

Q4 业绩略低于预期，期待玉龙扩建放量

2024 年 03 月 17 日

► **2024 年 3 月 15 日，公司公布 2023 年年报。**2023 年，公司实现营业收入 427.48 亿元，同比增长 6%；归母净利润 27.89 亿元，同比减少 18%；扣非归母净利润 25.56 亿元，同比减少 22%。2023Q4，公司实现营业收入 105.15 亿元，同比减少 17.8%、环比增长 10.1%；归母净利润 5.92 亿元，同比减少 43.8%、环比减少 14.4%；扣非归母净利润 2.09 亿元，同比减少 76.8%、环比减少 75.7%。业绩略低于我们预期。

► **2023 年公司归母净利润同比下降，主要因为费用和税金、其他/投资收益和营业外利润的下降。**公司 2023 年度实现营业收入 427.48 亿元，较上年同期增加 6%，实现利润总额 47.19 亿元，实现净利润 42.33 亿元，其中归属于母公司股东的净利润 27.89 亿元，较上年同期减少 18%，主要原因是电池级碳酸锂、锌现货均价分别同比下跌 47%、14%，影响公司享有联营单位东台锂资源的投资收益和锌精矿毛利贡献同比下降，且公司管理费用、研发费用增加较多，营业外利润的下降主要是由于营业外支出的增长，来源于玉龙一二期技改过程中产生的部分旧设备报废处置带来的亏损。

► **2023Q4，公司归母净利润环比减少 1 亿元。**主要原因是毛利环比减少 6.7 亿元，主要增利项为投资净收益（环比+1.2 亿元，2023 年 11 月西钢集团重整计划通过，获得处置联营公司收益 1.93 亿元），以及营业外支出（环比-3.1 亿元，Q3 处置玉龙铜矿技改过程中产生的资产报废损失产生高基数，Q4 恢复正常）。毛利的环比减少主要或由于两点，一是钼价格环比下跌。钼价环比下跌 24%至 3126 元/吨度。二是 Q3 铅锌产量完成较好，Q4 进入冬季，环比减量；此外由于 Q4 钼价环比下跌，导致生产积极性减弱，钼产量环比或有下滑。

► **由于会计处理调整导致 Q4 非经常性损益较大。**Q4 非经常损益损益主要为西钢集团重整导致的处置联营公司收益 1.93 亿元，政府补助约 5000 万元，此外 Q4 环比还有部分非经常性收益增加主要是由于 Q3 被计入非经常性损益的玉龙资产报废处置在 Q4 被认定为经常性损益，造成 Q3 的非经减少，产生低基数。

► **核心看点：维持高分红，产能稳中有进。**①**维持高分红。**2023 年分红比例为 43%，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。

► **盈利预测与投资建议：**公司获各琦铜矿贡献稳定产量，玉龙铜矿技改贡献增量。我们预计 2024-2026 年公司将实现归母净利 34.56 亿元、36.06 亿元、37.45 亿元，对应 3 月 15 日收盘价的 PE 为 14x、13x 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	3,456	3,606	3,745
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	17	14	13	13
PB	3.1	3.0	2.9	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.67 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) 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

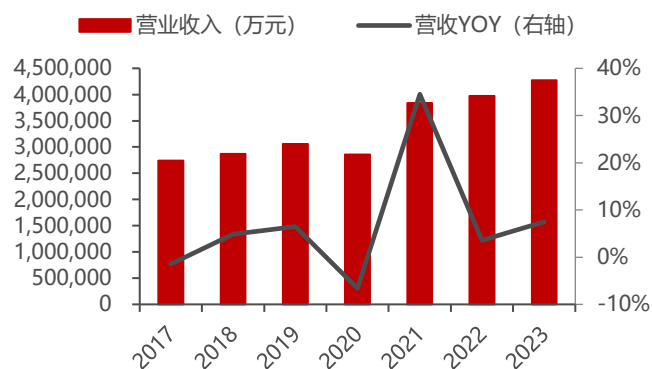
目录

1 事件：公司发布 2023 年年报	3
2 铜板块技改影响利润，期待玉龙扩产放量	4
2.1 2023 年业绩：矿山技改影响铜产量，冶炼盈利好转	4
2.2 2023Q4：铅锌和钼板块盈利下降，利润环比下滑	6
3 核心看点：玉龙一二期扩建投产，期待铜矿放量	8
3.1 玉龙技改投产+铁资源板块开发，构筑多点增长	8
3.2 维持较高比例分红	9
3.3 冶炼板块盈利大幅好转	10
4 盈利预测与投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件：公司发布 2023 年年报

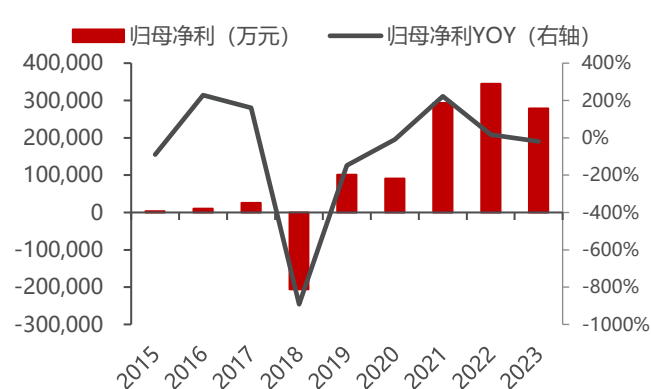
2023 年 3 月 15 日，公司发布 2023 年年报。2023 年，公司实现营收 427.48 亿元，同比增长 6%；归母净利润 27.89 亿元，同比减少 18%；扣非归母净利 25.56 亿元，同比减少 22%。2023Q4，公司实现营收 105.15 亿元，同比减少 17.8%、环比增长 10.1%；归母净利润 5.92 亿元，同比减少 43.8%、环比减少 14.4%；扣非归母净利 2.09 亿元，同比减少 76.8%、环比减少 75.7%。业绩略低于我们预期。

图1：2023 年，公司营收同比增加 6%



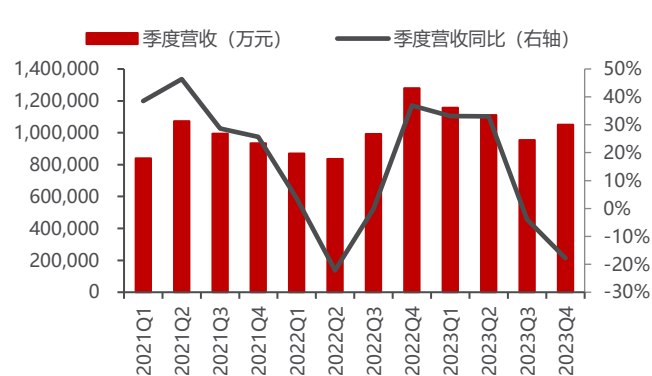
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023 年，公司归母净利润同比减少 18%



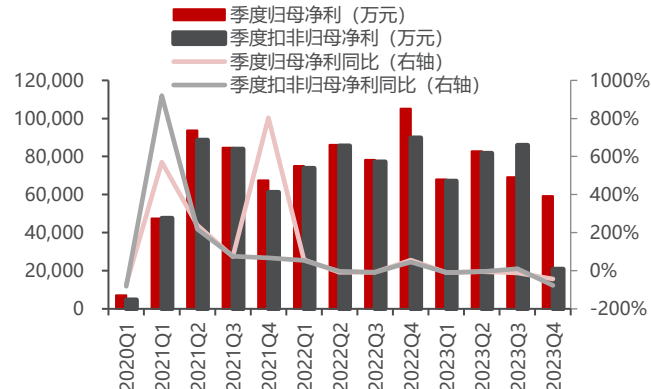
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2023Q4，公司营收同比减少 17.8%



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2023Q4，公司归母净利润同比减少 43.8%



资料来源：ifind，民生证券研究院

2024 年公司主要产品生产计划：铜矿产量同比大幅增长，主要得益于玉龙二期技改扩产。铅精矿 51,777 金属吨、锌精矿 109,407 金属吨、铜精矿 158,715 金属吨、钼精矿 3,995 金属吨、铁精粉 1,426,882 吨、精矿含金 242 千克、精矿含银 128.10 吨、电铅 35,558 吨、锌锭 125,000 吨、电解铜 217,890 吨。2024 年计划实现营业总收入 390 亿元，利润总额 39 亿元。

表1：公司主要产品 2024 年生产目标

产品	单位	2023 年产量	2024 年计划	同比变化 (%)
铅精矿	金属吨	60339	51777	-14.19%
锌精矿	金属吨	120305	109407	-9.06%
铜精矿	金属吨	131298	158715	20.88%
钼精矿	金属吨	3401	3995	17.47%
铁精粉	吨	1193920	1426882	19.51%
精矿含金	千克	208	242	16.35%
精矿含银	千克	123414	128100	3.80%
锌锭	吨	118752	110000	-7.37%
电铅	吨	90925	35558	-60.89%
电解铜	吨	182974	217890	19.08%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

维持较高分红回馈股东。2023 年度利润分配方案为，以 2023 年度末公司总股本 23.83 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元（含税），共计分配 12 亿元（占 2023 年度合并报表归属于母公司可分配利润的 43%），对应 2024 年 3 月 15 日股价的股息率为 2.56%。

2 铜板块技改影响利润，期待玉龙扩产放量

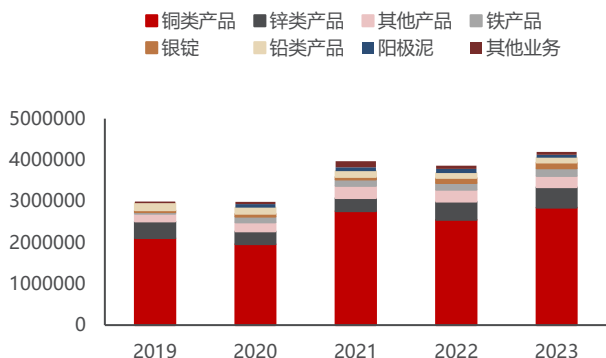
2.1 2023 年业绩：矿山技改影响铜产量，冶炼盈利好转

公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，以及钼、镍、钒、黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售，同时公司涉足盐湖化工产业。公司矿山主要产品有铜精矿、钼精矿、锌精矿、铅精矿、铁精粉等；冶炼主要产品有电解铜、锌锭、电铅、偏钒酸铵等；盐湖化工主要产品有高纯氢氧化镁、高纯氧化镁、无水氟化氢等。公司已形成目前已形成电解铜 21 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、电铅 10 万吨/年、偏钒酸铵 2,000 吨/年的产能。报告期内，公司高标准、高效率、高质量完成玉龙铜业一、二选厂优化升级改造项目，一二选厂矿石处理能力提升至 450 万吨/年，玉龙铜业矿石处理能力提升至 2280 万吨/年。公司有序推进双利二号铁矿改扩建、四川鑫源呷村银多金属矿深部扩能等工程项目，新旧动能转换有力进行。

2023 年公司归母净利润同比下降，主要因为费用和税金、其他/投资收益和营业外利润的下降。公司 2023 年度实现营业收入 427.48 亿元，较上年同期增加 6%，实现利润总额 47.19 亿元，实现净利润 42.33 亿元，其中归属于母公司股东的净利润 27.89 亿元，较上年同期减少 18%，主要原因是电池级碳酸锂、锌现货均价分别同比下跌 47%、14%，影响公司享有联营单位东台锂资源的投资收益和

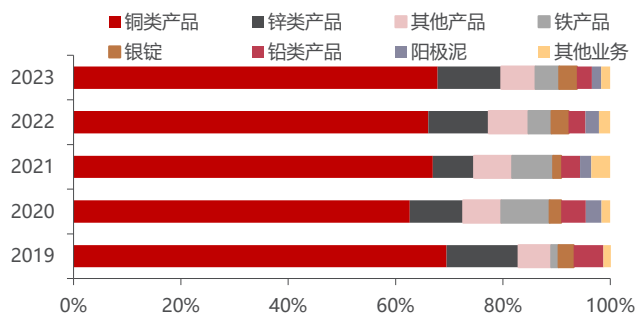
锌精矿毛利贡献同比下降，且公司管理费用、研发费用增加较多，营业外利润的下降主要是由于营业外支出的增长，来源于玉龙一二期技改过程中产生的部分旧设备报废处置带来的亏损。

图5: 2019-2023年, 公司分产品营收 (单位: 万元)



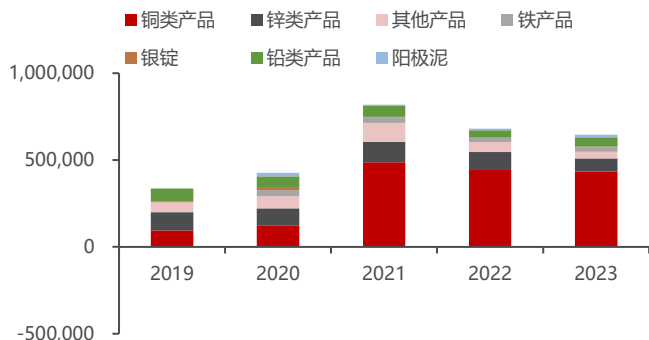
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图6: 2019-2023年, 公司分产品营收占比



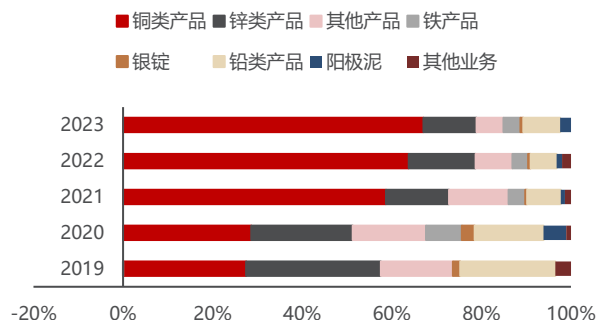
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7: 2019-2023年, 公司分产品毛利 (单位: 万元)



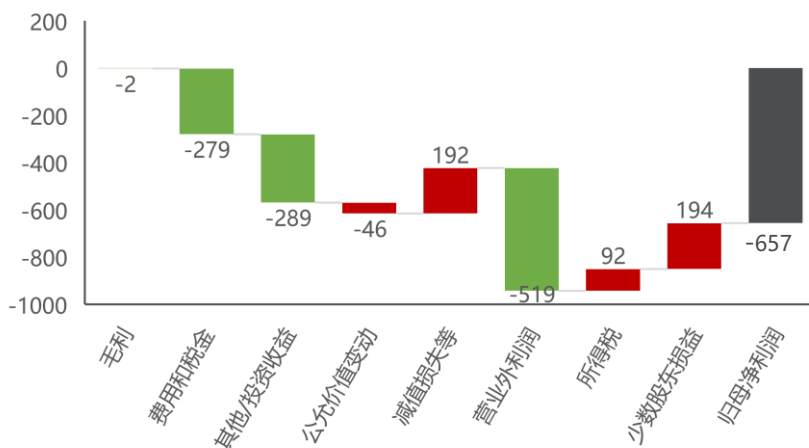
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图8: 2019-2023年, 公司分产品毛利占比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图9: 2023年公司H1业绩变化拆分 (单位: 百万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

量：铅精矿 / 锌精矿 / 锌锭 / 电铅 / 电解铜 同比增加 17.24%/7.39%/37.14%/21.78%/10.53% 至 60339 金属吨/120305 金属吨 /118752 吨/90925 吨/182974 吨；铜精矿/铁精粉/精矿含金/精矿含银产量同比减少 8.79%/34.06%/19.07%/4.86% 至 131298 金属吨/1193920 吨/208 千克 /123414 千克。其中铜精矿产量减少的原因主要是玉龙一二期技改扩建影响，电解铜较 2022 年增加的主要原因是冶炼产能提升，铁精粉未完成全年计划产量的主要原因是计划性停产；而精矿含金未完成全年计划产量的主要原因是原矿品位低于计划指标。

表2：2023 年公司产品及产量计划完成度

产品名称	单位	2023 年计划	实际完成	计划完成率
铅精矿	金属吨	56,612	60,339	107%
锌精矿	金属吨	117,349	120,305	103%
铜精矿	金属吨	133,003	131,298	99%
钼精矿	金属吨	3,541	3,401	96%
铁精粉	吨	1,548,198	1,193,920	77%
球团	吨	124,100	138,029	111%
精矿含金	千克	259	208	80%
精矿含银	千克	123,965	123,414	100%
锌锭	吨	110,000	118,752	108%
电铅	吨	90,000	90,925	101%
电解铜	吨	200,045	182,974	91%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

价格：2023 年我国有色金属工业坚持稳中求进工作总基调，积极应对来自国内外的挑战，实现平稳发展。铜价呈宽幅震荡走势，铅价全年震荡上行，锌价整体回落。国内现货铜/铅/锌 2023 年平均价为 68028/15761/21505 元/吨，铜和铅同比上涨 1.40%/2.95%，锌同比下跌 13.82%。

成本：公司自有矿山原料总成本为 17.54 亿元，占原料总成本的 99.11%，原材料成本同比上升 7.48%，或因为原辅料价格有所上涨。

2.2 2023Q4：铅锌和钼板块盈利下降，利润环比下滑

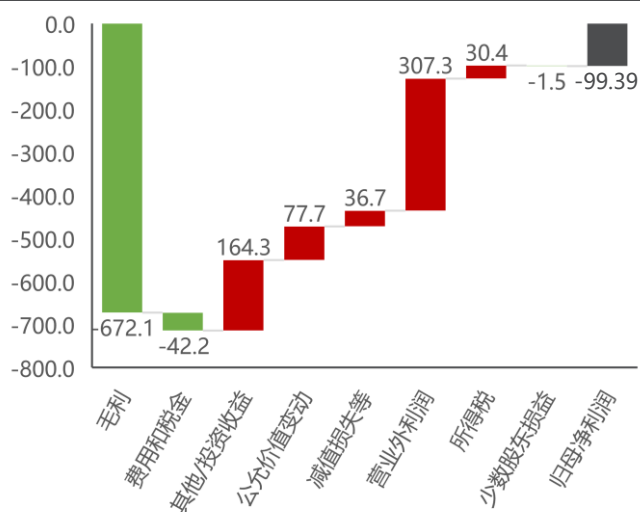
2023Q4，公司归母净利润环比减少 1 亿元。主要原因是毛利环比减少 6.7 亿元，主要增利项为投资净收益（环比+1.2 亿元，主要是由于 2023 年 11 月西钢集团重整计划通过，获得处置联营公司收益 1.93 亿元），以及营业外支出（环比-3.1 亿元，主要是由于 Q3 处置玉龙铜矿技改过程中产生的资产报废损失产生高基数，Q4 恢复正常）。毛利的环比减少主要或由于两点，一是钼价格环比下跌。Q4 国内

铜/锌/铅均价分别环比变化-1.4%/+1.7%/-0.5%至 6.88/2.10/1.62 万元/吨, 整体保持平稳。碳酸锂价格环比下跌 15.3%至 12.59 万元。钼价环比下跌 24%至 3126 元/吨度。二是 Q3 铅锌产量完成较好, Q4 进入冬季, 环比减量; 此外由于 Q4 钼价环比下跌, 导致生产积极性减弱, 钼产量环比或有下滑。

由于会计处理调整导致 Q4 非经常性损益较大。Q4 非经常损益损益主要为西钢集团重整导致的处置联营公司收益 1.93 亿元, 政府补助约 5000 万元, 此外 Q4 环比还有部分非经常性收益增加主要是由于 Q3 被计入非经常性损益的玉龙资产报废处置在 Q4 被认定为经常性损益, 造成 Q3 的非经减少, 产生低基数。

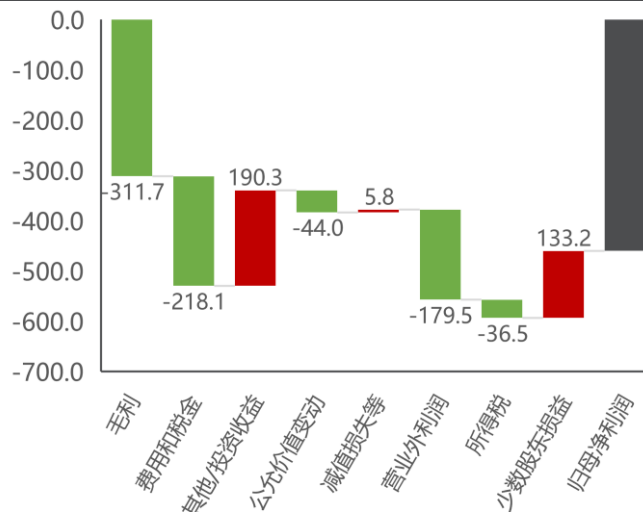
2023Q4, 公司归母净利润同比减少 4.60 亿元。主要原因是毛利减少 3.12 亿元, 费用和税金同比大幅增长 2.18 亿元, 营业外利润减少 1.80 亿元。此外, 同比增利点还有其他/投资收益 (+1.90 亿元) 和少数股东损益 (+1.33 亿元)。同比的其他减利点还有公允价值变动 (-0.44 亿元) 和所得税 (-0.37 亿元)。

图10: 2023Q4, 公司归母净利润环比减少 1 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

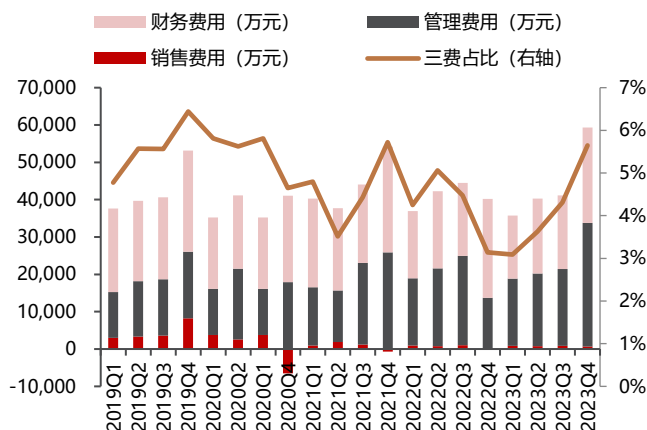
图11: 2023Q4, 公司归母净利润同比减少 4.60 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

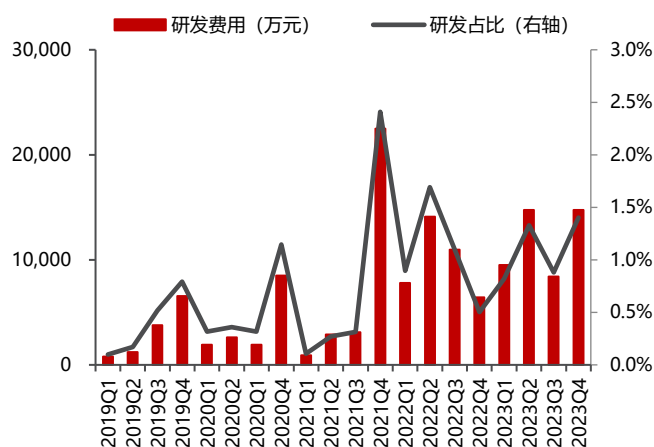
从费用率来看, 2023Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比不变、增加 0.9pct 和增加 0.3pct, 至 0.1%、3.1%和 2.4%。Q4 研发费用为 1.48 亿元, 环比上升 76%, 较上年同期增加 129%, 研发费用率为 1.4%。较上年同期增加 0.9pct。主要是研发物料消耗增加导致。

图12: 2023Q4,公司三费占比为 5.6%



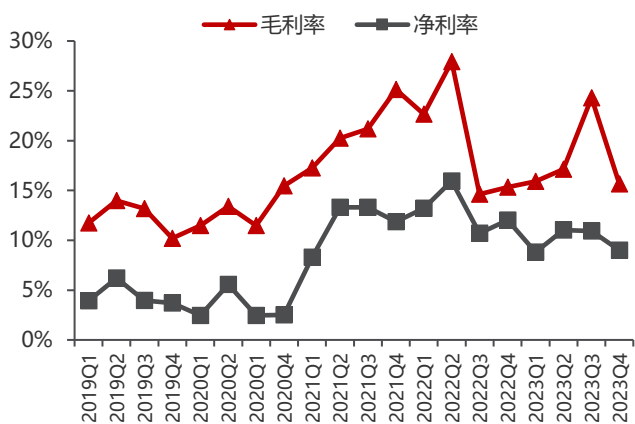
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图13: 2023Q4,公司研发费用为 1.48 亿元



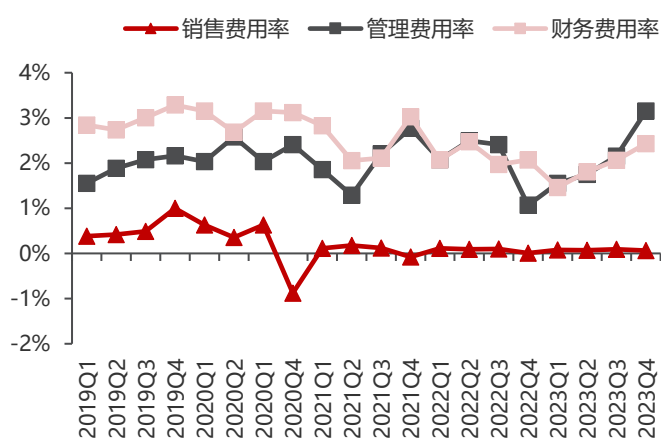
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图14: 2023Q4,公司毛利率为 15.66%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图15: 2024Q4,公司财务费用率为 2.4%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 核心看点: 玉龙一二期扩建投产, 期待铜矿放量

3.1 玉龙技改投产+铁资源板块开发, 构筑多点增长

玉龙铜矿: 一二期技改完成, 铜产量即将迎来提升。2023 年玉龙铜业实现营业收入 73.9 亿元, 净利润 33.04 亿元。2023 年玉龙铜矿进行采选技术改造升级, 技改于 11 月投产。尽管受技改影响, 2023 年铜精矿产量同比下降, 但技改可提高回收率和矿石处理量, 生产能力从原来的旧选厂 100 多万吨, 提升到了 450 万吨。铜金属量由 12 万吨增加至 15 万吨, 铝金属量增加 1500 吨, 该部分增量将于 2024 年释放。

铁资源板块: 2023 年公司铁精粉产量为 119 万吨, 同比下降较多, 主要是由于计划性停产所致。公司铁资源主要分布在格尔木, 有 4 个分散的矿山, 未来

要统一建设选矿厂。公司拉陵高里河铁多金属矿于 2021 年 8 月正式投产，矿石年处理量 75 万吨，铁品位 25.92%，年产铁精矿 19.44 万吨，2022 年的铁精粉增量主要由拉陵高里河铁多金属矿贡献。截至 2023 年 12 月 31 日，公司铁的保有资源储量是 30010.9 万吨矿石量，公司有在“十四五”末打造千万吨级铁资源基地的计划，目前在稳步推进，格尔木西矿资源公司它温查汉西铁多金属矿 C5、C6-C11 两个探矿权正在办理“探转采”手续，野马泉多金属矿正在进一步勘探开发；双利铁矿“露转地”项目完成后，产能可提升至 340 万吨/年，该项目已于 2023 年 4 月开工建设，目前各项工作正在有条不紊的推进中。公司于 2023 年 10 月收购青海淦鑫矿业开发有限公司 100% 股权，青海淦鑫矿业开发有限公司拥有“青海格尔木市它温查汉铁多金属矿勘探”探矿权，它温查汗矿区拥有铁矿石储量 4560.92 万吨，TFe 平均品位为 34.28%。未来铁资源板块潜力较大，也是公司将要重点开发的资源，有望成为公司第三大业务板块。

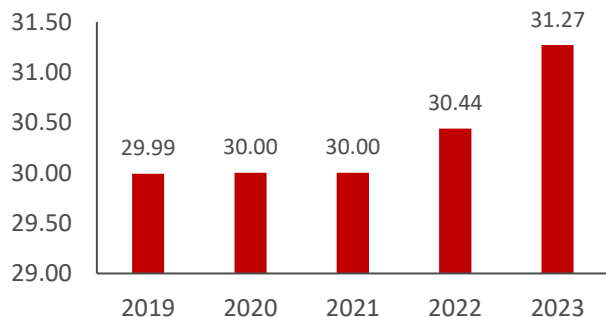
3.2 维持较高比例分红

2023 年公司分红率为 43%，18 年以前公司常年维持高分红战略，近两年分红也维持较高比例。近几年随着公司主要金属产品价格上行，公司盈利逐步改善，控股股东西部矿业集团持股比例由 2019 年的 29.99% 提升至 2023 年的 31.27%，资产负债率近几年都维持在 70% 以上，有较强的资金需求，因此公司分红的意愿较强。

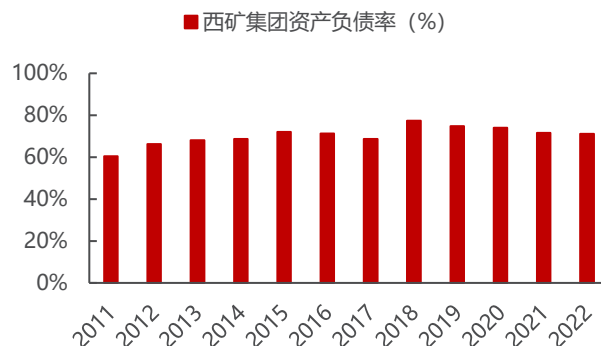
表3：2023 年公司分红率 43%

	分红率	股息率	未分配利润 (亿元)	归母净利润
2007	41%	0.72%	19.25	17.26
2008	42%	1.59%	16.88	5.70
2009	40%	0.68%	20.19	6.02
2010	43%	0.96%	27.13	9.89
2011	28%	1.07%	30.95	8.59
2012	560%	1.28%	28.99	0.43
2013	34%	0.93%	29.93	3.50
2014	41%	0.54%	31.33	2.90
2015	392%	0.68%	30.21	0.30
2016	119%	0.64%	29.05	1.00
2017	91%	1.22%	30.43	2.61
2018			4.89	-20.63
2019	24%	1.51%	14.68	10.07
2020	32%	0.97%	21.38	9.08
2021	16%	1.47%	46.31	29.32
2022	97%	13.73%	71.60	34.46
2023	43%	2.56%	64.36	27.89

资料来源：ifind，民生证券研究院

图16: 控股股东西部矿业集团持股比例 (单位: %)


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: 控股股东西部矿业集团资产负债率 (单位: %)


资料来源: ifind, 民生证券研究院

3.3 冶炼板块盈利大幅好转

2022 年青海铜业和西豫金属出现较大亏损, 2023 年随着生产运营的改善和产能释放, 两家冶炼厂盈利能力都有大幅改善。

铜冶炼: 青海铜业、西部铜材两家单位负责铜冶炼的生产运营, 青海铜业于 2018 年建成 10 万吨阴极铜项目, 并于 2022 年增加 5 万吨阴极铜产能, 将公司整体电解铜产能进一步提升至 21 万吨/年。

铅冶炼: 西豫金属负责铅冶炼生产运营, 2023 年 4 月启动环保升级及多金属综合循环利用改造项目, 该项目是公司形成铜铅锌一体化冶炼系统、推动区域双循环经济体系建设的关键工程。项目建成后, 将形成年产电铅 20 万吨、金锭 6 吨、银锭 430 吨生产能力, 同时高效回收铜、锌、镉、铋、锡等有色金属, 实现资源“吃干榨净”。

表4: 冶炼板块盈利大幅好转 (单位: 万元)

单位名称	与本公司关系	业务性质	持股比例 (%)	2021	2022	2023	最新期同比
西豫金属	控股子公司	铅冶炼	92.57	1974	-2325	6738	扭亏为盈
西部铜材	全资子公司	铜冶炼	100	283	556	467	-16%
青海铜业	全资子公司	铜冶炼	100	4438	-23058	-4014	减亏 1.9 亿元
青海湘和	全资子公司	锌冶炼	100	-	-	455	-

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司获各琦铜矿贡献稳定产量,玉龙铜矿技改贡献增量。我们预计 2024-2026 年公司将实现归母净利 34.56 亿元、36.06 亿元、37.45 亿元, 对应 3 月 15 日收盘价的 PE 为 14x、13x 和 13x, 维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目进度不及预期的风险。公司仍有部分在建工程,若项目进展不及预期,或将影响公司产销量增长,进而影响公司利润释放。

2) 分红比例下调的风险。公司当前分红率维持在 40%以上,若后续扩产需要资金量提升,分红比例下降,或对公司投资价值产生不利影响。

3) 铜铅锌锂等金属价格下跌的风险。公司主要金属产品种类丰富,若对应金属品种价格下跌,将对公司盈利产生不利影响。

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	819	819	843
资产减值损失	-55	-11	-24	-8
投资收益	322	224	229	234
营业利润	5,085	5,819	6,113	6,363
营业外收支	-366	0	0	0
利润总额	4,719	5,819	6,113	6,363
所得税	486	582	672	700
净利润	4,233	5,237	5,440	5,663
归属于母公司净利润	2,789	3,456	3,606	3,745
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	7,641	10,972	15,670
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	2,670	2,498	2,518
流动资产合计	11,410	14,964	18,067	22,826
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	55,118	57,352	61,209
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	7,258	7,256	7,256
流动负债合计	15,349	14,164	12,536	11,376
长期借款	13,595	15,595	17,016	19,371
其他长期负债	2,779	2,779	2,779	2,779
非流动负债合计	16,374	18,374	19,795	22,150
负债合计	31,723	32,538	32,331	33,525
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	5,075	6,856	8,690	10,609
股东权益合计	20,344	22,580	25,021	27,684
负债和股东权益合计	52,067	55,118	57,352	61,209

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	23.91	4.33	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	6.27	6.29	6.12
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	1.44	2.01
速动比率	0.52	0.79	1.13	1.67
现金比率	0.35	0.54	0.88	1.38
资产负债率 (%)	60.93	59.03	56.37	54.77
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	0.81	0.80	0.76
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	3.28	3.63	3.62
每股股利	1.40	1.26	1.26	1.26
估值分析				
PE	17	14	13	13
PB	3.1	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	8.42	7.19	6.52	5.93
股息收益率 (%)	7.12	6.40	6.40	6.40

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,233	5,237	5,440	5,663
折旧和摊销	2,124	2,268	2,307	2,360
营运资金变动	-962	-313	250	-69
经营活动现金流	6,239	7,826	8,648	8,621
资本开支	-2,879	-1,756	-1,460	-1,467
投资	-1,045	0	0	0
投资活动现金流	-3,072	-1,532	-1,231	-1,233
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,615	-241	-229	1,202
筹资活动现金流	-3,668	-4,089	-4,086	-2,691
现金净流量	-499	2,205	3,331	4,697

插图目录

图 1: 2023 年, 公司营收同比增加 6%	3
图 2: 2023 年, 公司归母净利润同比减少 18%	3
图 3: 2023Q4, 公司营收同比减少 17.8%	3
图 4: 2023Q4, 公司归母净利润同比减少 43.8%	3
图 5: 2019-2023 年, 公司分产品营收 (单位: 万元)	5
图 6: 2019-2023 年, 公司分产品营收占比	5
图 7: 2019-2023 年, 公司分产品毛利 (单位: 万元)	5
图 8: 2019-2023 年, 公司分产品毛利占比	5
图 9: 2023 年公司 H1 业绩变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 10: 2023Q4, 公司归母净利润环比减少 1 亿元 (单位: 百万元)	7
图 11: 2023Q4, 公司归母净利润同比减少 4.60 亿元 (单位: 百万元)	7
图 12: 2023Q4, 公司三费占比为 5.6%	8
图 13: 2023Q4, 公司研发费用为 1.48 亿元	8
图 14: 2023Q4, 公司毛利率为 15.66%	8
图 15: 2024Q4, 公司财务费用率为 2.4%	8
图 16: 控股股东西部矿业集团持股比例 (单位: %)	10
图 17: 控股股东西部矿业集团资产负债率 (单位: %)	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品 2024 年生产目标	4
表 2: 2023 年公司产品及产量计划完成度	6
表 3: 2023 年公司分红率 43%	9
表 4: 冶炼板块盈利大幅好转 (单位: 万元)	10
公司财务报表数据预测汇总	13

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
	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