

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	42.38
总股本/流通股本(亿股)	15.70 / 15.70
总市值/流通市值(亿元)	665 / 665
52周内最高/最低价	43.80 / 21.93
资产负债率(%)	8.2%
市盈率	25.84
第一大股东	西藏藏格创业投资集团 有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 魏欣
SAC 登记编号: S1340524070001
Email: weixin@cnpsec.com

西部矿业(601168)

玉龙铜业盈利高增，Q2 业绩环比改善

● 投资要点

事件：公司发布 2025 年半年报，报告期内公司实现营收 316.19 亿元，同比增长 26.59%，实现归母净利润 18.69 亿元，同比增加 15.35%，实现扣非归母净利润 18.34 亿元，同比增加 9.42%。二季度，公司实现营业收入 150.78 亿元，同环比+7.68%/-8.85%，实现归母净利润 10.62 亿元，同环比+20.14%/+31.44%，实现扣非归母净利润 10.53 亿元，同环比+9.69%/+34.83%。

公司业绩增长主要受益于矿产铜产量、价格较上年同期分别增长 8%/11%。

矿产铜产量稳步增长。2025H1 公司矿产铜产量为 9.18 万吨，同比+7.65%，其中玉龙铜矿矿产铜为 8.34 万吨，权益铜产量为 4.84 万吨，获各琦铜矿矿产铜为 0.69 万吨。矿产锌产量为 6.29 吨，同比+18.61%，矿产铅产量为 3.51 万吨，同比+24.63%，矿产钼产量为 2525 吨，同比+31.10%，铁精粉产量为 71.90 万吨，同比+11.93%，精矿含金产量为 134 千克，同比+32.67%。

选矿回收率提升。玉龙铜矿一车间铜、钼回收率分别提升 4.08、5.36 个百分点，二车间铜、钼回收率提升 3.9、15.99 个百分点；获各琦铜矿铜、铅、锌回收率分别提升 0.08、2.98、1.94 个百分点；锡铁山铅锌矿金回收率提升 2.64 个百分点；呷村银多金属矿一选厂铜铅锌综合回收率提升 1.79 个百分点；瑞伦铜镍矿镍回收率提升 0.25 个百分点。

冶炼产能逐步爬产。冶炼端，新系统自 2024 年度第四季度投产，生产负荷逐步提升，冶炼铜/铅/锌产量为 18.22/8.58/7.10 万吨，同比+49.94%/+3534.32%/17.07%；生产金锭/银锭/高纯氢氧化镁 2.2 吨/121 吨/6.24 万吨。

玉龙铜业盈利高增。分公司看，公司旗下玉龙铜业实现净利润 34.91 亿元，同比+36.99%，贡献归母净利润 20.25 亿元，为公司主要盈利来源；西部铜业实现净利润 2.41 亿元，同比+37.44%。冶炼公司青海铜业、西部铜材、稀贵金属亏损 0.10/2.82/1.40 亿元，拖累公司整体盈利。

玉龙三期取得批复，进度符合预期。远期看，公司主要增量有(1)鑫源矿业 80 万吨/年选矿厂提升改造项目于今年 3 月开工。(2)4 月，肃北博伦七角井铁矿选矿厂技改及二期开采项目开工，建成后具备年采、选矿石 310 万吨，铁精粉产能 100 万吨生产能力。(3)5 月双利矿业二号铁矿选矿系统开工，投产后选矿产能将提升至 300 万吨/年，年产铁精粉可达 87 万吨/年。(4)公司玉龙铜矿三期已取得西藏自治区发展和改革委员会批复，目前正在办理其他有关部门的相关手续，三期工程建成后，玉龙铜矿生产规模由 1989 万吨/年增加至

3000 万吨/年，对应公司铜金属量将达到 18 万-20 万吨/年，约增加 3 万-4 万吨铜金属量。

投资建议：考虑到公司玉龙铜矿等进入收获期，矿产量稳步提升，预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入 561.34/591.20/634.71 亿元，分别同比变化 12.21%/5.32%/7.36%；归母净利润分别为 38.57/40.98/44.13 亿元，分别同比增长 31.56%/6.25%/7.69%，对应 EPS 分别为 1.62/1.72/1.85 元。

