

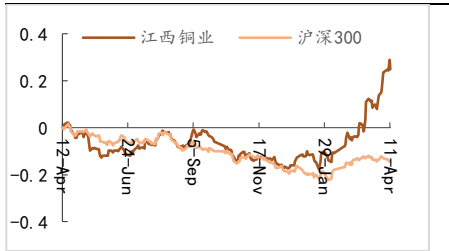
评级： 买入

核心观点

吴轩
有色行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110521120001
wuxuan123@sczq.com.cn

刘崇娜
有色行业研究助理
liuchongna@sczq.com.cn
电话: 010-81152687

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	25.57
一年内最高/最低价 (元)	27.50/16.50
市盈率 (当前)	13.61
市净率 (当前)	1.31
总股本 (亿股)	34.63
总市值 (亿元)	885.42

资料来源: 聚源数据

- **事件:** 2023 年公司实现营业收入 5218.93 亿元, 同比 8.74%; 归母净利润 65.05 亿元, 同比 8.53%; 扣非后归母净利润 53.74 亿元, 同比-0.80%。其中, Q4 实现营业收入 1223.37 亿元, 同比 9.44%, 环比-7.34%; 归母净利润 15.62 亿元, 同比 23.44%, 环比-1.35%; 扣非后归母净利润 12.33 亿元, 同比-20.74%, 环比-14.12%。
- **2023 年产量整体显著提升。**公司 2023 年生产阴极铜 209.73 万吨, 同比增长 14.02%; 自产铜精矿含铜 20.2 万吨, 同比-1.17%; 生产黄金 112.64 吨, 同比增长 26.85%; 生产白银 1351.54 吨, 同比增长 9.64%; 生产硫酸 595.79 万吨, 同比增长 10%; 生产铜加工产品 181.79 万吨, 同比增长 2.86%; 生产钼精矿折合量 (45%) 10006 吨, 同比增长 23.41%。
- **2024 年产量指引:** 生产铜精矿含铜 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。有色金属冶炼及铜加工产量预计在 2023 年基础上进一步提升。
- **铜矿供给强约束+需求高增长, 铜价有望继续上行。**2024 年新增铜矿项目较多, 但在产矿山受矿石品位下降、社区问题等多因素干扰, 铜矿产量预计难有大幅增长。中长期来看, 过去几年资本开支不足及矿山品位趋势性下降, 铜矿供给存在强约束, 同时光伏、新能源汽车等领域用铜保持高增长, 铜价重心预计稳步上移。公司自产铜精矿含铜在 20 万吨左右, 将显著受益于铜价上涨。
- **投资建议:** 公司是国内最大的铜冶炼企业及领先的铜矿生产商。供给存强约束且新能源领域用铜高增长下, 铜价有望继续上行, 公司将显著受益。预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 6302.91/6767.22/7427.01 亿元, 归母净利润分别为 69.46/73.83/74.26 亿元, 对应 EPS 分别为 2.01/2.13/2.14。首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 主营产品价格大幅下跌, 项目建设进度不及预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	5218.93	6302.91	6767.22	7427.01
营收增速 (%)	8.74%	20.77%	7.37%	9.75%
归母净利润 (亿元)	65.05	69.46	73.83	74.26
归母净利润增速 (%)	8.53%	6.78%	6.30%	0.57%
EPS (元/股)	1.88	2.01	2.13	2.14
PE	13.60	12.75	11.99	11.92

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元) 2023					现金流量表 (百万元) 2023						
	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
流动资产	102,015.81	492,905.21	615,813.51	763,193.20	经营活动现金流	10,931.17	-3,454.78	20,032.59	-6,878.02		
现金	35,620.03	409,689.42	541,377.30	668,430.73	净利润	6,975.50	6,946.01	7,383.27	7,425.58		
应收账款	3,971.11	6,217.39	4,721.64	7,283.93	折旧摊销	2,672.30	2,616.04	2,725.28	2,838.51		
其它应收款	4,147.46	4,147.46	4,147.46	4,147.46	财务费用	2,166.60	463.89	498.07	546.63		
预付账款	946.81	1,520.42	1,129.56	1,783.17	投资损失	-646.81	-200.00	-400.00	-700.00		
存货	40,538.38	54,616.21	47,586.60	64,749.88	营运资金变动	12,985.63	-13,782.99	9,292.08	-17,525.70		
其他	5,264.11	5,264.11	5,264.11	5,264.11	其它	-13,222.04	502.27	533.89	536.95		
非流动资产	66,135.09	66,102.65	65,960.96	65,706.04	投资活动现金流	-8,228.22	-2,383.59	-2,183.59	-1,883.59		
长期投资	4,807.84	4,907.84	5,007.84	5,107.84	资本支出	2,351.53	4,967.18	4,967.18	4,967.18		
固定资产	25,778.57	25,629.57	25,471.00	25,278.93	长期投资	266.93	0.00	0.00	0.00		
无形资产	7,409.31	7,027.51	6,645.72	6,263.93	其他	-10,846.68	-7,350.78	-7,150.78	-6,850.78		
其他	18,907.27	18,907.27	18,907.27	18,907.27	筹资活动现金流	1,932.73	379,907.76	113,838.88	135,815.04		
资产总计	168,150.91	559,007.85	681,774.46	828,899.24	短期借款	391.06	6,114.76	498.07	546.63		
流动负债	70,296.03	79,447.80	80,458.37	83,805.58	长期借款	7,332.47	0.00	0.00	0.00		
短期借款	36,062.26	42,177.03	42,675.09	43,221.72	其他	-5,790.80	373,793.00	113,340.81	135,268.41		
应付账款	10,449.98	12,330.41	13,243.74	14,556.89	现金净增加额	4,635.69	374,069.39	131,687.88	127,053.42		
其他	17,059.58	17,059.58	17,059.58	17,059.58							
非流动负债	21,106.21	16,056.37	16,056.37	16,056.37	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E		
长期借款	13,589.19	13,589.19	13,589.19	13,589.19	成长能力						
其他	2,467.18	2,467.18	2,467.18	2,467.18	营业收入	8.74%	20.77%	7.37%	9.75%		
负债合计	91,402.24	95,504.17	96,514.75	99,861.95	营业利润	10.11%	6.75%	6.27%	0.57%		
少数股东权益	9,326.62	9,828.89	10,362.78	10,899.73	归属母公司净利润	8.53%	6.78%	6.30%	0.57%		
归属母公司股东权益	67,422.05	453,674.79	574,896.94	718,137.56	获利能力						
负债和股东权益	168,150.91	559,007.85	681,774.46	828,899.24	毛利率	2.68%	2.45%	2.41%	2.26%		
					净利率	1.25%	1.10%	1.09%	1.00%		
					ROE	9.09%	1.61%	1.35%	1.09%		
					ROIC	11.23%	11.71%	10.34%	11.82%		
					偿债能力						
					资产负债率	54.36%	17.08%	14.16%	12.05%		
					净负债比率	0.68%	-0.24%	-63.59%	-69.04%		
					流动比率	1.45	6.20	7.65	9.11		
					速动比率	0.87	5.52	7.06	8.33		
					营运能力						
					总资产周转率	3.11	1.73	1.09	0.98		
					应收账款周转率	123.73	123.73	123.73	123.73		
					应付账款周转率	51.24	55.34	52.92	53.43		
					每股指标(元)						
					每股收益	1.88	2.01	2.13	2.14		
					每股经营现金	3.16	-1.00	5.79	-1.99		
					每股净资产	19.47	131.02	166.02	207.39		
					估值比率						
					P/E	13.60	12.75	11.99	11.92		
					P/B	1.31	0.20	0.15	0.12		
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E							
营业收入	521,892.51	630,291.42	676,721.63	742,700.81							
营业成本	507,899.46	614,871.11	660,415.37	725,897.29							
营业税金及附加	1,554.01	1,876.79	2,015.04	2,211.50							
营业费用	358.09	432.47	464.33	509.60							
研发费用	1,020.17	1,232.07	1,322.83	1,451.80							
管理费用	2,558.70	3,090.15	3,317.78	3,641.26							
财务费用	384.11	463.89	498.07	546.63							
资产减值损失	-881.40	0.00	0.00	0.00							
公允价值变动收益	400.19	0.00	0.00	0.00							
投资净收益	315.06	200.00	400.00	700.00							
营业利润	8,418.95	8,986.91	9,550.18	9,604.69							
营业外收入	64.84	64.84	64.84	64.84							
营业外支出	103.97	103.97	103.97	103.97							
利润总额	8,379.82	8,947.78	9,511.05	9,565.56							
所得税	1,404.32	1,499.50	1,593.89	1,603.03							
净利润	6,975.50	7,448.28	7,917.16	7,962.53							
少数股东损益	470.39	502.27	533.89	536.95							
归属母公司净利润	6,505.11	6,946.01	7,383.27	7,425.58							
EBITDA	11,470.19	12,066.84	12,773.53	12,989.84							
EPS (元)	1.88	2.01	2.13	2.14							

分析師簡介

吳軒，金融碩士，曾就職於長城證券。2021年12月加入首創證券，負責有色金屬板塊研究。

劉崇娜，有色行業助理研究員，FRM，2022年5月加入首創證券。

分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

評級說明

	評級	說明
1. 投資建議的比較標準		
投資評級分為股票評級和行業評級		
以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準	股票投資評級	買入 相對滬深300指數漲幅15%以上
		增持 相對滬深300指數漲幅5%-15%之間
		中性 相對滬深300指數漲幅-5%-5%之間
		減持 相對滬深300指數跌幅5%以上
2. 投資建議的評級標準	行業投資評級	
報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準		看好 行業超越整體市場表現
		中性 行業與整體市場表現基本持平
		看淡 行業弱於整體市場表現