下载日志已记录，仅供内部参考

西部矿业（601168.SH）

坐拥国内优质铜矿山，开启新一轮扩张周期

公司研究 · 深度报告

有色金属 · 工业金属

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

- **始于锡铁山铅锌矿，拥有西部地区优质矿山**。西部矿业股份有限公司是青海省属国有控股的大型有色金属矿业上市公司，主营有色金属、黑色金属采选冶，以及盐湖化工等。公司拥有玉龙铜矿、锡铁山铅锌矿等优质资源，资源储备丰富。铜是公司的主要业务和盈利来源，铜类产品营业收入占公司70%，毛利润占60%，公司盈利主要来自子公司玉龙铜矿，2025年西部矿业实现营收617亿元（+23%），归母净利润36.4亿元（+24%），扣非归母净利润36.2亿元（+23%）。而子公司玉龙铜矿2025年营业收入116.5亿元，净利润59.9亿元，净利率达到51%，归母利润34.7亿元，是公司盈利主要来源。另一座铜矿获各琦铜矿2025年营业收入13.8亿元，净利润4.4亿元。

- **产销规模**：公司业务主要布局在中西部的西藏、青海、甘肃、四川和内蒙，主体业务可以分为矿山和冶炼两个板块。矿山板块，2025年生产矿山铜16.4万吨，锌12.9万吨，铅6.3万吨，同时副产白银123吨、钼4051吨、黄金234千克。冶炼方面，拥有35万吨铜冶炼、20万吨锌冶炼、20万吨铅冶炼产能。铜铅锌冶炼每年副产硫酸80多万吨，铟24吨。

- **公司未来5年矿产铜产量增长140%。**公司在建玉龙铜矿三期选矿厂及配套尾矿库，将于2026年底建成投产；之后有望启动建设玉龙铜矿四期1500万吨/年选厂，无需新建尾矿库，进展将更为顺利。茶亭铜矿的建设也将同步进行，将茶亭铜矿的黄金折铜后，粗略测算到2030年，公司铜矿产量有望达到42万吨，权益量25万吨，比2025年10.5万吨的权益量，增长140%，同时副产钼达到7000吨以上，是未来5年高成长的铜矿标的。

- **冶炼板块扭亏**。2024年和2025年公司铜铅锌冶炼板块出现明显亏损，并计提资产减值，引发市场担忧。主因是过去两年公司旗下四个冶炼单元陆续完成改扩建，如铅冶炼在2024年11月竣工，锌冶炼也在2024年竣工，投产后面临工艺指标磨合和折旧压力。经过2025年持续优化，铜铅锌冶炼项目在下半年基本扭亏，其中青海铜业（铜粗炼+精炼）、湘和有色（锌冶炼）改善十分明显，预计2026年冶炼板块大概率实现较好盈利，改变了过去两年拖累业绩的局面。公司未来业务重点在矿山资源端，对于冶炼板块不再扩张产能，以提质增效、加强综合回收利用为主。

- **盈利预测与投资建议**：假设2026-2028年铜价均为103000元/吨，锌价均为24500元/吨，预计2026/2027/2028年营业收入分别为730/771/794亿元，归母净利润分别为67.8/75.9/84.1亿元，同比增速86.1/11.9/10.9%；每股收益分别为2.85/3.18/3.53元，当前股价对应PE分别为10.3/9.2/8.3x。西部矿业的矿山都位于国内，扩张主要来自玉龙铜矿改扩建和新建茶亭铜矿，比起国外矿山频繁遭遇政策、社区风险，公司的项目风险低、确定性高，可以给予更高估值。同时未来5年公司铜矿产量增速超过140%，成长性高于同行业上市公司。我们给予公司2026年12-15倍估值，得到公司的合理估值区间为34.2-42.8元，对应约815-1019亿市值，相较当前市值有17%-46%溢价空间，维持“优于大市”评级。

- **风险提示**：铜、锌、硫酸等大宗商品价格波动风险；项目建设进度低于预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 公司概况

02 公司业务分析

03 盈利预测与投资建议

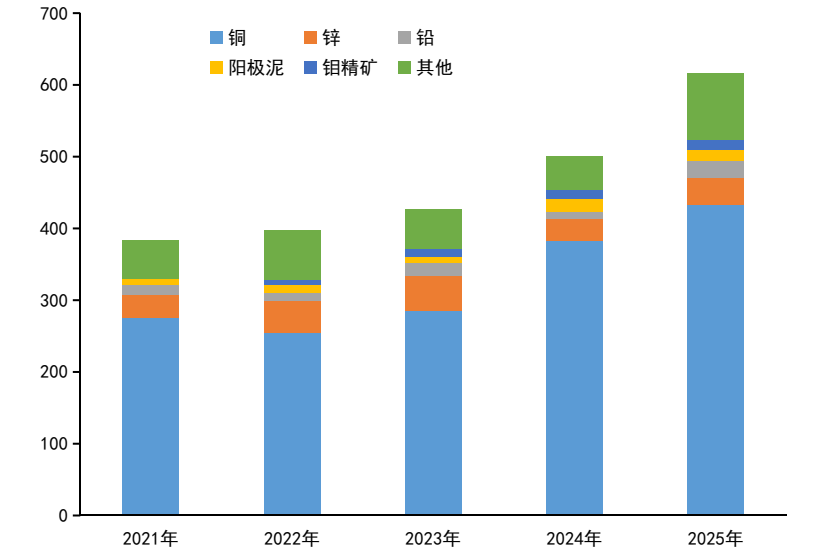
04 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

公司概况

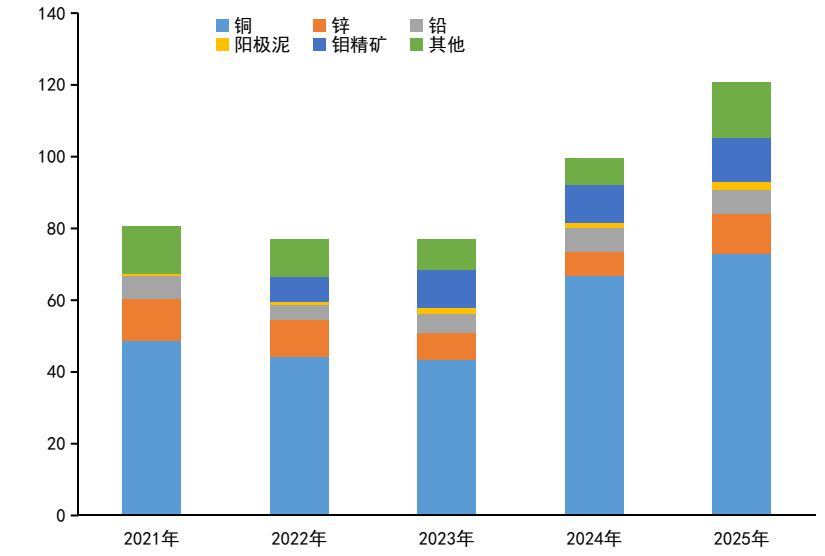
- 西部矿业股份有限公司是青海省属国有控股的大型有色金属矿业上市公司，由青海大柴旦锡铁山矿务局改制成立，2007年7月12日在上海证券交易所挂牌上市。截至2026年4月，公司控股股东西部矿业集团有限公司持有公司股权比例为32%。公司主营有色金属、黑色金属采选冶、盐湖化工等，拥有玉龙铜矿、锡铁山铅锌矿等优质资源，资源储备丰富，是公司核心主业。
- **铜是公司的主要业务和盈利来源**。铜类产品营业收入占公司70%，毛利润占60%，公司盈利主要来自子公司玉龙铜矿。2025年西部矿业实现营收617亿元（+23%），归母净利润36.4亿元（+24%），扣非归母净利润36.2亿元（+23%）。而子公司玉龙铜矿2025年营业收入116.5亿元，净利润59.9亿元，净利率达到51%，归母利润34.7亿元，是公司盈利主要来源。另一座铜矿获各琦铜矿2025年营业收入13.8亿元，净利润4.4亿元，折算单吨铜税后利润为3.6万元。
- **铅锌是公司稳定盈利的业务板块**。公司以铅锌业务起家，是国内第四大铅锌矿生产企业，在2020年玉龙铜矿二期投产以前，铅锌是公司主要业务。
- 其他项目主要是公司矿山或者冶炼的副产品，比如玉龙铜矿副产钼，铜铅锌冶炼副产阳极泥。其他业务板块，如铁矿、镁、钒、盐湖提锂等，所以公司是一个以铜、铅、锌为主业的多元化、全链条金属生产企业。

图：公司营业收入构成（亿元）



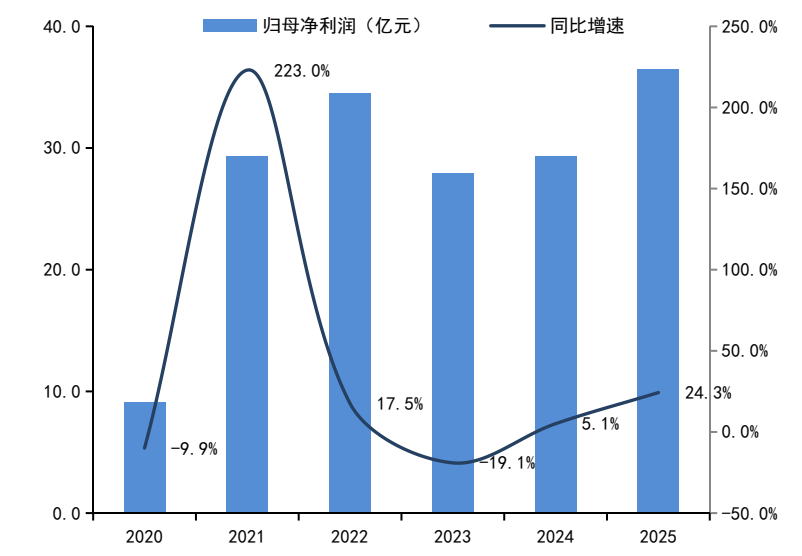
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司毛利润构成（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

公司业务概况

- 公司业务主要布局在中西部的西藏、青海、甘肃、四川和内蒙，主体业务可以分为矿山和冶炼两个板块。矿山板块，主力矿山是玉龙铜矿和锡铁山铅锌矿，2025年生产矿山铜16.4万吨，锌12.9万吨，铅6.3万吨，同时副产白银123吨、钼4051吨、黄金234千克。

- 冶炼板块，拥有35万吨铜冶炼产能，其中12万吨是处理铜精矿的粗炼环节，其余仅是精炼环节。另外公司拥有20万吨锌冶炼产能和20万吨铅冶炼产能。铜铅锌冶炼每年副产硫酸80多万吨。

图：公司业务分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：西部矿业冶炼板块

企业名称	业务	生产情况	位置	产能(万吨)
青海铜业有限责任公司	铜冶炼	12万吨粗炼+20万吨精炼	青海甘河工业区	20
巴彦淖尔西部铜材有限公司	铜冶炼	15万吨精炼	内蒙古巴彦淖尔	15
西藏玉龙铜业股份有限公司	湿法铜	1万吨湿法铜，处理氧化矿	西藏昌都市	1
青海湘和有色金属有限责任公司	锌冶炼	20万吨锌冶炼，副产24吨铟	青海甘河工业区	20
青海西矿稀贵金属有限公司	铅冶炼	副产金银锑铋钯	青海格尔木市	20

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：西部矿业矿山板块产量（2025年，吨）

	权益比例	铜	锌	铅	钼	铁矿
玉龙铜矿	58%	152,116			4,051	
获各琦铜多金属矿	100%	12,372	24,928	18,789		
锡铁山铅锌矿	100%		71,133	33,978		
会东大梁铅锌矿	100%		17,498	1,587		
呷村银多金属矿	76%		15,238	8,643		
双利铁矿	100%					-
哈密白山泉铁矿	100%					423,697
肃北七角井钒及铁矿	100%					776,708
拉陵高里河下游铁多金属矿	93%					204,887
合计		164,488	128,797	62,997	4,051	1,405,292

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券
GUOSEN SECURITIES

业务分析
矿山做强，冶炼做精

下载日志已记录，仅供内部参考

主力矿山：玉龙铜矿

- **铜矿概况及开发历程。**玉龙铜矿位于西藏自治区昌都地区江达县，属藏东昌都玉龙成矿带，矿床类型以斑岩型和矽卡岩型铜钼矿为主，资源储量丰富。玉龙铜矿1966年就被发现，但因海拔高（4500米-5100米）、技术难度大、投资大等原因，长期未能大规模开发。2003年完成第一阶段可研，2006年完成初步设计。一期项目计划开采量仅为110万吨，初期只采用湿法工艺加工氧化铜矿石，年产电解铜1万吨。经过一期、二期建设以及2023年选厂改扩建，玉龙铜矿当前采选能力达到2280万吨/年，年产金属铜15-16万吨，副产钼金属4000吨。具体开发历程如下表。

- **增储取得重要进展。**2024年以来，公司在玉龙铜矿深边部开展地质勘察，公司于2025年更新了玉龙铜矿资源储量报告，相较于2018年备案资源量，玉龙铜新增铜金属资源量131.42万吨，伴生钼金属资源量10.77万吨。本次勘查备案后，玉龙铜矿累计查明铜金属资源量753.39万吨，伴生钼金属资源量45.90万吨。本次新增储量能够进一步延长矿山服务年限，为玉龙铜矿扩产提供基础。

表：玉龙铜矿资源量更新

资源量类型	2018年备案			2026年备案			变化情况	
	矿石量（万吨）	铜品位（%）	金属量（万吨）	矿石量（万吨）	铜品位（%）	金属量（万吨）	矿石量（万吨）	金属量（万吨）
探明	41465.38	0.77	318.46	87581	0.55	**478.73**	46115.62	160.27
控制	28854.69	0.67	192.89	31040.5	0.57	**177.9**	2185.81	-14.99
推断	10244.18	1.08	110.62	21623.7	0.45	**96.76**	11379.52	-13.86
总计	80564.25	0.77	621.97	140245.2	0.54	**753.39**	59680.95	131.42

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：玉龙铜矿开发历史及展望

	项目阶段	生产能力	金属铜产能（万吨/年）	备注
2006-2008	一期一步建设期	湿法处理氧化矿，没有浮选，处理能力30万吨/年	1	
2009-2015	一期建设	200万吨/年采选能力	3	
2016-2020	二期建设	达到1800万吨/年采选能力	12	
2023	一二选厂改扩建	增加450万吨，达到2250万吨/年采选能力	15	
2025-2026	三期建设	增加720万吨，达到3000万吨/年采选能力	20	
2027-2028	四期建设	增加1500万吨，达到4500万吨/年采选能力	25-30	前期论证阶段

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

主力矿山：玉龙铜矿

- 对比冈底斯成矿带的巨龙和甲玛铜矿，玉龙铜矿存在一定选矿难度。玉龙铜矿矿床构造格局复杂，矿石性质多变，矿石类型包含斑岩型、矽卡岩型、氧化斑岩型、角岩型、铜硫型等多种类型，且不同类型矿石的可选性差异极大，为矿山的规模化稳定运行带来挑战。玉龙铜矿目前有选矿一车间（含铜钼分离车间）、选矿二车间（含铜钼分离车间）、湿法冶炼厂等3个生产单元，其中一车间生产规模约6万吨/天，主要处理斑岩型硫化铜钼矿石；二车间生产规模约1.5万吨/天，主要以处理角岩型等难处理硫化铜钼矿石为主。公司持续优化工艺流程，挖潜增效成效突出，近年来铜和钼的回收率显著提高。
- **配套尾矿库概况**：现有玉龙沟尾矿库（一期配套）、诺玛弄沟尾矿库（二期配套）。为配套三期1100万吨/年选厂，在建色公弄沟尾矿库。如果建设四期1500万吨/年选厂，现有三座尾矿库就可以承接其尾矿排放，暂时不需要新建尾矿库，因此待三期建好后，预计四期的建设进度会很快。

表：西藏地区几座在产大型铜矿对比

	玉龙铜矿	巨龙铜矿	甲玛铜矿
成矿带	玉龙铜矿成矿带	冈底斯铜矿成矿带	冈底斯铜矿成矿带
资源量	铜753万吨，钼45.9万吨，银3048吨	铜2636万吨、银1.55万吨、钼167.27万吨	铜915万吨，钼44万吨，银16800吨，金387吨
开采方式	露天	露天	露天
矿石品位	铜0.54%	铜0.29%	铜0.69%
矿石处理能力	3000万吨/年	35万吨/日	3.4万吨/日
2025年金属产量	铜15.2万吨，钼4051吨	铜19.38万吨，钼7952吨，银109.8吨，金0.35吨	铜7.1万吨，黄金2.5吨，白银142吨
股权结构	西部矿业58%，紫金矿业22%，昌都国资20%	紫金矿业57.35%，藏格矿业30.78%，其他11.87%	中国黄金国际100%
未来规划	三期2026年底完工，采选量3000万吨/年；四期前期论证，落地后采选量总共达到4500万吨/年，金属量有望在25-30万吨/年	二期改扩建工程于2026年1月建成投产，矿山年矿产铜达30万吨。未来三期达产后，铜产量60万吨/年	2028年处理量恢复到8万吨/日。从6月30日公布的资源量更新报告来看，远期规划可能非常庞大。

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

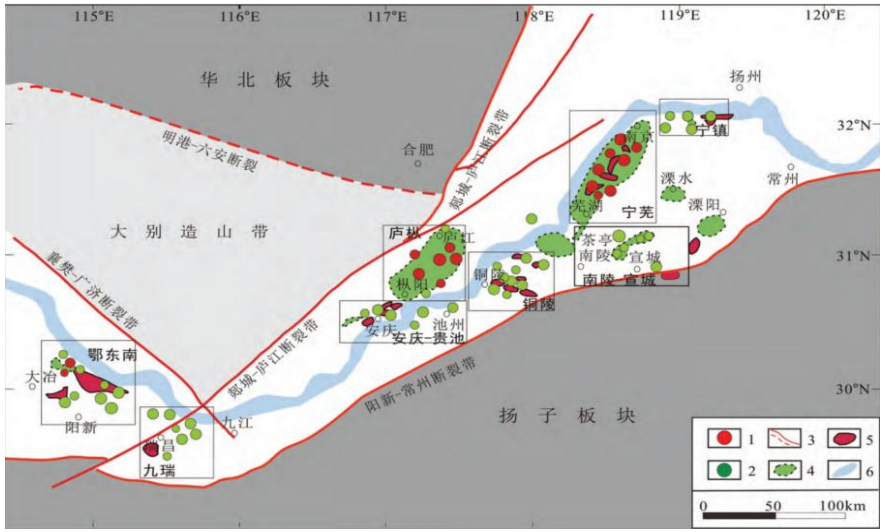
矿山-茶亭铜矿

■ **茶亭铜矿是近年来新发现的大型斑岩型铜金矿床，可能有165万吨铜金属量和250吨金金属量**。茶亭铜矿是安徽省地质矿产勘查局322地质队2008年立项后，在皖东南地区首次发现了斑岩型铜（金）矿床。随后分别于2011年、2014年和2016年进行项目续作，于2018年6月提交普查报告。报告显示探获铜金矿体21个，工业品级铜金属量65.51万吨，平均品位0.54%，低品位矿铜金属量109.10万吨，平均品位0.24%;共/伴生金金属量248.15吨，平均品位0.43g/t；另外还共/伴生有铅锌、银和硫。茶亭铜矿产量推测：当前还未完成储量核实报告，公司未对茶亭铜矿做任何指引。根据普查报告的资源量，以及区域内其他在产铜矿推测，茶亭铜矿投产后每年产铜有望产5-10万吨，黄金5-10吨。这是非常粗糙的假设，仅作为定性判断依据。总体来看，茶亭铜矿将成为公司“十五五”期间，继玉龙铜矿三、四期项目之后的最大增长点。

■ **茶亭铜矿的获取及进展**

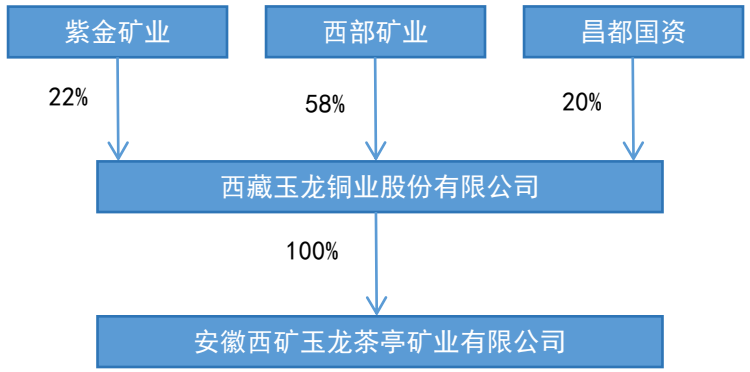
- 2025年10月，西部矿业子公司玉龙铜业以86亿元竞得安徽省宣州区茶亭铜多金属矿勘查探矿权
- 2025年12月设立项目主体公司：安徽西矿玉龙茶亭矿业有限公司
- 2026年1月公司全额缴清竞拍款
- 2026年5月完成茶亭铜多金属矿勘探野外施工，后续开展样品测试、选矿试验及工业指标论证等各项工作，高标准开展勘探报告编制，全力推进探转采工作，力争早日建成投产。
- 2026年6月玉龙铜业向茶亭矿业增资38亿元，茶亭矿业注册资本由2亿元增加值40亿元人民币，同时将86.89亿元探矿权内部划转至茶亭矿业，玉龙铜业仍持有茶亭矿业100%股权。

图：长江中下游构造-岩浆-成矿带区域地质



资料来源：《安徽宣城茶亭铜金矿床地质和地球化学特征及成因》，国信证券经济研究所整理

图：茶亭矿业股权构成



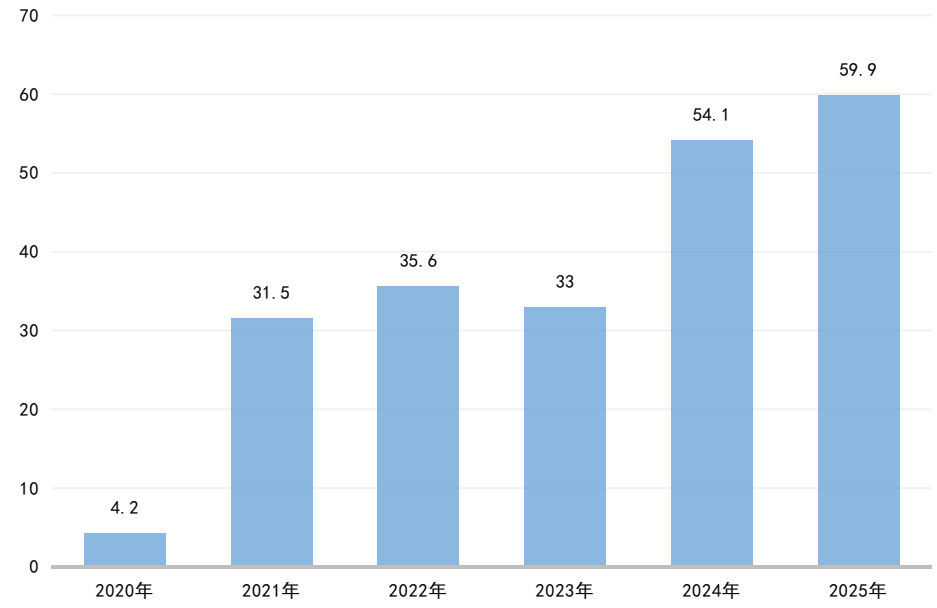
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

矿山：铜矿业务展望

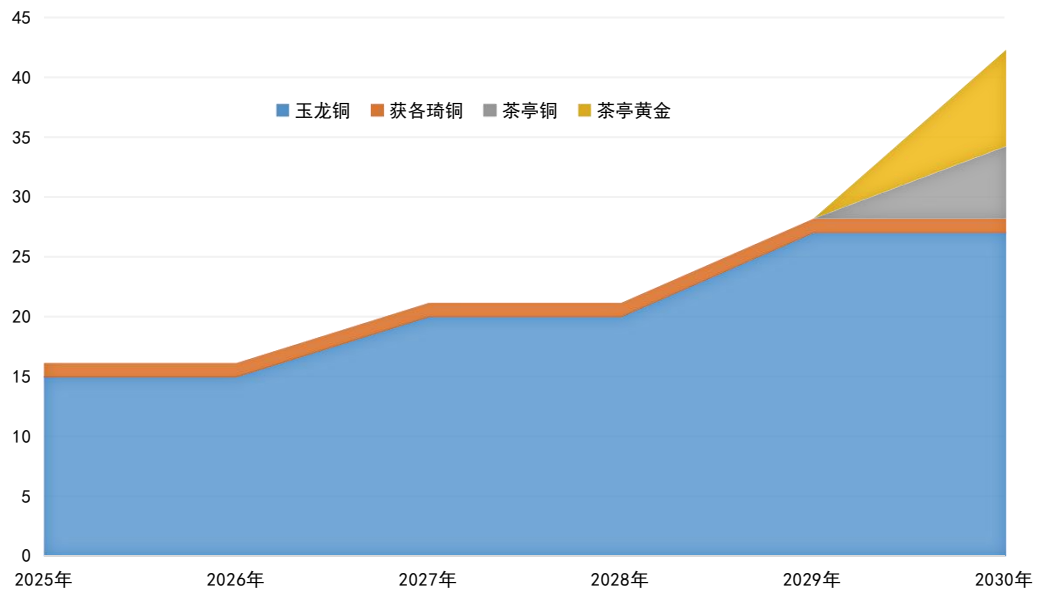
- 简单介绍公司另一座在产铜矿：**获各琦铜矿**，位于内蒙古乌拉特后旗，于1988年初步建设完成，公司于2003年收购获各琦铜矿，持股比例100%，由子公司西部铜业运营。获各琦铜多金属矿是以铜为主、伴生铅、锌、铁等多金属的大型矿床，铜矿石资源量2480万吨，铜平均品位0.82%；铅锌矿石资源量4080万吨，铅锌平均品位为2.69%，即20万吨铜、110万吨铅锌。2025年铅锌系统投产后，生产了1.2万吨铜、2.5万吨锌、1.9万吨铅，净利润4.4亿元。今后不再扩张，是公司稳定的盈利来源。
- 以2025年为基数，**“十五五”末公司铜矿产量有望增长140%**。公司在建玉龙铜矿三期选矿厂及配套尾矿库，将于2026年底建成投产；之后有望启动建设玉龙铜矿四期1500万吨/年选厂，无需新建尾矿库，进展将更为顺利。茶亭铜矿的建设也将同步进行，将茶亭铜矿的黄金折铜后，粗略测算到2030年，公司铜矿产量有望达到42万吨，权益量25万吨，比2025年10.5万吨的权益量，增长140%，同时副产钼达到7000吨以上，是未来5年高成长的铜矿标的。（如下图所示，图中粗略将1吨黄金折为1万吨铜。）

图：玉龙铜业净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：西部矿业铜矿产量展望（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

矿山：国内第4大铅锌矿生产企业

■ 公司以开发铅锌矿起家，截至2025年公司铅锌矿年产量合计19万吨，排在紫金矿业（39.9万吨）、驰宏锌锗（29.5万吨）、中金岭南（25.4万吨）后面。

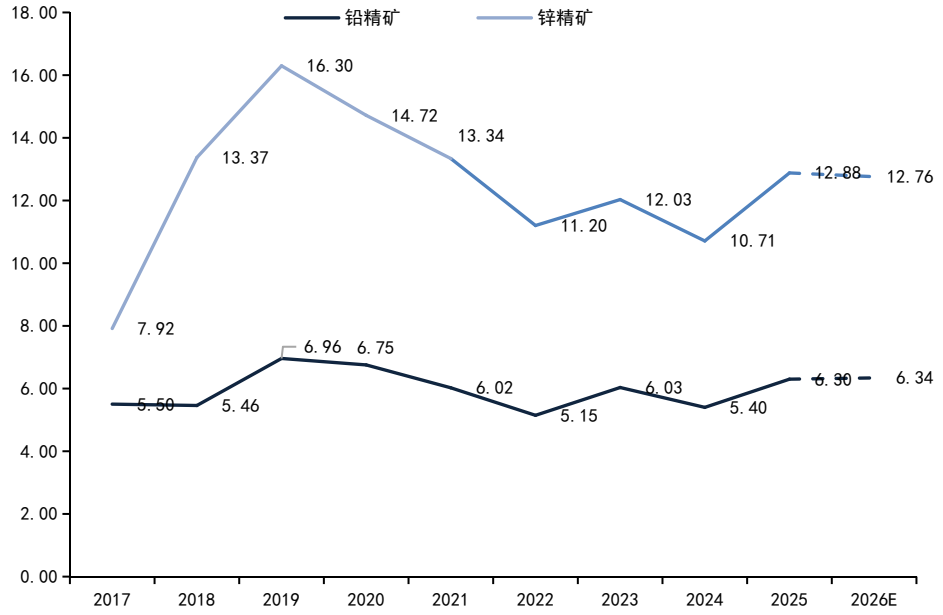
- **锡铁山铅锌矿**是公司的起家矿山，在2019年以前一直是公司最重要的主力矿山。以选矿量为基准，锡铁山铅锌矿在很长一段时间内都是中国最大的铅锌矿山，并副产金、银。2025年生产了7.1万吨锌和3.4万吨铅。
- **呷村矿**位于四川省西部的白玉县境内，于2006年开始试生产。呷村银多金属矿属于铜铅锌银共生矿床，由公司持有76%股权的鑫源矿业经营，2025年产锌1.5万吨，铅0.86万吨。2025年4月公司取得四川省白玉县有热铅锌矿采矿许可证，该矿区铅金属量29.71万吨锌金属量43.12万吨，共（伴）生资源量银金属量405吨。
- **会东铅锌矿**由子公司四川会东大梁矿业有限公司经营，位于四川省会东县。主要产品为矿产锌、矿产铅，目前已形成30万吨/年矿石处理能力。
- **副产130吨白银**。公司旗下玉龙铜矿、荻各琦铜矿、锡铁山铅锌矿、呷村矿均副产白银，其中玉龙铜矿年产约42吨。

表：西部矿业铅锌矿山

矿山名称	权益比例	主要品种	资源量（矿石，万吨）	品位
青海锡铁山铅锌矿	100%	铅、锌	1667	7.8%
青海锡铁山中间沟一断层沟铅锌矿	100%	铅、锌	182	4.5%
内蒙古荻各琦铜矿	100%	铜、铅、锌	铜：2,480 铅锌：4,080	铜：0.82% 铅锌：2.69%
四川呷村银多金属矿	76%	铜、铅、锌、银	460	铜：0.22% 铅锌：7.47% 银：46.84g/t
四川会东大梁铅锌矿	100%	铅、锌	166	5.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：西部矿业铅锌矿年产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

矿山-黑色金属矿山及盐湖

- **铁矿：公司拥有4座铁矿，铁矿石资源总量达2.78亿吨**，主营产品为铁精粉与球团，2025年产量140万吨。未来增量来自双利铁矿，双利二号铁矿完成露转地改扩建项目，设计年采选能力340万吨，其中铁矿石300万吨/年、铜矿石20万吨/年、铅锌矿石20万吨/年，于2026年一季度末试生产。

- **持有东台锂资源公司30.1%股权**，西部矿业直接持有青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司27%股权，另外持有泰丰先行6.29%股权，而泰丰先行是东台锂资源最大股东，泰丰先行控股东台锂资源49.5%，因此西部矿业合并持有东台锂资源30.1%股权。锂资源公司拥有东台吉乃尔湖采矿权，主要从事东台吉乃尔盐湖锂资源开发，锂资源储量达到超大型规模。当前拥有2万吨电池级碳酸锂产能，稳定满产运行，并具备扩张到3万吨产能的条件。

表：公司其他矿产品种资源情况

矿山名称	权益比例	主要品种	资源量(万吨)	品位	年产量(万吨/ 年)	剩余可采年限
内蒙古双利铁矿	100%	铁	7297	24.10%	300	23
新疆哈密白山泉铁矿	100%	铁	2940	26.95%	140	19
肃北七角井钒及铁矿	100%	钒、铁	铁：9800 钒：7041	铁：30.48% 钒：0.94%	铁：260 钒：18	铁：34.7 钒：334
新疆哈密市黄山南铜镍矿	80%	镍、铜	8582	镍：0.31% 铜：0.06%	50	149
青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	92.59%	铁、铜、铅、锌	1112	23.49%	70	15
青海团结湖镁盐矿	95.94%	镁盐	3046	MgCl2:36.16%	50	61

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：公司近3年主要矿产品产量

资源品种	2023年	2024年	2025年	2026年Q1
矿产铜(金属量)(万吨)	13.12	17.75	16.75	4.24
矿产锌(金属量)(万吨)	12.04	10.71	12.88	2.85
矿产铅(金属量)(万吨)	6.03	5.40	6.30	1.32
矿产钼(金属量)(万吨)	0.34	0.40	0.41	0.11
铁精粉(万吨)	119.39	137.69	140.53	26.53
精矿含银(吨)	120.64	133.78	122.63	30.82
精矿含金(千克)	208.97	189.00	234.00	76.03
高纯氢氧化镁(万吨)	12.88	11.48	14.65	3.88

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

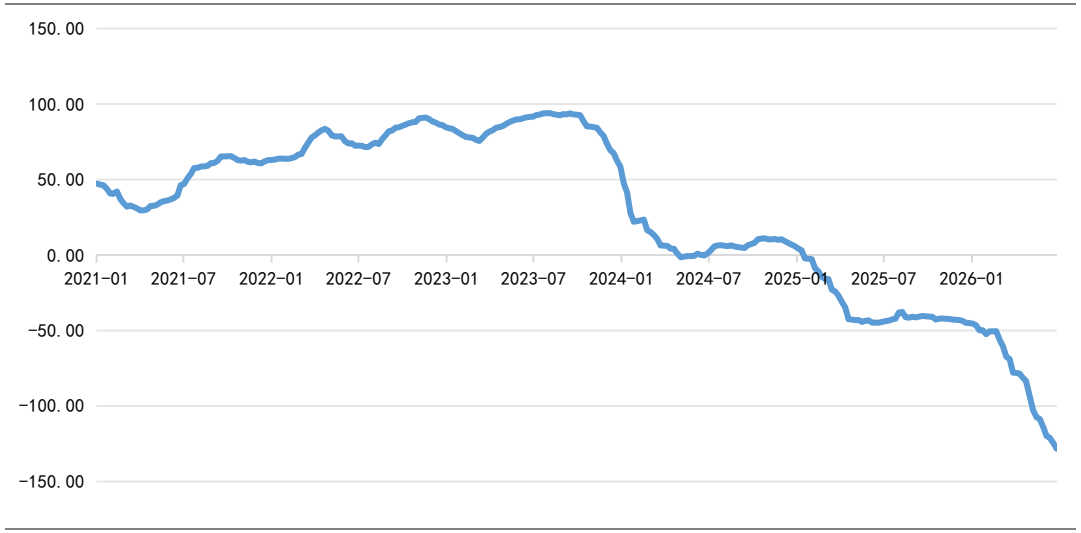
下载日志已记录，仅供内部参考

冶炼业务-做精存量，不再扩张

- 公司现有铜冶炼35万吨（青海铜业+西部铜材）、铅冶炼20万吨（稀贵金属）、锌冶炼20万吨（青海湘和）。公司的冶炼产能已于2024年完成全部改扩建，暂无新建、扩建冶炼产能规划；未来只做技改、智能化、节能降本等提质增效工作，不再新增冶炼产能。公司业务重点转向上游矿山，优先提升资源储备，提高矿产品产量。

- **冶炼业务更多定位为完善产业链+综合回收**。这两年由于铜铅锌的冶炼加工费大幅下跌，冶炼最大增量利润来自伴生有价金属综合回收，公司的铜铅锌一体化冶炼同步回收金、银、锑、铋、硒、钯、铟等稀贵金属；副产硫酸、硫磺对外销售，硫酸成为冶炼板块重要盈利缓冲。

图：铜精矿现货加工费（美元/吨）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所预测

表：公司冶炼业务概况

	概况	副产品
青海铜业	12万吨粗炼+20万吨精炼，粗炼所需铜精矿2/3来自玉龙铜矿，其余就近采购	60万吨硫酸、阳极泥
西部铜材	15万吨铜精炼产能，全部外采阳极铜，盈利能力一般	
稀贵金属	20万吨铅冶炼产能，主要负责多金属综合回收	16万吨硫酸
青海湘和	20万吨锌冶炼产能	24吨铟,7万吨硫酸，6万吨硫磺

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：公司冶炼产品产销情况

	项目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
电解铜	产能(万吨/年)	21.00	36.00	36.00	36.00
	产量(万吨)	18.29	26.38	33.42	7.84
	销售量(万吨)	18.43	26.15	33.52	7.76
电解铅	产能(万吨/年)	10.00	20.00	20.00	20.00
	产量(万吨)	9.09	3.58	15.41	3.39
	销售量(万吨)	9.30	3.43	15.49	3.48
电解锌	产能(万吨/年)	10.00	20.00	20.00	20.00
	产量(万吨)	11.87	11.47	15.21	4.11
	销售量(万吨)	11.94	11.52	15.18	4.13

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

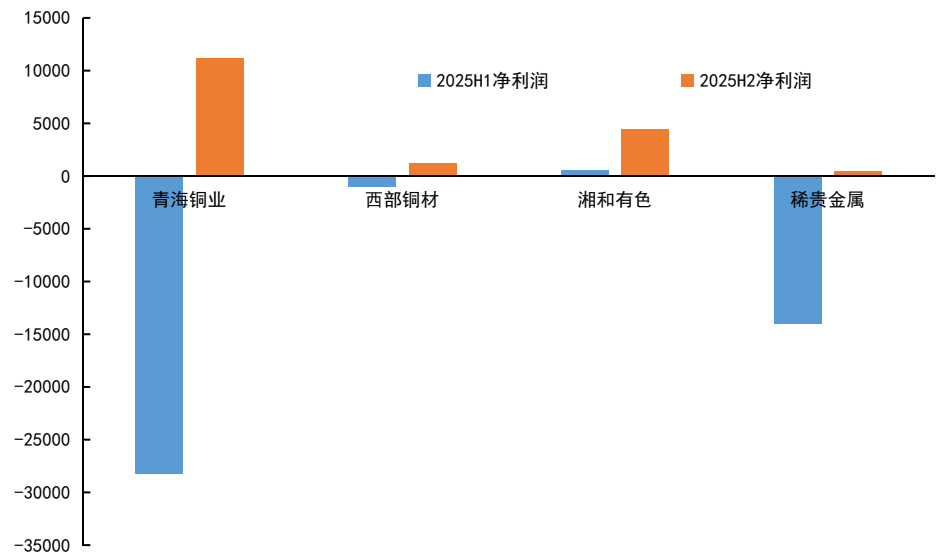
下载日志已记录，仅供内部参考

冶炼业务-冶炼不再是拖累

- **冶炼板块扭亏**。2024年和2025年公司铜铅锌冶炼板块出现明显亏损，并计提资产减值，引发市场担忧。主因是过去两年，公司旗下四个冶炼单元陆续完成改扩建，如铅冶炼在2024年11月竣工，锌冶炼也在2024年竣工，投产后面临工艺指标磨合和折旧压力。经过2025年持续优化，铜铅锌冶炼项目在下半年基本扭亏，其中青海铜业（铜粗炼+精炼）、湘和有色（锌冶炼）、稀贵金属（铅冶炼）改善十分明显，预计2026年冶炼板块大概率实现较好盈利，改变了过去两年拖累业绩的局面。

- **铜铅锌板块都面临加工费新低、副产品价格新高的局面**。在铜、铅、锌冶炼产能相对过剩的格局下，冶炼环节对上游矿山的议价能力有限。2025年以来，冶炼副产品硫酸，以及综合回收的其他稀散金属如金、银、锑、铟的价格全面上涨。一些之前在矿石当中不计价的元素，变得非常有经济价值。矿山在不改变计价方式的前提下，就通过压低加工费的形式来分享冶炼副产品收益，造成加工费与副产品价格反向波动，最典型的是硫酸价格越涨，铜或者锌的现货TC就越跌。经过我们简单测算，冶炼企业总体盈利尚可。

图：西部矿业冶炼子公司下半年普遍扭亏（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表：铜冶炼利润粗略测算（元/吨）

	项目	价格（高亮可更改）	利润（金属吨）
A	铜精矿加工费TC收益	-120	-5059
B	硫酸收益	1800	5483
C	铜回收率收益	103000	1823
D	金回收率收益	900	945
E	银回收率收益	16000	354
F	冶炼成本	2000	2000
	冶炼利润		1159

资料来源：ifind、国信证券经济研究所测算

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券
GUOSEN SECURITIES

估值与投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

假设前提

■ 有色金属矿山业务

- **铜矿投产节奏及产量预测：**我们假设玉龙铜矿三期项目2026年底投产，2027年满产；玉龙铜矿四期项目只需建设选厂，无需建设尾矿库，所以假设2028年投产；假设茶亭铜矿2029年下半年投产。根据上述假设，2026-2030年公司铜矿产量预测分别为：17.3/20.5/23.6/30.7/34.7万吨。
- **铅锌矿投产节奏：**2025年4月公司取得四川省白玉县有热铅锌矿采矿许可证，公司铅锌矿产量可能进一步增长，此处暂不做预测。
- **价格假设：**铜、铅、锌、白银、黄金等有色金属价格假设按照2026年初至今均价假设，并假设未来几年不变，由于盈利预测周期较长，不对价格做过多主观判断。

■ 有色金属冶炼业务

- 假设公司未来不再扩建有色金属冶炼产能，维持现有产能满产。硫酸价格上涨与印尼湿法镍投产和中东局势有关，假设未来几年硫酸价格中枢逐步下移。关于铜精矿折价系数，认为随着硫酸价格回落，铜精矿折价系数会回落，或者铜精矿加工费会随之反弹。

■ 其他业务

- 假设东台锂资源公司维持2万吨/年产能不变；
- 假设随着双利铁矿投产，公司每年铁精粉产量增加50万吨；
- 公司近年来已经大幅缩减贸易规模，但对利润影响不大，我们不做过多主观预测，假设公司贸易业务体量维持不变。

表：盈利预测假设条件

		2026E	2027E	2028E
主要价格假设				
	铜价（元/吨）	103000	103000	103000
	锌价（元/吨）	24500	24500	24500
	铅价（元/吨）	17000	17000	17000
	白银价格（元/克）	17000	17000	17000
	硫酸价格（元/吨）	1,000	800	600
	铜精矿折价系数	97%	95%	92%
产销量（万吨）				
	矿产铜	17.25	20.53	23.64
	矿产锌	13.25	13.75	13.75
	矿产铅	6.56	6.86	6.86
	矿产钼	4051	4881	5668
	矿产银	130	130	130
营业收入（百万元）				
	玉龙铜矿	15,152	17,703	19,713
	茶亭铜矿	0	0	0
	锡铁山铅锌矿	3,479	3,479	3,479
	获各琦铜矿	1,783	1,783	1,783
	鑫源矿业	521	659	659
	会东大梁	353	353	353
	铜冶炼业务	32,460	32,274	32,200
	铅锌冶炼业务	6,017	7,345	7,345
	其他：铁	1,177	1,487	1,796
	贸易业务	11,821	11,821	11,821
	金融服务	215	215	215
	营业收入合计	72,979	77,119	79,364
毛利润（百万元）				
	玉龙铜矿	10,889	12,373	13,524
	茶亭铜矿	0	0	0
	锡铁山铅锌矿	2,462	2,462	2,462
	获各琦铜矿	970	970	970
	鑫源矿业	341	431	431
	会东大梁	238	238	238
	铜冶炼业务	473	534	817
	铅锌冶炼业务	314	362	362
	其他：铁	417	527	636
	贸易业务	64	64	64
	金融服务	198	198	198
	毛利润合计	16,366	18,157	19,702

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

下载日志已记录，仅供内部参考

业绩预测及敏感性分析

- 根据上述假设条件，我们得到公司2026/2027/2028年营业收入分别为730/771/794亿元，归母净利润分别为67.8/75.9/84.1亿元，每股收益分别为2.85/3.18/3.53元。
- 公司主要业务是有色金属矿山开采及冶炼，影响公司盈利的主要因素是有色金属商品价格，我们以铜价和锌价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103000元/吨，锌价为24500元/吨。我们列举不同铜价和锌价情况下，公司2026年归母净利润的变化情况，如下表所示。可以看出公司作为一家采-选-冶一体化大型有色金属企业，其盈利水平与铜价、锌价高度相关。铜价每上涨5000元/吨，公司归母净利润增加2.6亿元；锌价每上涨1000元/吨，公司归母净利润增加1亿元。

表：未来3年盈利预测表

	单位	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	百万元	61687	72979	77119	79364
营业成本	百万元	49617	56613	58962	59662
销售费用	百万元	33	47	50	52
管理费用	百万元	1201	1460	1542	1587
研发费用	百万元	1083	1314	1388	1429
财务费用	百万元	609	657	694	714
营业利润	百万元	7115	12204	13725	15123
利润总额	百万元	7069	12204	13725	15123
归属于母公司净利润	百万元	3643	6780	7586	8413
EPS		1.53	2.85	3.18	3.53
ROE		19.75%	31%	30%	28%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表：2026年归母净利润敏感性分析（单位：亿元）

		铜价（元/吨）							
		80,000	85,000	90,000	95,000	100,000	105,000	110,000	115,000
锌价（元/吨）	22,000	53.4	56.0	58.7	61.3	63.9	66.5	69.2	71.8
	23,000	54.3	57.0	59.6	62.2	64.8	67.5	70.1	72.7
	24,000	55.3	57.9	60.5	63.1	65.8	68.4	71.0	73.6
	25,000	56.2	58.8	61.4	64.1	66.7	69.3	71.9	74.6
	26,000	57.1	59.7	62.4	65.0	67.6	70.2	72.9	75.5

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

绝对估值：38.6-54.8元

- ✓ beta系数：采用申万二级行业“工业金属”板块过去5年的剔除财务杠杆beta算数平均值（1.07x）；
- ✓ 无风险利率：选取最近发行的5年期国债利率1.7%；
- ✓ 股票风险溢价率采用6.0%；
- ✓ 公司所处行业为周期性行业，假设永续增长率为0%。

- 根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本WACC为9.0%，考虑到公司主业较稳定且能未来增长可持续产生现金流，故采用FCFF估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为45.8元。该绝对估值相对于WACC和永续增长率较为敏感，右表为公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得到公司的合理价值区间为38.6-54.8元。

表：资本成本假设

无杠杆Beta	1.07	**T**	12.97%
无风险利率	1.50%	**Ka**	7.92%
股票风险溢价	6.00%	**有杠杆Beta**	1.83
公司股价（元）	29.22	**Ke**	**12.49%**
发行在外股数（百万）	2383	**E/(D+E)**	55.04%
股票市值(E，百万元)	69631	**D/(D+E)**	44.96%
债务总额(D，百万元)	56888	**WACC**	**8.95%**
Kd	5.30%	**永续增长率（10年后）**	0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		7.9%	8.4%	**8.95%**	9.4%	9.9%
永续增长率变化	1.5%	71.42	62.76	55.29	48.78	43.07
	1.0%	66.31	58.52	51.73	45.78	40.51
	0.5%	61.89	54.81	48.59	43.10	38.22
	0.0%	58.02	51.54	**45.81**	40.71	36.15
	-0.5%	54.61	48.64	43.32	38.56	34.29
	-1.0%	51.59	46.04	41.08	36.62	32.59
	-1.5%	48.88	43.70	39.05	34.85	31.04

资料来源：国信证券经济研究所分析

下载日志已记录，仅供内部参考

相对估值：可比公司

- 公司是集有色金属、黑色金属、盐湖化工、贸易为一体的大型全产业链企业，以有色金属铜、铅、锌为主体，我们选取紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、铜陵有色、驰宏锌锗作为可比公司。

- **紫金矿业**是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，公司在资源端的布局经过近几年艰苦的建设，实现了一批重大旗舰项目的超预期建成投产，核心矿产品放量的阶段正好是处于大宗金属价格位于历史高位的阶段，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业。

- **洛阳钼业**是一家成长中的中大型铜企，也是全球最大钴生产商，拥有刚果金TFM、KFM等全球顶尖铜钴矿山，预计2026年铜产量达76-82万吨。2027-2028年迎来下一轮产能释放期，铜产能增加35万吨，黄金产能增加11.5吨，其中铜依靠棕地项目扩张，确定性高。

- **江西铜业**是国内铜以及相关有色金属领域集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的综合性铜生产企业，是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，公司拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿。自产铜精矿含铜20万吨/年，阴极铜产量超过180万吨/年。另外还是加拿大铜企第一量子第一大股东（持股比例18.47%）。

- **铜陵有色**是集铜矿采选、阴极铜冶炼、铜加工为一体的全产业链铜企，铜冶炼产能国内第二，冶炼厂地处长三角城市群，是国内最具区位优势的铜冶炼厂，冶炼利润丰厚。拥有世界级特大铜矿米拉多铜矿，该矿处于产能释放期，2025年二期项目投产后铜精矿产量有望达到26万吨以上，将进一步增强公司盈利能力。

- **驰宏锌锗**主要从事锌、铅、锗系列产品的采选、冶炼、深加工、销售与贸易业务，是国内资源自给率较高、冶炼规模最大和产业链最完整的大型铅锌企业之一。公司保有铅锌资源量超3200万吨，会泽矿业、彝良驰宏两座世界级高品位矿山，矿石品位分别达27%和20%。锗资源保有储量621吨，是全球最大原生锗生产企业，产能60吨/年，占全球超过1/4。

下载日志已记录，仅供内部参考

相对估值及投资建议

■ 西部矿业是以铜、锌为主要盈利的多金属、采选冶一体化矿业公司，拥有玉龙铜矿、锡铁山铅锌矿等优质矿山。近年来中资矿企在国外扩张遇到许多矿业政策、社区关系层面的问题，国外扩张的不确定性较大。西部矿业的矿山都位于国内，扩张主要来自玉龙铜矿改扩建和新建茶亭铜矿，风险低、确定性高，可以给予更高估值。同时未来5年公司铜矿产量增速超过140%，成长性高于同行业上市公司。如下表所示，同行业上市公司2026年平均PE估值倍数为14倍，我们给予公司2026年12-15倍估值，得到公司的合理估值区间为34.2-42.8元，对应约815-1019亿市值，相较当前市值有17%-46%溢价空间。

■ 投资建议：假设2026-2028年铜价均为103000元/吨，锌价均为24500元/吨，预计2026/2027/2028年营业收入分别为730/771/794亿元，归母净利润分别为67.8/75.9/84.1亿元，同比增速86.1/11.9/10.9%；每股收益分别为2.85/3.18/3.53元，当前股价对应PE分别为10.3/9.2/8.3x。通过多角度估值，得到公司的合理估值区间为38.6-42.8元，对应约920-1019亿市值，相较当前市值有32%-46%溢价空间。维持“优于大市”评级。

表：可比公司估值比较

	简称	股价（7月3日）	总市值（亿元）	EPS				PE				PB（2026Q1）
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	
601899.SH	紫金矿业	27.8	7,328	1.95	3.12	3.69	4.26	14.3	8.9	7.5	6.5	3.7
603993.SH	洛阳钼业	18.5	3,787	0.95	1.54	1.73	1.91	19.5	12.0	10.7	9.7	4.5
000630.SZ	铜陵有色	6.5	868	0.19	0.43	0.64	0.69	34.1	15.1	10.1	9.4	2.3
600362.SH	江西铜业	43.3	1,280	2.07	3.66	3.90	4.30	20.9	11.8	11.1	10.1	1.8
600497.SH	驰宏锌锗	11.0	552	0.20	0.47	0.57	0.66	53.6	23.2	19.1	16.6	3.2
	平均值							28.5	14.2	11.7	10.5	
601168.SH	西部矿业	29.2	696	1.53	2.85	3.18	3.53	19.1	10.3	9.2	8.3	3.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理　备注：可比公司盈利预测均来自Wind一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

■ 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在38.6-42.8元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为1.7%、风险溢价6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 我们假定未来10年后公司TV增长率为0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 相对估值方面，我们选取了与公司业务相近的铜产业链公司，选取了可比公司2026年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的行业地位和成长性，给予公司2026年12-15倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

■ 盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多假设条件和参数，这些假设条件和参数的设置加入了很多个人判断：

- 我们假设公司在建项目按期顺利投产并贡献利润，如果建设进度低于预期，可能使公司产销量和盈利状况低于预测值的风险；
- 我们基于现有价格及行业发展趋势，假设未来3年铜价为103000元/吨、锌价为24500元/吨。但不排除国内外经济形势变动、下游领域需求弱于预期，导致铜价低于假设价格；

■ 经营风险

- 公司经营情况受铜市场行情影响较大。铜作为大宗商品原材料，价格波动受宏观经济形式、国内外风险事件等因素影响，存在较大不确定性，铜价急涨急跌容易造成公司经营业绩波动较大。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表

国信证券 GUOSEN SECURITIES

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4116	9203	4000	4000	4000
应收款项	976	2058	9997	10564	10872
存货净额	5113	5148	30164	31258	31458
其他流动资产	2233	1501	7298	7712	7936
流动资产合计	**13307**	**19263**	**52811**	**54886**	**55618**
固定资产	27959	27860	30876	33554	35856
无形资产及其他	6141	5969	5731	5493	5256
投资性房地产	3325	2213	2213	2213	2213
长期股权投资	4207	4112	3927	3780	3637
资产总计	**54940**	**59417**	**95557**	**99927**	**102581**
短期借款及交易性金融负债	5825	7593	40220	38738	35045
应付款项	3338	3146	3016	3126	3146
其他流动负债	5106	4757	3379	3504	3529
流动负债合计	**14269**	**15496**	**46616**	**45368**	**41720**
长期借款及应付债券	15716	16668	16668	16668	16668
其他长期负债	2192	2001	1712	1356	1077
长期负债合计	**17909**	**18670**	**18380**	**18024**	**17745**
负债合计	**32178**	**34165**	**64995**	**63392**	**59465**
少数股东权益	5672	6806	8726	10906	13281
股东权益	17090	18446	21836	25629	29835
负债和股东权益总计	**54940**	**59417**	**95557**	**99927**	**102581**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.23	1.53	2.85	3.18	3.53
每股红利	1.54	1.82	1.42	1.59	1.77
每股净资产	7.17	7.74	9.16	10.75	12.52
ROIC	15.77%	17.61%	16%	14%	15%
ROE	17.15%	19.75%	31%	30%	28%
毛利率	20%	20%	22%	24%	25%
EBIT Margin	15%	14%	17%	18%	19%
EBITDA Margin	19%	18%	21%	22%	24%
收入增长	17%	23%	18%	6%	3%
净利润增长率	5%	24%	86%	12%	11%
资产负债率	69%	69%	77%	74%	71%
股息率	5.3%	6.2%	4.9%	5.4%	6.0%
P/E	23.8	19.1	10.3	9.2	8.3
P/B	4.1	3.8	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	10.8	9.5	8.8	7.7	6.8

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**50026**	**61687**	**72979**	**77119**	**79364**
营业成本	40068	49617	56613	58962	59662
营业税金及附加	945	1065	1284	1357	1397
销售费用	33	33	47	50	52
管理费用	1024	1201	1460	1542	1587
研发费用	621	1083	1314	1388	1429
财务费用	766	609	657	694	714
投资收益	(113)	(594)	600	600	600
资产减值及公允价值变动	(409)	(427)	0	0	0
其他收入	(546)	(1025)	(1314)	(1388)	(1429)
营业利润	6123	7115	12204	13725	15123
营业外净收支	(130)	(47)	0	0	0
利润总额	**5992**	**7069**	**12204**	**13725**	**15123**
所得税费用	699	917	1582	1780	1961
少数股东损益	2362	2509	3841	4360	4749
归属于母公司净利润	**2932**	**3643**	**6780**	**7586**	**8413**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2932	3643	6780	7586	8413
资产减值准备	507	36	102	49	51
折旧摊销	2095	2260	3087	3511	3886
公允价值变动损失	409	427	0	0	0
财务费用	766	609	657	694	714
营运资本变动	1170	7	(40413)	(2148)	(916)
其它	(1105)	(507)	1818	2131	2324
经营活动现金流	**6008**	**5865**	**(28625)**	**11129**	**13758**
资本开支	0	(1398)	(6001)	(6001)	(6001)
其它投资现金流	(717)	(482)	0	0	0
投资活动现金流	**(555)**	**(1786)**	**(5816)**	**(5854)**	**(5859)**
权益性融资	(1)	0	0	0	0
负债净变化	2121	(1041)	0	0	0
支付股利、利息	(3673)	(4327)	(3390)	(3793)	(4206)
其它融资现金流	**(3667)**	**11746**	**32627**	**(1482)**	**(3693)**
融资活动现金流	(6772)	1009	29237	(5275)	(7900)
现金净变动	(1320)	5087	(5203)	0	0
货币资金的期初余额	5436	4116	9203	4000	4000
货币资金的期末余额	4116	9203	4000	4000	4000
企业自由现金流	0	8428	(32656)	7389	10231
权益自由现金流	0	19133	(825)	4738	5425

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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±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±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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券
GUOSEN SECURITIES

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楼

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