

矿冶两端持续发力，玉龙三期高效推进

投资要点

- 事件:** 公司发布2025半年度报告, 2025H1, 公司实现营收316.2亿元, 同比+26.6%, 实现归母净利润18.7亿元, 同比+15.4%, 实现扣非归母净利润18.3亿元, 同比+9.0%。单季度看, 2025Q2公司实现营收150.8亿元, 同比+7.7%, 环比-8.9%, 实现归母净利润10.6亿元, 同比+20.1%, 环比+31.4%, 实现扣非归母净利润10.5亿元, 同比+9.6%, 环比+34.8%。
- 行业层面: 供需缺口呈放大趋势, 长期铜价中枢上行。** 中美制造业库存增速底部回升, 去库周期, 向补库周期的切换有望带动需求周期性回升。美联储货币周期的切换有望带动美元指数和美债收益率向下, 利于提振铜的金融属性。长期来看, 铜矿供应扰动加剧, 供给增速逐年下移, 需求受益于新能源需求保持高增, 铜供需缺口呈放大趋势, 基本面支撑铜价中枢上行。
- 公司层面: 铜矿量价齐升, 玉龙铜矿为重要利润来源。** 量: 铜精矿/锌精矿/铅精矿25H1产量分别为9.2/6.3/3.5万吨, 同比分别+7.7%/+18.6%/+24.6%。冶炼端, 25H1公司电解铜产量18.2万吨, 同比+49.9%; 铅锭产量8.6万吨, 同比+3534.3%; 锌锭产量7.1万吨, 同比+17.1%。价: 25H1铜/铅/锌均价同比+4.2%/-0.4%/+5.2%。
- 玉龙三期积极推进。** 玉龙铜矿一、二选厂改扩建工程完工玉龙铜矿选矿量从1989万吨/年增加到2280万吨/年, 三期项目已于2025年6月23日收到核准批复, 目前正在办理其他有关部门的相关手续。三期工程建成后, 玉龙铜矿生产规模由1989万吨/年增加至3000万吨/年, 铜金属年产能将达到20万吨。今年5月双利矿业二号铁矿选矿系统升级改造扩能工程开工, 项目建成投产后, 选矿产能将提升至300万吨/年, 年产铁精粉可达87万吨, 预计今年年底投产。公司各项目高效推进, 具备一定的成长性。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计未来三年归母净利润分别为37.0/42.8/45.8亿元, EPS分别为1.55/1.80/1.92元, 对应PE分别为11/10/9X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 铜锌铅等金属价格大幅下跌风险, 项目进展不及预期风险, 产销量不及预期风险等。

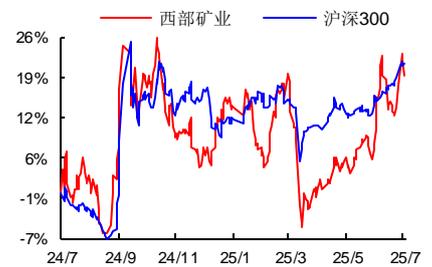
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	50025.60	59632.42	62082.66	64311.87
增长率	17.02%	19.20%	4.11%	3.59%
归属母公司净利润(百万元)	2931.55	3695.18	4278.59	4576.58
增长率	5.10%	26.05%	15.79%	6.96%
每股收益EPS(元)	1.23	1.55	1.80	1.92
净资产收益率ROE	23.26%	23.39%	21.75%	19.24%
PE	14	11	10	9
PB	2.42	2.08	1.76	1.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 黄腾飞
执业证号: S1250523070010
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.83
流通A股(亿股)	23.83
52周内股价区间(元)	14.26-19.2
总市值(亿元)	408.45
总资产(亿元)	545.86
每股净资产(元)	6.97

相关研究

- 西部矿业(601168): 铜矿量价齐升, 玉龙三期积极推进 (2024-07-30)

盈利预测

假设 1: 按公司产量指引, 我们假设 2025-2027 年公司铜精矿产量为 18/18/18 万吨, 给予看多铜价的逻辑, 假设公司阴极铜销售均价为 6.4/6.5/6.8 万元/吨。

假设 2: 根据公司产量指引及扩产计划, 假定 2025-2027 年锌精矿销量为 12/15/15 万吨, 2025-2027 年铅精矿产量为 7/8/8 万吨, 锌年度均价为 2.3/2.3/2.3 万元/吨, 铅年度均价为 1.7/1.7/1.7 万元/吨。

假设 3: 根据公司产量指引及扩产计划, 假定 2025-2027 年钼精矿销量为 4000/4000/4000 吨, 2025-2027 年铁精粉产量为 140/170/220 万吨, 钼精矿年度均价为 23/25/26 万元/吨, 铁精粉年度均价为 800/800/800 元/吨。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
铜产品	收入	38249	47537	48906	50451
	增速	34.4%	24.3%	2.9%	3.2%
	毛利率	17.4%	18.2%	19.1%	19.4%
锌产品	收入	3071	3274	3778	3822
	增速	-38.2%	6.6%	15.4%	1.2%
	毛利率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
铅产品	收入	961	1172	1317	1323
	增速	-48.6%	21.9%	12.4%	0.5%
	毛利率	71.7%	39.1%	39.7%	39.6%
钼产品	收入	1220	920	1000	1040
	增速	5.1%	-24.6%	8.7%	4.0%
	毛利率	88.4%	88.7%	89.6%	90.0%
铁产品	收入	1026	1120	1360	1840
	增速	-25.2%	9.2%	21.4%	35.3%
	毛利率	29.3%	33.8%	37.5%	37.5%
其他	收入	5499	5609	5721	5836
	增速	11.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	50026	59632	62083	64312
	增速	17.0%	19.2%	4.1%	3.6%
	毛利率	19.9%	19.9%	21.1%	21.5%

数据来源: Wind, 西南证券

相对估值

鉴于公司是主营铜矿业务的公司，我们选取紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、金诚信这四家公司作为可比公司，四家公司 2026 年平均 PE 为 12 倍，基本代表铜行业的平均估值水平。基于高分红的稀缺性和看多铜价的预期，我们给予公司 2026 年 12 倍 PE，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2025 年 7 月 29 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
000630.SZ	铜陵有色	3.62	0.22	0.23	0.30	0.34	16.30	16.05	11.94	10.64
603993.SH	洛阳钼业	9.25	0.63	0.71	0.78	0.86	12.85	12.94	11.82	10.69
603979.SH	金诚信	49.52	2.54	3.45	4.00	4.70	17.83	14.34	12.38	10.53
601899.SH	紫金矿业	19.59	1.21	1.56	1.78	1.99	14.48	12.54	11.01	9.83
平均值							15.37	13.97	11.79	10.43

数据来源：Wind，西南证券整理

风险提示

铜锌钼等金属价格大幅下跌风险，项目进展不及预期风险，产销量不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	50025.60	59632.42	62082.66	64311.87	净利润	5293.71	6672.65	7726.17	8264.26
营业成本	40068.21	47770.12	48994.67	50469.75	折旧与摊销	2095.35	2523.43	2523.43	2523.43
营业税金及附加	944.77	1099.02	1141.90	1188.96	财务费用	765.81	1192.65	1241.65	1286.24
销售费用	32.51	41.25	42.62	43.87	资产减值损失	-561.76	-100.00	-200.00	-200.00
管理费用	1024.03	1490.81	1420.16	1490.92	经营营运资本变动	-818.00	665.44	1259.64	1600.37
财务费用	765.81	1192.65	1241.65	1286.24	其他	1471.36	341.88	290.33	268.34
资产减值损失	-561.76	-100.00	-200.00	-200.00	经营活动现金流净额	8246.47	11296.04	12841.22	13742.64
投资收益	-113.23	-400.00	-200.00	-200.00	资本支出	-4183.67	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	152.83	120.49	123.35	127.31	其他	504.16	606.10	193.60	-23.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3679.50	106.10	-306.40	-523.31
营业利润	6122.55	7659.08	8965.01	9559.44	短期借款	-2458.52	-208.17	-500.00	-500.00
其他非经营损益	-130.16	-161.72	-185.27	-168.24	长期借款	2121.27	1740.45	1530.91	2259.29
利润总额	5992.40	7497.36	8779.74	9391.20	股权融资	14.07	10.00	10.00	10.00
所得税	698.69	824.71	1053.57	1126.94	支付股利	-1191.50	-586.31	-739.04	-855.72
净利润	5293.71	6672.65	7726.17	8264.26	其他	-4384.58	-1170.63	-1375.22	-1211.32
少数股东损益	2362.16	2977.47	3447.57	3687.68	筹资活动现金流净额	-5899.26	-214.66	-1073.35	-297.75
归属母公司股东净利润	2931.55	3695.18	4278.59	4576.58	现金流量净额	-1333.57	11187.49	11461.47	12921.59
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4116.11	15303.60	26765.07	39686.65	成长能力				
应收和预付款项	1130.72	1306.33	1404.15	1433.04	销售收入增长率	17.02%	19.20%	4.11%	3.59%
存货	5112.90	6176.19	6323.51	6523.60	营业利润增长率	20.39%	25.10%	17.05%	6.63%
其他流动资产	2947.39	2675.33	2773.74	2863.28	净利润增长率	25.05%	26.05%	15.79%	6.96%
长期股权投资	4207.35	4207.35	4207.35	4207.35	EBITDA 增长率	13.26%	26.62%	11.91%	5.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	27949.51	26767.89	25586.27	24404.65	毛利率	19.90%	19.89%	21.08%	21.52%
无形资产和开发支出	6156.82	5315.02	4473.21	3631.40	三费率	3.64%	4.57%	4.36%	4.39%
其他非流动资产	3318.85	3022.44	2752.20	2702.81	净利率	10.58%	11.19%	12.44%	12.85%
资产总计	54939.67	64774.15	74285.49	85452.79	ROE	23.26%	23.39%	21.75%	19.24%
短期借款	3208.17	3000.00	2500.00	2000.00	ROA	9.64%	10.30%	10.40%	9.67%
应付和预收款项	3915.13	4895.15	4895.22	5074.42	ROIC	17.89%	21.89%	26.71%	31.48%
长期借款	15716.43	17456.88	18987.79	21247.08	EBITDA/销售收入	17.96%	19.08%	20.51%	20.79%
其他负债	9337.94	10890.41	12373.64	14183.91	营运能力				
负债合计	32177.67	36242.44	38756.65	42505.41	总资产周转率	0.94	1.00	0.89	0.81
股本	2383.00	2383.00	2383.00	2383.00	固定资产周转率	2.04	2.33	2.60	2.90
资本公积	4994.78	5004.78	5014.78	5024.78	应收账款周转率	231.68	297.54	233.55	243.49
留存收益	9385.43	12494.30	16033.86	19754.72	存货周转率	9.41	8.22	7.65	7.67
归属母公司股东权益	17089.85	19882.08	23431.64	27162.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.67%	—	—	—
少数股东权益	5672.15	8649.62	12097.20	15784.88	资本结构				
股东权益合计	22762.00	28531.70	35528.83	42947.37	资产负债率	58.57%	55.95%	52.17%	49.74%
负债和股东权益合计	54939.67	64774.15	74285.49	85452.79	带息债务/总负债	58.81%	56.44%	55.44%	54.69%
					流动比率	0.93	1.53	2.12	2.66
					速动比率	0.57	1.16	1.76	2.32
					股利支付率	40.64%	15.87%	17.27%	18.70%
					每股指标				
					每股收益	1.23	1.55	1.80	1.92
					每股净资产	7.17	8.34	9.83	11.40
					每股经营现金	3.46	4.74	5.39	5.77
					每股股利	0.50	0.25	0.31	0.36
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	8983.71	11375.15	12730.09	13369.10					
PE	14.10	11.19	9.66	9.03					
PB	2.42	2.08	1.76	1.52					
PS	0.83	0.69	0.67	0.64					
EV/EBITDA	6.14	4.07	2.82	1.85					
股息率	2.88%	1.42%	1.79%	2.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
