

江西铜业 (600362.SH) 铜冶炼龙头再起航，资源并购助成长

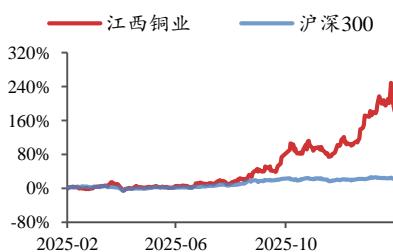
2026年02月03日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2026/2/2
当前股价(元)	57.08
一年最高最低(元)	70.70/19.01
总市值(亿元)	1,976.53
流通市值(亿元)	1,184.55
总股本(亿股)	34.63
流通股本(亿股)	20.75
近3个月换手率(%)	196.62

股价走势图



数据来源：聚源

孙二春（分析师）

sunerchun@kysec.cn

证书编号：S0790525060001

冯伟珉（联系人）

fengweimin@kysec.cn

证书编号：S0790124070040

● 并购投资项目持续落地，铜业龙头再起航

江西铜业是国内领先的铜冶炼生产商，在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工的一体化产业链。目前公司主要资产包括国内规模领先的铜冶炼产能和5座在产铜矿山，整体生产稳健。同时公司积极实践“资源优先”战略，推动第一量子的战略合作关系，并已在中亚、南美等地区进行资源布局，合作资源项目（艾娜克铜矿、北秘鲁矿业）有望迎来开花结果。我们预计2025-2027年公司将实现归母净利润分别为84.51/121.47/133.6亿元，当前股价对应PE为23.4/16.3/14.8倍。首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 产业链一体化协同高效，铜冶炼龙头地位稳固

公司于1979年成立于江西南昌，围绕江西地区丰富的铜矿资源，打造了从上游资源到下游冶炼加工的一体化布局。(1)上游资源：公司在国内持有五座在产矿山，年产铜精矿金属量约20万吨，生产规模较为稳定；(2)冶炼端：公司持有五家在产冶炼厂，其中贵溪冶炼厂为国内规模最大、技术领先的单体冶炼厂，同时持有恒邦冶炼44.48%股权，合计拥有阴极铜/黄金/硫酸冶炼产能213万吨/125吨/621万吨；(3)加工端：公司旗下拥有十家现代化铜材加工厂，合计铜加工产能约180万吨，涵盖铜杆线、铜管、铜箔等产品领域。

● 海内外多元化资源布局，外延并购有望开花结果

公司坚持资源优先战略，并已在海内外多个地区布局资源项目，增厚了公司资源储备并为后续拓展奠定基础。2019年公司通过海外平台获得第一量子股权，后于2024年达成股东权利协议。第一量子年铜金属产量最高超过70万吨，并持有多个资源丰富的待开发绿地项目，双方合作有望协同两者资源端的比较优势。同时公司积极与五矿集团等国内矿业公司展开合作，已参股艾娜克铜矿、北秘鲁铜业等优质项目，此外公司全资要约收购的索尔黄金持有世界级绿地项目Cascabel，后续投产后将大幅提升公司自产铜、黄金产量。

● 风险提示：项目建设低于预期；全球铜供给超出预期；冶炼产能超预期增长。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	521,893	520,928	562,726	727,475	783,080
YOY(%)	8.7	-0.2	8.0	29.3	7.6
归母净利润(百万元)	6,505	6,962	8,451	12,147	13,360
YOY(%)	8.5	7.0	21.4	43.7	10.0
毛利率(%)	2.7	3.5	3.0	3.1	3.1
净利率(%)	1.2	1.3	1.5	1.7	1.7
ROE(%)	9.1	8.5	9.7	12.5	12.3
EPS(摊薄/元)	1.88	2.01	2.44	3.51	3.86
P/E(倍)	30.4	28.4	23.4	16.3	14.8
P/B(倍)	2.9	2.5	2.4	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 铜产业链一体化布局，矿端资源持续增厚.....	4
1.1、 公司业务：覆盖上游资源到下游加工的一体化布局.....	4
1.2、 股权结构：控股股东为江西省国资委.....	5
1.3、 财务分析：资源板块有望实现快速增长.....	6
2、 自有资产：立足矿山-冶炼-加工的铜全产业链布局.....	7
2.1、 自有矿山均位于江西省内，且拥有国内规模领先的露天铜矿.....	7
2.2、 国内领先的铜冶炼产能，兼具规模与成本优势.....	9
3、 参控股资产：多元化资源布局，“走出去”战略有望开花结果.....	10
3.1、 恒邦股份：国内领先的黄金冶炼厂商，辽上金矿有望 2027 年投产.....	10
3.2、 第一量子：持续加强合作，未来或有望为公司冶炼原料提供保障.....	12
3.3、 Cascabel 铜金矿：位于厄瓜多尔的世界级绿地矿山.....	14
3.4、 万国黄金集团：梯次化产能布局驱动利润增长.....	16
3.5、 艾娜克铜矿：世界级特大型铜矿已开启实质性推进.....	17
3.6、 北秘鲁铜业：持有秘鲁大型绿地铜矿 Galeno.....	18
3.7、 巴库塔钨矿：世界级露天单一钨矿投产，利润有望受益于量价齐升.....	20
4、 盈利预测与投资建议	22
5、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

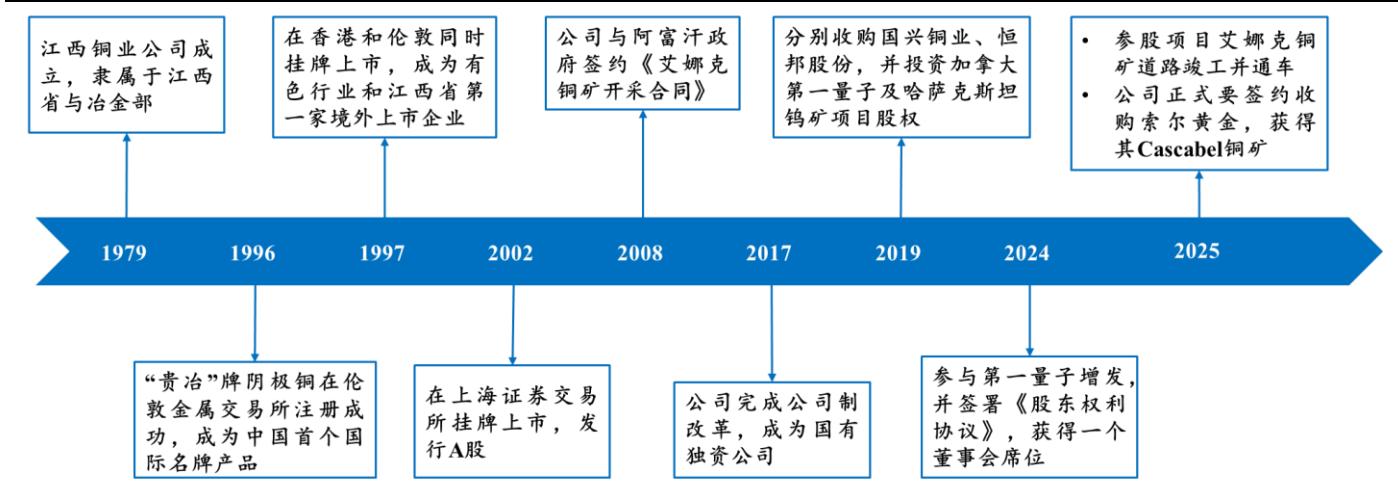
图 1： 2025 年 12 月，公司正式要约收购索尔黄金全部股份，进一步拓展公司的资源版图	4
图 2： 截至 2025Q3，公司实控人为江西省国资委	5
图 3： 2025Q3 公司实现归母净利润 60.23 亿元，同比增长 21%.....	6
图 4： 2025Q3 公司实现营收 3960.5 亿元，同比持平	6
图 5： 2024 年阴极铜和黄金为公司贡献 64% 的营收	6
图 6： 2024 年阴极铜产品占毛利的 55.38%	6
图 7： 2025Q3 公司实现经营性现金净流入 62.88 亿元	7
图 8： 2025Q3 公司资本开支（单位：亿元）	7
图 9： 2020-2024 年公司自产铜矿稳定在 20 万吨以上	7
图 10： 2024 年，德兴铜矿贡献近 80% 自产铜矿产量	7
图 11： 2020-2024 年公司自产金矿维持在 5 吨	8
图 12： 2024 年公司自产银矿产量为 67.5 吨	8
图 13： 2024 年公司冶炼产金产量同比增长 5%	9
图 14： 2024 年公司冶炼产银产量为 1214 吨	9
图 15： 2024 年公司硫酸产量为 604 万吨	10
图 16： 近期江西地区硫酸价格持续提升	10
图 17： 截至 2025 年 9 月末，江西铜业合计持有恒邦股份股权为 44.48%	10
图 18： 2022-2024 年恒邦股份黄金产量持续增长（贵金属单位：吨；铜、硫酸：万吨）	11
图 19： 2024 年黄金与电解铜产品占比提升至 80% 以上	11
图 20： 2024 年起其他产品业务毛利比例提升	11
图 21： 江西铜业合计持有石埠金矿 55.47% 的权益比例	12

图 22: 第一量子核心铜矿项目主要位于巴拿马和南美	13
图 23: 2025Q1-Q3 第一量子实现营业收入 37.62 亿美元	13
图 24: 2025Q1-Q3 第一量子实现营业收入 37.62 亿美元	13
图 25: 公司间接持有第一量子 18.47% 的股权	14
图 26: 停产前, Cobre Panama 盈利重要性逐步凸显	14
图 27: 停产前, Cobre Panama 铜矿年产量超 30 万吨	14
图 28: 截至 2025 年末, 公司通过全资子公司持有索尔黄金 12.2% 股权	15
图 29: 截至 2025 年末, 公司通过恒邦股份持有万国黄金集团股份	16
图 30: 2025H1 公司营业收入同比增长 34% 至 12.4 亿元	17
图 31: 2025H1 公司归母净利润达到 6.01 亿元	17
图 32: 截至 2025 年 6 月末, 公司持有艾娜克铜矿 25% 股权	18
图 33: 艾娜克铜矿位于阿富汗的东部	18
图 34: 2025 年 8 月艾娜克铜矿进矿公路已顺利贯通	18
图 35: 收购完成后, 公司持有合资公司 40% 股权	19
图 36: 根据预可研报告, Galeno 铜金矿的铜金属平均年产量超过 14 万吨	19
图 37: 公司持有巴库塔钨矿 31.24% 股权, 为第二大股东	20
图 38: 巴库塔钨矿位于阿拉木图州, 区位交通便利	20
图 39: 二期投产后项目钨精矿年产量在 1 万吨以上	22
图 40: 项目二期将选矿规模提升至 485 万吨	22
图 41: 自 2027 年起, 巴库塔钨矿年目标产量预计将达 495 万吨并维持该水平	22
 表 1: 公司建立了勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链	4
表 2: 公司近四年分红情况	7
表 3: 截至 2024 年末, 公司 100% 所有权的保有资源量约为铜金属 889.91 万吨	8
表 4: 随着江铜宏源与江铜铜兴放量, 2023 年公司阴极铜产量突破 200 万吨	9
表 5: 截至 2025 年 3 月末, 恒邦股份的黄金资源量规模达到 150.41 吨	11
表 6: 项目探明+控制+推断铜金属资源量合计超过 1300 万吨	15
表 7: 当前铜价与金价下, 项目归母净利润有望超过 60 亿元	15
表 8: 万国黄金集团境内外矿产项目产能储备充足, 梯次释放支撑长期增长	17
表 9: 根据预可研报告, Galeno 铜金属资源量超过 400 万吨	19
表 10: 巴库塔钨矿总成本 86 人民币/吨, 边界品位 0.05%	21
表 11: 巴库塔钨矿保有 WO_3 储量达 14.08 万吨	21
表 12: 公司盈利预测 (单位: 亿元)	22
表 13: 公司 PE 估值略高于可比公司平均	23

