

有色金属行业

云南铜业（000807）

公司调研报告

评级：买入（首次评级）

收盘价（元） 22.27 元

目标价（元） 元

市场数据

52 周最高/最低(元)

市净率

总股本(百万) 1420

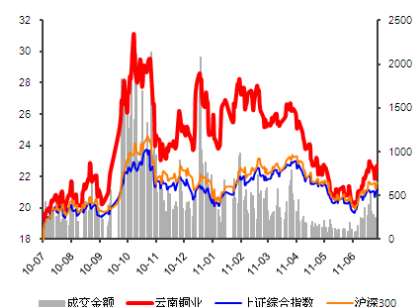
流通 A 股(百万) 1260

流通 B 股/H 股(百万) -/-

总市值(百万元)

流通 A 股市值(百万元)

相对股价表现



相关研究

有色金属行业研究小组

联系人

蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

行业景气度高企，铜资源外延扩张潜力巨大

公司经营模式：公司经营模式主要为铜矿采选和铜冶炼，另外附加部分铜材加工产能。公司总计拥有铜权益储量达 169.2 万吨，原矿品位介于 0.8%-1.2% 之间。以铜金属量算，目前公司铜精矿产能为 5.4 万吨。冶炼产能方面，精炼铜产能公司总计为 65 万吨左右，其中本部约 55 万吨，赤峰云铜 10 万吨。铜材加工方面公司拥有铜杆产能 10 万吨。

非公开增发提高资源储量：公司本次非公开增发以 18.64 元/股的价格发行了 1.59 亿股，募集资金用于全资子公司玉溪矿业有限公司的增资和购买云铜集团持有的云南达亚、云南星焰、昆明西科工贸的 100% 股权、景谷矿冶 71.27% 股权，收购股权项目合计权益铜储量达 27.1 万吨。我们认为收购价格处于合理区间，收购完成将增厚公司业绩，降低公司目前估值水平，且增发注入铜矿存在新增储量预期。

后续资产注入预期强烈：集团资源储量巨大，权益储量（铜金属量）达 677 万吨，其中普朗铜矿探明储量为 500 余万吨，考虑远景储量，有望成为中国第一大铜矿，规划建设一期年产 5 万吨铜精矿（铜金属量）工程，二期工程产能为年产 10 万吨铜精矿（铜金属量）工程。普朗铜矿位于“三江”成矿带核心地段，由于环保问题采矿权等事宜受到延迟，从目前情况来看，今年年内可能完成各项审批。我们认为普朗矿的注入事宜有望于两年内启动。

盈利预测、估值与投资建议：我们预计未来三年公司营业收入分别为 299.8、317.2、329 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 12.95、18.52、20.6 亿元，每股收益分别为 0.9、1.3、1.45 元，对应 PE 分别为 24、17、15 倍，**业绩增速明显，且未来公司巨大的资源扩张潜力，我们给予公司“买入”评级。**

财务与估值数据摘要

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	31712.72	29986.35	31728.30	32907.66
增长率 (%)	95.95%	-5.44%	5.81%	3.72%
归属母公司股东净利润	431.39	1295.12	1852.40	2062.71
增长率 (%)	15.61%	200.22%	43.03%	11.35%
每股收益 (EPS)	0.305	0.914	1.308	1.456
净资产收益率 (ROE)	10.35%	23.71%	25.33%	22.00%
市盈率 (P/E)	73.12	24.36	17.03	15.29
市净率 (P/B)	7.57	5.78	4.31	3.36

目录

经营模式：采选+冶炼+加工	3
采选业务	3
冶炼业务	4
加工业务	4
铜矿资源持续注入 后续注入预期强烈	5
非公开增发提高铜资源储量	5
增发价格测算	5
注入铜矿存在新增储量预期	6
后续资产注入预期强烈	7
盈利预测与估值	8

经营模式：采选+冶炼+加工

采选业务

公司经营模式主要为铜矿采选和铜冶炼，另外附加部分铜材加工产能。目前公司现有铜矿资产为玉溪矿业大红山铜矿、楚雄矿冶公司（六苴矿床和凹地苴矿床）、金沙矿业公司（汤丹矿、因民矿、滥泥矿）、迪庆矿业和凉山矿业，总计拥有铜权益储量达 169.2 万吨，原矿品位介于 0.8%-1.2%之间。

表 1 现有矿产资源一览

现有矿产资源	权益	铜金属量（万吨）	铜平均品位	其他（万吨）
玉溪矿业大红山铜矿	100%	82.61	0.81%	
楚雄矿冶	六苴矿床 100%	16.74	1.19%	
	凹地苴矿床 100%			
金沙矿业	汤丹矿 51%	35.67	0.92%	
	因民矿 51%			
	滥泥坪 51%			
迪庆矿业羊拉铜矿里农矿段	75%	55.81	1%	
凉山矿业	20%	49		1（镍）
权益储量合计		169.2		0.2（镍）

资料来源：公司公告；德邦研究

以铜金属量算，目前公司铜精矿产能为 5.4 万吨，其中玉溪矿业产能为 2.9 万吨，楚雄矿冶为 0.8 万吨，金沙矿业 1 万吨，迪庆矿业 0.7 万吨。

玉溪矿业是云南铜业的全资子公司，也是铜精矿主要生产地。以 2006 年 5 月 31 日为基准日，玉溪矿业所属大红山铜矿铜保有资源储量为金属量 64 万吨以上。矿石量 7956 万吨，品位为 0.81%，伴生铁品位为 21.95%，伴生金金属量 7749 千克，金品位为 0.18 克/吨；伴生银金属量 100637 千克，银品位为 1.86 克/吨。玉溪矿业所属大红山铜矿设计生产规模为 250 万吨/年矿石量，铜精矿年生产能力为 2.25 万吨，下属其他矿山可年产铜精矿 0.5 万吨，加上收购矿区周边铜精矿原料，玉溪矿业每年可提供铜原料 3 万吨以上。除矿山产能外，玉溪矿业控股子公司易门铜业可年产粗铜 5 万吨，其原料主要来源于云铜集团进口铜精矿与国内市场采购。

楚雄矿冶也是云南铜业的全资子公司，六苴矿床、凹地苴矿床保有资源储量为铜金属量 104,240.11 吨，其中六苴矿床保有储量为：矿石量 563.73 万吨，品位 1.15%，铜金属量 3373251.74 吨，银金属量：157.78 吨。凹地苴矿床保有储量为：262.77 万吨，金属量 30988.37 吨，品位 1.18%，银金属量 35.82 吨，银品位：13.91 克/吨。

冶炼业务

冶炼产能方面，精炼铜产能公司总计为 65 万吨左右，其中本部约 55 万吨，赤峰云铜 10 万吨。

表 2 精炼产能分布

电解铜	产能（万吨）	备注
本部	5	
赤峰云铜	10	
汇总	65	
增发新增注入		
景谷矿冶	0.14	
汇总	65.14	

资料来源：德邦研究

粗铜产能约 40 万吨，其中，公司本部 25 万吨，玉溪矿业控股子公司易门铜业粗铜产能 5 万吨，滇中有色 10 万吨。

表 3 粗铜产能分布

粗铜	产能（万吨）	备注
本部 ISA	25	
易门铜业	5	密闭鼓风炉，计划 2011 年底前淘汰，但有可能推迟
楚雄滇中有色	10	
汇总	40	

资料来源：德邦研究

副产品方面，公司本部拥有黄金产能 6 吨，白银 350-400 吨，本部硫酸产能 65 万吨，楚雄滇中有色 5 万吨左右。

表 4 副产品产能分布

黄金	产能（吨）	备注
本部	6	
白银	产能（吨）	备注
本部	350~400	
硫酸	产能（万吨）	备注
本部	65	
楚雄滇中有色	5	不稳定，平均为 5 万吨/年
汇总	70	

资料来源：德邦研究

加工业务

铜材加工方面公司拥有铜杆产能 10 万吨。

铜矿资源持续注入 后续注入预期强烈

非公开增发提高铜资源储量

公司本次非公开增发以 18.64 元/股的价格发行了 1.59 亿股，募集资金用于：

（一）向全资子公司玉溪矿业有限公司增资，主要用于投资大红山铜矿 3 万 t/a 精矿含铜-西部矿段采矿工程建设项目。该项目总投资 129,272.17 万元。

（二）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、昆明西科工贸有限公司 100%股权，上述资产转让价格按照评估值 190,285.72 万元确定。

收购云铜集团旗下股权项目中，云南达亚、云南星焰主营业务为铜矿采选，景谷矿冶为铜矿采选和冶炼一体化公司。收购股权项目合计权益铜储量达 27.1 万吨。

表 5 非公开增发注入铜矿资产

非公开增发注入铜矿资产		权益	铜金属量（万吨）	铜平均品位	其他（万吨）
云南达亚	凤山铜矿	100%	8.216	0.79%	
	狮子山铜矿	100%	6.6544	0.56%	
	红龙厂铜矿	100%	0.6225	0.83%	
	米底莫铜铁矿	100%	4.5994	0.61%	
景谷矿冶	宋家坡铜矿	71.27%	3.92	1.00%	
星焰有色	牟定桂山铜矿	100%	0.3871	0.87%	
	郝家河铜矿	100%	3.827	1.09%	
权益储量合计			27.1		

资料来源：公司公告；德邦研究

增发价格测算

我们统计 2010 年一季度末的四家公司的净资产等项目，净资产总和扣除少数股东权益为 83307.5 万元，此次股权收购价格为 190285.72 万元，收购 PB 为 2.28，按 09 年净利润计算，收购 PE 为 24 倍。收购 PB 远低于目前公司估值和同比铜业上市公司估值，且考虑到 09 年铜均价远低于 10 年和 11 年，09 年盈利能力处于较低水平，以 09 年业绩计，收购 PE 有所高估。我们认为收购价格处于合理区间，收购完成将增厚公司业绩，降低公司目前估值水平。

表 6 收购子公司基本数据

单位：万元	2010 年一季度末净资产	少数股东权益	铜精矿产能（含铜量）/吨	09 年净利润
云南达亚	71385	8499	7000	6335.8
云南星焰	6816.5	0	2000	328

景谷矿冶	5152.5	0	1000	-1088
西科工贸	8452.5	0	0	2215.2
合计	91806.5	8499	10000	7791

资料来源:公司公告; 德邦研究

本次非公开发行股票后,公司募集资金净额为29.16亿元,公司总资产和净资产将相应增加,资产负债率将显著下降,公司的资本结构、财务状况将得到改善,财务风险将降低,公司抗风险能力将得到提高。

表 7 本次发行对公司截至 2010 年 12 月 31 日的资产结构影响

项目	发行前	发行后	增长率
资产总额(万元)	3222612.18	3514308.83	9.05%
归属于母公司所有者的权益(万元)	416670.46	708367.11	70.01%
每股净资产(元)	3.32	5	50.00%
资产负债率	83.61%	9.84%	

资料来源:公司公告, 德邦研究

注入铜矿存在新增储量预期

云南达亚矿业权均为采矿权,云南星焰有 2 张采矿权和 7 张探矿权,景谷矿冶有 1 张采矿权和 4 张探矿权。

表 8 探矿权

公司	探矿权项目	勘查面积(平方公里)	评估价值(万元)
云南星焰	云南省牟定县大古岩铜矿普查探矿权	28.57	82.25
	云南省禄丰县新庄铜矿普查探矿权	26.4	76.3
	云南省牟定县老虎洞铜矿普查探矿权	22.13	89.63
	云南省禄丰县大龙树铜矿普查探矿权	29.51	119.52
	云南省禄丰县大海波铜多金属矿普查探矿权	3.11	1,012.56
	云南省牟定县郝家河铜矿床外围大板桥铜矿普查探矿权	40.47	2,094.96
	云南省牟定县新桥铜矿普查探矿权	8.56	7,181.47
景谷矿冶	宋家坡铜矿勘探探矿权	7.81	11,100.17
	半坡金多金属矿普查探矿权	18.82	57.78
	孔家村金矿普查探矿权	13.82	42.43
	竹林梯矿点普查探矿权	3.55	7.24

资料来源:公司公告; 德邦研究

此次定增收购的集团矿产中,云南达亚红龙厂铜矿可能有 20~30 万吨储量新增,云南星焰的郝家河铜矿床外围大板桥铜矿普查探矿权已完成探矿在申请采矿,可能有 20 万吨左右的新增储量。

云南景谷矿冶宋家坡铜矿勘探探矿权的位置与目前已经开采的宋家坡铜矿处于同一位置。基本上矿产品的品位应该也差不多。但该探矿权区域是已开采的宋家坡铜矿面积的 17.81 倍。按照上述假设，预估该部分探矿权资源储量应为 69.82 万吨。

表 9 宋家坡铜矿数据

项目	面积（平方公里）	品位	储量（万吨）	评估价值（万元）
宋家坡铜矿	0.4385	1.00%	3.92	2,778.33
宋家坡铜矿勘探探矿权	7.81			11,100.17

资料来源：公司公告；德邦研究

后续资产注入预期强烈

此次股权收购项目并未涉及关注度最高的普朗铜矿，普朗铜矿是集团旗下资源储量最大的矿山，目前普朗铜矿隶属迪庆有色金属公司，迪庆有色由云南铜业集团公司、云南地矿资源公司、云南华西矿产资源和迪庆州投资公司组建而成，云铜集团权益占比为 70%。普朗铜矿探明储量为 500 余万吨，考虑远景储量，普朗有望成为中国第一大铜矿，目前已投资 6000 万美元，建设一期年产 5 万吨铜精矿（铜金属量）工程，日处理矿石规划量为 3.8 万 t，二期工程产能为年产 10 万吨铜精矿（铜金属量）工程。

普朗铜矿位于金沙江、澜沧江、怒江“三江”成矿带核心地段，由于环保问题采矿权等事宜受到延迟，但目前普朗矿区域的边界细化从三江并流区调出的方案已获得联合国教科文组织第 34 届世界遗产大会的审议和通过，从目前情况来看，今年年内可能完成各项审批。我们认为普朗矿的注入事宜两年内启动。

云铜集团除普朗矿之外，还有其他众多矿山资产，如下表所示。

表 10 集团矿山资产分布

集团资产	权益比重	铜金属量（万吨）	品位	其他（万吨）
凉山矿业 (40%)	拉拉矿业	49		
	鑫联矿业			
	五龙富民			
	昆鹏铜业	90%		
楚雄思远	大姚桂花	16.4		
	永仁直苴			
	云南思茅			
	普洱矿冶			
	中城矿业			
磨憨光明 (100%)	道班河铜矿	100%		
	南木窝河铜矿	100%		447.09（铁）
	柯泰公司	100%		
九顶山矿业	68.33%	3.6		4.7（钼）

迪庆有色	普朗铜矿	70%	500
	洪鑫雪鸡	70%	16
	坪铜矿		
拉萨天利	尼木铜矿	90%	300
集团相关权益储量合计			677.6

资料来源:德邦研究

盈利预测与估值

盈利预测假设

我们假设国内铜价（元/吨）未来三年均价分别为 61076、64741、67978；LME 铜价（美元/吨）未来三年均价分别为 9550、10123、10629。粗炼费（美元/吨）分别为 80、90、90。

表 11 价格假设

价格预测	2011E	2012E	2013E
国内铜价（元/吨）	61076	64741	67978
同比增速		6%	5%
LME 铜价（美元/吨）	9550	10123	10629
同比增速		6%	5%
TC（美元/吨）	80	90	90
国内加工费比例（%）	15%	15%	15%
国内金价（元/克）	315	335	340
国内银价（元/公斤）	8015	8496	8510
铁精粉价格（元/吨）	1000	1000	1000
硫酸价格（元/吨）	600	700	700
汇率（人民币/美元）	6.56	6.4	6.3

我们假设自产铜精矿（金属量，万吨）分别为 5.4、6.3、6.3，阴极铜未来三年产量均为 35 万吨。

表 12 产量假设

产量预测（万吨/吨）	2011E	2012E	2013E
自产铜精矿（铜金属量）	5.4	6.3	6.3
外购铜精矿（铜金属量）	15	15	15
国内采购铜精矿（铜金属量）	16	15	15
阴极铜（万吨）	35	35	35
金（吨）	8.3	8.3	8.3
银（吨）	350	350	350
铁精粉（万吨）	65	65	65
硫酸（万吨）	90	95	95

盈利预测与估值

经测算,我们预计未来三年公司营业收入分别为 299.8、317.2、329 亿元,归属于上市公司股东的净利润分别为 12.95、18.52、20.6 亿元,每股收益分别为 0.9、1.3、1.45 元,对应 PE 分别为 24、17、15 倍,业绩增速明显,且未来公司巨大的资源扩张潜力,我们给予公司“买入”评级。

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	16184.28	31712.72	29986.35	31728.30	32907.66
减：营业成本	14009.74	29226.14	26051.66	26814.28	27606.51
营业税金及附加	88.06	88.73	83.90	88.77	92.07
营业费用	231.90	292.38	276.47	292.53	303.40
管理费用	681.24	793.22	750.04	793.61	823.10
财务费用	642.68	698.63	781.97	817.98	829.81
资产减值损失	50.00	36.32	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	9.02	53.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	489.69	631.19	2042.32	2921.12	3252.76
加：其他非经营损益	-20.42	47.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	469.27	678.71	2042.32	2921.12	3252.76
减：所得税	29.06	100.47	306.35	438.17	487.91
净利润	440.20	578.24	1735.97	2482.95	2764.85
减：少数股东损益	67.06	146.84	440.85	630.55	702.14
归属母公司股东净利润	373.14	431.39	1295.12	1852.40	2062.71

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3424.69	3857.27	299.86	317.28	3699.89
应收和预付款项	3776.89	3721.96	5448.21	4078.91	5754.47
存货	10979.08	14480.39	6212.94	15086.15	6842.22
其他流动资产	248.35	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	518.01	507.11	507.11	507.11	507.11
投资性房地产	2.49	2.38	1.96	1.54	1.12
固定资产和在建工程	6853.82	7998.03	7001.48	6004.92	5008.36
无形资产和开发支出	632.68	1024.44	884.39	744.34	604.30
其他非流动资产	455.15	893.44	618.58	343.71	343.71
资产总计	26891.17	32485.02	20974.53	27083.97	22761.18
短期借款	10089.55	16454.33	3763.77	6518.15	0.00
应付和预收款项	5033.10	5550.65	4994.75	5866.86	5297.38
长期借款	4128.34	4374.00	4374.00	4374.00	4374.00
其他负债	2850.35	825.21	825.21	825.21	825.21
负债合计	22101.33	27204.19	13957.73	17584.22	10496.59
股本	1256.69	1256.69	1256.69	1256.69	1256.69
资本公积	2823.07	2646.47	2646.47	2646.47	2646.47
留存收益	-176.96	263.54	1558.66	3411.07	5473.77
归属母公司股东权益	3902.80	4166.70	5461.82	7314.23	9376.94

少数股东权益	887.04	1114.12	1554.97	2185.52	2887.66
股东权益合计	4789.84	5280.83	7016.80	9499.75	12264.60
负债和股东权益合计	26891.17	32485.02	20974.53	27083.97	22761.18

现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	1782.80	-406.28	9875.13	-2218.98	10280.57
投资性现金净流量	-729.78	-1517.21	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-1979.94	2410.86	-13432.53	2236.40	-6897.96
现金流量净额	-926.93	487.37	-3557.40	17.42	3382.61

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。