

业绩稳步释放，期待玉龙技改项目满产

2024 年 04 月 20 日

► **事件：公司发布 2024 年一季报。**公司 2024Q1 实现营收 109.74 亿元，同比减少 5.2%、环比增长 4.4%；归母净利润 7.37 亿元，同比增长 8.4%、环比增长 24.6%；扣非归母净利 7.15 亿元，同比增长 6.7%、环比增长 242.9%。业绩符合我们预期。

► **环比来看，2024Q1 公司归母净利润环比增长 1.5 亿元，主要原因是毛利环比增长 3.8 亿元，费用和税金环比减少从而增利 1.8 亿元。**①毛利环比增长主要或由于两方面原因，价格方面，Q1 含税铜价环比增长 2.6%至 6.95 万元/吨，铅锌价格环比分别变化+0.1%/-0.9%至 1.62/2.10 万元/吨，量方面，23Q4 锌钼产量低基数，24Q1 产销量环比或有增长，另外 2023 年 11 月玉龙铜矿一二期技改投产，24Q1 产量爬坡中铜产量环比或有增长。②费用和税金的减少主要由于管理费用环比减少 1.4 亿元，财务费用环比减少 0.8 亿元，或主要由于 23Q4 年底计提费用较高产生高基数，24Q1 恢复正常。③减利项主要是投资净收益环比减少 1.2 亿元，主要由于 23Q4 确认西钢集团重整导致的处置联营公司收益产生高基数。

► **同比来看，2024Q1 公司归母净利润同比增长 0.57 亿元，主要原因是毛利同比增长 1.9 亿元，投资净收益同比增长 1 亿元。**①毛利同比增长或主要由于玉龙一二期技改投产导致的铜产量同比增长，以及铜/铅价同比增长 1.3%/5.6%，锌价同比减少 10%，拖累毛利进一步增长。②投资净收益同比增长或由于 23Q1 锂价快速下跌导致东台锂资源公司销售不畅，产生亏损低基数。③减利项主要是费用端同比增长 0.63 亿元，分项来看研发费用（同比+0.37 亿元）和管理费用（同比+0.13 亿元）增长是费用端增长的主要因素。

► **核心看点：①维持较高分红。**2023 年分红比例为 43%（占母公司报表），共分配 12 亿元，股息率为 2.6%。②**项目扩建投产。**玉龙一二期扩建项目于 2023 年 11 月投产，矿石处理能力提升至 2280 万吨/年，2024 年铜精矿目标 16 万吨，同比增长 3 万吨，贡献利润增量。③**冶炼端包袱减轻。**青海铜业新增 5 万吨产能于 2022 年投产，2023 年冶炼子公司整体盈利好转。④**矿山均在国内，地缘政治风险相对较低。**

► **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。我们预计 2024-2026 年公司将实现归母净利 34.57 亿元、36.06 亿元、37.44 亿元，对应 4 月 19 日收盘价的 PE 为 14x、14x 和 13x，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	44,829	45,835	46,719
增长率 (%)	6.2	4.9	2.2	1.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,789	3,457	3,606	3,744
增长率 (%)	-18.4	23.9	4.3	3.8
每股收益 (元)	1.17	1.45	1.51	1.57
PE	18	14	14	13
PB	3.3	3.2	3.1	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.02 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 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
- 西部矿业 (601168.SH) 2022 年半年度业绩点评：玉龙量价齐升业绩同比增长，期待盐湖提锂放量-2022/07/25
- 西部矿业 (601168.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报预告点评：“十四五”开门红，期待盐湖提锂带来全新增长点-2022/04/25

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	44,829	45,835	46,719
营业成本	35,036	36,038	36,684	37,271
营业税金及附加	739	807	825	841
销售费用	32	36	35	36
管理费用	911	941	963	981
研发费用	574	672	688	701
EBIT	5,513	6,334	6,640	6,889
财务费用	822	818	820	844
资产减值损失	-55	-11	-24	-8
投资收益	322	224	229	234
营业利润	5,085	5,820	6,112	6,363
营业外收支	-366	0	0	0
利润总额	4,719	5,820	6,112	6,363
所得税	486	582	672	700
净利润	4,233	5,238	5,440	5,663
归属于母公司净利润	2,789	3,457	3,606	3,744
EBITDA	7,637	8,602	8,947	9,250

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,436	6,792	10,124	14,822
应收账款及票据	639	983	892	912
预付款项	66	132	128	122
存货	3,162	3,539	3,577	3,605
其他流动资产	2,107	2,777	2,604	2,622
流动资产合计	11,410	14,222	17,325	22,084
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	54,377	56,610	60,467
短期借款	5,667	3,426	1,776	623
应付账款及票据	2,915	3,481	3,504	3,497
其他流动负债	6,767	6,558	6,556	6,556
流动负债合计	15,349	13,464	11,836	10,676
长期借款	13,595	15,595	17,016	19,371
其他长期负债	2,779	2,737	2,737	2,737
非流动负债合计	16,374	18,332	19,752	22,107
负债合计	31,723	31,796	31,588	32,783
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	5,075	6,856	8,691	10,609
股东权益合计	20,344	22,581	25,021	27,684
负债和股东权益合计	52,067	54,377	56,610	60,467

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	4.87	2.24	1.93
EBIT 增长率	-4.01	14.91	4.82	3.75
净利润增长率	-18.38	23.93	4.31	3.84
盈利能力 (%)				
毛利率	18.04	19.61	19.96	20.22
净利润率	9.90	11.68	11.87	12.12
总资产收益率 ROA	5.36	6.36	6.37	6.19
净资产收益率 ROE	18.27	21.98	22.08	21.93
偿债能力				
流动比率	0.74	1.06	1.46	2.07
速动比率	0.52	0.77	1.14	1.71
现金比率	0.35	0.50	0.86	1.39
资产负债率 (%)	60.93	58.47	55.80	54.22
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	0.82	0.81	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.45	1.51	1.57
每股净资产	6.41	6.60	6.85	7.17
每股经营现金流	2.62	2.93	3.63	3.62
每股股利	1.40	1.26	1.26	1.26
估值分析				
PE	18	14	14	13
PB	3.3	3.2	3.1	2.9
EV/EBITDA	8.84	7.66	6.97	6.36
股息收益率 (%)	6.66	5.99	5.99	5.99

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,233	5,238	5,440	5,663
折旧和摊销	2,124	2,268	2,307	2,360
营运资金变动	-962	-1,159	250	-69
经营活动现金流	6,239	6,980	8,646	8,619
资本开支	-2,879	-1,756	-1,460	-1,467
投资	-1,045	1	1	1
投资活动现金流	-3,072	-1,530	-1,230	-1,232
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,615	-246	-229	1,202
筹资活动现金流	-3,668	-4,094	-4,084	-2,689
现金净流量	-499	1,356	3,332	4,698

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