



西部矿业（601168.SH）：采选冶技改升级推动公司业绩上行，铜冶炼利润显现边际改善

2026年3月31日

推荐/维持

西部矿业

公司报告

事件：公司发布 2025 年年度报告。公司报告期内实现营业收入 616.87 亿元，同比增长 23.31%；实现归母净利润 36.43 亿元，同比增长 24.26%；基本每股收益 +24.39% 至 1.53 元。公司通过并购、勘探持续增厚多金属储量，技改扩建项目推动采选冶产品产量持续增长，冶炼回收率优化推动冶炼端利润边际改善，公司业绩规模及盈利能力进入稳定优化新阶段。

并购、勘探双管齐下，公司多金属储量大幅增厚。截至 2025 年底，公司铜、钨、金、银等多金属储量均同比实现大幅增长。其中，公司铜金属储量同比 +45.2% 至 843.46 万吨，黄金储量同比 +1972.5% 至 259.68 吨，白银储量同比 +65.5% 至 3280.91 吨。公司通过并购以及勘探增储等手段，持续提升自身资源潜力，优化公司成长稳定性。一方面，公司 2025 年 10 月 23 日竞得茶亭铜多金属矿勘查探矿权，获得铜矿石量达 1.22 亿吨，包含高品位铜 65.89 万吨（平均品位约 0.54%），低品位铜 109.55 万吨，伴生金高达 248 吨（平均品位约 0.43 克/吨）。另一方面，2025 年玉龙铜矿累计查明铜金属资源量新增 131.42 万吨，伴生钨金属资源量新增 10.77 万吨；鑫源矿业取得白玉县有热铅锌矿采矿许可证，该矿山设计生产规模 60 万吨/年，经探明铅锌矿石资源量 679.2 万吨，伴生银 405 吨、铜 2.19 万吨；格尔木西矿资源取得它温查汉西 C5 异常区铁多金属矿采矿许可证，该矿区探明铁多金属矿资源量 2007 万吨，附带铜、锌、金等伴生矿。

公司采选冶产品产量持续上行，铜冶炼端利润显现边际改善。矿产品方面，受益于获各琦铜矿铅锌技改项目（铅锌精矿产能由 2.5 万吨增至 4.1 万吨），以及各车间选矿回收率的持续优化，报告期内公司铅、锌等多金属产量稳定提升。其中，矿产铅/矿产锌/铁精粉/矿产铜产量分别为 6.3 万吨/12.88 万吨/140.53 万吨，同比分别变化 +16.70%/+20.26%/+2.10%/+1.05%。此外，公司选用低品位铜矿石以动态调整资源和成本，矿产铜产量同比 -5.63% 至 16.75 万吨。从远期产出观察，公司玉龙铜矿三期工程预计于 2026 年底完成基建，矿石处理能力将由 2280 万吨/年升至 3000 万吨/年；双利二号铁矿完成露转地改扩建项目，设计年采选能力 340 万吨，其中铁矿石 300 万吨/年、铜矿石 20 万吨/年、铅锌矿石 20 万吨/年，于 2026 年一季度末开启试生产，或推动公司 2026 年铁精粉产量同比 +57.7% 至 221.6 万吨。在冶炼端，受益于各冶炼单位多金属选矿技改项目的升级以及冶炼回收率的持续优化，报告期内公司冶炼产品产量高速增长。其中，公司冶炼铜/冶炼铅/冶炼锌产量分别为 33.42 万吨/15.41 万吨/15.21 万吨，同比分别变化 +26.69%/+330.45%（24 年度因改扩建而部分停产）/+32.61%。从冶炼利润观察，公司 25H2 实现铜冶炼扭亏为盈，边际改善明显。其中，西部铜材 25 年实现净利润 212 万元，25H2 实现净利润 1176 万元，冶炼铜 25 年单吨利润为 16.2 元，25H2 单吨利润为 228.1 元；青海铜业 25 年实现净利润 -1.7 亿元，25H2 实现净利润 1.11 亿元，冶炼铜 25 年单吨利润为 -851.5 元，25H2 单吨利润为 1114.2 元，硫酸等副产品价格上涨（硫酸均价 25H2 较 25H1 环比上涨 35.2% 至 786.3 元/吨）推动青海铜业 25H2 冶炼利

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。

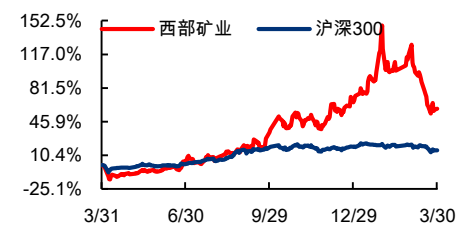
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	39.55-14.44
总市值（亿元）	607.43
流通市值（亿元）	607.43
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	2.92

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

润明显改善。考虑到 26 年一季度硫酸价格的持续上行 (26Q1 均价 1111.5 元/吨, 较 25H2+41.4%), 公司铜冶炼利润有望持续改善。

公司成本控制能力增强, 研发投入大幅提升。公司成本控制能力持续优化, 销售期间费用率由 24 年的 4.88% 降至 25 年的 4.74% (同比-0.14PCT)。其中, 公司销售费用率由 0.07% 降至 0.05% (同比-0.02PCT), 管理费用率由 2.05% 降至 1.95% (同比-0.1PCT), 财务费用率由 1.53% 大幅下降至 0.99% (同比-0.54PCT)。公司年内持续加大研发投入, 努力实现工艺优化, 提升金属及冶炼产品回收率等指标, 促进降本增效, 研发费用率由 1.24% 升至 1.76% (同比+0.52PCT), 研发费用同比+74.40% 至 10.83 亿元。另一方面, 受上半年冶炼板块亏损影响, 公司销售毛利率由 19.90% 降至 19.57% (同比-0.33PCT), 销售净利率由 10.58% 降至 9.97% (同比-0.61PCT)。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2026—2028 年实现营业收入分别为 685.23 亿元、718.52 亿元、754.88 亿元; 归母净利润分别为 46.52 亿元、59.81 亿元和 70.09 亿元; EPS 分别为 1.95 元、2.51 元和 2.94 元, 对应 PE 分别为 13.06x、10.16x 和 8.67x, 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	50,025.60	61,686.77	68,522.62	71,851.91	75,487.62
增长率 (%)	17.02%	23.31%	11.08%	4.86%	5.06%
归母净利润 (百万元)	2,931.55	3,642.69	4,652.26	5,980.72	7,008.65
增长率 (%)	5.10%	24.26%	27.72%	28.56%	17.19%
净资产收益率 (%)	17.15%	19.75%	22.08%	23.31%	23.09%
每股收益 (元)	1.23	1.53	1.95	2.51	2.94
PE	20.72	16.66	13.06	10.16	8.67
PB	3.55	3.29	2.88	2.37	2.00

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						
单位:百万元					单位:百万元						
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	13307	19263	23623	31561	41984	营业收入	50026	61687	68523	71852	75488
货币资金	4116	9203	12079	19517	22848	营业成本	40068	49617	54358	55737	57815
应收账款	127	104	145	136	151	营业税金及附加	945	1065	1183	1241	1304
其他应收款	636	198	220	231	242	营业费用	33	33	41	41	44
预付款项	155	630	1150	1683	2236	管理费用	1024	1201	1369	1417	1498
存货	5113	5148	6288	6116	12672	财务费用	766	609	1102	891	782
其他流动资产	343	346	346	346	346	研发费用	621	1083	1302	1314	1407
非流动资产合计	41633	40154	38847	36666	34460	资产减值损失	561.76	597.37	404.64	521.26	507.76
长期股权投资	4207	4112	4112	4112	4112	公允价值变动收益	152.83	170.67	170.67	170.67	170.67
固定资产	26418	25450	25143	23993	22412	投资净收益	-113.23	-593.76	-353.50	-473.63	-413.56
无形资产	6141	5969	5656	5367	5109	加:其他收益	78.38	100.31	111.43	116.84	122.75
其他非流动资产	49	74	74	74	74	营业利润	6123	7115	8692	10504	12009
资产总计	54940	59417	62470	68227	76445	营业外收入	58.87	42.24	41.11	47.40	43.58
流动负债合计	14269	15496	13129	13202	13316	营业外支出	189.02	88.75	222.06	166.61	159.14
短期借款	3208	2614	0	0	0	利润总额	5992	7069	8511	10385	11893
应付账款	2802	2509	2711	2780	2884	所得税	699	917	1048	1313	1484
应付票据	536	637	684	687	698	净利润	5294	6152	7463	9072	10409
一年内到期的非流动负债	2617	4979	4979	4979	4979	少数股东损益	2362	2509	2811	3092	3401
非流动负债合计	17909	18670	18609	16612	16614	归属母公司净利润	2932	3643	4652	5981	7009
长期借款	15716	14675	14675	14675	14675	主要财务比率					
应付债券	0	1993	1993	0	0	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
负债合计	32178	34165	31738	29814	29931	成长能力					
少数股东权益	5672	6806	9616	12708	16109	营业收入增长	17.02%	23.31%	11.08%	4.86%	5.06%
实收资本(或股本)	2383	2383	2383	2383	2383	营业利润增长	20.39%	16.21%	22.16%	20.85%	14.32%
资本公积	4995	4995	4995	4995	4995	归属于母公司净利润增长	5.10%	24.26%	27.72%	28.56%	17.19%
未分配利润	8154	9398	12051	16629	21310	获利能力					
归属母公司股东权益合计	17090	18446	21069	25658	30358	毛利率(%)	19.90%	19.57%	20.67%	22.43%	23.41%
负债和所有者权益	54940	59417	62470	68227	76445	净利率(%)	10.58%	9.97%	10.89%	12.63%	13.79%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.34%	6.13%	7.45%	8.77%	9.17%
						ROE(%)	17.15%	19.75%	22.08%	23.31%	23.09%
经营活动现金流	8246	10211	10016	12905	7369	偿债能力					
净利润	5294	6152	7463	9072	10409	资产负债率(%)	59%	58%	51%	44%	39%
折旧摊销	2182.15	2278.53	2342.58	2424.25	2464.92	流动比率	0.93	1.24	1.80	2.39	3.15
财务费用	766	609	1102	891	782	速动比率	0.57	0.91	1.32	1.93	2.20
应收账款减少	163	23	-41	8	-15	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.94	1.08	1.12	1.10	1.04
投资活动现金流	8246	-2871	-1451	-1188	-949	应收账款周转率	240	535	552	512	525
公允价值变动收益	153	171	171	171	171	应付账款周转率	19.81	23.23	26.25	26.17	26.66
长期投资减少	0	0	272	-136	68	每股指标(元)					
投资收益	-113	-594	-353	-474	-414	每股收益(最新摊薄)	1.23	1.53	1.95	2.51	2.94
筹资活动现金流	-5899	-2371	-5690	-4279	-3088	每股净现金流(最新摊薄)	-0.56	2.09	1.21	3.12	1.40
应付债券增加	0	1993	0	-1993	0	每股净资产(最新摊薄)	7.17	7.74	8.84	10.77	12.74
长期借款增加	2121	-1041	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	20.72	16.66	13.06	10.16	8.67
资本公积增加	14	0	0	0	0	P/B	3.55	3.29	2.88	2.37	2.00
现金净增加额	10594	4969	2875	7439	3331	EV/EBITDA	8.62	7.58	5.79	4.41	3.77

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。具有十五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 金牌分析师及 iFinD 卓越金属产业研究, 中国东方资产评估专家库成员, 中国东方资产股票专家组委员。

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, 对有色金属各个二级子行业均进行跟踪覆盖。美国哥伦比亚大学生物统计硕士, 专攻数据科学方向。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。曾获得同花顺 iFinD “2025 年度卓越金属产业研究” 奖项。

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、未来也将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	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526