

2018H1 业绩大增，盈利能力提升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年半年报, 2018 年上半年实现营业收入 407.2 亿元, 同比增长 6.3%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.1 亿元, 同比增长 74.4%。
- **生产情况良好, 业绩大增。** 上半年公司归母净利润同比大增, 其中主要原因有 (1) 去年同期基数低, 公司主要冶炼厂金冠铜业和金隆铜业停产检修, 主营产品产量受到一定负面影响。而 2018H1 公司生产情况良好, 其中公司生产铜精矿含铜、阴极铜、铜加工材料分别为 2.6 万吨、65.0 万吨、16.5 万吨, 分别完成全年指引的 48.5%、48.5%、44.4%, 产量分别同比增 17.0%、5.1%、2.5%。(2) 铜精矿、阴极铜方面价格涨, 上半年均价分别同比增 13.7%、11.7%。
- **Q2 业绩环比增加。** Q2 营收环比增 29.6%, 归母净利润环比增 3.5%。尽管 Q2 铜精矿、阴极铜价格小幅回落, 分别环比降 2.2%、1.7%, 但铜加工方面, 受印度最大冶炼厂 40 万吨产能的关闭影响, 铜精矿加工费上涨, 利好公司铜加工业务。国内铜精矿 RC 较 4 月上升 12.9%, 带动业绩上升。
- **三费增幅较大, 营业成本涨幅低于营收涨幅, 公司盈利能力提升。** 2018H1 公司销售费用、管理费用、财务费用分别同比增 12.7%、10.7%、138.7%。其中, 财务费用涨幅较高的主要原因是公司贷款规模增加及汇兑损失影响所致。另外, 公司本期成本涨幅低于营收涨幅, 销售毛利率继续上升, 由一季度的 5.04% 上升至 5.37%, 环比增 6.5%。
- **多项目在建, 产能待释放。** 自产矿方面, 随着沙溪铜矿达产, 公司自有铜矿产能有望达 5.4 万吨/年。铜箔方面, 公司年产 2 万吨高精度储能用超薄电子铜箔项目一期成功投产, 公司铜箔加工产能达 3 万吨/年, 2019 年底前该项目二期预计可完成, 届时公司铜箔加工产能将有 4 万吨/年。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.09 元、0.12 元、0.15 元, 对应 PE 分别为 24 倍、18 倍和 14 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 铜矿项目进度或不及预期, 铜金属价格或大幅下跌, 汇兑损益风险。

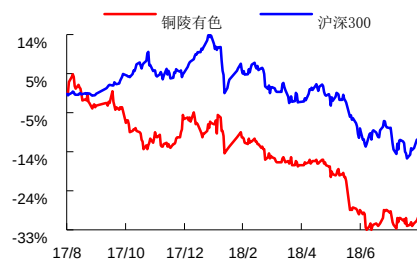
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	82430.25	87451.07	96140.68	103247.10
增长率	-4.90%	6.09%	9.94%	7.39%
归属母公司净利润 (百万元)	548.82	934.52	1239.84	1601.62
增长率	204.35%	70.28%	32.67%	29.18%
每股收益 EPS (元)	0.05	0.09	0.12	0.15
净资产收益率 ROE	3.99%	6.42%	7.92%	9.38%
PE	41	24	18	14
PB	1.21	1.15	1.07	0.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-57631191
 邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	105.27
流通 A 股(亿股)	95.61
52 周内股价区间(元)	2.06-3.26
总市值(亿元)	225.27
总资产(亿元)	496.35
每股净资产(元)	1.66

相关研究

1 公司概况：大型全产业链铜生产企业

公司目前最大股东为铜陵有色金属集团控股有限公司（以下称有色控股），控股比例约为 39.55%，而除了铜陵有色外，有色控股旗下还拥有安徽铜冠机械、安徽铜冠有色金属、铜陵有色设计研究院等优质资产，为安徽省内首屈一指的大型国企。

铜陵有色是中国铜行业集采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，业务范围涵盖铜矿采选、冶炼及铜材深加工等，公司属有色金属行业，是基础原材料产业，主产品阴极铜是重要的基础原材料和战略物资，广泛应用于电力、建筑、汽车、家电、电子、国防等多个领域。公司经过多年的发展，紧紧围绕主业做大做强。公司主要产品产能不断增加，其中铜冶炼产能达到 135 万吨/年，铜材深加工综合产品达到 40 万吨/年。公司产品结构合理，产品已涵盖铜的线材、棒材、板带材、箔材加工等多个领域。

公司主要产品包括阴极铜、铜加工材，以及冶炼过程中产生的黄金、白银、硫酸、铁精砂等产品。阴极铜的生产销售是公司目前的主导业务，其经营方式有以下两种：

- （1）自产矿冶炼方式：该经营方式即公司自产铜矿经洗选、冶炼加工成阴极铜后对外销售。该类业务涉及铜矿整个采炼流程。

图 1：铜矿采炼流程



数据来源：Wind，西南证券整理

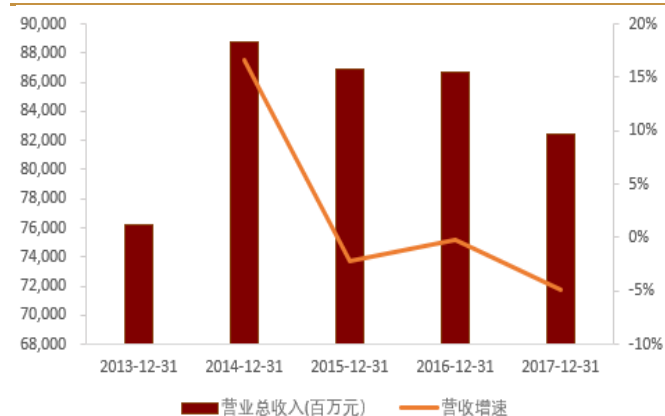
- （2）外购铜原料冶炼方式：该经营方式下，公司通过外购铜精砂经粗炼、精炼成阴极铜后对外销售，或通过外购粗铜经精炼成阴极铜后对外销售。

2 公司业绩：业绩逐步好转

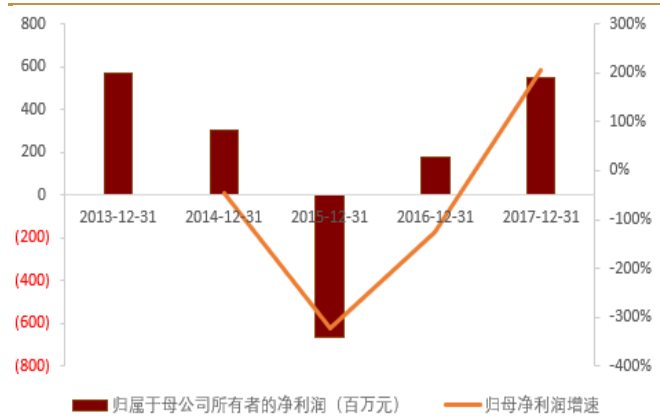
2015 年，世界经济处于深度调整之中，欧美等国经济保持弱复苏态势，国内经济进入新常态后，下行压力加大。受美联储预期加息美元升值及中国需求放缓影响，以铜为代表的大宗商品出现较大幅度下跌，公司其他主产品金、银价格也出现一定幅度下跌。上半年因硫酸价格上涨、加工费维持高位、国内外铜价差由负转正等因素，使公司上半年整体经营业绩保持平稳增长。下半年受人民币贬值影响，使汇兑损失较大，另外，主要产品阴极铜、金银等贵金属、硫酸、硫铁矿等均有不同程度下跌，出现自公司上市以来首次亏损。

