



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

业绩回顾

研究报告

2010年4月22日

金属及采掘

研究部

蔡宏宇 CFA, CAIA

联系人

caihy@cicc.com.cn

李峥

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208100088

lizheng@cicc.com.cn

维持审慎推荐

江西铜业(600362.SH/358.HK)

1Q10 业绩低于预期

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	43,337	53,972	51,715	59,775	64,885
(+/-%)	73%	25%	-4%	16%	9%
主营业务利润	6,921	6,527	5,282	5,971	7,378
(+/-%)	-3%	-6%	-19%	13%	24%
净利润	4,534	2,285	2,349	2,945	3,854
(+/-%)	-4%	-50%	3%	25%	31%
每股收益(元)	1.50	0.76	0.78	0.97	1.27
(+/-%)	-4%	-50%	3%	25%	31%
每股经营现金流(元)	0.53	2.07	0.57	1.87	1.62
市盈率(倍)	23.9	47.3	46.0	36.7	28.1
市净率(倍)	5.5	5.2	4.7	4.2	3.7
股价/经营现金	67.4	17.3	62.8	19.1	22.1
EV/EBITDA (倍)	16.9	26.5	25.4	20.2	15.9
净资产收益率(%)	23.2%	11.0%	10.3%	11.4%	13.0%
已动用资本回报率(%)	19.6%	11.7%	11.3%	13.3%	229.3%

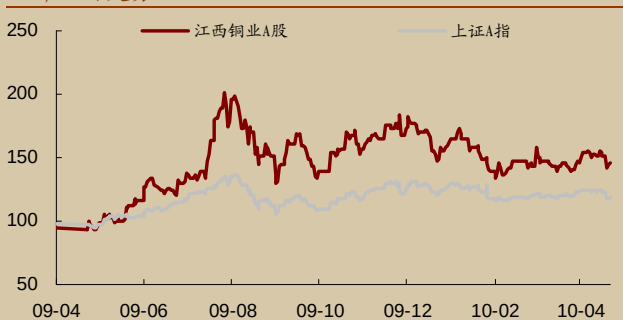
股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	358.HK	600362.CH
当前股价	17.50	35.78
日成交量(百万股)	13.79	7.91
52周最高价/最低价	21.35/7.86	51.08/22.22
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(42.41%)	

最近股价表现

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
[600362.CH]	(5.99)	0.28	(4.15)	(11.02)
[上证A指]	(4.20)	(1.12)	(3.98)	(7.44)

一年股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

10年一季度业绩低于市场预期:

公司10年一季度实现主营业务收入159亿元,每股收益0.23元,同比增长360%,环比增长19%,低于我们预测的0.26元和 market 预期的0.32元。我们判断主要是由于扩建产能上产需要一定的时间,加上矿山检修,导致产量略低;成本上升是另一个原因。

铜价一季度走强部分抵消加工费的大幅下降:

TC/RC 加工费从09年的75美元/吨/7.5美分/磅下降至46.5美元/吨/4.65美分/磅使得公司10年冶炼业务可能出现亏损。一季度铜价8%的环比上升增加了公司自产阴极铜业务的毛利率,从而部分抵消了冶炼业务的亏损。

自产铜精矿产量短期内增长有限:

公司计划2010年生产阴极铜90万吨(09年为80.2万吨)、铜精矿17.2万吨(09年为16.7万吨)。阴极铜业务自给率将由09年的21%下降至19%。德兴矿扩建项目预计在2011年起为公司增加4万吨产能。公司位于阿富汗的汗艾娜克铜矿项目以及在秘鲁的铜矿项目进展较为缓慢,在2012年以前无法为公司提供实质性贡献。

继续看好铜的基本面:

春节过后,在国内需求旺盛及西方国家补库存需求的推动下,铜价保持上升趋势。尽管中国政府此次对于房地产的调控力度大于预期,短期内可能令股市产生对过度调控的担忧,但中期来看,增加住房供应的政策以及城镇电网建设和家电下乡的继续将利好铜价。

小幅调整盈利预测:

考虑到成本增长,我们下调2010盈利预测至0.97元,同时调整2011年自产铜产量,以反映德兴矿扩产的逐步过程。我们更新过的2011年EPS是1.27元。

估值与建议:

业绩低于预期可能对股票造成短期压力。H股方面,目前公司11年PE为12倍,与历史中值10倍的水平相比下跌空间有限,我们建议长期投资者逢低介入。A股方面,对应11年PE为28倍,高于22倍的历史中值,估值缺乏足够的吸引力,但股票下跌后铜价的波段性上涨可能会提供交易性机会。

图表 1：季度财务数字

利润表 (单位：百万元)	季度数据										
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	1Q10 QoQ %	1Q10 YoY %
营业收入	11,887	14,943	14,714	12,428	9,886	11,467	13,055	17,307	15,908	-8.1%	60.9%
营业成本	9,895	12,936	12,886	11,449	9,485	9,442	11,921	15,301	14,403	-5.9%	51.9%
毛利润	1,993	2,007	1,828	979	401	2,025	1,134	2,006	1,505	-25.0%	275.1%
营业税金及附加	56	61	62	100	67	74	75	69	66	-4.2%	-1.3%
营业费用	37	48	45	138	57	68	70	101	58	-42.8%	1.4%
管理费用	109	189	160	605	192	196	253	443	315	-28.8%	64.6%
财务费用	65	-20	80	262	89	102	76	101	108	7.0%	21.1%
资产减值损失	0	1	-1	738	-60	48	6	115	1	-98.8%	-102.2%
其他经营收益	-0	246	-164	-1,150	148	-201	123	-387	20	n.a.	-86.3%
营业利润	1,725	1,975	1,318	-2,015	204	1,337	777	791	977	23.6%	378.5%
营业外收支净额	1	-17	-2	12	4	40	-9	32	-11	-133.8%	-364.5%
利润总额	1,726	1,959	1,316	-2,003	208	1,377	768	823	966	17.4%	363.9%
所得税	463	436	376	-474	57	338	172	263	256	-2.5%	351.8%
净利润	1,264	1,523	940	-1,529	152	1,039	596	560	710	26.8%	368.4%
少数股东损益	6	1	20	-115	-0	-11	35	-26	13	-147.6%	n.a.
归属母公司净利润	1,257	1,522	920	-1,414	152	1,050	561	586	697	18.9%	359.6%
每股收益 (元)	0.416	0.504	0.304	(0.468)	0.050	0.347	0.186	0.194	0.231	18.9%	359.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：历史估值比较

	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H	招金矿业
中值+1倍标准差	119.1	34.1	36.5	44.8	69.0	52.3	14.3	33.3	29.1
中值	55.4	22.4	27.6	34.4	43.6	32.0	10.0	25.6	24.9
中值-1倍标准差	n.a	10.6	18.7	23.9	18.1	5.7	5.7	17.9	20.7
目前水平	38.8	36.9	23.5	49.5	55.2	23.7	15.8	15.3	22.0
相对中值	-30%	65%	-15%	44%	27%	-26%	58%	-40%	-12%

资料来源：中金公司研究部

北京

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。