

江西铜业（600362）：产销模式稳健，金属产量增长将对冲价格波动风险

2020年04月07日

推荐/维持

江西铜业 公司报告

- **事件：**公司发布 2019 年报，全年实现营业收入 2403.6 亿元，同比增长 11.64%；归母净利润 24.66 亿元，同比增 0.77%；归母扣非净利润 22.29 亿元，同比增 60.49%；基本每股收益 0.71 元，与 2018 年持平。
- **多金属资源储备丰厚，拥有完整产业链优势：**截止 2019，公司 100%所有权的资源储量约为铜金属 915.4 万吨、黄金 281.5 吨、银 8347.7 吨、钼 19.8 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；公司拥有从矿山采选至铜产品加工的完整产业链优势，其中拥有的德兴铜矿为国内最大的露天开采矿山，旗下的贵溪冶炼厂为全球单体规模最大的铜冶炼厂，控股的子公司恒邦股份拥有 112.01 吨黄金储量，此外，公司铜材年产量近 120 万吨为全国最大的铜加工生产商。
- **公司经营模式稳健，主要产品有品牌优势：**公司采购模式从精矿到粗铜根据 LME 及 SHFE 定价，销售模式如精铜及黄金按交易所集中报价交易，铜材、白银及硫酸按长协及直销方式履行，此外，公司的贵冶牌阴极铜、黄金及白银分别在 LME 和 LBMA 注册，拓宽公司产品渠道并突出公司品牌优势。
- **公司铜板坯产量持续增长：**2019 年 LME 铜均价 6021.6 美元/吨（-7.96%），阴极铜毛利率受此下滑 0.23pct 至 4.47%；但公司铜产量全面上升，铜精矿产铜/阴极铜/铜加工品分别 20.92/155.63/119.72 万吨，同比 0.4%/+6.3%/+7.0%，带动铜业务板块整体营收 2006.38 亿元，同比+3.15%。此外，公司 2020 年计划产铜精矿/阴极铜/铜加工产品各 20.75/165/163 万吨，增速为-0.8%/+6.02%/+36.2%，产量的增长或对冲价格波动风险。
- **贵金属板块业绩贡献度显著提高：**恒邦股份于 2019 年 7 月起并表，集团全年实现黄金/白银产量 50.16/646.62 吨，同比+96.1%/63.9%，贵金属业务实现营收 223.0 亿元，同比增长 139.4%，占总营收比重由 4.28%提升至 9.33%。受益于金银价格上涨，贵金属业务毛利率水平达到 7.03%（+4.78pct），带动公司整体毛利率提升 0.19pct 至 3.82%。2020 年公司黄金及白银计划产量为 77 吨及 1025 吨，增幅分别达+53.5%及+58.5%。
- **收购并表带来负债率上升：**资产负债率上升 6.82pct 至 56.24%。三费+26.64%至 39.91 亿元，其占营收比例 1.89%，同比增 0.33pct。资产负债率和费用的上升主要源自恒邦股份的并表。
- **各业务线产业布局快速扩充：**收购国兴铜 65%股份，其具备年 18 万吨阴极铜生产能力；银山矿业 8000 吨/日井下深部挖潜扩产项目有序推进；广州铜材二期 35 万吨/年铜杆项目投产，铜箔公司三期 1.5 万吨生产线开工，华北年 22 万吨铜杆项目启建。公司通过收购第一量子 18.02%股份持股 FQM，收购哈萨克斯坦全球最大钨矿山，公司向“三年倍增”目标稳进。
- **铜价或前低后高，金价延续上行：**铜供需仍处紧平衡，Q2 起或因需求弹性高于供给弹性而令全年铜价显前低后高，黄金将在利率溢价及现货溢价持续发酵背景下延续长周期上行的可能。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 2420.1/2545.4/2696.5 亿元；归母净利润为 25.7/29.96/33.37 亿元；EPS 为 0.74/0.87/0.96 元，对应 PE：17.1/14.6/13.1，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**金属价格大幅下跌；项目开发进度不及预期，运输及海外风险。

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 215,289.8 | 240,360.3 | 242,054.3 | 254,537.9 | 269,648.7 |
| 归母净利润（百万元） | 2,447.48 | 2,466.41 | 2,566.37 | 2,995.99 | 3,336.76 |
| 增长率（%） | 52.58% | 0.77% | 4.05% | 16.74% | 11.37% |
| 每股收益 | 0.71 | 0.71 | 0.74 | 0.87 | 0.96 |
| PE | 17.83 | 17.83 | 17.08 | 14.63 | 13.14 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要业务涵盖了铜和黄金的采选、冶炼与加工；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。公司拥有 6 座在产矿山、3 家冶炼厂、8 家铜材加工厂及 1 家上市公司，产品包括阴极铜、黄金、白银、硫酸、铜杆等 50 多个品种。

交易数据

| | |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元） | 12.57-16.55 |
| 总市值（亿元） | 435.27 |
| 流通市值（亿元） | 260.86 |
| 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 | 0.97 |

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

分析师：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 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|---------|--------|--------|---------|--|--|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | |
| 流动资产合计 | 69532 | 84045 | 84660 | 87822 | 90904 | 营业收入 | 215290 | 240360 | 242054 | 254538 | 269649 | | |
| 货币资金 | 22773 | 29750 | 29960 | 31505 | 33376 | 营业成本 | 207472 | 231168 | 235260 | 246421 | 261702 | | |
| 应收账款 | 5728 | 4930 | 4965 | 5221 | 5531 | 营业税金及附加 | 895 | 775 | 780 | 821 | 869 | | |
| 其他应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业费用 | 569 | 683 | 726 | 815 | 863 | | |
| 预付款项 | 2359 | 1686 | 1001 | 283 | -479 | 管理费用 | 1559 | 1797 | 1936 | 2087 | 2292 | | |
| 存货 | 17259 | 26923 | 27400 | 28700 | 30480 | 财务费用 | 813 | 925 | 201 | 203 | 184 | | |
| 其他流动资产 | 2934 | 3065 | 3074 | 3139 | 3219 | 资产减值损失 | 481.42 | -89.62 | -89.62 | -89.62 | -89.62 | | |
| 非流动资产合计 | 33334 | 50869 | 47697 | 45991 | 43500 | 公允价值变动收益 | 662.94 | -526.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 长期股权投资 | 3676 | 4493 | 4084 | 4289 | 4187 | 投资净收益 | 591.10 | 706.95 | 70.00 | 70.00 | 70.00 | | |
| 固定资产 | 17942 | 21898 | 22633 | 22000 | 20718 | 营业利润 | 3266 | 3198 | 3310 | 4352 | 3898 | | |
| 无形资产 | 2386 | 4153 | 3737 | 3364 | 3027 | 营业外收入 | 43.35 | 91.24 | 67.30 | 67.30 | 67.30 | | |
| 其他非流动资产 | 1412 | 1116 | 1116 | 1116 | 1116 | 营业外支出 | 15.30 | 128.29 | 71.79 | 71.79 | 71.79 | | |
| 资产总计 | 102866 | 134914 | 132357 | 133813 | 134403 | 利润总额 | 3294 | 3161 | 3306 | 4347 | 3894 | | |
| 流动负债合计 | 46138 | 68383 | 67327 | 68682 | 69402 | 所得税 | 840 | 982 | 1028 | 1351 | 557 | | |
| 短期借款 | 29875 | 42119 | 42339 | 42888 | 42585 | 净利润 | 2454 | 2178 | 2278 | 2996 | 3337 | | |
| 应付账款 | 4307 | 8364 | 8395 | 8793 | 9339 | 少数股东损益 | 7 | -288 | -288 | 0 | 0 | | |
| 预收款项 | 0 | 0 | 242 | 497 | 766 | 归属母公司净利润 | 2447 | 2466 | 2566 | 2996 | 3337 | | |
| 一年内到期的非流 | 133 | 3620 | 3620 | 3620 | 3620 | EBITDA | 5671 | 6106 | 5636 | 6785 | 6311 | | |
| 非流动负债合计 | 4701 | 7498 | 7197 | 7348 | 7272 | EPS (元) | 0.71 | 0.71 | 0.74 | 0.87 | 0.96 | | |
| 长期借款 | 3282 | 5258 | 5258 | 5258 | 5258 | 主要财务比率 | | | | | | | |
| 应付债券 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | |
| 负债合计 | 50839 | 75881 | 74524 | 76029 | 76675 | 成长能力 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 2260 | 6287 | 5999 | 5999 | 5999 | 营业收入增长 | 5.00% | 11.64% | 0.70% | 5.16% | 5.94% | | |
| 实收资本(或股本) | 3463 | 3463 | 3463 | 3463 | 3463 | 营业利润增长 | 13.14% | -2.08% | 3.52% | 31.46% | -10.42% | | |
| 资本公积 | 11664 | 11664 | 11664 | 11664 | 11664 | 归属于母公司净利 | 4.05% | 16.74% | 4.05% | 16.74% | 11.37% | | |
| 未分配利润 | 19073 | 20600 | 4695 | -13871 | -34550 | 获利能力 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 49766 | 52746 | 51834 | 51784 | 51730 | 毛利率(%) | 3.63% | 3.82% | 2.81% | 3.19% | 2.95% | | |
| 负债和所有者权益 | 102866 | 134914 | 132357 | 133813 | 134403 | 净利率(%) | 1.14% | 0.91% | 0.94% | 1.18% | 1.24% | | |
| 现金流量表 | 单位：百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | | 2.38% | 1.83% | 1.94% | 2.24% | | |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | ROE(%) | 4.92% | 4.68% | 4.95% | 5.79% | 6.45% | | |
| 经营活动现金流 | 8182 | 8252 | 2891 | 4688 | 5288 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 净利润 | 2454 | 2178 | 2278 | 2996 | 3337 | 资产负债率(%) | 49% | 56% | 56% | 57% | 57% | | |
| 折旧摊销 | 1593 | 1983 | 2125 | 2230 | 2229 | 流动比率 | 1.51 | 1.23 | 1.26 | 1.28 | 1.31 | | |
| 财务费用 | 813 | 925 | 201 | 203 | 184 | 速动比率 | 1.13 | 0.84 | 0.85 | 0.86 | 0.87 | | |
| 应收账款减少 | 0 | 797 | -35 | -256 | -310 | 营运能力 | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 242 | 255 | 270 | 总资产周转率 | 2.15 | 2.02 | 1.81 | 1.91 | 2.01 | | |
| 投资活动现金流 | -9178 | -11944 | 1667 | -594 | 537 | 应收账款周转率 | 25 | 45 | 49 | 50 | 50 | | |
| 公允价值变动收益 | 663 | -526 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 38.60 | 37.94 | 28.89 | 29.62 | 29.74 | | |
| 长期投资减少 | 0 | -779 | 414 | -207 | 104 | 每股指标(元) | | | | | | | |
| 投资收益 | 591 | 707 | 70 | 70 | 70 | 每股收益(最新摊 | 0.71 | 0.71 | 0.74 | 0.87 | 0.96 | | |
| 筹资活动现金流 | 1109 | 11573 | -4349 | -2549 | -3954 | 每股净现金流(最 | 0.03 | 2.28 | 0.06 | 0.45 | 0.54 | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新 | 14.37 | 15.23 | 14.97 | 14.95 | 14.94 | | |
| 长期借款增加 | 0 | 1976 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 17.83 | 17.83 | 17.08 | 14.63 | 13.14 | | |
| 资本公积增加 | -26 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 0.88 | 0.83 | 0.85 | 0.85 | 0.85 | | |
| 现金净增加额 | 112 | 7881 | 210 | 1545 | 1870 | EV/EBITDA | 9.67 | 10.74 | 8.52 | 9.52 | 9.89 | | |

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，中金所股指期权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。