

铜陵有色 (000630.SZ)

米拉多铜矿盈利能力提升，二期即将投产

优于大市

核心观点

2025H1 归母净利润同比下降 34%。2025H1 实现营收 761 亿元 (+6.4%)，归母净利润 14.4 亿元 (-33.9%)，扣非归母净利润 14.3 亿元 (-35.2%)，经营性净现金流 3.8 亿元 (-83.4%)；营业收入增速不高因公司主动压缩低毛利的贸易收入，2025H1 贸易业务收入占比已降至 0.8%；现金流下降主因公司新建 50 万吨铜冶炼产能在今年 3 月投产，原料存货增加。2025Q2 单季营收 409 亿元 (同比+5.3%)，归母净利润 3.12 亿元 (同比-71.2%，环比-72.4%)。2025Q2 归母净利润下降主因中铁建铜冠境外子公司 ECSA 分红导致所得税费用增加，减少当期归母净利润 9.52 亿元。

成为全球最大铜冶炼公司。今年 3 月份，公司铜基新材料项目 (50 万吨铜冶炼) 投产，至此公司铜冶炼产能达到 220 万吨，其中粗炼产能 196 万吨，超过江西铜业成为全球最大铜冶炼公司。**铜冶炼板块维持较强盈利能力，下半年承压。**今年上半年金隆铜业净利润 3.24 亿元，如果简单以产能折算，金冠铜业分公司净利润大概 4.9 亿元，暂不考虑新投产的金新分公司，原有 3 家冶炼厂上半年净利润在 10 亿元左右。

矿山铜产量提升，成本下降。根据公司公告，今年 1-5 月份，米拉多铜矿的经营主体 ECSA 净利润为 1.71 亿美元，今年 1-6 月份 ECSA 净利润为 14.76 亿元，米拉多铜矿一期单月产量在 1 万吨左右，以此简单测算 6 月份米拉多铜矿单吨净利润 2.4 万元左右。截至 6 月底米拉多铜矿二期项目累计投入 33.7 亿元，进度已完成 95%，7 月份重负荷试车。米拉多二期达产后，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。并且根据公司公告，米拉多铜矿二期采选成本仅为为一期 70% 左右，如果一期成本是 28000 元/吨，粗略计算二期成本为 19600 元/吨。

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 年国内阴极铜现货年均均价均为 78000 元/吨，铜精矿加工费为 10/-10/-10 美元/吨。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 37.05/57.27/65.51 亿元，同比增速 31.9/54.6/14.4%；摊薄 EPS 分别为 0.29/0.45/0.51 元，当前股价对应 PE 分别为 14.7/9.5/8.3X。米拉多铜矿二期即将投产，公司铜矿年产能将达到 31 万吨并且成本下降，另外公司铜冶炼产能具备全球竞争力，抗风险能力强，受益于铜冶炼产能出清，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	193,959	218,936	221,177
(+/-%)	12.8%	5.9%	33.3%	12.9%	1.0%
净利润 (百万元)	2699	2809	3705	5727	6551
(+/-%)	-1.1%	4.1%	31.9%	54.6%	14.4%
每股收益 (元)	0.21	0.22	0.29	0.45	0.51
EBIT Margin	4.6%	4.4%	5.3%	6.6%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	8.5%	8.3%	10.2%	14.1%	14.5%
市盈率 (PE)	19.9	19.4	14.7	9.5	8.3
EV/EBITDA	9.7	10.1	7.4	5.6	5.1
市净率 (PB)	1.69	1.60	1.49	1.34	1.21

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	4.25 元
收盘价	54375/44743 百万元
总市值/流通市值	4.33/2.81 元
52 周最高价/最低价	847.67 百万元
近 3 个月日均成交额	

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

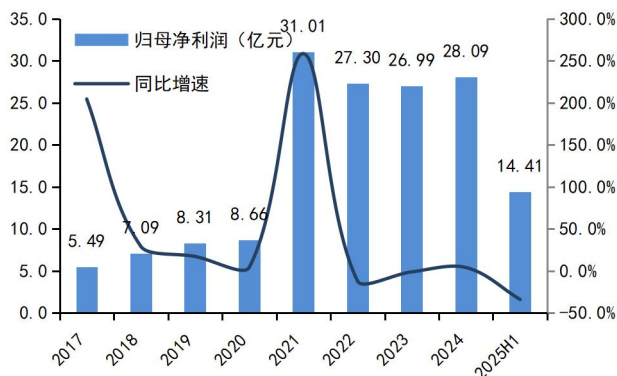
《铜陵有色 (000630.SZ) - 铜冶炼成本竞争力强，米拉多二期即将投产》——2025-04-24

《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

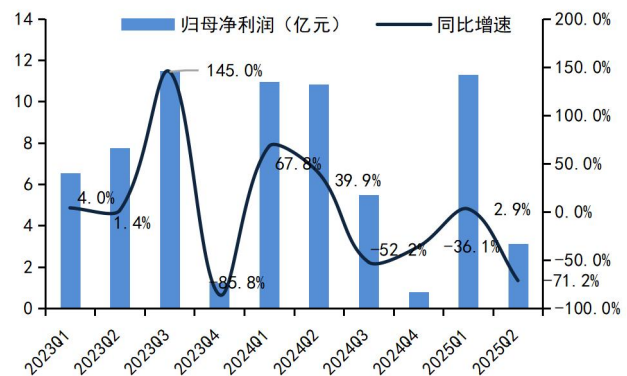
2025H1 归母净利润同比下降 34%。2025H1 实现营收 761 亿元（+6.4%），归母净利润 14.4 亿元（-33.9%），扣非归母净利润 14.3 亿元（-35.2%），经营性净现金流 3.8 亿元（-83.4%）；营业收入增速不高因公司主动压缩低毛利的贸易收入，2025H1 贸易业务收入占比已降至 0.8%；现金流下降主因公司新建 50 万吨铜冶炼产能在今年 3 月投产，原料存货增加。2025Q2 单季营收 409 亿元（同比+5.3%），归母净利润 3.12 亿元（同比-71.2%，环比-72.4%）。2025Q2 归母净利润下降主因中铁建铜冠境外子公司 ECSA 分红导致所得税费用增加，减少当期归母净利润 9.52 亿元。

图1：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2：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

冶炼版块：成为全球最大铜冶炼公司

今年3月份，公司铜基新材料项目（50万吨铜冶炼）投产，至此公司铜冶炼产能达到220万吨，其中粗炼产能196万吨，超过江西铜业成为全球最大铜冶炼公司。

表1：铜陵有色冶炼厂概况

冶炼厂	地址	持股比例	产能（万吨）	备注
金冠铜业分公司	安徽铜陵	100%	70	粗炼+精炼
金隆铜业	安徽铜陵	61.4%	46	粗炼+精炼
金新分公司	安徽铜陵	100%	50	粗炼+精炼
张家港联合铜业	江苏苏州	85%	30	精炼
金通铜业	内蒙古赤峰	50%	25	粗炼+精炼
合计产能		186	221	
粗炼权益产能		161	196	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

铜冶炼板块维持较强盈利能力，下半年承压。今年上半年金隆铜业净利润3.24亿元，如果简单以产能折算，金冠铜业分公司净利润大概4.9亿元，暂不考虑新投产的金新分公司，原有3家冶炼厂上半年净利润在10亿元左右。包括公司在内的铜冶炼企业上半年利润尚可，有原料库存周期的因素，也有硫酸价格高、铜冶炼回收率高、副产金银价格高等因素。下半年，硫酸价格、铜回收率、副产金银这些因素继续维持，但原料库存周期因素消退。

表2: 公司披露的冶炼子公司盈利情况（亿元）

	2024H1			2024H2			2025H1		
	营业收入	净利润	净利率	营业收入	净利润	净利率	营业收入	净利润	净利率
金隆铜业	198	4.64	2.3%	194.2	3.31	1.7%	191.7	3.24	1.7%
金通铜业	106.8	3	2.8%	110.2	1.82	1.7%	128.2	1.9	1.5%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

矿山板块：米拉多二期投产，产量提升，成本下降

根据公司公告，今年 1-5 月份，米拉多铜矿的经营主体 ECSA 净利润为 1.71 亿美元，今年 1-6 月份 ECSA 净利润为 14.76 亿元，米拉多铜矿一期单月产量在 1 万吨左右，以此简单测算 6 月份米拉多铜矿单吨净利润 2.4 万元左右。截至 6 月底米拉多铜矿二期项目累计投入 33.7 亿元，进度已完成 95%，7 月份重负荷试车。米拉多二期达产后，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。并且根据公司公告，米拉多铜矿二期采选成本仅为一期 70% 左右，如果一期成本是 28000 元/吨，粗略计算二期成本为 19600 元/吨。

今年 6 月份，公司公告对境外子公司 ECSA 分红安排调整，根据媒体报道，分红金额 11.44 亿美元。由此产生分红税，以 ECSA 未分配利润为基础，确认所得税费用 13.6 亿元人民币，以 70% 持股比例计算，减少上市公司归母净利润 9.5 亿元。这是对过往年度的累计计提，对上市公司季度利润冲击较大，今后计提分红税不会有这么大冲击。

盈利预测的敏感性分析

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3: 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）	0	16.3	20.9	25.4	29.9	34.4	38.9	43.5
	10	20.8	25.3	29.8	34.3	38.9	43.4	47.9
	20	25.2	29.7	34.3	38.8	43.3	47.8	52.3
	30	29.7	34.2	38.7	43.2	47.7	52.3	56.8
	40	34.1	38.6	43.1	47.7	52.2	56.7	61.2

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 年国内阴极铜现货均价均为 78000 元/吨，铜精矿加工费为 10/-10/-10 美元/吨。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 37.05/57.27/65.51 亿元，同比增速 31.9%/54.6%/14.4%；摊薄 EPS 分别为 0.29/0.45/0.51 元，当前股价对应 PE 分别为 14.7/9.5/8.3X。米拉多铜矿二期即将投产，公司铜矿年产能将达到 31 万吨并且成本下降，另外公司铜冶炼产能具备全球竞争力，抗风险能力强，受益于铜冶炼产能出清，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	11175	6891	6891	8127	16547	营业收入	137454	145531	193959	218936	221177
应收款项	3809	5214	5314	5998	6060	营业成本	127479	135217	179454	199611	199929
存货净额	15805	18623	24375	27175	27213	营业税金及附加	919	1242	1219	1843	1978
其他流动资产	9950	10493	13577	15326	15482	销售费用	103	101	112	120	122
流动资产合计	41240	41872	50808	57277	65953	管理费用	1761	1829	2134	2189	2212
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	89947	96188	102976	其他收入	(590)	(551)	(500)	(550)	(600)
短期借款及交易性金融负债	12156	12121	13639	12121	12121	营业利润	5396	5529	10091	14222	15986
应付款项	7366	7889	9750	10870	10885	营业外净收支	(5)	(21)	0	0	0
其他流动负债	4501	3747	5400	6015	6024	利润总额	5392	5508	10091	14222	15986
流动负债合计	24023	23757	28788	29006	29030	所得税费用	1597	1696	4989	6189	6894
长期借款及应付债券	12075	12606	12606	12606	12606	少数股东损益	1095	1003	1398	2306	2541
其他长期负债	2650	2324	2724	3124	3524	归属于母公司净利润	2699	2809	3705	5727	6551
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	44118	44736	45160	净利润	2699	2809	3705	5727	6551
少数股东权益	7679	8368	9347	10961	12740	资产减值准备	(69)	155	51	2	(14)
股东权益	31817	33889	36482	40491	45076	折旧摊销	3200	2833	2934	3277	3453
负债和股东权益总计	78245	80944	89947	96188	102976	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)	(4972)	(3095)	154
每股收益	0.21	0.22	0.29	0.45	0.51	其它	468	109	927	1612	1793
每股红利	0.14	0.16	0.09	0.13	0.15	经营活动现金流	4960	470	2645	7523	11936
每股净资产	2.51	2.65	2.85	3.17	3.52	资本开支	0	(3782)	(3001)	(3001)	(1501)
ROIC	8%	7%	7%	11%	13%	其它投资现金流	501	(150)	0	0	0
ROE	8%	8%	10%	14%	15%	投资活动现金流	403	(3984)	(3051)	(3051)	(1551)
毛利率	7%	7%	7%	9%	10%	权益性融资	7	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	5%	7%	7%	负债净变化	3712	776	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(1715)	(2068)	(1112)	(1718)	(1965)
收入增长	13%	6%	33%	13%	1%	其它融资现金流	(8461)	1814	1517	(1518)	0
净利润增长率	-1%	4%	32%	55%	14%	融资活动现金流	(4461)	(769)	406	(3236)	(1965)
资产负债率	59%	58%	59%	58%	56%	现金净变动	902	(4283)	(0)	1236	8420
股息率	3.2%	3.8%	2.0%	3.2%	3.6%	货币资金的期初余额	10273	11175	6891	6891	8127
P/E	19.9	19.4	14.7	9.5	8.3	货币资金的期末余额	11175	6891	6891	8127	16547
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(2541)	190	5327	11283
EV/EBITDA	9.7	10.1	7.4	5.6	5.1	权益自由现金流	0	49	1181	3231	10788

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

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