

公司研究/年报点评

2017年03月30日

有色金属/基本金属及冶炼 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 17.82
合理价格区间(元): 18.5-19.0

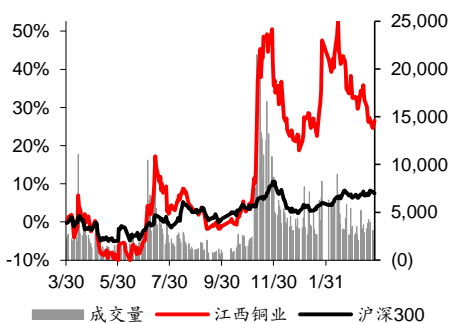
陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

相关研究

- 1 《江西铜业(600362):主业经营向好, 细分不乏亮点》2016.10
- 2 《江西铜业(600362):主业仍稳, 定增求进》2016.08
- 3 《江西铜业(600362):底部蛰伏》2014.10

股价走势图



资料来源: Wind

投资收益亏损掩不住主业向好

江西铜业(600362)

公司 2016 年实现归母净利润 7.88 亿元, 同比上升 23.59%

公司全年实现营业收入约 2023.08 亿元, 同比上升 8.90%; 归属于母公司净利润 7.88 亿元, 同比上升 23.59%; 基本每股收益 0.23 元, 同比上升 27.78%。其中, 第 4 季度实现营业收入约 618.19 亿元, 环比上升 22.94%、同比下降 12.81%; 归属于母公司净利润-2.01 亿元, 环比下降 138.99%、同比增长 3.91 亿元, 对应基本每股收益-0.0580 元, 环比下降 0.207 元、同比上升 0.113 元, 业绩低于市场预期。

四季度投资收益录得大亏, 或因期货业务损失拖累业绩

公司四季度投资净收益录得 11.54 亿元亏损, 直接造成了四季度公司归母净利润亏损 2 亿元, 根据年报披露的整体情况, 2016 年公司因商品期货及远期合约平仓收益损失达 6.47 亿元, 这也解释了为什么 Q4 铜价环比明显上升但公司却录得亏损的原因, 公司全年业绩受此项拖累, 最终仅实现 7.88 亿元归母净利润。

扣非净利润及经营现金流同比大增, 显示经营业绩实质向好

2016 年度公司扣除非经常性损益的净利润为 13.88 亿元, 同比上升达 1038.9%, 显示公司经营层面实有较大改观。此外, 公司 2016 年经营活动产生的现金流量净额为 43.26 亿元, 同比大增 127%, 主要是由于营业收入增加导致现金流入增加, 同时上年留抵扣的税款导致本年支付的税费减少。业务方面, 2016 年公司销售毛利率达 3.46%, 高于 2015 年的 2.32%, 黄金业务毛利率增加 10.45 个百分点至 16.82%, 铜加工产品毛利率增加 5.87 个百分点至 6.89%, 阴极铜毛利率亦小量增加 0.6 个百分点至 1.85%。

铜箔业务盈利改善明显

公司子公司耶兹铜箔有限公司 2015 年净利润录得亏损 6440 万元。进入 2016 年, 随着锂电池需求量的持续增加, 国内锂电铜箔产能瓶颈凸显, 铜箔价格开始快速上涨, 2016 年耶兹铜箔实现净利润 5623 万元, 同比增加了 1.2 亿元的盈利, 其中光下半年就实现净利润约 5000 万, 盈利情况较好。相比几年前仅 2 万元/吨的加工费, 去年四季度铜箔加工费已大幅涨超 4 万元/吨。而据超华科技 2017 年一季度业绩预告侧面显示, 铜箔市场供不应求的关系仍在延续, 铜箔业务持续向好值得期待。

维持“增持”评级

预计公司 2017-2019 年实现归母净利润为 14.07、18.00、20.42 亿元, 对应 EPS 分别为 0.41、0.52、0.59 元, 对应 PE 分别为 43.86、34.28、30.23 倍, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 铜下游需求不达预期, 投资收益亏损超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,463
流通 A 股 (百万股)	2,075
52 周内股价区间 (元)	12.77-21.49
总市值 (百万元)	61,706
总资产 (百万元)	86,305
每股净资产 (元)	13.54

资料来源: 公司公告

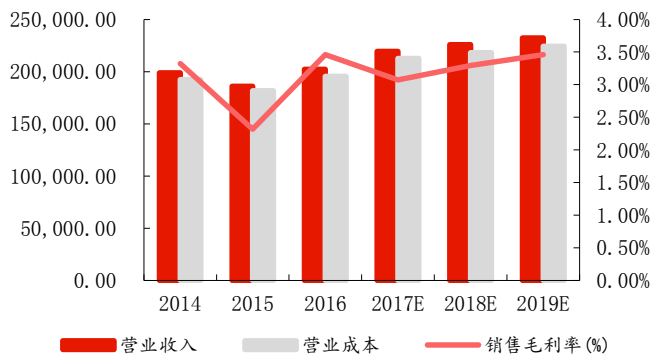
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	185,782	202,308	219,491	225,664	232,227
+/-%	-6.6	8.90	8.49	2.81	2.91
净利润 (百万元)	637.22	787.54	1,407	1,800	2,042
+/-%	-77.65	23.59	78.65	27.95	13.41
EPS (元, 最新摊薄)	0.18	0.23	0.41	0.52	0.59
PE (倍)	96.84	78.35	43.86	34.28	30.23

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

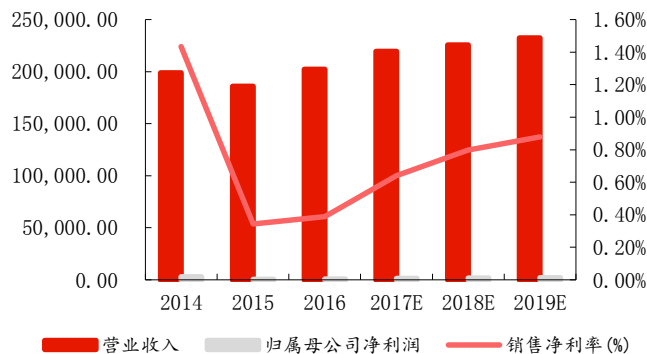
公司经营情况

图表1: 江西铜业营业收入与成本变化 (单位: 百万)



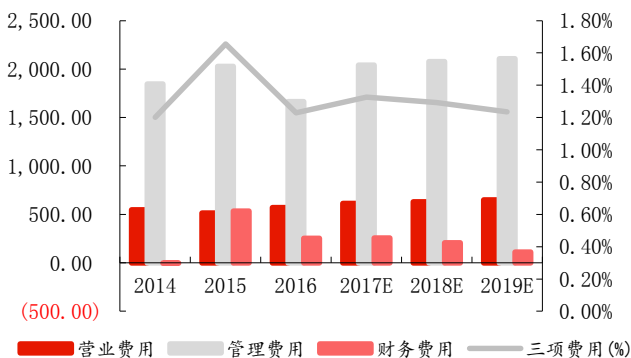
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表2: 江西铜业归母净利润和营业收入变化 (单位: 百万)



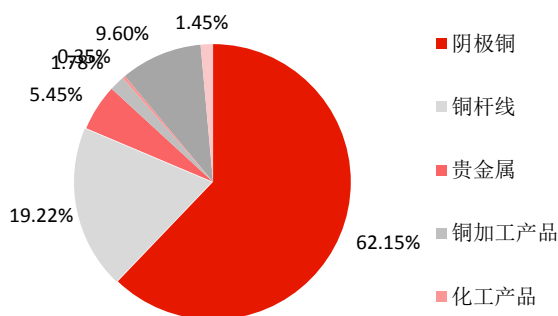
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表3: 江西铜业期间费用变化 (单位: 百万)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

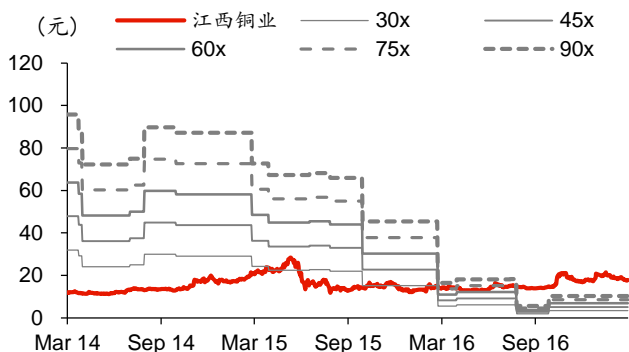
图表4: 江西铜业 2016 年各业务营业收入占比情况 (单位: 百万)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

