

西部矿业 (601168.SH) 多金属梯次布局, 中远期成长明确

2026 年 06 月 15 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

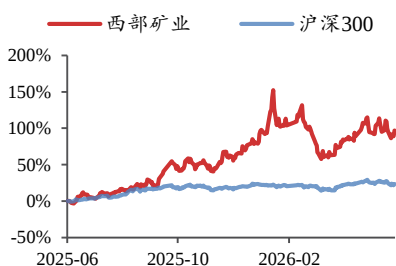
孙二春（分析师）

sunerchun@kysec.cn

证书编号: S0790525060001

日期	2026/6/12
当前股价(元)	30.71
一年最高最低(元)	41.28/15.15
总市值(亿元)	731.82
流通市值(亿元)	731.82
总股本(亿股)	23.83
流通股本(亿股)	23.83
近 3 个月换手率(%)	142.18

股价走势图



数据来源：聚源

● 多金属梯次布局，公司成长性明确

西部矿业是青海省属大型矿业企业，目前已经构建了以铜采选冶为核心，铅锌、铁、钼、镁、锂多金属协同发展的有色金属采选冶业务格局。公司拥有采矿权 14 个，探矿权 4 个，后备接力项目规划清晰，中远期成长明确。2026 年增量是铁矿，2027 年-2028 增量是铜矿（玉龙铜矿三期）、铅锌矿（呷村银多金属矿扩产等），远期增量主要是铜矿（茶亭铜多金属矿，玉龙铜矿四期）。公司成长性明确，我们预计 2026-2028 年公司将实现归母净利润分别为 60.56/68.08/77.08 亿元，当前股价对应 PE 为 12.1/10.7/9.5 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 扩产+收购双轮驱动，矿产铜增量较大

玉龙铜矿扩产+茶亭铜多金属矿收购，矿产铜中远期增长明确。（1）主力矿山产能稳步扩张。玉龙铜矿三期项目预计 2027 年初投产，设计采选产能 3000 万吨/年，投产后矿产铜金属年产量将超过 18 万吨，此外玉龙铜矿四期 4500 万吨/年采选项目也在论证规划中；（2）外延并购增厚资源储备。2025 年子公司玉龙铜业竞得安徽茶亭铜多金属矿探矿权，新增铜金属资源量超 170 万吨，金资源量 248 吨，公司规划茶亭铜多金属矿有望在 2030 年底建成投产。

● 采选冶多领域协同，筑牢公司发展根基

多金属协同发展，覆盖铅锌、铁、盐湖化工等业务领域。（1）铅锌板块：鑫源矿业旗下呷村银多金属矿技改和有热铅锌矿项目贡献中远期增量；（2）铁板块：2026 年双利铁矿和肃北七角井钒及铁矿的技改项目贡献铁精粉增量，它温查汉矿区铁矿资源作为远期增量储备；（3）冶炼板块：扩张周期结束，规模效应+副产品硫酸等助力扭亏为盈；（4）盐湖化工板块：布局盐湖镁锂资源，参股公司东台锂资源拥有 2 万吨碳酸锂产能，锂价上行周期中，增厚公司投资收益。

● **风险提示：**经营安全生产风险；产品价格波动超出预期；项目建设低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	50,026	61,687	74,523	78,663	82,987
YOY(%)	17.0	23.3	20.8	5.6	5.5
归母净利润(百万元)	2,932	3,643	6,056	6,808	7,708
YOY(%)	5.1	24.3	66.3	12.4	13.2
毛利率(%)	19.9	19.6	22.3	23.6	24.8
净利率(%)	5.9	5.9	8.1	8.7	9.3
ROE(%)	23.3	24.4	29.0	25.7	23.3
EPS(摊薄/元)	1.23	1.53	2.54	2.86	3.23
P/E(倍)	25.0	20.1	12.1	10.7	9.5
P/B(倍)	4.3	4.0	3.0	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、	青海省属大型矿业企业，布局多金属采选冶业务.....	6
1.1、	坐拥西部矿产资源优势，注重多品类金属资源布局.....	6
1.2、	公司实控制人为青海省国资委	8
1.3、	主要矿山伴生银、金，增厚矿山盈利能力.....	9
1.4、	聚焦西部，同步拓展跨省优质矿产资源.....	10
1.5、	营收稳步增长，2025 年归母净利润创历史新高.....	10
2、	核心亮点：多金属梯次布局，冶炼、盐湖化工协同发力	13
3、	矿产铜：公司核心业务，扩产+收购打开成长空间	14
3.1、	玉龙铜业：公司铜业务核心，扩产并购贡献增量.....	15
3.1.1、	玉龙铜矿：国内第二大单体铜矿，远期增长潜力较大.....	16
3.1.2、	茶亭铜多金属矿：铜资源量大且伴生金资源，有望在 2030 年建成	20
3.2、	获各琦铜矿：技改工程完成，生产能力保持稳定.....	21
4、	矿产铅锌：立足锡铁山，鑫源矿业旗下矿山贡献增量.....	24
4.1、	锡铁山铅锌矿：公司铅锌板块核心矿山，稳定贡献铅锌产出	25
4.2、	四川鑫源矿业：公司铅锌板块增量平台，产能梯次布局清晰.....	28
4.2.1、	呷村银多金属矿：规划将采矿产能由 50 万吨提升至 80 万吨.....	28
4.2.2、	有热铅锌矿：公司后备铅锌资源，规划建设采矿规模 60 万吨.....	29
4.3、	会东大梁铅锌矿：处于服务年限末期，找矿工作正在推进.....	30
5、	铁矿：产能梯队接力，产量企稳回升	32
6、	矿产镍：单一矿山哈密黄山南铜镍矿，受益镍价回暖.....	38
7、	冶炼：产能扩张周期收尾，规模效应释放.....	40
8、	盐湖化工：布局镁锂产业，拓展公司盈利点.....	44
8.1、	西部镁业：依托资源优势，筑牢盐湖镁化工行业龙头.....	44
8.2、	参股青海东台吉乃尔锂资源：公司锂产业布局落点.....	46
9、	盈利预测与投资建议	48
10、	风险提示	50
附：	财务预测摘要	51

图表目录

图 1：	公司以铜金属采选冶为主干，持续拓展多品类资源储备.....	6
图 2：	公司下属矿权及冶炼产能主要分布于西部地区.....	7
图 3：	截至 2025 年末，公司主要矿产保有资源储量（金属量，非权益储量）.....	7
图 4：	截至 2025 年末，公司实控人为青海省国资委.....	9
图 5：	2025 年，公司精矿含银产量 123 吨.....	9
图 6：	2025 年，公司精矿含金产量 234 千克.....	9
图 7：	2025 年，公司营业收入同比增长 23.31%	10
图 8：	2025 年，公司实现归母净利润 36.43 亿元.....	10
图 9：	有色金属采选冶营收贡献逐年提升（单位：亿元）	11
图 10：	有色金属采选冶业务毛利率相对稳定(单位：%).....	11
图 11：	公司销售费用率和管理费用率持续下降(单位：%).....	11
图 12：	2025 年公司资产负债率同比下降 1.07pct.....	12

图 13: 2025 年, 公司资本开支 30.43 亿元	12
图 14: 2023 年来公司经营活动净现金流持续增长	12
图 15: 公司 2025 年分红为 2.38 亿元	12
图 16: 公司以铜金属采选冶为主干, 持续拓展多品类资源储备	13
图 17: 铜类产品贡献公司主要收入 (单位:%)	14
图 18: 公司 2025 年铜类产品毛利率达 16.89%(单位: %)	14
图 19: 2025 年, 公司矿产铜产量 16.75 万吨	15
图 20: 2025 年, 玉龙铜矿贡献 90.82%自产矿产铜产量	15
图 21: 截至 2025 年末, 公司作为实控人, 持有玉龙铜业股份有限公司 58%股权	15
图 22: 2025 年, 玉龙铜业实现净利润 59.88 亿元, 同比增长 10.66%	16
图 23: 矿区距昌都市 140 公里、距江达县城 80 公里	17
图 24: 历经二十载发展, 玉龙铜矿矿区建设已较为完善	17
图 25: 2025 年公司钼精矿产量达 4051 金吨	18
图 26: 2025 年公司钼精矿产品收入达 13.34 亿元	18
图 27: 玉龙铜矿三期工程计划采选规模达 3000 万吨/年	19
图 28: 玉龙铜矿三期生产进度计划表	20
图 29: 玉龙铜矿远期采选产能或达 4500 万吨/年	20
图 30: 茶亭铜多金属矿地处长江中下游成矿带宣城矿集区	20
图 31: 茶亭铜多金属矿有望在 2030 年底建成	21
图 32: 截至 2025 年末, 公司持有获各琦铜矿 100%权益	22
图 33: 2025 年, 西部铜业实现归母净利润 4.41 亿元	22
图 34: 获各琦矿区选厂, 采矿区, 尾矿位置图	22
图 35: 获各琦铜多金属矿采矿许可证	23
图 36: 获各琦铜多金属矿物料流向	23
图 37: 2025 年, 锡铁山铅锌矿产出矿产锌、矿产铅占比分别为 56.84%、55.77%	24
图 38: 截至 2025 年末, 公司保有铅金属资源量 137 万吨、锌金属资源量 237 万吨	24
图 39: 2025 年公司矿产铅产量为 6.3 万金吨	25
图 40: 2025 年公司矿产锌产量为 12.88 万金吨	25
图 41: 锡铁山铅锌矿位于青海省海西州大柴旦行委锡铁山镇	25
图 42: 中间沟一断层沟铅锌矿与锡铁山铅锌矿毗邻	26
图 43: 中间沟一断层沟铅锌矿采矿许可证	26
图 44: 锡铁山铅锌矿铅锌平均品位为 7.80%(2025 年)	27
图 45: 锡铁山铅锌矿采矿许可证	27
图 46: 西部矿业本部有色金属采选冶业务毛利情况 (单位: 亿元)	27
图 47: 截至 2025 年末, 公司持有鑫源矿业股份有限公司 76%股权	28
图 48: 2025 年鑫源矿业实现营业收入 5.05 亿元	28
图 49: 2025 年鑫源矿业实现净利润 0.81 亿元	28
图 50: 鑫源矿业旗下矿山主要增量情况	29
图 51: 有热铅锌矿位于呷村银多金属矿南侧	29
图 52: 有热铅锌矿采矿许可证	29
图 53: 截至 2025 年末, 公司通过会东大梁矿业持有会东大梁铅锌矿 100%权益	30
图 54: 会东大梁铅锌矿采矿许可证	30
图 55: 2025 年公司保有铁矿石资源量 2.78 亿吨	33
图 56: 2025 年公司产出铁精粉 141 万吨	33
图 57: 截至 2025 年末, 公司持有拉陵高里河下游铁多金属矿 92.59%权益	33

图 58: 截至 2025 年末, 公司持有哈密白山泉铁矿 100%权益	33
图 59: 拉陵高里河下游铁多金属矿主要生产铁精粉、铜精粉	34
图 60: 鸿丰伟业 2025 年净利润为 0.49 亿元	34
图 61: 西矿钒科技为肃北博伦子公司, 负责矾冶炼	34
图 62: 肃北七角井钒及铁矿物料流向	34
图 63: 肃北七角井钒及铁矿空间分布: 铁矿位于下部, 钒矿位于上部	35
图 64: 石煤提钒厂和铁矿选厂位置图	35
图 65: 西矿钒科技石煤提钒工艺流程	35
图 66: 肃北博伦 2025 年净利润为 0.04 亿元	35
图 67: 西矿钒科技 2025 年净利润为-2.63 亿元	35
图 68: 截至 2025 年末, 公司持有双利铁矿 100%权益	36
图 69: 双利矿业 2025 年净利润为-0.16 亿元	36
图 70: 双利铁矿技改后转向地下开采	36
图 71: 双利铁矿物料流向	36
图 72: 格尔木西矿资源有限公司为公司在青海省内的铁资源整合平台	37
图 73: 截至 2025 年末, 公司持有哈密黄山南铜镍矿 80%权益	38
图 74: 哈密黄山南铜镍矿位于新疆哈密市伊州区	38
图 75: 哈密黄山南铜镍矿主要生产镍精矿、铜精矿	39
图 76: 新疆瑞伦 2024 年营业收入为 1.64 亿元	39
图 77: 青海铜业 2025 年净利润为-1.70 亿元	41
图 78: 西部铜材 2025 年净利润为 0.02 亿元	41
图 79: 硫酸价格走势 (单位: 元/吨)	41
图 80: 稀贵金属 2025 年净利润为-1.35 亿元	42
图 81: 湘和有色 2025 年净利润为 0.50 亿元	42
图 82: 截至 2025 年末, 公司持有同鑫化工 94.94%股权	42
图 83: 同鑫化工 2025 年净利润为-2.1 亿元	42
图 84: 同鑫化工利用青海铜业副产的硫酸生产氟化氢	43
图 85: 无水氟化氢是制冷剂原料	43
图 86: 截至 2025 年末, 公司持有西部镁业有限公司 95.94%股权	44
图 87: 西部镁业持有的团结湖镁盐矿位于团结湖中部	44
图 88: 西部镁业高纯氢氧化镁生产工艺	45
图 89: 2025 年, 公司生产高纯氢氧化镁 14.65 万吨	45
图 90: 公司镁化工产业链	45
图 91: 公司镁类产品 2025 年毛利为 1.57 亿元	46
图 92: 西部镁业 2025 年净利润为 0.72 亿元	46
图 93: 截至 2025 年末, 公司直接持有青海东台吉乃尔锂资源 27%股权	46
图 94: 东台吉乃尔盐湖位于柴达木盆地中部	46
图 95: 东台锂资源 2025 年净利润为 5.21 亿元	47
图 96: 碳酸锂价格走势 (单位: 元/吨)	47
表 1: 公司主营业务为铜、铅锌、铁、镍钒钼等金属的采选、冶炼和贸易, 同时涉及盐湖化工和配套金融服务	8
表 2: 截至 2025 年末, 公司共拥有探矿权 4 个	10
表 3: 矿产铜增量主要是玉龙铜矿扩产及茶亭铜多金属矿开发	14
表 4: 玉龙铜业拥有玉龙铜矿、茶亭铜多金属矿两大矿权	16
表 5: 玉龙铜矿 I 矿体为矿床主矿体 (截至 2016 年数据)	17

表 6: 2026 年 1 月增储后, 玉龙铜矿保有铜金属资源量 753.39 万吨.....	17
表 7: 截至 2025 年末, 玉龙铜矿具备选矿产能 2280 万吨/年.....	18
表 8: 玉龙铜矿三期工程铜、钼的设计选矿回收率分别为 85%、71%.....	19
表 9: 茶亭铜多金属矿工业品级铜金属资源量达 65.67 万吨, 伴生金 248.07 吨.....	21
表 10: 截至 2025 年末, 获各琦铜矿保有铜金属储量 17.47 万吨, 铅锌金属储量 96.78 万吨.....	22
表 11: 获各琦铜矿 2025 年矿产铜产量 1.24 万吨.....	23
表 12: 公司主要铅锌矿情况.....	24
表 13: 锡铁山铅锌矿产能情况.....	26
表 14: 截至 2025 年末, 呷村银多金属矿保有铅锌金属储量 32.94 万吨, 银金属储量 206.56 吨.....	29
表 15: 截至 2025 年 4 月, 有热铅锌矿伴生银品位 59.63g/t, 合计银金属量 405 吨.....	30
表 16: 截至 2025 年末, 会东大梁铅锌矿保有铅锌金属储量 7.85 万吨.....	31
表 17: 公司旗下铁矿板块主要矿山情况.....	32
表 18: 它温查汉铁多金属矿伴生铜金属资源, 它温查汉西矿区 C5 异常区伴生金金属资源.....	37
表 19: 黄山南铜镍矿主要产品产能测算.....	39
表 20: 公司冶炼业务覆盖包含阴极铜、电铅、锌锭、金、银等有色金属.....	40
表 21: 2025 年公司电解铜产量达 33.42 万吨, 同比增长 26.69%.....	40
表 22: 青海东台吉乃尔锂资源有限公司现有碳酸锂产能 2 万吨.....	47
表 23: 公司盈利预测 (单位: 亿元).....	48
表 24: 公司 PE 估值略低于可比公司平均.....	49

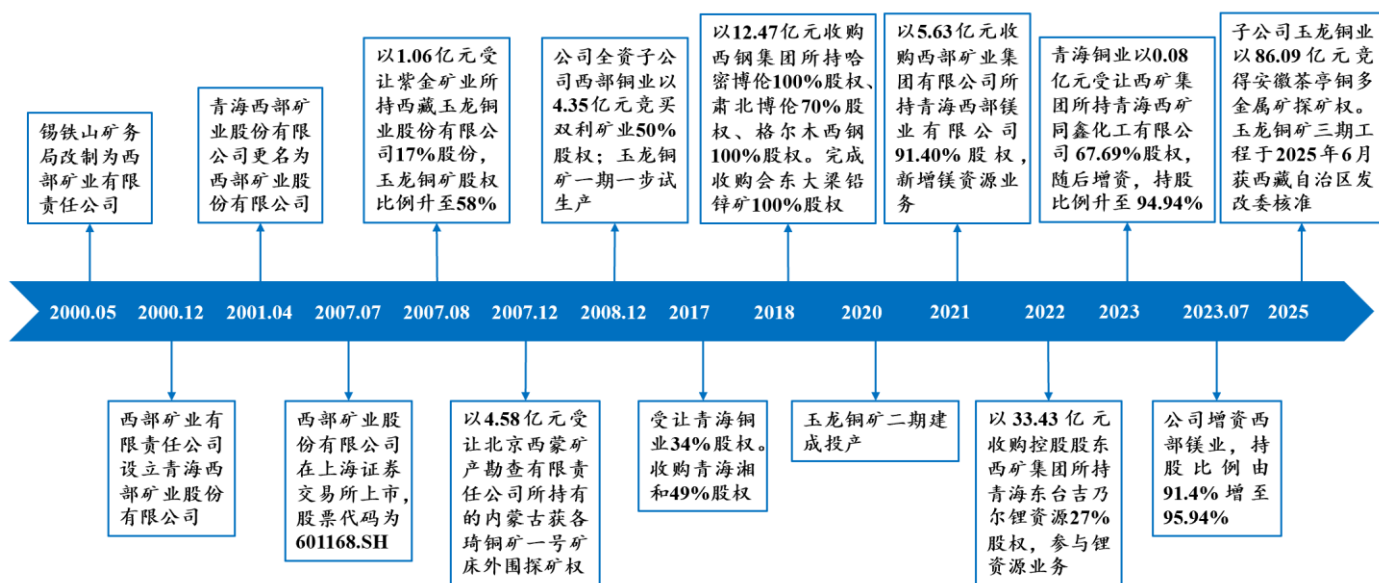
1、青海省属大型矿业企业，布局多金属采选冶业务

西部矿业股份有限公司由中国有色金属工业总公司锡铁山矿务局改制成立。2000 年，锡铁山矿务局改制为西部矿业有限责任公司并随后设立青海西部矿业股份有限公司。2001 年，更名为西部矿业股份有限公司。2007 年 7 月，公司在上海证券交易所上市，股票代码为 601168.SH。上市时公司已控股持有锡铁山矿、获各琦矿、赛什塘矿及呷村矿，并持有玉龙铜业 41% 的股权。

公司深耕金属采选冶行业二十余年，不断收购优质资源。上市当年，公司受让紫金矿业所持西藏玉龙铜业 17% 股份，股权由 41% 升至 58%。2017 年，公司受让青海铜业 34% 股权，收购青海湘和 49% 股权；2018 年，公司完成收购会东大梁铅锌矿

(100% 权益)、哈密博伦 (100% 权益)、肃北博伦 (70% 权益)、格尔木西钢 (100% 权益)，完善铜、铅锌、铁资源布局；2020 年，玉龙铜矿二期改扩建工程建成投产，公司矿产铜产能大幅提高。2021 年，公司收购青海西部镁业 (91.4% 权益)，新增镁资源业务；2022 年，公司收购青海东台锂资源 27% 权益股权，参与锂资源业务。2025 年 6 月，玉龙铜矿三期工程获得西藏自治区发改委核准，项目建成后矿石处理能力将由 2280 万吨/年提升至 3000 万吨/年。2025 年 10 月，子公司玉龙铜业竞得安徽茶亭铜多金属矿探矿权 (100% 权益)，进一步增厚铜金属资源储备。至此，公司已形成以铜金属采选冶为核心，铅锌、铁、镁、钼等多金属采选冶为辅助的多品类发展格局。

图1：公司以铜金属采选冶为主干，持续拓展多品类资源储备



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、坐拥西部矿产资源优势，注重多品类金属资源布局

公司已实现从矿山采选到有色冶炼、盐湖化工和金融贸易等多领域产业链布局。截至 2025 年末，公司全资持有或控股 14 座矿山，其中，有色金属矿山 8 座、铁及铁多金属矿山 5 座、盐湖矿山 1 座，持有探矿权 4 个。主要产品为矿产铜、矿产锌、矿产铅、矿产钼、铁精粉及镍精矿等。公司产业主要分布于西部地区，该区域矿产资源储量丰富，作为西部最大的有色金属矿业公司之一，公司已经树立了在有色金属行业中的领先地位和良好的市场声誉，有利于优先获得西部优质矿产资源。

图2：公司下属矿权及冶炼产能主要分布于西部地区



资料来源：公司公告

图3：截至 2025 年末，公司主要矿产保有资源储量（金属量，非权益储量）



资料来源：公司公告

表1：公司主营业务为铜、铅锌、铁、镍钒钼等金属的采选、冶炼和贸易，同时涉及盐湖化工和配套金融服务

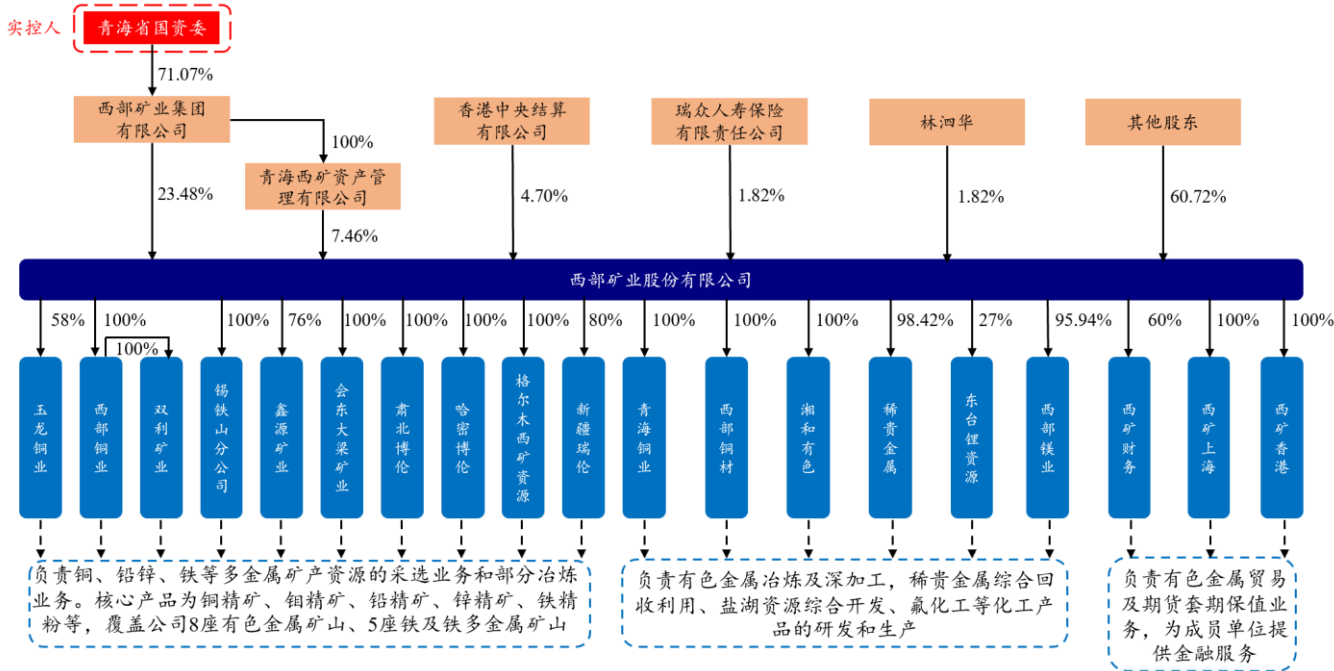
业务类型	主要业务	本部/子公司	主要资产	证载规模或产能
矿石采选业务	矿产铜	西藏玉龙铜业股份有限公司	玉龙铜矿	1989 万吨/年
			茶亭铜多金属矿	/
		巴彦淖尔西部铜业有限公司	获各琦铜多金属矿	450 万吨/年
	矿产铅锌	本部	青海锡铁山铅锌矿	150 万吨/年
			大柴旦行委中间沟-断层沟铅锌矿	20 万吨/年
		四川会东大梁矿业有限公司	四川会东大梁铅锌矿	66 万吨/年
		四川鑫源矿业有限责任公司	四川呷村银多金属矿	80 万吨/年
			四川省白玉县有热铅锌矿	60 万吨/年
	矿产镍	新疆瑞伦矿业有限责任公司	新疆哈密市黄山南铜镍矿	100 万吨/年
		肃北县博伦矿业开发有限责任公司	甘肃肃北七角井钒及铁矿	380 万吨/年
	铁精粉/球团	内蒙古双利矿业有限公司	内蒙古双利铁矿	340 万吨/年
		哈密博伦矿业有限责任公司	新疆哈密白山泉铁矿	140 万吨/年
		青海鸿丰伟业矿产投资有限公司	青海拉陵高里河下游铁多金属矿	75 万吨/年
		格尔木西矿资源开发有限公司	它温查汉西 C5 异常区铁多金属矿	100 万吨/年
冶炼业务	冶炼铜	青海铜业		20 万吨/年
		西部铜材		1 万吨/年
	冶炼锌	湘和有色		20 万吨/年
	冶炼铅	稀贵金属		20 万吨/年
	贵金属冶炼	稀贵金属		黄金 6 吨/年
				白银 430 吨/年
盐湖化工业务	偏钒酸铵	西矿钒科技		2000 吨/年
	镁	西部镁业	团结湖镁盐矿	50 万吨/年
	氢氟酸	同鑫化工	/	10 万吨无水氢氟酸
贸易业务	锂	东台锂资源（参股）	东台吉乃尔盐湖锂钾硼矿	碳酸锂 2 万吨/年
金融业务		西矿财务公司		/

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司实控制人为青海省国资委

公司控股股东为西部矿业集团有限公司，实控制人为青海省国资委。截至 2025 年末，公司控股股东为西部矿业集团有限公司，控股比例 30.94%。青海省国资委持有西矿集团 71.07% 股权，为公司实控人。公司作为青海省国资委下属重要的有色金属矿业上市公司，在资源获取、产业政策和资金补助等方面能够获得青海省政府的大力支持。

图4：截至 2025 年末，公司实控人为青海省国资委

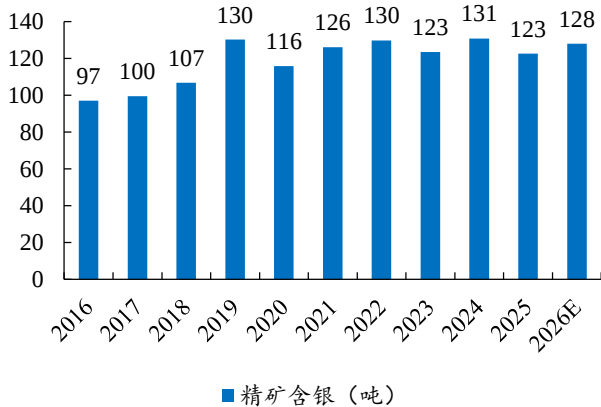


资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：西部铜材是西部铜业全资子公司）

1.3、主要矿山伴生银、金，增厚矿山盈利能力

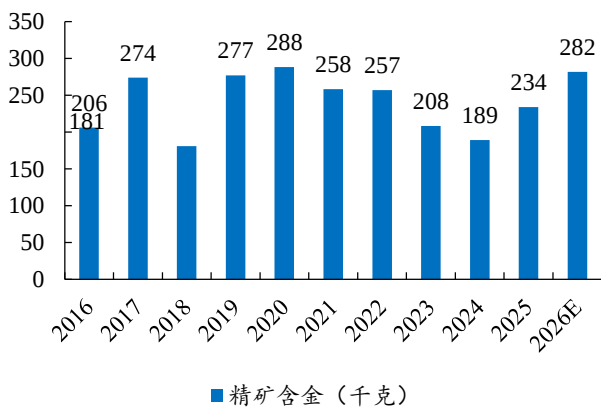
2025 年公司精矿含银产量 123 吨，精矿含金产量 234 千克。公司矿产银主要伴生在铅锌矿和铜矿中，近几年精矿含银产量稳定在 120-130 吨左右。玉龙铜矿，呷村银多金属矿，锡铁山铅锌矿，获各琦铜多金属矿是矿产银主要贡献矿山，其中玉龙铜矿精矿含银年产量大约在 42 吨。随着贵金属价格重心抬升，伴生金银将增厚矿山盈利能力。

图5：2025 年，公司精矿含银产量 123 吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2025 年，公司精矿含金产量 234 千克



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.4、聚焦西部，同步拓展跨省优质矿产资源

公司已建立以西部资源为核心，省外优质矿产为延伸的后备资源布局。截至 2025 年末，公司拥有探矿权 4 个，覆盖铅锌、铁、铜及其伴生矿种。**铜金属方面**，公司控股子公司玉龙铜业于 2025 年 10 月竞得安徽省宣城市宣州区茶亭铜多金属矿探矿权，其已查明工业品级铜矿石量 12180.3 万吨、铜金属量 65.67 万吨、平均品位 0.54%，低品位矿铜矿石量 44,956.1 万吨，金属量 109.09 万吨，平均品位 0.24%，共伴生金金属量 248.07 吨。**铅锌方面**，公司主力矿山锡铁山铅锌矿深部勘查项目处于普查阶段，有望延长该矿服务年限。**铁及多金属方面**，青海格尔木它温查汉铁多金属矿正在申请探转采，磁铁山铁矿处于详查阶段。

表2：截至 2025 年末，公司共拥有探矿权 4 个

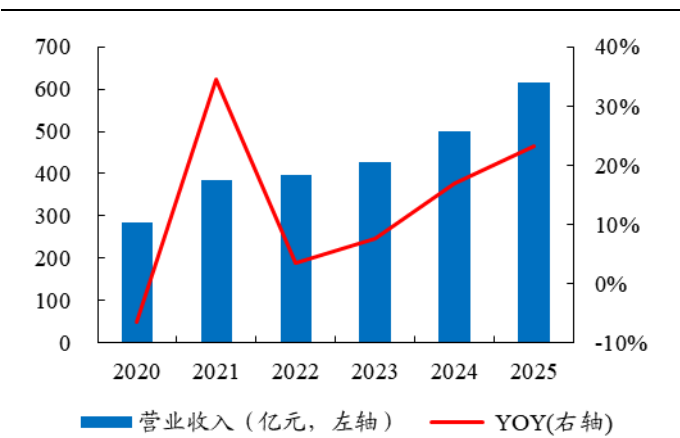
探矿权名	权属主体	勘查矿种	勘查阶段	详细信息
安徽省宣城市宣州区茶亭铜多金属矿	西藏玉龙铜业	铜、金等多金属	勘探	工业品级铜金属量 65.67 万吨，平均品位 0.54%；低品位矿铜金属量 109.09 万吨，平均品位 0.24%
青海省格尔木市它温查汉铁多金属矿	格尔木西矿资源	铁、铜等多金属	勘探	它温查汉主矿区。铁矿石量 1,563 万吨、铜金属量 1.95 万吨
青海省格尔木市磁铁山铁矿		铁、铜等多金属	详查	与它温查汉、野马泉矿区毗邻
青海省大柴旦行委锡铁山铅锌矿（2122 米以下）	本部	铅、锌等多金属	普查	锡铁山铅锌矿深部配套勘查项目

资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

1.5、营收稳步增长，2025 年归母净利润创历史新高

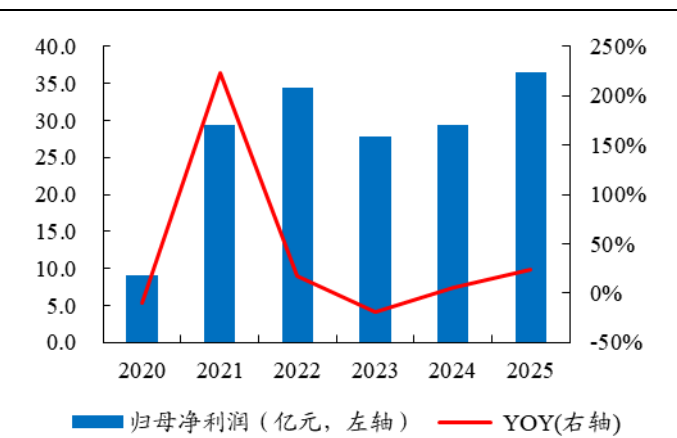
近三年公司营收与归母净利润均实现稳定增长。2020-2025 年公司营业收入 CAGR 达 16.66%，归母净利润 CAGR 达 32.03%。2025 年，公司实现营业收入 616.9 亿元，同比增长 23.31%，实现归母净利润 36.43 亿元，同比增长 24.25%，创历史新高。近年来公司业绩增长主要受益于有色金属采选冶业务提产增效。

图7：2025 年，公司营业收入同比增长 23.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

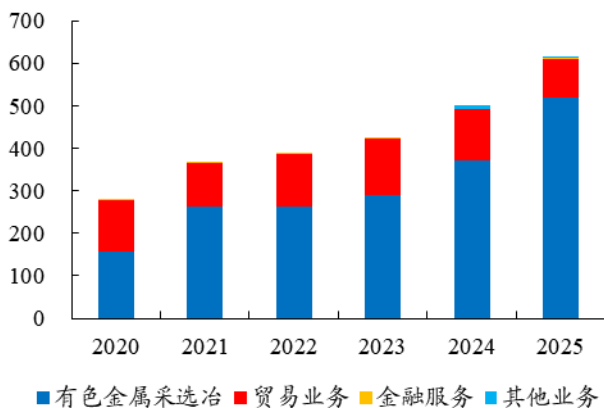
图8：2025 年，公司实现归母净利润 36.43 亿元



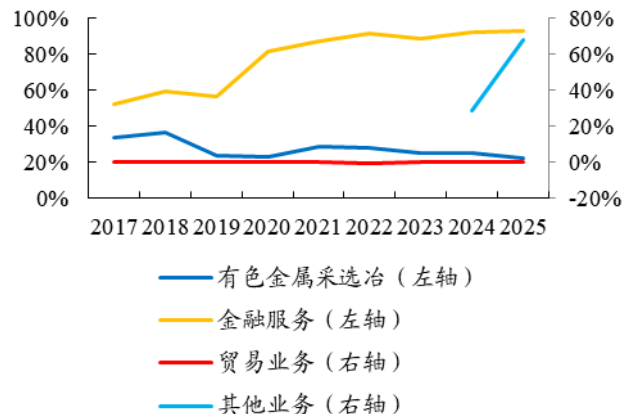
数据来源：Wind、开源证券研究所

有色金属采选冶业务贡献公司主要营收。从总量看，2020-2025 年公司有色金属采选冶业务营收自 158 亿元增至 520 亿元，为历年营收增量核心。从毛利看，2020-2025

年该业务板块毛利额自 37.03 亿元增长至 115.16 亿元，历年毛利贡献均高于 90%。贸易业务营收规模连续三年下降，2025 年毛利率为 0.55%。整体来看，除有色金属采选冶外，其他业务对公司整体经营规模与盈利水平的影响程度相对有限。

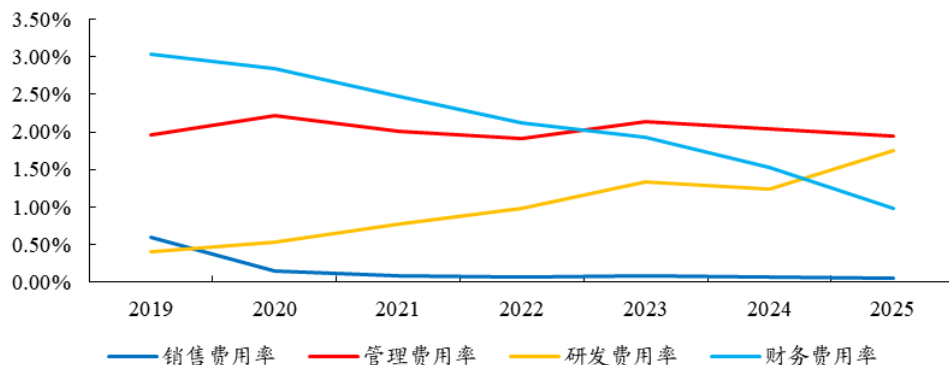
图9：有色金属采选冶营收贡献逐年提升（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：有色金属采选冶业务毛利率相对稳定(单位：%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

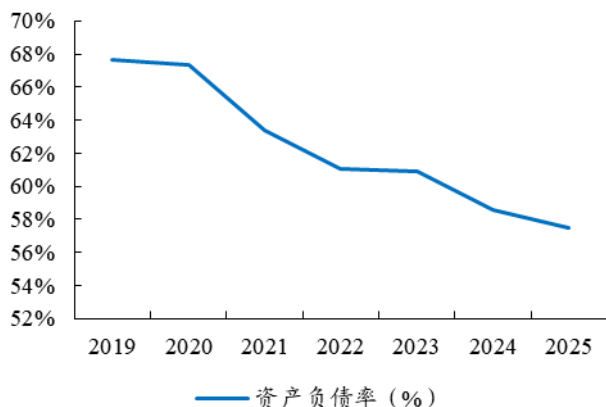
管理费用率连续两年下降。2025 年，公司综合费用率达 4.74%，同比下降 0.15pct。分项看，2025 年销售费用率 0.05%，同比下降 0.02pct；管理费用率 1.95%，同比下降 0.1pct；财务费用率 0.99%，同比下降 0.54pct，费用管控效率持续提升。

图11：公司销售费用率和管理费用率持续下降(单位：%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

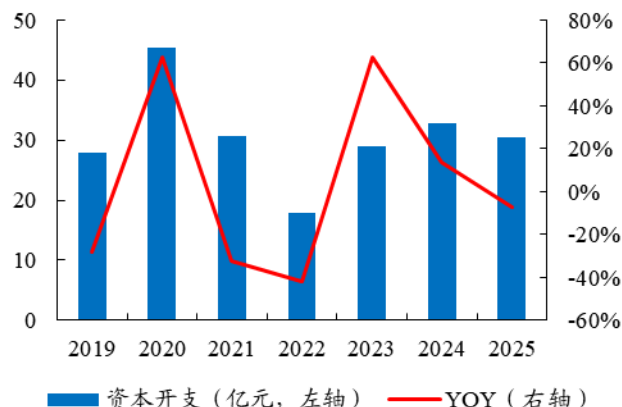
资本开支随矿山扩产及技改安排阶段性波动，资产负债率稳步下行。公司资本开支聚焦主业核心产能提质与长期资源储备，2023 年伴随玉龙铜矿选厂优化升级、双利铁矿露转地改扩建项目开工建设，资本开支同比增长 62%至 28.89 亿元；2024 年西豫金属、西部铜材等冶炼板块产能扩产、获各琦铜多金属矿技改项目落地，叠加玉龙铜矿三期前期配套投入，资本开支同比增长 14%至 32.91 亿元；2025 年玉龙铜矿三期主体工程启动，部分技改项目投产，资本开支同比小幅回落 8%至 30.43 亿元。公司资产负债率稳步下行，2025 年同比下降 1.07pct 至 57.50%。

图12: 2025 年公司资产负债率同比下降 1.07pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

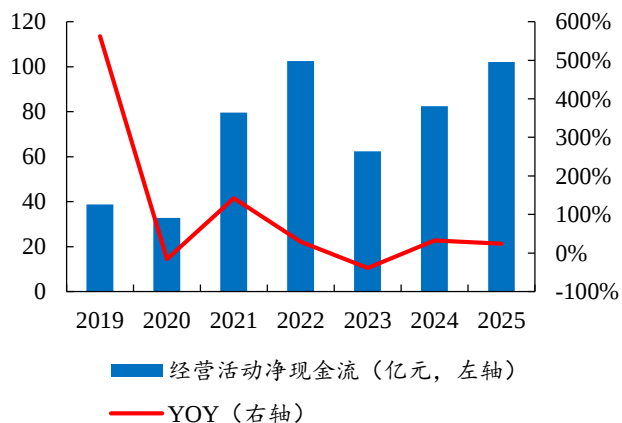
图13: 2025 年, 公司资本开支 30.43 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

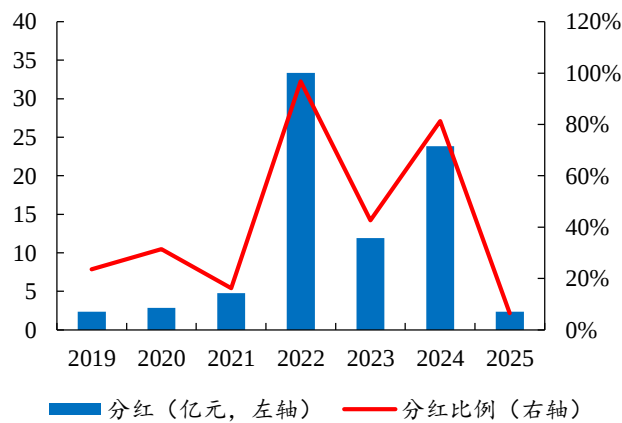
经营性现金流较为充足, 分红比例波动较大。从经营现金流看, 公司经营活动净现金流随采选业务盈利释放稳步增长, 2025 年达 102.11 亿元, 同比增长 23.83%。从分红水平看, 公司分红规模与分红比例波动较大。2022 年分红总额 33.36 亿元, 对应分红比例 96.81%, 创 2019 年以来峰值。2024 年分红 11.91 亿元、分红比例达 81%。2025 年公司购买茶亭铜多金属矿, 开发在即, 公司计划资本开支增大, 2025 年分红下降至 2.38 亿元, 对应分红比例为 7%。

图14: 2023 年来公司经营活动净现金流持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 公司 2025 年分红为 2.38 亿元



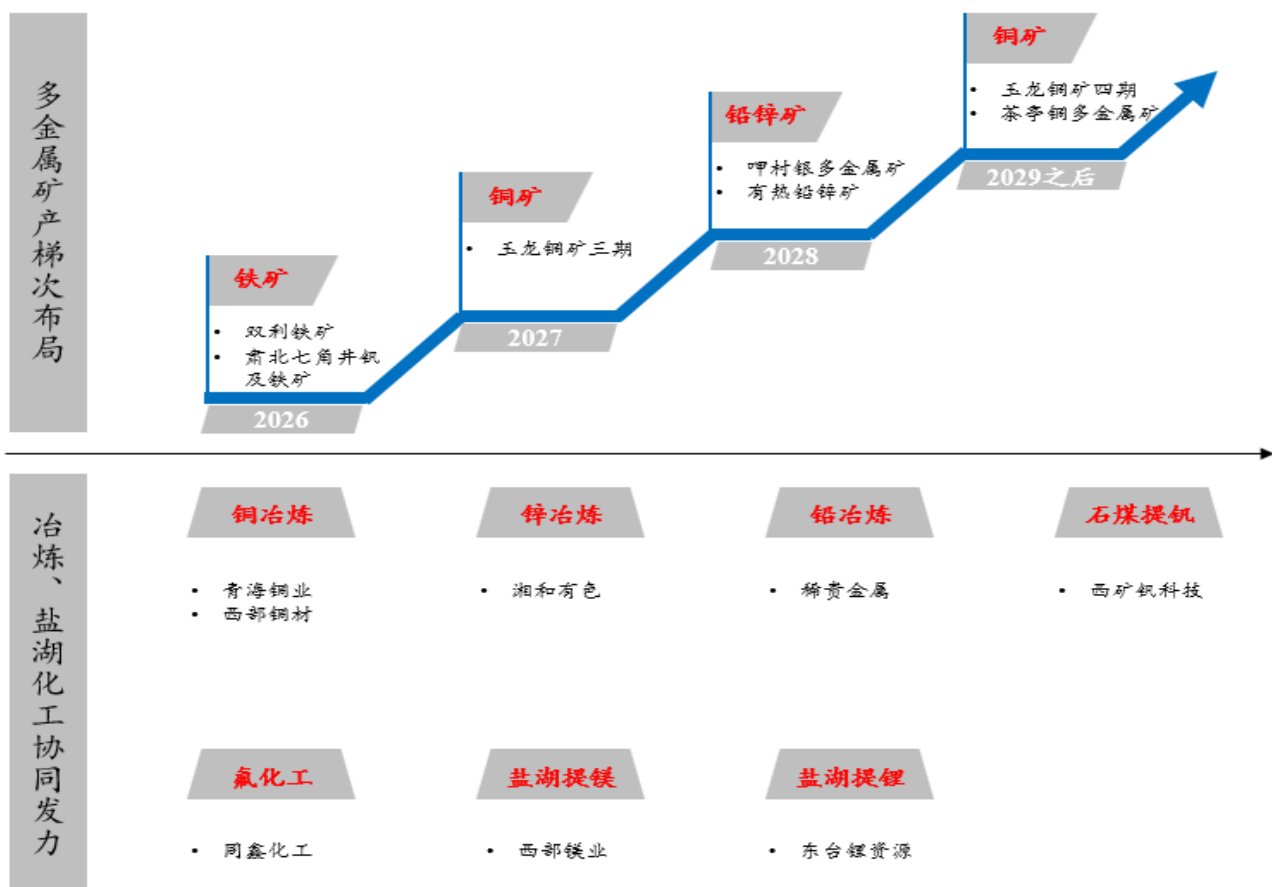
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、核心亮点：多金属梯次布局，冶炼、盐湖化工协同发力

多金属梯次布局，中远期成长明确。铁矿、铜矿、铅锌矿梯次化布局。2026 年增量是铁矿，其中双利铁矿完成露转地改扩建，2026 年一季度末试生产，肃北博伦七角井铁矿选矿厂技术提升改造及深部二期开采工程 2025 年 12 月建成投产，2026 年贡献铁精粉产量增量；2027 年增量是铜矿，玉龙铜矿三期规划 2027 年投产，届时采选量将增加至 3000 万吨；铅锌矿增量在 2027-2028 年逐步体现，鑫源矿业旗下呷村银多金属矿规划将采矿规模从 50 万吨提升至 80 万吨，此外有热铅锌矿规划 60 万吨采矿规模，有望在 2027-2028 年左右贡献铅锌增量；2029 年之后远期增量主要是铜矿，其中茶亭铜金属矿处于勘察阶段，公司规划 2030 年底建成，玉龙铜矿四期 4500 万吨采选项目处于前期规划与研究论证阶段。

冶炼、盐湖化工协同发力。公司冶炼产能扩产周期结束，规模效应渐显，公司现有 35 万吨铜冶炼、20 万吨锌冶炼、20 万吨铅冶炼、6 吨金冶炼、430 吨银冶炼、2000 吨偏钒酸铵冶炼产能，此外在金属冶炼过程中，高效回收锑、铋、硒、钼、铟等有价金属。盐湖化工方面，子公司西部镁业具备 15.5 万吨高纯氢氧化镁产能，参股公司东台锂资源拥有 2 万吨碳酸锂产能，子公司同鑫化工具备 10 万吨无水氟化氢产能。上下游产业协同发展，冶炼单位部分原料来自自有矿山，此外部分冶炼副产品协同消纳，子公司同鑫化工利用青海铜业副产的硫酸将萤石矿进一步加工为无水氟化氢产品。

图16：公司以铜金属采选冶为主干，持续拓展多品类资源储备



资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：玉龙铜矿四期处于论证阶段，茶亭铜多金属矿处于勘察阶段，有热铅锌矿处于开发规划阶段）

3、矿产铜：公司核心业务，扩产+收购打开成长空间

截至 2025 年末，公司保有铜金属储量 843.46 万吨，2025 年矿产铜产量 16.75 万吨。公司主力矿山玉龙铜矿保有铜金属资源量 621.70 万吨、储量 588.20 万吨，当前已形成 2280 万吨/年选矿产能。2025 年玉龙铜矿产量 15.21 万吨，贡献公司 90.82% 的矿产铜产量。获各琦铜多金属矿保有铜金属储量 17.47 万吨，2025 年矿产铜产量 1.24 万吨，矿产锌产量 2.49 万吨，矿产铅产量 1.88 万吨。玉龙铜矿三期工程投产后采选产能将达 3000 万吨/年，矿产铜年产量将提升至 18-20 万吨；2025 年竞得的茶亭铜多金属矿新增铜金属资源 174.76 万吨，为矿产铜长期增长筑牢根基。

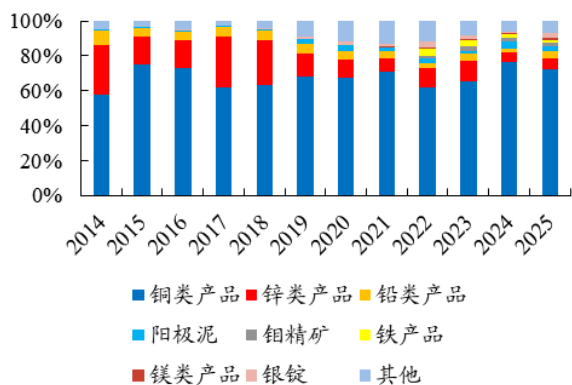
表3：矿产铜增量主要是玉龙铜矿扩产及茶亭铜多金属矿开发

分类	项目	采选产能 /规划规模 (万吨)	2025 年产量/产能 (万金属吨)	备注
当前业务	玉龙铜矿	2280	15.21	国内第二大单体铜矿，公司铜业务核心
	获各琦铜多金属矿	230	1.24	技改完成后产能稳定
	其他矿山		0.3	呷村银多金属矿，哈密黄山南铜镍矿，青海拉陵高里河下游铁多金属矿
	合计	/	16.75	2025 年铜类产品实现营收 432.4 亿元
中远期增量	玉龙铜矿三期工程	3000	18-20	三期工程预计 2027 年投产
	玉龙铜矿 4500 万吨扩产项目	4500	/	处于前期规划与研究论证阶段
	茶亭铜多金属矿	/	/	2025 年 10 月竞得探矿权，已启动勘探工作，铜资源 174.76 万吨，伴生金金属量 248.07 吨

数据来源：公司公告、开源证券研究所

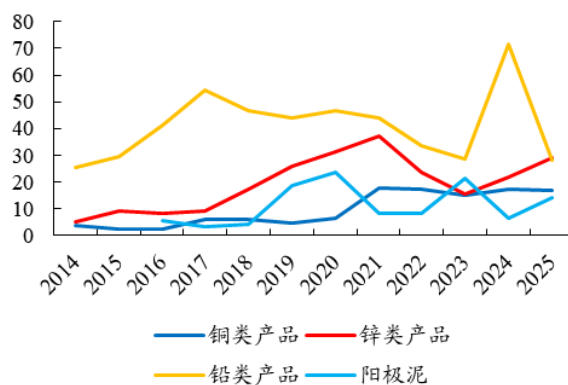
铜类产品为公司核心主营业务，2025 年贡献营收 432.4 亿元。从营收端看，公司主营业务向铜产品集中，各业务盈利分化。公司铜类产品为盈利支柱，2025 年实现营收 432.4 亿元，营收占比同比下降 3.9pct 至 70.1%，毛利率同比下降 0.55pct 至 16.89%，铜类产品营收保持增长趋势，2020-2025 年 CAGR 达 17.16%。传统锌、铅品类营收占比趋势下行。2020-2025 年锌类产品营收占比回落 4.27pct 至 6.40%，毛利率下降 2.59pct 至 28.95%；铅类产品营收占比下降 0.95pct 至 3.96%，毛利率下降 2.59pct 至 28.34%。公司 2022 年起新增钼精矿、镁类产品分类，2025 年分别实现营收 13.34 亿元、9.84 亿元。

图17：铜类产品贡献公司主要收入（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

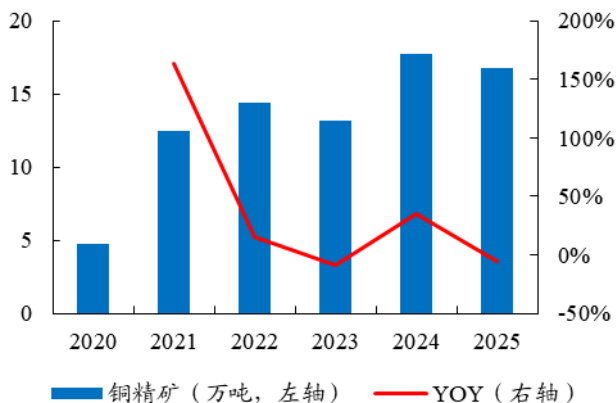
图18：公司 2025 年铜类产品毛利率达 16.89%(单位：%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

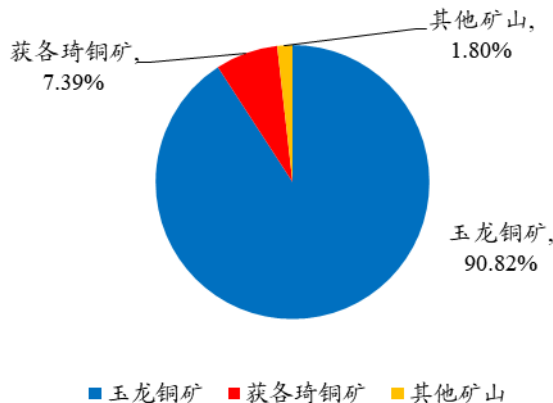
2025 年，玉龙铜矿矿产铜产量 15.21 万吨，占公司当年矿产铜总量的 90.82%。2020-2025 年，公司矿产铜产量由 4.75 万吨增长至 16.75 万吨，CAGR 达 37.03%。2023 年产量下降系部分矿山季节性限电及技改影响。2024 年矿产铜产量达 17.75 万吨，同比增长 35%，系玉龙铜矿一二选厂改扩建项目达产达效所致。2025 年，玉龙铜矿矿产铜产量 15.21 万吨，占公司当年矿产铜总量的 90.82%，获各琦铜矿贡献产量 1.24 万吨，占比 7.39%，其他矿山合计贡献产量 0.3 万吨，占比 1.80%。

图19：2025 年，公司矿产铜产量 16.75 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：2025 年，玉龙铜矿贡献 90.82% 自产矿产铜产量

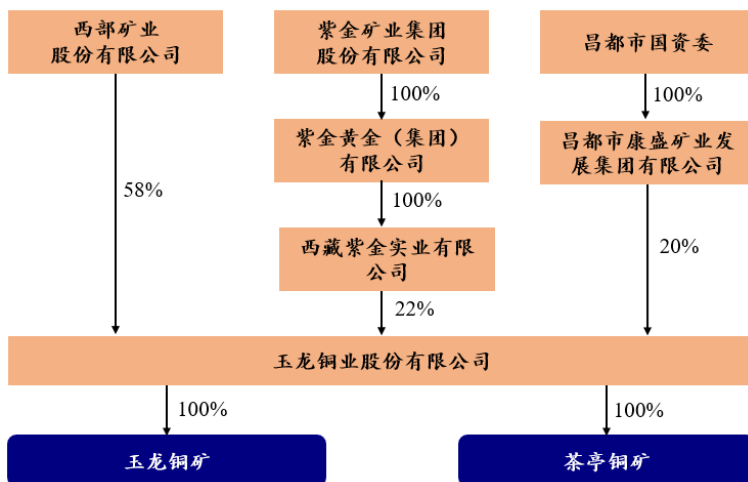


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、玉龙铜业：公司铜业务核心，扩产并购贡献增量

公司持有玉龙铜业股份有限公司 58% 股份。玉龙铜业股份有限公司（以下简称“玉龙铜业”）成立于 2005 年 5 月，由公司、紫金矿业、西藏自治区矿产勘查开发局第六地质大队、昌都地区国有资产经营公司、西藏矿业开发总公司共同发起设立。设立时公司持股 41%，紫金矿业持股 39%，其余三家即西藏方共占 20%。2007 年受让紫金矿业持有的 17% 股份后，公司持股比例提升至 58%，为控股股东。截至 2025 年末，紫金矿业旗下西藏紫金实业持股 22%，昌都市国资委下属昌都市康盛矿业发展集团有限公司持股 20%。

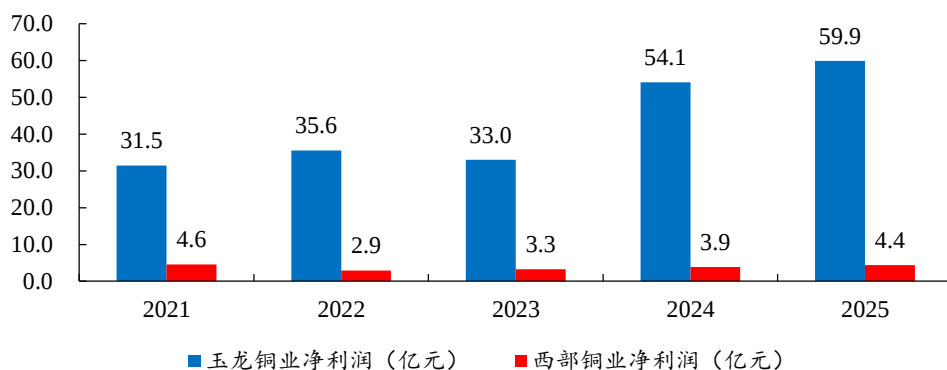
图21：截至 2025 年末，公司作为实控人，持有玉龙铜业股份有限公司 58% 股权



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2025 年玉龙铜业实现净利润 59.88 亿元。2021—2025 年玉龙铜业净利润 CAGR 达 17.46%。2025 年，玉龙铜业实现净利润 59.88 亿元，同比增长 10.66%。

图22：2025 年，玉龙铜业实现净利润 59.88 亿元，同比增长 10.66%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

玉龙铜业拥有玉龙铜矿、茶亭铜多金属矿两大矿山。矿权历史：**1.玉龙铜矿：**1966 年—2005 年 6 月,探矿权归属于西藏自治区地质矿产勘查开发局第六地质大队,2005 年 6 月玉龙铜业从西藏第六地质大队取得该矿探矿权,2011 年完成探转采,取得国土资源部颁发的一期工程采矿许可证,2008 年 10 月 17 日矿山一期一步工程正式竣工投产;**2.茶亭铜多金属矿：**2025 年 9 月安徽省自然资源厅挂牌出让该矿普查探矿权,2025 年 10 月玉龙铜业通过公开竞拍竞得该探矿权,2025 年 11 月签订探矿权出让协议。

表4：玉龙铜业拥有玉龙铜矿、茶亭铜多金属矿两大矿权

矿山	历程
玉龙铜矿	2006 年玉龙铜业取得探矿权,2008 年一期一步试生产,2020 年二期投产
茶亭铜多金属矿	2025 年玉龙铜业竞购茶亭铜多金属矿 100%探矿权

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.1、玉龙铜矿：国内第二大单体铜矿，远期增长潜力较大

玉龙铜矿地处青藏高原高山峡谷区、西藏自治区昌都市江达县青泥洞乡。矿区海拔 4560—5124 米。从空间距离看，矿区西距昌都市 140 公里、东距江达县城 80 公里；从交通条件看，昌都市与成都市通过川藏铁路及 G317 国道连通，矿区至 G317 国道专用支线约 9 公里，可通过川藏铁路、国道干线组成的公铁联运网络辐射川渝滇藏及全国市场。从水电保障看，矿区生产水源为觉高曲水系，总取水量占觉高曲平均流量的 13.5%，最枯流量的 55%，水源支撑力较强；能源配套方面，矿区生产主要依托金河水电站（装机容量 6 万千瓦）提供电力保障，并与川网电网联网。配套铜业变电站、扎西果立变电站能够满足矿区生产需求。

图23：矿区距昌都市 140 公里、距江达县城 80 公里



资料来源：西藏玉龙铜业股份有限公司玉龙铜矿三期工程环境影响报告书

图24：历经二十载发展，玉龙铜矿矿区建设已较为完善



资料来源：西藏玉龙铜业股份有限公司玉龙铜矿三期工程环境影响报告书

玉龙铜矿矿区共含I、II、V三个矿体，其中I矿体为主要矿体且伴生钼金属资源。玉龙铜矿I矿体为斑岩型，II、V矿体为角砾岩型，其中I矿体为矿床主矿体。根据2016年储量核实结果，I矿体保有矿石量占全矿的93.38%，铜平均品位0.60%，占全矿总铜金属量79.49%。伴生钼平均品位0.025%，对应钼金属量20.08万吨。II、V矿体为受次生氧化富集作用影响，矿石以高品位氧化铜矿为主，铜平均品位分别为2.00%、2.29%；II矿体占总铜金属量6.20%；V矿体占总铜金属量14.31%。

表5：玉龙铜矿I矿体为矿床主矿体（截至2016年数据）

矿体	铜平均品位 (%)	铜金属量占比 (%)	钼平均品位 (%)	钼金属量 (万吨)
I	0.60	79.49	0.025	20.08
II	2.00	6.20	/	/
V	2.29	14.31	/	/
合计	/	100.00	/	20.08

数据来源：西藏玉龙铜业股份有限公司玉龙铜矿三期工程环境影响报告书、开源证券研究所

玉龙铜矿铜金属资源量为753万吨，平均品位0.54%。2026年1月，公司发布玉龙铜矿增储公告，经西藏自治区自然资源厅评审备案，玉龙铜矿新增铜金属资源量131.42万吨、伴生钼金属资源量10.77万吨。增储后，矿区保有铜金属资源量753.39万吨，铜金属平均品位0.54%，伴生钼金属资源量45.09万吨，矿山服务年限有望进一步延长。

表6：2026年1月增储后，玉龙铜矿保有铜金属资源量753.39万吨

日期	资源量(万吨)	储量(万吨)	铜平均品位	铜金属资源量(万吨)	铜金属储量(万吨)
2023	85458.30	84514.50	0.65%	555.48	549.34
2024	83056.30	82112.88	0.60%	498.34	492.68
2025	126878.00	120040.00	0.49%	621.70	588.20
2026.01	140245.2	/	0.54%	753.39	/

数据来源：公司公告、开源证券研究所

玉龙铜矿现有选矿产能 2280 万吨/年，2025 年生产铜金属量 15.21 万吨。扩产历史：（1）一期工程 2006 年启动，2016 年验收，开发Ⅱ矿体北段。计划新增产能 99 万吨/年，由于资源负变，实际新增采矿产能 66 万吨/年、选矿产能 36 万吨/年、湿法冶炼规模 30 万吨/年，完成矿山初期产能布局。（2）2017 年启动 3000t/d 选矿工程，转向Ⅰ矿体，新建二选厂，增加选矿产能 90 万吨/年，2021 年验收。（3）同时二期工程以Ⅰ矿体为主，兼顾Ⅱ、Ⅴ矿体，新增采矿产能 1890 万吨/年、选矿产能 1800 万吨/年。（4）2023 年启动一、二选厂工艺技改项目，将原一、二选厂整合为选矿二车间，新增选矿产能 324 万吨/年。2024 年验收投产后，玉龙铜矿拥有采矿产能 1989 万吨/年，选矿产能 2280 万吨/年。

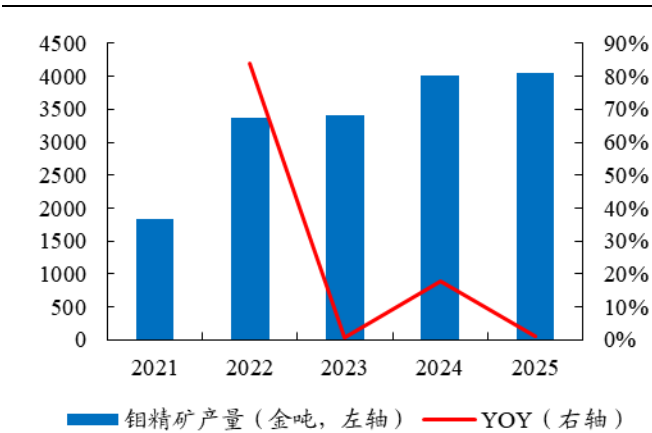
表7：截至 2025 年末，玉龙铜矿具备选矿产能 2280 万吨/年

项目名	工程对象	开始时间	验收时间	建设单元	采矿产能 (万吨/年)	选矿产能 (万吨/年)	冶炼规模 (万吨/年)
玉龙铜矿一期工程	Ⅱ矿体北段	2006	2016	采矿厂；一选厂；冶炼厂	99（实为 66）	/	30
玉龙铜矿 3000t/d 选矿工程	Ⅰ矿体	2017	2021	二选厂	/	/	/
玉龙铜矿改扩建工程（二期工程）	Ⅰ矿体为主， 兼顾Ⅱ、Ⅴ矿体	2017	2021	采矿厂扩建；三选厂	1890	1800	/
一、二选厂工艺技术提升改造项目	/	2023	2024	选矿一车间、选矿二车间	/	450	/
合计	/	/	/	/	1989	2250	30

数据来源：西藏玉龙铜业股份有限公司玉龙铜矿三期工程环境影响报告书、开源证券研究所

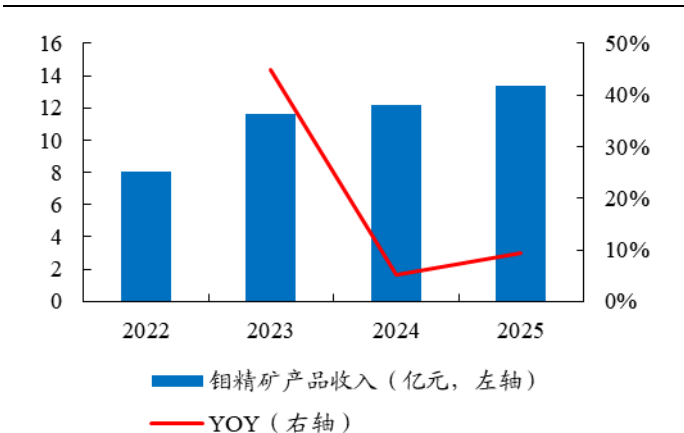
2025 年玉龙铜矿生产钼精矿 4051 金吨，对应营收 13.34 亿元。玉龙铜矿为公司唯一钼精矿来源，伴生钼金属依托铜钼分离浮选工艺同步回收。2021 年玉龙铜矿 3000t/d 选矿工程验收投产后，公司拥有了对Ⅰ矿体伴生钼资源的开发能力。2021—2025 年，公司钼金属产量持续增长。2021 年钼精矿产量 1834 金吨，2022 年同比增长 83.91%至 3373 金吨，2024 年同比增长 17.88%至 4009 金吨，至此生产进入稳定期。2025 年钼精矿贡献营收 13.34 亿元，同比增长 9.34%，毛利率高达 90.22%，对应毛利 12.04 亿元，同比增长 11.69%，主要系钼价上涨所致。

图25：2025 年公司钼精矿产量达 4051 金吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

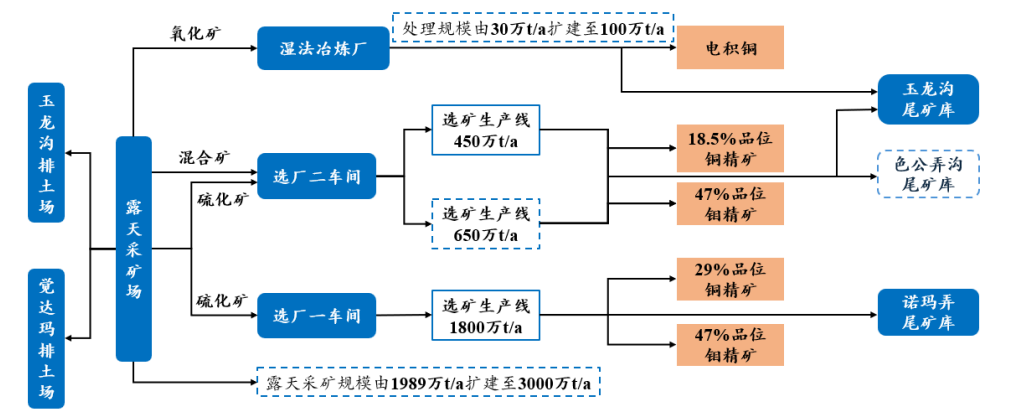
图26：2025 年公司钼精矿产品收入达 13.34 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

玉龙铜矿三期工程预计 2027 年投产，投产后铜金属产量将达到 18-20 万吨/年。玉龙铜矿三期项目 2025 年 6 月获得核准，预计 2026 年底完成基建，2027 年投产。三期工程具体项目包括：（1）露天采矿规模由 1989 万吨/年提升至 3000 万吨/年。（2）在选厂二车间新建 650 万吨/年选矿生产线，车间处理能力由 450 万吨/年提升至 1100 万吨/年。（3）将原有湿法冶炼厂产能由 30 万吨/年提升至 100 万吨/年。（4）同步新建色公弄沟尾矿库。项目投产后矿区采选规模匹配，均达 3000 万吨/年。

图27：玉龙铜矿三期工程计划采选规模达 3000 万吨/年



资料来源：西藏玉龙铜业股份有限公司玉龙铜矿三期工程环境影响报告书、开源证券研究所

玉龙铜矿三期工程铜、钼的设计选矿回收率分别为 85%、71%，理论产能为 16.67 万吨/年（包含湿法电积铜 1.35 万吨）、0.81 万吨/年。玉龙铜矿三期工程选矿环节，原矿处理规模为 2900 万吨/年，原矿入选品位铜 0.62%、钼 0.04%，选矿回收率铜 85%、钼 71%，精矿品位铜 18.52%、钼 47%，设计年产铜精矿 82.73 万吨、钼精矿 1.72 万吨；湿法冶炼厂原矿处理规模为 100 万吨/年，回收率 65%，年产电积铜 1.35 万吨。

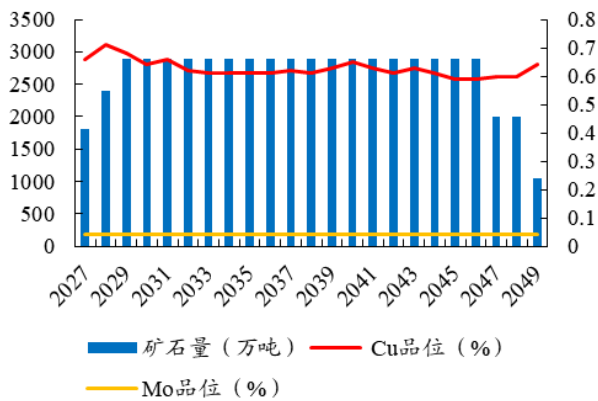
表8：玉龙铜矿三期工程铜、钼的设计选矿回收率分别为 85%、71%

品类	处理量 (万吨/年)	入选品位 (%)	回收率 (%)	金属量 (万吨/年)
铜精矿	2900	0.62	85	15.32
电积铜	100	2.08	65	1.35
钼精矿	2900	0.04	71	0.81

数据来源：西藏玉龙铜业股份有限公司玉龙铜矿三期工程环境影响报告书、开源证券研究所

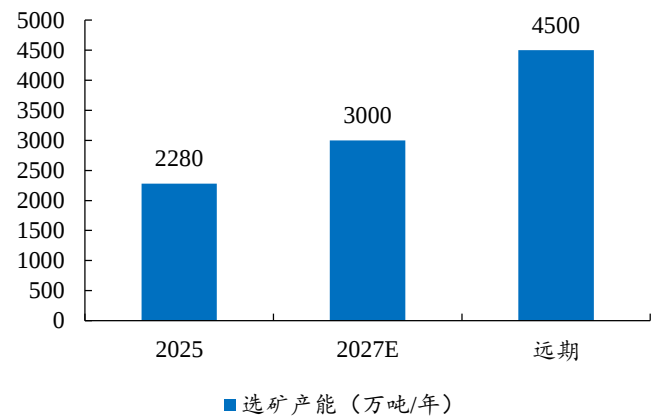
玉龙铜矿已启动谋划远期 4500 万吨采选产能，增长潜力较大。2026 年 1 月，玉龙铜矿 4500 万吨/年改扩建工程预可行性研究报告编制已完成招标工作，目前处于前期调研与论证阶段。按照采选量扩张比例估算，建成后铜金属产能有望达到 25-30 万吨/年。

图28：玉龙铜矿三期生产进度计划表



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：玉龙铜矿远期采选产能或达 4500 万吨/年

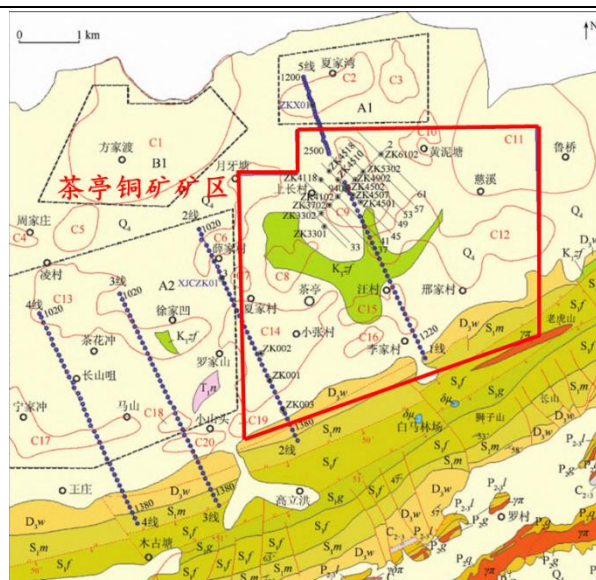


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、茶亭铜多金属矿：铜资源量大且伴生金资源，有望在 2030 年建成

2025 年 10 月，公司以 86.09 亿元竞得茶亭铜多金属矿。茶亭铜多金属矿位于安徽省宣城市宣州区北部，地处长江中下游成矿带宣城矿集区，是皖东南地区首个发现的大型隐伏斑岩型铜（金）矿床。该矿为安徽省地质勘查基金合作项目重大找矿成果，自 2008 年起由安徽地矿局 322 地质队立项开展勘查工作，2025 年 9 月安徽省自然资源厅公开挂牌出让该矿勘查探矿权，同年 10 月由西藏玉龙铜业以 86.09 亿元竞得，创安徽省矿业权出让单笔最高交易额纪录，首次出让年限为 5 年。

图30：茶亭铜多金属矿地处长江中下游成矿带宣城矿集区



万吨,铜金属量 65.67 万吨,平均品位 0.54%;333 类低品位铜矿石量 44956.12 万吨,铜金属量 109.09 万吨,平均品位 0.24%。矿床共(伴)生金金属量 248.07 吨,平均品位 0.43g/t,同时共生铅锌、银,伴生硫等有色矿产。

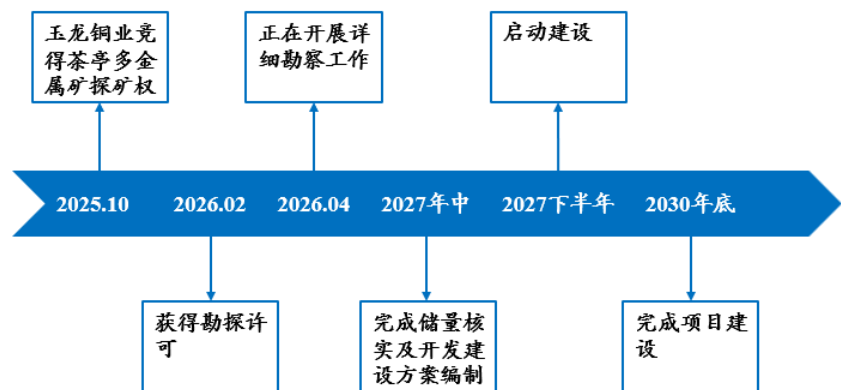
表9: 茶亭铜多金属矿工业品级铜金属资源量达 65.67 万吨,伴生金 248.07 吨

资源类别	矿石量(万吨)	金属量(万吨)	平均品位
铜(333类,工业品级)	12180.3	65.67	0.54%
铜(333类,低品位)	44956.12	109.09	0.24%
伴生金	57136.42	248.07 吨	0.43g/t

数据来源:公司公告、开源证券研究所

茶亭铜多金属矿有望在 2030 年底建成。茶亭铜多金属矿深部找矿潜力较大,2026 年 2 月初已经获得勘查许可,目前正在开展详细勘察工作,公司预计 2027 年中完成储量核实及开发建设方案编制,2027 年下半年启动基建,争取在 2030 年底完成项目建设。

图31: 茶亭铜多金属矿有望在 2030 年底建成

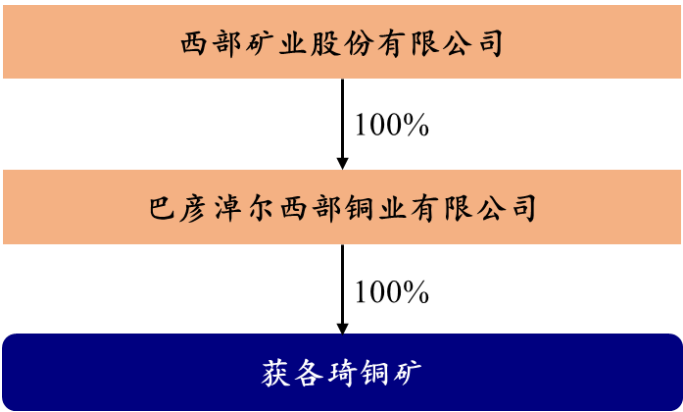


资料来源:公司公告、开源证券研究所

3.2、获各琦铜矿: 技改工程完成, 生产能力保持稳定

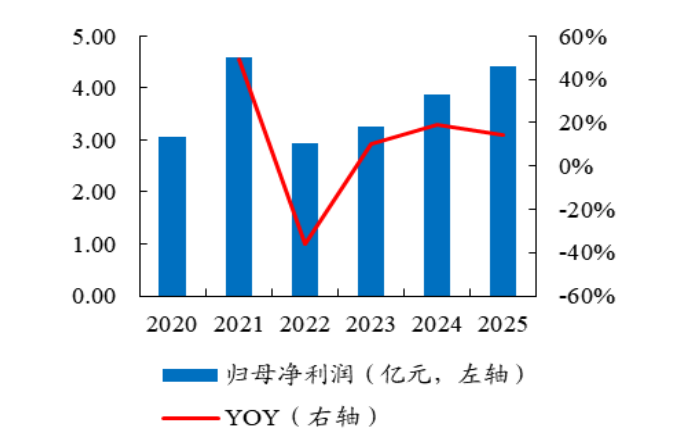
巴彦淖尔西部铜业有限公司为获各琦铜矿运营主体。获各琦铜矿位于内蒙古巴彦淖尔乌拉特后旗获各琦苏木。获各琦矿区共有三个矿床,一号矿床为铜多金属矿床(获各琦铜矿);二、三号矿床为铁多金属矿床(双利铁矿)。矿区交通便利,距离巴音宝力格镇约 75 公里,至呼和浩特温都尔镇车站约 60 公里、东侧 S213 公路约 25 公里。获各琦铜矿始建于 1988 年,原属于内蒙古基本建设咨询投资公司,2001 年通过资产重组,公司与原股东合资设立西部铜业有限公司巴彦淖尔分公司,2003 年公司收购矿山,2006 年西部矿业股份有限公司巴彦淖尔分公司更名为巴彦淖尔西部铜业有限公司,截至 2025 年末,公司 100%控股巴彦淖尔西部铜业。从利润端看,西部铜业归母净利润保持增长趋势。2025 年实现净利润 4.41 亿元,同比增长 14.15%。

图32：截至 2025 年末，公司持有获各琦铜矿 100%权益



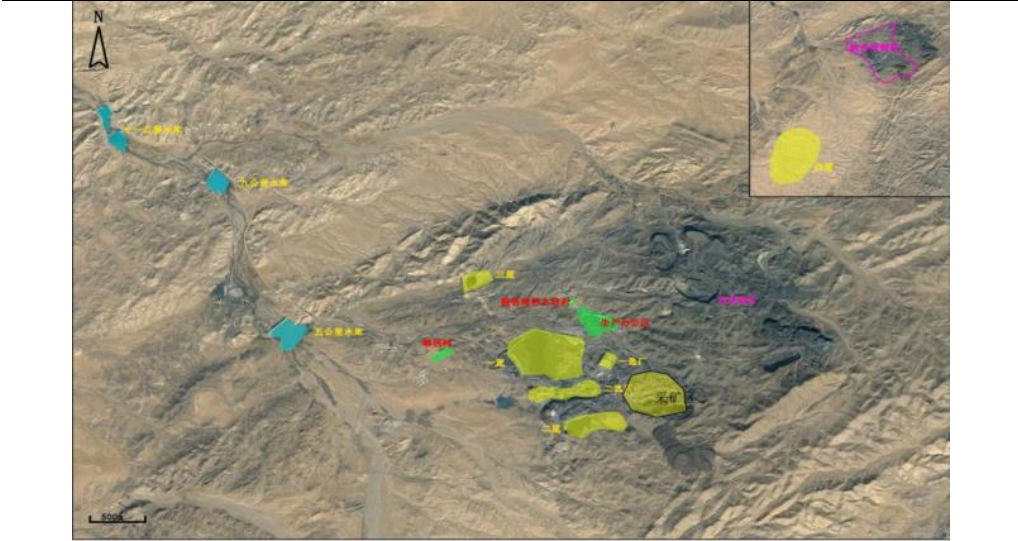
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图33：2025 年，西部铜业实现归母净利润 4.41 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：获各琦矿区选厂，采矿区，尾矿位置图



资料来源：巴彦淖尔西部铜业有限公司多金属选矿（二选）技改工程环境影响报告书

获各琦铜矿保有铜金属储量 17.47 万吨，铅锌金属储量 96.78 万吨。获各琦铜多金属矿是以铜为主，伴有铅、锌、铁等金属的大型多金属矿床。2023 至 2025 年，获各琦铜矿铜矿石储量自 2572.80 万吨降至 2131.00 万吨，对应铜金属储量自 21.87 万吨降至 17.47 万吨，铜平均品位为 0.82%。同期，矿山铅锌矿石资源量自 4039.63 万吨降至 4080 万吨，铅锌平均品位降至 2.69%。铅锌矿石储量自 3581.95 万吨降至 3388 万吨，对应金属储量自 114.40 万吨降至 96.78 万吨。

表10：截至 2025 年末，获各琦铜矿保有铜金属储量 17.47 万吨，铅锌金属储量 96.78 万吨

年份	铜矿石资源量 (万吨)	铜资源量 (万金吨)	铜储量 (万金吨)	铜品位	铅锌资源量 (万金吨)	铅锌储量 (万金吨)	铅锌品位
2023	2572.80	25.46	21.87	0.85%	118.95	98.86	2.76%
2024	2329.02	22.90	19.56	0.84%	116.79	96.78	2.75%
2025	2131.00	20.34	17.47	0.82%	109.75	91.14	2.69%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

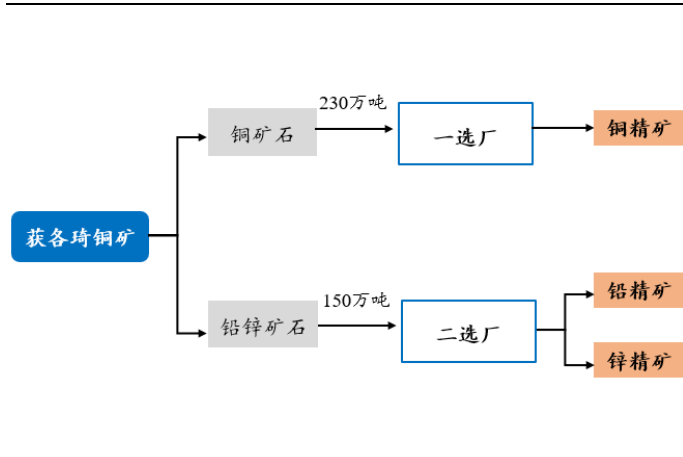
获各琦铜矿证载规模 450 万吨/年，其中有 300 万吨铜矿石采选、150 万吨/年铅锌矿石采选能力。矿山的铜矿石采选全部由一选厂负责，实际选矿能力 230 万吨；铅锌选矿由二选厂负责，2024 年公司完成二选厂技改，铅锌选矿产能提升至 150 万吨/年。矿产铅、锌产能逾 4 万吨/年。2025 年获各琦铜多金属矿矿产铜产量 1.24 万吨，矿产锌产量 2.49 万吨，矿产铅产量 1.88 万吨，铅锌产量较 2024 年提升主要是二选厂技改项目投产所致。

图35：获各琦铜多金属矿采矿许可证



数据来源：巴彦淖尔西部铜业有限公司内蒙古自治区乌拉特后旗获各琦一号铜多金属矿 450 万 t/a 采矿项目竣工环境保护验收调查报告

图36：获各琦铜多金属矿物料流向



数据来源：巴彦淖尔西部铜业有限公司内蒙古自治区乌拉特后旗获各琦一号铜多金属矿 450 万 t/a 采矿项目竣工环境保护验收调查报告、开源证券研究所

表11：获各琦铜矿 2025 年矿产铜产量 1.24 万吨

资源类别	设计入选平均品位	设计选矿回收率	设计年选矿量 (万吨)	2024 年产量 (万金属吨)	2025 年产量 (万金属吨)
铜	0.91%	92%	230	1.50	1.24
铅	1.66%	86%	150	0.22	1.88
锌	1.85%	88%	150	0.29	2.49

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、矿产铅锌：立足锡铁山，鑫源矿业旗下矿山贡献增量

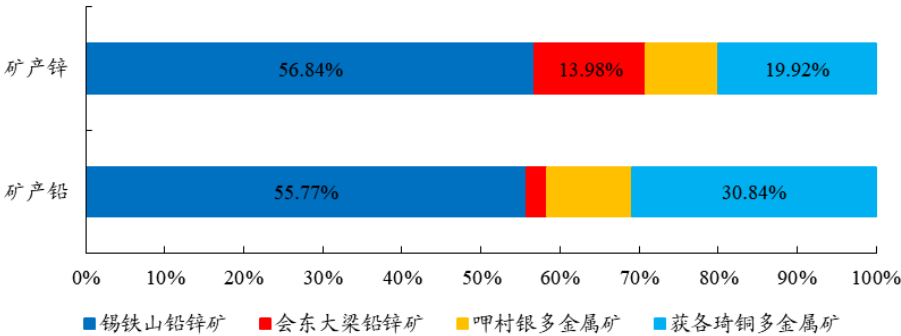
锡铁山铅锌矿是铅锌板块主力矿山。公司铅锌矿主要由旗下锡铁山铅锌矿、呷村银多金属矿、会东大梁铅锌矿、获各琦铜多金属矿、有热铅锌矿（规划）五大矿山组成。截至 2025 年末，公司铅、锌金属资源量分别为 136.82 万吨、236.99 万吨。锡铁山铅锌矿是公司铅锌板块主力矿山。2025 年，锡铁山铅锌矿矿产铅、矿产锌产量分别为 3.34 万金吨、7.11 万金吨，对应公司总产量比例分别为 55.77%、56.84%。获各琦铜多金属矿自 2024 年技改投产后成为公司铅锌板块第二大主力矿山，2025 年，获各琦铜多金属矿矿产铅、矿产锌产量分别为 1.88 万金吨、2.49 万金吨，对应公司总产量比例分别为 30.84%、19.92%。

表12：公司主要铅锌矿情况

矿山名称	主要品种	开采方式	所属公司	权益比例	2025 年矿产铅	2025 年矿产锌	证载规模 (万吨/年)
					产量 (万金吨)	产量 (万金吨)	
锡铁山铅锌矿	铅锌	地下开采	本部	100%	3.3978	7.1133	150+20
会东大梁铅锌矿	铅锌	地下开采	大梁矿业	100%	0.1587	1.7498	66
获各琦铜多金属矿	铜铅锌	地下开采	西部铜业	100%	1.8789	2.4928	450（铅锌矿采选 150）
呷村银多金属矿	铜铅锌金银	地下开采	鑫源矿业	76%	0.8643	1.5238	80
有热铅锌矿	铅锌	地下开采	鑫源矿业	76%	/	/	60
小计	/	/	/	/	6.30	12.88	/

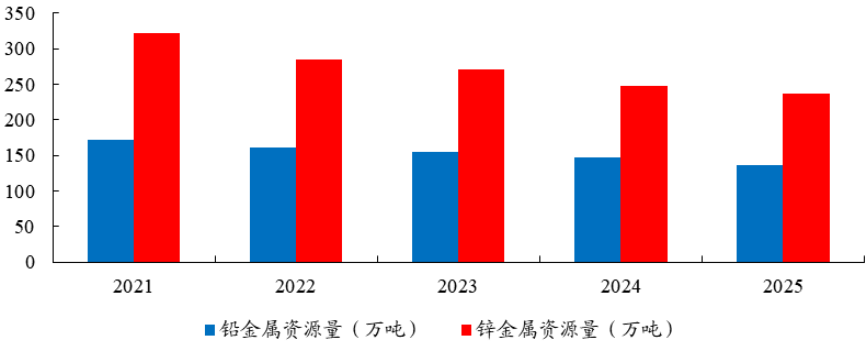
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图37：2025 年，锡铁山铅锌矿产出矿产锌、矿产铅占比分别为 56.84%、55.77%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

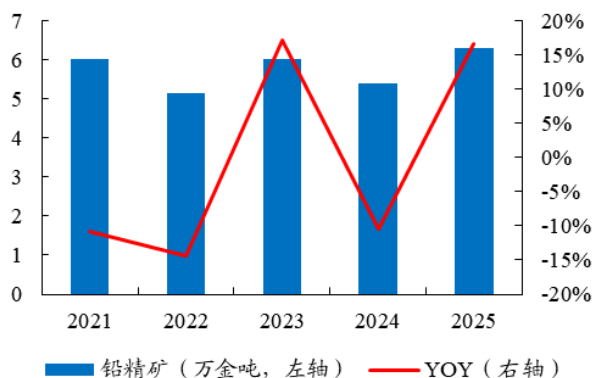
图38：截至 2025 年末，公司保有铅金属资源量 137 万吨、锌金属资源量 237 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

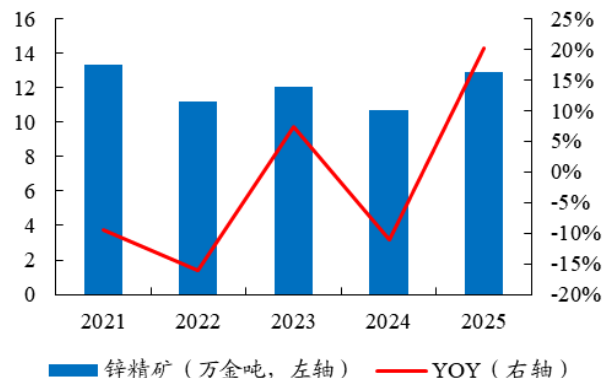
公司铅锌矿增量主要是鑫源矿业旗下呷村银多金属矿扩产项目和有热铅锌矿新建项目。2023 年公司矿产铅锌产量上升系铅锌回收率提升所致；2024 年产量下降主要是获各琦铜多金属矿铅锌选矿技改项目影响。2025 年，随着获各琦技改项目稳定运行，公司矿产铅锌产量有所回升，矿产铅、矿产锌产量分别为 6.3 万金吨、12.88 万金吨，同比增长 16.7%、20.3%。公司铅锌矿增量主要是鑫源矿业旗下呷村银多金属矿的扩产项目和有热铅锌矿新建项目。

图39：2025 年公司矿产铅产量为 6.3 万金吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：2025 年公司矿产锌产量为 12.88 万金吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.1、锡铁山铅锌矿：公司铅锌板块核心矿山，稳定贡献铅锌产出

锡铁山铅锌矿位于青海省海西州大柴旦行委锡铁山镇。矿区于 1986 年投产，原属锡铁山矿务局，为公司改制前身，目前隶属于西部矿业股份有限公司锡铁山分公司（下称“锡铁山分公司”）。矿区东距青海省省会西宁 699 公里，南距格尔木 137 公里，西北距大柴旦行委 75 公里，青藏铁路在矿区东南 9km 处通过，距离 215 国道 6km，交通较为便利。

图41：锡铁山铅锌矿位于青海省海西州大柴旦行委锡铁山镇



资料来源：大柴旦行委中间沟-断层沟铅锌矿采矿工程环境影响报告书

中间沟—断层沟铅锌矿与锡铁山铅锌矿毗邻，矿山证载规模为 20 万吨/年，铅锌品位为 4.48%。锡铁山中间沟—断层沟铅锌矿是锡铁山矿区的南东延部分，矿山的开拓系统与锡铁山铅锌矿主矿体相结合，矿山生产的铅锌矿运输至锡铁山选矿山进行选矿。矿山于 2021 年完成建设工作，2023 年正式投产，截至 2025 年 12 月，锡铁山中间沟—断层沟铅锌矿保有矿石资源量 182 万吨，矿石储量 116 万吨，铅锌品位 4.48%。

图42：中间沟—断层沟铅锌矿与锡铁山铅锌矿毗邻

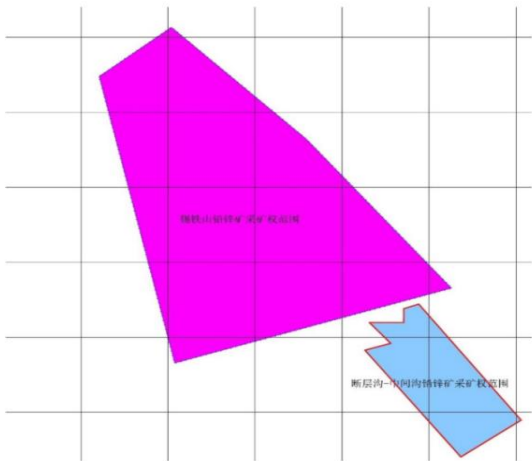


图 1-2 锡铁山铅锌矿矿权设置范围图

数据来源：西部矿业股份有限公司大柴旦行委中间沟—断层沟铅锌矿矿山地质环境保护与土地复垦方案

图43：中间沟—断层沟铅锌矿采矿许可证



数据来源：西部矿业股份有限公司大柴旦行委中间沟—断层沟铅锌矿矿山地质环境保护与土地复垦方案

锡铁山铅锌矿主产品为铅、锌、硫，副产品为金、银。截至 2025 年末，矿区保有铅锌矿石资源量 1667 万吨，储量 1457 万吨，铅锌平均品位 7.80%。矿区采矿工程于 1982 年建设，1986 年底竣工并试生产，历经多次扩产，现已形成 150 万吨/年设计采矿生产规模。根据西部矿业股份有限公司锡铁山铅锌矿（标高 2800 米-2122 米资源储量）采矿权出让收益评估报告，矿山各产品产能如下：矿产铅 4.08 万吨，矿产锌 7.91 万吨，精矿中含银 49.32 吨，精矿中含金 0.19 吨。

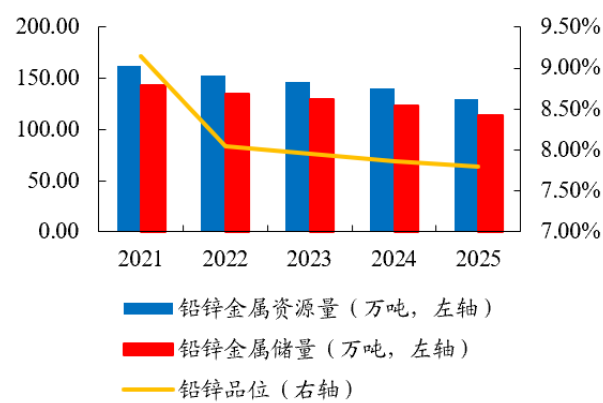
表13：锡铁山铅锌矿产能情况

产品	项目	单位	产能	2025 年产量
矿产铅	选矿量	万吨	150	
	地质品位	%	3.33%	
	贫化率	%	13.68%	
	回收率	%	94.66%	
	矿产铅产能	万吨	4.08	3.40
矿产锌	选矿量	万吨	150	
	地质品位	%	6.55%	
	贫化率	%	13.68%	
	回收率	%	93.24%	
	矿产锌产能	万吨	7.91	7.11
精矿含银	选矿量	万吨	150	
	地质品位	g/t	49.71	
	贫化率	%	13.68%	

产品	项目	单位	产能	2025 年产量
	回收率	%	76.62%	
	精矿含银产能	吨	49.32	/
精矿含金	选矿量	万吨	150	
	地质品位	g/t	0.52	
	贫化率	%	13.68%	
	回收率	%	28.40%	
	精矿含金产能	吨	0.19	/

数据来源：西部矿业股份有限公司锡铁山铅锌矿（标高 2800 米-2122 米资源储量）采矿权出让收益评估报告、公司公告、开源证券研究所

图44：锡铁山铅锌矿铅锌平均品位为 7.80%(2025 年)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

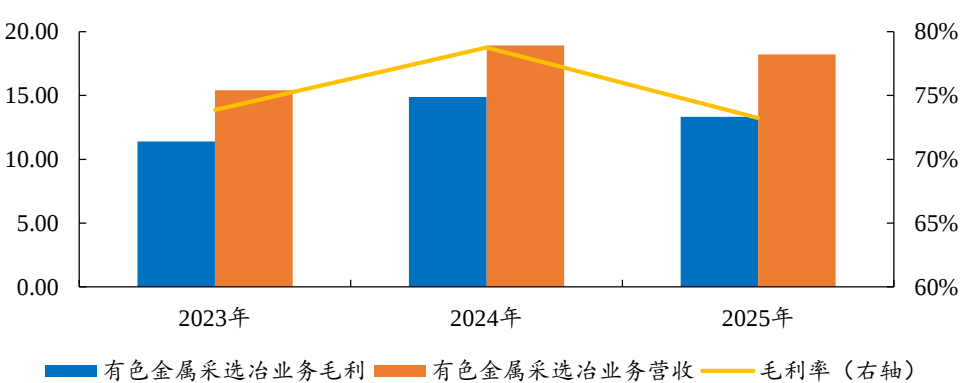
图45：锡铁山铅锌矿采矿许可证



资料来源：西部矿业股份有限公司锡铁山铅锌矿矿山地质环境保护与土地复垦方案

锡铁山铅锌矿盈利能力较强。铅锌品位高，叠加银、金、硫资源回收，锡铁山铅锌矿盈利能力较强。西部矿业本部有色金属采选冶业务主要经营锡铁山铅锌矿，从毛利角度看，西部矿业本部有色金属采选冶业务 2023-2025 年三年毛利分别为 11.39 亿元、14.89 亿元、13.34 亿元，显示锡铁山铅锌矿稳健的盈利能力。

图46：西部矿业本部有色金属采选冶业务毛利情况（单位：亿元）

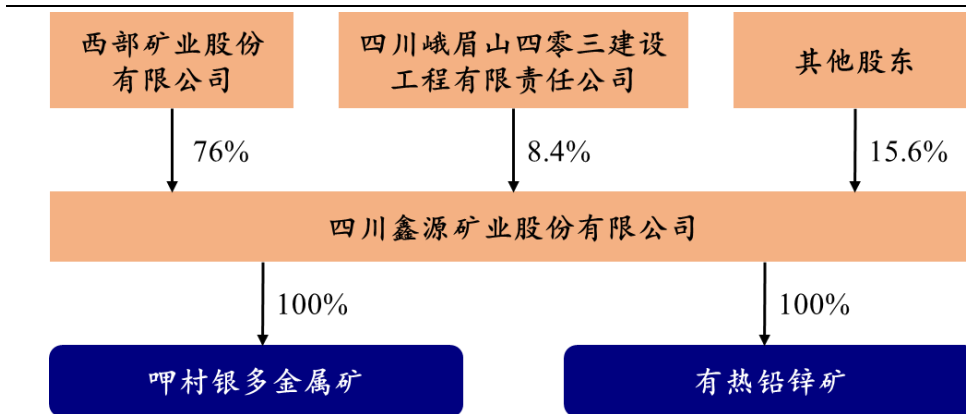


数据来源：公司公告，开源证券研究所

4.2、四川鑫源矿业：公司铅锌板块增量平台，产能梯次布局清晰

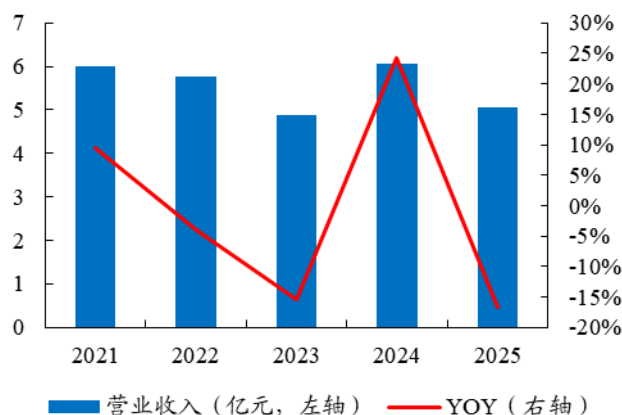
鑫源矿业为公司铅锌板块主要增量平台。公司持有鑫源矿业 76% 股权。剩余 24% 股权由四家国资背景主体分散持有，其中四川峨眉山四零三建设工程有限责任公司持股 8.4%，为第二大股东。鑫源矿业拥有呷村银多金属矿和有热铅锌矿两座铅锌矿山的采矿权，其中呷村银多金属矿为在产矿山，目前规划将采矿规模由 50 万吨/年扩大至 80 万吨/年，有热铅锌矿为后备矿山。从利润端看，2025 年鑫源矿业实现营收 5.05 亿元，同比下降 16.68%；实现净利润 0.81 亿元，同比下降 62.08%。

图47：截至 2025 年末，公司持有鑫源矿业股份有限公司 76% 股权



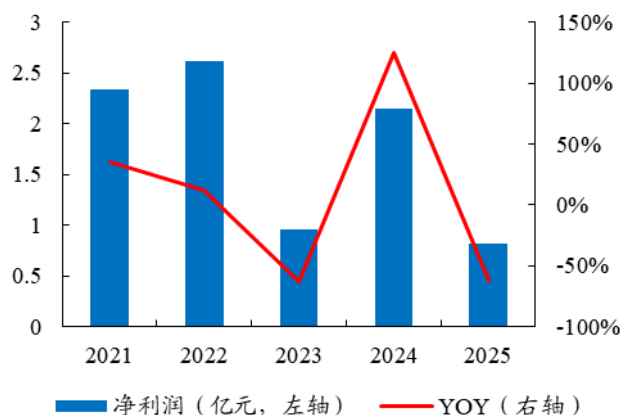
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图48：2025 年鑫源矿业实现营业收入 5.05 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图49：2025 年鑫源矿业实现净利润 0.81 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2.1、呷村银多金属矿：规划将采矿产能由 50 万吨提升至 80 万吨

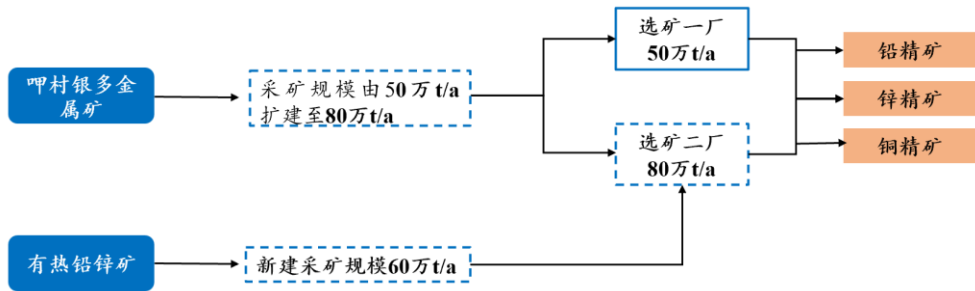
呷村银多金属矿规划将采矿产能由 50 万吨提升至 80 万吨。呷村银多金属矿为鑫源矿业旗下唯一在产矿山。截至 2025 年末，矿区铅锌资源平均品位 7.47%；银资源平均品位 46.84g/t；铜资源平均品位 0.22%。当前矿区实际采矿产能 50 万吨/年，选矿产能 80 万吨/年。其中一选厂设计产能 50 万吨/年，处理矿山开采的银铅锌铜矿和铅锌矿；二选厂设计产能 30 万吨/年，目前处于停产状态。公司正在规划将呷村银多金属矿采矿产能由 50 万吨提升至 80 万吨，且将二选厂产能由 30 万吨提升至 80 万吨。2025 年呷村多金属矿生产铅精矿 0.86 万吨，锌精矿 1.52 万吨，扩产完成后呷村银多金属矿铅锌矿产量将有所提升。

表14：截至 2025 年末，呷村银多金属矿保有铅锌金属储量 32.94 万吨，银金属储量 206.56 吨

年份	矿石资源量 (万吨)	矿石储量 (万吨)	铅锌平均品位 (%)	铅锌金属资源量 (万吨)	铅锌金属储量 (万吨)	银平均品位 (g/t)	银金属资源量 (吨)	银金属储量 (吨)
2023	647.14	577.37	7.78	50.35	44.92	45.38	293.67	262.01
2024	514.64	496.23	7.38	37.98	36.62	46.86	240.16	232.53
2025	460.00	441.00	7.47	34.36	32.94	46.84	215.46	206.56

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图50：鑫源矿业旗下矿山主要增量情况

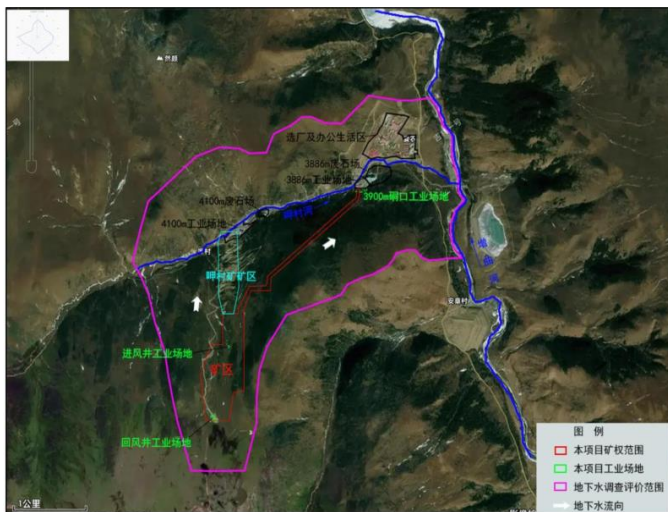


资料来源：四川鑫源矿业有限责任公司 80 万吨年选矿厂提升改造项目环境影响报告书、开源证券研究所（注：虚线表示规划项目）

4.2.2、有热铅锌矿：公司后备铅锌资源，规划建设采矿规模 60 万吨

有热铅锌矿规划建设采矿规模 60 万吨/年。有热铅锌矿位于四川省甘孜藏族自治州白玉县麻邛乡境内，距白玉县城约 70 公里，矿区位于呷村银多金属矿南侧。2025 年 4 月鑫源矿业取得其采矿许可证，证载规模 60 万吨/年，服务年限 12 年，有效期至 2037 年 4 月。矿山目前处于环评审批及基建筹备环节，建成投产后，采出铅锌矿石依托呷村银多金属矿选矿厂进行选矿处理。

图51：有热铅锌矿位于呷村银多金属矿南侧



数据来源：四川鑫源矿业有限责任公司四川省白玉县有热铅锌矿 60 万 t/a 采矿工程环境影响报告书

图52：有热铅锌矿采矿许可证



数据来源：西部矿业官网

有热铅锌矿矿区伴生银金属平均品位为 59.63g/t。截至 2025 年 4 月，矿区拥有铅锌矿石资源量 679.2 万吨，铅金属量 29.71 万吨，平均品位 4.37%，锌金属量 43.12 万吨，平均品位 6.35%。伴生资源量银金属量 405 吨，平均品位 59.63g/t，铜金属量 2.19 万吨，平均品位 0.32%。

表15：截至 2025 年 4 月，有热铅锌矿伴生银品位 59.63g/t，合计银金属量 405 吨

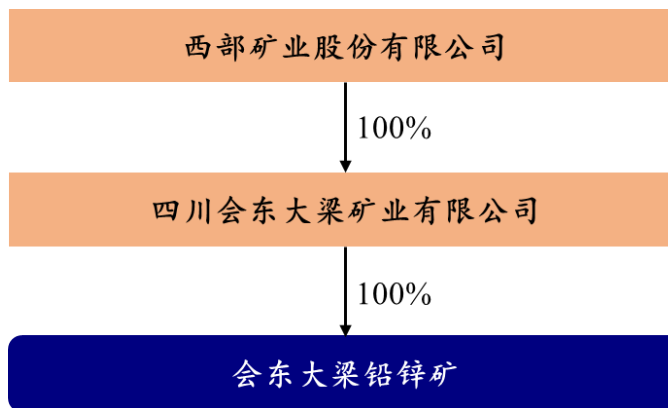
资源类别	矿石资源量（万吨）	金属量	平均品位
铅	679.2	29.71 万吨	4.37%
锌		43.12 万吨	6.35%
伴生铜		2.19 万吨	0.32%
伴生银		405 吨	59.63g/t

数据来源：四川鑫源矿业有限责任公司 80 万吨年选矿厂提升改造项目环境影响报告书、开源证券研究所

4.3、会东大梁铅锌矿：处于服务年限末期，找矿工作正在推进

会东大梁铅锌矿为公司全资控股矿山。矿区位于四川省凉山州会东县铅锌镇，始建于 1958 年，由于金融危机、居民搬迁及老虎岩尾矿库溃坝等事件，该企业在 2007 年后无法正常生产。2010 年，西部矿业集团以 21.76 亿元受让四川省会东铅锌矿改制后企业 80% 股权，并于 2011 年注册成立四川会东大梁矿业有限公司。截至 2025 年末，公司拥有会东大梁矿业 100% 股权。

图53：截至 2025 年末，公司通过会东大梁矿业持有会东大梁铅锌矿 100% 权益



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图54：会东大梁铅锌矿采矿许可证



数据来源：公司公告、环球破碎机网

会东大梁铅锌矿证载规模 66 万吨/年，资源剩余可开采年限为 3 年。截至 2025 年末，会东大梁铅锌矿铅锌资源平均品位 5%，矿石保有量 157 万吨，资源剩余可开采年限为 3 年。2025 年会东大梁铅锌矿生产矿产铅 0.16 万金吨，矿产锌 1.75 万金吨，同比分别下降 11.88%、6.05%。矿山已经处于服务年限末期，目前公司正在持续开展区域地质找矿研究，力争进一步延长矿山的服役年限。

表16：截至 2025 年末，会东大梁铅锌矿保有铅锌金属储量 7.85 万吨

年份	矿石资源量 (万吨)	矿石储量 (万吨)	铅锌平均品位 (%)	铅锌资源量 (万金吨)	铅锌储量 (万金吨)
2023	280.94	273.12	5.25	14.75	14.34
2024	215.03	197.47	5.17	11.12	10.21
2025	166.00	157.00	5.00	8.3	7.85

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、铁矿：产能梯队接力，产量企稳回升

2025 年公司铁精粉产量 141 万吨，同比增长 2.06%。从资源量看，截至 2025 年末，公司铁矿石资源总量 2.78 亿吨，主要运营矿山包括内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、肃北七角井钒及铁矿、青海格尔木拉陵高里河铁多金属矿。除上述矿山外，公司还拥有青海格尔木它温查汉西、它温查汉铁多金属矿作为储备。

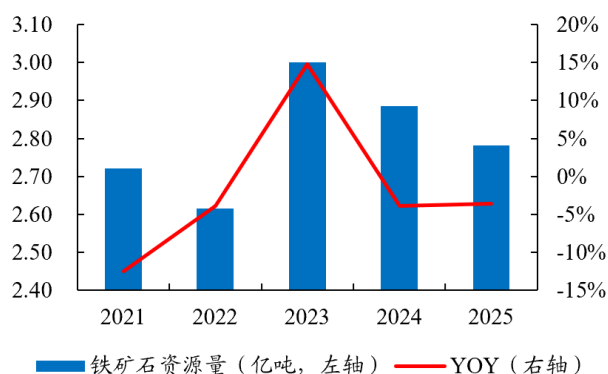
表17：公司旗下铁矿板块主要矿山情况

矿山名称	所属子公司	权益比例 (%)		铁资源品位 (%)	证载规模 (万吨/年)	2025 年铁精粉产量 (吨)	主要增量情况
肃北七角井钒及铁矿	肃北博伦矿业	100%	在产	30.48(铁) 0.94(钒)	380	776708	技改项目于 2025 年 12 月投产，设计铁矿采选产能 310 万吨/年，2026 年开始贡献增量
双利铁矿	双利矿业	100%	在产	24.10	340	0	技改项目于 2026 年一季度试生产，设计铁矿采选产能 300 万吨/年，2026 年开始贡献增量
哈密白山泉铁矿	哈密博伦矿业	100%	在产	27.09	140	423679	/
拉陵高里河下游铁多金属矿	格尔木西矿资源	92.59%	在产	23.49	75	204887	/
它温查汉西矿区 C5 异常区	格尔木西矿资源	100%	规划	31.59	/	/	2025 年取得采矿权，规划 100 万吨采选，贡献远期增量
它温查汉铁多金属矿	格尔木西矿资源	100%	规划	/	/	/	正在办理探矿权转采矿权手续

资料来源：公司公告、开源证券研究所

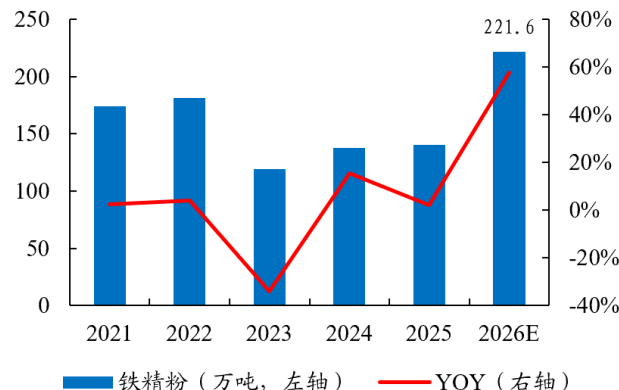
2026 年增量主要是双利铁矿和肃北七角井钒及铁矿的技改项目贡献。从产量看，2023 年产量下滑系旗下双利铁矿露天转地下改扩建工程期间计划性停产、新疆安全检查所致。伴随铁矿石资源量增加及产能释放，2024-2025 年公司铁精粉产量企稳回升。增量方面，随着肃北七角井钒及铁矿选矿厂技改 2025 年底投产，以及双利二号铁矿露转地改扩建项目 2026 年一季度末开始试生产，铁精矿增量逐步显现，公司规划 2026 年铁精粉产量 221.6 万吨，同比增长 58%。远期增量方面，公司 2025 年 11 月取得它温查汉西 C5 异常区铁多金属矿采矿许可证，规划年产能 100 万吨，此外所属它温查汉矿区正在办理探矿权转采矿权手续，远期将提升公司铁资源产能规模。

图55：2025 年公司保有铁矿石资源量 2.78 亿吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

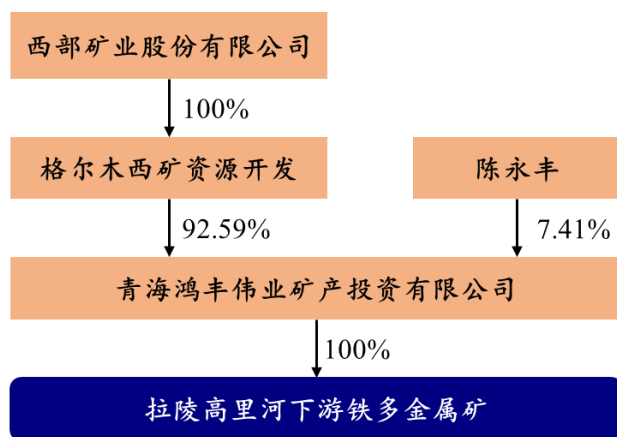
图56：2025 年公司产出铁精粉 141 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

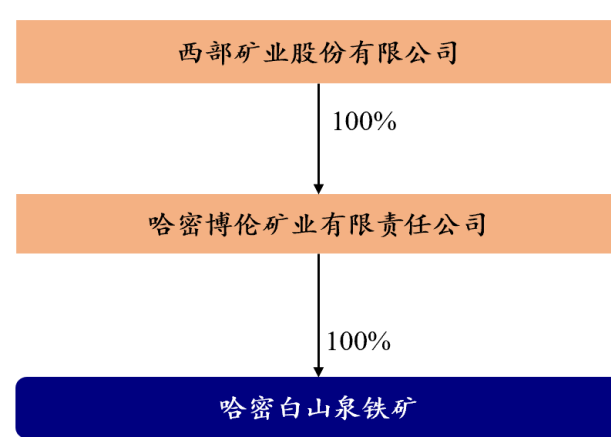
哈密白山泉铁矿和拉陵高里河下游铁多金属矿生产相对稳定。（1）哈密白山泉铁矿：西北地区铁精粉主要生产和供应基地。矿山采矿权由公司全资子公司哈密博伦矿业持有，证载规模 140 万吨/年，2025 年铁精粉产量 42.37 万吨。（2）拉陵高里河下游铁多金属矿：矿山采矿权由青海鸿丰伟业矿产投资有限公司持有，权益比例为 92.59%。鸿丰伟业为公司全资子公司格尔木西矿资源的下属子公司，实际采选产能与证载规模相当，为 75 万吨/年，开采矿种为铁矿、铜矿、锌矿，选矿厂通过磁选铁矿、浮选铜矿和锌矿工艺，生产铁精粉、铜精粉和锌精粉，2025 年矿山生产铁精粉 20.89 万吨。

图57：截至 2025 年末，公司持有拉陵高里河下游铁多金属矿 92.59%权益



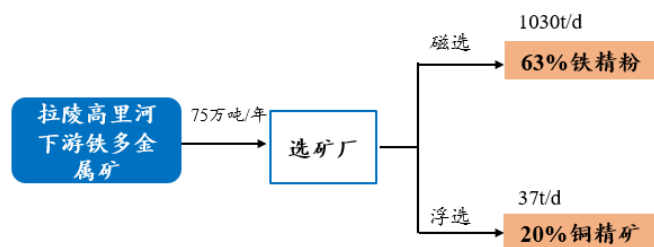
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图58：截至 2025 年末，公司持有哈密白山泉铁矿 100% 权益



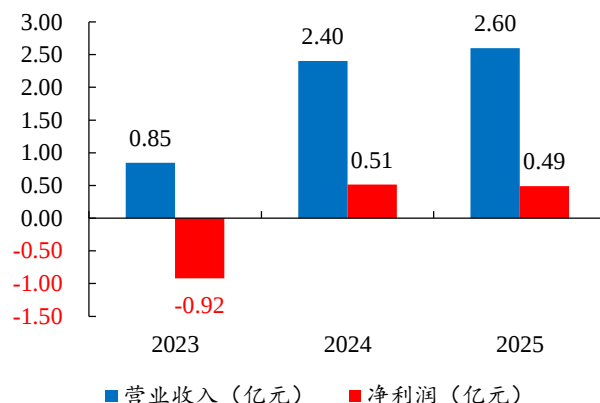
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图59：拉陵高里河下游铁多金属矿主要生产铁精粉、铜精粉



数据来源：公司公告、青海鸿丰伟业矿产投资有限公司拉陵高里河下游铁多金属矿改扩建项目采选工程竣工环境保护验收报告、开源证券研究所

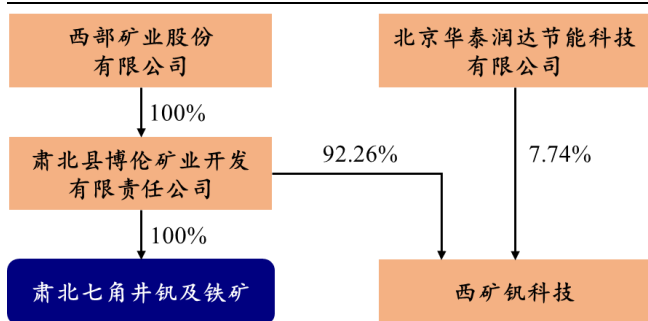
图60：鸿丰伟业 2025 年净利润为 0.49 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

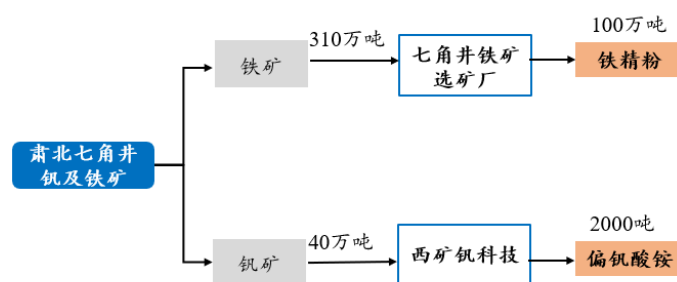
肃北七角井钒及铁矿是国内稀缺的大型钒矿。矿山采矿权由公司全资子公司肃北博伦矿业持有，证载规模 380 万吨/年（铁矿 290 万吨/年，钒矿 90 万吨/年），矿区赋存有铁矿和钒矿体，空间上铁矿位于下部，钒矿位于上部，矿体相距约 85~350m，平均距离约 150m。**铁矿方面**，矿区技改项目于 2025 年 12 月竣工投产，当前实际采选产能 310 万吨/年，对应铁精粉产能 100 万吨/年。**钒矿方面**，矿区生产钒矿原矿后，由肃北博伦矿业子公司西矿钒科技进行后续深加工生产，当前偏钒酸铵冶炼产能为 2000 吨/年。

图61：西矿钒科技为肃北博伦子公司，负责钒冶炼



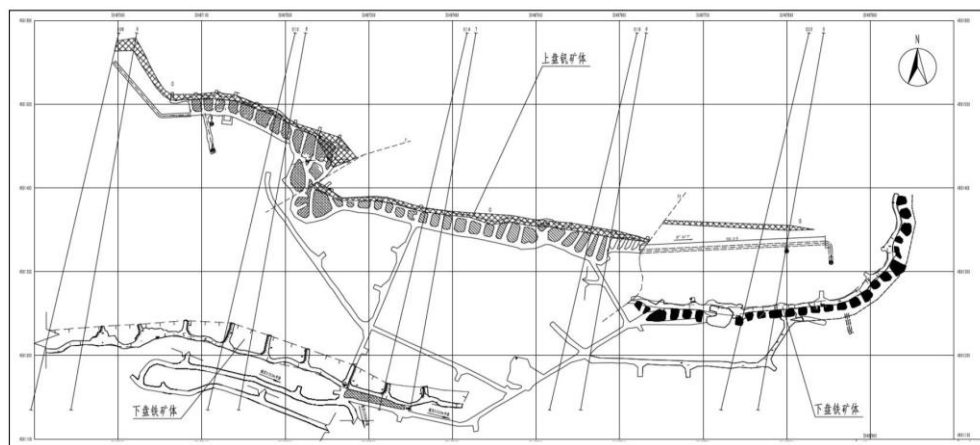
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图62：肃北七角井钒及铁矿物料流向



资料来源：公司公告、肃北蒙古族自治县西矿钒科技有限公司石棉提钒扩建工程环评书、开源证券研究所

图63：肃北七角井钒及铁矿空间分布：铁矿位于下部，钒矿位于上部



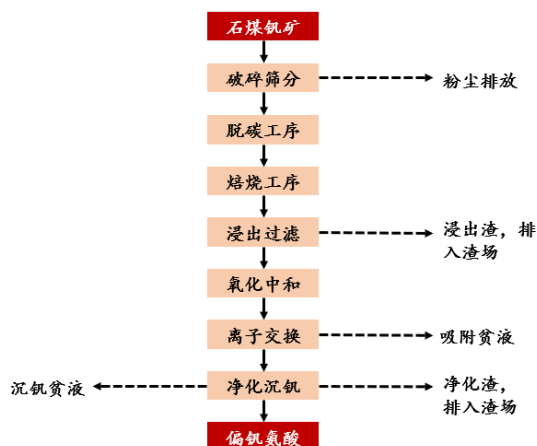
资料来源：公司公告、肃北县博伦矿业开发有限责任公司七角井钒及铁矿矿产资源开发与恢复治理方案

图64：石煤提钒厂和铁矿选厂位置图



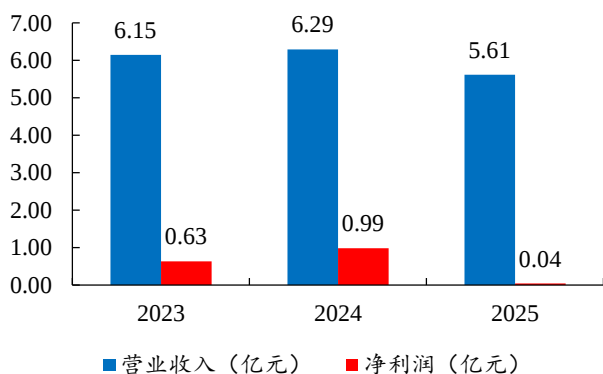
资料来源：肃北蒙古族自治县西矿钒科技有限公司七角井石煤提钒带余热发电项目竣工环境保护验收监测报告

图65：西矿钒科技石煤提钒工艺流程



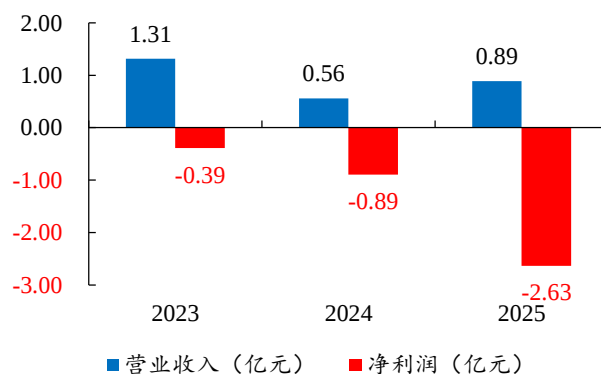
资料来源：肃北蒙古族自治县西矿钒科技有限公司石煤提钒扩建工程环境影响报告书、开源证券研究所

图66：肃北博伦 2025 年净利润为 0.04 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

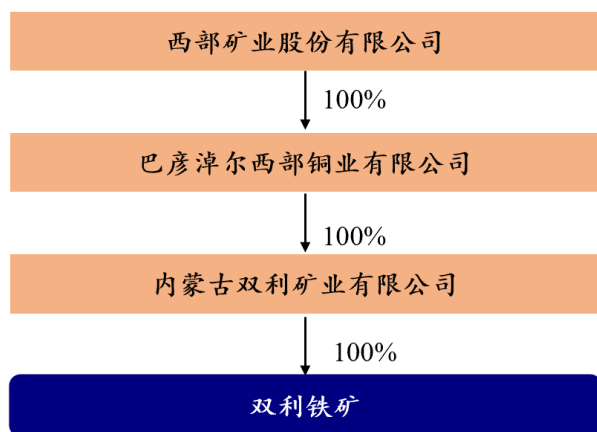
图67：西矿钒科技 2025 年净利润为-2.63 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

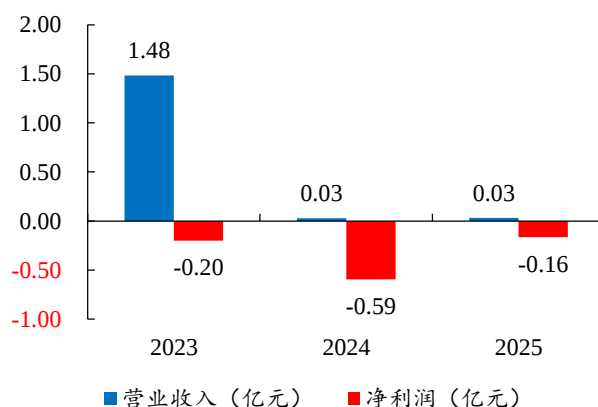
内蒙古双利铁矿为公司铁板块主力矿山，2026 年复产后有望大幅放量。矿山采矿权由公司全资孙公司双利矿业持有。证载产能 340 万吨/年（铁矿 300 万吨/年，铜矿 20 万吨/年，铅锌矿 20 万吨/年）。由于露转地改扩建工程规划，矿区于 2023 年 7 月计划性停产，2026 年一季度末进行试生产。投产后，矿山选矿产能提升至 300 万吨/年，年产铁精粉可达 87 万吨。

图68：截至 2025 年末，公司持有双利铁矿 100%权益



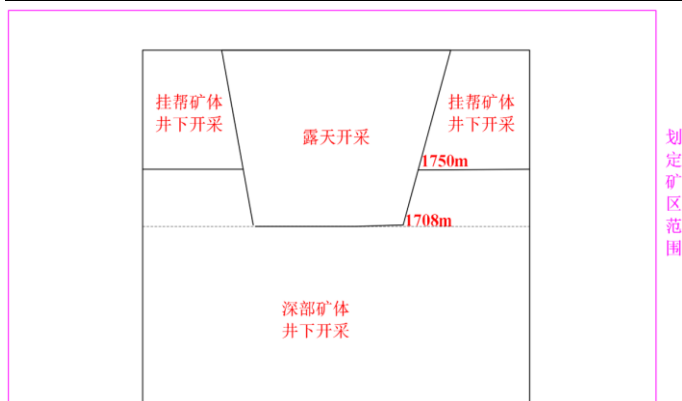
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图69：双利矿业 2025 年净利润为-0.16 亿元



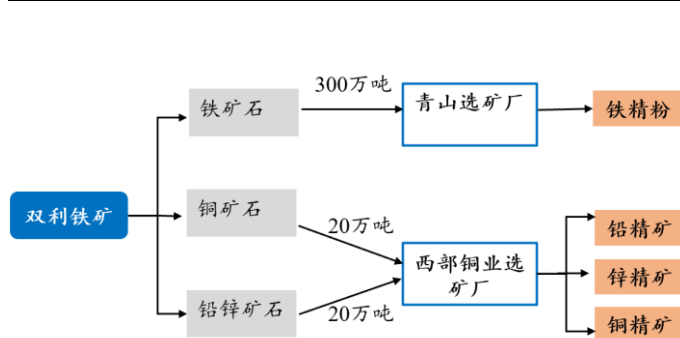
数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：双利矿业自 2023 年 7 月停产技改，2026 年一季度末试生产）

图70：双利铁矿技改后转向地下开采



资料来源：内蒙古双利矿业有限公司获各琦二号铁矿矿产资源开发利用项目环境影响报告书

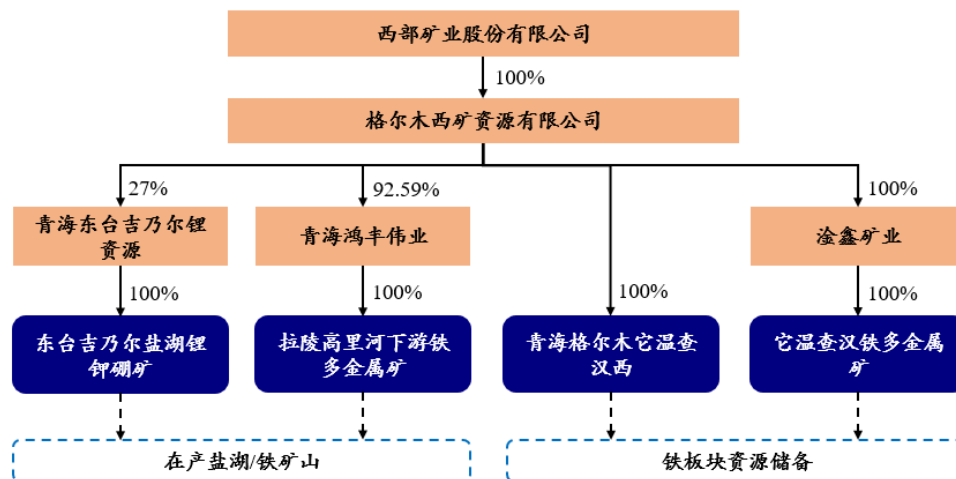
图71：双利铁矿物料流向



资料来源：内蒙古双利矿业有限公司获各琦二号铁矿矿产资源开发利用项目环境影响报告书、开源证券研究所

格尔木西矿作为公司省内铁资源整合平台，贡献远期增量。2020 年，公司在青海省海西州设立全资子公司格尔木西部矿业资源公司（以下简称“格尔木西矿”）。2023 年 10 月，格尔木西矿收购青海淦鑫矿业开发有限公司 100%股权，据此拥有青海格尔木它温查汉铁多金属矿探矿权。

图72：格尔木西矿资源有限公司为公司在青海省内的铁资源整合平台



资料来源：公司公告、开源证券研究所

它温查汉西及它温查汉铁多金属矿作为储备矿山。2025 年 11 月，公司取得它温查汉西 C5 异常区铁多金属矿采矿许可证，规划 100 万吨采选，贡献远期增量。该矿区通过评审备案的资源量为：铁及多金属矿石 2007 万吨，平均品位 m 伴生铜金属量 7.61 万吨；锌金属量 6.04 万吨、金金属量 2.86 吨。青海格尔木它温查汉铁多金属矿通过评审备案的资源量为：铁矿石量 1,563 万吨、铜金属量 1.95 万吨、钼金属量 1,275 吨、铅金属量 1,373 吨、锌金属量 8,541 吨，它温查汉矿区正在进行探矿权转采矿权手续，未来将提升公司铁资源产能规模。

表18：它温查汉铁多金属矿伴生铜金属资源，它温查汉西矿区 C5 异常区伴生金金属资源

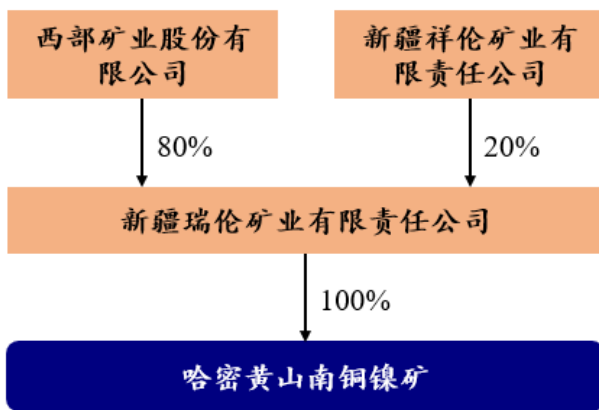
矿区	总矿石量（万吨）	铁（万吨）	铜（万金吨）	铅（万金吨）	锌（万金吨）	钼（万金吨）	金（金吨）
它温查汉铁多金属矿	/	1563	1.95	1.37	0.85	0.13	/
它温查汉西矿区 C5 异常区	2007	634	7.61	/	6.04	/	2.86

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、矿产镍：单一矿山哈密黄山南铜镍矿，受益镍价回暖

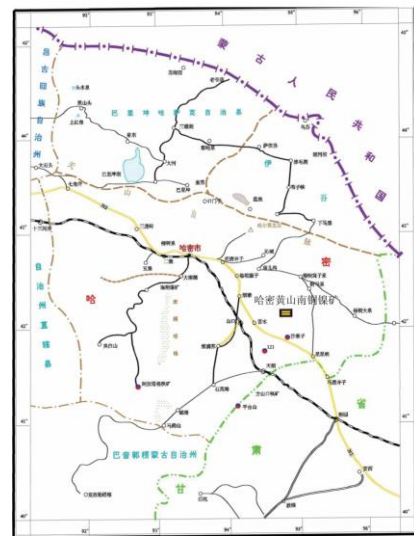
公司矿产镍产品由哈密黄山南铜镍矿贡献。哈密黄山南铜镍矿由新疆瑞伦矿业负责运营，位于新疆维吾尔自治区哈密市伊州区。哈密黄山南铜镍矿区以 22 号勘探线为界共划分为两个采区：22-27 号勘探线为一采区，5-22 号勘探线为二采区。新疆瑞伦矿业有限责任公司成立于 2008 年，一采区于 2009 年 8 月建设，2012 年试生产。2019 年 9 月，公司以 2.29 亿元从控股股东西部矿业集团手中收购新疆瑞伦 80% 股权，实现控股。

图73：截至 2025 年末，公司持有哈密黄山南铜镍矿 80% 权益



资料来源：公司公告、开源证券研究所

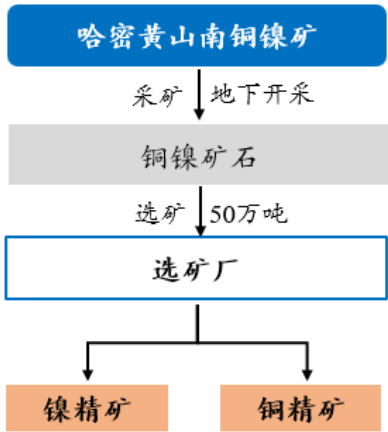
图74：哈密黄山南铜镍矿位于新疆哈密市伊州区



资料来源：新疆哈密市黄山南铜镍矿区（5-22 号勘探线）地下采矿技改工程环境影响报告书

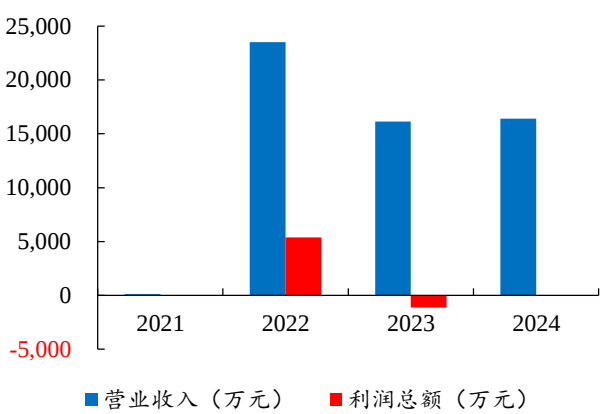
哈密黄山南铜镍矿证载规模 100 万吨/年。2024 年新疆瑞伦“四证合一”采矿权办理完成，原新疆哈密市黄山南铜镍矿勘探、新疆哈密市黄山南铜镍矿深部普查探矿证及新疆哈密市黄山南铜镍矿区（5-22 号勘探线）、新疆哈密市黄山南铜镍矿采矿证合并为新疆哈密市黄山南铜镍矿采矿证，证载规模为 100 万吨/年，开采面积 5.147 平方公里。2025 年报显示，该矿山实际采选量 50 万吨，测算矿山目前年产镍精粉 1600 金属吨，铜精矿 500 金属吨左右，公司规划 2026 年生产镍精粉 1579 金属吨。

图75：哈密黄山南铜镍矿主要生产镍精矿、铜精矿



资料来源：新疆哈密市黄山南铜镍矿采选技改工程项目环境影响报告书、开源证券研究所

图76：新疆瑞伦 2024 年营业收入为 1.64 亿元



数据来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所（注：2021 选厂停产，2024 年利润数据暂缺）

表19：黄山南铜镍矿主要产品产能测算

产品	采选量	单位	产能情况
矿产镍	选矿量	万吨	50.0
	选矿回收率-镍	%	74.3%
	入选品位-镍	%	0.43%
	产能-镍精矿	金属吨	1613
	选矿回收率-铜	%	76.3%
矿产铜	入选品位-铜	%	0.13%
	产能-铜精矿	金属吨	508

数据来源：新疆哈密市黄山南铜镍矿采选技改工程项目环境影响报告书、西部矿业集团公众号、开源证券研究所（注：选矿回收率数据时间为 2024 年 4 月）

7、冶炼：产能扩张周期收尾，规模效应释放

做精冶炼产业是公司冶炼板块的战略目标。经逐年改扩产，目前公司已形成冶炼铜 35 万吨/年、冶炼锌 20 万吨/年、冶炼铅 20 万吨/年、偏钒酸铵 2000 吨/年的冶炼产能。待玉龙铜业湿法冶炼厂扩建工程投产，铜冶炼产能还将小幅提高。

表20：公司冶炼业务覆盖包含阴极铜、电铅、锌锭、金、银等有色金属

主营业务	公司	权益比例	冶炼产能	副产品产能	原料来源
冶炼铜	青海铜业	100%	阴极铜 20 万吨/年	硫酸 36.47 万吨；发烟硫酸 8 万吨	铜精矿、外采阳极板
	西部铜材	100%	阴极铜 15 万吨/年	/	外采阳极板
	玉龙铜业	58%	电积铜 1 万吨/年	/	玉龙铜矿自产矿
冶炼铅	稀贵金属	98.42%	电铅 20 万吨/年	硫酸 24.5 万吨；粗硒、碲锭、海绵铂、海绵钯等	铅精矿、阳极泥等
			黄金 6 吨/年		
			白银 430 吨/年		
冶炼锌	湘和有色	100%	冶炼锌 20 万吨/年	硫酸 8 万吨；镉锭 24 吨	锌精矿等
冶炼钒	西矿钒科技	92.26%	偏钒酸铵 2000 吨/年	/	肃北七角井钒及铁矿

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2025 年公司冶炼产品产量回升。公司冶炼产能稳步释放，2025 年生产冶炼铜（含湿法铜）33.42 万吨，同比增长 26.70%；冶炼铅 15.41 万吨，同比增长 330.16%；冶炼锌 15.21 万吨，同比增长 32.60%。

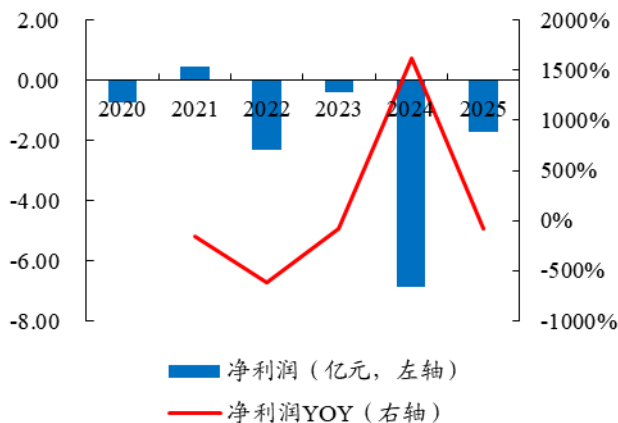
表21：2025 年公司电解铜产量达 33.42 万吨，同比增长 26.69%

年份	电解铜 (含湿法铜, 万吨)	电铅 (万吨)	锌锭 (万吨)	金锭 (吨)	银锭 (吨)	偏钒酸铵 (吨)
2021	17.60	7.80	11.40	1.6	129	591
2022	16.60	7.47	8.66	/	/	1202
2023	18.30	9.09	11.88	1.8	131.7	1425
2024	26.38	3.58	11.47	0.29	37.50	1105
2025	33.42	15.41	15.21	5.45	241.08	/

数据来源：公司公告、开源证券研究所

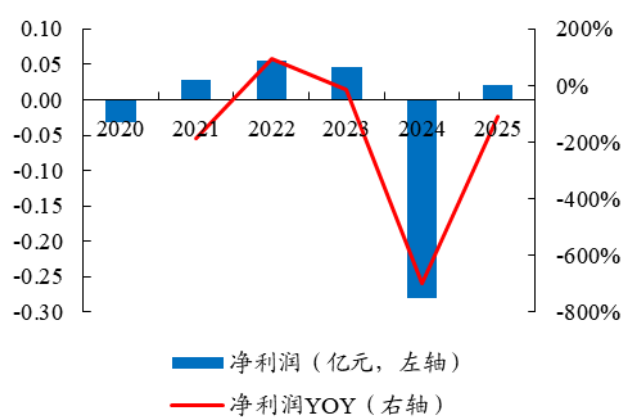
铜冶炼业务 2025 年下半年扭亏为盈。2025 年公司阴极铜产量达 33.42 万吨，同比增长 26.70%，其中青海铜业生产 20.02 万吨，西部铜材生产 13.11 万吨；从盈利看，2025 年下半年公司铜冶炼业务扭亏为盈，其中青海铜业 2025 年下半年实现净利润 1.11 亿元（上半年亏损 2.82 亿元），西部铜材下半年实现净利润 0.12 亿元（上半年亏损 0.1 亿元）。主要原因：（1）冶炼副产品硫酸价格大幅走高。（2）公司铜冶炼产能扩产项目于 2024H2 投产，2025 年内生产运营指标持续优化，青海铜业铜回收率提升 3.46%、电解直收率提升 1.06%，规模效应逐步显现，单吨亏损显著下降。

图77：青海铜业 2025 年净利润为-1.70 亿元



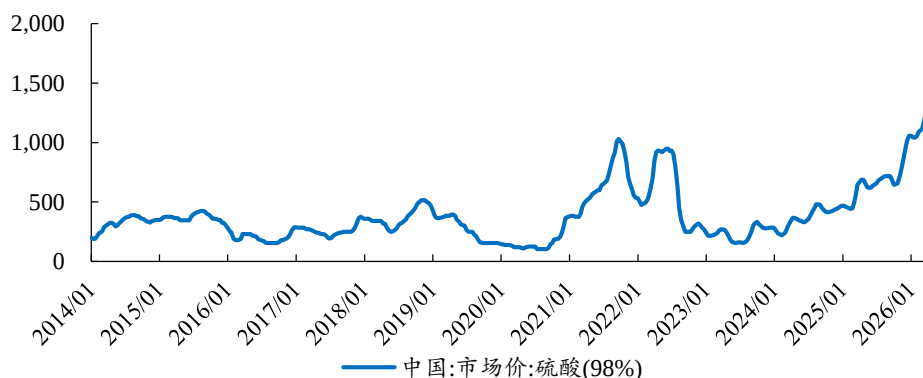
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图78：西部铜材 2025 年净利润为 0.02 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

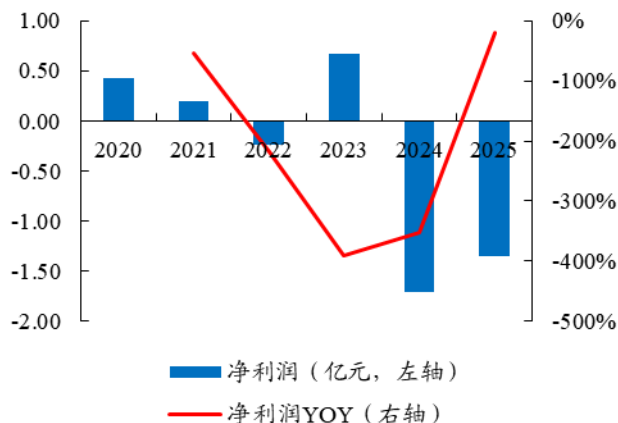
图79：硫酸价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind、开源证券研究所

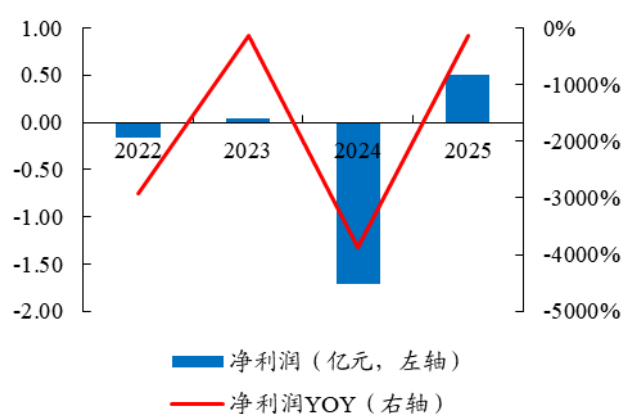
铅锌冶炼业务在 2025 年下半年全部实现盈利。从子公司看，2025 年稀贵金属净亏损 1.35 亿元，同比减亏 0.35 亿元，其中 2025 年下半年实现净利 472 万元；湘和有色实现净利润 0.5 亿元，实现盈利。**（1）铅冶炼及稀贵金属冶炼：**由稀贵金属负责。公司多金属资源综合循环利用及环保升级改造项目于 2024 年 11 月投产，2025 年产能释放，冶炼铅产量达 15.41 万吨，同比增长 330.16%。同时生产金锭 5.45 吨，银锭 241.08 吨，均实现大幅增长。产能释放带动营收增长，公司铅类产品全年实现营收 23.70 亿元，同比增长 146.48%。受冶炼副产品硫酸价格上涨带动，稀贵金属 2025 年下半年开始扭亏，实现净利 472 万元。**（2）锌冶炼：**由湘和有色负责。公司锌湿法冶金多金属回收及资源综合化利用绿色提质节能升级改造项目于 2024 年末投产，投产后冶炼锌产能由 10 万吨/年提升至 20 万吨/年，并新增镉产能 24 吨/年。2025 年全年实现冶炼锌产量 15.21 万吨，同比增长 32.60%，2025 年下半年湘和有色实现 442 净利元，较上半年大幅好转。

图80：稀贵金属 2025 年净利润为-1.35 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

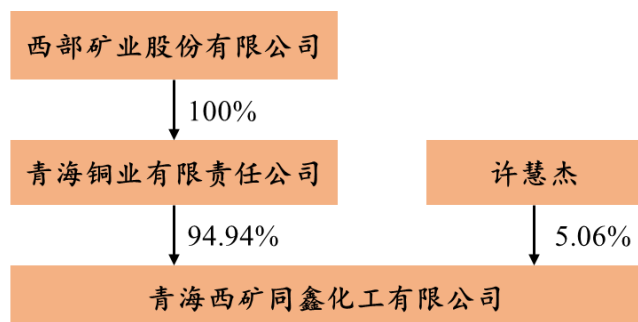
图81：湘和有色 2025 年净利润为 0.50 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

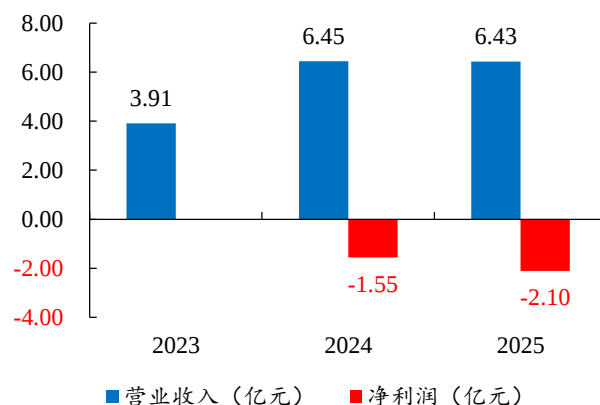
同鑫化工使用部分冶炼副产物硫酸生产氟化氢等产品。同鑫化工目前为青海铜业控股子公司，股权比例为 94.4%。青海铜业地处西部，副产品硫酸的储存、销售和运输存在一定制约。同鑫化工与青海铜业厂区相邻，可利用青海铜业副产的硫酸将萤石矿进一步加工为氢氟酸等产品。同鑫化工目前有 10 万吨/年无水氟化氢和 4 万吨/年制冷剂生产项目（二氟甲烷、二氟乙烷各 1 万吨，三氟乙烷 2 万吨），其中 10 万吨/年无水氟化氢项目正常生产。

图82：截至 2025 年末，公司持有同鑫化工 94.94%股权



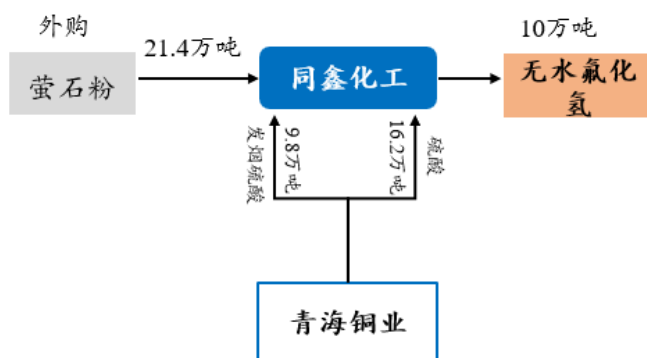
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图83：同鑫化工 2025 年净利润为-2.1 亿元



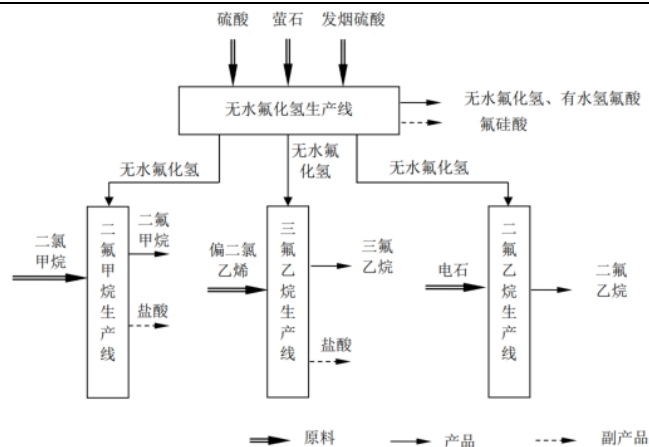
数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：2023 年 2 月公司子公司青海铜业受让控股股东西矿集团持有的同鑫化工 67.69%股增资，持股比例升至 94.94%）

图84：同鑫化工利用青海铜业副产的硫酸生产氟化氢



资料来源：青海西矿同鑫化工有限公司含氟废液综合回收利用项目环境影响报告书、开源证券研究所

图85：无水氟化氢是制冷剂原料



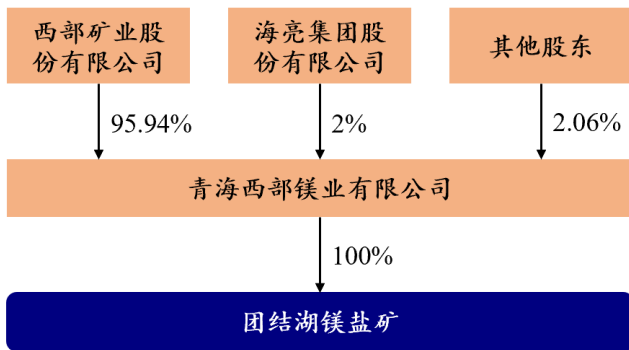
资料来源：青海西矿同鑫化工有限公司含氟废液综合回收利用项目环境影响报告书、开源证券研究所

8、盐湖化工：布局镁锂产业，拓展公司盈利点

8.1、西部镁业：依托资源优势，筑牢盐湖镁化工行业龙头

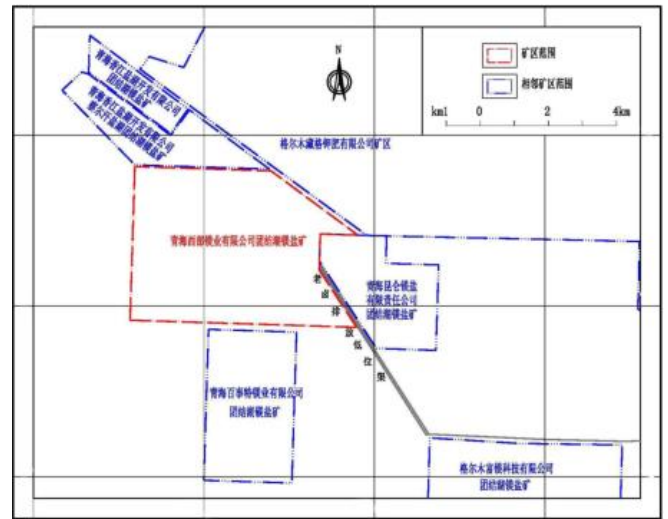
公司持有西部镁业有限公司 95.94% 股权。2021 年，公司以 5.63 亿元收购西部矿业集团有限公司持有的西部镁业 91.40% 股权。2023 年，公司以 6.61 亿元完成对西部镁业的债转股，持股比例由 91.40% 增至 95.94%。西部镁业持有的团结湖镁盐矿位于团结湖中部，团结湖地区镁盐矿已设置 5 家企业（6 家矿山），6 个矿山年生产水氯镁石合计 255 万吨（其中西部镁业 50 万吨），目前青海团结湖镁盐矿采矿权正在由青海盐湖管理局整合。

图86：截至 2025 年末，公司持有西部镁业有限公司 95.94% 股权



资料来源：公司公告、开源证券研究所

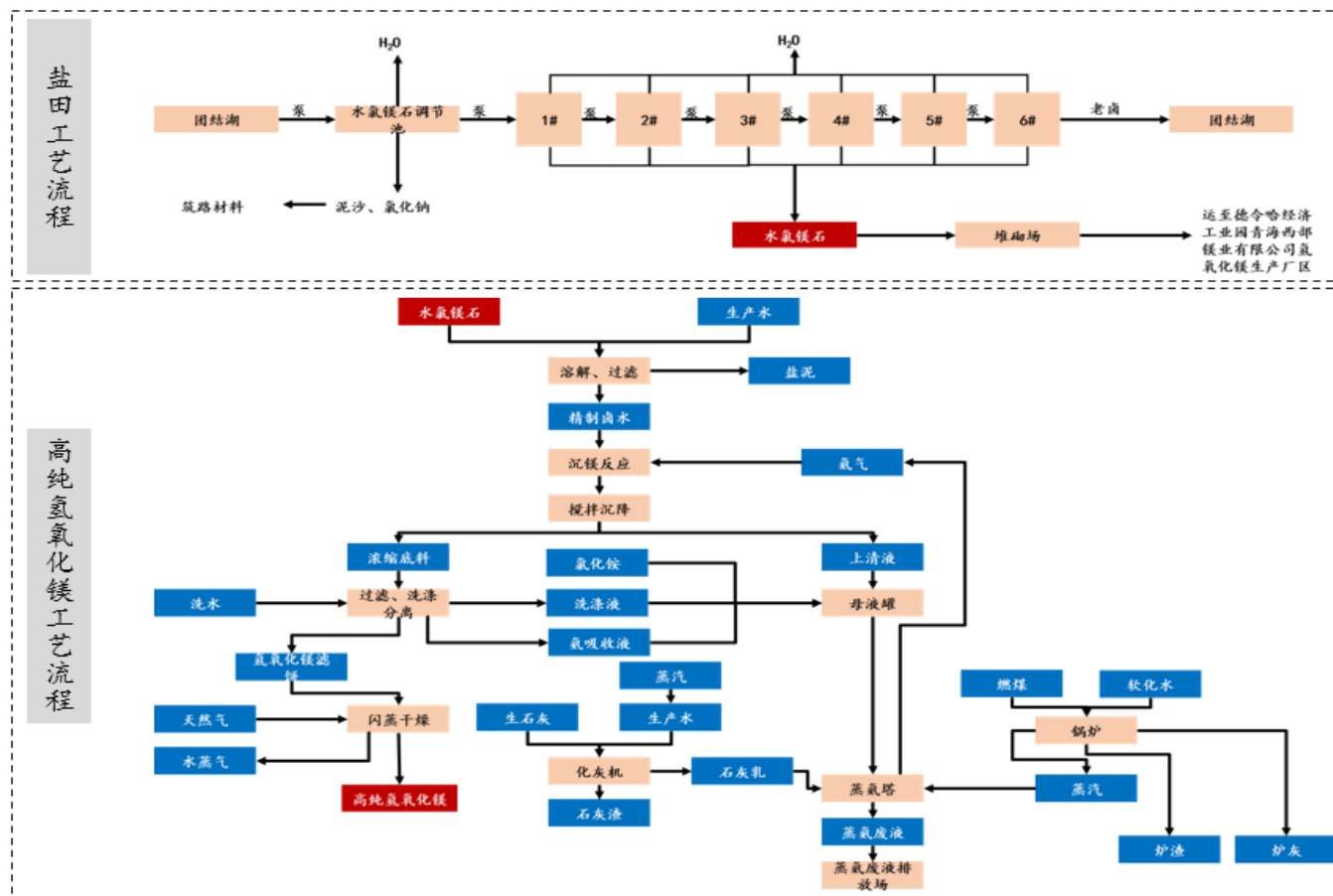
图87：西部镁业持有的团结湖镁盐矿位于团结湖中部



资料来源：青海西部镁业有限公司团结湖镁盐矿矿山地质环境保护与土地复垦方案

西部镁业主营业务包括旗下团结湖镁盐矿的提镁和化工镁产品加工。（1）团结湖镁盐矿：矿区位于察尔汗盐湖南部，盐湖镁资源丰富，液体矿产主要有镁盐（ $MgCl_2$ ）、氯化锂（ $LiCl$ ）和氧化硼（ B_2O_3 ），固体矿产主要有镁盐（ $MgCl_2$ ）、石盐（ $NaCl$ ）以及低品位钾盐（ KCl ），截至 2025 年，矿区拥有镁盐资源量 3046 万吨，氯化镁平均品位 36.16%，证载规模 50 万吨/年，剩余开采年限 60 年。（2）化工镁产品加工：依托团结湖镁盐矿原料供给，西部镁业已建成全球领先的盐湖镁资源深加工产线。目前产能为高纯氢氧化镁 15.5 万吨/年、高纯氧化镁 13 万吨/年、高纯超细氢氧化镁 2 万吨/年、高纯电熔镁砂 4 万吨/年及高纯烧结镁砂 5 万吨/年。2025 年，公司共生产高纯氢氧化镁 14.65 万吨，高纯氧化镁 5.27 万吨。

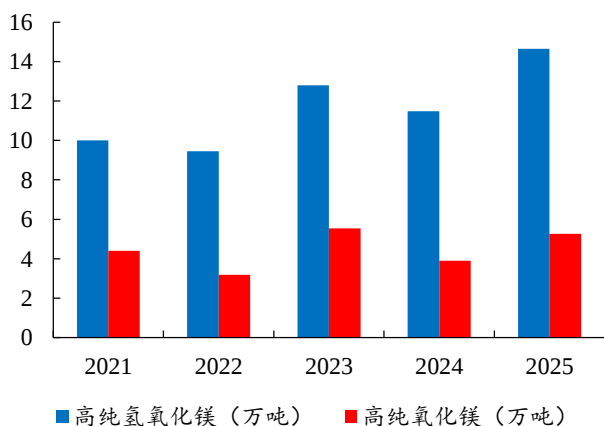
图88：西部镁业高纯氢氧化镁生产工艺



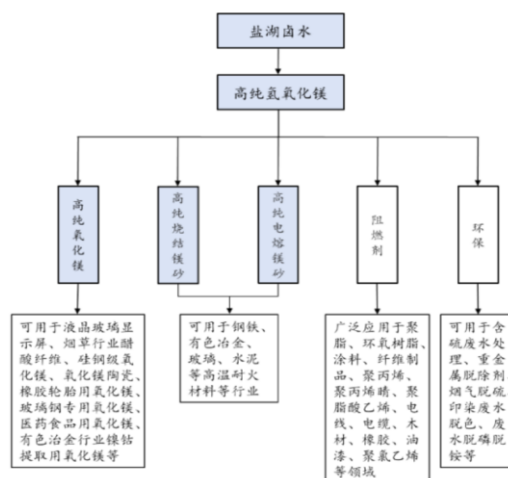
资料来源：青海西部镁业有限公司团结湖镁盐矿矿山地质环境保护与土地复垦方案、中华人民共和国生态环境部、开源证券研究所

图89：2025 年，公司生产高纯氢氧化镁 14.65 万吨

图90：公司镁化工产业链

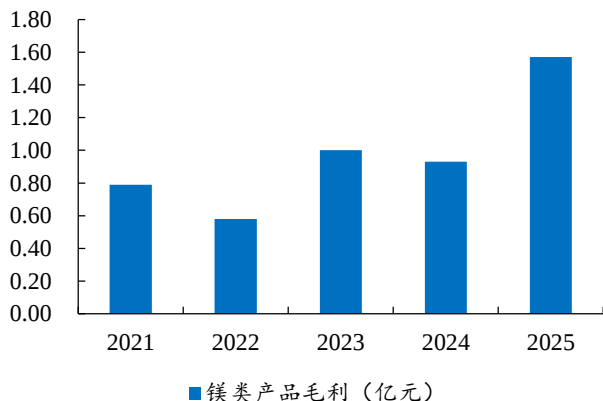


数据来源：公司公告、开源证券研究所



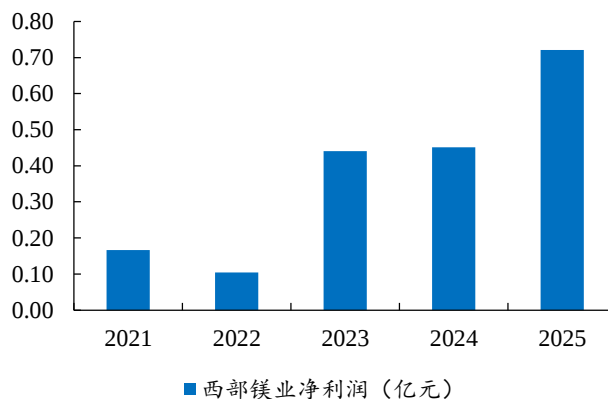
资料来源：公司公告

图91：公司镁类产品 2025 年毛利为 1.57 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图92：西部镁业 2025 年净利润为 0.72 亿元

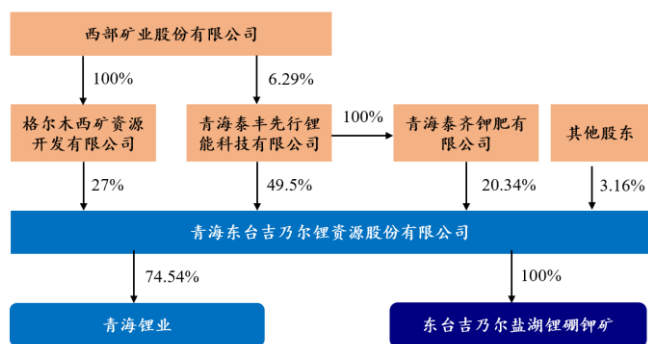


数据来源：公司公告、开源证券研究所

8.2、参股青海东台吉乃尔锂资源：公司锂产业布局落点

公司通过全资子公司持有青海东台吉乃尔锂资源有限公司 27%股权，为第二大股东。2022 年，公司以 33.43 亿元收购西矿集团有限公司持有的东台锂资源 27%股权。2023 年，公司完成股权划转，持股主体变更为旗下全资子公司格尔木西矿资源，股权比例保持不变。2023 年，公司以 7.91 亿元竞买西矿集团持有的东台锂资源控股股东泰丰先行 6.29%股权，进一步布局碳酸锂的下游磷酸铁锂领域。青海东台吉乃尔锂资源有限公司拥有东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿采矿权，矿区位于柴达木盆地中部，资源储量大，是中国锂、硼、钾等矿产资源综合性超大型卤水矿床。

图93：截至 2025 年末，公司直接持有青海东台吉乃尔锂资源 27% 股权



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图94: 东台吉乃尔盐湖位于柴达木盆地中部



资料来源：青海柴达木盆地盐湖资源保障能力分析与对策研究

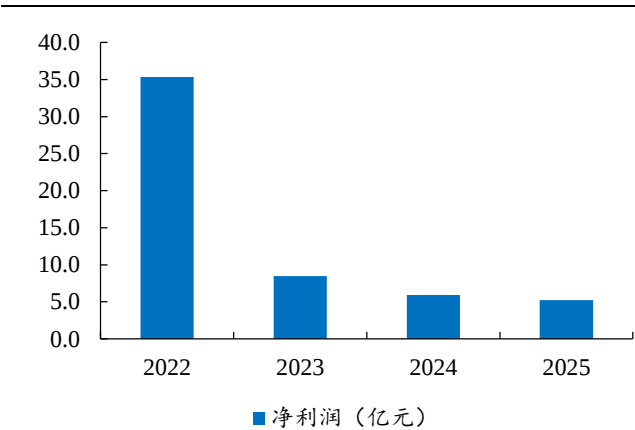
青海东台吉乃尔锂资源有限公司现有碳酸锂产能 2 万吨。目前东台锂资源已建成并运营年产 1 万吨碳酸锂生产线，同时其控股子公司青海锂业拥有碳酸锂产能 1 万吨/年，合计 2 万吨/年。此外，东台锂资源规划将碳酸锂产能扩张至 3 万吨/年。利润端看，2025 年东台锂资源实现净利润 5.21 亿元，同比下降 12.22%。碳酸锂价格上行周期中，东台锂资源公司投资收益贡献逐步显现。

表22：青海东台吉乃尔锂资源有限公司现有碳酸锂产能 2 万吨

盐湖	采矿许可证号	开发企业	产品	盐湖提锂技术	现有年产能 (万吨)
东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿	C630000201811521014702	东台吉乃尔锂资源有限公司	电池级碳酸锂	离子膜电渗析法	1
	4	锂业有限公司	碳酸锂	电渗析法	

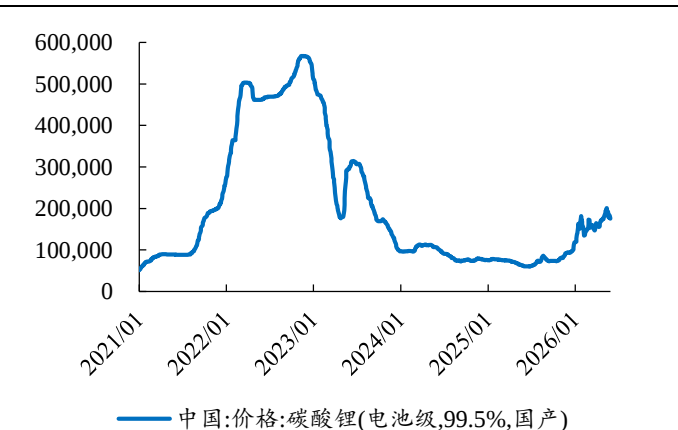
资料来源：中国盐湖卤水提锂产业化技术研究进展、开源证券研究所

图95：东台锂资源 2025 年净利润为 5.21 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图96：碳酸锂价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 5 月 28 日）

9、盈利预测与投资建议

根据公司在建项目规划和主营业务景气度的分析，我们对公司的盈利预测如下：

（1）从产量假设看，铜类产品：随着玉龙铜矿三期投产放量，假设 2026-2028 年矿产铜产量分别为 17.2/18.5/20.5 万吨，冶炼产铜产量分别为 32.44/33/33 万吨；锌类产品：受益于呷村银多金属矿技改扩产，假设 2026-2028 年矿产锌产量为 12.88/13.02/13.16 万吨，冶炼锌产量稳定在 18.06 万吨；铅类产品：受益于呷村银多金属矿技改扩产，假设 2026-2028 年矿产铅产量为 6.30 /6.38/6.46 万吨，冶炼铅产量稳定在 13.97 万吨；钼精矿：随着玉龙铜矿三期投产放量，假设钼精矿产量为 0.44/0.51/0.55 万吨；铁精粉：随着双利铁矿改扩建投产，假设 2026-2028 年铁精粉产量为 221/235/235 万吨。其他矿种和业务保持不变或小幅增长。**（2）从价格假设看**，假设 2026-2028 年铜价为 8.75/9.10/9.45 万元/金属吨（不含增值税），矿产钼价格为 37.00/37.74/38.49 万元/金属吨（不含增值税），其他矿种价格保持不变或小幅增长。

表23：公司盈利预测（单位：亿元）

项目	分项	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
铜类产品	收入	382.49	432.40	516.76	545.47	577.49
	成本	315.77	359.36	408.00	422.05	437.89
	毛利润	66.72	73.03	108.76	123.42	139.60
锌类产品	收入	30.71	38.25	43.21	44.81	46.46
	成本	24.06	27.18	29.78	30.27	30.76
	毛利润	6.66	11.08	13.43	14.54	15.70
铅类产品	收入	9.61	23.70	24.88	25.75	26.66
	成本	2.72	16.98	16.93	17.36	17.79
	毛利润	6.89	6.72	7.95	8.39	8.86
铁产品	收入	10.26	9.84	15.51	16.48	16.48
	成本	7.25	6.70	10.78	11.68	11.91
	毛利润	3.01	3.15	4.74	4.80	4.57
钼精矿	收入	12.20	13.34	16.42	19.25	21.17
	成本	1.42	1.30	1.52	1.78	1.96
	毛利润	10.78	12.04	14.90	17.47	19.21
阳极泥	收入	18.82	15.87	19.04	20.00	21.00
	成本	17.58	13.63	16.22	16.95	17.71
	毛利润	1.25	2.24	2.82	3.05	3.28
镁类产品	收入	4.10	5.45	5.72	6.01	6.31
	成本	3.18	3.88	4.05	4.24	4.43
	毛利润	0.93	1.57	1.67	1.77	1.88
银铍	收入	1.87	19.61	36.00	37.80	39.69
	成本	1.83	17.75	33.56	35.24	37.00
	毛利润	0.04	1.86	2.44	2.56	2.69
金铍	收入	1.59	38.47	46.25	48.56	50.99
	成本	1.41	36.44	43.81	46.00	48.30
	毛利润	0.18	2.03	2.44	2.56	2.69
其他主营业务	收入	21.32	14.97	15.72	16.50	17.33

	成本	20.31	11.39	12.26	13.20	13.86
	毛利润	1.01	3.58	3.46	3.30	3.47
	收入	7.28	4.97	5.72	6.00	6.30
	成本	5.16	1.57	2.00	2.10	2.21
	毛利润	2.12	3.40	3.72	3.90	4.10
其他业务	收入	500.25	616.87	745.23	786.63	829.87
	成本	400.69	496.18	578.92	600.87	623.82
	毛利润	99.59	120.70	166.31	185.76	206.05
合计	收入	500.25	616.87	745.23	786.63	829.87
	成本	400.69	496.18	578.92	600.87	623.82
	毛利润	99.59	120.70	166.31	185.76	206.05

数据来源：Wind、开源证券研究所

相对估值方面，我们选取 A 股同类型公司铜陵有色、金诚信、云南铜业进行比较，2026-2028 年对应一致性预期 PE 平均水平分别为 14.1/11.1/10.0 倍。鉴于在同类型公司中，公司铜业务板块的中远期增长明确，且铅锌、铁、钼、伴生银等业务有望增厚盈利，我们认为公司距离合理的市值空间仍有一定上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表24：公司 PE 估值略低于可比公司平均

股票代码	股票简称	收盘价 (元/股)	EPS (元)				PE (倍)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000630.SZ	铜陵有色									
603979.SH	金诚信	70.76	3.75	5.10	6.03	7.35	18.9	13.9	11.7	9.6
000878.SZ	云南铜业	17.27	0.58	1.45	1.63	1.71	30.0	11.9	10.6	10.1
可比公司平均 PE							28.7	14.1	11.1	10.0
601168.SH	西部矿业	30.71	1.53	2.54	2.86	3.24	20.1	12.1	10.7	9.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：铜陵有色、金诚信、云南铜业盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，数据截至 2026 年 6 月 12 日收盘）

10、风险提示

经营安全生产风险：采矿和冶炼业务涉及多项经营风险，包括工业事故、矿场坍塌、恶劣天气、设备故障等突发性事件，可能导致公司矿场或冶炼厂损失。

产品价格不及预期：公司产品涉及铜、钨、铁、铅锌等多个金属品种，若相应金属品种价格出现大幅下跌，将显著影响公司盈利水平。

项目进展不及预期风险：公司有多个在建项目或技改扩建项目，若项目规划发生变动或项目建设进度不及预期，将影响公司盈利水平。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13307	19263	21552	27957	32036	营业收入	50026	61687	74523	78663	82987
现金	4116	9203	9556	14390	16469	营业成本	40068	49617	57892	60087	62382
应收票据及应收账款	339	423	647	664	874	营业税金及附加	945	1065	1327	1387	1468
其他应收款	865	245	583	728	932	营业费用	33	33	44	44	48
预付账款	155	630	725	773	887	管理费用	1024	1201	1379	1455	1535
存货	5113	5148	6430	7708	9152	研发费用	621	1083	1078	1165	1296
其他流动资产	2718	3613	3611	3693	3723	财务费用	766	609	556	547	512
非流动资产	41633	40154	50316	52157	57475	资产减值损失	-562	-597	-596	-590	-581
长期投资	4207	4112	4056	4010	3965	其他收益	78	100	89	95	92
固定资产	26437	25483	26940	29198	33536	公允价值变动收益	153	171	162	166	164
无形资产	6141	5969	13915	13255	12590	投资净收益	-113	-594	-128	-241	-281
其他非流动资产	4847	4590	5405	5694	7383	资产处置收益	0	-2	-1	-1	-1
资产总计	54940	59417	71868	80114	89510	营业利润	6123	7115	11746	13367	15102
流动负债	14269	15496	16664	17541	18577	营业外收入	59	42	48	46	47
短期借款	3208	2614	2770	2850	2880	营业外支出	189	89	88	92	94
应付票据及应付账款	3338	3146	3797	4109	4277	利润总额	5992	7069	11706	13321	15055
其他流动负债	7723	9736	10097	10582	11421	所得税	699	917	1441	1684	1878
非流动负债	17909	18670	19831	17350	14440	净利润	5294	6152	10264	11637	13177
长期借款	15716	16668	17734	15301	12367	少数股东损益	2362	2509	4208	4829	5468
其他非流动负债	2192	2001	2097	2049	2073	归属母公司净利润	2932	3643	6056	6808	7708
负债合计	32178	34165	36495	34891	33017	EBITDA	9278	10495	15290	17087	18998
少数股东权益	5672	6806	11014	15844	21312	EPS(元)	1.23	1.53	2.54	2.86	3.23
股本	2383	2383	2383	2383	2383						
资本公积	4995	4995	4995	4995	4995						
留存收益	9385	10630	15930	21192	28279						
归属母公司股东权益	17090	18446	24359	29379	35181						
负债和股东权益	54940	59417	71868	80114	89510						

现金流量表(百万元)						主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8246	10211				成长能力					
净利润	5294	6152	10264	11637	13177	营业收入(%)	17.0	23.3	20.8	5.6	5.5
折旧摊销	2095	2260	2469	2708	3057	营业利润(%)	20.4	16.2	65.1	13.8	13.0
财务费用	766	609	556	547	512	归属于母公司净利润(%)	5.1	24.3	66.3	12.4	13.2
投资损失	113	594	128	241	281	获利能力					
营运资金变动	-666	-315	-375	-1329	-1522	毛利率(%)	19.9	19.6	22.3	23.6	24.8
其他经营现金流	645	912	-233	-76	-152	净利率(%)	5.9	5.9	8.1	8.7	9.3
投资活动现金流	-3680	-2871	-12532	-4659	-8476	ROE(%)	23.3	24.4	29.0	25.7	23.3
资本支出	3291	3043	12122	4879	8278						24.7
长期投资	-17	-1	56	46	45	偿债能力					
其他投资现金流	-372	173	-466	174	-243	资产负债率(%)	58.6	57.5	50.8	43.6	36.9
筹资活动现金流	-5899	-2371	74	-4236	-4798	净负债比率(%)	80.2	62.3	45.6	20.8	8.7
短期借款	-2459	-594	156	80	30	流动比率	0.9	1.2	1.3	1.6	1.7
长期借款	2121	952	1066	-2434	-2934	速动比率	0.4	0.7	0.7	0.9	1.0
普通股增加	0	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	14	0	0	0	0	总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
其他筹资现金流	-5576	-2728	-1148	-1883	-1895	应收账款周转率	239.7	534.6	435.0	360.0	355.0
现金净增加额	-1334	4967	353	4833	2079	应付账款周转率	15.9	18.7	21.0	19.0	18.5

						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.23	1.53	2.54	2.86	3.23
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.46	4.28	5.38	5.76	6.44
						每股净资产(最新摊薄)	7.17	7.74	10.22	12.33	14.76
						估值比率					
						P/E	25.0	20.1	12.1	10.7	9.5
						P/B	4.3	4.0	3.0	2.5	2.1
						EV/EBITDA	10.4	9.1	6.5	5.7	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn