

江西铜业 (600362)

# 行业翘楚，扩张有序

中性/ 首次评级

股价: RMB37.59

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083

+755-82492171 yetao@lhqz.com

联系人

张勇

+755-82125160 zhangyong@lhqz.com

相关研究

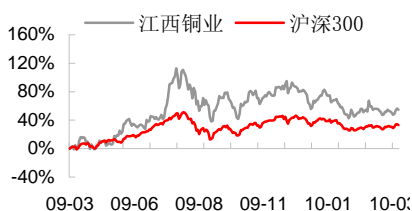
《铜行业研究：转换之间，动能渐失》(2010/01/22)

《有色金属行业 2010 年度策略：退一步，海阔天空》(2009/11/27)

基础数据

总股本(百万股)	3023
流通 A 股(百万股)	353
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	12601

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 公司是国内规模最大的铜业一体化企业，业务涵盖铜矿采选、冶炼、加工。铜资源储量，产量均为国内第一。截至 2009 年，公司资源储量为铜金属 1131 万吨，黄金 362 吨，海外权益储量铜 407 万吨、黄金 42.16 吨，均远超国内同行。
- 公司已形成完整铜产业链，而铜行业的利益分配格局决定了利润主要集中在上游矿山。过去数年，自产的 16 万吨铜精矿为公司贡献了近 4 成的利润。未来 2 年德兴铜矿，城门山铜矿扩建工程将逐步完工，预计 2011 年，公司的铜精矿产能将达到 22 万吨，较 09 年的 16.7 万吨，增幅超过 30%。
- 化工产品的价格在经历了 09 年的低迷之后正逐渐走出低谷，另一类副产品黄金的价格始终维持在高位。在冶炼费下降，冶炼业务盈亏平衡的情况下，化工和贵金属可望成为冶炼业务盈利的主要支撑力量。铜材加工业务则将继续保持平稳，是公司稳定的盈利来源。
- 2009 年初至今，铜价涨幅超过 160%，但实体经济需求的恢复并不如价格一般强劲。相信很难就 2010 年铜消费作精确预估，但若与 07 年作比较，我们认为终端消费显著超越 07 年似缺乏支持，但其面对的将是自 07 年已有及其后形成的供应能力，逻辑上应高于 07 年的水平。我们判断，2010 年铜延续过剩应是大概率事件。
- 2010 年，预计铜价将在基本面供需情况好转和投资性需求收缩之间反复，我们倾向于认为，基本面的改善将弱于金融属性下降带来的影响。如此背景不足以支持未来铜价持续盘旋于高位。
- 按 2010-2012 年铜价 55000、55000、60000 元/吨的主要假设，我们预测公司每股收益分别为 1.58、2.00 和 2.46 元/股。对应 2010 年 PE 为 24 倍，与国内同行比较，估值相对合理。考虑到铜价现已接近历史高价，我们认为，流动性收缩预期下公司盈利和估值水平难以有效提升。首度研究覆盖，予“中性”评级。
- 风险提示：铜价、金价大幅下跌的风险；公司改、扩建项目进展低于预期。

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	53972.4	51714.6	70711.8	73072.4	80287.3
(+/-%)	30.3	-4.2	36.7	3.3	9.9
归属母公司净利润(百万元)	2285.1	2349.3	4775.4	6054.4	7426.3
(+/-%)	-44.7	2.8	103.3	26.8	22.7
EPS(元)	0.76	0.78	1.58	2.00	2.46
P/E(倍)	49.5	48.2	23.8	18.8	15.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

公司概况：国内铜业龙头企业 .....	3
国内最大铜企，资源量优势明显 .....	4
国内矿山有序扩产 .....	4
海外项目进展顺利 .....	6
精矿产量逐步提升 .....	6
冶炼业务平稳，盈利主要靠副产 .....	7
产能稳定，加工费下降影响利润 .....	7
副产品产量增长，构成盈利补充 .....	7
加工毛利较低，胜在规模和稳定 .....	9
稀散金属盈利增长，但贡献有限 .....	9
铜价：历史高价区域恐难持续 .....	9
价格处于高位，但需求落后于价格 .....	9
主导因素转换，铜价上涨动能渐失 .....	10
2009 年金融属性主导铜价 .....	10
2010 年商品属性主导铜价 .....	11
估值探讨和投资分析 .....	11
主要的经营性假设 .....	11
盈利预测及敏感性 .....	12
投资建议 .....	12
风险提示 .....	12

## 公司概况：国内铜业龙头企业

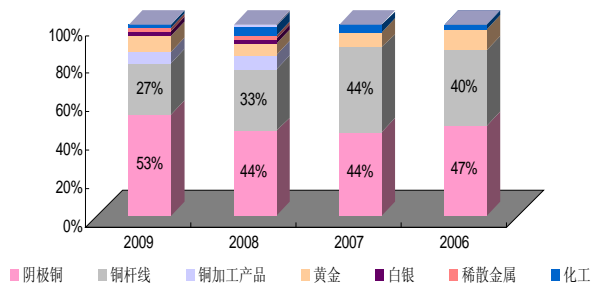
江西铜业是中国规模最大的铜业企业，业务涵盖铜矿采选、冶炼、加工，同时也是重要的贵金属，稀散金属生产商。旗下拥有 6 座矿山，1 家冶炼厂和 6 家铜材加工厂，已构建完整铜产业链。

国内最大铜业企业，铜储量，产量均全国第一。

截至 2009 年，公司的资源储量为铜金属 1131 万吨、黄金 362 吨、银 9689 吨、钼 27.5 万吨、伴生硫及共生硫 10899 万吨。海外权益储量为铜 407 万吨、黄金 42.16 吨。2009 年，公司矿产铜 16.7 万吨，阴极铜产量 80.2 万吨，分别占全国总产量的 16% 和 19.5%。

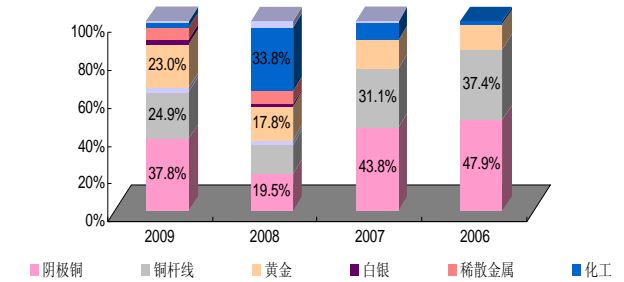
纵观过去数年，阴极铜、铜材加工等铜相关业务是公司主要收入来源。从利润来看，矿产铜是盈利的主力；副产品黄金，硫酸对利润有显著贡献。

图 1 收入主要来自铜相关业务



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

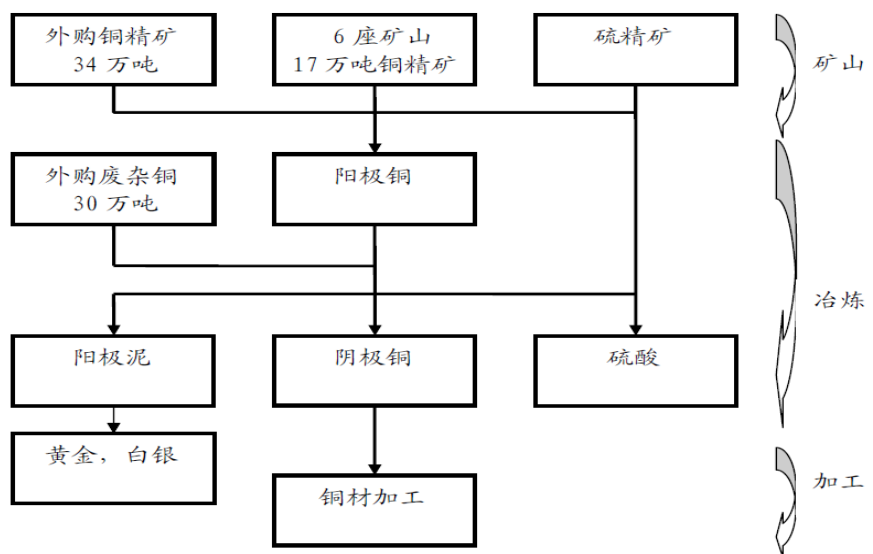
图 2 副产品对利润贡献显著



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

公司秉承“发展矿山、巩固冶炼、精深加工、相关多元”的发展战略，已形成矿山采选，精铜冶炼，铜材深加工的完整产业链，成为国内规模最大的一体化铜业公司。

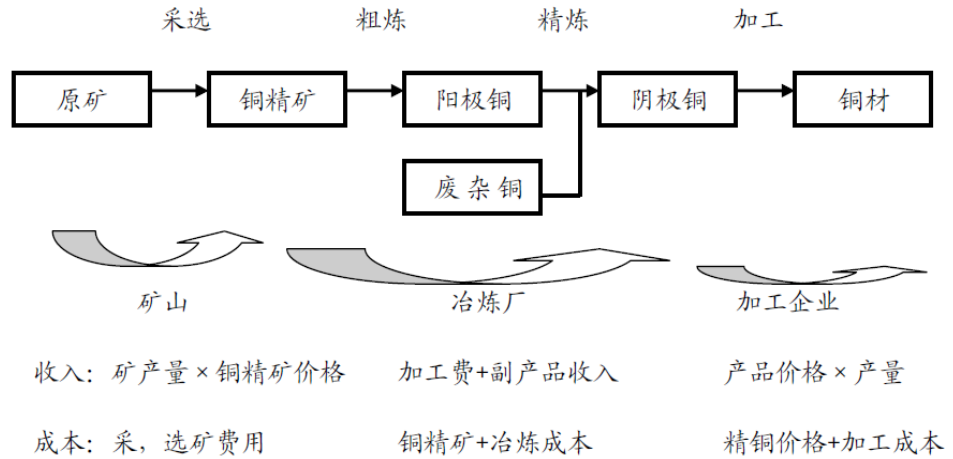
图 3 公司已形成完整铜产业链



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所整理

公司经过多年发展，已形成稳定的盈利模式。公司的盈利基本遵循目前铜行业的利益分配格局：上游矿山享受铜价上涨带来的收益；中游冶炼的收入来自冶炼费和副产品，在冶炼费下降的大背景下，盈利将更多的依赖于副产品的收益。下游铜加工采用“成本加成”定价模式，保持稳定的盈利。

图 4 公司已形成稳定的盈利模式



资料来源：华泰联合证券研究所整理

#### 国内最大铜企，资源量优势明显

公司国内现有矿山 6 座，分别为德兴铜矿、永平铜矿、城门山铜矿、武山铜矿、东同铜矿和银山铅锌矿。

与国内其他铜企业相比，江西铜业在资源，规模方面具有明显优势。2009 年江西铜业的铜精矿产量 16.7 万吨，是云南铜业的 2.8 倍，是铜陵有色的 3.8 倍。

表 1 江西铜业资源储量丰富

公司	产品	直接控制	间接控制	合计
江西铜业	铜 (万吨)	1131	407	1538
	黄金 (吨)	362	42	405
	白银 (吨)	9689		9689
云南铜业	铜 (万吨)	74	46	120
铜陵有色	铜 (万吨)	158		158

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所整理

#### 国内矿山有序扩产

矿山扩建完成后，铜精矿产量将有目前 16.7 万吨增长至 2011 年 22 万吨水平，增幅超过 30%

**德兴铜矿：主力矿山，扩产是未来看点。**德兴铜矿是公司的主要矿山，位于江西上饶德兴市，是亚洲最大的露天铜矿。德兴铜矿铜储量 719 万吨，金储量 188 吨，银储量 2270 吨并伴生钼、硫等元素。德兴铜矿属于斑岩铜矿，矿藏储量大而集中，埋藏浅，剥采比小，矿石可选性好，综合利用元素多。目前日处理原矿石 10 万吨/天，年产铜精矿 12 万吨，黄金 5 吨，白银 20 吨。

德兴铜矿始建于 1958 年，下辖三个采场：铜厂矿、富家坞矿及朱砂红铜矿。铜厂矿是德兴矿的主矿区，铜储量 366 万吨，年采矿石 2000 多万吨；富家坞矿铜储量 233

万吨，年采矿石 500 多万吨。朱砂红铜矿为公司保留矿山，现处于探矿阶段，已探明铜资源储量 120 万吨，未来 1-2 年内没有开采计划。

德兴铜矿有两个选矿厂：大山选矿厂和泗州选矿厂。大山选矿厂矿石处理能力为 6 万吨/日，泗州选矿厂为 4 万吨/日。目前，大山选矿厂正在进行 3 万吨日处理量扩建工程，预计 2010 年底建成，届时德兴矿的生产能力将由现在的 10 万吨/日提升至 13 万吨/日，每年将新增铜精矿含铜 4.1 万吨、含金 61 千克、含银 25.3 吨、含钼 1614 吨，含硫 87597 吨。

**永平铜矿：产量保持稳定。**永平铜矿是目前国内第二大露天铜矿，也是公司第二大铜矿，年产铜精矿 1.5 万吨。永平铜矿铜储量 130 万吨，铜品位 0.5%，银品位 8.2 克/吨。矿山经过 20 年的露天开采，大部分储量已被采出，但在露天坑底部，可供开采的资源依然较为丰富，现已探明永平铜矿地下目前可开采的矿石储量为 6580 万吨，铜品位 0.59%。

公司为保证矿山的稳定供应，正在进行露转坑项目的建设，预计 3 月将建成投产。届时，公司将由露天开采 10000 吨/日转为露天开采 5000 吨/日和井下开采 5000 吨/日。总产量将保持不变。

**城门山铜矿：增产在即。**城门山铜矿位于江西省九江市西南，是我国已探明的 18 座大型铜矿之一和 9 大稀有散金属矿床之一，矿石储量 2.2 亿吨，铜储量 165 万吨、硫储量 3768 万吨，。平均铜品位 0.77%，硫品位 16.3%。

城门山铜矿正在进行二期扩产工程，建成后将使选矿日处理能力由 2000 吨提升到 7000 吨，达产时铜精矿产能将由现在的 6000 吨增加至 14817 吨/年，硫 25814 吨/年、金 232 千克/年、银 15142 千克/年及硫精矿 60.7 万吨/年(折标准硫精矿 703,542 吨)。预计项目 2010 年底完成。

**武山铜矿：深挖提升产量。**武山铜矿根据其地理位置分为南、北两个矿带。北部矿带铜储量 83.8 万吨，硫储量 1226 万吨；南部矿带铜储量 53.2 万吨。武山铜矿日采选 5000 吨技改工程采用英国麦康公司的先进技术，建成后，武山铜矿井下延伸深度可达到-510 米，日采选综合处理能力将提升到 5000 吨以上。项目已于 2009 年底建成，预计 2010 年武山铜矿铜精矿产量为 1.28 万吨、硫 17.1 万吨、金 218 千克、银 7512 千克。

**银山矿：老矿新生。**银山铅锌矿是一个历史悠久的老矿山，自 1958 年建矿以来，经过 52 年的开采，铅锌资源已经衰竭。但随着银山九区铜金矿的探明，公司加快了矿山开发，并由井下开采转变为露天开采。银山矿露天开采始于 1992 年，2001 年日处理能力达 1200 吨。2008 年 11 月，银山矿业九区铜金矿 5000 吨改扩建项目动工，预计 2010 年底建成投产。项目建成后年产量可达铜精矿 6268 吨，金 333 公斤、银 5563 公斤，硫精矿 126381 吨。

