

动态报告/公司快评

有色金属

江西铜业（600362）

谨慎推荐

有色金属冶炼

2009 年中期财务报表快评

（上调评级）

2009 年 8 月 25 日

第二季度业绩环比增长超预期

分析师： 彭波 pengbo@guosen.com.cn 0755-82133909

分析师： 李洪冀 lihj@guosen.com.cn 010-82252922

事项：

江西铜业公布中报。上半年实现营业收入 213.52 亿元，同比下降 23.57%；营业利润 15.41 亿元，同比下降减少 62.25%；归属于母公司股东的净利润 12.02 亿元，同比下降 60.99%；实现每股收益 0.40 元，同比下降 60.78%。

评论：

■ 上半年主要产品价跌量平，公司实现主营业务利润 24.26 亿元，同比下降 39.35%

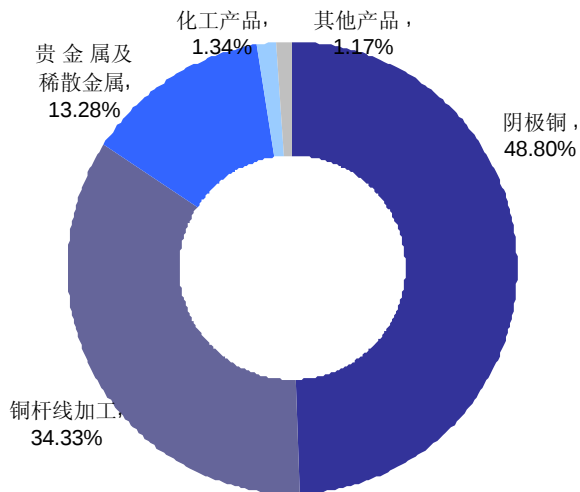
上半年，公司共生产铜精矿含铜 8.1 万吨，同比增长 1.25%；阴极铜 37 万吨（含代加工阴极铜），同比增长 1.37%；铜杆线 21.5 万吨，同比增长 2.38%；铜杆线外的其他铜加工产品 3.3 万吨，同比减少 28.26%。从主打产品阴极铜的量来看，没有大的增长，上半年公司电解铜资源自给率为 21.89%。而上半年，LME 三月期铜平均价为 4,071 美元/吨，同比下跌 49.2%；上海期货交易所三月期铜加权平均价（含税）为 31,204 元/吨，同比下降 50.38%。与此同时，尽管国内主要冶炼厂与供应商谈妥的铜冶炼加工费单为粗炼费 75 美元/吨和精炼费 7.5 美分/磅，但现货已经下降到粗炼费 25 美元/吨和精炼费 2.5 美分/磅。主打产品可以说是价跌量平。

上半年，公司共生产黄金 10,013 公斤，同比增长 39.07%；白银 239 吨，同比增长 19.50%；且副产品黄金价格一直维持在历史高位。但由于成本有所上升，所以贵金属对公司主营业务利润的贡献也没实现同比增长。

上半年，公司共生产硫酸 110 万吨，同比增长 36.65%；硫精矿 86.33 万吨，同比增长 12.19%；副产品硫酸及硫精矿价格自去年底大幅下挫后一直在历史低位徘徊，目前仍没有恢复迹象。所以化工产品对主营业务利润的贡献同比下降 65.88%。

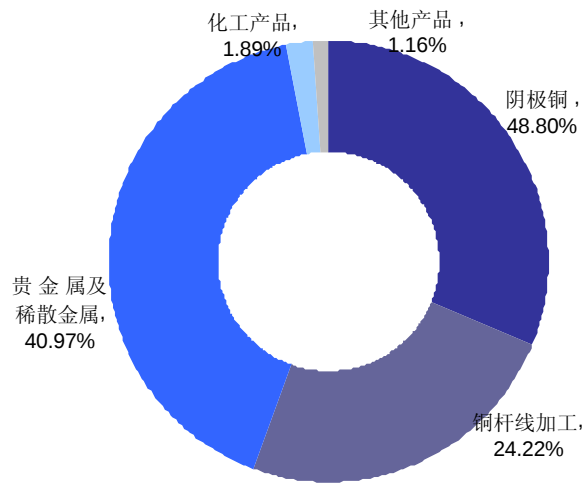
总的来说，上半年由于主要产品价跌量平，公司实现主营业务利润 24.26 亿元，同比下降 39.35%。从公司的主营业务利润构成来看：阴极铜、铜杆线及其他铜加工产品、贵金属（黄金/白银）、化工产品（硫酸及硫精矿）和稀散金属分别贡献了公司主营业务利润的 30.72%、24.22%、36.74%、1.89%和 4.23%。贵金属与化工产品（硫酸及硫精矿）贡献了公司主营业务利润的 42.85%。

图 1: 公司主营业务收入结构示意图



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 2: 公司主营业务利润结构示意图

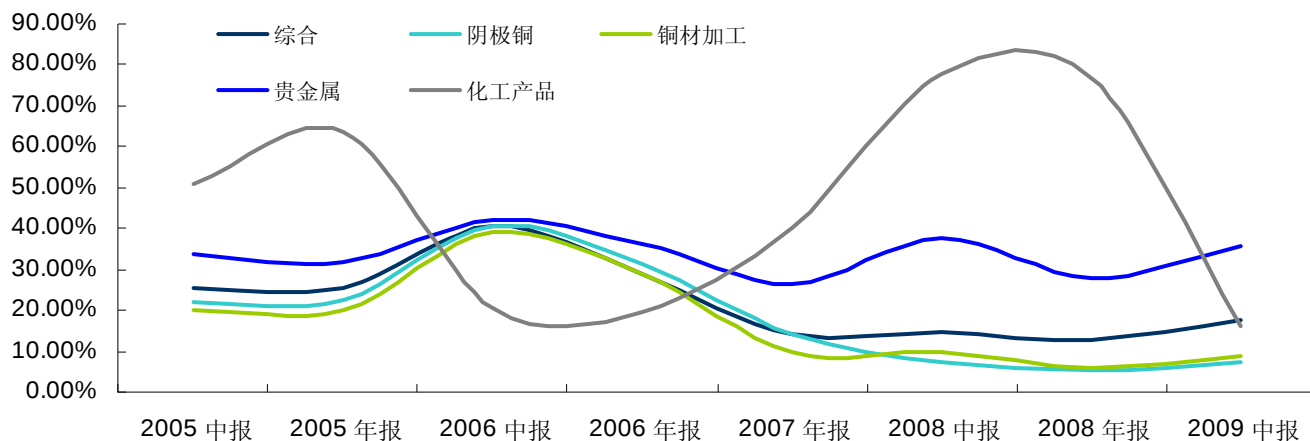


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

■ 第二季度实现归属于母公司股东净利润 10.50 亿元，环比增长 592%，实现每股收益 0.35 元。

环比来看，第二季度受益于铜价及产能利用率的上升，公司实现主营业务收入 114.66 亿元，环比增长 15.99%；实现主营业务利润 20.25 亿元，环比增长 404.78%。主营业务综合毛利率也从一季度的 4.06% 上升至 17.66%，高于 08 年的全年综合毛利率水平。

图 3: 公司历年综合毛利铝及各产品毛利率变化情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

截止 09 年 6 月末，公司存货 67.99 亿元（其中原材料 29.51 亿元，在产品 33.53 亿元），同比下降 24.27%。通过转回和转销，公司存货跌价准备已从年初的 6.28 亿元缩减至 0.95 亿元。上半年资产减值准备为 -1235 万元，不再对公

司净利润产生负面影响。第二季度公司实现归属于母公司股东净利润 10.50 亿元，环比增长 592%。

■ 非经常性损益增加了公司每股收益 0.07 元

上半年，公司归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 9.85 亿元，扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.33 元。也就是说非经常性损益影响了每股收益 0.07 元。

从公司上半年的非经常性损益情况来看，这其中的大头包括：期末平仓商品期货合约公允价值变动收益为人民币 3.40 亿元，以及不符合套期会计的商品期货合约平仓损失 1.20 亿元。总的来说，公司上半年的套期保值业务较为成功。但分季度来看，公司第一季度的投资收益为盈利 1.47 亿元，但第二季度投资收益为-2.62 亿元。结合第二季度铜价持续上扬的情况来看，我们判断公司在第二季度持有的铜期货头寸多空相抵后表现为净空头，由此平仓给公司带来了一定的损失，影响了公司税前每股收益将近 0.09 元。

另外，需要提及的一点是，公司称，上半年公司与其供应商签订的铜精矿采购协议所使用的定价安排，公司按照供应商发货时的临时定价支付货款，并根据未来某约定期限的市场价格进行最终结算。由于在资产负债表日部分采购的最终结算价格尚未确定，因此，该部分将受到未来铜价波动的影响，应自商品所有权上的主要风险和报酬转移至公司起从其主协议分离。该临时定价安排于资产负债表日按其公允价值计量且其变动计入当期损益。本期临时定价安排公允价值变动损失 2.797 亿元。以前会计年度均未出现过类似情况，我们对这笔临时定价带来的损失不甚理解，需要询问公司以后才能予以定论。这笔公允价值变动损失也影响到了公司税前每股收益 0.092 元。

■ 分别调高公司 09、10 年的每股收益至 1.05 元和 1.60 元

总的来说，公司交出了一份令市场满意的中报，业绩超出预期。2009 年，公司计划生产阴极铜 80 万吨、黄金 20 吨、白银 430 吨、硫酸 220 万吨、铜精矿含铜 16.7 万吨、铜杆线及其他铜加工产品 48 万吨。从公司上半年的产品产量情况来看，全年要完成计划是没有问题的。价格方面，2009 年以来，铜价的上涨超乎预期，从目前趋势来看，铜价继续上涨的动能仍然存在；而黄金在金融危机中避险功能凸显，预计其价格也仍将运行在高位。两大主打产品价格趋稳产量上升，将使公司的盈利能力大大提升。不利因素是，冶炼副产品硫酸价格于 2008 年四季度大幅下挫，至今仍未回升；同时，铜冶炼加工费现货已经下降到粗炼费 25 美元/吨和精炼费 2.5 美分/磅，两因素使得公司冶炼综合收益不会有明显提升。但总的来说，公司所面临的经营状况已经出现了决定性的好转。我们调高公司 09、10 年的业绩，预计每股收益分别为：1.05 元和 1.60 元。

■ 调高公司评级至“谨慎推荐”

中国铜资源的稀缺（资源自给率不到 26%）、国际铜矿资源集中度的不断增强，以及相对其他金属更为乐观的基本面使得铜价较其他金属价格更为坚挺，反弹力度更大；同时，在通货膨胀预期不断增强的趋势下，铜作为大宗金属龙头产品将更为彰显市场赋予的“金融属性”。在此背景之下，我们认为很大程度上公司仍将是板块趋势投资中受市场青睐的品种。以 2010 年的业绩测算，目前公司估值也已具备一定优势，我们因此调高公司评级至“谨慎推荐”。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。