

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

入股第一量子, 布局海外资源

——江西铜业(600362)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2019-12-10)

收盘价(元)	15.09
一年内最高/最低(元)	17.59/12.71
沪深300指数	3900.38
市净率(倍)	1.05
流通市值(亿元)	313.15

基础数据(2019-9-30)

每股净资产(元)	14.82
每股经营现金流(元)	2.54
毛利率(%)	3.90
净资产收益率-摊薄(%)	4.02
资产负债率(%)	57.14
总股本/流通股(万股)	346272.94/207524.74
B股/H股(万股)	0/138748.2

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳
电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2019年12月11日

事件: 江西铜业近日公告, 公司全资子公司江西铜业(香港)投资有限公司(JCCI)拟受让公司间接参股公司 Pangaea Investment Management Ltd.(PIM)持有的 PIM Cupric Holdings Limited(PCH)100%股权, 交易价11.159亿美元。PCH目前持有加拿大多伦多证券交易所上市公司第一量子(FQM)18%股权。FQM在赞比亚、巴拿马等8个国家拥有9个铜矿开发项目。通过此次交易, 公司将成为第一量子(FQM)单一最大同行业投资人股东。

投资要点:

- **公司形成以铜和黄金为主的双支柱业务结构。**公司业务涵盖了黄金和铜的采选、冶炼与加工, 贵金属和稀散金属的提取与加工, 硫化工, 以及金融、贸易等领域, 并且在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链, 是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地。其产品包括: 阴极铜、黄金、白银、硫酸、铜杆、铜管、铜箔、硒、碲、铈、铋等50多个品种。**铜方面,**目前国内拥有六座在产铜矿山: 德兴铜矿(包括铜厂矿区、富家坞矿区、朱砂红矿区)、永平铜矿、城门山铜矿(含金鸡窝银铜矿)、武山铜矿、东乡铜矿和银山矿业公司。公司为中国最大的铜生产基地, 最大的伴生金、银生产基地, 以及重要的硫化工基地; 拥有国内规模最大的德兴铜矿, 全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂, 也是国内最大的铜加工生产商。公司“贵冶牌”阴极铜1996年就在LME一次性注册成功, 是中国第一个世界性铜品牌。2018年阴极铜年产能超过140万吨。**黄金方面,**2019年3月公司收购恒邦股份(股票代码: 002237)29.99%股份, 成为恒邦股份控股股东, 成为公司的黄金业务板块。恒邦股份主要从事黄金的探、采、选、冶炼及化工生产, 是国家重点黄金冶炼企业。具备年产黄金50吨、白银700吨的能力, 在冶炼过程中副产硫酸的能力达到100万吨。
- **公司“三年创新倍增计划”战略步伐加快。**2018年公司提出为加快转型升级, 在战略投资、体制机制改革等多方面寻求突破, 力争到2021年实现销售收入翻番、保有资源储量翻番, 成为全球最大的铜冶炼企业和铜加工企业。2019年公司加快扩张步伐实施该战略, 2019年1月, 收购国兴铜业65%股权; 2019年3月, 收购上市公司恒邦股份29.99%股权; 2019年

4月，与哈萨克斯坦杰特苏钨业签订股权转让框架协议，共同开发巴库塔特大型露天钨矿项目；2019年12月，入股第一量子。同时，对武山、城门山、银山等矿山进行改造扩建，深挖原有矿山潜力。

