

云南铜业 (000878.SZ)

增持

硫酸跌价拖累业绩，大股东优质资产注入可期

核心观点

2023 年公司归母净利润同比下降 12.7%。2023 年实现营收 1470 亿元 (+8.9%) 归母净利润 15.8 亿元 (-12.7%)，扣非归母净利润 15.4 亿元 (-15.1%)，经营活动产生的现金流量净额 64.4 亿元 (+6.1%)。其中 2023Q4 营业收入 364 亿元 (同比-1.2%，环比-8.4%)，归母净利润 0.61 亿元 (同比-88%，环比-88%)。2023Q4 盈利大幅下滑主因计提资产减值。公司利润分配方案：以 2023 年末总股本 20 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 3 元(含税)，合计分配现金股利人民币 6 亿元。

计提资产减值：西南铜业分公司搬迁升级改造，老装置计提长期资产减值 5.0 亿元，楚雄矿冶六苴铜矿可采资源量减少计提长期资产减值 2.1 亿元，计提存货跌价准备 1.2 亿元，共计 8.3 亿元。

硫酸跌价拖累业绩。2023 年公司毛利润 60.7 亿元，同比减少 4.6 亿元。其中铜版块 37.9 亿元，同比增加 3.7 亿元，主因铜冶炼加工费 TC 上涨；受益于贵金属价格上涨，贵金属版块增利 5.8 亿元。减利项主要是硫酸，2023 年硫酸市场价格大跌，公司硫酸业务毛利润从 2022 年 11.9 亿转为亏损 0.5 亿元。

大股东优质资产注入：2026 年 11 月 29 日之前，启动将大股东持有的凉山矿业股份有限公司股权注入云南铜业的工作。大股东持有凉山矿业 40% 股权，上市公司持有 20%，2023 年凉山矿业净利润 6 亿元。注入后，上市公司将持有凉山矿业 60% 股权。凉山矿业拉拉铜矿年产铜精矿 1.3 万吨左右，另外凉山矿业红泥坡铜矿已于 2022 年 5 月开工，总投资 18.5 亿元，2025 年下半年建成，该矿区建成后年采选规模 198 万吨，折铜金属量 2.6 万吨/年。

风险提示：铜价或硫酸价格大幅下跌风险，老旧矿山产量缩减风险。

投资建议：维持“增持”评级。

我们假设 2023-2025 年铜现货含税价均为 69000 元/吨，铜精矿 TC 均为 60/70/70 美元/吨，硫酸价格为 150 元/吨，黄金价格 500 元/克，白银价格 5800 元/千克，预计 2024-2026 年归母净利润 20.18/23.08/31.09 亿元，同比增速 27.8%/14.4%/34.7%；摊薄 EPS 分别为 1.01/1.15/1.55 元，当前股价对应 PE 分别为 14.0/12.3/9.1x。公司借助近几年铜行业高景气周期，资产质量得到提升，现金流强劲，作为中铝集团旗下唯一铜上市平台，大股东优质资产注入可期，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	134,915	146,985	148,868	151,921	154,976
(+/-%)	6.2%	8.9%	1.3%	2.1%	2.0%
净利润(百万元)	1809	1579	2018	2308	3109
(+/-%)	178.6%	-12.7%	27.8%	14.4%	34.7%
每股收益(元)	0.90	0.79	1.01	1.15	1.55
EBIT Margin	3.2%	2.6%	2.3%	2.6%	3.4%
净资产收益率 (ROE)	13.7%	11.4%	13.3%	14.0%	16.9%
市盈率 (PE)	15.7	17.9	14.0	12.3	9.1
EV/EBITDA	9.1	9.9	10.6	9.4	7.5
市净率 (PB)	2.14	2.04	1.87	1.72	1.54

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：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@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	14.14 元
总市值/流通市值	28331/28331 百万元
52 周最高价/最低价	14.16/9.20 元
近 3 个月日均成交额	608.45 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) - 现金流稳健充裕，托管控股股东海外大型铜矿山》——2023-09-02

《云南铜业 (000878.SZ) - 资产质量提升，现金流强劲》——2023-04-24

《云南铜业 (000878.SZ) - 定增申请获批，公司铜资源量进一步提升》——2022-08-29

2023 年公司归母净利润同比下降 12.7%。2023 年实现营收 1470 亿元 (+8.9%)，归母净利润 15.8 亿元 (-12.7%)，扣非归母净利润 15.4 亿元 (-15.1%)，经营活动产生的现金流量净额 64.4 亿元 (+6.1%)。其中 2023Q4 营业收入 364 亿元 (同比 -1.2%，环比 -8.4%)，归母净利润 0.61 亿元 (同比 -88%，环比 -88%)。2023Q4 盈利大幅下滑主因计提资产减值。

公司利润分配方案：以 2023 年末总股本 20 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 3 元 (含税)，合计分配现金股利人民币 6 亿元。

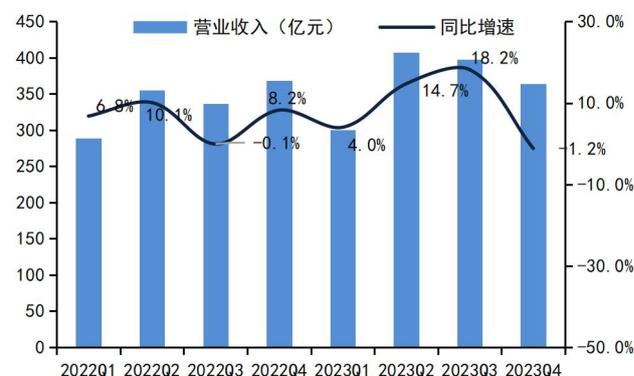
计提资产减值：西南铜业分公司搬迁升级改造，老装置计提长期资产减值 5.0 亿元，楚雄矿冶六苴铜矿可采资源量减少计提长期资产减值 2.1 亿元，计提存货跌价准备 1.2 亿元，共计 8.3 亿元。

图1: 云南铜业营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



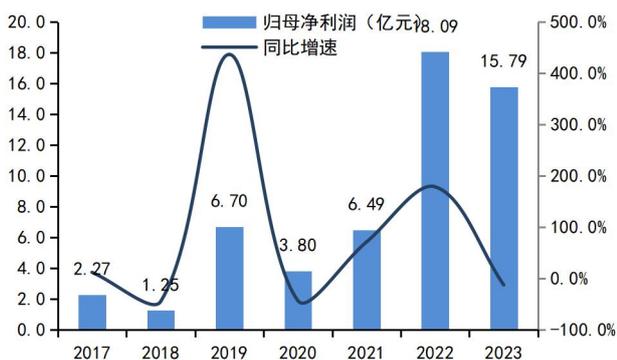
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 云南铜业单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



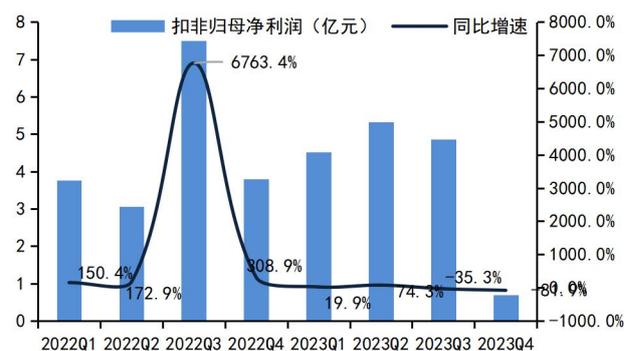
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 云南铜业单季扣非归母净利润 (单位: 亿元)

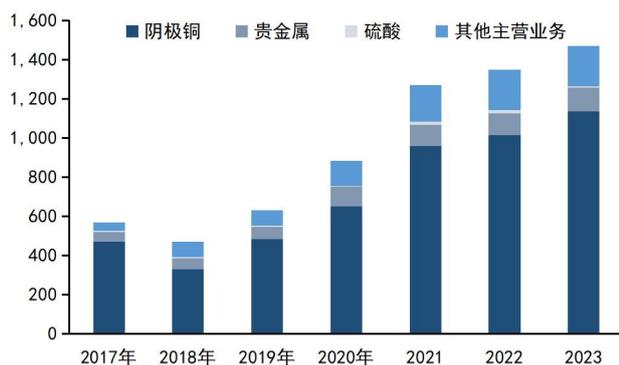


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

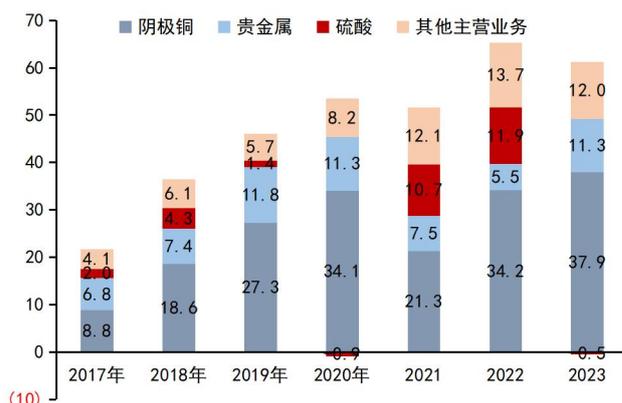
硫酸跌价拖累业绩。2023 年公司毛利润 60.7 亿元，同比减少 4.6 亿元。其中铜版块 37.9 亿元，同比增加 3.7 亿元，主因铜冶炼加工费 TC 上涨；受益于贵金属价格上涨，贵金属版块增利 5.8 亿元。减利项主要是硫酸，2023 年硫酸市场价格大跌，公司硫酸业务毛利润从 2022 年 11.9 亿转为亏损 0.5 亿元。

图5: 云南铜业营收构成 (单位: 亿元)

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



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司旗下铜矿山产量有增有减，总体平稳。分矿山来看，普朗铜矿产量同比略增，玉溪矿业产量平稳，迪庆矿业羊拉铜矿经过前几年整改产量稳中有增。

矿山未来增量方面，年报中提到在 2026 年 11 月 29 日之前，启动将大股东持有的凉山矿业股份有限公司股权注入云南铜业的工作。大股东持有凉山矿业 40% 股权，上市公司持有 20%，注入后，上市公司将持有凉山矿业 60% 股权。根据 Wood Mackenzie 数据，凉山矿业拉拉铜矿年产铜精矿 1.3 万吨左右。另外，凉山矿业红泥坡铜矿已于 2022 年 5 月开工，总投资 18.5 亿元，2025 年下半年建成，该矿区含铜 56 万吨，建成后年采选规模 198 万吨，折铜金属量 2.6 万吨左右。

表1: 公司并表铜精矿产量 (万吨)

	迪庆有色 (普朗铜矿)	玉溪矿业 (大红山铜矿)	楚雄矿冶 (六苜铜矿)	金沙矿业(滥泥坪 铜矿) 已出售	迪庆矿业 (羊拉铜矿)	凉山矿业(拉拉铜矿 +红泥坡铜矿)	思茅山水 (大平掌铜矿)	并表矿山铜产量
权益	88.24%	100%	100%	63.41%	75%	20%	45%	-
2018	3.61	2.19	0.63	0.97	0.6	-	-	8.00
2019	4.8	2.29	0.67	0.41	0.26	-	-	8.43
2020	6.08	2.3	0.64	0.5	0.29	-	-	9.81
2021	4.89	1.95	0.37	0.13	0.23	-	-	7.57
2022	3.64	1.91	0.46	-	0.25	-	-	6.26
2023	3.87	1.91	0.23	-	0.37	-	-	6.38

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 公司权益铜精矿产量 (万吨)

	迪庆有色	玉溪矿业	楚雄矿冶	金沙矿业	迪庆矿业	凉山矿业	思茅山水	权益矿山铜产量
权益	88.24%	100%	100%	63.41%	75%	20%	45%	-
2018	1.81	2.19	0.63	0.62	0.45	0.36	0.52	6.45
2019	2.40	2.29	0.67	0.26	0.20	0.28	0.53	6.58
2020	3.04	2.30	0.64	0.32	0.22	0.3	0.49	7.24
2021	2.45	1.95	0.37	0.08	0.17	0.25	0.49	5.75
2022	3.21	1.91	0.46	-	0.19	0.25	0.49	5.77
2023	3.41	1.91	0.23	-	0.28	0.25	0.43	6.51

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

冶炼版块，公司旗下 3 大冶炼基地产量平稳，受益于 2023 年高加工费，东南铜业净利润 7.55 亿元，同比增加 1.68 亿元，粗略测算吨铜净利润 1800 元/吨；赤峰云铜 2023 年净利润 6.12 亿元，同比增加 0.58 亿元，粗略测算吨铜净利润 1380 元/吨。

除了三大冶炼厂外，采用富氧顶吹工艺生产粗铜的滇中有色和采用底吹工艺粗铜

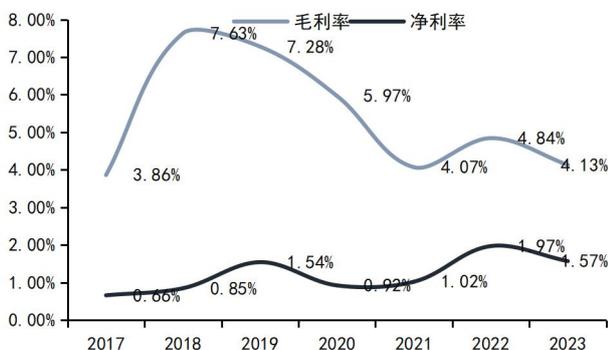
的易门铜业盈利能力也很强，滇中有色 2023 年净利润 1.45 亿元，同比增加 0.23 亿元，易门铜业 2023 年净利润 3.5 亿元，同比增加 0.6 亿元。粗略测算滇中有色吨铜利润 700 元/吨，易门铜业吨铜利润 2900 元/吨。

表3: 公司并表铜精矿产量（万吨）

炼厂名称	西南铜业	赤峰云铜	东南铜业	并表产量	权益产量
权益	100%	45%	60%	-	-
2018	52.5	15.52	-	68.02	59.48
2019	52.6	26.79	32.12	111.51	83.93
2020	53.7	41.8	35.4	130.9	93.75
2021	50.3	42.92	41.51	134.73	94.52
2022	51.73	43.09	40.1	134.92	95.18
2023	52.01	44.43	41.57	138.01	96.95

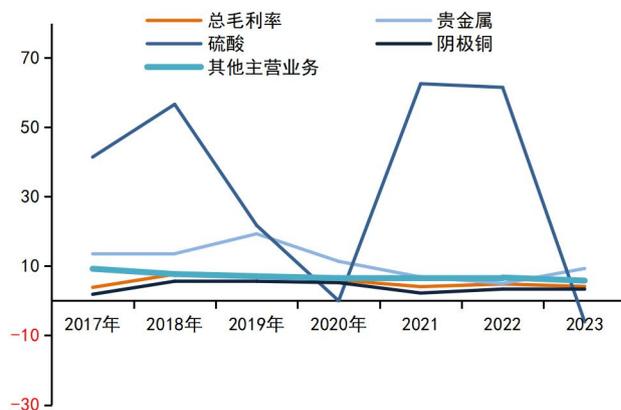
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 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

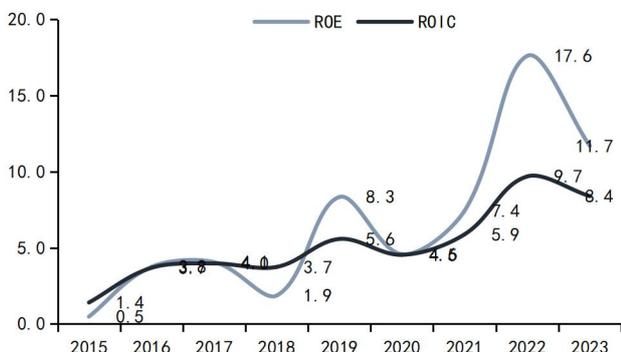
图8: 云南铜业分产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

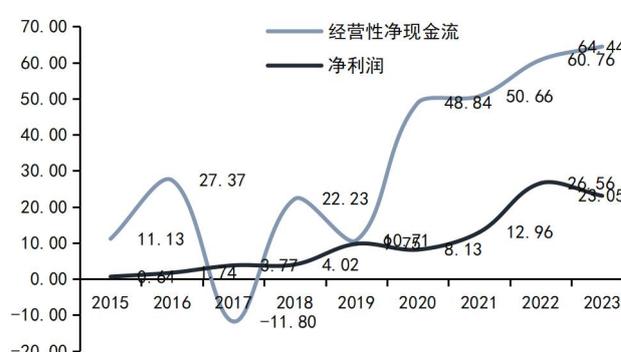
现金流强劲，资产负债率明显下降。2023 年公司经营性净现金流达到 64.4 亿元，近 3 年公司经营性净现金流一直维持在 50 亿元以上。截至 2023 年末，公司资产负债率下降到 56.4%。财务费用为 5.4 亿元，比去年下降 2 亿元。

图9: 云南铜业 ROE 和 ROIC (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

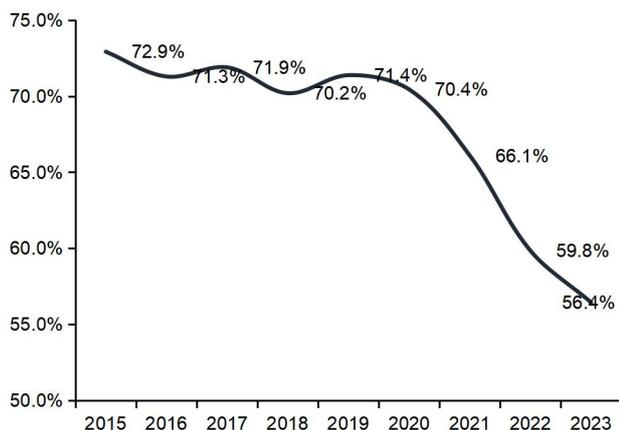
图10: 云南铜业经营性净现金流（亿元）



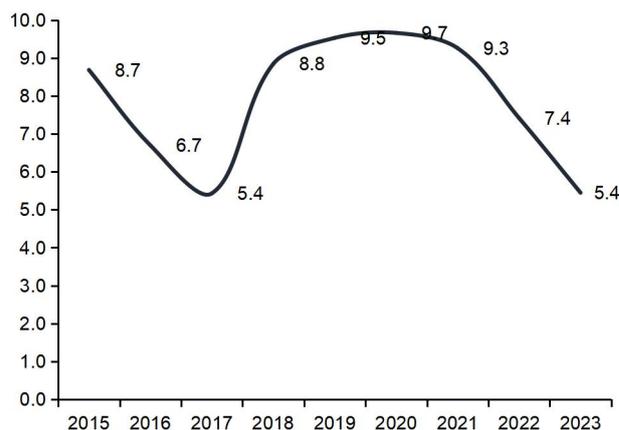
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 云南铜业资产负债率

图12: 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



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

重点工程方面，西南铜业搬迁工程年产阴极铜 55 万吨、硫酸 140 万吨，电解主厂房按期封顶，熔炼区域具备安装条件目标提前达成，熔炼炉、吹炼炉基础已开始安装。计划电解系统 2024 年 5 月建成投产、火法系统 8 月投料。

投资建议：维持“增持”评级。我们假设 2023-2025 年铜现货含税价均为 69000 元/吨，铜精矿 TC 均为 60/70/70 美元/吨，硫酸价格为 150 元/吨，黄金价格 500 元/克，白银价格 5800 元/千克，预计 2024-2026 年归母净利润 20.18/23.08/31.09 亿元，同比增速 27.8/14.4/34.7%；摊薄 EPS 分别为 1.01/1.15/1.55 元，当前股价对应 PE 分别为 14.0/12.3/9.1x。公司借助近几年铜行业高景气周期，资产质量得到提升，现金流强劲，作为中铝集团旗下唯一铜上市平台，大股东优质资产注入可期，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5255	6491	8200	10249	13056	营业收入	134915	146985	148868	151921	154976
应收款项	430	248	252	257	262	营业成本	128382	140915	143161	145696	147391
存货净额	10326	10790	10954	11142	11268	营业税金及附加	448	482	488	498	508
其他流动资产	6557	3916	3966	4048	4129	销售费用	231	270	274	279	285
流动资产合计	22703	22196	24121	26446	29465	管理费用	1172	1155	1155	1155	1155
固定资产	13726	13100	12434	12017	11538	研发费用	307	369	369	369	369
无形资产及其他	1832	1876	1802	1728	1654	财务费用	742	545	545	545	545
投资性房地产	700	1263	1263	1263	1263	投资收益	150	191	100	100	100
长期股权投资	1005	945	1035	1125	1215	资产减值及公允价值变动	(614)	(800)	(300)	0	0
资产总计	39965	39380	40656	42579	45135	其他收入	(167)	(268)	(269)	(269)	(269)
短期借款及交易性金融负债	7561	4438	4438	4438	4438	营业利润	3309	2742	2777	3580	4924
应付款项	5515	5148	5226	5316	5376	营业外净收支	(62)	21	0	0	0
其他流动负债	1494	1699	1725	1754	1774	利润总额	3246	2763	2777	3580	4924
流动负债合计	14570	11284	11388	11507	11587	所得税费用	590	457	460	593	815
长期借款及应付债券	8947	10456	10226	10226	10226	少数股东损益	848	726	300	680	1000
其他长期负债	398	484	570	657	743	归属于母公司净利润	1809	1579	2018	2308	3109
长期负债合计	9345	10940	10796	10882	10969	现金流量表 (百万元)					
负债合计	23914	22224	22184	22390	22556	净利润	1809	1579	2018	2308	3109
少数股东权益	2839	3247	3427	3834	4434	资产减值准备	(94)	244	16	(26)	(33)
股东权益	13211	13909	15120	16505	18370	折旧摊销	1346	1313	1345	1443	1512
负债和股东权益总计	39965	39380	40656	42579	45135	公允价值变动损失	614	800	300	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	742	545	545	545	545
每股收益	0.90	0.79	1.01	1.15	1.55	营运资本变动	422	1961	(6)	(95)	(79)
每股红利	0.63	0.94	0.40	0.46	0.62	其它	345	(387)	163	433	632
每股净资产	6.59	6.94	7.55	8.24	9.17	经营活动现金流	4442	5509	3837	4064	5141
ROIC	10%	9%	8%	10%	14%	资本开支	0	(36)	(1001)	(1001)	(1001)
ROE	14%	11%	13%	14%	17%	其它投资现金流	27	(615)	0	0	0
毛利率	5%	4%	4%	4%	5%	投资活动现金流	16	(591)	(1091)	(1091)	(1091)
EBIT Margin	3%	3%	2%	3%	3%	权益性融资	52	168	0	0	0
EBITDA Margin	4%	3%	3%	4%	4%	负债净变化	(3345)	1509	(230)	0	0
收入增长	6%	9%	1%	2%	2%	支付股利、利息	(1272)	(1890)	(807)	(923)	(1244)
净利润增长率	179%	-13%	28%	14%	35%	其它融资现金流	5899	(3087)	0	0	0
资产负债率	67%	65%	63%	61%	60%	融资活动现金流	(3285)	(3682)	(1037)	(923)	(1244)
息率	4.5%	6.7%	2.8%	3.3%	4.4%	现金净变动	1173	1236	1708	2050	2806
P/E	15.7	17.9	14.0	12.3	9.1	货币资金的期初余额	4082	5255	6491	8200	10249
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5	货币资金的期末余额	5255	6491	8200	10249	13056
EV/EBITDA	9.1	9.9	10.6	9.4	7.5	企业自由现金流	0	6404	3194	3622	4828
						权益自由现金流	0	4826	2493	3196	4452

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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提及的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