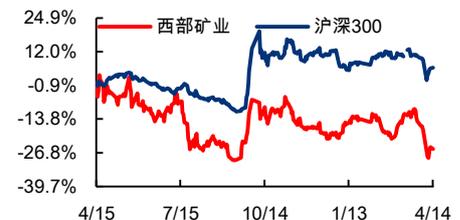
资料来源:公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	21.46-14.26
总市值(亿元)	361.02
流通市值(亿元)	361.02
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	2.13

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

15万吨/年。铅锌冶炼方面, 西豫金属完成多金属资源综合循环利用及环保升级改造项目, 以金精矿、银精矿、低品位多金属矿及公司铜冶炼、锌冶炼产出的尾渣为主要原料, 形成铜、铅、锌多金属资源一体化冶炼系统, 铅综合回收率同比增加0.46个百分点, 形成冶炼铅产能20万吨/年、黄金6吨/年、白银430吨/年, 同时高效回收铜、锌、锑、铋、硒、钼等有价值元素; 湘和有色锌湿法冶金多金属回收及资源综合化利用绿色提质节能升级改造项目建成投产, 冶炼锌产能提升至20万吨/年, 新增镉产量24吨/年。从副产品产出观察, 伴生金属产出或提升公司冶炼利润, 西豫金属每万吨冶炼锌产出黄金0.3吨、白银21.5吨, 合计贡献收入约4亿元/万吨, 湘和有色每万吨冶炼锌产出镉金属1.2吨, 贡献收入约307万元/万吨。据公司2025年3月在投资者互动平台的公告, 西豫金属现已处于满产状态, 副产品收益增长及规模效益加强有望修复冶炼端利润水平。

公司财务指标稳定优化。从现金流量观察, 经营活动产生的现金流量净额受业绩增长以及西矿财务公司吸收存款净减少额回落而同比增长32%至82.46亿元; 但筹资活动产生的现金流量由于本期净偿还的借款以及提前终止了部分租赁业务导致支付的租赁款较上年同期增加而同比减少61%至-58.99亿元; 投资活动产生的现金流量净额同比减少20%至-36.8亿元。从盈利能力与成本控制观察, 金属价格上涨推升公司利润水平, 公司销售毛利率由23年的18.04%增至24年的19.90%, 销售净利率由23年的9.90%增至24年的10.58%。公司管理能力持续优化, 同期公司销售费用率维持0.07%, 管理费用率由23年的2.13%降至24年的2.05%, 财务费用率由23年的1.92%降至24年的1.53%, 资产负债率则由23年的60.93%降至24年的58.57%。此外, 公司ROE由23年的17.76%升至24年的18.12%, ROA由23年的10.28%升至24年的12.57%。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司2025-2027年实现营业收入分别为564.7亿元、605.8亿元、630.2亿元; 归母净利润分别为46.24亿元、51.18亿元和55.47亿元; EPS分别为1.94元、2.15元和2.33元, 对应PE分别为7.81x、7.05x和6.51x, 维持“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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,748.1	50,025.6	56,466.86	60,577.45	63,020.29
增长率(%)	7.51%	17.02%	12.88%	7.28%	4.03%
归母净利润(百万元)	2,789.28	2,931.55	4,624.28	5,118.40	5,547.13
增长率(%)	-19.06%	5.10%	57.74%	10.69%	8.38%
净资产收益率(%)	18.27%	17.15%	31.37%	39.90%	53.43%
每股收益(元)	1.17	1.23	1.94	2.15	2.33
PE	12.95	12.32	7.81	7.05	6.51

PB	2.36	2.11	2.45	2.81	3.48
----	------	------	------	------	------

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

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				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	11410	13307	14849	15675	16512	营业收入	42748	50026	56467	60577	63020
货币资金	5436	4116	5913	5664	6246	营业成本	35036	40068	45247	48018	50034
应收账款	290	127	263	218	260	营业税金及附加	739	945	1045	1151	1210
其他应收款	248	636	718	770	801	营业费用	32	33	45	61	57
预付款项	66	155	256	364	476	管理费用	911	1024	1180	1253	1310
存货	3162	5113	4929	5679	5684	财务费用	822	766	812	800	792
其他流动资产	110	343	549	681	759	资产减值损失	-54.79	-561.76	-278.06	-298.20	-379.34
非流动资产合计	40657	41633	39319	36879	34556	公允价值变动收益	72.96	152.83	114.78	113.52	127.04
长期股权投资	4369	4207	4207	4207	4207	投资净收益	321.97	-113.23	286.40	165.05	112.74
固定资产	22595	26418	25348	23872	22204	营业利润	5085	6123	8818	9872	10236
无形资产	6421	6141	5527	4974	4477	营业外收入	22.23	58.87	84.46	55.19	66.17
其他非流动资产	201	49	145	97	121	营业外支出	388.42	189.02	199.06	258.83	215.64
资产总计	52067	54940	54168	52554	51068	利润总额	4719	5992	8703	9668	10087
流动负债合计	15349	14269	14424	12567	11518	所得税	486	699	2176	2417	2522
短期借款	5667	3208	5455	2024	1336	净利润	4233	5294	6527	7251	7565
应付账款	2249	2802	2993	3244	3345	少数股东损益	1444	2362	1903	2133	2018
预收款项	0	0	56	117	180	归属母公司净利润	2789	2932	4624	5118	5547
一年内到期的非流动负债	2811	2617	2714	2666	2690	EBITDA	7595	8671	12039	13063	13376
非流动负债合计	16374	17909	17430	17453	17441	EPS (元)	1.17	1.23	1.94	2.15	2.33
长期借款	13595	15716	15716	15716	15716	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
负债合计	31723	32178	31854	30020	28960	营业收入增长	7.51%	17.02%	12.88%	7.28%	4.03%
少数股东权益	5075	5672	7575	9708	11726	营业利润增长	-7.69%	20.39%	44.02%	11.95%	3.69%
实收资本(或股本)	2383	2383	2383	2383	2383	归属于母公司净利润增长	-19.06%	5.10%	57.74%	10.69%	8.38%
资本公积	4981	4995	4995	4995	4995	获利能力					
未分配利润	6436	8154	3862	-235	-5030	毛利率(%)	18.04%	19.90%	19.87%	20.73%	20.61%
归属母公司股东权益合计	15268	17090	14739	12827	10383	净利率(%)	9.90%	10.58%	11.56%	11.97%	12.00%
负债和所有者权益	52067	54940	54168	52554	51068	总资产净利润(%)	5.36%	5.34%	8.54%	9.74%	10.86%
现金流量表						ROE (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
经营活动现金流	6239	8246	6411	10521	9391	偿债能力					
净利润	4233	5294	6527	7251	7565	资产负债率(%)	61%	59%	59%	57%	57%
折旧摊销	1687	1783	2410	2392	2347	流动比率	0.74	0.93	1.03	1.25	1.43
财务费用	822	766	812	800	792	速动比率	0.54	0.57	0.69	0.80	0.94
应收账款减少	0	163	-137	45	-42	营运能力					
预收账款增加	0	0	56	61	63	总资产周转率	0.82	0.94	1.04	1.14	1.22
投资活动现金流	-3072	-3680	1318	512	651	应收账款周转率	186	240	289	252	263
公允价值变动收益	73	153	115	114	127	应付账款周转率	18.25	19.81	19.49	19.43	19.13
长期股权投资减少	0	-286	225	-112	56	每股指标(元)					
投资收益	322	-113	286	165	113	每股收益(最新摊薄)	1.17	1.23	1.94	2.15	2.33
筹资活动现金流	-3668	-5899	-5931	-11283	-9460	每股净现金流(最新摊薄)	-0.21	-0.56	0.75	-0.10	0.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.41	7.17	6.19	5.38	4.36
长期借款增加	0	2121	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	12.95	12.32	7.81	7.05	6.51
资本公积增加	-302	14	0	0	0	P/B	2.36	2.11	2.45	2.81	3.48
现金净增加额	-500	-1332	1797	-249	582	EV/EBITDA	6.94	6.17	4.49	3.89	3.71

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

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526