



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月26日

金属与采掘

研究部

蔡宏宇¹ CFA, CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010051
caihy@cicc.com.cn

审慎推荐

江西铜业 (600362.SH/00358.HK)

中报超出预期, 未来稳步增长

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	53,972	51,715	76,441	101,296	106,398
(+/-%)	25%	-4%	48%	33%	5%
主营业务利润	6,527	5,282	7,977	11,381	13,931
(+/-%)	-6%	-19%	51%	43%	22%
净利润	2,285	2,349	4,907	8,109	8,939
(+/-%)	-50%	3%	109%	65%	10%
每股收益(元)	0.66	0.68	1.42	2.34	2.58
(+/-%)	-50%	3%	109%	65%	10%
每股经营现金流(元)	1.80	0.50	(0.57)	3.29	2.91
市盈率(倍)	49.9	48.6	23.3	14.1	12.8
市净率(倍)	5.5	5.0	3.3	2.7	2.4
股价/经营现金	18.3	66.2	(57.8)	10.0	11.3
EV/EBITDA (倍)	29.2	28.0	16.9	11.0	10.0
净资产收益率(%)	11.0%	10.3%	14.4%	19.2%	18.4%
已动用资本回报率(%)	11.7%	11.3%	14.3%	19.4%	19.2%

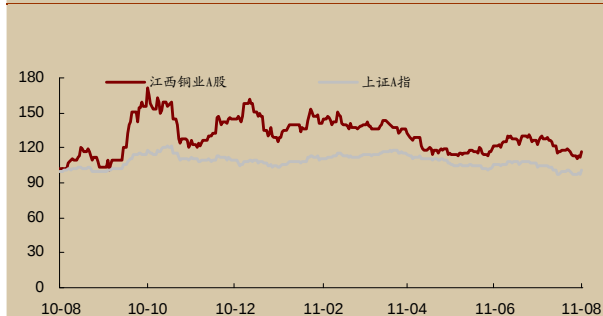
股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	358.HK	600362.CH
当前股价	20.40	32.95
日成交量(百万股)	9.33	17.05
52周最高价/最低价	28.45/16.06	49.3/28.02
发行股数(百万股)	1,387.48	2,075.25
其中: 流通股(百万股)	1,387.48	793.17
主要股东(持股比例)	江西铜业集团公司(44.41%)	

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]	1.20	(5.45)	1.32	(27.05)
[上证A指]	2.18	(2.73)	(4.61)	(6.87)

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

中报业绩超出预期:

江西铜业上半年实现收入 593 亿元, 同比增长 57.9%; 归属母公司净利润 42.3 亿元, 同比增长 99%, 折合每股收益 1.22 元, 扣除非经常性损益后每股收益为 1.09 元; 二季度实现每股收益 0.76 元, 同比与环比分别增长 85%与 66%, 高于我们以及市场的预期。其中, 副产品价格提升以及期货收益是盈利超预期主要原因。

正面: 1) 副产品毛利率大幅提升。受益于硫酸、硫精矿与废渣等产品价格的同比大幅提升, 公司上半年化工产品与其他产品毛利率同比分别上升 20 与 31 个百分点至 54%与 66%。**2) 期货等衍生品收益大幅提升,**同比提高 2.7 倍, 增厚每股收益约 0.11 元。

负面: 管理费用率有所上升。二季度管理费用率同比与环比分别提高 1.0 与 0.8 个百分点。

发展趋势:

供应瓶颈使铜的基本面好于其他基本金属。由于欧美主要经济体经济复苏前景堪忧、欧债危机悬而未决, 铜等基本金属价格近期承受压力, 短期波动性与不确定性增强。但由于铜矿开发进度缓慢、品位下降以及罢工不断导致铜的供应瓶颈一直趋紧, 在一定程度上对铜价形成支撑, 下行空间应小于其他基本金属品种。

铜精矿产量未来平稳增长。德兴、城门山等矿山的改扩建工程顺利达产, 公司 2011 年自产矿产量将增加至约 20 万吨, 同比上升 17%, 自给率达 21%。之后随着城门山产能的逐步释放, 铜精矿自产量将会继续增长。另外, 阿富汗艾娜克铜矿目前正在做可行性研究等前期准备工作, 如果顺利有望今年末完成; 北秘鲁项目受阻于当地环保压力, 公司正尽力争取, 预计矿区开发进度相对较慢。中长期看, 海外矿山建设将为其发展和盈利增长提供支持。

估值与建议:

我们上调公司 2011/2012 年每股收益至 2.34/2.58 元, 对应 A 股市盈率为 14.1/12.8 倍, H 股为 7.3/6.6 倍。公司基本面坚实, 盈利稳步增长态势有望延续, 而股价经过前期较大幅度调整, 目前估值处于相对低位, 如果国内政策出现微调倾向、海外经济企稳、或实施再刺激、或欧债有所缓解, 则有望迎来中期交易性反弹机会, 维持审慎推荐。

风险: 项目建设慢于预期, 铜价大幅下跌。

¹报告贡献人: 邓贺斐 (denghf@cicc.com.cn)

图表1：历史季度财务数据

(单位：百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	QoQ	YoY	1H2010	1H2011	HoH
营业收入	15,908	21,663	19,636	19,234	25,199	34,120	35.4%	57.5%	37,570	59,318	57.9%
营业成本	14,403	19,452	17,421	16,885	22,931	30,486	32.9%	56.7%	33,855	53,417	57.8%
毛利润	1,505	2,210	2,215	2,349	2,267	3,634	60.3%	64.4%	3,715	5,901	58.8%
营业税金及附加	66	71	75	90	67	189	180.9%	166.5%	137	256	87.2%
营业费用	58	98	79	110	85	109	28.1%	10.7%	156	194	24.3%
管理费用	315	153	247	117	225	566	151.8%	269.8%	468	790	68.8%
财务费用	108	109	129	42	69	5	-92.4%	-95.2%	217	74	-66.0%
资产减值损失	1	82	-55	-14	1	3	492.6%	-95.9%	83	4	-95.3%
其他经营收益	-20	-145	58	211	-236	-373	57.8%	157.1%	-165	-609	268.6%
营业利润	977	1,842	1,682	1,408	1,928	3,135	62.6%	70.2%	2,819	5,063	79.6%
营业外收支净额	-11	76	38	-32	11	2	-78.9%	-96.9%	65	14	n.a.
利润总额	966	1,918	1,719	1,376	1,939	3,137	61.8%	63.6%	2,884	5,076	76.0%
所得税	256	482	425	-148	339	475	40.0%	-1.5%	738	814	10.3%
净利润	710	1,436	1,294	1,524	1,600	2,663	66.4%	85.4%	2,146	4,263	98.6%
少数股东损益	13	10	19	17	13	21	65.4%	121.0%	22	34	54.2%
归属母公司净利润	697	1,427	1,275	1,508	1,587	2,641	66.4%	85.1%	2,124	4,229	99.1%
每股收益 (元)	0.231	0.472	0.417	0.435	0.458	0.763	66.4%	61.6%	0.70	1.22	73.8%
毛利率	9.5%	10.2%	11.3%	12.2%	9.0%	10.7%	1.7%	0.4%	9.9%	9.9%	0.1%
营业利润率	6.1%	8.5%	8.6%	7.3%	7.7%	9.2%	1.5%	0.7%	7.5%	8.5%	1.0%
净利率	4.5%	6.6%	6.6%	7.9%	6.4%	7.8%	1.5%	1.2%	5.7%	7.2%	1.5%
营业费用率	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.4%	0.3%	-0.1%
管理费用率	2.0%	0.7%	1.3%	0.6%	0.9%	1.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.3%	0.1%
财务费用率	0.7%	0.5%	0.7%	0.2%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.5%	0.6%	0.1%	-0.5%
有效税率	26.5%	25.1%	24.7%	-10.8%	17.5%	15.1%	-2.4%	-10.0%	25.6%	16.0%	-9.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

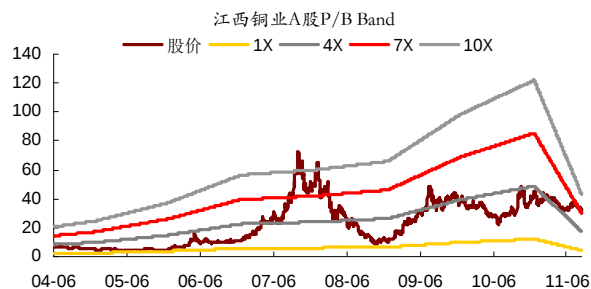
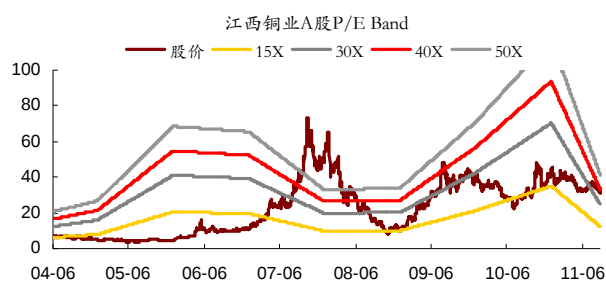
图表2：中金覆盖金属类公司估值与历史中值比较（自2000年或上市以来）

	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土	格林美	鲁丰股份	西部材料	宝钛股份	西藏矿业
中值+1倍标准差	125.9	39.4	28.0	41.5	54.6	62.8	54.7	74.4	71.1	96.7	107.5	87.0	125.7
中值	85.6	21.3	21.2	30.7	33.6	30.9	32.5	34.3	59.6	86.8	93.4	40.1	79.1
中值-1倍标准差	45.2	3.2	14.5	19.9	12.6	n.a.	10.2	n.a.	48.0	76.9	79.4	n.a.	32.5
目前水平	69.1	14.1	18.4	31.9	31.4	25.0	28.4	17.6	51.5	63.6	578.3	139.9	238.1
相对中值	-19%	-34%	-13%	4%	-6%	-19%	-13%	-49%	-14%	-27%	519%	249%	201%

	东方钽业	辰州矿业	招金矿业	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H	洛阳钼业	金钼股份	云南锗业	驰宏锌锗	章源钨业	东阳光铝	新疆众和
中值+1倍标准差	97.8	78.9	27.5	46.8	14.4	23.7	30.4	81.6	110.7	41.5	67.6	109.4	58.9
中值	61.9	45.0	18.8	7.2	8.8	14.5	24.2	61.5	92.8	32.4	55.9	75.2	35.4
中值-1倍标准差	26.1	11.1	10.1	n.a.	3.2	5.4	18.0	41.4	74.8	23.5	44.3	41.1	12.0
目前水平	41.1	29.6	22.9	32.8	7.3	10.1	14.0	58.2	86.3	63.6	49.1	30.4	31.2
相对中值	-34%	-34%	22%	356%	-17%	-31%	-42%	-5%	-7%	96%	-12%	-60%	-12%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：国际可比公司估值

公司名称	股票代码	货币单位	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			ROE		
			2011-8-25	(百万美元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
国际综合公司																
CVRD	VALE5 BZ	雷亚尔	38.77	138,226	6.8	4.7	4.8	1.6	1.4	1.4	5.3	3.8	3.8	32.0	27.9	24.3
BHP Billiton	BHP AU	澳元	38.61	200,263	9.0	7.9	8.0	3.8	2.7	2.2	5.7	4.5	4.5	44.9	40.4	37.6
Rio Tinto	RIO LN	英镑	35.95	117,638	8.0	6.2	5.9	1.8	1.6	1.3	5.9	4.3	4.2	28.0	29.2	23.7
Xstrata plc	XTA LN	英镑	10.02	48,209	10.1	7.1	5.9	1.1	1.0	0.9	5.7	4.5	3.9	12.7	20.0	18.0
Anglo American PLC	AAL LN	英镑	23.73	50,945	7.1	6.7	5.7	1.4	1.2	1.0	6.0	4.1	3.7	21.7	22.2	21.4
Vedanta Resources	VED LN	英镑	12.87	5,550	7.4	3.8	3.0	1.1	1.0	0.8	4.5	2.7	2.2	14.9	18.5	34.9
平均					8.1	6.1	5.6	1.8	1.5	1.3	5.5	4.0	3.7	25.7	26.4	26.6
铝（国际）																
Alcoa	AA US	美元	11.94	12,706	n.a.	9.4	7.8	0.8	0.8	0.8	9.1	5.9	5.3	1.9	9.9	9.9
National Aluminum	NACL IN	印度卢比	63.40	3,654	15.3	10.7	11.6	1.5	n.a.	n.a.	7.9	5.5	6.0	9.9	n.a.	n.a.
Hindalco Industries	HNDL IN	印度卢比	143.30	6,134	11.2	7.7	6.9	0.9	n.a.	n.a.	6.8	5.9	5.2	9.7	13.7	14.6
Century Aluminum	CENX US	美元	11.16	1,040	n.a.	11.2	7.0	0.9	0.9	0.7	n.a.	5.1	3.7	5.4	10.4	13.6
Alumina LTD	AWC AU	澳元	1.74	4,461	n.a.	22.8	16.1	1.3	1.3	1.3	n.a.	35.5	26.0	1.2	7.8	10.1
平均					13.2	12.4	9.9	1.1	1.0	0.9	8.0	11.6	9.2	5.6	10.4	12.0
铜（国际）																
Antofagasta PLC	ANTO LN	英镑	12.25	19,599	18.6	11.0	8.7	3.4	3.4	2.8	7.1	4.5	3.8	18.3	31.7	27.7
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	墨西哥比索	39.84	26,049	14.8	9.6	8.0	3.2	3.6	2.9	6.8	5.0	4.3	24.0	44.1	42.4
Southern Copper	SCCO US	美元	31.76	26,851	17.4	10.7	9.1	6.7	5.7	4.9	9.5	6.4	5.4	40.0	64.0	73.0
Sterlite Industries	STLT IN	印度卢比	124.75	9,375	8.3	6.2	5.3	1.0	0.9	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	12.9	11.6	15.7
Freeport Mcmoran C&G	FCX US	美元	44.14	41,839	9.5	7.4	7.1	2.9	2.7	2.0	4.3	3.7	3.5	45.6	36.1	31.2
FIRST QUANTUM	FM CN	加元	20.90	10,159	-67.9	11.8	8.3	3.0	2.5	2.0	8.2	5.9	4.1	-4.8	32.2	31.4
平均					0.1	9.4	7.7	3.4	3.1	2.6	7.2	5.1	4.2	22.7	36.6	36.9
黄金（国际）																
北美																
Barrick Gold	ABX CN	加元	47.53	48,478	14.3	10.0	9.1	2.2	2.0	1.7	10.5	7.0	6.0	19.2	18.5	17.6
Kinross Gold	K CN	加元	16.55	19,187	17.6	20.0	14.3	1.3	1.2	1.2	13.5	8.7	7.1	8.1	5.9	7.9
Agnico-Eagle	AEM CN	加元	64.38	11,112	31.4	26.6	16.7	2.8	2.8	2.6	19.2	12.7	8.8	10.4	13.0	13.5
Goldcorp	GG US	美元	48.76	39,723	22.8	22.1	17.3	1.9	1.8	1.7	18.8	12.3	9.4	8.8	8.1	9.4
IAMGold	IMG CN	加元	19.40	7,427	25.9	15.2	15.6	2.2	2.1	1.9	12.7	7.4	7.5	10.8	15.0	13.4
Eldorado Gold	ELD CN	加元	17.96	10,064	47.3	28.7	18.7	3.2	3.0	2.6	23.5	15.5	10.6	7.3	10.5	12.8
Royal Gold	RGLD US	美元	67.40	3,676	52.2	38.4	31.9	2.5	2.4	2.3	20.5	15.9	14.1	5.0	4.7	7.6
Newmont Mining	NEM US	美元	58.91	29,118	12.7	12.5	10.7	2.0	1.9	1.6	6.7	6.2	5.4	18.9	14.7	14.7
Buenaventura	BVN US	美元	44.64	12,304	n.a.	11.9	11.2	n.a.	3.4	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	28.4	31.7	26.3
Yamana Gold Inc	AUY US	美元	14.69	10,952	n.a.	14.5	12.4	n.a.	1.4	1.3	12.5	7.9	6.8	6.5	8.0	9.5
平均					28.0	20.0	15.8	2.3	2.2	2.0	15.3	10.4	8.4	12.3	13.0	13.3
南非																
AngloGold Ashanti	ANG SJ	南非兰特	310.25	17,551	n.a.	13.9	10.7	3.8	3.2	2.5	13.5	6.2	5.1	2.7	31.4	26.4
Gold Fields	GFI SJ	南非兰特	111.75	11,834	35.3	12.9	10.4	1.9	1.9	1.6	n.a.	5.3	4.8	5.4	12.5	13.5
Harmony Gold	HAR SJ	南非兰特	89.35	5,646	62.0	13.8	11.1	1.3	1.2	1.1	22.6	6.3	5.1	2.1	3.7	7.1
平均					48.7	13.6	10.7	2.3	2.1	1.8	18.1	5.9	5.0	3.4	15.9	15.7
镍																
MMC Norilsk Nickel	GMKN RU	美元	230.50	43,940	12.3	0.3	0.3	2.5	0.1	0.1	5.7	0.2	0.2	21.2	30.0	29.1
PT Inco Indonesia	INCO IJ	印尼卢比	3500.00	4,082	9.3	8.9	8.7	2.3	2.1	1.9	5.7	5.5	5.3	26.8	23.4	23.3
平均					10.8	4.6	4.5	2.4	1.1	1.0	5.7	2.8	2.8	24.0	26.7	26.2
钨																
Thompson Creek	TC US	美元	7.97	1,338	n.a.	9.1	12.4	n.a.	0.7	0.7	n.a.	4.0	4.7	9.4	14.9	29.7
平均					n.a.	9.1	12.4	n.a.	0.7	0.7	n.a.	4.0	4.7	9.4	14.9	29.7

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：江西铜业股份。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

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: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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