

云南铜业（000878）：存货跌价准备转回将增厚1季度业绩

中性（维持）

有色金属行业/铜

当前股价：22.17 元

报告日期：2009 年 3 月 16 日

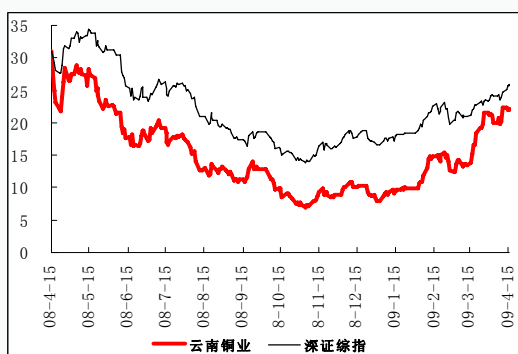
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	25755	17977	27432	30274
(+/-)	-25.29%	-30.20%	52.60%	10.36%
营业利润	-3056	572	741	841
(+/-)	-	-	29.51%	13.47%
归属于母公司 的净利润	-2792	572	741	841
(+/-)	-	-	29.51%	13.47%
每股收益（元）	-2.22	0.46	0.59	0.67
市盈率（倍）	-	48	38	33

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	125,669/100,796
流通市值（亿元）	45.94
每股净资产（元）	2.84
资产负债率（%）	79.58

股价表现（最近一年）



联系人—天相有色金属小组

010-66045478 mengls@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年年报显示，公司全年实现营业收入 257.55 亿元，同比下降 25.3%；营业利润-30.56 亿元，07 年同期为 10.37 亿元；归属于母公司所有者净利润-27.92 亿元，07 年同期为 9.76 亿元；摊薄 EPS 为-2.22 元，而前三季度 0.46 元，07 年摊薄 EPS 为 0.78 元。
- 量价齐跌导致收入同比下降25.3%。公司以铜冶炼为主，目前铜冶炼产能已达60万吨以上，位居国内铜行业前三位。报告期内，营业收入同比下降25.3%，主要是由于精铜产量下降10.43%以及08年国内现货铜均价同比下滑11.65%。其中10月份铜价暴跌及销量下降导致公司第四季度营业收入同比、环比分别下降59.4%和62.4%。
- 铜价下跌是业绩“杀手铜”。报告期内，公司利润总额-30.56 亿元，一方面是由于国内外铜价在3月份最高价以来持续下滑，特别是10月初的暴跌，使得铜价与成本倒挂，导致全年收入占比70%以上的铜产品毛利率为-5.91%，同比下滑 11.11个百分点；另一方面，公司一贯的高库存策略导致报告期末被迫计提巨额存货跌价准备17.5亿元，远超出预期。此外，公司费用控制堪忧，公司08年综合毛利率同比下降 5.3个百分点至2.6%（其中第四季度单季毛利率-35.2%），而期间费用率却同比上升3个百分点至7.6%，远超出毛利率水平，而同期江西铜业与铜陵有色的期间费用率分别为 3.2%和3.0%。
- 存货跌价准备的转回有望增厚09年第1季度业绩。展望公司 09 年经营情况，由于公司年初的停产检修及生产上转向保守，导致公司1月份精铜等主要产品产量同比下降50%以上，2、3月份产能逐步释放，预计公司第1季度营业收入同比将下降30%以上。同时，在副产品利用上，公司低于铜行业平均水平，如硫酸价格暴涨的2008年，公司硫酸/精铜产量仅为 2.1，而江西铜业与铜陵有色的这一比值分别为 3.1 与 2.5，这导致副产品硫酸等价格上升时，公司处于相对劣势。但自08年底以来，国内现货铜价已经反弹50%以上，公司巨额存货跌价准备的部分转回将有可能大幅增厚09年第1季度业绩。

- **盈利预测。**我们预计公司09年将顺利扭亏，2009、2010年摊薄EPS分别为0.46元和0.59元，以4月15日收盘价22.17元计算，对应的动态P/E分别为48倍和38倍，维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济不确定风险；2) 有色金属行业周期波动风险；3) 精铜及硫酸价格持续低迷的风险。

图表：云南铜业（000878）盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,447,298	2,575,453	1,797,666	2,743,239	3,027,439
增长率 (%)	157.19%	-25.29%	-30.20%	52.60%	10.36%
减：营业成本	3,174,822	2,507,327	1,649,086	2,504,520	2,765,342
毛利率 (%)	7.90%	2.65%	8.27%	8.70%	8.66%
营业税金及附加	15,701	11,347	7,910	12,070	13,321
销售费用	24,070	31,921	16,179	24,689	27,247
管理费用	45,802	69,485	46,923	51,023	52,651
财务费用	89,590	93,285	50,335	76,811	84,768
费用合计	159,462	194,691	113,437	152,523	164,666
期间费用率 (%)	4.63%	7.56%	6.31%	5.56%	5.44%
资产减值损失	7,715	178,398	-30,000	0	0
加：公允价值变动收益	-941	0	0	0	0
投资收益	15,069	10,723	0	0	0
营业利润	103,727	-305,586	57,234	74,126	84,110
增长率 (%)	60.82%	-394.61%	-	29.51%	13.47%
营业利润率 (%)	3.01%	-11.87%	3.18%	2.70%	2.78%
加：营业外收入	8,938	4,852	0	0	0
减：营业外支出	5,640	4,886	0	0	0
利润总额	107,025	-305,620	57,234	74,126	84,110
增长率 (%)	82.53%	-385.56%	-	29.51%	13.47%
利润率 (%)	3.10%	-11.87%	3.18%	2.70%	2.78%
减：所得税费用	292	-15,118	0	0	0
所得税率 (%)	0.27%	4.95%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	106,733	-290,502	57,234	74,126	84,110
增长率 (%)	102.02%	-372.18%	-	29.51%	13.47%
净利润率 (%)	2.83%	-10.84%	3.18%	2.70%	2.78%
归属于母公司所有者的净利润	97,555	-279,223	57,234	74,126	84,110
增长率 (%)	97.63%	-386.22%	-	29.51%	13.47%
少数股东损益	9,178	-11,279	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.78	-2.22	0.46	0.59	0.67

资料来源：公司年报、天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%---(+) 5%
4	减持	(-) 5%---(-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100