

西部矿业（601168.SH）：矿选冶项目优化成果显现，公司业绩进入新扩张周期

2025 年 7 月 29 日

推荐/维持

西部矿业

公司报告

事件:公司发布 2025 年半年度报告。公司报告期内实现营业收入 316.19 亿元，同比增长 26.59%；实现归母净利润 18.69 亿元，同比增长 15.35%；基本每股收益+15%至 0.78 元。其中，公司 Q2 营收及归母净利润分别为 150.78 亿元（同比+7.67%）及 10.62 亿元（同比+20.13%）。公司矿山产能稳定增长，冶炼系统全面优化，提质增效重回报行动有效执行，矿产品及冶炼产品产量均不断增长，推动公司业绩稳定扩张。

提质增效成果显现，矿产品产量有效提升。报告期内，公司主要矿产品产量均实现不同程度增长，推动公司业绩稳定提升。25H1，公司生产矿产铜 9.18 万吨（同比+7.65%），矿产锌 6.29 万吨（同比+18.61%），矿产铅 3.51 万吨（同比+24.63%），矿产钼 2525 吨（同比+31.10%），铁精粉 71.9 万吨（同比+11.93%），精矿含金 134 千克（同比+32.67%）。矿产品产量的提升主要源于各品种选矿回收率的持续优化。其中，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。铜板块为公司核心业务（24 年营收占比 76%，毛利占比 67%），25H1 矿产铜的量价齐升（量+8%，价+11%），为公司业绩增长做出主要贡献。其中，西藏玉龙铜矿（权益比例 58%）矿产铜产量 83414 吨（铜产量占比 91%），内蒙古获各琦铜矿（权益比例 100%）矿产铜产量 6895 吨（铜产量占比 8%）。从子公司观察，玉龙铜业 25H1 实现营收 63.65 亿元（同比+26%），实现净利润 34.91 亿元（同比+37%）；同期西部铜业实现营收 7.5 亿元（同比+62%），实现净利润 2.4 亿元（同比+37%）。以 58%持股比例计算，玉龙铜业贡献归母净利润 20.25 亿元，为公司重要盈利来源。从远期产出观察，玉龙铜矿三期工程项目已于 6 月 23 日收到核准批复，建成后玉龙铜矿铜金属年产能将达 18-20 万吨，公司合计铜产能将达 23 万吨左右，较当前产能增长约 20%。铁矿方面，双利矿业改扩建工程预计年底投产，它温查汉探转采手续正在办理中，以及双利二号、鑫源、肃北博伦选厂升级改造项目均在建设中。铅锌矿方面，公司已取得四川白玉县有热铅锌矿采矿许可证，该矿证载规模 60 万吨/年。公司多金属产量均有良好增长预期，公司成长弹性或不断优化。

多金属选矿技改完成，冶炼端生产效率明显优化。从产量观察，受益于 24 年各冶炼单位多金属选矿技改项目的升级，公司冶炼端产量亦明显提升。25H1 公司生产冶炼铜 18.22 万吨（同比+49.94%），冶炼锌 7.1 万吨（同比+17.07%），冶炼铅 8.58 万吨（去年 2-9 月因技改项目暂停生产），以及金锭 2.2 吨、银锭 121 吨和高纯氢氧化镁 6.24 万吨。从回收率观察，青海铜业铜冶炼总回收率提升 3.3 个百分点、电解直收率提升 2.09 个百分点，西部铜材铜电解直收率提升 1.47 个百分点，稀贵金属铅综合回收率提升 0.57 个百分点，冶炼端生产效率明显优化。由于冶炼锌、冶炼铅对应两家冶炼单位均为 2024 年度第四季

公司简介：

公司在全国范围内形成了稳定的矿山运营布局，且成功实现了产业链的纵向一体化布局，目前公司业务涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易、盐湖化工等领域。公司在有色金属和黑色金属开采上具有显著优势，主要涉及铜、铅、锌、铁等资源类产品。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无。

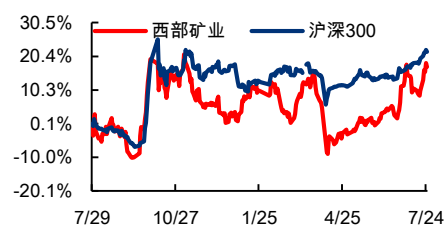
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	19.2-14.26
总市值（亿元）	416.55
流通市值（亿元）	416.55
总股本/流通 A 股（万股）	238,300/238,300
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.04

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

研究助理：闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

度投产，目前仍在产能爬坡中，因此并未完成计划产量（冶炼铅完成 69%，冶炼锌完成 79%），公司冶炼端实际产量仍有提升空间。

公司盈利能力维持稳定，研发投入大幅提升。从盈利能力观察，公司销售毛利率由 24H1 的 21.06% 降至 25H1 的 19.98%，同期销售净利率由 11% 降至 10.64%，ROE 由 10.45% 升至 11.10%，ROA 由 6.66% 升至 7.59%，公司利润水平略有下滑，盈利能力整体维持稳定。从成本控制观察，公司三费控制稳定，财务费用优化明显。其中，公司销售费用率为 0.06%，较 24H1 持平；同期管理费用率由 1.60% 升至 1.61%，财务费用率由 1.39% 大幅下降至 0.91%。另一方面，公司大力提升研发投入，25H1 研发费用同比+99% 至 5.93 亿元，对应研发费用率由 1.19% 升至 1.87%。报告期内公司开展政府级科研项目 15 项、公司级重点科研项目 10 项和一般科研项目 35 项，努力推动科技成果转化，实现工艺优化、效能提升及降本增效。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 560.3 亿元、586.4 亿元、609 亿元；归母净利润分别为 38.4 亿元、41.1 亿元和 45.3 亿元；EPS 分别为 1.61 元、1.72 元和 1.90 元，对应 PE 分别为 10.86x、10.14x 和 9.20x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	42,748.12	50,025.60	56,027.59	58,635.02	60,897.54
增长率 (%)	7.51%	17.02%	12.00%	4.65%	3.86%
归母净利润 (百万元)	2,789.28	2,931.55	3,836.72	4,107.69	4,529.23
增长率 (%)	-19.06%	5.10%	30.88%	7.06%	10.26%
净资产收益 率 (%)	18.27%	17.15%	25.35%	30.20%	39.03%
每股收益 (元)	1.17	1.23	1.61	1.72	1.90
PE	14.94	14.21	10.86	10.14	9.20
PB	2.73	2.44	2.75	3.06	3.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
	2023A	2024A	2025E	单位: 百万元			2023A	2024A	2025E	单位: 百万元	
				2026E	2027E					2026E	2027E
流动资产合计	11410	13307	14861	15370	16109	营业收入	42748	50026	56028	58635	60898
货币资金	5436	4116	5867	5482	6036	营业成本	35036	40068	45994	47848	49357
应收账款	290	127	261	211	252	营业税金及附加	739	945	1037	1114	1169
其他应收款	248	636	712	746	774	营业费用	32	33	45	59	55
预付款项	66	155	258	365	475	管理费用	911	1024	1170	1213	1266
存货	3162	5113	5010	5659	5607	财务费用	822	766	812	800	792
其他流动资产	110	343	535	618	691	资产减值损失	-54.79	-561.76	-278.06	-298.20	-379.34
非流动资产合计	40657	41633	39319	36879	34556	公允价值变动收益	72.96	152.83	114.78	113.52	127.04
长期股权投资	4369	4207	4207	4207	4207	投资净收益	321.97	-113.23	286.40	165.05	112.74
固定资产	22595	26418	25348	23872	22204	营业利润	5085	6123	7650	8179	8878
无形资产	6421	6141	5527	4974	4477	营业外收入	22.23	58.87	84.46	55.19	66.17
其他非流动资产	201	49	145	97	121	营业外支出	388.42	189.02	199.06	258.83	215.64
资产总计	52067	54940	54180	52250	50665	利润总额	4719	5992	7535	7975	8728
流动负债合计	15349	14269	14130	11834	10241	所得税	486	699	1884	1994	2182
短期借款	5667	3208	5100	1307	119	净利润	4233	5294	5651	5981	6546
应付账款	2249	2802	3042	3232	3299	少数股东损益	1444	2362	1815	1874	2017
预收款项	0	0	56	115	176	归属母公司净利润	2789	2932	3837	4108	4529
一年内到期的非流动负债	2811	2617	2714	2666	2690	EBITDA	7595	8671	10871	11370	12017
非流动负债合计	16374	17909	17430	17453	17441	EPS (元)	1.17	1.23	1.61	1.72	1.90
长期借款	13595	15716	15716	15716	15716	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	31723	32178	31560	29287	27683	成长能力					
少数股东权益	5075	5672	7487	9360	11377	营业收入增长	7.51%	17.02%	12.00%	4.65%	3.86%
实收资本 (或股本)	2383	2383	2383	2383	2383	营业利润增长	-7.69%	20.39%	24.94%	6.91%	8.54%
资本公积	4981	4995	4995	4995	4995	归属于母公司净利润增长	-19.06%	5.10%	30.88%	7.06%	10.26%
未分配利润	6436	8154	4593	1305	-2610	获利能力					
归属母公司股东权益合计	15268	17090	15133	13602	11605	毛利率 (%)	18.04%	19.90%	17.91%	18.40%	18.95%
负债和所有者权益	52067	54940	54180	52250	50665	净利率 (%)	9.90%	10.58%	10.09%	10.20%	10.75%
现金流量表						总资产净利润 (%)	5.36%	5.34%	7.08%	7.86%	8.94%
	2023A	2024A	2025E	单位: 百万元		ROE (%)	18.27%	17.15%	25.35%	30.20%	39.03%
				2026E	2027E	偿债能力					
经营活动现金流	6239	8246	5537	9355	8398	资产负债率 (%)	61%	59%	58%	56%	55%
净利润	4233	5294	5651	5981	6546	流动比率	0.74	0.93	1.05	1.30	1.57
折旧摊销	1687	1783	2410	2392	2347	速动比率	0.54	0.57	0.70	0.82	1.03
财务费用	822	766	812	800	792	营运能力					
应收账款减少	0	163	-134	50	-41	总资产周转率	0.82	0.94	1.03	1.10	1.18
预收账款增加	0	0	56	59	61	应收账款周转率	186	240	289	248	263
投资活动现金流	-3072	-3680	1318	512	651	应付账款周转率	18.25	19.81	19.18	18.69	18.65
公允价值变动收益	73	153	115	114	127	每股指标 (元)					
长期股权投资减少	0	-286	225	-112	56	每股收益 (最新摊薄)	1.17	1.23	1.61	1.72	1.90
投资收益	322	-113	286	165	113	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.21	-0.56	0.73	-0.16	0.23
筹资活动现金流	-3668	-5899	-5104	-10253	-8497	每股净资产 (最新摊薄)	6.41	7.17	6.35	5.71	4.87
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	2121	0	0	0	P/E	14.94	14.21	10.86	10.14	9.20
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	2.73	2.44	2.75	3.06	3.59
资本公积增加	-302	14	0	0	0	EV/EBITDA	7.68	6.81	5.46	4.91	4.51
现金净增加额	-500	-1332	1751	-385	553						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526