

Q1 业绩稳健释放，期待西南铜业搬迁投产

2024 年 04 月 27 日

► **事件：公司发布 2024 年一季报。**2024Q1 公司实现营收 315.4 亿元，同比增长 4.9%，环比减少 13.4%，归母净利润 4.51 亿元，同比减少 5.6%，环比增加 637.9%，扣非归母净利润 4.55 亿元，同比增长 1.0%，环比增长 562.8%。业绩符合预期。

► **2024Q1，公司毛利率为 3.87%，环比下降 0.77pct，同比下降 0.19pct。**分商品价格，2024Q1，电解铜均价为 6.94 万元/吨，环比增长 1.9%，同比增长 1.2%；铜精矿 TC 现货指数均价为 25.47 美元/吨，同环比均减少 68%，但由于大型冶炼厂长单比例较高，且年初可以均采用长单价格的铜精矿进行生产，因此冶炼加工费下跌对利润的冲击有限；广西硫酸（无云南数据，以广西代替）均价为 362 元/吨，环比下降 7.6%，同比增长 8.2%。

► **同比来看，归母净利润同比减少 0.27 亿元。**主要减利项为少数股东损益（同比-0.54 亿元，主要为本期非全资子公司净利润同比增加），公允价值变动（同比-0.28 亿元，主要为中金岭南公允价值变动同比减少），减值损失等（同比-0.28 亿元，主要为计提存货跌价准备增加），增利项主要为其他收益（同比+0.54 亿元，主要是增值税进项税额加计抵减政策导致其他收益增加，现金流量表中收到的税费返还同比增长 30%亦可佐证，或为硫酸价格同比上涨所致）；毛利同比基本持平（同比+0.02 亿元）。

► **环比来看，归母净利润环比增长 3.9 亿元。**主要得益于资产减值损失环比减少 6.9 亿元，系 23Q4 西南铜业搬迁产生减值额较大，24Q1 恢复正常所致。减利项主要为毛利环比减少 4.8 亿元，或主要由于 TC 现货部分亏损以及硫酸价格环比略有回落导致，此外 Q1 营收环比下降 13.4%，或反映西南铜业搬迁导致的精炼铜产量减少。

► **核心看点：1) 增持迪庆有色股权，铜保有资源量进一步提升。**2022 年公司增发收购了迪庆有色股权，股权比例从 50.01%提高至 88.24%。**2) 搬迁项目优化冶炼布局。**西南铜业分公司搬迁项目投资规模约 64.00 亿元，项目建成后将具备年产阴极铜 55 万吨，硫酸 135 万吨、金 11 吨、银 650 吨的产能。**3) 背靠大股东中铝集团，资源整合未来可期。**大股东旗下拥有凉山矿业部分股权、秘鲁 Toromocho 铜矿项目和西藏铁格隆南矿床探矿权，资产注入未来可期。

► **投资建议：**公司是中铝集团、中国铜业旗下唯一铜产业上市公司，矿山端资产注入可期。考虑到铜价上行，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 22.56、24.84、26.50 亿元，对应 4 月 26 日股价的 PE 分别为 13/11/11X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**铜价波动风险，TC/RC 不及预期，资产注入进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	146,985	163,324	177,667	189,334
增长率 (%)	8.9	11.1	8.8	6.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,579	2,256	2,484	2,650
增长率 (%)	-12.7	42.9	10.1	6.7
每股收益 (元)	0.79	1.13	1.24	1.32
PE	18	13	11	11
PB	2.0	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.17 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.云南铜业 (000878.SZ) 2023 年年报点评：减值拖累业绩，矿产铜产量触底反弹-2024/03/29

2.云南铜业 (000878.SZ) 动态报告：西南铜业搬迁强化冶炼产能布局，矿山端资产注入可期-2024/01/01

3.云南铜业 (000878.SZ) 2023 年三季报点评：普朗铜矿股权比例提升，经营业绩稳步增长-2023/10/28

4.云南铜业 (000878.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：普朗铜矿股权比例提升，经营业绩创历史新高-2023/05/08

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	146,985	163,324	177,667	189,334
营业成本	140,915	156,140	169,958	181,180
营业税金及附加	482	490	533	568
销售费用	270	278	302	322
管理费用	1,155	1,307	1,244	1,325
研发费用	369	408	444	473
EBIT	3,776	4,816	5,310	5,599
财务费用	545	629	703	683
资产减值损失	-825	-385	-419	-447
投资收益	191	196	213	227
营业利润	2,742	3,997	4,401	4,696
营业外收支	21	0	0	0
利润总额	2,763	3,997	4,401	4,696
所得税	457	680	748	798
净利润	2,305	3,318	3,653	3,898
归属于母公司净利润	1,579	2,256	2,484	2,650
EBITDA	5,165	6,289	6,959	7,355

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,491	9,620	11,336	13,329
应收账款及票据	106	131	142	152
预付款项	2,321	4,996	5,439	5,798
存货	10,790	12,448	13,550	14,445
其他流动资产	2,487	4,019	4,039	4,055
流动资产合计	22,196	31,214	34,506	37,778
长期股权投资	945	1,141	1,354	1,582
固定资产	11,985	12,551	12,393	12,256
无形资产	1,876	1,935	1,922	1,911
非流动资产合计	17,184	18,221	18,260	18,378
资产合计	39,380	49,435	52,766	56,156
短期借款	3,766	11,770	11,770	11,770
应付账款及票据	5,148	5,933	6,458	6,885
其他流动负债	2,371	3,056	3,207	3,330
流动负债合计	11,284	20,759	21,435	21,984
长期借款	10,456	8,579	8,579	8,579
其他长期负债	484	486	486	530
非流动负债合计	10,940	9,066	9,066	9,110
负债合计	22,224	29,824	30,501	31,094
股本	2,004	2,004	2,004	2,004
少数股东权益	3,247	4,309	5,478	6,725
股东权益合计	17,156	19,611	22,265	25,062
负债和股东权益合计	39,380	49,435	52,766	56,156

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.95	11.12	8.78	6.57
EBIT 增长率	-7.23	27.53	10.27	5.43
净利润增长率	-12.73	42.89	10.11	6.69
盈利能力 (%)				
毛利率	4.13	4.40	4.34	4.31
净利润率	1.07	1.38	1.40	1.40
总资产收益率 ROA	4.01	4.56	4.71	4.72
净资产收益率 ROE	11.35	14.74	14.80	14.45
偿债能力				
流动比率	1.97	1.50	1.61	1.72
速动比率	0.66	0.52	0.58	0.66
现金比率	0.58	0.46	0.53	0.61
资产负债率 (%)	56.43	60.33	57.80	55.37
经营效率				
应收账款周转天数	0.26	0.29	0.29	0.29
存货周转天数	27.95	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	3.70	3.68	3.48	3.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.13	1.24	1.32
每股净资产	6.94	7.64	8.38	9.15
每股经营现金流	3.22	1.02	2.55	2.80
每股股利	0.30	0.50	0.55	0.59
估值分析				
PE	18	13	11	11
PB	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.45	6.94	6.27	5.93
股息收益率 (%)	2.12	3.52	3.88	4.13

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,305	3,318	3,653	3,898
折旧和摊销	1,389	1,473	1,648	1,756
营运资金变动	1,694	-3,645	-1,318	-1,177
经营活动现金流	6,444	2,042	5,107	5,616
资本开支	-1,664	-2,051	-1,429	-1,604
投资	-599	0	0	0
投资活动现金流	-1,506	-3,621	-1,429	-1,604
股权募资	168	0	0	0
债务募资	-1,701	6,414	0	0
筹资活动现金流	-3,479	4,707	-1,962	-2,020
现金净流量	1,461	3,129	1,716	1,992

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