

# 公司研究

有色金属/铜子行业  
评级：持有

## 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

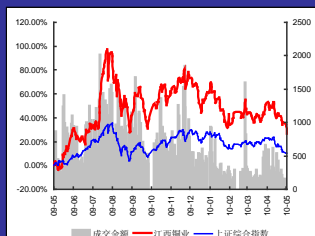
010-63081252

fanhaibo@cindasc.com

### 主要财务指标

	2009	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	51,715	76,006	83,901
(+/-%)	-4	47	10
主营业务利润 (百万元)	5,566	6,867	7,673
(+/-%)	-18	23	12
EPS	0.78	1.11	1.26
PE	42.91	30.14	26.53

### 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 (600362/33.47)

## 毛利率环比下滑

2010 年一季报点评

2010 年 5 月 5 日

### 摘要

- 江西铜业发布 2010 年一季报。期内实现营业收入 159.08 亿元，同比增长 60.91%；实现净利润约 6.975 亿元，同比增长 359.56%；每股收益 0.23 元。
- 虽然 2010 年一季度江西铜业营业收入同比增加较大，但由于 2009 年基数较低。从环比来看，营业收入环比下降 8.08%。在 2010 年公司生产规模扩大的背景下，公司一季度毛利率和销售费用/营业总收入比均呈下降，而公司主要产品精炼铜和硫酸价格 2010 年一季度均较 2009 年四季度有所上涨。我们认为收入与毛利率下降可能与公司确认销售中的产品结构和销售量有关。
- 2009 年底，公司存货 114.90 亿元，而一季度增至 117.94 亿元，达到历史新高。虽然产能扩大必然增加存货，但 2010 年一季度存货周转天数为 72.75 天，也高于 2009 年年报的 71.37 天。
- 2010 年铜 TC/RC 大幅下降，进口铜精矿冶炼面临亏损，在产能同比扩大的年度生产计划下，要想取得微利，唯一可能的盈利模式恐怕是进口铜精矿冶炼的铜在高于成本价卖出。2010 年铜价高位震荡可能将有利于公司盈利。
- 下调江西铜业 2010 年和 2011 年 EPS 至 1.11 元和 1.26 元。以 2010 年 5 月 4 日 33.47 元的收盘价，2010 和 2011 年的 PE 分别为 30.14 倍和 26.53 倍。降低江西铜业评级由“买入”至“持有”。

### 目录

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

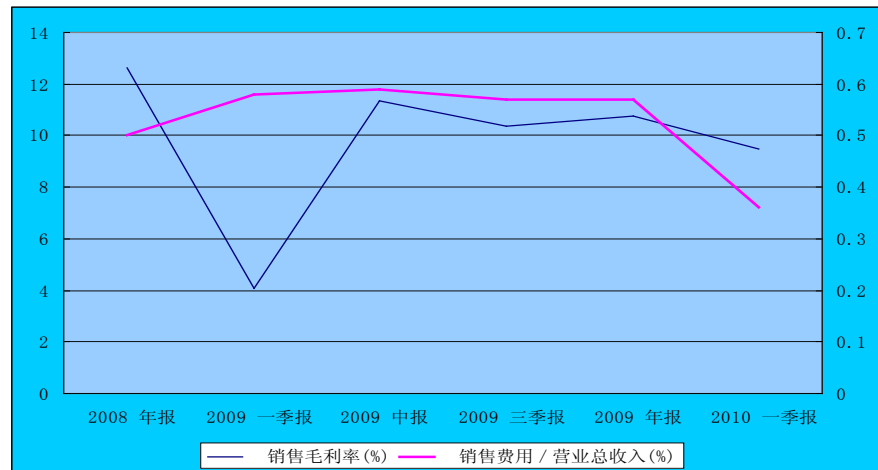
## 1. 事件

江西铜业发布 2010 年一季报。期内实现营业收入 159.08 亿元，同比增长 60.91%；实现净利润约 6.975 亿元，同比增长 359.56%；每股收益 0.23 元。

## 2. 点评

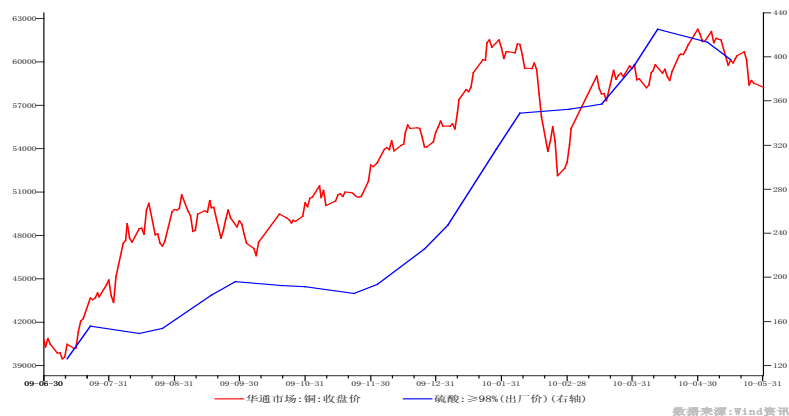
虽然 2010 年一季度江西铜业营业收入同比增加较大，但由于 2009 年基数较低。从环比来看，营业收入环比下降 8.08%。在 2010 年公司生产规模扩大的背景下，公司一季度毛利率和销售费用/营业总收入比均呈下降（图 1），而公司主要产品精炼铜和硫酸价格 2010 年一季度均较 2009 年四季度有所上涨。我们认为收入与毛利率下降可能与公司确认销售中的产品结构和销售量有关。

图 1 江西铜业单季度销售毛利率与销售费用/营业总收入



资料来源：Wind 信达证券研发中心

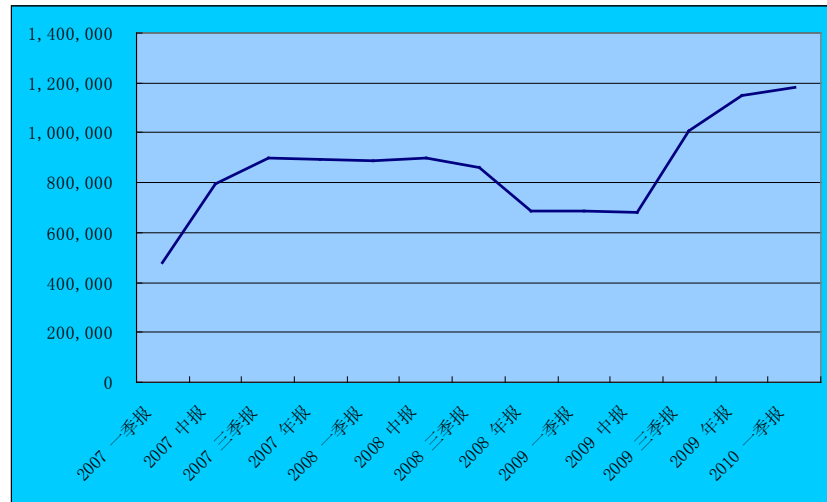
图 2 上海有色现货铜月均价



资料来源：Wind 信达证券研发中心

2009 年底，公司存货 114.90 亿元，而一季度增至 117.94 亿元，达到历史新高（图 3）。虽然产能扩大必然增加存货，但 2010 年一季度存货周转天数为 72.75 天，也高于 2009 年年报的 71.37 天。

图 3 江西铜业库存



资料来源：Wind 信达证券研发中心

2010 年铜 TC/RC 大幅下降，进口铜精矿冶炼面临亏损，在产能同比扩大的年度生产计划下，要想取得微利，唯一可能的盈利模式恐怕是进口铜精矿冶炼的铜在高于成本价卖出。2010 年铜价高位震荡可能将有利于公司盈利。

### 3. 盈利预测与评级

下调江西铜业 2010 年和 2011 年 EPS 至 1.11 元和 1.26 元。以 2010 年 5 月 4 日 33.47 元的收盘价，2010 和 2011 年的 PE 分别为 30.14 倍和 26.53 倍。降低江西铜业评级由“**买入**”至“**持有**”。

表 1 利润表预测

	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	5,171,464.78	7,600,591.04	8,390,145.89
营业收入(万元)	5,171,464.78	7,600,591.04	8,390,145.89
营业总成本(万元)	4,828,800.14	7,147,711.01	7,876,608.37
营业成本(万元)	4,614,836.12	6,913,860.12	7,622,857.77
营业税金及附加(万元)	28,402.45	41,743.57	46,079.92
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	0.00	0.00
其他经营收益(万元)			
公允价值变动净收益(万元)	-6,251.70	0.00	0.00
投资净收益(万元)	-25,521.57	0.00	0.00
营业利润(万元)	310,891.36	452,880.02	513,537.52
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	453,901.97	515,558.45
减: 所得税(万元)	82,951.72	118,545.93	134,648.81
净利润(万元)	234,663.14	335,356.03	380,909.64
减: 少数股东损益(万元)	-262.27	-374.81	-425.72
归属于母公司所有者的净利润(万元)	234,925.40	335,730.84	381,335.37
EPS	0.78	1.11	1.26

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