

价值洼地的首选

事件:

2011 年至今有色金属板块指数上涨 7.1%，江西铜业 H 股上涨 6.5%，江西铜业 A 股下跌 9.2%。A 股跑输有色指数 16 个百分点，而 A/H 股的溢价也几乎降至金融危机以来最低水平。

研究结论:

- **国内持续紧缩货币政策使得基本金属板块承压。**去年 10 月来国内密集的货币紧缩政策（4 次加息，5 次加存款准备金率），使得基本金属板块整体受压，江西铜业作为基本金属行业的龙头，尤为不堪重负。尽管期间铜价仍然强势震荡上行，截至 2010 年 4 月 8 日，LME 铜收盘 9885 美元，距离历史高点仅 3%。且期间受铜价持续上行，公司获高新技术企业资格所得税享受优惠等，市场对其盈利预测不断向上修正。
- **我们强烈看好当前江西铜业投资价值，理由主要有四点：**首先，我们依然看好铜价中长期走势。供应层面受全球铜矿品味持续下降，成本持续太高，生产增速极其缓慢；而需求受发达国家经济复苏，新兴市场经济依然强劲增长，铜需求依然稳健，供需缺口未来几年仍将存在，这将支持铜价中长期维持高位。短期 3—6 个月看，伴随消费旺季来临，全球铜库存下降，在全球依然宽松流动性推动下，铜价可望再创新高。其次，公司是基本金属板块中经营业绩最稳健，估值最低的个股。伴随国内铜价逼近历史高点，公司季度净利润也创历史新高。我们预测公司 11 年 PE 不到 20 倍。再次，公司单位市值的资源储量价值为列基本金属行业之首，是当前市值的 8 倍，远高于其他基本金属个股。最后，一直压抑的流动性紧缩货币政策，市场预期在下半年可能有所松动。
- **盈利预测和投资评级。**2011 年一季度国内铜现货均价 71600 元/吨，较上年均价上涨 22%。我们预测 2011 年国内铜价、金价、银价和硫酸均价为 68000 元/吨、305 元/克和 5.6 元/千克，500 元/吨，2012 年对应价格分别为 72000 元/吨、330 元/克和 6.5 元/千克，580 元/吨。铜 TC/RC 明后年均均为 70 美元/7 美分。按照 15% 的所得税率，经测算，2011/2012 年公司 EPS 为 2.17/2.73 元，铜价每波动 5000 元，影响公司 EPS 约 0.15 元，当前股价对应 2011/12 年 PE 为 18.6/14.8 倍。维持公司买入投资评级。
- **风险因素。**1、国内流动性收缩强于预期，系统性风险导致有色金属估值整体下移。2、公司海外铜矿投产进度低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

联系人

徐建花

8621-63325888 × 6090

xujianhua@orientsec.com.cn

张镭

zhanglei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 8 日) 41.01 元

目标价格 60.00 元

总股本/A 股 (亿股) 34.63/20.75

A 股市值 (亿元) 1420.07

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告发布日期 2011 年 4 月 11 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

单位: 百万元

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入同比	-4%	48%	49%	18%
EBITA 同比	-17%	70%	39%	26%
ROE	10.30%	21.51%	18.61%	19.55%
ROIC	9.24%	12.58%	17.13%	19.17%
EPS (元)	0.78	1.57	2.17	2.73
每股净资产 (元)	7.55	6.59	11.66	13.98
P/E (倍)	52.8	26.2	18.6	14.8

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

今年来公司股价大幅跑输有色板块指数.....	3
国内持续紧缩货币政策是主因	4
我们强烈看好当前江西铜业的投资价值.....	5
依然看好铜价中长期走势	5
基本金属板块中业绩最稳健，估值最低	7
单位市值的资源储量价值为列基本金属行业之首	8
市场预期紧缩的货币政策下半年可能有所松绑	9
盈利预测和投资评级	9
风险因素	9

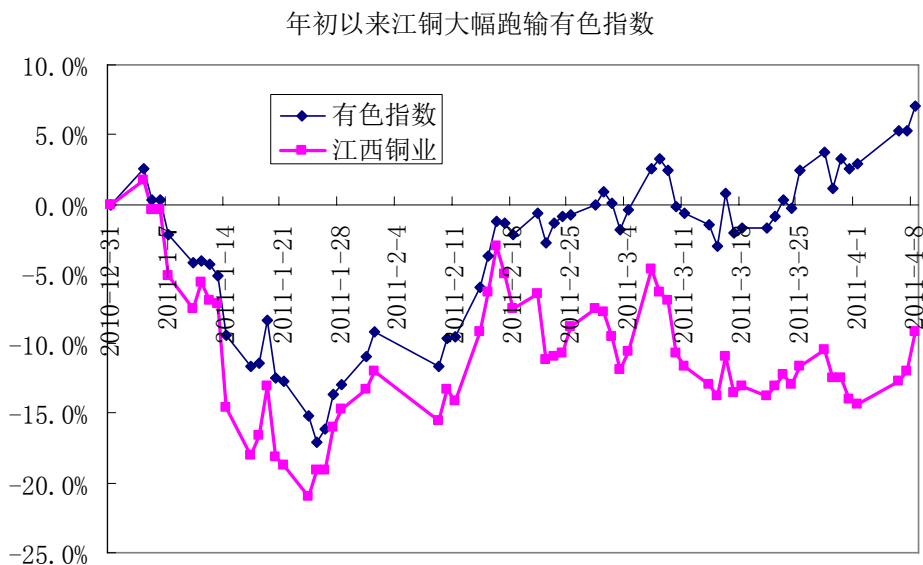
图表

图 1 今年来江铜 A 股大幅跑输有色板块指数 16 个百分点.....	3
图 2 江西铜业 A 股/H 股溢价已经回落至金融危机以来最低水平	3
图 3：近 10 年智利铜矿品位日趋下降	5
图 4：近 20 年 CODELCO 铜矿品位日趋下降	5
图 5：2004-2009 年全球铜矿产量复合增长率 1.47%	6
图 6：智利（占全球产量 1/3）产量陷于停滞.....	6
图 7：2004-2009 年全球精炼铜生产成本上升 1 倍有余.....	6
图 8：全球主要地区生产成本均显著上升，尤其是非洲	6
图 9：2000 年来全球精铜消费复合增长率 2.1%.....	6
图 10：全球精铜消费分布情况	6
图 11：2000 年来中国精铜消费复合增长率高达 15.7%.....	7
图 12：2000 年来印度精铜消费复合增长率高达 10%.....	7
图 13 历史看中国 2 季度铜消费环比有望大幅回升	7
图 14 伴随铜价重上历史高位，公司季度净利润再创历史新高	8
图 15 江西铜业单位市值的资源量最高	9
附图：相关上市公司近期资金流向	11

今年来公司股价大幅跑输有色板块指数

2011 年至今有色金属板块指数上涨 7.1%，江西铜业 H 股上涨 6.5%，江西铜业 A 股下跌 9.2%。A 股江西铜业跑输有色板块指数 16 个百分点，而 A/H 股的溢价也几乎降至金融危机以来最低水平。

图 1 今年来江铜 A 股大幅跑输有色板块指数 16 个百分点



数据来源：东方证券研究所

图 2 江西铜业 A 股/H 股溢价几乎回落至金融危机以来最低水平



数据来源：公司资料，东方证券研究所

国内持续紧缩货币政策是主因

自去年 10 月中国拉开流动性收缩序幕，至今已经四次加息（平均 1 个半月加一次），5 次加存款准备金率。密集的货币紧缩政策，使得基本金属板块整体受压，江西铜业作为基本金属的龙头，尤为不堪重负。尽管期间铜价仍然强势震荡上行，截至 2010 年 4 月 8 日，LME 铜收盘 9885 美元，距离历史高点仅 300 多美元。且期间受铜价持续上行，公司获高新技术企业资格所得税优惠政策等市场对其盈利预测不断向上修正。

表 1 2010 年 10 月以来中国实施密集货币紧缩政策

		大型金融机构 准备金率	1 年期存款利率	1 年期贷款利率
2010-10-19	加息		2.50%	5.56%
2010-11-10	加存款准备金率	17.5%		
2010-11-19	加存款准备金率	18.0%		
2010-12-20	加存款准备金率	18.5%		
2010-12-25	加息		2.75%	5.81%
2011-1-14	加存款准备金率	19.0%		
2010-2-8	加息		3.00%	6.06%
2011-2-18	加存款准备金率	19.5%		
2011-4-5	加息		3.25%	6.31%

