

江西铜业（600362.SH）

半年业绩创历史新高，多个参控股项目打开成长空间

2026 年 09 月 10 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

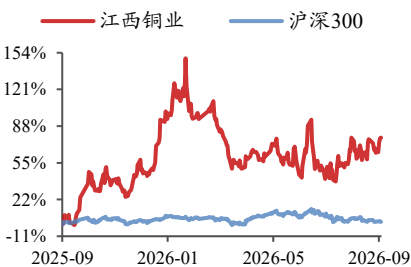
孙二春（分析师）

sunerchun@kysec.cn

证书编号：S0790525060001

日期	2026/9/10
当前股价(元)	49.64
一年最高最低(元)	70.70/27.77
总市值(亿元)	1,718.90
流通市值(亿元)	1,030.15
总股本(亿股)	34.63
流通股本(亿股)	20.75
近 3 个月换手率(%)	216.41

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《铜冶炼龙头再起航，资源并购助成长—公司首次覆盖报告》-2026.2.3

● 2026H1 公司业绩稳步增长，主要产品产量总体稳健释放

2026 年上半年，公司实现营业收入 3,071.5 亿元，同比增长 19.5%；归母净利润 86.3 亿元，同比增长 106.8%；扣非净利润 75.6 亿元，同比增长 73.7%。产量方面，公司主要产品整体保持稳健增长，除黄金产量同比下降外，阴极铜、自有铜精矿含铜、白银及硫酸等均实现同比增长。我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测分别上调 40.6%/38.2%至 170.8/184.6 亿元，并新增 2028 年归母净利润预测 194.7 亿元；对应 EPS 分别为 4.93/5.33/5.62 元，当前股价对应 PE 分别为 10.1/9.3/8.8 倍。维持“买入”评级。

● 索尔黄金收购落地，中远期铜矿自给率有望显著增加

2026 年 3 月，公司完成对索尔黄金 100%股权的收购，取得厄瓜多尔世界级绿地项目 Cascabel 的全部权益。目前，项目已发现 Alpala 和 Tandayama-America(TAM) 两个矿床，其中 Alpala 矿床保有铜资源量 1,220 万吨、金资源量 865 吨，TAM 矿床保有铜资源量 220 万吨、金资源量 190 吨。并表后，公司铜、金资源储量进一步提升。根据索尔黄金于 2024 年 3 月发布的预可研报告，项目拟分两期建设选矿产线，合计产能 2,400 万吨，达产后年产精矿含铜约 12.3 万吨、精矿含金约 8.6 吨。由于后续可行性研究尚未完成，具体开发方案仍有待公司后续披露。

● 佳鑫国际盈利释放，未来成长空间可观

2026 年上半年，佳鑫国际钨精矿产量约 4,000 吨，实现营收 27.0 亿港元，归母净利润 15.4 亿港元。公司目前正推动将矿石分选系统整合至现有采矿流程，目标于 2027 年将年选矿产能从目前的 330 万吨提升至 495 万吨。中期来看，公司计划于 2029 年至 2032 年启动巴库塔钨矿二期扩产项目，并力争推动 APT 等钨深加工项目落地，逐步构建“采矿—选矿—冶炼”一体化产业链。

● **风险提示：**经营安全生产风险；项目进展不如预期风险；金属价格及原材料价格波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	516,609	544,623	637,401	689,629	719,640
YOY(%)	-1.0	5.4	17.0	8.2	4.4
归母净利润(百万元)	6,962	7,130	17,080	18,457	19,473
YOY(%)	7.0	2.4	139.5	8.1	5.5
毛利率(%)	3.6	4.4	5.5	5.5	5.6
净利率(%)	1.3	1.3	2.7	2.7	2.7
ROE(%)	8.5	7.9	16.8	15.6	14.4
EPS(摊薄/元)	2.01	2.06	4.93	5.33	5.62
P/E(倍)	24.7	24.1	10.1	9.3	8.8
P/B(倍)	2.2	2.1	1.8	1.5	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心亮点：多个参控股项目打开公司成长空间.....	
1.1、 索尔黄金：收购落地，中远期铜矿自给率有望显著提升.....	
1.2、 江铜铜箔：拟分拆港股上市，铜箔业务释放成长空间.....	
1.3、 佳鑫国际资源：2026H1 实现归母净利润约 15.4 亿港元.....	
1.4、 第一量子：Cobre Panamá 恢复处理库存矿石，项目重启待政府拍板.....	
2、 运营及财务表现：硫酸贡献毛利增量，业务结构优化提升毛利率.....	
3、 盈利预测与投资建议.....	1
4、 风险提示.....	1
5、 附：财务预测摘要.....	1

图表目录

图 1： 截至 2026 年 4 月 30 日，江西铜业持有江铜铜箔 70.19%的股份.....	
图 2： 江铜铜箔共有 10 万吨铜箔产能，其中 3.5 万吨为电子电路铜箔.....	
图 3： 2025 年江铜铜箔实现净亏损约 1.4 亿元.....	
图 4： 2026H1 佳鑫国际钨精矿产量约 4,000 吨.....	
图 5： 2026H1 佳鑫国际实现归母净利润 15.4 亿港元.....	
图 6： 2026H1 第一量子铜产量同比提升 3.2%达 19.7 万吨（单位：万吨）.....	
图 7： 2026H1 第一量子实现归母净亏损约 6000 万美元.....	
图 8： 2026H1 第一量子金产量为 2.1 吨，同比下滑 15.0%（单位：吨）.....	
图 9： 2026H1 第一量子镍产量 2.36 万吨，完成全年指引中值 67%（单位：吨）.....	
图 10： 2026H1 公司自有矿山铜精矿含铜产量为 10.0 万吨，同比持平.....	
图 11： 2025 年，德兴铜矿贡献了公司 77%的自产矿产铜.....	
图 12： 2026H1 公司钼精矿产量为 4,810 吨，同比增长 1.4%.....	
图 13： 2026H1 公司标硫精矿产量为 150.2 万吨，同比增长 5.8%.....	
图 14： 2025 年矿产金产量为 4.8 吨，同比下滑 10.0%.....	
图 15： 2025 年矿产银产量为 80.9 吨，同比增长 19.8%.....	
图 16： 2026H1 阴极铜产量同比增长 5.4%至 126.0 万吨.....	
图 17： 2026H1 硫酸产量为 347.2 万吨，同比微增 0.3%.....	
图 18： 2026H1 冶炼金产量为 43.7 吨，同比下滑 12.5%.....	9
图 19： 2026H1 冶炼银为 749.8 吨，同比增长 6.6%.....	
图 20： 2026H1 硫酸及硫精矿营收为 57.4 亿元，较 2025 年同期增长 163.9%.....	
图 21： 2026H1 江西市场冶炼酸均价为 1440 元/吨，同比上涨 206.1%.....	
图 22： 2026H1 公司实现营收 3,071.6 亿元，同比上涨 19.5%.....	1
图 23： 2026H1 公司实现归母净利润 86.3 亿元，同比提升 106.8%.....	1
图 24： 2026H1 贸易业务收入占比降至 19%.....	1
图 25： 2026H1 公司毛利率提升至 5.8%.....	1
图 26： 汇兑损失增加，2026H1 财务费用率有所提升.....	1
图 27： 2026H1 毛利率改善，净利率明显抬升.....	1
图 28： 2026 年中，公司资产负债率由 2025 年底 57%提升至 65%.....	1
图 29： 2026 年中，公司有息负债较 2025 年底提升 86.3%至 1,404.4 亿元.....	1
图 30： 2026H1 筹资活动净现金流入为 303.1 亿元，投资活动净现金流出为 234.3 亿元，均为历史同期最高水平.....	1

图 31: 借债规模增加, 2026H1 净现金流入创历史同期新高 1

表 1: 完成索尔黄金收购后, 公司全资保有铜资源量达 2,296 万吨 1

表 2: 根据预可研设计, 项目达产后铜产量约为 12.3 万吨, 金约为 8.6 吨 1

表 3: 公司业绩拆分与盈利预测 (单位: 亿元人民币) 1

1、核心亮点：多个参控股项目打开公司成长空间

1.1、索尔黄金：收购落地，中远期铜矿自给率有望显著提升

索尔黄金收购交割完成，公司金属资源量显著增厚。2026年3月5日，公司公告完成对索尔黄金（SolGold）100%股权的收购，正式取得厄瓜多尔世界级绿地项目 Cascabel 铜金矿全部权益，索尔黄金同日自伦交所退市。2026年上半年，公司为完成剩余股权收购支付现金约 69.7 亿元。随着项目并表，公司全资持有资源量显著提升，其中铜资源量增至 2,296 万吨，较收购前增长 168%；金资源量增至 1,282 吨，增长 464%；银资源量增至 11,116 吨，增长 35%。后续随着勘探持续推进，公司资源量仍有进一步提升空间。

表1：完成索尔黄金收购后，公司全资保有铜资源量达 2,296 万吨

	铜资源量（万吨）	金资源量（吨）	银资源量（吨）
国内矿山	855.9	227.3	8216.3
Cascabel 项目-Alpala 矿床	1220.0	864.7	2900.2
Cascabel 项目-TAM 矿床	220.0	189.7	-
总全资保有资源量	2295.9	1281.7	11116.4

数据来源：Cascabel 项目预可研报告、公司公告、开源证券研究

Cascabel 项目达产后精矿含铜产量有望超 12 万吨。根据索尔黄金于 2024 年 3 月发布的预可研报告，Cascabel 项目选矿产线计划分两期开发，每期选矿产能为 1,200 万吨，合计 2,400 万吨。按全生命周期平均入选品位及选矿回收率测算，项目达产后年产精矿含铜约 12.3 万吨、精矿含金约 8.6 吨。后续具体开发方案仍需以公司后续发布的可行性研究为准。

表2：根据预可研设计，项目达产后铜产量约为 12.3 万吨，金约为 8.6 吨

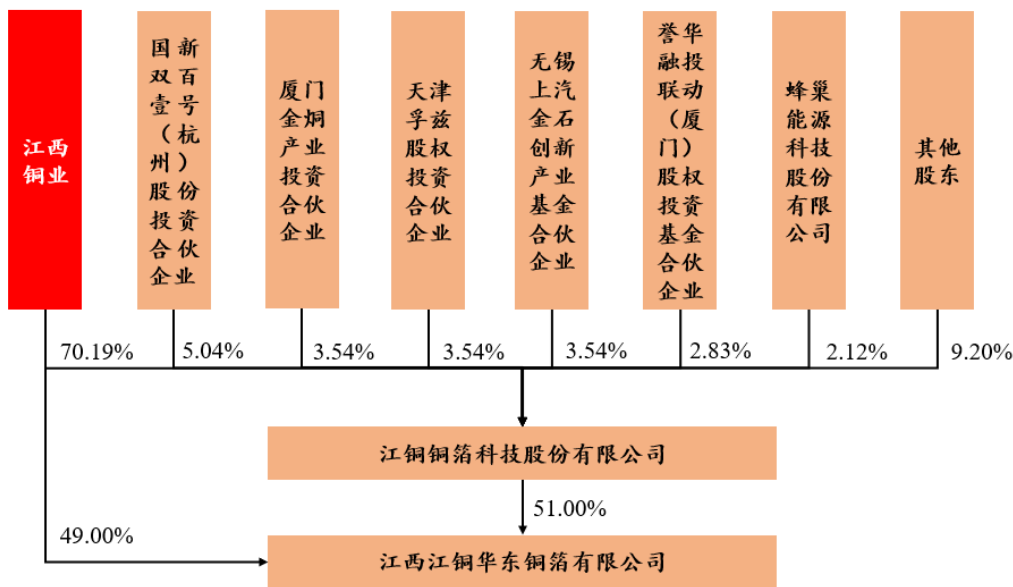
选矿产能	铜	金
选矿量	2400 万吨	
平均入选品位	0.60%	0.54 克/吨
选矿回收率	85.4%	66.5%
精矿含金属产量	12.3 万吨	8.6 吨
矿山寿命	28 年	

数据来源：Cascabel 项目预可研报告、开源证券研究所

1.2、江铜铜箔：拟分拆港股上市，铜箔业务释放成长空间

江铜铜箔拟分拆上市，铜箔业务释放成长空间。2026年5月，公司公告拟筹划分拆江铜铜箔至香港联交所上市，以拓宽融资渠道，优化产业布局从而提升其在铜箔领域的竞争力。此次分拆不会导致公司丧失对江铜铜箔的控制权，截至 2026 年 4 月 30 日，江西铜业持有江铜铜箔 70.19% 的股份。

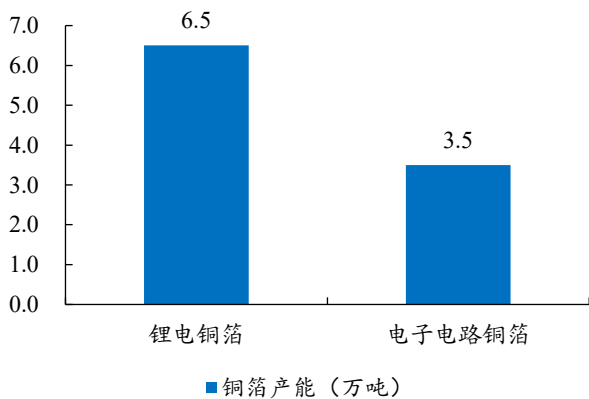
图1：截至 2026 年 4 月 30 日，江西铜业持有江铜铜箔 70.19%的股份



数据来源：公司公告、开源证券研究所

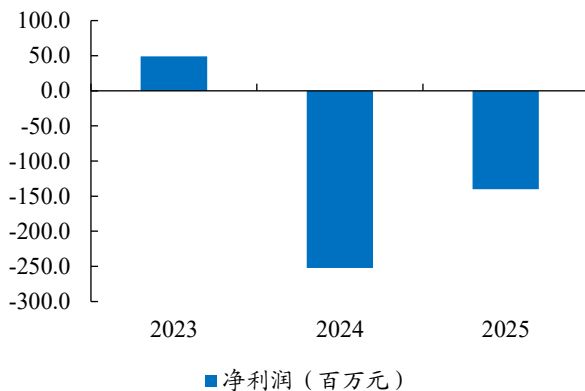
江铜铜箔拥有铜箔产能 10 万吨。其中江铜铜箔南昌基地拥有电子电路铜箔产能 3.5 万吨，锂电铜箔产能 1.5 万吨，子公司华东铜箔上饶基地则拥有 5 万吨锂电铜箔产能。2025 年，江铜铜箔实现净亏损约 1.4 亿元，较 2024 年减亏约 1.1 亿元。

图2：江铜铜箔共有 10 万吨铜箔产能，其中 3.5 万吨为电子电路铜箔



数据来源：公司官网、开源证券研究所

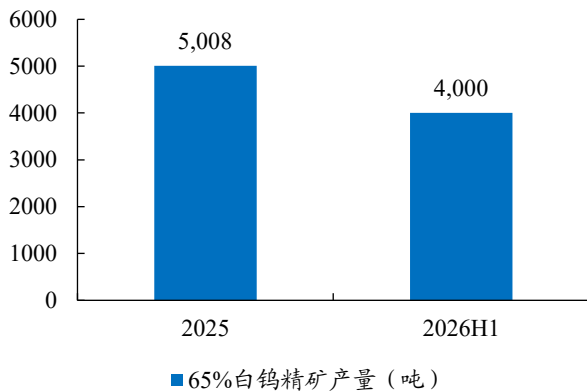
图3：2025 年江铜铜箔实现净亏损约 1.4 亿元



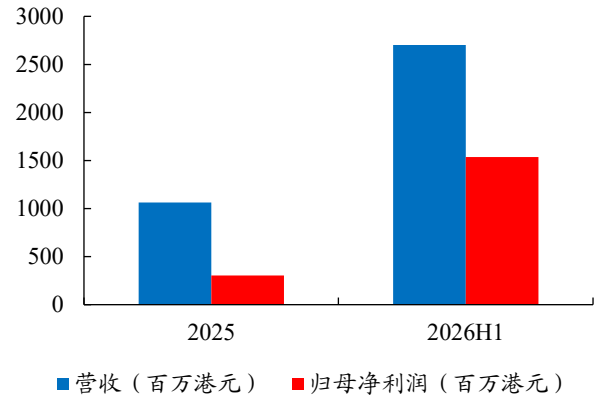
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、佳鑫国际资源：2026H1 实现归母净利润约 15.4 亿港元

受钨价上行驱动，盈利显著增长。公司持有佳鑫国际资源 30.11% 的股权，2026H1，佳鑫国际钨精矿产量约 4,000 吨；同期，国内白钨精矿均价达 68.7 万元/吨，环比上涨 148%。受钨价大幅上行带动，公司上半年实现收入 27.0 亿港元，按 0.85 汇率折算约 23.0 亿元人民币；实现归母净利润 15.4 亿港元，折合约 13.1 亿元人民币。2025 年，巴库塔钨矿一期选矿量达 280 万吨。公司正推动将矿石分选系统整合至现有采矿流程，有望于 2027 年将年选矿产能提升至 495 万吨；同时，公司计划于 2029-2032 年启动巴库塔钨矿二期扩产项目，并力争推进 APT 等钨深加工项目落地，以构建“采矿-选矿-冶炼”一体化产业链。

图4：2026H1 佳鑫国际钨精矿产量约 4,000 吨


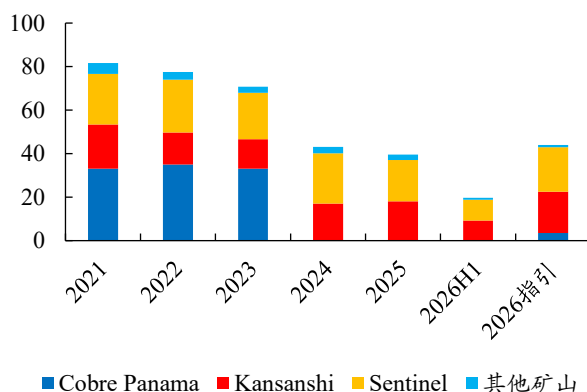
数据来源：佳鑫国际公告、开源证券研究所（注：巴库塔钨矿于 2025 年 4 月进入商业化生产阶段）

图5：2026H1 佳鑫国际实现归母净利润 15.4 亿港元


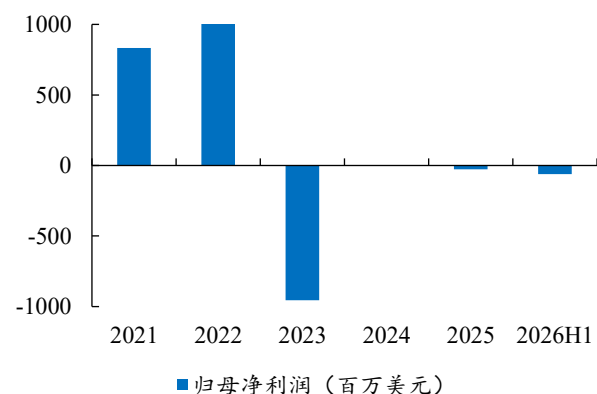
数据来源：佳鑫国际公告、开源证券研究所（注：巴库塔钨矿于 2025 年 4 月进入商业化生产阶段）

1.4、第一量子：Cobre Panamá 恢复处理库存矿石，项目重启待政府拍板

Cobre Panamá 库存矿石处理启动，全面重启仍待政府决策落地。公司持有第一量子 18.47% 的股权，第一量子旗下铜产量最大的资产 Cobre Panamá 于 2023 年因特许权合同违宪而停产。2025 年 5 月，巴拿马政府批准了“保护与安全管理计划”，允许出口铜精矿库存、重启发电站并处理库存矿石。2026 年 5 月，矿山恢复处理库存矿石，6 月产出 3,216 吨铜精矿含铜；公司指引 2026 年全年库存矿石处理可贡献 3 万至 4 万吨铜精矿含铜。与此同时，2026 年 6 月发布的综合审计报告显示，Cobre Panamá 总体合规评分为 87.7%，370 项承诺中已履行 361 项。当前巴拿马政府已成立跨部门部长级委员会审查审计结果并评估后续影响，矿山全面重启仍待政府进一步决策。

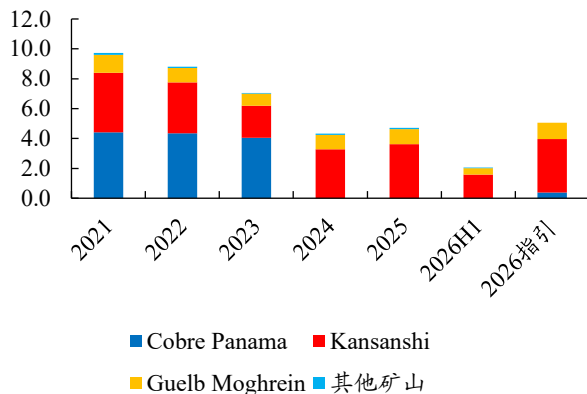
图6：2026H1 第一量子铜产量同比提升 3.2%达 19.7 万吨（单位：万吨）


数据来源：第一量子公告、开源证券研究所

图7：2026H1 第一量子实现归母净亏损约 6000 万美元


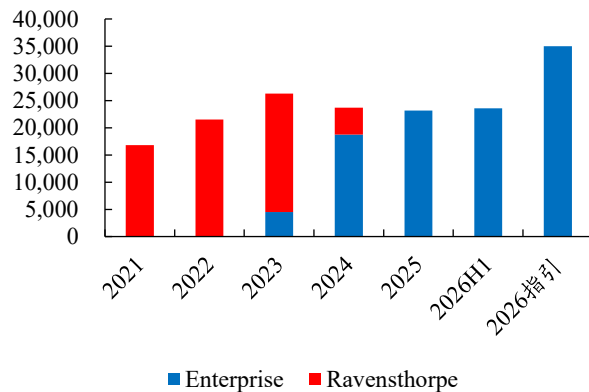
数据来源：第一量子公告、开源证券研究所

图8: 2026H1 第一量子金产量为 2.1 吨,同比下滑 15.0%
(单位: 吨)



数据来源: 第一量子公告、开源证券研究所

图9: 2026H1 第一量子镍产量 2.36 万吨, 完成全年指引中值 67% (单位: 吨)

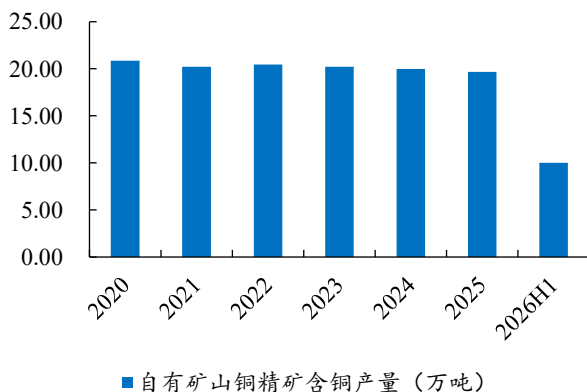


数据来源: 第一量子公告、开源证券研究所

2、运营及财务表现: 硫酸贡献毛利增量, 业务结构优化提升毛利率

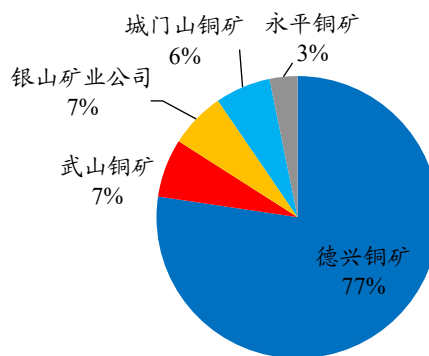
自有矿山稳产, 德兴铜矿贡献核心产量。2026 年上半年, 公司铜精矿含铜产量为 13.6 万吨, 其中第一量子项目权益部分贡献 3.6 万吨, 自有矿山贡献 10.0 万吨。公司自有矿山矿产铜产量整体稳定, 近年年产约 20 万吨铜精矿含铜; 其中德兴铜矿为主力矿山, 2025 年矿产铜产量为 15.2 万吨, 占公司自有矿山矿产铜产量约 77%, 是公司自产铜资源的核心来源。

图10: 2026H1 公司自有矿山铜精矿含铜产量为 10.0 万吨, 同比持平



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

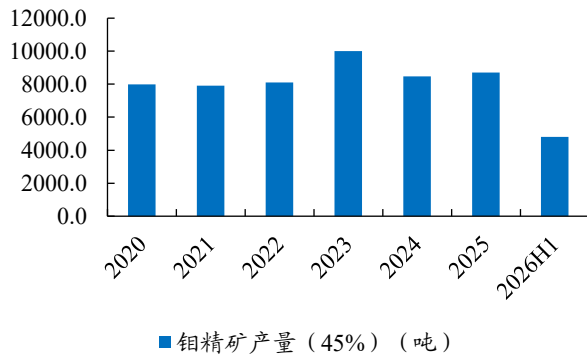
图11: 2025 年, 德兴铜矿贡献了公司 77% 的自产矿产铜



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

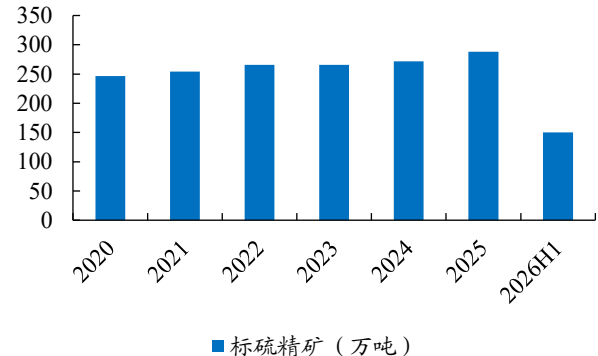
2026H1 自有矿山铜精矿含铜产量同比持平, 钼、硫精矿产量稳步增长。2026H1, 公司自有矿山铜精矿含铜产量为 10.0 万吨, 同比持平; 钼精矿产量为 4,810 吨, 同比增长 1.4%; 标硫精矿产量为 150.2 万吨, 同比增长 5.8%。公司未披露半年度矿产金、银产量。从全年数据看, 2025 年公司矿产金产量为 4.8 吨, 同比下降 10.0%, 主要由于德兴铜矿黄金产量同比下降 12.8%; 矿产银产量为 80.9 吨, 同比增长 19.8%, 主要得益于银山矿业矿产银产量由 10.8 吨提升至 22.1 吨。

图12: 2026H1 公司钼精矿产量为 4,810 吨, 同比增长 1.4%



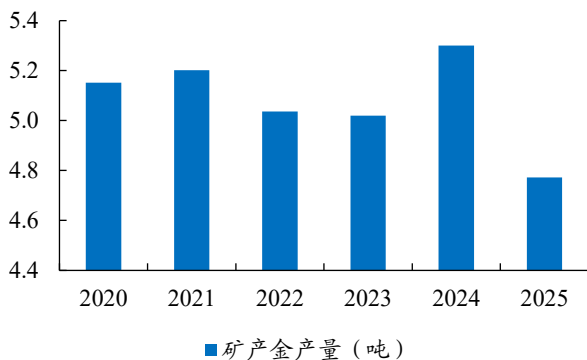
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2026H1 公司标硫精矿产量为 150.2 万吨, 同比增长 5.8%



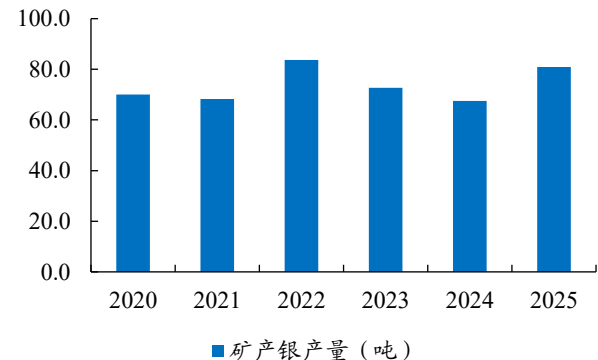
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 2025 年矿产金产量为 4.8 吨, 同比下滑 10.0%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

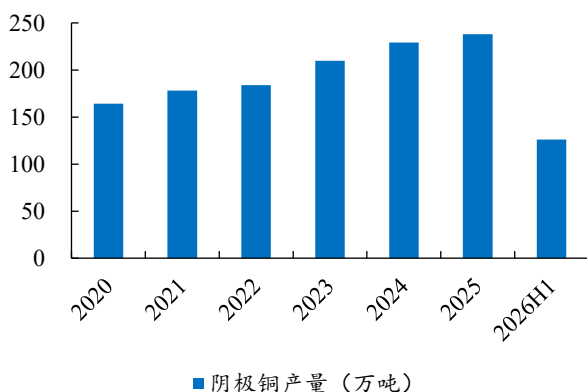
图15: 2025 年矿产银产量为 80.9 吨, 同比增长 19.8%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

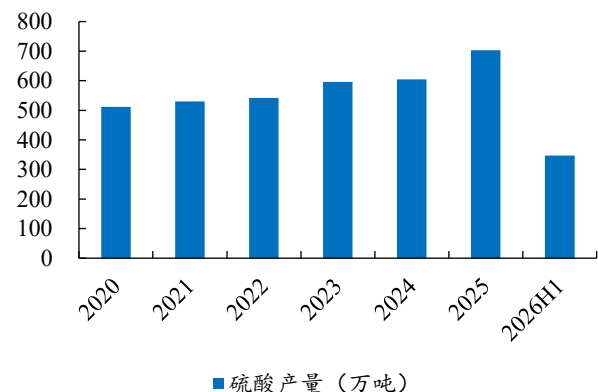
阴极铜放量, 冶炼副产品变化各异。公司阴极铜产量持续增长, 由 2020 年的 164.3 万吨增至 2025 年的 238.0 万吨, CAGR 约 7.7%; 2026 年上半年阴极铜产量为 126.0 万吨, 同比增长 5.4%。同期, 硫酸产量为 347.2 万吨, 同比微增 0.3%, 冶炼银产量为 749.8 吨, 同比增长 6.6%, 而冶炼金产量为 43.7 吨, 同比下滑 12.5%。

图16: 2026H1 阴极铜产量同比增长 5.4%至 126.0 万吨

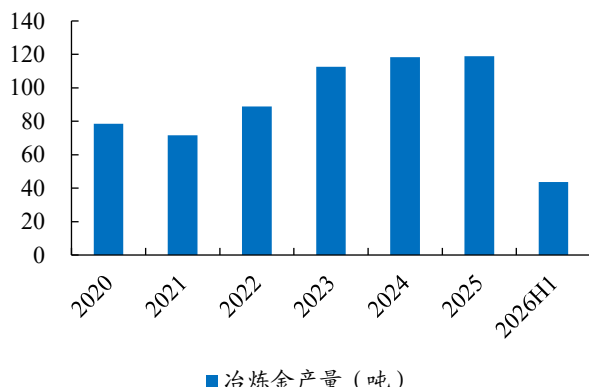


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

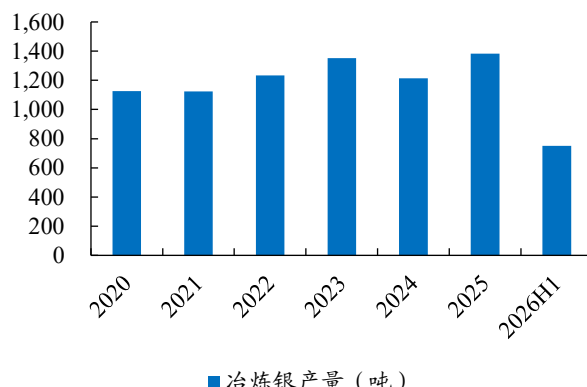
图17: 2026H1 硫酸产量为 347.2 万吨, 同比微增 0.3%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

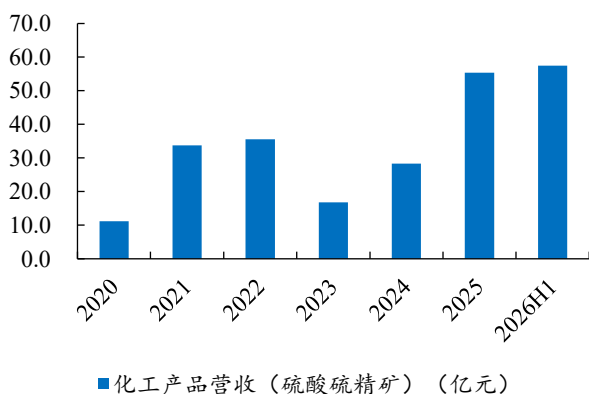
图18: 2026H1 冶炼金产量为 43.7 吨, 同比下滑 12.5%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 2026H1 冶炼银为 749.8 吨, 同比增长 6.6%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

硫酸价格受地缘因素推升, 公司化工产品收入与毛利同比大幅增长。2026 年上半年, 受中东局势扰动影响, 霍尔木兹海峡航运受阻, 全球硫磺供应收紧, 带动硫酸价格显著上行。2026H1 江西市场冶炼酸均价为 1,440 元/吨, 同比增长 206.1%、环比增长 110.1%。受此带动, 作为公司冶炼重要副产品的硫酸及硫精矿营收明显提升, 2026H1 实现营收 57.4 亿元, 同比增长 163.9%。同期, 硫酸及硫精矿毛利由 2025H1 的 12.5 亿元增至 45.3 亿元, 增加 32.8 亿元, 占公司 2026H1 毛利同比增量 78 亿元的 42%。

图20: 2026H1 硫酸及硫精矿营收为 57.4 亿元, 较 2025 年同期增长 163.9%


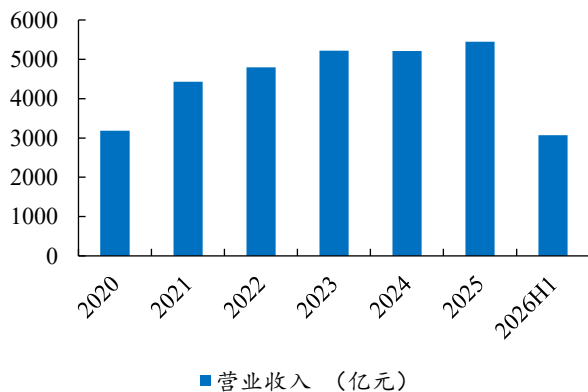
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 2026H1 江西市场冶炼酸均价为 1440 元/吨, 同比上涨 206.1%


数据来源: Wind、开源证券研究所

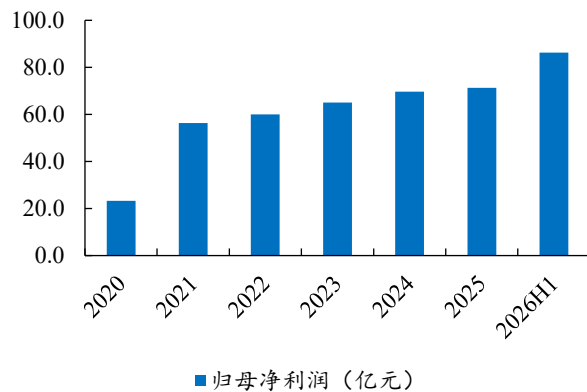
营收与利润均创历史同期新高。2026 年上半年, 公司实现营业收入 3,071.6 亿元人民币, 同比增长 19.5%, 创历史同期新高; 实现归母净利润 86.3 亿元人民币, 同比增长 106.8%, 亦创历史同期新高, 并已超过 2025 年全年水平。

图22: 2026H1 公司实现营收 3,071.6 亿元, 同比上涨 19.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

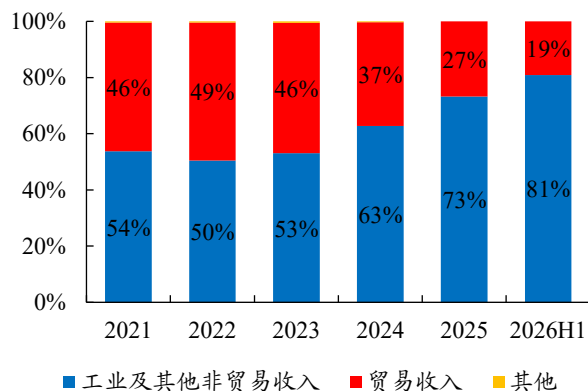
图23: 2026H1 公司实现归母净利润 86.3 亿元, 同比提升 106.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

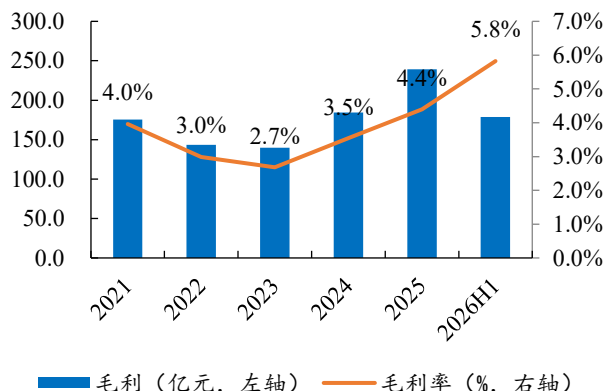
贸易业务持续收缩, 结构优化带动公司毛利率提升。自 2023 年起, 公司持续压缩低毛利的贸易业务, 贸易业务收入由 2023 年的 2,426 亿元降至 2025 年的 1,452 亿元, 占总收入比重由 46%降至 27%。受收入结构改善带动, 公司毛利率由 2023 年的 2.7%提升至 2025 年的 4.4%。2026H1, 贸易业务收入为 584.6 亿元, 同比下降 18.7%, 占比进一步降至 19%, 公司毛利率提升至 5.8%。

图24: 2026H1 贸易业务收入占比降至 19%



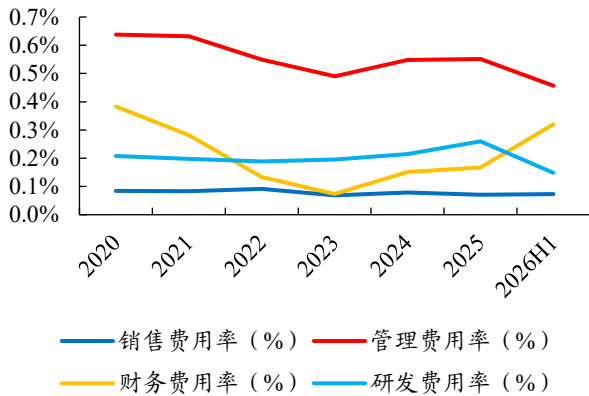
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图25: 2026H1 公司毛利率提升至 5.8%

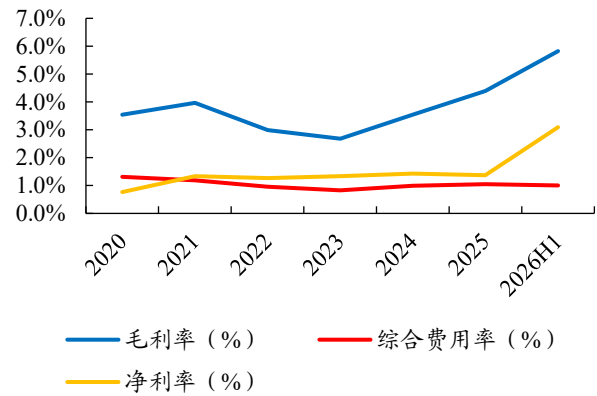


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

费用率整体平稳, 毛利率改善带动净利率提升。2026H1, 公司综合费用率总体保持稳定。分项来看, 销售费用率为 0.07%, 同比持平; 管理费用率为 0.46%, 同比下降 0.02 个百分点; 财务费用率为 0.32%, 同比上升 0.10 个百分点, 主要由于汇兑损失增加; 研发费用率下降 0.08 个百分点至 0.15%。利润端, 2026H1 公司毛利率由 2025 年同期的 3.9%提升至 5.8%, 带动净利率由 1.7%升至 3.1%。

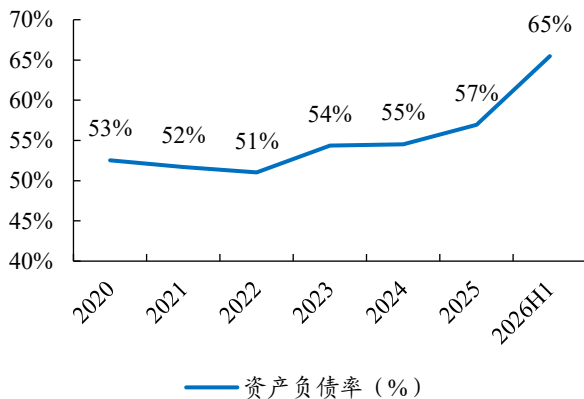
图26: 汇兑损失增加, 2026H1 财务费用率有所提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

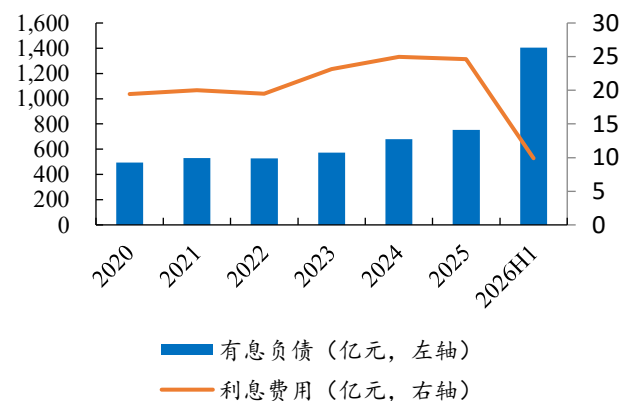
图27: 2026H1 毛利率改善, 净利率明显抬升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

有息负债爬升推高公司资产负债率水平。2026 年中, 公司有息负债规模较 2025 年末增加约 650.7 亿元 (+86.3%) 至 1,404.4 亿元, 其中, 短期借款增加 115.8% 至 1204.9 亿元, 长期借款增加 90.9% 至 126.7 亿元。因此, 公司资产负债率由 2025 年末 57% 提升约 8 个百分点至 65%。

图28: 2026 年中, 公司资产负债率由 2025 年底 57% 提升至 65%


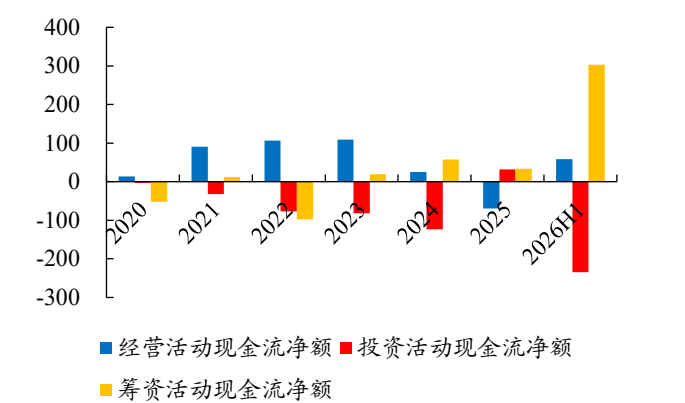
数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 2026 年中, 公司有息负债较 2025 年底提升 86.3% 至 1,404.4 亿元


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债; 2026H1 利息费用为半年利息费用)

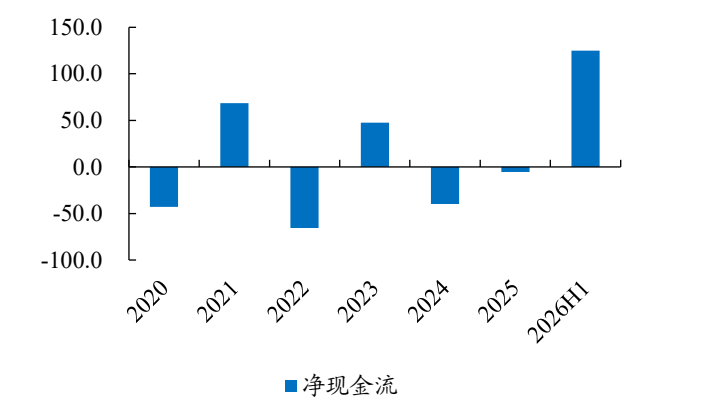
净现金流入创历史新高, 货币资金规模保持充裕。2026H1, 公司经营活动现金流净流入 58.1 亿元, 同比增长 102.5%; 投资活动现金流净流出 234.3 亿元, 同比增加 44.0%, 主要由于公司年初完成了对索尔黄金的收购; 筹资活动现金流净流入 303.1 亿元, 同比增加 185.4%, 主要受质押及信用借款规模增加带动。受此影响, 公司 2026H1 净现金流入达 124.8 亿元, 创历史同期新高。截至 2026 年 6 月 30 日, 公司货币资金为 838.9 亿元, 其中 550.8 亿元受限, 主要用于质押、冻结及环境保证金、法定准备金等用途。

图30: 2026H1 筹资活动净现金流入为 303.1 亿元, 投资活动净现金流出为 234.3 亿元, 均为历史同期最高水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 借债规模增加, 2026H1 净现金流入创历史同期新高



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、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:

铜业务: 产销量: 我们预计公司 2026-2028 年阴极铜产量维持在 240 万吨水平。
 价格: 上游铜矿端普遍面临矿石品位持续下降、自然灾害及社区扰动等供应冲击, 叠加新矿投产周期长、资本开支高, 导致矿端供给弹性偏弱, 预计 2026-2028 年铜价中枢将维持上行趋势, 假设年均价为 13500/14000/14500 美元/吨。

硫酸化工业务: 产销量: 我们预计公司 2026-2028 年硫酸产量维持在 720 万吨水平。
 价格: 2026 年硫酸价格由于霍尔木兹海峡航运受封锁, 中东硫磺外运受阻而提升, 预计随着中东局势缓和, 硫酸价格或将回落, 假设 2026-2028 年硫酸均价为 1500/1200/1000 元/吨。

基于以上假设, 我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测分别上调 40.6%/38.2% 至 170.8/184.6 亿元, 并新增 2028 年归母净利润预测 194.7 亿元。短期看, 硫酸价格上涨为公司贡献毛利边际增量, 业务结构持续优化有望进一步抬升毛利率; 中远期看, 索尔黄金收购落地, 中远期有望显著提升公司铜矿自给量, 第一量子巴拿马铜矿复产有望为公司增厚利润。维持“买入”评级。

表3: 公司业绩拆分与盈利预测 (单位: 亿元人民币)

项目	分项	2024	2025	2026E	2027E	2028E
阴极铜业务	收入	2685	2409	2495	2587	2680
	成本	2583	2310	2340	2406	2465
	毛利润	102	99	155	181	214
黄金业务	收入	659	945	1100	1320	1440
	成本	639	903	1062	1274	1390
	毛利润	20	43	39	46	50
白银业务	收入	169	213	398	531	531
	成本	156	195	366	488	488
	毛利润	13	18	32	42	42

硫化工业务	收入	28	55	119	95	79
	成本	19	20	25	25	25
	毛利润	10	35	94	70	54
铜加工业务	收入	1289	1426	1900	1970	2040
	成本	1278	1413	1890	1960	2030
	毛利润	11	12	10	10	10
其他业务	收入	379	397	362	393	427
	成本	351	365	338	366	397
	毛利润	27	32	25	27	29
合计	收入	5209	5446	6374	6896	7196
	成本	5025	5207	6021	6520	6796
	毛利润	184	239	353	377	401

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、风险提示

经营安全生产风险：采矿和冶炼业务涉及多项经营风险，包括工业事故、矿场坍塌、恶劣天气、设备故障等突发性事件，可能导致公司矿场或冶炼厂损失。

公司项目建设进度低于预期。公司多个项目处于规划或建设过程，若项目建设不及预期，则会导致业绩不及预期。

金属价格及原材料价格波动风险。公司产品涉及铜、金、银等多个金属品种，若相应金属品种价格出现大幅下跌，将显著影响公司盈利水平；同时，公司生产运营需消耗柴油、炸药等原材料及能源，若相关价格大幅上涨，亦可能推高生产成本并影响公司业绩。

5、附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	114995	142037	169030	194748	222446
现金	30376	34544	41715	63495	81168
应收票据及应收账款	6348	7092	10886	11437	11936
其他应收款	4874	10929	10317	10902	13913
预付账款	3840	4127	6497	7296	7854
存货	44853	68188	78660	82323	87573
其他流动资产	24703	17158	20955	19296	20002
非流动资产	78133	76654	78543	79177	80437
长期投资	19487	18437	18587	18787	19037
固定资产	28677	31978	34856	36358	38131
无形资产	7338	7106	6685	6264	5843
其他非流动资产	22631	19133	18415	17768	17426
资产总计	193128	218691	247573	273924	302884
流动负债	86207	113046	126911	137410	149169
短期借款	44828	55823	80000	90000	100000
应付票据及应付账款	10915	18378	20645	22171	23236
其他流动负债	30465	38844	26266	25239	25933
非流动负债	19118	11505	10034	8075	6273
长期借款	17131	9639	8085	6168	4345
其他非流动负债	1987	1865	1948	1907	1928
负债合计	105326	124550	136945	145485	155442
少数股东权益	9857	12865	14350	15955	17649
股本	3463	3463	3463	3463	3463
资本公积	11338	11884	11884	11884	11884
留存收益	62132	65464	78093	92024	106572
归属母公司股东权益	77945	81276	96278	112484	129793
负债和股东权益	193128	218691	247573	273924	302884

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2428	-6914	9177	22662	20184
净利润	7424	7468	18565	20062	21166
折旧摊销	379	410	3741	4301	4863
财务费用	791	909	1592	1995	2685
投资损失	2067	2412	1850	400	350
营运资金变动	-11095	-22305	-14217	-3290	-8081
其他经营现金流	2862	4191	-2353	-807	-799
投资活动现金流	-12223	3208	-6220	-4703	-5916
资本支出	6591	4587	5311	4820	5831
长期投资	-6112	7250	-150	-200	-250
其他投资现金流	479	545	-759	317	165
筹资活动现金流	5733	3302	4213	3821	3404
短期借款	8765	10996	24177	10000	10000
长期借款	-1508	-7492	-1554	-1917	-1823
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	188	547	0		
其他筹资现金流	-1713	-748	-18409	-4262	-4773
现金净增加额	-3982	-544	7171	21780	17673

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	516609	544623	637401	689629	719640
营业成本	498245	520686	602075	651978	679580
营业税金及附加	1680	1919	2159	2383	2462
营业费用	411	387	480	505	534
管理费用	2856	3001	3518	3803	3970
研发费用	1118	1415	1518	1717	1753
财务费用	791	909	1592	1995	2685
资产减值损失	-961	-1263	-1800	-800	-800
其他收益	463	561	445	483	488
公允价值变动收益	145	-2514	2000	500	500
投资净收益	-2067	-2412	-1850	-400	-350
资产处置收益	-13	-2	2	0	0
营业利润	8779	10408	25207	27336	28791
营业外收入	435	59	247	153	200
营业外支出	105	312	208	208	208
利润总额	9109	10155	25246	27281	28783
所得税	1686	2687	6680	7219	7616
净利润	7424	7468	18565	20062	21166
少数股东损益	461	338	1485	1605	1693
归属母公司净利润	6962	7130	17080	18457	19473
EBITDA	12424	13548	32809	35991	37986
EPS(元)	2.01	2.06	4.93	5.33	5.62

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-1.0	5.4	17.0	8.2	4.4
营业利润(%)	4.3	18.6	142.2	8.4	5.3
归属于母公司净利润(%)	7.0	2.4	139.5	8.1	5.5
获利能力					
毛利率(%)	3.6	4.4	5.5	5.5	5.6
净利率(%)	1.3	1.3	2.7	2.7	2.7
ROE(%)	8.5	7.9	16.8	15.6	14.4
ROIC(%)	6.7	6.1	11.4	11.0	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	54.5	57.0	55.3	53.1	51.3
净负债比率(%)	43.9	44.6	44.8	28.0	18.0
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	2.9	2.6	2.7	2.6	2.5
应收账款周转率	101.3	84.7	75.0	65.0	65.0
应付账款周转率	55.6	48.4	40.0	39.0	38.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.01	2.06	4.93	5.33	5.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	-2.00	2.65	6.54	5.83
每股净资产(最新摊薄)	22.51	23.47	27.80	32.48	37.48
估值比率					
P/E	24.7	24.1	10.1	9.3	8.8
P/B	2.2	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	17.2	16.4	7.0	6.1	5.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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（北交所基准指数为北证 50 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。

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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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方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