

项目建设提质提速产量稳步提升，减值计提影响利润释放

2023 年 03 月 31 日

➤ **事件概述：**公司发布 2022 年报：2022 年，公司实现营收 4799.38 亿元，同比增长 8.4%；归母净利润 59.94 亿元，同比增长 6.4%；扣非归母净利 54.17 亿元，同比减少 23.6%。2022Q4，公司实现营收 1117.80 亿元，同比增长 5.9%、环比减少 1.0%；归母净利润 12.65 亿元，同比增长 12.1%、环比增长 0.3%；扣非归母净利 15.56 亿元，同比增长 38%、环比增长 40.9%。

➤ **点评：**项目建设提质提速产量稳步提升，减值计提影响利润释放

2022 年归母净利润同比增长 6.4%，单季度看，Q4 归母净利润同比增长 12.1%、环比增长 0.3%，投资收益、减值是影响公司利润的重要因素。业绩同比增长主要得益于其他/投资收益等同比增加 30.36 亿元，减值损失等同比减少 7.15 亿元，费用及税金同比减少 2.69 亿元，少数股东损益同比减少 1.83 亿元。

① **量：2022 年公司产量同比稳步提升。**2022 年，公司加速推进重点项目建设，相关项目高效建成投产，公司各产品产量基本都达到年初产量指引目标。2022 年，公司自产铜精矿产量约 20.44 万吨，同比增长 1.0%；阴极铜产量约 184 万吨，同比增长 3.2%；公司黄金产量约 89 吨，同比增长 23.9%；公司白银产量约 1233 吨，同比增长 9.7%；公司硫酸产量约 542 万吨，同比增长 2.2%；公司铜加工产品产量约 177 万吨，同比增长 7.01%。

② **价：2022 年毛利率同比略微下行。**受商品价格下行影响，公司 2022 年毛利率同比下降 0.98pct 到 2.99%。2022Q4，由于金属价格回暖，公司毛利率环比提升 1.28pct 到 3.17%。

③ **减值计提：2022 年公司共计提减值 11.9 亿元，影响归母净利润约 9.45 亿元。**其中计提存货跌价准备 7.61 亿元，包括子公司恒邦股份所计提的存货跌价准备 7815 万元，计提信用减值准备合计 2.85 亿元，对固定资产、在建工程及无形资产计提减值准备合计 1.45 亿元。

➤ **未来核心看点：铜全产业链布局，冶炼加工产能国内领先**

① **公司业务布局覆盖勘探、采矿、选矿、冶炼、加工等全产业链，拥有一体化优势。**公司为国内最大的综合性铜生产企业，已形成以黄金和铜的采矿、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。

② **公司是国内最大的铜生产基地，冶炼加工产能国内领先。**公司为国内最大的铜生产基地，拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿，公司年产铜精矿含铜超过 20 万吨。公司阴极铜产量超过 170 万吨/年，旗下的贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂，公司年加工铜产品超过 170 万吨，为国内最大的铜加工生产商。

➤ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司归母净利润为 61.88、62.61、63.63 亿元，EPS 分别为 1.79、1.81 和 1.84 元，对应最新股价（3 月 31 日）的 PE 分别为 11X/11X/11X，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**铜、金等金属价格下跌，项目进展不及预期，汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	479938	496073	500692	505274
增长率 (%)	8.4	3.4	0.9	0.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	5994	6188	6261	6363
增长率 (%)	6.4	3.2	1.2	1.6
每股收益 (元)	1.73	1.79	1.81	1.84
PE	11	11	11	11
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

19.79 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

研究助理 李挺

执业证书：S0100122090040

邮箱：liting@mszq.com

目录

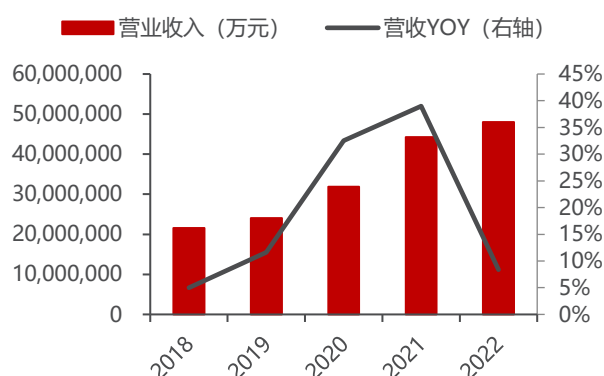
1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 点评：项目建设提质提速产量稳步提升，减值计提影响利润释放	4
2.1 产量稳步提升，商品价格下行毛利承压	4
2.2 铜保有资源量同比增加，产能利用率基本保持高位	9
3 核心看点：铜全产业链布局，冶炼加工产能国内领先	11
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测假设与业务拆分	12
4.2 估值分析	14
4.3 投资建议	14
5 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 事件：公司发布 2022 年年报

公司发布 2022 年报：2022 年，公司实现营收 4799.38 亿元，同比增长 8.4%；归母净利润 59.94 亿元，同比增长 6.4%；扣非归母净利润 54.17 亿元，同比减少 23.6%。

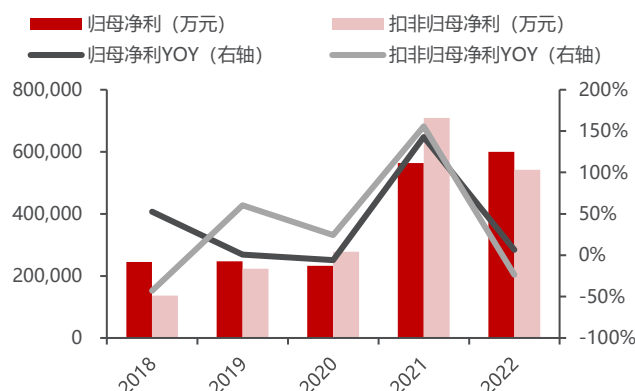
2022Q4，公司实现营收 1117.8 亿元，同比增长 5.9%、环比减少 1.0%；归母净利润 12.65 亿元，同比增长 12.1%、环比增长 0.3%；扣非归母净利润 15.56 亿元，同比增长 38.0%、环比增长 40.9%。

