



# 西部矿业 (601168.SH): 持续优化的多金属采选冶一体化西部龙头 (II) - 冶炼及多元板块拆分梳理

2024年11月13日

推荐/维持

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。

铜冶炼产能受益于项目技改升级而逐步提高,。公司旗下青海铜业与西部铜材负责铜冶炼的生产运营。2024年西部铜材实施节能环保升级改造项目,采用大极板和永久阴极的电解生产工艺,增加10万吨阴极铜年产能,实现铜电解提质降耗及环保节能升级。预计2024年末,公司将形成电解铜产能30万吨/年(青海铜业与西部铜材各15万吨)。2019-2023年期间,公司电解铜产量CAGR为6.8%,由2019年的14.04万吨升至2023年的18.3万吨。我们预计2024年公司或生产电解铜21.79万吨,同比增长19.1%。

多金属改造项目助力铅锌冶炼产能升级。西豫金属与青海湘和分别负责铅与锌的冶炼生产运营。2024年,西豫金属开展环保升级及多金属综合循环利用改造项目,计划于9月末试生产,投产后将形成电铅20万吨/年、金锭6吨/年、银锭430吨/年、硫酸25万吨/年的产能,电铅产能较2023年的10万吨/年实现翻倍。青海湘和2024年开展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,持续开展系统挖潜工作,提高锌锭产量,预计2024年末将形成锌锭10万吨/年、锌粉1万吨/年产能规模,行业发展比较优势明显。我们预计2024年全年公司或生产12.88万吨锌锭(同比增长8.4%);2025年公司或生产电铅14万吨,较23年增长55.6%。

公司积极融入世界级盐湖产业基地建设,通过股权投资等方式进入盐湖提镁、盐湖提锂等相关领域。公司拥有青海团结湖镁盐矿,含镁盐资源量3046.25万吨,氯化镁品位36%,证载规模50万吨/年,剩余资源可开采年限60年。2023年,公司镁类产品实现营业收入4.62亿元,同比增长41.29%,毛利率高达21.69%,较2022年增加3.93个百分点。2024H1,公司生产高纯氢氧化镁58919吨,完成计划的58.92%。

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,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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
----	-------	-------	-------	-------	-------

## 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。

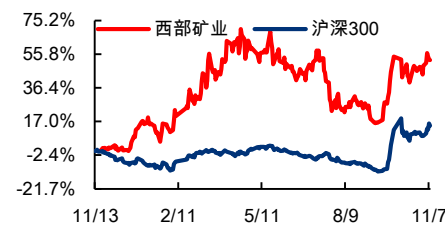
资料来源:公司公告、同花顺

## 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

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

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 .....	
2. 冶炼产能节能环保升级，行业发展比较优势明显 .....	
2.1 铜冶炼板块：铜电解提质降耗，环保节能升级 .....	
2.2 铅锌冶炼板块：多金属改造项目提质增效 .....	
2.3 钒深加工业务：石煤提钒工艺实现绿色循环 .....	
3. 发展世界级盐湖产业基地建设，股权投资布局镁、锂、氟等相关领域 .....	
4. 布局金属贸易与金融服务，产业链协同发展 .....	
5. 铜：供应缺口或呈阶段性放大 .....	1
6. 盈利预测及估值 .....	1
6.1 关键假设及营收预测 .....	1
7. 投资评级 .....	1
8. 风险提示 .....	1

## 插图目录

图 1：西部矿业公司发展历程 .....	
图 2：西部矿业公司业务介绍 .....	
图 3：公司电解铜产量变化（2019-2024H1） .....	
图 4：公司电解铜产能变化（2019-2024E） .....	
图 5：公司电铅产量变化（2019-2025E） .....	
图 6：公司锌锭产量变化（2019-2024E） .....	
图 7：公司金属贸易营业收入与营收占比变化（2019-2023） .....	
图 8：公司金融服务营业收入与营收占比变化（2019-2023） .....	
图 9：公司金属贸易毛利润与毛利占比变化（2019-2023） .....	1
图 10：公司金融服务毛利润与毛利占比变化（2019-2023） .....	1
图 11：全球铜矿产量增长图（虚线为预估值） .....	1
图 12：全球铜矿阶段性供应增速概览（2003-2026E） .....	1
图 13：全球阶段性铜消费及增速（以四年为周期） .....	1
图 14：中国人均铜消费量拟合 .....	1

## 表格目录

表 1：公司冶炼产业梳理 .....	
表 2：公司盐湖化工产业梳理 .....	
表 3：全球精炼铜供需平衡表及产需增长率（2016-2026E） .....	1
表 4：全球及中国精铜产量表（2016-2026E） .....	1
表 5：全球及中国精铜需求表（2016-2026E） .....	1

表 6: 产量假设 .....	1
表 7: 产量假设主营收入及毛利率预测 .....	1
附表: 公司盈利预测表 .....	1

## 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

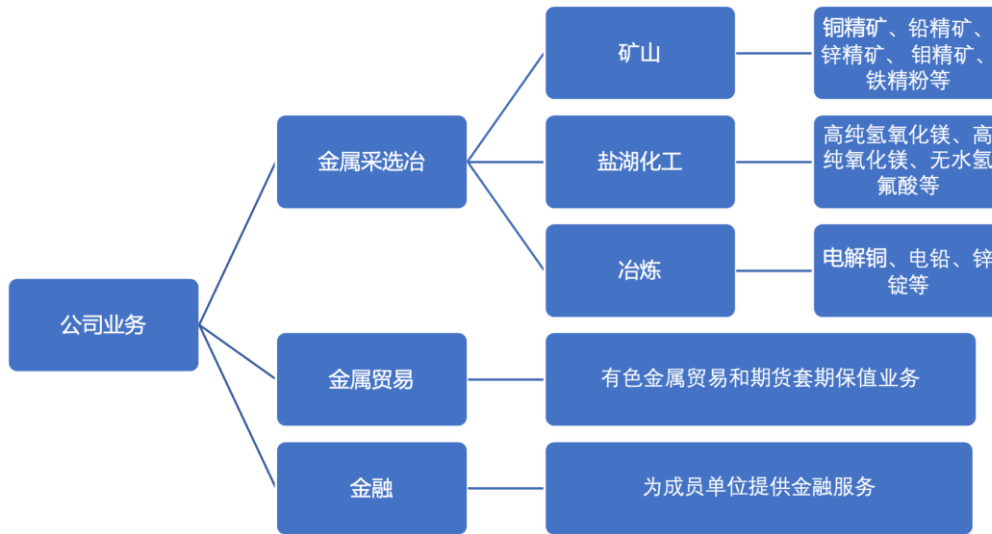
西部矿业成立于2000年5月，由锡铁山矿务局改制为“西部矿业有限责任公司”，后于2006年7月更名为西部矿业股份有限公司。通过持续的改革和技术创新，公司在全国范围内形成了稳定的矿山运营布局，且成功实现了产业链的纵向一体化布局，目前公司业务涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易、盐湖化工等领域。矿山方面，公司在有色金属和黑色金属开采上具有显著优势，主要涉及铜、铅、锌、铁等资源类产品。冶炼方面，公司具有先进的冶炼技术，可高效冶炼生产电铅、电解铜、锌锭等产品。盐湖化工方面，公司通过开发镁、钾等化工产品，进一步扩展业务布局，并增强多元化行业竞争力。而贸易方面，公司积极开展有色金属贸易和期货套期保值业务，有效管理市场风险。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：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 冶炼产能节能环保升级，行业发展比较优势明显

公司冶炼业务主要通过青海铜业、西部铜材、西豫金属、青海湘和及西矿钒科技进行，其中青海铜业及西部铜材为公司铜冶炼，西豫金属及青海湘和为公司铅锌冶炼，西矿钒科技则专注钒相关产品深加工业务。

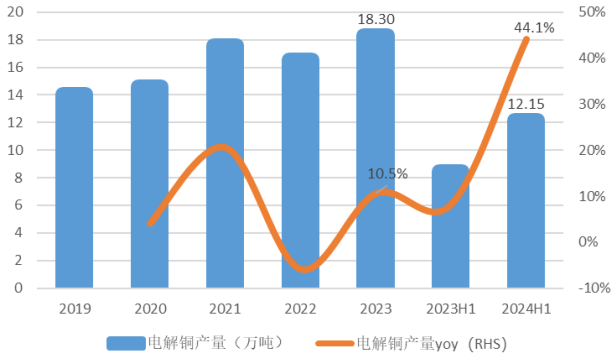
表1：公司冶炼产业梳理

子公司名称	主要经营地	持股比例	业务性质	产能规模 (2024)
西部铜材	内蒙古	100%	铜冶炼	电解铜15万吨/年
青海铜业	青海	100%	阴极铜冶炼	阴极铜15万吨/年
西豫金属	青海	98%	铅冶炼	电铅20万吨/年、金锭6吨/年、银锭430吨/年、硫酸25万吨/年
青海湘和	青海	100%	锌产品冶炼	锌锭10万吨/年、锌粉1万吨/年
西矿钒科技	甘肃	85%	钒相关产品深加工	偏钒酸铵2,000吨/年

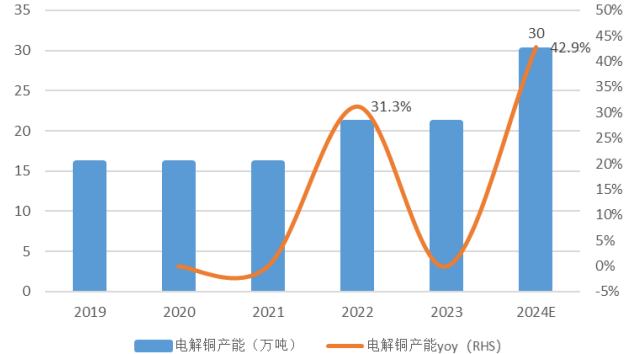
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.1 铜冶炼板块：铜电解提质降耗，环保节能升级

**西部铜材实施节能环保升级，铜冶炼产能逐步提高。**公司旗下青海铜业与西部铜材负责铜冶炼的生产运营。两公司均以阴极铜为主要产品，青海铜业采用富氧底吹熔炼—底吹吹炼连吹技术，而西部铜材采用阳极炉火法精炼、电解湿法精炼及竖式熔铜炉处理残极工艺。青海铜业于 2018 年建成 10 万吨级阴极铜项目，并于 2022 年增加 5 万吨阴极铜产能，现共有阴极铜产能 15 万吨。2024 年西部铜材实施节能环保升级改造项目，采用大极板和永久阴极的电解生产工艺，增加 10 万吨阴极铜年产能，实现铜电解提质降耗及环保节能升级。预计 2024 年末，公司将形成电解铜产能 30 万吨/年（青海铜业与西部铜材各 15 万吨）。2019-2023 年期间，公司电解铜产量 CAGR 为 6.8%，由 2019 年的 14.04 万吨升至 2023 年的 18.3 万吨。2024 年上半年公司生产电解铜 12.15 万吨，较 2023H1 同比增长 44.1%，我们预计 2024 年全年公司或生产电解铜 21.79 万吨，同比增长 19.1%。

**图3: 公司电解铜产量变化 (2019-2024H1)**


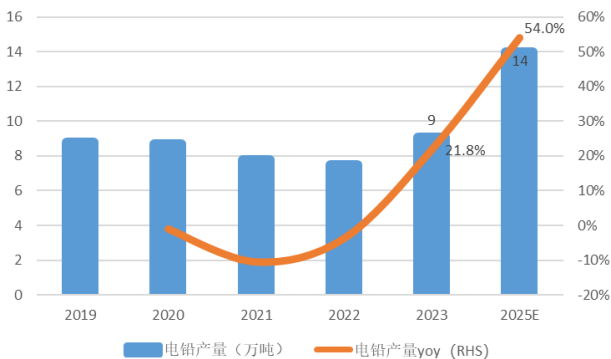
资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

**图4: 公司电解铜产能变化 (2019-2024E)**


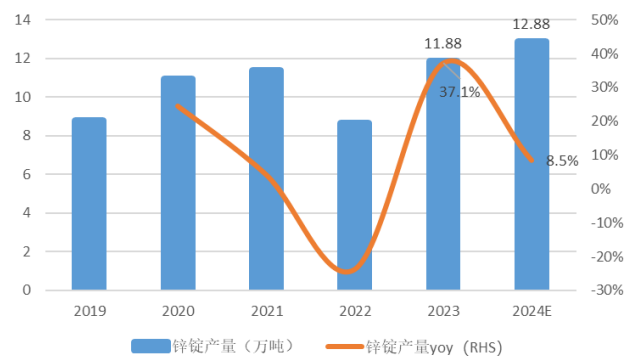
资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

