

## 业绩略低于预期，采选冶炼产能全面释放

### 投资要点

- **业绩总结：**公司发布2020年半年报，上半年实现营收403.13亿元，同比增加57.1%，实现归母净利润2.83亿元，同比减少25.0%，实现扣非后的归母净利润为1.94亿元，同比减少37.2%，实现经营活动产生的净现金流19.42亿元，同比减少1.4%；从单季度拆分看，公司2020二季度实现营收230.62亿元，同比增加61.9%，环比增加33.7%，实现归母净利润1.61亿元，同比减少20.5%，环比增加32.5%，实现的扣非后的归母净利润为1.09亿元，同比减少37.4%，环比增加28.9%。
- **主要产品产量创新高+贵金属价格上涨，营收符合预期。**2020上半年公司营收同比增加57.1%，主要系公司主产品产量实现同比增长所致：自产铜精矿含铜产量4.87万吨，同比增加13.7%；生产阴极铜产量61.67万吨，同比增加34.2%；生产黄金9400千克，同比增加70.1%；生产白银306.58吨，同比增加12.3%。2020上半年国际黄金均价为1645.42美元/盎司，同比上涨25.9%，国际市场白银均价为16.65美元/盎司，同比上涨9.29%，国内市场黄金均价为370.00元/克，同比上涨28.5%，国内市场白银均价为4018.02元/千克，同比上涨11.5%，从而公司上半年贵金属均价为15218.81元/千克，同比上涨73.2%。
- **铜价下滑+硫酸负毛利+销售费用增加，净利润不及预期。**2020上半年公司扣非后的归母净利润为1.94亿元，同比减少37.2%，主要原因为铜价小幅下滑，硫酸价格大幅下滑，以及销售费用的大幅增加：2020上半年国际铜均价为5521.94美元/吨，同比下跌10.55%，国内市场铜均价为44391.62元/吨，同比下跌8.09%，尽管阴极铜的毛利同比依旧增加，但是不及预期。2020上半年国内市场硫酸均价为133.92元/吨，同比下跌59%，屡创新低，因为公司硫酸产品营收同比下降4470%，硫酸产品毛利为-0.82亿元，同比下降177.4%，净利润从而减少1.88亿元。公司销售费用为3.36亿元，同比增加49.8%，主要是本期公司产销量增加，导致运输费装卸费增加，净利润从而减少1.12亿元。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2020-2022年的营业收入分别为666.7亿元、738亿元和764.3亿元，归母净利润分别为7.8亿元、10亿元和12.2亿元，对应PE分别为33倍、26倍和21倍，维持“持有”评级。

**风险提示：**海外铜精矿供给不及预期；公司冶炼产能不及预期；铜价剧烈波动。

| 指标/年度         | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 63290.00 | 66673.49 | 73798.71 | 76427.99 |
| 增长率           | 33.44%   | 5.35%    | 10.69%   | 3.56%    |
| 归属母公司净利润（百万元） | 669.82   | 783.62   | 1004.59  | 1220.81  |
| 增长率           | 436.85%  | 16.99%   | 28.20%   | 21.52%   |
| 每股收益 EPS（元）   | 0.39     | 0.46     | 0.59     | 0.72     |
| 净资产收益率 ROE    | 8.04%    | 8.73%    | 10.18%   | 11.15%   |
| PE            | 38       | 33       | 26       | 21       |
| PB            | 2.12     | 1.97     | 1.79     | 1.62     |

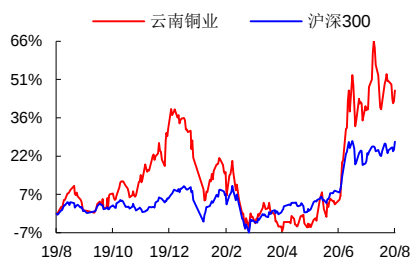
数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：邱培宇  
 执业证号：S1250520070001  
 电话：021-58351893  
 邮箱：qiupy@swsc.com.cn

分析师：刘岗  
 执业证号：S1250517100001  
 电话：010-58251918  
 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)     | 17.00      |
| 流通A股(亿股)    | 16.42      |
| 52周内股价区间(元) | 9.28-16.44 |
| 总市值(亿元)     | 247.98     |
| 总资产(亿元)     | 422.83     |
| 每股净资产(元)    | 4.97       |

### 相关研究

1. 云南铜业(000878):采选冶炼产能释放，业绩步入稳定增长期 (2020-08-13)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           | 现金流量表（百万元）        | 2019A           | 2020E          | 2021E           | 2022E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 63290.00        | 66673.49        | 73798.71        | 76427.99        | 净利润               | 974.76          | 1140.36        | 1461.93         | 1776.59         |
| 营业成本          | 58682.22        | 61903.88        | 68283.43        | 70366.40        | 折旧与摊销             | 1468.18         | 1473.52        | 1473.52         | 1473.52         |
| 营业税金及附加       | 314.64          | 348.25          | 392.71          | 399.74          | 财务费用              | 953.11          | 1044.10        | 1119.70         | 1198.99         |
| 销售费用          | 598.19          | 601.07          | 679.88          | 702.11          | 资产减值损失            | -98.03          | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 管理费用          | 1399.01         | 1400.81         | 1549.77         | 1605.37         | 经营营运资本变动          | -1851.18        | -1105.96       | -662.31         | -349.78         |
| 财务费用          | 953.11          | 1044.10         | 1119.70         | 1198.99         | 其他                | -375.76         | -132.24        | -213.47         | -121.22         |
| 资产减值损失        | -98.03          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1071.08</b>  | <b>2419.78</b> | <b>3179.36</b>  | <b>3978.09</b>  |
| 投资收益          | 169.35          | 150.00          | 150.00          | 150.00          | 资本支出              | -1563.09        | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 公允价值变动损益      | -13.90          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -797.15         | 150.00         | 150.00          | 150.00          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-2360.24</b> | <b>150.00</b>  | <b>150.00</b>   | <b>150.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>1203.80</b>  | <b>1525.38</b>  | <b>1923.21</b>  | <b>2305.37</b>  | 短期借款              | -1354.92        | 6949.38        | -1340.42        | -2465.25        |
| 其他非经营损益       | -42.91          | -46.42          | -45.25          | -45.64          | 长期借款              | -583.77         | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>1160.89</b>  | <b>1478.97</b>  | <b>1877.96</b>  | <b>2259.73</b>  | 股权融资              | 28.71           | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 186.13          | 338.60          | 416.04          | 483.14          | 支付股利              | 0.00            | -133.96        | -156.72         | -200.92         |
| 净利润           | 974.76          | 1140.36         | 1461.93         | 1776.59         | 其他                | 3295.40         | -5355.33       | -1119.70        | -1198.99        |
| 少数股东损益        | 304.94          | 356.74          | 457.34          | 555.77          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>1385.42</b>  | <b>1460.08</b> | <b>-2616.84</b> | <b>-3865.16</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 669.82          | 783.62          | 1004.59         | 1220.81         | <b>现金流量净额</b>     | <b>108.21</b>   | <b>4029.86</b> | <b>712.52</b>   | <b>262.93</b>   |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                 |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           | 财务分析指标            | 2019A           | 2020E          | 2021E           | 2022E           |
| 货币资金          | 2637.49         | 6667.35         | 7379.87         | 7642.80         | <b>成长能力</b>       |                 |                |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 2140.08         | 2427.97         | 2668.19         | 2707.31         | 销售收入增长率           | 33.44%          | 5.35%          | 10.69%          | 3.56%           |
| 存货            | 13024.56        | 13724.47        | 15209.07        | 15644.31        | 营业利润增长率           | 86.43%          | 26.71%         | 26.08%          | 19.87%          |
| 其他流动资产        | 1860.10         | 1942.08         | 2134.51         | 2205.52         | 净利润增长率            | 142.63%         | 16.99%         | 28.20%          | 21.52%          |
| 长期股权投资        | 767.73          | 767.73          | 767.73          | 767.73          | EBITDA 增长率        | 34.49%          | 11.53%         | 11.71%          | 10.22%          |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 18884.95        | 17713.31        | 16541.67        | 15370.03        | 毛利率               | 7.28%           | 7.15%          | 7.47%           | 7.93%           |
| 无形资产和开发支出     | 1942.52         | 1683.79         | 1425.05         | 1166.31         | 三费率               | 4.66%           | 4.57%          | 4.54%           | 4.59%           |
| 其他非流动资产       | 1106.49         | 1063.35         | 1020.21         | 977.06          | 净利率               | 1.54%           | 1.71%          | 1.98%           | 2.32%           |
| <b>资产总计</b>   | <b>42363.92</b> | <b>45990.03</b> | <b>47146.29</b> | <b>46481.06</b> | ROE               | 8.04%           | 8.73%          | 10.18%          | 11.15%          |
| 短期借款          | 7258.31         | 14207.69        | 12867.27        | 10402.02        | ROA               | 2.30%           | 2.48%          | 3.10%           | 3.82%           |
| 应付和预收款项       | 7007.07         | 6955.91         | 7980.75         | 8150.69         | ROIC              | 5.74%           | 5.81%          | 6.95%           | 8.19%           |
| 长期借款          | 8349.89         | 8349.89         | 8349.89         | 8349.89         | EBITDA/销售收入       | 5.73%           | 6.06%          | 6.12%           | 6.51%           |
| 其他负债          | 7622.06         | 3418.98         | 3585.62         | 3640.03         | <b>营运能力</b>       |                 |                |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>30237.33</b> | <b>32932.47</b> | <b>32783.53</b> | <b>30542.63</b> | 总资产周转率            | 1.59            | 1.51           | 1.58            | 1.63            |
| 股本            | 1699.68         | 1699.68         | 1699.68         | 1699.68         | 固定资产周转率           | 3.81            | 3.87           | 4.59            | 5.13            |
| 资本公积          | 5832.48         | 5832.48         | 5832.48         | 5832.48         | 应收账款周转率           | 300.35          | 323.66         | 231.25          | 252.61          |
| 留存收益          | 764.56          | 1414.21         | 2262.08         | 3281.97         | 存货周转率             | 5.38            | 4.61           | 4.71            | 4.56            |
| 归属母公司股东权益     | 8372.14         | 8946.37         | 9794.24         | 10814.13        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 109.09%         | —              | —               | —               |
| 少数股东权益        | 3754.45         | 4111.19         | 4568.53         | 5124.30         | <b>资本结构</b>       |                 |                |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>12126.59</b> | <b>13057.56</b> | <b>14362.77</b> | <b>15938.43</b> | 资产负债率             | 71.38%          | 71.61%         | 69.54%          | 65.71%          |
| 负债和股东权益合计     | 42363.92        | 45990.03        | 47146.29        | 46481.06        | 带息债务/总负债          | 51.62%          | 68.50%         | 64.72%          | 61.40%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 0.98            | 1.09           | 1.21            | 1.38            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.33            | 0.48           | 0.54            | 0.62            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 17.10%         | 15.60%          | 16.46%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.39            | 0.46           | 0.59            | 0.72            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 7.13            | 7.68           | 8.45            | 9.38            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.63            | 1.42           | 1.87            | 2.34            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00            | 0.08           | 0.09            | 0.12            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                 |                 |
| 业绩和估值指标       | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           |                   |                 |                |                 |                 |
| EBITDA        | 3625.09         | 4043.00         | 4516.44         | 4977.88         |                   |                 |                |                 |                 |
| PE            | 38.44           | 32.86           | 25.63           | 21.09           |                   |                 |                |                 |                 |
| PB            | 2.12            | 1.97            | 1.79            | 1.62            |                   |                 |                |                 |                 |
| PS            | 0.41            | 0.39            | 0.35            | 0.34            |                   |                 |                |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 11.62           | 10.10           | 8.58            | 7.24            |                   |                 |                |                 |                 |
| 股息率           | 0.00%           | 0.52%           | 0.61%           | 0.78%           |                   |                 |                |                 |                 |

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  
持有：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-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 杨博睿 | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn      |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
| 北京 | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 张岚  | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| 广深 | 高妍琳 | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
|    | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚 | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |