

云南铜业 (000878)

证券研究报告

2018年04月12日

资源、冶炼并重，受益铜价高位

事件：公司公布 2017 年年度报告。报告期内公司实现营收 573.23 亿元，同比小幅降低 3.16%；实现归母净利润 2.27 亿元，同比增长 11.82%；本期 EPS 录得 0.1606 元/股。

主要金属产品产量保持稳定。公司全年生产铜金属 5.52 万吨，基本与去年持平；生产高纯阴极铜 62.61 万吨，同比增长 7.5%；另副产黄金 10,028 千克、白银 450.87 吨。

铜价大幅上涨推动公司利润增长。铜需求随着经济回暖而逐渐改善，供给侧受矿铜产能释放慢制约，增产有限，铜价在基本面推动下大幅上涨，2017 年 LME 铜均价大幅上涨 27.34%至 6204 美元/吨。在铜价上涨的推动下，公司铜板块本期毛利录得 8.82 亿元，同比增长 23.53%。

基本面偏紧，铜价维持高位动力充沛。进入 18 年后铜价虽有所回调，但年初至今的均价仍维持 6500 美元/吨以上的高位 (Wind)。我们认为回调主要是受市场情绪影响的结果，铜的基本面并未改变，有望继续维持高位。

拟收购普朗铜矿，提升原矿自给率。公司拟以定增募资资金 14.39 亿元收购迪庆有色 50.01%股权。据公司公告，迪庆有色已取得普朗采矿权和普朗外围采矿权两项矿业权，共保有矿石资源储量 (111b、122b、333 合计) 27951.13 万吨，含铜金属 143.76 万吨、金 36.34 吨、银 494.74 吨和钼金属 55.90 吨，铜平均品位 0.51%，采矿方法采用成本较低的自然崩落法，设计产能为原矿 1,250 万吨/年，按平均品位计算年产矿铜含铜金属约 6.4 万吨，权益产量约 3.2 万吨。项目目前尚未投产，将于 2020 年达产，达产后迪庆有色预测年净利润为 3.80 亿元，同时公司的资源保障能力将有大幅提升。

投建东南铜冶炼基地，实现多地布局辐射全国。公司拟新建东南铜冶炼基地项目，项目投资 48.86 亿元，其中使用定增募资投入 20 亿元，建设规模为阴极铜 40 万 t/a，建设期 2 年。项目选址福建宁德，拥有优越的深水港码头资源，能够降低海外铜精矿运输环节成本。项目建成后，公司将实现以西南铜业为主的西南铜冶炼基地、赤峰云铜为主的北方冶炼基地，东南铜为主的华东铜冶炼基地的多地布局，冶炼规模将达到 120 万吨 (西南 40 万吨+赤峰扩建后 40 万吨+东南 40 万吨)，较目前的冶炼规模翻番，同时充分利用铜资源分布优势、港口交通枢纽优势，销售网络辐射全国。

盈利预测与投资建议：参考近期铜价 (此前对 18 年铜价预期为 55000 元/吨，据 Wind 资讯，目前 SHFE 铜价为 51,000 元/吨)，下调 2018~2019 年公 EPS 预期分别至 0.34 元/股和 0.48 元/股 (前值为 0.67 元/股和 0.84 元/股)，考虑定增已通过审批，迪庆有色并表是大概率事件，而普朗铜矿有望在 2020 年达产，预计 2020 年公司 EPS 将达 0.9 元/股，2018~2020 年 EPS 对现价 PE 分别为 33 倍、24 倍和 13 倍，维持“增持”评级。

风险提示：金属价格下跌，公司产能放量不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	59,194.82	57,322.74	69,626.80	91,217.79	101,788.27
增长率(%)	4.48	(3.16)	21.46	31.01	11.59
EBITDA(百万元)	1,612.34	1,704.57	1,798.88	2,547.14	3,779.43
净利润(百万元)	203.43	227.47	487.27	676.91	1,273.39
增长率(%)	683.79	11.82	114.21	38.92	88.12
EPS(元/股)	0.14	0.16	0.34	0.48	0.90
市盈率(P/E)	78.33	70.05	32.70	23.54	12.51
市净率(P/B)	2.85	2.84	2.52	2.28	1.93
市销率(P/S)	0.27	0.28	0.23	0.17	0.16
EV/EBITDA	15.38	19.00	14.46	11.90	6.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	11.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,416.40
流通 A 股股本(百万股)	1,416.39
A 股总市值(百万元)	15,934.49
流通 A 股市值(百万元)	15,934.41
每股净资产(元)	3.97
资产负债率(%)	71.89
一年内最高/最低(元)	16.26/10.88

作者

杨诚笑	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002	
yangchengxiao@tfzq.com	
田源	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003	
tianyuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《云南铜业-半年报点评:1H17 业绩大幅增长，铜矿弹性龙头重新启航》 2017-08-25
- 《云南铜业-公司点评:铜矿量价齐升，业绩弹性稳步抬升》 2017-03-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,408.64	1,835.52	2,088.80	2,736.53	3,053.65
应收账款	743.28	1,003.75	1,118.27	1,661.77	1,440.43
预付账款	237.65	272.08	346.89	462.15	432.33
存货	6,098.99	7,864.46	7,006.90	12,431.16	9,059.68
其他	909.76	1,295.03	1,076.28	1,096.87	1,173.63
流动资产合计	10,398.31	12,270.83	11,637.15	18,388.48	15,159.72
长期股权投资	404.55	801.95	801.95	801.95	801.95
固定资产	7,381.41	9,370.41	10,711.69	11,689.21	12,415.48
在建工程	2,879.63	1,928.01	1,192.81	763.68	488.21
无形资产	761.30	1,131.94	1,075.30	1,018.66	962.03
其他	1,222.31	1,351.59	1,118.26	1,141.06	1,133.98
非流动资产合计	12,649.20	14,583.91	14,900.01	15,414.57	15,801.64
资产总计	23,047.51	26,854.73	26,537.16	33,803.05	30,961.36
短期借款	8,797.44	11,230.05	10,950.34	14,711.41	10,446.54
应付账款	2,349.93	3,441.99	3,219.51	5,619.50	4,234.82
其他	3,824.00	1,183.43	3,090.82	2,115.43	3,671.65
流动负债合计	14,971.37	15,855.46	17,260.67	22,446.35	18,353.01
长期借款	543.00	2,051.00	0.00	790.04	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	915.90	1,399.49	878.93	1,064.77	1,114.40
非流动负债合计	1,458.90	3,450.49	878.93	1,854.81	1,114.40
负债合计	16,430.27	19,305.96	18,139.60	24,301.15	19,467.41
少数股东权益	1,019.38	1,928.15	2,076.36	2,503.78	3,222.45
股本	1,416.40	1,416.40	1,416.40	1,416.40	1,416.40
资本公积	4,401.04	4,330.25	4,330.25	4,330.25	4,330.25
留存收益	4,260.86	4,417.54	4,904.81	5,581.72	6,855.10
其他	(4,480.43)	(4,543.56)	(4,330.25)	(4,330.25)	(4,330.25)
股东权益合计	6,617.25	7,548.78	8,397.57	9,501.90	11,493.95
负债和股东权益总	23,047.51	26,854.73	26,537.16	33,803.05	30,961.36

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	174.42	377.12	487.27	676.91	1,273.39
折旧摊销	900.06	874.77	515.73	591.34	657.70
财务费用	625.97	551.78	553.42	600.93	583.24
投资损失	(200.86)	(204.56)	(166.10)	(166.10)	(166.10)
营运资金变动	1,942.44	(3,082.84)	2,276.25	(4,519.50)	3,773.64
其它	(705.27)	304.22	151.56	427.79	717.30
经营活动现金流	2,736.76	(1,179.51)	3,818.13	(2,388.63)	6,839.18
资本支出	386.10	2,123.53	1,580.57	894.15	1,000.38
长期投资	20.14	397.40	0.00	0.00	0.00
其他	(818.82)	(5,585.39)	(2,474.59)	(1,807.98)	(1,884.29)
投资活动现金流	(412.58)	(3,064.46)	(894.03)	(913.82)	(883.92)
债权融资	10,658.67	13,534.00	11,203.29	15,754.40	10,699.49
股权融资	(317.41)	(738.44)	(330.81)	(591.63)	(573.93)
其他	(12,065.24)	(9,222.95)	(13,543.30)	(11,212.59)	(15,763.70)
筹资活动现金流	(1,723.98)	3,572.60	(2,670.82)	3,950.18	(5,638.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	600.20	(671.37)	253.29	647.73	317.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	59,194.82	57,322.74	69,626.80	91,217.79	101,788.27
营业成本	57,182.41	55,109.89	66,921.12	87,471.27	96,708.74
营业税金及附加	93.99	217.51	264.20	346.12	386.23
营业费用	383.53	405.95	452.57	565.55	610.73
管理费用	697.48	637.57	696.27	866.57	946.63
财务费用	669.80	543.04	553.42	600.93	583.24
资产减值损失	163.56	266.50	178.93	178.93	178.93
公允价值变动收益	(62.74)	5.27	3.35	0.36	(1.36)
投资净收益	200.86	204.56	166.10	166.10	166.10
其他	(276.23)	(554.80)	(338.89)	(332.92)	(329.47)
营业利润	142.18	487.25	729.73	1,354.87	2,538.49
营业外收入	114.49	40.51	137.98	137.98	137.98
营业外支出	38.63	25.44	20.41	20.41	20.41
利润总额	218.04	502.33	847.31	1,472.44	2,656.07
所得税	43.62	125.20	211.83	368.11	664.02
净利润	174.42	377.12	635.48	1,104.33	1,992.05
少数股东损益	(29.01)	149.65	148.21	427.42	718.66
归属于母公司净利润	203.43	227.47	487.27	676.91	1,273.39
每股收益(元)	0.14	0.16	0.34	0.48	0.90

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	4.48%	-3.16%	21.46%	31.01%	11.59%
营业利润	-224.90%	242.71%	49.76%	85.67%	87.36%
归属于母公司净利润	683.79%	11.82%	114.21%	38.92%	88.12%
获利能力					
毛利率	3.40%	3.86%	3.89%	4.11%	4.99%
净利率	0.34%	0.40%	0.70%	0.74%	1.25%
ROE	3.63%	4.05%	7.71%	9.67%	15.39%
ROIC	3.99%	5.66%	5.37%	8.94%	10.95%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	71.29%	71.89%	68.36%	71.89%	62.88%
净负债率	34.63%	44.55%	46.88%	51.02%	50.55%
流动比率	0.69	0.77	0.67	0.82	0.83
速动比率	0.29	0.28	0.27	0.27	0.33
营运能力					
应收账款周转率	78.41	65.62	65.62	65.62	65.62
存货周转率	9.33	8.21	9.36	9.39	9.47
总资产周转率	2.55	2.30	2.61	3.02	3.14
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.16	0.34	0.48	0.90
每股经营现金流	1.93	-0.83	2.70	-1.69	4.83
每股净资产	3.95	3.97	4.46	4.94	5.84
估值比率					
市盈率	78.33	70.05	32.70	23.54	12.51
市净率	2.85	2.84	2.52	2.28	1.93
EV/EBITDA	15.38	19.00	14.46	11.90	6.79
EV/EBIT	30.54	36.18	20.27	15.50	8.22

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com