

2025年07月03日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

玉龙铜矿三期扩建工程核准，铜矿产量增长空间打开

—西部矿业（601168.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

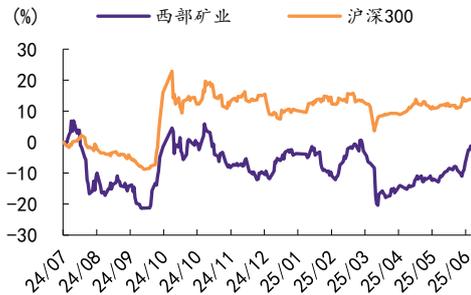
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2025-07-02

当前股价(元)	17.37
总市值(亿元)	414
总股本(百万股)	2383
流通股本(百万股)	2383
52周价格范围(元)	14.26-19.39
日均成交额(百万元)	551.67

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《西部矿业（601168）：玉龙铜矿完成改扩建，铜矿产量将持续增长》2024-03-21
- 《西部矿业（601168）：玉龙铜矿改扩建项目顺利投产，矿山持续发力》2023-12-08
- 《西部矿业（601168）：Q3毛利同比环比增长，玉龙铜矿改扩建临近投产》2023-10-27

西部矿业公告：2025年6月23日，公司控股子公司西藏玉龙铜业股份有限公司玉龙铜矿三期工程项目获得西藏自治区发展和改革委员会核准批复，核准玉龙铜矿三期工程项目，铜矿生产规模由1989万吨/年增加至3000万吨/年。

投资要点

■ 主力矿山玉龙铜矿扩建项目顺利核准，打开产量增长空间

该项目为改扩建矿山项目，生产规模由1989万吨/年增加至3000万吨/年。建设内容包括新建1100万吨/年选矿厂，湿法冶炼规模由30万吨/年增加至100万吨/年，配套建设色公弄沟尾矿库、150兆瓦源网荷储一体化供电设施等生产辅助设施，三期工程建成后，玉龙铜矿原矿处理规模为3000万吨/年，扩建后矿山服务年限为23年。项目估算总投资47.94亿元，全部为企业投资。

■ 玉龙矿业为公司最大利润来源，业绩增长驱动提升

玉龙铜矿作为公司的主力铜矿山，为公司最大的营收和利润来源。2024年玉龙铜矿所属的子公司净利润达到54.1亿元，西部矿业公司持有该子公司股权比例为58%，该子公司归属母公司净利润为31.4亿元。

截至2024年末，玉龙铜矿石资源量8.3亿吨，铜平均品位为0.6%，2024年生产矿产铜15.9万吨。

随着玉龙铜矿三期项目获批，后期建成投产后，预计生产规模将达到3000万吨/年，铜金属量将达到18-20万吨/年，公司整体矿产铜规模进一步增加，有望提升公司盈利水平。

■ 盈利预测

预测公司2025-2027年营业收入分别为574.72、602.29、630.43亿元，归母净利润分别为36.16、39.02、42.08亿元，当前股价对应PE分别为11.4、10.6、9.8倍。

考虑到玉龙铜矿三期扩建项目将开始推进，当前铜价中枢有

所抬升，预计公司业绩维持增长，因此维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 金属价格大幅下跌；2) 项目进展不及预期；3) 经营安全及环保风险；4) 工程建设手续不确定；5) 建成时间不确定；6) 项产量不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	50,026	57,472	60,229	63,043
增长率（%）	17.0%	14.9%	4.8%	4.7%
归母净利润（百万元）	2,932	3,616	3,902	4,208
增长率（%）	5.1%	23.3%	7.9%	7.8%
摊薄每股收益（元）	1.23	1.52	1.64	1.77
ROE（%）	12.9%	14.6%	14.5%	14.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	4,116	7,492	11,421	15,410
应收款	976	1,121	1,175	1,229
存货	5,113	5,991	6,270	6,552
其他流动资产	3,103	3,435	3,558	3,684
流动资产合计	13,307	18,038	22,424	26,875
非流动资产:				
金融类资产	869	869	869	869
固定资产	26,418	25,576	24,238	22,769
在建工程	1,531	612	245	98
无形资产	6,141	5,834	5,527	5,235
长期股权投资	4,207	4,207	4,207	4,207
其他非流动资产	3,335	3,335	3,335	3,335
非流动资产合计	41,633	39,564	37,552	35,645
资产总计	54,940	57,603	59,976	62,520
流动负债:				
短期借款	3,208	3,208	3,208	3,208
应付账款、票据	3,338	3,911	4,094	4,277
其他流动负债	7,111	7,111	7,111	7,111
流动负债合计	14,269	14,934	15,150	15,368
非流动负债:				
长期借款	15,716	15,716	15,716	15,716
其他非流动负债	2,192	2,192	2,192	2,192
非流动负债合计	17,909	17,909	17,909	17,909
负债合计	32,178	32,842	33,058	33,276
所有者权益				
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
股东权益	22,762	24,761	26,918	29,244
负债和所有者权益	54,940	57,603	59,976	62,520

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5294	6530	7047	7599
少数股东权益	2362	2914	3144	3391
折旧摊销	2095	2068	1997	1892
公允价值变动	153	153	153	153
营运资金变动	-1658	-691	-240	-244
经营活动现金净流量	8246	10973	12101	12791
投资活动现金净流量	-3680	1761	1705	1616
筹资活动现金净流量	-1191	-4531	-4890	-5273
现金流量净额	3,376	8,203	8,916	9,134

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	50,026	57,472	60,229	63,043
营业成本	40,068	45,865	48,002	50,155
营业税金及附加	945	1,085	1,137	1,191
销售费用	33	37	39	41
管理费用	1,024	1,176	1,233	1,290
财务费用	766	626	516	404
研发费用	621	714	748	783
费用合计	2,444	2,553	2,536	2,518
资产减值损失	-562	-562	-562	-562
公允价值变动	153	153	153	153
投资收益	-113	-113	-113	-113
营业利润	6,123	7,522	8,107	8,732
加:营业外收入	59	59	59	59
减:营业外支出	189	189	189	189
利润总额	5,992	7,392	7,977	8,602
所得税费用	699	862	930	1,003
净利润	5,294	6,530	7,047	7,599
少数股东损益	2,362	2,914	3,144	3,391
归母净利润	2,932	3,616	3,902	4,208

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	17.0%	14.9%	4.8%	4.7%
归母净利润增长率	5.1%	23.3%	7.9%	7.8%
盈利能力				
毛利率	19.9%	20.2%	20.3%	20.4%
四项费用/营收	4.9%	4.4%	4.2%	4.0%
净利率	10.6%	11.4%	11.7%	12.1%
ROE	12.9%	14.6%	14.5%	14.4%
偿债能力				
资产负债率	58.6%	57.0%	55.1%	53.2%
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	51.3	51.3	51.3	51.3
存货周转率	7.8	7.8	7.8	7.8
每股数据(元/股)				
EPS	1.23	1.52	1.64	1.77
P/E	14.1	11.4	10.6	9.8
P/S	0.8	0.7	0.7	0.7
P/B	2.4	2.6	2.7	2.9

■ 有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。