# 西部矿业（601168.SH）

**强烈推荐（维持）**

## 铜量价齐增驱动利润增长

公司公布 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年收入和归母净利润分别 500.26、29.32 亿元，分别增长 17.02%、5.1%。2024Q4 归母净利润 1.99 亿元，同比环比分别下降 66.3%、82.1%。2025Q1 归母净利润 8.08 亿元，同比环比分别增 50.74%、306%。

- **铜量价齐增贡献 2024 年和 2025Q1 主要利润增量。**2024 年铜精矿产量 17.8 万吨，增 35%。2025 年铜价 75019 元/吨，涨 9.7%。钼精矿产量 4009 吨，增 13%。铅精矿、锌精矿产量分别 5.4、10.7 万吨，分别下降 11%、11%。玉龙铜矿一二选厂技术改造提升项目 2023 年 11 月投产，贡献 2024 年主要铜精矿产量增量。2024 年玉龙铜精矿产量 15.9 万吨，获格琦产量 1.5 万吨。2024 年东台锂资源净利润 5.9 亿元。西矿集团承诺,东台锂资源 2022 年-2024 年三个会计年度经审计后净利润合计不低于 362,040.05 万元。2022 年-2024 年实现净利润合计 49.7 亿元。

  2025Q1 矿产铜产量同比增加 14.35%、环比增加 5.81%，矿产锌产量同比增加 18.17%、环比增加 6.95%，矿产铅产量同比增加 38.38%、环比增加 32.76%。2025Q1 铜价 77438 元/吨，同环比分别涨 11.5%、2.5%。
- **资产减值和冶炼亏损拖累 Q4 利润：**2024 年资产减值 5.6 亿元，主要体现在 Q2 和 Q4，分别 2.4、3.3 亿元。2024 年资产减值主要构成，存货跌价损失及合同履约成本减值损失 1.4 亿，固定资产减值损失 3.8 亿，无形资产减值损失 0.4 亿。

  公司两个铜冶炼子公司青海铜业和西部铜材 2024 年下半年分别亏损 5.7、0.3 亿元。公司目前的铜冶炼年产能为 35 万吨。其中，青海铜业年产能为 20 万吨，包括 12 万吨的火法冶炼和 8 万吨的湿法冶炼；西部铜材则为 15 万吨的纯湿法冶炼。青海铜业的 12 万吨火法冶炼中，8 万吨使用玉龙铜业的铜精矿，其余 4 万吨来自外部采购，8 万吨湿法冶炼采用阳极板；西部铜材的 15 万吨湿法冶炼全部采用阳极板。公司 2024 年铜精矿权益产量 11.3 万吨，权益口径计算，铜精矿基本可以满足自给。预计铜精矿 TC 下滑，对公司冶炼盈利影响有限。随着新投产项目技术指标稳定和铜精矿采购计价系数稳定，预计盈利趋向改善。
- **玉龙铜业主导公司盈利：**公司两个主要铜矿山，分别下属玉龙铜业（玉龙铜矿）和西部铜业（获各琦），2024 净利润分别 54.1、3.9 亿元。简单按照两个子公司权益利润之和/公司净利润计算，2022 年、2023 年、2024 年，分别贡献了约 68.4%、80.4%、120.2%的利润。2024 年玉龙铜业按照 58%持股比例计算，归属上市公司净利润 31.4 亿元，超过公司归母净利润 29.3 亿元。
- **玉龙铜业三期扩建项目：**2023 年 11 月 8 日玉龙铜矿一二选厂技术改造提升项目正式投产，铜矿石处理量由 1989 万吨/年提升至 2280 万吨/年。三期工程正在办理前期手续，建成后矿石处理能力将达 3000 万吨/年，达产后矿产铜产量有望接近 20 万吨/年。
- **大比例分红，积极回报投资者：**2024 年度拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元（含税），共计分配 238,300 万元，占 2024 年度合并报表归属于母公司净利润的 81.29%，对应股息率 6.22%。

周期/金属及材料
当前股价：15.38 元

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本（百万股） | 2383 |
| 已上市流通股(百万股) | 2383 |
| 总市值（十亿元） | 36.7 |
| 流通市值（十亿元） | 36.7 |
| 每股净资产（MRQ） | 7.5 |
| ROE（TTM） | 16.7 |
| 资产负债率 | 57.6% |
| 主要股东 | 西部矿业集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 20.02% |

### 股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|---|---|---|---|
| 绝对表现 | -11 | -15 | -21 |
| 相对表现 | -8 | -12 | -26 |

资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

1、《西部矿业（601168）—玉龙贡献利润超九成三期扩建在推进》2024-07-29
2、《西部矿业（601168）—2024 年铜精矿产量计划提升 21%》2024-03-17
3、《西部矿业（601168）—玉龙扩建顺利投产，关注低估值西部资源龙头》2023-11-10

**刘伟洁** S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn

- **维持“强烈推荐”评级。**主力矿山玉龙铜矿未来资源和产量扩张潜力较大。我们预计 2025/2026/2027 公司归母净利润 37.87/38.85/46.65 亿元，分别对应市盈率 10/9/8 倍。估值在可比公司中偏低。
- **风险提示：**扩建项目进展不及预期风险，铜等主产品价格大幅下跌风险，二级市场大幅下跌风险，安全事故、自然灾害等对生产的干扰风险等。

## 财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入(百万元) | 42748 | 50026 | 60297 | 60613 | 61018 |
| 同比增长 | 8% | 17% | 21% | 1% | 1% |
| 营业利润(百万元) | 5085 | 6123 | 8368 | 8582 | 10274 |
| 同比增长 | -8% | 20% | 37% | 3% | 20% |
| 归母净利润(百万元) | 2789 | 2932 | 3787 | 3885 | 4665 |
| 同比增长 | -19% | 5% | 29% | 3% | 20% |
| 每股收益(元) | 1.17 | 1.23 | 1.59 | 1.63 | 1.96 |
| PE | 13.1 | 12.5 | 9.7 | 9.4 | 7.9 |
| PB | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |

资料来源：公司数据、招商证券

表 1：公司 2025 年一季度主产品产量

| 产品产量 | 单位 | 2025 年 1-3 月 | 同比变化（%） | 环比变化（%） |
|---|---|---|---|---|
| 矿产铜 | 金属吨 | 44,085 | 14.35 | 5.81 |
| 矿产锌 | 金属吨 | 29,955 | 18.17 | 6.95 |
| 矿产铅 | 金属吨 | 16,671 | 38.38 | 32.76 |
| 矿产钼 | 金属吨 | 1,248 | 43.64 | 20.37 |
| 铁精粉 | 吨 | 337,938 | 14.69 | -13.48 |
| 精矿含金 | 千克 | 62 | 37.62 | 46.34 |
| 精矿含银 | 千克 | 31,290 | -3.72 | 17.15 |
| 冶炼铜（含湿法铜） | 吨 | 90,074 | 54.83 | 11.64 |
| 冶炼锌 | 吨 | 33,695 | 19.15 | 2.51 |
| 冶炼铅 | 吨 | 43,714 | 1,752.30 | 30.60 |

资料来源：公司公告、招商证券

**估值假设产量：**

假设 2025 年产量为公司计划产量。2025 年和 2026 年产量，主要考虑玉龙三期扩建，假设玉龙 2024/2025/2026 年铜精矿产量分别 14/14.5/15 万吨。公司产品全部销售，销量=产量。具体销量假设见下表：

表 2：主产品销量假设

| 主产品 | 单位 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 铅精矿 | 万金属吨 | 6.0 | 5.4 | 6.6 | 6.6 | 6.6 |
| 锌精矿 | 万金属吨 | 12.0 | 10.7 | 12.5 | 13.0 | 13.0 |
| 铜精矿 | 万金属吨 | 13.1 | 17.8 | 16.8 | 17.0 | 20.0 |
| 铁精粉 | 万吨 | 136.1 | 137.4 | 145.8 | 165.0 | 185.0 |
| 球团 | 万吨 | 13.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 电铅 | 万吨 | 9.3 | 3.4 | 24.0 | 24.0 | 24.0 |
| 锌锭 | 万吨 | 11.9 | 11.5 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 电解铜 | 万吨 | 18.4 | 26.2 | 35.4 | 35.4 | 35.4 |
| 钼精矿 | 万金属吨 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 高纯氢氧化镁 | 万吨 | 12.8 | 11.5 | 12.8 | 13.4 | 14.1 |
| 高纯氧化镁 | 万吨 | 5.5 | 3.9 | 5.5 | 5.8 | 6.1 |

