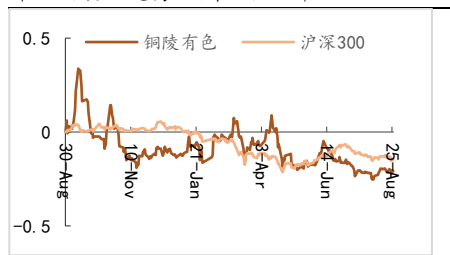


评级： 买入

吴轩
有色行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110521120001
wuxuan123@sczq.com.cn
电话: 021-58820297

刘崇娜
有色行业研究助理
liuchongna@sczq.com.cn
电话: 010-81152687

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	3.07
一年内最高/最低价 (元)	5.62/2.86
市盈率 (当前)	10.18
市净率 (当前)	1.33
总股本 (亿股)	105.27
总市值 (亿元)	323.16

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 加工费、硫酸价格持续高企 公司业绩迎开门红
- 铜产品、硫酸价格大幅上涨 公司创历史最佳业绩
- 产品价格显著上涨 公司 21 年业绩创历史新高

核心观点

- 加工费及硫酸价格处于高位, 存货减值降低利润增速。**2022 年上半年公司实现营业收入 619.24 亿元, 同比下降-9.14%; 实现归母净利润 13.93 亿元, 同比增长 5.41%; 实现扣非归母净利润 12.39 亿元, 同比增长 18.84%。报告期内铜精矿加工费及硫酸价格均处于高位, 受去年业绩高基数及公司计提存货跌价准备 7.77 亿影响, 上半年利润增速不及预期。
- 铜精矿产能处于高速增长期, 高加工费释放公司盈利潜力。**2022 年铜精矿长单 TC 为 65.5 美元/吨, 今年以来多数时间进口铜精矿现货 TC 高于长单 TC, 位于 70 上方。虽然硫酸价格高位大幅回落, 但冶炼厂利润尚可。2021 年以来全球铜矿再次进入大幅扩张周期, 新投产即扩产产能较多, 铜精矿加工费有望保持高位。
- 铜冠铜箔产能稳步扩张, 产品结构持续优化。**铜冠铜箔目前拥有产能 4.5 万吨, 其中 PCB 铜箔 2.5 万吨/年, 锂电铜箔 2 万吨/年, IPO 募投项目建成后, 年底产能将扩大至 5.5 万吨/年, 23 年底有望进一步扩大至 8 万吨。公司为国内标箔龙头, 定位高端产品, HVLP 铜箔和 5G 用 RTF 铜箔行业领先, 锂电铜箔销售中 6 μ m 及 4.5 μ m 的出货占比提高至 77%, 去年同期仅 40%左右。产品结构升级助力加工费及盈利能力提升。公司产品供不应求, 未来业绩贡献值得期待。
- 米拉多铜矿生产状况良好, 注入预期强烈。**米拉多铜矿生产稳定, 与周边社区关系良好, 2021 年产铜量 8.92 万吨, 实现销售收入 9.07 亿美元, 预计 2022 年产铜量有望达 11 万吨; 二期建设完成后, 产量有望达 20-23 万吨, 大幅提升公司原料自给率。根据集团不竞争承诺, 米拉多铜矿注入预期强烈, 若顺利注入, 上市公司层面铜矿储量及产量将大幅增长。
- 投资建议:**公司是铜冶炼龙头企业并注重产业链一体化布局, 米拉多铜矿注入稳步推进, 注入后公司铜精矿自给率将大幅提升。近两年铜精矿新增项目多, 加工费 TC 有望保持高位。铜冠铜箔产能稳步扩张, 且产品结构持续优化。公司营业收入有望在 2022/23/2024 年分别达到 1312.72/1339.38/1439.25 亿元, 归母净利润分别达到 31.33/36.34/37.64 亿元, 对应 EPS 分别为 0.3、0.35、0.36。维持公司“买入”评级。
- 风险提示:**铜价大幅下降; 米拉多铜矿注入进展不及预期; 硫酸价格及加工费回调

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	1310.34	1312.72	1339.38	1439.25
营收增速 (%)	31.77%	0.18%	2.03%	7.46%
净利润 (亿元)	31.01	31.33	36.34	37.64
净利润增速 (%)	258.29%	1.01%	16.00%	3.57%
EPS(元/股)	0.29	0.30	0.35	0.36
PE	10.38	10.11	8.72	8.42

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	29,209.25	30,738.63	33,886.50	37,130.40	经营活动现金流	3413.06	6410.93	6396.14	6924.30
现金	5,660.07	8,066.38	10,475.27	13,247.60	净利润	3470.42	3132.88	3634.00	3763.66
应收账款	1,875.37	1,749.19	1,673.68	1,924.45	折旧摊销	1934.64	2196.18	2290.52	2390.87
其它应收款	750.36	791.00	810.00	830.00	财务费用	654.50	827.01	575.93	647.66
预付账款	6,744.61	6,358.95	5,856.58	5,255.34	投资损失	-420.71	-269.79	-261.90	-273.00
存货	13,511.02	12,716.68	13,885.26	14,848.08	营运资金变动	-2586.80	51.77	-305.54	-104.23
其他	439.25	781.78	813.00	678.01	其它	361.01	472.87	463.12	499.34
非流动资产	21,631.17	21,535.12	21,261.14	20,917.01	投资活动现金流	-1957.82	-1706.24	-1713.89	-1802.81
长期投资	1,922.38	1,922.38	1,922.38	1,922.38	资本支出	-835.47	2570.00	2570.00	2670.00
固定资产	15,749.88	15,444.19	15,075.67	14,729.66	长期投资	-1323.47	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,173.09	2,156.58	2,137.38	2,115.47	其他	201.12	-4276.24	-4283.89	-4472.81
其他	702.33	832.46	879.00	855.73	筹资活动现金流	-1584.01	-2298.38	-2273.36	-2349.17
资产总计	50,840.42	52,273.76	55,147.65	58,047.40	短期借款	-2665.48	-65.92	-528.00	-452.00
流动负债	22,972.16	21,719.45	21,983.40	21,719.49	长期借款	-1519.79	-62.60	-615.00	-563.00
短期借款	7,143.92	7,078.00	6,550.00	6,098.00	其他	2601.26	-2169.85	-1130.36	-1334.17
应付账款	4,188.46	4,116.30	4,153.28	4,579.92	现金净增加额	-128.77	2406.31	2408.89	2772.32
其他	3,044.77	2,885.35	2,571.29	2,187.96					
非流动负债	4,469.19	4,333.58	3,689.00	3,140.79	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	3,483.60	3,421.00	2,806.00	2,243.00	成长能力				
其他	985.59	912.58	883.00	897.79	营业收入	131033.65	131271.67	133938.16	143925.22
负债合计	27,441.35	26,053.03	25,672.40	24,860.28	营业利润	4529.77	4582.69	5228.35	5448.43
少数股东权益	1,691.69	2,158.53	2,615.85	3,109.39	归属母公司净利润	3101.44	3132.88	3634.00	3763.66
归属母公司股东权益	21,707.39	24,062.20	26,859.39	30,077.74	获利能力				
负债和股东权益	50,840.42	52,273.76	55,147.65	58,047.40	毛利率	5.80%	5.93%	6.19%	6.10%
					净利率	2.37%	2.39%	2.71%	2.62%
					ROE	7.95%	13.73%	13.88%	12.83%
					ROIC	12.89%	13.75%	14.86%	15.63%
利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
营业收入	131,033.65	131,271.67	133,938.16	143,925.22	资产负债率	53.98%	49.84%	46.55%	42.83%
营业成本	123,434.99	123,489.06	125,645.46	135,145.05	净负债比率	36.00%	29.80%	15.99%	8.39%
营业税金及附加	435.40	433.20	442.00	474.95	流动比率	1.27	1.42	1.54	1.71
营业费用	103.01	105.02	120.54	143.93	速动比率	0.68	0.83	0.91	1.03
研发费用	185.00	183.78	200.91	215.89	营运能力				
管理费用	1,151.60	1,155.19	1,178.66	1,280.93	总资产周转率	2.54	2.55	2.49	2.54
财务费用	657.44	827.01	575.93	647.66	应收账款周转率	78.26	72.43	78.26	80.00
资产减值损失	-1,178.63	-989.00	-1,031.00	-1,071.00	应付账款周转率	28.10	31.61	32.39	32.96
公允价值变动收益	7.32	6.03	5.79	5.81	每股指标(元)				
投资净收益	420.71	269.79	261.90	273.00	每股收益	0.29	0.30	0.35	0.36
营业利润	4,529.77	4,582.69	5,228.35	5,448.43	每股经营现金	0.32	0.61	0.61	0.66
营业外收入	5.66	24.13	26.32	18.70	每股净资产	2.06	2.29	2.55	2.86
营业外支出	27.36	38.65	32.14	28.72	估值比率				
利润总额	4,508.06	4,568.17	5,222.53	5,438.41	P/E	10.38	10.11	8.72	8.42
所得税	1,037.65	968.45	1,131.20	1,181.22	P/B	1.46	1.32	1.18	1.05
净利润	3,470.42	3,599.72	4,091.33	4,257.19					
少数股东损益	368.98	466.84	457.33	493.53					
归属母公司净利润	3,101.44	3,132.88	3,634.00	3,763.66					
EBITDA	9,501.94	9,583.88	10,156.81	10,628.96					
EPS (元)	0.29	0.30	0.35	0.36					

分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021年12月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业助理研究员，FRM，2022年5月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现