**东同铜矿：稳定增产。**东同铜矿于 1973 年 8 月建成投产，前期由于铜矿资源已近枯竭，公司加大了探矿力度，并在 2005 年成功探获-235 米 33 线盲富矿体。目前正在进行的五号矿体深部开采项目，按照工程进度，预计 2010 年 11 月项目投产时，东同矿业的产能将由现在的 500 吨/日增加到 1200 吨/日，年产铜金属量将由目前的 1700 吨提升至 3300 吨。

**表 2 公司控制的矿山资源**

铜矿名称	铜储量 (万吨)	品位	产能 (万吨)	开采方式	在建, 扩建工程
德兴铜矿	366	0.4%	10.8	露天	德兴铜矿扩大采选规模技改工程, 新增铜精矿含铜4.1万吨, 预计年底建成
	233	0.5%	2.1	露天	
	120	0.4%			
永平铜矿	130	0.5%	1.5	露天	永平铜矿露天转地下技改工程, 铜产量维持不变, 3月投产
城门山铜矿	165	0.7%	0.65	坑采	城门山铜矿二期扩建工程, 年产铜精矿14817吨, 预计年底建成
武山铜矿	137	0.9%	0.98	坑采	武山铜矿日处理5000吨扩产挖潜工程, 年产铜精矿1.28万吨, 已建成
银山矿	98	0.4%	0.36	露天	银山九区铜金矿5000吨改扩建工程, 预计年底建成
东同铜矿		0.9%	0.17	露天	5号矿体深部开发工程, 年产铜精矿3300吨, 预计11月建成
阿富汗艾娜克铜矿(25%)	275	1.6%			2011年后出产铜精矿
北秘鲁铜业(40%)	Galeno Pashpap	132 63.5	0.5% 0.6%		

资料来源: 公司资料、华泰联合证券研究所整理

### 海外项目进展顺利

除国内资源, 公司也在积极开拓海外资源。公司联合中国冶金集团竞得了阿富汗艾娜克铜矿采矿权, 占有25%股权, 目前项目进展顺利, 已完成提前投产方案编制和主要设备招标定货, 预计2011年一期项目将投产, 开采初期预计将增加公司铜精矿产量1万吨。此外公司还联合五矿收购了北秘鲁铜业公司100%股权, 公司占有40%的权益。项目已启动土地征购工作, 短期尚不能产生盈利。

### 精矿产量逐步提升

随着国内矿山改、扩建项目逐步完工和海外项目启动, 未来3年公司铜精矿产量有望从现在的16.7万吨提升至22万吨, 增幅超过30%。在维持90万吨冶炼产能不变的情况下, 公司的精矿自给率也将随之提高, 未来有望充分享受铜价高企时丰厚的收益。

**表 3 未来 3 年铜精矿产量预测**

	2009	2010E	2011E	2012E
德兴铜矿	12.5	13.1	16.1	17.0
永平铜矿	1.5	1.5	1.5	1.5
城门山铜矿	0.65	0.65	1.48	1.48
武山铜矿	0.98	1.28	1.28	1.28
银山矿	0.36	0.36	0.63	0.63
东同铜矿	0.20	0.30	0.33	0.33
合计	16.19	17.19	21.82	22.22

资料来源: 公司资料、华泰联合证券研究所。注: 未计算艾娜克铜矿产量

冶炼业务平稳，盈利主要靠副产

产能稳定，加工费下降影响利润

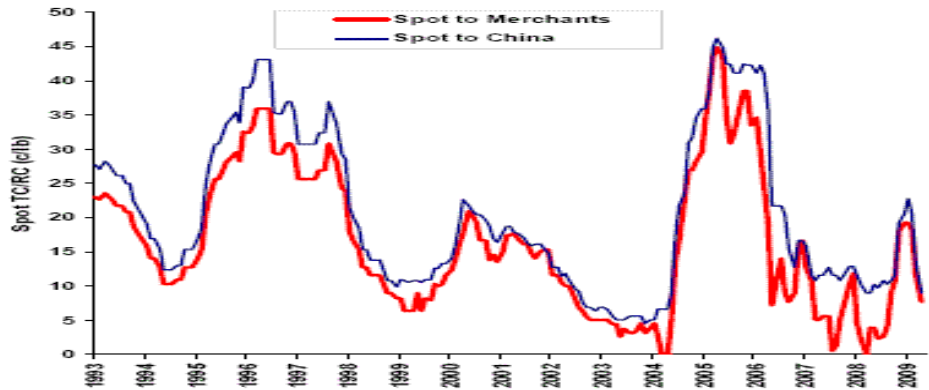
TC/RC 下降影响冶炼利润，副产品贵金属、化工产品挑大梁。

公司旗下贵溪冶炼厂是国内规模最大、技术最先进的铜冶炼厂之一，阴极铜产能 90 万吨/年。2009 年产量为 80.2 万吨，预计 2010 年将达到 90 万吨。

