

铜陵有色（000630） 有色金属

—公司 09 年经营形势好于预期

投资评级 谨慎推荐 公司评级 A 收盘价 18.66 元

投资要点:

- 铜陵有色是我国最早恢复建设起来的铜工业生产重要基地，是全国 520 家国有重点企业和安徽省十五大企业集团之一。经过五十多年的建设发展，公司目前拥有金隆冶炼厂、金昌冶炼厂、张家港联合冶炼厂以及赤峰金剑铜业 4 家铜冶炼厂，形成 84 万吨的铜冶炼产能。
- 公司 08 年铜产量为 64.8 万吨，09 年计划达到 80 万吨。其中，金隆冶炼厂 36 万吨，金昌冶炼厂 18 万吨，张家港冶炼厂 20 万吨，赤峰金剑 6 万吨。而一季度实际产量为 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。预计公司 09 年的精铜产量为 76 万吨。
- 国外铜精矿长协冶炼加工费上升 60%以上，公司每吨外购精矿加工可盈利 1000 多元。目前合同铜精矿冶炼加工费用上升到 75 美元/吨和 75 美分/磅，折合人民币约为 2800 元。公司 1 吨加工成本 1800 元左右，可盈利 1000 元以上。我们预计 09 年公司外购铜精矿的量约为 50 万吨，这样可增加公司约 5 亿的利润。
- 我们预测公司 2009 年、2010 年的每股收益分别为 0.62 元、0.78 元。和同行业上市公司相比，公司的估值水平较低，有一定的估值上升空间。铜行业平均 09、10 年的市盈率分别为 48.24 和 33.70，而公司分别为 30.10 和 23.92 倍，低于其他两家公司和行业平均水平，公司具有估值优势。鉴于全球经济将逐步复苏和通货膨胀的预期，我们按照行业平均 35 倍的市盈率计算，公司的目标价格应该为 21.70 元。鉴于公司的股价存在一定低估、公司 09 年业绩平稳增长，表现好于其他有色金属上市公司，我们给予公司谨慎推荐的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（万元）	3,703,841.63	3,734,217.50	2,686,576.07	3,146,874.42
营业收入增长率（%）	24.77	0.82	-28.06	17.13
净利润（万元）	83,703.73	63,712.57	79,656.81	100,395.12
净利润增长率（%）	40.26	-23.88	25.03	26.03
EPS（元）	0.80	0.49	0.62	0.78
P/E	23.33	38.08	30.32	24.06

2009 年 6 月 15 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	21.03/5.56
上证指数/深圳成指	2768.34/10611.75
50 日均成交额(百万元)	573.18
市净率(倍)	4.38
股息率	0.51%

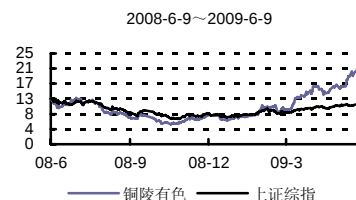
基础数据

流通股(百万股)	557.53
总股本(百万股)	1294.36
流通市值(百万元)	10966.70
总市值(百万元)	25460.10
每股净资产(元)	4.49
净资产负债率	213.75%

股东信息

大股东名称	铜陵有色金属集团控股有限公司
持股比例	56.92%

52 周行情图



相关研究报告

《》，2008-8-6

联系方式

研究员:	姚春雷、苏立峰
电 话:	021-51097188-1855
电 邮:	
联系人:	朱厚中
电 话:	(86-21) 51097188-1853
电 邮:	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

第 1 部分 公司概况

1.1 公司简介

公司主要从事铜的开采、冶炼、加工并附产黄金、白银、硫酸等。铜陵有色是我国最早恢复建设起来的铜工业生产重要基地，是全国 520 家国有重点企业和安徽省十五大企业集团之一。经过五十多年的建设发展，公司目前拥有金隆冶炼厂、金昌冶炼厂、张家港联合冶炼厂以及赤峰金剑铜业 4 家铜冶炼厂，形成 84 万吨的铜冶炼产能。

表 1、公司铜冶炼产能构成 单位（万吨）

名称	控股比例	粗炼产能	精炼产能
金隆铜业	61.4%	35	40
金昌	100%	18	18
金剑铜业	51%	6	6
张家港联合	85%		20
合计		59.00	84
权益产能	36.62	42.55	62.62

资料来源:国元证券研究中心

1.2 公司股权结构

公司原名铜都发展股份有限公司，1992 年 6 月由铜陵有色金属公司、铜陵市劳务技术经济开发公司、安徽省信托投资公司铜陵办事处、中国工商银行铜陵市支行、铜陵市税务信托投资部等八家单位共同发起并设立。公司于 1996 年 11 月在深圳交易所发行上市，目前总股本已扩展到 129436.21 万股。公司第一大股东为铜陵有色金属控股集团有限公司，持有公司 73679.56 万股，占总股本的 56.92%。

表 2、截至 2008 年底公司前十大股东情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
铜陵有色金属集团控股有限公司	736,795,584	56.92
铜陵金秋投资有限公司	5,108,900	0.39
中国工商银行-融通深证 100 指数证券投资基金	5,050,219	0.39
中国银行-嘉实沪深 300 指数证券投资基金	4,126,883	0.32
铜陵金润经济发展有限责任公司	3,101,372	0.24
中国工商银行-建信优化配置混合型证券投资基金	2,999,953	0.23
中国建设银行-博时裕富证券投资基金	2,580,903	0.2
中国银行-易方达深证 100 交易型开放式指数证券投资基金	2,016,618	0.16
中国建设银行-博时特许价值股票型证券投资基金	2,000,000	0.15
国泰君安-建行-恒生银行有限公司	1,895,000	0.15
合 计	765,675,432	59.15

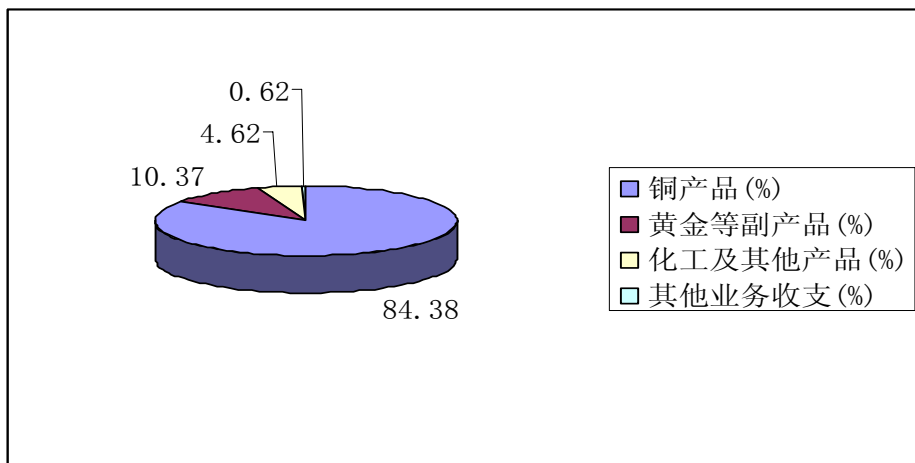
资料来源：公司公告

第 2 部分 09 年经营情况好于预期

2.1 受经济危机影响，公司 08 年业绩有所下滑

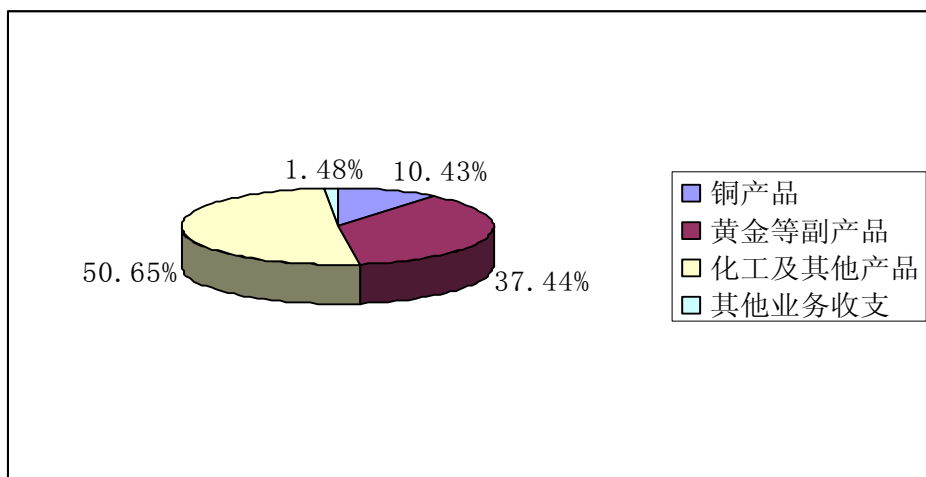
公司 08 年主要产品产量稳步增长，全年生产铜精矿含铜 4.02 万吨、阴极铜 64.8 万吨、硫酸 146 万吨，分别比上年增长 22.53%、3.95%和 19.93%。实现销售收入 373.42 亿元，同比小幅增长 0.82%。由于受经济危机影响，尤其是四季度铜价的大幅下挫，公司毛利率出现下降，实现利润总额 8.41 亿元，净利润 6.37 亿元，同比下降 38.20%。

图 1、公司 08 年收入构成



资料来源:公司公告、国元证券研究中心

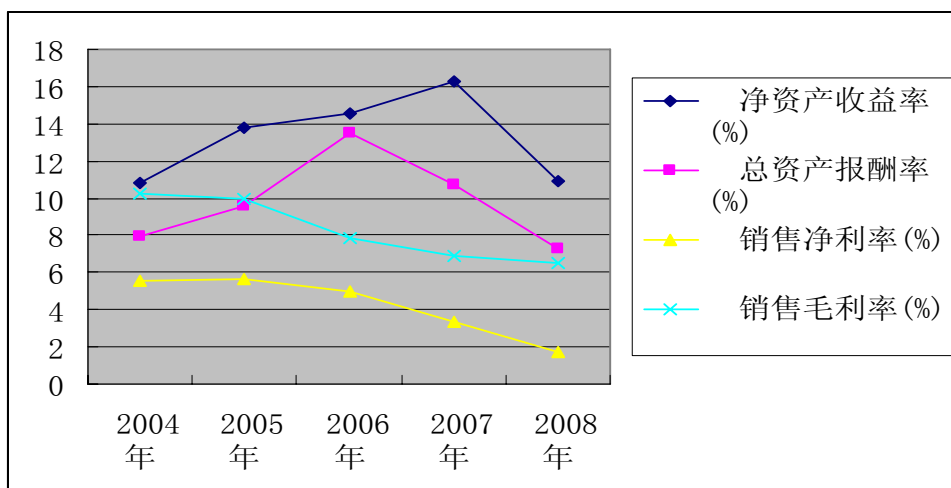
图 2、公司 08 年营业利润构成



资料来源:公司公告、国元证券研究中心

从收入来看，铜产品是公司的主要收入贡献者，占总收入的 84.38%。由于铜价的下跌以及计提存货跌价损失，铜产品的毛利率下降为 0.81%，而硫酸的价格高企，08 年毛利率高达 71.40%，使得硫酸等化工产品成为公司营业利润的主要贡献者，占营业利润的 50.65%，其次为黄金等副产品，占比 37.44%，铜产品仅占 10.43%。

图 3、公司 08 年盈利能力下降

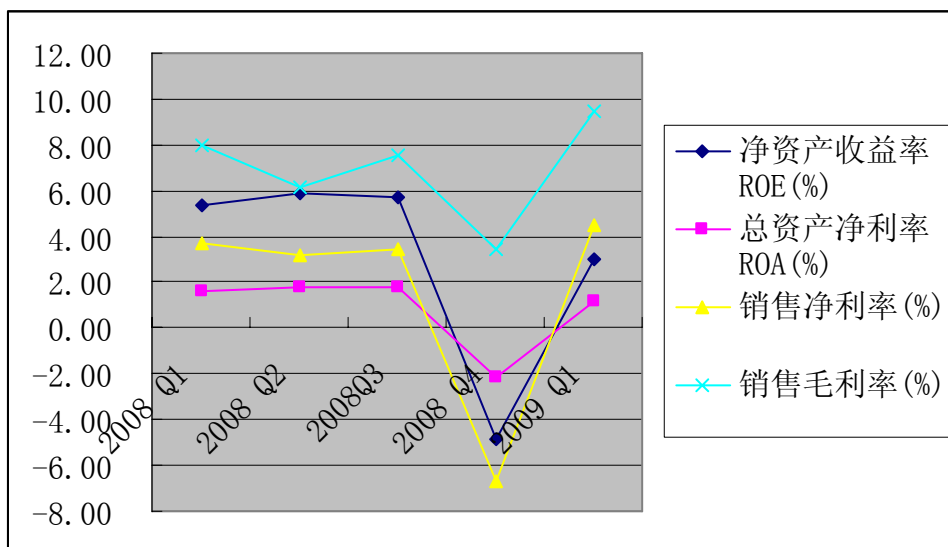


资料来源:公司公告、国元证券研究中心

2.2 09 年经营情况好于预期

09 年 1 季度盈利能力同比下滑，但环比出现好转。公司 1 季度生产电解铜 16.53 万吨，受到铜价下跌影响，实现营业总收入 508670.43 万元，同比减少 42.49%，实现净利润 17238.92 万元，同比减少 38.46%；实现每股收益 0.13 元。一季度由于铜原料价格回升，公司冲回了部分在产品、原材料以及产成品跌价准备，这使得资产减值损失为-5939 万元，同比大幅减少。公司 1 季度的销售毛利率和销售净利率环比出现大幅提高。

图 4、公司 09 年 1 季度盈利能力好转



资料来源:公司公告、国元证券研究中心

公司 09 年的阴极铜产量计划达到 80 万吨，预计实际产量为 76 万吨。公司 08 年铜产量为 64.8 万吨，09 年计划达到 80 万吨。其中，金隆冶炼厂 36 万吨，金昌冶炼厂 18 万吨，张家港冶炼厂 20 万吨，赤峰金剑 6 万吨。而一季度实际产量为 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。预计公司 09 年的精铜产量为 76 万吨。

国外铜精矿长协冶炼加工费上升 60%以上，公司每吨外购精矿加工可盈利 1000 多元。目前合同铜精矿冶炼加工费用上升到 75 美元/吨和 75 美分/磅，折合人民币约为 2800 元。公司 1 吨加工成本按 1800 元左右计算，可盈利 1000 元以上。我们预计 09 年公司外购铜精矿的量约为 50 万吨，这样可增加公司约 5 亿的利润。

公司 08 年自产铜精矿 4.11 万吨，09 年将增加到 4.46 万吨，2010 年将增加到 4.8 万吨。公司现在拥有冬瓜山铜矿、凤凰山铜矿、铜山矿业、金口岭矿业和安庆铜矿等矿业公司，拥有的铜资源储量为 177 万吨。其中，冬瓜山铜矿 08 年产量 2.7 万吨，09 年有望增加到 3 万吨。凤凰山铜矿 08 年产量 0.3 万吨，铜山矿业 0.2 万吨，金口岭矿业 600 吨，安庆铜矿 8500 吨。09 年月山铜矿将生产 800 多吨铜精矿，2010 年仙人桥矿山将生产约 1000 吨铜精矿。

公司 08 年铜精矿自给率为 6.20%，在三家铜冶炼上市公司中是最低的。铜精矿自给率低影响了公司在铜价上涨时的获利能力，随着冶炼产能的扩大，公司面临原料短缺的风险。在行业加剧集中的大趋势下，这将会影响公司在行业中的龙头地位。公司管理层意识到

这一问题，近年来加大资源收购力度，目前基本成形的矿山主要有安徽庐江县 70 多万吨的铜矿山和南宁近 50 万吨矿山，这两个矿山合计储量是目前储量的 60%，均在集团手中，是否将其注入上市公司，尚无定论。

表 3、公司拥有的铜矿储量和产量情况 单位（万吨）

矿山名称	储量	Cu 品位	08 年产量	09 年产量
冬瓜山(狮子山)	133	1.02%	2.7	3
凤凰山矿业	4	1.05%	0.3	0.31
铜山矿业	7	1.21%	0.2	0.2
金口岭矿业	7	1.60%	0.06	0.06
安庆铜矿	26	0.95%	0.85	0.90
合计	177		4.11	4.46

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

表 4、铜冶炼上市公司铜精矿自给情况

公司名称	储量	自给率	08 年产量	09 年产量
江西铜业	1521	22.60%	15.9	16.5
云南铜业	190	15.30%	5.8	5.8
铜陵有色	177	6.20%	4.11	4.46

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

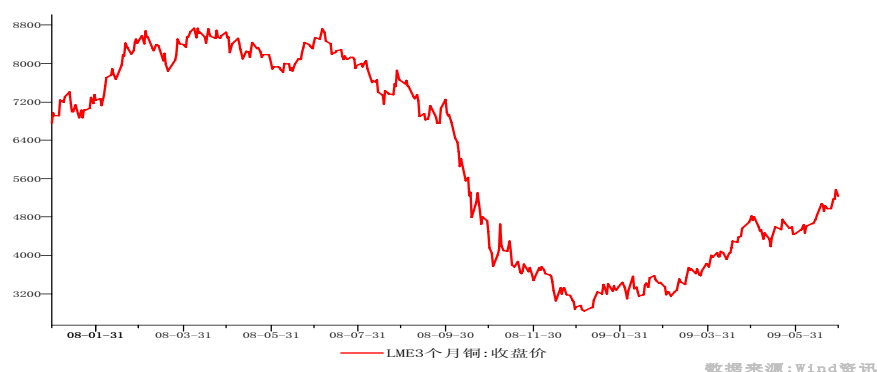
09 年硫酸等副产品的价格大幅下跌，将减少公司盈利能力。08 年硫酸 146 万吨，09 年计划生产 176 万吨。08 年硫酸均价 900 多元，09 年均价按 300 元算，将减少约 8 个多亿的收入。现在金隆的硫酸（年产量 108 万吨）成本约为 100 元左右，金昌为 160 元，硫酸平均成本为 120-130 元。

09 年黄金 9.4 吨，白银 310 吨。天马山自产金成本 90 元，产量 450 公斤；其他各矿伴生金 600 公斤，基本无成本。外购铜精矿加工金 5 吨，每公斤赚 1.6 万元（8%*200 元/克）。其余 3 吨为收购合质金加工，毛利 1%，约赚 2 元/克(按金价 200 元/克计算)。白银 16 吨自产，赚 3000 元/公斤；其余约赚 200 多元/公斤。

第3部分 09年铜价平均为35000元/吨

2009 年前 5 个月有色金属价格出现了一波反弹，国内铜现货价从 25000 元上涨到 44000 元，涨幅为 76%。LME 三月期铜价从最低的 2817.5 美元最高上涨至 5390 美元，涨幅为 91.30%。

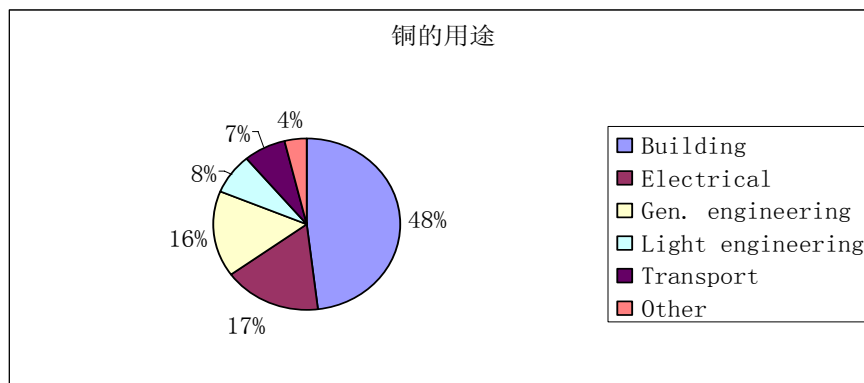
图 5、08 年以来 LME 三月期铜走势图



数据来源：WIND、国元研究中心

作为大宗工业原材料，铜需求与工业生产、经济发展息息相关。长期统计数据显示，自 1974 年以来，铜消费增长与全球 GDP 增长的相关性高达 74%。从全球来看，铜主要用于建筑，约占 48%；其次用于电力，约占 17%。二者合计，约消费全球三分之二的铜。而我国铜的消费结构有所不同，约 49%左右用于电力、电缆领域，其次为家电轻工，约占 15%。

图 6、全球铜的用途



数据来源：LME、国元研究中心

表 5、中国铜的消费结构

行业	比例 (%)
电力电缆	49
家电轻工	15
交通	10
电子	10
机械	5
建筑	4
其他	7

数据来源：国元研究中心

由于西方国家铜消费量的 48%用于建筑行业，房地产市场的疲软使得欧美国家对铜的需求减弱。但中国铜消费量的 49%用于电力行业，中国今后两年电力行业的投资 1.1 万亿元，将建设规模为 110(66)千伏及以上线路 26 万公里、变电容量 13.5 亿千伏安。中国今后电力基础设施的建设有力地保证了国内铜需求的稳定增长，但由于制造业的整体放缓，前两年 20%以上的高增长难以再现，预计仍将维持 8%左右的需求增幅，而 09 年全球需求增幅预计下降至 2-3%。铜供给方面，新增铜矿产能陆续投产，从 2009 年开始将进入投产高峰期。但由于国际铜矿供应集中度较高，铜品位下降，成本提升，铜矿供应量很难快速提高，预计仍将维持 4-5%的供应增幅，或略有下降。

表 6、全球铜行业前十强市场份额

企业	份额 (%)
Codelco	11
必和必拓	9
FreeportMCM	8
Xstrata	5
力拓	5
其余 5 强	15
前十强占比	53

数据来源：国元研究中心

中国收储无法改变行业需求萎缩和产能过剩的现实，ICSG 数据显示 08 年铜过剩 36.3 万吨，09 年将过剩 27.5 万吨。因此，我们认为 09 年下半年铜价将震荡盘升，预计全年铜均价将为 35000 元。

表 7、全球铜供求状况 单位（万吨）

	2006	2007	2008	2009E
全球铜产量	1730.3	1805.0	1847.2	1828.7
全球铜消费量	1744.6	1787.3	1810.9	1801.8
供求平衡	-14.3	17.7	36.3	26.9
中国铜产量	300.3	349.7	370.9	389.8
中国铜消费量	396.7	460.0	492.2	511.9
供求平衡	-96.4	-110.3	-125.4	-122.1

数据来源：ICSG、国元研究中心

第 4 部分 盈利预测和投资建议

我们假设公司 09、10 年的铜冶炼产量为 76 万吨、80 万吨，自产铜精矿分别为 4.46 万吨和 4.8 万吨。

我们预测 09 年、10 年的精铜均价分别为 35000 元/吨和 40000 元/吨，并假设 09、10 年的铜加工费维持在目前的水平。

我们假设 09 年公司管理费用略有增长，销售费用略有增长，而由于流动资金占用、库存大幅下降，财务费用将有所降低。

根据以上假设，我们预测公司 2009 年、2010 年的每股收益分别为 0.62 元、0.78 元。和同行业上市公司相比，公司的估值水平较低，有一定的估值上升空间。江西铜业 09、10 年的市盈率为 50.85、34.80，云南铜业 09、10 年的市盈率为 63.76、42.36，行业平均 09、10 年的市盈率分别为 48.24 和 33.70，而公司分别为 30.10 和 23.92 倍，低于其他两家公司和行业平均水平，公司具有估值优势。

鉴于全球经济将逐步复苏和通货膨胀的预期，我们按照行业平均 35 倍的市盈率计算，公司的目标价格应该为 21.70 元。鉴于公司的股价存在一定低估、公司 09 年业绩平稳增长，表现好于其他有色金属上市公司，我们给予公司谨慎推荐的投资评级。

表 8、公司主要产量预测

	2008 年	2009 年	2010 年
电解铜(万吨)	64.80	76.00	80.00
自产铜精矿（万吨）	4.02	4.46	4.80
黄金（吨）	8.60	9.40	9.40
白银（吨）	260.00	310.00	310.00
硫酸	146.00	176.00	176.00
硫精砂	55.00	75.10	76.81
铁精矿	50.00	56.00	57.00
铜加工材	4.40	7.30	9.00

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

表 9、预测利润表

	2008 年报	2009E	2010E
一、营业总收入(万元)	3,734,217.50	2,686,576.07	3,146,874.42
营业收入(万元)	3,734,217.50	2,686,576.07	3,146,874.42
二、营业总成本(万元)	3,650,422.20	2,587,889.55	3,022,495.28
营业成本(万元)	3,490,871.67	2,478,777.34	2,907,269.60
营业税金及附加(万元)	10,670.40	7,676.80	8,992.09
销售费用(万元)	9,330.95	9,377.60	9,471.38
管理费用(万元)	51,035.95	50,015.23	50,515.38
财务费用(万元)	51,904.41	42,042.57	46,246.83
资产减值损失(万元)	36,608.82		
三、其他经营收益(万元)			
投资净收益(万元)	-630.57		
四、营业利润(万元)	83,164.73	98,686.52	124,379.13
加：营业外收入(万元)	4,042.51		
减：营业外支出(万元)	3,071.52		
五、利润总额(万元)	84,135.73	98,686.52	124,379.13
减：所得税(万元)	20,199.79	18,750.44	23,632.04
六、净利润(万元)	63,935.94	79,936.08	100,747.10
减：少数股东损益(万元)	223.37	279.27	351.98
归属于母公司所有者的净利润(万元)	63,712.57	79,656.81	100,395.12
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(万元)	0.49	0.62	0.78

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

表 10、估值比较

简称	代码	最新价格	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			08	09E	10E	08	09E	10E	
江西铜业	600362	29.96	0.76	0.59	0.86	39.42	50.85	34.80	4.33
云南铜业	000878	20.80	(2.22)	0.33	0.49	(9.37)	63.76	42.36	7.90
铜陵有色	000630	18.66	0.49	0.62	0.78	38.08	30.10	23.92	4.24
平均				0.51	0.71	22.71	48.24	33.70	5.49

资料来源:国元证券研究中心

表 11、公司 09 年业绩对铜价的敏感性分析

铜价（元/吨）	33000	34000	35000	36000	37000
EPS(元)	0.57	0.59	0.62	0.64	0.66

资料来源:国元证券研究中心

表 12、公司 09 年业绩对铜加工费的敏感性分析

铜加工费（元/吨）	2600	2700	2800	2900	3000
EPS(元)	0.56	0.59	0.62	0.65	0.67

资料来源:国元证券研究中心

表 13、公司 09 年业绩对硫酸价格的敏感性分析

硫酸（元/吨）	100	200	300	400	500
EPS(元)	0.43	0.52	0.62	0.71	0.80

资料来源:国元证券研究中心

通过以上敏感性分析,可以看出公司业绩对铜价、铜加工费、硫酸价格的敏感性都很高,相对来讲,对铜加工费的敏感性更高一些,这与公司铜精矿自给率低,原料大部分需要外购不无关系。

第 5 部分 风险提示

- 1、铜价大幅波动,09年、10年的铜均价比预期表现的强或者弱,从而对公司的业绩预测带来不确定性。
- 2、公司的冶炼产能快速增加,而铜精矿自给率较低,因此外购铜精矿的加工费高低对公司盈利能力影响较大。
- 3、公司主要副产品之一的硫酸,近几年价格宽幅震荡,从最高时1600多元/吨降至最低时的100元左右,加大了公司的盈利的不确定性。
- 4、集团是否将目前持有的矿产资源注入上市公司,以及何时以何种方式注入存在一定的不确定性。

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn