

江西铜业（600362）

首次关注评级：推荐

——铜价及产量助推公司业绩大幅提升

市场数据		2011年3月3日
当前价格（元）		39.83
6周价格区间（元）		35.80-44.10
总市值（亿）		1246.79
流通市值A（亿）		890.90
总股本（万股）		346272.94
流通股A（万股）		207524.74
近一个月换手率		23.12%
第一大股东		江西铜业集团
公司网址		www.jxccc.com

投资要点：

- **公司稳坐国内铜行业头把交椅，资源与产量均处领先地位。**公司国内自有矿山6座，铜资源量达到1130万吨。铜资源量是铜陵有色9倍，云南铜业的11倍；另有铜矿伴生副产品资源量黄金400吨，银9,500吨，钼25万吨；伴生硫及共生硫10,000万吨。公司在海外拥有两座矿山北秘鲁铜矿和阿富汗aynak，权益储量达到407万吨。公司权益铜资源总量为1537.8万吨。
- **公司自产铜产量2011年进一步提升。**随着德兴铜矿技改工程的完成，公司将新增3万吨矿石日储量。该技改工程目前处于试运行状态，上半年将完成达产达标。城门山二期和武山二期皆已完成投产。2010年公司自产铜17.2万吨，以全年90万吨阴极铜为基础，公司矿产自给率为20%。技改工程的完成，将使公司自产铜达到20万吨，铜矿自给率达到24%。
- **公司副产品毛利润处于较高水平。**公司伴生稀贵金属毛利率高于同行内平均水平，黄金和稀散金属毛利率分别达到25%和51%。原因在于黄金与铜金属分离属于同一生产线，成本摊销至铜金属生产中。11年副产品利润有望进一步提高。黄金预计维持在10年水平，产量为5.1吨，11年产量将达到为5.8吨；公司还占有全国10%的钼资源，10年生产钼5140吨。
- **公司十二五规划目标合理可行。**到十二五末期，公司目标为销售收入1800亿元，阴极铜生产150万吨，年复合增长率为15%。十二五期间，公司将努力使国外两个矿山产量达产。
- **铜价仍具备进一步上涨的上涨。**我们预计今年国外铜价合理区间应在9000-11000美元每吨之间，国内铜价在70000-78000。高峰将出现4-5月份。全球流动性、铜金属供需缺口、铜金属ETF、空调消费增加均会推升铜价。
- **盈利预测**
预计公司2010-2011年每股收益为1.5元、2.5元。目标价60元。若铜价冲破12000，股价想象空间大。对公司评级：推荐。

华龙证券研究中心

高级研究员：文育高

SAC: S0230205110423

联系人：彭健

SAC: S0230110110019

0931-4890002

Pengjian456@gmail.com

江西铜业简介

江西铜业是国内一流的有色金属企业，具有国内最高的铜精矿自给率，电解铜冶炼能力 90 万吨，为国内第一。同时公司矿山富含黄金、钼、硫，使得公司采矿成本低于行业内平均水平。公司同时拥有铜材深加工能力，具备从铜矿开采、铜冶炼、到铜深加工的一体化综合生产能力。公司除拥有亚洲一流的德兴铜矿外，积极拓展海外矿产资源，目前已在北秘鲁及阿富汗地区获得矿权，未来将进一步提高公司的矿石自给率。

十二五规划目标

公司 2011 目标为销售收入 1000 亿元，我们预计公司 2010 年销售收入 860 亿元。到十二五末期，公司目标为销售收入 1800 亿元，阴极铜生产 150 万吨，年复合增长率为 15%。十二五期间，公司将努力使国外两个矿山产量达产。阿富汗矿区方面，正在做可行性研究，铁路、水、电以及排雷都需要时间，当地政府审批进程较慢，投产时间应在 3 年左右。加拿大矿区正在做环评，涉及到矿区附近居民搬迁的问题以及其他基建问题。两个矿区推进慢于公司预期。国内矿山短期内不会再有产能扩大的计划，外延式扩张即购买好的矿山仍是公司考虑的主要手段。

公司资源优势明显

公司目前拥有 6 座矿山（德兴、武山、双城山、永平、东乡、银山），铜权益储量 1538 万吨，黄金权益储量 404 万吨。其拥有 100%所有权的查明资源储量约为铜金属 1,131 万吨，黄金 400 吨，银 9,689 吨，钼 27.5 万吨；伴生硫及共生硫 10,899 万吨；联合其他公司所控制的资源按本公司所占权益计算的金属资源储量约为铜 407 万吨、黄金 42.16 吨。北秘鲁铜矿含铜金属量 400 万吨，公司权益拥有 40%；阿富汗 aynak 铜矿 1100 万吨，权益拥有 25%。公司权益铜资源总量为 1537.8 万吨。

江西铜业资源情况

矿山	权益	铜储量(万吨)	权益储量	金储量(吨)	品位
国内矿山					
德兴	100%	649.9	649.9	146.2	0.44%
永平	100%	95.5	95.5	12	0.73%
武山	100%	108.5	108.5	33.1	0.80%
城门山	100%	179	179	68.7	0.90%
东乡	100%	16.6	16.6	0.1	0.49%
银山	100%	81.3	81.3	102.3	0.40%
海外矿山					
北秘鲁铜矿	40%	330	132	42.16	
阿富汗 Aynak 铜矿	25%	1100	275		
合计		2560.8	1537.8	404.56	

资料来源：公司公告

公司 11 年自产铜将达到 20 万吨，10 年为 17.2 万吨。其中德兴铜矿新增 3 万吨矿石日处理量去年年底已开始试产，预计今年上半年将完成达产达标。城门山矿区日储量矿石量由日 2000 吨增加至每日 7000 吨。武山日处理矿石量为 5000 吨。日矿石处理量的增加为公司带来每年 3 万吨的新增铜金属量。

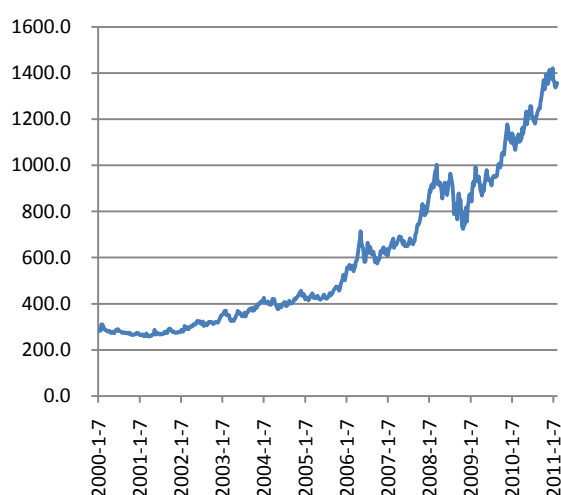
产能方面

公司拥有国内最大的贵溪冶炼厂，目前冶炼能力 90 万吨。集团公司已在烟台收购了冶炼工厂，冶炼能力为 30 万吨，主要为配套公司海外矿山。一旦海外矿山投产，可以立即进行冶炼。另外公司原先废杂铜主要依靠国外，而近期再生有色金属发展推进计划将会使公司废杂铜采购转向国内，利于公司降低废杂铜的采购成本。公司十二五规划 150 吨阴极铜生产规模合理可行。

副产品方面

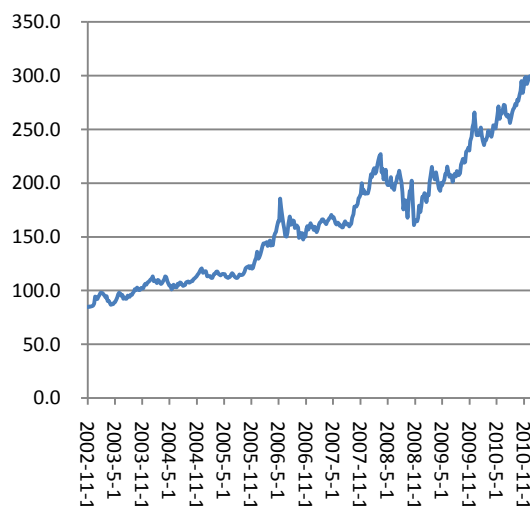
公司伴生稀贵金属毛利率高于同行内平均水平，黄金和稀散金属分别达到 25%和 51%。原因在于黄金与铜金属分离属于同一生产线，成本摊销至铜金属生产中。11 年副产品利润有望进一步提高。硫酸方面，公司 10 年产量为 240 万吨，平均价我们预计在维持在 330 元每吨。11 年预计维持在 450-550 的水平，可增加销售收入 2.4-5.0 亿元。经我们计算吨硫酸成本为 200 元左右。黄金产量保持平稳，2010 产量为 5.1 吨，2011 年产量将达到为 5.8 吨；公司还占有全国 10%的钼资源，10 年生产钼 5140 吨，钼金属十二规划为 6000 吨。预计 11 年钼价格将随着石油的价格逐渐上升。

截止到 2 月份伦敦交易所黄金期货价格



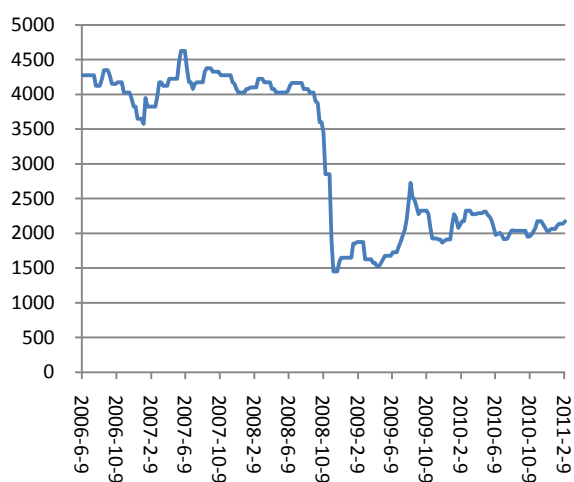
资料来源: wind

截止到 2 月份上海交易所黄金期货价格



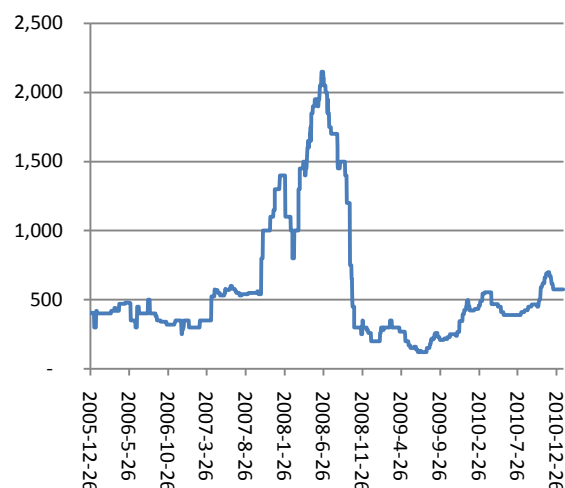
资料来源: wind

截止到 2 月份钼精矿价格



资料来源: bloomberg

截止到 2 月份硫酸价格



资料来源: 百川资讯

公司采选成本较低，冶炼处于微利状态

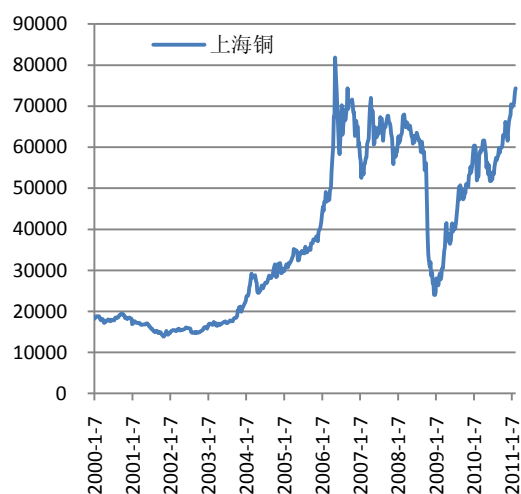
公司铜矿自给率为 20%，德兴铜矿技改工程达产后，自给率可达 24%。德兴铜矿可采铜的黄金期限为 20-30 年，目前为露天开采，采矿、选矿环节成本处于同行业内较低水平，采矿成本主要为运输车维修、人工、炸药。经我们测算采矿成本在 10-15 元/吨。选矿成本主要为电力，每吨矿石 25 元左右。60-70 吨矿石可浮选出一吨精矿（含铜金属量 24%），由此推算自产铜采选阶段成本应该在 14000-16000 元之间，自产铜成本预计在 18000-20000 之间。

我们预计公司今年的冶炼加工费为 TC/RC 为 71.0/7.1, 相比 09 年上涨 51%，虽然加工费有所上升，但此价格仍处于较低水平，公司冶炼处于微利状态。

铜价上涨核心趋势不变，供需基本面不变

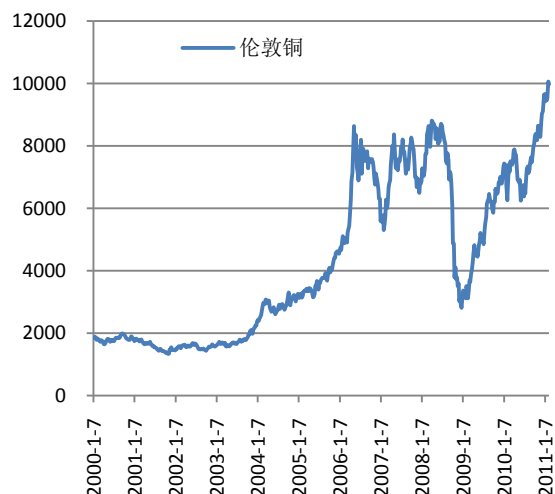
我们预计今年国外铜价合理区间应在 9000-11000 美元每吨之间，国内铜价在 70000-78000。高峰将出现 4-5 月份。第一、全国铜供给不断下降，已获得行业一致认可，11 年铜缺口将在 40 万吨左右。第二、国外几大投行相继推出铜 ETF 的计划，也对铜价起到推波助澜的作用。第三、铜的下游空调行业需求保持旺盛，7-8 月份是销售旺季，而 3-6 月份将是空调生产企业高峰时间段，由于春节前，铜价高企，主要下游企业以消耗铜库存为主，预计春节后铜采购的需求将加大。第四，我国与美国的新一轮电网改造，也将加大铜金属量的需求。新兴市场国家的工业化也是催化剂之一。市场甚至喊出铜价将涨至 15000 美元一吨。对此我们表示谨慎。10000 左右应为合理的反应铜基本面的金属价格。

截止到 2 月份上海交易所铜期货价格



资料来源: wind

截止到 2 月份伦敦交易所铜期货价格



资料来源: wind

公司盈利预测

公司盈利预测核心假设

销量情况	2008	2009	2010E	2011E	2012E
阴极铜 (万吨)	24.00	31.80	41.60	43.40	46.40
黄金(吨)	16.30	20.00	22.00	22.00	22.00
白银(吨)	408.00	430.00	460.00	475.00	475.00
铜材	46.20	48.40	48.40	48.40	48.40
硫酸(万吨)	218.00	225.00	240.00	240.00	250.00
硫精矿 (万吨)	155.00	163.00	160.00	160.00	160.00
钼精矿(吨)	3,106.00	4,166.00	4,800.00	5,100.00	5,200.00
销售价格(元/吨)					
阴极铜 (含税)	39336	39461	58000	70000	72000
黄金(元/克)	183.00	200.00	260.00	270.00	280.00
白银(元/克)	3.81	3.90	4.50	6.00	6.00
铜材	54220	41304	60000	72000	74000
硫酸	600.00	194.00	256.00	330.00	400.00
硫精矿	840.00	210.50	370.00	300.00	300.00
钼精矿	340,941.73	154,718.67	200,000.00	220,000.00	250,000.00

我们认为 2011 年铜价仍具备上涨的动力,随着公司的矿产铜产量及铜价的提升,公司业绩会大幅提升。公司被评为高新技术企业,所得税降为 15%,进一步增厚公司业绩。因此我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 1.5 元、2.5 元、2.8 元。对应目前股价市盈率倍、倍、倍。我们预测 2011 年江西铜业目标价为 60 元。若伦敦铜期货价格冲破 12000 美元/吨,股

价想象空间大。首次对江西铜业“推荐”评级。.

风险因素

- 1、铜价出现大幅波动
- 2、国内紧缩政策超预期。

投资评级说明:

华龙证券公司投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;

谨慎推荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;

中 性:预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

华龙证券行业投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内行业指数上涨幅度超过大盘在 10%以上;

中 性:预期未来 6 个月内行业指数变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内行业指数下跌幅度超过大盘在 10%以上;

本报告是华龙证券研究中心的研究员通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表华龙证券研究中心的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券研发中心无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.