2017 年，中国经济稳中向好，经济增长好于预期，国外矿山劳工纠纷、国内废铜进口政策变化等多重因素影响，铜价全年震荡上行，延续了 2016 年四季度开始的反弹行情，价格重心不断提升，逐步脱离 2011 年以来持续下跌的行情。2017 年，全年铜均价同比上涨 31%；2017 年，硫酸全年均价同比上涨 76%；铜精矿加工费、锂电箔加工费维持稳定。2017 年，在克服主要盈利单位金冠铜业、金隆铜业连续大修，金昌冶炼厂关停，生产作业时间少

等不利因素影响的情况下，公司抓住市场回暖机会，稳生产，增效益，使得公司整体经营业绩同比有较大幅度增长。

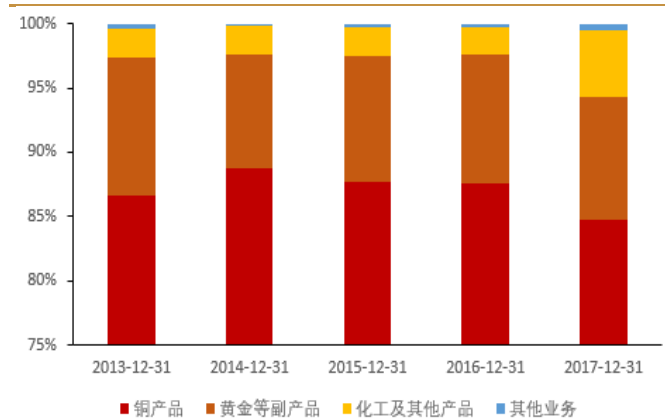
图 2：公司 2013-2017 年营收情况


数据来源：WIND，西南证券整理

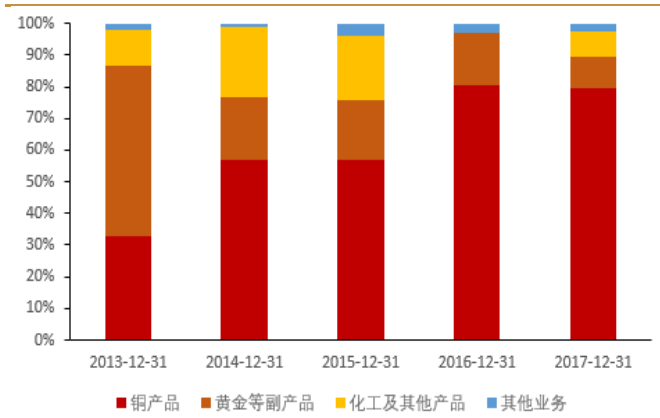
图 3：公司 2013-2017 归母净利润情况


数据来源：WIND，西南证券整理

公司主要业务为铜矿的开采和冶炼，铜产品是公司主要收入来源，2015 年、2016 年、2017 年铜产品业务的销售收入占公司主营业务收入的比重分别为 87.93%、87.89%、85.12%。公司 2015 年、2016 年、2017 年阴极铜产量分别达 131.51 万吨、129.79 万吨、127.85 万吨，在国内同行业市场占有率达 16% 左右，阴极铜的年产量连续多年居国内领先地位。

图 4：公司 2014-2017 年营收结构


数据来源：WIND，西南证券整理

图 5：公司 2014-2017 毛利结构


数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：量价齐升提振上半年业绩

2018 年上半年公司实现营业收入 407.2 亿元，同比增长 6.3%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.1 亿元，同比增长 74.4%。

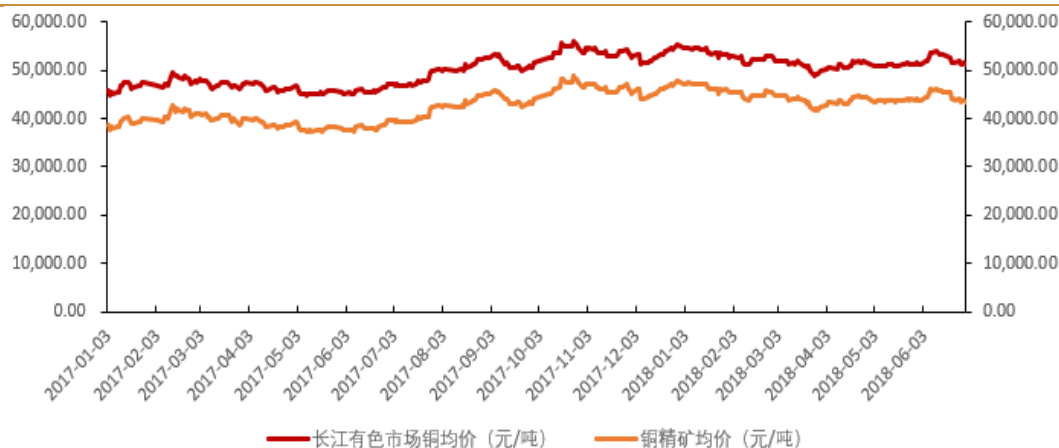
上半年公司归母净利润同比大增，其中主要原因有：

- (1) 去年同期，公司主要冶炼厂金冠铜业和金隆铜业停产检修，主营产品产量收到一定负面影响。而 2018H1 公司生产情况良好，其中公司生产铜精矿含铜、阴

极铜、铜加工材料分别为 2.6 万吨、65.0 万吨、16.5 万吨，分别完成全年指引的 48.5%、48.5%、44.4%，产量分别同比增 17.0%、5.1%、2.5%。

(2) 铜精矿、阴极铜方面，上半年均价分别同比增 13.7%、11.7%。

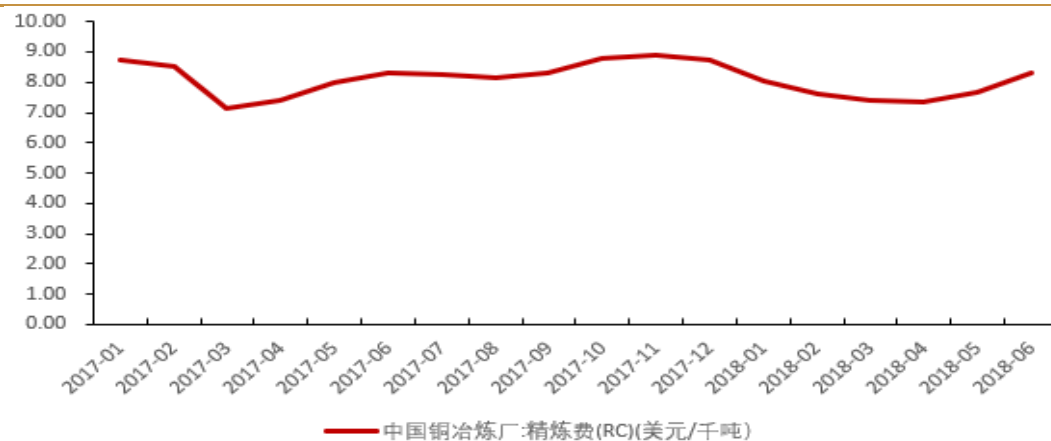
图 6：公司 2017-2018 上半年铜精矿、阴极铜价格变化



数据来源：WIND，西南证券整理

Q2 营收环比增 29.6%，归母净利润环比增 3.5%。尽管 Q2 铜精矿、阴极铜价格小幅回落，分别环比降 2.2%、1.7%，但铜加工方面，受印度最大冶炼厂 40 万吨产能关闭的影响，铜精矿加工费上涨，利好公司铜加工业务。国内铜精矿 RC 较 4 月上升 12.9%，带动业绩上升。

