

2024 年 12 月 01 日

铜陵有色 (000630.SZ)

投资评级：增持（首次）

—— 米拉多二期推进，老牌铜企焕新春

证券分析师

田源

SAC: S1350524030001

tianyuan@huayuanstock.com

田庆争

SAC: S1350524050001

tianqingzheng@huayuanstock.com

项祈瑞

SAC: S1350524040002

xiangqirui@huayuanstock.com

联系人

陈轩

chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024 年 11 月 29 日

收盘价 (元)	3.30
一年内最高/最低 (元)	4.44/2.86
总市值 (百万元)	42,216.64
流通市值 (百万元)	34,737.29
总股本 (百万股)	12,792.92
资产负债率 (%)	51.36
每股净资产 (元/股)	2.61

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **区域龙头，一体化产业链布局。**铜陵有色经过近 30 年的发展，形成矿山、冶炼、加工及综合四块业务布局，拥有完整的上下游一体化产业链，完善的产业资本结构布局使公司具备较强抗风险能力。过去几年，公司盈利能力随铜价上升稳步改善，利润率稳步提升，费用率保持相对稳定，自产铜营收及毛利占比随铜价上涨和米拉多并表持续提升。
- **冶炼及深加工，稳步增长。**公司现有铜冶炼产能 170 万吨，在建 50 万吨/年产能预计 2025 年建成投产，届时铜冶炼产能达到 220 万吨/年。铜冶炼盈利主要来自：（1）冶炼加工盈利；（2）副产硫酸及贵金属盈利；（3）冶炼回收率提升收益（与公司管理及技术水平正相关）。过去十年铜冶炼加工费持续位于相对高位，21 年最低也仅为 59.5 美元/吨，且公司下属冶炼厂多位于长江沿岸或沿海（赤峰金通除外），运输成本低，区位优势显著，盈利能力较强，考虑副产硫酸盈利，吨毛利 2014–2023 年平均为 0.22 万元/吨。
- **米拉多注入，二期稳步推进释放业绩。**公司在国内拥有六座矿山，合计铜储量 178 万吨、金 95 吨、银 1090 吨，合计开采规模 947 万吨。2014–2017 年平均铜产量 4.75 万吨，2018 年随着沙溪铜矿的达产，铜产量提升至 5 万吨以上，2018–2022 年平均产量达 5.4 万吨，国产矿产量保持稳定。

2023 年 8 月公司完成对中铁建铜冠 70% 股权的收购，其核心资产为米拉多铜矿。米拉多项目拥有铜资源量 708 万吨、金 181 吨、银 1108 吨。一期项目已于 2021 年达产，年产约 9 万吨铜。2022 年，铜精矿实际产销量超 12 万吨，超出设计值 30% 以上。估算 2020–2022 年平均生产成本 2.64 万元/吨，完全成本 4.30 万元/吨，单吨净利 1.40 万元/吨。二期项目预计 2025 年 6 月建成投产，达产后预计年产约 20 万吨铜（一二期合计）。按照目前单吨 1.40 万元/吨的净利润估算，预计达产后米拉多有望实现净利润 28 亿元。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 34.32、36.76、53.57 亿元，对应 PE 分别为 12.30X、11.49X、7.88X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司，平均 PE 分别为 12.68X、10.79X、9.58X。米拉多二期放量在即，未来成长性更高。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**中铁建铜冠子公司冶炼净权益金诉讼风险；金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；地缘政治风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	121,845	137,454	147,414	153,034	156,404
同比增长率 (%)	-7.01%	12.81%	7.25%	3.81%	2.20%
归母净利润（百万元）	2,730	2,699	3,432	3,676	5,357
同比增长率 (%)	-11.96%	-1.14%	27.16%	7.09%	45.74%
每股收益 (元/股)	0.21	0.21	0.27	0.29	0.42
ROE (%)	10.77%	8.48%	10.00%	9.97%	13.19%
市盈率 (P/E)	15.46	15.64	12.30	11.49	7.88

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 34.32、36.76、53.57 亿元，对应 PE 分别为 12.30X、11.49X、7.88X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司，平均 PE 分别为 12.68X、10.79X、9.58X。米拉多二期放量在即，未来成长性更高。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

(1) 阴极铜：2024–2026 年预计阴极铜价格分别为 7.47、8.0 和 8.2 万元/吨；其中自产铜销量分别为 16、20 和 25 万吨；外购冶炼铜销量分别为 157、150 和 145 万吨；铜贸易量分别为 20、20 和 20 万吨。

(2) 贵金属：2024–2026 年预计黄金销量分别为 18、17 和 17 吨。

(3) 化工：2024–2026 年预计硫酸销量分别为 597、600 和 600 万吨。

投资逻辑要点

铜陵有色经过近 30 年的发展，形成矿山、冶炼、加工及综合四块业务布局，拥有完整的上下游一体化产业链，完善的产业资本结构布局使公司具备较强抗风险能力。2023 年 8 月公司完成对中铁建铜冠 70% 股权的收购，其核心资产为米拉多铜矿。米拉多项目拥有铜资源量 708 万吨、金 181 吨、银 1108 吨。一期项目已于 2021 年达产，年产约 9 万吨铜。2022 年，铜精矿实际产销量超 12 万吨，超出设计值 30% 以上。估算 2020–2022 年平均生产成本 2.64 万元/吨，完全成本 4.30 万元/吨，单吨净利 1.40 万元/吨。二期项目预计 2025 年 6 月建成投产，达产后预计年产约 20 万吨铜（一二期合计）。按照目前单吨 1.40 万元/吨的净利润估算，预计达产后米拉多有望实现净利润 28 亿元。

核心风险提示

中铁建铜冠子公司冶炼净权益金诉讼风险；金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；地缘政治风险。

内容目录

1. 铜陵有色：老牌铜企，一体化产业链布局	5
1.1. 区域龙头，一体化产业链布局	5
1.2. 受益铜价上涨，盈利持续改善	6
2. 冶炼及深加工，稳步增长	7
3. 米拉多注入，二期稳步推进释放业绩	8
3.1. 国产矿产量稳定	8
3.2. 米拉多注入，二期稳步推进释放业绩	9
4. 盈利预测与评级	11
4.1. 盈利预测	11
4.2. 估值与评级	13
5. 风险提示	13

图表目录

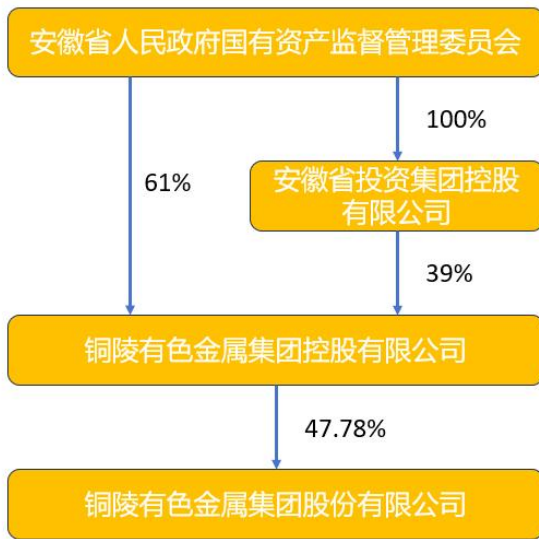
图表 1: 公司实控人为安徽省国资委.....	5
图表 2: 公司业务发展布局.....	5
图表 3: 公司发展历程.....	5
图表 4: 营收保持相对稳定.....	6
图表 5: 2021 年之后因铜价上涨, 利润大幅提升.....	6
图表 6: 利润率随铜价提升.....	6
图表 7: 期间费用保持相对稳定.....	6
图表 8: 各项业务营收占比 (亿元).....	7
图表 9: 各项业务毛利占比 (亿元).....	7
图表 10: 到 2025 年冶炼产能有望达 220 万吨/年.....	7
图表 11: 2014-2024 年铜冶炼加工费.....	8
图表 12: 公司铜冶炼盈利能力较强.....	8
图表 13: 公司在国内有 6 座矿山, 铜储量 178 万吨.....	8
图表 14: 国内铜精矿含铜产量保持相对稳定.....	9
图表 15: 米拉多铜矿区位图.....	9
图表 16: 米拉多铜矿开采现状.....	9
图表 17: 米拉多铜矿储量.....	10
图表 18: 米拉多铜精矿产销量.....	10
图表 19: 米拉多副产金银产量.....	10
图表 20: 米拉多营收、净利润及净利率.....	11
图表 21: 米拉多生产成本及完全成本.....	11
图表 22: 公司 2024-2026 年主营业务关键假设表.....	12
图表 23: 铜陵有色可比公司估值.....	13

1. 铜陵有色：老牌铜企，一体化产业链布局

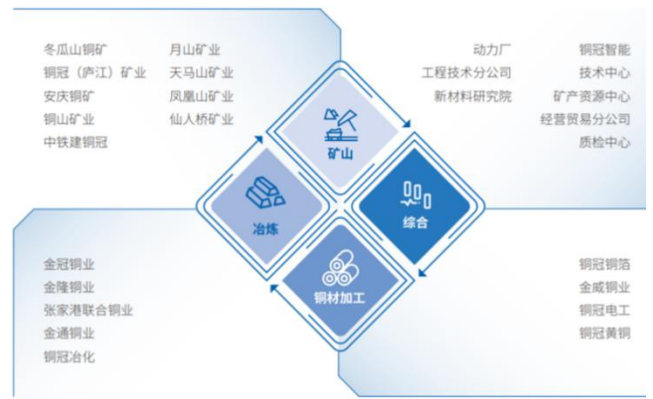
1.1. 区域龙头，一体化产业链布局

铜陵有色金属集团股份有限公司坐落在有着悠久采冶铜历史的中国古铜都铜陵，于1996年上市，成为中国铜工业板块第一股，实控人为安徽省国资委。经过四个阶段、近30年的发展，公司成为目前国内产业链最为完整的综合性铜业生产企业之一，形成矿山、冶炼、加工及综合四块业务布局，拥有完整的上下游一体化产业链，完善的产业资本结构布局使公司具备较强抗风险能力。

图表 1：公司实控人为安徽省国资委



图表 2：公司业务发展布局



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：数据截至 2024Q3

资料来源：《2023 铜陵有色金属集团股份有限公司环境、社会及公司治理（ESG）报告》，华源证券研究所

图表 3：公司发展历程



资料来源：《2023 铜陵有色金属集团股份有限公司环境、社会及公司治理（ESG）报告》，华源证券研究所

1.2. 受益铜价上涨，盈利持续改善

盈利能力随铜价上升稳步改善。从营收来看，2012–2020 年，整体营收稳步增长，2021 年开始随着铜价上涨，营收大幅增加，2024 年 H1 营收 715 亿，同增 3.9%。从归母净利润来看，2012–2020 年，归母净利润一直维持在 10 亿元以下，特别是 2015 年因铜价下跌，甚至出现亏损，2021 年后，随着铜价的上涨以及米拉多铜矿的并表，利润大幅增长，2024H1 归母净利润 21.8 亿元，同增 6.24%。

图表 4：营收保持相对稳定



资料来源：wind，华源证券研究所

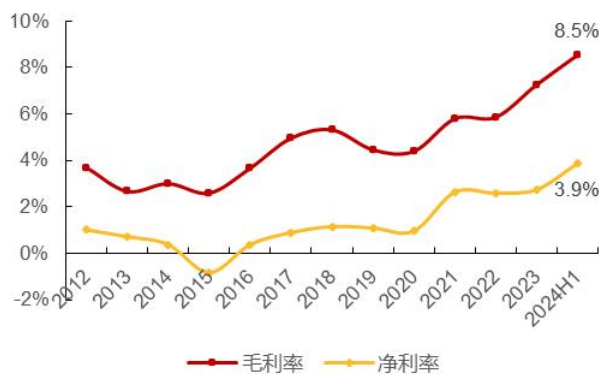
图表 5：2021 年之后因铜价上涨，利润大幅提升



资料来源：wind，华源证券研究所

利润率稳步提升，费用率保持相对稳定。从利润率来看，公司毛利率和净利润随与铜价高度相关，随铜价上涨而提升。从期间费用率来看，整体保持稳定，2012–2024H1 平均费用率为 2.2%。

图表 6：利润率随铜价提升



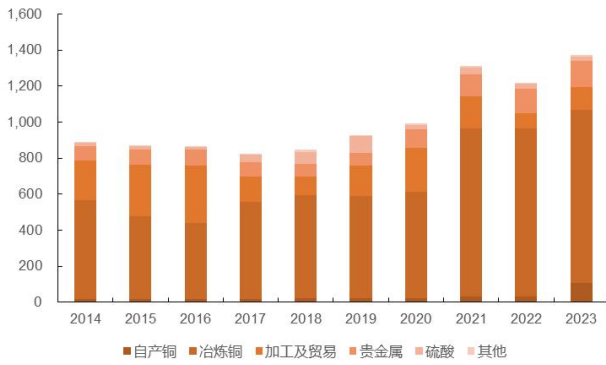
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：期间费用保持相对稳定

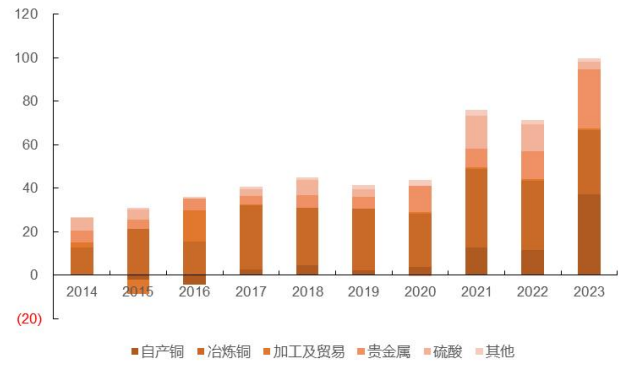


资料来源：wind，华源证券研究所

自产铜营收及毛利占比随铜价上涨和米拉多并表持续提升。细分业务来看，2014–2023 年铜冶炼、加工及贸易两项业务平均营收占总营收的 83%，自产铜营收占比仅占 3%，23 年因米拉多并表，营收占比提升至 8%。从毛利来看，2014–2023 年铜冶炼、加工及贸易两项业务平均毛利占总毛利的 60%，自产铜毛利占比 8%，且 2015–2016 年因铜价较低出现亏损，21 年开始随着铜价上升以及米拉多并表，毛利占比有所提升，23 年毛利占比提升至 37%。

图表 8：各项业务营收占比（亿元）


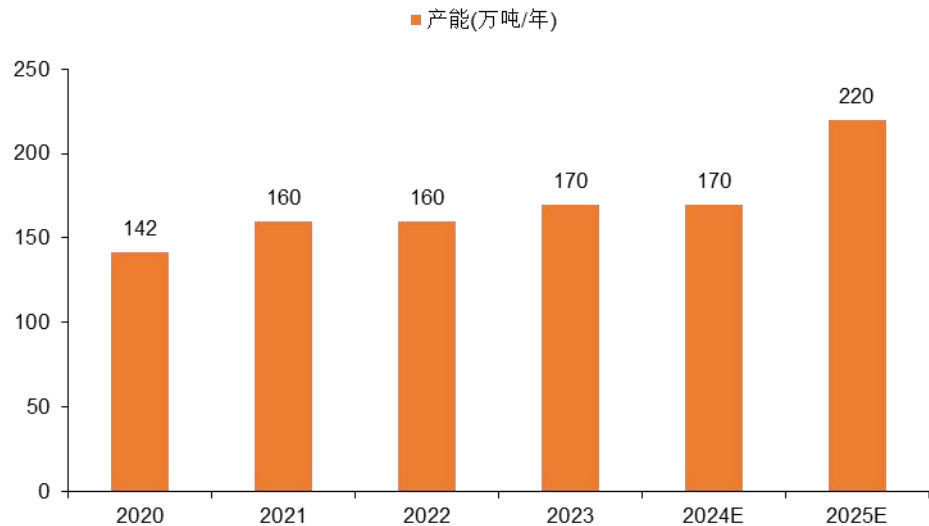
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：各项业务毛利占比（亿元）


资料来源：wind，华源证券研究所

2. 冶炼及深加工，稳步增长

公司现有铜冶炼产能 170 万吨，主要由张家港联合铜业、金隆铜业、赤峰金通铜业及金冠铜业四家冶炼分、子公司组成。其中金隆、金冠采用“双闪”工艺技术，可有效提升冶炼过程中铜的回收率，2022 年公司铜冶炼总回收率为 98.995%，生产过程中资源得到有效利用。金通采用先进成熟的“侧吹炉熔炼 + 智能数控吹炼 + 回转式阳极炉”精炼工艺，硫酸系统采用两转两吸工艺加尾气脱硫处理系统和环境集烟处理系统，运行效率及环保性能大幅提高。22 年 9 月，投资建设高端铜线材产能 50 万吨/年，副产硫酸 170 万吨/年，建设期 30 个月，按照进度推算，预计 2025 年建成投产，届时公司铜冶炼产能达到 220 万吨/年。

图表 10：到 2025 年冶炼产能有望达 220 万吨/年


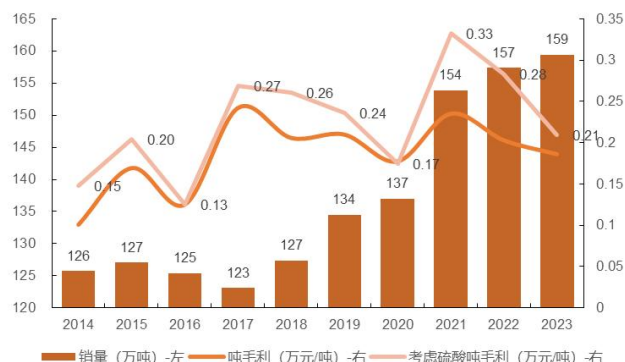
资料来源：公司公告，集团评级报告，华源证券研究所

铜冶炼盈利主要来自：（1）冶炼加工盈利；（2）副产硫酸及贵金属盈利；（3）冶炼回收率提升收益（与公司管理及技术水平正相关）。过去十年铜冶炼加工费持续位于相对高位，21 年最低也仅为 59.5 美元/吨，公司下属冶炼厂多位于长江沿岸或沿海（赤峰金通除外），

运输成本低，区位优势显著，盈利能力较强，考虑副产硫酸盈利，吨毛利 2014–2023 年平均为 0.22 万元/吨。

图表 11：2014–2024 年铜冶炼加工费


资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 12：公司铜冶炼盈利能力较强


资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：考虑硫酸吨毛利=（硫酸毛利+冶炼毛利）/冶炼铜销量

3. 米拉多注入，二期稳步推进释放业绩

3.1. 国产矿产量稳定

公司在国内拥有六座矿山，产量稳定。公司在安徽拥有 6 座矿山，合计铜储量 178 万吨、金 95 吨、银 1090 吨，合计开采规模 947 万吨，23 年合计采选矿 916 万吨。

