

云南铜业（000878.SZ）

矿铜产量平稳，冶炼业务短期承压

优于大市

核心观点

2024 年公司归母净利润同比下降 20%。2024 年归母净利润 12.6 亿元（-19.9%），扣非归母净利润 11.9 亿元（-22.5%），经营活动产生的现金流量净额 1.45 亿元（去年同期 64.4 亿元），2024Q4 公司归母净利润-2.6 亿元（同比-521%，环比-156%）。四季度亏损主因铜精矿冶炼加工费价格大幅下降。经营性净现金流同比下降主要是西南铜业搬迁项目投产备料，存货和预付款增加。2024 年合计现金分红总额 5.4 亿元，占 2024 年公司归母净利润 43%。

生产方面，2024 年公司精矿含铜产量按合并报表口径为 5.48 万吨，同比下降 1 万吨，因主力矿山普朗铜矿产量下降；权益量统计为 5.78 万吨，同比下降 11.6%。2024 年并表阴极铜产量 120.6 万吨，同比下降 12.6%，主因西南铜业搬迁产量同比减少了 23.5 万吨；东南铜业电解提质增效项目完成，阴极铜产量达到 47 万吨创新高。

冶炼业务短期承压，长期向好。根据我们的模型测算，铜精矿加工费每增加 10 美元/吨，2025 年公司归母净利润增加 4.3 亿元。今年铜精矿长单加工费仅 21.25 美元/吨，是历史最低值，现货加工费频频破零，铜冶炼企业压力较大。如果长周期来看，国内大型上市铜冶炼企业大部分是国有企业，抗风险能力强；冶炼技术处于全球领先水平，冶炼成本处于全球成本曲线左侧，在极低加工费的情况下仍能保持一定利润，长期来看受益于全球铜冶炼产能出清。国家相关部门已发文严控铜冶炼新增产能，行业远期格局向好。

风险提示：铜价下跌风险，铜精矿加工费下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们假设 2025-2027 年铜现货含税价均为 78000 元/吨，铜精矿 TC 均为 30/40/50 美元/吨，硫酸价格为 450 元/吨，黄金价格 690 元/克，白银价格 8000 元/千克，预计 2025-2027 年归母净利润 11.24/24.96/28.12 亿元，同比增速-11.1/122.1/12.7%；摊薄 EPS 分别为 0.56/1.25/1.40 元，当前股价对应 PE 分别为 23.6/10.6/9.4x。公司借助近几年铜行业高景气周期，资产质量得到提升，作为中铝集团旗下唯一铜上市平台，大股东优质资产注入可期。虽然铜冶炼业务短期承压，但国家发文严控铜冶炼新增产能，且公司受益于全球铜冶炼产能出清，行业远期格局向好。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	146,985	178,012	195,234	195,234	195,234
(+/-%)	8.9%	21.1%	9.7%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	1579	1265	1124	2496	2812
(+/-%)	-12.7%	-19.9%	-11.1%	122.1%	12.7%
每股收益(元)	0.79	0.63	0.56	1.25	1.40
EBIT Margin	2.6%	1.5%	1.3%	2.4%	2.7%
净资产收益率 (ROE)	11.4%	8.5%	7.3%	14.7%	15.1%
市盈率 (PE)	16.8	20.9	23.6	10.6	9.4
EV/EBITDA	9.5	13.0	16.5	9.8	8.5
市净率 (PB)	1.90	1.79	1.71	1.56	1.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.38 元
总市值/流通市值	26809/26808 百万元
52 周最高价/最低价	15.87/10.48 元
近 3 个月日均成交额	537.54 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《云南铜业（000878.SZ）-矿铜产量平稳，冶炼业务盈利增长》——2024-08-31

《云南铜业（000878.SZ）-硫酸跌价拖累业绩，大股东优质资产注入可期》——2024-04-05

《云南铜业（000878.SZ）-现金流稳健充裕，托管控股股东海外大型铜矿山》——2023-09-02

《云南铜业（000878.SZ）-资产质量提升，现金流强劲》——2023-04-24

业务分析

2024 年公司归母净利润同比下降 20%。2024 年实现营收 1780 亿元（+21.1%），归母净利润 12.6 亿元（-19.9%），扣非归母净利润 11.9 亿元（-22.5%），经营活动产生的现金流量净额 1.45 亿元（去年同期 64.4 亿元）。2024Q4 公司归母净利润-2.6 亿元（同比-521%，环比-156%），扣非归母净利润-2.7 亿元（同比-498%，环比-162%）。公司四季度亏损主因铜精矿冶炼加工费价格大幅下降。经营性净现金流同比下降主要是西南铜业搬迁项目投产备料，存货和预付款增加。重点工程方面西南铜业搬迁项目提前投产，公司阴极铜产能突破 140 万吨。

公司利润分配方案：以 2024 年 6 月末总股本 20 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.3 元（含税），合计分配现金股利人民币 0.6 亿元；年度利润分配为拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.40 元（含税）。合计现金分红总额 5.4 亿元，占 2024 年公司归母净利润 43%。

生产方面，矿产铜产量略降，2024 年公司精矿含铜产量按合并报表口径统计为 5.48 万吨，同比下降 1 万吨，因主力矿山普朗铜矿产量下降；按权益量统计为 5.78 万吨，同比下降 11.6%。冶炼铜产量下降，2024 年并表阴极铜产量 120.6 万吨，同比下降 12.6%，主因西南铜业搬迁，西南铜业产量同比减少了 23.5 万吨；赤峰云铜产量平稳，年产量 45 万吨；东南铜业电解提质增效项目完成，阴极铜产量达到 47 万吨创新高。

表1：公司旗下铜矿山产量（万吨）

矿山	迪庆有色(普朗铜矿)	玉溪矿业(大红山铜矿)	楚雄矿冶(六苴铜矿)已停产	金沙矿业(滥泥坪铜矿)已出售	迪庆矿业(羊拉铜矿)	凉山矿业(拉拉铜矿+红泥坡铜矿)	思茅山水(太平掌铜矿)	并表矿山铜产量
权益	88.24%	100%	100%	63.41%	75%	20%	45%	-
2018	3.61	2.19	0.63	0.97	0.6	-	-	8.00
2019	4.8	2.29	0.67	0.41	0.26	-	-	8.43
2020	6.08	2.3	0.64	0.5	0.29	-	-	9.81
2021	4.89	1.95	0.37	0.13	0.23	-	-	7.57
2022	3.64	1.91	0.46	-	0.25	-	-	6.26
2023	3.87	1.91	0.23	-	0.37	-	-	6.38
2024	3.06	1.86	0.21	-	0.35	-	-	5.48

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

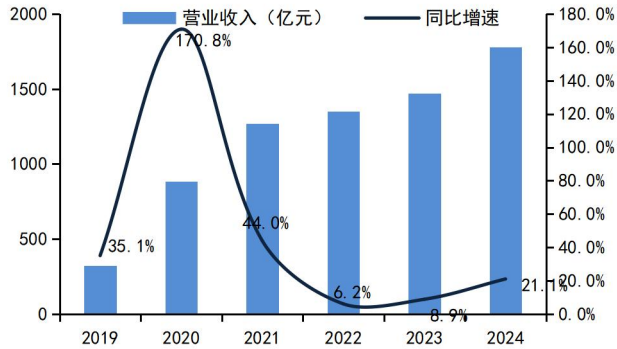
2024H2 冶炼利润环比下滑：分析子公司盈利情况（表 1），迪庆有色 H2 利润环比 H1 明显下降；楚雄矿冶资源枯竭已停产。冶炼企业当中，赤峰云铜受低加工费影响，H2 利润环比下降，东南铜业原料保障较好，盈利相对稳健。

表2：公司重要子公司净利润对比（亿元）

重要子公司	主要业务	2024H1	2024H2
迪庆有色	矿山	3.52	0.41
玉溪矿业	矿山	2.51	0.35
楚雄矿冶	矿山	-1.3	-0.15
凉山矿业	矿山+粗炼	2.39	0.85
思茅山水	矿山	1.62	1.91
东南铜业	粗炼+精炼	3.49	2.02
易门铜业	粗炼	1.89	0.84
滇中有色	粗炼	1.13	
赤峰云铜	粗炼+精炼	4.46	0.11
中铜国贸	贸易	1.09	0.04

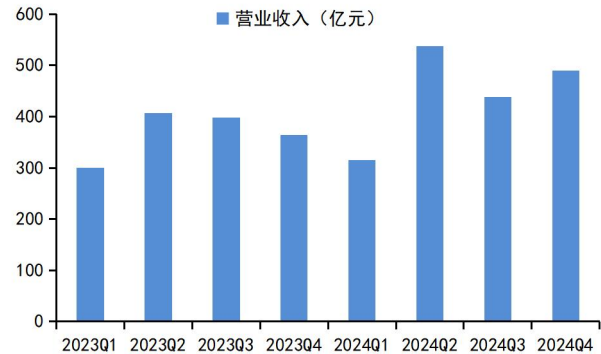
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1：云南铜业营业收入及增速（单位：亿元、%）



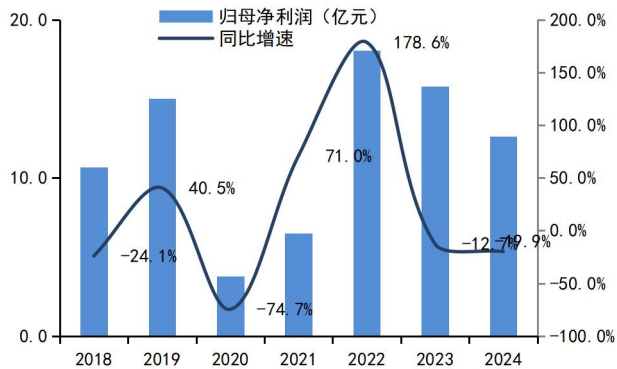
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云南铜业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



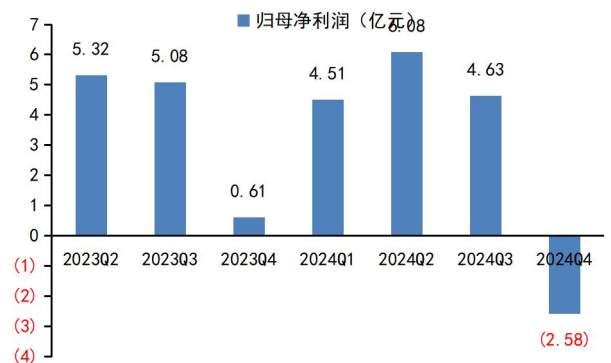
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云南铜业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



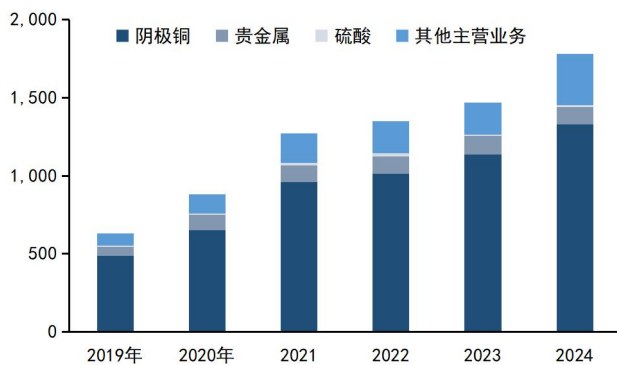
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：云南铜业单季归母净利润（单位：亿元）



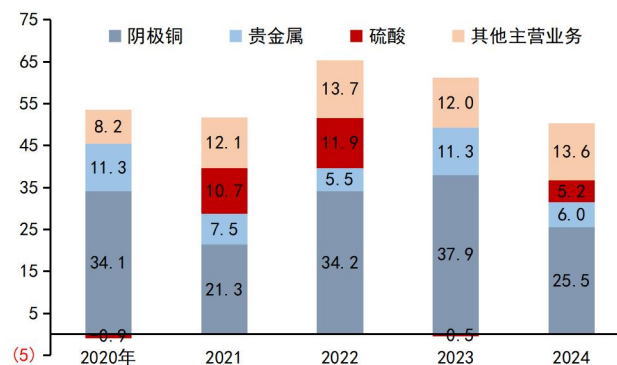
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：云南铜业营收构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：云南铜业毛利润构成（单位：亿元）



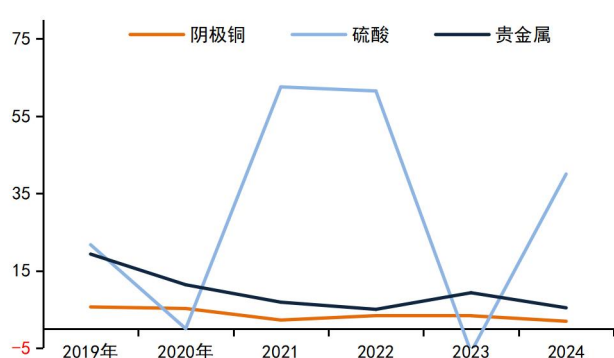
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 云南铜业毛利率、净利率变化情况



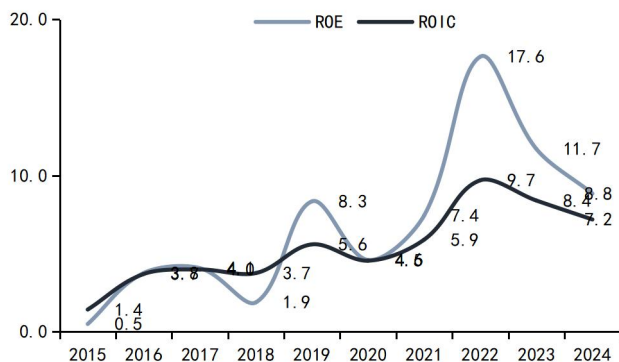
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 云南铜业分产品毛利率 (%)