贵溪冶炼厂的原料主要来自三部分：公司自产铜精矿约 17 万吨，外购铜精矿 34 万吨，外购废杂铜 30 万吨。外购铜精矿中，进口铜精矿约 30 万吨，70%为长单，按照“LME 铜价-TC/RC”方式定价；另有 4 万吨为国内采购，按照“精铜价格折扣（83%-85%）”方式定价。废杂铜则通过国内市场采购。

冶炼收入主要来自加工费，TC/RC 的变化将显著影响该业务利润。2010 年 TC/RC 冶炼费谈判结果 46.5/4.65，折人民币约 1855 元/吨，而贵溪厂的冶炼成本约 2200 元/吨预计今年冶炼业务略亏。盈利将主要来自冶炼副产品硫酸，黄金。现黄金价格维持高位、硫酸价格有望回升，副产品可望成为冶炼业务盈利的主要支撑力量。

图 5 TC/RC 未来仍将在低位徘徊



资料来源：Brook Hunt

副产品产量增长，构成盈利补充

公司黄金的主要来源是外购铜原料中含有的黄金以及自产的黄金，利润则主要来自外购的铜精矿中不计价的黄金及自产的黄金。2010 年计划生产黄金 22 吨，其中自产约 6 吨，外购原料中不计价的黄金约 1.87 吨。贵金属将是公司将是利润的重要来源之一。

表 4 未来 3 年黄金产量预测

(单位：吨)

	2009	2010E	2011E	2012E
德兴铜矿	5.00	5.50	5.60	5.60
城门山铜矿	0.10	0.10	0.23	0.23
武山铜矿	0.17	0.22	0.22	0.22
银山矿	0.19	0.19	0.33	0.33
自产黄金	5.26	6.01	6.38	6.38
外购不计价黄金	1.48	1.87	1.65	1.65
总计	6.74	7.88	8.03	8.03

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所。注：只计算对盈利有影响的黄金产量

表 5 未来 3 年白银产量预测

(单位: 吨)

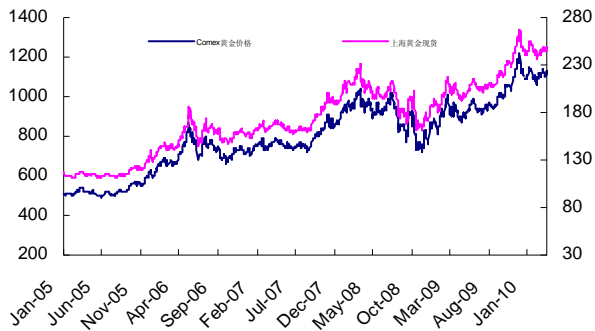
	2009	2010E	2011E	2012E
德兴铜矿	20.89	20.89	45.00	45.00
永平铜矿	16.80	16.80	16.80	16.80
城门山铜矿	6.5	6.50	15.10	15.10
武山铜矿	4.96	7.50	7.50	7.50
银山矿	2.9	3.70	5.50	5.50
自产白银	52.05	55.39	89.90	89.90
外购不计价白银	44.35	56.09	49.57	49.57
合计	96.40	111.48	139.47	139.47

资料来源: 公司资料、华泰联合证券研究所。注: 只计算对盈利有影响的白银产量

除贵金属外, 化工产品也是公司利润的重要来源之一。公司的化工产品分为两部分, 一是矿山自产硫精矿; 二是冶炼过程中制取的硫酸。自产硫精矿主要来自德兴铜矿。而城门山、武山、银山矿扩建工程完工后, 预计将增加标硫产量 70 万吨/年。2010 年, 公司预计将生产硫精矿 168 万吨。

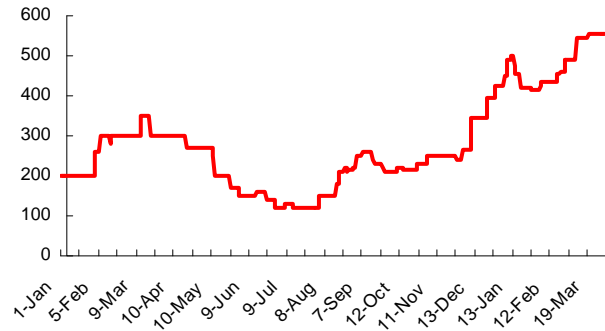
硫酸的价格在经历了 08 年的大幅下跌之后, 始终在低位徘徊, 09 年下半年受到国际磷肥和硫磺价格上涨的带动, 硫酸价格正逐渐走出低位。现在, 硫酸的市场销售价格已经达到 400 元/吨。我们认为未来硫酸价格有望稳步回升。对公司而言, 贵溪冶炼厂的硫酸成本约为 170 元/吨, 在现在 400 元/吨的价格水平下, 利润相当丰厚。2010 年, 公司预计将生产硫酸 231 万吨。

图 6 黄金价格维持高位



资料来源: wind

图 7 硫酸价格逐步回升



资料来源: 中华商务网

表 6 未来 3 年硫化工产品产量预测

(单位: 万吨)

	2009	2010E	2011E	2012E
硫精矿	163	168	238	238
硫酸	225	231	310	310

资料来源: 公司资料、华泰联合证券研究所

**铜材产量维持，毛利率较低，胜在规模和稳定性。**

**加工毛利较低，胜在规模和稳定**

公司铜材加工产品种类丰富，包括铜杆、铜箔、漆包线及精密铜管等，已形成较为完整的铜加工产品系列。目前产能 45 万吨，包括铜杆线 37 万吨，铜箔 1 万吨，漆包线 1 万吨以及精密铜管 4 万吨。09 年铜材产量 48.4 万吨，预计今年产量将保持稳定。

公司加工业务的收入虽然在其总收入中的比例较高，但其毛利率却不高。铜材加工采用“金属价格+加工费”的成本加成模式定价，加工盈利取决于加工费的多寡，毛利率较为稳定，我们预计铜杆的加工毛利率在 9% 左右，其他加工产品为 4-5%。但因其规模较大，对公司盈利仍有较大的贡献。

**表 7 未来 3 年铜材加工量及毛利率预测** (单位: 万吨, %)

	2009	2010E	2011E	2012E
铜材加工量	48.4	48.3	52	52
综合加工毛利率	7.24%	7.41%	7.41%	7.42%

资料来源: 华泰联合证券研究所

**稀散金属盈利增长，但贡献有限**

江西铜业除铜、黄金外，还出产钼、硒、碲、铋等金属，2009 年共生产标准钼精矿（平均品位 45%）4166 吨、硒产品约 329 吨、铼酸铵 278 千克、精碲 50 吨、精铋 800 吨。

钼精矿和精铋是稀散金属利润贡献的主力，原因是两者的产量较大，钼精矿主要来源是德兴铜矿，2009 年产量达到了 4166 吨，预计未来钼精矿产量将达到年产 5000 吨。其余硒、碲和铼等金属产量较小，盈利贡献有限。

**表 8 未来 3 年稀散金属预测** (单位: 吨)

	2009	2010E	2011E	2012E
钼精矿	4166	5000	5000	5000
硒产品	329	329	329	329
精碲	50	50	50	50
精铋	800	800	800	800
铼酸铵(千克)	2786	2800	2800	2800

资料来源: 华泰联合证券研究所

综合来看，公司的未来盈利增长仍将依靠矿产铜；黄金、硫酸等副产品也将贡献部分利润。加工业务，虽然盈利能力不高，但因其规模较大，也将为公司提供不少利润。冶炼业务则受冶炼费下降影响，盈利能力较低。

**铜价：历史高价区域恐难持续**

**价格处于高位，但需求落后于价格**

2009 年，受各国财政刺激政策和经济触底回升的共同作用，铜价呈现出单边上涨的走势。目前铜价仍处涨势，但震荡逐渐加大。按 3 月 31 日 LME 市场 3 月期铜 7800 美元的收盘价计算，铜价涨幅超过 160%。

然而，我们观察到，铜的终端消费情况却不如价格走势那么强劲。从消费区域来看，

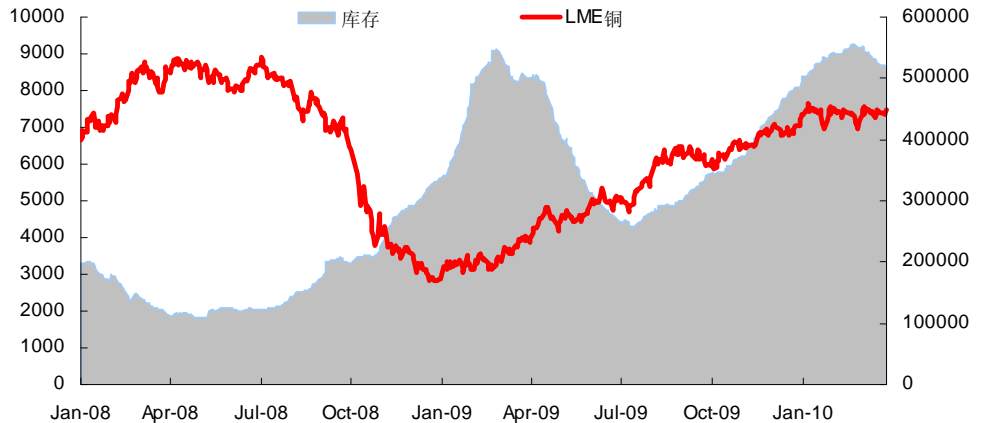
相信因政府和民间的收存，致精铜的表观需求被显著放大。

中国需求仍是主要支撑力量，欧美需求虽已触底，但增长缓慢。

### 2009 年中国撑起全球铜消费

2009 年上半年，中国的基建投资、收储，下半年家电、汽车、房地产等下游行业的复苏，拉动了铜材及其上游精铜的消费需求。下半年，美欧等发达国家房地产行业和汽车行业的复苏，成为铜需求的另一支撑。

图 8 LME 现货铜价及库存



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

根据 Brook Hunt 的统计，2009 年中国精铜表观需求增长了 23%，欧美等发达国家则下降了 15.1%。中国的强劲复苏弥补了欧美的需求下滑，但总体而言，2009 年全球精铜的需求下降了 5.1%，消费并不像价格那般强劲。

表 9 世界铜供需平衡预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
精矿产量	14942	15139	15576	15597	15833	15832	16686
回收铜	2644	2763	2989	3097	3317	3285	3543
供给总量	16597	17310	18040	18361	18314	18406	19246
需求量	16959	17500	17977	18019	17103	18138	19397
平衡	-362	-190	63	342	1211	269	-151

资料来源: Brook Hunt, MBR, 华泰联合证券研究整理

### 主导因素转换，铜价上涨动能渐失

作为大宗工业原材料，铜兼具商品属性和金融属性。前者反映铜的实体经济供需，而后者则主要体现为投资性需求。

2010 年，铜的商品属性和金融属性间的博弈仍将继续。预期铜价将在基本面供需情况好转和投资性需求收缩之间反复，我们倾向于认为，供需基本面的改善将弱于金融属性下降带来的影响，铜价上涨的动能渐失。

### 2009 年金融属性主导铜价

2009 年投资性需求是铜价的主导因素。我们观察到的是，2009 年全球精铜需求下滑 5.1%，下半年库存也出现明显上升，但铜价却从 2009 年初的不到 3000 美元涨到了

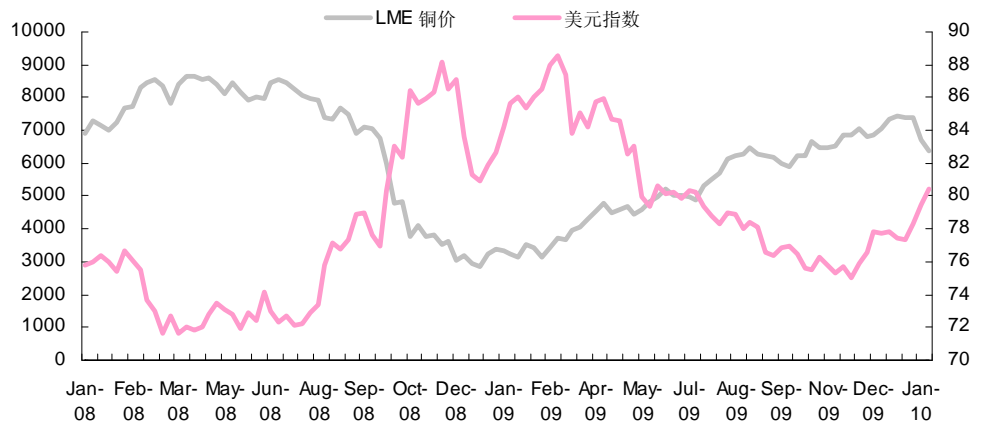
现在 7800 美元水平，涨幅超过 160%。

### 2010 年商品属性主导铜价

2010 年，基本面主导铜价，金融属性减弱。

2010 年流动性的收缩或由预期走向现实，我们在年度策略报告《退一步，海阔天空》（09/12/01）中已作较为详细的论述。在资金宽裕不再的情况下，金融属性对铜价的影响力将下降，而实际经济供需状况对铜价的影响力则相应得到提升。我们认为，2010 年铜价将更多地受基本面供需的指引。

图 9 铜价与美元指数



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

2010 年铜延续供应过剩属大概率事件。相信很难对 2010 年铜的终端需求作出精确预估。但若以 2007 年作比较，我们认为 2010 年终端需求很难显著超越 2007 年，但其面对的将是自 2007 年已有及其后形成的供应能力，逻辑上应大于 2007 年。从供给看，全球铜矿的产能利用率在 80%左右水平，相信仍有一定的提升空间。

## 估值探讨和投资分析

### 主要的经营性假设

随着矿山扩建逐步完成，公司铜精矿产量也将稳步提升，其他业务则保持稳定。

表 10 主要经营性假设

	单位	2009	2010E	2011E	2012E
主要产品产量					
铜精矿	万吨	16.19	17.19	21.82	23.22
阴极铜	万吨	80.2	90	90	90
铜材	万吨	48.3	48.3	48.3	48.3
副产品产量					
硫酸	万吨	225	231	310	310
硫精矿	万吨	163	168	238	238
黄金	吨	6.74	7.88	8.03	8.03
白银	吨	96.40	111.48	139.47	139.47
钼精矿	吨	4166	5000	5000	5000

产品价格					
阴极铜	元/吨	41500	55000	55000	60000
硫酸	元/吨	257	400	420	480
黄金	元/克	210	210	220	230
白银	元/克	3.1	3.15	3.3	3.3
TC/RC		75/7.5	46.5/4.65	50/5	50/5

资料来源：华泰联合证券研究所。注：铜精矿 2012 年产量加入艾娜克铜矿 1 万吨产量

### 盈利预测及敏感性

铜价涨 5000 元/吨，增厚 EPS 0.18 元/股，对公司业绩影响最大。

基于以上假设，预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.58 元/股、2.00 元/股、2.46 元/股。对应 PE 分别为 23 倍、18 倍和 15 倍。

公司盈利主要来自铜板块和黄金，因此铜价和金价波动对公司业绩将会产生显著影响，此外硫酸价格的变化也会使公司盈利产生波动。铜价每上涨 5000 元/吨，2010 年 EPS 上升 0.18 元；金价每上涨 20 元/克，将增厚 2010 年 EPS 0.04 元。

**表 11 2010 年业绩对铜价，金价敏感性分析**

金价/铜价	45000	50000	55000	60000	65000
180	1.16	1.34	1.52	1.70	1.89
200	1.20	1.38	1.56	1.74	1.93
210	1.22	1.40	1.58	1.76	1.94
230	1.26	1.44	1.62	1.80	1.98
250	1.30	1.48	1.66	1.84	2.02

资料来源：华泰联合证券研究所

**表 12 2010 年业绩对硫酸价格敏感性分析**

硫酸	100	200	400	500	600
EPS	1.44	1.48	1.58	1.63	1.68

资料来源：华泰联合证券研究所。注：假设铜价 55000 元/吨，金价 210 元/克

### 投资建议

流动性收缩预期抑制铜价、金价上涨的空间。我们判断，未来实体经济恢复对需求的正面推动恐弱于投资性需求下降带来的负面影响。

随着未来精矿产量的提升，有望进一步增强公司的矿石自给率和静态盈利能力。按 2010-2012 年铜价 55000、55000、60000 元/吨的假设，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.58、2.00 和 2.46 元/股。

现股价对应 2010 年 PE 24 倍，与国内同行比较，估值相对合理。考虑到铜价现已接近历史高价，我们认为，流动性收缩预期下公司盈利和估值水平难以有效提升。首度研究覆盖，予“中性”评级。

### 风险提示

铜价、金价大幅下跌的风险；公司改、扩建项目进展低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	20587	20997	21268	28526	营业收入	51715	70712	73072	80287
现金	3600	2500	3816	9378	营业成本	46148	61911	62456	67871
应收账款	1729	2285	2547	2662	营业税金及附加	284	377	395	431
其他应收款	827	1105	1210	1468	营业费用	296	378	404	437
预付账款	1356	1556	1565	1751	管理费用	1083	1437	1508	1644
存货	11490	11000	9792	10761	财务费用	367	220	206	-11
其他流动资产	1585	2551	2338	2507	资产减值损失	109	50	50	0
非流动资产	17448	19206	20538	20403	公允价值变动收益	-63	-10	0	0
长期投资	406	525	525	525	投资净收益	-255	100	100	80
固定资产	12405	13680	14251	14310	营业利润	3109	6430	8153	9996
无形资产	1104	2387	3570	3553	营业外收入	97	51	59	69
其他非流动资产	3532	2615	2193	2015	营业外支出	29	27	31	29
资产总计	38034	40203	41806	48929	利润总额	3176	6453	8182	10036
流动负债	9505	11320	7182	7988	所得税	830	1613	2045	2509
短期借款	2531	6039	1500	1500	净利润	2347	4840	6136	7527
应付账款	2140	2786	2811	3054	少数股东损益	-3	65	82	100
其他流动负债	4834	2495	2871	3433	归属母公司净利润	2349	4775	6054	7426
非流动负债	5354	836	1128	630	EBITDA	4419	7623	9471	11200
长期借款	112	512	812	312	EPS (元)	0.78	1.58	2.00	2.46
其他非流动负债	5242	324	316	318					
负债合计	14859	12156	8310	8617					
少数股东权益	361	426	508	608					
股本	3023	3023	3023	3023					
资本公积	5319	5319	5319	5319					
留存收益	14402	19336	24702	31418					
归属母公司股东权益	22814	27622	32988	39704					
负债和股东权益	38034	40203	41806	48929					

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1722	2799	8764	7746
净利润	2347	4840	6136	7527
折旧摊销	943	974	1112	1215
财务费用	367	220	206	-11
投资损失	255	-100	-100	-80
营运资金变动	-2142	-3142	1448	-957
其他经营现金流	-47	7	-38	52
投资活动现金流	-3143	-2614	-2315	-985
资本支出	2857	1380	1215	1065
长期投资	-360	36	0	0
其他投资现金流	-645	-1197	-1100	80
筹资活动现金流	-822	-1285	-5133	-1199
短期借款	-432	3508	-4539	0
长期借款	-35	400	300	-500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-37	0	0	0
其他筹资现金流	-318	-5193	-894	-699
现金净增加额	-2242	-1100	1316	5562

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-4.2%	36.7%	3.3%	9.9%
营业利润	3.5%	106.8%	26.8%	22.6%
归属于母公司净利润	2.8%	103.3%	26.8%	22.7%
获利能力				
毛利率(%)	10.8%	12.4%	14.5%	15.5%
净利率(%)	4.5%	6.8%	8.3%	9.2%
ROE(%)	10.3%	17.3%	18.4%	18.7%
ROIC(%)	9.8%	16.1%	20.3%	23.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	39.1%	30.2%	19.9%	17.6%
净负债比率(%)	17.81%	53.89%	27.82%	21.03%
流动比率	2.17	1.85	2.96	3.57
速动比率	0.96	0.88	1.60	2.22
营运能力				
总资产周转率	1.43	1.81	1.78	1.77
应收账款周转率	32	33	29	29
应付账款周转率	26.61	25.14	22.32	23.15
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.78	1.58	2.00	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.93	2.90	2.56
每股净资产(最新摊薄)	7.55	9.14	10.91	13.13
估值比率				
P/E	48.37	23.79	18.77	15.30
P/B	4.98	4.11	3.44	2.86
EV/EBITDA	27	15	12	10

数据来源：华泰联合证券研究所

#### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

#### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com