

公司研究

有色金属/铜子行业
评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

范海波

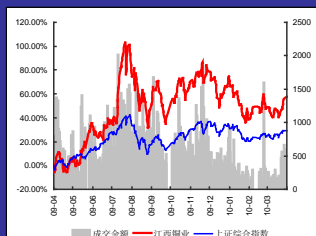
010-63081252

fanhaibo@cindasc.com

主要财务指标

| | 2009 | 2010E | 2011E |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 (百万元) | 51,715 | 85,340 | 97,903 |
| (+/-%) | -4 | 65 | 15 |
| 主营业务利润 (百万元) | 5,566 | 8,699 | 9,795 |
| (+/-%) | -18 | 56 | 13 |
| EPS | 0.78 | 1.55 | 1.76 |
| PE | 48.79 | 24.61 | 21.60 |

近一年公司相对表现



相关报告

黄金和铜铅锌四季度半程回顾与展望：
上涨仍将是主基调 2009-11-24

有色金属、钢铁行业 2010 年投资策略：
全球经济复苏和流动性充足下的机遇
2009-12-11

有色钢铁行业 2010 年二季度投资策略：
国内短缺品种的机遇 2010-04-01

江西铜业 (600362/46.50)

2010 年业绩可期

2009 年报点评

2010 年 4 月 7 日

摘要

- 江西铜业发布 2009 年报。年内产品产量创历史新高，实现合并营业收入 5,171,465 万元，同比下降 4.18%；实现归属于母公司股东的净利润人民币 234,925 万元，同比增加 2.81%。基本每股收益 0.78 元，每 10 股派发现金红利人民币 1.00 元（含税）。
- 公司主要产品产量均按年计划完成，2009 年公司主要盈利产品铜精矿产量同比增长 5%。但在 2009 年电解铜价格单边上涨的背景下，公司单季度毛利率大幅波动，可能与公司确认销售中的产品结构有关，因此也影响了 2009 年业绩。
- 化工产品营业利润同比下降 184,189 万元(或-92.12%)，营业利润率由 2008 年的 76.83% 下降至 20.21%。我们认为，2010 年硫酸价格的回升将使公司业绩有较大提高。
- 2009 年底，公司存货 114.90 亿元，大大高于 2009 年中报 67.99 亿元和金融危机前 2008 年中报的 89.78 亿元，为近年最高。按期末上海现货铜估算，公司库存明显偏高。我们认为，公司存货大增是 2009 年业绩低于预期的原因之一。此外，年内公司商品期货合约平仓损失 2.19 亿也是业绩低于预期的原因。2010 年铜价的上涨和存货释放有助于公司 2010 年的业绩。
- 相关报告中，我们对 2010 年铜的前景进行了预测。在全球经济逐步恢复、流动性宽裕的大背景下，精炼铜的消费和价格有望继续向上并创出历史新高。
- 根据公司生产计划，预计江西铜业 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 1.55 元和 1.76 元。以 2010 年 4 月 6 日 38.06 元的收盘价，2010 和 2011 年的 PE 分别为 24.61 倍和 21.60 倍。维持江西铜业“买入”评级，目标价 46.50 元。

目录

| | |
|------------------|---|
| 1. 事件 | 2 |
| 2. 点评 | 2 |
| 3. 盈利预测与评级 | 3 |

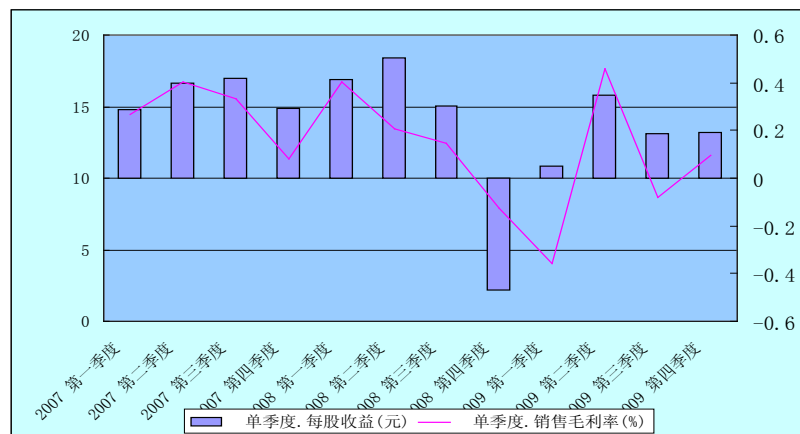
1. 事件

江西铜业发布 2009 年年报。公司 2009 年产品产量创历史新高，实现合并营业收入 5,171,465 万元，同比下降 4.18%；实现归属于母公司股东的净利润人民币 234,925 万元，同比增加 2.81%。基本每股收益 0.78 元，每 10 股派发现金红利人民币 1.00 元（含税）。

2. 点评

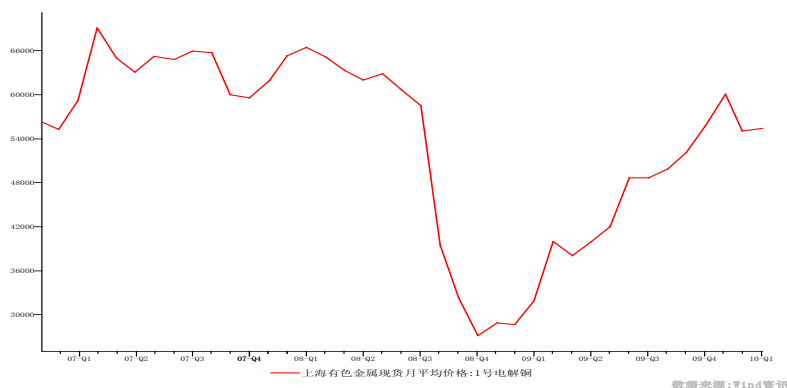
2009 年江西铜业生产矿产铜 16.7 万吨，阴极铜 80.2 万吨，黄金 20 吨，白银 430 吨，硫酸 225 万吨，铜材产量 48.4 万吨。公司主要产品产量均按年初的计划完成。2009 年公司主要盈利产品铜精矿产量同比增长 5%，但在 2009 年电解铜价格单边上涨的背景下，公司单季度毛利率大幅波动，可能与公司确认销售中的产品结构有关，因此也影响了 2009 年业绩。

图 1 江西铜业单季度销售毛利率与每股收益



资料来源：Wind 信达证券研发中心

图 2 上海有色现货铜月均价



资料来源：Wind 信达证券研发中心

虽然 2009 年四季度硫酸价格开始回升，但报告期内，尽管销售数量同比有所上升，销售价格的大幅下降使公司化工产品营业收入比同比大幅下降 182,278 万元(或 -70.04%)；随着销量的上升，营业成本同比增长 1,911 万元(或 3.17%)；化工产品营业利润比同比下降 184,189 万元(或 -92.12%)，营业利润率由 2008 年的 76.83% 下降至 20.21%。我们认为，2010 年硫酸价格的回升将使公司业绩有较大提高。

2009 年底，公司存货 114.90 亿元，大大高于 2009 年中报 67.99 亿元和金融危机前 2008 年中报的 89.78 亿元，为近年最高。虽然公司表示主要由于原材料价格上涨导致库存产品单位成本上涨以及生产规模扩张导致的库存量增加，按 2009 年 12 月 31 日上海现货铜 59,125 元/吨，公司存货达 22.74 万吨，而金融危机前的 2008 年中期只有 12.80 万吨（表 1），公司库存明显偏高。

我们认为，公司存货大增是 2009 年业绩低于预期的原因之一。此外，年内公司商品期货合约平仓损失 2.19 亿也是业绩低于预期的原因。但 2010 年铜价的上涨和存货释放有助于公司 2010 年的业绩。公司表示，2010 年，本集团将努力促使权证行权，为本集团海外矿山建设提供资金，确保海外矿山及早开发。

表 1 江西铜业存货

| | 2009 | 2008 中期 | 2007 |
|--------------|----------------|---------------|---------------|
| 库存 (元) | 11,489,972,610 | 6,886,053,350 | 8,939,919,227 |
| 期末现货铜价 (元/吨) | 59,125 | 62,950 | 58,950 |
| 估算存货 (吨) | 227,370 | 127,985 | 177,434 |

资料来源：Wind 信达证券研发中心

2009 年末，公司 100% 所有权的查明资源储量约为铜金属 1,131 万吨，黄金 362 吨，银 9,689 吨，钼 27.5 万吨；伴生硫及共生硫 10,899 万吨；权益金属量约为铜 407 万吨、黄金 42.16 吨。2009 年公司新增铜金属储量 31 万吨、铅锌金属储量 51 万吨、金金属储量 3.27 吨、银金属储量 952 吨，铜资源新增储量大于消耗量。另外，现有矿山周边及深部勘探也或见成效，为公司未来发展提供了保障。

在相关报告中，我们对 2010 年铜的前景进行了预测。在全球经济逐步恢复、流动性宽裕的大背景下，精炼铜的消费和价格有望继续向上并创出历史新高。

3. 盈利预测与评级

2009 年末，公司阴极铜生产能力已经达 90 万吨/年，铜材加工能力 45 万吨。2010 年，主要生产经营计划为：阴极铜 90 万吨、黄金 22 吨、白银 460 吨、硫酸 231 万吨、铜精矿含铜 17.2 万吨、铜杆线及其他铜加工产品 48.3 万吨。冶炼按最大产能安排计划。

根据公司生产计划，预计江西铜业 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 1.55 元和 1.76 元。以 2010 年 4 月 6 日 38.06 元的收盘价，2010 和 2011 年的 PE 分别为 24.61 倍和 21.60 倍。维持江西铜业“买入”评级，按 10 年 30 倍 PE，目标价 46.50 元。

表 2 利润表预测

| | 2009 | 2010E | 2011E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入(万元) | 5,171,464.78 | 8,534,024.39 | 9,790,295.92 |
| 营业收入(万元) | 5,171,464.78 | 8,534,024.39 | 9,790,295.92 |
| 营业总成本(万元) | 4,828,800.14 | 7,903,112.74 | 9,072,272.46 |
| 营业成本(万元) | 4,614,836.12 | 7,664,135.29 | 8,810,832.02 |
| 营业税金及附加(万元) | 28,402.45 | 46,870.13 | 53,769.75 |
| 销售费用(万元) | 29,594.35 | 32,553.79 | 34,181.47 |
| 管理费用(万元) | 108,327.20 | 119,159.92 | 131,075.91 |
| 财务费用(万元) | 36,721.47 | 40,393.62 | 42,413.30 |
| 资产减值损失(万元) | 10,918.56 | | |
| 其他经营收益(万元) | | | |
| 公允价值变动净收益(万元) | -6,251.70 | | |
| 投资净收益(万元) | -25,521.57 | | |
| 营业利润(万元) | 310,891.36 | 630,911.65 | 718,023.47 |
| 加: 营业外收入(万元) | 9,664.75 | 4,026.83 | 4,815.03 |
| 减: 营业外支出(万元) | 2,941.26 | 3,004.89 | 2,794.10 |
| 利润总额(万元) | 317,614.85 | 631,933.59 | 720,044.40 |
| 减: 所得税(万元) | 82,951.72 | 165,042.59 | 188,054.56 |
| 净利润(万元) | 234,663.14 | 466,891.00 | 531,989.84 |
| 减: 少数股东损益(万元) | -262.27 | -521.82 | -594.58 |
| 归属于母公司所有者的净利润(万元) | 234,925.40 | 467,412.82 | 532,584.41 |
| EPS | 0.78 | 1.55 | 1.76 |

资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

| | 评级 | 说明 |
|--------|------|-------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈买入 | 相对沪深300指数涨幅20%以上 |
| | 买入 | 相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对沪深300指数跌幅10%以上 |
| 行业投资评级 | 强于大市 | 相对沪深300指数涨幅10%以上 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | 弱于大市 | 相对沪深300指数跌幅10%以上 |

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102