

西部矿业 (601168.SH)

矿业板块积极扩张，冶炼板块扭亏

优于大市

核心观点

2025年公司业绩同比增长24%。2025年实现营收617亿元(+23%)，归母净利润36.4亿元(+24%)，扣非归母净利润36.2亿元(+23%)，经营性净现金流102亿元(+24%)。2025年度固定资产、无形资产共计计提减值准备6.8亿元。

资源板块盈利强劲。子公司层面，玉龙铜矿2025年营业收入116.5亿元，净利润59.9亿元，净利率达到51%，归母利润34.7亿元，是公司盈利主要来源，折算单吨铜税后利润达到3.94万元。全资子公司西部铜业（获各琦铜矿）2025年营业收入13.8亿元，净利润4.4亿元，折算单吨铜税后利润为3.6万元。

外部资源获取方面，控股子公司玉龙铜业86亿元竞得安徽茶亭铜多金属矿探矿权；全资子公司鑫源矿业竞得四川有热铅锌矿采矿许可证，铅锌资源量679万吨，伴生银405吨，铜2.2万吨。

冶炼板块扭亏。过去两年，公司旗下四个冶炼单元陆续完成改扩建，面临工艺指标磨合和折旧压力。经过2025年持续优化，铜铅锌冶炼项目在下半年基本扭亏，其中青海铜业（铜粗炼+精炼）、湘和有色（锌冶炼）、稀贵金属（铅冶炼）改善十分明显，预计2026年冶炼板块大概率实现较好盈利，改变了过去两年拖累业绩的局面。

风险提示：产能释放低于预期，金属价格下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

参照年初以来主要有色金属价格走势，假定2026-2028年国内阴极铜现货年均价均为95000元/吨，锌锭现货年均价均为2500元/吨，铅锭现货均价为17000元/吨，铅精矿到厂加工费300元/吨，锌精矿加工费1500元/吨，铜精矿计价系数95%。预计公司2026-2028年归母净利润分别为49.6/59.3/63.2亿元，同比增速36.3/19.5/6.5%；摊薄EPS分别为2.08/2.49/2.65元，当前股价对应PE分别为12.6/10.5/9.9X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源优势。玉龙铜矿即将进行三期扩建，铜矿产量增长1/3；收购茶亭铜矿带来远期成长空间，充分受益于铜价景气周期，公司利润也将显著增厚，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	50,026	61,687	67,528	71,479	72,808
(+/-%)	17.0%	23.3%	9.5%	5.9%	1.9%
净利润(百万元)	2932	3643	4964	5931	6315
(+/-%)	5.1%	24.3%	36.3%	19.5%	6.5%
每股收益(元)	1.23	1.53	2.08	2.49	2.65
EBIT Margin	14.7%	14.1%	15.3%	17.1%	17.8%
净资产收益率(ROE)	17.2%	19.7%	22.1%	21.8%	19.6%
市盈率(PE)	21.3	17.1	12.6	10.5	9.9
EV/EBITDA	10.0	8.8	7.3	6.3	5.9
市净率(PB)	3.65	3.38	2.78	2.30	1.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

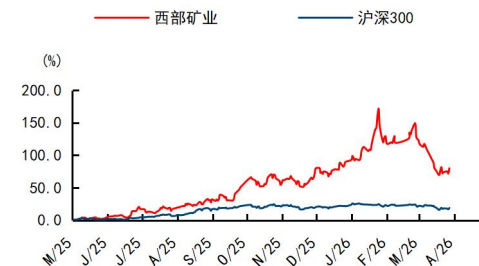
有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
 证券分析师：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	26.17元
总市值/流通市值	62363/62363百万元
52周最高价/最低价	41.28/13.80元
近3个月日均成交额	2075.19百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

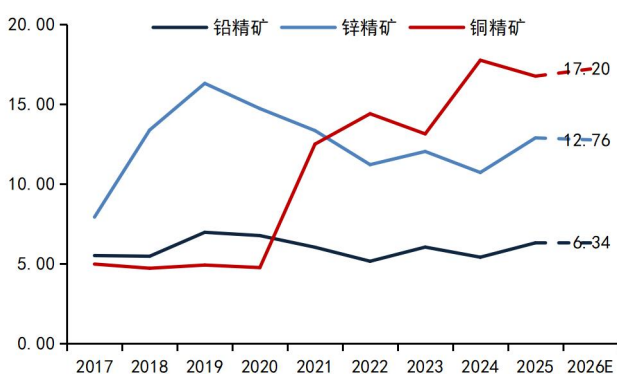
- 《西部矿业(601168.SH)-铜矿产量同比增长6%，下半年冶炼业务有望扭亏》——2025-07-31
- 《西部矿业(601168.SH)-主力矿山满产超产，冶炼业务拖累业绩》——2025-04-14
- 《西部矿业(601168.SH)-铜矿板块量价齐增，玉龙三期项目正在推进》——2024-07-28

2025 年公司业绩同比增长 24%。2025 年实现营收 617 亿元 (+23%)，归母净利润 36.4 亿元 (+24%)，扣非归母净利润 36.2 亿元 (+23%)，经营性净现金流 102 亿元 (+24%)。2025 年度固定资产、无形资产共计提减值准备 6.8 亿元。

资源板块盈利强劲。子公司层面，玉龙铜矿 2025 年营业收入 116.5 亿元，净利润 59.9 亿元，净利率达到 51%，归母利润 34.7 亿元，是公司盈利主要来源，折算单吨铜税后利润达到 3.94 万元。全资子公司西部铜业（获各琦铜矿）2025 年营业收入 13.8 亿元，净利润 4.4 亿元，折算单吨铜税后利润为 3.6 万元。

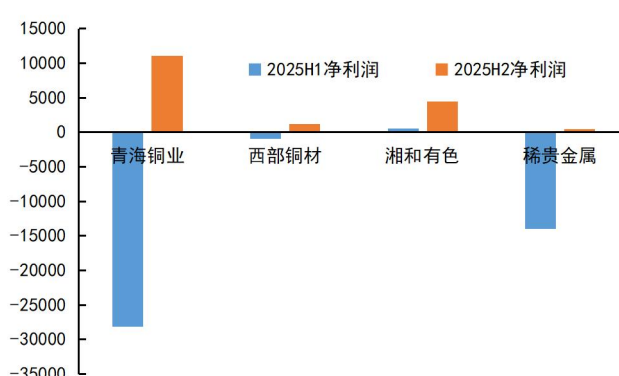
冶炼板块扭亏。过去两年，公司旗下四个冶炼单元陆续完成改扩建，面临工艺指标磨合和折旧压力。经过 2025 年持续优化，铜铅锌冶炼项目在下半年基本扭亏，其中青海铜业（铜粗炼+精炼）、湘和有色（锌冶炼）、稀贵金属（铅冶炼）改善十分明显，预计 2026 年冶炼板块大概率实现较好盈利，改变了过去两年拖累业绩的局面。

图1：西部矿业主要矿产品产量及指引（万吨）



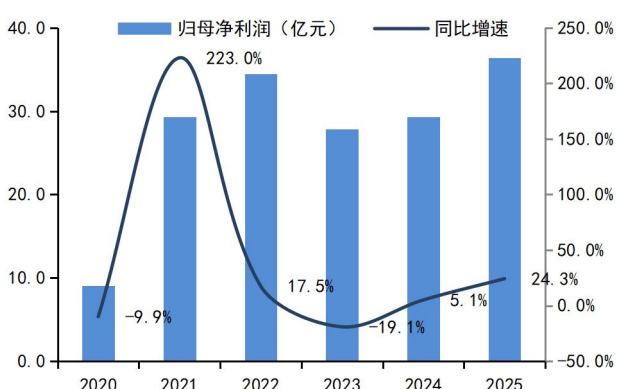
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：西部矿业冶炼子公司下半年普遍扭亏（万元）



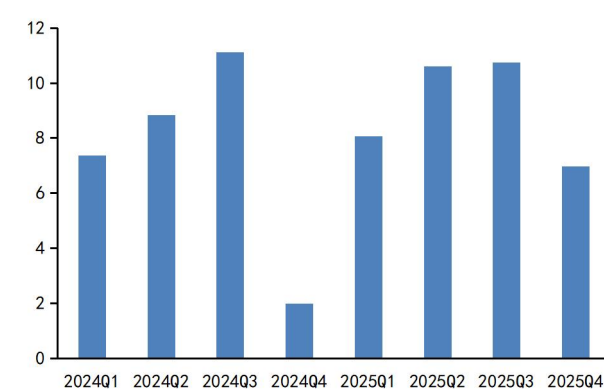
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：西部矿业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

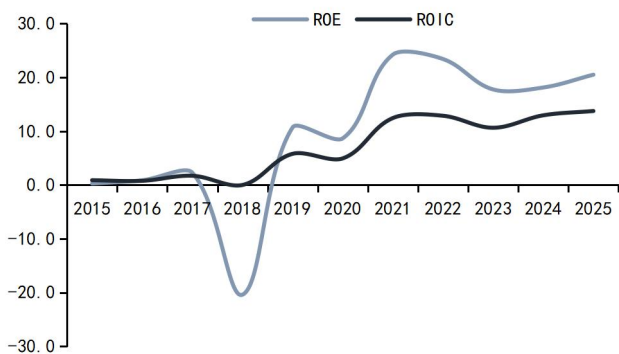
图4：西部矿业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：西部矿业 ROE、ROIC 变化情况 (%)

图6：西部矿业毛利率和净利率 (%)

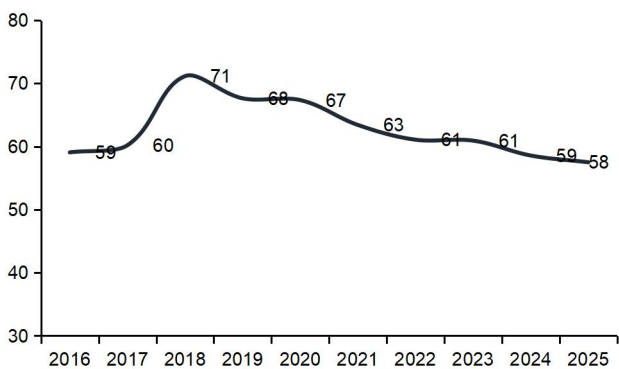


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



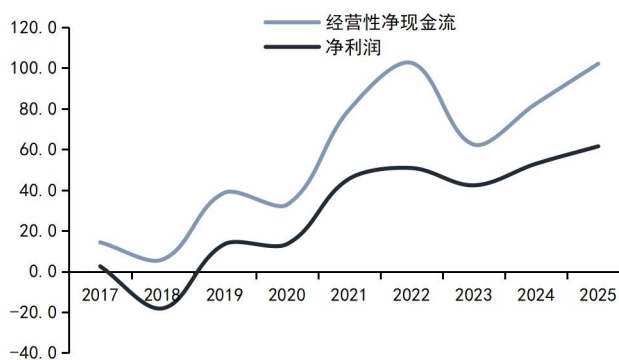
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：西部矿业资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：西部矿业经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

聚焦成长，降低分红比例。公司是有色板块内高分红标的，上市以来累计分红比例51%。2025年现金分红总额2.4亿元，分红比例6.5%。公司聚焦未来成长，加快资源端扩张速度，既有存量资源扩储，也积极竞拍外部资源。其中主力矿山玉龙铜矿2025年新增铜资源量131万吨，钼资源量10.8万吨。外部资源获取方面，控股子公司玉龙铜业86亿元竞得安徽茶亭铜多金属矿探矿权；全资子公司鑫源矿业竞得四川有热铅锌矿采矿许可证，铅锌资源量679万吨，伴生银405吨，铜2.2万吨。

近年来有色金属价格波动较大，矿业类上市公司盈利波动也大，我们选取铜价和锌价作为两个影响利润的重要变量，对公司2026年归母净利润的敏感性进行分析，如下表所示。

表1：公司归母净利润敏感性分析（亿元）

		铜价（元/吨）						
		80,000	85,000	90,000	95,000	100,000	105,000	110,000
锌（元/吨）	22,000	39.4	42.0	44.7	47.3	50.0	52.6	55.3
	23,000	40.3	42.9	45.6	48.2	50.9	53.5	56.2
	24,000	41.2	43.9	46.5	49.2	51.8	54.5	57.1
	25,000	42.1	44.8	47.4	50.1	52.7	55.4	58.0
	26,000	43.1	45.7	48.4	51.0	53.7	56.3	59.0

