



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：3.05

证券分析师

翟堃

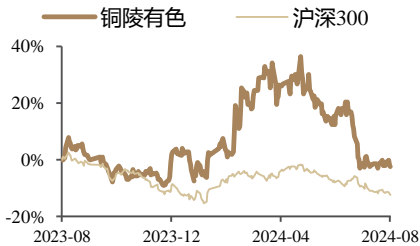
资格编号：S0120523050002
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

谷瑜

资格编号：S0120524080002
邮箱：guyu5@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.97	-13.11	-22.50
相对涨幅(%)	2.63	-8.25	-12.90

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《铜行业跟踪：24Q2 铜价创新高，Q3TC 骤降，供需持续紧张》，2024.7.11
- 《铜行业跟踪：TC 走低致冶炼减产预期，2024Q1 铜价震荡升高》，2024.4.2
- 《铜陵有色(000630.SZ)：米拉多注入，矿产铜产量迈上新台阶》，2023.11.20

铜陵有色(000630.SZ)：米拉多二期推进，矿产铜增量可期

投资要点

- 事件：公司发布 2024 年半年报。**公司 2024H1 实现营收 715 亿元，调整后同比+3.94%；实现归母净利 21.8 亿元，调整后同比+6.24%；实现扣非归母净利 22.1 亿元，同比+54.99%。公司 2024Q2 单季度实现营收 388 亿元，同比+12.6%，环比+18.5%；实现归母净利 10.9 亿元，调整前同比+39.9%，环比-1.1%。
- 米拉多铜矿实现注入，二期工程规划中，2024H1 中铁建铜冠实现净利 10.3 亿元。**2023 年 8 月 2 日，公司购买的中铁建铜冠投资有限公司 70% 的股权已办理完工商登记手续。中铁建铜冠控制了科里安特资源公司位于厄瓜多尔东南部的大型铜矿资源，其中米拉多铜矿目前探明及控制的矿石量 12.57 亿吨，矿石铜平均品位 0.48%，铜金属量 603.05 万吨，属于世界特大型铜矿，具有显著的资源优势。据交易报告书，米拉多铜矿一期采选工程已建成达产，二期工程正在建设中。米拉多铜矿处于开采阶段，该铜矿的一期工程已于 2019 年下半年建成并投入试生产，铜矿石的处理能力为 2000 万吨/年，预计每年产出约 9 万吨铜金属量对应的铜精矿；二期工程预计 2025 年 6 月建成投产，届时一期和二期工程对铜矿石的处理能力将合计达到 4620 万吨/年，预计每年产出约 20 万吨铜金属量对应的铜精矿。公司预计每年合计产出约 25 万吨铜金属量，进一步提高原料自给率。此外，截至 2024H1，铜箔产能达 5.5 万吨，利用超募资金在池州和铜陵建设的铜箔项目已完成设备安装调试，将于近期试生产，投产后铜冠铜箔将具备各类高精度电子铜箔 8 万吨的年生产能力。
- 盈利预测。产量方面，**米拉多铜矿已经实现并表，将大幅增加公司矿产铜含铜产量，我们预计 2024-2026 年公司自产铜精矿含铜分别为 16 万吨、20 万吨、25 万吨。**价格方面，**截至 2024H1，华东地区阴极铜现货均价为 7.46 万元/吨，随着美国降息以及铜需求恢复，我们假设 2024-2026 年铜价维持在 7.4/7.8/8.0 万元/吨的均价。我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利 35、42、54 亿元，实现每股收益 0.27、0.32、0.42 元。截至 2024 年 8 月 28 日收盘，公司 2024-2026 年 PE 估值分别为 11.18x/9.46x/7.33x。我们看好公司米拉多铜矿二期落地后大幅提升公司自产铜精矿产量，公司业绩实现增长，维持“买入”评级。
- 风险提示：**米拉多铜矿二期建设进度不及预期；铜价大幅回落，下游需求不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	12,792.92
流通 A 股(百万股):	10,526.46
52 周内股价区间(元):	2.84-4.26
总市值(百万元):	39,018.41
总资产(百万元):	85,409.10
每股净资产(元):	2.58

资料来源：公司公告

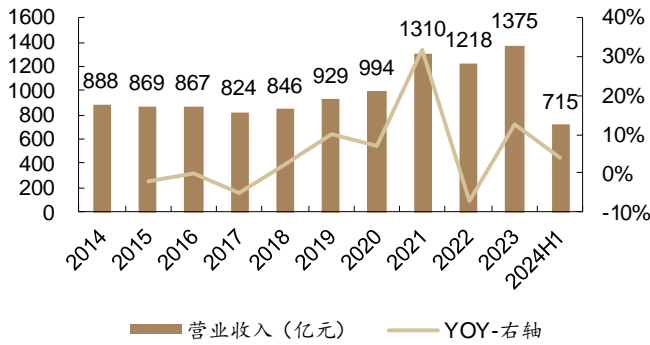
主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	121,848	137,454	148,004	158,612	166,312
(+/-)YOY(%)	-7.0%	12.8%	7.7%	7.2%	4.9%
净利润(百万元)	4,184	2,699	3,489	4,163	5,373
(+/-)YOY(%)	34.9%	-35.5%	29.3%	19.3%	29.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.21	0.27	0.32	0.42
毛利率(%)	9.7%	7.3%	7.6%	8.0%	9.3%
净资产收益率(%)	13.9%	8.5%	10.2%	11.1%	12.9%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

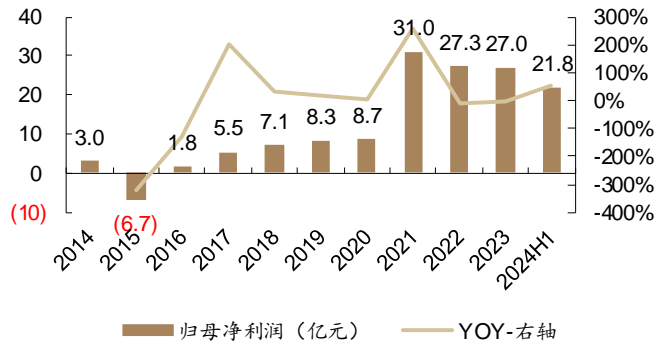
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



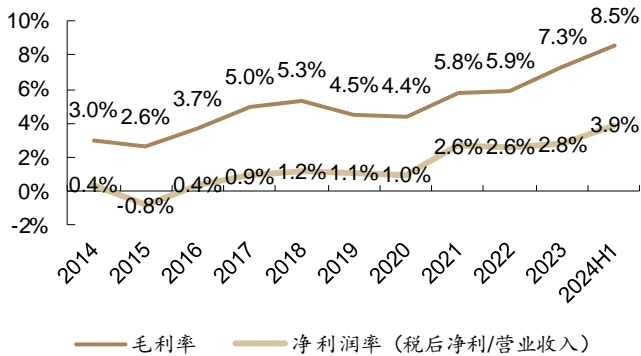
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润和增速



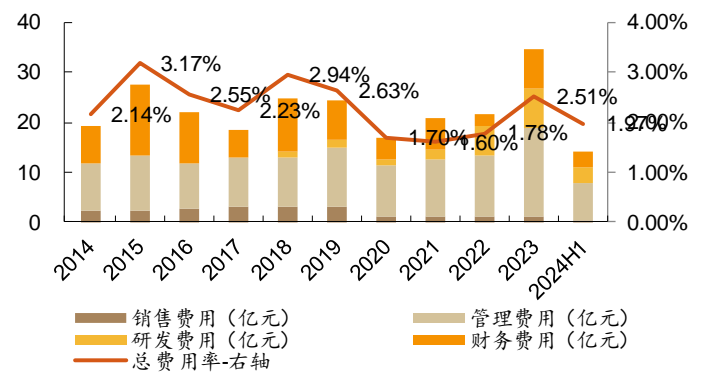
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

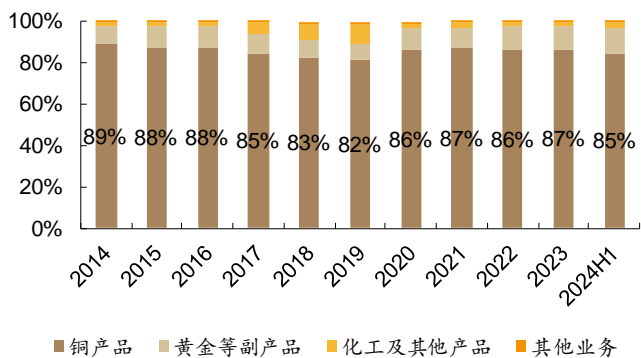
图 4: 公司期间费用（单位：亿元）及期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

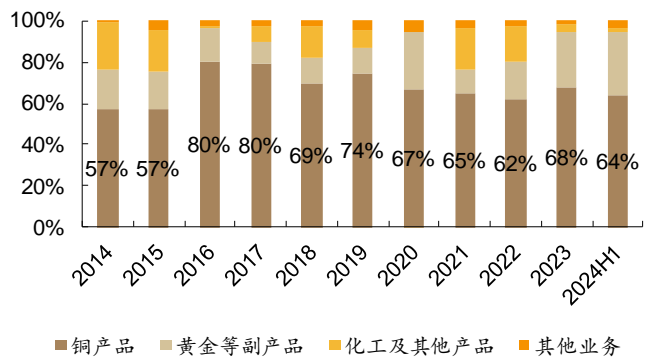
注: 由于会计准则的变化, 2018 年之前的研发费用体现在管理费用中

图 5: 公司营业收入结构



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司毛利结构



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.21	0.27	0.32	0.42
每股净资产	2.51	2.68	2.91	3.22
每股经营现金流	0.47	0.57	0.66	1.43
每股股利	0.08	0.08	0.06	0.09
价值评估(倍)				
P/E	15.62	11.18	9.46	7.33
P/B	1.31	1.14	1.05	0.95
P/S	0.28	0.26	0.25	0.23
EV/EBITDA	5.83	4.11	3.14	1.86
股息率%	2.4%	2.6%	2.0%	3.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	7.3%	7.6%	8.0%	9.3%
净利润率	2.8%	3.3%	3.6%	4.6%
净资产收益率	8.5%	10.2%	11.1%	12.9%
资产回报率	3.4%	4.2%	4.7%	5.6%
投资回报率	6.8%	7.9%	8.5%	10.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.8%	7.7%	7.2%	4.9%
EBIT 增长率	-23.0%	23.7%	15.8%	29.2%
净利润增长率	-35.5%	29.3%	19.3%	29.1%
偿债能力指标				
资产负债率	49.5%	47.7%	46.0%	43.4%
流动比率	1.7	1.9	2.2	2.5
速动比率	0.7	0.8	1.0	1.5
现金比率	0.5	0.6	0.7	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.1	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	47.0	45.0	50.0	47.5
总资产周转率	1.8	1.8	1.8	1.7
固定资产周转率	5.4	6.3	7.7	9.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,699	3,489	4,163	5,373
少数股东损益	1,095	1,357	1,619	2,303
非现金支出	3,337	4,457	5,501	5,250
非经营收益	368	823	858	840
营运资金变动	-1,575	-2,787	-3,667	4,674
经营活动现金流	5,925	7,339	8,473	18,440
资产	-2,712	-2,671	-2,275	-2,072
投资	926	230	0	0
其他	338	219	207	232
投资活动现金流	-1,448	-2,222	-2,068	-1,840
债权募资	-2,974	1,054	-134	560
股权募资	2,146	0	334	0
其他	-2,565	-2,071	-2,290	-2,500
融资活动现金流	-3,393	-1,017	-2,090	-1,940
现金净流量	1,090	4,099	4,315	14,660

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	137,454	148,004	158,612	166,312
营业成本	127,479	136,735	145,845	150,793
毛利率%	7.3%	7.6%	8.0%	9.3%
营业税金及附加	919	1,018	1,075	1,136
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	103	117	122	129
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	1,761	1,878	2,022	2,116
管理费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	802	790	886	908
研发费用率%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
EBIT	6,166	7,625	8,830	11,406
财务费用	783	903	861	806
财务费用率%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-568	-120	0	0
投资收益	156	219	207	232
营业利润	5,396	6,830	8,183	10,843
营业外收支	-5	-1	-2	-3
利润总额	5,392	6,829	8,181	10,840
EBITDA	9,374	11,951	14,321	16,646
所得税	1,597	1,983	2,400	3,164
有效所得税率%	29.6%	29.0%	29.3%	29.2%
少数股东损益	1,095	1,357	1,619	2,303
归属母公司所有者净利润	2,699	3,489	4,163	5,373

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,175	15,274	19,589	34,249
应收账款及应收票据	2,951	2,794	3,230	3,153
存货	15,805	18,379	22,134	17,659
其它流动资产	11,309	11,147	12,473	12,410
流动资产合计	41,240	47,594	57,425	67,471
长期股权投资	917	917	917	917
固定资产	25,298	23,478	20,569	17,837
在建工程	2,919	2,991	2,712	2,305
无形资产	5,391	5,396	5,401	5,406
非流动资产合计	37,005	35,208	32,018	28,878
资产总计	78,245	82,802	89,443	96,349
短期借款	9,652	10,906	10,772	11,332
应付票据及应付账款	7,366	7,104	8,426	8,419
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	7,006	6,925	7,461	7,538
流动负债合计	24,023	24,934	26,659	27,289
长期借款	9,841	9,641	9,641	9,641
其它长期负债	4,885	4,885	4,885	4,885
非流动负债合计	14,725	14,525	14,525	14,525
负债总计	38,748	39,460	41,185	41,815
实收资本	12,667	12,667	12,791	12,791
普通股股东权益	31,817	34,306	37,603	41,576
少数股东权益	7,679	9,036	10,655	12,958
负债和所有者权益合计	78,245	82,802	89,443	96,349

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。