



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	36.91
总股本/流通股本(亿股)	23.83 / 23.83
总市值/流通市值(亿元)	880 / 880
52周内最高/最低价	39.55 / 16.69
资产负债率(%)	57.5%
市盈率	24.12
第一大股东	西部矿业集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

西部矿业(601168)

受益于铜、钼、硫酸等价格上涨，业绩再创新高

● 事件：

公司发布 2026 年半年报，2026H1 公司实现营业收入 394.43 亿元，同比+25%，实现归母净利润 41.69 亿元，同比+123%；单季度看，2026Q2 公司实现营业收入 207.19 亿元，同比+37%，环比+11%，实现归母净利润 25.83 亿元，同比+143%，环比+63%，业绩超市场预期。

● 受益于铜、钼、硫酸等价格上涨，业绩超预期。

价：2026H1 铜价整体强势，均价 10.19 万元/吨，同比+31%，环比+21%；钼价在矿强、货紧、需旺格局驱动下，同比+29%，环比+11%；霍尔木兹海峡封锁叠加俄、哈、土出口禁令，供给进一步收窄，引爆全球硫磺、硫酸价格，同比+171%，环比+93%。

量：矿产铜（8.97 万吨）、矿产钼（2368 吨）、精矿含银（68.7 吨）产量超额完成目标。

● 主力矿山玉龙铜矿+远期增量茶亭铜矿。

玉龙铜矿三期预计 2026 年底完成基建，2027 年铜产量预计约 18 万吨，钼金属产量 5000 吨以上，2028 年铜产量有望达到 20 万吨；四期 4500 万吨/年生产规模扩建工程预可研已于 6 月底完成，有望于 2029 年建成投产。

茶亭铜矿是公司“十五五”期间最大增量，计划 2026 年底完成储量核实报告，2027 年完成探转采手续办理和开发利用方案的编制后开始基建工作，建设周期约 3 年，目标 2030 年末建成投产。

● 风险提示：

宏观经济大幅波动，需求不及预期，供应释放超预期，公司项目进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

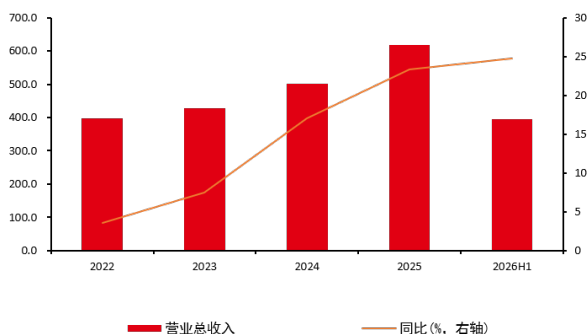
项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	61687	79030	87280	94980
增长率(%)	23.31	28.11	10.44	8.82
EBITDA(百万元)	11108.80	18316.53	20220.14	22560.20
归属母公司净利润(百万元)	3642.69	8309.54	9306.46	10533.82
增长率(%)	24.26	128.12	12.00	13.19
EPS(元/股)	1.53	3.49	3.91	4.42
市盈率(P/E)	24.15	10.59	9.45	8.35
市净率(P/B)	4.77	3.35	2.52	1.96
EV/EBITDA	7.29	4.81	3.54	2.36

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

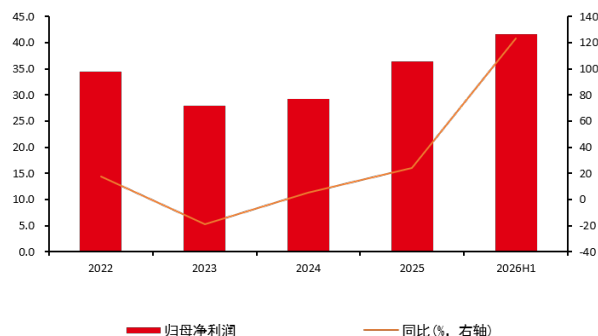
1 受益于铜、钨、硫酸等价格上涨，业绩再创新高

2026年7月30日，公司发布2026年半年报。2026年上半年，公司实现营业收入394.43亿元，同比增长25%，实现归母净利润41.69亿元，同比增长123%，实现扣非归母净利润42.11亿元，同比增长130%。

图表1：公司总营收(亿元)



