

铜陵有色(000630)深度研究报告

米拉多铜矿注入预期进一步强化,中长期公司铜精矿自给率或将进一步提升

推荐(首次)

目标价: 2元

当前价: 1.88元

- ❖ **全产业链布局,产能不断向上下游延伸。**铜陵有色旗下目前共有11座矿山,其中6座矿山在上市公司体内,剩余5座在上市公司子公司体内;公司旗下目前共有4个冶炼厂,其中1个分公司金冠铜业,另外3个冶炼厂分别为控股子公司;公司旗下目前共有5个铜材加工子公司,产业涉及铜杆、铜带及铜箔等。
- ❖ **近三年营收及归母净利润持续增长。**2017年以来,公司营收持续稳定增长,一方面得益于电解铜产量的持续提升,另一方面则因为铜价自2016年年末开始持续上涨,量价齐升致使公司近三年营收年均复合增长率维持在4%。从利润角度来看,公司归母净利润自2016年持续增长,年均复合增速达47.59%,主要得益于公司冶炼厂产能的逐步释放以及公司铜精矿自给率的稳步提升。
- ❖ **已有矿山持续发力,矿山资源储量亟待提高。**上市公司共具备铜金属资源储量210.11万吨,金金属资源储量86.69吨,银金属资源储量1523.05吨,硫资源储量3608.52万吨,铁金属资源储量2026.44万吨,锌金属资源储量2.75万吨。
- ❖ **新建与外延式并购并举,公司冶炼产能稳居国内第一梯队;铜材产品涵盖下游大部分领域,铜箔产品亮点突出。**公司旗下目前拥有4家冶炼厂,三家冶炼控股子公司,一家冶炼分公司,合计精炼产能140万吨。目前公司下辖5个铜材加工企业,形成了年产6万吨高精度铜板带、1.5万吨高精度黄铜棒、3万吨漆包线、22.5万吨铜杆、1万吨扁铜线、4.5万吨铜箔(其中PCB铜箔2.25万吨,锂电铜箔1.75万吨,新建产能0.5万吨PCB铜箔已经部分安装完成、调试,预计今年会完成并释放产能)、1万吨换位导线的生产能力。
- ❖ **矿山注入预期:未来或将极大提升公司铜精矿自给率。**公司2019年铜精矿产量5.52万吨,假设海外矿山注入于今年年末启动,明年完成注入,在公司的产量预期可以达成的情况下,预计铜精矿的自给率将由目前的3.94%上升至接近10%,而中长期来看,随着“CRI”公司内其他矿山的逐步勘探和开发,公司的中长期铜精矿自给率将得到进一步提升。目前铜陵有色上市公司内的铜矿资源储量在国内上市公司中位居第五位,如果后期完成CRI矿山资源的注入,公司的铜矿资源储量将上升到国内第三的位置。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级:**基于2020-2022年LME铜均价分别为5500/5600/5700美元/吨,SGE99.95黄金均价分别为360/370/380元/吨的假设,在不考虑收购米拉多铜矿的假设下,我们预计公司2020-2022年营收分别为91.87亿元、94.79亿元以及97.16亿元,归母净利润分别为8.1亿元、10.24亿元以及12.07亿元,以5月26日收盘价计算的2020-2022年P/E分别为24倍、19倍和16倍。基于公司近两年历史平均25倍市盈率,预计后期随着铜价的进一步修复,公司股价或将进一步修复,给予目标价2元/股。后期存在米拉多铜矿注入预期,因此远期或将提高公司的铜精矿自给率,进一步降低公司的铜精矿采购成本,提升公司业绩弹性。基于海外矿山注入预期及冶炼产能的进一步扩张,公司远期毛利或将进一步增厚,首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:**米拉多铜矿相关资产注入进程不及预期、铜价及黄金价格大幅下跌,冶炼产能新扩建不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	92,951	91,869	94,792	97,160
同比增速(%)	9.9%	-1.2%	3.2%	2.5%
归母净利润(百万)	855	810	1,024	1,207
同比增速(%)	20.6%	-5.2%	26.3%	17.8%
每股盈利(元)	0.08	0.08	0.10	0.11
市盈率(倍)	23	24	19	16
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2020年05月26日收盘价

华创证券研究所

证券分析师:任志强

电话:021-20572571

邮箱:renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号:S0360518010002

联系人:李超

电话:021-25072562

邮箱:lichao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	1,052,653
已上市流通股(万股)	1,052,644
总市值(亿元)	197.9
流通市值(亿元)	197.9
资产负债率(%)	59.8
每股净资产(元)	1.7
12个月内最高/最低价	2.56/1.86

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

对公司海外矿山矿权、国内矿山情况、冶炼厂新扩建产能，下游铜材企业及铜箔产能进行了系统梳理。

投资逻辑

我们在此前连续撰写了 5 篇铜行业推荐报告，而铜价也如我们所预期的从前期底部有所反弹，但是相关铜行业股票并未出现明显反弹，主因市场对于需求修复的持续性和长期价格增长依然存在疑虑。我们认为随着海外疫情的逐步缓解，全球通胀预期或将进一步修复，则铜价也将继续修复。基于铜价修复以及公司米拉多铜矿注入预期以及长期海外矿山持续放量的逻辑，我们认为公司已经存在一定程度的低估，因此给予“推荐”评级。

关键假设、估值与盈利预测

基于 2020-2022 年 LME 铜均价分别为 5500/5600/5700 美元/吨，SGE99.95 黄金均价分别为 360/370/380 元/吨的假设，在不考虑收购米拉多铜矿的假设下，我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 91.87 亿元、94.79 亿元以及 97.16 亿元，归母净利润分别为 8.1 亿元、10.24 亿元以及 12.07 亿元，以 5 月 26 日收盘价计算的 2020-2022 年 P/E 分别为 24 倍、19 倍和 16 倍。基于公司近两年历史平均 25 倍市盈率及行业，预计后期随着铜价的进一步修复，公司股价或将进一步修复，给予目标价 2 元/股。

目录

一、铜陵有色：百万吨级冶炼企业焕发新生机.....	5
（一）公司概况.....	5
1、全产业链布局，产能不断向上下游延伸.....	5
2、四阶段跨越式发展，形成百万吨级冶炼巨头.....	5
（二）集团概况：矿山资源储备丰富，产业多元化发展.....	6
二、公司业务情况：近三年营收及归母净利润持续增长.....	7
三、公司现有矿山及冶炼产能.....	8
（一）已有矿山持续发力，矿山资源储量亟待提高.....	8
（二）新建与外延式并购并举，公司冶炼产能稳居国内第一梯队.....	9
（三）铜材产品涵盖下游大部分领域，铜箔产品亮点突出.....	10
（四）控股集团内主要铜矿山.....	10
四、矿山注入预期：未来或将极大提升公司铜精矿自给率.....	11
（一）CRI 简介.....	11
（二）CRI 股权结构.....	11
（三）CRI 主要矿业子公司.....	12
1、ECSA：米拉多矿山铜金属资源储量达 500 万金属吨.....	12
2、EXSA：Panantza 及 San Carlos 铜矿山推断资源储量达 654 万金属吨.....	14
3、MMSA：资源储量级别尚待勘探.....	16
4、资产注入进程逐步临近，铜精矿自给率或将大幅提升.....	16
五、铜箔技术行业领先，产品产能持续释放.....	17
（一）公司内铜箔资产持续整合优化.....	17
（二）注重产品研发，铜箔产品技术不断突破.....	18
（三）铜箔行业：下游需求长期高速增长.....	19
1、铜箔简介.....	19
2、锂电铜箔供需情况.....	20
六、盈利预测、估值及投资评级.....	21
七、风险提示.....	21

图表目录

图表 1	铜陵有色主要子公司股权结构图	5
图表 2	铜陵有色金属集团控股主要子公司股权架构图	7
图表 3	公司营收及增长率 (亿元)	7
图表 4	公司归母净利润及增长率 (亿元)	7
图表 5	主要产品营收情况 (亿元)	8
图表 6	主要产品毛利占比情况	8
图表 7	公司主要产品毛利率情况	8
图表 8	阴极铜产量及铜精矿自给率 (万吨)	8
图表 9	公司矿山权益资源储量 (截止 2019 年 3 月)	8
图表 10	公司阴极铜冶炼产能分布	10
图表 11	公司铜材相关公司及产品	10
图表 12	控股集团内矿山权益资源储量 (截止 2019 年 3 月)	11
图表 13	Corriente 公司股权结构	12
图表 14	CRI 相关矿山地理位置	13
图表 15	米拉多矿区分布情况	13
图表 16	ECSA 所持矿权明细	13
图表 17	ECSA 资源储量预测 (0.4% copper Cut-off)	14
图表 18	Panantza 及 San Carlos 地理位置	15
图表 19	Panantza 及 San Carlos 矿区情况	15
图表 20	EXSA 所持矿权明细	15
图表 21	EXSA 资源储量预测 (0.4% copper Cut-off)	16
图表 22	MMSA 所持矿权明细	16
图表 23	国内铜企铜金属权益资源储量 (万金属吨)	17
图表 24	铜冠铜箔股权结构	17
图表 25	公司铜箔产能情况	18
图表 26	铜冠铜箔技术发展及变革	19
图表 27	全球新能源汽车销量 (万辆)	20
图表 28	全球锂电池销量 (GWh)	20
图表 29	全球锂电铜箔市场产量 (万吨)	20
图表 30	中国锂电铜箔市场产量 (万吨)	20

