

铜陵有色 (000630.SZ) 有色金属
白马铜企，业绩符合预期；维持“买入”评级
公司快评
◆业绩大幅增加：自产量略增、产品价格大涨

2011年上半年，公司实现销售收入344亿元，同比增长34.28%，归属于上市公司股东的净利润7亿元（1季度为2.8亿元），摊薄后EPS为0.5元，同比增长59%。

产量方面，上半年自产铜量同比增长12%，大约在2.69万吨；2011年的计划产量为4.89万吨，2010年实际产量4.71万吨，2011年全年的自产铜量出现同比大幅增长可能性不大。价格方面，上半铜价为70460元/吨，去年同期为57128元/吨，同比大幅增加23%。根据2010年报显示，2011年上半年，铜精矿加工费同比上涨54.8%，现货加工费TC/RC达到120/12（我们大致匡算公司冶炼业务盈亏平衡点在：TC/RC为55/5.5）。

另外，我们大致匡算自产铜的单位营业成本在3万元/吨的水平。

◆相比江铜、云铜，公司冶炼业务的盈利能力强

公司目前的冶炼产能为85万吨，包括金昌冶炼厂（归属本部，负责自产铜精矿以及外购铜精矿冶炼，产能为15万吨）、金隆铜业（进口铜精矿冶炼，产能为40万吨）、赤峰金剑铜业（外购粗铜冶炼，精炼产能为20万吨）以及张家港联合铜业（20万吨精炼产能，负责外购粗铜冶炼）。根据2010年报显示，除了金昌冶炼厂外，其余三家冶炼企业的净利润分别为2亿元，2600万元和4000万元，对应的吨冶炼铜的净利润分别为500元，100元和200元。其中以金隆铜业（500元/吨净利润）冶炼盈利能力最强。而这样的冶炼水平相比江铜和云铜都是高水平，可见金隆铜业的冶炼成本偏低。

◆未来自产矿山增量主要在铜山矿以及仙人桥矿，增量有限

从中报的在建项目中，铜山矿深部开发和仙人桥矿业建设是未来增加自产铜精矿产量的主要项目。两项目预计投资额分别为4.6亿元和1.9亿元。中报显示两者目前投资额分别占总量的28%和74%。

根据以往的公告显示，铜山矿目前的产量较小，年产铜精矿量在2000吨左右；其改扩建工程预计于2013年建成投产，达产后年产铜精矿将达到5000吨。

2011年4月27日，公司收购句容市仙人桥矿业公司另外18%股权，收购完成后，公司持有其69%股权，该矿预计在2011年底之前建成投产，当年实现铜精矿产量1000吨。达产后，产能达到2000-3000吨。

◆资源注入可期，集团中拥有800万吨铜资源

通过整理相关资料和报道，集团公司拥有铜权益储量超过800万吨（包括与中国铁建集团共同收购的Corriente Resources Inc.，双方各持有其50%股权，铜储量在1150万吨）。

另外值得关注的是集团下属的金寨沙坪沟铜矿；从最近的详查地质报告储量看，该矿探明铜金属量220万吨，潜在经济价值超6000亿元。假如这些矿产资源能够在未来注入上市公司，那么公司的资源储量将比肩江西铜业。

◆“双闪项目”顺利推进

公司目前拥有85万吨阴极铜冶炼产能。2010年7月，公司发行20亿元可转债用于铜冶炼工艺升级改造，达产后，公司整体的冶炼规模将达到125万吨。该项目预算投资51亿元，中报显示目前已经投入5亿元，投入资金为总量的10%。建设周期约为3年。

◆2011年业绩预计在1.16元，目标价格35元

中报显示：公司初步估算前三季度盈利同比增长将达60%至75%（假设价格与产量与上半年未出现明显下降）。2010年前三季度归属于母公司的净利润为6亿元，则2011年前三季度预计为9.6-10.5亿元，对应EPS为0.68-0.74元。

目前美国房地产以及就业仍旧疲弱，但是“二次探底”的可能性很小；全球对于金属的需求将支撑铜价。维持之前铜价假设：2011-2013年铜均价分别为69000、73000和80000元/吨；公司自产铜在5-6万吨/年的水平，预计2011-2013年EPS分别为1.16元、1.35元和1.84元（维持之前预期）；另外，鉴于公司资源注入预期明确，我们给予公司2011年EPS30倍PE（相比之前市盈率下调），目标价35元，维持“买入”评级。

买入（维持）

当前价/目标价：25.34/35.00元

目标期限：6个月

分析师

汪前明（执业证书编号：S0930510120001）

021-22169122

wangqm@ebcn.com

联系人

施毅

021-22169126

shiyi@ebcn.com

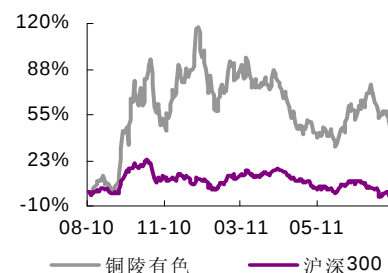
市场数据

总股本(亿股)：14.22

总市值(亿元)：360.24

一年最低/最高(元)：15.85/36.69

近3月换手率：96.68%

股价表现(一年)

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.17	7.29	46.61
绝对	-17.47	3.56	46.40

相关研报

资源扩张前景最好的铜公司

.....2011-05-02

前景最好，腾飞在即

.....2010-12-19

业绩预测和估值指标

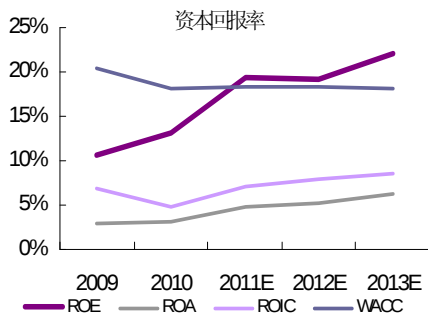
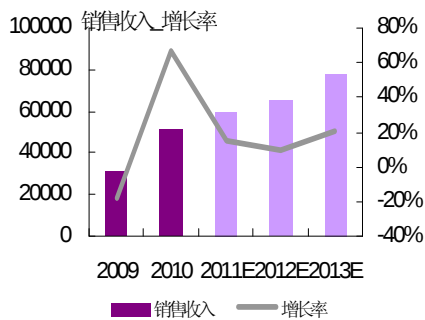
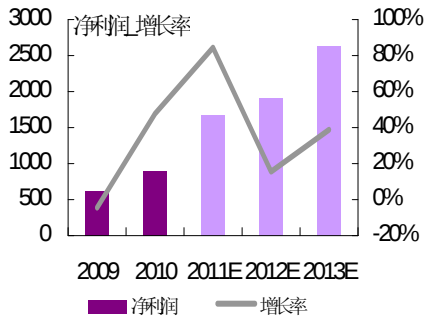
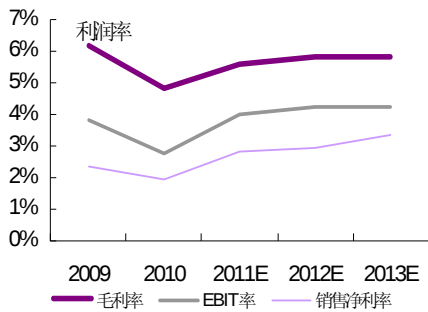
指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	30,755	51,304	59,192	65,071	78,419
营业收入增长率	-17.64%	66.81%	15.37%	9.93%	20.51%
净利润（百万元）	608	899	1,655	1,916	2,651
净利润增长率	-4.59%	47.92%	84.06%	15.78%	38.34%
EPS（元）	0.43	0.63	1.16	1.35	1.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.64%	13.04%	19.36%	19.23%	22.01%
P/E	59	40	22	19	14

表 1：公司冶炼资产

“双闪”系统建成后，总的阴极铜产能将达到 125 万吨

冶炼资产	持股比例	产能（万吨）	原材料来源
金昌冶炼厂	100%	17.5	自产铜精矿和外购铜精矿、粗铜
金隆铜业	61.4%	35	主要进口铜精矿
赤峰金剑铜业	51%	6	外购粗铜
张家港联合铜业	85%	26.5	外购粗铜（包括其参股公司百色融达铜业公司提供的 15 万吨粗铜）
总产能		85	

资料来源：光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	30,755	51,304	59,192	65,071	78,419
营业成本	28,863	48,814	55,875	61,274	73,837
折旧和摊销	600	685	70	82	90
营业税费	78	114	118	130	157
销售费用	123	150	118	130	157
管理费用	541	708	698	768	925
财务费用	384	390	746	811	850
公允价值变动损益	-6	-13	0	0	0
投资收益	-7	24	1	1	1
营业利润	788	1,038	1,619	1,945	2,464
利润总额	834	1,222	2,069	2,395	3,314
少数股东损益	109	108	0	0	0
归属母公司净利润	607.89	899.21	1,655.13	1,916.32	2,651.01

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	23,879	32,172	34,874	36,994	41,911
流动资产	12,119	19,318	22,148	24,299	29,276
货币资金	1,828	1,513	1,746	1,920	2,313
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	592	1,577	1,819	2,000	2,410
应收票据	226	687	792	871	1,049
其他应收款	374	499	576	633	762
存货	7,163	12,582	14,408	15,805	19,054
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	113	187	187	187	187
固定资产	9,254	10,199	10,472	10,671	10,798
无形资产	987	1,225	1,163	1,105	1,050
总负债	17,013	23,903	25,080	25,779	28,621
无息负债	7,964	7,297	8,246	8,913	10,539
有息负债	9,049	16,606	16,834	16,866	18,082
股东权益	6,866	8,269	9,922	11,342	13,418
股本	1,294	1,294	1,422	1,422	1,422
公积金	1,773	2,316	2,481	2,483	2,483
未分配利润	2,545	3,229	4,589	6,007	8,083
少数股东权益	1,151	1,374	1,374	1,374	1,374

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	612	-5,769	914	1,498	633
净利润	608	899	1,655	1,916	2,651
折旧摊销	600	685	70	82	90
净营运资金增加	176	8,786	1,881	1,484	3,352
其他	-772	-16,140	-2,692	-1,984	-5,460
投资活动产生现金流	-1,545	-1,798	-34	-49	-29
净资本支出	1,480	1,690	50	50	30
长期投资变化	113	187	0	0	0
其他资产变化	-3,138	-3,675	-84	-99	-59
融资活动现金流	1,167	7,250	-647	-1,275	-210
股本变化	0	0	127	0	0
债务净变化	1,718	7,557	228	32	1,215
无息负债变化	2,873	-666	948	667	1,626
净现金流	233	-314	233	173	394

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-17.64%	66.81%	15.37%	9.93%	20.51%
净利润增长率	-4.59%	47.92%	84.06%	15.78%	38.34%
EBITDA 增长率	-3.58%	17.79%	15.75%	16.60%	19.95%
EBIT 增长率	-12.71%	19.63%	66.81%	16.58%	20.22%
估值指标					
PE	59	40	22	19	14
PB	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	24	25	23	20	17
EV/EBIT	36	37	23	20	17
EV/NOPLAT	42	44	29	25	21
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	6.15%	4.85%	5.60%	5.84%	5.84%
EBITDA 率	5.80%	4.10%	4.11%	4.36%	4.34%
EBIT 率	3.85%	2.76%	3.99%	4.23%	4.22%
税前净利润率	2.71%	2.38%	3.50%	3.68%	4.23%
税后净利润率 (归属母公	1.98%	1.75%	2.80%	2.94%	3.38%
ROA	3.00%	3.13%	4.75%	5.18%	6.33%
ROE (归属母公司) (摊	10.64%	13.04%	19.36%	19.23%	22.01%
经营性 ROIC	6.85%	4.73%	7.15%	7.90%	8.50%
偿债能力					
流动比率	0.80	1.04	1.04	1.10	1.18
速动比率	0.33	0.36	0.36	0.39	0.41
归属母公司权益/有息债务	0.63	0.42	0.51	0.59	0.67
有形资产/有息债务	2.51	1.85	2.00	2.12	2.26
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.43	0.63	1.16	1.35	1.86
每股红利	0.09	0.09	0.35	0.40	0.56
每股经营现金流	0.43	-4.06	0.64	1.05	0.44
每股自由现金流(FCFF)	-0.38	-6.00	0.03	0.54	-0.43
每股净资产	4.02	4.85	6.01	7.01	8.47
每股销售收入	21.63	36.09	41.64	45.77	55.16

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

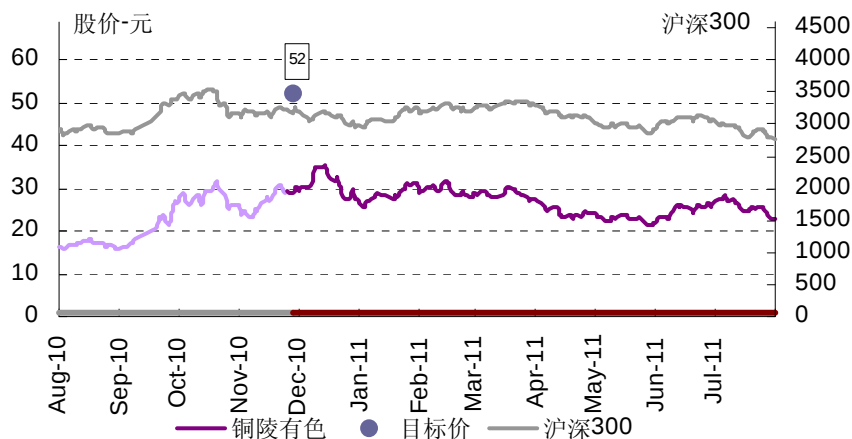
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪前明，复旦大学世界经济专业博士、南京大学数量经济学本科。1997 年进入证券行业，已有十年以上证券研究经验。曾在南方证券从事钢铁、有色金属行业研究，在中信证券从事有色金属行业研究，2006 年获《新财富》最佳分析师第四名。其后任职于香港 Marcopolo 资产管理公司研究总监。目前在光大证券研究所负责有色金属行业研究。熟悉上市公司：山东黄金、中金黄金、铜陵有色、江西铜业等资源类公司。

投资建议历史表现图

铜陵有色 (000630)



日期	股价	目标价	评级
2010-12-19	29.15	52.00	买入
2011-02-09	29.15	45.00	买入
2011-04-25	29.15	45.00	买入
2011-05-02	24.78	46.00	买入
2011-05-03	29.15	46.00	买入
2011-08-06	25.29	46.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com