



东兴证券
DONGXING SECURITIES

生产规模持续放大，公司业绩有望提升

——云南铜业（000878）2018 年报点评

2019 年 04 月 08 日

推荐/首次

云南铜业

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营业收入 474 亿元，同比下降 16.8%，实现归属母公司股东的净利润 1.25 亿元，同比减少 46%。其中公司四季度营收 162.7 亿，但归母净利-3.014 亿，扣非归母净利-3.16 亿，公司摊薄后 EPS 降至 0.07 元/股。公司业绩低于预期，主要与公司减值准备计提上升及相关费用增加有关。
- **资产减值及费用增加拖累公司业绩：**公司 2018 年资产减值同比增 102.2%至 5.38 亿元，主因云南楚雄矿冶分公司的铜矿停产；三费方面，公司 2018 年管理费用、财务费用及研发费用分别增加 3.07 亿元（+49.7%）、3.42 亿元（+61.7%）及 0.43 亿（+170.6%），职工薪酬与停工损失、融资规模增加及研发投入增加是三费大幅上升的主因。
- **公司现金流管理增强但财务费用或有增长：**公司经营现金流净额同比增加 305.3%（加速流动资产周转）；但公司长期借款增加 115.4%至 89.34 亿元，主要因中铝东南和赤峰云铜的项目建设款项。尽管公司现金流管理增强，但融资结构的长端调整或对公司未来的财务费用产生压力。
- **公司综合毛利率有所上升，贸易业务对公司产品销量影响明显：**公司 2018 年综合毛利率上涨 3.74%至 7.63%，其中电解铜毛利率较去年增加 3.73%至 5.63%；贵金属毛利率增 0.04%至 13.56%。此外，贸易业务量变动对公司主要产品销量产生影响，公司电解铜和白银销量分别因贸易量的变化而出现-33.1%及+73.02%的变动。
- **公司储量规模持续攀升，生产规模持续放大：**2018 年末公司通过定增完成迪庆有色 50.01%的股权收购，迪庆有色工业矿铜金属储量 143.76 万吨（0.51%品味），低品位铜金属储量 136.71 万吨（0.24%品味），涉及年处理矿石产能 1250 万吨（按工业矿品位计算归属公司权益铜金属量约 3.2 万吨/年），储量注入后带动公司保有 333 以上铜资源储量达到 518.98 万吨。此外，公司冶炼能力亦大幅扩张，冶炼总产能有望达到 130 万吨。其内蒙的赤峰云铜 30 万吨及福建的东南铜业 40 万吨铜冶炼项目开始投料试产，结合其西南铜业的 40 万吨冶炼产能及滇中有色 10 万吨的粗铜项目，公司形成了北方、华东及西南的产业链三地覆盖。得益于上端资源量的持续增强，2018 年公司阴极铜产量创历史记录，同比增长 8.65%至 68.02 万吨；此外，公司硫酸产量亦同比增长 12%至 216 万吨。2019 年公司铜产量有望在冶炼项目产能逐步投产后进一步提升。
- **公司 2019 年产量计划提升，固定资产投资计划下降：**公司计划在 2019 年生产电解铜 106 万吨，黄金 8.5 吨，白银 600 吨，计划全年实现营业收入 596 亿元（较 2018 年增 25.7%）。公司 2019 年预算固定资产投资 27.97 亿元（为赤峰云铜环保升级搬迁改造），数额较 2018 年的 48.63 亿下降 42.5%。
- **铜价重心上移有助公司业绩增长：**铜矿供应端偏紧压力在近几年内仍将持续，TC 价格持续下滑的趋势或于 2022 年后矿端供应增速拐点的出现而结束，意味着铜的供应在近年内仍将受限。需求端尽管全球工业环境出现淡化，但得益于以中国政府积极财政政策为主导的电力、建筑、交运及部分家电行业需求的刚性化扩张存在，铜的需求仍有持续性扩张的潜力。预计 2019 年后全球铜市将逐渐由供需紧平衡状态向供应赤字扩张，这意味着铜的价格将会获得进一步支撑及运行重心上行动力。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 556 亿元、607 亿、664 亿元；EPS 分别为 0.22 元、0.31 元和 0.44 元，对应 PE 分别为 51.1X、35.8X 和 25.4X。首次覆盖并“推荐”评级。
- **风险提示：**铜、金价格大幅下跌风险，公司产量不及预期风险，套期保值可能面临的基差风险，汇率大幅波动风险。

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

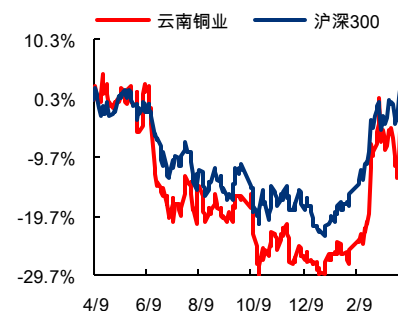
执业证书编号：

S1480118100014

交易数据

52 周股价区间（元）	11.25-11.09
总市值（亿元）	191.21
流通市值（亿元）	159.34
总股本/流通 A 股（万股）	169968/141639
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.85

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	57,322.7	47,430.3	55,623.0	60,668.2	66,425.3
增长率（%）	-3.16%	-17.26%	17.27%	9.07%	9.49%
净利润（百万元）	377.12	401.75	587.26	779.58	982.03
增长率（%）	116.22%	6.53%	46.18%	32.75%	25.97%
净资产收益率（%）	4.05%	1.62%	4.87%	5.84%	6.71%
每股收益(元)	0.16	0.09	0.22	0.31	0.44
PE	70.05	128.13	51.13	35.78	25.40
PB	2.84	2.5	2.5	2.1	1.7

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负	单位：百万元					利润表					单位：百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合	12271	14926	16985	18739	20713	营业收入	57323	47430	55623	60668	66425				
货币资金	1836	2435	2855	3114	3409	营业成本	55110	43810	51611	56336	61791				
应收账款	681	343	403	439	481	营业税金及附加	218	300	351	383	420				
其他应收款	323	370	434	474	518	营业费用	406	442	528	607	664				
预付款项	272	979	1812	2721	3718	管理费用	638	945	1112	1213	1329				
存货	7864	8651	10192	11125	12202	财务费用	543	885	900	800	700				
其他流动资产	1121	1955	1264	839	354	资产减值损失	266.50	537.92	266.00	200.00	100.00				
非流动资产	14584	22338	21060	19665	18267	公允价值变动收	5.27	11.63	8.45	10.04	9.24				
长期股权投资	802	759	759	759	759	投资净收益	204.56	-15.47	0.00	0.00	0.00				
固定资产	9370	15413	15556	14974	14048	营业利润	487	646	863	1139	1431				
无形资产	1132	1835	1651	1486	1337	营业外收入	40.51	8.25	15.00	15.00	15.00				
其他非流动	344	207	207	207	207	营业外支出	25.44	61.68	14.00	8.00	2.00				
资产总计	26855	37264	38045	38404	38980	利润总额	502	592	864	1146	1444				
流动负债合	15855	14765	19208	21322	24487	所得税	125	191	276	367	462				
短期借款	11230	8613	12837	14402	16935	净利润	377	402	587	780	982				
应付账款	2712	3570	4149	4528	4967	少数股东损益	150	277	213	245	229				
预收款项	112	134	189	250	317	归属母公司净利	227	125	374	534	753				
一年内到期	253	212	212	212	212	EBITDA	1794	2589	3098	3334	3529				
非流动负债	3450	11391	8934	8934	8934	EPS（元）	0.16	0.09	0.22	0.31	0.44				
长期借款	2051	8934	8934	8934	8934	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	19306	26156	28142	30256	33421	成长能力									
少数股东权益	1928	3416	3630	3875	4104	营业收入增长	-3.16%	-17.26%	17.27%	9.07%	9.49%				
实收资本	1416	1700	1700	1700	1700	营业利润增长	242.71%	32.52%	33.59%	32.09%	25.60%				
资本公积	4330	5804	5804	5804	5804	归属于母公司净	199.70%	42.92%	199.70%	42.92%	40.86%				
未分配利润	-358	-275	-275	-275	-275	获利能力									
归属母公司	5621	7692	7673	9149	11227	毛利率(%)	3.86%	7.63%	7.21%	7.14%	6.98%				
负债和所有	26855	37264	39445	43280	48751	净利率(%)	0.66%	0.85%	1.06%	1.28%	1.48%				
现金流						总资产净利润	0.85%	0.33%	0.98%	1.39%	1.93%				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	4.05%	1.62%	4.87%	5.84%	6.71%				
经营活动现	-1180	2223	1506	2219	2123	偿债能力									
净利润	377	402	587	780	982	资产负债率(%)	72%	70%	71%	70%	69%				
折旧摊销	763	1059	1336	1395	1398	流动比率	0.77	1.01	0.88	0.88	0.85				
财务费用	543	885	900	800	700	速动比率	0.28	0.42	0.35	0.36	0.35				
应收账款减	0	338	-59	-37	-42	营运能力									
预收账款增	0	22	56	61	66	总资产周转率	2.30	1.48	1.45	1.47	1.44				
投资活动现	-3064	-3705	-154	-190	-91	应收账款周转率	97	93	149	144	144				
公允价值变	5	12	8	10	9	应付账款周转率	26.14	15.10	14.41	13.98	13.99				
长期股权投	0	157	-57	0	0	每股指标（元）									
投资收益	205	-15	0	0	0	每股收益(最新)	0.16	0.09	0.22	0.31	0.44				
筹资活动现	3573	1674	-931	-1770	-1737	每股净现金流	-0.47	0.11	0.25	0.15	0.17				
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	3.97	4.53	4.51	5.38	6.61				
长期借款增	0	6883	0	0	0	估值比率									
普通股增加	0	283	0	0	0	P/E	70.05	128.13	51.13	35.78	25.40				
资本公积增	-71	1474	0	0	0	P/B	2.84	2.49	2.49	2.09	1.70				
现金净增加	-671	192	421	259	296	EV/EBITDA	15.41	13.30	12.35	11.86	11.84				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。