

行业点评

有色金属

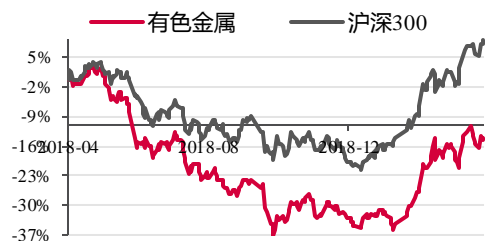
铜矿和冶炼企业的比较

2019年04月21日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
有色金属	1.51	24.28	-14.96
沪深300	7.39	29.35	9.57

龙靓

执业证书编号: S0530516040001
longliang@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理

18373169614

相关报告

- 1 《有色金属: 有色金属行业点评(二): 谨慎看多2019年度铜市场》 2019-04-16
- 2 《有色金属: 新能源汽车产业链点评(十一): 锂、钴企业2018年报点评》 2019-04-11
- 3 《有色金属: 有色金属行业2019年3月份报告: 补贴政策出台, 钴价反弹》 2019-04-09

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
江西铜业	0.71	23.65	0.87	19.30	0.96	17.49	推荐
云南铜业	0.07	172.00	0.31	38.84	0.41	29.37	推荐
铜陵有色	0.07	38.14	0.08	33.38	0.09	29.67	谨慎推荐
紫金矿业	0.18	19.83	0.22	19.23	0.26	13.73	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 国内铜企自有矿石资源相对较少。自有的矿产铜产量方面, 紫金矿业、江西铜业、云南铜业和铜陵有色分别是年产 24.86、20.83、10.52 和 5.37 万吨, 分别占据全球矿产铜量的 1.2%、1.0%、0.51% 和 0.26%, 占据国内矿产铜产量的 16.5%、13.8%、7.0% 和 3.6%。国内铜企业精矿自给率较低, 紫金矿业、江西铜业、云南铜业和铜陵有色铜精矿自给率分别是 36%、15%、14% 和 4%。
- 铜价格受到供需关系和金融属性双重影响。对于铜价格分析框架, 我们认为需要紧抓铜的 TC 费用和美元指数两个重要指标, 当两个指标形成合力之时, 铜价大概率上涨, 两个指标相反, 则需要看两个指标的相互强弱关系。
- 铜矿企业股价变化具有趋同效应且股价弹性不一。以紫金矿业、江西铜业、云南铜业、铜陵有色为例, 发现标的的股价变动具有趋同效应, 以 2008 年 4 月 25 日紫金矿业上市日为起始点观察, 股价弹性较大的是铜陵有色和江西铜业。铜价和铜企业股价变化具有明显正相关的关系, 且股价变动往往滞后于铜价 2-6 个月变动; 铜的公司的单季度扣非归母净利润变化往往滞后于铜价的变化 6 个月。总的来看, 供需关系和金融属性的预期变化带来公司股价的变化, 之后 LME 铜价如期变化, 铜价变化带来公司盈利的变化。
- 铜市场和个股展望。从市场角度, 我们谨慎看多 2019 年度铜市场。从个股层面, 建议关注江西铜业、铜陵有色、紫金矿业、云南铜业等标的。从个股估值角度, 我们认为云南铜业、江西铜业估值较低, 建议重点关注。
- 风险提示: 铜供给超预期; 中美贸易战加剧; 美国降息, 经济超预期表现造成美元指数下行周期后移; 宏观经济增速下行。

1 铜标的介绍

A股主要的铜矿企业标的有江西铜业、铜陵有色、云南铜业、紫金矿业等，2018年度的业绩，除了云南铜业由于资产减值和三费上涨造成营收和归母净利润同比下滑，江西铜业、铜陵有色和紫金矿业得益于铜金属价格上涨以及量的增长，2018年业绩基本实现正增长。

2018年度全球铜供给和消费增长平稳，国内增速大于全球。根据 ICSG（国际铜研究小组）数据，2018年全球矿产铜 2052 万吨，同比增加 2.3%；全球精炼铜 2387.6 万吨，同比增长 1.5%；全球精炼铜消费量为 2426.3 万吨，同比增加 2%。国内方面，2018年，国内矿产铜、精炼铜、铜材产量分别为 151 万吨、904 万吨、1716 万吨，同比增长 3.9%、8%、14.5%；国内铜消费量 1305 万吨，同比增长 2.5%，增速回落 4.6 个百分点。

国内铜企业自有矿石资源较少。储量方面，紫金矿业铜储量资源最多，达到 4952.11 万吨，江西铜业具有 1380.1 吨储量，两者储量均在 1000 万吨以上，云南铜业和铜陵有色储量较小，分别为 518.98 万吨和 204.5 万吨。在自有的矿产铜产量方面，紫金矿业、江西铜业、云南铜业和铜陵有色分别是年产 24.86、20.83、10.52 和 5.37 万吨，分别占据全球矿产铜量的 1.2%、1.0%、0.51% 和 0.26%，占据国内矿产铜产量的 16.5%、13.8%、7.0% 和 3.6%。在阴极铜产量方面，江西铜业、铜陵有色、紫金矿业和云南铜业分别为 146.37、132.86、68.31 和 68.02 万吨，分别占据国内阴极铜产量的 16.2%、14.7%、7.6% 和 7.5%。

表 1：国内重点铜企业特点

企业	特点	未来看点
江西铜业	国内铜矿自给率第二高，阴极铜产量最多企业，对于铜价上行受益较大；阴极铜产能 130 万吨	拟收购上市黄金公司恒邦股份 29.99% 股权，并于 2019 年 3 月签订并购协议
铜陵有色	国内阴极铜产量第二大企业，主要为冶炼产能，自有矿较少，更多受益于 TC 费用上行；阴极铜产能 135 万吨	目前有 4 万吨铜箔产能（标准铜箔产能 2.25 万吨，锂电铜箔产能 1.75 万吨），和新能源产业链相关性大；未来增量有年产 15000 吨高精度特种电子铜箔扩建项目
云南铜业	2018 年底收购迪庆有色 50% 股权，铜资源储量翻倍，矿产铜的产量翻倍；东南铜业 40 万吨产能 2018 年 8 月投产，阴极铜产能 130 万吨	2019 年度铜资源翻倍有余，阴极铜产能大增至 130 万吨
紫金矿业	国内铜、黄金储量最大的企业；铜矿自给率最高，对于铜价上行受益较大；主营分散，为铜、金、锌	2019 年度公司新产能有刚果（金）科卢韦齐二期铜钴矿湿法厂矿产铜 4 万吨/年，黑龙江多宝山铜矿二期矿产铜 6 万吨/年，未来 3 年为项目陆续达产期

资料来源：wind，财富证券

表 2：国内重点铜企业比较

企业	铜储量 (万吨)	阴极铜产量 (万吨)	矿产铜产量 (万吨)	矿产黄金量 (万吨)	黄金储量 (万吨)	市值(亿元)	铜精矿自给率
江西铜业	1380.1	146.37	20.83	25.58	52	481	14%
铜陵有色	204.5	132.86	5.37	—	—	281	4%
云南铜业	518.98	68.02	10.52	—	—	205	15%
紫金矿业	4952.11	68.31	24.86	36.50	1355.62	783	36%

资料来源：wind，财富证券

备注：市值数据为 2019 年 4 月 19 日

表 3：国内重点铜企业 2018 年报业绩情况

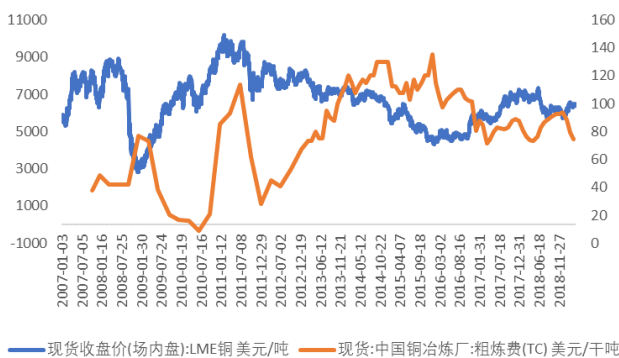
企业	营收(亿元)	同比增速(%)	归母净利润(亿元)	同比增速(%)
江西铜业	2152.9	4.99	24.47	52.43
铜陵有色	845.89	2.62	7.09	31.99
云南铜业	474.30	-16.80	1.25	-46.04
紫金矿业	1059.94	12.11	40.94	16.71

资料来源：wind，财富证券

2 铜价和铜矿企业股价呈现明显正相关

铜价格受到供需关系和金融属性双重影响。铜是重要的大宗商品，其价格受到供需关系的影响，供求关系可以通过铜精矿的 TC 费用的变化来显现。同时其兼顾金融属性，由于国际铜价均是以美元计价，美元走弱，自然以美元计价的铜涨价，基本呈现负相关的关系。我们在《有色金属行业点评（二）：谨慎看多 2019 年度铜市场》中具体罗列了铜价的影响因素。对于铜价格分析框架，我们认为需要紧抓铜的 TC 费用和美元指数两个重要指标，当两个指标形成合力之时，铜价大概率上涨，两个指标相反，则需要看两个指标的相互强弱关系。

图 1：TC 费用和铜价趋势



资料来源：wind，财富证券

图 2：美元指数和铜价趋势



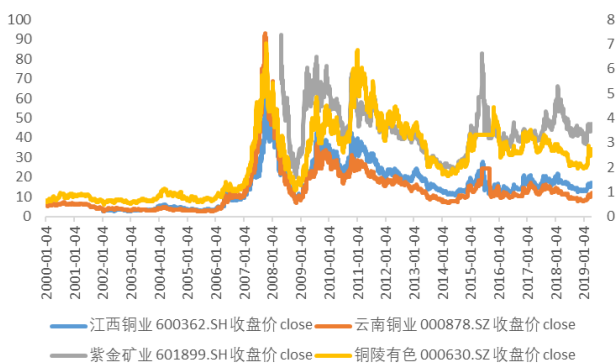
资料来源：wind，财富证券

铜矿企业股价变化具有趋同效应且股价弹性不一。国内铜矿和冶炼企业标的我们以紫金矿业、江西铜业、云南铜业、铜陵有色为例，发现标的股价变动具有趋同效应，以2008年4月25日紫金矿业上市日为起始点观察，股价弹性较大的是铜陵有色和江西铜业。

铜价和铜标的股价变化具有明显正相关的关系，且股价变动往往滞前于铜价变动。我们发现股价的变化和LME铜价格变化趋同，且股价变化往往滞前于LME金属价格的变化，主要由于股价反映的是预期，预期供需关系和金融属性发生变化，随后LME铜价出现变化，反应出实际的供需和金融属性的变化，LME铜价往往滞后约2-6个月变动。

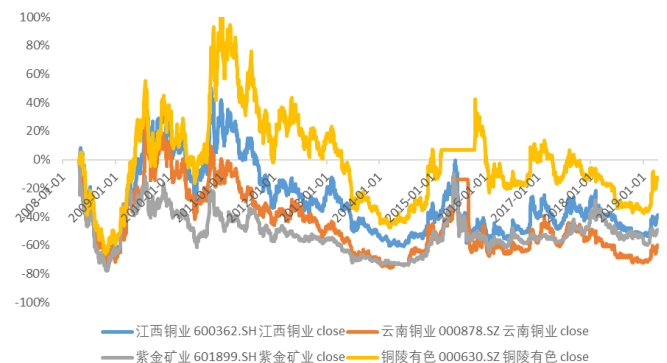
公司盈利的变化往往滞后于股价和铜价的变化。公司的单季度扣非归母净利润变化往往滞后于股价和铜价的变化，盈利首先是有滞后效应；其次市场更多是对于金属价格有了上涨预期后，股价先行，同时盈利水平往往具有波动性。铜的公司的单季度扣非归母净利润变化往往滞后于LME铜价6个月左右。

图 3：铜标的企业股价趋势



资料来源：wind，财富证券
备注：右轴为紫金矿业、铜陵有色

图 4：铜矿企业股价变化趋势



资料来源：wind 财富证券

图 5：铜价、股价、盈利变化（江西铜业）



资料来源：wind，财富证券

图 6：铜价、股价、盈利变化（铜陵有色）



资料来源：wind，财富证券

图 7：铜价、股价、盈利变化（云南铜业）



资料来源：wind，财富证券

图 8：铜价、股价、盈利变化（紫金矿业）



资料来源：wind，财富证券

3 铜标的估值

对于铜企业的估值，我们看两方面。首先是纵向比较，比较铜企业在历史的估值情况，我们采用 PB 估值法。然后是横向比较，有 PB 估值法，同时由于铜企业的独特的资源属性，也有吨储量市值估值法、吨产量市值估值法。且由于铜矿企业多伴生有黄金、白银等产品，其价值较高，估值时需要综合判断。

对于铜企业在历史的估值情况，截止 2019 年 4 月 19 日，江西铜业、铜陵有色、紫金矿业、云南铜业的市净率分别处于 2010 年以来前 68%、77%、84% 和 74% 位置，四家企业的估值都相对较低。

从个股角度来看，从 PB 估值来看，江西铜业和铜陵有色估值较低；从铜储量单吨市值来看，紫金矿业和云南铜业估值较低；从铜产量单吨市值来看，铜陵有色和云南铜业估值较低；从矿产铜单吨市值来看，云南铜业和江西铜业估值较低。对于 2019 年度铜企业的业绩增长，我们采用 wind 一致预期数据，云南铜业、江西铜业、紫金矿业的业绩增速较快。

综合来看，我们谨慎看多 2019 年度铜市场。从个股层面，建议关注江西铜业、铜陵有色、紫金矿业、云南铜业等标的。从个股估值角度，我们认为云南铜业、江西铜业估值较低，建议重点关注。

表 4：国内重点铜企业估值比较

企业	铜储量单吨市值 (亿元)	铜产量单吨市值 (亿元)	矿产铜单吨市值 (亿元)	PB	市值(亿元)
江西铜业	0.35	3.29	23.09	1.18	481
铜陵有色	1.37	2.12	52.33	1.56	281
云南铜业	0.40	3.01	19.49	2.64	205
紫金矿业	0.16	11.46	31.50	2.03	783

资料来源：wind，财富证券

备注：数据为 2019 年 4 月 19 日

表 5：国内铜企业 2019 年 wind 一致预测业绩增速

企业	营收同比增速	归母净利润同比增速
江西铜业	2.10%	23.07%
铜陵有色	4.51%	14.49%
云南铜业	18.93%	325.98%
紫金矿业	2.96	24.36%

资料来源：wind，财富证券

备注：数据采用 2019 年 4 月 19 日

4 风险提示

铜供给超预期；中美贸易战加剧；美国降息，经济超预期表现造成美元指数下行周期后移；宏观经济增速下行。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438