## 2.2 铅锌冶炼板块: 多金属改造项目提质增效

**多金属改造项目助力铅锌冶炼产能升级。**西豫金属与青海湘和分别负责铅与锌的冶炼生产运营。2024年,西豫金属开展环保升级及多金属综合循环利用改造项目,计划于9月末试生产,投产后将形成电铅20万吨/年、金锭6吨/年、银锭430吨/年、硫酸25万吨/年的产能,电铅产能较2023年的10万吨/年实现翻倍,同时可高效回收铜、锌、镉、铋、锡等有价金属,实现资源“吃干榨净”。青海湘和2024年开展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,持续开展系统挖潜工作,提高锌锭产量,预计2024年末将形成锌锭10万吨/年、锌粉1万吨/年产能规模,行业发展比较优势明显。2023年,公司生产锌锭118752吨,电铅90925吨;2024年上半年,公司生产锌锭60620吨,由于西豫金属改造项目影响,上半年暂停电铅生产。我们预计2024年全年公司或生产12.88万吨锌锭(同比增长8.4%);由于电铅产能翻倍,2025年公司或生产电铅14万吨,较23年增长55.6%。

**图5: 公司电铅产量变化 (2019-2025E)**


资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

**图6: 公司锌锭产量变化 (2019-2024E)**


资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

## 2.3 钒深加工业务: 石煤提钒工艺实现绿色循环



公司旗下拥有子公司西矿钒科技 (权益比例 84.83%), 专注钒相关产品深加工业务。该子公司采用石煤提钒工艺, 通过国内最先进的石煤提钒带余热发电技术, 建立了国内首条完善的绿色石煤提钒环保型生产线, 能够实现循环综合利用, 2024 年末预计形成偏钒酸铵 2,000 吨/年的产能规模。

### 3. 发展世界级盐湖产业基地建设, 股权投资布局镁、锂、氟等相关领域

公司积极融入世界级盐湖产业基地建设, 通过股权投资等方式进入盐湖提镁、盐湖提锂等相关领域。公司拥有青海团结湖镁盐矿, 含镁盐资源量 3046.25 万吨, 氯化镁品位 36%, 证载规模 50 万吨/年, 剩余资源可采年限 60 年。2023 年, 公司镁类产品实现营业收入 4.62 亿元, 同比增长 41.29%, 毛利率高达 21.69%, 较 2022 年增加 3.93 个百分点。2024H1, 公司生产高纯氢氧化镁 58919 吨, 完成计划的 58.92%。

**西部镁业:** 2021 年 2 月, 公司收购控股股东西部矿业集团有限公司所持青海西部镁业有限公司 91.40% 股权, 为进一步改善子公司西部镁业资本结构, 2023 年 8 月公司以人民币 6.61 亿元完成对西部镁业的债转股, 将持股比例增至 95.94%。西部镁业是国内唯一一家生产规模达到 10 万吨以上的盐湖镁资源开发高新技术企业, 2024 年入选青海省科技小巨人企业, 主要从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务。其产品主要有高纯氢氧化镁、高纯氧化镁、高纯电熔镁砂、高纯烧结镁砂等, 各类产品纯度达 99% 以上, 广泛应用于阻燃、医疗、军工、航天航空、新能源等领域; 活性氧化镁产品在刚果金等非洲国家的沉钴行业得到大力推广。西部镁业现具备高纯氢氧化镁 15.5 万吨/年、高纯氧化镁 13 万吨/年、高纯超细氢氧化镁 2 万吨/年、高纯电熔镁砂 4 万吨/年, 以及高纯烧结镁砂 5 万吨/年的产能规模。

**东台锂资源:** 2022 年 3 月, 公司收购控股股东西矿集团持有的东台锂资源公司 27% 股权, 扩展公司锂资源开发, 布局锂电池新材料产业。东台锂资源以碳酸锂的加工与销售为主业, 其控股子公司青海锂业拥有 50 余项碳酸锂生产相关专利技术, 其生产碳酸锂产品品质达电池级标准。锂资源公司依托东台吉乃尔盐湖资源优势, 通过其离子选择性迁移合成碳酸锂技术, 碳酸锂生产拥有自动化程度高、劳动强度低、工艺流程短等特点, 其碳酸锂生产成本较同行业亦有优势。同时, 盐湖提锂产业的平均成本在 3 至 4 万元/吨, 相对于其他原料生产方式的成本优势已经十分明显。目前, 锂资源公司已具备碳酸锂产能 2 万吨/年, 且其配套设施齐全, 正向政府备案将碳酸锂年产能增至 3 万吨, 通过后可在 1 年内建成。锂资源公司于 2022 年作出业绩承诺, 承诺 2022-2024 年三个会计年度净利润合计不低于 36.2 亿元。截至目前, 其已向全体股东派发现金股利 35 亿元。公司按持股 27% 比例分配现金股利 9.45 亿元。

**泰丰先行:** 2023 年 6 月, 公司收购控股股东西矿集团持有的青海泰丰先行锂科技有限公司 6.29% 股权, 进一步布局碳酸锂的下游碳酸铁锂行业, 逐步形成从盐湖锂资源开发到电池正极材料生产的完整产业链。泰丰先行目前具有碳酸铁锂 18.5 万吨/年、钴酸锂 1 万吨/年、三元正极材料 8000 吨/年, 以及隔膜 4.2 亿平方米/年的产能规模。在现有产能基础上, 泰丰先行规划建设二期项目, 可增加碳酸铁锂产能 14 万吨/年。

**同鑫化工:** 为优化公司产业及产品结构, 确保铜冶炼副产品硫酸销售渠道, 2023 年 1 月公司收购控股股东西矿集团持有的同鑫化工 67.69% 股权, 同年 5 月, 公司以人民币 7 亿元增资, 持股比例增至 94.94%。同鑫化工以生产无水氟化氢为主业, 同时消化冶炼单位的副产品硫酸, 未来可依托自身资源开发优势介入萤石矿开发领域和氟化工中下游产业链, 促进公司产业结构升级。同鑫化工目前具有无水氟化氢 10 万吨/年和制冷剂 4 万吨/年 (二氟甲烷 (R32) 1 万吨/年、三氟乙烷 (R143a) 2 万吨/年、二氟乙烷 (R152) 1 万吨/年) 的产能规模。



**表2: 公司盐湖化工产业梳理**

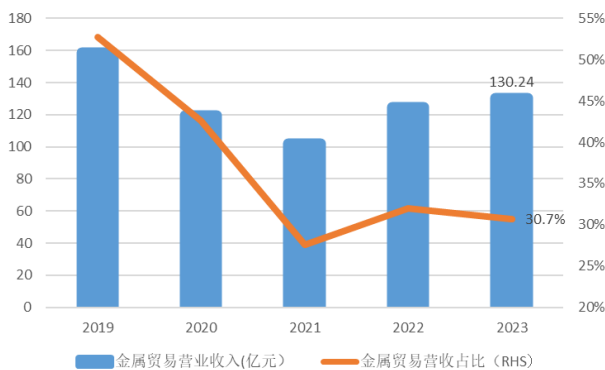
公司名	2023年持股比例	收购历史	产能
西部镁业	95.94%	2021年2月, 公司收购控股股东西部矿业集团有限公司所持青海西部镁业有限公司91.40%股权; 2023年8月, 公司以人民币6.61亿元完成对西部镁业的债转股, 将持股比例增至95.94%	高纯氢氧化镁15.5万吨/年、高纯氧化镁13万吨/年、高纯超细氢氧化镁2万吨/年、高纯电熔镁砂4万吨/年, 以及高纯烧结镁砂5万吨/年
东台锂资源	27%	2022年3月, 公司收购控股股东西矿集团持有的东台锂资源公司27%股权	碳酸锂产能2万吨/年
泰丰先行	6.29%	2023年6月, 公司收购控股股东西矿集团持有的青海泰丰先行锂科技有限公司6.29%股权	碳酸铁锂18.5万吨/年、钴酸锂1万吨/年、三元正极材料8000吨/年, 以及隔膜4.2亿平方米/年
同鑫化工	94.94%	2023年1月公司收购控股股东西矿集团持有的同鑫化工67.69%股权; 同年5月, 公司以人民币7亿元增资, 持股比例增至94.94%	无水氟化氢10万吨/年和制冷剂4万吨/年 (二氟甲烷 (R32) 1万吨/年、三氟乙烷 (R143a) 2万吨/年、二氟乙烷 (R152) 1万吨/年)

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

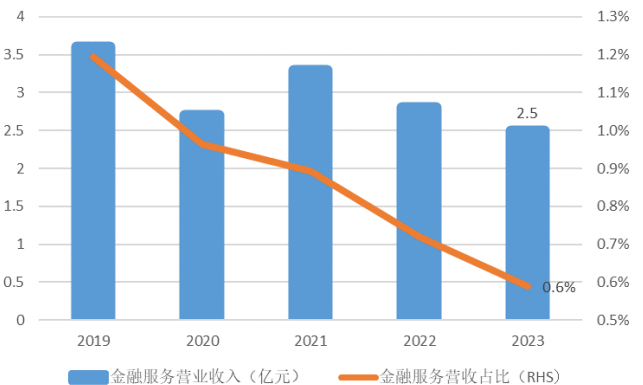
## 4. 布局金属贸易与金融服务, 产业链协同发展

**金属贸易:** 公司拥有全资子公司西矿上海与西矿香港, 负责铜、铅、锌等有色金属贸易及期货套期保值业务。上海、香港两公司充分发挥地区窗口职能, 开拓有色、黑色、贵金属等品种的原料、产品及加工贸易市场。公司利用“西矿”牌电解铜、锌锭注册交割优势, 不断创新营销贸易交易模式, 提高汇率和金融衍生品市场风险管理能力, 积极捕捉境外资源和产品市场的机会。2023年, 公司完成“西矿牌”电解铜上期所交割品牌注册, 后续还将积极推动铅、金、银等交割品牌的注册工作。**金属贸易板块主要目的为保障冶炼单位生产需求, 提升采购综合效益, 并逐步优化购销渠道, 为采选冶炼板块发展起到渠道保障、成本优化及风险对冲的作用, 自身具有营业收入高、毛利率低的特点。**2023年, 公司金属贸易板块营业收入为130.24亿元, 营收占比30.7%, 但毛利润仅有0.1亿元, 毛利占比0.1%。

**金融服务:** 公司持有控股子公司西矿财务60%股权。西矿财务是原中国银保监会批准设立的非银行金融机构, 为成员单位提供金融服务。**金融服务板块发挥“资金归集、资金结算、资金监控和金融服务”平台功能, 保障业务稳健发展, 在促进公司资金集中管理、防范资金风险、提高资金效益、有效配置资源等方面发挥了重要作用。**2023年, 公司金融服务板块营业收入为2.5亿元, 营收占比0.6%, 但毛利率高达88.86%, 毛利润为2.22亿元, 毛利占比2.9%。

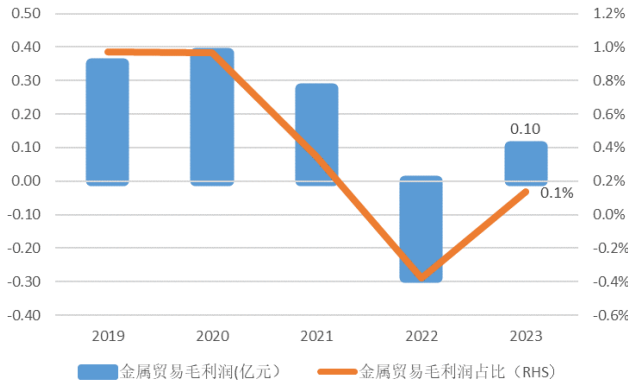
**图7: 公司金属贸易营业收入与营收占比变化 (2019-2023)**


资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

**图8: 公司金融服务营业收入与营收占比变化 (2019-2023)**


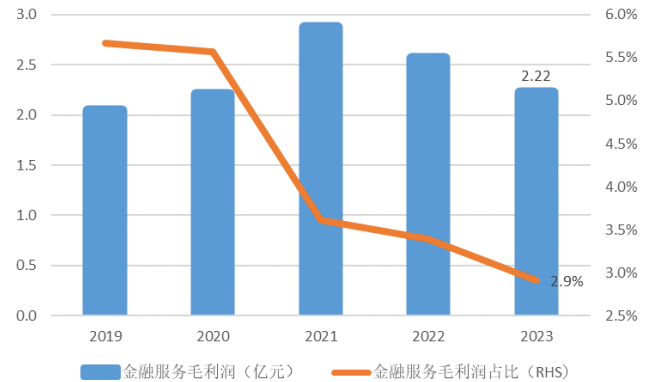
资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

图9: 公司金属贸易毛利润与毛利占比变化 (2019-2023)



资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

图10: 公司金融服务毛利润与毛利占比变化 (2019-2023)



资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

## 5. 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3: 全球精炼铜供需平衡表及产需增长率 (2016-2026E)

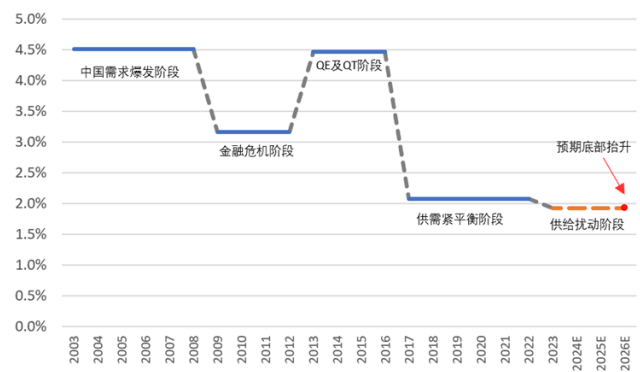
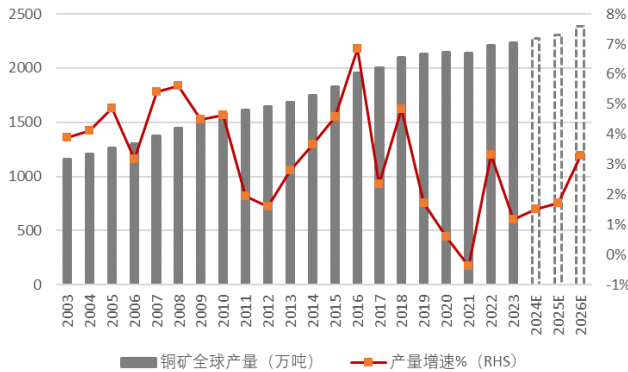
万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球产量	2273	2311	2360	2427	2439	2494	2534	2618	2692	2753	2820
产量增长率%	5.90%	1.71%	2.12%	2.82%	0.50%	2.23%	1.60%	3.32%	2.81%	2.27%	2.45%
全球消费	2250	2306	2365	2433	2462	2514	2553	2636	2708	2792	2880
消费增长率%	1.14%	2.46%	2.58%	2.89%	1.19%	2.09%	1.56%	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11: 全球铜矿产量增长图 (虚线为预估值)

图12: 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

资料来源: CRU, ICSG, 东兴证券研究所

表4: 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。

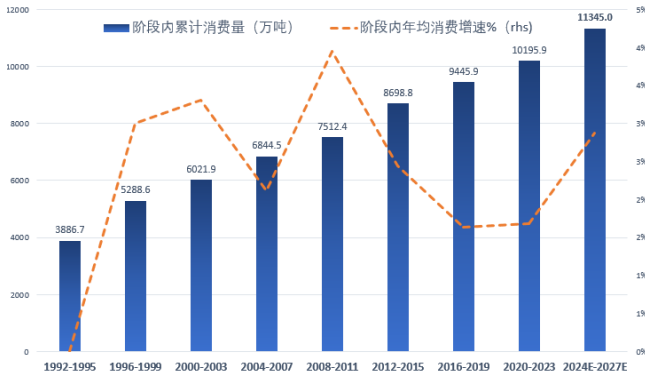
表5: 全球及中国精铜需求表 (2016-2026E)

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%

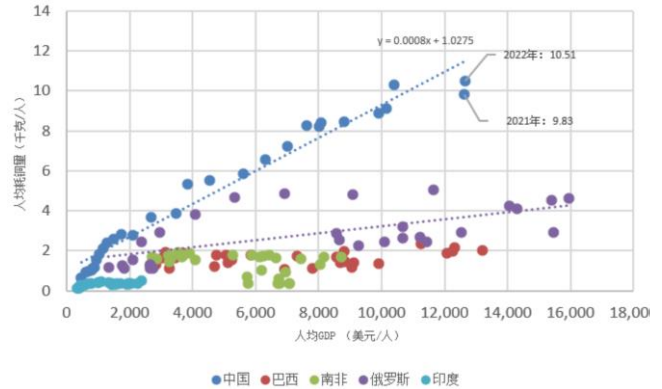
资料来源: CRU, ICSG, Woodmac, Wind, 东兴证券研究所

图13: 全球阶段性铜消费及增速 (以四年为周期)

图14: 中国人均铜消费量拟合



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

## 6. 盈利预测及估值

### 6.1 关键假设及营收预测

#### 关键预测:

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6: 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7: 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>			
百万元			
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>			
百万元			
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>			
百万元			

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

## 7. 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, 维持“推荐”评级。

## 8. 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>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>					
预收账款增加	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

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