

贸易收缩减亏，盈利稳健增长

➤ **事件：公司发布 2024 年一季报。**2024Q1 公司实现营收 1225.17 亿元，同比减少 4.1%，环比增长 0.1%，归母净利润 17.15 亿元，同比减少 2.3%，环比增加 9.8%，扣非归母净利润 18.06 亿元，同比增长 6.5%，环比增长 46.5%。业绩符合预期。。

➤ **2024Q1，公司毛利率为 3.28%，环比增长 0.34pct，同比增长 0.72pct。**

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%；上期所黄金均价为 490.3 元/克，环比增长 3.9%，同比增长 16.7%。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；湖北硫酸（无江西数据，以湖北代替）均价为 153 元/吨，环比下降 16.6%，同比下降 22.0%。

➤ **同比来看，归母净利润同比减少 0.40 亿元。**主要增利项为毛利（同比+7.48 亿元，营收和营业成本均同比下降，或由于贸易量收缩，相应亏损减少带来利润增长，同时副产黄金价格同环比增长或也贡献部分毛利增长），投资收益（同比+7.49 亿元，主要或为套期保值平仓亏损同比减少），主要减利项为公允价值变动（同比-8.62 亿元，主要或为套期保值未平仓部分亏损同比增加），费用端（同比减利 3.74 亿元，主要为财务费用/研发费用同比增长 2.2/1.1 亿元）。

➤ **环比来看，归母净利润环比增长 1.5 亿元。**主要增利项为毛利（环比+4.23 亿元，增利逻辑与同比变化的原因相仿），资产减值损失（环比增利 5.6 亿元，或由于 23Q4 库存减值以及部分老旧资产减值较多，而 24Q1 铜价持续上涨，库存减值较少）。减利项主要为费用端（环比减利 3.43 亿元，主要由于财务费用环比增长 5.47 亿元，23Q4 利息费用较高，24Q1 恢复正常）、投资收益（环比-3.33 亿元，主要或为套期保值平仓盈利环比减少）、其他收益（环比-1.23 亿元，或由于 23Q4 年底政府补助和税收返还较多，24Q1 恢复正常环比减少）。

➤ **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。②公司是国内最大的铜生产基地，冶炼加工产能国内领先。公司年产铜精矿含铜超过 20 万吨，公司阴极铜产量超过 180 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。③国企改革，严控贸易量，亏损分部逐步扭亏为盈，做有利润的营收，有现金流的利润。

➤ **投资建议：**公司在国内铜产业拥有规模优势。考虑到铜价上涨，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 76.89/82.73/85.51 亿元，对应 4 月 26 日股价的 PE 分别为 12/11/11X，维持“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	587,893	617,000	638,101
增长率（%）	8.7	12.6	5.0	3.4
归属母公司股东净利润（百万元）	6,505	7,689	8,273	8,551
增长率（%）	8.5	18.2	7.6	3.4
每股收益（元）	1.88	2.22	2.39	2.47
PE	14	12	11	11
PB	1.4	1.2	1.1	1.0

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：

26.58 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhang.yiqing@mszq.com

相关研究

1.江西铜业 (600362.SH) 2023 年年报点评：
减值拖累业绩，矿端保持稳定-2024/03/28

2.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	587,893	617,000	638,101
营业成本	507,899	571,146	599,469	620,177
营业税金及附加	1,554	1,751	1,837	1,900
销售费用	358	403	423	438
管理费用	2,559	2,763	2,715	2,616
研发费用	1,020	1,176	1,234	1,276
EBIT	8,954	11,005	11,690	12,075
财务费用	384	443	400	409
资产减值损失	-881	-839	-832	-861
投资收益	315	294	309	319
营业利润	8,419	10,017	10,766	11,124
营业外收支	-39	-137	-137	-137
利润总额	8,380	9,880	10,629	10,987
所得税	1,404	1,656	1,781	1,841
净利润	6,975	8,224	8,848	9,146
归属于母公司净利润	6,505	7,689	8,273	8,551
EBITDA	11,802	14,180	15,347	16,239

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	35,620	40,563	45,178	48,915
应收账款及票据	4,410	5,527	5,801	5,999
预付款项	947	1,367	1,435	1,485
存货	40,538	45,794	48,114	49,776
其他流动资产	20,501	21,996	22,357	22,618
流动资产合计	102,016	115,247	122,885	128,793
长期股权投资	4,808	5,102	5,410	5,729
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	65,161	64,988	64,800
资产合计	168,151	180,408	187,874	193,593
短期借款	36,062	36,062	36,062	36,062
应付账款及票据	14,973	16,572	17,394	17,995
其他流动负债	19,261	19,851	20,419	20,832
流动负债合计	70,296	72,485	73,875	74,889
长期借款	13,589	15,482	15,482	15,482
其他长期负债	7,517	6,533	5,982	3,932
非流动负债合计	21,106	22,015	21,464	19,413
负债合计	91,402	94,500	95,339	94,302
股本	3,463	3,463	3,463	3,463
少数股东权益	9,327	9,861	10,436	11,031
股东权益合计	76,749	85,908	92,535	99,290
负债和股东权益合计	168,151	180,408	187,874	193,593

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	8.74	12.65	4.95	3.42
EBIT 增长率	1.59	22.91	6.23	3.29
净利润增长率	8.53	18.21	7.59	3.36
盈利能力 (%)				
毛利率	2.68	2.85	2.84	2.81
净利润率	1.25	1.31	1.34	1.34
总资产收益率 ROA	3.87	4.26	4.40	4.42
净资产收益率 ROE	9.65	10.11	10.08	9.69
偿债能力				
流动比率	1.45	1.59	1.66	1.72
速动比率	0.76	0.84	0.90	0.94
现金比率	0.51	0.56	0.61	0.65
资产负债率 (%)	54.36	52.38	50.75	48.71
经营效率				
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	3.37	3.35	3.35
每股指标 (元)				
每股收益	1.88	2.22	2.39	2.47
每股净资产	19.47	21.96	23.71	25.49
每股经营现金流	3.16	1.55	3.84	4.19
每股股利	0.50	0.64	0.69	0.71
估值分析				
PE	14	12	11	11
PB	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.78	8.97	8.29	7.83
股息收益率 (%)	1.88	2.41	2.60	2.68
现金流量表 (百万元)				
净利润	6,975	8,224	8,848	9,146
折旧和摊销	2,848	3,175	3,657	4,164
营运资金变动	-857	-9,389	-2,479	-2,032
经营活动现金流	10,931	5,382	13,287	14,523
资本开支	-6,765	-2,987	-3,083	-3,514
投资	-2,077	-134	0	0
投资活动现金流	-8,228	192	-3,083	-3,514
股权募资	468	0	0	0
债务募资	9,828	1,198	-500	-2,000
筹资活动现金流	1,933	-631	-5,588	-7,272
现金净流量	4,757	4,943	4,616	3,737

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受到任何形式的补偿。

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