

江西铜业（600362.SH）

优于大市

铜价上涨提振业绩，国外资源布局迎来进展

核心观点

2025 年归母净利润同比增长 2.4%。2025 公司营业收入 5446 亿元，同比增长 4.5%；归母净利润 71.3 亿元，同比增长 2.4%；扣非归母净利润 91.5 亿元，同比增长 10.4%；经营性净现金流为-69 亿元，主要是铜价上涨，导致存货增加了 192 亿元。计提资产减值损失 12.6 亿元，主要来自城门山铜矿计提的其他非流动资产和在建工程减值损失。

铜价上涨，副产品抵扣后铜矿成本骤降，铜矿是公司主要盈利来源。报告期内公司铜矿产量平稳，国内 5 座 100%权益矿山合计产量 19.68 万吨，与往年持平，同时公司也将参股第一量子的权益铜矿产量纳入统计，大概 7.3 万吨。另外去年下半年以来金、银价格大幅上涨，公司主力矿山德兴铜矿每年副产 3.2 吨黄金、33 吨白银，大幅抵扣铜矿成本。

2026 年冶炼利润有望同比增加。我们测算公司 2025 年吨铜冶炼利润同比减少 1100 元，拖累项是 TC；2026 年以来硫酸价格继续大涨，是主要增利项，其次是金、银、free metal，TC 继续拖累，但幅度减小。预计 2026 年吨铜冶炼利润同比提升 900 元/吨。

收购索尔黄金，打开远期成长空间。公司已完成索尔黄金 100%股份收购，资源量：铜 1220 万吨、金 3050 万盎司、银 10,230 万盎司。品位方面，铜 0.6%，金 0.54g/t，银 1.6g/t，换算成当量铜 0.97%。根据索尔黄金 2024 年做的预可研，预计超过 28 年的矿山生命周期内，年均产铜 12.3 万吨，峰值 21.6 万吨/年；年均产金 27.7 万盎司，峰值 73.4 万盎司。江西铜业并未给出指引。

风险提示：铜价、钨价下跌，铜精矿加工费下跌，硫酸价格下跌，参股公司复产不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假设 2026-2028 年铜价均为 95000 元/吨，铜精矿加工费均为-10 美元/吨，预计归母净利润分别为 137.1/144.0/150.6 亿元，同比增速分别为 92.3%/5.0%/4.6%，每股收益分别为 4.0/4.2/4.4 元，当前股价对应 PE 分别为 10.9/10.4/9.9x。公司国内大型露天铜矿成本低、盈利稳健，主导的全球最大露天钨矿投产放量，参股第一量子即将走出低谷期，盈利潜力大，收购 Cascade 铜矿打开未来成长空间，参股的 2 座世界级铜矿在未来 5 年有望迎来重大进展，公司国外资源多点开花，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)	520,928	544,623	410,949	409,479	409,479
(+/-%)	-0.2%	4.5%	-24.5%	-0.4%	0.0%
净利润(百万元)	6962	7130	13714	14395	15062
(+/-%)	7.0%	2.4%	92.3%	5.0%	4.6%
每股收益(元)	2.01	2.06	3.96	4.16	4.35
EBIT Margin	2.4%	3.2%	4.4%	4.0%	4.0%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	8.8%	15.6%	15.1%	14.6%
市盈率 (PE)	21.5	21.0	10.9	10.4	9.9
EV/EBITDA	20.0	15.6	13.7	14.3	14.1
市净率 (PB)	1.92	1.84	1.70	1.57	1.46

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

43.26 元

收盘价

总市值/流通市值

149798/149798 百万元

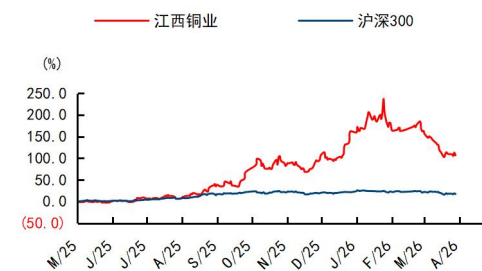
52 周最高价/最低价

70.70/19.01 元

近 3 个月日均成交额

3371.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

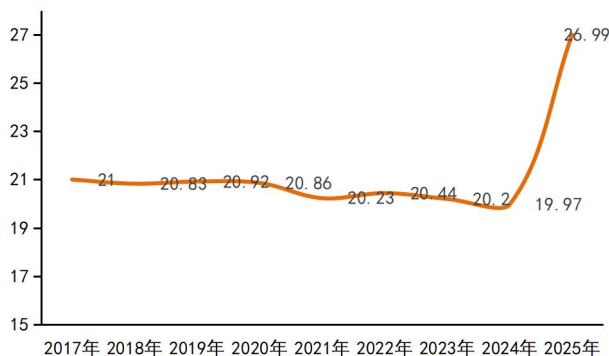
相关研究报告

《江西铜业（600362.SH）-铜矿盈利攀升，冶炼业务短期承压》
——2025-11-03《江西铜业（600362.SH）-国内铜矿盈利稳健，国外资源多点开花》
——2025-09-01

年报概况

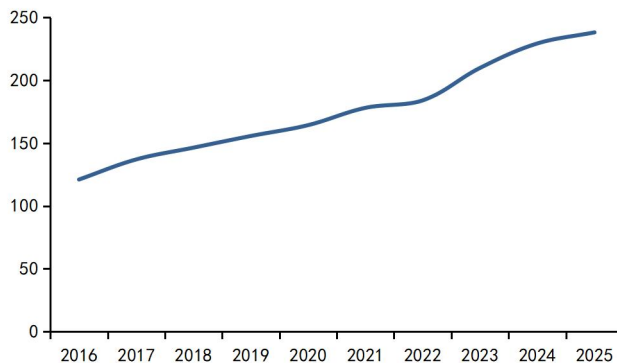
2025 年归母净利润同比增长 2.4%。2025 公司营业收入 5446 亿元,同比增长 4.5%;归母净利润 71.3 亿元,同比增长 2.4%;扣非归母净利润 91.5 亿元,同比增长 10.4%;经营性净现金流为-69 亿元,主要是铜价上涨,导致存货增加了 192 亿元。计提资产减值损失 12.6 亿元,主要来自城门山铜矿计提的其他非流动资产和在建工程减值损失。

图1: 江西铜业铜精矿产量 (万吨, 含第一量子权益)



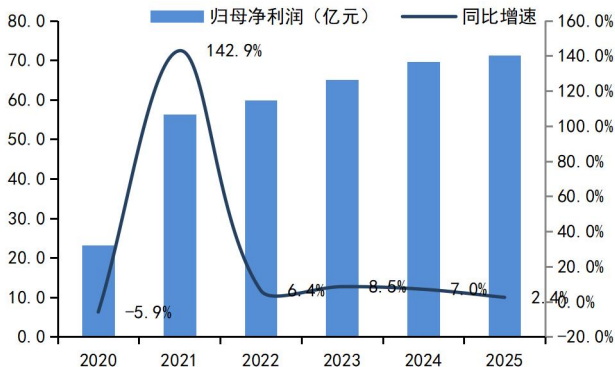
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 江西铜业阴极铜产量 (单位: 万吨)



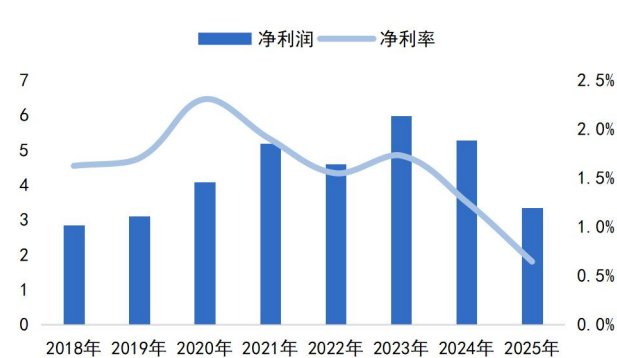
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 江西铜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: 富冶和鼎盈利情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

铜价上涨, 副产品抵扣后铜矿成本骤降, 铜矿是公司主要盈利来源。报告期内公司铜矿产量平稳, 国内 5 座 100%权益矿山合计产量 19.68 万吨, 与往年持平, 同时公司也将参股第一量子的权益铜矿产量纳入统计, 大概 7.3 万吨。另外去年下半年以来金、银价格大幅上涨, 公司主力矿山德兴铜矿每年副产 3.2 吨黄金、33 吨白银, 大幅抵扣铜矿成本。

表1: 公司主要矿产品产量 (不含第一量子)

	铜(万吨)	金(千克)	银(千克)	钼(吨)
德兴铜矿	15.22	3,215	32,600	8,700
永平铜矿	0.63	17	6,651	
银山矿业	1.26	1,224	22,064	
武山铜矿	1.32	171	8,280	

城门山铜矿	1.25	145	11,300	
合计	19.68	4,772	80,895	8,700

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2026 年冶炼利润有望同比增加。对于副产品的量，我们做如下假设，粗炼 1 吨铜副产 3.5 吨浓硫酸，阳极泥含金 15g/吨铜，阳极泥含银 500g/吨铜（不同矿差异很大，简单参考），铜回收率差额 2%；对于副产品价格，硫酸价格波动巨大，谨慎参考。TC 采用年度长协，实际公司用矿价格与长协有差异，谨慎参考。根据上述假设，2025 年吨铜冶炼利润同比减少 1100 元，拖累项是 TC；2026 年以来硫酸价格继续大涨，是主要增利项，其次是金、银、free metal，TC 继续拖累，但幅度减小。预计 2026 年吨铜冶炼利润同比提升 900 元/吨。

表2：公司铜冶炼利润变动试算

主要产品价格	2024 年	2025 年	2026E
硫酸价格（元/吨）	280	600	1000
金价（元/克）	550	800	1100
银价（元/千克）	7200	9700	18000
铜价（元/吨）	75000	80800	95000
TC（美元/吨）	80	21.25	0
对铜冶炼利润影响			
硫酸利润增厚（元/吨铜）		991	1239
黄金利润增厚（元/吨铜）		263	315
白银利润增厚（元/吨铜）		63	208
铜收率利润增厚（元/吨铜）		103	251
TC 利润增厚（元/吨铜）		-2526	-914
合计		-1107	1099

资料来源：ifind、国信证券经济研究所测算

表3：公司冶炼产能分布

冶炼厂	地址	持股比例	产能（万吨）	备注
贵溪冶炼厂	江西鹰潭	100%	93	粗炼+精炼
江铜清远	广东清远	100%	20	精炼
江铜富冶和鼎	浙江杭州	40%	62	粗炼+精炼
山东恒邦	山东烟台	44%	33.5	粗炼+精炼
江铜宏源	江西鹰潭	43%	10	精炼
江铜国兴	山东烟台	65%	24	粗炼+精炼
合计		172	242.5	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

巴库塔钨矿增厚公司利润。江西铜业持有佳鑫国际资源 30.11%股权，旗下巴库塔钨矿自 2025 年 4 月启动商业生产及销售后，全年生产白钨精矿 5008 吨，销售 4879 吨。随着产能爬坡和运营优化，公司成本结构有望进一步改善。预计 2026 年产量能增长至 9000 吨左右，2027 年有望随着二期抛废项目的投运，设计年处理能力达到 495 万吨/年，完全达产后年产量稳定在 1.3 万吨以上。随着钨精矿售价不断创历史新高，将显著增厚江西铜业利润。

第一量子旗下铜矿变化。公司持有第一量子 18.47%股权，是其最大股东。第一量子未来几年的增量项目是 Kansanshi 铜矿的 S3 扩建项目，该项目 2025 年末已投入商业化运营，预计 2026 年增加 6 万吨铜产量。巴拿马铜矿方面，2025 年 10 月政府启动环境审计，预计 2026 年 4 月结束。在 2025 年巴拿马政府允许了堆存精

矿外运以及铜矿配套发电厂重启。在 2026 年 1 月，政府允许公司处理堆存的 3800 万吨原矿（7 万金属吨）。在往好的方向发展，但第一量子并未给出 2028 年前巴拿马铜矿的复产预期。

收购索尔黄金，打开远期成长空间。公司已完成索尔黄金 100%股份收购，旗下 Cascabel 铜多金属矿项目主要的 Alpala 矿床目前拥有探明、控制及推断资源量：铜 1220 万吨、金 3050 万盎司、银 10,230 万盎司。品位方面，铜 0.6%，金 0.54g/t，银 1.6g/t，换算成当量铜 0.97%。根据索尔黄金 2024 年做的预可研，超过 28 年的矿山生命周期内，年均产铜 12.3 万吨，峰值 21.6 万吨/年；年均产金 27.7 万盎司，峰值 73.4 万盎司。江西铜业并未给出指引。

参股 2 座世界级铜矿，迎来积极进展。江西铜业持股 25%的阿富汗艾娜克铜矿进入实质开发阶段，进矿道路接近竣工，预计 2030 年前后建成投产；江西铜业持股 40%的秘鲁加莱诺铜矿，是项目主导方中国五矿落实“十五五”铜资源战略的重要举措。这两座铜矿合计资源量超过 2000 万吨，预计未来 5 年均有所进展。

盈利预测的敏感性分析

公司主要业务是铜矿山开采及铜冶炼，影响公司盈利的主要因素是铜价以及铜精矿加工费，我们以铜价和铜精矿加工费两个变量进行盈利预测的敏感性分析。我们在盈利预测中假设 2026 年铜价为 95000 元/吨，铜精矿加工费为-10 美元/吨。我们列举不同铜价和铜精矿加工费情况下，公司 2026 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

表4：不同价格水平下公司 2026 年归母净利润（亿元）

		铜价（元/吨）				
		85,000	90,000	95,000	100,000	105,000
铜精矿加工费（美元/吨）	-30	117.2	123.7	130.1	136.5	142.9
	-20	120.8	127.2	133.6	140.0	146.5
	-10	124.3	130.7	137.1	143.6	150.0
	0	127.8	134.3	140.7	147.1	153.5
	10	131.4	137.8	144.2	150.6	157.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

投资建议

假设 2026-2028 年铜价均为 95000 元/吨，铜精矿加工费均为-10 美元/吨，预计归母净利润分别为 137.1/144.0/150.6 亿元，每股收益分别为 4.0/4.2/4.4 元，当前股价对应 PE 分别为 10.9/10.4/9.9x。公司国内大型露天铜矿成本低、盈利稳健，主导的全球最大露天钨矿投产放量，参股第一量子即将走出低谷期，盈利潜力大，收购 Cascabel 铜矿打开未来成长空间，参股的 2 座世界级铜矿在“十五五”期间有望迎来重大进展，公司国外资源多点开花，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	30376	34544	100243	101383	106035	营业收入	520928	544623	410949	409479	409479
应收款项	11222	18021	7881	7853	7853	营业成本	502484	520686	386574	386581	386581
存货净额	44853	68188	42123	43123	44139	营业税金及附加	1680	1919	1438	1433	1433
其他流动资产	22992	17716	16438	16379	16379	销售费用	411	387	493	491	491
流动资产合计	114995	142037	170254	172307	177975	管理费用	2856	3001	3288	3276	3276
固定资产	37077	38402	38171	37667	36871	研发费用	1118	1415	1233	1228	1228
无形资产及其他	7338	7106	6823	6539	6256	财务费用	791	909	822	819	819
投资性房地产	14232	12709	12709	12709	12709	投资收益	(2147)	(2412)	896	2832	3616
长期股权投资	19487	18437	22880	28904	32043	资产减值及公允价值变动	(816)	(3777)	(900)	(900)	(900)
资产总计	193128	218691	250836	258126	265854	其他收入	(963)	(1124)	(833)	(828)	(828)
短期借款及交易性金融负债	50539	65694	65000	65000	65000	营业利润	8779	10408	17496	17982	18766
应付款项	10915	18378	26327	26294	26273	营业外净收支	330	(253)	0	0	0
其他流动负债	24753	28973	46612	46553	46516	利润总额	9109	10155	17496	17982	18766
流动负债合计	86207	113046	137938	137848	137790	所得税费用	1686	2687	2624	2697	2815
长期借款及应付债券	17131	9639	9639	9639	9639	少数股东损益	461	338	1158	889	889
其他长期负债	1987	1865	1682	1420	1231	归属于母公司净利润	6962	7130	13714	14395	15062
长期负债合计	19118	11505	11321	11059	10870	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	105326	124550	149260	148907	148660	净利润	6962	7130	13714	14395	15062
少数股东权益	9857	12865	13444	13889	14333	资产减值准备	80	302	190	(12)	(29)
股东权益	77945	81276	88133	95330	102861	折旧摊销	379	410	3926	4401	4709
负债和股东权益总计	193128	218691	250836	258126	265854	公允价值变动损失	816	3777	900	900	900
						财务费用	791	909	822	819	819
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(6087)	(11471)	63076	(1278)	(1293)
每股收益	2.01	2.06	3.96	4.16	4.35	其它	55	(259)	389	457	474
每股红利	1.42	1.80	1.98	2.08	2.17	经营活动现金流	2204	(111)	82195	18863	19823
每股净资产	22.51	23.47	25.45	27.53	29.71	资本开支	0	2150	(4501)	(4501)	(4501)
ROIC	7.63%	8.85%	13%	16%	16%	其它投资现金流	(2036)	1983	0	0	0
ROE	8.93%	8.77%	16%	15%	15%	投资活动现金流	(16715)	5183	(8944)	(10525)	(7640)
毛利率	4%	4%	6%	6%	6%	权益性融资	81	269	0	0	0
EBIT Margin	2%	3%	4%	4%	4%	负债净变化	326	(7276)	0	0	0
EBITDA Margin	2%	3%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(4934)	(6224)	(6857)	(7198)	(7531)
收入增长	-0%	5%	-25%	-0%	0%	其它融资现金流	18402	25826	(694)	0	0
净利润增长率	7%	2%	92%	5%	5%	融资活动现金流	9267	(904)	(7551)	(7198)	(7531)
资产负债率	60%	63%	65%	63%	61%	现金净变动	(5244)	4168	65699	1140	4652
股息率	3.3%	4.2%	4.6%	4.8%	5.0%	货币资金的期初余额	35620	30376	34544	100243	101383
P/E	21.5	21.0	10.9	10.4	9.9	货币资金的期末余额	30376	34544	100243	101383	106035
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	3748	77735	12621	12914
EV/EBITDA	20.0	15.6	13.7	14.3	14.1	权益自由现金流	0	22299	74726	10603	10921

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