

云南铜业（000878.SZ）

定增申请获批，公司铜资源量进一步提升

增持

核心观点

2022H1 业绩增长 176%。2022H1 实现营收 644.06 亿元（+8.6%），归母净利润 6.97 亿元（+176.2%），扣非归母净利润 6.83 亿元（+160.6%），经营活动产生的现金流量净额 25.07 亿元（+240.8%）。其中二季度单季营收 355.07 亿元（+10.1%），归母净利润 3.23 亿元（+195.6%），扣非归母净利润 3.07 亿元（+174.2%）。

计提存货跌价准备 3.52 亿元。报告期内公司计提信用减值损失 0.46 万元，计提存货跌价准备 3.52 亿元，其中原材料计提 1.62 亿元，在产品计提 1.68 亿元，库存商品计提 0.21 亿元，上述减值准备减少上半年利润总额 3.52 亿元。

公司盈利增长主要来自硫酸收益。2022H1 公司阴极铜毛利润 13.55 亿元，与去年同期变动不大；贵金属版块由于产销量下降及价格下跌，毛利润比去年同期下滑 3.9 亿元；硫酸受益于涨价毛利润比去年同期大幅增加 6.0 亿元，2022H1 年公司硫酸销售毛利率达 74%。

公司拟收购云铜集团持有的迪庆有色 38.23% 股权。公司现持有迪庆有色 50.01% 股权，收购完成后，公司持有迪庆有色 88.24% 股权。迪庆有色在上市公司体系中处于重要地位，2021 年迪庆有色矿山铜产量占公司 64.6%，其保有铜金属量 263.64 万吨，占上市公司总铜金属量的 73.02%。本次收购完成后将提升公司按照持有权益比例核算的铜资源储量，良好的资源禀赋为上市公司相关有色金属冶炼及深加工产能提供了重要资源保障。8 月 23 日公司公告非公开发行股票申请已获得中国证监会核准批复。

风险提示：矿山铜产量下降，铜精矿加工费低于预期。

投资建议：维持“增持”评级。

由于铜价下跌，我们小幅下调了铜价预测，假设 2022-2024 年铜现货含税价均为 67000 元/吨，铜精矿长单 TC 分别为 65/75/75 美元/吨，硫酸价格为 500 元/吨，黄金价格 400 元/克，白银价格 5000 元/千克，预计 2022-2024 年归母净利润 11.81/12.97/13.36 亿元，同比增速 81.9/9.9/3.0%；摊薄 EPS=0.69/0.76/0.79 元，当前股价对应 PE=16.6/15.1/14.7x。公司对老弱矿山计提资产减值后资产质量进一步提升，定增项目落地后权益铜精矿产能增加，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	88,239	127,058	124,091	124,585	125,103
(+/-%)	39.4%	44.0%	-2.3%	0.4%	0.4%
净利润(百万元)	380	649	1181	1297	1336
(+/-%)	-43.3%	71.0%	81.9%	9.9%	3.0%
每股收益(元)	0.22	0.38	0.69	0.76	0.79
EBIT Margin	3.2%	2.2%	3.5%	3.8%	3.8%
净资产收益率 (ROE)	4.6%	7.0%	11.7%	11.8%	11.2%
市盈率 (PE)	51.8	30.3	16.6	15.1	14.7
EV/EBITDA	11.3	10.7	7.6	7.1	7.0
市净率 (PB)	2.40	2.12	1.95	1.79	1.65

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

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟劼

010-88005312

liumengjie@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	11.56 元
总市值/流通市值	19652/19652 百万元
52 周最高价/最低价	18.89/9.78 元
近 3 个月日均成交额	169.97 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《云南铜业（000878.SZ）-受益于精矿加工费上行，冶炼环节利润有望增厚》——2022-03-31

《云南铜业-000878-2021 年半年报点评：受益铜价上涨，扣非利润增加》——2021-08-27

《云南铜业-000878-2020 年年报点评：三大冶炼基地达产，资产质量提升》——2021-04-02

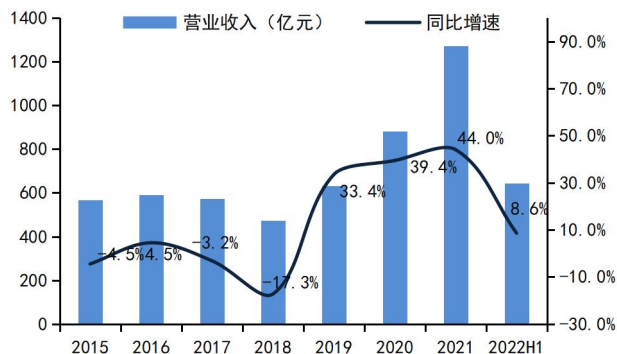
《云南铜业-000878-2020 年三季度报告点评：铜价上行过程中扣非利润明显改善，未来业绩对铜价有弹性》——2020-10-27

《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

2022H1 业绩增长 176%。2022H1 实现营收 644.06 亿元（+8.6%），归母净利润 6.97 亿元（+176.2%），扣非归母净利润 6.83 亿元（+160.6%），经营活动产生的现金流量净额 25.07 亿元（+240.8%）。其中二季度单季营收 355.07 亿元（+10.1%），归母净利润 3.23 亿元（+195.6%），扣非归母净利润 3.07 亿元（+174.2%）。

计提存货跌价准备 3.52 亿元。报告期内公司计提信用减值损失 0.46 万元，计提存货跌价准备 3.52 亿元，其中原材料计提 1.62 亿元，在产品计提 1.68 亿元，库存商品计提 0.21 亿元，上述减值准备减少上半年利润总额 3.52 亿元。

图1：云南铜业营业收入及增速（单位：亿元、%）



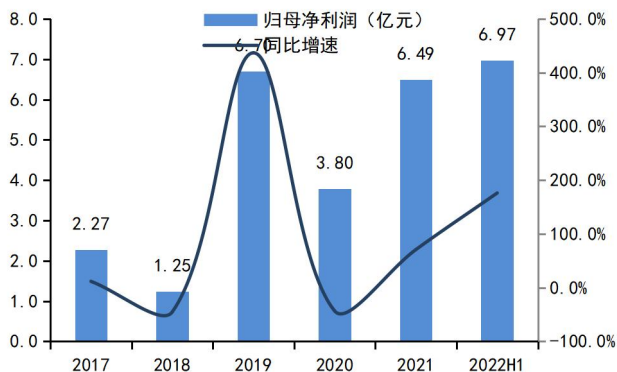
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云南铜业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云南铜业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

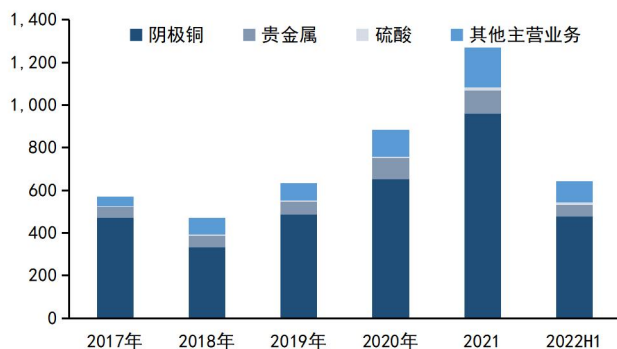
图4：云南铜业单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

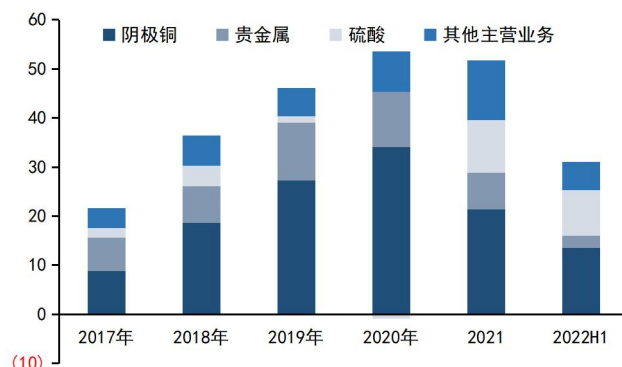
公司盈利增长主要来自硫酸收益。根据长江有色网报价，2022H1 现货铜均价 71874 元/吨，比 2021H1 增长 5168 元/吨或 7.7%；但公司矿山铜产量从 2021H1 的 4.4 万吨下滑到今年上半年 3.2 万吨，因而阴极铜毛利润 13.55 亿元，与去年同期变动不大；贵金属版块由于产销量下降及价格下跌，毛利润 2.46 亿元，比去年同期下滑 3.9 亿元；硫酸受益于涨价毛利润大幅增加，2022H1 硫酸版块毛利润 9.3 亿元，比去年同期增加 6.0 亿元。根据同花顺数据，江西地区 98%冶炼酸 2022H1 均价 782 元/吨，同比上涨 296 元/吨或 61%，而硫酸作为铜冶炼副产品，其生产成本相对固定，行业普遍水平在 150 元/吨左右，因此硫酸的销售毛利率弹性较大，2022H1 年公司硫酸销售毛利率达 74%。

图5: 云南铜业营收构成 (单位: 亿元)



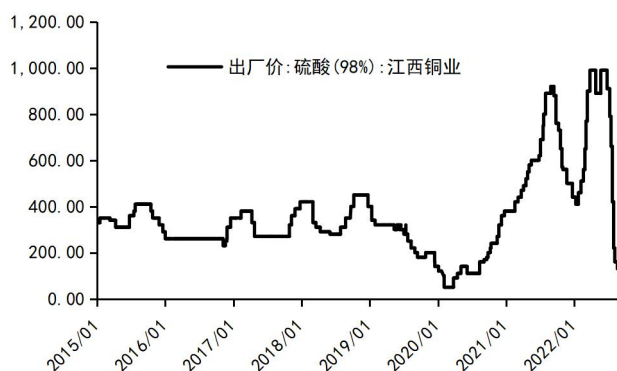
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 云南铜业毛利润构成 (单位: 亿元)



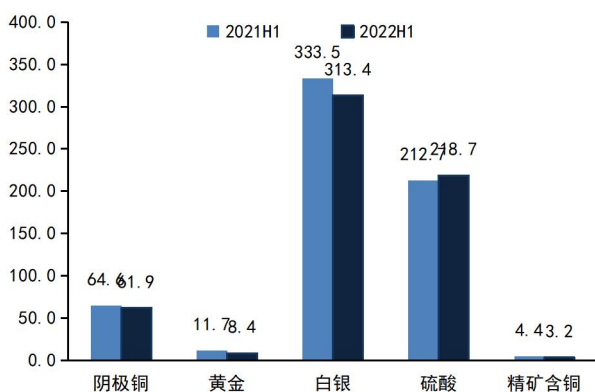
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 江西某冶炼厂硫酸出厂价 (元/吨)



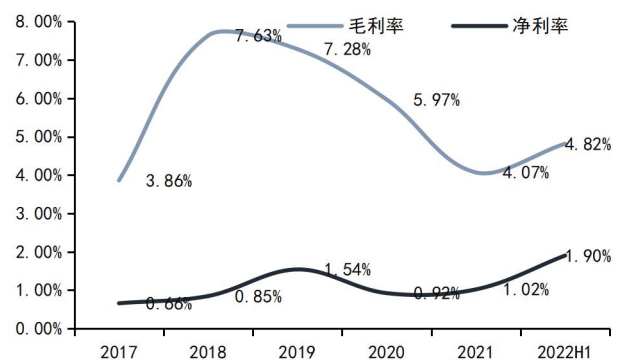
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 主要产品产量对比 (单位: 万吨, 贵金属单位: 吨)



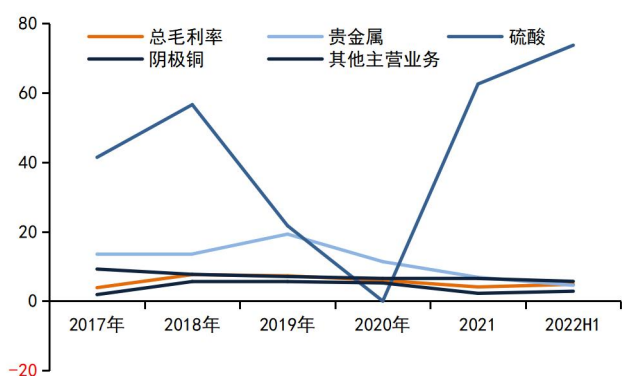
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 云南铜业毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

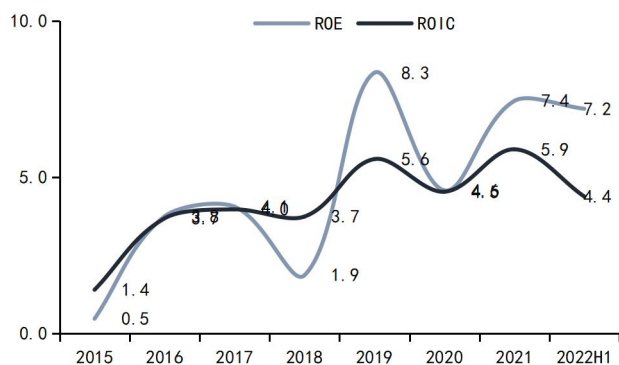
图10: 云南铜业分产品毛利率 (%)



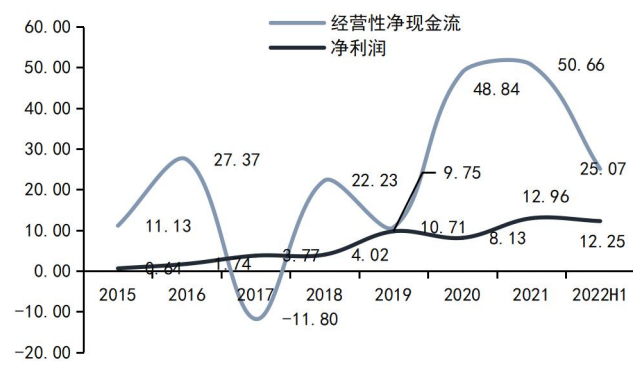
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 云南铜业 ROE 和 ROIC (%)

图12: 云南铜业经营性净现金流 (亿元)

