

云南铜业 (000878.SZ) 有色金属行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

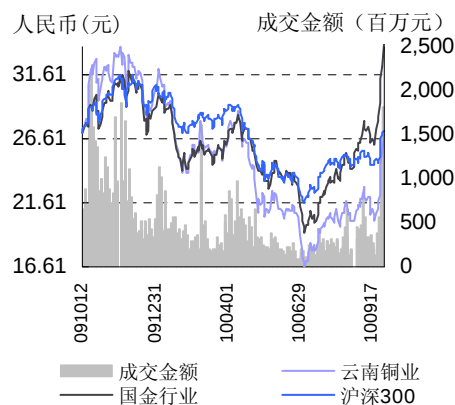
目标(人民币): 28.00 元
市价(人民币): 26.89 元

改变进行时

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,256.67
总市值(百万元)	33,792.36
年内股价最高最低(元)	33.76/16.61
沪深 300 指数	3172.73
深证成指	12373.28



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	-2.222	0.297	0.382	0.628	0.716
每股净资产(元)	2.84	3.11	3.49	7.00	7.72
每股经营性现金流(元)	-4.10	1.25	1.66	1.67	2.53
市盈率(倍)	-3.60	103.09	67.14	40.89	35.84
行业优化市盈率(倍)	10.86	33.65	33.65	33.65	33.65
净利润增长率(%)	N/A	N/A	28.82%	103.37%	14.10%
净资产收益率(%)	-78.22%	9.56%	10.97%	8.97%	9.28%
总股本(百万股)	1,256.69	1,256.69	1,256.69	1,556.69	1,556.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司改变进行时:** 经历了实际控制人变更、管理层动荡和 2008 年巨额亏损以后, 公司目前正在发生积极的改变。(1) 重新启动对集团铜相关资产的收购, 预计公司未来三年自产铜精矿分别为 5.75 万吨、6.80 万吨和 7.30 万吨; (2) 随着公司整体管理水平的提升和此次非公发的完成, 公司期间费用率有望持续下降, 预计公司未来三年的管理费用率分别为 3.80%、3.45% 和 3.40%, 而财务费用分别为 7.38 亿元、6.43 亿元和 5.03 亿元; (3) 公司下属矿山的建设也在稳步推进, 矿山的产量和成本也会更加稳定, 公司对矿山的控制和管理能力也将持续加强;
- **铜资源的稀缺性保证公司长期价值:** 经过对集团铜资源的收购, 公司从单纯的冶炼企业转变为具有采选冶完整产业链的铜企业, 待本次非公发完成后, 公司保有资源储量有望超过 200 万吨, 大股东的支持是公司未来发展的最大动力;
- **短期铜价趋势向上:** 新一轮的量化宽松政策一方面给美元带来了贬值的压力, 另一方面重新启动了全球通胀的预期。铜作为大宗商品中基本面较好的品种, 受到资金的追捧也是显而易见的, 短期铜价趋势向上;

投资建议

- 我们预计公司 2010 年-2012 年实现销售收入分别为 182.99 亿元、209.78 亿元和 209.78 亿, 归属母公司净利润分别为 4.81 亿元、9.78 亿元和 11.15 亿元, 对应 EPS 分别为 0.382 元、0.628 元和 0.716 元。
- 公司目前股价对应 2011 年和 2012 年市盈率分别是 40.89 倍和 35.87 倍, 在 A 股大型有色企业中估值偏高, 但是考虑到未来公司继续收购集团资产的明确预期以及短期内铜价上涨的趋势已经确立, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险

- 公司此次非公开发行募集资金数额较大, 募投项目短期内难以对公司业绩产生明显增厚, 存在一定的风险。
- 公司矿山建设进程低于预期的风险。
- 铜价短期内的剧烈波动, 对于公司的经营也会造成一定的风险。

王磊 联系人
(8621)61038282
wang_lei@gjzq.com.cn

李莉芳 分析师 SAC 执业编号: S1130206080206
(8621)61038292
lilifang@gjzq.com.cn

内容目录

从单一冶炼到完整产业链	4
“四矿一厂”的注入让公司实现质变	4
非公开发行进一步收购集团资产	6
公司的资源竞争力未来将逐步增强	7
矿山的高成本有望逐步降低	7
全球铜矿山的平均成本将走高	7
看好铜价长期景气	9
短期铜价趋势向上	11
盈利预测	13
产品价格、成本和产量预测	13
期间费用预测	16
盈利预测和敏感性分析	18
估值和投资评级	18
风险因素	19
附录：三张报表预测摘要	20

图表目录

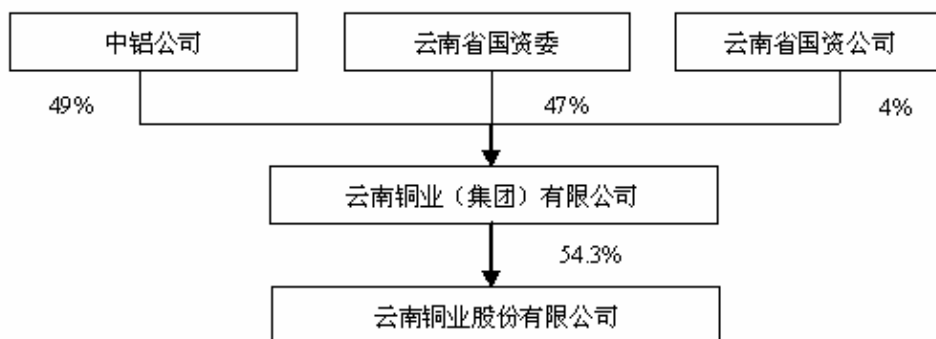
图表 1：大股东的支持是云铜发展的最大动力	4
图表 2：云南铜业“四矿”铜资源情况	5
图表 3：云铜非公发注入矿山情况	6
图表 4：云铜自产铜精矿成本相对较高	7
图表 5：全球铜矿平均品位长期趋势向下	8
图表 6：全球“12大”铜矿山产出地位持续下降（单位：kt）	8
图表 7：预测的未来铜精矿边际成本曲线	9
图表 8：湿法炼铜在全球矿产铜中的占比一直比较稳定	10
图表 9：全球分地区废铜投入率	11
图表 10：LME 库存持续下降	11
图表 11：弱势美元对铜价形成支撑	12
图表 12：OECD 领先指标显示全球经济复苏缓慢	12
图表 13：云铜主要冶炼产能	13
图表 14：云南铜业主要产品价格和产量预测	14
图表 15：云南铜业各业务销售及毛利率预测-1	15
图表 16：云南铜业各业务销售及毛利率预测-2	16
图表 17：地理因素增加了云铜的销售费用率	17
图表 18：公司管理费用有望走低	17

图表 19: 财务费用率高始终影响云铜的盈利能力	18
图表 20: 期间费用率预测	18
图表 21: 铜价对云南铜业 2011 年 EPS 的敏感性分析	18
图表 22: 国内铜铅锌企业估值一览	19
图表 23: 三大铜企资源估值比较	19

从单一冶炼到完整产业链

- 云南铜业股份有限公司成立于 1997 年，是由云南铜业集团公司作为独家发起人，以社会募集方式设立的股份有限公司。公司原本是一家以冶炼为主的上市公司，主要从事高纯阴极铜、电工用铜线坯、工业硫酸、黄金、白银等产品的生产和销售以及铅、锌、铂等多种有色金属和稀贵金属的回收。2007 年通过定向增发向大股东收购“四矿一厂”，形成了从上游矿山到冶炼、加工较为完整的产业链；2010 年 8 月 31 日，公司再次公告，拟收购集团相关铜资源，进一步提升了公司的资源储备。
- 2007 年以前，公司作为单纯的冶炼企业，主要原料依赖外购，赚取的仅仅是微薄的加工费，而且跟集团之间存在大量的关联交易。从消除同业竞争的角度，云铜集团 2006 年承诺，今后会把集团成熟的矿山资源逐步注入上市公司。
- 2007 年 3 月，公司完成了对集团“四矿一厂”的收购，铜资源储量从无到有，权益资源储量为 117 万吨，每年自产铜精矿含铜约 5 万吨。公司从一个单纯的冶炼企业转变为采选冶一体化、产业链较为完整的大型铜企。
- 2010 年 8 月 31 日，公司公告拟收购集团相关铜资源，时隔三年之后，再次拉开了整合集团资源的帷幕，让我们有理由对集团其它相关资产的持续注入更加关注。
- 云南地区是我国主要的铜产地，铜矿资源十分丰富，仅次于江西和西藏位于国内第三位。云铜集团作为云南省铜矿资源的整合者，在资源整合方面有着得天独厚的优势，集团目前拥有的铜资源储量保守估计在 300 万吨以上，远景储量在 600 万吨以上。依靠集团乃至中铝公司的支持，公司是国内发展潜力和空间最大的铜企。

图表1：大股东的支持是云铜发展的最大动力



来源：公司公告，国金证券研究所

“四矿一厂”的注入让公司实现质变

- 在 2007 年定向增发收购集团铜矿资源完成之前，公司只有大红山二期自 2005 年开始每年按成本价向公司提供 8000 吨铜精矿，其余铜精矿原料均需外购。公司外购铜精矿赚取的仅仅是固定的加工费，难以从铜价的上涨获益，有时甚至在铜价波动期间由于无法把握节奏而出现亏损。
- 公司海外采购铜精矿的加工费模式是 TC/RC，具体价格由中国铜冶炼厂商联合与海外矿山谈判协定。自从 2005 年铜价飙升以来，铜矿的稀缺性越来越明显，海外矿山的议价能力也非常突出，TC/RC 也一路走低。按照目前 TC/RC46 美元/吨和 46 美分/磅计算，加工费仅为 1840 元/吨金属铜，而云铜的冶炼成本达到 2300 元/吨金属铜，只能依靠硫酸冶炼和回收少量铜精矿中不计价的金、银而勉强保持盈亏平衡。

- 公司从集团和国内其它矿山采购铜精矿的价格是按照国内铜价乘以一定比例（80%-85%，跟铜价成正比）。国内铜矿的议价能力相对于海外矿山弱势，按照 60000 元/吨、85%的折扣计算，公司采购国内铜矿的加工费在 7700 元/吨左右，即使考虑到国内铜精矿品位较低、回收率不高的因素，对比 2300 元/吨的冶炼成本，公司国内采购还是可以实现盈利的。
- 但是总的说来，由于国内铜资源的稀缺，公司国内采购的数量难以增长，公司每年要从海外大量进口铜精矿，一般占公司铜产量的 1/3 左右。而且由于公司管理费用较高、资产负债高、运输成本高，期间费用高于国内江铜和铜陵有色，如果公司没有自产精矿、单纯依赖冶炼业务仅仅是略有盈利。
- 公司 2007 年 3 月成功收购云铜集团玉溪矿业、楚雄矿冶、迪庆矿业、金沙矿业“四矿”和滇中有色“一厂”，使得公司从单纯的冶炼企业转变为拥有上游矿山的采选冶完整产业链的铜企，公司的盈利能力大大增强。

图表2：云南铜业“四矿”铜资源情况

矿山名称	子公司	持股比例 (%)	矿石量 (万吨)	铜金属量 (万吨)	铜品位 (%)	生产规模 (t/d)	铜产能 (万吨)
大红山铜矿	玉溪矿业	100%	7956	64.06	0.81%	8000	2.25
六苴矿床	楚雄矿冶	100%	563	5.35	0.95%	5000	1.35
凹地苴矿床	楚雄矿冶	100%	263	2.37	0.9 %		
羊拉铜矿里农矿段	迪庆矿业	75%	3 43	32.53	1.00%	5000	1.32
汤丹矿	金沙矿业	51%	2628	25.49	0.97%	5200	1.33
因民矿	金沙矿业	51%	1219	13.0	1.07%		
滥泥坪	金沙矿业	51%	390	3.39	0.87%		
合计			16261	146.23			6.25
权益合计			13375	117.55			5.27

来源：公司公告，国金证券研究所

- **玉溪矿业。**玉溪矿业所属大红山铜矿是公司目前产量最大的矿山，也是公司未来重点发展矿山。大红山铜矿分为东西两段，东段是目前的主产区，保有储量为矿石量 7956 万吨，金属量 64 万吨，铜矿品位 0.81%，同时矿山还伴生金银，金金属量 7.75 吨，平均品位 0.18 克/吨，银金属量 100.6 吨，平均品位 1.86 克/吨。目前大红山东段年处理矿石量 250 万吨，年产铜精矿含铜 2.25 万吨，由于是新建矿山，开采条件较好，采选规模也较大，大红山的铜生产成本是云铜所有矿山中最低的，约 24000 元/吨。
- 大红山西段是公司未来主要的铜精矿增长点，目前已探明铜金属量 35 万吨，已经开始为期 5 年的矿山建设。大红山西段采选建成后，预计产能将达到日处理矿石量 6000 吨，年新增铜精矿 1.06 万吨，品位 62%的铁精矿 22.66 万吨。该项目已经作为本次非公发的募投项目。
- **迪庆矿业。**迪庆矿业下属羊拉铜矿是公司又一新建的铜矿山，羊拉铜矿分为里农、江边、路农三个矿段，分两期建设，目前正在开采的是一期工程。由于羊拉铜矿海拔较高，又是难以分离的高硫铜矿，一直以来铜产量都没有达到设计产能，而且生产成本偏高，在 27000 元/吨左右。羊拉铜矿未来的项目进展预计也不会很快，短期内也难以显著增加铜矿产量。
- 羊拉铜矿海拔较高，每年开采时间短，而且又是难以浮选的高硫铜矿，回收率一直不稳定，生产成本居高不下，每年铜精矿产量在 6000 吨左右。
- 羊拉铜矿还有相当一部分是地表氧化矿，目前经过技术改进每年可产出电积铜 2000 吨左右，生产成本略低于铜精矿。
- **楚雄矿冶。**楚雄矿冶所属六苴矿区和凹地苴矿区矿山设计生产规模 150 万吨/年矿石量，铜精矿年生产能力为 1.35 万吨，下属其他矿山可提供电积

铜约 1500 吨。楚雄矿冶下属矿山生产成本略好于迪庆矿业，预计在 26500 元/吨左右

- **金沙矿业。**金沙矿业系原东川矿务局实行政策性破产之后设立的公司，生产成本低、企业负担重一直难以解决。金沙矿业下属汤丹、因民和滥泥坪三个矿山，各矿都处于金沙江沿岸的高山上，开采条件非常恶劣，生产规模合计 156 万吨/年，年产铜精矿在 1.08 万吨左右，年产电积铜 2000 吨。吨铜的生产成本是云铜所有矿山中最高的，在 27500 元/吨左右。
- 云南铜业收购“四矿一厂”之后，每年实际自产铜精矿含铜在 5 万吨左右，成本在 25500 元/吨。同时下属子公司在销售给云铜的铜精矿中，有相当一部分是各子公司直接外购的铜精矿，这部分铜精矿由于并不是云铜自产的，因此成本较高。

非公开发行进一步收购集团资产

- 公司于 2010 年 8 月 31 日公布非公开增发预案，以不低于 18.64 元/股的价格非公开发行不超过 30000 万股，用于以下四个项目：一、对子公司玉溪矿业增资 12.5 亿元，用于大红山铜矿 3 万 t/a 精矿含铜-西部矿段采矿工程建设项目；二、19 亿元购买云铜集团持有的云南达亚有色金属有限公司 100% 股权、云南星焰有色金属有限公司 100% 股权、云南景谷矿冶股份有限公司 71.27% 股权和昆明西科工贸有限公司 100% 股权；三、偿还公司银行贷款 13 亿元；四、补充流动资金约 10 亿元
- 大红山西部矿段采矿工程的项目建设期为 5 年，形成井下 6000 吨/天的矿石处理能力，预计在 2012 年之后可以出矿，年产铜精矿含铜 1.06 万吨，相比于现有产量增加 20%，未来对公司盈利能力的增强是十分明显的，但短期内还难以对公司产生贡献。
- 公司收购集团子公司的股权，可以在原有“四矿”的基础上进一步增加公司的保有铜资源储量和自产铜精矿产量，公司本次收购的达亚有色、星焰有色和景谷矿冶都有铜矿资源，西科工贸主营业务则是金属材料加工，产品是铅及精制硫酸镍。
- 公司由于资产负债率一直居高不下，财务费用很高，而且公司由于大量外购铜精矿，资金占用数额也很大。此次通过非公发募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金，对于公司减少财务费用、减轻资金压力也是十分重要的。

图表3：云铜非公发注入矿山情况

矿山名称	公司	持股比例 (%)	矿石量 (万吨)	铜金属量 (吨)	铜品位 (%)	生产规模 (wt/a)	铜产能 (吨)	备注
凤山铜矿	云南达亚	100%	1040	82160	0.79%	59.4	4700	
狮子山铜矿	云南达亚	100%	1199	66544	0.56%	39	2300	22010 年计划产
红龙铜矿	云南达亚	100%	75	6225	0.83%	7.5		7300 吨
米底莫铜铁矿	云南达亚	100%	754	45994	0.61%			
宋家坡铜矿	景谷矿冶	71.27%	392	39200	1.00%	16.5	16 0	湿法炼铜，2008 年
牟定桂山铜矿	星焰有色	100%	44.5	3871	0.87%	5.8	500	产 1859 吨
郝家河铜矿	星焰有色	100%	351	38270	1.09%	12	1300	正在扩大矿区
合计			385	2822 5				
权益合计			3646	271003				

来源：公司公告，国金证券研究所

- 在公司收购的集团子公司中，达亚有色、星焰有色和景谷矿冶的主营业务都是铜矿的采选，三个公司拥有经过评审备案的铜矿资源合计 27 万吨，每年的权益铜产量 1.04 万吨。
- 达亚有色拥有 4 张采矿证，分别是凤山铜矿、狮子山铜矿、元江红龙厂铜矿和元江米底莫铜铁矿，目前正在开采的是凤山铜矿和狮子山铜矿，设计开采能力为 7000 吨/年，2009 年合计产铜的金属总量为 9662 吨。元江

米底莫铜铁矿正在申请，其他已经申请获批扩大矿区范围，未来有望进一步扩大资源储量，特别是红龙厂铜矿的储量前景最值得期待。

- 星焰有色拥有 2 本采矿证和 7 本探矿证，两座在产矿山的规模都较小，2010 年星焰有色计划生产铜金属量 1200 吨。星焰有色的探矿证还都处于普查阶段，预计短期内难以增加资源储量。
- 景谷矿冶的宋家坡铜矿的生产工艺是湿法炼铜，由于生产规模较小，成本偏高，2010 年计划生产电积铜 1400 吨，预计略有盈利。景谷矿冶的 4 本探矿证中，宋家坡铜矿处于勘探阶段，预计未来会有一定资源储量的增加，而其它 3 本探矿证还处于普查阶段，短期内难以增加储量。

公司的资源竞争力未来将逐步增强

矿山的高成本有望逐步降低

- 云南铜业每年有 5 万吨左右自产铜精矿，由于显著的高成本，使得公司的盈利能力相比于江西铜业和铜陵有色都较为逊色，但是随着公司自身的矿山建设和对矿山管理的加强，未来成本有望走低。
- 云铜的矿山处于云南省内，大多矿山规模较小，开采条件恶劣，运输成本高，而且由于历史原因有沉重的负担，这就使得公司整体的自产铜精矿成本居高不下。
- 新建矿山的逐步投产降低公司铜精矿成本。公司大红山铜矿作为新建矿山，采选规模大，成本较低；未来随着大红山西段的投产，整个大红山铜矿年产铜精矿约 3 万吨，在公司自产铜精矿的占比将有所上升，可以有效的降低公司铜精矿的成本。此外羊拉铜矿今后也有望成为公司另一个主力矿山。
- 加强对矿山的管理、降低费用。公司原本只是一个单纯的冶炼企业，没有相关的矿山开采和管理经验，随着公司内部的磨合，未来公司对矿山的管理力度将加强，有望进一步降低成本费用。

图表4：云铜自产铜精矿成本相对较高

	江西铜业	云南铜业	铜陵有色	西部资源
年处理矿石量（万吨）	3850	1000	465	18
年产精矿含铜（万吨）	16.7	5.3	4.5	0.44
2009 年净利润（百万元）	2,349	373	608	93
自产铜精矿成本（元/吨）	16,000	25,500	17,000	8,200

来源：国金证券研究所

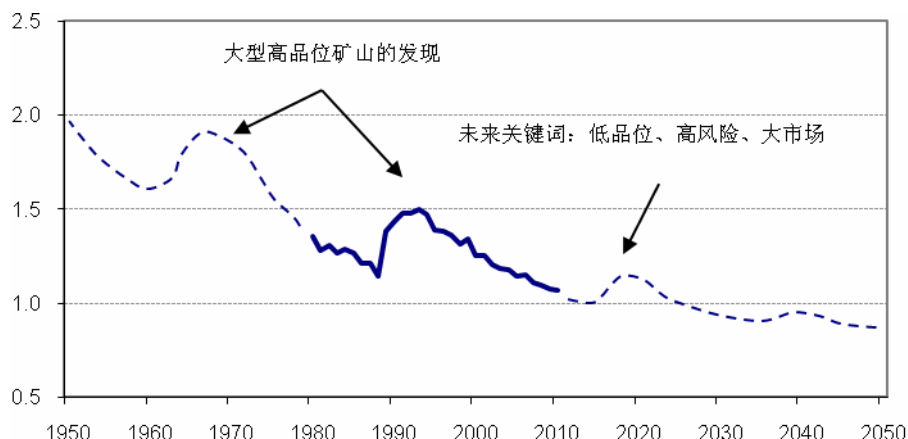
全球铜矿山的平均成本将走高

- 铜作为全球公认的最稀缺的大宗资源之一，其中最显著的特点就是全球铜矿平均品位的持续下降，如图表 5 所示。主要有几个因素决定了这种长期的趋势：
 - （1）既有矿山经常长期开采，整体品位下降。铜矿床的普遍特征都是矿体中心区域品位高、边缘区域品位低，而人们都倾向于率先开采最优质的资源，随着优质资源的枯竭，只能开采那些品位低、环境差的资源，例如 Codelco 旗下的 Chuquicamata 铜矿在 1914 年开采时的品位超过 2%，经过近一个世纪的开发，目前 Chuquicamata 的品位仅有 0.56%；
 - （2）在过去全球铜市场规模较小的时候，一些大型高品位矿山的发现和开发可以显著扭转平均品位下降的状况，如 1990 年后 Escondida

和 Grasberg 两座品位超过 1.5%、产量超过全球 12%的矿山陆续投产，显著抬升了全球铜矿山的平均品位，但是随着全球铜市场的增长，未来一方面发现大型铜矿的可能性很小，另一方面单个铜矿对于全球矿产铜的影响会越来越小；

- (3) 技术的提升和规模效应使得低品位铜矿的开采成为可能，人们在低品位和高风险（主要是政治风险）之间会更倾向于低品位，更重要的是无论如何品位的降低意味着成本的上升，只有价格的上升才会刺激低品位铜矿的产出。

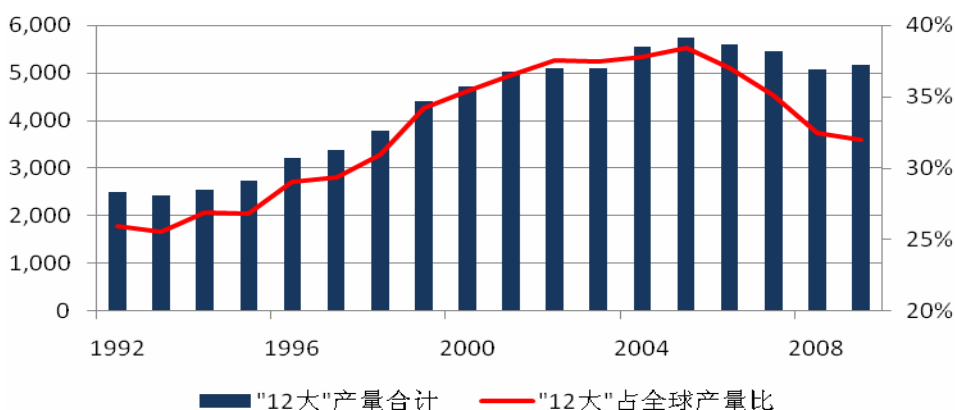
图表5：全球铜矿平均品位长期趋势向下



来源：Brook Hunt，国金证券研究所

- 铜矿资源的稀缺性还体现为适宜开采的大型铜矿山逐渐枯竭，大型矿山在全球铜矿山产出中的比重逐渐下降。全球产量最大的 12 座铜矿在成本上也具有明显的优势，但是他们的产量在 2004 年占到全球总产量的 37%之后便逐年下降，2009 年已经不到全球总产量的三分之一，如图表 6 所示。

图表6：全球“12大”铜矿山产出地位持续下降（单位：kt）



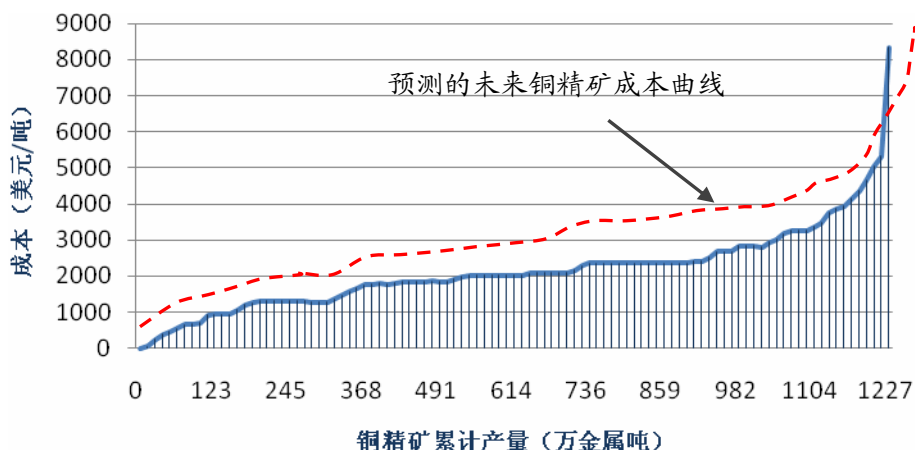
来源：公司公告，Brook Hunt，国金证券研究所

注：“12大”铜矿山是指目前全球产量最大 12 座铜矿山，包括 Escondidia, Grasberg, Collahuasi, Chuquicamata, El Teniente, Norilsk, Antamina, Los Pelambres, Bingham Canyon, Radomiro Tomic, Andina 和 Morenci.

- 未来全球铜精矿的产出将更多的依赖中小矿山，这种产出集中度的下降会使得未来铜矿供应的不稳定性、不确定性增加。更值得注意的是，目前全球铜冶炼产能和铜矿产出地存在地理上的分离，产出国需要将铜精矿出口到冶炼地区，如果未来铜矿产出更加分散，会降低铜精矿的运输效率、增加运输成本。

- 我们可以看出未来铜矿的产出会出现开采品位下降、大铜矿产出下降以及行业产出集中度的下降，这些会使未来铜精矿的成本上升，预测的铜精矿边际成本曲线如图表 7 所示。到那时，云铜在铜精矿成本曲线中的位置将比现在更为接近全球平均成本。

图表7：预测的未来铜精矿边际成本曲线

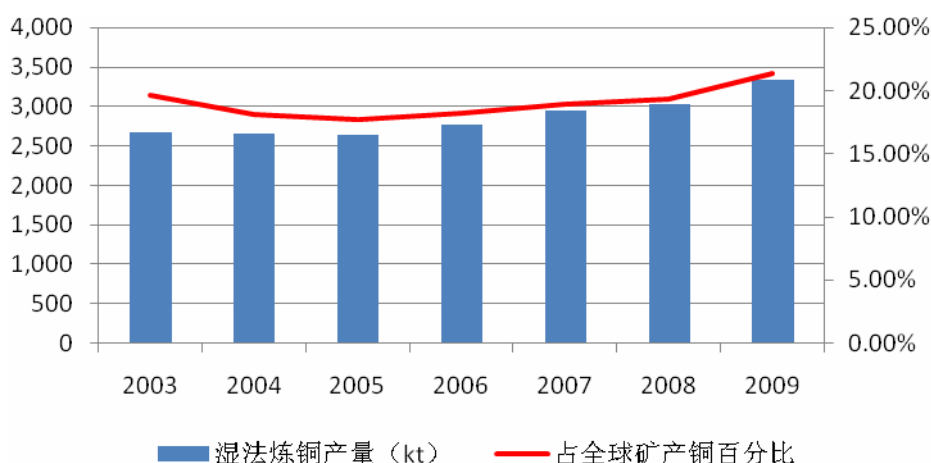


来源：国金证券研究所

看好铜价长期景气

- **湿法炼铜增长受限。**目前全球湿法炼铜的主要产地集中在智利、美国、赞比亚和秘鲁，智利不仅是全球最大的铜精矿生产国，也是全球最大的湿法炼铜生产国，全球前十大湿法铜矿山中，有八座都在智利。对于大的产铜国，传统铜矿区周围往往存在大量低品位铜矿、氧化矿，在以往铜矿区的基础上，就地建设湿法炼铜厂，投资费用低、建设周期短，有利于降低成本，但是湿法炼铜的推广还存在一定问题。
 - 首先，湿法炼铜为了降低成本，生产规模必须要达到一定程度，而对于非传统的产铜国，一般的铜矿区都很小，年处理矿石量很少超过1000万吨，这也是目前湿法炼铜只在智利、美国等国推广的原因；
 - 其次，湿法炼铜对铜矿石的品位要求较高，太高的品位反而因为回收率的下降而影响生产成本和效率；第三，在一些高纬度、低温地区，湿法炼铜会因为低温、缺氧而降低效率，无法发挥其低成本的优势；
 - 最后，湿法炼铜的一些核心技术还掌握在少数几个大的铜业公司手中，存在一定的技术壁垒。

图表8：湿法炼铜在全球矿产铜中的占比一直比较稳定



来源：Brook Hunt，国金证券研究所

- **废杂铜的回收高峰已过。**旧废铜来自若干年前的铜消费。铜的耐腐蚀性非常好，在使用中磨损率也很低，一般情况下铜部件的使用寿命通常在 25-30 年之间，那么当前回收的旧废铜数量是由 30 年前的铜消费量决定的，当然由于旧废铜的回收成本很低，铜价的上涨也会刺激人们更乐于回收废铜。新废铜是在铜材加工过程中产生的，产生的量只跟每年的铜加工量有关，而且这部分废铜一般情况下不会作为火法炼铜的原料，而是直接加工成为铜合金重新使用。
- 欧洲的废铜投入率最高，但是呈略微下降的趋势。欧洲主要的发达国家基本上在上世纪 60 年代完成战后重建以及工业化进程，随后精铜的消费强度维持在一个较高的水平，并在 70 年代末的石油危机中精铜消费略有下降。经过 30 年后，当年的铜消费逐渐转化为可以回收利用的废铜，因为欧洲的铜消费高峰在 1970 年以前，所以 2000 年之后欧洲废铜投入率不随着铜价上升而上升就很容易理解了。
- 亚洲地区的废铜投入主要的贡献还是由日本带来的。日本在 1966 年完成工业化，1975 年达到精铜消费的高峰，对应在 2006 年同样达到废铜投入率的高峰。
- 北美地区废铜投入率低于欧洲和亚洲，很大程度上与美国的铜消费结构有关。美国在建筑方面的用铜量占到其铜总消费量的一半左右，这些用于建筑水管、屋顶装饰、电线的铜通常都不会被更换，因此回收率很低。
- 全球其它地区的废铜投入率随着铜价的上涨而上升的很快，但是因为这些地区历史上的精铜消费强度较小，产生的废铜的全球占比不高。例如中国在进入上世纪 90 年代后，精铜的消费才显著上升，未来中国的废铜回收的高峰至少要再过 15 年以后才会到来。

图表9：全球分地区废铜投入率

RIR	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
亚洲	32.80%	30.70%	30.30%	32.20%	32.90%	36.30%	33.70%
欧洲	44.00%	44.50%	41.60%	41.30%	41.40%	41.10%	41.00%
北美	29.00%	29.80%	28.40%	27.70%	29.50%	32.30%	32.80%
其他	15.00%	15.40%	13.80%	14.30%	16.90%	16.90%	19.70%
全球	34.60%	34.00%	32.50%	33.10%	33.80%	36.00%	34.80%

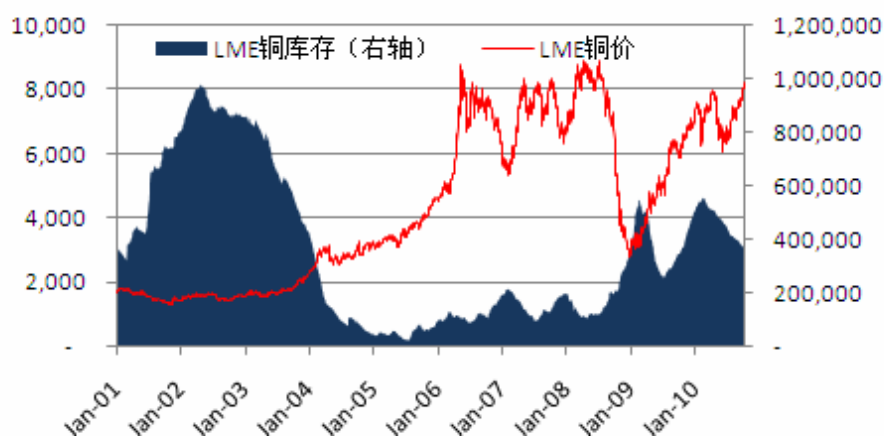
来源：ICSG，国金证券研究所

- **边际成本决定铜价。**回收铜和湿法炼铜无法取代矿产铜，成为铜供应的主要来源，而全球未来铜精矿的成本曲线是向上的，在全球发展中国家工业化、城镇化的大背景下，铜依然是稀缺的工业金属。在这种情况下，需要更多高成本的铜矿投入开采，所以可以支撑铜价长期景气。

短期铜价趋势向上

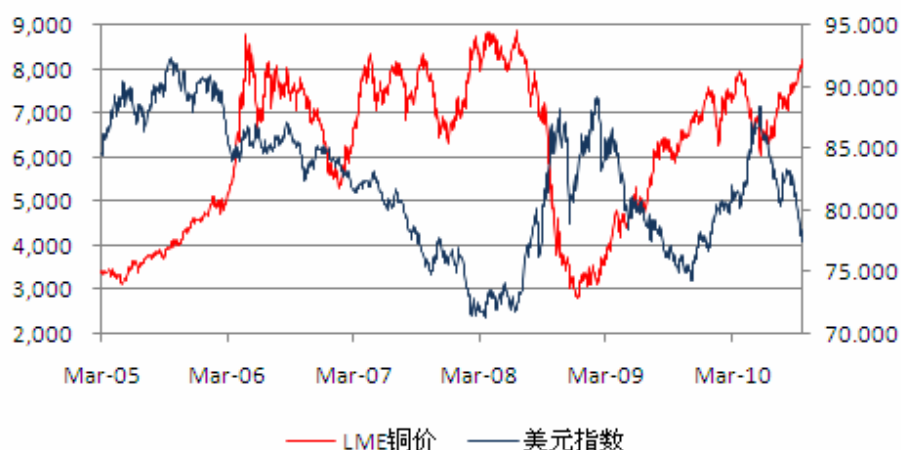
- 美联储为应对国内居高不下的失业率和低通胀预期，计划再次启动量化宽松政策，新一轮的量化宽松政策一方面给美元带来了贬值的压力，另一方面重新启动了全球通胀的预期，全球大宗商品受到两方面的作用将出现趋势性的上涨。铜作为大宗商品中基本面较好的品种，受到资金的追捧也是显而易见的。

图表10：LME 库存持续下降



来源：Bloomberg，国金证券研究所

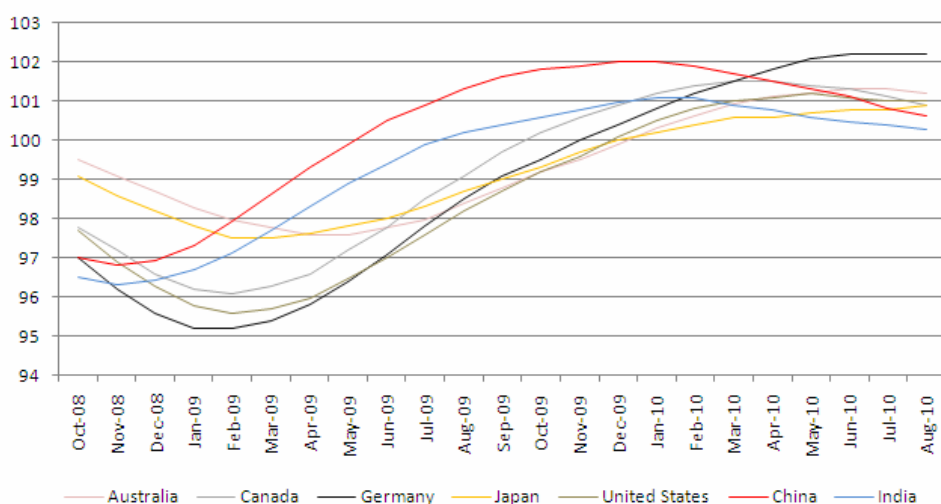
图表11: 弱势美元对铜价形成支撑



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- **铜价涨幅有限。**此次量化宽松政策的全球宏观环境与之前有所不同,不支持铜价的大幅上涨。2009 年全球经济危机时,各国纷纷出台刺激经济的政策;而目前的情况是新兴市场国家已经率先从危机中走出,发达经济体后续增长乏力,在这种环境下各国政策并不同步,大宗商品不会重复 2009 年上半年的涨幅,因此铜价短期涨幅有限。
 - 预计美联储二次量化宽松政策释放的资金规模在 5000 亿美元左右,远远低于 2009 年的 1.75 万亿美元的水平。
 - 在日元对美元汇率创下历史新高之后,日本央行宣布降息并拟购买约 600 亿美元的政府公债和其它资产。
 - 为了避免因为美元贬值而造成本国利益受损,韩国政府着手购买美元,巴西政府提升外资金融活动税,不排除澳大利亚、泰国等国家出台调控汇率的政策。
- 最新的 OECD 领先指标也预示着全球经济复苏进程缓慢,基本面也不支持大宗商品的大幅上涨。

图表12: OECD 领先指标显示全球经济复苏缓慢



来源: OECD, 国金证券研究所

盈利预测

产品价格、成本和产量预测

- 云南铜业现有冶炼产能为 63 万吨，但是由于外购原料不足，产能利用率一直不高，2008 年、2009 年和 2010 年上半年分别生产阴极铜 37.93 万吨、28.67 万吨和 17.65 万吨，预计未来三年公司阴极铜产量都在 35 万吨左右。

图表13：云铜主要冶炼产能

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
粗炼产能合计	万吨	33	40	40	40	40
公司本部	万吨	25	25	25	25	25
滇中有色	万吨	3	10	10	10	10
易门铜业	万吨	5	5	5	5	5
精炼产能合计	万吨	43	48	63	63	63
公司本部	万吨	20	20	20	20	20
赤峰云铜	万吨	8	10	13	13	13
电解 7、8	万吨	15	15	15	15	15
电解 9、10	万吨	0	3	15	15	15

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计 2010 年-2012 年国内铜均价分别为 55000 元/吨、56000 元/吨和 56000 元/吨，主要原因有三点：
 - （1）为了刺激国内经济、提升通胀预期，美联储计划实施新一轮的量化宽松政策，美元贬值和流动性支撑铜价趋势上涨；
 - （2）发达经济体经济复苏进展缓慢，领先指标也显示全球整体的经济增速较慢，需求面的疲软不支持铜价过大的涨幅；
 - （3）人民币未来几年的升值也使得国内金属价格涨幅低于外盘金属价格，我们预计未来三年外盘铜价分别为 6869 美元/吨、7169 美元/吨和 7426 美元/吨。
- 预计公司未来三年的自产铜精矿产量分别为 5.75 万吨、6.80 万吨和 7.30 万吨，其余国内采购和海外采购的铜精矿各占一半，同时我们假设公司明年 1 季度完成此次非公开发行，我们对未来金属价格和公司主要产品的产量预测如图表 13 所示。

图表14：云南铜业主要产品价格和产量预测

云南铜业（000878.SZ）			2008	2009	2010E	2011E	2012E
假设条件							
含税价格	铜价（长江现货）	元/吨	54910	42350	55000	56000	56000
	铜价（LME）	美元/吨	6959	5178	6869	7169	7426
	TC	美元/吨	45	47	45	45	45
	国内铜加工费	%	17%	17%	17%	17%	17%
	汇率		6.95	6.82	6.75	6.59	6.42
	内外盘价差	元/吨	(1433)	883	300	300	(200)
	金价（上海金交所）	元/克	196	214	250	255	255
	金价折扣	%	77%	78%	80%	80%	80%
	银价（华通现货）	元/千克	3583	3307	4000	4200	4200
	银价折扣	%	77%	78%	82%	82%	82%
	硫酸价格	元/吨	180	195	370	400	400
	铜加工毛利		900	1000	1000	1000	1000
销量	65%铁精粉	元/吨			900	900	900
	自产铜精矿 ⁺	万吨	5.89	6.33	5.75	6.80	7.30
	国内采购铜精矿 ⁺	万吨	13.62	13.53	10.50	14.66	14.16
	海外铜精矿 ⁺	万吨	20.00	10.00	15.00	15.00	15.00
	自产金	吨	1.65	1.72	1.56	1.58	1.70
	自产银	吨	49.34	65.74	59.62	55.91	60.03
	阴极铜	万吨	37.93	28.67	30.00	35.00	35.00
	铜杆	万吨	5.75	1.80	5.00	5.00	5.00
	硫酸	万吨	77.86	72.46	70.00	70.00	70.00
除税成本	铁精粉	万吨	68.26	58.30	64.00	64.00	64.00
	自产铜精矿成本	元/吨			25500	25600	25500
	冶炼成本	元/吨			2300	2300	2300
	加工成本	元/吨			4000	4000	4000
	硫酸成本	元/吨			190	190	190
	铁精粉成本	元/吨			400	400	400
自产贵金属毛利率					40%	40%	40%

来源：国金证券研究所

- 从对公司各业务的销售和毛利率预测可以看出，阴极铜仍是公司最主要的销售产品和毛利来源，矿山伴生的贵金属和铁精粉由于成本很低，在公司毛利的占比也超过 20%，对公司盈利的影响也很大。

图表15：云南铜业各业务销售及毛利率预测-1

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
阴极铜					
销售收入（百万元）	16,042.79	12,090.70	11,752.14	14,358.97	14,358.97
增长率（YOY）	--	-24.63%	-2.80%	22.18%	0.00%
毛利率	-7.25%	10.63%	12.63%	13.87%	13.84%
销售成本（百万元）	17,205.65	10,805.94	10,268.16	12,367.68	12,371.15
增长率（YOY）	--	-37.20%	-4.98%	20.45%	0.03%
毛利（百万元）	-1,162.86	1,284.76	1,483.98	1,991.29	1,987.82
增长率（YOY）	--	-210.48%	15.51%	34.19%	-0.17%
占总销售额比重	62.29%	74.72%	64.22%	68.45%	68.45%
占主营业务利润比重	-170.69%	59.14%	60.24%	66.44%	66.06%
铜杆					
销售收入（百万元）	2,771.67	0.00	2,600.43	2,643.16	2,643.16
增长率（YOY）	--	-100.00%	--	1.64%	0.00%
毛利率	1.85%	0.00%	10.96%	10.95%	10.95%
销售成本（百万元）	2,720.31	0.00	2,315.38	2,353.85	2,353.85
增长率（YOY）	--	-100.00%	--	1.66%	0.00%
毛利（百万元）	51.36	0.00	285.04	289.32	289.32
增长率（YOY）	--	-100.00%	--	1.50%	0.00%
占总销售额比重	10.76%	0.00%	14.21%	12.60%	12.60%
占主营业务利润比重	7.54%	0.00%	11.57%	9.65%	9.61%
贵金属					
销售收入（百万元）	3,264.55	3,915.08	3,232.69	3,244.42	3,244.42
增长率（YOY）	--	19.93%	-17.43%	0.36%	0.00%
毛利率	18.34%	21.69%	11.44%	11.52%	12.00%
销售成本（百万元）	2,665.87	3,066.04	2,862.87	2,870.56	2,854.99
增长率（YOY）	--	15.01%	-6.63%	0.27%	-0.54%
毛利（百万元）	598.68	849.04	369.82	373.86	389.43
增长率（YOY）	--	41.82%	-56.44%	1.09%	4.17%
占总销售额比重	12.68%	24.20%	17.67%	15.47%	15.47%
占主营业务利润比重	87.88%	39.08%	15.01%	12.47%	12.94%

来源：国金证券研究所

图表16：云南铜业各业务销售及毛利率预测-2

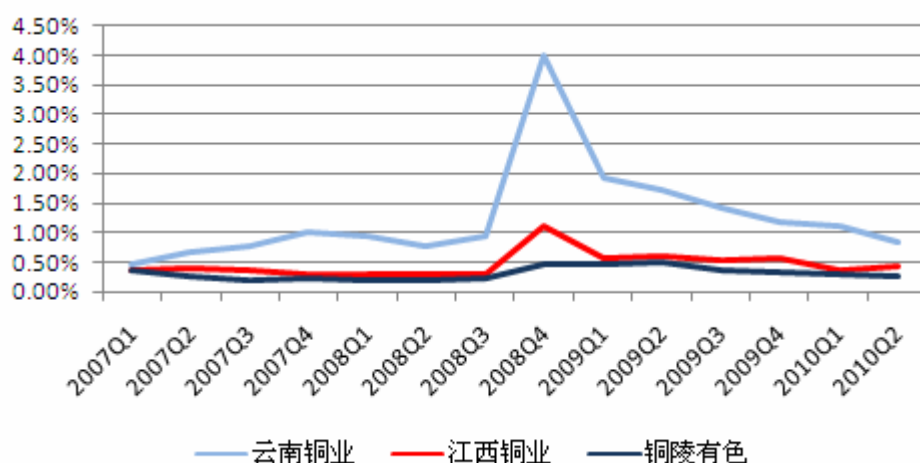
项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
化工产品					
销售收入（百万元）	589.13	174.77	221.37	239.32	239.32
增长率（YOY）	--	-70.33%	26.66%	8.11%	0.00%
毛利率	67.14%	22.05%	39.92%	44.43%	44.43%
销售成本（百万元）	193.59	136.24	133.00	133.00	133.00
增长率（YOY）	--	-29.62%	-2.38%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	395.54	38.53	88.37	106.32	106.32
增长率（YOY）	--	-90.26%	129.35%	20.31%	0.00%
占总销售额比重	2.29%	1.08%	1.21%	1.14%	1.14%
占主营业务利润比重	58.06%	1.77%	3.59%	3.55%	3.53%
其它产品					
销售收入（百万元）	3,086.40	0.00	492.31	492.31	492.31
增长率（YOY）	--	-100.00%	--	0.00%	0.00%
毛利率	25.87%	0.00%	48.00%	48.00%	48.00%
销售成本（百万元）	2,287.85	0.00	256.00	256.00	256.00
增长率（YOY）	--	-100.00%	--	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	798.55	0.00	236.31	236.31	236.31
增长率（YOY）	--	-100.00%	--	0.00%	0.00%
占总销售额比重	11.98%	0.00%	2.69%	2.35%	2.35%
占主营业务利润比重	117.21%	0.00%	9.59%	7.88%	7.85%
销售总收入（百万元）	25754.54	16180.55	18298.93	20978.18	20978.18
销售总成本（百万元）	25073.27	14008.22	15835.41	17981.09	17968.99
毛利（百万元）	681.27	2172.33	2463.52	2997.10	3009.20
平均毛利率	2.65%	13.43%	13.46%	14.29%	14.34%

来源：国金证券研究所

期间费用预测

- 云南铜业与江西铜业、铜陵有色相比，最大的问题就是期间费用率整体偏高。
 - 销售费用。由于公司地处云南，相对于江西和安徽，交通不便利，公司的购进原料和出售精铜的交通费用要高于江铜和铜陵，基本上每吨精铜运输费用在 200 元/吨左右。

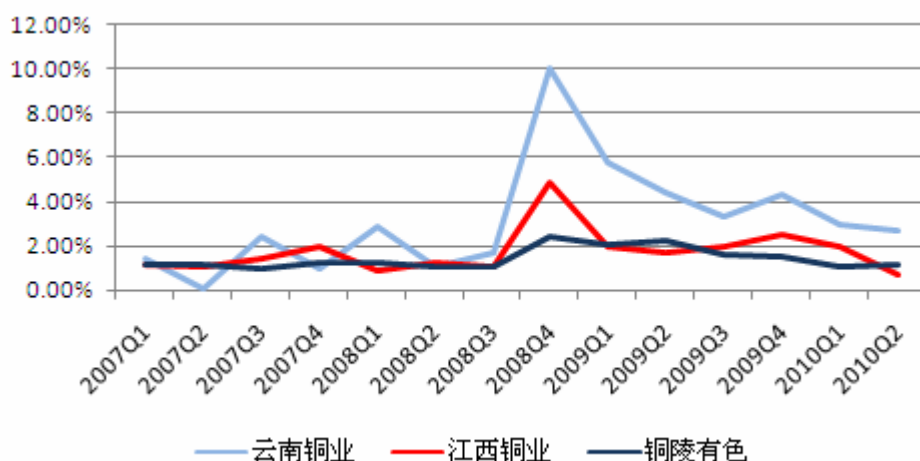
图表17：地理因素增加了云铜的销售费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 管理费用。由于注入四矿一厂和增加了冶炼产能，云铜的管理费用率上涨较快，主要原因在于原有矿山企业都是国有老矿山，企业负担重，管理能力差，未来随着公司对矿山管理的加强，管理费用有望持续回落。

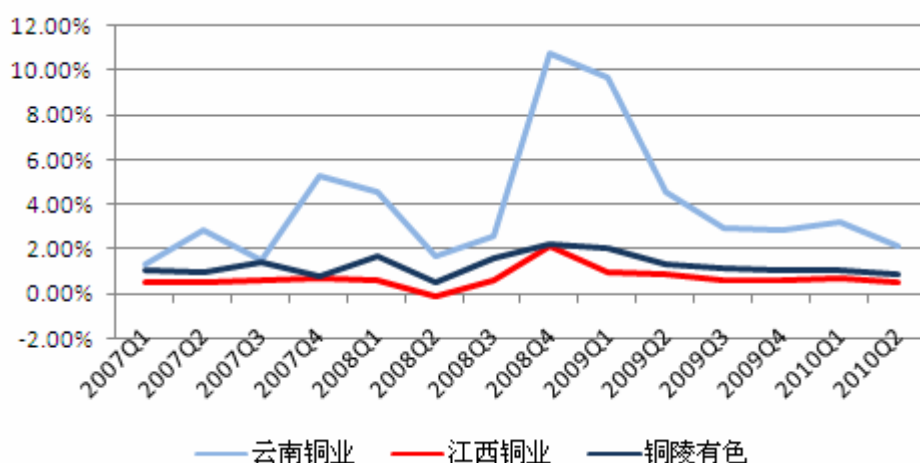
图表18：公司管理费用有望走低



来源：公司公告，国金证券研究所

- 财务费用。尽管云铜 2007 年注入盈利能力比较强的矿业类资产，但是 2008 年又出现巨额亏损，使得云铜资产负债率一直比较高，导致公司财务费用也远高于其它两家铜企业。财务费用的降低，有待公司持续的盈利和资产注入。

图表19：财务费用率高始终影响云铜的盈利能力



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 我们对公司期间费用的预测如图表 19 所示

图表20：期间费用率预测

	2010E	2011E	2012E
营业费用率	1.40%	1.30%	1.30%
管理费用率	3.80%	3.45%	3.40%

来源：国金证券研究所

盈利预测和敏感性分析

- 根据我们的盈利预测，公司 2010 年-2012 年实现销售收入分别为 182.99 亿元、209.78 亿元和 209.78 亿，归属母公司净利润分别为 4.81 亿元、9.78 亿元和 11.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.382 元、0.628 元和 0.716 元。随着公司非公开发行的完成，资产负债率将由 2010 年的 77.27% 下降到 2011 年的 58.14% 和 2012 年的 54.93%。
- 我们做了公司 2011 年业绩和铜价的敏感性分析，铜价每上涨 4000 元/吨，公司 EPS 增加 0.108 元，公司业绩对铜价的敏感性还是很强的。此外在铜价持续上涨过程中，公司由于加工周期带来的价差同样相当可观，出于谨慎起见，我们并没有计算公司这部分收益。

图表21：铜价对云南铜业 2011 年 EPS 的敏感性分析

铜价预测	44000	48000	52000	56000	60000	64000	68000
EPS	0.304	0.412	0.520	0.628	0.736	0.844	0.952

来源：国金证券研究所

估值和投资评级

- 公司目前股价对应 2011 年和 2012 年市盈率分别是 40.89 倍和 35.87 倍，在 A 股大型有色企业中估值偏高，但是考虑到未来公司继续收购集团资产的明确预期以及短期内铜价上涨的趋势已经确立，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表22：国内铜铅锌企业估值一览

代码	名称	股价	总市值 (亿元)	EPS			每股净 资产	PE			PB
				2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E	
600362.SH	江西铜业	37.65	1303.72	1.18	1.43	1.92	8.19	32.00	26.37	19.61	4.60
000878.SZ	云南铜业	25.68	322.72	0.38	0.63	0.72	3.28	67.58	40.89	35.87	7.83
000630.SZ	铜陵有色	21.20	274.40	0.64	0.81	0.89	4.82	32.91	26.15	23.91	4.40
000060.SZ	中金岭南	18.70	296.74	0.63	0.89	0.98	2.61	29.63	20.96	19.01	7.16
600497.SH	驰宏锌锗	23.69	238.74	0.50	0.77	0.94	4.07	47.04	30.63	25.26	5.82
600331.SH	宏达股份	16.23	167.49	0.39	0.61	0.80	1.22	41.73	26.55	20.34	13.33
601168.SH	西部矿业	15.04	358.40	0.51	0.74	0.89	4.50	29.59	20.32	16.96	3.34

来源：Wind，国金证券研究所

- 由于公司还没有完成非公开发行，以目前的总股本和资源量无法真实比较出公司与江西铜业和铜陵有色之间的差异，我们假设公司 2011 年完成非公开发后增加总股本 3 亿股，自产铜精矿 6.8 万吨。通过对三大铜的比较，我们可以看出，目前公司无论是吨铜市值还是自产铜市销率在三大铜中都偏高，但是考虑到公司大股东的支持和公司未来的发展前景，这是可以接受的。

图表23：三大铜企资源估值比较

	总股本 (百万股)	最新 股价	总市值 (亿元)	铜储量 (万吨)	吨铜市值 (元/吨)	预计 11 年铜 产量 (万吨)	每股自产铜 销售收入	自产铜 市销率
江西铜业	3463	37.65	1304	1578	8261.85	20.5	3.04	12.40
云南铜业	1557	25.68	400	213	18767.86	6.8	2.24	11.46
铜陵有色	1294	21.20	274	195	14072.02	6	2.38	8.92

来源：国金证券研究所

风险因素

- 公司此次非公开发行募集资金数额较大，募投项目短期内难以对公司业绩产生明显增厚，存在一定的风险。
- 公司矿山建设进程低于预期的风险。
- 铜价短期内的剧烈波动，对于公司的经营也会造成一定的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	34,456	25,755	16,184	18,299	20,978	20,978
增长率		-25.3%	-37.2%	13.1%	14.6%	0.0%
主营业务成本	-31,791	-25,073	-14,010	-15,835	-17,981	-17,969
% 销售收入	92.3%	97.4%	86.6%	86.5%	85.7%	85.7%
毛利	2,665	681	2,175	2,464	2,997	3,009
% 销售收入	7.7%	2.6%	13.4%	13.5%	14.3%	14.3%
营业税金及附加	-157	-113	-88	-91	-105	-105
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-240	-319	-232	-256	-273	-273
% 销售收入	0.7%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用	-428	-695	-681	-695	-724	-713
% 销售收入	1.2%	2.7%	4.2%	3.8%	3.5%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	1,840	-446	1,173	1,420	1,896	1,918
% 销售收入	5.3%	n.a	7.2%	7.8%	9.0%	9.1%
财务费用	-896	-933	-643	-738	-643	-503
% 销售收入	2.6%	3.6%	4.0%	4.0%	3.1%	2.4%
资产减值损失	-77	-1,784	-50	0	0	0
公允价值变动收益	-9	0	0	0	0	0
投资收益	151	107	9	0	0	0
% 税前利润	14.7%	-3.5%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,008	-3,056	490	683	1,253	1,415
营业利润率	2.9%	n.a	3.0%	3.7%	6.0%	6.7%
营业外收支	18	0	-20	0	0	0
税前利润	1,026	-3,056	469	683	1,253	1,415
利润率	3.0%	n.a	2.9%	3.7%	6.0%	6.7%
所得税	-3	151	-29	-82	-150	-170
所得税率	0.3%	n.a	6.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,023	-2,905	440	601	1,103	1,245
少数股东损益	102	-113	67	120	125	130
归属于母公司的净利润	922	-2,792	373	481	978	1,115
净利率	2.7%	n.a	2.3%	2.6%	4.7%	5.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,023	-2,905	440	601	1,103	1,245
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	388	2,315	592	430	481	532
非经营收益	462	895	611	1,133	754	682
营运资金变动	-1,827	-5,453	-66	-74	260	1,482
经营活动现金净流	46	-5,148	1,577	2,090	2,597	3,941
资本开支	-1,667	-1,475	-720	-133	-1,199	-730
投资	-1,057	399	-12	-1	0	0
其他	44	128	2	0	0	0
投资活动现金净流	-2,680	-947	-730	-134	-1,199	-730
股权募资	2,125	1	0	0	5,539	0
债权募资	7,358	1,930	-821	-839	-2,117	-529
其他	-756	-1,071	-1,159	-885	-754	-682
筹资活动现金净流	8,726	860	-1,980	-1,723	2,669	-1,211
现金净流量	6,091	-5,235	-1,133	232	4,067	2,000

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	9,034	3,801	2,668	2,900	6,967	8,967
应收款项	2,156	1,208	1,140	1,642	1,883	1,883
存货	8,284	5,723	10,979	7,809	7,389	5,908
其他流动资产	3,386	3,034	2,897	3,193	3,622	3,620
流动资产	22,860	13,767	17,684	15,545	19,862	20,377
% 总资产	78.8%	63.4%	66.8%	65.6%	69.1%	69.2%
长期投资	726	525	521	522	521	521
固定资产	4,898	6,187	6,854	7,051	7,337	7,608
% 总资产	16.9%	28.5%	25.9%	29.7%	25.5%	25.8%
无形资产	446	897	1,088	592	1,024	952
非流动资产	6,140	7,938	8,796	8,167	8,884	9,083
% 总资产	21.2%	36.6%	33.2%	34.4%	30.9%	30.8%
资产总计	29,000	21,705	26,480	23,711	28,746	29,460
短期借款	10,462	8,454	10,976	10,477	8,361	7,831
应付款项	7,795	2,098	5,033	3,453	3,925	3,923
其他流动负债	698	3,089	1,213	262	300	300
流动负债	18,956	13,641	17,222	14,193	12,586	12,053
长期贷款	1,782	3,047	4,128	4,128	4,128	4,129
其他长期负债	1,062	585	340	0	0	0
负债	21,800	17,272	21,690	18,321	16,714	16,183
普通股股东权益	6,604	3,570	3,903	4,383	10,900	12,015
少数股东权益	597	862	887	1,007	1,132	1,262
负债股东权益合计	29,000	21,705	26,480	23,711	28,746	29,460

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.734	-2.222	0.297	0.382	0.628	0.716
每股净资产	5.255	2.841	3.106	3.488	7.002	7.719
每股经营现金净流	0.036	-4.096	1.254	1.663	1.669	2.532
每股股利	0.200	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.96%	-78.22%	9.56%	10.97%	8.97%	9.28%
总资产收益率	3.18%	-12.86%	1.41%	2.03%	3.40%	3.79%
投入资本收益率	9.44%	-2.66%	5.53%	6.25%	6.80%	6.69%
增长率						
主营业务收入增长率	22.78%	-25.25%	-37.16%	13.07%	14.64%	0.00%
EBIT增长率	-1.94%	-124.25%	#####	21.06%	33.46%	1.19%
净利润增长率	-23.50%	N/A	N/A	28.82%	103.37%	14.10%
总资产增长率	108.20%	-25.16%	22.00%	-10.45%	21.23%	2.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.2	6.8	8.3	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	88.2	102.0	217.6	180.0	150.0	120.0
应付账款周转天数	14.8	15.7	42.0	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	41.9	67.4	116.4	105.4	93.4	94.7
偿债能力						
净负债/股东权益	43.97%	173.08%	259.15%	216.71%	45.69%	22.36%
EBIT利息保障倍数	2.1	-0.5	1.8	1.9	2.9	3.8
资产负债率	75.17%	79.58%	81.91%	77.27%	58.14%	54.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	4	4	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	3.00	3.00	2.93

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室