

## 减值拖累业绩，矿端保持稳定

2024 年 03 月 28 日

➤ **事件：公司发布 2023 年年报。**2023 年，公司实现营业收入 5218.93 亿元，同比增长 8.74%，归母净利润 65.05 亿元，同比增长 8.53%，扣非归母净利润 53.74 亿元，同比减少 0.80%。单季度来看，2023Q4，公司实现营业收入 1223.37 亿元，环比减少 7.34%，同比增长 9.44%；实现归母净利润 15.62 亿元，环比减少 1.35%，同比增长 23.44%；实现扣非归母净利润 12.33 亿元，环比减少 14.12%，同比 20.74%。

➤ **量：2023 年公司新建成项目快速释放产能，公司各产品产量基本都达到年初产量指引目标，产量同比快速提升。**2023 年，公司自产铜精矿产量约 20.20 万吨，同比减少 1.17%；阴极铜产量 209.73 万吨，同比增长 14.02%；黄金产量 112.64 吨，同比增长 26.85%；白银产量 1351.54 吨，同比增长 9.64%；硫酸产量 595.79 万吨，同比增长 10.00%；铜加工产品产量 181.79 万吨，同比增长 2.86%；钼精矿折合量（45%）10006 吨，同比增长 23.41%。2024 年公司生产指引为：铜精矿含铜 20 万吨、阴极铜 232 万吨、黄金 128 吨、白银 1286 吨、硫酸 597 万吨、铜加工材 197 万吨。

➤ **价：2023 年毛利率同比略微下行，主要系商品价格上涨以及硫酸价格大幅下跌所致。**公司 2023 年毛利率为 2.68%，同比下降 0.30pct。分产品毛利率来看，2023 年，阴极铜为 2.81%，同比下降 0.32pct；铜杆线为 0.54%，同比下降 0.26pct；铜加工产品为 3.87%，同比下降 2.30pct；黄金 2.25%，同比下降 0.27%；白银 3.68%，同比提升 0.75pct；硫酸及硫精矿为 10.62%，同比下降 47.67%，主要系硫酸价格大幅下跌导致。再来看商品价格，2023 年，阴极铜均价约 6.80 万元，同比上升 1.71%；黄金均价约 450.35 元/克，同比上升 14.71%；白银均价约 5578.74 元/千克，同比上升 17.68%；硫酸均价约 237.05 元/吨，同比下降 57.98%。再来看铜冶炼加工费，2023 年中国冶炼厂与 Freeport 确定 2023 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 88 美元/吨，同比上涨 35.38%。

➤ **减值计提：**2023 年公司共计提减值 8.92 亿元，影响归母净利润约 6.97 亿元。其中计提存货跌价准备 6.33 亿元，包括子公司恒邦股份所计提的存货跌价准备 8645 万元，计提信用减值准备 1021 万元，对固定资产、在建工程及长期股权投资计提减值准备合计 2.48 亿元。

➤ **核心看点：铜全产业链布局，冶炼加工产能国内领先。**①公司为国内最大的综合性铜生产企业，目前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，拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿，年产铜精矿含铜超过 20 万吨，旗下的贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂，阴极铜产量超过 200 万吨/年，年加工铜产品超过 180 万吨，为国内最大的铜加工生产商。

➤ **投资建议：**公司在国内铜产业拥有规模优势和铜产业链一体化优势，铜精矿供给低预期驱动铜价上行公司有望受益。我们预计 2024-2026 年，公司归母净利润为 68.13、71.23、73.54 亿元，对应 3 月 28 日股价的 PE 分别为 11/11/11X，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铜价波动风险，TC/RC 下跌风险，套期保值失误导致亏损风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	521,893	565,114	589,707	614,060
增长率 (%)	8.7	8.3	4.4	4.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,505	6,813	7,123	7,354
增长率 (%)	8.5	4.7	4.5	3.2
每股收益 (元)	1.88	1.97	2.06	2.12
PE	12	11	11	11
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 28 日收盘价）

### 推荐

### 上调评级

### 当前价格：

### 22.50 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 李挺**

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

### 相关研究

1.江西铜业 (600362.SH) 2022 年年报点评：项目建设提质提速产量稳步提升，减值计提影响利润释放-2023/04/01

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	521,893	565,114	589,707	614,060
营业成本	507,899	549,494	573,490	597,262
营业税金及附加	1,554	1,683	1,756	1,828
销售费用	358	388	405	421
管理费用	2,559	2,656	2,772	2,886
研发费用	1,020	1,130	1,179	1,228
EBIT	8,954	10,101	10,457	10,800
财务费用	384	402	372	386
资产减值损失	-881	-808	-796	-829
投资收益	315	0	0	0
营业利润	8,419	8,891	9,289	9,585
营业外收支	-39	-137	-137	-137
利润总额	8,380	8,754	9,152	9,448
所得税	1,404	1,467	1,534	1,583
净利润	6,975	7,287	7,619	7,865
归属于母公司净利润	6,505	6,813	7,123	7,354
EBITDA	11,802	13,276	14,114	14,965

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	35,620	36,150	40,344	43,278
应收账款及票据	4,410	5,313	5,544	5,773
预付款项	947	1,316	1,373	1,430
存货	40,538	44,058	46,029	47,937
其他流动资产	20,501	21,578	21,883	22,185
流动资产合计	102,016	108,415	115,173	120,603
长期股权投资	4,808	4,808	4,808	4,808
固定资产	25,779	27,117	28,135	29,129
无形资产	7,409	7,383	7,343	7,300
非流动资产合计	66,135	66,085	65,604	65,096
资产合计	168,151	174,500	180,777	185,700
短期借款	36,062	36,062	36,062	36,062
应付账款及票据	14,973	15,944	16,640	17,330
其他流动负债	19,261	20,193	20,674	21,151
流动负债合计	70,296	72,199	73,376	74,542
长期借款	13,589	13,589	13,589	13,589
其他长期负债	7,517	6,564	6,013	3,962
非流动负债合计	21,106	20,153	19,602	17,552
负债合计	91,402	92,352	92,979	92,094
股本	3,463	3,463	3,463	3,463
少数股东权益	9,327	9,800	10,295	10,807
股东权益合计	76,749	82,148	87,799	93,606
负债和股东权益合计	168,151	174,500	180,777	185,700

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	8.74	8.28	4.35	4.13
EBIT 增长率	1.59	12.81	3.53	3.28
净利润增长率	8.53	4.74	4.55	3.23
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	2.68	2.76	2.75	2.74
净利润率	1.25	1.21	1.21	1.20
总资产收益率 ROA	3.87	3.90	3.94	3.96
净资产收益率 ROE	9.65	9.42	9.19	8.88
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.45	1.50	1.57	1.62
速动比率	0.76	0.78	0.83	0.86
现金比率	0.51	0.50	0.55	0.58
资产负债率 (%)	54.36	52.92	51.43	49.59
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.78	3.20	3.20	3.20
存货周转天数	29.13	29.80	29.80	29.80
总资产周转率	3.11	3.30	3.32	3.35
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.88	1.97	2.06	2.12
每股净资产	19.47	20.89	22.38	23.91
每股经营现金流	3.16	2.65	3.62	3.84
每股股利	0.50	0.57	0.59	0.61
<b>估值分析</b>				
PE	12	11	11	11
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.44	7.50	7.05	6.65
股息收益率 (%)	2.22	2.53	2.64	2.73

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,975	7,287	7,619	7,865
折旧和摊销	2,848	3,175	3,657	4,164
营运资金变动	-857	-4,787	-2,196	-2,172
经营活动现金流	10,931	9,162	12,531	13,307
资本开支	-6,765	-2,987	-3,083	-3,514
投资	-2,077	0	0	0
投资活动现金流	-8,228	-2,987	-3,083	-3,514
股权募资	468	0	0	0
债务募资	9,828	-1,000	-500	-2,000
筹资活动现金流	1,933	-5,646	-5,254	-6,858
现金净流量	4,757	530	4,194	2,935

## 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。	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