图1：2022 年公司实现营收 4799.38 亿元



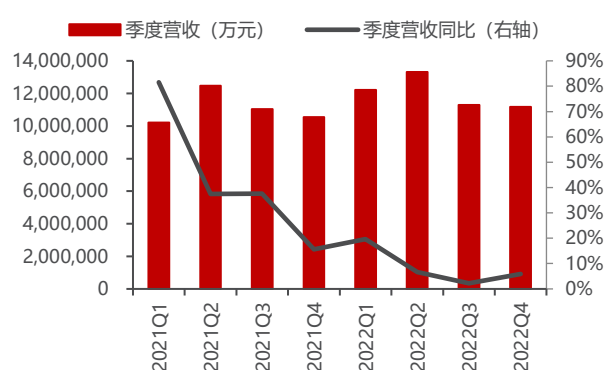
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年公司实现归母净利润 59.94 亿元



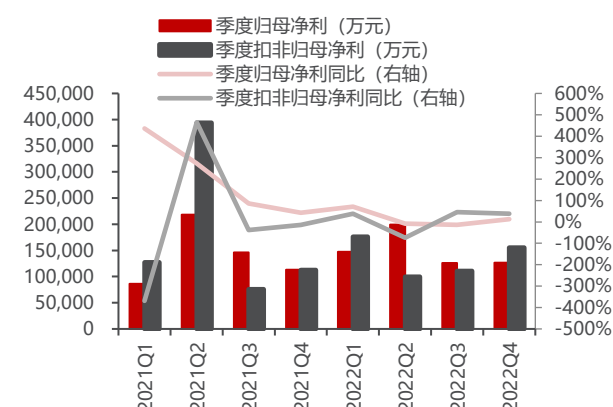
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4 公司实现营收 1117.8 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4 公司实现归母净利润 12.65 亿元



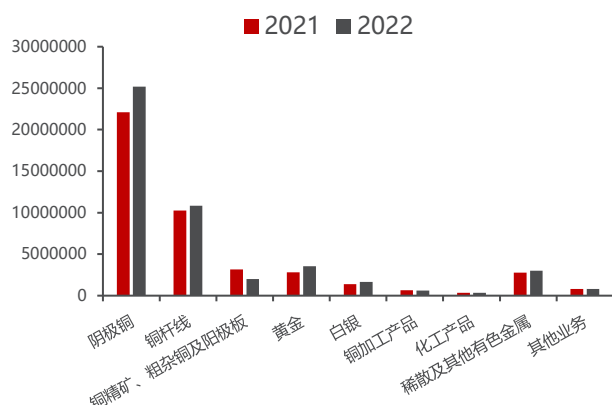
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评: 项目建设提质提速产量稳步提升, 减值计提影响利润释放

2.1 产量稳步提升, 商品价格下行毛利承压

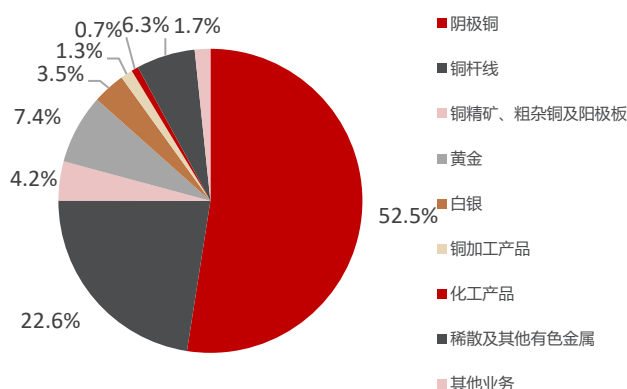
公司营收分产品结构基本稳定。从公司 2022 年营收分产品结构来看, 阴极铜占比最大, 达 52.5%, 同比提升 2.5pct; 铜杆线次之, 占比达 22.6%, 同比下降 0.6pct; 黄金占比达 7.4%, 同比提升 1pct; 稀散及其他有色金属占比达 6.3%, 同比持平; 铜精矿、粗杂铜及阳极板占比 4.2%, 同比下降 2.9pct; 白银占比 3.5%, 同比提升 0.3pct; 铜加工产品占比 1.3%, 同比下降 0.2pct, 化工产品占比 0.7%, 同比持平。

图5: 公司分产品营收变化 (2021 vs 2022)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 2022 年分产品营收占比结构