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

投资建议：参照年初以来主要有色金属价格走势，假定 2026-2028 年国内阴极铜现货均价均为 95000 元/吨，锌锭现货均价均为 2500 元/吨，铅锭现货均价为 17000 元/吨，铅精矿到厂加工费 300 元/吨，锌精矿加工费 1500 元/吨，铜精矿计价系数 95%。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 49.6/59.3/63.2 亿元，同比增速 36.3%/19.5%/6.5%；摊薄 EPS 分别为 2.08/2.49/2.65 元，当前股价对应 PE 分别为 12.6/10.5/9.9X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿即将进行三期扩建，铜矿产量增长 1/3；收购茶亭铜矿带来远期成长空间，充分受益于铜价景气周期，公司利润也将显著增厚，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4116	9203	16615	24493	33179	营业收入	50026	61687	67528	71479	72808
应收款项	976	621	1295	1371	1396	营业成本	40068	49617	53414	55230	55761
存货净额	5113	5148	5681	6006	6193	营业税金及附加	945	1065	1188	1258	1281
其他流动资产	2513	3156	2701	2859	2912	销售费用	33	33	41	43	44
流动资产合计	13307	19263	27425	35862	44814	管理费用	1024	1201	1351	1430	1456
固定资产	27969	27893	28047	28025	27808	研发费用	621	1083	1215	1287	1311
无形资产及其他	6141	5969	5731	5493	5256	财务费用	766	609	608	643	655
投资性房地产	3315	2180	2180	2180	2180	投资收益	(113)	(594)	0	0	0
长期股权投资	4207	4112	3927	3780	3637	资产减值及公允价值变动	(409)	(427)	0	0	0
资产总计	54940	59417	67310	75340	83696	其他收入	(546)	(1025)	(1215)	(1287)	(1311)
短期借款及交易性金融负债	5825	7593	7000	7000	7000	营业利润	6123	7115	9710	11589	12300
应付款项	3338	3146	3550	3662	3686	营业外净收支	(130)	(47)	0	0	0
其他流动负债	5106	4757	6368	6573	6619	利润总额	5992	7069	9710	11589	12300
流动负债合计	14269	15496	16918	17235	17306	所得税费用	699	917	1259	1503	1595
长期借款及应付债券	15716	16668	16668	16668	16668	少数股东损益	2362	2509	3487	4155	4390
其他长期负债	2192	2001	1712	1356	1077	归属于母公司净利润	2932	3643	4964	5931	6315
长期负债合计	17909	18670	18380	18024	17745	现金流量表 (百万元)					
负债合计	32178	34165	35298	35259	35051	净利润	2932	3643	4964	5931	6315
少数股东权益	5672	6806	9595	12920	16432	资产减值准备	507	36	46	(2)	(5)
股东权益	17090	18446	22417	27161	32213	折旧摊销	2095	2260	3006	3263	3461
负债和股东权益总计	54940	59417	67310	75340	83696	公允价值变动损失	409	427	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	766	609	608	643	655
每股收益	1.23	1.53	2.08	2.49	2.65	营运资本变动	913	92	1053	(599)	(480)
每股红利	1.54	1.82	0.42	0.50	0.53	其它	(1105)	(507)	2744	3326	3517
每股净资产	7.17	7.74	9.41	11.40	13.52	经营活动现金流	5751	5950	11813	11918	12808
ROIC	15.71%	17.51%	20%	24%	25%	资本开支	0	(1422)	(3001)	(3001)	(3001)
ROE	17.15%	19.75%	22%	22%	20%	其它投资现金流	(450)	(544)	0	0	0
毛利率	20%	20%	21%	23%	23%	投资活动现金流	(288)	(1871)	(2816)	(2854)	(2859)
EBIT Margin	15%	14%	15%	17%	18%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	20%	22%	23%	负债净变化	2121	(1041)	0	0	0
收入增长	17%	23%	9%	6%	2%	支付股利、利息	(3673)	(4327)	(993)	(1186)	(1263)
净利润增长率	5%	24%	36%	19%	6%	其它融资现金流	(3677)	11746	(593)	0	0
资产负债率	69%	69%	67%	64%	62%	融资活动现金流	(6782)	1009	(1586)	(1186)	(1263)
股息率	5.9%	6.9%	1.6%	1.9%	2.0%	现金净变动	(1320)	5087	7411	7878	8686
P/E	21.3	17.1	12.6	10.5	9.9	货币资金的期初余额	5436	4116	9203	16615	24493
P/B	3.6	3.4	2.8	2.3	1.9	货币资金的期末余额	4116	9203	16615	24493	33179
EV/EBITDA	10.0	8.8	7.3	6.3	5.9	企业自由现金流	0	8490	10038	10308	11255
						权益自由现金流	0	19195	8534	9475	10494

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032