

2011-03-30

有色金属 / 铜

证券研究报告

公司研究 / 年报点评

## 江西铜业 (600362)

增持/维持评级

股价: RMB39.55

### 分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

张勇

SAC 执业证书编号:S1000510120020

(0755)8212 5160

zhangyong@mail.htlhsc.com.cn

# 产能进入快速释放期

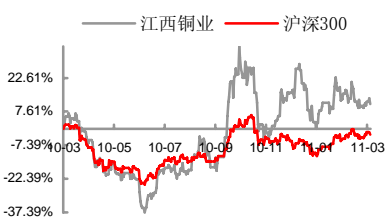
- 公司于 03 月 30 日发布 2010 年年报, 实现营业收入 764.41 亿元, 同比增长 47.81%, 利润总额 59.79 亿元, 同比增长 88.27%, 归属于公司股东的净利润 49.07 亿元, 同比增长 108.88%, 实现 EPS 1.57 元/股, 同比增长 112.16%。业绩符合预期。
- 公司收入和利润同比大幅上升, 主要原因有: 一、2010 年, 主要产品铜、黄金、硫酸价格持续攀升, 同比涨幅分别超过 46%、32%、50%; 二、产品产量继续增长。2010 年, 矿产铜产量达到 17.2 万吨, 黄金产量 22 吨, 硫酸 240 万吨。主要产品价格和产量的提升共同推动了公司整体盈利的快速增长。
- 2011 年, 将是公司铜矿产能快速增长的一年。德兴铜矿 13 万吨扩产、永平铜矿露转坑、城门山铜矿二期扩产项目已顺利建成投产, 公司自产铜矿产能将提升到 20 万吨以上, 提升幅度达 16%。东同矿业 5 号矿体深部开采、银山矿业 5000 吨扩产改造, 北秘鲁和阿富汗艾娜克铜矿两个海外项目也在继续推进, 未来有望进一步提升铜矿产能。此外, 公司已获得了江西省高新技术企业证书, 3 年内所得税将按 15% 税率计征, 将有效降低企业税收负担。
- 预计铜价在 2011 年仍将维持强势。我们认为, 中国经济增长及发达国家经济复苏带来的铜需求增长将持续, 铜矿供应却暂时难以跟上, 供应紧张的局面短期难以改观。供应缺口的存在是铜价保持强势的基础。但同时我们也看到, 高铜价对需求的压力正在逐渐显现, 发展中国家控通胀的紧缩措施及发达国家的政策退出都将对处于高位的铜价造成冲击。两者综合来看, 未来铜价保持高位震荡的可能性较大。而在目前铜价水平下, 铜矿企业的盈利水平将继续保持在高位。
- 维持“增持”评级。按照 2011-2012 年铜价 72000 元/吨、75000 元/吨的假设, 我们预测公司 2011-2012 年 EPS 为 2.41 元/股、2.86 元/股, 对应目前 PE 为 16.4 倍。基于公司的资源储备和铜矿产能的释放, 我们认为公司在 2011 年业绩仍将保持较快增长, 维持“增持”评级。

### 相关研究

### 基础数据

总股本 (百万股)	3,463
流通 A 股 (百万股)	2,075
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	82,076

### 最近 52 周股价走势图



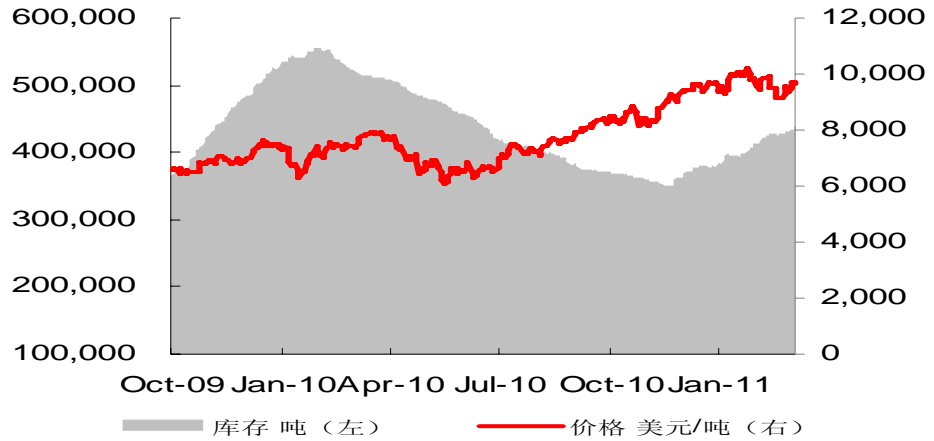
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	76441	93764	99690	101039
(+/-%)	48	23	6	1%
归属母公司净利润(百万元)	4907	8338	9914	10809
(+/-%)	109	53.5	19	9
EPS(元)	1.57	2.41	2.86	3.12
P/E(倍)	25.3	16.4	13.8	12.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- 风险提示：1、全球政治局势出现动荡、通胀形势日益恶化，发达国家是否持续推行宽松货币政策存在不确定性。2、国内紧缩政策超预期。3、公司在建项目进度低于预期。

图 1：LME 铜价走势



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表 1 铜精矿产量预测

	2010	2011E	2012E
德兴铜矿	13.1	16.1	17.0
永平铜矿	1.5	1.5	1.5
城门山铜矿	0.65	1.48	1.48
武山铜矿	1.28	1.28	1.28
银山矿	0.36	0.63	0.63
东同铜矿	0.30	0.33	0.33
合计	17.19	21.82	22.22

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所。注：未计算艾娜克铜矿产量

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	34866	37652	44722	54508	<b>营业收入</b>	76441	93764	99690	10103
现金	6303	7500	11882	21687	营业成本	68161	80832	84811	85317
应收账款	2355	3268	3311	3219	营业税金及附加	302	443	432	458
其他应收款	1373	1612	1904	1785	营业费用	346	480	481	502
预付账款	1790	2071	2244	2231	管理费用	1217	1875	1994	2021
存货	18270	20000	22000	22000	财务费用	388	172	139	-143
其他流动资产	4775	3202	3381	3587	资产减值损失	14	50	50	0
<b>非流动资产</b>	19978	20818	22061	21826	公允价值变动收	-194	-10	0	0
长期投资	968	525	525	525	投资净收益	90	100	100	80
固定资产	14166	15231	15658	15606	<b>营业利润</b>	5908	10002	11884	12964
无形资产	1209	2492	3675	3658	营业外收入	183	103	128	138
其他非流动资产	3636	2570	2203	2037	营业外支出	112	59	67	79
<b>资产总计</b>	54845	58470	66782	76334	<b>利润总额</b>	5980	10046	11945	13023
<b>流动负债</b>	14104	13989	12914	12888	所得税	1015	1607	1911	2084
短期借款	3596	6594	4500	4500	净利润	4965	8439	10034	10939
应付账款	2857	3637	3816	3839	少数股东损益	58	100	119	130
其他流动负债	7651	3757	4597	4549	归属母公司净利	4907	8338	9914	10809
<b>非流动负债</b>	6203	1425	1725	1225	EBITDA	7309	11245	13223	14119
长期借款	713	1113	1413	913	EPS (元)	1.56	2.41	2.86	3.12
其他非流动负	5490	313	312	312					
<b>负债合计</b>	20307	15414	14639	14113					
少数股东权益	414	515	634	764	<b>主要财务比率</b>				
股本	3463	3463	3463	3463	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
资本公积	11551	11551	11551	11551	<b>成长能力</b>				
留存收益	19006	27583	36551	46498	营业收入	47.8%	22.7%	6.3%	1.4%
归属母公司股	34123	42542	51510	61456	营业利润	90.0%	69.3%	18.8%	9.1%
<b>负债和股东权</b>	54845	58470	66782	76334	归属母公司净利	108.9	69.9%	18.9%	9.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	10.8%	13.8%	14.9%	15.6%
					净利率(%)	0.0%	8.9%	9.9%	6.4%
					ROE(%)	14.4%	19.6%	19.2%	17.6%
					ROIC(%)	14.6%	20.3%	22.4%	24.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	37.0%	26.4%	21.9%	18.5%
					净负债比率(%)	21.23	50.00	40.39	38.35
					流动比率	2.47	2.69	3.46	4.23
					速动比率	1.18	1.26	1.76	2.52
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.65	1.65	1.59	1.41
					应收账款周转率	36	33	29	30
					应付账款周转率	27.28	24.89	22.76	22.29
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊	1.42	2.41	2.86	3.12
					每股经营现金流	-0.57	1.42	2.77	3.47
					每股净资产(最新	9.85	12.29	14.88	17.75
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.91	16.42	13.81	12.67
					P/B	4.01	3.22	2.66	2.23
					EV/EBITDA	19	12	11	10

数据来源: 华泰联合证券研究所



**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

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

**免责声明**

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn