

铜陵有色 (000630.SZ)

买入(首次评级)

拓展两端，腾飞在即，未来可期

当前价格： 3.09 元

目标价格： 3.91 元

投资要点：

➤ **基本面长期向好，铜价有支撑。**宏观层面，美国衰退预期较大，美元指数将由强转弱，利好大宗商品价格。另外，铜显性库存处于历史低位，经济复苏+新能源转型加速带动铜需求量增长，根据测算结果，2023年铜供需总体处于紧平衡，铜价重心得到支撑上移。

➤ **上游：公司加快厄瓜多尔米拉多铜矿并购重组进程，资源自给率有望进一步提升。**公司现有矿山金属量约186万吨，年均产铜5.5万吨左右，资源自给率仅有3.17%；母公司控股的米拉多铜矿保有铜金属量603万吨，是公司原有控制量的3.2倍，2022年米拉多铜矿达到满产状态，全年生产铜精矿49.6万吨，折合铜金属量12.1万吨，二期项目扩产完毕后，产能将达到20万吨铜金属量对应的铜精矿。未来米拉多铜矿的注入将为公司矿产铜带来约15万吨的增量。

➤ **下游：锂电铜箔产能布局方面正“快马加鞭”。**公司目前已形成“PCB铜箔+锂电池铜箔”双核驱动的业务发展模式，2022年铜箔产能达5.5万吨，其中，PCB铜箔产能3.5万吨，锂电池铜箔产能2万吨。目前，公司锂电铜箔业务仍处于加速布局阶段，其中，铜陵铜箔2万吨电子铜箔项目计划分两期建设，目前一期项目已开工，预计2024年1月前建成投产；铜冠铜箔在池州地区新建15,000吨/年高精度储能用超薄电子铜箔项目，预计建设周期18个月，本项目建设完成后，铜冠铜箔将达到年产80,000吨电子铜箔的产能。

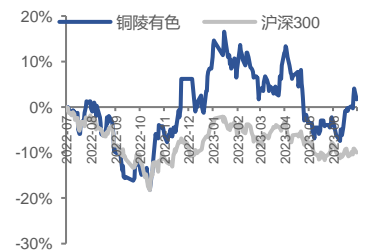
➤ **盈利预测与投资建议：**选取江西铜业、云南铜业、紫金矿业作为可比公司，以2023年7月18日收盘价计算，可比公司2023-2025年预测PE均值分别为11.1/9.9/8.9倍。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为37.06/39.61/48.55亿元，对应EPS为0.35/0.38/0.46元/股。2023年7月18日公司收盘价3.09元，对应23-25年PE为8.8/8.2/6.7倍，估值均低于行业平均水平。2023年按照行业平均给予公司11.1倍PE，对应目标价3.91元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**矿产品价格不及预期，资产注入进度不及预期

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	10527/10526
总市值/流通市值（百万元）	32527/32527
每股净资产（元）	2.41
资产负债率（%）	50.64
一年内最高/最低（元）	3.53/2.48

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号：S0210522090001

邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	131,034	121,845	123,984	127,052	134,008
增长率	32%	-7%	2%	2%	5%
净利润（百万元）	3,101	2,730	3,706	3,961	4,855
增长率	258%	-12%	36%	7%	23%
EPS（元/股）	0.29	0.26	0.35	0.38	0.46
市盈率（P/E）	10.5	11.9	8.8	8.2	6.7
市净率（P/B）	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

量：根据 2022 年年报披露，公司 2023 年预计阴极铜产量 170 万吨，黄金 16425 千克，白银 500 吨，硫酸 496 万吨。假设 2023 年公司能够成功并购米拉多铜矿，23-25 年自产铜精矿含铜将分别为 14.42/14.42/18.16 万吨；公司绿色智能铜基新材料项目将于 2025 年底前建成投产，考虑到产能爬坡影响，预计 2025 年阴极铜产量小幅增加至 180 万吨；铜冠铜箔产能将于 2024 年提升至 8 万吨，假设 23-25 年铜箔产量分别为 4.95/6.53/7.20 万吨；其余产品产量均保持 2023 年水平不变。产销率假设为 100%。

价：2023-2025 年，考虑到未来供需关系及宏观因素影响，铜价将进一步上涨，假设阴极铜年均价为 6.9/7/7 万元/吨，TC 为 80/70/70 美元/千吨；随着供给端产能不断释放，而下游需求相对疲软的态势下，中低端铜箔加工费预计回落到 24000 元/吨，而以 HVLP 为代表的高性能铜箔加工费将维持在高位水平，约 8 万元/吨；考虑到未来欧美经济衰退预期影响，贵金属价格将有所上涨，假设未来沪金价格为 440 元/克，沪银价格为 5400 元/千克。

利：铜产品板块受铜价及 TC 上涨、米拉多铜矿注入后铜矿自给率提升影响，毛利率将有所提升，预计 23-25 年毛利率达 6.98%/6.52%/7.23%；铜箔受加工费价格回落影响，毛利率将为 2.68%/2.60%/2.64%；黄金等副产品板块受金价小幅提升影响，预计未来毛利率在 9.33%；2023 年化工及其他产品板块受硫酸价格回落影响，预计毛利率将有大幅下滑，预计 2024 年开始硫酸价格有所缓解，预计未来三年为 13.70%/21.55%/28.68%。

我们区别于市场的观点

市场担忧 2023 年全球铜过剩，铜价承压。我们认为：今明两年随着全球铜矿新扩建项目的陆续投产以及铜矿生产干扰边际的减轻，铜供给将得到改善。需求方面，中国经济复苏预期带动中国铜消费止跌回升，同时全球新能源产业对铜消费增量的拉动显著，2023 年铜供需总体处于紧平衡。宏观层面，美国衰退预期较大，美元指数将由强转弱，叠加铜显性库存处于历史低位，铜价重心得到支撑上移。

股价上涨的催化因素

矿产品价格上涨；公司新产能投产进度超预期等。

估值与目标

选取江西铜业、云南铜业、紫金矿业作为可比公司，以 2023 年 7 月 18 日收盘价计算，可比公司 2023-2025 年预测 PE 均值分别为 11.1/9.9/8.9 倍。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 37.06/39.61/48.55 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.38/0.46 元/股。2023 年 7 月 18 日公司收盘价 3.09 元，对应 23-25 年 PE 为 8.8/8.2/6.7 倍，估值均低于行业平均水平。2023 年按照行业平均给予公司 11.1 倍 PE，对应目标价 3.91 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

矿产品价格不及预期，资产注入进度不及预期

正文目录

1	两大上市主体齐发力，助力公司快速发展.....	6
1.1	深耕铜业数十年，成为全产业链铜生产企业.....	6
1.2	核心业务突出，盈利能力稳定.....	7
2	基本面长期向好，铜价迎来高景气.....	9
2.1	铜矿扩建项目陆续投产带动铜供应持续增长.....	9
2.2	传统行业复苏，新能源增量强劲.....	12
2.3	供需紧平衡，铜价有支撑.....	16
2.4	宏观+供需带动铜价维持上涨态势.....	17
3	资源注入+铜箔放量，未来成长可期.....	18
3.1	资源端：米拉多铜矿的注入打开公司成长空间.....	18
3.2	冶炼端：绿色智能铜基新材料项目助推产能跨越发展.....	20
3.3	加工端：锂电铜箔产能布局方面正“快马加鞭”.....	22
3.4	副产品：副产品种类丰富，产量稳定.....	22
4	盈利预测及估值.....	23
4.1	核心假设.....	23
4.2	盈利预测.....	23
4.3	估值及投资建议.....	24
5	风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 股权关系图	6
图表 3: 公司营业收入及同比	7
图表 4: 公司归母净利润及同比	7
图表 5: 公司营业收入拆分 (百万元)	8
图表 6: 公司营业成本拆分 (百万元)	8
图表 7: 公司毛利拆分 (百万元)	8
图表 8: 公司主营业务毛利率	8
图表 9: 公司期间费用变化情况	8
图表 10: 公司期间费用率	8
图表 11: 2022 年全球铜矿资源储量结构	9
图表 12: 2022 年全球铜矿产量分布	9
图表 13: 2022 年全球主要国家铜矿储采比/年	9
图表 14: 全球铜矿产量和同比增速	10
图表 15: 铜矿山平均品位	10
图表 16: 全球铜矿新扩建项目/万吨	10
图表 17: 全球再生铜产量	12
图表 18: 近十年全球和中国铜消费量	12
图表 19: 2022 年各国铜消费占比	13
图表 20: 我国铜下游消费结构	13
图表 21: 中国电网投资额	13
图表 22: 中国空调、冰箱产量	13
图表 23: 中国汽车产量	13
图表 24: 中国房地产开、竣工面积	13
图表 25: 全球新能源汽车销量	14
图表 26: 全球新能源汽车用铜量	14
图表 27: 新增充电桩用铜量	14
图表 28: 全球储能用铜量	15
图表 29: 全球光伏装机容量	15
图表 30: 光伏、风力发电成本	15
图表 31: 全球新增光伏装机容量	16
图表 32: 全球新增光伏装机用铜量	16
图表 33: 全球风电新增装机容量	16
图表 34: 全球风电新增装机用铜量	16
图表 35: 全球铜供需情况 (万吨)	17
图表 36: 美元指数压制铜价	17
图表 37: 通胀预期支撑铜价	17
图表 38: 公司铜产业链	18
图表 39: 2018-2022 年公司铜精矿产量及自给率	18
图表 40: 并购重组后米拉多铜矿股权结构	19
图表 41: 米拉多铜矿具体资源量情况	19
图表 42: 矿区位置图	20
图表 43: 米拉多铜矿采矿权范围示意图	20
图表 44: 近五年阴极铜产销量	21

图表 45: 公司阴极铜产量全国占比情况.....	21
图表 46: TC/RC 加工费	21
图表 47: PCB 铜箔在 PCB 产业链中的位置图	22
图表 48: 锂电池铜箔在锂电池产业链中的位置图	22
图表 49: 2022 年副产品计划及实际产量	23
图表 50: 盈利预测.....	23
图表 51: 可比公司估值 (截至 2023 年 7 月 18 日)	24
图表 52: 财务预测摘要	26

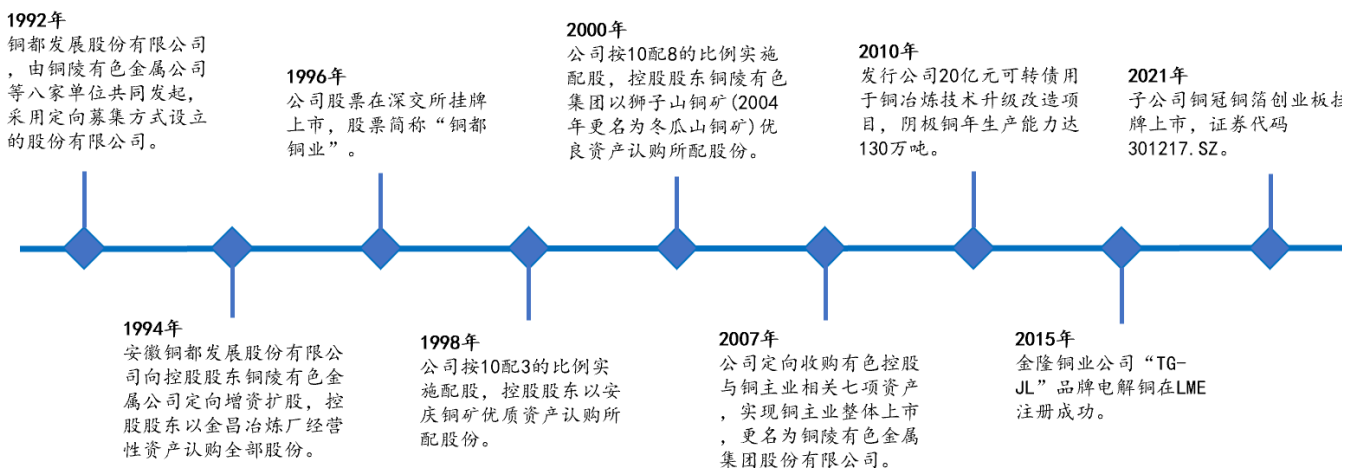
1 两大上市主体齐发力，助力公司快速发展

1.1 深耕铜业数十年，成为全产业链铜生产企业

公司为中国铜工业板块第一股。铜陵有色（证券代码：000630.SZ）成立于1992年6月，原名铜都发展股份有限公司，由铜陵有色金属公司等八家单位共同发起并设立。1996年11月于深交所挂牌上市，证券简称铜都铜业。2007年，公司定向收购有色控股与铜主业相关七项资产，实现铜主业整体上市，更名为铜陵有色金属集团股份有限公司，证券简称为铜陵有色。多年来，通过集团不断的进行优质资产注入，铜陵有色已发展成为集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业。

子公司铜冠铜箔创业板挂牌上市，与“铜陵有色”并驾齐驱。继铜陵有色中国铜业第一股在深交所上市后，时隔26年，安徽铜冠铜箔集团股份公司于2022年1月27日在深交所创业板挂牌上市，成为铜陵有色新技术新材料产业的新坐标。

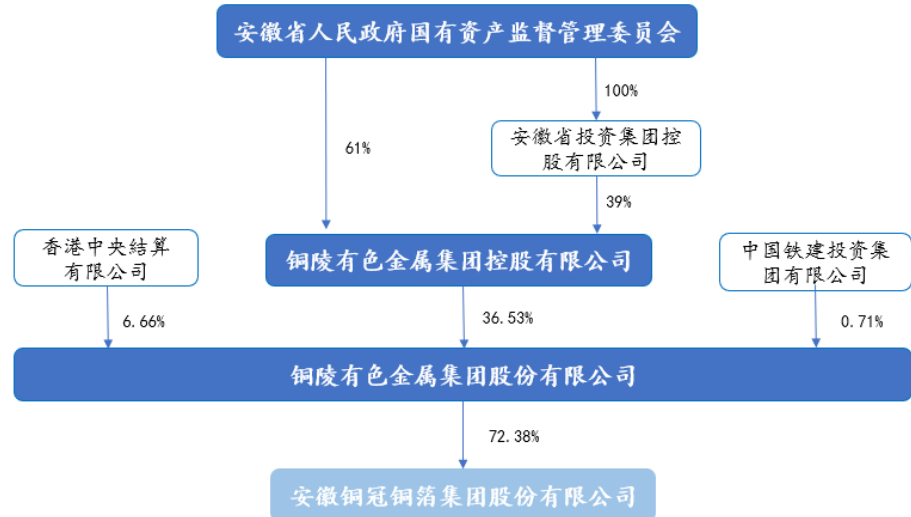
图表 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，中国有色网，华福证券研究所

公司实际控制人为安徽省人民政府国有资产监督管理委员会，国有背景能够为公司的稳定性提供保障。截止2022年，铜陵有色金属集团控股有限公司是公司第一大股东，持有公司36.53%的股份，股权集中，对公司控制能力较强。

图表 2：股权关系图

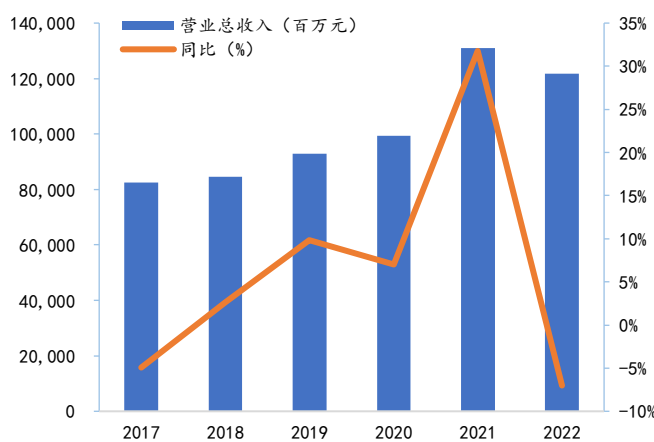


数据来源：WIND，华福证券研究所

1.2 核心业务突出，盈利能力稳定

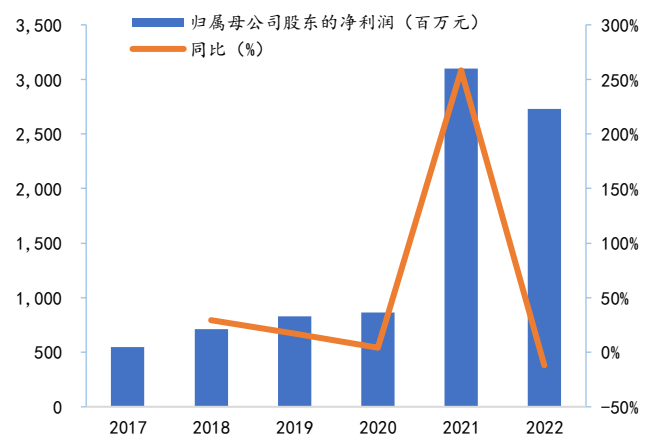
铜价波动震荡，业绩同比小幅回落。2021年，受货币政策宽松、国内需求旺盛、绿色经济转型等因素影响，大宗商品整体表现良好，铜价大幅上涨，公司实现了营业收入和净利润的大幅增长，其中，营业收入1310.34亿元，同比增长31.77%；归母净利润31.01亿元，同比增长258.29%。2022年，地产链条低迷、美联储开启激进加息、地缘政治冲突等因素对经济造成重大拖累，国内经济下行压力大，全年铜现货均价同比下降1.5%，铜下游消费市场也不及预期，公司实现营业收入1218.45亿元，同比下降7.01%；归母净利润27.30亿元，同比下降11.96%。

图表 3：公司营业收入及同比



数据来源：WIND，华福证券研究所

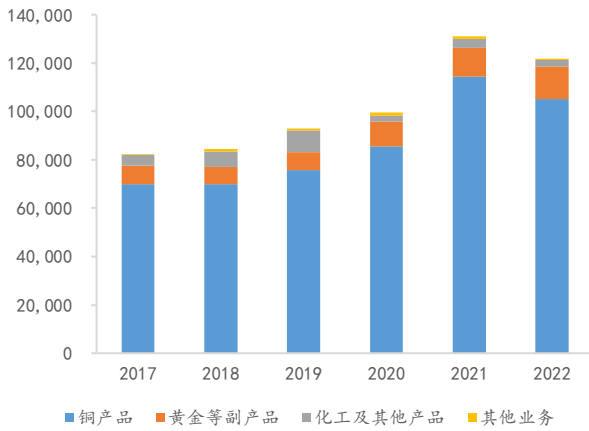
图表 4：公司归母净利润及同比



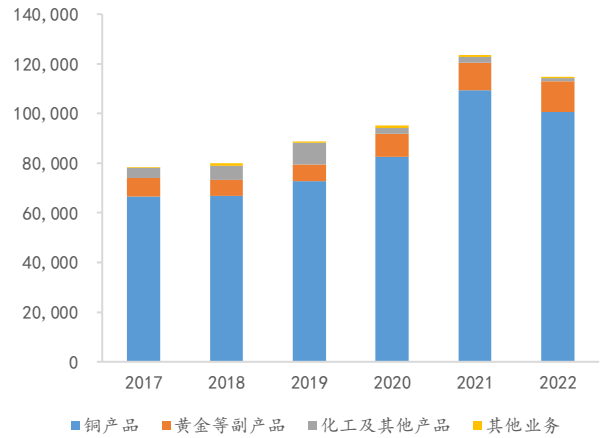
数据来源：WIND，华福证券研究所

公司核心业务突出。公司是集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，得益于公司在铜矿采选、铜冶炼及铜箔加工等领域有着深厚的技术积累，铜产品一直是公司营业收入的主要来源，铜业务的收入贡献率一直维持在80%以上。2021年，主要产品行业景气度高，铜产品与化工及其他产品业务收入规模大幅扩大，铜产品销售收入同比增长33.59%，收入占比达到87.23%，为近五年最高。由于欧美房地产及家电电子等传统行业铜消费下滑，2022年下游市场整体不及预期，铜业

务比重有所收缩，销售收入同比下降 8.07%。

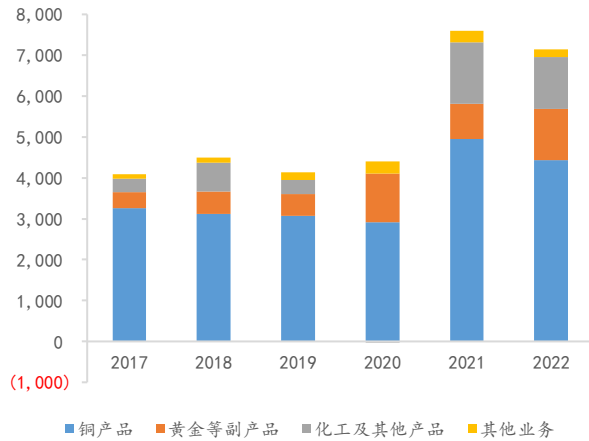
图表 5：公司营业收入拆分（百万元）


数据来源：WIND，华福证券研究所

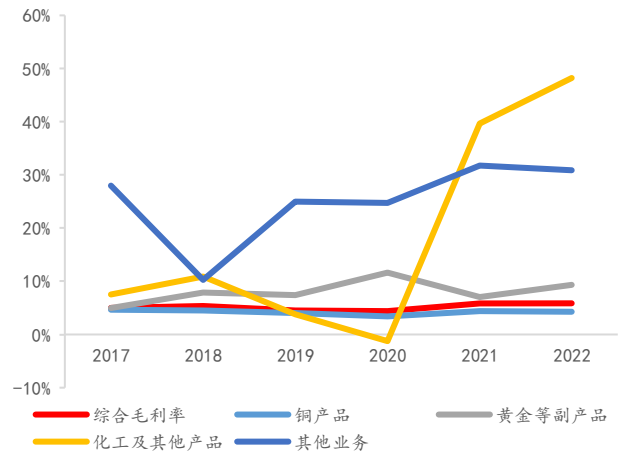
图表 6：公司营业成本拆分（百万元）


数据来源：WIND，华福证券研究所

公司核心业务毛利率较为稳定，硫酸毛利率大幅提升。近年来，公司综合毛利率稳中有升，2022 年达 5.86%，其中化工板块毛利率大幅提升，达 48.22%，主要系近两年化肥需求上涨带动硫酸价格大幅上升。公司核心业务铜产品毛利率较为稳定，除 2020 年受新冠疫情爆发影响，铜价承压叠加公司产销量下降使得毛利率下降至 3.40%（近年来最低水平）以外，该板块毛利率均维持在 4.0% 以上，2022 年为 4.22%。

图表 7：公司毛利拆分（百万元）


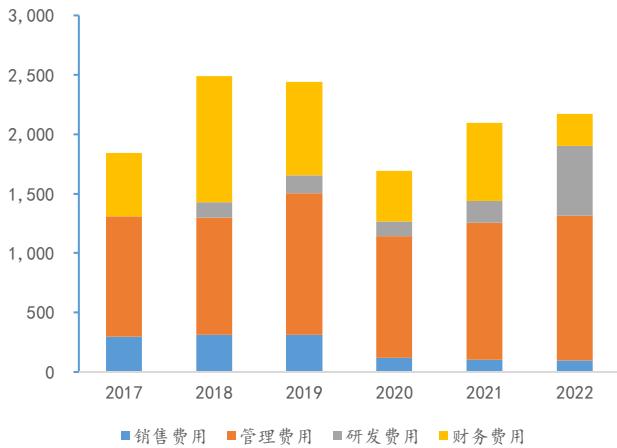
数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 8：公司主营业务毛利率


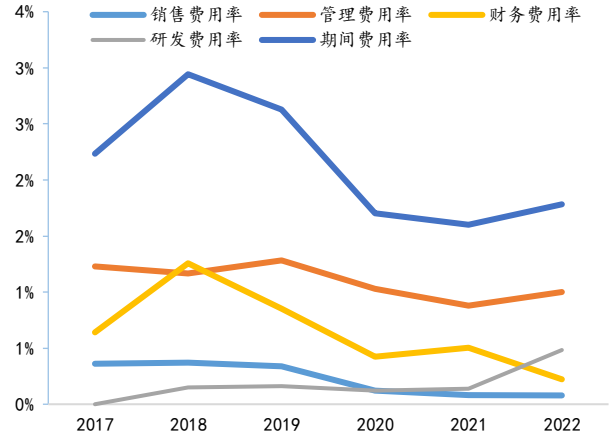
数据来源：WIND，华福证券研究所

期间费用率近三年较为平稳。2022 年期间费用为 21.73 亿元，同比增长 3.6%，其中研发费用投入 5.89 亿元，同比 218.3%，主要系公司开展研发创新体系标准化建设，规范研发项目管理，完善研发费用核算所致；财务费用 2.71 亿元，同比减少 58.8%，主要系公司调整融资结构使得利息支出减少。

图表 9：公司期间费用变化情况
图表 10：公司期间费用率



数据来源: WIND, 华福证券研究所



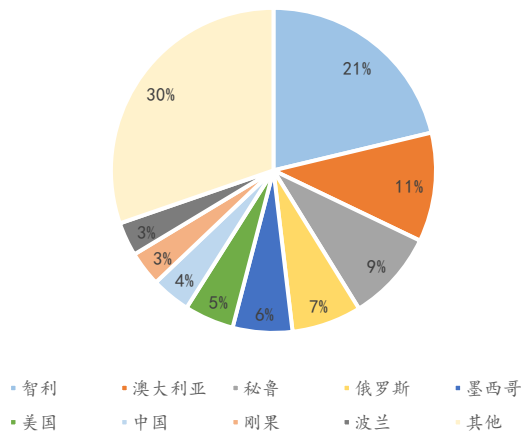
数据来源: WIND, 华福证券研究所

2 基本面长期向好, 铜价迎来高景气

2.1 铜矿扩建项目陆续投产带动铜供应持续增长

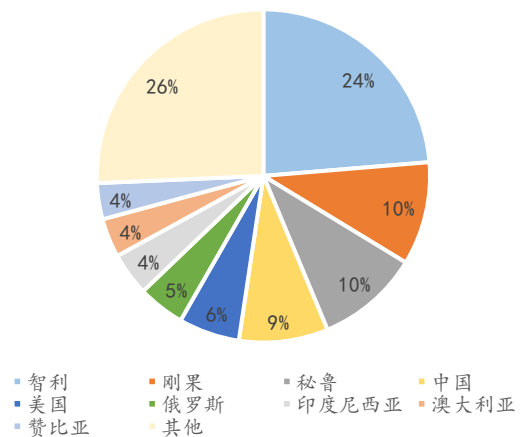
全球铜矿资源丰富, 集中度较高。根据美国地质勘查局 (USGS) 数据显示, 截至 2022 年, 全球已探明铜矿资源储量 8.9 亿吨, 主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯、墨西哥等国家, 前五大资源国控制了全球约 55% 的铜矿资源量, 我国作为铜需求大国, 储量仅有 3495 万吨, 约占全球的 4%。从资源开发强度上来看, 智利作为全球铜资源储量和开采量均为第一的国家, 静态储采比为 36.54 年, 与之相比, 我国铜资源开发强度较大, 静态储采比仅为 18.39 年。

图表 11: 2022 年全球铜矿资源储量结构



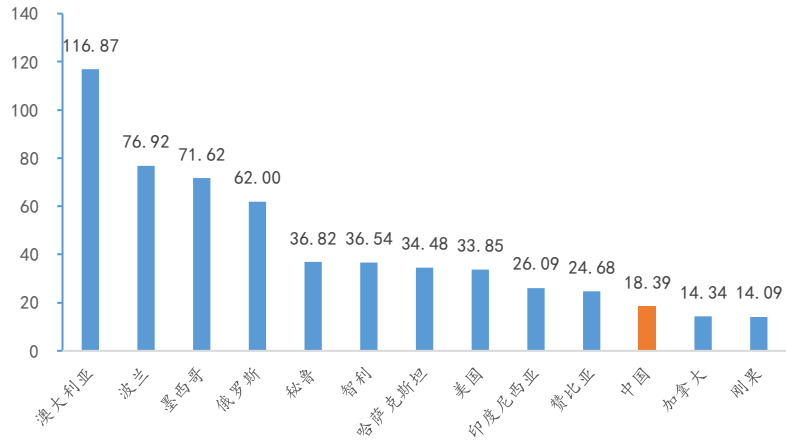
数据来源: USGS, 《中国矿产资源报告 2022》, 华福证券研究所

图表 12: 2022 年全球铜矿产量分布



数据来源: USGS, 华福证券研究所

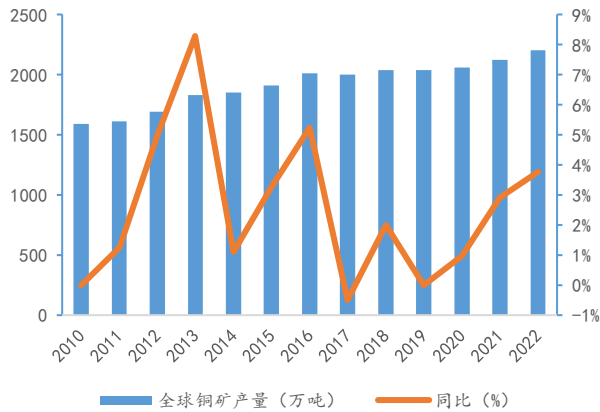
图表 13: 2022 年全球主要国家铜矿储采比/年



数据来源: USGS, 华福证券研究所

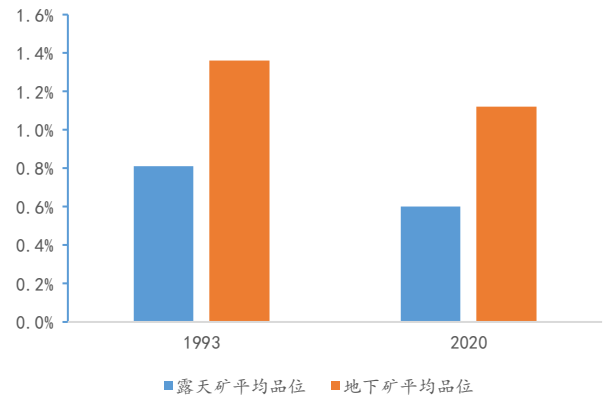
铜矿产量稳中有升,但涨幅缓慢。伴随着现代铜采矿业的发展,矿山老龄化、品位下滑等问题已不可避免,这些因素制约了铜精矿供应的增长。据 ICSG、CRU、Woodmac 数据统计,全球铜矿山露天矿平均品位已经由 1993 年的 0.81% 下滑至 0.6% 左右、地下矿平均品位已经由 1993 年的 1.36% 下滑至 1.12%。作为老牌铜矿资源国的秘鲁,还爆发出罢工停产、道路封闭、暴力袭击等社会问题,持续对铜矿的生产和运输端造成干扰。

图表 14: 全球铜矿产量和同比增速



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 15: 铜矿山平均品位



数据来源: ICSG, CRU, Woodmac, 金诚信年报, 华福证券研究所

铜矿新增产能或在 2023 年达到峰值。铜矿床勘查周期较长,根据 S&P Global Market Intelligence 数据显示,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,因此铜矿产能释放大幅滞后于铜矿资本开支。未来铜矿新扩建项目的陆续投产是全球铜矿供应的重要增量,根据 SMM,2023-2025 年全球铜精矿新投产增量分别为 107.2/63.0/46.7 万吨。

图表 16: 全球铜矿新扩建项目/万吨

铜矿	国家	2023 年	2024 年	2025 年
城门山	中国	0.0	0.4	0.0
Grasberg	印度尼西亚	6.0	5.0	4.0
巨龙铜矿	中国	4.0	0.0	0.0

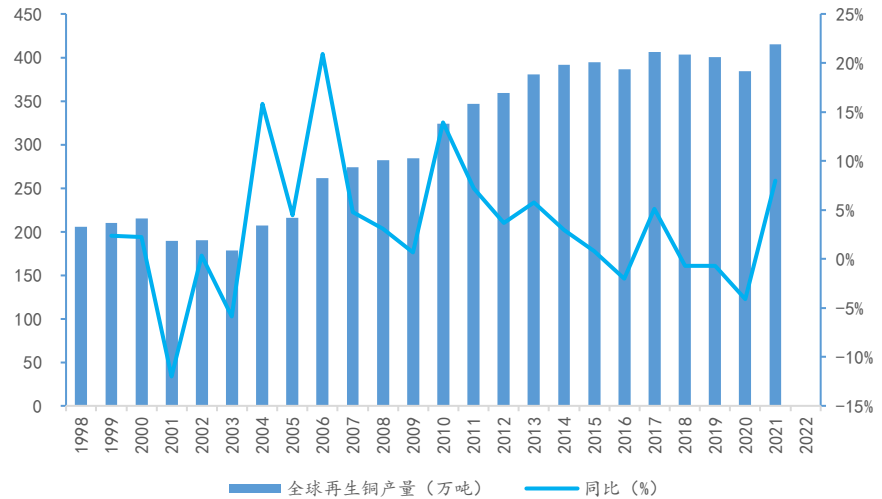
Miduk	伊朗	0.3	0.0	0.0
乌奴格吐山	中国	0.6	0.0	0.0
Glogow Gleboki Przemyslowy	波兰	2.0	3.0	3.0
Bor: VK(Veliki Krivelj)	塞尔维亚	2.3	-0.4	2.5
Timok	塞尔维亚	1.0	-1.0	-3.0
Sierrita	美国	-1.8	0.0	0.0
Andina	智利	1.5	-3.1	2.5
Cerro Verde	秘鲁	1.0	0.0	1.0
Chapada	巴西	-0.3	0.0	-0.1
Chuquicamata	智利	5.1	3.7	3.0
Chuqui Radomiro Tomic	智利	2.5	-2.7	1.1
Cobre Panama	巴拿马	2.0	3.0	1.0
Mina Justa(Marcona)	秘鲁	-1.0	-1.0	-2.0
Mirador	厄瓜多尔	0.0	0.0	8.0
Salobo	巴西	2.0	2.0	0.0
Salvador(Rajo Inca Project)	智利	1.0	1.5	0.0
Serrote	巴西	1.0	0.0	0.0
Spence	智利	1.0	1.0	1.0
Cadia	澳大利亚	-0.5	-0.6	-0.5
Carrapateena	澳大利亚	1.0	0.0	2.0
Boseto(Khoemacau)	博茨瓦纳	2.0	2.0	1.0
Dikuluwe-Mashamba	刚果(金)	3.0	4.0	2.0
Kamoa-Kakula	刚果(金)	7.0	12.0	4.0
Konkola Deep	赞比亚	0.5	1.5	0.5
Palabora	南非	1.5	1.5	0.0
Aktogay	哈萨克斯坦	2.0	1.0	0.0
Tominsky	俄罗斯联邦	0.0	0.0	0.0
Al Hadeetha	阿曼	0.6	0.1	0.0
Pedra Branca(Carajás East)	墨西哥	0.3	1.0	0.4
Pilares Project	墨西哥	1.0	0.5	0.0
Boa Esperança	巴西	1.8	0.5	0.0
Mantoverde	智利	0.0	2.5	1.5
Pachapaqui	秘鲁	0.0	0.0	0.2
Quebrada Blanca Phase 2	智利	24.5	2.8	2.8
Quellaveco	秘鲁	10.0	8.0	6.0
Asmara	厄立特里亚	0.0	1.4	2.5
Musonoi	刚果(金)	1.0	1.0	0.5
T3 Project	博茨瓦纳	1.2	1.8	-0.3
Tsumeb	纳米比亚	0.1	0.2	0.4
Chernogorskoye	俄罗斯联邦	0.5	0.5	0.7
Udokan	俄罗斯联邦	6.0	2.0	1.0
Tenke Fungurume	刚果(金)	5.6	7.0	0.0
Kisanfu	刚果(金)	8.0	1.0	0.0
合计		107.2	63.0	46.7

数据来源: SMM, 华福证券研究所

再生铜是铜供应的重要补充。通过回收生产过程中的铜碎料以及生产生活中使用

过的旧废铜进行再次冶炼可获得再生铜，而旧废铜作为一种再生资源，其回收利用不仅能缓解铜矿资源匮乏的现状，也符合当前节能减排和环保的要求。2014 年至今，全球再生铜产量保持在较稳定的水平，再生铜产量从 2014 年的 392 万吨增长至 2022 年的 420 万吨，年复合增长率 0.9%。

图表 17：全球再生铜产量

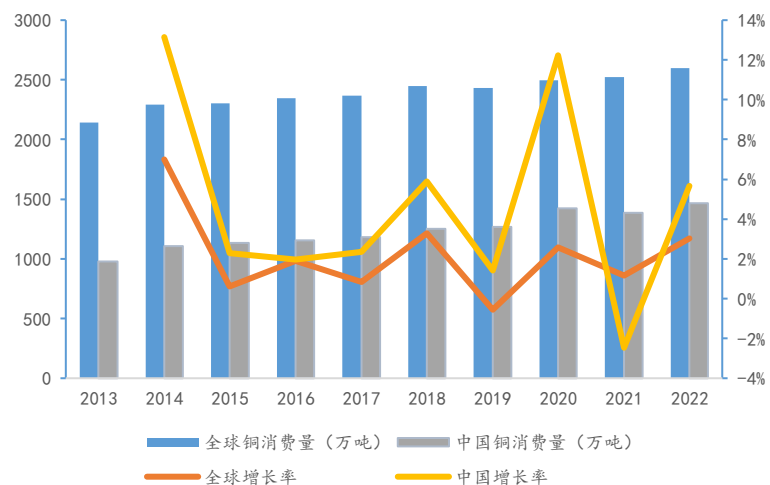


数据来源：WIND，华福证券研究所

2.2 传统行业复苏，新能源增量强劲

2022 年全球精炼铜消费量高达 2600 万吨，10 年复合增速为 2.2%，而中国这十年间的铜消费从 977 万吨增长到 1466 万吨，年复合增速为 4.6%，远高于全球平均水平。受疫情冲击影响，中国 2021 年消费需求疲软下滑，铜消费罕见下降 2.5%。

图表 18：近十年全球和中国铜消费量

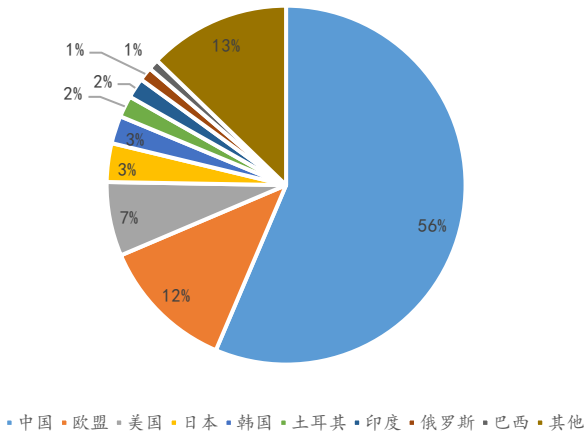


数据来源：WIND，华福证券研究所

中国作为全球最大的铜消费国家，铜消费全球占比逐渐提高，2022 年铜消费占比已提升至 56%，对全球铜业及铜价有重要影响。我国铜下游消费以电力、家电、交通运输、建筑、机械电子为主，其中电力行业消费占比近半高达 46%。未来随着国内

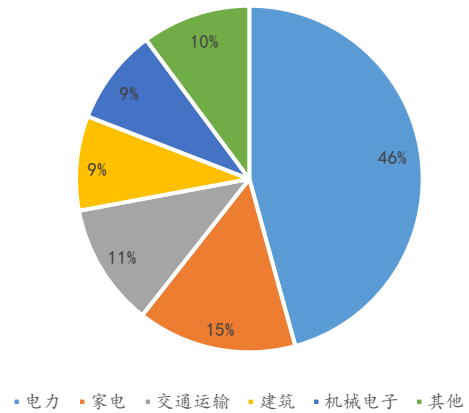
政策对传统消费的大力刺激以及新能源产业持续向好，我国铜消费有望进一步增长。

图表 19: 2022 年各国铜消费占比



数据来源: WIND, 华福证券研究所

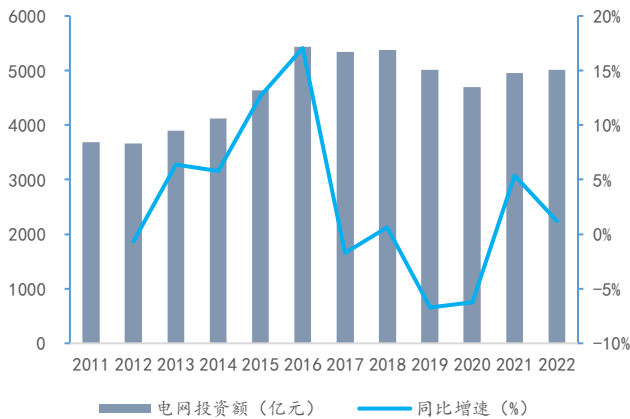
图表 20: 我国铜下游消费结构



数据来源: SMM, 华福证券研究所

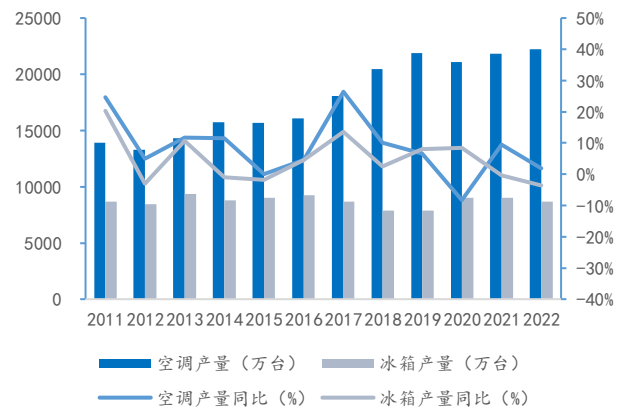
经济政策接续加力，国内传统行业消费迎来复苏。2022 年我国传统行业消费放缓，电网投资维持超 5000 亿元水平，同比增速下滑至 1%；空调、汽车等增幅同比下降，处于低增长阶段；房地产行业继续下行，新开工和竣工面积持续负增长。2023 年我国走出疫情时代，稳经济一揽子政策措施密集出台，经济全面回升态势更趋明朗。由此判断，2023 年国内传统行业消费将迎来复苏，带动中国铜消费止跌回升。

