

金属, 采矿, 制品/原材料

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 10.80

当前价格: 10.45

2019.06.14

云南铜业 (000878)

老牌铜企进入内生增长期

-云南铜业首次覆盖报告

	刘华峰 (分析师)	朱敏 (研究助理)	汤龔 (分析师)
	0755-23976751	021-38031657	0755-23976656
	liuhuafeng@gtjas.com	zhumin020830@gtjas.com	tangyan@gtjas.com
证书编号	S0880515060003	S0880118080078	S0880519010001

本报告导读:

公司通过定增募资方式收购普朗铜矿, 铜精矿产能提升 50%。冶炼规模持续扩张, 公司进入内生增长期。

投资要点:

首次覆盖, 给予中性评级。综合 PE 和 PB 估值法, 考虑到公司冶炼产能处于扩张阶段, 同时收购迪庆有色铜精矿自给率提升, 首次覆盖给予目标价 10.8 元, 预测公司 2019-2021 年 EPS 0.36/0.43/0.47 元, 对应 2019-2021 年 PE 30/24/22 倍估值, 空间 4%, 中性评级预测。

收购普朗铜矿, 公司铜精矿产能提升 50%。公司通过定增方式收购迪庆有色, 从而获得普朗铜矿 50.01% 控制权, 增加权益产能约 3 万吨左右。目前云南铜业铜精矿权益产能达到 9 万吨, 预计 2019 年铜精矿产量将达到 7 万吨。目前云铜集团在公司体外仍有约 358 万吨铜矿资源, 未来仍有注入预期。

两大冶炼厂陆续投产完毕, 冶炼产能进入国内前三。公司旗下东南冶炼厂及赤峰冶炼厂陆续投产完毕, 增加产能 67 万吨, 总产能达到 130 万吨, 权益产能 92 万吨, 进入国内三甲行列。公司仍有保定云铜 20 万吨产能在建, 未来产能规模将继续扩大, 增厚公司利润。

催化剂: 公司产能如期投产, 铜价触底反转

风险: 宏观经济大幅恶化, 铜冶炼加工费 (TC/RC) 大幅下滑

交易数据

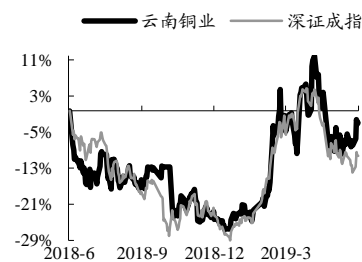
52 周内股价区间 (元)	7.70-12.73
总市值 (百万元)	17,762
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,700/1,416
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	27.80
日均成交值 (百万元)	301.00

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,859
每股净资产	4.62
市净率	2.3
净负债率	187.34%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.06	0.09
Q2	0.09	0.10
Q3	0.08	0.10
Q4	-0.16	0.07
全年	0.07	0.36

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	0%	0%
相对指数	8%	7%	11%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	57,007	47,430	53,645	64,101	66,318
(+/-)%	-4%	-17%	13%	19%	3%
经营利润 (EBIT)	866	1,966	2,742	3,010	3,211
(+/-)%	25%	127%	39%	10%	7%
净利润 (归母)	231	125	608	731	803
(+/-)%	14%	-46%	387%	20%	10%
每股净收益 (元)	0.14	0.07	0.36	0.43	0.47
每股股利 (元)	0.06	0.00	0.10	0.09	0.09

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	1.5%	4.1%	5.1%	4.7%	4.8%
净资产收益率 (%)	3.7%	1.6%	10.2%	15.8%	24.4%
投入资本回报率 (%)	2.9%	5.3%	9.5%	10.0%	11.3%
EV/EBITDA	16.5	10.6	8.5	8.2	7.6
市盈率	76.6	141.9	29.1	24.2	22.1
股息率 (%)	0.6%	0.0%	1.0%	0.9%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2019.06.14

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

云南铜业 (000878)

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 10.80

当前价格: 10.45

2019.06.14

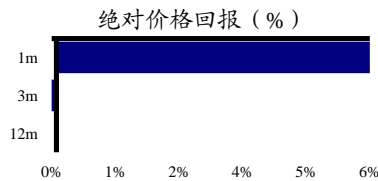
公司网址

www.yunnan-copper.com

公司简介

公司是一家铜勘探、采选、冶炼、销售一体化的大型铜产业集团。

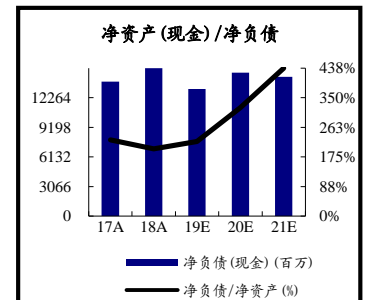
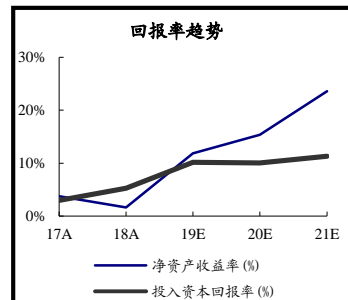
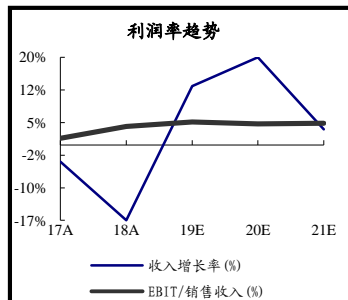
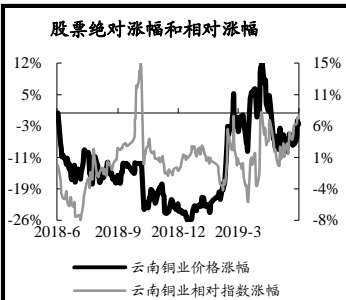
公司主要从事生产和销售铜精矿及其他有色金属矿产品、高纯阴极铜、工业硫酸、黄金、白银, 公司业务覆盖铜业务主要产业链, 主要产品为高纯阴极铜、工业硫酸、黄金、白银。



52 周价格范围 7.70-12.73
市值 (百万) 17,762

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	57,007	47,430	53,645	64,101	66,318
营业成本	54,787	43,810	49,315	59,229	61,005
税金及附加	218	300	252	326	342
销售费用	406	442	435	536	560
管理费用	631	945	900	1,000	1,200
EBIT	866	1,966	2,742	3,010	3,211
公允价值变动收益	5	12	0	0	0
投资收益	213	-15	97	79	69
财务费用	547	885	835	817	847
营业利润	480	646	1,204	1,672	1,833
所得税	123	191	289	406	446
少数股东损益	141	277	261	487	535
净利润	231	125	608	731	803
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,006	2,435	2,000	2,000	2,000
其他流动资产	1,412	2,116	0	0	0
长期投资	1,274	1,117	1,117	1,117	1,117
固定资产合计	15,660	19,156	19,883	19,579	18,465
无形及其他资产	2,007	2,312	1,517	1,370	1,203
资产合计	31,879	37,801	32,538	34,426	33,554
流动负债	16,458	14,765	13,913	17,156	17,594
非流动负债	5,944	11,391	8,434	7,934	7,434
股东权益	6,175	7,692	5,978	4,636	3,290
投入资本(IC)	22,108	25,316	21,701	22,543	21,273
现金流量表					
NOPLAT	651	1,334	2,057	2,258	2,408
折旧与摊销	876	1,165	902	981	1,037
流动资金增量	-2,041	43	135	-1,061	-88
资本支出	-3,501	-4,470	-1,679	-1,179	-404
自由现金流	-4,014	-1,929	1,414	999	2,953
经营现金流	-1,082	2,223	7,056	2,525	3,713
投资现金流	-4,175	-3,705	-1,583	-1,100	-335
融资现金流	4,604	1,674	-5,907	-1,424	-3,378
现金流净增加额	-653	192	-434	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	-3.7%	-16.8%	13.1%	19.5%	3.5%
EBIT 增长率	25.1%	127.1%	39.5%	9.8%	6.6%
净利润增长率	13.7%	-46.0%	387.2%	20.2%	9.9%
利润率					
毛利率	3.9%	7.6%	8.1%	7.6%	8.0%
EBIT 率	1.5%	4.1%	5.1%	4.7%	4.8%
净利润率	0.4%	0.3%	1.1%	1.1%	1.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.7%	1.6%	10.2%	15.8%	24.4%
总资产收益率(ROA)	0.7%	0.3%	1.9%	2.1%	2.4%
投入资本回报率(ROIC)	2.9%	5.3%	9.5%	10.0%	11.3%
运营能力					
存货周转天数	47	69	53	57	58
应收账款周转天数	4	4	3	4	4
总资产周转天数	176	268	239	191	187
净利润现金含量	-4.68	17.81	11.61	3.45	4.62
资本支出/收入	6%	9%	3%	2%	1%
偿债能力					
资产负债率	70.3%	70.2%	69.8%	74.0%	75.8%
净负债率	225.2%	199.3%	220.3%	320.6%	437.9%
估值比率					
PE	76.6	141.9	29.1	24.2	22.1
PB	2.4	2.3	3.0	3.8	5.4
EV/EBITDA	16.5	10.6	8.5	8.2	7.6
P/S	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
股息率	0.6%	0.0%	1.0%	0.9%	0.9%



目录

1. 全产业链老牌铜企，迎来内生增长长期	4
1.1. 老牌铜冶炼企业	4
1.2. 冶炼为主积极布局上游采矿业	5
1.3. 聚焦高毛利业务，公司业绩逐年改善	6
2. 定增收购迪庆有色，铜矿产量提升 50%	8
2.1. 定增收购迪庆有色，入手普朗铜矿控制权	8
2.2. 储量大增，公司铜资源属性强化	9
3. 赤峰云铜改造完成后冶炼产能达到 130 万吨	10
4. 估值：结合 PE 法和绝对估值法给予公司目标价 10.8 元	11
4.1.1. PE 估值法对应每股合理价格 10.8 元	12
4.1.2. PB 估值法对应每股合理价格 12.07 元	12
5. 风险提示	12

图表目录

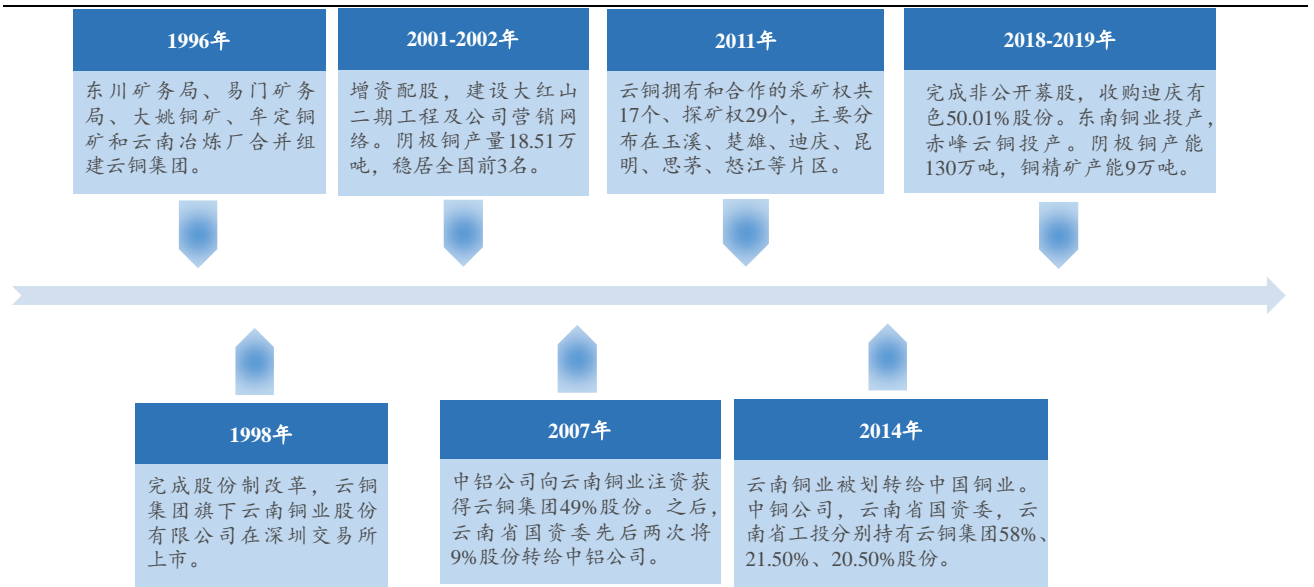
图 1: 公司历史沿革	4
图 2: 受国资委控制，拥有国企背景	5
图 3: 冶炼为主，积极布局上下游产业	5
图 4: 云南铜业铜产业链	6
图 5: 公司产品毛利逐渐攀升	6
图 6: 公司净利回暖，但三费和减值拖累归母净利润	6
图 7: 18 年三项费用增长较快	7
图 8: 电解铜及贵金属贡献大部分收入	8
图 9: 18 年硫酸价格处于高位，利润较好	8
图 10: 铜冶炼三地布局，产品辐射全国	10
图 11: 东南铜业 18 年 6 月点火仪式，8 月投料生产	11
表 1: 减值计提减值 5.37 亿元	7
表 2: 云南铜业非公开募股情况	8
表 3: 云南铜业募集资金用途 (单位: 亿元)	8
表 4: 收购前后迪庆有色股份变动情况	9
表 5: 迪庆有色资源详细	9
表 6: 云铜集团旗下各分矿山储量及品位情况	9
表 7: 云南铜业旗下各矿山铜精矿产能	10
表 8: 云南铜业旗下阴极铜产能	11
表 9: 公司阴极铜及精铜矿产量步入成长期	12
表 10: PE 法对应每股合理价格 10.8 元	12
表 11: PB 估值法对应每股合理价格 12.07 元	12

1. 全产业链老牌铜企，迎来内生增长期

1.1. 老牌铜冶炼企业

老牌铜冶炼企业，步入业务增长期。云南铜业前身是昆明冶炼厂，是第一个五年计划重点项目之一。1996年东川矿务局、易门矿务局、大姚铜矿、牟定铜矿和云南冶炼厂合并组建云铜集团。1998年完成股份制改革，同年云南集团旗下云南铜业股份有限公司在深圳交易所上市。2007年中铝公司收购云铜集团，后将这一股份转给旗下子公司中国铜业公司。2019年铜冶炼产能突破130万吨，位列全国前三。

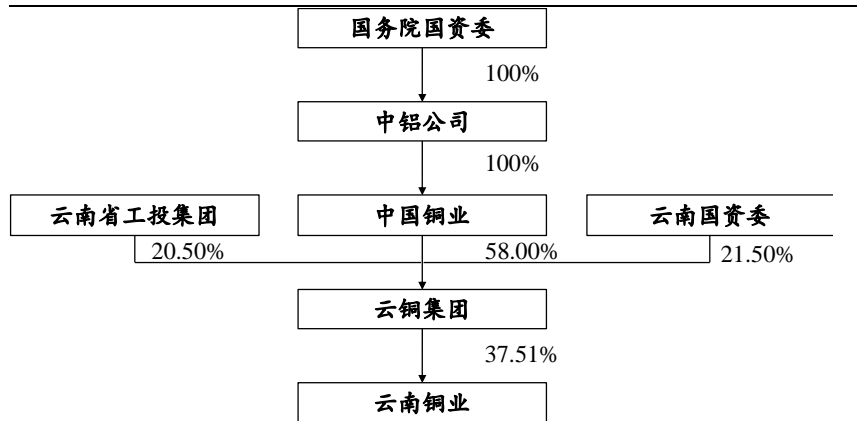
图 1: 公司历史沿革



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

国企背景，中国铝业直接控制。2007年中铝公司注资收购云铜集团49%股份，云南省国资委先后两次将9%股份转给中铝公司，中铝持股占比达到58%。2014年，中国铝业旗下铜业资产划转子公司中国铜业有限公司。中铜公司，云南省国资委，云南省工投集团公司分别持有云南铜业集团58%、21.50%、20.50%股份。2019年定增后，云南集团持有云铜股份公司37.51%股份，为实际控制人。贫困地区投资基金，央企投资基金，迪庆州投资基金分别持有3.93%、3.93%、3.4%股份。

图 2: 受国资委控制, 拥有国企背景



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.2. 冶炼为主积极布局上游采矿业

铜冶炼产能增加, 企业积极开拓上游采矿业。目前公司正在实行扩充冶炼产能和铜精矿产能战略, 随着东南铜业和赤峰云铜项目投产, 云南铜业铜冶炼产能增加, 目前拥有 130 万吨阴极铜产能, 此外云铜集团的资源注入使得铜精矿产能快速上升。此前云南铜业铜精矿年产量维持在 5-6 万吨左右, 普朗铜矿注入后权益产能将增加约 3 万吨至 9 万吨左右, 增幅在 50%。

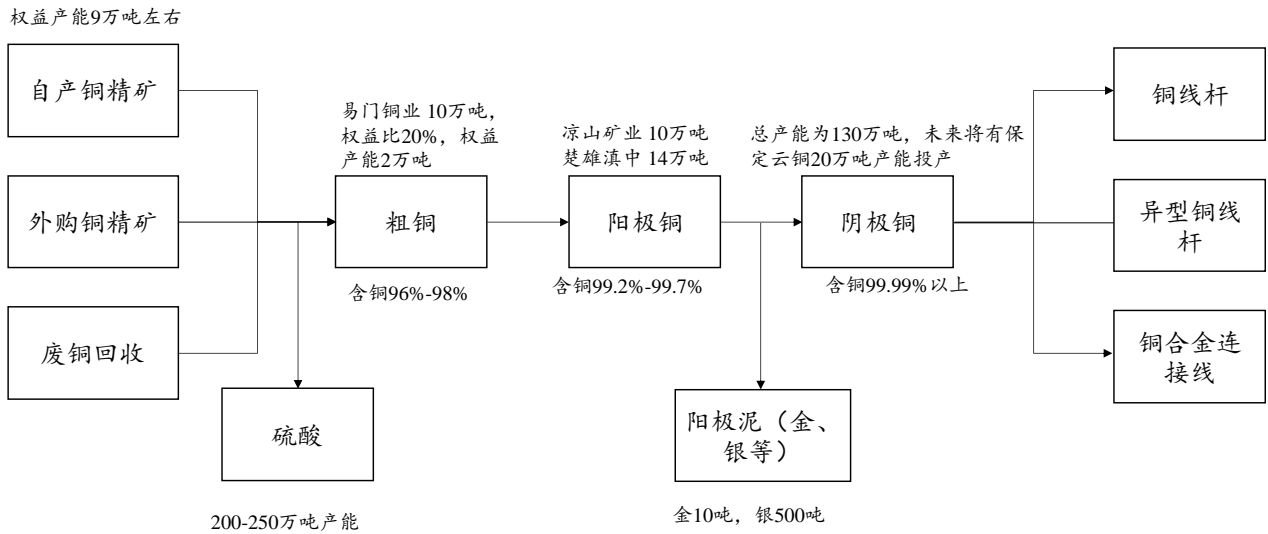
图 3: 冶炼为主, 积极布局上下游产业



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

加大力度布局冶炼产能。赤峰云铜、东南铜业投产将给云铜带来 80 万吨铜冶炼产能。预计云铜铜冶炼产能将达到 130 万吨, 冶炼产能的提升有利于满足国内的铜消费需求。此外冶炼的过程中还生产出副产品工业硫酸和金、银等贵金属, 补充业务收入, 给企业带来较高毛利。

图 4: 云南铜业铜产业链

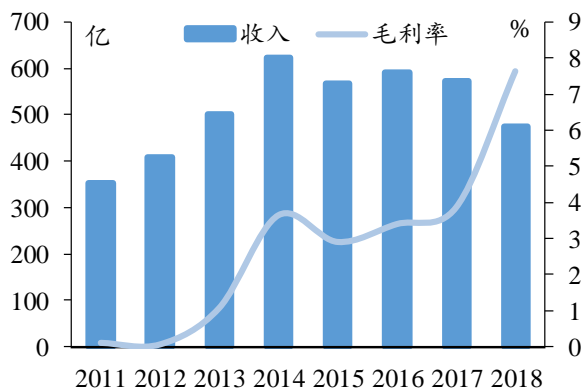


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.3. 聚焦高毛利业务, 公司业绩逐年改善

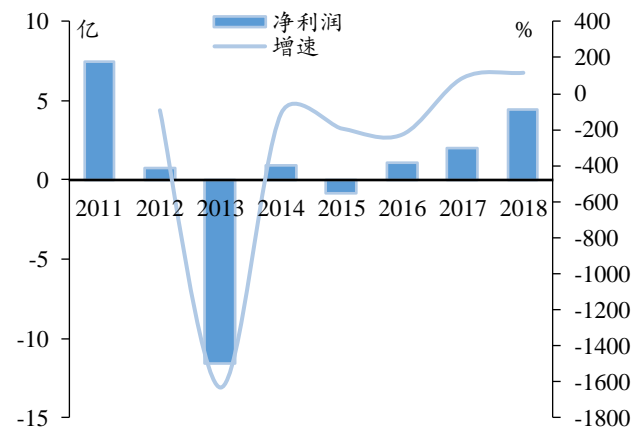
公司逐渐聚焦高毛利主业。2018 年, 公司实现营业收入 474.30 亿元, 同比下降 17%, 主要原因是公司大幅削减铜贸易业务 (转让上海云铜、北京云铜等贸易公司), 聚焦高毛利主业。公司实现净利润 4.02 亿元, 其中归母净利 1.25 亿元, 同比降低 46.04%, 主要系三费及减值拖累。

图 5: 公司产品毛利逐渐攀升



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

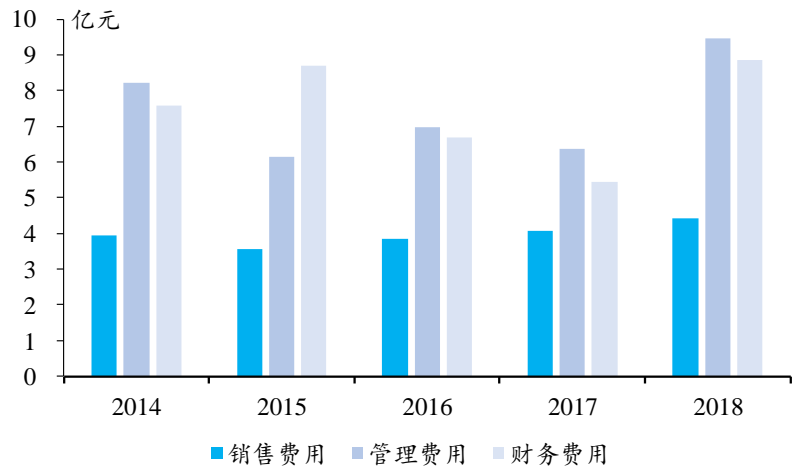
图 6: 公司净利回暖, 但三费和减值拖累归母利润



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

三费及减值拖累公司 18 年业绩。公司 18 年销售/管理/财务费用达 4.42/9.45/8.85 亿元, 同比增 8.8%/48.1%/63.0%。分项来看, 管理费用的增加主要是由于公司职工薪酬及子公司停工损失所致, 同时由于长期债务增加, 导致公司财务费用增长约 3.4 亿元。

图 7：18 年三项费用增长较快



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

郝家河铜矿停产影响 2018 年利润，计提减值 4.04 亿。2018 年公司计提了牟定郝家河铜矿的资产减值损失，此外还因为铜价格下跌而计提的存货跌价准备资产减值损失共计达 5.37 亿元。停产原因为矿山地质结构复杂，开采难度大，成本高，盐水处理复杂，技术含量高，计提 4.04 亿减值。

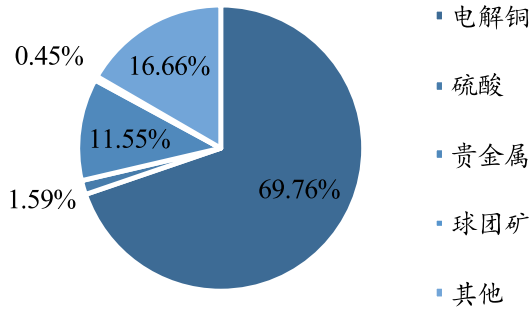
表 1：减值计提减值 5.37 亿元

项目	发生额 (百万元)	主要减值原因
存货跌价准备	96.47	铜价下跌
固定资产减值损失	421.75	郝家河停产
在建工程减值损失	18.54	郝家河停产
总计	536.77	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

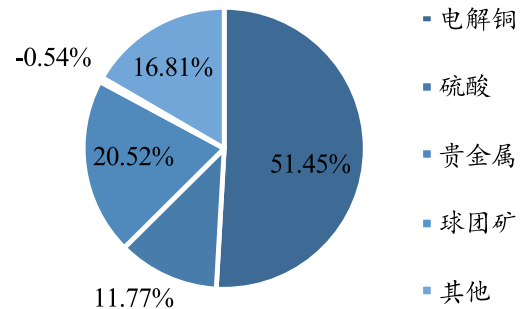
电解铜及副产品贡献大部分毛利。公司业务收入主要来自于电解铜业务和贵金属业务，两者分占 69.76%和 11.55%，而主要毛利则来自于电解铜、硫酸、贵金属业务，占比为 51.45%、11.77%、20.52%。其中作为冶炼副产物的硫酸具有较高的毛利率，硫酸业务毛利达到了 4.26 亿，毛利率则为 56.62%，而电解铜业业务的毛利率也从 2017 的 1.87%增长到 5.63%，毛利达到了 18.63 亿，同比增长 111.26%。

图 8: 电解铜及贵金属贡献大部分收入



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 9: 18 年硫酸价格处于高位, 利润较好



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

2. 定增收购迪庆有色, 铜矿产量提升 50%

2.1. 定增收购迪庆有色, 入手普朗铜矿控制权

2019 年定增实行, 筹得 21 亿元资金。2019 年云南铜业非公开募股终获批准, 于 2019 年 1 月 31 日正式实行。本次非公开募股, 云南铜业增发 2.83 亿股, 对原有股权稀释 20%, 募集得到资金 21.04 亿元, 本次募得资金用于收购和扩产项目, 包括收购迪庆有色、东南铜业冶炼基地项目以及楚雄滇中粗铜和硫酸的生产项目。

表 2: 云南铜业非公开募股情况

项目	具体
发行股票 (百万股)	283.28
发行价格 (元/股)	7.48
募资总额(百万元)	2118.93
募集资金净额 (百万元)	2104.35
对原有股权稀释	20.00%
预案时间	2016 年 10 月 28 日
网下增发日	2019 年 1 月 31 日

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 3: 云南铜业募集资金用途 (单位: 亿元)

募集资金用途	项目总投资额(亿元)	拟使用募集资金金额(亿元)
收购迪庆有色 50.01% 股权	14.39	14.39
东南铜业铜冶炼基地项目	48.86	20.00
滇中有色 10 万吨粗铜/年、30 万吨硫酸/年完善项目	1.98	1.50
合计	65.24	35.89

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

云铜集团仍然是第一大股东。2019 年定增方案完成后, 股权结构发生变化。云南铜业集团仍然拥有 6.37 亿股份, 总股本占比由原本的 45.01% 降低到 37.51%, 但云南铜业集团仍具有实际控制权。迪庆有色股权层面

云铜将持股 50.01%，云铜集团持股减为 38.23%。

表 4: 收购前后迪庆有色股份变动情况

股东	定增后持股数/亿股	定增前持股比/%	定增后持股比/%	持股比例变动/%
云铜股份	9.74	0.00	50.01	50.01
云铜集团	7.45	65.00	38.23	-26.77
云南黄金	2.29	20.00	11.76	-8.24
迪庆州投	0.00	15.00	0.00	-15.00
合计	19.48	100.00	100.00	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2. 储量大增，公司铜资源属性强化

普朗铜矿储量丰富。公司通过定增获得普朗铜矿控制权，及其采矿、探矿权。采矿权方面，普朗铜矿拥有铜矿资源储量共计 325.97 万金属吨，其中包括品位 0.51% 部分共计 143.57 万吨，其他部分铜资源平均品位较低，为 0.35%。按普朗铜矿矿石开采产能 1250 万吨/年，初期开采品味 0.51% 计算，铜金属年产量将达到 6.38 万吨。

表 5: 迪庆有色资源详细

矿产名称	矿产组合	资源储量类型	矿石量(万吨)	金属量	平均品位
铜矿	主矿产	(111b)	6465.96	420,623 吨	0.65%
		(122b)	7568.84	361,985 吨	0.48%
		-333.00	13916.33	654,962 吨	0.47%
		合计	27951.13	1,437,570 吨	0.51%
金矿	伴生矿产	-333.00	27951.13	36,336 千克	0.13×10 ⁻⁶
银矿		-333.00	27951.13	494,735 千克	1.77×10 ⁻⁶
钼矿		-333.00	27951.13	55,902 千克	0.02%

数据来源：定增预案说明书，国泰君安证券研究

集团矿产铜矿资源量约 877 万吨，仍有注入预期。公司收购迪庆有色新增资源储量 316.90 万吨，同时开展 18 个矿山深边部勘查项目新增资源储量铜金属量 8.6 万吨以上，截止 2018 年底公司保有 333 以上铜资源量 518.98 万吨。而根据云铜集团债券评级报告披露，集团层面仍拥有铜矿资源 877 万吨，估算公司体外资源达 358 万吨。除铜矿资源外，云铜集团还拥有铅锌矿 120.03 万吨、钛矿 248.60 万吨和玉溪矿山旗下大红山铜矿拥有的 1 亿吨伴生铁资源，对上市公司仍有较强注入预期。

表 6: 云铜集团旗下各分矿山储量及品位情况

单位名称	铜储量/万吨	平均品位/%	持股比例
普朗铜矿	316.9	0.35	50%
凉山矿业	98.39	1.11	20%
玉溪矿业	95.31	0.60	100%
金沙矿业	57.41	0.90	51%
迪庆矿业	36.36	1.01	75%
楚雄矿冶	15.41	1.01	100%
总量	877		

数据来源：公司年报，债券评级报告，国泰君安证券研究。备注：除普朗铜矿为公司 2018 年报披露外，其余为公司 2017 年底债券评级报告披露储量数据

公司铜精矿产能将提升 50%，至 9 万吨左右。目前云南铜业铜精矿权益产能达到 9 万吨，预计公司 2019 年铜精矿产量将达到 7 万吨左右。目前云铜集团持有凉山铜业 36.7% 股份，未来仍有注入预期。

表 7: 云南铜业旗下各矿山铜精矿产能

单位	产能/万吨	股权占比/%	权益产能/万吨
凉山矿业	2.50	20%	0.50
金沙矿业	2.00	51%	1.02
玉溪矿业	3.00	100%	3.00
楚雄矿冶	1.30	100%	1.30
迪庆开发	1.00	75%	0.75
迪庆有色	6.38	50%	3.19
总计	14.80	--	9.76

数据来源：国泰君安证券研究

3. 赤峰云铜改造完成后冶炼产能达到 130 万吨

铜冶炼三地布局，产品辐射全国。目前云南铜业的冶炼产能主要集中在西南铜业、东南铜业、赤峰云铜三家子公司，各自的阴极铜冶炼产能分别为 50 万吨、40 万吨、40 万吨。西南铜业的冶炼产能主要辐射位于中国西南区域的铜矿山，如普朗铜矿、大红山铜矿、拉拉铜矿等自产铜矿山。而东南铜业则位于福建省宁德市，厂址距离海港仅 30 公里，海外铜精矿的运输成本较低，其产品主要销售的华南及华东地区。而赤峰云铜位于内蒙古赤峰市，其冶炼铜矿主要依赖内蒙古及外蒙古地区，产品覆盖华北和东北等地。三地布局减少了业务成本，同时产品能够辐射全国。

图 10: 铜冶炼三地布局，产品辐射全国



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

东南铜业 40 万吨产能投产，电解铜产量快速提升。2015 年 12 月，云南铜业在福建省建立控股子公司东南铜业公司，云南铜业和福建省投资开发集团分别持有 60% 和 40% 股份。公司总资产达到 82.99 亿元，云南铜业投资 50.36 亿，预计将带来 40 万吨阴极铜年产能，权益产能 24 万吨，该项目的点火仪式已于 2018 年 6 月完成，目前已正式投入生产。

图 11: 东南铜业 18 年 6 月点火仪式，8 月投料生产



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

赤峰云铜改造完成，新增 27 万吨冶炼产能，总产能达到 130 万吨。除了东南铜业外，赤峰云铜的升级搬迁改造项目也在 2018 年完成，阴极铜年产能从之前的 13 万吨提升到 40 万吨，该项目已于 2019 年 5 月投产，加上东南铜业的 40 万吨阴极铜，云南铜业目前拥有 130 万吨阴极铜产能，权益产能将达 92 万吨，冶炼产能规模跃升至国内第三，仅次于铜陵有色和江西铜业。

表 8: 云南铜业旗下阴极铜产能

单位	产品	位置	股权占比/%	年产能/万吨	权益年产能/万吨
西南铜业	阴极铜	昆明	100.00	50	50
赤峰云铜	阴极铜	赤峰	45.00	40	18.00
东南铜业	阴极铜	宁德	60.00	40	24.00
保定云铜 (在建)	阴极铜	保定	100	20	20
总计 (不包含保定云铜)				130	92

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 估值：结合 PE 法和绝对估值法给予公司目标价

10.8 元

全球陷入贸易争端，基于目前情境下对于铜价中性假设。由于目前全球陷入贸易争端，宏观预期加速恶化，对于受宏观预期影响的铜打压较大。目前全球铜矿增速放缓，经我们测算 2019 年铜矿产量增速在 0.5% 附近，干扰率一旦提高将会落入负增长区间，铜价或持续底部震荡，故给予铜价 49000 元/吨的中性假设。公司弹性层面，假设铜价每上涨 2000 元/吨，公司业绩增厚 8320 万元左右。

表 9: 公司阴极铜及精铜矿产量步入成长期

年份	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
阴极铜 (万吨)	58.24	62.61	68.20	103.00	125.00	130.00
铜精矿 (万吨)	5.58	5.58	5.50	7.00	8.00	9.00
硫酸 (万吨)	171.25	201.78	222.60	8.50	8.50	8.50
黄金 (吨)	14.67	10.26	7.80	8.50	8.50	8.50
白银 (吨)	1460.55	631.91	449.14	600.00	600.00	600.00

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.1.1. PE 估值法对应每股合理价格 10.8 元

PE 估值法对应每股合理价格 10.8 元。预测公司 2019-2021 年 EPS 0.36/0.43/0.47 元, 参考可比冶炼上市公司 2019 年的 PE 均值 30.55 倍, 给予公司 2019 年 30 倍 PE 估值, 对应每股合理价格 10.8 元。

表 10: PE 法对每股合理价格 10.8 元

证券名称	收盘价 (元)	PE/TTM	EPS (元)			PE		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
江西铜业	15.03	21.47	0.71	0.74	0.72	21.17	20.31	20.88
铜陵有色	2.43	32.54	0.07	0.09	0.1	34.71	27.00	24.30
西藏珠峰	50.08	33.96	1.38	1.45	1.63	36.29	34.54	30.72
豫光金铅	5.65	62.32	0.12	0.14	0.19	47.08	40.36	29.74
均值						34.81	30.55	26.41

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 收盘价截至 2019 年 6 月 13 日, 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期

4.1.2. PB 估值法对应每股合理价格 12.07 元

PB 估值法对应每股合理价格 12.07 元。预测公司 2019 年 BPS 4.87 元, 参考可比冶炼上市公司 2019 年的 PB 均值 2.48 倍, 给予公司 2019 年 2.48 倍 PB 估值, 对应每股合理价格 12.07 元。

表 11: PB 估值法对每股合理价格 12.07 元

证券名称	收盘价 (元)	PE/TTM	EPS (元)			PB
			2018	2019E	2020E	
白银有色	4.78	630.65	0.71	0.74	0.72	2.85
海亮股份	11.36	23.14	0.07	0.09	0.10	2.82
鹏欣资源	4.80	68.69	1.38	1.45	1.63	1.77
均值						2.48

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 收盘价截至 2019 年 6 月 13 日, 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期

首次覆盖, 给予中性评级。综合 PE 和 PB 估值法, 考虑到公司冶炼产能处于扩张阶段, 同时收购迪庆有色铜精矿自给率提升, 首次覆盖给予目标价 10.8 元, 预测公司 2019-2021 年 EPS 0.36/0.43/0.47 元, 对应 2019-2021 年 PE 30/24/22 倍估值, 空间 4%, 中性评级预测。

5. 风险提示

宏观经济大幅恶化。全球陷入贸易争端, 若争端加剧, 将会影响经济预期, 从而导致公司主要产品铜精矿价格大幅下滑。

铜冶炼加工费(TC/RC)大幅下滑。目前全球铜精矿紧缺,而中国冶炼产能增加迅速,铜加工费有大幅下滑风险,影响公司业绩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		