

云南铜业

000878

中性/ 维持评级

坚持内部改进，继续资源扩张

——公司 1 月 27 日、28 日公告点评

事件

相关研究

《云南铜业：盈利能力逐季明显上升》
(2009/10/13)

《云南铜业：集团资产注入，又迈出
实质性一步》(2009/07/23)

云南铜业 1 月 27 日发布公告称，将出资 415 万元收购楚雄矿冶所持禄丰致远 83% 的股权。公司拟以现金出资 30,732.95 万元，投入赤峰云铜进行增资扩股，增资后云南铜业占总股本的 65%；另外公司决定各出资 23 万元收购北京云铜鑫晨贸易有限公司 20% 股权和上海铜海经贸有限公司 10% 的股权。并同时公告报废部分固定资产，共造成 2388 万元的资产报废损失。

公司 1 月 28 日晚发布业绩预告，预计 2009 年全年归属母公司净利润 36,000-43,200 万元，EPS 0.29-0.34 元。

评论

公司 1 月 27 日公告的几项事宜，收购的禄丰致远虽然资产规模较小，但收购表明云南铜业对云南省内的铜资源整合正在有序的进行中。云南铜业作为云南省最大的铜生产和冶炼企业，将成为铜资源整合的最大受益者。未来云南省境内的铜矿资源整合和大股东中铝的铜资源注入仍将继续，值得长期关注。

公司对赤峰铜业增资扩股，将进一步提升其资产规模质量，增强云铜在铜冶炼行业的产业规模和竞争力，改善赤峰云铜的财务状况，为未来进一步扩大铜冶炼项目的生产能力打下基础。

此外，公司出资回购两家贸易公司的股权，将能提高公司对销售环节的管控能力。财务结构和管理效率一直是公司的软肋，三项费用率相比其他两家铜行业上市公司有较大差距，但同时也表明公司在这方面有着较大的改善空间。公司此次回购贸易公司股权，表明公司在扩张的同时，已经着手整理内部关系，提高运营效率，此次业绩预告中也明确指出公司管理提升带来各项费用的降低，未来公司三项费用持续有效降低值得期待。

公司报废部分固定资产，共造成 23,883,749.72 元的资产报废损失，影响公司 2010 年业绩约 0.02 元，对整体业绩影响较小。

公司 2009 年业绩预告与我们的预测 0.36 元/股相差不大，铜价上涨带来的盈利改善和内部管理提高带来的三项费用的降低已经在我们预期之中，以前的报告对此也有具体阐述，请参阅《云南铜业：盈利能力逐季明显上升》。此次业绩预告提供的信息较少，尚无法做出具体分析，最终的盈利分析还需要等到公司正式年报披露之后再作详细剖析。

分析师

叶 洮

0755-8249 2171

yetao@lhq.com

王 茜

0755-8236 4392

wangqianys@lhq.com

张 勇

0755-8212 5160

zhangyong@lhq.com

2009 年铜价走出了一波令人瞩目的大涨行情，全年共上涨 141%，云南铜业也从中获得了巨大的收益。进入 2010 年，情况又出现了一些新的变化，首先流动性收缩由预期走向现实，在资金宽裕不再的情况下，金融属性对铜价的影响力将下降，我们认为，2010 年铜价将更多地受基本面供需指引。

从基本面来看，2010 年铜延续过剩应是大概率事件。虽难以就 2010 年铜消费作精确预估，但若与 07 年作比较，我们认为 2010 年消费很难显著超越 07 年，但其面对的将是自 07 年已有及其后形成的供应能力，逻辑上应大于 07 年。

2009 年，在铜的商品属性和金融属性间的博弈中，金融属性占据了上风，进入 2010 年，两者的博弈仍将继续，预期铜价将在基本面供需情况好转和投资性需求收缩之间反复，但我们倾向于认为，基本面的改善将弱于金融属性下降带来的影响，铜价继续大幅上涨的动力或将不足。在流动性宽裕不在的情况下，公司的盈利提升和估值提升将存在一定的压力。

按照 10-11 年铜价 45000 和 48000 元/吨的假设，预计公司 10-11 年 EPS 分别为 1.06 和 1.69 元/股；维持公司“中性”评级。

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	19198	12379	13945	营业收入	25755	22805	26295	29819
现金	3801	1500	3040	3558	营业成本	25073	20307	23344	26020
应收账款	387	346	409	455	营业税金及附加	113	137	131	133
其他应收款	527	422	394	453	营业费用	319	342	237	239
预付账款	2763	1862	2054	2160	管理费用	695	867	526	537
存货	5723	14215	5836	6505	财务费用	933	595	414	235
其他流动资产	565	853	646	815	资产减值损失	1784	-33	0	0
非流动资产	7938	8510	8706	8734	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	0	0
固定资产	4757	5595	6099	6366	营业利润	-3056	490	1644	2656
无形资产	615	493	411	330	营业外收入	49	0	0	0
其他非流动资产	2056	1912	1686	1529	营业外支出	49	0	-23	0
资产总计	21705	27708	21085	22680	利润总额	-3056	490	1667	2656
流动负债	13641	17893	9763	9363	所得税	-151	74	250	398
短期借款	7454	5518	0	0	净利润	-2905	417	1417	2258
应付账款	1063	4061	3502	3903	少数股东损益	-113	25	83	133
其他流动负债	5124	8313	6261	5460	归属母公司净利润	-2792	392	1333	2125
非流动负债	3632	4966	5096	4992	EBITDA	-1592	1518	2560	3448
长期借款	3047	4349	4349	4349	EPS (元)	-2.22	0.31	1.06	1.69
其他非流动负债	585	617	747	643					
负债合计	17272	22859	14858	14354	主要财务比率				
少数股东权益	862	887	970	1103	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%	-11.5%	15.3%	13.4%
留存收益	-531	-139	1155	3121	营业利润	-394.6%	-83.9%	235.1%	61.6%
归属母公司股东权益	3570	3962	5256	7222	归属于母公司净利润	-386.2%	-85.9%	239.8%	59.4%
负债和股东权益	21705	27708	21085	22680	获利能力				
					毛利率 (%)	2.6%	11.0%	11.2%	12.7%
现金流量表					净利率 (%)	-10.8%	1.7%	5.1%	7.1%
单位: 百万元					ROE (%)	-78.2%	9.9%	25.4%	29.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	-17.1%	6.8%	23.8%	27.5%
经营活动现金流	-5148	485	8661	1496	偿债能力				
净利润	-2905	417	1417	2258	资产负债率 (%)	79.6%	82.5%	70.5%	63.3%
折旧摊销	531	433	502	557	净负债比率 (%)	66.58%	45.02%	29.27%	30.30%
财务费用	933	595	414	235	流动比率	1.01	1.07	1.27	1.49
投资损失	-107	100	0	0	速动比率	0.59	0.28	0.67	0.79
营运资金变动	-5465	-1078	6330	-1572	营运能力				
其他经营现金流	1866	18	-1	19	总资产周转率	1.02	0.92	1.08	1.36
投资活动现金流	-947	-956	-725	-585	应收账款周转率	47	53	59	59
资本支出	1478	920	698	585	应付账款周转率	23.21	7.93	6.17	7.03
长期投资	399	-3	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	930	-38	-27	0	每股收益 (最新摊薄)	-2.22	0.31	1.06	1.69
筹资活动现金流	857	-1831	-6396	-394	每股经营现金流 (最新摊薄)	-4.10	0.39	6.89	1.19
短期借款	-2200	-1936	-5518	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.84	3.15	4.18	5.75
长期借款	1265	1302	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-11.52	81.99	24.13	15.14
资本公积增加	-89	0	0	0	P/B	9.01	8.12	6.12	4.45
其他筹资现金流	1882	-1197	-878	-394	EV/EBITDA	-25	26	16	12
现金净增加额	-5235	-2301	1540	518					

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 2212 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 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，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。