

铜箔扩能，混改推进

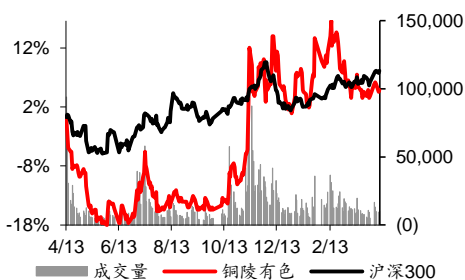
铜陵有色(000630)

当前价格(元): 3.2
合理价格区间(元): 3.5-4.0

陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

- 1 《铜陵有色(000630,增持): 携手生益科技, 加强铜箔业务发展》2017.03
- 2 《铜陵有色(000630):定增获批, 混改推进》2016.10
- 3 《铜陵有色(000630):主业平稳增长, 汇兑损失影响业绩》2016.08



资料来源: Wind

2016年公司实现归属于母公司净利润1.8亿元, 同比实现扭亏

公司全年实现营业收入约866.74亿元, 同比下降0.26%; 归属于母公司净利润1.80亿元, 同比扭亏并增长8.47亿元; 基本每股收益0.02元, 同比下降128.57%; 其中, 第4季度实现营业收入约217.24亿元, 环比下降6.10%、同比上升16.87%; 归属于母公司净利润0.85亿元, 环比上升74.01%、同比增长9.33亿元, 对应基本每股收益0.0089元, 环比上升0.004元、同比上升0.098元, 符合市场预期。

铜业务改善+财务费用降低共利业绩改善

公司2016年营业收入相较2015年并无增长, 但毛利率从2015年2.6%提高到2016年的3.67%, 其中铜产品毛利率提高了1.68个百分点至3.37%, 黄金等副产品提高了1个百分点至6.02%, 铜加工板块的大幅扭亏及公司能源成本的下降贡献良多。此外, 公司财务费用较去年大幅降低近4亿元, 源于公司报告期内对美元债务的偿还。受益于此, 公司2016年实现扣非净利润约6622万元, 远高于2015年8.14亿元的亏损额。

铜箔业务迎来景气

2016年铜箔行业景气回暖, 相比几年前仅2万元/吨的加工费, 2016年四季度铜箔加工费已大幅涨超4万元/吨, 公司现有3万吨铜箔, 其中锂电铜箔4500吨, 2016年公司子公司安徽铜冠铜箔及合肥铜冠国轩铜材合计盈利超过1亿元, 说明铜箔业务确凿向好。2017年3月, 公司董事会审议同意公司投资56,128.23万元建设年产2万吨高精度储能用超薄电子铜箔项目(一期), 项目实施主体为铜陵铜箔, 3月13日公司又与广东生益科技股份有限公司签署了《战略合作框架协议》, 为促进双方在产业链更好的发展, 结成中长期、全面的战略合作伙伴关系, 铜箔业务得以进一步夯实。

混改推进, 后续可能更精彩

报告期内, 公司完成发行26.76亿元非公开增发项目以偿还银行贷款, 优化公司资本结构。同时, 结合公司定向增发, 公司实施混合所有制改革, 完成员工持股计划工作, 员工持股计划参与员工10,113人, 认购金额达7.95亿元。公司作为安徽省地方国企, 国企改革态度积极, 后续集团资产注入及经营制度改进等改革措施亦可期待。

维持公司“增持”评级

看好铜箔业务的持续向好, 同时考虑到财务费用的进一步降低, 预计公司2017-2019年实现归属于母公司净利润分别为13.72、17.89、17.94亿元, 对应EPS分别为0.12、0.16、0.16元, 对应PE分别为26.80、20.56、20.5倍, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 铜箔加工费下降超预期, 铜加工费下降超预期。

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(百万股) | 10,527 |
| 流通A股(百万股) | 9,560 |
| 52周内股价区间(元) | 2.50-3.56 |
| 总市值(百万元) | 33,685 |
| 总资产(百万元) | 44,594 |
| 每股净资产(元) | 1.58 |

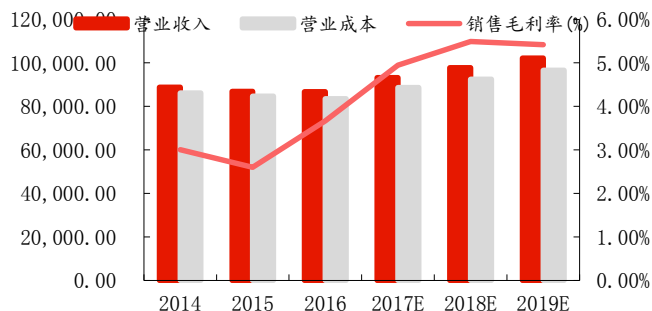
资料来源: 公司公告

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|----------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 86,897 | 86,674 | 93,285 | 97,798 | 102,197 |
| +/-% | (2.16) | (0.26) | 7.63 | 4.84 | 4.50 |
| 净利润(百万元) | (666.43) | 180.32 | 1,372 | 1,789 | 1,794 |
| +/-% | (321.66) | 127.06 | 661.06 | 30.34 | 0.28 |
| EPS(元, 最新摊薄) | (0.06) | 0.02 | 0.12 | 0.16 | 0.16 |
| PE(倍) | (55.18) | 203.94 | 26.80 | 20.56 | 20.50 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

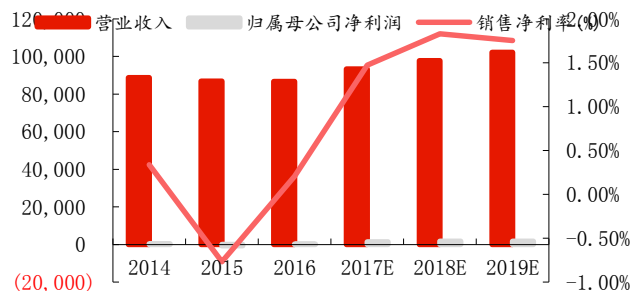
公司经营情况

图表1: 铜陵有色营业收入与成本变化 (单位: 百万)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

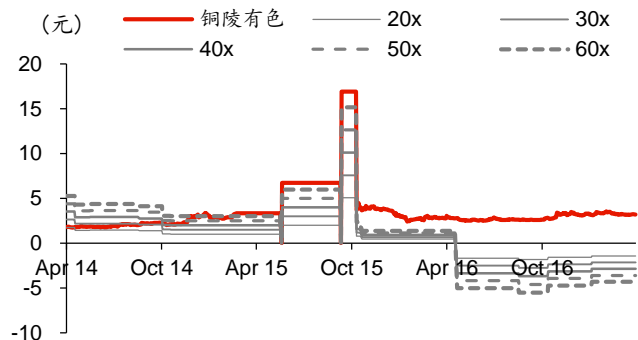
图表2: 铜陵有色归母净利润和营业收入变化 (单位: 百万)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

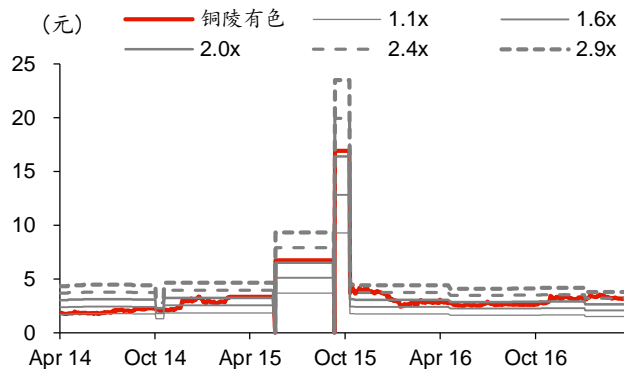
PE/PB - Bands

图表3: 铜陵有色历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 铜陵有色历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 22,320 | 22,693 | 23,894 | 24,357 | 25,175 |
| 现金 | 6,466 | 7,500 | 7,031 | 7,093 | 7,140 |
| 应收账款 | 1,377 | 1,295 | 1,471 | 1,516 | 1,584 |
| 其他应收账款 | 668.45 | 626.68 | 680.49 | 717.73 | 746.67 |
| 预付账款 | 4,248 | 3,166 | 3,891 | 3,969 | 4,100 |
| 存货 | 7,582 | 8,326 | 8,657 | 8,963 | 9,439 |
| 其他流动资产 | 1,979 | 1,779 | 2,164 | 2,098 | 2,165 |
| 非流动资产 | 21,848 | 21,901 | 22,222 | 21,815 | 21,279 |
| 长期投资 | 390.92 | 471.49 | 429.51 | 437.07 | 440.28 |
| 固定投资 | 15,582 | 15,563 | 17,835 | 18,388 | 18,370 |
| 无形资产 | 1,843 | 1,787 | 1,726 | 1,664 | 1,602 |
| 其他非流动资产 | 4,032 | 4,079 | 2,232 | 1,325 | 866.25 |
| 资产总计 | 44,167 | 44,594 | 46,116 | 46,172 | 46,455 |
| 流动负债 | 22,680 | 23,125 | 22,290 | 19,322 | 16,553 |
| 短期借款 | 12,955 | 13,236 | 12,034 | 8,715 | 5,548 |
| 应付账款 | 2,904 | 3,624 | 3,349 | 3,611 | 3,086 |
| 其他流动负债 | 6,821 | 6,265 | 6,907 | 6,995 | 7,200 |
| 非流动负债 | 6,860 | 3,941 | 1,837 | 2,491 | 3,086 |
| 长期借款 | 6,188 | 3,216 | 1,216 | 1,816 | 2,416 |
| 其他非流动负债 | 672.46 | 725.00 | 620.93 | 675.02 | 669.83 |
| 负债合计 | 29,541 | 27,066 | 28,503 | 24,167 | 21,486 |
| 少数股东权益 | 745.62 | 890.34 | 927.97 | 1,147 | 1,432 |
| 股本 | 9,561 | 10,527 | 9,561 | 10,527 | 10,527 |
| 资本公积 | 724.30 | 2,411 | 724.30 | 2,410 | 2,410 |
| 留存公积 | 3,508 | 3,680 | 3,779 | 5,174 | 6,850 |
| 归属母公司股 | 13,881 | 16,638 | 14,058 | 18,107 | 19,790 |
| 负债和股东权益 | 44,167 | 44,594 | 46,116 | 46,172 | 46,455 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 4,874 | 4,838 | 1,231 | 4,342 | 3,954 |
| 净利润 | (729.82) | 324.41 | 1,801 | 2,428 | 2,493 |
| 折旧摊销 | 1,130 | 1,179 | 1,242 | 1,423 | 1,538 |
| 财务费用 | 1,418 | 1,038 | 558.31 | 417.19 | 308.62 |
| 投资损失 | (69.02) | (109.93) | (87.17) | (91.73) | (93.24) |
| 营运资金变动 | 3,230 | 2,290 | (2,258) | 91.37 | (321.12) |
| 其他经营现金 | (103.88) | 117.14 | (25.41) | 73.65 | 29.11 |
| 投资活动现金 | (87.95) | 1,054 | (1,486) | (917.63) | (911.11) |
| 资本支出 | 1,908 | 1,001 | 1,623 | 1,000 | 1,000 |
| 长期投资 | (1,289) | (1,864) | (51.81) | 9.22 | 4.02 |
| 其他投资现金 | 531.10 | 190.69 | 84.64 | 91.59 | 92.91 |
| 筹资活动现金 | (3,955) | (3,009) | (213.49) | (3,362) | (2,996) |
| 短期借款 | (2,291) | 280.85 | (1,202) | (3,319) | (3,167) |
| 长期借款 | 614.03 | (2,972) | (2,000) | 600.00 | 600.00 |
| 普通股增加 | 7,649 | 965.89 | 965.89 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (5,736) | 1,687 | 1,686 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (4,190) | (2,971) | 336.97 | (643.78) | (428.30) |
| 现金净增加额 | 853.10 | 2,934 | (468.81) | 62.18 | 47.05 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 86,897 | 86,674 | 93,285 | 97,798 | 102,197 |
| 营业成本 | 84,638 | 83,493 | 88,671 | 92,423 | 96,663 |
| 营业税金及附加 | 99.78 | 226.86 | 160.01 | 176.50 | 191.60 |
| 营业费用 | 210.87 | 250.28 | 245.09 | 257.55 | 270.64 |
| 管理费用 | 1,126 | 922.73 | 1,065 | 1,091 | 1,149 |
| 财务费用 | 1,418 | 1,038 | 558.31 | 417.19 | 308.62 |
| 资产减值损失 | 356.17 | 447.75 | 432.92 | 412.28 | 430.98 |
| 公允价值变动收益 | 1.56 | 18.83 | 8.43 | 14.63 | 10.86 |
| 投资净收益 | 69.02 | 109.93 | 87.17 | 91.73 | 93.24 |
| 营业利润 | (881.23) | 424.29 | 2,249 | 3,126 | 3,288 |
| 营业外收入 | 160.61 | 137.28 | 156.38 | 150.72 | 150.37 |
| 营业外支出 | 38.64 | 45.92 | 39.81 | 41.65 | 41.75 |
| 利润总额 | (759.26) | 515.65 | 2,365 | 3,235 | 3,396 |
| 所得税 | (29.45) | 191.24 | 564.09 | 806.56 | 903.30 |
| 净利润 | (729.82) | 324.41 | 1,801 | 2,428 | 2,493 |
| 少数股东损益 | (63.38) | 144.09 | 428.81 | 639.55 | 699.13 |
| 归属母公司净利润 | (666.43) | 180.32 | 1,372 | 1,789 | 1,794 |
| EBITDA | 1,666 | 2,641 | 4,049 | 4,966 | 5,134 |
| EPS (元) | (0.07) | 0.02 | 0.12 | 0.16 | 0.16 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|----------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | (2.16) | (0.26) | 7.63 | 4.84 | 4.50 |
| 营业利润 | (435.25) | 148.15 | 429.99 | 39.01 | 5.18 |
| 归属母公司净利润 | (321.66) | 127.06 | 661.06 | 30.34 | 0.28 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 2.60 | 3.67 | 4.95 | 5.50 | 5.42 |
| 净利率 | (0.77) | 0.21 | 1.47 | 1.83 | 1.76 |
| ROE | (4.80) | 1.08 | 6.64 | 7.99 | 7.43 |
| ROIC | 1.73 | 3.41 | 7.22 | 9.15 | 9.16 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 66.88 | 60.69 | 52.32 | 47.24 | 42.27 |
| 净负债比率 (%) | 74.14 | 64.40 | 62.65 | 56.16 | 48.93 |
| 流动比率 | 0.98 | 0.98 | 1.07 | 1.26 | 1.52 |
| 速动比率 | 0.64 | 0.61 | 0.67 | 0.78 | 0.93 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.91 | 1.95 | 2.06 | 2.12 | 2.21 |
| 应收账款周转率 | 54.85 | 60.74 | 63.03 | 61.30 | 61.68 |
| 应付账款周转率 | 31.97 | 25.58 | 25.43 | 26.56 | 26.07 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | (0.06) | 0.02 | 0.12 | 0.16 | 0.16 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.42 | 0.42 | 0.11 | 0.38 | 0.34 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.21 | 1.45 | 1.80 | 1.95 | 2.10 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | (55.18) | 203.94 | 26.80 | 20.56 | 20.50 |
| PB (倍) | 2.65 | 2.21 | 1.78 | 1.64 | 1.52 |
| EV_EBITDA (倍) | 26.28 | 16.58 | 10.82 | 8.82 | 8.53 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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不存在法律禁止的利害关系。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、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。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的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；

一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

一报告发布日后的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；

一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

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com