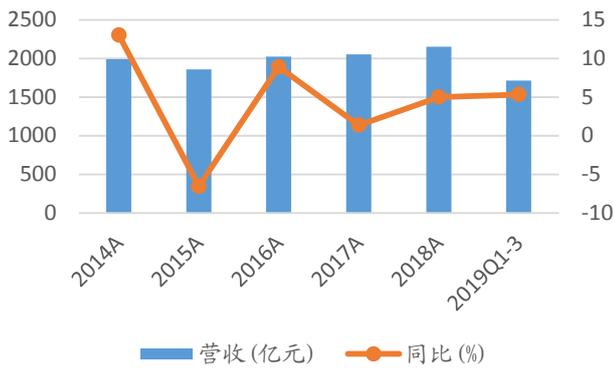
- **成为第一量子单一最大股东，布局海外矿产资源。**第一量子（FQM）在赞比亚、巴拿马、秘鲁等8个国家拥有9个铜矿开发项目，其中，第一量子（FQM）在赞比亚和巴拿马拥有三座已投产的世界级矿山，在阿根廷和秘鲁拥有两个待开发矿山。第一量子（FQM）合计控制了约4,925万吨铜矿资源（加拿大NI43-101标准），其中归属FQM权益铜资源量为4,590万吨。此外，第一量子（FQM）在澳大利亚、赞比亚还拥有2个大型镍矿资源，总资源量为238万吨（加拿大NI43-101标准）。2018年FQM实际铜产量约为60.6万吨。根据2019年6月30日第一量子（FQM）披露的产量指引，第一量子（FQM）预计2019-2021年铜产量分别为：70-73.5万吨、84-87万吨、82万吨。第一量子（FQM）控制的铜矿储量丰富，预计未来将产生较强的现金流。本次交易对价为11.159亿美元，折合为单位铜资源量对价约135美元/吨，价格相对合理。
- **公司产量维持相对稳定。**2019年上半年主要产品产量为：阴极铜74.93万吨，同比增长3.51%；铜精矿含铜10.2万吨，同比增长0.2%；黄金12.88吨，同比减少0.17%；白银169.01吨，同比减少8.13%；钼精矿折合量（45%）3917吨，同比增长4.82%；硫酸207.86万吨，同比增长0.03%；硫精矿129.96万吨，同比增长8.03%；生产铜杆46.41万吨，同比减少1.85%；除铜杆外的其他铜加工产品6.28万吨，同比减少23.16%。
- **铜价存在向好的条件。**2019年全球主要国家经济下行压力持续加大，内外不确定性因素显著增多，铜产品市场行情震荡下行，铜产品下游需求疲弱。上游铜矿供给呈现偏紧状态，智利国内动荡或导致2020年全球铜矿供给持续偏紧；国内铜的需求相对疲软，精炼费（TC/RC）低迷，可能导致部分冶炼产能出清；当前全球精炼铜库存处于历史较低水平，促使价格铜价回升的条件逐步形成，需求边际改善或带来铜价回升。
- **投资建议和盈利预测：**预计公司2019-2021年全面摊薄后的EPS分别为0.78元、0.82元和1.02元，按12月10日收盘价15.09元计算，对应的PE分别是19.4倍、18.4倍和14.8倍，考虑公司积极加快战略实施，布局海外铜矿资源，估值相对合理，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：（1）宏观经济下行；（2）公司海内外项目产量不及预期

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	205,047	215,290	226,700	245,970	269,583
增长比率(%)	1.4	5.0	5.3	8.5	9.6
净利润(百万元)	1,604	2,447	2,692	2,841	3,530
增长比率(%)	103.7	52.6	10.0	5.5	24.3
每股收益(元)	0.46	0.71	0.78	0.82	1.02
市盈率(倍)	32.6	21.3	19.4	18.4	14.8

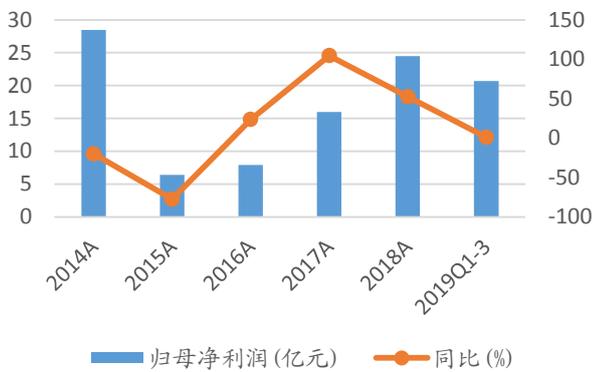
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营业收入及同比增速



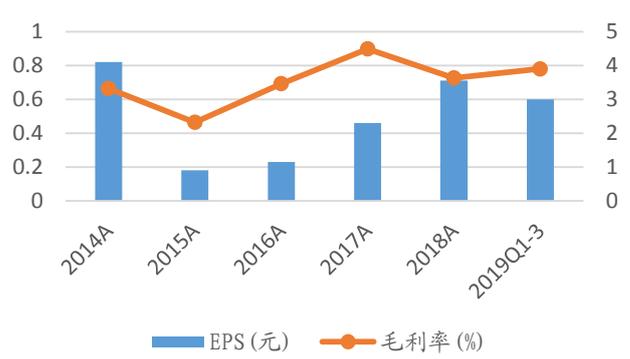
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 归属母公司股东净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司 EPS 和毛利率



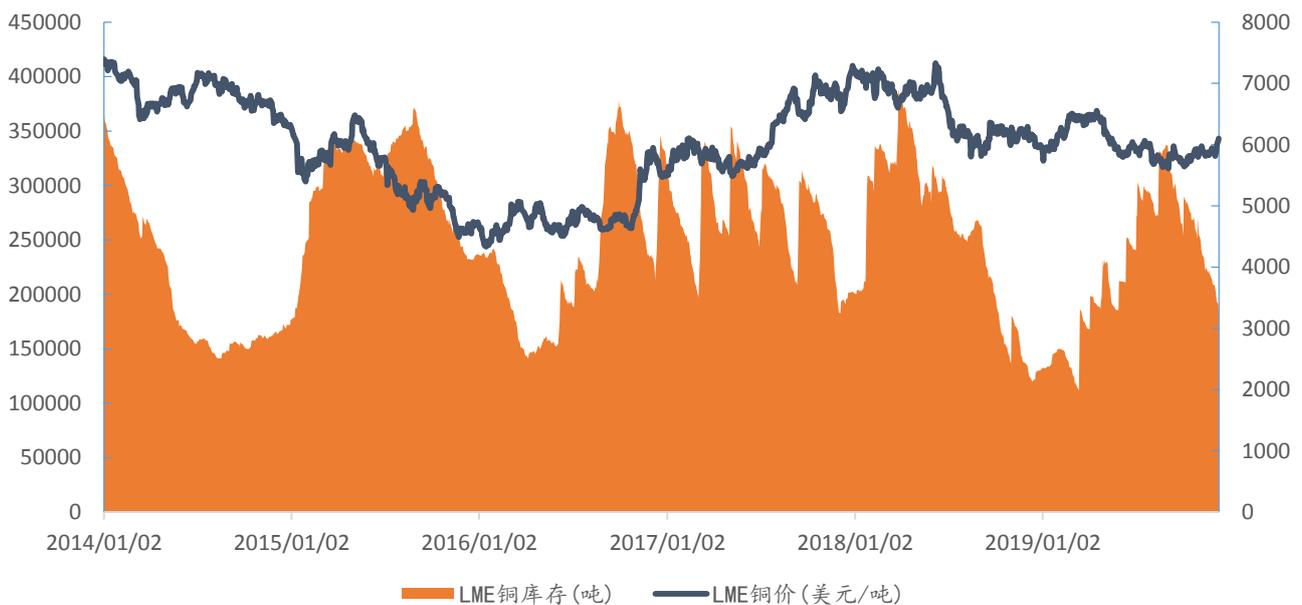
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 扣非后归属母公司股东净利润及同比增速



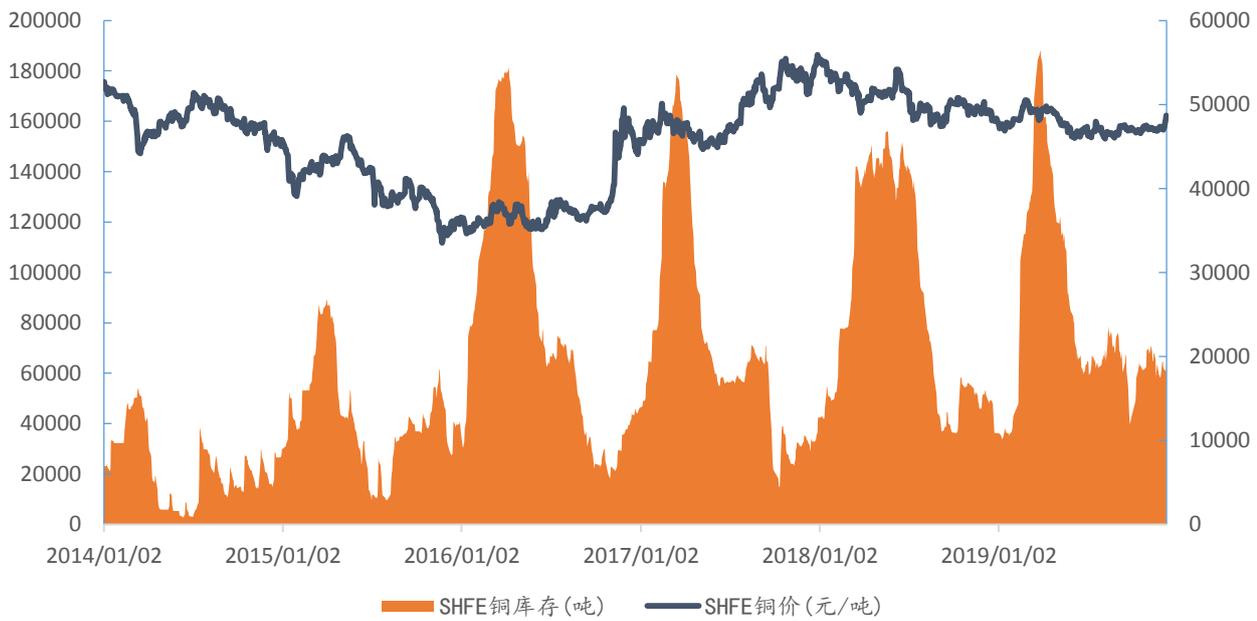
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: LME 铜价及库存走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: SHFE 铜价及库存走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 国内铜冶炼厂现货铜粗炼费 (TC) 和精炼费 (RC) 价格走势



数据来源: Wind

资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	63171	69532	81808	76157	93831
现金	19003	22773	21046	22835	25027
应收票据及应收账款	15032	8958	16304	11105	18935
其他应收款	5052	3028	5481	3752	6367
预付账款	1781	2359	2001	2729	2455
存货	19997	17259	21822	20581	25892
其他流动资产	2305	15155	15155	15155	15155
非流动资产	34298	33334	33728	34639	35774
长期投资	3178	3676	4073	4515	4955
固定资产	18715	17942	18303	19139	20072
无形资产	2416	2386	2511	2590	2574
其他非流动资产	9989	9330	8841	8396	8173
资产总计	97469	102866	115536	110796	129605
流动负债	45931	46138	57348	50833	67254
短期借款	23624	29875	36802	32166	44518
应付票据及应付账款	7881	6230	8572	7488	10114
其他流动负债	14426	10033	11974	11179	12622
非流动负债	1555	4701	3944	3208	2481
长期借款	509	3782	3025	2289	1562
其他非流动负债	1046	919	919	919	919
负债合计	47485	50839	61293	54042	69736
少数股东权益	2451	2260	2477	2710	2911
股本	3463	3463	3463	3463	3463
资本公积	11690	11664	11664	11664	11664
留存收益	32074	34135	35650	37299	39484
归属母公司股东权益	47532	49766	51766	54044	56958
负债和股东权益	97469	102866	115536	110796	129605

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3259	8182	-5035	11498	-4834
净利润	1712	2454	2909	3074	3732
折旧摊销	1805	1669	1547	1720	1926
财务费用	461	813	1021	1167	1156
投资损失	490	-591	-106	5	-51
营运资金变动	-4288	1752	-10343	5556	-11422
其他经营现金流	3079	2085	-63	-24	-176
投资活动现金流	-2141	-9178	-1773	-2611	-2835
资本支出	3268	2554	-2	469	695
长期投资	770	-7093	-397	-418	-441
其他投资现金流	1897	-13718	-2171	-2561	-2581
筹资活动现金流	1559	1109	-1847	-2461	-2491
短期借款	8756	6251	0	0	0
长期借款	281	3273	-757	-736	-727
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	-26	0	0	0
其他筹资现金流	-7482	-8389	-1090	-1725	-1764
现金净增加额	2088	284	-8654	6425	-10160

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	205047	215290	226700	245970	269583
营业成本	195837	207472	217632	236131	258800
营业税金及附加	813	895	792	890	1027
营业费用	533	569	614	662	717
管理费用	1674	1559	1957	1984	2164
研发费用	0	207	54	74	101
财务费用	461	813	1021	1167	1156
资产减值损失	2336	481	0	0	0
其他收益	90	154	0	0	0
公允价值变动收益	-47	663	63	24	176
投资净收益	-490	591	106	-5	51
资产处置收益	-58	-68	0	0	0
营业利润	2887	3266	4799	5080	5845
营业外收入	71	43	120	96	83
营业外支出	100	15	60	66	60
利润总额	2857	3294	4859	5111	5867
所得税	1146	840	1950	2037	2135
净利润	1712	2454	2909	3074	3732
少数股东损益	108	7	217	233	201
归属母公司净利润	1604	2447	2692	2841	3530
EBITDA	5557	6340	7882	8350	9462
EPS (元)	0.46	0.71	0.78	0.82	1.02

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	1.4	5.0	5.3	8.5	9.6
营业利润 (%)	46.6	13.1	47.0	5.8	15.0
归属母公司净利润 (%)	103.7	52.6	10.0	5.5	24.3
获利能力					
毛利率 (%)	4.5	3.6	4.0	4.0	4.0
净利率 (%)	0.8	1.1	1.2	1.2	1.3
ROE (%)	3.4	4.7	5.4	5.4	6.2
ROIC	3.1	4.1	4.1	4.4	4.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.7	49.4	53.1	48.8	53.8
净负债比率 (%)	12.0	22.4	37.2	22.9	37.5
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.5	1.4
速动比率	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2
应收账款周转率	13.0	17.9	17.9	17.9	17.9
应付账款周转率	19.9	29.4	29.4	29.4	29.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.71	0.78	0.82	1.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.32	1.33	-1.45	3.32	-1.40
每股净资产 (最新摊薄)	13.73	14.37	14.95	15.61	16.45
估值比率					
P/E	32.6	21.3	19.4	18.4	14.8
P/B	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.8	8.9	8.3	7.0	7.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。