

江西铜业有限公司

08 年业绩预测, 给予中性评级

进入 08 年 9 月份以来, 随着铜价及硫酸价格的大幅下跌, 江西铜业(公司、江铜)主营业务的毛利率及公司的净利润大幅减少。鉴于公司第三季度报表已公布, 所以我们对公司盈利的预测主要集中在第四季度上, 并估算公司第四季度的铜产品的综合毛利率将降为-35.5%。08 年公司毛利润预计为 43.27 亿元(人民币, 下同), 净利润预计为 23.73 亿元, 较 07 年降幅达 43%。我们对公司 08、09、10 年的 EPS 预测分别为 0.83、0.41 和 0.72 元, 并将公司的评级下调至中性。

公司第四季度盈利大幅下降 毛利分析表明在 08 上半年对公司毛利有重大贡献的硫酸价格大幅下跌, 且随着铜价的大幅下跌铜产品在第四季度毛利大幅减少, 只有黄金产品对公司毛利构成强有力的支撑。

公司 08 年利润将大幅下滑, 且预计 09 年将继续下滑 基于我们对铜价、金价、硫酸价格以及铜加工费的假设和预测, 我们预测公司在 08、09、10 年的主营收入将分别为 492 亿元、243 亿元及 337 亿元, 毛利将分别为 43 亿元、20 亿元及 35 亿元, 净利润将分别为 23.7 亿元、11.0 亿元及 20.6 亿元。

公司评级下调至中性 鉴于全球主要铜生产巨头的 PE 和 PB 都处在较低的水平(见后《行业估值参照表》), 我们给予江西铜业 09 年 6 倍的 PE 和 0.9 倍的 PB 进行比较估值, 得出该股目标价为 HK\$5.00, 将公司的评级下调至中性。

盈利预测及估值

人民币(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	41,280.6	49,278.4	24,346.1	33,718.0
同比增长(%)	67.9	19.4	-50.6	38.5
毛利润	5,657.2	4,327.3	2,043.2	3,546.8
净利润	4,145.0	2,374.3	1,103.2	2,056.5
同比增长(%)	-12.6	-42.7	-53.5	86.4
每股收益	1.40	0.83	0.41	0.72
同比增长(%)	-13.6	-43.9	-53.5	86.4
市盈率(倍)	3.37	5.69	11.65	6.54
市净率(倍)	0.76	0.70	0.67	0.62
EV/EBITDA	2.37	3.12	5.46	3.64
ROIC	0.18	0.10	0.07	0.12
ROE	0.23	0.12	0.06	0.09
D/A	0.39	0.39	0.33	0.33

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

中性

(上次: 买入)

目标价: HK\$5.00

现价: HK\$5.37

2009 年 3 月 3 日

彭博: 358.HK

路透: 00358.HK

股本数据

已发行 H 股数(百万股)	1387.48
市值(港元百万)	7450.78
52 周高/低(港元)	19.98/2.58
平均成交额(港元百万)	86.78
主要股东	持股(%)
江西铜业集团公司	42.41%
自由流通量(%)	55.25%
行业	有色金属

招商证券(香港)研究部

魏晓爽

(86)-755-83677471

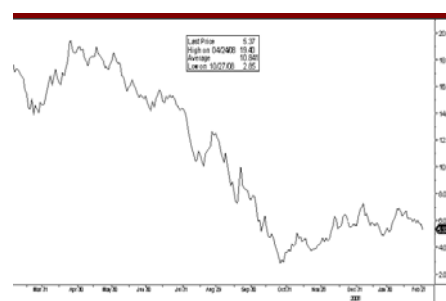
weixs@cmschina.com.cn

邓良生

(86)-755-83295357

dengls@cmschina.com.cn

股价走势图



资料来源: Bloomberg

一、 公司产品毛利分析

1、 价格及其预测

主要产品价格预测

	08. 01-08. 06	08. 07-08. 09	08. 10-08. 12	09. 01-09. 12	10. 01-10. 12
硫酸均价 (元/吨)	1, 050	1, 500	720	250	500
铜均价 (元/吨)	64, 090	60, 768	32, 596	25, 000	28, 000
铜加工费 (美元/吨 美分/磅)	45/4. 5	45/4. 5	45/4. 5	75/7. 5	75/7. 5
铜制品等值价格 (元/吨)	64, 090	60, 768	32, 596	30, 000	33, 600
金均价 (元/克)	207	192	177	205	195

资料来源: CPCIA, Antaike, Bloomberg, 招商证券(香港)预测

2、 硫酸类产品毛利估算

硫酸类产品毛利

硫酸及硫精矿等	08. 01-08. 06	08. 07-08. 09	08. 10-08. 12	09. 01-09. 12	10. 01-10. 12
收入 (千元)	1, 658, 170	1, 184, 400	530, 611	812, 165	1, 804, 811
成本 (千元)	366, 919	183, 456	171, 225	754, 793	419, 109
估算等值产量 (千吨)	1, 579	789	737	3, 249	3609. 62
估算单位成本(元/吨)	232	232	232	232	232. 34
预期毛利率	77. 87%	84. 51%	67. 73%	7. 06%	53. 53%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

3、 黄金类产品毛利估算

黄金类产品毛利

黄金及白银等	08. 01-08. 06	08. 07-08. 09	08. 10-08. 12	09. 01-09. 12	10. 01-10. 12
收入 (千元)	2, 092, 520	970, 444	834, 986	4, 263, 022	4, 505, 633
成本 (千元)	1, 303, 880	651, 916	608, 455	2, 682, 169	2, 980, 187
估算等值产量 (千克)	10, 108.	5, 054	4, 717	20, 795	23, 106
估算单位成本(元/克)	129	129	129	129	129
预期毛利率	37. 69%	32. 82%	27. 13%	37. 08%	33. 86%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

4、铜类产品毛利估算

铜类产品毛利

阴极铜及铜杆线等	08.01-08.06	08.07-08.09	08.10-08.12	09.01-09.12	10.01-10.12
收入(千元)	22,871,733	12,469,573	6,242,776	19,270,925	27,407,538
成本(千元)	20,962,118	12,053,218	8,437,252	18,865,906	26,352,377
估算等值产量(千吨)	357	205	192	642	816
估算单位成本(元/吨)	58739	58739	44054	29369	32306
预期毛利率	8.35%	3.34%	-35.15%	2.10%	3.85%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

5、主营产品毛利估算

主营产品毛利

单位: 千元	08 上半年	08 前三季 E	08 全年 E	09 全年 E	10 全年 E
铜类	1,909,615	2,325,970	131,493	405,019	1,055,161
金银类	788,640	1,154,947	1,415,458	1,580,853	1,525,446
硫酸类	1,291,251	2,420,990	2,780,376	57,371	966,152
加总	3,989,506	5,901,907	4,327,327	2,043,243	3,546,758

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

二、 主要财务报表

1、 资产负债表

资产负债表

人民币(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
存货	8,939.9	10,672.0	5,272.5	7,302.1
应收账款和应收票据	4,528.2	5,405.5	2,670.6	3,698.6
现金和现金等价物	2753.2	3,997.6	11,899.6	12,008.6
其他流动资产	1,672.3	1,509.3	933.5	1,151.3
流动资产合计	17,893.5	21,584.3	20,776.1	24,160.6
物业、厂房和设备	10,664.3	9,911.2	9,218.3	8,580.8
无形资产	454.8	454.8	454.8	454.8
递延税项资产	75.3	75.3	75.3	75.3
长期投资	290.0	290.0	290.0	290.0
非流动资产合计	12,326.7	11,573.5	10,880.6	10,243.2
资产合计	30,220.2	33,157.9	31,656.8	34,403.7
应付账款和应付票据	1,944.7	2,453.9	1,217.5	1,647.1
短期借款	7,516.6	7,516.6	7,516.6	7,516.6
其他应付款	1246.7	1,573.1	780.5	1,055.9
应付税项	722.5	850.8	415.0	740.0
流动负债合计	11,430.5	12,394.4	9,929.7	10,959.6
净流动资产	6,463.0	9,189.9	10,846.5	13,201.0
资产总额减流动负债	18,789.7	20,763.5	21,727.1	23,444.2
长期借款	394.9	394.9	394.9	394.9
总负债合计	11,825.3	12,789.2	10,324.5	11,354.4
净资产	18,394.8	20,368.6	21,332.2	23,049.3
每股净资产	6.23	6.74	7.06	7.63
股本	3022.8	3,022.8	3,022.8	3,022.8
储备	14220.9	14,221.0	14,221.0	14,221.0
拟派末期股息	906.8	2,880.7	3,844.3	5,561.3
少数股东权益	244.2	244.2	244.2	244.2
权益合计	18,394.8	20,368.6	21,332.2	23,049.3

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

2、 利润表

利润预测

人民币(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
营业额	41,280.6	49,278.4	24,346.1	33,718.0
销售成本	35,623.4	44,951.1	22,302.9	30,171.2
毛利	5,657.2	4,327.3	2,043.2	3,546.8
销售及分销成本	145.2	157.4	77.8	107.7
管理费用	149.4	550.8	272.1	376.9
其他费用	18.8	71.5	35.3	49.0
财务费用	262.7	327.2	161.6	223.9
税前溢利	4,940.8	3,220.4	1,496.4	2,789.4
税项	722.5	805.1	374.1	697.3
少数股东权益	73.3	41.1	19.1	35.6
公司股东应占溢利	4,145.0	2,374.3	1,103.2	2,056.5
股利	906.9	520.0	241.6	450.4
每股基本溢利	1.40	0.83	0.41	0.72

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

三、 行业估值参照表

世界主要铜生产商 PE、PB 预测值

公司名称	P/E			P/B		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
Freeport	5	66	10	0.7	1.7	1.3
Xstrata	2	5	4	0.3	0.3	0.3
Vedanta	2	7	13	0.6	0.6	0.6
平均	3	26	9	0.5	0.9	0.7

资料来源: Bloomberg Consensus, 招商证券(香港)

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构在过去12个月内为本报告中所提到的公司提供投资银行业务服务(包括但不限于配售代理、保荐人、牵头经办人、独立财务顾问等),并可能在未来继续提供相关投资银行业务服务或其他规管活动的服务。招商证券(香港)或关联机构亦可能持有本报告中所提到公司的证券头寸并进行交易。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明:本人未持有该公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828