

江西铜业（600362.SH）

优于大市

铜矿盈利攀升，冶炼业务短期承压

核心观点

2025Q3 归母净利润同比增长 35%。2025Q3 公司营业收入 1391 亿元，同比增长 12.8%，归母净利润 18.5 亿元，同比增长 35.2%；扣非归母净利润 19.1 亿元，同比增长 94.7%。三季度公司毛利润 40.8 亿元，环比下降 11 亿元，主因铜精矿冶炼加工费下滑。

冶炼业务承压但总体可控。自 2023 年 11 月巴拿马铜矿关停以来，叠加全球新建冶炼厂集中投产，铜精矿供应愈加紧张，即使大型冶炼企业，铜精矿长单比例相较往年也有一定下滑。当前长单加工费和现货加工费劈叉，现货加工费在 -40 美元/吨以下，长单加工费在 21 美元/吨。冶炼厂全部使用长单盈利尚可，如果使用部分现货，冶炼利润就会受到影响。对于江西铜业而言，2025 年阴极铜产量目标 237 万吨，前三季度产量估计 180 万吨，四季度生产压力不大。另外公司可以一定程度上灵活选择铜精矿、冷料的使用配比，预计四季度加工费压力不会显著增加。

另外，公司半年报计提资产减值损失 7.8 亿元，其中大部分是存货跌价损失。随着三季度铜价持续反弹，三季报拨回了一部分，如果四季度铜价维持高位，仍有部分存货跌价计提拨回。

三季度销售费用高是季节特征。2025Q3 公司销售费用 3.6 亿元，显著高于二季度 0.2 亿元的水平。过往几年公司三季度销售费用显著高于其他季度。一般四季度销售费用会显著低于其他季度。

风险提示：铜价下跌，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 2025-2027 年铜价为 80300/85000/8500 元/吨（原值 78000/79000/79000 元/吨），铜精矿加工费为 25/-10/-10 美元/吨（原值 25/0/0 美元/吨），预计归母净利润分别为 84.1/96.2/107.2 亿元（原预测值 81.1/89.4/96.2 亿元），主因上调铜价及钨价预测，每股收益分别为 2.43/2.78/3.10 元，当前股价对应 PE 分别为 16.3/14.2/12.8x。公司国内大型露天铜矿成本低、盈利稳健，贵金属价格上涨进一步摊低铜矿成本，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，充分受益于铜价上行周期，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	521,893	520,928	331,844	344,504	344,504
(+/-%)	8.7%	-0.2%	-36.3%	3.8%	0.0%
净利润(百万元)	6505	6962	8409	9616	10721
(+/-%)	8.5%	7.0%	20.8%	14.3%	11.5%
每股收益(元)	1.88	2.01	2.43	2.78	3.10
EBIT Margin	1.6%	2.4%	3.5%	3.4%	3.4%
净资产收益率 (ROE)	9.6%	8.9%	10.0%	10.6%	10.9%
市盈率 (PE)	21.0	19.6	16.3	14.2	12.8
EV/EBITDA	20.4	15.9	14.7	14.4	14.2
市净率 (PB)	2.03	1.75	1.63	1.51	1.39

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

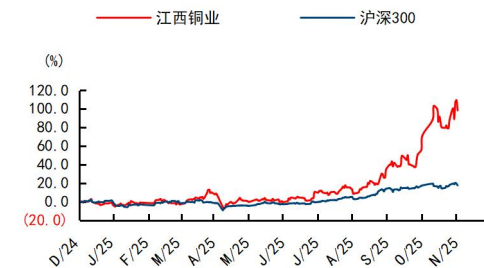
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	41.09 元
总市值/流通市值	142284/142284 百万元
52 周最高价/最低价	45.15/19.01 元
近 3 个月日均成交额	2120.40 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）-国内铜矿盈利稳健，国外资源多点开花》——2025-09-01

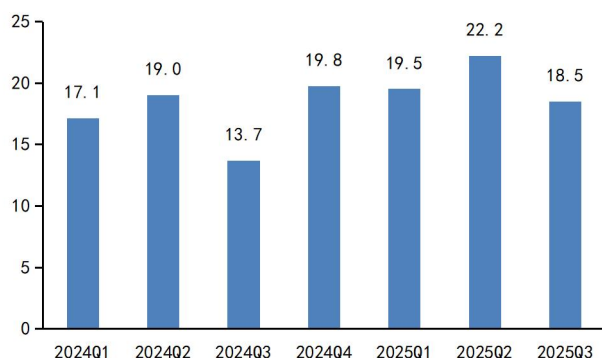
2025Q3 归母净利润同比增长 35%。2025Q3 公司营业收入 1391 亿元，同比增长 12.8%，归母净利润 18.5 亿元，同比增长 35.2%；扣非归母净利润 19.1 亿元，同比增长 94.7%。三季度公司毛利润 40.8 亿元，环比下降 11 亿元，主因铜精矿冶炼加工费下滑。

自从 2023 年 11 月巴拿马铜矿关停以来，叠加全球新建冶炼厂集中投产，铜精矿供应愈加紧张，即使大型冶炼企业，铜精矿长单比例相较往年也有一定下滑。当前长单加工费和现货加工费劈叉，现货加工费在-40 美元/吨以下，长单加工费在 21 美元/吨。冶炼厂全部使用长单盈利尚可，如果使用部分现货，冶炼利润就会受到影响。对于江西铜业而言，2025 年阴极铜产量目标 237 万吨，前三季度产量估计 180 万吨，四季度生产压力不大。另外公司可以一定程度上灵活选择铜精矿、冷料的使用配比，预计四季度加工费压力不会显著增加。

另外，公司半年报计提资产减值损失 7.8 亿元，其中大部分是存货跌价损失。随着三季度铜价持续反弹，三季报拨回了一部分，所以三季度公司资产减值拨回 4.8 亿元。如果四季度铜价维持高位，仍有部分存货跌价计提拨回。

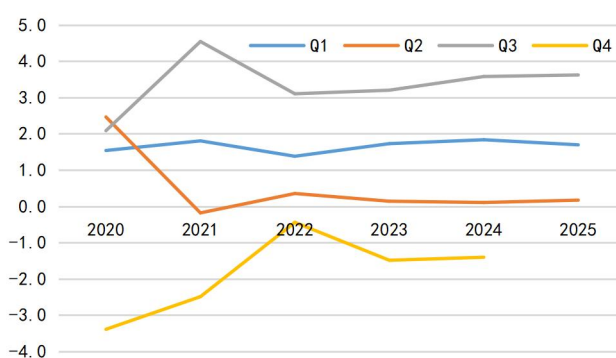
三季度销售费用高是季节特征。2025Q3 公司销售费用 3.6 亿元，显著高于二季度 0.2 亿元的水平。过往几年公司三季度销售费用显著高于其他季度。一般四季度销售费用会显著低于其他季度。

图1：江西铜业单季度归母净利润（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2：江西铜业单季度销售费用（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 85000 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1：不同价格水平下公司 2026 年归母净利润（亿元）

		铜价（元/吨）				
		7000	75000	80000	85000	90000
铜精矿加工费（美元/吨）	-30	69.4	75.9	82.4	88.9	95.4
	-20	73.0	79.5	86.0	92.5	99.0
	-10	76.7	83.2	89.7	96.2	102.7
	0	80.3	86.8	93.3	99.8	106.3
	10	83.9	90.4	96.9	103.4	109.9

资料来源：国信证券经济研究所预测

投资建议

假设 2025-2027 年铜价为 80300/85000/85000 元/吨（原值 78000/79000/79000 元/吨），铜精矿加工费为 25/-10/-10 美元/吨（原值 25/0/0 美元/吨），预计归母净利润分别为 84.1/96.2/107.2 亿元（原预测值 81.1/89.4/96.2 亿元），主因上调铜价及钨价预测，每股收益分别为 2.43/2.78/3.10 元，当前股价对应 PE 分别为 16.3/14.2/12.8x。公司国内大型露天铜矿成本低、盈利稳健，贵金属价格上涨进一步摊低铜矿成本，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，充分受益于铜价上行周期，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	35620	30376	54764	60642	68176	营业收入	521893	520928	331844	344504	344504
应收款项	4410	6348	3637	3775	3775	营业成本	507899	502484	315074	327605	327605
存货净额	40538	44853	25708	26703	26685	营业税金及附加	1554	1680	996	1034	1034
其他流动资产	10358	21279	9955	10335	10335	销售费用	358	411	398	413	413
流动资产合计	102016	114995	106202	113596	121110	管理费用	2559	2856	2655	2756	2756
固定资产	32821	37077	35697	34082	32261	研发费用	1020	1118	996	1034	1034
无形资产及其他	7409	7338	7045	6753	6460	财务费用	384	791	664	689	689
投资性房地产	21097	14232	14232	14232	14232	投资收益	315	(2147)	100	1200	2500
长期股权投资	4808	19487	19887	21887	23887	资产减值及公允价值变动	(481)	(816)	(900)	(900)	(900)
资产总计	168151	193128	183063	190548	197949	其他收入	(553)	(963)	(596)	(634)	(634)
短期借款及交易性金融负债	38263	50539	50539	50539	50539	营业利润	8419	8779	10662	11674	12974
应付款项	14973	10915	6855	7121	7116	营业外净收支	(39)	330	0	0	0
其他流动负债	17060	24753	12621	13111	13102	利润总额	8380	9109	10662	11674	12974
流动负债合计	70296	86207	70016	70771	70757	所得税费用	1404	1686	1599	1751	1946
长期借款及应付债券	18639	17131	17131	17131	17131	少数股东损益	470	461	653	307	307
其他长期负债	2467	1987	1770	1554	1249	归属于母公司净利润	6505	6962	8409	9616	10721
长期负债合计	21106	19118	18901	18685	18381	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	91402	105326	88917	89456	89138	净利润	6505	6962	8409	9616	10721
少数股东权益	9327	9857	10314	10529	10744	资产减值准备	(24)	80	185	(32)	(55)
股东权益	67422	77945	83832	90563	98068	折旧摊销	2672	2817	3588	4041	4269
负债和股东权益总计	168151	193128	183063	190548	197949	公允价值变动损失	481	816	900	900	900
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	384	791	664	689	689
每股收益	1.88	2.01	2.43	2.78	3.10	营运资本变动	13407	(7074)	16957	(1007)	(355)
每股红利	1.10	1.42	0.73	0.83	0.93	其它	220	55	272	246	270
每股净资产	19.47	22.51	24.21	26.15	28.32	经营活动现金流	23261	3657	30312	13765	15751
ROIC	5.90%	8.07%	8%	9%	9%	资本开支	0	(5958)	(3001)	(3001)	(3001)
ROE	9.65%	8.93%	10%	11%	11%	其它投资现金流	(3443)	(1050)	0	0	0
毛利率	3%	4%	5%	5%	5%	投资活动现金流	(3145)	(21687)	(3401)	(5001)	(5001)
EBIT Margin	2%	2%	4%	3%	3%	权益性融资	121	304	0	0	0
EBITDA Margin	2%	3%	5%	5%	5%	负债净变化	7332	326	0	0	0
收入增长	9%	-0%	-36%	4%	0%	支付股利、利息	(3797)	(4934)	(2523)	(2885)	(3216)
净利润增长率	9%	7%	21%	14%	11%	其它融资现金流	(23791)	21697	0	0	0
资产负债率	60%	60%	54%	52%	50%	融资活动现金流	(16598)	12786	(2523)	(2885)	(3216)
股息率	2.8%	3.6%	1.8%	2.1%	2.4%	现金净变动	3518	(5244)	24388	5879	7533
P/E	21.0	19.6	16.3	14.2	12.8	货币资金的期初余额	32102	35620	30376	54764	60642
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	35620	30376	54764	60642	68176
EV/EBITDA	20.4	15.9	14.7	14.4	14.2	企业自由现金流	0	(126)	27511	9946	10827
						权益自由现金流	0	21897	26509	9202	10197

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