

2017年10月20日

公司研究

评级: 买入 (首次覆盖)

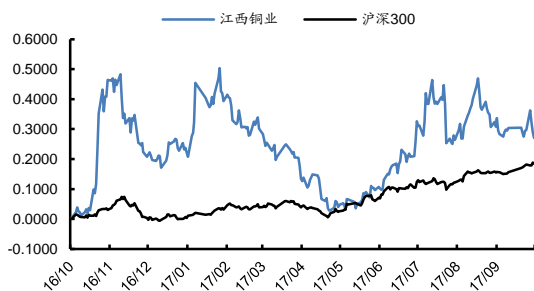
研究所

证券分析师:
021-68591581
联系人:
021-68930177

代鹏举 S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
李浩
lih07@ghzq.com.cn

矿产铜拐点已现，全球经济复苏，高自产矿企业盈利增长——江西铜业（600362）三季报预告点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
江西铜业	-2.9	-4.3	26.7
沪深300	2.3	4.9	18.5

市场数据

2017-10-19

当前价格(元)	17.99
52周价格区间(元)	14.01 - 22.36
总市值(百万)	62294.50
流通市值(百万)	37333.70
总股本(万股)	346272.94
流通股(万股)	346272.94
日均成交额(百万)	808.14
近一月换手(%)	28.97

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件:

10月16日公司发布2017年前三季度业绩预告, 受益于金属价格上涨, 预计前三季度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比将增长50%-70%, 上年同期归属于上市公司股东的净利润为988,293,615元, 每股收益为0.29元/股。

投资要点:

- **出口受限和劳工协议到期, 铜供给干扰率再度上升。**10月10日据Bloomberg报道, 刚果金将终止华刚矿业出口未加工的铜和钴, 要求其在刚果国内加工成金属; 2017年上半年华刚矿业出口11.5万吨铜精矿, 年产量为23万吨, 规划产能为40万吨。华刚矿业出口铜精矿的量虽然较小, 但在今年铜供需处于紧平衡或略存缺口的背景下, 依然可能刺激市场的情绪。此外, 2017年10月20日到11月30日, 共有92万吨产能的劳工协议到期, 且这些产能都位于智利, 发生罢工的可能性相对较大, 可能成为四季度铜价上涨的催化剂。
- **全球铜矿供应拐点已现, 2020年之前无大型矿山投产。**铜矿山的投产周期较长, 从资本支出到产能投放需要4-5年的时间, 2011年全球30家主要矿山公司的资本支出达到峰值, 之后逐年快速下滑, 因此在2015-2016年全球新增铜矿产能也达到了峰值, 之后将逐年下滑。全球十大铜企除力拓和必和必拓在2020年之后有新产能投产外, 其余公司均无扩产计划, ICSG预计未来3年铜精矿产量增速大约在2%左右。
- **铜矿产量下滑, 加工费(TC/RC)走低, 印证矿产铜拐点出现。**2017年上半年全球矿山产量只有1月份同比增加, 2-6月份分别同比下滑5%, 7%, 0%, 2%, 2%, 此外冶炼加工费TC/RC也由2016年11月的101.5/10.15美元/吨下降到2017年9月的83/8.3美元/吨, 两者共同印证了全球铜矿供应拐点的出现。
- **中美欧宏观数据走强。**2017年一二季度中国、美国、欧盟28国GDP分别同比增长6.9%、6.9%, 2.0%、2.21%和2.4%、1.9%, 总体较为

乐观。美国和欧元区制造业 PMI 快速上升，9 月份分别达到 60.8 和 58.1，与此同时中国制造业 PMI 连续 14 个月位于 50 荣枯线以上。

- **中国基础设施建设投资维持高位，美国再基建化和“一带一路”有望拉动铜的需求。**为保持 GDP 的稳定增长，政府势必加大财政支出和基建投资来拉动需求；而国内大规模供给侧改革导致供给收缩，铜的供应趋紧，对铜价构成支撑。截至 2017 年 8 月，我国基础设施建设投资和公共财政支出分别累计同比增长 16.09%和 13.08%，虽然增速对比上半年有所放缓但依然维持在两位数的增长。特朗普竞选时表示未来 5 年对基建投资增加 5500 亿美元，中国产业信息网预测，在特朗普的基建政策顺利实施的情况下，美国 2017-2020 年的每年基建投资增长率将达到 5.7%，而据高盛预计，特朗普的每年总计约 1 万亿美元的基建项目将在未来 10 年内推动美国铜消费增速上升为 4%。此外，“一带一路”沿线国家的建设薄弱，铜需求潜力较大，有望成为铜需求的新增长点。
- **国内精炼铜各终端需求保持平稳增长，不会出现断崖式下跌。**我国铜的终端需求主要集中在电力、家电（以空调为主）、交运和建筑领域。截至 8 月，电网基本建设投资累计完成额同比增长 7.88%，考虑到“十三五”规划电网投资 3.34 万亿是“十二五”2 万亿规划的 1.67 倍，电网建设的投资会加速增长。截至 8 月，我国汽车产量累计增长 5.9%，由于新能源汽车的耗铜量是传统能源汽车的两倍，随着新能源汽车的加速渗透，将对铜的需求起到一定的拉动作用，假设全球年产 500 万辆新能源汽车，将增加铜需求 25 万吨。截至 8 月房地产新开工面积和房地产开发投资完成额累计同比增长 7.6%和 7.9%，略有下滑，但与此同时二、三线城市地产库存去化时间逐渐缩短，预计未来地产投资不会出现断崖式下滑。最后空调产量在前期地产销售高增速的带动下截至 8 月同比增长 18.7%。因此下游需求总体较为平稳，预计不会出现断崖式下跌，对铜需求形成一定的支撑作用。
- **国内铜业龙头，高自产矿，弹性优势显著。**江西铜业作为国内铜业龙头，拥有铜权益资源储量 1426 万吨，黄金资源储量 370 吨，白银 9067 吨，钼 22.5 万吨以及硫 9748 万吨。公司现有阴极铜产能超过 120 万吨/年，其中贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂，公司亦为国内最大的铜加工企业，加工产量超过 90 万吨/年。公司自产铜比例高，年产铜精矿含铜 21 万吨，自给率为 17.5%，铜价上涨情况下业绩弹性优势显著。根据弹性测算，铜价每上涨 1000 元（不含增值税）公司净利润和归母净利润分别增加 1.58 亿元和 1.32 亿元。
- **首次覆盖，给予“买入”评级：**矿产铜同比下降和冶炼费大幅下滑验证铜矿供给拐点出现，2020 年之前无大型矿山投产，在需求较为稳定的前提下，铜价有望继续上涨。公司作为龙头企业，自产矿比例高，充分受益于铜价上涨。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.66 元，0.90 元，0.96 元，对应 PE 分别为 27.4 倍，19.9 倍，

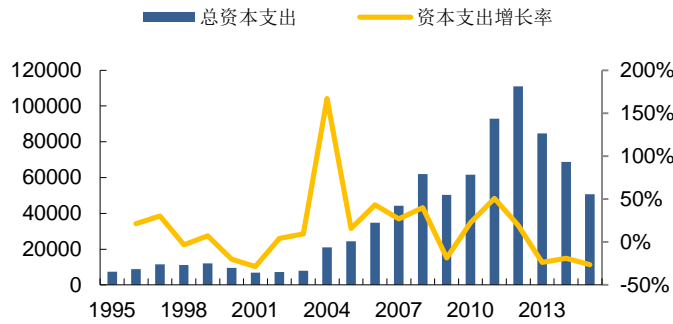
18.8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**铜价下跌，加工费大幅下跌，美联储加息超预期，终端需求低于预期，公司产出不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	202308	270503	283614	294566
增长率(%)	8.9%	33.7%	4.8%	3.9%
净利润（百万元）	788	2276	3129	3318
增长率(%)	24%	189%	37%	6%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.66	0.90	0.96
ROE(%)	1.61%	5.28%	6.76%	6.69%

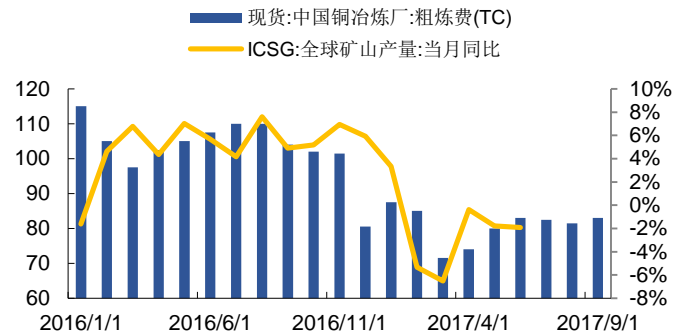
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 全球 30 家主要矿山公司总资本支出 (单位: 百亿美金), 增长率



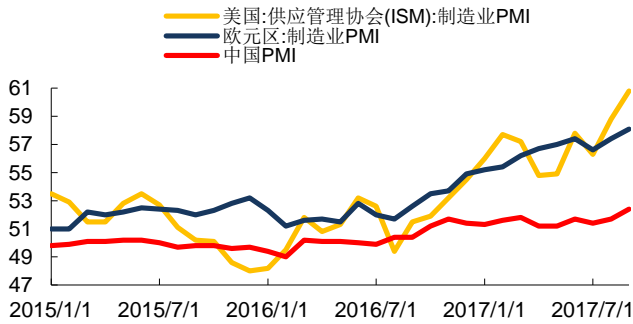
资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

图 2: 铜冶炼费 (单位: 美元/吨), 矿山产量同比



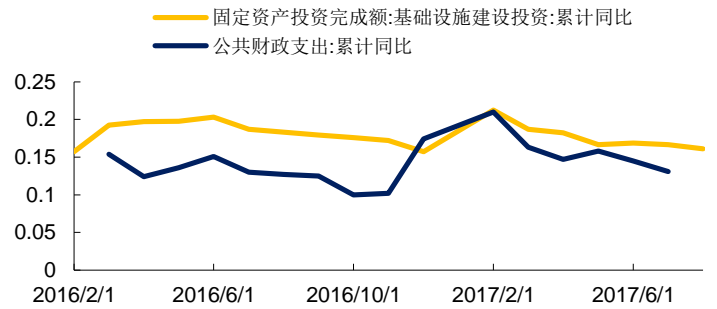
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 中、美、欧制造业 PMI



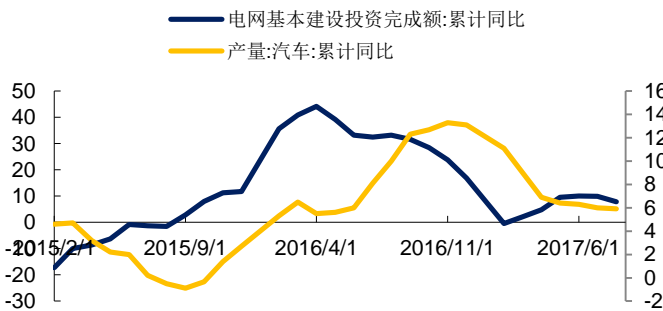
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 我国基建投资和公共财政支出累计同比



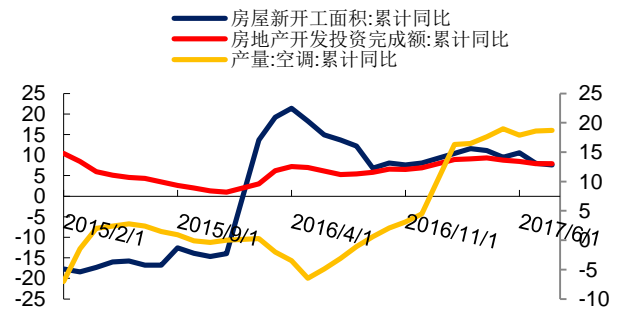
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 电网投资完成额和汽车产量累计同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 房屋新开工、房地产开发投资完成额、空调产量累计同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 1: 江西铜业盈利预测表

					2017-10-1				
证券代码:	600362.SH		股价:	17.99	投资评级:	买入	日期:	9	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	1.61%	5.28%	6.76%	6.69%	EPS	0.23	0.66	0.90	0.96
毛利率	3%	3%	3%	3%	BVPS	13.46	14.11	15.02	15.98
期间费率	2%	2%	2%	1%	估值				
销售净利率	0%	1%	1%	1%	P/E	79.10	27.37	19.91	18.78
成长能力					P/B	1.34	1.27	1.20	1.13
收入增长率	9%	34%	5%	4%	P/S	0.31	0.23	0.22	0.21
利润增长率	24%	189%	37%	6%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	2.32	2.62	2.67	2.69	营业收入	202308	270503	283614	294566
应收账款周转率	10.35	10.35	10.35	10.35	营业成本	195310	261996	273817	284377
存货周转率	12.67	12.67	12.67	12.67	营业税金及附加	580	775	813	844
偿债能力					销售费用	569	752	788	819
资产负债率	44%	50%	48%	46%	管理费用	1664	2562	2687	2790
流动比	1.44	1.36	1.44	1.53	财务费用	252	631	50	(70)
速动比	1.03	1.35	1.43	1.53	其他费用/(-收入)	(1964)	0	0	0
					营业利润	1969	4562	6272	6650
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	65	0	0	0
现金及现金等价物	13079	34774	36429	38659	利润总额	2034	4562	6272	6650
应收款项	19537	26123	27389	28447	所得税费用	1093	1843	2533	2686
存货净额	15412	326	326	326	净利润	941	2720	3738	3964
其他流动资产	5846	7653	8000	8290	少数股东损益	153	443	609	646
流动资产合计	53874	68875	72144	75722	归属于母公司净利润	788	2276	3129	3318
固定资产	17973	18466	18837	19106					
在建工程	3477	3972	3454	3007	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	2436	2362	2292	2225	经营活动现金流	4326	18774	5165	5534
长期股权投资	3006	3006	3006	3006	净利润	941	2276	3129	3318
资产总计	87384	103300	106352	109684	少数股东权益	153	443	609	646
短期借款	14868	20554	18499	16649	折旧摊销	1861	1632	1670	1701
应付款项	11817	15899	16616	17257	公允价值变动	(583)	0	0	0
预收帐款	1350	1805	1893	1966	营运资金变动	1953	14422	(244)	(130)
其他流动负债	9304	12495	13060	13563	投资活动现金流	(2769)	(2547)	(1454)	(1454)
流动负债合计	37339	50753	50067	49435	资本支出	(1794)	(2547)	(1454)	(1454)
长期借款及应付债券	228	11	11	11	长期投资	(104)	0	0	0
其他长期负债	994	994	994	994	其他	(871)	0	0	0
长期负债合计	1222	1005	1005	1005	筹资活动现金流	(9159)	5468	(2055)	(1850)
负债合计	38561	51758	51072	50439	债务融资	(1063)	5468	(2055)	(1850)
股本	3463	3463	3463	3463	权益融资	228	0	0	0
股东权益	48823	51542	55281	59245	其它	(8324)	0	0	0
负债和股东权益总计	87384	103300	106352	109684	现金净增加额	(7602)	21695	1655	2230

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【有色金属介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事钢铁行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。