



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

铜陵有色 (000630.SZ) 首次覆盖报告： 宏观向好 资源加持 迈入发展新阶段

2024年9月27日

分析师：

孟业雄

执业证书编号：S1380523040001

联系电话：010-88300920

邮箱：mengyexiong@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格：

合理价格：

上次评级：

本次评级：

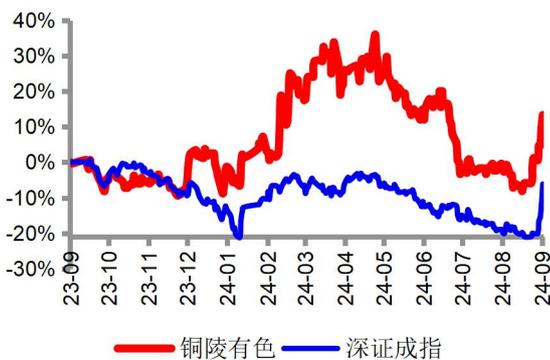
无

推荐

公司基本数据

总股本（亿股）：	128
流通股本（亿股）：	105
流通A股市值（亿元）：	374
每股净资产（元）：	2.566
资产负债率（%）：	51.82

铜陵有色近一年股价走势



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

内容提要：

- 公司于1992年6月经安徽省体改委批准成立，1996年10月24日在深圳证券交易所上市，成为中国铜工业板块第一股。铜陵有色是一个国际化的开放型的现代企业集团，是最早与国际市场融通接轨的有色金属企业之一，与世界30多个国家和地区建立了经济技术和贸易合作关系。
- 近几年，公司营业收入和净利润稳中有进。尽管在2022年营业总收入小幅下滑，但2023年重拾升势，2024年上半年延续增长，同比增3.94%，归母净利润达到21.81亿元，同比增长52.62%，显示出公司具有较强的应对市场变化的能力。
- 2000年以来，全球精炼铜产量不断增长，2023年达到2655万吨，同比增长4.90%，当前精炼铜产量增速处于历史较高水平。尽管再生铜产量较小，但近年来其增速明显超过原生铜。2023年再生铜产量为449万吨，同比增速为8.09%，原生铜产量为220万吨，同比增速为4.28%。
- 2023年，全球精炼铜消费量为2697万吨，同比增长4.38%，处于历史中等增速水平。2023年，中国精炼铜消费量为1649万吨，同比增长12.27%，中国精炼铜消费量占到全球的61%，显示出中国作为全球最大铜消费国的地位。在房地产市场下行的背景下，或受益于基础设施建设、新能源、制造业等多个领域的复苏需求，2023年中国精炼铜消费量增速远高于全球平均水平，如果未来房地厂市场可以止跌回稳，那么中国精炼铜消费量或会进一步增长。
- 我们预计公司2024-2026年EPS分别为0.37元/股、0.38元/股、0.39元/股，对应PE（以2024年9月26日收盘价计算）分别为9.30、9.05、8.82。我们采用相对估值法对企业价值进行评估，选取与公司业务相近的上市公司江西铜业、云南铜业、北方铜业进行横向比较。综合以上可比公司估值，我们给予公司2024年11倍估值，目标价为4.07元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**公司产量不及预期；精炼铜价格发生重大不利变化；公司销量不及预期；铜材加工行业格局出现重大不利变化；公司管理发生重大不利变化；A股市场估值系统性下行；国内外经济形势持续恶化；国内外市场系统性风险；地缘政治冲突升级；美联储货币政策出现重大调整；全球通胀持续加剧；美国对华贸易政策出现重大不利变化。

目录

1.铜冶炼龙头 拓资源强加工 全产业链发展	4
1.1 披荆斩棘 70 余载 铸就铜行业龙头	4
1.2 高质量经营 跨越式发展	7
2.铜行业分析	11
2.1 铜供给：精炼铜产量增速高于铜矿 再生铜产量增速高于原生铜	11
2.2 铜需求：新能源汽车是增量 建筑尚未见底 家电维持稳定	14
3.盈利预测与估值	18
3.1 重要假设	18
3.2 业绩预测	18
3.3 估值	18
4.风险提示	19

图表目录:

图 1: 铜陵有色股权结构	5
图 2: 铜陵有色组织机构图	5
图 3: 铜陵有色历史沿革	6
图 4: 铜陵有色所处铜产业链	6
图 5: 铜陵有色的阴极铜、电子铜箔、铜扁线产品	7
图 6: 公司近年来营收变化情况	7
图 7: 公司近年来净利润变化情况	7
图 8: 公司近年铜产品销售收入和增速情况	8
图 9: 公司 2024 年上半年营业收入构成情况 (分产品)	8
图 10: 公司 2014-2024 年上半年营业收入构成情况 (分产品)	8
图 11: 公司 2024 年上半年毛利构成情况 (分产品)	8
图 12: 公司 2014-2024 年上半年营业收入构成情况 (分地区)	9
图 13: 公司 2024 年上半年营业收入构成情况 (分地区)	9
图 14: 公司 2014-2024 年上半年销售毛利率情况 (%)	9
图 15: 公司 2014-2024 年上半年毛利率情况 (% , 分产品)	9
图 16: 公司 2014-2024 年上半年销售净利率情况 (%)	10
图 17: 公司 2014-2024 年上半年期间费用率情况 (%)	10
图 18: 公司 2014-2024 年上半年 ROA 和 ROE 情况	10
图 19: 公司 2014-2024 年上半年资产负债率情况 (%)	10
图 20: 公司 2014-2024 年上半年现金流量情况 (亿元)	11
图 21: 2024 年上半年铜冶炼加工企业营业收入和归母净利润增长情况	11
图 22: 2024 年上半年铜冶炼加工企业销售毛利率和净资产收益率情况	11
图 23: 1994-2023 年全球铜储量和增长情况	12
图 24: 2023 年末全球各国铜储量占比	12
图 25: 1994-2023 年全球铜矿产量和增长情况	12
图 26: 2023 年全球各国铜矿产量占比	12
图 27: 2000-2023 年全球铜矿山产能和增长情况	13
图 28: 2004-2024 年全球铜矿山产能利用率情况 (当月值, %)	13
图 29: 2000-2023 年全球精炼铜产量和增长情况	13
图 30: 2000-2023 年全球原生和再生精炼铜产量和增长情况	13
图 31: 2000-2023 年全球精炼铜产能和增长情况	14
图 32: 2000-2023 年全球精炼铜产能利用率情况 (%)	14
图 33: 2000-2023 年中国精炼铜产量和增长情况	14
图 34: 2000-2023 年中国精炼铜产量在全球中的占比	14
图 35: 2000-2023 年全球精炼铜消费量和增长情况	15
图 36: 2000-2023 年中国精炼铜消费量和增长情况	15
图 37: 2023 年中国铜消费结构	15
图 38: 2010-2024 年电网和电源基本建设投资完成额累计同比 (%)	15
图 39: 2000-2023 年全球汽车产量和增长情况	16
图 40: 2000-2023 年中国汽车产量和增长情况	16
图 41: 2009-2023 年中国汽车销量和增长情况	16

图 42: 2021-2023 年中国新能源汽车销量、增长和渗透情况	16
图 43: 2000-2024 年 8 月我国房地产投资完成额和增长情况	17
图 44: 2000-2024 年 8 月我国房屋新开工面积和增长情况	17
图 45: 2000-2024 年 8 月中国彩电产量和增长情况	17
图 46: 2000-2024 年 8 月中国空调产量和增长情况	17
图 47: 2000-2024 年 8 月中国洗衣机产量和增长情况	17
图 48: 2000-2024 年 8 月中国冰箱产量和增长情况	17
表 1: 公司 2024 年-2026 年营业收入预测	18
表 2: 可比公司 PE 和 EPS 情况	19
表 3: 公司财务预测表	20

1.铜冶炼龙头 拓资源强加工 全产业链发展

1.1 披荆斩棘 70 余载 铸就铜行业龙头

铜陵有色（又称“公司”）全称为铜陵有色金属集团股份有限公司，第一股东为铜陵有色金属集团控股有限公司（47.78%），实际控制人为安徽省人民政府国有资产监督管理委员会。

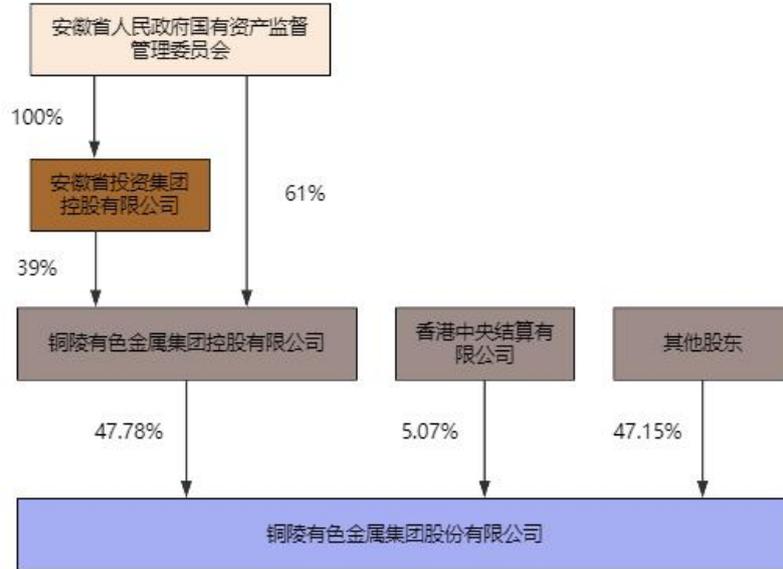
公司于1992年6月经安徽省体改委批准成立，1996年10月24日在深圳证券交易所上市，成为中国铜工业板块第一股。铜陵有色是一个国际化的开放型的现代企业集团，是最早与国际市场融通接轨的有色金属企业之一，与世界30多个国家和地区建立了经济技术和贸易合作关系。公司先后与清华大学、中南大学等多所院校建设合作关系，成为国家创新型企业、全国技术创新示范企业，拥有国家级技术中心和国家认可试验室，先后获得2项国家科技进步一等奖、7项国家科技进步二等奖。公司先后获得全国工业产品绿色设计示范企业、中国企业信用500强、安徽省国有控股企业税收贡献10强、安徽省研发投入百强企业等荣誉称号。

公司下辖安徽铜冠铜箔集团股份有限公司、中铁建铜冠投资有限公司、金隆铜业有限公司、铜陵有色股份铜冠电工有限公司等40余家直接或间接控股和参股企业，2024年8月，铜陵有色集团连续6年上榜《财富》世界500强榜单。

2022年1月27日，公司旗下子公司——安徽铜冠铜箔集团股份有限公司，成功在创业板市场挂牌上市，证券简称为“铜冠铜箔”。铜冠铜箔主要从事各类高精度电子铜箔的研发、制造和销售等，主要产品按应用领域分类包括PCB铜箔和锂电池铜箔，是国内电子铜箔行业领军企业之一。铜冠铜箔拥有电子铜箔产品总产能为4.5万吨/年，其中，PCB铜箔产能2.5万吨/年，锂电池铜箔产能2万吨/年，形成了“PCB铜箔+锂电池铜箔”双核驱动的业务发展模式，与生益科技、台耀科技、台光电子、华正新材、金安国纪、沪电股份、南亚新材、比亚迪、宁德时代、国轩高科、星恒股份等业内知名企业建立了长期合作关系。2024年6月末，公司铜箔产能达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。

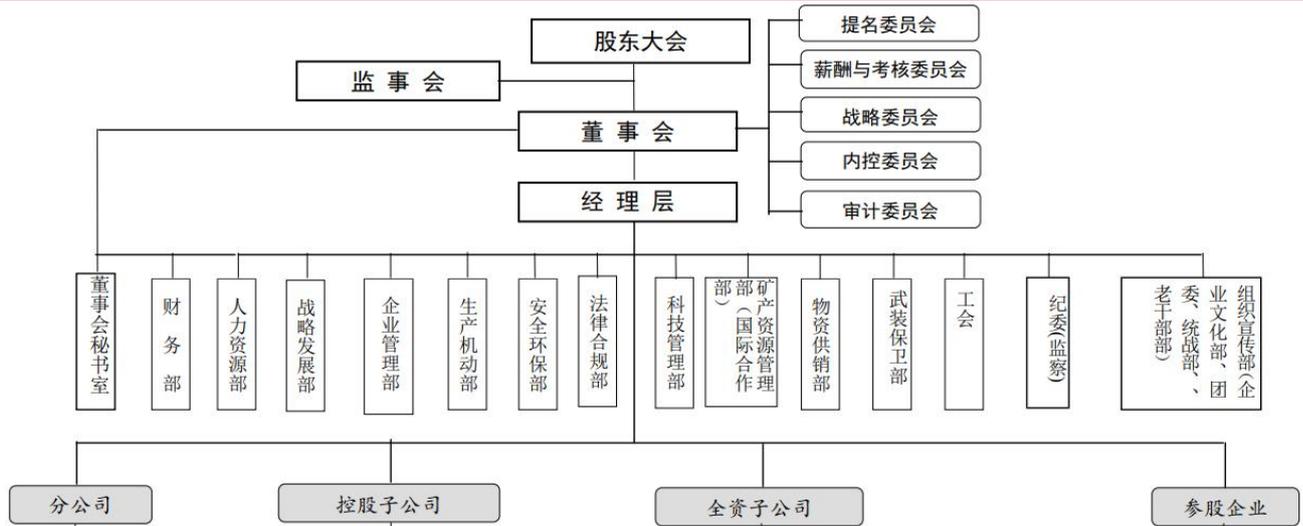
2023年8月2日，公司顺利完成对中铁建铜冠投资有限公司70%股权的收购，并办理了相关工商登记手续。此次收购的中铁建铜冠，掌握着位于厄瓜多尔东南部的重要资产——科里安特资源公司的大型铜矿资源。特别是其旗下的米拉多铜矿，现已探明的矿石总量高达12.57亿吨，矿石铜的平均品位达到0.48%，蕴含的铜金属量约为603.05万吨，这一规模在全球范围内属于特大型铜矿，展现出极为显著的资源禀赋与战略价值。中铁建铜冠米拉多铜矿二期工程预计2025年6月建成投产，项目达产达标后，公司预计每年合计产出约25万吨铜金属量，进一步提高原料自给率。

图 1：铜陵有色股权结构



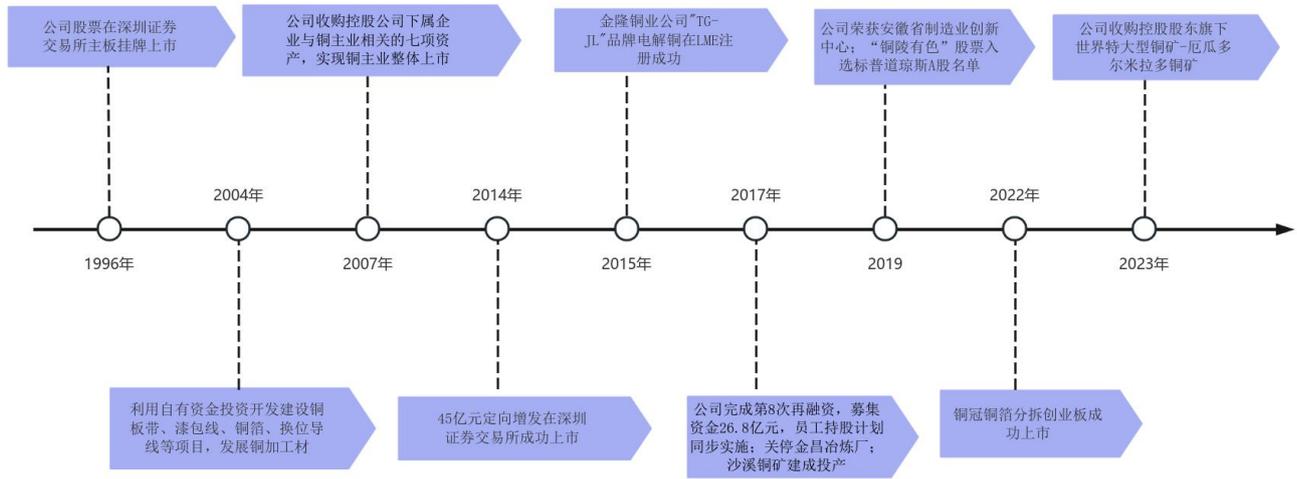
资料来源：公司 2024 半年报，国开证券研究与发展部

图 2：铜陵有色组织机构图



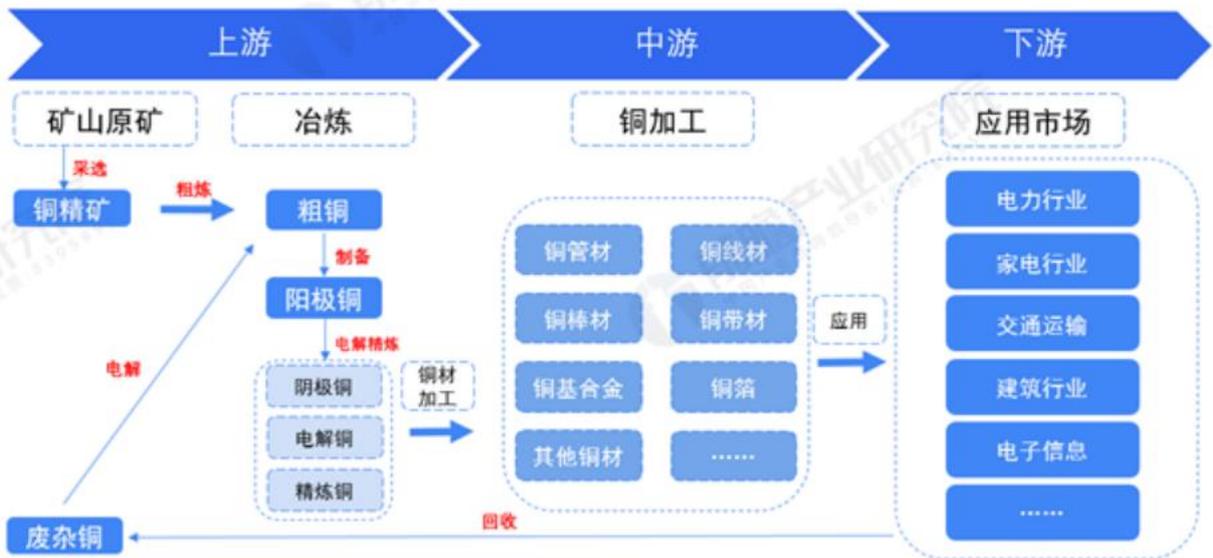
资料来源：公司官网，国开证券研究与发展部

图 3：铜陵有色历史沿革



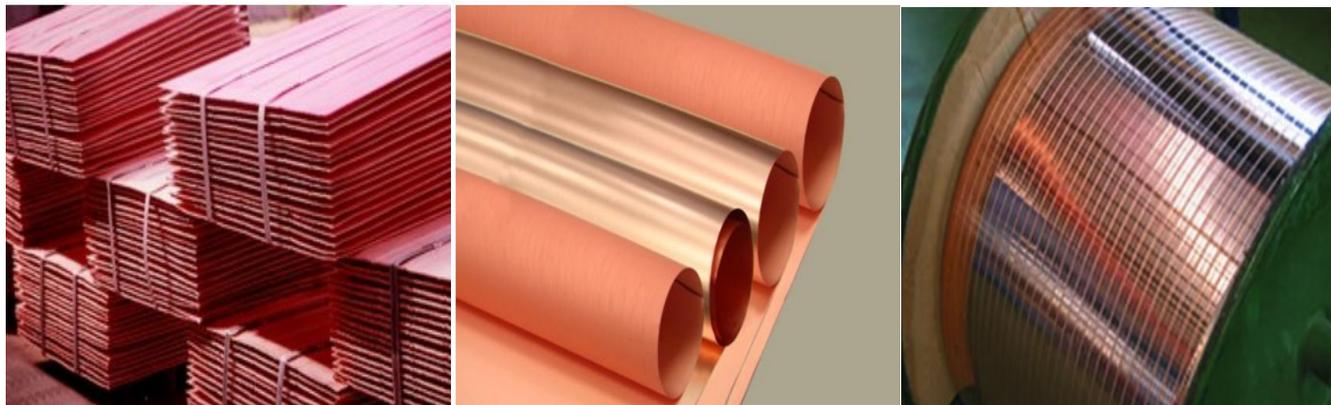
资料来源：公司官网，国开证券研究与发展部

图 4：铜陵有色所处铜产业链



资料来源：前瞻产业研究院，国开证券研究与发展部

图 5：铜陵有色的阴极铜、电子铜箔、铜扁线产品



资料来源：公司官网，国开证券研究与发展部

1.2 高质量经营 跨越式发展

近几年，公司营业收入和净利润稳中有进。从2019年到2024年上半年，公司的营业总收入经历了先升再降再升的波动过程，从2019年的929.15亿元增长到2023年的1374.54亿元。尽管在2022年营业总收入小幅下滑，但2023年重拾升势，2024年上半年延续增长，同比增3.94%，显示出公司具有较强的应对市场变化的能力。公司归母净利润在2021年出现明显增长，从8.66亿元增长到31.01亿元，同比增长258.08%，此后两年归母净利润虽出现小幅下滑，但仍保持在25亿元以上的高位，2024年上半年，公司归母净利润达到21.81亿元，同比增长52.62%，预计全年归母净利润有望突破2021年高点，使公司经营效益迈上新台阶。

图 6：公司近年来营收变化情况

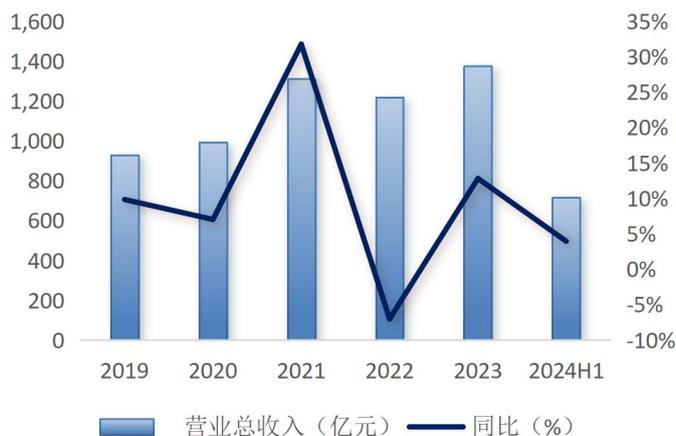
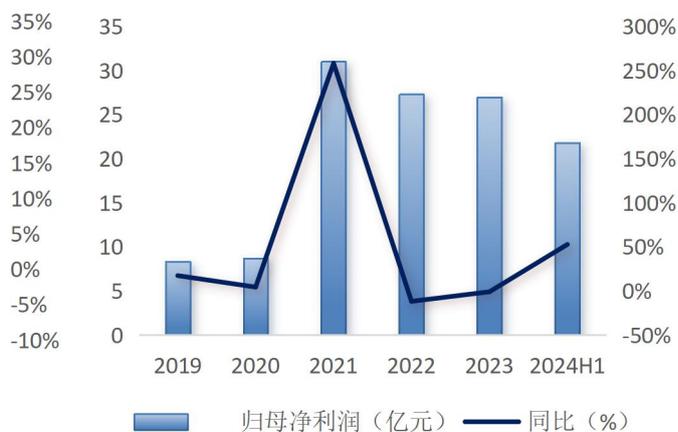


图 7：公司近年来净利润变化情况



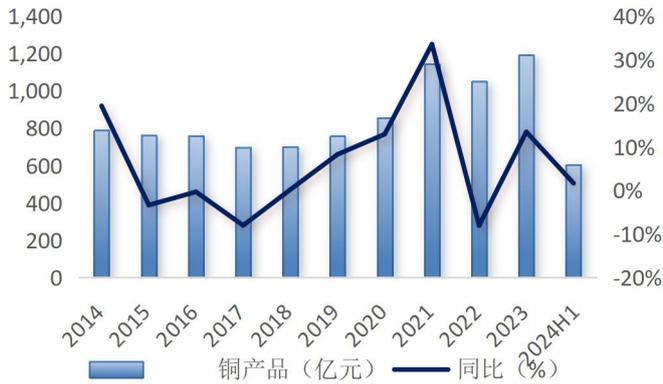
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

近年来，公司铜产品业务收入出现明显增长。2023年，公司铜产品收入达到1192.21亿元，同比增长13.46%，2024年上半年，铜产品收入达到605.21亿元，同比增长1.66%。

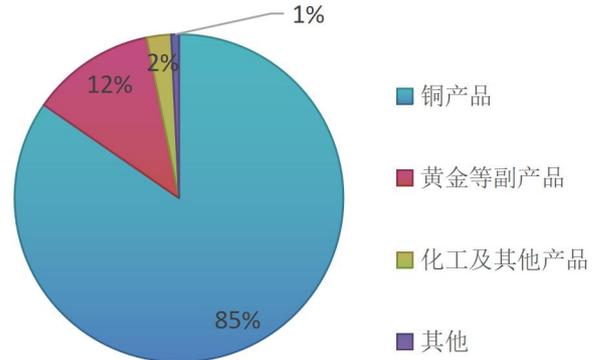
铜产品是公司的主营业务，营收占比达到85%，黄金等副产品营收占比为12%，化工产品收入占比较低，仅为2%。近年来，公司铜产品营收占比有所提高，黄金和化工等产品收入保持相对稳定。2024年上半年，铜产品毛利占比为77%，黄金等副产品毛利占比为16%，化工及其他产品毛利占比为5%，反映出铜产品内部毛利率较低。

图 8：公司近年铜产品销售收入和增速情况



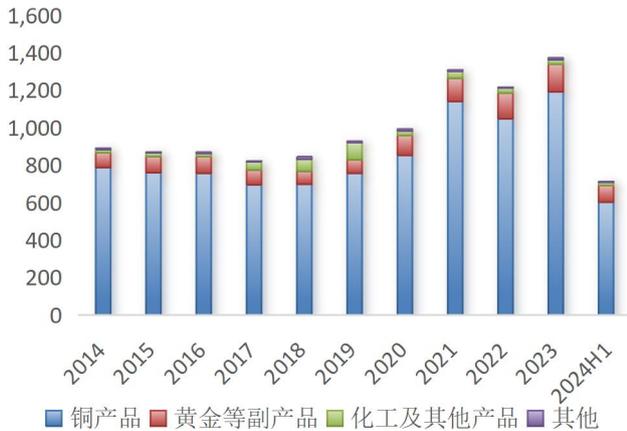
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 9：公司 2024 年上半年营业收入构成情况（分产品）



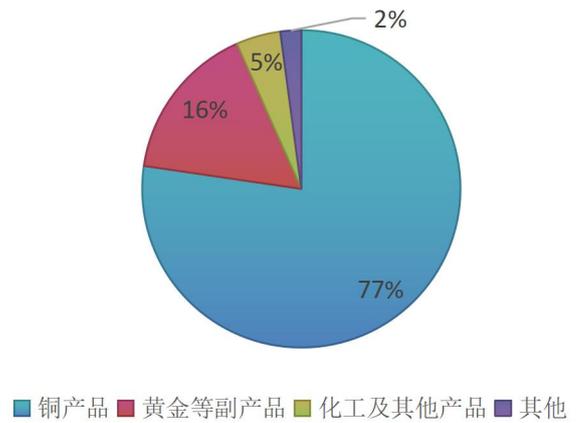
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 10：公司 2014-2024 年上半年营业收入构成情况（分产品）



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

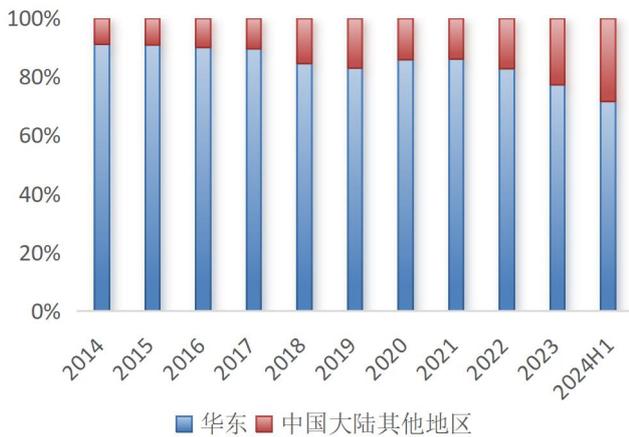
图 11：公司 2024 年上半年毛利构成情况（分产品）



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

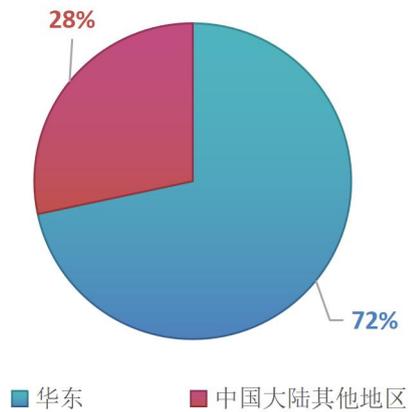
公司营业收入主要来源于国内市场，华东地区又是国内市场的重心，2024年上半年，公司华东地区营收占比达到72%。近年来，公司积极拓展华东地区以外市场，成效明显，其他地区营收占比呈现逐年扩大态势。

图 12: 公司 2014-2024 年上半年营业收入构成情况 (分地区)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

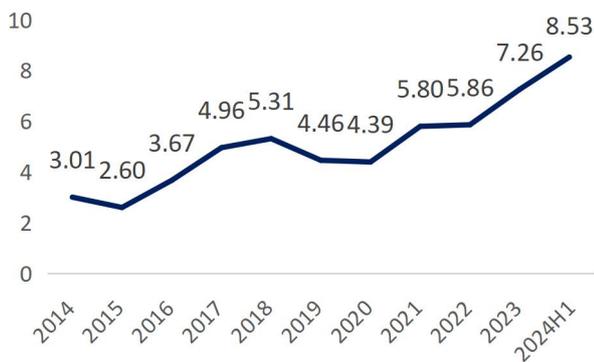
图 13: 公司 2024 年上半年营业收入构成情况 (分地区)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

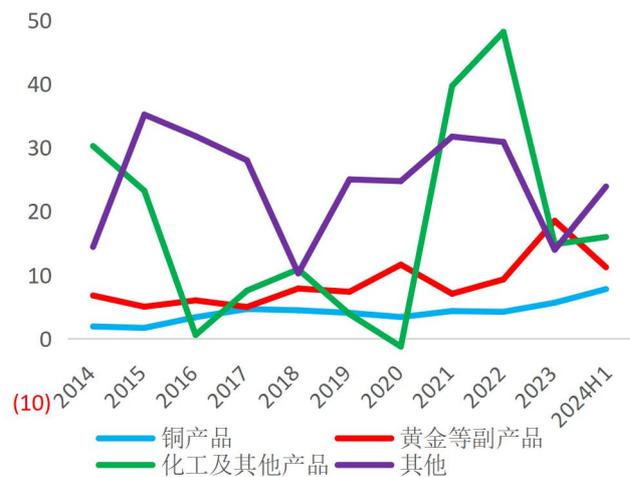
2024年上半年, 公司销售毛利率达到8.5%, 为近10年来最高, 公司销售毛利率已从2020年以来, 连续增长4年。分产品来看, 铜产品和黄金产品毛利率相对稳定, 在公司四项业务中, 铜产品毛利率虽是最低, 但近年来稳中有升, 2024年上半年达到7.79%, 黄金等副产品达到11.22%。化工产品毛利率像坐了过山车, 从2021和2022年的40%左右急速下跌至2023年的13.98%, 今年上半年企稳至15.99%。

图 14: 公司 2014-2024 年上半年销售毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 15: 公司 2014-2024 年上半年毛利率情况 (% , 分产品)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

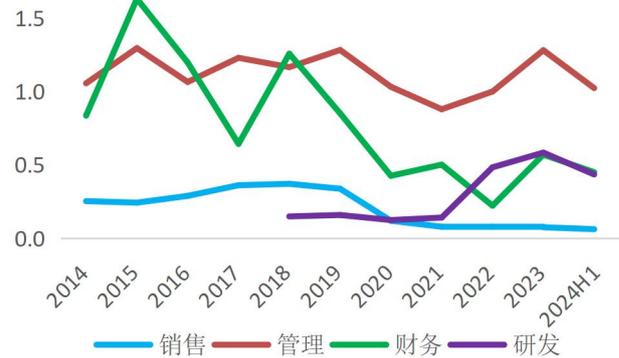
2020年以来, 公司的销售净利率明显上升, 其从2020年的0.97%上涨到今年上半年的3.90%, 可以看出, 公司的费用控制取得明显成效。近几年, 公司期间费用结构得到优化, 销售、管理和财务出现趋势性下降, 而研发费用出现明显上涨, 2024年上半年, 公司的销售费用率已经下降到0.1%以下。

图 16: 公司 2014-2024 年上半年销售净利率情况(%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 17: 公司 2014-2024 年上半年期间费用率情况(%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2015年以来,公司总资产收益率和净资产收益率均出现趋势性上升。2024年上半年,公司的总资产报酬率为10.11%、净资产收益率为13.45%,尽管相较于2021年有所下滑,但仍然处于历史较高水平,公司资产经营效率明显提升。

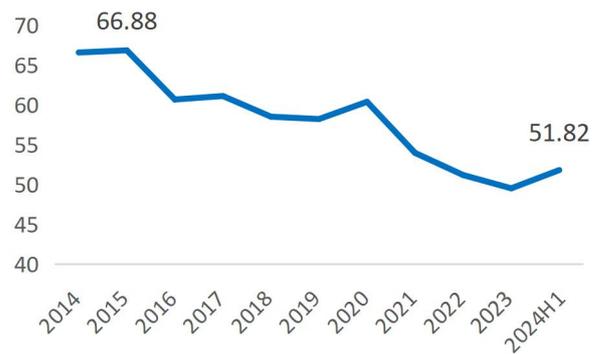
近几年,公司资产负债率出现趋势性下降,已从2015年的66.88%下降到2024年上半年的51.82%。较低的资产负债率为生产经营安排了更加安全稳定的资本结构,为有需要时加杠杆留足空间,有利于公司长远发展。

图 18: 公司 2014-2024 年上半年 ROA 和 ROE 情况



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

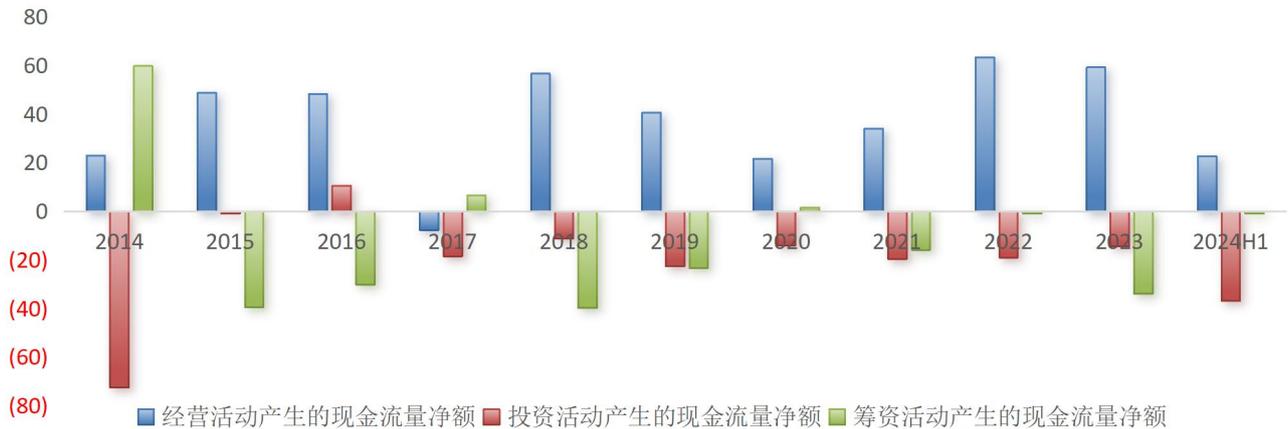
图 19: 公司 2014-2024 年上半年资产负债率情况 (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

得益于公司营业收入的不断扩大和运营效率的不断提高,加之行业龙头地位的稳固,公司近几年现金流情况逐年向好。从2020年开始,公司经营活动产生的现金流量净额增长明显,有力地支持了公司日常业务运营,对公司整体发展持续产生正积极作用。

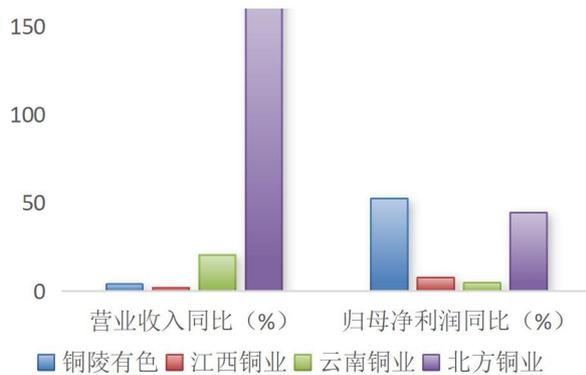
图 20：公司 2014-2024 年上半年现金流量情况（亿元）



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

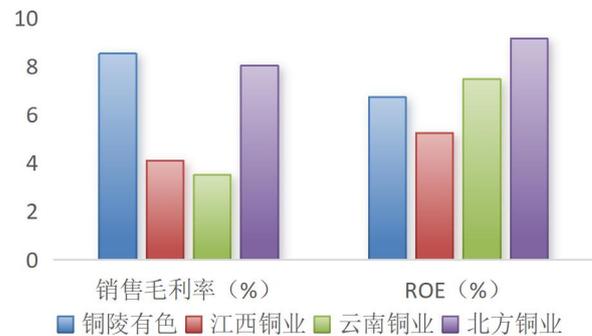
从与同业的对比中，也可以看出公司经营质量和效果改善明显。2024年上半年，尽管公司营收增长幅度并不大，但归母净利润却增长明显，考虑过往业绩和体量，其销售毛利率和净资产收益率在同业中也表现出色。

图 21：2024 年上半年铜冶炼加工企业营业收入和归母净利润增长情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 22：2024 年上半年铜冶炼加工企业销售毛利率和净资产收益率情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

2.铜行业分析

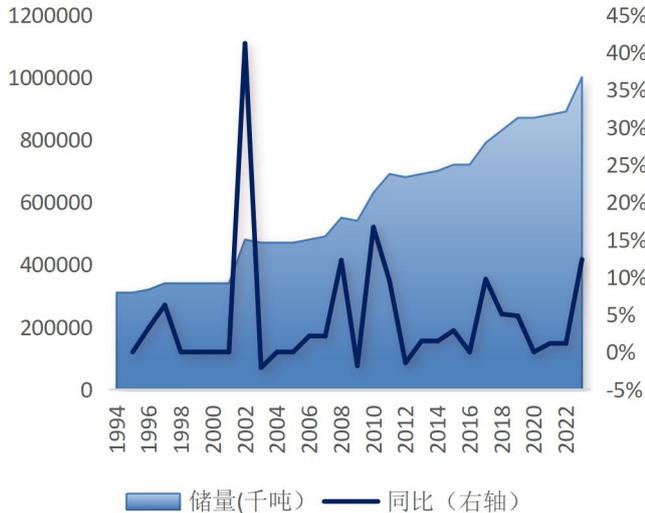
铜 (Copper) 是一种化学元素，其化学符号为Cu，原子序数为29，属于过渡金属。铜在自然界中广泛存在，主要以硫化物矿和氧化物矿的形式存在，如黄铜矿和孔雀石。铜在经济生活中有着极其广泛的应用，主要应用于电力、建筑、运输、家电、电子等行业。

2.1 铜供给：精炼铜产量增速高于铜矿 再生铜产量增速高于原生铜

近30年，全球铜资源被不断发现勘探，铜储量不断增长，2023年底，全球铜储量

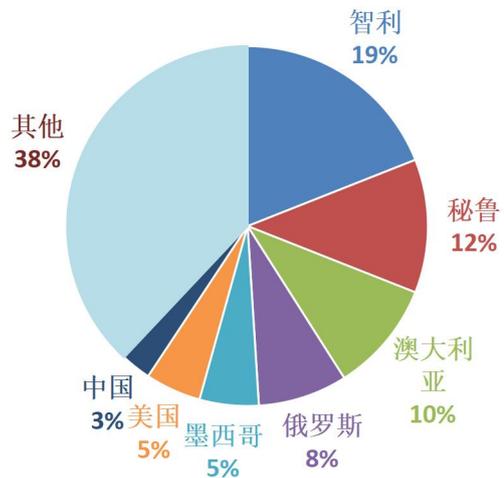
达到10亿吨，同比增长12.36%。铜资源分布并不均匀，主要集中在智利、秘鲁、澳大利亚、俄罗斯等国家，中国只占全球铜资源储量的3%。

图 23：1994-2023 年全球铜储量和增长情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

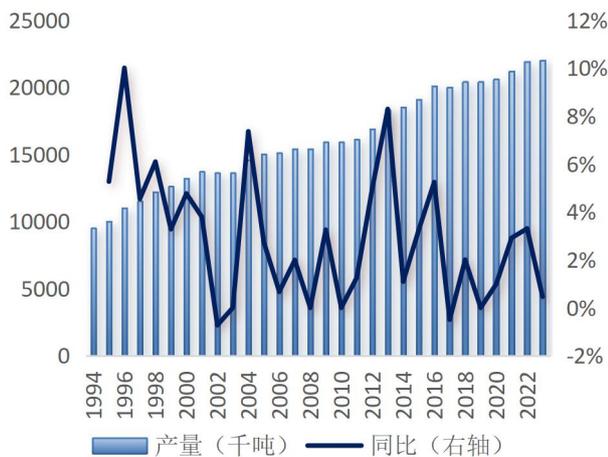
图 24：2023 年末全球各国铜储量占比



资料来源：美国地质勘探局，国开证券研究与发展部

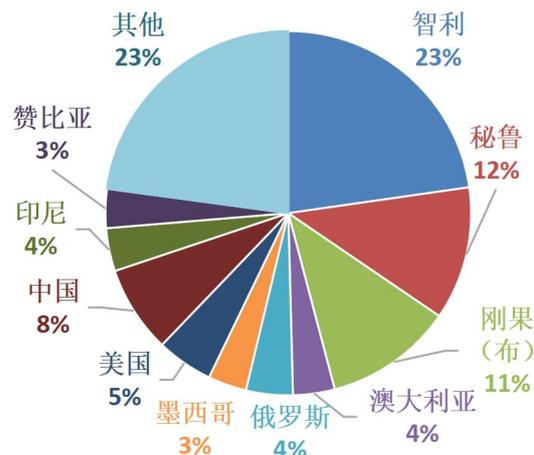
近30年，全球铜矿产量不断增长，但近年来增速有所降低，2023年，全球铜矿产量达到2200万吨，同比增长0.46%。2023年，智利、秘鲁和刚果（布）生产了全球超40%的铜矿，我国生产的铜矿产量占到全球的8%，大于自身铜资源储备占比。

图 25：1994-2023 年全球铜矿产量和增长情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

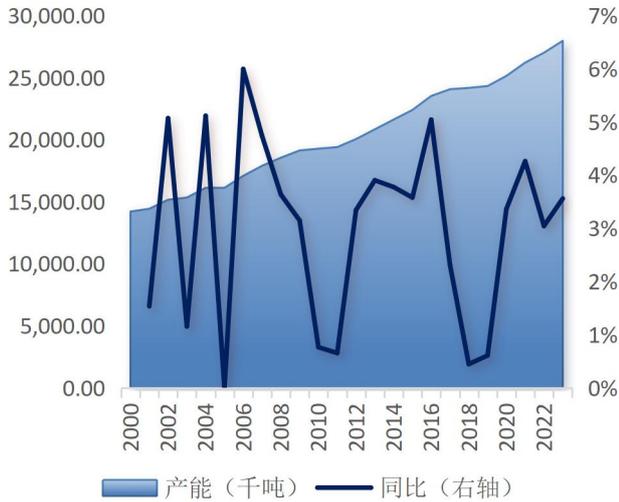
图 26：2023 年全球各国铜矿产量占比



资料来源：美国地质勘探局，国开证券研究与发展部

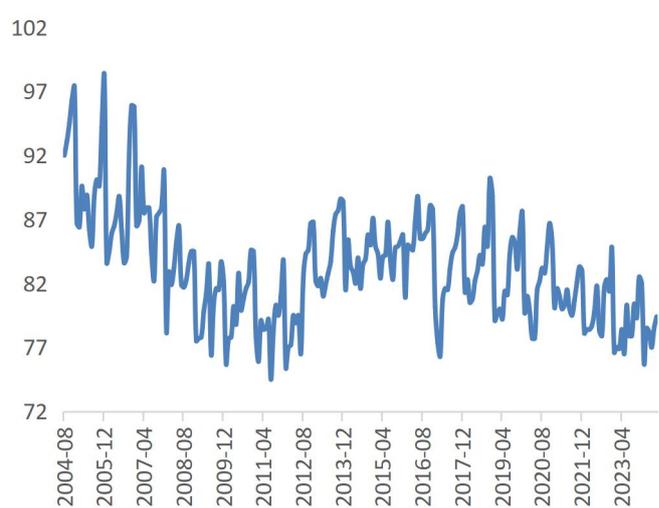
全球铜矿产量不断增长的背后是矿山产能的增加。2023年，全球铜矿山产能达到2798万吨，同比增长3.56%，其增速明显大于产量增速。2018年以来，全球铜矿山产能利用率出现趋势性下滑，2024年6月产能利用率为79.40%。

图 27：2000-2023 年全球铜矿山产能和增长情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

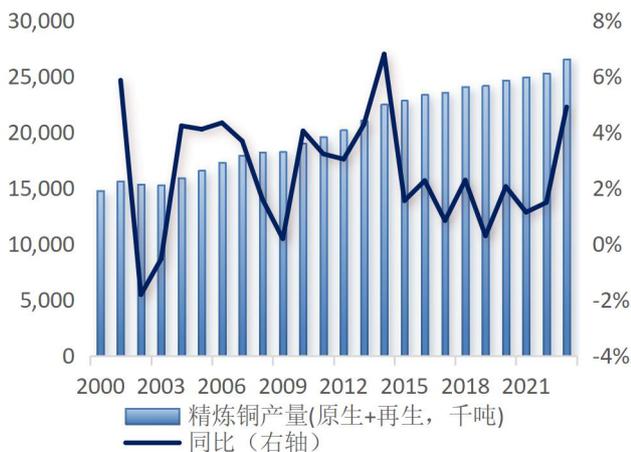
图 28：2004-2024 年全球铜矿山产能利用率情况（当月值，%）



资料来源:Wind，国开证券研究与发展部

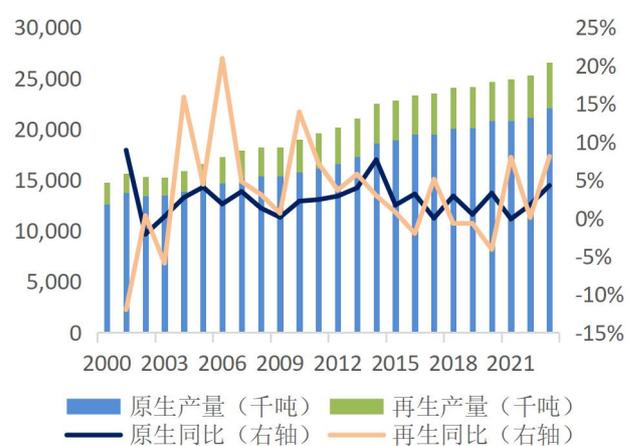
2000年以来，全球精炼铜产量不断增长，2023年达到2655万吨，同比增长4.90%，当前精炼铜产量增速处于历史较高水平。尽管再生铜产量较小，但近年来其增速明显超过原生铜。2023年再生铜产量为449万吨，同比增速为8.09%，原生铜产量为220万吨，同比增速为4.28%。

图 29：2000-2023 年全球精炼铜产量和增长情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

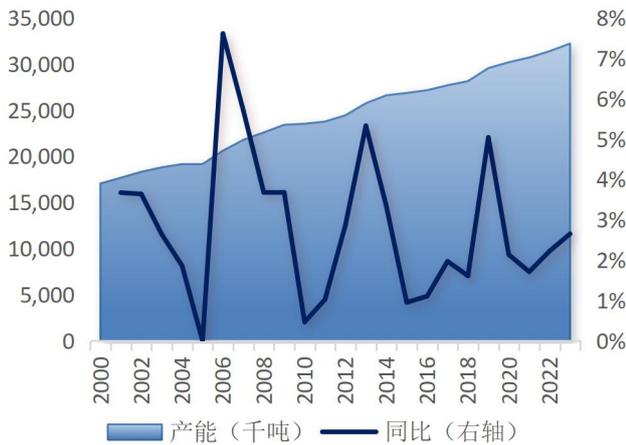
图 30：2000-2023 年全球原生和再生精炼铜产量和增长情况



资料来源:Wind，国开证券研究与发展部

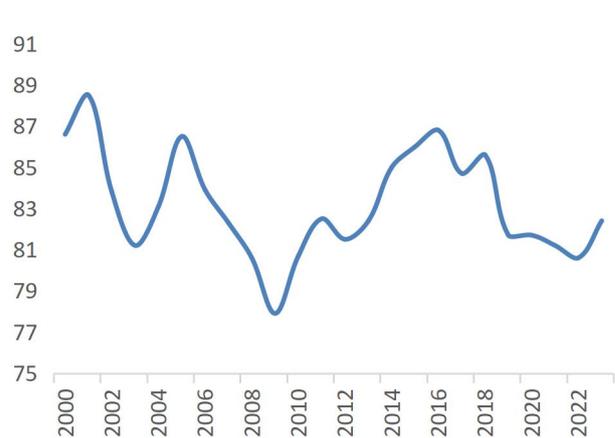
全球精炼铜产量不断增长的背后也是产能的不断增长。2023年全球精炼铜产能达到3223万吨，同比增长2.65%，产能利用率为82.40%，较2022年增加1.8个百分点。

图 31：2000-2023 年全球精炼铜产能和增长情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

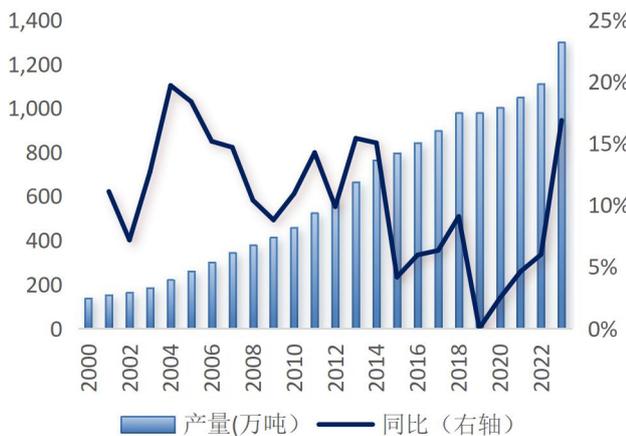
图 32：2000-2023 年全球精炼铜产能利用率情况 (%)



资料来源:Wind，国开证券研究与发展部

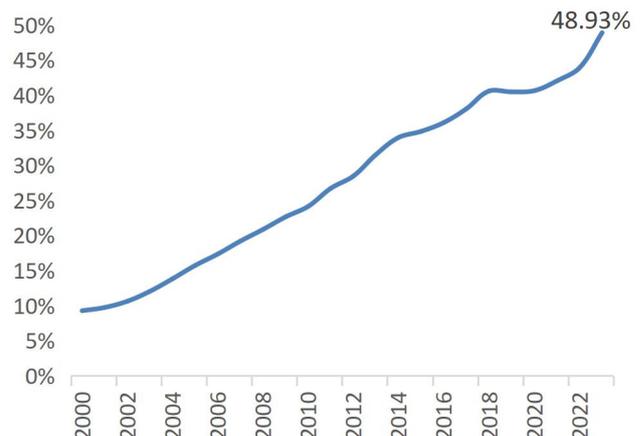
2000年以来，我国精炼铜产量增长幅度较大，从2000年的137万吨增长到2023年的1299万吨。目前我国精炼铜产量已占到全球产量的48.93%，对全球精炼铜供给具有重大影响。

图 33：2000-2023 年中国精炼铜产量和增长情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 34：2000-2023 年中国精炼铜产量在全球中的占比

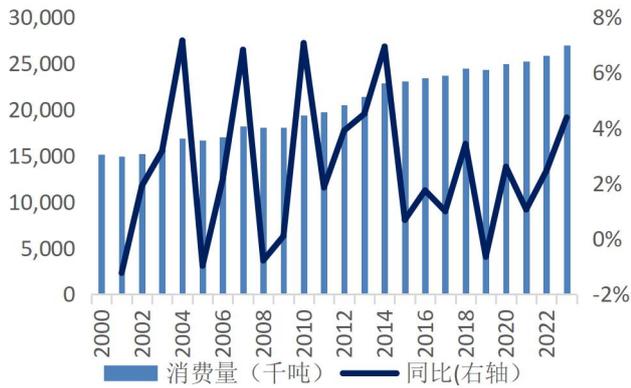


资料来源:Wind，国开证券研究与发展部

2.2 铜需求：新能源汽车是增量 建筑尚未见底 家电维持稳定

2023年，全球精炼铜消费量为2697万吨，同比增长4.38%，处于历史中等增速水平。2023年，中国精炼铜消费量为1649万吨，同比增长12.27%，中国精炼铜消费量占到全球的61%，显示出中国作为全球最大铜消费国的地位。在房地产市场下行的背景下，或受益于基础设施建设、新能源、制造业等多个领域的复苏需求，2023年中国精炼铜消费量增速远高于全球平均水平，如果未来房地厂市场可以止跌回稳，那么中国精炼铜消费量或会进一步增长。

图 35：2000-2023 年全球精炼铜消费量和增长情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

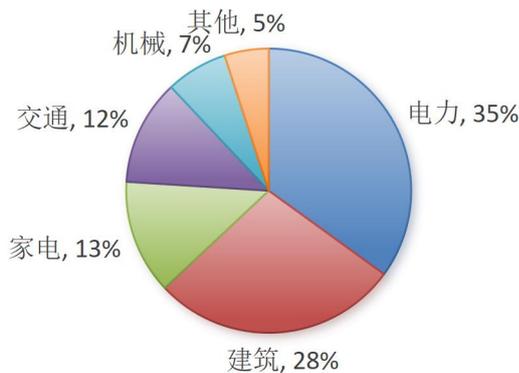
图 36：2000-2023 年中国精炼铜消费量和增长情况



资料来源:Wind，国开证券研究与发展部

2023 年，我国 35% 的铜用于电力行业、建筑行业用铜 28%，家电行业用铜 13%，交通行业用铜 12%，机械行业用铜 7%。电力行业是第一用铜大户。2024 年 7 月，我国电网基本投资完成额累计同比增长 19.17%，电源基本建设投资累计完成额也实现了增长。两者增速目前处于 2020 年以来中等偏下水平，后续增长有望加速。

图 37：2023 年中国铜消费结构



资料来源：SMM，国开证券研究与发展部

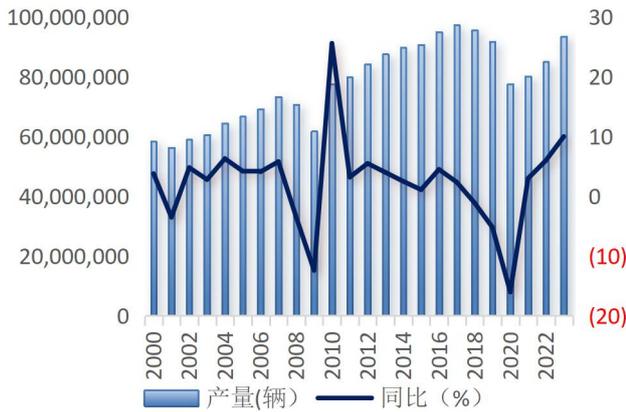
图 38：2010-2024 年电网和电源基本建设投资完成额累计同比 (%)



资料来源：Choice，国开证券研究与发展部

2023 年，全球汽车产量为 9355 万辆，同比增长 10%，我国产量为 3011 万辆，同比增长 10.97%，我国汽车销量为 3009 万辆，同比增长 12%。此外，无论是产量和销量，我国 2023 年数据均超过 2017 年，刷新历史新高，表面当前我国汽车行业产销两旺。2023 年，我国新能源汽车销量为 950 万辆，同比增长 37.90%，渗透率超过 30%。中国汽车工业协会预测，2024 年我国新能源汽车渗透率或接近 40%。新能源汽车的用铜量是传统燃油车的 2 倍以上，在汽车销量稳步增长且新能源汽车渗透率不断提高的背景下，用铜量将增加明显。

图 39：2000-2023 年全球汽车产量和增长情况



资料来源：Choice，国开证券研究与发展部

图 40：2000-2023 年中国汽车产量和增长情况



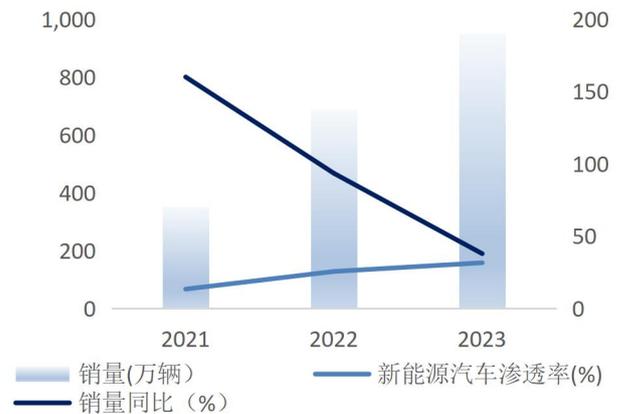
资料来源：Choice，国开证券研究与发展部

图 41：2009-2023 年中国汽车销量和增长情况



资料来源：Choice，国开证券研究与发展部

图 42：2021-2023 年中国新能源汽车销量、增长和渗透情况



资料来源：Choice，国开证券研究与发展部

2024年1-8月，我国房地产投资完成额为69284亿元，同比下降10.20%，房屋新开工面积为49465万平方米，同比下降22.50%，较2023年加速下滑，表明我国房地产行业尚未见底企稳，对家电需求构成不利影响。但对房地产市场也不宜过于悲观，中共中央政治局9月26日召开会议，首次明确要促进房地产市场止跌回稳，后续应关注市场落实情况。

但我国家电行业不完全受制于地产状况，因出口和换新需求，具有一定独立性。2024年1-8月，我国彩电累计产量为19139.1万台，同比增长7.8%，空调累计产量为19139.1万台，同比增长7.8%，洗衣机累计产量为7145.9万台，同比增长7.2%，冰箱累计产量为6781.6万台，同比增长7.3%。

图 43: 2000-2024 年 8 月我国房地产投资完成额和增长情况



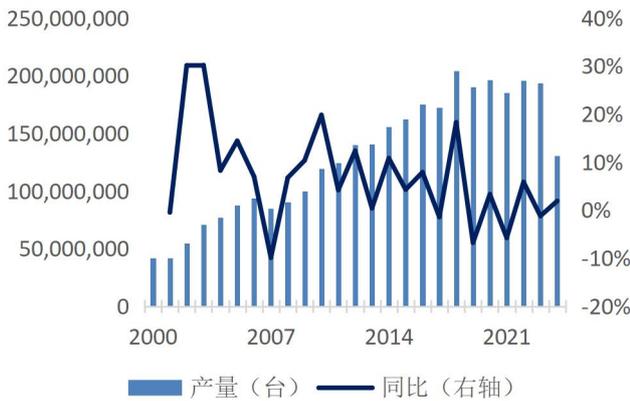
资料来源: Choice, 国开证券研究与发展部

图 44: 2000-2024 年 8 月我国房屋新开工面积和增长情况



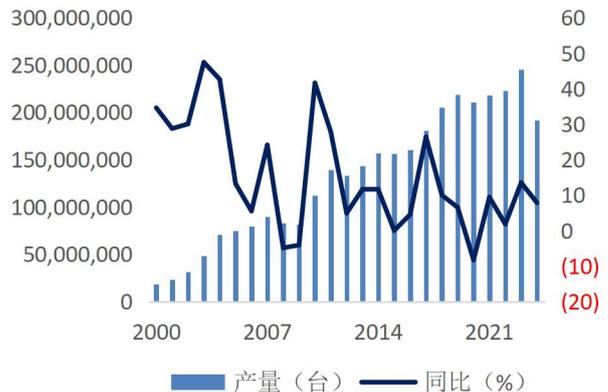
资料来源: Choice, 国开证券研究与发展部

图 45: 2000-2024 年 8 月中国彩电产量和增长情况



资料来源: Choice, 国开证券研究与发展部

图 46: 2000-2024 年 8 月中国空调产量和增长情况



资料来源: Choice, 国开证券研究与发展部

图 47: 2000-2024 年 8 月中国洗衣机产量和增长情况

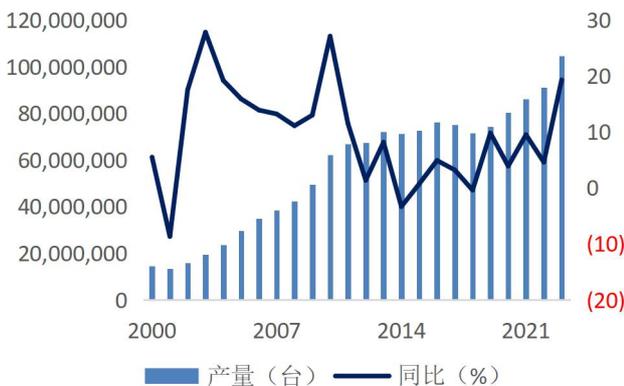
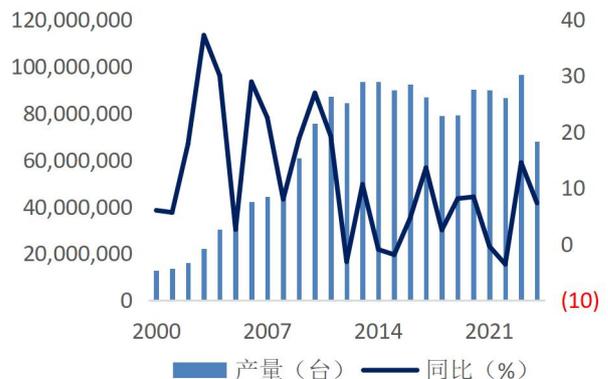


图 48: 2000-2024 年 8 月中国冰箱产量和增长情况



资料来源：Choice，国开证券研究与发展部

资料来源：Choice，国开证券研究与发展部

3.盈利预测与估值

3.1 重要假设

根据产能和市场情况，预计 2024-2026 年公司精炼铜销量分别为 180 万吨、190 万吨、205 万吨。预计 2024-2026 年精炼铜均价为 72000 元/吨、71000 元/吨、70000 元/吨。公司将在未来几年增加高附加值产品比重，但行业供需存在不确定性，出于审慎并考虑历史情况，预计 2024-2026 年毛利率变化较小，分别为 7.7%、7.8%、7.9%。

3.2 业绩预测

根据相关假设，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 1500.87 亿元、1592.24 亿元、1599.92 亿元，归母净利润分别为 47.35 亿元、48.28 亿元、49.50 亿元。其中，铜产品、黄金等副产品、化工及其他产品的营业收入如下。

表 1：公司 2024 年-2026 年营业收入预测

产品	2023A	2024E	2025E	2026E
铜产品（元）	119,221,000,000	129,600,000,000	138,516,480,000	140,085,287,424
同比	13.46%	8.71%	6.88%	7.63%
黄金等副产品（元）	14,693,000,000	16,896,950,000	17,065,919,500	16,212,623,525
同比	8.49%	15%	1%	-5%
化工及其他产品（元）	2,510,000,000	2,560,200,000	2,611,404,000	2,663,632,080
同比	-4.24%	2%	2%	2%
其他业务（元）	1,030,000,000	1,030,000,000	1,030,000,000	1,030,000,000
同比	71.67%	0%	0%	0%
总计（元）	137,454,000,000	150,087,150,000	159,223,803,500	159,991,543,029
同比	12.81%	9.19%	6.09%	0.48%

资料来源：2023 年数据来源于 Wind，2024-2026 年数据均为国开证券研究与发展部预测

3.3 估值

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.37 元/股、0.38 元/股、0.39 元/股，对应 PE（以 2024 年 9 月 26 日收盘价计算）分别为 9.30、9.05、8.82。我们采用相对估值法对企业价值进行评估，选取与公司业务相近的上市公司江西铜业、云南铜业、北方铜业进行横向比较。综合以上可比公司估值，并结合当前宏观和股市情形，我们给予公司 2024 年 12 倍估值，目标价为 4.44 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 2：可比公司 PE 和 EPS 情况

证券简称	总市值 (亿元)	PE			EPS (元/股)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
江西铜业	636	10.35	9.90	9.48	2.10	2.20	2.29
云南铜业	248	11.32	10.27	9.06	1.09	1.21	1.37
北方铜业	159	14.65	12.56	11.41	0.61	0.71	0.79
平均	-	12.11	10.91	9.98	-	-	-
铜陵有色	440	9.30	9.05	8.82	0.37	0.38	0.39

资料来源：总市值为 2024 年 9 月 26 日数据，来源于 Wind；江西铜业、云南铜业、北方铜业 PE 和 EPS 数据均为 Wind 一致预期值，铜陵有色 PE 和 EPS 数据为国开证券研究与发展部预测；PE 平均值系计算得出。

4.风险提示

公司产量不及预期；精炼铜价格发生重大不利变化；公司销量不及预期；铜材加工行业格局出现重大不利变化；公司管理发生重大不利变化；A 股市场估值系统性下行；国内外经济形势持续恶化；国内外市场系统性风险；地缘政治冲突升级；美联储货币政策出现重大调整；全球通胀持续加剧；美国对华贸易政策出现重大不利变化。

表 3：公司财务预测表

资产负债表 单位：百万元						利润表 单位：百万元					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,575.40	11,174.71	14,450.62	14,646.77	15,682.61	营业收入	121,848.10	137,453.85	150,087.15	159,223.80	159,991.54
交易性金融资产	1,002.50	501.12	501.12	501.12	501.12	减：营业成本	113,992.61	131,847.57	141,848.86	150,727.43	151,249.71
预付款项	5,699.92	7,899.10	7,775.27	8,312.37	8,581.43	营业税金及附加	861.27	918.79	854.27	1,032.01	1,005.69
其他应收款（合计）	1,404.36	869.80	1,179.68	1,364.73	1,213.75	销售费用	100	103	150	159	160
存货	17,482.20	15,805.09	18,112.44	20,235.98	19,282.11	管理费用	1,532	1,761	1,710	1,952	1,944
其他流动资产	1,117.42	1,076.10	1,076.10	1,076.10	1,076.10	研发费用	589	802	605	780	787
长期股权投资	818.44	916.53	1,022.40	722.41	690.40	财务费用	821	783	780	780	780
投资性房地产	3.24	3.94	3.07	2.91	2.80	加：投资收益	222	156	309	266	259
固定资产	26,772	25,298	26,129	28,001	29,874	公允价值变动损益	99	-11	0	0	0
无形资产	5,446	5,391	6,342	7,731	9,577	其他收益	283	183	225	239	240
其他非流动资产	1,336	2,481	3,147	3,147	3,150	营业利润	7,344	5,396	8,652	8,987	9,211
资产总计	76,358	78,245	86,548	93,751	98,520	加：其他非经营损益	1,694.50	832.19	-27.32	-27.32	-27.32
短期借款	11,172.55	9,651.65	9,599.07	10,417.45	10,165.74	利润总额	7,339.98	5,391.67	8,652.00	8,986.80	9,211.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减：所得税	2,089.13	1,597.09	2,338.96	2,549.78	2,610.64
应付和预收款项	5,480.84	6,053.21	6,058.49	6,899.97	6,788.96	净利润	5,250.84	3,794.58	6,313.03	6,437.02	6,600.37
长期借款	7,417.32	9,840.97	9,840.97	9,840.97	9,840.97	减：少数股东损益	1,066.57	1,095.40	1,578.26	1,609.25	1,650.09
租赁负债	38.28	31.92	31.92	31.92	31.92	归属母公司股东净利润	4,184.27	2,699.18	4,734.77	4,827.76	4,950.27
负债合计	39,519.18	38,748.28	41,693.42	43,492.35	42,720.90	财务和估值数据摘要 单位：百万元					
资本公积	8,650.84	5,219.81	5,435.32	5,435.32	5,435.32		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈余公积	1,554.34	1,684.94	2,395.15	3,119.32	3,861.86	营业收入	121,848.10	137,453.85	150,087.15	159,223.80	159,991.54
归属母公司股东权益	30,167.71	31,817.39	35,597.09	39,391.59	43,282.38	增长率(%)	-7.0%	12.8%	9.2%	6.1%	0.5%
少数股东权益	6,671.11	7,679.45	9,257.71	10,866.96	12,517.05	归属母公司股东净利润	4,184.27	2,699.18	4,734.77	4,827.76	4,950.27
股东权益合计	36,838.82	39,496.84	44,854.80	50,258.55	55,799.43	增长率(%)	34.9%	-35.5%	75.4%	2.0%	2.5%
负债和股东权益合计	76,358.00	78,245.12	86,548.21	93,750.90	98,520.33	每股收益(EPS)	0.33	0.21	0.37	0.38	0.39
现金流量表 单位：百万元						销售毛利率	9.65%	7.26%	7.70%	7.80%	7.90%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	销售净利率	2.65%	2.61%	2.91%	3.03%	3.09%
经营性现金净流量	9155.93	5924.66	9952.16	8734.97	12655.31	净资产收益率(ROE)	13.9%	8.5%	13.3%	12.3%	11.4%
投资性现金净流量	-2654.98	-1448.38	-6210.77	-8323.94	-10308.29	总资产收益率(ROA)	5.5%	3.4%	5.5%	5.1%	5.0%
筹资性现金净流量	-3159.74	-3393.12	-471.47	-214.88	-1311.19	市盈率(P/E)	9.45	15.62	9.30	9.05	8.82
现金净变动	3590.96	1089.78	3275.92	196.15	1035.83	市净率(P/B)	1.09	1.31	1.24	1.12	1.02

资料来源：Wind，国开证券研究与市场部，注：2022 年和 2023 年数据均为实际值，2024-2026 年数据均为国开证券研究与市场部预测

分析师简介承诺

孟业雄，外交学院学士，北京大学硕士研究生，2017年入职国开证券，2021年加入国开证券研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层