

有色金属冶炼 II

云南铜业 (000878.SZ) / 28.12 元

资源自给率将提升，盈利能力改善

事项

近日我们就公司的经营情况和公司的注入资产预案等问题和公司的相关人员进行了深入沟通。

主要观点

- 1、在美联储的带领下，第二轮定量宽松货币政策启动，有利于铜价上升一个台阶。
- 2、公司的经营情况比较稳健，毛利率逐步上升。预计今年铜精矿产量 6 万吨，11 年 6.8 万吨，12 年 7.8 万吨，自产铜精矿炼铜毛利为 42%-45%。目前由于上游原材料的供给不足，冶炼产能利用率不高，生产成本没有达到规模效应，未来大股东的原材料支持是公司进一步成长的动力，毛利还有进一步提升的空间。预计全年阴极铜综合毛利率 11%-12%；铜杆线毛利率 10-12%；黄金毛利率 32%，白银毛利率 9%；硫酸毛利率 38%；铁精矿毛利率 44%。
- 3、集团资产注入再进一步，铜权益储量增加27万吨，资源自给率上升至20%。公司8月31日公布非公开发行预案，以不低于18.64元/股价格非公开发行3亿股，其中投资12.5亿元用于大红山铜矿3万t/a 精矿含铜-西部矿段采矿工程建设项目；投资19 亿元购买云铜集团持有的云南达亚有色金属有限公司100%股权、云南星焰有色金属有限公司100%股权、云南景谷矿冶股份有限公司71.27%股权和昆明西科工贸有限公司100%股权，权益储量增加27万吨，资源自给率由18%上升至20%。
- 4、三季度现货加工费上涨有利于公司外购铜精矿冶炼铜的毛利率，公司每年大约需进口10万吨铜精矿，其中长单占70%，现货占30%。
- 5、假设 10/11/12 年铜价均价为 60000/63000/65000；预计 10/11/12 年 EPS 分别为 0.41/0.55/0.98；对应的 PE 分别为 68/51/28 倍。

研究员：高羽

Tel: 010-59370853

Email: gaoyu@hczq.com

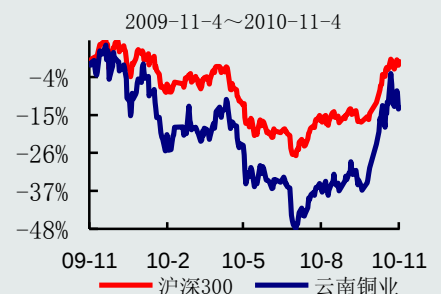
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	125669
流通 A 股/B 股(万股)	125667/0
资产负债率(%)	81.91
每股净资产(元)	3.11
市盈率(倍)	94.70
市净率(倍)	9.04
12 个月内最高/最低价	34.68/16.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	17684	19200	25943	29717
现金	2668	6351	11279	12486
应收账款	352	420	472	533
其它应收款	361	364	417	381
预付账款	2637	2643	2560	2465
存货	10979	8497	10381	12889
其他	687	925	833	963
非流动资产	8796	8532	8281	8033
长期投资	518	579	536	544
固定资产	5162	4770	4377	3984
无形资产	632	639	582	548
其他	2484	2544	2787	2956
资产总计	26480	27732	34224	37750
流动负债	17222	16477	15733	16458
短期借款	10090	9066	8870	9342
应付账款	2164	1441	1556	1720
其他	4969	5970	5307	5396
非流动负债	4468	5920	6949	8055
长期借款	4128	5262	6422	7547
其他	340	658	528	508
负债合计	21690	22397	22682	24513
少数股东权益	887	939	1029	1225
股本	1257	1257	1557	1557
资本公积金	2823	2823	7835	7835
留存收益	-195	316	1121	2620
归属母公司股东权益	3885	4396	10513	12012
负债和股东权益	26480	27732	34224	37750

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1576	4509	-737	430
净利润	440	563	938	1725
折旧摊销	542	480	485	483
财务费用	643	789	743	763
投资损失	-9	-89	-68	-55
营运资金变动	-61	2081	-2947	-2130
其它	22	685	112	-356
投资活动现金流	-730	-200	158	-18
资本支出	720	0	0	0
长期投资	-12	70	-45	7
其他	-21	-130	112	-11
筹资活动现金流	-1980	-626	5508	795
短期借款	2636	-1024	-196	472
长期借款	1082	1133	1160	1125
普通股增加	0	0	300	0
资本公积增加	0	0	5012	0
其他	-5697	-735	-768	-802
现金净增加额	-1134	3683	4929	1207

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16184	23684	25980	27710
营业成本	14010	20309	21901	22992
营业税金及附加	88	129	141	151
营业费用	232	339	372	397
管理费用	681	997	1094	1166
财务费用	643	789	743	763
资产减值损失	50	637	823	503
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	9	89	68	55
营业利润	490	583	994	1823
营业外收入	26	55	43	41
营业外支出	46	52	50	49
利润总额	469	586	987	1815
所得税	29	22	49	90
净利润	440	563	938	1725
少数股东损益	67	52	90	196
归属母公司净利润	373	511	848	1529
EBITDA	1674	1851	2222	3069
EPS（元）	0.30	0.41	0.55	0.98

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-37.2%	46.3%	9.7%	6.7%
营业利润	-84.1%	19.0%	70.6%	83.4%
归属母公司净利润	-86.7%	36.9%	66.0%	80.2%
获利能力				
毛利率	13.4%	14.2%	15.7%	17.0%
净利率	2.3%	2.2%	3.3%	5.5%
ROE	9.6%	11.6%	8.1%	12.7%
ROIC	6.2%	9.4%	10.0%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	81.9%	80.8%	66.3%	64.9%
净负债比率	69.64%	67.98%	71.51%	72.59%
流动比率	1.03	1.17	1.65	1.81
速动比率	0.39	0.61	0.94	0.99
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.87	0.84	0.77
应收帐款周转率	44	61	58	55
应付帐款周转率	8.68	11.27	14.61	14.04
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.41	0.68	1.22
每股经营现金	1.25	3.59	-0.59	0.34
每股净资产	3.09	3.50	8.37	9.56
估值比率				
P/E	94.44	68.96	51.45	28.54
P/B	9.07	8.02	4.15	3.63
EV/EBITDA	29	26	22	16

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801