资料来源：公司公告、招商证券

**价格假设：**

假设主产品市场年均价 2025 年=2026 年=2027 年=2025 年 1-4 月均价。

表 3：主产品市场价格（含税）

| 市场价格 | 单位 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 电解铜 | 元/吨 | 68,402 | 75,019 | 77,292 | 77,292 | 77,292 |
| 电解铅 | 元/吨 | 15,759 | 17,383 | 17,111 | 17,111 | 17,111 |
| 电解锌 | 元/吨 | 21,646 | 23,416 | 23,742 | 23,742 | 23,742 |
| 铁精粉:65% | 元/吨 | 1,076 | 1,036 | 982 | 982 | 982 |
| 钼精矿:45%-50% | 元/吨度 | 2,806 | 3,861 | 3,599 | 3,458 | 3,458 |

资料来源：wind、wind、招商证券

表 4：估值对比表（数据截止到 2025.4.30）

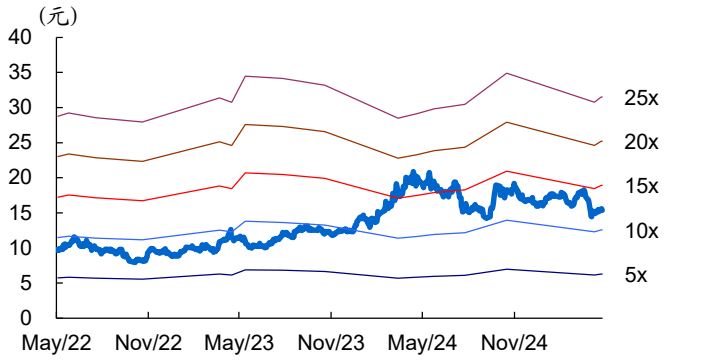
| 公司 | 代码 | EPS | | | 盈利增长率 | | | PE | | | PB (MRQ) | ROE (TTM) | 市值（亿元） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 24 | 25E | 26E | 24 | 25E | 26E | 24 | 25E | 26E | | | |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 紫金矿业 | 601899 | 1.21 | 1.53 | 1.74 | 52% | 27% | 14% | 14 | 11 | 10 | 3.2 | 18.9 | 4,640 |
| 江西铜业 | 600362 | 2.01 | 2.06 | 2.27 | 7% | 3% | 10% | 11 | 10 | 9 | 0.9 | 7.7 | 737 |
| 云南铜业 | 000878 | 0.63 | 0.56 | 1.25 | -20% | -11 | 122 | 18 | 21 | 9 | 1.6 | 13.2 | 233 |
| 铜陵有色 | 000630 | 0.22 | 0.28 | 0.37 | 4% | 27% | 33% | 14 | 11 | 9 | 1.2 | 10.6 | 404 |
| 西部矿业 | 601168 | 1.23 | 1.55 | 1.78 | 5% | 29% | 3% | 13 | 10 | 9 | 2.0 | 21.6 | 367 |
| 金诚信 | 603979 | 2.57 | 3.44 | 3.96 | 54% | 36% | 15% | 15 | 11 | 9 | 2.5 | 12.6 | 231 |
| 洛阳钼业 | 603993 | 0.63 | 0.69 | 0.77 | 64% | 10% | 10% | 11 | 10 | 9 | 2.1 | 5.9 | 1,518 |
| 北方铜业 | 000737 | 0.35 | | | -1% | | | 28 | | | 2.6 | 11.5 | 171 |
| 河钢资源 | 000923 | 0.87 | 1.36 | 1.60 | -38% | 57% | 17% | 15 | 9 | 8 | 0.8 | 10.1 | 85 |
| 平均 | | 1.08 | 1.44 | 0.43 | 0.14 | 0.22 | -94% | 15 | 12 | 9 | 1.87 | 12.46 | 932 |

资料来源：公司数据、招商证券

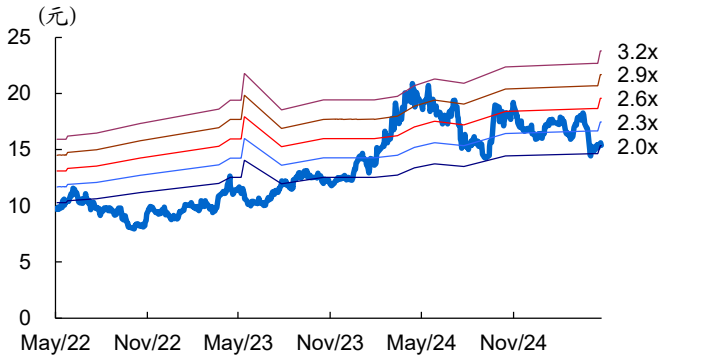
备注：除西部矿业之外，其他公司利润预测相关数据均为 wind 一致预期。

**图 1：西部矿业历史 PE Band**




资料来源：公司数据、招商证券

**图 2：西部矿业历史 PB Band**




资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 11410 | 13307 | 16177 | 15254 | 15966 |
| 现金 | 5436 | 4116 | 5185 | 4222 | 5066 |
| 交易性投资 | 13 | 280 | 280 | 280 | 280 |
| 应收票据 | 348 | 213 | 256 | 258 | 259 |
| 应收款项 | 290 | 127 | 153 | 154 | 155 |
| 其它应收款 | 248 | 865 | 1043 | 1048 | 1055 |
| 存货 | 3162 | 5113 | 6135 | 6152 | 5994 |
| 其他 | 1912 | 2593 | 3125 | 3141 | 3156 |
| **非流动资产** | 40657 | 41633 | 44548 | 47246 | 49743 |
| 长期股权投资 | 4369 | 4207 | 4207 | 4207 | 4207 |
| 固定资产 | 22595 | 26428 | 29959 | 33211 | 36207 |
| 无形资产商誉 | 6437 | 6157 | 5541 | 4987 | 4488 |
| 其他 | 7256 | 4841 | 4841 | 4841 | 4841 |
| **资产总计** | **52067** | **54940** | **60725** | **62500** | **65709** |
| **流动负债** | 15349 | 14269 | 15155 | 12537 | 9934 |
| 短期借款 | 5667 | 3208 | 5628 | 2993 | 557 |
| 应付账款 | 2915 | 3338 | 4005 | 4016 | 3913 |
| 预收账款 | 226 | 612 | 734 | 736 | 717 |
| 其他 | 6541 | 7111 | 4787 | 4791 | 4746 |
| **长期负债** | 16374 | 17909 | 17909 | 17909 | 17909 |
| 长期借款 | 13595 | 15716 | 15716 | 15716 | 15716 |
| 其他 | 2779 | 2192 | 2192 | 2192 | 2192 |
| **负债合计** | **31723** | **32178** | **33063** | **30445** | **27842** |
| 股本 | 2383 | 2383 | 2383 | 2383 | 2383 |
| 资本公积金 | 4981 | 4995 | 4995 | 4995 | 4995 |
| 留存收益 | 7904 | 9712 | 11116 | 11923 | 13429 |
| 少数股东权益 | 5075 | 5672 | 9168 | 12754 | 17060 |
| 归属于母公司所有者权益 | 15268 | 17090 | 18494 | 19301 | 20807 |
| **负债及权益合计** | **52067** | **54940** | **60725** | **62500** | **65709** |

### 现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 6239 | 8246 | 9751 | 10811 | 12423 |
| 净利润 | 4233 | 5294 | 7282 | 7471 | 8970 |
| 折旧摊销 | 2024 | 2095 | 2700 | 2916 | 3117 |
| 财务费用 | 810 | 753 | 606 | 563 | 488 |
| 投资收益 | (322) | 115 | (118) | (118) | (118) |
| 营运资金变动 | (531) | (18) | (719) | (23) | (34) |
| 其它 | 25 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | (3072) | (3680) | (5497) | (5497) | (5497) |
| 资本支出 | (2889) | (3291) | (5615) | (5615) | (5615) |
| 其他投资 | (183) | (389) | 118 | 118 | 118 |
| **筹资活动现金流** | (3668) | (5899) | (3186) | (6277) | (6082) |
| 借款变动 | 872 | (3383) | (197) | (2635) | (2437) |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (302) | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (3336) | (1192) | (2383) | (3078) | (3158) |
| 其他 | (902) | (1339) | (606) | (563) | (488) |
| **现金净增加额** | (500) | (1332) | 1069 | (963) | 844 |

### 利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 42748 | 50026 | 60297 | 60613 | 61018 |
| 营业成本 | 35036 | 40068 | 48080 | 48209 | 46975 |
| 营业税金及附加 | 739 | 945 | 1139 | 1145 | 1152 |
| 营业费用 | 32 | 33 | 39 | 39 | 40 |
| 管理费用 | 911 | 1024 | 1234 | 1241 | 1249 |
| 研发费用 | 574 | 621 | 749 | 753 | 758 |
| 财务费用 | 822 | 766 | 606 | 563 | 488 |
| 资产减值损失 | (29) | (565) | (200) | (200) | (200) |
| 公允价值变动收益 | 73 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| 其他收益 | 86 | 78 | 78 | 78 | 78 |
| 投资收益 | 322 | (113) | (113) | (113) | (113) |
| **营业利润** | 5085 | 6123 | 8368 | 8582 | 10274 |
| 营业外收入 | 22 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 营业外支出 | 388 | 189 | 189 | 189 | 189 |
| **利润总额** | 4719 | 5992 | 8238 | 8452 | 10144 |
| 所得税 | 486 | 699 | 956 | 980 | 1174 |
| 少数股东损益 | 1444 | 2362 | 3496 | 3586 | 4306 |
| **归属于母公司净利润** | 2789 | 2932 | 3787 | 3885 | 4665 |

### 主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **年成长率** | | | | | |
| 营业总收入 | 8% | 17% | 21% | 1% | 1% |
| 营业利润 | -8% | 20% | 37% | 3% | 20% |
| 归母净利润 | -19% | 5% | 29% | 3% | 20% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 18.0% | 19.9% | 20.3% | 20.5% | 23.0% |
| 净利率 | 6.5% | 5.9% | 6.3% | 6.4% | 7.6% |
| ROE | 17.8% | 18.1% | 21.3% | 20.6% | 23.3% |
| ROIC | 12.6% | 14.1% | 17.0% | 16.2% | 18.2% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 60.9% | 58.6% | 54.4% | 48.7% | 42.4% |
| 净负债比率 | 42.4% | 39.2% | 35.2% | 29.9% | 24.8% |
| 流动比率 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.6 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 1.0 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 存货周转率 | 10.6 | 9.7 | 8.5 | 7.8 | 7.7 |
| 应收账款周转率 | 58.7 | 102.0 | 161.0 | 148.0 | 148.0 |
| 应付账款周转率 | 10.6 | 12.8 | 13.1 | 12.0 | 11.8 |
| **每股资料(元)** | | | | | |
| EPS | 1.17 | 1.23 | 1.59 | 1.63 | 1.96 |
| 每股经营净现金 | 2.62 | 3.46 | 4.09 | 4.54 | 5.21 |
| 每股净资产 | 6.41 | 7.17 | 7.76 | 8.10 | 8.73 |
| 每股股利 | 0.50 | 1.00 | 1.29 | 1.33 | 1.59 |
| **估值比率** | | | | | |
| PE | 13.1 | 12.5 | 9.7 | 9.4 | 7.9 |
| PB | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 9.7 | 8.5 | 6.3 | 6.1 | 5.3 |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

**股票评级**

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

**行业评级**

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。