

江西铜业（600362）：矿产铜领先的铜业巨头

审慎推荐（首次）

有色金属

当前股价：16.46 元

报告日期：2018 年 6 月 22 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	205,047	226,050	249,179	265,687
(+/-)	1.4%	10.2%	10.2%	6.6%
营业利润	2,887	3,871	4,094	4,504
(+/-)	46.6%	34.1%	5.8%	10.0%
归属母公司 净利润	1,604	3,221	3,409	3,756
(+/-)	103.7%	100.8%	5.8%	10.2%
EPS（元）	0.46	0.93	0.98	1.08
市盈率	35.5	17.7	16.7	15.2

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	346273 / 207525
流通市值（亿元）	353.0
每股净资产（元）	13.95
资产负债率（%）	47.9

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：徐鹏

执业证书编号：S1050516020001

联系人：谢玉磊

电话：021-54967579

邮箱：xieyl@cfsc.com.cn

- **铜矿产量领先，业绩弹性较大。**公司铜精矿产量居国内行业首位，而矿山生产成本相对固定，在铜价景气周期中可以更多获取价格上涨收益。公司盈利与铜行业景气度密切相关，在同类上市公司中，江铜市值与矿山产铜的比值最低，是铜价上涨周期中最直接的受益者。
- **冶炼、加工规模大，高端铜箔毛利高。**2017 年，公司冶炼、加工铜规模超 100 万吨，规模经营优势明显。江铜作为中国进口铜原料联合谈判小组的核心成员单位，公司冶炼端毛利相对稳定。而新能源汽车及锂电池产业在全球范围内的蓬勃发展，促进锂电铜箔需求快速增长，带动加工费大幅上涨，公司高端铜箔业务成为新的盈利增长点。
- **铜市供需缺口扩大，铜价中枢上移。**全球铜矿产量增速下降，新增矿山相对有限，而铜矿工人罢工事件干扰在产矿山产量，原料铜精矿供应趋于收缩，将制约精铜的产量。全球经济同步回升，铜消费需求维持稳定增长，全球铜市供需缺口将有所扩大，预计铜价价格重心将上移。
- **盈利预测：**我们预测公司 2018-2020 年实现归属母公司所有者净利润分别为 32.21 亿元、34.09 亿元和 37.56 亿元，对应每股收益分别为 0.93 元、0.98 元和 1.08 元。按照公司 16.67 元的股价测算，相对应的市盈率分别为 17.7 倍、16.7 倍和 15.2 倍。考虑到公司矿产铜对公司盈利贡献大，在铜价上涨的背景下，公司经营业绩具有较大的弹性。当前公司股价并未有效反映出公司经营业绩上的变化，公司股价涨幅和铜价涨幅不相匹配。我们预计，随着铜价持续维持高位，市场预期将发生转变，公司股价将得到修复，首次给与“审慎推荐”的投资评级。
- **与市场预期的差别。**与市场预期相比，我们更加看好公司矿产铜的业绩弹性，公司市值与矿山产铜比值最低，在铜价高位和上涨周期中，矿产铜对公司业绩贡献显著，有效提升公司整体价值。
- **风险提示：**(1) 全球经济增长不及预期，铜需求大幅下降；(2) 铜矿山大幅扩产、智利矿山劳资谈判顺利；(3) 公司铜加工产品利润大幅下降；(4) 市场系统性风险等。



目 录

1. 聚焦铜业的优选标的	4
2. 矿产铜国内领先，成本优势明显	5
2.1 资源储量充足，铜矿产量领先	5
2.2 德兴铜矿国内最大，成本优势明显	6
2.3 阴极铜利润分拆：矿产铜贡献高	7
3. 加工铜规模大，铜箔毛利高	8
3.1 国内最大的铜加工商	8
3.2 高端铜箔毛利高	8
4. 供需缺口扩大，铜价中枢上移	9
4.1 铜价走势回顾	9
4.2 新增矿山有限，原料供给收缩	10
4.3 罢工事件频发，矿山产量下降	12
4.4 需求稳中向好，铜市缺口扩大	13
5. 公司盈利预测与估值	14
6. 风险提示	16



图表目录

图表 1 公司股权结构图	4
图表 2 公司近五年销售收入构成	5
图表 3 公司近五年毛利构成	5
图表 4 公司静态开采年限达 68.6 年	5
图表 5 主要国家铜储量占比	5
图表 6 公司铜矿自给率 15.3%	6
图表 7 公司市值与矿山产铜比值低	6
图表 8 中国主要铜矿山产能情况	6
图表 9 德兴铜矿占公司产量比重稳定在 75%	7
图表 10 德兴铜矿选铜回收率稳步提升	7
图表 11 矿产铜对阴极铜毛利贡献显著	7
图表 12 近五年加工铜营业收入	8
图表 13 近五年加工铜毛利率	8
图表 14 近五年江铜耶兹铜箔营收和净利润	9
图表 15 电池级铜箔加工费高位	9
图表 16 近两年以来铜价持续走高	10
图表 17 2018-2020 年全球新增矿山情况	10
图表 18 2018 年全球矿产铜增速预计为 3%	11
图表 19 实际加工费低于谈判小组底价	11
图表 20 长单加工费持续下行	11
图表 21 全球前 20 位国家铜矿年产量（单位：千吨）	12
图表 22 历次铜矿工人罢工铜价表现	12
图表 23 IMF 预计 2018 年全球经济增速为 3.9%	13
图表 24 主要经济体制造业维持扩张	13
图表 25 1900-2016 年全球铜消费复合增速为 3.4%（单位：千吨）	13
图表 25 2018 年铜市供需缺口扩大至 35 万吨	14
图表 26 公司盈利预测假设	15
图表 27 公司 PE-Brand	16
图表 28 公司 PB-Brand	16
图表 29 对应公司估值	16
图表 30 公司盈利预测（百万元）	17



1. 聚焦铜业的优选标的

江西铜业是集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工、贸易为一体的国内最大的综合性铜生产企业，拥有国内最大的露天铜矿——德兴铜矿和国内规模最大、技术最先进、环保最好的铜冶炼厂——贵溪冶炼厂。公司拥有铜金属储量 1441 万吨，约占全国已探明可供工业开采储量的三分之一；自产铜精矿含铜量 21 万吨，约占全国的四分之一。

公司成立于 1997 年，于当年 6 月在香港联交所和伦敦证券交易所两地上市，2001 年 12 月，公司在上海证券交易所成功上市。江西铜业集团有限公司是第一大股东，持股比例为 40.53%，最终控制人为江西省人民政府。

图表 1 公司股权结构图



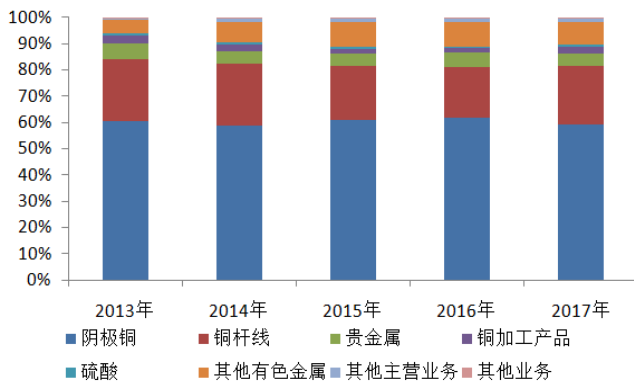
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司自成立以来，紧紧围绕铜业经营主线，以发展矿山、控制资源为首要战略，不断向产业链上下游延伸，充分发挥多年在行业内领先的铜冶炼及矿山开发技术优势，规模一体化经营优势突出。目前，公司拥有阴极铜产能超过 130 万吨/年，年铜加工产能超过 100 万吨。公司每天投放中国市场中的阴极铜产品有 1/7 出自江铜，是中国铜工业的领跑者。

从公司历年经营情况来看，其主要收入来自于阴极铜和铜杆线，两者合计占主营业务收入 80%以上，其它收入来源主要是副产品收益（诸如，黄金、白银、硫酸等）。在公司毛利构成中，近五年来阴极铜和铜杆线占比约为 60%，其中自有矿山是公司最主要的盈利来源，由于铜精矿供应趋紧，铜精矿加工费下降，矿山将充分享有铜价上涨收益。2017 年 LME 铜价上涨 31.5%，公司阴极铜毛利同比增加 150%，毛利占比提升至 63%，在铜价景气周期中，公司业绩弹性充足。

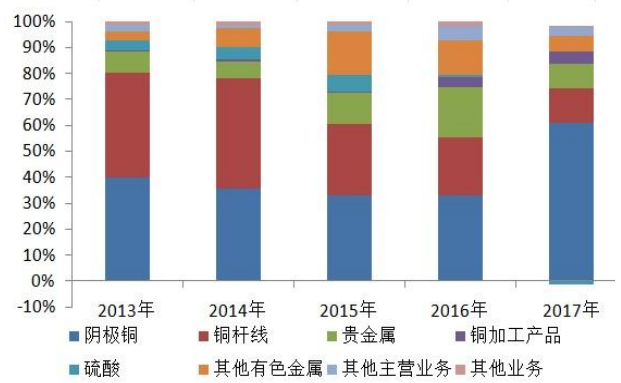


图表 2 公司近五年销售收入构成



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 3 公司近五年毛利构成



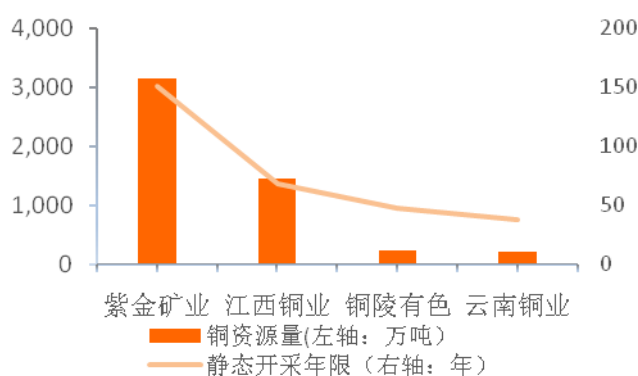
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2. 矿产铜国内领先，成本优势明显

2.1 资源储量充足，铜矿产量领先

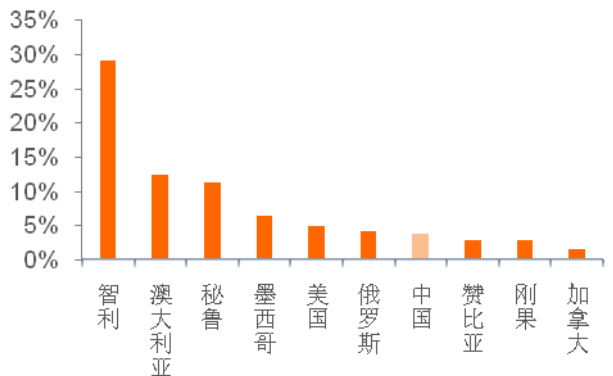
公司拥有国内规模最大的德兴铜矿以及多座在产铜矿，其中 100%所有权的已查明铜金属资源储量约为 997.9 万吨，联合其他公司控制的铜金属资源储量约为 443 万吨，按公司目前铜矿年产量估算，静态开采年限高达 68.6 年，在同类上市公司中居于前列。根据美国地质调查局 2017 年统计数据，中国可开采铜资源储量占全球比重仅为 3.89%，国内铜矿储量相对稀缺，铜资源大量依赖进口，而江铜坐拥国内优质铜矿，资源保障力度高，成本优势明显。

图表 4 公司静态开采年限达 68.6 年



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 5 主要国家铜储量占比

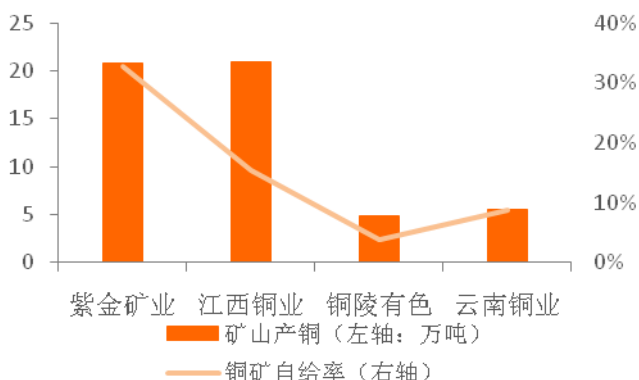


资料来源：美国地质调查局，华鑫证券研发部

2017 年，公司年产铜精矿含铜 21 万吨，居于行业首位，铜矿自给率达 15.3%，仅次于紫金矿业。由于矿山生产成本相对固定，在铜价景气周期中可以更多获取价格上涨收益，提高公司经营利润。江铜几十年专注于铜业经营，公司盈利与铜行业景气度密切相关，我们测算在同类上市公司中，江铜市值与矿山产铜比值最低，因此公司市值与铜价涨跌的关联度大，是铜价上涨周期中最直接的受益者。

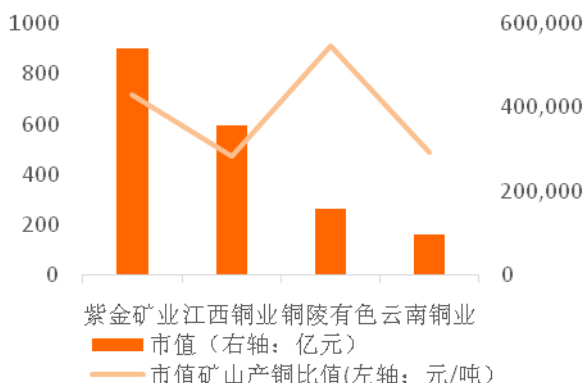


图表 6 公司铜矿自给率 15.3%



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 7 公司市值与矿山产铜比值低



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2.2 德兴铜矿国内最大，成本优势明显

德兴铜矿是公司的主干矿山，是目前我国开采铜矿最大的斑岩型铜矿，已探明铜矿石储量 16.3 亿吨，矿产资源特点是储量大而集中，埋藏浅，剥采比小，可进行大规模露天开采，且易采易选，采矿单位现金成本远低于行业平均水平。德兴铜矿始建于 1958 年，该矿由铜厂矿区、富家坞矿区、朱砂红矿区组成，铜金属储量为 579 万吨，年产能为 16.53 金属万吨/年，而国内大型铜矿山产能约为 6 万吨，公司矿山开采能力遥遥领先于同业水平，具有开采成本优势。

