

证券研究报告—动态报告

有色金属

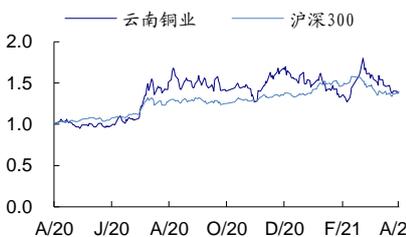
有色金属冶炼

云南铜业(000878)
增持

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,700/1,642
总市值/流通(百万元)	23,048/22,264
上证综指/深圳成指	3,466/13,980
12 个月最高/最低(元)	17.93/9.12

相关研究报告:

《云南铜业-000878-2020 年三季度报告点评:铜价上行过程中扣非利润明显改善,未来业绩对铜价有高弹性》——2020-10-27

《云南铜业-000878-2020 年中报点评:中期业绩有所下滑但不改长期趋势,采选冶产能即将全面达产》——2020-08-31

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyao hong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

联系人: 焦方冉

电话: 021-60933177

E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
三大冶炼基地达产,资产质量提升
● 云南铜业公布 2020 年年报,资产减值拖累公司业绩

2020 年公司实现营业收入 882.39 亿元,同比增加 39.42%;利润总额 10.72 亿元,同比下降 7.68%;归属于母公司的净利润 3.80 亿元,同比下降 43.33%。公司 2020 年度计提各项资产减值准备 6.28 亿元,其中对老弱矿山计提资产减值 5.79 亿元。

● 国内三大铜冶炼基地布局完成,普朗铜矿业绩超额兑现

随着东南铜业和赤峰云铜在 2018 年、2019 年相继投产,公司在国内形成了三大冶炼基地,阴极铜产能共计 130 万吨,权益产能 92 万吨,位列国内铜冶炼企业第一梯队。2020 年迪庆有色共生产铜精矿含铜 6.08 万吨,扣非净利润 8.08 亿元,成为公司重要的盈利来源。迪庆有色超额完成了 2018-2020 年业绩承诺,完成率 194.25%。

● 公司期间费用率下降

报告期内公司发行了 30 亿元超短期融资券,票面利率平均 2.72%;发行了 5 亿元公司债券,利率 3.79%,公司融资成本有一定下降。截至 2020 年末公司资产负债率为 70.4%,比 2019 年末略有下降。

● 投资建议: 维持“增持”评级

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 8.46/9.26/9.26 亿元,同比增速 123.0/9.5/0%,摊薄 EPS 分别为 0.50/0.55/0.55 元,当前股价对应 PE 为 27.2/24.9/24.9X。考虑到公司是国内铜冶炼头部企业,作为中铝集团旗下铜上市平台具有原料供应优势,对老弱矿山计提资产减值后资产质量进一步提升,维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济波动风险导致铜、贵金属和硫酸价格超预期下跌;铜精矿持续紧张,加工费处于低位;公司铜精矿产量不及预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	63,290	88,239	106,723	106,723	106,723
(+/-%)	33.4%	39.4%	20.9%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	670	380	846	926	926
(+/-%)	436.8%	-43.3%	123.0%	9.5%	0.0%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.22	0.50	0.55	0.55
EBIT Margin	3.6%	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%
净资产收益率(ROE)	8.0%	4.6%	9.8%	10.1%	9.6%
市盈率(PE)	34.4	60.7	27.2	24.9	24.9
EV/EBITDA	14.3	11.7	12.2	12.0	11.7
市净率(PB)	2.75	2.81	2.67	2.52	2.39

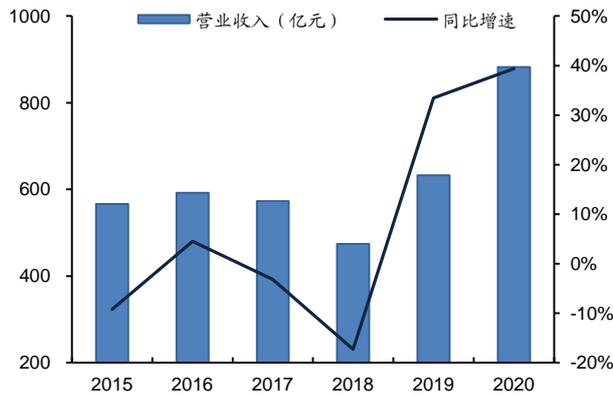
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年公司资产减值损失拖累业绩