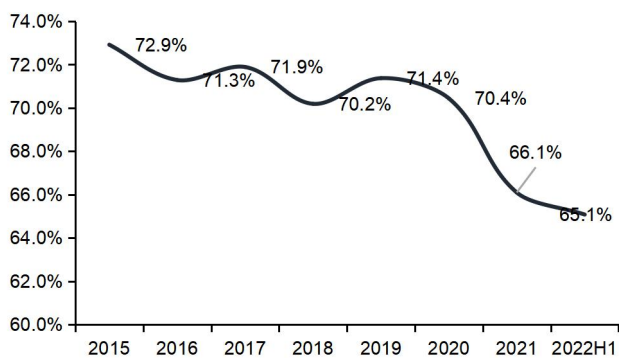


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



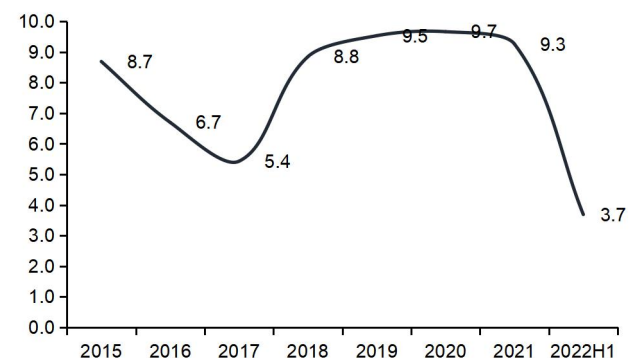
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 云南铜业资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 云南铜业财务费用（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

非公开发行增持迪庆有色，铜精矿加工费上涨增厚冶炼利润。截至2022年6月末，公司自有矿山铜金属储量356万吨，铜平均品位0.39%。

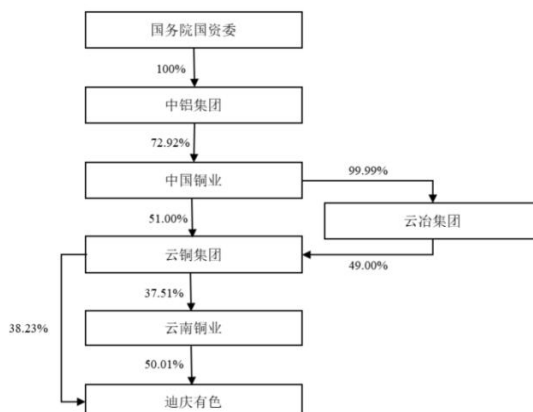
表1: 2022年6月末公司自有矿山铜储量

	持股比例	矿石量 (万吨)	Cu 平均品位 (%)	Cu 金属量 (万吨)
迪庆有色	50.01%	80440	0.33	261
玉溪矿业	100%	11142	0.57	64
迪庆矿业	75%	1998	1.02	20
楚雄矿冶	100%	1081	1.01	11
公司合计	-	94661	0.39	356

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司拟收购云铜集团持有的迪庆有色38.23%股权。公司现持有迪庆有色50.01%股权，收购完成后，公司持有迪庆有色88.24%股权。迪庆有色在上市公司体系中处于重要地位，2021年迪庆有色生产铜精矿含铜4.89万吨，矿山铜金属产量占公司并表产量64.6%。截至2021年末，其保有矿石量8.09亿吨，占上市公司总保有矿石量的84.70%；铜金属量263.64万吨，占上市公司总铜金属量的73.02%。本次收购完成后将提升公司按照持有权益比例核算的铜资源储量，良好的资源禀赋为上市公司相关有色金属冶炼及深加工产能提供了重要资源保障，为公司的持续稳定经营和快速发展提供强有力的支撑。8月23日公司公告非公开发行股票申请已获得中国证监会核准批复。

图 15: 公司与迪庆有色股权关系



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 募集资金投资项目

序号	募集资金投资项目	项目投资总额（亿元）	募集资金拟投入金额（亿元）
1	收购云铜集团持有的迪庆有色 38.23% 股权	18.75	18.75
2	补充流动资金及偿还银行贷款	8.00	8.00
	合计	26.75	26.75

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“增持”评级。由于铜价下跌，我们小幅下调了铜价预测，假设 2022-2024 年铜现货含税价均为 67000 元/吨，铜精矿长单 TC 分别为 65/75/75 美元/吨，硫酸价格为 500 元/吨，黄金价格 400 元/克，白银价格 5000 元/千克，预计 2022-2024 年归母净利润 11.81/12.97/13.36 亿元，同比增速 81.9/9.9/3.0%；摊薄 EPS=0.69/0.76/0.79 元，当前股价对应 PE=16.6/15.1/14.7x。公司对老弱矿山计提资产减值后资产质量进一步提升，定增项目落地后权益铜精矿产能增加，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2090	4082	5489	8571	11697	营业收入	88239	127058	124091	124585	125103
应收款项	354	227	221	222	223	营业成本	82974	121889	117290	117457	117863
存货净额	11990	10848	10421	10430	10465	营业税金及附加	398	444	434	436	437
其他流动资产	4660	5423	5297	5318	5340	销售费用	730	260	254	255	256
流动资产合计	19254	20742	22040	25060	28152	管理费用	1189	1437	1497	1497	1497
固定资产	16839	14949	10278	9276	8254	研发费用	157	247	247	247	247
无形资产及其他	1703	1494	1434	1375	1315	财务费用	966	926	926	926	926
投资性房地产	1191	945	945	945	945	投资收益	(228)	417	120	120	120
长期股权投资	851	994	1072	1173	1280	资产减值及公允价值变动	667	679	359	359	359
资产总计	39838	39124	35769	38728	39946	其他收入	(1348)	(1509)	(858)	(858)	(858)
短期借款及交易性金融负债	9810	6746	6746	6746	6746	营业利润	1072	1688	3311	3635	3745
应付款项	3402	3961	3805	3808	3821	营业外净收支	0	(33)	(25)	(25)	(25)
其他流动负债	3386	1951	1876	1878	1884	利润总额	1072	1655	3286	3610	3719
流动负债合计	16597	12658	12427	12432	12451	所得税费用	258	359	821	903	930
长期借款及应付债券	11139	12792	12792	12792	12792	少数股东损益	434	647	1284	1410	1453
其他长期负债	325	408	490	573	656	归属于母公司净利润	380	649	1181	1297	1336
长期负债合计	11464	13200	13283	13365	13448	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	28062	25858	25710	25797	25899	净利润	380	649	1181	1297	1336
少数股东权益	3577	4008	4906	5894	6911	资产减值准备	293	43	(205)	(34)	(45)
股东权益	8199	9258	10084	10992	11928	折旧摊销	1428	1459	1619	1687	1704
负债和股东权益总计	39838	39124	40700	42683	44738	公允价值变动损失	(667)	(679)	(359)	(359)	(359)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	966	926	926	926	926
每股收益	0.22	0.38	0.69	0.76	0.79	营运资本变动	(3250)	1	(142)	22	(2)
每股红利	0.76	0.92	0.21	0.23	0.24	其它	(1342)	(950)	1103	1021	1062
每股净资产	4.82	5.45	5.93	6.47	7.02	经营活动现金流	(3159)	523	3197	3635	3697
ROIC	7%	8%	25%	31%	37%	资本开支	0	(234)	(1359)	(62)	(62)
ROE	5%	7%	12%	12%	11%	其它投资现金流	(18)	(2)	0	0	0
毛利率	6%	4%	5%	6%	6%	投资活动现金流	(102)	(379)	(1437)	(163)	(169)
EBIT Margin	3%	2%	4%	4%	4%	权益性融资	(34)	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	3%	5%	5%	5%	负债净变化	2289	1653	0	0	0
收入增长	39%	44%	-2%	0%	0%	支付股利、利息	(1298)	(1559)	(354)	(389)	(401)
净利润增长率	-43%	71%	82%	10%	3%	其它融资现金流	764	1660	0	0	0
资产负债率	79%	76%	75%	74%	73%	融资活动现金流	2713	1848	(354)	(389)	(401)
息率	6.6%	7.9%	1.8%	2.0%	2.0%	现金净变动	(548)	1993	1313	2989	3033
P/E	51.8	30.3	16.6	15.1	14.7	货币资金的期初余额	2637	2090	4082	5489	8571
P/B	2.4	2.1	1.9	1.8	1.6	货币资金的期末余额	2090	4082	5395	6701	26369
EV/EBITDA	11.3	10.7	7.6	7.1	7.0	企业自由现金流	0	3402	4878	5303	5378
						权益自由现金流	0	6716	15016	15044	15226

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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