

**公司调研报告**

制造业

有色金属行业

**G 云铜 (000878)**
**推荐**

合理价: 12.08~15.1 元

当前价: 11.3 元

(调高评级)

2006 年 9 月 5 日

**公司研究报告**

## 铜矿资源注入提升公司估值

**近 1 年收益率比较**


资料来源: 国信证券经济研究所

**钢铁有色金属行业首席分析师:**
**郑东**

金属材料学士, 金融学硕士, 8 年钢铁行业研究经历, 曾获 03 年、04 年《新财富》钢铁、有色金属行业最佳分析师排名第一。

电话: 010-82254160

Email: zhengdong@guosen.com.cn

**有色金属行业分析师: 黄安乐**

电话: 010-82254205

Email: huangal@guosen.com.cn

**独立性申明:**

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。

**● 受益于产量、价格同步增长, 公司经营能力大幅提升。**

公司主要从事高纯阴极铜、电工用铜线坯、工业硫酸、黄金、白银等产品的生产和销售以及铅、锌、铂等多种有色金属和稀贵金属的回收。目前公司已形成高纯阴极铜 35 万吨、电工用铜线坯 6 万吨、工业硫酸 65 万吨、黄金 6 吨、白银 400 吨的年产能, 其中, 铜冶炼能力居全国第三。同时, 具有国际先进水平的生产技术及设备。公司 06 年上半年经营能力大幅提升, 主要受益于产量和价格的同步增长。

**● 铜矿资源注入将提升公司估值**

公司通过拟定向增发收购控股股东云铜业集团持有的玉溪矿业、云南楚雄矿冶、云南迪庆矿业、金沙矿业 4 家矿山公司股权和滇中有色(粗铜冶炼公司)股权等资产。本次资产收购完成之后, G 云铜将拥有铜资源储量达 294 万吨, 年产铜精矿 12.5 万吨。届时, G 云铜原材料瓶颈将得到彻底改观, 并将拥有完整的一体化产业链, 预计到 2008 年公司自给率将从目前的 21% 提升到 40%, 公司的盈利能力也将相应提高。同时, 公司的两项战略目标有望实现。

**● 铜上市公司经营状况对比: G 云铜成长空间巨大, 将成为赶超者**

通过对比三家公司的储量、产能及经营倾向; 铜、金银、硫酸产量; 盈利能力和资产效率以及未来铜业务增量, 我们认为, G 云铜通过定向增发收购控股股东云铜业集团矿山公和冶炼资产将使原料自给率将大大提高, 预计到 2008 年公司自给率将达到 40%, 相当于江铜的水平, 并远超过 G 铜都。资源储备的增加使得公司未来成长空间巨大, 将成为赶超者。

**● 铜行业现状及展望: 铜价将维持高位运行**

对于铜价未来的走势我们仍保持谨慎乐观的态度, 尤其是在铜精矿供应紧张的情况下, 精铜产量将会受到遏制, 铜价将得到支撑。尽管前期铜价高涨, 但铜矿及精铜产能并未出现大幅度扩张, 相反的产能利用率呈现出下降趋势。精铜产能利用率低于铜矿产能利用率也说明了在目前铜供应中, 铜精矿仍然是制约精铜产量的瓶颈。

**● 股价存在低估, 调高投资评级为“推荐”**

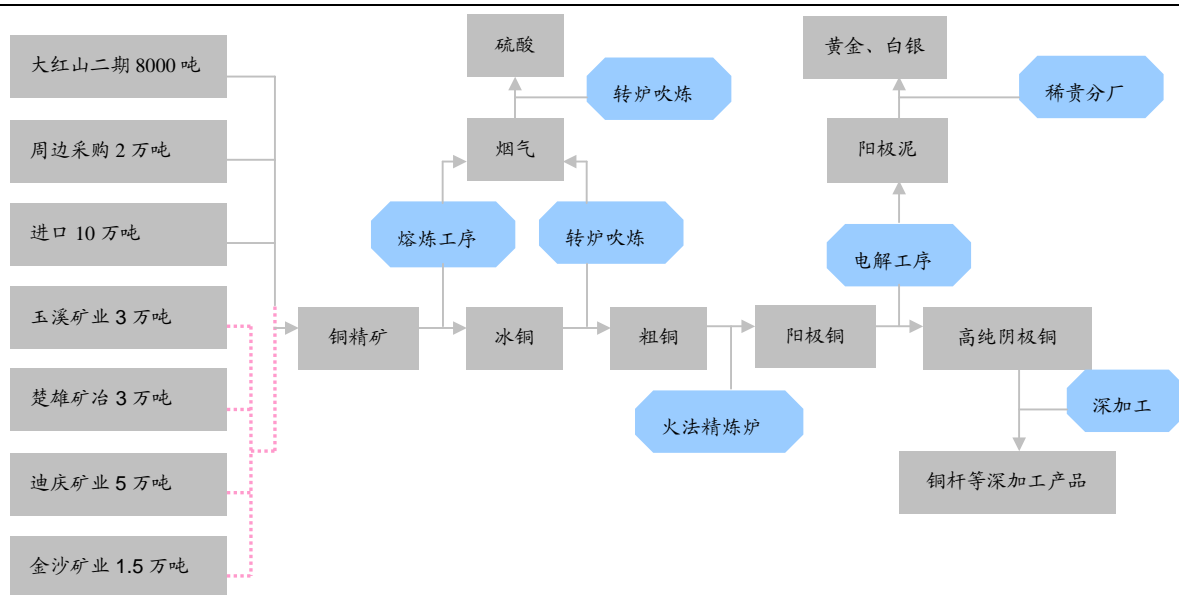
根据公司 06~08 年的 EPS 的增长情况, 业绩向好趋势明朗。预计公司 06~08 年的 EPS 分别为 0.96、1.51、1.68 元, 年增长率分别为 57% 和 11%。目前, 国际铜类公司的 07 年动态 PE 约为 7~9 倍; 国内市场铜类上市公司的动态 PE 约为 8~10 倍, 我们认为, 国内上市公司的 PE 值与铜价是否处于高处没有绝对关系, 从历史数据来看, 在每次铜价处于顶峰时, 国内上市公司的 PE 值依然很高。07 年, 给予国内铜类公司的合理动态 PE 水平在 8~10 倍之间并不过分, 据此估算, 按照我们的盈利预测, G 云铜的每股价值在 12.08 元~15.1 元之间。目前公司股价在 11 元左右, 仍有较大的提升空间, 因此上调公司投资评级至“推荐”。

## 提要

近期，我们调研了 G 云铜，国内目前共有三家铜类上市公司，主要是 G 云铜、G 江铜、G 铜都，他们分别是我国三大铜业集团云南铜业集团、江西铜业集团和铜陵有色集团的重要下属企业，特点各异，但具有一定的可比性，此次调研旨在试图通过对比三家公司的历史数据和未来发展变化趋势来探讨 G 云铜定向增发的投资价值。

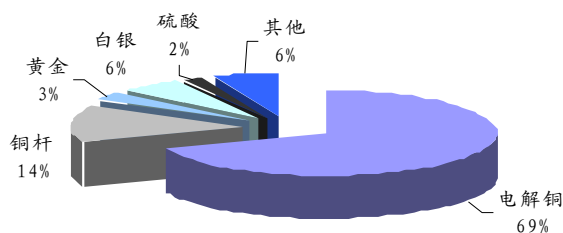
## 公司经营现状

图 1：公司生产工艺流程

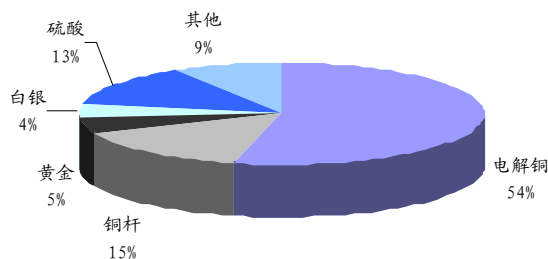


资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所（虚线为定向增发后集团注入的资产）

铜业云南铜业股份有限公司为云南铜业（集团）有限公司控股的上市公司，前身为云南冶炼厂。公司主要从事高纯阴极铜、电工用铜线坯、工业硫酸、黄金、白银等产品的生产和销售以及铅、锌、铂等多种有色金属和稀贵金属的回收。目前公司已形成高纯阴极铜 35 万吨、电工用铜线坯 6 万吨、工业硫酸 65 万吨、黄金 6 吨、白银 400 吨的年产能，其中，铜冶炼能力居全国第三。公司产品主要销往西南地区，与此同时，华南、华东、华北地区的销售也在逐渐加大，主要产品国内市场占有率在 12% 左右。公司具有国际先进水平的生产技术及设备，目前已经熟练掌握了艾萨炉熔炼工艺，而且在核心技术上实现了突破和创新，在该设备的使用上创造了七个第一。炉龄、能耗和回收利用率三个指标为国内最好。

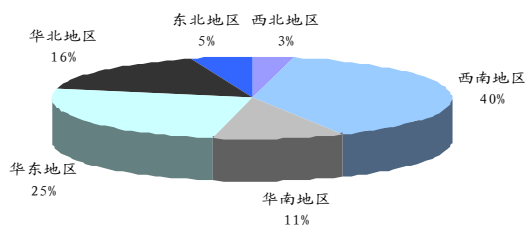
**图 2：05 年公司主营业务收入结构**


资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所

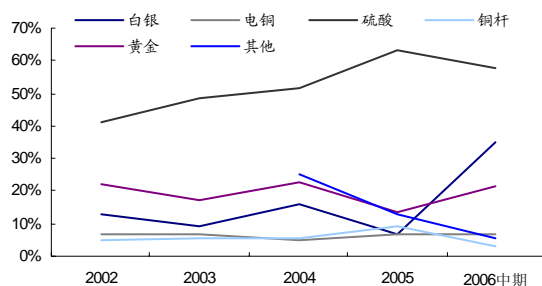
**图 3：05 年公司主营业务利润结构**


资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所

公司 06 年上半年经营能力大幅提升，实现主营业务收入 116.65 亿元，较上年同期增长了 124.07%；实现主营业务利润 8.47 亿元，较上年同期增长了 101.67%；实现净利润 4.88 亿元，较上年同期增长了 226.5%。公司盈利能力的提升主要收益于产量和价格的同步增长。2006 年 1-6 月实现电解铜产量 16.92 万吨，较上年同期增长 9.7%；硫酸产量 30.19 万吨，同比增长了 4.46%；黄金产量 4.77 吨（含受托加工 4.65 吨），同比增长 125%；白银产量 201.72 吨，同比增长了 6.38%。其中黄金、白银的销售毛利率大幅提升，主要是得益于金银价格的高企；而电解铜和铜杆的销售毛利率有小幅下降，主要是受铜原料及铜价高企所致。此外，G 云铜在套期保值方面更偏于谨慎和保守，体现了公司经营的稳健。

**图 4：05 年公司产品地区销售结构**


资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所

**图 5：05 年公司主营业务利润结构**


资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所

## 铜矿资源注入将提升公司估值

目前公司的发展主要受限于上游铜资源的不足。公司现只有大红山二期，自 2005 年开始每年按成本价向公司提供 8000 吨铜精矿，其余绝大部分铜原料需通过进口解决，在原料价格上涨时，公司控制成本上涨的能力有限，从而制约了公司的盈利能力。为了提高自身的盈利能力及行业竞争力，公司拟定向增发 5 亿股，募集资金 40 亿元，用于收购控股股东云铜业集团持有的玉溪矿业、云南楚雄矿冶、云南迪庆矿业、金沙矿业 4 家矿山公司股权和滇中有色（粗铜冶炼公司）股权等资产。本次资产收购完成之后，G 云铜将拥有铜资源储量达 294 万吨，年产铜精矿 12.5 万吨。值得一提的是，迪庆矿业公司下辖羊拉和普兰两个矿山，铜资源储量大，其储量很有可能超越目前亚洲最大的江西德兴铜矿。另外，云铜

集团还承诺在两年内将所拥有的铜矿山资产及其股权以适当的方式全部注入上市公司，届时，G云铜原材料瓶颈将得到彻底改观，并将拥有完整的一体化产业链；如此同时，公司的盈利能力也将相应提高。据我们了解，目前，玉溪矿业、楚雄矿业及金沙矿业已达产，迪庆矿业将于2008年完全达产，预计06年可向公司提供约7万吨的铜精矿；07年则可达到8.6万吨。预计到2008年公司自给率将从目前的21%提升到40%。另外，定向增发和技改项目完成后，公司的粗铜冶炼能力将从目前的30万吨提升到35万吨以上；精铜冶炼能力也将从35万吨提升到60万吨。可以说，此次定向增发将使公司未来的业绩大幅提升。

**表1：公司定向增发收购集团公司资产中的铜资源资产概况（万吨）**

矿山公司	资源储量	矿石品位	开采成本（万元）	06年产量	07年产量	08年产量	达产后生产能力
玉溪矿业	88	0.6%	1.6	3	3	3	3
楚雄矿冶	36	1.2%	1.0	3	3	3	3
迪庆矿业	100	1.1%	1.6	0.3	2.5	4	5
金沙矿业	70	0.9%	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5
总计	294			7.8	10	11.5	12.5

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

**表2：公司定向增发募集资金项目概况**

项目	持有股份	预计投资金额（万元）	年生产能力（万吨）	
收购集团资产	玉溪矿业	100%	90000	3 铜精矿
	楚雄矿冶	100%	70000	3 铜精矿
	迪庆矿业	75%	60000	5 铜精矿
	金沙矿业	51%	25000	1.5 铜精矿
	楚雄滇中有色	100%	35000	5 粗铜冶炼
技改项目	赤峰铜电解项目		400	10 精铜冶炼
	电解九、十跨项目		9800	18 精铜冶炼
	信息化建设项目		150	
	电解七、八跨项目		3523	精铜冶炼
	余热发电项目		600	
	外供电系统改造项目		600	
电子商务系统项目		0		

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

公司按照经营现状及行业前景，制定了两项战略目标：一是，到2010年，实现“十一五”“1743”发展目标，即保有1200万吨铜、锌资源储量；生产有色金属71万吨，其中电解铜60万吨、电锌10万吨，自产精矿含铜40万吨、黄金12吨、白银1000吨，深加工30万吨；集团公司总资产阶级250亿元，实现销售收入300亿元，利税30亿元，跃居中国铜企业第二位，世界铜企业前10位。二是，到2020年，实现中长期发展目标，即保有有色金属资源储备1300万吨，生产有色金属150万吨，其中电铜100万吨、电锌25万吨、电铅15万吨、电镍10万吨；自产精矿含铜50万吨、精矿含锌25万吨；黄金30吨，白银2000吨，有色金属深加工50万吨；总资产400亿元，销售收入800亿元，利税80亿元。我们认为通过此次定向增发收购集团资产，公司有望实现这两项战略目标。

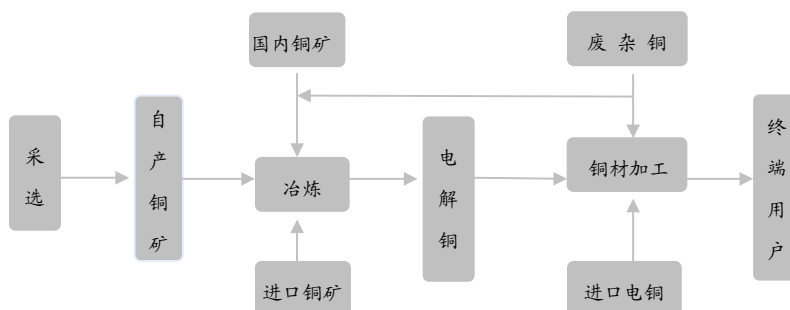
## 三家铜上市公司经营状况对比

目前国内共有三家铜类上市公司，分别是 G 云铜、G 江铜、G 铜都，特点各异，但具有一定的可比性，通过对比三家公司的历史数据和未来发展变化趋势，我们认为 G 云铜未来成长空间巨大，将成为赶超者。

### 铜产业链各环节对比：储量、产能及经营倾向

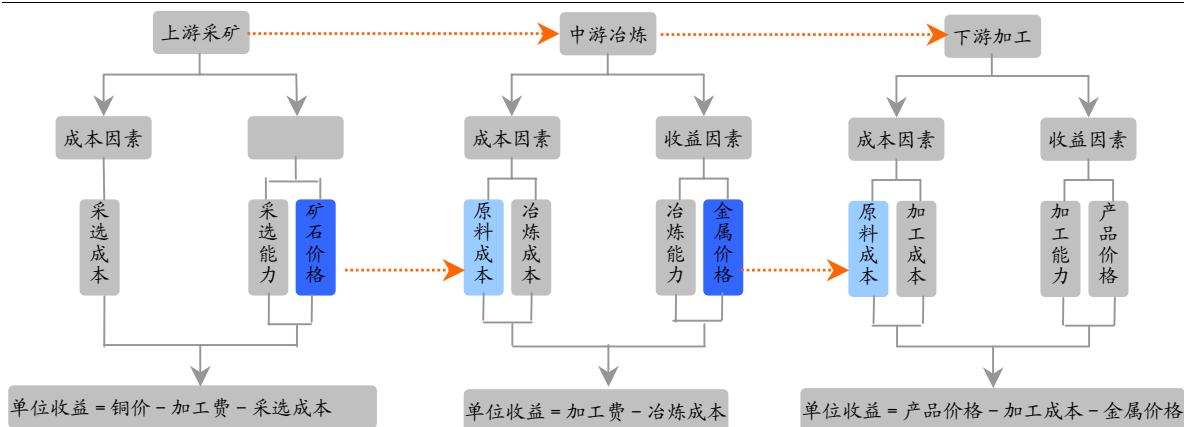
从铜业务的本身来看，G 江铜、G 铜都的产业链较为完整，涵盖了上游采矿、中游冶炼和下游铜材的各个业务环节；定向增发之前的 G 云铜本身没有矿山资源，因此是一家以冶炼为主的上市公司。

图 6：铜产业链简图



资料来源：国信证券经济研究所

图 7：铜类上市公司各产业链环节盈利模式的简要分析



资料来源：国信证券经济研究所

**表 4: 3 个铜类上市公司铜金属资源储量对比 (万吨)**

G 江铜		G 云铜		G 铜都	
矿山	资源储量	矿山	资源储量	矿山	资源储量
德兴铜矿	332	玉溪矿业	88	冬瓜山铜矿	90
永平铜矿	101	楚雄矿冶	36	安庆铜矿	30
武山铜矿	113	迪庆矿业	100	天马山铜矿	19
富家坞铜矿	257	金沙矿业	70	--	--
刁泉铜业	5.1	--	--	--	--
权益资源储量合计	805.3	--	294	--	139

资料来源: 各公司公开资料, 其中 G 云铜的四个矿山为定向增发将装入上市公司的资产

从国内铜上市公司来看, 其面临的行业经营环境无非是无法左右的市场化铜价和铜精矿原料的长期普遍短缺。而从产业链的角度分析, 上游采矿业既是行业利润的集中之地, 也是中下游发展的瓶颈所在, 是铜类上市公司必争的一个战略要点。

**表 5: 3 个铜类上市公司铜冶炼能力对比 (万吨)**

G 江铜		G 云铜		G 铜都	
冶炼厂	产能	冶炼厂	产能	冶炼厂	产能
贵溪冶炼厂	45	云南冶炼厂	32	金昌冶炼厂	17
				张家港冶炼厂	15
铜冶炼产能合计	45		32		32

资料来源: 各公司公开资料, 国信证券经济研究所

**表 6: 3 个铜类上市公司铜材加工能力对比 (万吨)**

G 江铜		G 云铜		G 铜都	
铜材产品	产能	铜材产品	产能	铜材产品	产能
铜杆线	15	铜线坯	10	漆包线	1
				高精度铜板带	6
铜材产能合计	15		10		7

资料来源: 各公司公开资料, 其中 G 铜都的合金棒和电子铜带为规划中的项目

具体到三个上市公司, 情况又存在差异。江铜集团和铜陵有色集团的大部分铜矿资源已经纳入上市公司, 而增发前云铜的矿山资源主要留在了集团。从集团的资源控制力和上市公司的铜精矿保障度来看, 江铜最为突出, 05 年, 上市公司年产铜精矿约 15 万吨, 集团的城门铜矿也有产出; 云铜次之, 集团年产铜精矿约 10 万吨; 铜陵有色除了 G 铜都自身产出的 2.58 万吨铜精矿之外, 集团的三个老矿山每年能提供 8000~10000 吨左右的铜精矿。

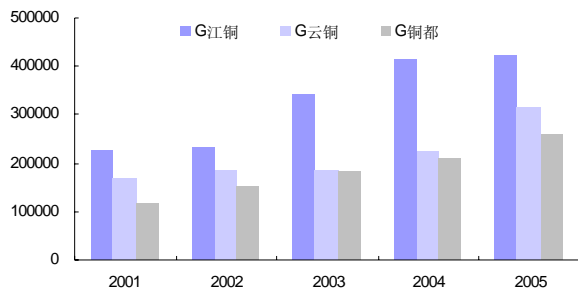
资源禀赋的不同, 决定了上市公司所面临的经营压力的差异, 从而导致公司发展过程中的不同取向。因此, 我们看到, G 铜都在资源增加潜力相对有限的情况下, 将产业链向下游深加工拓展的动力最足; G 江铜由于拥有较大的资源存量, 因此, 其选择较为中性, 冶炼产能和铜材加工均存在扩张。至于 G 云铜, 则是跟随着集团公司的发展规划, 希望通过资本市场的资金支持, 增加资源的控制力和开发力, 以期在矿山开采和冶炼产能两个方面取得突破而发展壮大。这是我们通过行业经营环境和资源禀赋角度对 G 云铜此次定向增发的一种理解。

在不同的资源禀赋下, 上市公司的产品产量、收入、利润等数量必然存在差异; 而且, 公司的盈利能力和资产效率也存在区别。

### 铜、金银、硫酸产量对比

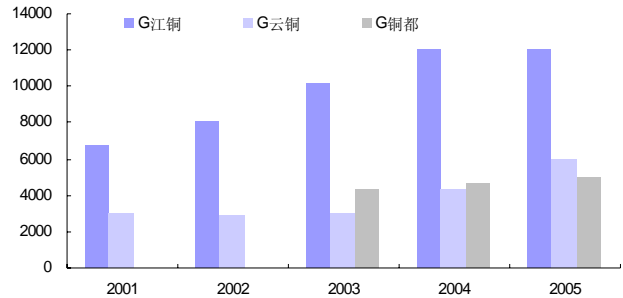
由于铜类公司的生产特点，一般而言，铜类公司的产品除了电解铜之外，还包括黄金、白银和硫酸。金银、硫酸的产出主要依赖于（粗炼过程中）铜精矿的消耗量和铜精矿中所含有的金银的数量。2005年，G江铜生产阴极铜42.2万吨、黄金12,053公斤，白银322,577公斤、硫酸98.4万吨；G云铜同期电解铜产量32万吨、硫酸67万吨、黄金6吨、白银403吨；而G铜都则更少。因此，在产品的产量规模上，当前仍是G江铜占据主要优势。

图 10: 01~05 年各公司电解铜产量 (吨)



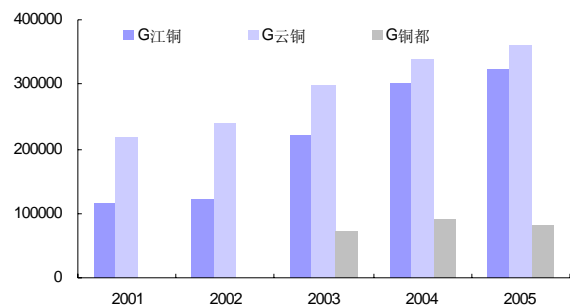
资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

图 11: 01~05 年各公司黄金产量 (公斤)



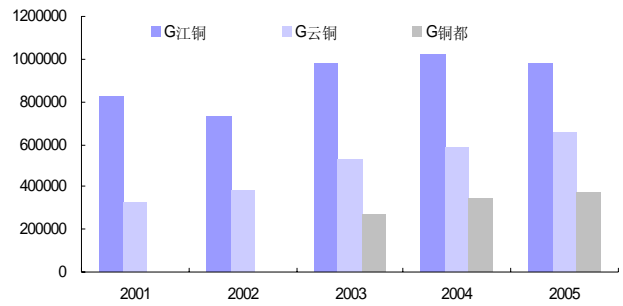
资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

图 12: 01~05 年各公司白银产量 (公斤)



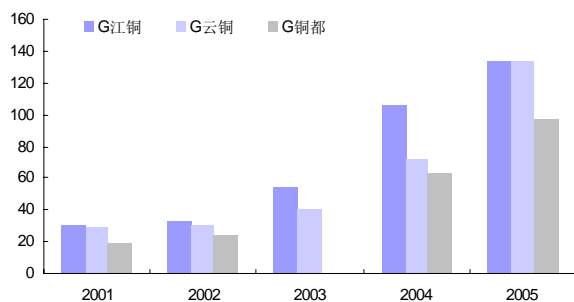
资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

图 13: 01~05 年各公司硫酸产量 (吨)

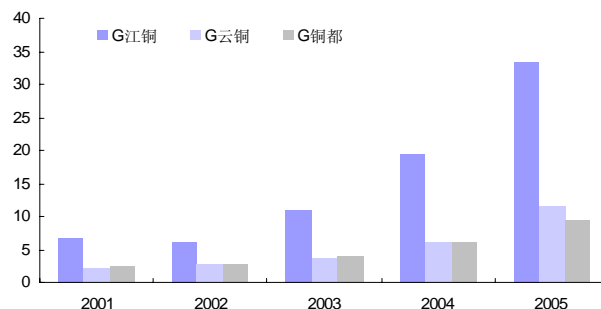


资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

与产品产量相适应，在收入和利润的规模方面，G江铜也占有优势。05年G江铜主营业务收入1,334,069万元，主营业务利润334,181万元；G云铜主营业务收入1,340,358万元，主营业务利润113,755万元；而G铜都主营业务收入只达到970,372万元，主营业务利润93,146万元。值得注意的是，05年G云铜的收入与G江铜非常接近，我们理解为G云铜在铜的套保策略方面较G江铜成功，且白银的产量高于G江铜。

**图 8: 01-05 年各公司主营业务收入 (亿元)**


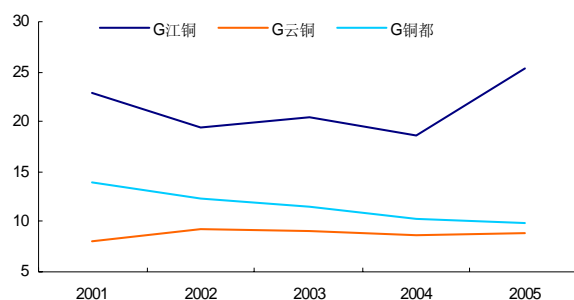
资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

**图 9: 01-05 年各公司主营业务利润 (亿元)**


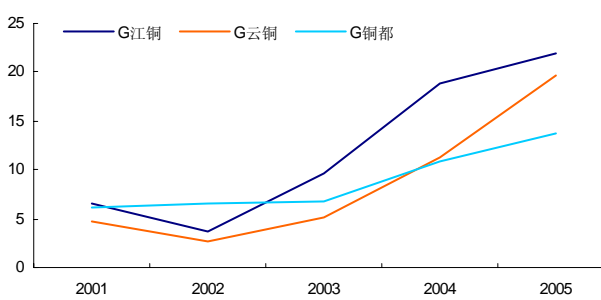
资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

### 盈利能力和资产效率对比

铜类公司的收入利润取决于业务的产量规模, 但相对的盈利能力则更多地依赖于资源禀赋, 包括铜精矿自给率以及金银等贵金属的矿山产量。因此, 在铜价和贵金属价格上涨的情况下, G 江铜显示出较高的销售毛利率, 而 G 铜都、G 云铜则处于弱势地位。05 年 G 江铜的销售毛利率高达 25.34%, 而 G 云铜和 G 铜都则分别只有 8.85% 和 9.95%。

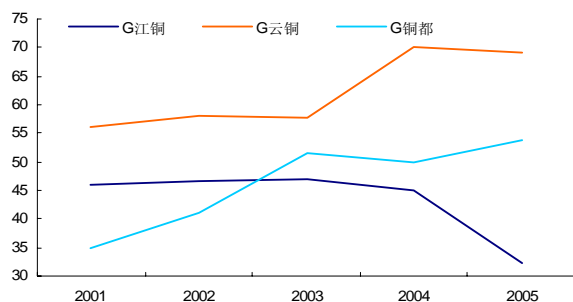
**图 14: 01-05 年各公司销售毛利率 (%)**


资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

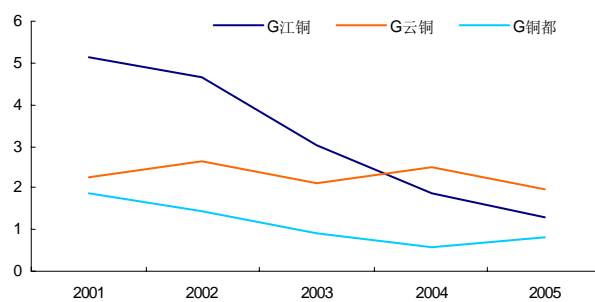
**图 15: 01-05 年各公司净资产收益率 (%)**


资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

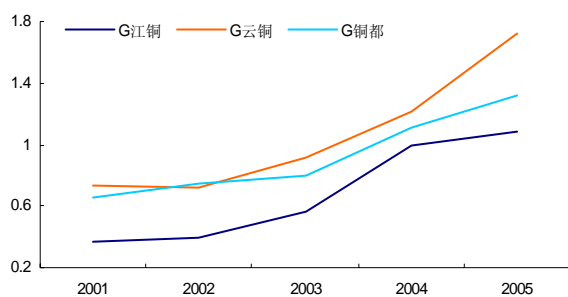
而从 ROE 的指标对比看, G 江铜也占有优势, 为 21.95%; G 云铜其次, 为 19.6%, 这同样得益于其资源禀赋。但是, G 云铜的净资产回报优于 G 铜都的现象, 则表明在前期企业经营的融资方式上, G 铜都更注重权益融资, 而 G 云铜的资金更多地来源于债务融资。其中隐含着, G 云铜的资产运营效率更高, 预计后期 G 云铜融资方式的选择将会有所改变, 因为债务融资的空间已经比较有限。这些财务上的特征可以从资产负债率、财务费用率和资产周转率等指标观察得到。

**图 16: 01~05 年各公司资产负债率 (%)**


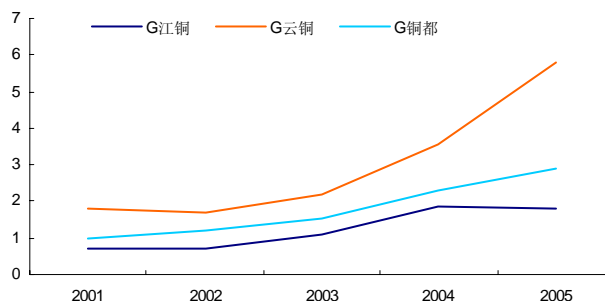
资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

**图 17: 01~05 年各公司财务费用率 (%)**


资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

**图 18: 01~05 年各公司总资产周转率 (%)**


资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

**图 19: 01~05 年各公司净资产周转率 (%)**


资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所

### 未来铜业务增量对比: G 云铜将成为赶超者

以上仅仅是对存量业务的一个简单对比。对比的结果表明 G 江铜突出的行业地位, 是当前国内无争议的铜业龙头。而 G 云铜则表现出较为突出的资产运营效率。但是, 由于各个公司的业务规划存在差异, 未来业务增量的侧重点不同, 企业的发展轨迹也将呈现出不同的态势。G 江铜由于目前资源储量大, 未来的新增资源十分有限, 从目前来看, 可能增加的城门铜矿储量约为 150 万吨, 如果加入了这座铜矿, 可为公司带来每年 7000 吨左右的铜精矿, 相对于公司目前约 14.6 万吨左右的年产量来说, 增量对未来利润的贡献比较小。而 G 铜都在资源储量少且资源增加潜力相对有限的情况下, 未来发展将向下游深加工拓展。据我们了解, 公司拟通过定向增发装入集团公司的冶炼厂、矿山等资产。目前集团拥有 3 座年总产量 8000-10000 吨左右的铜矿, 预计储量在 10 万吨左右, 如果这部分资产转移到上市公司将会增加上市公司的资源储量, 但增量毕竟有限; 而冶炼方面, 集团公司拥有金隆冶炼厂, 该公司为中日合资的铜精炼企业, 05 年精铜产量 19 万吨, 计划 06 年生产精铜 21 万吨; 此外集团公司还拥有 5 万吨左右的铜粗炼厂(一冶)。至于 G 云铜, 通过定向增发收购控股股东云铜业集团持有的 4 家矿山公司股权和滇中有色(粗铜冶炼公司)股权等资产, 原料自给率将大大提高, 预计到 2008 年公司自给率将达到 40%, 相当于 G 江铜的水平, 并远超过 G 铜都。因此, 我们认为公司未来成长空间巨大, 将成为赶超者。

## 铜行业现状及展望：铜价将维持高位运行

国际、国内有色金属价格包括铜价从5月份以来出现了大幅下跌的情况。我们认为下跌的原因主要有三。其一，美国的连续加息使市场对通货膨胀的预期减弱；其二，前期由于对通货膨胀的担忧，加上能源价格高涨，以及地区性地缘政治局面的不稳定，金属价格出现了暴涨，在经历了暴涨之后，短期的回调也是合理的；其三，由于全球资本泛滥，流动性过剩，大量的资金投入到了商品市场。其中，不排除有大量的投机资金进入了商品市场。在价格暴涨过后，投机风险增大，加上受美国加息影响，使部分投机资金撤离商品市场，导致价格下跌。但我们认为铜金属的基本面并未发生明显变化，供给依然受到制约。

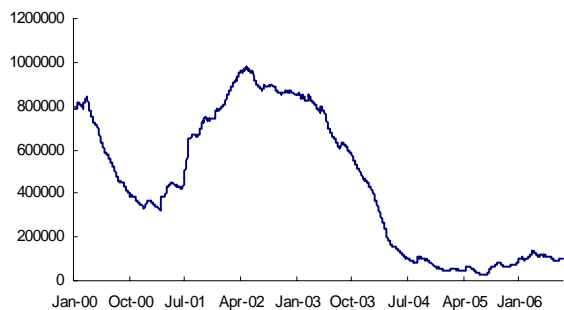
目前，全球铜精矿市场出现严重的供应短缺现象。铜精矿加工费大幅下降，CRU 数据显示 5 月份日本/环太平洋区域 TC/RC 已经下降到 70 美元/吨/7 美分/磅。在最近的国际铜冶炼加工费谈判中，国外供应商要求在新的加工费合同中废除价格分享条款，也说明了铜精矿供应紧张。（价格分享条款是指我国铜冶炼企业在铜价升至基准价格之上，除享有加工费以外，还可收到附加费。因此，在铜精矿加工费用低迷时，这部分收入对冶炼企业来说非常重要）。从国内铜精矿进口量来看，06 年上半年进口量为 181.15 万吨，与 05 年下半年 220.97 万吨相比减少了 39.82 万吨，铜精矿短缺使国内进口受到限制。我们认为供应短缺的现象在短期之内不会有所好转，原因在于全球铜矿罢工及突发事件不段涌现，加上铜冶炼对铜精矿的需求依然旺盛。

图 20: 04~06 年 8 月度国内外铜价走势



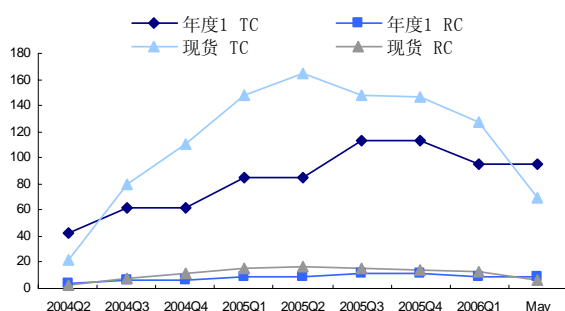
资料来源: BLOOMBERG, 国信证券经济研究所

图 21: LME 铜库存 (吨)



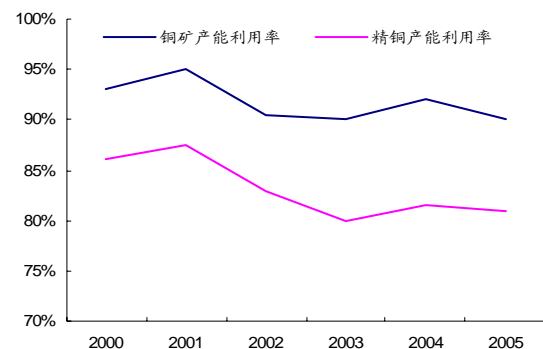
资料来源: BLOOMBERG, 国信证券经济研究所

图 22: 铜精矿加工费 TC/RC 日本/环太平洋区域



资料来源: CRU, 国信证券经济研究所

图 23: 铜精矿和精铜产能利用率



资料来源: CRU, 国信证券经济研究所

**表 7: 全球铜精矿供需情况预测 (千吨)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
全球铜精矿产量	11046	1178	10893	10937	11885	12246	12468	13370	13937
增速		1.2%	-2.5%	0.4%	8.7%	3%	1.8%	7.2%	4.2%
全球铜精矿消费	10753	11399	11153	11068	11358	12199	12844	13470	13979
增速		6.0%	-2.2%	-0.8%	2.6%	7.4%	5.3%	4.9%	3.8%
供求平衡	293	-221	-260	-131	527	47	-376	-100	-42

资料来源: Brookhant, 国信证券经济研究所

对于铜价未来的走势我们仍保持谨慎乐观的态度,尤其是在铜精矿供应紧张的情况下,精铜产量将会受到遏制,铜价将得到支撑。尽管前期铜价高涨,但铜矿及精铜产能并未出现大幅度扩张,相反的产能利用率呈现出下降趋势。精铜产能利用率低于铜矿产能利用率也说明了在目前铜供应中,铜精矿仍然是制约精铜产量的瓶颈。

国内方面,ICSG6月份继续调低了对中国消费的预测,预测中国消费减少6.4%左右。尽管如此,强劲的经济增长及低库存必将对铜价形成支撑。另外,有消息称最近国家针对废铜大量进口偷税瞒报情况,将出台一系列对策应对,这样下游厂家大量运用废铜替代情况将被有所遏制,铜消费有望增加。

目前,美国加息已告一段落,美元贬值将是长期趋势,受良好基本面支撑,铜价有望保持在高位运行。

**表 8: 全球精铜供需情况预测 (千吨)**

	2004	2005	2006	2007
全球铜精矿产量	15823	16446	17558	18189
增速		3.9	6.8	3.6
其中: 矿产铜	14507	14874	15480	16296
增速		2.5	4.1	5.3
全球铜精矿消费	16725	16510	17314	18134
增速		-1.3	4.9	4.7
供需平衡	-902	-64	244	55

资料来源: ICSG, 国信证券经济研究所

## 业绩预测及投资评级

以下为公司 06~08 年的盈利预测假设条件及利润预测表:

**表 9: 06 - 08 年盈利预测假设条件**

	2006	2007	2008
自产铜精矿产量 (万吨)	7	8.6	9.8
外购铜产量 (万吨)	28	33.4	40.2
精铜产量 (万吨)	35	42	51
黄金产量 (吨)	8	9	10
白银产量 (吨)	440	508	570
硫酸产量 (万吨)	70	80	90
铜杆 (万吨)	7	7.5	8.5
铜价 (元/吨)	56000	51000	43000
黄金价格 (元/千克)	155000	158000	160000
白银价格 (元/千克)	3220	3360	3400
硫酸价格 (元/吨)	200	200	200

资料来源: 国信证券经济研究所

**表 10: 06-08 年盈利预测表**

	2006E	2007E	2008E
主营业务收入 (万元)	2261265	2445203	2511795
主营业务成本	2026231	2146286	2187542
税金及附加	7013.64	7150.4	7200.2
主营业务利润	228020.4	291766.6	317052.8
营业费用	33918.98	31787.64	32653.34
管理费用	45225.3	29342.44	30141.54
财务费用	3200.54	1870.6	752.45
利润总额	145675.5	228765.9	253505.5
所得税	20394.58	32027.23	35490.77
净利润	125281	196738.7	218014.7
EPS (元)	0.96	1.51	1.68

资料来源: 国信证券经济研究所

根据公司 06~08 年的 EPS 的增长情况和经营要素假设, 业绩向好趋势明朗。预计公司 06~08 年的 EPS 分别为 0.96、1.51 和 1.68 元, 年增长率分别为 57% 和 11%。预计公司将于 06 年 4 季度合并报表, 因此, 公司的管理费用将大幅增加; 同时, 随着公司资本结构变化, 公司的财务费用将大幅减少。

目前, 国际铜类公司的 07 年动态 PE 约为 7~9 倍; 国内市场铜类上市公司的动态 PE 约为 8~10 倍。值得一提的是, 目前铜价已居于顶端, 而此时的估值水平是否也相应的处于低水平呢? 我们认为, 国内上市公司的 PE 值与铜价是否处于高处没有绝对关系, 从历史数据来看, 在每次铜价处于顶峰时, 国内上市公司的 PE 值依然很高。因此, 07 年给予国内铜类公司的合理动态 PE 水平在 8~10 倍之间并不过分, 据此估算, 按照我们的盈利预测, G 云铜的每股价值在 12.08 元~15.1 元之间。目前公司股价约为 11.3 元左右, 仍存在较大的提升空间, 因此上调公司投资评级至“推荐”。

**表 11: 国际铜业公司估值比较**

	当前市盈率	市净率	预测 06 年市盈率	预测 07 年市盈率
<b>国际铜类公司</b>				
PD	8.68	2.94	5.807	6.204
PCU	7.46	3.63	5.241	5.843
FCX	8.9	12.12	8.947	9.945
<b>国内铜类公司</b>				
G 江铜	15.92	3.81	7.38	8.66
G 云铜	15.41	3.4	10.07	4.93
G 江铜	9.3	1.38	7.28	6.71

资料来源: BLOOMBERG

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

#### 免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。