

有色金属  
Nonferrous metals

2010 年 4 月 12 日

市场数据 2010 年 4 月 9 日

收盘价	37.3
目标价	45
52 周内高	51.08
52 周内低	14.48
总市值(百万元)	105920.09
流通市值(百万元)	12378.82
总股本(百万股)	3022.83
A 股(百万股)	1635.35
—已流通(百万股)	353.28
—限售股(百万股)	1282.07
B 股(百万股)	0.00
H 股(百万股)	1387.48

一年期收益率比较 (相比沪深 300 指数)



孙凡

+86- 0755 -83025609  
sunfan@jyzq.cn

执业证书编号

孙凡: S0370209110086

相关报告:

《江西铜业 (600362): 产品价格变动对盈利的敏感性分析》 2010 年 3 月 2 日

## 江西铜业 (600362): 套保策略开始走向成熟, 产品价格步入上涨通道

评级: 增持

### 盈利预测表

	营业收入(百万 元)	增长 率	净利润(百万 元)	增长 率	毛利 率	EPS	PE
2008A	53972	31.7%	2197	-47.6%	17.20%	0.76	
2009A	51714	-4.18%	2346	2.81%	21.10%	0.78	46
2010E	71352	33.51%	4523	95.6%	23.20%	1.49	24
2011E	80021	21.10%	5548	21.2%	29.3%	1.84	19

数据来源: 公司公告、金元证券

- 江铜 2009 年度 EPS 0.78 元略为低于我们的预期, 也低于市场的普遍预期。我们分析主要原因是: ① 营业成本率上升 2009 年营业收入同比下降 4% 左右, 而营业成本只同比下降了 2.71%, 这其中勘探成本大幅增加 160.24%, 达到了 1.1 亿元; ② 不符合套期保值会计的商品期货合约平仓损失 2.19 亿元, 相比上年减少 77%, 但依然高于我们的预期; ③ 自产铜精矿 16.7 金属吨, 增长 5%, 产量还是略低于预期, 自产铜精矿是公司的主要利润来源。
- 公司在套保上的损失出现逐年递减趋势, 且套保策略也逐渐趋于成熟, 2009 年度由于铜价单边上涨, 江铜为其存货套保而出现亏损我们认为是正常事件, 2010 年铜价将是高位震荡走势, 以 2009 年年底 LME 铜 7200 美元/吨的价格来计算, 我们认为正常套保的情况下, 2010 年有效套保损失应该在 2 亿元以内, 不过出于谨慎性考虑, 我们还是预计损失与 09 年相当, 约 2.5 亿元。
- 公司主要利润来源: 自产铜精矿未来 2 年内产量增长有限, 只有 5% 左右, 同时在 2010 年铜加工费下降 37% 的情况下, 铜冶炼事实上已经成为不赚钱的业务。未来盈利增长主要还是靠铜、金、银、硫酸等产品价格的上涨。我们预计 2010 年铜、金、银、硫酸的平均价格分别是 50000 元/吨、250 元/克、4000 元/千克、450 元/吨, 铜、贵金属、硫酸价格的上涨将使得公司 EPS 增厚 0.795 元。
- 考虑到 2010 年铜冶炼收入基本是盈亏平衡, 由此将减少约 2.3 亿营业利润, 再加上生产成本和三费的增加, 我们预计江铜 2010EPS 约是 1.495 元。以当前股价计算 2010 年 PE 约是 24 倍, 处于历史估值的中下端水平, 我们将评级从“中性”上调至“增持”。

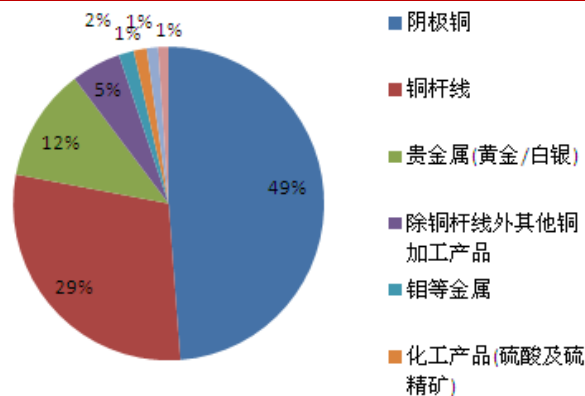
## 江铜 2009 年业绩稍逊预期

根据江西铜业 2009 的年报，营业收入 5,171,465 万元，同比下降 4.18%；实现归属于母公司股东的净利润人民币 234,925 万元，同比增加 2.81%，收入下降而利润增长的主要原因是因为 2009 年度套期保值损失同比减少 77%。基本每股收益为 0.78 元，每 10 股派发现金红利人民币 1.00 元（含税）。

2009 年 LME 铜均价是 5171 美元/吨，相比 2008 年下降 24.93%，在主要产品价格大幅下跌的情况下，公司能取得净利润同比增加 2.81% 的成绩难能可贵。不过 EPS 0.78 元还是略为低于我们的预期，也低于市场的普遍预期。我们分析主要原因是：①营业成本率上升 2009 年营业收入同比下降 4% 左右，而营业成本只同比下降了 2.71%，这其中勘探成本大幅增加 160.24%，达到了 1.1 亿元；②不符合套期保值会计的商品期货合约平仓损失 2.19 亿元，相比上年减少 77%，但依然高于我们的预期；③自产铜精矿 16.7 金属吨，增长 5%，产量还是略低于预期，自产铜精矿是公司的主要利润来源。

江铜的收入主要来自于：阴极铜、铜材加工和副产品（包括硫酸、金、银、钼等稀贵金属）。2009 年各业务收入占比是：阴极铜（49%）、铜材加工（29%）、硫酸（1%）、金银（12%）和钼等稀有金属（1%）。

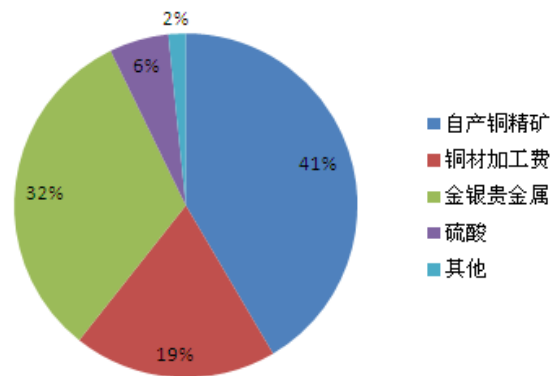
图表 1 江铜 2009 年收入构成



数据来源：公司公告

主营收入中阴极铜和铜材加工占主要部分，稀贵金属和化工产品占比较小，但如果从利润角度来分析，主要的盈利来自于自产铜精矿（41%）、贵金属（32%）、铜材加工（19%）、硫酸（6%）。

图表 2 江铜 2009 年营业利润构成



数据来源：公司公告

### 套保策略逐步走向成熟

江铜的套保策略和头寸一直不对外公布，2008年在铜价大跌的情况下，套保反而损失9.7亿元，作为天然的空头套保商，不赚反亏让市场难以理解，而且对于如此大的亏损江铜也是三缄其口，不愿做太多解释。2008年10月间不断有媒体报道江铜在铜价暴跌的情况下依然在期货市场持有净多头寸从而造成巨大损失。江铜当时发布公告解释是为了锁定本公司铜冶炼及铜加工产品原料的成本，而在期货市场做多。

但是，作为一个冶炼企业不为自身的产品做空头套保，反而为原材料做买入套保，这种做法实在难以认同。好在江铜也意识到了这个问题，2009年年报中公司承认上年的做法并不符合有效套期保值会计的要求。并大幅减少了这类套保头寸。

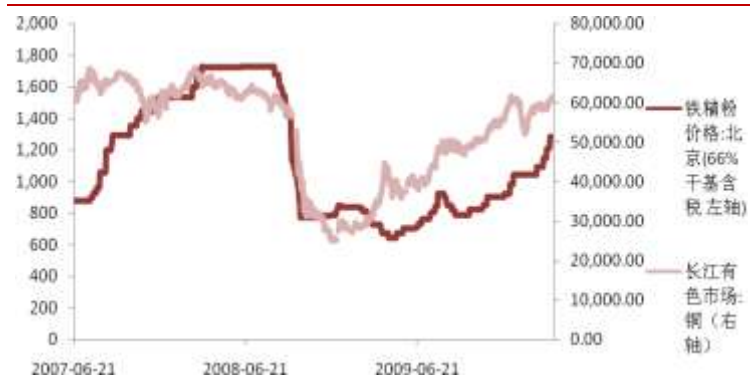
2009年度由于铜价单边上涨，江铜为其存货套保而出现亏损我们认为正常事件，2010年铜价将是高位震荡走势，以2009年年底LME铜7200美元/吨的价格来计算，我们认为正常套保的情况下，2010年有效套保损失应该在2亿元以内，不过出于谨慎性考虑，我们还是预计损失与09年相当，约2.5亿元。

### 主要产品价格步入上升通道

从图2的利润来源可知，铜、金、硫酸等产品的价格走势左右了公司未来的盈利水平，尤其在2010年铜加工费下降37%的情况下，铜冶炼事实上已经成为不赚钱的业务（靠金、银、硫酸等副产品赚钱），所以2010年铜、金、硫酸等产品所贡献的利润占比会更大。可喜的是目前这几种产品的价格都处于上涨通道之中。

LME 铜价于 4 月 6 日达到 8010 美元/吨，一举突破了前期的高点，从走势上看有望突破前期的盘整区间，再上一个台阶。由于自产铜精矿成本不会随着铜价的上涨而上涨，所以在铜价不断创反弹新高的情况下，这部分业务利润提升空间较大。不过 LME 铜价历史最高点是 8940 美元/吨，也就是说目前铜价距离历史最高点也不过 1000 美元左右，即 12.5%，铜价能否创历史新高还需要打个问号。但从目前铁矿石的价格来看，也已经接近 07 年高点，并依然处于上涨趋势中，铜精矿和铁矿都属于供应高度垄断品种，也是我国对外依存度较高的两大品种。未来的高点难以预测，但 2010 年铜价将维持高位震荡走势，我们预测年均价 7300 美元/吨，同比增长 41.17%，根据我们之前的测算，当铜价上涨 1000 元/吨时，EPS 增厚 0.043 元，由此可以测算 2010 年因铜价上涨 EPS 可增厚 0.595 元。

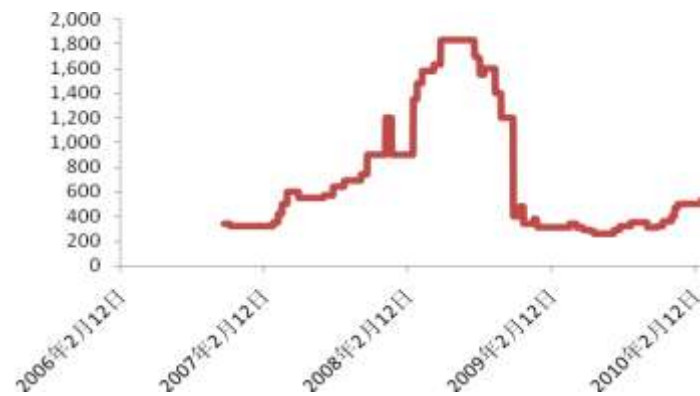
图表 3 铁精粉和电解铜价格走势



数据来源：WIND

硫酸价格从 09 年 4 季度开始就一直处于稳步上涨趋势，目前维持在 500 元/吨的水平，不过相比 08 年的价格不可同日而语。公司 2009 年化工业务营业利润大幅下降 92.12%。不过由于硫酸为副产品，成本低，而且预计公司 2010 年硫酸产量将从 09 年的 225 万吨提高至 231 万吨，硫酸年均价格预计 450 元/吨，由此硫酸业务 EPS 可增厚约 0.12 元。

图表 4: 硫酸(98%)价格走势



数据来源: WIND

金、银等贵金属我们预计 2010 年价格变动幅度不大, 但公司 2010 年黄金产量将从 20 吨提高至 22 吨, 白银产量从 430 吨提高至 460 吨, 由此 EPS 将增厚 0.08 元。

#### 中短期内自产铜精矿产量难以大幅增长

公司目前最大的软肋是自产铜精矿在 1-2 年难以大幅增长, 所投资建设 (改造) 的几大项目都处于初期阶段, 中短期内难以产生收益, 预期 2012 公司自产铜精矿产量才能有大幅增长的空间, 这也将制约公司未来业绩的大幅增长。

图表 5: 江西铜业主要矿山建设项目

项目名称	项目进度	预期收益	产生收益情况	对自产铜精矿的影响
城门山铜矿二期扩建	31.12%	每年产铜精矿含铜 14,816.93 吨, 含硫 25,814.42 吨, 含金 232 千克, 含银 15,142 千克及硫精矿 607,150 吨 (折标硫精矿 703,541.55 吨)	建设期	较大
永平铜矿露天转地下开采技术改造	82.56%	永平铜矿现已探明地下开采的矿石储量为 6,580 万吨, 铜平均品位 0.59%, 铜金属量 39 万吨, 此项目的实施可以充分回收和利用此部分资源	建设期	小
富家坞铜矿露天开采技术改造	82.54%	可延长德兴铜矿服务年限	建设期	小
武山铜矿日处理	95.42%	年产铜精矿含铜 1.28 万吨、	建设期	较大

5000 吨扩产挖 潜技术改造工程			含硫 17.1 万吨、含金 218 千克、 含银 7512 千克		
德兴铜矿扩大 采选生产规模 技术改造工程	33.71%	-		建设期	大
阿富汗铜矿 采矿权的竞标 和开发	-	-		处于项目 论证阶段	大
加拿大北秘鲁 铜业公司股权 的收购	-	-		处于项目 论证阶段	大

数据来源：公司公告

对公司未来自产铜精矿影响最大的是本部德兴铜矿扩建工程，以及海外收购的阿富汗和加拿大铜矿，但这些工程投产预计要到 2012 年，在此之前主要的铜精矿增量来自武山铜矿，但预计 2010 和 2011 年自产铜精矿增长只有 5-8%，增量较小。

### 估值分析

在产品产量难以大幅增加的情况下，公司业绩的提升主要还是来自于产品价格上涨，这其中铜价上涨对 EPS 影响最大，根据上述分析，铜、贵金属、硫酸价格的上涨将使得公司 EPS 增厚 0.795 元。但是，需要考虑到 2010 年铜冶炼收入基本是盈亏平衡，由此将减少约 2.3 亿营业利润，再加上生产成本和三费的增加，我们预计江铜 2010EPS 约是 1.495 元。以当前股价计算 2010 年 PE 约是 24 倍，处于历史估值的中下端水平，由于铜、硫酸等产品价格进入上升通道，且公司套保策略逐步成熟，我们将公司评级从“中性”上调到“增持”。

图表 6: 江铜 PE BAND



数据来源: WIND

**金元证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

**买入:** 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

**增持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

**中性:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

**减持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.