1、铜产业链一体化布局，矿端资源持续增厚

从本土奠基到全球布局，多资产配置支持远期成长。1979年，江西铜业公司（公司前身）成立，隶属江西省和冶金部；1996年，“贵冶”牌阴极铜在伦敦注册成功，成为中国首个国际铜品牌。1997年1月，江西铜业公司与香港国际铜业、深圳宝恒等共同发起江西铜业股份有限公司（以下简称“江西铜业”或公司），同年4月，公司同时在香港和伦敦上市并募集资金16.1亿港元。2001年，公司登陆A股市场，并于2002年在上交所上市，股票代码为600362.SH。2008年，公司发行68亿元分离交易可转债并完成整体上市，同年签约阿富汗艾娜克铜矿项目。2019年，公司收购国兴铜业、恒邦股份，并投资加拿大第一量子及哈萨克斯坦钨矿股权。2025年，公司参股艾娜克铜矿实现道路通车，同年12月公司宣布正式要约收购索尔黄金所有股份以开发Cascabel铜矿项目，项目投产有望为公司带来铜原料支持。

图1：2025年12月，公司正式要约收购索尔黄金全部股份，进一步拓展公司的资源版图



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.1、公司业务：覆盖上游资源到下游加工的一体化布局

公司已建立从上游资源勘探开发到下游加工的一体化产业链。公司作为国内最重要的铜及贵金属生产基地之一，基于自身丰富的铜矿资源，建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链。

表1：公司建立了勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链

业务类型	主要业务	主要资产	2024年经营情况
矿石采选业务	矿产铜		铜精矿含铜 19.97 万吨
	矿产金	德兴铜矿、永平铜矿、武山铜矿、城门山铜矿、	铜精矿含金 5.3 吨
	矿产银	银山矿业	铜精矿含银 67.5 吨
	硫精矿		标硫精矿 271.66 万吨
冶炼业务	矿产钼	德兴铜矿	钼精矿折合量 (45%) 8466 吨
	阴极铜	贵溪冶炼厂、江西铜业(清远)、江铜富冶和鼎、江铜宏源、江铜国兴(烟台)、恒邦股份	2024 年阴极铜产量 229.19 万吨
	黄金	贵溪冶炼厂、江铜国兴(烟台)、恒邦股份	2024 年黄金产量 118 吨
	白银		2024 年白银产量 1214 吨
硫化工业务	硫酸	贵溪冶炼厂、恒邦股份、江铜化工(德兴)、江铜	2024 年硫酸产量 604 万'吨

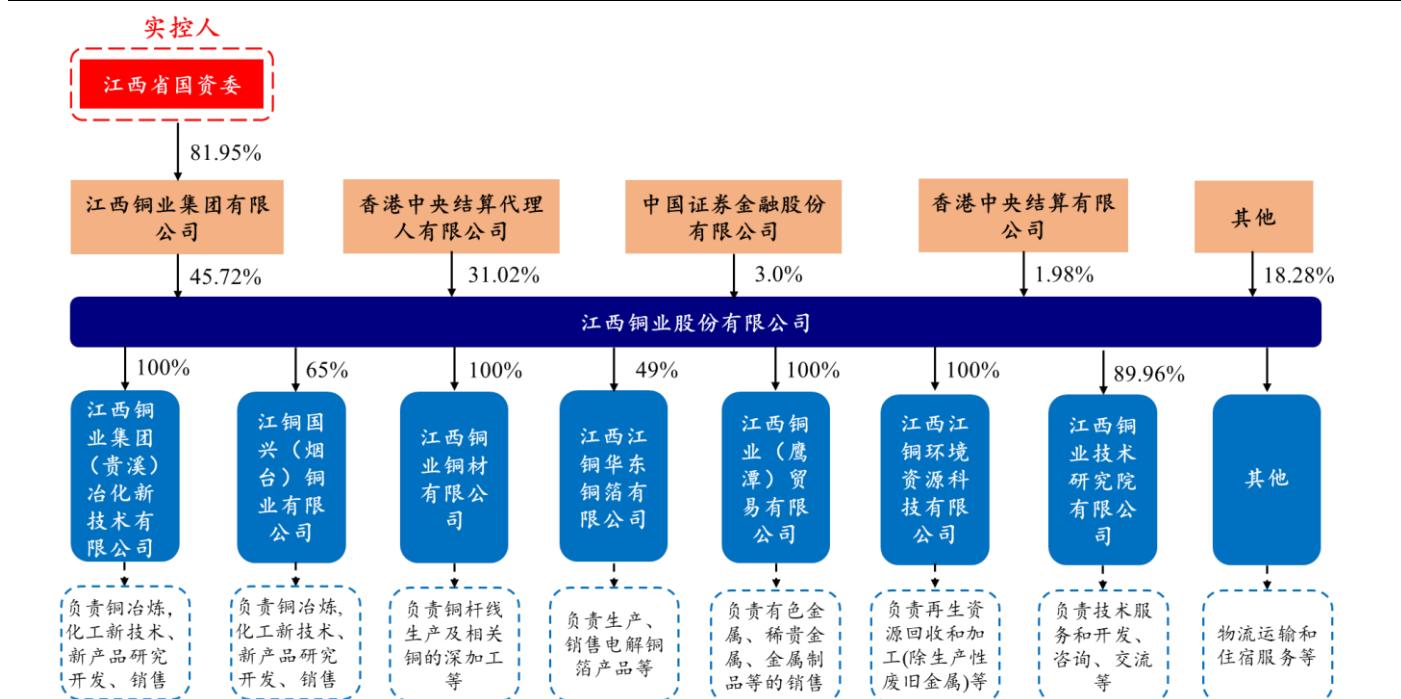
业务类型	主要业务	主要资产	2024 年经营情况
加工业务	铜加工	一瓮福化工、江铜富冶和鼎、江铜国兴(烟台)、江铜铜箔、江西铜业铜材、江西铜业集团铜材、广州江铜铜材、江铜-台意特种电工材料、江铜龙昌精密铜管、江铜华北(天津)铜业、天津大无缝铜材、江铜华东电工新材料科技有限公司、江铜华东铜材有限公司	2024 年铜加工品产量 189 万吨
贸易业务	贸易	江铜国际贸易有限公司、江西铜业(深圳)国际投资控股有限公司	2024 年贸易业务的营业收入为 1920 亿元
对外投资业务	佳鑫国际资源、万国黄金集团、第一量子、索尔黄金、中冶江铜、北秘鲁铜业	巴库塔钨矿、金岭金矿等、Cobre Panama、Kansanshi、Sentinel 等铜矿、Cascabel 铜金矿、艾娜克铜矿、Galeno 铜金矿等	Cobre Panama 有望复产、扩产中、开发阶段、开发阶段、勘探阶段
其他业务	墨西哥渣选项目	从墨西哥集团炉渣回收铜	预计 2026 年投产

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构：控股股东为江西省国资委

公司实际控制人为江西省国资委。截至 2025Q3，公司控股股东为江西铜业集团有限公司(江铜集团)，控股比例 45.72%，实际控制人为江西省国资委。子公司方面，公司铜冶炼业务主要由贵溪冶炼厂、江铜国兴(烟台)等生产基地负责；铜加工板块依托江西铜业铜材有限公司、江铜华东铜材有限公司等十家专业化工厂；资源板块，主要由德兴铜矿、城门山铜矿等五大自有矿山支撑，同时公司持有的 FQM 的 18.47% 股权、阿富汗艾娜克铜矿 25% 权益，亦有望为公司原料来源提供保障。

图2：截至 2025Q3，公司实控人为江西省国资委

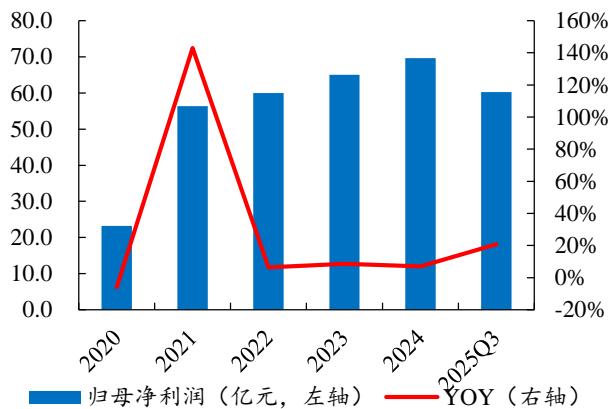


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

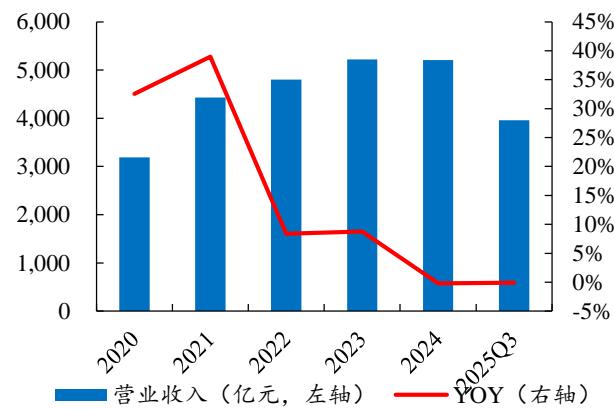
1.3、财务分析：资源板块有望实现快速增长

近年公司业绩受铜价波动及行业供需影响显著。2025Q3 公司实现营业收入 3960.47 亿元，同比保持稳定；归母净利润为 60.23 亿元，同比增长 21%，主要受铜价上涨影响。2024 年，公司实现营收 5209.28 亿元，实现归母净利润 69.62 亿元。

图3：2025Q3 公司实现归母净利润 60.23 亿元，同比增长 21% 图4：2025Q3 公司实现营收 3960.5 亿元，同比持平



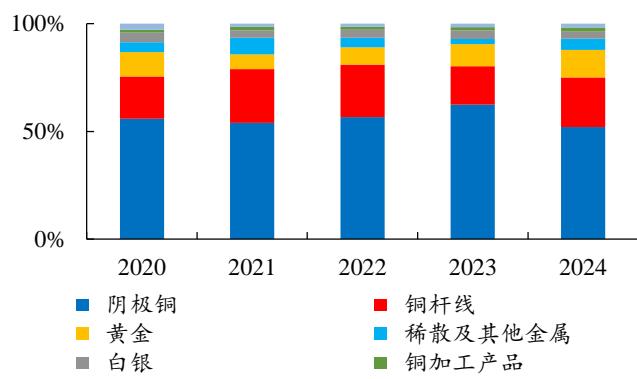
数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

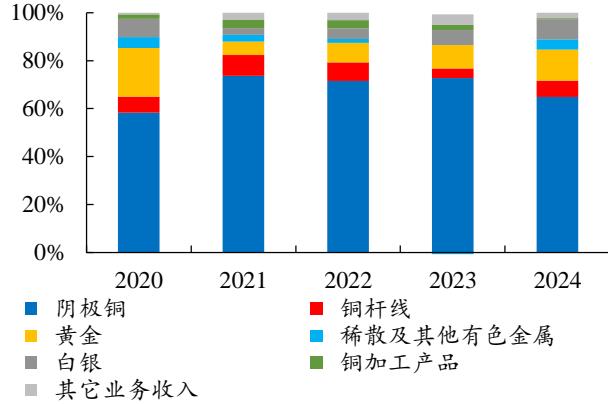
阴极铜和黄金产品贡献公司主要营收。2024 年，阴极铜占公司营收的 51.55%，黄金产品占公司营收的 12.65%。毛利结构呈现分化，2024 年公司整体毛利率为 3.54%，其中阴极铜和黄金产品的毛利占比最大，分别为 55.38% 和 11.08%。二者毛利率分别为 3.8%、3.1%。2024 年，贸易业务毛利率仅为 0.97%，公司盈利仍主要依赖自有资源的采选冶炼及加工板块。

图5：2024 年阴极铜和黄金为公司贡献 64% 的营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

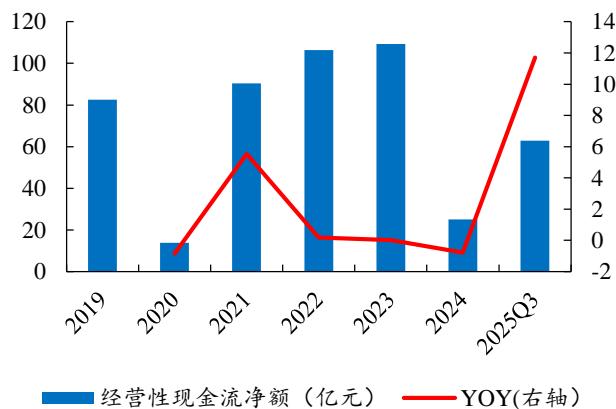
图6：2024 年阴极铜产品占毛利的 55.38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

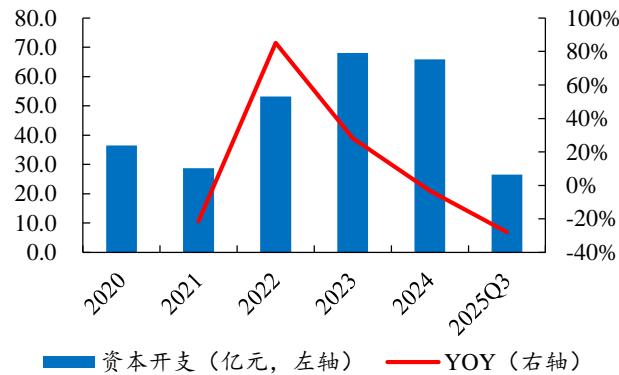
近五年公司经营性现金流净额波动较大。2025Q3，公司经营活动现金净流入 62.88 亿元，同比增长 1169%，主要因经营活动现金流出减少所致；受存货及应收账款增加影响，2024 年，公司经营活动现金净流入 25.08 亿元，同比减少 77.06%。2022 年，公司成立多家子公司，资本开支同比增长 85.1% 至 53.15 亿元。2025Q3，公司资本开支为 26.59 亿元，同比减少 27.9%。

图7: 2025Q3 公司实现经营性现金流净流入 62.88 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2025Q3 公司资本开支（单位: 亿元）



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司维持稳定分红政策，2024年，董事会建议每股派息0.70元（含税），股利支付率为34.71%，若考虑回购金额，合计分红比例达38.42%。

表2: 公司近四年分红情况

年份	每股派息（元）	每股收益（元）	股利支付率(%)
2022	0.50	1.73	28.90%
2023	0.60	1.88	31.91%
2024	0.70	2.01	34.83%

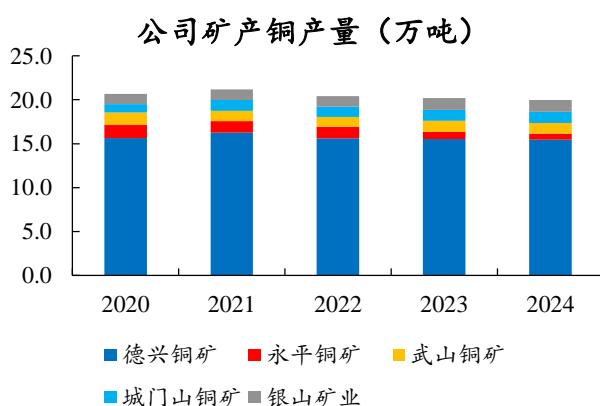
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、自有资产：立足矿山-冶炼-加工的铜全产业链布局

2.1、自有矿山均位于江西省内，且拥有国内规模领先的露天铜矿

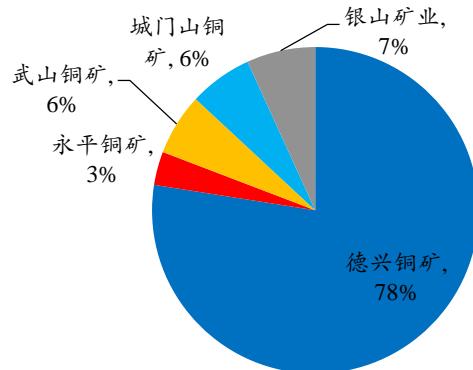
公司在产铜矿资产主要位于江西省，自产铜矿产量超过20万吨。公司国内矿山均位于江西省内，持股比例为100%，包括德兴铜矿（包括铜厂矿区、富家坞矿区）、永平铜矿、城门山铜矿（含金鸡窝银铜矿）、武山铜矿和银山矿业公司。其中德兴铜矿为国内最大的露天铜矿之一，成本低于行业平均水平。

图9: 2020-2024年公司自产铜矿稳定在20万吨以上

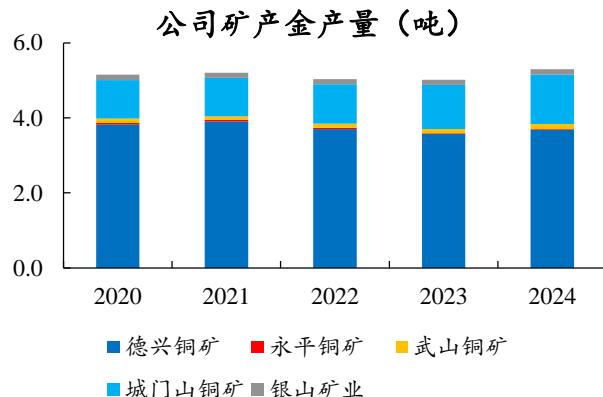


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

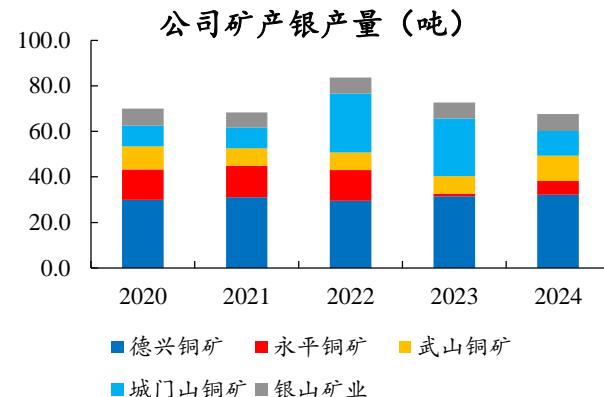
图10: 2024年，德兴铜矿贡献近80%自产铜矿产量



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11：2020-2024年公司自产金矿维持在5吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2024年公司自产银矿产量为67.5吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司自有铜矿资源量近900万吨，可满足公司可持续发展的需求。截至2024年末，公司100%所有权的保有资源量约为铜金属889.91万吨，金239.08吨，银8252.60吨，钼16.62万吨，剩余可开采年限长。

表3：截至2024年末，公司100%所有权的保有资源量约为铜金属889.91万吨

矿山名称	主要品种	资源量 (万吨或吨)	储量 (万吨)	品位	资源剩余可开采 年限(年)	许可证/采矿权有 效期
德兴铜矿	主矿产铜 (工业铜矿石)	127.9		0.47%		
	主矿产铜 (低品位矿石)	146.3	93.7	0.25%	21	2000-07-29 至 2027-07-29
	伴生金 (工业铜矿石)	42.9		0.164g/t		
德兴铜矿富家坞 矿区	主矿产铜 (铜矿石)	147.1	115.2	0.47%	21	2020-10-10 至 2050-10-10
永平铜矿	主矿产铜	38.2	15.5	0.63%	21	2024-11-21 至 2036-11-21
	伴生金	7.5		0.117g/t		
银山矿业	主矿产铜	91.3	41.5	0.60%	45	2020-6-16 至 2026-12-31
	伴生金	109.5	46.3	0.672g/t		
武山铜矿	主矿产铜	125.7	79.2	1.10%	30	2020-6-16 至 2026-12-31
	伴生金	18.5		0.175g/t		
城门山铜矿	主矿产铜	175.8	96.2	0.71%	17	2017-11-22 至 2024-11-22
	伴生金	53.2		0.263g/t		

数据来源：公司年报、开源证券研究所

德兴铜矿是公司的主力矿山，亦是国内规模最大的露天铜矿之一。德兴铜矿位于江西省的东北部，成立于1958年，经过数十年的发展，矿山选矿规模已由建矿初期的2500吨/天提升至13万吨/天。德兴铜矿作为典型的斑岩型铜矿，具有埋藏浅、剥采比小等特点，且伴有大量的金、银、钼等副产品（伴生金平均品位为0.164g/t），因此兼具产量规模优势与成本优势。2022-2024年，德兴铜矿年均铜/黄金/白银产量分别为15.5万吨/3.7吨/30.8吨。

2.2、国内领先的铜冶炼产能，兼具规模与成本优势

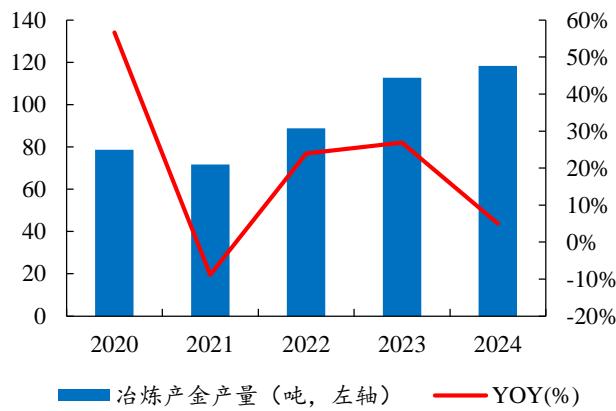
公司是国内最大的铜加冶炼厂商，阴极铜产量超过 200 万吨。公司阴极铜产量主要来自控股上市公司恒邦股份与五家在产冶炼厂，包括贵溪冶炼厂、江西铜业（清远）、江铜宏源、江铜国兴与富冶和鼎。其中，贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂，也是国内首家采用全套闪速冶炼技术的单位，兼具规模与成本优势。2024 年，公司铜冶炼产能合计生产阴极铜 209 万吨，黄金 118 吨，白银 224 吨。

表4：随着江铜宏源与江铜国兴放量，2023 年公司阴极铜产量突破 200 万吨

冶炼厂名称	权益比例	设计产能(万吨)	权益产能(万吨)	2022 年铜产量(万吨)	2023 年铜产量(万吨)	2024 年铜产量(万吨)
贵溪冶炼厂	100%	93	93	102	103	101
江西铜业(清远)	100%	20	20	11	19	21
江铜富冶和鼎	40%	47	18.8	42	49	53
江铜宏源	68%	10	6.8	9	20	13
江铜国兴(烟台)	65%	18	11.7	0	11	22
恒邦股份	44.5%	25	11.12	20	20	20
合计		213	161	184	222	230

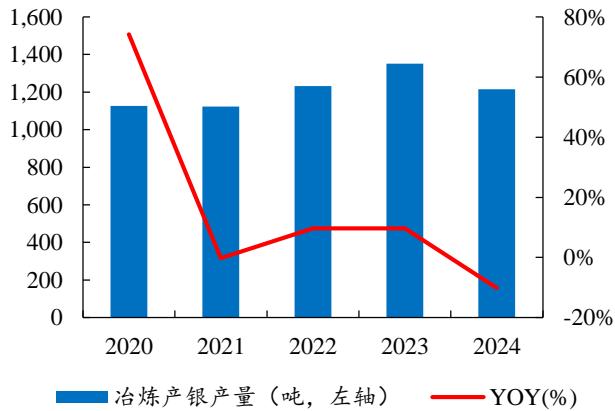
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：2024 年公司冶炼产金产量同比增长 5%

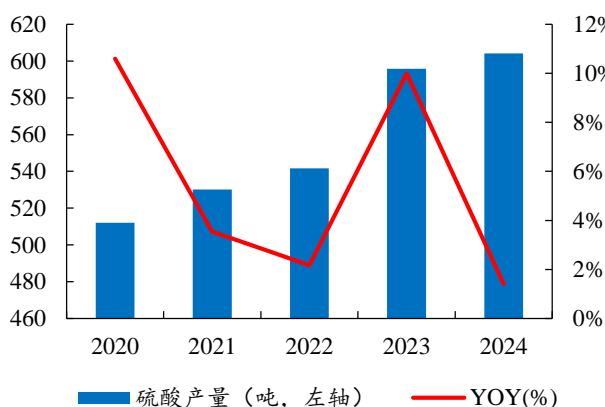


数据来源：公司公告、开源证券研究所

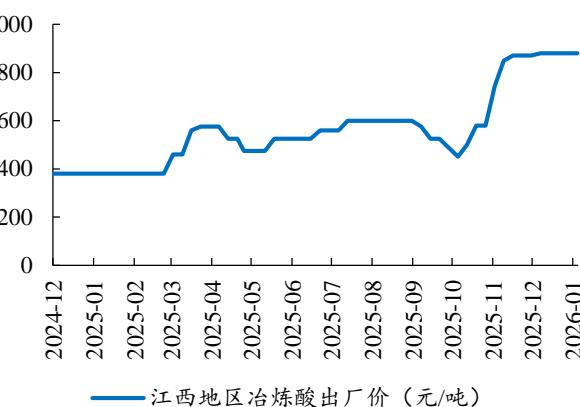
图14：2024 年公司冶炼产银产量为 1214 吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2024年公司硫酸产量为604万吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

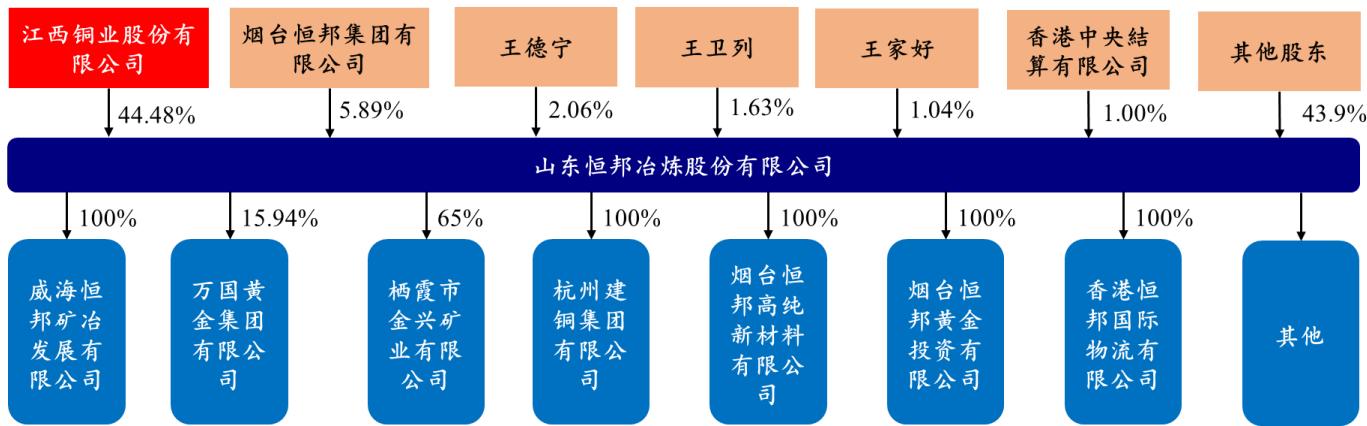
图16：近期江西地区硫酸价格持续提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、参控股资产：多元化资源布局，“走出去”战略有望开花结果

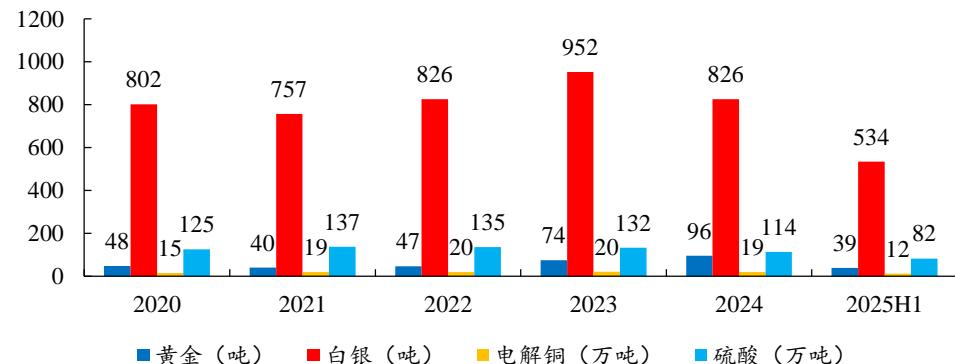
3.1、恒邦股份：国内领先的黄金冶炼厂商，辽上金矿有望2027年投产

江西铜业为恒邦股份控股股东。山东恒邦冶炼股份有限公司（以下简称“恒邦股份”）前身为牟平县黄金冶炼厂，于1994年定向募集的方式设立股份有限公司。2019年3月，江西铜业与恒邦股份相关股东签署《股权转让协议》，完成收购后，江西铜业成为公司控股股东，持股比例为29.99%。2020年9月，恒邦股份向控股股东江西铜业非公开发行2.38亿股普通股，增发完成后江西铜业股权比例提升至44.48%。截至2025年9月末，江西铜业直接及间接持有恒邦股份股权合计为44.48%。

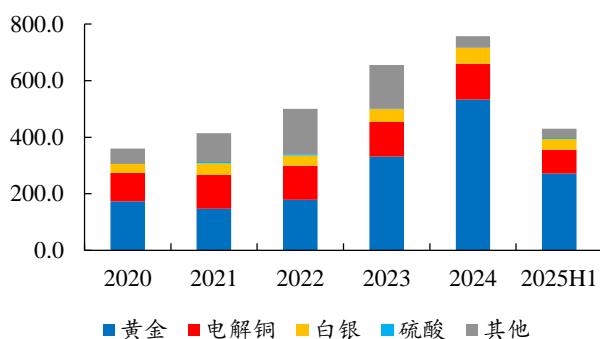
图17：截至2025年9月末，江西铜业合计持有恒邦股份股权为44.48%


资料来源：Wind、开源证券研究所

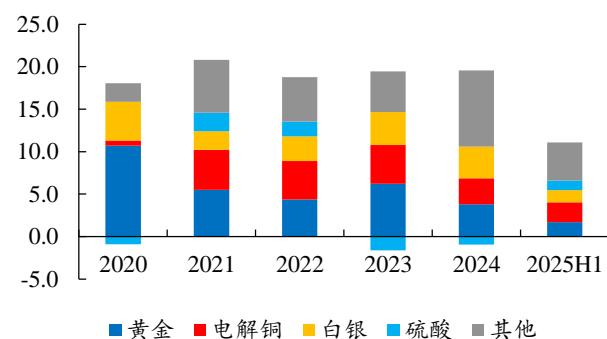
恒邦股份为国内领先的贵金属冶炼生产商。恒邦股份自建厂之初就定位为黄金冶炼生产企业，经过多年发展与技术攻关，其黄金生产技术，尤其是多元素复杂金精矿冶炼已达到国内领先、国际先进水平。通过打造金、铜、铅、锌联合冶炼体系，能够显著提升黄金资源的回收率和各系统的盈利能力。截至2024年末，恒邦股份已具备年产黄金98.33吨、白银1000吨、电解铜25万吨、硫酸130万吨的能力，并可综合回收锑白、铋锭、碲锭、二氧化硒、金属砷等稀贵金属。

图18：2022-2024年恒邦股份黄金产量持续增长（贵金属单位：吨；铜、硫酸：万吨）


数据来源：恒邦股份公告、开源证券研究所

图19：2024年黄金与电解铜产品占比提升至80%以上
各产品营业收入（亿元）


数据来源：恒邦股份公司公告、开源证券研究所

图20：2024年起其他产品业务毛利比例提升
各产品毛利润（亿元）


数据来源：恒邦股份公司公告、开源证券研究所

主力矿山辽上金矿投产后，自有矿山规模有望快速增长。截至2025年3月末，恒邦股份共持有采矿权证13个，主要由辽上金矿、牟平金矿、栖霞金兴矿业等构成，已查明金资源量为150.41吨。其中，辽上金矿为恒邦股份最大自有矿山，金资源量达到77.14吨，且扩能采选项目已开始建设（矿山建设规模为90万吨/年，原生产规模为12万吨/年）。辽上金矿投产后有望显著提升恒邦股份自有矿山生产规模。

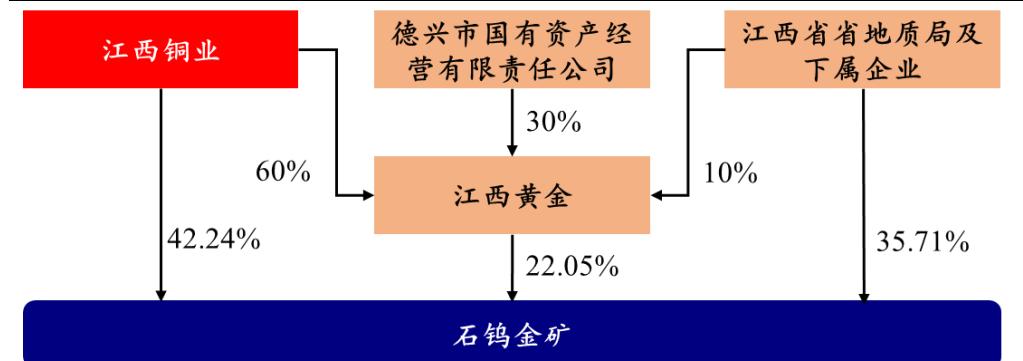
表5：截至2025年3月末，恒邦股份的黄金资源量规模达到150.41吨

矿山名称	采矿权人	已查明金资源储量（吨）	备案证明文号	有效期限
辽上金矿	恒邦股份	77.14	国资储备字〔2018〕139号	2020年9月2日至2035年9月2日
牟平腊子沟金矿	恒邦股份	22.37	鲁自然资档储函〔2021〕10号	2018年6月10日至2028年6月10日
山城金矿后夼金矿区	栖霞金兴	8.60	鲁国土资函〔2015〕275号	2016年8月22日至2021年8月22日
盘马金矿马家瑶金矿区	栖霞金兴	8.21	鲁自然资函〔2019〕706号	2015年11月20日至2020年11月20日
牟平福禄地金矿	恒邦股份	7.68	鲁自然资档储函〔2021〕4号	2023年8月14日至2029

矿山名称	采矿权人	已查明金资源储量 (吨)	备案证明文号	有效期限
				年 8 月 14 日
庄子金矿 1 号带	栖霞金兴	7.19	鲁国土资函〔2018〕6 号	2016 年 12 月 7 日至 2021 年 12 月 7 日
牟平哈沟山矿区	恒邦股份	4.97	鲁自然资档储函〔2021〕8 号	2016 年 9 月 1 日至 2021 年 9 月 1 日
苏家庄金矿区	栖霞金兴	4.94	鲁自然资储备字〔2020〕81 号	2015 年 11 月 2 日至 2020 年 11 月 2 日
盘马金矿杨家夼矿区	栖霞金兴	3.87	鲁自然资储备字〔2020〕33 号	2016 年 11 月 8 日至 2021 年 11 月 8 日
牟平东道口金矿	恒邦股份	2.31	鲁自然资储备字〔2021〕2 号	2023 年 12 月 7 日至 2027 年 12 月 7 日
建德铜矿	杭州建铜	1.91	浙土资储备字〔2017〕026 号	2016 年 6 月 12 日至 2021 年 6 月 12 日
牟平东邓格庄金矿	恒邦股份	1.10	鲁国土资储备字〔2017〕11 号	2017 年 12 月 31 日至 2022 年 12 月 31 日
牟平八甲硫铁矿	恒邦股份	0.15	鲁国土资字〔2011〕1309 号	2016 年 10 月 26 日至 2021 年 10 月 26 日
合计	-	150.41	-	-

数据来源：恒邦股份公司公告、开源证券研究所

控股股东黄金资产注入有望提升恒邦股份的金资源储备。2019 年完成收购后，江西铜业与恒邦股份潜在涉及同业竞争的资产为江西铜业直接持有的石埠金矿 42.24% 矿权权益及持有的江西黄金 60% 股权，目前上述资产已进入审计评估程序。根据 2025 年 2 月公告，恒邦股份将在贵公司所持石埠金矿 42.24% 矿权权益转成江西黄金股权后，决策是否受让经调整的、江西铜业所持江西黄金股权。截至 2021 年 6 月末，石埠金矿矿权范围内，保有金矿资源量矿石量 633.4 万吨，金属量 28.39 吨，金平均品位 4.48 克/吨。

图21：江西铜业合计持有石埠金矿 55.47% 的权益比例


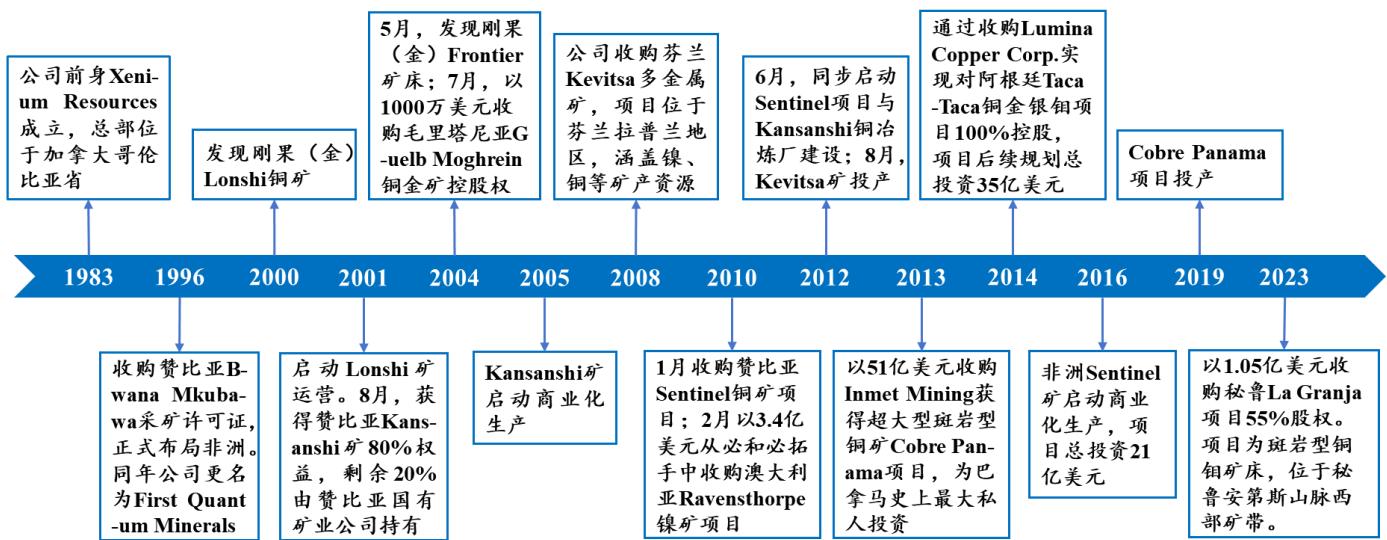
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、第一量子：持续加强合作，未来或有望为公司冶炼原料提供保障

第一量子为全球性矿业公司，运营及开发项目遍布五大洲。第一量子前身成立于 1983 年，起初主要进行勘探业务，后于 1996 年正式更名为第一量子矿业有限公

司（简称“第一量子”）。2005年，第一量子投资运营的 Kansanshi 矿投产，奠定非洲业务基础。2010-2013年，第一量子分别全资收购 Sentinel 铜项目和 Cobre Panama 项目 80% 股权。2019年，Cobre Panama 项目正式投产，但由于和当地政府的法律纠纷，2023年末项目被迫暂停运营。2025年，Kansanshi 矿完成 S3 扩建项目。

图22：第一量子核心铜矿项目主要位于巴拿马和南美



资料来源：第一量子官网、开源证券研究所

铜产品贡献第一量子主要收入和利润。2024年，第一量子营业收入为 48.02 亿美元，铜产品贡献 40.15 亿美元，占比达 83.61%。2025 年 Q1-Q3，第一量子实现营业收入 37.62 亿美元，实现毛利润 10.42 亿美元。从近五年业绩看，第一量子营收与毛利率高点均出现在 2021 年，当年铜均价最高，随后 2022-2023 年价格回落，且叠加 2023 年 Cobre Panama 停产影响，第一量子盈利水平有所下降。

图23：2025Q1-Q3 第一量子实现营业收入 37.62 亿美元

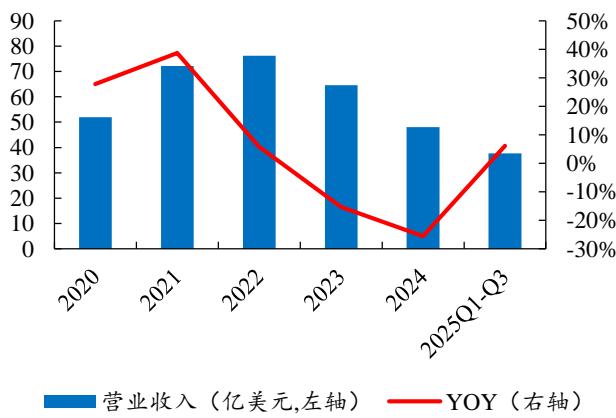
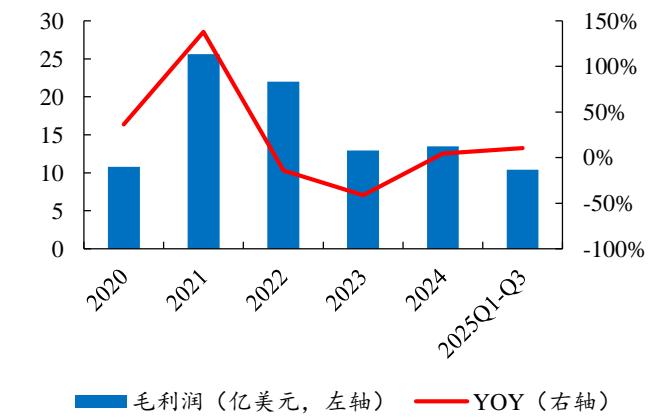


图24：2025Q1-Q3 第一量子实现营业收入 37.62 亿美元



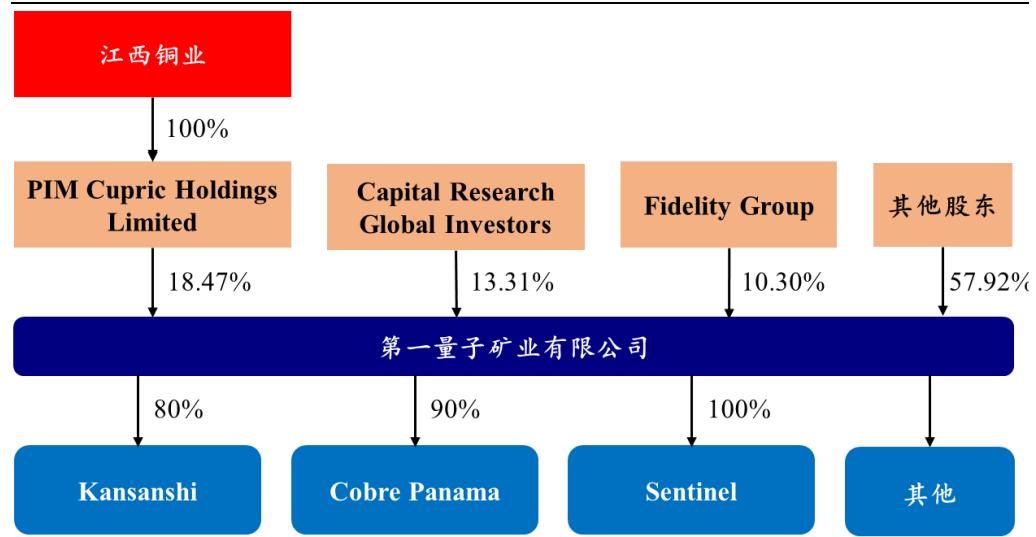
数据来源：第一量子公告、开源证券研究所

数据来源：第一量子公告、开源证券研究所

公司持续加强与第一量子的合作。2019 年 12 月，公司批准江铜香港投资以 11.16 亿美元对价向联营公司盘古投资收购其全资持有的 PIM Cupric Holdings Limited 的 100% 股权，从而获得第一量子已发行股份的 18.015%。2024 年 7 月，公司与第一量子签订股东权利协议合同，获得董事提名权。2026 年 1 月，公司全资孙公司江铜风勘与第一量子全资子公司第一量子哈萨克签署《投资选择权协议》，双方通过技术协

同和共同投资，开展勘探项目合作，或有助于公司后续在中亚地区的资源布局。

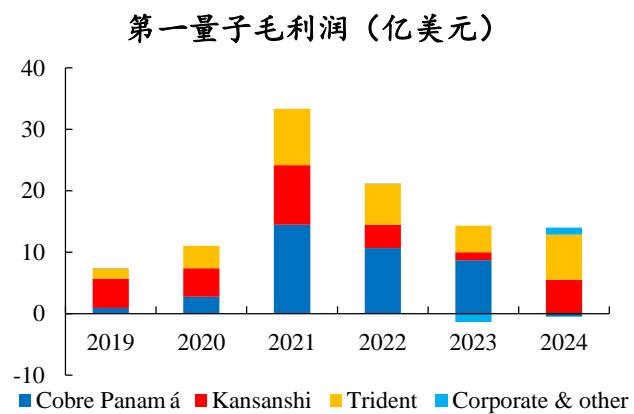
图25：公司间接持有第一量子 18.47% 的股权



数据来源：公司公告、第一量子公告、开源证券研究所

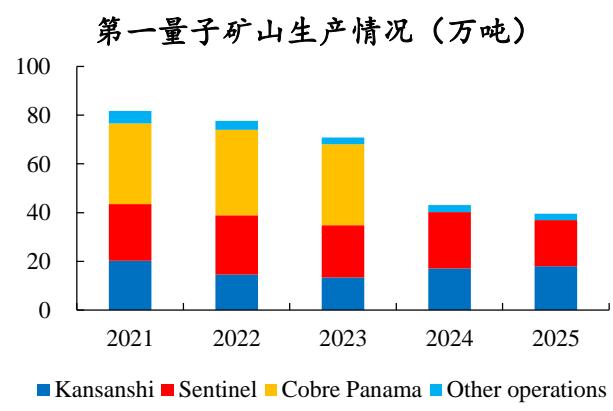
Cobre Panama 铜矿停产前为第一量子旗下盈利性最好的资产之一。2023 年 3 月至 10 月，第一量子与巴拿马政府宣布就更新后的特许权合同达成并正式签署。2023 年 10 月 26 日，巴拿马最高法院提前诉讼并认为新特许权合同参考的 Law 406 违宪，随后同年 12 月，由于新特许权合同违宪，Cobre Panama 铜矿进入停产状态。截至 2025 年末，Cobre Panama 铜矿仍处于停产状态，但巴拿马环境部已发布命令，要求 SGS Panama Control Services Inc. 对 Cobre Panama 铜矿进行整体审计，MiAmbiente 和 MICI 将协助规划和实施审计计划。

图26：停产前，Cobre Panama 盈利重要性逐步凸显



数据来源：第一量子公告、开源证券研究所

图27：停产前，Cobre Panama 铜矿年产量超 30 万吨



数据来源：第一量子公告、开源证券研究所

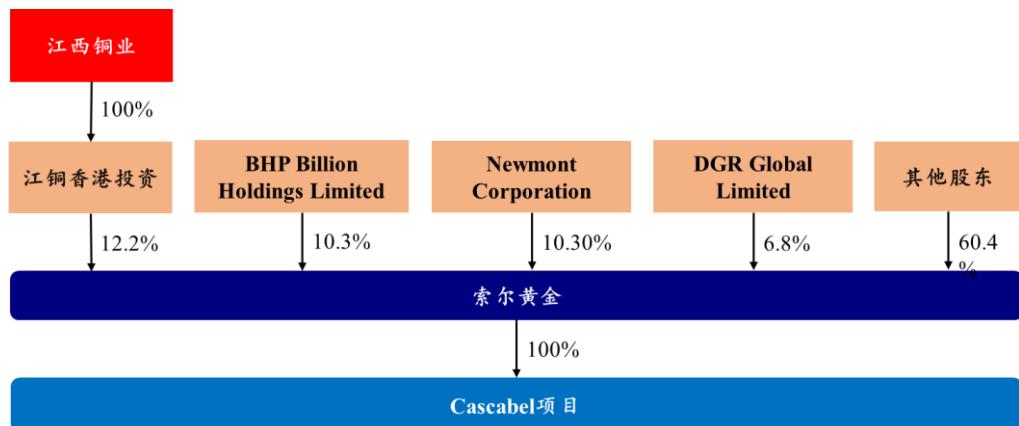
3.3、Cascabel 铜金矿：位于厄瓜多尔的世界级绿地矿山

公司全资子公司拟收购索尔黄金全部股份，并已获得前四大股东支持。2025 年 12 月下旬，公司正式向索尔黄金发出正式收购要约，预计以 28 便士/股的价格收购索尔黄金所有股份，最高收购金额将不超过 7.64 亿英镑。截至收购公告日，公司通过全资子公司江铜香港投资持有索尔黄金 12.2% 股权，并获得 BHP、Newcrest、Maxit

Capital LP (及其关联公司) 及索尔黄金董事会作出的不可撤销承诺 (承诺将于股东大会上投票赞成公司的收购法案)，合计占索尔黄金总股本的 40.7%。

索尔黄金为矿产勘探及开发公司，旗舰资产为厄瓜多尔绿地项目 Cascabel。索尔黄金成立于 2006 年，是一家专注于世界级铜矿和金矿的勘探型公司。公司核心资产为位于厄瓜多尔的 Cascabel 铜金矿项目，并有一批具有勘探潜力的探矿权资产。

图28：截至 2025 年末，公司通过全资子公司持有索尔黄金 12.2% 股权



数据来源：公司公告、开源证券研究所

Cascabel 为全球最大的未开发铜金矿床，铜金属资源达千万吨级。Cascabel 项目位于安第斯成矿带上，主要包含 Alpala 和 TAM 两个矿床。根据可研报告，项目铜金属资源量（探明+控制+推断）合计超过 1240 万吨，金/银资源量分别为 0.4/1.06 亿盎司（折算后分别为 1138/3291 吨）。

表6：项目探明+控制+推断铜金属资源量合计超过 1300 万吨

矿区	资源类型	矿石量 (亿吨)	品味	金属量				
			铜 (%)	金 (g/t)	银 (g/t)	铜 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)
Alpala 矿区	探明	15.76	0.43%	0.35	1.16	677.7	551.6	1828.2
	控制	14.37	0.28%	0.20	0.71	402.4	287.4	1020.3
	推断	6.07	0.26%	0.19	0.56	157.8	115.3	339.9
TAM 矿区	控制	7.22	0.23%	0.19	-	166.1	137.2	-
	推断	2.47	0.21%	0.21	-	51.9	51.9	-
合计	探明	15.76	0.43%	0.35	1.16	677.7	551.6	1828.2
	控制	21.59	0.26%	0.20	0.71	568.4	424.6	1020.3
	推断	8.54	0.25%	0.20	0.56	209.7	167.2	339.9

数据来源：Cascabel 项目预可研报告、开源证券研究所

投产后 Cascabel 项目铜金属年产量有望超过 12 万吨。参考项目预可研报告，项目投产后，Cascabel 项目铜金属/黄金年产量分别为 12.3 万吨和 7.9 吨，对应铜金属当量年产量为 18.2 万吨，生产年限达 28 年。基于 1700 美元/盎司的金价和 3.6 美元/磅的铜价假设，铜的现金成本和全维持成本分别为 0.25 美元/磅和 0.69 美元/磅。

表7：当前铜价与金价下，项目归母净利润有望超过 60 亿元

Cascabel 归母净利润	金价假设 (美元/盎司)									
	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000	
铜价假设	9500	37.4	43.4	49.4	55.4	61.3	67.3	73.3	79.3	85.3

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

15 / 26

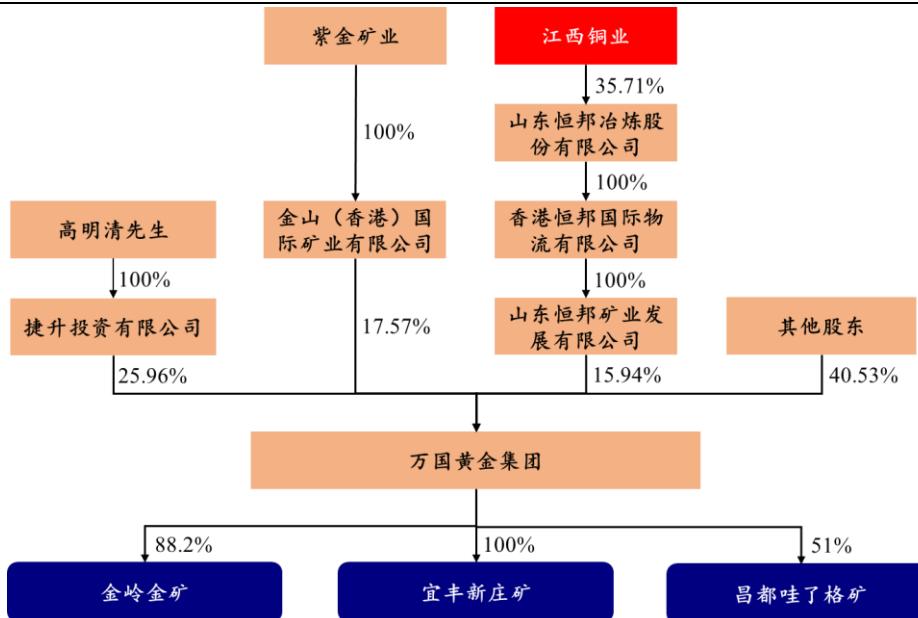
Cascabel 归母净利润		金价假设 (美元/盎司)								
(美元/吨)	10000	39.7	45.7	51.7	57.7	63.7	69.7	75.7	81.7	87.7
10500		42.1	48.1	54.1	60.1	66.1	72.1	78.0	84.0	90.0
11000		44.5	50.5	56.5	62.4	68.4	74.4	80.4	86.4	92.4
11500		46.8	52.8	58.8	64.8	70.8	76.8	82.8	88.8	94.8
12000		49.2	55.2	61.2	67.2	73.2	79.2	85.1	91.1	97.1
12500		51.6	57.6	63.5	69.5	75.5	81.5	87.5	93.5	99.5
13000		53.9	59.9	65.9	71.9	77.9	83.9	89.9	95.9	101.8
13500		56.3	62.3	68.3	74.3	80.3	86.2	92.2	98.2	104.2

数据来源: Wind、Cascabel 项目预可研报告、开源证券研究所

3.4、万国黄金集团: 梯次化产能布局驱动利润增长

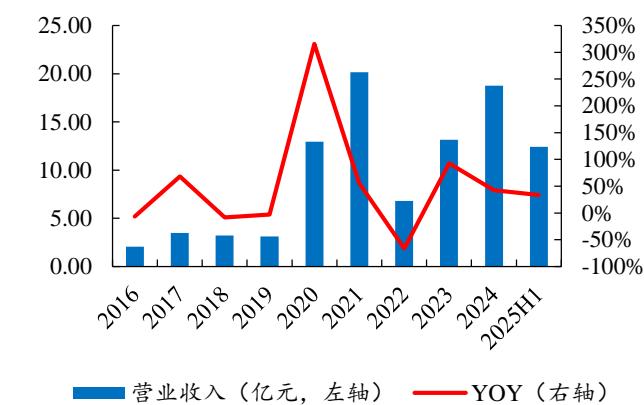
公司通过恒邦股份获得万国黄金集团股份。万国黄金集团(原名万国国际矿业)于2012年在港交所上市,拥有世界级金矿项目金岭金矿等优质资源。2020年12月,公司控股的山东恒邦冶炼股份有限公司以3.76亿港币认购万国国际矿业20.87%股权,并获得万国旗下三座矿山所产矿粉的优先购买权。2024年9月,紫金矿业旗下金山(香港)国际矿业有限公司以13.79亿港币认购万国黄金集团增发的1.66亿股股份。截至2025年12月末,恒邦股份对万国黄金集团的持股比例为15.94%,为第三大股东,前两大股东依次为捷升投资有限公司(持股25.96%)和紫金矿业(持股17.57%)。

图29: 截至2025年末,公司通过恒邦股份持有万国黄金集团股份

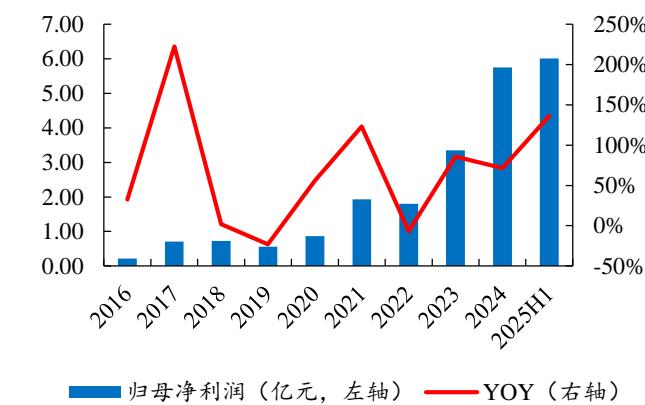


资料来源: Wind、开源证券研究所

受益于旗下矿山放量,万国黄金集团利润持续增长。2024年万国黄金集团归母净利润从0.22亿元增长至0.5亿元,CAGR为50.40%;2025H1,公司归母净利润达到6.01亿元,已经超过2024年全年,业务增长可观。2020-2021年,万国黄金集团营收增长主要来源于贸易业务,2022-2023年利润增长得益于2022年末所罗门金岭金矿投产,2023年同比增长94.8%,带动同期净利润增长71.56%。中长期看,待昌都哇了格矿投产、金岭金矿二期建成投产后,有望进一步释放产能、增厚盈利,驱动公司净利润实现新一轮增长。

图30：2025H1 公司营业收入同比增长 34%至 12.4 亿元


数据来源：万国黄金集团公告、开源证券研究所

图31：2025H1 公司归母净利润达到 6.01 亿元


数据来源：万国黄金集团公告、开源证券研究所

万国黄金集团境内外三大矿产项目已形成梯次化产能布局，长期增长可期。公司现有产能包括：宜丰新庄铜锌多金属矿（100%权益）于2011年投产，截至2024年末，矿区矿石资源量2172万吨、保有储量931万吨，矿种覆盖铜、银、锌等多金属及伴生资源，2024年选矿处理规模达108.7万吨/年，为集团贡献稳定产能。

待释放产能包括：（1）昌都哇了格银铅多金属矿（51%权益）处于探转采阶段，矿区矿石资源量高达4300万吨，铅、银金属禀赋突出，规划采选规模120万吨/年，项目投产后将助力集团中期利润增长。（2）所罗门金岭金矿（88.2%权益）黄金资源量达224吨。该矿一期300万吨/年采选产能已于2022年11月投产，2024年实现黄金产量2.06吨；二期1000万吨/年采选产能正处于可行性研究阶段，项目建成后将显著拓宽集团长期利润增长空间。

表8：万国黄金集团境内外矿产项目产能储备充足，梯次释放支撑长期增长

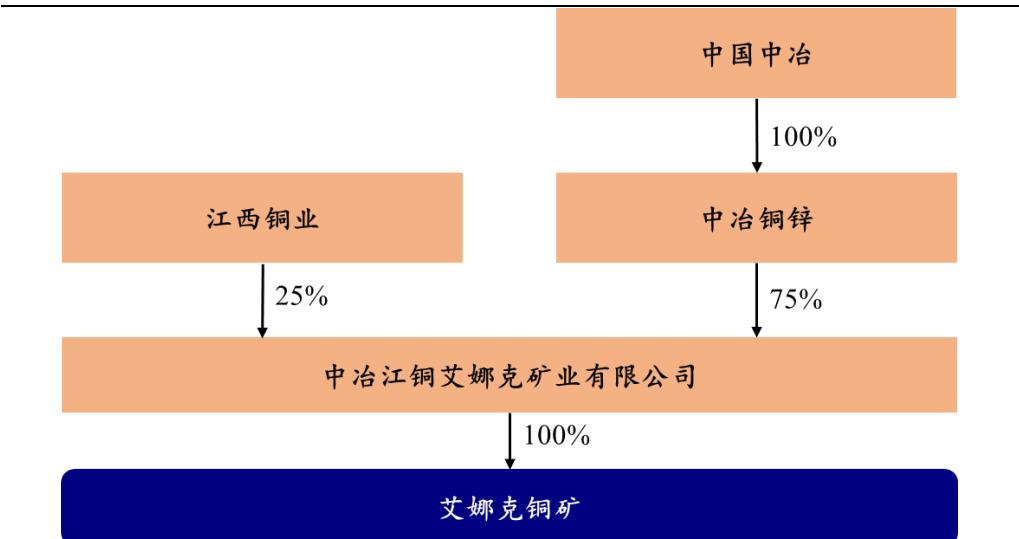
项目名称	类型	地理位置	权益比例 (%)	资源量 (万吨)	品位	矿石储量 (万吨)	生产状态	采选规模 (万吨/年)
新庄矿	铜锌多金属矿	南昌市	100	2172	铜 0.56%；银 0.18%；锌 0.57%；全铁 7.45%；磁铁 4.94%	931	正常运营	108.7
哇了格矿	银铅多金属矿	西藏昌都县	51	4300	铅 3.71%；银 45 克/吨	159 (铅)；1937 (银)	探转采	120
金岭金矿	金矿	所罗门群岛达尔卡纳尔斯	88.2	730 万盎司	黄金 1.17 克/吨	37.2 吨	一期投产	300

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.5、艾娜克铜矿：世界级特大型铜矿已开启实质性推进

艾娜克铜矿项目已开启实质性推进。2007年，公司与中冶集团组成联合体参与阿富汗艾娜克特大型铜矿开发项目竞标并获首选投标人资格，区中联合体协议规定江铜对项目公司持股比例不低于20%（后续实际持股25%），并在项目投产后获得不低于产量50%的铜精矿包销权。2008年，联合体与当地政府签署采矿合同，开采期30年，但因阿富汗国内安全局势动荡、矿区考古遗址保护、基础设施建设延误等因素，前期项目进展缓慢。2025年8月初，艾娜克铜矿项目进矿道路竣工并顺利通车，标志该项目取得重要阶段性进展。2025年12月，艾娜克铜矿配套工程巴格达拉水电项目在喀布尔举行合作签约协议，有望为项目全面启动奠定基础。

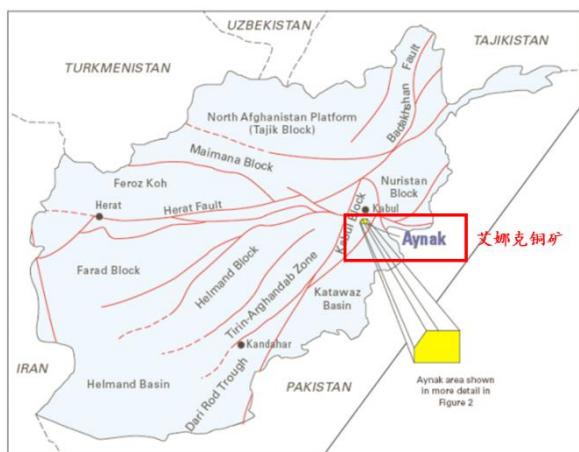
图32：截至 2025 年 6 月末，公司持有艾娜克铜矿 25% 股权



资料来源：公司公告、开源证券研究所

艾娜克铜矿为世界级未开发铜矿之一。阿富汗艾娜克铜矿位于阿富汗伊斯兰共和国中东部卢格尔省的北端，距阿富汗首都喀布尔市东南约 35 公里，是目前世界上已探明、但尚未开发的大规模高品位铜矿之一。截至 2024 年末，在完成西矿区 II 补充勘探并将资源量提升至勘探级别后，艾娜克铜矿铜金属资源量约 1236 万吨。

图33：艾娜克铜矿位于阿富汗的东部



资料来源：《Aynak : a world-class sediment-hosted copper deposit, Afghanistan》(Benham, A., Coats, S.T., Kováč, P., & Norton, G.E. (2007))、开源证券研究所

图34：2025 年 8 月艾娜克铜矿进矿公路已顺利贯通



资料来源：新华网、开源证券研究所

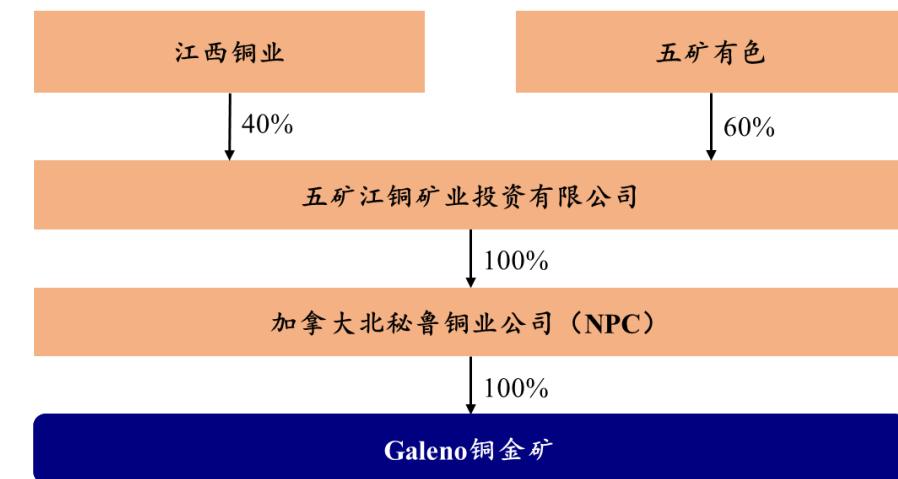
3.6、北秘鲁铜业：持有秘鲁大型绿地铜矿 Galeno

北秘鲁铜业为公司与五矿资源共同投资项目。2007 年 12 月，公司公告将与五矿有色以 4.55 亿加元现金要约收购加拿大北秘鲁铜业公司 (Northern Peru Copper Corp., 以下简称“NPC 公司”)。收购完成后，公司将与五矿有色共同成立五矿江铜矿业投资有限公司运营 NPC 公司，其中公司持有合资公司 40% 股权。

NPC 公司作为成立于 2005 年的初级矿业公司，核心资产为 Galeno 铜金矿、Hiloraco 金矿、Pashpap 铜矿等项目。其中，Hiloraco 金矿推断资源量为金 26.4 吨、

银 166 吨；Pashpap 铜矿的铜金属资源量为 64.6 万吨，钼金属资源量为 4.9 万吨。

图35：收购完成后，公司持有合资公司 40% 股权



数据来源：公司公告、开源证券研究所

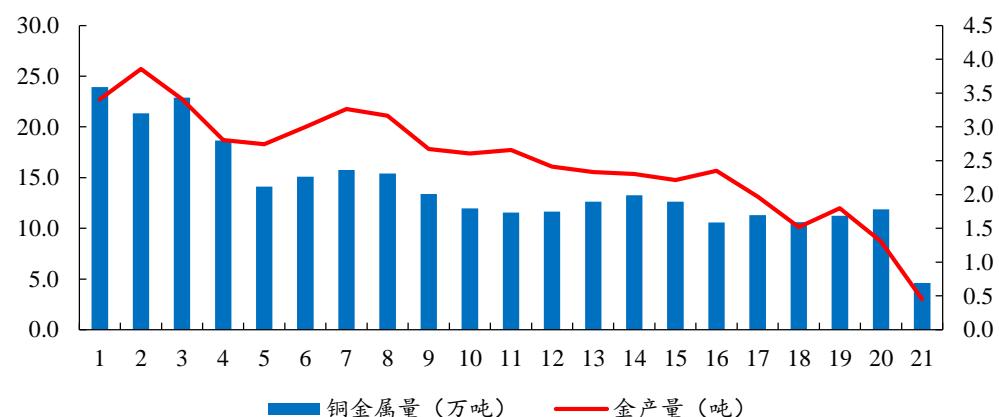
NPC 公司核心资产为 Galeno 铜金矿，位于秘鲁北部。从地理位置看，Galeno 铜金矿位于秘鲁安第斯山脉北部的 Cajamarca 成矿带，萨拉韦里港位于矿区西南方向 360 公里处，后续可用于铜精矿的储存和装卸。从资源量看，Galeno 铜金矿为斑岩型铜金矿，勘探完整度较为领先。根据预可研报告，基于 1 美元/磅的铜价假设和 400 美元/盎司的金价假设（边际品位为 0.4% 铜当量），Galeno 铜金矿拥有铜金属资源量合计 409 万吨，金资源量 95 吨。

表9：根据预可研报告，Galeno 铜金属资源量超过 400 万吨

资源类型	矿石量（亿吨）	品位			金属资源量		
		铜（%）	金（g/t）	钼（%）	铜（万吨）	金（吨）	钼（万吨）
查明资源量	7.65	0.49%	0.11	0.014%	374.85	84.15	10.71
推断资源量	0.98	0.35%	0.11	0.010%	34.30	10.78	0.98
合计	8.63	0.47%	0.110	0.014%	409.15	94.93	11.69

数据来源：Galeno 项目预可研报告、开源证券研究所

图36：根据预可研报告，Galeno 铜金属平均年产量超过 14 万吨

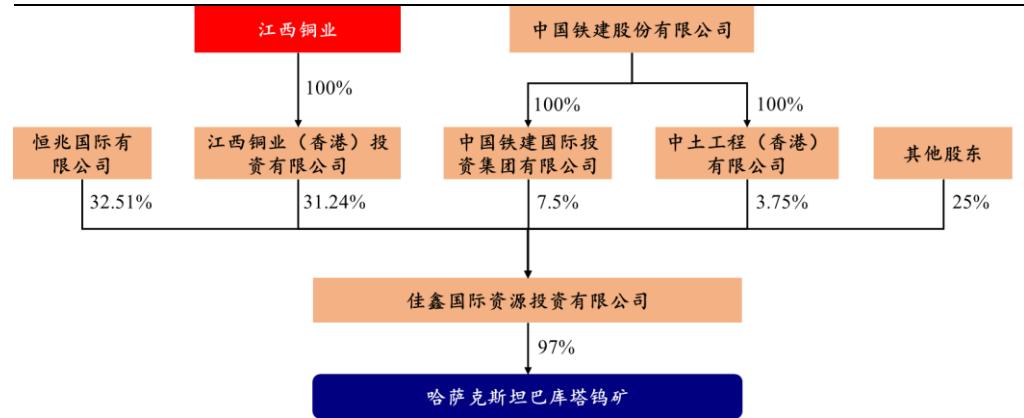


数据来源：Galeno 项目预可研报告、开源证券研究所

3.7、巴库塔钨矿：世界级露天单一钨矿投产，利润有望受益于量价齐升

公司持有哈萨克斯坦巴库塔钨矿 31.24% 股权，为项目第二大股东。佳鑫国际资源投资有限公司（以下简称佳鑫国际）拥有巴库塔钨矿独家采矿权，为世界级单一钨矿。2018 年，公司通过全资子公司江西铜业（香港）投资有限公司收购佳鑫国际 49% 股权。2021-2023 年，引入中国铁建和中土香港助力矿区建设；2025 年，佳鑫国际港股 IPO 上市。两次股权稀释后，截至 2025 年 12 月，江西铜业（香港）投资有限公司持股比例为 31.24%，为第二大股东。

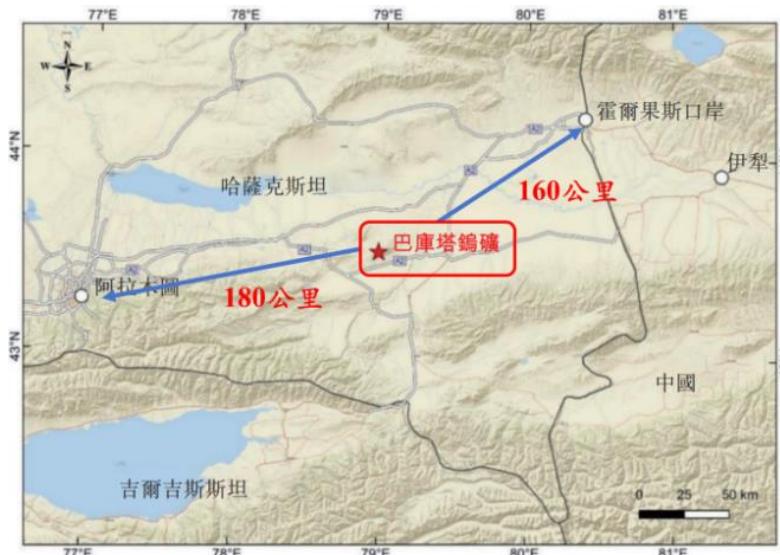
图37：公司持有巴库塔钨矿 31.24% 股权，为第二大股东



资料来源：Wind、开源证券研究所

巴库塔钨矿区位交通便利，基础设施完善。矿区位于哈萨克斯坦阿拉木图州，从空间距离看，矿区距阿拉木图市 180 公里、中国霍尔果斯口岸 160 公里，紧邻中哈边境核心枢纽；从交通条件看，阿拉木图与霍尔果斯口岸通过铁路及 A2 全天候州际公路直接连通，矿区至公路支线约 10 公里、至铁路站点 20 公里，同时还可通过跨里海国际运输路线（TCITR）辐射海外市场，距该路线最近站点 160 公里，陆海联运通道便捷高效。从水电保障看，矿区核心水源查仁河为不冻河，可稳定供应生产用水，且加工设施与电路系统均针对当地极端严寒天气进行专项设计，能够规避气候对生产的负面影响。

图38：巴库塔钨矿位于阿拉木图州，区位交通便利



资料来源：佳鑫国际招股书、开源证券研究所

依托区位优势，巴库塔钨矿具有显著成本壁垒。根据 SRK 估算，项目预估总成本 86 元/吨，边界品位 0.05%，在业内处于较低水平。其原因有三：一是要素成本更低。哈萨克斯坦当地人力成本、电力成本显著偏低，直接降低固定成本；二是政策限制更少。项目不受生产及出口配额管控的约束，生产计划与海外销售自主性更强。三是税收优惠显著。矿区地处“一带一路”倡议核心合作区域，可享受中哈两国政府出台的专项优惠政策，出口环节免缴增值税及关税，进一步降低产品流通成本。

表10：巴库塔钨矿总成本 86 人民币/吨，边界品位 0.05%

项目	单位	值
采矿成本	元/吨	12
加工成本	元/吨	55
一般及行政成本	元/吨	19
加工回收率	%	83
精矿 (65%WO ₃) 价格	元/吨	143000
边界品位	%	0.05

数据来源：佳鑫国际招股书、SRK、开源证券研究所

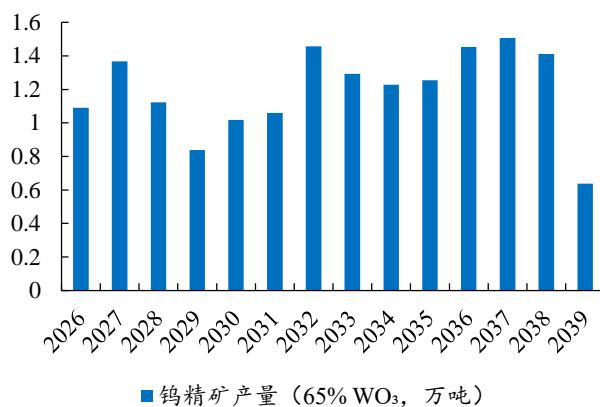
巴库塔钨矿 WO₃ 资源量 14.08 万吨，处于全球前列。巴库塔钨矿为全球第四大 WO₃ 矿产资源量钨矿，且在单一钨矿中拥有世界最大的设计产能。其估计矿产资源量为 107.5 百万吨，WO₃ 量 22.73 万吨。符合 JORC 标准的可信矿石储量为 684 万吨，平均品位为 0.206%，WO₃ 量 14.08 万吨。以钨精矿 (65%WO₃) 计，设计年产能 0.93 万吨。采用露天开采，服务年限为 25 年。

表11：巴库塔钨矿保有 WO₃ 储量达 14.08 万吨

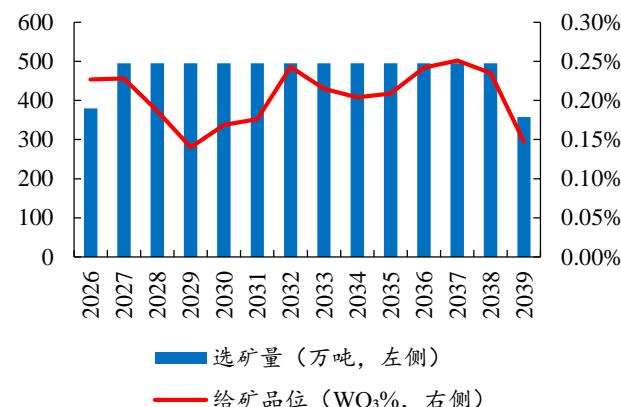
类别	矿石量 (百万吨)	品位 (WO ₃ %)	WO ₃ 量 (万吨)
资源量	控制	95.6	20.03
	推断	11.9	2.7
	总计	107.5	27.73
储量	可信	68.4	14.08

数据来源：佳鑫国际招股书、开源证券研究所

巴库塔钨矿项目分为两个商业生产阶段，2026 年目标产量为 380 万吨。第一阶段已于 2025 年 4 月启动，截至 2025 年 6 月，项目产出钨精矿 1205 吨。2025 年全年目标年度采矿及矿物加工能力为 10000 吨/日。第二阶段计划于 2027 年 Q1 启动，由于矿石分选系统整合完毕，回收率将由 75% 上调至 78.5%-83%，目标年度采矿及矿物加工能力增长为 15000 吨/日。

图39：二期投产后项目钨精矿年产量在1万吨以上


数据来源：佳鑫国际招股书、开源证券研究所

图40：项目二期将选矿规模提升至485万吨


数据来源：佳鑫国际招股书、开源证券研究所

图41：自2027年起，巴库塔钨矿年目标产量预计达495万吨并维持该水平


数据来源：佳鑫国际招股书、开源证券研究所

4、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：

表12：公司盈利预测（单位：亿元）

项目	分项	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
阴极铜业务	收入	3099	2685	2556	2940	2977
	成本	3012	2583	2497	2881	2917
	毛利润	87	102	59	59	60
黄金业务	收入	515	659	1000	1375	1625
	成本	504	639	975	1337	1576
	毛利润	12	20	25	39	49
白银业务	收入	204	169	302	850	956

		197	156	293	820	918
	毛利润	8	13	9	30	38
	收入	17	28	50	72	72
硫化工业务	成本	15	19	18	18	18
	毛利润	2	10	32	54	54
铜加工业务	收入	949	1289	1303	1586	1710
	成本	942	1278	1289	1575	1701
	毛利润	7	11	14	11	9
其他业务	收入	434	379	417	452	491
	成本	409	351	389	422	458
	毛利润	25	27	28	30	33
合计	收入	5219	5209	5627	7275	7831
	成本	5079	5025	5461	7053	7588
	毛利润	140	184	167	222	243

数据来源：Wind、开源证券研究所

相对估值法方面，我们选取了主营业务中含有铜冶炼业务的铜陵有色、西部矿业、云南铜业进行比较，以2026年2月2日股价为基准，可比公司2025-2027年平均PE分别为24.7/19.9/16.9倍。我们预计2025-2027年公司将实现归母净利润分别为84.51/121.47/133.6亿元，当前股价对应PE为23.4/16.3/14.8倍，与可比公司平均PE基本一致。考虑到公司铜冶炼业务具有较强的规模优势和技术优势，且佳鑫国际、第一量子等对外投资项目业绩有望持续改善，使公司具备更可观的成长空间，估值具备一定合理性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表13：公司PE估值略高于可比公司平均

股票代码	股票简称	收盘价 (元/股)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000630.SZ	铜陵有色	7.4	0.2	0.3	0.4	0.4	35.5	28.3	19.7	17.5
601168.SH	西部矿业	32.0	1.2	1.6	1.9	2.2	26.0	19.5	16.6	14.6
000878.SZ	云南铜业	23.9	0.6	0.9	1.0	1.3	42.7	26.5	23.4	18.8
可比公司平均PE							34.7	24.7	19.9	16.9
600362.SH	江西铜业	57.1	2.0	2.4	3.5	3.9	28.4	23.4	16.3	14.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：铜陵有色、西部矿业、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2月2日收盘）

5、风险提示

项目建设低于预期。公司包括索尔黄金在内的多个项目仍处于项目前期，若项目建设不及预期，则会导致业绩不及预期。

全球铜供给超出预期。公司资源开发板块业绩增量来自于矿产铜，若铜资源供给超出预期则会导致铜价下跌，将对公司业绩产生不利影响。

冶炼产能超预期增长。公司主要业务中包含冶炼业务，与冶炼费具有较高相关性，若冶炼产能超预期增长将导致冶炼承压，对公司业绩造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	102016	114995	112374	128258	134451	营业收入	521893	520928	562726	727475	783080
现金	35620	30376	35610	44228	48581	营业成本	507899	502484	546073	705251	758797
应收票据及应收账款	4410	6472	4201	4688	6914	营业税金及附加	1554	1680	1745	2301	2453
其他应收款	4147	4874	4663	5371	6230	营业费用	358	411	415	556	588
预付账款	947	3840	1275	3574	4256	管理费用	2559	2856	2922	3883	4123
存货	40538	44853	46159	47875	46975	研发费用	1020	1118	1154	1527	1625
其他流动资产	16353	24579	20466	22523	21494	财务费用	384	791	686	606	557
非流动资产	66135	78133	83349	87481	88377	资产减值损失	-881	-961	-755	-558	-357
长期投资	4808	19487	19449	19260	19162	其他收益	462	463	462	463	463
固定资产	25779	28677	30096	36904	37368	公允价值变动收益	400	145	273	209	241
无形资产	7409	7833	8172	7877	7667	投资净收益	315	-2147	-916	707	954
其他非流动资产	28139	22136	25632	23440	24181	资产处置收益	15	-13	1	-6	-3
资产总计	168151	193128	195724	215739	222829	营业利润	8419	8779	11007	15792	17438
流动负债	70296	86207	84857	96012	94752	营业外收入	65	435	250	342	296
短期借款	36062	44828	42412	47153	47144	营业外支出	104	105	104	104	104
应付票据及应付账款	14973	10915	18558	18619	21851	利润总额	8380	9109	11152	16030	17630
其他流动负债	19261	30465	23887	30239	25757	所得税	1404	1686	1966	2826	3108
非流动负债	21106	19118	16302	14211	10376	净利润	6975	7424	9186	13204	14521
长期借款	18639	17131	14075	12104	8209	少数股东损益	470	461	735	1056	1162
其他非流动负债	2467	1987	2227	2107	2167	归属母公司净利润	6505	6962	8451	12147	13360
负债合计	91402	105326	101160	110222	105128	EBITDA	11109	12424	17356	22673	24868
少数股东权益	9327	9857	10591	11648	12809	EPS(元)	1.88	2.01	2.44	3.51	3.86
股本	3463	3463	3463	3463	3463						
资本公积	11149	11338	11338	11338	11338	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	52209	62132	68251	76953	86575	成长能力					
归属母公司股东权益	67422	77945	83972	93869	104891	营业收入(%)	8.7	-0.2	8.0	29.3	7.6
负债和股东权益	168151	193128	195724	215739	222829	营业利润(%)	10.1	4.3	25.4	43.5	10.4
						归属于母公司净利润(%)	8.5	7.0	21.4	43.7	10.0
						盈利能力					
						毛利率(%)	2.7	3.5	3.0	3.1	3.1
						净利率(%)	1.2	1.3	1.5	1.7	1.7
						ROE(%)	9.1	8.5	9.7	12.5	12.3
						ROIC(%)	7.1	6.7	8.0	9.7	10.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	54.4	54.5	51.7	51.1	47.2
						净负债比率(%)	29.7	43.9	27.3	19.2	10.2
						流动比率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.4
						速动比率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	3.1	2.9	2.9	3.5	3.6
						应收账款周转率	123.7	100.9	112.3	180.0	146.1
						应付账款周转率	49.9	56.1	53.0	54.5	53.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.88	2.01	2.44	3.51	3.86
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.16	0.72	7.25	4.50	4.49
						每股净资产(最新摊薄)	19.47	22.51	24.25	27.11	30.29
						估值比率					
						P/E	30.4	28.4	23.4	16.3	14.8
						P/B	2.9	2.5	2.4	2.1	1.9
						EV/EBITDA	20.0	19.3	13.1	9.8	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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形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