

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

季报点评

铜陵有色 (000630)

推荐 (维持)

国内盈利最稳定的铜企业

2009 年 04 月 26 日	肖 征 有色金属行业研究员	86-755-22624973	xiaozheng@pasc.com.cn
	高 利	86-755-22623263	gaoli@pasc.com.cn

事 项

2009 年 4 月 27 日，铜陵有色公布 2009 年 1 季报，实现营业收入 50.9 亿元，同比减少 42.5%；1 季度实现归属母公司净利润 1.72 亿元，同比减少 38.5%；1 季度每股收益 0.13 元。

主要观点

● 一季度业绩基本符合预期

铜和硫酸价格下滑导致业绩下滑。一季度国内铜现货均价30100元/吨，同比下降53.4%，硫酸价格216元/吨，同比下降82.3%，因此公司营业收入和净利润下滑在意料中。

TC/RC提高和内外盘转变为正价差放大使公司的冶炼利润大幅提高，弥补铜价和硫酸价格下跌损失。2008年，由于铜精矿供应偏紧且硫酸价格高企导致TC/RC创历史新低，再加上国内外铜价平均价差达到1620元，公司进口铜精矿的冶炼收益为-1714元。而09年的TC/RC为75，同比增长59%，且废铜短缺和国储收储使一季度国内外铜现货价差均价达到2500元，公司的冶炼利润大幅提高。我们预计公司09年的进口铜精矿综合收益将达到1500元/吨，比08年增厚3214元/吨，从而弥补铜价和硫酸价格下跌，我们预计铜冶炼业务将成为公司09年的主要盈利来源。

图表1 铜陵有色冶炼利润和成本预测

	2007	2008	2009E	2010E
国内铜价(元/吨, 含税)	62830	54967	32,464	35,476
国际铜价(美元/吨)	7139	6959	4,000	4,500
国内外铜差价(元/吨)	-1284	-1620	500	200
汇率	7.6	6.95	6.83	6.7
TC/RC(美元/吨、美分/磅)	60	47.2	75	70
TC/RC(元/吨)	2580	1856	2899	2654
冶炼成本(元/吨)	1900	1950	1900	1900
进口铜精矿综合收益(元)	-603	-1714	1499	954

资料来源：平安证券

费用支出有所降低。一季度三费总计2.34亿，下降15.5%。销售费用比去年同期增长40.05%，系合并报表口径的变化，去年同期未合并金剑铜业公司报表。财务费用比去年同期降低31.29%，公司贷款规模减少、贷款利率降低所致。管理费用变化不大。

铜价上涨，存货跌价准备冲回提升部分业绩。2009年3月底的铜价已由2008年末的2.45万元回升到3.45万，铜原料价格回升，部分在产品、原材料以及产成品跌价准备冲回使资产减值损失为-5939万元，增厚了公司0.046元的业绩。

● 废铜供应紧张了公司产量，09年铜产量可能会略低于预期

公司09年电解铜的生产目标是80万吨，而一季度累计产量16.53万吨，低于预期。由于今年以来废铜供应一直偏紧，影响了张家港和金隆铜业的产量，虽然目前中国废铜的进口已经有所回升，但是我们认为至少在09年上半年废铜将维持供应紧张的局面，公司09年铜产量可能会略低于预期。我们预计公司09年的粗铜和精铜产量分别为55万吨和75万吨。

图表2 下属冶炼厂铜产品产量预测

冶炼	2008	2009E	2010E
粗炼			
金隆铜业 (61.4%)	27	31	35
金昌冶炼厂 (100%)	18	18	18
金剑铜业 (51%)	4	6	8
粗炼总产量	49	55	61
国内采购粗铜和废铜	16	20	25
外购国外铜精矿	42	47.6	53.1
自产铜精矿	4.02	4.4	4.9
国内采购铜精矿	3	3	3
精炼			
金隆铜业 (61.4%)	28	35	40
金昌冶炼厂 (100%)	18	18	18
张家港 (85%)	15	16	20
金剑铜业 (51%)	4	6	8
阴极铜产量	65	75	86

数据来源：平安证券

● 盈利预测和评级

由于废铜供应短缺及国储收铜的影响，铜价的交易重心已被提高，虽然短期内铜价可能有所反复，但是我们对铜价长期看好的观点不变，我们将09年铜价预期由3800美元/吨上调至4000美元/吨，2010年铜价预期由4200美元/吨上调至4500美元/吨，因此上调公司09、10的EPS分别至0.53元和0.67元，动态PE分别为26.9X和21.3X。

目前有色金属行业处于行业景气底部，有色金属价格处于筑底阶段，在周期性行业的底部理应给予较高估值。鉴于公司稳健的经营作风和较高的抵御行业周期性风险的能力，是国内盈利最稳定的铜企业，我们认为公司的合理估值为15.4元（以2010年20倍PE，9%的贴现率折算），维持公司的“推荐”评级。

图表3 主要产品价格预测

	2007	2008	2009E	2010E
国内铜价(元/吨)	62830	54967	32,464	35,476
国际铜价(美元/吨)	7139	6959	4,000	4,500
国内外铜差价(元/吨)	-1284	-1620	500	200
黄金(万/kg)	19.55	19.55	19.5	19
硫酸	854.7	1220	250	350
白银(万/kg)	0.36	0.372	0.27	0.3
铁球团矿(万/吨)	854.7	1369	700	850

数据来源：平安证券

图表4 公司财务报表及财务指标

损益表 (百万元, 元/股)	2008	2009E	2010E	资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E
营业收入	37,342.2	26,916.7	33,459.5	流动资产			
营业收入增长率	0.8%	-27.9%	24.3%	货币资金	1,594.2	1,345.8	1,673.0
营业成本	34,908.7	25,078.5	31,191.8	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0
营业税金及附加	106.7	78.1	97.0	应收票据	144.6	143.7	182.9
主营业务利润	2,326.8	1,760.2	2,170.7	应收账款	565.9	866.7	1,077.4
主营业务利润率	6.2%	6.5%	6.5%	预付款项	2,358.2	802.5	998.1
主营利润增长率	-5.8%	-24.4%	23.3%	其他应收款	502.8	298.0	347.0
股权激励费用				存货	3,167.2	4,012.6	4,990.7
销售费用	93.3	61.9	77.0	待摊费用	0.0	0.0	0.0
管理费用	510.4	368.8	458.4	其他流动资产	224.5	(64.9)	(61.5)
财务费用	519.0	357.6	374.0	流动资产合计	8,557.5	7,404.5	9,207.6
资产减值损失	366.1	0.0	20.0	非流动资产:			
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0
投资净收益	(6.3)	0.0	0.0	持有至到期投资	0.0	0.0	0.0
对联营和合营企业的投资收益	2.6	1.7	1.9	长期应收款	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	84.4	0.0	0.0	长期股权投资	100.2	47.7	58.9
营业利润	831.6	971.9	1,241.3	投资性房地产	3.5	5.0	4.1
营业利润率	2.2%	3.6%	3.7%	固定资产	7,921.1	9,622.0	10,913.2
营业利润增长率	-44.9%	16.9%	27.7%	无形资产	882.2	966.2	1,050.2
加: 营业外收入	40.4	29.4	36.7	开发支出	0.0	0.0	0.0
减: 营业外支出	30.7	23.6	28.9	商誉	47.9	16.0	21.3
利润总额	841.4	977.8	1,249.2	长期待摊费用	0.0	0.8	0.3
减: 所得税	202.0	195.6	249.8	递延所得税资产	120.6	102.7	92.9
净利润	639.4	782.2	999.3	其他非流动资产	4.6	23.7	22.0
减: 少数股东损益	2.2	100.0	127.8	非流动资产合计	10,720.0	11,904.1	13,022.9
归属于母公司所有者的净利润	637.1	682.2	871.6	资产总计	19,277.4	19,308.6	22,230.5
净利润率	1.7%	2.5%	2.6%	流动负债:			
净利润增长率	-42.7%	7.1%	27.8%	短期借款	4,338.5	3,745.0	4,366.5
EPS (当年股本)	0.49	0.53	0.67	应付票据	2,416.5	1,747.7	2,030.1
EPS (最新股本摊薄)	0.49	0.53	0.67	应付账款	1,405.6	1,755.5	2,183.4
				预收款项	272.6	215.3	267.7
现金流量表 (百万元)				应付职工薪酬	108.0	85.7	112.2
经营活动现金净流量	2,851.7	1,894.1	1,472.4	应付税费	424.4	275.7	375.7
投资活动现金净流量	-1,500.4	-1,749.0	-1,810.4	应付股利	7.9	4.3	7.0
融资活动现金净流量	-2,299.8	-393.5	665.1	其他应付款	296.6	143.5	195.7
外汇变化引致现金变化				一年到期的非流动负债	414.1	358.1	407.8
当年现金净流量	-961.1	-248.4	327.1	其他流动负债	73.7	519.8	770.5
期初现金余额	2,555.3	1,594.2	1,345.8	流动负债合计	9,758.0	8,850.6	10,716.6
期末现金余额	1,594.2	1,345.8	1,673.0	非流动负债:			
				长期借款	2,578.3	2,778.3	2,978.3
重要指标速览				应付债券	0.0	0.0	0.0
PEG	-0.5	2.8	0.6	长期应付款	0.0	12.3	16.4
P/B	2.3	2.1	1.9	递延所得税负债	85.6	29.5	38.4
EV/S	0.5	0.7	0.6	其他非流动负债	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	14.5	14.7	12.5	非流动负债合计	2,663.8	2,820.1	3,033.2
EV/EBITDA	10.6	10.5	8.8	负债合计	12,421.8	11,670.7	13,749.8
EV/FCFF	-171.8	45.6	-523.2	股东权益:			
ROE	11.6%	11.1%	12.7%	实收资本	1,294.4	1,294.4	1,294.4
ROA	3.3%	4.1%	4.8%	资本公积金	1,922.1	1,922.1	1,922.1
ROIC	5.4%	5.5%	5.8%	减: 库存股			
毛利率	6.5%	6.8%	6.8%	未分配利润及其他	2,100.9	2,742.2	3,405.0
销售净利率	1.7%	2.9%	3.0%	少数股东权益	1,044.2	1,144.2	1,271.9
资产负债率	64.4%	60.4%	61.9%	归属于母公司所有者权益	5,811.5	6,493.7	7,208.8
总资产周转率	1.9	1.4	1.6	股东权益合计	6,855.7	7,637.9	8,480.8
固定资产周转率	5.2	3.1	3.3	负债及股东权益总计	19,277.4	19,308.6	22,230.5

数据来源: 平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257