

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

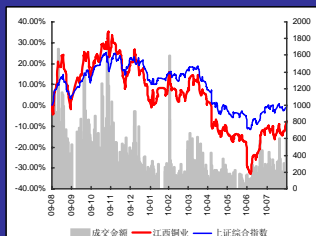
010-63081252

fanhaibo@cindasc.com

主要财务指标

	2009	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	51,715	81,368	98,552
(+/-%)	-4	57	21
主营业务利润 (百万元)	5,566	8,058	9,921
(+/-%)	-18	45	23
EPS	0.78	1.46	1.87
PE	39.23	20.92	16.36

近一年公司相对表现



相关报告

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 年下半年投资策略：
二次探底风险有待释放 2010-6-9

江西铜业 (600362/43.80)

资源价值体现

2010 年半年报点评

2010 年 8 月 30 日

摘要

- 江西铜业发布 2010 年半年报。上半年实现营业收入 375.7 亿元，比上年同期增加 162.2 亿元 (75.95%)；实现营业利润 28.19 亿元，同比增加人民币 12.78 亿元 (82.89%)；归属于本公司股东的净利润 21.2 亿元，同比增加 9.2 亿元 (76.74%)；基本每股收益为人民币 0.7 元，比上年同期增加人民币 0.3 元 (75%)，比一季度增加 0.47 元 (104.3%)，高于我们的预期。
- 上半年公司主要盈利来源的铜精矿生产增加有限，同比增长 3.7%，生产阴极铜同比增长 22.16%，由于 2010 年上半年铜冶炼加工费持续下降，公司业绩的大幅增长主要来自精炼铜价格的上涨。
- 我们注意到，2010 年二季度公司主要产品价格均低于一季度，而二季度业绩却大幅高于一季度，公司毛利率、净利率等指标也在二季度环比增长。我们认为，公司二季度业绩的释放可能与公司确认销售中的产品结构和销售量有关。
- 目前铜 TC/RC 低于行业生产成本，冶炼企业减产将使国内精炼铜产量减少、未来进口精炼铜可能较大幅度增加，中国精炼铜进口大幅增加将进一步推升铜价。相关报告中，我们对下半年铜和黄金的趋势进行了分析，目前价格正朝我们预计方向发展，库存下降，价格回升。2010 年全球缺铜的背景、铜和黄金的不断创新高，将使江西铜业业绩得到提升。
- 上调江西铜业 2010 年和 2011 年 EPS 至 1.46 元和 1.87 元。以 2010 年 8 月 30 日 30.60 元的收盘价，2010 和 2011 年的 PE 分别为 20.92 倍和 16.36 倍。调升江西铜业评级，由“持有”至“买入”，按 10 年 30 倍 PE，目标价 43.80 元。

目录

1. 事件	2
2. 点评	2
3. 盈利预测与评级	4

1. 事件

江西铜业发布 2010 年半年报。上半年实现营业收入 375.7 亿元，比上年同期增加 162.2 亿元 (75.95%)；实现营业利润 28.19 亿元，同比增加人民币 12.78 亿元 (82.89%)；归属于本公司股东的净利润 21.2 亿元，同比增加 9.2 亿元 (76.74%)；基本每股收益为人民币 0.7 元，比上年同期增加人民币 0.3 元 (75%)，比一季度增加 0.47 元 (104.3%)，高于我们的预期。

2. 点评

上半年公司生产阴极铜 45.2 万吨 (含代加工阴极铜)，同比增长 22.16% (上年同期 37 万吨)；黄金 10,414 公斤，同比增长 4% (上年同期 10,013 公斤)；白银 237 吨，同比下降 0.84% (上年同期为 239 吨)；铜杆线 19.9 万吨，同比下降 7.4% (上年同期为 21.5 万吨)；硫酸 122 万吨，同比增长 10.9% (上年同期 110 万吨)；硫精矿 75.87 万吨，同比下降 12.1% (上年同期为 86.33 万吨)；铜精矿含铜 8.4 万吨，同比增长 3.7% (上年同期为 8.1 万吨)；钼精矿折含量 (45%) 2,259 吨，同比增长 19.7% (上年同期为 1,887 吨)；铜杆线外的其他铜加工产品 3.1 万吨，同比减少 6.1% (上年同期为 3.3 万吨)。

由于 2010 年上半年铜冶炼加工费持续下降，国内主要冶炼厂与供应商的铜冶炼加工费长协价为粗炼费 46.5 美元/吨和精炼费 4.65 美分/磅 (上年分别为 75 美元/吨和 7.5 美分/磅)，而现货在大部分时间里比长协单更低。公司主要盈利来源的铜精矿生产增加有限，业绩的大幅增长主要来自精炼铜价格的上涨。

表 1 精炼铜价格

	期货收盘 价: LME3 个月铜	期货收盘价 (连 续): 阴极铜	出厂价: 硫酸: ≥98%
2009 上半年	4,090.73	34,424.24	188.09
2009 全年	5,193.89	42,217.17	185.35
2010 上半年	7,158.95	57,432.20	358.87
2010 一季度	7,274.08	58,610.52	365.58
2010 二季度	7,040.04	56,293.17	352.15
2010 上半年至 今	7,030.64	55,633.33	293.28

资料来源: Wind 信达证券研发中心

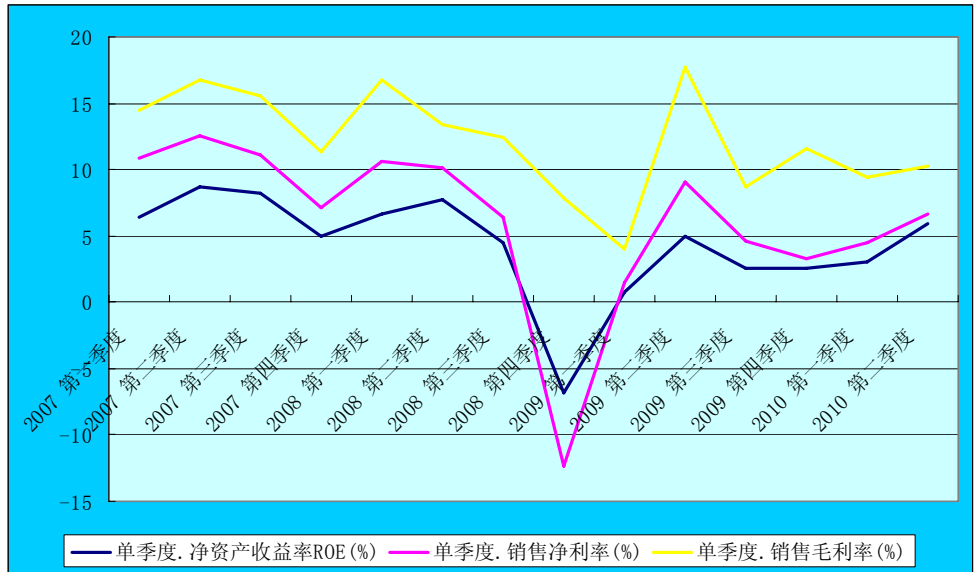
报告期内，LME 期铜月均收盘价为 7,158 美元/吨，同比上涨 75%；上海期货交易所 3 个月期铜平均价 57,432 元/吨，同比增加 66.84%，但我们注意到 2010 年二季度公司主要产品价格均低于一季度，而二季度业绩却大幅高于一季度，公司毛利率、净利率等指标也在二季度环比增长 (图 1)。

我们仍认为，公司二季度业绩的释放可能与公司确认销售中的产品结构和销售量有

关。同时与公司权证将要到期，公司有融资需求有关。江西铜业江铜集团于报告期内增持了本公司 H 股股份 60,400,000 股，也表明公司维持股价的意图。权证如果全部行权，公司将募集资金约人民币 67.5 亿。

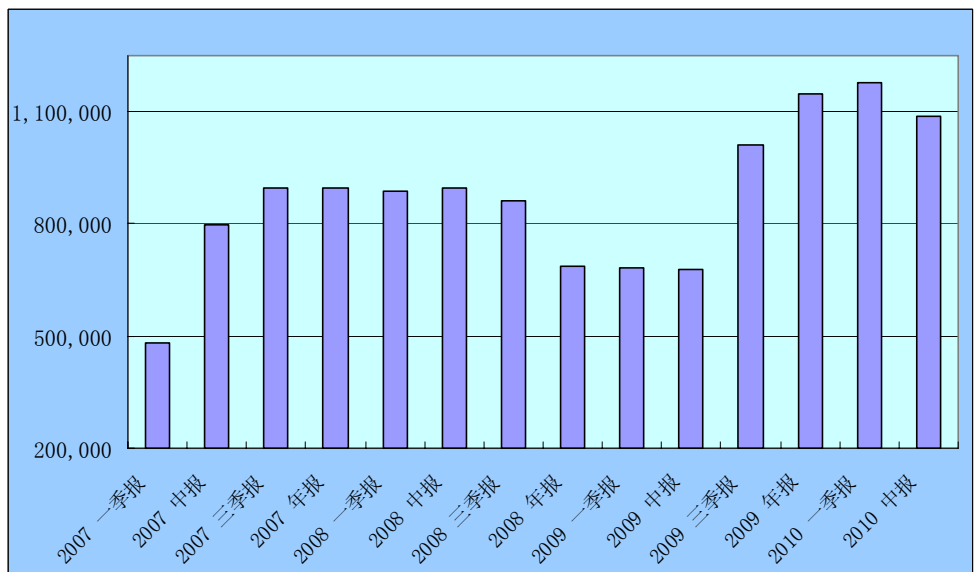
2009 年一季度公司存货 117.94 亿元，达到历史新高，上半年底存货为 108.97 亿元，较一季度末略有下降（图 2），库存下降可能也是业绩增长的原因之一。

图 1 江西铜业单季度销售毛利率、净利率与 ROE



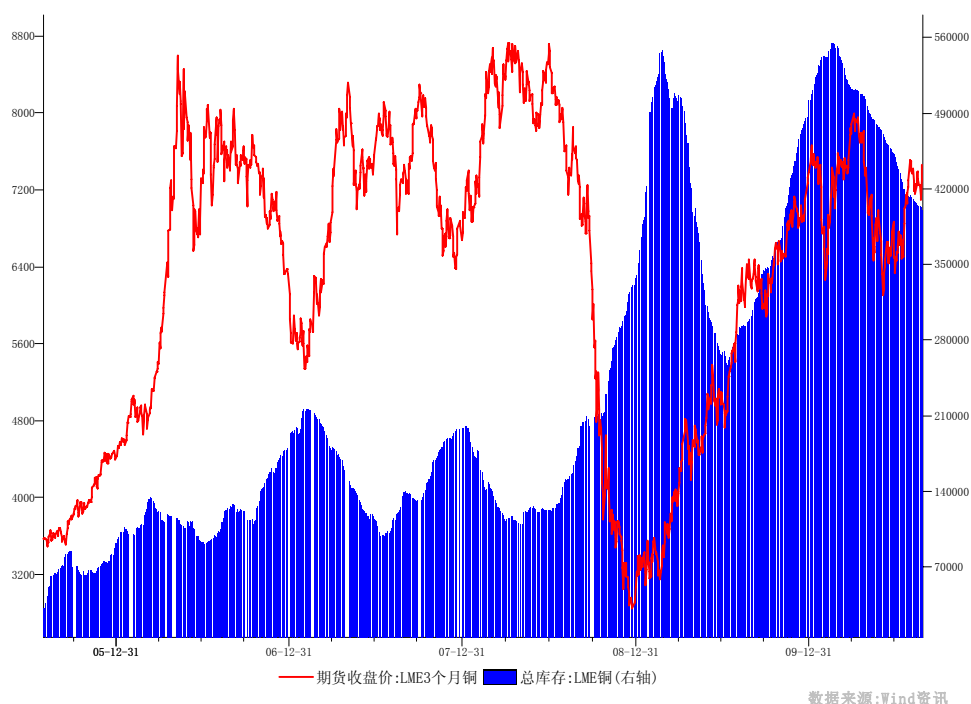
资料来源： Wind 信达证券研发中心

图 2 江西铜业库存



资料来源： Wind 信达证券研发中心

图3 LME 期铜价格与库存



资料来源: Wind 信达证券研发中心

由于目前铜 TC/RC 低于行业生产成本, 冶炼企业减产将使国内精炼铜产量减少、未来进口精炼铜可能较大幅度增加, 而中国精炼铜进口大幅增加将进一步推升铜价。2010 年铜价高位震荡可能将有利于公司盈利。

相关报告中, 我们对下半年铜和黄金的趋势进行了分析, 目前价格正朝我们预计方向发展, 库存下降, 价格回升(图 3)。2010 年全球缺铜的背景、铜和黄金的不断创新高, 将使江西铜业业绩得到提升。

3. 盈利预测与评级

上调江西铜业 2010 年和 2011 年 EPS 至 1.46 元和 1.87 元。以 2010 年 8 月 30 日 30.60 元的收盘价, 2010 和 2011 年的 PE 分别为 20.92 倍和 16.36 倍。调升江西铜业评级, 由“持有”至“买入”, 按 10 年 30 倍 PE, 目标价 43.80 元。

表 1 利润表预测

	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	5,171,464.78	8,136,827.71	9,855,195.92
营业收入(万元)	5,171,464.78	8,136,827.71	9,855,195.92
营业总成本(万元)	4,828,800.14	7,537,365.40	9,089,447.25
营业成本(万元)	4,614,836.12	7,331,013.63	8,863,084.78
营业税金及附加(万元)	28,402.45	29,637.59	35,896.58
销售费用(万元)	29,594.35	32,768.15	34,406.56
管理费用(万元)	108,327.20	98,320.07	108,152.07
财务费用(万元)	36,721.47	45,625.97	47,907.26
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	599,462.31	765,748.68
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	600,484.25	767,769.61
减: 所得税(万元)	82,951.72	153,618.30	196,413.92
净利润(万元)	234,663.14	446,865.95	571,355.69
减: 少数股东损益(万元)	-262.27	4,625.10	5,913.58
归属于母公司所有者的净利润(万元)	234,925.40	442,240.85	565,442.11
EPS	0.78	1.46	1.87

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