

## 估值偏低

- **商品牛市仍然持續，銅和黃金將長期高位運行：**在全球經濟和中國、印度等國經濟仍然持續增長的環境下，長期以來資本投入不足導致的資源供給增長緩慢和資源枯竭預期，本輪金屬價格上漲周期將大大延長。
- **資源優勢是公司決定性競爭優勢：**公司銅金屬資源儲備約 800 萬噸、金 212 噸、銀 5200 噸、鉬 25 萬噸；其中銅資源儲量占全國資源儲量的 1/3，位居全國第一。
- **集團承諾一年內注資，資源儲量增加的前景樂觀：**未來公司銅金屬資源儲備將擴大到約 1085 萬噸、金 391 噸、銀 9300 噸、鉬 25 萬噸。
- **估值偏低：**現價之 06—08 年預測市盈率分別為 5.3 倍、5.1 倍和 5 倍。而國際銅業務公司 06 年平均預期市盈率為 10 倍，黃金業務公司 06 年平均預期市盈率為 31 倍。特別是公司的黃金業務被嚴重低估。
- **12 個月目標價 10 港元：**我們對公司的銅、黃金和其他業務分類估值，分別按 5 倍、20 倍和 6 倍市盈率及 06 年預測盈利計算，設定公司 12 個月目標價為 10 港元，相當於 06 年預測每股收益的 7 倍。

## 第一上海研究部

86755-33367856

行業	有色金屬
股價	7.85 港元
目標價	10 港元 (+28%)
市值	227 億港元
已發行股本	28.95
52 周高/低	3.625 港元/9.55 港元
每股淨現值	3.9 港元
主要股東	江西銅業集團公司 (42.31%)

匯率: 港元=1.03 人民幣

## 盈利摘要

截止12月31日財政年度	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
收入(亿元人民币)	106.3	133.4	227.9	256.0	312.3
变动	—	26%	71%	12%	22%
净利润(亿元人民币)	11.1	18.7	42.0	43.5	44.4
每股收益(元人民币) 上海估計	0.43	0.65	1.45	1.50	1.53
变动	—	50%	124%	4%	2%
第一上海證券有限公司	—	12.5	5.6	5.4	5.3
每股股息(元人民币)	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5
息率	—	2.4%	5.5%	5.7%	5.8%

## 股價表現



來源: 彭博

# 業務分析

## 公司主要經營性資產

圖表 1：公司主要經營性資產

	产能	控股比例
贵溪冶炼厂	年产阴极铜40万吨/年	100%
德兴铜矿	选矿处理能力10万吨/天	100%
永平铜矿	选矿处理能力1万吨/天	100%
武山铜矿	选矿处理能力3000吨/天	100%
康西铜业	年产粗铜2万吨	40%
刁泉银铜矿	年产铜精矿约1300吨	46%
铜材公司	年产铜杆线15万吨	60%

資料來源：公司資料

## 公司最大優勢是資源

公司擁有豐富的礦產資源儲備，位居全國第一。擁有國內最大的兩個露天銅礦——德興銅礦和永平銅礦以及國內最大的井下銅礦山之一武山銅礦，礦產資源儲備豐富。截至 2005 年末，公司銅金屬資源儲備約 800 萬噸、金 212 噸、銀 5200 噸、鉬 25 萬噸；其中銅資源儲量占全國資源儲量的 1/3，位居全國第一。

江銅集團在前期 A 股股改中有注資承諾，要將其所有控制的礦山等資產在一年內向上市公司注入，增加江銅的資源儲備。

江銅集團擁有城門山銅礦、東鄉銅礦及銀山鉛鋅礦，資源儲量為銅 285 萬噸、金 179 噸、銀 4100 噸。

如果注資進展順利，未來江西銅業銅金屬資源儲備約 1085 萬噸、金 391 噸、銀 9300 噸、鉬 25 萬噸。

圖表 2：礦產資源儲量一覽表

	銅	黃金	白銀	鉬
上市公司所有	800萬噸	212噸	5200噸	25萬噸
集团公司所有	285萬噸	179噸	4100噸	
合计	1085萬噸	391噸	9300噸	25萬噸

資料來源：公司資料

## 公司是國內規模最大陰極銅產商

公司是國內最大的銅冶煉生產企業。陰極銅的冶煉設計能力達到 40 萬噸/年，目前世界排名第 9 位。

公司 4 期 30 萬噸冶煉擴產專案預計 2007 年建成，公司冶煉能力將達到 70 萬噸，並躋身全球三強行列。

相對於其他銅冶煉生產企業，較高的原料自給率以及控制資源的能力是公司高盈利能力的重要保障，能夠使公司享受到銅價上漲所帶來的豐厚利潤。

### 公司是中國重要的黃金生產商之一

由於銅礦中伴生有金、銀等貴金屬，副產品一直是公司重要收入來源。豐富的黃金儲量和冶煉能力使得公司成為中國重要的黃金生產商之一。

2005年，冶煉企業（有色金屬冶煉+黃金冶煉企業）累計完成成品金 95.664 噸，比去年增長 7.82%。有色金屬冶煉企業累計完成成品金 31.367 噸，同比增長 4.71%。其中各重點企業黃金產量占全國有色金屬冶煉企業黃金產量的比重分別為：江西銅業 38.63%、雲南銅業集團 19.21%、銅陵有色公司 16.19%、大冶公司 10.68%、金川有色 3.84%，以上重點公司產量約占全國有色冶煉企業黃金產量的 88.55%。

圖表 3：中國主要有色冶煉、黃金冶煉企業產金情況

單位：千克

	2004年	2005年
江西銅業	12002	12117
銅陵有色	4839	5078
雲南銅業	4193	6026
萊州黃金冶煉廠	8362	12549
蓬萊黃金冶煉廠	8216	9296
山東國大黃金公司	9552	8980
恒邦冶煉公司	9245	8509
招金礦業	6054	6180
煙台黃金冶煉廠	5651	4340

資料來源：中國黃金協會

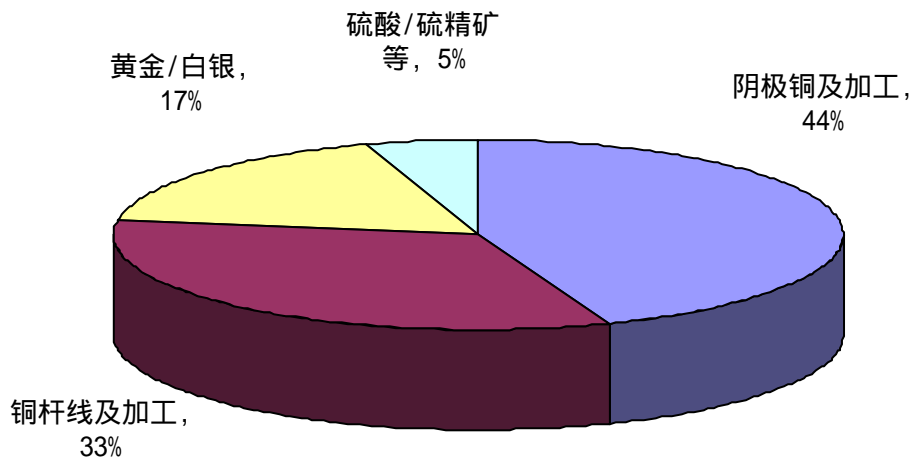
### 銅材加工是新的利潤增長點

公司控股 60% 的江西銅業銅材公司於 2004 年建成投產，銅杆線的年生產能力為 15 萬噸，是國內最大的銅杆線生產企業。05 年銷售銅杆線 14.55 萬噸，該板塊毛利近 9 億元，成為新的利潤增長點。該子公司的投產使江西銅業的產業鏈開始向下游加工業延伸，產品結構得到了進一步完善。

另外，公司目前控股 60% 的江西銅業銅合金材料有限公司正在建設，年產 22 萬噸銅合金杆線，預計在 2007 年上半年建成投產，建成後將使公司形成 37 萬噸/年的銅深加工生產能力。

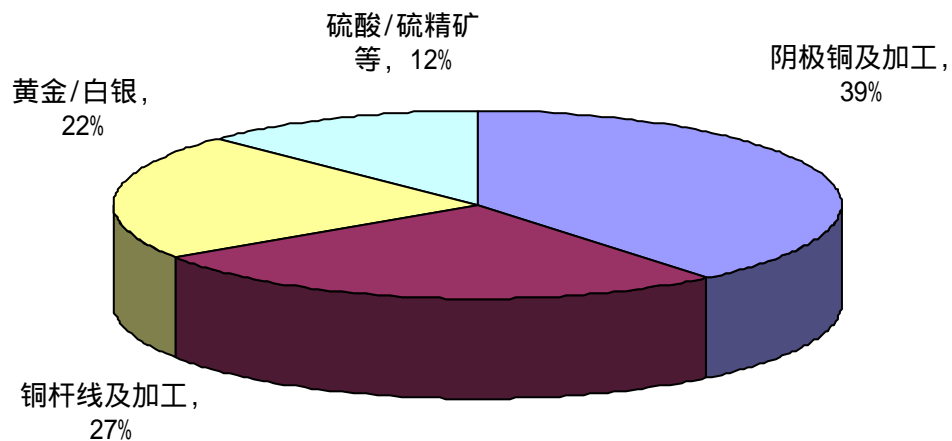
公司的收入結構和利潤結構

圖表 4：2005 年分板塊收入結構



資料來源：公司資料、第一上海

圖表 5：2005 年分板塊業績結構



資料來源：公司資料、第一上海

## 財務分析

### 產品價格變動是盈利的主要增長動力

從歷年財務報表可以看到，公司業績與產品價格有著很強的正相關性。業績對價格的敏感性高，主要原因是公司有相當數量的自產銅精礦和黃金。根據我們的敏感性分析，銅價每變動10%，06年預期盈利應變動13.5%，金價每變動10%，06年預期盈利將變動1.9%。

### 未來財務狀況將繼續改善

產品價格的持續大幅上漲和產量的提高為公司帶來了充裕的現金流，也進一步優化了公司的財務結構，提升公司抵抗風險的能力。公司2005年現金及等價物有11.4億，預期2006年底為25.3億。公司2005年每股經營性現金流量為0.79元，預期2006年達1.47元。資產負債率也大幅度下降，由2004年的45%下降到2005年的33%，以及2006年的27%。

我們認為，公司未來兩年財務狀況將繼續改善。

### 隱憂

暴利時期輕鬆賺取太多的利潤，往往會讓企業過分樂觀。我們必須關注著該公司未來是否有過度的投資行為、盲目的多元化。目前還沒有徵兆，未來資本支出計劃是合理、適度的。

生產成本、三項費用也在暴利時期開始膨脹，並有一定剛性。如果未來產品價格下跌，利潤率將快速下降。該公司將有成本削減的艱巨任務，方可抵抗市場風險。

## 發展前景

有色金屬類公司的經營特點是：1、業績波動大，金屬價格波動對其業績起著決定性的作用。2、在有色金屬產業鏈中，供給受到資源的嚴重制約難以快速提高，利潤明顯向上游採礦環節集中，可謂得資源者得天下。因此，對這類公司的分析重點在金屬價格中長期趨勢的判斷，以及資源儲量和儲量的增長前景。

## 有色金屬價格上漲周期仍將持續

全球經濟復蘇和新興經濟體的崛起帶來的強勁需求、全球資產流動性泛濫而大量湧入商品市場、複雜的國際政治關係以及美國“雙赤”帶來美元走弱構成了全球商品牛市的時代大背景，商品屬性已經不能很好解釋商品價格的趨勢和波動，金融屬性則成為重要影響因素。

近期宏觀經濟面出現不明朗以及 FED 加息周期的不確定性，美國國內經濟下半年可能出現減速，歐洲近期部分經濟資料並不樂觀，中國也可能收緊銀根，發展速度可能放緩，但最終不影響未來數年全球經濟向好的勢頭。

在全球經濟和中國、印度等國經濟仍然持續增長的環境下，由於長期以來資本投入不足導致的資源供給增長緩慢和資源枯竭形勢更為嚴峻，本輪金屬價格上漲周期將大大延長。儘管加息將影響資產流動性而導致商品價格的短期、中期波動，但金屬價格走勢的大周期仍將是持續上升。

本輪金屬價格上漲周期中，多數金屬都持續大幅度上漲。江西銅業旗下的銅是過去幾年牛市中的領漲品種，未來兩、三年銅價仍將在高位運行，黃金和白銀價格將持續上漲。

## 銅行業——供需緊張狀態得以延續，銅價將繼續高位運行

### 1、最新動態——高銅價對銅需求有抑制作用

2006 年以來銅價繼續暴漲，從年初的 4400 美元/噸上漲至 5 月中的 8790 美元/噸，漲幅達到了 100%。目前因美國持續加息影響資產流動性而導致下跌至 7700 美元/噸左右。

長期高銅價對需求起到打壓作用。近期國際兩大著名的金屬研究機構發佈研究報告，均顯示今年前幾個月全球銅市場出現供過於求。國際銅研究小組 (ICSG) 在其最新的月度報告顯示，今年 1—4 月份全球銅產量超過消費量 7.7 萬噸，而去年同期為短缺 12.6 萬噸。世界金屬統計局 (WBMS) 報告顯示，今年 1—5 月全球銅市場過剩 8.1 萬噸，此前該機構預測今年 1—4 月全球銅供給過剩 15 萬噸。

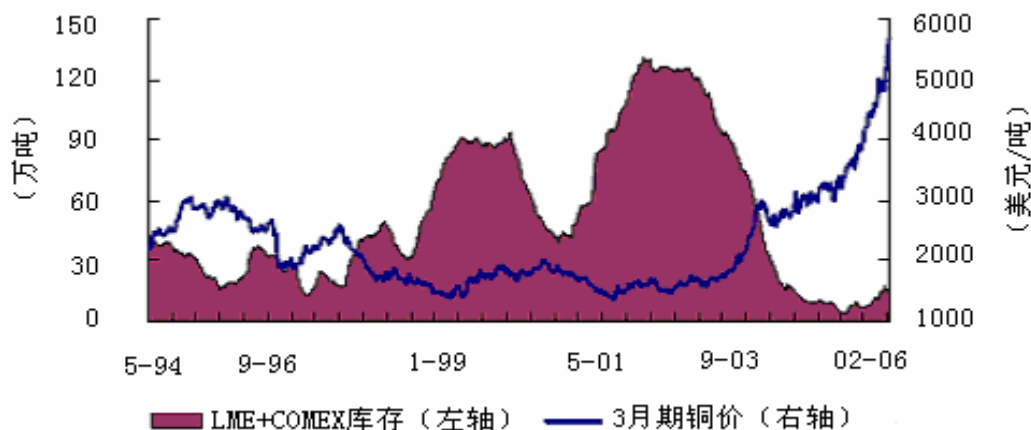
### 2、全球的銅庫存依然處於歷史低位水平

雖然在今年前幾個月全球銅供給出現了過剩的狀況，但是銅供給受到罷工、地區衝突等事件影響市場出現短暫中斷的狀況，全球銅市場並沒有完全擺脫供給緊張的狀況。

WBMS 資料顯示 5 月份又有 7 萬噸缺口，說明 5 月後全球銅市場又出現了供不應求的狀況。

LME 和 COMEX 兩大交易所的公開庫存資料也顯示，自 2004 年下半年開始，庫存就降低到歷史低點附近，隨時有供應中斷的可能。安全的庫存至今沒有建立。

圖表 6：LME 銅價與庫存



資料來源：LME、COMEX

### 3、全球銅市場仍然存在供求缺口，過剩時間一再延後

ICSG、CRU 等多家機構均預測 2006 年全球銅市場仍然存在供求缺口，而 2007 年將出現過剩。中國銅的需求依然保持強勁，2008 年還存在供求缺口，“中國因素”在過去的三年以及未來三年都支撐期銅牛市的重要因素。

過去的兩年，多家國際機構的預測數位經常被修正，而且幅度還比較大。受到罷工、礦山事故、地區衝突等事件影響，銅供給能力往往受到損失，預期中的過剩遲遲沒有到來。

我們認為由於受到長期以來投資不足的影響以及跨國礦業巨頭的壟斷利益驅動，銅供給能力損失已經成爲一種常態，預期中的過剩將再度延後。

圖表 7：全球銅供需平衡表

單位：千噸

	2002实际	2003实际	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
全球精铜产量	15348	15279	15919	16656	17805	19149	20028
增长		-0.4%	4.2%	4.6%	6.9%	7.5%	4.6%
全球精铜消费量	14887	15510	16943	16848	17882	18711	19482
增长		4.2%	9.2%	-0.6%	6.1%	4.6%	4.1%
供需缺口	461	-231	-1024	-192	-77	438	546

資料來源：BROOK HUNT

圖表 8：中國銅供需平衡表

單位：千噸

	2002实际	2003实际	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
中国精铜产量	1632	1836	2170	2670	3101	3600	4020
增长		12.5%	18.2%	23.0%	16.1%	16.1%	11.7%
中国精铜消费量	2425	3020	3565	3815	4158	4491	4850
增长		24.5%	18.0%	7.0%	9.0%	8.0%	8.0%
供需缺口	-793	-1184	-1395	-1145	-1057	-891	-830

資料來源：BROOK HUNT

#### 4、供給難以有效增長以及成本上升將支撐銅價

長期以來勘探投資不足、新的勘探成果要形成有效供給尚需時日、現有礦山的品位下降也成爲常態，這些導致 3 年多來供給方面沒有多少文章可做，對價格無法做太多反應。

而且跨國礦業巨頭似乎也不急於提高產能，維持供應偏緊而導致高銅價，符合他們的壟斷利益。

由於開採難度提高、品位下降、能源以及勞動力成本持續提高，造成礦山采選成本越來越高。

我們認爲，全球銅低庫存水平、全球銅供給難以有效增長使銅市場緊張的狀況得以延續，將繼續支撐期銅價格高位運行。在微妙的動態平衡狀態下，期銅價格震蕩幅度也加大。

圖表 9：期銅價格走勢及預測

單位：美元 / 噸



資料來源：LME，第一上海

#### 黃金行業——未來金價將持續走高

##### 1、最新動態——黃金價格上漲對黃金需求有抑制作用

2006 年以來黃金價格持續上漲，從年初的 516 美元/盎司上漲至 5 月中的 732 美元/盎司，漲幅達到了 42%。目前因美國持續加息影響資產流動性而導致下跌至 630 美元/盎司左右。

黃金價格上漲對需求起到打壓作用。根據世界黃金協會最新報告，2006 年一季度全球黃金需求總量下降 18%至 832 噸，主要原因是首飾需求大幅下滑，特別是在亞洲和中東地區。按噸數計算，印度金飾需求同比下跌了 38%，中東下跌了 25%，土耳其下跌了 43%，不過中國小幅增長了 2%。

2006 年 1 季度全球黃金供應同比下降了 15%，達到 868 噸。供應中減幅最大的是官方黃金拋售量。黃金價格的高漲也刺激了黃金生產的增加，同比增加 5%。

圖表 10：全球黃金供需平衡表

單位：噸

	2004年	2005年	05年一季	06年一季	一季同比增长
供應					
金礦生產	2469	2520.3	578.9	606.8	5%
生產商淨對沖量	-426.5	-131.1	-22	-160	
礦山總供應量	2042.5	2389.2	556.9	446.8	-20%
官方售金量	469.4	660.6	268.2	116.3	-57%
再生量	847.7	860.9	201.6	305.3	51%
總供應量	3359.6	3910.7	1026.7	868.4	-15%
需求					
首飾	2612.8	2711.8	706.8	531.4	-25%
工業和牙科	409.7	420.1	99.7	104.8	5%
零售淨投資	340.3	386.7	119.3	87.4	-27%
ETF及類似投資	132.6	208.1	88.5	108.7	23%
需求總量	3495.4	3726.7	1014.3	832.3	-18%
供需缺口	-135.8	184	12.4	36.1	

資料來源：世界黃金協會

## 2、供應難以大幅提高

由於上世紀九十年代後期以來全球在黃金礦山領域的投資大幅減少，礦產黃金的供給從 1998 年開始已明顯放緩。加上礦石品位下降，以及主要生產國南非、澳大利亞等國匯率對美元持續升值，這都導致黃金產量增幅有限。儘管現在黃金價格持續大漲，今年一季度的金礦生產量僅僅同比增長 5%，如果考慮生產商淨對沖量，則礦山總供應量還減少 20%。

2004 年以來全球對於黃金開採的投資出現大幅增長，但由於新礦山的投產周期較長（一般在五年以上），因此預計短期內全球金礦產量難以有大的提高。

另外，出於儲備結構調整的需要，官方黃金拋售量也將下降。

## 3、需求結構發生變化，需求仍然旺盛。

首飾用金已經受到高金價的打擊，未來如何變化還需要繼續觀察。但是，投資需求和官方儲備需求仍然有較大潛力。

**投資需求旺盛，投資基金也推波助瀾。**黃金正成為新的投資和投機品種，投資基金大舉入場。預計明年會有更多的基金投資在黃金上面。世界黃金協會資料顯示，黃金外匯交易基金持有的黃金同比增長了 23%。

**官方黃金儲備潛在需求巨大。**由於美元長期走勢趨弱，部分國家可能會增加黃金儲備。比如中國、俄羅斯和日本目前的官方黃金儲備只有 600 噸、386.5 噸和 765.2 噸，所占外匯儲備的比例遠低於西方發達國家。另外，經過幾年商品牛市，石油生產國積累了大量美元，也有增加黃金儲備的需求。

## 4、多種因素支撐未來金價

由於美國鉅額雙赤字決定美元中長期仍將走軟是支撐黃金價格的重要原因。

全球地緣政治風險難以有效下降支撐著黃金價格。

全球通脹壓力的日益增加，黃金再次成為避險品種。

資產流動性泡沫是推動商品市場牛市的主要因素，泡沫破滅之前黃金價格不可能大幅度下跌。

圖表 11：黃金儲備占國家外匯儲備的比例

國家	黃金儲備 ( 噸 )	占國家外匯儲備比例
美國	8 1 3 5 . 0	7 5 . 1 %
德國	3 4 2 7 . 8	6 2 . 9 %
法國	2 7 9 0 . 0	6 4 . 8 %
意大利	2 4 5 1 . 8	6 6 . 7 %
瑞士	1 2 9 0 . 1	4 3 . 3 %
日本	7 6 5 . 2	1 . 8 %
俄羅斯	3 8 6 . 5	3 . 5 %
中國	6 0 0 . 0	1 . 4 %

資料來源：世界黃金協會

圖表 12：黃金價格走勢及預測

單位：美元 / 盎司



資料來源：世界黃金協會，第一上海

白銀的供需基本面情況也是偏緊的，並且被投資者作為黃金投資的替代品種，走勢與黃金高度相關，持續上漲多年。預計未來將跟隨黃金走勢，繼續持續上漲。

## 資源儲量增加的前景比較樂觀

江西銅業的資源儲量增加主要在於集團相關資產的注入。江銅集團在這次前期 A 股改中有注資承諾，就是要將其所有控制的礦山等資產在一年內向上市公司注入。

未來江西銅業的資源儲量有望增加為：銅金屬資源儲備約 1085 萬噸、金 391 噸、銀 9300 噸、鉬 25 萬噸。

除了加快已開工的富家塢銅礦建設、武山銅礦擴建、永平銅礦延伸擴幫工程等礦山資源開發專案的建設外，還將加強與國外先進礦業公司的技術合作，對現有礦山深部和周邊地區進行進一步的勘探，拓展資源儲備，同時提高採礦、選礦技術水平及經濟技術指標，合理開採及節約資源。

## 業績預測

我們對江西銅業主要產品、產量的假設如下：

**圖表 13：江西銅業主要產品產量的假設**

	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
阴极铜(公噸)	208583	192276	220000	240000	260000
加工阴极铜(公噸)	89665	110224	112428	112428	112428
铜杆线(公噸)	144369	145538	160000	200000	300000
黄金(千克)	10229	13680	13954	14233	14517
白银(千克)	228241	385875	393593	401464	409494
硫酸(公噸)	1067444	1002562	1052690	1105325	1160591
硫精矿(公噸)	1090175	1031972	1083571	1137749	1194637

資料來源：公司資料，第一上海

**圖表 14：江西銅業主要產品價格的假設（不含稅）**

	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
阴极铜(人民币/公噸)	23608	29216	49573	48581	47610
加工阴极铜(人民币/公噸)	2220	2515	2500	2450	2401
铜杆线(人民币/公噸)	24401	30567	50673	49681	48710
黄金(人民币/千克)	108803	117579	138743	145680	152964
白银(人民币/千克)	1749	1874	2211	2322	2438
硫酸(人民币/公噸)	361	302	300	300	300
硫精矿(人民币/公噸)	136	161	165	165	165

資料來源：公司資料，第一上海

**圖表 15：公司未來三年盈利預測表**

單位：千元

	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
营业额	10627274	13177516	22793940	25596401	31227892
销售及服務成本	(8688160)	(9992777)	(16201138)	(18642128)	(23813687)
毛利	1939114	3184739	6592802	6954273	7414204
其他收入	41364	58877	70652	71359	72073
銷售費用	(84827)	(95765)	(170955)	(191973)	(234209)
管理費用	(326417)	(353713)	(569849)	(639910)	(780697)
其他費用	(136822)	(404888)	(683818)	(767892)	(936837)
利息支出	(199517)	(190556)	(228667)	(233241)	(237905)
除稅前溢利	1232895	2198694	5010166	5192617	5296628
稅項	(116962)	(298941)	(751525)	(778893)	(794494)
本年應占溢利	1108139	1871769	4195910	4348709	4435816
EPS(元/股)	0.43	0.647	1.449	1.502	1.532

資料來源：公司治療，第一上海

圖表 16：金屬價格的敏感性分析

單位：元

	2006年EPS		2006年EPS
銅價上漲 20%	1.840	金價上漲 20%	1.503
銅價上漲 10%	1.645	金價上漲 10%	1.476
基準	1.449	基準	1.449
銅價下跌 10%	1.254	金價下跌 10%	1.422
銅價下跌 20%	1.059	金價下跌 20%	1.395

資料來源：第一上海

根據我們的預測，江西銅業 06—08 年的淨利潤為 42 億元人民幣、43.5 億元人民幣、44.4 億元人民幣；每股收益為 1.45 元人民幣、1.5 元人民幣、1.53 元人民幣；現價之 06—08 年預測市盈率分別為 5.6 倍、5.4 倍和 5.3 倍。

江西銅業業績對產品價格的敏感性非常高。根據我們的測算，銅價波動 10%，淨利潤將波動 13.5%；金價波動 10%，淨利潤將波動 1.9%。

由於金屬價格波動比較大，江西銅業的業績的波動幅度也極大，因此 2006 年業績預測準確性相對較高，而 2007 年、2008 年業績預測的準確性則下降，只是指示一個方向——業績將保持較高水準且有一定增長。必須緊密跟蹤金屬價格的中長期變化趨勢、產量以及新專案進展等因素，才能更好把握該公司的發展。

## 估值

國際銅業務公司 06 年平均預期市盈率為 10 倍，黃金業務公司 06 年平均預期市盈率為 31 倍。

圖表 17：國際同業公司估值比較

公司名称	国家	PE		PB	
		2005实际	2006预测	2005实际	2006预测
铜					
Freeport Copper	US	12.5	16.8	15.0	5.6
Phelp Dodge	US	9.9	8.8	2.8	2.1
Southern Peru Copper	US	8.6	8.2	3.7	3.0
BHP Biliton	AU	12.9	12.2	4.7	3.7
Xstrata	LN	13.2	10.1	2.7	2.0
Rio Tinto	LN	13.5	10.9	3.5	3.6
平均值		11.6	10.0	3.5	2.9
黄金					
NEM	US	45.0	30.0		
ABX	CN	41.0	26.0		
MNG	CN	83.0	38.0		
AEM	CN	72.0	34.0		
LHG	AU	283.0	40.0		
灵宝黄金	HK	25.0	23.0		
紫金矿业	HK	62.0	27.0		
平均值		87.3	31.1		

資料來源：彭博

我們對江西銅業的黃金、銅業務進行分類估值，給予公司銅業務、黃金業務和其他業務分別 5 倍、20 倍和 6 倍的市盈率，與國際同類公司相比這個標準應該是比較保守的。據此測算，公司合理估值水平 10 港元。我們因而設定其 12 個月目標價為 10 港元。

我們目標價距離現價有 28% 的上漲空間，我們給予的評級為買入，只相當於 06 年預測每股收益的 7 倍，遠低於國際銅業公司的平均估值水平。

圖表 18：分類估值測算表

單位：元人民幣

资产类别	利润比例	2006年EPS	估值PE	估值
铜	79.91%	1.16	5.0	5.79
黄金	13.78%	0.20	20.0	4.00
其他	6.31%	0.09	6.0	0.55
合计	100.00%	1.45	7.1	10.33

資料來源：第一上海

## 風險因素

全球經濟放緩，需求大幅下降

經營業績受金屬價格大跌的影響

期貨套期保值損失超過預期

TC/RC 大幅下跌

# 財務報表摘要

损益表					
人民币亿元, 财务年度截至12月31日					
	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
收入	106.3	131.8	227.9	256.0	312.3
毛利	19.4	31.8	65.9	69.5	74.1
其他业务收入	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
销售及管理费用	(4.1)	(4.5)	(7.4)	(8.3)	(10.1)
其他收入	(1.4)	(4.0)	(6.8)	(7.7)	(9.4)
营运收入	14.3	23.9	52.4	54.3	55.3
财务开支	(2.0)	(1.9)	(2.3)	(2.3)	(2.4)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	12.3	22.0	50.1	51.9	53.0
所得税	(1.2)	(3.0)	(7.5)	(7.8)	(7.9)
少数股东应占利润	(0.1)	(0.3)	(0.6)	(0.7)	(0.7)
净利润	11.1	18.7	42.0	43.5	44.4
折旧及摊销	4.6	4.7	5.2	5.6	6.1
EBITDA	16.9	26.7	55.3	57.5	59.0
增长					
总收入 (%)		24.0%	73.0%	12.3%	22.0%
EBITDA (%)	< >	58.0%	107.1%	4.1%	2.6%
每股收益 (%)					

资产负债表					
人民币亿元, 财务年度截至12月31日					
	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
现金	2.9	11.4	25.3	45.2	65.6
应收账款	10.5	11.7	14.0	15.4	16.9
存货	29.3	32.9	39.4	41.8	44.3
其他流动资产	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
总流动资产	42.7	55.9	78.8	102.4	126.8
固定资产	68.3	72.7	78.8	85.1	91.5
无形资产	1.3	1.2	1.5	1.5	1.5
其他固定资产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
总资产	112.7	130.4	159.6	189.5	220.3
短期负债					
应付帐款	9.4	9.8	11.8	13.0	14.3
短期银行贷款	19.6	17.2	10.3	11.0	12.0
其他短期负债	0.6	1.6	0.4	0.4	0.4
总短期负债	29.9	30.2	25.5	27.4	29.9
长期银行贷款	20.9	12.8	17.3	14.4	11.3
其他负债	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
总负债	51.2	43.4	42.8	41.8	41.1
少数股东权益	2.0	3.7	4.3	5.0	5.6
股东权益	59.6	83.3	112.5	142.7	173.6
每股账面值(元)	2.2	2.9	3.9	4.9	6.0
营运资金	12.8	25.7	53.3	75.0	96.9

财务分析					
	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	18.2%	24.2%	28.9%	27.2%	23.7%
EBITDA 利率 (%)	15.9%	20.3%	24.3%	22.5%	18.9%
净利率 (%)	10.4%	14.2%	18.4%	17.0%	14.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-3.9%	-3.4%	-3.3%	-3.3%	-3.3%
实际税率 (%)	-9.5%	-13.6%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
股息支付率 (%)		-3.1%	-4.1%	-5.8%	-5.8%
库存周转	< >	116.2	(1,275.5)	(265.3)	(218.9)
应付账款天数	81.3	62.1	23.0	21.2	18.1
应收账款天数	99.1	89.8	62.3	58.8	51.1
财务状况					
净负债/股本	0.6	0.2	0.0	(0.1)	(0.2)
收入/总资产	0.94	1.01	1.43	1.35	1.42
总资产/股本	1.89	1.56	1.42	1.33	1.27
盈利对利息倍数	(7.2)	(12.5)	(22.9)	(23.3)	(23.3)

现金流量表					
人民币亿元, 财务年度截至12月31日					
	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
EBITDA	16.9	26.7	55.3	57.5	59.0
融资成本	2.0	1.7	2.1	2.1	2.1
营运资金变化	(8.4)	(2.5)	(7.2)	(2.2)	(2.4)
所得税	(1.2)	(3.0)	(7.5)	(7.8)	(7.9)
营运现金流	9.3	22.9	42.7	49.6	50.8
资本开支	(5.5)	(9.4)	(11.3)	(11.6)	(12.5)
其他投资活动	(0.2)	0.3	0.2	0.0	0.2
投资活动现金流	(5.7)	(9.1)	(11.1)	(11.6)	(12.2)
负债变化	0.0	(10.5)	(2.4)	(2.2)	(2.1)
股本变化		8.9			
股息	(3.2)	(1.9)	(12.8)	(13.2)	(13.5)
其他融资活动	(0.6)	(1.7)	(2.5)	(2.6)	(2.6)
融资活动现金流	(3.8)	(5.2)	(17.7)	(18.1)	(18.3)
现金变化	(0.2)	8.6	13.9	19.9	20.4
期初持有现金	3.1	2.9	11.4	25.3	45.2
期末持有现金	2.9	11.4	25.3	45.2	65.6

資料來源：公司資料、第一上海預測

### 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資專案。

©2006 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。