

# 铜陵有色：米拉多铜矿注入，开辟新纪元

——铜陵有色深度报告

股票投资评级：买入|维持

李帅华/张亚桐

中邮证券研究所 有色新材料团队

2023年10月27日

# 投资要点

- **米拉多铜矿资源储量丰厚：**截至2022年12月，采矿特许权范围内保有资源量1453.29Mt，其中Mirador 矿区保有资源量761.19Mt，Mirador Norte矿区保有资源量692.1Mt。其中，自产铜精矿5.16万吨，自给率较低，仅为3.07%。伴随米拉多铜矿等优质资源的持续注入，公司铜精矿自给率有望大幅提升；
- **绿色智能铜基新材料项目带来产能增量：**2022年9月公司公告将投资建设绿色智能铜基新材料产业园一体化项目，项目建设产能高端铜线材50万吨/年，副产硫酸170万吨/年。用地面积总计900亩，总投资103亿元，预计于2025年年底竣工，项目建成后公司冶炼总产能将超过200万吨；
- **铜精矿加工费走高：**冶炼业务盈利能力提升。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,公司冶炼业务能力进一步提升。
- **投资建议：**预计公司2023/2024/2025年实现营业收入1326.89/1366.34/1532.41亿元 (23E下调、24/25E上调)，分别同比增长8.90%/2.97%/12.15%；归母净利润分别为42.02/44.80/59.37亿元 (23-25E 上调)，分别同比增长53.92%/6.60%/32.54%，对应EPS分别为0.33/0.35/0.47元。以2023年10月27日收盘价3.08元为基准，对应2023-2025E对应PE分别为9.28/8.71/6.57倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期，政策不确定性；项目进度不及预期等。

# 目录

- 一 铜业龙头企业，深耕行业多年
- 二 米拉多注入，开辟公司发展新格局
- 三 顺周期利好金属板块，低库存构筑底部支撑
- 四 投资建议：公司成长性好，未来可期

—

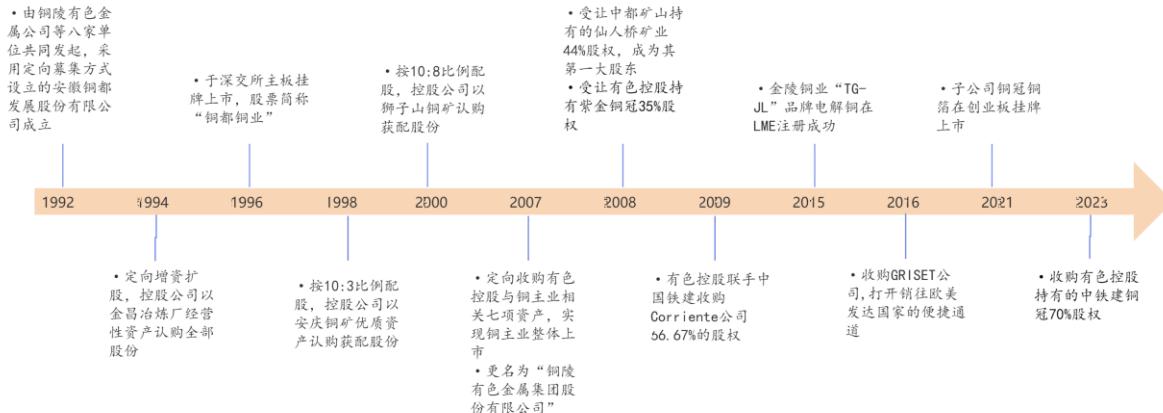
铜业龙头企业，深耕行业多年

# 深耕于铜行业，业内领先数年



- 公司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，主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜箔及铜板带等。
- 公司于1992年6月成立；1996年10月，公司在深圳证券交易所主板上市，成为中国铜工业板块第一股。
- 优质资源持续注入。2007年，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； 2023年，收购有色控股持有的中铁建铜冠70%股权。
- 2022年，公司控股子公司铜冠铜箔分拆创业板成功上市。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

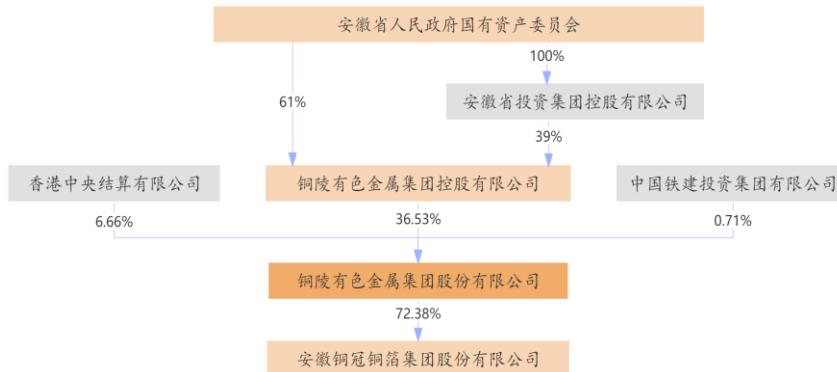
请参阅附注免责声明

# 股权：背靠国有平台，大股东实力强劲



- 背靠世界500强铜陵有色集团，实控人为安徽省国资委。公司控股股东为铜陵有色集团控股有限公司，持股比例36.53%。位列2023年《财富》世界500强排名榜单436名，已连续5年蝉联500强。公司实际控制人为安徽省国资委，持有有色控股61%的股份，并且通过安徽省投资集团间接持有有色控股39%的股份。
- 旗下子公司众多，铜产业链布局一体化。公司专注铜产业，旗下直接控股子公司21家，业务覆盖研究试验、采掘、冶炼、加工、贸易服务等上下游环节，全面布局铜产业链。其中，截至2023年上半年，公司持有子公司铜冠铜箔72.38%的股权。

图表2：公司股权结构（截止于2023年6月30日）



图表3：公司旗下公司



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

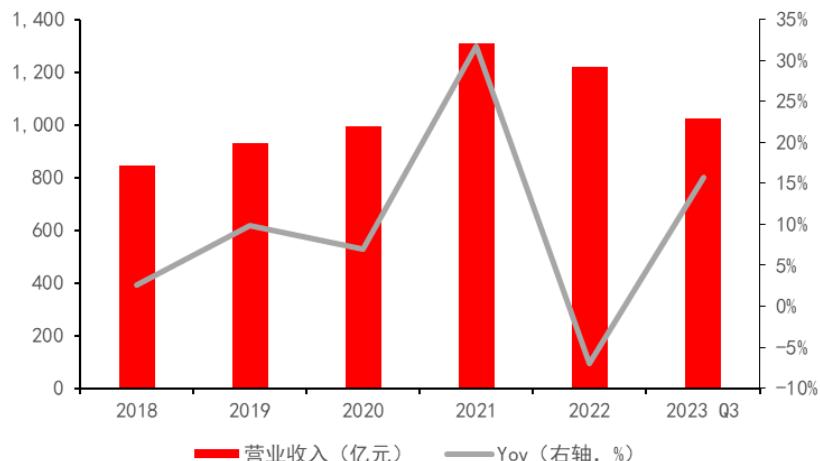
请参阅附注免责声明

# 业绩增长超预期，盈利能力不断改善

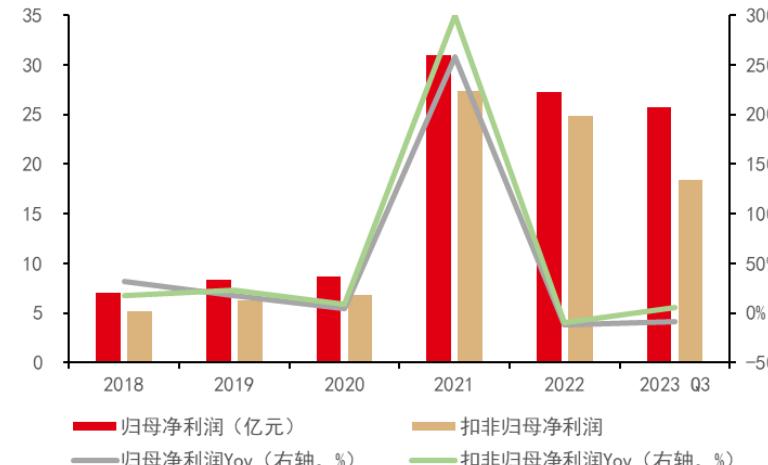


- 公司营收稳步增长，盈利能力显著改善。2022年，公司实现营业收入1218.45亿元，同比下降7.01%，实现归母净利润27.30亿元，同比下降11.96%，实现扣非归母净利润24.90亿元，同比下降9.07%。
- 2023年前三季度，公司实现营收1025.95亿元，同比增长15.69%；实现归母净利润25.76亿元，同比下降9.00%；实现扣非归母净利润18.46亿元，同比增长5.65%。其中，第三季度公司实现营业收入337.98亿元，同比增长26.31%；实现归母净利润5.23亿元，同比降低22.19%；实现扣非归母净利润4.21亿元，同比降低17.13%。

图表4：营收及同比



图表5：归母净利润及同比



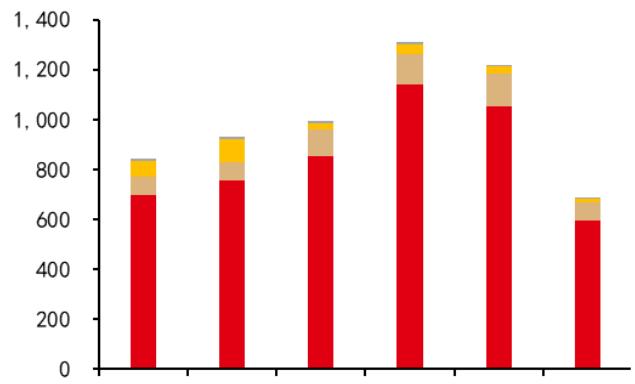
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

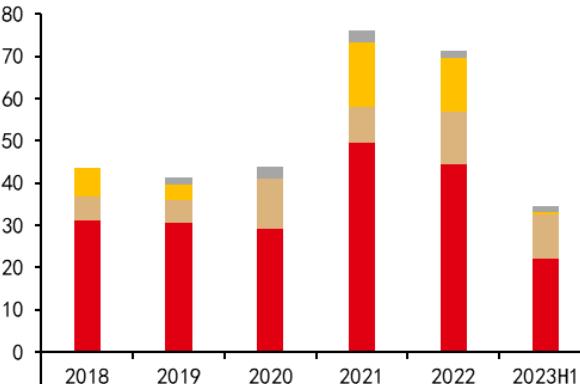
# 铜产品贡献主力利润，盈利能力持续优化

- 核心业务铜贡献营收超八成。2023年上半年，铜产品、黄金等副产品、硫酸等化工品分别贡献营收595.30/72.63/15.88亿元，分别占比86.53%、10.56%、2.31%。
- 铜产品为第一大毛利来源，化工产品利润弹性大。2023年上半年，铜产品、黄金等副产品、硫酸等化工品分别贡献毛利22.0/10.56/0.69亿元；分别同比变动+24.36%/+62.71%/-93.45%；其中，黄金等副产品毛利润近年来显著提升。
- 铜产品、黄金等副产品、硫酸化工板块的毛利率分别为3.7%/14.54%/4.34%，同比变动+0.42/+3.55/-55.77pct；受下游化肥需求增长、限产等因素影响，国内硫酸价格一度走高，后2022年下半年价格开始回调，硫酸化工板块毛利率也大幅下降。

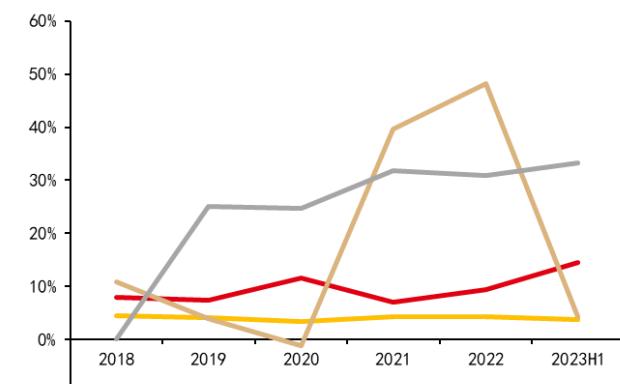
图表6：主要产品营收构成（亿元）



图表7：主要产品毛利润构成（亿元）



图表8：主要产品毛率 (%)



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

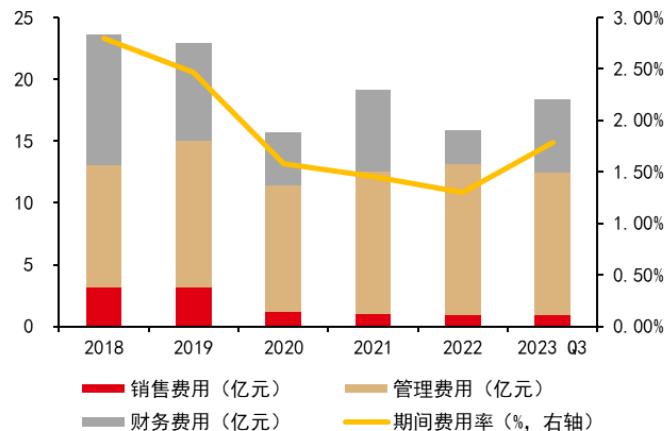
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

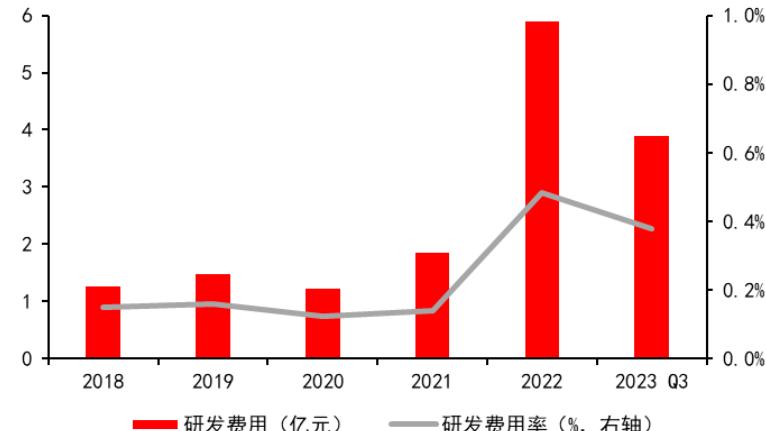
# 期间费用支出下降，公司重视研发投入

- 期间费用趋于降低，提升经营效率。公司2022年三费费用15.84亿元，同比下降17.14%，三费费用率1.30%，同比下降0.16个pct，其中销售费用0.96亿元，同比下降7.04%；管理费用12.18亿元，同比增加5.8%；财务费用2.71亿元，同比减少58.84%，主要系融资结构调整，利率下降，利息支出减少，同时本期汇兑净收益增加。
- 公司2022年研发费用5.89亿元，同比增加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，研发占比营收0.48%，同比增加0.34个pct。

图表9：三费情况



图表10：研发支出



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

二

## 米拉多注入，开辟公司发展新格局

# 铜：米拉多铜矿注入，助力更上一层楼



- 集团资源储量丰富。根据联合资信评估股份有限公司公布的《铜陵有色金属集团控股有限公司 2023 年跟踪评级报告》显示，截至 2022 年底，集团矿产资源保有金属储量分别为铜 1344.74 万吨、金 202.78 吨、银 2290.99 吨及铁 1342.70 万吨。
- 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。

图表11：铜陵集团矿产资源情况（含上市公司）

|              | 铜 (万吨)  | 硫 (万吨)  | 铁 (万吨) | 铅 (万吨) | 锌 (万吨) | 金 (吨)  | 银 (吨)   |
|--------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 冬瓜山铜矿        | 82.25   | 1094.6  | 3.26   | -      | -      | 28.36  | 431.06  |
| 安庆铜矿         | 23.97   | 101.1   | 788.7  | -      | -      | 3.52   | 141.42  |
| 铜山铜矿         | 13.96   | 349.1   | 188.6  | -      | -      | 4.37   | 93.4    |
| 天马山硫金矿       | 0.58    | 146.1   | -      | -      | -      | 8.65   | 52.63   |
| 黄山岭铅锌矿       | -       | -       | -      | 0.28   | 0.3    | -      | -       |
| 安庆月山铜矿       | 0.26    | -       | -      | -      | -      | -      | -       |
| 沙溪铜矿         | 56.56   | 151.4   | -      | -      | -      | 50.23  | 371.64  |
| 姚家岭锌金多金属矿    | 7.04    | 468.78  | -      | 11.34  | 50.11  | 7.56   | 359.83  |
| 秘鲁白河         | 250.78  | -       | -      | -      | -      | -      | -       |
| AKIE-锌-铅-银项目 | -       | -       | -      | 12.41  | 65.42  | -      | 111.01  |
| 米拉多项目        | 816.4   | -       | -      | -      | -      | 100.1  | 730     |
| 合作矿权权益折铜量    | 92.94   | -       | 362.14 | -      | -      | -      | -       |
| 合计           | 1344.74 | 2311.08 | 1342.7 | 24.03  | 115.83 | 202.78 | 2290.99 |

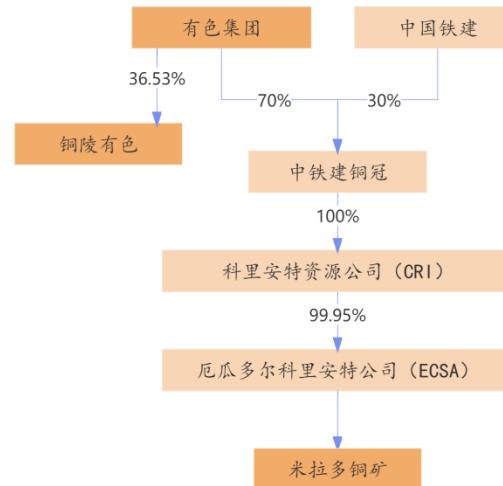
资料来源：Chinamoney，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

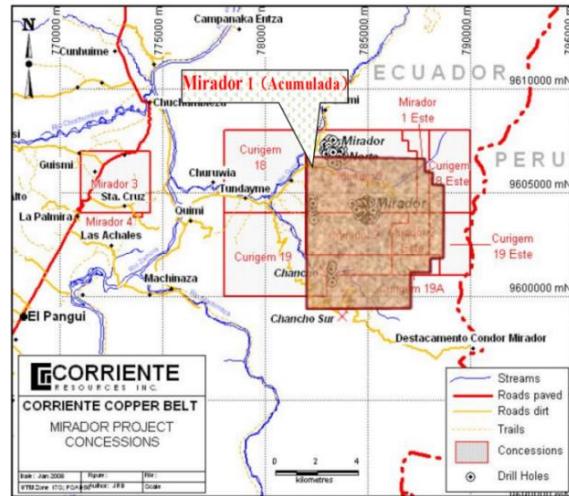
# 铜：米拉多铜矿注入，助力更上一层楼

- 并购重组稳步推进，将显著提升上游资源自给率。2009年12月，集团联手中国铁建设立中铁建铜冠，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铜矿采矿特许权。截至2022年，集团持股占比70%，中国铁建持股占比30%。2022年12月，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。
- 米拉多铜矿地理位置优越。Mirador1 (Acumulada) 铜矿（包含南、北两采场）位于厄瓜多尔的萨莫拉-钦奇佩省，距萨莫拉河以东10km，是科里安特铜矿带的一部分。

图表12：米拉多铜矿股权结构



图表13：米拉多铜矿区位



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 铜：米拉多铜资源量丰厚



- 资源储量丰厚。矿区面积2985公顷(29.85km<sup>2</sup>)；截至2022年12月，采矿特许权范围内保有资源量1453.29Mt，其中Mirador矿区保有资源量761.19Mt，Mirador Norte矿区保有资源量692.1Mt。
- 一期项目扩产在即，二期项目预计2025年投产。米拉多铜矿一期项目于2019年投产，并计划今年扩产至2640万吨，预计矿产铜产量12万吨左右；二期建设产能1980万吨，预计2025年6月投产，达产后年矿产铜产量预计20-22万吨，为公司矿产铜带来约15万吨的增量。
- 其中，自产铜精矿5.16万吨，自给率较低，仅为3.07%。伴随米拉多铜矿等优质资源的持续注入，公司铜精矿自给率有望大幅提升。

图表14：米拉多铜矿资源情况

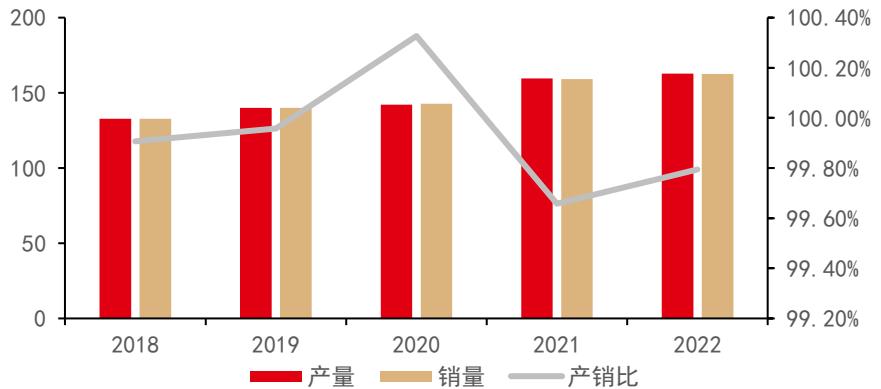
| 矿体               | 类别 | 矿石量(Mt) | 铜(Mt) | Cu(%) | 金(t)  | Au(g/t) | 银(t)   | Ag(g/t) |
|------------------|----|---------|-------|-------|-------|---------|--------|---------|
| Mirador          | 探明 | 174.90  | 1.03  | 0.59  | 34.28 | 0.20    | 279.84 | 1.60    |
|                  | 控制 | 482.80  | 2.46  | 0.51  | 77.73 | 0.16    | 646.95 | 1.34    |
|                  | 推断 | 148.90  | 0.70  | 0.47  | 17.57 | 0.12    | 181.66 | 1.22    |
| Mirador<br>Norte | 控制 | 599.30  | 2.54  | 0.42  | 45.76 | 0.08    | -      | -       |
|                  | 推断 | 92.80   | 0.35  | 0.38  | 6.08  | 0.07    | -      | -       |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

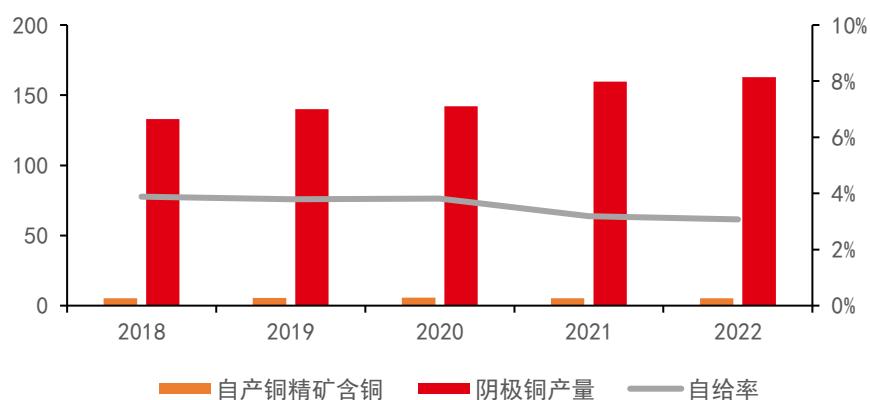
# 冶炼：产能业内领先，发挥产业规模化效应

- 作为国内主要的阴极铜生产商，公司主要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。
- 冶炼原料以外购铜为主，产量逐年提升。2022年，公司阴极铜产量为162.87万吨，同比增加1.99%，占国内总产量的14.73%，位居国内领先地位。

图表15：阴极铜产销量（万吨）及产销比



图表16：铜精矿含铜（万吨）及自给率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 冶炼：绿色智能铜基项目，提升冶炼端竞争力

- 绿色智能铜基新材料项目带来产能增量。为做大做强铜业一体化产业链，提高核心竞争力，发挥产业规模化效应，2022年9月公司公告将投资建设绿色智能铜基新材料产业园一体化项目，项目建设产能高端铜线材50万吨/年，副产硫酸170万吨/年。用地面积总计900亩，总投资103亿元，预计于2025年年底竣工，项目建成后公司冶炼总产能将超过200万吨。
- 铜精矿加工费走高，冶炼业务盈利能力提升。公司外购铜原料冶炼的利润水平主要取决于铜精矿加工费（TC/RC）。全球铜矿山处于产能释放阶段，海外铜精矿供应预期较宽松，推动冶炼加工费持续回升。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，公司冶炼业务能力进一步提升。

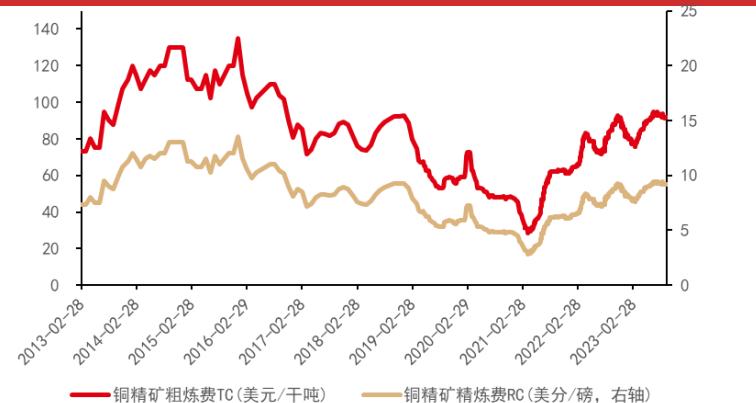
图表17：绿色智能铜基新材料产业园



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表18：TC/RC加工费



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

# 铜加工材种类丰富，铜箔业务持续发力



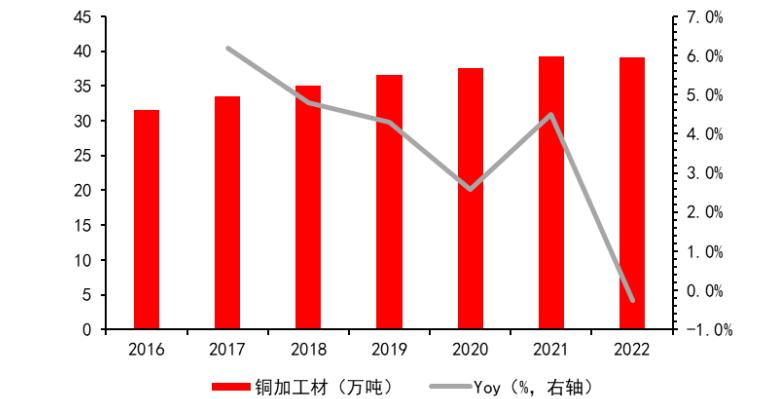
- 公司旗下主要铜加工企业有铜冠铜材、铜冠电工、铜冠铜箔等。
- 铜加工产品种类丰富，百亿扩产高端铜线材。2022年，公司铜加工材产量39.09万吨，同比下降0.3%。公司不断调整铜加工发展结构，转变发展方式，提高产品效益，由过去传统低效的铜丝、铜线、铜球、铜棒、铜板向高导铜材、高端合金、高精度电子铜箔和锂电铜箔等方向发展。

图表19：公司主要铜加工材产品

| 产品名称      | 种类  | 描述  | 用途  |
|-----------|---|---|---|
| 铜扁线       | 纸包线，漆包钢扁线，组合纸包线，换位导线                                      | 纸包线：4-130平方米；组合线：2-3组合；漆包线：4-80平方米；换位导线：5-63根头                        | 广泛应用于电子电气、家用电器、汽车制造、电子信息等行业               |
| 低氧铜杆(线)   | /   | 具有高纯度、高导电率、高延伸率，加工性能好等优良特性  | 主要用于电线电缆、电磁线、漆包线、电子铜箔等电力、电器及通讯行业          |
| 阳极铜销      | /   | 结晶组织均匀，无气孔、夹渣、偏析、缩松等缺陷，产品铜含量达99.9%以上                                  | 应用于PCB及电镀行业                               |
| 漆包圆铜线     | 聚酯、改性聚酯、聚氯乙烯、聚酰亚胺、聚酰胺酰亚胺、自粘膜等                             | 线径范围0.06-4mm  | 应用于电子电气、家用电器、汽车制造、电子信息等行业                 |
| 电缆        | 矿用橡套软电缆、通用橡套软电缆、电源机软电缆、JBQ电机引接线及部分船缆、高低压电力电缆、控制电缆和各种工程电源线 | 控制电缆规格范围0.5-16平方毫米；低压电缆1.5-1000mm <sup>2</sup> ；中压电力电缆：1.5~800（1芯、3芯） | 用于电力、通讯行业                                 |
| 黄铜棒材      | 热轧黄铜棒、耐腐蚀黄铜棒  | 热轧：力学性能稳定，表面质量好，热轧、切削性能极好，适用于精密锻造、制作各种阀体和机械零部件；耐腐蚀：产品质量稳定，耐腐蚀性能强      | 用于电子、电气、机械、五金、汽车、钟表、家电、航空航天、通讯等领域。        |
| 高精度铜、铜合金板 | 黄铜系列、紫铜系列、框架材系列、磷青铜系列、锌白铜系列                               | 宽度20~1220mm、厚度0.05~3.0mm  | 用于电子、医疗、机械、五金、通讯等领域。                      |
| 电子铜箔      | 高温高延伸铜箔（HTE铜箔）、双面粗化铜箔（RTP铜箔）、超低轮廓铜箔（VLP铜箔）、锂电池用铜箔         | 包含8微米-210微米等规格  | 广泛应用于计算机、手机、电视、仪表、家用电器和汽车等行业，是电子工业的专用材料之一 |

资料来源：公司官网，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表20：铜加工材产量逐年攀升

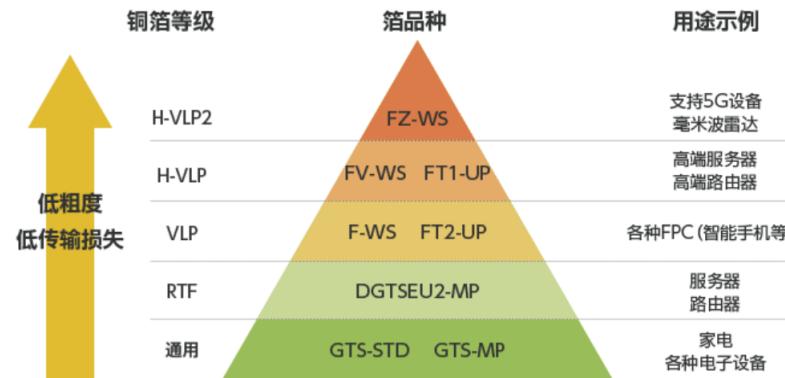


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 铜加工材种类丰富，铜箔业务持续发力

- 2022年，控股子公司铜冠铜箔在深交所创业板成功上市，主营铜箔的生产，其铜箔产能达5.5万吨，5G通讯用RTF铜箔、6微米锂电箔实现量产，为行业龙头企业主要供应商。为做大做强铜业一体化产业链，做精做深铜加工，2022年9月公司投资建设高端铜线材产能50万吨/年，项目建设工期30个月。
- 锂电铜箔项目密集投建，产能布局加速扩大。2023年6月20日，合肥铜箔公司“高性能电子铜箔技术中心项目”举行开工典礼，2024年将全面建成；2022年7月29日，铜冠铜箔拟在池州地区新建“1.5万吨/年高精度储能用超薄电子铜箔项目”，预计建设周期18个月；2022年4月3日铜陵铜箔签订2万吨铜箔项目协议书，项目分两期建设，每期各形成1万吨/年电子铜箔产能；项目建成投产后，公司将具备年产各类高精度电子铜箔8万吨能力。

图表21：电子电路铜箔分类与用途



资料来源：furukawa官网，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表22：锂电池铜箔在锂电池产业链中的位置



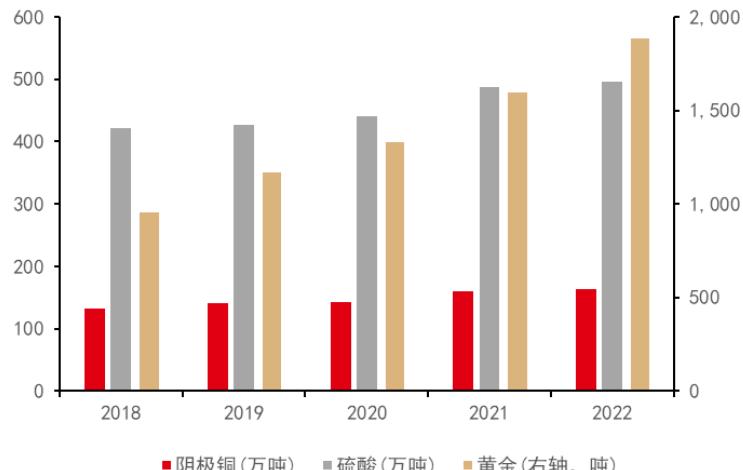
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 黄金等副产品：生产经营状况良好，增厚企业盈利

