

云南铜业 (000878.SZ)

优质资产并表, 将受益于铜价上涨

优于大市

核心观点

2025 年公司归母净利润同比下降 7%。2025 年实现营收 1795 亿元 (+4.8%), 归母净利润 13.0 亿元 (-7.3%), 扣非归母净利润 8.3 亿元 (-31.6%), 经营活动产生的现金流量净额-37.7 亿元 (去年同期 3.2 亿元)。经营性净现金流减少, 主要因为金银铜价格大幅上涨, 叠加西南铜业搬迁投产后公司产销规模增加, 带来存货金额增加。另外公司计提 5.6 亿元资产减值, 主要是存货跌价准备。

优质资产并表。生产方面, 公司铜矿产量接近 7 万吨, 主力矿山生产稳定。铜冶炼方面, 西南铜业满产后, 公司 2025 年阴极铜产量 164 万吨, 同比增加 44 万吨或 36%。报告期内公司通过向大股东发行股份的方式, 购买凉山矿业 40% 股权实现并表。凉山矿业是优质资产, 旗下矿山露天开采, 储量丰富, 品位高于上市公司现有铜矿, 成本低于上市公司现有铜矿。

2025H2 主要子公司盈利普遍下滑。虽然 2025 年下半年铜、金、银价格大幅上涨, 但是公司旗下矿业业绩环比下滑。冶炼业务在 2025H2 也显著下滑, 这与铜精矿加工费大幅下跌有关。预计随着硫酸价格维持高位, 公司冶炼业务盈利将有所改善。分产品毛利来看, 公司年产硫酸超过 600 万吨, 受益于硫酸涨价, 2025 年硫酸业务毛利 20.3 亿元, 同比增加 15 亿元, 是业绩亮点, 2026 年初以来硫酸持续涨价, 预计继续增厚业绩。

风险提示: 铜价下跌风险, 铜精矿加工费下跌风险。

投资建议: 维持“优于大市”评级

我们假设 2026-2028 年铜现货含税价均为 95000 元/吨, 铜精矿 TC 均为 -30 美元/吨, 硫酸价格为 800 元/吨, 黄金价格 1100 元/克, 白银价格 20000 元/千克, 预计 2026-2028 年归母净利润 33.84/39.98/39.98 亿元, 同比增速 160.0%/18.1%/0.0%; 摊薄 EPS 分别为 1.40/1.65/1.65 元, 当前股价对应 PE 分别为 13.4/11.3/11.3x。公司借助近几年铜行业高景气周期, 资产质量得到提升, 报告期内实现凉山矿业这一优质资产并表, 作为中铝集团旗下唯一铜上市平台, 大股东其他优质资产注入可期。虽然铜冶炼业务短期承压, 但国家发文严控铜冶炼新增产能, 且公司受益于全球铜冶炼产能出清, 行业远期格局向好。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	178,012	179,542	224,602	224,602	224,602
(+/-%)	21.1%	0.9%	25.1%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	1265	1301	3384	3998	3998
(+/-%)	-19.9%	2.9%	160.0%	18.1%	0.0%
每股收益(元)	0.63	0.58	1.40	1.65	1.65
EBIT Margin	1.5%	1.5%	2.7%	3.2%	3.2%
净资产收益率 (ROE)	8.5%	8.5%	19.5%	20.2%	18.0%
市盈率 (PE)	29.5	32.4	13.4	11.3	11.3
EV/EBITDA	15.8	19.2	10.4	8.9	8.7
市净率 (PB)	2.52	2.74	2.60	2.29	2.04

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

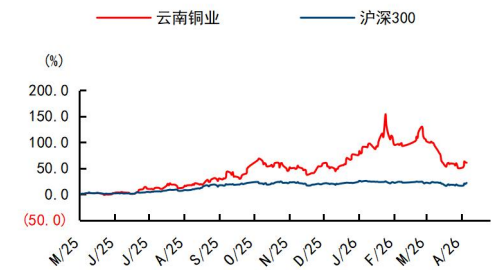
有色金属 · 工业金属

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	
收盘价	18.65 元
总市值/流通市值	45230/37368 百万元
52 周最高价/最低价	29.47/11.21 元
近 3 个月日均成交额	2022.90 百万元

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

- 《云南铜业 (000878.SZ) - 铜冶炼盈利能力稳健, 大股东优质资产注入》——2025-09-29
- 《云南铜业 (000878.SZ) - 矿铜产量平稳, 冶炼业务短期承压》——2025-03-28
- 《云南铜业 (000878.SZ) - 矿铜产量平稳, 冶炼业务盈利增长》——2024-08-31

2025 年公司归母净利润同比下降 7%。2025 年实现营收 1795 亿元 (+4.8%)，归母净利润 13.0 亿元 (-7.3%)，扣非归母净利润 8.3 亿元 (-31.6%)，经营活动产生的现金流量净额-37.7 亿元（去年同期 3.2 亿元）。经营性净现金流减少，主要因为金银铜价格大幅上涨，叠加西南铜业搬迁投产后公司产销规模增加，带来存货金额增加。另外公司计提 5.6 亿元资产减值，主要是存货跌价准备。

优质资产并表。报告期内，公司通过向大股东发行股份的方式，购买控股股东云南铜业（集团）有限公司持有的凉山矿业股份有限公司 40% 股权，并向特定对象募集配套资金 15 亿元。交易完成后，云南铜业累计持有凉山矿业 60% 的股份，实现并表。凉山矿业是优质资产，旗下矿山露天开采，储量丰富，品位高于上市公司现有铜矿，成本低于上市公司现有铜矿。凉山矿业拥有拉拉铜矿、红泥坡铜矿、海林铜矿等优质铜资源，目前可年产铜精矿约 1.3 万吨，红泥坡铜矿投产后凉山矿业矿产铜将突破 3 万吨。其配套冶炼厂生产阳极铜约 12 万吨、副产工业硫酸约 40 万吨，保有铜金属量 78 万吨，铜平均品位 1.16%。

生产方面，凉山矿业并表后，公司铜矿产量接近 7 万吨，主力矿山生产稳定，普朗铜矿产量 3.3 万吨，大红山铜矿产量 1.9 万吨，凉山矿业产量 1.5 万吨。铜冶炼方面，西南铜业满产后，公司 2025 年阴极铜产量 164 万吨，同比增加 44 万吨或 36%。

表1：公司旗下铜矿山产量（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(滥泥坪铜矿)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
权益	88.24%	100%	100%	63.41%	75%	60%	45%	-
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
2025	3.3	1.86	-	-	0.28	1.5	-	6.94

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

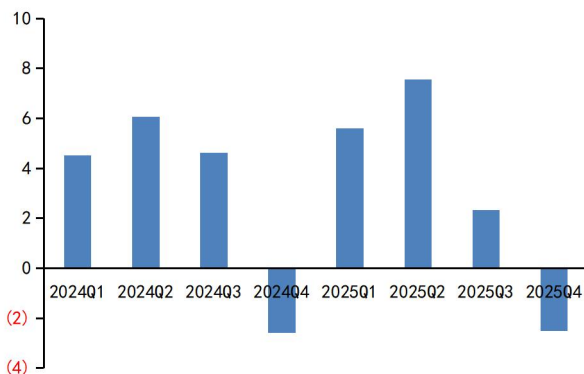
2025H2 主要子公司盈利普遍下滑。虽然 2025 年下半年铜、金、银价格大幅上涨，但是公司旗下矿山业绩环比明显下滑，如迪庆有色、玉溪矿业、凉山矿业。冶炼业务在 2025H2 也显著下滑，这与铜精矿加工费大幅下跌有关。预计随着硫酸价格维持高位，公司冶炼业务盈利将有所改善。分产品毛利来看，公司年产硫酸超过 600 万吨，受益于硫酸涨价，2025 年硫酸业务毛利 20.3 亿元，同比增加 15 亿元，是业绩亮点，2026 年初以来硫酸持续涨价，预计继续增厚业绩。

表2：主要子公司净利润（亿元）

重要子公司	主要业务	2024H1	2024H2	2024 全年	2025H1	2025H2	2025 全年
迪庆有色	矿山	3.52	0.41	3.93	2.85	1.66	4.51
玉溪矿业	矿山	2.51	0.35	2.86	3.29	0.34	3.63
楚雄矿冶	矿山	-1.3	-0.15	-1.45			
凉山矿业	矿山+粗炼	2.39	0.85	3.24	2.57	0.41	2.98
思茅山水	矿山	1.62	1.91	3.53	2.81	1.34	4.15
东南铜业	粗炼+精炼	3.49	2.02	5.51	1.66	0.23	1.89
易门铜业	粗炼	1.89	0.84	2.73	1.47	0.19	1.66
滇中有色	粗炼	1.13			0.81	-0.46	0.35
赤峰云铜	粗炼+精炼	4.46	0.11	4.57	2.45	0.27	2.72
中铜国贸	贸易	1.09	0.04	1.13	0.87	0.38	1.25

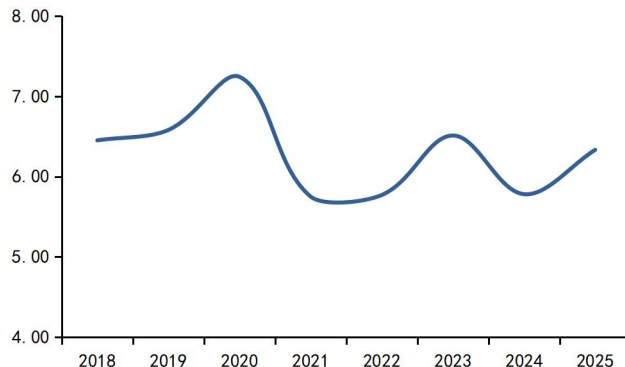
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1：云南铜业单季归母净利润（单位：亿元）



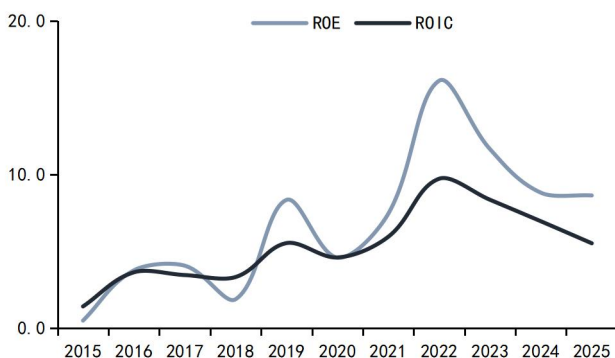
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：云南铜业铜矿权益产量（单位：万吨）



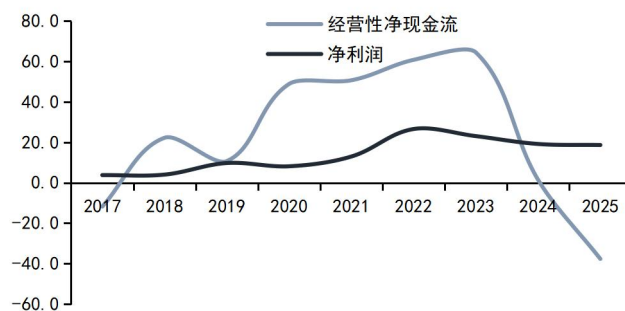
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：云南铜业 ROE 和 ROIC (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：云南铜业经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析：

公司拥有近 7 万吨矿山铜产量和 160 万吨铜冶炼产量，公司盈利与铜价和铜精矿粗炼加工费高度相关。根据我们的模型测算，2026 年铜价每上涨 10000 元/吨，公司归母净利润增加 5.3 亿元；铜精矿加工费每增加 10 美元/吨，公司归母净利润增加 5.2 亿元。今年铜精矿长单加工费仅 0 美元/吨，铜冶炼企业压力较大。如果长周期来看，国内大型上市铜冶炼企业大部分是国有企业，抗风险能力强；冶炼技术处于全球领先水平，冶炼成本处于全球成本曲线左侧，在极低加工费的情况下仍能保持一定利润，长期来看受益于全球铜冶炼产能出清。国家相关部门已发文严控铜冶炼新增产能，行业远期格局向好。

表3：不同价格假设下公司 2026 年归母净利润（亿元）

铜价 (元/吨)	铜价 (元/吨)				
	85,000	90,000	95,000	100,000	105,000
0	13.0	15.7	18.4	21.0	23.7
-40	23.3	26.0	28.6	31.3	34.0

-30	28.4	31.1	33.8	36.5	39.2
-20	33.6	36.2	38.9	41.6	44.3
0	43.8	46.5	49.2	51.9	54.6

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

投资建议：维持“优于大市”评级。我们假设 2026-2028 年铜现货含税价均为 95000 元/吨，铜精矿 TC 均为-30 美元/吨，硫酸价格为 800 元/吨，黄金价格 1100 元/克，白银价格 20000 元/千克，预计 2026-2028 年归母净利润 33.84/39.98/39.98 亿元，同比增速 160.0%/18.1%/0.0%；摊薄 EPS 分别为 1.40/1.65/1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 13.4/11.3/11.3x。公司借助近几年铜行业高景气周期，资产质量得到提升，报告期内实现凉山矿业这一优质资产并表，作为中铝集团旗下唯一铜上市平台，大股东其他优质资产注入可期。虽然铜冶炼业务短期承压，但国家发文严控铜冶炼新增产能，且公司受益于全球铜冶炼产能出清，行业远期格局向好。维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1797	4154	4000	5713	8118	营业收入	178012	179542	224602	224602	224602
应收款项	817	372	615	615	615	营业成本	172968	173863	215254	214166	214166
存货净额	12650	24770	23499	23939	24501	营业税金及附加	438	704	876	876	876
其他流动资产	8598	7602	8984	8984	8984	销售费用	250	338	337	337	337
流动资产合计	23861	36898	37099	39252	42218	管理费用	1403	1529	1527	1527	1527
固定资产	16102	16664	17363	17928	18304	研发费用	369	460	494	494	494
无形资产及其他	1793	2791	2680	2569	2459	财务费用	630	674	853	853	853
投资性房地产	691	1289	1289	1289	1289	投资收益	300	347	200	200	200
长期股权投资	1111	1192	1255	1358	1441	资产减值及公允价值变动	(262)	(546)	(500)	(500)	(500)
资产总计	43557	58834	59685	62396	65711	其他收入	(17)	(58)	(294)	(294)	(294)
短期借款及交易性金融负债	5636	10236	7616	7000	7000	营业利润	2344	2177	5161	6248	6248
应付款项	6162	6352	7637	7591	7584	营业外净收支	(28)	3	0	0	0
其他流动负债	2394	4952	4324	4297	4294	利润总额	2316	2180	5161	6248	6248
流动负债合计	14192	21540	19577	18888	18877	所得税费用	399	314	774	937	937
长期借款及应付债券	10000	16668	16668	16668	16668	少数股东损益	652	564	1002	1313	1313
其他长期负债	922	943	1125	1339	1478	归属于母公司净利润	1265	1301	3384	3998	3998
长期负债合计	10921	17611	17793	18007	18146	现金流量表 (百万元)					
负债合计	25113	39151	37370	36895	37023	净利润	1265	1301	3384	3998	3998
少数股东权益	3636	4329	4930	5718	6505	资产减值准备	(579)	302	62	12	11
股东权益	14807	15354	17385	19784	22183	折旧摊销	1377	1581	1812	2035	2224
负债和股东权益总计	43557	58834	59685	62396	65711	公允价值变动损失	262	546	500	500	500
关键财务与估值指标						财务费用	630	674	853	853	853
每股收益	0.63	0.58	1.40	1.65	1.65	营运资本变动	(4477)	(8013)	585	(288)	(422)
每股红利	0.90	0.68	0.56	0.66	0.66	其它	298	(408)	539	776	776
每股净资产	7.39	6.79	7.17	8.16	9.15	经营活动现金流	(1854)	(4691)	6883	7033	7088
ROIC	5.30%	4.51%	10%	12%	12%	资本开支	0	(2003)	(3001)	(3001)	(3001)
ROE	8.54%	8.48%	19%	20%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	3%	3%	4%	5%	5%	投资活动现金流	(165)	(2085)	(3064)	(3104)	(3084)
EBIT Margin	1%	1%	3%	3%	3%	权益性融资	(9)	520	0	0	0
EBITDA Margin	2%	2%	4%	4%	4%	负债净变化	(456)	4669	0	0	0
收入增长	21%	1%	25%	0%	0%	支付股利、利息	(1809)	(1547)	(1354)	(1599)	(1599)
净利润增长率	-20%	3%	160%	18%	0%	其它融资现金流	1864	2370	(2619)	(616)	0
资产负债率	66%	74%	71%	68%	66%	融资活动现金流	(2675)	9133	(3973)	(2216)	(1599)
股息率	4.3%	3.7%	3.2%	3.8%	3.8%	现金净变动	(4695)	2357	(154)	1713	2405
P/E	29.5	32.4	13.4	11.3	11.3	货币资金的期初余额	6491	1797	4154	4000	5713
P/B	2.5	2.7	2.6	2.3	2.0	货币资金的期末余额	1797	4154	4000	5713	8118
EV/EBITDA	15.8	19.2	10.4	8.9	8.7	企业自由现金流	0	(6168)	4593	4867	4922
						权益自由现金流	0	871	947	3292	3993

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（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