



铜陵有色（000630）：核心竞争力静待提升

增持(维持)

投资要点：

- 近期铜现货加工费猛涨
- 资源注入尚待明年，冶炼成本优势明显

报告摘要：

- 近期铜现货加工费猛涨至 60 美元/吨。源于铜精矿供应吃紧，下游加工费不断收窄。今年的长单加工费被定在 46.5/4.65，较 09 年全年平均的 62.5/6.25 下跌了 25.6%。而国内的现货冶炼加工费在前几个月更是一度从 20/2 降至 8/0.8，更有部分冶炼厂甚至出现了零加工费的情况。近期由于贸易商手中铜精矿较充足，而冶炼厂开工不足，导致现货加工费猛涨至 60/6，虽然公司的冶炼加工费主要由长单锁定，现货加工费的变化对公司影响很小，但近期现货加工费的快速上涨对于即将确定的明年长单加工费是一重要利好，预计 2011 年加工费在去年的基础上变化应该不大。
- 业绩稳定是公司的最大特点。公司的主营业务为铜冶炼，但主要利润贡献却随着铜价、铜冶炼加工费、硫酸价格和黄金价格的波动，在黄金、硫酸等副产品和铜业务之间来回切换。这种多利润贡献点，使得公司过去几年业绩变化相对稳定，有效地平滑行业周期波动对公司业绩的影响，显示出良好的“防御性”特征。
- 资源注入尚待明年，冶炼成本优势明显。公司铜资源自给率仅为 6.13%，资源注入将是公司未来公司发展的主要战略。预计安徽省庐江县沙溪铜矿和内蒙古赤峰国维铜矿是最早可能注入公司的优质铜矿资源，其中沙溪铜矿铜金属量为 70 万吨，设计产能 1.5 万吨/年；国维铜矿资源量与冬瓜山差不多，约为 140 万吨，但品味只有冬瓜山铜矿一半，预计产能在 2 万吨/年，公司铜精矿产量将实现翻番，远期计划铜精矿产量 15 万吨/年。冶炼成本低于行业平均水平。
- 2010 年 EPS0.68 元，维持“增持”评级。考虑到公司未来两年自产铜精矿增速有望保持 10%，铜冶炼成本处于下降通道，我们预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.68 元、0.73 元和 0.84 元，对应的 PE 为 25.1 倍、23.4 倍和 20.3 倍，继续给予“增持”评级

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3734217.5	3075517.55	4640851.08	5135805.86	5492576.69
同比增长率	0.82%	-17.64%	50.90%	10.67%	6.95%
净利润	63712.57	60789.02	88521.62	94914.31	108632.79
同比增长率	-23.88%	-4.59%	45.62%	7.22%	14.45%
每股收益(元)	0.49	0.47	0.68	0.73	0.84

