

铜陵有色 (000630.SZ)

矿山和冶炼业务盈利能力强，米拉多二期有望年内投产

优于大市

核心观点

2025年归母净利润同比下降14%。2025年实现营收1727亿元(+18.7%)，归母净利润24.2亿元(-14.0%)，扣非归母净利润34.6亿元(+28.8%)，经营性净现金流-2.3亿元，现金流下降主因公司新建50万吨铜冶炼产能在下半年投产，原料存货增加。受益于铜价和硫酸价格上涨，2025Q4单季毛利润48.6亿元，环比增加22亿元，但是衍生金融工具产生的公允价值变动为-16.4亿元。

铜冶炼板块盈利能力行业领先。2025年金隆铜业净利润8亿元，如果简单以产能折算，金冠铜业分公司净利润大概12.2亿元，暂不考虑新投产的金新分公司，原有3家冶炼厂全年净利润在26.4亿元。包括公司在内的铜冶炼企业2025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。对比其他几家大型铜冶炼公司，其主力冶炼厂净利率多在0.5%附近，而铜陵有色主力冶炼厂净利率都在2%附近，远高于同行业。

米拉多二期可能8月份投产。公司2026年预计生产22.8万吨铜精矿，按照往年规律，国内铜矿年产量5万吨，米拉多一期年产量13万吨，则米拉多二期2026年排产5万吨，以此推算大概于2026年8月份开始生产。2025年中铁建铜冠实现净利润19.3亿元，米拉多铜矿项目公司净利润达到37.9亿元，盈利能力强。米拉多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，如果副产的金/银抵扣铜的成本，米拉多二期的成本可能是负数。

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2026-2028年国内阴极铜现货均价均为95000元/吨，铜精矿加工费为-30美元/吨，硫酸价格为1000元/吨，金价5000美元/盎司，银价80美元/盎司。公司2026-2028年归母净利润分别为75.7/119.9/120.0亿元，同比增速214%/58%/0.1%；摊薄EPS分别为0.56/0.89/0.89元，当前股价对应PE分别为11.4/7.2/7.2X。近年来公司利润有波动，重点项目也出现延期，但旗下冶炼业务和铜矿业务都是业内优质资产，盈利能力强。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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	145,531	172,825	255,885	267,464	282,857
(+/-%)	5.9%	18.8%	48.1%	4.5%	5.8%
净利润(百万元)	2809	2415	7574	11986	11999
(+/-%)	4.1%	-14.0%	213.6%	58.2%	0.1%
每股收益(元)	0.22	0.18	0.56	0.89	0.89
EBIT Margin	4.4%	5.5%	6.7%	9.8%	9.3%
净资产收益率(ROE)	8.3%	6.5%	18.6%	25.6%	22.7%
市盈率(PE)	29.4	35.8	11.4	7.2	7.2
EV/EBITDA	13.1	11.0	7.2	4.9	5.0
市净率(PB)	2.43	2.34	2.12	1.85	1.64

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

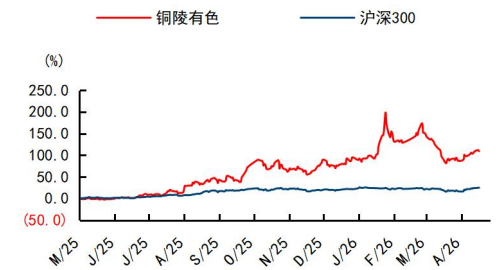
有色金属·工业金属

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	6.45元
总市值/流通市值	86491/71872百万元
52周最高价/最低价	9.19/3.06元
近3个月日均成交额	3448.10百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

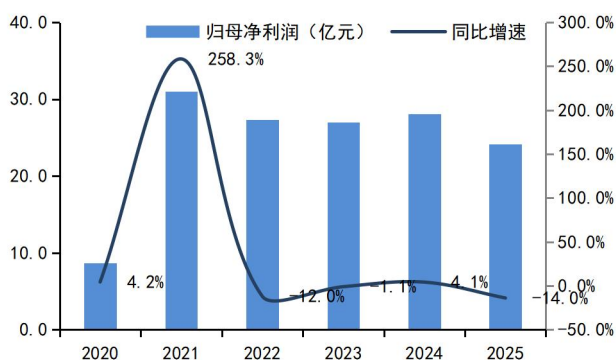
相关研究报告

- 《铜陵有色(000630.SZ)-资产减值拖累业绩，看好明年铜矿业业务量齐增》——2025-11-04
- 《铜陵有色(000630.SZ)-米拉多铜矿盈利能力提升，二期即将投产》——2025-08-19
- 《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

2025 年归母净利润同比下降 14%。2025 年实现营收 1727 亿元 (+18.7%)，归母净利润 24.2 亿元 (-14.0%)，扣非归母净利润 34.6 亿元 (+28.8%)，经营性净现金流-2.3 亿元，现金流下降主因公司新建 50 万吨铜冶炼产能在下半年投产，原料存货增加。受益于铜价和硫酸价格上涨，2025Q4 单季毛利润 48.6 亿元，环比增加 22 亿元，但是衍生金融工具产生的公允价值变动为-16.4 亿元。

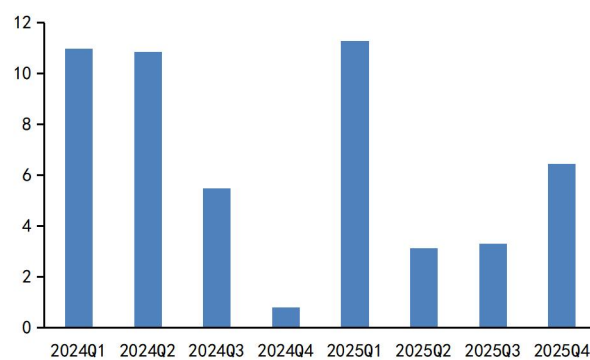
2025 年度，公司生产自产铜精矿含铜 19.77 万吨，根据往年规律估计国内铜矿产量 5 万吨左右，米拉多铜矿一期产量 13 万吨左右。2025 年公司生产阴极铜 195 万吨，铜加工材 40 万吨，硫酸 622 万吨，显著受益于硫酸价格上涨。

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

2025 年 3 月份，公司铜基新材料项目（50 万吨铜冶炼）建成并于下半年投产，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（粗炼）。并且子公司金通铜业在建设二期项目，规模 30 万吨/年，达产后，赤峰金通冶炼产能将达到 55 万吨，副产 200 万吨硫酸。公司总冶炼产能也将达到 250 万吨，巩固行业龙头地位。

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

铜冶炼板块盈利能力行业领先。2025 年金隆铜业净利润 8 亿元，如果简单以产能折算，金冠铜业分公司净利润大概 12.2 亿元，暂不考虑新投产的金新分公司，原有 3 家冶炼厂全年净利润在 26.4 亿元。包括公司在内的铜冶炼企业 2025 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。对比其他几家大型铜冶炼公司，其主力冶炼厂净利率多在 0.5%附近，而铜陵有色主力冶炼厂净利率都在 2%附近，远高于同行业。

进入 2026 年以来，硫酸价格屡创新高，多地最新现货价格超过 1500 元/吨，但是

由于铜矿相对短缺，现货加工费也跌破-80 美元/吨。我们考虑铜冶炼几个重要变量，试算铜冶炼实时利润，发现当前铜冶炼吨盈利比去年还要好，主要得益于硫酸价格暴涨。需要注意的是，历史上硫酸价格波动极大，不宜将高酸价作为长期稳定盈利来源。

表2: 公司披露的冶炼子公司盈利情况（亿元）

	2024H2			2025H1			2025H2		
	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	194.2	3.31	1.7%	191.7	3.24	1.7%	226.7	4.76	2.1%
金通铜业	110.2	1.82	1.7%	128.2	1.9	1.5%	131.9	4.3	3.3%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表3: 铜冶炼利润简单测算

		价格（可更改）	利润（金属吨）
A	铜精矿加工费 TC 收益	-78	-3288
B	硫酸收益	1600	4811
C	铜回收率收益	95000	1681
D	金回收率收益	1100	1155
E	银回收率收益	20000	442
F	冶炼成本	2000	2000
	冶炼利润		2101

资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

矿山板块：米拉多二期投产将显著增厚公司利润

根据公司今年年初公告，米拉多二期已全部建成并完成调试，等待《采矿合同》签订后即可生产，公司未给出具体时间。根据公司 2026 年生产计划，预计生产 22.8 万吨铜精矿，按照往年规律，国内铜矿年产量 5 万吨，米拉多一期年产量 13 万吨，则米拉多二期 2026 年排产 5 万吨，以此推算大概于 2026 年 8 月份开始生产，但是这仅仅是公司生产经营计划，实际不一定按照计划进行。

2025 年中铁建铜冠实现净利润 19.3 亿元，米拉多铜矿项目公司净利润达到 37.9 亿元，盈利能力强劲。米拉多二期投产后，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，如果副产的金/银抵扣铜的成本，米拉多二期的成本可能是负数。

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 2026 年归母净利润的敏感性进行分析，如下表所示。

表4: 2026 年归母净利润敏感性分析（亿元）

		铜价（元/吨）						
		80,000	85,000	90,000	95,000	100,000	105,000	110,000
铜精矿加工费 （美元/吨）	-50	51.5	56.4	61.2	66.0	70.8	75.7	80.5
	-30	63.1	67.9	72.8	77.6	82.4	87.2	92.1
	-10	68.9	73.7	78.6	83.4	88.2	93.0	97.9

10	74.7	79.5	84.3	89.2	94.0	98.8	103.6
30	80.5	85.3	90.1	95.0	99.8	104.6	109.4

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 2026-2028 年国内阴极铜现货均价均为 95000 元/吨，铜精矿加工费为-30 美元/吨，硫酸价格为 1000 元/吨，金价 5000 美元/盎司，银价 80 美元/盎司。公司 2026-2028 年归母净利润分别为 75.7/119.9/120.0 亿元，同比增速 214/58/0.1%；摊薄 EPS 分别为 0.56/0.89/0.89 元，当前股价对应 PE 分别为 11.4/7.2/7.2X。近年来公司利润有波动，重点项目也出现延期，但旗下冶炼业务和铜矿业务都是业内优质资产，盈利能力强。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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6891	4799	10902	19557	28138	营业收入	145531	172825	255885	267464	282857
应收款项	5214	5656	7011	7328	7749	营业成本	135217	159150	233586	235918	250912
存货净额	18623	30781	31904	32189	34232	营业税金及附加	1242	1626	2303	2407	2546
其他流动资产	11144	16396	20471	21397	22629	销售费用	101	106	128	134	141
流动资产合计	41872	57633	70288	80470	92749	管理费用	1829	1829	2047	2140	2263
固定资产	29764	32233	31152	29831	28308	研发费用	729	592	589	642	707
无形资产及其他	4998	4599	4416	4233	4050	财务费用	554	246	300	300	300
投资性房地产	3343	5342	5342	5342	5342	投资收益	85	118	100	100	100
长期股权投资	968	399	260	41	(268)	资产减值及公允价值变动	(593)	(2430)	(1000)	(1000)	(1000)
资产总计	80944	100206	111458	119917	130181	其他收入	(551)	(325)	(389)	(442)	(507)
短期借款及交易性金融负债	12121	17140	17000	17000	17000	营业利润	5529	7231	16232	25224	25288
应付款项	7889	12762	15952	16094	17116	营业外净收支	(21)	(26)	0	0	0
其他流动负债	3747	9197	11745	11853	12606	利润总额	5508	7205	16232	25224	25288
流动负债合计	23757	39099	44697	44948	46722	所得税费用	1696	3679	6423	9799	9850
长期借款及应付债券	12606	11219	11219	11219	11219	少数股东损益	1003	1111	2235	3439	3439
其他长期负债	2324	3390	4139	4635	5405	归属于母公司净利润	2809	2415	7574	11986	11999
长期负债合计	14930	14609	15358	15854	16624	现金流量表 (百万元)					
负债合计	38688	53708	60055	60802	63346	净利润	2809	2415	7574	11986	11999
少数股东权益	8368	9515	10633	12352	14072	资产减值准备	155	429	93	(27)	(39)
股东权益	33889	36983	40770	46763	52763	折旧摊销	2833	3203	3172	3533	3746
负债和股东权益总计	80944	100206	111458	119917	130181	公允价值变动损失	593	2430	1000	1000	1000
关键财务与估值指标						财务费用	554	246	300	300	300
每股收益	0.22	0.18	0.56	0.89	0.89	营运资本变动	(6179)	(8035)	28	(808)	(1191)
每股红利	0.16	0.30	0.28	0.45	0.45	其它	109	(1151)	1025	1747	1759
每股净资产	2.65	2.76	3.04	3.49	3.93	经营活动现金流	320	(709)	12892	17429	17273
ROIC	6.47%	6.60%	14%	22%	22%	资本开支	0	(3479)	(3001)	(3001)	(3001)
ROE	8.29%	6.53%	19%	26%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	7%	8%	9%	12%	11%	投资活动现金流	(52)	(2910)	(2861)	(2782)	(2692)
EBIT Margin	4%	6%	7%	10%	9%	权益性融资	25	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	8%	11%	11%	负债净变化	776	602	0	0	0
收入增长	6%	19%	48%	5%	6%	支付股利、利息	(2068)	(3983)	(3787)	(5993)	(6000)
净利润增长率	4%	-14%	214%	58%	0%	其它融资现金流	(1993)	8290	(140)	0	0
资产负债率	58%	63%	63%	61%	59%	融资活动现金流	(4551)	1527	(3927)	(5993)	(6000)
股息率	2.4%	4.6%	4.4%	6.9%	6.9%	现金净变动	(4283)	(2093)	6103	8655	8582
P/E	29.4	35.8	11.4	7.2	7.2	货币资金的期初余额	11175	6891	4799	10902	19557
P/B	2.4	2.3	2.1	1.8	1.6	货币资金的期末余额	6891	4799	10902	19557	28138
EV/EBITDA	13.1	11.0	7.2	4.9	5.0	企业自由现金流	0	(3651)	10613	15759	15602
						权益自由现金流	0	5241	9696	15021	14918

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 ±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

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