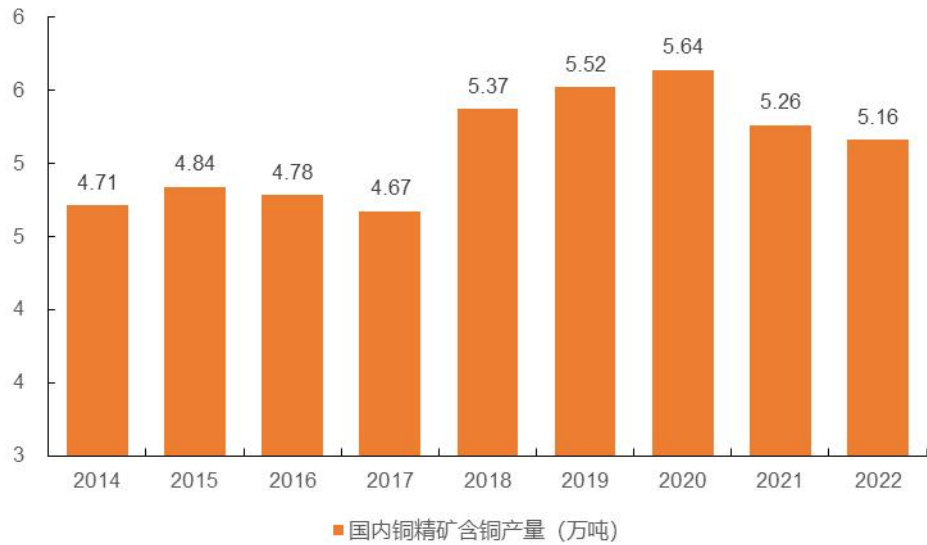
图表 13：公司在国内有 6 座矿山，铜储量 178 万吨

	所在地	铜 (万吨)	硫 (万吨)	铁 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)	开采规模 (万吨)	23 年采选量 (万吨)
冬瓜山铜矿	安徽铜陵	82.25	1094.6	3.26	28.36	431.06	420	401
安庆铜矿	安徽安庆	23.97	101.1	788.7	3.52	141.42	116	118
沙溪铜矿	安徽庐江	56.56	151.4		50.23	371.64	330	330
安庆月山铜矿	安徽安庆	0.26					9	9
铜山铜矿	安徽池州	13.96	349.1	188.6	4.37	93.4	50	35
天马山硫金矿	安徽铜陵	0.58	146.1		8.65	52.63	23	23
合计		178	1842	981	95	1090	947	916

资料来源：集团募集说明书，自然资源部，华源证券研究所

从国内铜精矿含铜产量来看，整体保持相对稳定，2014–2017 年平均铜产量 4.75 万吨，2018 年随着沙溪铜矿的达产，铜产量提升至 5 万吨以上，2018–2022 年平均产量达 5.4 万吨。

图表 14：国内铜精矿含铜产量保持相对稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：23 年公司披露铜精矿含铜量包含米拉多矿产量，未单独披露国内铜精矿含铜量

3.2. 米拉多注入，二期稳步推进释放业绩

2023 年 8 月公司完成对中铁建铜冠 70% 股权的收购，中铁建铜冠核心资产为米拉多铜矿，米拉多铜矿位于厄瓜多尔东南部的萨莫拉-钦奇佩 (Zamora-Chinchipe) 省，距里奥萨莫拉河 (Rio Zamora) 以东 10km，是考伦特 (Corrient) 铜矿带的一部分，该铜矿区东部边界临近厄瓜多尔-秘鲁边境，距厄瓜多尔首府基多 (Quito) 市以南约 340km，距昆卡 (Cuenca) 市东南约 70km。

图表 15：米拉多铜矿区位图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 16：米拉多铜矿开采现状



资料来源：公司公告，华源证券研究所

米拉多是公司第一个海外资源开发项目，也是厄瓜多尔的第一座大型固体矿山开发项目，也是安徽省海外最大的单个投资项目，被厄瓜多尔列为国家战略项目，其探明+控制+推断的矿石量 14.99 亿吨，其中铜品位 0.47%，铜金属量 708 万吨；金品位 0.12g/t，金金属量 181 吨；银品位 0.74g/t，银金属量 1108 吨。

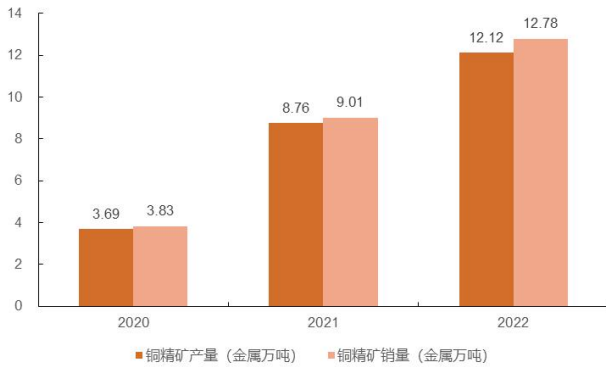
图表 17：米拉多铜矿储量

矿体	资源名称	探明储量			控制储量			推断资源量		
		矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量
米拉多矿床	铜	174.90Mt	0.59%	1.03Mt	482.80Mt	0.51%	2.46Mt	148.90Mt	0.47%	0.70Mt
	金		0.20g/t	34.28t		0.16g/t	77.73t		0.12g/t	17.57t
	银		1.60g/t	279.84t		1.34g/t	646.95t		1.22g/t	181.66t
米拉多北矿床	铜	-	-	-	599.30Mt	0.42%	2.54Mt	92.80Mt	0.38%	0.35Mt
	金	-	-	-		0.08g/t	45.76t		0.07g/t	6.08t
合计储量（探明+控制+推断）	铜	14.99亿吨			0.47%			708万吨		
	金				0.12g/t			181吨		
	银				0.74g/t			1108吨		

资料来源：公司公告，华源证券研究所

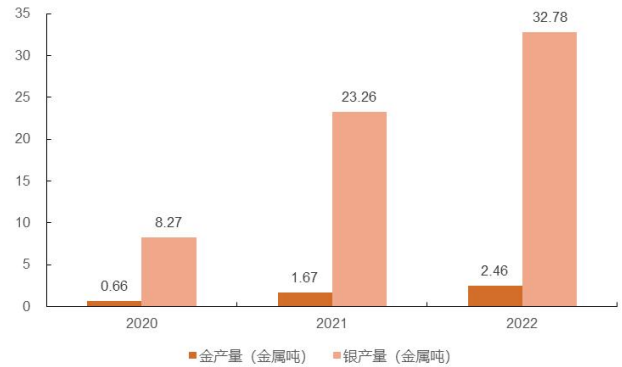
米拉多铜矿处于开采阶段，一期工程已于 2019 年下半年建成试投产并于 2021 年达产，铜矿石的处理能力为 2,000 万吨/年，预计每年产出约 9 万吨铜金属量对应的铜精矿。2022 年，铜精矿产销量达 12 万吨以上，处于超产状态，超出设计值达 30%以上。

图表 18：米拉多铜精矿产销量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

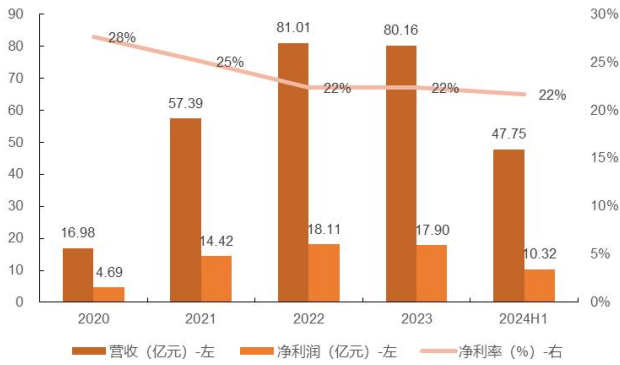
图表 19：米拉多副产金银产量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

从营收利润来看，随着一期项目的爬产，米拉多营收利润稳步提升，到 2022 年，营收达 81 亿元，净利润 18.11 亿元，2023 年虽有所下滑，但 24 年 H1 随着铜价的上涨，米拉多营收、净利润恢复增长，利润率整体保持稳定，2022-2024H1 平均为 22%。

按照铜销量估算，2020-2022 年生产成本平均为 2.64 万元/吨，完全成本平均为 4.30 万元/吨。从单吨净利来看，平均净利 1.40 万元/吨。

图表 20：米拉多营收、净利润及净利率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 21：米拉多生产成本及完全成本


资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：23、24H1 为估算数据，假设产量与 22 年持平，按照 23、24H1 的营收、净利润估算

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 4,620 万吨/年，预计每年产出约 20 万吨铜金属量对应的铜精矿。按照目前单吨 1.40 万元/吨的净利润估算，预计二期达产后米拉多有望实现净利润 28 亿元。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

(1) 阴极铜：2024–2026 年预计阴极铜价格分别为 7.47、8.0 和 8.2 万元/吨；其中自产铜销量分别为 16、20 和 25 万吨；外购冶炼铜销量分别为 157、150 和 145 万吨；铜贸易量分别为 20、20 和 20 万吨。

(2) 贵金属：2024–2026 年预计黄金销量分别为 18、17 和 17 吨。

(3) 化工：2024–2026 年预计硫酸销量分别为 597、600 和 600 万吨。

图表 22：公司 2024-2026 年主营业务关键假设表

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1. 阴极铜							
期货结算价(连续):阴极铜	万元/吨	6.84	6.71	6.81	7.47	8.0	8.2
1.1 阴极铜(自产矿铜)							
阴极铜销量(自产矿铜)	万吨	5	5	18	16	20	25
单位售价	万元/吨	6.05	5.94	6.03	6.61	7.08	7.26
单位成本	万元/吨	3.6	3.7	3.9	3.5	3.5	3.5
单位毛利	万元/吨	2.45	2.24	2.13	3.11	3.58	3.76
营收	亿元	32	31	106	107	142	181
成本	亿元	19	19	68	57	70	88
毛利	亿元	12.9	11.56	37.29	50.3	71.59	93.92
1.2 阴极铜(外购矿铜)							
阴极铜销量(外购矿铜)	万吨	154	157	159	157	150	145
TC&RC	美元/干吨	65	68	87	58	35	45
单位售价	万元/吨	6.05	5.94	6.03	6.61	7.08	7.26
单位成本	万元/吨	5.82	5.74	5.84	6.51	7.09	7.22
单位毛利	万元/吨	0.23	0.2	0.19	0.1	-0.01	0.03
营收	亿元	931	935	961	1037	1062	1052
成本	亿元	895	903	931	1022	1064	1047
毛利	亿元	36	32	30	15	-2	5
1.3 铜贸易							
铜贸易量	万吨	29.73	14.38	20.85	20	20	20
营收	亿元	180	85	126	132	142	145
成本	亿元	179	85	125	131	140	144
毛利	亿元	0.54	0.83	0.45	1.06	1.13	1.16
阴极铜合计:							
营收	亿元	1143	1051	1192	1276	1345	1379
成本	亿元	1093	1007	1125	1209	1274	1279
毛利	亿元	50	44	67	66	71	100
2. 贵金属							
上海金交所黄金均价	万元/吨	37566	39258	45035	54286	55000	55000
上海金交所白银均价	万元/吨	521	472	556	707	750	750
黄金销量	吨	16	18	21	18	17	17
单位售价	万元/吨	75297	73285	70643	86857	88000	88000
单位成本	万元/吨	69982	66461	57556	74857	76000	76000
单位毛利	万元/吨	5314	6824	13087	12000	12000	12000
营收	亿元	120	135	147	154	145	145
成本	亿元	112	123	120	133	125	125
毛利	亿元	8.5	12.61	27.22	21.24	19.8	19.8
3. 化工(硫酸/硫酸铜)							
硫酸市场价	元/吨	451	489	178	289	250	250
硫酸销量	万吨	488	498	542	597	600	600
单位售价	元/吨	776	527	463	578	500	500
单位成本	元/吨	468	273	394	280	280	280
单位毛利	元/吨	308	254	69	298	220	220
营收	亿元	38	26	25	35	30	30
成本	亿元	23	14	21	17	17	17
毛利	亿元	15.1	12.6	3.7	17.8	13.2	13.2
4. 稀散及其他							
营收	亿元	8.94	6	10.3	10	10	10
成本	亿元	6.1	4.15	8.86	8.5	8.5	8.5
毛利	亿元	2.84	1.85	1.45	1.5	1.5	1.5
总计							
营收	亿元	1310	1219	1375	1474	1530	1564
成本	亿元	1234	1147	1275	1367	1425	1429
毛利	亿元	75.99	71.4	99.75	106.9	105.6	134.6

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 估值与评级

根据以上假设,我们预计公司 2024-2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 34.32、36.76、53.57 亿元,对应 PE 分别为 12.30X、11.49X、7.88X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司,平均 PE 分别为 12.68X、10.79X、9.58X。米拉多二期放量在即,未来成长性更高。首次覆盖,给予“增持”评级。

图表 23: 铜陵有色可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE				PB
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
601899.SH	紫金矿业	15.70	4,059	0.80	1.22	1.45	1.64	19.63	12.91	10.81	9.56	3.15
603993.SH	洛阳钼业	7.28	1,496	0.38	0.54	0.61	0.69	19.16	13.42	11.88	10.59	2.49
603979.SH	金诚信	39.08	244	1.71	2.53	3.45	3.99	22.85	15.45	11.34	9.78	2.94
600362.SH	江西铜业	21.05	597	1.88	2.11	2.21	2.34	11.20	9.96	9.52	9.00	0.96
000878.SZ	云南铜业	12.67	254	0.79	1.08	1.19	1.38	16.08	11.69	10.60	9.17	1.72
000737.SZ	北方铜业	8.57	152	0.35	0.59	0.71	0.79	24.56	14.47	12.13	10.83	2.90
601168.SH	西部矿业	16.84	401	1.17	1.55	1.82	2.08	14.39	10.86	9.27	8.11	2.38
平均估值									12.68	10.79	9.58	2.36
000630.SZ	铜陵有色	3.30	422	0.21	0.27	0.29	0.42	15.71	12.30	11.49	7.88	1.26

资料来源: wind, 华源证券研究所, 注: 收盘价、市值截止至 11 月 29 日, 可比公司 EPS 来自 wind 一致预期, PB 来自 wind

5. 风险提示

1) 中铁建铜冠子公司冶炼净权益金诉讼风险。中铁建铜冠子公司核心资产为米拉多铜矿, 当前就 1% NSR 回购权是否有效存在争议, 影响金额 33,809.30 万元;

2) 金属价格超预期下跌的风险。对金属价格预测做了谨慎的预期, 若出现大幅下跌, 可能对公司业绩形成拖累;

3) 安全生产风险。公司矿山开采存在一定安全事故的风险, 若出现安全事故公司盈利或出现较大影响;

4) 地缘政治风险。公司核心资产米拉多铜矿在海外, 若出现地缘政治风险, 或对公司业绩产生一定影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,175	14,741	16,834	20,985
应收票据及账款	3,768	3,235	3,358	3,432
预付账款	7,899	7,645	7,937	8,112
其他应收款	870	1,121	1,164	1,189
存货	15,805	17,536	18,194	18,254
其他流动资产	1,724	1,332	1,358	1,374
流动资产总计	41,240	45,610	48,845	53,345
长期股权投资	917	1,151	1,386	1,621
固定资产	25,330	23,871	22,602	21,510
在建工程	2,919	3,295	3,431	3,327
无形资产	5,391	5,164	4,938	4,711
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	2,449	2,448	2,448	2,447
非流动资产合计	37,005	35,930	34,804	33,616
资产总计	78,245	81,540	83,649	86,961
短期借款	9,652	11,118	12,228	13,433
应付票据及账款	7,366	9,624	9,986	10,018
其他流动负债	7,006	6,510	6,754	6,792
流动负债合计	24,023	27,252	28,968	30,242
长期借款	12,107	8,932	5,961	3,096
其他非流动负债	2,619	2,619	2,619	2,619
非流动负债合计	14,725	11,550	8,580	5,715
负债合计	38,748	38,802	37,548	35,957
股本	12,667	12,793	12,793	12,793
资本公积	5,220	5,193	5,193	5,193
留存收益	13,931	16,324	18,888	22,624
归属母公司权益	31,817	34,311	36,874	40,610
少数股东权益	7,679	8,427	9,227	10,394
股东权益合计	39,497	42,737	46,101	51,004
负债和股东权益合计	78,245	81,540	83,649	86,961

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	3,795	3,819	4,115	6,162
折旧与摊销	3,208	2,510	2,561	2,622
财务费用	783	917	814	712
投资损失	-156	-266	-266	-266
营运资金变动	-1,769	960	-537	-280
其他经营现金流	64	491	491	491
经营性现金净流量	5,925	8,430	7,177	9,441
投资性现金净流量	-1,448	-1,299	-1,298	-1,297
筹资性现金净流量	-3,393	-3,565	-3,786	-3,993
现金流量净额	1,090	3,567	2,093	4,151

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	137,454	147,414	153,034	156,404
营业成本	127,479	137,316	142,475	142,938
税金及附加	919	1,253	1,301	1,329
销售费用	103	88	92	94
管理费用	1,761	1,474	1,530	1,564
研发费用	802	442	459	469
财务费用	783	917	814	712
资产减值损失	-568	-442	-459	-469
信用减值损失	11	-25	-26	-27
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	156	266	266	266
公允价值变动损益	-11	0	1	2
资产处置收益	19	24	24	24
其他收益	183	234	234	234
营业利润	5,396	5,981	6,404	9,329
营业外收入	11	14	14	14
营业外支出	16	23	23	23
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,392	5,971	6,394	9,319
所得税	1,597	1,791	1,918	2,796
净利润	3,795	4,180	4,476	6,523
少数股东损益	1,095	747	800	1,167
归属母公司股东净利润	2,699	3,432	3,676	5,357
EPS(元)	0	0	0	0

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	12.81%	7.25%	3.81%	2.20%
营业利润增长率	34.72%	10.83%	7.08%	45.67%
归母净利润增长率	-1.14%	27.16%	7.09%	45.74%
经营现金流增长率	-6.61%	42.29%	-14.87%	31.54%
盈利能力				
毛利率	7.26%	6.85%	6.90%	8.61%
净利率	2.76%	2.84%	2.92%	4.17%
ROE	8.48%	10.00%	9.97%	13.19%
ROA	3.45%	4.21%	4.39%	6.16%
ROIC	8.16%	7.98%	8.15%	11.35%
估值倍数				
P/E	15.64	12.30	11.49	7.88
P/S	0.31	0.29	0.28	0.27
P/B	1.34	1.24	1.15	1.05
股息率	2.40%	2.46%	2.63%	3.84%
EV/EBITDA	7	7	7	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。