

致力深加工的铜板带龙头

——精诚铜业（002171）调研简报

报告日期：2011年5月18日

分析师

耿诺

☎ 010-88366060-8786

✉ gengn@cgws.com

执业证书编号：S1070210080003

投资评级：中性(首次)

事件：

近期我们实地调研了精诚铜业，就公司经营情况及行业发展状况与公司领导进行了交流，并参观了公司生产线。

点评：

- **铜板带龙头企业，具备一定规模优势。**公司是国内最大的铜板带加工企业，主要从事黄铜、锡磷青铜两大系列铜基合金板带材的研发、生产、销售和服务，在国内铜板带加工生产工艺处于领先水平，目前主要产品有黄铜带、磷铜带以及紫铜，尤其是在小规格、软系列黄铜板带生产方面具有无可比拟的优势，能够满足各种类型消费群体需求。目前公司铜板带产能为8万吨，2010年铜板带产量8.19万吨，较09年7.81万吨增长4.88%。
- **纯加工型企业，产品毛利率不高。**公司属于加工型企业，主要采用“控制原料成本+加工费”的盈利模式，综合毛利水平不高，2010年仅为5.45%。原料主要是废杂铜、电解铜和锌，其中废杂铜及电铜原料占比达60%-70%。目前公司基本没有来料加工，主要采用的是以销定产的生产模式，公司销售网点遍布全国，以销售与客户点对点无缝对接的销售模式，省去了中间商环节。
- **行业集中度较低，竞争较激烈。**“十一五”期间铜加工行业快速大规模扩张，导致目前行业集中度较低，加工费呈下降趋势。2010年中国铜板带产量为158.6万吨，公司作为行业内最大的铜板带生产企业，市场占有率也仅为5.16%。目前公司增值税返还政策有一定变动，其子公司增值税返还比例将由09年的70%，下降至2010-2011年的50%和30%。
- **募投项目进军高端产品。**公司利润来源以黄铜带为主，由于市场需求较大，规模化以及产品高附加值化才能提升综合盈利，公司IPO项目原为“2万吨高精度同合金带材”，后调整为“3万吨/年的高精度铜合金带项目”，目前公司黄铜带吨净利润约800元，而募投项目产品吨净利高达1000元，预计该项目今年后半年将达产。
- **近期公司订单充裕，尤以电子电气领域最佳。**公司主要产品的下游应用领域有电子电气（含电子信息、仪器仪表等）、服装辅料装饰品（纽扣、拉链等）、五金水暖（门锁、灯头等）、汽车水箱等，其中尤以电子电气领域最多，目前产品销售区域主要包括江浙及广东等地。公司经营状况良好，一季度销量2万吨左右，同比基本持平，当前公司订单相对充裕，其中约50%以上的订单来自于电子电气和服装辅料领域，而来自灯头及汽车水箱领域的订单则相对稳定。
- **投资建议。**我们给予公司“中性”评级，预计公司2011-2013年摊薄后EPS分别为0.28元、0.39元和0.52元，对应目前股价估值分别为64倍、47倍和35倍，估值偏高，暂不具备投资吸引力。鉴于公司稳健的经营模式以及具备一定的成长性，建议投资者适度关注。
- **风险提示。**1) 全球经济复苏进程的不确定性；2) 铜需求放缓降低公司盈利。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

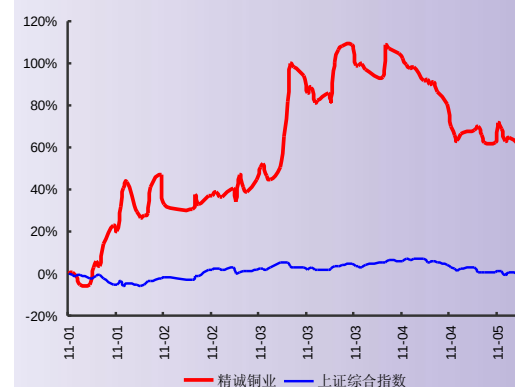
市场数据

总市值(亿元)	59.37
流通市值(亿元)	58.37
总股本(亿股)	3.26
流通股本(亿股)	3.26
12个月最高/最低股价(元)	34.40/10.77
十大流通股东持股比例	54.22%
股东户数	90850

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿元)	41.28	55.22	68.82
营业利润(亿元)	1.09	1.51	1.99
净利润(亿元)	0.93	1.27	1.68
EPS(元)	0.28	0.39	0.52
PE	64.1	46.6	35.3

公司股份表现



相关报告



目前铜加工行业面临升级与转型

1、行业集中度低，竞争越来越激烈。

从中国铜产业布局来看，铜加工材生产主要集中在长三角、珠三角、东北环渤海地区，这些地区是中国加工制造的生产中心，也是中国铜消费集中地区。“十一五”期间铜加工行业呈快速大规模扩张，据安泰科预测，2010年中国铜板带超过170万吨的实物表观消费量，折合金属铜的消耗量为160万吨以上。“十一五”期间，中国铜板带表观消费量以年均15.6%的速率递增，折合金属铜用量的年均增速为15.8%，大规模快速扩张的直接结果就是导致行业集中度低。2010年中国铜板带产量为158.6万吨，公司作为行业内最大的铜板带生产企业，年产8万吨左右的铜板带，市场占有率也仅为5.16%。

此外，随着铜需求稳步增长，铜加工产能也不断扩张，一方面致力铜加工的中小企业进一步扩张产能，另一方面不少冶炼企业也不断增加深加工产能来逐步完善产业链。行业内竞争越来越激烈，加工费不断下降，盈利能力也不断下滑，中国铜板带产业格局也面临转折。

2、规模化及差异化经营才是取胜关键

从行业近十年来的发展状况看，随着电子、电力、装备制造领域的进步，主要装备向高可靠、长寿命、高性能、高功效、节能环保方向发展，这对相关材料的导电、导热等综合性能要求越来越高。以电子信息领域为例，产品逐步趋向小型化、薄型化、高速化，这就对集成电路所用的线路材料的强度、导电性能提出了更高的要求。因此，近年来精密铜带材在电子、电气、仪表等领域的需求逐步增长。

我们认为，目前铜加工行业的发展趋势是不断满足下游消费领域的需求并与相关行业协调发展，才能实现真正的转型与升级。而公司及时抓住了市场发展特点与趋势，充分利用规模化，以市场需求为出发点，严控成本，能确保公司盈利稳步增长。

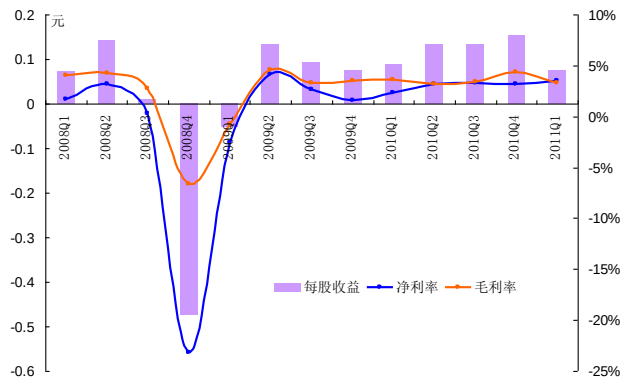
3、公司主要看点：

1) 铜加工行业龙头，规模优势明显；

2) “控制原料成本+加工费”的盈利模式规避了铜价格大幅度波动的风险；

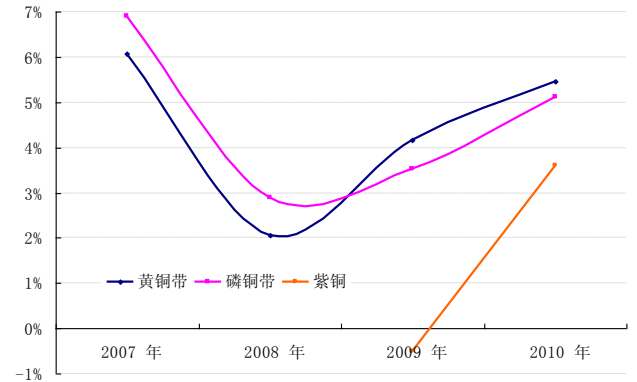
3) 公司募投项目“3万吨/年的高精度铜合金项目”契合市场发展趋势，将为公司带来盈利大幅增长。

图 1： 公司单季度盈利变动状况



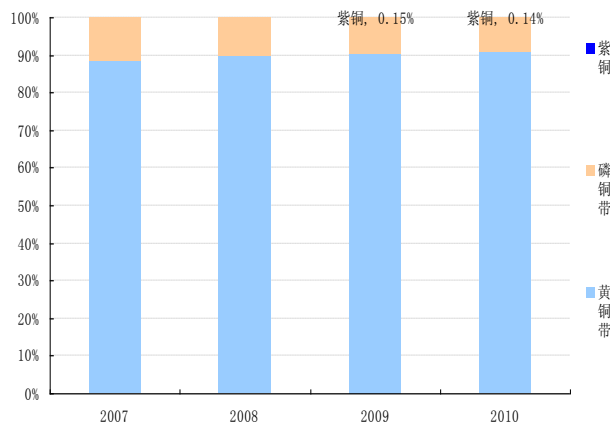
数据来源：WIND, 长城证券研究所

图 2： 公司主产品毛利率均不高



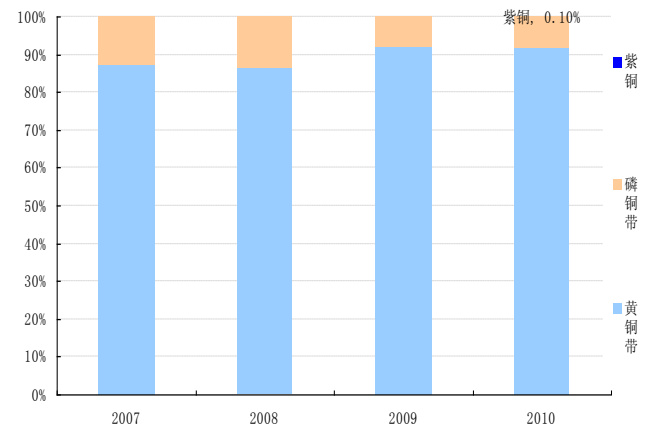
数据来源：WIND, 长城证券研究所

图 3： 公司主营收入以黄铜带为主



数据来源：Wind, 长城证券研究所

图 4： 公司主营利润构成以黄铜带为主



数据来源：WIND, 长城证券研究所

盈利预测

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	293766	412819	552200	688160	成长性	36.2%	40.5%	33.8%	24.6%
营业成本	277750	388985	516677	640578	营业收入增长	34.3%	40.0%	32.8%	24.0%
销售费用	3302	4128	6626	8946	营业成本增长	1023.4%	109.9%	37.6%	32.0%
管理费用	5560	5779	9387	13075	营业利润增长	127.0%	6.9%	37.6%	32.0%
财务费用	515	1741	2787	3608	利润总额增长	106.1%	11.4%	37.6%	32.0%
投资净收益	-347	0	0	0	净利润增长				
营业利润	5216	10947	15066	19888	盈利能力	5.5%	5.8%	6.4%	6.9%
营业外收支	5028	0	0	0	毛利率	2.8%	2.2%	2.3%	2.4%
利润总额	10244	10947	15066	19888	销售净利率	12.0%	11.8%	13.9%	15.5%
所得税	1493	1642	2260	2983	ROE	6.3%	9.4%	10.7%	11.6%
少数股东损益	443	47	64	85	ROIC	36.2%	40.5%	33.8%	24.6%
净利润	8308	9258	12742	16820	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	1.1%	1.0%	1.2%	1.3%
流动资产	83089	110546	149998	180093	管理费用/营业收入	1.9%	1.4%	1.7%	1.9%
货币资金	27018	49538	66264	82579	财务费用/营业收入	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
应收帐款	6165	8669	11044	13763	投资收益/营业利润	-6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	1042	1238	2209	2753	所得税/利润总额	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	31356	38898	51668	57652	应收帐款周转率	39.61	41.88	44.52	47.25
非流动资产	27345	27434	28289	29960	存货周转率	7.91	8.59	9.45	10.50
固定资产	22269	22358	23214	24884	流动资产周转率	3.03	3.17	3.35	3.61
资产总计	110433	137980	178287	210053	总资产周转率	2.37	2.61	2.84	3.10
流动负债	38943	58764	86266	101127	偿债能力				
短期借款	25488	25488	25488	25488	资产负债率	37.1%	43.0%	48.7%	48.4%
应付款项	6675	5835	7750	9609	流动比率	2.13	1.88	1.74	1.78
非流动负债	2080	500	500	500	速动比率	1.33	1.22	1.14	1.21
长期借款	500	500	500	500	每股指标（元）				
负债合计	41023	59264	86766	101627	EPS	0.510	0.284	0.391	0.516
股东权益	69411	78716	91522	108427	每股净资产	4.26	2.41	2.81	3.33
股本	16302	32604	32604	32604	每股经营现金流	0.03	0.20	-0.06	0.36
留存收益	51388	44344	57086	73906	每股经营现金/EPS	0.1	0.7	-0.1	0.7
少数股东权益	1721	1768	1832	1916	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	110433	137980	178287	210053	PE	35.7	64.1	46.6	35.3
现金流量表（万元）					PEG	3.03	1.35	1.84	1.46
经营活动现金流	421	6622	-1900	11585	PB	4.3	7.5	6.5	5.5
其中营运资本减少	-27852	-3952	-17978	-9172	EV/EBITDA	38.39	41.10	31.30	24.56
投资活动现金流	-11641	-2938	-4128	-5522	EV/SALES	1.10	1.55	1.20	0.98
其中资本支出	-12270	-2938	-4128	-5522	EV/IC	3.08	5.17	4.16	3.61
融资活动现金流	2011	0	0	0	ROIC/WACC	0.52	0.78	0.89	0.95
净现金总变化	-9179	3684	-6028	6063	REP	5.88	6.64	4.69	3.78

资料来源：wind，长城证券研究所，注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士，2008年加入长城证券，任有色金属行业分析师。

研究员承诺:

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>