



云南铜业（000878）：产能扩张有序，利润继续释放

——云南铜业（000878）2019 中报点评

2019 年 09 月 02 日

推荐/维持

云南铜业

公司报告

投资要点：

- **事件：**公司发布 2019 年半年度报告。公司 2019H1 实现营业收入 256.54 亿元，同比增长 26.93%；实现归母净利润 3.77 亿元，同比增长 43.22%；归母扣非净利润 3.09 亿元，同比增长 32.41%；基本每股收益 0.22 元。
- **稳步布局上游资源，冶炼产能跃居前三：**2018 年普朗铜矿注入后，公司新增资源储量 316.9 万吨，当前公司保有 333 以上铜资源储量 513.5 万吨，同比增长 155.9%；另有黄金及钼各 74.4 吨及 41.8 万吨。公司铜冶炼产能规模跃升前三，子公司赤峰云铜、东南铜业、西南铜业改造完成后公司合计电解铜产能 130 万吨/年，仅次于铜陵有色和江西铜业。
- **各产品产量全线上扬，价格影响毛利变化：**铜业务受益于冶炼厂技改完成及投产，H1 公司电解铜产量+39.8%至 45.96 万吨，贡献营收+29.9%至 191.8 亿元。贵金属业务 H1 黄金产量+90.5%至 5.53 吨、白银产量+33.6%至 273.12 吨，营收+59%至 24.5 亿元；受益于上半年金银价格的上涨，毛利率提升 9pct 至 24.9%。硫酸产量+50.7%至 162.7 万吨，但营收-15.2%至 3.2 亿元；硫酸价格下滑导致该业务毛利下降 27pct 至 33.1%。
- **冶炼产能已三地覆盖，资产注入预期强：**公司投资 3.78 亿元新建保定云铜 20 万吨/年电解铜项目，此外内蒙的赤峰云铜 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 万吨粗铜项目，公司形成了北方、华东及西南的产业链三地覆盖。此外，公司控股股东云铜集团保有铜矿资源量 877 万吨，公司作为中铝旗下唯一铜业上市公司，有较强资源注入预期。
- **金属产品价格重心上升，利润有望继续增厚：**铜供需进入结构性逆转，供应缺口趋势性放大有望带动铜价维持稳定运行。黄金避险溢价、流动性溢价及央行购金展现持续性、白银受投资及 5G 需求支撑等因素，贵金属价格仍处上行周期。考虑到公司冶炼产能的逐步释放及上半年相关金属产量的良性增长，我们预计 2019 年公司或超额完成电解铜、黄金及白银各 106 万吨，8.5 吨及 600 吨的产出计划。基于产量增长及价格重心上升预期，我们认为公司整体毛利水平或提升至 8.2%，全年利润有望达 7 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 567.9 亿元、615.8 亿元、672.6 亿元；归母净利润分别为 6.9 亿元、10.1 亿元和 12.9 亿元；EPS 分别为 0.28 元、0.45 元和 0.62 元，对应 PE 分别为 35.8、22.3 和 16，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**金属价格大跌风险；新建产能不及预期风险；基差及汇率风险

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	57,322.7	47,430.3	56,793.6	61,574.8	67,264.3
增长率（%）	-3.16%	-17.26%	19.74%	8.42%	9.24%
净利润（百万元）	377.12	401.75	687.14	1,008.45	1,290.88
增长率（%）	116.22%	6.53%	71.04%	46.76%	28.01%
净资产收益率（%）	4.05%	1.62%	5.84%	7.46%	8.07%
每股收益（元）	0.16	0.09	0.28	0.45	0.62
PE	62.20	113.78	35.84	22.25	15.99
PB	2.52	2.2	2.1	1.7	1.3

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

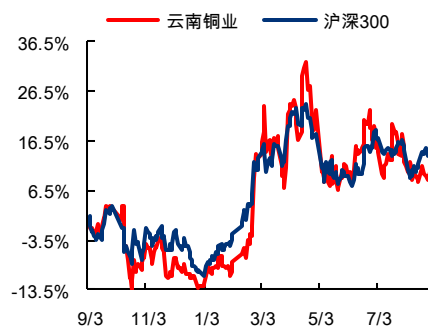
公司简介：

公司是一家铜勘探、采选、冶炼、销售一体化的大型铜产业集团。公司主要从事生产和销售铜精矿及其他有色金属矿产品、高纯阴极铜、工业硫酸、黄金、白银。主要产品“铁峰牌”高纯阴极铜，在上海金属交易所和伦敦金属交易所注册。公司现已发展为中国三大铜工业有色金属企业之一。

交易数据

52 周股价区间（元）	9.99-9.24
总市值（亿元）	169.8
流通市值（亿元）	141.5
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	1.18

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

研究助理：张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号：

S1480118100014

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	12271	14926	18113	20180	22598	营业收入	57323	47430	56794	61575	67264
货币资金	1836	2435	2915	3161	3453	营业成本	55110	43810	52533	56743	61998
应收账款	681	343	411	446	487	营业税金及附加	218	300	359	389	425
其他应收款	323	370	443	481	525	营业费用	406	442	540	616	673
预付款项	272	979	1827	2742	3743	管理费用	638	945	1193	1355	1480
存货	7864	8651	10374	11205	12243	财务费用	543	885	900	800	700
其他流动资产	1121	1955	1955	1955	1955	资产减值损失	266.50	537.92	266.00	200.00	100.00
非流动资产合计	14584	22338	21060	19665	18267	公允价值变动收益	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	1012	1483	1898
无形资产	1132	1835	1651	1486	1337	营业外收入	40.51	8.25	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	344	207	207	207	207	营业外支出	25.44	61.68	10.00	8.00	8.00
资产总计	26855	37264	39173	39845	40865	利润总额	502	592	1010	1483	1898
流动负债合计	15855	14765	20710	23993	28758	所得税	125	191	323	475	607
短期借款	11230	8613	14242	17028	21182	净利润	377	402	687	1008	1291
应付账款	2712	3570	4223	4561	4984	少数股东损益	150	277	213	245	229
预收款项	112	134	191	252	319	归属母公司净利润	227	125	474	763	1062
一年内到期的非流动	253	212	212	212	212	EBITDA	1794	2589	3248	3678	3996
非流动负债合计	3450	11391	8934	8934	8934	EPS（元）	0.16	0.09	0.28	0.45	0.62
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	29643	32927	37692	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%	19.74%	8.42%	9.24%
实收资本（或股本）	1416	1700	1700	1700	1700	营业利润增长	242.71%	32.52%	56.80%	46.47%	28.01%
资本公积	4330	5804	5804	5804	5804	归属于母公司净利	279.76%	61.09%	279.76%	61.09%	39.09%
未分配利润	-358	-275	-275	-275	-275	获利能力					
归属母公司股东权益	5621	7692	8118	10225	13156	毛利率（%）	3.86%	7.63%	7.50%	7.85%	7.83%
负债和所有者权益	26855	37264	41391	47027	54952	净利率（%）	0.66%	0.85%	1.21%	1.64%	1.92%
现金流量表						总资产净利润（%）		0.85%	0.33%	1.21%	1.92%
单位：百万元						ROE（%）	4.05%	1.62%	5.84%	7.46%	8.07%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	-1180	2223	797	2069	1964	资产负债率（%）	72%	70%	72%	70%	69%
净利润	377	402	687	1008	1291	流动比率	0.77	1.01	0.87	0.84	0.79
折旧摊销	763	1059	1336	1395	1398	速动比率	0.28	0.42	0.37	0.37	0.36
财务费用	543	885	900	800	700	营运能力					
应付账款的变化	0	338	-68	-35	-41	总资产周转率	2.30	1.48	1.44	1.39	1.32
预收账款的变化	0	22	57	62	67	应收账款周转率	97	93	151	144	144
投资活动现金流	-3064	-3705	-316	-190	-91	应付账款周转率	26.14	15.10	14.58	14.02	14.09
公允价值变动收益	5	12	8	10	9	每股指标（元）					
长期股权投资减少	0	157	-57	0	0	每股收益（最新摊	0.16	0.09	0.28	0.45	0.62
投资收益	205	-15	0	0	0	每股净现金流（最新	-0.47	0.11	0.28	0.14	0.17
筹资活动现金流	3573	1674	0	-1634	-1581	每股净资产（最新摊	3.97	4.53	4.78	6.02	7.74
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	6883	0	0	0	P/E	62.20	113.78	35.84	22.25	15.99
普通股增加	0	283	0	0	0	P/B	2.52	2.21	2.09	1.66	1.29
资本公积增加	-71	1474	0	0	0	EV/EBITDA	14.41	12.48	11.53	10.87	10.97
现金净增加额	-671	192	481	245	292						

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。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验，2019 年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

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。