

云南铜业 (000878.SZ)

资产质量提升, 现金流强劲

增持

核心观点

2022年公司归母净利润同比增长业绩增长179%。2022年实现营业收入1349亿元(+6.2%)，归母净利润18.09亿元(+178.6%)，扣非归母净利润18.11亿元(+395%)，经营活动产生的现金流量净额60.76亿元(+19.9%)。其中2022Q4单季营收369亿元(+8.2%)，归母净利润3.27亿元(-58.3%)，扣非归母净利润3.78亿元(+308%)。公司在2022年盈利大增主因铜冶炼利润增厚，以及抓住价格高位及时对自产铜精矿作价。

计提各项资产减值准备5.91亿元。2022年计提信用减值损失133万元，计提存货跌价准备4.4亿元，计提固定资产减值准备1.5亿元，减少2022年度合并报表利润总额5.91亿元。

公司盈利增长主要来自铜冶炼和期货保值收益。2022年公司毛利润65.3亿元，同比增加13.6亿元，其中阴极铜板块增加12.8亿元，是主要的盈利增长点；贵金属毛利润同比下降2亿元，硫酸毛利润同比增加1.2亿元。2022年公司并表矿山铜产量从2021年7.57万吨下降到2022年6.26万吨。

冶炼环节，公司并表阴极铜产量134.9万吨，与2021年几乎持平。不同的精矿加工费口径：2022年上海有色网报的周度铜精矿TC均价为77.6美元/吨，2021年约为46.4美元/吨，铜精矿现货加工费涨幅明显；年度长单加工费增加9美元/吨。粗略测算精矿加工费每增加10美元/吨，冶炼利润增加400元/吨，公司阴极铜年产销量约134万吨，加工费上涨带来的盈利增量就有5.4亿元。

风险提示：矿山铜产量下降，铜精矿加工费低于预期。

投资建议：维持“增持”评级。

我们假设2023-2025年铜现货含税价均为68000元/吨，铜精矿长单TC均为84美元/吨，硫酸价格为300元/吨，黄金价格425元/克，白银价格5200元/千克。由于对铜价、贵金属价格假设上调，以及铜精矿加工费上调，我们上调了公司盈利预测，预计2023-2025年归母净利润21.55/22.10/23.22亿元（原预测值2023-2024年归母净利润分别为12.92/13.36亿元），同比增速19.1%/2.6%/5.0%；摊薄EPS分别为1.08/1.10/1.16元，当前股价对应PE分别为12.3/12.0/11.5x。公司借助近几年铜行业高景气周期，资产质量得到提升，现金流强劲，今年有望继续受益于铜精矿加工费上行，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	127,058	134,915	135,002	135,002	135,002
(+/-%)	44.0%	6.2%	0.1%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	649	1809	2155	2210	2322
(+/-%)	71.0%	178.6%	19.1%	2.6%	5.0%
每股收益(元)	0.38	0.90	1.08	1.10	1.16
EBIT Margin	2.2%	3.2%	3.6%	3.6%	3.6%
净资产收益率 (ROE)	7.0%	13.7%	14.6%	13.6%	13.0%
市盈率 (PE)	34.8	14.7	12.3	12.0	11.5
EV/EBITDA	11.4	8.8	8.1	8.0	7.9
市净率 (PB)	2.44	2.01	1.81	1.64	1.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师: 刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师: 焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	13.28元
总市值/流通市值	26608/22571百万元
52周最高价/最低价	13.91/9.70元
近3个月日均成交额	359.42百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

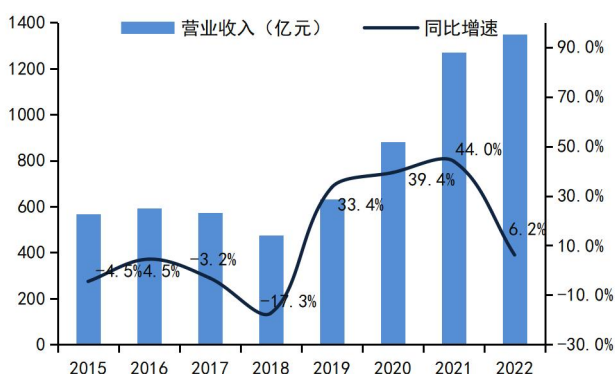
- 《云南铜业(000878.SZ)-定增申请获批, 公司铜资源量进一步提升》——2022-08-29
- 《云南铜业(000878.SZ)-受益于精矿加工费上行, 冶炼环节利润有望增厚》——2022-03-31
- 《云南铜业-000878-2021年半年报点评: 受益铜价上涨, 扣非利润增加》——2021-08-27

2022 年公司归母净利润同比增长业绩增长 179%。2022 年实现营收 1349 亿元 (+6.2%)，归母净利润 18.09 亿元 (+178.6%)，扣非归母净利润 18.11 亿元 (+395%)，经营活动产生的现金流量净额 60.76 亿元 (+19.9%)。其中 2022Q4 单季营收 369 亿元 (+8.2%)，归母净利润 3.27 亿元 (-58.3%)，扣非归母净利润 3.78 亿元 (+308%)。公司在 2022 年盈利大增主因加强市场分析研判，稳健实施营销策略，抓住价格高位时及时对自产铜精矿作价。

计提各项资产减值准备 5.91 亿元。2022 年计提信用减值损失 133 万元，计提存货跌价准备 4.4 亿元，计提固定资产减值准备 1.5 万元，减少 2022 年度合并报表利润总额 5.91 亿元。

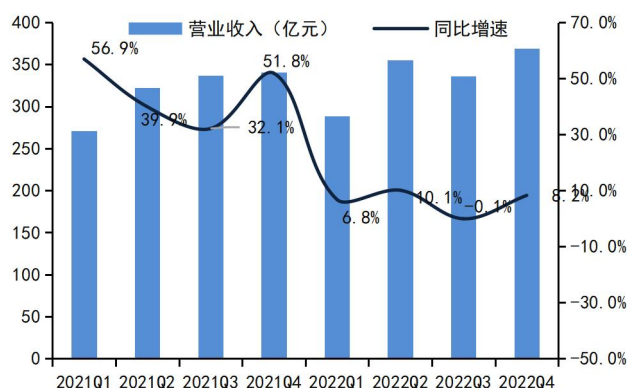
2022 年度拟现金分红 8.0 亿元。公司拟以 2022 年末总股本 20.04 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 4 元（含税），合计分配现金股利人民币 8.01 亿元。

图1：云南铜业营业收入及增速（单位：亿元、%）



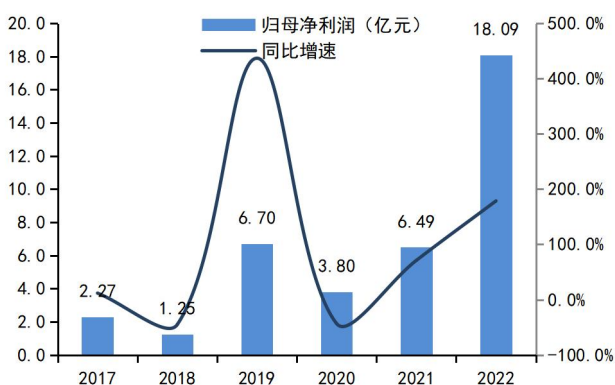
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云南铜业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云南铜业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：云南铜业单季归母净利润（单位：亿元）



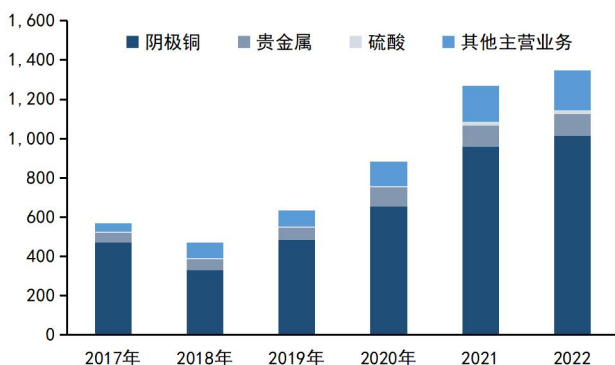
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司盈利增长主要来自铜冶炼和期货保值收益。如下图所示，2022 年公司毛利润 65.3 亿元，同比增加 13.6 亿元，其中阴极铜版块增加 12.8 亿元，是主要的盈利增长点；贵金属毛利润同比下降 2 亿元，硫酸毛利润同比增加 1.2 亿元。根据长江有色网报价，2022 年现货铜均价 67463 元/吨，比 2021 年下降了 1111 元/吨；铜精矿长单加工费从 2021 年 56 美元/吨增加到 2022 年 65 美元/吨；公司并表矿

山铜产量从 2021 年 7.57 万吨下降到 2022 年 6.26 万吨。

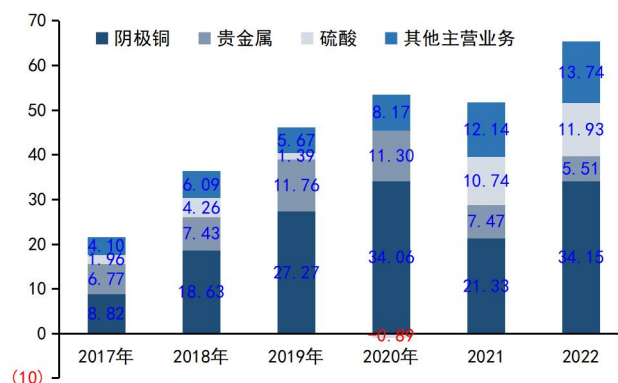
冶炼环节，公司并表阴极铜产量 134.9 万吨，与 2021 年几乎持平。2022 年上海有色网报的周度铜精矿 TC 均价为 77.6 美元/吨，2021 年约为 46.4 美元/吨，铜精矿现货加工费涨幅明显；年度长单加工费如上所述增加 9 美元/吨；CSPT 季度价格平均到年份，2022 年均价为 80.75 美元/吨，2021 年为 61 美元/吨。公司铜精矿采购有长单也有短单，无法精确测算公司实际加工费变化，粗略测算精矿加工费每增加 10 美元/吨，冶炼利润增加 400 元/吨，公司阴极铜年产销量约 134 万吨，加工费上涨带来的盈利增量有 5.4 亿元。因此公司 2022 年盈利增长主要依靠精矿加工费上涨，冶炼环节利润增厚，以及期货套期保值收益。

图5: 云南铜业营收构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 云南铜业毛利润构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 公司并表铜精矿产量 (万吨)

矿山	迪庆有色	玉溪矿业	楚雄矿冶	金沙矿业	迪庆矿业	凉山矿业	思茅山水	并表矿山铜产量
权益	88.24%	100%	100%	63.41%	75%	20%	45%	-
2018	3.61	2.19	0.63	0.97	0.6	-	-	8.00
2019	4.8	2.29	0.67	0.41	0.26	-	-	8.43
2020	6.08	2.3	0.64	0.5	0.29	-	-	9.81
2021	4.89	1.95	0.37	0.13	0.23	-	-	7.57
2022	3.64	1.91	0.46	-	0.25	-	-	6.26

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 公司权益铜金产量 (万吨)

矿山	迪庆有色	玉溪矿业	楚雄矿冶	金沙矿业	迪庆矿业	凉山矿业	思茅山水	权益矿山铜产量
权益	88.24%	100%	100%	63.41%	75%	20%	45%	-
2018	1.81	2.19	0.63	0.62	0.45	0.36	0.52	6.45
2019	2.40	2.29	0.67	0.26	0.20	0.28	0.53	6.58
2020	3.04	2.30	0.64	0.32	0.22	0.3	0.49	7.24
2021	2.45	1.95	0.37	0.08	0.17	0.25	0.49	5.75
2022	3.21	1.91	0.46	-	0.19	-	-	5.77

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表3: 公司并表阴极铜产量 (万吨)

炼厂名称	西南铜业	赤峰云铜	东南铜业	并表产量

权益	100%	45%	60%	-
2018	52.5	15.52	-	68.02
2019	52.6	26.79	32.12	111.51
2020	53.7	41.8	35.4	130.9
2021	50.3	42.92	41.51	134.73
2022	51.73	43.09	40.1	134.92

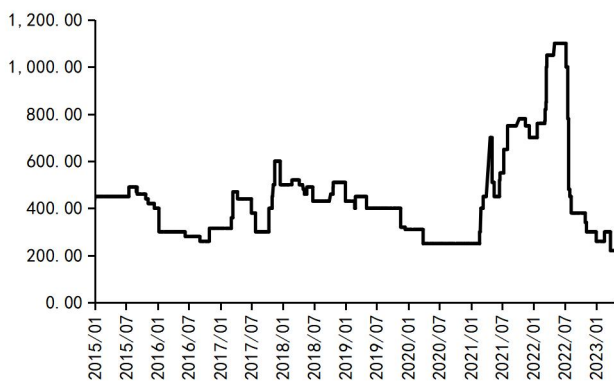
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表4：公司权益阴极铜产量（万吨）

	西南铜业	赤峰云铜	东南铜业	权益产量
权益	100%	45%	60%	-
2018	52.5	6.984	-	59.48
2019	52.6	12.06	19.27	83.93
2020	53.7	18.81	21.24	93.75
2021	50.3	19.31	24.91	94.52
2022	51.73	19.39	24.06	95.18

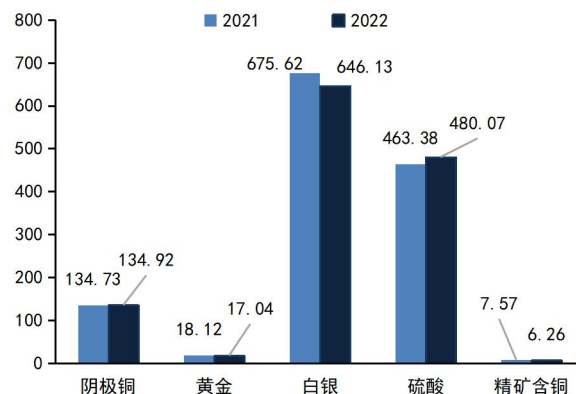
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：山东某厂硫酸出厂价（元/吨）



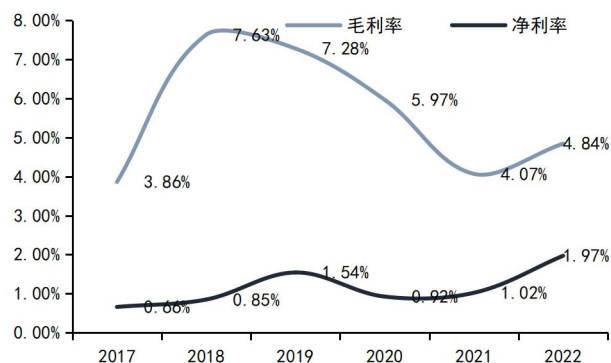
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：主要产品产量对比（单位：万吨，贵金属单位：吨）



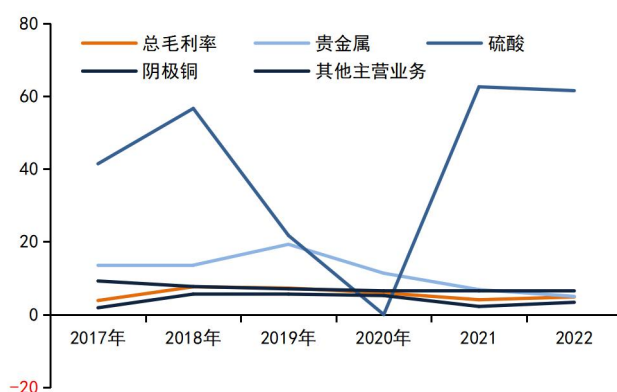
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：云南铜业毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

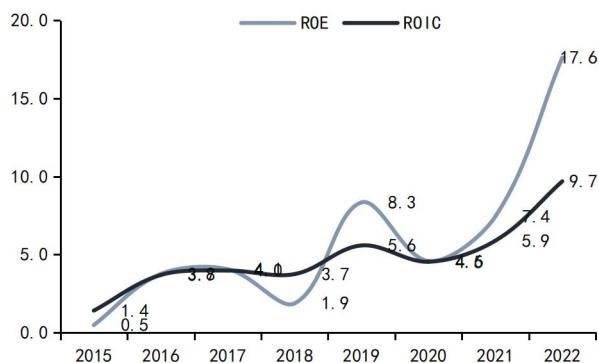
图10：云南铜业分产品毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

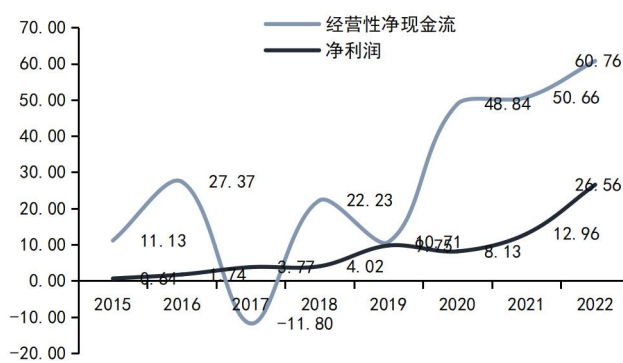
现金流强劲，资产负债率明显下降。2022 年公司经营性净现金流达到 60.8 亿元，近 3 年公司经营性净现金流一直维持在 50 亿元附近或更高。截至 2022 年末，公司资产负债率下降到 59.8%。其中短期借款从期初 56.5 亿元下降到期末 29.8 亿元，长期借款从期初 123 亿元下降到期末 89.5 亿元，公司 2022 年财务费用为 7.4 亿元，比 2021 年下降近 2 亿元。公司去年定增募集资金 26.7 亿元用于控股子公司迪庆有色少数股权，募集资金到位后总资产和净资产同时增加。

图 11: 云南铜业 ROE 和 ROIC (%)



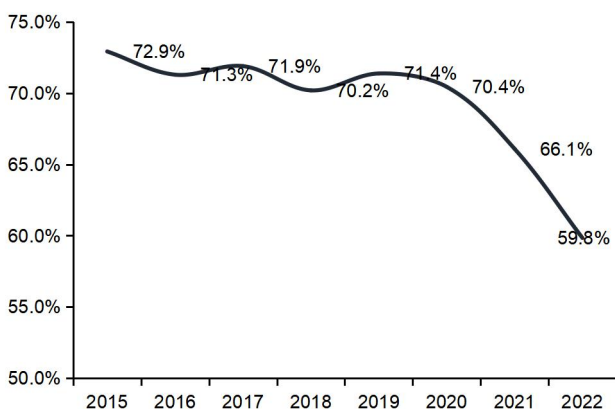
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 云南铜业经营性净现金流 (亿元)



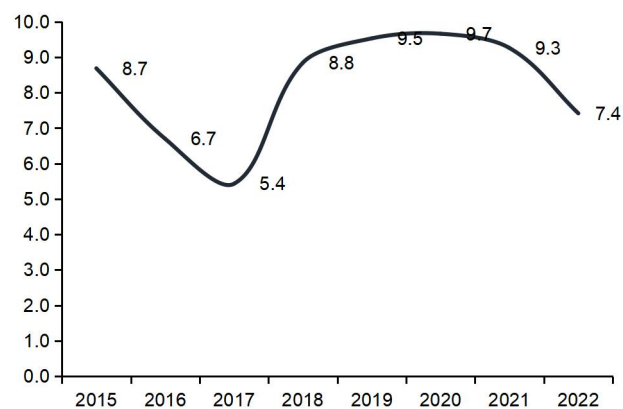
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 云南铜业资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 云南铜业财务费用 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 5: 募集资金投资项目

序号	募集资金投资项目	项目投资总额 (亿元)	募集资金拟投入金额 (亿元)
1	收购云铜集团持有的迪庆有色 38.23% 股权	18.75	18.75
2	补充流动资金及偿还银行贷款	8.00	8.00
	合计	26.75	26.75

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

保有铜资源量稳定。截止 2022 年末，公司保有矿石量 9.96 亿吨，铜金属量 374.56 万吨，铜平均品位 0.38%。主力矿山迪庆有色近年开展矿产勘查活动新增储量，矿石量、铜金属量均有所增加。

表6: 截至 2022 年末公司保有铜资源量

序号	单位	矿石量(万吨)	Cu 平均品位(%)	Cu 金属量(万吨)	资源剩余可开采年限(年)
1	迪庆有色	86,991.91	0.33	288.53	32
2	玉溪矿业	9,726.86	0.59	57.29	12
3	迪庆矿业	1,826.99	1.00	18.18	21
4	楚雄矿冶	1,045.10	1.01	10.56	2
5	公司合计	99,590.86	0.38	374.56	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“增持”评级。我们假设 2023-2025 年铜现货含税价均为 68000 元/吨, 铜精矿长单 TC 均为 84 美元/吨, 硫酸价格为 300 元/吨, 黄金价格 425 元/克, 白银价格 5200 元/千克, 预计 2023-2025 年归母净利润 21.55/22.10/23.22 亿元, 同比增速 19.1%/2.6%/5.0%; 摊薄 EPS 分别为 1.08/1.10/1.16 元, 当前股价对应 PE 分别为 12.3/12.0/11.5x。公司借助近几年铜行业高景气周期, 资产质量得到提升, 现金流强劲, 今年有望继续受益于铜精矿加工费上行, 维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4082	5255	8473	11691	14880	营业收入	127058	134915	135002	135002	135002
应收款项	227	430	430	430	430	营业成本	121889	128382	128034	128034	128034
存货净额	10848	10326	10285	10280	10276	营业税金及附加	444	448	449	449	449
其他流动资产	5423	6557	6561	6561	6561	销售费用	260	231	231	231	231
流动资产合计	20742	22703	25885	29097	32283	管理费用	1437	1172	1172	1172	1172
固定资产	14949	13726	12720	11765	10951	研发费用	247	307	307	307	307
无形资产及其他	1494	1832	1760	1687	1615	财务费用	926	742	742	742	742
投资性房地产	945	700	700	700	700	投资收益	417	150	100	100	100
长期股权投资	994	1005	1016	1027	1038	资产减值及公允价值变动	(695)	(614)	(400)	(300)	(100)
资产总计	39124	39965	42080	44276	46586	其他收入	(136)	(167)	(207)	(207)	(207)
短期借款及交易性金融负债	6746	7561	7561	7561	7561	营业利润	1688	3309	3867	3967	4167
应付款项	3961	5515	5493	5491	5488	营业外净收支	(33)	(62)	0	0	0
其他流动负债	1951	1494	1488	1488	1487	利润总额	1655	3246	3867	3967	4167
流动负债合计	12658	14570	14543	14540	14537	所得税费用	359	590	703	721	757
长期借款及应付债券	12792	8947	8947	8947	8947	少数股东损益	647	848	1010	1036	1088
其他长期负债	408	398	398	398	398	归属于母公司净利润	649	1809	2155	2210	2322
长期负债合计	13200	9345	9345	9345	9345	现金流量表 (百万元)					
负债合计	25858	23914	23888	23884	23881	净利润	649	1809	2155	2210	2322
少数股东权益	4008	2839	3546	4271	5032	资产减值准备	43	(94)	(34)	(42)	(37)
股东权益	9258	13211	14720	16267	17892	折旧摊销	1459	1346	1436	1498	1550
负债和股东权益总计	39124	39965	42153	44422	46806	公允价值变动损失	695	614	400	300	100
关键财务与估值指标						财务费用	926	742	742	742	742
每股收益	0.38	0.90	1.08	1.10	1.16	营运资本变动	1	422	(21)	(41)	(35)
每股红利	0.92	0.63	0.32	0.33	0.35	其它	(950)	345	740	767	798
每股净资产	5.45	6.59	7.35	8.12	8.93	经营活动现金流	1897	4442	4676	4692	4698
ROIC	5%	10%	11%	11%	12%	资本开支	0	648	(801)	(801)	(801)
ROE	7%	14%	15%	14%	13%	其它投资现金流	(2)	27	0	0	0
毛利率	4%	5%	5%	5%	5%	投资活动现金流	(144)	664	(812)	(812)	(812)
EBIT Margin	2%	3%	4%	4%	4%	权益性融资	(11)	2657	0	0	0
EBITDA Margin	3%	4%	5%	5%	5%	负债净变化	1653	(3345)	0	0	0
收入增长	44%	6%	0%	0%	0%	支付股利、利息	(1559)	(1272)	(646)	(663)	(697)
净利润增长率	71%	179%	19%	3%	5%	其它融资现金流	63	2646	0	0	0
资产负债率	76%	67%	65%	63%	62%	融资活动现金流	240	(3933)	(646)	(663)	(697)
息率	5.9%	4.8%	2.4%	2.5%	2.6%	现金净变动	1993	1173	3218	3217	3190
P/E	34.8	14.7	12.3	12.0	11.5	货币资金的期初余额	2090	4082	5255	8473	11691
P/B	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5	货币资金的期末余额	4082	5255	8473	11691	14880
EV/EBITDA	11.4	8.8	8.1	8.0	7.9	企业自由现金流	0	5995	4549	4591	4649
						权益自由现金流	0	5295	4023	4130	4254

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032