

西部矿业（601168.SH）

铜矿产量同比增长 6%，下半年冶炼业务有望扭亏

优于大市

核心观点

2025H1 公司业绩同比增长 15%。2025H1 年实现营收 316.2 亿元（+26.6%），归母净利润 18.7 亿元（+15.3%），扣非归母净利润 18.3 亿元（+9.4%），经营性净现金流 50.1 亿元（-0.4%）。其中 2025Q2 营业收入 150.8 亿元（同比+7.7%，环比-8.8%），归母净利润 10.6 亿元（同比 20.1%，环比+31.4%），扣非归母净利润 10.5 亿元（同比 9.6%，环比+34.8%）。从主要子公司表现来看，青海铜业（铜粗炼+精炼）、稀贵金属（铅冶炼）仍有明显亏损，冶炼板块合计亏损 4.3 亿元。公司的主力矿山，即上市公司持股比例 58%的玉龙铜业 2025H1 净利润 34.9 亿元，归母利润 20.2 亿元，是公司盈利的主要来源。

2025 年以来锌精矿加工费继续反弹，从年初不到 2000 元/吨反弹到 7 月份 4000 元/吨以上。子公司青海湘和拥有 20 万吨锌冶炼产能，2025H1 实现扭亏，净利润 579 万元。铜冶炼业务继续亏损，其中亏损较大的是青海铜业，随着公司技术攻关，2025H1 青海铜业铜冶炼总回收率提升 3.3 个百分点、电解直收率提升 2.09 个百分点，随着回收率大幅提升，预计下半年青海铜业有望扭亏。

玉龙铜矿：2025H1 玉龙铜矿生产铜 8.34 万吨，副产铝 2525 吨。2025H1 玉龙铜业净利润达到 34.9 亿元，如果只考虑铜，粗略测算玉龙铜矿吨铜净利润达到 4.2 万元。玉龙铜矿当前采选规模 2280 万吨/年，正在开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作，有望在今年年内开工，明年四季度投产，简单测算玉龙铜矿未来年产铜超过 21 万吨。

风险提示：产能释放低于预期，金属价格下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

参照年初以来主要有色金属价格走势，假定 2025-2027 年国内阴极铜现货年均价均为 78000 元/吨，锌锭现货年均价均为 23300 元/吨，铅锭现货均价为 17000 元/吨，铅精矿到厂加工费 600 元/吨，锌精矿加工费 3000 元/吨，铜精矿计价系数 95%。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 37.83/46.86/56.89 亿元，同比增速 29.0%/23.9%/21.4%；摊薄 EPS 分别为 1.59/1.97/2.39 元，当前股价对应 PE 分别为 10.6/8.5/7.0X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿即将进行三期扩建，铜矿产量增长 1/3，充分受益于铜价景气周期，公司利润也将显著增厚，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,748	50,026	59,081	61,269	65,295
(+/-%)	7.5%	17.0%	18.1%	3.7%	6.6%
净利润(百万元)	2789	2932	3783	4686	5689
(+/-%)	-19.1%	5.1%	29.0%	23.9%	21.4%
每股收益(元)	1.17	1.23	1.59	1.97	2.39
EBIT Margin	12.8%	14.7%	14.8%	15.2%	17.3%
净资产收益率(ROE)	18.3%	17.2%	20.3%	22.9%	25.0%
市盈率(PE)	14.3	13.6	10.6	8.5	7.0
EV/EBITDA	9.6	7.6	6.2	5.8	5.0
市净率(PB)	2.61	2.34	2.15	1.95	1.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.36 元
总市值/流通市值	41369/41369 百万元
52 周最高价/最低价	20.70/13.80 元
近 3 个月日均成交额	526.30 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《西部矿业（601168.SH）-主力矿山满产超产，冶炼业务拖累业绩》——2025-04-14
- 《西部矿业（601168.SH）-铜矿版块量价齐增，玉龙三期项目正在推进》——2024-07-28
- 《西部矿业（601168.SH）-铜矿业务盈利稳健，采选规模继续扩张》——2024-03-20
- 《西部矿业（601168.SH）-资产报废处置拖累业绩，玉龙铜矿选矿厂扩建项目投产在即》——2023-10-24
- 《西部矿业（601168.SH）-主力矿山盈利能力稳健，玉龙铜矿选矿厂扩建顺利》——2023-08-01

2025H1 公司业绩同比增长 15%。2025H1 年实现营收 316.2 亿元（+26.6%），归母净利润 18.7 亿元（+15.3%），扣非归母净利润 18.3 亿元（+9.4%），经营性净现金流 50.1 亿元（-0.4%）。其中 2025Q2 营业收入 150.8 亿元（同比+7.7%，环比-8.8%），归母净利润 10.6 亿元（同比 20.1%，环比+31.4%），扣非归母净利润 10.5 亿元（同比 9.6%，环比+34.8%）。从主要子公司表现来看，青海铜业（铜粗炼+精炼）、稀贵金属（铅冶炼）仍有明显亏损，冶炼版块合计亏损 4.3 亿元。公司的主力矿山，即上市公司持股比例 58%的玉龙铜业 2025H1 净利润 34.9 亿元，归母利润 20.2 亿元，是公司盈利的主要来源。

表1: 2025H1 公司分矿山金属产量（吨）

矿山	权益比例	铜	锌	铅	钼	铁矿
玉龙铜矿	58%	83,413			2,525	
获各琦铜多金属矿	100%	6,895	12,239	9,568		
锡铁山铅锌矿	100%		33,768	19,916		
会东大梁铅锌矿	100%		9,196	814		
呷村银多金属矿	76%		7,672	4,773		
双利铁矿	100%					
哈密白山泉铁矿	100%					207,390
肃北七角井钒及铁矿	100%					405,865
拉陵高里河下游铁多金属矿	93%					105,699
合计		91,752	62,875	35,071	2,525	718,954

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 铜矿：玉龙铜矿满产超产，玉龙铜业净利润同比增长 37%

玉龙铜矿：2025H1 玉龙铜矿生产铜 8.34 万吨，副产钼 2525 吨。2025H1 玉龙铜业净利润达到 34.9 亿元，如果只考虑铜，粗略测算玉龙铜矿吨铜净利润达到 4.2 万元。

玉龙铜矿当前采选规模 2280 万吨/年，正在开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作，有望在今年年内开工，明年四季度投产，简单测算玉龙铜矿未来年产铜超过 21 万吨。

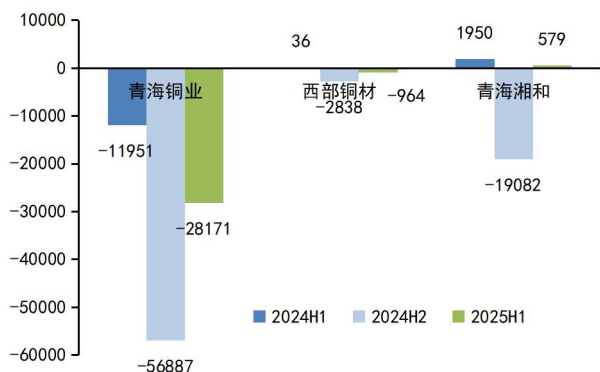
◆ 铅锌矿：获各琦铜矿铅锌系统释放产量

铅锌版块增量方面，西部铜业（获各琦铜多金属矿）铅锌系统技改工程项目完工，铅锌年处理量由 90 万吨/年提升至 150 万吨/年，2025H1 锌产量 1.2 万吨，铅产量 0.96 万吨。另外呷村银多金属矿采矿规模从 30 万吨增加到 80 万吨/年，有望带来 1 万吨铅锌增量。

◆ 铜铅锌冶炼：锌冶炼扭亏，铜冶炼边际好转

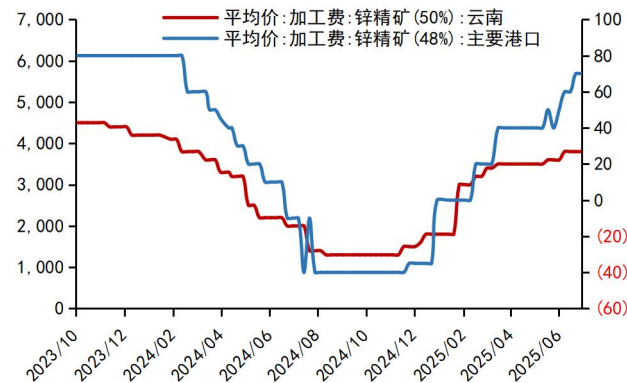
2025 年以来锌精矿加工费继续反弹，从年初不到 2000 元/吨反弹到 7 月份 4000 元/吨以上。子公司青海湘和拥有 20 万吨锌冶炼产能，2025H1 实现扭亏，净利润 579 万元。铜冶炼业务继续亏损，其中亏损较大的是青海铜业，与铜冶炼行业大环境不景气有关，也与青海铜业工艺指标有关。随着公司技术攻关，2025H1 青海铜业铜冶炼总回收率提升 3.3 个百分点、电解直收率提升 2.09 个百分点，随着回收率大幅提升，预计下半年青海铜业有望扭亏。

图1：三家冶炼子公司半年度利润（万元）



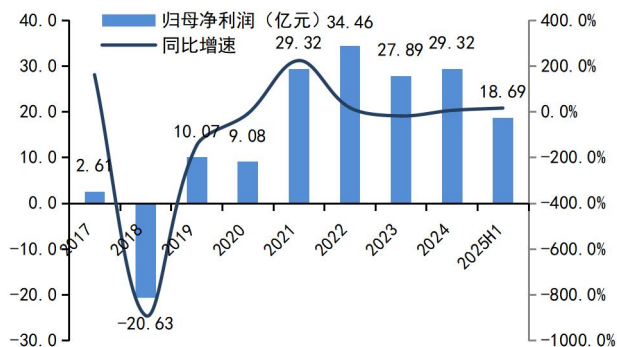
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：锌精矿现货加工费



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：西部矿业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



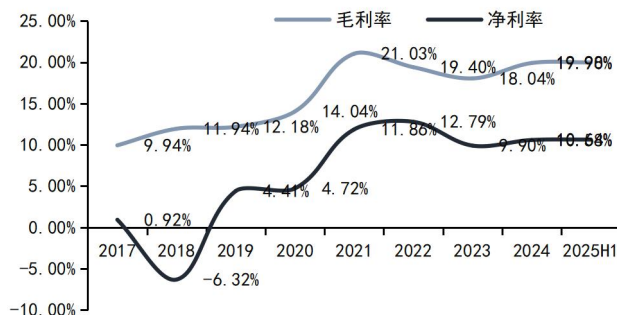
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：西部矿业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



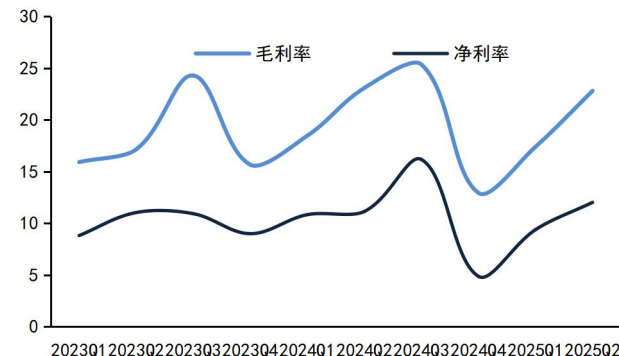
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：西部矿业毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

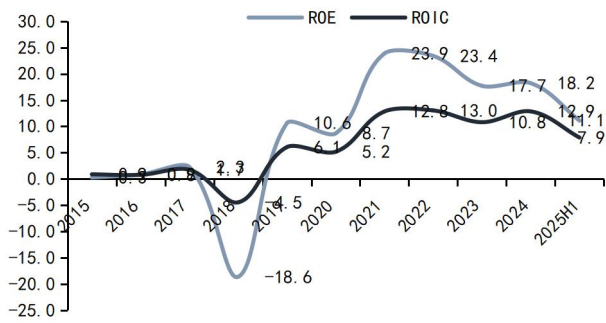
图6：西部矿业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



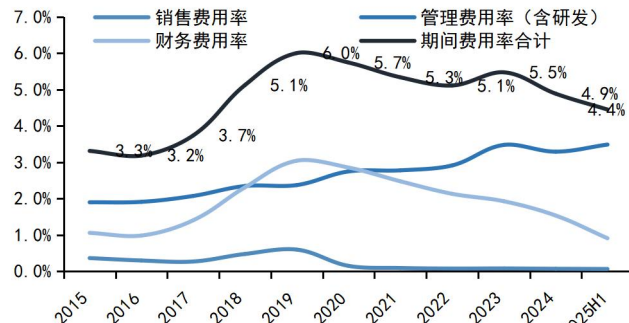
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：西部矿业ROE、ROIC变化情况（%）

图8：西部矿业期间费用率变化（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 西部矿业资产负债率

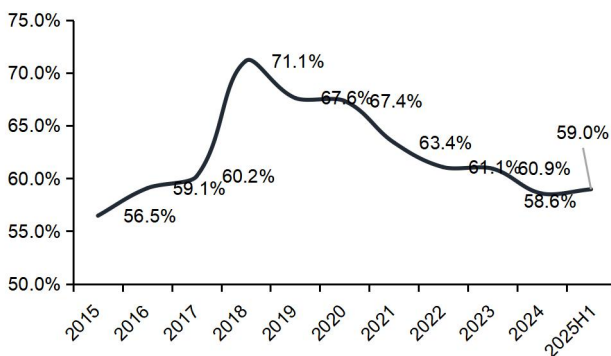
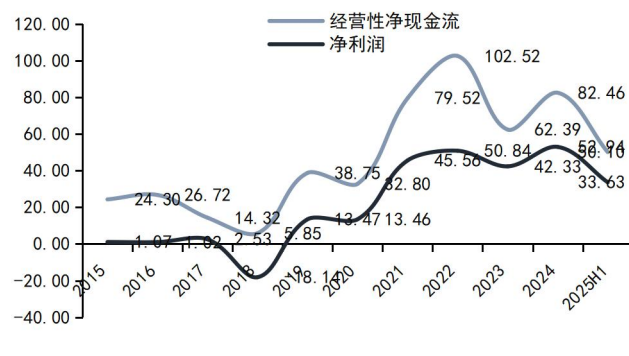


图10: 西部矿业经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

近年来有色金属价格波动较大，矿业类上市公司盈利波动也大，我们选取铜价和锌价作为两个影响利润的重要变量，对公司2025年归母净利润的敏感性进行分析，如下表所示。

表2: 公司归母净利润敏感性分析（亿元）

		铜价（元/吨）						
		60,000	65,000	70,000	75,000	80,000	85,000	90,000
锌（元/吨）	21,000	25.0	28.0	30.9	33.9	36.8	39.7	42.7
	22,000	26.0	28.9	31.9	34.8	37.8	40.7	43.6
	23,000	27.0	29.9	32.8	35.8	38.7	41.7	44.6
	24,000	27.9	30.9	33.8	36.7	39.7	42.6	45.6
	25,000	28.9	31.8	34.8	37.7	40.6	43.6	46.5

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

投资建议：参照年初以来主要有色金属价格走势，假定2025-2027年国内阴极铜现货均价均为78000元/吨，锌锭现货均价均为23300元/吨，铅锭现货均价为17000元/吨，铅精矿到厂加工费600元/吨，锌精矿加工费3000元/吨，铜精矿计价系数95%。预计公司2025-2027年归母净利润分别为37.83/46.86/56.89亿元，同比增速29.0%/23.9%/21.4%；摊薄EPS分别为1.59/1.97/2.39元，当前股价对应PE分别为10.6/8.5/7.0X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿即将进行三期扩建，铜矿产量增长1/3，充分受益于铜价景气周期，公司利润也将显著增厚，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5436	4116	6868	10539	15217	营业收入	42748	50026	59081	61269	65295
应收款项	886	976	1152	1559	1662	营业成本	35036	40068	47239	48760	50607
存货净额	3162	5113	5923	6099	6331	营业税金及附加	739	945	1040	1078	1149
其他流动资产	1773	2233	2637	2735	2915	销售费用	32	33	38	40	42
流动资产合计	11410	13307	17450	21802	26993	管理费用	911	1024	945	980	1045
固定资产	24354	27959	27866	26844	25688	研发费用	574	621	1063	1103	1175
无形资产及其他	6421	6141	5896	5652	5407	财务费用	822	766	532	551	588
投资性房地产	5513	3325	3325	3325	3325	投资收益	322	(113)	(300)	0	0
长期股权投资	4369	4207	4202	4196	4191	资产减值及公允价值变动	18	(409)	(230)	0	0
资产总计	52067	54940	58739	61819	65605	其他收入	(462)	(546)	(1063)	(1103)	(1175)
短期借款及交易性金融负债	8477	5825	5825	5825	5825	营业利润	5085	6123	7694	8756	10689
应付款项	2915	3338	3867	3982	4133	营业外净收支	(366)	(130)	0	0	0
其他流动负债	3957	5106	5899	6076	6312	利润总额	4719	5992	7694	8756	10689
流动负债合计	15349	14269	15591	15884	16271	所得税费用	486	699	897	1021	1246
长期借款及应付债券	13595	15716	15716	15716	15716	少数股东损益	1444	2362	3014	3050	3754
其他长期负债	2779	2192	1951	1644	1266	归属于母公司净利润	2789	2932	3783	4686	5689
长期负债合计	16374	17909	17667	17361	16982	现金流量表（百万元）					
负债合计	31723	32178	33258	33244	33253	净利润	2789	2932	3783	4686	5689
少数股东权益	5075	5672	6878	8098	9599	资产减值准备	(163)	507	21	(18)	(24)
股东权益	15268	17090	18603	20477	22753	折旧摊销	2012	2095	3079	3286	3425
负债和股东权益总计	52067	54940	58739	61819	65605	公允价值变动损失	(18)	409	230	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	822	766	532	551	588
每股收益	1.17	1.23	1.59	1.97	2.39	营运资本变动	(1712)	1170	(280)	(714)	(529)
每股红利	2.05	1.54	0.95	1.18	1.43	其它	(918)	(1105)	1185	1238	1525
每股净资产	6.41	7.17	7.81	8.59	9.55	经营活动现金流	1991	6008	8017	8477	10086
ROIC	12%	16%	19%	21%	26%	资本开支	0	(5475)	(3001)	(2001)	(2001)
ROE	18%	17%	20%	23%	25%	其它投资现金流	642	(717)	0	0	0
毛利率	18%	20%	20%	20%	22%	投资活动现金流	941	(6030)	(2995)	(1995)	(1995)
EBIT Margin	13%	15%	15%	15%	17%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	20%	21%	23%	负债净变化	3645	2121	0	0	0
收入增长	8%	17%	18%	4%	7%	支付股利、利息	(4878)	(3673)	(2270)	(2811)	(3413)
净利润增长率	-19%	5%	29%	24%	21%	其它融资现金流	(1553)	1807	0	0	0
资产负债率	71%	69%	68%	67%	65%	融资活动现金流	(4018)	(1297)	(2270)	(2811)	(3413)
股息率	12.2%	9.2%	5.7%	7.0%	8.6%	现金净变动	(1086)	(1320)	2752	3671	4678
P/E	14.3	13.6	10.6	8.5	7.0	货币资金的期初余额	6522	5436	4116	6868	10539
P/B	2.6	2.3	2.1	1.9	1.8	货币资金的期末余额	5436	4116	6868	10539	15217
EV/EBITDA	9.6	7.6	6.2	5.8	5.0	企业自由现金流	0	4270	7533	8793	10857
						权益自由现金流	0	8198	7006	8337	10493

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032