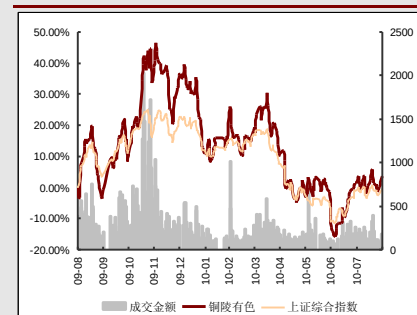
分析师

分析师姓名：闵丹

电话：010-88085977

Email: mindan@hysec.com

市场表现



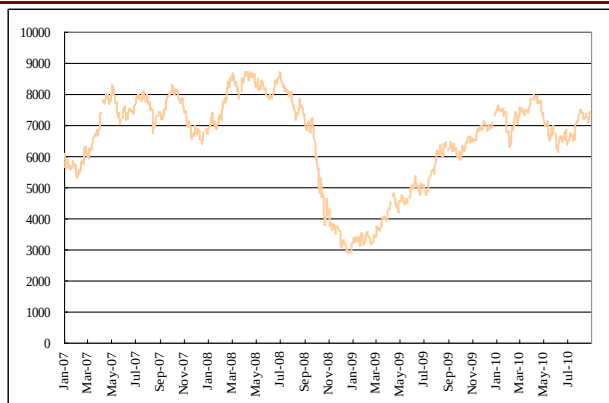
基本情况

总股本：亿	12.94
流通股本：亿	9.875
第一大股东	铜陵有色金属集团控股有限公司
第一大股东持股比例	56.92%

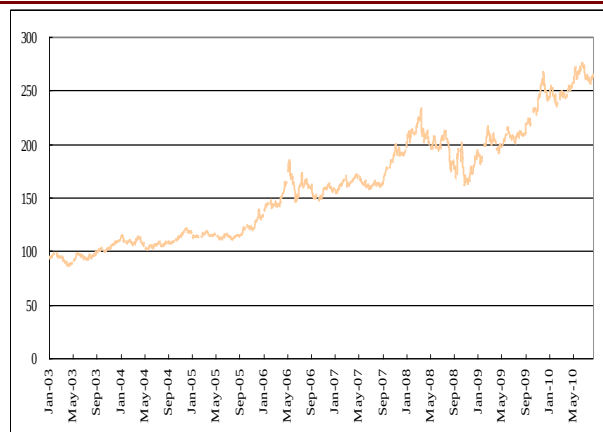
数据来源：宏源证券

相关研究

黄金撑起半边天—铜陵有色中报点评
“攻守兼备”的最优选择—铜陵有色深度报告
资源注入强烈，成本优势明显—铜陵有色调研简报

图 1: LME 铜价走势 (单位: 美元/吨)


资料来源: 宏源证券

图 2: 黄金价格走势 (单位: 美元/盎司)


资料来源: Wind, 宏源证券

表 1: 公司矿山铜资源储量

矿山名称	权益比例	铜金属量 (万吨)	平均品位 (%)	10 年产量	11 年产量
铜山铜矿	100%	23.54	1.08	0.2	0.3
安庆铜矿	100%	26	0.95	0.9	1.0
冬瓜山铜矿	100%	140	1.02	3.3	3.6
凤凰山铜矿	100%	4.3	1.01	0.3	0.35
金口岭铜矿	100%	1.2	1.23	0.06	0.06
仙人桥矿业	46%	6.43		0.15	0.15
合计		198.04		4.91	5.46

资料来源: 宏源证券

表 2: 集团矿产资源量

矿山	储量 (万吨)	地理位置	进展
沙溪铜矿	70	安徽	预计设计产能 1.5 万吨/年
国维矿业	140	内蒙古	设计产能 2 万吨/年
多龙铜矿	500	新疆	意向性协议勘探
新疆铜矿		新疆	探矿阶段
金寨钼矿	20	安徽	普查阶段, 进展较慢
姚家岭铜铅锌矿	60	安徽	探矿完成
黄狮涝金矿	20.86 吨	安徽	探矿完成
新华山金矿		安徽	
CTQ	1000	厄瓜多尔	只完成一个矿区
BLANCO		秘鲁	尚未开工

资料来源: 宏源证券

表 3: 冶炼厂产量及成本

名称	权益比例	粗铜 (万吨)	阴极铜 (万吨)	硫酸 (万吨)	铜成本 (元/吨)	硫酸成本
----	------	---------	----------	---------	-----------	------

金隆冶炼厂	61.4%	35	40	110	1750	110
金昌冶炼厂	100%	18	18	58	2400	170
张家港冶炼	85%		20			
金剑铜业	51%		10	35	1750	110
合计			88	203	1922	120
金昌技改后	100%	20	30	150	1650	110
技改后合计			118	295	1700	110

资料来源：宏源证券

表 4：盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
单位（万元）				
一、营业总收入	3075517.55	4640851.08	5135805.86	5492576.69
营业收入	3075517.55	4640851.08	5135805.86	5492576.69
二、营业总成本	2995493.89	4521887.95	5000841.52	5338375.08
营业成本	2886333.38	4343215.18	4800545.09	5124164.59
营业税金及附加	7793.12	11602.13	12839.51	13731.44
销售费用	12308.97	18563.40	20543.22	21970.31
管理费用	54138.72	83535.32	92444.51	98866.38
财务费用	38426.84	60331.06	64197.57	68657.21
资产减值损失	-3507.15	4640.85	10271.61	10985.15
三、其他经营收益				
投资净收益	-667.68	-928.17	-1027.16	-1098.52
四、营业利润	78760.21	118034.96	133937.18	153103.09
加：营业外收入	10576.49	6961.28	7703.71	8238.87
减：营业外支出	5914.22	9281.70	10271.61	10985.15
五、利润总额	83422.48	115714.53	131369.28	150356.80
减：所得税	11728.17	17357.18	19705.39	22553.52
六、净利润	71694.31	98357.35	111663.89	127803.28
减：少数股东损益	10905.30	9835.74	16749.58	19170.49
归属母公司所有者 净利润	60789.02	88521.62	94914.31	108632.79
七、每股收益				
股本（万股）	129436.12	129436.12	129436.12	129436.12
基本每股收益（元）	0.47	0.68	0.73	0.84

资料来源：宏源证券

分析师简介:

闵丹: 宏源证券研究所有色行业研究员, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。