

江西铜业（600362）：战略化布局黄金，矿山扩建产能提升支撑业绩

——江西铜业（600362）2019 三季度报点评

- **事件：**公司发布 2019 年三季度报。公司 2019 前三季度累计实现营业收入 1712.4 亿元，同比增长 5.32%；归母净利润 20.37 亿元，同比增 0.99%。其中 Q3 单季度营收 661.97 亿元，同比增 13.95%，环比增 17.82%；归母净利润 7.65 亿元，同比降 0.31%，环比增 37.11%。
- **多金属矿产资源丰富，铜业一体化产业链巨头：**截止 2019 上半年，公司 100%所有权的资源储量约为铜金属 936.3 万吨、黄金 289.6 吨、银 8715.8 吨、钼 20.5 万吨；联合其他公司所控制的按所占权益计算资源量约为铜 443.5 万吨、黄金 52 吨；控股恒邦股份拥有金矿采矿权 16 个、探矿权 21 个，探明黄金储量 112 吨。公司拥有 6 座在产矿山、3 家冶炼厂、8 家铜材加工厂及 2 家硫酸厂，具备铜精矿含铜 20 万吨、阴极铜 140 万吨、铜产品加工 100 万吨的年产能，为国内最大的铜生产基地。
- **多元化经营提升抗风险能力，毛利率稳中提升：**2019 前三季度，国内铜均价 4.78 万元/吨（-5.6%）；黄金均价 304.75 元/克（+12.43%）。尽管铜市走软，但公司前三季度录得综合毛利率 3.9%，同比提升 0.49pct；Q3 单季度毛利率 4.03%，环比提升 0.28pct，主要原因是恒邦股份盈利能力的提升。其受益于贵金属价格上涨，恒邦 Q3 单季度净利润 1.05 亿，环比增 233%，毛利率 6.52%，环比提升 2.66pct。
- **矿山扩建+冶炼产能扩充，业绩增量有保障：**武山铜矿三期扩建项目总投资约 20 亿元，年产能由 1.3 万吨扩建至 3 万吨，2019 年 5 月起建。城门山铜矿三期扩建后形成年产铜精矿 3 万吨，硫精矿 95 万吨的规模，2020 年起逐步达产。银山矿业改造后年产能将由 0.74 万吨扩建至 2 万吨，2021 年起逐步达产。届时公司铜精矿整体产能将由 20 万吨提升至 25 万吨。控股的恒邦股份具有年产 50 吨黄金、700 吨白银的能力，当前已对公司业绩形成显著贡献；此外公司收购国兴铜业 65%股份，其具备 18 万吨/年阴极铜生产能力。公司阴极铜年产能将总计达到 160 万吨。
- **铜价稳定运行，贵金属中长期上行，盈利水平将提高：**铜价矿端供应依然偏紧，而需求整体保持良性增速，铜供应缺口仍有趋势性放大的可能，铜价重心有望稳定运行。考虑到黄金避险溢价、流动性溢价、央行购金行为的持续性等因素，贵金属价格仍具备长周期上行的可能。上述因素或将推动公司整体毛利水平提升至 4%以上。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 2280 亿元、2395 亿元、2550 亿元；归母净利润分别为 28.2 亿元、36.8 亿元和 43.2 亿元；EPS 分别为 0.81 元、1.06 元和 1.25 元，对应 PE 分别为 17.5、13.4 和 11.4，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、金属价格下跌；2、矿山品位下降；3、公司产销不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	205,046.	215,289.	227,985.	239,471.	255,023.
增长率(%)	1.35%	5.00%	5.90%	5.04%	6.49%
净利润(百万元)	1,711.73	2,454.31	2,815.66	3,677.07	4,317.56
增长率(%)	81.94%	43.38%	14.72%	30.59%	17.42%
净资产收益率(%)	3.37%	4.92%	5.60%	7.24%	8.39%
每股收益(元)	0.46	0.71	0.81	1.06	1.25
PE	30.87	20.00	17.51	13.37	11.39

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2019 年 11 月 04 日

推荐/首次

江西铜业 公司报告

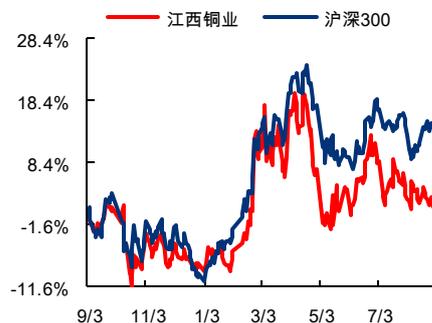
公司简介：

公司是集采矿、选矿、冶炼、贸易、技术为一体的国内最大的综合性铜生产企业，多元化的业务包括铜、金、银、稀土、铅、锌等多金属矿业开发，以及投资、贸易等增值服务体系。公司是中国最大的铜、伴生金、银生产基地。公司生产的阴极铜在伦敦金属交易所和上海期货交易所注册，是期货市场主要交割品牌之一。

交易数据

52 周股价区间(元)	14.14-13.49
总市值(亿元)	489.63
流通市值(亿元)	293.44
总股本/流通 A 股(万股)	346273/207525
流通 B 股/H 股(万股)	/138748
52 周日均换手率	0.84

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

研究助理：张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号：

S1480118100014

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	63171	69532	64586	68963	74816	营业收入	205047	215290	227986	239471	255023
货币资金	19003	22773	24116	25331	26976	营业成本	195837	207472	219342	229676	244996
应收账款	11832	5728	6065	6371	6785	营业税金及附加	813	895	1824	1796	1785
其他应收款	4882	0	0	0	0	营业费用	533	569	616	694	791
预付款项	1781	2359	2970	3609	4291	管理费用	1674	1559	1824	1964	2168
存货	19997	17259	18247	19106	20381	财务费用	461	813	201	203	184
其他流动资产	1880	2934	4240	5422	7022	资产减值损失	2336.10	481.42	481.42	481.42	481.42
非流动资产合计	34298	33334	33891	32197	30499	公允价值变动收益	-47.41	662.94	10.98	208.84	294.25
长期股权投资	3178	3676	3676	3676	3676	投资净收益	-489.83	591.10	70.00	70.00	70.00
固定资产	18715	17942	18339	17745	16682	营业利润	2887	3266	3779	4935	4983
无形资产	2416	2386	2148	1933	1740	营业外收入	71.16	43.35	57.26	57.26	57.26
其他非流动资产	594	1412	1412	1412	1412	营业外支出	100.41	15.30	57.85	57.85	2.00
资产总计	97469	102866	98476	101160	105315	利润总额	2857	3294	3779	4935	5038
流动负债合计	45931	46138	41980	44050	47488	所得税	1146	840	963	1258	720
短期借款	23624	29875	25632	27176	29934	净利润	1712	2454	2816	3677	4318
应付账款	6848	4307	4491	4702	5016	少数股东损益	108	7	7	0	0
预收款项	1544	0	228	467	722	归属母公司净利润	1604	2447	2809	3677	4318
一年内到期的非流动	231	133	133	133	133	EBITDA	5073	5672	5592	6832	6865
非流动负债合计	1555	4701	4078	4080	4079	EPS (元)	0.46	0.71	0.81	1.06	1.25
长期借款	9	3282	3282	3282	3282	主要财务比率					
应付债券	500	500	500	500	500		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	47485	50839	46058	48130	51567	成长能力					
少数股东权益	2451	2260	2267	2267	2267	营业收入增长	1.35%	5.00%	5.90%	5.04%	6.49%
实收资本(或股本)	3463	3463	3463	3463	3463	营业利润增长	46.62%	13.14%	15.73%	30.59%	0.96%
资本公积	11690	11664	11664	11664	11664	归属于母公司净利	14.76%	30.91%	14.76%	30.91%	17.42%
未分配利润	17359	19073	-1987	-29555	-61926	获利能力					
归属母公司股东权益	47532	49766	50151	50763	51480	毛利率(%)	4.49%	3.63%	3.79%	4.09%	3.93%
负债和所有者权益	97469	102866	98476	101160	105315	净利率(%)	0.83%	1.14%	1.24%	1.54%	1.69%
现金流量表						总资产净利润(%)		1.65%	2.38%	2.85%	3.63%
						ROE(%)	3.37%	4.92%	5.60%	7.24%	8.39%
经营活动现金流	3259	8182	1611	3140	2789	偿债能力					
净利润	1712	2454	2816	3677	4318	资产负债率(%)	49%	49%	47%	48%	49%
折旧摊销	1725	1593	1611	1694	1699	流动比率					
财务费用	461	813	201	203	184	速动比率					
应付账款的变化	0	6104	-338	-306	-414	营运能力					
预收账款的变化	0	-1544	228	239	255	总资产周转率	2.22	2.15	2.26	2.40	2.47
投资活动现金流	-2141	-9178	7223	-203	-117	应收账款周转率	16	25	39	39	39
公允价值变动收益	-47	663	11	209	294	应付账款周转率	31.53	38.60	51.83	52.10	52.48
长期股权投资减少	0	3800	-2118	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-490	591	70	70	70	每股收益(最新摊)	0.46	0.71	0.81	1.06	1.25
筹资活动现金流	1559	1109	-7490	-1723	-1027	每股净现金流(最新)	0.77	0.03	0.39	0.35	0.48
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	13.73	14.37	14.48	14.66	14.87
长期借款增加	0	3273	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	30.87	20.00	17.51	13.37	11.39
资本公积增加	4	-26	0	0	0	P/B	1.03	0.99	0.98	0.97	0.96
现金净增加额	2677	112	1343	1215	1645	EV/EBITDA	10.75	10.61	6.24	8.04	8.16

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3年证券从业经验，2019年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018年9月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。