

# 铜陵有色（000630） 金属非金属

## —未来资源注入将成为最大看点

|      |    |      |   |     |       |   |
|------|----|------|---|-----|-------|---|
| 投资评级 | 推荐 | 公司评级 | A | 收盘价 | 18.90 | 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,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。公司目前计划发行的 20 亿元可转债主要用来增加公司的冶炼能力,未来公司冶炼产能将有望增加到 120 万吨以上,跻身铜冶炼企业前三强之一。其中金昌冶炼厂的产能将从目前的 18 万吨提高到 60 万吨,包括 40 万吨粗炼和 20 万吨精炼。预计这一技改项目将于 2012 年完成,届时冶炼成本将从现在的 2200 元减少为 1700 元左右。
- 公司 08 年铜产量为 64.8 万吨,09 年计划为 80 万吨,但由于 09 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,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 73 万吨左右。公司 2010 年计划产量为 83 万吨,预计实际产量有可能达到 85 万吨以上。
- 10 年铜精矿产量将为 5 万吨,11 年增加到 5.5 万吨,自给率为 6% 左右。铜精矿自给率低影响了公司在铜价上涨时的获利能力,公司管理层意识到这一问题,近年来大力加强资源收购力度。目前基本成形的矿山主要有安徽庐江县 100 多万吨的铜矿山和南陵县近 100 万吨矿山以及金寨的铜钼矿,还有内蒙的铜钼矿。除了国内资源整合外,公司海外资源拓展的工作也在进行中。2009 年 12 月 29 日,公司公告大股东铜陵有色集团与中铁建合资要约收购 Corriente Resources Inc 的股权。Corriente Resources Inc.的主要资产的厄瓜多尔的大型铜矿山,铜储量约为 1180 万吨,品位 0.4%,矿山开采条件较好,为露天矿。这些资源目前都在集团手中,随着项目的培育成熟,未来将陆续注入上市公司,这将成为公司未来盈利增长的最大看点。
- 公司管理高效,成本控制较好。09 年 3 季度,公司销售费用、管理费用、财务费用占营业收入的比重分别为 0.43%、1.91%和 1.39%,合计 3.73%,与同行业其他公司相比处于较低的水平。公司金隆冶炼厂技术领先,成本低于同行业,金昌冶炼厂通过技改,冶炼成本将下降为 1700 元,回收率将提高到 98.43%。
- 公司地处皖江经济转移规划带,交通便利,物流成本较低。相比江铜,1 吨铜精矿可节省运费 90 元;相比云铜,1 吨铜精矿可节省运费 200 多元。按 3 吨铜精矿冶炼 1 吨铜来算,相比江铜,每吨铜可节省运费 400 元左右,相比云铜每吨铜可节省运费 1000 元左右。

2010 年 3 月 8 日

### 主要数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 25.50/9.55       |
| 上证指数/深圳成指     | 3031.07/12341.74 |
| 50 日均成交额(百万元) | 242.12           |
| 市净率(倍)        | 4.21             |
| 股息率           | 0.53%            |

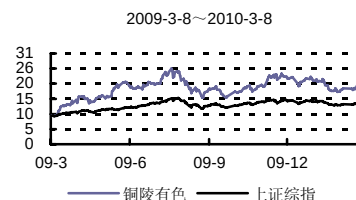
### 基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 流通股(百万股)  | 557.53   |
| 总股本(百万股)  | 1294.36  |
| 流通市值(百万元) | 10537.40 |
| 总市值(百万元)  | 24463.44 |
| 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

《国元证券公司研究-铜陵有色 000630 公司点评:一收购金剑铜业 51%股权》, 2008-8-6  
 《国元证券公司研究-铜陵有色 000630 公司调研报告:一公司 09 年经营形势好于预期》,《国元证券公司研究-铜陵有色 09 年三季度报点评》, 2009-10-30

### 联系方式

研究员: 姚春雷  
 电话: 021-51097188-1855  
 电邮:  
 联系人: 赵喜娟  
 电话: (86-21) 51097188-1952  
 电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn  
 地址: 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

我们假设公司10、11年的铜冶炼产量为85万吨、92万吨，自产铜精矿分别为5万吨和5.5万吨。

我们预测10年、11年的精铜均价分别为55000元/吨和57000元/吨，并假设11年的铜加工费为55美元/吨。

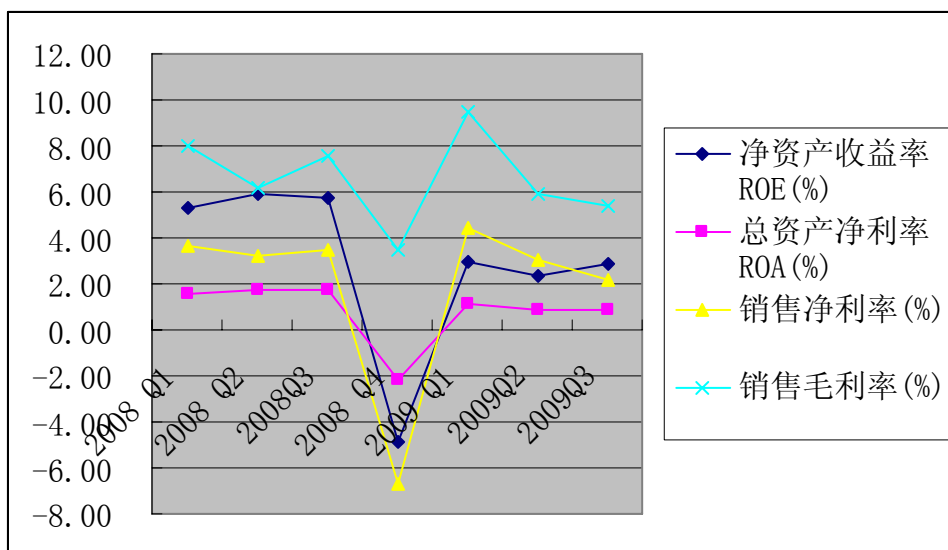
我们假设10年硫酸的价格有所回升，将上涨至400元/吨；公司管理费用、销售费用和财务费用均有所增长。

根据以上假设，我们预测公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.69 元、1.01 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 42.34、28.68，云南铜业 09、10 年的市盈率为 118.18、46.42，行业平均 09、10 年的市盈率分别为 65.86 和 34.16，而公司分别为 37.06 和 27.37 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，公司的股价存在一定低估，公司未来两年业绩平稳增长，表现好于其他有色金属上市公司，我们继续维持公司推荐的投资评级。

风险提示：铜价大幅波动，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。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。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50元左右，加大了公司的盈利的不确定性。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。

图表 1、公司 09 年季度经营业绩平稳



资料来源:公司公告、国元证券研究中心

图表2、公司主要产量预测

|            | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|------------|--------|--------|--------|
| 电解铜(万吨)    | 64.80  | 73.00  | 85.00  |
| 自产铜精矿 (万吨) | 4.02   | 4.5    | 5      |
| 黄金 (吨)     | 8.60   | 9.40   | 9.50   |
| 白银 (吨)     | 260.00 | 310.00 | 315.00 |
| 硫酸         | 146.00 | 170.00 | 200.00 |
| 硫精砂        | 55.00  | 75.10  | 76.81  |
| 铁精矿        | 50.00  | 56.00  | 57.00  |
| 铜加工材       | 4.40   | 8.5    | 10.00  |

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

图表 3、预测利润表

|                   | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| 一、营业总收入(万元)       | 3,097,169.09 | 4,546,071.18 | 4,996,288.32 |
| 营业收入(万元)          | 3,097,169.09 | 4,546,071.18 | 4,996,288.32 |
| 二、营业总成本(万元)       | 3,015,371.50 | 4,433,710.89 | 4,832,500.76 |
| 营业成本(万元)          | 2,903,733.05 | 4,281,848.20 | 4,667,362.34 |
| 营业税金及附加(万元)       | 8,850.06     | 12,990.24    | 14,276.72    |
| 销售费用(万元)          | 10,730.59    | 14,175.47    | 15,267.74    |
| 管理费用(万元)          | 50,015.23    | 66,071.79    | 71,162.87    |
| 财务费用(万元)          | 42,042.57    | 58,625.18    | 64,431.09    |
| 资产减值损失(万元)        |              |              |              |
| 三、其他经营收益(万元)      |              |              |              |
| 四、营业利润(万元)        | 81,797.59    | 81,797.59    | 81,797.59    |
| 加: 营业外收入(万元)      |              |              |              |
| 减: 营业外支出(万元)      |              |              |              |
| 五、利润总额(万元)        | 81,797.59    | 112,360.29   | 163,787.56   |
| 减: 所得税(万元)        | 15,541.54    | 16,854.04    | 24,568.13    |
| 六、净利润(万元)         | 66,256.05    | 95,506.25    | 139,219.42   |
| 减: 少数股东损益(万元)     | 231.48       | 5,618.49     | 8,190.07     |
| 归属于母公司所有者的净利润(万元) | 66,024.57    | 89,887.75    | 131,029.35   |
| 七、每股收益:           |              |              |              |
| (一) 基本每股收益(万元)    | 0.51         | 0.69         | 1.01         |

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

图表 4、比较估值

| 简称   | 代码     | 最新价格  | 每股收益   |      |      | 市盈率 PE  |        |       | 市净率 PB<br>(MRQ) |
|------|--------|-------|--------|------|------|---------|--------|-------|-----------------|
|      |        |       | 08     | 09E  | 10E  | 08      | 09E    | 10E   |                 |
| 江西铜业 | 600362 | 35.95 | 0.76   | 0.85 | 1.25 | 47.30   | 42.34  | 28.68 | 4.86            |
| 云南铜业 | 000878 | 26.00 | (2.22) | 0.22 | 0.56 | (11.71) | 118.18 | 46.42 | 8.82            |
| 铜陵有色 | 000630 | 18.90 | 0.49   | 0.51 | 0.69 | 38.57   | 37.06  | 27.39 | 4.28            |
| 平均   |        |       |        | 0.53 | 0.83 | 24.72   | 65.86  | 34.16 | 5.99            |

## 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  |
| 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 ±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