

铜行业 3 月份跟踪研究报告

优于大势

流动性充沛推升铜价，铜行业后市依旧看好

维持评级

金属与非金属/有色金属/铜

2009 年 3 月 23 日

投资要点:

- 从 2 月份以来 LME3 月期铜价格便呈现振荡回升的态势,3 月 16 日, LME3 月期铜价格收于 3820 美元/吨, 较 12 月份的低点累计上涨了将近 35%。库存方面 LME 铜库存也出现了较为明显的下降, 较 2 月 27 日的高点下降了 4.7 万吨左右。铜价的上涨促使 A 股铜行业股票价格出现了强劲上涨, 最近两天铜行业股票上涨幅度高达 15% 左右。
- 中美制造业采购经理人指数第 2 个月出现回升, 2 月份中国工业增加值同比增速回升至 11%, 需求有恢复的迹象。美国 2 月新屋开建数字跃升 22%, 美国 1 月阴极铜进口环比上涨 24.3%, 同比增长 32.3%。美国铜需求下降情况好于预期。
- 受利润下降影响, 全球范围内有色金属生产企业经历了大幅减产, 其中铜减产 67 万吨, 占总产能的 4% 左右, 另外还有 25% 的产能推迟投产。由于南美大型铜矿没有大规模的减产, 同时 2009 年还有将近 90 万吨的铜矿投产, 预计 2009 年铜过剩缺口将达到 40 万吨左右。
- 中国对铜的需求依然强劲, 预计 2008 至 2010 年我国电网建设和改造投资约在 1 万亿元左右, 年均复合增长率达 40%。来自于电力行业的强劲需求有望拉动铜价出现较大幅度的反弹。如果中国对铜最终的收储量达到 100 万吨, 相当于中国全年产量的 25% 左右, 必将大大提振国际铜价。
- 各国出台的各项经济刺激政策(包括中国的 4 万亿投资计划)有望拉动基本金属需求, 大量流动性的注入或激发对基本金属的投资需求。从长期来看, 美元走软也会助推包括铜在内的基本金属的涨幅。
- 虽然铜行业来自于基本面的支撑仍然偏薄弱。但经过大幅度的减产, 铜产量过剩情况有所缓解, 下游需求出现了好转的迹象。我们认为铜行业目前已经接近周期性底部, 预计 2009 年 1 季度末至 2 季度初见底。2009 年行业景气度会是一个振荡回升的过程。维持对铜子行业优于大势评级。

走势图



重要公司

评级

江西铜业	推荐
云南铜业	推荐
铜陵有色	推荐

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-285

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhousl@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

目 录

一. 铜价飙升, 引发铜行业股票价格强劲上扬	3
二. 下游需求出现好转迹象, 美国需求下降好于预期	4
三. 全球铜行业大幅减产, 过剩有所改善情况	6
四. 中国需求仍然强劲	7
五. 国家收储情况	8
六. 流动性充沛和美元走软或激发新一轮对基本金属的投资需求	9
七. 中国铜行业长期向好	10
八. 行业评级和重点上市公司盈利预测	10

图目录

图1 LME3 月期铜价格变化情况	3
图2 LME 铜库存变化情况	3
图3 上海期交所铜主力合约价格变化情况	3
图4 上海期交所铜库存变化情况	3
图5 LME 各基本金属库存占全年产量的比例	4
图6 中美 PMI 指数变化情况	4
图7 中国工业增加值同比增速	4
图8 美国房屋新开工面积	5
图9 中国精铜及铜合金进口变化情况	6
图10 中国精铜及铜合金出口变化情况	6
图11 铜现金成本变化曲线图	6
图12 铜精矿价格和成本走势	6
图13 全球基本金属减产占 08 年产量的比例	7
图14 中国铜月度产量变化情况	7
图15 铜加工费走势	8
图16 世界精铜供需平衡情况	9
图17 中国铜的终端消费结构	9
图18 世界铜的终端消费结构	9
图19 中国空调月度产量	10
图20 中国电冰箱月度产量	10
图21 中国电网建设情况	10
图22 美元走势	11

表目录

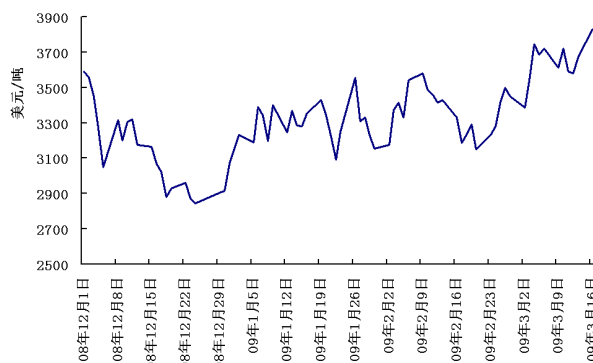
表1 中国铜企业减产情况	7
表2 预计 2009 年新增的主要铜矿	8
表3 我国主要的镍矿床及其开发利用情况	12

1、铜价飙升，引发铜行业股票价格强劲上扬

从 2 月份以来 LME3 月期铜价格便呈现振荡回升的态势，截止到 3 月 20 日，3 月期铜价格收于 3820 美元/吨，较 12 月份的低点累计上涨了将近 40%。库存方面 LME 铜库存也出现了较为明显的下降，较 2 月 27 日的高点下降了 4.7 万吨左右。国内期铜价格走势基本和国外保持一致，上海期货交易所铜库存仍然处于低位，库存量略有上升。

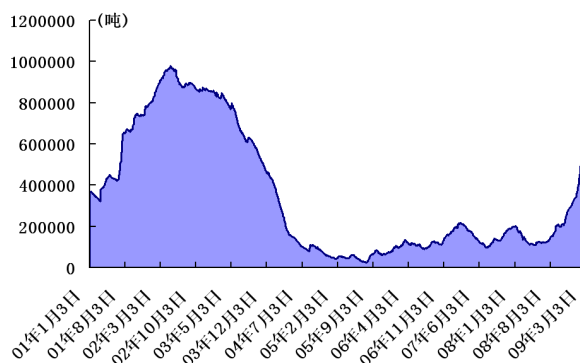
铜价的上涨促使 A 股铜行业股票价格出现了强劲上涨，最近两天铜行业股票上涨幅度达到了 15% 左右。这波铜价强劲上涨是由多方面原因造成的，首先是下游需求出现了好转迹象，其次原油价格强劲反弹和空头回补也助推了铜价的涨幅。

图 1.LME3 月期铜价格变化情况



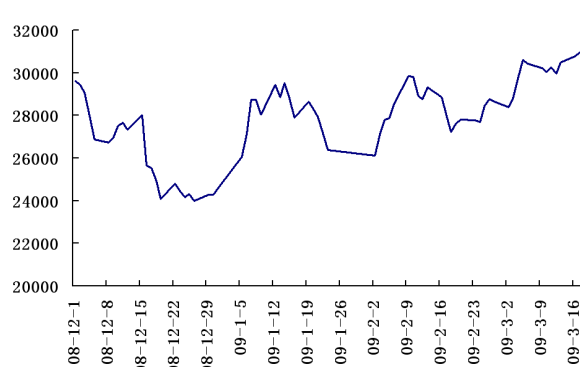
数据来源: Bloomberg 东北证券研究部

图 2.LME 铜库存变化情况



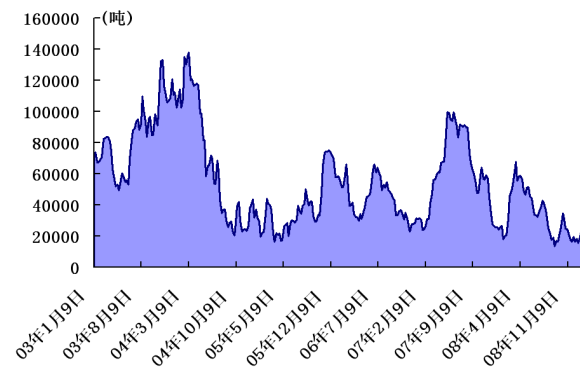
数据来源: Bloomberg, 东北证券研究部

图 3.上海期交所铜主力合约价格变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券研究部

图 4.上海期交所铜库存变化情况

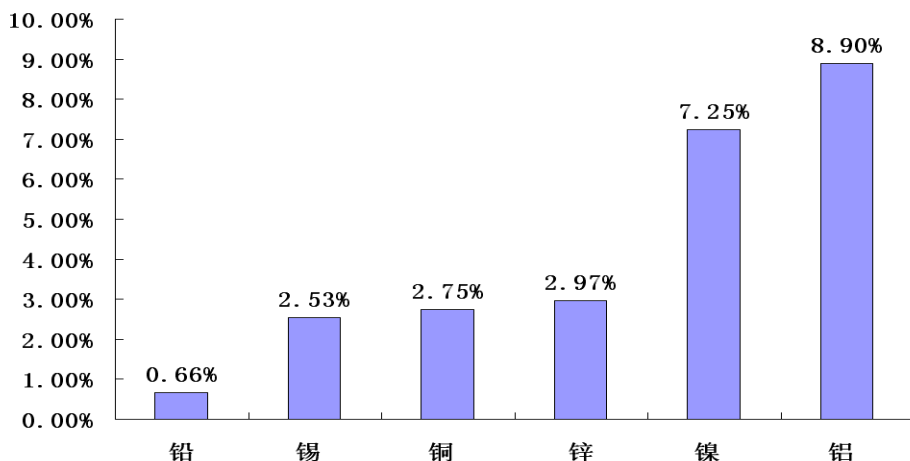


数据来源: Bloomberg, 东北证券研究部

从库存占 2008 年全年总产量的比例上看，大多数基本金属的库存仍然保持快速上升的态势，目前铝库存在 336 万吨左右，比例由占全年产量的 8.34% 上升至 8.90%。而铜库存由占全年总产量的 3.03% 下降到 2.75%，下降了 0.28 个百分点，其它基本金属中除了锌库存比例由 3.09% 下降到 2.97% 外，其余都出现了不同程度的上升。锡库

存占全年产量的比例由 2.3% 上升到 2.53%；镍库存占全年产量的比例由 6.74% 上升到 7.25%；铅由 0.63% 上升到 0.66%。从各基本金属库存比例变化的横向比较上来看，铜库存下降最为明显，从一个方面反应出铜供需情况有所改善。

图 5.LME 各基本金属库存占全年产量的比例



数据来源: Bloomberg 东北证券研究部

2、下游需求出现好转迹象，美国需求下降好于预期

需求方面，中美制造业采购经理人指数 2 月份均出现回升，2 月份中国工业增加值同比增速回升至 11%，需求有恢复的迹象。我们认为这是因为国内有色金属下游企业在节后开始备货生产，国家投资计划中大型项目建设进度加快都刺激了对铜的需求。此外最近公布的美国房地产新开工面积增速和通货膨胀率都好于预期，美国铜需求好于预期。美国商务部发布估算报告称，受到公寓建筑开工量增长 82% 的大力推动，美国 2 月新屋开建数字跃升 22%，年率数字达到 58.3 万幢。自从美国房地产市场成为全球经济衰退根源以来，新屋开建数字出现 8 个月以来首次回升。

图 6.中美 PMI 指数变化情况

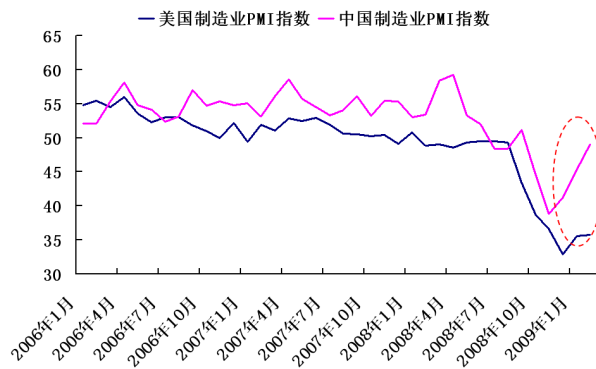
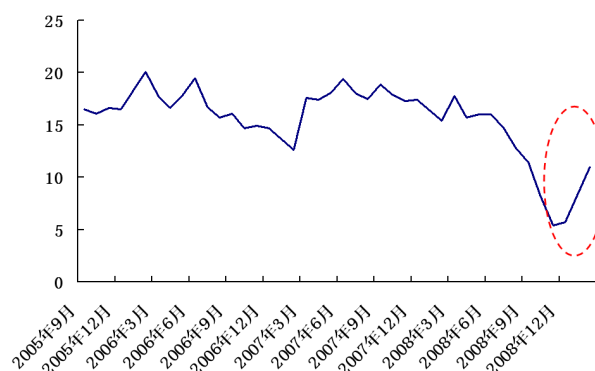


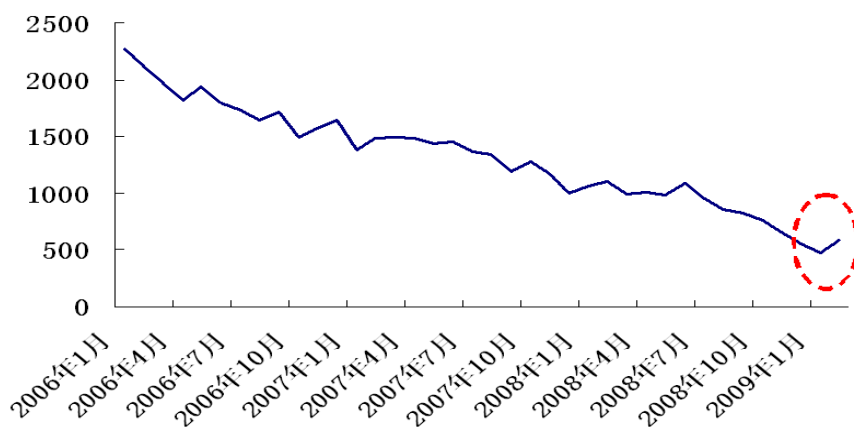
图 7.中国工业增加值同比增速



数据来源: Bloomberg 东北证券研究部

数据来源: Bloomberg, 东北证券研究部

图 8.美国房屋新开工面积

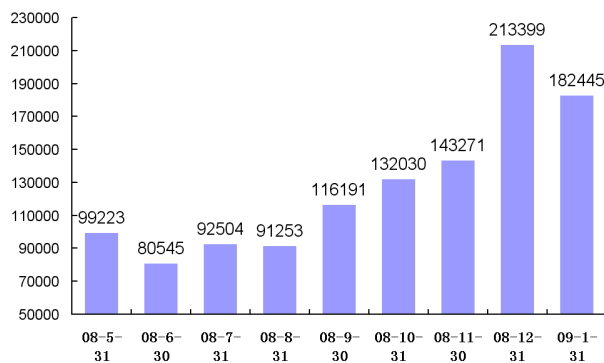


数据来源: Bloomberg 东北证券研究部

此外据美国商务部上周五公布,美国 1 月阴极铜出口较上月下滑 63.9%,较去年同期下滑 89.4%。美国 1 月阴极铜出口量为 347,181 千克,2008 年 12 月为 962,817 千克,去年同期为 3,289,622 千克。美国 1 月阴极铜进口较上月增长 24.3%,较去年同期增长 32.3%。美国 1 月阴极铜进口量为 75,488,555 千克,2008 年 12 月为 60,728,213 千克,去年同期为 57,072,364 千克。美国 1 月对阴极铜净进口量大增除了美元升值原因外,美国铜需求好于预期也是一个重要原因。

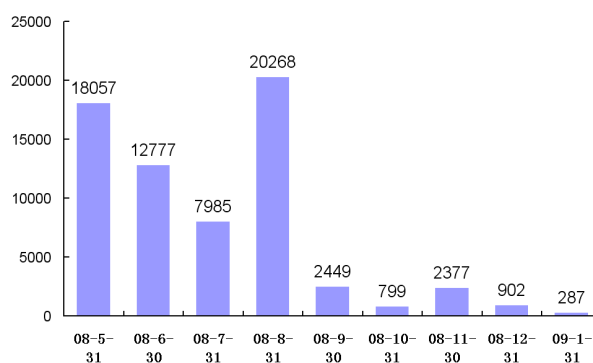
中国由于国家收储计划和 4 万亿投资计划拉动,国内对铜的需求要明显好于国外,从 2008 年下半年以来,中国对精铜和铜合金的进口量持续攀升,1 月份中国铜进口量仍然维持在高位,出口由于国内铜价高于国外而导致出口减少,一月份中国精铜和铜合金的出口已经下降到了 287 吨。

图 9.中国精铜及铜合金进口变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券研究部

图 10.中国精铜及铜合金出口变化情况

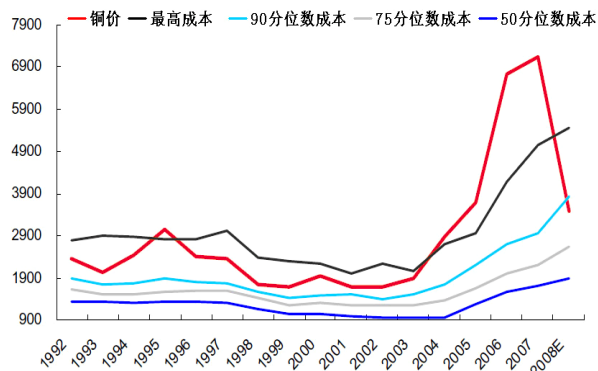


数据来源: Bloomberg, 东北证券研究部

3、全球铜行业大幅减产，过剩有所改善情况

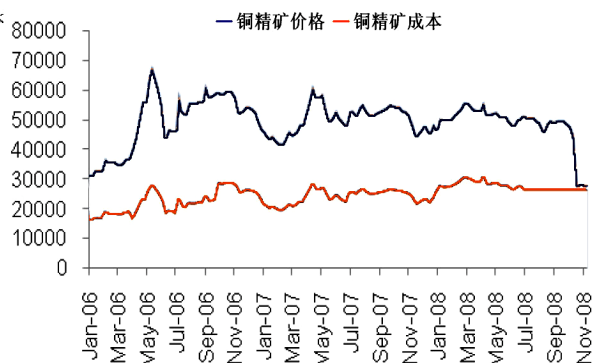
由于 2008 年基本金属价格暴跌，目前大多数金属价格都已经跌破了其 75 分位数的现金成本，也就是说行业内有 25% 的企业面临负现金流经营的压力。铜价目前基本保持在 90% 分位数现金成本线附近。随着 2008 年第四季度铜价的大幅下跌，铜精矿的利润也已经较 2008 年上半年有了大幅的缩减，部分铜矿甚至已经处于亏损。

图 11. 铜现金成本变化曲线图



数据来源：Brook hunt

图 12. 铜精矿价格和成本走势



数据来源：Brook hunt

受利润下降影响，全球范围内有色金属生产企业经历了大幅减产，目前全球确定的减产项目已经超过 80 个，其中铜减产 67 万吨，占总产能的 4% 左右；铝减产 410 万吨，约占总产能的 10%，锌减产 83 万吨，为总产能的 6% 左右，镍减产 14 万吨，约为总产能的 10% 左右。

此外大量的项目被推迟投产，其中镍和铜比例最大，分别为目前总产能的 27%，和 25%。预计未来还有一部分高成本产能会停产。不过由于矿石以及其他原材料价格下跌，高成本产能的退出，目前行业的平均生产成本已经有了大幅度的下降，未来减产的压力有所减轻，因此有色金属行业继续大幅减产的可能性不大。

图 13. 全球基本金属减产产量占 08 年产量的比例

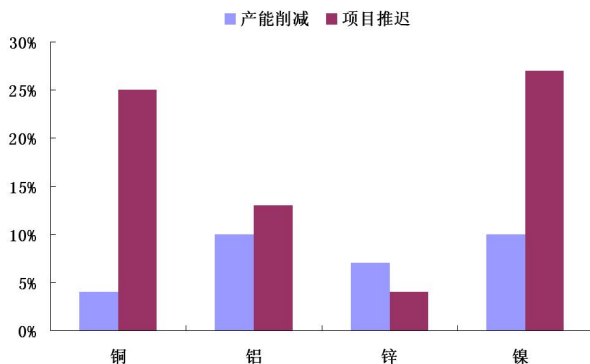
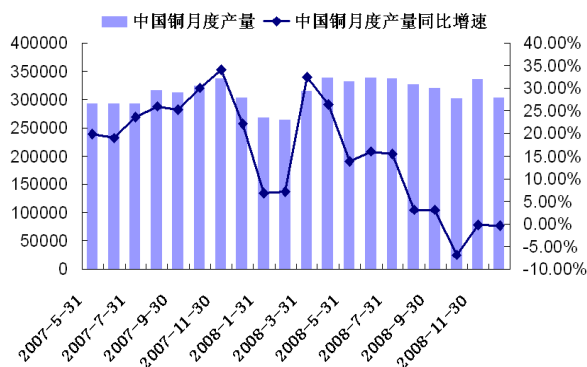


图 14. 中国铜月度产量变化情况



数据来源: Brook Hunt CRU

数据来源: Bloomberg

中国铜冶炼行业方面,目前减产产能总计在 37.5 万吨左右,约占全部产能的 10% 左右。其中江铜减产 4.3 万吨,云铜减产在 6 万吨左右。由于利润下降迅速,中国部分铜冶炼企业从 2008 年 3 季度后逐渐开始陷入亏损,来自于成本的压力促使生产企业减产。从 2008 年 3 月份以来,中国铜月度产量同比增速出现了快速下滑。

表 1.中国铜企业减产情况

公司名称	总产能	预计影响产量	占总产能比重
江西铜业	70	4.3	6.14%
云南铜业	50	6	12.00%
张家港联合铜业	20	3	15.00%
铜都铜业	17	1.7	10.00%
金隆铜业	35	3.5	10.00%
大冶有色	25	5	20.00%
山东金升	10	0.8	8.00%
宁波金田	12	6.4	53.33%
东营方圆	20	3.6	18.00%
大昌铜业	6	1.5	25.00%
烟台鹏辉	11.5	1.7	14.78%

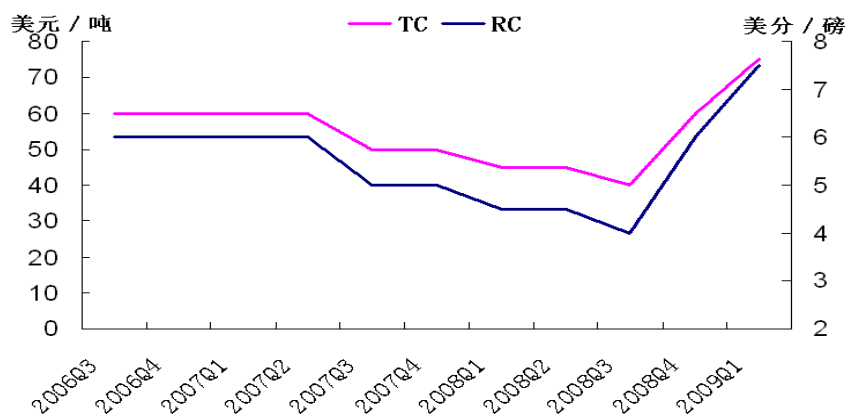
资料来源: 东北证券研究部 Bloomberg

铜加工冶炼费方面,由于受金融危机影响,铜下游需求下降,2008 年 12 月份,中国冶炼企业的开工率仅仅只有 70%左右。而铜精矿开采方面却由于前几年铜价高企造成铜矿投资上升,2009 年又有大量新建铜矿开始投产,因此铜精矿产量紧缺情况有所缓解,铜矿企业和贸易商肯给予铜冶炼企业 75 (美元/吨) /7.5 (美分/磅) 的长单加工费也在情理之中。

目前中国主要铜冶炼企业和必和必拓以及 Freeport 的年度铜加工费都定在 75(美元/吨) /7.5 (美分/磅),相比 2008 年大幅上涨了 66.7%,但是大幅上涨的铜加工费未必能使铜冶炼企业的盈利出现大幅度的增长。首先 75/7.5 的加工费基本上是国内铜冶炼企业的盈亏平衡点,因此目前的铜加工费只能使铜冶炼企业减少亏损而已。其次虽然 2008 年铜加工费用只有 45 (美元/吨) /4.5 (美分/磅),但是由于副产品硫酸价格高企,冶炼企业仍能通过副产品盈利。而目前硫酸价格已经从 2000 元/吨左右跌至 300 元/吨左右,因此虽然铜加工费出现了大幅的提升,但铜加工中副产品的盈利大幅度下降,加工费上升对盈利的贡献并没有想象的那么大。

供需平衡方面,铜由于受上游矿石产量限制,从 2003 年到 2007 年,铜和锌的产量并没有大幅度的提升,因此产量过剩情况没有铝行业和镍行业那么严重,预计 2008 年铜过剩缺口为 30 万吨左右。由于南美大型铜矿没有大规模的减产,同时 09 年还有将近 90 万吨的铜矿投产,预计 2009 年铜过剩缺口将达到 40 万吨左右。

图 15.铜加工费走势



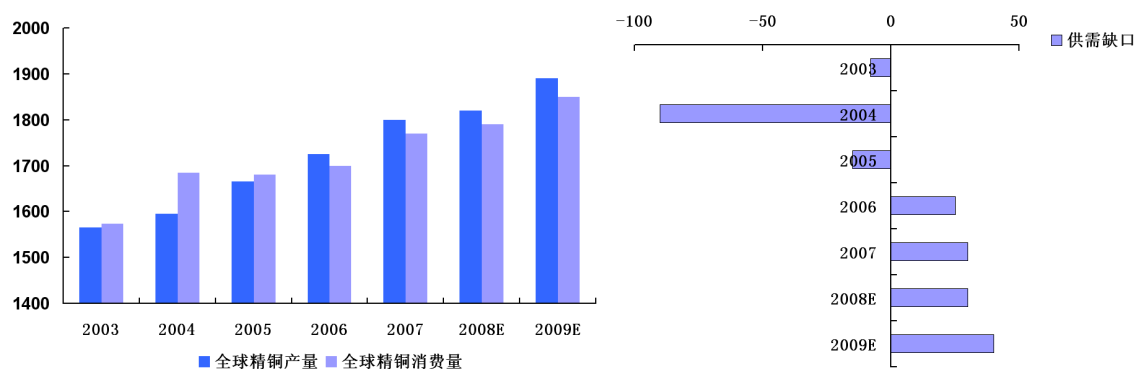
数据来源: 东北证券

表 2.预计 2009 年新增的主要铜矿

国家	铜矿	新增铜矿产量 (万吨)
澳大利亚	Prominent Hill	10
赞比亚	Lumwana	20
智利	Escondida L.G.Sulphides	6
智利	Gaby Sur	9
智利	Regalito	7
智利	spence	5
美国	safford district	5
西班牙	Las Cruces	7
刚果	Tenke fungurume	4
刚果	Kinsevere-Nambulwa	3
刚果	Kov	3
合计		79

数据来源: 中国金属新闻网

图 16.世界精铜供需平衡情况



数据来源: ICSG, 东北证券研究部

4、中国需求仍然强劲

国际上铜需求主要来自于建筑行业, 约占总量的 39%, 其次是电力行业, 而中国铜需求最大的一块来自于电力行业, 占总需求的 53%左右。根据“十一五”计划, 未来两年内中国对电力行业的投资会有大幅度的增长, 因此这个比例还有可能进一步上升。

图 17. 中国铜的终端消费结构

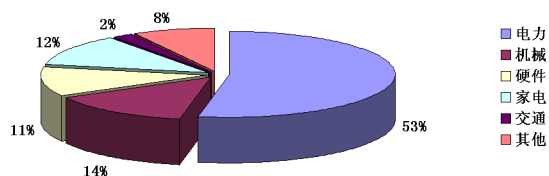
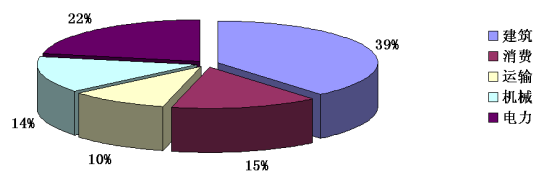


图 18. 世界铜的终端消费结构



数据来源: 安泰科, 东北证券研究部

数据来源: UBS, 东北证券研究部

图 19. 中国空调月度产量

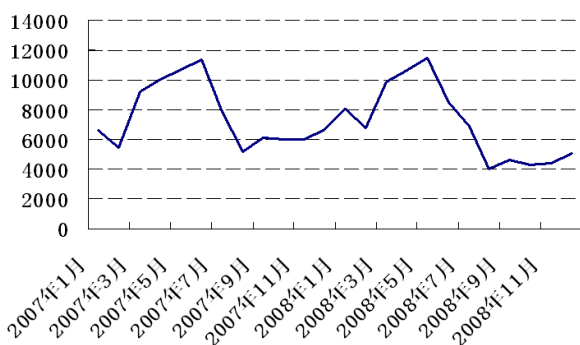
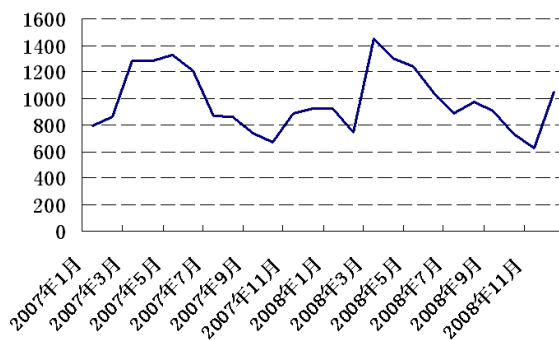


图 20. 中国电冰箱月度产量



数据来源: Bloomberg

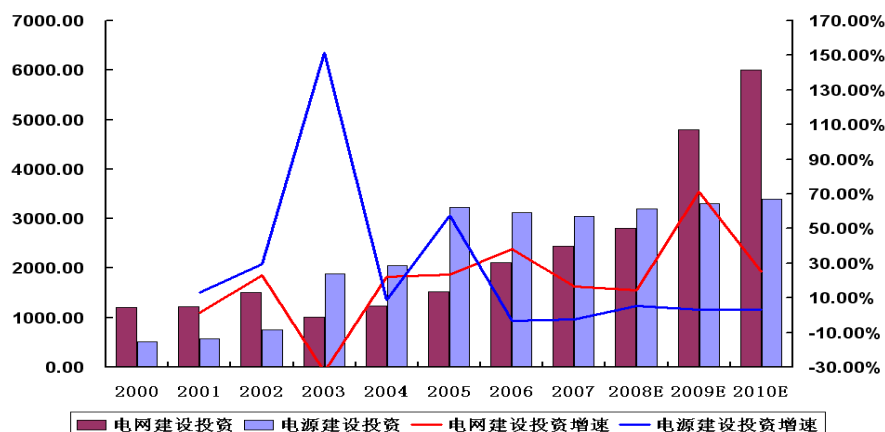
数据来源: Bloomberg

电力设备, 空调, 冰箱是铜金属最重要的几种下游产品, 中国电冰箱产量基本保持稳定, 空调产量同比下降在 30%左右。电力设备方面, 铜在变压器、高压开关和电线电缆的原材料成本中分别占比 30%、20%和 70%, 因此电力行业的固定资产投资将在很大程度上决定我国铜消费增速。而电力行业投资中, 电源投资每年相对固定大概在 3000 亿左右, 而电网投资预计会有爆发式的增长。

国家计划在今后五年我国电网建设总投资将超过 1 万亿元。这一金额是我国“九五”末到“十五”初进行的三年大规模城乡电网建设改造总投资的 2 倍多。“十一五”后

期我国在电力行业的投资重点将是电网改造工程，国家电网公司计划“十一五”期间电网投资 11,300 亿元，预计 2008 至 2010 年我国电网建设和改造投资约在 1 万亿元左右，年均复合增长率达 40%。来自于电力行业的强劲需求有望拉动铜价出现较大幅度的反弹。

图 21. 中国电网建设情况



数据来源: Brook Hunt CRU

5、国家收储情况

受金融危机影响，国际商品价格低迷，很多金属价格都跌到了历史的低点。行业内消息人士表示，中国国家物资储备局已经开始逐步从国内保税区仓库和海外市场购买铜，计划将其铜储备从目前的约 30 万吨提高到 100 万吨，相当于中国全年精铜产量的 25% 左右。由于目前国内冶炼企业并没有那么多铜库存，国储局有可能在国际市场上买入铜，对国际铜价产生利好。

由于铜是中国所需基本金属中自给率较低的品种，而且我国铜资源无论是在矿床规模、矿石品味还是开采难度上相比其它国家都处于劣势，由于资源自给率低，每年我国都不得不从国际市场上买入大量的高价铜。虽然目前铜行业处于行业低谷，但从长远来看中国对铜的需求仍然强劲。中国目前仍有大量的美元储备，承受着美元跌价的巨大风险，将部分外汇储备换成基本金属或原油储备也是一条可行之路。因此我们认为中国对铜的收储力度会比较大，对铜价会有较强支撑。

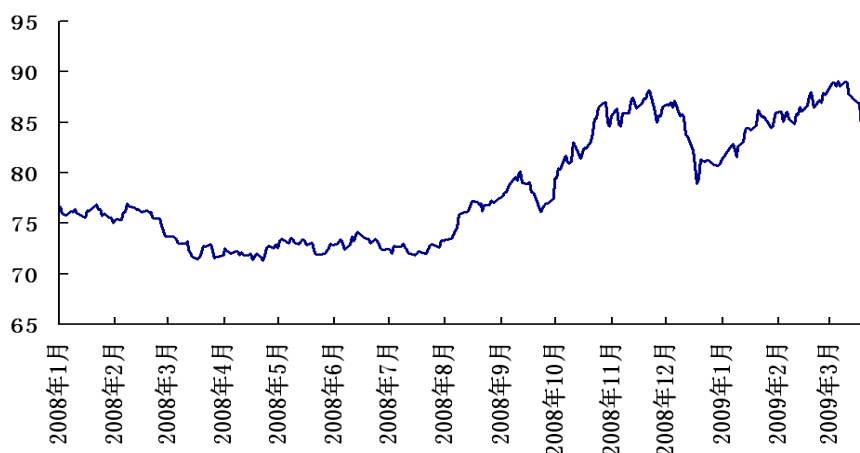
6、流动性充沛和美元走软或激发新一轮对基本金属的投资需求

从 2008 年下半年以来，各国政府或央行为了应对金融危机，纷纷向金融市场注入了大量的流动性，但在去杠杆化的大背景下，大量的资金都以存款的形式留在了银行，或投向了债券或黄金市场。这些大量投入的流动性在当经济形势有所好转的时候必然会从债券等低收益产品转移到大宗商品等高风险高收益的市场。如果经济刺激政

策有效，金属终端需求开始回升则基本金属价格的反弹则有可能更加剧烈。

此外基本金属一般以美元计价，因此金属价格和美元走势相关，之前由于美元大量回流，导致美元对其它国家货币大幅走强。虽然美国国内存在着去杠杆化过程，但是由于美国经济已经不可避免的步入衰退，同时美国的巨额贸易赤字也不得不由其它国家来买单，因此美元走强很难持续。目前美国国债的收益率已经很低，当经济危机有所缓解后，国际资本必将寻找收益更高的投资机会，比如大宗商品市场。因此未来美元走软有可能助推金属价格的反弹。

图 22.美元走势



资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

根据最新消息，美联储在 3 月 18 日的货币政策会议后，宣布决定直接购买较长期国债(同日纽约联储公布了 3000 亿美国国债的细节)，也就是说美国已经开始通过增加基础货币量来注入流动性。由于这相当于美联储直接印刷美元来购买美国国债，美元的信用度下降导致美元相对其他货币大幅度贬值，而铜作为以美元计价的大宗商品价格也出现了强劲反弹。目前美联储的这项的效果仍旧很难评估，但无论经济是否开始复苏，目前市场上的流动性已经非常充沛，不管是经济复苏造成需求上升还是流动性过剩出现通货膨胀，短期内都将对铜价构成利好。

7、中国铜行业长期向好

中国仍处于经济增长速度较快的发展时期，目前中国经济增速下滑仅仅只是周期性的。有色金属行业作为一个强周期性行业，其景气度随经济周期波动是很正常的现象。从长远来看，中国对有色金属的需求依旧强劲，当经济开始复苏时有色金属行业仍旧会有上佳表现。

中国城市化进程的推进仍然是基本金属需求增长的重要动力。目前中国的城市化率在 44%左右，人均 GDP 在 3420 元(Geary-Khamis Dollar)左右，和美国 1910 年、日本 1960 年、韩国 1970 年所处的城市化阶段比较相近。而上述国家在之后的 10 年间

城市化进程都经历了快速发展。而中国目前正处在城市化的加速阶段，未来发展前景广阔。随着城市化的推进，所带来的住行需求会刺激房地产、汽车、电力设备等相关行业的发展，从而带动铜行业的发展。

表 3.中国城市化水平的国际比较

(Geary-Khamis Dollar)	美国 (1910)	日本 (1960)	韩国 (1970)	中国 (2007)
城市化率	45.60%	43.10%	40.7%	44%
人均 GDP	4963	3986	3167	3420

资料来源: CEIC, 东北证券研究部

8、行业评级和重点上市公司盈利预测

虽然铜行业来自于基本面的支撑仍然偏薄弱。但经过大幅度的减产，铜产量过剩情况有所缓解，下游需求出现了好转的迹象。我们认为铜行业目前已经接近周期性底部，预计 2009 年 1 季度末至 2 季度初见底。2009 年行业景气度会是一个振荡回升的过程。

中国收储计划和电网改造可以有效地拉动对铜的需求，此外由于各国经济刺激计划对基本金属需求的刺激作用以及大量流动性的注入，有可能引发新一轮对基本金属的投资需求，造成基本金属价格上涨从而带动有色类股票的上涨。因此仍然维持铜行业优于大势评级。

江西铜业

江铜是集采矿、选矿、冶炼、贸易、技术为一体的国内最大的综合性铜生产企业，拥有中国两座最大的已开采露天铜矿一座中国最大规模的铜冶炼厂以及中国最大的井下铜矿山中的一座。公司铜金属储量约占全国已探明可供工业开采储量的三分之一，铜矿自己率高达 25%。公司不仅是中国最大的铜生产基地，也是中国最大的伴生金、银生产基地，还是中国重要的化工基地。预计 2008、2009、2010 年 EPS 分别为 0.68 元、1.01 元和 1.47 元，给予推荐评级。

利润表 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	4,140,739.38	4,761,850.28	4,285,665.25	4,714,231.78
营业成本	3,549,114.42	4,190,428.25	3,728,528.77	4,007,097.01
营业费用	14,937.28	14,285.55	12,857.00	14,142.70
管理费用	60,183.51	52,380.35	47,142.32	51,856.55
财务费用	24,176.67	45,304.08	36,309.72	19,526.99
投资收益	7,352.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	491,566.90	279,928.47	413,256.22	602,280.18
利润总额	492,444.57	278,428.47	412,056.22	601,080.18
所得税	71,844.11	69,607.12	103,014.05	150,270.05
净利润	420,600.45	208,821.35	309,042.16	450,810.14
归属母公司所有者的净利润	413,273.46	204,821.35	304,042.16	444,810.14
NOPLAT	440,500.29	243,924.41	337,174.46	466,355.38

资产负债表 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	275,309.14	619,040.54	514,279.83	471,423.18
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	170,388.23	182,646.31	176,123.23	206,651.26
预付款项	107,625.21	191,433.77	154,148.48	134,113.00
存货	893,991.92	861,046.90	817,211.79	1,097,834.80
流动资产合计	1,771,900.46	2,267,119.66	1,998,742.64	2,280,152.44
非流动资产	1,233,580.39	1,257,992.86	1,259,214.85	1,215,873.20
资产总计	3,005,480.86	3,525,112.52	3,257,957.49	3,496,025.64
短期借款	701,255.67	864,127.74	441,272.32	280,100.47
应付帐款	169,478.38	183,690.01	153,227.21	197,610.26
预收款项	23,281.91	32,805.61	41,376.94	50,805.41
流动负债合计	1,107,112.64	1,449,358.87	935,370.11	811,990.15
非流动负债	60,114.01	60,104.60	58,704.60	58,204.60
少数股东权益	24,415.28	28,415.28	33,415.28	39,415.28
母公司股东权益	1,813,838.93	1,977,605.07	2,220,838.80	2,576,786.91
净营运资本	664,787.82	817,760.78	1,063,372.53	1,468,162.28
投入资本IC	2,262,972.79	2,338,912.16	2,249,051.18	2,472,684.08

现金流量表 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	420,600.45	208,821.35	309,042.16	450,810.14
折旧摊销	677,620.46	0.00	98,778.02	103,341.64
净营运资金增加	156,687.77	152,972.96	245,611.75	404,789.75
经营活动产生现金流	159,567.73	453,596.02	566,212.87	306,704.22
投资活动产生现金流	(315,962.52)	(278,524.12)	(130,000.00)	(60,000.00)
融资活动产生现金流	330,340.61	168,659.50	(540,973.57)	(289,560.88)
现金净增(减)	173,945.81	343,731.40	(104,760.71)	(42,856.65)

价值比率	2007A	2008E	2009E	2010E
P / E	22.21	45.90	30.92	21.13
EV / 收入	2.40	2.06	2.21	1.98
EV / EBITDA	8.31	23.43	17.30	12.89
EV / EBIT	19.23	30.21	21.11	15.04
EV / NOPLAT	22.52	40.28	28.14	20.05
EV / IC	4.38	4.20	4.22	3.78
P / B	5.18	4.75	4.23	3.65
Dividend Yield (%)	0.00%	0.44%	0.65%	0.95%

每股指标	2007A	2008E	2009E	2010E
基本EPS	1.40	0.68	1.01	1.47
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	0.53	1.50	1.87	1.01
每股净现金流	0.58	1.14	(0.35)	(0.14)
每股净资产	6.00	6.54	7.35	8.52

流动性	2007A	2008E	2009E	2010E
净负债 / 权益	0.26	0.14	(0.01)	(0.06)
总负债 / 总资产	38.84%	42.82%	30.51%	24.89%
流动比率	1.60	1.56	2.14	2.81
速动比率	0.79	0.97	1.26	1.46

财务比率	2007A	2008E	2009E	2010E
盈利能力				
毛利率	14.29%	12.00%	13.00%	15.00%
营业利润率	11.87%	5.88%	9.64%	12.78%
净利率	9.98%	4.30%	7.09%	9.44%
伊资产收益率	22.78%	10.36%	13.69%	17.26%
偿债能力				
流动比率	1.60	1.56	2.14	2.81
速动比率	0.79	0.97	1.26	1.46
资产负债率	38.84%	42.94%	30.60%	24.96%

成长能力				
营业收入增长率	65.16%	15.00%	-10.00%	10.00%
营业利润增长率	-14.67%	-43.05%	47.63%	45.74%
净利润增长率	-12.89%	-50.44%	48.44%	46.30%
伊资产增长率	40.88%	9.03%	12.30%	16.03%
营运能力				
应收账款周转率	31.85	26.98	23.89	24.63
存货周转率	4.70	4.78	4.44	4.18
总资产周转率	1.64	1.46	1.26	1.40

云南铜业

云南铜业国内主要的铜冶炼企业之一，年综合生产能力电解铜 42.35 万吨；黄金 12.15 吨，白银 405.31 吨，其中铜矿自己率为 10% 左右。主导产品在国内外铜市场享有较高声誉。预计公司 2008、2009、2010 年的每股盈利分别为：-1.60 元、0.56 元和 0.66 元给予推荐评级。

利润表（百万元）					价值比率				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	3,445,580.85	2,859,832.10	3,002,823.71	3,303,106.08	P / E	42.60	(19.45)	55.30	47.24
营业成本	3,179,094.17	2,745,438.82	2,798,631.70	3,038,857.59	EV / 收入	1.23	1.60	1.53	1.37
营业费用	24,033.61	22,878.66	27,025.41	33,031.06	EV / EBITDA	17.20	(34.02)	23.82	21.29
管理费用	42,759.59	48,617.15	49,546.59	54,501.25	EV / EBIT	22.21	(27.88)	28.75	25.52
财务费用	89,592.01	61,822.23	66,079.24	69,036.27	EV / NOPLAT	22.27	(32.80)	33.82	30.02
投资收益	15,069.48	25,000.00	15,000.00	15,000.00	EV / IC	4.39	4.02	3.76	3.71
营业利润	100,828.77	(225,936.05)	93,628.63	107,815.92	P / B	5.92	7.82	7.03	6.28
利润总额	102,612.24	(225,836.05)	93,728.63	107,915.92	Dividend Yield (%)	0.00%	-1.03%	0.36%	0.42%
所得税	262.43	(33,875.41)	14,059.29	16,187.39					
净利润	102,349.81	(191,960.64)	79,669.33	91,728.54	每股指标				
归属母公司所有者的净利润	92,181.79	(200,960.64)	70,669.33	82,728.54		2007A	2008E	2009E	2010E
NOPLAT	189,933.77	(139,496.74)	135,751.69	150,324.37	基本EPS	0.73	(1.60)	0.56	0.66
					每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	0.04	(0.51)	0.98	1.70
					每股净现金流	4.85	(3.09)	0.68	0.48
					每股净资产	5.25	3.98	4.43	4.95
资产负债表（百万元）					流动性				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	903,412.33	514,769.78	600,564.74	660,621.22	净负债 / 权益	0.36	1.18	1.16	0.91
交易性金融资产	4,385.05	0.00	0.00	0.00	总负债 / 总资产	75.17%	77.79%	76.58%	74.18%
应收帐款	56,687.78	156,703.13	148,084.46	108,595.27	流动比率	1.21	1.07	1.07	1.10
预付款项	298,854.59	381,217.76	437,190.39	497,967.54	速动比率	0.77	0.63	0.67	0.71
存货	828,354.24	789,783.77	766,748.41	749,307.35					
流动资产合计	2,285,968.93	1,922,105.44	2,052,612.38	2,126,518.20	财务比率				
非流动资产	614,012.63	664,842.55	680,239.77	643,088.67		2007A	2008E	2009E	2010E
资产总计	2,899,981.56	2,586,947.99	2,732,852.16	2,769,606.87	盈利能力				
短期借款	965,372.86	974,332.53	1,115,131.76	1,097,208.94	毛利率	7.73%	4.00%	6.80%	8.00%
应付帐款	109,691.77	285,826.51	291,364.40	316,374.22	营业利润率	2.93%	-7.90%	3.12%	3.26%
预收款项	107,852.07	136,450.39	166,478.63	199,509.69	净利率	2.68%	-7.03%	2.35%	2.50%
流动负债合计	1,895,627.91	1,794,253.19	1,914,661.89	1,926,233.78	净资产收益率	13.96%	-40.23%	12.71%	13.29%
非流动负债	284,338.88	218,171.18	178,171.18	128,171.18					
少数股东权益	59,655.79	68,655.79	77,655.79	86,655.79	偿债能力				
母公司股东权益	660,358.98	499,590.47	556,125.94	622,308.77	流动比率	1.21	1.07	1.07	1.10
净营运资本	390,341.02	127,852.25	137,950.49	200,284.42	速动比率	0.77	0.63	0.67	0.71
投入资本IC	964,012.99	1,139,580.19	1,220,119.92	1,217,323.46	资产负债率	75.17%	77.98%	76.76%	74.34%
					成长能力				
					营业收入增长率	9.73%	-17.00%	5.00%	10.00%
					营业利润增长率	-51.66%	-324.08%	-141.44%	15.15%
					净利润增长率	-45.99%	-318.00%	-135.17%	17.06%
					净资产增长率	24.13%	-24.35%	11.32%	11.90%
					营运能力				
					应收帐款周转率	76.35	26.80	19.70	25.74
					存货周转率	3.86	3.39	3.60	4.01
					总资产周转率	1.41	1.04	1.13	1.20
现金流量表（百万元）									
	2007A	2008E	2009E	2010E					
净利润	102,349.81	(191,960.64)	79,669.33	91,728.54					
折旧摊销	55,497.54	0.00	33,002.78	35,151.10					
净营运资金增加	138,028.43	(262,488.77)	10,098.24	62,333.93					
经营活动产生现金流	4,578.52	(64,656.04)	123,208.84	213,561.28					
投资活动产生现金流	(268,031.35)	(239,086.89)	(5,000.00)	15,000.00					
融资活动产生现金流	872,718.13	(84,899.62)	(32,413.88)	(168,504.80)					
现金净增（减）	609,265.30	(388,642.55)	85,794.96	60,056.47					

铜陵有色

铜陵有色是中国最大的铜生产企业之一，尽管铜精矿自给率仅为 5.8%，但由于稳健的经营作风和较好的成本费用控制能力，公司可以抵御行业周期性风险。预计 2009、2010、2011 年的每股盈利分别为：0.6 元、0.68 元和 0.79 元给予推荐评级。

利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,734,217.50	3,174,084.88	3,332,789.12	3,666,068.03
营业成本	3,490,871.67	2,967,769.36	3,099,493.88	3,409,443.27
营业费用	9,330.95	7,935.21	8,331.97	9,165.17
管理费用	51,035.95	47,611.27	49,991.84	54,991.02
财务费用	51,904.41	43,365.32	45,511.84	44,778.59
投资收益	(630.57)	0.00	0.00	0.00
营业利润	83,164.73	102,881.46	118,128.11	135,225.35
利润总额	84,135.73	103,881.46	119,128.11	136,225.35
所得税	20,199.79	25,970.36	29,782.03	34,056.34
净利润	63,935.94	77,911.09	89,346.08	102,169.01
归属母公司所有者的净利润	63,712.57	77,611.09	89,046.08	101,869.01
NOPLAT	102,640.97	109,685.08	122,729.96	135,002.96

资产负债表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	159,424.47	222,185.94	266,623.13	293,285.44
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	42,134.00	60,872.86	45,654.65	50,220.11
预付款项	235,822.37	324,855.45	386,845.33	455,034.20
存货	316,719.73	276,449.75	297,211.74	326,932.92
流动资产合计	855,747.40	990,098.49	1,105,510.48	1,241,874.69
非流动资产	1,071,997.12	1,043,883.50	1,022,151.23	947,851.08
资产总计	1,927,744.52	2,033,981.99	2,127,661.71	2,189,725.77
短期借款	433,847.90	473,666.56	523,264.96	461,074.99
应付账款	140,555.58	203,271.87	212,294.10	233,523.51
预收款项	27,263.47	24,089.39	24,089.39	24,089.39
流动负债合计	975,795.65	1,022,199.70	1,050,342.55	1,030,611.40
非流动负债	266,383.14	263,827.69	257,827.69	257,827.69
少数股东权益	104,419.17	104,719.17	105,019.17	105,319.17
母公司股东权益	581,146.56	643,235.43	714,472.30	795,967.51
净营运资本	(120,048.25)	(32,101.21)	55,167.93	211,263.29
投入资本IC	1,248,858.62	1,296,649.92	1,373,347.99	1,366,290.92

价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
P/E	63.47	51.87	45.21	39.52
EV/收入	1.23	1.44	1.37	1.23
EV/EBITDA	10.69	21.32	19.46	17.66
EV/EBIT	34.05	31.28	27.99	24.95
EV/NOPLAT	44.81	41.71	37.32	33.27
EV/IC	3.68	3.53	3.33	3.29
P/B	6.93	6.26	5.63	5.06
Dividend Yield (%)	0.00%	0.39%	0.44%	0.51%

每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
基本EPS	0.49	0.60	0.69	0.79
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	2.20	0.92	0.84	1.19
每股净现金流	(0.73)	0.48	0.34	0.21
每股净资产	4.49	4.97	5.52	6.15

流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
净负债/权益	0.92	0.79	0.72	0.53
总负债/总资产	64.44%	63.23%	61.48%	58.84%
流动比率	0.88	0.97	1.05	1.20
速动比率	0.55	0.70	0.77	0.89

财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
盈利能力				
毛利率	6.52%	6.50%	7.00%	7.00%
营业利润率	2.23%	3.24%	3.54%	3.69%
净利率	1.71%	2.45%	2.67%	2.78%
净资产收益率	10.96%	12.07%	12.46%	12.80%
偿债能力				
流动比率	0.88	0.97	1.05	1.20
速动比率	0.55	0.70	0.77	0.89
资产负债率	64.44%	63.23%	61.48%	58.84%

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券有限责任公司 (以下简称我公司) 对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券有限责任公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209