

有色金属冶炼 II

江西铜业 (600362. SH) / 42.34 元

国内铜资源企业龙头 尽享铜价上涨盛宴

事项

近日，我们调研了江西铜业，与公司管理层沟通了公司的经营状况

主要观点

- 1、我们认为受供需影响铜价仍处于一个中长期上涨通道。2011 年铜行业供需面情况仍旧偏紧，全球铜精矿供给仅增长 2.4%，供需缺口预计在 34 万吨；全球各大矿企的生产成本逐年上升，预计 2011 年全球铜精矿平均生产成本较 2010 年上涨 2.9%。由于供需面较为紧张，矿企的成本转嫁能力增强，成本的上涨将对铜价起到一定的助推作用。
- 2、公司是国内铜资源企业龙头，主要享受铜价上涨带来的收益，最具投资优势。公司铜金属量权益储量 1615 万吨，属国内第一；技改项目按计划推进，预计到 2012 年，自产铜精矿产量为 22 万吨，复合增长率为 13%，精矿自给率为 24%。“十二五”期间将完成对海外矿山的建设，进一步提高自产铜精矿产量，增强公司盈利能力。
- 3、铜冶炼项目盈利能力增强。江西铜业冶炼产能为 90 万吨，其中 1/3 原料属进口铜精矿，2011 年 TC/RC 上涨概率大，将增强该部分盈利能力。首先，2010 年 46.5 美元/吨、4.65 美分/磅的 TC/RC 已经接近甚至低于部分冶炼厂的成本，这样的情境不可持续。其次，随着铜价的上涨，废铜供应量将随之增加，这将增强冶炼商的谈判能力。
- 4、副产品对利润的贡献有望维持。黄金与白银在副产品中对利润的贡献相对较大，我们认为，债务问题和多国量化宽松政策的滞后影响将继续对黄金价格形成支撑。预计 2011 年黄金价格的均值为 1385 美元/盎司。
- 5、盈利预测。据测算，公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 1.39、2.11、2.19 元，对应 PE 分别为 31X，20X，19X，给予推荐评级。

风险提示

铜需求增量不及预期导致铜价下跌；副产品价格下跌；技改项目达产率不及预期；

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：张雪川 廖玉玲
Tel: 0755-82027508
Email: liaoyuling@hczq.com

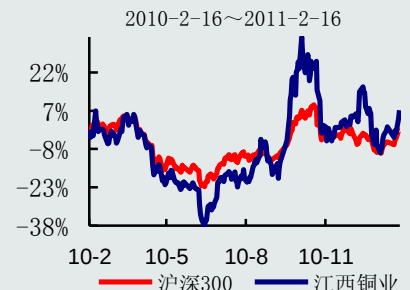
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	346273
流通 A 股/B 股(万股)	207525/0
资产负债率(%)	39.07
每股净资产(元)	7.55
市盈率(倍)	62.41
市净率(倍)	5.61
12 个月内最高/最低价	49.3/21.85

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	20587	26208	31945	39486
现金	3600	3919	8582	14715
应收账款	1729	1835	1753	1826
其它应收款	827	1121	1130	1035
预付账款	1356	1035	1051	1148
存货	11490	15945	16636	17933
其他	1585	2354	2793	2829
非流动资产	17448	16668	16017	15225
长期投资	406	492	479	464
固定资产	12405	11601	10735	9894
无形资产	1104	1290	1471	1552
其他	3532	3285	3331	3315
资产总计	38034	42876	47962	54711
流动负债	9505	12313	10157	10699
短期借款	2531	4864	3453	3616
应付账款	2140	1335	1508	1649
其他	4834	6114	5196	5435
非流动负债	5354	3253	4001	3593
长期借款	112	-252	-607	-858
其他	5242	3505	4608	4452
负债合计	14859	15566	14157	14292
少数股东权益	361	344	240	191
股本	3023	3023	3023	3023
资本公积金	5319	5319	5319	5319
留存收益	14402	18900	25499	32161
归属母公司股东权益	22655	27153	33752	40414
负债和股东权益	38034	43063	48149	54898

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1722	396	6390	7272
净利润	2347	4784	7189	7536
折旧摊销	943	881	883	886
财务费用	367	107	36	-183
投资损失	255	0	0	0
营运资金变动	-2142	-4878	-1738	-980
其它	-47	-498	19	13
投资活动现金流	-3143	-226	-225	-119
资本支出	2857	0	0	0
长期投资	-360	3	5	-4
其他	-645	-223	-220	-124
筹资活动现金流	-822	148	-1502	-1020
短期借款	-432	2333	-1411	163
长期借款	-35	-364	-354	-251
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-37	0	0	0
其他	-318	-1820	264	-932
现金净增加额	-2242	319	4664	6133

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	51715	79641	91383	91121
营业成本	46148	70637	78564	78233
营业税金及附加	284	386	472	471
营业费用	296	400	479	486
管理费用	1083	1670	1877	1897
财务费用	367	107	36	-183
资产减值损失	109	277	375	254
公允价值变动收益	-63	0	0	0
投资净收益	-255	0	0	0
营业利润	3109	6163	9579	9965
营业外收入	97	64	64	75
营业外支出	29	33	33	32
利润总额	3176	6195	9611	10008
所得税	830	1411	2422	2472
净利润	2347	4784	7189	7536
少数股东损益	-3	-17	-105	-48
归属母公司净利润	2349	4801	7294	7585
EBITDA	4419	7151	10499	10668
EPS（元）	0.78	1.39	2.11	2.19

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-4.2%	54.0%	14.7%	-0.3%
营业利润	3.5%	98.2%	55.4%	4.0%
归属母公司净利润	2.8%	104.3%	51.9%	4.0%
获利能力				
毛利率	10.8%	11.3%	14.0%	14.1%
净利率	4.5%	6.0%	8.0%	8.3%
ROE	10.4%	17.7%	21.6%	18.8%
ROIC	9.8%	15.8%	22.7%	23.0%
偿债能力				
资产负债率	39.1%	36.1%	29.4%	26.0%
净负债比率	17.81%	31.58%	21.73%	20.55%
流动比率	2.17	2.13	3.15	3.69
速动比率	0.95	0.83	1.51	2.01
营运能力				
总资产周转率	1.43	1.97	2.01	1.77
应收账款周转率	30	43	51	51
应付账款周转率	26.61	40.65	55.27	49.57
每股指标(元)				
每股收益	0.78	1.39	2.11	2.19
每股经营现金	0.57	0.11	1.85	2.10
每股净资产	7.49	7.84	9.75	11.67
估值比率				
P/E	54.48	30.54	20.10	19.33
P/B	5.65	5.40	4.34	3.63
EV/EBITDA	34	21	14	14

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801