

铜陵有色 (000630.SZ)

铜冶炼成本竞争力强，米拉多二期即将投产

优于大市

核心观点

2024年归母净利润同比增长4%。2024全年实现营收1455亿元(+5.9%)，归母净利润28.1亿元(+4.1%)，扣非归母净利润26.9亿元(+43.9%)，经营性净现金流15.4亿元(-74.1%)，现金流下降主因公司新建冶炼产能即将投产，原料存货增加。2024Q4单季营收392亿元(同比+12.5%)，归母净利润0.79亿元(同比-36.1%，环比-85.7%)。2024Q4毛利润环比增3.1亿元，管理费用环比+2.9亿元，财务费用+2亿元，研发费用+1亿元，并计提4.4亿元资产减值，使得2024Q4归母净利润环比大幅下降。

冶炼版块。2024H2公司冶炼业务盈利环比下降但没有亏损：2024H2子公司金隆冶炼厂净利润3.3亿元，环比2024H1减少1.3亿元；2024H2赤峰金通冶炼厂净利润1.8亿元，环比减少1.2亿元。2024H2中国铜冶炼厂原料长单比例下降，盈利普遍大幅下滑甚至亏损。铜陵有色得益于冶炼厂区位优势、高回收率、硫酸消纳便利以及高长单比例，2024年下半年冶炼利润尚可。粗略估算2024年冶炼利润占比仍在40%以上，2025年低加工费会显著影响冶炼版块利润。

矿山版块。2024年公司铜矿产量15.5万吨，同比减少2万吨，主因2024Q4厄瓜多尔电力短缺，米拉多铜矿选矿系统停产1个多月，这也导致2024年米拉多铜矿净利润14.9亿元(同比-3亿元)。米拉多二期项目即将于2025年年中投产，届时公司铜矿产能有望达到31万吨，在A股铜上市公司仅次于紫金矿业和洛阳钼业。

风险提示：铜价大幅波动风险，铜精矿加工费下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

参照年初以来主要有色金属价格走势，假定2025-2027年国内阴极铜现货均价均为77000元/吨，铜精矿加工费均为21.25美元/吨。预计公司2025-2027年归母净利润分别为28.85/43.97/45.61亿元，同比增速2.7/52.4/3.7%；摊薄EPS分别为0.23/0.34/0.36元，当前股价对应PE分别为14.1/9.3/8.9X。米拉多铜矿二期即将投产，公司铜矿年产能将达到31万吨，另外公司铜冶炼产能具备全球竞争力，抗风险能力强，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)	137,454	145,531	177,530	207,027	207,502
(+/-%)	12.8%	5.9%	22.0%	16.6%	0.2%
净利润(百万元)	2699	2809	2885	4397	4561
(+/-%)	-1.1%	4.1%	2.7%	52.4%	3.7%
每股收益(元)	0.21	0.22	0.23	0.34	0.36
EBIT Margin	4.6%	4.4%	4.2%	5.1%	5.2%
净资产收益率(ROE)	8.5%	8.3%	8.0%	11.3%	10.8%
市盈率(PE)	14.9	14.5	14.1	9.3	8.9
EV/EBITDA	8.2	8.6	7.9	6.1	5.9
市净率(PB)	1.27	1.20	1.13	1.04	0.96

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

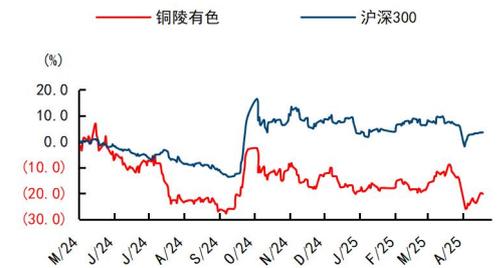
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.18元
总市值/流通市值	40685/33478百万元
52周最高价/最低价	4.39/2.81元
近3个月日均成交额	695.90百万元

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

《铜陵有色(000630.SZ)-2023年矿产铜量增239%，一季度净利润改善》——2024-05-16

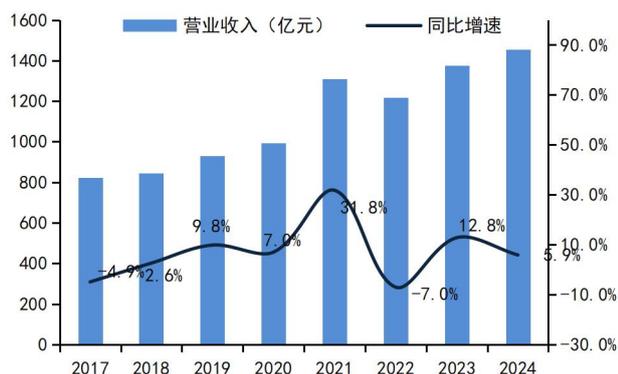
《铜陵有色(000630.SZ)-收购世界级大型铜矿，盈利能力稳步提升》——2023-12-22

2024 年归母净利润同比增长 4%。2024 全年实现营收 1455 亿元 (+5.9%)，归母净利润 28.1 亿元 (+4.1%)，扣非归母净利润 26.9 亿元 (+43.9%)，经营性净现金流 15.4 亿元 (-74.1%)，现金流下降主因公司新建冶炼产能即将投产，原料存货增加。2024Q4 单季营收 392 亿元 (同比+12.5%)，归母净利润 0.79 亿元 (同比-36.1%，环比-85.7%)。2024Q4 毛利润环比增 3.1 亿元，管理费用环比+2.9 亿元，财务费用+2 亿元，研发费用+1 亿元，并计提 4.4 亿元资产减值，使得 2024Q4 归母净利润环比大幅下降。

冶炼版块。2024H2 公司冶炼业务盈利环比下降但没有亏损：2024H2 子公司金隆冶炼厂净利润 3.3 亿元，环比 2024H1 减少 1.3 亿元；2024H2 赤峰金通冶炼厂净利润 1.8 亿元，环比减少 1.2 亿元。2024H2 中国铜冶炼厂原料长单比例下降，盈利普遍大幅下滑甚至亏损。铜陵有色得益于冶炼厂区位优势、高回收率、硫酸消纳便利以及高长单比例，2024 年下半年冶炼利润尚可。粗略估算 2024 年冶炼利润占比仍在 40%以上，2025 年低加工费会显著影响冶炼版块利润。

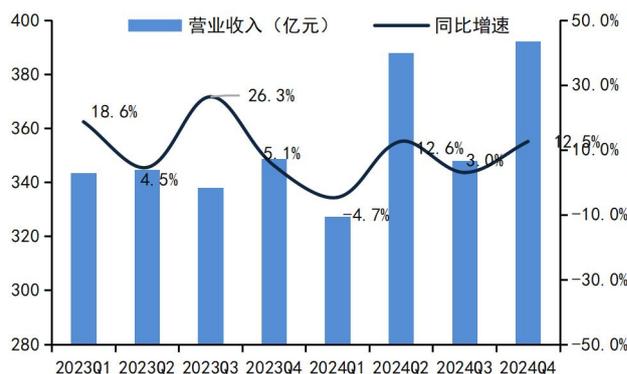
矿山板块。2024 年公司铜矿产量 15.5 万吨，同比减少 2 万吨，主因 2024Q4 厄瓜多尔电力短缺，米拉多铜矿选矿系统停产 1 个多月，这也导致 2024 年米拉多铜矿净利润 14.9 亿元 (同比-3 亿元)。米拉多二期项目即将于 2025 年年中投产，届时公司铜矿产能有望达到 31 万吨，在 A 股铜上市公司仅次于紫金矿业和洛阳钼业。

图1: 铜陵有色营业收入及增速 (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: 铜陵有色单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



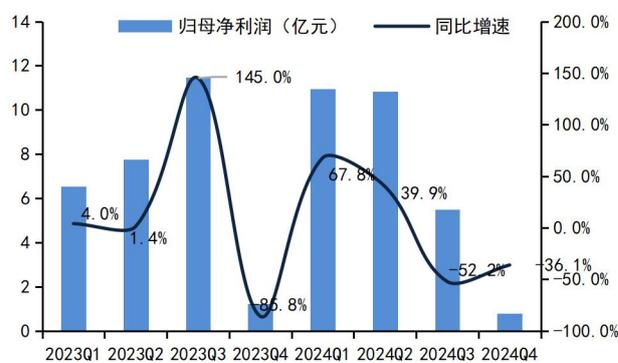
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 铜陵有色归母净利润及增速 (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: 铜陵有色单季归母净利润及增速 (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5: 铜陵有色矿铜产量 (万吨)



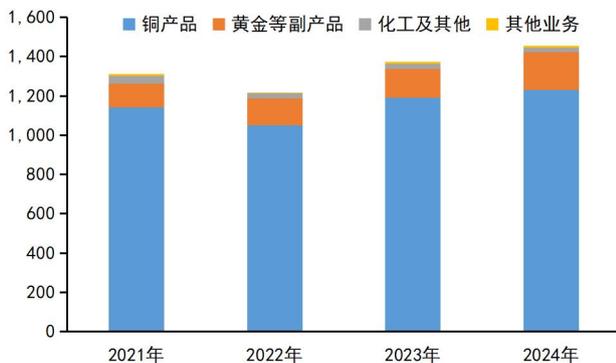
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 铜陵有色硫酸产量 (万吨)



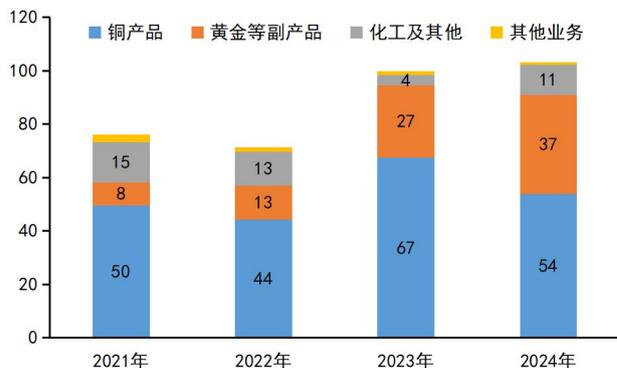
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 铜陵有色营业收入构成 (亿元)



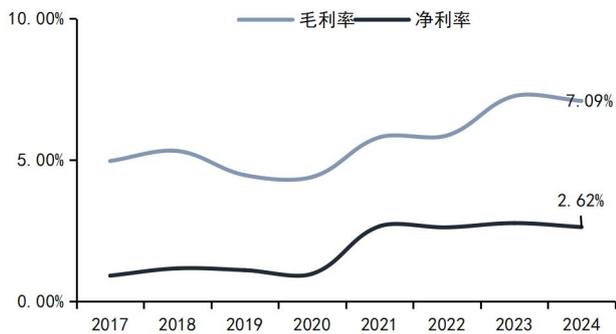
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 铜陵有色毛利润构成 (亿元)



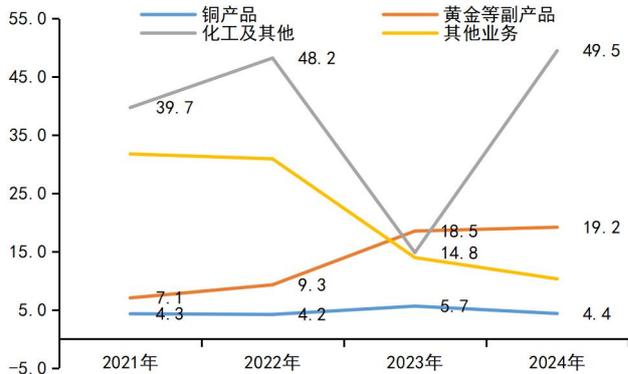
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 铜陵有色毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

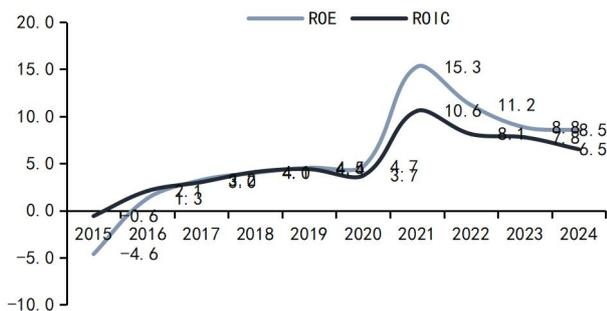
图10: 铜陵有色分产品毛利率 (%)



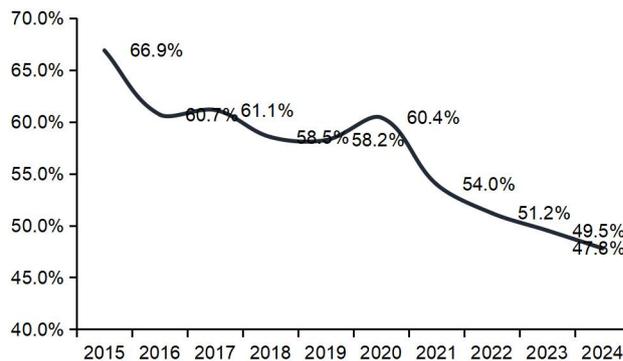
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 铜陵有色 ROE

图12: 铜陵有色资产负债率

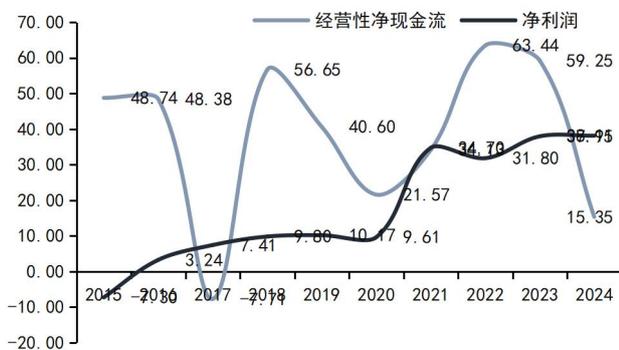


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



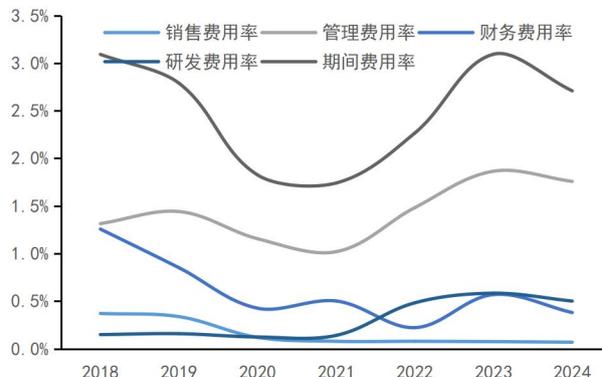
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 铜陵有色现金流 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 铜陵有色期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

近年来有色金属价格波动较大，矿业类上市公司盈利波动也大，我们选取铜价和铜精矿加工费作为两个影响利润的重要变量，对公司 2025 年归母净利润的敏感性进行分析，如下表所示。

表1: 2025 年归母净利润敏感性分析 (亿元)

		铜价 (元/吨)						
		60,000	65,000	70,000	75,000	80,000	85,000	90,000
铜精矿加工费 (美元/吨)	10	11.4	15.2	19.1	23.0	26.9	30.7	34.6
	20	15.2	19.1	22.9	26.8	30.7	34.6	38.4
	30	19.0	22.9	26.8	30.6	34.5	38.4	42.3
	40	22.9	26.7	30.6	34.5	38.4	42.2	46.1
	50	26.7	30.6	34.4	38.3	42.2	46.1	49.9

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

投资建议：参照年初以来主要有色金属价格走势，假定 2025-2027 年国内阴极铜现货年均价均为 77000 元/吨，铜精矿加工费均为 21.25 美元/吨。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 28.85/43.97/45.61 亿元，同比增速 2.7/52.4/3.7%；摊薄 EPS 分别为 0.23/0.34/0.36 元，当前股价对应 PE 分别为 14.1/9.3/8.9X。米拉多铜矿二期即将投产，公司铜矿年产能将达到 31 万吨，另外公司铜冶炼产能具备全球竞争力，抗风险能力强，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11175	6891	7098	7872	14612	营业收入	137454	145531	177530	207027	207502
应收款项	3809	5214	4864	5672	5685	营业成本	127479	135217	166034	191768	191903
存货净额	15805	18623	22551	26086	26082	营业税金及附加	919	1242	1321	1735	1749
其他流动资产	9950	10493	12427	14492	14525	销售费用	103	101	113	119	119
流动资产合计	41240	41872	47591	54773	61555	管理费用	1761	1829	1953	2070	2075
固定资产	28217	29764	29979	29899	28160	研发费用	802	729	700	750	800
无形资产及其他	5391	4998	4799	4600	4401	财务费用	783	554	550	500	450
投资性房地产	2481	3343	3343	3343	3343	投资收益	156	85	100	100	100
长期股权投资	917	968	1018	1068	1118	资产减值及公允价值变动	(579)	(593)	0	0	0
资产总计	78245	80944	86730	93684	98578	其他收入	(590)	(551)	(500)	(550)	(600)
短期借款及交易性金融负债	12156	12121	12121	12121	12121	营业利润	5396	5529	7159	10386	10706
应付款项	7366	7889	9020	10434	10433	营业外净收支	(5)	(21)	0	0	0
其他流动负债	4501	3747	4995	5772	5772	利润总额	5392	5508	7159	10386	10706
流动负债合计	24023	23757	26136	28328	28326	所得税费用	1597	1696	2864	4154	4282
长期借款及应付债券	12075	12606	12606	12606	12606	少数股东损益	1095	1003	1411	1834	1863
其他长期负债	2650	2324	2724	3124	3524	归属于母公司净利润	2699	2809	2885	4397	4561
长期负债合计	14725	14930	15330	15730	16130	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	38748	38688	41466	44058	44456	净利润	2699	2809	2885	4397	4561
少数股东权益	7679	8368	9356	10640	11944	资产减值准备	(69)	155	51	2	(14)
股东权益	31817	33889	35908	38986	42178	折旧摊销	3200	2833	2934	3277	3453
负债和股东权益总计	78245	80944	86730	93684	98578	公允价值变动损失	579	593	0	0	0
						财务费用	783	554	550	500	450
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1917)	(6029)	(2683)	(3814)	341
每股收益	0.21	0.22	0.23	0.34	0.36	其它	468	109	937	1282	1318
每股红利	0.14	0.16	0.07	0.10	0.11	经营活动现金流	4960	470	4124	5144	9659
每股净资产	2.51	2.65	2.81	3.05	3.30	资本开支	0	(3782)	(3001)	(3001)	(1501)
ROIC	8%	7%	6%	9%	9%	其它投资现金流	501	(150)	0	0	0
ROE	8%	8%	8%	11%	11%	投资活动现金流	403	(3984)	(3051)	(3051)	(1551)
毛利率	7%	7%	6%	7%	8%	权益性融资	7	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	4%	5%	5%	负债净变化	3712	776	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	6%	7%	7%	支付股利、利息	(1715)	(2068)	(865)	(1319)	(1368)
收入增长	13%	6%	22%	17%	0%	其它融资现金流	(8461)	1814	(0)	0	0
净利润增长率	-1%	4%	3%	52%	4%	融资活动现金流	(4461)	(769)	(866)	(1319)	(1368)
资产负债率	59%	58%	59%	58%	57%	现金净变动	902	(4283)	207	774	6740
股息率	4.2%	5.1%	2.1%	3.2%	3.4%	货币资金的期初余额	10273	11175	6891	7098	7872
P/E	14.9	14.5	14.1	9.3	8.9	货币资金的期末余额	11175	6891	7098	7872	14612
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	企业自由现金流	0	(2541)	1696	2814	8807
EV/EBITDA	8.2	8.6	7.9	6.1	5.9	权益自由现金流	0	49	1094	2219	8269

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提及的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