图 7：2017-2018 上半年铜精矿 RC 费用



数据来源：WIND，西南证券整理

三费增幅较大，营业成本涨幅低于营收涨幅，公司盈利能力提升。2018H1 公司销售费用、管理费用、财务费用分别同比增 12.7%、10.7%、138.7%。其中，财务费用涨幅较高的主要原因是公司贷款规模增加及汇兑损失影响所致。另外，公司本期成本涨幅低于营收涨幅，销售毛利率继续上升，由一季度的 5.04% 上升至 5.37%，环比增 6.5%。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2019 年底前公司铜箔加工产能 4 万吨/年。

假设 2：全球除 Cobre Panama 铜矿（产能 32 万吨/年）会在 2018 年投产外，2020 年之前基本没有新的大矿山项目投产。铜供应增加放缓，铜下游需求则呈现稳定格局，新能源汽车用铜量大增，有望成为下游需求新增长点。铜价中枢有望进一步上行。因此 2018-2020 年铜产品毛利率小增，分别为 4.8%、5.1%、5.5%。

假设 3：化工及其他产品毛利率 2018-2020 年保持稳定，为 15.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
铜产品	收入	69826.8	75412.9	83708.4	90405.0
	增速	-8.0%	8.0%	11.0%	8.0%
	毛利率	4.7%	4.8%	5.1%	5.5%
黄金等副产品	收入	7868.0	6923.8	7062.3	7203.6
	增速	-9.3%	-12.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%
化工及其他产品	收入	4333.9	4680.6	4914.7	5160.4
	增速	142.4%	8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	7.5%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	收入	401.6	433.7	455.4	478.1
	增速	42.0%	8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	28.0%	29.0%	29.0%	29.0%
合计	收入	82430.3	87451.1	96140.7	103247.1
	增速	-4.9%	6.1%	9.9%	7.4%
	毛利率	5.0%	5.4%	5.6%	6.0%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 874.5 亿元、961.4 亿元和 1032.5 亿元，归母净利润分别为 9.3 亿元、12.4 亿元和 16.0 亿元，EPS 分别为 0.09 元、0.12 元、0.15 元，对应 PE 分别为 24 倍、18 倍和 14 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600362.SH	江西铜业	14.62	0.91	1.07	1.19	16.11	13.71	12.26
000878.SZ	云南铜业	9.24	0.30	0.39	0.56	31.37	24.22	16.80
002203.SZ	海亮股份	8.61	0.64	0.78	0.92	13.48	11.03	9.40
002171.SZ	楚江新材	6.66	0.42	0.53	0.65	15.89	12.59	10.27
平均值						19.21	15.39	12.18
000630.SZ	铜陵有色	2.17	0.09	0.12	0.15	24	18	14

