

江西铜业(600362)

资源优势明显，长期发展看好

推荐

维持评级

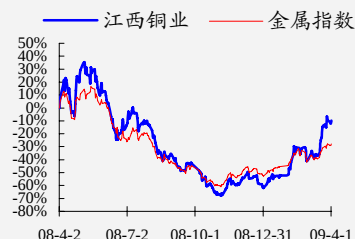
原材料/铜

2009 年 4 月 2 日

投资要点:

- 2008 年，公司实现收入 540 亿，同比上升 25%，净利润为 22.9 亿，每股收益 0.76 元，同比下降 50%，公司每股派发股利 0.08 元。
- 中国未来两年内对电力行业的投资仍将保持高速增长，人们对通胀的预期在短期内也还将持续，再加上各国对金融体系注入了大量的流动性，如果经济情况有所好转，那么铜作为重要的工业原料将受到资金的追捧。2009 年铜行业景气度将呈现振荡回升的态势。
- 公司资源优势明显，目前公司铜矿资源储量已经达到 1521 万吨，金矿储量 405.16 吨，银矿储量 9164.4 万吨，钼矿 33.14 万吨，此外还有 10390 万吨左右的伴生硫矿和少量的铅锌矿。
- 公司在 2008 年产量得到了大幅度的提升，阴极铜冶炼能力提升至 80 万吨，铜材加工能力上升至 45 万吨左右，黄金产量由 2007 年的 1.3292 吨大幅上涨至 16.3 万吨，白银也从 360 吨上涨至 408 吨。2009 年公司计划将阴极铜产量提高至 80 万吨，黄金产量提高到 20 吨，白银 430 吨、铜材 48 万吨、硫酸 220 万吨左右。由于铜价的上涨和黄金价格的高企，预计公司 2009 年的毛利率相对于 2008 年下半年会有所回升。
- 2009 年中国对铜的需求仍将保持稳定增长，流动性过剩有可能推升铜价，铜行业景气度也将是一个振荡回升的态势。公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股盈利分别为 0.78 元、0.94 元和 1.15 元，维持推荐评级。

走势图



市场数据

2009-4-1

收盘价:	23.69 元
52 周最高价:	36.18 元
52 周最低价:	8.27 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q1

总股本 (万股):	302,283
流通 A 股 (万股):	163,535
每股收益 (元):	0.42
每股净资产 (元):	6.42
每股经营现金流 (元):	0.28
市净率:	3.69

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@hotmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	5,397,243	30.34	228,510	(49.60)	0.76		31.17	
2009E	4,047,932	-25	236,868	3.66	0.78		39.69	
2010E	4,452,725	10	283,579	19.72	0.94		33.15	
2011E	4,808,943	8	348,292	22.82	1.15		26.99	

1. 公司情况简介

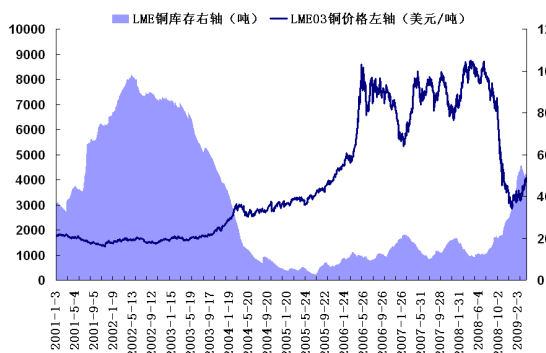
江铜是集采矿、选矿、冶炼、贸易、技术为一体的国内最大的综合性铜生产企业。公司拥有两座中国最大的已开采露天铜矿和一座中国最大规模的铜冶炼厂以及一座中国最大的井下铜矿山中。此外江铜还是中国最大的黄金、白银以及硫酸生产商之一。

公司 2008 年阴极铜的生产能力已经超过 80 万吨/年，产量超过 70 万吨，铜材加工能力为 45 万吨，产量达到 46.2 万吨，已经是世界级的大型铜生产商。贵金属方面公司 2008 年黄金产量也达到了 16.3 吨，白银产量达到 408 吨。硫化工方面公司 2008 年硫酸产量达到 218 万吨，硫精矿为 155 万吨。2008 年公司全年实现收入 540 亿，同比上升 25%，净利润为 22.9 亿，每股收益 0.76 元，同比下降 50%，公司每股派发股利 0.08 元。

2. 行业情况

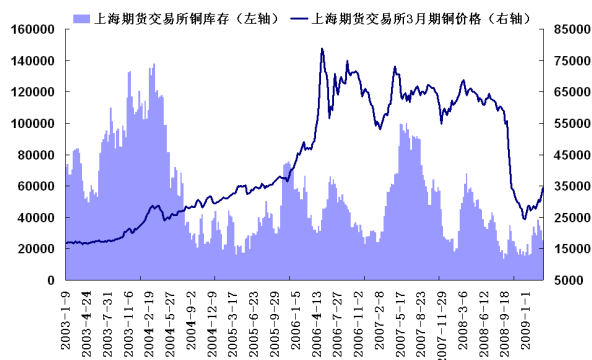
2009 年初以来，期货市场上铜迎来了一波不大不小的牛市，目前 LME3 月期铜的价格已经上涨至 4100 美元/吨左右，相比 2008 年 12 月份的低位已经反弹了将近 40%。国内上海期货交易所的铜价和外盘基本保持一致，目前价格在 35000 元左右，反弹幅度也在 40%左右。库存方面伦敦期货交易所的库存仍旧维持在 50 万吨左右，相比之前高点 54 万吨略有下降，而上海期货交易所铜库存目前仍然维持在低位，将近 2 万吨左右。

图 1.LME 铜库存和价格变化情况



资料来源:Bloomberg

图 2.上海期交所铜库存和价格变化情况



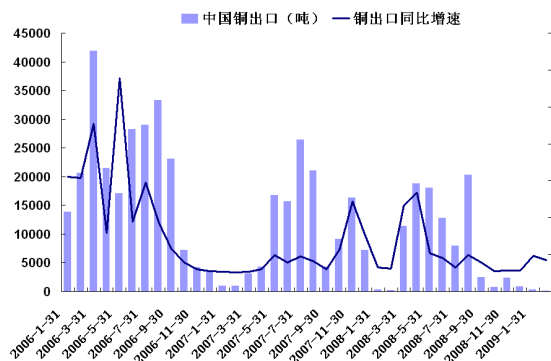
资料来源:Bloomberg

铜价最近一段时间的上涨主要是由以下几方面原因引起的：首先是由于铜行业下游需求出现了恢复的迹象，中美以及其它一些主要经济体的 PMI 指数都出现了反弹，预示着下游需求有好转的迹象。此外，和铜消费密切相关的美国房地产行业 2 月份的新房开工率和销售率都出现了环比上升，同时美国 CPI 指数好于预期也增强了人们对美国经济的信心。其次美联储大量收购美国国债，说明美国将通过增加货币投放量来刺激经济，这增加了人们对未来通胀的预期，而铜作为主要的大宗商品在通胀的情况下有很好的保值功能，同时美联储大量印刷美元也导致美元贬值，从而推升了以美

元计价的金属铜的价格。最后由于中国 4 万亿投资计划以及国储铜计划的拉动，导致了对铜的进口大增，从而带动了国际铜价的强劲反弹。

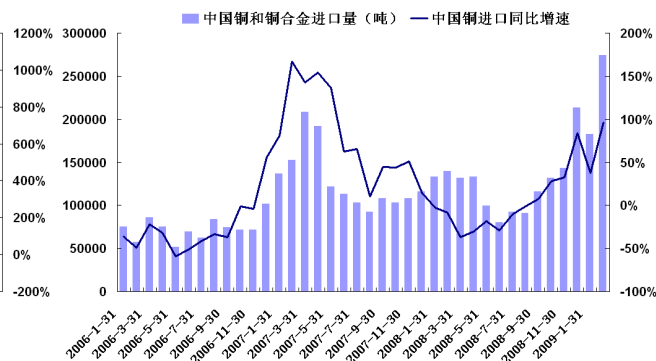
2 月份中国对铜以及铜合金的进口量出现了快速上升，2 月份达到了 28 万吨，同比上涨了 100%，而同期铜的出口量却出现了快速下滑。我们认为铜净进口的快速上升一部分是由于国内铜下游需求开始复苏造成的，另一部分是由于国储局在国际市场上收储铜所造成的。

图 3.中国铜及铜合金出口情况



资料来源:Bloomberg

图 4.中国铜及铜合金进口情况

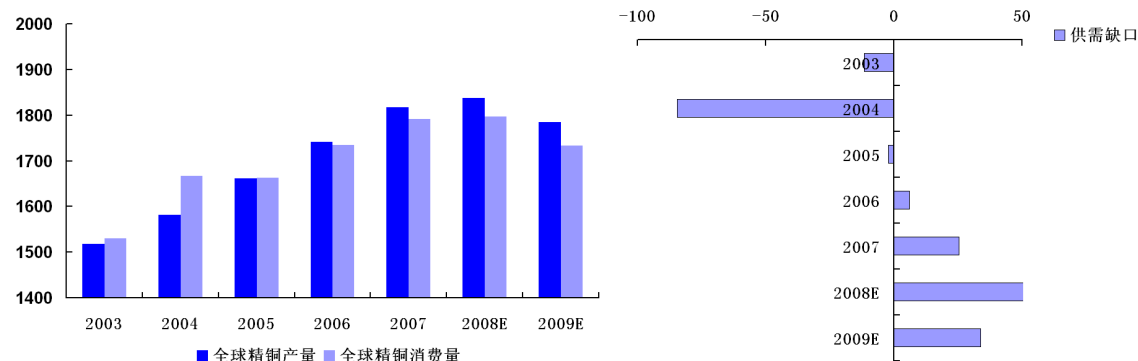


资料来源:Bloomberg

由于中国未来两年内对电力行业的投资仍将保持高速增长，人们对通胀的预期在短期内也还将持续，再加上各国对金融体系注入了大量的流动性，目前市场上的流动性已经非常充沛，如果经济情况有所好转，那么铜作为重要的工业原料和投资品必将受到资金的追捧，铜价仍有可能进一步上升。2009 年铜行业景气度也将呈现振荡回升的态势。

供需方面由于铜矿减产和废铜冶炼产量的下降，预计全球精铜产量将下降至 1780 万吨左右，需求量在 1750 万吨左右，产量继续过剩，但过剩情况将有所好转，过剩量在 30 万吨左右。

图 5.全球铜供需平衡情况



资料来源:Brookhant 东北证券研究部

3. 公司情况

3.1 资源状况

公司对资源开发控制方面比较重视，在 2008 年继续强化资源战略，报告期内公司在资源方面的扩张主要有：国内方面主要是收购了集团公司的银山铅锌矿和东乡铜矿；海外资源开发方面主要是联合中冶集团获得阿富汗艾娜克铜矿的开采权、联合五矿收购了北秘鲁铜业公司。除此之外，公司对朱砂红矿区的勘探也有一定进展，探明铜金属储量为 120 万吨。2008 年，公司新增铜储量 609 万吨、黄金储量 145 吨、银储量 1700 吨。

目前公司铜矿资源储量已经达到 1521 万吨，金矿储量 405.16 吨，银矿储量 9164.4 万吨，钼矿 33.14 万吨，此外还有 10390 万吨左右的伴生硫矿和少量的铅锌矿。

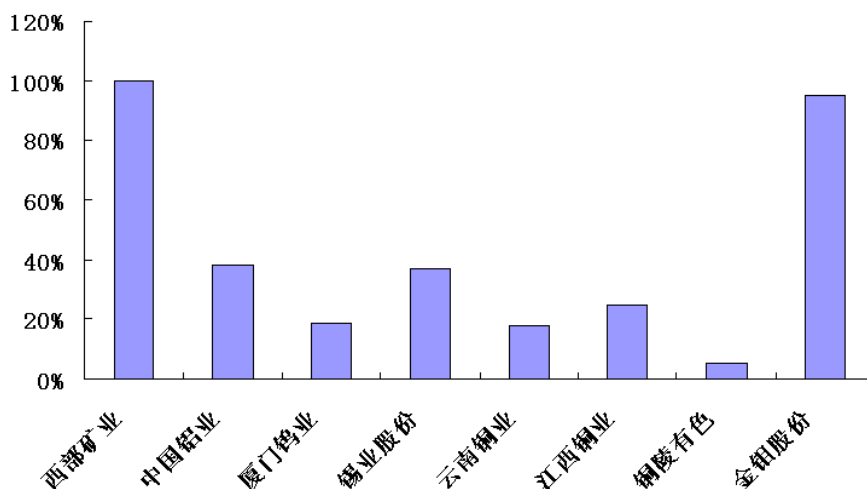
表 1.江西铜业资源状况

	持股比例	铜金属 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)	钼 (万吨)	锌 (万吨)	铅 (万吨)	硫 (万吨)
现有	100%	1114	363	9098	27.7	7.4	6.2	10390
艾娜克铜矿	20%	1100						
Galeno 矿区	40%	330	79		8.6			
Hiloric 金矿	40%		26.4	166				
Pashpap 铜钼	40%	65			5			
其它		29						
权益储量		1521	405.16	9164.4	33.14	7.4	6.2	10390

资料来源：公司公告

公司在资源方面优势比较明显，即使考虑公司这几年的产能的大幅扩张，公司铜矿的自给率也能达到 25%左右，高于云南铜业（15%左右）和铜陵有色（6%）。

图 6.主要 A 股上市公司的矿产自给率



资料来源：公司公告

3.2 公司产量和毛利率变化情况

公司在 2008 年产量得到了大幅度的提升，通过技改，公司阴极铜冶炼能力从 70 万吨提升至 80 万吨，08 年全年公司阴极铜产量达到了 70.2 万吨。铜材加工能力由原来的 37 万吨上升至 45 万吨左右，产量也由原来的 37.8 万吨上升至 46.2 万吨。贵金属方面，公司产量也有很大的提升，黄金产量由 2007 年的 1.3292 吨大幅上涨至 16.3 万吨，白银也从 360 吨上涨至 408 吨。硫酸和硫精矿产量在 2008 年也有不小的增长。

2009 年公司计划将阴极铜产量提高至 80 万吨，黄金产量提高到 20 吨，白银 430 吨、铜材 48 万吨、硫酸 220 万吨左右。

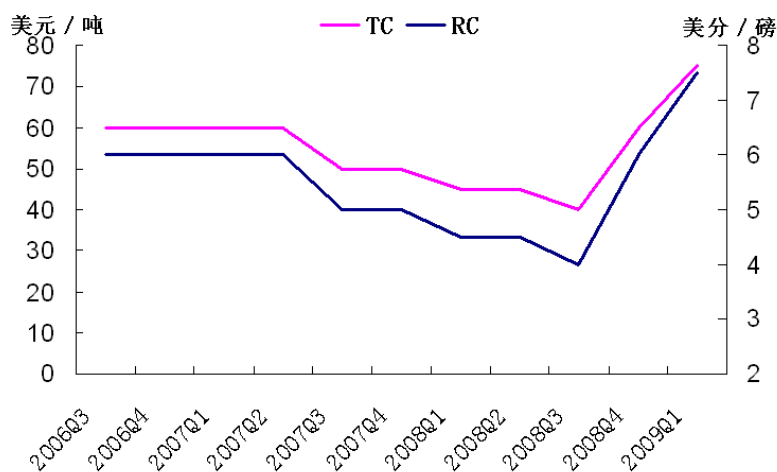
表 2.江西铜业产量预测

	2007	2008	2009E	2010E
阴极铜（万吨）	60	70.2	80	82
铜材产量（万吨）	37.8	46.2	48	50
黄金（吨）	1.3192	16.3	20	22
白银（吨）	360	408	430	450
硫酸（万吨）	162	218	220	240
硫精矿（万吨）	122	155	170	200

资料来源：公司公告，东北证券研究部

目前中国主要铜冶炼企业和必和必拓以及 Freeport 的年度铜加工费都定在 75(美元/吨)/7.5(美分/磅)，相比 2008 年大幅上涨了 66.7%，但是大幅上涨的铜加工费未必能使铜冶炼企业的盈利出现大幅度的增长。首先 75/7.5 的加工费基本上是国内铜冶炼企业的盈亏平衡点。其次虽然 2008 年铜加工费用只有 45(美元/吨)/4.5(美分/磅)，但是由于副产品硫酸价格高企，冶炼企业仍能通过副产品盈利。而目前硫酸价格已经从 2000 元/吨左右跌至 100 元/吨左右，因此虽然铜加工费的大幅提升有利于冶炼企业，但对盈利的贡献并没有想象中的那么大。

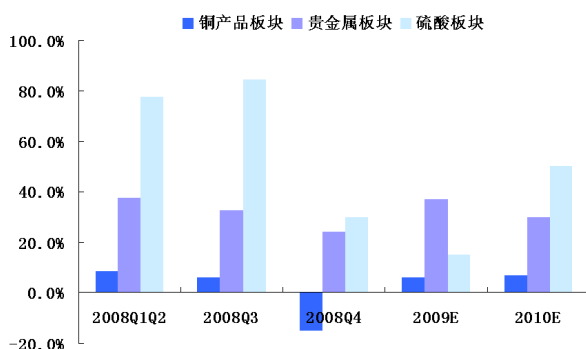
图 7.TC/RC 费用变化情况



数据来源：东北证券

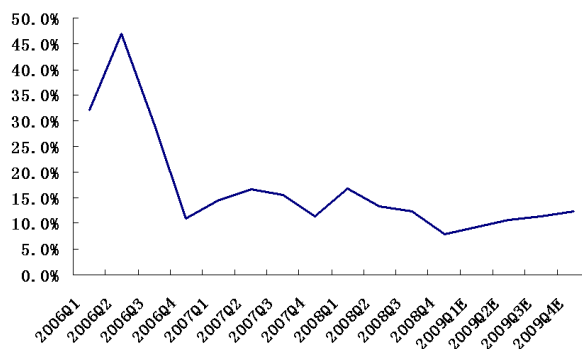
黄金目前价格在 920 美元/吨左右，预计短期内黄金价格仍将保持在高位，江西铜业黄金业务在 09 年仍将保持较高的毛利率。铜板块由于最近铜价的大幅上涨，目前公司已经开始盈利，预计 2009 年阴极铜和铜材业务的毛利率将保持在 6%左右。硫酸价格目前已经跌至 100 元/吨左右，已经低于生产成本，但是我们认为硫酸价格不会长期保持在目前这个价位，2009 年硫酸板块的毛利率预计在 15%左右。

图 8.公司主要业务毛利率预测



资料来源：公司公告，东北证券研究部

图 9.江西铜业整体毛利率预测

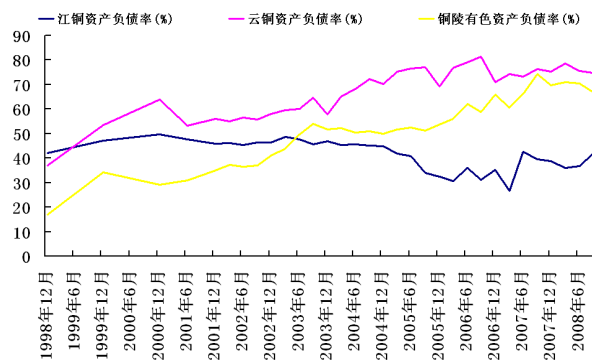


资料来源：公司公告，东北证券研究部

3.3 同行业公司比较

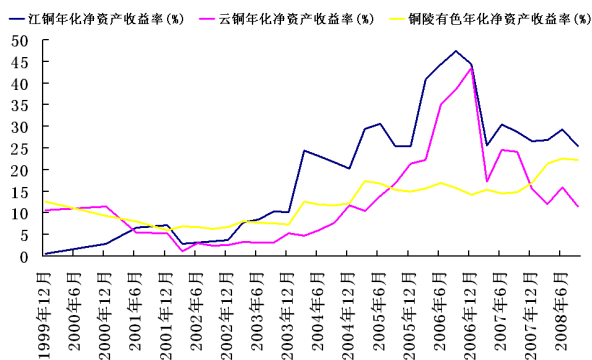
公司年报披露的负债率为 38%左右，在行业中处于较低的水平，负债结构较为合理。资产回报率方面江西铜业也一直处于较高的水平。

图 10.江西铜业负债率变化情况



资料来源:wind 东北证券研究部

图 11.江西铜业资产回报率变化情况



资料来源:wind 东北证券研究部

表 3.和国外主要上市公司估值水平比较

公司	股价	货币	市盈率			市净率		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
Freeport copper	37.73	美元	n.m	60.1	14.4	7	3.4	2.7
southern peru copper	17.48	美元	10.9	31	17.7	4.6	4.1	4

Xstrata	4.6675	英镑	4.4	17.3	11.3	1.4	1.5	1.5
Rio Tinto	23.5	英镑	16.4	13.1	12.1	2.9	2.4	2.1
江西铜业 (A股)	23.6	人民币	31	39.69	33.15	3.44	4.14	3.77

资料来源: Bloomberg, 东北证券研究所

和国外同类公司比较,江西铜业的估值较高,但考虑到 A 股的溢价水平目前的价格仍然比较合理。

3.4 套期保值损失

公司除了存货跌价损失以及其他资产减值计提了 7.38 亿之外,公司由于不符合套期会计的商品期货合约平仓损失,造成投资收益这一项亏损 10 亿左右。公司称公司所持有的套保头寸都有相应的订单对应,如果订单的违约率不高对公司的影响不会太大。但是公司一向不太成功的套保操作值得投资者注意。

4. 投资评级

2009 年中国对铜的需求仍将保持稳定增长,流动性过剩有可能推升铜价,铜行业景气度也将是一个振荡回升的态势。公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股盈利分别为 0.78 元、0.94 元和 1.15 元,维持推荐评级。

5. 财务报表预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,397,243.29	4,047,932.47	4,452,725.71	4,808,943.77	P / E	31.05	39.69	33.15	26.99
营业成本	4,716,602.64	3,602,659.89	3,918,398.63	4,183,781.08	EV / 收入	1.40	2.44	2.19	2.01
营业费用	26,838.43	12,143.80	13,358.18	14,426.83	EV / EBITDA	6.52	20.87	17.45	14.94
管理费用	106,242.73	60,718.99	66,790.89	72,134.16	EV / EBIT	22.25	27.97	22.55	18.76
财务费用	38,682.74	31,155.04	46,948.54	42,295.70	EV / NOPLAT	30.36	37.29	30.07	25.01
投资收益	(98,897.76)	0.00	0.00	0.00	EV / IC	3.10	3.65	3.48	3.22
营业利润	300,344.40	322,658.23	385,973.30	473,589.34	P / B	3.44	4.14	3.77	3.39
利润总额	299,805.03	321,158.23	384,773.30	472,389.34	Dividend Yield (%)	0.00%	0.50%	0.60%	0.74%
所得税	80,053.48	80,289.56	96,193.33	118,097.33					
净利润	219,751.56	240,868.67	288,579.98	354,292.00	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	228,510.06	236,868.67	283,579.98	348,292.00	基本 EPS	0.76	0.78	0.94	1.15
NOPLAT	248,500.64	265,359.95	324,691.39	386,913.77	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	2.07	0.41	1.12	0.87
					每股净现金流	0.29	(0.03)	0.43	(0.18)
					每股净资产	6.87	7.51	8.26	9.18
资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	414,032.38	404,793.25	534,327.09	480,894.38	净负债 / 权益	(0.05)	0.20	0.13	0.08
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	总负债 / 总资产	38.16%	35.10%	32.66%	28.93%
应收帐款	135,633.95	155,263.16	182,988.73	210,803.01	流动比率	2.27	1.57	1.79	2.16
预付款项	76,194.05	148,247.25	109,063.26	88,144.36	速动比率	1.39	0.96	1.08	1.14
存货	688,605.34	740,272.58	858,827.10	1,146,241.39					
流动资产合计	1,773,037.58	1,920,572.88	2,162,054.60	2,436,479.34	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
非流动资产	1,642,026.10	1,646,223.75	1,619,719.02	1,547,711.21	盈利能力				
资产总计	3,415,063.68	3,566,796.63	3,781,773.62	3,984,190.55	毛利率	12.61%	11.00%	12.00%	13.00%
短期借款	296,262.12	844,351.76	842,761.38	701,940.36	营业利润率	5.56%	7.97%	8.67%	9.85%
应付帐款	132,842.20	157,924.82	161,030.08	206,323.45	净利率	4.23%	5.85%	6.37%	7.24%
预收款项	28,011.67	36,107.53	45,012.98	54,630.87	净资产收益率	11.01%	10.44%	11.36%	12.55%
流动负债合计	780,892.38	1,224,253.24	1,208,766.25	1,126,949.58	偿债能力				
非流动负债	522,273.75	27,625.00	26,225.00	25,725.00	流动比率	2.27	1.57	1.79	2.16
少数股东权益	36,663.17	40,663.17	45,663.17	51,663.17	速动比率	1.39	0.96	1.08	1.14
母公司股东权益	2,075,234.39	2,268,804.85	2,495,668.83	2,774,402.43	资产负债率	38.16%	35.15%	32.70%	28.97%
净营运资本	992,145.20	696,319.63	953,288.35	1,309,529.77	成长能力				
投入资本 IC	2,436,910.88	2,707,611.52	2,808,351.29	3,005,696.59	营业收入增长率	30.34%	-25.00%	10.00%	8.00%
					营业利润增长率	-38.90%	7.43%	19.62%	22.70%
					净利润增长率	-44.71%	3.66%	19.72%	22.82%
					净资产增长率	14.41%	9.33%	10.00%	11.17%
					营运能力				
					应收帐款周转率	35.27	27.83	26.33	24.42
					存货周转率	5.96	5.04	4.90	4.17
					总资产周转率	1.68	1.16	1.21	1.24
现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E					
净利润	219,751.56	240,868.67	288,579.98	354,292.00					
折旧摊销	817,271.98	0.00	126,504.73	132,007.81					
净营运资金增加	327,357.38	(295,825.57)	256,968.72	356,241.41					
经营活动产生现金流	624,941.71	123,601.34	338,788.75	262,242.41					
投资活动产生现金流	(407,131.70)	(132,348.94)	(103,000.00)	(63,000.00)					
融资活动产生现金流	(129,782.24)	(491.53)	(106,254.91)	(252,675.12)					
现金净增 (减)	88,027.77	(9,239.13)	129,533.84	(53,432.71)					

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209