

公司点评

业绩稳定，期待集团资源注入

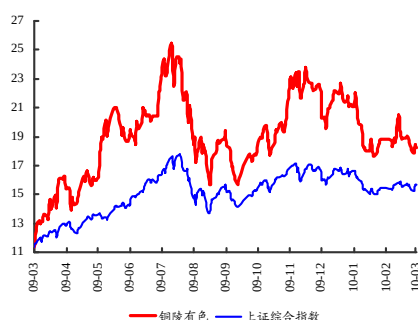
有色金属

2010年3月18日

——铜陵有色（000630）年报点评

评级：谨慎推荐（维持）

最近52周走势：



相关研究报告：

《同比下降预料中，环比改善意义》
-20091030

报告作者：

国联证券研究所综合组

组长：杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人：

曾海

电话：021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：公司18日公布2009年报，全年实现营业收入307.55亿元，同比下降17.64%；归属上市公司股东净利润6.08亿元，同比增长1.1%（调整后）；每股收益0.47元，符合此前预期。；分配方案每10股派1元。

点评：

产品售价同比下降影响销售收入。公司销售收入下降主要是因为2009年电解铜、硫酸售价相对较低所致。据测算2009年公司电解铜平均售价为3.69万元/吨，较2008年的4.86万元/吨下降24%；而硫酸价格仅为2008年的20-30%左右。

加工费、产量、税率调整提供业绩保障。公司利润增长主要原因包括：

- 1) 2009年公司铜冶炼加工费（TC/RC）长单价格为75（美元/吨）/7.5（美分/磅），同比增长67%，且公司70%的铜冶炼业务采用长单价格；
- 2) 公司电解铜产量达到71.86万吨，同比增长10.8%，自产铜精矿含铜4.43万吨，同比增长11.9%；
- 3) 所得税率由25%调整至15%。

2010年业绩取决于自产铜和副产品业务。由谈判确定的2010年铜冶炼加工费（TC/RC）长单价格为46.5（美元/吨）/4.65（美分/磅），相当于回归至2008年的水平，因此2010公司冶炼加工业务的业绩不容乐观，公司业绩将依赖于自产铜产量的增长和副产品价格的上升。此外，公司71.63亿元的存货，由于成本较低，有可能成为公司2010业绩的平滑剂。
期待集团资源注入和产业重组。资源自给率偏低是制约公司发展的主要瓶颈，虽然公司通过挖潜和并购提升了一定的资源量，但大型资源项目，特别是海外项目主要是通过集团层面进行，需待项目成熟后注入。另根据国家产业振兴和调整政策，国内铜产业有可能进行大规模重组，作为行业龙头之一，公司有望从中获益。

维持“谨慎推荐”评级。公司资源自给率低，业绩依赖于加工费和副产品价格上升。预计10-12年EPS分别为0.44元、0.52元和0.62元，动态市盈率为41倍、35倍和29倍。鉴于2010年铜市场将呈震荡格局的假设，维持公司“谨慎推荐”评级。

关键假设:

单位: 亿元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
业务收入	373.42	307.55	506.30	542.49	579.71
铜产品	315.10	265.51	456.50	488.75	522.00
黄金等副产品	38.74	32.42	37.45	38.35	39.25
化工及其他产品	17.26	3.92	6.09	8.50	10.88
收入占比					
铜产品	84.4%	86.3%	90.2%	90.1%	90.0%
黄金等副产品	10.4%	10.5%	7.4%	7.1%	6.8%
化工及其他产品	4.6%	1.3%	1.2%	1.6%	1.9%
业务收入增长率	0.8%	-17.6%	64.6%	7.1%	6.9%
铜产品	-5.6%	-15.7%	71.9%	7.1%	6.8%
黄金等副产品	50.7%	-16.3%	15.5%	2.4%	2.4%
化工及其他产品	149.8%	-77.3%	55.3%	39.6%	27.9%
毛利率	6.5%	6.2%	4.9%	5.1%	5.4%
铜产品	0.8%	4.6%	3.0%	3.3%	3.5%
黄金等副产品	23.5%	21.7%	25.0%	25.0%	25.0%
化工及其他产品	71.4%	-12.6%	15.0%	20.0%	20.0%

财务报表预测与财务指标

单位: 亿元

更新日期: 2010/3/18

利润表						资产负债表					
	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E		2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	373.42	307.55	506.30	542.49	579.71	流动资产	85.57	121.19	144.66	184.96	192.91
YOY	0.8%	-17.6%	64.6%	7.1%	6.9%	货币资金	15.94	18.28	-16.63	14.42	13.67
营业成本	349.09	288.63	481.71	514.63	548.69	短期投资净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	1.07	0.78	1.28	1.37	1.47	应收票据	1.45	2.26	3.51	3.76	4.02
销售费用	0.93	1.23	2.03	2.17	2.32	应收帐款	4.21	5.92	7.99	8.18	8.34
占营业收入比	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	预付帐款	23.58	19.09	22.57	25.54	28.07
管理费用	5.10	5.41	8.66	9.01	9.34	存货	31.67	71.63	120.43	125.80	131.08
占营业收入比	1.4%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	其它流动资产	8.72	4.00	6.79	7.26	7.74
财务费用	5.19	3.84	4.53	5.83	6.52	非流动资产	107.20	117.60	127.01	127.40	122.97
占营业收入比	1.4%	1.2%	0.9%	1.1%	1.1%	长期股权投资	1.00	1.13	1.13	1.13	1.13
资产减值损失	3.66	-0.35	0.00	0.00	0.00	固定资产	79.21	92.54	103.55	107.79	106.71
公允价值变动收益	0.00	-0.06	0.00	0.00	0.00	在建工程	16.40	12.34	11.49	7.89	4.81
投资收益	-0.06	-0.07	0.00	0.00	0.00	工程物资	0.05	0.01	0.01	0.01	0.01
其它损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	8.82	10.35	9.61	9.35	9.08
营业利润	8.32	7.88	8.10	9.47	11.37	其它长期资产	1.72	1.22	1.22	1.22	1.22
营业外净收入	0.10	0.47	0.00	0.00	0.00	资产总计	192.77	238.79	271.67	312.36	315.88
利润总额	8.41	8.34	8.10	9.47	11.37	流动负债	97.58	150.64	174.11	209.12	207.71
所得税	2.02	1.17	1.22	1.42	1.71	短期借款	43.38	59.57	64.21	98.94	97.79
所得税率	24.0%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%	应付票据	24.17	40.11	50.96	51.58	51.95
净利润	6.39	7.17	6.89	8.05	9.66	应付帐款	14.06	28.76	33.05	32.45	31.55
少数股东权益	0.02	1.09	1.15	1.35	1.62	其它流动负债	15.97	22.19	25.88	26.15	26.41
归属母公司净利润	6.37	6.08	5.73	6.70	8.04	非流动负债	26.64	19.49	24.51	24.06	21.48
YOY	-23.9%	-4.6%	-5.7%	17.0%	20.0%	长期借款	25.78	19.49	24.51	24.06	21.47
EPS(元)	0.49	0.47	0.44	0.52	0.62	其它长期负债	0.86	0.00	0.00	0.00	0.00
						所有者权益	68.56	68.66	74.25	81.08	89.32
主要财务比率						股本	12.94	12.94	1.29	1.29	1.29
成长能力						留存收益	45.17	43.17	60.29	65.77	72.39
营业收入	0.8%	-17.6%	64.6%	7.1%	6.9%	少数股东权益	10.44	11.51	12.67	14.02	15.64
营业利润	-44.9%	-5.3%	2.9%	17.0%	20.0%	母公司股东权益	58.11	57.15	61.59	67.07	73.69
归属于母公司净利润	-23.9%	-4.6%	-5.7%	17.0%	20.0%	负债和所有者权益	192.77	238.79	272.86	314.27	318.50
获利能力											
毛利率	6.5%	6.2%	4.9%	5.1%	5.4%	现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利率	1.7%	2.3%	1.4%	1.5%	1.7%	经营活动现金流	28.52	6.12	-20.92	12.73	15.38
ROE	9.3%	10.4%	9.3%	9.9%	10.8%	净利润	6.39	7.17	6.89	8.05	9.66
ROA	3.3%	3.0%	2.5%	2.6%	3.1%	折旧	4.70	5.74	6.95	7.55	7.91
偿债能力						摊销	0.24	0.26	0.26	0.26	0.26
流动比率	0.88	0.80	0.83	0.88	0.93	营运资本增加额	9.24	-7.03	-39.55	-8.96	-8.98
速度比率	0.47	0.42	0.19	0.46	0.50	其它	7.94	-0.02	4.53	5.83	6.52
资产负债率	64.4%	71.2%	73.1%	74.7%	72.6%	投资活动现金流	-15.00	-15.45	-17.82	-8.91	-4.46
营运能力						处置资产收回的现金	0.09	0.13	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	1.91	1.43	1.98	1.86	1.85	购建资产支付的现金	-13.11	-14.92	-17.82	-8.91	-4.46
应收帐款周转率	63.44	60.70	72.80	67.09	70.16	其它	-1.99	-0.65	0.00	0.00	0.00
存货周转率	8.31	5.59	5.02	4.18	4.27	融资活动现金流	-23.00	11.67	3.83	27.23	-11.68
每股指标(元)						吸收投资	0.06	0.33	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.49	0.47	0.44	0.52	0.62	取得借款	89.29	100.54	19.51	52.02	20.87
每股净资产	5.30	5.30	5.74	6.26	6.90	偿还债务	-101.86	-83.34	-9.86	-17.74	-24.60
估值比率						支付股利	-10.41	-5.82	-1.29	-1.22	-1.43
P/E	37.18	38.77	41.15	35.18	29.32	其它	-0.08	-0.04	-4.53	-5.83	-6.52
P/B	3.44	3.43	3.18	2.91	2.64	现金净增加额	-9.61	2.33	-34.90	31.05	-0.76

数据来源: 国联证券研究所, 公司

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。