

云南铜业(000878)

存货计提较为充分，一季度业绩将有较大改善

谨慎推荐

下调评级

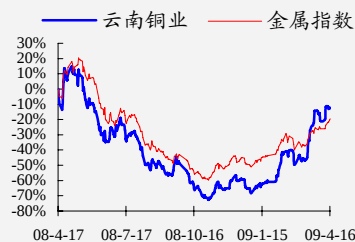
原材料/铜

2009 年 4 月 17 日

投资要点:

- 报告期内公司实现销售收入为 257.55 亿元，同比下降 25.29%；利润总额为-30.5 亿元，同比下降 385.56%，归属母公司所有者净利润为-27.92 亿元，每股收益-2.22 元。
- 公司业绩大幅下滑主要是由于 2008 年下半年铜价暴跌所造成的，销售价格下降导致公司铜产品的毛利率仅为-5.91%，较 2007 年下降了 11 个百分点左右。由于报告期内公司库存一直处于比较高的水平，导致报告期末公司计提了 17.5 亿元的存货跌价准备。此外由于运输费用增加以及执行新的会计准则造成公司期间费用大幅度上升，报告期内公司期间费用率为 7.6%，高于行业平均水平 3 个百分点左右。
- 报告期末公司计提了 17.5 亿元的存货跌价准备，计提幅度达到了 23%左右，计提较为充分。公司如果按 2008 年 12 月份铜现货平均价格 3 万元/吨计提，而目前铜价已经上涨至 4.2 万元/吨，因此部分资产减值损失将转回至损益表，从而增厚一季度的业绩。此外由于铜价大幅度上涨，目前公司铜产品已经可以开始盈利，同时黄金价格也仍然保持在高位，因此预计公司一季度业绩相比 2008 年 4 季度，环比将出现较大增长。
- 公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益预计在 0.37 元、0.42 元和 0.63 元。目前公司股票价格在 22 元左右，价格已经反映了需求回暖和通胀的预期。虽然从长期来看我们仍旧看好公司的发展，但短期内上涨空间已经比较有限，下调评级至谨慎推荐。

走势图



市场数据 2009-4-16

收盘价:	22.03 元
52 周最高价:	29.55 元
52 周最低价:	6.81 元
平均持仓成本:	20.94 元

基本数据 2008Q4

总股本 (万股):	125,669
流通 A 股 (万股):	125,669
每股收益 (元):	(2.22)
每股净资产 (元):	2.84
每股经营现金流 (元):	(4.10)
市净率:	7.76

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@hotmail.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

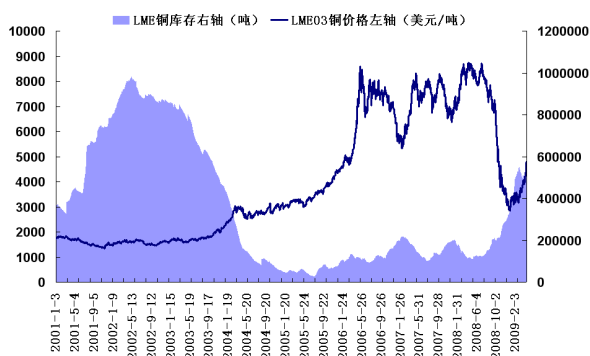
业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	2,575,453	(25.29)	(279,223)	(386.22)	(2.22)		(9.92)	
2009E	2446680	(5)	46804	(116)	0.37	11.9	53	
2010E	2691349	10	52578	(12.3)	0.42	12	47	
2011E	2960483	10	79464	(51.1)	0.63	15	32	

行业情况:

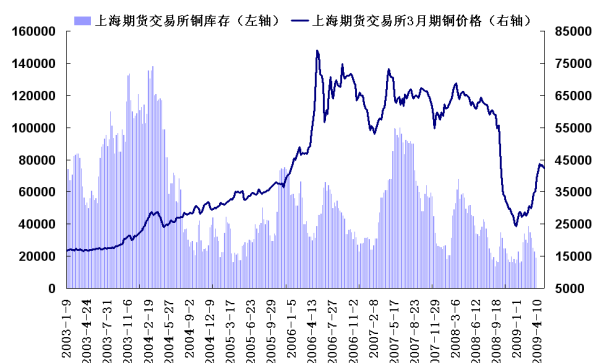
铜价从 2009 年年初以来出现了强劲反弹, LME03 期货铜价格从年初的 3231 美元 / 吨大幅上涨至 4800 美元 / 吨左右, 涨幅高达 50% 左右, 国内铜价和外盘走势基本保持一致, 从 25000 元 / 吨左右大幅上涨至 42000 元 / 吨左右。铜行业 90% 现金成本线在 3900 元附近, 目前铜行业内大多数企业都已经开始盈利, 中国 20 家重点铜企业除一家亏损外, 其余都已经开始盈利。

图 1. LME3 月期铜价格和库存变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券研究所

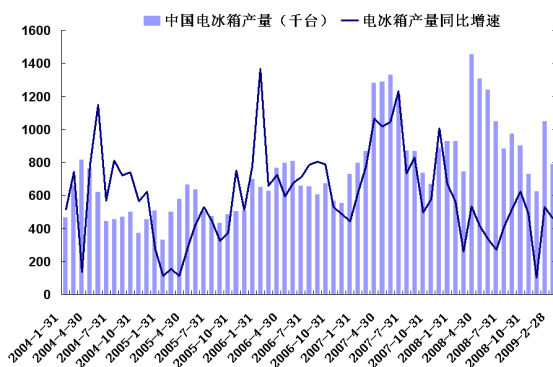
图 2. 上海期交所 3 月期铜价格和库存走势



数据来源: Bloomberg, 东北证券研究所

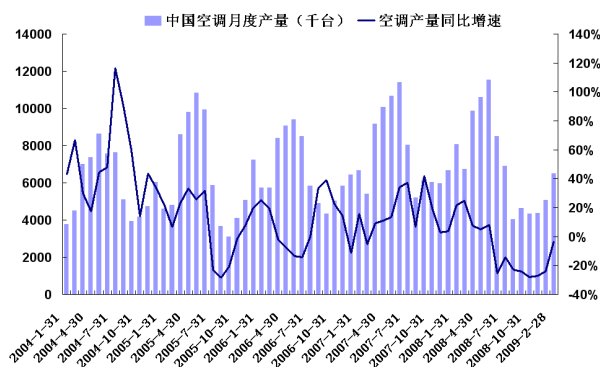
铜价大幅反弹主要是由几方面原因所造成的, 首先是下游需求有所恢复。根据国家统计局 2 月份重要工业品产量的数据显示, 除了镀锌钢板产量同比下降了 22.1% 之外, 中国其它主要金属终端产品产量都出现了回升, 其中和铜消费最为相关的发电设备、变压器以及电力电缆的增速分别达到了 52.8%、40.1% 和 33.1%, 铜消费的另一个重要领域, 空调制冷行业主要产品的产量也开始出现回升。此外由于各国对金融系统注入大量的流动性, 导致人们对未来通货膨胀的预期上升。另一方面中国收储对铜价的上涨也起了很大的作用。

图 3. 中国电冰箱月度产量



资料来源: Bloomberg 东北证券研究所

图 4. 中国空调月度产量



资料来源: Bloomberg 东北证券研究所

国家 4 万亿投资对基本金属需求的拉动预计将在二季度逐渐产生效果, 空调制冷行业从 3 月份开始也将逐渐步入旺季, 中国二季度对铜的需求仍将保持稳定增长。

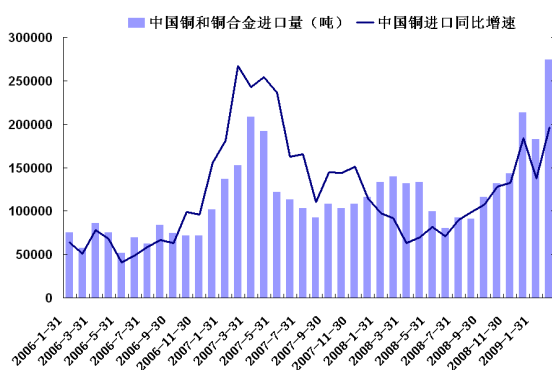
表 1. 中国有色金属重要终端产品产量变化情况

	单位	2009 年 1-2 月	同比增长	2009 年 2 月	同比增长
汽车	万辆	153.7	1.7%	85.3	22.9%
摩托车	万辆	303.1	-14.3%	158.1	-0.6%
发电设备	万千瓦	2728	21.7%	1616.2	52.8%
交流电动机	万千瓦	2184	-16.2%	1208.6	-5.5%
洗衣机	万台	615	6.8%	313.1	26.0%
电冰箱	万台	642	-0.1%	378.7	22.3%
冰柜	万台	139.6	1.4%	78.9	25.0%
空调	万台	1032.3	-26.9%	648.8	-3.8%
变压器	亿千伏安	1.703	19.3%	0.922	40.1%
电力电缆	万公里	240.8	16.8%	132	33.1%
钢筋铝绞线	万吨	17.17	15.4%	9.63	27.6%
镀锌板	万吨	196.7	-0.4%	106.2	-22.1%

资料来源: 国家统计局

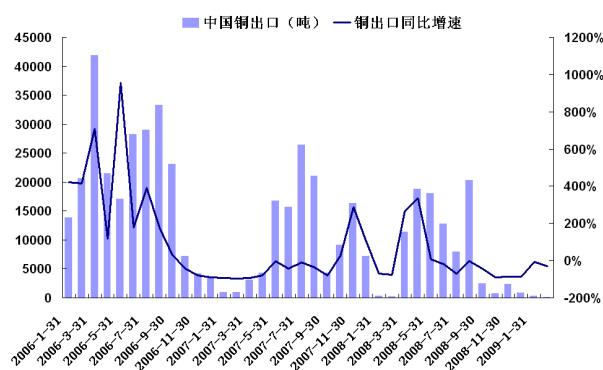
中国对铜的收储主要在国际市场上进行, 根据外媒的报道, 国储局可能在二月底开始在南美以及欧洲收购精铜, 收储量预计在 30 万吨左右, 如果铜价持续低迷, 国储局有可能进一步增加收储的量。中国收储铜有效减轻了铜行业产量过剩的情况, 弥补了其他地区铜消费的下降。虽然国家收储并不能增加铜的终端需求, 不具备持续性, 但从短期来看, 收储仍将构成铜价格强有力的支撑。中国 2009 年前 2 个月对铜及铜合金的净进口量大增, 除了一部分正常需求和进口铜套利之外, 国家收储也是一个重要的原因。

图 5. 中国铜及铜合金进口



资料来源: Bloomberg 东北证券研究所

图 6. 中国铜及铜合金出口情况



资料来源: Bloomberg 东北证券研究所

铜由于受上游矿石产量限制, 从 2003 年到 2007 年, 铜的产量并没有大幅度的提升, 因此产量过剩情况没有铝行业和镍行业那么严重, 预计 2008 年全球铜过剩为 30 万吨左右。由于南美大型铜矿没有大规模的减产, 同时 09 年还有将近 90 万吨的铜矿

投产，预计 2009 年铜过剩将达到 40 万吨左右。

目前铜价已经较为充分的反映了经济回暖以及通胀的预期，短期内受中国阶段性需求支撑，铜价仍将有所上涨，但上涨空间已经不大，如果二季度经济恢复情况低于预期，那么铜价仍有可能再次下跌。

公司情况:

1. 铜价大跌影响业绩

云南铜业是国内主要的铜冶炼企业之一，电解铜年生产能力在 42 万吨左右，铜矿自给率为 15% 左右。主导产品在国内外铜市场享有较高声誉。

2008 年公司高纯阴极铜产量为 37.93 万吨，同比下降 10.43%，硫酸 77.86 万吨，同比下降 7.45%，黄金 11.083 吨，白银 331 吨。实现销售收入为 257.55 亿元，同比下降 25.29%；利润总额为-30.5 亿元，同比下降 385.56%，归属母公司所有者净利润为-27.92 亿元，每股收益-2.22 元。

图 7.2008 年公司营业收入构成

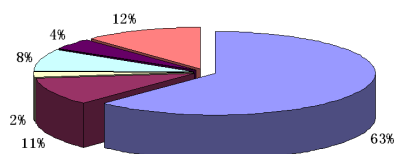
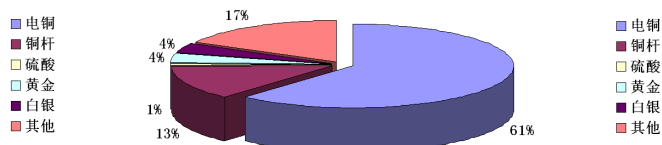


图 8.2007 年公司营业收入构成



资料来源:公司公告 东北证券研究所

资料来源:公司公告 东北证券研究所

公司电解铜和铜材产品占营业收入的比重在 75% 左右，黄金产量虽然略有下降，但由于 2008 年黄金价格维持在历史高位，导致黄金产品在主营收入中的比重上升至 8% 左右，此外硫酸在主营收入中的比重也略有上升。

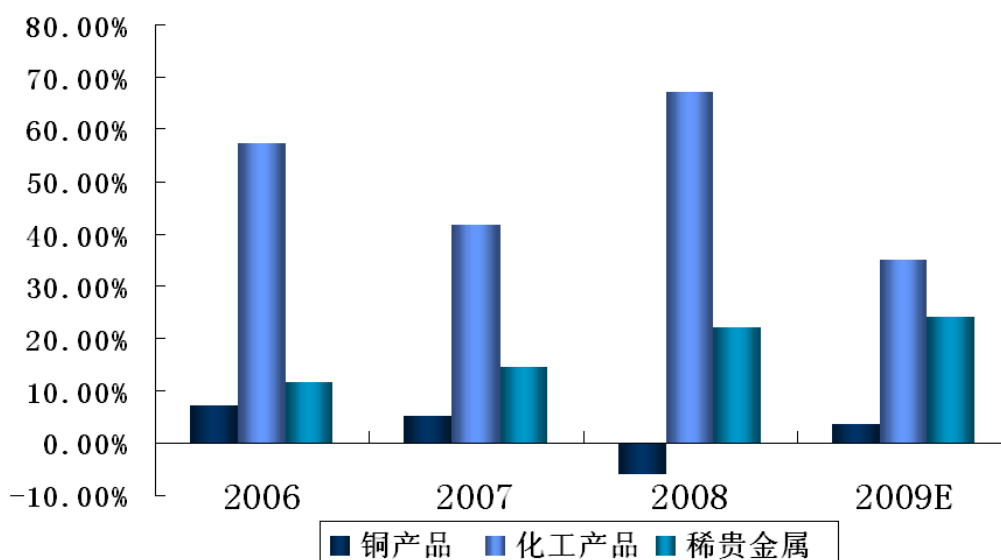
由于 2008 年以来铜价经历了大幅下跌，公司铜产品的毛利率也出现了快速下滑，公司铜产品的毛利率仅为-5.91%，较 2007 年下降了 11 个百分点左右。此外由于报告期内公司库存一直处于比较高的水平，导致报告期末公司计提了 17.5 亿元的存货跌价准备。同时，运输费用增加以及执行新的会计准则造成公司期间费用大幅度上升，报告期内公司期间费用率为 7.6%，高于行业平均水平 3 个百分点左右。

由于从年初以来，铜价出现了大幅反弹，目前国内期铜价格在 42000 元/吨左右，云铜用自有矿生产精铜的成本估计在 25000 元/吨左右，外购铜矿生产精铜的成本在 40000 元/吨左右，因此目前公司铜冶炼业务已经可以盈利，铜材加工业务的毛利率

较低，但是只要铜价保持稳定，加工业务的毛利率比较稳定，预计 2009 年公司铜产品业务毛利率较 2008 年会有较大提高，预计在 3.6% 左右。稀贵金属方面，由于黄金价格维持在历史高位，预计 09 年稀贵金属业务的毛利率较 08 年会略有上升预计可达 24% 左右。

铜冶炼费用方面，目前中国主要铜冶炼企业和必和必拓以及 Freeport 的年度铜加工费都定在 75（美元/吨）/7.5（美分/磅），相比 2008 年大幅上涨了 66.7%，大幅上涨的冶炼费有助于改善铜冶炼企业经营状况，但影响不如想象中那么大。虽然 2008 年铜加工费用只有 45（美元/吨）/4.5（美分/磅），但是由于副产品硫酸价格高企，冶炼企业仍能通过副产品盈利。而目前硫酸价格已经从 2000 元/吨左右跌至 100 元/吨左右，因此虽然铜加工费出现了大幅的提升，对盈利的贡献并没有想象的那么大。

图 9. 公司主要业务板块毛利率变化情况



资料来源: 公司公告 东北证券研究所

表 2. 公司主要产品产量预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E
高纯阴极铜（万吨）	36	42.35	37.93	40
硫酸（万吨）	67	64.4	77.86	80
黄金（吨）	10.02	12.15	11.083	12.5
白银（吨）	435	405.31	331	400

资料来源: 公司公告 东北证券研究所

公司 1-3 号竖井、10 万吨/年粗铜，30 万吨/年硫酸生产线以及羊拉铜矿矿山建设及选矿工程都在建设中，预计 2009 年仍然难以产生明显效益，2009 年公司各产品产

量仅略有增长。

矿产资源方面，公司目前矿产储量相对江铜仍然比较薄弱。由于上市公司原来主要业务放在冶炼方面，上游铜矿开采比价薄弱，并没有多少自有矿山。增发收购集团公司的 4 矿一厂后，才逐步转型为资源型上市公司。2008 年公司自有铜矿的自给率在 15% 左右，低于江西铜业的 23%。

表 3. 公司主要矿山状况

	设计产能	(万吨)	铜 (万吨)	品味	金 (吨)	品味 g/t	银 (吨)	品味 g/t
玉溪矿业	100%	3	64	1%	7.745	0.18	100.6	1.86
楚雄矿冶	100%	3	10.4	-			35.82	
迪庆矿业	75%	5	32.5	1%				
金沙	51%	1.5	41	-				
权益储量			119.685		7.745		135.82	

资料来源: 公司公告 东北证券研究所

2. 资产注入预期仍在

虽然公司资源储量较少，但控股股东云铜集团旗下仍有大量的铜矿资源，估计储量在 600 万吨左右，如果考虑未来的新增矿产，预计云铜集团铜矿资源可以达到 1000 万吨左右。云铜集团曾在 2006 年 6 月 2 日出具承诺：力争在两年内逐步将所拥有的全部相关铜矿山资产及其股权（包括但不限于凉山矿业股份有限公司的股权、迪庆有色金属股权）以适当的方式全部注入上市公司。虽然公司公告称资产注入的条件仍不具备，但市场对公司资产注入的预期一直存在，特别是中铝入主之后，有可能整合云铜集团旗下的铜矿资源，将这些资产放入上市公司，实现整体上市。

3. 存货计提较为充分，一季度业绩或有较大改善

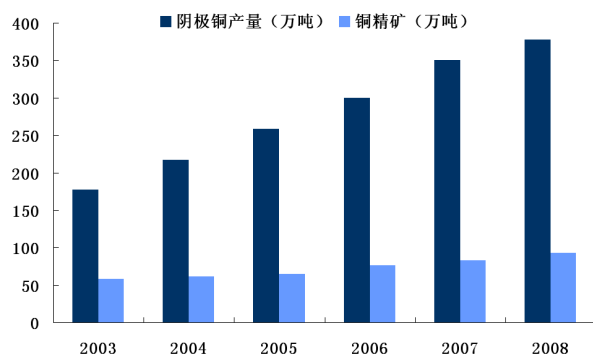
此外由于报告期内公司库存一直处于比较高的水平，导致报告期末公司计提了 17.5 亿元的存货跌价准备，计提幅度达到了 23% 左右，计提较为充分。公司如果按 2008 年 12 月份铜现货平均价格 3 万元/吨计提，而目前铜价已经上涨至 4.2 万元/吨，因此部分资产减值损失将转回至损益表，从而增厚一季度公司的业绩。此外由于铜价大幅度上涨，目前公司铜产品已经可以开始盈利，同时黄金价格也仍然保持在高位，因此预计公司一季度业绩相比 2008 年 4 季度，环比将出现较大增长。

4. 中国铜行业长期看好

铜是中国自给率最低的金属，同时又是重要的战略物资，其良好的导热、导电性能以及优异的延展性决定了铜在大多数领域缺少良好的替代品。在全球范围内而铜矿资源都是比较稀缺的，从 80 年代以来就很难再发现世界级的大型铜矿。

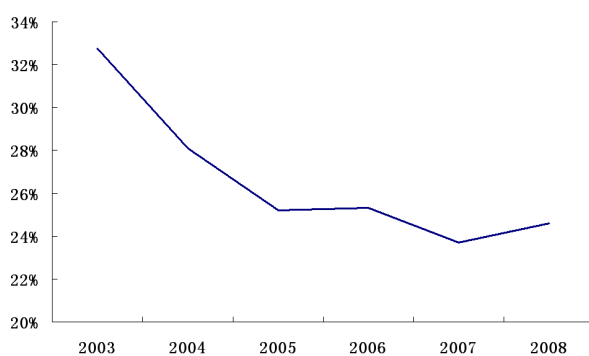
中国从长期来看，随着城市化的推进，对铜的需求仍将保持强劲，因此行业的长期发展前景依旧看好。

图 10.中国阴极铜和铜精矿产量



资料来源: 东北证券研究所

图 11.中国铜精矿自给率



资料来源: 东北证券研究所

投资策略与评级

由于 2009 年初以来铜价大幅反弹，行业景气度见底回升，公司存货计提较为充分，在 2009 年可以“轻装上阵”，预计公司一季度业绩较 2008 年 4 季度环比会有较大增长。目前公司股票价格在 22 元左右，价格已经反映了需求回暖和通胀的预期。虽然从长期来看我们仍旧看好公司的发展，但短期内上涨空间已经比较有限，下调评级至谨慎推荐。公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益预计在 0.37 元、0.42 元和 0.63 元。

报表预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,575,453.40	2,446,680.73	2,691,348.80	2,960,483.68	P / E	(9.02)	53.78	47.87	31.68
营业成本	2,507,327.19	2,287,646.48	2,481,423.59	2,708,842.57	EV / 收入	1.28	1.38	1.26	1.14
营业费用	31,920.93	29,360.17	32,296.19	35,525.80	EV / EBITDA	(17.92)	25.18	22.21	17.43
管理费用	69,485.16	41,593.57	44,407.26	48,847.98	EV / EBIT	(15.48)	28.72	25.70	19.92
财务费用	93,284.84	66,531.08	73,745.08	77,918.33	EV / NOPLAT	(16.29)	30.23	27.06	22.13
投资收益	10,723.36	10,000.00	10,000.00	15,000.00	EV / IC	2.84	2.62	2.53	2.43
营业利润	(305,586.23)	51,273.37	57,903.89	91,026.82	P / B	7.05	6.38	5.77	5.03
利润总额	(305,619.86)	51,373.37	58,503.89	91,626.82	Dividend Yield (%)	0.00%	0.37%	0.42%	0.63%
所得税	(15,118.13)	2,568.67	2,925.19	9,162.68					
净利润	(290,501.73)	48,804.70	55,578.69	82,464.14	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	(279,222.88)	46,804.70	52,578.69	79,464.14	基本 EPS	(2.22)	0.37	0.42	0.63
NOPLAT	(201,799.45)	111,914.22	125,066.52	152,050.64	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	(4.10)	(0.04)	1.10	1.08
					每股净现金流	(4.17)	0.09	0.74	0.39
					每股净资产	2.84	3.14	3.47	3.98
资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	380,125.40	391,468.92	484,442.78	532,887.06	净负债 / 权益	1.87	1.99	1.84	1.61
交易性金融资产	2,825.36	3,000.00	3,000.00	3,000.00	总负债 / 总资产	79.58%	76.82%	76.83%	74.86%
应收帐款	38,735.28	40,219.41	47,928.13	52,720.94	流动比率	1.01	1.13	1.12	1.16
预付款项	276,294.29	299,170.76	333,910.69	306,822.26	速动比率	0.59	0.72	0.76	0.78
存货	572,322.91	470,064.35	475,889.46	519,504.05					
流动资产合计	1,376,682.57	1,309,652.79	1,490,767.59	1,574,890.51	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
非流动资产	793,777.82	795,943.64	810,225.49	811,133.23	盈利能力				
资产总计	2,170,460.40	2,105,596.44	2,300,993.08	2,386,023.74	毛利率	2.65%	6.50%	7.80%	8.50%
短期借款	745,377.04	773,339.48	886,563.16	936,017.63	营业利润率	-11.87%	2.10%	2.15%	3.07%
应付帐款	106,324.19	87,745.34	101,976.31	111,322.30	净利率	-10.84%	1.91%	1.95%	2.68%
预收款项	27,191.16	51,657.97	78,571.46	63,769.04	净资产收益率	-78.22%	11.87%	12.05%	15.89%
流动负债合计	1,364,080.85	1,162,745.66	1,333,079.35	1,361,538.69	偿债能力				
非流动负债	363,166.59	454,679.37	434,679.37	424,679.37	流动比率	1.01	1.13	1.12	1.16
少数股东权益	86,243.82	88,243.82	91,243.82	94,243.82	速动比率	0.59	0.72	0.76	0.78
母公司股东权益	356,969.13	394,412.89	436,475.85	500,047.16	资产负债率	79.58%	77.02%	77.01%	75.04%
净营运资本	12,601.72	146,907.13	157,688.25	213,351.82	成长能力				
投入资本 IC	1,157,870.85	1,293,841.47	1,339,154.24	1,386,735.74	营业收入增长率	-25.25%	-5.00%	10.00%	10.00%
					营业利润增长率	-403.07%	-116.78%	12.93%	57.20%
					净利润增长率	-402.90%	-116.76%	12.34%	51.13%
					净资产增长率	-45.94%	10.49%	10.66%	14.56%
					营运能力				
					应收帐款周转率	53.98	61.98	61.06	58.83
					存货周转率	3.58	4.39	5.25	5.44
					总资产周转率	1.02	1.14	1.22	1.26
现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E					
净利润	(290,501.73)	48,804.70	55,578.69	82,464.14					
折旧摊销	28,867.87	0.00	20,718.16	24,092.26					
净营运资金增加	(377,739.30)	134,305.42	10,781.11	55,663.57					
经营活动产生现金流	(514,764.24)	(4,847.49)	138,401.00	135,800.97					
投资活动产生现金流	(94,724.50)	(9,708.73)	(30,000.00)	(15,000.00)					
融资活动产生现金流	85,749.11	25,899.74	(15,427.13)	(72,356.69)					
现金净增 (减)	(523,739.63)	11,343.52	92,973.87	48,444.28					

资料来源: 东北证券研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209