



估值已至冰点，静待春暖花开

——江西铜业 (600362.SH) 投资价值分析报告

核心观点

● 拥有丰富的国内铜矿产资源，资源价值被低估

江西铜业拥有国内最大的露天铜矿——德兴铜矿。除德兴铜矿外，还有永平铜矿、城门山铜矿、武山铜矿、银山铜矿四家全资控股的矿山，公司五大矿山铜资源储量合计 730 万吨，平均剩余可开采 37 年，公司仅五大矿山铜储量约占全国储量的 21%。目前公司的市值仅为所拥有的矿产资源中金属价值的 6.20%，资源价值被低估。

● 贸易及粗加工比重大是毛利率偏低的主要原因

江西铜业的贸易约占营收一半左右，贸易的毛利率只有 2.34%，拉低了公司的利润率，可比公司云南铜业及铜陵有色贸易占 20%-30%左右，远低于公司占比；另外，公司铜粗加工业务占比达 23%，其毛利率只有 1.17%，也拉低了公司整体毛利率。

● 相比 TC 价格，公司业绩及股价受铜价的影响更大

公司营收中 TC 业务的占比较大，但自有矿产对利润的影响更大，自有矿产隐含的利润又与铜价相关。因此，虽然铜价走势对公司营收的影响不大，但是对公司利润的影响却很显著，公司的利润及历史股价与 LME 铜价基本保持相似的走势，与 TC 的价格没有强相关性，我们通过计算，公司在历史区间的股价与 LME 铜价的相关系数为 0.84，而与 TC 价格的相关系数为 -0.44，进一步验证了我们的结论。

● 铜价在需求及金融层面缺少有力支撑

我们认为 2023 年铜价处于下行通道或横盘的可能性较大。一是需求层面 2023 年全球经济可能持续低迷，中国的宏观经济政策尚不明朗，房地产行业投资建设能否恢复增长也存在较大不确定性；印度市场、新能源产业的需求旺盛但毕竟基数小，合计占全球铜消费的比例仅 10%，对全球铜消费的影响有限。二是金融支撑面也不足，美国 CPI 和 PPI 增速可能会继续下降；三是铜矿产能利用率低，未来供给充足。

● 投资建议

公司目前的估值水平处于历史低位，在我们统计的近十年时间里，80%的时间 PE (TTM) 超过目前水平，93%的时间 PB 超过目前水平。从中短期看，公司股价持续大幅回升还有待时日。长期看，公司作为国内铜业龙头企业，有较强的运营能力及产业整合能力，近几年也在积极收购和扩张，持续重大的资本动向都可能成为公司股价上涨的催化剂。

首次覆盖公司，我们给予“中性”评级。我们也在持续密切关注公司的重大动向，以及市场环境的变化，根据实际情况及时调整评级。

● 投资风险提示

铜价的波动；TC 价格的波动；汇率的波动。

● 核心财务数据

	2021 年	2022E	2023E	2024E
营收（亿元）	4,427	4,500	4,725	4,961
归母净利润（亿元）	56.35	62.81	43.15	58.77
EPS（元/股）	1.63	1.81	1.25	1.70
动态 PE	10.89	9.81	14.21	10.44

公司投资评级

中性（首次）

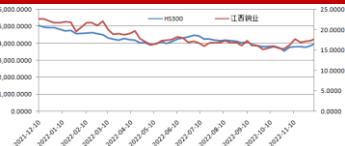
公司深度报告

华通证券国际研究部
有色金属行业组
SFC:AAK004
Email:research@waton.com

主要数据 2022.12.6

收盘价（元）17.76
一年内最低/最高（元）
15.03/23.30
总市值（亿）615
ROE (TTM) 8.69%
PE (TTM) 10.5

股价相对走势





目录

一、拥有国内优质矿产资源的老牌企业.....	4
(一) 基本情况	4
(二) 主营业务	4
1、业务涵盖从铜矿开采到冶炼、加工、贸易全产业链	4
2、拥有国内规模最大的矿产资源.....	5
3、公司冶炼能力全国第一，技术处于国际先进水平	5
(三) 公司与国内同行对比	6
1、矿产资源的对比.....	6
2、矿产资源自给率的对比	6
3、主要财务指标的对比	6
二、铜的供需及价格走势.....	8
(一) 铜的需求	8
1、我国是全球最大的铜消费国	8
2、全球成熟国家铜消费增长较为平稳，新兴市场增长迅猛	8
3、我国铜消费下游需求情况	9
(二) 铜的供应及铜价	10
三、公司估值的探讨	12
(一) 相比于 TC 价格，公司股价受铜价影响更大.....	12
(二) 公司当前的股价处于较低水平.....	13
(三) 资源股成长性探讨	14
四、投资建议	15
(一) 盈利预测	15
(二) 投资建议	15
五、风险提示	15
财务报表及盈利预测.....	16
华通证券评级及说明.....	17
法律声明及风险提示	18

图表目录

图表 1 公司股权结构	4
图表 2 江西铜业的产业布局	4
图表 3 公司营收及利润构成	5
图表 4 公司主要矿产资源	5
图表 5 公司主要冶炼基地及产能利用率	5
图表 6 可比公司矿产资源及估值水平	6
图表 7 可比公司资源自给率	6
图表 8 可比公司盈利及成长能力对比	7
图表 9 可比公司运营指标对比	7
图表 10 资产负债与现金流	7
图表 11 铜的消费领域	8
图表 12 全球精炼铜消费量及与全球 GDP 关系	8
图表 13 我国电力及热力投资累计同比	9
图表 14 近几年我国新能源产业发展概况	9
图表 15 房屋施工及竣工面积累计增速	10
图表 16 空调及冰箱的产量（累计同比）	10
图表 17 全球铜矿产地分布	11
图表 18 铜的供求及存库	11
图表 19 铜价与通胀及利率的关系	11
图表 20 LME 铜价与 TC 价格	12
图表 21 江西铜业单季度利润与 LME 铜价关系	12
图表 22 江西铜业股价与 LME 铜价及 TC 价格的关系	13
图表 23 江西铜业的历史 PE (TTM)	13
图表 24 江西铜业历史 PB	13
图表 25 可比上市公司 PE (TTM) 横向对比	14
图表 26 江西铜业 H 股与 A 股价格	14
图表 27 未来三年盈利预测	15

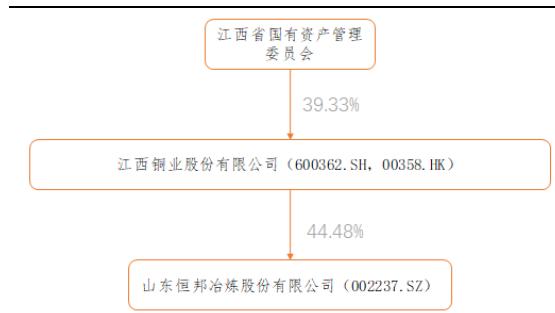
一、拥有国内优质矿产资源的老牌企业

(一) 基本情况

江西铜业是国内最大的铜矿产资源采选、冶炼、加工的企业之一。产品包括：阴极铜、黄金、白银、硫酸、铜杆、铜管、铜箔、硒、碲、铼、铋等 50 多个品种。集团主矿德兴铜矿，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。

目前公司控股股东为江西省国有资产管理委员会，持股 39.33%。公司股票在上海证券交易所及香港联交所两地上市，公司还控股一家从事黄金开采的上市公司恒邦股份（002237.SZ），持股比例 44.48%。本篇报告就该公司的股票价值作初步分析，由于江西铜业主要业务在国内，国内可比公司主要在 A 股上市，因此本篇将以 A 股市场相关数据为基准进行分析，涉及财务数据未注明时均以人民币（RMB）为货币单位。

