

铜精矿自给率偏低限制盈利能力提升

—云南铜业 000878 调研报告


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

有色金属冶炼及压延加工业 2010-04-30

投资要点:

- **受益于铜价上涨, 公司盈利能力明显提升。**公司2009年销售收入达到161.84亿元, 比上年减少37.15%; 利润总额4.69亿元, 较上年增加115.25%, 净利润4.40亿元, 较上年增加115.04%, 实现每股收益0.30元。分季度来看, 公司单季度销售毛利率分别为3.47%、16.59%、14.57%、13.52%, 受益于铜价去年年初以来大幅上涨, 盈利能力有明显提升。4个季度分别实现每股收益为-0.207、0.101、0.182、0.216。第4季度在销售毛率略微下降的背景下, 每股收益环比增加, 主要是因为第4季度销售收入环比增加32.57%所致。
- **2010年一季度开局良好。**公司2010年一季度营业总收入较上年同期增加了3.62亿元, 增幅212.68%, 归属于母公司所有者的净利润较上年同期增加了42,558.55万元, 增幅163.29%, 实现每股收益0.131元。
- **资源自给率偏低限制公司盈利能力提升。**公司目前拥有45万吨的粗炼产能, 63万吨的精炼产能, 铜资源权益储量120万吨。2009年精炼铜生产28.67万吨, 生产铜精矿含铜6.33万吨, 铜精矿自给率22.08%。目前, 由于铜精矿供应紧张铜精矿TC/RC费用年初以来急剧下降, 目前只有7美元/吨、0.7美分/磅。公司铜精矿自给率过低严重限制了公司盈利能力的提升。
- **定向增发有助于提高公司铜精矿产量。**2009年7月, 公司发布定向增发预案, 拟向上市公司注入铜矿资源, 拟注入铜矿产量约为1.5万吨/年, 同时, 投资14亿元用于大红山深部扩建项目。这是未来可预见的公司铜精矿产量提高的主要途径。如果本次增发在2010年完成, 公司自产铜精矿含铜将达到7.10万吨; 而大红山深部扩建项目最早要在2012年产生效益。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16184	24372	29575	31705
收入同比(%)	-37%	51%	21%	7%
归属母公司净利润	373	740	913	1051
净利润同比(%)	-87%	98%	23%	15%
毛利率(%)	13.4%	11.9%	10.9%	11.0%
ROE(%)	9.6%	15.9%	16.4%	15.9%
每股收益(元)	0.30	0.59	0.73	0.84
P/E	82.95	41.85	33.89	29.44
P/B	7.93	6.67	5.57	4.68
EV/EBITDA	26	19	17	15

评级 中性(维持)

目标价格

当前价格

24.15

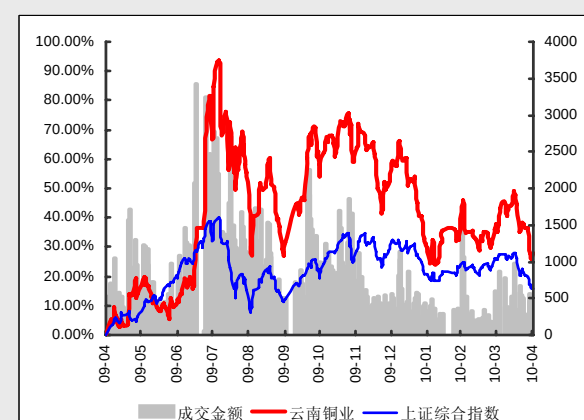
基础数据

总市值(百万)	30,349
总股本/流通股本(百万)	1,257/1,257
流通市值(百万)	30,349
每股净资产	3.25
净资产收益率	4.04

交易数据

52周内股价区间	38.65/18.92
09年市盈率	38.00
市净率	7.44

一年期走势图



行业研究员: 张志鹏

证书编号	S0820209120024
电话	021-32229888-3502
E-mail	zhangzhipeng@ajzq.com
	zzpforests@hotmail.com

相关报告

- **公司未来主要看点还是集团公司的资源注入。**云铜集团目前还拥有普朗铜矿、拉拉铜矿等矿山。普朗铜矿远景储量达到300万吨，集团公司控股70%，但由于普朗铜矿位靠近自然保护区，因此环评进展较慢，尽管注入上市公司的可能性很大，但时间上不能确定。拉拉铜矿属于四川省企业，铜储量80万吨，目前股份公司持股20%，集团公司持股40%。在向公司注入另外40%股权问题上没有得到地方政府的支持，未来注入的可能性较小。
- **维持“中性评级”。**2010 年度公司计划将生产高纯阴极铜32 万吨，自产铜精矿含铜5.68 万吨，硫酸50 万吨，黄金7.843 吨，白银295 吨，铁精矿64 万吨。我们预计公司2010、2011、2012EPS分别达到0.59元、0.73元、0.84元，PE分别为41.85、33.89、29.44，我们维持公司“中性”评级。

表1 公司铜资源储量

序号	公司名称	资源储量 (吨)	股权比例	权益储量 (吨)	品位
1.00	玉溪矿业股份有限公司	640553.68	100.00%	640553.68	0.81%
2.00	云南楚雄矿冶股份有限公司	104240.11	100.00%	104240.11	1.16%
3.00	云南迪庆矿业开发有限公司	325282.20	75.00%	243961.65	1.00%
4.00	金沙矿业股份有限公司	419202.90	51.00%	213793.48	0.97%
合计		1489278.89	3.26	1202548.92	

表2 产量假设

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
电解铜(万吨)	28.67	32.00	36.00	38.00
其中矿产铜（万吨）	6.33	6.00	7.30	7.60
铜杆(万吨)		5.00	8.00	8.00
硫酸(万吨)	72.46	50.00	70.00	70.00

黄金(公斤)	8104.00	7843.00	9000.00	10000.00
白银(公斤)	310000.00	295000.00	320000.00	340000.00

表3 价格假设

价格(不含税)	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
电解铜(元/吨)	39811.20	53000.00	54500.00	56000.00
铜杆(元/吨)	10686.18	53000.00	54500.00	56000.00
硫酸(元/吨)	241.20	400.00	450.00	450.00
黄金(元/克)	0.00	240.00	260.00	260.00
白银(元/公斤)	0.00	4000.00	4500.00	4500.00

公司研究

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	17684	14340	18798	18887
现金	2668	2000	2000	4249
应收账款	352	402	645	687
其他应收款	361	513	664	705
预付账款	2637	2292	3681	3645
存货	10979	8335	10820	8584
其他流动资产	687	797	989	1017
非流动资产	8796	9142	9408	9535
长期投资	518	400	439	426
固定资产	5162	6042	6436	6544
无形资产	632	643	635	632
其他非流动资产	2484	2057	1899	1933
资产总计	26480	23482	28206	28422
流动负债	17222	11993	14536	12327
短期借款	10090	4191	4547	2000
应付账款	2164	2440	3504	3588
其他流动负债	4969	5362	6485	6740
非流动负债	4468	5849	6922	7931
长期借款	4128	5428	6528	7528
其他非流动负债	340	421	394	403
负债合计	21690	17842	21458	20259
少数股东权益	887	1023	1200	1427
股本	1257	1257	1257	1257
资本公积	2823	2823	2823	2823
留存收益	-195	519	1450	2639
归属母公司股东权益	3903	4617	5548	6737
负债和股东权益	26480	23482	28206	28422

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1576	5407	70	5309
净利润	440	850	1108	1416
折旧摊销	542	522	603	661
财务费用	643	880	831	934
投资损失	-9	-42	-31	-34
营运资金变动	-61	3192	-2503	2322
其他经营现金流	22	4	62	10
投资活动现金流	-730	-645	-679	-584
资本支出	720	690	590	540
长期投资	-12	-114	38	-13
其他投资现金流	-21	-69	-51	-57
筹资活动现金流	-1980	470	1252	1071
短期借款	2636	-5899	357	-2547
长期借款	1082	1300	1100	1000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-21	0	0	0
其他筹资现金流	-5676	5068	-204	2619
现金净增加额	-1134	5231	643	5797

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16184	23672	30335	32315
营业成本	14010	20837	27049	28613
营业税金及附加	88	95	121	129
营业费用	232	284	334	355
管理费用	681	710	849	808
财务费用	643	880	831	934
资产减值损失	50	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	42	31	34
营业利润	490	907	1181	1509
营业外收入	26	10	10	10
营业外支出	46	11	10	10
利润总额	469	906	1181	1509
所得税	29	56	73	94
净利润	440	850	1108	1416
少数股东损益	67	136	177	226
归属母公司净利润	373	714	931	1189
EBITDA	1674	2310	2615	3105
EPS (元)	0.30	0.57	0.74	0.95

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-37.2%	46.3%	28.1%	6.5%
营业利润	-84.1%	85.3%	30.2%	27.8%
归属于母公司净利润	-86.7%	91.4%	30.3%	27.8%
获利能力				
毛利率(%)	13.4%	12.0%	10.8%	11.5%
净利率(%)	2.3%	3.0%	3.1%	3.7%
ROE(%)	9.6%	15.5%	16.8%	17.7%
ROIC(%)	6.2%	11.8%	11.1%	15.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	81.9%	76.0%	76.1%	71.3%
净负债比率(%)	69.64%	59.09%	55.86%	51.56%
流动比率	1.03	1.20	1.29	1.53
速动比率	0.39	0.50	0.55	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.95	1.17	1.14
应收账款周转率	37	53	49	41
应付账款周转率	8.68	9.05	9.10	8.07
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.57	0.74	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	4.30	0.06	4.22
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.67	4.41	5.36
估值比率				
P/E	82.95	43.34	33.26	26.03
P/B	7.93	6.70	5.58	4.59
EV/EBITDA	26	19	17	14

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。