图表2：公司归母净利润(亿元)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

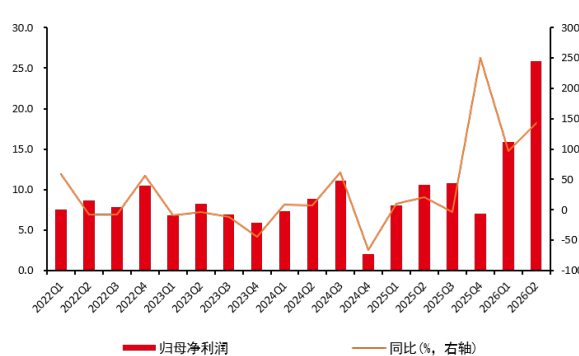
资料来源：iFind，中邮证券研究所

单季度看，2026Q2公司实现营业收入207.19亿元，同比增长37%，环比增长11%，实现归母净利润25.83亿元，同比增长143%，环比增长63%，业绩超市场预期。

图表3：公司单季度营收(亿元)



图表4：公司单季度归母净利润(亿元)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.1 2026H1 子公司业绩大增，投资收益扭亏为盈

玉龙铜业(58%权益, 玉龙铜矿)实现净利润50.59亿元(同比+15.68亿元), 对应权益29.34亿元(同比+9.09亿元), 主要受益于铜、钨价格上涨;

青海铜业(100%权益, 铜冶炼)实现净利润2.61亿元(同比+5.43亿元), 主要受益于硫酸价格上涨;

公司投资收益为2.15亿元, 同比+6.03亿元, 主要受益于东台锂资源利润增厚。

1.2 价：铜、钼、硫酸价格上涨，增厚盈利

铜:受美联储降息预期及关键矿产金属战略溢价等共同影响,2026年上半年铜价延续2025年末强势表现,铜价在历史高位区间宽幅震荡(91500-114160元/吨)。

钼:2026年上半年,在矿强、货紧、需旺格局驱动下,钼精矿(40%-45%)价格上行趋势明显,较年初上涨32.7%,一度冲高至接近5200元/吨度。

硫酸:2026年2月末美伊冲突爆发,霍尔木兹海峡封锁掐断中东硫磺货源,叠加俄、哈、土出口禁令,供给进一步收窄,引爆全球硫磺、硫酸价格。

图表5：公司相关产品市场价格情况

	2025H1	2025H2	2026H1	同比(%)	环比(%)
铜(元/吨)	77556	83975	101861	31.34	21.30
铁矿石(元/吨)	784	795	787	0.49	-0.88
铅(元/吨)	16927	17014	16615	-1.84	-2.34
锌(元/吨)	23312	22420	24251	4.03	8.17
硫酸(元/吨)	559	786	1516	171.41	92.90
钼(元/吨度)	3518	4079	4544	29.16	11.39

资料来源：iFind, 中邮证券研究所

1.3 量：矿山铜、矿产钼、精矿含银产量超额完成目标

矿产铜：玉龙铜矿铜产量8.66万吨，获各琦铜铅锌矿铜产量5821吨；矿产钼：玉龙铜矿矿产钼产量2368吨。

矿产铅、精矿含金：主要是原矿处理量及入选品位低于计划指标；铁精粉：主要是双利矿业、肃北博伦新选厂投产，产能未完全释放；冶炼铅：主要是受市场原料供给影响。

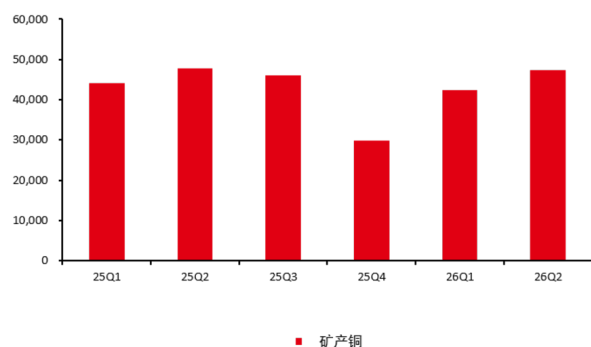
图表6：公司主要产品生产情况

	2026H1 计划产量	2026H1 实际产量	计划完成率
矿产铜(万吨)	8.48	8.97	106%
矿产铅(万吨)	3.07	2.95	96%
矿产锌(万吨)	6.26	6.39	102%
矿产钼(吨)	2,180	2,368	109%
铁精粉(万吨)	98.56	70.66	72%
精矿含金(千克)	142.00	135.00	95%
精矿含银(吨)	61.85	68.68	111%
冶炼铜(万吨)	15.53	16.40	106%
冶炼铅(万吨)	7.39	7.18	97%
冶炼锌(万吨)	7.93	8.48	107%

资料来源：西部矿业2026年半年报，中邮证券研究所

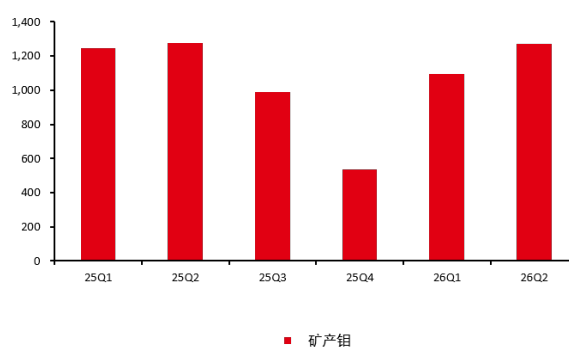
单季度看，2026Q2矿产铜产量为4.73万吨，同比-0.7%，环比+11%；矿产钼产量为1273吨，同比-0.3%，环比+16.3%。

图表7：公司单季度矿山铜产量(吨)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：公司单季度矿山钼产量(吨)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 重要项目跟踪

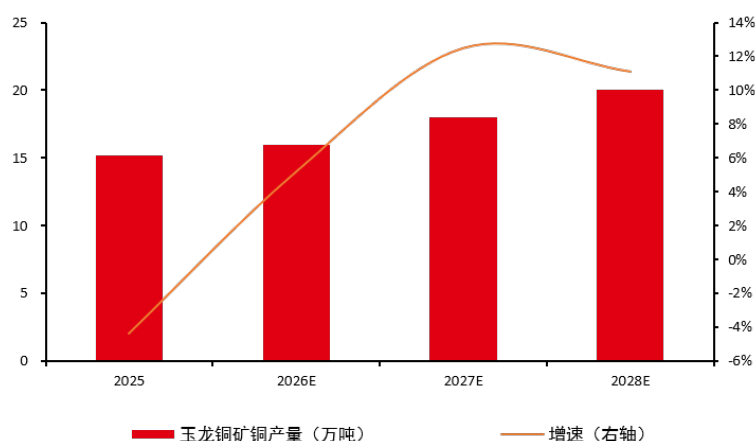
2.1 玉龙铜矿（58%权益）：公司业绩增长的核心驱动

2025 年，玉龙铜矿矿产铜产量 15.2 万吨、钼产量 4051 吨，实现净利润 59.88 亿元，对应公司权益 34.73 亿元。2026 年矿产铜产量预计约 16 万吨，矿产钼产量 4438 吨。

玉龙铜矿三期：于 2025 年 6 月获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，预计 2026 年底完成基建。2027 年玉龙铜矿铜产量预计约 18 万吨，钼金属产量 5000 吨以上，2028 年铜产量有望达到 20 万吨。

玉龙铜矿四期：4500 万吨/年生产规模扩建工程预可研已于 6 月底完成，公司预计 2026 年末形成明确结论，正在推进项目配套基础设施的前期工作，预计将于 2027 年启动前期手续办理与基建施工，整体建设周期约 1.5-2 年，有望于 2029 年建成投产。

图表9：玉龙铜矿产量规划



资料来源：西部矿业年报，中邮证券研究所

2.2 茶亭铜多金属矿：“十五五”期间最大增长点

2025 年底，公司通过玉龙铜业以自有资金完成对安徽茶亭铜多金属矿探矿权的收购，交易对价 86.09 亿元。该矿床为大型斑岩型铜金矿床，累计查明工业品级铜矿石量（推断）12180.30 万吨，金属量 65.67 万吨，平均品位 0.54%；低品位矿铜矿石量（推断）44956.12 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。

茶亭铜矿作为公司“十五五”期间重点项目，目前已完成了野外钻探和地质取样等工作，计划 2026 年底完成储量核实报告；2027 年完成探转采手续办理和开发利用方案的编制后开始基建工作，目前开采方式已基本明确为地下开采，建设周期约 3 年，目标 2030 年末建成投产。

