

西部矿业（601168.SH）

金属涨价驱动盈利增长，重点项目稳步推进

优于大市

核心观点

2026年三季度公司业绩同比增长143%。2026年三季度实现营收203亿元（同比+21%），归母净利润26.2亿元（同比+143%），扣非归母净利润26.1亿元（同比+144.5%）。三季度公司主要矿产品产量普遍环比下滑，其中铜矿产量环比减少9000吨，主因子公司玉龙铜矿检修，按照年度目标指引，预计Q4铜矿产量环比Q3增加6000吨。

重点项目稳步推进。10月初子公司茶亭铜矿资源储量通过评审备案，茶亭铜矿备案资源量比之前口径增加65万吨铜、65吨金。普查口径：铜金属量175万吨，品位0.3%，伴生金248吨，品位0.43g/t。最新备案：铜金属量239万吨，品位0.29%；伴生金313吨，品位0.39g/t；伴生银1430吨，品位2.15g/t。项目正在稳步推进前期准备工作。

上调资源税影响公司业绩。今年七月底，西藏自治区税务局对资源税调整征求意见，根据征求意见稿，将资源税从5%增加到9%，伴生矿资源税减征20%。对于公司而言，子公司玉龙铜矿生产的铜精矿资源税率从5%增加到9%，伴生的钼之前不征资源税，以后改为征收7.2%。假设从明年开始税率调整，根据我们模型测算，玉龙铜矿资源税将增加8亿元左右，导致上市公司减利接近5亿元。考虑到公司总体盈利体量，资源税调整对公司业绩影响相对可控。

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105000元/吨，锌锭现货年均价均为25000元/吨，铅锭现货年均价均为17000元/吨，铅精矿到厂加工费0元/吨，锌精矿加工费0元/吨，铜精矿计价系数95%/95%/92%，硫酸价格1400/1200/1200元/吨，并假设2027年开始实行新的资源税率。预计公司2026-2028年归母净利润分别为90.09/93.33/100.29亿元，同比增速147.3%/3.6%/7.5%；摊薄EPS分别为3.78/3.92/4.21元，当前股价对应PE分别为8.2/7.9/7.3X。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。玉龙铜矿三期即将建成投产，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	76,143	80,774	82,761
(+/-%)	17.0%	23.3%	23.4%	6.1%	2.5%
净利润(百万元)	2932	3643	9009	9333	10029
(+/-%)	5.1%	24.3%	147.3%	3.6%	7.5%
每股收益(元)	1.23	1.53	3.78	3.92	4.21
EBIT Margin	14.7%	14.1%	20.0%	20.2%	21.0%
净资产收益率(ROE)	17.2%	19.7%	39.3%	33.8%	30.7%
市盈率(PE)	25.1	20.2	8.2	7.9	7.3
EV/EBITDA	11.2	9.8	5.8	5.4	5.0
市净率(PB)	4.30	3.98	3.20	2.66	2.25

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

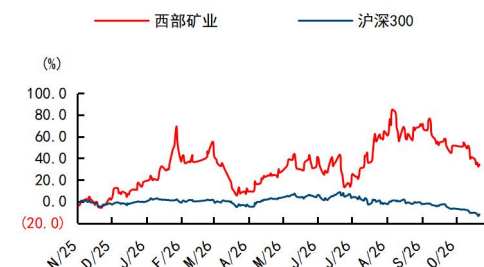
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	31.28元
总市值/流通市值	74540/74540百万元
52周最高价/最低价	43.29/21.89元
近3个月日均成交额	2147.93百万元

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）-坐拥国内优质铜矿山，开启新一轮扩张周期》——2026-07-06

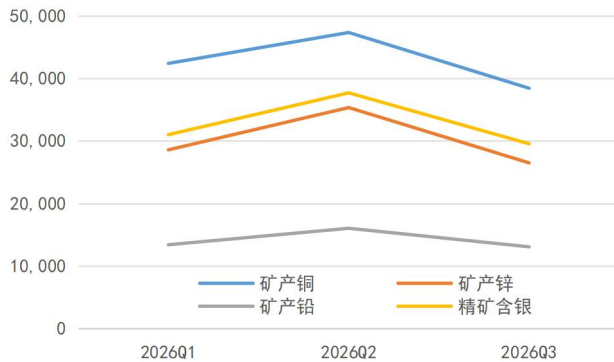
《西部矿业（601168.SH）-矿业板块积极扩张，冶炼板块扭亏》——2026-04-02

《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

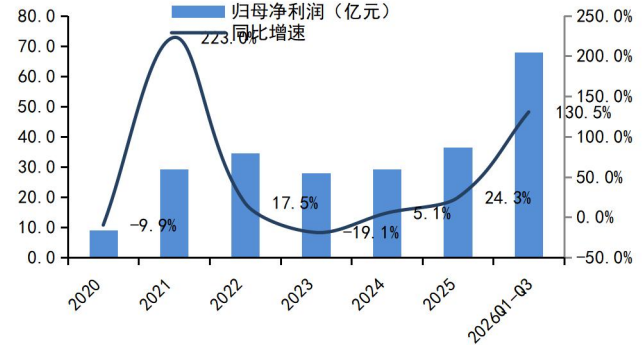
2026 年三季度公司业绩同比增长 143%。2026 年三季度实现营收 203 亿元（同比+21%），归母净利润 26.2 亿元（同比+143%），扣非归母净利润 26.1 亿元（同比+144.5%）。三季度公司主要矿产品产量普遍环比下滑，其中铜矿产量环比减少 9000 吨，主因子公司玉龙铜矿检修，按照年度目标指引，预计 Q4 铜矿产量环比 Q3 增加 6000 吨。

图1：西部矿业主要矿产品季度产量（吨、千克）



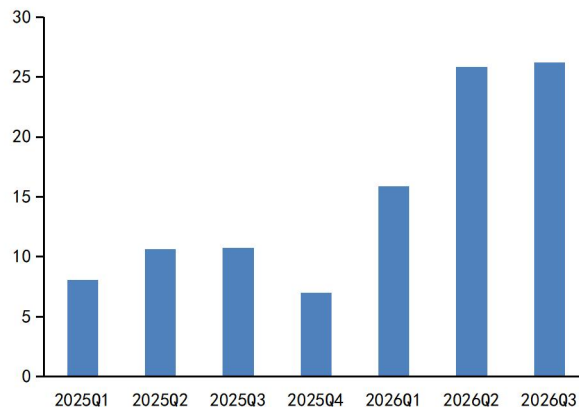
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：西部矿业归母净利润及增速（亿元、%）



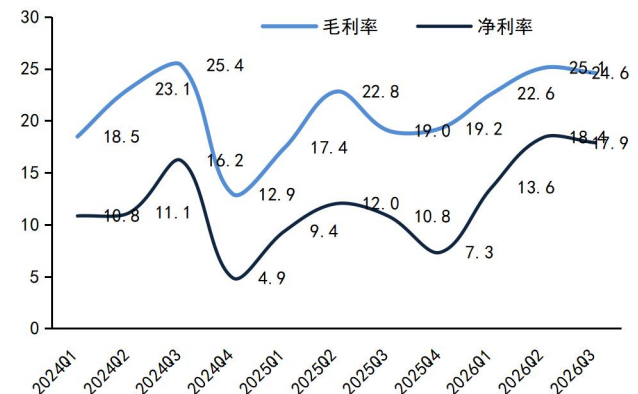
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：西部矿业单季度归母净利润及增速（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

图5：西部矿业资产负债率

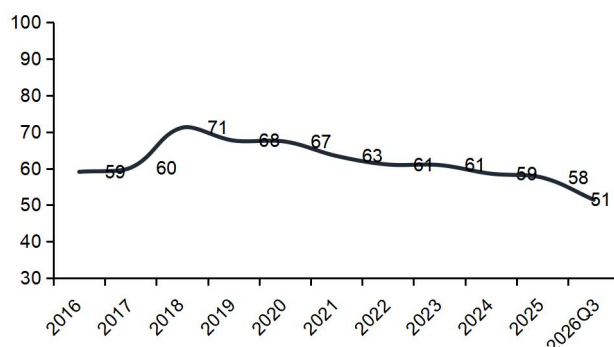
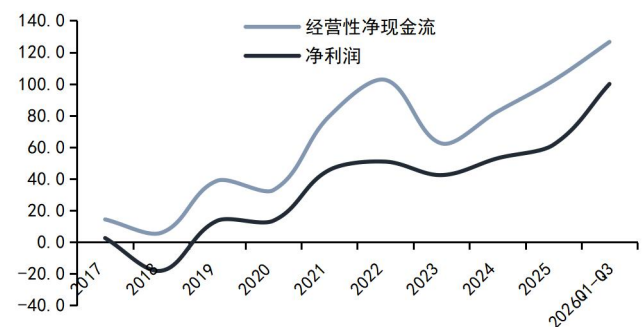


图6：西部矿业经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

重点项目稳步推进。10月初茶亭铜矿资源储量通过评审备案，备案资源量比之前口径增加 65 万吨铜、65 吨金。普查口径：铜金属量 175 万吨，品位 0.3%，伴生金 248 吨，品位 0.43g/t。最新备案：铜金属量 239 万吨，品位 0.29%；伴生金 313 吨，品位 0.39g/t；伴生银 1430 吨，品位 2.15g/t。项目正在推进前期准备工作。

上调资源税影响公司业绩。今年 7 月底，西藏自治区税务局对资源税调整征求意见，根据征求意见稿，将资源税从 5% 增加到 9%，伴生矿资源税减征 20%。对于公司而言，子公司玉龙铜矿生产的铜精矿资源税率从 5% 增加到 9%，伴生的钼之前不征资源税，以后改为征收 7.2%。假设从明年开始税率调整，根据我们模型测算，玉龙铜矿资源税将增加 8 亿元左右，导致上市公司减利接近 5 亿元。考虑到公司总体盈利体量，资源税调整对公司业绩影响相对可控。

