

存货减值拖累利润，静待集团资产注入

2022 年 08 月 29 日

► **事件：公司发布 2022 半年报：**2022 上半年，公司实现营收 619.24 亿元，同比减少 9.1%；归母净利润 13.93 亿元，同比增长 5.4%；扣非归母净利 12.39 亿元，同比增长 18.8%。2022Q2，公司实现营收 329.72 亿元，同比减少 8.7%、环比增长 13.9%；归母净利润 7.64 亿元，同比减少 18.5%、环比增长 21.6%；扣非归母净利 5.9 亿元，同比减少 16.7%、环比减少 9.1%。业绩低于预期。

► **2022H1 归母净利润同比增加 7151 万元，主要得益于毛利同比增长 3.88 亿元，但减值损失减利 3.28 亿元。**2022H1，阴极铜/粗炼加工费/硫酸均价同比增长 7.2%/102.2%/50.4%至 7.15 万元/吨、73.1 美元/吨、755 元/吨，多产品价格共振使毛利同比大幅增长。但公司计提存货跌价准备 7.77 亿元，占利润总额的比例达到 39.68%，尽管公司通过衍生工具套期保值，对冲部分跌价并产生 1.8 亿元公允价值变动收益，但未能完全抵消存货跌价损失，拖累业绩。若不考虑存货跌价，公司归母净利润约为 15.56 亿元，同比增长 17.83%。

► **2022Q2 归母净利润环比回升主要得益于毛利环比增长 7.43 亿元。**2022 年 Q2 公司营收环比增长 13.88%至 329.72 亿元，分拆来看，归母净利润的环比增加 (1.36 亿元) 主要是由于毛利 (+7.43 亿元)、公允价值变动收益 (+2.34 亿元) 引起。毛利的增长主要是受益于产品价格的提升，2022 Q2 阴极铜均价为 71474 元/吨，同比增长 1.1%，环比下降 0.1%，涨势趋缓，但 2022Q2 硫酸均价达到 932.44 元/吨，同比增长 59.06%、环比增长 61.56%。公司毛利率为 6.59%，环比回升 1.64pct 带动毛利水平回升。而减利项主要来源于资产减值损失 (-7.20 亿元)、管理费用 (-0.45 亿元)、财务费用 (-0.56 亿元) 和所得税 (-0.33 亿元)。

► **未来看点：**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：**2022 年铜精矿长单加工费 (TC/RC) 增长 9.24%，结束了 2015 年以来加工费逐年下降的趋势，加工费持续维持高位。③**硫酸：**硫酸作为公司冶炼过程中产生的副产物，成本稳定，业绩弹性大。④**铜箔加工：**目前铜箔产能达 4.5 万吨，铜冠铜箔首发募投项目 1 万吨/年 PCB 铜箔进入设备安装阶段，铜陵地区 1 万吨/年锂电池铜箔扩建项目已开工建设，池州地区 1.5 万吨/年锂电池铜箔扩建项目即将开工建设。

► **投资建议：**公司产品铜及硫酸价格回落，我们下调公司 2022-2024 年归母净利至 31.46、34.85 和 36.82 亿元，EPS 分别为 0.30、0.33 和 0.35 元；对应 8 月 26 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)	131034	133240	130053	136353
增长率 (%)	31.8	1.7	-2.4	4.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	3101	3146	3485	3682
增长率 (%)	258.3	1.4	10.8	5.7
每股收益 (元)	0.29	0.30	0.33	0.35
PE	10	10	9	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

3.07 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1. 铜陵有色 (000630.SZ) 2021 年年报点评：业绩创新高，业务进入共振-2022/04/22

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	131034	133240	130053	136353
营业成本	123435	126169	122920	128850
营业税金及附加	435	440	429	451
销售费用	103	133	125	129
管理费用	1152	1199	1170	1227
研发费用	185	184	178	188
EBIT	5315	5114	5230	5508
财务费用	657	425	452	490
资产减值损失	-1179	-808	-422	-424
投资收益	421	327	319	352
营业利润	4530	4482	4940	5223
营业外收支	-22	-8	0	2
利润总额	4508	4474	4940	5225
所得税	1038	940	1037	1097
净利润	3470	3534	3902	4128
归属于母公司净利润	3101	3146	3485	3682
EBITDA	7257	6014	6086	6272

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5660	6792	8830	11479
应收账款及票据	2104	2241	2174	2269
预付款项	6745	5979	5859	6280
存货	13511	15813	15705	16118
其他流动资产	1190	4101	6934	9842
流动资产合计	29209	34926	39502	45987
长期股权投资	1922	2633	3435	4294
固定资产	15750	14687	13241	11472
无形资产	2173	2042	1879	1694
非流动资产合计	21631	20504	19242	17828
资产合计	50840	55430	58744	63815
短期借款	7144	4403	4597	5551
应付账款及票据	9166	10970	10556	10862
其他流动负债	6662	6523	6485	6641
流动负债合计	22972	21896	21637	23054
长期借款	3484	6816	7786	8714
其他长期负债	986	984	984	984
非流动负债合计	4469	7800	8770	9698
负债合计	27441	29696	30408	32752
股本	10527	10527	10527	10527
少数股东权益	1692	2080	2498	2943
股东权益合计	23399	25733	28336	31064
负债和股东权益合计	50840	55430	58744	63815

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	1.68	-2.39	4.84
EBIT 增长率	146.44	-3.79	2.27	5.32
净利润增长率	258.29	1.42	10.78	5.67
盈利能力 (%)				
毛利率	5.80	5.31	5.48	5.50
净利润率	2.65	2.65	3.00	3.03
总资产收益率 ROA	6.10	5.67	5.93	5.77
净资产收益率 ROE	14.29	13.30	13.49	13.10
偿债能力				
流动比率	1.27	1.60	1.83	1.99
速动比率	0.39	0.60	0.83	1.02
现金比率	0.25	0.31	0.41	0.50
资产负债率 (%)	53.98	53.57	51.76	51.32
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	2.40	2.21	2.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.30	0.33	0.35
每股净资产	2.06	2.25	2.45	2.67
每股经营现金流	0.32	0.39	0.42	0.40
每股股利	0.10	0.11	0.12	0.13
估值分析				
PE	10	10	9	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.60	6.67	6.45	6.13
股息收益率 (%)	3.26	3.71	4.02	4.33

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3470	3534	3902	4128
折旧和摊销	1941	900	856	763
营运资金变动	-2845	-1329	-949	-1333
经营活动现金流	3413	4100	4466	4254
资本开支	-1365	590	794	1096
投资	-442	-2756	-2836	-2893
投资活动现金流	-1958	-1840	-1723	-1445
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-376	590	1164	1882
筹资活动现金流	-1584	-1129	-705	-160
现金净流量	-208	1132	2038	2649

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。本报告清晰准确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