图表 8 中国主要铜矿山产能情况

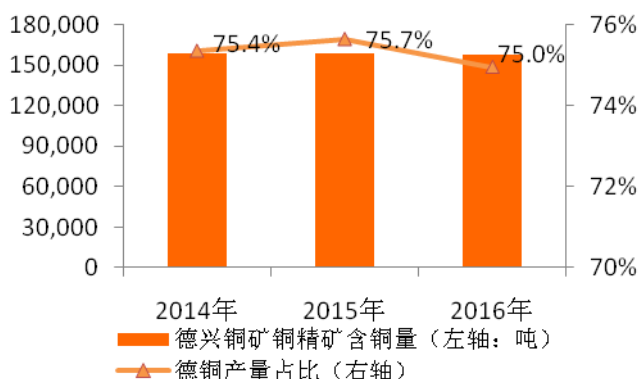
名称	母公司	位置	开采方式	产能 (万吨/年)
德兴铜矿	江铜	江西省德兴市	露天	16.53
乌奴格吐山铜钼矿	中国黄金	内蒙古新巴尔虎右旗	露天	6.97
金川铜镍矿	金川	甘肃省金昌市	露天/地下	6.0
雄村铜矿	金川	西藏日喀则谢通门县	露天	6.0
甲玛铜矿	中国黄金	西藏拉萨市墨竹工卡县	露天	6.0
普朗铜矿	中铝、云铜	云南省香格里拉县	地下	5.0

资料来源：上海有色网，华鑫证券研发部

2011 年，德兴铜矿新增 3 万吨/日改扩建工程项目全面达产，形成 13 万吨/日综合生产能力。2012 年，德兴铜矿采选项目稳产达标，铜精矿含铜提升到 15.8 万吨，铜精矿品位提升到 24.22%，选铜回收率提升到 85.69%。2014 年，德兴铜矿启动对标世界一流铜矿对比指标计划，按照世界先进矿山 44 个指标，实施“重点突破、重点攻关”，推动德铜从规模扩张型向质量效益型转变，力争到 2020 年全面建成世界一流铜矿山。2017 年，德铜 20 项矿级对标指标中，16 项达到攻关值，4 项达到保证值，12 项创近三年来最好水平，铜精矿品位和选铜回收率不断创出新高，成本优势效益突出。根据公司债务说明书，2014-2016 年，德兴铜矿铜精矿产量占公司全部矿山产量比重稳定在 75%左右，优质的铜矿资源和技术优势保障公司矿山采选成本领先于国内同行。

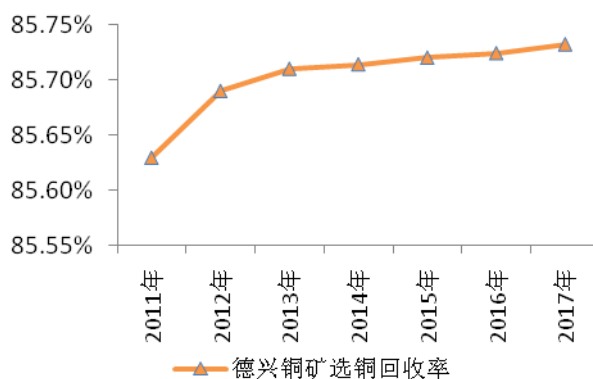


图表 9 德兴铜矿占公司产量比重稳定在 75%



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 10 德兴铜矿选铜回收率稳步提升



资料来源：中国矿业网，中国金属网，华鑫证券研发部

2.3 阴极铜利润分拆：矿产铜贡献高

江铜阴极铜以长单合同定价为主，长单合同价格为上海期货交易所当月合约算术均价加上约定的溢价。据此，我们对占公司主营业务收入 60%的阴极铜业务进行拆分，假设贸易铜毛利率与公司整体贸易毛利率一致，冶炼铜单位毛利与加工费高度相关，推算后得出公司矿产铜毛利高达 47.26 亿元。其中，直接受益于铜价上涨部分达 23.08 亿元，剩余收益据估测来自于长单合同溢价以及生产和销售间时间价差带来的额外收益。这充分表明在铜价上涨周期中，公司作为生产型的企业，利润具有非常高的业绩弹性，不仅仅能拥有价格上涨收益，还可以享有长单合同溢价等额外收益。

冶炼铜方面，公司铜精矿国外采购比例约为 80%，主要以中长单为主。近三年，铜精矿加工费小幅下降，但仍维持在相对高位，江铜作为中国进口铜原料联合谈判小组的核心成员单位，连续 6 年牵头与世界矿商谈判，在铜精矿加工费谈判过程中拥有重要话语，将保障公司未来冶炼毛利维持相对稳定。

图表 11 矿产铜对阴极铜毛利贡献显著

项目	2014	2015	2016	2017
产量/贸易量				
矿产铜 (万吨)	21.00	20.90	20.99	20.96
冶炼铜 (万吨)	99.00	104.95	100.06	116.46
贸易铜 (万吨)	160.11	199.06	263.00	151.56
营业收入				
矿产铜 (万元)	879,159.79	727,877.51	684,740.27	880,991.79
冶炼铜 (万元)	4,144,610.46	3,655,118.77	3,264,178.70	4,895,052.69
贸易铜 (万元)	6,702,803.93	6,932,610.00	8,579,500.00	6,370,225.65
毛利				
矿产铜 (万元)	191337.47	60388.44	93540.62	472642.49
冶炼铜 (万元)	53700.18	67132.67	66536.65	74797.49
贸易铜 (万元)	-10724.49	14558.48	72067.80	31851.13

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

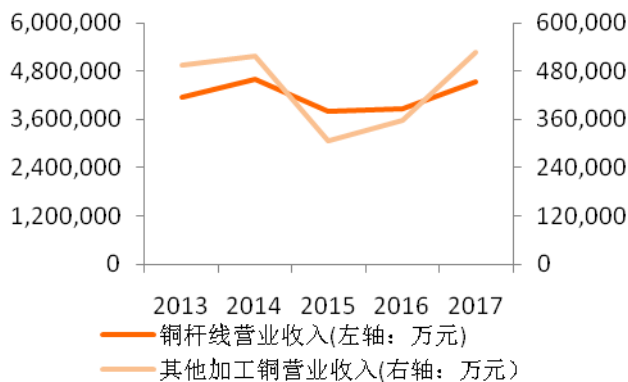


3. 加工铜规模大，铜箔毛利高

3.1 国内最大的铜加工商

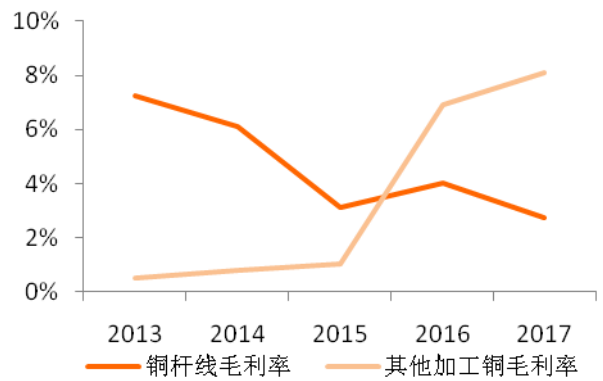
2017年，公司加工铜产品113.57万吨，旗下拥有七家现代化铜材加工厂，在加工铜产品中，铜杆线产量约为100万吨，占比高达88%。公司铜杆线定价采取铜价加加工费的方式，加工费根据市场情况在全年长单合同中约定，公司主要赚取加工费。当前，铜杆及线材行业不仅面临产能过剩，而且存在产能持续扩张、行业竞争加剧的局面，近年来，公司铜杆线毛利率下降明显，但降幅有所放缓。近年来，公司设备不断更新改造，铜杆线产量稳步提升，叠加铜价大幅上涨，2017年公司铜杆线营业收入同比增长17.4%，但毛利率有所下降，公司铜杆线毛利反而下降19.9%。我们预计铜杆线加工费仍将延续下降趋势，但考虑到公司积极优化产品结构、提质增效，预计未来铜杆线毛利降幅相对有限。

图表 12 近五年加工铜营业收入



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 13 近五年加工铜毛利率



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

3.2 高端铜箔毛利高

江西省江铜耶兹铜箔有限公司成立于2003年6月，由江西铜业股份有限公司和美国耶兹铜箔公司合资组建，其中江铜持股93.84%，公司主要生产锂电池箔、高温高延铜箔、超低轮廓铜箔等，产能15000吨/年。2017年，江铜耶兹铜箔公司实现净利润2.05亿元，净利润增速高达2.6倍，占江铜2017年净利润比重为11.98%。

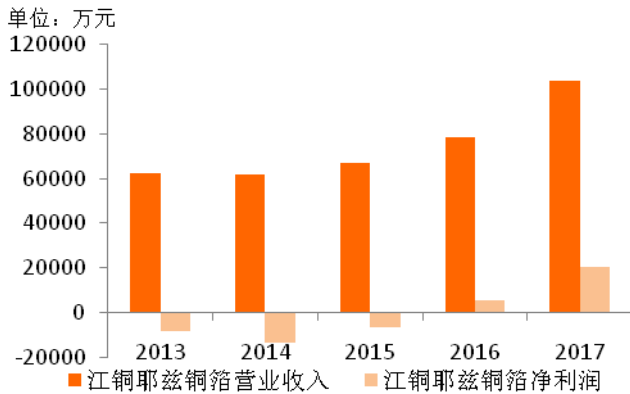
锂电铜箔是锂电池重要的基础材料之一，动力锂电池是新能源汽车的核心，随着新能源汽车及锂电池产业在全球范围内的蓬勃发展，带动了锂电铜箔需求的快速增长。而由于受原有设备、工艺布局等限制，传统铜箔切换至生产锂电铜箔仍存在较大的困难，新建产能建设周期和投产时间较长，造成了锂电铜箔行业供不应求的局面，供需缺口持续存在。同时，国家各部委对新能源汽车产业未来发展的规划，为锂电铜箔行业未来的持续发展奠定基础，提供需求支撑。目前，用于新能源汽车锂电池铜箔加工费在4-4.5万元/吨，而加工成本在2-2.5万元/吨，而6微米铜箔比主流的8微米铜箔加工成本仅高出10%-20%，加工费可达6万元/吨，当铜价以5万元/吨测算时，6微米铜箔毛利率可达27%。

锂电铜箔需求的高增长带动企业盈利快速增长，也推动企业产能的快速扩张。据中电材协电子铜箔协会数据显示，预计2018年国内总计新增铜箔年产能11.8万吨，其中锂电铜箔新增产能9.4万吨，占新



增产能总量的 79.7%。预计 2018 年年底国内电解铜箔的总产能将达到 50.14 万吨，其中，锂电铜箔产能将达到 21.8 万吨，占总产能比重为 43.5%。但考虑到新建铜箔产能的实际扩产周期通常需要 2 年以上，新增产能对 2018 年市场供应冲击力度有限，铜箔加工费有望维持在相对高位。

图表 14 近五年江铜耶兹铜箔营收和净利润



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 15 电池级铜箔加工费高位



资料来源：WIND，华鑫证券研发部

4. 供需缺口扩大，铜价中枢上移

4.1 铜价走势回顾

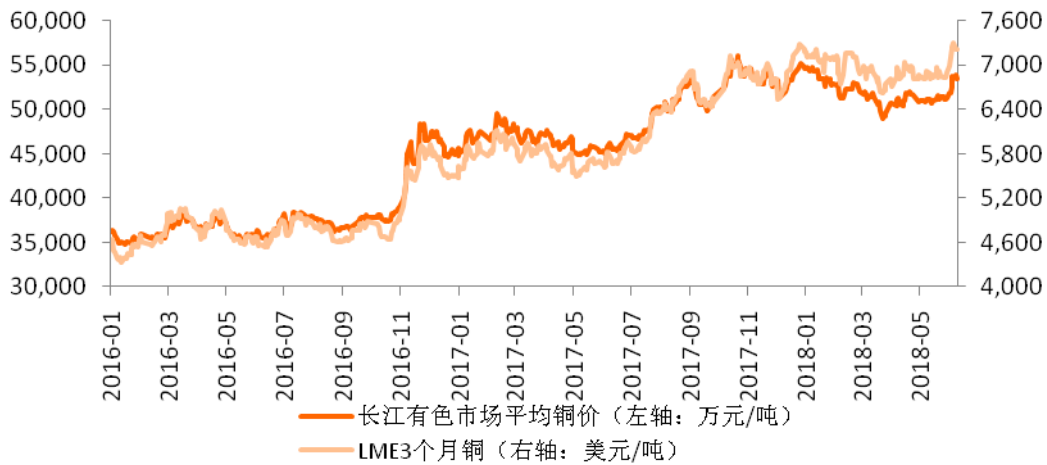
2016 年前三季度，全球经济温和复苏，经济信心指数逐步回暖，且国内供给侧改革逐步推进，铜价在历经 5 年熊市后触底企稳，整体维持低位宽幅震荡。10 月，全球经济稳中向好态势日趋明显，欧美制造业加速扩张，带动铜价迅速走高，开启新一轮新的上涨行情，2016 年伦铜价格涨幅为 17.6%。2017 年，海外矿山罢工以及铜矿品位下降等因素导致铜精矿供应紧缩，而全球经济同步复苏得以明确，新能源汽车以及空调产业带动铜消费需求增长，2017 全年伦铜价格再度上涨，涨幅为 31.7%。

2018 年以来，受到中美贸易战、全球主要铜生产国产量增加等因素影响，铜价高位震荡下行。进入 6 月以后，智利埃斯康迪达铜矿 (Escondida) 的工人与必和必拓开始第三轮合同谈判，工会要求一次性发放 3.4 万美元奖金以及增加 5% 的工资，这一要求可能会使得劳资谈判变得艰难，市场预期罢工概率增加，而 Escondida 铜矿占全球主要铜供应的近 5%。同时，根据产业在线数据显示，6 月空调行业整体排产规模约为 1548 万台，同比增长 11.3%；其中内销排产约为 1053 万台，同比增长 10.2%。在供需两端利好的推动下，伦铜价格持续上涨，6 月 7 日创四年来的新高至 7348 美元/吨。

相比较而言，股票类资产表现则较弱，以江西铜业为例，自 2016 年年初来至 2018 年 6 月 19 日，其股票价格涨幅仅为 9.5%，明显弱于伦铜 52.4% 的价格涨幅。除证券市场投资者风险偏好下降、市场流动性趋紧等因素之外，投资者对铜价能否维持高位，能否持续改善上市公司业绩心存疑虑，我们从供需方面判断铜基本面向好态势逐步明显，铜价价格中枢将逐步抬高。



图表 16 近两年以来铜价持续走高



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

4.2 新增矿山有限，原料供给收缩

全球铜矿投产高峰期在 2012-2013 年，目前大型矿山较少有新增投产计划，铜矿产能释放接近尾声。由于铜矿项目投资建设周期较长，从大型项目建立到投产至少需要 10 年，同时考虑到社会关系、水资源可用性以及获得现金流需要较长时间等因素，矿山企业对新建矿山趋于谨慎。从以往经验来看，全球铜矿资本性支出的大幅增加都源于铜价的大幅上涨，而 2011-2015 年期间，铜价持续下行，矿企资本性开支减少，造成全球矿铜增速下降。从未来矿山投产进度来看，2018 年主要来自于嘉能可旗下的 KOV 矿，产能释放的高峰期在 2020 年，将达到 141.3 万吨。

图表 17 2018-2020 年全球新增矿山情况

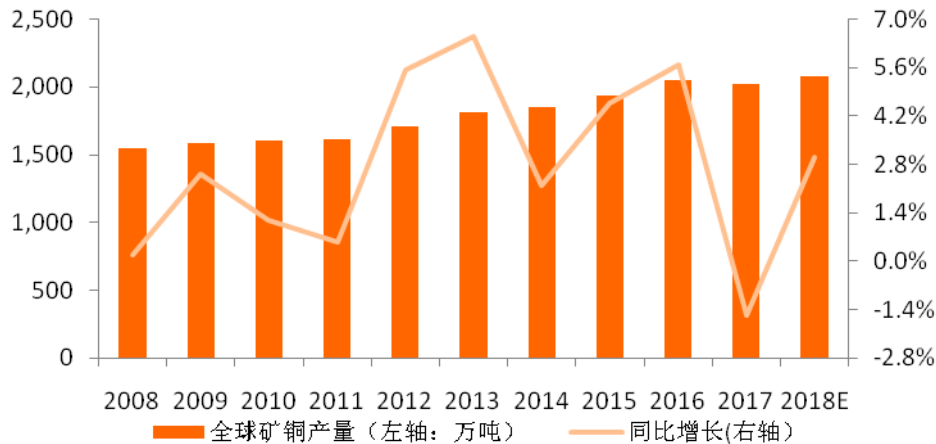
名称（单位：千吨）	国家	2018年	2019年	2020年
Capricorn Copper	Australia	25	30	30
insenda	Congo DR	18	20	20
Mowana	Botswana	9	15	22
Mufulira	Zambia	25	30	30
Nk na RLE Feed	Zambia	15	20	20
San Nicolas Tails Retreat	Peru	23	25	25
Tayahua (Santiago)	Mexico	22	27	29
Kolwezi (Commus)	Congo	25	35	45
Pulang	China	30	45	50
Xiongcun	China	0	10	20
Mopani Deeps	Zambia	5	35	45
Carrapateena	Australia	0	15	65
Bystrinskoe	Russia	40	50	60
Aktogay	Kazakhstan	75	80	80
Qulong	China	0	20	55
Kamoto	Congo	70	140	171
KOV	Congo	113	177	195
Cobre Panama (Petaquilla)	Panama	50	180	270
Chuquicamata Underground	Chile	0	5	38
Oyu Tolgoi Expansion	Mongolia	0	6	45
合计	-	612	1047	1413

资料来源：长江有色网，华鑫证券研发部



据世界金属统计局数据最新显示，2017年全球矿山产铜2,019万吨，同比下降1.3%，而2017年铜消费量为2,373万吨，同比增长1.4%，全年铜供需缺口达21.26万吨，相比2016年扩大10.2万吨。由于全球精炼铜80%的产量来自于矿产铜，20%来自于废铜回收，矿产铜产量下降将直接影响精铜产量。2018年1-3月，全球矿山铜产量为490万吨，同比增加3.9%。综合考虑矿山扩产和新增矿山，我们预计2018年矿山产铜增速为3%。

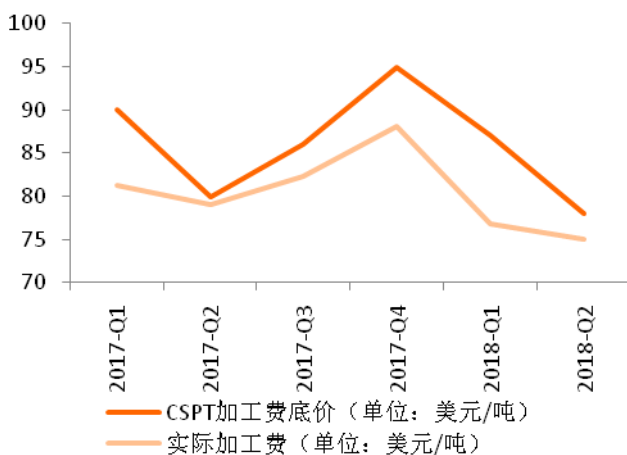
图表 18 2018 年全球矿产铜增速预计为 3%



资料来源：世界金属统计局，华鑫证券研发部

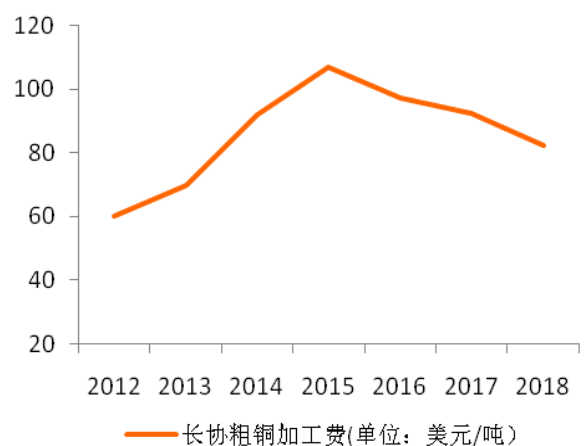
从铜精矿加工费来看，铜精矿长单加工费（TC/RCs）自2016年起呈下降走势。2017年12月底，铜陵有色与自由港就2018年铜精矿加工费达成协议，定为TC(粗炼费)82.25美元/吨和RC(精炼费)8.225美分/磅，较2017年的TC&RC费大幅下滑11.08%。长协铜精矿加工费下调表明矿商在谈判中更具主动权，验证铜精矿未来供应偏紧的趋势。另外，铜精矿现货市场成交价格持续低于铜原料联合谈判小组（CSPT）设定的采购底线，铜矿现货供应趋于收缩。

图表 19 实际加工费低于谈判小组底价



资料来源：WIND，华鑫证券研发部

图表 20 长单加工费持续下行



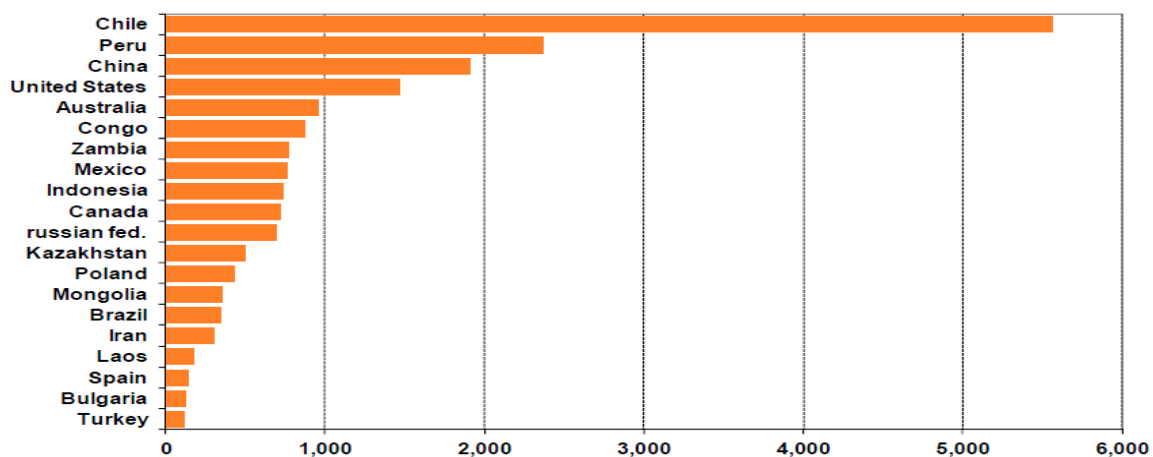
资料来源：WIND，华鑫证券研发部



4.3 罢工事件频发，矿山产量下降

智利作为全球最大的铜生产商，2017年铜矿产量为533万吨，占全球总产量的26.4%。就单体矿山而言，据国际铜研究小组的最新数据显示，2017年，全球排名前20位的在产铜矿山共生产了900万吨的铜精矿，占全球总产量的44.6%。前20位矿山中，有7个矿山位于智利，产能为364.6万吨，产能占比高达40%。2018年智利将迎来史上最繁忙的合同谈判年，智利各大铜矿将要与32个工会磋商薪酬合同问题，由于智利铜矿产量占全球比重较大，单个矿山罢工对全球铜矿供给构成一定影响，未来铜矿供应前景面临较大的变数。

图表 21 全球前 20 位国家铜矿年产量（单位：千吨）



资料来源：国际铜业研究组织，华鑫证券研发部

从铜矿罢工和铜价表现来看，历史经验表明，在铜矿供需整体偏紧的背景下，大型铜矿山的罢工无疑将进一步推动铜价上涨。2017年2月，全球最大的铜矿 Escondida 铜矿工人举行为期44天的罢工，此次罢工成为智利历史上持续时间最长的罢工，影响该矿21.4万吨的铜产出。在此次罢工的刺激下，伦铜价格快速走高，于2月13日最高上涨至6204美元/吨，创2015年5月以来的最高价。目前，Escondida 铜矿劳资双方正进行第三轮谈判，若双方于2018年7月31日劳资协议到期前不能达成妥协，那么8月可能面临新一轮罢工，影响全球铜矿供给。

图表 22 历次铜矿工人罢工铜价表现

时间	地区	矿山	当日伦铜涨幅
2008年4月16日	智利	CodeIco 铜矿 ⁺	2.6%
2008年6月18日	秘鲁	Cuajone 铜矿 ⁺	2.7%
2011年7月26日	智利	Escondida 铜矿 ⁺	1.7%
2013年4月9日	智利	CodeIco 铜矿 ⁺	2.1%
2014年10月24日	秘鲁	Antamina 铜矿 ⁺	0.2%
2017年2月10日	智利	Escondida 矿 ⁺	4.1%

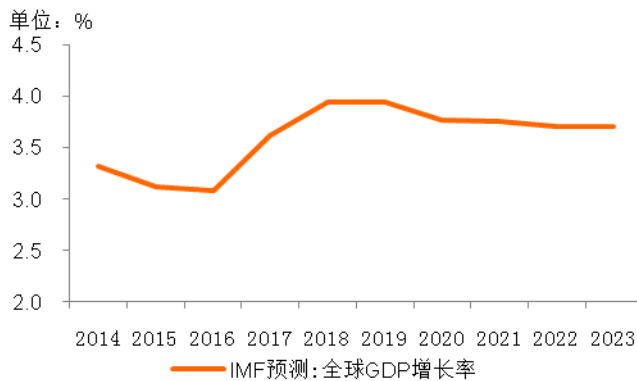
资料来源：上海有色网，华鑫证券研发部



4.4 需求稳中向好，铜市缺口扩大

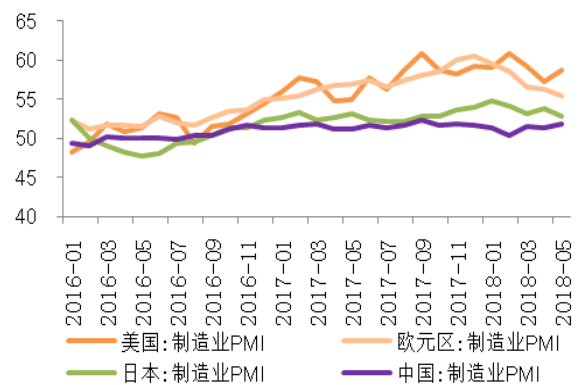
铜由于具有优良的导电性、导热性、延展性、耐腐蚀性、耐磨性等特点，被广泛应用于建筑业、机械制造、电气、电子工业等各个行业领域，因此铜的整体需求情况与宏观经济走势密切相关，被市场戏称为“铜博士”。根据国际货币基金组织（IMF）4月17日发布的《世界经济展望报告》显示，尽管当前面临全球范围内债务水平上升、贸易保护主义升级等风险，但发达经济体仍继续以超过潜在增长率的速度扩张，新兴市场和发展中经济体的增长有所加快，预计2018和2019年全球经济增速将达到3.9%，整体经济表现好于之前的预测。2018年以来，全球制造业PMI指数虽然高位回落，增速有所放缓，但仍维持在荣枯线之上，制造业维持扩张的态势。5月，美国制造业PMI为58.7，环比上升1.4个点，超出市场预期，美国制造业增速企稳回升，经济维持向好的趋势不变。

图表 23 IMF 预计 2018 年全球经济增速为 3.9%



资料来源：IMF，华鑫证券研发部

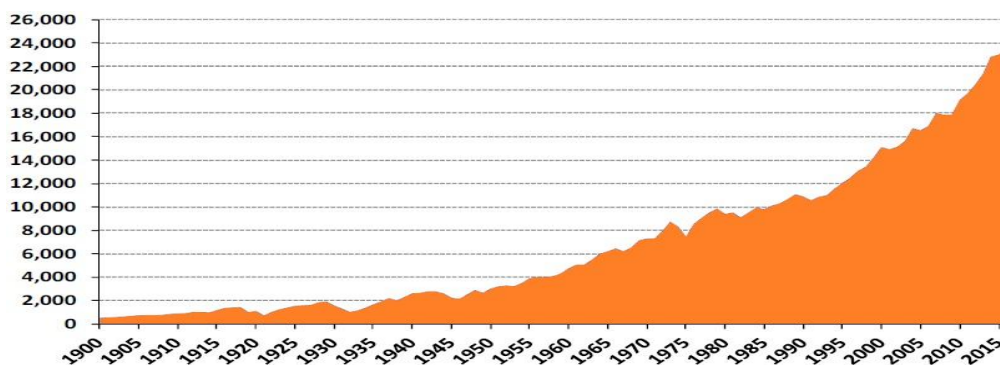
图表 24 主要经济体制造业维持扩张



资料来源：IMF，华鑫证券研发部

全球经济维持广泛和强劲的增长，将带动铜消费需求平稳增长。而新能源汽车的爆发式增长，将成为拉动铜消费增长的亮点。根据国际知名有机电子咨询机构 IDTechEx 报告，传统内燃机汽车用铜量在 23 公斤，而新能源汽车用铜量是传统汽车的 2-3 倍，预计到 2027 年新能源汽车用铜量将达到 174 万吨，占全球铜需求的 6% 左右。由于铜用途极为广泛，新的应用领域不断扩展，从铜消费百年历史来看，总体维持增长态势明确，年均复合增速为 3.4%。

图表 25 1900-2016 年全球铜消费复合增速为 3.4% (单位：千吨)

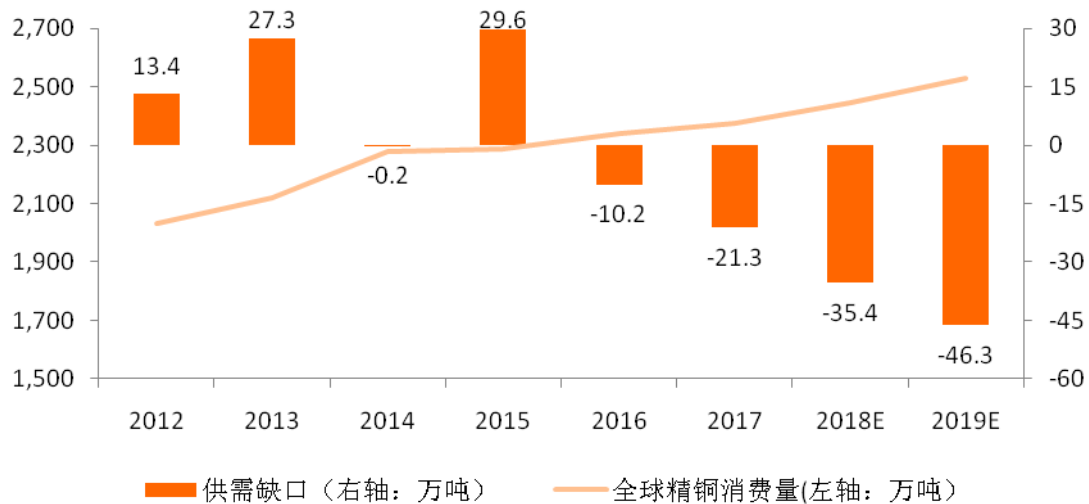


资料来源：国际铜业研究组织，华鑫证券研发部



综合上述分析，由于铜矿工人罢工事件干扰在产矿山产量，新增矿山产量相对有限，原料铜精矿供应趋于收缩，制约精铜产量，而铜消费需求维持稳定增长，预计全球铜市供需缺口将有所扩大。我们测算2018-2019年铜供需缺口分别为35万吨和46万吨。

图表 25 2018 年铜市供需缺口扩大至 35 万吨



资料来源：世界金属统计局，华鑫证券研发部

5. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 铜价上涨带动公司营业收入增长，预计 2018-2020 年上海期货交易所铜年度均价为 53,000 元/吨，57,000 元/吨和 59,000 元/吨。
- (2) 公司矿产铜产量相对稳定，成为主要的盈利来源，贸易铜量稳步回升，带动公司主营业务收入增长，公司其他加工铜毛利率维持小幅增长。
- (3) 期间费用控制良好，2018-2020 年三项期间费用率分别为 1.32%、1.38%和 1.41%。
- (4) 公司总股本按照最新股本 3,462,729,405 股计算。



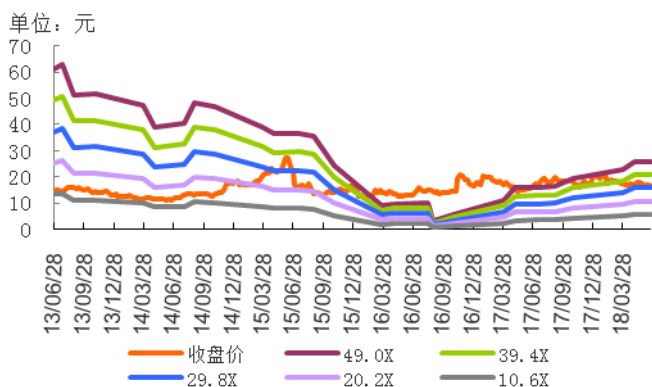
图表 26 公司盈利预测假设

营业收入(万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
阴极铜	12528419	12146270	13634590	15394385	16716667
铜杆线	3873520	4546390	4899775	5269569	5454466
贵金属	1098991	1018189	1018189	1038552	1080094
铜加工产品	359272	526856	658570	737598	781854
化工产品	70409	118591	125707	136895	145108
其他有色金属	1934958	1775683	1864467	1901757	1920774
其他主营业务	292195	303467	333814	368531	398382
其他业务	73060	69239	69931	70631	71337
合计	20230822	20504685	22605042	24917917	26568683
收入增速(%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
阴极铜	10.72	-3.05	12.25	12.91	8.59
铜杆线	1.60	17.37	7.77	7.55	3.51
贵金属	22.51	-7.35	0.00	2.00	4.00
铜加工产品	16.68	46.65	25.00	12.00	6.00
化工产品	-47.77	68.43	6.00	8.90	6.00
其他有色金属	8.16	-8.23	5.00	2.00	1.00
其他主营业务	17.23	3.86	10.00	10.40	8.10
其他业务	1.66	-5.23	1.00	1.00	1.00
合计	8.90	1.35	10.24	10.23	6.62
毛利率(%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
阴极铜	1.85	4.77	4.30	4.27	4.29
铜杆线	4.01	2.74	2.50	2.30	2.10
贵金属	12.44	9.01	9.00	10.20	11.00
铜加工产品	6.89	8.11	8.30	9.00	9.20
化工产品	8.84	-11.87	1.00	1.00	1.00
其他有色金属	4.91	3.34	4.11	4.12	4.12
其他主营业务	13.18	11.02	12.09	11.55	11.80
其他业务	15.33	6.04	6.00	6.00	6.00
合计	3.46	4.49	4.34	4.34	4.36

资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

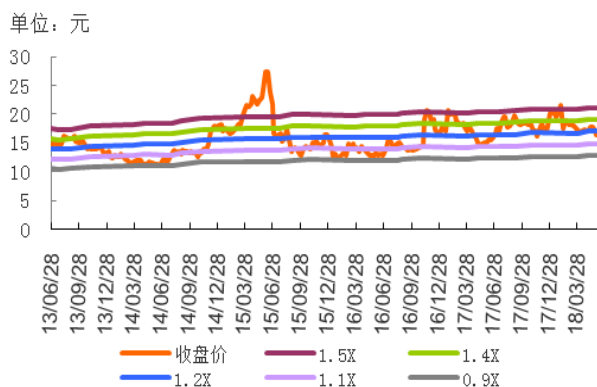


图表 27 公司 PE-Brand



资料来源：WIND，华鑫证券研发部

图表 28 公司 PB-Brand



资料来源：WIND，华鑫证券研发部

按公司 16.46 元/股的价格计算，公司 PE(TTM) 为 31.17 倍，PB(LF) 为 1.18 倍。我们选择云南铜业、铜陵有色和紫金矿业作为可比公司，可比公司对应的 PE(TTM) 的平均值为 37.11 倍，PB(LF) 为 1.99 倍，相比同行业可比公司平均值，公司具有估值上的优势。

我们预测公司 2018-2020 年实现归属母公司所有者净利润分别为 32.21 亿元、34.09 亿元和 37.56 亿元，对应每股收益分别为 0.93 元、0.98 元和 1.08 元。按照公司 16.46 元的股价测算，对应的市盈率分别为 17.7 倍、16.7 倍和 15.2 倍。考虑到公司矿产铜对公司盈利贡献大，在铜价上涨的背景下，公司经营业绩具有较大的弹性；同时，公司冶炼、加工铜毛利相对稳定，高端铜箔维持高毛利，而当前公司股价并未有效反映出公司经营业绩上的变化，公司股价涨幅和铜价涨幅不相匹配。我们预计，随着铜价持续维持高位，市场预期将发生转变，公司股价将得到修复，首次给与“审慎推荐”的投资评级。

图表 29 对应公司估值

		股价（元）		EPS（元）				PE（倍）			
代码	简称	最新	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
000878	云南铜业	9.58	0.16	0.3	0.39	0.56	88.36	32.6	25.17	17.46	
000630	铜陵有色	2.21	0.05	0.12	0.14	0.16	56.01	18.9	15.83	13.89	
601899	紫金矿业	3.78	0.15	0.23	0.29	0.36	30.14	16.57	13.48	10.69	
	平均		0.12	0.22	0.27	0.36	58.17	22.69	18.16	14.01	

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

6. 风险提示

- (1) 全球经济增长不及预期，铜需求大幅减弱，铜价下行风险；
- (2) 在产矿山大幅扩产、智利矿山劳资谈判顺利，铜矿供给并未明显下降，导致铜价涨幅不及预期；
- (3) 新能源行业发展不及预期，导致公司铜加工产品利润大幅下降；
- (4) 市场系统性风险，行业估值水平大幅下降等。



图表 30 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E
流动资产:					营业收入	205,047	226,050	249,179
货币资金	19,003	19,384	19,806	21,200	营业成本	195,837	216,238	238,370
应收款	19,915	21,349	22,841	24,355	营业税金及附加	813	809	892
存货	19,997	22,080	24,340	25,946	销售费用	533	678	748
其他流动资产	4,256	4,256	4,256	4,256	管理费用	1,674	1,808	1,993
流动资产合计	63,171	67,070	71,244	75,756	财务费用	461	192	182
非流动资产:					费用合计	2,669	2,679	2,923
可供出售金融资产	4,337	4,337	4,337	4,337	资产减值损失	2,336	2,575	2,839
固定资产+在建工程	22,584	22,953	22,865	22,508	公允价值变动	-47	0	0
无形资产+商誉	2,416	2,416	2,416	2,416	投资收益	-490	123	-61
其他非流动资产	4,961	4,961	4,961	4,961	营业利润	2,887	3,871	4,094
非流动资产合计	34,298	34,667	34,579	34,222	加: 营业外收入	71	68	68
资产总计	97,469	101,737	105,822	109,978	减: 营业外支出	100	3	3
流动负债:					利润总额	2,857	3,936	4,159
短期借款	23,624	23,624	23,624	23,624	所得税费用	1,146	608	642
应付账款、票据	7,881	8,702	9,593	10,226	净利润	1,712	3,329	3,517
其他流动负债	14,426	14,426	14,426	14,426	少数股东损益	108	108	108
流动负债合计	45,931	46,752	47,643	48,276	归母净利润	1,604	3,221	3,409
非流动负债:								
长期借款	9	288	288	288	主要财务指标	2017A	2018E	2019E
其他非流动负债	1,546	1,546	1,546	1,546	成长性			
非流动负债合计	1,555	1,834	1,834	1,834	营业收入增长率	1.4%	10.2%	10.2%
负债合计	47,485	48,586	49,476	50,109	营业利润增长率	46.6%	34.1%	5.8%
所有者权益					归母净利润增长率	103.7%	100.8%	5.8%
股本	3,463	3,463	3,463	3,463	总资产增长率	11.5%	4.4%	4.0%
资本公积金	11,690	11,690	11,690	11,690	盈利能力			
未分配利润	17,359	20,194	23,037	26,174	毛利率	4.5%	4.3%	4.3%
少数股东权益	2,451	2,451	2,451	2,451	营业利润率	1.4%	1.7%	1.6%
所有者权益合计	49,983	53,151	56,346	59,869	三项费用/营收	1.3%	1.2%	1.2%
负债和所有者权益	97,469	101,737	105,822	109,978	EBIT/销售收入	2.0%	1.8%	1.7%
					净利润率	0.8%	1.5%	1.4%
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	3.4%	6.3%	6.2%
净利润	1712	3329	3517	3864	营运能力			
折旧与摊销	1805	1889	1984	2070	总资产周转率	210.4%	222.2%	235.5%
财务费用	864	192	182	157	资产结构			
存货的减少	-4469	-2083	-2260	-1606	资产负债率	48.7%	47.8%	46.8%
营运资本变化	182	-613	-602	-880	现金流质量			
其他非现金部分	3167	0	0	0	经营净现金流/净利	1.90	0.82	0.80
经营活动现金净流量	3259	2714	2821	3604	每股数据 (元/股)			
投资活动现金净流量	-2141	-2259	-1896	-1713	每股收益	0.46	0.93	0.98
筹资活动现金净流量	1559	-74	-504	-497	每股净资产	14.43	15.35	16.27
现金流量净额	2,088	381	422	1,394				

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

徐鹏：华鑫证券研究员，工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>