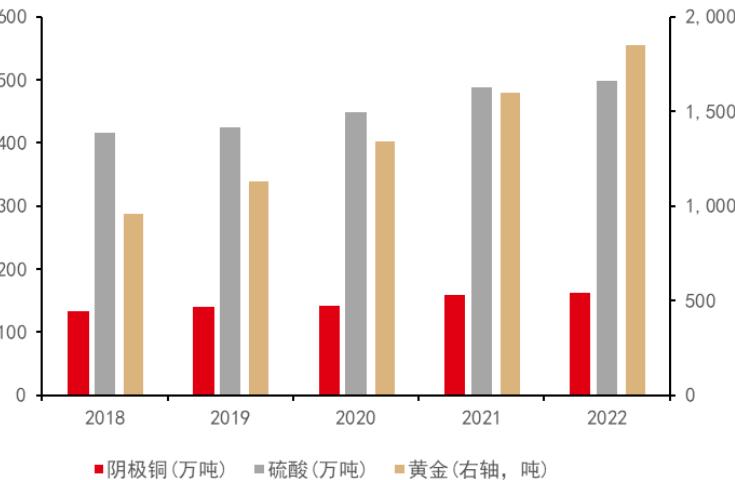


- 公司主要副产品涵盖硫酸、黄金、白银、铁精矿、硫精矿等。2022年，公司生产硫酸495.38万吨，黄金18.838吨，白银512.50吨，铁精矿35.68万吨，硫精矿52.38万吨，产量完成情况均好于计划。其中，黄金产量同比增长18.06%。
- **公司2023年生产经营计划安排：**阴极铜170万吨，自产铜精矿含铜5万吨（不包含米拉多），铜加工材43.2万吨，黄金16,425千克，白银500吨，硫酸496万吨，铁精矿（60%）32.93万吨，硫精矿（35%）37.76万吨。

图表23：公司主要产品产量



图表24：公司主要产品销量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明



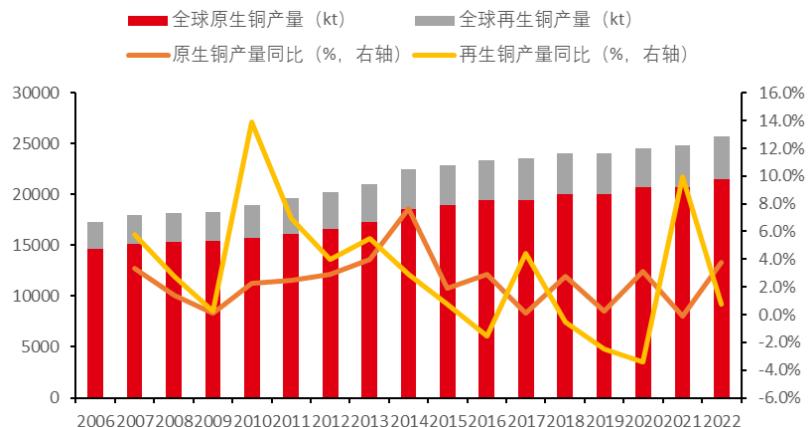
三

顺周期利好铜板块，低库存构筑底部支撑

# 铜精矿增量有限，新增铜矿产出或于23年见顶

- 品位下行与资本开支下滑制约铜产量扩张。根据Bloomberg统计数据，全球铜资源品位自2000年以来持续下行，从0.79%下降至0.44%，开采难度和成本提升，同时愈发恶劣的开采环境也导致罢工、技术故障等突发事件频发，进而制约铜矿产量的扩张。此外，近期产能释放主要受益于16-17年持续的资本开支扩张，但2022-2025年新投产项目中，绿地项目占主导达67%，前期筹建周期长，跨国管理工作困难，产能投放亦存在不确定性。
- 头部矿企拖累全球产量增速，新增铜矿产出或于2023年见顶。根据ICSG，2022年全球精炼铜产量为2567万吨，其中，铜精矿产量为2181万吨，增量为71万吨，增速达3.37%，前10大矿企增量仅为8万吨，增速为0.8%。受大型铜矿发现减少、品位下降以及全球主要铜企资本支出下降等因素的制约，ICSG预计2023-2024年全球新增铜精矿产量分别为65万吨、56万吨，增速分别为3%、2.5%，新增铜矿释放将于2023年见顶，未来增速成下滑趋势。

图表25：全球铜产量及同比



图表26：全球铜矿企业资本开支（亿美元，美元/吨）



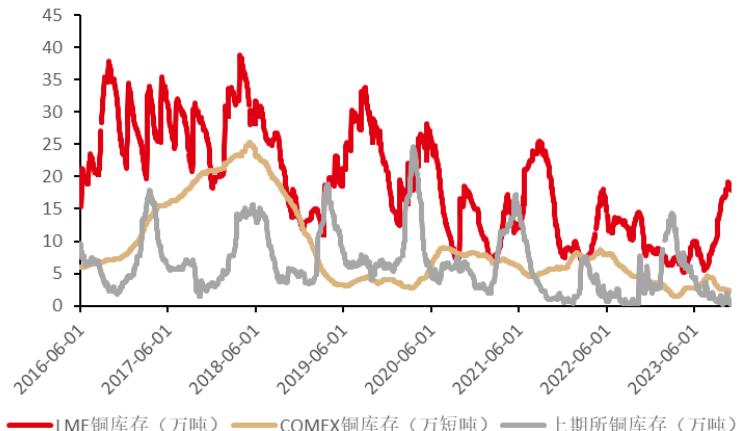
资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

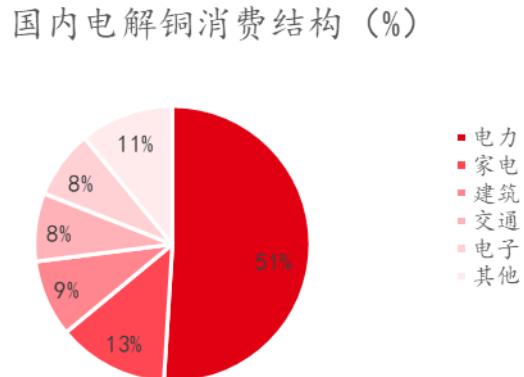
# 铜供需紧张：新兴领域成新驱动力

- **低库存支撑铜价。**截止2023年10月27日，铜三大交易所显性库存合计为20.61万吨，海外库存由于需求不振持续累库，国内竣工端回暖及基建需求带动去库，整体全球库存仍处于历史低位，对金属价格起到支撑作用。
- **能源迭代转型或成为铜等传统工业金属的新驱动力。**以铜金属为例，传统行业依然是铜消费的主力战场，电力行业耗铜占比约51%，家电与建筑耗铜占比21%，新兴领域占比尚不足15%。但随着新能源、光伏等领域的持续高速增长，拉动铜等金属的需求不断攀升，或将成为其新的有力驱动
- **铜的供需格局有望重塑，缺口日益加大，叠加美联储加息进入尾声可释放流动性，或将驱动铜价中枢不断上移。**

图表27：全球交易所铜库存



图表28：2021年国内电解铜消费结构 (%)



四

投资建议：公司成长性好，未来可期

## ■ 核心假设：

- **看好后市金属价格：**到年底，经济或将维持“弱复苏”态势，结合库存较低水平支撑，铜价预计将维持高位震荡。中长期来看，需求回暖，看好顺周期趋势，加之美联储加息周期进入尾声，利好金属板块，铜价有望持续上涨。对此，我们假设2023年铜均价为6.7万元/吨（含税），2024-2025年以3%的增速上涨。
  - **米拉多铜矿改扩建顺利推进，2023-2025年铜精矿产量为25/28/46万吨。**
- 预计公司2023/2024/2025年实现营业收入1326.89/1366.34/1532.41亿元，分别同比增长8.90%/2.97%/12.15%；归母净利润分别为42.02/44.80/59.37亿元，分别同比增长53.92%/6.60%/32.54%，对应EPS分别为0.33/0.35/0.47元。

图表29：收入预测

|             | 2020   | 2021     | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 铜产品（亿元）     | 855.62 | 1,143.06 | 1,050.81 | 1170     | 1189     | 1345.83  |
| Yoy(%)      |        | 33.6%    | -8.1%    | 11.3%    | 1.6%     | 13.2%    |
| 黄金等副产品（亿元）  | 103.26 | 120.43   | 135.43   | 139.63   | 158.12   | 163.13   |
| Yoy(%)      |        | 16.6%    | 12.5%    | 3.1%     | 13.2%    | 3.2%     |
| 化工及其他产品（亿元） | 23.97  | 37.91    | 26.21    | 10.67    | 11.97    | 15.47    |
| Yoy(%)      |        | 58.1%    | -30.8%   | -59.3%   | 12.2%    | 29.2%    |
| 其他业务（亿元）    | 11.53  | 8.95     | 6.00     | 6.60     | 7.25     | 7.98     |
| Yoy(%)      |        | -22.4%   | -33.0%   | 10.0%    | 10.0%    | 10.0%    |
| 合计（亿元）      | 994.38 | 1,310.34 | 1,218.45 | 1,326.89 | 1,366.34 | 1,532.41 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 投资建议

- 以2023年10月27日收盘价3.08元为基准，对应2023-2025E对应PE分别为9.28/8.71/6.57倍。维持“买入”评级。
- A股上市公司中，代表性的铜业公司有紫金矿业、江西铜业、洛阳钼业、云南铜业、铜陵有色、中金岭南等，参考以上公司的PE，可比公司2023年PE均值为11.65倍。对比来看，铜陵有色PE低于业内平均水平。

图表30：铜板块上市公司可比估值

| 证券代码   | 证券简称 | 10月27日收盘价(元) | 2023E PE | 2024E PE | 2025E PE | 2024E PB | 2024E EPS |
|--------|------|--------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 601899 | 紫金矿业 | 12.01        | 14.33    | 11.41    | 9.30     | 2.35     | 1.05      |
| 600362 | 江西铜业 | 18.19        | 10.16    | 9.76     | 9.02     | 0.76     | 1.87      |
| 000878 | 云南铜业 | 11.01        | 10.18    | 9.49     | 9.07     | 1.37     | 1.16      |
| 601168 | 西部矿业 | 12.52        | 8.97     | 7.70     | 7.14     | 1.50     | 1.63      |
| 603993 | 洛阳钼业 | 5.43         | 14.18    | 10.56    | 9.66     | 1.65     | 0.51      |
| 000060 | 中金岭南 | 4.74         | 13.29    | 10.90    | 8.60     | 1.06     | 0.44      |
| 行业均值   |      |              | 11.85    | 9.97     | 8.80     | 1.45     | 1.11      |
| 000630 | 铜陵有色 | 3.08         | 9.28     | 8.71     | 6.57     | 1.03     | 0.35      |

数据来源：iFind，中邮证券研究所

注：可比公司盈利预测来源于ifind一致预期，截止于2023年10月27日

# 风险提示

- 宏观经济不及预期
- 政策不确定性
- 项目进度不及预期等

# 财务报表和主要财务比率

图表31：财务报表

| 财务报表(百万元)         | 2022A             | 2023E             | 2024E             | 2025E             | 主要财务比率           | 2022A            | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>利润表</b>        |                   |                   |                   |                   | <b>盈利能力</b>      |                  |                  |                  |                  |
| <b>营业收入</b>       | <b>121,845.47</b> | <b>132,689.41</b> | <b>136,634.05</b> | <b>153,240.82</b> | 营业收入             | -7.01%           | 8.90%            | 2.97%            | 12.15%           |
| 营业成本              | 114,704.92        | 122,631.55        | 126,249.86        | 140,025.33        | 营业利润             | -11.57%          | 73.98%           | 7.06%            | 35.89%           |
| 税金及附加             | 362.80            | 422.96            | 432.13            | 484.65            | 归属于母公司净利润        | -11.96%          | 53.92%           | 6.60%            | 32.54%           |
| 销售费用              | 95.76             | 122.36            | 113.60            | 127.41            | <b>获利能力</b>      |                  |                  |                  |                  |
| 管理费用              | 1,217.87          | 1,287.10          | 1,297.29          | 1,454.96          | 毛利率              | 5.86%            | 7.58%            | 7.60%            | 8.62%            |
| 研发费用              | 588.83            | 331.00            | 398.01            | 446.39            | 净利润率             | 2.24%            | 3.17%            | 3.28%            | 3.87%            |
| 财务费用              | 270.61            | 252.81            | 19.51             | -49.02            | ROE              | 10.77%           | 12.65%           | 11.88%           | 13.60%           |
| 资产减值损失            | -1,125.32         | -1,228.33         | -1,289.75         | -1,315.54         | ROIC             | 6.83%            | 9.84%            | 9.79%            | 10.89%           |
| <b>营业利润</b>       | <b>4,005.77</b>   | <b>6,969.27</b>   | <b>7,461.29</b>   | <b>10,139.20</b>  | <b>偿债能力</b>      |                  |                  |                  |                  |
| 营业外收入             | 24.01             | 26.28             | 18.65             | 18.65             | 资产负债率            | 51.19%           | 46.17%           | 39.83%           | 39.62%           |
| 营业外支出             | 26.67             | 28.15             | 27.39             | 27.39             | 流动比率             | 1.60             | 1.90             | 2.29             | 2.65             |
| <b>利润总额</b>       | <b>4,003.11</b>   | <b>6,967.40</b>   | <b>7,452.55</b>   | <b>10,130.46</b>  | <b>营运能力</b>      |                  |                  |                  |                  |
| 所得税               | 822.87            | 1,779.20          | 1,922.11          | 2,800.44          | 应收账款周转率          | 63.19            | 66.54            | 66.83            | 68.68            |
| <b>净利润</b>        | <b>3,180.24</b>   | <b>5,188.20</b>   | <b>5,530.43</b>   | <b>7,330.02</b>   | 存货周转率            | 7.94             | 7.73             | 8.04             | 8.39             |
| <b>归属于净利润</b>     | <b>2,730.37</b>   | <b>4,202.44</b>   | <b>4,479.65</b>   | <b>5,937.31</b>   | 总资产周转率           | 2.17             | 1.99             | 1.87             | 1.92             |
| <b>每股收益(元)</b>    | <b>0.22</b>       | <b>0.33</b>       | <b>0.35</b>       | <b>0.47</b>       | <b>每股指标(元)</b>   |                  |                  |                  |                  |
| <b>资产负债表</b>      |                   |                   |                   |                   | 每股收益             | 0.22             | 0.33             | 0.35             | 0.47             |
| 货币资金              | 10,272.53         | 19,826.20         | 22,395.03         | 33,082.18         | 每股净资产            | 2.00             | 2.62             | 2.98             | 3.45             |
| 交易性金融资产           | 1,002.50          | 1,002.50          | 1,002.50          | 1,002.50          | <b>估值比率</b>      |                  |                  |                  |                  |
| 应收票据及应收账款         | 2,178.43          | 2,284.56          | 2,329.72          | 2,663.67          | PE               | 14.29            | 9.28             | 8.71             | 6.57             |
| 预付款项              | 5,683.92          | 5,672.24          | 6,331.34          | 6,812.52          | PB               | 1.54             | 1.17             | 1.03             | 0.89             |
| 存货                | 17,167.59         | 17,172.91         | 16,798.08         | 19,732.29         | <b>现金流量表</b>     |                  |                  |                  |                  |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>38,801.41</b>  | <b>48,043.76</b>  | <b>51,066.33</b>  | <b>65,822.46</b>  | 净利润              | 3,180.24         | 5,188.20         | 5,530.43         | 7,330.02         |
| 固定资产              | 17,082.12         | 17,184.35         | 15,747.66         | 12,867.67         | 折旧和摊销            | 1,598.79         | 1,669.44         | 1,646.94         | 1,564.44         |
| 在建工程              | 1,792.40          | 1,792.40          | 1,792.40          | 1,792.40          | 营运资本变动           | 999.09           | 2,459.53         | -898.29          | -2,522.86        |
| 无形资产              | 2,195.13          | 2,195.13          | 2,195.13          | 2,195.13          | 其他               | 566.07           | 1,213.04         | 1,268.67         | 1,222.32         |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>22,634.32</b>  | <b>24,109.51</b>  | <b>22,672.82</b>  | <b>19,792.83</b>  | <b>经营活动现金流净额</b> | <b>6,344.20</b>  | <b>10,530.22</b> | <b>7,547.75</b>  | <b>7,593.93</b>  |
| <b>资产总计</b>       | <b>61,435.72</b>  | <b>72,153.27</b>  | <b>73,739.15</b>  | <b>85,615.28</b>  | 资本开支             | -1,333.93        | -2,980.77        | -1,482.09        | 21.15            |
| 短期借款              | 11,172.55         | 9,172.55          | 6,672.55          | 7,672.55          | 其他               | -565.10          | -649.69          | 320.07           | 358.97           |
| 应付票据及应付账款         | 8,972.36          | 10,560.78         | 10,041.00         | 11,382.75         | <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-1,899.03</b> | <b>-3,630.46</b> | <b>-1,162.02</b> | <b>380.12</b>    |
| 其他流动负债            | 4,034.60          | 5,494.97          | 5,570.20          | 5,774.56          | 股权融资             | 3,579.27         | 2,915.46         | 0.00             | 0.00             |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>24,179.51</b>  | <b>25,228.30</b>  | <b>22,283.75</b>  | <b>24,829.86</b>  | 债务融资             | -1,810.96        | -897.81          | -3,500.00        | 3,000.00         |
| 其他                | 7,271.48          | 8,088.28          | 7,088.28          | 9,088.28          | 其他               | -1,858.74        | 613.07           | -316.90          | -286.90          |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>7,271.48</b>   | <b>8,088.28</b>   | <b>7,088.28</b>   | <b>9,088.28</b>   | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>-90.42</b>    | <b>2,630.71</b>  | <b>-3,816.90</b> | <b>2,713.10</b>  |
| <b>负债合计</b>       | <b>31,450.99</b>  | <b>33,316.58</b>  | <b>29,372.03</b>  | <b>33,918.14</b>  | 现金及现金等价物净增加额     | <b>4,377.32</b>  | <b>9,553.67</b>  | <b>2,568.83</b>  | <b>10,687.15</b> |
| 股本                | 10,526.53         | 12,667.01         | 12,667.01         | 12,667.01         |                  |                  |                  |                  |                  |
| 资本公积              | 4,709.11          | 5,484.09          | 5,484.09          | 5,484.09          |                  |                  |                  |                  |                  |
| 未分配利润             | 8,413.74          | 11,482.68         | 15,290.39         | 20,337.10         |                  |                  |                  |                  |                  |
| 少数股东权益            | 4,622.34          | 5,608.10          | 6,658.88          | 8,051.59          |                  |                  |                  |                  |                  |
| 其他                | 1,713.01          | 3,594.80          | 4,266.75          | 5,157.35          |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>29,984.73</b>  | <b>38,836.69</b>  | <b>44,367.12</b>  | <b>51,697.14</b>  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>61,435.72</b>  | <b>72,153.27</b>  | <b>73,739.15</b>  | <b>85,615.28</b>  |                  |                  |                  |                  |                  |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

姓名：李帅华（首席分析师）

SAC编号：S1340522060001

邮箱：[lishuaihua@cnpsec.com](mailto:lishuaihua@cnpsec.com)

姓名：张亚桐（研究助理）

SAC编号：S1340122080030

邮箱：[zhangyatong@cnpsec.com](mailto:zhangyatong@cnpsec.com)

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据人与所评价或推荐的证券无利害关系。本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

# 免责声明

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投资、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

| 投资评级标准  | 类型   | 评级   | 说明                        |
|---|------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。        | 股票评级 | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上      |
|   |      | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间  |
|   |      | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|   | 回避   |      | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
| 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上      |
|   |      | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
| 可转债评级   | 推荐   | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上     |
|   |      | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间  |
|   |      | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间  |
|   | 回避   |      | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下     |

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