2.3 多金属并进：铁+铅锌+锂

铁精矿：2026 年 80 万吨铁矿石增量主要来源于双利矿业、肃北博伦的新增产能释放，两座矿山逐步达产稳产后仍具备小幅增产潜力。远期增量依托格尔木西矿资源整合项目，该公司旗下它温查汗铁多金属矿与它温查汗西矿区 C5 异常区铁矿正推进矿区合并开采审批手续，手续办结落地后，公司铁矿石年处理能力将新增 200 万吨以上，成为远期铁矿产量核心增量来源。

铅锌：鑫源矿业 80 万吨/年新选矿厂基本建设完毕，有热矿区基础建设稳步推进，主平硐、进风井等按计划有序建设。

锂：直接持有青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司 27%股权，同时持有其控股股东青海泰丰先行锂能科技有限公司 6.29%股权。目前东台锂资源公司具备年产 2 万吨碳酸锂产能，且能够稳定满产。

3 风险提示

宏观经济大幅波动，需求不及预期，供应释放超预期，公司项目进度不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	61687	79030	87280	94980	营业收入	23.3%	28.1%	10.4%	8.8%
营业成本	49617	59290	65240	70231	营业利润	16.2%	121.8%	12.0%	13.2%
税金及附加	1065	1344	1484	1615	归属于母公司净利润	24.3%	128.1%	12.0%	13.2%
销售费用	33	40	44	47	获利能力				
管理费用	1201	1502	1658	1805	毛利率	19.6%	25.0%	25.3%	26.1%
研发费用	1083	1185	1309	1425	净利率	5.9%	10.5%	10.7%	11.1%
财务费用	609	0	0	0	ROE	19.7%	31.7%	26.6%	23.5%
资产减值损失	-597	-110	-110	-110	ROIC	15.5%	22.3%	20.2%	18.7%
营业利润	7115	15784	17672	19997	偿债能力				
营业外收入	42	42	42	42	资产负债率	57.5%	47.4%	39.9%	33.9%
营业外支出	89	89	89	89	流动比率	1.24	2.11	3.06	4.07
利润总额	7069	15738	17626	19950	营运能力				
所得税	917	1889	2115	2394	应收账款周转率	534.56	613.76	539.80	536.01
净利润	6152	13849	15511	17556	存货周转率	9.67	10.40	9.93	9.82
归母净利润	3643	8310	9306	10534	总资产周转率	1.08	1.19	1.08	0.97
每股收益(元)	1.53	3.49	3.91	4.42	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.53	3.49	3.91	4.42
货币资金	9203	23277	39695	58093	每股净资产	7.74	11.02	14.67	18.80
交易性金融资产	218	233	248	263	估值比率				
应收票据及应收账款	423	549	606	660	PE	24.15	10.59	9.45	8.35
预付款项	630	593	652	702	PB	4.77	3.35	2.52	1.96
存货	5148	6258	6886	7413	现金流量表				
流动资产合计	19263	33957	51402	70707	净利润	6152	13849	15511	17556
固定资产	25483	23244	20996	18739	折旧和摊销	2279	2579	2594	2610
在建工程	2377	2877	3377	3877	营运资本变动	-315	-39	-322	-324
无形资产	5969	5734	5494	5249	其他	2096	90	59	59
非流动资产合计	40154	39397	37546	35679	经营活动现金流净额	10211	16480	17842	19902
资产总计	59417	73354	88947	106386	资本开支	-3031	-754	-754	-754
短期借款	2614	2614	2614	2614	其他	160	-177	-63	-63
应付票据及应付账款	3146	3953	4349	4682	投资活动现金流净额	-2871	-931	-817	-817
其他流动负债	9736	9556	9851	10089	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	15496	16123	16814	17385	债务融资	2958	-963	3	3
其他	18670	18636	18636	18636	其他	-5329	-506	-609	-689
非流动负债合计	18670	18636	18636	18636	筹资活动现金流净额	-2371	-1470	-606	-687
负债合计	34165	34759	35451	36022	现金及现金等价物净增加额	4967	14074	16418	18398
股本	2383	2383	2383	2383					
资本公积金	4995	4995	4995	4995					
未分配利润	9539	16053	23355	31619					
少数股东权益	6806	12346	18550	25572					
其他	1529	2818	4214	5795					
所有者权益合计	25251	38595	53497	70364					
负债和所有者权益总计	59417	73354	88947	106386					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048