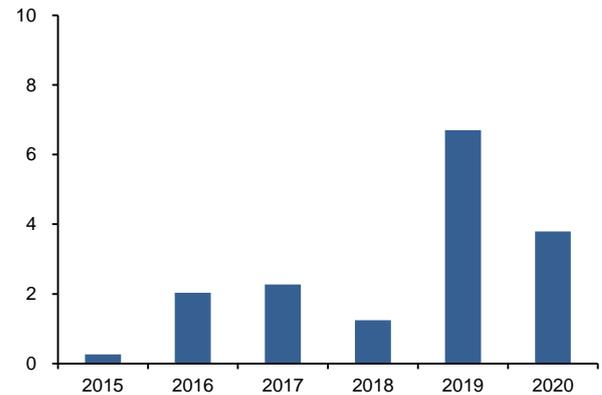
2020 年公司实现营业收入 882.39 亿元，同比增加 39.42%；利润总额 10.72 亿元，同比下降 7.68%；归属于母公司的净利润 3.80 亿元，同比下降 43.33%；扣除非经常性损益的净利润 5.60 亿元，同比下降 2.95%；经营性净现金流 48.84 亿元。

图 1：云南铜业营业收入变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

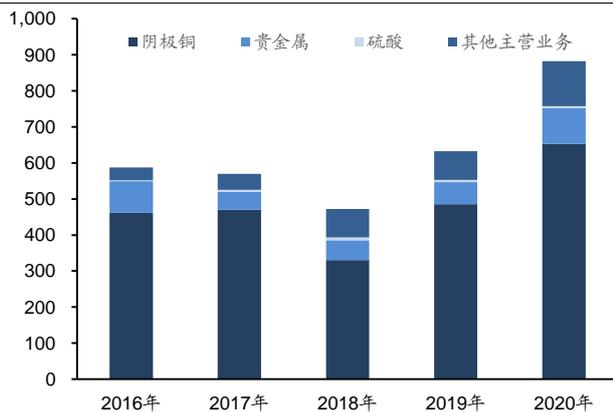
图 2：云南铜业归母净利润变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

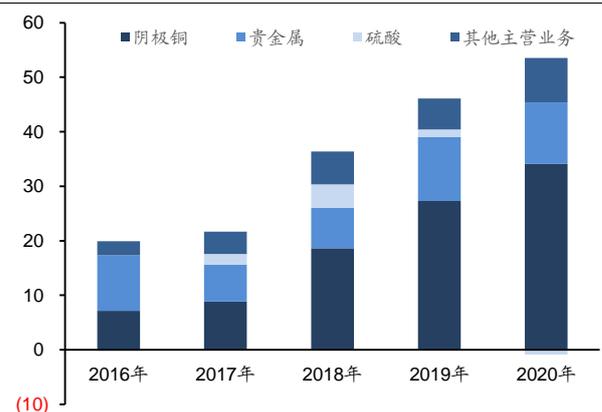
2020 年公司归母净利润下降主因计提资产减值损失。公司于 3 月 16 日发布计提资产减值准备的公告，公司 2020 年度计提各项资产减值准备 6.28 亿元，其中对老弱矿山计提资产减值 5.79 亿元。具体来看，溢泥坪铜矿账面价值 3.42 亿元，计提资产减值准备 2.49 亿元；迪庆矿业账面价值 2.82 亿元，计提资产减值准备 2.61 亿元；狮子山矿账面价值 1.71 亿元，计提资产减值准备 0.69 亿元。

图 3：云南铜业营收分产品构成 (亿元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：云南铜业毛利润构成 (亿元)

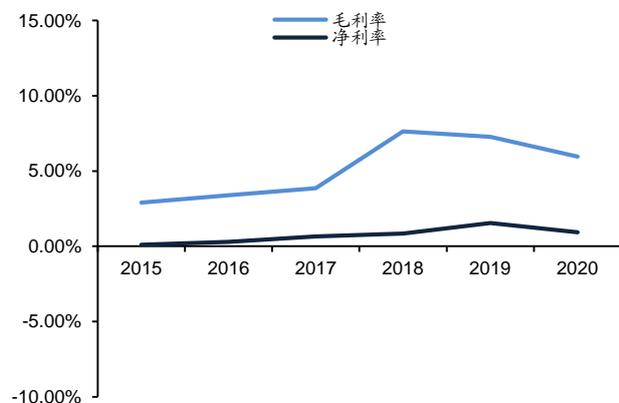


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司盈利主要来自销售阴极铜和贵金属。2020 年公司毛利润中 65% 来自阴极铜销售，21% 来自贵金属、银等销售。其中阴极铜销售毛利润比 2019 年增加 6.8 亿元，主因 2020 年公司铜精矿产量 9.8 万吨，比 2019 年增加 1.37 万吨；阴极铜产量 130.9 万吨，比 2019 年增加 19.4 万吨。贵金属销售毛利润与上一年度相差不明显。受 2020 年硫酸价格低迷影响，公司冶炼铜的副产品硫酸毛利为负，该板块毛利润比 2019 年下降 2.3 亿元。总体来看由于 2020 年铜市场加工费低迷以及公司计提较大额资产减值损失，造成公司毛利率和净利润率相

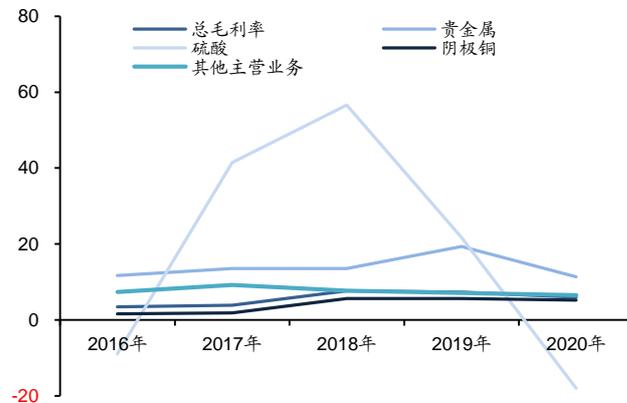
比 2019 年均略有小幅下滑。

图 5: 云南铜业毛利率与净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 云南铜业分产品毛利率 (%)

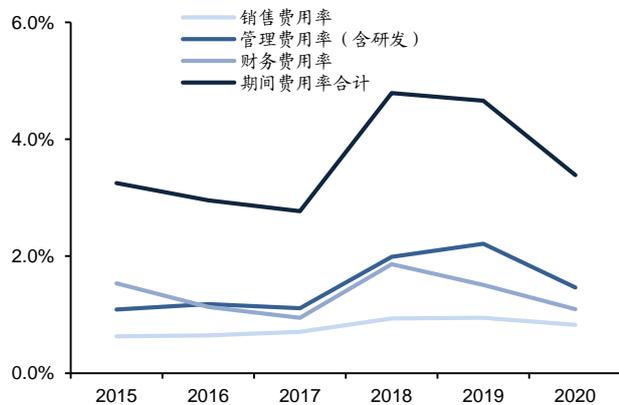


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年公司期间费用率下降。2020 年公司期间费用率 3.4%，比 2019 年下降 1.3 个百分点。其中管理费用率 1.5%，财务费用率 1.1%，销售和研发费用率 0.9%。报告期内公司发行了 30 亿元超短期融资券，票面利率平均 2.72%；发行了 5 亿元公司债券，利率 3.79%。公司融资成本有一定下降。

公司资产负债率偏高。截至 2020 年末公司资产负债率为 70.4%，比 2019 年末略有下降。与同行业的江西铜业、铜陵有色相比，公司资产负债率仍然偏高。

图 7: 云南铜业期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 云南铜业资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

国内三大铜冶炼基地布局完成，普朗铜矿业绩超额兑现

随着东南铜业和赤峰云铜在 2018 年、2019 年相继投产，公司在国内形成了三大冶炼基地，即依托云南省的铜资源优势，形成了以西南铜业为主的西南冶炼基地，依托内蒙、外蒙的铜资源和港口交通枢纽优势，形成以赤峰云铜为主的北方冶炼基地，依托海外铜资源和港口交通枢纽优势，形成以东南铜业为主的华东冶炼基地，阴极铜产能共计 130 万吨，权益产能 92 万吨，位列国内铜冶炼企业第一梯队。

2018 年公司非公开发行股票收购迪庆有色，迪庆有色超额完成了 2018-2020 年业绩承诺，完成率 194.25%。2020 年迪庆有色共生产铜精矿含铜 6.08 万吨，扣非净利润 8.08 亿元，成为公司重要的盈利来源。同时公司计提老弱矿山长期资产减值 5.79 亿元，公司资产质量进一步提升。

表 1: 2020 年末云南铜业资源储量

序号	单位	矿石量(万吨)	Cu 平均品位(%)	Cu 金属量(万吨)	资源剩余 可开采年限(年)
1	迪庆有色	89,482.82	0.34	306.45	37.8
2	玉溪矿业	12,034.16	0.57	69.03	14
3	金沙矿业	7,294.50	0.78	56.85	18
4	迪庆矿业	2,553.47	1.08	27.19	31.4
5	楚雄矿冶	1,156.66	1.01	11.64	5.8
6	合计	112,521.62	0.42	471.16	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

铜、金、银及硫酸价格参照今年一季度均价，对公司未来盈利进行测算。预计公司 2021-2023 年公司归母净利润分别为 8.46/9.26/9.26 亿元，同比增速 123.0/9.5/0%，摊薄 EPS 分别为 0.50/0.55/0.55 元，当前股价对应 PE 为 27.2/24.9/24.9X。考虑到公司是国内铜冶炼头部企业，作为中铝集团旗下铜上市平台具有原料供应优势，对老弱矿山计提资产减值后资产质量进一步提升，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2090	4859	6422	7179	营业收入	88239	106723	106723	106723
应收款项	354	428	428	428	营业成本	82974	100702	100689	100689
存货净额	11990	10997	10992	10991	营业税金及附加	398	482	482	482
其他流动资产	4660	5637	5637	5637	销售费用	730	730	730	730
流动资产合计	19254	22079	23639	24395	管理费用	1189	1414	1414	1414
固定资产	16839	16427	15561	14687	财务费用	966	966	966	966
无形资产及其他	1703	1635	1566	1498	投资收益	(228)	0	0	0
投资性房地产	1191	1191	1191	1191	资产减值及公允价值变动	(620)	(215)	0	0
长期股权投资	851	851	851	851	其他收入	(62)	205	205	205
资产总计	39838	42184	42808	42623	营业利润	1072	2418	2647	2647
短期借款及交易性金融负债	9810	10043	10449	10101	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	3402	4163	4161	4161	利润总额	1072	2418	2647	2647
其他流动负债	3386	4135	4133	4133	所得税费用	258	605	662	662
流动负债合计	16597	18341	18743	18394	少数股东损益	434	967	1059	1059
长期借款及应付债券	11139	11139	11139	11139	归属于母公司净利润	380	846	926	926
其他长期负债	325	(33)	(863)	(1752)					
长期负债合计	11464	11106	10276	9387	现金流量表 (百万元)				
负债合计	28062	29447	29019	27782	净利润	380	846	926	926
少数股东权益	3577	4089	4650	5211	资产减值准备	293	(643)	0	0
股东权益	8199	8648	9139	9630	折旧摊销	1428	908	935	942
负债和股东权益总计	39838	42184	42808	42623	公允价值变动损失	620	215	0	0
					财务费用	966	966	966	966
关键财务与估值指标					营运资本变动	(3250)	451	(829)	(888)
每股收益	0.22	0.50	0.55	0.55	其它	(1342)	1156	561	561
每股红利	0.76	0.23	0.26	0.26	经营活动现金流	(1872)	2933	1593	1541
每股净资产	4.82	5.09	5.38	5.67	资本开支	1069	0	0	0
ROIC	7%	8%	9%	9%	其它投资现金流	(18)	0	0	0
ROE	5%	10%	10%	10%	投资活动现金流	968	0	0	0
毛利率	6%	6%	6%	6%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%	负债净变化	2289	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(1298)	(398)	(435)	(435)
收入增长	39%	21%	0%	0%	其它融资现金流	(1626)	234	406	(348)
净利润增长率	-43%	123%	9%	0%	融资活动现金流	356	(164)	(30)	(784)
资产负债率	79%	79%	79%	77%	现金净变动	(548)	2769	1564	757
息率	5.6%	1.7%	1.9%	1.9%	货币资金的期初余额	2637	2090	4859	6422
P/E	60.7	27.2	24.9	24.9	货币资金的期末余额	2090	4859	6422	7179
P/B	2.8	2.7	2.5	2.4	企业自由现金流	1484	3956	2713	2660
EV/EBITDA	11.7	12.2	12.0	11.7	权益自由现金流	2147	4189	3118	2312

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032