

海外项目进展低于预期 铜精矿产能增长有限

2012年1月5日

推荐/首次

江西铜业

调研快报

——江西铜业（600362）调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号：S1480510120003
	liny@dxzq.net.cn	010-6655 4024	
李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-66554028	

事件：

近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点：

1. 资源储量丰富，产业链完整

公司是国内产能规模最大的铜矿企业，公司在国内拥有 6 座矿山，海外拥有 2 座矿山，铜权益储量 1667 万吨，黄金权益储量 395 万吨，银 10000 吨，钼 27 万吨。目前公司铜精矿产能 20 万吨，矿产铜平均成本在 17000 元/吨左右，德兴铜矿 13 万吨扩产工程目前已经基本完成，正在试成产阶段，预计今年年中将完全投产，届时将使德兴铜矿的铜精矿产能增加 4.1 万吨。冶炼以及下游加工方面，公司电解铜产能 90 万吨，铜冶炼成本在 2400 元/吨左右，主要副产品产能为：黄金 24 吨、白银 475 吨、硫酸 250 万吨、硫精矿 150 万吨、钼精矿 0.8 万吨。另外公司拥有 6 家铜材深加工企业，铜深加工产能 46 万吨，其中铜杆加工产能 42 万吨，铜管产能 3 万吨，漆包线产能 1 万吨左右。公司在广州新建的铜加工厂将于年底建成投产，届时将增加铜加工产能 20 万吨，主要是用于生产铜杆和铜管。公司从上游资源到下游冶炼、深加工产业链完整，竞争优势明显。

表 1：公司各主要矿山及铜精矿产能表

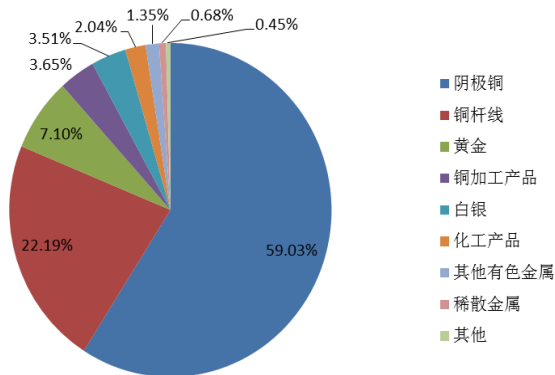
矿山	铜资源储量(万吨)	铜平均品位	铜精矿产能(万吨/年)	
国内				
德兴铜矿	铜厂矿	382	0.46%	12.5
	富家坞	257	0.50%	6.2
	朱砂红	120	0.40%	0.0
永平铜矿	131	0.73%	2.0	
城门山铜矿	153	1.00%	1.5	
武山铜矿	120	0.41%	1.3	
东乡铜矿	20	0.50%	0.3	
银山铅锌矿	83	0.50%	0.7	
海外				
Aynak				
加拿大北秘鲁铜业公司 (NPC)	Galeno	700	0.50%	0
	Pashpap	26	0.64%	0
合计	1667	—	22.5	

资料来源：公司资料，东兴证券

2. 自产铜精矿及副产品是公司利润主要来源

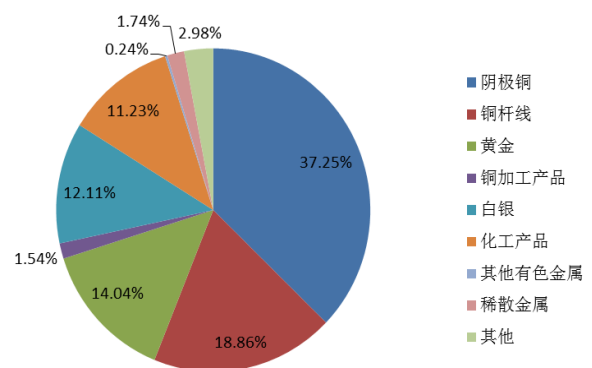
公司铜精矿产能约 20 万吨，冶炼产能 90 万吨，精矿自给率在 22% 左右，较高的铜精矿自给率保证了公司在行业竞争中处于优势地位，特别是铜价波动较大时，保证了公司盈利的稳定。公司外购铜矿分三个部分，包括：1) 海外购采购铜精矿 20 万吨、2) 国内采购铜精矿 4 万吨、3) 粗铜以及废杂铜 40 万吨。公司海外采购铜精矿大部分为长单，采购价格根据每个月 LME 铜金属价格的变动随时调整。国内采购的铜精矿定价依据 SMM 价格乘以固定比例得到，通常为 85%~90%。外购的粗铜及废杂铜定价按照铜现货价格给予一定的折扣得到，不同的供货商价格并不相同。由于国内铜冶炼产能过剩，铜冶炼加工费水平较低，公司铜冶炼业务毛利率较低，公司主要利润来源是自产铜精矿及相关稀贵金属和化工副产品，如黄金、白银、硫酸及硫磺等。随着铜价的不断下降，公司副产品贡献的利润占比将逐渐提高。

图 1：2011 年上半年公司主营产品收入占比



资料来源：公司资料，东兴证券

图 2：2011 年上半年公司主营产品利润占比



资料来源：公司资料，东兴证券

表 2：国内主要铜矿企业铜精矿来源比较

项目（单位：万吨）	江西铜业	铜陵有色	云南铜业
冶炼产能	90	85	65
实际产量（2011）	84	81	30
铜精矿来源	自产铜精矿	4.5	6
	粗铜及废杂铜	27	5
	国内购铜精矿	4	5
	海外购铜精矿	20	44

资料来源：公司资料，东兴证券

表 3：公司主要产品产量及成本预测

主要产品	2010 产量	2011 产量	2012E 产量	生产成本
铜精矿（万吨）	17.2	20	22	17000 元/吨
阴极铜（万吨）	90	84	90	2400 元/吨
黄金（吨）	22	24	24.5	NA
白银（吨）	460	475	480	NA

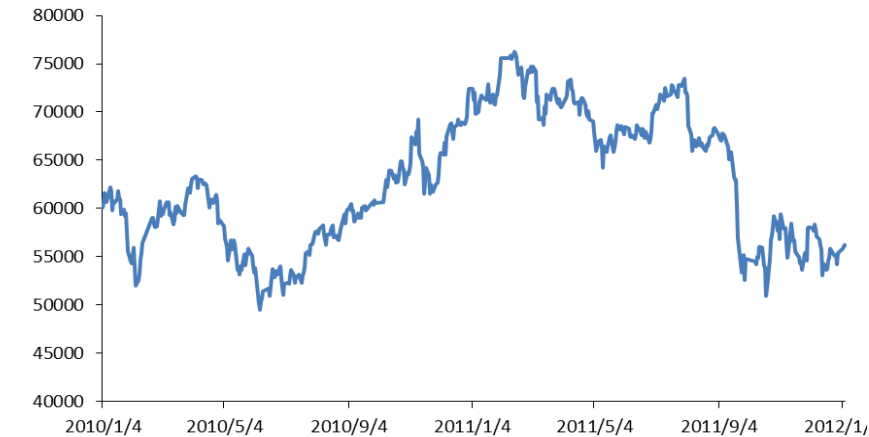
铜材 (万吨)	48.3	49	69	NA
硫酸 (万吨)	231	250	250	250 元/吨
硫精矿(万吨)	—	150	150	150 元/吨
钼精矿 (万吨)	—	0.8	0.9	300 元/吨

资料来源：公司资料、东兴证券

3. 存货跌价拖累业绩，海外项目进展低于预期

由于去年第三、四度 SHFE 铜现货价格从 73500 元/吨大幅下降到 55400 元/吨，降幅达到 24.6%，因此公司计提了 6.94 亿元的存货跌价准备，由于直至去年年底铜价并未显著回升，大额存货跌价损失拖累了公司业绩。公司海外阿富汗 Aynak 铜矿由于涉及文物搬迁问题，进展缓慢，秘鲁铜矿开采受到当地居民团体的抗议，目前进展同样较为缓慢，预计秘鲁项目 2014 年前仍无法投产。总体而言，公司海外项目受阻，进展低于预期，公司铜精矿产能的大幅增长将延后。

图 3：2010—2011 年铜价格变化（单位：元/吨）



资料来源：SMM、东兴证券

4. 公司业绩预测与敏感性分析

综上所述,我们假设公司 2011—2013 年铜、黄金和白银以及其他副产品的产量基本稳定，自产铜精矿分别为：20 万吨、22 万吨、25 万吨；铜价格分别为 61790 元/吨、58790 元/吨和 61000 元/吨；黄金和白银的价格分别为：38700 万元/吨、620 万元/吨；硫酸的价格为 520 元/吨；硫精矿和钼精矿的价格分别为：530 元/吨、1790 元/吨，并在此基础上测算公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为：2.05 元、2.21 元和 2.55 元。

表 4：价格假设（含税价）

	2011E	2012E	2013E
铜 (元/吨)	61,790	58,790	61,000
黄金 (万元/吨)	38,700	38,700	38,700
白银 (万元/吨)	620	620	620
硫酸 (元/吨)	520	520	520
硫精矿 (元/吨)	530	530	530
钼精矿 (元/吨)	1790	1790	1790

表 5: 盈利预测

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	76,440.86	95,788.22	99,829.02	110,062.92
(+/-)%	47.81%	25.31%	4.22%	10.25%
经营利润 (EBIT)	7,309.13	10,861.77	11,672.25	12,939.90
(+/-)%	65.41%	48.61%	7.46%	10.86%
净利润	4,907.14	7,093.92	7,654.28	8,851.08
(+/-)%	108.88%	44.56%	7.90%	15.64%
每股净收益 (元)	1.560	2.049	2.210	2.556

资料来源: 东兴证券

表 6: 每股收益敏感性分析表

敏感性测试	铜价								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
自产铜精矿									
-20%	1.42	1.51	1.61	1.71	1.81	1.91	2.00	2.10	2.20
-15%	1.46	1.56	1.66	1.76	1.87	1.97	2.07	2.18	2.28
-10%	1.50	1.60	1.71	1.82	1.93	2.04	2.14	2.25	2.36
-5%	1.54	1.65	1.76	1.88	1.99	2.10	2.21	2.33	2.44
0%	1.58	1.69	1.81	1.93	2.05	2.17	2.28	2.40	2.52
5%	1.62	1.74	1.86	1.99	2.11	2.23	2.36	2.48	2.60
10%	1.66	1.78	1.91	2.04	2.17	2.30	2.43	2.55	2.68
15%	1.70	1.83	1.96	2.10	2.23	2.36	2.50	2.63	2.76
20%	1.78	1.92	2.06	2.21	2.35	2.49	2.64	2.78	2.92

资料来源: 东兴证券

结论:

我们认为在当前全球流动性难超预期, 经济基本面难有较强改善的背景下, 工业金属总体将保持弱势震荡, 由于铜矿全球供给集中度较高, 随着全球铜矿品位逐年下降, 铜矿供给总体偏紧, 预计 2012—2013 年铜均价在 55000~72000 元/吨之间波动, 公司将受益铜精矿产能增长和铜价上涨带来的业绩增长。预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为: 2.05 元、2.21 元、2.55 元, 对应的动态 PE 分别为 10.4、9.6、8.3 倍, 首次给予公司“推荐”投资评级。

风险提示:

- 1) 铜价大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 铜下游产业需求大幅下滑, 给公司业绩造成的影响

利润表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	76,440.86	95,788.22	25.31%	99,829.02	4.22%	110,062.92	10.25%
营业成本	68,161.41	83,695.03	22.79%	87,519.21	4.57%	96,241.15	9.97%
营业费用	345.65	593.89	71.82%	618.94	4.22%	682.39	10.25%
管理费用	1,216.88	1,523.03	25.16%	1,587.28	4.22%	1,750.00	10.25%
财务费用	388.25	275.01	-29.17%	292.05	6.19%	94.97	-67.48%
投资收益	90.05	491.00	445.26%	23.00	-95.32%	23.00	0.00%
营业利润	5,908.47	8,523.10	44.25%	9,198.23	7.92%	10,640.16	15.68%
利润总额	5,979.87	8,548.10	42.95%	9,223.23	7.90%	10,665.16	15.63%
所得税	1,015.03	1,453.18	43.17%	1,567.95	7.90%	1,813.08	15.63%
净利润	4,964.84	7,094.92	42.90%	7,655.28	7.90%	8,852.08	15.63%
归属母公司所有者的净利润	4,907.14	7,093.92	44.56%	7,654.28	7.90%	8,851.08	15.64%
NOPLAT	5,227.91	7,302.43	39.68%	7,876.93	7.87%	8,910.16	13.12%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	6,303.25	7,902.53	25.37%	8,235.89	4.22%	9,080.19	10.25%
交易性金融资产	4.84	1,701.00	35018.10%	1,701.00	0.00%	1,701.00	0.00%
应收帐款	2,355.47	2,952.38	25.34%	3,076.92	4.22%	3,392.35	10.25%
预付款项	1,789.85	2,325.50	29.93%	2,885.62	24.09%	3,501.56	21.35%
存货	18,269.95	22,242.24	21.74%	23,258.53	4.57%	25,576.42	9.97%
流动资产合计	34,866.39	44,478.92	27.57%	46,876.16	5.39%	51,888.87	10.69%
非流动资产	19,978.38	20,242.46	1.32%	18,360.48	-9.30%	16,355.71	-10.92%
资产总计	54,844.77	64,721.38	18.01%	65,236.65	0.80%	68,244.58	4.61%
短期借款	3,595.71	8,643.62	140.39%	4,807.78	-44.38%	2,466.95	-48.69%
应付帐款	2,857.08	3,668.82	28.41%	3,836.46	4.57%	4,218.79	9.97%
预收款项	472.91	693.22	46.59%	922.83	33.12%	1,175.97	27.43%
流动负债合计	14,104.19	21,035.03	49.14%	17,722.16	-15.75%	16,303.55	-8.00%
非流动负债	6,203.17	6,381.47	2.87%	6,381.47	0.00%	6,381.47	0.00%
少数股东权益	414.18	415.18	0.24%	416.18	0.24%	417.18	0.24%
母公司股东权益	34,123.23	37,373.78	9.53%	41,200.92	10.24%	45,626.46	10.74%
净营运资本	20,762.20	23,443.89	12.92%	29,154.01	24.36%	35,585.32	22.06%
投入资本 IC	35,639.86	39,486.77	10.79%	39,145.71	-0.86%	41,755.12	6.67%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	4,964.84	7,094.92	42.90%	7,655.28	7.90%	8,852.08	15.63%
折旧摊销	1,012.42	0.00	N/A	2,181.98	N/A	2,204.78	1.04%
净营运资金增加	9,680.69	2,681.69	-72.30%	5,710.12	112.93%	6,431.32	12.63%

经营活动产生现金流	(1,973.41)	5,104.36	N/A	8,802.39	72.45%	8,119.64	-7.76%
投资活动产生现金流	(3,632.93)	(4,805.19)	N/A	(514.00)	N/A	(414.00)	N/A
融资活动产生现金流	7,777.73	1,300.10	-83.28%	(7,955.03)	N/A	(6,861.34)	N/A
现金净增(减)	2,171.40	1,599.28	-26.35%	333.37	-79.16%	844.30	153.26%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

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。

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。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。