



何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

受益铜、贵金属价格上涨, 2011 业绩创新高

——江西铜业 (600362) 点评报告

研究报告-公司点评

增持 (维持)

发布日期: 2012 年 3 月 28 日

报告关键要素:

总体而言, 全球供应紧张和避险需求, 铜和贵金属景气度仍然处在高位。未来一段时期, 铜价受中国经济增速放缓出现阶段性调整, 将是投资铜的波段性机会。

事件:

- 江西铜业公布2011年报。

点评:

- **经营业绩大幅增长。**2011年实现营业收入1176.41亿元, 同比增长53.90%; 营业利润77.07亿元, 同比增长30.44%; 归属上市公司股东净利润65.49亿元, 同比增长33.47%; 基本每股收益1.89元。
- **产品价格上涨和自产金属产量增加推动业绩增长。**公司是一家以铜为主综合性大型有色金属企业, 公司利润主要来自两大块, 一是旗下矿山自产的铜、黄金、白银等, 二是铜加工。2011年公司阴极铜产量94万吨, 自产铜产量20.2万吨, 同比增长17.44%; 铜材产量57.8万吨, 同比增长17.96%; 黄金产量25.4吨, 自产黄金约为6吨左右, 白银526.4吨, 自产白银约为60吨左右; 硫酸产量237万吨, 硫精矿170万吨; 稀散金属方面钼精矿5566吨、硒283吨、铼酸铵2998吨、精碲50吨、精铋801吨。

图1: 2011收入结构 单位: %

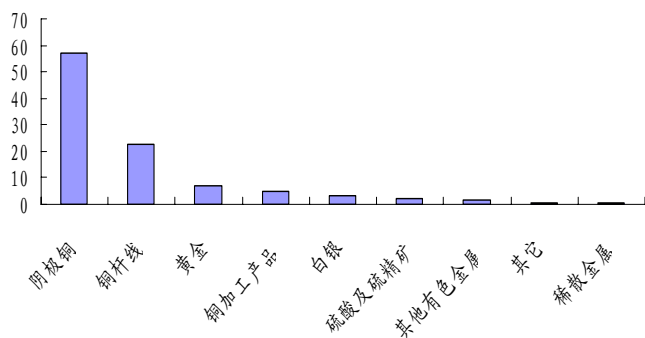
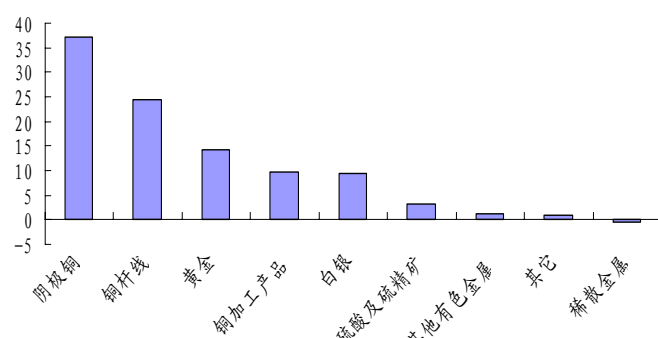


图2: 2011利润结构 单位: %



资料来源: 公司公告

资料来源: 公司公告

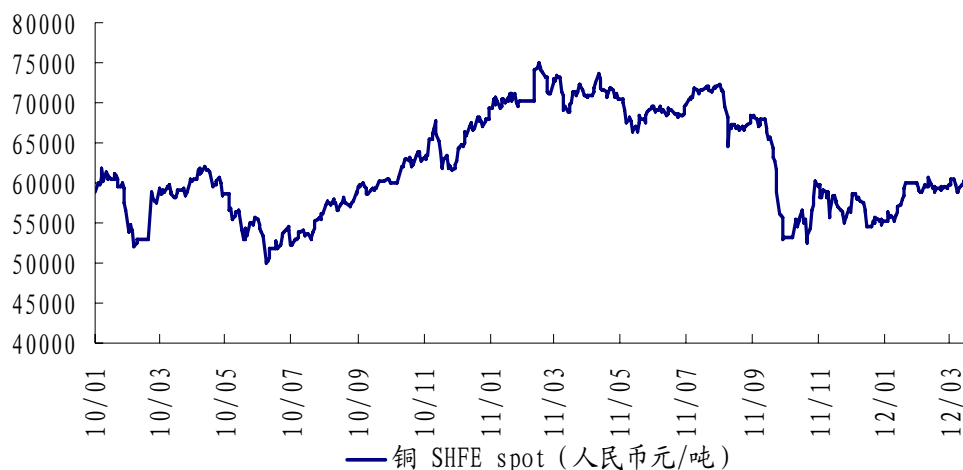
表1: 公司主要产品产量

	铜 (万吨)	自产铜 (万吨)	铜材 (万吨)	黄金 (吨)	白银 (吨)	硫酸 (万吨)	硫精矿 (万吨)	钼精矿 (45%) (吨)
2007	55.00	--	37.80	13.19	360	162	122	---
2008	70.20	15.90	46.20	16.30	408	218	155	3106
2009	80.20	16.70	48.40	20.00	430	225	163	4166
2010	90.00	17.20	49.00	22.00	470	240	156	4366
2011	94.00	20.20	57.80	25.40	526	237	170	5566

资料来源: 公司公告

全年阴极铜实现营业收入670.70亿元，增长68.55%，营业利润39.31亿元，增长34%。利润增长主要来自公司矿产铜的产量增长和铜价上升。全年矿产阴极铜产量20.2万吨，同比增长17.44%。尽管2011年铜价经历了先涨后跌的走势，但总体价格水平仍然高于2010年，均价为66116元/吨左右，涨幅为12.28%，2011年四季度铜价下跌对公司全年业绩影响较大。

图3: 上海交易所铜价



资料来源: wind资讯

全年黄金白银实现营业收入116.53亿元，增长62.38%，营业利润25.07亿元，增长70.41%，业绩增长主要是贵金属价格同比大幅上涨，而矿产金银产量较为稳定。黄金产量25.4吨，自产黄金约为6吨左右，白银526.4吨，自产白银约为60吨左右。2011年四季度黄金和白银经历了一次比较大的调整，但是整体价格水平维持高位，2011年黄金均价328元/克左右，同比上涨22.39%；白银均价7682元/千克，同比上涨65.74%。

图4: 黄金价格



资料来源: 公司公告

图5: 白银价格



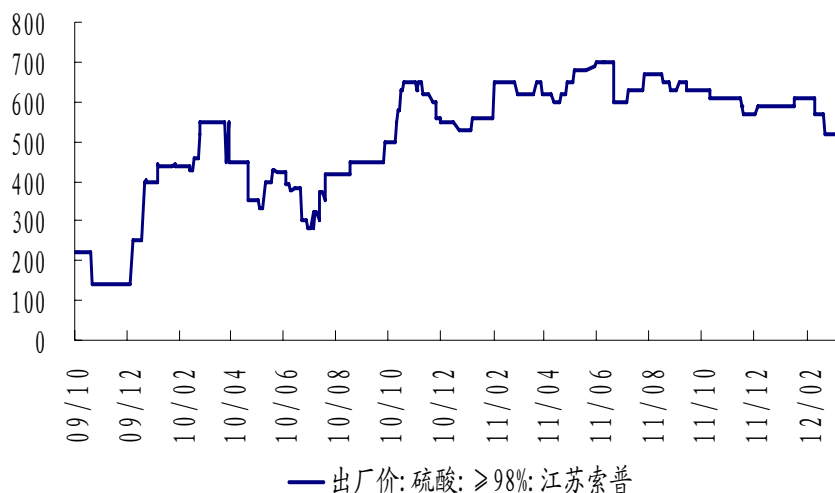
资料来源: 公司公告

全年铜材实现营业收入267.87亿元，增长31.97%，营业利润25.74亿元，增长16.95%。铜材盈利主要靠收取适当加工费，业绩增长主要是加工铜材产量提升，2011年产量57.8万吨，同比增长17.96%，营业利润增速与产量增速基本相当。



全年硫酸硫精矿实现营业收入23.04亿元，增长56.19%，营业利润3.42亿元，增长60.84%。硫酸和硫精矿业务是2011年一个亮点，硫酸价格上涨，而营业成本基本平稳。硫酸和硫精矿是公司伴生矿和冶炼环节副产品，全年硫酸产量237万吨，下降1.25%；硫精矿170万吨，增长8.97%。2011年硫酸价格平稳运行，江苏索普硫酸(98%)均价为624元/吨，同比上涨36.24%。

图6：江苏索普硫酸出厂价 单位：元/吨



资料来源：wind资讯

- **未来贵金属价格可能高位震荡，铜均价水平小幅回落。**公司是国内矿产资源最丰富企业之一，2011年末资源权益储量包括铜1496万吨左右，黄金385吨左右，白银9669吨，钼26.5万吨，伴生硫1亿吨，并且公司主要利润来自自产金属，考虑海外矿山投产时间较长，中短期自产金属产量增长有限，公司经营业绩依赖金属价格。

供应相对紧张和避险需求是支撑铜和贵金属价格的根本因素。随着中国经济降温，2012年以来精铜均价为58816元，较2011年回落11.04%。尽管美国经济回暖有利铜价，但是考虑到中国经济增速放缓和欧洲经济仍旧低迷，预计年内铜价还有一定下跌空间。而黄金价格表现比较稳定，2012年以来均价上涨5%左右，支撑黄金的避险需求依然存在，预计黄金价格平稳运行。

表2：公司资源储量

资源储量	铜(万吨)	黄金(吨)	白银(吨)	钼(万吨)	硫(万吨)
2007	912	260	7379	27	
2008	1521	405.16	9098	27.7	10390
2009	1538	404.16	9689	27.5	10899
2010	1519	396.16	9823	27	10828
2011	1496	385	9669	26.5	10691

资料来源：公司公告

- **2012年生产经营计划。**2011年在建项目加速推进。贵冶新增5万吨阳极铜技改、银山矿业5000吨扩产改造、东同矿业五号矿体深部开采顺利竣工并投入试生产。2012年公司制定了一批项目时间表，银山矿业深部挖潜扩产改造项目年内开工，德兴60万吨硫铁矿制酸想、广州40万吨铜杆项目上半年建成投产，康西铜业上半年完成5万吨技改项目。公司计划2012年生产阴极铜109万吨、铜精矿含铜21万吨、黄金25.4吨、白银510吨、硫酸261万吨、铜材69.6万吨。

- **给予“增持”评级。**2012年公司自产铜精矿小幅增长5%左右，考虑到铜均价水平较2011年小幅回落，自产铜业绩贡献可能下滑，铜材产量增长可以弥补部分损失，总体而言业绩增长动力不足。预测2012-2013年每股收益1.8元和2.0元，按照3月27日收盘价26.13元计算，动态市盈率分别为15倍和13倍，估值水平合理，给予“增持”评级。
- **风险提示：**经济放缓超预期，铜价大幅下跌。

盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入（亿元）	764.41	1,176.41	1117.59	1229.35
增长比率（%）	47.81	53.90	-5.00	10.00
净利润（亿元）	49.07	65.49	62.37	69.30
增长比率（%）	108.90	33.46	-4.76	11.11
每股收益（元）	1.56	1.89	1.80	2.00
市盈率（倍）	16.75	13.83	14.51	13.06

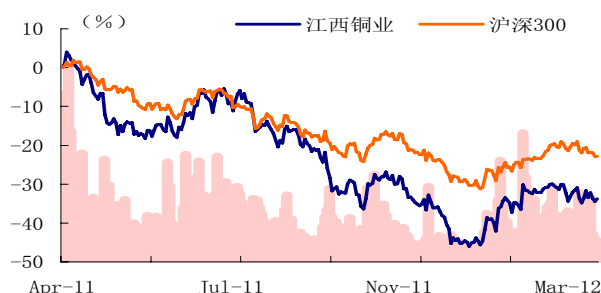
市场数据（2012年03月27日）

收盘价（元）	26.13
一年内最高/最低（元）	42.60/20.80
沪深300指数	2547.14
市净率（倍）	2.30
流通市值（亿元）	542.25

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	11.35
每股经营现金流（元）	3.20
毛利率（%）	9.06
净资产收益率（%）	16.66
资产负债率（%）	41.59
总股本/流通股（万股）	207,525/207,525
B股/H股（万股）	/1,387,482

个股相对沪深300指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。