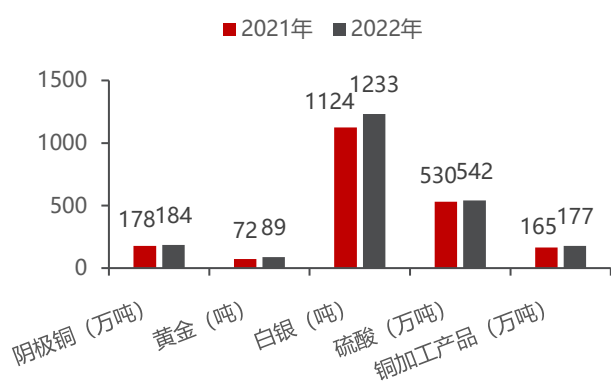
资料来源: wind, 民生证券研究院

量: 公司各产品产量基本都达到年初产量指引目标。2022 年, 公司阴极铜产量约 184 万吨, 同比增长 3.2%, 达到年初产量指引的 103.6%, 销量约 183 万吨, 同比增长 2.8%; 公司黄金产量约 89 吨, 同比增长 23.9%, 达到年初产量指引的 95.5%, 销量约 89 吨, 同比增长 21.5%; 公司白银产量约 1233 吨, 同比增长 9.7%, 达到年初产量指引的 104.2%, 销量约 1223 吨, 同比增长 4.6%; 公司硫酸产量约 542 万吨, 同比增长 2.2%, 达到年初产量指引的 108.3%, 销量约 539 万吨, 同比增长约 2.3%; 公司铜加工产品产量约 177 万吨, 达到年初产量指引的 97.1%, 销量约 177 万吨, 同比增长 6%; 公司自产铜精矿产量约 20.44 万吨, 同比增长 1.0%, 达到年初产量指引的 101.3%。公司各产品产量基本都达到年初产量指引目标, 主要系公司加速推进重点项目建设, 相关项目高效建成投产, 包括江西上饶工业园区 22 万吨/年铜杆及 3 万吨/年铸造新材料项目实现提前竣工投产, 银山矿业井下 8000 吨/日深部挖潜扩产技术改造项目、恒邦股份高纯材料研发及

产业化（一期）项目统筹推进实现如期达产，江铜清远 10 万吨/年阴极铜改扩建项目、烟台国兴 18 万吨/年阴极铜节能减排项目顺利建成投产，公司产业布局得到进一步优化。

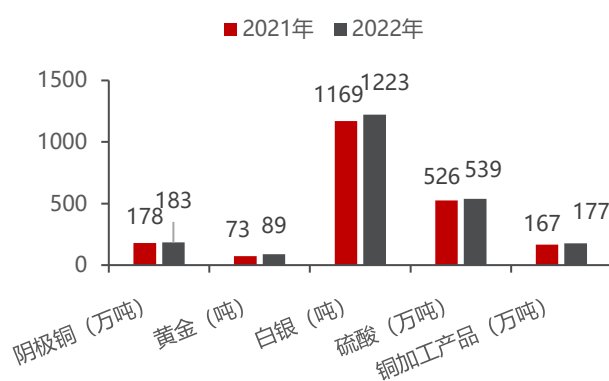
2023 年公司产量指引：生产阴极铜 207 万吨，同比增长 12.5%，生产黄金 98.5 吨，同比增长 10.9%，生产白银 1289 吨，同比增长 4.6%，生产硫酸 564 万吨，同比增长 4.1%，生产铜加工材 201 万吨，同比增长 13.7%，自产铜精矿 20.05 万吨，同比下降 1.9%。

图7：公司分产品产量变化（2021 vs 2022）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：公司分产品销量变化（2021 vs 2022）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：2022 年产量完成情况以及 2023 年产量指引

产品	2022 年产量指引	2022 年产量	2022 年产量目标完成情况	2023 年产量指引	2023 年增速
阴极铜 (万吨)	177.50	183.94	103.6%	207.00	12.5%
黄金 (吨)	93.00	88.80	95.5%	98.50	10.9%
白银 (吨)	1183.00	1232.72	104.2%	1289.00	4.6%
硫酸 (万吨)	500.00	541.64	108.3%	564.00	4.1%
铜加工产品 (万吨)	182.00	176.74	97.1%	201.00	13.7%
铜精矿	20.17	20.44	101.3%	20.05	-1.9%

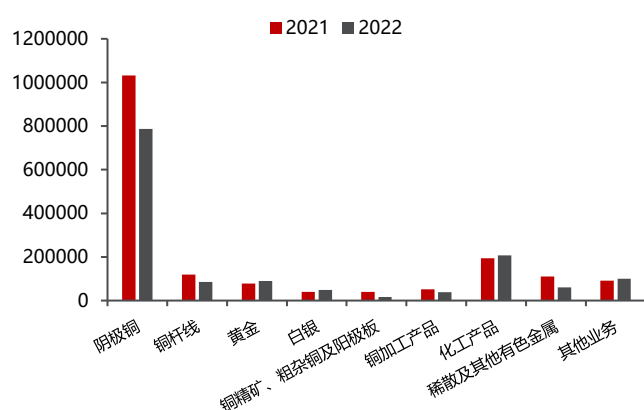
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司毛利分产品结构基本稳定。从公司 2022 年毛利分产品结构来看，阴极铜占比最大，达 54.9%，同比下降 3.8pct；化工产品次之，占比达 14.5%，同比提升 3.4pct；黄金占比达 6.3%，同比提升 1.8pct；铜杆线占比 6.0%，同比下降 0.8pct；稀散及其他有色金属占比达 4.2%，同比下降 2.1pct；白银占比 3.4%，同比提升 1.2pct；铜加工产品占比 2.6%，同比下降 0.3pct；铜精矿、粗杂铜及阳极板占比 1.2%，同比下降 1.1pct。

价：阴极铜和白银 2022 年均价同比下跌，黄金 2022 均价同比基本持平，多数产品毛利率同比下降。2022 年，由于美联储及欧洲央行加息扰动，阴极铜均价

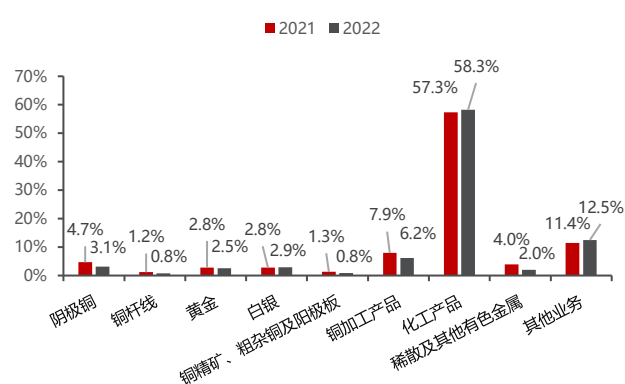
约 66900 元/吨, 同比下降 2.2%, 黄金均价约 1805 美元/盎司, 同比提升 0.4%, 白银均价约 21.80 美元/盎司, 同比下降 13.4%。分产品来看, 2022 年, 阴极铜毛利率下降 1.6pct 到 3.1%, 铜杆线毛利率下降 0.4pct 到 0.8%, 黄金毛利率下降 0.3pct 到 2.5%, 白银毛利率上升 0.1pct 到 2.9%, 铜精矿、粗杂铜及阳极板毛利率下降 0.5pct 到 0.8%, 铜加工产品毛利率下降 1.7pct 到 6.2%, 化工产品毛利率上升 1pct 到 58.3%, 稀散及其他有色金属毛利率下降 2pct 到 2%, 多数产品毛利率呈下降趋势。

图9: 公司分产品毛利变化 (2021 vs 2022)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 公司分产品毛利率变化 (2021 vs 2022)



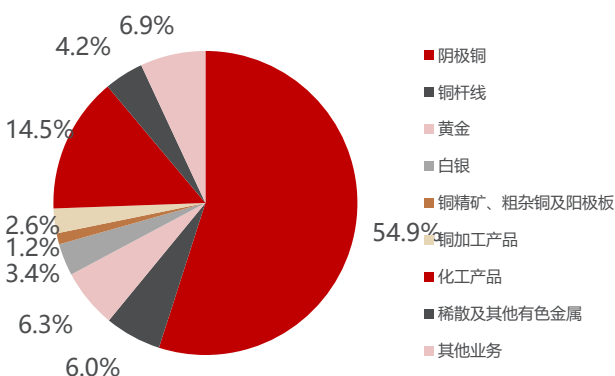
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 主要金属价格变化

产品	2021 年	2022 年	同比增长 (%)
阴极铜 (元/吨)	68401	66900	-2.2%
黄金 (美元/盎司)	1,799	1,805	0.4%
白银 (美元/盎司)	25.16	21.80	-13.4%

资料来源: wind, 民生证券研究院

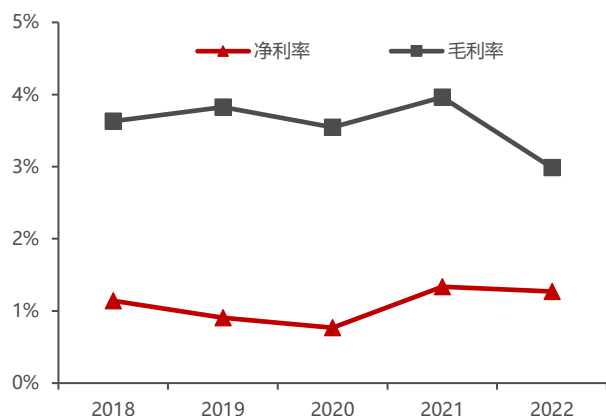
图12: 2022 公司毛利分产品结构



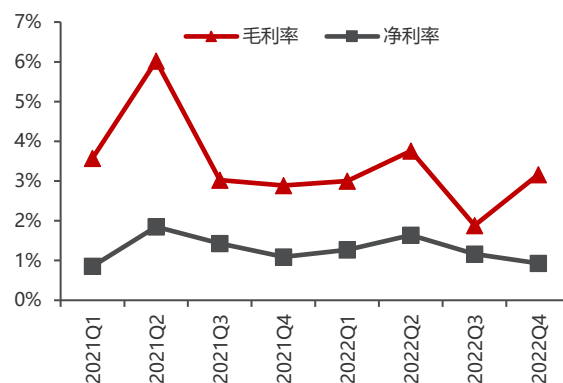
资料来源: wind, 民生证券研究院

2022 年公司毛利率下降 0.98pct 到 2.99%, 净利率下降 0.07pct 到 1.27%。

2022Q4, 由于金属价格回暖, 公司毛利率环比提升 1.28pct 到 3.17%, 公司净利率环比下降 0.24pct 到 0.93%。

图13：公司毛利率净利率情况


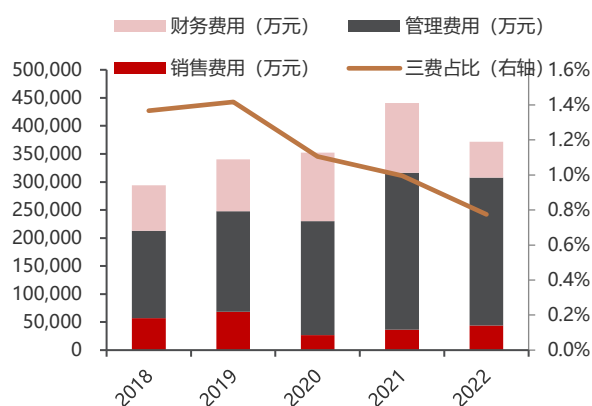
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：公司分季度毛利率净利率情况


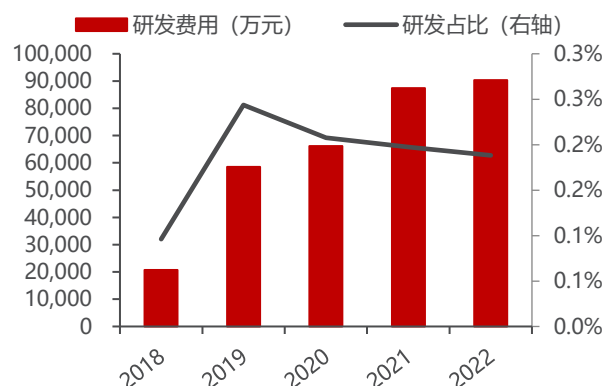
资料来源：wind，民生证券研究院

费用方面，公司管理费用、销售费用、财务费用合计占营收比重呈现逐步下降趋势，研发费用率较为平稳。2022年，公司管理费用、销售费用、财务费用合计占营收比重为0.77%，同比下降0.22pct；研发费用占营收比重为0.19%，同比基本持平。

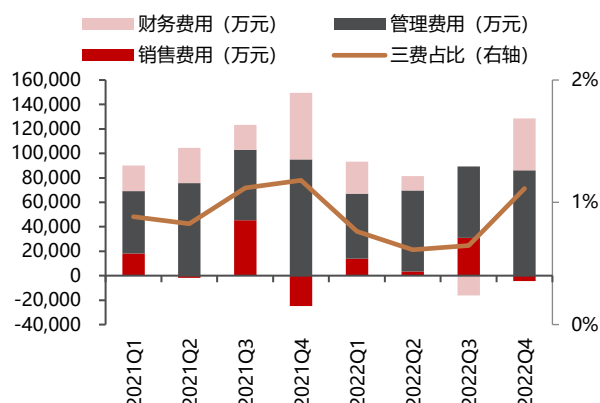
2022Q4，公司管理费用、销售费用、财务费用合计占营收比重环比提升0.5pct到1.1%，主要系四季度财务费用显著增加；公司研发费用占营收比重保持平稳。

图15：公司期间费用情况


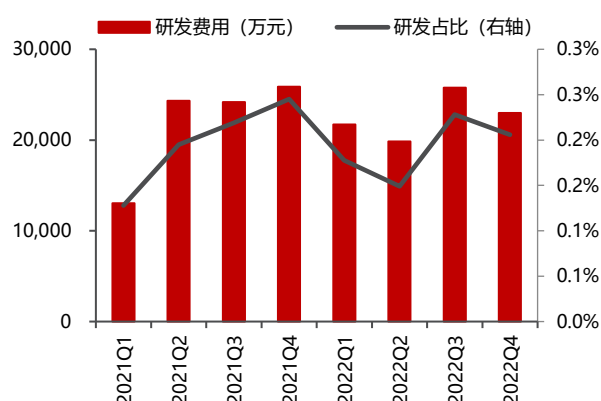
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：公司研发费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

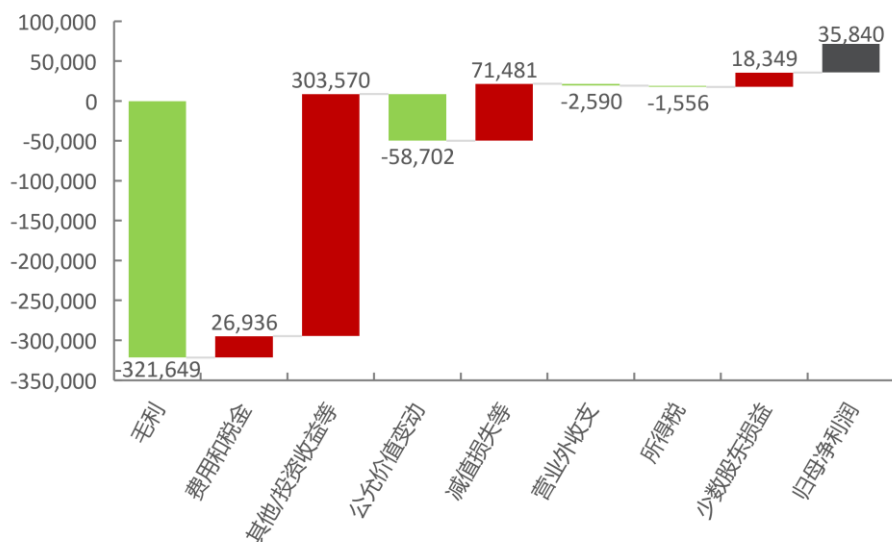
图17：公司分季度期间费用情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图18：公司分季度研发费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年，公司实现归母净利润 59.94 亿元，同比增长 6.36%。业绩同比增长主要得益于其他/投资收益等（含资产处置收益）同比增加 30.36 亿元（主要是商品期货合约平仓盈利所致），减值损失等同比减少 7.15 亿元（主要是因为公司计提资产减值准备同比较少以及应收款项下持有保全资产可变现价值的下降幅度同比较少所致），费用及税金同比减少 2.69 亿元（主要系利息收入和汇兑收益增加所致），少数股东损益同比减少 1.83 亿元。减利项主要是毛利同比减少 32.16 亿元（主要系阴极铜业务毛利减少），公允价值变动同比减少 5.87 亿元（主要是因为所采取套期保值工具商品期货合约公允价值变动损失增加所致）。

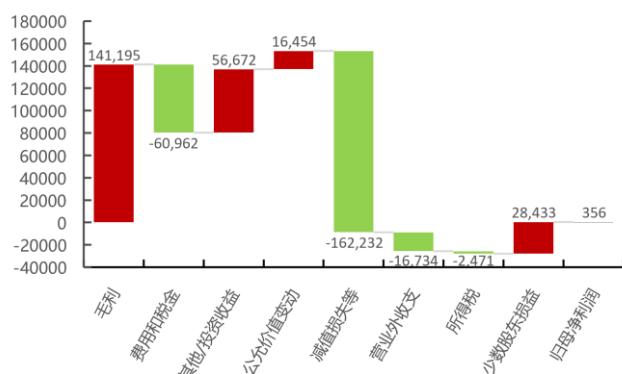
图19：2022 业绩同比变化拆分（单位：万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

同比来看, 2022Q4 v.s. 2021Q4: 2022Q4, 公司归母净利润同比增加 1.37 亿元。减少主要来自于费用和税金 (-1.38 亿元)、公允价值变动 (-9.91 亿元)、营业外收支 (-0.62 亿元); 而增利项主要来自于毛利 (+4.93 亿元)、其他/投资收益等 (+1.63 亿元)、减值损失等 (+2.33 亿元)、所得税 (+1.88 亿元)、少数股东损益 (+2.51 亿元)。

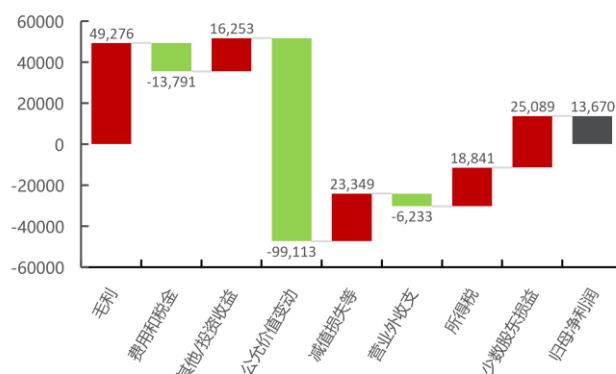
环比来看, 2022Q4 v.s. 2022Q3: 2022Q4, 公司归母净利润环比增加 356 万元。减利主要来自于费用和税金 (-6.10 亿元)、减值损失等 (-16.22 亿元)、营业外收支 (-1.67 亿元)、所得税 (-0.25 亿元); 而增利项主要在于毛利 (+14.12 亿元)、其他/投资收益 (+5.67 亿元)、公允价值变动 (+1.65 亿元) 和少数股东损益 (+2.84 亿元)。

图20: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 铜保有资源量同比增加, 产能利用率基本保持高位

公司拥有矿山资源量情况: 截至 2022 年 12 月 31 日, 公司 100%所有权的保有资源量约为铜金属 899.3 万吨, 同比增加 37.4 万吨, 金 275.9 吨, 同比减少 2.6 吨, 银 8626 吨, 同比增加 488 吨, 钼 21.0 万吨, 同比增加 1 万吨。公司联合其他公司所控制的资源按本公司所占权益计算的金属资源量约为铜 443.5 万吨, 黄金 52 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。

公司布局产能情况: **自有矿山板块,** 铜精矿设计产能合计达 20.9 万吨/年, 2022 年产能利用率约 98%; **冶炼板块,** 阴极铜设计产能合计达 168 万吨/年, 黄金设计产能合计达 75 吨/年, 白银设计产能合计达 1210 吨/年, 硫酸设计产能合计达 485 万吨/年, 2022 年产能利用率达 109%、118%、102%和 112%; **加工板块,** 铜加工设计产能合计达 173.8 万吨/年, 2022 年产能利用率为 83%。

表2：公司产能情况

公司类型	产品	公司名称	设计产能	产量	产能利用率 (%)
矿山	铜精矿含铜 (万吨)	德兴铜矿	14.24	15.61	110%
		永平铜矿	1.85	1.29	70%
		武山铜矿	1.21	1.16	96%
		城门山铜矿	1.62	1.15	71%
		银山矿业公司	1.98	1.22	62%
冶炼	阴极铜 (万吨)	贵溪冶炼厂	93	102.07	110%
		江西铜业 (清远) 有限公司	10	10.55	106%
		浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	35	42.04	120%
		山东恒邦冶炼股份有限公司	20	19.89	99%
		江铜宏源铜业有限公司	10	9.4	94%
	黄金 (吨)	贵溪冶炼厂	25	42.04	168%
		山东恒邦冶炼股份有限公司	50	46.76	94%
	白银 (吨)	贵溪冶炼厂	510	407.78	80%
		山东恒邦冶炼股份有限公司	700	824.95	118%
	硫酸 (万吨)	贵溪冶炼厂	185	198.48	107%
		江西铜业 (德兴) 化工有限公司	50	49.96	100%
		江西省江铜一瓮福化工有限责任公司	40	40.82	102%
		山东恒邦冶炼股份有限公司	130	125	96%
		浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	80	127.38	159%
加工	铜加工 (万吨)	江铜省江铜耶兹铜箔有限公司	3	2.82	94%
		江西铜业铜材有限公司	37	35.4	96%
		江西铜业集团铜材有限公司	4.2	4.67	111%
		广州江铜铜材有限公司	75	58.57	78%
		江铜-台意特种电工材料有限公司	3	2.05	68%
		江铜龙昌精密铜管有限公司	7.6	3.81	50%
		江铜华北 (天津) 铜业有限公司	44	37.71	86%

资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：铜全产业链布局，冶炼加工产能国内领先

公司业务布局覆盖勘探、采矿、选矿、冶炼、加工等全产业链环节，拥有一体化优势。公司为国内最大的综合性铜生产企业，已形成以黄金和铜的采矿、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。公司年产铜精矿含铜超过 20 万吨；公司控股子公司恒邦股份具备年产黄金 50 吨、白银 1000 吨的能力，附产电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力。

公司是国内最大的铜生产基地，冶炼加工产能国内领先。公司为国内最大的铜生产基地，最大的伴生金、银生产基地以及重要的硫化工基地，拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿。公司阴极铜产量超过 170 万吨/年，旗下的贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂。公司年加工铜产品超过 170 万吨，为国内最大的铜加工生产商。

项目建设提速提质拓展新空间。2022 年，公司江西上饶工业园区 22 万吨/年铜杆及 3 万吨/年铸造新材料项目实现提前竣工投产，银山矿业井下 8000 吨/日深部挖潜扩产技术改造项目、恒邦股份高纯材料研发及产业化（一期）项目统筹推进实现如期达产，江铜清远 10 万吨/年阴极铜改扩建项目、烟台国兴 18 万吨/年阴极铜节能减排项目顺利建成投产，推动公司产业布局进一步优化。同时公司也积极推进在建项目建设，武山铜矿三期 1 万吨/日扩建工程超额完成全年进度计划，锚定提前半年竣工投产目标，银山矿业 5000 吨/日露转坑项目高质高效加紧建设，哈萨克巴库塔钨矿项目工程建设总体有序推进。另外江西上饶工业园区 10 万吨/年锂电铜箔项目、铜箔四期 2 万吨/年高档电解铜箔改扩建项目、10 万吨/年新能源电磁线料项目、环保设备制造及 5 万吨/年资源综合回收利用项目等长远项目也都在积极前瞻布局中。伴随布局项目陆续建设达产，公司成长空间有望逐步打开。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司业务覆盖黄金和铜的采矿、选矿、冶炼、加工，以及硫化工、稀贵稀散金属提取与加工，细分业务板块主要包括阴极铜、铜杆线、铜加工品、黄金、白银、化工产品、稀散及其他有色金属以及其他业务。

阴极铜板块：2022 年公司部分阴极铜项目顺利建设完成，考虑新建成项目贡献增量以及公司所给 2023 年产量指引，2023-2025 年，假设阴极铜销量分别为 188.4 万吨、192.5 万吨、196.7 万吨，假设铜价保持稳定，铜不含税价为 60723.5 元/吨。成本端参考历史成本数据，假设冶炼加工成本等保持稳定，预计阴极铜板块毛利率基本保持平稳，2023-2025 年毛利率分别为 3.35%、3.33%、3.31%。

铜杆线和铜加工产品板块：2022 年公司部分铜加工项目顺利建设完成，考虑新建成项目贡献增量以及公司所给 2023 年产量指引，2023-2025 年，假设铜加工产品（含铜杆线）销量分别为 178.9 万吨、180.9 万吨、182.9 万吨。价格成本参考历史数据以及所假设阴极铜价格数据进行假设，毛利率基本保持平稳，2023-2025 年铜杆线毛利率为 0.78%，铜加工产品毛利率为 6.04%。

黄金和白银板块：参考 2023 年公司所给产量指引，假设 2023-2025 年公司黄金销量分别为 90.6 吨、92.6 吨、94.6 吨，白银销量分别为 1237.4 吨、1250.3 吨、1263.2 吨。价格成本端参考历史数据进行假设并保持平稳，假设 2023-2025 年黄金毛利率为 2.53%，白银毛利率为 2.93%。

化工产品板块：化工产品板块主要为硫酸和硫精矿，这里参考 2023 年公司所给产量指引进行假设，假设 2023-2025 年硫酸销量分别为 541.4 万吨、552.7 万吨、558.4 万吨。价格成本端参考历史数据进行假设并保持平稳，假设 2023-2025 年化工产品板块毛利率为 57.99%。

稀散及其他有色金属和其他业务板块：参考历史数据进行假设，假设 2023-2025 年公司稀散及其他有色金属和其他业务板块业务规模保持平稳，毛利率分别为 1.53%和 12.5%。

根据以上假设，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 4960.73 亿元、5006.92 亿元、5052.74 亿元，同比分别增加 3.4%、0.9%、0.9%，毛利率分别为 3.06%、3.06%、3.05%。

表3：公司营收分业务拆分预测

	2022	2023E	2024E	2025E
阴极铜				
收入 (万元)	251803	256600	259114	261627
YOY	13.9%	1.9%	1.0%	1.0%
毛利率	3.13%	3.35%	3.33%	3.31%
铜杆线				
收入 (万元)	108259	111316	111995	112674
YOY	5.7%	2.8%	0.6%	0.6%
毛利率	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%
铜加工产品				
收入 (万元)	6119	6251	6719	7188
YOY	-5.0%	2.1%	7.5%	7.0%
毛利率	6.17%	6.04%	6.04%	6.04%
黄金				
收入 (万元)	35533	38729	39555	40381
YOY	25.8%	9.0%	2.1%	2.1%
毛利率	2.53%	2.53%	2.53%	2.53%
白银				
收入 (万元)	16670	17088	17146	17203
YOY	18.9%	2.5%	0.3%	0.3%
毛利率	2.93%	2.93%	2.93%	2.93%
化工产品				
收入 (万元)	3554	3522	3595	3632
YOY	5.3%	-0.9%	2.1%	1.0%
毛利率	58.29%	57.99%	57.99%	57.99%
稀散及其他有色金属				
收入 (万元)	50045	54619	54619	54619
YOY	-15.5%	9.1%	0.0%	0.0%
毛利率	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%
其他业务				
收入 (万元)	7955	7949	7949	7949
YOY	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
合计				
总收入 (万元)	479938	496073	500692	505274
YOY	8.4%	3.4%	0.9%	0.9%
毛利率	2.99%	3.06%	3.06%	3.05%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司主营业务为铜产业链，故选取紫金矿业和洛阳钼业两家铜行业公司作为可比公司进行对比。按照 2023 年 3 月 31 日收盘价计算，可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 13X/11X/9X，与公司 PE 基本持平。公司拥有铜产业链一体化布局，不仅拥有国内最大的铜矿，冶炼和加工产能也是国内领先，综合考虑我们认为公司估值处于合理范围。

表4：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601899.SH	紫金矿业	12.39	0.76	0.96	1.11	1.39	16	13	11	9
603993.SH	洛阳钼业	5.99	0.28	0.48	0.59	0.64	21	12	10	9
	平均						19	13	11	9
600362.SH	江西铜业	19.79	1.73	1.79	1.81	1.84	11	11	11	11

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 3 月 31 日

4.3 投资建议

公司拥有铜产业链一体化布局，不仅拥有国内最大的铜矿，冶炼和加工产能也是国内领先，伴随重点项目提质提速建设达产，公司未来业绩增长可期。我们预计 2023-2025 年，公司归母净利润为 61.88、62.61、63.63 亿元，EPS 分别为 1.79、1.81 和 1.84 元，对应最新股价（3 月 31 日）的 PE 分别为 11X/11X/11X，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) 铜、金等金属价格下跌。公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、金、锌、银、铁矿石等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

2) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在建设，这些项目的建设仍需投入大量人力物力，可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

3) 汇率波动风险。公司采购的进口铜矿原料和海外投资普遍采用美元结算，若汇率发生较大波动，则可能导致公司产生汇兑损失，进而对公司的盈利能力产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	479938	496073	500692	505274
营业成本	465609	480870	485367	489839
营业税金及附加	1545	1597	1612	1627
销售费用	439	454	458	462
管理费用	2638	2726	2752	2777
研发费用	903	933	942	951
EBIT	8814	9390	9458	9514
财务费用	641	750	720	640
资产减值损失	-906	-879	-887	-895
投资收益	1168	0	0	0
营业利润	7646	7761	7852	7979
营业外收支	-154	-31	-31	-31
利润总额	7492	7730	7821	7948
所得税	1403	1448	1465	1488
净利润	6089	6282	6356	6460
归属于母公司净利润	5994	6188	6261	6363
EBITDA	11538	12476	12703	13187

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	32102	33153	37300	40057
应收账款及票据	4689	5157	5205	5252
预付款项	1091	1532	1546	1560
存货	38062	41241	41626	42010
其他流动资产	20745	21377	21442	21506
流动资产合计	96688	102458	107119	110386
长期股权投资	5106	5106	5106	5106
固定资产	22417	23207	23813	24395
无形资产	7441	7444	7405	7363
非流动资产合计	70642	70493	70334	69906
资产合计	167331	172951	177453	180291
短期借款	35671	35671	35671	35671
应付账款及票据	13825	13987	14118	14248
其他流动负债	23711	25629	25725	25820
流动负债合计	73207	75287	75514	75739
长期借款	6257	6257	6257	6257
其他长期负债	5916	4906	4613	2575
非流动负债合计	12173	11163	10870	8832
负债合计	85380	86450	86384	84571
股本	3463	3463	3463	3463
少数股东权益	8432	8526	8621	8718
股东权益合计	81950	86501	91069	95720
负债和股东权益合计	167331	172951	177453	180291

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.40	3.36	0.93	0.92
EBIT 增长率	-26.76	6.54	0.73	0.59
净利润增长率	6.36	3.24	1.18	1.63
盈利能力 (%)				
毛利率	2.99	3.06	3.06	3.05
净利润率	1.25	1.25	1.25	1.26
总资产收益率 ROA	3.58	3.58	3.53	3.53
净资产收益率 ROE	8.15	7.94	7.59	7.31
偿债能力				
流动比率	1.32	1.36	1.42	1.46
速动比率	0.66	0.67	0.72	0.76
现金比率	0.44	0.44	0.49	0.53
资产负债率 (%)	51.02	49.99	48.68	46.91
经营效率				
应收账款周转天数	3.40	3.90	3.90	3.90
存货周转天数	29.84	31.97	31.97	31.97
总资产周转率	2.92	2.92	2.86	2.82
每股指标 (元)				
每股收益	1.73	1.79	1.81	1.84
每股净资产	21.23	22.52	23.81	25.13
每股经营现金流	3.07	2.57	3.31	3.46
每股股利	0.50	0.52	0.52	0.53
估值分析				
PE	11	11	11	11
PB	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.73	6.98	6.51	5.91
股息收益率 (%)	2.53	2.61	2.64	2.68

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6089	6282	6356	6460
折旧和摊销	2725	3086	3244	3673
营运资金变动	-1663	-3855	-1514	-1523
经营活动现金流	10641	8896	11463	11967
资本开支	-5105	-2685	-2824	-3190
投资	-3247	0	0	0
投资活动现金流	-7719	-2685	-2824	-3190
股权募资	258	0	0	0
债务募资	3664	-1000	-500	-2000
筹资活动现金流	-9754	-5160	-4491	-6020
现金净流量	-6567	1051	4147	2757

插图目录

图 1: 2022 年公司实现营收 4799.38 亿元.....	3
图 2: 2022 年公司实现归母净利润 59.94 亿元.....	3
图 3: 2022Q4 公司实现营收 1117.8 亿元.....	3
图 4: 2022Q4 公司实现归母净利润 12.65 亿元.....	3
图 5: 公司分产品营收变化 (2021 vs 2022)	4
图 6: 2022 年分产品营收占比结构	4
图 7: 公司分产品产量变化 (2021 vs 2022)	5
图 8: 公司分产品销量变化 (2021 vs 2022)	5
图 9: 公司分产品毛利变化 (2021 vs 2022)	6
图 10: 公司分产品毛利率变化 (2021 vs 2022)	6
图 11: 主要金属价格变化.....	6
图 12: 2022 年公司毛利分产品结构.....	6
图 13: 公司毛利率净利率情况.....	7
图 14: 公司分季度毛利率净利率情况.....	7
图 15: 公司期间费用情况.....	7
图 16: 公司研发费用率情况.....	7
图 17: 公司分季度期间费用情况.....	8
图 18: 公司分季度研发费用率情况	8
图 19: 2022 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	8
图 20: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	9
图 21: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2022 年产量完成情况以及 2023 年产量指引.....	5
表 2: 公司产能情况.....	10
表 3: 公司营收分业务拆分预测.....	13
表 4: 可比公司 PE 数据对比.....	14
公司财务报表数据预测汇总.....	16

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026