

增持 首次

铜陵有色 (000630)

2012 年 1 月 16 日

冶炼产能大幅扩张 集团资源丰富

1 月 13 日收盘价: 18.42 元 目标价: 21.00 元

钢铁行业高级分析师: 刘彦奇
SAC 执业证书编号: S0850511010002
liuyq@htsec.com
021-23219391联系人: 刘博
Liub5226@htsec.com
021-23219401

调研基本观点及投资建议

铜陵有色是国内第二大阴极铜生产企业,世界排名第六。其核心业务为铜冶炼,目前拥有 85.20 万吨/年的阴极铜生产能力,规模优势明显。作为国内产业链最完整的铜业公司之一,公司业务范围覆盖铜矿采选、冶炼,及铜材深加工。随着矿产资源开发和铜加工项目的完工达产,公司产业链效益将逐步显现。公司近期主要看点有二:(1)“双闪”项目将新增阴极铜产能 40 万吨,成本优势突出,预计 2012 年 6 月投产;(2)集团资源丰富,赤峰国维和沙溪铜矿合计拥有铜资源储量 56.14 万吨,铜冠冶化 40 万吨硫酸项目盈利能力突出。

我们预测,公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.05 元、1.20 元和 1.70 元,对应的动态 PE 分别为 17.50 倍、15.38 倍和 10.85 倍。考虑到公司产能高增长以及集团注入预期明确,我们首次给予公司“增持”的投资评级,目标价 21.00 元,对应 2011 年 19.95 倍 PE,2012 年 17.54 倍 PE。

1. 集团资源丰富,弹性最大有色个股

铜陵有色核心业务为铜冶炼,目前拥有 85.20 万吨/年的阴极铜生产能力,是国内第二大,世界第六大阴极铜生产企业。相较于庞大的冶炼产能,公司铜精矿年产量不足 5 万吨,自给率较低仅约 6.16%,整体盈利能力较低。公司在铜矿资源方面拥有冬瓜山铜矿、安庆铜矿、凤凰山铜矿、铜山铜矿、金口岭铜矿等,目前拥有铜资源储量 187.02 万吨。公司是铜陵有色金属集团控股有限公司的核心子公司,也是其唯一的上市平台,集团资源储量丰富,境内外合计拥有铜储量 1217.16 万吨。

有色控股是新中国最早建设起来的有色金属工业重要生产基地,经过 60 来年的发展,已经成为以有色金属、化工为主的省属国有特大型企业集团。截至 2011 年 9 月 30 日,有色控股持有上市公司 7.4 亿股,占流通股比例 51.83%。集团“十二五”目标是:年销售收入突破 1000 亿元;年实现工业增加值力争 100 亿元;保有有色金属矿产资源折合铜量超过 2000 万吨,其中“十二五”新增超过 1000 万吨;主要产品产量目标,至 2015 年铜精矿含铜国内 6.5 万吨、海外矿产基地 3 万吨,电解铜 140 万吨,铜加工材 30 万吨,黄金 14 吨,硫酸 450 万吨。

1.1 铜矿山:赤峰国维、沙溪铜矿

有色控股拥有丰富的铜矿资源,截至 2010 年底境内矿产资源保有金属储量铜 243.16 万吨,金 98.7 吨,银 1500.83 吨;境外矿产资源权益铜金属储量 974 万吨。境内的铜矿山--赤峰国维和沙溪铜矿尚未注入,分别拥有铜资源储量 47.59 万吨和 8.55 万吨。

赤峰国维是国内外少见的低品位大型露天矿山,6 万吨/日采选扩建项目已于 2011 年 6 月启动,2010 年实现营业收入 5025.25 万元,利润总额 484.79 万元;沙溪铜矿年采选 330 万吨矿石产能于 2011 年开工,预计 2014 年形成生产能力。有色控股在公司 2010 年可转债说明书中承诺,未来在赤峰国维、沙溪矿业两公司铜矿产品具备正式生产条件的情况下,将转让所持有的这两家公司的全部股权给上市公司。此两座铜矿山注入后,将显著提高公司资源保障能力。

表 1 集团矿产资源储备情况统计

矿区名称	所在地	资源品种（储量）							股权比例（%）
		铜（万吨）	金（吨）	银（吨）	硫（万吨）	铁（万吨）	锌（万吨）	铅（万吨）	
冬瓜山矿	安徽铜陵	117.67	38.51	987.91	1376.89	838.85			100
金口岭矿	安徽铜陵	1.30	0.59	11.88		19.81			100
凤凰山矿	安徽铜陵	4.28	1.67	74.60	18.59	108.85			100
铜山铜矿	安徽池州	21.86	5.57	142.64	283.24	549.92			100
安庆铜矿	安徽安庆	34.39	3.67	195.12	142.47	1098.23			100
月山铜矿	安徽安庆	0.63							100
仙人桥矿	江苏句容	6.13				176.85		1.03	69
沙溪铜矿	安徽庐江	47.59	35.10		124.57				100
国维矿业	内蒙古赤峰	8.55							51
天马矿业	安徽铜陵	0.77	14.40	88.68	168.65				100
黄狮涝矿	安徽铜陵	0.12	1.20						70
黄山岭矿	安徽池州						0.43	1.24	100
境内合计		243.16	98.71	1500.83	2114.40	2792.51	0.43	2.27	
秘鲁白河铜矿	秘鲁	396.00		1151.00					35
加拿大铅锌矿	加拿大						80.00	16.00	17.5
厄瓜多尔铜金属矿	厄瓜多尔	578.00							50
境外合计		974.00		1151.00			80.00	16.00	

资料来源：有色控股中期票据募集说明书，海通证券研究所

针对我国目前铜精矿严重缺乏的情况，有色控股积极进行海外资源的收购和开发，铜矿资源储备逐年增加。有色控股海外扩张成果显著，先后收购了英国蒙特瑞科公司、加拿大科里安特资源公司，这两家企业分别拥有秘鲁白河铜钼矿开采权和厄瓜多尔铜矿开采权。其中，秘鲁白河铜钼矿项目目前尚处于矿山开发论证期，尚未体现收益；厄瓜多尔铜矿于 2011 年底建设，有望于 2014 年以前投产并形成 3 万吨的日采选能力。

1.2 化工：铜冠冶化

铜冠冶化分公司利用公司冬瓜山铜矿等尾矿（硫铁矿砂）做原料，以硫铁矿焙烧装置为核心，建设年产 80 万吨硫酸项目，目前一期工程年产 40 万吨硫酸已建成。为避免副产品硫酸同业竞争，有色控股在公司 2010 年的可转债说明书上承诺，未来在铜冠冶化分公司正式建成投产且实现正常盈利的情况下，同意公司自主决策并按公允价格收购。铜冠冶化原料主要是公司综合开发利用的伴生资源和副产品，综合生产成本低，盈利能力突出，注入后将显著提升公司业绩。

2. “双闪”项目提前投产，公司产能提升 47%

公司 2010 年可转债项目—铜冶炼工艺技术升级改造项目分为两个部分，第一部分是先建设采用当今世界最先进闪速熔炼、闪速吹炼工艺（简称“双闪”）的铜精矿冶炼处理系统；第二部分是“双闪”系统建设完成后对现有金昌冶炼厂奥炉系统转型改造为处理低品位杂铜为主的短流程再生铜生产系统。

“双闪”铜冶炼项目主要产品设计产能为阴极铜 40 万吨/年，硫酸 151.5 万吨/年（以 100%硫酸计）。项目实施后，“双闪”工艺铜精矿至阴极铜全过程的单位加工成本将下降约 26.6%，硫酸单位加工成本下降 40.5%。我们预计，“双闪”项目最快将于 2012 年 6 月投产，项目达产后铜精矿冶炼级烟气制酸成本将居国内外先进水平，公司总产能将达到阴极铜 125.2 万吨/年（增长 46.95%），硫酸 326.5 万吨/年，竞争能力将大幅提高。

表 2 公司冶炼产能分布

项目名称	股权（%）	产能（万吨）	备注
金昌冶炼厂	100.00	17.50	将改造为以处理低品位杂铜为主的短流程再生铜生产系统。
金昌双闪冶炼项目	100.00	40.00	预计将于 2012 年 6 月投产，技术领先，具有明显的成本优势。
赤峰金剑	51.00	12.00	权益产能约 6 万吨。
金隆铜业	61.40	35.00	与日本住友合资，权益产能约 21.49 万吨
张家港联合铜业	85.00	20.70	从事铜精炼业务，权益产能约 17.60 万吨。
合计		125.20	

资料来源：公司历年产能相关公告，海通证券研究所

3. 铜材加工能力有待提升

近年来，公司加大了铜材精加工产能建设力度，在铜材深加工上已经初步具备了生产规模，目前主要产品为电线电缆、漆包线。公司下辖 5 个铜材加工企业，形成了年产 7.5 万吨高精度黄铜棒、6 万吨高精度铜板带、2 万吨电子铜箔，以及 1.3 万吨磷铜球的生产能力。

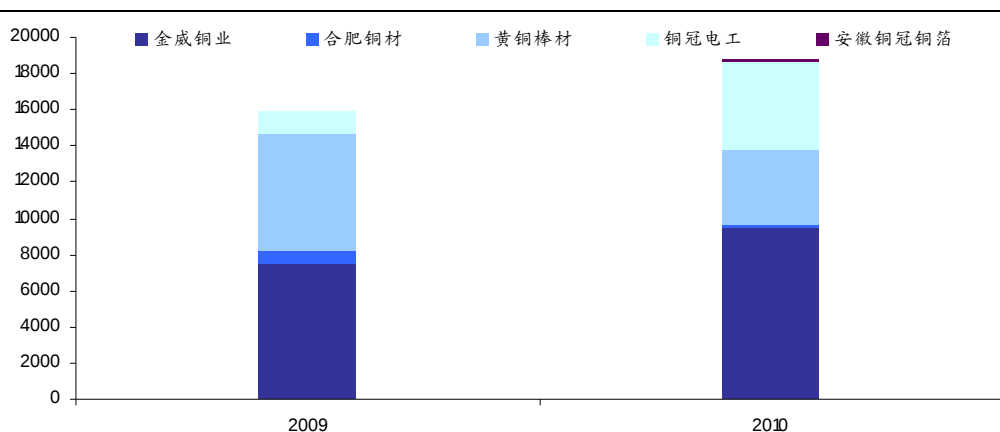
表 3 公司铜材加工产能分布

项目名称	股权（%）	产能（万吨）	备注
金威铜业	100.00	6.00	铜及铜合金板带，2007 年开始试生产
合肥铜材	88.75	1.00	高精度电子铜箔
黄铜棒材	75.00	7.50	铜及铜合金管棒线型材，2009 年进入试生产
铜冠电工	100.00	1.30	磷铜球
安徽铜冠铜箔	100.00	1.00	2010 年设立年产 1 万吨高精度电子铜箔项目，建设期 2 年
合计		16.80	

资料来源：公司历年定期公告及对外投资公告，海通证券研究所

由于公司的各铜材加工项目尚处于市场营销导入期，不能满负荷生产，进而产能利用率较低，连年亏损。2009 年铜材加工共计亏损 1.59 亿元，2010 年 1.87 亿元，分别占公司当期净利润的 22.14%和 18.61%，很大程度上影响公司整体盈利水平。

图 1 铜材加工企业盈利能力有待提升（亏损：万元）

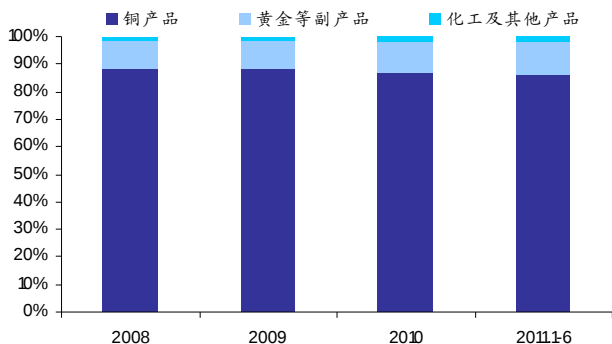


资料来源：公司历年定期公告，海通证券研究所

4. 主营业务分析

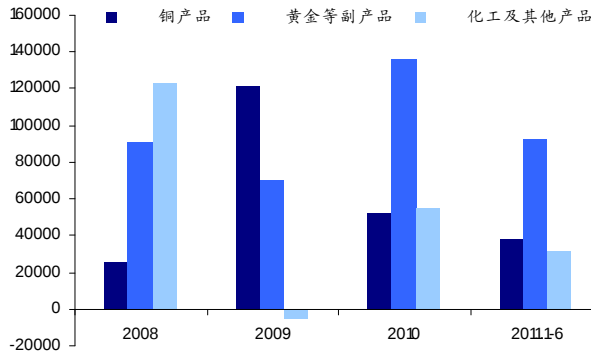
公司铜及铜制品收入占公司主营业务收入的 85%左右,是公司的主要收入来源,但由于公司铜精矿自给率较低仅约 6.16%,进口铜精矿的比例较高,所以该板块整体盈利能力较低;黄金白银和硫酸等副产品在公司主营业务收入分别占比 12%和 3%,但是由于其主要是公司综合开发利用的伴生资源和副产品,综合生产成本低,且近年来贵金属和硫酸价格呈现波动上扬态势,导致这两个板块利润水平高于铜板块,构成了公司的主要利润来源。

图 2 公司主营业务收入占比 (%)



资料来源:公司历年定期公告,海通证券研究所

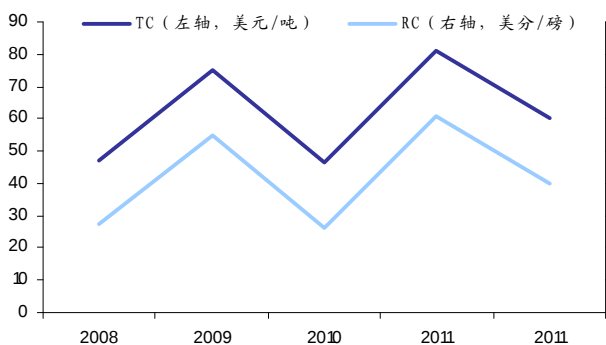
图 3 公司主营业务利润分布 (万元)



资料来源:公司历年定期公告,海通证券研究所

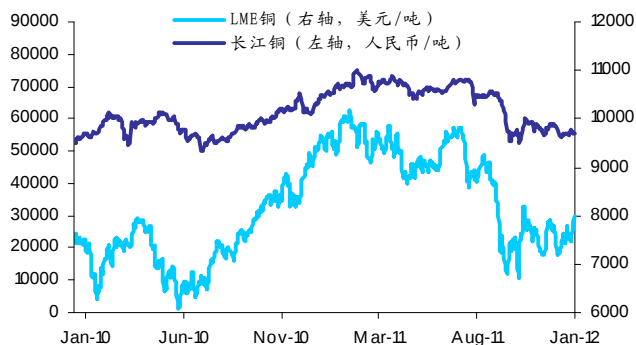
公司铜精矿自给率较低,因此铜冶炼加工费是公司的主要利润来源之一,国内外铜价及价差变化也对公司盈利产生重大影响。近年来,TC/RC 费用波动剧烈,长期来看加工费趋势向下。铜价近期受补库存等利好因素影响小幅反弹。但是欧债危机、美国复苏缓慢,以及中国经济增速放缓等导致铜产品需求萎缩,将长期打压铜价。因此我们对铜价未来走势比较谨慎,认为 2012 年铜均价在 60000-66000 元/吨。

图 4 长单协议铜加工费



资料来源:公司历年定期公告,海通证券研究所

图 5 LME 及 SHF 铜价走势



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

5. 盈利预测

铜陵有色核心业务为铜冶炼,目前拥有 85.20 万吨/年的阴极铜生产能力,是国内第二大,世界第六大阴极铜生产企业。作为国内产业链最完整的铜业公司之一,公司业务范围覆盖铜矿采选、冶炼,及铜材深加工。随着矿产资源开发和铜加工项目的完工达产,公司产业链效益将逐步显现。

我们预测,公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.05 元、1.20 元和 1.70 元,对应的动态 PE 分别为 17.50 倍、15.38 倍和 10.85 倍。考虑到公司产能高增长以及集团资源丰富,我们首次给予公司“增持”的投资评级,目标价 21.00 元,对应 2011 年 19.95 倍 PE,2012 年 17.54 倍 PE。

6. 主要不确定性

铜加工费，以及国内外铜价及价差大幅变动；硫酸、黄金白银等副产品价格波动；公司在建工程实施进度变化；政策风险。

信息披露

分析师声明

刘彦奇：钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：宝钢股份（600019.SH）、鞍钢股份（000898.SZ）、武钢股份（600005.SH）、河北钢铁（000709.SZ）、太钢不锈（000825.SZ）、八一钢铁（600581.SH）、酒钢宏兴（600307）、杭钢股份（600126.SH）、重庆钢铁（601005.SZ）、安阳钢铁（600569）、凌钢股份（600231）、黄河旋风（600172.SH）、豫金刚石（300064.SZ）、四方达（300179.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级		
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		
	股票投资评级	类别	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性		个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；	
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。