

证券研究报告—动态报告

有色金属

有色金属冶炼

云南铜业(000878)

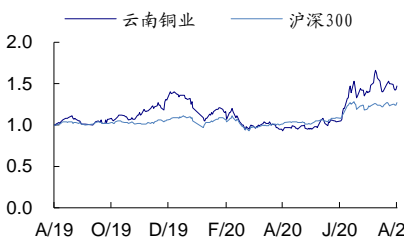
买入

2020年半年度报告点评

(首次评级)

2020年08月31日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,700/1,642
总市值/流通(百万元)	24,798/23,955
上证综指/深圳成指	3,404/13,851
12个月最高/最低(元)	16.72/9.12

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312  
E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161  
E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

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

● 上半年净利润减少约 25%, 二季度净利润减少约 20%

公司上半年实现营收 403.13 亿元, 同比+57.14%; 实现归母净利润 2.83 亿元, 同比-24.98%; 实现扣非归母净利润 1.94 亿元, 同比-37.15%。Q2 单季度实现营收 230.62 亿元, 同比+61.94%, 环比+33.69%; 实现归母净利润 1.61 亿元, 同比-20.54%, 环比+32.48%; 实现扣非归母净利润 1.09 亿元, 同比-37.41%, 环比+28.93%。

公司上半年净利润同比有所下滑, 主要是三方面因素: 1) 今年铜精矿长单加工费同比继续下降, 现货加工费也处于下行通道, 加工费持续下滑会压缩冶炼端的单位利润; 2) 今年上半年受到疫情的影响, 下游化工企业开工不足, 国内铜冶炼厂产生硫酸胀库问题, 硫酸价格出现大幅下滑, 甚至还出现过价格倒挂的现象; 3) 今年上半年疫情影响下金属价格出现大幅波动, 国内现货铜平均价格约为 4.45 万元/吨, 同比下降 7.88%。

● 上半年主产品产量同比均实现增长, 黄金产量表现亮眼

公司上半年自产铜精矿含铜 4.87 万吨, 同比增加 13.65%; 阴极铜 61.67 万吨, 同比增加 34.19%; 黄金 9400 千克, 同比增加 70.14%; 白银 306.58 吨, 同比增加 12.25%。公司 2019 年年报当中制定的全年生产规划是: 矿山铜金属产量 8.60 万吨、阴极铜 121 万吨、黄金 10 吨和白银 600 吨。上半年全部实现“时间过半, 产量过半”的目标, 其中黄金产量 9.4 吨, 几乎在半年时间完成了全年的生产目标。

● 风险提示: 项目建设进度不达预期, 铜产品产销量不达预期。

● 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。

预计公司 2020-2022 年营收为 820.80/872.43/870.77 亿元, 同比增速 29.69/6.29/-0.19%, 归母净利润为 6.62/13.21/16.70 亿元, 同比增速 -1.18/99.50/26.49%; 摊薄 EPS 为 0.39/ 0.78/0.98 元, 当前股价对应 PE 为 37/19/15X。考虑到公司是国内优质的铜矿企业, 冶炼规模居于国内前列, 业绩对铜价有高弹性, 另外集团公司有优质铜矿资源未来有可能会注入上市公司, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,430	63,290	82,080	87,243	87,077
(+/-%)	-17.3%	33.4%	29.7%	6.3%	-0.2%
净利润(百万元)	125	670	662	1321	1670
(+/-%)	-45.1%	436.8%	-1.2%	99.5%	26.5%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.39	0.39	0.78	0.98
EBIT Margin	4.1%	3.6%	2.6%	3.7%	4.3%
净资产收益率(ROE)	1.6%	8.0%	7.5%	13.5%	15.3%
市盈率(PE)	198.8	37.0	37.5	18.8	14.8
EV/EBITDA	16.7	14.8	14.1	10.7	9.3
市净率(PB)	3.22	2.96	2.81	2.54	2.27

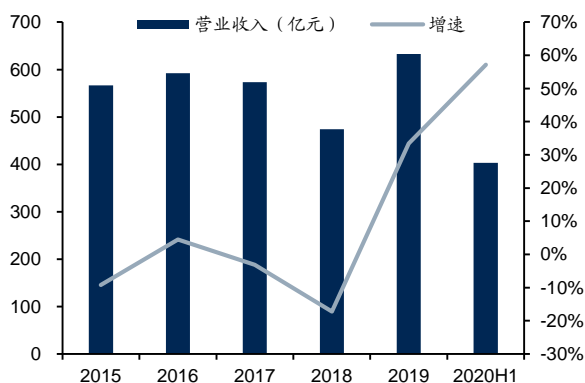
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 上半年净利润有所下滑，实现“时间过半，产量过半”

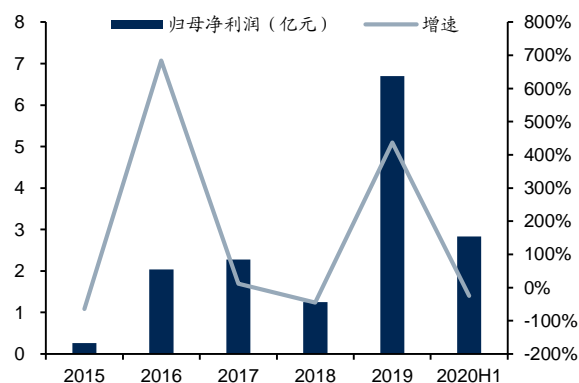
公司发布半年度报告，今年上半年实现营收 403.13 亿元，同比增长 57.14%；实现归母净利润 2.83 亿元，同比减少 24.98%；实现扣非归母净利润 1.94 亿元，同比减少 37.15%。Q2 单季度实现营收 230.62 亿元，同比增长 61.94%，环比增长 33.69%；实现归母净利润 1.61 亿元，同比减少 20.54%，环比增长 32.48%；实现扣非归母净利润 1.09 亿元，同比减少 37.41%，环比增长 28.93%。

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、国信证券经济研究所整理

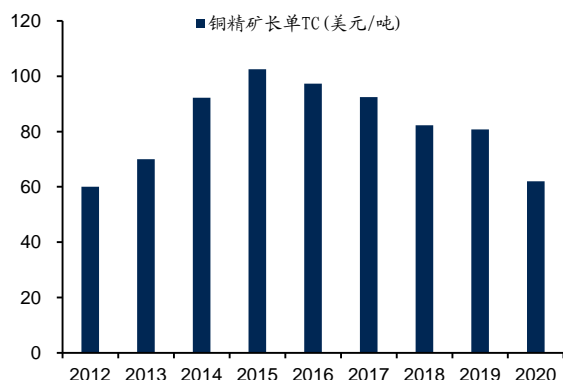
图 2: 云南铜业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

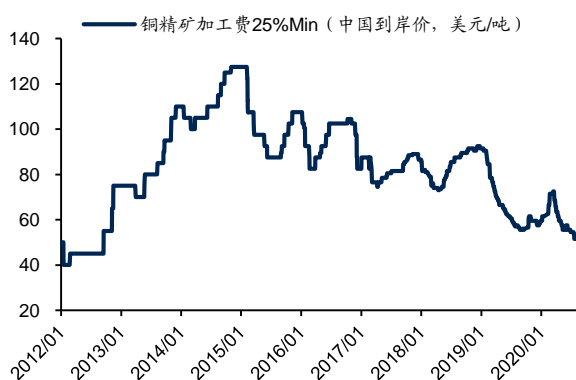
公司今年上半年主要产品产量同比均实现增长。其中，自产铜精矿含铜产量 4.87 万吨，同比增加 13.65%；阴极铜产量 61.67 万吨，同比增加 34.19%；金产量 9400 千克，同比增加 70.14%；银产量 306.58 吨，同比增加 12.25%。公司在 2019 年年报当中制定的全年生产规划是：矿山铜金属产量 8.60 万吨、阴极铜 121 万吨、黄金 10 吨和白银 600 吨。今年上半年全部实现了“时间过半，产量过半”的目标，其中黄金产量 9400 千克，几乎在半年时间完成了全年的生产目标，表现突出，成为毛利构成当中非常重要的部分。

图 3: 铜精矿长单加工费 (美元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 铜精矿现货加工费 (美元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司今年上半年净利润同比有所下滑，我们分析主要是几个方面因素：1) 今年铜精矿长单加工费同比继续下降，年初制定的是 62 美元/吨，相比于去年的 80.8 美元/吨继续下降 20.8 美元/吨，另外铜精矿的现货加工费也一直处于下行通道当中，亚洲金属网最新的报价显示铜精矿现货加工费是 52.5 美元/吨，加工费持续下滑会压缩公司冶炼端的单位利润；2) 今年上半年受到疫情的影响，下游

化工企业开工不足，国内铜冶炼厂产生硫酸胀库的问题，硫酸价格出现大幅度下滑，甚至还出现过价格倒挂的现象，公司硫酸胀库的问题相对可控，未影响到阴极铜产量，但是硫酸价格下降使得硫酸毛利同比转负，由去年上半年的 1.06 亿元转为 -8155 万元；3) 今年上半年疫情影响下金属价格出现大幅波动，国内现货铜平均价格约为 4.45 万元/吨，同比下降 7.88%。

公司铜资源储量丰富。截止 2020 年 6 月底，公司保有矿石量 11.33 亿吨，铜金属量 475.05 万吨，铜平均品位 0.42%。公司上半年自产铜精矿含铜 4.87 万吨，预计全年产量会超过年初制定的 8.60 万吨的产量规划。公司在 2018 年底完成迪庆有色的收购和并表，旗下普朗铜矿成为公司单体产量最大的矿山，普朗铜矿现有的设计产能是 1280 万吨，目前已经达产达标，满产状态下铜精矿含铜年产量可以超过 6 万吨，而且单位成本低，可以进一步摊薄公司铜精矿的单位生产成本。另外公司还持有思茅山水 45% 股权和凉山矿业 20% 股权，两家合计铜精矿含铜年产量可以超过 2 万吨。

**表 1：云南铜业矿山企业铜精矿产量汇总**

矿山名称	单位	采矿能力	权益	2018A	2019A	2020H1A
迪庆有色	万吨	1250	50.01%	3.61	4.81	2.95
玉溪矿业	万吨	429	100%	1.88	1.98	1.06
楚雄矿冶	万吨	90	100%	0.63	0.67	0.33
金沙矿业	万吨	61	51%	0.97	0.44	0.25
狮子山矿	万吨	56	100%	0.31	0.33	0.16
迪庆矿业	万吨	66	75%	0.60	0.26	0.12
合计	万吨	1952		8.00	8.50	4.87

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司阴极铜年产能已经达到 130 万吨，国内三大冶炼基地形成稳定的产业格局，包括：依托云南省的铜资源优势，形成以西南铜业为主的西南冶炼基地；依托内蒙、外蒙的铜资源和港口交通枢纽优势，形成以赤峰云铜为主的北方冶炼基地；依托秘鲁及其他海外铜资源和港口交通枢纽优势，形成以东南铜业为主的华东冶炼基地。

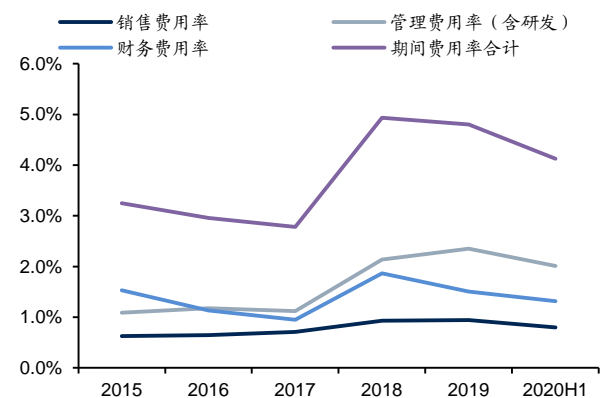
**表 2：云南铜业冶炼企业阴极铜产量汇总**

冶炼企业	单位	产能(万吨/年)	权益	2018A	2019A	2020H1A
西南铜业	万吨	50	100%	52.5	52.6	25.99
赤峰云铜	万吨	40	45%	15.52	26.79	20.26
东南铜业	万吨	40	60%		32.12	15.43
阴极铜合计	万吨	130		68.02	111.51	61.67

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

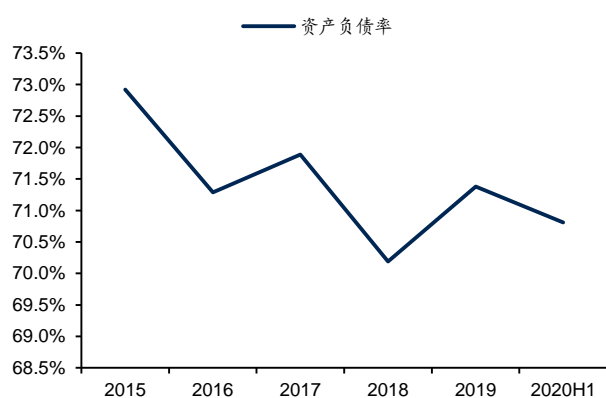
期间费用方面，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率同比都有所下降，这主要是因为公司今年上半年贸易铜规模同比大幅增长，摊薄了各项期间费用的费用率。从绝对额来看，销售费用 3.36 亿元，同比增长约 50%，主要是由于产销量增加，导致运输费、装卸费增加；管理费用 5.12 亿元，同比略有下滑；财务费用 5.51 亿元，同比增长 16.25%，主要是由于利息支出增加。资产负债率方面，公司上半年资产负债率 70.81%，相较于 2019 年年底略有下降，但是整体仍然偏高，有待进一步改善。今年上半年公司为优化财务结构做了多方面努力：成功发行超短期融资券 20 亿元、公司债券 5 亿元；加大与各金融机构的协商力度，调整债务结构，进一步降低公司融资成本；积极向政策性银行争取到 9 亿元优惠利率贷款，同时子公司争取到“三区三州”扶贫政策用优惠利率置换了前期 14.58 亿元贷款，有效降低公司融资成本。

图 5: 云南铜业期间费用率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 云南铜业资产负债率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 铜价: 价格继续修复, 对后市判断是谨慎乐观

疫情影响全球供应链, 国内铜精矿仍然趋紧。智利和秘鲁是全球两个最大的铜矿生产国, 铜矿产量合计在全球产量占比超过 50%。疫情在这两个国家的蔓延也引发市场对铜矿供应的担忧。截止至 8 月 25 日, 智利累计确诊约 40.2 万人, 秘鲁累计确诊约 61.3 万人, 由于疫情管控压力大, 智利总统宣布将该国原计划于 6 月 18 日结束的国家紧急状态再延长 90 天; 而秘鲁自 3 月 16 日进入国家紧急状态以来, 多次延长, 境内多座矿山减产、检修或者停止运营, 物流在 4 月近乎停滞。安泰科数据显示, 智利 2020 年 1-5 月铜矿产量同增 3.7%; 秘鲁铜矿产量从 3 月份开始锐减, 3 月份铜矿产量同比减少 26.6%至 15.4 万吨, 4 月份铜矿产量同比减少 34.7%, 5 月份铜矿产量同比减少 42.2%, 连续三个月大幅下滑。目前来看二季度主要影响秘鲁, 三季度可能会对智利有冲击, 另外上半年全球不少铜矿企业产量同比下滑。

表 3: 全球主要铜矿企业产量变化 (万吨金属量)

公司	2019Q1	2020Q1	同比变化	2019 年产量	2020 年目标
Codelco	36.5	38.7	6%	170.6	新冠病毒大流行的经济影响可能迫使其搁置其中一些项目。下调 2020 年铜产量目标至 47.5-52 万吨; 精炼铜产量在 16.5-20.5 万吨之间。2020 年资本支出 50-60 亿美元, 原定于今年的资本支出可能向后延续到 2021 年和 2022 年。
力拓 (Rio Tinto)	14.5	13.3	-8%	57.7	2020 年的资本支出预算将削减 18% (13 亿美元), 措施包括裁员、扩建项目延期、减少铜产量约 4 亿磅和采矿率下降 20%。
自由港 (Freeport McMoRan)	35.4	33.16	-6%	162.8	今年铜产量指导降低 7.5 万吨至 75.5-80.5 万吨, 但仍高于 2019 年的 70.2 万吨。
第一量子 (First Quantum)	13.7	19.53	43%	70.2	对 2020 年铜产量目标维持 62-67 万吨不变。
英美资源 (Anglo American)	16.2	14.71	-9%	63.8	预计铜产量在 2020/2021 财年 (7-6 月) 将下降 5-14% 至 148-165 万吨。
必和必拓 (BHP)	42.1	42.5	1%	102.9 (铜精矿) +66 (精铜)	下调全年铜产量至 125 万吨, 此前为 130 万吨; 资本支出将从最初预期的 55 亿美元降至 10 亿-15 亿美元。
嘉能可 (Glencore)	32.07	29.33	-9%	137.1	预计今年铜产量将处于 72.5-75.5 万吨预估区间的低位。
Antofagasta	18.9	19.4	3%	77	
墨西哥集团 (Grupo Mexico)	26.1	27.3	5%	111.9	
小计	235.3	237.9	1%		

资料来源: 安泰科、国信证券经济研究所整理

基本上, 短期内中国铜终端消费表现强劲, 其中大中型电线电缆企业甚至是超负荷生产。但随着国网及基建订单高峰期已过, 铜加工企业开工率或将有所下降, 终端消费或有所放缓。另外, 海外受疫情影响下游需求能否恢复还存在较大的不确定性, 尤其是美国经济活动的恢复还有待观察。近期中美关系问题升温也增加了市场的不确定性。

从全球供需平衡表来看，最差的时间点出现在今年 Q1 和 Q2。目前全球流动性宽松格局短期内不会改变，欧美国家复产复工逻辑也会逐步验证，今年下半年全球精铜供需平衡表有望实现逆转，预计铜价中枢也会稳步的抬升，综上我们对后市铜价持有谨慎偏乐观的态度。

**表 4：全球精铜供需平衡表（万吨金属量）**

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020
生产量	578	584	591	598	2351	562	573	591	594	2320
消费量	529	606	619	607	2361	484	564	621	616	2285
供需平衡	49	-22	-28	-9	-10	78	9	-30	-22	35

资料来源：Wood Mackenzie 2020，国信证券经济研究所整理

**投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2020-2022 年营收分别为 820.80/872.43/870.77 亿元，同比增速 29.69/6.29/-0.19%，归母净利润分别为 6.62/13.21/16.70 亿元，同比增速 -1.18/99.50/26.49%；摊薄 EPS= 0.39/0.78/0.98 元，当前股价对应 PE=37/19/15X。考虑到公司是国内优质的铜矿企业，铜冶炼规模居于国内前列，业绩对铜价有高弹性，另外集团公司有优质的铜矿资源未来有可能会注入上市公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 5：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 200828	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
000878	云南铜业	14.59	248	0.39	0.39	0.78	0.98	37.0	37.5	18.8	14.8	8.0	NA	增持
601899	紫金矿业	6.65	1571	0.17	0.24	0.34	0.40	39.4	27.2	19.3	16.4	8.4	14.9	买入
600362	江西铜业	15.45	433	0.71	0.54	0.71	0.88	21.8	28.5	21.8	17.5	4.7	NA	NA

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：江西铜业业绩和投资评级来自 Wind 一致预测。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2637	1500	1500	1500	营业收入	63290	82080	87243	87077
应收款项	381	494	525	524	营业成本	58682	77488	81143	80519
存货净额	13025	17163	17966	17796	营业税金及附加	315	382	436	435
其他流动资产	3478	4511	4794	4785	销售费用	598	670	742	740
<b>流动资产合计</b>	<b>19662</b>	<b>23809</b>	<b>24927</b>	<b>24746</b>	管理费用	1399	1466	1735	1732
固定资产	18942	18987	18727	18338	财务费用	953	1101	1047	1045
无形资产及其他	1943	1865	1787	1709	投资收益	169	145	0	0
投资性房地产	1049	1049	1049	1049	资产减值及公允价值变动	84	(28)	(200)	(200)
长期股权投资	768	768	768	768	其他收入	(392)	182	178	178
<b>资产总计</b>	<b>42364</b>	<b>46478</b>	<b>47258</b>	<b>46611</b>	营业利润	1204	1272	2118	2583
短期借款及交易性金融负债	11494	12121	11103	9031	营业外净收支	(43)	33	0	0
应付款项	6633	8741	9150	9063	<b>利润总额</b>	<b>1161</b>	<b>1305</b>	<b>2118</b>	<b>2583</b>
其他流动负债	1958	2564	2692	2667	所得税费用	186	200	318	387
<b>流动负债合计</b>	<b>20085</b>	<b>23426</b>	<b>22945</b>	<b>20762</b>	少数股东损益	305	443	480	525
长期借款及应付债券	8350	8350	8350	8350	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>670</b>	<b>662</b>	<b>1321</b>	<b>1670</b>
其他长期负债	1802	1802	1802	1802					
<b>长期负债合计</b>	<b>10152</b>	<b>10152</b>	<b>10152</b>	<b>10152</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>30237</b>	<b>33578</b>	<b>33097</b>	<b>30914</b>	净利润	670	662	1321	1670
少数股东权益	3754	4064	4400	4768	资产减值准备	(188)	16	(7)	(8)
股东权益	8372	8835	9760	10929	折旧摊销	1422	1988	2145	2275
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>42364</b>	<b>46478</b>	<b>47258</b>	<b>46611</b>	公允价值变动损失	(84)	28	200	200
					财务费用	953	1101	1047	1045
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2507)	(2554)	(587)	61
每股收益	0.39	0.39	0.78	0.98	其它	(60)	294	343	376
每股红利	0.71	0.12	0.23	0.29	<b>经营活动现金流</b>	<b>(748)</b>	<b>434</b>	<b>3414</b>	<b>4573</b>
每股净资产	4.93	5.20	5.74	6.43	资本开支	(1574)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	7%	6%	9%	10%	其它投资现金流	(141)	0	0	0
ROE	8%	7%	14%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1724)</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2000)</b>
毛利率	7%	6%	7%	8%	权益性融资	300	0	0	0
EBIT Margin	4%	3%	4%	4%	负债净变化	(584)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	6%	7%	支付股利、利息	(1215)	(199)	(396)	(501)
收入增长	33%	30%	6%	0%	其它融资现金流	<b>5972</b>	<b>627</b>	<b>(1018)</b>	<b>(2072)</b>
净利润增长率	437%	-1%	99%	26%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2674</b>	<b>428</b>	<b>(1414)</b>	<b>(2573)</b>
资产负债率	80%	81%	79%	77%	<b>现金净变动</b>	<b>203</b>	<b>(1137)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	4.9%	0.8%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	2435	2637	1500	1500
P/E	37.0	37.5	18.8	14.8	货币资金的期末余额	2637	1500	1500	1500
P/B	3.0	2.8	2.5	2.3	企业自由现金流	(731)	(744)	2333	3504
EV/EBITDA	14.8	14.1	10.7	9.3	权益自由现金流	4657	(898)	526	702

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 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 楼  
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