

云南铜业（000878.SZ）

铜冶炼盈利稳健，大股东优质资产注入

公司研究 · 深度报告

有色金属 · 工业金属

投资评级：优于大市（维持）

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

- **国内老牌铜企，中铝集团旗下唯一铜上市平台。**云南铜业前身是国家“一五计划”重点建设项目，主要业务是铜的采选冶，冶炼产能140万吨，在国内仅次于铜陵有色和江西铜业，旗下矿山分布在云南、四川地区。公司是中国铝业集团有限公司铜产业板块核心企业之一，是铜产业板块唯一的上市平台公司。
- **公司矿山版块：普朗铜矿是主力矿山。**公司拥有铜资源储量470万吨，其中60%储量来自普朗铜矿，其余来自几座小型铜矿。普朗铜矿是公司主力矿山，2018年2月投入生产，是国内规模最大的地下有色矿山，采选规模1250万吨/年，年产铜稳定在3.5-4万吨；另有几座铜矿年产铜在0.3-1.9万吨不等，虽然规模不大，但都是露天开采，成本低，剩余可采年限都在15年以上，还具备深边部找探矿潜力，公司总体资源保障程度较好。
- **大股东优质资产注入。**2025年7月，公司公告以发行股份的方式购买云铜集团持有的凉山矿业40%股份，并向中铝集团、中国铜业发行股份募集配套资金。凉山矿业旗下拉拉铜矿年产铜1.3万吨，红泥坡铜矿2027年投产后，凉山矿业矿山铜产量达到4万吨。资产注入完成后，上市公司将持有凉山矿业60%股权，公司并表矿山铜产量从6万吨增加到10万吨。中铝集团在西藏的巨型斑岩铜矿金龙铜矿将在2025年内开工，2028年投产，一期投产20万吨。
- **公司是国内第三大铜冶炼企业。**公司拥有三大冶炼厂，位于我国西南、东南、北方，分别是云南昆明的西南铜业（分公司）、福建宁德的东南铜业（子公司，持股60%）、内蒙古赤峰的赤峰云铜（子公司，持股45%），产能分别是55万吨、45万吨、40万吨。公司还有3个小型铜粗炼厂，分别是凉山矿业配套的冶炼厂10万吨产能、滇中有色18万吨、易门铜业10万吨。冶炼版块区域位置布局合理，炉型多样，原料适用性好，综合回收能力强，盈利能力一直比较强。
- **盈利预测与投资建议：**假设2025-2027年铜价为79000/82000/82000元/吨，铜精矿加工费为10/0/20美元/吨，并且2025年内完成凉山矿业注入，预计2025-2027年收入2018/2090/2090亿元，归母净利润22.97/24.12/39.12亿元，同比增速81.7/5.0/62.2%；摊薄EPS分别为1.15/0.99/1.61元，当前股价对应PE分别为14.0/16.1/9.9x。云南铜业冶炼产能布局合理，铜冶炼盈利能力强；旗下主力铜矿分布在三江成矿带，找矿潜力大，可采年限长。凉山矿业即将注入上市公司，进一步增强公司资源储备和产业布局。公司是中铝集团旗下唯一铜上市平台，今后在资源端有望获取进一步支持。考虑到铜冶炼业务处于周期底部，我们适当提高公司PE估值，给予公司2025年16-18倍PE估值，得到公司的合理估值区间为18.4-20.7元，对应约369-415亿市值，相较当前市值有15%-29%溢价空间。维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**铜价、铜精矿加工费（TC/RC）、硫酸价格波动风险

- 【 01 】 公司概况
- 【 02 】 公司业务分析
- 【 03 】 盈利预测与投资建议
- 【 04 】 风险提示

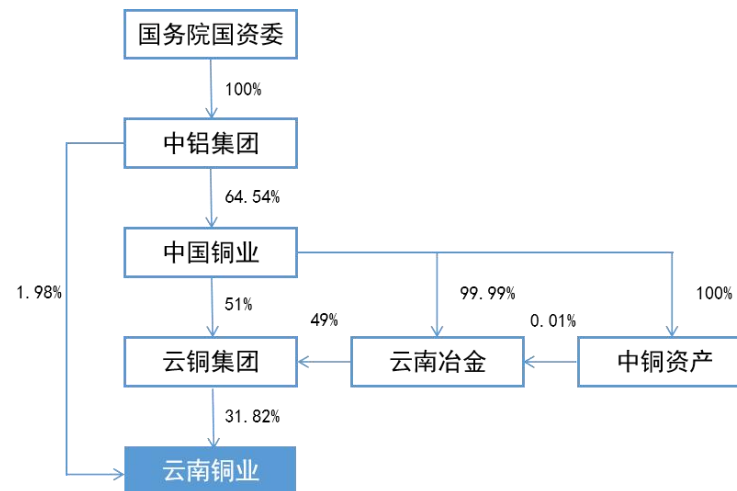
公司概况

国内铜冶炼龙头，布局全产业链

公司概况：始于“一五计划”的老牌铜企

- **发起成立。**云南铜业股份有限公司前身为云南冶炼厂，成立于1958年，是国家第一个五年计划中156项重点建设项目之一，当时国家投资1.34亿人民币，形成了年产电铜6万吨、硫酸9万吨的生产能力。1998年5月15日，由云南铜业（集团）有限公司作为独家发起人，以社会募集的方式设立了股份有限公司，于1998年6月在深圳证券交易所上市。
- **实控人变更。**2008年11月，云南省国资委将其所持云铜集团17.40%股权划转给云南省工投集团。本次划转完成后，中铝集团持有云铜集团49%股权，云南省国资委持有云铜集团33.60%股权，云南省工投集团持有云铜集团17.40%股权，此次股权划转完成后，中铝集团成为云铜集团第一大股东，间接控股云南铜业，成为最终控股方，国务院国资委成为公司的实际控制人。
- **中铝集团旗下唯一铜上市平台。**公司控股股东为云南铜业（集团）有限公司，最终控制人为中国铝业集团有限公司。中国铝业集团有限公司是国务院国资委直接管理的国有重要骨干企业，做强做优铝、铜、稀有稀土、铅锌四大核心产业。公司作为中国铝业集团有限公司铜产业板块核心企业之一，是铜产业板块唯一的上市平台公司。

图：公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司发展历程

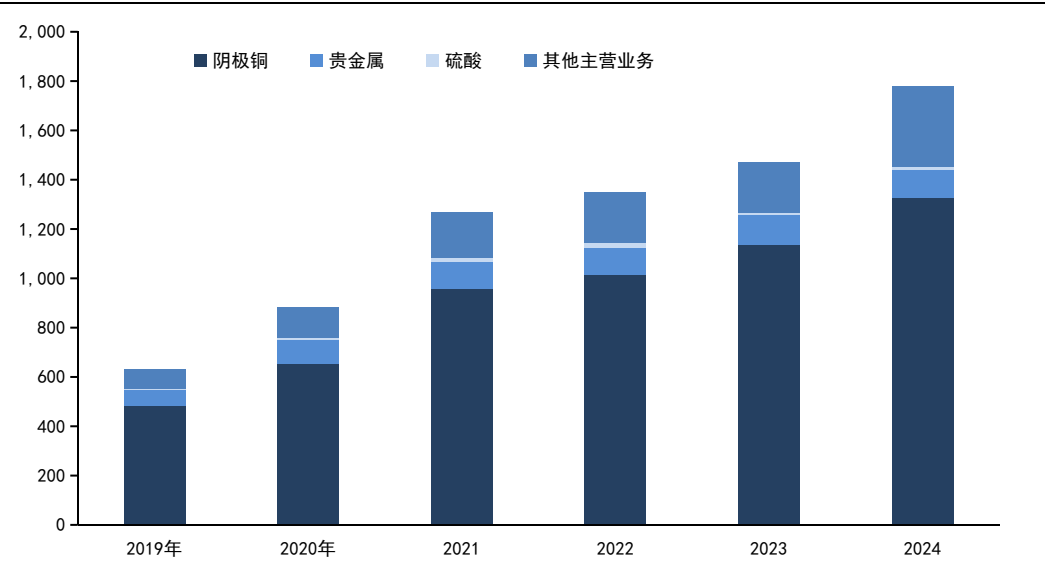


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：公司业务构成

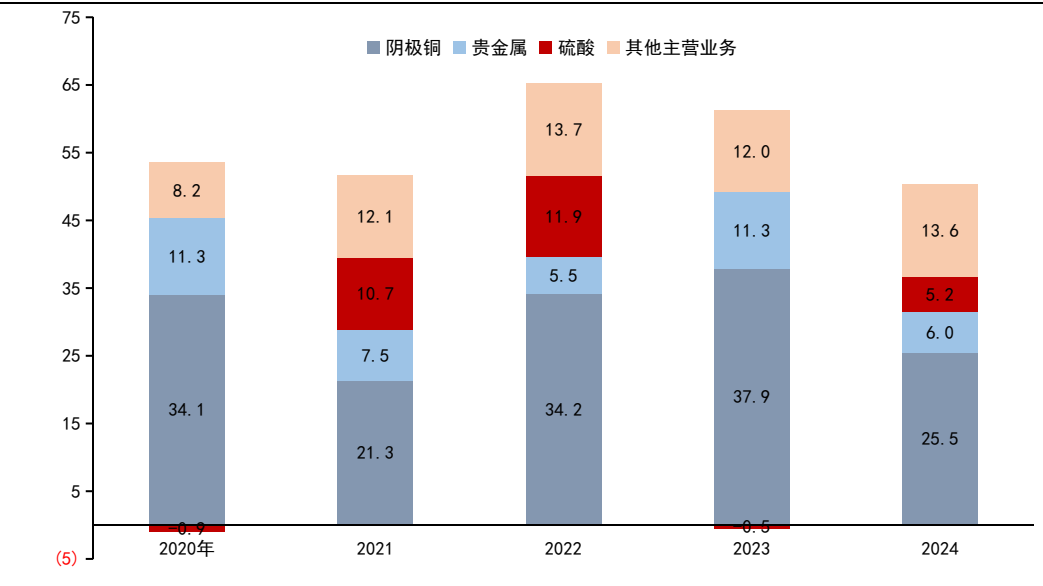
- 铜冶炼规模国内第三，铜矿年产量6万吨。公司经过多年的发展，在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼于一体的完整产业链，是具有深厚行业积淀的铜产业企业，也是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地，其中阴极铜产能140万吨，仅次于铜陵有色（221万吨）和江西铜业（193万吨）。上游资源领域，公司并表的铜矿年产量在6万吨左右，横向对比其他大型采选冶企业略低（江西铜业20万吨，铜陵有色17万吨），未来将在资源端进一步发力。
- 公司营业收入主要来自阴极铜，其次是冶炼副产品硫酸以及贵金属等。影响公司盈利的变量主要有铜价、铜冶炼加工费（TC/RC）、硫酸价格等。

图：公司营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司毛利润构成（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务分析

铜冶炼盈利能力强，矿山板块优质资产注入

业务分析-矿山：铜矿资源概况



国信证券
GUOSEN SECURITIES

■ **矿山资源概况。**截至2023年末，公司控股及参股矿山铜储量合计476万吨，平均品位0.44%。其中迪庆有色的普朗铜矿是公司主力矿山，储量占比59%。如果横向对比几家大型采选冶一体化公司，云南铜业的资源量是偏低的（江西铜业1312万吨，铜陵有色722万吨），在上游资源领域必将得到控股股东大力支持。

表：公司控股及参股矿山储量

矿山企业	持股比例	矿山名称	矿石量（万吨）	金属量（万吨）	品位（%）	矿山状态	剩余可开采年限
迪庆有色	88.24%	普朗铜矿	85,885.80	283.47	0.33	在产	13
		大红山铜矿	7,085.00	40.57	0.57	在产	10
		米底莫铜矿	75.30	0.41	0.55	在产	10
玉溪矿业	100.00%	红龙厂铜矿	1,320.60	8.01	0.61	未开采	—
		大明槽铜矿	655.90	4.90	0.75	未开采	—
楚雄矿冶	100.00%	六苴铜矿	362.50	3.99	1.10	停产	—
		凹地苴铜矿	15.30	0.10	0.65	停产	—
		郝家河铜矿	670.00	6.63	0.99	停产	—
迪庆矿业	75.00%	羊拉铜矿	1,794.70	18.14	1.01	在产	6
		拉拉铜矿	1,941.40	16.83	0.87	在产	6
		绿水铜矿	166.20	1.90	1.15	停产	—
凉山矿业	20.00%	红泥坡矿区铜矿	4,447.00	61.31	1.38	在建	20
		铜厂沟铜多金属矿勘探	151.00	0.96	0.64	未开采	—
思茅山水	45.00%	大平掌铜矿	3,309.80	27.25	0.82	在产	11
		银子山矿	61.60	0.76	1.24	未开采	—
		银子山铜多金属矿勘探	79.00	0.35	0.44	未开采	—
合计储量/平均品位			108,021.10	476.16	0.44	—	—

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 云南铜业旗下的铜矿有7座，主力矿山普朗铜矿年产量3.5-4万吨。以下先简单介绍几座小矿山，剩余可采年限几乎都在10年以上，生产比较平稳，露天开采成本低。
- 玉溪矿业。旗下狮子山矿资源枯竭，在2020年度计提6938万元资产减值。大红山铜矿还有49万吨资源量，年产铜1.9万吨左右，较为稳定。玉溪矿业是30多年的老矿山，是云铜的人才培养基地，盈利能力较强，2025年上半年净利润达3.3亿元。
- 迪庆矿业。曾是公司唯一亏损的矿山企业，2022年7月完成巷道支护等，自此以来持续正常生产，年产铜3000吨左右。
- 楚雄矿冶。旗下郝家河铜矿地质结构复杂，开采难度大、成本高，于 2018 年下半年开始不得不暂时停产，在2018年度对郝家河铜矿固定资产计提减值准备3.85亿元。六苴铜矿是开采了几十年的老矿山，可利用资源量不足以支撑其资产规模，部分资产处于闲置状态，2021年度对六苴铜矿计提3.88亿元固定资产减值。现因资源枯竭无持续经营能力，由云南铜业作为债权人向人民法院提出破产申请。
- 思茅山水。主要是大平掌铜矿，资源量还有31万吨，年产量1万吨左右，2024年净利润3.5亿元，2025年上半年净利润2.8亿元，同样具备较强的盈利能力。

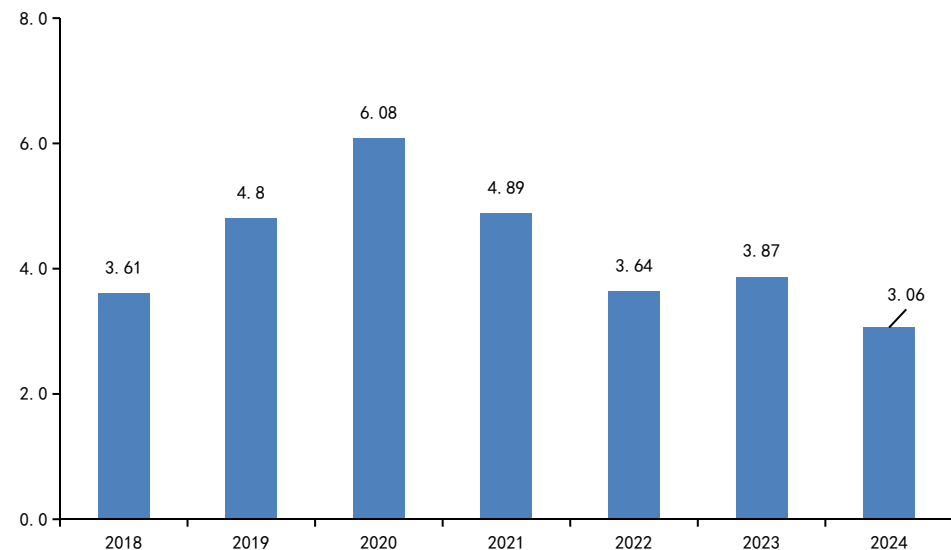
表：云南铜业并表矿山铜产量（万吨）								
矿山	迪庆有色 (普朗铜矿)	玉溪矿业 (大红山铜矿)	楚雄矿冶（六苴 铜矿）已停产	金沙矿业（已出 售）	迪庆矿业 (羊拉铜矿)	凉山矿业（拉拉铜 矿+红泥坡铜矿）	思茅山水 (大平掌铜矿)	并表矿 山铜产 量
持股比例	88.24%	100%	100%	63.41%	75%	20%	45%	-
2018	3.61	2.19	0.63	0.97	0.6	-	-	8.00
2019	4.8	2.29	0.67	0.41	0.26	-	-	8.43
2020	6.08	2.3	0.64	0.5	0.29	-	-	9.81
2021	4.89	1.95	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								

表：云南铜业权益矿山铜产量（万吨）								
矿山	迪庆有色	玉溪矿业	楚雄矿冶	金沙矿业	迪庆矿业	凉山矿业	思茅山水	权益矿 山铜产 量
持股比例	88.24%	100%	100%	63.41%	75%	20%	45%	-
2018	1.81	2.19	0.63	0.62	0.45	0.36	0.52	6.45
2019	2.40	2.29	0.67	0.26	0.20	0.28	0.53	6.58
2020	3.04	2.30	0.64	0.32	0.22	0.3	0.49	7.24
2021	2.45	1.95	0.37	0.08	0.17	0.25	0.49	5.75
2022	3.21	1.91	0.46	-	0.19	0.25	0.49	5.77
2023	3.41	1.91	0.23	-	0.28	0.25	0.43	6.51
2024	2.70	1.86	0.21	-	0.26	0.30	0.45	5.78
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理								

业务分析-矿山：普朗铜矿

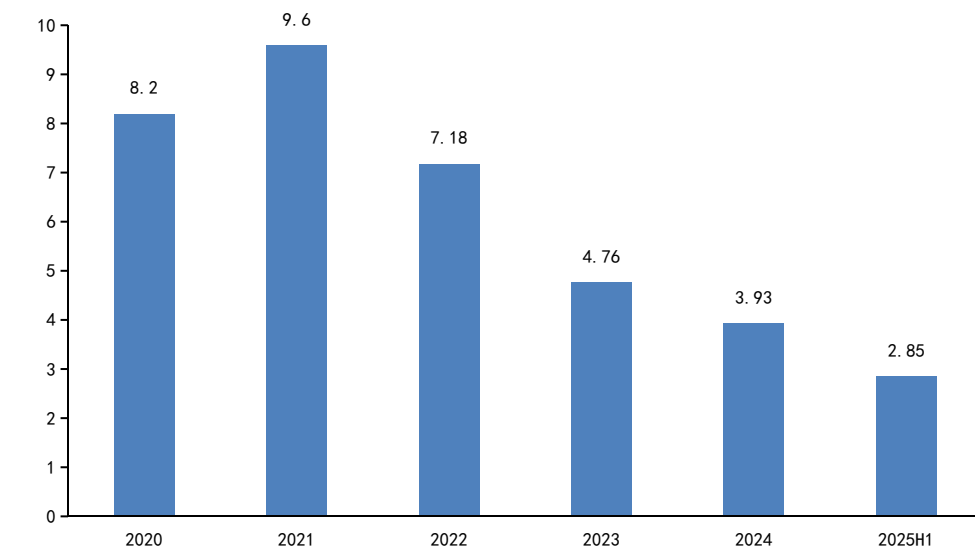
- **国内最大地下非煤矿山**：普朗铜矿位于青藏高原东南缘横断山脉三江纵谷区的香格里拉，铜资源量306万吨，年采选规模1250万吨，可采年限还有36年。普朗铜矿海拔4100米，是一个极其艰难的项目，是迄今为止国内外已知矿山开发建设中海拔最高的建设项目之一，地下开采，采用自然崩落法。勘探开发耗时13年，在2018年2月投产。当地生态环境脆弱，今后暂无扩产计划。
- **国内首座5G智慧地下铜矿**。高寒缺氧的自然环境给安全生产带来了较大挑战。地下开采存在人工操控痛点，平硐穿脉内存在安全隐患（如泥石流灾害），对操作人员的人身安全造成威胁，给安全生产带来潜在影响。在中国铜业、云南铜业的指导帮助下，迪庆有色与中国移动云南分公司、中铝智能铜创科技（云南）有限公司、华为技术有限公司密切协作，先后完成了需求调研、设计勘察、5G建设、技术验证等系列工作。目前实现了无人开采。
- **成本低**。普朗铜矿的矿床厚度大，岩层破碎易崩落，地表容许塌陷，因此天然适合用自然崩落法开采。在2021-2022年产量较高，叠加铜价高位时，普朗铜矿盈利能力较强。

图：普朗铜矿年产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：迪庆有色净利润（亿元）

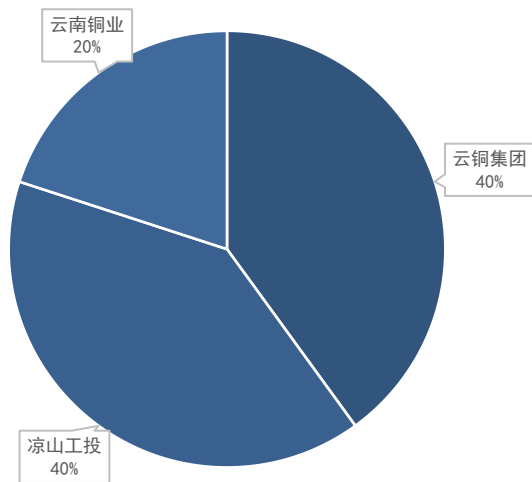


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务分析-矿山：凉山矿业注入

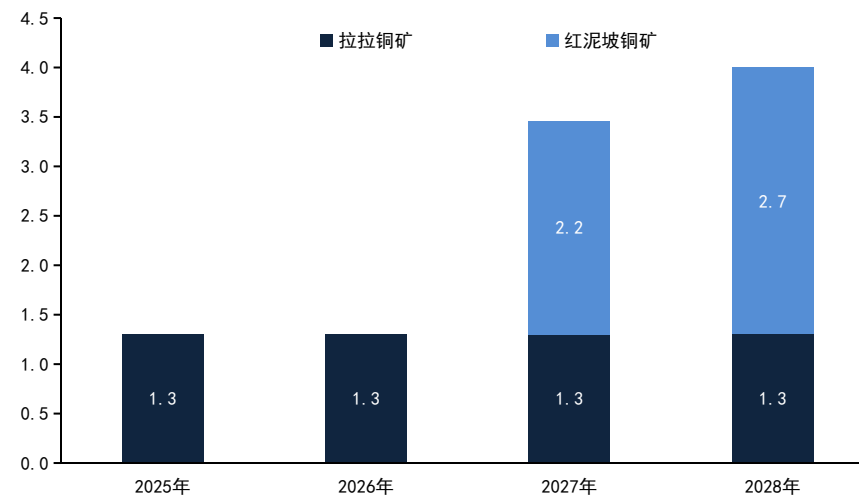
- **凉山矿业注入上市公司。**2025年7月，公司公告拟通过发行股份的方式购买云铜集团持有的凉山矿业40%股份，并向中铝集团、中国铜业发行股份募集配套资金。上市公司先前已持有凉山矿业20%股权，此次收购完成后，凉山矿业将成为云南铜业的控股子公司。
- **凉山矿业现有3个铜矿，1个冶炼厂。**凉山矿业保有铜金属量78万吨，平均品位1.16%。其中拉拉铜矿是在产铜矿，红泥坡铜矿是在建铜矿，海林铜矿处于勘探阶段。冶炼设备是艾萨炉，生产的阳极铜主要供云南铜业西南冶炼基地使用。主体矿山拉拉铜矿为西南最大露天铜矿山，有两个选矿系统，年处理矿石量175万吨，年产铜精矿1.3万吨。冶炼厂年产阳极铜11.9万吨，副产工业硫酸40万吨。
- **红泥坡铜矿：**红泥坡铜矿查明铜矿资源储量59万吨，品位1.42%，设计采选规模198万吨/年，地下开采。该项目总投资18.5亿元，2010年启动初勘，2022年6月开工建设，预计2026年末完工，2027年投产，投产后年产铜约2.7万吨。届时凉山矿业年产铜达到4万吨。
- **海林铜矿：**2024年8月凉山矿业竞拍取得海林铜矿勘察探矿权，海林铜矿位于四川省凉山会理市，矿区面积48.3平方公里，处于重要成矿带，具有丰富的找矿资源潜力。

图：此次收购前凉山矿业股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：此次收购前凉山矿业股权结构

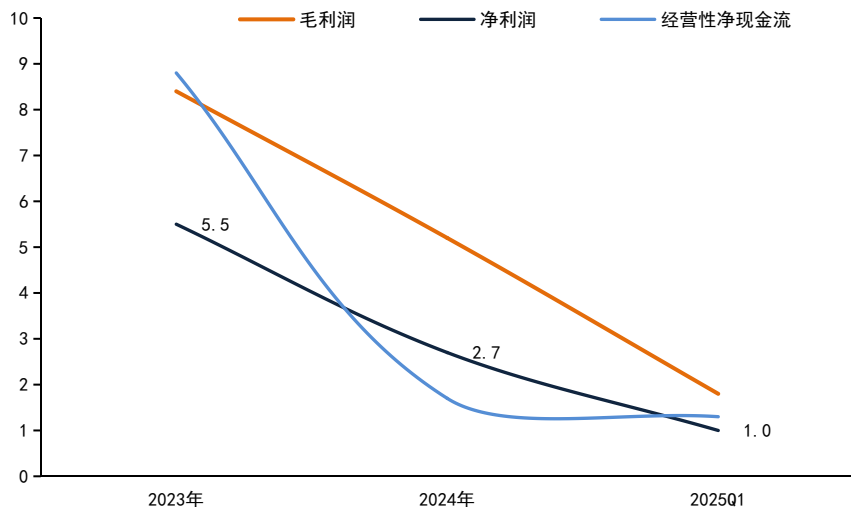


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

业务分析-矿山：凉山矿业盈利能力强

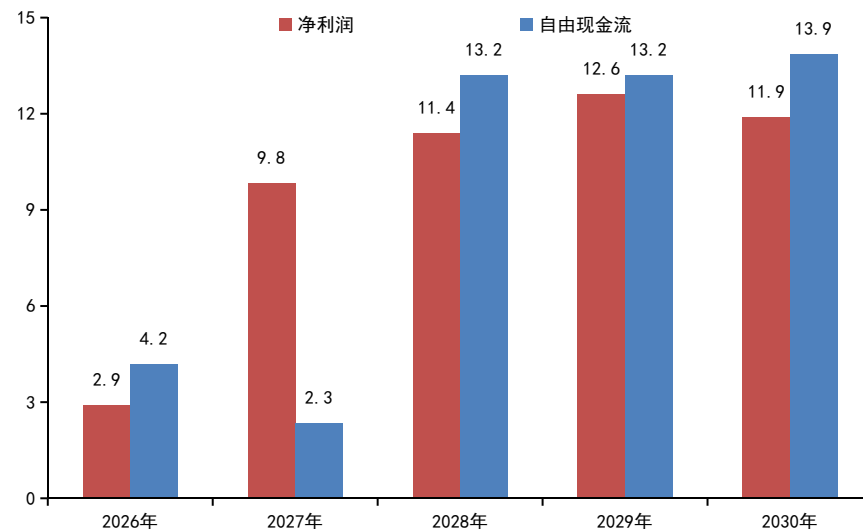
- **凉山矿业现有业务盈利：**根据公司公告，2025Q1凉山矿业净利润0.99亿元，假设盈利都折算到铜矿，则吨铜净利润3万元，根据一季度铜价倒推拉拉铜矿完全成本2.7万元/吨，具备较强的成本竞争力。
- **红泥坡铜矿盈利能力更强：**根据公司公告，红泥坡铜矿2029年度达产时，预计可实现销售收入18.1亿元，实现净利润9.86亿元，即吨铜净利润3.7万元，以此倒推红泥坡铜矿完全成本仅2.3万元/吨。公司在交易报告书草案当中给出凉山矿业未来5年盈利预测，铜价假设为67000元/吨较为谨慎，以此测算凉山矿业满产后年净利润有望在12亿元以上。如果基于80000元/吨铜价测算，则凉山矿业满产后净利润有望达到15亿元以上，归属于上市公司利润达到9亿元以上。
- **业绩承诺。**若资产交割发生于2025年，则云铜集团承诺2025-2027年拉拉铜矿和红泥坡铜矿累计净利润不低于13.2亿元；若资产交割发生于2026年，则2026-2028年累计净利润不低于20.1亿元。

图：凉山矿业利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：凉山矿业盈利展望（亿元）

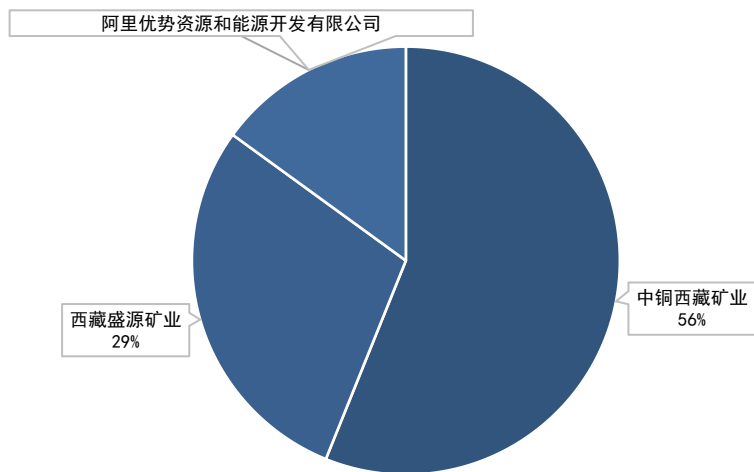


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务分析-矿山：大股东旗下金龙铜矿

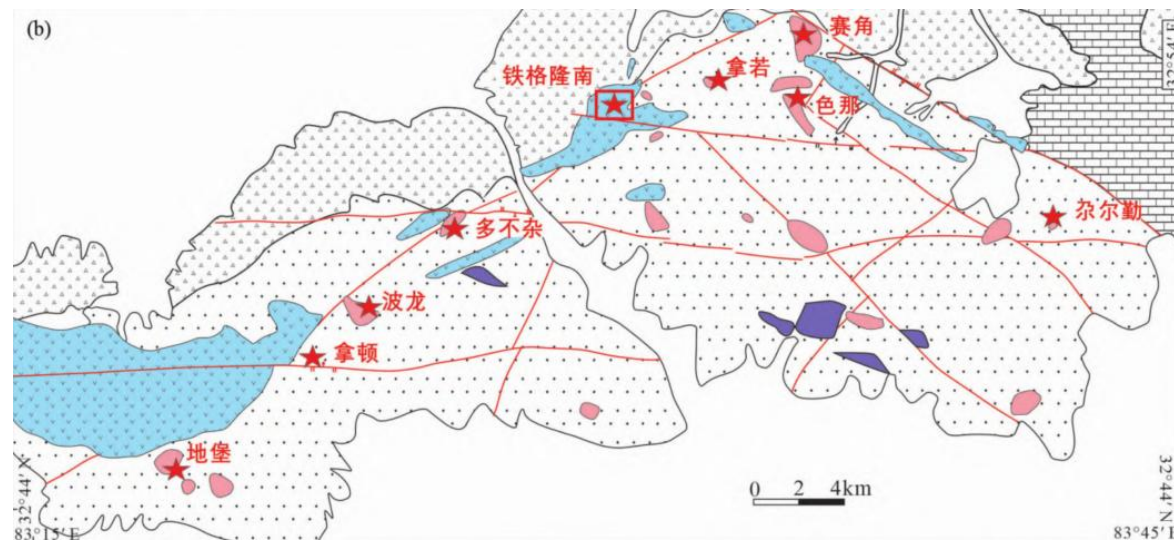
- **西藏金龙矿业。**成立于2012年12月29日，持有金龙项目，拥有铁格隆南、拿若等9宗矿权，探获铜资源量1660万吨，是2013年中国十大地质找矿成果，列2014年国家358找矿战略突破行动十大成果之首。金龙矿业股权结构：中铜西藏矿业（中国铜业100%）持股56.1%，西藏盛源矿业（西藏国资委100%）持股28.9%，阿里优势资源和能源开发有限公司（阿里地区行政公署国资委100%）15%。主要拥有铁格隆南铜矿探矿权等。铁格隆南矿床位于西藏班公湖-怒江成矿带多龙矿集区，铜平均品位大于0.5%，伴生金银，伴生黄金平均品位在0.1g/t左右，伴生银平均品位在2g/t左右。
- **开发规划。**金龙矿业是中铝集团具备战略意义的重要矿山工程，定位为打造成世界一流标杆矿山。首先开发铁格隆南矿区的荣那和拿若矿段，预计采选规模7200万吨/年，年产铜精矿含铜金属量30万吨，总投资508亿元，分两期建设。一期2025年下半年开工，预计2028年年中投产，年产20万吨铜，二期预计2032年建成投产。

图：西藏金龙矿业股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：多龙矿区域地质图



资料来源：《西藏铁格隆南矿床成因对高品位斑岩铜矿富集和勘查的指示》，国信证券经济研究所整理

业务分析：铜冶炼版块

- 铜冶炼规模国内第三。公司阴极铜产能135万吨，仅次于铜陵有色（221万吨）和江西铜业（193万吨）。公司旗下三大冶炼厂分别布局在西南本部、内蒙古赤峰、福建宁德，其中赤峰云铜和东南铜业主要采购进口矿，具备区域位置优势。
- 除了3大铜冶炼基地外，公司在西南地区还拥有3家粗炼厂：凉山矿业、楚雄滇中有色、易门铜业，分别拥有10万吨/年阳极铜、18万吨/年阳极铜及10万吨/年粗铜产能，其生产的粗铜、阳极铜供西南铜业冶炼阴极铜。

表：云南铜业主力冶炼厂产量（万吨）

炼厂名称	西南铜业	赤峰云铜	东南铜业	并表产量	权益产量
权益	100%	45%	60%	-	-
2018	52.5	15.52	-	68.02	59.48
2019	52.6	26.79	32.12	111.51	83.93
2020	53.7	41.8	35.4	130.9	93.75
2021	50.3	42.92	41.51	134.73	94.52
2022	51.73	43.09	40.1	134.92	95.18
2023	52.01	44.43	41.57	138.01	96.95
2024	28.5	45.09	47.01	120.6	77.00

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：国内三大冶炼企业产能概况

铜陵有色				
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	61.40%	46	粗炼+精炼
金新分公司	安徽铜陵	100.00%	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		186	221	

江西铜业				
冶炼厂	地址	持股比例	产能（万吨）	备注
贵溪冶炼厂	江西鹰潭	100%	93	粗炼+精炼
江铜清远	广东清远	100%	10	精炼
江铜富冶和鼎	浙江杭州	40%	35	粗炼+精炼
山东恒邦	山东烟台	44%	20	粗炼+精炼
烟台国兴	山东烟台	65%	25	粗炼+精炼
江铜宏源	江西鹰潭	43%	10	精炼
合计		146	193	

云南铜业				
冶炼厂	地址	持股比例	产能（万吨）	备注
西南铜业	云南昆明	100%	55	粗炼+精炼
赤峰云铜	内蒙古赤峰	45.00%	40	粗炼+精炼
东南铜业	福建宁德	60%	45	粗炼+精炼
合计		92	140	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业务分析-冶炼：铜冶炼盈利模式及盈利能力

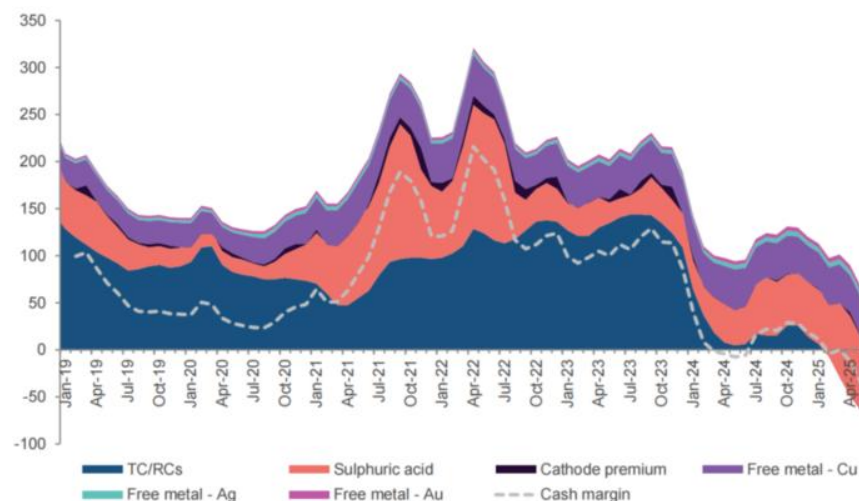
■ 铜冶炼盈利模式：铜冶炼有三个主要盈利来源，

- 一是冶炼加工费（TC/RC）收益，例如2025年铜精矿长单加工费21美元/吨，则吨铜的加工费收入为 $21 * (1/25\% + 0.1 * 22.04) = 130$ 美元/吨，如果美元兑人民币汇率7.2，则折合人民币800元/吨。
- 二是铜冶炼回收率收益，行业惯例是铜矿山出售铜精矿，按照96.5%冶炼回收率计价，如果冶炼工艺水平较高，比如实际回收率在98%以上，这就至少可以赚取铜价1.5%的收益。
- 三是硫酸、金银等副产品收益。用硫化矿生产1吨粗铜，副产3.5吨硫酸，制酸成本一般在150元/吨左右，而硫酸价格波动较大，在2022年中一度高达1000元/吨，低谷时需要亏本出货，因此冶炼厂的硫酸盈利波动极大。铜矿中富集的金、银等贵金属，在铜精矿当中已经计价，一般按照90%冶炼回收率计价，如果实际回收率高于90%，比如金回收率97%，银回收率95%，那么恰逢金、银价格高位，也有较高收益。

■ 云南铜业冶炼业务盈利能力较强

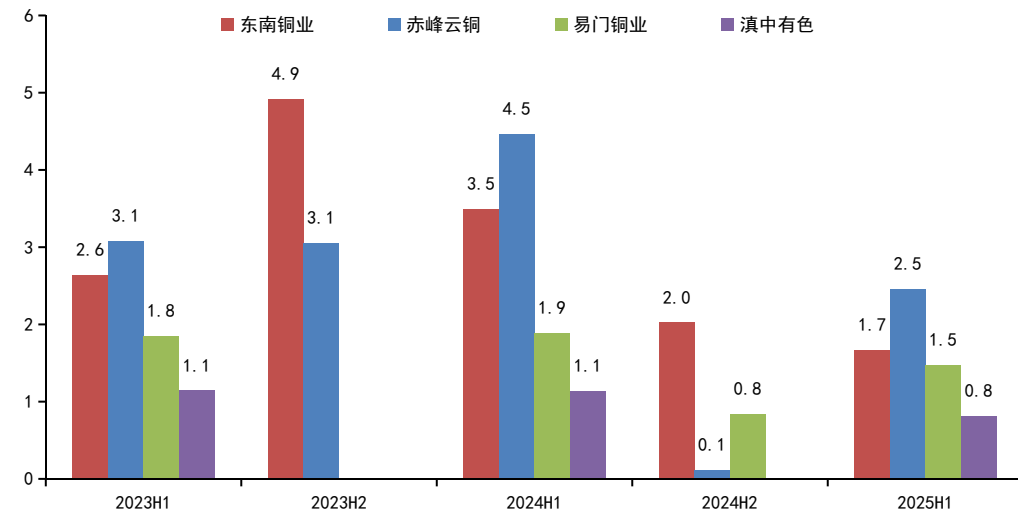
- 云南铜业冶炼版块区域位置布局合理，炉型多样，原料适用性强，综合回收能力强，盈利能力一直比较强。如2025年上半年，半年报公布的4家冶炼子公司利润达到6.5亿元，如果加上盈利能力最强的西南铜业（母公司），公司半年度冶炼利润估计在10亿元左右，考虑到股权比例，预计贡献上市公司一半左右的利润。

图：铜冶炼厂盈利构成



资料来源：CRU，国信证券经济研究所整理

图：冶炼子公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

假设前提

■ 铜冶炼业务

- **销售量：**截至2025年中公司拥有140万吨铜冶炼产能。结合公司规划，我们预计2025-2027年公司阴极铜销量均为142万吨。
- **铜精矿加工费：**铜冶炼厂收益主要来自铜冶炼加工费收益、铜金属回收率收益以及硫酸等副产品收益。2024年铜精矿长单加工费为80美元/吨，2025年为21.25美元/吨，根据全球铜矿山投产节奏及冶炼厂投产节奏，我们假设2026/2027年铜精矿加工费分别为0/20 美元/吨。假设2025-2027年国内阴极铜现货含税均价分别为79000/82000/82000元/吨。
- 硫酸及其他副产品价格假设如右表所示。

■ 铜矿业务

- 公司在国内铜矿包括普朗铜矿、大红山铜矿等，我们预计现有铜矿年产量稳定在6万吨。假设上市公司在2025年内完成凉山矿业40%股权收购并且并表，凉山矿业现有铜矿年产量1.3万吨，红泥坡铜矿2027年投产后年产量2.7万吨，则公司2025-2027年自有铜矿产量分别为6.0/7.3/10.0万吨。

表：盈利预测假设条件

	2025E	2026E	2027E
主要价格假设			
铜价（元/吨）	79000	82000	82000
铜精矿长单加工费（美元/吨）	10	0	20
黄金价格（元/克）	770	850	850
白银价格（元/克）	9000	10000	10000
硫酸价格（元/吨）	650	650	650
产销量（万吨）			
阴极铜销量	142	142	142
硫酸销量	497	497	497
自产铜精矿	6.0	7.3	10.0
营业收入（百万元）			
阴极铜	153,735	159,573	159,573
贵金属	12,564	13,889	13,889
硫酸	2,859	2,859	2,859
其他主营业务	32,641	32,641	32,641
合计	201,799	208,962	208,962
营业成本（百万元）			
阴极铜	151,728	157,245	154,977
贵金属	11,684	12,917	12,917
硫酸	812	812	812
其他主营业务	31,277	31,277	31,277
合计	195,502	202,252	199,984
毛利润（百万元）			
阴极铜	2,008	2,328	4,596
贵金属	879	972	972
硫酸	2,046	2,046	2,046
其他主营业务	1,363	1,363	1,363
合计	6,297	6,711	8,978

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

业绩预测及敏感性分析



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 根据上述假设条件，我们得到公司2025/2026/2027年营业收入分别为2018/2090/2090亿元，归母净利润分别为22.97/24.12/39.12亿元，考虑到发行股份购买资产及募集配套资金增发的股票，稀释后每股收益分别为1.15/0.99/1.61元。
- 公司主要业务是铜矿山开采及铜冶炼，影响公司盈利的主要因素是铜价以及铜精矿加工费，我们以铜价和铜精矿加工费两个变量进行盈利预测的敏感性分析。我们在盈利预测中假设2026年铜价为82000元/吨，铜精矿加工费为0美元/吨。我们列举不同铜价和铜精矿加工费情况下，公司2026年归母净利润的变化情况，如下表所示。可以看出公司作为一家采-选-冶一体化大型铜企，其盈利水平与铜价及铜精矿加工费高度相关。铜价每上涨5000元/吨，公司归母净利润增加3.5亿元；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。

表：未来3年盈利预测表

	单位	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	百万元	178012	201799	208962	208962
营业成本	百万元	172968	195502	202252	199984
销售费用	百万元	250	242	251	251
管理费用	百万元	1403	1403	1403	1403
研发费用	百万元	369	363	376	376
财务费用	百万元	630	558	641	770
营业利润	百万元	2344	3677	3972	6111
利润总额	百万元	2316	3677	3972	6111
归属于母公司净利润	百万元	1265	2297	2412	3912
EPS		0.63	1.15	0.99	1.61
ROE		8.5%	14.2%	13.7%	19.6%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

表：2026年归母净利润敏感性分析（单位：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）	-20	3.6	7.1	10.6	14.1	17.6	21.1	24.5	28.0
	-10	7.9	11.4	14.9	18.4	21.9	25.4	28.9	32.3
	0	12.3	15.7	19.2	22.7	26.2	29.7	33.2	36.7
	10	16.6	20.1	23.6	27.0	30.5	34.0	37.5	41.0
	20	20.9	24.4	27.9	31.4	34.8	38.3	41.8	45.3

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

绝对估值：16.2-29.0元



- ✓ beta系数：采用申万二级行业“工业金属”板块过去5年的剔除财务杠杆beta算数平均值（0.97x）；
 - ✓ 无风险利率：选取最近发行的5年期国债利率1.7%；
 - ✓ 股票风险溢价率采用6.0%；
 - ✓ 公司所处行业为周期性行业，假设永续增长率为1%。
- 根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本WACC为7.1%，考虑到公司主业较稳定且能未来增长可持续产生现金流，故采用FCFF估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为21.5元。该绝对估值相对于WACC和永续增长率较为敏感，右表为公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得到公司的合理价值区间为16.17-29.01元。

表：资本成本假设

无杠杆Beta	0.97	T	17.24%
无风险利率	1.70%	Ka	7.52%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆Beta	1.76
公司股价（元）	16.01	Ke	12.24%
发行在外股数（百万）	2004	E/（D+E）	50.50%
股票市值（E，百万元）	32078	D/（D+E）	49.50%
债务总额（D，百万元）	31441	WACC	7.10%
Kd	2.00%	永续增长率（10年后）	1%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		6.0%	6.5%	7.00%	7.5%	8.0%
永续增长率变化	2.5%	46.75	37.87	30.98	25.48	20.99
	2.0%	40.15	32.95	27.21	22.52	18.62
	1.5%	35.01	29.01	24.11	20.05	16.62
	1.0%	30.90	25.78	21.54	17.96	14.90
	0.5%	27.53	23.10	19.36	16.17	13.41
	0.0%	24.73	20.82	17.49	14.61	12.10
	-0.5%	22.36	18.88	15.87	13.25	10.95

资料来源：国信证券经济研究所分析

- 公司是集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，我们选取紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、铜陵有色、西部矿业作为可比公司。
- **紫金矿业**是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，公司在资源端的布局经过近几年艰苦的建设，实现了一批重大旗舰项目的超预期建成投产，核心矿产品放量的阶段正好是处于大宗金属价格位于历史高位的阶段，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业。
- **洛阳钼业**是一家成长中的中大型铜企，也是全球最大钴生产商，拥有刚果金TFM、KFM等全球顶尖铜钴矿山，预计2025年铜产量达65-70万吨。2027-2028年迎来下一轮产能释放期，铜产能增加35万吨，黄金产能增加11.5吨，其中铜依靠棕地项目扩张，确定性高。
- **江西铜业**是国内铜以及相关有色金属领域集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的综合性铜生产企业，是中国最大的铜生产基地，最大的伴生金、银生产基地，以及重要的硫化工基地，公司拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿。自产铜精矿含铜20万吨/年，阴极铜产量超过180万吨/年。另外还是加拿大铜企第一量子第一大股东（持股比例18.47%）。
- **西部矿业**是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，具备优先获取我国西部优质矿产资源的优势，年产铜精矿含铜超15万吨，锌精矿含锌超过11万吨，将受益于国内新一轮找探矿战略行动，主力矿山玉龙铜矿继续扩建，公司矿山产出持续增长。
- **铜陵有色**是集铜矿采选、阴极铜冶炼、铜加工为一体的全产业链铜企，铜冶炼产能国内第二，冶炼厂地处长三角城市群，是国内最具区位优势铜冶炼厂，冶炼利润丰厚。拥有世界级特大铜矿米拉多铜矿，该矿处于产能释放期，2025年二期项目投产后铜精矿产量有望达到26万吨以上，将进一步增强公司盈利能力。

相对估值及投资建议



- 云南铜业冶炼产能布局合理，铜冶炼盈利能力强；旗下主力铜矿分布在三江成矿带，找矿潜力大，可采年限长。凉山矿业即将注入上市公司，进一步增强公司资源储备和产业布局。公司是中铝集团旗下唯一铜上市平台，今后在资源端有望获取进一步支持。如下表所示，同行业上市公司2025年平均PE估值倍数为16倍，考虑到铜冶炼业务处于周期底部，我们适当提高公司PE估值，给予公司2025年16-18倍估值，得到公司的合理估值区间为18.4-20.7元，对应约369-415亿市值，相较当前市值有15%-29%溢价空间。
- 投资建议：假设2025-2027年铜价为79000/82000/82000元/吨，铜精矿加工费为10/0/20美元/吨，预计2025-2027年收入2018/2090/2090亿元，归母净利润22.97/24.12/39.12亿元，同比增速81.7/5.0/62.2%；摊薄EPS分别为1.15/0.99/1.61元，当前股价对应PE分别为14.0/16.1/9.9x。通过多角度估值，得到公司的合理估值区间为18.4-20.7元，对应约369-415亿市值，相较当前市值有15%-29%溢价空间。维持“优于大市”评级。

表：可比公司估值比较												
	简称	股价（8月31日）	总市值（亿元）	EPS				PE				PB（2025Q2）
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
601899.SH	紫金矿业	27.4	7,305	1.21	1.67	1.90	2.12	22.6	16.4	14.4	12.9	5.2
603993.SH	洛阳钼业	13.8	2,912	0.63	0.76	0.86	0.93	21.9	18.1	16.1	14.8	4.1
000630.SZ	铜陵有色	4.8	637	0.22	0.26	0.35	0.40	21.6	18.0	13.5	11.9	1.9
600362.SH	江西铜业	31.3	991	2.01	2.33	2.47	2.71	15.6	13.4	12.7	11.6	1.4
601168.SH	西部矿业	20.7	494	1.23	1.59	1.75	1.94	16.9	13.1	11.9	10.7	3.0
	平均值							19.7	15.8	13.7	12.4	
000878.SZ	云南铜业	16.0	321	0.63	1.15	0.99	1.61	25.4	13.9	16.2	9.9	2.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 备注：可比公司盈利预测均来自Wind一致预期

■ 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在18.4-20.7元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为1.7%、风险溢价6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 我们假定未来10年后公司TV增长率为1%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 相对估值方面，我们选取了与公司业务相近的铜产业链公司，选取了可比公司2025年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的行业地位和成长性，给予公司25年16-18倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

■ 盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多假设条件和参数，这些假设条件和参数的设置加入了很多个人判断：

- 我们假设公司在建项目按期顺利投产并贡献利润，如果建设进度低于预期，可能使公司产销量和盈利状况低于预测值的风险；
- 我们基于现有价格及行业发展趋势，假设未来2年铜价为82000元/吨。但不排除国内外经济形势变动、下游领域需求弱于预期，导致铜价低于假设价格；
- 我们假设未来3年铜精矿加工费分别为10/0/20 美元/吨，可能存在因冶炼产能持续扩张，矿山扰动增加，导致铜精矿加工费长期处于低位，从而使冶炼业务盈利低于预期的风险。

■ 经营风险

- 公司经营情况受铜市场行情影响较大。铜作为大宗商品原材料，价格波动受宏观经济形式、国内外风险事件等因素影响，存在较大不确定性，铜价急涨急跌容易造成公司经营业绩波动较大。

附表

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	6491	1797	4500	4500	4500	营业收入	146985	178012	201799	208962	208962
应收款项	248	817	1106	1145	1145	营业成本	140915	172968	195502	202252	199984
存货净额	10790	12650	23969	24772	24468	营业税金及附加	482	438	404	418	418
其他流动资产	3916	8444	10090	10448	10448	销售费用	270	250	242	251	251
流动资产合计	22196	23861	39819	41019	40715	管理费用	1155	1403	1403	1403	1403
固定资产	13100	15811	17024	18258	19298	研发费用	369	369	363	376	376
无形资产及其他	1876	1793	1722	1651	1581	财务费用	545	630	558	641	770
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	1201	1291	1381	资产减值及公允价值变动	(800)	(262)	0	0	0
资产总计	39380	43557	60748	63200	63957	其他收入	(268)	(17)	(213)	(226)	(226)
短期借款及交易性金融负债	4438	5636	21441	21228	18609	营业利润	2742	2344	3677	3972	6111
应付款项	5148	6162	5326	5505	5437	营业外净收支	21	(28)	0	0	0
其他流动负债	1699	2394	2352	2430	2401	利润总额	2763	2316	3677	3972	6111
流动负债合计	11284	14192	29120	29163	26447	所得税费用	457	399	634	685	1054
长期借款及应付债券	10456	10000	10000	10000	10000	少数股东损益	726	652	746	876	1146
其他长期负债	484	922	1359	1797	2235	归属于母公司净利润	1579	1265	2297	2412	3912
长期负债合计	10940	10921	11359	11796	12234	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	22224	25113	40478	40959	38681	净利润	1579	1265	2297	2412	3912
少数股东权益	3247	3636	4084	4609	5296	资产减值准备	244	(579)	65	22	20
股东权益	13909	14807	16185	17632	19979	折旧摊销	1313	1377	1560	1816	2011
负债和股东权益总计	39380	43557	60748	63200	63957	公允价值变动损失	800	262	0	0	0
						财务费用	545	630	558	641	770
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1961	(5334)	(13397)	(484)	664
每股收益	0.79	0.63	1.15	0.99	1.61	其它	(387)	298	383	504	667
每股红利	0.94	0.90	0.46	0.40	0.65	经营活动现金流	5509	(2711)	(9092)	4269	7274
每股净资产	6.94	7.39	8.08	7.27	8.24	资本开支	0	(2921)	(3001)	(3001)	(3001)
ROIC	9.03%	5.37%	7%	6%	9%	其它投资现金流	(615)	595	0	0	0
ROE	11.35%	8.54%	14%	14%	20%	投资活动现金流	(555)	(2491)	(3091)	(3091)	(3091)
毛利率	4%	3%	3%	3%	4%	权益性融资	3	98	0	0	0
EBIT Margin	3%	1%	2%	2%	3%	负债净变化	1509	(456)	0	0	0
EBITDA Margin	3%	2%	3%	3%	4%	支付股利、利息	(1890)	(1809)	(919)	(965)	(1565)
收入增长	9%	21%	13%	4%	0%	其它融资现金流	(2958)	4940	15806	(214)	(2618)
净利润增长率	-13%	-20%	82%	5%	62%	融资活动现金流	(3718)	507	14887	(1178)	(4183)
资产负债率	65%	66%	73%	72%	69%	现金净变动	1236	(4695)	2703	0	0
股息率	5.9%	5.6%	2.9%	3.0%	4.9%	货币资金的期初余额	5255	6491	1797	4500	4500
P/E	20.3	25.4	14.0	16.1	9.9	货币资金的期末余额	6491	1797	4500	4500	4500
P/B	2.3	2.2	2.0	2.2	1.9	企业自由现金流	0	(4740)	(11623)	1859	5079
EV/EBITDA	10.6	14.4	13.3	13.1	9.1	权益自由现金流	0	(256)	3763	1119	1957

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±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±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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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