



西部矿业（601168.SH）：采选冶技改有效推进，竞得茶亭铜多金属矿优化公司成长稳定性

2025 年 10 月 28 日

推荐/维持

西部矿业

公司报告

事件：公司发布 2025 三季度报告。公司报告期内实现营业收入 484.42 亿元，同比增长 31.90%；实现归母净利润 29.45 亿元，同比增长 7.80%；基本每股收益+7.83%至 1.24 元。其中，公司 Q3 单季度营收及归母净利润分别为 168.23 亿元（同比+43.20%）及 10.76 亿元（同比-3.20%）。报告期内，公司实现投资收益-4.41 亿元（同比-79.12%，主要受期货套期保值亏损影响）；资产减值损失-2.37 亿元（同比-3.05%，集中在第三季度，主要为子公司西矿钒科技及新疆瑞伦固定资产减值）。其中，公司 Q3 单季度投资收益为-0.53 亿元（去年同期为-0.05 亿元），资产减值损失-1.37 亿元（去年同期为+0.03 亿元），投资亏损、资产减值损失较高叠加 Q3 单季度铜产量同比下降导致公司单季度归母净利润同比下降。考虑到公司多金属产量稳定增长，玉龙铜矿三期改扩建顺利进行，冶炼系统全面优化及提质增效重回报行动有效执行，公司业绩或处于扩张周期。

选矿技改完成叠加回收率优化持续推动公司采选冶产品产量增长。矿产品方面，受益于 2024 年玉龙铜矿一二期改扩建项目（矿产铜年产能由 12 万吨升至 15 万吨）和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）完成后两矿山的稳定达产，以及各车间选矿回收率的持续优化，报告期内公司铜、铅、锌等多金属产量稳定提升。其中，矿产铜/矿产锌/矿产铅/矿产铜/铁精粉/精矿含金/精矿含银产量分别为 13.77 万吨/9.48 万吨/5.01 万吨/3516 吨/107.69 万吨/195.09 千克/98597 千克，同比分别变化+1.32%/+19.92%/+21.02%/+18.30%/+9.18%/+33%/-5.30%。公司 25 年矿产铜计划产量为 16.82 万吨，目前计划完成度为 82%。我们认为公司 25 年全年矿产铜产量或达 17.93 万吨（同比增长 1%），将有效完成 25 年度生产计划。考虑到铜价持续的高位上行，以及年度生产计划目前的完成情况，公司或在第三季度的选矿中使用了低品位铜矿石，以动态调整资源和成本。因此，公司 25Q3 矿产铜单季度产量为 4.59 万吨，同比下降-9.13%。在冶炼端，受益于 24 年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 26.25 万吨/12.64 万吨/11.02 万吨，同比分别变化+43.38%/+5256.31%（24 年度因改扩建停产）/+34.76%。

公司竞得茶亭铜多金属矿，铜、金资源储量大幅提升。2025 年 10 月 23 日，公司控股子公司玉龙铜业（持股比例 58%）以 86 亿元竞得安徽省自然资源厅在安徽合肥公共资源交易中心公开挂牌出让的茶亭铜多金属矿勘查探矿权。该矿区位于宣城市北郊，是长江中下游成矿带新发现的隐伏斑岩型矿床，矿区面积仅 1.5 平方公里，资源集中度极高。茶亭铜多金属矿资源储量大，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）。本次收购后，公司铜金属储量或增至 741.44 万吨（较 25H1+31%），金金属储量升至 259.23 吨（较 25H1+2208%），公司成长稳定性得到优化。

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。

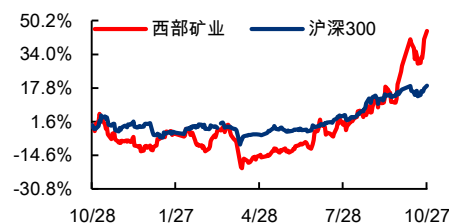
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	24.87-14.44
总市值（亿元）	592.65
流通市值（亿元）	592.65
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	2.35

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

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 24Q3 的 4.37% 降至 25Q3 的 4.30%（同比-0.07PCT）。其中，公司同期销售费用率由 0.07% 降至 0.06%（同比-0.01PCT），管理费用率由 1.70% 降至 1.59%（同比-0.11PCT），财务费用率由 1.41% 大幅下降至 0.89%（同比-0.52PCT）。然而，公司研发费用率由 24Q3 的 1.19% 升至 25Q3 的 1.76%（同比+0.57PCT），对应研发费用同比增长+95.55%至 8.53 亿元。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。另一方面，受冶炼板块亏损影响，公司销售毛利率由 24Q3 的 22.43% 降至 25Q3 的 19.65%（同比-2.78PCT），同期销售净利率由 12.65% 降至 10.70%（同比-1.95PCT）。

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 599.50 亿元、627.39 亿元、651.60 亿元；归母净利润分别为 38.31 亿元、45.05 亿元和 49.65 亿元；EPS 分别为 1.61 元、1.89 元和 2.08 元，对应 PE 分别为 15.47x、13.16x 和 11.94x，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	42,748.12	50,025.60	59,949.52	62,739.47	65,160.36
（百万元）					
增长率（%）	7.51%	17.02%	19.84%	4.65%	3.86%
归母净利润	2,789.28	2,931.55	3,831.11	4,505.05	4,965.00
（百万元）					
增长率（%）	-19.06%	5.10%	30.69%	17.59%	10.21%
净资产收益	18.27%	17.15%	20.71%	22.78%	23.18%
率（%）					
每股收益	1.17	1.23	1.61	1.89	2.08
（元）					
PE	21.26	20.22	15.47	13.16	11.94
PB	3.88	3.47	3.20	3.00	2.77

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					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		
流动资产合计	11410	13307	15395	20429	26320	营业收入	42748	50026	59950	62739	65160	营业成本	35036	40068	49213	51197	52812		
货币资金	5436	4116	6278	10503	10667	营业税金及附加	739	945	1132	1185	1231	营业费用	32	33	42	42	45		
应收账款	290	127	280	226	269	管理费用	911	1024	1252	1297	1354	财务费用	822	766	746	572	499		
其他应收款	248	636	762	798	828	研发费用	574	621	775	795	834	资产减值损失	54.79	561.76	278.06	298.20	379.34		
预付款项	66	155	265	380	498	公允价值变动收益	72.96	152.83	152.83	152.83	152.83	投资净收益	321.97	-113.23	-300.00	-206.61	-253.31		
存货	3162	5113	5361	6055	11575	加:其他收益	86.14	78.38	93.93	98.30	102.10	营业利润	5085	6123	6457	7396	8007		
其他流动资产	110	343	343	343	343	营业外收入	22.23	58.87	84.46	55.19	66.17	营业外支出	388.42	189.02	199.06	258.83	215.64		
非流动资产合计	40657	41633	39538	37420	35307	利润总额	4719	5992	6342	7193	7858	所得税	486	699	696	814	876		
长期股权投资	4369	4207	4207	4207	4207	净利润	4233	5294	5646	6379	6982	少数股东损益	1444	2362	1815	1874	2017		
固定资产	22595	26418	25327	23829	22124	少数股东损益	1444	2362	1815	1874	2017	归属母公司净利润	2789	2932	3831	4505	4965		
无形资产	6421	6141	5862	5603	5372	归属母公司净利润	2789	2932	3831	4505	4965	主要财务比率							
其他非流动资产	201	49	49	49	49	主要财务比率						2023A	2024A	2025E	2026E	2027E			
资产总计	52067	54940	54933	57849	61627	营业收入增长	7.51%	17.02%	19.84%	4.65%	3.86%	营业利润增长	-7.69%	20.39%	5.46%	14.56%	8.26%		
流动负债合计	15349	14269	12150	11905	12024	营业利润增长	-7.69%	20.39%	5.46%	14.56%	8.26%	归属于母公司净利润增长	-19.06%	5.10%	30.69%	17.59%	10.21%		
短期借款	5667	3208	394	0	0	归属于母公司净利润增长	-19.06%	5.10%	30.69%	17.59%	10.21%	获利能力							
应付账款	2249	2802	3394	3531	3642	获利能力						毛利率(%)	18.04%	19.90%	17.91%	18.40%	18.95%		
应付票据	666	536	645	658	665	毛利利率(%)						9.90%	10.58%	9.42%	10.17%	10.71%			
一年内到期的非流动负债	2811	2617	2617	2617	2617	总资产净利润(%)						5.36%	5.34%	6.97%	7.79%	8.06%			
非流动负债合计	16374	17909	16751	16760	16756	ROE(%)						18.27%	17.15%	20.71%	22.78%	23.18%			
长期借款	13595	15716	15716	15716	15716	偿债能力						资产负债率(%)	61%	59%	53%	50%	47%		
应付债券	0	0	0	0	0	流动比率						0.74	0.93	1.27	1.72	2.19			
负债合计	31723	32178	28901	28666	28780	速动比率						0.54	0.57	0.83	1.21	1.23			
少数股东权益	5075	5672	7487	9360	11377	营运能力						总资产周转率	0.82	0.94	1.09	1.11	1.09		
实收资本(或股本)	2383	2383	2383	2383	2383	应收账款周转率						186	240	295	248	263			
资本公积	4981	4995	4995	4995	4995	应付账款周转率						18.25	19.81	19.35	18.12	18.17			
未分配利润	6436	8154	9471	10651	12155	每股指标(元)						每股收益(最新摊薄)	1.17	1.23	1.61	1.89	2.08		
归属母公司股东权益合计	15268	17090	18496	19774	21421	每股净现金流(最新摊薄)						-0.21	-0.56	0.91	1.77	0.07			
负债和所有者权益	52067	54940	54933	57849	61627	每股净资产(最新摊薄)						6.41	7.17	7.76	8.30	8.99			
现金流量表					单位:百万元					估值比率									
经营活动现金流	6239	8246	8915	8894	4600	P/E	21.26	20.22	15.47	13.16	11.94	P/B	3.88	3.47	3.20	3.00	2.77		
净利润	4233	5294	5646	6379	6982	EV/EBITDA	9.46	8.45	7.62	6.57	6.22								
折旧摊销	2124.37	2182.15	2210.64	2240.55	2252.20														
财务费用	822	766	746	572	499														
应收账款减少	-122	163	-153	54	-43														
预收账款增加	0	0	0	0	0														
投资活动现金流	6239	-3680	249	-475	-619														
公允价值变动收益	73	153	153	153	153														
长期投资减少	0	0	589	0	0														
投资收益	322	-113	-300	-207	-253														
筹资活动现金流	-3668	-5899	-7002	-4193	-3817														
应付债券增加	0	0	0	0	0														
长期借款增加	3645	2121	0	0	0														
普通股增加	0	0	0	0	0														
资本公积增加	-302	14	0	0	0														
现金净增加额	8810	-1332	2162	4226	164														

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