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	82430.25	87451.07	96140.68	103247.10	净利润	741.20	1262.11	1674.46	2163.05
营业成本	78343.16	82726.44	90719.81	97073.97	折旧与摊销	1273.88	1383.17	1383.17	1383.17
营业税金及附加	223.98	234.71	259.10	277.87	财务费用	530.15	1097.15	1083.74	1046.45
销售费用	297.80	277.51	314.59	340.30	资产减值损失	1186.10	500.00	500.00	500.00
管理费用	1013.12	1036.55	1134.24	1228.46	经营营运资本变动	-4863.07	-448.93	-1109.27	-949.27
财务费用	530.15	1097.15	1083.74	1046.45	其他	360.40	-583.82	-879.81	-469.19
资产减值损失	1186.10	500.00	500.00	500.00	经营活动现金流净额	-771.36	3209.69	2652.29	3674.21
投资收益	84.20	90.25	90.25	90.25	资本支出	-796.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	12.32	13.86	13.16	13.77	其他	-1050.88	104.10	103.41	104.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1847.24	104.10	103.41	104.01
营业利润	1038.57	1682.81	2232.61	2884.06	短期借款	3074.60	3247.48	-616.09	-1773.16
其他非经营损益	0.42	0.00	0.00	0.00	长期借款	-2049.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	1038.99	1682.81	2232.61	2884.06	股权融资	53.16	0.00	0.00	0.00
所得税	297.79	420.70	558.15	721.02	支付股利	0.00	-109.76	-186.90	-247.97
净利润	741.20	1262.11	1674.46	2163.05	其他	-419.30	-3326.15	-1083.74	-1046.45
少数股东损益	192.38	327.59	434.61	561.43	筹资活动现金流净额	659.36	-188.43	-1886.73	-3067.58
归属母公司股东净利润	548.82	934.52	1239.84	1601.62	现金流量净额	-2019.45	3125.36	868.96	710.64
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5619.75	8745.11	9614.07	10324.71	成长能力				
应收和预付款项	7754.59	7908.93	8787.72	9384.37	销售收入增长率	-4.90%	6.09%	9.94%	7.39%
存货	10716.53	11310.28	12706.43	13461.72	营业利润增长率	144.78%	62.03%	32.67%	29.18%
其他流动资产	841.21	890.42	975.57	1045.22	净利润增长率	128.47%	70.28%	32.67%	29.18%
长期股权投资	285.15	285.15	285.15	285.15	EBITDA 增长率	7.63%	46.46%	12.88%	13.07%
投资性房地产	10.55	10.55	10.55	10.55	获利能力				
固定资产和在建工程	20009.59	18857.41	17705.23	16553.05	毛利率	4.96%	5.40%	5.64%	5.98%
无形资产和开发支出	1885.20	1654.76	1424.31	1193.87	三费率	2.23%	2.76%	2.63%	2.53%
其他非流动资产	670.98	670.43	669.88	669.33	净利率	0.90%	1.44%	1.74%	2.10%
资产总计	47793.56	50333.03	52178.92	52927.98	ROE	3.99%	6.42%	7.92%	9.38%
短期借款	16310.75	19558.23	18942.15	17168.99	ROA	1.55%	2.51%	3.21%	4.09%
应付和预收款项	7582.15	7919.38	8836.52	9398.13	ROIC	2.98%	5.26%	6.25%	7.31%
长期借款	1166.77	1166.77	1166.77	1166.77	EBITDA/销售收入	3.45%	4.76%	4.89%	5.15%
其他负债	4158.75	2035.88	2093.16	2138.69	营运能力				
负债合计	29218.41	30680.26	31038.60	29872.58	总资产周转率	1.78	1.78	1.88	1.96
股本	10526.53	10526.53	10526.53	10526.53	固定资产周转率	5.43	6.14	7.34	8.65
资本公积	2464.63	2464.63	2464.63	2464.63	应收账款周转率	64.00	66.58	68.11	67.32
留存收益	4214.64	5039.40	6092.34	7445.99	存货周转率	8.00	7.33	7.47	7.38
归属母公司股东权益	17280.52	18030.56	19083.50	20437.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.01%	—	—	—
少数股东权益	1294.62	1622.20	2056.82	2618.25	资本结构				
股东权益合计	18575.14	19652.77	21140.32	23055.40	资产负债率	61.13%	60.95%	59.48%	56.44%
负债和股东权益合计	47793.56	50333.03	52178.92	52927.98	带息债务/总负债	59.82%	67.55%	64.79%	61.38%
					流动比率	0.94	1.03	1.13	1.26
					速动比率	0.53	0.63	0.68	0.76
					股利支付率	0.00%	11.75%	15.07%	15.48%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.09	0.12	0.15
					每股净资产	1.76	1.87	2.01	2.19
					每股经营现金	-0.07	0.30	0.25	0.35
					每股股利	0.00	0.01	0.02	0.02
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2842.59	4163.13	4699.52	5313.69					
PE	41.05	24.11	18.17	14.07					
PB	1.21	1.15	1.07	0.98					
PS	0.27	0.26	0.23	0.22					
EV/EBITDA	12.60	8.11	6.87	5.61					
股息率	0.00%	0.49%	0.83%	1.10%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn