

江西铜业（600362）

公司研究/点评报告

并购金铜冶炼产能，增强主营业务潜力

——江西铜业（600362）年报点评

点评报告/有色金属

2019年03月28日

一、事件概述

江西铜业于3月27日晚发布2018年年度报告。报告期内公司实现营业收入2152.89亿元，同比增长4.99%；实现归母净利润24.47亿元，同比增长52.43%。

二、分析与判断

➤ 主营产品保持稳健，成本上升蚕食毛利率

报告期内，公司阴极铜主业稳步向前迈进。全年阴极铜产量达146万吨、同比增长6.51%，铜杆线（降1.09%）、其他铜加工（降3.81%）、白银（降18.40%）、化工产品（增5.69%）等业务表现相对稳健。铜、金及化工产品业务发力并成为公司营收的重要来源。前六大业务：阴极铜营收增加1.05%、铜杆线增4.07%、其他铜加工降2.51%、黄金增0.44%、白银降30.37%，化工产品增1.26%。营业成本受原材料价格上涨等因素影响，导致公司主要业务板块毛利水平承压并同比有所回落，综合毛利率同比下降0.86个百分点至3.63%。

➤ 投资收益及公允价值变动成归母利润主要来源

据年报披露，投资收益方面，主要商品的套期保值平仓收益为5.91亿元，较17年亏损4.5亿元，出现盈利。同时公允价值净收益为6.63亿，大幅转正。成本方面，资产减值/信用减值损失计提18亿元，规模较17年下降20.78%。公司执行新金融工具准则导致融资结构出现变化，短期负债增26.27%，新增合同负债33亿元，整体财务费用上升54.99%，同时公司加大研发投入，研发费用增加30.71%，对业绩形成一定的拖累。在营业成本增速高于营业收入增速的背景下，投资收益及公允价值变动大幅转正并成为利润增量的主要来源。

➤ 进一步布局贵金属领域，增强金铜业务潜力

公司在报告期内公告拟收购恒邦股份，恒邦股份17年生产黄金38.50吨、银550.85吨，铜14.43万吨、硫酸122.08万吨。恒邦拥有16个金矿采矿权、21个探矿权，探明黄金储量约占国内黄金储量的5.60%。此次收购既增强公司铜业务的实力，同时进一步推动公司在贵金属领域的布局。考虑近期鲍威尔暗示长期暂停加息、美元指数下探，美国国债收益率有下行的趋势，长期利多贵金属。叠加宏观环境宽松、2月废铜进口累计同比下跌37.73%、智利铜矿薪资谈判的扰动，铜供需紧平衡边际恶化。因此我们看好江西铜业的金铜业绩潜力。

三、投资建议

考虑到未来公司“三年创新倍增”战略逐步落地、宏观环境回暖有望支撑相关金属价格，预计公司2019-2021年EPS分别为0.81/0.86/0.99元，对应当前股价的PE分别为19/18/16X。目前铜行业的整体估值为31倍，公司估值低于行业整体水平，给予“推荐”评级。

四、风险提示

金属价格超预期下跌，项目投产进度不及预期，下游需求超预期下滑。

推荐

首次评级

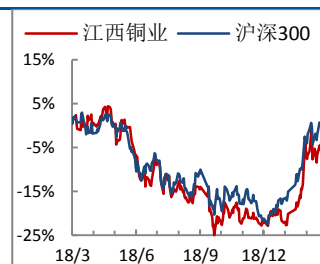
当前价格：15.31元

交易数据

2019-3-27

近12个月最高/最低(元)	17.81/12.61
总股本(百万股)	3,463
流通股本(百万股)	2,075
流通股比例(%)	59.93
总市值(亿元)	530
流通市值(亿元)	318

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

研究助理：孙宇翔

执业证号：S0100118010030
 电话：010-85127665
 邮箱：sunyuxiang@mszq.com

研究助理：薛绍阳

执业证号：S0100117100002
 电话：010-85127665
 邮箱：xueshaoyang@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001
 电话：010-85127665
 邮箱：zhongqi@mszq.com

相关研究

1. 江西铜业（600362）年报点评：自产矿量价齐升 副产品相当给力

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	215,290	232,685	241,552	258,683
增长率（%）	5.0%	8.1%	3.8%	7.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,448	2,796	2,968	3,427
增长率（%）	52.4%	14.2%	6.2%	15.4%
每股收益（元）	0.71	0.81	0.86	0.99
PE（现价）	21.6	19.0	17.9	15.5
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	215,290	232,685	241,552	258,683
营业成本	207,472	224,147	232,622	248,976
营业税金及附加	895	902	962	1,029
销售费用	569	618	639	685
管理费用	1,559	1,794	1,843	1,964
EBIT	4,796	5,223	5,486	6,029
财务费用	813	1,183	1,265	1,223
资产减值损失	481	0	0	0
投资收益	591	591	411	501
营业利润	3,266	4,631	4,632	5,307
营业外收支	28	30	30	30
利润总额	3,294	4,661	4,662	5,337
所得税	840	1,634	1,525	1,723
净利润	2,455	3,027	3,137	3,614
归属于母公司净利润	2,448	2,796	2,968	3,427
EBITDA	6,465	6,890	7,103	7,612

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	22773	23000	23300	23800
应收账款及票据	8958	15301	15553	16403
预付款项	2359	2399	2479	2687
存货	17259	19570	20622	22008
其他流动资产	5413	5413	5413	5413
流动资产合计	69532	79648	81552	84788
长期股权投资	3676	6331	8986	11641
固定资产	17942	17674	17238	16858
无形资产	2386	2282	2180	2082
非流动资产合计	33335	33993	34459	35041
资产合计	102867	113641	116011	119829
短期借款	29875	35818	34600	33513
应付账款及票据	6230	9009	8970	9636
其他流动负债	2058	2058	2058	2058
流动负债合计	46138	53885	53119	53323
长期借款	3282	3282	3282	3282
其他长期负债	1420	1420	1420	1420
非流动负债合计	4702	4702	4702	4702
负债合计	50840	58587	57821	58025
股本	3463	3463	3463	3463
少数股东权益	2260	2491	2660	2847
股东权益合计	52027	55053	58190	61804
负债和股东权益合计	102867	113641	116011	119829

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	5.0%	8.1%	3.8%	7.1%
EBIT 增长率	-22.5%	8.9%	5.0%	9.9%
净利润增长率	52.4%	14.2%	6.2%	15.4%
盈利能力				
毛利率	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%
净利率	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%
总资产收益率 ROA	2.4%	2.5%	2.6%	2.9%
净资产收益率 ROE	4.9%	5.3%	5.3%	5.8%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
现金比率	0.7	0.6	0.6	0.6
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	14.9	18.5	18.0	17.6
存货周转天数	32.8	31.9	32.4	32.3
总资产周转率	2.1	2.1	2.1	2.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.8	0.9	1.0
每股净资产	14.4	15.2	16.0	17.0
每股经营现金流	2.4	(0.8)	1.3	1.3
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	21.6	19.0	17.9	15.5
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.9	10.1	9.6	8.8
股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,454	3,027	3,137	3,614
折旧和摊销	2,151	1,666	1,617	1,583
营运资金变动	3,036	(8,085)	(1,153)	(1,445)
经营活动现金流	8,182	(2,716)	4,541	4,560
资本开支	2,400	(361)	(601)	(521)
投资	(7,093)	(2,655)	(2,655)	(2,655)
投资活动现金流	(9,178)	(1,703)	(1,643)	(1,633)
股权募资	30	0	0	0
债务募资	6,034	0	0	0
筹资活动现金流	1,109	4,646	(2,598)	(2,427)
现金净流量	112	227	300	500

分析师与研究助理简介

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师

孙宇翔，北京大学工学硕士，2017年加入民生证券，从事有色金属行业及公司研究。

薛绍阳，澳洲莫纳什大学精算学士及金融数学硕士，从事有色金属行业及公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。