数据来源：东方证券研究所整理

表 2 国内长江有色现货铜月度均价仍强势震荡上行

月份	国内现货铜价 元/吨
2010-9-30	59605
2010-10-29	62707
2010-11-30	63726
2010-12-31	66657
2011-1-31	70262
2011-2-28	73092
2011-3-31	71605
2011-4-8	72500

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

我们强烈看好当前江西铜业的投资价值

首先，我们依然看好铜价中长期走势。供应层面受全球铜矿品味持续下降，成本持续太高，生产增速极其缓慢；而需求受发达国家经济复苏，新兴市场经济依然强劲增长，铜需求依然稳健，供需缺口未来几年仍将存在，这将支持铜价中长期维持高位。短期 3-6 个月看，伴随消费旺季来临，全球铜库存下降，在全球依然宽松流动性推动下，铜价可望再创新高。

其次，公司是基本金属板块中经营业绩最稳健，估值最低的个股。伴随国内铜价逼近历史高点，公司季度净利润也创历史新高。目前铜价下今年公司的 PE 不到 20 倍。

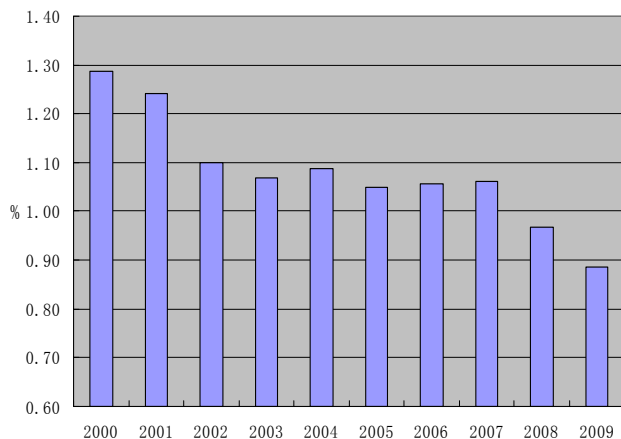
再次，公司单位市值的资源储量价值为列基本金属行业之首，是当前市值的 8 倍，远高于其他基本金属个股。

最后，一直压抑的流动性紧缩货币政策，市场预期在下半年可能松绑。

依然看好铜价中长期走势

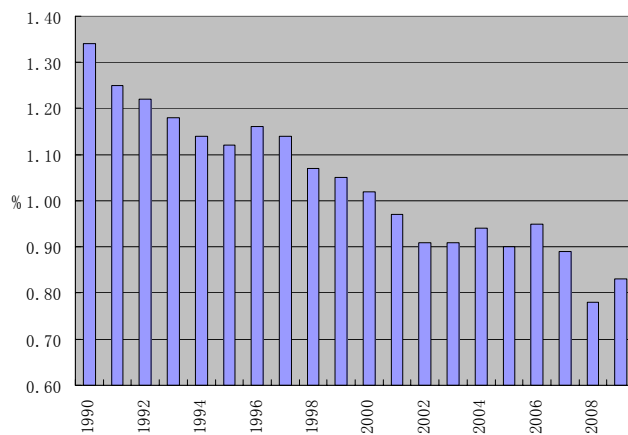
我们依然看好铜价中长期走势。供应层面受全球铜矿品味持续下降，成本持续抬高，生产增速极其缓慢；而需求受发达国家经济复苏，新兴市场经济依然强劲增长，铜需求依然稳健，供需缺口未来几年仍将存在，从而支撑中长期铜价维持高位。

图 3：近 10 年智利铜矿品位日趋下降

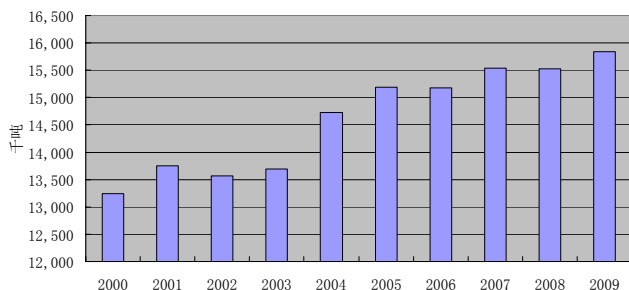


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

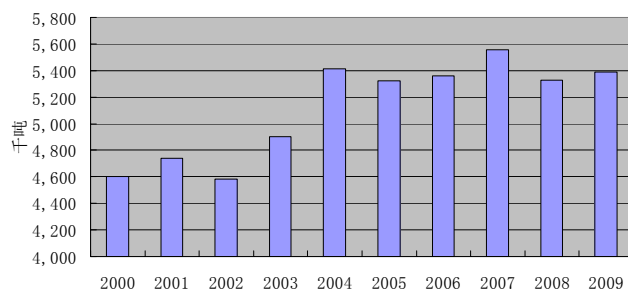
图 4：近 20 年 CODELCO 铜矿品位日趋下降



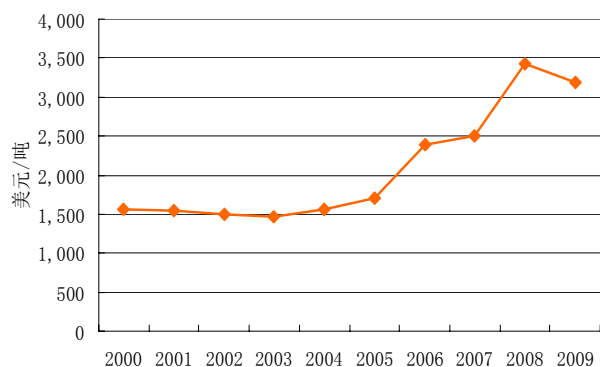
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 5：2004-2009 年全球铜矿产量复合增长率 1.47%


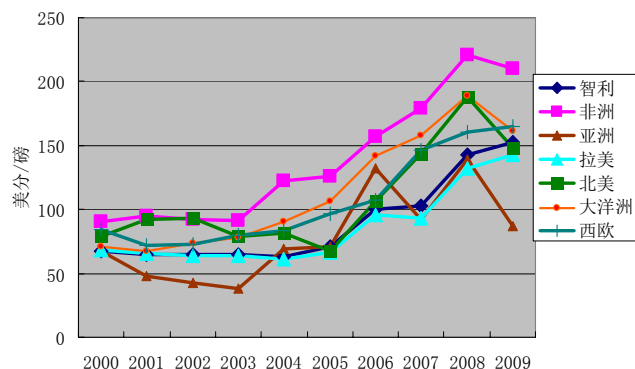
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 6：智利（占全球产量 1/3）产量陷于停滞


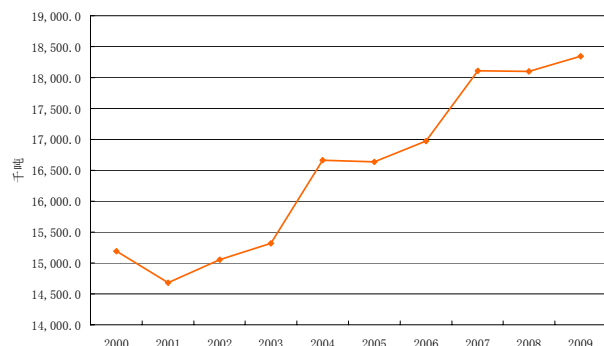
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 7：2004-2009 年全球精炼铜生产成本上升 1 倍有余


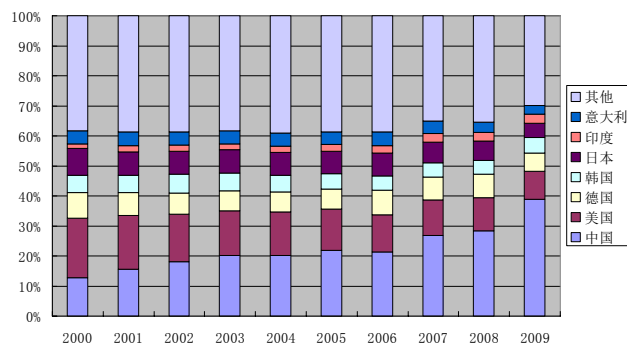
资料来源：Brookhant, 东方证券研究所

图 8：全球主要地区生产成本均显著上升，尤其是非洲


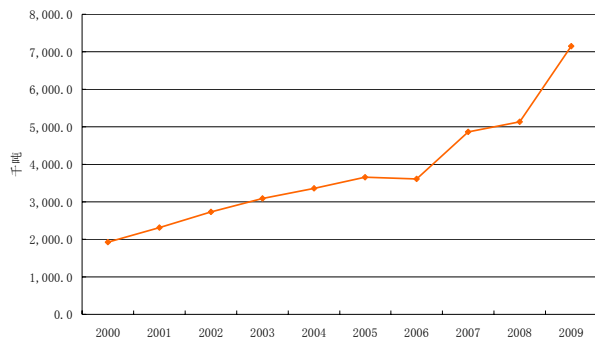
资料来源：Brookhant, 东方证券研究所

图 9：2000 年来全球精铜消费复合增长率 2.1%


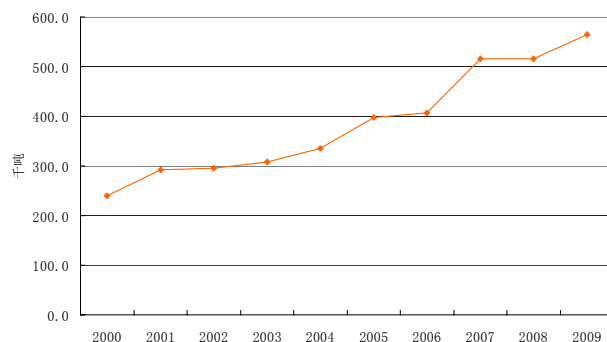
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 10：全球精铜消费分布情况


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

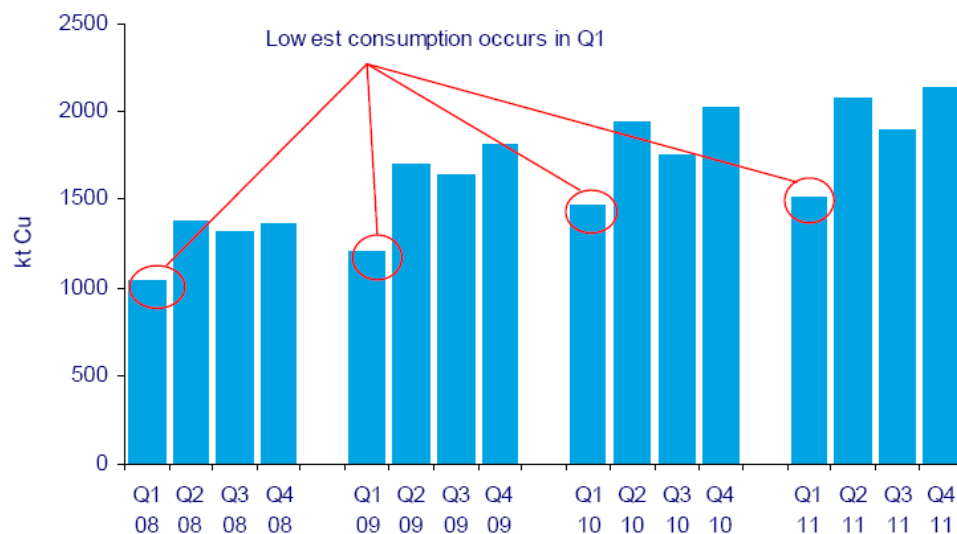
图 11：2000 年来中国精铜消费复合增长率高达 15.7%


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 12：2000 年来印度精铜消费复合增长率高达 10%


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

短期 3—6 个月看，伴随铜消费旺季来临，且日本受地震影响部分铜冶炼产能遭到关闭，产量下降，而重建需求增加，全球库存有望逐步下降，在全球依然宽松流动性推动下，铜价可能再创新高。

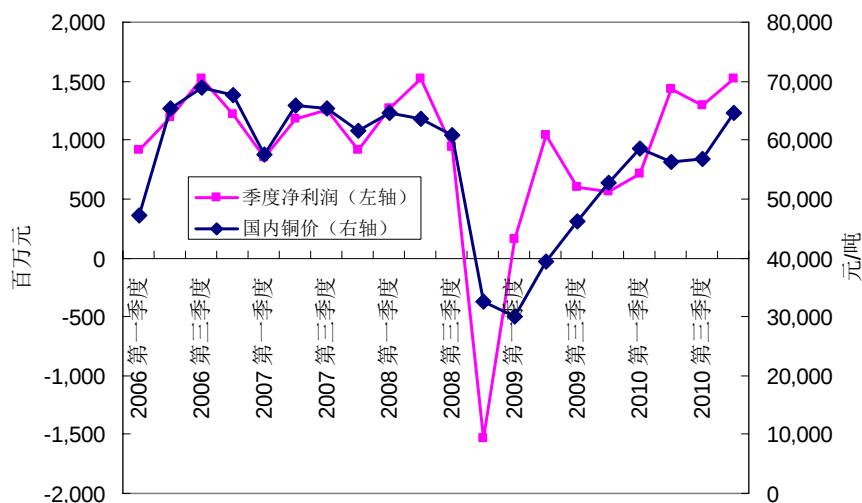
图 13 历史看中国 2 季度铜消费环比有望大幅回升


Source: Brook Hunt - A Wood Mackenzie Company

数据来源：BROOKHUNT，东方证券研究所

基本金属板块中业绩最稳健，估值最低

公司是基本金属板块中经营业绩最稳健，估值最低的个股。伴随国内铜价逼近历史高点，公司季度净利润也创历史新高。目前 WIND 一致预期公司 2011 年 PE 约 20 倍，而我们预测公司 11 年 PE 仅 18.6 倍。

图 14 伴随铜价重上历史高位，公司季度净利润再创历史新高


数据来源：公司资料，东方证券研究所

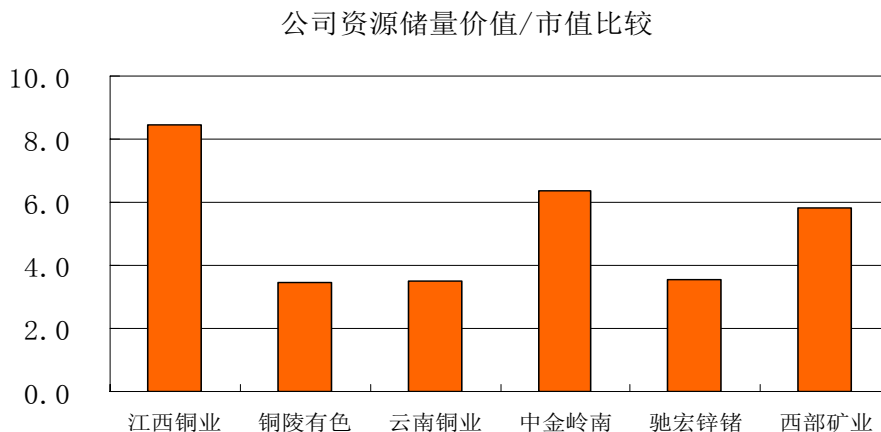
表 3 公司在国内基本金属板块中估值最低

证券代码	证券简称	2010E	2011E	2012E
600362.SH	江西铜业	29.4	20.4	17.3
000630.SZ	铜陵有色	51.5	29.9	23.7
000878.SZ	云南铜业	77.8	45.3	34.1
000060.SZ	中金岭南	51.0	32.0	26.9
600497.SH	驰宏锌锗	82.2	50.6	39.1
601168.SH	西部矿业	41.3	31.5	25.6
平均		55.5	35.0	27.8

数据来源：Wind，东方证券研究所

单位市值的资源储量价值为列基本金属行业之首

公司单位市值的资源储量价值为列基本金属行业之首，是当前市值的 8.44 倍，远高于其他基本金属个股。铜陵和云铜分别为 3.45 和 4.51 倍，

图 15 江西铜业单位市值的资源量最高


数据来源：公司资料，东方证券研究所，储量价值计算均以 2011-4-8 金属现货价格计算，驰宏锌锗包括海外加拿大矿储量

市场预期紧缩的货币政策下半年可能有所松绑

中国人民银行 4 月 5 日宣布加息 25 个基点，将 1 年期存贷款利率分别上调至 3.25% 和 6.31%，这是央行自全球金融危机以来的第四次加息，也是今年以来第二次加息。虽然机构普遍认为中国政府在上半年将继续维持紧缩政策，但加息预期已经相对弱化。预计随着下半年通胀压力有所缓解，宏观政策可能“松绑”。根据当天路透调查的 10 位经济学家中，有八位预计今年年内仍将有一次加息 25 个基点；有一位经济学家预计年内可能再加息两次；还有一位预计央行将不会再加息。与此同时，有六位经济学家预计央行下次加息将在 6 月底。

如果一直压抑基本金属市场的国内紧缩货币政策下半年有所松绑，对于基本金属市场无疑是利好。

盈利预测和投资评级

2011 年一季度国内铜现货均价 71600 元/吨，较上年均价上涨 22%，我们预测 2011 年国内铜价、金价、银价和硫酸均价为 68000 元/吨、305 元/克和 5.6 元/千克，500 元/吨，2012 年对应价格分别为 72000 元/吨、330 元/克和 6.5 元/千克，580 元/吨。铜 TC/RC 明后年均 70 美元/7 美分。按照 15% 的所得税率，经测算，2011/2012 年公司 EPS 为 2.17/2.73 元，铜价每波动 5000 元，影响公司 EPS 约 0.15 元，当前股价对应 2011/12 年 PE 为 18.6/14.8 倍。维持买入投资评级。

风险因素

- 1、国内流动性收缩强于预期，系统性风险导致有色金属估值整体下移。
- 2、公司海外铜矿投产进度低于预

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010	2011E	2012E	百万	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	20587	34866	47999	59240	营业总收入	51715	76441	113775	134755
现金	3600	6303	19152	25205	营业总成本	48288	70428	105197	123888
应收票据	736	2814	1707	2021	营业成本	46148	68161	101370	119426
应收账款	1729	2355	3982	4716	销售费用	296	346	546	647
预付账款	1356	1790	608	717	管理费用	1083	1217	2119	2510
存货	11490	18270	20274	23885	财务费用	367	388	403	432
非流动资产	17448	19978	16953	17733	其他经营收益	-318	-104	508	534
长期投资	406	968	1017	1068	投资净收益	-255	90	508	534
固定资产	12405	14166	11976	11713	营业利润	3109	5908	8802	11101
在建工程	2762	2538	2859	3659	营业外收入减支出	67	71	125	148
无形资产	1104	1209	1329	1462	利润总额	3176	5980	8927	11250
资产合计	38034	54845	64952	76974	减：所得税	830	1015	1339	1687
应付项目	5008	6917	8110	9554	净利润	2347	4965	7588	9562
付息负债	7609	9504	11727	14023	少数股东损益	-3	58	76	96
短期借款	2531	3596	2105	2484	归属母公司净利润	2349	4907	7512	9466
长期付息负债	5078	5908	9622	11540	EPS	0.78	1.57	2.17	2.73
其他负债	2242	3887	4095	4200	成长能力				
负债合计	14859	20307	23932	27778	营业收入同比	-4%	48%	49%	18%
所有者权益	23016	34298	41020	49195	EBI TA同比	-17%	70%	39%	26%
实收资本	3023	3463	3463	3463	归属母公司净利润同比	3%	109%	39%	26%
资本公积	5319	11551	11551	11551	利润水平				
留存收益	14314	18870	25283	33330	销售毛利率	11%	11%	11%	11%
少数股东权益	361	414	646	775	销售净利率	5%	6%	7%	7%
负债和权益合计	38034	54845	64952	76974	整体绩效				
经营活动现金流	1192	-1703	4471	6872	RCE	10%	22%	19%	20%
净利润	2347	4965	7588	9562	ROI C	9%	13%	17%	19%
折旧摊销	943	1012	851	974	运营效率				
营运资金变动	-2083	-6478	-2159	-3429	应收账款周转率	33.5	37.4	35.9	31.0
投资活动现金流	-2225	-3453	-1225	-1519	存货周转率	5.6	5.1	5.9	6.1
资本支出	-2009	-2653	896	-1644	偿债能力				
长期投资	-136	-472	460	483	流动比率	2.7	3.3	4.7	4.9
筹资活动现金流	493	7859	-189	700	速动比率	1.2	1.6	2.7	2.9
短期借款	-432	1065	-1491	379	EBI TA / I	12.7	20.9	49.9	67.7
长期借款	-218	830	1522	1918	资产负债率	39%	37%	37%	36%
普通股增加	0	440	0	0	每股指标				
资本公积	-37	6233	0	0	EPS	0.78	1.57	2.17	2.73
其他	1179	-708	-956	-1596	每股净资产	7.55	6.59	11.66	13.98
现金净增加额	-540	2703	3057	6053	P/E	52.8	26.2	18.6	14.8
					P/B	5.4	6.2	3.5	2.9

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn