

云南铜业（000878.SZ）

矿铜产量平稳，冶炼业务盈利增长

优于大市

核心观点

2024H1 公司归母净利润同比增长 4.9%。2024H1 实现营收 852.7 亿元（+20.5%），归母净利润 10.6 亿元（+4.9%），扣非归母净利润 10.2 亿元（+3.9%），经营活动产生的现金流量净额-31 亿元（去年同期 39.4 亿元）。经营性净现金流为负主要是为西南铜业投产备料，存货比年初增加 64 亿元所致。重点工程方面，截至 6 月份西南铜业搬迁升级改造项目电解系统成功送电，项目整体工程已完成 84%。

公司中期利润分配方案：以 2024 年 6 月末总股本 20 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.3 元（含税），合计分配现金股利人民币 0.6 亿元。

西南铜业搬迁，阴极铜产量下降：上半年公司矿产铜产量变动不大，2024H1 公司精矿含铜产量按合并报表口径统计为 3.17 万吨，同比增长 1.6%；按权益量统计为 3.26 万吨，同比增长 2.19%。冶炼铜产量大幅下降，2024H1 并表阴极铜产量 50.87 万吨，同比下降 22.8%，主因西南铜业搬迁，西南铜业产量同比减少了 21 万吨。

冶炼利润同比改善：分析子公司盈利情况，矿山板块盈利与去年同期基本持平，如主力矿山迪庆有色；楚雄矿冶资源枯竭，盈利同比下降。冶炼企业利润表现比预想的好，如东南铜业、赤峰云铜，2024H1 净利润都比去年同期增加了 1 亿元或更多。一方面原因是公司铜精矿有长单保供，长单加工费仍在 80 美元/吨；另一个原因是硫酸价格同比上涨，冶炼副产硫酸收益增加，2024H1 硫酸业务毛利润 1.6 亿元，去年同期为-0.8 亿元。

风险提示：铜价下跌风险，铜精矿加工费下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们假设 2024-2026 年铜现货含税价均为 75000 元/吨（前值 69000 元/吨），铜精矿 TC 均为 40/55/60 美元/吨（前值 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 7000 元/千克，预计 2024-2026 年归母净利润 20.91/24.01/33.48 亿元（前值 20.18/23.08/31.09 亿元），同比增速 32.5/14.8/39.5%；摊薄 EPS 分别为 1.04/1.20/1.67 元，当前股价对应 PE 分别为 10.8/9.4/6.7x。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“优于大市”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	160,110	162,776	166,095
(+/-%)	6.2%	8.9%	8.9%	1.7%	2.0%
净利润(百万元)	1809	1579	2091	2401	3348
(+/-%)	178.6%	-12.7%	32.5%	14.8%	39.5%
每股收益(元)	0.90	0.79	1.04	1.20	1.67
EBIT Margin	3.2%	2.6%	2.2%	2.4%	3.4%
净资产收益率 (ROE)	13.7%	11.4%	13.8%	14.5%	18.0%
市盈率 (PE)	12.5	14.3	10.8	9.4	6.7
EV/EBITDA	8.1	8.8	10.8	9.7	6.9
市净率 (PB)	1.70	1.62	1.49	1.36	1.21

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

优于大市（维持）

合理估值

收盘价

11.24 元

总市值/流通市值

22521/22520 百万元

52 周最高价/最低价

15.87/9.20 元

近 3 个月日均成交额

330.00 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）-硫酸跌价拖累业绩，大股东优质资产注入可期》——2024-04-05

《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

2024H1 公司归母净利润同比增长 4.9%。2024H1 实现营收 852.7 亿元（+20.5%），归母净利润 10.6 亿元（+4.9%），扣非归母净利润 10.2 亿元（+3.9%），经营活动产生的现金流量净额-31 亿元（去年同期 39.4 亿元）。经营性净现金流为负主要是为西南铜业投产备料，存货比年初增加 64 亿元所致。重点工程方面，截至 6 月份西南铜业搬迁升级改造项目电解系统成功送电，项目整体工程已完成 84%。

公司利润分配方案：以 2024 年 6 月末总股本 20 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.3 元（含税），合计分配现金股利人民币 0.6 亿元。

生产方面，矿产铜产量变动不大，2024H1 公司精矿含铜产量按合并报表口径统计为 3.17 万吨，同比增长 1.6%；按权益量统计为 3.26 万吨，同比增长 2.19%。冶炼铜产量大幅下降，2024H1 并表阴极铜产量 50.87 万吨，同比下降 22.8%，主因西南铜业搬迁，西南铜业产量同比减少了 21 万吨。