图表 1 公司股权结构



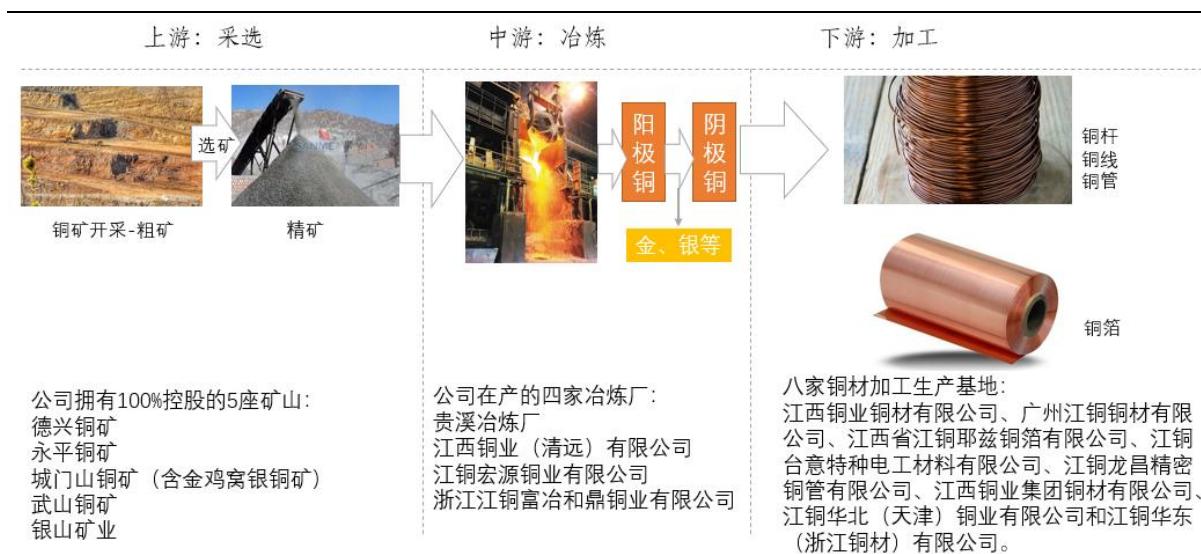
资料来源：Choice, 华通证券研究部

(二) 主营业务

1、业务涵盖从铜矿开采到冶炼、加工、贸易全产业链

江西铜业的业务涵盖了从上游：铜矿的采选；到中游：铜的冶炼；到下游：铜材加工。以及铜金属的贸易，全产业链。

图表 2 江西铜业的产业布局



资料来源：公司 2021 年年报，华通证券研究部

公司 2021 年度营收 4,427 亿元，其中贸易收入约占 46%；工业及其他非贸易收入约占 54%。在产品结构中，冶炼产品阴极铜约占 50%；加工产品铜杆线约占 23%；矿产品伴生的贵金属金、银约占 10%。在利润结构中，阴极铜约占 59%；铜杆线约占 7%；贵金属金、银约占 6.7%。



图表 3 公司营收及利润构成



资料来源：公司 2021 年年报，华通证券研究部

2、拥有国内规模最大的矿产资源

江西铜业拥有国内最大的露天铜矿——德兴铜矿。除德兴铜矿外，公司还拥有永平铜矿、城门山铜矿、武山铜矿、银山铜矿四家全资控股的矿山，以及多家合资经营的矿山，合资经营矿山公司权益铜储量 443 万吨。我们以五大矿山总储量除以年产量，可以计算得到公司矿产资源整体可开采年数为 37 年。

公司五大矿山铜资源储量合计 730 万吨，根据国家统计局数据，2021 年全国铜矿合计资源储量约 3494 万吨，公司仅五大矿山铜储量约占全国储量的 21%。

图表 4 公司主要矿产资源

	德兴铜矿	永平铜矿	银山铜矿	武山铜矿	城门山铜矿	总计
铜矿储量（含金属量）	337万吨	42万吨	95万吨	130万吨	126万吨	730万吨
平均品位（%）	0.44%	0.59%	0.60%	1.09%	0.64%	
年开采量（万吨）	16万吨	1.3万吨	1.18万吨	1.15万吨	1268吨	19.75万吨
剩余可开采年数（年）	24年	34年	48年	33年	20年	(37)
伴生金储量（吨）	56吨	8.2吨	113吨	19吨	49吨	245.2吨
平均品位（克/吨）	0.18	0.12	0.67	0.18	0.31	
伴生银储量（吨）	1195吨	938吨	1524吨	1207吨	1963吨	6827吨
平均品位（克/吨）	2.4	13.43	8.98	10.75	11.59	
伴生钼储量（万吨）	13.28					13.28万吨
平均品位	0.03%					

资料来源：公司 2021 年年报，华通证券研究部

3、公司冶炼能力全国第一，技术处于国际先进水平

江西铜业拥有贵溪冶炼厂、江西铜业（清远）有限公司、浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司、江铜宏源铜业有限公司以及控股的上市公司恒邦股份，五家子公司。合计阴极铜产能 167 万 吨，实际产量 178 万吨，产能利用率达到 106.6%。贵溪冶炼厂是国内首家引进全套闪速冶炼技术的生产线，采用自动化控制技术，该厂的整体技术水平和经济指标均达到国际先进水平。

2021 年我国共生产阴极铜 1048 万吨，江西铜业占比 17%，是国内最大的阴极铜生产企业，铜陵有色和云南铜业的份额分别为 15% 和 13%，三家合计产量占 45%，行业集中度较高。

图表 5 公司主要冶炼基地及产能利用率

厂名称	设计产能	实际产量	产能利用率
贵溪冶炼厂	92	102.33	111.23%
江西铜业（清远）有限公司	10	10.73	107.3%
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	35	38.65	110.43%
山东恒邦冶炼股份有限公司	20	19.48	97.4%
江铜宏源铜业有限公司	10	7.04	70.4%
合计	167	178	106.6%



資料來源：公司 2021 年年報，華通證券研究部

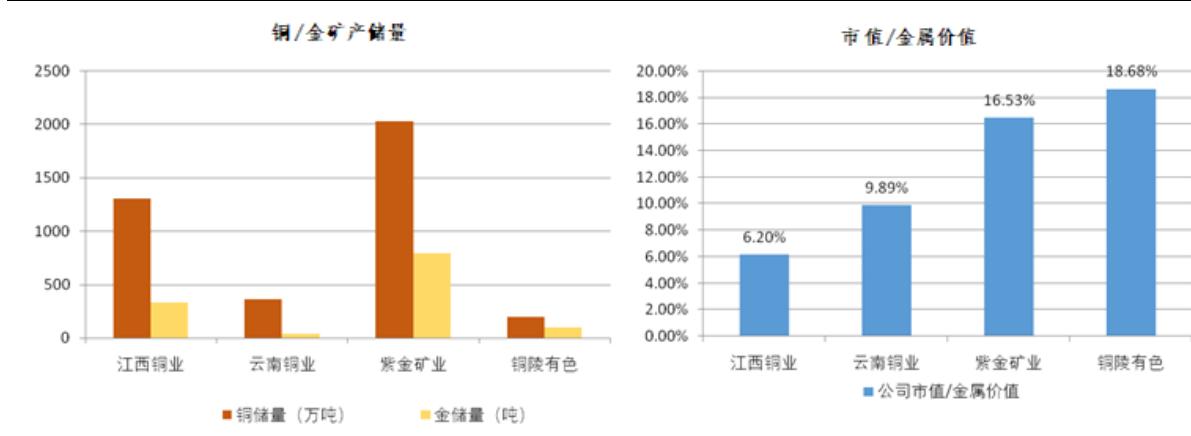
（三）公司與國內同行對比

國內以銅礦的開採及冶煉為主業的上市公司，除江西銅業外，主要有：紫金礦業、銅陵有色、雲南銅業三家上市公司。我們從以下幾個角度作橫向對比：

1、礦產資源的對比

江西銅業在國內上市公司中，銅及伴生資源儲量排名第二，僅次於紫金礦業。若以金屬儲量乘當前金屬價格得到金屬價值，目前幾家可比上市公司中，江西銅業的市值僅為金屬價值的 6.20%，低於雲南銅業，遠遠低於銅陵有色及紫金礦業。

圖表 6 可比公司礦產資源及估值水平



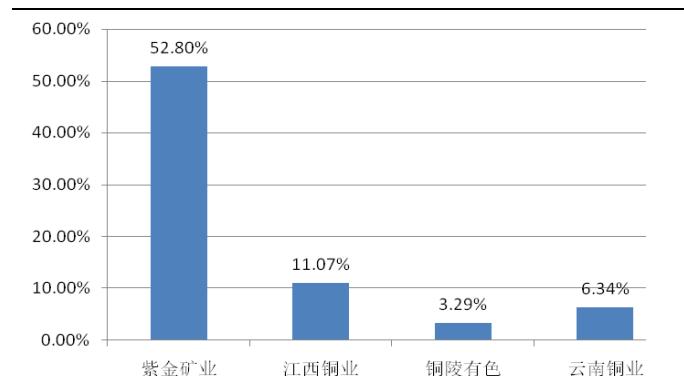
資料來源：上市公司公告，華通證券研究部

2、礦產資源自給率的對比

我國銅礦資源有限，銅礦產量約占全球 8%居全球第三，但由於全球製造業集中在我國，銅消耗量却占全球一半左右，這造成了每年需要從智利、秘魯、澳大利亞等國進口大量銅精礦。國內銅冶煉企業也是以進口銅精礦為主，資源自給率普遍較低。

從礦產資源自給率來看，紫金礦業由於以礦產資源採選業務為主，冶煉規模要遠小於江西銅業、雲南銅業、銅陵有色的規模，因此，紫金礦業的自給率最高。其次為江西銅業，江西銅業 2021 年產陰極銅約 178 萬噸，銅精礦 19.7 萬噸，自給率為 11.07%，在可比公司中僅次於紫金礦業，處於較高水平。

圖表 7 可比公司資源自給率



資料來源：上市公司公告，華通證券研究部

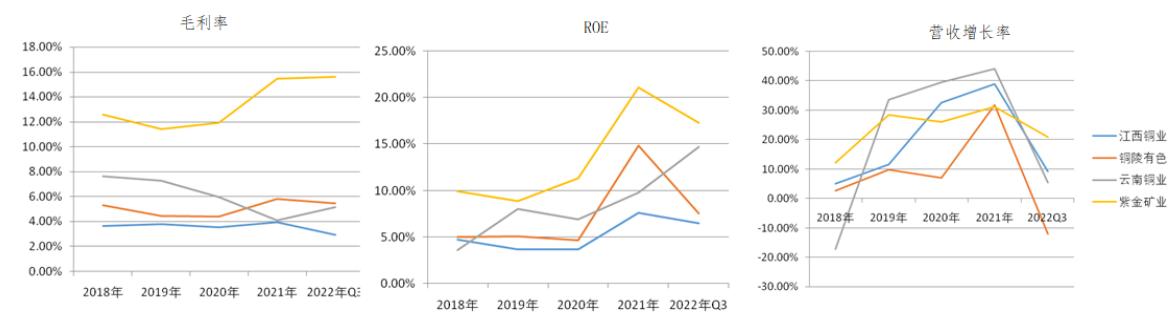
3、主要財務指標的對比

從毛利率看，江西銅業的毛利率低於可比上市公司，主要原因是江西銅業的貿易約占營收一半左右，貿易的毛利率只有 2.34%，拉低了公司的利潤率，可比公司雲南銅業及銅陵有色貿易占 20%-30%左右，遠低於公司占比；另外，公司銅粗加工业務占比達 23%，其毛利率只有 1.17%，也拉低了公司整體毛利率。紫金礦業以礦產採選為主，毛利率水平更高。在 ROE 指標上，由於公司淨資產規模較大，拉低了公



司的净资产收益率。营收增长率几家公司互有增减，整体处于相近的水平。

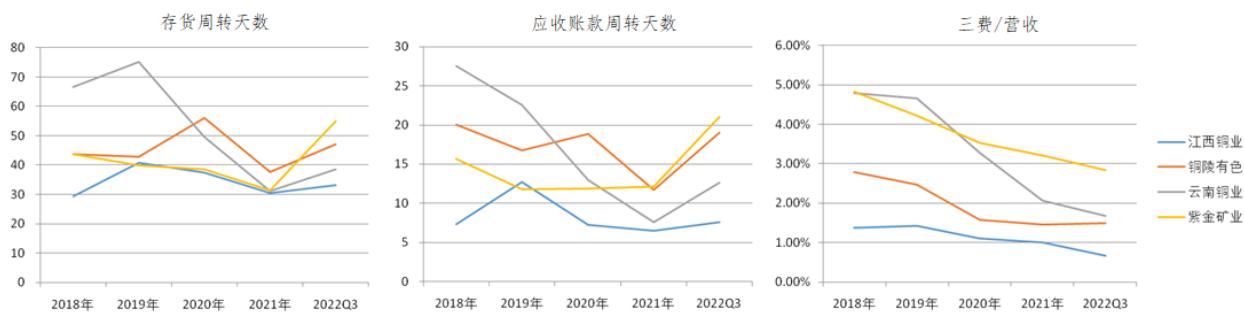
图表 8 可比公司盈利及成长能力对比



资料来源：上市公司公告，华通证券研究部

从运营指标看，江西铜业的存货、应收账款周转天数处于较低水平，三费占营收的比重同样处于较低水平。这与公司贸易占比较高有一定的关联，因为通常贸易的流动资产周转比生产要更快，同时收入提高后，三费的占比自然降低。

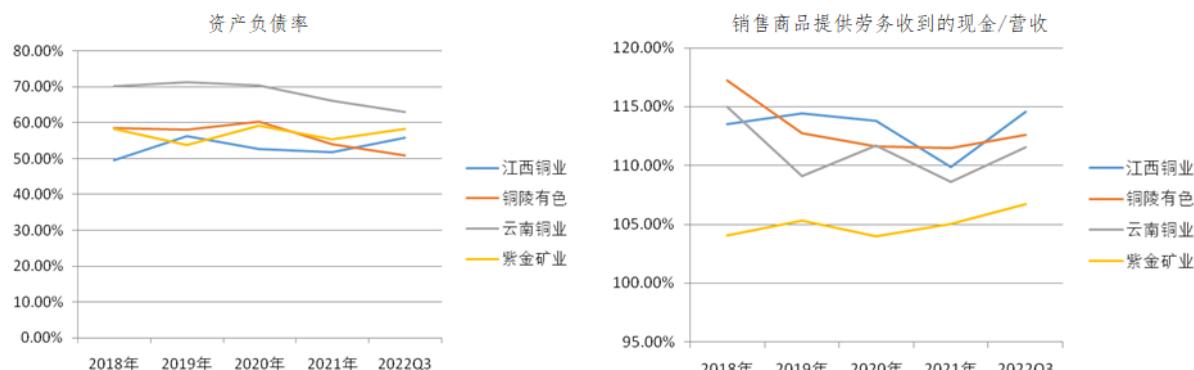
图表 9 可比公司运营指标对比



资料来源：上市公司公告，华通证券研究部

公司的负债率一直处于行业较低水平，销售商品提供劳务收到的现金与营收的比例也处于较高水平，整体来看，公司经营较为稳健。

图表 10 资产负债与现金流



资料来源：上市公司公告，华通证券研究部



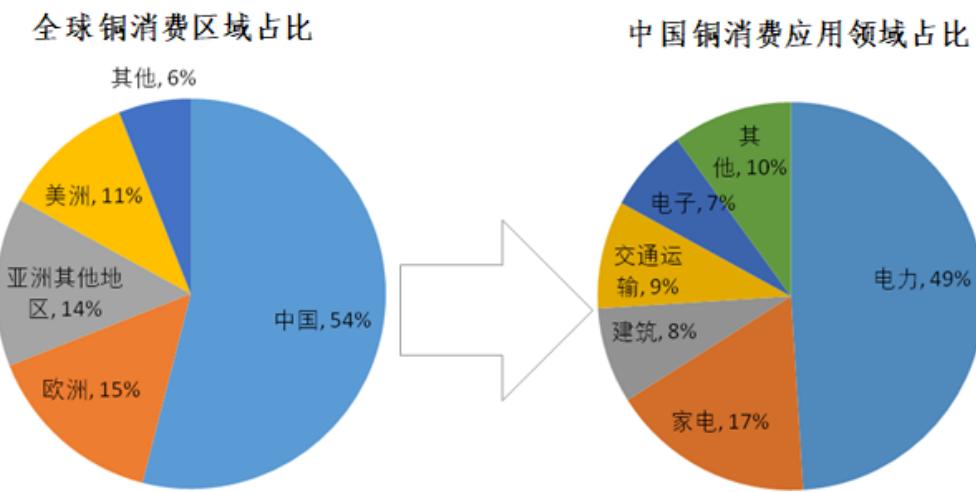
二、铜的供需及价格走势

(一) 铜的需求

1、我国是全球最大的铜消费国

铜作为优良的导电导热材料，主要用于电线电缆、电器、电子、交通运输、建筑等领域。由于我国是全球最大的电器、汽车、电子制造国，同时我国近几年基础设施建设及房地产投资建设规模位居全球第一，因此我国铜消费量长期居全球首位，2021年约占全球消费量的一半。在我国，电力是铜最大的下游应用领域，占铜的消耗量的一半左右；空调、冰箱、制冷设备消耗铜约占17%；建筑占8%；交通运输占9%；电子行业占7%；其他占10%。

图表 11 铜的消费领域



资料来源：ICSG，华通证券研究部

2、全球成熟国家铜消费增长较为平稳，新兴市场增长迅猛

铜的需求与宏观经济息息相关，2021年全球精炼铜消费量2526万吨，铜消费量近十年以2.5%左右的复合增长率增长，而全球GDP在过去十年的年复合增长率为2.6%。铜的消费量与GDP保持较强的关联，通常是经济的先行指标。2022年1-9月，全球铜消费同比增长3.3%，整体需求较为旺盛。

图表 12 全球精炼铜消费量及与全球GDP关系



资料来源：ICSG，快易数据，华通证券研究部

目前铜在中国及欧美、亚太等成熟经济体的需求基本保持稳定，增量主要是由新能源产业带动。而在印度、越南等新兴市场，铜的消费还处于快速增长阶段。据统计，2021年印度铜消费量为54万吨，2022年1-8月消费量达到43.54万吨，全年有望达到62万吨，同比增长15%。印度的人均年用铜量仅为0.44Kg，远远低于全球平均3.15Kg的水平，铜的需求量在未来有较大的增长空间。

另外据印度中国文化经济促进会(ICEC)提供的资料显示，印度只有40%的家庭拥有电视机、29%的家庭拥有冰箱、11%的家庭拥有洗衣机、6%的家庭拥有电脑或笔记本电脑、不到4%家庭拥有空调。作为人口很快超过中国成为全球第一的热带国家，随着经济的快速发展及人们生活水平的提高，家电的需

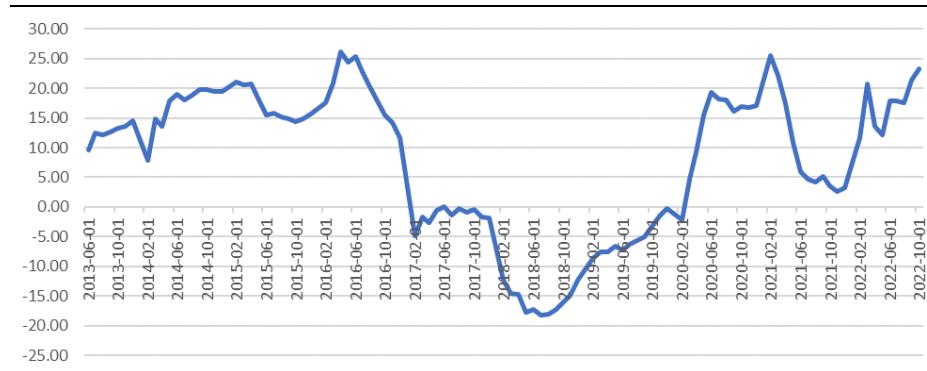
求将迎来黄金发展阶段，这将提高对铜的需求。

3、我国铜消费下游需求情况

(1) 电力及电网的建设

铜在电力行业应用很广泛。发电机、变压器、开关设备、电线电缆都需要应用到大量的铜。电力行业的投资在2014年-2016年保持较高的增长速度，随后四年处于较低增速，2020年重新回到15%的增速区间。电力行业的投资作为宏观调控的手段，常常与经济增长趋势反向而行，2022年我国受疫情影响较为严重，前三季度GDP同比增长仅为3.9%。我们预计2023年新一届政府班子接手后，大概率会出台积极的财政政策，在电力行业预计清洁能源会成为投资重点。

图表 13 我国电力及热力投资累计同比

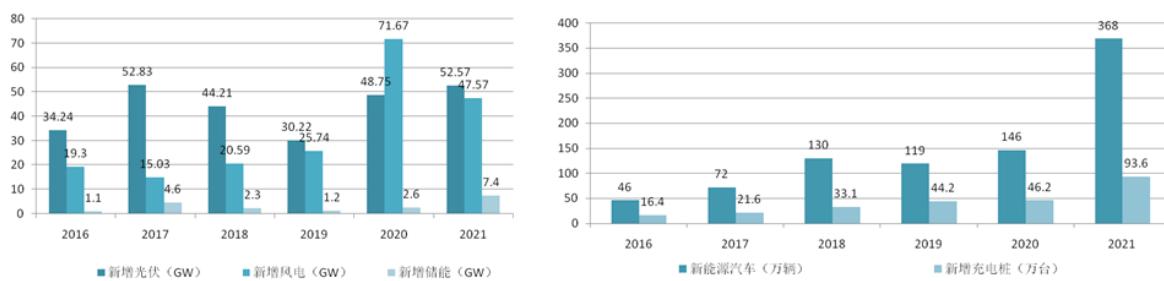


资料来源：国家统计局，华通证券研究部

近几年我国及全球新能源产业发展较为迅猛，新能源产业发展需要多种配套的电力设备，从而增加铜的消费需求。根据银河期货2022年11月份《铜基本面周度分析》就新能源产业对铜消费需求的预测，2022年我国风光电对铜需求量在62万吨，预计2023年将达到73万吨。全球2022年-2025年风光电铜的需求量将从141万吨增加到227万吨，年复合增长率达到17%。

在新能源汽车领域，预计2022年中国需铜量在37万吨，全球60万吨，2025年将分别达到55万吨和111万吨，分别保持14%和23%的年复合增长率。

图表 14 近几年我国新能源产业发展概况



资料来源：国家统计局，充电桩联盟，华通证券研究部

根据国家电网和南方电网的“十四五”发展规划，“十四五”期间电网规划投资累计将超过2.9万亿元，这明显高于“十三五”期间全国电网总投资2.57万亿元、“十二五”期间的2万亿元。以此计算“十四五”期间电网投资的年均增长率在3%左右。由此可见，电力及电网行业将呈现稳定增长态势发展，这将有利于稳定铜的需求。

(2) 与房地产相关的需求

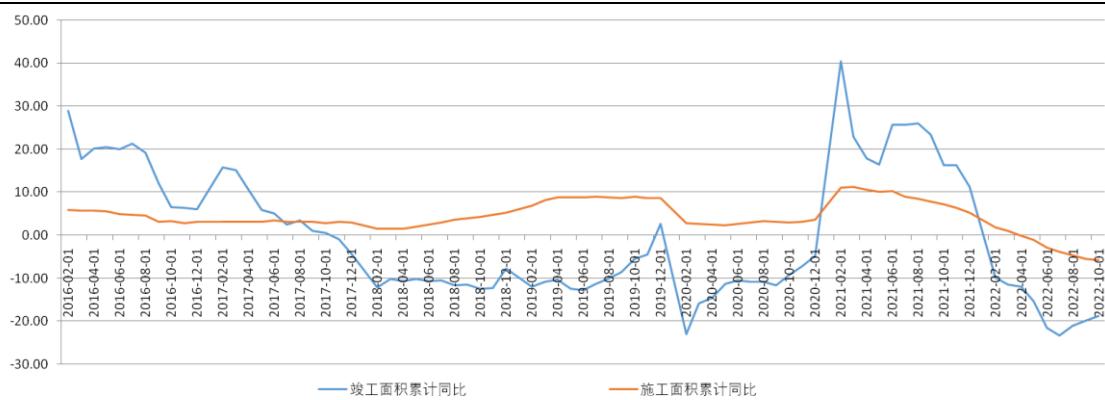
在建筑及家电领域，铜的消费合计占比达到25%，建筑及家电与房地产息息相关。房屋建造过程中公共线缆的铺设通常在竣工环节，因此我们重点关注竣工面积这一指标，竣工之后的装修入住通常会带来铜线、铜制家居洁具、家电的需求。同时由于施工周期在两年左右，施工面积是竣工面积的先行指标，我们可以通过施工面积推算未来两年的竣工面积。

2019年施工面积出现了一个小高峰，带动2021年竣工面积出现一波高峰，2021年上半年施工面积出现小高峰，理论上讲在2023年上半年应该会带来竣工面积小高峰，从而推动铜的需求。但结合实际情况，目前房地产企业由于资金紧张，工程建设速度明显变慢，缓期交房越来越普遍，可能推迟竣工从而影响铜的需求。



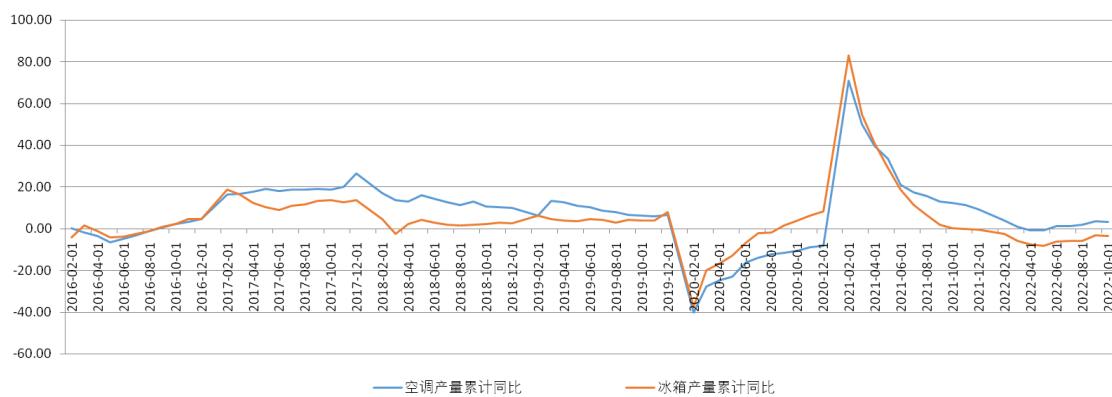
2022年房地产行业各项指标都很低迷，施工、竣工面积均出现负增长。今年来，国家出台了不少鼓励支持房地产行业健康平稳发展的政策，预计2023年负增长情况会有所缓解。但考虑到房地产行业经过过去20多年的快速发展已接近成熟，加之我国城市化率已接近尾声，未来的增长空间有限，预计2023年行业增速仍低于10%。

图表 15 房屋施工及竣工面积累计增速



空调、冰箱的产量与竣工面积有一定的关联，但又相对有其独立性。主要是我国空调、冰箱产量除了满足国内需求外，还大量出口海外，而海外的消费需求并不受国内房地产的影响。

图表 16 空调及冰箱的产量（累计同比）



资料来源：国家统计局，华通证券研究部

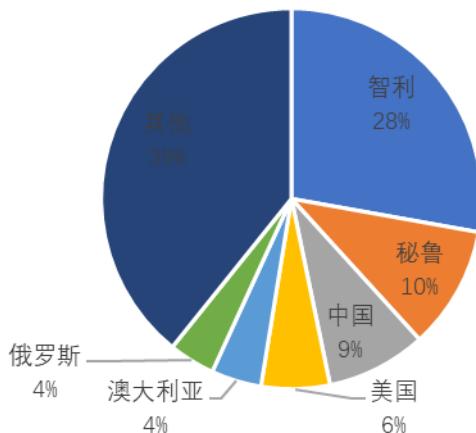
我们认为，房地产对铜需求的影响应该是要大于25%的。主要是房地产不仅仅在布线、装修、家电端直接用到铜，而且会影响配电网的建设。电网的建设过程中，主杆线特高压、高压输电线缆通常是铝线，到了城市、区县、居民小区之后变为中低压输配电，中低压输电以铜线为主。中低压配电网相当于树枝的末端，其用铜量更大，对铜的需求影响更明显。因此，房地产发展对铜的消费需求还有较为隐性的间接影响。

（二）铜的供应及铜价

全球铜矿资源主要分布在智利、秘鲁、澳大利亚、刚果等国家，铜矿产量也是主要来自以上国家。铜矿的开采也集中在CODELCO、BHP、Glencore、Freeport-McMoRan、Southern Copper等几大企业手中，据统计，2021年这五家合计铜矿产量占全球的33%。铜矿的开采受多种因素影响，比如近几年的新冠疫情、工人罢工等，整体上铜矿的供应随着市场需要呈周期性波动。



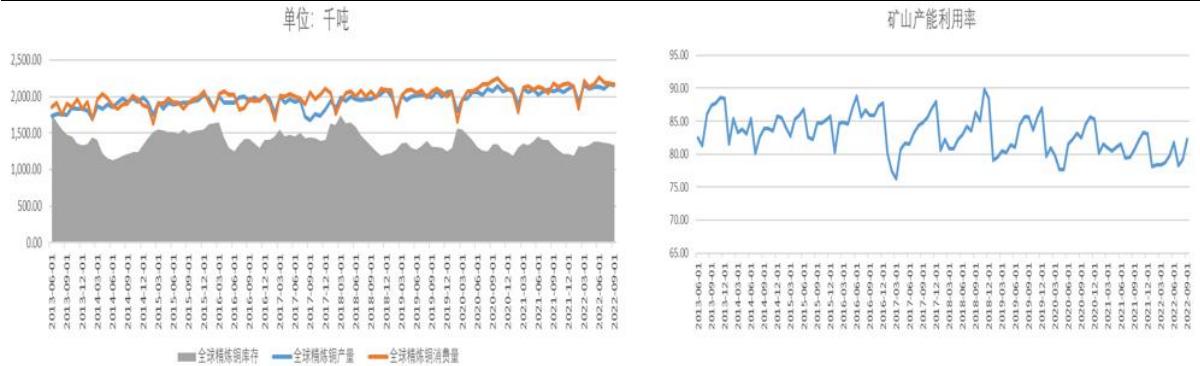
图表 17 全球銅礦產地分布



資料來源：Choice，華通證券研究部

目前銅的庫存處於平均水平，矿山的產能利用率處在平均偏下的水平。預計2023年銅礦供應將較為充足，產量取決於需求量，價格受需求、通脹等多方面因素影響。

图表 18 銅的供求及存庫



資料來源：ICSG，華通證券研究部

由於國際銅價大多以美元結算，美國的通貨膨脹會反映在銅價里。過去三年受疫情影響，美國通貨膨脹處於快速攀昇狀態，CPI和PPI一路超過10%，美國於今年開始幾次加息，抑制通貨膨脹，目前CPI及PPI增速已經開始得到控制，並出現反轉。

图表 19 銅價與通脹及利率的關係



資料來源：Choice，華通證券研究部

國際銅價與美國CPI及PPI保持高度同步，LME銅價與美國CPI相關系數達到0.76，隨著加息帶來的效應逐漸顯現，2023年美國CPI和PPI可能重新回到中低位，銅價的金融支撐面不足。

在全球工業需求上，銅價的支撐同樣不足。花旗銀行11月30日預測，全球2023年經濟增速將下降到2%以下。

綜合以上分析，我們認為2023年銅價處於下行通道或橫盤的可能性更大。一是需求層面全球2023年經濟可能持續低迷，中國是否出台寬鬆的經濟政策存在不確定性，中國房地產行業能否恢復投資及建設增長也存在較大不確定性；印度的需求旺盛但畢竟基數小，對全球銅消費的影響有限；新能源產業銅需求僅占8%，基數也較小，不足以對銅價產生重大影響；二是金融支撐面也不足，美國CPI和PPI增速可能會繼續下降；三是銅的供給充足。

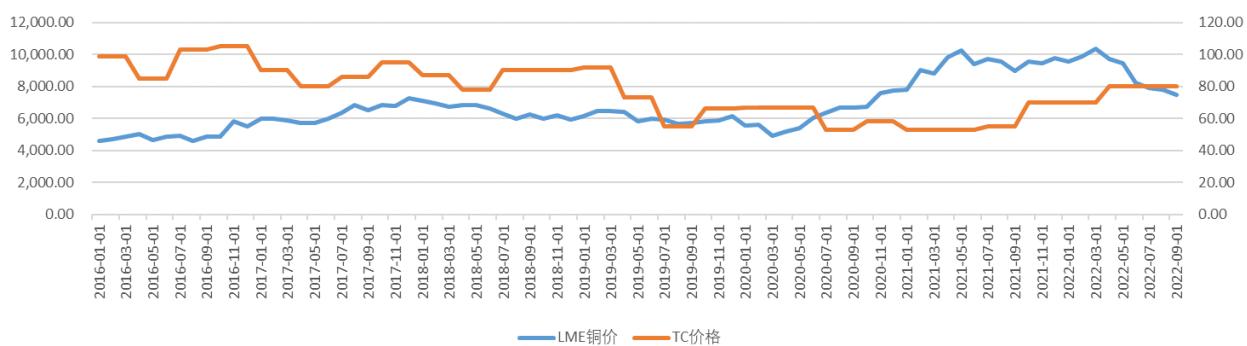


三、公司估值的探讨

(一) 相比于 TC 价格，公司股价受铜价影响更大

江西铜业以自有矿山开采及铜的冶炼为主营业务，分拆来看，矿产开采业务的利润受铜价的影响较大，而冶炼业务则受国际铜冶炼加工价格TC的影响较大。TC的价格除了与矿产产量相关，还与冶炼产能、冶炼企业的议价能力相关，因此TC价格的波动并不与铜价保持一致。2022年四季度，TC价格为93美元，较三季度有所提升。

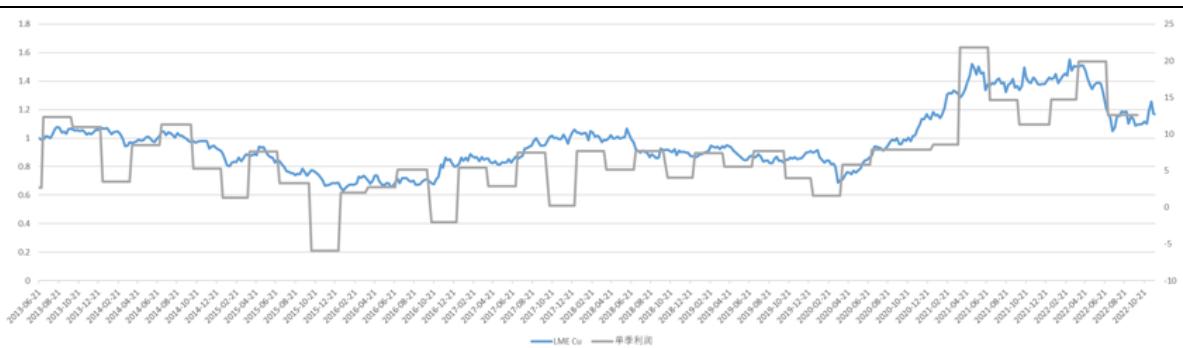
图表 20 LME 铜价与 TC 价格



资料来源：Choice，华通证券研究部

江西铜业的营收结构中，加工业务的占比更大，占冶炼产能的89%，自有铜矿仅占冶炼产能的11%左右；但在利润结构中，自有矿山的毛利率更高，对利润的影响更大，由于公司公告没有单独列出，我们参考紫金矿业2021年铜矿毛利率高达67%，而加工业务的毛利率普遍只有3%-4%。因此，虽然铜价对公司营收的影响不大，但是对公司利润的影响却很大，公司的历史股价与LME铜价基本保持相似的走势，与TC的价格没有强相关性，我们通过计算，公司在历史区间的股价与LME铜价的相关系数为0.84，而与TC价格的相关系数为-0.44，进一步验证了我们的结论。

图表 21 江西铜业单季度利润与 LME 铜价关系



资料来源：公司公告，华通证券研究部



图表 22 江西銅業股價與 LME 銅價及 TC 價格的關係



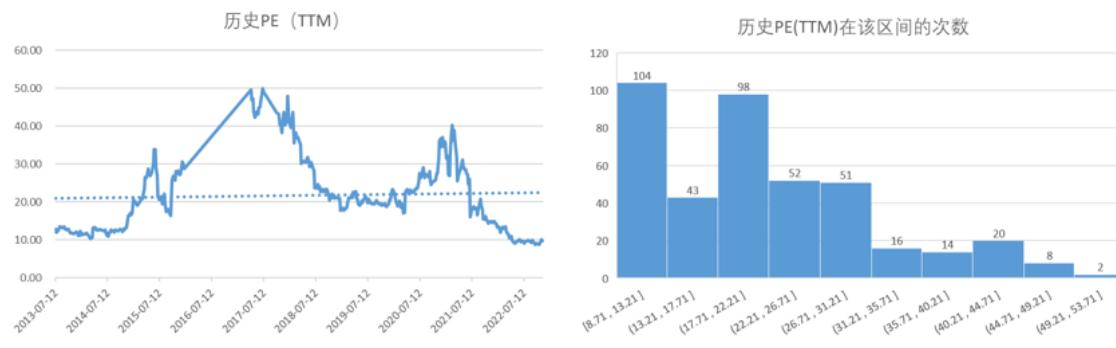
資料來源：Choice，華通證券研究部

(二) 公司當前的股價處於較低水平

(1) 歷史股價的對比

我們對比江西銅業的歷史股價，發現當前的估值水準處於歷史較低水準。我們選取了2013年7月-2022年11月周線數據的歷史PE (TTM)，剔除了市盈率小於0以及市盈率大於50的数据（這些數據通常是由於虧損或微利的少數月份，對統計的結論影響很大但無實際意義），公司的平均PE值為21.76，公司當前的PE (TTM) 在10倍左右，處於歷史低位，在直方圖中，80%的時間內超過這一估值水準。

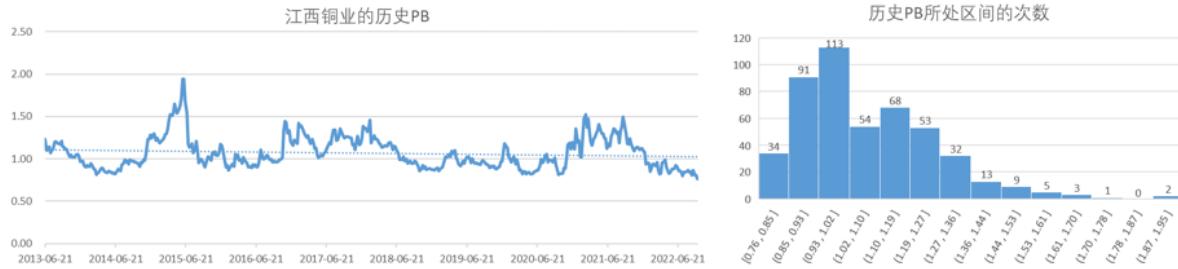
图表 23 江西銅業的歷史 PE (TTM)



資料來源：Choice，華通證券研究部

當然作為有色金屬行業的公司，公司利潤受銅價的影響波動較大，但淨資產的變動相對較小。我們再參考市淨率PB這一指標，發現PB同樣處於歷史低位。我們選取的歷史區間與前面相同，統計得到公司歷史上的PB平均值為1.07，公司當前的PB值為0.85，同樣處於歷史低位，在直方圖中，93%的時間里，PB超過這一水準。

图表 24 江西銅業歷史 PB

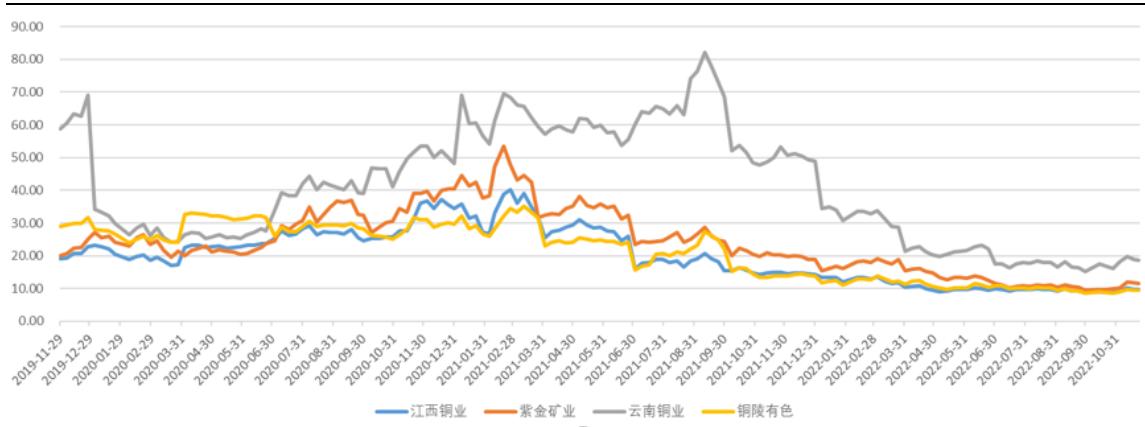


資料來源：Choice，華通證券研究部

(2) 可比公司的橫向對比

我們選取可比公司的股價作橫向對比，發現公司的估值PE (TTM) 同樣低於可比上市公司。公司的估值水準與銅陵有色相當，低於紫金礦業及雲南銅業。

图表 25 可比上市公司 PE (TTM) 横向对比

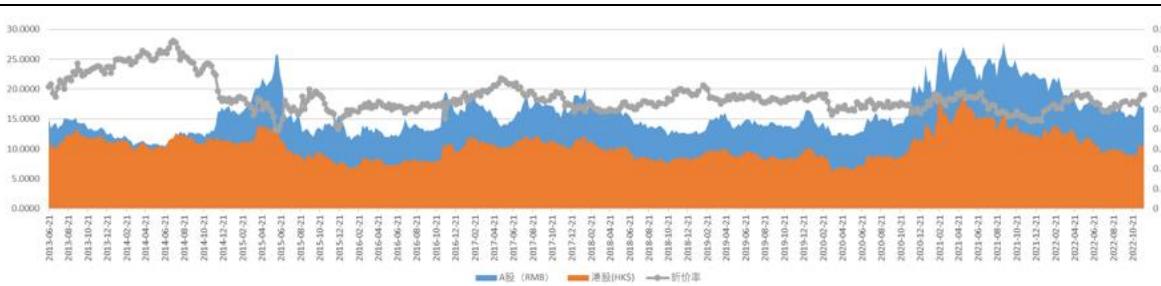


资料来源: Choice, 华通证券研究部

(3) 相比于A股, H股估值更具优势

长期以来,江西铜业的H股价格要大大低于A股价格,这使得H股的估值更具优势。由于价格低,每年分红的收益率在2%-5%,同样较为可观。我们对比历史上A股与H股的价格,在计算折价率时,考虑了当时港币与人民币的结算汇率,统计历史上平均折价率为0.56,当前的折价率为0.57,处于历史平均水平。

图表 26 江西铜业 H 股与 A 股价格



资料来源: Choice, 华通证券研究部

同时,我们参考海外铜业可比公司的估值水平发现,江西铜业的估值水平远低于可比公司。自由港FCX当前市盈率PE (TTM) 约为15倍,市净率PB约为3.8倍;ANTO公司当前市盈率PE (TTM) 约为19倍,市净率PB约为2.3倍。

(三) 资源股成长性探讨

有色金属板块的上市公司通常带有资源的属性,由于资源不可再生,资源在持续开采下储量越来越少,品位越来越低,开采成本越来越高,资源的瓶颈非常明显,如何突破资源瓶颈是业内共同难题。资源瓶颈对公司成长及股价会造成长期的影响,在有些领域比如金属锂,公司的成长性可以来自于金属价格的上涨和金属需求的增加;而在铜资源上,由于铜的下游市场较为成熟,价格和需求很难持续上涨,目前业内发展主要有两种路径:一是以紫金矿业为代表的资源扩张的线路,近几年紫金矿业在全球收购铜矿,目前铜矿资源的储量已经大大超过江西铜业,同时公司的市值也大大超过了江西铜业;二是以铜陵有色为代表的冶炼加工为主的发展线路,通过不断扩大冶炼的产能,提升对上游的议价能力同时降低生产成本。

江西铜业在过去十几年里经营上一直较为稳健,但近几年也逐渐走上了扩张之路。公司2019年4月收购了国内黄金冶炼上市公司恒邦股份,2022年11月,公司以2.22亿元收购了SolGold公司6.3%的股份,成为该公司战略投资者。SolGold公司主要资产为卡斯卡维尔项目,该项目在全球十大铜矿中位于第七。

我们认为收购是资源型企业发展的必然方向。全球优质的铜矿资源极为稀缺,如何在全球以合理的价格获取优质铜矿,是企业长期发展的重要保障,我们持续关注并期待未来江西铜业能在矿产收购上走得更远。

四、投资建议

(一) 盈利预测

根据以上分析，我们做出以下假设：

- (1) 公司未来三年的营收增长率 5%;
- (2) 公司 2022 年毛利率维持 4%，2023 年由于我们预估铜价下行压力大，毛利率调减为 3.28%；2024 年预计将有所回升，调高至 3.55%。

基于以上假设，我们预计未来三年公司盈利情况如下：

图表 27 未来三年盈利预测

	2021 年	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	4,427	4,500	4,725	4,961
归母净利润(亿元)	56.35	62.81	43.15	58.77
EPS (元/股)	1.63	1.81	1.25	1.70
动态 PE	10.89	9.81	14.21	10.44

资料来源：Choice，华通证券研究部

(二) 投资建议

综合以下考虑：

(1) 江西铜业是国内矿产储量规模排第二，冶炼规模排第一的铜全产业链企业。目前公司股价正处于历史低位，公司市值仅为资源价值的 6.20%，相比于同行被低估。

(2) 我们预计 2023 年铜价无论是基本面还是金融层面都缺少足够的支撑，国际铜价可能处于下行通道，而公司的股价与铜价保持着较强的正相关性。

(3) 从中短期看，公司股价持续大幅回升还有待时日，长期看，公司作为国内铜业龙头企业，有较强的运营能力及产业整合能力，近几年也在积极收购和扩张，持续重大的资本动向都可能成为公司股价上涨的催化剂。

首次覆盖公司，考虑到以上情况，我们暂时给予“中性”评级。我们也在持续密切关注公司的重大动向，以及行业环境的变化，根据实际情况及时调整评级。

五、风险提示

- (1) 铜价的剧烈波动；
- (2) TC 价格的波动；
- (3) 汇率波动及汇兑损益；
- (4) 疫情及其他事件影响开工率和产能利用率；

财务报表及盈利预测

资产负债表					利润表				
	单位:百万元					单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	30,406.50	45,694.38	45,876.59	60,116.48	营业收入	442,767.67	450,000.00	472,500.00	496,100.00
应收和预付款项	10,456.12	8,848.26	11,444.83	9,852.68	减:营业成本	425,222.60	432,000.00	457,000.00	478,500.00
存货	36,976.80	33,797.87	41,072.55	37,320.22	营业税金及附加	1,153.23	1,172.07	1,230.67	1,292.14
其他流动资产	10,977.92	11,217.14	11,217.14	11,217.14	营业费用	367.46	373.47	392.14	411.73
长期股权投资	5,062.47	5,062.47	5,062.47	5,062.47	管理费用	2,795.79	2,841.46	2,983.53	3,132.55
投资性房地产	603.42	603.42	603.42	603.42	财务费用	1,245.02	2,729.07	2,444.06	2,293.26
固定资产和在建工程	25,309.19	22,929.42	20,316.21	17,646.97	研发费用	874.11	972.99	978.41	1,026.45
无形资产和开发支出	8,963.53	6,720.68	5,773.50	4,826.32	资产减值损失	1,424.90	789.94	1,023.38	1,079.41
其他非流动资产	27,146.82	26,708.45	26,708.45	26,708.45	加:投资收益	-1,764.18	0.00	0.00	0.00
资产总计	155,902.77	161,582.09	168,075.16	173,354.14	公允价值变动损益	-209.59	0.00	0.00	0.00
短期借款	33,475.78	33,475.78	33,475.78	33,475.78	其他经营损益	-480.02	-1,073.08	-939.05	-830.72
应付和预收款项	15,306.08	14,592.46	16,557.36	15,668.57	营业利润	7,230.77	8,047.92	5,508.76	7,533.75
长期借款	14,618.46	14,618.46	14,618.46	14,618.46	加:其他非经营损益	70.61	90.72	81.75	81.03
其他负债	14,692.52	14,493.37	14,493.37	14,493.37	利润总额	7,301.38	8,138.64	5,590.51	7,614.78
负债合计	78,092.84	77,180.08	79,144.98	78,256.19	减:所得税	1,387.45	1,546.55	1,062.34	1,447.00
股本	3,462.73	3,462.73	3,462.73	3,462.73	净利润	5,913.93	6,592.09	4,528.17	6,167.77
资本公积	11,241.57	11,241.57	11,241.57	11,241.57	EBITDA/营业收入	278.36	310.28	213.13	290.31
留存收益	55,094.56	61,376.36	65,691.40	71,568.86	归属母公司股东净利润	5,635.57	6,281.81	4,315.03	5,877.47
归属母公司股东权益	69,798.85	76,080.66	80,395.69	86,273.16	EBIT	7,891.32	10,137.74	7,281.24	9,131.48
少数股东权益	8,011.07	8,321.35	8,534.49	8,824.80	EBITDA	10,385.57	12,674.75	9,818.25	11,668.48
股东权益合计	77,809.93	84,402.01	88,930.18	95,097.96					
负债和股东权益合计	155,902.77	161,582.09	168,075.16	173,354.14	主要财务比率				
					会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
现金流量表									
					收益率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	毛利率	3.96%	4.00%	3.28%	3.55%
净利润	6,040.13	6,518.61	4,461.95	6,102.15	三费/营业收入	1.00%	1.32%	1.23%	1.18%
折旧摊销	2,494.25	2,537.01	2,537.01	2,537.01	EBIT/营业收入	1.78%	2.25%	1.54%	1.84%
净营运资金增加	-3,452.40	4,073.17	-7,906.36	4,455.69	EBITDA/营业收入	2.35%	2.82%	2.08%	2.35%
经营活动产生现金流量净额	8,846.44	15,917.84	1,806.73	15,690.96	销售净利率	1.34%	1.46%	0.96%	1.24%
投资活动产生现金流量净额	-3,228.84	1,369.15	66.22	65.63	资产收益率				
融资活动产生现金流量净额	1,153.94	-1,999.11	-1,690.74	-1,516.70	RO E	8.07%	8.26%	5.37%	6.81%
现金净增加额(减)	6,658.32	15,287.89	182.21	14,239.89	RO A	5.06%	6.28%	4.34%	5.27%
					RO IC	9.95%	10.42%	8.39%	9.90%
估值和财务指标汇总									
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	增长率				
EBIT	7,891.32	10,137.74	7,281.24	9,131.48	销售收入增长率	38.99%	1.63%	5.00%	4.99%
EBITDA	10,385.57	12,674.75	9,818.25	11,668.48	EBIT 增长率	96.25%	28.47%	-28.18%	25.41%
NO PLAT	7,933.27	8,137.83	5,831.41	7,330.63	净利润增长率	142.00%	11.47%	-31.31%	36.21%
净利润	9,204.53	8,047.92	5,508.76	7,533.75	总资产增长率	13.40%	3.49%	4.02%	3.15%
EPS	1.63	1.81	1.25	1.70	股东权益增长率	16.51%	9.00%	5.67%	7.31%
BPS	20.16	21.97	23.22	24.91	经营营运资本增长率	-7.86%	-11.97%	27.64%	-11.24%
PE	10.75	9.65	14.04	10.31	资本结构				
PB	0.87	0.80	0.75	0.70	资产负债率	50.09%	47.84%	47.16%	45.20%
PS	0.14	0.13	0.13	0.12	投资资本/总资产	50.12%	43.08%	44.14%	38.27%
PCF	6.85	3.81	33.54	3.86	带息债务/总负债	59.97%	60.68%	59.17%	59.84%
EV/EBIT	8.74	5.33	7.46	4.44	流动比率	1.41	1.60	1.71	1.87
EV/EBITDA	6.64	4.26	5.53	3.48	速动比率	0.82	1.05	1.06	1.28
EV/NO PLAT	8.69	6.64	9.31	5.53	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/IC	0.88	0.78	0.73	0.61	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
RO IC-W ACC	-0.01	-0.01	-0.03	-0.01	资产管理效率				
股息率%	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	3.02	2.84	2.87	2.91
					固定资产周转率	19.86	19.83	21.85	26.14
					应收账款周转率	92.56	92.56	92.56	92.56
					存货周转率	12.21	12.21	12.21	12.21

资料来源：Choice，华通证券研究部



华通证券评级及说明

评级	标准
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。