



金属, 采矿, 制品/原材料

铜陵有色 (000630)

## 铜冶炼翘楚向资源公司目标迈进

桑永亮

021-38676052

sangyongliang@gtjas.com

S0880210100006

## 本报告导读:

TC/RC 及铜价上涨提升公司业绩, 资源注入预期提升公司市盈率, 我们认为公司 2011 年合理股价 37.5 元, 增持评级。另外, 动荡市我们还给一个安全买入价 25 元。

## 投资要点:

铜冶炼翘楚, 受益于 TC/RC 上涨。2012 年底前, 公司冶炼业务的产能不会有明显变化, 利润增长主要来自于 TC/RC 以及硫酸价格上涨。市场对 2011 年长单 TC/RC 的预期在 60 美元/吨/6.0 美分/磅—80 美元/吨/8.0 美分/磅之间, 这比 2010 年 46.5 的价格已有了大幅提升。

自产矿产量小幅增长, 将受益于铜价上涨。我们认为目前公司自有矿山的生产负荷较满, 预计未来两年产量将保持年 6% 左右的小幅增长。但铜价上涨也将提升此块业务的盈利。

铜材业务努力扭亏为盈。公司铜材产能建设及生产经营目前还在完善过程中, 因此大部分业务尚未盈利, 2010 年铜加工业务预计亏损 7000-8000 万元。随公司这块产业逐步完善, 预计可能亏损额会减小。

“十二五”将是公司资源扩张的五年。“十二五”期间, 铜陵有色发展的重点是加强资源控制, 加快矿山建设。因此, 集团资源的注入未来几年将倍受资本市场关注, 也因为有此概念, 我们认为公司的市盈率会维持高位。我们的投资建议为增持, 目标价为 37.5 元, 另外我们还设置一个安全买入价 25 元。目标价我们认为 37.5 元比较合适, 理由是对于有明确矿产注入预期的有色股票, 市场一般会给予 30 倍以上市盈率, 我们给予铜陵有色 35 倍 PE, 那么对应 2011 年合理股价为 37.5 元。安全买入价 25 元以下是因为, 2008 年以来, 公司历史上动态市盈率跌入 25 倍以下的时间较少, 因此只要在 25 元以下买入, 可能只会忍受短期的亏损, 未来很快将会迎来较好的盈利。

| 财务摘要 (百万元)  | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 37,342 | 30,755 | 41,525 | 50,357 | 57,910 |
| (+/-)%      | 1%     | -18%   | 35%    | 21%    | 15%    |
| 经营利润 (EBIT) | 1,723  | 1,149  | 1,454  | 2,103  | 2,371  |
| (+/-)%      | -13%   | -33%   | 26%    | 45%    | 13%    |
| 净利润         | 637    | 608    | 815    | 1,383  | 1,659  |
| (+/-)%      | -24%   | -5%    | 34%    | 70%    | 20%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.49   | 0.47   | 0.63   | 1.07   | 1.28   |
| 每股股利 (元)    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |

| 利润率和估值指标    | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 4.6%  | 3.7%  | 3.5%  | 4.2%  | 4.1%  |
| 净资产收益率 (%)  | 11.0% | 10.8% | 12.7% | 17.7% | 17.5% |
| 投入资本回报率 (%) | 10.4% | 7.1%  | 8.9%  | 11.6% | 13.4% |
| EV/EBITDA   | 19.9  | 26.1  | 21.2  | 15.7  | 13.2  |
| 市盈率         | 60.2  | 63.1  | 47.1  | 27.7  | 23.1  |
| 股息率 (%)     | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 37.50

上次预测: 20.00

当前价格: 29.64

2010.12.16

## 交易数据

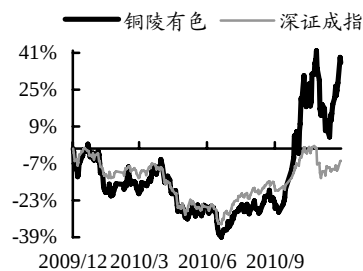
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 13.13-33.72 |
| 总市值 (百万元)        | 38,365      |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 1,294/1,294 |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 100%        |
| 日均成交量 (百万股)      | 39          |
| 日均成交值 (百万元)      | 1,004       |

## 资产负债表摘要

|            |       |
|------------|-------|
| 股东权益 (百万元) | 6,827 |
| 每股净资产      | 5.27  |
| 市净率        | 5.6   |
| 净负债率       | 209%  |

| EPS (元) | 2009A | 2010E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.13  | 0.16  |
| Q2      | 0.10  | 0.15  |
| Q3      | 0.13  | 0.15  |
| Q4      | 0.11  | 0.17  |
| 全年      | 0.47  | 0.63  |

## 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M | 3M  | 12M |
|--------|----|-----|-----|
| 绝对升幅   | 3% | 75% | 34% |
| 相对指数   | 3% | 62% | 40% |

## 相关报告

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 《铜陵有色公司 2010-12-07 调研提纲》 | 2010.12.06 |
| 《铜陵有色公司 2010-08-03 调研提纲》 | 2010.07.26 |
| 《09 年开局良好 继续关注公司的积极变》    | 2009.04.27 |
| 《冶炼盈利率先复苏 关注未来资源的扩》      | 2009.03.11 |

模型更新时间: 2010.12.15

## 股票研究

原材料  
金属, 采矿, 制品

## 铜陵有色 (000630)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 37.50

上次预测: 20.00

当前价格: 29.64

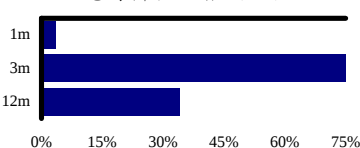
公司网址

www.tlys.cn

### 公司简介

公司是一家集采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型综合性铜生产企业, 曾用证券简称“铜都铜业”。公司主要产品有高纯阴极铜、金、银、铜线、铜板带材等, 2005 年公司电解铜产量居全国第三位, 占全国总产量的 10.05%。公司生产的“铜冠”牌电解铜是英国伦敦金属交易所和上海金属交易所的注册铜, 先后获得了“全国用户满意产品”和“中国名牌产品”称号; “铜冠”牌黄金为上海黄金交易所注册交易产品, “铜冠”白银已在伦敦贵金属交易协会注册; “铜冠”牌电线电缆为“安徽省名牌产品”。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

13.13-33.72

市值 (百万)

38,365

### 财务预测 (单位: 百万元)

#### 损益表

##### 营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

#### 资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

#### 现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

#### 自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

#### 财务指标

##### 成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

##### 收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

##### 运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

##### 偿债能力

资产负债率

净负债率

##### 估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

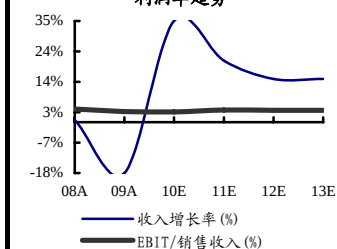
股息率

|               | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入         | 37,342 | 30,755 | 41,525 | 50,357 | 57,910 | 66,597 |
| 营业成本          | 34,909 | 28,863 | 39,068 | 47,038 | 54,141 | 62,262 |
| 税金及附加         | 107    | 78     | 105    | 128    | 147    | 169    |
| 销售费用          | 93     | 123    | 166    | 202    | 232    | 267    |
| 管理费用          | 510    | 541    | 731    | 886    | 1,019  | 1,172  |
| EBIT          | 1,723  | 1,149  | 1,454  | 2,103  | 2,371  | 2,727  |
| 公允价值变动收益      | 0      | -6     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益          | -6     | -7     | -7     | -7     | -7     | -7     |
| 财务费用          | 519    | 384    | 376    | 245    | 135    | 78     |
| 营业利润          | 832    | 788    | 1,071  | 1,851  | 2,230  | 2,642  |
| 所得税           | 202    | 117    | 157    | 267    | 320    | 378    |
| 少数股东损益        | 2      | 109    | 146    | 248    | 298    | 352    |
| 净利润           | 637    | 608    | 815    | 1,383  | 1,659  | 1,959  |
| 货币资金、交易性金融资产  | 1,594  | 1,828  | -2,241 | -3,782 | -2,077 | -1,453 |
| 其他流动资产        | 369    | 27     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资          | 104    | 128    | 128    | 128    | 128    | 128    |
| 固定资产合计        | 9,566  | 10,489 | 10,752 | 10,927 | 11,013 | 11,010 |
| 无形资产及其他资产     | 930    | 1,035  | 1,139  | 1,242  | 1,346  | 1,449  |
| 资产合计          | 19,277 | 23,879 | 21,073 | 23,522 | 25,829 | 30,707 |
| 流动负债          | 9,758  | 15,064 | 11,296 | 12,112 | 12,459 | 15,022 |
| 非流动负债         | 2,664  | 1,949  | 1,950  | 1,952  | 1,955  | 1,959  |
| 股东权益          | 5,811  | 5,612  | 6,426  | 7,809  | 9,468  | 11,428 |
| 投入资本(IC)      | 12,574 | 13,857 | 14,042 | 15,641 | 15,216 | 16,907 |
| NOPLAT        | 1,309  | 988    | 1,249  | 1,807  | 2,038  | 2,344  |
| 折旧与摊销         | 494    | 600    | 664    | 754    | 843    | 932    |
| 流动资金增量        | 1,206  | -1,195 | 611    | -1,320 | 614    | -1,591 |
| 资本支出          | -1,302 | -1,480 | -984   | -985   | -985   | -985   |
| 经营现金流         | 1,708  | -1,087 | 1,540  | 255    | 2,510  | 699    |
| 投资现金流         | 2,852  | 612    | 2,171  | 1,256  | 3,531  | 1,748  |
| 融资现金流         | -1,500 | -1,545 | -991   | -992   | -992   | -992   |
| 现金流净增加额       | -2,300 | 1,167  | -5,249 | -1,805 | -835   | -132   |
| 收入增长率         | 0.8%   | -17.6% | 35.0%  | 21.3%  | 15.0%  | 15.0%  |
| EBIT 增长率      | -13.0% | -33.3% | 26.5%  | 44.6%  | 12.8%  | 15.0%  |
| 净利润增长率        | -23.9% | -4.6%  | 34.0%  | 69.8%  | 19.9%  | 18.1%  |
| 利润率           |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 6.5%   | 6.2%   | 5.9%   | 6.6%   | 6.5%   | 6.5%   |
| EBIT 率        | 4.6%   | 3.7%   | 3.5%   | 4.2%   | 4.1%   | 4.1%   |
| 净利润率          | 1.7%   | 2.0%   | 2.0%   | 2.7%   | 2.9%   | 2.9%   |
| 净资产收益率(ROE)   | 11.0%  | 10.8%  | 12.7%  | 17.7%  | 17.5%  | 17.1%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 3.3%   | 2.5%   | 3.9%   | 5.9%   | 6.4%   | 6.4%   |
| 投入资本回报率(ROIC) | 10.4%  | 7.1%   | 8.9%   | 11.6%  | 13.4%  | 13.9%  |
| 存货周转天数        | 44     | 65     | 65     | 65     | 65     | 65     |
| 应收账款周转天数      | 6      | 6      | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 总资产周转天数       | 191    | 256    | 198    | 9      | 7      | 13     |
| 净利润现金含量       | 4.48   | 1.01   | 2.67   | 0.91   | 2.13   | 0.89   |
| 资本支出/收入       | 3%     | 5%     | 2%     | 2%     | 2%     | 1%     |
| 资产负债率         | 64.4%  | 71.2%  | 62.9%  | 59.8%  | 55.8%  | 55.3%  |
| 净负债率          | 98.7%  | 128.7% | 100.3% | 82.1%  | 42.6%  | 29.9%  |
| PE            | 60.2   | 63.1   | 47.1   | 27.7   | 23.1   | 19.6   |
| PB            | 6.6    | 6.8    | 6.0    | 4.9    | 4.1    | 3.4    |
| EV/EBITDA     | 19.9   | 26.1   | 21.2   | 15.7   | 13.2   | 11.4   |
| P/S           | 1.0    | 1.2    | 0.9    | 0.8    | 0.7    | 0.6    |
| 股息率           | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |

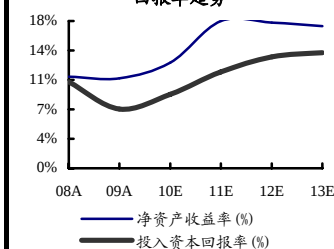
股票绝对涨幅和相对涨幅



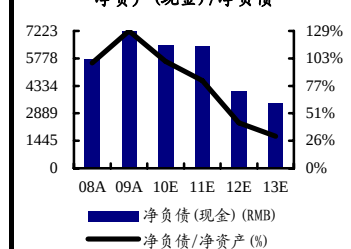
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

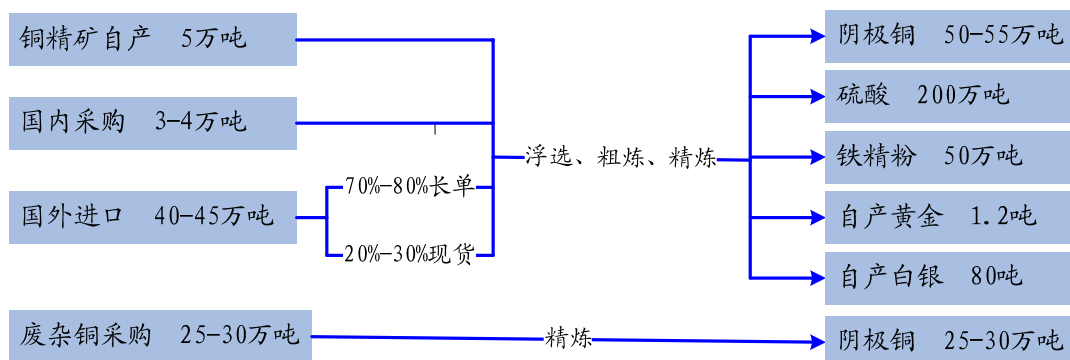


## 目 录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 1. 铜冶炼翘楚，受益于 TC/RC 上涨 ..... | 4 |
| 2. 自产矿产量小幅增长 .....          | 5 |
| 3. 铜材业务努力扭亏为盈 .....         | 5 |
| 4. “十二五”将是公司资源扩张的五年 .....   | 5 |
| 5. 业绩测算 .....               | 6 |
| 图 1 铜陵有色动态市盈率 .....         | 7 |
| 表 1 公司铜冶炼经营情况 .....         | 4 |
| 表 2 公司自产矿产量预测 .....         | 5 |
| 表 3 公司铜材企业情况 .....          | 5 |
| 表 4 集团公司拥有的矿产资源 .....       | 6 |
| 表 5 铜陵有色 2011 年业绩测算 .....   | 6 |
| 表 6 公司业绩对三块主要业务的敏感性分析 ..... | 7 |

铜陵有色是一家拥有采选—冶炼—加工完整产业链的综合性铜业公司，产能及技术水平在国内名列前茅，主营产品包括铜、铁、硫、金、银等。

“十二五”期间，铜陵有色将向国际著名的资源公司目标迈进，以铜、铅、锌、金、银、钼、钨、稀有稀土等有色矿产资源的开发、冶炼为核心主业，做强资源综合利用产业，以有色金属加工、化工和矿业装备制造为相关主业，力争电解铜产量进入世界铜精炼企业前三位，销售收入进入全国企业 100 强。



## 1. 铜冶炼翘楚，受益于 TC/RC 上涨

我们认为，分析公司未来冶炼业务的发展状况，可以以 2012 年底为时间点分为前后两段。

- 2012 年底前，公司冶炼业务的产能不会有明显变化。利润增长主要来自于 TC/RC 以及硫酸价格上涨。
- 2012 年底后，公司新建的 40 万吨 “双闪” 冶炼产能将投产。这给公司带来的变化为，冶炼产能由现在的 80 万吨/年增加到 120 万吨/年，硫酸产能增加 150 万吨/年，金昌的冶炼成本由 2200 元/吨下降到 1700 元/吨。

近期决定公司业绩且影响公司股价的关键因素为 TC/RC 的谈判结果，市场对 2011 年长单 TC/RC 的预期在 60 美元/吨/6.0 美分/磅—80 美元/吨/8.0 美分/磅之间。采取谨慎性原则，我们对公司 2011 年业绩的预测采用 TC/RC 为 70 美元/吨/7.0 美分/磅的假设，这比 2010 年 46.5 的价格已有了大幅提升。

表 1 公司铜冶炼经营情况

|     | 权益    | 生产模式       | 产品  | 成本<br>(元/吨) | 产能<br>(万吨) | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----|-------|------------|-----|-------------|------------|-------|-------|-------|
| 金隆  | 61.4% | 铜精矿—阴极铜    | 阴极铜 | 1800        | 35         | 33    | 35    | 35    |
|     |       |            | 硫酸  | 105         | 100        | 95    | 100   | 100   |
| 金昌  | 100%  | 铜精矿—阴极铜    | 阴极铜 | 2200        | 13         | 13    | 13    | 13    |
|     |       |            | 硫酸  | 185         | 50         | 50    | 50    | 50    |
| 张家港 | 85%   | 粗铜、废杂铜—阴极铜 | 阴极铜 | 1200        | 5          | 5     | 5     | 5     |
|     |       |            | 阴极铜 | 1000-1200   | 20         | 18    | 20    | 20    |
| 金剑  | 51%   | 铜精矿—阴极铜    | 阴极铜 | 2300        | 7          | 6     | 7     | 7     |
|     |       |            | 硫酸  | 190         | 24         | 22    | 24    | 24    |

资料来源：国泰君安证券

## 2. 自产矿产量小幅增长

我们认为目前公司自有矿山的生产负荷较满，预计未来两年产量将保持年 6% 左右的小幅增长。2011 年增长主要来自于冬瓜山铜矿，2012 年主要来自于铜山铜矿（表 2）。

2012 年后按照公司发展的规划，如果集团将部分矿山注入上市公司，那么公司的自产矿产量将出现一个大的跃升。

表 2 公司自产矿产量预测

|      | 权益   | 保有储量<br>(万吨) | 品味    | 产量   |       |       |       |
|------|------|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
|      |      |              |       | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 冬瓜山  | 100% | 105          | 1.02% | 3.00 | 3.20  | 3.40  | 3.50  |
| 安庆   | 100% | 37.6         | 0.95% | 0.80 | 0.80  | 0.80  | 0.80  |
| 凤凰山  | 100% | 37.2         | 1.01% | 0.32 | 0.35  | 0.35  | 0.35  |
| 铜山   | 100% | 25.7         | 1.08% | 0.18 | 0.20  | 0.20  | 0.50  |
| 金口岭等 | 100% | 10.2         | 1.23% | 0.13 | 0.15  | 0.15  | 0.15  |
| 总计   |      |              |       | 4.43 | 4.7   | 4.9   | 5.3   |

资料来源：国泰君安证券

## 3. 铜材业务努力扭亏为盈

公司铜材产能建设及生产经营目前还在完善过程中，因此大部分业务尚未盈利，2010 年铜加工业务预计亏损 7000-8000 万元。随公司这块产业逐步完善，预计可能亏损额会减小。

表 3 公司铜材企业情况

| 公司          | 权益   | 产品      | 产能     | 目前经营状况                                                                                |
|-------------|------|---------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 铜陵金威铜业公司    | 75%  | 铜板带     | 6.0 万吨 | 资本金不到位，设备问题一直没达产，现在在调试，希望 2011 年不亏损<br>下游为铜把手，主要用于房地产，美国经济不好对这块有影响，每年 1000-2000 万元的亏损 |
| 铜冠黄铜棒材公司    | 75%  | 黄铜棒     | 7.5 万吨 |                                                                                       |
| 芜湖铜冠电工有限公司  | 100% | 漆包线     | 2.8 万吨 |                                                                                       |
| 合肥铜冠国轩铜材公司  | 100% | 高精度电子铜箔 | 1 万吨   | 3-4 万/吨加工费，2010 年盈亏平衡，预计 2011 年开始盈利                                                   |
| 芜湖金奥微细漆包线公司 | 75%  | 细漆包线    | 108 吨  |                                                                                       |
| 金威铜业有限公司    | 75%  | 电子铜带    | 4 万吨   |                                                                                       |
| 线材有限公司      | 100% |         |        |                                                                                       |

资料来源：国泰君安证券

## 4. “十二五”将是公司资源扩张的五年

铜陵有色在“十二五”发展规划中提出，向国际著名的资源公司目标迈进，以铜、铅、锌、金、银、钼、钨、稀有稀土等有色矿产资源的开发、冶炼为核心主业，做强资源综合利用产业。

“十二五”期间，铜陵有色发展的重点是加强资源控制，加快矿山建设。因此，未来几年集团资源的注入将会倍受资本市场关注，所以不出意外，公司的市盈率会维持在较高位置。

表 4 集团公司拥有的矿产资源

|      | 权益   | 位置   | 金属               | 储量(金属量)                                  | 品位                                  | 生产规划                                                        |
|------|------|------|------------------|------------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| CTQ  | 50%  | 厄瓜多尔 | 铜                | 1154 万吨                                  | 0.5%                                | 产能建设规划：一期 3 万吨/年，2013 年底投产，二期 6 万吨/年，最终 15 万吨/年，原料优先提供给股份公司 |
| 国维铜矿 | 51%  | 内蒙古  | 铜<br>钼           | 20 万吨<br>40 万吨                           | 0.8%，<br>0.1%-0.4%                  | 一期年处理 330 万吨                                                |
| 沙溪铜矿 | 100% | 安徽   | 铜                | 70 万吨                                    | 0.5%                                | 300 万吨/年的处理量。可研已做完，在作环评、水土保持等                               |
| 金寨钼矿 | 70%  | 安徽   | 黄金<br>钼          | 10 吨<br>50 万吨钼                           | —<br>0.156%                         | 今年底完成探矿                                                     |
| 姚家岭矿 | —    | 安徽   | 铜<br>锌<br>铅<br>金 | 13.3 万吨<br>117.41 万吨<br>20.42 万吨<br>32 吨 | 0.89%<br>3.64%<br>2.09%<br>5.02 克/吨 | 准备收购 51%                                                    |
| 多龙铜矿 | —    | 西藏   | 铜                | 500 万吨                                   | —                                   | 普探阶段，签署开发协议，地处西藏西部，基建不成熟                                    |

资料来源：国泰君安证券

## 5. 业绩测算及投资建议

我们对公司主要产品的价格进行合理假设（表 5），以此为基础预计 2011 年公司 EPS 为 1.07 元。

表 5 铜陵有色 2011 年业绩测算

|         | 成本       | 价格（不含税）          | 产量     | 毛利润（亿元）         |
|---------|----------|------------------|--------|-----------------|
| 矿铜冶炼    | 2000 元/吨 | 2700 元/吨（70/7.0） | 55 万吨  | 2.5（金隆权益 61.4%） |
| 废杂铜冶炼   | 1100 元/吨 | 2500 元/吨         | 25 万吨  | 3.0（张家港权益 85%）  |
| 自产铜     | 2.8 万元/吨 | 4.7 万元/吨         | 4.9 万吨 | 9.31            |
| 硫酸      | 150 元/吨  | 540 元/吨          | 220 万吨 | 8.58            |
| 铁精矿     | 600 元/吨  | 1200 元/吨         | 50 万吨  | 3               |
| 黄金      | 150 元/克  | 300 元/克          | 1.2 吨  | 1.8             |
| 白银      | 3 元/克    | 6 元/克            | 80 吨   | 2.4             |
| 铜加工材    |          |                  |        | -0.7            |
| 铜内外差价损失 |          |                  |        | -1              |
| 总计      |          |                  |        | 29.59           |
| 三费      |          |                  |        | 10.5            |
| 税后净利润   |          |                  |        | 13.79           |
| EPS     |          |                  |        | 1.07            |

资料来源：国泰君安证券

从表 5 我们看到，公司利润主要来源为铜冶炼、自产铜、硫酸三块，因此 TC/RC、铜价及硫酸价格的变化对公司业绩影响较大。我们将公司

EPS 针对这三个指标进行敏感性分析, 如表 6。

表 6 公司业绩对三块主要业务的敏感性分析

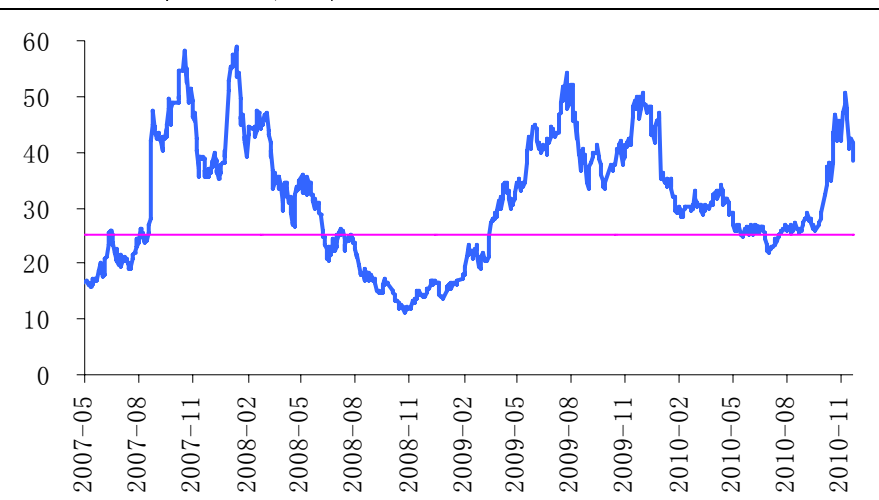
|              |               |             |             |             |             |             |
|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|              | TC/RC (美元/吨,) | 60/6.0      | 65/6.5      | 70/7.0      | 75/7.5      | 80/8.0      |
| TC/RC 的敏感性分析 | 对应人民币加工费      | 2310        | 2500        | 2700        | 2890        | 3085        |
|              | <b>对应 EPS</b> | <b>0.99</b> | <b>1.02</b> | <b>1.07</b> | <b>1.10</b> | <b>1.15</b> |
| 铜价的敏感性分析     | 上海交易所铜价       |             |             |             |             |             |
|              | (含税, 万元/吨)    | 5.5         | 6.0         | 6.5         | 7.0         | 7.5         |
|              | 对应铜精矿价格       |             |             |             |             |             |
|              | (不含税, 万元/吨)   | 4.0         | 4.4         | 4.7         | 5.1         | 5.4         |
| 硫酸的敏感性分析     | <b>对应 EPS</b> | <b>0.87</b> | <b>0.98</b> | <b>1.07</b> | <b>1.18</b> | <b>1.26</b> |
|              | 硫酸价格          |             |             |             |             |             |
|              | (不含税, 元/吨)    | 450         | 500         | 540         | 600         | 650         |
|              | <b>对应 EPS</b> | <b>0.95</b> | <b>1.02</b> | <b>1.07</b> | <b>1.14</b> | <b>1.20</b> |

资料来源: 国泰君安证券

我们对整个有色板块的判断是: 认为未来可预期的 6 个月内, 由于金属价格已在高位, 且流动性有收紧的预期, 那么流动性主导的市场必将比较动荡。而且 A 股大盘也存在系统性风险。因此铜陵有色的股价或许会有较大波动。针对这种市场环境, 我们的投资建议除了给出股票目标价外, 还设置一个安全买入价。

- **目标价我们认为 37.5 元比较合适。**理由是对于有明确矿产注入预期的有色股票, 市场一般会给予 30 倍以上市盈率, 我们取 35 倍 PE, 那么对应铜陵有色 2011 年合理股价为 37.5 元。
- **安全买入价我们认为 25 元以下较合理。**因为 2008 年以来, 公司历史上动态市盈率跌入 25 倍以下的时间较少, 因此只要在 25 元以下买入, 可能只需忍受短暂的亏损, 未来很快将会迎来较好的盈利。另一方面, 公司可转债强制转股价为 20.4 元, 我们判断股价恐难跌破这个价位。

图 1 铜陵有色动态市盈率



资料来源: wind

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

|                                                                                                                         | 评级   | 说明                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------|
| <b>1. 投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                         | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|                                                                                                                         | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%   |
|                                                                                                                         | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| <b>2. 投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。                                                | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|                                                                                                                         | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|                                                                                                                         | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gt.jaresearch@gt.jas.com     |                              |                               |