

➤ **事件概述：公司发布 2022 年报及 2023 年一季报：**2022 年，公司实现营业收入 1349.15 亿元，同比增加 6.18%；归母净利润 18.09 亿元，同比增加 178.63%；扣非归母净利润 18.11 亿元，同比增加 394.96%。**2022Q4**，公司实现营业收入 368.63 亿元，同比增加 8.24%、环比增加 9.56%；归母净利润 3.27 亿元，同比增加 156.39%、环比减少 58.27%；扣非归母净利润 3.78 亿元，同比增加 307.86%、环比减少 49.55%。**2023Q1**，公司实现营业收入 300.63 亿元，同比增加 4.03%、环比下降 18.45%；归母净利润 4.78 亿元，同比增加 27.96%、环比增加 46.19%；扣非归母净利润 4.51 亿元，同比增加 19.92%、环比增加 19.27%。

➤ **点评：销量稳步增长叠加期货套保收益，经营业绩创历史新高**

① **量：**2022 年，公司生产铜精矿含铜 6.26 万吨、阴极铜 134.92 万吨、黄金 17.04 吨、白银 646.13 吨、硫酸 480.07 万吨，公司实现阴极铜销量 171.00 万吨，同比增长 8.61%，白银销量 1027.27 吨，同比增长 15.66%；黄金销量 17.02 吨，同比减少 5.55%；硫酸销量 494.42 万吨，同比增长 3.56%。

② **价：**2022 年公司实现毛利率 4.84%，同比提升 0.77pct，主要系公司在铜价下行时产生期货套保收益扣减成本；2023Q1 公司实现毛利率 4.33%，同比下降 0.42pct，环比提升 0.22pct。分产品来看，2022 年阴极铜毛利率为 3.37%，同比提升 1.14pct，贵金属毛利率为 5%，同比下降 1.85pct，硫酸毛利率为 61.5%，同比下降 1.06pct。从产品价格来看，2022 年公司阴极铜平均价格 5.93 万元/吨，同比降低 2.54%，硫酸平均价格为 392.52 元/吨，同比提高 9.12%；贵金属合计平均价格为 1.06 万元/千克，同比降低 12.35%。

③ **费用：**2022 年公司期间费用率为 1.82%，同比下降 0.44pct，2023Q1 期间费用率为 1.62%，同比下降 0.09pct，环比下降 0.06pct。

④ **2023 年公司主产品生产计划：**全年预计自产精矿含铜 6.33 万吨，阴极铜 128 万吨，黄金 12.2 吨，白银 470 吨，硫酸 492 万吨。

➤ **核心看点：**1) 增持迪庆有色股权，铜保有资源量进一步提升。2022 年公司增发收购了迪庆有色股权，股权比例从 50.01%提高至 88.24%，公司权益口径保有铜金属量增长至 336.1 万吨。2) 搬迁项目优化冶炼布局。西南铜业分公司搬迁项目投资规模约 64.00 亿元，项目建成后将具备年产阴极铜 55 万吨，硫酸 135 万吨、金 11 吨、银 650 吨的产能。3) 背靠大股东中铝集团，资源整合未来可期。大股东旗下拥有秘鲁 Toromocho 铜矿项目和西藏铁格隆南矿床探矿权，资产注入未来可期。

➤ **投资建议：**公司作为中铝集团旗下唯一铜产业上市公司，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 20.13/20.60/21.31 亿元，对应 2023 年 5 月 8 日收盘价的 PE 分别为 13/12/12 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铜、金等金属价格下跌，项目进展不及预期，汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	134915	137395	139653	142137
增长率 (%)	6.2	1.8	1.6	1.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1809	2013	2060	2131
增长率 (%)	178.6	11.3	2.4	3.5
每股收益 (元)	0.90	1.00	1.03	1.06
PE	14	13	12	12
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

12.64 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

研究助理 李挺

执业证书：S0100122090040

邮箱：liting@mszq.com

目录

1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 点评：销量稳步增长叠加期货套保收益，经营业绩创历史新高	4
2.1 积极增产控本降费，经营业绩创历史新高	4
2.2 2022Q4 毛利下滑利润减少，2023Q1 费用下降利润环比改善	7
2.3 矿山端产量下滑，冶炼端盈利快速提升	9
3 核心看点：普朗铜矿股权比例提升，背靠中铝资源并购未来可期	11
4 盈利预测与投资建议	13
4.1 盈利预测假设与业务拆分	13
4.2 估值分析	14
4.3 投资建议	14
5 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

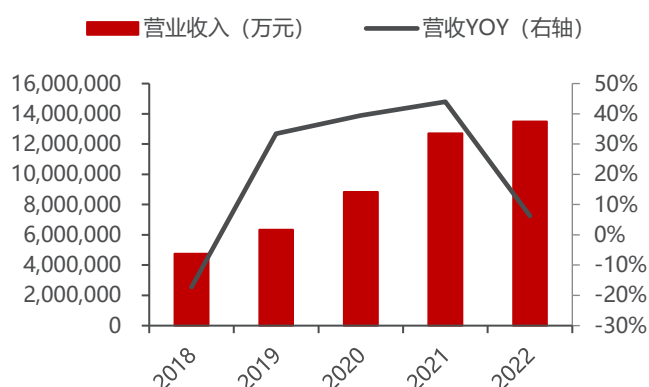
1 事件：公司发布 2022 年年报

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报：2022 年，公司实现营收 1349.15 亿元，同比增加 6.18%；归母净利润 18.09 亿元，同比增加 178.63%；扣非归母净利润 18.11 亿元，同比增加 394.96%。净利润增加，主要是公司紧抓市场机遇，控制成本费用，实现经营业绩的稳步增长。

2022Q4，公司实现营收 368.63 亿元，同比增加 8.24%、环比增加 9.56%；归母净利润 3.27 亿元，同比增加 156.39%、环比减少 58.27%；扣非归母净利润 3.78 亿元，同比增加 307.86%、环比减少 49.55%。

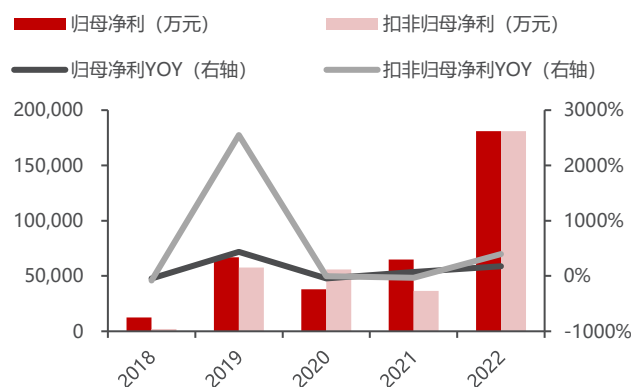
2023Q1，公司实现营收 300.63 亿元，同比增加 4.03%、环比下降 18.45%；归母净利润 4.78 亿元，同比增加 27.96%、环比增加 46.19%；扣非归母净利润 4.51 亿元，同比增加 19.92%、环比增加 19.27%。

图1：2022 年公司实现营收 1349.15 亿元



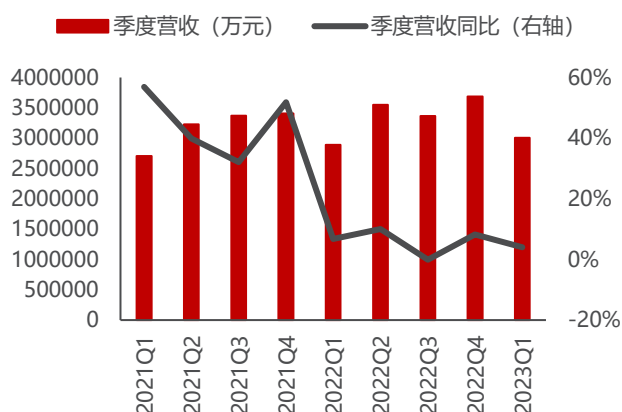
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年公司实现归母净利润 18.09 亿元



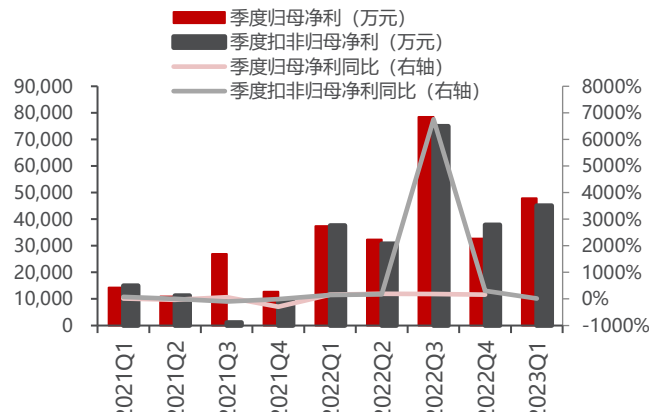
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q1 公司实现营收 300.63 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q1 公司实现归母净利润 4.78 亿元



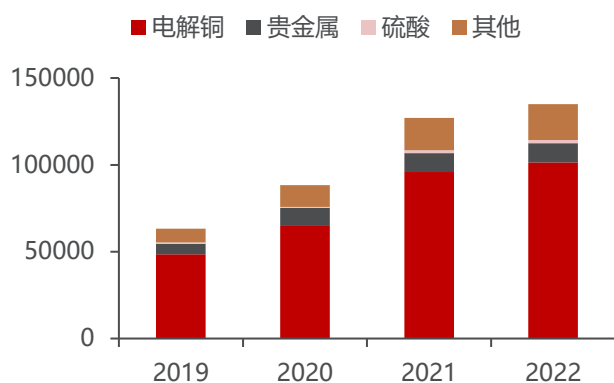
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评: 销量稳步增长叠加期货套保收益, 经营业绩创历史新高

2.1 积极增产控本降费, 经营业绩创历史新高

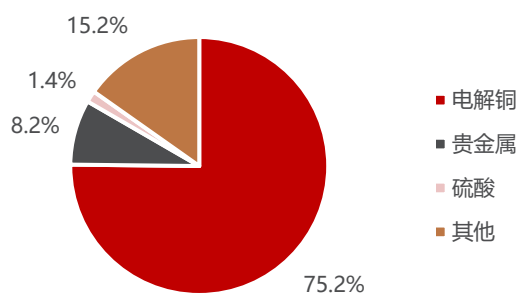
2022年, 公司营收1349.15亿元, 同比增长6.18%。分产品来看, 电解铜收入1014.23亿元, 同比增长5.86%, 占比总营业收入75.18%; 贵金属收入110.22亿元, 同比增长1.01%, 占比总营业收入8.17%; 硫酸收入19.41亿元, 同比增长13.01%, 占比总营业收入1.44%, 其他产品收入205.29亿元, 同比增长10.27%, 占比总营业收入15.22%。

图5: 2018-2022 公司分产品营收变化 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 2022 年公司产品收入结构

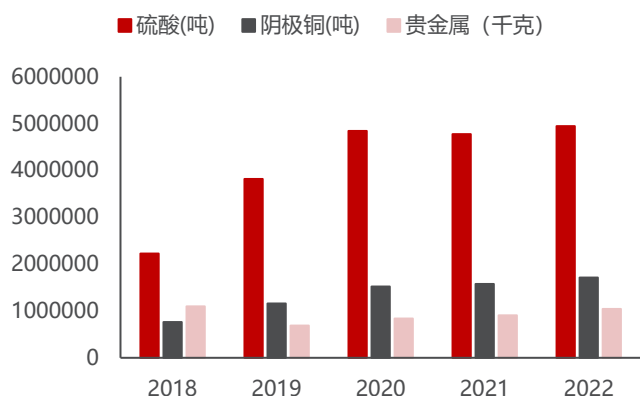


资料来源: Wind, 民生证券研究院

量: 2022年, 公司生产铜精矿含铜6.26万吨、阴极铜134.92万吨、黄金17.04吨、白银646.13吨、硫酸480.07万吨, 公司实现阴极铜销量171.00万吨, 同比增长8.61%, 白银销量1027.27吨, 同比增长15.66%; 黄金销量17.02吨, 同比减少5.55%; 硫酸销量494.42万吨, 同比增长3.56%。

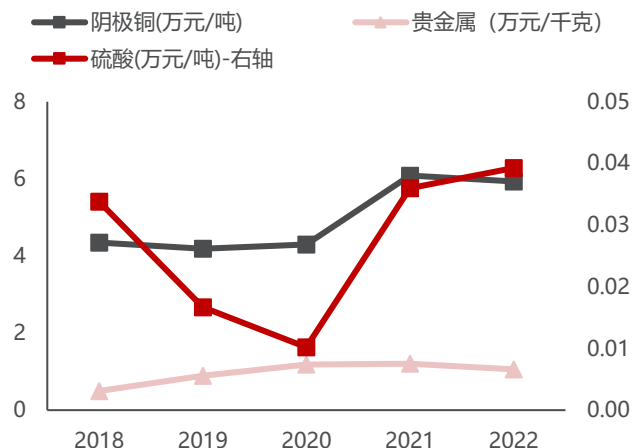
价: 2022年, 公司硫酸平均价格为392.52元/吨, 同比提高9.12%; 阴极铜平均价格5.93万元/吨, 同比降低2.54%; 贵金属(黄金、白银)合计平均价格为1.06万元/千克, 同比降低12.35%。

图7: 2022 年公司主要产品销量



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: 2022 年公司主要产品平均价格

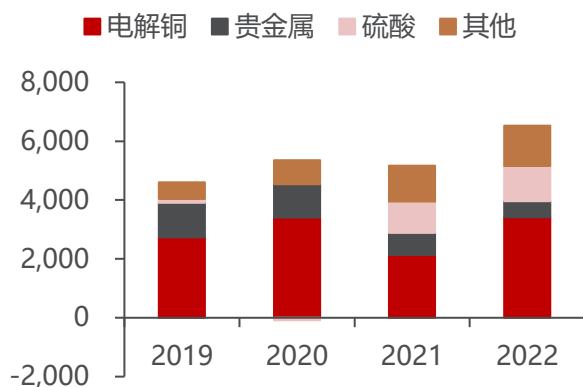


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2022 年, 公司实现毛利 65.33 亿元, 同比增加 26.40%, 其中电解铜毛利为 34.15 亿元, 同比增加 60.12%, 占比总毛利 52.28%; 贵金属毛利为 5.51 亿元, 同比减少 26.30%, 占比总毛利 8.43%; 硫酸毛利为 11.93 亿元, 同比增加 11.09%, 占比总毛利 18.27%。

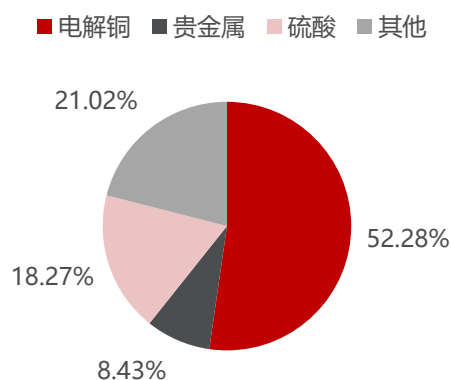
2022 年, 公司毛利率增长 0.77pct 到 4.84%, 净利率增长 0.95pct 到 1.97%。分产品来看, 电解铜毛利率为 3.40%, 同比上升 1.14pct; 贵金属毛利率为 5.0%, 同比减少 1.85pct; 硫酸毛利率为 61.5%, 同比下降 1.06pct。

图9: 2018-2022 公司分产品毛利 (单位: 百万元)



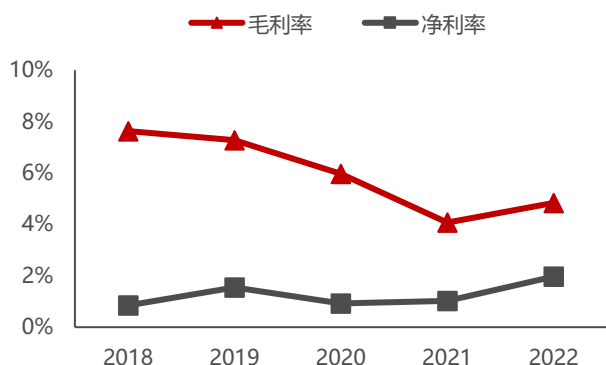
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图10: 2022 公司产品毛利占比



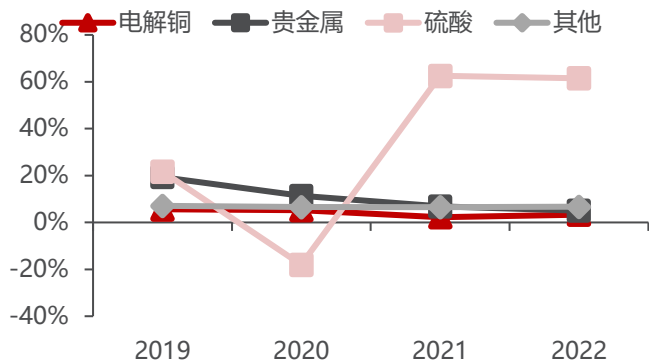
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图11: 2018-2022 公司毛利率及净利率变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

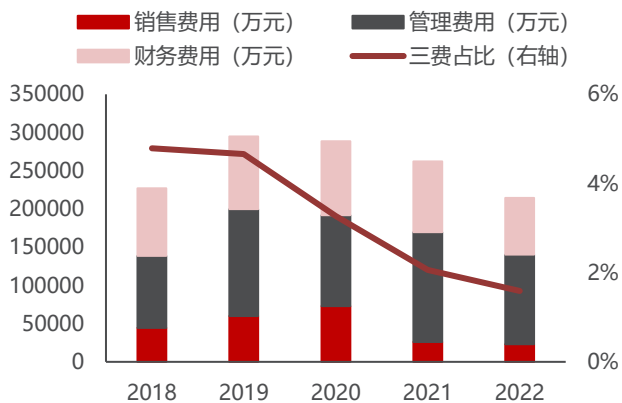
图12: 2018-2022 公司分产品毛利率变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

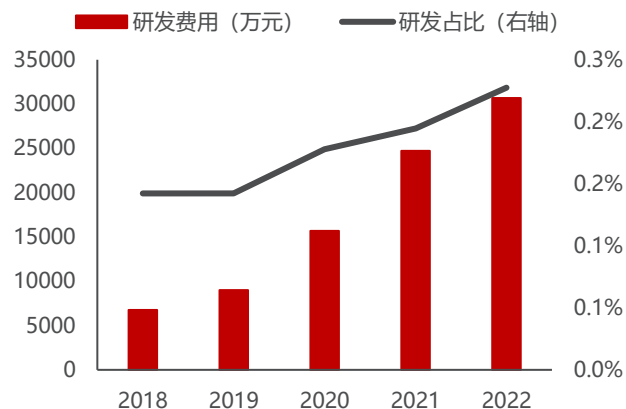
费用方面, 公司管理费用、销售费用、财务费用合计占营收比重呈现逐步下降趋势, 研发费用率稳步提升。期间费用: 2022 年公司期间费用为 24.51 亿元, 期间费用率下降 0.44pct 到 1.82%。其中, 销售费用同比减少 11.12%至 2.31 亿元; 管理费用同比减少 18.44%至 11.72 亿元; 财务费用同比减少 19.90%至 7.42 亿元; 研发费用同比增加 24.14%至 3.07 亿元。

图13: 公司三费情况 (管理、销售、财务)



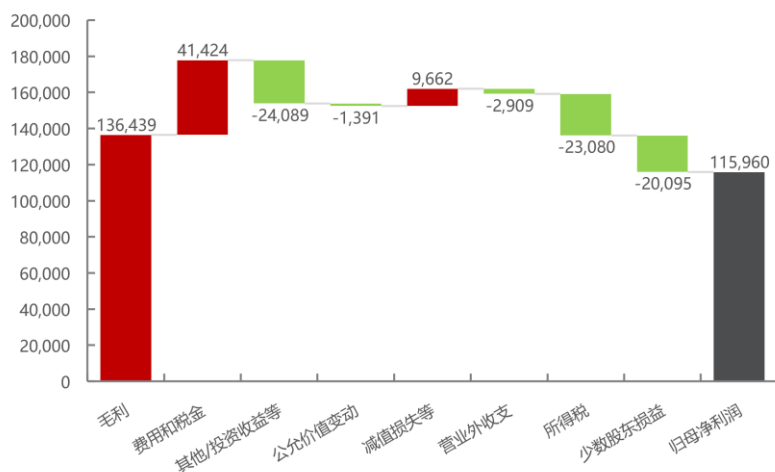
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 公司研发费用率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

综合来看, 2022 年业绩同比增长主要是毛利增加以及费用和税金减少。增利项主要来自毛利 (+13.64 亿元)、费用和税金 (+4.14 亿元)、减值损失等 (+9662 万元); 减利项主要来自其他/投资收益等 (-2.41 亿元)、公允价值变动 (-1391 万元)、营业外收支 (-2909 万元)、所得税 (-2.31 亿元)、少数股东损益 (-2.01 亿元)。

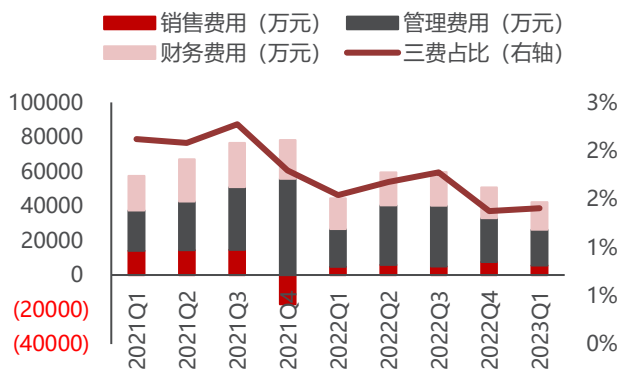
图15：2022 年公司归母净利润同比变化拆分（单位：万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

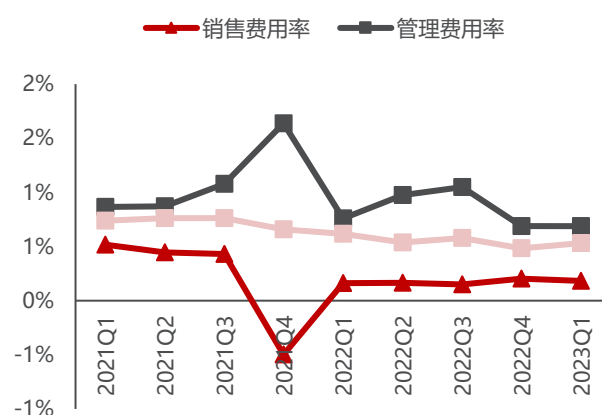
2.2 2022Q4 毛利下滑利润减少，2023Q1 费用下降利润环比改善

2022Q4，公司期间费用率环比减少 0.29pct 至 1.68%，其中销售费用率环比提升 0.05pct 到 0.20%，管理费用率环比下降 0.36pct 到 0.69%，财务费用率环比下降 0.10pct 到 0.48%，研发费用率环比提升 0.11pct 至 0.30%。2022Q4 公司毛利率环比下降 1.59pct 至 4.11%，净利率环比下降 1.73pct 至 1.21%。

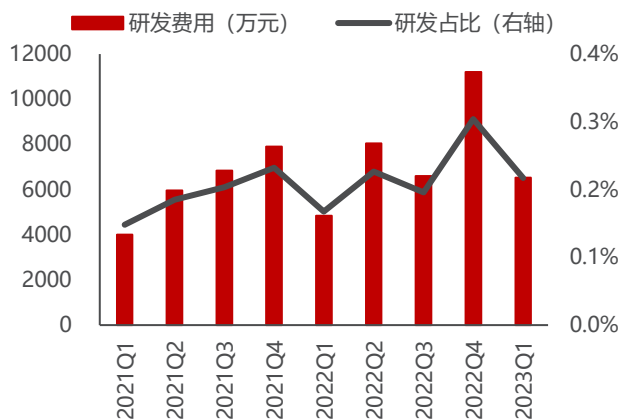
2023Q1，公司期间费用率环比下降 0.06pct 到 1.62%，其中销售费用率环比下降 0.02pct 到 0.18%，管理费用率相对持平，财务费用率环比提升 0.05pct 到 0.53%，研发费用率环比下降 0.09pct 到 0.22%。2023Q1 公司毛利率环比提升 0.22pct 至 4.33%，净利率环比提升 0.92pct 到 2.13%。

图16：公司分季度三费情况（管理、销售、财务）


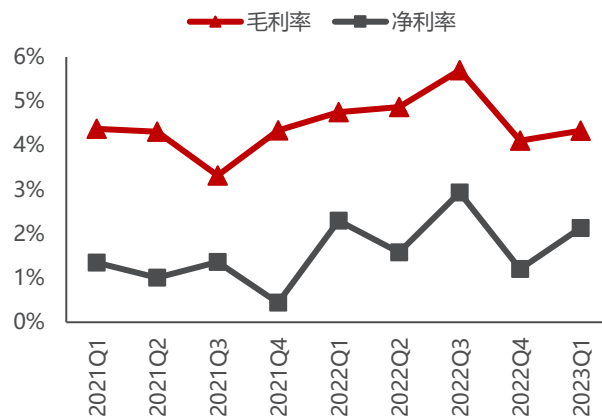
资料来源：wind，民生证券研究院

图17：公司分季度费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图18: 公司分季度研发费用率情况


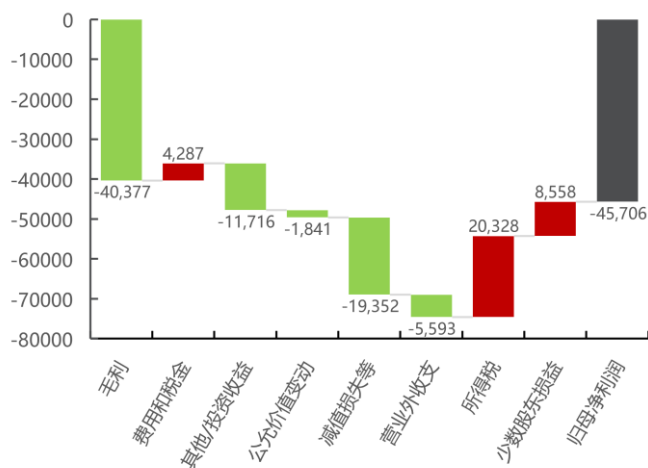
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 公司分季度毛利率与净利率情况


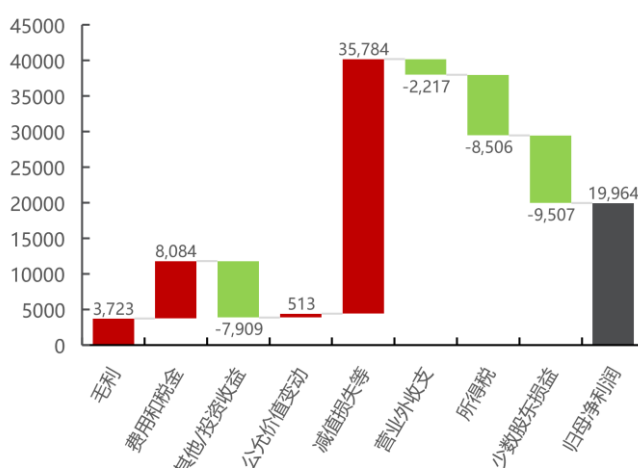
资料来源: wind, 民生证券研究院

同比来看, 2022Q4 v.s. 2021Q4: 2022Q4, 公司归母净利润同比增加156.39%。增利项主要在于毛利 (+3723 万元)、费用和税金 (+8084 万元)、公允价值变动 (+513 万元)、减值损失等 (+3.58 亿元); 减利项主要在于其他/投资收益等 (-7909 万元)、营业外收支 (-2217 万元)、所得税 (-8506 万元)、少数股东损益 (-9507 万元)。

环比来看, 2022Q4 v.s. 2022Q3: 2022Q4, 公司归母净利润环比减少58.27%。减利项主要在于毛利 (-4.04 亿元)、其他/投资收益等 (-1.17 亿元)、公允价值变动 (-1841 万元)、减值损失等 (-1.94 亿元)、营业外收支 (-5593 万元); 增利项主要在于费用和税金 (+4287 万元)、所得税 (+2.03 亿元)、少数股东损益 (+8558 万元)。

图20: 2022Q4 归母净利润环比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

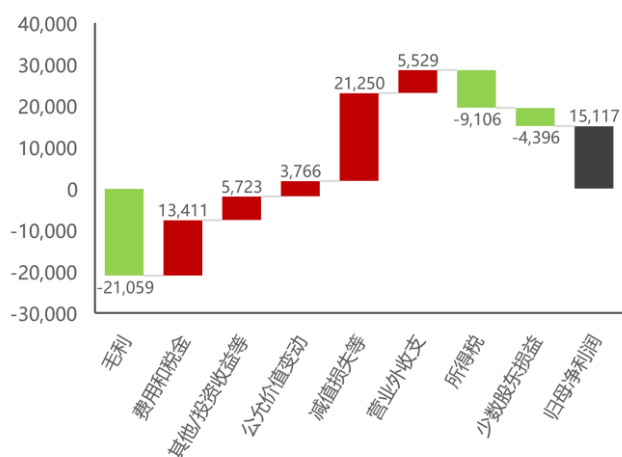
图21: 2022Q4 归母净利润同比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

