

非金融公司 | 公司深度 | 江西铜业 (600362)

矿端与冶炼端优势突出，铜行业龙头迎 价值重估



报告要点

公司主营业务涵盖铜和黄金的采选、冶炼与加工，稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域，在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链，是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为归母净利润分别为 72.17/76.79/83.45 亿元，分别同比增长 10.94%/6.41%/8.67%，3 年 CAGR 为 8.66%。公司是全国铜行业龙头，矿端与资源端优势突出，有望迎来价值重估，首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



丁士涛

SAC: S0590523090001



刘依然

SAC: S0590523110010

江西铜业(600362)

矿端与冶炼端优势突出，铜行业龙头迎价值重估

行业：有色金属/工业金属
 投资评级：买入(首次)
 当前价格：22.00元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 3,463/3,463
 流通A股市值(百万元) 45,655.44
 每股净资产(元) 21.92
 资产负债率(%) 57.69
 一年内最高/最低(元) 28.56/16.50

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 全国铜行业龙头，产业链一体化布局

公司主营业务涵盖铜和黄金的采选、冶炼与加工，稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域，在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链，是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地。2023年，公司阴极铜/黄金/白银/硫酸/铜加工产品/自产铜精矿含铜/标硫精矿分别实现产量 209.73 万吨/112.64 吨/1351.54 吨/595.79 万吨/181.79 万吨/20.2 万吨/265.85 万吨。

➤ 受益于铜价上行，盈利能力改善

2023年及2024 H1，公司实现归母净利润分别为 65.05/36.17 亿元，分别同比增长 8.53%/7.66%。受益于铜价上行，公司盈利能力改善；2023年及2024 H1 公司销售毛利率分别为 2.68%/4.10%，分别同比-0.30/+1.57 pct。分产品来看，2024 H1 公司阴极铜/铜杆线/黄金/稀散及其他有色金属/白银/铜加工产品/化工产品分别实现毛利率 4.3%/1.9%/2.4%/4.4%/9.6%/2.5%/31.2%，分别同比+1.5/+1.7/-0.5/+3.6/+6.7/-2.9/+20.8 pct。

➤ 自有矿山资源优质，阿富汗铜矿带来增量

公司自有矿山储量、产量稳定，可开采年限长。公司主力铜矿德兴铜矿是露天开采铜矿山，单位现金成本低于行业平均水平。近年来，公司铜精矿生产平稳，公司自有的五大铜矿山年产量逾 20 万吨。2024 H1 公司自产铜精矿含铜产量 10.1 万吨，同比增长 1.2%。公司参股阿富汗艾娜克世界级铜矿，近期项目有望取得实质性进展，未来将贡献矿铜增量。

➤ 公司 TC 长单占比高，带动冶炼利润增厚

公司冶炼厂签订的铜精矿采购合同中长单占比高，现货 TC/RC 价格下滑对冶炼利润影响或有限。另外，2024 年初以来至 2024 年 11 月 10 日，华东地区硫酸均价为 205 元/吨，较 2023 年全年均价上涨 101.7%；硫酸价格改善，有望提振冶炼端利润。从公司子公司富冶和鼎铜业盈利情况来看，2024 H1 实现净利润 5.35 亿元，接近 2023 年全年净利润 5.98 亿元，说明 2024 年冶炼厂盈利有望显著增厚。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 72.17/76.79/83.45 亿元，分别同比增长 10.94%/6.41%/8.67%；EPS 分别为 2.08/2.22/2.41 元，3 年 CAGR 为 8.66%。公司是全国铜行业龙头，矿端与资源端优势突出，有望迎来价值重估，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动风险；汇率波动风险；安全生产风险；环保风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	479938	521893	523106	555523	574188
增长率(%)	8.40%	8.74%	0.23%	6.20%	3.36%
EBITDA(百万元)	10858	11612	13572	14177	15130
归母净利润(百万元)	5994	6505	7217	7679	8345
增长率(%)	6.36%	8.53%	10.94%	6.41%	8.67%
EPS(元/股)	1.73	1.88	2.08	2.22	2.41
市盈率(P/E)	12.7	11.7	10.6	9.9	9.1
市净率(P/B)	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.3	7.3	6.8	6.5	5.9

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 19 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司为中国最大的综合性铜生产企业，已形成以铜和黄金的采矿、选矿、冶炼、加工，以及硫化工、稀贵稀散金属提取与加工为核心业务的产业链。公司铜矿资源端优势突出，冶炼端利润增厚显著。资源方面，公司自有矿山储量、产量稳定，可开采年限长；公司主力矿山可开采年限尚有 22 年。公司参股阿富汗艾娜克世界级铜矿，近期项目有望取得实质性进展，未来将贡献矿铜增量。另外，公司参股的全球最大单体钨矿项目巴库塔钨矿将于 2024 Q3 投产，有望受益于钨价上行周期。

冶炼方面，公司是全国铜冶炼龙头企业，旗下贵溪冶炼厂为全球最大的单体冶炼厂。公司冶炼业务规模、技术优势显著，成本控制能力突出。2024 年以来，受铜冶炼现货 TC/RC 下滑，冶炼厂利润受到压缩。但由于公司冶炼厂签订的铜精矿采购合同中长单占比高，长单冶炼盈利依然丰厚，TC/RC 价格下滑对公司冶炼利润影响或有限。

核心假设

- 我们预计 2024-2026 年公司阴极铜销量分别为 218/225/230 万吨、黄金销量分别为 123/128/130 吨、白银销量分别为 1286/1300/1300 吨、铜杆线销量分别为 169/172/175 万吨、其他铜加工产品销量分别为 18/20/22 万吨、化工产品销量分别为 600/620/620 万吨。
- 我们预计 2024-2026 年公司阴极铜业务收入分别为 2655/2822/2885 亿元，黄金业务收入分别为 602/658/681 亿元，白银业务收入分别为 201/214/218 亿元，铜杆线业务收入分别为 1185/1243/1328 亿元，铜精矿、稀散及其他有色金属业务收入分别为 364/382/382 亿元，其他铜加工产品业务收入分别为 97/107/118 亿元，化工产品业务收入分别为 20/22/22 亿元，其他业务收入分别为 107/107/107 亿元。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5231.06/5555.23/5741.88 亿元，分别同比增长 0.23%/6.20%/3.36%；归母净利润分别为 72.17/76.79/83.45 亿元，分别同比增长 10.94%/6.41%/8.67%；EPS 分别为 2.08/2.22/2.41 元，3 年 CAGR 为 8.66%。公司是全国铜行业龙头，矿端与资源端优势突出，有望迎来价值重估。参考可比公司估值，我们给予公司 2025 年 12.0 X PE，目标价 26.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- **资源端禀赋优质：**公司自有矿山储量、产量稳定，公司主力矿山德兴铜矿为低成本露天矿山，且剩余可开采年限尚有 22 年。公司参股阿富汗艾娜克世界级铜矿，近期项目有望取得实质性进展，未来将贡献矿铜增量。
- **冶炼端盈利存在预期差：**冶炼利润测算复杂，冶炼原料铜精矿减产会使得硫酸涨价，副产品阳极泥产量下滑，不能静态看待冶炼利润变化。且由于公司冶炼厂签订的铜精矿采购合同中长单占比高，长单冶炼盈利依然丰厚，TC/RC 价格下滑对公司冶炼利润影响或有限。
- **受益于铜价上涨周期：**2024 年铜供给端扰动不断，同时资源品位下降、长期矿产资本开支不足对中长期供给形成约束，叠加海外发达经济体降息预期强化有望催化铜价的新一轮上涨周期。

正文目录

1. 全国铜冶炼龙头，业绩受益于铜价上行	7
1.1 中国最大的综合性铜生产企业	7
1.2 铜采选冶加工产业链一体化布局	8
1.3 受益铜价上行，盈利能力改善	11
2. 矿端供给趋紧，催化铜价中枢上移	14
2.1 多重因素扰动，矿端供给趋紧	14
2.2 能源结构转型贡献铜需求增量	15
2.3 供需缺口放大，催化铜价重心上移	19
3. 铜矿端具备资源优势，冶炼利润增厚	22
3.1 矿端稳产，阿富汗铜矿提供未来增量	22
3.2 TC长单占比高，带动冶炼利润增厚	24
3.3 巴库塔钨矿将投产，有望受益钨价上行	29
4. 盈利预测、估值与投资建议	31
4.1 分业务盈利预测	31
4.2 估值与投资建议	33
5. 风险提示	34

图表目录

图表 1: 公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）	7
图表 2: 公司发展历程	8
图表 3: 公司主要产品及用途	8
图表 4: 公司主要产品产量情况	9
图表 5: 公司主要产品产量同比增速（%）	9
图表 6: 贵溪冶炼厂产量情况	10
图表 7: 浙江江铜富冶和鼎铜业产量情况	10
图表 8: 公司各业务收入情况（按行业分类）（亿元）	10
图表 9: 公司各业务收入占比情况（按产品分类）（%）	10
图表 10: 公司各业务毛利情况（按行业分类）（亿元）	11
图表 11: 公司各业务毛利占比情况（按产品分类）（%）	11
图表 12: 公司营业收入及同比增速（亿元，%）	11
图表 13: 公司归母净利润及同比增速（亿元，%）	11
图表 14: 公司销售毛利率及净利率情况（%）	12
图表 15: 公司各业务毛利率情况（按行业分类）	12
图表 16: 公司主要产品毛利率情况	12
图表 17: 公司化工产品毛利率情况	12
图表 18: 公司资产负债率/ROE（摊薄）（%）	13
图表 19: 公司各项费用率情况（%）	13
图表 20: 公司经营性现金净流量/资本开支（亿元）	13
图表 21: 公司资产/信用减值损失（亿元）	13
图表 22: 全球铜行业勘探投入（百万美元）	14
图表 23: 全球新发现铜矿数量（个）	14
图表 24: 各类扰动因素对铜产量的影响（千吨）	14

图表 25: 全球精炼铜供需平衡 (万吨)	15
图表 26: 中国精炼铜各应用领域占比 (%)	15
图表 27: 2012-2030E 全国光伏新增装机量 (GW)	16
图表 28: 2012-2030E 全球光伏新增装机量 (GW)	16
图表 29: 全国风电新增装机量及同比增速 (GW, %)	16
图表 30: 2016-2028E 全球风电新增装机量 (GW)	16
图表 31: 全国新能源汽车销量及同比增速 (万辆, %)	17
图表 32: 全球新能源汽车销量及同比增速 (万辆, %)	17
图表 33: 全国空调销量及同比增速 (万台, %)	17
图表 34: 全国冰箱冰柜销量及同比增速 (万台, %)	17
图表 35: 全球精炼铜需求测算	18
图表 36: 全球精炼铜供需平衡表	19
图表 37: LME/SHFE 铜价 (元/吨, 美元/吨)	19
图表 38: LME/COMEX/SHFE/保税区铜库存 (万吨)	20
图表 39: 2019-2024 全国铜社会库存 (万吨)	20
图表 40: 全国铜管月度开工率 (%)	20
图表 41: 全国铜板带月度开工率 (%)	20
图表 42: 全国电解铜制杆月度开工率 (%)	21
图表 43: 全国铜材月度开工率 (%)	21
图表 44: 全国电线电缆月度开工率 (%)	21
图表 45: 全国漆包线月度开工率 (%)	21
图表 46: 全国黄铜棒月度开工率 (%)	21
图表 47: 全国再生铜制杆月度开工率 (%)	21
图表 48: 公司自有矿山情况 (截至 2023 年 12 月 31 日)	22
图表 49: 公司主要在建工程 (截至 2024 年 6 月 30 日)	23
图表 50: 公司自有矿山铜精矿含铜产量情况 (万吨)	23
图表 51: 第一量子铜产量及同比增速 (万吨, %)	23
图表 52: 阿富汗汉娜克铜矿地理位置	24
图表 53: 阿富汗矿业石油部部长到艾娜克项目考察	24
图表 54: 火法治炼与湿法治炼对比	25
图表 55: 公司主要原材料采购情况	25
图表 56: 公司主要产品销售模式	26
图表 57: 2014-2027E 中国铜粗/精炼产能 (万吨/年)	26
图表 58: 中国电解铜月度产量 (万吨)	26
图表 59: 铜精矿现货粗/精炼费 (美元/干吨, 美分/磅)	27
图表 60: 中国铜精矿长单 TC/RC (美元/吨, 美分/磅)	27
图表 61: 粗铜加工费均价 (元/吨)	27
图表 62: 铜精矿现货/长单冶炼利润 (元/吨)	27
图表 63: CIF 粗铜加工费均价 (美元/吨)	27
图表 64: CIF 粗铜加工费长单 (美元/吨)	27
图表 65: 公司原材料总成本占比 (%)	28
图表 66: 公司矿产铜及外购原材料占比情况 (%)	28
图表 67: 硫酸市场均价 (元/吨)	28
图表 68: 富冶和鼎铜业营业收入和净利润情况 (亿元)	28
图表 69: 佳鑫国际股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日)	29
图表 70: 全球前五大钨矿主要情况 (截至 2024 年 6 月 30 日)	29
图表 71: 巴库塔钨矿计划采矿及生产时间表	30
图表 72: 全国钨供需平衡表	30

图表 73: 黑钨精矿主流市场均价 (万元/吨)	31
图表 74: APT 主流市场均价 (万元/吨)	31
图表 75: 公司分业务盈利预测表	32
图表 76: 公司财务和估值数据表	33
图表 77: 可比公司估值表	33
图表 78: 江西铜业 PE-Band	34
图表 79: 江西铜业 PB-Band	34

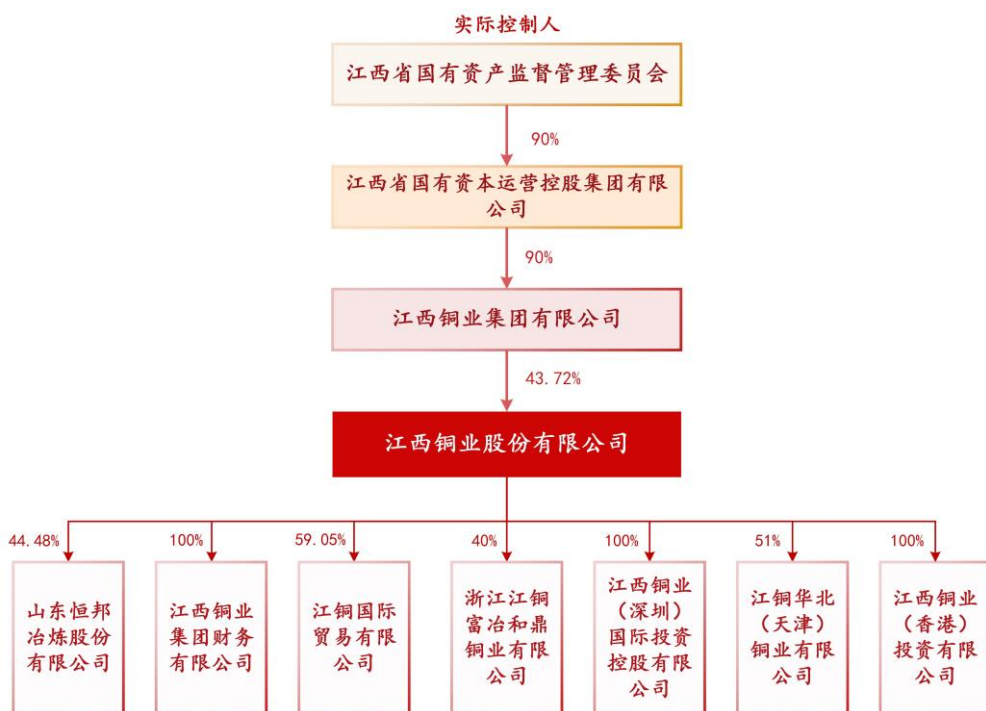
1. 全国铜冶炼龙头，业绩受益于铜价上行

1.1 中国最大的综合性铜生产企业

公司先后于 1997 年、2001 年分别在中国香港和伦敦、上海完成 H 股和 A 股上市；2019 年收购恒邦 29.99% 的股权。公司控股股东为江西铜业集团有限公司，截至 2024 年 6 月 30 日，江西铜业集团持股比例为 43.72%。公司实际控制人为江西省国资委。

公司的主要业务涵盖了铜和黄金的采选、冶炼与加工，稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域，并且在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链，是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地。公司主要产品包括：阴极铜、黄金、白银、硫酸、铜杆、铜管、铜箔、硒、碲、铼、铋等 50 多个品种。

图表 1：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：公司子公司较多，图中仅显示公司部分控股子公司情况

图表 2：公司发展历程

时间	主要事件
1979	江西铜基地总指挥部、江西铜业公司成立，隶属于江西省与冶金部
1987	产出首批合格电解铜 171.48 吨
1991	被批准成为具有法人地位的经济实体
1996	“贵冶”牌阴极铜在伦敦金属交易所一次注册成功，成为中国第一个进入国际市场的名牌产品。
1997	江铜 H 股在香港和伦敦同时挂牌上市，募集资金 16.1 亿港元，成为有色行业和江西省第一家境外上市的企业
2002	江西铜业成功在上海证券交易所挂牌上市，发行 A 股
2008	公司与中国冶金科工集团公司组成的联合体获得开发阿富汗艾娜克铜矿的首选投标人资格后，联合体与阿富汗政府共同达成并正式签约《艾娜克铜矿开采合同》
2017	江铜完成公司制改革，成为国有独资公司
2019	在境内，收购恒邦股份 29.99% 股权，公司自此迈入“双上市平台时代”；摘牌烟台国兴公司 65% 股权，投资建设 18 万吨/年阴极铜产能。在境外，收购加拿大第一量子公司 18.015% 的股份，成为其第一大股东，海外投资实现里程碑式突破；完成哈萨克斯坦钨矿项目收购，投产后将成为全球产能最大的钨矿山。
2024	参与第一量子增发，与其签署了《股东权利协议》，公司有权提名一名董事候选人

资料来源：公司官网、公司公告，国联证券研究所

1.2 铜采选冶加工产业链一体化布局

公司为中国最大的综合性铜生产企业，已形成以铜和黄金的采矿、选矿、冶炼、加工，以及硫化工、稀贵稀散金属提取与加工为核心业务的产业链。公司阴极铜产量超过 200 万吨/年。公司年产铜精矿含铜逾 20 万吨；公司控股子公司恒邦股份具备年产黄金 98.33 吨、白银 1,000 吨的能力，附产电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力。公司现为国内最大的铜加工生产商，年加工铜产品超过 180 万吨。

图表 3：公司主要产品及用途

产品	主要用途
阴极铜	是电气、电子、轻工、机械制造、建筑、交通、国防等工业的基础原料
铜杆线	用于铜质线缆及漆包线生产
黄金	为硬通货，也可用作电器、机械、军工工业及装饰工艺品的原材料
白银	是银焊料、电镀、银触点、装饰工艺品的原材料
硫酸	化工和化肥的原材料，并可用于冶金、食品、医药、橡胶等行业

资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司拥有和控股的主要资产主要包括：

一家上市公司：山东恒邦冶炼股份有限公司（股票代码：002237）是一家在深圳证券交易所挂牌上市的公司，本公司持有恒邦股份总股本的 44.48%，为恒邦股份控股股东。恒邦股份主要从事黄金的探、采、选、冶炼及化工生产，是国家重点黄金冶炼企业。具备年产黄金 98.33 吨、白银 1000 吨的能力，附产电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力。

五家在产冶炼厂：贵溪冶炼厂、江西铜业（清远）有限公司、江铜宏源铜业有限公司、江铜国兴（烟台）铜业有限公司及浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司。

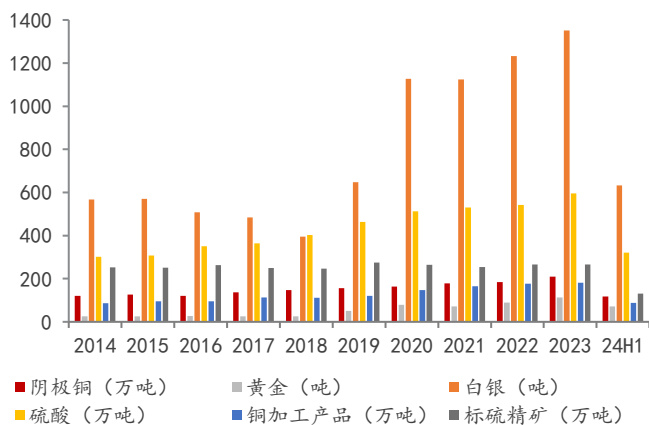
五座 100%所有权的在产矿山：德兴铜矿、永平铜矿、城门山铜矿、武山铜矿和银山矿业公司。

十家现代化铜材加工厂：江西铜业铜材有限公司、广州江铜铜材有限公司、江西省江铜铜箔科技股份有限公司、江铜台意特种电工材料有限公司、江铜龙昌精密铜管有限公司、江西铜业集团铜材有限公司、江铜华北（天津）铜业有限公司、天津大无缝铜材有限公司、江西铜业华东铜材有限公司和江西江铜华东电工新材料科技有限公司。

公司铜冶炼规模和技术优势突出，拥有五家在产冶炼厂，其中贵溪冶炼厂为国内规模最大、技术领先的粗炼及精炼铜冶炼厂。2023 年，受益于江铜国兴 18 万吨/年阴极铜节能减排项目投产，叠加江西铜业（清远）有限公司及浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司产能释放，公司阴极铜产量同比增长，产销率保持高位。此外，华东电工 10 万吨/年新能源电磁线项目（一期）于 2023 年实现提前投产、江铜龙昌一期北线 3.5 万吨改造项目、江铜台意电工漆包扁线 4000 吨扩产项目顺利投产，带动公司铜加工产品产销量同比增长。

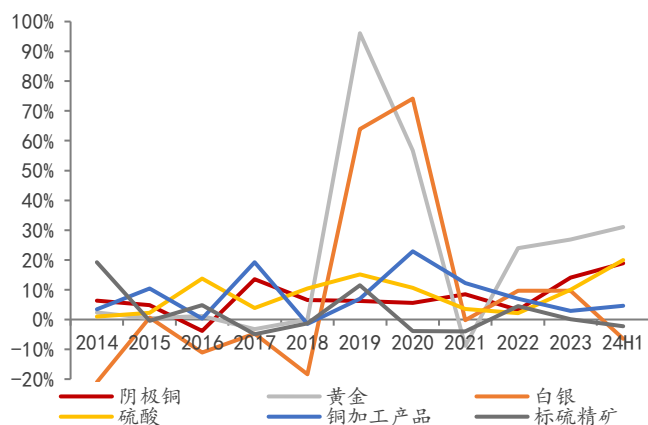
2023 年，公司阴极铜/黄金/白银/硫酸/铜加工产品/自产铜精矿含铜/标硫精矿分别实现产量 209.73 万吨/112.64 吨/1351.54 吨/595.79 万吨/181.79 万吨/20.2 万吨/265.85 万吨。公司 2024 年计划生产铜精矿含铜 20 万吨、阴极铜 232 万吨、黄金 128 吨、白银 1286 吨、硫酸 597 万吨、铜加工材 197 万吨。

图表 4：公司主要产品产量情况

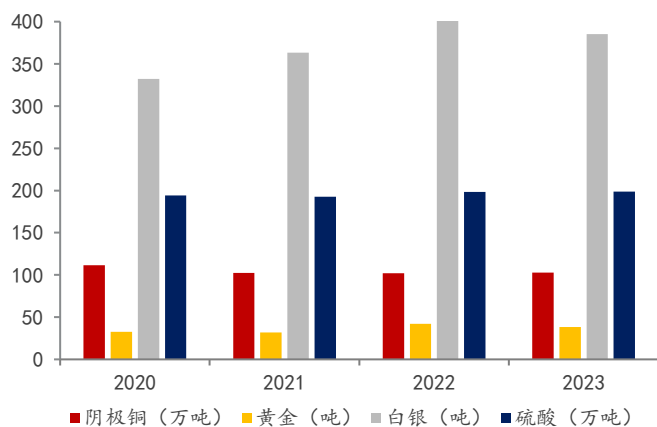


资料来源：公司公告，国联证券研究所

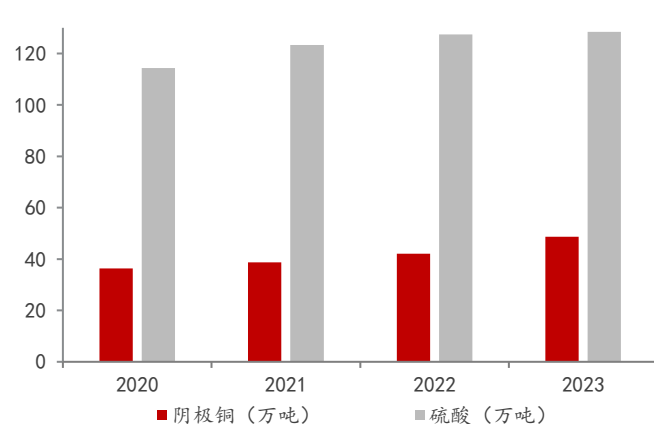
图表 5：公司主要产品产量同比增速 (%)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

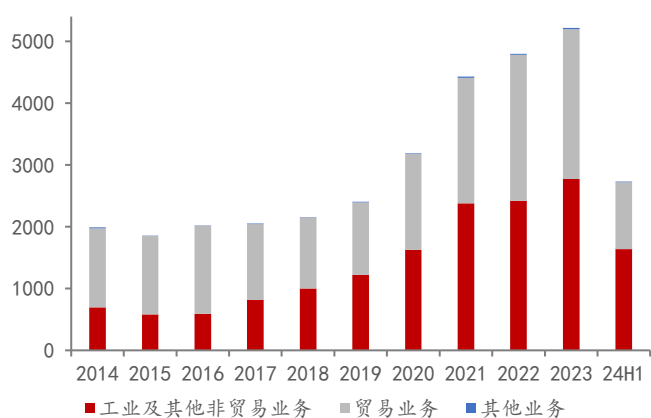
图表 6：贵溪冶炼厂产量情况


资料来源：公司公告，国联证券研究所

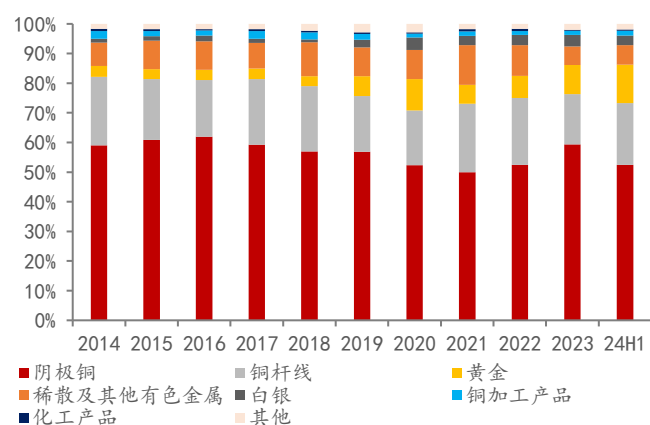
图表 7：浙江江铜富冶和鼎铜业产量情况


资料来源：公司公告，国联证券研究所

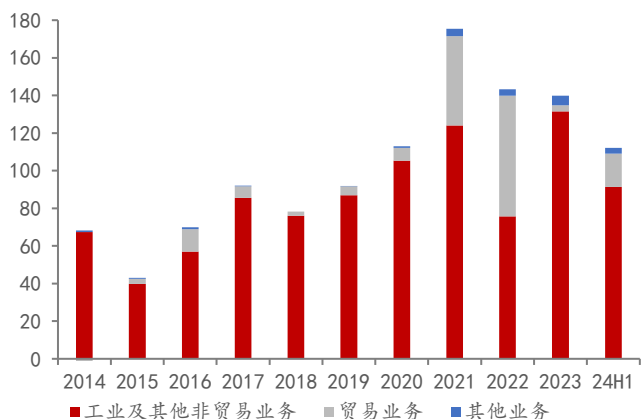
分行业来看，2023 年，公司工业及其他非贸易/贸易/其他业务分别实现收入 2271/2426/22.22 亿元，占比分别为 53.10%/46.48%/0.43%。分产品来看，2023 年，公司阴极铜/铜杆线/黄金/稀散及其他有色金属/白银/铜加工产品/化工产品/其他分别实现收入 3099.24/880.52/515.45/328.07/204.38/68.56/16.76/105.94 亿元，占比分别为 59.38%/16.87%/9.88%/6.29%/3.92%/1.31%/0.32%/2.03%。2024 H1，公司阴极铜/铜杆线/黄金/稀散及其他有色金属/白银/铜加工产品/化工产品/其他分别实现收入 1430.89/570.34/352.66/182.00/86.84/44.43/10.92/52.84 亿元，分别同比-3.95%/+1.33%/+38.78%/+4.84%/-21.63%/+42.01%/+50.72%/+15.74%。

图表 8：公司各业务收入情况（按行业分类）（亿元）


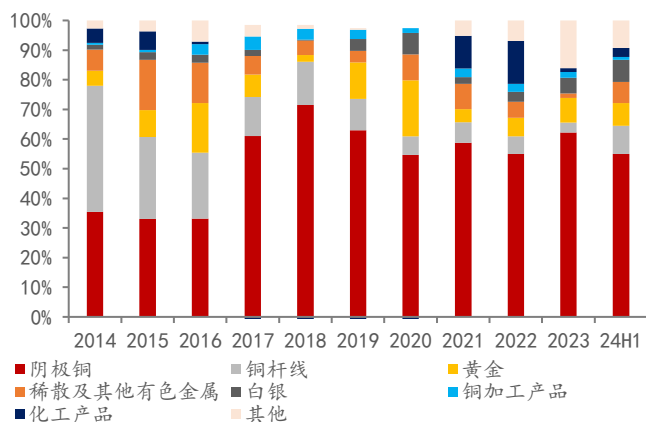
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 9：公司各业务收入占比情况（按产品分类）（%）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 10: 公司各业务毛利情况 (按行业分类) (亿元)


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 11: 公司各业务毛利占比情况 (按产品分类) (%)


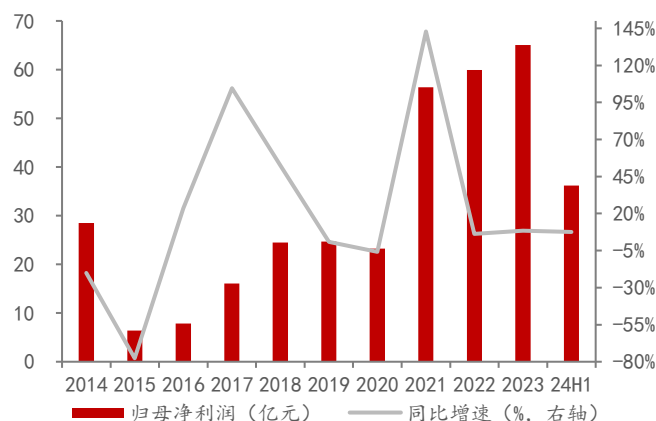
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

1.3 受益铜价上行, 盈利能力改善

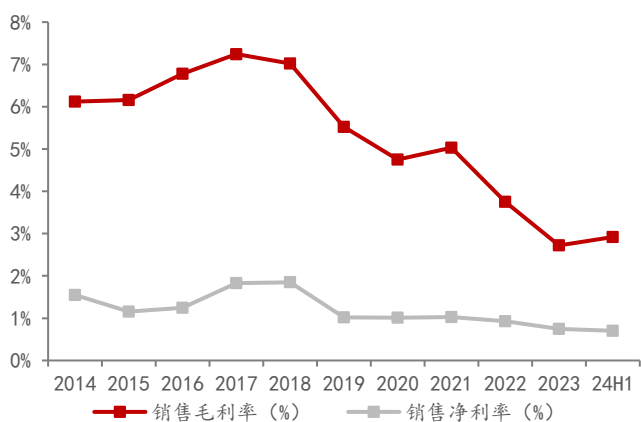
2023 年, 公司实现营业收入 5218.93 亿元, 同比增长 8.74%; 实现归母净利润 65.05 亿元, 同比增长 8.53%; 2024 H1 公司实现营业收入 2730.91 亿元, 同比增长 2.08%; 实现归母净利润 36.17 亿元, 同比增长 7.66%, 显示出公司主营业务的盈利能力显著增强。这一增长不仅体现在净利润的绝对数值上, 还反映在公司毛利率和净利率的提升上。2023 年及 2024 H1 公司毛利率分别为 2.68%/4.10%, 分别同比-0.30/+1.57pct; 净利率分别为 1.34%/1.47%, 分别同比提高 0.07/0.12pct。

图表 12: 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)

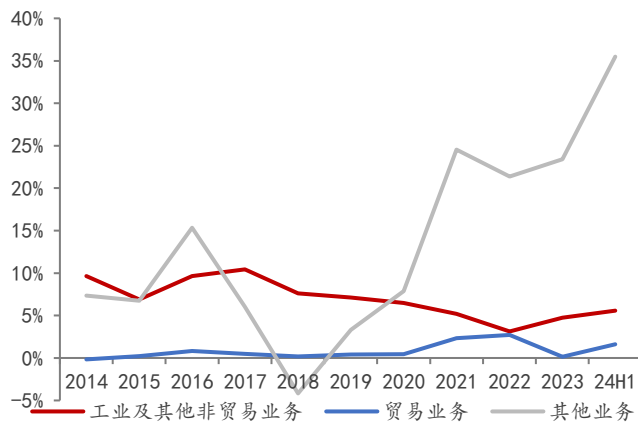

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 13: 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

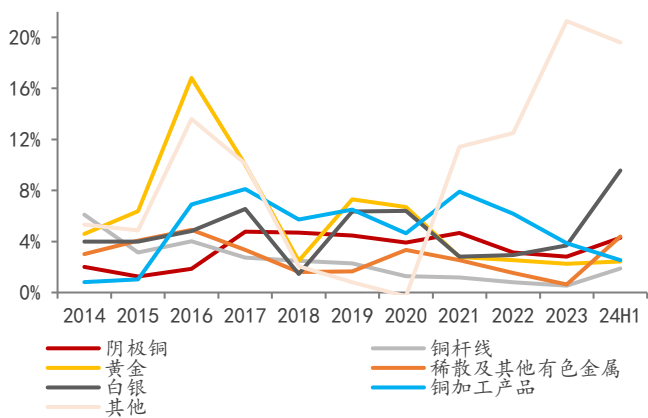
图表 14: 公司销售毛利率及净利率情况 (%)


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

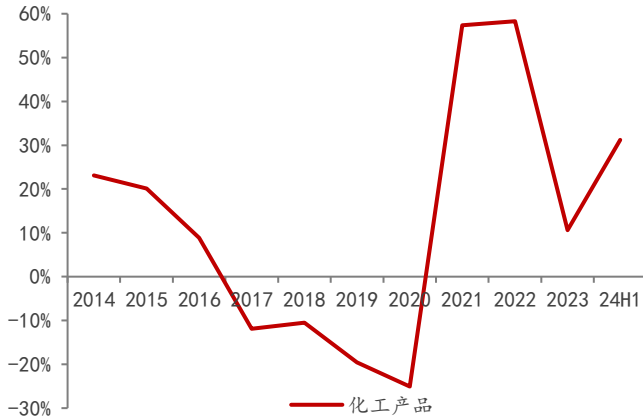
图表 15: 公司各业务毛利率情况 (按行业分类)


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

公司主营业务毛利率持续改善,分产品来看,2024 H1 公司阴极铜/铜杆线/黄金/稀散及其他有色金属/白银/铜加工产品/化工产品/其他业务分别实现毛利率 4.3%/1.9%/2.4%/4.4%/9.6%/2.5%/31.2%/19.6%, 分别同比+1.5/+1.7/-0.5/+3.6/+6.7/-2.9/+20.8/-3.8pct。

图表 16: 公司主要产品毛利率情况


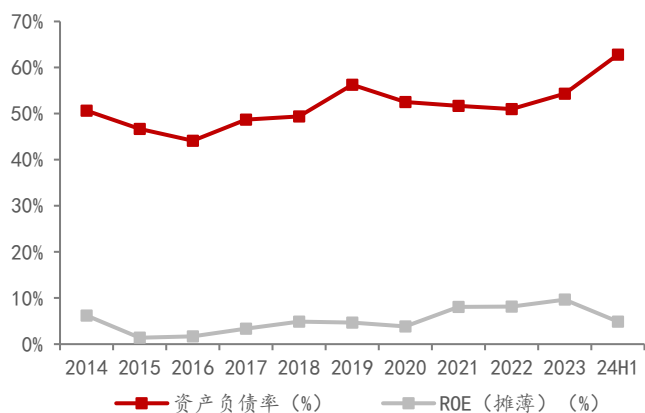
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 17: 公司化工产品毛利率情况


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

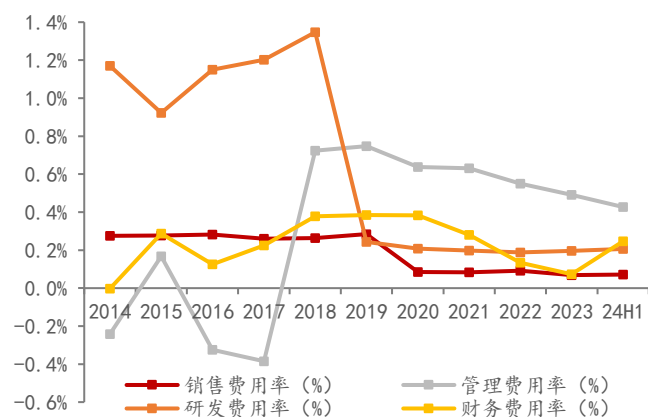
公司的财务表现也显示其在现金流管理和偿债能力方面表现出色。2024 年上半年, 尽管公司经营活动产生的现金流量净额为-48 亿元, 同比减少 112.65 亿元, 主要由于存货增加所致, 但公司在筹资活动现金流净额和投资活动现金流净额上也显示出了较大的变动, 显示出公司在现金流管理上的灵活性。在偿债能力方面, 截至 2024 H1 公司资产负债率为 62.81%, 相比上年末上升 8.45 个百分点。

图表 18: 公司资产负债率/ROE (摊薄) (%)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

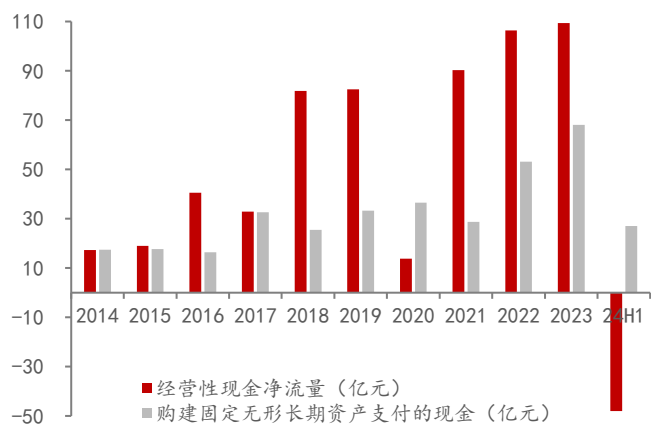
图表 19: 公司各项费用率情况 (%)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

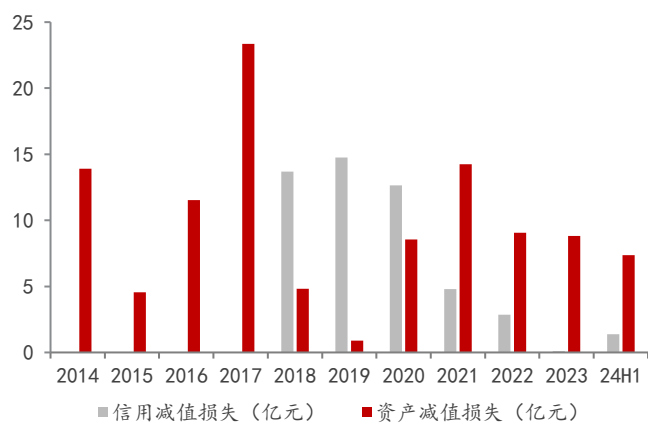
2024 H1 公司计提资产/信用减值损失分别为 7.35/1.38 亿元, 同比增加 2.33/4.84 亿元, 资产减值损失仍对利润造成一定侵蚀; 公司从事期货交易产生的公允价值变动损失和投资收益此消彼长, 共同对当期利润形成补充。公司应收款项主要为进行铜金属、铜产品销售而形成。公司制定了应收账款管理的措施, 定期对客户的信用进行评估并对收款情况予以检查, 根据客户回款情况对产品销售进行适时调整及动态管理。

图表 20: 公司经营现金净流量/资本开支 (亿元)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 21: 公司资产/信用减值损失 (亿元)



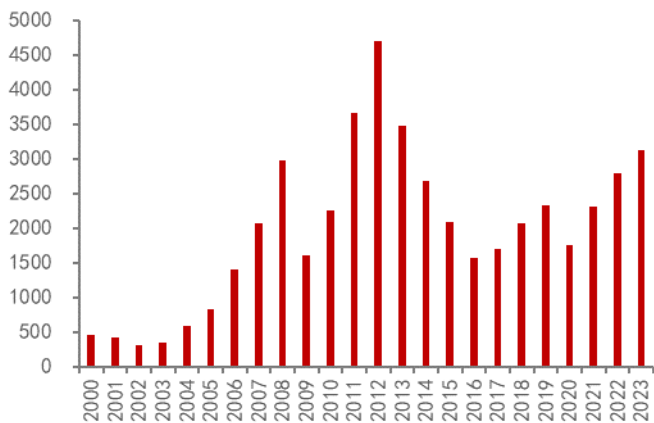
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

2. 矿端供给趋紧，催化铜价中枢上移

2.1 多重因素扰动，矿端供给趋紧

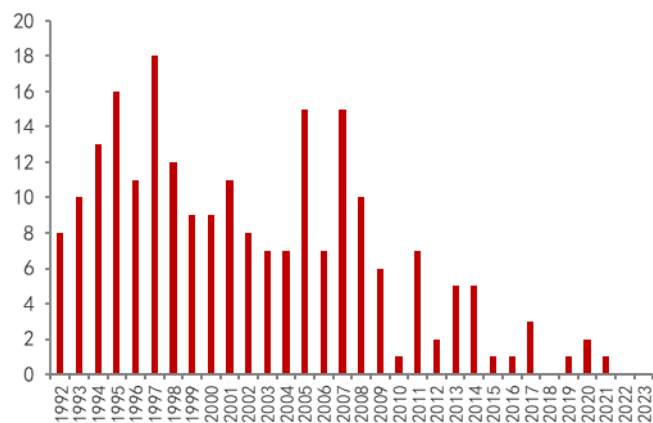
资本开支规模缩减，勘探投入下滑。铜矿勘探投入在 2012 年达到顶峰后出现阶段式收缩，根据 S&P, 2011-2015 年全球铜领域勘探投入总计 165.9 亿美元，而 2016-2020 年铜勘探投入降至 94.4 亿美元，同比下降 43.1%。铜矿开采时间周期较长，据全球地质矿产信息网统计，全球最大的 35 个矿山从发现到投产的平均所需时间为 16.9 年。这意味着从中长期来看，全球铜矿的有效供给将呈现强刚性化。

图表 22: 全球铜行业勘探投入 (百万美元)



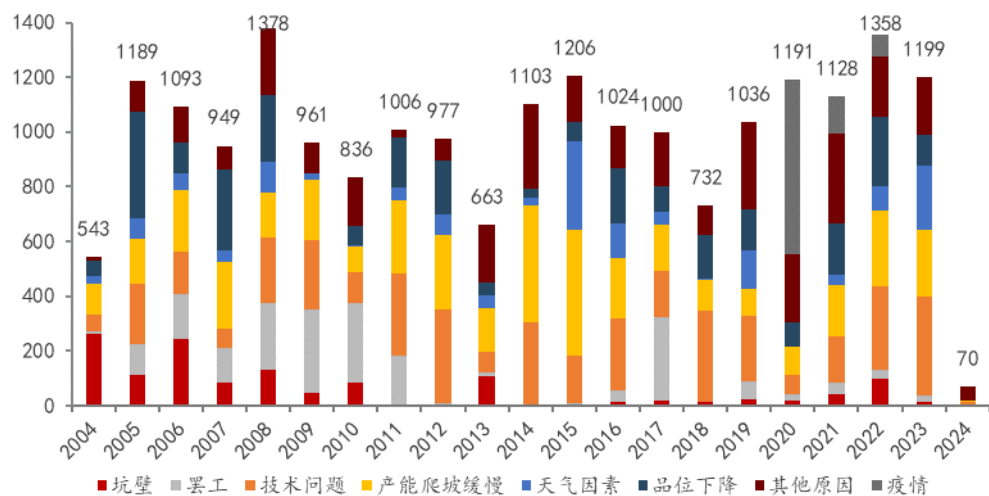
资料来源: S&P Global Market Intelligence, 国联证券研究所

图表 23: 全球新发现铜矿数量 (个)



资料来源: S&P Global Market Intelligence, 国联证券研究所

图表 24: 各类扰动因素对铜产量的影响 (千吨)



资料来源: Wood Mackenzie, 国联证券研究所

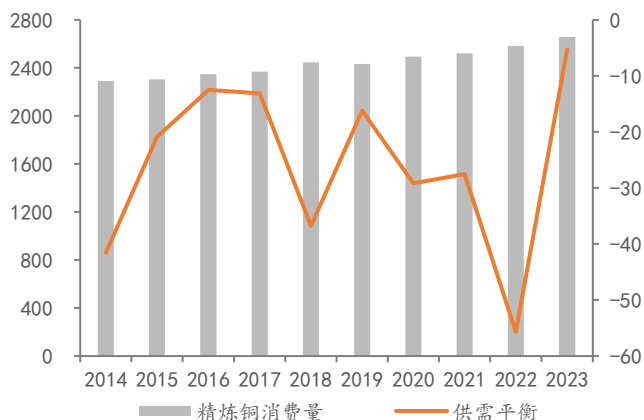
受铜矿主要资源国矿山品位下降, 开采成本抬升, 工人、社区问题频发, 环境保护诉求强化等因素扰动, 全球铜精矿供给增长的不确定因素强化。根据 Wood

Mackenzie, 2023 年, 由于技术问题/产能爬坡缓慢/天气因素/品位下降/罢工/坑壁不稳定/其他原因影响等因素导致全球铜矿产量较预期分别下降 36.2/24.3/23.7/11.0/2.5/1.2/21.0 万吨, 合计影响量 119.9 万吨, 占原预期铜矿产量的 5.1%。

2.2 能源结构转型贡献铜需求增量

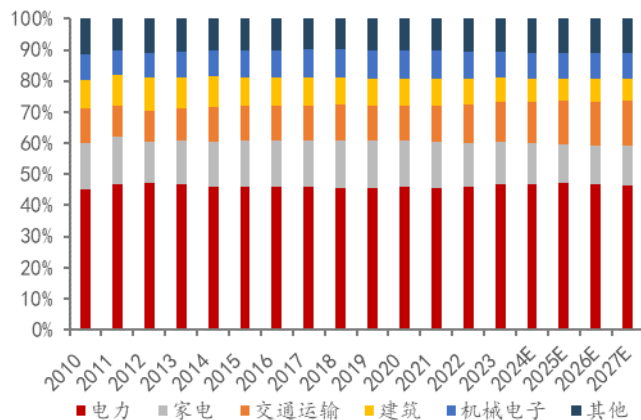
铜以导电、导热、耐磨、易铸造、机械性能好、易制成合金等性能, 被广泛地应用于电气工业、机械制造、运输、建筑、电子信息、能源、军事等各领域。根据 ICSG, 2023 年全球精炼铜消费量为 2655.6 万吨, 同比增长 2.8%。根据 SMM, 2023 年中国精炼铜消费量为 1536 万吨, 同比增长 5.5%; 其中, 电力/家电/交通运输/建筑/机械电子/其他领域精炼铜消费量占比分别为 46.7%/13.8%/12.6%/8.0%/8.3%/10.6%。

图表 25: 全球精炼铜供需平衡 (万吨)



资料来源: ICSG, 国联证券研究所

图表 26: 中国精炼铜各应用领域占比 (%)

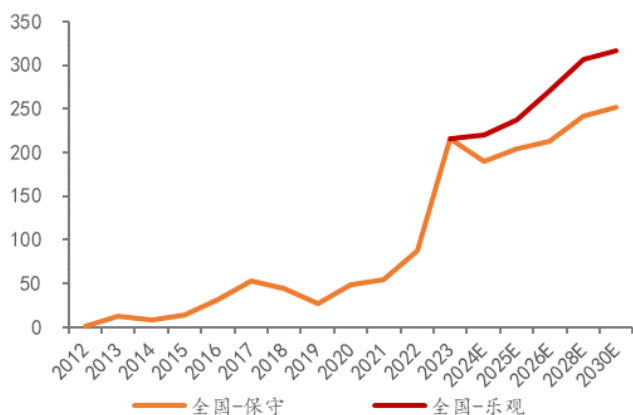


资料来源: SMM, 国联证券研究所

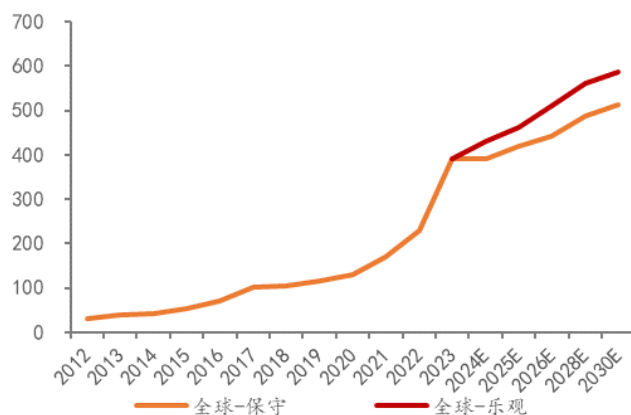
光伏、风电领域

在全球能源转型的大背景下, 创建绿色低碳的发展模式已成为全球的普遍共识, 以光伏、风电为代表的清洁能源快速发展。根据 CPIA, 2024 年, 全国光伏新增装机量预计达到 190 (保守)/220 (乐观) GW, 全球光伏新增装机量预计达到 390 (保守)/430 (乐观) GW。根据 IEA, 2024 年, 全球海上风电新增装机量预计达到 17.5-20.3GW, 陆上风电新增装机量预计达到 101.5-118.3GW。

铜在光伏领域的应用主要包括 1) 光伏用铜带: 太阳能重要的导电导热原材料, 用于制作太阳能集热器板芯、太阳能电池的互联条和汇流带。2) 连接光伏组件、逆变器和并网开关之间的电缆; 3) 组件 MC4 接头、光伏逆变器输出接线端子, 并网开关的接线端子。根据 Wood Mackenzie, 光伏装机耗铜量约为 0.5 万吨/GW。我们以 2024-2026 年全球新增光伏装机量分别为 410/441/477GW 测算, 2024-2026 年全球光伏领域用铜量分别为 205/221/239 万吨, 同比增加 10/16/18 万吨。

图表 27：2012-2030E 全国光伏新增装机量 (GW)


资料来源：CPIA，国联证券研究所

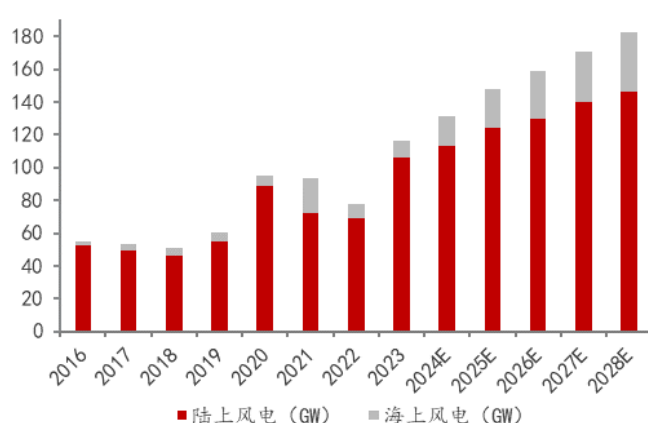
图表 28：2012-2030E 全球光伏新增装机量 (GW)


资料来源：CPIA，国联证券研究所

风力发电主要用铜环节为发电机、变压器、电缆、齿轮箱和塔筒电缆等。其中，陆上风机通过集电器电缆相连至变电站后，再连接到电气和输电网；海上风机通过集电器电缆相连至海上升压站后，通过配电电缆连接至地面变电站，再到输电网。根据 Wood Mackenzie、Mysteel，陆上风电装机耗铜量约 0.54 万吨/GW，海上风电装机耗铜量约 1.53 万吨/GW。我们以 2024-2026 年全球新增陆上风电装机量分别为 113/124/130GW、新增海上风电装机量分别为 18/24/29GW 测算，则 2024-2026 年全球风电领域用铜量分别为 88.6/103.7/114.6 万吨，分别同比增加 14.8/15.1/10.9 万吨。

图表 29：全国风电新增装机量及同比增速 (GW, %)

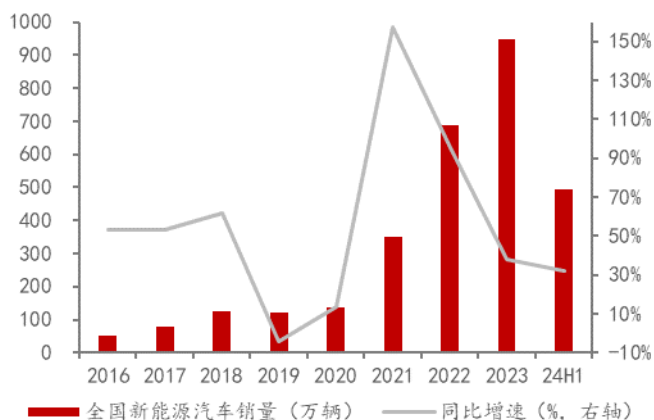

资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 30：2016-2028E 全球风电新增装机量 (GW)


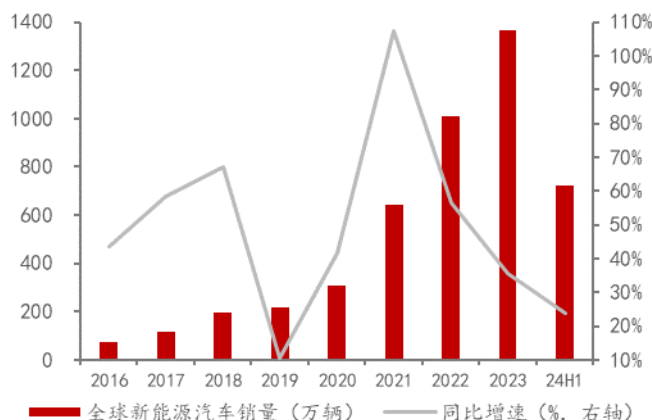
资料来源：GWEC，国联证券研究所

新能源汽车领域

新能源汽车用铜量为传统汽车的 3-4 倍。铜在汽车领域中主要应用于散热器、液压装置、齿轮、轴承、刹车摩擦片、配电和电力系统、制动系统管路、垫圈以及各种接头、配件等。铜具有良好的导电及导热性，是传输大电流的主要载体，在新能源汽车领域，铜主要应用于汽车的驱动电机、动力电池、线束等部位，新能源汽车用铜量在传统汽车的基础上全方位增加。根据 ICSG，传统汽车/混合动力电动汽车/插电式混合动力汽车/纯电动汽车单车用铜量分别为 23/40/60/83kg。

图表 31：全国新能源汽车销量及同比增速（万辆，%）


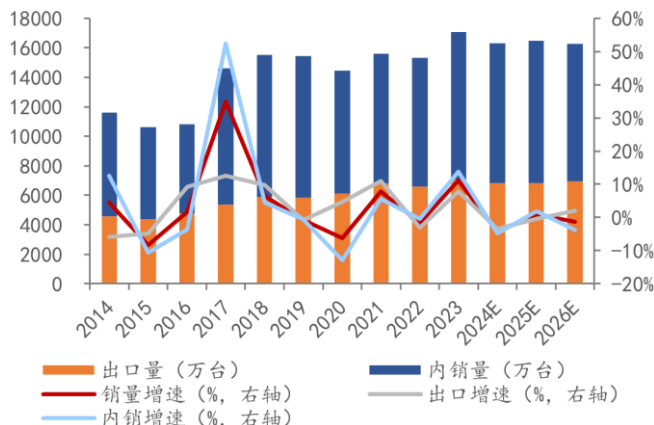
资料来源：中国汽车工业协会、iFinD，国联证券研究所

图表 32：全球新能源汽车销量及同比增速（万辆，%）


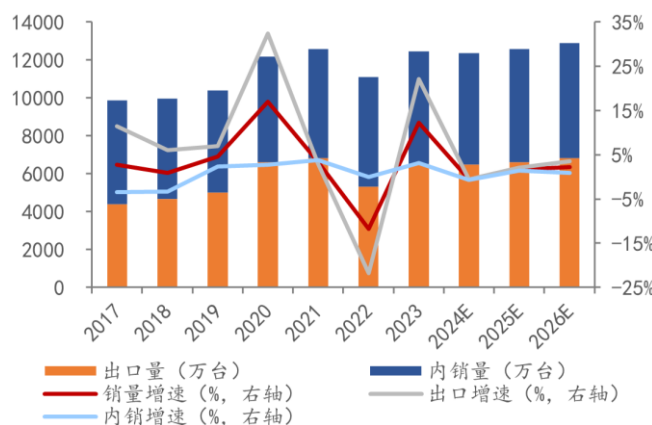
资料来源：CleanTechnica、iFinD，国联证券研究所

家电领域

家电领域用铜的类型既包括通用铜材，如接插元件、开关等，也包括专用铜材，主要应用于冰箱和空调等家电，如空调用内螺纹铜管和外翅片铜管、微波炉磁控管、电冰箱散热管等。根据产业在线，2023 年全国家用空调/冰箱冰柜分别实现销量 1.71/1.25 亿台，分别同比增长 11.2%/12.2%；其中，内销量分别为 9960/5949 万台，分别同比增长 13.8%/3.1%；出口量分别为 7084/6504 万台，分别同比增长 7.8%/22.1%。

图表 33：全国空调销量及同比增速（万台，%）


资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表 34：全国冰箱冰柜销量及同比增速（万台，%）


资料来源：产业在线，国联证券研究所

以旧换新行动方案出台，促进家电领域用铜量增长。2024 年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，指出到 2027 年工业、农业、建筑、交通等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上，其中，报废汽车回收量增加约一倍，废旧家电回收量增长 30%；支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动；有望提振家电市场消费增长，进而促进家电领域用铜量增长。

根据我们的测算, 预计 2024-2026 年全球铜需求量分别为 2719/2802/2881 万吨, 同比增加 64/83/79 万吨; 其中, 电力领域铜需求量 1292/1332/1371 万吨, 同比增加 30/41/39 万吨; 交通领域铜需求量 358/390/420 万吨, 同比增加 16/32/30 万吨; 家电领域铜需求量 384/391/399 万吨; 机械电子、其他领域铜需求量分别保持在 225/274 万吨。

图表 35: 全球精炼铜需求测算

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
交通 运输	全球纯电动汽车销量 (万辆)	460	730	940	1230	1600	2000
	全球插混汽车销量 (万辆)	190	290	427	470	517	556
	全球传统汽车销量 (万辆)	7365	7482	7905	7050	6677	6282
	全球汽车销量合计 (万辆)	8015	8502	9272	8750	8794	8838
	新能源汽车用铜量 (万吨)	50	78	104	130	164	199
	传统汽车用铜量 (万吨)	169	172	182	162	154	144
	汽车领域用铜量合计 (万吨)	219	250	285	292	317	344
	铁路船舶用铜量 (万吨)	70	68	57	66	72	76
	交通领域用铜量合计 (万吨)	289	318	343	358	390	420
	占比 (%)	11.5%	12.3%	12.9%	13.2%	13.9%	14.6%
电力	全球风电新增装机量 (GW)	94	78	117	131	148	159
	陆风新增装机量 (GW)	72	69	106	113	124	130
	海风新增装机量 (GW)	21	9	11	18	24	29
	陆风用铜量 (万吨)	39.9	38	58	62.2	68.2	71.5
	海风用铜量 (万吨)	32.3	13	17	27.5	36.7	44.4
	风电领域用铜量合计 (万吨)	71.4	50.6	73.7	88.6	103.7	114.6
	全球光伏新增装机量 (GW)	170	230	390	410	441	477
	光伏领域用铜量 (万吨)	85	115	195	205	221	239
	传统电力用铜量 (万吨)	997	1034	993	998	1008	1018
	电力领域用铜量合计 (万吨)	1153	1200	1262	1292	1332	1371
占比 (%)	45.7%	46.5%	47.5%	47.5%	47.5%	47.6%	
家电领域用铜量 (万吨)		375	367	376	384	391	399
占比 (%)		14.9%	14.2%	13.9%	14.1%	14.0%	13.9%
建筑领域用铜量 (万吨)		223	213	218	186	189	191
占比 (%)		8.8%	8.2%	8.2%	6.8%	6.8%	6.7%
机械电子领域用铜量 (万吨)		226	224	225	225	225	225
占比 (%)		9.0%	8.7%	8.5%	8.3%	8.0%	7.8%
其他领域用铜量 (万吨)		256	262	274	274	274	274
占比 (%)		10.1%	10.1%	10.3%	10.1%	9.8%	9.5%
全球精炼铜需求量合计 (万吨)		2522	2583	2655	2719	2802	2881

资料来源: ICA、ICSG、IEA、CPIA、Mysteel、Wood Mackenzie、iFind、产业在线, 国联证券研究所

2.3 供需缺口放大，催化铜价重心上移

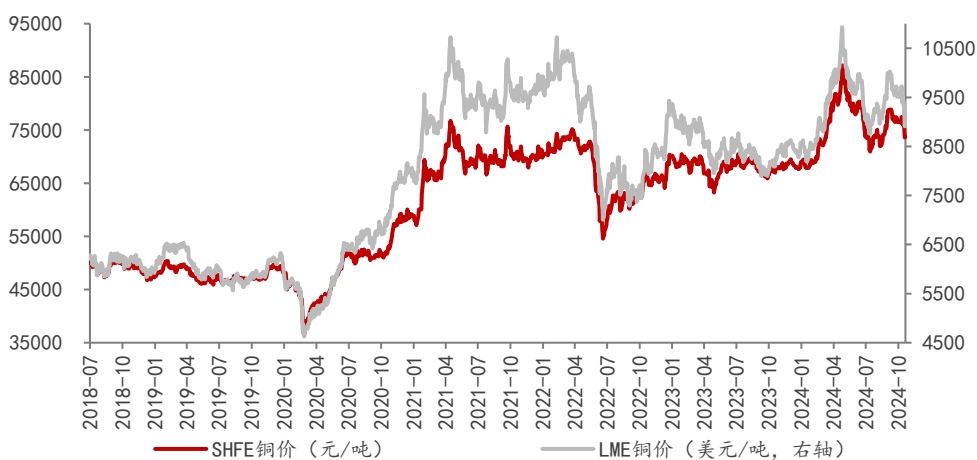
结合全球铜矿供给量与再生精铜产量，我们预计 2024-2026 年全球精炼铜供给量分别为 2697/2779/2852 万吨；需求量分别为 2719/2802/2881 吨；全球精炼铜供需缺口分别为-21.1/-22.8/-28.4 万吨。

图表 36：全球精炼铜供需平衡表

单位：万吨	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
全球铜矿产量	2126	2192	2236	2260	2329	2393
原生精铜产量	2079	2115	2206	2226	2294	2357
再生精铜产量	415	415	449	471	485	495
全球精炼铜供给量	2494	2531	2655	2697	2779	2852
全球精炼铜需求量	2521	2583	2655	2719	2802	2881
供给-需求	-27.5	-52.4	-0.2	-21.1	-22.8	-28.4

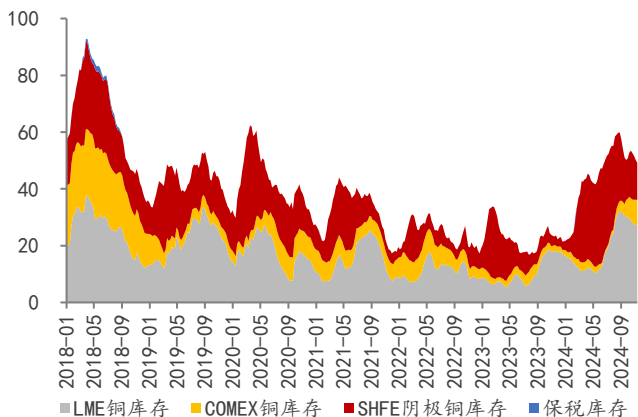
资料来源：ICA、ICSG、IEA、CPIA、Mysteel、Wood Mackenzie、iFinD、产业在线，国联证券研究所

图表 37：LME/SHFE 铜价（元/吨，美元/吨）

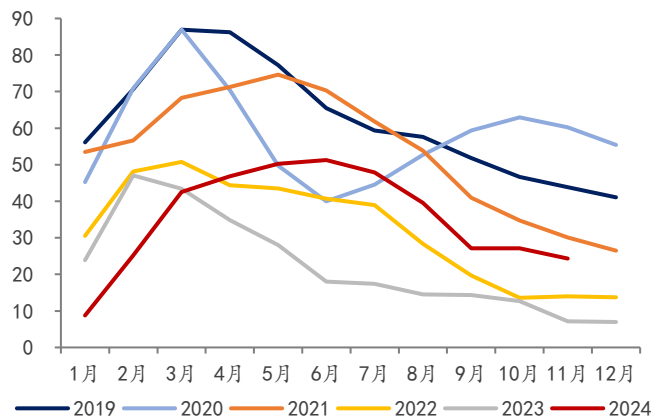


资料来源：iFinD，国联证券研究所；截至 2024 年 11 月 15 日

我们认为 2024 年以美联储为代表的主要海外经济体央行或将重启降息以提振经济，对铜价抑制逐渐弱化。从供需角度看，全球能源结构转型趋势下，以光伏、风电新能源汽车为代表的新能源领域耗铜将提供增量；供给端来看，2024 年受社区问题、天气及水资源等问题对铜供应扰动不断，同时资源品位下降、矿产资本开支不足对铜中长期供给形成约束。以上因素叠加，我们预计 2024 年铜价中枢或将继续上移。

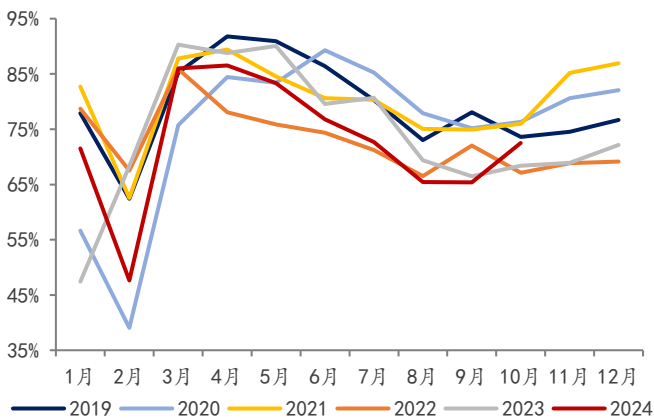
图表 38: LME/COMEX/SHFE/保税区铜库存 (万吨)


资料来源: iFinD, 国联证券研究所; 截至 2024 年 11 月 15 日

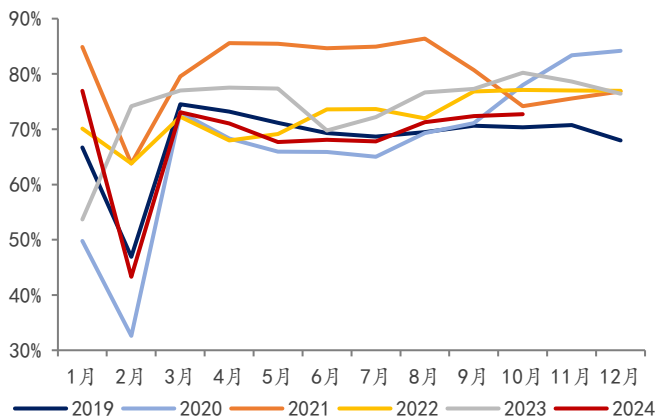
图表 39: 2019-2024 全国铜社会库存 (万吨)


资料来源: SMM, 国联证券研究所

截至 2024 年 11 月 15 日, LME 3 个月铜价为 9167 美元/吨, 较年初上涨 7.3%; SHFE 铜价 7.37 万元/吨, 较年初提高 7.1%。库存方面, 截至 2024 年 11 月 15 日, LME+COMEX+SHFE+保税区铜库存合计为 49.15 万吨, 较年初增长 126%; 2024 年 11 月, 全国铜社会库存平均值为 24.34 万吨, 较 6 月社会库存高点 51.26 万吨已减少 26.92 万吨。后续随着下游需求逐步改善叠加铜冶炼厂集中检修减产或将落地, 铜库存有望继续去化, 将赋予铜价更大的向上弹性。

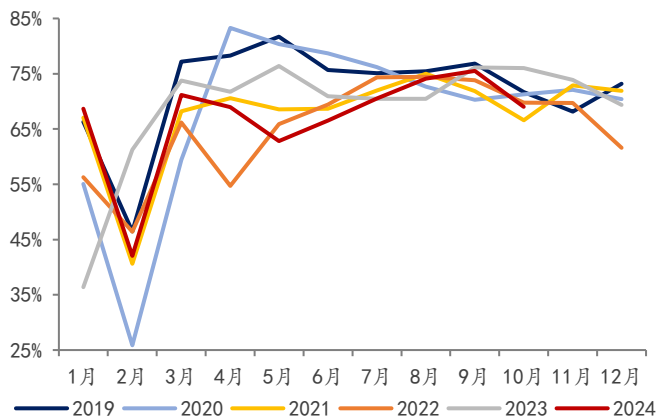
图表 40: 全国铜管月度开工率 (%)


资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 41: 全国铜板带月度开工率 (%)


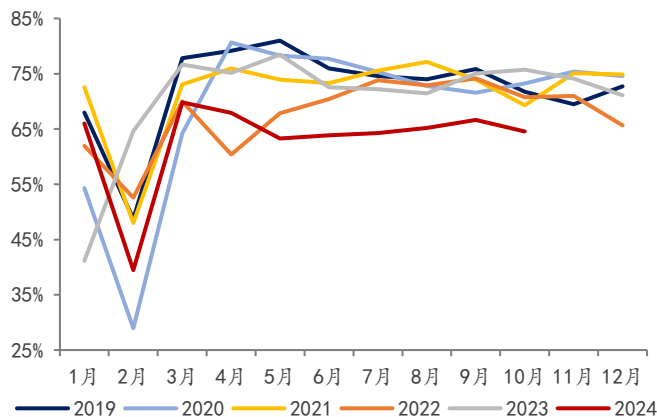
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 42: 全国电解铜制杆月度开工率 (%)



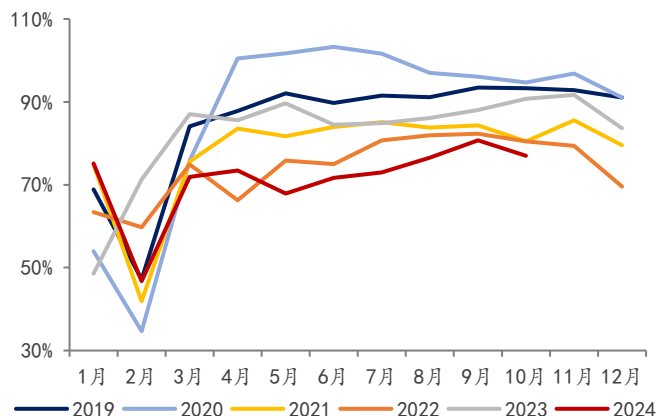
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 43: 全国铜材月度开工率 (%)



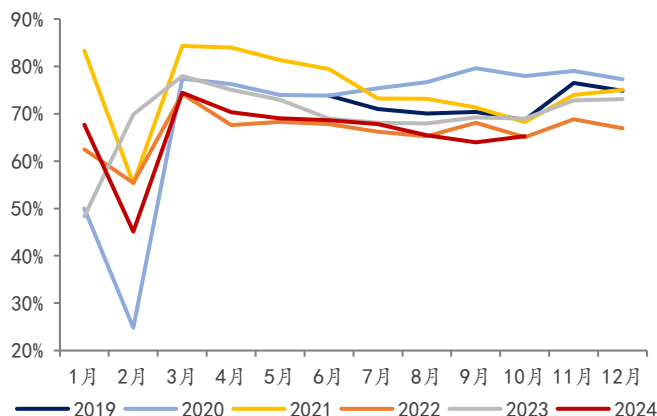
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 44: 全国电线电缆月度开工率 (%)



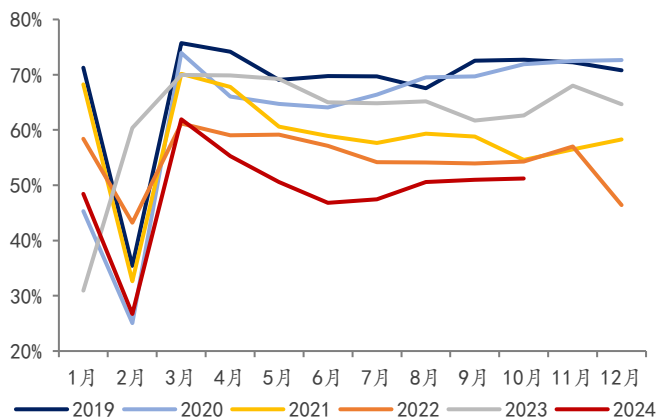
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 45: 全国漆包线月度开工率 (%)



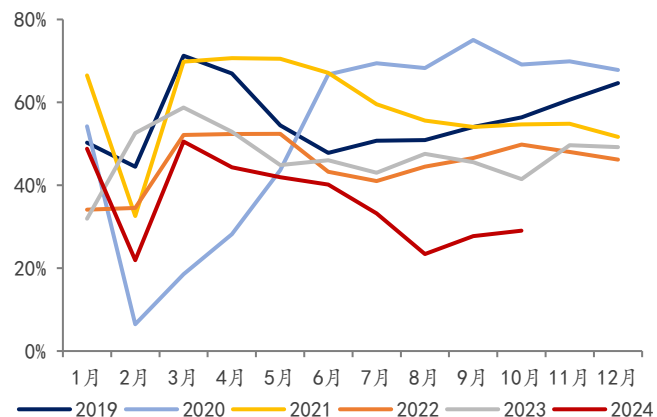
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 46: 全国黄铜棒月度开工率 (%)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 47: 全国再生铜制杆月度开工率 (%)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

3. 铜矿端具备资源优势，冶炼利润增厚

3.1 矿端稳产，阿富汗铜矿提供未来增量

公司为中国最大的铜生产基地，最大的伴生金、银生产基地，以及重要的硫化工基地，公司拥有包括大型露天矿山德兴铜矿在内的多座在产铜矿。截至 2024 年 6 月 30 日，公司 100% 所有权的保有资源量约为铜 912.0 万吨，金 275.9 吨，银 8,626 吨，钼 16.4 万吨。公司控股子公司恒邦股份及其子公司已完成储量备案的查明金资源储量为 150.38 吨。

图表 48：公司自有矿山情况（截至 2023 年 12 月 31 日）

矿山名称	主要品种	资源量		储量		品位	资源剩余可采年限	许可证/采矿权有效期
		矿石量 (万吨)	金属量	矿石量 (万吨)	金属量			
德兴铜矿	主矿产铜（工业铜矿石）	28441.4	134.259 万吨	20874.4	99.78 万吨	0.478%		
	主矿产铜（低品位铜矿石）	58507.3	147.95 万吨	-	-	0.253%		2000/07/29
	伴生金（工业铜矿石）	27529.4	45.275 吨	-	-	0.164g/t	22 年	-
	伴生银（工业铜矿石）	27868.3	365 吨	-	-	1.131g/t		2027/07/29
	伴生钼（工业铜矿石）	21720.3	25871 吨	-	-	0.012%		
德兴铜矿富家坞矿区	主矿产铜（工业铜矿石）	33152.7	155.89 万吨	30368.0	134.43 万吨	0.497%		2020/10/10
	伴生银（工业铜矿石）	33152.8	947.15 吨	-	-	2.857g/t	22 年	-
	伴生钼（工业铜矿石）	33152.7	105675 吨	-	-	0.032%		2050/10/10
永平铜矿	主矿产铜	6656.16	39.12 万吨	4653.5	27.68 万吨	0.595%		2018/12/21
	伴生金	6534.2	7.671 吨	-	-	0.117g/t	32 年	-
	伴生银	6534.2	877.48 吨	-	-	13.43g/t		2024/11/21
银山矿业	主矿产铜	15462.4	92.434 万吨	9653.6	64.81 万吨	0.60%		2020/06/16
	伴生金	16497.7	110.74 吨	10397.8	73.6 吨	0.671g/t	46 年	-
	伴生银	16497.7	1463 吨	10397.8	1057.03 吨	8.686g/t		2026/12/31
武山铜矿	主矿产铜	11603	127.27 万吨	8895.18	99.02 万吨	1.097%		2020/06/16
	伴生金	10781.4	198.91 吨	-	-	0.175g/t	32 年	-
	伴生银	10834.2	1171 吨	-	-	10.808g/t		2026/12/31
城门山铜矿	主矿产铜	25098.8	177.31 万吨	17243.8	135.76 万吨	0.706%		2017/11/22
	伴生金	20406.8	63.65 吨	-	-	0.263g/t	19 年	-
	伴生银	21449.4	2571 吨	-	-	11.99g/t		2034/11/22

资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司自有矿山储量、产量稳定，可开采年限长。从储量上来看，2014 年末及 2024 年 6 月 30 日，公司保有铜金属资源量分别为 1036 万吨和 912 万吨，近十年来公司资源储量保持相对稳定。从产量上来看，近十年公司铜矿产量保持在 20 万吨以上的水平。2023 年，公司自有矿山铜精矿含铜产量为 20.2 万吨，同比小幅减少 0.2 万吨；其中，德兴铜矿/永平铜矿/武山铜矿/城门山铜矿/银山矿业公司铜精矿含铜产量分别为 15.52/0.83/1.25/1.25/1.34 万吨。根据公司公告，公司主力矿山德兴铜矿资源剩余可开采年限为 22 年，此外，永平铜矿、银山矿业、武山铜矿及城门山铜矿的剩余开采年限分别为 32/46/32/19 年。

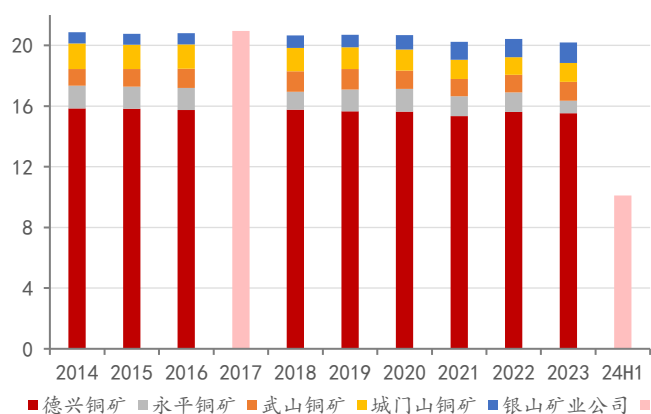
公司主力铜矿德兴铜矿是露天开采铜矿山，单位现金成本低于行业平均水平。2024 H1 公司自产铜精矿含铜产量 10.1 万吨，同比增长 1.2%。同时，公司武山铜矿三期扩建工程井下和地表工程、银山矿业 5,000 吨/日露转采项目均在按期推进，保障公司原材料自给水平。

图表 49：公司主要在建工程（截至 2024 年 6 月 30 日）

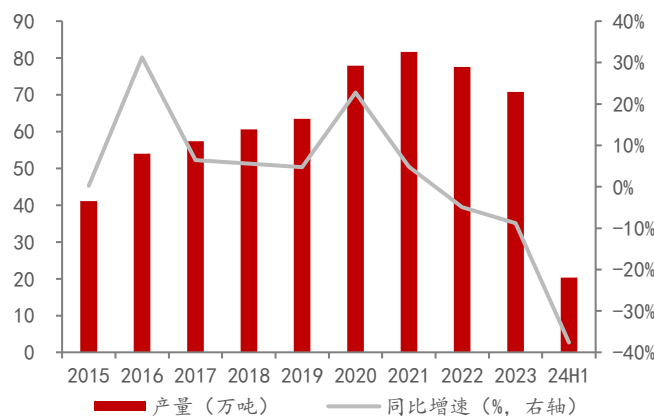
项目	预算 (亿元)	期末余额 (亿元)	资金来源	工程投入占 预算比例
上饶锂电铜箔（一期）50000 吨/年建设项目	51.41	18.24	自有资金/专项借款	35%
含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目（一期）	27.32	10.51	募集资金	38%
武山三期扩建	21.18	6.55	自有资金	31%
铜箔四期 20000 吨/年高档电解铜箔改扩建项目	20.55	5.47	自有资金/专项借款	27%
城门山铜矿扩建三期工程	28.67	4.72	自有资金	16%
复杂金精矿多元素综合回收项目	42.70	4.30	募集资金	10%
其他		40.19		
合计		90.00		

资料来源：公司公告，国联证券研究所

另外，公司通过子公司持有加拿大多伦多证券交易所上市公司第一量子 1.54 亿股股份，占其已发行股份的 18.47%，为第一量子单一最大同行业投资人股东。2024 年 7 月 23 日，公司与第一量子进一步拓展深化与加拿大第一量子矿业公司战略合作伙伴关系，作为第一大股东，与其签署股东权利协议，积极开展深度合作。

图表 50：公司自有矿山铜精矿含铜产量情况（万吨）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 51：第一量子铜产量及同比增速（万吨，%）


资料来源：iFinD，国联证券研究所

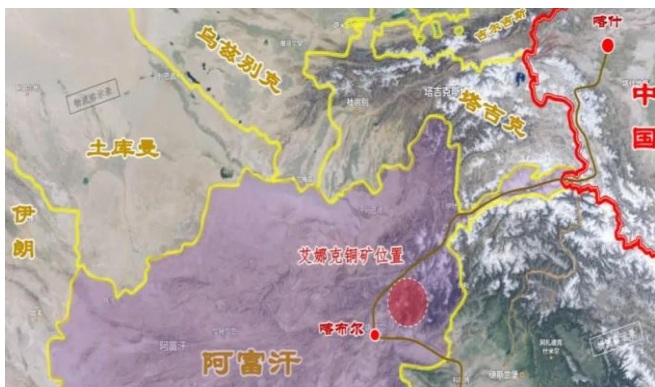
第一量子在赞比亚、巴拿马、秘鲁等 8 个国家拥有 9 个铜矿经营及开发项目，在赞比亚和巴拿马拥有三座已投产的世界级矿山，其中巴拿马的 Cobre Panama 项目处于保护和安全管理状态，在阿根廷和秘鲁拥有三个待开发项目，并在澳大利亚、赞比亚经营两处大型镍矿资源，铜、镍等资源储量丰富。截至 2023 年 12 月 31 日，第一量子合计控制资源量含铜约 6660 万吨，其中归属第一量子权益资源量含铜为 5376 万吨。此外，第一量子在澳大利亚、赞比亚还经营两个大型镍矿项目，总资源量含镍为

220 万吨。2023 年第一量子铜产量约为 70.8 万吨，根据其产量指引，预计 2024-2026 年铜产量（不含 Cobre Panama）分别为：37-42 万吨、40-46 万吨、40-46 万吨。

公司参股阿富汗艾娜克世界级铜矿。2008 年 9 月，公司与中冶集团在阿富汗合资成立了中冶江铜，公司与中冶集团的持股比例分别为 25%与 75%。中冶江铜的主要经营活动是在阿富汗艾娜克铜矿中部矿区及西部矿区进行矿产勘探及矿石开采。

阿富汗艾娜克铜矿区位于阿富汗中东部卢格尔省的北端，艾娜克铜矿采矿权区内的艾娜克铜矿床是目前世界上已探明、但尚未开发的大规模、高品位铜矿床之一。矿床分为中、西两个矿区，相距约 2 公里。该矿资源量 6.62 亿吨，平均含铜 1.67%。2023 年度，该项目已启动西矿区补充勘探，争取进一步提高西矿区资源级别，增加资源量，推动该项目铜资源量在 1108 万吨的基础上得到进一步增长。

图表 52：阿富汗艾娜克铜矿地理位置



资料来源：物流启示录微信公众号，国联证券研究所

图表 53：阿富汗矿业石油部部长到艾娜克项目考察



资料来源：中冶铜锌微信公众号，国联证券研究所

项目有望取得实质性进展，为公司提供巨大资源增量。中国中冶公告，公司正在与阿富汗临时政府就文物保护和项目开发方案等进行沟通协商，计划加快推进可行性研究、进矿道路建设等前期准备工作，积极创造有利条件，确保尽早与阿临时政府共同推动项目取得实质性进展。根据中冶铅锌微信公众号消息，2024 年 10 月 11 日，阿富汗矿业石油部部长 Hedayatullah Badri 率队到艾娜克项目现场考察调研，矿业石油部部长表示，将给予艾娜克项目建设必要的支持与协助，并表达了争取早日实现开工建设的殷切期望。

3.2TC 长单占比高，带动冶炼利润增厚

目前世界上铜的冶炼方式主要有火法冶炼与湿法冶炼两种。火法冶炼是通过熔融冶炼和电解精炼生产出阴极铜，一般适于高品位的硫化铜矿；湿法冶炼一般适用于低品位的氧化铜，该法成本较低，但对矿石的品位和类型限制较大，且杂质含量较高。公司主要使用火法炼铜，并采用湿法炼金。

图表 54：火法治炼与湿法治炼对比

区别要求	火法治炼	湿法治炼
选矿	铜精矿，多种矿石	低品质矿，矿石类型较少
设备	复杂	简单
工艺流程	复杂，能耗高	简单，能耗低
成本	高	低
环境污染	大量排放 SO ₂ 大气污染	溶剂地下污染
冶炼质量	高品质铜，无杂质	杂质高

资料来源：长江有色金属网，国联证券研究所

公司阴极铜产品生产销售类的原材料包括铜精矿、粗杂铜、阳极铜等，来源包括下属矿山、向国内外市场采购的铜精矿及客户提供的来料加工原料，通过火法炼铜的方式进行加工后销售，主要消费群体是铜加工企业等用户，销售方式有现货长单销售、现货零单销售及加工贸易项下出口销售及期货交割。

图表 55：公司主要原材料采购情况

原材料	采购渠道	采购方式	定价方式	结算方式
铜精矿		由江西铜业统一采购，国内采购中长单约占 77-78%，其余为零单采购；国外采购中长单约占 95%，其余为零单采购	国外采购：参照 LME 铜价、LBMA 金、银价格，并在上述金属价格基础上扣减 TC/RC 作为采购价格，TC/RC 则通过交易双方谈判确定；	国内采购：在原材料到厂后按合同规定的天数和比例支付预付款 80%-85%，在原材料进厂通过化验后支付尾款；
粗铜、粗杂铜	国内外采购	主要由江西铜业采购，国内采购中长单约占 80%；国外采购中长单约占 100%	国内采购：参照上海期货交易所铜价，并在交易所均价或点价的基础上扣减相应加工费或乘以相应计价系数。	国外采购：主要以银行信用证或银行代收的形式进行结算，并根据合同规定的结算方式，在收到相关单据后，在规定的时间内支付预付款或一次性付款。若非一次性付款的，在原料最终品质及价格确定后，支付尾款。
阳极铜		主要由江西铜业采购，国内采购中长单约占 100%；国外采购中长单约占 100%		

资料来源：公司公告，国联证券研究所

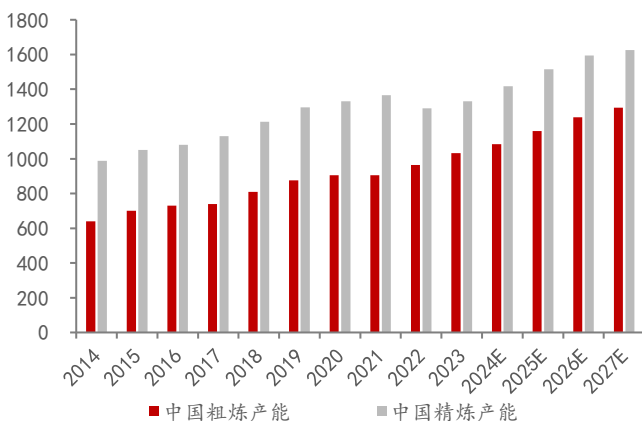
公司阴极铜产品贸易类由江铜国贸及贸易事业部采购，采取长单及现货购买相结合的方式，主要消费群体是铜加工企业等用户，包括现货和期货交易，其中：现货采用直销方式，期货则通过上海期货交易所集中报价系统交易，主要销往华东、华南地区，部分产品外销韩国、日本、东南亚。

图表 56：公司主要产品销售模式

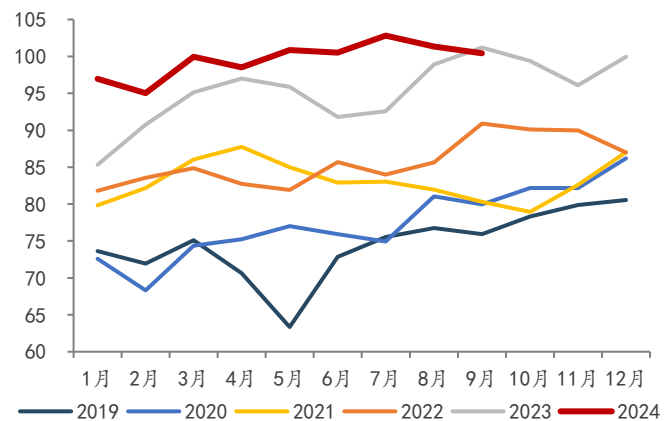
产品	销售方式	主要销售市场
阴极铜	主要消费群体是铜加工企业等用户，包括现货和期货交易，其中：现货采用直销方式，期货通过上海期货交易所集中报价系统交易	主要为江西、浙江、江苏、上海和广东等地，出口外销东南亚、中国台湾、日本、韩国市场
铜杆线	以长单合同为主，现货合同为辅，长单主要以上海期货交易所现货月价格+加工费定价，零单以上海现货市场现货价+加工费定价	广东、江西、上海、湖南、湖北、浙江、江苏、天津、华北等地
黄金	国家统一收购或直接在上海黄金交易所交易	-
白银	出口和内销，内销主要销售给国内的电子、电镀电工合金、硝酸银、机械、军工、首饰等行业的工业企业，销售方式为直销	出口主要销往中国香港，国内市场主要为上海、浙江、广东、江西、湖南等
硫酸	与较固定的主要大客户签订较长期的合约，然后分期供货销售	主要在江西、浙江、福建、湖南、湖北、贵州、广东、重庆和上海等地区

资料来源：公司公告，国联证券研究所

现货冶炼费大幅下降，长单冶炼利润维持高位。近年来，国内铜冶炼产能持续增长，同时，受矿端供给偏紧预期增强影响，铜冶炼现货加工费持续走低。但从实际情况看，冶炼厂通过高比例的长单加工费、库存铜精矿及废铜供应等方式应对加工费下滑的影响，冶炼厂因低加工费而联合减产的情况并未发生。2024年1-10月，全国电解铜实现产量996万吨，同比增长5.1%。根据SMM，截至2023年末，中国铜粗炼及精炼产能分别为1033/1330万吨/年，同比增加68/40万吨/年；SMM预计2024-2026年全国铜粗炼产能将分别提高至1084/1159/1239万吨/年，铜精炼产能将分别提高至1417/1515/1595万吨/年。

图表 57：2014-2027E 中国铜粗/精炼产能（万吨/年）


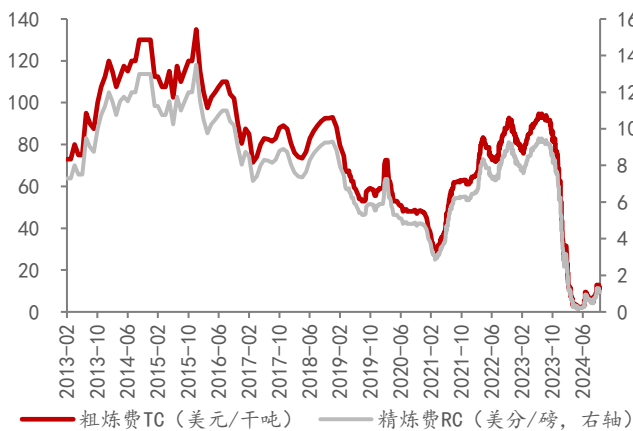
资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 58：中国电解铜月度产量（万吨）


资料来源：SMM，国联证券研究所

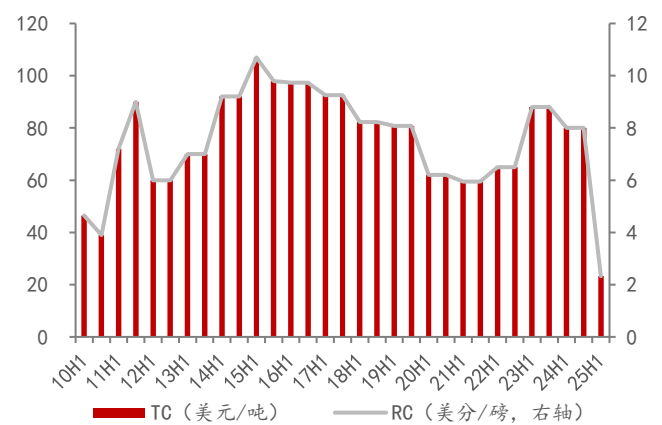
截至2024年11月15日，铜精矿现货粗炼费为10.9美元/干吨，同比下降87%；精炼费为1.09美分/磅，同比下降87%。从铜精矿长单TC/RC来看，根据SMM，2024H2和2025H1中国铜精矿长单TC/RC分别为80美元/干吨、8美分/磅和23.25美元/干吨、2.325美分/磅。截至2024年10月，铜精矿现货/长单冶炼利润分别为-1293/1619元/吨，同比减少2965/55元/吨。2024年下半年来看，矿端供应受限的预期转为现实的确定性或将增强，废铜政策的改变及冶炼厂产能实际大于矿端产能的影响将对下半年TC现货及长单价格形成影响。

图表 59：铜精矿现货粗/精炼费（美元/千吨，美分/磅）



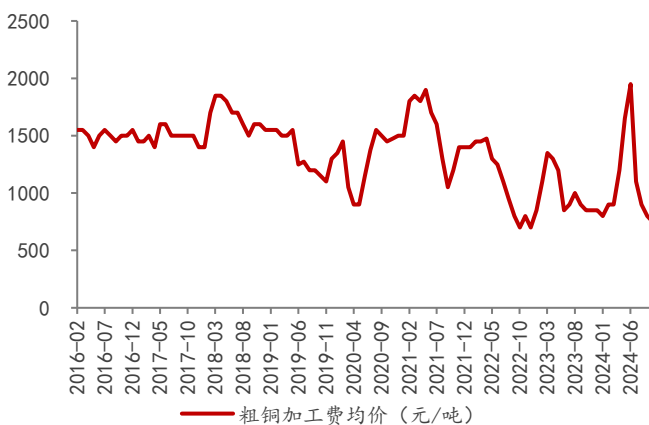
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 60：中国铜精矿长单 TC/RC（美元/吨，美分/磅）



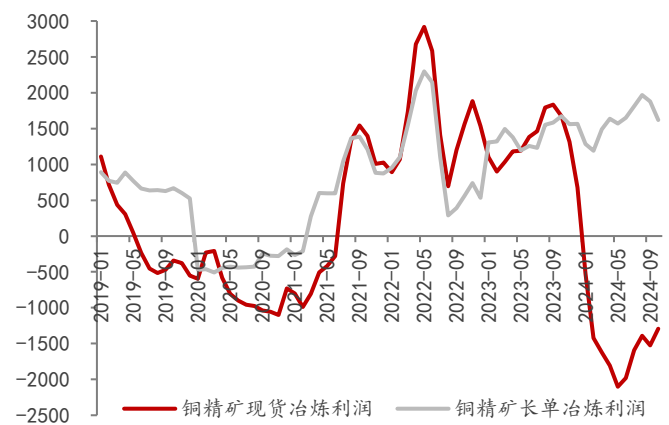
资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 61：粗铜加工费均价（元/吨）



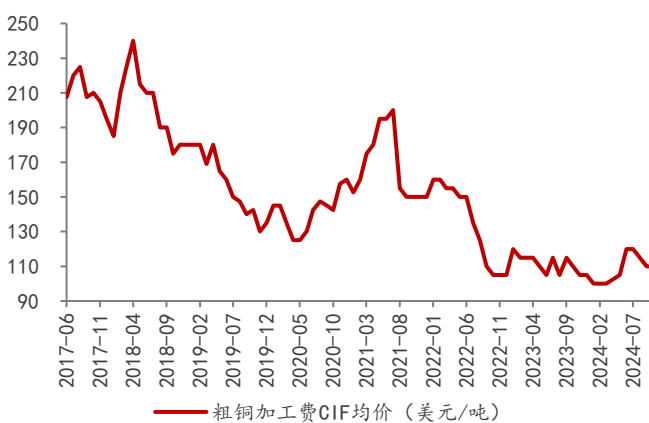
资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 62：铜精矿现货/长单冶炼利润（元/吨）



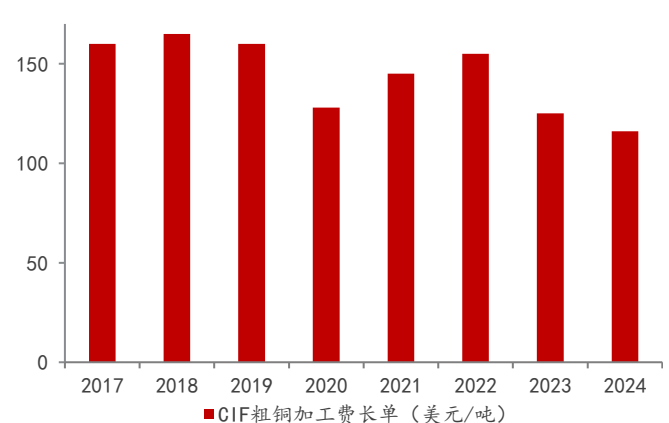
资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 63：CIF 粗铜加工费均价（美元/吨）



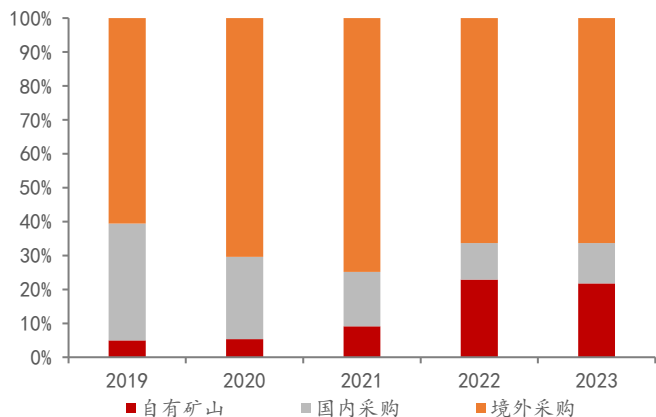
资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 64：CIF 粗铜加工费长单（美元/吨）

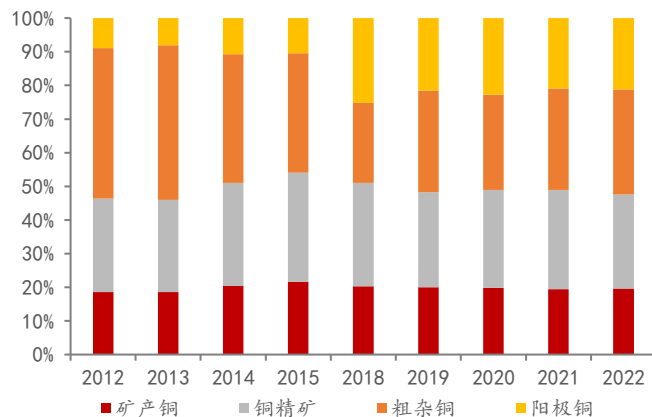


资料来源：SMM，国联证券研究所

公司原材料采购结构来看，2022年，公司自产矿产铜产量20.4万吨，占原材料的比例为19.6%，外购原材料中，铜精矿/粗杂铜/阳极铜采购量分别为29.3/32.5/22.1万吨，占比分别为28.0%/31.2%/21.2%。从原材料总成本金额来看，2023年，公司自有矿山/国内采购/境外采购原材料成本分别为58.5/32.1/178.3亿元，占比分别为21.7%/11.9%/66.3%。

图表 65：公司原材料总成本占比 (%)


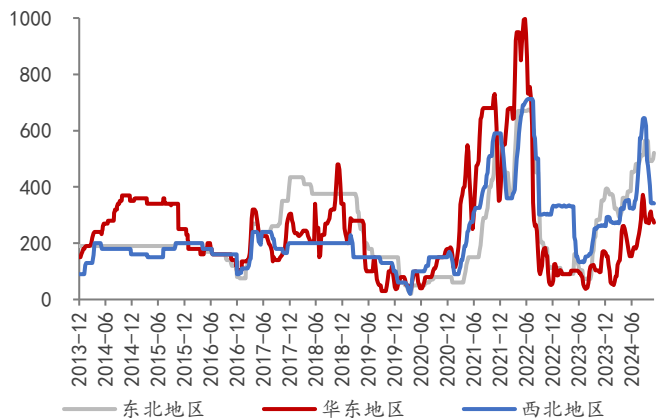
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 66：公司矿产铜及外购原材料占比情况 (%)


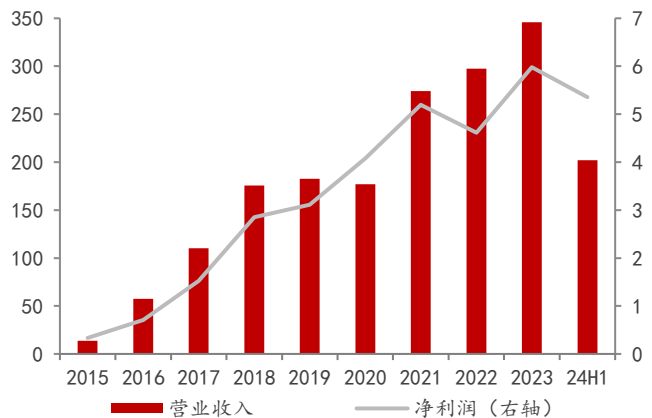
资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：不包括子公司浙江江铜富冶和鼎铜业原材料采购数据

公司 TC 长单占比高，带动冶炼利润增厚。 冶炼利润测算复杂，冶炼原料铜精矿减产会使得硫酸涨价，副产品阳极泥产量下滑，不能静态看待冶炼利润变化。另外，2024年初以来至2024年11月10日，华东地区硫酸均价为205元/吨，较2023年全年均价上涨101.7%；硫酸价格改善，有望提振冶炼端利润。从公司子公司富冶和鼎铜业盈利情况来看，2024 H1实现净利润5.35亿元，接近2023年全年净利润5.98亿元，说明2024年冶炼厂盈利有望显著增厚。

图表 67：硫酸市场均价 (元/吨)


资料来源：SMM，国联证券研究所

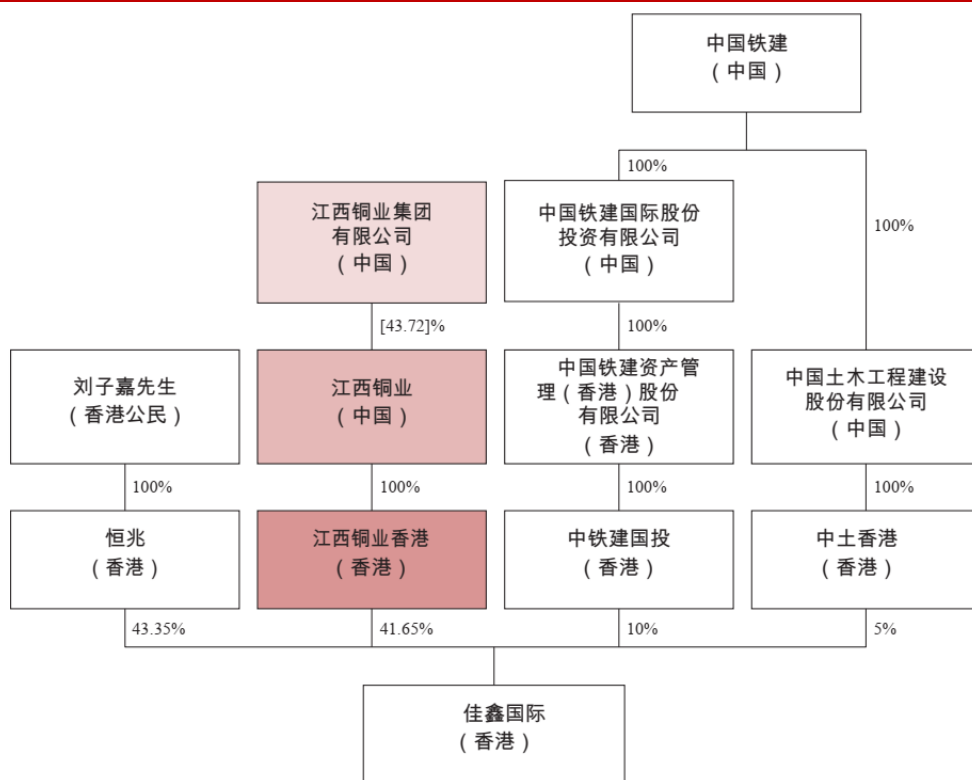
图表 68：富冶和鼎铜业营业收入和净利润情况 (亿元)


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 巴库塔钨矿将投产，有望受益钨价上行

公司为全球第四大钨矿控股股东。佳鑫国际是扎根于哈萨克斯坦的钨矿公司，专注于开发旗下的巴库塔钨矿项目。公司持有佳鑫国际 41.65% 股权，是佳鑫国际第二大控股股东。巴库塔钨矿是全球第四大钨矿（包括露天钨矿及地下钨矿），在单一钨矿中拥有世界上最大的钨矿产能。根据佳鑫国际招股说明书，该项目预计在 2024 年第四季度投入试生产，2024 年的目标采矿及矿物加工能力是 60 万吨钨矿石。

图表 69：佳鑫国际股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：佳鑫国际招股说明书，国联证券研究所

图表 70：全球前五大钨矿主要情况（截至 2024 年 6 月 30 日）

钨矿	位置	矿产资源量 (百万吨)	WO ₃ (%)	采矿方法	设计产能 (千吨)	项目情况
大湖塘钨矿	中国江西	1.22	0.16%	地下	约 8.0	开发中
柿竹园钨矿	中国湖南	0.62	0.31%	地下	约 7.8	开发中
Hemerdon 钨矿	英国德文郡	0.36	0.17%	地下	约 2.9 (预计)	未开发
巴库塔钨矿	哈萨克斯坦巴库塔	0.23	0.21%	露天	约 9.3 (预计)	开发中
Sisson 钨矿	加拿大温哥华	0.22	0.07%	露天	约 4.6	未开发

资料来源：佳鑫国际招股说明书，国联证券研究所

图表 71：巴库塔钨矿计划采矿及生产时间表

期间	矿岩运输 (千吨)	原矿 (千吨)	品位 (WO ₃ %)	废料 (千吨)	剥采比 (吨: 吨)	供料 (千吨)	供料品位 (WO ₃ %)
2024 年	2,829	606	0.18	2,223	3.67	600	0.174
2025 年	12,450	2,887	0.164	9,563	3.31	3,300	0.167
2026 年	14,940	3,491	0.191	11,449	3.28	3,800	0.186
2027 年	16,275	5,028	0.183	11,248	2.24	4,950	0.183
2028 年	17,380	4,825	0.185	12,554	2.6	4,950	0.185
2029 年	15,563	4,935	0.215	10,627	2.15	4,950	0.212
2030 年	11,534	5,013	0.184	6,520	1.3	4,950	0.187
2031 年	14,028	5,336	0.205	8,693	1.63	4,950	0.203
2032 年	12,484	4,898	0.212	7,586	1.55	4,950	0.211
2033 年	11,177	4,936	0.206	6,241	1.26	4,950	0.207
2034 年	10,524	5,481	0.243	5,042	0.92	4,950	0.238
2035 年	10,774	4,728	0.231	6,047	1.28	4,950	0.233
2036 年	9,124	4,994	0.228	4,130	0.83	4,950	0.229
2037 年	7,723	4,742	0.225	2,981	0.63	4,950	0.226
2038 年	5,670	4,702	0.222	968	0.21	4,950	0.223
2039 年	6,467	4,217	0.161	2,250	0.53	4,921	0.169
总计	178,943	70,819	0.205	108,124	1.53	72,021	0.205

资料来源：佳鑫国际招股说明书，国联证券研究所

钨需求端来看，2024 年国内外制造业景气水平有所回升，汽车、消费电子和工程机械领域稳中向好，国内硬质合金需求量有望好转。同时，光伏新增装机的快速增长有望催化光伏领域钨需求量增长。供给端来看，国内钨矿供给受资源品位下降、开采成本抬升、安全环保趋严等因素影响，短期内钨矿产量增长或仍较为有限。

图表 72：全国钨供需平衡表

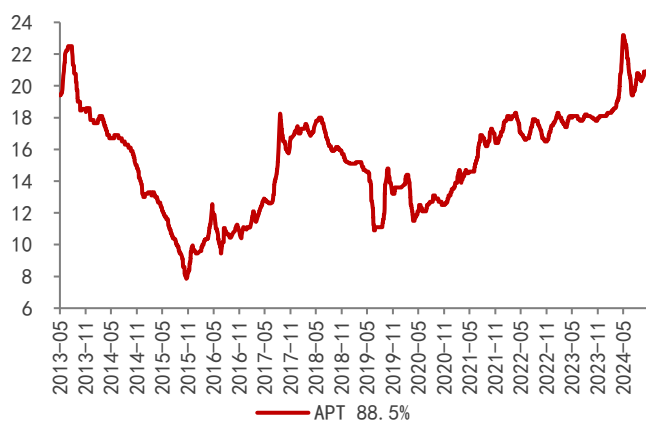
单位：万金属吨	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
硬质合金	3.3	3.1	3.1	3.8	3.7	3.6	3.7	3.9
钨特钢	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
钨材	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.5	1.8	1.9
钨化工	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
需求端合计	5.8	5.7	5.7	6.5	6.3	6.4	6.9	7.1
钨矿产量	7.2	7.2	7.0	7.1	6.8	6.7	6.8	7.0
进口量	0.7	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6	0.9	0.8
出口量	3.2	2.3	1.5	2.4	2.5	1.8	2.0	2.0
废钨	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
供给端合计	5.5	6.0	6.7	6.3	6.0	6.6	6.8	6.9
供给-需求	-0.3	0.4	1.0	-0.2	-0.3	0.2	-0.1	-0.2

资料来源：安泰科、厦门钨业 2023 年年报、2024 年半年报，国联证券研究所

供给紧张或将维持，支撑钨价中枢抬升。我们预计 2024-2025 年全国钨需求量分别为 6.9/7.1 万金属吨，全国钨供给量分别为 6.8/6.9 万金属吨；供需缺口分别为 -0.1/-0.2 万金属吨，2024-2025 年供需缺口持续放大，支撑钨价中枢上移。截至 2024 年 11 月 18 日，黑钨精矿主流市场均价为 14.4 万元/吨，同比上涨 21.0%；APT 主流市场均价为 21.1 万元/吨，同比上涨 18.5%。

图表 73：黑钨精矿主流市场均价（万元/吨）


资料来源：iFinD，国联证券研究所；截至 2024 年 11 月 18 日

图表 74：APT 主流市场均价（万元/吨）


资料来源：iFinD，国联证券研究所；截至 2024 年 11 月 18 日

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 分业务盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司阴极铜销量分别为 218/225/230 万吨、黄金销量分别为 123/128/130 吨、白银销量分别为 1286/1300/1300 吨、铜杆线销量分别为 169/172/175 万吨、其他铜加工产品销量分别为 18/20/22 万吨、化工产品销量分别为 600/620/620 万吨。

我们预计 2024-2026 年公司阴极铜业务收入分别为 2655/2822/2885 亿元，黄金业务收入分别为 602/658/681 亿元，白银业务收入分别为 201/214/218 亿元，铜杆线业务收入分别为 1185/1243/1328 亿元，铜精矿、稀散及其他有色金属业务收入分别为 364/382/382 亿元，其他铜加工产品业务收入分别为 97/107/118 亿元，化工产品业务收入分别为 20/22/22 亿元，其他业务收入分别为 107/107/107 亿元。

图表 75：公司分业务盈利预测表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计						
营业收入 (亿元)	4427.68	4799.38	5218.93	5231.06	5555.23	5741.88
营业成本 (亿元)	4252.23	4656.09	5078.99	5051.55	5391.66	5563.01
毛利 (亿元)	175.45	143.29	139.93	179.51	163.57	178.87
毛利率 (%)	3.96%	2.99%	2.68%	3.43%	2.94%	3.12%
阴极铜						
营业收入 (亿元)	2211.13	2518.03	3099.24	2655	2822	2885
营业成本 (亿元)	2108	2439	3012	2563	2757	2807
毛利 (亿元)	103.15	78.73	87.01	91.56	64.83	78.32
毛利率 (%)	4.66%	3.13%	2.81%	3.45%	2.30%	2.71%
铜杆线						
营业收入 (亿元)	1024	1083	881	1185	1243	1328
营业成本 (亿元)	1012	1074	876	1165	1222	1306
毛利 (亿元)	11.98	8.60	4.74	20.28	21.50	21.88
毛利率 (%)	1.17%	0.79%	0.54%	1.71%	1.73%	1.65%
黄金						
营业收入 (亿元)	282.42	355.33	515.45	601.95	657.74	681.38
营业成本 (亿元)	274.57	346.36	503.84	590.27	645.34	668.53
毛利 (亿元)	7.85	8.97	11.61	11.69	12.40	12.85
毛利率 (%)	2.78%	2.53%	2.25%	1.94%	1.89%	1.89%
铜精矿、稀散及其他有色金属						
营业收入 (亿元)	591.93	500.45	328.07	364.01	382.21	382.21
营业成本 (亿元)	576.90	492.78	326.00	351.27	366.15	366.15
毛利 (亿元)	15.03	7.67	2.07	12.74	16.05	16.05
毛利率 (%)	2.54%	1.53%	0.63%	3.50%	4.20%	4.40%
白银						
营业收入 (亿元)	140.15	166.70	204.38	201.35	213.72	217.99
营业成本 (亿元)	136.23	161.82	196.85	186.17	195.81	199.73
毛利 (亿元)	3.92	4.88	7.53	15.18	17.91	18.26
毛利率 (%)	2.80%	2.93%	3.68%	7.54%	8.38%	8.38%
其他铜加工产品						
营业收入 (亿元)	64.42	61.19	68.56	96.70	107.44	118.19
营业成本 (亿元)	59.32	57.42	65.91	94.28	104.73	115.20
毛利 (亿元)	5.10	3.77	2.65	2.42	2.72	2.99
毛利率 (%)	7.92%	6.17%	3.87%	2.50%	2.53%	2.53%
化工产品						
营业收入 (亿元)	33.75	35.54	16.76	20.45	21.74	22.11
营业成本 (亿元)	14.40	14.82	14.98	14.07	14.54	14.54
毛利 (亿元)	19.35	20.72	1.78	6.06	7.20	7.56
毛利率 (%)	57.33%	58.29%	10.62%	29.63%	33.12%	34.21%
其他						
营业收入 (亿元)	79.42	79.55	105.94	107.00	107.00	107.00
营业成本 (亿元)	70.36	69.61	83.40	87.74	86.04	86.04
毛利 (亿元)	9.07	9.95	22.54	19.26	20.96	20.96
毛利率 (%)	11.42%	12.50%	21.28%	18.0%	19.6%	19.6%

资料来源：iFind，国联证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5231.06/5555.23/5741.88 亿元，分别同比增长 0.23%/6.20%/3.36%；归母净利润分别为 72.17/76.79/83.45 亿元，分别同比增长 10.94%/6.41%/8.67%。

图表 76：公司财务和估值数据表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	4427.68	4799.38	5218.93	5231.06	5555.23	5741.88
增长率 (%)	38.99%	8.40%	8.74%	0.23%	6.20%	3.36%
归母净利润 (亿元)	56.36	59.94	65.05	72.17	76.79	83.45
增长率 (%)	142.87%	6.36%	8.53%	10.94%	6.41%	8.67%
每股收益 EPS (元)	1.63	1.73	1.88	2.08	2.22	2.41
每股股利 DPS (元)	0.30	0.30	0.36	0.42	0.50	0.60
每股净资产 BPS (元)	20.16	21.23	19.47	21.14	22.86	24.66
每股经营现金流 (元)	2.61	3.07	3.16	4.84	3.07	3.53
销售毛利率 (%)	3.96%	2.99%	2.68%	3.43%	2.94%	3.12%
销售净利率 (%)	1.34%	1.27%	1.34%	1.48%	1.48%	1.56%
净资产收益率 (ROE)	8.07%	8.15%	9.65%	9.86%	9.70%	9.77%
市盈率 (P/E)	13.39	12.71	11.71	10.56	9.92	9.13
市净率 (P/B)	1.08	1.04	1.13	1.04	0.96	0.89
股息率 (分红/股价)	1.37%	1.36%	1.63%	1.89%	2.27%	2.74%

资料来源：iFinD，国联证券研究所；股价为 2024 年 11 月 19 日收盘价

4.2 估值与投资建议

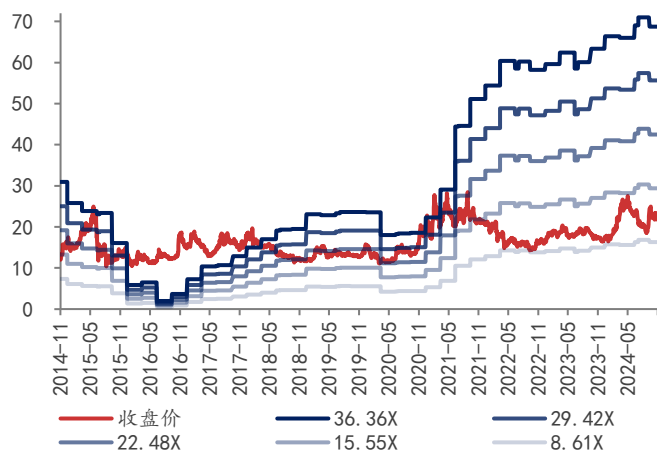
我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 72.17/76.79/83.45 亿元，分别同比增长 10.94%/6.41%/8.67%；EPS 分别为 2.08/2.22/2.41 元，3 年 CAGR 为 8.66%。公司是全国铜行业龙头，矿端与资源端优势突出，有望迎来价值重估。参考可比公司估值，我们给予公司 2025 年 12.0 X PE，目标价 26.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 77：可比公司估值表

证券简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	TTM	2024E	2025E	2026E
紫金矿业	16.21	4199.56	0.79	1.21	1.44	1.64	14.70	13.35	11.25	9.90
铜陵有色	3.40	434.96	0.21	0.30	0.34	0.42	15.25	11.29	9.89	8.00
北方铜业	9.32	165.19	0.35	0.59	0.71	0.79	25.58	15.73	13.19	11.78
恒邦股份	10.85	124.57	0.45	0.55	0.94	1.19	21.85	19.90	11.61	9.12
中金黄金	12.89	624.82	0.61	0.77	0.91	1.05	17.61	16.64	14.21	12.29
平均值							19.00	15.38	12.03	10.22
江西铜业	22.00	621.67	1.88	2.08	2.22	2.41	11.64	10.56	9.92	9.13

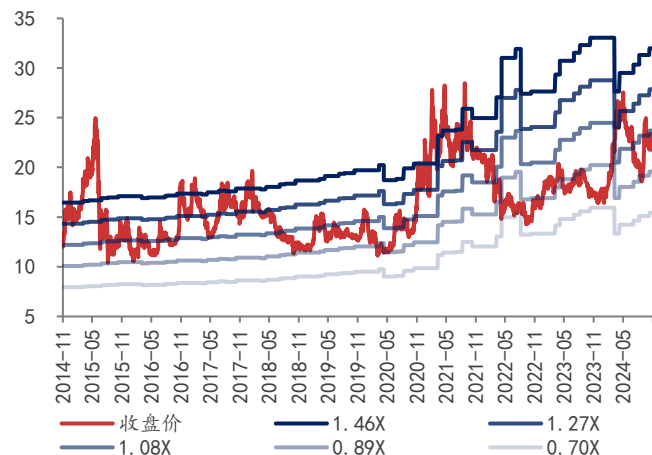
资料来源：iFinD，国联证券研究所；可比公司盈利预测来自 iFinD 的一致预期，股价为 2024 年 11 月 19 日收盘价

图表 78：江西铜业 PE-Band



资料来源：iFinD，国联证券研究所；截至 2024 年 11 月 19 日

图表 79：江西铜业 PB-Band



资料来源：iFinD，国联证券研究所；截至 2024 年 11 月 19 日

5. 风险提示

产品及原材料价格波动风险：公司为中国最大的阴极铜生产商，也是中国最大的黄金、白银生产商之一。公司产品价格主要参考伦敦金属交易所和上海金属交易所相关产品的价格确定。铜、黄金、白银均系国际有色金属市场的重要交易品种，拥有其国际市场定价体系。由于铜、黄金、白银金属的资源稀缺性，受全球经济、供需关系、市场预期、投机炒作等众多因素影响，铜、黄金、白银金属价格具有高波动性特征。价格的波动将影响公司收益及经营稳定性。

汇率波动风险：公司购自国际矿业公司或大型贸易商的进口铜矿原料和海外投资普遍采用美元结算，且随着集团海外业务的拓展，外汇收支将更加频繁。若汇率发生较大波动或集团未能有效地控制汇率波动的风险，则可能导致集团产生汇兑损失，进而对集团的盈利能力带来一定负面影响。

安全生产风险：矿石采选以及铜冶炼过程中，可能因自然或人为因素出现安全隐患，如不及时发现和消除，将会导致重大事故的发生，造成重大财产损失和环境影响。

环保风险：公司主要从事有色金属、稀贵金属的采选、冶炼、加工等业务，生产经营须遵守多项有关空气、水质、废料处理、公众健康安全的环保法律和法规，取得相关环保许可，并接受国家有关环保部门的检查。近年来公司已投入大量资金和技术力量用于环保设备和生产工艺的改造，按照国家环保要求进行污染物的处理和排放。但如果未来环保部门继续提高环保标准，采取更为广泛和严格的污染管制措施，可能会使公司的生产经营受到影响并导致环保支出等经营成本的上升。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