

主要矿产品产量稳中有升，业绩稳健增长

2025 年 07 月 27 日

➤ **事件：**公司发布 2025 年中报，2025 年 H1 公司营收 316.19 亿元，同比+26.59%，归母净利 18.69 亿元，同比+15.35%；扣非归母净利 18.34 亿元，同比+9.42%。其中，2025Q2 公司营收 150.78 亿元，同比+7.67%，环比-8.85%；季度归母净利 10.62 亿元，同比+20.13%，环比+31.41%；季度扣非归母净利 10.53 亿元，同比+9.61%，环比+34.78%。

➤ **主要矿产品产量稳中有升，驱动公司业绩增长。**①**矿山铜：**2025H1 矿产铜产量 9.18 万吨，同比增加 7.65%，计划完成率 114%。其中玉龙铜矿产量 8.34 万吨，获各琦铜矿产量 0.69 万吨。单季度来看，公司 Q2 铜产量 4.77 万吨，环比增长 8.1%。上半年玉龙铜矿回收率提升明显，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。②**其他矿山板块：**2025H1 年矿产锌、矿产铅、矿产钼产量分别为 6.29、3.51、0.25 万吨，计划完成率分别为 103%、110%、132%；铁精粉产量为 71.90 万吨，计划完成率 103%。单季度来看，公司 Q2 矿产锌、矿产铅、矿产钼产量分别为 3.30、1.84、0.13 万吨，环比分别增长 9.9%、10.4%、2.3%。**上半年来看，公司业绩同比增长了 2.49 亿元，主要是公司产品量价齐升，或主要是玉龙铜业贡献。**玉龙铜业 25H1 净利润 34.9 亿元，同比 24H1 增加了 9.42 亿元，预计对归母净利润增加贡献较多。其他主要是费用税金、投资收益等减利，其中研发费用上半年支出 5.92 亿元，同比增长 99.2%。

➤ **冶炼铜同比增长 50%，较 24H2 亏损明显收窄。**2025 年 H1 公司冶炼铜产量 18.22 万吨，同比增长 50%，计划完成率 108%。其中，Q2 公司冶炼铜产量为 9.2 万吨左右，环比增长 2.3%。2025H1 冶炼锌、冶炼铅产量分别为 7.01、8.58 万吨，计划完成率分别为 69%、79%。**冶炼端较 24H2 减亏明显，**从子公司数据来看，西部铜材、青海铜业、青海湘和、稀贵金属净利润分别为-964、-28171、579、-14004 万元，25H1 合计亏损 4.26 亿元，而 24H2 亏损 7.88 亿元。

➤ **单季度来看，**2025Q2 公司归母净利润同比增加 1.78 亿元，主要增利项包括毛利、投资收益、营业外利润，主要减利项则是费用税金。2025Q2 公司归母净利环比增加 2.54 亿元，主要增利项为毛利，投资收益；主要减利项为费用&税金，减值损失等。

➤ **核心看点：**①分红高，2024 年分红比例为 81%，共分配 23.83 亿元。②各矿山项目扩产持续推进，期待玉龙三期投产。矿山方面，玉龙铜业三期稳步推进，顺利获得自治区批复。铁矿方面，双利矿业改扩建工程预计年底投产，它温查汉正在办理探转采手续，鑫源、肃北博伦、双利二号三大选厂升级改造工程已开工建设，持续扩大产量规模。铅锌方面，取得四川白玉县有热铅锌矿采矿许可证，证载规模 60 万吨/年。③矿山均在国内，地缘政治风险相对较低。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司多个扩建项目持续推进中。随着公司新建项目的逐步投产，我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利 36.66、41.05、48.00 亿元，对应 7 月 25 日收盘价的 PE 为 11x、10x 和 9x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，分红比例下调，铜铅锌锂等金属价格下跌等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	50,026	55,993	57,778	59,561
增长率 (%)	17.0	11.9	3.2	3.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,932	3,666	4,105	4,800
增长率 (%)	5.1	25.0	12.0	16.9
每股收益 (元)	1.23	1.54	1.72	2.01
PE	14	11	10	9
PB	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 7 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.48 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

- 1.西部矿业 (601168.SH) 2024 年年报点评：冶炼拖累 Q4 业绩，期待玉龙扩产-2025/04/13
- 2.西部矿业 (601168.SH) 2024 年三季报点评：业绩充分释放，项目扩建持续推进-2024/10/19
- 3.西部矿业 (601168.SH) 动态报告：业绩稳健增长，期待玉龙三期扩产-2024/07/28
- 4.西部矿业 (601168.SH) 2024 年一季报点评：业绩稳步释放，期待玉龙技改项目满产-2024/04/20
- 5.西部矿业 (601168.SH) 2023 年年报点评：Q4 业绩略低于预期，期待玉龙扩建放量-2024/03/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	50,026	55,993	57,778	59,561
营业成本	40,068	45,859	46,826	47,324
营业税金及附加	945	1,030	1,063	1,096
销售费用	33	39	40	41
管理费用	1,024	1,153	1,190	1,226
研发费用	621	691	713	735
EBIT	7,270	7,315	8,043	9,238
财务费用	766	835	781	739
资产减值损失	-562	0	0	0
投资收益	-113	56	58	60
营业利润	6,123	6,536	7,320	8,559
营业外收支	-130	0	0	0
利润总额	5,992	6,536	7,320	8,559
所得税	699	718	804	940
净利润	5,294	5,819	6,516	7,619
归属于母公司净利润	2,932	3,666	4,105	4,800
EBITDA	9,452	9,514	10,270	11,485

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,116	8,602	12,124	13,947
应收账款及票据	339	666	687	708
预付款项	155	165	169	170
存货	5,113	5,133	5,241	5,297
其他流动资产	3,583	3,920	3,936	3,589
流动资产合计	13,307	18,486	22,157	23,712
长期股权投资	4,207	4,207	4,207	4,207
固定资产	26,428	26,938	27,279	27,505
无形资产	6,141	6,141	6,141	6,141
非流动资产合计	41,633	40,962	40,962	40,962
资产合计	54,940	59,447	63,118	64,673
短期借款	3,208	3,208	3,208	3,208
应付账款及票据	3,338	4,076	4,162	4,206
其他流动负债	7,723	8,047	8,096	5,324
流动负债合计	14,269	15,331	15,466	12,739
长期借款	15,716	15,716	15,716	15,716
其他长期负债	2,192	2,179	2,179	2,179
非流动负债合计	17,909	17,895	17,895	17,895
负债合计	32,178	33,226	33,361	30,634
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	5,672	7,825	10,236	13,055
股东权益合计	22,762	26,221	29,757	34,040
负债和股东权益合计	54,940	59,447	63,118	64,673

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.02	11.93	3.19	3.09
EBIT 增长率	31.87	0.62	9.95	14.86
净利润增长率	5.10	25.05	11.98	16.93
盈利能力 (%)				
毛利率	19.90	18.10	18.96	20.55
净利润率	5.86	6.55	7.10	8.06
总资产收益率 ROA	5.34	6.17	6.50	7.42
净资产收益率 ROE	17.15	19.93	21.03	22.88
偿债能力				
流动比率	0.93	1.21	1.43	1.86
速动比率	0.39	0.65	0.87	1.17
现金比率	0.29	0.56	0.78	1.09
资产负债率 (%)	58.57	55.89	52.86	47.37
经营效率				
应收账款周转天数	1.50	1.19	1.54	1.54
存货周转天数	37.17	40.22	39.88	40.08
总资产周转率	0.94	0.98	0.94	0.93
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.54	1.72	2.01
每股净资产	7.17	7.72	8.19	8.81
每股经营现金流	3.46	4.16	4.01	3.45
每股股利	1.00	1.25	1.40	1.64
估值分析				
PE	14	11	10	9
PB	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	6.33	6.29	5.83	5.21
股息收益率 (%)	5.72	7.15	8.01	9.37

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,294	5,819	6,516	7,619
折旧和摊销	2,182	2,199	2,228	2,246
营运资金变动	-666	1,036	-14	-2,459
经营活动现金流	8,246	9,918	9,556	8,231
资本开支	-3,288	-2,112	-2,141	-2,160
投资	-17	0	0	0
投资活动现金流	-3,680	-2,100	-2,083	-2,100
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-968	-12	0	0
筹资活动现金流	-5,899	-3,333	-3,951	-4,308
现金净流量	-1,334	4,486	3,522	1,824

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048