

江西铜业（600362.SH）

受益于铜和硫酸涨价，主营业务利润显著提升

优于大市

核心观点

上半年实现归母净利润 86.32 亿元，同比+106.77%；扣非归母 75.56 亿元，同比+73.73%；Q2 单季归母净利润 58.14 亿元，环比+106%。Q2 公司投资收益 2.8 亿元，环比一季度增加 21 亿元，主要是套期保值头寸平仓收益；Q2 公允价值变动收益 8.9 亿元，环比一季度减少 14.1 亿元，主要是未平仓的套期保值头寸损益；Q2 资产减值损失 14 亿元，与一季度 14.8 亿减值基本持平，一季度减值主要来自库存铜，二季度减值主要来自库存贵金属。

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 10 万吨，与往年持平。另外金、银、钼价格高位，公司主力矿山德兴铜矿每年副产 3.2 吨黄金、33 吨白银、9000 吨钼。按照当前价格抵扣后的铜矿成本可能是负数，粗算铜矿利润占公司上半年利润比例至少 80%。

报告期内公司顺利完成索尔黄金 100%股权收购，海外资源布局取得重大突破。收购索尔黄金之前，公司权益铜资源量 1396 万吨，金 116 吨。索尔黄金旗下 Cascabel 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 865 吨、银 2900 吨，大幅扩充公司核心金属资源体量。待 Cascabel 项目投产后，公司矿产金属体量有望至少翻一倍，再造一个江铜。

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 105000 元/吨（原值 95000 元/吨），铜精矿加工费均为 0 美元/吨（原值-10 美元/吨），预计归母净利润分别为 164.2/180.4/188.2 亿元（原值 137.1/144.0/150.6 亿元），每股收益分别为 4.7/5.2/5.4 元，当前股价对应 PE 分别为 10.4/10.2/9.9x。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。

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	366,649	346,719	326,719
(+/-%)	-0.2%	4.5%	-32.7%	-5.4%	-5.8%
净利润(百万元)	6962	7130	16424	18044	18822
(+/-%)	7.0%	2.4%	130.3%	9.9%	4.3%
每股收益(元)	2.01	2.06	4.74	5.21	5.44
EBIT Margin	2.4%	3.2%	7.0%	7.3%	7.8%
净资产收益率(ROE)	8.9%	8.8%	18.4%	18.3%	17.4%
市盈率(PE)	24.2	23.6	10.2	9.3	8.9
EV/EBITDA	21.4	16.6	10.4	10.2	9.9
市净率(PB)	2.16	2.07	1.88	1.71	1.56

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：刘孟劼

010-88005312

liumengjie@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

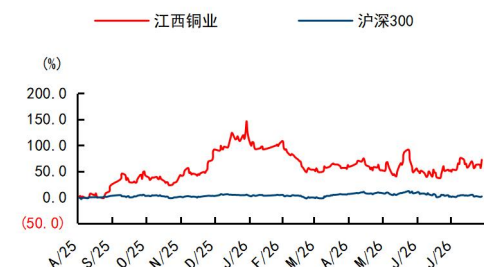
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	48.57 元
总市值/流通市值	168185/168185 百万元
52 周最高价/最低价	70.70/25.40 元
近 3 个月日均成交额	2940.77 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）-铜价上涨提振业绩，国外资源布局迎来进展》——2026-04-03

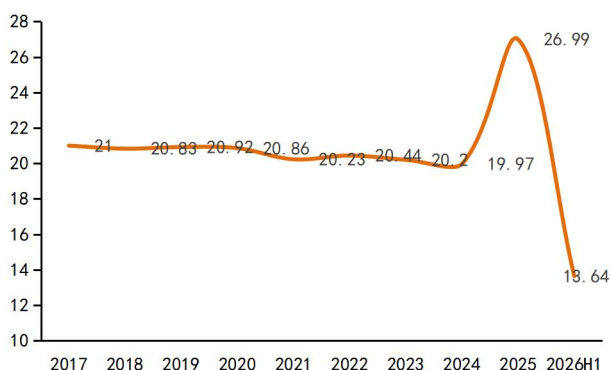
《江西铜业（600362.SH）-铜矿盈利攀升，冶炼业务短期承压》——2025-11-03

《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

半年报概况

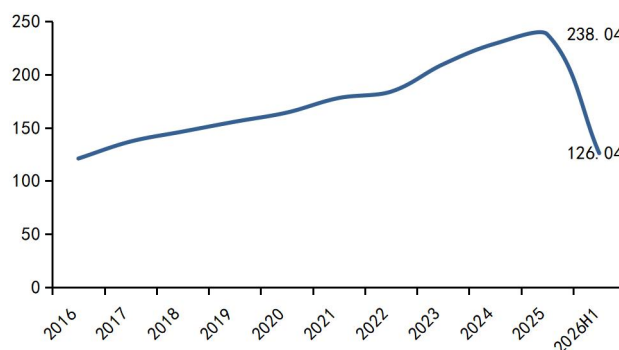
上半年实现营收 3072 亿元，归母净利润 86.32 亿元，同比+ 106.77%；扣非归母 75.56 亿元，同比+73.73%；Q2 单季归母净利润 58.14 亿元，环比+106%。Q2 公司投资收益 2.8 亿元，环比一季度增加 21 亿元，主要是套期保值头寸平仓收益；Q2 公允价值变动收益 8.9 亿元，环比一季度减少 14.1 亿元，主要是未平仓的套期保值头寸损益；Q2 资产减值损失 14 亿元，与一季度 14.8 亿减值基本持平，一季度减值主要来自库存铜，二季度减值主要来自库存贵金属。

图1: 江西铜业铜精矿产量（万吨，含第一量子权益）



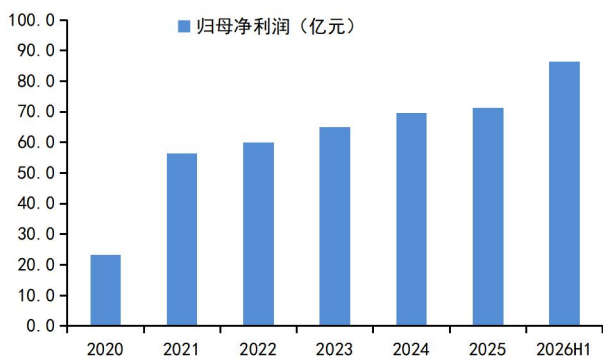
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 江西铜业阴极铜产量（单位：万吨）



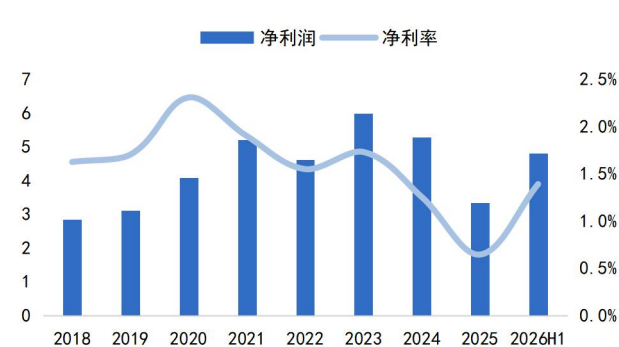
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 江西铜业归母净利润（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 10 万吨，与往年持平。另外金、银、钼价格高位，公司主力矿山德兴铜矿每年副产 3.2 吨黄金、33 吨白银、9000 吨钼。按照当前价格抵扣后的铜矿成本可能是负数，粗算铜矿利润占公司上半年利润比例至少 80%。

表1: 2025 年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

冶炼业务

公司拥有铜冶炼产能 240 万吨，刨除只有精炼工序的江铜清远、江铜宏源，以及贵溪、富冶和鼎、恒邦、国兴当中的外购粗铜精炼产能，公司使用铜精矿粗炼的产能有 145 万吨，考虑到持股比例后的权益产能为 95 万吨。

表2：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

冶炼利润简单测算，如下表所示，今年上半年冶炼盈利主要靠硫酸价格大幅上涨。假设硫酸价格含税 1800 元/吨，生产成本 150 元/吨，则硫酸税后利润 1100 元/吨。公司权益粗炼产能 95 万吨，可产硫酸 330 万吨，另外国内铜矿每年产标硫精矿 280 万吨，则硫酸和标硫精矿每年利润可达 65 亿元以上。当然，历史上硫酸价格剧烈波动，价格低迷时需要倒贴钱出货，所以不宜将高酸价作为强假设。铜精矿加工费方面，公司今年签订的长单占比较高，高于大部分铜冶炼企业，加工费压力不大。公司在半年报公告了子公司杭州富冶和鼎的净利润为 4.8 亿元，富冶和鼎的铜粗炼产能 50 万吨，按半年度产量 25 万吨，则上半年冶炼吨净利润约为 2000 元。

表3：铜冶炼利润粗略测算

项目	价格	利润（金属吨）
A 铜精矿加工费 TC 收益（美元/干吨）	0	0
B 硫酸收益（元/吨）	1400	3811
C 铜回收率收益（元/吨）	104000	1841
D 金回收率收益（元/克）	900	945
E 银回收率收益（元/千克）	15000	332
F 冶炼成本（元/吨）	3000	3000
冶炼利润（元/吨）		2947

资料来源：ifind、国信证券经济研究所整理

联营公司情况

第一量子：自 2025 年年报开始，公司将第一量子铜产量按股权比例计入。2026H1 第一量子铜产量 19.7 万吨，公司持股 18.47%，权益产量 3.64 万吨。第一量子前两个季度归母净利润分别为-1.96 亿美元和 1.36 亿美元，二季度转正主因出售土耳其、西班牙两座矿山一次性收益 2.71 亿美元（按照股权比例江西铜业 Q2 增利 3.5 亿元人民币）。虽然净利润亏损，但上半年经营性净现金流仍有 5.5 亿美元。

关于巴拿马铜矿进展，4月7日巴拿马政府正式批准公司处理厂区堆存矿石，Q2产出铜3216吨。巴拿马政府聘请三方SGS合规审计巴拿马铜矿得分87.73/100，绝大多数环评承诺已经达标。但仍没有给出复产指引。巴拿马铜矿复产，将是抬升江西铜业利润的下一个节点。

佳鑫国际。佳鑫国际2026H1归母净利润15.4亿港元，江西铜业权益收益为15.4*30.11%=4.6亿港元。

完成索尔黄金收购，公司铜资源量翻倍

报告期内公司顺利完成索尔黄金100%股权收购，海外资源布局取得重大突破。收购索尔黄金之前，公司权益铜资源量1396万吨，金116吨。索尔黄金旗下Cascabel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865吨、银2900吨，大幅扩充公司核心金属资源体量。待Cascabel项目投产后，公司矿产金属体量有望至少翻一倍，再造一个江铜。

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105000元/吨，铜精矿加工费为0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）				
		95,000	100,000	105,000	110,000	115,000
铜精矿加工费（美元/吨）	-30	152.6	158.2	163.8	169.4	175.0
	-20	155.5	161.1	166.7	172.3	178.0
	-10	158.4	164.0	169.6	175.3	180.9
	0	161.3	166.9	172.6	178.2	183.8
	10	164.2	169.9	175.5	181.1	186.7

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105000元/吨（原值95000元/吨），铜精矿加工费均为0美元/吨（原值-10美元/吨），预计归母净利润分别为164.2/180.4/188.2亿元（原值137.1/144.0/150.6亿元），每股收益分别为4.7/5.2/5.4元，当前股价对应PE分别为10.4/10.2/9.9x。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	100646	104017	111115	营业收入	520928	544623	366649	346719	326719
应收款项	11222	18021	7032	6649	6266	营业成本	502484	520686	335257	315857	295957
存货净额	44853	68188	36482	35154	33678	营业税金及附加	1680	1919	1283	1214	1144
其他流动资产	22992	17716	14666	13869	13069	销售费用	411	387	440	416	392
流动资产合计	114995	142037	162394	163257	167696	管理费用	2856	3001	2933	2774	2614
固定资产	37077	38402	38171	37667	36871	研发费用	1118	1415	1100	1040	980
无形资产及其他	7338	7106	6823	6539	6256	财务费用	791	909	733	693	653
投资性房地产	14232	12709	12709	12709	12709	投资收益	(2147)	(2412)	495	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	242977	249077	255575	其他收入	(963)	(1124)	(700)	(640)	(580)
短期借款及交易性金融负债	50539	65694	65000	65000	65000	营业利润	8779	10408	24898	27057	28095
应付款项	10915	18378	22801	21435	20046	营业外净收支	330	(253)	0	0	0
其他流动负债	24753	28973	40377	37958	35499	利润总额	9109	10155	24898	27057	28095
流动负债合计	86207	113046	128178	124393	120545	所得税费用	1686	2687	6224	6764	7024
长期借款及应付债券	17131	9639	9639	9639	9639	少数股东损益	461	338	2249	2249	2249
其他长期负债	1987	1865	1682	1420	1231	归属于母公司净利润	6962	7130	16424	18044	18822
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	139499	135453	131416	净利润	6962	7130	16424	18044	18822
少数股东权益	9857	12865	13990	15114	16239	资产减值准备	80	302	190	(12)	(29)
股东权益	77945	81276	89488	98510	107921	折旧摊销	379	410	3926	4401	4709
负债和股东权益总计	193128	218691	242977	249077	255575	公允价值变动损失	816	3777	900	900	900
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	791	909	733	693	653
每股收益	2.01	2.06	4.74	5.21	5.44	营运资本变动	(6087)	(11471)	61578	(1551)	(1407)
每股红利	1.42	1.80	2.37	2.61	2.72	其它	55	(259)	935	1137	1154
每股净资产	22.51	23.47	25.84	28.45	31.17	经营活动现金流	2204	(111)	83953	22918	24149
ROIC	7.63%	8.85%	16%	22%	22%	资本开支	0	2150	(4501)	(4501)	(4501)
ROE	8.93%	8.77%	18%	18%	17%	其它投资现金流	(2036)	1983	0	0	0
毛利率	4%	4%	9%	9%	9%	投资活动现金流	(16715)	5183	(8944)	(10525)	(7640)
EBIT Margin	2%	3%	7%	7%	8%	权益性融资	81	269	0	0	0
EBITDA Margin	2%	3%	8%	9%	9%	负债净变化	326	(7276)	0	0	0
收入增长	-0%	5%	-33%	-5%	-6%	支付股利、利息	(4934)	(6224)	(8212)	(9022)	(9411)
净利润增长率	7%	2%	130%	10%	4%	其它融资现金流	18402	25826	(694)	0	0
资产负债率	60%	63%	63%	60%	58%	融资活动现金流	9267	(904)	(8906)	(9022)	(9411)
股息率	2.9%	3.7%	4.9%	5.4%	5.6%	现金净变动	(5244)	4168	66102	3371	7098
P/E	24.2	23.6	10.2	9.3	8.9	货币资金的期初余额	35620	30376	34544	100646	104017
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6	货币资金的期末余额	30376	34544	100646	104017	111115
EV/EBITDA	21.4	16.6	10.4	10.2	9.9	企业自由现金流	0	3748	80230	17413	18026
						权益自由现金流	0	22299	77495	15644	16296

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