

有色金属冶炼 II

江西铜业 (600362. SH) / 28.68 元

矿山内部挖潜进展顺利

事项

近日调研了江西铜业。

主要观点

1. 公司矿山内部挖潜进展顺利，12 年将陆续达到预期产能。1) 武山铜矿和德兴铜矿扩产技改工程已分别在今年上半年和 10 月份达产；2) 永平铜矿露转坑技改工程和东乡铜矿五号矿体深部开采工程已大部分完工，将在 12 年上半年达产；3) 城门山铜矿二期扩建工程和银山铅锌矿九区铜金矿技改工程将在 12 年下半年达产。公司 11 年铜精矿产量将较年初计划有所增加至 20.4 万吨，12 年产量将达到 21 万吨，“十二五”末产量有望达到 22-23 万吨。

2. 公司自产黄金稳中有增，将受益于黄金价格长期维持高位。公司 11 年生产黄金 25 吨，其中自产黄金 6 吨，是公司黄金利润的主要来源，外购原料生产黄金基本不赚钱，12 年自产黄金将继续稳中有增。我们认为金价将长期维持高位，主要因发达经济体长期维持低利率的背景下持有黄金的机会成本很低以及新兴经济体通胀高企。

3. 其它副产品利润贡献明显。公司 11 年白银产量 510 吨，其中自产白银 70 吨；硫酸产量 240 万吨，其中铜冶炼副产品 170 万吨；稀散金属钼精矿产量 8000 吨、铼 3 吨、精碲 50 吨、硒 2000 吨。白银、硫酸和稀散金属价格在 11 年都出现了不同程度的大幅上涨，对公司的业绩贡献明显。

4. 铜仍然是我们最看好的基本金属。回顾过去 10 年，中国铜需求增长对全球需求增长的贡献率达到 120%，反映了在国外金属需求负增长的背景下，中国需求的高速增长是过去 10 年的铜牛市的内生动力。当前国内政策局部的放松和微调能够多大程度的刺激金属需求尚有待观察，未来转机将来自国内紧缩政策放松重燃中国需求。与其它基本金属相比，铜因其长期供给紧张仍可享“金融溢价”。我们预计 11-13 年国内现货铜均价分别为 69000 元/吨、63750 元/吨和 71250 元/吨。

5. 盈利预测。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 2.00 元、2.11 元和 2.56 元，对应 PE 分别为 14.36 倍、13.58 倍和 11.2 倍，维持推荐评级。

风险提示

1. 铜价大幅下跌；
2. 矿山挖潜工程慢于预期。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：李游
Tel: 0755-82755952
Email: liyou@hczq.com

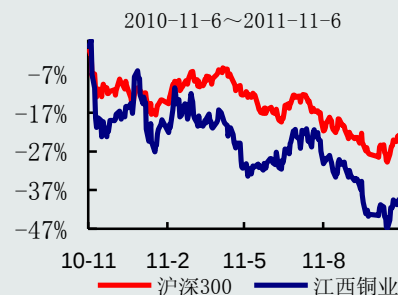
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	346273
流通 A 股/B 股(万股)	207525/0
资产负债率(%)	44.05
每股净资产(元)	11.29
市盈率(倍)	18.16
市净率(倍)	2.54
12 个月内最高/最低价	48.58/24.77

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《1 季度公司综合毛利率有所下降》
2011-04-27
- 《2011 业绩将受铜价与自产矿产量双重推动》
2011-03-30
- 《国内铜资源企业龙头 尽享铜价上涨盛宴》
2011-02-16

图表 1 公司六大矿山内部挖潜技改工程

	建设项目	达产时间	产能（万吨）	开采方式
德兴铜矿	扩大采选生产规模技术改造工程	11 年 10 月	16.10	露天
永平铜矿	露天转地下开采技术改造工程	12 年上半年	2.02	坑采
城门山铜矿	二期扩建工程	12 年下半年	2.00	坑采
武山铜矿	日处理 5000 吨扩产挖潜技术改造工程	11 年上半年	1.20	坑采
银山铅锌矿	九区铜金矿 5000t/d 采选技术改造	12 年下半年	0.68	坑采
东乡铜矿	五号矿体深部开采工程	12 年上半年	0.33	坑采
总计			22.33	

资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 公司主营产品产量

	铜精矿 (万吨)	阴极铜 (万吨)	黄金 (吨)	白银 (吨)	硫酸 (万吨)	铜杆线及其他铜加工产品 (万吨)
2012E	21	104	25.2	527	253	69
2011E	20.4	94	25	510	240	48.9
2010	17.2	90	22	470	240	48.3
2009	16.7	80.2	20	430	225	48.4

资料来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	34866	39018	47824	57864
现金	6303	19305	26070	34520
应收账款	2355	1814	1966	2045
其它应收款	1373	1195	1132	1234
预付账款	1790	1303	1483	1525
存货	18270	12215	13992	14826
其他	4775	3186	3182	3714
非流动资产	19978	18021	16957	15975
长期投资	968	633	669	757
固定资产	14166	13113	12141	11176
无形资产	1209	1339	1370	1445
其他	3636	2936	2777	2597
资产总计	54845	57040	64781	73839
流动负债	14104	10713	11726	12545
短期借款	3596	3030	3052	3226
应付账款	2857	2109	2369	2445
其他	7651	5575	6305	6874
非流动负债	6203	5949	6192	6471
长期借款	713	680	858	1106
其他	5490	5269	5334	5365
负债合计	20307	16662	17918	19016
少数股东权益	414	474	513	565
股本	3463	3463	3463	3463
资本公积金	11551	11551	11551	11551
留存收益	19006	25228	31676	39584
归属母公司股东权益	33884	40106	46554	54462
负债和股东权益	54845	57243	64985	74043

现金流量表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-1973	13728	7747	9348
净利润	4965	6975	7352	8923
折旧摊销	1012	1023	1027	1025
财务费用	388	223	256	383
投资损失	-90	-500	-112	-234
营运资金变动	-8643	5531	-810	-940
其它	394	475	33	190
投资活动现金流	-3633	894	-51	-15
资本支出	2568	0	0	0
长期投资	-1135	-554	89	125
其他	-2201	340	38	111
筹资活动现金流	7778	-1621	-932	-882
短期借款	1065	-566	22	174
长期借款	601	-33	178	249
普通股增加	440	0	0	0
资本公积增加	6233	0	0	0
其他	-561	-1022	-1132	-1305
现金净增加额	2162	13002	6764	8451

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	76441	117065	123211	149901
营业成本	68161	105572	111171	135767
营业税金及附加	302	512	366	393
营业费用	346	400	347	364
管理费用	1217	1363	1526	1710
财务费用	388	223	256	383
资产减值损失	14	350	158	174
公允价值变动收益	-194	-300	-185	-226
投资净收益	90	500	112	234
营业利润	5908	8844	9312	11116
营业外收入	183	350	210	248
营业外支出	112	104	82	99
利润总额	5980	9090	9440	11264
所得税	1015	2115	2088	2341
净利润	4965	6975	7352	8923
少数股东损益	58	60	38	52
归属母公司净利润	4907	6915	7314	8871
EBITDA	7309	10090	10595	12525
EPS（元）	1.42	2.00	2.11	2.56

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	47.8%	53.1%	5.3%	21.7%
营业利润	90.0%	49.7%	5.3%	19.4%
归属母公司净利润	108.9%	40.9%	5.8%	21.3%
获利能力				
毛利率	10.8%	9.8%	9.8%	9.4%
净利率	6.4%	5.9%	5.9%	5.9%
ROE	14.5%	17.2%	15.7%	16.3%
ROIC	14.5%	23.9%	25.6%	31.2%
偿债能力				
资产负债率	37.0%	29.1%	27.6%	25.7%
净负债比率	21.23%	23.05%	22.07%	23.09%
流动比率	2.47	3.64	4.08	4.61
速动比率	1.18	2.48	2.88	3.42
营运能力				
总资产周转率	1.65	2.09	2.02	2.16
应收帐款周转率	36	55	62	72
应付帐款周转率	27.28	42.52	49.66	56.41
每股指标(元)				
每股收益	1.42	2.00	2.11	2.56
每股经营现金	-0.57	3.96	2.24	2.70
每股净资产	9.79	11.58	13.44	15.73
估值比率				
P/E	20.24	14.36	13.58	11.20
P/B	2.93	2.48	2.13	1.82
EV/EBITDA	14	10	10	8

有色组分析师介绍

李 游：华创证券有色金属行业分析师，中南财经政法大学金融学硕士，五矿期货 4 年工作经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558