

有色金属冶炼 II

铜陵有色 (000630.SZ) / 27.73 元

固本开源并举 公司业绩可期

事项

1 月 19 日, 我们拜访了公司高管, 就公司运营情况进行调研。

主要观点

- 由于铜陵有色的精矿自给率仅 6%, 且冶炼产能有 90 万吨, 因此相比铜价上涨, 目前我们更看重 TC/RC 费用与副产品价格上涨对公司业绩的贡献。
- **TC/RC 上涨可期:** 2011 年 TC/RC 长协价上涨概率较大。首先, 2010 年 46.5 美元/吨、4.65 美分/磅的 TC/RC 长协价已经接近甚至低于部分冶炼厂的成本, 这样的情境不可持续。其次, 随着铜价的上涨, 废铜供应量将随之增加, 这将增强冶炼商的谈判能力。以公司 2011 年进口 52.5 万吨精铜矿为例, TC/RC 长协价每上涨 10 美元/吨、1 美分/磅, 则增厚 EPS 0.14 元。
- **副产品贡献大:** 公司主要副产品包括硫酸、黄金、白银等。2010 年中报显示, 黄金、硫酸等副产品对公司毛利的贡献达 64%, 我们认为 2011 年副产品将继续支撑公司业绩。硫酸可年产 200 万吨以上, 黄金与白银产能分别为 12 吨及 350 吨, 实际产量皆可超过设计产能。2010 年以来, 硫酸价格总体处于上升期, 随着春季播种期的来临, 硫酸将有提价预期。我们判断 2011 年黄金的全年均价可达 1385 美元/吨, 高于 2010 年的平均水平。
- **资产注入预期高:** 由于公司新建了 40 万吨双闪冶炼系统, 2013 年达产后其精矿自给率将进一步降低, 因此为提高其精矿自给率, 我们认为集团公司极有可能在 2013 年之前将资源注入上市公司, 而两证齐全并已有产量或处于在建中的矿企被注入上市公司的可能性最大。这包括内蒙古赤峰国维矿业、安徽铜陵县黄狮涝金矿以及厄瓜多尔 Corriente 铜矿, 这将增加公司铜金属储量 1294 万吨及黄金储量 10 吨并显著增加公司的生产与盈利能力, 延长矿山的服务期限, 增加现金流入。
- **业绩预测:** 我们预计公司 2010/2011/2012 年的 EPS 分别是 0.66、1.3、1.52 元, 对应的 PE 是 45X, 23X, 20X。给予“推荐”评级。

风险提示

铜价下跌; TC/RC 长协价格低于预期; 硫酸、黄金价格下跌

证券分析师: 高利
执业编号: S0360209120018

联系人: 张雪川 廖玉玲
Tel: 0755-82027508
Email: liaoyuling@hczq.com

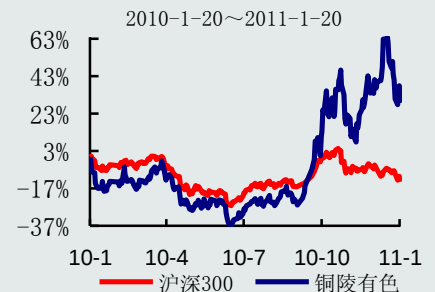
投资评级

投资评级: 推荐
评级变动: 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	129436
流通 A 股/B 股(万股)	129433/0
资产负债率(%)	71.25
每股净资产(元)	4.42
市盈率(倍)	59.04
市净率(倍)	6.27
12 个月内最高/最低价	36.69/13.13

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	12119	10394	12386	15293
现金	1828	1992	3834	6211
应收账款	592	590	534	572
其它应收款	374	453	443	423
预付账款	1909	1786	2018	1904
存货	7163	5187	5172	5841
其他	253	386	384	341
非流动资产	11760	11376	10990	10597
长期投资	113	81	98	97
固定资产	9254	8688	8126	7564
无形资产	987	1229	1345	1490
其他	1406	1377	1421	1446
资产总计	23879	21770	23377	25890
流动负债	15064	12353	12562	13574
短期借款	5957	4961	5028	5258
应付账款	2876	2251	2178	2435
其他	6230	5140	5357	5882
非流动负债	1949	1822	1565	1199
长期借款	1949	1794	1527	1176
其他	0	29	38	22
负债合计	17013	14175	14127	14773
少数股东权益	1151	1261	1429	1700
股本	1294	1294	1294	1294
资本公积金	1310	1310	1310	1310
留存收益	3007	3729	5216	6812
归属母公司股东权益	5612	6333	7820	9417
负债和股东权益	23879	21770	23377	25890

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	612	2589	2728	3254
净利润	717	961	1848	2234
折旧摊销	600	586	588	588
财务费用	384	458	389	320
投资损失	7	8	7	7
营运资金变动	-703	454	-131	244
其它	-393	122	27	-140
投资活动现金流	-1545	-217	-176	-177
资本支出	1492	0	0	0
长期投资	-7	-40	18	1
其他	-59	-257	-158	-176
筹资活动现金流	1167	-2206	-710	-700
短期借款	1618	-995	66	230
长期借款	-629	-156	-267	-350
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-612	0	0	0
其他	790	-1055	-510	-579
现金净增加额	233	165	1842	2377

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	30755	51409	63391	67392
营业成本	28863	48689	59326	62895
营业税金及附加	78	139	171	178
营业费用	123	151	199	226
管理费用	541	723	958	1051
财务费用	384	458	389	320
资产减值损失	-35	128	153	82
公允价值变动收益	-6	10	20	30
投资净收益	-7	-8	-7	-7
营业利润	788	1123	2207	2662
营业外收入	106	62	69	79
营业外支出	59	27	31	36
利润总额	834	1158	2245	2705
所得税	117	197	397	471
净利润	717	961	1848	2234
少数股东损益	109	110	168	271
归属母公司净利润	608	851	1680	1963
EBITDA	1772	2167	3184	3570
EPS（元）	0.47	0.66	1.30	1.52

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-17.6%	67.2%	23.3%	6.3%
营业利润	0.6%	42.6%	96.5%	20.6%
归属母公司净利润	1.1%	40.0%	97.4%	16.9%
获利能力				
毛利率	6.2%	5.3%	6.4%	6.7%
净利率	2.0%	1.7%	2.6%	2.9%
ROE	10.8%	13.4%	21.5%	20.8%
ROIC	7.3%	10.3%	17.2%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	71.2%	65.1%	60.4%	57.1%
净负债比率	53.19%	52.24%	51.61%	49.26%
流动比率	0.80	0.84	0.99	1.13
速动比率	0.33	0.40	0.55	0.68
营运能力				
总资产周转率	1.43	2.25	2.81	2.74
应收帐款周转率	61	87	113	122
应付帐款周转率	13.48	18.99	26.79	27.27
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.66	1.30	1.52
每股经营现金	0.47	2.00	2.11	2.51
每股净资产	4.34	4.89	6.04	7.28
估值比率				
P/E	63.24	45.17	22.89	19.58
P/B	6.85	6.07	4.92	4.08
EV/EBITDA	26	22	15	13

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801