

湘财证券研究所
有色钢铁研究小组

叶 鑫

Tel: 021-68634518

 E-Mail: yx2893@xcsc.com

王丽华

Tel: 021-68634518-8379

 E-Mail: wlh2682@xcsc.com
铜陵有色最近一年走势

www.xcsc.com
事件:

公司 2009 年净利润 6.08 亿元, 同比增长 1%, 每股收益 0.47 元, 符合预期。另外, 公司 2009 年拟向全体股东每 10 股现金分红 1 元 (含税)。

投资要点:

- q 公司经营稳健** 公司 2009 年销售收入同比下降 17.64%, 主要是铜产品价格大幅下降所致, 但公司实现利润总额增长 5.23%, 得益于良好的费用控制。此外, 公司本年执行 15% 的税率, 上年是 25%, 所得税费用大幅下降 38.98%。
- q 冶炼技改项目巩固行业地位** 公司拥有金隆、金昌、张家港联合冶炼厂以及赤峰金剑铜业 4 家铜冶炼厂, 80 万吨以上的铜冶炼产能。公司计划发行的 20 亿元可转债主要用于金昌冶炼厂的技改项目, 采用目前最先进闪速熔炼、闪速吹炼的“双闪”工艺代替现有的奥炉熔炼技术, 增加精铜冶炼产能 40 万吨的同时, 冶炼成本也将大幅降低。预计技改项目将于 2012 年完成, 届时铜冶炼产能将达到 120 万吨, 冶炼成本得到很好控制, 继续保持行业领先地位。
- q 集团资源注入值得期待** 长期以来, 公司铜精矿自给率为 6% 的低位, 影响公司在铜价上涨时的获利能力。公司和集团公司近年来大力加强资源整合, 目前集团手中主要有安徽庐江县 100 万吨铜矿山、南陵县近 100 万吨铜矿山以及金寨和内蒙古的铜钼矿。此外, 公司海外资源拓展也在稳步推进, 集团公司与中铁建合作要约收购 Corriente Resources Inc 的股权, 主要资产为厄瓜多尔的大型铜矿山, 储量约为 1000 万吨, 品位 0.4%, 露天矿, 开采条件较好。未来随着矿山的成熟, 将陆续注入上市公司, 极大提升公司盈利能力。矿山资源的拓展加上冶炼产能的扩张, 公司将迈入新的发展时期, 值得期待。
- q 维持铜陵有色“增持”评级** 我们假设公司 2010-2012 年精炼铜产量为 80—90 万吨, 铜冶炼加工费分别为 46.5/4.65—55/5.5, 铜的均价为 55000 元/吨左右。预测公司 EPS 分别为 0.72 元、0.87 元、1.06 元, 现价为 18.45, 对应 PE 分别为 25.5X、21.2X 和 17.5X, 维持增持评级, 目标价 22.32 元。未来股价的催化剂在于矿山资源的持续注入带来公司的价值重估, 建议积极关注。

表 1 铜陵有色主要财务指标

单位: 百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	30755.18	44873.26	48350.95	49765.56
收入同比 (%)	-18%	46%	8%	3%
归属母公司净利润	607.89	937.54	1124.39	1366.80
净利润同比 (%)	1%	54%	20%	22%
毛利率 (%)	6.2%	6.4%	6.9%	7.0%
ROE (%)	10.6%	14.1%	14.7%	15.4%
每股收益 (元)	0.47	0.72	0.87	1.06
P/E	39.29	25.47	21.24	17.47
P/B	4.18	3.59	3.13	2.70
EV/EBITDA	27.41	14.05	12.11	11.26

数据来源: 湘财证券研究所

表 2 铜陵有色估值预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	12119	11366	14923	15971	营业收入	30755	44873	48351	49766
现金	1828	1711	1769	5212	营业成本	28863	42001	45004	46261
应收账款	592	926	676	986	营业税金及附加	78	120	129	132
其他应收款	374	567	607	628	营业费用	123	144	162	170
预付账款	1909	2555	2867	2922	管理费用	541	681	761	789
存货	7163	5305	8691	5890	财务费用	384	574	599	540
其他流动资产	253	302	312	333	资产减值损失	-35	128	153	82
非流动资产	11760	11254	10766	10249	公允价值变动收益	-6	0	0	0
长期投资	113	113	113	113	投资净收益	-7	10	10	10
固定资产	9254	9393	9200	8842	营业利润	788	1234	1554	1802
无形资产	987	987	987	987	营业外收入	106	62	69	79
其他非流动资产	1406	761	465	307	营业外支出	59	41	44	48
资产总计	23879	22620	25689	26220	利润总额	834	1255	1580	1833
流动负债	15064	12757	14693	13852	所得税	117	236	301	317
短期借款	5957	4902	6574	5258	净利润	717	1019	1279	1516
应付账款	2876	3121	3375	3701	少数股东损益	109	81	155	149
其他流动负债	6230	4734	4744	4893	归属母公司净利润	608	938	1124	1367
非流动负债	1949	1978	1978	1973	EBITDA	1172	2287	2654	2854
长期借款	1949	1949	1949	1949	EPS (元)	0.47	0.72	0.87	1.06
其他非流动负债	0	29	29	24	主要财务比率				
负债合计	17013	14735	16671	15825	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1151	1233	1387	1536	成长能力				
股本	1294	1294	1294	1294	营业收入	-17.6%	45.9%	7.8%	2.9%
资本公积	1310	1310	1310	1310	营业利润	0.6%	56.7%	25.9%	16.0%
留存收益	3007	3945	4923	6151	归属于母公司净利润	1.1%	54.2%	19.9%	21.6%
归属母公司股东权益	5715	6652	7631	8859	获利能力				
负债和股东权益	23879	22620	25689	26220	毛利率(%)	6.2%	6.4%	6.9%	7.0%
现金流量表					净利率(%)	2.0%	2.1%	2.3%	2.7%
单位:百万元					ROE(%)	10.6%	14.1%	14.7%	15.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	7.3%	11.4%	11.2%	15.9%
经营活动现金流	612	2641	-879	5428	偿债能力				
净利润	717	1019	1279	1516	资产负债率(%)	71.2%	65.1%	64.9%	60.4%
折旧摊销	0	478	501	513	净负债比率(%)	53.2%	46.5%	51.1%	45.5%
财务费用	384	574	599	540	流动比率	0.80	0.89	1.02	1.15
投资损失	7	-10	-10	-10	速动比率	0.33	0.48	0.42	0.73
营运资金变动	0	462	-3216	2870					

其他经营现金流	-496	117	-32	-0	营运能力				
投资活动现金流	-1545	25	10	10	总资产周转率	1.43	1.93	2.00	1.92
资本支出	1492	0	0	0	应收账款周转率	58	57	58	58
长期投资	-7	-15	0	0	应付账款周转率	13.48	14.01	13.86	13.08
其他投资现金流	-59	10	10	10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1167	-2782	927	-1995	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.72	0.87	1.06
短期借款	1618	-1054	1671	-1316	每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	2.04	-0.68	4.19
长期借款	-629	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.42	5.14	5.90	6.84
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-612	0	0	0	P/E	39.29	25.47	21.24	17.47
其他筹资现金流	790	-1728	-744	-678	P/B	4.18	3.59	3.13	2.70
现金净增加额	233	-117	58	3443	EV/EBITDA	27	14	12	11

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。