

矿产铜量价齐增，Q1 业绩环比大幅修复

--2025 年一季报点评

2025 年 04 月 27 日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 165.42 亿元，同比+50.74%、环比+24.37%，实现归母净利润 8.08 亿元，同比+9.61%、环比+305.62%；实现扣非后归母净利润 7.81 亿元，同比+9.17%、环比+331.23%。

- **矿产铜量价齐增，冶炼端影响可控叠加资产减值消除，25Q1 业绩环比大幅改善：**

1) **矿山端：**25Q1 公司矿产铜、矿产锌、矿产铅、矿产钼、铁精粉产量分别为 4.4、3、1.7、0.1、33.8 万吨，同比+14.4%、+18.2%、+38.4%、+43.6%、+14.7%，环比+5.8%、+7%、+32.8%、+20.4%、-13.5%，完成计划的 26%、24%、25%、31%、23%。25Q1 国内铜、锌、铅均价分别为 7.7、2.4、1.7 万元/吨，同比+11.5%、+14.5%、+5.8%，环比+2.5%、-5.9%、+1.0%。

2) **冶炼端：**25Q1 公司冶炼铜（含湿法铜）、冶炼锌、冶炼铅产量分别为 9、3.4、4.4 万吨，同比+54.8%、+19.2%、+1752%，环比+11.6%、+2.5%、+30.6%，冶炼铅增长较多主要因稀贵金属 2024 年处于基建期，冶炼铅 2-9 月未生产。尽管铜冶炼加工费持续承压，由于公司原料采购多为国内矿及阳极板，且玉龙铜矿对公司铜冶炼产品自给率较高，公司整体冶炼端影响可控。

受益于矿山铜量价齐增及冶炼端盈利改善，25Q1 公司毛利环比提升 67%至 28.8 亿元。此外，增利项包括：25Q1 公司期间费用环比-2.4 亿元，其中管理费用、财务费用分别环比-1.4、-1 亿元；资产减值损失环比+4 亿元（24Q4 计提 3.3 亿元），25Q1 资产减值冲回 0.6 亿元。减利项包括：25Q1 投资净收益+公允价值变动损益环比-5.8 亿元，25Q1 投资净收益为-2.7 亿元，其中对联营企业和合资企业投资收益-0.4 亿元。

- **重点项目有序推进，玉龙三期增量可期：**铜板块，随着玉龙铜矿一二选厂改扩建项目的达产达效，铜矿石处理能力已提升至 2280 万吨/年，2024 年矿产铜、钼产量达 16.3 万吨，目前玉龙铜业正在开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作。铅锌板块，获各琦铜多金属矿铅锌系统 2024 年顺利完成升级改造并如期投产，铅锌矿处理能力达 150 万吨/年，矿产铅、锌产量逾 4 万吨/年。铁板块，双利二号铁矿正在推进露转地改扩建项目，设计年采选能力为 340 万吨/年。

- **投资建议：**公司主力矿山玉龙铜矿未来三期扩建项目投产，矿产铜有望迎来量价齐升驱动公司业绩增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 36.21、41.22、47.45 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 1.52、1.73、1.99 元，对应 2025-2027 年 PE 为 10、9、8x，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 铜价大幅下跌的风险；2) 国内经济复苏不及预期的风险；3) 美联储降息不及预期的风险；4) 海外地缘政治变化的风险；5) 中美加征关税影响超出预期的风险。

西部矿业（股票代码：601168）

推荐 维持评级

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

孙雪琪

☎：021-20252048

✉：sunxueqi_yj@chinastock.com.cn

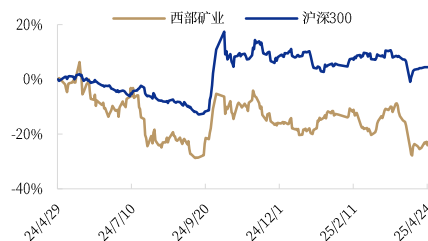
分析师登记编码：S0130525040002

市场数据

2025-04-25

股票代码	601168
A 股收盘价(元)	15.44
上证指数	3,295.06
总股本(万股)	238,300
实际流通 A 股(万股)	238,300
流通 A 股市值(亿元)	368

相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河有色】公司点评_西部矿业：玉龙铜矿如期增产，冶炼端拖累业绩释放

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	50025.60	58936.20	60202.15	61932.65
收入增长率%	17.02	17.81	2.15	2.87
归母净利润（百万元）	2931.55	3621.35	4122.18	4745.44
利润增速%	5.10	23.53	13.83	15.12
毛利率%	19.90	18.89	19.89	21.46
摊薄 EPS(元)	1.23	1.52	1.73	1.99
PE	12.55	10.16	8.93	7.75
PB	2.15	2.07	1.98	1.89
PS	0.74	0.62	0.61	0.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13307.13	18854.85	22223.02	26777.38
现金	4116.11	9789.68	13074.42	17366.22
应收账款	126.94	378.86	395.90	405.40
其它应收款	865.35	318.44	331.31	338.80
预付账款	155.17	166.95	157.99	165.91
存货	5112.90	4661.16	4664.40	4733.65
其他	2930.65	3539.76	3599.00	3767.39
非流动资产	41632.54	43740.24	46242.56	48395.01
长期投资	4207.35	4207.35	4207.35	4207.35
固定资产	26427.86	26581.95	27013.98	27120.79
无形资产	6141.12	6412.54	6774.95	7098.37
其他	4856.21	6538.40	8246.28	9968.49
资产总计	54939.67	62595.09	68465.59	75172.39
流动负债	14269.13	16306.55	16166.85	16257.14
短期借款	3208.17	3108.17	3008.17	2908.17
应付账款	2801.68	3246.84	3233.94	3276.70
其他	8259.28	9951.54	9924.75	10072.27
非流动负债	17908.54	19856.25	21856.25	23856.25
长期借款	15716.43	17716.43	19716.43	21716.43
其他	2192.11	2139.81	2139.81	2139.81
负债合计	32177.67	36162.80	38023.10	40113.38
少数股东权益	5672.15	8635.08	11873.93	15602.49
归属母公司股东权益	17089.85	17797.22	18568.55	19456.51
负债和股东权益	54939.67	62595.09	68465.59	75172.39

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8246.47	11463.98	11471.31	13061.00
净利润	5293.71	6584.28	7361.04	8473.99
折旧摊销	2182.15	2776.44	3127.68	3477.56
财务费用	752.82	880.73	965.73	1051.73
投资损失	115.14	-50.00	-60.00	-70.00
营运资金变动	-666.36	1145.53	-23.13	27.73
其它	569.01	127.01	100.00	100.00
投资活动现金流	-3679.50	-4736.27	-5770.00	-5760.00
资本支出	-3288.24	-4650.00	-5780.00	-5780.00
长期投资	-16.56	-83.46	-50.00	-50.00
其他	-374.70	-2.81	60.00	70.00
筹资活动现金流	-5899.26	-1055.51	-2416.57	-3009.21
短期借款	-2458.52	-100.00	-100.00	-100.00
长期借款	2121.27	2000.00	2000.00	2000.00
其他	-5562.01	-2955.51	-4316.57	-4909.21
现金净增加额	-1333.57	5673.57	3284.74	4291.80

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	50025.60	58936.20	60202.15	61932.65
营业成本	40068.21	47804.30	48229.73	48641.94
营业税金及附加	944.77	1119.79	1143.84	1176.72
营业费用	32.51	38.31	36.12	39.22
管理费用	1024.03	1119.79	1143.84	1176.72
财务费用	765.81	757.24	672.04	659.49
资产减值损失	-561.76	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动收益	152.83	50.00	50.00	50.00
投资净收益	-113.23	50.00	60.00	70.00
营业利润	6122.55	7398.07	8270.83	9521.34
营业外收入	58.87	50.00	50.00	50.00
营业外支出	189.02	50.00	50.00	50.00
利润总额	5992.40	7398.07	8270.83	9521.34
所得税	698.69	813.79	909.79	1047.35
净利润	5293.71	6584.28	7361.04	8473.99
少数股东损益	2362.16	2962.93	3238.86	3728.56
归属母公司净利润	2931.55	3621.35	4122.18	4745.44
EBITDA	9451.88	10931.75	12070.54	13658.39
EPS (元)	1.23	1.52	1.73	1.99

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17.02%	17.81%	2.15%	2.87%
营业利润	20.39%	20.83%	11.80%	15.12%
归属母公司净利润	5.10%	23.53%	13.83%	15.12%
毛利率	19.90%	18.89%	19.89%	21.46%
净利率	5.86%	6.14%	6.85%	7.66%
ROE	17.15%	20.35%	22.20%	24.39%
ROIC	14.47%	14.29%	14.04%	14.33%
资产负债率	58.57%	57.77%	55.54%	53.36%
净负债比率	76.90%	55.12%	43.31%	30.79%
流动比率	0.93	1.16	1.37	1.65
速动比率	0.40	0.74	0.95	1.22
总资产周转率	0.94	1.00	0.92	0.86
应收账款周转率	239.73	233.04	155.41	154.58
应付账款周转率	15.87	15.81	14.88	14.94
每股收益	1.23	1.52	1.73	1.99
每股经营现金	3.46	4.81	4.81	5.48
每股净资产	7.17	7.47	7.79	8.16
P/E	12.55	10.16	8.93	7.75
P/B	2.15	2.07	1.98	1.89
EV/EBITDA	5.90	4.70	4.14	3.48
P/S	0.74	0.62	0.61	0.59

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。

孙雪琪，有色金属行业分析师助理。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn