

动态报告/公司快评

有色金属

云南铜业 (000878)

谨慎推荐

铜

调研简报

(维持评级)

2009 年 12 月 1 日

短期自产铜产量稳定，长期资源整合值得期待

分析师： 李洪冀 lihj@guosen.com.cn 010-82254208
 分析师： 彭波 pengb@guosen.com.cn 0755- 82133909

事项：

近期我们走访了云南铜业，就公司未来发展战略及当前经营情况做了充分了解，调研情况如下

评论：

■ 矿山产能-现有矿山暂无扩建计划，09 年矿铜金属量约 6 万吨

公司目前拥有四个主要矿山企业，玉溪矿业(100%)、楚雄矿冶(100%)、迪庆矿业(75%)及金沙公司(51%)。四家矿山企业产量分别为 2.9 万吨、1.3 万吨、7000 吨和 1.1 万吨。其中，公司目前最大的矿山大红山矿业产量为 1.5 万吨。预计 09 年公司总矿产铜产量为 6 万吨。由于公司目前没有矿产改扩建项目，因此 2010 年及 2011 年现有矿山产量将维持不变。

■ 资源扩张-拟注入资产预计明年上半年完成，普朗矿注入依然可期

目前公司矿山储量为 150 万吨，公司正在对现有各个矿山做深入勘探工作，以确保每年消耗储量与新增储量基本保持平衡。公司大红山矿区今年新增储量 37 万吨，目前处于办理采矿权阶段。

云南省矿山接替资源能力开始增强，老区找矿初见成效，实现动态资源平衡。从 2002~2005 年，云南铜业(集团)有限公司资金投入力度明显加大，加强矿山地质找矿，延长矿山寿命。云南铜业(集团)有限公司所属六个老矿山共投入地质探矿工程：坑探为 50658m、钻探为 25680m；共投入地质探矿资金 8695 万元，相当云南铜业(集团)有限公司 1996 年成立至 2001 年 6 年总和的 124.2%，平均每年投入资金近 2200 万元，大约占云南省近年地勘投入资金的 15%。四年共探获铜资源量 48177 万吨，铜品位 1.06%，相当增加一个大型铜矿床。其中，探获近期可采储量 31166 万吨。从而，延长了老区矿山生产服务年限 3 年，实现了当期新增储量与当期生产消耗基本平衡(当期消耗 3416 万吨)，达到了老区找矿“低风险、高产出”的目的，老区找矿取得了阶段性成效。此外，在云南省地方政府共同支持下，在西南三江地区已发现和评价了中甸普朗、德钦羊拉、思茅太平掌、兰坪白秧坪等一批大中型铜银多金属矿床，有望成为大型有色金属资源基地。其中，中甸普朗铜矿经工程控制的远景储量在 200 万吨，预测全区铜资源量可达 500 万吨以上的特大型铜矿规模，首采区铜储量 72 万吨，年产 5 万吨铜精矿项目即将建成，最终达到年产 15 万吨铜精矿以上的生产规模。

未来公司资源增长的看点主要是：1、2009 增发项目拟注入的矿山资产：楚雄思远(100%)(2008 年楚雄思远全年完成开采铜金属总量 3,648 吨，其中自产 3,350 吨)；云南达亚(100%)(云南达亚 2008 年生产铜精矿含铜总量为 8,140 吨。其中：狮凤山铜矿完成 4,000 吨；狮子山铜矿完成 3,700 吨；大理红蜘蛛公司完成 740 吨。)；星焰公司(100%)(星焰公司 2008 年主产品(精矿含铜)产量 2,284 吨)；景谷矿冶(74.78%)(产量 800 吨)。总计矿产铜产量 1.4574 万吨，

预计将在 2010 年上半年完成注入; 2.普朗铜矿(储量 300 万吨)目前正在做环评,主要难度在于矿区位处自然保护区,因此环评进展较慢,但最终注入上市公司的可能性很大。此外,集团另一大铜矿——拉拉铜矿,据了解由于股权问题导致短期注入的预期较低。

■ 外购冶炼-基本盈亏平衡,冶炼产能保持稳定

公司铜原料 1/3 来自于自产铜矿, 1/3 国内采购, 1/3 国外进口。公司的冶炼成本基本在 50-60 美元/吨左右。由于铜价上涨,公司原料采购和实际销售的差价抵消了目前加工费的下降,因此公司在现货加工费下降的情况下维持盈亏平衡。

公司显著的优势是冶炼技术先进、冶炼成本低,已经掌握的艾萨炉熔炼工艺,同江铜、铜都使用的闪速炉相比,艾萨炉具有较明显优势:结构和工艺简单,配料水分不需深度干燥,对物料粒度要求较低,热损失较小,烟尘率较低,需要重复加工较少、效率较高等;主要劣势为炉衬寿命较短。由于艾萨炉工艺优势,公司冶炼成本近年来大幅下降,吨铜冶炼成本约 2000 元,低于江铜、铜陵等同行企业。

目前公司冶炼产能:粗铜为 20 万吨(易门铜业 5 万吨;楚雄滇中 10 万吨(实际产量 5 万吨);东川 5 万吨(实际产量 3 万吨));电解铜 65 万吨(本部 55 万吨,赤峰 10 万吨)。楚雄滇中目前在进行 10 万吨/年粗铜技改项目,由 5 万吨的鼓风炉技术改为 10 万吨的 ISA 炉冶炼。预计公司 09 年阴极铜总产量为 30 万吨,主要由于上半年欠产过多。未来公司在冶炼产能方面的扩张可能性不大。

■ 副产品-公司盈利的重要亮点

公司副产品包括:黄金、白银、硫酸等。预计今年黄金产量为 7 吨,白银 300 吨,硫酸 75 万吨。2009 年中报显示,黄金毛利率约为 19.49%,白银毛利率约为 10.55%,硫酸毛利率约为 31.83%,仍是公司盈利的主要来源之一。

■ 矿山成本-井下开采成本较高

由于公司目前铜矿全部为井下作业,导致矿产铜成本较高。其中,玉溪矿业的矿山成本大约在 25000-27000 元/吨(含税、含三费);迪庆矿业由于产量规模较小,成本最高,大约在 30000 元/吨左右。我们估计公司矿产铜的平均完全成本约 27000-28000 元/吨。

■ 发展规划-资源为王

公司未来发展以资源为王,不排除中铝公司计划将云铜与其他铜业资产整合打包后重新上市的可能性。

云南省铜资源丰富,但是缺乏大型和超大型矿床,没有露天开采的条件。一些矿山分布边远山区,开发难度大;一些国有矿山正面临铜资源开采枯竭的问题。现已探明的铜矿床(点)有 217 处,其中探明储量的产地有 156 处,遍布全省 14 个地州(市)38 个县,探明储量 958188 万 t,1994 年的保有储量为 849148 万 t,占全国铜同期保有储量 6251188 万 t 的 13.59%,仅次于江西、西藏,居全国第三位;100 万 t 以上的大型、超大型铜矿有东川汤丹、新平大红山、德钦羊拉、景谷民乐,中型铜矿 24 处,小型 127 处,保有储量分别占总保有储量的 5.96%、44.22%和 19.82%。77.3%的储量集中在滇中和滇东南、滇西,分别占 12.5%和 7.6%,其它散见于各地的占 2.6%。云南省正在生产和建设的铜矿山的保有储量占全省的 57.9%,尚未开发利用的占 36.1%,暂时难以开发利用的占 6.1%。

目前云铜集团储量约 500 万吨,除普朗铜矿探明储量 300 万吨以外(不包含远景储量),公司其余矿山资源较为分散,约包含 80 多个采矿权,整合难度较大。即便如此,未来公司铜储量的增长率相对乐观。

此外,中铝收购云铜之后,一方面加强对公司的管理:公司管理层以及管理思路目前以中铝为主导,沿袭中铝模式,相对过去的粗放式经营有很大提高,有利于公司成本的进一步降低;一方面,中铝试图以云铜为发展其铜行业的平台,打造完整的铜产业链。目前中铝收购多家国内大型铜材加工厂,在资源方面耗资约 8.6 亿美元完成了对加拿大秘鲁铜业公

司 91% 股份的收购，秘鲁铜业公司是一家加拿大公司，在加拿大、美国和秘鲁三地上市。该公司通过与秘鲁政府所属一家国有公司签署的期权协议，在秘鲁拥有特罗莫克（Toromocho）铜矿的开发选择权。该铜矿拥有铜当量金属资源量约 1200 万吨，为全球拟开发建设的特大型铜矿之一。08 年 11 月中铝耗资约 21.5 亿美元进行建设，预计 3-5 年内完成，计划产能 20 万吨。

公司的资源战略放眼国内，是整个铜行业其他公司无法相比的。

■ 我们维持公司谨慎推荐的投资评级，建议继续关注交易性机会

我们预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 为 0.29 元、0.8 元、1.02 元。鉴于我们看好未来铜价，并预计未来中铝对云铜的整合力度加强，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%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。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。