

投资评级：中性（维持评级）

当前价格(元):

合理价格区间(元):

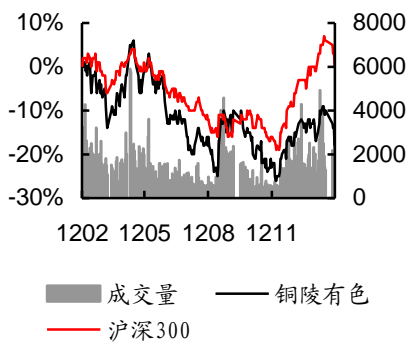
刘敏达 执业证书编号：S0570510120047
研究员 025-83290904
liuminda@mail.htsc.com.cn

王茜 执业证书编号：S0570512070054
研究员 (0755)8236 4392
wangqian7996@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《铜陵有色(000630): 行业景气仍然低迷, 环比业绩继续下滑》2012.10
- 2《铜陵有色(000630):行业景气下滑, 业绩难以乐观——2012年中报点评》2012.08
- 3《铜陵有色(000630):资产注入预期享有估值溢价》2012.04

股价走势图



公司基本资料

总股本(百万)	1,421.61
流通 A 股(百万)	1421.58
52 周内股价区间(元)	16.21-23.25
总市值(百万)	25,475.19
总资产(百万)	37,421.75
每股净资产(元)	7.38

资料来源：公司公告

资源战略稳步推进，前景依然乐观

铜陵有色(000630)

投资要点:

事件:

公司于 2 月 22 日发布非公开发行预案（修订），拟发行股票不超过 28,000 万股，发行价格不低于 16.45 元/股，募集资金部分用于收购本公司控股股东铜陵有色金属集团控股有限公司持有的安徽铜冠（庐江）矿业有限公司 100% 股权、及控股股东持有的铜冠冶化分公司经营性资产，交易价格分别为 100,090.23 万元和 139,227.95 万元。

修订稿新增主要内容为：集团承诺协助公司申请采矿权，并承诺若 6 个月内不能获得采矿权将以收购价格回购。

拟收购资产:

1、庐江矿业 100% 股权：庐江矿业主要资产为沙溪铜矿铜泉山和凤台山铜金矿探矿权，储量为：铜金属量 48.3 万吨，铜平均品位 0.58%（其中 332 储量 20.6 万吨，平均品位 0.58%，333 储量 27.7 万吨，平均品位 0.59%）；伴生金金属量 36.3 吨，平均品位 0.462×10^{-6} ，伴生银金属 275 吨，平均品位 3.503×10^{-6} （333）。折算收购价格吨铜 2070 元，价格相对合理。

沙溪铜矿计划建设采选能力 330 万吨/年，建设期 4 年，达产期 2 年（按计划于 2016 年 8 月进入投产期），服务年限 23.11 年。根据可研报告，项目总基建投资约 18.5 亿元，开采方式为地下开采，预计前 10 年矿石开采总成本费用约 154.48 元/吨，折合铜精矿（含铜）约 32300 元/吨，10 年后正常年份为 148.72 元/吨，折合铜精矿（含铜）约 31100 元/吨（按照 91% 冶炼回收率、10% 矿石贫化率）。目前尚未进行矿山建设及资源开采，正在进行项目审批、环保审批、安全生产管理准入等报批事项的前期准备工作。

2、铜冠冶化：主要配套矿山尾矿即硫铁矿、硫精矿等的综合回收利用，主营铁球团、化工产品、工业硫酸的生产销售，及铁精砂的购销等，收购价格按照净资产 1.2 倍，相对合理，对应 2011 年 PE 9.2 倍，对应 2012 年 PE（据 12 年上半年*2）18.8 倍。

经营预测指标与估值

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	70,740.64	62,782.07	71,390.56	74,770.67
+/-%	37.89%	-11.25%	13.71%	4.73%
净利润(百万)	1,432.08	876.30	824.37	833.73
+/-%	59.26%	-38.81%	-5.93%	1.13%
EPS	1.01	0.62	0.58	0.59
PE	17.79	29.07	30.90	30.55

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

观点:

资源战略稳步推进中。拟收购沙溪铜矿探矿权（集团承诺协助申请采矿权，并承诺若6个月内不能获得采矿权将以收购价格回购）符合公司长期资源战略，收购完成后公司铜储量将由约200万吨（金属量）增致248.3万吨，增幅24%；待矿山建设项目达产，公司资源自给率有望由目前约4.9%提升至6.7%（但仍远低于同行江西铜业和云南铜业）。然而基于公司较低的资源保障和自给率（业内较低），未来冶炼产能释放资源瓶颈将日益凸显，我们坚持认为公司通过收购集团铜矿资产，或趁行业景气低点并购整合相关企业资产预期强烈。

铜价预期尚难言乐观。中期来看，海外经济缓慢复苏和国内投资转型带来的需求增速放缓料难改观，全球新增铜矿产能有望于2014-15年逐步投放，而近几年支撑铜价的主要因素之一——货币因素边际影响逐步减弱，我们认为铜价预期难言乐观。而基于疲弱的需求国内铜冶炼产能的扩张势头渐缓，同时节能减排和冶炼成本的提升均有望一定程度支撑冶炼加工费，预计2013年冶炼加工费协议价或将小幅上涨。

调整盈利预测，维持“中性”评级。我们在2012-2014年铜价57000、59000、60000元/吨价格假设下，预测公司2012-2014年EPS为0.62、0.58、0.59元/股，对应动态市盈率29.1、30.9和30.5倍，通过收购探矿权公司资源储量一定程度提升，未来资源自给率亦有望提高，同时公司良好的资源预期对估值形成一定支撑；但一方面铜价预期难言乐观，同时受能源价格上行对成本端压力影响，行业盈利仍整体受抑，从而抑制行业估值，因此维持“中性”评级。

风险提示：收购矿山开发投入及未来开发成本为主要不确定因素。

表格1：沙溪铜矿资源储量

资源品种		
资源量（332+333）矿石量	万吨	8278.44
铜金属量	吨	483485.3
含铜平均品位		0.58%
伴生金金属量	千克	36266.55
平均含量		0.462g/t
伴生银金属量	千克	275045.9
平均含量		3.503g/t

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

表格2：铜陵有色资源

	收购前	收购后
铜储量（万吨）	200	248.3
资源自给率	4.90%	6.70%

资料来源：华泰证券研究所

表格3: 沙溪铜矿资源价值评估

项目	数值
矿石贫化率	10%
选矿回收率	
铜回收率	91%
金回收率	77%
银回收率	70%
铜精矿产量(含铜)(吨)	15783.77
铜精矿产量(含金)(千克)	1001.66
铜精矿产量(含银)(千克)	6906.44
金计价系数	85%
银计价系数	73%
矿山服务年限	27.86年
折现率	10%
评估价值	91175.61万元

资料来源: 资产评估报告, 华泰证券研究所

盈利预测

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	17734	13376	14739	14973
现金	3406	1500	1800	1800
应收账款	1074	1079	1233	1120
其他应收账款	446	467	455	464
预付账款	3381	2800	3100	3200
存货	8797	7400	8000	8000
其他流动资产	629	130	151	388
非流动资产	14533	17023	18414	19282
长期投资	194	100	100	100
固定资产投资	9872	11837	13348	14298
无形资产	1217	1207	1197	1187
其他非流动资产	3250	3879	3768	3697
资产总计	32267	30399	33152	34255
流动负债	17492	14396	16860	17170
短期借款	12077	10265	12202	12555
应付账款	3875	3000	3600	3600
其他流动负债	1541	1131	1058	1015
非流动负债	3333	3922	3422	3422
长期借款	3322	3922	3422	3422
其他非流动负债	12	0	0	0
负债合计	20826	18317	20281	20592
少数股东权益	1456	1362	1415	1468
股本	1422	1422	1422	1422
资本公积	3456	3456	3456	3456
留存公积	5067	5841	6578	7317
归属母公司股	9985	10719	11456	12195
负债和股东权益	32267	30399	33152	34255

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	4315	4194	2271	2605
净利润	1534	783	877	887
折旧摊销	795	759	921	1061
财务费用	413	887	915	961
投资损失	-37	-18	-27	-27
营运资金变动	1253	1781	-544	-266
其他经营现金	358	2	128	-10
投资活动现金	-3194	-3182	-2406	-1903
资本支出	2959	3300	2450	1900
长期投资	-317	-94	0	0
其他投资现金	-553	23	44	-3
筹资活动现金	-211	-2918	435	-703
短期借款	1185	-1812	1937	353
长期借款	-441	600	-500	0
普通股增加	127	0	0	0
资本公积增加	1685	0	0	0
其他筹资现金	-2767	-1706	-1002	-1056
现金净增加额	897	-1906	300	0

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	70741	62782	71391	74771
营业成本	66826	60081	68271	71555
营业税金及附加	122	94	107	118
营业费用	205	188	210	220
管理费用	1023	816	999	1009
财务费用	413	887	915	961
资产减值损失	512	-100	0	0
公允价值变动收	52	0	0	0
投资净收益	37	18	27	27
营业利润	1729	833	915	934
营业外收入	280	194	224	232
营业外支出	142	90	82	105
利润总额	1866	937	1057	1062
所得税	332	154	180	175
净利润	1534	783	877	887
少数股东损益	102	-94	53	53
归属母公司净利	1432	876	824	834
EBITDA	2936	2479	2751	2957
EPS	1.01	0.62	0.58	0.59

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	37.9%	-11.3%	13.7%	4.7%
营业利润	66.6%	-51.8%	9.9%	2.1%
归属母公司净利	59.3%	-38.8%	-5.9%	1.1%
获利能力				
毛利率(%)	5.5%	4.3%	4.4%	4.3%
净利率(%)	2.0%	1.4%	1.2%	1.1%
ROE(%)	14.3%	8.2%	7.2%	6.8%
ROIC(%)	7.4%	5.9%	5.7%	5.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.5%	60.3%	61.2%	60.1%
净负债比率(%)	76.11%	77.45%	77.04%	77.59%
流动比率	1.01	0.93	0.87	0.87
速动比率	0.51	0.42	0.40	0.41
营运能力				
总资产周转率	2.20	2.00	2.25	2.22
应收账款周转率	50	54	57	59
应付账款周转率	16.09	17.48	20.69	19.88
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	1.01	0.62	0.58	0.59
每股经营现金流	3.04	2.95	1.60	1.83
每股净资产(最新)	7.02	7.54	8.06	8.58
估值比率				
PE	17.62	28.80	30.61	30.27
PB	2.53	2.35	2.20	2.07
EV EBITDA	13	16	14	13

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下,本公司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头寸并进行交易,也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为:Z23032000。

© 版权所有 2013年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入	股价超越基准20%以上
增持	股价超越基准5%-20%
中性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减持	股价弱于基准5%-20%
卖出	股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路90号华泰证券大厦/邮政编码: 210000

电话: 86 25 84457777 / 传真: 86 25 84579778

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层/邮政编码: 518048

电话: 86 755 82493932 / 传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街2号月坛大厦5楼/邮政编码: 100034

电话: 86 10 68085588 / 传真: 86 10 68085588

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路68号时代金融中心45层 / 邮政编码: 200120

电话: 86 21 50106028 / 传真: 86 21 68498501

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn