

公司简评 江西铜业 (600362.SH)

► 2009 年 11 月 30 日

公司的综合价值较突出

推荐

维持评级

分析师: 周卓玮 ✉: zhouzhuowei@chinastock.com.cn ☎: 010-66568044

1. 事件

近期, 国际铜价一度突破 7000 美元/吨大关, 江西铜业发布公告公司所属银山矿发生事故停产。

2. 我们的分析与判断

(一) 铜价继续上涨后将高位震荡

美元走弱完全主导了近期铜价的走势。近期铜的基本面较平淡, 甚至负面因素居多: 1、10 月份国内的铜进口量环比下降 30%, 绝对数量恢复到了一个正常水平, 进口量的重新增加需要等到新一轮投资需求的兴起; 2、国内的铜下游加工企业由于进入消费淡季, 开工率环比有所下降, 11 月国内的铜现货贴水上升, 由贴水 200 元/吨左右上升至 500 元/吨; 3、近期全球铜交易所库存连续快速增加, 由 10 月底的 52 万吨增加到了目前的 62 万吨, 其中 LME 增加最多。

铜价在基本面没有刺激因素的前提下仍然有所上涨主要由于美元的持续走低, 且创出了 2009 年的年内新低, 货币因素完全脱离基本面主导了近期铜价的走势。我们认为虽然短期受迪拜债务危机影响美元可能会阶段性走强, 但美国巨额的债务及美元作为基础货币的地位受到威胁都会使得美元走弱成为趋势。

基本面仍可推动铜价上涨。根据往年经验以及目前的经济运行趋势, 我们预期 2009 年一季度信贷投放量和下游企业原料采购都会有一个高峰, 势必都会造成短期供需失衡, 届时铜价有望重上 8000 美元/吨以上。

虽然铜的基本面最好, 金融属性最强, 但我们认为铜价如果达到 8000 美元/吨以上的历史最高价区域后, 市场资金可能会流入到一些其他滞涨的金属中去, 铜价届时将会滞涨, 在高位震荡。

(二) 公司的银山矿事故影响极小

公司公告其银山铅锌矿尾矿库一老溢流槽出现尾砂泄漏, 已实施停产。我们认为此事故对公司影响较小: 1、此事故可能是由部分斜槽盖板断裂引起, 停产时间应该不会太长, 我们预计 3 个月内可能恢复生产; 2、此矿山较小, 年矿产铜只有约 3600 吨, 铅锌矿 2000 多吨, 而公司一年的矿产铜量约 17 万吨, 2007 年银山矿业的净利润不过 9000 万, 而同期公司的净利润是 42 亿, 即使停产半年, 对公司的利润影响程度也不过 1%。

(三) 公司的综合价值较突出

我们认为公司的成长性、资源价值、业绩弹性的综合评估较高。成长性主要来自自产铜精矿的增长, 3-5 年铜精矿产量有望翻一番; 公司的市值储量比在 A 股有色矿业股中处于最低端; 公司的业绩弹性只低于云铜, 铜价每涨 5000 元/吨, 2010 年 EPS 增加 0.17 元。

3. 投资建议

由于黄金价格的大幅上涨，我们调高了公司的盈利预测，在 2009、2010 年铜价 41000 元/吨、54000 元/吨的假设下，我们预测江西铜业 2009、2010 年 EPS 分别为 0.94、1.53 元，目前 A 股股价 41 元，对应 2010 年 PE 为 26X。

相对来看，江西铜业的估值较低，我们维持公司“推荐”评级，建议投资者逢低逐步买入。

表 1 2010 年每股收益对铜价和金价敏感性分析

每股收益（元）	铜价（元/吨）		
	50000	55000	60000
220	1.439	1.611	1.783
黄金价格（元/克） 240	1.470	1.642	1.814
260	1.501	1.673	1.845

资料来源：中国银河证券研究所

表 2 江铜的 10 年 PE 略低

	股价	10EPS	10PE	铜价上涨 5000 元/吨 EPS 增加
江西铜业	41.1	1.53	26.9	0.17
云南铜业	30.6	0.94	32.6	0.21
铜陵有色	23.6	0.77	30.6	0.11

资料来源：中国银河证券研究所

表 3 公司财务报表及财务指标

资产负债表						利润表					
(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2753.1	4140.3	6284.7	7048.7	8123.6	营业收入	41407.4	53972.4	48343.6	70487.1	81236.4
应收票据	2824.3	2620.1	3178.8	3283.0	3783.6	营业成本	35491.1	47166.0	43079.9	62007.4	70505.0
应收账款	1703.9	1356.3	1214.9	1771.4	2041.5	税金	126.8	279.0	249.9	364.4	419.9
预付款项	1076.3	761.9	761.9	761.9	56.9	销售费用	149.4	268.4	240.4	350.5	404.0
其他应收款	366.9	1386.3	966.9	704.9	812.4	管理费用	601.8	1062.4	870.2	1198.3	1381.0
存货	8939.9	6886.1	8261.9	11891.8	13521.5	财务费用	241.8	386.8	0.0	315.0	303.3
其他流动资产	54.7	575.0	569.5	591.1	601.6	资产减值损失	-13.5	738.4	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	648.8	525.1	525.1	525.1	525.1	公允价值变动收益	32.1	-79.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	9427.7	11793.9	12684.2	13370.6	13938.9	投资收益	73.5	-989.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	1236.6	2259.1	2379.6	2439.8	2469.9	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	4915.7	3003.4	3903.3	6251.5	8223.2
无形资产	653.3	1151.5	1036.4	921.2	806.1	营业外收支净额	8.8	-5.4	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	4924.4	2998.1	3903.3	6251.5	8223.2
资产总计	30054.8	34150.6	38192.2	43638.0	47009.6	减：所得税	718.4	800.5	975.8	1562.9	2055.8
短期借款	7012.6	2962.6	4831.2	6123.0	4855.3	净利润	4206.0	2197.5	2927.5	4688.6	6167.4
应付票据	249.9	86.2	78.7	113.3	128.9	归属于母公司净利润	4132.7	2285.1	2888.4	4626.1	6085.2
应付账款	1694.8	1328.4	1180.3	1698.8	1931.6	少数股东损益	73.3	-87.6	39.0	62.5	82.2
预收款项	232.8	280.1	322.5	384.3	455.4	基本每股收益	1.37	0.76	0.96	1.53	2.01
应付职工薪酬	206.3	236.1	236.1	236.1	236.1	稀释每股收益	1.37	0.76	0.96	1.53	2.01
应交税费	575.1	140.7	140.7	140.7	140.7	财务指标					
其他应付款	525.1	1051.8	1051.8	1051.8	1051.8	成长性					
其他流动负债	0.0	1329.6	1336.3	1310.2	1297.5	营收增长率	65.2%	30.3%	-10.4%	45.8%	15.2%
长期借款	402.0	147.3	147.3	147.3	147.3	EBIT 增长率	-22.5%	3.1%	-24.9%	68.2%	29.8%
预计负债	48.2	107.0	107.0	107.0	107.0	净利润增长率	-12.9%	-44.7%	26.4%	60.2%	31.5%
负债合计	11672.3	13031.7	14785.5	16698.1	15752.7	盈利性					
股东权益合计	18382.5	21119.0	23406.7	26939.9	31256.9	销售毛利率	14.3%	12.6%	10.9%	12.0%	13.2%
现金流量表						销售净利率	10.0%	4.2%	6.0%	6.6%	7.5%
(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	24.6%	11.1%	12.2%	17.2%	20.1%
净利润	4206	2198	2927	4689	6167	ROIC	21.38%	15.77%	11.26%	16.96%	19.95%
折旧与摊销	0	0	1722	1869	2017	估值倍数					
经营活动现金流	0	5976	3458	3443	6996	PE	30.0	54.2	42.9	26.8	20.4
投资活动现金流	0	-4294	-2497	-2500	-2500	P/S	3.0	2.3	2.6	1.8	1.5
融资活动现金流	0	-294	1183	-179	-3421	P/B	6.8	6.0	5.3	4.6	4.0
现金净变动	0	1387	2144	764	1075	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.5%
期初现金余额	1021	2753	4140	6285	7049	EV/EBITDA	25.6	24.6	22.7	15.2	12.0
期末现金余额	1021	4140	6285	7049	8124						

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该

评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

有色金属行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

港股：中国铝业（2600.HK）、江西铜业（0358.HK）

A 股：中国铝业（601600.SH）、江西铜业（600362.SH）、关铝股份（000831.SZ）、锡业股份（000960.SZ）、中金岭南（000060.SZ）、西部矿业（601168.SH）、厦门钨业（600549.SH）、包钢稀土（600111.SH）、云海金属（002182.SZ）、中孚实业（600595.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908