

2010年8月31日

铜陵有色

业绩稳定

A
持有

000630.SZ – 人民币 16.74

目标价格: 人民币 19.00

乐宇坤

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

铜陵有色公告 2010 年上半年净利润同比增长 32%至 4.03 亿人民币, 好于我们预期。上半年公司计提了 7,600 万元的资产减值准备, 如果去除这个原因, 上半年的净利润同比大幅增长了近 3 倍。盈利增长主要是来自于黄金、硫酸等副产品, 而来自铜产品的贡献反而减少, 这主要是由于上半年金价和硫酸价格大幅上升, 而今年铜加工费同比下降近 39%。另外原来亏损较大的铜深加工业务目前逐步改善, 由于上半年业绩超出预期, 我们将 2010-12 年盈利预测分别上调了 14%、17%和 20%, 由于发行可转债, 全面摊薄后每股收益分别上调 9%、7%和 10%。公司是中国领先的铜生产商之一, 这有利于公司未来在中国有色金属行业整合的大趋势下获得更多的并购机遇。维持**持有**评级。

支撑评级的要点

- 全球经济回升使得未来铜供应紧张, 铜价上升;
- 大股东有较多的矿产资源;
- 公司是国内领先的铜生产商。

评级面临的风险因素

- 全球经济复苏晚于预期;
- 并购有较多的不确定性;
- 铜精矿短缺影响公司冶炼业务利润。

估值

- 我们的目标价格为 19.00 元, 这是基于 3.9 倍的 10 年市净率 (除 07 年下半年以外的历史平均水平)。维持**持有**评级。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(24)	2	2	(7)
相对新华富时A50 指数(%)	(1)	3	3	4

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,294
流通股 (%)	43
流通股市值 (人民币 百万)	9,314
3个月日均交易额 (人民币 百万)	166
净负债比率 (%)	109
主要股东 (%)	
铜陵有色金属集团控股有限公司	57

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	37,003	30,108	45,903	48,340	49,604
变动(%)	1	(19)	52	5	3
净利润(人民币百万)	601	608	800	874	903
全面摊薄每股收益(人民币)	0.465	0.470	0.589	0.615	0.635
变动(%)	(51.4)	1.1	25.4	4.4	3.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.654	0.748	0.817
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.541	0.576	0.581
调整幅度(%)	-	-	8.8	6.8	9.5
核心每股收益(人民币)	0.465	0.470	0.589	0.615	0.635
变动(%)	(51.4)	1.1	25.4	4.4	3.4
全面摊薄市盈率(倍)	36.0	35.6	28.4	27.2	26.3
核心市盈率(倍)	36.0	35.6	28.4	27.2	26.3
每股现金流量(人民币)	0.73	0.99	1.08	1.46	1.72
价格/每股现金流量(倍)	22.9	16.8	15.6	11.5	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.7	16.8	15.4	14.6	13.3
每股股息(人民币)	0.118	0.118	0.145	0.180	0.186
股息率(%)	0.7	0.7	0.9	1.1	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

2010 年上半年盈利同比增加 32%，好与我们预期。铜陵有色公告 2010 年上半年净利润同比增长 32%至 4.03 亿人民币（每股收益 0.31 元），好于我们预期。毛利率为 4.6%，低于 09 年同期的 7.2%。由于 6 月末铜原料价格下跌，上半年公司计提了 7,600 万元的资产减值准备，而去年上半年冲回了 1.88 亿元的减值准备，如果去除这个原因，上半年的净利润同比大幅增长了近 3 倍。从季度业绩来看，2010 年 2 季度净利润为 1.95 亿人民币，环比减少 6%，毛利率为 4.5%，与 1 季度基本持平。但 2 季度公司计提了 6,800 万元的资产减值准备，如果去除这个因素，2 季度净利润环比增加 22%。

利润增长主要来自于黄金、硫酸等副产品的贡献。2010 年上半年公司的毛利润同比增加 46%，但我们发现这主要是来自于黄金、硫酸等副产品的盈利贡献，而来自铜产品的毛利润反而减少。我们估计这主要是由于上半年金价和硫酸价格大幅上升的原因，例如硫酸价格目前约 400 多元/吨，而去年上半年不到 100 元。铜产品的毛利润下降主要是因为今年铜加工费同比下降近 39%，仅 46.5 美元/吨和 4.65 美分/磅。

图表 2.季度利润及毛利率

	08 年 1 季度	08 年 2 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	10 年 1 季度	10 年 2 季度
净利润（人民币 百万）	280	315	324	(282)	172	134	165	137	207	195
毛利率	7.8	5.8	7.2	3.2	9.1	5.6	5.2	5.1	4.7	4.5

资料来源：公司数据

图表 3.主要产品毛利润

(人民币, 百万)	09 年上半年	09 年下半年	10 年上半年
铜产品	491	727	418
黄金等副产品	321	383	630
化工及其他产品	(18)	(32)	140

资料来源：公司数据

上半年生产基本符合计划进度。上半年公司阴极铜产量同比增长 30.26%至 41.2 万吨、自产铜量同比增长 4.98%至 2.4 吨，铜矿自给率约 5.8%，低于去年同期的 7.2%；硫精矿增长 11.01%，硫酸增长 7.11%，黄金和白银分别增长 25.08%、53.56%、铜深加工材同比增长 44.40%。公司 2010 年生产经营计划安排是：生产电铜 83 万吨，自产铜精矿含铜 4.71 万吨，铁精砂 54.4 万吨，硫精砂 73.5 万吨，硫酸 203 万吨，黄金 10,510 千克，白银 406 吨，铜加工材 11.58 万吨。从上半年的生产进度看，基本符合全年生产计划。

深加工业务逐步改善。09 年公司的铜深加工业务仍未能给公司贡献较多利润，其中金威铜业（公司控股 75%，主要生产铜板带）亏损了 7,505 万元，黄铜棒材公司（公司控股 75%，主要生产黄铜棒）亏损了 6,479 万元。公司的万吨铜箔项目已在年初进入试生产，目前的销售状况较好。公司计划今年大力推进金威铜业、黄铜棒材等项目达标达产的进程，从目前情况看，金威的铜板带项目逐步达产，经营情况大为好转，有望扭亏。

发行可转债投资铜冶炼项目。公司于 2010 年 7 月 15 日公开发行了总额 20 亿元的可转换公司债券，实际募集资金 19.615 亿元，债券期限 6 年，初始转股价格为 15.68 元，募集资金全部用于“铜冶炼工艺技术升级改造项目”。实施分为两个部分，第一部分是先建设采用当今世界最先进的闪速熔炼、闪速吹炼工艺的铜精矿冶炼处理系统，待该“双闪”系统建设完成后实施第二部分，即对现有金昌冶炼厂奥炉系统转型改造为以处理低品位杂铜为主的短流程再生铜生产系统。项目的总投资额为 55.05 亿元，其中第一部分“双闪”铜冶炼的投资额为 51.18 亿元。“双闪”铜冶炼项目设计规模为年产阴极铜 40 万吨、硫酸 151.5 万吨。募集资金投入后的投资资金缺口部分，由公司通过自有资金或向金融机构贷款等方式解决。我们预计该项目在 2013 年才能投产，届时公司精铜产能将达到 125 万吨，成为国内最大的铜生产商。

上调盈利预测。虽然 2010 年铜精矿加工费下降，但由于铜价走强，硫酸价格大幅回升以及其他副产品例如铁精矿、黄金的价格继续上升，因此我们相信公司未来两年盈利仍能保持平稳增长。由于上半年业绩超出预期，我们将 2010-12 年盈利预测分别上调了 14%、17%和 20%，由于发行可转债，全面摊薄后每股收益分别上调 9%、7%和 10%。

维持持有评级。铜陵有色是中国领先的铜生产商之一，我们相信公司的行业地位有利于公司未来在中国有色金属行业整合的大趋势下获得更多的并购机遇，这有利于公司估值水平提高。我们的目标价格为 19.00 元，这是基于 3.9 倍的 10 年市净率（除 07 年下半年以外的历史平均水平）。维持**持有**评级。

图表 3. 2010 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变化%
销售收入	10,927	24,976	129
销售成本	(10,099)	(23,775)	135
营业税	(37)	(44)	18
毛利润	790	1,157	46
其他经营性收入	0	0	n/a
销售费用	(54)	(67)	25
管理费用	(236)	(281)	19
资产减值损失	188	(76)	n/a
经营利润	688	733	7
财务费用	(178)	(231)	30
投资收入	(3)	(0)	n/a
其它非经营性收入	37	23	(36)
税前利润	544	525	(4)
所得税	(140)	(85)	(39)
少数股东权益	(98)	(37)	(63)
净利润	306	403	32
全面摊薄每股收益	0.236	0.311	32
主要比率 (%)			
毛利率	7.2	4.6	
经营利润率	6.3	2.9	
净利率	2.8	1.6	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	37,003	30,108	45,903	48,340	49,604
销售成本	(34,761)	(28,314)	(43,728)	(46,044)	(47,149)
经营费用	(440)	(9)	(162)	(167)	(160)
息税折旧前利润	1,802	1,785	2,013	2,129	2,296
折旧及摊销	(494)	(600)	(662)	(702)	(732)
经营利润 (息税前利润)	1,308	1,185	1,352	1,427	1,563
净利息收入/(费用)	(603)	(369)	(400)	(386)	(340)
其他收益/(损失)	88	18	16	16	16
税前利润	793	834	968	1,058	1,239
所得税	(192)	(117)	(145)	(159)	(310)
少数股东权益	1	(109)	(23)	(25)	(26)
净利润	601	608	800	874	903
核心净利润	601	608	800	874	903
每股收益 (人民币)	0.465	0.470	0.589	0.615	0.635
核心每股收益 (人民币)	0.465	0.470	0.589	0.615	0.635
每股股息 (人民币)	0.118	0.118	0.145	0.180	0.186
收入增长 (%)	1	(19)	52	5	3
息税前利润增长 (%)	(33)	(9)	14	6	10
息税折旧前利润增长 (%)	(24)	(1)	13	6	8
每股收益增长 (%)	(51)	1	25	4	3
核心每股收益增长 (%)	(51)	1	25	4	3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,594	1,828	2,785	2,339	2,263
应收帐款	566	818	1,248	1,314	1,348
库存	3,167	7,163	8,368	8,812	9,042
其他流动资产	3,230	2,310	3,238	3,468	3,637
流动资产总计	8,557	12,119	15,638	15,933	16,291
固定资产	9,566	10,489	11,558	12,129	12,625
无形资产	930	1,035	1,007	979	951
其他长期资产	225	236	182	155	128
长期资产总计	10,721	11,760	12,747	13,263	13,704
总资产	19,278	23,879	28,385	29,197	29,995
应付帐款	3,822	6,887	8,409	8,855	9,067
短期债务	4,753	7,100	7,100	6,143	5,143
其他流动负债	1,162	1,076	1,355	1,439	1,771
流动负债总计	9,737	15,064	16,864	16,437	15,981
长期借款	2,578	1,949	3,962	4,462	4,962
其他长期负债	86	0	0	0	0
股本	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
储备	4,539	4,420	5,091	5,805	6,533
股东权益	5,833	5,715	6,385	7,099	7,828
少数股东权益	1,045	1,151	1,174	1,199	1,225
总负债及权益	19,278	23,879	28,385	29,196	29,995
每股帐面价值(人民币)	4.51	4.42	4.93	5.48	6.05
每股有形资产(人民币)	3.79	3.62	4.15	4.73	5.31
每股净负债/(现金) (人民币)	4.43	5.58	6.39	6.39	6.06

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	793	834	968	1,058	1,239
折旧与摊销	494	600	662	702	732
净利息费用	603	369	400	386	340
运营资本变动	(698)	252	(1,015)	(141)	(100)
税金	(158)	(779)	385	(105)	19
其他经营现金流	(88)	11	(8)	(8)	(8)
经营活动产生的现金流	947	1,287	1,392	1,892	2,223
购买固定资产净值	(1,926)	(1,700)	(1,702)	(1,245)	(1,200)
投资减少/增加	28	63	(204)	(90)	(84)
其他投资现金流	0	(11)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,898)	(1,648)	(1,907)	(1,335)	(1,284)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	273	1,718	2,012	(457)	(500)
支付股息	(259)	(137)	(129)	(160)	(175)
其他融资现金流	(23)	(987)	(411)	(386)	(340)
融资活动产生的现金流	(9)	595	1,472	(1,003)	(1,015)
现金变动	(961)	233	957	(446)	(76)
期初现金	2,555	1,594	1,828	2,785	2,339
公司自由现金流	(912)	(338)	(477)	589	970
权益自由现金流	(1,250)	970	1,087	(286)	99

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	4.9	5.9	4.4	4.4	4.6
息税前利润率	3.5	3.9	2.9	3.0	3.2
税前利润率	2.1	2.8	2.1	2.2	2.5
净利率	1.6	2.0	1.7	1.8	1.8
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
利息覆盖率	2.0	3.0	3.1	3.4	4.2
净负债率(%)	83.4	105.2	109.5	99.6	86.6
速动比率	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5
估值(倍)					
市盈率	36.0	35.6	28.4	27.2	26.3
核心业务市盈率	36.0	35.6	28.4	27.2	26.3
目标价对应核心业务市盈率	40.9	40.5	32.3	30.9	29.9
市净率	3.7	3.8	3.4	3.1	2.8
价格/现金流	22.9	16.8	15.6	11.5	9.7
企业价值/息税折旧前利润	15.7	16.8	15.4	14.6	13.3
周转率					
存货周转天数	44.1	66.6	64.8	68.1	65.7
应收帐款周转天数	8.4	8.4	8.2	9.7	9.8
应付帐款周转天数	39.2	64.9	60.8	65.2	65.9
回报率 (%)					
股息支付率	25.3	25.1	23.5	26.7	26.7
净资产收益率	10.9	10.5	13.2	13.0	12.1
资产收益率	5.1	4.7	4.4	4.2	4.0
已运用资本收益率	9.9	8.0	8.0	7.8	8.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 27 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371