



老树新芽，资源注入活力焕发

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 米拉多铜矿资产的注入, 将公司铜资源自给率从 3%提升至 10% 以上, 由冶炼属性向资源属性的转换提升公司盈利能力。2) 铜冶炼产能继续扩张, 远期产能增幅近 30%, 规模稳居行业前列, 铜精矿加工费维持高位, 保证冶炼业务利润兑现。3) 中美制造业库存周期和美联储货币周期的切换有望从商品、金融双重属性提振铜价, 长期中铜矿资本开支不足、供需增速错配支撑铜价中枢维持高位。
- 米拉多资产注入提升铜资源自给率。** 公司收购中铁建铜冠 70%股权, 内含主要资产为位于厄瓜多尔的米拉多铜矿。米拉多铜矿设计产能 20 万吨, 一期已经满产, 注入后年内预计将自有铜资源产量由 5 万吨提升至 17 万吨, 铜资源自给率由 3%提升至 10%以上, 二期 11 万吨产能投产后, 将进一步提升资源自给率, 推动公司由冶炼属性向资源属性的转换, 提升公司盈利能力。
- 铜冶炼产能同步扩张, 加工费维持高位。** 公司是阴极铜冶炼巨擘, 2023 年产量指引 170 万吨, 稳居国内第二, 公司规划的铜基新材料项目远期有望再带来 50 万吨的冶炼增量。铜矿加工费年内维持 88 美金的高位, 且 2024 上半年签订的长单参考价持平, 铜矿供应相对冶炼端需求较充裕, 保证冶炼业务利润兑现。
- 制造业补库有望驱动需求扩张, 长期铜价中枢保持高位。** 中期来看, 制造业库存增速已经接近底部, 去库周期对金属价格的利空压制逐渐放缓, 向补库周期的切换有望带动需求周期性回升。美联储货币周期的切换有望带动美元指数和美债收益率向下, 利于提振铜的金融属性。长期来看, 铜矿供给增速逐年下移, 需求受益于新能源需求保持高增, 基本面支撑铜价中枢维持高位。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2023-2025 年公司实现归母净利润分别为 39.2 亿元/41.0 亿元/49.5 亿元, 对应 EPS 分别为 0.37 元/0.39 元/0.47 元, 三年归母净利润增速 21.9%。我们选取江西铜业、云南铜业、中金岭南、紫金矿业四家公司作为可比公司, 2024 年平均 PE 为 10 倍, 基本代表铜行业的平均估值水平。我们给予公司 2024 年 10 倍 PE, 对应目标价 3.9 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 铜价大幅下跌风险, 增产不及预期风险, 海外运营风险, 收购资产不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	121845.47	131196.46	136258.30	162350.28
增长率	-7.01%	7.67%	3.86%	19.15%
归属母公司净利润(百万元)	2730.37	3917.77	4101.95	4948.66
增长率	-11.96%	43.49%	4.70%	20.64%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.37	0.39	0.47
净资产收益率 ROE	10.61%	13.48%	12.63%	13.47%
PE	13	9	8	7
PB	1.35	1.20	1.08	0.95

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄腾飞
执业证号: S1250523070010
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn
联系人: 朱善颖
电话: 18810685324
邮箱: zsyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	105.27
流通 A 股(亿股)	105.26
52 周内股价区间(元)	2.52-3.59
总市值(亿元)	338.95
总资产(亿元)	620.40
每股净资产(元)	2.46

相关研究

目 录

1 铜陵有色：历史悠久的冶炼龙头企业	1
1.1 铜冶炼巨头，历史底蕴深厚.....	1
1.2 铜产品为主营业务，盈利能力改善.....	2
2 资源冶炼齐发力，助力业绩多层次提升	3
2.1 米拉多资源注入，铜矿自给率提升.....	3
2.2 龙头公司再出发，冶炼产能同步扩张.....	5
2.3 子公司铜箔业务持续发力.....	6
2.4 副产品种类多，硫酸业务利润弹性大.....	8
3 铜价中枢有望保持高位，矿冶平衡点后移	10
3.1 铜价中枢有望保持高位.....	10
3.2 矿冶平衡点后移，加工费保持高位.....	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 相对估值.....	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 铜陵有色发展历史沿革	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 31 日)	1
图 3: 营业收入变化 (2017-2023Q1)	2
图 4: 归母净利润变化 (2017-2023Q1)	2
图 5: 营收占比分布 (2017-2022)	2
图 6: 毛利占比分布 (2017-2022)	2
图 7: 分产品毛利率情况 (2017-2022)	3
图 8: 公司期间费用率 (2017-2023Q1)	3
图 9: 米拉多铜矿股权结构	3
图 10: 米拉多铜矿地理位置图	4
图 11: 米拉多铜矿矿权示意图	4
图 12: 公司铜精矿产量及铜自给率 (2019-2023E)	5
图 13: 铜产业链结构	5
图 14: 冶炼铜产量及市占率	6
图 15: 铜基新材料产业园	6
图 16: PCB 铜箔生产工艺图	6
图 17: 锂电池铜箔生产工艺图	6
图 18: 铜冠铜箔产能情况 (2021-2023E)	8
图 19: 国内电子铜箔产能及环比 (2017-2023E)	8
图 20: 冶炼硫酸工艺流程	9
图 21: 公司硫酸产量 (2017-2023E)	9
图 22: 国内硫酸产量和公司市占率 (2017-2022)	9
图 23: 硫酸价格变动 (元/吨)	10
图 24: 美国制造业库存同比变化 (%)	10
图 25: 中国工业企业库存	10
图 26: 全球铜矿产量变动	11
图 27: 全球铜矿资本开支	11
图 28: 铜精矿长单粗炼费 (TC) 变化	12
图 29: 铜精矿加工费周度指数变化	12

表 目 录

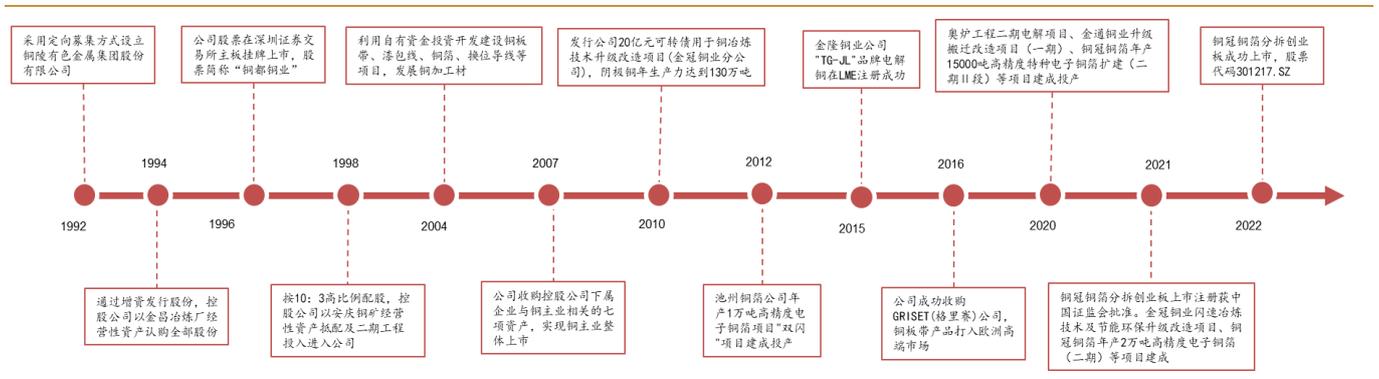
表 1: 米拉多铜矿一期产能情况	4
表 2: 铜冠铜箔产品介绍	7
表 3: 公司副产品产量完成情况	8
表 4: 中国铜供需平衡表	11
表 5: 全球矿冶平衡表	12
表 6: 分业务收入及毛利率	13
表 7: 可比公司估值 (截至 2023 年 8 月 9 日)	14
附表: 财务预测与估值	15

1 铜陵有色：历史悠久的冶炼龙头企业

1.1 铜冶炼巨头，历史底蕴深厚

公司扎根铜产业，是中国铜冶炼行业巨头之一。公司于1992年6月经安徽省体改委批准成立，1996年10月24日在深圳证券交易所上市，成为中国铜工业板块第一股。公司自成立以来专注铜产业，集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体，主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜箔及铜板带等，是目前国内产业链最为完整的综合性铜业生产企业之一。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。公司还是最早与国际市场融通接轨的有色金属企业之一，与世界30多个国家和地区建立了经济技术和贸易合作关系，进出口贸易总额连续多年保持安徽省首位。

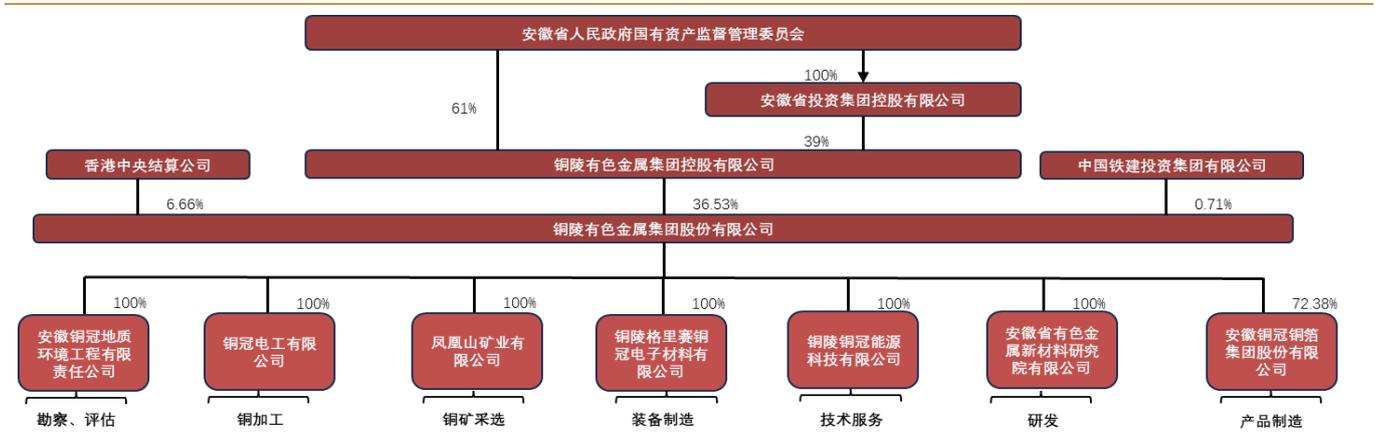
图 1：铜陵有色发展历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司实际控制人为安徽省国资委，控股多个铜业子公司。截至2023年3月31日，铜陵有色金属集团控股有限公司持有铜陵有色36.5%的股份，而安徽省人民政府国有资产监督管理委员会持有铜陵有色金属集团控股有限公司61%的股份，并且通过安徽省投资集团控股有限公司间接持有铜陵有色金属集团控股有限公司39%的股份，是铜陵有色的实际控制人。公司下设多个子公司，业务涉及铜矿采选、冶炼、加工和销售等各领域，全产业链结构赋予公司综合性竞争优势。

图 2：公司股权结构（截至2023年3月31日）

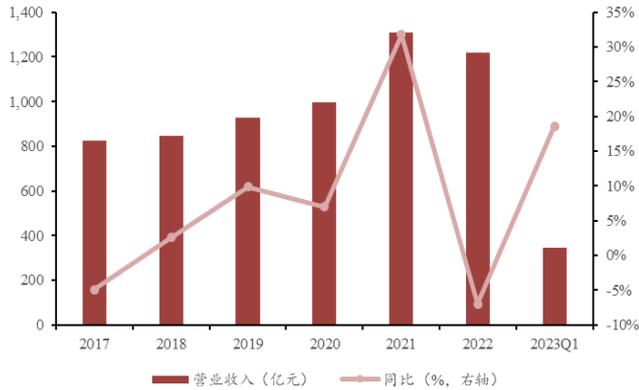


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 铜产品为主营业务，盈利能力改善

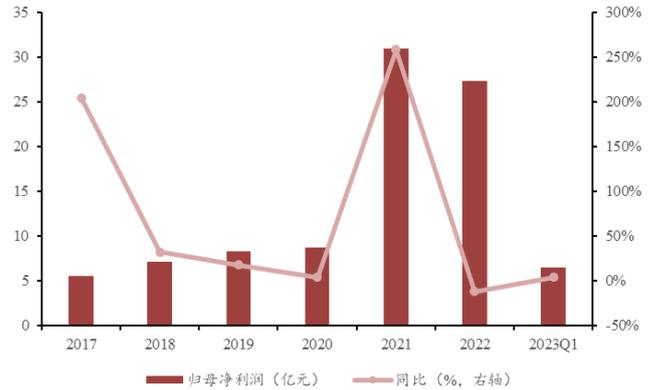
公司营收呈上行趋势，近两年盈利能力显著改善。2017年以来公司营业收入稳定增长，2022年由于铜价和硫酸价格下跌，营收及利润水平小幅下滑，2022年营业收入1218.5亿元，同比-7%，归母净利润27.3亿元，同比-12%。2023年疫情后放开后需顺周期板块修复，Q1公司营业收入343.4亿元，同比+18.6%，归母净利润6.5亿元，同比+4.0%。

图 3：营业收入变化（2017-2023Q1）



数据来源：Wind，西南证券整理

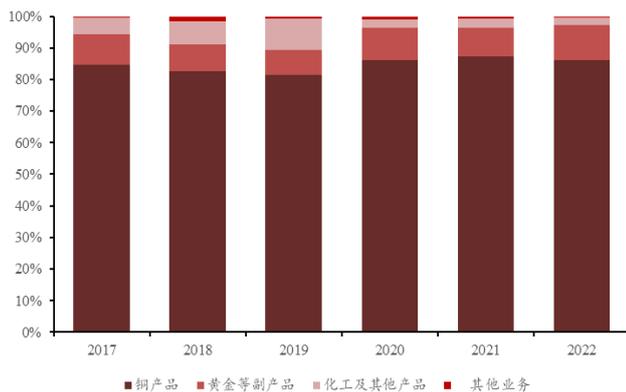
图 4：归母净利润变化（2017-2023Q1）



数据来源：Wind，西南证券整理

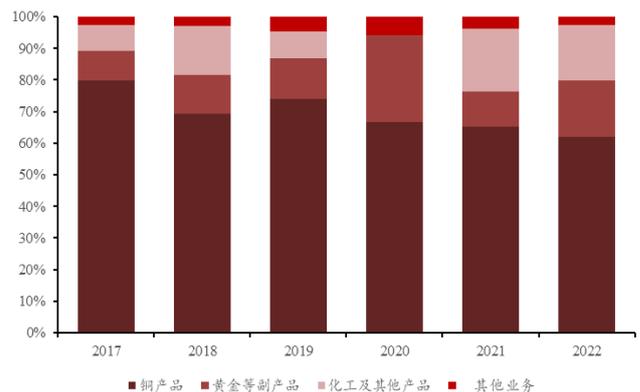
铜产品为主营业务，化工产品利润弹性较大。公司业务专注铜产业，2017年以来铜产品业务占比始终在80%以上，是公司营收的核心来源。2022年公司铜产品实现营业收入1050.8亿元，占全部营业收入的86.2%，黄金等副产品营业收入135.4亿元，占比11.1%，排名第二。毛利方面，2022年铜产品毛利44.3亿元，占比62%，黄金产品毛利12.6亿元，占比17.6%，化工产品由于硫酸价格的大幅上涨，盈利能力改善，以2.2%的营收占比贡献了17.6%的毛利。

图 5：营收占比分布（2017-2022）



数据来源：Wind，西南证券整理

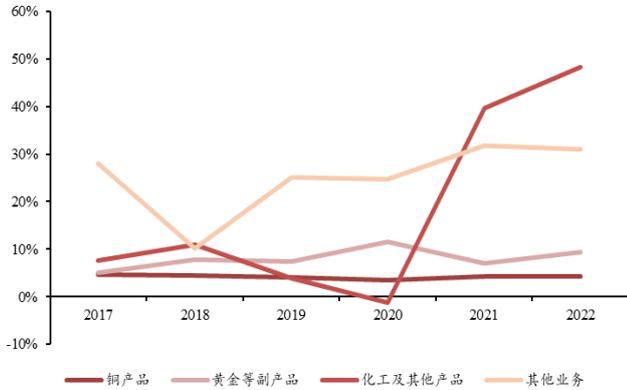
图 6：毛利占比分布（2017-2022）



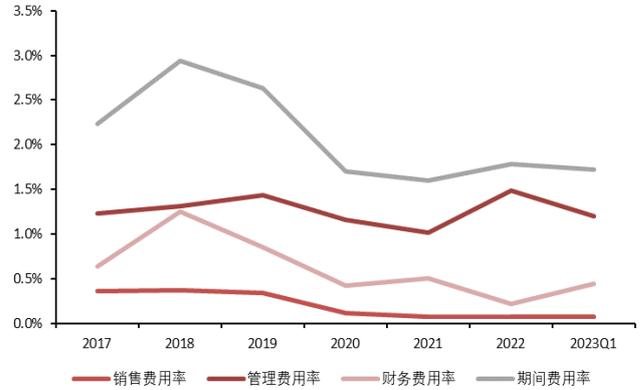
数据来源：Wind，西南证券整理

公司核心业务毛利率稳定，期间费用保持平稳。公司铜产品毛利率较为稳定，在4%左右波动，2022年公司铜产品毛利率4.2%，变动较小。化工产品毛利率由2020年的-1.3%增长到2022年48.2%，主要原因是2021年以来，硫酸价格大幅上涨，带动化工业务毛利率快速上升。公司期间费率趋于稳定，2023Q1公司的期间费用率为1.72%，较2022年下降0.06%。其中，2023Q1公司销售费用率0.08%，近两年无变化；财务费用率为0.45%，较

2022 年上涨 0.23%；管理费用率为 0.85%，较 2022 年下降 0.15%；研发费用为 0.35%，较 2022 年下降 0.13%。

图 7：分产品毛利率情况 (2017-2022)


数据来源：Wind, 西南证券整理

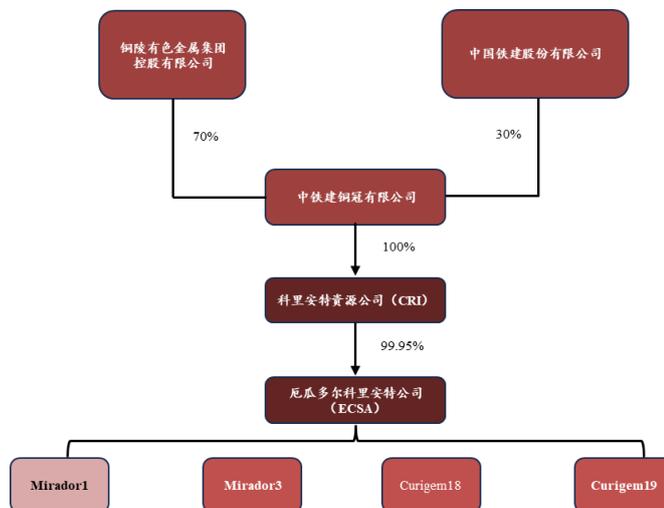
图 8：公司期间费用率 (2017-2023Q1)


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 资源冶炼齐发力，助力业绩多层次提升

2.1 米拉多资源注入，铜矿自给率提升

并购重组通过审核，米拉多助力铜资源自给率提升。2010 年 2 月中铁建铜冠公司以其全资子公司中铁建铜冠投资（加拿大）有限公司的名义，对加拿大科里安特资源公司（CRI）发起要约收购，最终于 5 月 28 日完成，CRI 的主要资产为子公司厄瓜多尔科里安特公司（ECSA）持有的位于厄瓜多尔东南部的科里安特公司下属的米拉多铜矿。2022 年 12 月公司披露筹备发行股份、可转换公司债券及支付现金的方式，购买其持有的中铁建铜冠投资有限公司 70% 股权并募集配套资金，2023 年 6 月相关交易事项通过深交所审核。作为高品质露天铜矿，米拉多资产的注入将有效提升公司铜资源自给率。

图 9：米拉多铜矿股权结构


数据来源：公司公告, 西南证券整理

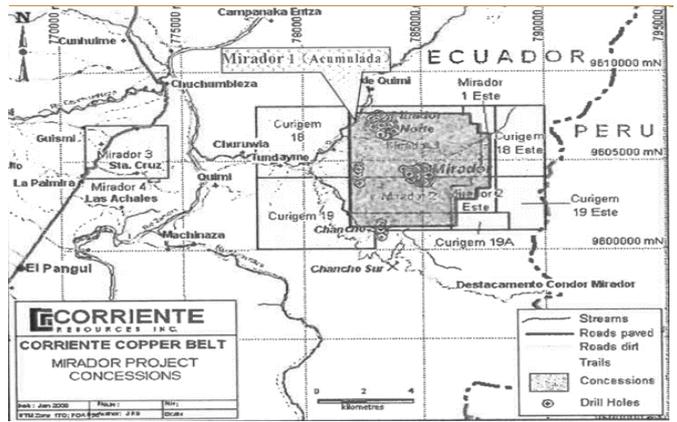
米拉多铜矿地理位置优越，铜资源品质优越。米拉多铜矿位于南美洲“赤道之国”厄瓜多尔厄萨莫拉-钦奇佩省，是科里安特铜矿带的一部分，矿山距萨莫拉河以东 10 公里，距离厄瓜多尔-秘鲁边境仅有 5-6 公里的距离，对外可通过国家公路直达基多、昆卡、瓜亚基尔等大城市和港口，交通便捷。米拉多铜矿面积约 2985 公顷，由 12 个拐点圈定，包括南、北两采场，是世界级特大铜矿。根据 2023 年 6 月发布的《厄瓜多尔科里安特公司 Mirador 1 (Acumulada) 铜矿采矿特许权评估报告》，米拉多采矿特许权范围内保有资源量总计 14.53 亿吨，评估利用可采储量 8.06 亿吨，其中米拉多矿区 5.23 亿吨，平均铜品位 0.532%，米拉多北矿区 2.82 亿吨，平均铜品位 0.462%。

图 10：米拉多铜矿地理位置图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：米拉多铜矿矿权示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

米拉多铜矿一期产量表现超预期，二期项目建设确定性较高。米拉多铜矿设计铜产能共 20 万吨/年，分为两期建设，一期设计产能 9 万吨/年，二期设计产能 11 万吨/年。米拉多铜矿一期于 2019 年 7 月 8 日投产，工程共两条采选生产线，每条生产线设计原矿石处理产能为 1000 万吨/年。2020 年末公司完成调试，2021 年进入正式生产期，当年产量达到设计产能的 67.8%。2022 年米拉多铜矿一期两条生产线均实现满产，全年原矿产量 2113.6 万吨，折合铜产量 12.12 万吨，全年达产率高达 134.7%，实际开采品味的提升助力一期铜产量超出设计预期。米拉多二期项目建设仍处于报批和工程准备阶段，二期项目在建设上不存在重大难度，沿用一期项目的工艺路线，属于项目扩产，整体具有较高确定性。

表 1：米拉多铜矿一期产能情况

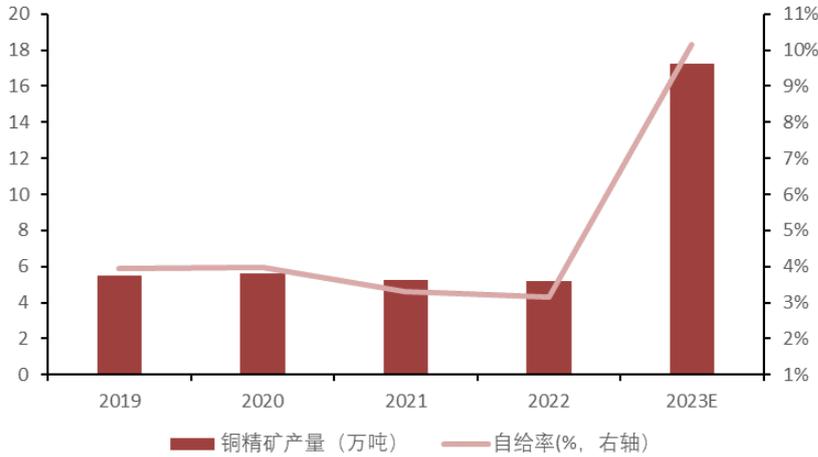
项目	2020	2021	2022
原矿设计产能 (吨)	20000000	20000000	20000000
原矿产量 (吨)	5760787	13552239	21135686
达产率 (原矿产量/设计产量)	28.80%	67.76%	105.68%
铜精矿产量 (吨)	150385	351405	495698
铜产品-含铜产量 (吨)	36909	87568	121223
铜平均品位	24.54%	24.92%	24.46%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司国内矿山产量偏低，米拉多注入将显著提升铜资源自给率。公司国内矿山包括直属公司总部的冬瓜山铜矿、安庆铜矿及由子公司运作的沙溪铜矿、凤凰山铜矿、铜山铜矿等 10 座矿山，根据公司 2022 年年报，公司生产自产铜精矿含铜 5.2 万吨，阴极铜 162.9 万吨，

自有铜资源自给率仅为 3.2%。米拉多铜矿产能注入后，以一期产量计算，公司铜资源自给率将突破 10%，二期建成满产后自给率有望继续提升。自有铜资源的提升，对改善公司盈利将起到明显的促进作用。

图 12：公司铜精矿产量及铜自给率（2019-2023E）

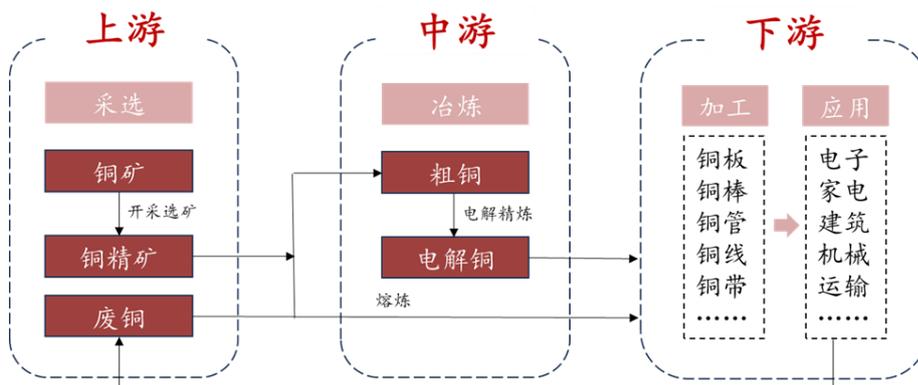


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 龙头公司再出发，冶炼产能同步扩张

公司冶炼业务以外购铜精矿冶炼为主。公司通过外购铜精矿经粗炼、精炼成阴极铜后对外销售，或通过外购粗铜经精炼成阴极铜后对外销售。公司外购铜精矿和粗铜（即原材料）的采购价格是根据阴极铜市场价格扣除议定加工费的方式确定。在该经营方式下，公司一般只获取议定的加工费，这也是铜冶炼业务的主要盈利模式。

图 13：铜产业链结构

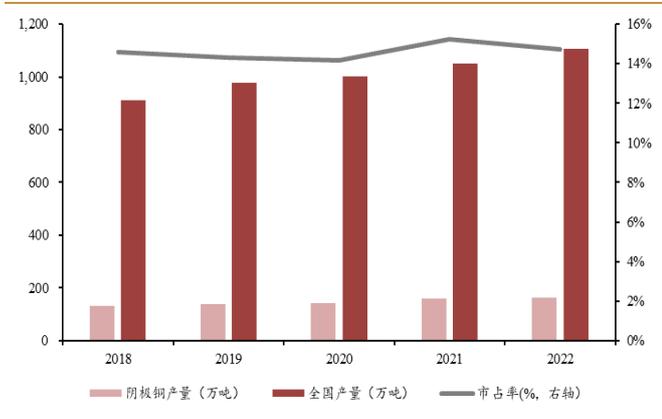


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

铜冶炼规模行业领先，冶炼产能仍在继续扩张。公司在铜矿采选、铜冶炼领域有着深厚的技术积累。2022 年公司生产阴极铜 162.87 万吨，全国阴极铜产量 1105.7 万吨，公司市场占有率高达 14.73%，仅次于江西铜业，稳居国内第二。2022 年 9 月公司公告将募投 103 亿，新建铜精矿熔炼、电解精炼、高端铜线材、烟气制酸等生产配套设施，项目建设规模为高端

铜线材产能 50 万吨/年，副产硫酸 170 万吨/年，项目建设工期 30 个月，本次扩建旨在发挥产业规模化效应，提高公司市场占有率，增强公司市场竞争力和可持续发展能力。

图 14：冶炼铜产量及市占率



数据来源：公司公告，WIND，西南证券整理

图 15：铜基新材料产业园

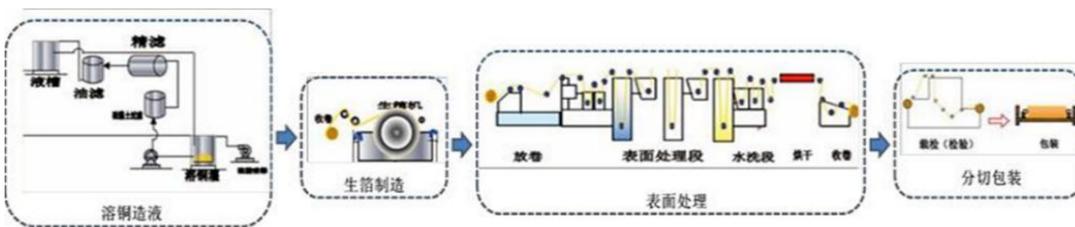


数据来源：公司官网，西南证券整理

2.3 子公司铜箔业务持续发力

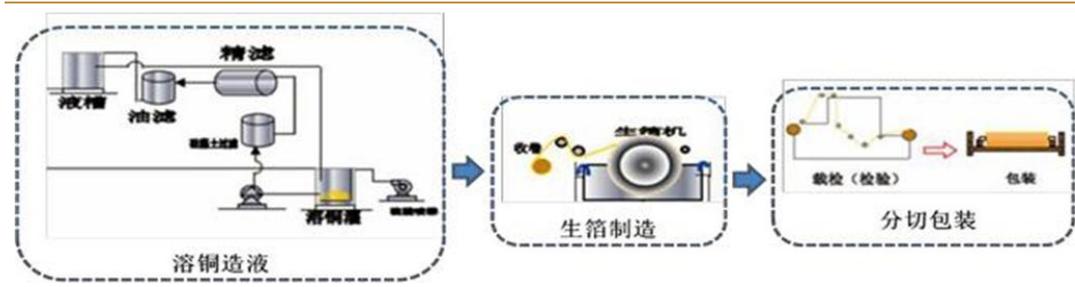
子公司铜冠铜箔主要经营 PCB 铜箔和锂电铜箔。公司的铜箔业务主要由子公司铜冠铜箔经营，其经营产品主要为 PCB 铜箔和锂电池铜箔。PCB 铜箔是制造覆铜板（CCL）、印制电路板（PCB）的主要原材料，覆铜板、印制电路板是电子信息产业的基础材料，终端应用于通信、计算机、消费电子和汽车电子等领域。锂电池铜箔是锂电池制造中的重要基础材料之一，公司的锂电池铜箔产品主要为动力电池用锂电池铜箔、数码电子产品用锂电池铜箔、储能用锂电池铜箔，最终应用在新能源汽车、电动自行车、3C 数码产品、储能系统等领域。

图 16：PCB 铜箔生产工艺图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：锂电池铜箔生产工艺图



数据来源：公司公告，西南证券整理

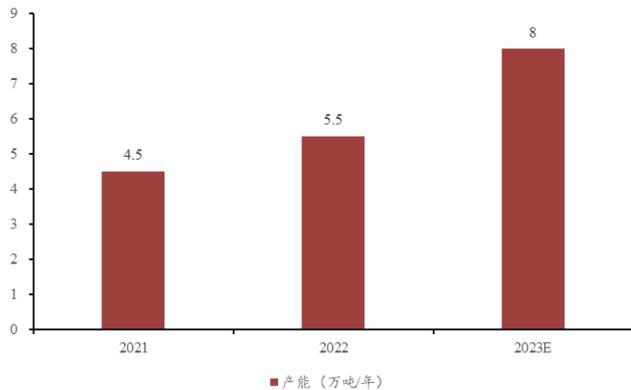
铜箔业务双核驱动，有效规避经营风险。公司产能合理分布于 PCB 铜箔和锂电池铜箔领域，公司生产的 PCB 铜箔产品主要有：高温高延伸铜箔（HTE 箔）、反转处理铜箔（RTF 箔）、高 TG 无卤板材铜箔（HTE-W 箔）和极低轮廓铜箔（HVLP 箔）等。其中 HTE-W 箔具有良好的高温抗拉、延伸性能，更强的剥离强度及耐热性能，主要应用于覆铜板中的高玻璃化温度板材；RTF 铜箔和 HVLP 铜箔系高性能电子电路中的高频高速基板用铜箔，应用于高频高速材料和较大电流薄型板材等。公司生产的锂电池铜箔主要产品规格有 4.5 μ m、6 μ m、7 μ m、8 μ m 等。公司在两个领域均具备生产高端品种的能力并积累了优质的客户资源，形成了“PCB 铜箔+锂电池铜箔”双核驱动的发展模式，能够充分享受铜箔下游行业发展红利，规避单一业务潜在的经营风险。

表 2：铜冠铜箔产品介绍

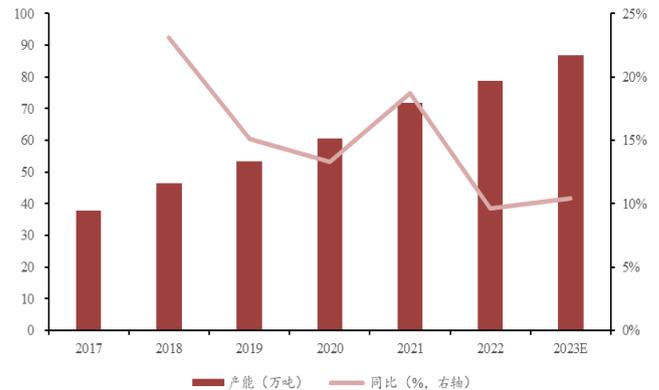
产品	产品类型/规格	主要描述	主要用途
PCB 铜箔	高温高延伸铜箔 (HTE 箔)	具有良好的高温抗拉、延伸性能、优良的耐热性和可蚀刻性、抗氧化性	用于多种类覆铜板及线路板
	高 TG 无卤板材铜箔 (HTE-W 箔)	具有更强的剥离强度和耐热性，良好的高温抗拉、延伸性能，优良的可蚀刻性和抗氧化性	用于高玻璃化温度板材
	反转处理铜箔 (RTF 箔)	采用光面粗化处理技术，具有极低的表面粗糙度，铜芽短，易于蚀刻，阻抗控制性强等特点	用于低损耗等级高频高速电路用覆铜板及对应的多层板
	极低轮廓铜箔 (HVLP 箔)	具有极低的表面粗糙度，比常规铜箔更低的表面轮廓结构，能够减少信号在高速传输中的损失、衰减，并具有优异的电路蚀刻性	用于极低损耗、超低损耗等级高频高速电路用覆铜板及对应的多层板
锂电池铜箔	4.5 μ m	双面光极薄电子铜箔，具有良好的抗拉强度和延伸率等物性指标，极低的表面粗糙度	新能源汽车、高品质 3C 数码产品、储能系统
	6 μ m	双面光极薄电子铜箔，具有良好的抗拉强度和延伸率等物性指标，极低的表面粗糙度	
	7-8 μ m	双面光超薄电子铜箔，具有良好的抗拉强度和延伸率，极低的表面粗糙度，具有优秀的表面外观质量和良好的物性指标	
	8 μ m 以上	双面光超薄电子铜箔，具有高延伸性和良好的抗拉强度，极低的表面粗糙度	动力电池、数码产品

资料来源：公司年报，西南证券整理

铜箔产能持续放量，行业地位巩固。受益于下游电子、新能源汽车蓬勃发展，铜箔需求持续扩张。据子公司铜冠铜箔 2022 年年报披露，2022 年公司的铜箔总产能已经达到 5.5 万吨，其中 PCB 标箔产能 3.5 万吨；锂电铜箔产能 2 万吨，另有在建锂电池铜箔产能 2.5 万吨/年，建成后公司铜箔总产能将达到 8 万吨。

图 18: 铜冠铜箔产能情况 (2021-2023E)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 国内电子铜箔产能及环比 (2017-2023E)


数据来源: 中商情报网, 西南证券整理

2.4 副产品种类多, 硫酸业务利润弹性大

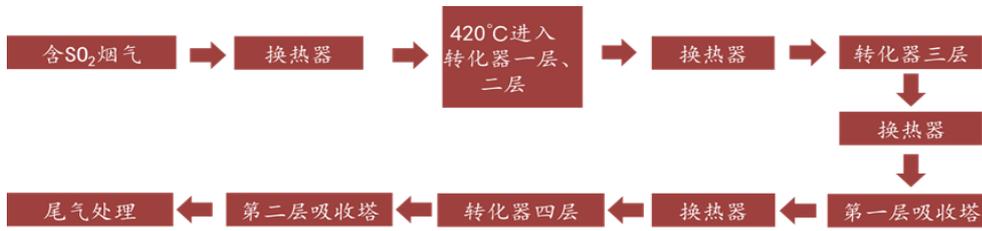
副产品产量超预期, 硫酸和黄金业务是主要组成部分。在铜产品的主营业务之外, 公司还有硫酸、黄金、白银、铁精矿和硫精矿等副产品。2022 年公司生产硫酸 495.4 万吨, 黄金 18.8 吨, 白银 512.5 吨, 铁精矿 35.7 万吨, 硫精矿 52.4 万吨, 较预期计划完成度较高。其中, 硫酸和黄金是公司最主要的副产品, 公司冶炼的黄金主要从铜精矿中提取, 按金含量的差异实施差异采购计价, 整体盈利能力高于常规的黄金冶炼业务。硫酸产品来自于铜硫矿生产的副产品, 行业下游产品主要有草酸、钛白粉、硫酸铵、硫酸锌、硫酸铜等, 应用在包括肥料、染料、药物、炸药、蓄电池、石油化工、洗涤剂等领域。

表 3: 公司副产品产量完成情况

	2022 年计划产量	2022 年实际产量	完成率
硫酸/万吨	485.1	495.38	102%
黄金/吨	14.25	18.84	132%
白银/吨	498	512.5	103%
铁精矿/万吨	34.26	35.68	104%
硫精矿/万吨	55.19	52.38	95%

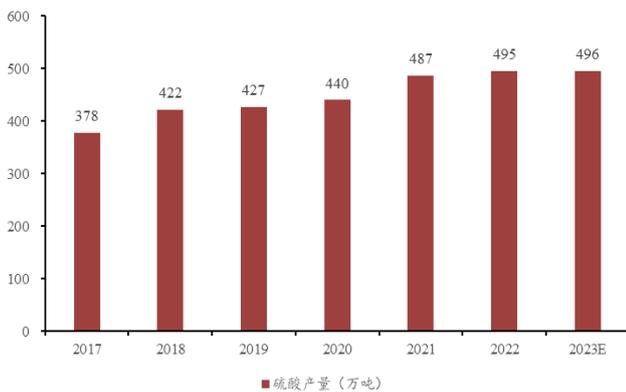
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

硫酸生产主要有三种工艺, 冶炼制酸是重要的制酸方式。硫酸生产工艺包含硫磺制酸、硫铁矿制酸和冶炼制酸三种方式。硫磺制酸是将硫磺作为基础, 以快速熔硫和液体硫磺燃烧等方法, 利用液体中高温位热能原理, 将设备进行转换得到硫酸的一种制酸方式。硫铁矿制酸是对硫铁矿进行沸腾焙烧, 其次将气体净化再吸收的模式从而生产出硫酸。冶炼制酸首先将烟气中的二氧化硫净化, 再进行干燥, 最后转化吸收从而得到硫酸的方式。根据中国硫酸工业协会统计, 2022 年冶炼制酸占比超过 35%, 未来随着有色金属冶炼产能的扩张, 冶炼制酸的占比有望继续扩大。

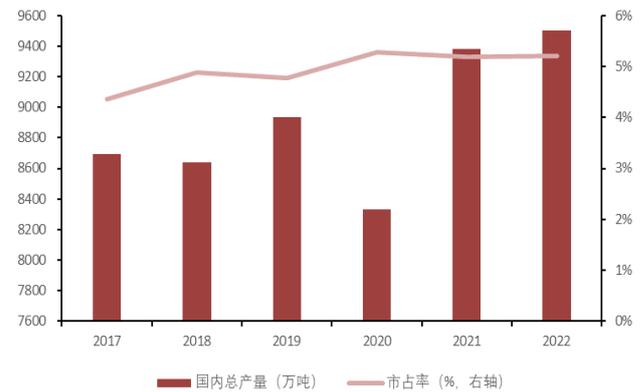
图 20：冶炼硫酸工艺流程


数据来源：西南证券整理

公司硫酸产量较大，远期市占率有望继续提升。根据 2021 华经产业研究院报告，公司硫酸产量 486.8 万吨，排名第三（第一名为云天化，第二名为江西铜业）。公司近五年市占率较为稳定，维持在 5% 水平。公司 2022 年硫酸产量 495.4 万吨，较 2021 年增长 1.8%，2023 年硫酸计划产量 496 万吨。此外，公司规划的铜基新材料项目中，包含新建 170 万吨的硫酸产能，项目投产后公司的硫酸产量和市占率有望再上新台阶。

图 21：公司硫酸产量（2017-2023E）


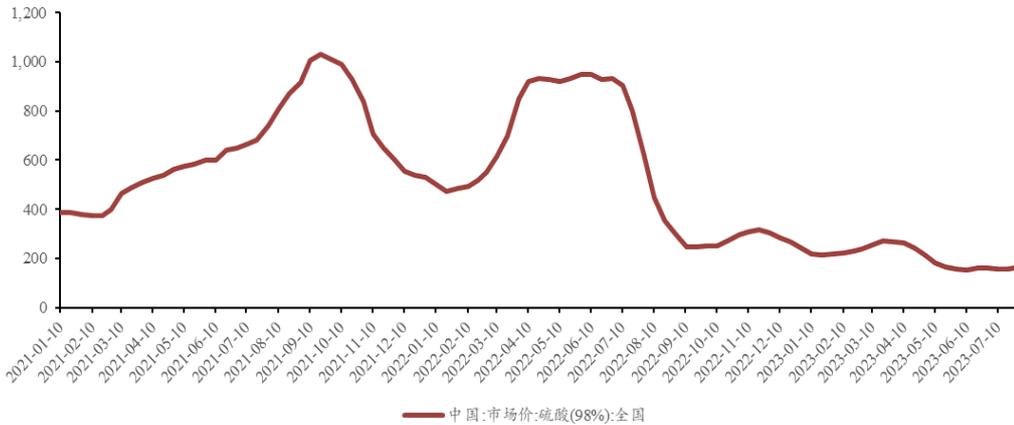
数据来源：WIND, 西南证券整理

图 22：国内硫酸产量和公司市占率（2017-2022）


数据来源：WIND, 西南证券整理

硫酸价格基本触底，价格回升有望带动业绩改善。硫酸价格的波动性较大，2021-2022 上半年期间，在环保限产和限电影响供应、需求较旺盛的背景下，硫酸价格大幅上行，价格最高攀升至 1000 元/吨之上。2022 下半年之后，随着供需矛盾的缓解，尤其是化工市场景气度的下降，硫酸价格开始持续回落。截止至 2023 年 7 月 31 日，硫酸（98%）的市场价格为 165.6 元/吨，处于历史低位，也基本接近冶炼企业的生产成本线。预计下半年国内化肥秋季市场启动以及化肥出口的改善有望提振硫酸需求，硫酸价格或呈现稳中有升的趋势，助力公司化工板块的业绩改善。

图 23: 硫酸价格变动 (元/吨)



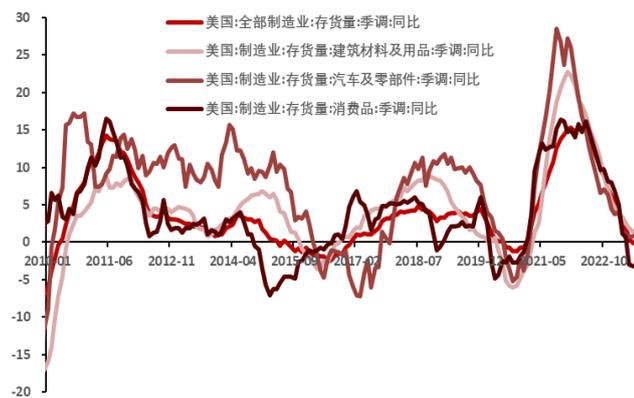
数据来源: WIND, 西南证券整理

3 铜价中枢有望保持高位，矿冶平衡点后移

3.1 铜价中枢有望保持高位

中美制造业库存周期切换有望带动新一轮需求周期。制造业是基本金属重要的需求行业之一，中美制造业库存周期和基本金属的价格周期重合度较高。2009-2011 年间中美制造业的共振补库周期对应基本金属长达两年的价格上行；2012-2015 年间制造业缓慢去库下，金属价格整体进入下行周期；2016-2018 年的补库周期带动金属价格再度走高；2020-2021 年疫情后的制造业大幅补库，带动工业金属再度进入牛市。2022 年初中美制造业先后进入去库周期，基本金属价格也见顶回落，当前制造业库存增速已经接近底部，去库周期对金属价格的利空压制逐渐放缓，向补库周期切换有望带动需求周期性回升。

图 24: 美国制造业库存同比变化 (%)



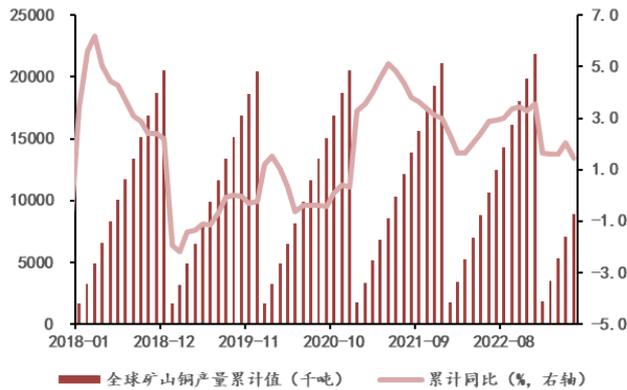
数据来源: 美联储, 西南证券整理

图 25: 中国工业企业库存

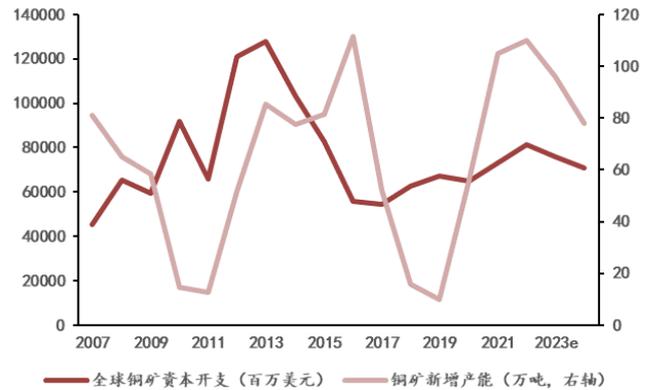


数据来源: CME, 西南证券整理

铜矿供给增速放缓，长期缺乏增量释放。据 ICSG 统计，2023 年 1-5 月全球矿山铜产量增速 1.44%，增速低于市场预期，智利作为全球铜供给的主要贡献地，1-5 月铜产量同比下降 5.6%，是拖累全球产量释放的重要原因。远期来看，全球铜矿资本开支不足，供给增速边际下滑。全球矿山资本开支在 2009-2011 年的牛市周期中大幅提升，随后伴随着铜价走熊，资本开支也进入了长达五年的下行周期。本轮铜价大涨后，海外矿山的资本开支有小幅提升，但相较于上轮周期幅度较低。2023-2025 年全球矿山产量增速逐年下滑，2025 年之后由于全球矿山投资的减少带来新项目的匮乏，加之品味下降、资源枯竭等问题，铜矿产量远期增长乏力。

图 26：全球铜矿产量变动


数据来源：ICSG，西南证券整理

图 27：全球铜矿资本开支


数据来源：Bloomberg，西南证券整理

年内精炼铜供需维持紧平衡格局，金融属性利好价格向上。基于对国内新增冶炼产能的统计，我们给予 2023 年国内精炼铜产量 6.8% 的增速，假定精炼铜进口相对稳定，年内原生铜总供应增速为 4.4%。合理赋予主要需求领域增速后，推算 2023 年精炼铜需求增速 4.7%，年内精炼铜市场整体处于紧平衡格局，将对铜价起到托底支撑的作用。从年内铜价的驱动来看，金融属性对价格的影响仍然突出，美联储加息进入尾声，降息周期的开启有望带动美元和美债收益率向下，铜的金融属性有望提振向上。

表 4：中国铜供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
铜需求 (万吨)	1205	1291	1361	1401	1467	1510	1557
yoy	0.5%	7.1%	5.4%	3.0%	4.7%	2.9%	3.1%
精炼铜产量 (万吨)	894	930	998	1028	1098	1138	1178
yoy	2.4%	4.0%	7.3%	3.0%	6.8%	3.6%	3.5%
铜净进口 (万吨)	313	431	317	365	360	360	360
yoy	-6.8%	37.7%	-26.5%	15.1%	-1.4%	0.0%	0.0%
国储调节 (万吨)	0	-55	11	0	0	0	0
总供应 (万吨)	1207	1306	1326	1393	1454	1498	1528
yoy	-0.2%	8.2%	1.5%	5.1%	4.4%	3.0%	2.0%
供需缺口	2	70	-46	-8	-7	-9	-16

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 矿冶平衡点后移，加工费保持高位

铜精矿加工费维持高位，矿冶平衡点后移。 铜精矿的加工费是衡量铜矿供应相对于铜冶炼产能需求的松紧程度的主要指标，受新冠疫情影响，海外铜矿供给在 2020 年受限，矿端相对冶炼供给的不足导致 2020-2021 上半年铜精矿周度加工费持续走低，长单 TC 落在在 60 美金左右的成本线附近。2021 下半年后，随着全球铜矿供给的修复，以及铜冶炼产能释放相对缓慢，矿冶平衡开始向矿的宽松倾斜，加工费持续走高。2023 年长单加工费确定为 88 美元，8 月智利矿商安托法加斯塔(Antofagasta)和中国冶炼厂达成协议，将在 2024 年以 88 美元/吨和 8.8 美分/磅的处理/精炼费(TC/RC)向中国供应铜精矿，和 2023 年的加工费水平保持一致，这也暗示相对于冶炼产能而言，铜精矿的供应在 2024 年仍将维持相对宽松的水平，铜矿供给增速放缓对加工费的影响将在更远的周期体现，矿冶的平衡时间后移，高 TC 利于冶炼行业的利润保持高位。

表 5：全球矿冶平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球原生铜产量 (万吨)	1999	2063	2075	2155	2235	2305	2385
yoy	-0.2%	3.2%	0.6%	3.8%	3.7%	3.1%	3.5%
其中，中国	894	930	998	1028	1098	1138	1178
yoy	2.4%	4.0%	7.3%	3.0%	6.8%	3.6%	3.5%
其中，海外	1105	1133	1077	1127	1137	1167	1207
yoy	-2.2%	2.6%	-4.9%	4.6%	0.9%	2.6%	3.4%
折算全球铜精矿需求 (万吨)	2039	2105	2118	2199	2281	2352	2434
全球铜精矿产量 (万吨)	2057	2063	2104	2210	2323	2404	2446
yoy	0.0%	0.3%	1.9%	5.1%	5.1%	3.5%	1.7%
全球矿冶平衡 (万吨)	18	-42	-14	11	42	52	12
铜精矿长单 TC (美元)	80.8	62.0	59.5	65.0	88.0	88.0	70.0

数据来源：WIND，西南证券整理

图 28：铜精矿长单粗炼费 (TC) 变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 29：铜精矿加工费周度指数变化



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1:按公司产量指引及扩产计划,我们假设 2023-2025 年公司自有铜产量为 17/17/24 万吨,阴极铜总销量为 170/175/210 万吨,子公司铜箔总销量为 4.6/6/7.5 万吨;假设公司阴极铜销售均价为 67500/68000/68000 元/吨,铜箔平均加工费每年维持 22000 元/吨,铜精矿 TC 为 88/88/70 美元/吨。

假设 2: 根据公司产量指引及扩产计划,假定 2023-2025 年黄金销量为 16.4/16.7/20.1 吨,黄金价格为 435/450/450 元/克;假定硫酸销量为 496/506/656 万吨,硫酸年度均价为 285/300/300 元/吨。

基于以上假设,我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
铜产品	收入	105081	115762	120320	144450
	增速	-8.1%	10.2%	3.9%	20.1%
	毛利率	4.2%	6.7%	6.6%	6.7%
黄金等副产品	收入	13543	13414	13808	15313
	增速	12.5%	-0.9%	2.9%	10.9%
	毛利率	9.3%	8.7%	8.6%	9.1%
化工及其他产品	收入	2621	1414	1518	1968
	增速	-30.9%	-46.1%	7.4%	29.7%
	毛利率	48.2%	1.4%	4.5%	2.6%
其他	收入	600	606	612	618
	增速	-33.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	30.8%	31.0%	31.0%	31.0%
合计	收入	121845	131196	136258	162350
	增速	-7.0%	7.7%	3.9%	19.1%
	毛利率	5.9%	7.0%	6.9%	6.9%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

鉴于公司是一个铜资源自给率持续提升的冶炼公司,我们选取两家典型的铜冶炼公司江西铜业和云南铜业、一家新收购铜矿山资源的公司中金岭南、以及头部铜矿山企业紫金矿业这四家公司作为可比公司,四家公司 2024 年平均 PE 为 10.6 倍,基本代表铜行业的平均估值水平。我们给予公司 2024 年 10 倍 PE,对应目标价 3.9 元,首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 9 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600362.SH	江西铜业	19.86	1.73	1.86	1.93	1.98	10.96	10.65	10.28	10.01
000878.SZ	云南铜业	11.80	0.90	1.21	1.35	1.40	12.36	9.79	8.75	7.94
000060.SZ	中金岭南	5.65	0.32	0.42	0.49	0.58	17.60	13.54	11.64	9.52
601899.SH	紫金矿业	12.87	0.26	0.33	0.38	0.42	17.50	13.99	11.53	9.58
平均值							14.60	11.99	10.55	9.26

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

铜价大幅下跌风险，增产不及预期风险，海外运营风险，收购资产不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	121845.47	131196.46	136258.30	162350.28	净利润	3180.24	4563.29	4777.81	5764.03
营业成本	114704.92	122066.27	126817.69	151106.96	折旧与摊销	1592.19	1771.87	1771.87	1771.87
营业税金及附加	362.80	408.70	426.51	505.62	财务费用	270.61	1049.57	1090.07	1298.80
销售费用	95.76	147.80	131.23	155.69	资产减值损失	-1125.32	-400.00	-400.00	-400.00
管理费用	1217.87	1309.41	1332.62	1588.45	经营营运资本变动	-5408.36	-245.33	-965.05	-3555.48
财务费用	270.61	1049.57	1090.07	1298.80	其他	7834.84	79.30	-213.76	521.19
资产减值损失	-1125.32	-400.00	-400.00	-400.00	经营活动现金流净额	6344.20	6818.70	6060.94	5400.42
投资收益	221.84	200.00	200.00	200.00	资本支出	-1731.34	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	20.86	7.41	11.88	11.88	其他	-167.69	266.59	252.84	253.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1899.03	-233.41	-247.16	-246.98
营业利润	4005.77	6022.11	6272.06	7506.64	短期借款	4028.63	223.45	227.92	232.48
其他非经营损益	-2.66	-5.44	-7.22	-5.87	长期借款	2645.80	1000.00	1000.00	1000.00
利润总额	4003.11	6016.67	6264.84	7500.77	股权融资	1972.57	0.00	0.00	0.00
所得税	822.87	1453.38	1487.03	1736.74	支付股利	-1052.65	-546.07	-783.55	-820.39
净利润	3180.24	4563.29	4777.81	5764.03	其他	-7684.77	-632.83	-1350.17	-1642.12
少数股东损益	449.87	645.52	675.87	815.38	筹资活动现金流净额	-90.42	44.54	-905.80	-1230.03
归属母公司股东净利润	2730.37	3917.77	4101.95	4948.66	现金流量净额	4377.32	6629.84	4907.98	3923.41
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10272.53	16902.37	21810.35	25733.76	成长能力				
应收和预付款项	9173.31	9585.86	9974.66	11952.30	销售收入增长率	-7.01%	7.67%	3.86%	19.15%
存货	17167.59	18291.76	19427.75	22945.71	营业利润增长率	-11.57%	50.34%	4.15%	19.68%
其他流动资产	2187.98	1668.25	1693.93	1826.33	净利润增长率	-8.36%	43.49%	4.70%	20.64%
长期股权投资	818.44	818.44	818.44	818.44	EBITDA 增长率	-17.60%	50.69%	3.28%	15.80%
投资性房地产	3.24	3.24	3.24	3.24	获利能力				
固定资产和在建工程	18874.52	17901.04	16927.55	15954.07	毛利率	5.86%	6.96%	6.93%	6.93%
无形资产和开发支出	2195.13	1896.75	1598.36	1299.98	三费率	1.30%	1.91%	1.87%	1.87%
其他非流动资产	742.98	683.79	642.83	601.69	净利率	2.61%	3.48%	3.51%	3.55%
资产总计	61435.72	67751.50	72897.11	81135.51	ROE	10.61%	13.48%	12.63%	13.47%
短期借款	11172.55	11396.00	11623.92	11856.40	ROA	5.18%	6.74%	6.55%	7.10%
应付和预收款项	10366.71	11626.46	11791.21	14100.74	ROIC	7.52%	11.10%	11.48%	13.10%
长期借款	6129.40	7129.40	8129.40	9129.40	EBITDA/销售收入	4.82%	6.74%	6.70%	6.52%
其他负债	3782.33	3757.63	3516.32	3269.07	营运能力				
负债合计	31450.99	33909.50	35060.86	38355.61	总资产周转率	2.17	2.03	1.94	2.11
股本	10526.53	10526.53	10526.53	10526.53	固定资产周转率	7.42	8.03	9.16	12.12
资本公积	4709.11	4709.11	4709.11	4709.11	应收账款周转率	56.50	58.69	58.97	62.54
留存收益	9966.79	13338.49	16656.89	20785.15	存货周转率	7.29	6.73	6.65	7.10
归属母公司股东权益	25362.39	28574.14	31892.53	36020.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.00%	—	—	—
少数股东权益	4622.34	5267.86	5943.73	6759.10	资本结构				
股东权益合计	29984.73	33842.00	37836.26	42779.90	资产负债率	51.19%	50.05%	48.10%	47.27%
负债和股东权益合计	61435.72	67751.50	72897.11	81135.51	带息债务/总负债	55.01%	54.63%	56.34%	54.71%
					流动比率	1.60	1.80	2.01	2.18
					速动比率	0.89	1.09	1.27	1.38
					股利支付率	38.55%	13.94%	19.10%	16.58%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	5868.57	8843.55	9134.00	10577.31	每股收益	0.26	0.37	0.39	0.47
PE	12.57	8.76	8.37	6.93	每股净资产	2.41	2.71	3.03	3.42
PB	1.35	1.20	1.08	0.95	每股经营现金	0.60	0.65	0.58	0.51
PS	0.28	0.26	0.25	0.21	每股股利	0.10	0.05	0.07	0.08
EV/EBITDA	7.01	4.14	3.62	2.84					
股息率	3.07%	1.59%	2.28%	2.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