一、铜陵有色：百万吨级冶炼企业焕发新生机

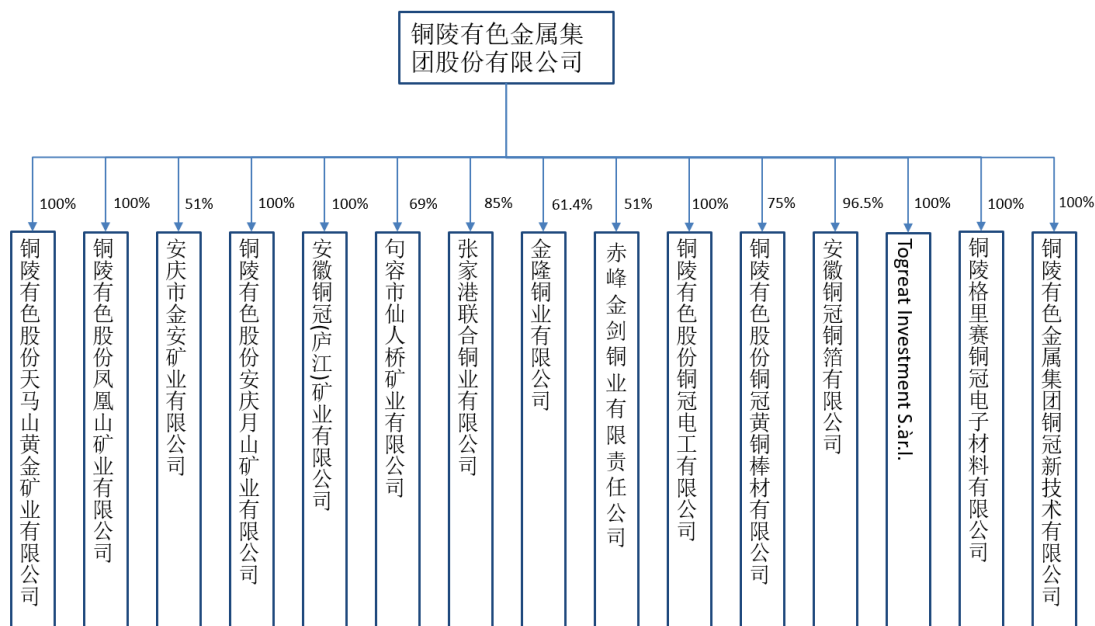
(一) 公司概况

1、全产业链布局，产能不断向上下游延伸

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，旗下拥有 11 座矿山，4 个冶炼厂，子公司众多，布局产业链完整。主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜箔及铜板带等。公司拥有铜资源 210.11 万吨，为国内主要阴极铜生产企业和内资最大的铜箔生产企业。2019 年，公司生产阴极铜 140.06 万吨，占国内总产量的 14.32%，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。

铜陵有色旗下目前共有 11 座矿山，其中 6 座矿山在上市公司体内，剩余 5 座在上市公司子公司体内；公司旗下目前共有 4 个冶炼厂，其中 1 个分公司金冠铜业，另外 3 个冶炼厂分别为控股子公司；公司旗下目前共有 5 个铜材加工子公司，产业涉及铜杆、铜带及铜箔等。

图表 1 铜陵有色主要子公司股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

2、四阶段跨越式发展，形成百万吨级冶炼巨头

第一阶段：创业上市（1992~1996）

1992 年，采用定向募集方式设立铜陵有色金属集团股份有限公司；

1994 年，有色公司以其第二冶炼厂的经营性资产认购全部新增股份。公司以该等资产为主设立了金昌冶炼厂，以铜冶炼及深加工为主营业务。

1996 年，公司股票在深圳证券交易所主板挂牌上市。

第二阶段：完善产业链（形成了矿山、冶炼、加工完整的产业链）（1998~2004）

1998年，高比例配股，有色控股以安庆铜矿经营性资产抵配及二期工程投入进入公司；
2000年，冬瓜山铜矿经营性资产抵配进入公司；
2001年，公司将铜都大酒店与控股公司钢材厂进行资产置换，拥有了铜加工企业；
2003年，公司成功实施7.6亿元可转债融资，进行冬瓜山铜矿建设；
2004年，公司利用自有资金投资开发建设铜板带、漆包线、铜箔、换位导线等项目，发展铜加工材；

第三阶段：跨越发展（铜主业资产整体上市，铜冶炼产能持续放大）（2007~2010）

2007年，公司收购控股公司下属企业与铜主业相关的七项资产，实现铜主业整体上市；
2008~2009年，实施金隆铜业和张家港铜业公司技改项目；
2010年，发行公司20亿元可转债用于铜冶炼技术升级改造项目（金冠铜业分公司），阴极铜年生产力达到130万吨

第四阶段：创新发展（积极践行新发展理念，产业结构持续优化）（2012~2018）

2012年，池州铜箔公司年产1万吨高精度电子铜箔项目“双闪”项目建成投产；
2014年，45亿元定向增发在深圳证券交易所成功上市；
2016年，公司成功收购GRISSET（格里赛）公司，铜板带产品打入欧洲高端市场；
2017年，公司完成第8次再融资，募集资金26.8亿元，员工持股计划同步实施；关停金昌冶炼厂；沙溪铜矿建成投产；
2018年，铜陵铜箔投产；奥炉工程项目投入试生产

（二）集团概况：矿山资源储备丰富，产业多元化发展

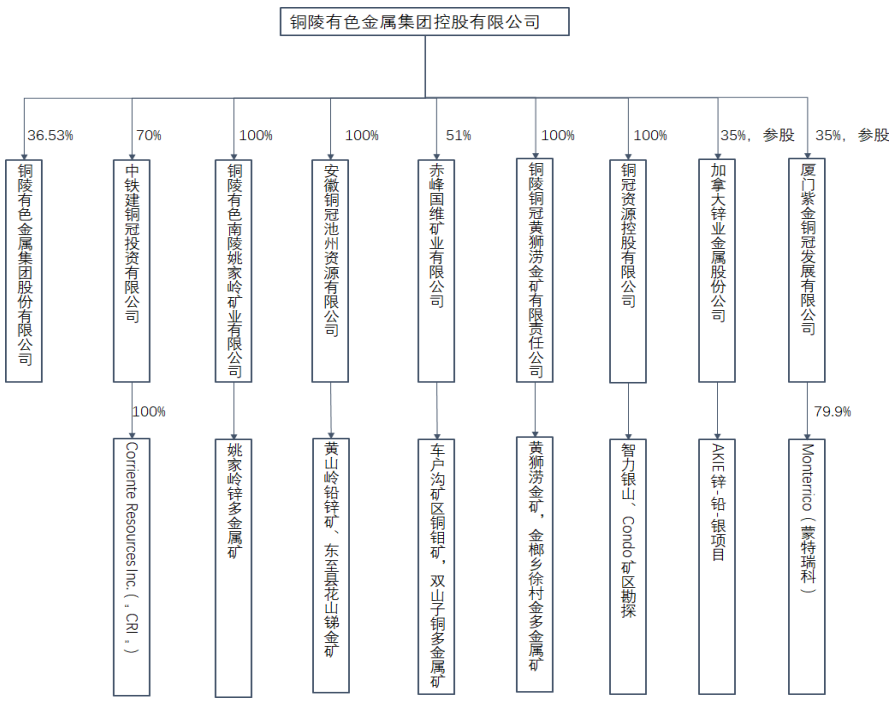
铜陵有色金属集团控股有限公司前身为铜官山矿务局，于1949年12月由中央决定恢复建设，1952年6月正式投产，是全国“一五”156个重点项目之一，是新中国最早建设的重要铜工业基地。

铜陵有色金属集团控股有限公司是国家、安徽省创新型企业，安徽省高新技术企业，拥有国家级技术中心，为国家首批循环经济试点企业，安徽省推行清洁生产试点单位，先后荣获全国思想政治工作优秀企业、全国企业文化建设先进单位，全国实施卓越绩效模式先进企业、全国“五一”劳动奖状等荣誉称号。公生产的“铜冠”牌电解铜在伦敦金属交易所和上海期货交易所注册，为国家名牌产品和全国用户满意产品，“铜冠”牌电解铜、铜带、黄铜为“中国驰名商标”，“铜冠”牌高纯银锭在伦敦金银协会（LBMA）注册。公司与世界30多个国家和地区建立了经济技术和贸易合作关系，拥有境外期货操作资质，为中国进出口500强和全国有外贸经营权100强企业之一。

经过60多年的发展，铜陵有色金属集团控股有限公司已成为以有色金属、化工为主业，集科研设计、贸易、物流、房地产开发、建筑安装、井巷施工等相关产元化发展的特大型企业集团。

铜陵有色金属集团控股除了旗下具备上市公司体内的矿山子公司外，目前还拥有8家矿山子公司，后续母公司相关矿权资产注入具备较为丰富的储备。

图表 2 铜陵有色金属集团控股主要子公司股权架构图



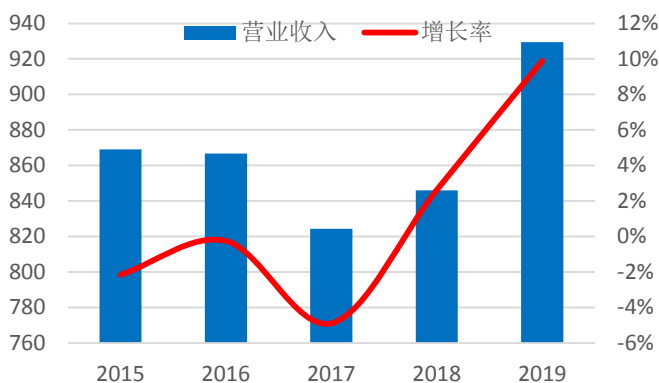
资料来源：公司公告，华创证券

二、公司业务情况：近三年营收及归母净利润持续增长

2019 年公司生产自产铜精矿含铜 5.52 万吨，同比增长 2.80%；阴极铜 140.06 万吨，同比增长 5.42%；铜加工材 36.56 万吨，同比增长 4.33%；硫酸 427.25 万吨，同比增长 1.18 %；黄金 11697 千克，同比增长 22.51 %；白银 368.88 吨，同比增长 7.84 %；铁精矿 38.46 万吨，硫精矿 68.57 万吨，均超额完成预算。2019 年，公司实现营业收入 929.51 亿元，同比增长 9.89%；利润总额 13.66 亿元，同比增长 2.13%，归属于母公司的净利润 8.54 亿元，同比增长 20.56%。

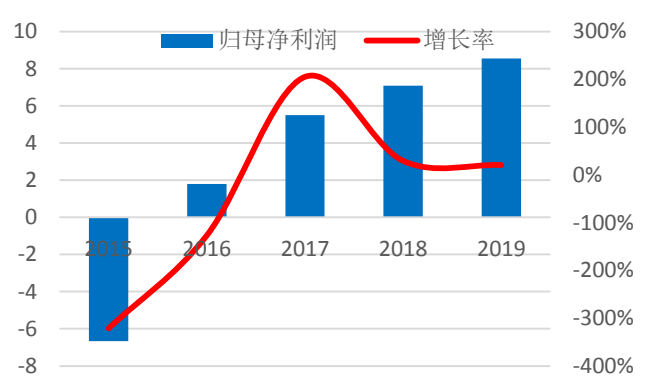
2017 年以来，公司营收持续稳定增长，一方面得益于电解铜产量的持续提升，另一方面则因为铜价自 2016 年年末开始持续上涨，量价齐升致使公司近三年营收年均复合增长率维持在 4%。从利润角度来看，公司归母净利润自 2016 年持续增长，年均复合增速达到了 47.59%，主要得益于公司冶炼厂产能的逐步释放以及公司铜精矿自给率的稳步提升。

图表 3 公司营收及增长率 (亿元)



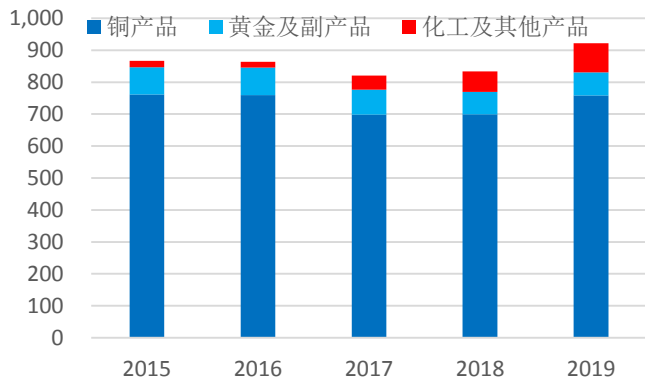
资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 公司归母净利润及增长率 (亿元)

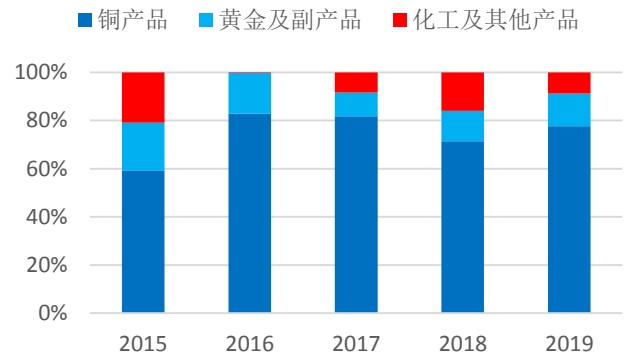


资料来源：公司公告，华创证券

公司主要营收来源于铜产品，2019年铜产品毛利占比接近80%，冶炼加工费是公司毛利的主要来源。

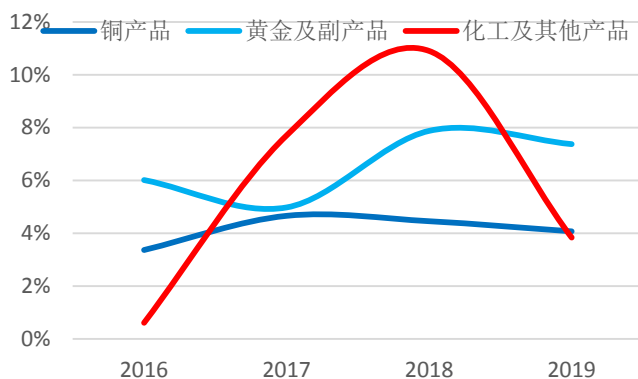
图表 5 主要产品营收情况 (亿元)


资料来源：公司公告，华创证券

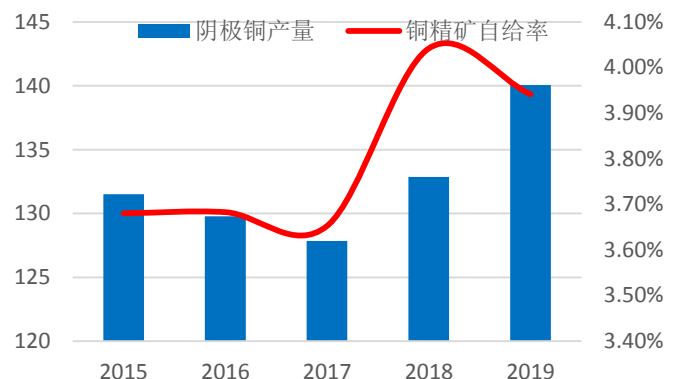
图表 6 主要产品毛利占比情况


资料来源：公司公告，华创证券

因为公司铜精矿自给率相对较低，因此铜产品毛利更多与铜冶炼加工费及铜材产品的加工费相关，2017-2019年铜冶炼加工费 TCRC 变动幅度较小，而铜材相关产品加工费基本维持稳定，因此可以看出铜产品毛利率较为稳定，基本维持在 4% 左右。化工相关产品毛利率波动幅度较大，而 2019 年硫酸价格受到市场疲弱和供应增长的压制而出现大幅下跌，导致公司化工产品毛利率大幅收窄。

图表 7 公司主要产品毛利率情况


资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 阴极铜产量及铜精矿自给率 (万吨)


资料来源：公司公告，华创证券

三、公司现有矿山及冶炼产能

(一) 已有矿山持续发力，矿山资源储量亟待提高

据铜陵有色金属集团控股有限公司 2019 年度第一期中期票据募集说明书披露，上市公司共具备铜金属资源储量 210.11 万吨，金金属资源储量 86.69 吨，银金属资源储量 1523.05 吨，硫资源储量 3608.52 万吨，铁金属资源储量 2026.44 万吨，锌金属资源储量 2.75 万吨。

图表 9 公司矿山权益资源储量 (截止 2019 年 3 月)

矿山名称	所属公司	股权比例	铜 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)	硫 (万吨)	铁 (万吨)	锌 (万吨)
冬瓜山矿	铜陵有色	100%	89.88	29.89	792.2	1335.25	417.77	
金口岭矿	铜陵有色	100%	0.97	0.5	17.33	0.64	20.1	

矿山名称	所属公司	股权比例	铜 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)	硫 (万吨)	铁 (万吨)	锌 (万吨)
铜山铜矿	铜陵有色	100%	17.58	4.97	149.46	1790.34	158.24	
安庆铜矿	铜陵有色	100%	27.84	4.01	164.86	114.75	907.13	
铜官山铜矿	铜陵有色	100%	3.46					
朱家冲铁铜矿	铜陵有色	100%	1.87				362.14	
天马矿业	马山黄金矿业	100%	0.67	11.04	78.27	168.44		
凤凰山矿	凤凰山矿业	100%	2.98	1.18	52.05	13.21	76.27	
月山铜矿	安庆月山矿业	100%	0.39					
仙人桥矿	仙人桥矿业	69%	2.74			61.32	94.79	2.75
沙溪铜矿	铜冠 (庐江) 矿业	100%	61.73	35.1	268.88	124.57		
合计			210.11	86.69	1523.05	3608.52	2026.44	2.75

资料来源: 公司公告, 华创证券

(1) 冬瓜山矿

冬瓜山铜矿的前身狮子山铜矿, 筹建于 1958 年, 1966 年建成投产。2004 年 5 月, 狮子山铜矿更名为冬瓜山铜矿。今年以来, 冬瓜山铜矿发展面临生产压力大、矿石性质复杂、原矿品质下降、设备老化等诸多问题, 但是公司通过该矿全面启动“管理提升年”活动, 通过开展管理自我诊断, 公司在选矿方面突破了冬瓜山铜矿难选矿技术, 选铜的回收率提高到 88%~89%。2020 年 1 至 4 月份, 该矿累计生产铜精矿 9451.432 吨, 铜精矿含金 276.256 千克, 铜精矿含银 4648.995 千克, 高硫铁精砂 205519.589 吨, 分别完成年计划的 31.33%、36.83%、40.92%和 31.62%。

(2) 沙溪铜矿

2013 年, 公司通过非公开发行收购母公司的“安徽铜冠 (庐江) 矿业有限公司”, 使其成为公司的全资子公司, 彼时铜冠庐江矿业的沙溪铜矿尚属于探矿权。沙溪铜矿系安徽省 861 重点项目, 属于大型深井斑岩型铜矿山, 于 2013 年 7 月正式动工建设。沙溪铜矿达产后, 生产规模可达年采选矿石量 330 万吨, 年产铜精矿含铜 1.57 万吨。2017 年 7 月, 沙溪铜矿生产系统基本建成, 沙溪铜矿年产 330 万吨采选项目重负荷联动试车一次性成功。

(3) 安庆铜矿

安庆铜矿位于安徽省安庆市怀宁县境内, 面积 13.7 平方公里, 交通便利, 地理环境优越。安庆铜矿资源丰富, 是一座大型坑下开采铜铁共生矿床。设计能力为年处理矿石量 115.5 万吨, 年产铜量 9350 吨, 铁精砂 39 万吨。

(4) 铜山铜矿

1956 年 2 月, 铜山铜矿开始筹建, 1957 年开始基建, 当年由北京有色设计院勘探公司、武汉勘探公司完成工程地质与地形测绘工作。1959 年 11 月 7 日一期工程正式投产, 初步设计采选规模日处理矿石 1500 吨。主要从事铜金属的采选。2006 年公司通过发行股份购买资产的形式从母公司取得该矿山的所有权。新矿山可研设计拟定为年采矿量 75 万吨, 年产铜 6000 吨、硫精砂 (35%) 30 万吨、铁精砂 (63%) 15 万吨、附产金、银、铂、钯、钴。

(二) 新建与外延式并购并举, 公司冶炼产能稳居国内第一梯队

公司旗下目前拥有 4 家冶炼厂, 三家冶炼控股子公司, 一家冶炼分公司, 合计精炼产能 140 万吨。

(1) **张家港铜业:** 成立于 1996 年, 是一家铜精炼企业, 公司持股 85%, 张家港市锦丰镇资产经营公司 (简称“锦丰资产”) 持股 15%。拥有 30 万吨阴极铜生产能力。

(2) **金隆铜业:** 1997 年 11 月建成投产, 是我国第一座自行设计和施工的闪速冶炼铜工厂, 原设计规模为年产阴极

铜 10 万吨，经过 15 万吨技改，21 万吨扩建改造和 35 万吨挖潜三次大的改造工程，现已形成 45 万吨阴极铜、120 万吨硫酸的生产能力。是一座面向国际的买矿型冶炼厂，原料铜精矿主要从国外进口，产品面向国内外市场。

(3) 金剑铜业：系一家铜冶炼生产企业，位于内蒙古自治区赤峰市，距离赤峰市区十五公里，主产品为阴极铜，现具备年产 13 万吨阴极铜生产能力。2018 年 4 月 11 日，公司八届六次董事会审议通过了《关于公司子公司金剑铜业异地搬迁暨铜冶炼技术升级改造“退城进园”项目的议案》，同意金剑铜业实施异地搬迁升级改造，项目实施主体为金剑铜业。金剑铜业铜冶炼工艺升级搬迁改造项目（一期）实现年产 26 万吨铜冶炼能力（20 万吨阴极铜、6 万吨阳极铜）。二期 14 万吨阳极铜产能预计在 2021 年建成投产，建成后铜冶炼产能将达 40 万吨。

(4) 铜陵有色金冠铜业分公司：“奥炉”电解二期项目去年 6 月开工建设，将于今年 6 月底建成投产。届时，金冠铜业分公司将形成年产阴极铜 64 万吨生产能力，成为全国最大单体矿铜冶炼体。

图表 10 公司阴极铜冶炼产能分布

公司名称	持股比例	冶炼原料主要来源	2019 年铜冶炼产能（万吨）	2020 年铜冶炼产能（万吨）
张家港联合铜业	85%	粗铜+废杂铜	30	30
金隆铜业	61.4%	进口铜精矿+阳极铜	45	45
赤峰金剑铜业	51%	进口铜精矿	10	20
金冠铜业分公司	—	自给+进口铜精矿	55	64
合计			140	159

资料来源：Mysteel，华创证券

（三）铜材产品涵盖下游大部分领域，铜箔产品亮点突出

目前公司下辖 5 个铜材加工企业，形成了年产 6 万吨高精度铜板带、1.5 万吨高精度黄铜棒、3 万吨漆包线、22.5 万吨铜杆、1 万吨扁铜线、4.5 万吨铜箔（其中 PCB 铜箔 2.25 万吨，锂电铜箔 1.75 万吨，新建产能 0.5 万吨 PCB 铜箔已经部分安装完成、调试，预计今年会完成并释放产能）、1 万吨换位导线的生产能力。

图表 11 公司铜材相关公司及产品

公司名称	持股比例	产品类型
铜陵有色股份铜冠电工有限公司	100%	铜杆、漆包线、扁铜线等
铜陵有色股份铜冠黄铜棒材有限公司	75%	黄铜棒
安徽铜冠铜箔有限公司	96.5%	铜箔、换位导线
Togreat Investment S.à.r.l.	100%	异性铜带、电镀带
铜陵格里赛铜冠电子材料有限公司	100%	高端电子异性铜带、铜合金带

资料来源：公司公告，华创证券

（四）控股集团内主要铜矿山

（1）米拉多铜矿

米拉多铜矿是由铜陵有色集团公司和中铁建集团公司共同投资建设，其中铜陵有色集团公司占 70%，中铁建集团公司占 30%。一期工程总投资为 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，达产达标后年产铜精矿 35.4 万吨，铜金属量 9.6 万吨，服务年限 30 年。

（2）秘鲁白河铜矿

2006年7月8日，紫金矿业集团股份有限公司、铜陵有色金属集团控股有限公司和厦门建发股份有限公司就联合收购英国蒙特瑞科公司达成协议，成立厦门紫金铜冠发展有限公司，同意以要约收购的方式联合收购英国蒙特瑞科公司，各方出资比例分别为紫金45%、铜陵35%、建发20%。紫金铜冠持有蒙特瑞科100%股权，蒙特瑞科持有白河铜业100%股权，白河铜业持有秘鲁白河铜钼矿项目100%的权益，主要从事该矿的勘探开发。

图表 12 控股集团内矿山权益资源储量（截止 2019 年 3 月）

矿山名称	所属公司	股权比例	铜(万吨)	金(吨)	银(吨)	硫(万吨)	锌(万吨)	铅(万吨)
姚家岭	南陵姚家岭矿业	100%	27.26	61.1	1698.06	468.78	174.93	36.1
厄瓜多尔铜金属矿	中铁建铜冠	70%	813.4	90.89	623.72			
黄狮涝矿	铜冠黄狮涝金矿	70%		0.26				
国维矿业	赤峰国维矿业	51%	75.06					
黄山岭矿	安徽铜冠池州资源	100%					0.43	1.46
秘鲁白河铜矿	厦门紫金铜冠发展	35%	250.78					
AKIE 锌-铅-银项目	加拿大锌业金属公司	35%			127.07		79.35	15.11
合计			1166.5	152.25	2448.85	468.78	254.71	52.67

资料来源：公司公告，华创证券

四、矿山注入预期：未来或将极大提升公司铜精矿自给率

（一）CRI 简介

中国铁建股份有限公司和铜陵有色金属集团控股有限公司各出资 10 亿元人民币在铜陵市注册成立中铁建铜冠投资有限公司，双方各占股 50%。经过前期各项工作于 2010 年 2 月 28 日以其全资子公司中铁建铜冠投资（加拿大）有限公司的名义，正式发出对加拿大 Corriente 公司的收购要约，最终获得该公司 100% 的股权，共支付收购资金 6.67 亿加元，折合人民币 44.11 亿元。

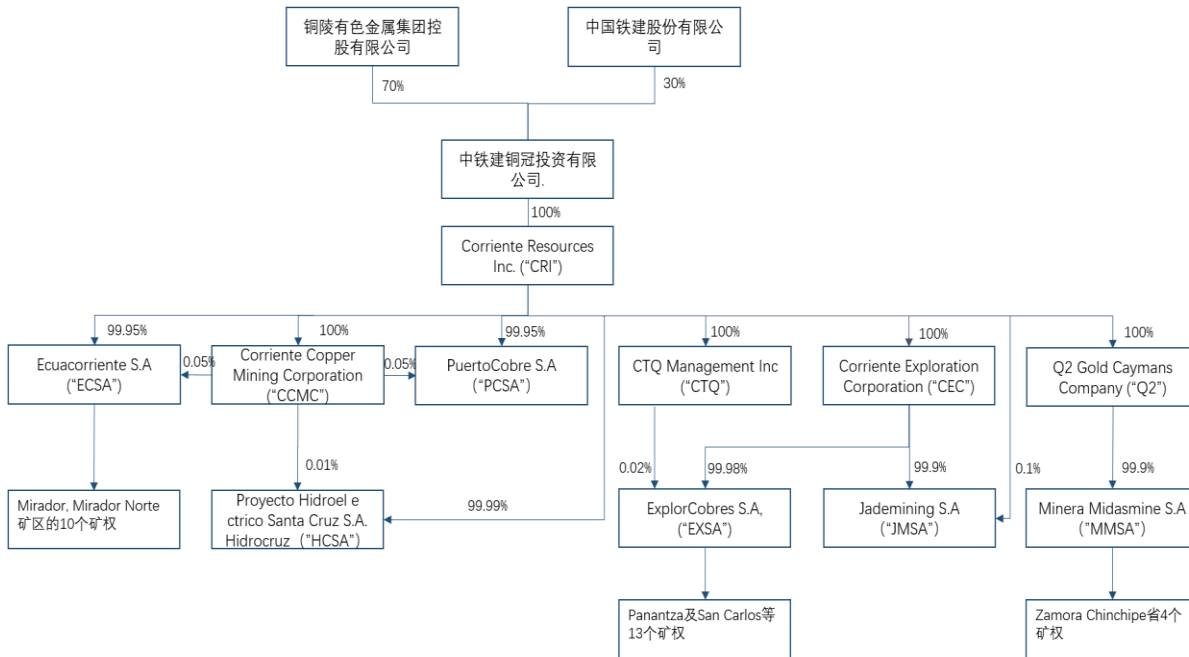
Corriente 公司设立于加拿大不列颠哥伦比亚省温哥华市，其主营业务为铜金银钼矿的勘探及开发，主要资产为位于厄瓜多尔东南部 Corriente 铜矿带的矿权资产和权益。Corriente 公司在该铜矿带共计拥有 17 个矿区的矿权，其中主要的四个矿区为：Mirador、Mirador Norte、Panantza 和 San Carlos，按照已经完成的初步技术调研，以铜边界品位 0.4% 计算，该四个矿区的铜金属量约为 1,154 万吨。

中国铁建于 2013 年 10 月将中铁建铜冠公司 20% 的股权转让至铜陵有色金属集团控股有限公司，转让后铜陵有色金属集团控股有限公司持有铜冠公司 70% 股权，中国铁建持有铜冠公司 30% 股权。

（二）CRI 股权结构

Corriente 公司（CRI）所控制的矿产资源全部位于厄瓜多尔境内。CRI 共控制有 10 家子公司，其中注册在厄瓜多尔从事铜矿开发相关业务的子公司有 6 家，注册在加拿大和开曼群岛的用于管理和控股作用的子公司有 4 家。子公司中的 Ecuacorriente S.A（“ECSA”）、ExplorCobres S.A（“EXSA”）以及 Minera Midasmine S.A（“MMSA”）持有公司的相关矿权。

图表 13 Corriente 公司股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

(三) CRI 主要矿业子公司

1、ECSA：米拉多矿山铜金属资源储量达 500 万金属吨

“ECSA”成立于 1999 年 12 月，“CRI”持有“ECSA”99.95%的股权，“CCMC”持有“ECSA”0.05%的股权，“ECSA”所持矿权位于厄瓜多尔东南部的 Zamora Chinchipe 省，矿区面积约为 9,928 公顷，包括 Mirador 及 Mirador Norte 矿区的 10 个矿权。

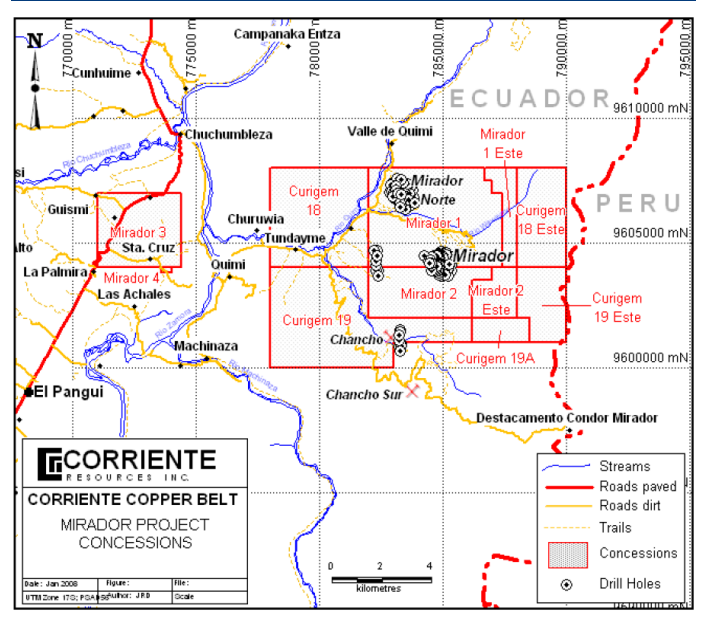
2014 年 10 月，选矿主体设备招标工作启动，选矿厂第一批主体工程建设承包施工合同于 2015 年 4 月 14 日签署。厄瓜多尔米拉多铜矿 2015 年已完成选矿工程、混装炸药地面制备站等 12 项工程，磨机、浮选机、压滤机、给矿机等选矿四批 21 类设备的招标。施工方于 2015 年 5 月进场开工建设。2019 年 7 月 18 日，中铁建铜冠投资公司米拉多铜矿正式建成投产。

图表 14 CRI 相关矿山地理位置



资料来源：公司公告

图表 15 米拉多矿区分布情况



资料来源：公司公告

米拉多铜矿估算的资源量有 8.60 亿吨，Cu 地质品位 0.525%，Cu 金属量 451.66 万吨。设计的境界内矿岩总量 14 亿吨，其中：矿石量（边界品位 Cu ≥ 0.3%）5.85 亿吨，废石量 8.17 亿吨。米拉多北矿于 2016 年完成了地质勘查，估算的资源量 5.96 亿吨，Cu 地质品位 0.44%，Cu 金属量 262.46 万吨。一期工程建设的针对米拉多铜矿，已建成投产，设计的采选生产规模为年处理矿石量 2000 万吨，即日采选 6 万吨矿石。年产铜精矿 35.4 万吨，铜金属量 9.6 万吨。二期扩建将开发北矿体，最终形成日采选 12 万吨矿石的生产规模。

米拉多铜矿首批铜精矿于 2020 年 1 月 15 日，在厄瓜多尔瓜亚基尔南部码头装船，经过 34 天的海上航行，于 2 月 22 日到达南京港中转，2 月 29 日运抵铜陵市金园码头。现在已经运回的铜精矿有 7 万多吨（矿石品位接近 0.7%，较可行性研究报告中品位高），铜精矿品位都在 25% 以上。目前开采的情况好于预期，产品质量超预期。

图表 16 ECSA 所持矿权明细

序号	矿权名称	矿权证号	面积 (公顷)	矿权证发放日	矿权证到期日	矿权持有人	许可类型
1	Curigem 18	4768	1600	2010/3/11	2031/8/30	ECSA	高级勘探
2	Curigem 19	4769	2120	2010/3/11	2031/8/30	ECSA	高级勘探
3	Curigem 18 Este	500806	800	2010/3/11	2033/2/28	ECSA	高级勘探
4	Mirador 1 合并	500807	2985	2010/3/11	2037/1/10	ECSA	开采
5	Mirador 3	500976	1020	2010/3/11	2035/6/2	ECSA	高级勘探
6	Mirador 4	501023	8	2010/3/11	2036/1/27	ECSA	高级勘探
7	Mirador 1 Este	501181	295	2010/3/11	2036/12/16	ECSA	高级勘探
8	Curigem 19 Este	501183	550	2010/3/11	2036/12/4	ECSA	高级勘探
9	Mirador 2 Este	501182	320	2010/3/11	2036/12/16	ECSA	高级勘探
10	Curigem 19-A	501349	230	2010/3/11	2037/12/14	ECSA	高级勘探
11	小计		9928				

资料来源：公司公告，华创证券

“ECSA”下属的 Mirador 和 Mirador Norte 矿区的资源储量（探明+控制+推断）分别达到了 390 万吨和 110 万吨铜金属。据中国铁建《关于厄瓜多尔科里安特公司与厄瓜多尔政府签署米拉多矿区采矿合同的公告》披露，米拉多矿区探明加控制的矿石量 6.6 亿吨，矿石铜品位 0.53%、金 0.17g/t，银 1.41g/t，铜金属量 349 万吨，金 112 吨，银 927 吨。项目达产后将年产铜精矿 35.4 万吨（预计精矿品位：铜 26.3%，金 5g/t，银 54.46g/t）。

据 CRI 此前披露的米拉多项目可研报告显示，米拉多铜矿项目的平均铜现金成本（扣除副产品收益，包含 BHP 矿区土地使用费、冶炼、营销、运输以及非资产性税收）为 0.84 美元/磅（1851.88 美元/吨）。

图表 17 ECSA 资源储量预测（0.4% copper Cut-off）

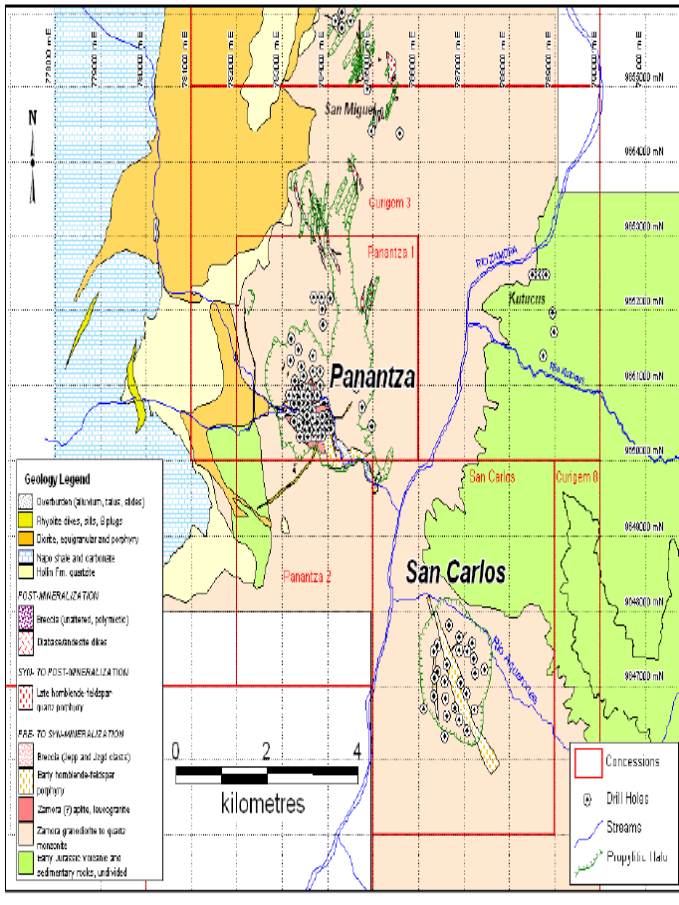
项目	类别	矿石量（万吨）	Cu%	铜（万吨）	Au（ppb）	金（吨）	Ag（ppm）	银（吨）
Mirador	探明	5,261	0.65	34	210	10	1.6	79
	控制	38,506	0.60	233	190	67	1.5	532
	推断	23,540	0.52	123	170	35	1.3	281
	小计	67,307		390		113		891
Mirador Norte	控制	17,141	0.51	87	89	14		
	推断	4,582	0.51	23	68	3		
	小计	21,723		110		17		
	总计	89,030		500		130		891

资料来源：公司公告，华创证券

2、EXSA：Panantza 及 San Carlos 铜矿山推断资源储量达 654 万金属吨

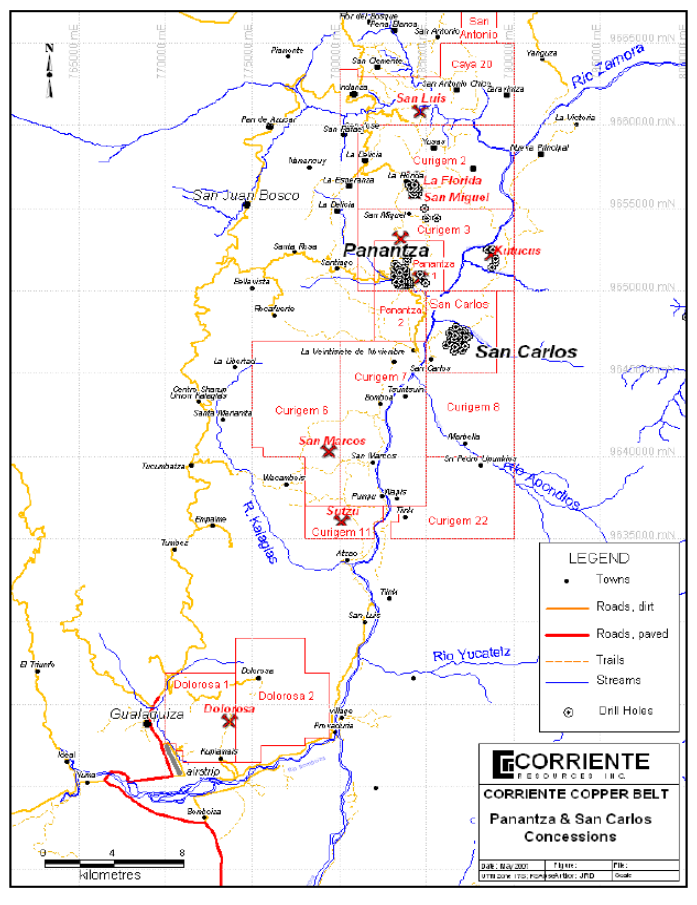
“EXSA”成立于 1993 年 9 月原名称为 GATRO Ecuador Minera S.A，2014 年“CRI”收购 GATRO Ecuador Minera S.A 股权后，单位名称变更为 Minera Curigem S.A，2006 年 9 月单位名称变更为 Explorcobres S.A。“CEC”持有“EXSA”99.98%的股权，“CTQ”持有“EXSA”0.02%的股权。“EXSA”所持矿权位于厄瓜多尔东南部，位于 Morona santiago 及 Zamora Chinchipe 省的 Rio Zamora 山谷地区，矿权区域面积约为 38,560 公顷，包括 Panantza 及 San Carlos 等 13 个矿权，其中被暂停采矿权 7 个。

图表 18 Panantza 及 San Carlos 地理位置



资料来源：公司公告

图表 19 Panantza 及 San Carlos 矿区情况



资料来源：公司公告

图表 20 EXSA 所持矿权明细

序号	矿权名称	矿权证号	面积 (公顷)	矿权证发放日	矿权证到期日	矿权持有人	许可类型	备注
1	Curigem 2	100074	4,500	2010/3/16	2032/6/1	EXSA	初级勘探	无储量
2	Curigem 3	100075	3,300	2010/3/16	2032/6/1	EXSA	初级勘探	无储量
3	Curigem 8	100080	3,000	2010/3/16	2032/6/6	EXSA	初级勘探	无储量
4	Panantza	102212	1,200	2010/3/16	2033/1/29	EXSA	初级勘探	推测储量
5	San Carlos	102211	2,000	2010/3/16	2033/1/29	EXSA	初级勘探	推测储量
6	Panantza 2	102278	900	2010/3/16	2033/11/15	EXSA	初级勘探	无储量
7	Curigem 7	100079	5,000	2010/3/16	2032/6/2	EXSA	初级勘探	无储量被暂停
8	Curigem 11	100083	850	2010/3/16	2032/6/5	EXSA	初级勘探	无储量被暂停
9	Curigem 22	100128	2,860	2010/3/16	2032/6/5	EXSA	初级勘探	无储量被暂停
10	Caya 20	101074	3,880	2010/3/16	2031/9/15	EXSA	初级勘探	无储量被暂停
11	Caya 7	101071	2,000	2010/3/16	2031/10/20	EXSA	初级勘探	无储量被暂停
12	Caya 29	101160	5,000	2010/3/16	2031/9/8	EXSA	初级勘探	初级勘探
13	Curigem 6	100078	4,070	2010/3/16	2032/6/2	EXSA	初级勘探	初级勘探

序号	矿权名称	矿权证号	面积（公顷）	矿权证发放日	矿权证到期日	矿权持有人	许可类型	备注
14	合计		23660					

资料来源：公司公告，华创证券

“EXSA”中的 Panantza 和 San Carlos 矿权的推断资源储量达到了 654 万吨铜金属。

据 CRI 此前披露的 Panantza 和 San Carlos 铜矿项目初步评估报告显示，该项目的平均铜现金成本（扣除副产品收益，包含 NSR 矿区土地使用费和以资产为基础的税收）为 0.43 美元/磅，（947.99 美元/吨）。

图表 21 EXSA 资源储量预测（0.4% copper Cut-off）

项目	类别	矿石量（万吨）	Cu%	铜（万吨）
Panantza	推断	46,300	0.66	303
San Carlos	推断	60,000	0.59	351
合计		106,300	0.62	654

资料来源：公司公告，华创证券

3、MMSA：资源储量级别尚待勘探

“MMSA”成立于 2006 年 12 月 13 日，“Q2”持有“MMSA”99.9%的股权，自然人 Kenneth Shannon 持有“MMSA”0.1%的股权。“MMSA”所持有矿权位于厄瓜多尔东南部的 Zamora Chinchipe 省，矿权区域面积约为 6,872 公顷，共 4 个矿权，各类资源级别及所属资源量均未探明。

图表 22 MMSA 所持矿权明细

序号	矿权名称	矿权证号	面积（公顷）	矿权证发放日	矿权证到期日	矿权持有人	许可类型	备注
1	CAYA 36	500200	4740	2010/3/11	2031/8/24	MMSA	初级勘探	无储量
2	Piedra Liza 1	500992	1050	2010/3/11	2031/8/24	MMSA	初级勘探	无储量
3	Piedra Liza 2	500993	900	2010/3/11	2031/8/24	MMSA	初级勘探	无储量
4	Piedra Liza 3	501216	182	2010/3/11	2037/4/2	MMSA	初级勘探	无储量
5	合计		6872					

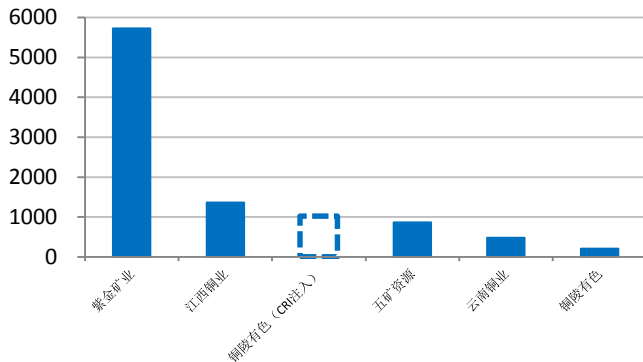
资料来源：公司公告，华创证券

4、资产注入进程逐步临近，铜精矿自给率或将大幅提升

公司 2020 年米拉多铜矿计划生产铜金属量 4.5 万吨，预计明年或将达到 8 万吨。公司去年已经开始考虑将海外资产注入上市公司，公司在最新的投资者活动记录表中表示“一旦产生盈利，公司开始启动注入工作。看疫情发展，如果疫情形势好转，预计年底开始启动，工作进程的不确定性在于疫情发展”。

公司 2019 年铜精矿产量 5.52 万吨，假设海外矿山注入于今年年末启动，明年完成注入，在公司的产量预期可以达成的情况下，预计铜精矿的自给率将由目前的 3.94% 上升至接近 10%，而中长期来看，随着“CRI”公司内其他矿山的逐步勘探和开发，公司的中长期铜精矿自给率将得到进一步提升。

目前铜陵有色上市公司内的铜矿资源储量在国内上市公司中位居第五位，如果后期完成 CRI 矿山资源的注入，公司的铜矿资源储量将上升到国内第三的位置。

图表 23 国内铜企铜金属权益资源储量 (万金属吨)


资料来源: 公司公告, 华创证券

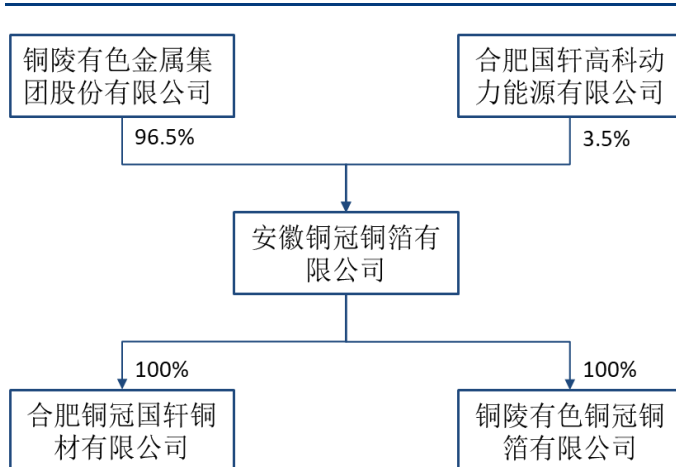
五、铜箔技术行业领先, 产品产能持续释放

(一) 公司内铜箔资产持续整合优化

公司拥有铜冠国轩、铜冠铜箔、铜陵铜箔三大铜箔生产基地。为强化专业化管理, 推进技术、管理创新, 放大整体优势, 加快铜箔产业发展, 2018年12月公司将持有的铜陵铜箔100%股权、合肥铜冠88.75%股权划转至铜冠铜箔, 实现铜箔板块专业化整合。

2020年3月, 公司与合肥国轩高科动力能源有限公司签署增资协议, 新增投资方国轩高科以其持有铜冠国轩11.25%股权加679.5万元现金向增资企业铜冠铜箔认缴出资, 增资后公司对铜冠铜箔持股比例变更为96.5%, 国轩高科持股比例3.5%, 铜冠国轩变更为铜冠铜箔全资子公司。国轩高科作为国内锂电池知名生产企业, 一直是公司锂电箔的主要客户, 将国轩高科引入铜冠铜箔, 可以进一步形成协同效应, 互利共赢, 发展壮大公司锂电铜箔业务。

公司目前在研铜箔产品包括: (1) 高温烧结陶瓷敷铜板用铜带、C14415铜合金、高氧压延铜箔带坯产品(金威), (2) 高频高速HVLP铜箔、新能源高性能锂离子电池用高抗拉强度极薄电子铜箔、低粗糙度RTF电子铜箔、锂电池用4.5 μm双面光电子铜箔等等。

图表 24 铜冠铜箔股权结构


资料来源: 公司公告, 华创证券

公司目前拥有标准铜箔产能 2.25 万吨，锂电铜箔已投产产能 1.75 万吨，铜冠铜箔扩建的年产 5000 吨的项目已经部分安装完成并调试，预计今年释放产能。铜箔产能合计 4.5 万吨。公司同时开始着手建设铜陵铜箔二期产能 1 万吨锂电铜箔的项目。

图表 25 公司铜箔产能情况

产线	产能（万吨）	产品类型	备注
铜冠国轩	1	标准铜箔 1 万吨	
铜冠铜箔	2.5	标准铜箔 1.25 万吨； 锂电铜箔 1.25 万吨（已投产产能 0.75 万吨）	其中 5000 吨锂电铜箔 2020 年释放产能
铜陵铜箔	1	锂电铜箔 1 万吨	在池州二期二段项目投产以后，产能为 1 万吨（锂电铜箔）的二期项目将着手开始建设
合计	4.5	标准铜箔 2.25 万吨； 锂电铜箔 2.25 万吨（已投产产能 1.75 万吨）	

资料来源：公司公告，华创证券

（二）注重产品研发，铜箔产品技术不断突破

自 2007 年铜冠国轩成立以来，公司不断实现铜箔的轻薄化研发及量产，尤其近年来，公司不断实现技术突破：

2014 年，公司完成了锂电池用 7 μm 双面光超薄电子铜箔的关键技术研究及产业化应用，以及超低轮廓高温高延伸电子铜箔的关键技术研究及产业化应用。

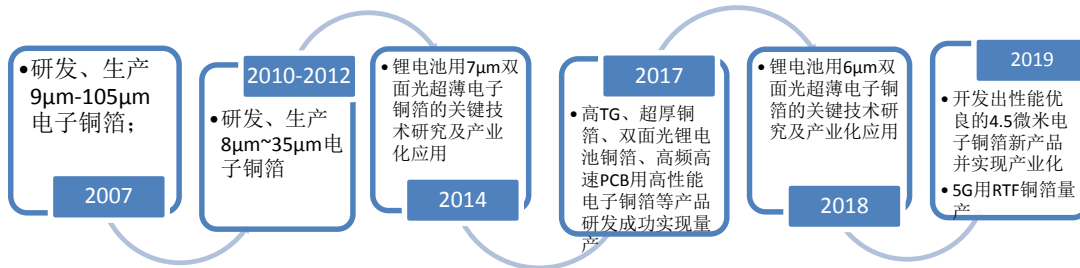
2017 年，公司引进世界先进的铜箔生产设备，具备年产 3 万吨高精度电子铜箔生产能力，高 TG、超厚铜箔、双面光锂电池铜箔、高频高速 PCB 用高性能电子铜箔等一大批新产品研发成功并实现量产，企业竞争力不断增强。

2018 年，公司组织开展了“高频高速 HVLP 铜箔新产品开发”、“锂电池用 6 μm 双面光超薄电子铜箔的关键技术研究及产业化应用”、“国家标准《印制板用电解铜箔》的修订”等 10 余项新技术、新产品研发，并取得阶段成果。

2019 年，公司针对新能源锂离子电池产业对超薄电子铜箔产品的重大需求，通过开展新型添加剂技术体系、硅藻土过滤系统、大电流电沉积技术等工艺的研发，开发出性能优良的 4.5 μm 电子铜箔新产品，并实现产业化；同时完成 6 μm、8 μm 铜箔生产工艺的升级优化，提高产品的生产效率和成品率。

公司针对 5G 通讯等电子信息产业发展中高速 PCB 对低粗糙度 RTF 电子铜箔的重大需求，通过重点研发新型粗化添加剂、光面微细粗化处理工艺和光面固化处理工艺等核心技术，解决低粗糙度光面剥离强度低的技术难题，开发出具有自主知识产权的低粗糙度 RTF 电子铜箔新产品，并形成产业化。

图表 26 铜冠铜箔技术发展变革



资料来源：公司公告，华创证券

（三）铜箔行业：下游需求长期高速增长

1、铜箔简介

铜箔，一般是指铜或铜合金，通过压延、电解等工艺加工而成，厚度在 200 μm 以下的铜带（片）。铜箔按照制造工艺的不同可分为压延铜箔和电解铜箔（目前全球 90% 以上的铜箔均为电解铜箔）。根据应用领域和功率规格的不同，电解铜箔可以分为锂电铜箔（6~20 μm）、标准铜箔（12~70 μm）和超厚铜箔（105~420 μm），其中锂电铜箔主要应用于锂离子电池领域，标准铜箔和超厚铜箔主要用于不同功率的 PCB 板。铜冠铜箔的产品主要包括标准铜箔和锂电铜箔。

（1）标准铜箔

标准铜箔用于制造印刷电路板（PCB），在其中起到导电、导热的作用。在制造 PCB 时，铜箔被用于覆铜板生产和 PCB 生产两个环节。铜箔占覆铜板成本约 40%；PCB 生产环节铜箔成本占比约为 11%。覆铜板在 PCB 制造成本中占比约 35%。因此，铜箔在最终 PCB 产品成本中占比约 25%。

PCB 终端产业是通信、计算机、家电、汽车、航空航天等下游整机设备。在 PCB 众多下游产业中，5G、汽车电子、消费电子等市场发展迅速，将带动相关 PCB 需求上升，尤其是高速、高频和高系统集成分 PCB。随着 PCB 市场快速发展，行业对于高档高性能铜箔的需求明显增加。高速高频 PCB 需求的铜箔品种主要是：超低轮廓型（HVLP）（表面粗糙度（Rz）≤2.0um）的铜箔、以及反转铜箔（RTF）。

近年来，我国铜箔产量快速提升，但高性能电子铜箔产量占比较低。高端铜箔市场被日本、台湾、卢森堡的公司占据，我国企业占比较低。铜陵有色旗下的铜冠铜箔是国内少数能够自主研发生产低粗糙 RTF 电子铜箔的企业。公司生产的 RTF 铜箔可以有效解决低粗糙度光面剥离强度低的技术难题，大幅减少高频电路的信号传输损失，完全满足 5G 通讯产业需求并实现产业化，可以替代进口。目前，公司正在积极开发下一代 RTF 铜箔和 HVLP 铜箔。

（2）锂电铜箔

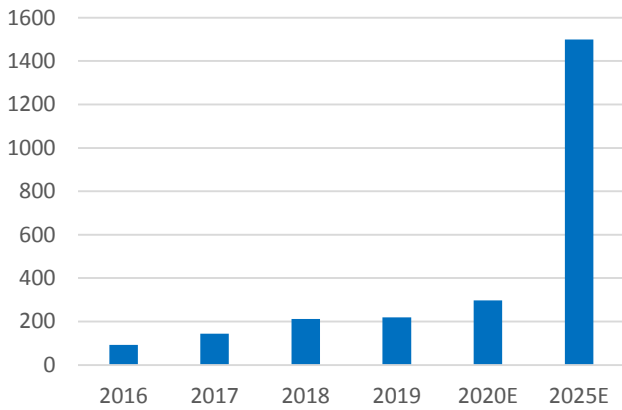
锂电铜箔作为锂电池负极的关键材料,对电池能量、密度等性能有重要影响,约占锂电池成本的5%~8%。目前,我国锂电铜箔产品多以 $8\mu\text{m}$ 为主,由于近两年产能快速扩张,市场格局由之前的供不应求变成现在的紧平衡。 $8\mu\text{m}$ 以上等中低端铜箔由于生产技术相对成熟、进入门槛低,已经出现产能过剩的现象。

为了提高锂电池能量密度,更轻薄的 $6\mu\text{m}$ 铜箔有望取代 $8\mu\text{m}$ 铜箔,成为未来的发展趋势。然而,高性能铜箔的生产对于生产设备中阳极板、阴极辊的材质、设备加工精度以及一致性有严格的要求;生产过程中需要实时监测电解液中铜、酸浓度并进行调整,批量化生产难度大。目前我国仅有少数几家企业能实现 $6\mu\text{m}$ 铜箔批量化生产,如嘉元科技、诺德股份、灵宝华鑫和铜冠铜箔等等。

2、锂电铜箔供需情况

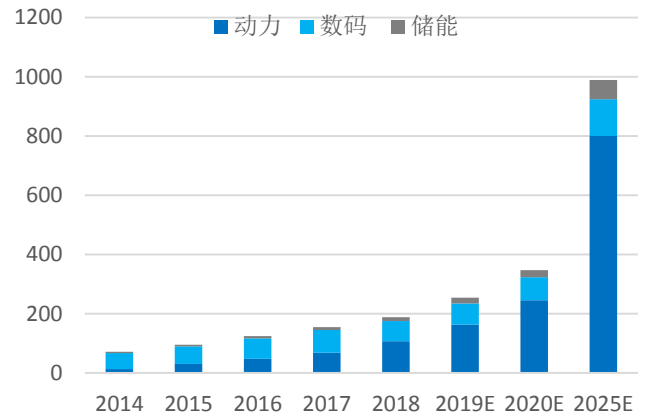
高工锂电统计,2018年全球动力锂电池产量107GWh,数码和储能锂电池68.3GWh和13.5GWh,华创证券电力设备与新能源团队预计2025年全球新能源汽车销量有望达到1500万辆,锂电池总销量有望达到990GWh。

图表 27 全球新能源汽车销量 (万辆)



资料来源:高工锂电, EV Sales, 华创证券

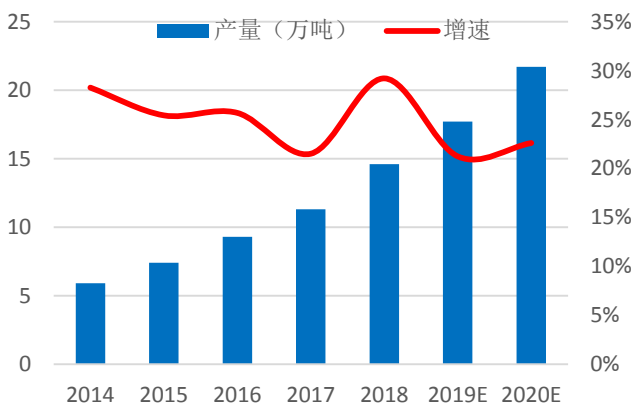
图表 28 全球锂电池销量 (GWh)



资料来源:高工锂电, 华创证券

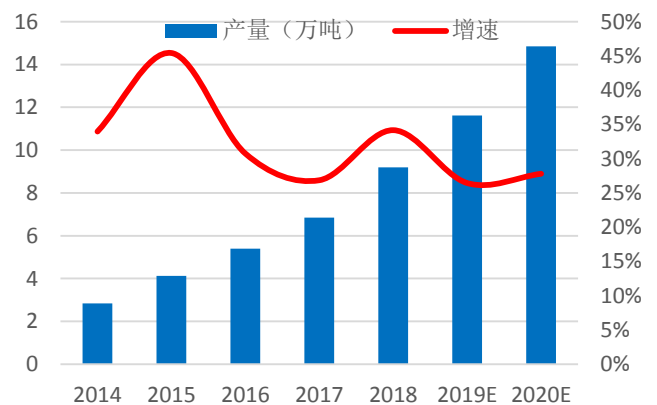
铜箔需求伴随着锂电池市场的快速发展,近几年也始终保持较快增长。高工锂电预计2019年全球锂电铜箔产量达17.7万吨,同比增长21.2%,到2020年将达到21.7万吨,预计中国锂电铜箔市场2019年产量为11.62万吨,占全球份额的65%,高工锂电预计到2020年中国锂电铜箔市场总产量将达到14.85万吨。

图表 29 全球锂电铜箔市场产量 (万吨)



资料来源:高工锂电, 华创证券

图表 30 中国锂电铜箔市场产量 (万吨)



资料来源:高工锂电, 华创证券

六、盈利预测、估值及投资评级

基于 2020-2022 年 LME 铜均价分别为 5500/5600/5700 美元/吨, SGE99.95 黄金均价分别为 360/370/380 元/吨的假设, 在不考虑收购米拉多铜矿的假设下, 我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 91.87 亿元、94.79 亿元以及 97.16 亿元, 归母净利润分别为 8.1 亿元、10.24 亿元以及 12.07 亿元, 以 5 月 26 日收盘价计算的 2020-2022 年 P/E 分别为 24 倍、19 倍和 16 倍。基于公司近两年历史平均 25 倍市盈率, 预计后期随着铜价的进一步修复, 公司股价或将进一步修复, 给予目标价 2 元/股。后期存在米拉多铜矿注入预期, 因此远期或将提高公司的铜精矿自给率, 进一步降低公司的铜精矿采购成本, 提升公司业绩弹性。基于海外矿山注入预期及冶炼产能的进一步扩张, 公司远期毛利或将进一步增厚, 首次覆盖给予“推荐”评级。

七、风险提示

米拉多铜矿相关资产注入进程不及预期、铜价及黄金价格大幅下跌, 冶炼产能新扩建不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,162	8,775	9,016	9,222
应收票据	399	394	406	417
应收账款	1,179	1,019	1,051	1,078
预付账款	4,551	4,498	4,621	4,727
存货	10,949	10,519	10,808	11,056
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,579	1,561	1,612	1,651
流动资产合计	23,819	26,766	27,514	28,151
其他长期投资	9	9	9	9
长期股权投资	560	560	560	560
固定资产	17,471	15,950	16,804	15,515
在建工程	3,071	4,594	3,917	5,365
无形资产	2,392	2,152	1,937	1,744
其他非流动资产	648	649	650	649
非流动资产合计	24,151	23,914	23,877	23,842
资产合计	47,970	50,680	51,391	51,993
短期借款	10,410	10,514	8,314	4,819
应付票据	3,477	3,436	3,530	3,611
应付账款	4,264	4,214	4,330	4,429
预收款项	870	860	887	909
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	283	283	283	283
一年内到期的非流动负债	1,758	1,758	1,758	1,758
其他流动负债	814	2,852	4,278	6,702
流动负债合计	21,876	23,917	23,380	22,511
长期借款	3,905	3,905	3,905	3,905
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,123	1,962	1,962	1,962
非流动负债合计	6,028	5,867	5,867	5,867
负债合计	27,904	29,784	29,247	28,378
归属母公司所有者权益	18,374	19,026	20,050	21,256
少数股东权益	1,692	1,870	2,094	2,359
所有者权益合计	20,066	20,896	22,144	23,615
负债和股东权益	47,970	50,680	51,391	51,993

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,986	3,687	3,117	3,248
现金收益	3,272	3,338	3,553	3,759
存货影响	-820	430	-289	-248
经营性应收影响	830	670	284	310
经营性应付影响	1,439	-101	237	202
其他影响	-735	-650	-669	-776
投资活动现金流	-2,261	-1,317	-1,431	-1,361
资本支出	-2,114	-1,318	-1,385	-1,430
股权投资	-213	0	0	0
其他长期资产变化	66	1	-46	69
融资活动现金流	-2,335	1,243	-1,445	-1,681
借款增加	-853	105	-2,200	-3,494
股利及利息支付	-1,216	-767	-815	-808
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-266	1,905	1,570	2,621

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	92,951	91,869	94,792	97,160
营业成本	88,787	87,748	90,157	92,224
税金及附加	255	252	260	267
销售费用	308	304	314	322
管理费用	1,192	1,124	1,160	1,189
研发费用	147	146	150	154
财务费用	791	795	883	823
信用减值损失	-8	-8	-8	-8
资产减值损失	-452	-452	-452	-452
公允价值变动收益	-79	-79	-79	-79
投资收益	293	293	293	293
其他收益	219	183	183	183
营业利润	1,449	1,442	1,809	2,123
营业外收入	17	23	23	23
营业外支出	100	72	72	72
利润总额	1,366	1,393	1,760	2,074
所得税	324	405	512	603
净利润	1,042	988	1,248	1,471
少数股东损益	187	178	224	264
归属母公司净利润	855	810	1,024	1,207
NOPLAT	1,645	1,552	1,875	2,055
EPS(摊薄) (元)	0.08	0.08	0.10	0.11

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	9.9%	-1.2%	3.2%	2.5%
EBIT 增长率	-10.2%	1.4%	20.8%	9.6%
归母净利润增长率	20.6%	-5.2%	26.3%	17.8%
获利能力				
毛利率	4.5%	4.5%	4.9%	5.1%
净利率	1.1%	1.1%	1.3%	1.5%
ROE	4.3%	3.9%	4.6%	5.1%
ROIC	6.0%	5.6%	6.7%	7.2%
偿债能力				
资产负债率	58.2%	54.7%	50.2%	43.3%
债务权益比	90.7%	86.8%	72.0%	52.7%
流动比率	108.9%	111.9%	117.7%	125.1%
速动比率	58.8%	67.9%	71.5%	75.9%
营运能力				
总资产周转率	1.9	1.8	1.8	1.9
应收账款周转天数	4	4	4	4
应付账款周转天数	18	17	17	17
存货周转天数	43	44	43	43
每股指标(元)				
每股收益	0.08	0.08	0.10	0.11
每股经营现金流	0.38	0.35	0.30	0.31
每股净资产	1.75	1.81	1.90	2.02
估值比率				
P/E	23	24	19	16
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	9	7	6	5

大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017年加入华创证券研究所。2015年-2017年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

研究员：李超

上海财经大学经济学硕士，CPA。曾任职于海通期货。2019年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500