图表 21: 中国电网投资额



数据来源: WIND, 华福证券研究所

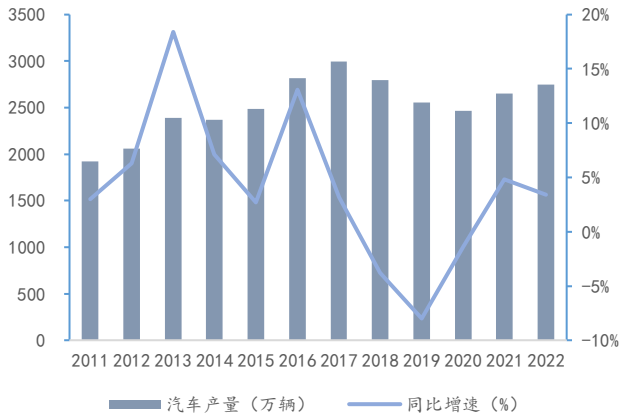
图表 22: 中国空调、冰箱产量



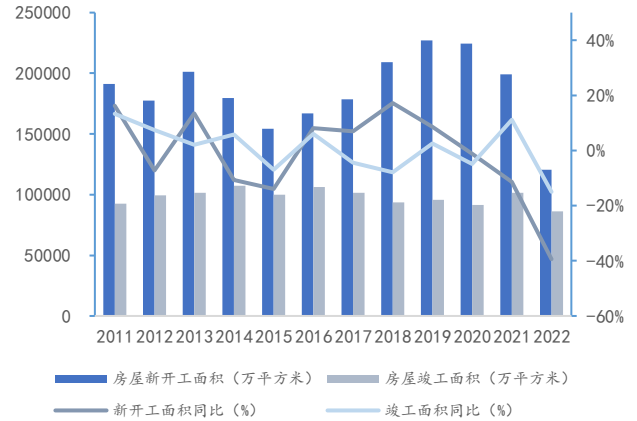
数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 23: 中国汽车产量

图表 24: 中国房地产开、竣工面积



数据来源: WIND, 华福证券研究所

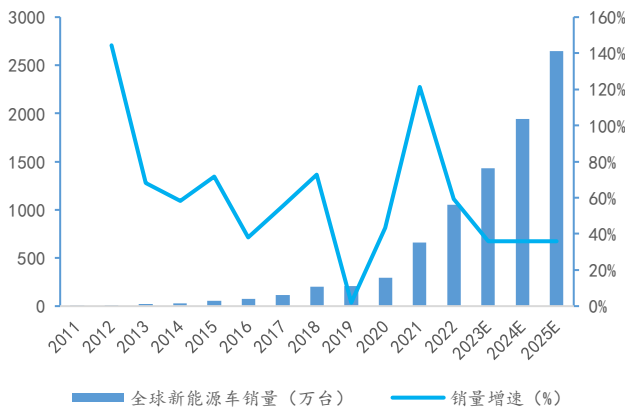


数据来源: WIND, 华福证券研究所

新能源展现蓬勃生机。区别于传统行业对铜消费的稳定需求, 新能源产业持续高景气是铜消费增长的主要拉动力。在工业化和城镇化进程已趋于饱和的背景下, 经济结构转型背后也是传统领域需求减弱和新兴领域需求扩张的切换过程, 需求端会更加关注新能源产业链对铜金属边际增量需求拉动。

1) 新能源汽车产业。近十年, 新能源汽车产业快速发展。根据 EV-Volumes 统计, 2022 年全球新能源汽车销量达 1052 万辆。我们预计 2023-2025 年新能源汽车销量分别为 1430/1945/2645 万辆, 对应用铜量为 76.1/103.5/140.7 万吨, 新增用铜分别为 20.1/27.4/37.2 万吨。

图表 25: 全球新能源汽车销量



数据来源: IEA, EV-Volumes, 华福证券研究所

图表 26: 全球新能源汽车用铜量

年份	全球新能源车销量 (万辆)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	660	35.1	
2022	1052	56.0	20.9
2023E	1430	76.1	20.1
2024E	1945	103.5	27.4
2025E	2645	140.7	37.2

数据来源: IEA, EV-Volumes, 华福证券研究所

2) 新能源车高增速带动配套充电桩需求。充电桩的主要用铜部件为充电模块、接插件电线电缆和各种开关。据 Mysteel 数据, 一台公用交流式充电桩用铜 8kg, 一台公用直流式充电桩用铜 60kg, 一台私人桩用铜约 2kg。在车桩比不断下降的态势下, 预计 2023-2025 年新增充电桩对应用铜量为 8/11/16 万吨。

图表 27: 新增充电桩用铜量

年份	新增充电桩数量 (万个)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	117.4	3	
2022	253.8	6	3
2023E	368.5	8	3
2024E	520	11	3
2025E	712.7	16	4

数据来源：中汽协，中国充电联盟，华福证券研究所

3) 储能行业快速崛起。随着储能市场投资规模不断加大，产业链布局不断完善，应用场景不断延伸，储能行业加速崛起。我们预计 2023-2025 年全球储能新增装机量分别为 159.84/245.27/357.00GWh，对应每年新增用铜量为 5.5/6.4/8.4 万吨。

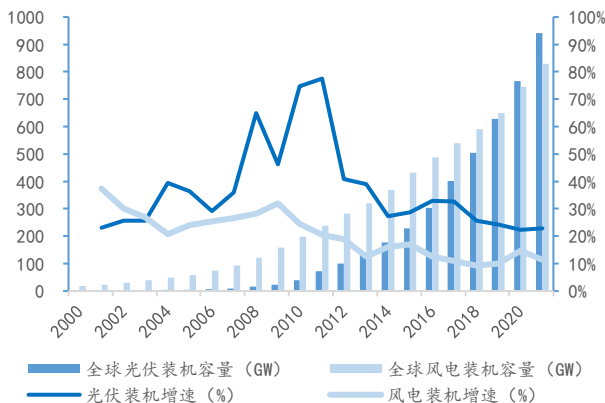
图表 28：全球储能用铜量

年份	储能新增装机量 (GWh)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	66.22	5.0	
2022	86.55	6.5	1.5
2023E	159.84	12.0	5.5
2024E	245.27	18.4	6.4
2025E	357.00	26.8	8.4

数据来源：IEA, IRENA, CPIA, 华福证券研究所

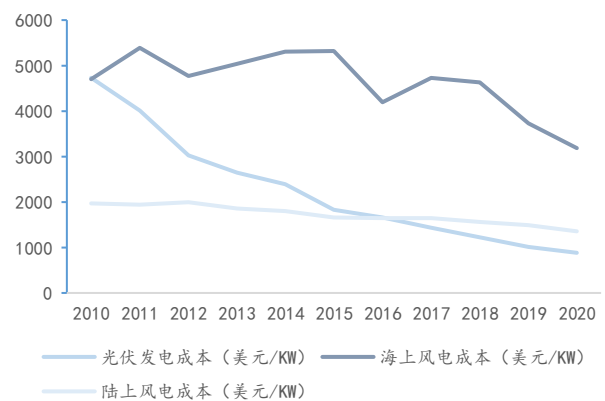
4) “光伏+风力”发电驶入快车道，发电成本进一步下降。俄乌冲突引发的全球能源危机，促使“光伏+风力”发电驶入发展快车道。Wind 数据显示，2021 年全球光伏发电装机容量达 942GW，年增幅 23%；风电装机容量达 829GW，年增幅 11%。近年来随着发电科技的不断发展成熟，叠加全球能源危机导致的化石燃料和电力价格成本高企，使得利用光伏和风力发电在经济上更具可行性。根据国际可再生能源署 (IRENA) 数据显示，全球可再生能源发电装机成本近十年大幅下降，其中光伏发电装机成本从 2010 年的 4731 美元/KW 降至 2020 年的 883 美元/KW，成本降幅达 81.3%；海上风电、陆上风电的装机成本在这十年中分别下降 32.3%和 31.3%。

图表 29：全球光伏装机容量



数据来源：WIND，华福证券研究所

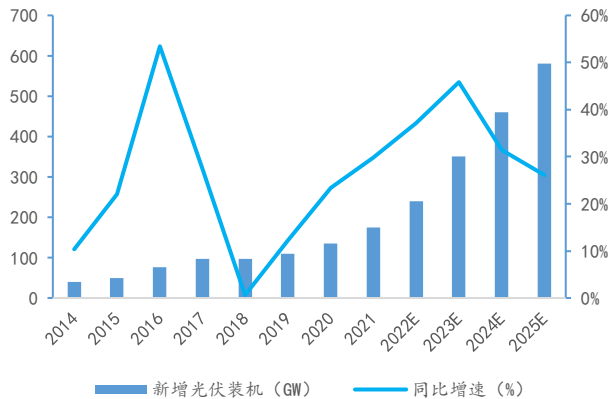
图表 30：光伏、风力发电成本



数据来源：IRENA，华福证券研究所

太阳能光伏发电因其清洁、安全、便利、高效等特点，已成为世界各国普遍关注和重点发展的新兴产业。此背景下，全球光伏发电产业增长迅猛，产业规模不断扩大，

产品成本持续下降。据 IEA、Wood Mackenzie 数据，全球光伏市场新增装机量从 2014 年的 40.6GW 增长至 2021 年的 175GW，年均复合增长率超过 20%。我们预测，2022 年全球新增光伏装机容量将达到 240GW，2023-2025 年新增光伏装机达到 350/460/580GW，分别增长 46%/31%/26%。铜在光伏发电系统中主要用于连接器、电缆和逆变器等，根据 IEA 预计，光伏发电用铜量约为 2.8 吨/兆瓦，据此测算，预计 2023-2025 年全球光伏建设用铜量分别为 98.8/129.8/163.7 万吨。

图表 31：全球新增光伏装机容量


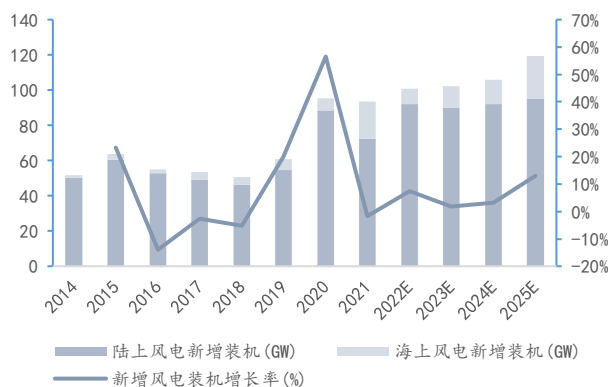
数据来源：IEA, IRENA, CPIA, 华福证券研究所

图表 32：全球新增光伏装机用铜量

年份	新增光伏装机 (GW)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	175	49.4	
2022	240	67.7	18.3
2023E	350	98.8	31.0
2024E	460	129.8	31.0
2025E	580	163.7	33.9

数据来源：IEA, 华福证券研究所

风力发电不仅环保，且可产生巨大电能，因此越来越受到世界各国的重视。根据全球风能理事会 (GWEC) 的数据，2021 年全球海上风电新增装机 21.1GW，全球陆上风电新增装机 72.5GW，全球新增风电装机整体下降 2%。据 GWEC 预测，2022-2025 年全球新增风电装机容量将回到正增长分别为 7%/2%/3%/13%。铜在风电领域主要用于电缆、发电机和变压器等，相较陆上风电，海上风电各组件的铜使用强度均有所提升。根据 IEA 预计，海上风电系统装机用铜量约为 8 吨/兆瓦，陆上风电系统装机用铜量约为 2.9 吨/兆瓦。据此测算，预计 2023-2025 年全球风电装机用铜量约为 36.1/37.5/47.1 万吨。

图表 33：全球风电新增装机容量


数据来源：GWEC, 华福证券研究所

图表 34：全球风电新增装机用铜量

	2021	2022	2023	2024	2025
海上风电装机 (GW)	21.1	8.7	12.5	13.5	24.5
用铜量 (万吨)	16.9	7.0	10.0	10.8	19.6
新增用铜 (万吨)		-9.9	3.0	0.8	8.8
陆上风电装机 (GW)	72.5	91.9	89.9	92.2	94.9
用铜量 (万吨)	21.0	26.7	26.1	26.7	27.5
新增用铜 (万吨)		5.6	-0.6	0.7	0.8
合计	37.9	33.6	36.1	37.5	47.1

数据来源：IEA, GWEC, 华福证券研究所

2.3 供需紧平衡，铜价有支撑

目前铜显性库存处于历史低位，根据 ICSG 数据，2022 年全年铜消费缺口约为 36 万吨。伴随 23-25 年全球铜精矿新扩建项目的陆续投产以及铜矿生产干扰边际的减轻，精炼铜供给或分别增长 126/83/99 万吨。需求端，作为全球铜消费最大的国家，2023 年中国传统行业消费将迎来复苏，带动中国铜消费止跌回升，同时考虑到新能源汽车、储能、光伏发电、风力发电等新能源产业对铜消费增量的边际拉动，预计新能源相关产业将在未来三年带来 93/91/115 万吨的铜消费增量。由于 2023 年铜矿产能大量释放铜供需总体处于紧供需平衡状态，随着产能释放减缓同时下游消费维持增长，24-25 年铜供需缺口将扩大至 11/27 万吨。

图表 35：全球铜供需情况（万吨）

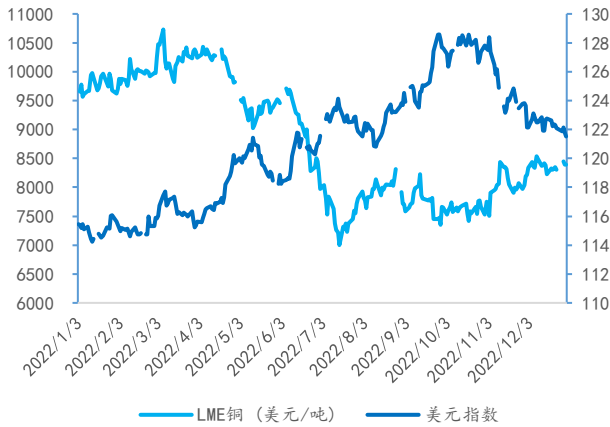
	2022	2023E	2024E	2025E
新扩建项目	/	107	63	47
铜矿产能	2703	2810	2873	2920
铜矿产量	2180	2304	2385	2482
原生铜	2145	2267	2346	2442
再生铜	420	423	427	431
精炼铜产量	2564	2690	2773	2872
新增铜消费量	/	93	91	115
其中：传统需求	/	31	22	22
新能源车	/	20	27	37
充电桩		3	3	4
储能	/	5	6	8
光伏发电	/	31	31	34
风力发电	/	2	1	10
精炼铜表观消费量	2600	2693	2784	2899
供需平衡	-36	-3	-11	-27

数据来源：ICSG，IEA，华福证券研究所

2.4 宏观+供需带动铜价维持上涨态势

铜的宏观属性较强，受美元指数和通胀预期影响较大。2022 年铜价整体重心下移，呈现急跌慢涨的局面。年初，受经济复苏和宽松货币政策的影响，叠加持续的地缘政治风险和能源危机继续推高通胀水平，铜价在历史高位震荡上行，伦铜在 3 月份创出 10730 美元/吨的历史新高；此后，国内疫情反复对消费市场带来“点刹”，加之以美联储为代表的各国央行在高通胀压力下开启激进加息，市场对欧美经济衰退的担忧进一步加剧，铜价在美元指数的压制下于年中快速大幅回落，跌至 7000 美元/吨，较高点跌超 35%；进入四季度后，在国内防疫政策优化和美联储加息放缓预期的支撑下，市场情绪得到修复，叠加库存低位等因素，铜价企稳回升。我们认为，欧美放缓加息节奏的确定性较强，伴随着美元指数由强转弱，铜价重心得到支撑上移。

图表 36：美元指数压制铜价
图表 37：通胀预期支撑铜价



数据来源：WIND，华福证券研究所



数据来源：WIND，华福证券研究所

结合铜未来供需情况以及宏观层面判断，我们预计 2023-2025 年国内铜现货价格将维持上涨态势。

3 资源注入+铜箔放量，未来成长可期

公司是集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜箔及铜板带等。公司在铜矿采选、铜冶炼及铜箔加工等领域有着深厚的技术积累、领先的行业地位和显著的竞争优势。

图表 38：公司铜产业链

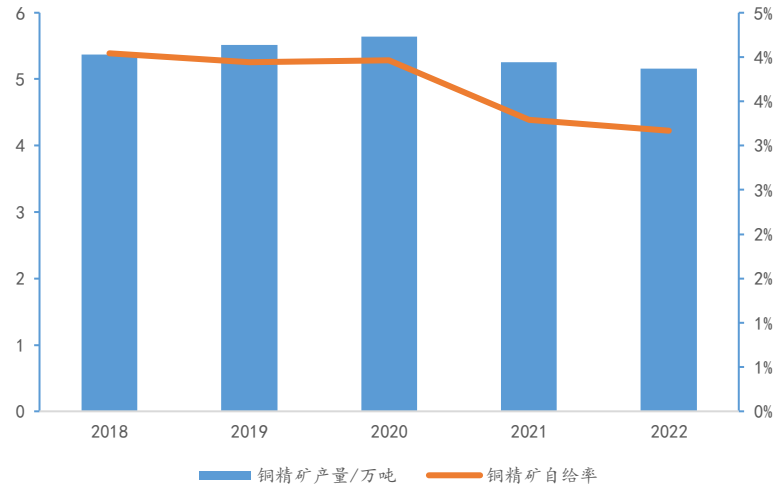


数据来源：公司年报，华福证券研究所

3.1 资源端：米拉多铜矿的注入打开公司成长空间

公司目前拥有矿山储量和生产规模较小，自给率较低。公司目前拥有的在产矿山主要有冬瓜山铜矿、安庆铜矿、沙溪铜矿、铜山铜矿、月山矿业和天马山矿业，截至 2021 年末，公司控制铜金属量约 186 万吨，每年自产铜精矿含铜约 5.5 万吨。根据公司年报，2022 年公司生产自产铜精矿含铜 5.16 万吨，阴极铜 162.87 万吨，自给率仅为 3.17%。在世界铜矿供给偏紧的态势下，铜矿资源不足成为制约公司发展的主要瓶颈。

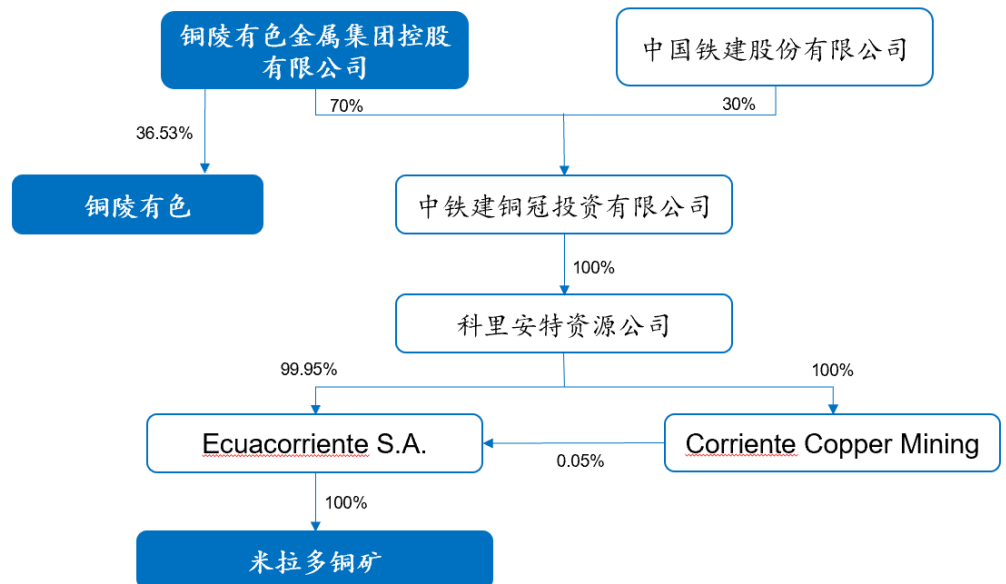
图表 39：2018-2022 年公司铜精矿产量及自给率



数据来源：公司年报，华福证券研究所

为提高公司上游资源储备，公司加快厄瓜多尔米拉多铜矿并购重组进程。公司拟向集团发行股份、可转换公司债券及支付现金购买中铁建铜冠 70% 股权，中铁建铜冠投资公司持有科里安特资源公司 100% 股权，其主要资产为位于厄瓜多尔东南部的科里安特铜矿带的 Mirador1 (Acumulada) 铜矿采矿特许权。Mirador1 (Acumulada) 矿区面积 2985 公顷，保有资源量为 12.57 亿吨，铜品位 0.48%，折合铜金属量约 603.05 万吨，是公司原有控制铜金属量的 3.2 倍。矿山还拥有丰富的伴生资源，伴生金品位 0.12 克/吨，伴生银资源量 772.36 百万吨，平均品位 1.314 克/吨。

图表 40：并购重组后米拉多铜矿股权结构



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 41：米拉多铜矿具体资源量情况

矿体	资源	探明储量			控制储量			推断资源量		
		矿石量	平均品位	金属量	矿石量	平均品位	金属量	矿石量	平均品位	金属量
米拉多矿床	铜	174.90Mt	0.59%	1.03Mt	482.80Mt	0.51%	2.46Mt	148.90Mt	0.47%	0.70Mt
	金		0.20g/t	34.28t		0.16g/t	77.73t		0.12g/t	17.57t
	银		1.60g/t	279.84t		1.34g/t	646.95t		1.22g/t	181.66t
米拉多北矿床	铜	-	-	-	599.30Mt	0.42%	2.54Mt	92.80Mt	0.38%	0.35Mt
	金		-	-		0.08g/t	45.76t		0.07g/t	6.08t

数据来源：公司公告，华福证券研究所

米拉多铜矿区位优越，交通便捷。Mirador1 (Acumulada) 矿权位于厄瓜多尔东南部，从米拉多矿区到厄瓜多尔首都基多有公路链接。矿区东部边界临近秘鲁边境，有矿外道路连接至国家 41#公路，对外可通过国家公路直达基多、昆卡、瓜亚基尔等大城市和港口，交通便捷。

图表 42：矿区位置图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 43：米拉多铜矿采矿权范围示意图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

中铁建铜冠正开采及扩建米拉多铜矿，目前一期已建成，二期预计 2025 年投产。Mirador1 (Acumulada) 分为 2 个矿床，米拉多 (Mirador) 铜矿床和米拉多北 (Mirador Norte) 铜矿床，矿床均为露天开采，两者紧密相连，地质情况类似。Mirador 铜矿床一期工程于 2019 年下半年投建并于 2021 年达产，铜矿石的处理能力为 2,000 万吨/年，每年产出约 9 万吨铜金属量对应的铜精矿，二期设计扩大到 2,640 万吨/年，Mirador Norte 铜矿床二期设计采选能力 1,980 万吨/年。米拉多铜矿整体二期项目预计于 2025 年 6 月建成投产，扩建后总采选规模将达 4,620 万吨/年，预计每年产出约 20 万吨铜金属量对应的铜精矿，注入达产后公司矿产铜自给率将能提升至 14% 左右。2022 年米拉多铜矿达到满产状态，全年生产铜精矿 49.6 万吨，铜金属量 12.1 万吨，副产金 2457 千克，银 32778 千克。

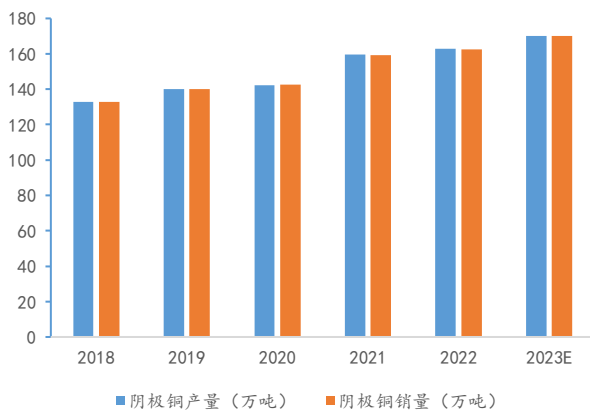
3.2 冶炼端：绿色智能铜基新材料项目助推产能跨越发展

公司铜冶炼业务主要以外购铜冶炼为主。公司阴极铜冶炼业务采用矿产铜冶炼和外购铜原料冶炼相结合的盈利模式，其中矿产铜冶炼方式的生产成本相对稳定，盈利

能力直接受阴极铜销售价格波动影响,而外购铜原料冶炼的利润来源为铜精矿加工费(TC/RC),铜精矿加工费(TC/RC)直接影响公司外购铜原料冶炼业务的利润水平。由于公司目前控制铜资源量有限,外购铜冶炼为该板块的主要盈利来源。

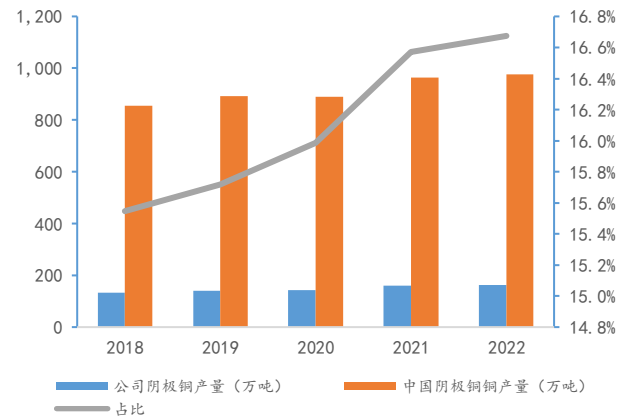
冶炼产能稳定释放,绿色智能铜基新材料项目助推产能跨越发展。2018-2022年公司阴极铜产销量实现稳步增长,22年产量达162.87万吨,占我国总产量的16.7%,稳居行业第二(江西铜业2022年产铜183.94万吨,居行业第一)。为进一步提高核心竞争力,公司2022年9月22日公告称在安徽铜陵建设绿色智能铜基新材料产业园一体化项目,设计主产品高端铜杆线材产能50万吨/年,副产硫酸产能170万吨/年,预计25年年底竣工。该项目建成后将使公司冶炼总产能超过200万吨,巩固铜陵在我国铜制造版图中的龙头地位。

图表 44: 近五年阴极铜产销量



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

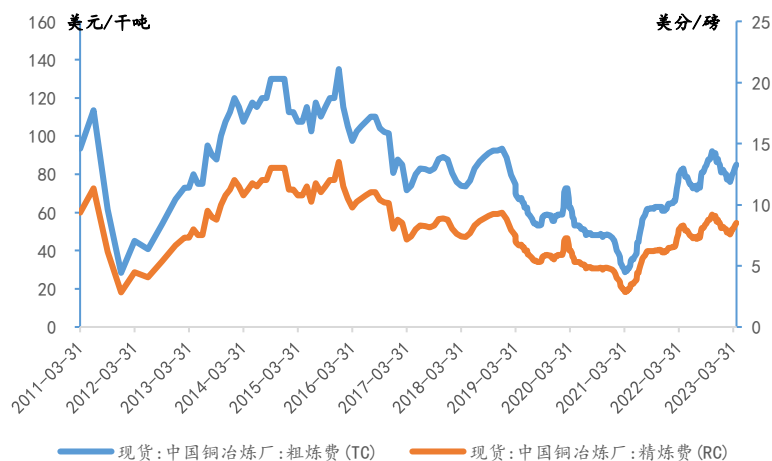
图表 45: 公司阴极铜产量全国占比情况



数据来源: 公司年报, 百川盈孚, 华福证券研究所

TC/RC 呈涨势, 有望带动公司业绩提升。随着全球铜矿山产量恢复增长, 新增铜矿项目增量处于近几年高峰, 冶炼厂商议价能力得到增强, TC/RC 加工费呈现涨势。2023年, 铜精矿长单加工费(TC/RC)为88美元/吨、8.8美分/磅, 同比增长35%, 创6年新高。考虑到2023年为铜矿产能释放大年, 随后释放进度趋于缓慢, 我们预计23-25年的TC为80/70/70美元/吨。

图表 46: TC/RC 加工费

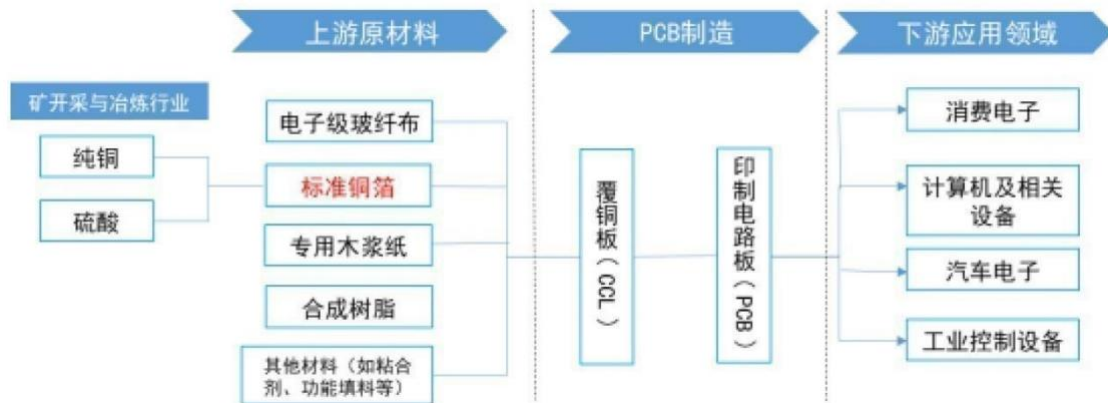


数据来源：WIND，华福证券研究所

3.3 加工端：锂电铜箔产能布局方面正“快马加鞭”

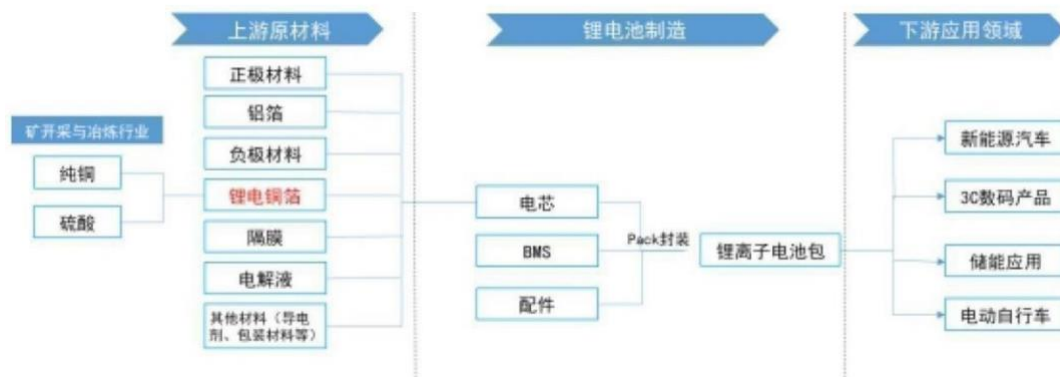
“PCB+锂电铜箔”双轮驱动运营模式。公司是主要的铜箔生产企业，其电子铜箔板块均由铜冠铜箔建设运营，目前已形成“PCB铜箔+锂电池铜箔”双核驱动的业务发展模式。2022年铜箔产能达5.5万吨，其中，PCB铜箔产能3.5万吨，锂电池铜箔产能2万吨，为行业龙头企业主要供应商。

图表 47：PCB 铜箔在 PCB 产业链中的位置图



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 48：锂电池铜箔在锂电池产业链中的位置图



数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司在锂电铜箔产能布局方面正“快马加鞭”。2022年4月13日公司公告称铜冠铜箔子公司铜陵铜箔拟开展2万吨电子铜箔项目，计划分两期建设，每期各形成1万吨产能，其中一期为锂离子电池用电子铜箔产能，目前一期项目已开工，预计2024年1月前建成投产；2022年7月29日公告称为满足市场需求，铜冠铜箔拟在池州地区新建“安徽铜冠铜箔集团股份有限公司15,000吨/年高精度储能用超薄电子铜箔项目”，预计建设周期18个月，本项目建设完成后，铜冠铜箔将达到年产80,000吨电子铜箔的产能。

3.4 副产品：副产品种类丰富，产量稳定

公司主要产品除铜外，还涵盖硫酸、黄金、白银、铁精矿、硫精矿等。2022年

公司生产硫酸 495.38 万吨，黄金 18,838 千克，白银 512.50 吨，铁精矿 35.68 万吨，硫精矿 52.38 万吨，产量完成情况均好于预期。

图表 49：2022 年副产品计划及实际产量

	硫酸/万吨	黄金/吨	白银/吨	铁精矿/万吨	硫精矿/万吨
2022 年计划产量	485.10	14.25	498	34.26	55.19
2022 年实际产量	495.38	18.84	512.50	35.68	52.38

数据来源：公司年报，华福证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 核心假设

量：根据 2022 年年报披露，公司 2023 年预计阴极铜产量 170 万吨，黄金 16425 千克，白银 500 吨，硫酸 496 万吨。假设 2023 年公司能够成功并购米拉多铜矿，23-25 年自产铜精矿含铜将分别为 14.42/14.42/18.16 万吨；公司绿色智能铜基新材料项目将于 2025 年底前建成投产，考虑到产能爬坡影响，预计 2025 年阴极铜产量小幅增加至 180 万吨；铜冠铜箔产能将于 2024 年提升至 8 万吨，假设 23-25 年铜箔产量分别为 4.95/6.53/7.20 万吨；其余产品产量均保持 2023 年水平不变。产销率假设为 100%。

价：2023-2025 年，考虑到未来供需关系及宏观因素影响，铜价将进一步上涨，假设阴极铜年均价为 6.9/7/7 万元/吨，TC 为 80/70/70 美元/千吨；随着供给端产能不断释放，而下游需求相对疲软的态势下，中低端铜箔加工费预计回落到 24000 元/吨，而以 HVLP 为代表的高性能铜箔加工费将维持在高位水平，约 8 万元/吨；考虑到未来欧美经济衰退预期影响，贵金属价格将有所上涨，假设未来沪金价格为 440 元/克，沪银价格为 5400 元/千克。

利：铜产品板块受铜价及 TC 上涨、米拉多铜矿注入后铜矿自给率提升影响，毛利率将有所提升，预计 23-25 年毛利率达 6.98%/6.52%/7.23%；铜箔受加工费价格回落影响，毛利率将为 2.68%/2.60%/2.64%；黄金等副产品板块受金价小幅提升影响，预计未来毛利率在 9.33%；2023 年化工及其他产品板块受硫酸价格回落影响，预计毛利率将有大幅下滑，预计 2024 年开始硫酸价格有所缓解，预计未来三年为 13.70%/21.55%/28.68%。

4.2 盈利预测

随着公司产能释放和下游拓展。我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 1239.84、1270.52、1340.08 亿元，分别同比+1.76%、+2.47%、+5.48%；毛利 90.33、88.43、102.31 亿元，毛利率 7.29%、6.96%、7.63%。

图表 50：盈利预测

业务	指标	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	铜精矿含铜	万吨	5.26	5.16	14.42	14.42	18.16
阴极铜	产量	万吨	159.69	162.87	170.00	170.00	180.00
	销量	万吨	159.14	162.53	170.00	170.00	180.00

	营业收入	百万元	110,224.25	101,206.65	103,805.31	105,309.73	111,504.42
	成本	百万元	105,904.41	97,163.14	96,560.12	98,445.66	103,442.67
	毛利率	%	3.92%	4.00%	6.98%	6.52%	7.23%
	产量	万吨	4.10	4.16	4.95	6.53	7.20
	销量	万吨	4.11	4.06	4.95	6.53	7.20
铜箔	营业收入	百万元	4,081.62	3,874.82	4,249.77	5,655.64	6,244.18
	成本	百万元	3,442.68	3,488.19	4,135.94	5,508.37	6,079.30
	毛利率	%	15.65%	9.98%	2.68%	2.60%	2.64%
	黄金产量	吨	15.96	18.84	16.43	16.43	16.43
	黄金销量	吨	15.99	18.48	16.43	16.43	16.43
黄金等副产 品	白银产量	吨	621.39	512.50	500.00	500.00	500.00
	营业收入	百万元	12,042.51	13,543.07	13,756.04	13,756.04	13,756.04
	成本	百万元	11,192.52	12,282.13	12472.01	12472.01	12472.01
	毛利率	%	7.06%	9.31%	9.33%	9.33%	9.33%
	硫酸产量	万吨	486.81	495.38	496.00	496.00	496.00
化工及其他 产品	硫酸销量	万吨	488.43	497.51	496.00	496.00	496.00
	营业收入	百万元	3,790.68	2,621.37	1572.82	1730.10	1903.11
	成本	百万元	2,284.94	1,357.27	1357.27	1357.27	1357.27
	毛利率	%	39.72%	48.22%	13.70%	21.55%	28.68%
	营业收入	百万元	894.58	599.55	600.00	600.00	600.00
其他业务	成本	百万元	610.45	414.19	425.13	425.13	425.13
	毛利率	%	31.76%	30.92%	29.15%	29.15%	29.15%
	营业收入	百万元	131,033.64	121,845.46	123,983.94	127,051.52	134,007.76
	YOY	%	31.77%	-7.01%	1.76%	2.47%	5.48%
总计	营业成本	百万元	123,435.00	114,704.92	114,950.47	118,208.44	123,776.38
	毛利	百万元	7,598.64	7,140.54	9,033.47	8,843.08	10,231.38
	YOY	%	73.93%	-6.03%	26.51%	-2.11%	15.70%
	毛利率	%	5.80%	5.86%	7.29%	6.96%	7.63%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

期间费用率

公司综合期间费用率明显低于同行业，近三年维持在 1.7% 左右，成本控制能力较强。假设 2023-2025 年销售费用率、管理费用率、研发费用率均维持在 2022 年水平，分别为 0.08%/1.00%/0.48%。

4.3 估值及投资建议

选取江西铜业、云南铜业、紫金矿业作为可比公司，以 2023 年 7 月 18 日收盘价计算，可比公司 2023-2025 年预测 PE 均值分别为 11.1/9.9/8.9 倍。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 37.06/39.61/48.55 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.38/0.46 元/股。2023 年 7 月 18 日公司收盘价 3.09 元，对应 23-25 年 PE 为 8.8/8.2/6.7 倍，估值均低于行业平均水平。2023 年按照行业平均给予公司 11.1 倍 PE，对应目标价 3.91 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 51：可比公司估值（截至 2023 年 7 月 18 日）

证券代码	可比公司	EPS (元)			PE			最新股价
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600362.SH	江西铜业	1.9	1.9	2.0	10.5	10.1	9.8	19.6
000878.SZ	云南铜业	1.2	1.3	1.5	9.5	8.5	7.7	11.4
601899.SH	紫金矿业	0.9	1.1	1.3	13.5	11.1	9.2	12.4
	平均	-	-	-	11.1	9.9	8.9	-

数据来源：Wind、华福证券研究所

注：EPS 取自 Wind 一致预期

5 风险提示

矿产品价格不及预期

阴极铜价格受宏观及供需等多重因素影响,市场价格波动将会对公司盈利产生负面影响。

资产注入进度不及预期

公司拟发行股份、可转换公司债券及支付现金购买中铁建铜冠投资有限公司 70% 股权以获取米拉多铜矿,但资产注入时间尚不确定,若注入时间延迟会对公司价值判断产生影响。

图表 52: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,273	24,797	25,410	26,802	营业收入	121,845	123,984	127,052	134,008
应收票据及账款	2,178	2,137	2,188	2,291	营业成本	114,705	114,950	118,208	123,776
预付账款	5,684	5,461	5,505	6,135	税金及附加	363	382	402	420
存货	17,168	15,610	16,429	16,519	销售费用	96	99	95	101
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,218	1,240	1,207	1,273
其他流动资产	3,499	2,752	2,835	2,996	研发费用	589	599	614	648
流动资产合计	38,801	50,757	52,367	54,743	财务费用	271	509	382	465
长期股权投资	818	818	818	818	信用减值损失	-31	-45	-35	-30
固定资产	17,082	18,095	18,122	18,147	资产减值损失	-1,125	-1,100	-800	-600
在建工程	1,792	2,292	2,492	2,592	公允价值变动收益	21	-21	-6	-19
无形资产	2,195	1,998	1,748	1,597	投资收益	222	176	273	224
商誉	0	0	0	0	其他收益	283	260	271	265
其他非流动资产	746	745	735	742	营业利润	4,006	5,505	5,866	7,196
非流动资产合计	22,634	23,949	23,916	23,897	营业外收入	24	24	26	20
资产合计	61,436	74,706	76,283	78,639	营业外支出	27	46	33	33
短期借款	11,173	19,930	18,024	19,307	利润总额	4,003	5,483	5,859	7,183
应付票据及账款	8,972	9,930	10,188	10,058	所得税	823	1,097	1,172	1,437
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,180	4,386	4,687	5,746
合同负债	533	729	689	700	少数股东损益	450	680	727	891
其他应付款	326	311	305	314	归属母公司净利润	2,730	3,706	3,960	4,855
其他流动负债	3,176	4,245	4,376	3,954	EPS (按最新股本摊薄)	0.26	0.35	0.38	0.46
流动负债合计	24,180	35,144	33,582	34,333	主要财务比率				
长期借款	6,129	4,629	5,629	4,829		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	1,142	1,154	1,161	1,154	营业收入增长率	-7.0%	1.8%	2.5%	5.5%
非流动负债合计	7,271	5,783	6,790	5,983	EBIT 增长率	-17.3%	40.2%	4.2%	22.5%
负债合计	31,451	40,927	40,372	40,316	归母公司净利润增长率	-12.0%	35.7%	6.9%	22.6%
归属母公司所有者权益	25,362	28,477	29,883	31,404	获利能力				
少数股东权益	4,622	5,302	6,029	6,919	毛利率	5.9%	7.3%	7.0%	7.6%
所有者权益合计	29,985	33,780	35,911	38,323	净利率	2.6%	3.5%	3.7%	4.3%
负债和股东权益	61,436	74,706	76,283	78,639	ROE	9.1%	11.0%	11.0%	12.7%
					ROIC	9.4%	10.5%	10.6%	12.5%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	51.2%	54.8%	52.9%	51.3%
经营活动现金流	6,344	10,559	5,983	6,632	流动比率	1.6	1.4	1.6	1.6
现金收益	5,043	6,691	6,939	8,058	速动比率	0.9	1.0	1.1	1.1
存货影响	-3,657	1,557	-819	-90	营运能力				
经营性应收影响	2,112	1,365	705	-134	总资产周转率	2.0	1.7	1.7	1.7
经营性应付影响	-146	942	252	-121	应收账款周转天数	6	6	5	5
其他影响	2,992	4	-1,095	-1,082	存货周转天数	48	51	49	48
投资活动现金流	-1,899	-3,081	-1,586	-1,612	每股指标 (元)				
资本支出	-3,660	-3,112	-1,847	-1,821	每股收益	0.26	0.35	0.38	0.46
股权投资	1,104	0	0	0	每股经营现金流	0.60	1.00	0.57	0.63
其他长期资产变化	657	31	261	209	每股净资产	2.41	2.71	2.84	2.98
融资活动现金流	-90	7,046	-3,783	-3,629	估值比率				
借款增加	4,891	8,070	-853	177	P/E	12	9	8	7
股利及利息支付	-1,704	-3,969	-5,013	-5,891	P/B	1	1	1	1
股东融资	3,579	0	0	0	EV/EBITDA	282	212	204	174
其他影响	-6,856	2,945	2,083	2,085					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn