

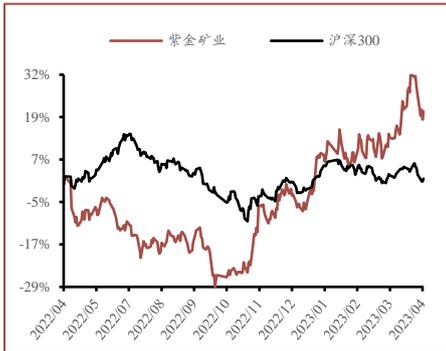
铜金量价齐升，Q1 业绩环比大幅提升

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-27
收盘价(元)	12.82
流通股本(亿股)	262.62
每股净资产(元)	3.64
总股本(亿股)	263.27

最近 12 月市场表现


分析师 田源

 SAC 证书编号: S0160522090003
 tianyuan@ctsec.com

分析师 田庆争

 SAC 证书编号: S0160522110001
 tianqz@ctsec.com

相关报告

- 《铜金量升驱动业绩高增，内增外购资源禀赋持续扩大》 2023-02-16
- 《黄金储量再上台阶，发行可转债推进项目进程》 2020-06-15
- 《拟购巨龙铜业，铜资源布局更进一步》 2020-06-09

核心观点

- ❖ **事件：4月27日，公司发布2023年一季度报。**公司2023年Q1实现营收749.45亿元，同比+15.71%，环比+13.32%；实现净利润54.42亿元，同比-11.14%，环比+61.24%；扣非净利润53.69亿元，同比-11.15%，环比+48.81%。
- ❖ **铜金量价齐升，铜价上涨为Q1业绩环比大幅提升主因。**1) **量：**伴随铜金扩产和收购项目放量，铜金产销量持续增长。Q1实现**矿产量：**铜24.45万吨，同比+24%，环比+5%；金15.95吨，同比+22%，环比+4%。Q1实现**销量：**铜23.55万吨，同比+19%，环比+2%；金16.50吨，同比+20%，环比+1%。2) **价：**在国内经济复苏及美国降息预期背景下，铜金价格实现上涨。公司Q1销售矿产铜金单价为：铜5.24万元/吨，同比-5%，环比+20%；金387元/克，同比+11%，环比-4%。3) **毛利：**矿产铜毛利环比大幅改善。Q1矿产铜实现毛利72.56亿元，同比-1%，环比+40%，毛利率59%，环比+7pct；矿产金实现毛利30.91亿元，同比+27%，环比+2%，毛利率48%，环比+2pct。矿产铜金毛利占比分别为62%和26%。
- ❖ **内生增长与外延并购不断推进，资源禀赋持续扩大。**1) **铜：**“三大世界级”铜矿超预期投产推进，四个大规模崩落法采矿技术应用及关键工程取得重要进展。2) **金：**2022年下半年连续收购南美最大在产露天金矿Rosebel(95%)、中国最大单体金矿海域金矿(30%)及招金矿业20%权益等重磅金矿资产，保障金矿未来产量持续扩大。3) **锂：**加速布局新能源矿种锂，收购阿根廷3Q盐湖(100%)、拉果错盐湖(70%)和道县湘源锂多金属矿(66%)，形成“两湖一矿”格局。4) **钼：**2022年10月收购金沙钼业84%股权，拥有亚洲最大钼矿，新增权益钼资源量196万吨，未来有望成为全球最大钼生产企业之一。上述项目预计为公司新增权益资源储量：锂1215万吨LCE，金682吨、铜134万吨、钼184万吨，规划产能为锂12-15万吨LCE，金约22-24吨，钼2.72万吨。截至2022年底，公司拥有黄金资源量3,100吨、铜资源量超过7,300万吨、碳酸资源量超过1,200万吨。
- ❖ **发布三年规划和2030年发展目标纲要，志在成为世界一流金属矿业公司。**根据公司三年规划和2030年发展目标，预计至2025年，公司主要经济指标努力接近全球一流金属矿业公司水平公司，实现矿产铜117万吨、矿产金90吨、矿产锌铅48万吨和碳酸锂12万吨。公司控制的资源储量、主要产品产量、销售收入、资产规模、利润等综合指标排名进入全球一流矿业行列，主要经济指标和铜、金矿产品产量进入全球前3-5位，锂产量进入全球前10位。
- ❖ **投资建议：**公司通过内生增长和外延并购持续扩大资源禀赋，各矿种产量有望持续提升，同时在国内经济复苏和美联储降息预期强化背景下，铜金价格步入上行周期，公司业绩有望稳步增长。我们预计公司2023-2025营收分别为

3075/3340/3600 亿元，归母净利润 246/295/363 亿元，EPS 为 0.94/1.12/1.38 元/股，对应 PE 分别为 13.7/11.4/9.3 倍，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：** 下游铜合金材料需求不及预期；国外光伏装机量增长不及预期；美国贸易保护政策风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	225102	270329	307473	334028	360023
收入增长率(%)	31.25	20.09	13.74	8.64	7.78
归母净利润(百万元)	15673	20042	24618	29508	36267
净利润增长率(%)	140.80	27.88	22.83	19.86	22.91
EPS(元/股)	0.60	0.76	0.94	1.12	1.38
PE	16.17	13.16	13.71	11.44	9.31
ROE(%)	22.06	22.53	21.68	20.63	20.22
PB	3.60	2.96	2.97	2.36	1.88

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	225102.49	270329.00	307473.04	334027.51	360023.40	成长性					
减:营业成本	190351.12	227784.28	254157.22	272800.27	287442.69	营业收入增长率	31.3%	20.1%	13.7%	8.6%	7.8%
营业税费	3459.68	4267.63	4686.77	5166.18	5579.88	营业利润增长率	123.2%	23.4%	19.4%	18.3%	21.4%
销售费用	412.27	619.89	678.32	704.88	793.19	净利润增长率	140.8%	27.9%	22.8%	19.9%	22.9%
管理费用	5308.54	6264.99	7090.47	7773.78	8341.60	EBITDA 增长率	61.4%	19.5%	27.6%	16.1%	20.0%
研发费用	770.66	1231.55	1165.93	1310.65	1472.68	EBIT 增长率	90.5%	18.0%	32.8%	16.4%	21.7%
财务费用	1496.48	1904.99	4733.36	5654.41	6732.06	NOPLAT 增长率	93.1%	23.3%	33.6%	17.1%	22.5%
资产减值损失	-598.02	-78.71	-117.75	-69.60	-65.27	投资资本增长率	15.1%	45.3%	22.3%	23.8%	19.9%
加:公允价值变动收益	-231.86	-255.49	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	24.5%	34.0%	24.3%	23.3%	23.1%
投资和汇兑收益	1691.60	2874.14	1547.89	2581.04	2807.38	利润率					
营业利润	25086.51	30945.61	36941.01	43695.01	53034.32	毛利率	15.4%	15.7%	17.3%	18.3%	20.2%
加:营业外净收支	-292.69	-952.76	-546.39	-597.28	-698.81	营业利润率	11.1%	11.4%	12.0%	13.1%	14.7%
利润总额	24793.81	29992.85	36394.62	43097.73	52335.51	净利率	8.7%	9.2%	9.8%	10.8%	12.2%
减:所得税	5194.17	5225.64	6159.05	7077.92	8333.36	EBITDA/营业收入	15.0%	15.0%	16.8%	17.9%	20.0%
净利润	15672.87	20042.05	24618.32	29508.04	36267.32	EBIT/营业收入	11.4%	11.2%	13.1%	14.0%	15.8%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	14221.78	20243.74	52031.15	79155.85	125093.04	固定资产周转天数	90	98	95	95	96
交易性金融资产	2935.22	5093.81	6675.64	8545.85	10271.87	流动营业资本周转天数	1	16	4	19	8
应收账款	2445.22	7916.96	-1108.91	9616.28	697.53	流动资产周转天数	76	108	114	164	187
应收票据	0.00	729.42	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	3	7	4	5	5
预付账款	1782.42	3795.21	2995.58	3438.34	3933.33	存货周转天数	35	37	37	37	37
存货	19308.80	28103.96	24642.04	31010.82	28363.97	总资产周转天数	313	343	387	428	477
其他流动资产	3017.95	5193.05	6818.63	8718.97	10481.93	投资资本周转天数	278	336	361	412	458
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	22.1%	22.5%	21.7%	20.6%	20.2%
长期股权投资	9628.23	25066.94	31114.44	39119.37	48949.75	ROA	7.5%	6.5%	6.9%	6.7%	7.1%
投资性房地产	117.47	448.78	448.78	448.78	448.78	ROIC	11.9%	10.1%	11.0%	10.4%	10.6%
固定资产	55597.15	72746.42	80166.51	87099.24	94216.66	费用率					
在建工程	18548.05	21866.65	23371.31	26083.08	28594.75	销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
无形资产	47531.35	68279.91	82985.71	95060.87	110904.04	管理费用率	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	16580.50	22365.84	22365.84	22365.84	22365.84	财务费用率	0.7%	0.7%	1.5%	1.7%	1.9%
资产总额	208594.68	306044.14	354809.68	440269.83	512947.35	三费/营业收入	3.2%	3.3%	4.1%	4.2%	4.4%
短期债务	18229.10	23666.32	25139.91	28595.32	31059.82	偿债能力					
应付账款	7442.32	11757.46	6728.69	13753.35	8485.63	资产负债率	55.5%	59.3%	56.4%	56.7%	54.2%
应付票据	394.38	1735.48	429.37	1840.33	668.87	负债权益比	124.5%	145.9%	129.4%	130.9%	118.6%
其他流动负债	678.09	3080.30	4534.00	6461.96	8152.79	流动比率	0.94	1.12	1.46	1.82	2.24
长期借款	36126.82	68819.58	88687.92	114968.48	138042.93	速动比率	0.46	0.57	0.92	1.28	1.70
其他非流动负债	1961.76	2101.55	2101.55	2101.55	2101.55	利息保障倍数	12.15	8.79	8.15	7.59	7.58
负债总额	115697.51	181588.69	200131.35	249571.69	278247.06	分红指标					
少数股东权益	21862.80	35512.67	41129.92	47641.69	55376.53	DPS(元)	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	2633.01	2632.93	2630.19	2630.19	2630.19	分红比率					
留存收益	41348.71	56124.90	80743.22	110251.25	146518.57	股息收益率	2.1%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	92897.17	124455.45	154678.33	190698.14	234700.29	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.60	0.76	0.94	1.12	1.38
净利润	15672.87	20042.05	24618.32	29508.04	36267.32	BVPS(元)	2.70	3.38	4.31	5.43	6.81
加:折旧和摊销	8195.29	10168.44	11387.54	13113.14	14939.96	PE(X)	16.2	13.2	13.7	11.4	9.3
资产减值准备	19.93	408.12	117.75	69.60	65.27	PB(X)	3.6	3.0	3.0	2.4	1.9
公允价值变动损失	231.86	255.49	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	1615.62	2227.22	4935.80	6174.72	7523.61	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
投资收益	-2160.61	-3941.96	-1547.89	-2581.04	-2807.38	EV/EBITDA	9.4	9.1	8.4	7.4	6.0
少数股东损益	3926.77	4725.16	5617.26	6511.77	7734.83	CAGR(%)					
营运资金的变动	-1320.04	-5611.50	10209.03	-11923.68	10426.54	PEG	0.1	0.5	0.6	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	26072.24	28678.50	55882.31	41475.16	74852.47	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-23764.95	-50980.95	-44340.21	-44860.18	-52330.80	REP					
融资活动产生现金流量	23.32	27257.98	20245.31	30509.73	23415.51						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。