

价格推升业绩，但成本亦攀升

华泰研究

2022年3月30日 | 中国内地/中国香港

年报点评

基本金属及加工

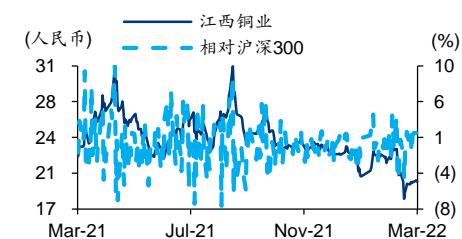
	358 HK	600362 CH
投资评级:	持有(维持)	持有(下调)
目标价:	港币: 13.30	人民币: 17.00

研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	021-28972099

基本数据

(港币/人民币)	358 HK	600362 CH
目标价	13.3	17
收盘价(截至3月29日)	13.50	19.64
市值(百万)	46,747	68,008
6个月平均日成交额(百万)	105.26	509.52
52周价格范围	10.72-22.80	17.98-30.95
BVPS	20.16	20.16

股价走势图



资料来源: Wind

2021年受益于商品涨价

江西铜业 2021 年归母净利润实现 58 亿元，同比增长 159%，主因铜价和硫酸价格较高，但对冲损失致业绩低于华泰预测 (69 亿元)。受益于商品价格高企，21 年公司毛利润同比增长 61% 至 160 亿元，其中：1) 阴极铜量价齐升，毛利润同比增长 59% 至 100 亿元；2) 化工板块扭亏为盈，实现毛利 19 亿元，主因硫酸价格同比高增 300% 以上至 641 元/吨；3) 黄金和白银板块因生产成本上升，毛利下滑 62% 至 12 亿元。考虑到成本影响大于价格上涨，我们将 22/23 年净利润预测下调至 52.8/51.7 亿元 (前值 66.0/64.8 亿元)。维持江铜 H 股 (358 HK) “持有”评级，目标价 13.3 港币 (前目标价 17.1 港币)，对应 7.15 倍 22E PE，下调 A 股 (600362 CH) 评级至“持有”，目标价 17.0 (较 H 股溢价 55%)。22-24E EPS 为 1.53/1.49/1.59 元。

4Q21 业绩或受销量和利润率下滑拖累

根据中国会计准则，江西铜业 4Q21 净利润为 11.3 亿元，同比增长 86%，但环比下降 33%。尽管四季度 TC/RC、铜价和硫酸价格均上涨，但公司净利润有所下滑，或因销量下降且原材料采购成本对利润率冲击较大，无法完全通过售价弥补。销量下滑体现在 4Q21 营业收入的变动 (环比下降 4.5% 至 1,055 亿元)，下滑幅度虽然不大，但与市场价格趋势背向而行。同时，四季度毛利率环比收窄 0.38 个百分点至 2.8% (包含对冲业务影响)。

2022 年铜价或区间震荡，较 2021 年上行空间有限

2021 年公司利润增长的主要动力是铜价的走强 (LME 铜价同比大增 50% 以上至 9,294 美元/吨)。但我们预计铜价进一步上涨的空间有限，即使库存较低且中期景气度较好，更有可能出现区间震荡的行情。铜价下行压力或来自：1) 2022 年供需压力缓解—据我们估计，今年铜精矿产量有望增长 106 万吨 (同比增长 5.8%)，形成约 7.3 万吨的过剩供给；2) 美联储加息和缩表节奏或对铜价构成下行压力。

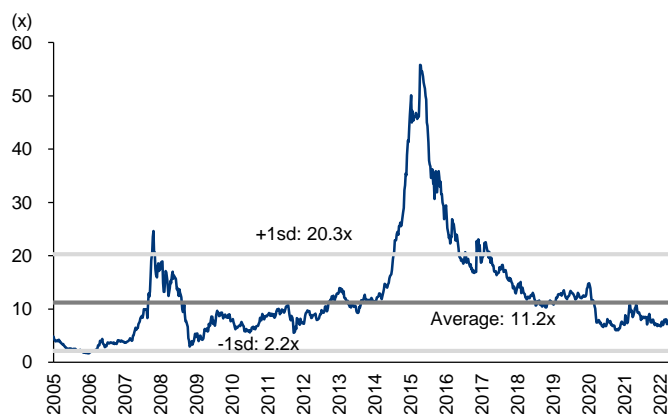
风险提示：1) 铜价涨幅不及我们的预期；2) 贵金属价格下跌。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	317,756	441,614	439,503	439,503	449,508
+/-%	32.63	38.98	(0.48)	0.00	2.28
归属母公司净利润 (人民币百万)	2,228	5,773	5,282	5,171	5,489
+/-%	(8.63)	159.12	(8.49)	(2.10)	6.15
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.64	1.67	1.53	1.49	1.59
ROE (%)	3.95	8.90	7.38	6.88	6.96
PE (倍)	17.11	6.60	7.21	7.37	6.94
PB (倍)	0.64	0.55	0.52	0.50	0.47
EV EBITDA (倍)	14.24	12.82	9.33	8.35	8.55

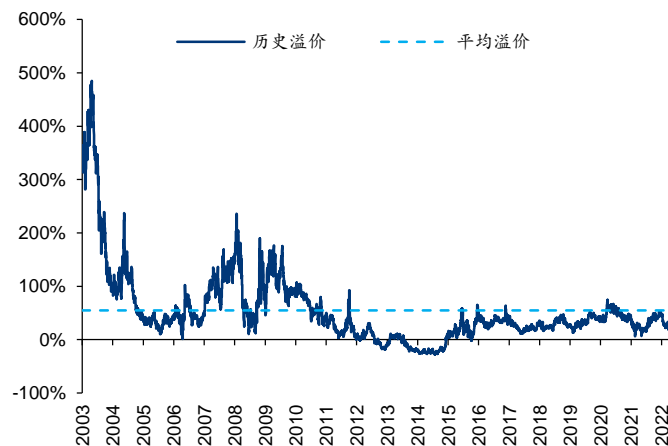
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 江西铜业 PE-bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 江西铜业 A-H 溢价



资料来源: Wind, 华泰研究

估值方法

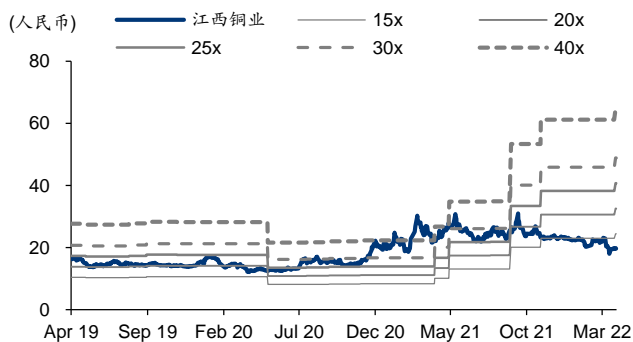
我们给予江西铜业 H 股 (358 HK) 的目标价为 13.3 港币, 基于 7.15 倍 2022 年 PE, 较 2001 年以来的公司历史 PE 均值 11.2 倍折让 36%, 主要考虑到公司面临内部成本压力 (前目标价: 17.1 港币, 基于 7.15 倍 2021 年 PE)。

我们给予江西铜业 A 股 (600362 CH) 的目标价为人民币 17.0 元, 较 H 股溢价 55%, 与公司自 2003 年以来的历史 A-H 溢价平均水平一致。

风险提示

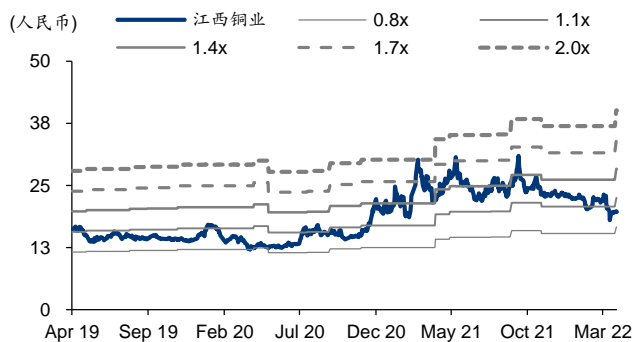
风险提示: 1) 铜价涨幅不及我们的预期; 2) 贵金属价格下跌。

图表3: 江西铜业 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 江西铜业 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	78,106	93,242	93,309	99,634	102,949
现金	14,452	21,295	18,851	27,683	25,439
应收账款	7,718	8,257	8,835	8,257	9,224
其他应收账款	10,574	13,536	13,323	13,536	13,934
预付账款	6,034	7,153	7,497	7,153	7,831
存货	32,688	36,977	38,779	36,980	40,497
其他流动资产	6,641	6,024	6,024	6,024	6,024
非流动资产	62,776	67,793	71,642	71,374	71,049
长期投资	3,952	4,910	4,910	4,910	4,910
固定投资	25,560	25,309	28,937	28,474	27,981
无形资产	5,629	5,128	5,349	5,544	5,711
其他非流动资产	27,634	32,446	32,446	32,446	32,446
资产总计	140,882	161,035	164,951	171,007	173,997
流动负债	56,273	67,229	67,359	69,599	68,406
短期借款	33,839	38,332	38,332	38,332	38,332
应付账款	10,115	11,168	11,322	11,169	11,832
其他流动负债	12,319	17,729	17,705	20,098	18,242
非流动负债	17,749	15,996	15,996	15,996	15,996
长期借款	14,446	12,055	12,055	12,055	12,055
其他非流动负债	3,303	3,941	3,941	3,941	3,941
负债合计	74,022	83,225	83,355	85,594	84,402
少数股东权益	6,949	8,011	8,246	8,476	8,721
股本	3,463	3,463	3,463	3,463	3,463
资本公积	-	-	-	-	-
留存公积	1,881	5,426	3,551	3,587	3,938
归属母公司股东权益	59,910	69,799	73,350	76,937	80,875
负债和股东权益	140,882	161,035	164,951	171,007	173,997

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	1,382	9,032	5,878	13,119	1,606
净利润	2,228	5,773	5,282	5,171	5,489
折旧摊销	1,813	(1,896)	1,651	1,768	1,825
财务费用	(1,062)	(1,204)	(1,091)	(1,203)	(799.94)
投资损失	99.41	(157.83)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(6,329)	(4,465)	(2,381)	4,747	(6,752)
其他经营现金	4,633	10,982	2,417	2,635	1,844
投资活动现金	(303.16)	(3,229)	(5,500)	(1,500)	(1,500)
资本支出	(3,374)	3,763	(5,500)	(1,500)	(1,500)
长期投资	(52.92)	(1,116)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3,124	(5,876)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(5,162)	1,154	(2,822)	(2,787)	(2,351)
短期借款	(11,294)	4,493	0.00	0.00	0.00
长期借款	8,819	(2,221)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-	-	-	-	-
其他筹资现金	(2,686)	(1,118)	(2,822)	(2,787)	(2,351)
现金净增加额	(4,083)	6,957	(2,444)	8,832	(2,245)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	317,756	441,614	439,503	439,503	449,508
营业成本	(307,687)	(425,423)	(426,127)	(426,148)	(435,810)
营业税金及附加	-	-	-	-	-
营业费用	(269.43)	(367.46)	(365.71)	(365.71)	(374.03)
管理费用	(2,726)	(3,715)	(3,697)	(3,697)	(3,781)
财务费用	(1,062)	(1,204)	(1,091)	(1,203)	(799.94)
资产减值损失	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-	-
营业利润	4,215	8,779	7,878	7,847	7,853
营业外收入	-	-	-	-	-
营业外支出	-	-	-	-	-
利润总额	3,252	7,417	6,787	6,644	7,053
所得税	(892.59)	(1,387)	(1,270)	(1,243)	(1,319)
净利润	2,359	6,029	5,517	5,401	5,733
少数股东损益	131.77	256.91	235.09	230.15	244.30
归属母公司净利润	2,228	5,773	5,282	5,171	5,489
EBITDA	6,128	6,725	9,529	9,615	9,678
EPS (人民币, 基本)	0.64	1.67	1.53	1.49	1.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	32.63	38.98	(0.48)	0.00	2.28
营业利润	4.45	108.28	(10.26)	(0.40)	0.08
归属母公司净利润	(8.63)	159.12	(8.49)	(2.10)	6.15
获利能力 (%)					
毛利率	3.17	3.67	3.04	3.04	3.05
净利率	0.70	1.31	1.20	1.18	1.22
ROE	3.95	8.90	7.38	6.88	6.96
ROIC	0.03	0.07	0.06	0.06	0.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	0.53	0.52	0.51	0.50	0.49
净负债比率 (%)	56.47	41.68	42.99	29.51	30.85
流动比率	1.39	1.39	1.39	1.43	1.50
速动比率	0.81	0.84	0.81	0.90	0.91
营运能力					
总资产周转率	2.30	2.93	2.70	2.62	2.61
应收账款周转率	22.15	30.29	27.69	27.69	27.69
应付账款周转率	16.64	21.69	19.46	18.46	18.46
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	1.67	1.53	1.49	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	2.61	1.70	3.79	0.46
每股净资产(最新摊薄)	17.30	20.16	21.18	22.22	23.36
估值比率					
PE (倍)	17.11	6.60	7.21	7.37	6.94
PB (倍)	0.64	0.55	0.52	0.50	0.47
EV EBITDA (倍)	14.24	12.82	9.33	8.35	8.55

免责声明

分析师声明

本人, 王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司