

## 业绩稳健，凉山矿业注入在即

2025 年 09 月 30 日

► **西南区域铜业龙头，经营稳健。**公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，主要业务涵盖了铜的勘探、采选、冶炼，贵金属和稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域。产量方面，2024 年，公司生产铜精矿含铜 5.48 万吨，同比减少 13.97%；生产阴极铜 120.6 万吨，同比减少 12.6%，生产黄金 12.71 吨，同比减少 21.5%，生产白银 348.99 吨，同比减少 52.7%，生产硫酸 482.86 万吨同比减少 6.5%。业绩方面，2025 年 H1 公司营收 889.13 亿元，同比+4.27%，归母净利 13.17 亿元，同比+24.32%；扣非归母净利 11.22 亿元，同比+9.68%，业绩继续稳健增长。

► **普朗铜矿为公司核心矿山。**截止 2025 年 6 月末，公司保有矿石量 9.56 亿吨，同比增加 0.41 亿吨；铜金属量 361.37 万吨，铜平均品位 0.38%。迪庆有色普朗铜矿保有铜金属资源量 278.22 万吨，占公司总的铜资源量比例为 77%。2024 年普朗铜矿铜产量为 3.06 万吨，占公司产量的 56%。

► **西南铜业完成搬迁，冶炼端受加工费下滑影响业绩。**公司已形成西南、东南、北方三大冶炼基地，即西南铜业、东南铜业、赤峰云铜三大冶炼厂，截至 2024 年底产能合计为 140 万吨。从过去几年冶炼端运营情况来看，三大冶炼厂均处于满产状态，西南铜业 2024 完成产能搬迁，2025 年上半年公司阴极铜产量按合并报表口径已经达到 77.94 万吨。公司冶炼端收利润受加工费下滑影响较大，2025 上半年赤峰云铜、东南铜业净利润分别为 2.45 亿元和 1.66 亿元，同比分别变化-45.1%和-52.4%，主要是受到铜精矿加工费大幅下滑的影响。

► **背靠中铝，凉山矿业即将注入。**公司计划购买云铜集团持有的凉山矿业 40% 股份，从而实现控股并表。收购完成后，凉山矿业将成为上市公司控股子公司，持有股份达到 60%。凉山矿业历史盈利较好，目前拥有 3 宗采矿权，包括拉拉铜矿、红泥坡铜矿、大田隘口镍矿，年产能分别为 165 万吨、198 万吨、60 万吨。其中拉拉铜矿生产多年运营稳定，年产铜精矿约 1.3 万吨；而红泥坡铜矿为凉山矿业核心增量，预计在 2026 年建设完成，2027 年投产，2029 年达产，将为公司提供增量。公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，大股东体内还有多个铜矿山资源，公司背靠大股东，资源并购未来可期。

► **投资建议：**公司作为中铝集团旗下唯一铜产业上市公司，凉山矿业注入在即，未来其他铜产业注入可期，冶炼产能国内领先，已形成西南、东南、北方三大冶炼基地布局。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 17.79/23.03/28.71 亿元，对应 2025 年 9 月 29 日收盘价的 PE 分别为 18/14/11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**铜、金等金属价格下跌；项目进展不及预期；汇率波动风险；资产注入不及预期等。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 178,012 | 196,663 | 200,671 | 204,750 |
| 增长率 (%)          | 21.1    | 10.5    | 2.0     | 2.0     |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,265   | 1,779   | 2,303   | 2,871   |
| 增长率 (%)          | -19.9   | 40.7    | 29.4    | 24.6    |
| 每股收益 (元)         | 0.63    | 0.89    | 1.15    | 1.43    |
| PE               | 26      | 18      | 14      | 11      |
| PB               | 2.2     | 2.1     | 1.9     | 1.7     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 29 日收盘价）

## 推荐

首次评级

当前价格：

16.27 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 袁浩

执业证书：S0100525090001

邮箱：yuanhao@glms.com.cn

## 相关研究

- 1.云南铜业 (000878.SZ) 2024 年一季报点评：Q1 业绩稳健释放，期待西南铜业搬迁投产-2024/04/28
- 2.云南铜业 (000878.SZ) 2023 年年报点评：减值拖累业绩，矿产铜产量触底反弹-2024/03/29
- 3.云南铜业 (000878.SZ) 动态报告：西南铜业搬迁强化冶炼产能布局，矿山端资产注入可期-2024/01/01
- 4.云南铜业 (000878.SZ) 2023 年三季报点评：普朗铜矿股权比例提升，经营业绩稳步增长-2023/10/28

# 目录

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| <b>1 西南区域铜业龙头，经营稳健</b> | <b>3</b>  |
| 1.1 公司经营业绩稳定增长         | 3         |
| 1.2 矿山端：普朗铜矿为核心矿山      | 5         |
| 1.3 冶炼端：受加工费下滑影响较大     | 6         |
| <b>2 背靠中铝，凉山矿业即将注入</b> | <b>7</b>  |
| <b>3 盈利预测与投资建议</b>     | <b>10</b> |
| 3.1 盈利预测假设与业务拆分        | 10        |
| 3.2 估值分析               | 11        |
| 3.3 投资建议               | 11        |
| <b>4 风险提示</b>          | <b>12</b> |
| <b>插图目录</b>            | <b>14</b> |
| <b>表格目录</b>            | <b>14</b> |

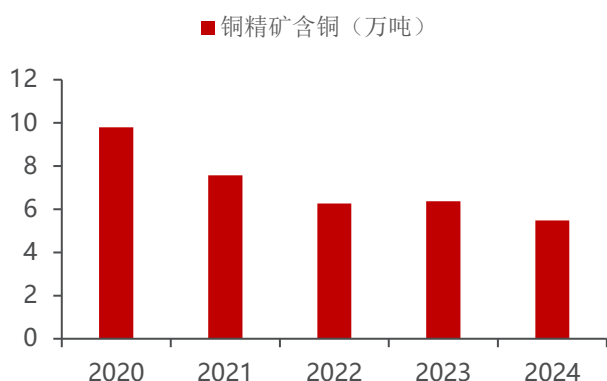
# 1 西南区域铜业龙头，经营稳健

## 1.1 公司经营业绩稳定增长

公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，控股股东为云南铜业集团有限公司，实际控制人为国务院国资委。矿山资源丰富，同时具备从勘探、采选、冶炼、综合回收利用到销售的上下产业链协同优势。

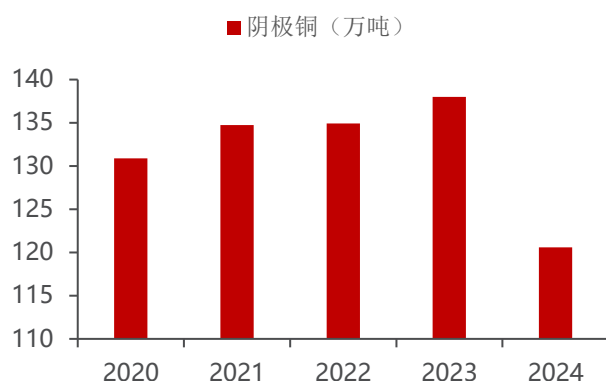
公司主要业务涵盖了铜的勘探、采选、冶炼，贵金属和稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域。2024 年，公司生产铜精矿含铜 5.48 万吨，同比减少 13.97%；生产阴极铜 120.6 万吨，同比减少 12.6 %，生产黄金 12.71 吨，同比减少 21.5%，生产白银 348.99 吨，同比减少 52.7%，生产硫酸 482.86 万吨同比减少 6.5%。

图1：公司近 5 年铜精矿含铜产量情况



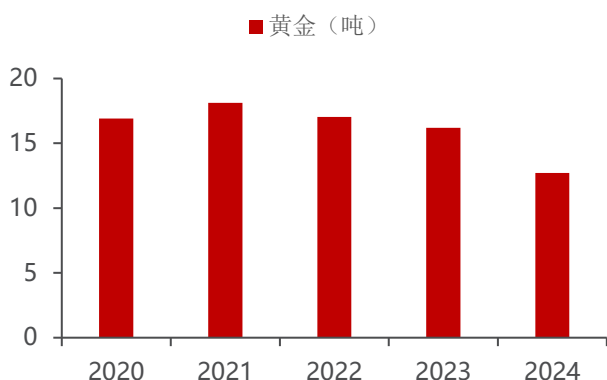
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：公司近 5 年阴极铜产量情况



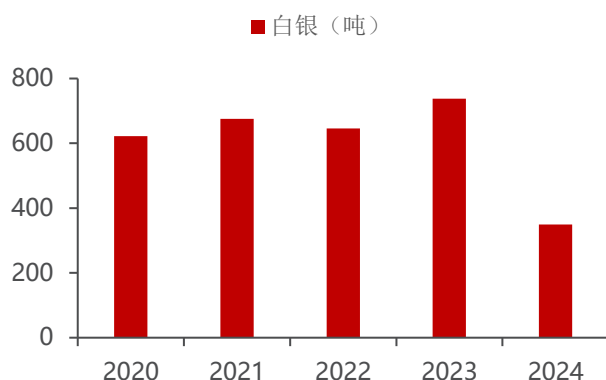
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：公司近 5 年黄金产量情况



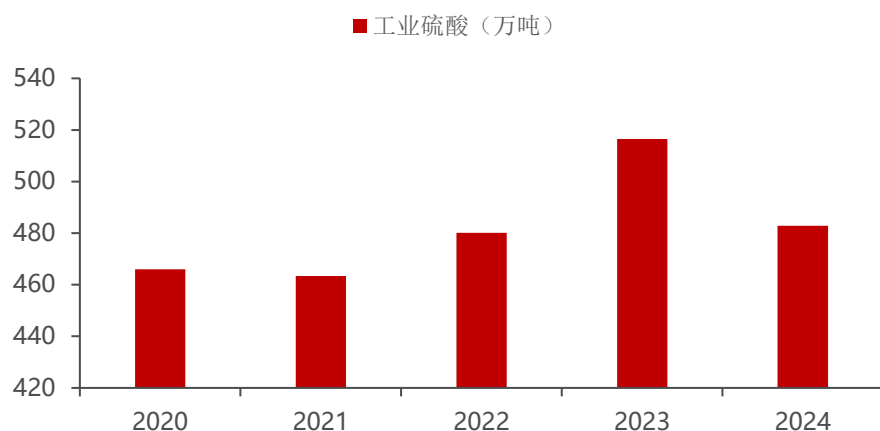
资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：公司近 5 年白银产量情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

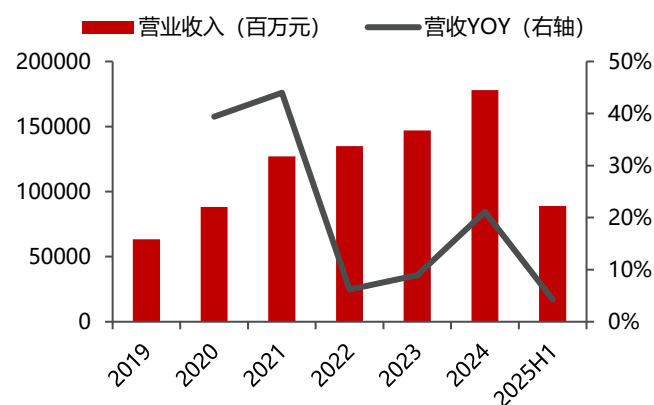
图5：公司近 5 年硫酸产量情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

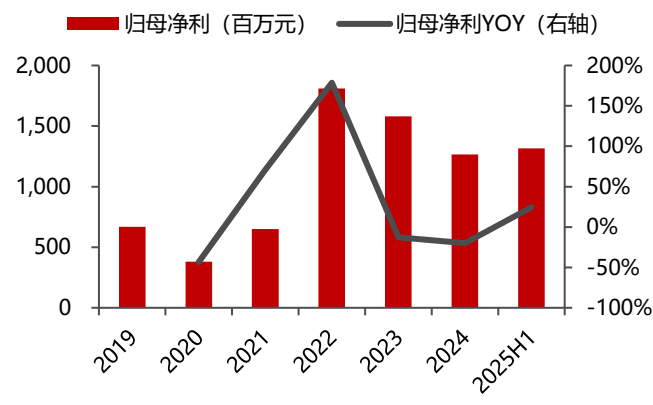
2025 年 H1 公司营收 889.13 亿元，同比+4.27%，归母净利 13.17 亿元，同比+24.32%；扣非归母净利 11.22 亿元，同比+9.68%，业绩继续稳健增长。其中，2025Q2 公司营收 511.59 亿元，同比-4.79%，环比+35.51%；季度归母净利 7.57 亿元，同比+24.59%，环比+35.29%；季度扣非归母净利 7.68 亿元，同比+35.41%，环比+35.29%。

图6：公司营收情况



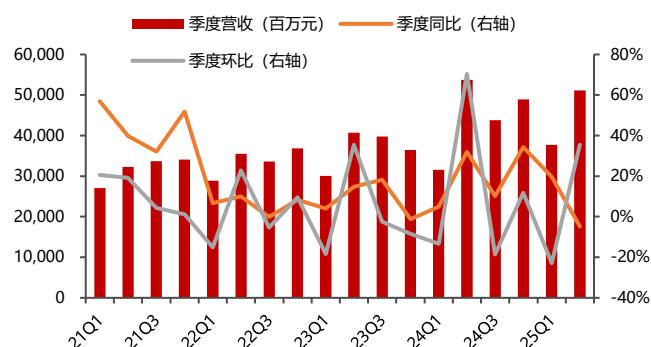
资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：公司归母净利润情况



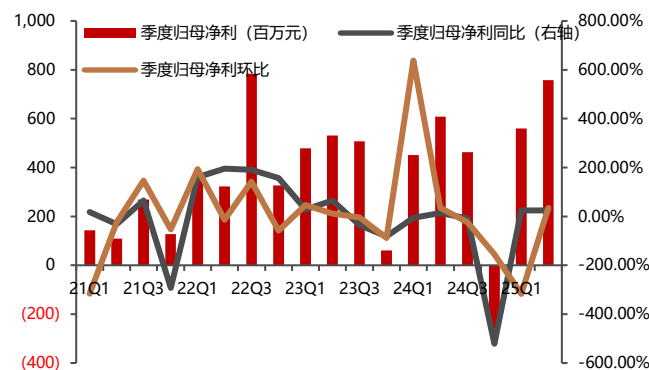
资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：公司单季度营收情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：公司单季度归母净利润情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

## 1.2 矿山端：普朗铜矿为核心矿山

截止 2025 年 6 月末，公司保有矿石量 9.56 亿吨，同比增加 0.41 亿吨；铜金属量 361.37 万吨，铜平均品位 0.38%。公司目前主要拥有的普朗铜矿、大红山铜矿、羊拉铜矿等矿山主要分布在三江成矿带，具有良好的成矿地质条件和进一步找矿的潜力。公司高度重视矿山资源接替，持续开展各矿区地质综合研究、矿山深边部找探矿工作。公司的核心矿山为普朗铜矿，迪庆有色普朗铜矿保有铜金属资源量 278.22 万吨，占公司总的铜资源量比例为 77%。

2024 年，公司精矿含铜产量按合并报表口径统计为 5.48 万吨，按权益量统计为 5.78 万吨；2025 年上半年精矿含铜产量按合并报表口径统计为 2.79 万吨，按权益量统计为 2.93 万吨，公司 2022 年，公司收购云铜集团持有的迪庆有色 38.23% 股权，公司持有迪庆有色股份由 50.01% 提高至 88.24%，资源量进一步提升。迪庆有色普朗铜矿是以铜为主，伴有钼、金、银等有色金属的特大型铜矿。截止 2025 年 6 月末，普朗铜矿保有铜金属量 278.22 万吨，平均品位 0.33%。普朗铜矿采用全地下开采，采矿方法为自然崩落采矿法，是目前国内建成投产最大的自然崩落法地下矿山，也是国内最为先进的矿山之一。2024 年普朗铜矿铜产量为 3.06 万吨，占公司产量的 56%。

表1：矿山企业铜精矿含铜产量情况表

| 矿产名称     | 单位 | 持权益     | 2025H1 | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 |
|----------|----|---------|--------|------|------|------|------|
| 迪庆有色     | 万吨 | 88.24%  | 1.68   | 3.06 | 3.87 | 3.64 | 4.89 |
| 玉溪矿业     | 万吨 | 100.00% | 0.95   | 1.86 | 1.91 | 1.91 | 1.95 |
| 楚雄矿冶     | 万吨 | 100.00% | —      | 0.21 | 0.23 | 0.46 | 0.37 |
| 迪庆矿业     | 万吨 | 75.00%  | 0.15   | 0.35 | 0.37 | 0.25 | 0.23 |
| 控股矿山产量合计 | 万吨 | -       | 2.79   | 5.48 | 6.37 | 6.26 | 7.57 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 1.3 冶炼端：受加工费下滑影响较大

**西南铜业产能占比近 40%，为云南铜业最大冶炼厂。**公司经过多年的发展和积淀、科学的布局，已形成西南、东南、北方三大冶炼基地，即西南铜业、东南铜业、赤峰云铜三大冶炼厂，截至 2024 年底产能合计为 140 万吨。其中西南铜业的产能为 55 万吨，是公司拥有的产能最大的冶炼厂，权益也最多，为 100%。西南冶炼基地的西南铜业和滇中有色采用艾萨炉、易门铜业采用底吹炉；东南冶炼基地的东南铜业采用“双闪”闪速炉；北方基地的赤峰云铜采用拥有自主知识产权的连吹炉。公司三大冶炼基地，通过多种冶炼工艺技术齐头并进发展，使得公司在生产组织及冶炼过程中可以合理调配，提高原料适应性，降低成本。

**表2：公司冶炼企业产能及权益情况**

| 炼厂名称 | 单位 | 产能  | 持有权益 |
|------|----|-----|------|
| 西南铜业 | 万吨 | 55  | 100% |
| 赤峰云铜 | 万吨 | 40  | 45%  |
| 东南铜业 | 万吨 | 45  | 60%  |
| 合计   | 万吨 | 140 | -    |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

从过去几年冶炼端运营情况来看，公司三大冶炼厂均已实现满产状态，2023 年西南铜业、赤峰云铜、东南铜业分别实现阴极铜产量 52.01 万吨、44.43 万吨、41.57 万吨。2024 年赤峰云铜和东南铜业产量持续保持稳定，西南铜业由于搬迁项目产量影响较大。目前公司产能搬迁已经完成，2025 年上半年公司阴极铜产量按合并报表口径已经达到 77.94 万吨，预计公司阴极铜产量将有较明显的恢复性增长。公司冶炼端收加工费下滑影响较大，2025 上半年赤峰云铜、东南铜业营收分别为 213.84 亿元和 190.34 亿元，净利润分别为 2.45 亿元和 1.66 亿元，同比分别变化-45.1%和-52.4%，主要是受到铜精矿加工费大幅下滑的影响。

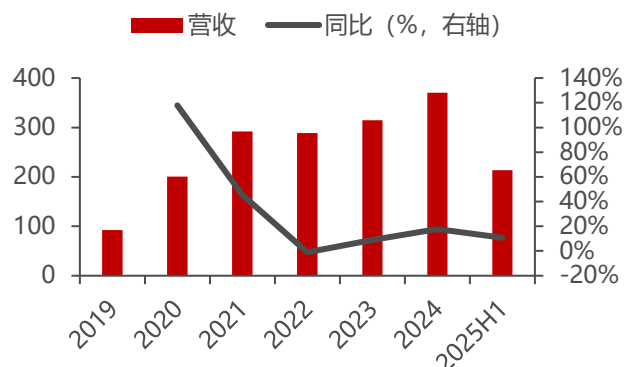
**表3：2018-2024 公司冶炼企业阴极铜产量情况（单位：万吨）**

| 产量   | 并表阴极铜产量 |       |       | 权益阴极铜产量 |       |       | 权益阴极铜合计 |
|------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
|      | 西南铜业    | 赤峰云铜  | 东南铜业  | 西南铜业    | 赤峰云铜  | 东南铜业  |         |
| 2019 | 52.6    | 26.79 | 32.12 | 52.6    | 12.05 | 19.27 | 83.92   |
| 2020 | 53.7    | 41.8  | 35.4  | 53.7    | 18.81 | 21.24 | 93.75   |
| 2021 | 50.3    | 42.92 | 41.51 | 50.3    | 19.31 | 24.91 | 94.52   |
| 2022 | 51.73   | 43.09 | 40.1  | 51.73   | 19.39 | 24.06 | 95.18   |
| 2023 | 52.01   | 44.43 | 41.57 | 52.01   | 19.99 | 24.94 | 96.94   |
| 2024 | 28.5    | 45.09 | 47.01 | 28.5    | 20.29 | 28.21 | 77      |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

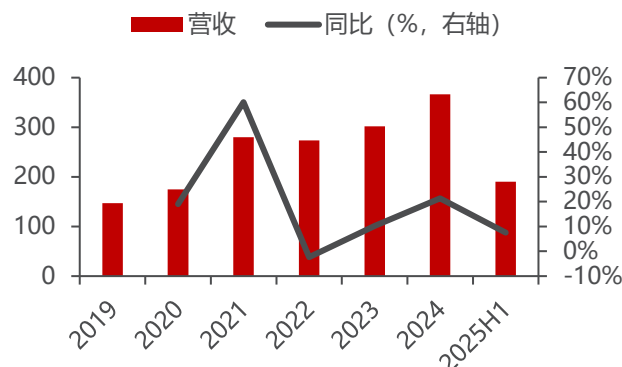


图10：赤峰云铜子公司营收情况（单位：亿元）



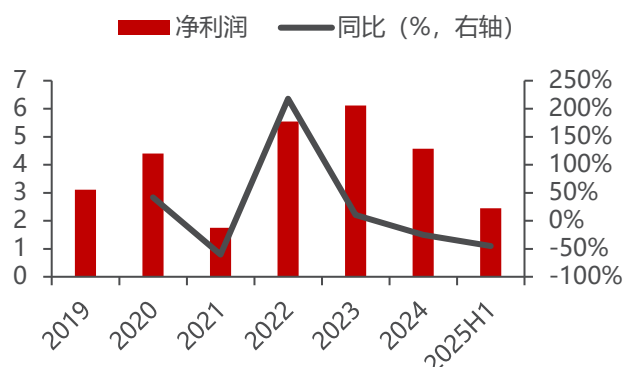
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：东南铜业子公司营收情况（单位：亿元）



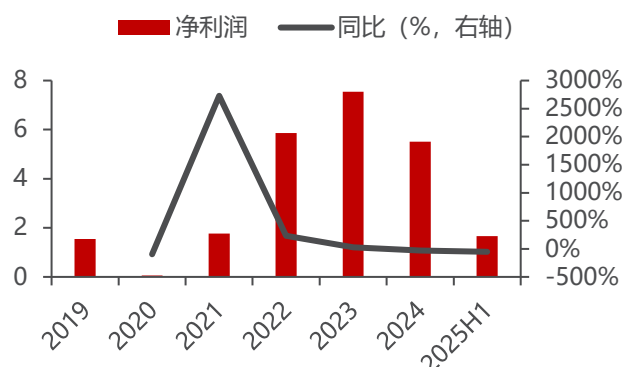
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：赤峰云铜子公司净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：东南铜业子公司净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 背靠中铝，凉山矿业即将注入

公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，背靠大股东资源并购未来可期。

①凉山矿业：云铜集团持有凉山矿业 40%股份，云南铜业持有凉山矿业 20%股权。

②秘鲁 Toromocho 铜矿：该铜矿位于秘鲁中部，项目探明矿石储量 15.3 亿吨，其中含铜金属资源储量 1000 万吨，为千万吨级世界级特大型铜矿，也是我国在海外从零开始建成的第一个世界级铜矿矿山。中铝集团于 2007 年收购项目全部股权，2014 年建成投产。

③西藏金龙矿业：中国铜业一级子公司中铜矿产资源有限公司通过全资子公司中铜西藏矿业持有西藏金龙矿业股份有限公司 66%股权，金龙矿区推断及以上铜金属量超过 1000 万吨。公司背靠中铝集团，未来优质资源注入机会可期。

**表4：中国铜业旗下铜板块主要运营主体情况**

| 一级子公司        | 简称     | 持股比例   | 二级子公司        | 简称    | 持股比例   | 备注                                           |
|--------------|--------|--------|--------------|-------|--------|----------------------------------------------|
| 云南铜业（集团）有限公司 | 云铜集团   | 100%   | 云南铜业股份有限公司   | 云南铜业  | 31.82% | 矿山开采，阳极铜、阴极铜生产线                              |
|              |        |        | 凉山矿业股份有限公司   | 凉山矿业  | 46.36% | 矿山开采，阳极铜生产线                                  |
|              |        |        | 中铜（昆明）铜业有限公司 | 昆明铜业  | 100%   | 铜加工材生产线                                      |
| 中铝矿业国际       | 中铝矿业国际 | 100%   | 中铝秘鲁铜业公司     | 秘鲁铜业  | 100%   | 矿山开采，Toromocho(特罗莫克)铜矿                       |
| 中铜矿产资源有限公司   | 中铜资源   | 93.32% | 中铜西藏矿业有限公司   | 西藏矿业  | 100%   | 持有西藏金龙矿业股份有限公司 66%股权，金龙矿区推断及以上铜金属量超过 1000 万吨 |
| 中铝洛阳铜业有限公司   | 洛阳铜业   | 91.69% | 中铜洛阳铜加工有限公司  | 洛阳铜加工 | 100%   | 铜加工材生产线                                      |
| 中铜华中铜业有限公司   | 华中铜业   | 75.56% | -            | -     | -      | 铜加工材生产线                                      |

资料来源：《中国铜业有限公司 2024 年度跟踪评级报告》，民生证券研究院

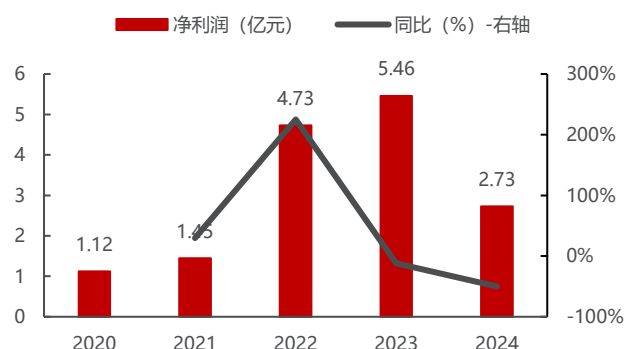
注：云铜集团持有凉山矿业 36.67%股权，云南铜业持有凉山矿业 20%股权，通过全资子公司云南楚雄矿冶有限公司持有凉山矿冶 3.33%股权，二级公司持股比例均为股权穿透后的持股比例

**公司计划购买凉山矿业 40%股份，从而实现控股并表。**公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易草案，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。收购完成后，凉山矿业将成为上市公司子公司，持有股份达到 60%。收购前，云铜集团、上市公司、凉山州工业投资发展集团分别持股凉山矿业 40%、20%、40%；收购后，上市公司、凉山州工业投资发展集团分别持股 60%、40%。

**凉山矿业盈利较好。**2020-2023 年净利润分别为 1.12/1.45/4.73/5.46 亿元，受益于铜价上涨和铜冶炼加工费提升，公司盈利能力稳步上行。受冶炼加工费的影响，2024 年凉山矿业利润出现一定下滑。

**图14：凉山矿业股权结构图（收购完成后）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图15：凉山矿业历史盈利情况**


资料来源：公司公告，民生证券研究院



**凉山矿业基本情况：**①拥有 3 宗采矿权，包括拉拉铜矿、红泥坡铜矿、大田隘口镍矿，年产能分别为 165 万吨、198 万吨、60 万吨。其中拉拉铜矿生产多年运营稳定；而红泥坡铜矿为凉山矿业核心增量，**预计在 2026 年建设完成，2027 年投产，2027 年生产矿石量为 105 万吨，2028 年生产矿石量为 158 万吨，2029 年达产。**②拥有一宗探矿权，海林铜矿探矿权，为 2024 年竞拍取得。③昆鹏公司，为铜冶炼厂，产能 12 万吨阴极铜，40 余万吨硫酸。

**拉拉铜矿：**截至 2025 年 3 月 31 日，拉拉铜矿矿权范围内保有铜矿石量 1,742.30 万吨，含铜金属量 144,867.00 吨，铜品位 0.83%

**红泥坡铜矿：**截至储量核实基准日 2016 年 12 月 31 日，红泥坡矿区铜矿采矿许可证批准的范围内保有资源储量如下：矿石量 4,160.6 万吨，铜金属量 592,881.00 吨，铜平均品位 1.42%

表5：凉山矿业采矿权情况

| 序号 | 矿名                      | 采矿许可证号                  | 开采矿种   | 开采方式    | 生产规模     | 矿区面积        | 有效期限                    |
|----|-------------------------|-------------------------|--------|---------|----------|-------------|-------------------------|
| 1  | 凉山矿业股份有限公司四川省拉拉铜矿       | C5100002011023220106212 | 铜矿、钼、钴 | 露天/地下开采 | 165 万吨/年 | 2.9173 平方公里 | 2016-12-20 至 2036-12-20 |
| 2  | 凉山矿业股份有限公司四川省会理县红泥坡矿区铜矿 | C5100002021053110151990 | 铜矿、伴生钴 | 地下开采    | 198 万吨/年 | 4.656 平方公里  | 2021-05-17 至 2038-05-17 |
| 3  | 凉山矿业股份有限公司会理县大田隘口镍矿     | C5100002009063110021253 | 镍矿     | 露天开采    | 60 万吨/年  | 2.639 平方公里  | 2010-12-23 至 2029-07-23 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表6：凉山矿业探矿权情况

| 序号 | 勘查项目名称       | 矿产资源勘查许可证号              | 地理位置   | 勘查面积         | 有效期限                    |
|----|--------------|-------------------------|--------|--------------|-------------------------|
| 1  | 四川省会理市海林铜矿勘查 | T5100002024123030058242 | 凉山州会理市 | 48.3407 平方公里 | 2024-12-16 至 2029-12-16 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务涵盖了铜的勘探、采选、冶炼，贵金属和稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域，主要产品包括阴极铜、黄金、白银和硫酸等。

阴极铜板块：凉山矿业注入完成后公司阴极铜产量有望继续增长，假设 2025-2027 年阴极铜销量为 187、190、195 万吨，假设铜价保持稳定，2025-2027 年分别为 7.9、8.0、8.0 万元/吨。考虑到公司自产铜产量有望逐年增加以及铜冶炼加工费有望回暖，假设 2025-2027 年阴极铜板块毛利率逐渐恢复上升，为 1.2%、1.8%、2.4%。

贵金属板块：公司历史黄金、白银销量基本平稳，24 年白银产量下滑较多主要是冶炼端产能受搬迁影响，预计后续将恢复。假设 2025-2027 年黄金销量为 16 吨，白银销量为 960 吨，假设黄金和白银不含税价保持稳定，分别为 750 元/克、7832 元/千克。假设 2025-2027 年贵金属板块毛利率基本保持平稳，为 4.6%。

硫酸板块：公司硫酸将随阴极铜产量的增长而增长，假设 2025-2027 年硫酸销量为 536、544、544 万吨。假设硫酸价格整体保持稳定，为 600、550、550 元/吨。假设 2023-2025 年贵金属板块毛利率基本保持平稳，为 72.9%、70.4%、70.4%。

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 1966.63 亿元、2006.71 亿元、2047.50 亿元，毛利率分别为 3.1%、3.4%、3.9%。

**表7：公司营收分业务拆分预测**

| 单位：亿元      | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>阴极铜</b> |         |         |         |         |
| 营业收入       | 1328.23 | 1445.49 | 1487.79 | 1527.79 |
| 营业成本       | 1302.70 | 1428.83 | 1461.15 | 1491.31 |
| 毛利率 (%)    | 1.9%    | 1.2%    | 1.8%    | 2.4%    |
| <b>贵金属</b> |         |         |         |         |
| 营业收入       | 112.38  | 195.19  | 195.19  | 195.19  |
| 营业成本       | 106.35  | 186.13  | 186.13  | 186.13  |
| 毛利率 (%)    | 5.4%    | 4.6%    | 4.6%    | 4.6%    |
| <b>硫酸</b>  |         |         |         |         |
| 营业收入       | 13.11   | 32.18   | 29.98   | 30.76   |
| 营业成本       | 7.86    | 8.73    | 8.87    | 9.11    |
| 毛利率 (%)    | 40.0%   | 72.9%   | 70.4%   | 70.4%   |

#### 其他

|         |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 326.41 | 293.77 | 293.77 | 293.77 |
| 营业成本    | 312.77 | 281.50 | 281.50 | 281.50 |
| 毛利率 (%) | 4.2%   | 4.2%   | 4.2%   | 4.2%   |

#### 合计

|         |         |         |         |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入    | 1780.12 | 1966.63 | 2006.71 | 2047.50 |
| 营业成本    | 1729.68 | 1905.19 | 1937.65 | 1968.05 |
| 毛利率 (%) | 2.8%    | 3.1%    | 3.4%    | 3.9%    |

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测

## 3.2 估值分析

公司主营业务覆盖铜产业链的勘探、采选、冶炼等环节, 故选取紫金矿业、江西铜业、铜陵有色 3 家铜行业公司作为可比公司进行对比。按照最新收盘价计算, 可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 17X/14X/13X, 公司 PE 基本等于可比公司平均 PE。公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台, 大股东中铝集团旗下拥有优质矿产资源, 未来资产注入可期, 综合考虑我们认为公司估值处于合理范围。

**表8: 可比公司 PE 对比**

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       |       | PE (倍)    |           |           |           |
|-----------|------|------------|---------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|           |      |            | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 28.77      | 1.21    | 1.68  | 1.91  | 2.13  | 24        | 17        | 15        | 13        |
| 600362.SH | 江西铜业 | 32.26      | 2.01    | 2.23  | 2.37  | 2.70  | 16        | 14        | 14        | 12        |
| 000630.SZ | 铜陵有色 | 5.16       | 0.22    | 0.26  | 0.36  | 0.42  | 24        | 20        | 14        | 12        |
| 平均        |      |            |         |       |       |       | <b>21</b> | <b>17</b> | <b>14</b> | <b>13</b> |
| 000878.SZ | 云南铜业 | 16.27      | 0.63    | 0.89  | 1.15  | 1.43  | 26        | 18        | 14        | 11        |

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测

注: 可比公司数据采用 ifind 一致预期, 股价时间为 2025 年 9 月 29 日

## 3.3 投资建议

公司作为中铝集团旗下唯一铜产业上市公司, 凉山矿业注入在即, 未来其他铜产业注入可期, 冶炼产能国内领先, 已形成西南、东南、北方三大冶炼基地布局。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 17.79/23.03/28.71 亿元, 对应 2025 年 9 月 29 日收盘价的 PE 分别为 18/14/11 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

## 4 风险提示

**1) 铜、金等金属价格下跌。**公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、金、锌、银、铁矿石等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济增长不及预期，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

**2) 项目进展不及预期。**公司仍有较多项目在建设中，这些项目的建设仍需投入大量人力物力，若项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

**3) 汇率波动风险。**公司采购的进口铜矿原料和海外投资普遍采用美元结算，若汇率发生较大波动，则可能导致公司产生汇兑损失，进而对公司的盈利能力产生影响。

**4) 资产注入不及预期。**目前凉山矿业尚未注入到上市公司体内，进度存在不确定性，若注入进度不及预期，会对公司产量和盈利等产生影响

**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     | 178,012 | 196,663 | 200,671 | 204,750 |
| 营业成本      | 172,968 | 190,519 | 193,765 | 196,805 |
| 营业税金及附加   | 438     | 393     | 401     | 410     |
| 销售费用      | 250     | 315     | 321     | 328     |
| 管理费用      | 1,403   | 1,575   | 1,607   | 1,639   |
| 研发费用      | 369     | 443     | 452     | 461     |
| EBIT      | 2,661   | 3,683   | 4,395   | 5,384   |
| 财务费用      | 630     | 549     | 549     | 524     |
| 资产减值损失    | -257    | -400    | 0       | 0       |
| 投资收益      | 300     | 287     | 293     | 299     |
| 营业利润      | 2,344   | 3,198   | 4,139   | 5,159   |
| 营业外收支     | -28     | 0       | 0       | 0       |
| 利润总额      | 2,316   | 3,198   | 4,139   | 5,159   |
| 所得税       | 399     | 549     | 711     | 886     |
| 净利润       | 1,917   | 2,649   | 3,429   | 4,273   |
| 归属于母公司净利润 | 1,265   | 1,779   | 2,303   | 2,871   |
| EBITDA    | 4,124   | 5,237   | 6,044   | 7,036   |

| 资产负债表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 1,797  | 4,996  | 7,092  | 10,222 |
| 应收账款及票据     | 160    | 168    | 172    | 175    |
| 预付款项        | 5,761  | 5,328  | 5,418  | 5,503  |
| 存货          | 12,650 | 13,983 | 14,628 | 14,858 |
| 其他流动资产      | 3,494  | 3,537  | 3,537  | 3,537  |
| 流动资产合计      | 23,861 | 28,012 | 30,847 | 34,295 |
| 长期股权投资      | 1,111  | 1,111  | 1,111  | 1,111  |
| 固定资产        | 13,252 | 15,052 | 15,052 | 15,052 |
| 无形资产        | 1,793  | 1,793  | 1,793  | 1,793  |
| 非流动资产合计     | 19,696 | 19,699 | 19,695 | 19,691 |
| 资产合计        | 43,557 | 47,710 | 50,542 | 53,986 |
| 短期借款        | 3,688  | 4,688  | 4,688  | 4,688  |
| 应付账款及票据     | 6,162  | 7,078  | 7,198  | 7,311  |
| 其他流动负债      | 4,341  | 6,346  | 6,390  | 6,433  |
| 流动负债合计      | 14,192 | 18,113 | 18,277 | 18,433 |
| 长期借款        | 10,000 | 8,500  | 8,500  | 8,500  |
| 其他长期负债      | 922    | 818    | 818    | 818    |
| 非流动负债合计     | 10,921 | 9,318  | 9,318  | 9,318  |
| 负债合计        | 25,113 | 27,430 | 27,594 | 27,750 |
| 股本          | 2,004  | 2,004  | 2,004  | 2,004  |
| 少数股东权益      | 3,636  | 4,506  | 5,632  | 7,035  |
| 股东权益合计      | 18,443 | 20,280 | 22,948 | 26,236 |
| 负债和股东权益合计   | 43,557 | 47,710 | 50,542 | 53,986 |

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 |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 21.11  | 10.48 | 2.04  | 2.03  |
| EBIT 增长率        | -29.54 | 38.41 | 19.36 | 22.49 |
| 净利润增长率          | -19.90 | 40.70 | 29.44 | 24.63 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |       |       |       |
| 毛利率             | 2.83   | 3.12  | 3.44  | 3.88  |
| 净利润率            | 0.71   | 0.90  | 1.15  | 1.40  |
| 总资产收益率 ROA      | 2.90   | 3.73  | 4.56  | 5.32  |
| 净资产收益率 ROE      | 8.54   | 11.28 | 13.30 | 14.95 |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 流动比率            | 1.68   | 1.55  | 1.69  | 1.86  |
| 速动比率            | 0.20   | 0.33  | 0.44  | 0.61  |
| 现金比率            | 0.13   | 0.28  | 0.39  | 0.55  |
| 资产负债率 (%)       | 57.66  | 57.49 | 54.60 | 51.40 |
| <b>经营效率</b>     |        |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 0.27   | 0.30  | 0.31  | 0.31  |
| 存货周转天数          | 24.39  | 25.16 | 26.58 | 26.97 |
| 总资产周转率          | 4.29   | 4.31  | 4.08  | 3.92  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益            | 0.63   | 0.89  | 1.15  | 1.43  |
| 每股净资产           | 7.39   | 7.87  | 8.64  | 9.58  |
| 每股经营现金流         | 0.07   | 2.14  | 2.40  | 3.03  |
| 每股股利            | 0.27   | 0.38  | 0.49  | 0.61  |
| <b>估值分析</b>     |        |       |       |       |
| PE              | 26     | 18    | 14    | 11    |
| PB              | 2.2    | 2.1   | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA       | 12.58  | 9.90  | 8.58  | 7.37  |
| 股息收益率 (%)       | 1.66   | 2.33  | 3.02  | 3.77  |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 1,917  | 2,649  | 3,429  | 4,273  |
| 折旧和摊销       | 1,463  | 1,555  | 1,649  | 1,653  |
| 营运资金变动      | -3,797 | -390   | -575   | -162   |
| 经营活动现金流     | 145    | 4,291  | 4,818  | 6,074  |
| 资本开支        | -3,584 | -1,326 | -1,595 | -1,599 |
| 投资          | 452    | 0      | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | -3,760 | -1,079 | -1,302 | -1,300 |
| 股权募资        | 98     | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | 640    | 1,467  | 0      | 0      |
| 筹资活动现金流     | -1,129 | -13    | -1,420 | -1,644 |
| 现金净流量       | -4,754 | 3,199  | 2,096  | 3,130  |

## 插图目录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图 1: 公司近 5 年铜精矿含铜产量情况 .....       | 3 |
| 图 2: 公司近 5 年阴极铜产量情况 .....         | 3 |
| 图 3: 公司近 5 年黄金产量情况 .....          | 3 |
| 图 4: 公司近 5 年白银产量情况 .....          | 3 |
| 图 5: 公司近 5 年硫酸产量情况 .....          | 4 |
| 图 6: 公司营收情况 .....                 | 4 |
| 图 7: 公司归母净利润情况 .....              | 4 |
| 图 8: 公司单季度营收情况 .....              | 5 |
| 图 9: 公司单季度归母净利润情况 .....           | 5 |
| 图 10: 赤峰云铜子公司营收情况 (单位: 亿元) .....  | 7 |
| 图 11: 东南铜业子公司营收情况 (单位: 亿元) .....  | 7 |
| 图 12: 赤峰云铜子公司净利润情况 (单位: 亿元) ..... | 7 |
| 图 13: 东南铜业子公司净利润情况 (单位: 亿元) ..... | 7 |
| 图 14: 凉山矿业股权结构图 (收购完成后) .....     | 8 |
| 图 15: 凉山矿业历史盈利情况 .....            | 8 |

## 表格目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 .....                             | 1  |
| 表 1: 矿山企业铜精矿含铜产量情况表 .....                   | 5  |
| 表 2: 公司冶炼企业产能及权益情况 .....                    | 6  |
| 表 3: 2018-2024 公司冶炼企业阴极铜产量情况 (单位: 万吨) ..... | 6  |
| 表 4: 中国铜业旗下铜板块主要运营主体情况 .....                | 8  |
| 表 5: 凉山矿业采矿权情况 .....                        | 9  |
| 表 6: 凉山矿业探矿权情况 .....                        | 9  |
| 表 7: 公司营收分业务拆分预测 .....                      | 10 |
| 表 8: 可比公司 PE 对比 .....                       | 11 |
| 公司财务报表数据预测汇总 .....                          | 13 |



## 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。本报告清晰准确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。 | 公司评级 | 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