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 2026 年归母净利润敏感性分析（亿元）

		铜价（元/吨）						
		90,000	95,000	100,000	105,000	110,000	115,000	120,000
锌（元/吨）	22,000	75.7	78.6	81.4	84.2	87.0	89.9	92.7
	23,000	77.7	80.5	83.3	86.2	89.0	91.8	94.7
	24,000	79.6	82.5	85.3	88.1	91.0	93.8	96.6
	25,000	81.6	84.4	87.3	90.1	92.9	95.7	98.6
	26,000	83.6	86.4	89.2	92.0	94.9	97.7	100.5

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 年国内阴极铜现货年均价均为 105000 元/吨，锌锭现货年均价均为 25000 元/吨，铅锭现货均价为 17000 元/吨，铅精矿到厂加工费 0 元/吨，锌精矿加工费 0 元/吨，铜精矿计价系数 95%/95%/92%，硫酸价格 1400/1200/1200 元/吨，并假设 2027 年开始实行新的资源税率。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 90.09/93.33/100.29 亿元，同比增速 147.3%/3.6%/7.5%；摊薄 EPS 分别为 3.78/3.92/4.21 元，当前股价对应 PE 分别为 8.2/7.9/7.3X。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。玉龙铜矿三期即将建成投产，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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4116	9203	13075	17312	22464	营业收入	50026	61687	76143	80774	82761
应收款项	976	621	626	664	680	营业成本	40068	49617	56915	59567	60226
存货净额	5113	5148	4563	4806	4842	营业税金及附加	945	1065	1447	2176	2330
其他流动资产	2233	2938	3046	3231	3310	销售费用	33	33	49	52	54
流动资产合计	13307	19263	22661	27364	32649	管理费用	1024	1201	1218	1292	1324
固定资产	27959	27860	30876	33554	35856	研发费用	621	1083	1294	1373	1407
无形资产及其他	6141	5969	5731	5493	5256	财务费用	766	609	609	646	662
投资性房地产	3325	2213	2213	2213	2213	投资收益	(113)	(594)	600	300	300
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	65408	72405	79611	其他收入	(546)	(1025)	(1294)	(1373)	(1407)
短期借款及交易性金融负债	5825	7593	7593	7593	7593	营业利润	6123	7115	15210	15966	17058
应付款项	3338	3146	3042	3204	3228	营业外净收支	(130)	(47)	0	0	0
其他流动负债	5106	4757	4523	4766	4804	利润总额	5992	7069	15210	15966	17058
流动负债合计	14269	15496	15158	15563	15625	所得税费用	699	917	1972	2070	2212
长期借款及应付债券	15716	16668	16668	16668	16668	少数股东损益	2362	2509	4229	4562	4817
其他长期负债	2192	2001	1712	1356	1077	归属于母公司净利润	2932	3643	9009	9333	10029
长期负债合计	17909	18670	18380	18024	17745	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	32178	34165	33538	33587	33370	净利润	2932	3643	9009	9333	10029
少数股东权益	5672	6806	8921	11202	13610	资产减值准备	507	36	102	49	51
股东权益	17090	18446	22950	27617	32631	折旧摊销	2095	2260	3087	3511	3886
负债和股东权益总计	54940	59417	65408	72405	79611	公允价值变动损失	409	427	0	0	0
						财务费用	766	609	609	646	662
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	1170	7	(19)	(369)	(298)
每股收益	1.23	1.53	3.78	3.92	4.21	其它	(1105)	(507)	2012	2232	2358
每股红利	1.54	1.82	1.89	1.96	2.10	经营活动现金流	6008	5865	14192	14757	16025
每股净资产	7.17	7.74	9.63	11.59	13.69	资本开支	0	(1398)	(6001)	(6001)	(6001)
ROIC	15.77%	17.61%	30%	32%	32%	其它投资现金流	(717)	(482)	0	0	0
ROE	17.15%	19.75%	39%	34%	31%	投资活动现金流	(555)	(1786)	(5816)	(5854)	(5859)
毛利率	20%	20%	25%	26%	27%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	14%	20%	20%	21%	负债净变化	2121	(1041)	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	24%	25%	26%	支付股利、利息	(3673)	(4327)	(4504)	(4667)	(5014)
收入增长	17%	23%	23%	6%	2%	其它融资现金流	(3667)	11746	0	0	0
净利润增长率	5%	24%	147%	4%	7%	融资活动现金流	(6772)	1009	(4504)	(4667)	(5014)
资产负债率	69%	69%	65%	62%	59%	现金净变动	(1320)	5087	3872	4237	5152
股息率	5.0%	5.9%	6.1%	6.4%	6.8%	货币资金的期初余额	5436	4116	9203	13075	17312
P/E	25.1	20.2	8.2	7.9	7.3	货币资金的期末余额	4116	9203	13075	17312	22464
P/B	4.3	4.0	3.2	2.7	2.3	企业自由现金流	0	8428	10313	11339	12748
EV/EBITDA	11.2	9.8	5.8	5.4	5.0	权益自由现金流	0	19133	9931	11009	12480

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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