

铜陵有色 (000630.SZ)

收购米拉多铜矿，破局走向高弹性高成长

公司拟以发行股份、发行可转换公司债券，以及现金支付的方式，合计 66.7 亿元的价格向集团公司收购中铁建铜冠 70% 股权。其核心资产是位于厄瓜多尔的米拉多铜矿。收购打开了公司铜矿产量的增长空间，同时为以后的进一步扩张奠定资金保障。

- 公司拟以发行股份，发行可转换公司债券，以及现金支付的方式，合计 66.7 亿元向集团公司收购中铁建铜冠 70% 股权：其核心资产是位于厄瓜多尔的米拉多铜矿。米拉多铜矿探明及控制的矿石量 12.57 亿吨，矿石铜平均品位 0.48%，铜金属量 603.05 万吨，属于世界特大型铜矿。另外伴生金约 176 吨，银金属量 1015 吨。一期项目 2019 年投产，2022 年预计达产，产量 10-12 万吨，铜精矿含金预计超过 2 吨。二期预计 2025 年 6 月投产，投产后年矿产铜产量预计 20-22 万吨。
- 米拉多铜矿将是全球规模比较靠前的露天开采铜矿：一期 2019 年 7 月开始试生产，2021 年至 2022 年 6 月实际成本费用为 28.51 美元/吨。米拉多铜矿二期在一期工程项目基础上建设，二期工程考虑与一期已有工程的合理衔接，致力于一、二期项目一体化，合理利用一期已有工程的公用及辅助设施。二期稳产期设计总成本费用 19.55 美元/吨。米拉多铜矿的成本优势明显，在全球铜矿成本曲线大约 20% 分位线。今年上半年中铁建铜冠铜精矿产量 6 万吨，实现 11.38 亿净利润。假设下半年产量和利润持平，全年净利润 22.7 亿元，对应 95 亿的估值不到 5 倍市盈率，明显低于 A 股铜资源公司平均市盈率。
- 米拉多铜矿的注入是公司破局的关键，打开了公司铜矿产量的增长空间，同时为以后的进一步扩张奠定资金保障：2021 年公司矿产铜产量 5.3 万吨。收购且达产后，公司铜矿产量提升到 27.5 万吨，权益矿产铜产量 20.9 万吨，增约 2.5-3 倍。公司公告、预估 2023 年达产情况下净利润可达 1.41 亿美元，2025 年二期项目投产后，设计存在 2 年爬坡期，至 2027 年达产，预计净利润达 2.72 亿美元。
- 投资评级：中铁建铜冠的收购尚未完成，依然具有不确定性，不考虑中铁建铜冠收购，铜价预计 2023、2024 年持平于今年，我们测算公司在铜精矿 TC 大幅提升的情况下明年业绩改善，预计归母净利润 34 亿元，对应 10 倍市盈率。2022 年公司单位市值对应铜矿产量在 A 股同业中较低。米拉多注入达产后，公司权益矿产铜产量增 2.5-3 倍。单位市值对应矿产铜产量有望在明年开始 A 股市场可比公司范围内大幅提升，也即单位市值对应铜价格弹性大幅提升。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：中铁建铜冠收购不成功、铜价下跌风险、扩建项目进展不及预期风险、汇率波动风险等

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	99438	131034	121599	127071	136729
同比增长	7%	32%	-7%	4%	8%
营业利润(百万元)	1416	4530	3462	4843	5528
同比增长	-1%	220%	-24%	40%	14%
归母净利润(百万元)	866	3101	2431	3387	3862
同比增长	4%	258%	-22%	39%	14%

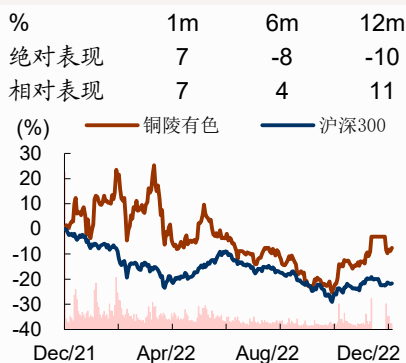
强烈推荐 (首次)

周期/金属及材料
当前股价: 3.12 元

基础数据

总股本 (万股)	1052653
已上市流通股 (万股)	1052638
总市值 (亿元)	328
流通市值 (亿元)	328
每股净资产 (MRQ)	2.4
ROE (TTM)	10.1
资产负债率	50.9%
主要股东	铜陵有色金属集团控股有限公司
主要股东持股比例	36.53%

股价表现



相关报告

- 刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
- 刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
- 赖如川 研究助理
lairuchuan@cmschina.com.cn
- 杜开欣 研究助理
dukaxin@cmschina.com.cn

每股收益(元)	0.08	0.29	0.23	0.32	0.37
PE	37.9	10.6	13.5	9.7	8.5
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、铜陵有色：大型全产业链铜生产企业	5
二、米拉多铜矿的注入 为公司开辟成长通道	6
组合式收购：发行股份、可转换公司债券及支付现金	6
米拉多铜矿：厄瓜多尔规模最大的露天铜矿	7
铜矿经营情况：产能显著增长，成本趋于下行	11
三、铜冠铜箔：PCB 铜箔与锂电铜箔双核驱动	12
公司概况：国内高性能电子铜箔龙头企业	12
产品产能：发力高端 PCB 铜箔，锂电铜箔快速发展	13
四、公司铜价格弹性大幅提升	14
五、风险提示	15

图表目录

图 1 2022 年 12 月 9 日铜陵有色股权结构图	5
图 2 2022H1 主要产品营收占比	6
图 3 2018-2022H1 营业收入	6
图 4 中铁建铜冠子公司产权控制图	8
图 5 米拉多铜矿地理位置示意图	8
图 6 米拉多铜矿的开采现状图	8
图 7 厄瓜多尔地质和矿带位置示意图	9
图 8 矿区位置及区域地质示意图	9
图 9 Mirador 1 (Acumulada) 铜矿矿权范围示意图	10
图 10 铜冠铜箔股权结构	13
图 11 进口铜精矿 TC 年长单 (美元/吨)	15
图 12 进口铜精矿 TC 现货价格 (美元/吨)	15
图 32: 铜陵有色历史 PE Band	15
图 33: 铜陵有色历史 PB Band	15
表 1: 交易前后上市公司股权结构变化情况	7
表 2: 募集配套资金用途明细	7

表 3: 《初步设计》米拉多矿床保有资源量	9
表 4: 米拉多、米拉多北矿床保有资源量	10
表 5: ECSA 持有矿权	10
表 6: 预估年产量及净利润情况	11
表 7: 2020-2022 年实际成本费用统计	11
表 8: 二期稳产期成本费用总计	12
表 9: 高精度电子铜箔主要产品	13
表 10: 可比公司对比 (亿元、万吨)	14
附: 财务预测表	17

一、铜陵有色：大型全产业链铜生产企业

铜陵有色金属集团股份有限公司，成立于1992年6月，1996年10月上市，是中国铜工业板块第一股。

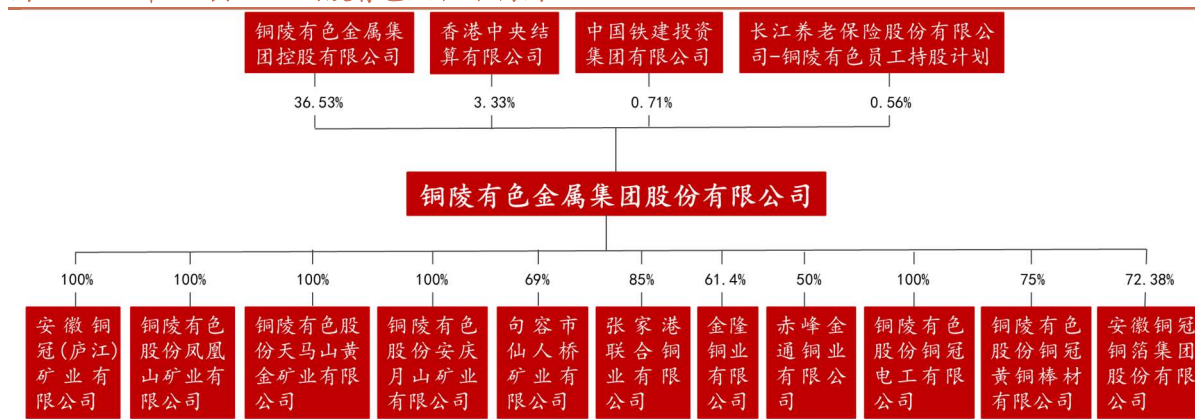
铜陵有色是集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，是一个国际化的开放型的现代企业集团。公司在铜矿采选、铜冶炼及铜箔加工等领域有着深厚的技术积累、领先的行业地位和显著的竞争优势。2021年，公司生产阴极铜159.69万吨，占国内总产量的15.22%，位居国内领先地位；铜箔产能达4.5万吨，5G通讯用RTF铜箔、6微米锂电箔实现量产，为行业龙头企业主要供应商。2021年，铜冠铜箔年产2万吨高精度储能用超薄电子铜箔项目（二期）开工，项目建成投产后，公司将具备年产各类高精度电子铜箔5.5万吨能力。

股权结构：截至2022年12月9日，铜陵有色最大控股股东为安徽省国资委旗下铜陵有色金属集团控股有限公司，其持股比例达36.53%。铜陵有色金属控股集团位列2022《财富》世界500强第400位，在有色金属、精细化工、装备制造、科研设计、房地产开放等领域均有布局。铜陵有色背靠铜陵有色集团，在矿山注入及拓宽融资渠道方面存在优势。中国铁建投资集团有限公司持有公司0.71%股权。

员工持股计划：2015年公司推出员工持股计划，用于完善激励制度，建立公司与员工的利益共享机制，提升公司治理水平，增强员工的凝聚力，实现公司长期可持续发展。员工根据自愿原则参与持股，其中参与认购的董事、监事和高级管理人员合计9人，合计认购金额为795,514,258.51元，认购股份数共287,189,263股，员工持股计划认购锁定期6年，认购股票锁定期3年。截至2022年12月9日，长江养老保险股份有限公司—铜陵有色员工持股计划仍持有普通股股份58,859,413股，占上市公司股本总额的0.56%。

员工薪酬延付计划：2016年，为加强集团的内部凝聚力，有色控股设立薪酬延付计划，即认购长江薪酬延付集合型团体养老保障管理产品，通过二级市场购买等方式增持公司股份或其他金融产品。参与薪酬延付计划的有色控股员工总计4,143户，出资金额总计40,048.51万元。其中，有色控股董事和高管5人，出资金额总计3,473.21万元。截至2017年5月15日，有色控股员工认购的薪酬延付计划累计增持铜陵有色股份133,839,944股，占公司已发行总股份的1.2715%。根据2022年半年报披露数据，长江养老保险股份有限公司—长江薪酬延付集合型团体养老保障管理产品仍持有普通股股份48,176,990股，占股本总额0.46%。

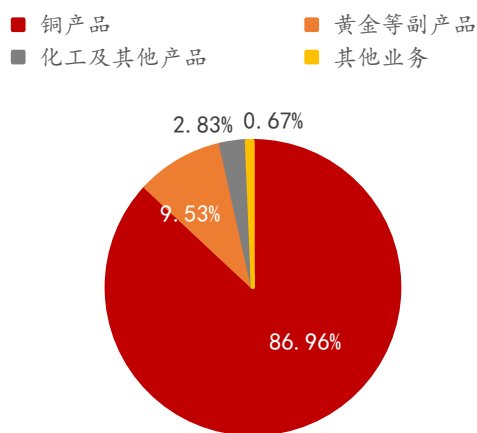
图1 2022年12月9日铜陵有色股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

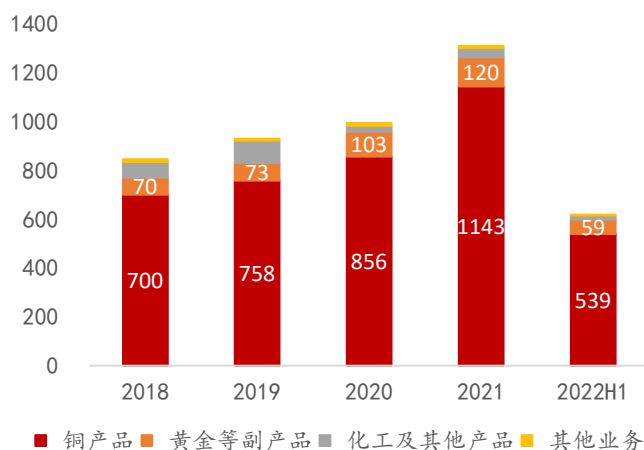
根据2022年H1披露数据，公司主要产品收入占比中，铜产品最高达86.96%，黄金等副产品占9.53%。

图 2 2022H1 主要产品营收占比



资料来源：公司公告，招商证券

图 3 2018-2022H1 营业收入



资料来源：公司公告，招商证券

二、米拉多铜矿的注入 为公司开辟成长通道

组合式收购：发行股份、可转换公司债券及支付现金

2022 年 12 月 22 日，铜陵有色与有色集团签署《铜陵有色金属集团股份有限公司与铜陵有色金属集团控股有限公司之发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产协议》，标的资产为中铁建铜冠 70% 股权。

本次交易将实现有色集团旗下优秀核心资产注入铜陵有色，大幅提升资产证券化水平，促进国有资产的保值增值。优质的矿产资源储备是铜冶炼企业盈利能力的有力保障。丰富的矿产资源对公司进一步提升抗风险能力，保持电解铜产能、产量及产品品质的稳定性具有重大意义。交易标的中铁建铜冠为已投产的成熟矿山，原材料供应、交通、电力等配套设施较为完善，采选技术领先，生产工艺稳定，管理能力突出，具备较大的产出规模和盈利能力。随着矿山注入铜陵有色体内，公司原料铜采购成本将显著降低，规模化效果将逐渐显现，盈利能力也将进一步增强。此外，通过本次交易标的公司将成为铜陵有色控股子公司，有利于减少关联交易，保持公司的资产完整性，进一步提高铜陵有色的公司治理水平和经营的独立性。

根据《铜陵有色金属集团股份有限公司拟发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产涉及的中铁建铜冠投资有限公司股东全部权益价值资产评估报告》，截至评估基准日 2022 年 6 月 30 日，中铁建铜冠股东全部权益价值为 953,321.55 万元，据此计算中铁建铜冠 70% 股权对应权益价值为 667,325.09 万元。双方经协商同意，交易价格确定为 667,325.09 万元。其中，上市公司以发行股份支付 567,226.32 万元，以发行可转换公司债券支付 33,366.26 万元，以现金支付 66,732.51 万元。

发行股份：铜陵有色以非公开形式向有色集团发行普通股，交易对价为 567,226.32 万元，占交易价格的 85%。股票发行价格确定为 2.70 元/股，则本次发行股份的发行数量为 210,083.8222 万股，占发行后上市公司总股本（未考虑配套融资，交易对方持有可转债未转股）比例为 16.64%。

发行可转换公司债券：铜陵有色以非公开形式向有色集团发行可转换为铜陵有色普通股股票的可转换公司债券，交易对价为 33,366.26 万元，占交易价格的 5%。初始转股价格参照股份发行价格确定为 2.70 元/股，按照初始转股价格全部转股后的股份数量为 12,357.87 万股。

本次交易前，有色集团持有铜陵有色 384,574.65 万股，占上市公司总股本的 36.53%。在不考虑配套融资的情况下，假设本次购买资产发行的可转换公司债券未转股和按初始转股价格全部转股两种情形，本次交易前后上市公司股权结构变化情况如下表所示：

表 1: 交易前后上市公司股权结构变化情况

名称	本次交易前		本次交易后（不考虑配套融资，交易对方持有可转债未转股）		本次交易后（不考虑配套融资，交易对方持有可转债全部转股）	
	股数（万股）	股权比例	股数（万股）	股权比例	股数（万股）	股权比例
有色集团	384,574.65	36.53%	594,658.47	47.09%	607,016.34	47.61%
其他股东	668,078.68	63.47%	668,078.68	52.91%	668,078.68	52.39%
合计	1,052,653.33	100.00%	1,262,737.15	100.00%	1,275,095.03	100.00%

资料来源：公司公告，招商证券

支付现金：交易对价为 66,732.51 万元，占交易价格的 10%。

公司拟向不超过 35 名特定投资者发行可转换公司债券募集配套资金，募集资金总额不超过 214,600 万元，不超过本次交易中发行股份及可转换公司债券购买资产交易价格的 100%。本次募集配套资金以本次购买资产的成功实施为前提，但本次募集配套资金最终成功与否不影响本次购买资产的实施。募集配套资金发行可转债初始转股数量不超过本次购买资产完成前上市公司总股本的 30%。募集配套资金拟用于支付本次交易现金对价、标的公司偿还借款及支付交易的税费及中介费用等。

表 2: 募集配套资金用途明细

项目名称	拟投入募集资金金额（万元）	占配套融资总额的比例
支付标的资产现金对价	66,732.51	31.10%
标的公司偿还偿还借款借款	144,175.17	67.18%
支付交易的税费及中介费用	3,692.32	1.72%
总计	214,600.00	100.00%

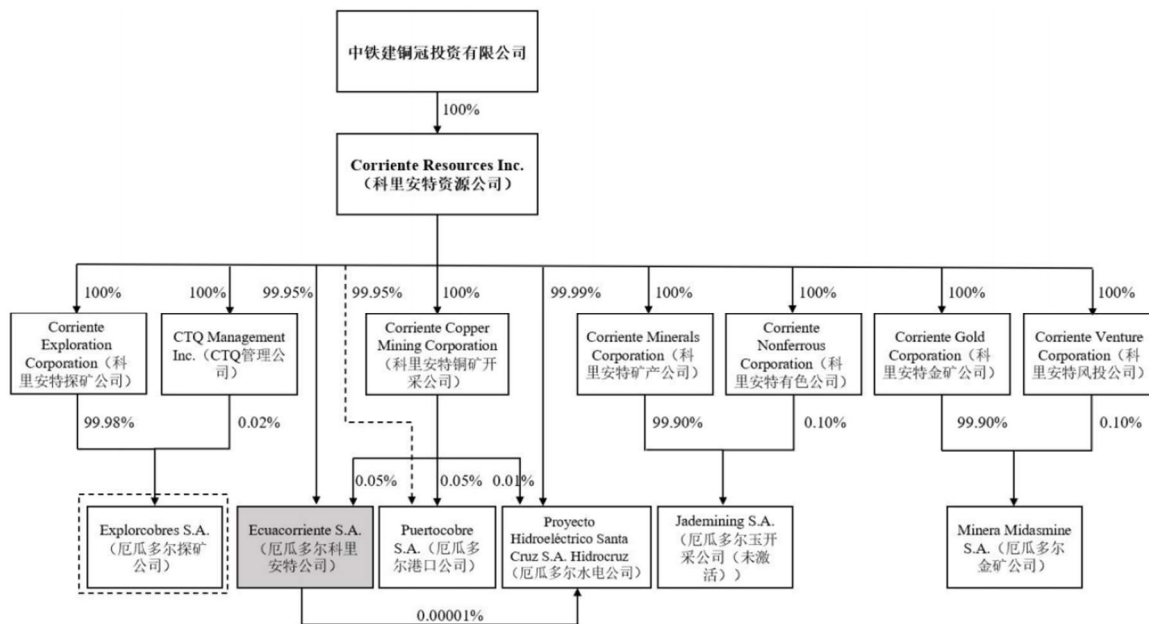
资料来源：公司公告，招商证券

米拉多铜矿：厄瓜多尔规模最大的露天铜矿

2009 年 12 月 4 日，有色集团和中铁建股份共同出资组建中铁建铜冠投资公司，双方各占 50% 股份，正式设立中铁建铜冠，并宣布将以 6.79 亿加元（约合 6.52 亿美元）收购加拿大科里安特资源公司（CRI），该交易于 2010 年 8 月完成。中铁建铜冠主要经营实体为所属子公司厄瓜多尔科里安特公司（ECSA），ECSA 的核心资产为其正在开采及扩建的 Mirador1（Acumulada）矿权。在交易完成前，中铁建铜冠股权结构为铜陵有色金属集团控股有限公司 70%，中铁建国际投资有限公司 30%。

股权结构：中铁建铜冠 100% 控股一级子公司加拿大科里安特资源公司（CRI），为境外合并主体母公司。通过 100% 持股 7 家二级子公司，直接或间接全资持有厄瓜多尔探矿公司（EXSA）、厄瓜多尔科里安特公司（ECSA）、厄瓜多尔港口公司、厄瓜多尔水电公司（HCSA）、厄瓜多尔玉开采公司（未激活）、厄瓜多尔金矿公司 6 家三级子公司。主要经营实体为 ECSA，主营业务为铜精矿的开采、生产和运营，拥有米拉多铜矿项目对应矿权。EXSA 主营业务为探矿活动，拥有潘兰沙和圣卡洛斯铜矿对应矿权。HCSA 运营中铁建铜冠供电设施，负责对 ECSA 提供输电服务。其他子公司基本无实际经营业务。

图 4 中铁建铜冠子公司产权控制图



资料来源：公司公告，招商证券

地理环境： Mirador 1 (Acumulada) 铜矿位于厄瓜多尔东南部的萨莫拉-钦奇佩省，旁归市，铜达伊米镇。该铜矿区东部边界临近厄瓜多尔-秘鲁边境，距离 5-6 公里，北部距厄瓜多尔首府基多市约 340km，矿区距昆卡市 70km。从厄瓜多尔首都基多到 Mirador 矿区有公路连接，也可以采取陆路和航空相结合的方式。从基多到矿区西北部的昆卡及西南部的洛哈有定期航班。此外，Mirador 1(Acumulada)铜矿有矿外道路连接至国家 41# 公路，对外可通过国家公路直达基多、昆卡、瓜亚基尔等大城市和港口，交通便捷。

图 5 米拉多铜矿地理位置示意图

图 6 米拉多铜矿的开采现状图



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

资源量： Mirador 铜矿位于厄瓜多尔 Corriente 铜矿带南部。Corriente 铜矿带目前发现的主要矿床有四个，包括 Mirador 铜（金）矿床、Mirador Norte 铜（金）矿床，控制及推断资源量为 3.95 亿吨，铜品位为 0.434%，Panantza 铜（钼）矿床，推断资源量 5.1 亿吨，铜品位为 0.63%，以及 San Carlos 圣卡洛斯铜（钼）矿床，推断的资源量 6.5 亿吨，铜品位为 0.57%。

图 7 厄瓜多尔地质和矿带位置示意图

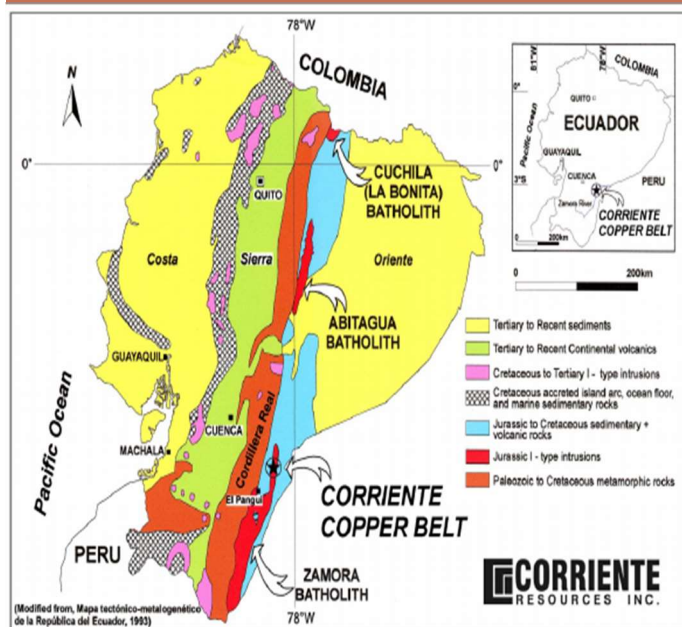
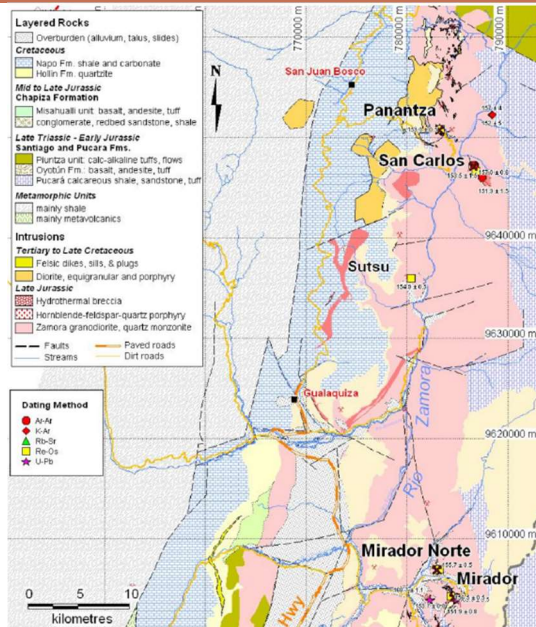


图 8 矿区位置及区域地质示意图



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

根据中国恩菲工程技术有限公司在 2014 年 6 月编制的《中铁建铜冠投资有限公司厄瓜多尔米拉多铜矿项目 2000 万 t/a 采选工程初步设计书》，一期工程铜矿石 0.30% 为边界品位，铜品位大于 0.30% 时为经济可采资源。以此估算，米拉多矿高于边界品位的总资源量为 8.07 亿吨，铜平均品位为 0.52%，铜金属量为 419.4 万吨。其中探明及可控制的资源量为 6.58 亿吨，铜的平均品位为 0.53%，铜金属量为 349.4 万吨，伴生矿产为金和银。

表 3: 《初步设计》米拉多矿床保有资源量

	主矿种	伴生金	伴生银	铜	金	银		
单位	亿吨	(%)	(克/吨)	(千吨)	(千克)	(千克)		
探明	1.75	0.59	0.196	1.60	1032	279840		
控制	4.83	0.51	0.161	1.34	2462	646952		
资源量	探明+控制	6.58	0.53	0.170	1.41	3494	112011	926792
	推断	1.49	0.47	0.118	1.22	700	17570	181658
	合计	8.07	0.52	0.161	1.37	4194	129581	1108450

资料来源：公司公告，招商证券

经过一期项目的开采，公司近日对二期米拉多铜矿床及米拉多北铜矿床保有资源量进行重新估算。根据 2022 年 11 月 21 日出具《厄瓜多尔科里安特公司 Mirador 1 (Acumulada) 铜矿采矿特许权评估报告书》，Mirador 1 (Acumulada) 铜矿采矿特许权登记的范围，由 12 个拐点圈定，矿区面积 2985 公顷 (29.85 km²)，包括米拉多和米拉多北两个矿区。采矿特许权范围内保有资源量 14.64 亿吨，其中米拉多矿区保有资源量 7.72 亿吨，米拉多北矿区保有资源量 6.92 亿吨。其中利用可采储量 8.17 亿吨，其中米拉多矿区 5.35 亿吨，铜平均品位为 0.534%、金平均品位为 0.178 克/吨、银平均品位 1.359 克/吨，铜金属量 285.69 万吨；米拉多北矿区 2.82 亿吨，铜平均品位为 0.462%、金平均品位为 0.084 克/吨，铜金属量 130.28 万吨。

图 9 Mirador 1 (Acumulada) 铜矿矿权范围示意图



资料来源：公司公告，招商证券

表 4：米拉多、米拉多北矿床保有资源量

矿体	金属	探明储量				控制储量				推断资源量	
		矿石量	平均品位	金属量	矿石量	平均品位	金属量	矿石量	平均品位	金属量	
米拉多矿床	铜	17490 万吨	0.59%	103 万吨	48280 万吨	0.51%	246 万吨	14890 万吨	0.47%	70 万吨	
	金		0.20 克/吨	34.28 吨		0.16 克/吨	77.73 吨		0.12 克/吨	17.57 吨	
	银		1.60 克/吨	279.84 吨		1.34 克/吨	646.95 吨		1.22 克/吨	181.66 吨	
米拉多北矿床	铜	-	-	-	59930 万吨	0.42%	254 万吨	9280 万吨	0.38%	35 万吨	
	金		-	-		0.08 克/吨	45.76 吨		0.07 克/吨	6.08 吨	

资料来源：公司公告，招商证券

产能规划：米拉多铜矿是厄瓜多尔规模最大的露天铜矿。目前正在生产运营的米拉多铜矿床一期工程 2015 年 12 月开工，2019 年 7 月 18 日正建成投产，已于 2021 年达产，实际采选能力为 2000 万吨/年。截止到 2022 年 6 月底，米拉多采场采出矿石总计 3278.09 万吨，铜平均品位 0.7%，金平均品位 0.21 克/吨，银平均品位 2.7 克/吨。现有选矿厂采用 2 个生产系列，每个系列设计生产能力为 1000 万吨/年，产品为铜精矿。选矿回收率为一期选矿场铜 89%，金 50%，银 67%。冶炼回收率为铜 96.2%、金 90%、银 90%。

米拉多铜矿二期根据工期计划安排，2022 年 12 月底完成米拉多扩建工程环评报批、政府许可等工作。2023 年 1-6 月，完成主要上山道路修筑、环保措施工程等；2023 年 7 月至 2025 年 6 月，完成北采场基建剥离工作；2025 年 7-12 月，进行试生产作业；2026 年初正式投产。二期产能扩建是在一期 2000 万吨/年的基础上，新增 2620 万吨/年，扩建后米拉多铜矿总规模 4620 万吨/年，其中米拉多采场由 2000 万吨/年提升至 2640 万吨/年，米拉多北采场新增产量 1980 万吨/年。二期选矿场设计新增一座粗矿堆，将有效提升选矿效率，设计处理矿石量 4620 万吨/年，选矿回收率生产期 1-5 年铜 86%，6 年以后为铜 88%，金 30%，银 30%。评估计算年限为 22.26 年。

ECSA 其余矿权不再开发：ECSA 所持矿权位于厄瓜多尔东南部的 Zamora Chinchipe 省，有效矿权共 4 项。由于 Mirador 3、Curigem 18 和 Curigem 19 探矿程度较低或暂不具备开发价值，且未由第三方专业机构验证其储量和资源量数据，所占土地将用于 Mirador1 Acumulada 铜矿的尾矿库建设，以后不再开发，已将该三项矿权成本调入费用。

表 5：ECSA 持有矿权

序号	矿权	代码	面积	首次登记时间	变更登记		现在阶段
					时间	期限	

敬请阅读末页的重要说明

1	Mirador 1 (Acumulada)	500807	2985	2001/8/6	2012/1/17	25 年, 可续期	开发
2	Mirador 3	500976	1015	2005/5/12	2010/4/14	25 年零一个月	高级勘探
3	Curigem 18	4768	1590	2001/8/6	2010/4/14	21 年零 4 个月	高级勘探
4	Curigem 19	4769	2110	2001/8/23	2010/4/14	21 年零 4 个月	高级勘探

资料来源: 公司公告, 招商证券

EXSA 股权剥离: 中铁建铜冠所属子公司 EXSA 所持矿权位于厄瓜多尔 Morona Santiago 及 Zamora Chinchipe 省的 Rio Zamora 山谷地区, 包括潘兰沙 (Panantza) 铜矿及圣卡洛斯 (San Carlos) 铜矿等 13 个矿权。EXSA 拥有的矿区均已取得矿业权证, 但由于当地社区活动等不可抗力事件, EXSA 已暂时停止勘探及采矿活动, 经 EXSA 申请, EXSA 拥有的矿业权有效期已于 2018 年起被暂停。由于不可抗力的持续时间具有重大不确定性, 后续勘探及采矿活动的可行性和时间进度均无法确定, 拟将 EXSA 自中铁建铜冠中剥离。根据有色集团、中铁建国际及中铁建铜冠拟签署《股权转让框架协议》, 鉴于中铁建铜冠子公司 EXSA 所拥有的矿权资产尚处于探矿阶段, 不属于本次交易范围的核心资产, 中铁建铜冠将持有 EXSA 股权转让给有色集团和中铁国际, 或其指定的第三方。

铜矿经营情况: 产能显著增长, 成本趋于下行

2021 年实际产铜 8.92 万吨, 净利润为 14.12 亿元。2022 年预计产量 10-12 万吨, 铜精矿含金量预计超过 2 吨, 净利润预计 16.7 亿。二期项目产能预计为 10-13 万吨, 计划投资 8.6 亿美元, 二期预计 2025 年 6 月投产, 投产后年矿产铜产量预计 20-22 万吨。

产量及净利润预期: 公司评估预估 2023 年达产情况下净利润可达 1.41 亿美元, 2025 年二期项目投产后, 设计存在 2 年爬坡期, 至 2027 年达产, 预计净利润达 2.72 亿美元。

表 6: 预估年产量及净利润情况

时间	2023	2024	2025	2026	2027
生产能力(万吨/年)	2000	2000	2965	4290	4620
净利润(万美元)	14108	14122	18363	25038	27237

资料来源: 公司公告, 招商证券

二期投产后成本进一步下降: 根据公司公告, 一期 2019 年 7 月开始试生产, 当年产量 305.34 万吨矿石, 2020 年产量 576.08 万吨矿石, 2021 年产量 1355.22 万吨矿石, 2022 年 1-6 月产量 1034.53 万吨矿石。由于 2019 年及 2020 年处于试运行阶段, 产量较低, 以 2021 年至 2022 年 6 月的企业实际成本费用作为依据。2021 年至 2022 年 6 月实际成本费用为 28.51 美元/吨。

表 7: 2020-2022 年实际成本费用统计

项目	2020		2021		2022		平均单价 (美元/吨)	
	总额 (美元)	单价	总额 (美元)	单价	总额 (美元)	单价	2020 年-2022 年 6 月	2021 年-2022 年 6 月
原矿年产量(万吨)	576.08		1355.22		1034.53			
采矿成本	35014176.98	15.77	104612664.34	7.72	73288909.42	7.08	7.18	7.44
选矿成本	55842634.40	9.69	174101466.52	12.85	118307803.89	11.44	11.74	12.24
销售成本	22651885.21	3.93	46157788.28	3.41	37917781.59	3.67	3.60	3.52
冶炼收益	3957030.56	0.69	14044167.52	1.04	11304361.57	1.09	0.99	1.06
管理费用	8634987.68	1.50	28222655.03	2.08	13228851.93	1.28	1.69	1.73
销售费用	394572.41	0.07	650464.56	0.05	312963.24	0.03	0.05	0.04
财务费用	2793526.89	0.48	43040567.54	3.18	16092065.36	1.56	2.09	2.47
总成本费用	129288814.13	22.44	410829773.79	30.31	270452737.00	26.14	27.33	28.51

资料来源: 公司公告, 招商证券

米拉多铜矿二期在一期工程项目基础上建设, 二期工程考虑与一期已有工程的合理衔接, 致力于米拉多铜矿一、二期项目一体化, 合理利用一期已有工程的公用及辅助设施。二期稳产期设计总成本费用 19.55 美元/吨, 单位成本摊薄。

表 8: 二期稳产期成本费用总计

项目	单位成本(美元/吨)	年成本(千美元)
露天采矿成本	5.41	250114.98
露天采矿作业成本	4.24	195992.43
运输成本	0.27	12663.22
露天采矿车间制造费用	0.9	41459.32
选尾成本	8.2	378748.33
选尾作业成本	5.02	231822.06
选尾车间制造费用	3.18	146926.27
管理费用	3.46	160030.09
财务费用	0.26	12051.83
销售费用	2.22	102346.48
总成本费用	19.55	903291.71

资料来源: 公司公告, 招商证券

税率: 根据厄瓜多尔科瑞安特公司(ECSA) 与厄瓜多尔不可再生自然资源部于 2012 年 3 月 5 日签署的《采矿合同》, 矿业开发涉及的主要税费有: 增值税、资源税、企业所得税、货币汇出税、利润分享、暴利税、国家收益补偿金、特许权维护费和地方性税费(包括 1.5% 的资产税、市政税、财产税)等。暴利税在 2018 年取消; 特许权维护费(矿权维护费)和企业监管费已经在成本费用中考虑。

投资环境: 近年来, 得益于中国与拉美各国的政治互信与高层引领以及与时俱进的务实合作理念, 中拉经贸合作蓬勃发展。2022 年 2 月, 发表《关于深化中厄全面战略伙伴关系的联合声明》, 启动中厄自由贸易协定谈判, 挖掘贸易潜力, 优化价值链, 推动贸易投资自由化便利化, 促进双边贸易持续、稳定、多元化发展。12 月 14 日, “第十五届中国——拉美企业家高峰会”在厄瓜多尔瓜亚基尔举办, 米拉多铜矿受邀参加并做交流发言。

三、铜冠铜箔: PCB 铜箔与锂电铜箔双核驱动

公司概况: 国内高性能电子铜箔龙头企业

铜冠铜箔为安徽铜冠铜箔有限公司整体变更设立的股份有限公司, 成立于 2010 年。

2020 年 3 月, 引入合肥国轩作为战略投资者, 合肥国轩持有铜冠有限 3.50% 股权。

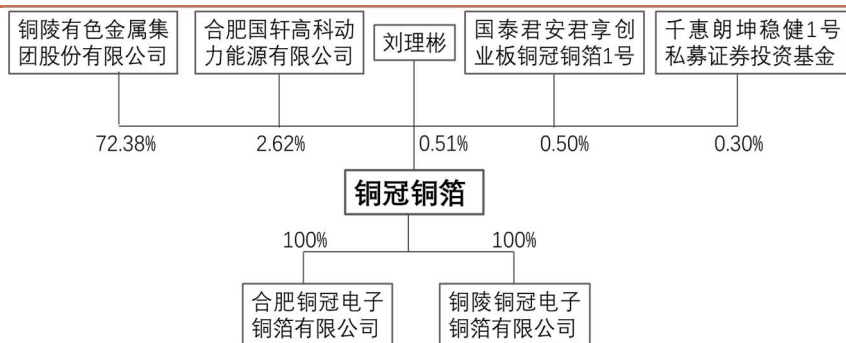
2022 年 1 月 27 日, 公司控股子公司安徽铜冠铜箔集团股份有限公司在创业板登陆上市, 首发募集资金 35.79 亿元,

铜冠铜箔主要从事各类高精度电子铜箔的研发、制造和销售等, 5G 通讯用 RTF 铜箔、6 微米锂电铜箔实现量产, 为行业龙头企业主要供应商。主要产品分为 PCB 铜箔和锂电池铜箔, PCB 铜箔是制造覆铜板(CCL)、印制电路板(PCB)的主要原材料, 覆铜板、印制电路板是电子信息产业的基础材料, 终端应用于通信、计算机、消费电子和汽车电子等领域, RTF 铜箔和 HVLP 铜箔系高性能电子电路中的高频高速基板用铜箔, 应用于 5G 用高频高速材料和较大电流薄型板材等, 是近年来公司推出的高端 PCB 铜箔产品。锂电池铜箔主要用于锂电池的负极集流体, 最终应用在新能源汽车、电动自行车、3C 数码产品、储能系统等领域。

公司在 PCB 铜箔和锂电池铜箔领域均与业内知名企业建立了长期合作关系, 取得了该等企业的供应商认证。公司在 PCB 铜箔领域的客户包括生益科技、台耀科技、台光电子、南亚新材等, 在锂电池铜箔领域客户包括比亚迪、宁德时代、国轩高科等。

股权结构: 铜冠铜箔控股股东包含铜陵有色金属集团股份有限公司, 持股比例为 72.38%, 合肥国轩高科动力能源有限公司, 持股比例为 2.62%, 国泰君安君享创业板铜冠铜箔 1 号为员工战略配售计划, 持股比例 0.5%。此外, 公司拥有两家 100% 控股子公司, 分别为合肥铜冠电子铜箔有限公司和铜陵铜冠电子铜箔有限公司。

图 10 铜冠铜箔股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

战略配售：根据铜冠铜箔招股说明书，铜冠铜箔高级管理人员、核心员工通过国泰君安君享创业板铜冠铜箔 1 号战略配售集合资产管理计划参与战略配售，获配股份数量为 412.4145 万股，占原始发行数量的比例为 1.99%。资产管理计划配售股票持有期限为首次公开发行并上市之日起 12 个月。高管及核心员工利益与公司绑定，为公司业绩增长带来稳定的内部驱动力。

产品产能：发力高端 PCB 铜箔，锂电铜箔快速发展



目前公司拥有电子铜箔产品总产能为 5.5 万吨/年，其中，PCB 铜箔产能 3.5 万吨/年，锂电池铜箔产能 2 万吨/年。另外公司使用超募资金投资两个新建项目，铜陵铜冠 1 万吨/年锂电池铜箔扩建项目已开工建设，池州铜冠 1.5 万吨/年锂电池铜箔扩建项目即将开工建设。项目建成后，公司铜箔总产能将提升到 8 万吨/年，其中锂电铜箔将达到 4.5 万吨/年。2022 年上半年完成铜箔产量 21065 吨，同比增长 2.03%，其中，6 μm 及以下锂电铜箔产量快速增长，占锂电铜箔产量 77.22%。


公司在铜箔行业深耕 10 余年，积累了一大批下游行业龙头企业客户，且公司“铜冠”品牌在行业内具有良好的声誉，公司自身品牌影响力和行业地位是业务拓展的重要保证。公司目前积极推进核心技术攻关，夯实公司在铜箔领域地位，积极推进第一代 HVLP 铜箔量产进程，目前已实现下游客户小批量供货，加快第二代 HVLP 铜箔下游客户端测试；优化产品结构，推进 RTF 铜箔在大客户中的规模化应用，保障 PCB 铜箔高端市场占有率。同时加大 6 μm 及以下锂电铜箔产品出货比率，提高锂电铜箔盈利水平。

铜箔生产对工艺技术要求极高，高端铜箔产能是行业内企业的重要竞争壁垒。公司高频高速用 PCB 铜箔在内资企业中具有显著优势，其中 5G 用 RTF 铜箔产销能力于内资企业中排名首位。与同行业主要竞争企业专注锂电池铜箔生产不同，公司产能合理分布于 PCB 铜箔和锂电池铜箔领域，且在两个领域均具备生产高端品种的能力并积累了优质的客户资源，形成了“PCB 铜箔+锂电池铜箔”双核驱动的发展模式，能够充分享受铜箔下游行业发展红利，有效规避单一产品下游应用行业停滞或衰退的风险。

电子铜箔客户包括了生益科技、台耀科技，在锂电池铜箔领域客户包括了比亚迪、宁德时代、国轩高科等行业头部客户。

表 9：高精度电子铜箔主要产品

产品	产品类型/规格	示例图	主要描述	主要用途
PCB 箔	高温高延伸铜箔 (HTE 箔)		具有良好的高温抗拉、延伸性能、优良的耐热性和可蚀刻性、抗氧化性	用于多类覆铜板及线路板
	高 TG 无卤板材铜箔 (HTE-W 箔)		具有更强的剥离强度和耐热性，良好的高温抗拉、延伸性能，优良的可蚀刻性和抗氧化性	用于高玻璃化温度板材

反转处理铜箔 (RTF 箔)		采用光面粗化处理技术，具有极低的表面粗糙度，铜芽短，易于蚀刻，阻抗控制性强等特点	用于 5G 通讯板	
极低轮廓铜箔 (HVLV 箔)		具有极低表面粗糙度，比常规铜箔更低的表面轮廓结构，能够减少信号在高速传输中的损失、衰减	5G 通讯射频天线、高端服务器	
锂电电子 铜箔	4.5 μm		双面光极薄电子铜箔，具有良好的抗拉强度和延伸率等物性指标，极低的表面粗糙度	新能源汽车、高品质 3C 数码产品、储能系统
	6 μm		双面光极薄电子铜箔，具有良好的抗拉强度和延伸率等物性指标，极低的表面粗糙度	新能源汽车、高品质 3C 数码产品、储能系统
	7-8 μm		双面光超薄电子铜箔，具有良好的抗拉强度和延伸率，极低的表面粗糙度，具有优秀的表面外观质量和良好的物性指标	新能源汽车、高品质 3C 数码产品、储能系统
	8 μm 以上		双面光超薄电子铜箔，具有高延伸性和良好的抗拉强度，极低的表面粗糙度	动力电池、数码产品

资料来源：公司公告、招商证券

四、公司铜价格弹性大幅提升

1、米拉多铜矿探明及控制的矿石量 12.57 亿吨，矿石铜平均品位 0.48%，铜金属量 603.05 万吨，属于世界特大型铜矿。另外伴生金约 176 吨，银金属量 1015 吨。一期项目 2019 年投产，2022 年预计产量 10-12 万吨，铜精矿含金量预计超过 2 吨。二期预计 2025 年 6 月投产，投产后年矿产铜产量预计 20-22 万吨。

2021 年公司矿产铜产量 5.3 万吨。收购且达产后，公司铜矿产量提升到 27.5 万吨，权益矿产铜产量 20.9 万吨，增约 2.5-3 倍。单位市值对应矿产铜产量有望在明年开始 A 股市场可比公司范围内大幅提升，也即单位市值对应铜价格弹性大幅提升。

今年上半年中铁建铜冠铜精矿产量 6 万吨，实现 11.38 亿净利润。假设下半年产量和利润持平，全年净利润 22.7 亿元，对应 95 亿的估值不到 5 倍市盈率，明显低于铜资源股公司市盈率水平。

表 10: 可比公司对比 (亿元、万吨)

公司名	市值	2023E 市盈率	铜资源量	资源量/市值	权益铜矿产量				产量/市值			
					2022E	2023E	2024E	2025E	2022	2023	2024	2025
江西铜业	605	11	1305	2.2	21.0	21.0	21.0	21.0	3.5	3.5	3.5	3.5
云南铜业	236	12	283	1.2	6.9	8.8	8.8	8.8	2.9	3.8	3.8	3.8
铜陵有色	324	9	638	2.0	5.5	13.9	13.9	16.7	1.4	3.5	3.5	4.3
紫金矿业	2,591	10	6277	2.4	73.0	82.0	86.0	90.0	2.8	3.2	3.3	3.5
西部矿业	245	7	385	1.6	10.0	10.0	10.0	10.0	4.1	4.1	4.1	4.1

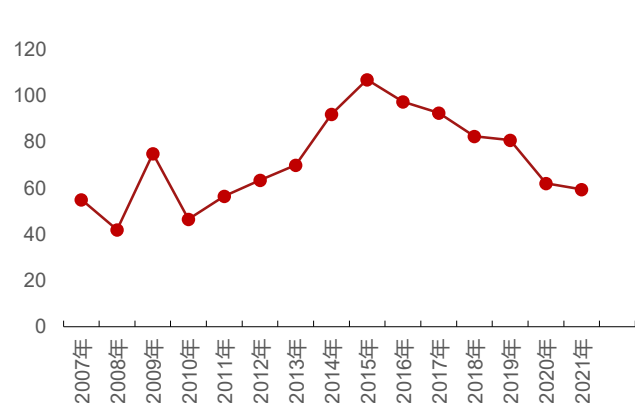
资料来源：公司公告、招商证券

备注 1: 铜陵有色市盈率测算，考虑本次对铜陵集团定向增发股份和可转换公司债券（假设全部转股）的计划。

注 2 为方便对比，表中所有公司市盈率预测均为 wind 一致预期

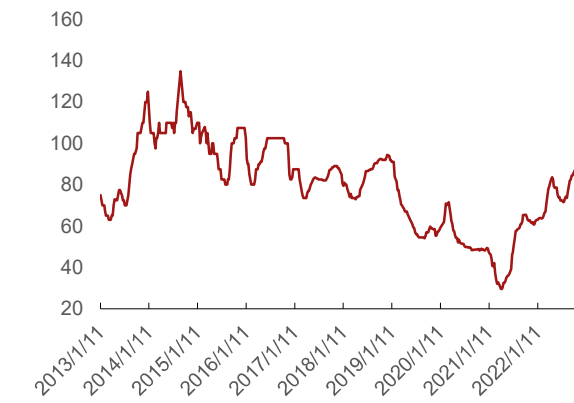
2、冶炼利润增加铜精矿加工费持续回升，冶炼利润明年可期：江西铜业、中国铜业、铜陵有色和金川集团与 Freeport 敲定 2023 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 88 美元/吨与 8.8 美分/磅，较 2022 年的 65 美元/吨增加 23 美元/吨，创 2017 年以来新高。公司去年阴极铜产量 160 万吨。

图 11 进口铜精矿 TC 年长单 (美元/吨)



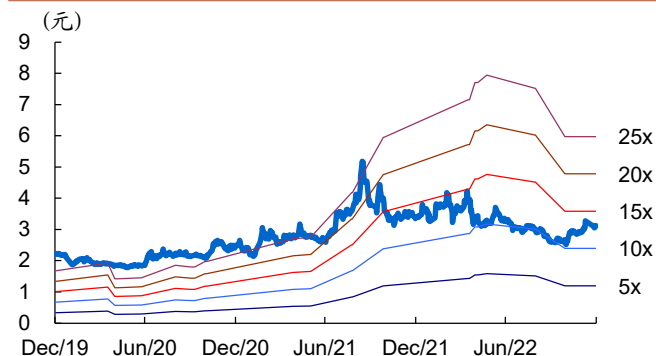
资料来源：SMM，招商证券

图 12 进口铜精矿 TC 现货价格 (美元/吨)



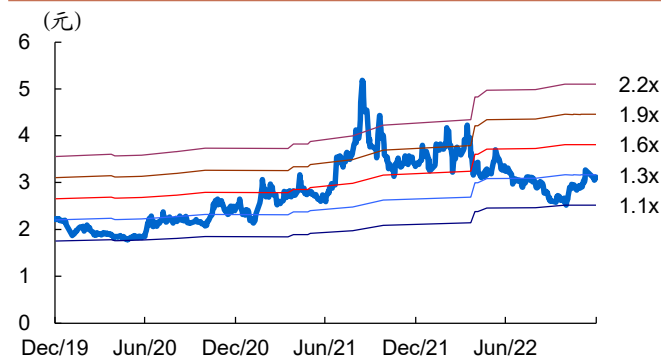
资料来源：SMM，招商证券

图 32: 铜陵有色历史 PE Band



资料来源：招商证券

图 33: 铜陵有色历史 PB Band



资料来源：招商证券

五、风险提示

1、中铁建铜冠收购不成功

本次交易尚需履行多方审批后方可实施，包括配套融资的成功也很重，均有不确定性。收购不成功，米拉多铜矿注入失败，公司铜矿产量和资源量的扩张将较难实现。

2、铜价下跌风险

公司主营业务为铜冶炼，自给率低，每年需要进口大量的铜精矿，在生产环节有着一定数量的铜库存，铜价的下跌，可能会导致存货跌价损失。

3、扩建项目进展不及预期风险

公司有较多扩建项目，铜冶炼和铜箔项目以及米拉多铜矿二期项目建设，建设过程中可能受到外部环境因素影响造成工期延误或矿建不及预期情况。如果扩建项目进度或程度不及预期，将对公司的利润和成长造成不利影响。

4、汇率波动风险

公司原料进口比例较高，外币负债金额较大，汇率波动对公司的经营业绩会造成较大影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	27800	29209	32134	34983	36232
现金	6078	5660	10159	12191	11715
交易性投资	50	109	109	109	109
应收票据	289	229	212	222	238
应收款项	1473	1875	1722	1800	1936
其它应收款	501	750	696	728	783
存货	15305	13511	12624	13081	14075
其他	4105	7075	6612	6854	7375
非流动资产	24383	21631	18276	15274	12589
长期股权投资	599	1922	1922	1922	1922
固定资产	19067	15750	12612	9806	7297
无形资产商誉	2537	2173	1956	1760	1584
其他	2181	1786	1786	1786	1786
资产总计	52183	50840	50410	50257	48821
流动负债	24529	22972	20874	17661	12919
短期借款	9809	7144	9045	5489	0
应付账款	10065	9166	8569	8879	9554
预收账款	720	789	737	764	822
其他	3934	5873	2522	2528	2542
长期负债	6994	4469	4469	4469	4469
长期借款	5003	3484	3484	3484	3484
其他	1991	986	986	986	986
负债合计	31523	27441	25343	22130	17388
股本	10527	10527	10527	10527	10527
资本公积金	2737	2737	2737	2737	2737
留存收益	5661	8444	9823	12481	15327
少数股东权益	1737	1692	1981	2384	2843
归属于母公司所有者权益	18924	21707	23086	25744	28590
负债及权益合计	52183	50840	50410	50257	48821

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2157	3413	5697	4862	4319
净利润	961	3470	2720	3790	4321
折旧摊销	1427	1935	1886	1532	1215
财务费用	480	654	665	502	247
投资收益	(95)	(421)	(484)	(484)	(484)
营运资金变动	(560)	(2264)	916	(475)	(979)
其它	(56)	38	(5)	(2)	(1)
投资活动现金流	(1402)	(1958)	1957	1957	1957
资本支出	(1519)	(1424)	1473	1473	1473
其他投资	117	(533)	484	484	484
筹资活动现金流	151	(1584)	(3156)	(4788)	(6752)
借款变动	538	486	(1438)	(3557)	(5489)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	251	0	0	0	0
股利分配	(105)	(421)	(1053)	(729)	(1016)
其他	(533)	(1648)	(665)	(502)	(247)
现金净增加额	906	(129)	4499	2032	(475)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	99438	131034	121599	127071	136729
营业成本	95069	123435	115398	119574	128662
营业税金及附加	324	435	360	376	405
营业费用	119	103	95	99	107
管理费用	1026	1152	1126	1176	1266
研发费用	123	185	172	179	193
财务费用	423	657	665	502	247
资产减值损失	(1196)	(1201)	(806)	(806)	(806)
公允价值变动收益	(33)	7	7	7	7
其他收益	197	237	237	237	237
投资收益	95	421	240	240	240
营业利润	1416	4530	3462	4843	5528
营业外收入	49	6	6	6	6
营业外支出	30	27	27	27	27
利润总额	1435	4508	3441	4821	5506
所得税	474	1038	720	1031	1185
少数股东损益	95	369	289	403	459
归属于母公司净利润	866	3101	2431	3387	3862

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	7%	32%	-7%	4%	8%
营业利润	-1%	220%	-24%	40%	14%
归母净利润	4%	258%	-22%	39%	14%
获利能力					
毛利率	4.4%	5.8%	5.1%	5.9%	5.9%
净利率	0.9%	2.4%	2.0%	2.7%	2.8%
ROE	4.6%	15.3%	10.9%	13.9%	14.2%
ROIC	3.2%	10.3%	8.5%	11.1%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	54.0%	50.3%	44.0%	35.6%
净负债比率	32.6%	27.5%	24.9%	17.9%	7.1%
流动比率	1.1	1.3	1.5	2.0	2.8
速动比率	0.5	0.7	0.9	1.2	1.7
营运能力					
总资产周转率	2.0	2.5	2.4	2.5	2.8
存货周转率	7.2	8.6	8.8	9.3	9.5
应收账款周转率	59.0	67.8	60.2	64.3	65.2
应付账款周转率	10.7	12.8	13.0	13.7	14.0
每股资料(元)					
EPS	0.08	0.29	0.23	0.32	0.37
每股经营净现金	0.20	0.32	0.54	0.46	0.41
每股净资产	1.80	2.06	2.19	2.45	2.72
每股股利	0.04	0.10	0.07	0.10	0.11
估值比率					
PE	37.9	10.6	13.5	9.7	8.5
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	15.6	7.1	8.2	7.2	7.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

杜开欣：招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科，中国注册会计师（CPA）。2021年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。