



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 25 日

有色金属

研究部

卢扬

分析员

luyang@cicc.com.cn

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

江西铜业(600362.CH/358.HK)

大幅上调 09、10 年盈利预测

主要财务信息

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	25,071	43,337	53,972	45,507	54,920
(+/-%)	88%	73%	25%	-16%	21%
主营业务利润	7,166	6,921	6,527	4,646	6,684
(+/-%)	114%	-3%	-6%	-29%	44%
净利润	4,744	4,534	2,285	2,564	3,883
(+/-%)	156%	-4%	-50%	12%	51%
每股收益(元)	1.57	1.50	0.76	0.85	1.28
(+/-%)	156%	-4%	-50%	12%	51%
每股经营现金流(元)	0.73	0.53	2.07	1.52	1.09
市盈率(倍)	25.1	26.3	52.2	46.5	30.7
市净率(倍)	9.3	6.1	5.7	5.3	4.7
股价/经营现金	54.0	74.3	19.1	25.9	36.1
EV/EBITDA (倍)	19.0	18.6	29.1	26.0	18.4
净资产收益率(%)	36.8%	23.2%	11.0%	11.4%	15.4%
投入资本回报率(%)	33.6%	19.6%	11.7%	11.9%	16.1%
股息收益率(%)	1.0%	1.1%	0.6%	0.6%	1.0%

股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	358.HK	600362.CH
当前股价	17.44	39.43
日成交量(百万股)	38.51	32.45
52周最高/最低价	19.48/2.58	51.08/8.27
发行股数(百万股)	1,387.48	1,635.35
其中:流通股(百万股)	1,387.48	353.28
主要股东(持股比例)	江西铜业集团公司(45.39%)	

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
[600362.CH]	5.51	(15.00)	44.27	295.09
[上证A指]	4.28	(11.24)	15.24	64.40
[中金有色金属指数]	(5.45)	11.21	38.22	181.09

过去一年股价表现



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

8/25/2009 09 年上半年业绩报告

上半年业绩符合预期:

江西铜业公布的中报显示,上半年实现营业收入 213.5 亿元,同比下降 23.6%;归属母公司净利润 12 亿元,折合每股收益 0.40 元,同比下降 61%,与公司前期公布的业绩快报中的盈利基本一致。

正面:

- 2 季度盈利大幅回升: 在铜价回升的带动下,公司的毛利率由 1 季度的 4.1% 大幅提升至 2 季度的 17.7%,单季度净利润也由 1 季度 1.5 亿元大幅改善至 10.5 亿元。

负面:

- 出现 1.14 亿元的投资净损失: 报告期,公司由于铜精矿采购的临时定价安排损失 2.8 亿元,连同 1.2 亿元的期货平仓损失,两者抵消了期货合约公允价值变动带来 3.4 亿元的收益,结果造成了投资净损失。

发展趋势:

下半年电力投资快速增长以及家电行业复苏还将推动国内铜需求继续好转,加上海外经济复苏进程好于预期以及宽松的流动性,共同导致铜价上涨幅度不断超出预期。受益于不断上涨的铜价,公司的盈利前景将不断改善。

盈利预测调整:

鉴于铜价涨幅超出预期,我们上调今明两年铜价预测至 41000 元、49000 元,上调幅度分别为 17%、29%,同时相应调整公司 09、10 年的业绩预测,将 09 年净利润由 17.8 亿元上调至 25.6 亿元、10 年由 26.8 亿元上调至 38.8 亿元,对应每股收益分别为 0.85 元、1.28 元。

估值与建议:

A 股方面,10 年的动态 PE 为 31 倍,考虑到公司的业绩弹性,铜价涨幅超出预期还将推动估值继续回落,我们维持“审慎推荐”评级。H 股方面,10 年市盈率仅为 11.2 倍,在经济上升期我们给出 15 倍 PE,同时上调目标价至 20 港币,并重申“审慎推荐”评级。

风险提示:

海内外经济复苏进程低于预期;各国大规模收缩流动性带来大宗商品价格的大幅调整。

主要产品产量稳步增长

公司没有因为金融危机的影响而大幅减产，主要产品同比都实现了正增长，产量也基本完成了年初制定的生产计划。随着大宗商品价格的继续回升，公司完成全年产量目标应该没有问题。

