

铜陵有色 (000630.SZ)

2023年矿产铜量增239%，一季度净利润改善

买入

核心观点

季度营收基本稳定，24Q1 归母净利润环比大幅改善。公司2023年实现营收1374.54亿元，同比+12.81%；实现归母净利润26.99亿元，同比-35.49%；实现扣非归母净利润18.67亿元，同比-25.01%。2024Q1，公司实现营收327.20亿元，同比-4.71%，环比-6.14%；实现归母净利润10.97亿元，同比+7.39%，环比+790.53%；实现扣非归母净利润11.00亿元，同比+52.59%，环比+5155.71%。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.8元（含税），现金分红总额约10.13亿元，占公司2023年归母净利润的37.54%。

盈利能力稳步提升，资产负债率保持稳定。2023年，公司销售毛利率为7.26%，同比+1.40pct；销售净利率为2.76%，同比+0.15pct；期间费用率为2.51%，+0.73pct，主要由管理费用率和财务费用率的提升所致。2024Q1，公司销售毛利率为8.32%，同比+3.48pct，环比+2.27pct；销售净利率为4.19%，同比+2.09pct，环比+2.88pct。截至2024年3月31日，公司的资产负债率为50.37%，较2023年末提升0.85pct。

2023年公司各品种生产情况为：自产铜精矿含铜17.51万吨，同比+239.34%；阴极铜175.63万吨，同比+7.83%；铜加工材41.41万吨，同比+5.94%；硫酸536.65万吨，同比+8.33%；黄金20.83吨，同比+10.56%；白银556.83吨，同比+8.65%；铁精矿36.28万吨，同比+1.68%；硫精矿50.96万吨，同比-2.71%。

米拉多铜矿实现并表，矿山铜产量大幅提升。公司2023年自产铜精矿含铜量由2022年的5.16万吨大幅提升近2.5倍的原因是2023年8月，公司收购了控股股东旗下世界特大型铜矿-厄瓜多尔米拉多铜矿。米拉多铜矿探明加控制的铜金属量超600万吨，实际开采品位0.6%，分两期开发，目前一期满产，年产铜12万吨左右；二期项目2025年下半年投产，预计年产铜超14万吨。米拉多铜矿满产后，有望跻身全球前20大铜矿山，铜陵有色也将成为A股铜上市公司铜产量前三名。

风险提示：新建项目进度低于预期风险；受国内外宏观经济及风险事件影响，铜价大幅回落风险；铜冶炼加工费大幅回落风险；硫酸价格下跌风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。我们预计公司2024-2026年营业收入1596.08/1643.13/1879.87亿元，同比增速16.12%/2.95%/14.41%；归母净利润39.67/45.55/57.28亿元（2024/2025年前值为43.26/56.83亿元），同比增速46.98%/14.82%/25.75%；摊薄EPS为0.31/0.36/0.45元，当前股价对应PE为12.9/11.2/8.9x。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	121,845	137,454	159,608	164,313	187,987
(+/-%)	-7.0%	12.8%	16.1%	2.9%	14.4%
净利润(百万元)	2730	2699	3967	4555	5728
(+/-%)	-12.0%	-1.1%	47.0%	14.8%	25.7%
每股收益(元)	0.26	0.21	0.31	0.36	0.45
EBIT Margin	4.0%	4.6%	5.2%	5.7%	6.2%
净资产收益率 (ROE)	10.8%	8.5%	11.5%	12.1%	13.7%
市盈率 (PE)	15.6	19.0	12.9	11.2	8.9
EV/EBITDA	11.4	9.4	9.0	7.8	7.1
市净率 (PB)	1.68	1.61	1.48	1.35	1.22

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：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
 证券分析师：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn S0980522080003

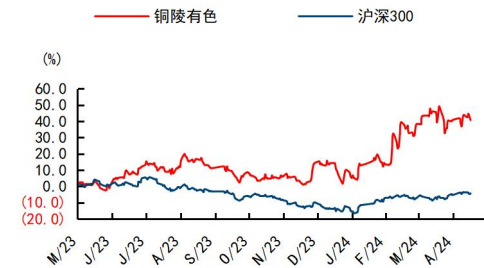
联系人：马可远

makeyuan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	4.04元
总市值/流通市值	51175/42527百万元
52周最高价/最低价	4.44/2.79元
近3个月日均成交额	1342.69百万元

市场走势



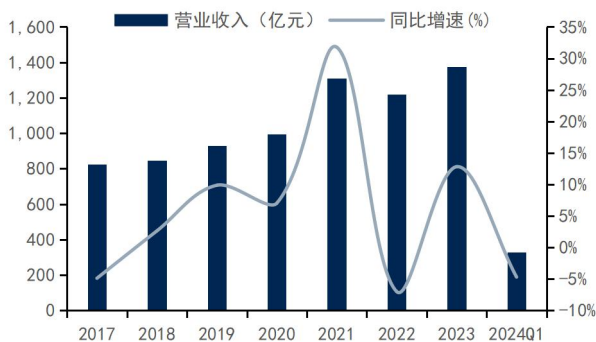
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《铜陵有色(000630.SZ)-收购世界级大型铜矿，盈利能力稳步提升》——2023-12-22

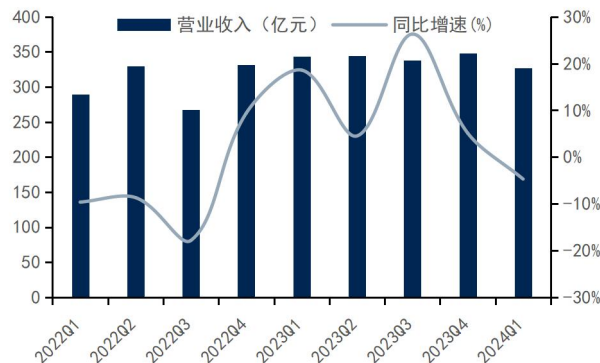
季度营收基本稳定,24Q1 归母净利润环比大幅改善。公司2023年实现营收1374.54亿元,同比+12.81%;实现归母净利润26.99亿元,同比-35.49%;实现扣非归母净利润18.67亿元,同比-25.01%。2024Q1,公司实现营收327.20亿元,同比-4.71%,环比-6.14%;实现归母净利润10.97亿元,同比+7.39%,环比+790.53%;实现扣非归母净利润11.00亿元,同比+52.59%,环比+5155.71%。此外,公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.8元(含税),现金分红总额约10.13亿元,占公司2023年归母净利润的37.54%。

图1: 铜陵有色营业收入及增速(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2: 铜陵有色单季营业收入及增速(单位:亿元、%)



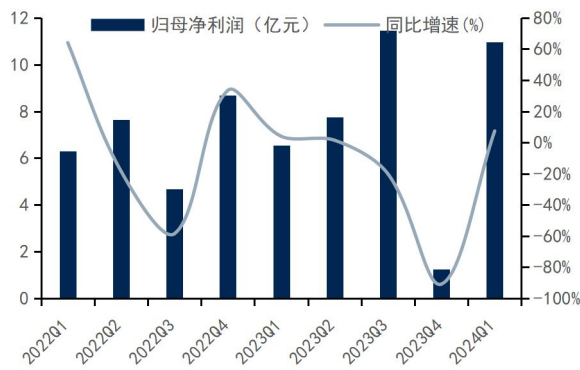
资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 铜陵有色归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

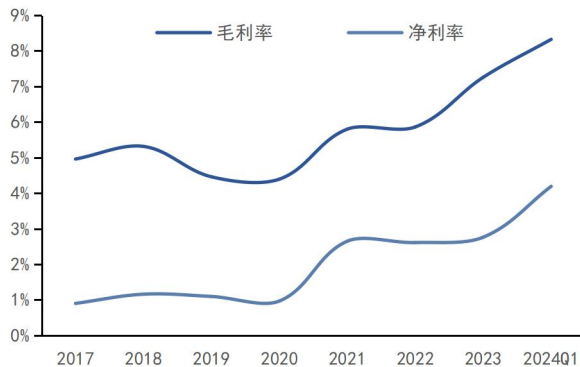
图4: 铜陵有色单季归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

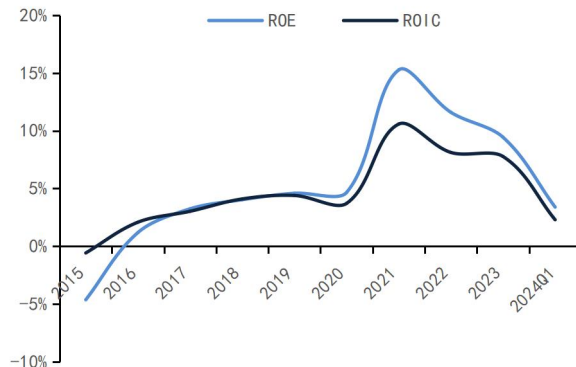
盈利能力稳步提升,资产负债率保持稳定。2023年,公司销售毛利率为7.26%,同比+1.40pct;销售净利率为2.76%,同比+0.15pct;期间费用率为2.51%,+0.73pct,主要由管理费用率和财务费用率的提升所致。2024Q1,公司销售毛利率为8.32%,同比+3.48pct,环比+2.27pct;销售净利率为4.19%,同比+2.09pct,环比+2.88pct。截至2024年3月31日,公司的资产负债率为50.37%,较2023年末提升0.85pct。

图5: 铜陵有色毛利率、净利率变化情况 (%)



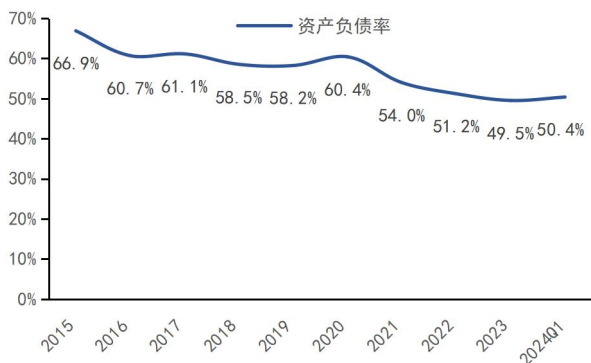
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 铜陵有色 ROE、ROIC 变化情况 (%)



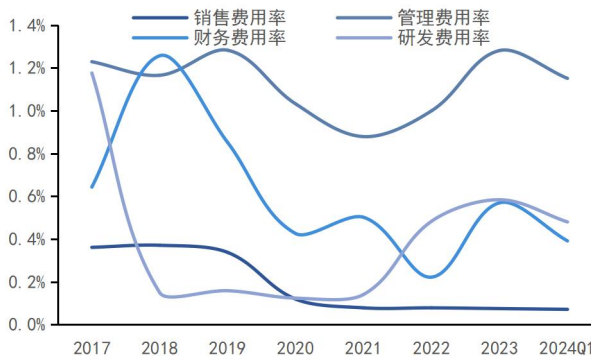
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 铜陵有色资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 铜陵有色期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

2023 年公司各品种生产情况为: 自产铜精矿含铜 17.51 万吨, 同比+239.34%; 阴极铜 175.63 万吨, 同比+7.83%; 铜加工材 41.41 万吨, 同比+5.94%; 硫酸 536.65 万吨, 同比+8.33%; 黄金 20.83 吨, 同比+10.56%; 白银 556.83 吨, 同比+8.65%; 铁精矿 36.28 万吨, 同比+1.68%; 硫精矿 50.96 万吨, 同比-2.71%。

米拉多铜矿实现并表, 矿山铜产量大幅提升。 公司 2023 年自产铜精矿含铜量由 2022 年的 5.16 万吨大幅提升近 2.5 倍的原因是 2023 年 8 月, 公司收购了控股股东旗下世界特大型铜矿-厄瓜多尔米拉多铜矿。米拉多铜矿探明加控制的铜金属量超 600 万吨, 实际开采品位 0.6%, 分两期开发, 目前一期满产, 年产铜 12 万吨左右, 不含三费的成本为 28000 元/吨, 在全球铜矿成本曲线前 30%-40%; 二期项目 2025 年下半年投产, 预计年产铜超 14 万吨。米拉多铜矿满产后, 有望跻身全球前 20 大铜矿山, 铜陵有色也将成为 A 股铜上市公司铜产量前三名。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。 我们预计公司 2024-2026 年营业收入 1596.08/1643.13/1879.87 亿元, 同比增速 16.12%/2.95%/14.41%; 归母净利润 39.67/45.55/57.28 亿元 (2024/2025 年前值为 43.26/56.83 亿元), 同比增速 46.98%/14.82%/25.75%; 摊薄 EPS 为 0.31/0.36/0.45 元, 当前股价对应 PE 为 12.9/11.2/8.9x。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价		EPS				PE				PB	总市值 亿元
		2024/05/04	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
000630.SZ	铜陵有色	4.04	0.21	0.31	0.36	0.45	19.2	13.0	11.2	9.0	1.6	512	
可比公司：													
601899.SH	紫金矿业	18.27	0.30	0.99	1.51	1.74	60.9	18.5	12.1	10.5	4.1	4,810	
600362.SH	江西铜业	26.33	1.88	2.26	2.55	2.62	14.0	11.6	10.3	10.1	1.3	912	
601168.SH	西部矿业	19.77	1.17	1.52	1.67	1.84	16.9	13.0	11.8	10.7	2.9	471	
000878.SZ	云南铜业	14.20	0.79	1.10	1.22	1.38	18.0	12.9	11.7	10.3	2.0	285	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；备注：可比公司盈利预测为Wind一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10273	11175	11175	11175	11175	营业收入	121845	137454	159608	164313	187987
应收款项	3489	3809	5247	5852	7210	营业成本	114705	127479	147914	151167	172204
存货净额	17168	15805	26004	26531	37226	营业税金及附加	363	919	924	1099	1333
其他流动资产	6869	9950	7980	8216	9399	销售费用	96	103	103	106	109
流动资产合计	38801	41240	50907	52274	65512	管理费用	1218	1761	1643	1748	1856
固定资产	18875	28217	31373	34076	36372	研发费用	589	802	750	750	750
无形资产及其他	2195	5391	5176	4961	4747	财务费用	271	783	888	873	857
投资性房地产	746	2481	2481	2481	2481	投资收益	222	156	100	100	100
长期股权投资	818	917	1003	1089	1175	资产减值及公允价值变动	(1104)	(579)	(500)	(500)	(500)
资产总计	61436	78245	90940	94881	110286	其他收入	(305)	(590)	(450)	(450)	(450)
短期借款及交易性金融负债	12729	12156	20496	20376	29085	营业利润	4006	5396	7284	8470	10778
应付款项	8972	7366	10001	10204	11633	营业外净收支	(3)	(5)	0	0	0
其他流动负债	2479	4501	2955	3017	3436	利润总额	4003	5392	7284	8470	10778
流动负债合计	24180	24023	33453	33597	44154	所得税费用	823	1597	2313	2738	3545
长期借款及应付债券	6129	12075	12075	12075	12075	少数股东损益	450	1095	1005	1177	1505
其他长期负债	1142	2650	2650	2650	2650	归属于母公司净利润	2730	2699	3967	4555	5728
长期负债合计	7271	14725	14725	14725	14725	现金流量表 (百万元)					
负债合计	31451	38748	48178	48322	58880	净利润	2730	2699	3967	4555	5728
少数股东权益	4622	7679	8383	9207	10260	资产减值准备	(334)	(69)	27	11	12
股东权益	25362	31817	34594	37783	41793	折旧摊销	1592	3200	2817	3286	3692
负债和股东权益总计	61436	78245	91155	95312	110933	公允价值变动损失	1104	579	500	500	500
关键财务与估值指标						财务费用	271	783	888	873	857
每股收益	0.26	0.21	0.31	0.36	0.45	营运资本变动	(5233)	(1917)	(8550)	(1092)	(11377)
每股红利	0.16	0.14	0.09	0.11	0.14	其它	503	468	676	813	1042
每股净资产	2.41	2.51	2.73	2.98	3.30	经营活动现金流	363	4960	(563)	8073	(403)
ROIC	9.02%	7.54%	7%	8%	9%	资本开支	0	(11643)	(6501)	(6501)	(6501)
ROE	10.77%	8.48%	11%	12%	14%	其它投资现金流	(1002)	501	0	0	0
毛利率	6%	7%	7%	8%	8%	投资活动现金流	101	(11240)	(6587)	(6587)	(6587)
EBIT Margin	4%	5%	5%	6%	6%	权益性融资	23	2146	0	0	0
EBITDA Margin	5%	7%	7%	8%	8%	负债净变化	2646	3712	0	0	0
收入增长	-7%	13%	16%	3%	14%	支付股利、利息	(1704)	(1715)	(1190)	(1367)	(1718)
净利润增长率	-12%	-1%	47%	15%	26%	其它融资现金流	2242	1043	8340	(120)	8709
资产负债率	59%	59%	62%	60%	62%	融资活动现金流	4148	7182	7150	(1486)	6990
股息率	3.3%	3.4%	2.3%	2.7%	3.4%	现金净变动	4612	902	0	0	0
P/E	15.6	19.0	12.9	11.2	8.9	货币资金的期初余额	5660	10273	11175	11175	11175
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2	货币资金的期末余额	10273	11175	11175	11175	11175
EV/EBITDA	11.4	9.4	9.0	7.8	7.1	企业自由现金流	0	(5864)	(6588)	2084	(6311)
						权益自由现金流	0	(1109)	1407	1547	1906

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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（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所提及的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