同比来看, 2023Q1 v.s. 2022Q1: 2023Q1, 公司归母净利润同比增加 27.96%。增利项主要在于费用和税金 (+1263 万元)、其他/投资收益等 (+87 万元)、公允价值变动 (+3418 万元)、减值损失等 (+464 万元)、少数股东损益 (+1.29 亿元); 减利项主要在于毛利 (-7091 万元)、营业外收支 (-152 万元)、所得税 (-451 万元)。

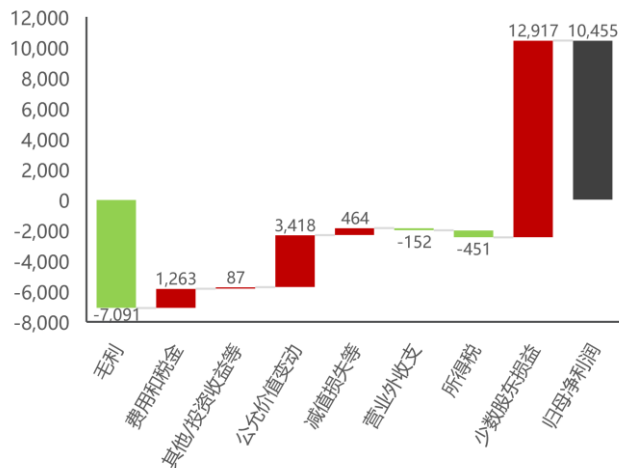
环比来看, 2023Q1 v.s. 2022Q4: 2023Q1, 公司归母净利润环比增加 46.19%。增利项主要在于费用和税金 (+1.34 亿元)、其他/投资收益等 (+5723 万元)、公允价值变动 (+3766 万元)、减值损失等 (+2.13 亿元)、营业外收支 (+5529 万元); 减利项主要在于毛利 (-2.11 亿元)、所得税 (-9106 万元)、少数股东损益 (-4396 万元)。

图22: 2023Q1 归母净利润环比变化拆分(单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2023Q1 归母净利润同比变化拆分(单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 矿山端产量下滑, 冶炼端盈利快速提升

从矿山端主要子公司运营情况来看, 迪庆有色普朗铜矿为主要铜精矿生产矿山, 2022 年生产铜精矿含铜 3.64 万吨, 同比减少 1.25 万吨, 主要系矿山入选品位下滑, 以及主动调减原矿采掘区域进行巷道支护与回填等基础工作导致。受入选品位下滑以及矿山产量减少影响, 2022 年迪庆有色实现营业收入 24.83 亿元, 同比减少 12.14%, 实现净利润 7.18 亿元, 同比减少 25.21%, 超过业绩承诺目标 6.92 亿元, 2022 年度业绩承诺实现。

表1：矿山端主要子公司情况

	铜精矿产量 (万吨)		营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
迪庆有色	4.89	3.64	28.26	24.83	9.60	7.18
玉溪矿业	1.95	1.91	24.71	24.07	2.37	2.93
楚雄矿冶	0.37	0.46	3.64	3.1	-3.9	0.02
迪庆矿业	0.23	0.25	1.54	1.79	-0.58	-2.44

资料来源：wind，民生证券研究院

从冶炼端主要子公司运营情况来看，2022 年赤峰云铜和东南铜业阴极铜产量都达到满产，分别为 43.09 万吨和 40.1 万吨，营收分别为 288.88 亿元和 273.45 亿元。由于 2022 年冶炼加工费和硫酸价格较为理想，冶炼企业盈利能力显著提升，2022 年赤峰云铜和东南铜业分别实现净利润 5.54 亿元和 5.87 亿元，同比分别增长 218.4%和 231.6%。

表2：冶炼端主要子公司情况

	产能 (万吨)	阴极铜产量 (万吨)		营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022
赤峰云铜	40	42.92	43.09	291.87	288.88	1.74	5.54
东南铜业	40	41.51	40.1	280.04	273.45	1.77	5.87

资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点: 普朗铜矿股权比例提升, 背靠中铝资源 并购未来可期

公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台, 矿山资源丰富, 同时具备从勘探、采选、冶炼、综合回收利用到销售的上下产业链协同优势。

截止 2022 年末, 公司保有矿石量 9.96 亿吨, 同比增加 0.41 亿吨; 铜金属量 374.56 万吨, 同比增加 13.51 万吨, 铜平均品位 0.38%。公司目前主要拥有的普朗铜矿、大红山铜矿、羊拉铜矿等矿山主要分布在三江成矿带, 具有良好的成矿地质条件和进一步找矿的潜力。公司高度重视矿山资源接替, 持续开展各矿区地质综合研究、矿山深边部找探矿工作。2022 年, 公司开展矿产勘查活动新增推断级以上铜资源金属量 24.27 万吨。

表3: 截至 2022 年公司保有矿石量情况

序号	单位	矿石量 (万吨)	Cu 平均品位 (%)	Cu 金属量 (万吨)	资源剩余可开采年限 (年)
1	迪庆有色	86,991.91	0.33	288.53	32
2	玉溪矿业	9,726.86	0.59	57.29	12
3	迪庆矿业	1,826.99	1	18.18	21
4	楚雄矿冶	1,045.10	1.01	10.56	2
5	公司合计	99,590.86	0.38	374.56	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2022 年, 公司精矿含铜产量按合并报表口径统计为 6.26 万吨, 按权益量统计为 6.44 万吨。2022 年, 公司收购云铜集团持有的迪庆有色 38.23% 股权, 公司持有迪庆有色股份由 50.01% 提高至 88.24%, 资源量进一步提升。迪庆有色普朗铜矿是以铜为主, 伴有钼、金、银等有色金属的特大型铜矿。截止 2022 年上半年末, 普朗铜矿保有铜金属量 261.15 万吨, 平均品位 0.33%。普朗铜矿采用全地下开采, 采矿方法为自然崩落采矿法, 是目前国内建成投产最大的自然崩落法地下矿山, 也是国内最为先进的矿山之一。

表4: 矿山企业铜精矿含铜产量情况表

矿产名称	单位	持有权益	2022	2021	2020	2019
迪庆有色	万吨	88.24%	3.64	4.89	6.08	4.80
玉溪矿业	万吨	100.00%	1.91	1.95	2.30	2.29
楚雄矿冶	万吨	100.00%	0.46	0.37	0.64	0.67
迪庆矿业	万吨	75.00%	0.25	0.23	0.29	0.26
凉山矿业	万吨	20.00%				
思茅山水	万吨	45.00%				
合计	万吨	-	6.26	7.57	9.80	8.43

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司主产品阴极铜产量连续三年突破 130 万吨，阴极铜产能 130 万吨位列全国第三。公司所属的冶炼企业主要有西南铜业、东南铜业、赤峰云铜、滇中有色、易门铜业等企业。公司经过多年的发展和积淀、科学的布局，已形成西南、东南、北方三大冶炼基地。西南冶炼基地的西南铜业和滇中有色采用艾萨炉、易门铜业采用底吹炉；东南冶炼基地的东南铜业采用“双闪”闪速炉；北方基地的赤峰云铜采用拥有自主知识产权的连吹炉。公司三大冶炼基地，通过多种冶炼工艺技术齐头并进发展，使得公司在生产组织及冶炼过程中可以合理调配，提高原料适应性，降低成本。

表5：冶炼企业阴极铜产量情况表

炼厂名称	单位	产能	持有权益	并表阴极铜		
				2022	2021	2020
西南铜业	万吨	50	100%	51.73	50.3	53.7
赤峰云铜	万吨	40	45%	43.09	42.92	41.8
东南铜业	万吨	40	60%	40.1	41.51	35.4
合计	万吨	130	-	134.92	134.73	130.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，背靠大股东资源并购未来可期。中铝集团当前持有秘鲁 Toromocho 铜矿项目以及西藏铁格隆南矿区探矿权。秘鲁 Toromocho 铜矿位于秘鲁中部，项目探明矿石储量 15.3 亿吨，其中含铜金属资源储量 1000 万吨，为千万吨级世界级特大型铜矿，也是我国在海外从零开始建成的第一个世界级铜矿矿山。中铝集团于 2007 年收购项目全部股权，2014 年建成投产，2021 年该矿产铜约 21 万吨。目前，Toromocho 铜矿二期扩建项目正在建设，项目建成后，产能将扩大 45%，新增矿石处理能力 5.3 万吨/天，新增铜精矿含铜 8 万吨/年，整个项目达到年矿产铜约 30 万吨。西藏铁格隆南矿区也已探获铜金属资源量超 1000 万吨。公司背靠中铝集团，未来优质资源注入机会可期。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务涵盖了铜的勘探、采选、冶炼, 贵金属和稀散金属的提取与加工, 硫化工以及贸易等领域, 主要产品包括阴极铜、黄金、白银和硫酸等。

阴极铜板块: 2022 年公司增持迪庆股权铜资源量进一步提升, 考虑公司历史销量以及 2023 年产量指引, 假设 2023-2025 年阴极铜销量为 171 万吨, 假设铜价保持稳定, 铜不含税价为 59024 元/吨。假设 2023-2025 年阴极铜板块毛利率基本保持平稳, 为 3.6%。

贵金属板块: 2022 年黄金、白银销量基本平稳, 考虑公司历史销量以及 2023 年产量指引, 假设 2023-2025 年黄金销量为 17 吨, 白银销量为 981 吨, 假设黄金和白银不含税价保持稳定, 分别为 420 元/克、4502 元/千克。假设 2023-2025 年贵金属板块毛利率基本保持平稳, 为 5.5%。

硫酸板块: 2022 年硫酸销量基本平稳, 考虑公司历史销量以及 2023 年产量指引, 假设 2023-2025 年硫酸销量为 492 万吨, 假设硫酸价格保持稳定, 为 393 元/吨。假设 2023-2025 年贵金属板块毛利率基本保持平稳, 为 61.5%。

根据以上假设, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 1373.95 亿元、1396.53 亿元、1421.37 亿元, 同比分别增加 1.84%、1.64%、1.78%, 毛利率分别为 5.11%、5.14%、5.16%。

表6: 公司营收分业务拆分预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
阴极铜	1014	1012	1012	1012
YOY	5.9%	-0.2%	0.0%	0.0%
毛利率	3.4%	3.6%	3.6%	3.6%
贵金属	110	116	116	116
YOY	1.0%	5.6%	0.0%	0.0%
毛利率	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%
硫酸	19	19	19	19
YOY	13.0%	-0.5%	0.0%	0.0%
毛利率	61.5%	61.5%	61.5%	61.5%
其他业务	205	226	248	273
YOY	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
营业总收入	1349	1374	1397	1421
YOY	6.2%	1.8%	1.6%	1.8%
毛利率	4.8%	5.1%	5.1%	5.2%

资料来源: wind, 民生证券研究院

4.2 估值分析

公司主营业务覆盖铜产业链的勘探、采选、冶炼等环节，故选取紫金矿业、江西铜业两家铜行业公司作为可比公司进行对比。按照 2023 年 5 月 8 日收盘价计算，可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 12X/11X/10X，公司 PE 略高于可比公司平均 PE。公司中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，大股东中铝集团旗下拥有优质矿产资源，未来资产注入可期，综合考虑我们认为公司估值处于合理范围。

表7：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601899.SH	紫金矿业	12.66	0.76	0.95	1.14	1.39	17	13	11	9
600362.SH	江西铜业	20.81	1.73	1.85	1.94	1.98	12	11	11	11
	平均						14	12	11	10
000878.SZ	云南铜业	12.64	0.90	1.00	1.03	1.06	14	13	12	12

资料来源：wind，民生证券研究院

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 5 月 8 日

4.3 投资建议

公司作为中铝集团旗下唯一铜产业上市公司，未来资产注入可期，冶炼产能国内领先，已形成西南、东南、北方三大冶炼基地布局。我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 20.13/20.60/21.31 亿元，对应 2023 年 5 月 8 日收盘价的 PE 分别为 13/12/12 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 铜、金等金属价格下跌。公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、金、锌、银、铁矿石等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

2) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在建设，这些项目的建设仍需投入大量人力物力，可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

3) 汇率波动风险。公司采购的进口铜矿原料和海外投资普遍采用美元结算，若汇率发生较大波动，则可能导致公司产生汇兑损失，进而对公司的盈利能力产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	134915	137395	139653	142137
营业成本	128382	130373	132481	134800
营业税金及附加	448	492	500	509
销售费用	231	265	270	274
管理费用	1172	1423	1447	1473
研发费用	307	286	291	296
EBIT	4071	4680	4792	4915
财务费用	742	538	550	524
资产减值损失	-593	0	0	0
投资收益	150	168	170	173
营业利润	3309	4317	4419	4572
营业外收支	-62	0	0	0
利润总额	3246	4317	4419	4572
所得税	590	878	899	930
净利润	2656	3439	3520	3642
归属于母公司净利润	1809	2013	2060	2131
EBITDA	5503	6243	6508	6760

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5255	5367	7651	10021
应收账款及票据	135	122	124	126
预付款项	4482	4413	4484	4562
存货	10326	12231	12429	12646
其他流动资产	2505	1983	1988	1993
流动资产合计	22703	24116	26675	29349
长期股权投资	1005	1172	1342	1516
固定资产	13426	13398	13259	13111
无形资产	1832	1819	1813	1807
非流动资产合计	17262	17382	17399	17444
资产合计	39965	41498	44074	46793
短期借款	2981	2981	2981	2981
应付账款及票据	5515	5098	5180	5271
其他流动负债	6074	5117	5144	5174
流动负债合计	14570	13196	13306	13426
长期借款	8947	9495	9495	9495
其他长期负债	398	404	404	440
非流动负债合计	9345	9899	9899	9934
负债合计	23914	23095	23204	23360
股本	2004	2004	2004	2004
少数股东权益	2839	4266	5725	7236
股东权益合计	16051	18404	20870	23433
负债和股东权益合计	39965	41498	44074	46793

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.18	1.84	1.64	1.78
EBIT 增长率	57.19	14.97	2.39	2.57
净利润增长率	178.63	11.27	2.36	3.46
盈利能力 (%)				
毛利率	4.84	5.11	5.14	5.16
净利润率	1.34	1.46	1.48	1.50
总资产收益率 ROA	4.53	4.85	4.67	4.55
净资产收益率 ROE	13.69	14.24	13.60	13.16
偿债能力				
流动比率	1.56	1.83	2.00	2.19
速动比率	0.40	0.45	0.62	0.79
现金比率	0.36	0.41	0.57	0.75
资产负债率 (%)	59.84	55.65	52.65	49.92
经营效率				
应收账款周转天数	0.36	0.32	0.32	0.32
存货周转天数	29.36	34.24	34.24	34.24
总资产周转率	3.41	3.37	3.26	3.13
每股指标 (元)				
每股收益	0.90	1.00	1.03	1.06
每股净资产	6.59	7.06	7.56	8.08
每股经营现金流	3.03	1.99	2.75	2.86
每股股利	0.40	0.53	0.54	0.56
估值分析				
PE	14	13	12	12
PB	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.65	5.74	5.15	4.62
股息收益率 (%)	3.16	4.16	4.26	4.41

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2656	3439	3520	3642
折旧和摊销	1433	1562	1716	1845
营运资金变动	622	-1445	-166	-183
经营活动现金流	6076	3989	5507	5738
资本开支	-920	-1476	-1520	-1673
投资	-1875	0	0	0
投资活动现金流	-3038	-1476	-1520	-1673
股权募资	2657	0	0	0
债务募资	-3598	-681	0	0
筹资活动现金流	-2273	-2401	-1705	-1694
现金净流量	817	112	2283	2371

插图目录

图 1: 2022 年公司实现营收 1349.15 亿元.....	3
图 2: 2022 年公司实现归母净利润 18.09 亿元.....	3
图 3: 2023Q1 公司实现营收 300.63 亿元.....	3
图 4: 2023Q1 公司实现归母净利润 4.78 亿元.....	3
图 5: 2018-2022 公司分产品营收变化 (单位: 百万元)	4
图 6: 2022 年公司产品收入结构.....	4
图 7: 2022 年公司主要产品销量.....	5
图 8: 2022 年公司主要产品平均价格.....	5
图 9: 2018-2022 公司分产品毛利 (单位: 百万元)	5
图 10: 2022 公司产品毛利占比.....	5
图 11: 2018-2022 公司毛利率及净利率变化.....	6
图 12: 2018-2022 公司分产品毛利率变化.....	6
图 13: 公司三费情况 (管理、销售、财务)	6
图 14: 公司研发费用率情况.....	6
图 15: 2022 年公司归母净利润同比变化拆分 (单位: 万元)	7
图 16: 公司分季度三费情况 (管理、销售、财务)	7
图 17: 公司分季度费用率情况.....	7
图 18: 公司分季度研发费用率情况.....	8
图 19: 公司分季度毛利率与净利率情况.....	8
图 20: 2022Q4 归母净利润环比变化拆分 (单位: 万元)	8
图 21: 2022Q4 归母净利润同比变化拆分 (单位: 万元)	8
图 22: 2023Q1 归母净利润环比变化拆分 (单位: 万元)	9
图 23: 2023Q1 归母净利润同比变化拆分 (单位: 万元)	9

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 矿山端主要子公司情况.....	10
表 2: 冶炼端主要子公司情况.....	10
表 3: 截至 2022 年公司保有矿石量情况.....	11
表 4: 矿山企业铜精矿含铜产量情况表.....	11
表 5: 冶炼企业阴极铜产量情况表.....	12
表 6: 公司营收分业务拆分预测.....	13
表 7: 可比公司 PE 对比.....	14
公司财务报表数据预测汇总.....	16

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026