图表 1：公司主要产品产量对比

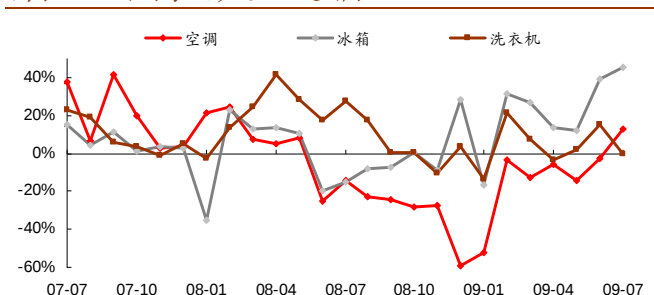
主要产品产量	1H08	1H09	YoY%	2009 年计划	1H 占比
阴极铜（万吨）	36.5	37.0	1.4%	80.0	46.3%
铜精矿（万吨）	7.8	8.1	3.8%	16.7	48.5%
铜杆线及其他（万吨）	24.1	24.8	2.9%	48.0	51.7%
黄金（千克）	7,200.0	10,013.0	39.1%	20,000.0	50.1%
白银（吨）	200.0	239.0	19.5%	430.0	55.6%
硫酸（万吨）	80.5	110.0	36.6%	220.0	50.0%
硫精矿（万吨）	63.8	86.3	35.3%		
45%铜精矿（吨）	1,664.0	1,887.0	13.4%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

下游需求好转为铜价提供有力支撑

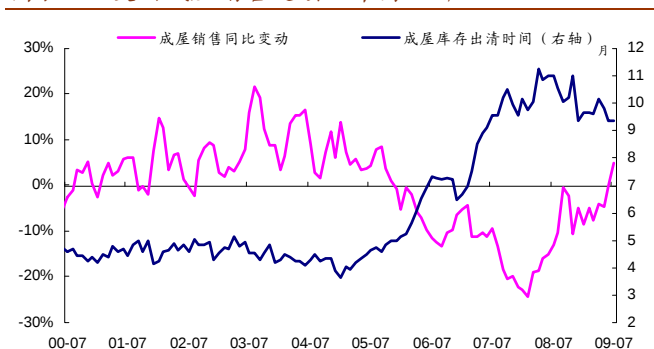
下半年，国内家电行业以及海外房地产市场的复苏还将推动铜下游需求不断增长。1) 中国主要用铜行业空调产量呈现出加速增长势头，7 月份同比增速首次跨越到正增长区域，达到 13.2%，回升势头明显。2) 美国成屋销售连续 4 个月回升，房地产市场启稳越发明显。

图表 2：国内家电产量加速增长



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：美国成屋销售连续 4 个月回升



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

下半年铜价还将延续上升势头

宏观经济复苏推动大宗商品价格从底部快速回升，2 季度上海期货交易所期铜现货月加权平均价达到 38701 元/吨，环比大幅回升了 31%。

图表 4：上海及伦敦期铜现货季度价格

	1Q09	2Q09	3Q09E	4Q09E
上期所期铜现货月加权平均价（元/吨）	29,502	38,701	44,000	48,000
QoQ%	-7.2%	31.2%	13.7%	9.1%
YoY%	-54.3%	-39.0%	-26.3%	51.0%
LME 期铜现货月加权平均价（美元/吨）	3,428	4,662	5,500	6,200
QoQ%	-12.2%	36.0%	18.0%	12.7%
YoY%	-56.0%	-44.8%	-28.4%	58.8%

资料来源：上海期货交易所，中金公司研究部

我们预计下半年铜价还将在需求好转和流动性推升下维持升势，并预测 3 季度、4 季度的国内平均铜价分别为 44000 元/吨、48000 元/吨。考虑到 2 季度净利润含有一次性的价差收益 3~4 亿元，下半年外强内弱的铜价走势将带来一定价差损失，此外公司通常也会在下半年计提较多的管理费用。

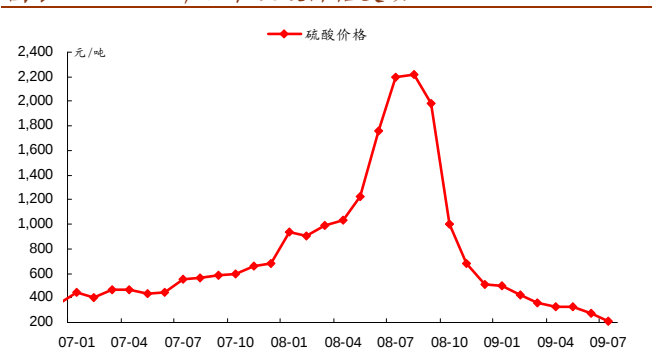
综合起来，我们保守预计 3 季度、4 季度的净利润分别为 6 亿元、7.5 亿元，对应每股收益为 0.2 元、0.25 元。

副产品价格回升增加盈利惊喜

除了铜之外，公司还伴生钼、硒等稀散金属以及硫酸等副产品。这些产品目前的价格已经从底部回升。若是下半年这些产品的价格能够继续回升，那么公司的盈利能力有望进一步提升。

公司主要副产品硫酸从高点 2200 元/吨跌落至目前的 200 元水平，继续下行空间已经基本没有。按照 200 万吨的产量推算，硫酸价格每提高 100 元，公司将增加净利润 1.28 亿元，折合每股收益 0.04 元。

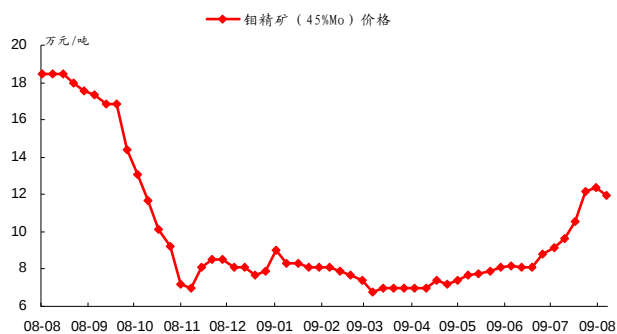
图表 5：2007 年以来硫酸价格变动



资料来源：CEIC，中金公司研究部

同样，公司伴生钼精矿价格从 18 万元/吨的高点最低曾经跌至 7 万元/吨，现在价格已经回升至 12 万元/吨。按照 4000 吨的产量推算，钼精矿价格每提高 1 万元，公司将增加净利润 2500 万元，折合每股收益 0.01 元。

图表 6：去年以来钼精矿价格走势



资料来源：中国金属网，中金公司研究部

上调今明两年国内外铜价假设

下游行业的全面好转、供应紧张的不断加剧加之流动性的推升将导致铜价涨幅超出预期，我们分别上调今明两年阴极铜均价预测至 41000 元、49000 元，上调幅度分别为 17%、29%。

图表 7：上调 2009、2010 年铜价假设

中金公司预测现货价	2008 实际	2009E			2010E		
		先前	最新	调整幅度	先前	最新	调整幅度
铜 元/吨	54,856	35,000	41,000	17%	38,000	49,000	29%
美元/吨	6,955	4,200	5,000	19%	4,550	6,000	32%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

大幅上调 09、10 年公司盈利预测

基于对未来铜价的看好，我们相应调整公司 2009、2010 年的业绩预测，将 2009 年的净利润由 17.8 亿元大幅上调至 25.6 亿元、2010 年由 26.8 亿元大幅上调至 38.8 亿元，上调后折合每股收益分别为 0.85 元、1.28 元。

图表 8：上调 2009、2010 年江西铜业盈利预测

		2009E	2010E
主营业务收入 (百万元)	调整前	39,840	44,502
	调整后	45,507	54,920
	(+/-)	14.2%	23.4%
归属母公司净利润 (百万元)	调整前	1,776	2,681
	调整后	2,564	3,883
	(+/-)	44.4%	44.8%
摊薄每股收益 (人民币元)	调整前	0.59	0.89
	调整后	0.85	1.28
	(+/-)	44.4%	44.8%
最新A股市盈率		46.48	30.70

资料来源：公司数据，中金公司研究部

维持“审慎推荐”

上调盈利之后 2010 年每股收益对应的动态 PE 下降到了 31 倍，尽管看起来市盈率吸引力仍不是很大，但是考虑到公司的业绩弹性，铜价涨幅超出预期将会推动估值迅速回落。我们维持“审慎推荐”评级。

由于我们对铜价的预测较为保守，如果经济复苏进程好于预期，铜价涨幅将很有可能超出我们预期。根据敏感性分析，如果明年铜价达到 53900 元，那么每股收益有望达到 1.78 元，对应市盈率水平仅为 22.2 倍，估值吸引力将大幅提升。

图表 9：江西铜业盈利敏感性分析

铜价 (元/吨)	-10 %	基准	10 %	20 %	30 %
	44100	49000	53900	58800	63700
2010 EPS (元)	0.79	1.28	1.78	2.27	2.76
相对基准的百分比变动	-38%	0%	38%	77%	115%
对应 2010 年市盈率	49.7	30.7	22.2	17.4	14.3

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

风险提示

海内外经济复苏进程低于预期；各国大规模收缩流动性带来大宗商品价格的大幅调整。

图表 10：江西铜业 2009 年中期业绩分析

(单位：百万元)									半年度数据			中金点评
利润表	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	QoQ%	YoY%	1H08	1H09	YoY%	
营业收入	11,887	14,943	14,714	12,428	9,886	11,467	16.0%	-23.3%	27,938	21,353	-23.6%	铜价同比下降约50%、以及硫酸等副产品价格大幅下跌
营业成本	9,895	12,936	12,886	11,449	9,485	9,442	-0.5%	-27.0%	23,265	18,927	-18.6%	
毛利润	1,993	2,007	1,828	979	401	2,025	404.8%	0.9%	4,673	2,426	-48.1%	产品价格大幅下跌、原料成本降幅较小造成毛利润大幅下降
营业税金及附加	56	61	62	100	67	74	10.2%	21.3%	138	140	1.4%	
营业费用	37	48	45	138	57	68	19.9%	42.4%	103	125	21.6%	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失
管理费用	109	189	160	605	192	196	2.1%	3.5%	431	387	-10.2%	
财务费用	65	(20)	80	262	89	102	14.1%	n.m.	157	191	21.2%	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失
资产减值损失	0	1	(1)	738	(60)	48	n.m.	4596.7%	1	(12)	-1772.9%	
其他经营收益	(0)	246	(164)	(1,150)	148	(201)	-236.3%	-181.6%	240	(54)	-122.3%	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失
营业利润	1,725	1,975	1,318	(2,015)	204	1,337	554.9%	-32.3%	4,083	1,541	-62.2%	
营业外收支净额	1	(17)	(2)	12	4	40	877.1%	n.m.	(15)	44	n.m.	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失
利润总额	1,726	1,959	1,316	(2,003)	208	1,377	561.3%	-29.7%	4,068	1,586	-61.0%	
净利润	1,264	1,523	940	(1,529)	152	1,039	585.4%	-31.8%	3,079	1,191	-61.3%	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失
少数股东损益	6	1	20	(115)	(0)	(11)	n.m.	-1391.4%	(2)	(11)	n.m.	
归属母公司净利润	1,257	1,522	920	(1,414)	152	1,050	591.9%	-31.0%	3,081	1,202	-61.0%	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失
每股收益 (元)	0.42	0.50	0.30	(0.47)	0.05	0.35	591.9%	-31.0%	1.02	0.40	-61.0%	
毛利率	16.8%	13.4%	12.4%	7.9%	4.1%	17.7%	13.6%	4.2%	16.7%	11.4%	-5.4%	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失
营业利润率	14.5%	13.2%	9.0%	-16.2%	2.1%	11.7%	9.6%	-1.6%	14.6%	7.2%	-7.4%	
净利率	10.6%	10.2%	6.4%	-12.3%	1.5%	9.1%	7.5%	-1.1%	11.0%	5.6%	-5.4%	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失
营业费用率	0.3%	0.3%	0.3%	1.1%	0.6%	0.6%	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.2%	
管理费用率	0.9%	1.3%	1.1%	4.9%	1.9%	1.7%	-0.2%	0.4%	1.5%	1.8%	0.3%	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失
财务费用率	0.6%	-0.1%	0.5%	2.1%	0.9%	0.9%	0.0%	1.0%	0.6%	0.9%	0.3%	
有效税率	26.8%	22.3%	28.6%	23.7%	27.2%	24.6%	-2.7%	2.3%	24.8%	24.9%	0.1%	期货平仓损失以及铜精矿购买临时定价安排造成公允价值变动损失

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11：2009 年中期业绩分产品拆解

分行业	营业收入 (百万元)			营业成本 (百万元)			毛利 (百万元)			毛利率		
	1H08	1H09	YoY%	1H08	1H09	YoY%	1H08	1H09	YoY%	1H08	1H09	(+/-)%
阴极铜	12,225	10,421	-14.8%	11,107	9,675	-12.9%	1,118	745	-12.9%	9.1%	7.2%	-2.0%
铜杆线	9,511	6,233	-34.5%	8,625	5,698	-33.9%	886	535	-33.9%	9.3%	8.6%	-0.7%
贵金属 (黄金/白银)	2,045	2,500	22.2%	1,305	1,608	23.3%	740	891	23.3%	36.2%	35.7%	-0.5%
化工产品 (硫酸及硫精矿)	1,657	285	-82.8%	299	239	-20.1%	1,358	46	-20.1%	81.9%	16.1%	-65.9%
除铜杆线外加工产品	1,441	1,097	-23.9%	1,364	1,045	-23.4%	77	52	-23.4%	5.3%	4.8%	-0.6%
稀散金属	525	336	-36.0%	204	233	14.3%	321	103	14.3%	61.1%	30.5%	-30.6%
其他产品	315	251	-20.4%	226	223	-1.4%	89	28	-1.4%	28.3%	11.2%	-17.1%
小计	27,719	21,122	-23.8%	23,130	18,721	-19.1%	4,589	2,401	-19.1%	16.6%	11.4%	-5.2%
其他业务	217	231	6.1%	133	205	53.8%	84	25	53.8%	38.6%	11.0%	-27.6%
总计	27,937	21,353	-23.6%	23,266	18,927	-18.7%	4,672	2,426	-18.7%	16.7%	11.4%	-5.4%

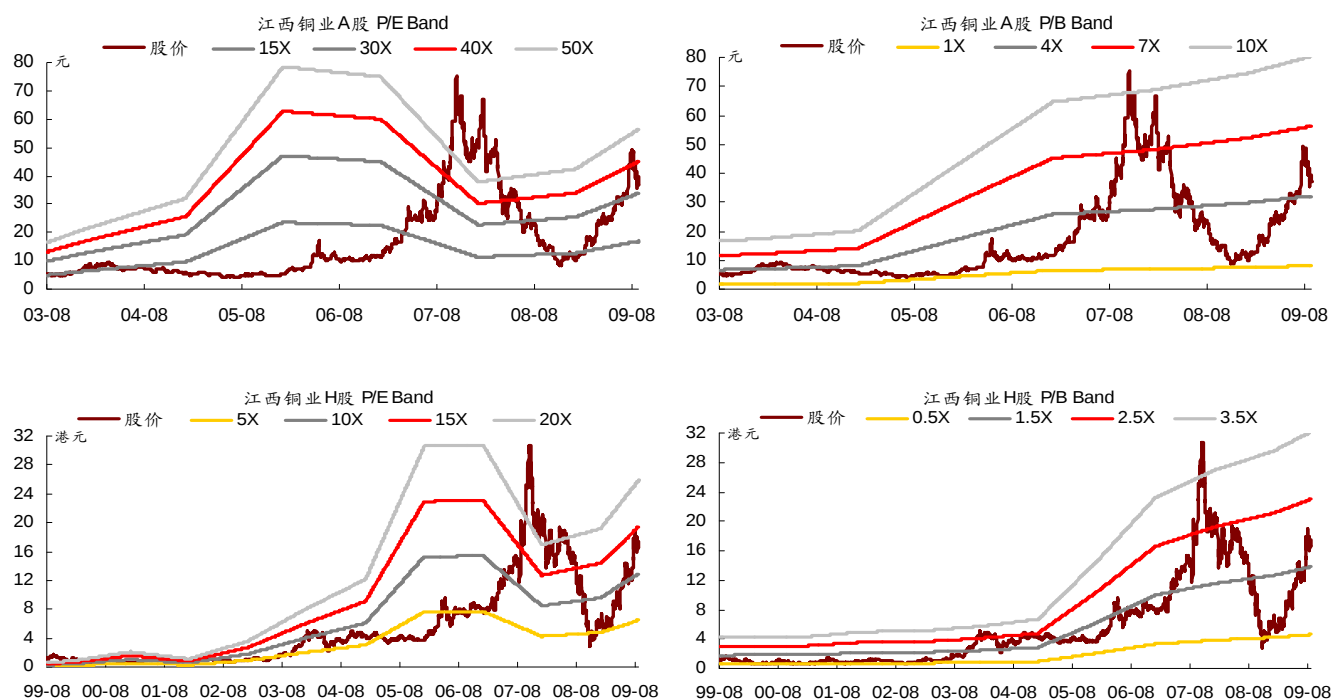
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 12：可比公司估值

公司名称	股票代码	市值 (百万美元)	货币单位	股价 2009-8-25	市盈率 2008 2009E 2010E	EV/EBITDA 2008 2009E 2010E	市净率 2008 2009E 2010E	股息收益率 2008 2009E 2010E	Net debt/ Equity
中国公司									
江西铜业A股	600362 CH	12,561	人民币	39.43	52.2 46.5 30.7	21.4 19.1 13.5	5.7 5.3 4.7	0.6% 0.6% 1.0%	20.6%
铜陵有色A股	000630 CH	3,598	人民币	18.99	38.6 32.4 27.6	17.9 16.0 14.0	4.2 3.8 3.4	0.5% 0.6% 0.7%	118.9%
江西铜业H股	358 HK	12,562	港币	17.44	20.3 18.1 12.0	18.8 16.8 11.9	2.2 2.1 1.8	1.5% 1.7% 2.5%	20.6%
云南铜业	000878 CH	5,995	人民币	32.59	n.a. 144.2 70.5	-31.1 n.a. n.a.	11.9 10.8 9.2	0.0% 0.6% 0.6%	180.2%
海亮股份	002203 CH	717	人民币	12.24	27.6 24.1 17.8	18.8 15.2 10.4	3.7 3.2 2.8	1.0% 1.6% 1.6%	-0.4%
ST张铜	002075 CH	348	人民币	6.00	n.a. n.a. n.a.	-12.5 n.a. n.a.	-17.5 n.a. n.a.	0.0% n.a. n.a.	-1068.2%
精诚铜业	002171 CH	349	人民币	14.63	n.a. 69.7 n.a.	-108.4 n.a. n.a.	4.3 n.a. n.a.	0.0% n.a. n.a.	-41.7%
西部资源	600139 CH	790	人民币	31.88	64.7 65.9 56.5	79.3 n.a. n.a.	24.4 21.5 16.5	0.0% 0.8% 0.8%	-33.7%
平均值					40.7 57.3 35.9	0.5 16.8 12.4	4.9 7.8 6.4	0.4% 1.0% 1.2%	-100.5%
中值					38.6 46.5 29.2	18.3 16.4 12.7	4.3 4.6 4.1	0.3% 0.7% 0.9%	10.1%
国际公司									
Freeport Copper	FCX US	26,791	美元	65.06	n.a. 23.3 13.6	6.2 9.0 7.3	7.5 5.2 3.4	2.1% 0.0% 0.0%	91.2%
Southern Copper	PCU us	24,497	美元	28.82	18.0 36.4 18.8	10.1 19.3 12.0	7.1 6.9 6.0	6.7% 1.9% 2.1%	15.0%
Xstrata	XTA LN	41,616	英镑	8.6	6.7 18.0 12.3	5.6 9.0 7.5	1.3 1.3 1.2	0.7% 0.2% 0.7%	66.8%
Rio Tinto	RIO LN	49,516	英镑	24.91	17.4 15.8 13.7	7.0 11.3 10.2	3.8 2.2 2.1	2.7% 1.6% 2.4%	171.2%
平均值					14.0 23.4 14.6	7.2 12.1 9.2	4.9 3.9 3.2	3.1% 0.9% 1.3%	86.1%
中值					17.4 20.7 13.6	6.6 10.2 8.8	5.5 3.7 2.8	2.4% 0.9% 1.4%	79.0%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 13: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。