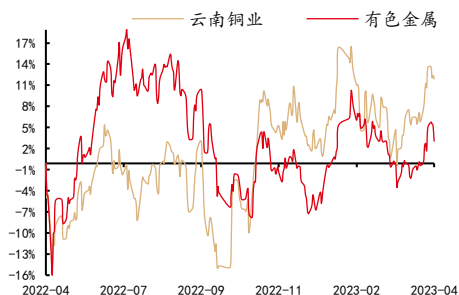


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

|              |               |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元)     | 13.55         |
| 总股本/流通股本(亿股) | 20.04 / 17.00 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 271 / 230     |
| 52 周内最高/最低价  | 13.76 / 9.79  |
| 资产负债率(%)     | 59.8%         |
| 市盈率          | 13.09         |
| 第一大股东        | 云南铜业(集团)有限公司  |
| 持股比例(%)      | 31.8%         |

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 张亚桐  
SAC 登记编号: S1340122080030  
Email: zhangyatong@cnpsec.com

云南铜业(000878)

业绩增长超预期，增持迪庆赋能铜主业

● 事件：公司发布 2022 年度报告

公司业绩增长态势良好，创下历史新高。2022 年，公司实现营业收入 1349.15 亿元，同比增长 6.18%；归母净利润 18.09 亿元，同比增长 178.63%；扣非归母净利 18.11 亿元，同比增长 394.96%。

按产品划分，阴极铜/贵金属/硫酸/其他产品收入分别为 1014.23 亿元/110.22 亿元/19.41 亿元/205.29 亿元，分别占比总营收 75.18%/8.17%/1.44%/15.22%。其中，阴极铜作为公司第一大业务，贡献了公司 50% 以上的毛利润，2022 年，铜产品毛利润为 34.15 亿元，占比总毛利 52.28%，毛利率为 3.37%。

● 主要产品产量超额完成目标

主要产品实现高产、稳产。2022 年，公司生产铜精矿 6.26 万吨、阴极铜 134.92 万吨、黄金 17.04 吨、白银 646.13 吨、硫酸 480.07 万吨；销售阴极铜 171.00 万吨、黄金 17.02 吨、白银 1027.27 吨、硫酸 494.42 万吨。

公司主要矿产铜公司分别为迪庆有色、玉溪矿业、楚雄矿冶、迪庆矿业，分别贡献铜精矿产量 3.64 万吨、1.91 万吨、0.46 万吨和 0.25 万吨。

2022 年，公司开展矿产勘查活动新增推断级以上铜资源金属量 24.27 万吨。截止 2022 年末，公司保有矿石量 9.96 亿吨，铜金属量 374.56 万吨，铜平均品位 0.38%。

● 通过非公开发行股票募资，收购迪庆有色 38.23% 股权

2022 年度，本公司累计以募集资金投入募投项目共计 265593.70 万元，其中收购云铜集团持有的迪庆有色 38.23% 股权投入 187480.53 万元，补充流动资金及偿还银行贷款投入 78113.17 万元。截止目前，公司持有迪庆有色 88.24% 的股权。

2022 年，迪庆有色实现营业收入 24.83 亿元，净利润 7.18 亿元；拥有矿石量 8.7 亿吨，铜平均品位 0.33%，折合铜金属量 288.53 万吨，权益铜金属量 254.6 万吨。

● 铜：传统和新兴领域需求共振，打开铜成长空间

美联储加息进入尾声，将有利于流动性改善，促进需求释放。铜作为一种工业金属，从供给端角度，资本开支不足；加之铜矿品位趋势性下行，干扰率推升等因素；预计 2023-2025 年全球新增铜精矿不断下降；从消费端角度，国内出台系列政策支持消费，传统领域如房地产、电网等持续回暖中；新兴的光伏、新能源汽车等领域近几年高速发张，使得铜消费需求有很大的增量；结合库存来看，库存水平目前处于历史低位，铜供需缺口未来显著扩大，预期到 2025 年铜供给缺口将达到 102 万吨，因而将对铜价形成强有力的支撑。

● 盈利预测

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 1443.83/1507.04/1578.43 亿元，分别同比增长 7.02%/4.38%/4.74%；归母净利润分别为 22.96/28.14/32.24 亿元，分别同比增长 26.94%/22.57%/14.59%，对应 EPS 分别为 1.15/1.40/1.61 元。

以 2023 年 4 月 20 日收盘价 13.55 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 11.82/9.65/8.42 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

宏观经济不及预期；下游需求不及预期；产能建设不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

| 项目\年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 134915  | 144383  | 150704  | 157843  |
| 增长率(%)        | 6.18    | 7.02    | 4.38    | 4.74    |
| EBITDA（百万元）   | 5503.32 | 5783.42 | 6497.57 | 7237.39 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1808.75 | 2296.05 | 2814.16 | 3224.81 |
| 增长率(%)        | 178.63  | 26.94   | 22.57   | 14.59   |
| EPS（元/股）      | 0.90    | 1.15    | 1.40    | 1.61    |
| 市盈率（P/E）      | 15.01   | 11.82   | 9.65    | 8.42    |
| 市净率（P/B）      | 2.05    | 1.77    | 1.51    | 1.30    |
| EV/EBITDA     | 6.33    | 6.84    | 5.20    | 4.45    |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元)         |              |              |              |              | 主要财务比率              |              |              |              |             |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|                   | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                     | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E       |
| <b>利润表</b>        |              |              |              |              | <b>成长能力</b>         |              |              |              |             |
| 营业收入              | 134915       | 144383       | 150704       | 157843       | 营业收入                | 6.2%         | 7.0%         | 4.4%         | 4.7%        |
| 营业成本              | 128382       | 136917       | 142431       | 148666       | 营业利润                | 96.0%        | 26.8%        | 22.3%        | 15.9%       |
| 税金及附加             | 448          | 492          | 514          | 534          | 归属于母公司净利润           | 178.6%       | 26.9%        | 22.6%        | 14.6%       |
| 销售费用              | 231          | 271          | 283          | 287          | <b>获利能力</b>         |              |              |              |             |
| 管理费用              | 1172         | 1611         | 1565         | 1591         | 毛利率                 | 4.8%         | 5.2%         | 5.5%         | 5.8%        |
| 研发费用              | 307          | 289          | 322          | 337          | 净利率                 | 1.3%         | 1.6%         | 1.9%         | 2.0%        |
| 财务费用              | 742          | 644          | 547          | 405          | ROE                 | 13.7%        | 15.0%        | 15.7%        | 15.4%       |
| 资产减值损失            | -593         | -439         | -345         | -449         | ROIC                | 10.2%        | 10.8%        | 12.6%        | 12.4%       |
| <b>营业利润</b>       | <b>3309</b>  | <b>4196</b>  | <b>5132</b>  | <b>5947</b>  | <b>偿债能力</b>         |              |              |              |             |
| 营业外收入             | 16           | 15           | 15           | 15           | 资产负债率               | 59.8%        | 56.3%        | 47.8%        | 45.3%       |
| 营业外支出             | 79           | 63           | 63           | 68           | 流动比率                | 1.56         | 1.62         | 1.73         | 2.01        |
| <b>利润总额</b>       | <b>3246</b>  | <b>4149</b>  | <b>5085</b>  | <b>5895</b>  | <b>营运能力</b>         |              |              |              |             |
| 所得税               | 590          | 777          | 952          | 1159         | 应收账款周转率             | 1245.03      | 1245.03      | 1352.30      | 1245.03     |
| <b>净利润</b>        | <b>2656</b>  | <b>3372</b>  | <b>4133</b>  | <b>4736</b>  | 存货周转率               | 12.74        | 12.78        | 13.50        | 12.88       |
| <b>归母净利润</b>      | <b>1809</b>  | <b>2296</b>  | <b>2814</b>  | <b>3225</b>  | 总资产周转率              | 3.41         | 3.44         | 3.41         | 3.33        |
| <b>每股收益(元)</b>    | <b>0.90</b>  | <b>1.15</b>  | <b>1.40</b>  | <b>1.61</b>  | <b>每股指标(元)</b>      |              |              |              |             |
| <b>资产负债表</b>      |              |              |              |              | 每股收益                | 0.90         | 1.15         | 1.40         | 1.61        |
| 货币资金              | 5255         | 5637         | 7414         | 9965         | 每股净资产               | 6.59         | 7.65         | 8.95         | 10.43       |
| 交易性金融资产           | 135          | 135          | 135          | 135          | <b>估值比率</b>         |              |              |              |             |
| 应收票据及应收账款         | 135          | 99           | 126          | 128          | PE                  | 15.01        | 11.82        | 9.65         | 8.42        |
| 预付款项              | 4482         | 4577         | 4835         | 5190         | PB                  | 2.05         | 1.77         | 1.51         | 1.30        |
| 存货                | 10326        | 12274        | 10060        | 14453        | <b>现金流量表</b>        |              |              |              |             |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>22703</b> | <b>25007</b> | <b>24965</b> | <b>32180</b> | 净利润                 | 2656         | 3372         | 4133         | 4736        |
| 固定资产              | 13426        | 15240        | 15698        | 14664        | 折旧和摊销               | 1433         | 831          | 748          | 636         |
| 在建工程              | 300          | 300          | 300          | 300          | 营运资本变动              | 622          | -2591        | 2278         | -4024       |
| 无形资产              | 1832         | 1781         | 1730         | 1679         | 其他                  | 1365         | 935          | 805          | 892         |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>17262</b> | <b>19025</b> | <b>19432</b> | <b>18347</b> | <b>经营活动现金流净额</b>    | <b>6076</b>  | <b>2547</b>  | <b>7964</b>  | <b>2240</b> |
| <b>资产总计</b>       | <b>39965</b> | <b>44032</b> | <b>44397</b> | <b>50527</b> | 资本开支                | -920         | -3038        | -1524        | -44         |
| 短期借款              | 2981         | 4481         | 2981         | 3981         | 其他                  | -2118        | 317          | 252          | 191         |
| 应付票据及应付账款         | 5515         | 4331         | 5227         | 5746         | <b>投资活动现金流净额</b>    | <b>-3038</b> | <b>-2721</b> | <b>-1272</b> | <b>147</b>  |
| 其他流动负债            | 6074         | 6623         | 6185         | 6306         | 股权融资                | 2657         | 0            | 0            | 0           |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>14570</b> | <b>15435</b> | <b>14393</b> | <b>16033</b> | 债务融资                | -3598        | 1500         | -4000        | 1000        |
| 其他                | 9345         | 9345         | 6845         | 6845         | 其他                  | -1332        | -945         | -915         | -836        |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>9345</b>  | <b>9345</b>  | <b>6845</b>  | <b>6845</b>  | <b>筹资活动现金流净额</b>    | <b>-2273</b> | <b>555</b>   | <b>-4915</b> | <b>164</b>  |
| <b>负债合计</b>       | <b>23914</b> | <b>24780</b> | <b>21238</b> | <b>22877</b> | <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>817</b>   | <b>381</b>   | <b>1778</b>  | <b>2551</b> |
| 股本                | 2004         | 2004         | 2004         | 2004         |                     |              |              |              |             |
| 资本公积金             | 8007         | 8007         | 8007         | 8007         |                     |              |              |              |             |
| 未分配利润             | 2385         | 4166         | 6332         | 8827         |                     |              |              |              |             |
| 少数股东权益            | 2839         | 3915         | 5234         | 6745         |                     |              |              |              |             |
| 其他                | 817          | 1161         | 1583         | 2067         |                     |              |              |              |             |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>16051</b> | <b>19253</b> | <b>23159</b> | <b>27649</b> |                     |              |              |              |             |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>39965</b> | <b>44032</b> | <b>44397</b> | <b>50527</b> |                     |              |              |              |             |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048