

➤ **事件：2022 年 4 月 19 日，公司发布 2021 年报。**2021 年，公司实现营业收入 1310.34 亿元，同比增长 31.8%；归母净利润 31.01 亿元，同比增长 258.3%；扣非归母净利 27.38 亿元，同比增长 299.9%。2021Q4，公司实现营业收入 303.11 亿元，同比增长 9.5%、环比减少 6.9%；归母净利润 6.52 亿元，同比增长 396.5%、环比减少 42.2%；扣非归母净利 5.67 亿元，同比增长 1326.8%、环比减少 49.7%。业绩符合年度业绩快报。

➤ **公司公布 2022 年一季度业绩预告。**预计 2022 年一季度实现归母净利润 6.15 亿元，同比增长 60.51%，环比减少 5.64%。业绩环比减少的原因主要是 2022 年 3 月中下旬，铜陵地区新冠肺炎疫情形势较为严峻，公司下属矿山、工厂均实施封闭生产，整体物流安排受到一定的限制，截至 4 月 15 日铜陵疫情得到缓解，公司生产经营均已恢复正常。

➤ **铜价和硫酸价格上涨使得 2021 年利润大涨，创历史最佳业绩。**2021 年国内阴极铜年均价为 68401 元/吨，同比上涨 40.24%，阴极铜的价格上涨主要是因为美联储宽松，叠加疫情影响铜矿供给，铜价保持高位运行；受益于化肥需求上涨，国内硫酸年均价为 642 元/吨，同比上涨 303.44%，21 年 10 月硫酸价格最高达到 1031 元/吨，为近十年价格高点；由于铜精矿紧张，冶炼产能相对富裕，2021 年 TC/RC 均价为 48.26 美元/吨和 4.83 美分/磅，同比下降 10.3%。

➤ **2021Q4 归母净利润环比减少主要受减值拖累。**分拆来看，归母净利润的环比减少主要是由于计提减值（-4.29 亿元）以及毛利的减少（-1.32 亿元）。减值主要原因是计提存货跌价准备以及固定资产减值准备，毛利的下滑或主要是因为硫酸价格环比三季度下滑 18%。环比来看，其他减利点还有公允价值变动（-0.98 亿元），费用和税金（-0.61 亿元）等；主要增利点在于其他/投资收益（+1.52 亿元）、所得税（+0.55 亿元）、少数股东损益（+0.52 亿元）。

➤ **未来核心看点：四维共振期待利润再创新高。**①**矿产铜**：根据集团不竞争承诺，集团的米拉多铜矿或将注入上市公司，仅项目一期就将带来 10 万吨的矿产铜增量。②**加工费**：冶炼产能收紧，2022 年初以来加工费持续上涨。③**硫酸**：冶炼副产品硫酸成本稳定，价格处于历史高位，利润弹性大。④**铜箔加工**：铜冠铜箔上市，锂电铜箔供不应求，未来可期。

➤ **投资建议**：公司主要产品价格年初以来均有所上涨，行业景气度高，高价之下公司利润有望再创新高。我们上调公司 2022-2024 年归母净利至 39.36、41.54 和 44.60 亿元，EPS 分别为 0.37、0.39 和 0.42 元；对应 4 月 22 日收盘价的 PE 分别为 10、9 和 9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：铜矿供应超预期增长，硫酸或冶炼加工费下跌，资产注入进度不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	131,034	142,947	149,801	157,114
增长率（%）	31.8	9.1	4.8	4.9
归属母公司股东净利润（百万元）	3,101	3,936	4,154	4,460
增长率（%）	258.3	26.9	5.5	7.4
每股收益（元）	0.29	0.37	0.39	0.42
PE	13	10	9	9
PB	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

3.74 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiu zuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1、民生金属 2022 年年度策略系列报告之工业金属篇：稳增长发力，供需有望共振

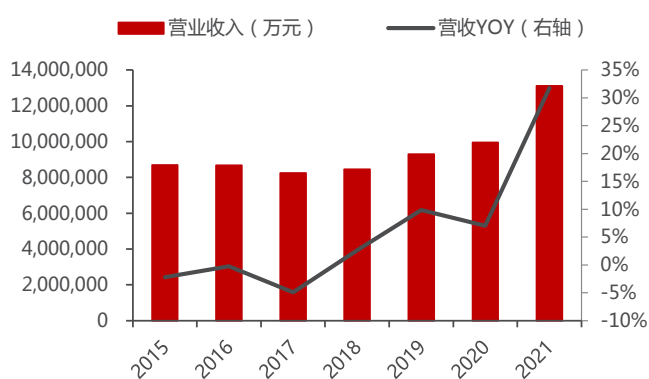
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 分析：铜和硫酸量价齐升，业绩创新高	4
2.1 2021 年度业绩：受益于行业景气，创历史最佳业绩	4
2.2 2021Q4 业绩：受减值拖累，业绩环比下降	6
2.3 四维共振期待利润再创新高	8
3 盈利预测与投资建议	15
3.1 盈利预测	15
3.2 估值分析	15
3.3 投资建议	16
4 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 事件：公司发布 2021 年年报

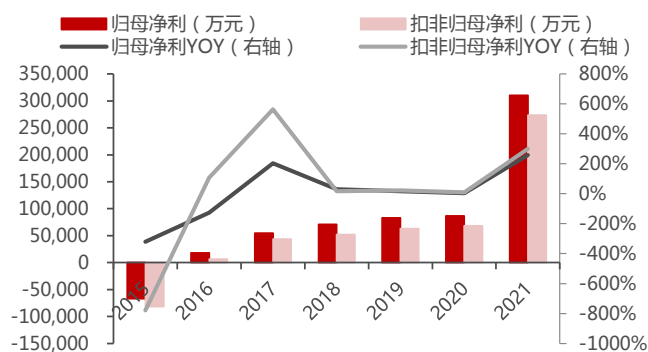
2022 年 4 月 19 日，公司发布 2021 年报。2021 年，公司实现营收 1310.34 亿元，同比增长 31.8%；归母净利润 31.01 亿元，同比增长 258.3%；扣非归母净利润 27.38 亿元，同比增长 299.9%。2021Q4，公司实现营收 303.11 亿元，同比增长 9.5%、环比减少 6.9%；归母净利润 6.52 亿元，同比增长 396.5%、环比减少 42.2%；扣非归母净利润 5.67 亿元，同比增长 1326.8%、环比减少 49.7%。业绩符合年度业绩快报。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 31.8%



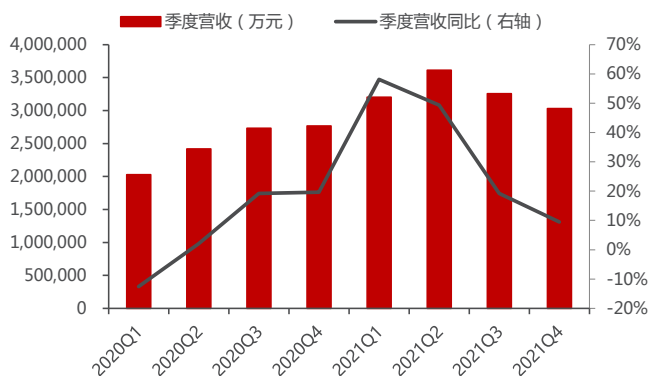
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 258.3%



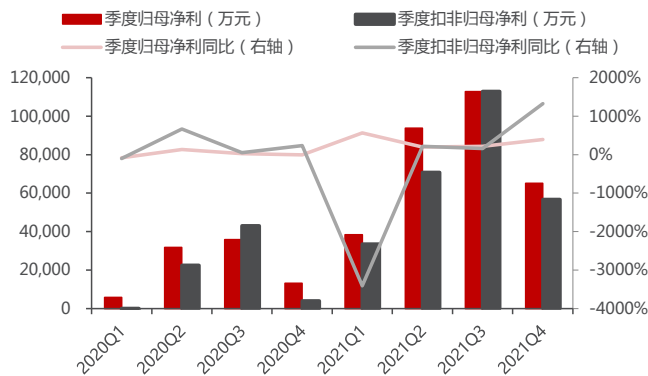
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收环比减少 6.9%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润环比减少 42.2%



资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年 4 月 15 日，公司公布 2022 年一季度业绩预告：预计 2022 年一季度实现归母净利润 6.15 亿元，同比增长 60.51%，环比减少 5.64%。业绩环比减少的原因主要是 2022 年 3 月中下旬，铜陵地区新冠肺炎疫情形势较为严峻，公司下属矿山、工厂均实施封闭生产，整体物流安排受到一定的限制，截至 4 月 15 日铜陵疫情得到缓解，公司生产经营均已恢复正常。

2 分析：铜和硫酸量价齐升，业绩创新高

2.1 2021 年度业绩：受益于行业景气，创历史最佳业绩

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，主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜箔及铜板带等。公司在铜矿采选、铜冶炼及铜箔加工等领域有着深厚的技术积累、领先的行业地位和显著的竞争优势。

2021 年公司产品价格大幅上涨，营收利润均同比有较大提升，创造历史最佳业绩。

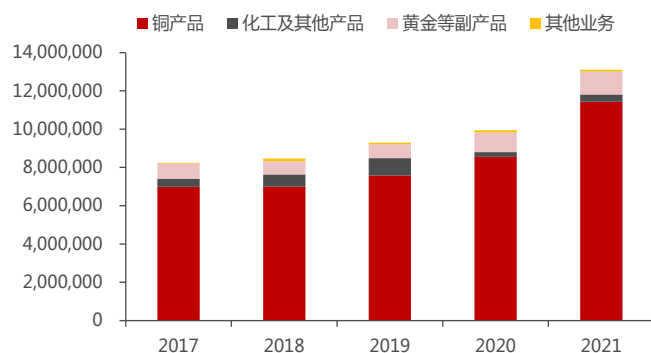
分拆来看：

量：从主要产品的产量来看，只有自产铜精矿、铁精矿和硫精矿的产量同比有所下滑，分别下滑 6.7%、17.9%和 7.8%，其他主要产品产量均同比有所上涨，阴极铜、铜加工材、硫酸、黄金和白银产量分别上涨 12.3%、4.5%、10.5%、19.9%和 36.2%。主要得益于冶炼和加工产能的增长。

价：主要产品价格均有所上涨，冶炼加工费同比回落。2021 年国内阴极铜年均价为 68401 元/吨，同比上涨 40.24%，阴极铜的价格上涨主要是因为美联储宽松，叠加疫情影响铜矿供给，使得铜库存维持低位，铜价保持高位运行；受益于化肥需求上涨，国内硫酸年均价为 642 元/吨，同比上涨 303.44%，21 年 10 月硫酸价格最高达到 1031 元/吨，为近十年价格高点；由于铜精矿紧张，冶炼产能相对富裕，2021 年 TC/RC 均价为 48.26 美元/吨和 4.83 美分/磅，同比下降 10.3%。

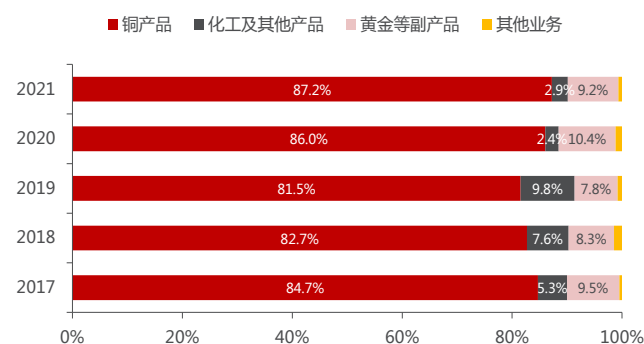
毛利率：2021 年公司整体毛利率为 5.8%，同比上升 1.41pct。主要得益于产品价格提升。分拆来看，铜产品毛利提升 0.94%至 4.34%，或因为阴极铜价格上涨使得自产铜精矿毛利提升，尽管加工费同比有所下滑，但铜产品的合计毛利率仍上升；化工及其他产品毛利率同比提升 40.97%至 39.7%，大幅扭亏为盈，主要是因为硫酸价格同比大幅上涨；黄金等副产品的毛利率同比下降 4.58pct 至 7.1%，主要原因为成本上涨幅度超过营收上涨幅度。

图 5：2017-2021 公司分产品营收（单位：万元）

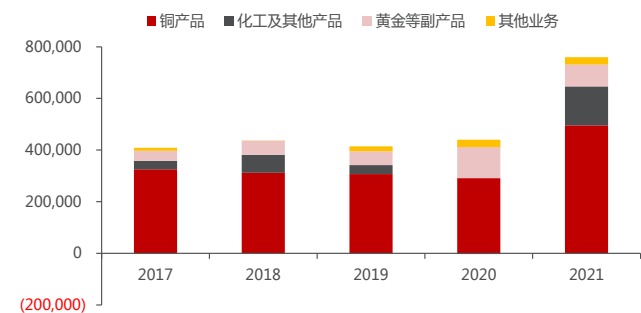


资料来源：wind，民生证券研究院

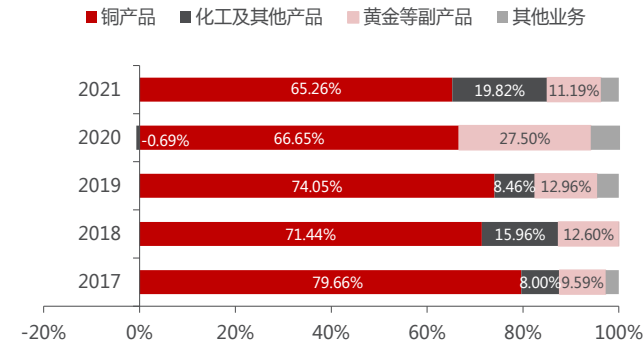
图 6：2017-2021 公司分产品营收占比



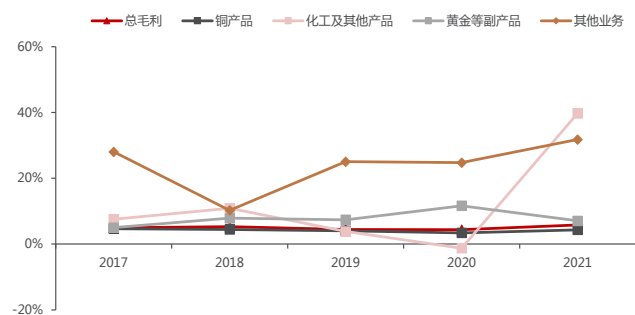
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2017-2021 公司分产品毛利 (单位：万元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2017-2021 公司分产品毛利占比


资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年公司整体毛利率为 5.8%


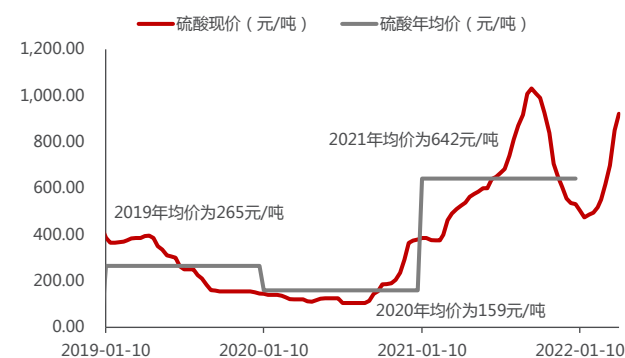
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：2021 年加工费同比下降 10.3%


资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年铜价同比上涨 40.24% (单位：元/吨)


资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年硫酸价格同比上涨 303% (单位：元/吨)


资料来源：wind，民生证券研究院

表 1：公司主要产品 2021 年产量

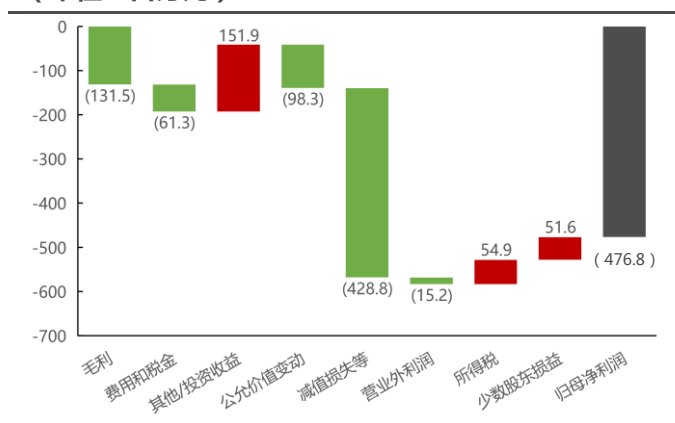
产品	单位	2019	2020	2021	2021 年同比
自产铜精矿	万吨	5.52	5.64	5.26	-6.7%
阴极铜	万吨	140.06	142.20	159.69	12.3%
铜加工材	万吨	36.56	37.50	39.19	4.5%
硫酸	万吨	427.25	440.44	486.81	10.5%
黄金	千克	11697	13310	15956	19.9%
白银	吨	368.88	456.29	621.39	36.2%
铁精矿	万吨	38.46	42.38	34.79	-17.9%
硫精矿	万吨	68.57	62.95	58.02	-7.8%

资料来源：wind，民生证券研究院

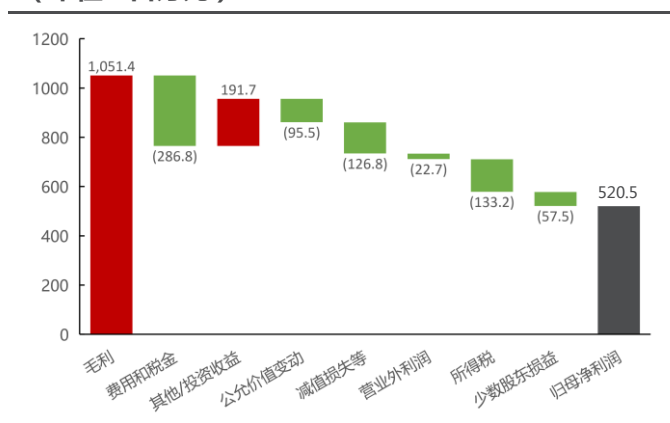
2.2 2021Q4 业绩：受减值拖累，业绩环比下降

2021Q4，公司归母净利润环比减少 4.77 亿元，分拆来看，归母净利润的环比减少主要是由于计提减值（-4.29 亿元）以及毛利的减少（-1.32 亿元）。减值主要原因是计提存货跌价准备以及固定资产减值准备，毛利的下滑或主要是因为硫酸价格环比三季度下滑 18%。环比来看，其他减利点还有公允价值变动（-0.98 亿元），费用和税金（-0.61 亿元）和营业外利润（-0.15 亿元）；主要增利点在于其他/投资收益（+1.52 亿元）、所得税（+0.55 亿元）、少数股东损益（+0.52 亿元）。

2021Q4，公司归母净利润同比增加 5.21 亿元，分拆来看，归母净利润的同比增加主要是因为毛利同比大幅增长（+10.51 亿元）。毛利的增长得益于产品价格同比大幅上涨，2021Q4 硫酸价格同比上涨 163%，阴极铜价格同比上涨 29.3%。其他增利点还有其他/投资收益（+1.92 亿元），减利点主要为费用和税金（-2.87 亿元），所得税（-1.33 亿元），减值损失等（-1.27 亿元），公允价值变动（-0.96 亿元），少数股东损益（-0.58 亿元）和营业外利润（-0.23 亿元）。

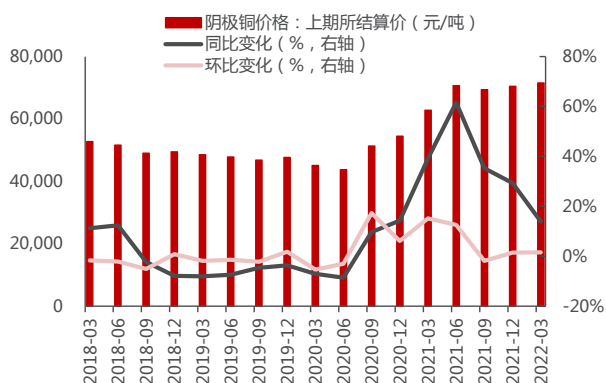
图 13：2021Q4，公司归母净利润环比减少 4.77 亿元（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021Q4，公司归母净利润同比增加 5.21 亿元（单位：百万元）


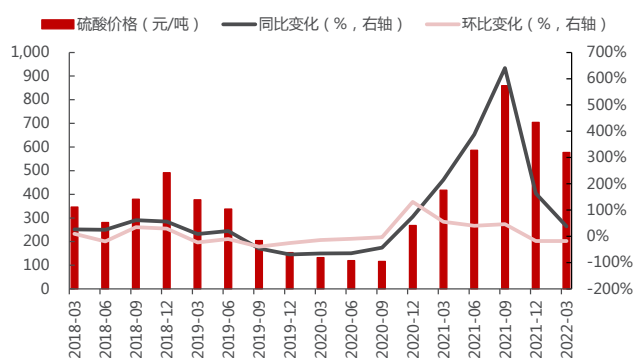
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2021Q4，阴极铜价格环比上涨 1.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

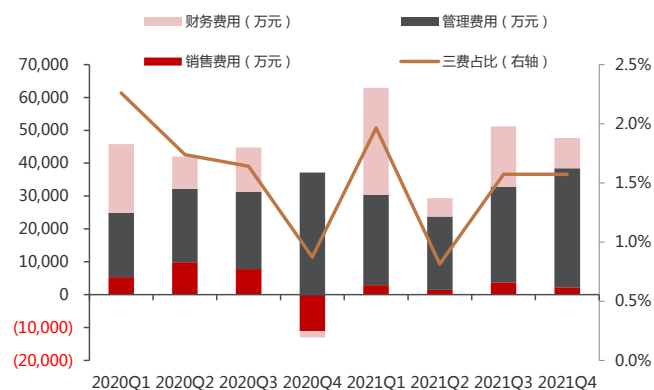
图 16：2021Q4，硫酸价格环比下降 18.0%



资料来源：wind，民生证券研究院

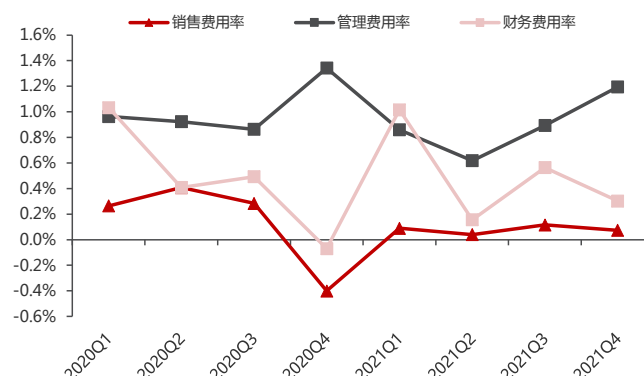
从费用率来看，总体费用率较为平稳。2021Q4，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.1%/1.2%/0.3%，环比分别变化 0/+0.3/-0.3pct，管理费用的提升或因年底计提职工薪酬费用较多。从前三季度的情况看，总费用率整体较为稳定。2021Q4 研发费用为 7574 万元，研发费用率为 0.25%，研发费用的上涨主要是因为公司研发项目增加，对应领用的材料费用增加。

图 17：2021Q4，公司三费占比为 1.57%



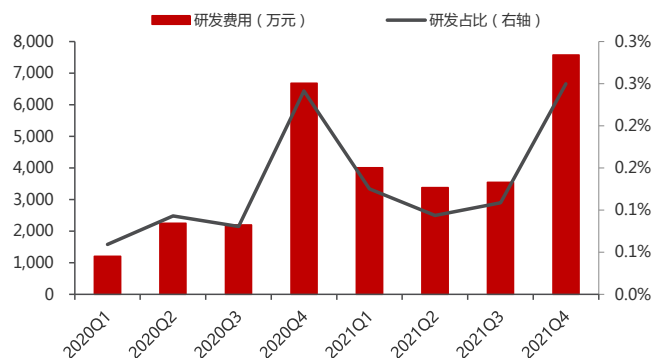
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：2021Q4，公司管理费用率为 1.2%



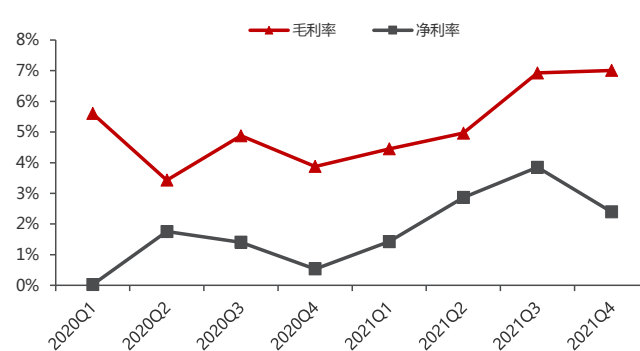
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：2021Q4，公司研发费用为 7574 万元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：2021Q4，公司净利率为 2.4%



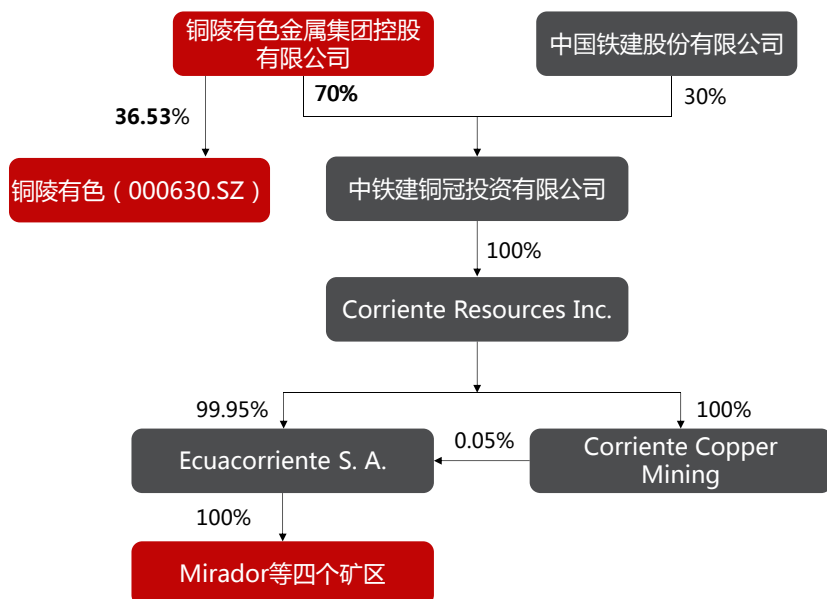
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 四维共振期待利润再创新高

2.3.1 矿产铜：集团资产米拉多铜矿一期满产，注入预期强

公司控股股东铜陵集团控股海外大型铜矿，根据集团不竞争承诺，后续集团的铜矿资产将择机注入上市公司。铜陵集团持有中铁建铜冠投资有限公司 70% 股权（剩下 30% 由中铁建持有），中铁建铜冠投资公司持有科里安特资源公司 100% 股权，其主要资产为位于厄瓜多尔东南部的科里安特铜矿带的 4 个铜矿床，分别是 Mirador（米拉多铜矿）、Mirador Norte、Panantza 和 San Carlos。截至 2020 年底，4 个铜矿床共拥有 19.3 亿吨矿石量，铜金属量达到 1158 万吨。

图 21：米拉多铜矿股权结构（截至 2021 年底）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

米拉多一期已建成，二期预计 2024 年投产。米拉多铜矿是中国企业在厄瓜多尔的第一座大型固体矿山开发项目，也是厄瓜多尔最大的露天矿，该项目一期工程总投资达到 18.9 亿美元，设计采选生产规模年处理矿石量 2000 万吨，日采选 6 万吨矿石，达标达产后年产铜精矿 35.4 万吨，铜金属量 9.6 万吨。该矿山一期项目 2015 年 12 月 21 日正式开工建设，2019 年 7 月 18 日建成投产。二期项目开发工作已提上日程，根据公司在互动易（深交所公司）回复，二期项目预计 2024 年正式投产。根据中国有色金属报报道，米拉多铜矿二期建设完成后，将形成年采选矿石 4000 万吨的生产能力，我们预计二期铜产能约 10-13 万吨，届时米拉多铜矿将年产 20-23 万吨铜，成为世界级大型铜矿。

2021 年米拉多铜矿接近满产。全年生产铜精矿 38.83 万吨（湿重），铜金属量 8.9 万吨，副产金 1698 千克，银 23698 千克，分别完成年度计划的 131.42%、157.09%、196.9%。全年铜精矿出口量为 39.29 万吨（湿重），实现销售收入 9.07 亿美元。

2022 年一月米拉多铜矿迎来开门红，全年目标产铜突破 10 万吨。单月选矿处理量达到 190.06 万吨，产铜金属量 1.16 万吨，完成月度计划的 108.6%和 117.5%，其中铜精矿品位 24.17%，选铜回收率 89.66%。从一月的产量推算，全年产量大概率会突破 10 万吨，甚至达到 12-13 万吨。

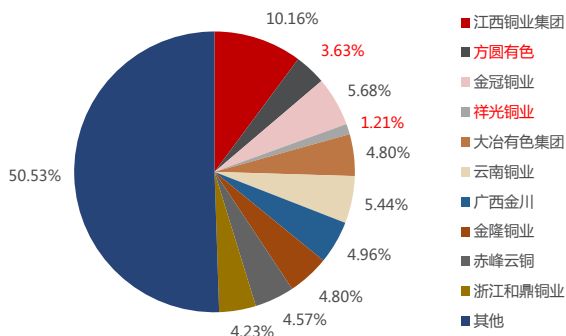
2.3.2 铜冶炼：行业产能收紧，冶炼加工费上调打开盈利空间

方圆有色（70 万吨铜冶炼产能，2022 年 3 月 36 万吨有效产能）进入破产重整。

2022 年 1 月 26 日，东营方圆有色集团进入破产重整程序。该公司为民营第一大铜生产企业，拥有 70 万吨铜冶炼能力，2018 年其旗下核心子公司鲁方金属、东营方圆营收分别高达 306.1 亿元和 248.4 亿元。集团 2019 年出现债务风险，2022 年正式进入破产重整。

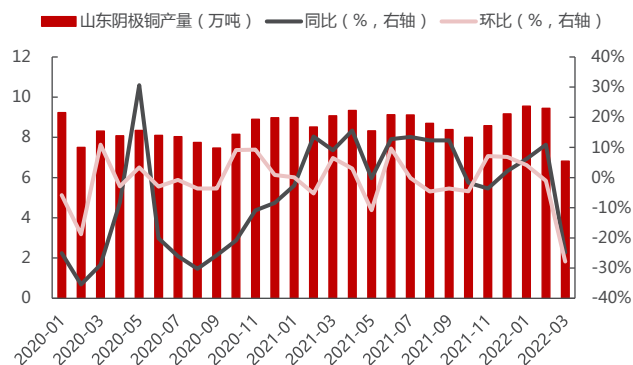
山东祥光铜业（60 万吨铜冶炼产能，2022 年 3 月 12 万吨有效产能）陷入债务危机。2022 年 3 月 24 日，联合资信下调阳谷祥光铜业信用等级，起因是阳谷祥光 7 条未能清偿到期债务规模达到 4.5 亿元，触发“21 阳谷祥光 SCP001”交叉违约条款。山东祥光集团始建于 2005 年，根据百川盈孚数据，山东祥光拥有 60 万吨铜冶炼产能，其铜冶炼技术非常先进，是继美国肯尼柯特铜冶炼厂后，世界上第二座采用闪速熔炼和闪速吹炼工艺的铜冶炼厂。从其债务结构来看，阳谷祥光以流动负债为主，占总债务的 91%，使得其短期还债压力较大，债务结构不合理。

图 22 国内铜冶炼企业有效产能行业集中度(截至 2022 年 3 月)



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图 23 : 2022 年 3 月山东阴极铜产量同比减少 24.81%



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

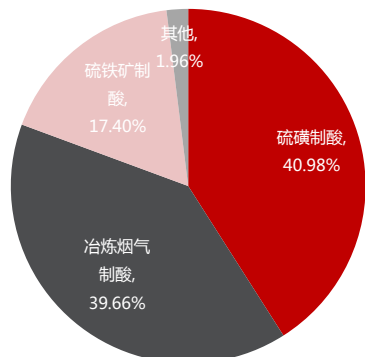
供给受限推高冶炼加工费。随着山东两家大型企业接连出现债务问题，生产经营受到较大影响，2022 年 3 月山东阴极铜产量同比减少 24.81%，环比减少 27.83%。且伴随着铜价高位，民营铜冶炼企业资金成本压力较大，不排除有更多企业出现债务违约的可能性，预计 2022 年 TC/RC 将有望维持上行趋势。目前 TC/RC 现货价格已经达到 82.3 美元/吨和 8.23 美分/磅，相比于 2021 年均价涨幅达到 70.5%。公司凭借双闪技术优势，冶炼铜回收率领先行业，有望充分受益于冶炼加工费上涨。

此外公司冶炼产能仍有增长空间。公司于 2022 年 4 月 14 日发布公告，拟投资 20 亿元对金冠铜业分公司奥炉电解新增 8 万吨阴极铜产能，同时新增 28 万吨硫酸产能。预计项目建设工期 24 个月，在 4 月底之前开工建设，2024 年 4 月底前全部竣工。

2.3.3 硫酸：低成本+大产能=高利润弹性

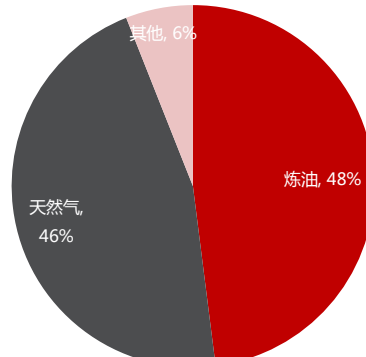
硫酸的生产主要有三种主流方式，硫磺制酸占 60.9%，为最重要的硫酸制备方式，通过冶炼气制酸占比为 29.9%，硫铁矿制酸占比为 6.3%。硫磺主要通过炼油和天然气得到，2020 年世界硫磺产量为 7980 万吨，其中俄罗斯硫磺产量为 753 万吨，俄乌冲突的背景下，俄罗斯原油、天然气出口受阻，使得硫磺供给受到影响，因此 2022 年以来硫磺的价格飞快上涨，截至 2022 年 4 月 21 日，硫磺价格为 3520 元/吨，与 2021 年均价相比涨幅已经达到 110.67%。

图 24：国内硫酸不同工艺占比（截至 2022 年 4 月）



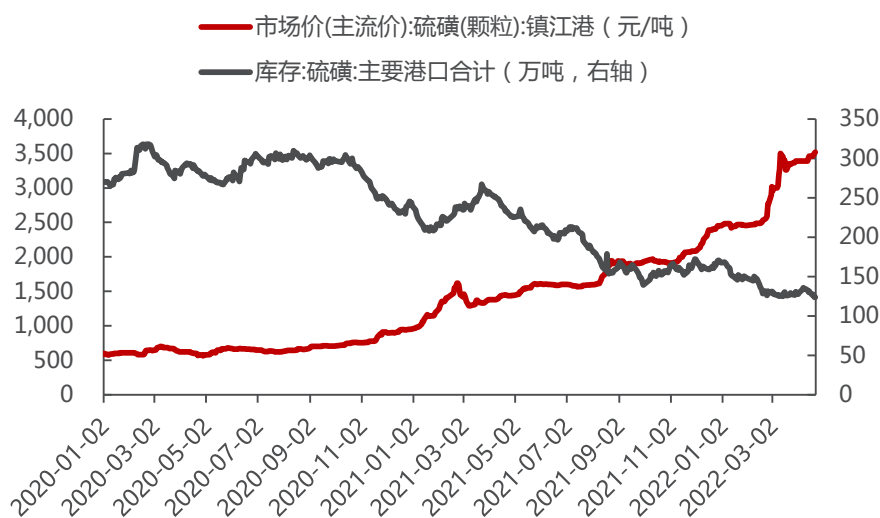
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图 25：2020 年硫磺产量分布



资料来源：Argus，民生证券研究院

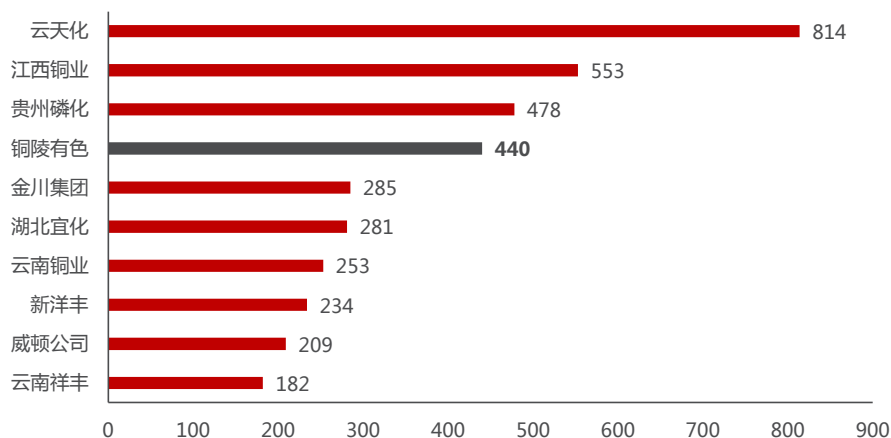
图 26：库存低位下，硫磺价格快速上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

公司低成本硫酸受益于价格上涨。硫磺价格上涨推高硫磺制酸成本，而包括公司在内的铜冶炼企业通过冶炼气制酸并不需要使用硫磺，成本波动较小，并且作为冶炼的副产品，成本本身就比较低，根据公司在互动易（深交所公司）平台上的回复，公司 2021 年上半年硫酸的完全成本为 150 元/吨，按照当前的硫酸不含税市场价 815.8 元/吨测算，利润率达到 81.6% $(1-150/815.8=81.6\%)$ 。

公司硫酸产能位居全国第 4。公司冶炼产能位居全国前列，单吨铜冶炼产能对应 3-3.5 吨硫酸，因此公司硫酸产能也较大。根据中国硫酸工业协会统计，2020 年公司硫酸产量位居全国第 4，仅次于云天化、江铜和贵州磷化。

图 27：2020 年中国硫酸产量前 10 名企业（单位：万吨）


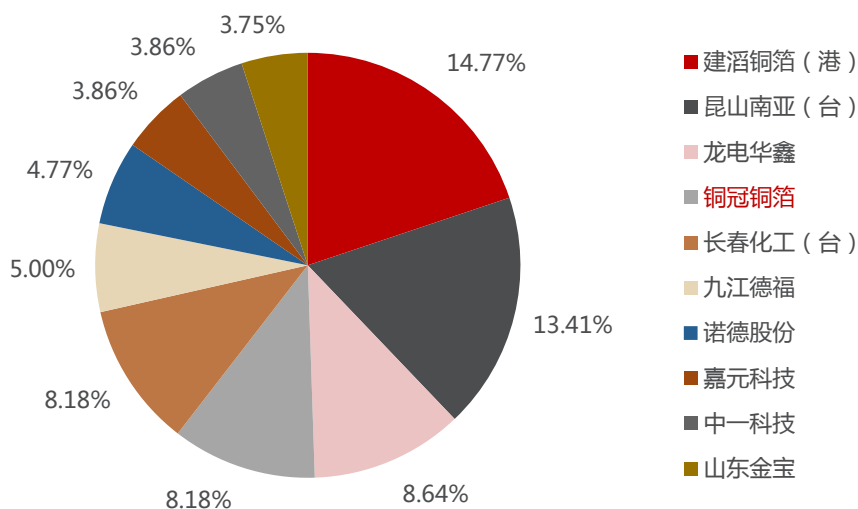
资料来源：中国硫酸工业协会，各公司公告，民生证券研究院

硫酸板块利润弹性大。2021 年公司硫酸产量为 487 万吨，若假设按照 2021 年上半年的硫酸完全成本进行测算，硫酸不含税价格每上涨 100 元，公司利润总额将会上涨 4.87 亿元。预计公司将充分受益于硫酸价格抬升。

2.3.4 铜箔：铜冠铜箔上市，未来可期

铜冠铜箔已形成“PCB+锂电铜箔”双轮驱动运营模式。公司目前具备电子铜箔产品总产能 4.5 万吨，其中 PCB 铜箔年产能 2.5 万吨，锂电铜箔年产能 2 万吨。目前铜箔行业的市场集中度较高，2020 年国内（包括外资）Top10 企业的市场占有率（按出货量计）达到 74.4%。2020 年行业内铜箔出货量排名前三的企业为建滔铜箔（港）、昆山南亚（台）、龙电华鑫，其中建滔铜箔（港）、昆山南亚（台）以 PCB 铜箔为主，龙电华鑫以锂电池铜箔为主。随着大陆内资企业产能的不断释放，近几年内资企业总体出货量逐年上涨，其中铜冠铜箔 2020 年铜箔产品市场占有率为 8.18%，总出货量排名内资企业第二。

图 28：铜箔行业国内（包括外资）CR10 达到 74.4%（2020 年）

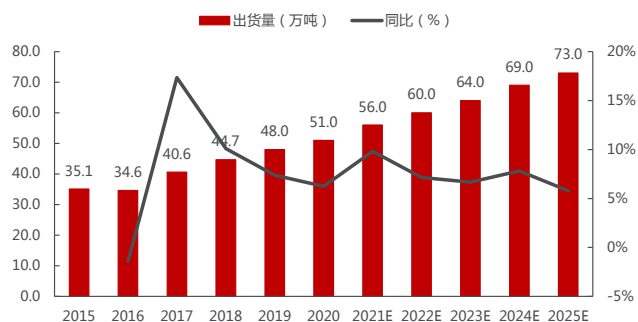


资料来源：GGII，铜冠铜箔招股说明书，民生证券研究院

受全球 PCB 需求稳固增长的积极影响，近几年全球 PCB 铜箔出货量亦处于稳定提升状态。从 2016 年的 34.6 万吨增长至 2020 年的 51.0 万吨，年复合增长率达 10.2%。主要系下游 5G 建设、汽车电子、物联网新智能设备等新兴需求拉动，全球 PCB 整体市场需求增长较快，对铜箔需求亦同步增加所致。中国是 PCB 产业的生产中心，因此也是 PCB 铜箔出货量的主要贡献者，2020 年中国 PCB 铜箔出货量在全球市场占比 61.8%。未来几年，在全球 PCB 产业增长趋势的带动下，GGII 预测 2020-2025 年 PCB 铜箔出货量仍然会保持稳步增长态势，年复合增长率在 7.4% 左右，到 2025 年全球 PCB 铜箔出货量将达 73 万吨。

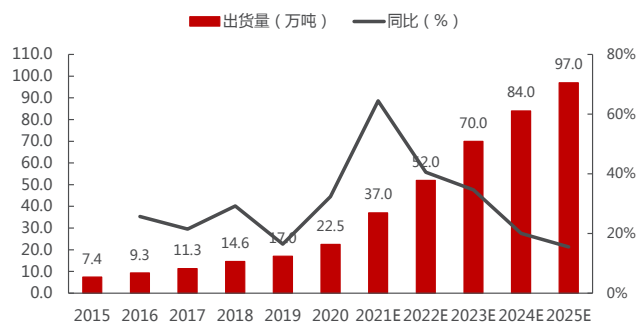
GGII 预计，到 2025 年中国锂电铜箔出货量将达 63 万吨，2020-2025 年 CAGR 为 38.2%。根据高工产业研究院 (GGII) 调研统计数据，2019 年中国锂电池铜箔（含港澳台日本等在大陆生产的外资企业）出货量为 11 万吨，同比增长 17.0%，增速有所下滑，主要是 2019 年国内新能源汽车产业处于调整期，增速放缓，对锂电池铜箔的需求放缓。2020 年，受上半年新冠疫情及 6um 锂电铜箔加速替代 8um 铜箔影响，我国全年锂电池铜箔出货量为 12.5 万吨，增速有所下降，其中含内资企业出货的 10.5 万吨及外资企业的 2.0 万吨。2021 年上半年锂电铜箔月出货量延续 2020 年四季度的增长态势，2021 年 1-6 月份总出货量为 11.5 万吨，达到 2020 年全年出货的 90% 以上，未来几年，受锂电池市场快速增长带动，中国锂电铜箔市场保持着高速增长的趋势。

图 29 : 2015-2025 年全球 PCB 铜箔市场出货量及预测



资料来源：GGII，铜冠铜箔招股说明书，民生证券研究院

图 30 : 2015-2025 年全球锂电池铜箔出货量及预测



资料来源：GGII，铜冠铜箔招股说明书，民生证券研究院

公司募投项目预计新增 2 万吨高精度储能用超薄电子铜箔。总投资 82,060.44 万元(含 4,933.45 万美元)将新增年产 1 万吨高精度电子铜箔产能,主要用于 HVLP、RTF、HTG 和 HTE 等 PCB 铜箔的生产。本项目通过新增高精度电子铜箔生产基地、增加生产设备等扩大公司 PCB 铜箔产品的产能,进一步提升公司 PCB 铜箔产品的市场占有率和盈利能力,未来可期。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

量：2022-2024 年，假设阴极铜产量略有增长，公司阴极铜产量分别为 160/170/180 万吨，对应硫酸产量分别为 480/510/540 万吨，黄金、白银、铁精矿产量均保持不变，等于 2021 年产量，分别为 15.96 吨、621.30 吨、34.79 吨，铜箔分别为 5/5.5/6.5 万吨。产销率假设为 100%。

价：2022-2024 年，假设阴极铜价格年均价不含税均为 7 万元/吨，黄金为 400 元/克，白银为 5.3 元/克，硫酸为 750 元/吨，铁精矿为 1000 元/吨，TC 为 75 美元/吨，铜箔平均加工费为 3 万元/吨。

成本：2022-2024 年，假设冶炼单位成本均为 1700 元/吨，实际可能不止，但是考虑到公司回收率和运费优势，将其折算为成本降低具备合理性；硫酸单位成本为 150 元/吨，即假设 2022-2024 年生产成本与 2021 年上半年硫酸的完全成本相等，主要考虑到能源价格上涨可能会使得硫酸成本略有提高。铜箔加工成本 2022-2024 年均假设为 1.5 万元/吨。

营业收入与营业成本：根据以上假设，公司 2022-2024 年营业收入分别为 1429/1498/1571 亿元，营业成本分别为 1350/1415/1484 亿元。

3.2 估值分析

目前公司主营业务为铜矿开采、阴极铜冶炼以及铜加工，属于铜全产业链覆盖的公司，我们选择三家主营也为铜全产业链覆盖的公司江西铜业、云南铜业和紫金矿业作为可比公司。可比公司的 2022 年 PE 均值为 12 倍，公司估值水平低于行业均值，我们认为公司估值仍有一定提升空间。

表 2：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600362.SH	江西铜业	18.43	1.63	1.84	1.98	11	10	9
000878.SZ	云南铜业*	11.21	0.38	0.71	0.78	30	16	14
601899.SH	紫金矿业	11.33	0.60	1.04	1.20	19	11	9
可比公司平均 PE						20	12	11
000630.SZ	铜陵有色	3.74	0.29	0.37	0.39	13	10	9

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：标*公司业绩预测为 wind 一致预期，股价时间为 2022 年 04 月 22 日

3.3 投资建议

公司主要产品价格年初以来均有所上涨,行业景气度高,高价之下公司利润有望再创新高。我们上调公司 2022-2024 年归母净利至 39.36、41.54 和 44.60 亿元, EPS 分别为 0.37、0.39 和 0.42 元;对应 4 月 22 日收盘价的 PE 分别为 10、9 和 9 倍,维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 铜矿供应超预期增长。公司的冶炼加工费是铜矿供应和冶炼产能之间动态博弈的结果,如果短期内铜矿的供应超预期增长,那么冶炼加工费会有一定下滑风险,影响公司利润。

2) 硫酸或冶炼加工费下跌。公司冶炼板块的利润主要是来自于加工费和副产品硫酸的销售,若硫酸和加工费大幅回落,会对公司盈利能力产生不利影响。

3) 资产注入进度不及预期等。尽管集团明确表示要避免同业竞争,需要将米拉多铜矿注入到上市公司,但资产注入形式与对价均有较多不确定性,若因为疫情等不可抗力使得自产注入进度不及预期,也会对公司价值判断产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	131,034	142,947	149,801	157,114
营业成本	123,435	135,007	141,525	148,429
营业税金及附加	435	472	495	519
销售费用	103	143	144	148
管理费用	1,152	1,287	1,348	1,414
研发费用	185	198	205	217
EBIT	5,315	5,842	6,084	6,387
财务费用	657	377	293	196
资产减值损失	-1,179	-358	-422	-424
投资收益	421	350	368	405
营业利润	4,530	5,752	6,040	6,491
营业外收支	-22	-8	1	1
利润总额	4,508	5,743	6,041	6,493
所得税	1,038	1,321	1,389	1,493
净利润	3,470	4,422	4,652	4,999
归属于母公司净利润	3,101	3,936	4,154	4,460
EBITDA	7,257	6,738	6,936	7,146

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,660	6,792	8,830	11,479
应收账款及票据	2,104	2,404	2,504	2,614
预付款项	6,745	6,398	6,746	7,234
存货	13,511	17,402	18,082	18,567
其他流动资产	1,190	1,811	2,354	2,906
流动资产合计	29,209	34,807	38,516	42,800
长期股权投资	1,922	2,633	3,435	4,294
固定资产	15,750	14,687	13,241	11,472
无形资产	2,173	2,042	1,879	1,694
非流动资产合计	21,631	20,596	19,338	17,929
资产合计	50,840	55,403	57,854	60,729
短期借款	7,144	4,961	3,245	2,080
应付账款及票据	9,166	11,739	12,153	12,512
其他流动负债	6,662	6,700	6,898	7,079
流动负债合计	22,972	23,400	22,296	21,670
长期借款	3,484	4,484	4,677	4,568
其他长期负债	986	884	894	904
非流动负债合计	4,469	5,367	5,570	5,471
负债合计	27,441.3	28,767.1	27,866.5	27,141.8
股本	10,527	10,541	10,541	10,541
少数股东权益	1,692	2,178	2,676	3,215
股东权益合计	23,399.1	26,636.1	29,987.7	33,587.1
负债和股东权益合计	50,840	55,403	57,854	60,729

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.77	9.09	4.79	4.88
EBIT 增长率	146.44	9.90	4.15	4.98
净利润增长率	258.29	26.91	5.54	7.37
盈利能力 (%)				
毛利率	5.80	5.55	5.52	5.53
净利润率	2.65	3.09	3.11	3.18
总资产收益率 ROA	6.10	7.10	7.18	7.34
净资产收益率 ROE	14.29	16.09	15.21	14.68
偿债能力				
流动比率	1.27	1.49	1.73	1.98
速动比率	0.39	0.47	0.61	0.78
现金比率	0.25	0.29	0.40	0.53
资产负债率 (%)	53.98	51.92	48.17	44.69
经营效率				
应收账款周转天数	5.22	5.21	5.25	5.23
存货周转天数	39.95	47.05	46.63	45.66
总资产周转率	2.58	2.58	2.59	2.59
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.37	0.39	0.42
每股净资产	2.06	2.32	2.59	2.89
每股经营现金流	0.32	0.38	0.46	0.48
每股股利	0.10	0.11	0.12	0.13
估值分析				
PE	13	10	9	9
PB	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.47	6.61	5.91	5.19
股息收益率 (%)	2.72	3.10	3.36	3.62

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,470	4,422	4,652	4,999
折旧和摊销	1,941	897	852	759
营运资金变动	-2,845	-1,805	-1,059	-1,095
经营活动现金流	3,413	3,986	4,890	5,010
资本开支	-1,365	591	797	1,098
投资	-442	-804	-794	-851
投资活动现金流	-1,958	137	370	652
股权募资	0	15	0	0
债务募资	-376	-1,335	-1,513	-1,265
筹资活动现金流	-1,584	-2,991	-3,223	-3,013
现金净流量	-208	1,132	2,038	2,649

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 31.8%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 258.3%	3
图 3：2021Q4，公司营收环比减少 6.9%	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润环比减少 42.2%	3
图 5：2017-2021 公司分产品营收（单位：万元）	4
图 6：2017-2021 公司分产品营收占比	4
图 7：2017-2021 公司分产品毛利（单位：万元）	5
图 8：2017-2021 公司分产品毛利占比	5
图 9：2021 年公司整体毛利率为 5.8%	5
图 10：2021 年加工费同比下降 10.3%	5
图 11：2021 年铜价同比上涨 40.24%（单位：元/吨）	5
图 12：2021 年硫酸价格同比上涨 303%（单位：元/吨）	5
图 13：2021Q4，公司归母净利润环比减少 4.77 亿元（单位：百万元）	6
图 14：2021Q4，公司归母净利润同比增加 5.21 亿元（单位：百万元）	6
图 15：2021Q4，阴极铜价格环比上涨 1.5%	7
图 16：2021Q4，硫酸价格环比下降 18.0%	7
图 17：2021Q4，公司三费占比为 1.57%	7
图 18：2021Q4，公司管理费用率为 1.2%	7
图 19：2021Q4，公司研发费用为 7574 万元	8
图 20：2021Q4，公司净利率为 2.4%	8
图 21：米拉多铜矿股权结构（截至 2021 年底）	8
图 22：国内铜冶炼企业有效产能行业集中度（截至 2022 年 3 月）	10
图 23：2022 年 3 月山东阴极铜产量同比减少 24.81%	10
图 24：国内硫酸不同工艺占比（截至 2022 年 4 月）	11
图 25：2020 年硫磺产量分布	11
图 26：库存低位下，硫磺价格快速上涨	11
图 27：2020 年中国硫酸产量前 10 名企业（单位：万吨）	12
图 28：铜箔行业国内（包括外资）CR10 达到 74.4%（2020 年）	13
图 29：2015-2025 年全球 PCB 铜箔市场出货量及预测	14
图 30：2015-2025 年全球锂电池铜箔出货量及预测	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司主要产品 2021 年产量	6
表 2：可比公司 PE 数据对比	15
公司财务报表数据预测汇总	18

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。	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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001