

2021年04月1日

云南铜业 (000878.SZ)

资产减值压力大幅释放，资源潜力值得期待

■2020年业绩同比回落。2020年公司实现营业收入882.39亿元，同比+39.42%；归母净利润3.80亿元，同比-43.33%；扣非归母净利润5.60亿元，同比-2.95%；实现毛利52.65亿，同比+14.26%，其中电解铜、贵金属毛利占比分别为64.7%、21.47%；实现基本每股收益0.22元；拟10股派1元。2020Q4公司实现营业收入224.3亿元，同比+18.87%，环比-12.02%；实现归母净利润-0.66亿；扣非归母净利润1亿元，同比+217%，环比-165%，实现毛利18.8亿，同比+25%，环比+40%。

■2020年公司产品量价齐升毛利增长，资产减值增加及投资收益亏损拖累业绩。业绩增项主要来自公司产品量价齐升，毛利增长。2020年公司毛利增长14.26%。

一是铜产品量价齐升。2020年国内铜现货均价48887.9元/吨，同比+2.39%；公司普朗铜矿逐步达产，铜冶炼产能逐步投放，公司权益铜精矿产量7.2万吨，同比+10.08%，电解铜产量103.9万吨，同比+17.4%。其中迪庆有色生产铜精矿含铜6.08万吨，同比+26.69%；营业收入26.99亿元，同比+31.21%；扣非后净利润8.18亿元，同比+65%，2018~2020年度盈利承诺合计8.17亿元，实际盈利合计15.88亿元，是盈利承诺1.94倍，兑现盈利承诺。二是贵金属量价齐升。2020年国内黄金现货均价387.44元/g，同比+24%，白银现货均价4576元/kg，同比+16%；公司生产黄金16.9吨，同比+41.4%，黄金销量16.9吨，同比+41.4%；生产白银621.68吨，同比-3%，白银销量822.48吨，同比+22.3%；黄金产销量增长主要是由于子公司赤峰云铜产能释放，阳极泥产量增加，增加了黄金的原料。业绩减项主要来自，一是投资收益大幅亏损。2020年投资收益-2.28亿，主要是本期公司股权投资收益较上期减少。二是资产减值损失增加。2020年公司计提资产减值损失-6.43亿，其中固定资产减值损失-5.05亿，一是云南金沙矿业滥泥坪铜矿已经不具备盈利能力；二是云南迪庆矿业根据目前找探矿结果，氧化矿量逐年减少，部分设备设施闲置以及受金沙江白格堰塞湖灾害影响，矿区主要供电线路破坏严重，矿山采掘失衡情况加剧，资产存在减值迹象。三是玉溪矿业狮子山矿十八中段以上资源面临枯竭。四是保定云铜有色金属有限公司因长期停建资不抵债，已向法院申请破产清算。三是少数股东损益占比增加。2020年实现少数股东损益4.33亿，同比+42%，少数股东损益/净利润约53%，较去年同期增加约22pct，主要是本期非全资子公司盈利增加。

■上市公司及集团资源储量丰富，实际控制人中国铝业公司实力雄厚，公司资源潜力大。截至2020年末，上市公司保有铜金属量471.16万吨，铜平均品位0.42%。据公司公告，公司作为中铝集团铜产业板块唯一的上市平台公司，未来中铝集团可为公司提供业务、资源、金融及财务支持。值得重视的是，根据《中国铝业集团有限公司2021年度第三期超短期融资券募集说明书》，中铝旗下拥有核心资产Toromocho铜矿。该矿项目位于秘鲁中部Morococha矿区核心地带，铜品位0.46%，钼品位0.02%，银品位6.89克/吨，该矿拥有铜当量金属资源约1,200万吨，为全球特大型铜矿之一，其铜资源约占我国铜资源总量的19%。一期项目于2013年12月10日建成投产，设计产能为年产铜金属22万吨，2015年6月1日开始商业化生产，特罗莫克二期扩建项目已于2018年2月开工建设，于2020年9月底建成投产。2016~2019年该矿分别生产铜金属16.83万吨、19.34万吨、14.83万吨、19万吨。2020年1~3月生产铜金属3.6万吨；二期项目达产后T矿年产铜精矿将提高到30万吨。

■国内工业生产有望迎来旺季，铜市即将进入去库周期，考虑到美联储强调继续维持宽松，国内外有望维持低利率环境，铜价中枢有望系统性抬升。我们认

公司快报

证券研究报告

铜

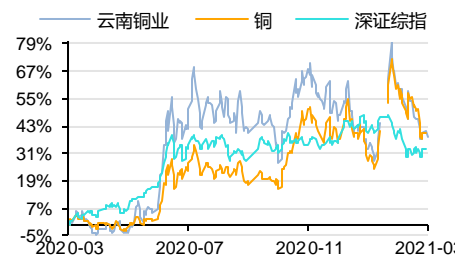
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **15元**
股价(2021-03-31) **13.50元**

交易数据

总市值(百万元)	22,945.66
流通市值(百万元)	22,165.41
总股本(百万股)	1,699.68
流通股本(百万股)	1,641.88
12个月价格区间	9.28/17.55元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.13	-3.66	7.21
绝对收益	-14.39	-6.7	41.07

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

王政

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520080003
wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

- 云南铜业:2020Q3 业绩环比上升,公司资源潜力值得期待/齐丁 2020-10-27
- 云南铜业:疫情冲击上半年业绩,采选冶炼产能即将全面达产/齐丁 2020-08-28
- 云南铜业:疫情冲击 Q1 业绩,采选冶炼产能增加提升毛利/齐丁 2020-04-29
- 云南铜业:2020 年轻装上阵,采选冶炼产能有望全面达产/齐丁 2020-04-12

为全球通胀交易已经开启，再加上铜矿供应进入低速增长时代，加工费下跌导致铜冶炼产能被抑制，结合国内外疫苗利好消息不断涌现，美国刺激政策落地，铜价中枢有望系统性抬升。

■ **投资建议：维持“买入-A”评级，6个月目标价15元。**我们按2021-2023年铜价皆为6.5万的假设测算，公司有望实现归母净利8.8亿、9.9亿、10.3亿，预计EPS分别为0.52元、0.58元、0.60元。目前公司历史包袱已大幅消化，资产质量全面提升。随着公司铜精矿、冶炼铜产能的全面达产，业绩弹性随之增强，再加上控股股东层面资源注入潜力较大，或享有一定的估值溢价。维持公司“买入-A”评级，6个月目标价15元，分别相当于2021~2023年28.8x、25.8x、24.9x。

■ **风险提示：**1) 铜价低于预期；2) 产品产量不及预期，资源注入不及预期。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	63,290.0	88,238.5	95,882.4	96,430.8	95,594.3
净利润	669.8	379.6	884.2	989.8	1,025.4
每股收益(元)	0.39	0.22	0.52	0.58	0.60
每股净资产(元)	4.93	4.82	5.32	5.87	6.44

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	34.3	60.4	25.9	23.2	22.4
市净率(倍)	2.7	2.8	2.5	2.3	2.1
净利润率	1.1%	0.4%	0.9%	1.0%	1.1%
净资产收益率	8.0%	6.9%	9.7%	9.8%	9.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	7.2%	5.5%	6.4%	7.2%	7.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A —正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B —较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、王政、王建润声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034