

事件：公司发布 2025 年中报，2025 年上半年公司营收 760.80 亿元，同比 +6.39%，归母净利 14.41 亿元，同比-33.94%；扣非归母净利 14.32 亿元，同比-35.19%。其中，2025Q2 公司营收 408.58 亿元，同比+5.33%，环比+16.00%；季度归母净利 3.12 亿元，同比-71.23%，环比-72.36%；季度扣非归母净利 2.91 亿元，同比-73.79%，环比-74.53%。

价格：铜价稳定，现货 TC 大幅下降，硫酸价格大幅上涨。2025Q2/2025Q1，电解铜均价分别为 7.7 和 7.8 万元/吨，环比分别增长 2.7%和 0.2%，同比分别增长 11.4%和-3.1%。上期所黄金均价分别为 672 元/克和 773 元/克，环比分别增长 9.0%和 15.0%，同比分别增长 37.0%和 39.2%。铜精矿 TC 现货指数均价分别为-8.68 和-40.67 美元/吨，同比分别减少 134%和 3925%；安徽硫酸均价分别为 576 和 443 元/吨，环比分别变化+30%和+16%，同比分别变化+168%和+172%。

冶炼冲击有限，副产品或补充较多利润。冶炼端，铜加工费大幅致冶炼利润下降明显，但冲击有限，下降幅度远小于加工费下降幅度，或主要是副产品贡献较多。从冶炼子公司利润来看，25H1 金隆铜业实现净利润 3.23 亿元，同比下滑 30%；赤峰金铜实现净利润 1.90 亿元，同比下滑 36%。**公司冶炼端利润韧性明显或主要是由于冶炼副产品，公司上半年化工及其他产品毛利率 55.04%，同比增长 39.05PCT。**

分红调整一次性计提所得税致业绩大幅下降，还原后实际经营稳健。矿山端，米拉多铜矿营业利润 20.96 亿元，净利润-251.6 万元，主要是所得税费用计提的一次性处理所致。由于中铁建铜冠境外子公司分红安排的调整，需确认所得税费用约 13.6 亿元，从而减少 25 年归母净利润约 9.52 亿元。二季度公司所得税费用 19.87 亿元，已一次性反映该事项。若将税费还原，二季度真实利润为 12.64 亿元，则同比增加 16.54%，环比增加 11.97%，故公司经营层面较为稳健。

核心看点：围绕铜产业链上下游补链、强链。上游：米拉多铜矿注入完成，2024 年自产铜产量达到 15.5 万吨，且二期项目将于 2025 年投产，届时自给率还将进一步提升。中游：铜基新材料项目有序推进，冶炼产能预计提升，得益于交通和区位优势，冶炼成本位于成本曲线左侧，成本优势明显。下游：铜箔年产能 8 万吨。

盈利预测与投资建议：铜产业链一体化发展持续推进，产能建设稳步进行，米拉多铜矿二期投产在即，未来增量可期。我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利 37.89、46.94、57.15 亿元，对应 8 月 19 日收盘价的 PE 为 14x、12x 和 10x，维持“推荐”评级。

风险提示：铜等金属价格下跌，项目进展不及预期，税收风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	145,531	172,667	189,249	206,370
增长率 (%)	5.9	18.6	9.6	9.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,809	3,789	4,694	5,715
增长率 (%)	4.1	34.9	23.9	21.8
每股收益 (元)	0.22	0.30	0.37	0.45
PE	19	14	12	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

4.11 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

1.铜陵有色 (000630.SZ) 2024 年半年报点评：业绩略低于预期，铜价助推业绩-2024/08/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	145,531	172,667	189,249	206,370
营业成本	135,217	159,206	174,481	189,122
营业税金及附加	1,242	1,209	1,325	1,445
销售费用	101	138	151	165
管理费用	1,829	1,899	2,082	2,270
研发费用	729	691	757	825
EBIT	6,239	9,720	10,680	12,790
财务费用	554	905	934	983
资产减值损失	-641	-523	-574	-622
投资收益	85	104	114	124
营业利润	5,529	8,420	9,313	11,339
营业外收支	-21	0	0	0
利润总额	5,508	8,420	9,313	11,339
所得税	1,696	4,210	2,794	3,402
净利润	3,811	4,210	6,519	7,937
归属于母公司净利润	2,809	3,789	4,694	5,715
EBITDA	9,080	12,900	14,386	17,029

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,891	13,536	13,844	18,954
应收账款及票据	3,857	3,896	4,282	4,670
预付款项	8,660	3,662	4,013	4,350
存货	18,623	25,647	28,108	30,467
其他流动资产	3,841	5,547	5,869	6,202
流动资产合计	41,872	52,288	56,117	64,642
长期股权投资	968	1,072	1,185	1,309
固定资产	24,698	27,010	28,672	30,029
无形资产	4,998	5,109	5,109	5,109
非流动资产合计	39,073	39,373	39,610	39,552
资产合计	80,944	91,661	95,727	104,194
短期借款	7,287	6,287	6,287	6,287
应付账款及票据	7,889	13,085	14,341	15,544
其他流动负债	8,581	8,388	5,402	5,863
流动负债合计	23,757	27,761	26,031	27,695
长期借款	10,617	14,617	15,617	16,617
其他长期负债	4,313	4,016	4,015	4,015
非流动负债合计	14,930	18,633	19,633	20,632
负债合计	38,688	46,394	45,663	48,327
股本	12,793	12,895	12,895	12,895
少数股东权益	8,368	8,789	10,615	12,837
股东权益合计	42,257	45,267	50,064	55,867
负债和股东权益合计	80,944	91,661	95,727	104,194

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.88	18.65	9.60	9.05
EBIT 增长率	1.18	55.80	9.87	19.76
净利润增长率	4.05	34.91	23.87	21.75
盈利能力 (%)				
毛利率	7.09	7.80	7.80	8.36
净利润率	1.93	2.19	2.48	2.77
总资产收益率 ROA	3.47	4.13	4.90	5.48
净资产收益率 ROE	8.29	10.39	11.90	13.28
偿债能力				
流动比率	1.76	1.88	2.16	2.33
速动比率	0.58	0.78	0.87	1.03
现金比率	0.29	0.49	0.53	0.68
资产负债率 (%)	47.80	50.62	47.70	46.38
经营效率				
应收账款周转天数	6.27	6.00	6.00	6.00
存货周转天数	50.27	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.83	2.00	2.02	2.06
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.30	0.37	0.45
每股净资产	2.65	2.85	3.08	3.36
每股经营现金流	0.12	0.85	0.73	0.89
每股股利	0.10	0.13	0.17	0.20
估值分析				
PE	19	14	12	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.53	6.00	5.38	4.55
股息收益率 (%)	2.35	3.17	3.92	4.78

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,811	4,210	6,519	7,937
折旧和摊销	2,842	3,180	3,707	4,239
营运资金变动	-5,989	2,085	-2,379	-2,373
经营活动现金流	1,535	10,864	9,376	11,421
资本开支	-4,346	-4,031	-3,795	-4,018
投资	-499	0	0	0
投资活动现金流	-4,456	-3,377	-3,795	-4,018
股权募资	0	258	0	0
债务募资	323	1,345	-2,446	1,000
筹资活动现金流	-1,739	-842	-5,274	-2,292
现金净流量	-4,635	6,645	308	5,110

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048