

2010-10-11

金属非金属

江西铜业 600362.SH

资源优势最明显的铜业公司

◇ 调研地点：江西贵溪

◇ 拜访对象：公司高管

◆自有矿山资源储量丰富

公司资源丰富，旗下拥有 6 座全资控股矿山，其中德兴铜矿无论是储量还是产量都是最大的矿山，年产铜 12 万吨；上市后收购的武山矿与城门山矿也逐渐成为公司主要的资源出产矿区。目前公司拥有铜储量 1131 万吨，伴生金 362 吨，银 9689 吨，硫 10899 万吨以及钼 27.5 万吨。公司总股本 30.23 亿股，合每股铜储量 3.741 千克，每股含金量 0.12 克。公司 09 年矿产铜 16.7 万吨，矿产金 5.5 吨，矿产银 60 吨。

目前矿山的扩产项目有德兴铜矿 13 万吨/日扩产、城门山矿以及东乡矿的技改项目。预计技改完成达产后，公司每年新增自产铜矿在 5 万吨以上。

除了国内的矿山，公司拥有阿富汗艾娜铜矿与加拿大北秘鲁铜矿两处铜矿，合计权益铜储量 407 万吨，黄金 42 吨，目前处于基建前期。

◆公司冶炼资产状况

贵溪冶炼厂是公司唯一的阴极铜冶炼厂，产能为 90 万吨；原料供给除了公司自产铜精矿外，还需要外购铜精矿、粗铜以及废杂铜。2009 年原料来源包括自产铜精矿 16.7 万吨，外购铜精矿 23.5 万吨，外购粗铜及废杂铜 40 万吨。冶炼得到的阴极铜 48 万吨用于加工，35 万吨用于外销。

目前由于国际铜冶炼产能过剩，(TC/RC) 冶炼加工费很低，目前长单加工费为 46.5/4.65，折算粗炼费为 1017 元/吨，精炼费 672.5 元/吨。这样的加工费基本上是冶炼的盈亏平衡点，毛利极低。

◆成本拆分与业绩弹性

公司 2010 年计划自产铜 17 万吨，合每股铜产量 0.049 千克。铜价每上涨 1000 元/吨，除去所得税 25%，按照权证转股后的新股本计算，公司 EPS 增厚 0.032 元，业绩弹性大。

我们大致匡算出自产铜成本为 27243 元/吨。金银方面，由于自产金银是以铜精矿伴生形态生成，其成本较低，2010 年上半年自产金成本为 92 元/克，自产银成本为 1.3 元/克。

◆看好铜价走势

经济复苏加上宽松的货币政策支持铜价上涨。铜是金属的“带头大哥”，是对宏观经济弹性最大的品种。从库存看，LME 和上海期货交易所铜库存已持续下跌，目前合计大约 45 万吨，虽然高于历史最低水平，但也远远低于历史最高水平。

◆业绩预测

由于权证转股后股本增加，我们预计公司 2010 年-2012 年全面摊薄 EPS 为 1.09、1.31 和 1.48 元。公司资源储量相当丰富，且业绩对铜价弹性大，是铜价上涨时很好的投资标的，我们给予公司 2011 年 EPS 35 倍市盈率，目标价 46 元，投资评级“买入”。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	53,972	51,715	68,894	79,476	89,837
净利润(百万元)	2,285	2,349	3,759	4,550	5,136
EPS(元)	0.66	0.68	1.09	1.31	1.48
ROE(归属母公司)	11.01%	10.30%	14.07%	14.70%	14.54%

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调高

买入

当前价格	34.23 元
目标价格	46.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

汪前明(执业证书编号：S0930210050001)

021-22169122

wangqm@ebcn.com

联系人：施毅

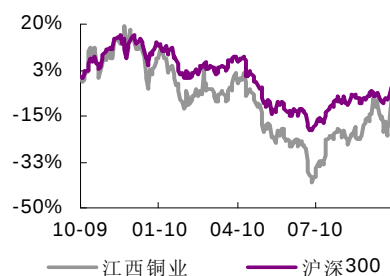
021-22169126

shiyi@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	3,463
总市值(百万元)	118,530
流通比例(%)	59.93%
12 个月最高/最低(元)	45.83/21.85
近 3 月日均成交量(百万股)	19.81
主要股东	江西铜业集团

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.79	21.94	-4.78
绝对收益	3.02	36.94	-8.56

相关报告：

资源优势最明显的铜业公司

..... 2010-10-10

自有矿山资源储量丰富

公司资源丰富，旗下拥有 6 座全资控股矿山，其中德兴铜矿无论是储量还是产量都是最大的矿山，年产铜 12 万吨；上市后收购的武山矿与城门山矿也逐渐成为公司主要的资源出产矿区。目前公司拥有铜储量 1131 万吨，伴生金 362 吨，银 9689 吨，硫 10899 万吨以及钼 27.5 万吨。公司总股本 30.23 亿股，合每股铜储量 3.741 千克，每股含金量 0.12 克。公司 09 年矿产铜 16.7 万吨，矿产金 5.5 吨，矿产银 60 吨。

目前矿山的扩产项目有德兴铜矿 13 万吨/日扩产、城门山矿以及东乡矿的技改项目。预计技改完成达产后，公司每年新增自产铜矿在 5 万吨以上。

图表 1：公司各矿储量情况

级别		持股比例	铜(万吨)	金(吨)	银(吨)	硫(万吨)	铅锌(万吨)	钼(万吨)
1	德兴铜矿	100%						
	1 铜厂矿区	100%	382	235				
	2 富家坞矿区	100%	250		5712			8
	3 朱砂红矿区	100%	37.75					
2	永平铜矿	100%	131	-	-	191.8085		
3	城门山铜矿	100%	153.12	61.896	2426.26	3212.1		
	1 含金鸡窝银铜矿	100%	31	3.27	952		51	
4	武山铜矿	100%	112	36	961			
5	东乡铜矿(东同矿)	100%	13.39		181	325.7		
6	银山铅锌矿	100%	71.7	80	1288	1424.08	13.5	
	09 年公告数据显示(除去已开采量)		1131	362	9689	10899		27.5

资料来源：光大证券研究所

图表 2：公司各矿产量

级别	产量 (金属量)	处理量 (万吨/日)	铜 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)	硫产量 (万吨)	钼 (万吨)	备注
1	德兴铜矿	10.5						改造后处理量 13 万吨/日 2010 年完成主体，2011 年试生产
	1 铜厂矿区		12	4.1	17.8	6.6		
	2 富家坞矿区		2					
	3 朱砂红矿区							
2	永平铜矿		1.5	0.044	0.015	21.3045		
3	城门山铜矿	0.7	0.8	0.013	2.173	2.45		改造完成后，年产铜达到 1.5 万吨
	1 含金鸡窝							
4	武山铜矿		1.28	0.2	7.5	30		
5	东乡铜矿		0.2					完成改造后，年铜矿产量达到 0.8 万吨
6	银山铅锌矿		0.3					
	合计		16.7	5.5	60		0.4	

资料来源：光大证券研究所

除了国内的矿山，公司也尝试通过海外收购来获得资源储量。目前公司拥有阿富汗艾娜铜矿与加拿大北秘鲁铜矿。

阿富汗艾娜克铜矿：铜金属量 1100 万吨，公司持股 25%，目前正在排雷阶段，2011 年开始基建，基建期 2-3 年，预计 2014 年开始投产。

加拿大北秘鲁铜矿：铜金属量 400 万吨，黄金 100 吨，持股 40%。完成探矿阶段，2010 年完成可行性研究报告，2012 年开始基建。

图表 3：海外资源收购项目

	持股比例	铜（万吨）	黄金（吨）
阿富汗艾娜克铜矿	25%	1100	
加拿大北秘鲁铜矿	40%	400	100
权益储量		407	42

资料来源：光大证券研究所

公司冶炼资产情况

阴极铜冶炼

贵溪冶炼厂是公司唯一的阴极铜冶炼厂，产能为 90 万吨；原料供给除了公司自产铜精矿外，还需要外购铜精矿、粗铜以及废杂铜。2009 年原料来源包括自产铜精矿 16.7 万吨，外购铜精矿 23.5 万吨，外购粗铜及废杂铜 40 万吨。冶炼得到的阴极铜 48 万吨用于加工，35 万吨用于外销。

阴极铜冶炼加工费

目前由于国际铜冶炼产能过剩，（TC/RC）冶炼加工费很低，粗炼费为 46.5 美元/吨，精炼费 4.65 美分/磅。折算成人民币：

粗炼费： $46.5 \times 6.8 \div 30\% \times 96.5\% = 1017$ 元/吨

精炼费： $(4.65 \div 100) \times 2204 \times 6.8 \times 96.5\% = 672.5$ 元/吨

（30%是国际标准铜精矿品位，6.8 为人民币对美元汇率）

这样的加工费基本上是冶炼的盈亏平衡点，毛利极低。

金银冶炼

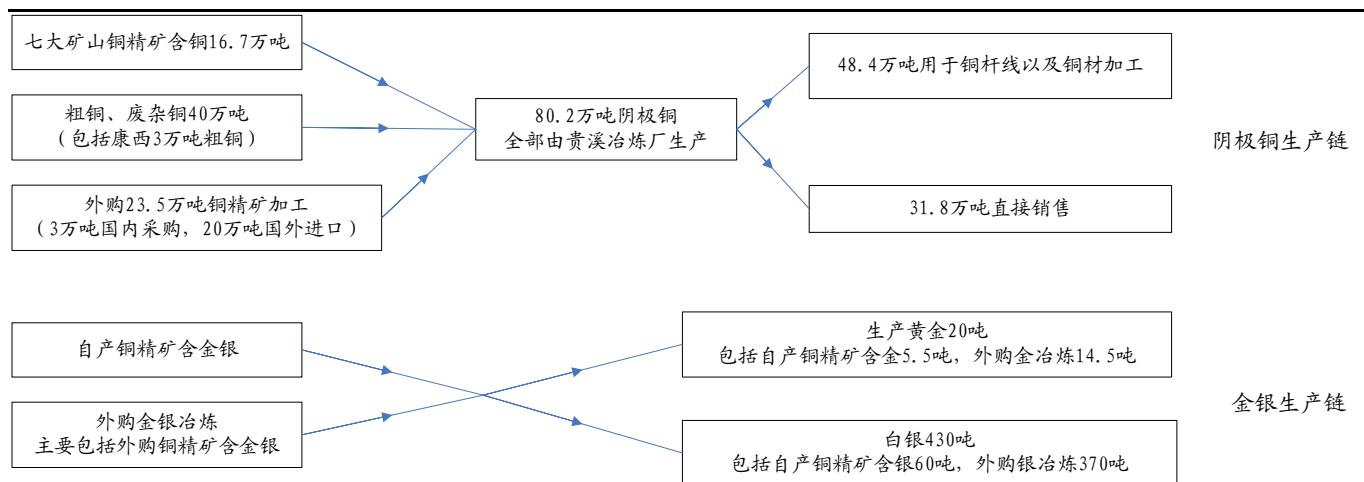
铜精矿冶炼成阴极铜的过程中，其中伴生的金、银在电解环节就沉淀分离出来，最终成为可供出售的金、银；2009 年公司自产铜精矿伴生金 5.5 吨，银 60 吨。

此外，公司外购铜精矿含有伴生金银，公司外购合质金、银进行加工，外购金精矿、银精矿冶炼。2009 年公司共生产黄金 20 吨，白银 430 吨。

硫酸冶炼

硫酸产品是公司主要的副产品，年产能达到 225 万吨，包括贵溪冶炼厂金属冶炼的二氧化硫烟雾得到 170 万吨硫酸，子公司江铜瓷厂以及江铜化工利用硫精矿分别生产硫酸 40 万吨和 10 万吨。

图表 4：公司 2009 年主要产品生产链



资料来源：光大证券研究所

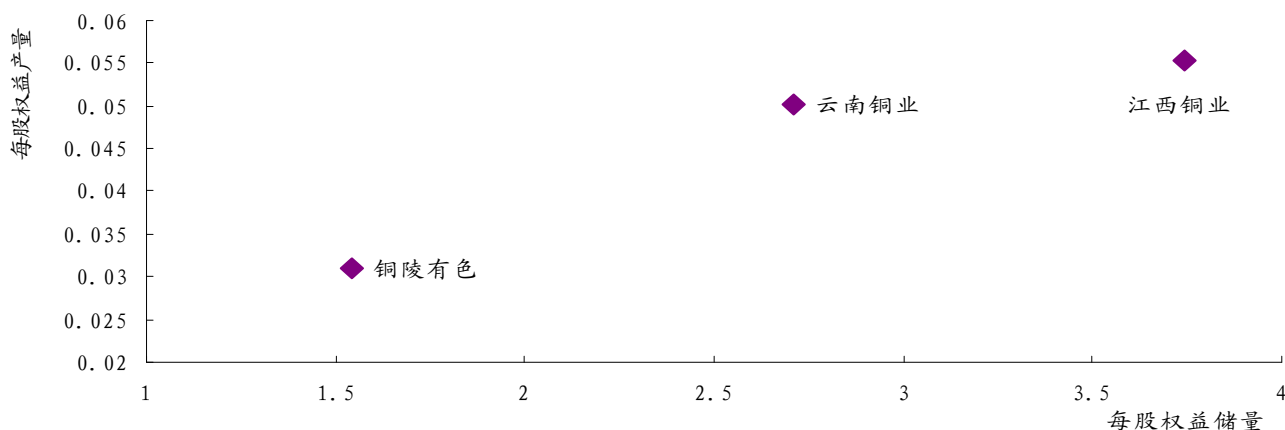
成本拆分与业绩弹性分析

公司 2010 年自产铜 17 万吨，合每股铜产量 0.049 千克。铜价每上涨 1000 元/吨，除去所得税 25%，按照权证转股后的新股本计算，公司 EPS 增厚 0.032 元，业绩弹性大。

我们大致匡算出自产铜成本为 27243 元/吨。金银方面，由于自产金银是以铜精矿伴生形态生成，其成本较低，2010 年上半年自产金成本为 92 元/克，自产银成本为 1.3 元/克。

图表 5：各上市铜企业业绩弹性分析

每股权益产量越大，业绩对铜价弹性越大；每股权益储量越大，可以给的估值水平越高



资料来源：光大证券研究所

铜价走势分析

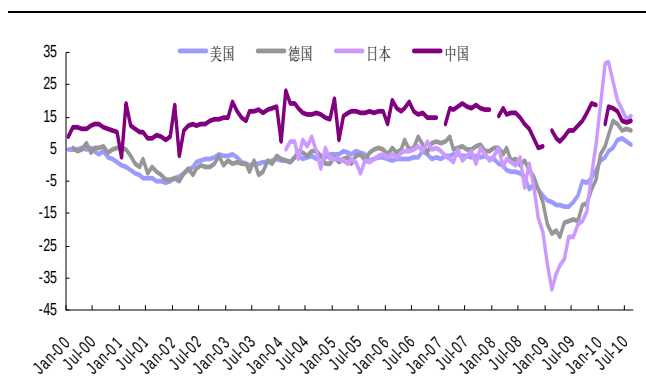
炒基本金属看经济周期。在经济周期上升阶段，金属作为工业原材料，其需求将持续上升，在宏观经济指标上表现为工业品产量指数（或工业增加值）增速上升，目前外围经济脆弱复苏，国内楼市调控不会使整体固定资产投资增速继续下滑，对金属的需求上升。另外，由于基本

金属都是期货交易品种，在商品属性之外还存在金融属性，目前各国宽松的货币政策将导致全球流动性泛滥，激发金属的金融属性，甚至可能使金属价格“泡沫化”。

铜是金属的“带头大哥”，是对宏观经济弹性最大的品种。从库存看，LME 和上海期货交易所铜库存已持续下跌，目前合计大约 45 万吨，虽然高于历史最低水平，但也远远低于历史最高水平。

图表 6：各国工业品产量同比增速（%）

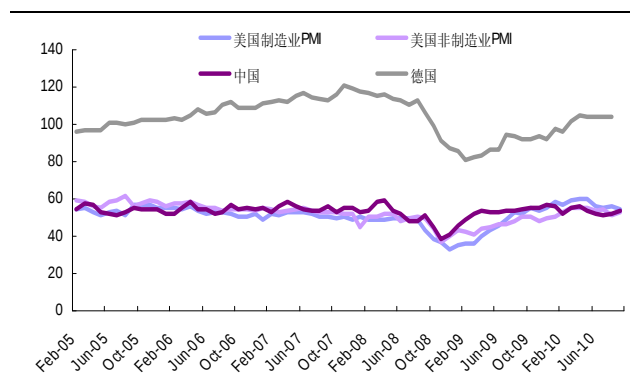
8 月份，中国工业增加值增速回升



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图表 7：各国 PMI 指数

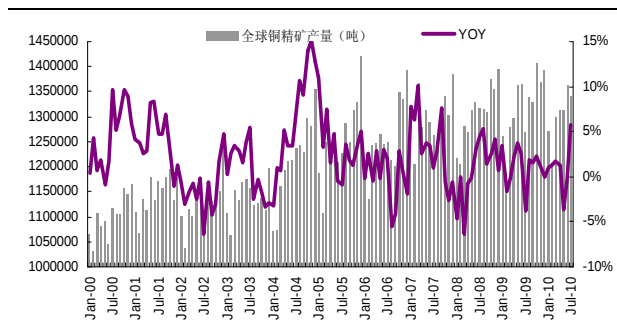
9 月份我国 PMI 指数上升至 53.8；美国制造业 PMI 降至 54.4，非制造业指数上升至 53.2



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图表 8：全球铜精矿产量及增速

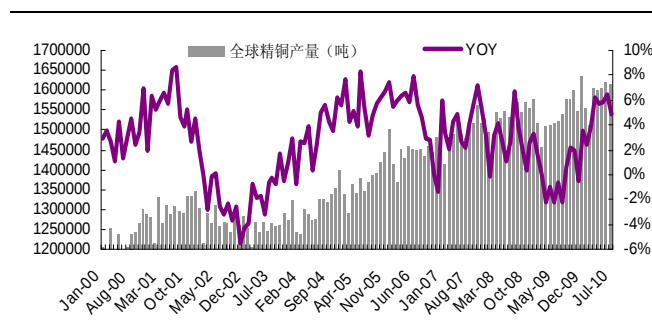
目前铜精矿产量增速在合理范围内



资料来源：光大证券研究所

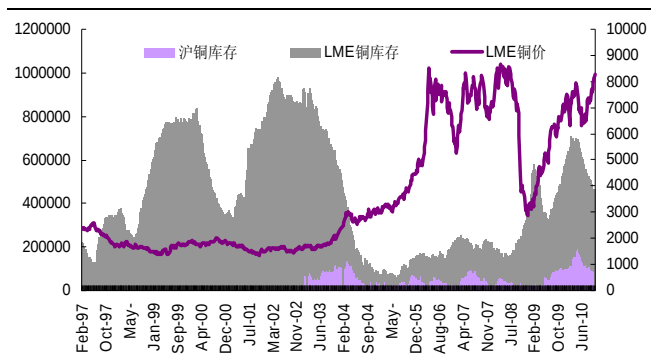
图表 9：全球铜产量及增速

目前全球铜产量增速在合理范围内



资料来源：光大证券研究所

图表 10：铜价及库存



资料来源：光大证券研究所

业绩预测

由于权证转股后股本增加，我们预计公司 2010 年-2012 年全面摊薄 EPS 为 1.09、1.31 和 1.48 元。公司资源储量相当丰富，且业绩对铜价弹性大，是铜价上涨时很好的投资标的，我们给予公司 2011 年 EPS 35 倍市盈率，目标价 46 元，投资评级“买入”。

图表 11：产品成本假设

	2010 年	2011 年	2012 年
自产铜单位成本（元/吨）	30373	31000	32000
铜冶炼加工费（美元/吨、美分/磅）	46.5/4.65	45/4.5	45/4.5
自产金单位成本（元/克）	95	100	105
自产银单位成本（元/克）	1	1	1
自产银单位成本（元/克）	1	1	1

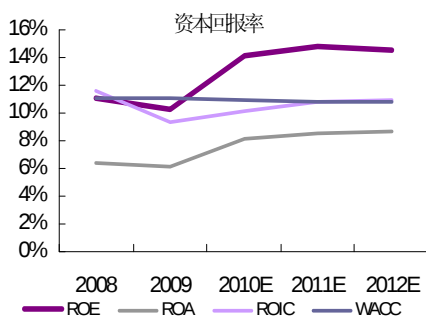
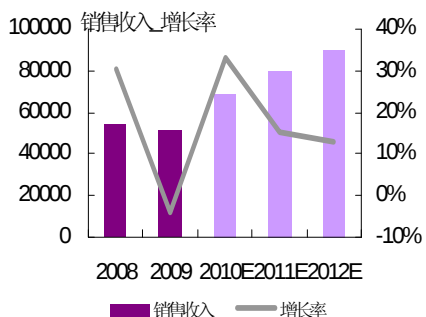
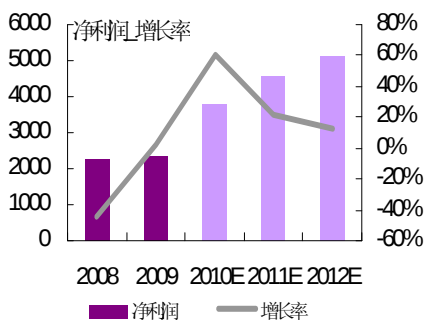
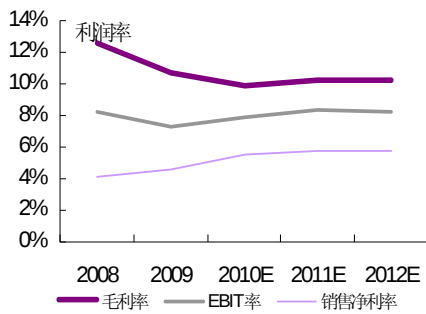
资料来源：光大证券研究所

图表 12：产品产量、价格假设

	2009 年	2010 年中报	2010 年	2011 年	2012 年
阴极铜产量（万吨）	80.2	45.2	90	100	110
其中：自产铜精矿含铜量（万吨）	16.7	8.4	17.2	20	22
阴极铜价格（元/吨）	39156	57707	58000	62000	65000
铜材加工产量（万吨）	48.4	23	48	50	55
金产量（吨）	20	10.4	22	24	26
其中：自产金（吨）	5.7	2.8	5.8	6	6.3
金价（元/克）	215	250	280	300	320

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	53,972	51,715	68,894	79,476	89,837
营业成本	47,166	46,148	62,058	71,298	80,600
折旧和摊销	1,430	-8,236	125	258	379
营业税费	279	284	251	289	327
销售费用	268	296	286	330	373
管理费用	1,062	1,083	859	990	1,120
财务费用	387	367	413	459	538
公允价值变动损益	-79	-63	0	0	0
投资收益	-989	-255	1	1	1
营业利润	3,003	3,109	5,027	6,165	6,878
利润总额	2,998	3,176	5,062	6,128	6,917
少数股东损益	-88	-3	38	46	52
归属母公司净利润	2,285.10	2,349.25	3,758.54	4,549.93	5,135.59

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	34,151	38,034	47,038	53,630	59,731
流动资产	17,730	20,587	27,245	31,234	35,195
货币资金	4,140	3,600	4,795	5,532	6,253
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,356	1,729	2,262	2,601	2,941
应收票据	2,620	736	965	1,113	1,258
其他应收款	1,386	827	1,013	1,180	1,321
存货	6,886	11,490	15,484	17,795	20,120
可供出售投资	327	410	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	525	406	406	406	406
固定资产	11,794	12,405	15,428	18,153	20,421
无形资产	1,152	1,104	1,049	996	946
总负债	13,032	14,859	19,929	22,413	23,919
无息负债	4,789	7,265	6,305	7,313	8,167
有息负债	8,243	7,594	13,624	15,100	15,753
股东权益	21,119	23,175	27,109	31,216	35,812
股本	3,023	3,023	3,463	3,463	3,463
公积金	11,532	12,272	12,842	13,531	14,309
未分配利润	6,243	7,449	10,335	13,707	17,473
少数股东权益	367	361	399	445	497

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	6,249	1,722	-1,747	3,112	3,802
净利润	2,285	2,349	3,759	4,550	5,136
折旧摊销	1,430	-8,236	125	258	379
净营运资金增加	-1,428	729	7,447	2,876	3,003
其他	3,963	6,880	-13,078	-4,572	-4,716
投资活动产生现金流	-4,071	-3,143	-2,640	-2,799	-2,499
净资本支出	-1,152	-1,104	3,000	2,800	2,500
长期投资变化	525	406	0	0	0
其他资产变化	-3,445	-2,445	-5,640	-5,599	-4,999
融资活动现金流	-1,298	-822	5,583	423	-582
股本变化	0	0	440	0	0
债务净变化	304	-649	6,030	1,477	652
无息负债变化	1,055	2,477	-960	1,008	854
净现金流	880	-2,242	1,195	736	721

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	30.34%	-4.18%	33.22%	15.36%	13.04%
净利润增长率	-44.71%	2.81%	59.99%	21.06%	12.87%
EBITDA 增长率	1.10%	-175.44%	-225.27%	23.65%	13.28%
EBIT 增长率	-11.75%	-14.90%	43.36%	21.76%	11.97%
估值指标					
PE	52	50	32	26	23
PB	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	19	-25	24	19	17
EV/EBIT	25	29	24	20	18
EV/NOPLAT	34	40	32	27	24
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	4	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	12.61%	10.76%	9.92%	10.29%	10.28%
EBITDA 率	10.91%	-8.59%	8.08%	8.66%	8.68%
EBIT 率	8.26%	7.34%	7.89%	8.33%	8.25%
税前净利润率	5.55%	6.14%	7.35%	7.71%	7.70%
税后净利润率 (归属母公司)	4.23%	4.54%	5.46%	5.72%	5.72%
ROA	6.43%	6.17%	8.07%	8.57%	8.68%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.01%	10.30%	14.07%	14.79%	14.54%
经营性 ROIC	11.62%	9.36%	10.12%	10.82%	10.87%
偿债能力					
流动比率	2.27	2.17	1.38	1.40	1.47
速动比率	138.87%	95.70%	59.71%	60.31%	63.09%
归属母公司权益/有息债务	2.52	3.00	1.96	2.04	2.24
有形资产/有息债务	3.97	4.84	3.38	3.49	3.73
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.66	0.68	1.09	1.31	1.48
每股红利	0.07	0.09	0.14	0.17	0.19
每股经营现金流	1.80	0.50	-0.50	0.90	1.10
每股自由现金流(FCFF)	1.98	0.94	-1.80	-0.15	0.13
每股净资产	5.99	6.59	7.71	8.89	10.20
每股销售收入	15.59	14.93	19.90	22.95	25.94

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写,以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息,但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发,供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下,本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议,光大证券股份有限公司及其附属机构(包括研究所)不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员,交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。