

云南铜业 (000878)

资源冶炼规模提升，区域布局更趋完善

推荐（首次）

现价：11.10 元

主要数据

行业	有色
公司网址	www.yunnan-copper.com
大股东/持股	云铜集团/45.01%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,416
流通 A 股(百万股)	1,416
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	157.18
流通 A 股市值(亿元)	157.18
每股净资产(元)	4.42
资产负债率(%)	71.15

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点：

- **公司是我国铜龙头企业，2016 年起业绩显著改善：**云南铜业是我国铜龙头企业之一，铜资源储量和电解铜规模位居主要上市铜企前列。电解铜是公司主导产品，历年收入占比超 75%，而毛利主要由电解铜和贵金属贡献。2016 年以来，随着铜行业景气提升，公司业绩显著好转，预计未来公司将继续受益铜行业供需格局向好。
- **坐拥地域优势，拟定增普朗铜矿大幅增厚铜资源储量：**公司所在的云南省铜资源储量位居全国第三，约占我国铜资源储量的 11%。凭借地域优势，公司在云南省内拥有铜资源储量 204.5 万吨，主要分布在下属的金沙矿业、玉溪矿业、楚雄矿冶、迪庆矿业。公司目前拟定增收购迪庆有色 50.01% 股权，迪庆有色是属特大型铜矿，拥有铜资源储量（包括低品位）281 万吨，定增完成后，公司铜资源储量有望达到 485.5 万吨，提高 137%。迪庆有色设计产能为年开采铜矿石 1250 万吨，我们预计矿山铜年产量超 5 万吨，相对目前公司 5~6 万吨矿产铜产量而言，增长接近翻倍。
- **电解铜规模提升，区域布局完善：**公司目前在产电解铜产能约 60 万吨，主要位于云南昆明的西南铜业分公司和内蒙古赤峰云铜。公司目前正在建的项目有位于福建宁德的中铝东南铜业(公司持股 60%)40 万吨电解铜产能项目，此外，赤峰云铜正进行搬迁改造，预计新增电解铜产能 30 万吨。全部项目投产后，公司电解铜的产能将增加至约 130 万吨，提升 117%，并且随着东南铜业投入运营，公司电解铜区域布局更趋完善，形成辐射全国的格局。
- **贵金属产量预计随着电解铜规模扩大增加：**公司贵金属产品主要是金和银，它们随电解铜生产而产生。近年来，公司贵金属产量相对稳定，其中黄金产量在 10 吨左右，白银产量在 450 吨以上。我们预计未来贵金属产量将随着电解铜产量增加而增长。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	59195	57,323	65,506	78,681	99,066
YoY(%)	4.5	-3.2	14.3	20.1	25.9
净利润(百万元)	203	227	456	565	758
YoY(%)	683.8	11.8	100.3	23.9	34.2
毛利率(%)	3.4	3.9	4.7	4.7	4.7
净利率(%)	0.3	0.4	0.7	0.7	0.8
ROE(%)	2.6	5.0	7.4	8.5	10.2
EPS(摊薄/元)	0.14	0.16	0.32	0.40	0.54
P/E(倍)	77.29	69.12	34.50	27.84	20.75
P/B(倍)	2.81	2.80	2.59	2.37	2.12

- **盈利预测及投资评级：**不考虑增发摊薄，我们预计新产能释放和产品价格重心上移将推动公司业绩增长，预计公司 2018~2020 年 EPS 为 0.32、0.40 和 0.54 元，同比增长 100.3%、23.9%和 34.2%，对应当前收盘价的 PE 分别为 35、28 和 21 倍，考虑到公司资源优势、规模扩张以及未来铜价重心上移可能性，我们首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级。
- **主要风险提示：**1) 产品价格大幅波动的风险。公司收入和利润的主要来源电解铜、贵金属产品，而铜、贵金属价格受供需、地缘政治、期货市场、美元汇率等多方面因素的影响，波动较为频繁。如果未来铜或贵金属价格大幅波动，将对公司业绩和经营造成较大的影响。2) 套期保值的风险。公司部分铜产品通过期货市场交易，在进行套期保值交易时如对未来铜价走势判断失误，或交易过程中出现保证金不足而被强制平仓、产品不能按期交割等情况，则可能面临套期保值效果不达预期甚至发生额外损失的风险。3) 定增和新项目低于预期的风险。公司此次拟定增收购迪庆有色 50.01%的股权和东南铜业 40 万吨电解铜项目建设，这两个项目将使公司铜资源储量以及电解铜产量将有较大提升。如果定增进度低于预期，将影响公司新项目建设和产业链主要产品产能规模提升，从而对公司中长期发展造成一定影响。

正文目录

一、公司简介	5
1.1 全产业链铜上市龙头企业	5
1.2 中铝系上市公司	6
二、财务分析：电解铜收入占比高，2016 年盈利回升	6
三、铜矿供给偏紧，铜价未来逐步走高可能性较大	8
3.1 铜用途广泛，需求保持稳定	8
3.2 铜矿新增产能不足、矿品位不断下降，限制未来铜供给增长	8
3.3 南美合同年，铜矿短期供给冲击风险犹存	10
3.4 铜价中长期走高的可能性较大	11
四、普朗铜矿大幅增厚资源，精炼铜规模区域布局双提升	12
4.1 铜资源位居行业前列，拟收购普朗铜矿大幅提高资源储量	12
4.2 电解铜规模区域布局双提升	14
4.3 贵金属产量预计随着电解铜规模扩大而增长	15
4.4 增发扩大规模，增强竞争优势	17
五、盈利预测及投资评级	17
六、风险提示	18
6.1 产品价格大幅波动的风险	18
6.2 需求下降的风险	18
6.3 套期保值的风险	18
6.4 定增和新项目进度低于预期的风险	18
6.5 原材料供应的风险	18

图表目录

图表 1	公司主要产品	5
图表 2	公司主要下属经营主体分布	5
图表 3	公司股权结构图	6
图表 4	公司收入有一定波动性（亿元）	6
图表 5	电解铜在公司收入占比超 75%	6
图表 6	公司主要产品毛利率和综合毛利率变化趋势图	7
图表 7	电解铜和贵金属在公司毛利占比较高	7
图表 8	公司净利率变化趋势图	7
图表 9	2016 年起公司净利润显著提升（亿元）	7
图表 10	全球铜消费结构	8
图表 11	我国铜的消费结构	8
图表 12	预计全球铜需求稳定增长（万吨）	8
图表 13	我国铜需求持续增长（万吨）	8
图表 14	全球铜精矿的品位不断下降	9
图表 15	全球铜矿项目处于 2010 年以来低位	9
图表 16	全球铜精矿供需平衡表（万吨）	9
图表 17	全球精铜供需平衡表（万吨）	10
图表 18	2018 年主要矿山劳资合同到期时间和产能产量情况（单位：万吨金属量）	10
图表 19	LME 铜的价格（美元/吨）	11
图表 20	LME 铜的库存（吨）	11
图表 21	SHFE 铜的价格（元/吨）	11
图表 22	SHFE 铜的库存（吨）	11
图表 23	铜现货价格走势（元/吨）	12
图表 24	云南铜储量位居全国第三	12
图表 25	主要上市铜企铜资源储量比较	13
图表 26	公司主要铜矿经营主体情况	13
图表 27	拟定增项目完成后，迪庆有色股权结构	13
图表 28	普朗铜矿铜资源储量大	14
图表 29	近年来，公司矿山铜产量稳定（万吨）	14
图表 30	《迪庆有色评估报告》净利润预测情况	14
图表 31	主要上市电解铜生产企业产能	15
图表 32	公司主要电解铜生产主体分布	15
图表 33	近年来，公司电解铜产量稳步增长（万吨）	15
图表 34	2013 年以来，公司黄金产销量变化（吨）	16
图表 35	2013 年以来，公司白银产销量变化（吨）	16
图表 36	2013 年以来，公司硫酸产量稳步增加（万吨）	16
图表 37	公司拟定增项目情况	17
图表 38	公司收入测算简表（亿元）	17

一、公司简介

1.1 全产业链铜上市龙头企业

云南铜业股份有限公司（以下简称“云南铜业”或者“公司”）的前身是成立于 1958 年的云南冶炼厂，1998 年改制为股份制上市公司，更名为“云南铜业股份有限公司”，并在深圳证券交易所上市，股票代码 000878。

经过多年的发展，公司现已形成以铜为主的集采、选、冶及深加工为一体的大型生产企业，覆盖铜业务的主要产业链，是铜行业的龙头企业，主要产品包括阴极铜、金、银、硫酸等。公司主要产品“铁峰”牌高纯阴极铜为上海期货交易所和伦敦金属交易所注册的“中国名牌”产品；“铁峰”牌黄金在上海黄金交易所注册；“铁峰”牌白银在伦敦金银市场协会注册；高纯阴极铜、电工用铜线坯、工业硫酸、金锭、银锭长期蝉联“云南名牌”产品。

图表1 公司主要产品

主要产品	用途
阴极铜	电气、轻工、机械制造、建筑、国防等
金锭	金融、珠宝饰品、电子材料等
银	金融、电子材料、感光材料、珠宝饰品等
工业硫酸	化工产品原料以及其他国民经济部门

资料来源：公司公告

图表2 公司主要下属经营主体分布



资料来源：公司网站

1.2 中铝系上市公司

公司大股东是云南铜业（集团）有限公司（简称“云铜集团”），持有公司 45.01%股份，中铝集团通过中国铜业拥有云铜集团的控股权，而中铝集团又由国务院国资委全资控股，因此，国务院国资委是公司实际控制人。

图表3 公司股权结构图

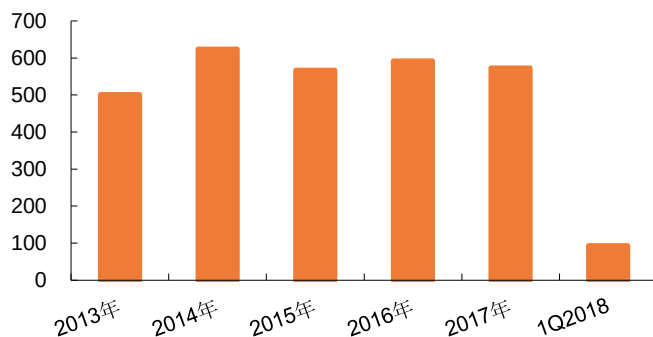


资料来源：公司公告

二、 财务分析：电解铜收入占比高，2016 年盈利回升

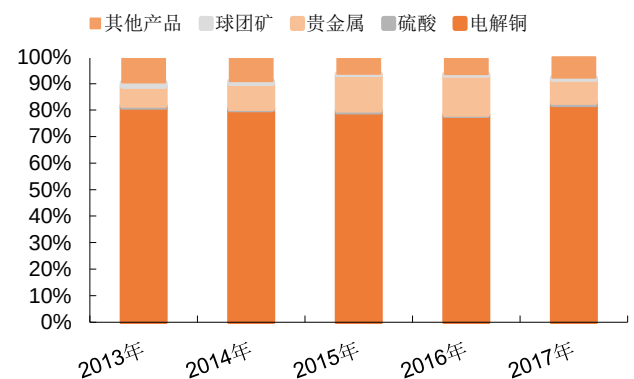
公司产品包括电解铜、硫酸、贵金属、球团矿等，其中电解铜是公司最主要产品，历年来收入占比均超过 75%。其他各产品的收入占比在 10%以下。近五年来，公司主导产品电解铜的产量保持增长，但由于受到贸易铜金额变化以及价格因素影响，公司收入有一定的波动性。

图表4 公司收入有一定波动性（亿元）



资料来源：Wind、平安证券研究所

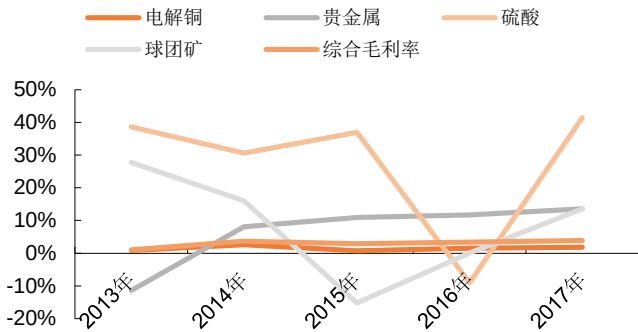
图表5 电解铜在公司收入占比超 75%



资料来源：Wind、平安证券研究所

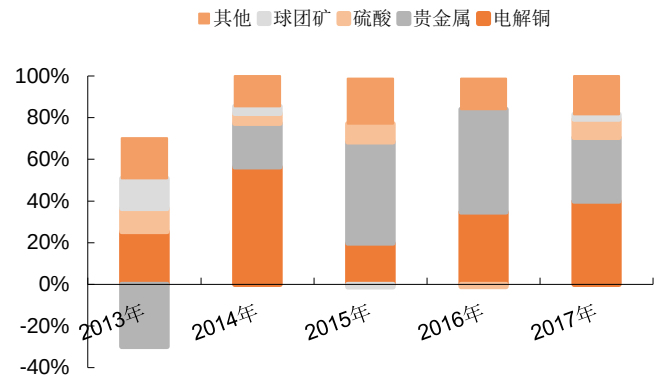
公司业务包括铜矿开采和电解铜冶炼，在获得电解铜主产品的同时，还从铜冶炼原料获得贵金属、硫酸等产品。从毛利率看，公司综合毛利率呈现波动性，其中，电解铜毛利率较低，而贵金属、硫酸具备一定副产品属性，毛利率水平高于电解铜。公司毛利润由产品收入结构以及各产品毛利率水平决定，结合各产品看，公司毛利润主要由收入占比位居第一的铜和收入占比第二，且毛利率高于电解铜的贵金属构成，二者 2014 年以来，在公司毛利润占比均超过 70%。

图表6 公司主要产品毛利率和综合毛利率变化趋势图



资料来源：Wind、平安证券研究所

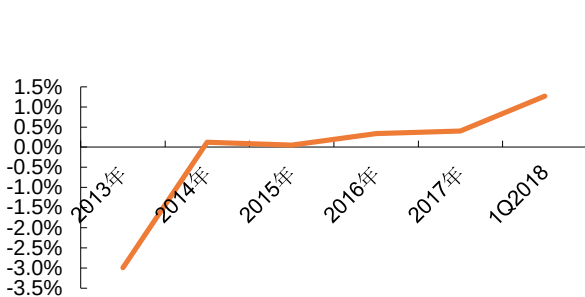
图表7 电解铜和贵金属在公司毛利占比较高



资料来源：Wind、平安证券研究所

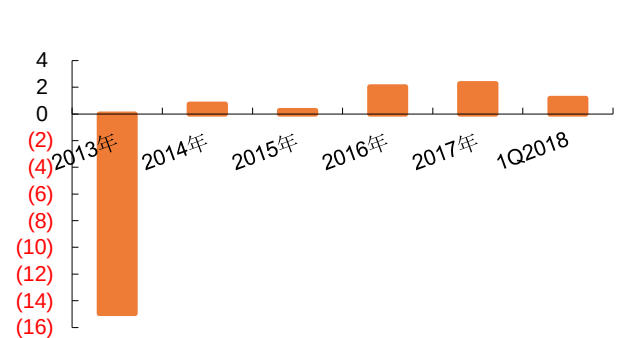
由于铜产业链重心在中上游，公司期间费用率较低，2013 年以来保持在 2.7~3.8%之间。受铜行业周期性影响，公司净利润也具有波动性，2016 年以来，随着铜价格的回升，公司盈利显著提高，2016、2017 年实现归母净利润分别为 2.03、2.27 亿元，2018 年一季度实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 75.73%。

图表8 公司净利率变化趋势图



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表9 2016 年起公司净利润显著提升（亿元）



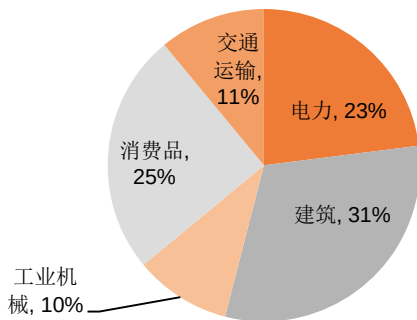
资料来源：Wind、平安证券研究所

三、铜矿供给偏紧，铜价未来逐步走高可能性较大

3.1 铜用途广泛，需求保持稳定

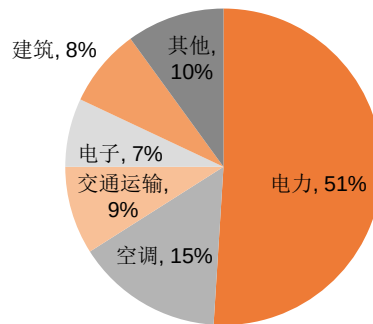
铜的下游分布广泛，主要应用于电力、建筑、交运等领域，和宏观经济关联较为紧密，2017 年全球的消费量为 2265 万吨，其中，中国是最大的铜消费国，2017 年消费量 1074 万吨，份额约 47%。预计在全球及中国经济增长的推动下，未来全球及我国铜的消费增速分别约为 2%和 4%。

图表10 全球铜消费结构



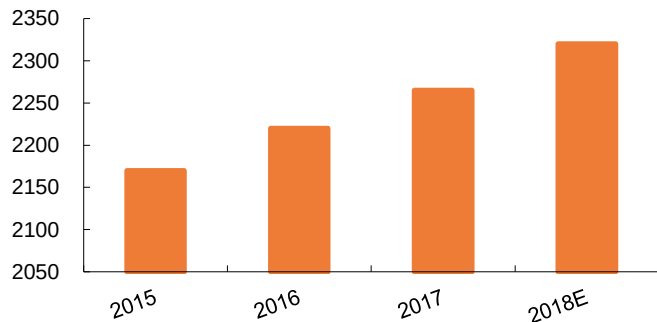
资料来源: Wood Mackenzie

图表11 我国铜的消费结构



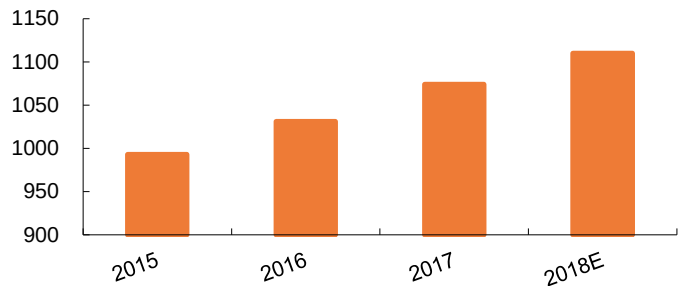
资料来源: 安泰科

图表12 预计全球铜需求稳定增长 (万吨)



资料来源: 安泰科

图表13 我国铜需求持续增长 (万吨)

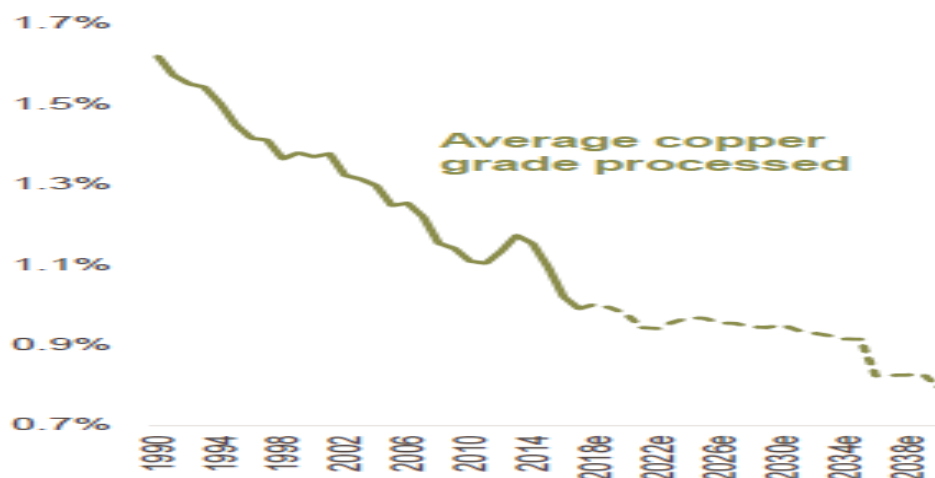


资料来源: 安泰科

3.2 铜矿新增产能不足、矿品位不断下降，限制未来铜供给增长

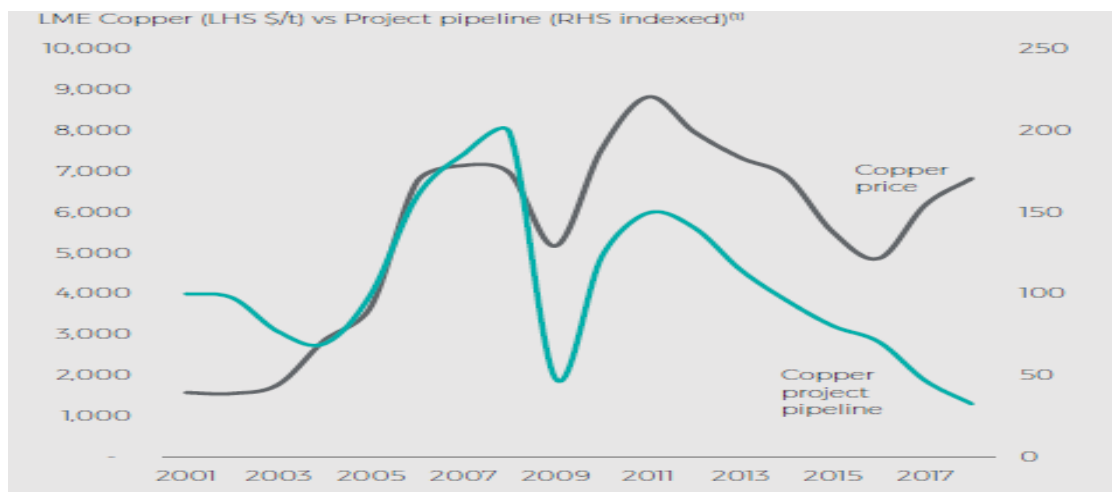
从产能来看，上轮铜矿新项目投资始于 2010 年，2013 年之后，新增项目不断下降，目前已处于 2000 年以来的低位，且没有大新项目兴建。由于建设周期，上轮扩产新建产能投产集中在 2015~2017 年，加之，全球铜矿山铜品位不可逆转的下降，2018 年起铜的中长期供需格局将好转。根据安泰科预计，2015 年全球铜精矿供需过剩 35 万吨，到 2018 年将缩减到 10 万吨。铜矿中长期供需格局将从供给过剩向供给日趋紧张转变。

图表14 全球铜精矿的品位不断下降



资料来源：嘉能可

图表15 全球铜矿项目处于 2010 年以来低位



资料来源：嘉能可

图表16 全球铜精矿供需平衡表（万吨）

项目	2015	2016	2017E	2018F
产量	1540	1640	1645	1700
需求量	1505	1610	1650	1690
平衡	35	30	-5	10

资料来源：安泰科

图表17 全球精铜供需平衡表（万吨）

项目	2015	2016	2017E	2018F
产量	2205	2250	2290	2340
需求量	2170	2220	2265	2320
平衡	35	30	25	20

资料来源：安泰科

3.3 南美合同年，铜矿短期供给冲击风险犹存

由于罢工或者政企纠纷，2017 年一、二季度全球铜矿的供给受到较大冲击，导致 2017 年全球铜矿产量增长乏力。2018 年全球主要的铜矿生产国智利，大量的铜矿生产企业进入合同年，根据安泰科统计，2018 年智利和秘鲁将有 19 座矿山进入薪资谈判，影响铜矿产能和产量分别为 670 万吨和 583 万吨，占全球铜矿产能和产量的比重均超 20%。尽管到目前为止，南美薪资谈判未影响供给，但我们看到，2018 年 5、6 月份以及 10 月份为合同谈判较为密集的月份，如果劳资双方未达成一致，短期供给受到冲击的可能性仍然不能排除，2018 年铜矿短期供给冲击风险犹存。

图表18 2018 年主要矿山劳资合同到期时间和产能产量情况（单位：万吨金属量）

矿山	所在国家	所属公司	合同到期时间	产能	2018 原预计产量
Lomas Bayas	智利	Glencore	2018.01	6.5	6.8
Los Pelambres	智利	Antofagasta	2018.02	42.0	35.0
Radomiro Tomic	智利	Codelco	2018.03	34.3	20.5
Chuquibambilla	智利	Codelco	2018.03	32.0（铜精矿）	42.7（铜精矿+湿法铜）
Caserones	智利	Lumina Copper	2018.03	20.0	15.5
Centinela	智利	Antofagasta	2018.05	38.0	27.0
Mina Ministro Hales	智利	Codelco	2018.05	18.3	18.6
Centinela	智利	Antofagasta	2018.06	38.0	27.0
Los Pelambres	智利	Antofagasta	2018.06	42.0	35.0
Spence	智利	BHP	2018.06	20.0	20.0
Escondida	智利	BHP	2018.06	130.0	128.5
Caserones	智利	Lumina Copper	2018.07	20.0	15.5
Andina	智利	Codelco	2018.08	26.0	21.5
Cerro Colorado	智利	BHP	2018.08	7.5	7.1
Cerro Verde	秘鲁	Freeport	2018.09	58.0（I+II 期）	47.9
Centinela	智利	Antofagasta	2018.10	38.0	27.0
Centinela	智利	Antofagasta	2018.10	38.0	27.0
El Teniente	智利	Codelco	2018.10	43.0	41.5
Mina Ministro Hales	智利	Codelco	2018.11	18.3	18.6

资料来源：安泰科

3.4 铜价中长期走高的可能性较大

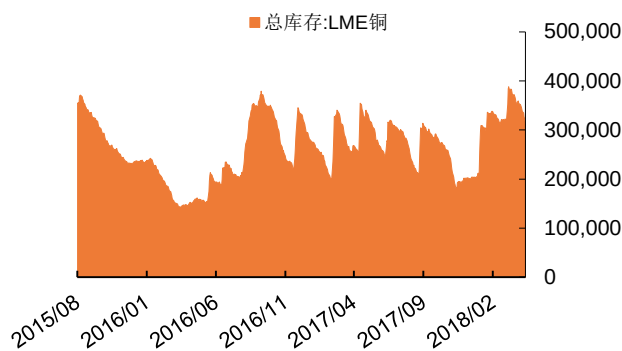
2016年下半年铜的价格开始上涨，尽管2018年以来受中美贸易战以及库存上升影响，铜价格略有回调。但我们认为铜矿中长期供给逐步偏紧，对铜未来价格具有支撑作用，我们判断，铜价中长期继续走高的可能性仍较大。

图表19 LME 铜的价格（美元/吨）



资料来源: Wind

图表20 LME 铜的库存（吨）



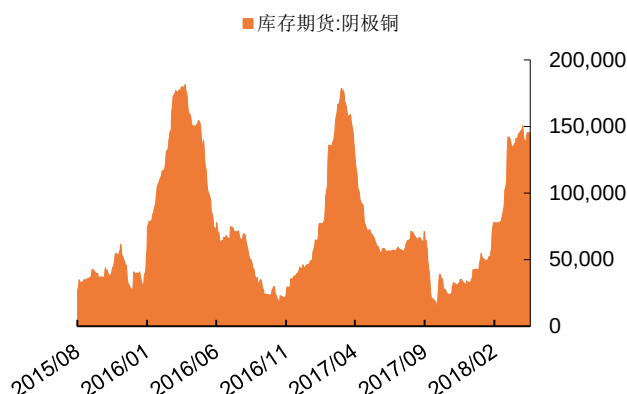
资料来源: Wind

图表21 SHFE 铜的价格（元/吨）



资料来源: Wind

图表22 SHFE 铜的库存（吨）



资料来源: Wind

图表23 铜现货价格走势（元/吨）



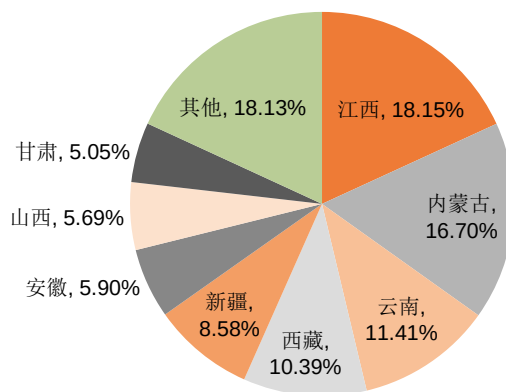
资料来源: Wind

四、普朗铜矿大幅增厚资源，精炼铜规模区域布局双提升

4.1 铜资源位居行业前列，拟收购普朗铜矿大幅提高资源储量

- 依托区位优势，铜资源储量位居前列。根据 USGS 统计，目前全球铜储量约 8 亿吨，而中国储量仅 2700 万吨左右，在全球储量占比不到 4%。分区域看，中国铜储量主要集中在江西、内蒙古、云南、西藏、新疆五个省自治区，其中云南铜业所处的云南省，铜储量位居全国第三，份额为 11.41%，具有较明显的资源优势。

图表24 云南铜储量位居全国第三



资料来源: Wind

依托地域优势，云南铜业具有较丰富的铜资源储量。目前公司保有 333 以上铜资源量 204.50 万吨，在 A 股主要上市铜企中位居第 4。分公司看，公司铜矿资源主要分布在下属公司金沙矿业、玉溪矿业、楚雄矿冶和迪庆矿业。

图表25 主要上市铜企铜资源储量比较

公司名称	铜资源储量（万吨）	备注
紫金矿业	3147	包括海内外，按权益
江西铜业	1440.9	100%权益 997.9 万吨，联合其他公司所控制的资源按公司所占权益计算金属资源储量约为铜 443 万吨
云南铜业	204.5	
铜陵有色	205	
白银有色	37.27	

资料来源：公司公告

图表26 公司主要铜矿经营主体情况

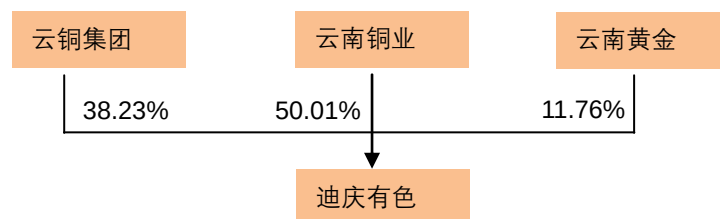
公司名称	权益	经营地点
云南金沙矿业股份有限公司	51%	云南省昆明市
玉溪矿业有限公司	100%	云南省玉溪市
云南楚雄矿冶有限公司	100%	云南省楚雄市
云南迪庆矿业开发有限责任公司	75%	云南省迪庆州

资料来源：公司公告

■ 拟注入迪庆有色铜矿资源，公司铜资源储量大幅增加。公司拟通过定增收购迪庆有色金属有限责任公司（简称“迪庆有色”）50.01%股权，迪庆有色拥有普朗铜矿的采矿权和普朗外围的探矿权。

普朗铜矿是一座以铜为主，伴有钼、金、银等有色金属的特大型铜矿，位于云南省迪庆藏族自治州香格里拉县，亦是目前迪庆有色拥有的唯一矿区，迪庆有色采矿权对应的矿区面积为 6.05 平方公里。根据 2016 年 7 月编制完成的《普朗铜矿资源储量核实报告》，截至 2015 年底，迪庆有色普朗铜矿采矿权拥有较高品位铜矿资源储量 144 万吨，此外还包括低品位铜矿石，折合金属量 137 万吨，迪庆有色共拥有铜资源储量 281 万吨。如增发顺利完成，公司铜资源储量将从 204.5 万吨提高到 485.5 万吨，提高 137%。

图表27 拟定增项目完成后，迪庆有色股权结构



资料来源：公司公告

图表28 普朗铜矿铜资源储量大

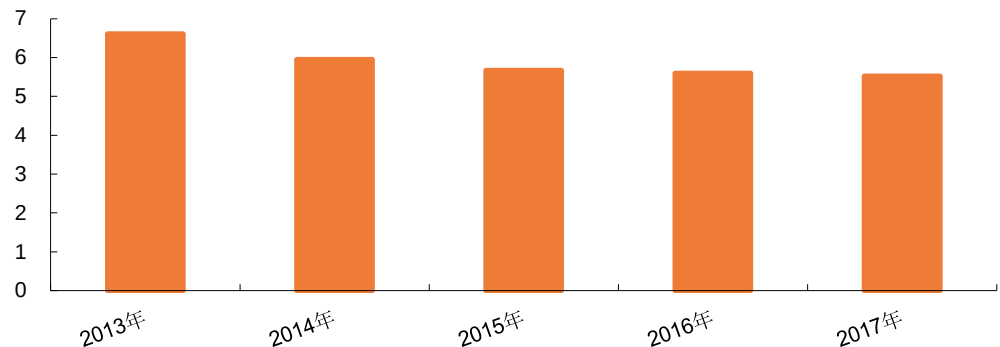
类型	资源储量类型	金属量（万吨）	平均品位
较高品位	(111b)	42.06	0.65%
	(122b)	36.20	0.48%
	(333)	65.50	0.47%
	合计	143.76	0.51%
低品位	(333)	15.04	0.25%
	(332)	54.73	0.24%
	(331)	66.93	0.25%
	合计	136.71	0.24%

资料来源：公司公告

■ 如定增顺利实施，公司矿山铜产量有望翻番。将近年来，公司矿山铜产量基本稳定，保持在 5~6 万吨之间。普朗铜矿项目设计的开采产能年开采铜矿石 1250 万吨，我们按照 0.5%品位估算，普朗铜矿项目投产后，预计年产铜矿石折合金属量超 5 万吨，为此，普朗铜矿项目将使公司矿山铜产量翻番。目前普朗铜矿项目进展顺利，我们预计如果 2018 年增发完成，普朗铜矿对矿山铜的贡献将开始体现。

根据公司与云铜集团签署的《利润补偿协议》，云南集团承诺，根据《迪庆有色评估报告》，迪庆有色 2018~2020 年盈利预测指标总和为 8.18 亿元，如承诺期内未实现承诺利润，云铜集团将以其拟转让的迪庆有色 26.77%股权比率对上市公司进行现金补偿。

图表29 近年来，公司矿山铜产量稳定（万吨）



资料来源：公司公告

图表30 《迪庆有色评估报告》净利润预测情况

	2018 年	2019 年	2020 年
净利润（万元）	15,165.25	28,227.95	38,355.06

资料来源：公司公告

4.2 电解铜规模区域布局双提升

公司同时也是我国主要的电解铜生产企业之一，目前在产的电解铜总产能约为 60 万吨，主要分布在位于云南昆明的西南铜业分公司和内蒙古的赤峰云铜。此外，公司还在福建宁德成立中铝东南铜业有限公司（公司持股 60%），投资建设年产电解铜 40 万吨产能；另外赤峰铜业正进行搬迁改造，完成后，可增加产能 30 万吨。根据我们测算，全部在建项目投产后，公司电解铜总产能将提高到约 130 万吨，提升 117%。

公司三大电解铜生产基地中，西南铜业分公司辐射西南及东南亚市场，赤峰云铜辐射华北、东北和西北市场，而在建中的东南铜业未来将辐射华东、华南市场。随着未来东南铜业的投产运营，公司电解铜将可辐射全国主要市场，区域布局趋于完善。

图表31 主要上市电解铜生产企业产能

公司名称	电解铜产能
紫金矿业	约 40 万吨
江西铜业	超 130 万吨
云南铜业	约 60 万吨
铜陵有色	135 万吨
白银有色	20 万吨

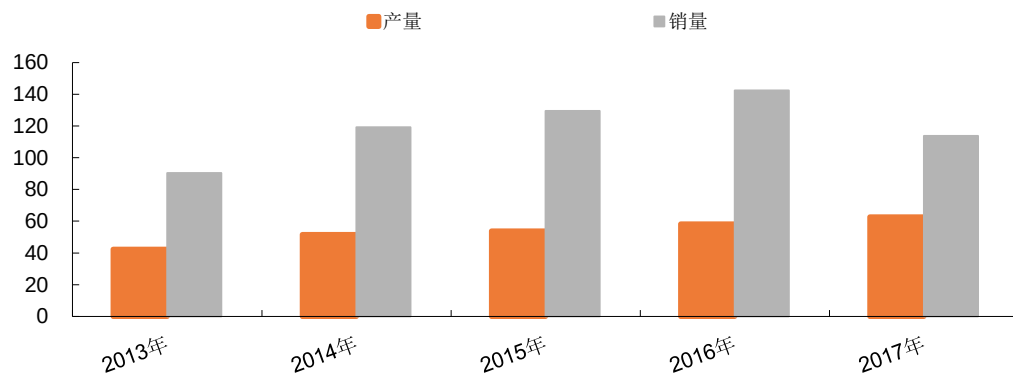
资料来源：各公司公告、平安证券研究所

图表32 公司主要电解铜生产主体分布

公司名称	股权比率	经营地点
西南铜业分公司（原冶炼加工总厂）		云南省昆明市
赤峰云铜	45%	内蒙古赤峰市
东南铜业	60%	福建省宁德市

资料来源：公司公告 备注：公司与赤峰云铜另一股东为一致行动人，拥有赤峰云铜 55% 表决权

图表33 近年来，公司电解铜产量稳步增长（万吨）

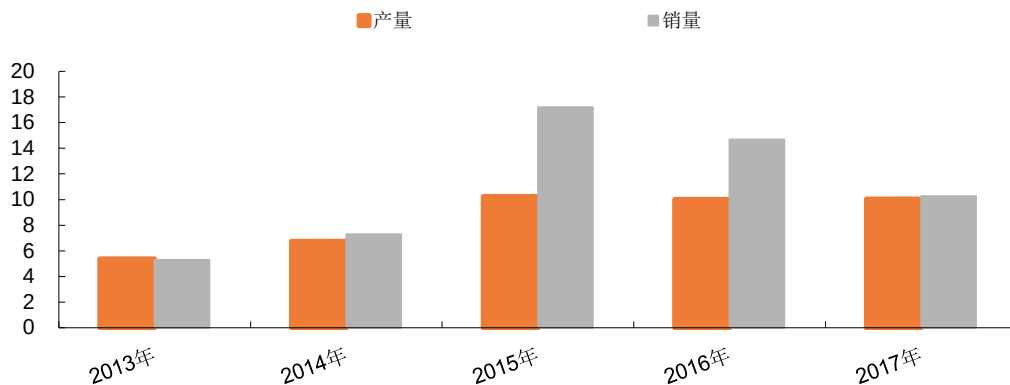


资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.3 贵金属产量预计随着电解铜规模扩大而增长

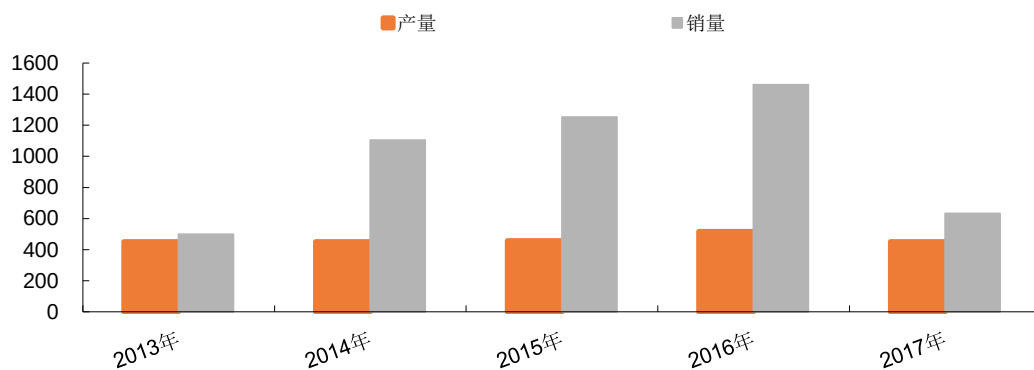
公司其他主要产品包括黄金、白银、硫酸，它们伴随公司铜冶炼生产而产生，对公司盈利影响较大的为价值比较高的贵金属黄金、白银，其中黄金产品公司 2015 年以来维持在 10 吨左右，白银公司近五年产量均在 450 吨以上。考虑到，贵金属伴生于铜的冶炼，我们预计未来随着电解铜规模扩大，公司贵金属产量将保持增长。

图表34 2013年以来，公司黄金产销量变化（吨）



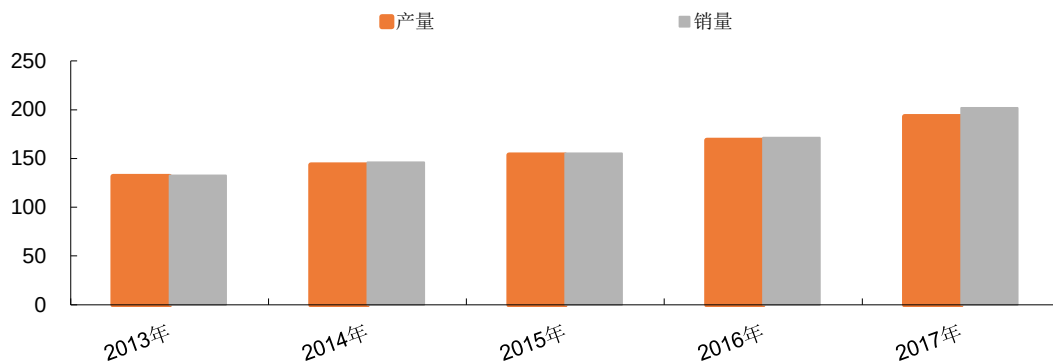
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表35 2013年以来，公司白银产销量变化（吨）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表36 2013年以来，公司硫酸产量稳步增加（万吨）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.4 增发扩大规模，增强竞争优势

2016 年 10 月，公司发布非公开发行预案，后经几次修订，于 2018 年 1 月，公布了非公开发行预案（三次修订稿），2018 年 4 月，非公开发行股票申请获得审核通过。根据最新预案，公司拟通过非公开发行，募集资金 40.89 亿元，用于收购迪庆有色 50.01% 股权、东南铜业冶炼基地、滇中有色 10 万吨粗铜/年、30 万吨硫酸/年完善项目和补充流动资金等四个项目。

如我们前述分析，如增发顺利实施，收购迪庆有色 50.01% 股权将使公司上游铜资源和矿山铜产量将大幅增加，公司资源保障能力大大增强，而东南铜业冶炼基地项目将使得公司电解铜规模扩大，增强产品辐射范围。

综上，我们认为增发项目实施有利公司扩大规模，增强竞争优势。

图表37 公司拟定增项目情况

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投入金额（万元）
1	收购迪庆有色 50.01% 股权	143,930.30	143,930.30
2	东南铜业铜冶炼基地项目	488,610.17	200,000.00
3	滇中有色 10 万吨粗铜/年、 30 万吨硫酸/年完善项目	19,814.36	15,000.00
4	补充流动资金	50,000.00	50,000.00
合计		702,354.83	408,930.30

资料来源：公司公告

五、 盈利预测及投资评级

不考虑增发摊薄，我们预计新产能释放和产品价格重心上移将推动公司业绩增长，预计公司 2018~2020 年 EPS 为 0.32、0.40 和 0.54 元，同比增长 100.3%、23.9% 和 34.2%，对应当前收盘价的 PE 分别为 35、28 和 21 倍，考虑到公司资源优势、规模扩张以及未来铜价重心上移可能性，我们首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级。

图表38 公司收入测算简表（亿元）

产品	2018E	2019E	2020E
电解铜	539.40	651.46	834.09
贵金属	55.00	66.00	75.90
硫酸	7.77	10.10	13.13
球团矿	4.00	4.00	4.00
其他	48.90	55.25	63.54
合计	655.06	786.81	990.66

资料来源：平安证券研究所

六、风险提示

6.1 产品价格大幅波动的风险

公司收入和利润的主要来源电解铜、贵金属产品，而铜、贵金属价格受供需、地缘政治、期货市场、美元汇率等多方面因素的影响，波动较为频繁。如果未来铜或贵金属价格大幅波动，将对公司业绩和经营造成较大的影响。

6.2 需求下降的风险

公司所处铜行业是国民经济基础产业，其产品被广泛应用于电力、家电、建筑、交通运输和高科技等相关行业，宏观经济环境对公司产品的市场需求量具有决定性影响。我国是全球铜消费第一大国，2011年以来铜消费量呈现持续增长态势。尽管我国目前铜需求量呈增长趋势，但鉴于经济发展存在周期性，未来仍可能因宏观经济波动导致铜需求量下降，进而对公司主营业务造成不利影响。

6.3 套期保值的风险

公司部分铜产品通过期货市场交易，目的在于锁定未来产品售价，平抑短期铜价波动。公司进行套期保值交易时如对未来铜价走势判断失误，或交易过程中出现保证金不足而被强制平仓、产品不能按期交割等情况，则可能面临套期保值效果不达预期甚至发生额外损失的风险。

6.4 定增和新项目进度低于预期的风险

公司此次拟定增收购迪庆有色 50.01%的股权和东南铜业 40 万吨电解铜项目建设，这两个项目将使公司铜资源储量以及电解铜产量将有较大提升。如果定增进度低于预期，将影响公司新项目建设和产业链主要产品产能规模提升，从而对公司中长期发展造成一定影响。

6.5 原材料供应的风险

公司作为电解铜生产企业，主要原材料为铜精矿，属于资源依赖型企业，铜精矿供应情况直接关系到公司的生存与发展。公司所处云南省铜矿资源储量约占全国铜矿基础储量的 11%，位居全国第三，为公司原材料供应提供了一定保障，但由于铜矿为不可再生资源，且我国铜矿资源相对匮乏，如不能建立持续、稳定、充足的铜精矿供应渠道，公司将面临原材料供应不足风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	12271	16639	21780	25712
现金	1836	6060	7643	9394
应收账款	681	673	953	1094
其他应收款	323	320	452	520
预付账款	272	310	389	492
存货	7864	7960	11038	12883
其他流动资产	1295	1315	1304	1329
非流动资产	14584	15431	16990	16752
长期投资	802	802	802	802
固定资产	9370	10801	12207	12634
无形资产	1132	1085	1037	990
其他非流动资产	3280	2744	2943	2326
资产总计	26855	32070	38770	42464
流动负债	15855	20471	26249	28743
短期借款	11230	14217	19066	19943
应付账款	2712	3534	3964	4618
其他流动负债	1914	2720	3219	4181
非流动负债	3450	3442	3612	3801
长期借款	2051	2841	3011	3200
其他非流动负债	1399	601	601	601
负债合计	19306	23913	29861	32544
少数股东权益	1928	2080	2268	2521
股本	1416	1416	1416	1416
资本公积	4330	4330	4330	4330
留存收益	87	695	1448	2458
归属母公司股东权益	5621	6076	6641	7399
负债和股东权益	26855	32070	38770	42464

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-1180	3179	-198	2293
净利润	377	608	753	1010
折旧摊销	875	953	1141	1238
财务费用	543	740	907	1039
投资损失	-205	-150	-150	-150
营运资金变动	-3007	1028	-2850	-844
其他经营现金流	237	0	0	0
投资活动现金流	-3064	-1650	-2550	-850
资本支出	2425	1645	1559	-238
长期投资	-319	0	0	0
其他投资现金流	-5170	-3295	-4109	-612
筹资活动现金流	3573	-3521	-518	-569
短期借款	2433	-3230	0	0
长期借款	1508	790	170	190
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-71	0	0	0
其他筹资现金流	-297	-1081	-687	-759
现金净增加额	-685	-1992	-3266	874

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	57323	65506	78681	99066
营业成本	55110	62456	74982	94409
营业税金及附加	218	249	299	376
营业费用	406	459	543	684
管理费用	638	721	787	991
财务费用	543	740	907	1039
资产减值损失	266	243	329	391
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资净收益	205	150	150	150
营业利润	487	790	984	1327
营业外收入	41	40	40	40
营业外支出	25	25	20	20
利润总额	502	810	1004	1347
所得税	125	203	251	337
净利润	377	608	753	1010
少数股东损益	150	152	188	253
归属母公司净利润	227	456	565	758
EBITDA	2138	2496	3045	3614
EPS (元)	0.16	0.32	0.40	0.54

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-3.2	14.3	20.1	25.9
营业利润(%)	242.7	62.2	24.5	34.9
归属于母公司净利润(%)	11.8	100.3	23.9	34.2
获利能力				
毛利率(%)	3.9	4.7	4.7	4.7
净利率(%)	0.4	0.7	0.7	0.8
ROE(%)	5.0	7.4	8.5	10.2
ROIC(%)	4.6	4.7	4.7	5.5
偿债能力				
资产负债率(%)	71.9	74.6	77.0	76.6
净负债比率(%)	155.0	143.5	172.4	150.8
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	2.3	2.2	2.2	2.4
应收账款周转率	96.8	96.8	96.8	96.8
应付账款周转率	25.1	20.0	20.0	22.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.32	0.40	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.83	2.24	-0.14	1.62
每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.29	4.69	5.22
估值比率				
P/E	69.12	34.50	27.84	20.75
P/B	2.80	2.59	2.37	2.12
EV/EBITDA	14.4	12.1	11.2	9.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033