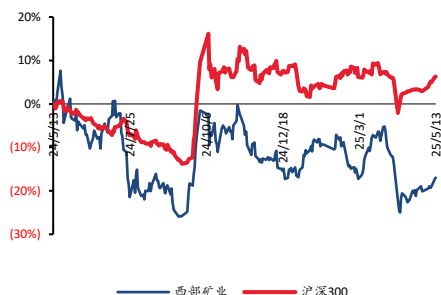


矿产品量价齐升，玉龙三期打开成长空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 23.83/23.83
总市值/流通(亿元) 380.8/380.8
12 个月内最高/最低价 21.5/13.8 (元)

相关研究报告

证券分析师: 刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

证券分析师: 梁必果

电话:

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524010001

事件: 2025 年一季度, 公司实现收入 165.42 亿元, 同比+50.74%; 环比+24.37%; 归母净利润 8.08 亿元, 同比+9.61%, 环比+305.62%; 扣非归母净利润 7.81 亿元, 同比+9.17%, 环比+331.23%。

2025 年 Q1 主要产品产量同比提升, 矿产品产量完成进度较好。(1) 矿产端: 公司矿产铜/矿产锌/矿产铅/矿产钼产量分别为 4.41/3.00/1.67/0.12 万吨, 同比分别为+14.35%/+18.17%/+38.38%/+43.64%, 环比分别为+5.81%/+6.95%/+32.76%/+20.37%, 分别完成全年目标的 26%/24%/25%/31%, 完成进度较好。(2) 冶炼端: 公司冶炼铜/冶炼锌/冶炼铅产量分别为 9.01/3.37/4.37 万吨, 同比分别为+54.83%/+19.15%/+1752.30%, 环比分别为+11.64%/+2.51%/+30.60%, 分别完成全年目标的 25%/17%/18%; 冶炼铅显著增长, 主要系 2024 年同期产能尚处于建设期。

积极推进增储和扩产建设, 玉龙三期有望增厚矿产铜产量。公司积极推进增储和扩产建设, 截至 2024 年年底, 公司铜金属/锌金属/铅金属/钼金属资源储量分别为 581/248/147/36 万吨。**铜板块:** 2024 年公司玉龙铜矿实现矿产铜产量 15.91 万吨, 玉龙铜业正在开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作, 玉龙三期项目有望增厚公司矿产铜产量。**铅锌板块:** 2024 年公司获各琦铜多金属矿铅锌系统已顺利完成升级改造并如期投产, 铅锌矿处理能力达 150 万吨/年, 矿产铅、锌产量逾 4 万吨/年。

铜、锌、铅价格同比上涨, 冶炼端加工费下降影响较小。根据生意社等数据统计, 2025 年 Q1 现货铜/现货锌/现货铅/钼($\geq 99.95\%$)均价分别为 7.74/2.40/1.70/45.28 万元/吨, 同比分别为+12%/+15%/+6%/-2%, 环比分别为+3%/-6%/+1%/-2%。2025 年 Q1, 公司毛利率/销售净利率为 17.40%/9.38%, 同比分别为-1.07/-1.45pct, 环比分别为+4.47/+4.52pct, 公司原材料自给率较高, 冶炼端加工费下降影响较小; 公司销售、管理、研发、财务费用率合计为 3.75%, 同比-0.87pct, 环比-2.55pct, 费用端略微下降, 保持较低水平; 公司投资收益为-2.66 亿元, 主要系期货套保亏损等因素所致。

投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 35.58/38.14/41.34 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 价格大幅波动风险, 成本端超预期上升, 产量不及预期

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	50,026	61,897	63,644	66,423
营业收入增长率(%)	17.02%	23.73%	2.82%	4.37%
归母净利(百万元)	2,932	3,558	3,814	4,134
净利润增长率(%)	5.10%	21.37%	7.20%	8.38%
摊薄每股收益(元)	1.23	1.49	1.60	1.73
市盈率(PE)	13.07	10.70	9.98	9.21

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,436	4,116	11,797	17,730	24,160
应收和预付款项	704	495	1,081	928	927
存货	3,162	5,113	5,372	5,511	6,061
其他流动资产	2,107	3,583	3,321	3,259	3,418
流动资产合计	11,410	13,307	21,572	27,428	34,567
长期股权投资	4,369	4,207	4,207	4,207	4,207
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	22,595	26,428	24,305	22,208	20,123
在建工程	1,759	1,531	1,455	1,382	1,313
无形资产开发支出	6,421	6,141	6,005	5,868	5,731
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	16,922	16,632	25,221	31,050	38,162
资产总计	52,067	54,940	61,192	64,716	69,537
短期借款	5,667	3,208	3,208	3,208	3,208
应付和预收款项	2,915	3,338	4,669	4,405	4,650
长期借款	13,595	15,716	15,716	15,716	15,716
其他负债	9,546	9,915	11,229	11,183	11,603
负债合计	31,723	32,178	34,823	34,512	35,178
股本	2,383	2,383	2,383	2,383	2,383
资本公积	4,981	4,995	4,995	4,995	4,995
留存收益	7,771	9,511	10,178	10,892	11,665
归母公司股东权益	15,268	17,090	17,785	18,499	19,273
少数股东权益	5,075	5,672	8,583	11,704	15,087
股东权益合计	20,344	22,762	26,369	30,203	34,359
负债和股东权益	52,067	54,940	61,192	64,716	69,537

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	6,239	8,246	10,669	10,064	10,889
投资性现金流	-3,072	-3,680	-563	-578	-644
融资性现金流	-3,668	-5,899	-2,427	-3,554	-3,814
现金增加额	-499	-1,334	7,681	5,932	6,431

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,748	50,026	61,897	63,644	66,423
营业成本	35,036	40,068	49,420	50,631	52,679
营业税金及附加	739	945	1,114	1,146	1,196
销售费用	32	33	62	64	66
管理费用	911	1,024	1,857	1,909	1,926
财务费用	822	766	359	182	46
资产减值损失	-55	-562	-56	-45	-35
投资收益	322	-113	19	19	7
公允价值变动	73	153	0	0	0
营业利润	5,085	6,123	8,137	8,700	9,485
其他非经营损益	-366	-130	-219	-215	-319
利润总额	4,719	5,992	7,918	8,486	9,166
所得税	486	699	1,449	1,550	1,650
净利润	4,233	5,294	6,469	6,935	7,516
少数股东损益	1,444	2,362	2,911	3,121	3,382
归母股东净利润	2,789	2,932	3,558	3,814	4,134

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.04%	19.90%	20.16%	20.45%	20.69%
销售净利率	6.52%	5.86%	5.75%	5.99%	6.22%
销售收入增长率	6.24%	17.02%	23.73%	2.82%	4.37%
EBIT 增长率	-4.01%	31.87%	13.86%	4.72%	6.28%
净利润增长率	-18.38%	5.10%	21.37%	7.20%	8.38%
ROE	18.27%	17.15%	20.01%	20.62%	21.45%
ROA	8.02%	9.89%	11.14%	11.02%	11.20%
ROIC	11.44%	14.47%	13.83%	13.44%	13.28%
EPS (X)	1.17	1.23	1.49	1.60	1.73
PE (X)	12.20	13.07	10.70	9.98	9.21
PB (X)	2.23	2.24	2.14	2.06	1.98
PS (X)	0.80	0.77	0.62	0.60	0.57
EV/EBITDA (X)	6.75	5.90	4.61	3.91	3.17

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。