



2017年04月07日

## 增持(首次评级)

当前价: 17.79 元  
目标价: 19 元

### 有色金属行业研究组

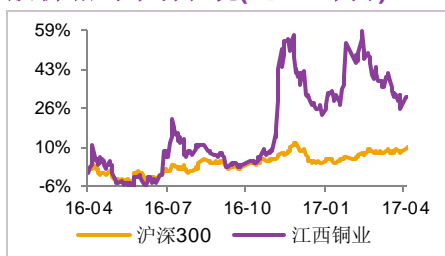
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440  
邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,023.	2,259.	2,257.	2,257.
(+/-)	9%	12%	0%	0%
净利润	7.88	21.35	21.55	24.61
(+/-)	24%	171%	1%	14%
EPS(元)	0.23	0.50	0.51	0.58
P/E	83	38	37	33

资料来源: 联讯证券研究院

## 江西铜业(600362.SH)

# 【联讯有色公司点评】江西铜业(600362): 国内铜资源龙头、高铜价促 2017 年业绩释放

### 投资要点

#### ◇ 事件:

3月31日,公司发布2016年年度报告,报告期间,公司实现营业收入2023亿元,同比增长8.9%;归属于上市公司股东净利润7.88亿元,同比增长23.59%。拟以每股向全体股东派发现金红利0.15元。

#### ◇ 点评

**主业盈利复苏。**积极因素: 1、阴极铜业务毛利增加9亿元; 2、铜材加工板块盈利大幅好转,毛利增加11.43亿元; 3、由于减少一次性中入补偿及受营改增后税费列支项目改变致管理费用减少3.62亿元; 4、外币净资产产生汇兑收益增加导致财务费用减少2.82亿元。不利因素: 坏账损失增加7.91亿元致资产减值损失增加6.98亿元。

**资源: 铜矿产量超过20万吨、业绩弹性大。**储量: 自有德兴、永平、城门山等六座在产矿山,铜/金/银资源储量983万吨/318吨/9万吨; 参股北秘鲁铜业和艾娜克矿业,资源权益铜/金资源储量443万吨/52吨。产量: 2011年公司自产铜矿持续保持21万吨的水平,其中德兴铜矿产量超过15万吨/年,持续稳居国内第一。2016年自产铜/金/银分别为20.99万吨/5吨/80吨,2017年公司计划产铜精矿20.89万吨。铜价上涨1,000元/吨,则公司毛利增加2.05亿元。金价上涨10元/克,则公司毛利增加5,000万元,公司业绩受铜价及金价影响大。

**定增加码矿山开发、达产后产量增加超10%。**2016年2月,公司发布定增方案,拟发行A股募集资金35亿元,用于铜门山铜矿三期扩建、银山矿业二期改造和德兴铜矿五号(铁罗山)尾矿库项目,达产后将新增铜/金/银年产量分别为2.55万吨/0.81吨/23.85吨。同时,向江西铜业集团发行H股募集41.5亿元用于补充流动性。

**冶炼: 人民币贬值及产量增加将抵消加工费下滑带来的不利影响。**产能超过120万吨/年、居国内第二位。其中,贵溪冶炼厂是全球单体规模最大、国内技术最先进的冶炼厂。2017年铜精矿长单加工费(TC/RC)为92.5美元/磅和9.25美分/盎司,同比下降4.98%。假设2017年人民币兑美元中间价为6.9,则人民币同比贬值3.88%;同时,公司2017年阴极铜计划产量136万吨,同比增加14.95万吨。两项利好将冲抵加工费下滑带来的损失,冶炼业务总体变化不大。

**铜加工: 受益电池铜箔供不应求和小厂关闭、业绩将保持增长。**铜材产能超100万吨/年、居国内第一位。拥有江铜铜材、广州铜材、江铜耶兹铜箔等七家铜材加工厂,2017年计划产量102.8万吨,同比增加7.53万吨。2016年实现权益净利润2.03亿,同比增加2.2亿元。其中,耶兹铜箔拥有1.2万吨/年8um~160um锂电铜箔等产品产能,2016年实现净利润0.56亿元,



同比增加 1.2 亿元。受益于电池铜箔供不应求及小厂关闭，2017 年铜加工板块利润将继续好转。

**硫酸：价格回暖及产量增加、业绩将大幅回暖。**拥有江铜一瓮福化工、江西铜业(德兴)化工等两家硫酸厂，2017 年计划产量 371 万吨，同比增加 20.87 万吨。假设硫酸均价为 325 元/吨，较去年上涨 60 元/吨，则公司毛利将增加 1.83 亿。

✧ **盈利预测及估值：目标价“19 元/股”、投资评级“增持”**

假设：1、铜/金/银均价分别为 4.6 万元/吨/275 元/克/4,000 元/千克；2、自产铜/金/银产量分别为 20.89 万吨/5 吨/80 吨；3、定增于 2017 年完成。我们预计 2017 年公司有望实现归属净利润 21.35 亿元，对应 EPS 为 0.50 元/股。可以给予公司 2017 年 38 倍的 PE，对应目标价：19 元/股。

✧ **风险提示**

铜金银产量不及预期、铜金银价格下跌超预期、坏账损失超预期、套期保值损失超预期。



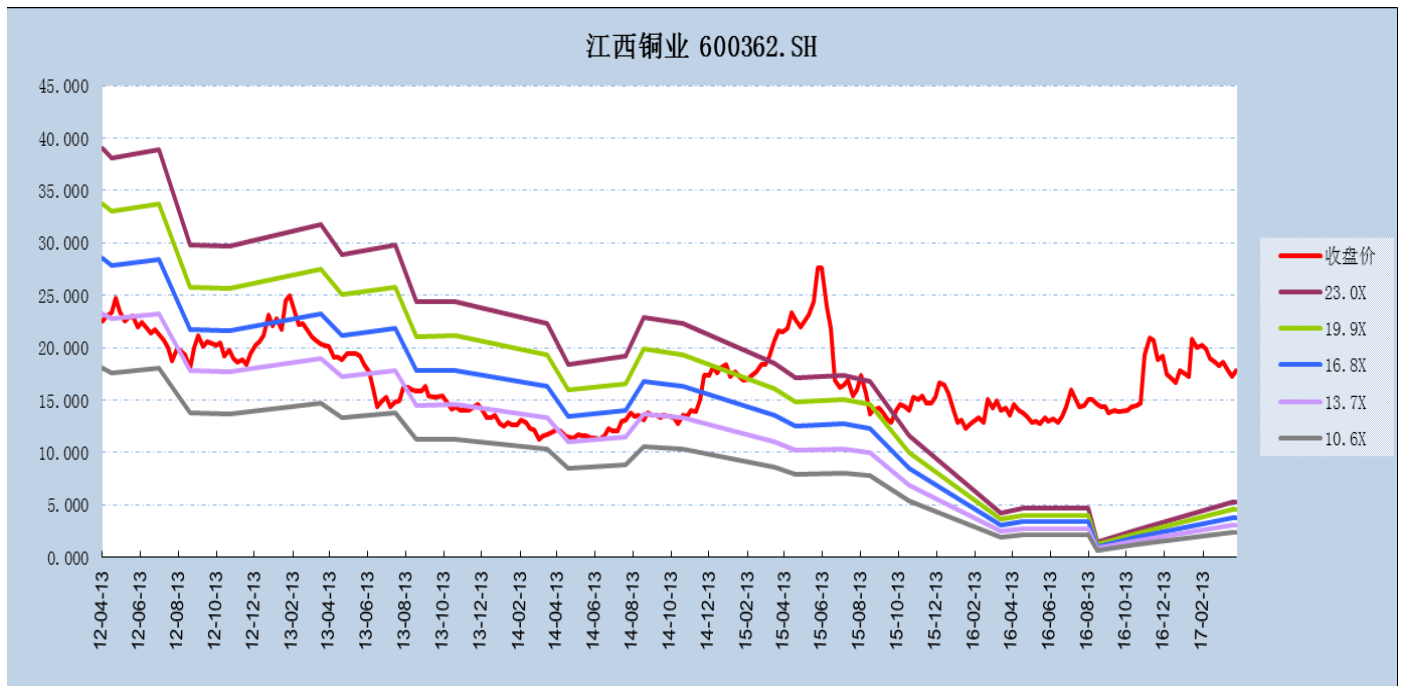
图表1: 公司业绩价格弹性

栏目	单位	指标	2016A	2017E	2018E	2019E	铜产品价格变化				
							-20%	-10%	0%	10%	20%
价格											
电解铜	元/吨	年均价	38,238	46,000	46,000	46,000	36,800	41,400	46,000	50,600	55,200
SGE2#金	元/吨	年均价	268	275	275	275	275	275	275	275	275
华通 2#白银	元/吨	年均价	3,792	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
硫酸	元/吨	年均价	265	325	325	325	325	325	325	325	325
铜精矿 TC	美元/干吨	长单加工费	97	93	93	93	93	93	93	93	93
汇率		美元兑人民币	6.64	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90
产销量											
铜精矿	万吨	生产量	21	21	21	22	21	21	21	21	21
矿含金	吨	生产量	5	5	5	5	5	5	5	5	5
矿含银	吨	生产量	80	80	80	92	80	80	80	80	80
硫酸	万吨	生产量	350	371	371	371	371	371	371	371	371
毛利											
铜精矿	亿元	毛利增加		13.53	13.53	17.95	-2.90	5.32	13.53	21.74	29.96
矿含金	亿元	毛利增加		0.35	0.35	1.46	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
矿含银	亿元	毛利增加		0.17	0.17	0.64	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
合计											
合并报表	亿元	收入	2,023	2,260	2,258	2,258	2,070	2,164	2,258	2,352	2,446
合并报表	亿元	成本	1,953	2,174	2,174	2,168	2,002	2,088	2,174	2,259	2,345
合并报表	亿元	毛利	69.98	86.23	84.01	89.39	67.59	75.80	84.01	92.22	100.44
权益	亿元	归属净利润	7.88	21.35	21.55	24.61	8.30	14.05	19.80	25.55	31.30
总股本	亿股		34.63	42.33	42.33	42.33	42.33	42.33	42.33	42.33	42.33
EPS	元/股		0.23	0.50	0.51	0.58	0.20	0.33	0.47	0.60	0.74
PE	倍	19	83	38	37	33	97	57	41	31	26
市值	亿元		658	804	804	804	804	804	804	804	804

资料来源: 联讯证券

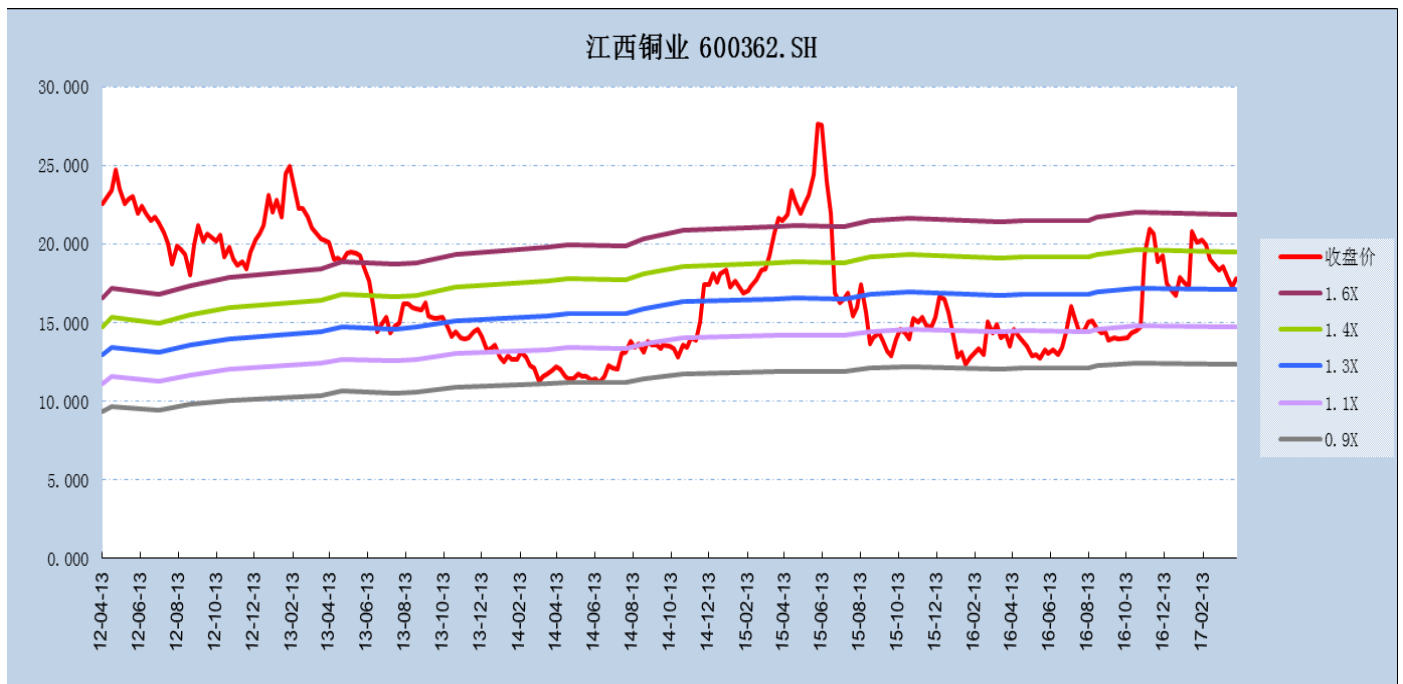


图表2: 公司 PE-Bands 图



资料来源:wind 联讯证券

图表3: 公司 PB-Bands 图



资料来源: wind 联讯证券



## 附录：公司财务预测表（亿元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	538.74	624.83	626.69	611.48	经营活动现金流	43.26	59.29	63.86	66.80
现金	130.79	201.12	203.30	188.09	净利润	9.41	23.35	23.55	26.61
应收账款	135.43	135.60	135.46	135.46	折旧摊销	18.61	19.11	19.61	20.11
其它应收款	59.95	60.00	60.00	60.00	财务费用	7.42	7.42	7.42	7.42
预付账款	23.29	27.12	27.09	27.09	投资损失	2.28	2.28	2.28	2.28
存货	154.12	169.50	169.33	169.33	营运资金变动	4.71	12.29	0.13	-0.32
其他	35.18	31.50	31.50	31.50	其它	-5.84	-5.16	10.87	10.70
非流动资产	335.10	357.49	379.49	421.49	投资活动现金流	-27.69	-64.96	-61.68	-82.01
长期投资	30.06	30.06	30.06	30.06	资本支出	16.36	22.00	22.00	22.00
固定资产	214.50	236.50	258.50	300.50	长期投资	75.60	80.00	80.00	80.00
无形资产	24.36	24.36	24.36	24.36	其他	64.27	37.04	40.32	19.99
其他	66.17	66.57	66.57	66.57	筹资活动现金流	-103.53	76.00	0.00	0.00
资产总计	873.84	982.32	1,006.18	1,032.97	吸收投资	2.28	76.00	0.00	0.00
流动负债	373.39	382.62	382.92	383.10	借款	213.57	198.00	198.00	198.00
短期借款	148.68	150.00	150.00	150.00	其他	-319.38	-198.00	-198.00	-198.00
应付账款	61.60	70.42	70.42	70.10	现金净增加额	-84.45	70.33	2.18	-15.21
其他	163.11	162.20	162.50	163.00					
非流动负债	12.22	12.69	12.69	12.69	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	2.28	2.28	2.28	2.28	成长能力				
其他	9.94	10.41	10.41	10.41	营业收入	9%	12%	0%	0%
负债合计	385.61	395.31	395.61	395.79	营业利润	99%	69%	1%	13%
少数股东权益	22.25	24.25	26.25	28.25	归属母公司净利润	24%	171%	1%	14%
归属母公司股东权益	465.98	562.76	584.31	608.93	获利能力				
负债和股东权益	873.84	982.33	1,006.18	1,032.97	毛利率	3.46%	3.82%	3.72%	3.96%
					净利率	0.47%	1.03%	1.04%	1.18%
<b>利润表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROE	1.70	4.15	3.76	4.13
营业收入	2,023.08	2,259.95	2,257.73	2,257.73	偿债能力				
营业成本	1,953.10	2,173.72	2,173.72	2,168.34	资产负债率	44%	40%	39%	38%
营业税金及附加	5.80	6.00	6.00	6.00	流动比率	1.44	1.63	1.64	1.60
营业费用	5.69	6.07	6.07	6.07	速动比率	1.03	1.19	1.19	1.15
管理费用	16.64	18.64	19.14	20.14	营运能力				
财务费用	2.52	2.52	2.52	2.52	总资产周转率	2.28	2.44	2.27	2.21
资产减值损失	11.53	11.53	9.53	9.53	每股指标(元)				
公允价值变动收益	-5.83	-5.83	-5.83	-5.83	每股收益	0.23	0.50	0.51	0.58
投资净收益	-2.28	-2.28	-2.28	-2.28	每股净资产	13.46	13.29	13.80	14.39
营业利润	19.69	33.36	33.64	38.02	估值比率				
营业外收入	1.51	0.00	0.00	0.00	P/E	83	38	37	33
营业外支出	0.86	0.00	0.00	0.00	P/B	1.41	1.43	1.38	1.32
利润总额	20.34	33.36	33.64	38.02	EV/EBITDA	18.50	15.82	15.85	14.93
所得税	10.93	10.01	10.09	11.41					
净利润	9.41	23.35	23.55	26.61					
少数股东损益	1.53	2.00	2.00	2.00					
归属母公司净利润	7.88	21.35	21.55	24.61					
EBIT	30.72	43.99	43.27	47.65					
EBITDA	49.33	63.10	62.88	67.76					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)