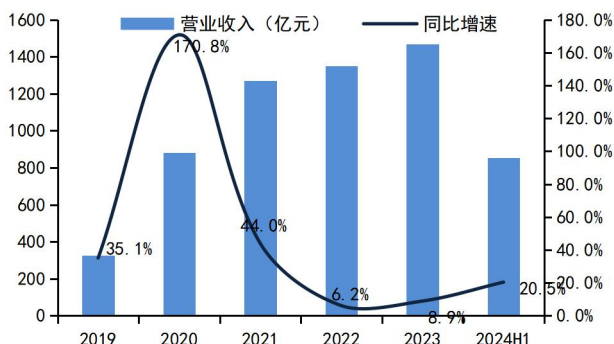
冶炼利润同比改善：分析子公司盈利情况（表 1），矿山板块盈利与去年同期基本持平，如主力矿山迪庆有色；楚雄矿冶资源枯竭，盈利同比下降。冶炼企业利润表现比预想的好，如东南铜业、赤峰云铜，2024H1 净利润都比去年同期增加了 1 亿元或更多。一方面原因是公司铜精矿有长单保供，长单加工费仍在 80 美元/吨；另一个原因是硫酸价格同比上涨，冶炼副产硫酸收益增加，2024H1 硫酸业务毛利润 1.6 亿元，去年同期为-0.8 亿元。

表1: 公司重要子公司净利润对比（亿元）

重要子公司	主要业务	2023H1	2024H1
迪庆有色	矿山	3.97	3.52
玉溪矿业	矿山	2.49	2.51
楚雄矿冶	矿山	-0.66	-1.3
凉山矿业	矿山+粗炼	3.48	2.39
思茅山水	矿山	1.56	1.62
东南铜业	粗炼+精炼	2.64	3.49
易门铜业	粗炼	1.84	1.89
滇中有色	粗炼	1.14	1.13
赤峰云铜	粗炼+精炼	3.07	4.46
中铜国贸	贸易	0.61	1.09

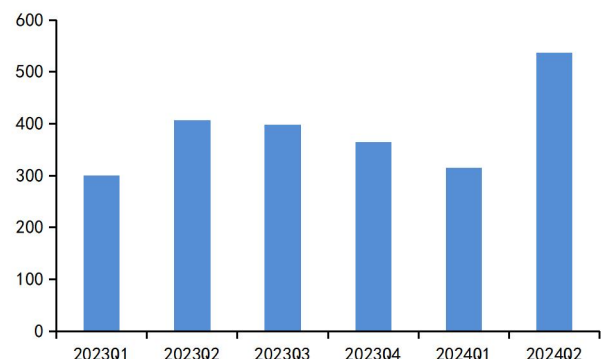
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1: 云南铜业营业收入及增速（单位：亿元、%）



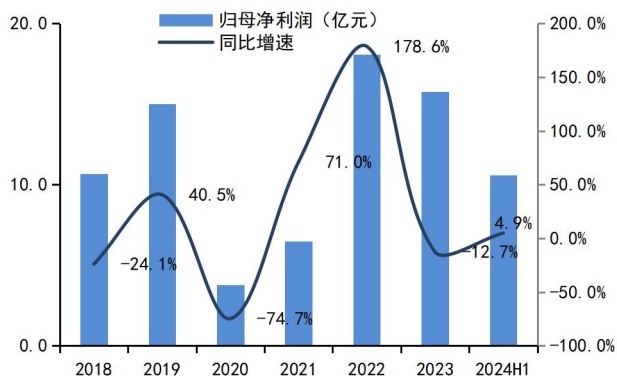
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 云南铜业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



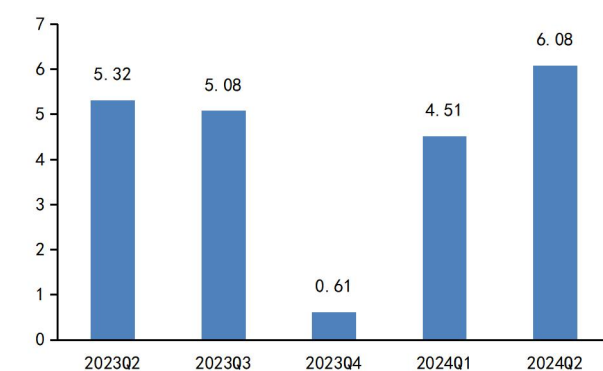
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 云南铜业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



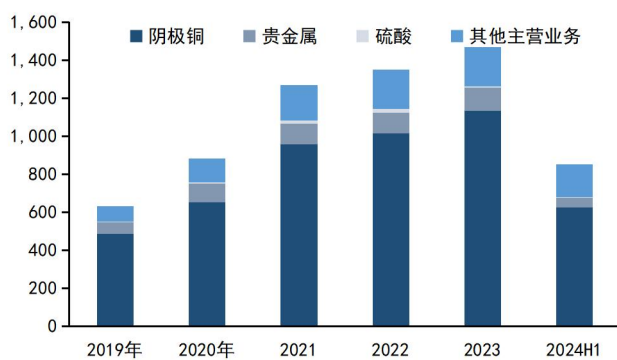
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 云南铜业单季归母净利润 (单位: 亿元)



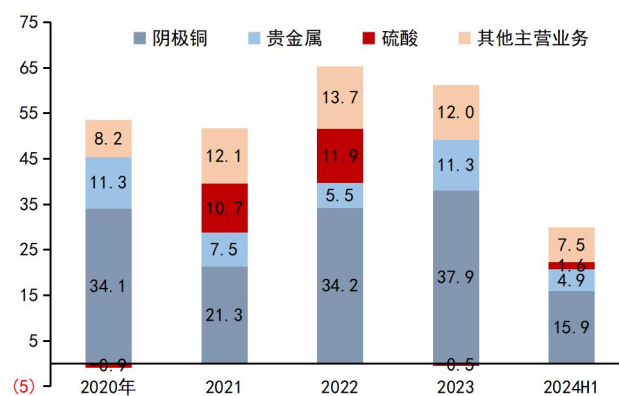
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)



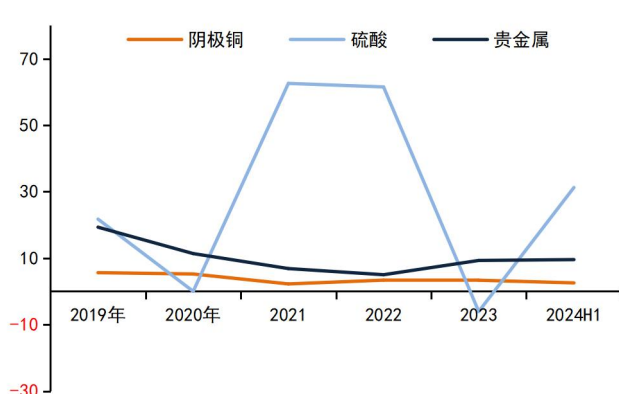
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 云南铜业毛利率、净利率变化情况



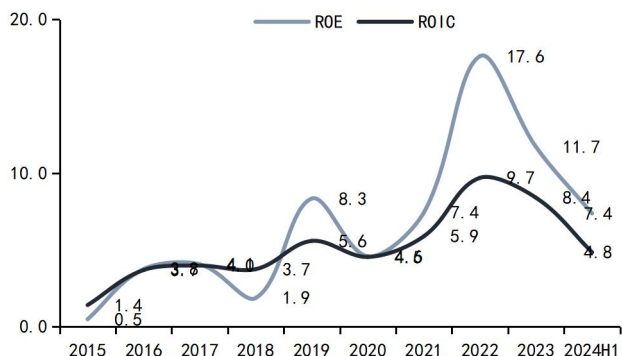
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 云南铜业分产品毛利率 (%)



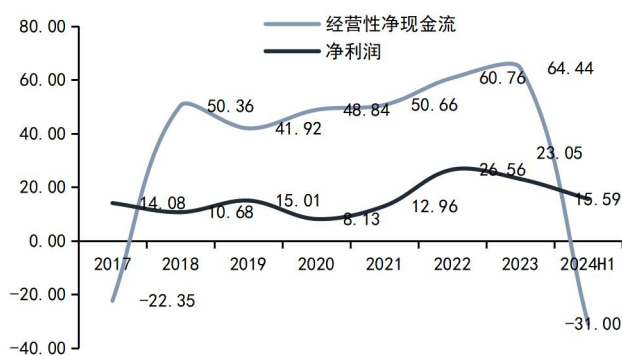
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 云南铜业 ROE 和 ROIC (%)



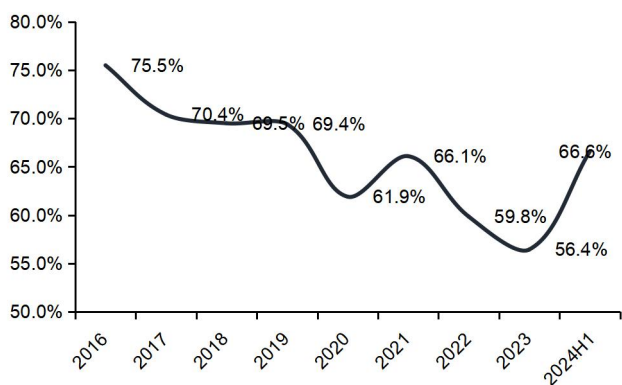
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

投资建议: 维持“优于大市”评级。我们假设 2024-2026 年铜现货含税价均为 75000 元/吨 (前值 69000 元/吨), 铜精矿 TC 均为 40/55/60 美元/吨 (前值 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 7000 元/千克, 预计 2024-2026 年归母净利润 20.91/24.01/33.48 亿元 (前值 20.18/23.08/31.09 亿元), 同比增速 32.5/14.8/39.5%; 摊薄 EPS 分别为 1.04/1.20/1.67 元, 当前股价对应 PE 分别为 10.8/9.4/6.7x。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“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5255	6491	6491	6491	6491	营业收入	134915	146985	160110	162776	166095
应收款项	430	248	877	892	910	营业成本	128382	140915	154143	156504	158111
存货净额	10326	10790	20997	21308	21520	营业税金及附加	448	482	480	488	498
其他流动资产	6557	3916	4803	4883	4983	销售费用	231	270	294	299	305
流动资产合计	22703	22196	33918	34324	34654	管理费用	1172	1155	1230	1230	1230
固定资产	13726	13100	12528	12110	11631	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	415	512	633
投资性房地产	700	1263	1263	1263	1263	投资收益	150	191	200	200	200
长期股权投资	1005	945	945	945	945	资产减值及公允价值变动	(614)	(800)	(200)	0	0
资产总计	39965	39380	50456	50371	50147	其他收入	(167)	(268)	(269)	(269)	(269)
短期借款及交易性金融负债	7561	4438	13340	11192	8134	营业利润	3309	2742	3280	3674	5249
应付款项	5515	5148	5629	5712	5769	营业外净收支	(62)	21	0	0	0
其他流动负债	1494	1699	1857	1884	1903	利润总额	3246	2763	3280	3674	5249
流动负债合计	14570	11284	20825	18788	15806	所得税费用	590	457	481	566	794
长期借款及应付债券	8947	10456	10226	10226	10226	少数股东损益	848	726	707	707	1107
其他长期负债	398	484	570	657	743	归属于母公司净利润	1809	1579	2091	2401	3348
长期负债合计	9345	10940	10796	10882	10969	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	23914	22224	31621	29671	26774	净利润	1809	1579	2091	2401	3348
少数股东权益	2839	3247	3671	4095	4759	资产减值准备	(94)	244	23	(25)	(33)
股东权益	13211	13909	15164	16605	18614	折旧摊销	1346	1313	1420	1518	1587
负债和股东权益总计	39965	39380	50456	50371	50147	公允价值变动损失	614	800	200	0	0
						财务费用	742	545	415	512	633
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	422	1961	(10970)	(234)	(201)
每股收益	0.90	0.79	1.04	1.20	1.67	其它	345	(387)	401	450	697
每股红利	0.63	0.94	0.42	0.48	0.67	经营活动现金流	4442	5509	(6835)	4109	5398
每股净资产	6.59	6.94	7.57	8.29	9.29	资本开支	0	(36)	(1001)	(1001)	(1001)
ROIC	10%	9%	8%	7%	11%	其它投资现金流	27	(615)	0	0	0
ROE	14%	11%	14%	14%	18%	投资活动现金流	16	(591)	(1001)	(1001)	(1001)
毛利率	5%	4%	4%	4%	5%	权益性融资	52	168	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	2%	2%	3%	负债净变化	(3345)	1509	(230)	0	0
EBITDA Margin	4%	3%	3%	3%	4%	支付股利、利息	(1272)	(1890)	(837)	(960)	(1339)
收入增长	6%	9%	9%	2%	2%	其它融资现金流	5899	(3087)	8902	(2148)	(3058)
净利润增长率	179%	-13%	32%	15%	39%	融资活动现金流	(3285)	(3682)	7835	(3108)	(4397)
资产负债率	67%	65%	70%	67%	63%	现金净变动	1173	1236	(0)	0	0
息率	5.6%	8.4%	3.7%	4.3%	5.9%	货币资金的期初余额	4082	5255	6491	6491	6491
P/E	12.5	14.3	10.8	9.4	6.7	货币资金的期末余额	5255	6491	6491	6491	6491
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2	企业自由现金流	0	6404	(7496)	3586	5130
EV/EBITDA	8.1	8.8	10.8	9.7	6.9	权益自由现金流	0	4826	823	1003	1534

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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