

盈利能力大幅改善提升公司安全边际

铜陵有色跟踪分析报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

- Ø 现货TC/RC费用出现了大幅跳升，TC/RC费用在今年上半年一度跌至10美元/吨、1美分/磅以下，不过今年上半年尤其是3季度以来出现了明显上涨，目前TC/RC费用在90美元/吨，9美分/磅。TC/RC费用是铜冶炼企业主要的利润空间，该费用的上涨将显著改善公司的盈利能力。关于明年的TC/RC长协价格即将开始展开谈判，我们中性预计价格将在80美元/吨、8.0美分/磅以上，较今年的长协价格46.5美元/吨、4.65美分/磅将有大幅度上扬72%。这使得公司的铜精矿进口成本下降53.45美元（计350元人民币）。公司的原料构成为自产精矿、国内采购精矿、国内采购粗铜废铜以及国外采购精矿。其中国外采购精矿占到公司原料来源的65%，而90%以进口长单为主。TC/RC费用的大幅上升将显著改善公司的铜冶炼加工业务的盈利能力。根据我们的敏感性分析，TC/RC费用上涨8美元/吨、8美分/磅（即相当于2011年中性假设基础上再上涨10%，参见表2），EPS上涨0.066元。2011年TC/RC费用较2010年上涨72%，将使得公司2011年EPS较2010年增厚0.276元（不考虑产量的变化）。
- Ø 公司现有铜资源储量158万吨，2009年矿产铜产量4.43万吨，而阴极铜产量71.86万吨，预计2010年自产铜精矿含铜4.7万吨，阴极铜产量87万吨，资源自给率5.4%。资源自给率偏低使得公司EPS相对铜价波动敏感性不高。根据我们敏感性分析，铜价增加5700元，（即相当于在2011年铜价中性假基础上增加10%），EPS增加0.154元。目前铜价已突破8000美元，并一度创出历史新高。我们提高2011年铜均价假设至57000元/吨（不含税），较2010年上涨7.54%，增厚公司EPS0.108元（未考虑产量上的变化）。
- Ø 铜冶炼的副产品硫酸价格触底回升，目前价格500元/吨左右，而公司硫酸的冶炼成本在150元上下，预计公司2010年硫酸产量203吨，2011年达到220万吨。硫酸价格的大幅上升显著提升公司的利润水平。

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	30755.18	51132.00	57388.00	57735.00
增长率(%)	-17.64%	66.25%	12.23%	0.60%
归属母公司股东净利润	607.89	849.39	1663.72	2429.17
增长率(%)	-4.59%	39.73%	95.87%	46.01%
每股收益(EPS)	0.470	0.656	1.285	1.877
每股经营现金流	0.500	0.642	3.729	2.584
销售毛利率	6.15%	5.41%	6.81%	8.38%
销售净利率	2.33%	1.96%	3.42%	4.96%
净资产收益率(ROE)	10.64%	13.41%	22.03%	26.04%
市盈率(P/E)	52.68	37.70	19.25	13.18
市净率(P/B)	5.60	5.05	4.24	3.43

铜陵有色 000630

2010-11-24

评级 推荐

目标价格

当前价格

24.15

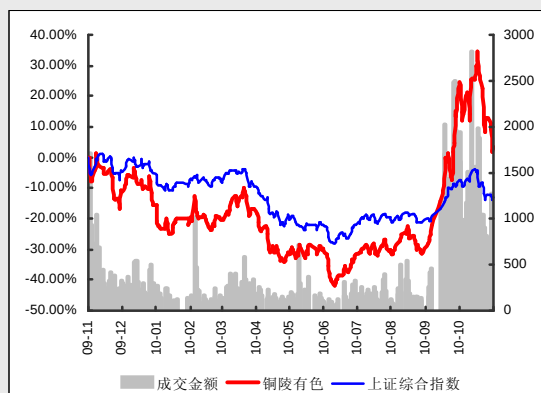
基础数据

总市值(百万)	31,258.84
总股本/流通股本(百万)	1294.36/1294.36
流通市值(百万)	31,258.03
每股净资产	4.57
净资产收益率	10.55

交易数据

52 周内股价区间	31.5/15.44
09 年市盈率	34.36
市净率	3.53

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

证书编号

S0820209120024

电话

021-32229888-3502

E-mail

zhangzhipeng@ajzq.comzzpforests@hotmail.com

相关报告

- Ø **控股股东内外兼修，资源扩张积极。**控股股东今年上半年与中国铁建股份有限公司各出资**50%**共同投资设立的中铁建铜冠投资有限公司，收购**Corriente**约**96.9%**的普通股。**Corriente** 公司设立于加拿大不列颠哥伦比亚省温哥华市，其主营业务为铜金银钼矿的勘探及开发，主要资产为位于厄瓜多尔东南部**Corriente** 铜矿带的矿权资产和权益。**Corriente**公司铜金属储量**1206**万吨，公司控股股东拥有项目公司**50%**权益，权益储量**602**万吨。控股股东除拥有**Corriente**权益外，还持有紫金铜冠**35%**股权，后者拥有**79.9%**蒙特瑞科股权，蒙特瑞科在秘鲁全资拥有一大型铜钼矿，铜资源储量**424.24**万吨，集团公司权益储量**118.64**万吨。控股股东合计持有的海外铜资源权益储量达到**720**万吨。
- Ø 集团公司除积极到海外进行收购外，也积极整合国内尤其是安徽省境内的矿产资源。安徽省发现了几处规模比较大的铜多金属矿山，包括庐江沙溪矿**60-100**万吨、南陵姚家岭矿**60**万吨、金寨大别山钼矿**20-40**万吨等。另外控股股东持股**51%**的在内蒙古赤峰市的国维矿业，是一个铜钼金属矿，铜、钼金属量规模较大，这些矿山合计铜金属储量**200**万吨、钼储量**80**左右，均在集团手中。我们认为集团公司在国内拥有的矿山资源有优先向上市公司注入的可能。而集团公司在国外的权益储量，短期向上市公司注入的可能性小。
- Ø **推荐逻辑：**尽管目前通胀水平居高不下，但市场对未来通胀的预期有所降温，而转到对流动性收紧的担忧上，再加上爱尔兰债务危机影响，使得市场避险情绪升温、金属价格下跌，导致有色金属板块包括铜陵有色从**11**月中旬开始大幅下挫。但我们认为随着此轮股价的大幅下跌，风险已有较大程度释放，公司安全边际得到一定程度的提升，同时我们宏观策略部分分析认为**11**月份**CPI**将再创新高，达到**5.2%**，**12**月份也将维持在**4%**以上，防通胀情绪或再度升温，铜作为工业金属中金融属性最强的品种，我们阶段性看好公司股价的表现。而就公司本身而言，如前所述，盈利能力已有大幅提升，我们略微调高公司**2010**年的每股收益至**0.656**元，大幅调高**2011**年、**2012**年每股收益至**1.285**元、**1.877**元，，当前市盈率分别为**37.7/19.25/13.18**。综上所述，我们给予“推荐”评级。

风险：欧债危机进一步蔓延，市场避险情绪上升，美元上涨、铜价下跌；国内流动性紧缩政策超出预期导致铜价回落。

表 1 公司现有资源储量

矿山名称	股权比例	铜品位	铜金属储量	金	银
冬瓜山	100%	1.02%	132.6	--	--
安庆	51%	0.95%	25.9	5	162
凤凰山	100%	1.05%	4.3	2	94
铜山	100%	1.21%	7.1	--	--
金口岭	100%	1.60%	1.2	--	12
天马山镭金矿	56.85%	--	--	17	--
权益储量合计			158	14	188

表2 敏感性分析

		原假设（中性假设）	价格上涨 10%	价格上涨 20%

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

		2010	2011	2012	2011	2012	2011	2012
EPS 相对于冶炼加工费敏感度	TC (美元/吨)	46.5	80	80	88	88	96	96
	RC (美分/磅)	4.65	8	8	8.8	8.8	9.6	9.6
	EPS	0.656	1.285	1.877	1.384	1.976	1.481	2.073
	EPS 变动	---	---	---	0.099	0.099	0.196	0.196
	EPS 变化	--	--	--	7.69%	5.26%	15.25%	10.44%
EPS 相对于铜价敏感度	阴极铜价格	53000	57000	57000	62700.00	62700.00	68400.00	68400.00
	EPS	0.656	1.285	1.877	1.439	2.046	1.593	2.215
	EPS 增加	---	---	---	0.154	0.169	0.307	0.338
	EPS 变化				11.96%	9.01%	23.91%	18.01%
EPS 相对硫酸价格敏感度	硫酸价格	400	500	550	550.000	605.00	600.000	660.000
	EPS	0.656	1.285	1.877	1.345	1.945	1.404	2.013
	EPS 增加	0	0	0	0.059	0.068	0.119	0.136
	EPS 变化	0	0	0	4.61%	3.63%	9.23%	7.27%

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	37038.42	37342.18	30755.18	51132.00	57388.00	57735.00
减: 营业成本	34467.21	34908.72	28863.33	48364.55	53478.42	52895.97
营业税金及附加	101.00	106.70	77.93	129.56	145.42	146.30
营业费用	84.97	93.31	123.09	204.64	229.68	231.07
管理费用	404.51	510.36	541.39	900.08	1010.21	1016.32
财务费用	405.66	519.04	384.27	354.61	215.83	74.82
资产减值损失	54.08	366.09	-35.07	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-11.02	-6.31	-6.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-5.96	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1509.97	831.65	787.60	1178.55	2308.45	3370.53
加: 其他非经营损益	7.90	9.71	46.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	1517.87	841.36	834.22	1178.55	2308.45	3370.53
减: 所得税	270.40	202.00	117.28	176.78	346.27	505.58
净利润	1247.47	639.36	716.94	1001.77	1962.18	2864.95
减: 少数股东损益	134.97	2.23	109.05	152.38	298.46	435.78
归属母公司股东净利润	1112.50	637.13	607.89	849.39	1663.72	2429.17
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

货币资金	2034.94	1075.87	1990.22	511.32	573.88	3061.29
应收和预付款项	2718.24	3426.92	3101.22	5191.82	4042.64	5165.10
存货	5230.00	3167.20	7163.30	6644.29	8623.26	6478.01
其他流动资产	1.14	369.12	26.83	26.83	26.83	26.83
长期股权投资	28.92	100.17	113.27	113.27	113.27	113.27
投资性房地产	3.79	3.52	14.71	13.08	11.44	9.80
固定资产和在建工程	8326.98	9565.55	10489.47	9088.77	7688.07	6287.37
无形资产和开发支出	831.46	930.16	1034.94	929.55	824.16	718.77
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	19175.47	18638.49	23933.97	22518.93	21903.55	21860.43
短期借款	4069.35	4338.48	5956.91	4230.27	129.35	0.00
应付和预收款项	4568.87	4391.34	7464.66	7003.06	8974.09	6849.04
长期借款	2593.86	2578.28	1949.41	1949.41	1949.41	1949.41
其他负债	1979.66	474.74	1697.08	1697.08	1697.08	1697.08
负债合计	13211.74	11782.83	17068.05	14879.80	12749.92	10495.52
股本	1294.36	1294.36	1294.36	1294.36	1294.36	1294.36
资本公积	1667.25	1922.07	1310.25	1310.25	1310.25	1310.25
留存收益	2193.33	2595.03	3110.17	3731.00	4947.03	6722.54
归属母公司股东权益	5154.94	5811.47	5714.78	6335.61	7551.65	9327.15
少数股东权益	808.78	1044.19	1151.14	1303.52	1601.98	2037.76
股东权益合计	5963.73	6855.66	6865.92	7639.13	9153.63	11364.92
负债和股东权益合计	19175.47	18638.49	23933.97	22518.93	21903.55	21860.43
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	76.14	2787.18	646.88	830.92	4826.99	3345.24
投资性现金净流量	-2144.50	-1500.39	-1544.88	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	2385.01	-2299.77	1167.47	-2309.81	-4764.43	-857.83
现金流量净额	281.40	-1025.58	268.24	-1478.90	62.56	2487.41

请务必阅读正文之后的重要声明

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。