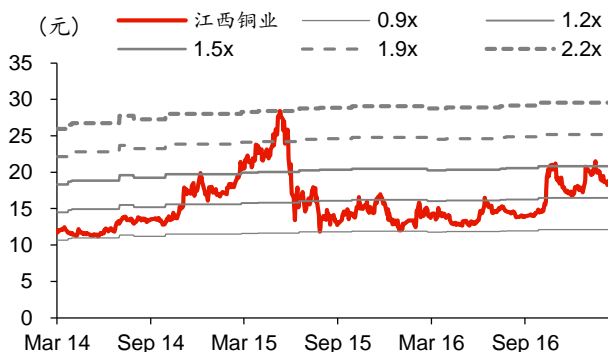
PE/PB - Bands

图表5: 江西铜业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 江西铜业历史 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	57,214	53,874	61,122	61,186	62,210
现金	20,681	13,079	17,656	16,634	16,382
应收账款	11,033	13,543	13,664	14,317	14,784
其他应收账款	3,276	2,975	3,462	3,549	3,616
预付账款	1,732	2,329	2,249	2,368	2,452
存货	13,369	15,412	16,233	16,744	17,251
其他流动资产	7,123	6,537	7,858	7,573	7,725
非流动资产	32,541	33,510	32,231	31,945	31,321
长期投资	2,903	3,006	3,021	2,996	3,006
固定投资	18,815	17,973	18,646	18,548	18,018
无形资产	2,389	2,436	2,668	2,868	3,042
其他非流动资产	8,434	10,095	7,897	7,533	7,256
资产总计	89,755	87,384	93,353	93,131	93,531
流动负债	40,504	37,339	42,219	39,894	37,941
短期借款	15,812	14,868	18,941	15,481	13,538
应付账款	4,287	6,160	6,148	6,499	6,611
其他流动负债	20,406	16,311	17,129	17,913	17,791
非流动负债	1,418	1,222	1,223	1,447	1,629
长期借款	347.60	228.10	228.10	428.10	628.10
其他非流动负债	1,070	994.01	995.07	1,019	1,001
负债合计	41,922	38,561	43,443	41,340	39,570
少数股东权益	1,927	2,225	2,306	2,415	2,572
股本	3,463	3,463	3,463	3,463	3,463
资本公积	11,686	11,686	11,686	11,686	11,686
留存公积	30,551	30,993	32,856	34,656	36,698
归属母公司股	45,906	46,598	47,605	49,376	51,389
负债和股东权益	89,755	87,384	93,353	93,131	93,531

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,902	4,326	(754.06)	3,370	2,887
净利润	684.75	940.80	1,488	1,909	2,199
折旧摊销	1,644	1,861	1,630	1,789	1,908
财务费用	533.71	252.01	256.15	207.36	111.75
投资损失	(552.03)	228.26	(300.00)	(400.00)	(350.00)
营运资金变动	(1,133)	(1,198)	(3,136)	(305.74)	(1,060)
其他经营现金	724.45	2,241	(692.22)	170.51	78.48
投资活动现金	(794.95)	(2,769)	(416.47)	(975.88)	(936.72)
资本支出	1,764	1,636	1,000	1,000	1,000
长期投资	(395.87)	(1,461)	(857.40)	193.68	46.06
其他投资现金	573.58	(2,593)	(273.87)	217.80	109.34
筹资活动现金	(3,938)	(10,353)	5,748	(3,415)	(2,203)
短期借款	(5,118)	(943.48)	4,073	(3,460)	(1,943)
长期借款	(332.85)	(119.50)	0.00	200.00	200.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,513	(9,291)	1,675	(155.29)	(459.58)
现金净增加额	(2,689)	(8,445)	4,577	(1,022)	(252.04)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	185,782	202,308	219,491	225,664	232,227
营业成本	181,478	195,310	212,742	218,235	224,193
营业税金及附加	554.32	579.94	637.64	655.63	673.18
营业费用	515.36	569.02	612.27	630.64	649.28
管理费用	2,026	1,664	2,040	2,078	2,107
财务费用	533.71	252.01	256.15	207.36	111.75
资产减值损失	455.35	1,153	500.00	710.38	714.10
公允价值变动收益	219.99	(582.59)	(400.00)	(28.87)	(28.87)
投资净收益	552.03	(228.26)	300.00	400.00	350.00
营业利润	991.08	1,969	2,603	3,518	4,100
营业外收入	212.63	151.07	168.78	170.18	166.53
营业外支出	39.29	86.25	67.06	68.83	71.14
利润总额	1,164	2,034	2,704	3,619	4,195
所得税	479.66	1,093	1,216	1,711	1,996
净利润	684.75	940.80	1,488	1,909	2,199
少数股东损益	47.54	153.27	81.13	108.58	157.57
归属母公司净利润	637.22	787.54	1,407	1,800	2,042
EBITDA	3,169	4,082	4,489	5,514	6,120
EPS (元)	0.18	0.23	0.41	0.52	0.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(6.56)	8.90	8.49	2.81	2.91
营业利润	(73.88)	98.64	32.20	35.18	16.53
归属母公司净利润	(77.65)	23.59	78.65	27.95	13.41
获利能力 (%)					
毛利率	2.32	3.46	3.07	3.29	3.46
净利率	0.34	0.39	0.64	0.80	0.88
ROE	1.39	1.69	2.96	3.65	3.97
ROIC	2.00	2.29	3.27	4.12	4.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.71	44.13	46.54	44.39	42.31
净负债比率 (%)	56.43	39.51	50.05	44.73	41.29
流动比率	1.41	1.44	1.45	1.53	1.64
速动比率	1.07	1.02	1.05	1.10	1.18
营运能力					
总资产周转率	2.01	2.28	2.43	2.42	2.49
应收账款周转率	15.99	14.56	14.09	14.30	14.09
应付账款周转率	24.80	37.39	34.57	34.51	34.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.23	0.41	0.52	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.25	(0.22)	0.97	0.83
每股净资产(最新摊薄)	13.26	13.46	13.75	14.26	14.84
估值比率					
PE (倍)	96.84	78.35	43.86	34.28	30.23
PB (倍)	1.34	1.32	1.30	1.25	1.20
EV_EBITDA (倍)	18.99	14.74	13.40	10.91	9.83

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