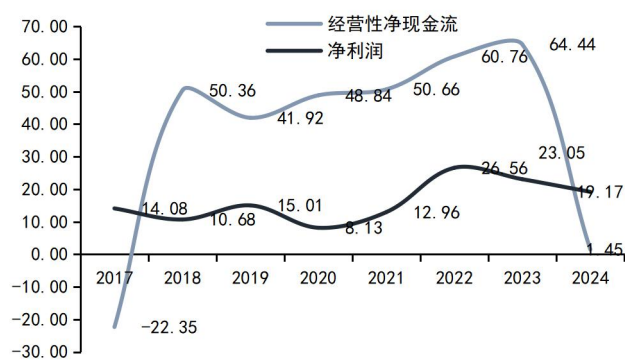
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 云南铜业 ROE 和 ROIC (%)



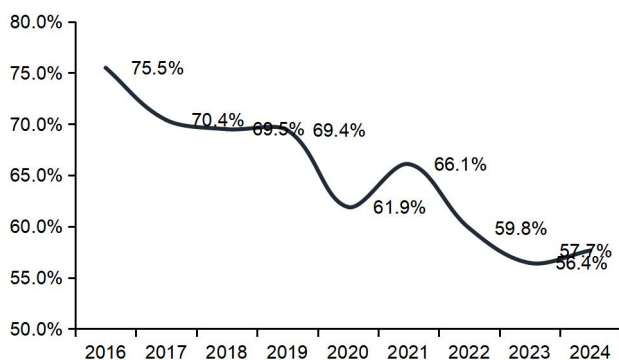
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 云南铜业经营性净现金流 (亿元)



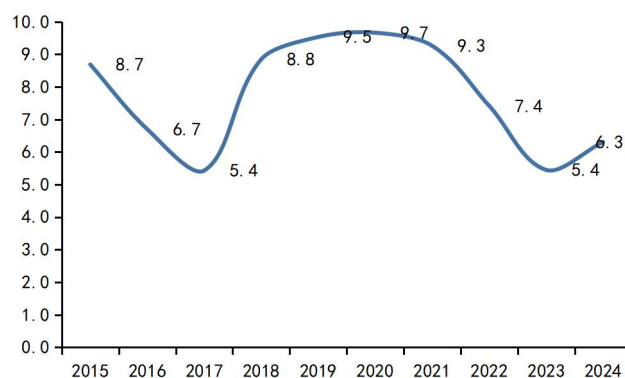
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 云南铜业资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 云南铜业财务费用 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析:

公司拥有近 6 万吨矿山铜产量和 140 万吨铜冶炼产量, 公司盈利与铜价和铜精矿

粗炼加工费高度相关。根据我们的模型测算，铜价每上涨 10000 元/吨，公司归母净利润增加 3.6 亿元；铜精矿加工费每增加 10 美元/吨，公司归母净利润增加 4.3 亿元。今年铜精矿长单加工费仅 21.25 美元/吨，是历史最低值，现货加工费频频破零，铜冶炼企业压力较大。如果长周期来看，国内大型上市铜冶炼企业大部分是国有企业，抗风险能力强；冶炼技术处于全球领先水平，冶炼成本处于全球成本曲线左侧，在极低加工费的情况下仍能保持一定利润，长期来看受益于全球铜冶炼产能出清。国家相关部门已发文严控铜冶炼新增产能，行业远期格局向好。

表3: 2025 年归母净利润的敏感性分析（亿元）

		铜价（元/吨）							
		65,000	70,000	75,000	80,000	85,000	90,000	95,000	100,000
铜精矿加工费 （美元/吨）	10	-2.3	-0.5	1.3	3.1	4.9	6.6	8.4	10.2
	20	2.0	3.8	5.6	7.4	9.2	11.0	12.7	14.5
	30	6.4	8.2	9.9	11.7	13.5	15.3	17.1	18.8
	40	10.7	12.5	14.3	16.0	17.8	19.6	21.4	23.2
	50	15.0	16.8	18.6	20.4	22.2	23.9	25.7	27.5

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。我们假设 2025-2027 年铜现货含税价均为 78000 元/吨，铜精矿 TC 均为 30/40/50 美元/吨，硫酸价格为 450 元/吨，黄金价格 690 元/克，白银价格 8000 元/千克，预计 2025-2027 年归母净利润 11.24/24.96/28.12 亿元，同比增速-11.1%/122.1%/12.7%；摊薄 EPS 分别为 0.56/1.25/1.40 元，当前股价对应 PE 分别为 23.6/10.6/9.4x。公司借助近几年铜行业高景气周期，资产质量得到提升，作为中铝集团旗下唯一铜上市平台，大股东优质资产注入可期。虽然铜冶炼业务短期承压，但国家发文严控铜冶炼新增产能，且公司受益于全球铜冶炼产能出清，行业远期格局向好。维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6491	1797	6491	6491	6491	营业收入	146985	178012	195234	195234	195234
应收款项	248	817	1070	1070	1070	营业成本	140915	172968	190388	188166	187658
存货净额	10790	12650	25938	25614	25534	营业税金及附加	482	438	390	390	390
其他流动资产	3916	8444	5857	5857	5857	销售费用	270	250	234	234	234
流动资产合计	22196	23861	39510	39186	39106	管理费用	1155	1403	1403	1403	1403
固定资产	13100	15811	15112	14542	13901	研发费用	369	369	351	351	351
无形资产及其他	1876	1793	1722	1651	1581	财务费用	545	630	558	639	765
投资性房地产	1263	982	982	982	982	投资收益	191	300	200	200	200
长期股权投资	945	1111	1111	1111	1111	资产减值及公允价值变动	(800)	(262)	0	0	0
资产总计	39380	43557	58437	57472	56679	其他收入	(268)	(17)	(201)	(201)	(201)
短期借款及交易性金融负债	4438	5636	18673	15198	11622	营业利润	2742	2344	2259	4400	4781
应付款项	5148	6162	6779	6694	6673	营业外净收支	21	(28)	0	0	0
其他流动负债	1699	2394	2291	2263	2256	利润总额	2763	2316	2259	4400	4781
流动负债合计	11284	14192	27743	24155	20551	所得税费用	457	399	389	758	824
长期借款及应付债券	10456	10000	9770	9770	9770	少数股东损益	726	652	746	1146	1146
其他长期负债	484	922	1359	1797	2235	归属于母公司净利润	1579	1265	1124	2496	2812
长期负债合计	10940	10921	11129	11566	12004	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	22224	25113	38872	35722	32555	净利润	1579	1265	1124	2496	2812
少数股东权益	3247	3636	4084	4771	5458	资产减值准备	244	(579)	33	(7)	(11)
股东权益	13909	14807	15481	16979	18666	折旧摊销	1313	1377	1503	1649	1725
负债和股东权益总计	39380	43557	58437	57472	56679	公允价值变动损失	800	262	0	0	0
						财务费用	545	630	558	639	765
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1961	(5334)	(9737)	642	478
每股收益	0.79	0.63	0.56	1.25	1.40	其它	(387)	298	415	694	699
每股红利	0.94	0.90	0.22	0.50	0.56	经营活动现金流	5509	(2711)	(6662)	5474	5703
每股净资产	6.94	7.39	7.73	8.47	9.32	资本开支	0	(2921)	(1001)	(1001)	(1001)
ROIC	9%	5%	4%	7%	8%	其它投资现金流	(615)	595	0	0	0
ROE	11%	9%	7%	15%	15%	投资活动现金流	(555)	(2491)	(1001)	(1001)	(1001)
毛利率	4%	3%	2%	4%	4%	权益性融资	3	98	0	0	0
EBIT Margin	3%	1%	1%	2%	3%	负债净变化	1509	(456)	(230)	0	0
EBITDA Margin	3%	2%	2%	3%	4%	支付股利、利息	(1890)	(1809)	(450)	(998)	(1125)
收入增长	9%	21%	10%	0%	0%	其它融资现金流	(2958)	4940	13037	(3474)	(3577)
净利润增长率	-13%	-20%	-11%	122%	13%	融资活动现金流	(3718)	507	12358	(4473)	(4702)
资产负债率	65%	66%	74%	70%	67%	现金净变动	1236	(4695)	4694	0	0
股息率	7.1%	6.8%	1.7%	3.8%	4.2%	货币资金的期初余额	5255	6491	1797	6491	6491
P/E	16.8	20.9	23.6	10.6	9.4	货币资金的期末余额	6491	1797	6491	6491	6491
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4	企业自由现金流	0	(4740)	(7193)	5170	5502
EV/EBITDA	9.5	13.0	16.5	9.8	8.5	权益自由现金流	0	(256)	5152	1167	1293

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032