以 2025 年 7 月 31 日收盘价为基准，2025-2027 年对应 PE 分别为 10.31/9.71/9.01 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示：**

价格波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	50026	56134	59120	63471
增长率(%)	17.02	12.21	5.32	7.36
EBITDA（百万元）	9451.88	10160.90	11195.83	12382.31
归属母公司净利润（百万元）	2931.55	3856.81	4097.86	4413.07
增长率(%)	5.10	31.56	6.25	7.69
EPS(元/股)	1.23	1.62	1.72	1.85
市盈率（P/E）	13.57	10.31	9.71	9.01
市净率（P/B）	2.33	2.23	2.14	2.05
EV/EBITDA	5.90	5.65	5.08	4.48

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	50026	56134	59120	63471	营业收入	17.0%	12.2%	5.3%	7.4%
营业成本	40068	44890	47225	50701	营业利润	20.4%	28.8%	6.3%	7.7%
税金及附加	945	1060	1117	1199	归属于母公司净利润	5.1%	31.6%	6.3%	7.7%
销售费用	33	36	38	41	获利能力				
管理费用	1024	1149	1210	1299	毛利率	19.9%	20.0%	20.1%	20.1%
研发费用	621	697	734	788	净利率	5.9%	6.9%	6.9%	7.0%
财务费用	766	380	380	380	ROE	17.2%	21.6%	22.0%	22.7%
资产减值损失	-562	5	5	5	ROIC	14.5%	14.8%	14.5%	14.4%
营业利润	6123	7884	8376	9021	偿债能力				
营业外收入	59	0	0	0	资产负债率	58.6%	56.1%	52.9%	50.0%
营业外支出	189	0	0	0	流动比率	0.93	0.98	1.03	1.13
利润总额	5992	7884	8376	9021	营运能力				
所得税	699	919	977	1052	应收账款周转率	239.73	421.48	417.20	428.85
净利润	5294	6965	7400	7969	存货周转率	9.68	8.28	8.03	8.10
归母净利润	2932	3857	4098	4413	总资产周转率	0.94	0.97	0.94	0.94
每股收益(元)	1.23	1.62	1.72	1.85	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.23	1.62	1.72	1.85
货币资金	4116	5022	5613	7024	每股净资产	7.17	7.48	7.81	8.15
交易性金融资产	280	280	280	280	估值比率				
应收票据及应收账款	339	378	395	469	PE	13.57	10.31	9.71	9.01
预付款项	155	174	183	196	PB	2.33	2.23	2.14	2.05
存货	5113	5733	6036	6485	现金流量表				
流动资产合计	13307	15898	17101	19356	净利润	5294	6965	7400	7969
固定资产	26428	30414	33860	36768	折旧和摊销	2182	1897	2439	2981
在建工程	1531	1501	1471	1441	营运资本变动	-666	-176	-202	-237
无形资产	6141	6030	5915	5796	其他	1437	541	512	522
非流动资产合计	41633	44777	48050	50782	经营活动现金流净额	8246	9227	10149	11235
资产总计	54940	60675	65151	70138	资本开支	-3288	-5713	-5713	-5713
短期借款	3208	3208	3208	3208	其他	-391	-170	-134	-144
应付票据及应付账款	3338	3740	3934	4224	投资活动现金流净额	-3680	-5883	-5846	-5856
其他流动负债	7723	9218	9431	9746	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	14269	16166	16573	17178	债务融资	-968	1044	0	0
其他	17909	17895	17895	17895	其他	-4931	-3482	-3711	-3967
非流动负债合计	17909	17895	17895	17895	筹资活动现金流净额	-5899	-2438	-3711	-3967
负债合计	32178	34061	34468	35073	现金及现金等价物净增加额	-1334	906	591	1411
股本	2383	2383	2383	2383					
资本公积金	4995	4995	4995	4995					
未分配利润	8279	8422	8574	8738					
少数股东权益	5672	8780	12082	15638					
其他	1433	2035	2649	3311					
所有者权益合计	22762	26614	30683	35065					
负债和所有者权益总计	54940	60675	65151	70138					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048