

云南铜业

000878

增持/ 维持评级

股 价	2009/07/22
RMB26.20	

基础数据

总股本（百万股）	1257
流通 A 股（百万股）	1008
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	26409

财务数据

市净率 (X)	9.95
TRACING P/E (X)*	-10.12
EPS (元)	-0.21
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

《云南铜业：期待浴火后的重生》

(2009/07/19)

分 析 师

叶 洮

(0755) 8249 2171

yetao@lhqz.com

研究助理

王 茜

(755) 8236 4392

wangqianys@lhqz.com

集团资产注入，又迈出实质性一步

——董事会提出非公开发行股票预案点评

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	25754.5	1701.4	20686.3	26268.7	31478.1
(+/-%)	-25.3	-66.9	-19.7	27.0	19.8
归属母公司净利润(百万元)	-2792.2	-260.6	454.5	1513.4	2287.7
(+/-%)	-386.2	-229.3	-83.7	233.0	51.2
EPS(元)	-2.22	-0.21	0.36	1.20	1.82
P/E(倍)	-11.8	-126.3	61.3	18.4	12.2

事 件

云南铜业于 2009 年 7 月 23 日晚发布非公开发行股票预案：拟通过以不低于 20.59 元/股的价格，非公开发行不超过 30,000 万股（含 30,000 万股），所募资金扣除发行费用后主要投资于：1、向全资控股子公司玉溪矿业有限公司增资 14 亿元，主要用于投资大红山深部扩建项目约 14 亿元；2、购买云铜集团持有的楚雄思远 100%股权、云南达亚 100%股权、星焰公司 100%股权、景谷矿冶 74.78%股权、西科工贸 100%股权，预计需 23.70 亿元；3、偿还公司银行贷款 10 亿元。

评 论

此举一方面将进一步提升公司资源储量、提高资源自给率、扩大冶炼能力，为公司长期可持续发展提供资源保障，增强行业地位；另一方面，增资玉溪矿业体现公司加大矿山建设、加强资源投入力度的意愿；同时，此举还将降低公司资产负债比例，降低财务风险、优化财务结构，财务费用有望显著降低，符合我们前期的判断。公司正沿着“优化结构、突出主业、加强管理、效益为先”的思路向前迈进。

有助于减少关联交易。2008 年公司与拟收购股权资产所在公司发生关联交易金额约 13.5 亿元，通过使用本次募集资金收购集团所持拟转让资产后，拟收购股权资产所在公司将成为云铜的控股子公司，从而消除关联交易。

显著提升盈利能力及抗风险能力。较低的原料自给率一直是公司的弱项，使得公司对控股股东及外购原材料形成较强的依赖，从而一方面导致了较大规模的关联交易，另一方面造成公司业绩的较大波动。通过本次募集资金，将进一步完善产业链，有望显著提升公司的盈利能力和抗风险能力。

重要提示：尚存在审批程序、资产价值评估等风险。本次交易完成仍需满足以下条件：1、云铜集团完成对楚雄思远、云南达亚、星焰公司三个公司的其他股东所持股权的收购；2、本次募投项目中的大红山铜矿深部扩建项目尚需取得国家发改委的批文、国家环保部对环评意见的批复；3、本次非公开发行股票方案尚需获得国务院国资委批准；4、本次非公开发行股票方案尚需获得中国证监会核准。另外，拟收购资产价格最终以具有证券业务资格的资产评估机构评估且经有权国资部门批准或备案的标的资产评估值为准，最终交易价格可能与上述预估值存在一定差异。

鉴于本次非公开增发的预案存在不确定性，而且现阶段尚难以准确评估其对公司的每股盈利及资源价值的影响，我们将继续密切跟踪，待公司就此发布更为详细的信息后进行测算调整。

表 1、拟收购股权资产

公司名称	云铜集团 目前持有 的股权	收购时云 铜集团持 有的股权	2008 年 末净资产 (亿元)	公司预估 投资金额 (亿元)	2008 产量 铜精矿含 铜 (吨)	电解铜 (吨)
楚雄思远	52%	100%	1.41	4.5	3,350	-
云南达亚	84.85%	100%	8.52	12.7	8,140	-
景谷矿冶	74.78%	74.78%	0.84	2.0	-	1,858.80
星焰公司	85%	100%	0.83	3.5	2,284	-
西科工贸	100%	100%	0.52	1.0	-	-
合计			12.12	23.7		

数据来源：公司公告，联合证券研究所整理
 注：西科工贸主营产品为铅和精致硫酸镍

本次拟进行的集团资产注入动作，除我们前面评述的对生产经营方面的积极意义外，我们认为还在传递这样一个信息——前任管理层引发的风波至少已告一段落，公司的工作重心将再次转向业务发展的正轨。

连同上次“四矿一厂”的注入，云铜集团在向上市公司注入相关资产方面已经迈出了实质性的两步，我们有理由对其相关资产的继续注入抱以乐观的期待。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	13767	9173	10950	12803	营业收入	25755	20686	26269	31478
现金	3801	1500	1700	1900	营业成本	25073	18892	23106	27319
应收账款	387	314	408	480	营业税金及附加	113	91	117	140
其他应收款	527	383	394	478	营业费用	319	207	236	252
预付账款	2763	1732	2033	2267	管理费用	695	476	525	567
存货	5723	4817	5777	6830	财务费用	933	552	492	441
其他流动资产	565	427	638	847	资产减值损失	1784	0	0	0
非流动资产	7938	8389	8585	8613	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	510	510	510	510	投资净收益	107	100	100	100
固定资产	4757	5595	6099	6366	营业利润	-3056	568	1892	2860
无形资产	615	533	451	370	营业外收入	49	0	0	0
其他非流动资产	2056	1751	1525	1368	营业外支出	49	0	0	0
资产总计	21705	17562	19535	21416	利润总额	-3056	568	1892	2860
流动负债	13641	9324	10375	9949	所得税	-151	85	284	429
短期借款	7454	5647	5902	4527	净利润	-2905	483	1608	2431
应付账款	1063	817	926	1366	少数股东损益	-113	28	95	143
其他流动负债	5124	2860	3548	4056	归属母公司净利润	-2792	454	1513	2288
非流动负债	3632	3323	2682	2739	EBITDA	-1592	1553	2886	3857
长期借款	3047	2602	1902	2052	EPS (元)	-2.22	0.36	1.20	1.82
其他非流动负债	585	721	780	687					
负债合计	17272	12647	13057	12688	主要财务比率				
少数股东权益	862	891	985	1128	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1257	1257	1257	1257	成长能力				
资本公积	2844	2844	2844	2844	营业收入	-25.3%	-19.7%	27.0%	19.8%
留存收益	-531	-77	1391	3498	营业利润	-394.6%	-81.4%	233.0%	51.2%
归属母公司股东权益	3570	4024	5492	7599	归属于母公司净利润	-386.2%	-83.7%	233.0%	51.2%
负债和股东权益	21705	17562	19535	21416	获利能力				
					毛利率(%)	2.6%	8.7%	12.0%	13.2%
现金流量表					净利率(%)	-10.8%	2.2%	5.8%	7.3%
单位: 百万元					ROE(%)	-78.2%	11.3%	27.6%	30.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	-17.1%	8.4%	16.6%	21.5%
经营活动现金流	-5148	2346	1786	2531	偿债能力				
净利润	-2905	483	1608	2431	资产负债率(%)	79.6%	72.0%	66.8%	59.2%
折旧摊销	531	433	502	557	净负债比率(%)	66.58%	65.23%	59.76%	51.85%
财务费用	933	552	492	441	流动比率	1.01	0.98	1.06	1.29
投资损失	-107	-100	-100	-100	速动比率	0.46	0.47	0.50	0.60
营运资金变动	-5465	2784	-724	-824	营运能力				
其他经营现金流	1866	-1806	8	26	总资产周转率	1.02	1.05	1.42	1.54
投资活动现金流	-947	-816	-603	-485	应收账款周转率	47	50	62	60
资本支出	1478	920	698	585	应付账款周转率	23.21	20.09	26.51	23.84
长期投资	399	-3	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	930	100	95	100	每股收益(最新摊薄)	-2.22	0.36	1.20	1.82
筹资活动现金流	857	-3831	-983	-1846	每股经营现金流(最新摊薄)	-4.10	1.87	1.42	2.01
短期借款	-2200	-1806	254	-1374	每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.20	4.37	6.05
长期借款	1265	-445	-700	150	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-9.98	61.30	18.41	12.18
资本公积增加	-89	0	0	0	P/B	7.80	6.92	5.07	3.67
其他筹资现金流	1882	-1579	-537	-621	EV/EBITDA	-23	23	12	9
现金净增加额	-5235	-2301	200	200					

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。