

江西铜业（600362）

报告日期：2010年11月04日

——矿产铜增加+冶炼业务好转 助推2011年业绩增长

基础数据

总股本(亿股)	34.6
流通A股(亿股)	20.8
流通A股市值(亿元)	894.4

公司评级

所属行业	有色金属
公司股价	42.61 元
投资评级	买入

公司市场表现



相关报告

锡业股份(000960)调研报告：长期资源优势明显，中期关注锡冶炼技改带来的业绩杠杆 20100804

基本金属-逆二次探底之风而动；小金属-顺经济转型之势而为——有色金属行业2010年下半年投资策略20100708

有色金属行业研究员：化定奇
 执业证书编号：S0990209090064
 联系电话：0755-83007160
 Email: huadq@vsun.com

事件：

公司近期公布三季报，2010年1-9月实现营业收入572.06亿元，同比增长66.26%，营业利润45亿元，同比增长94.13%，归属于公司股东的净利润33.99亿元，同比增长92.84%，实现EPS 1.12元/股。公司业绩的增长主要原因在于公司主要产品铜价同比大幅上涨。

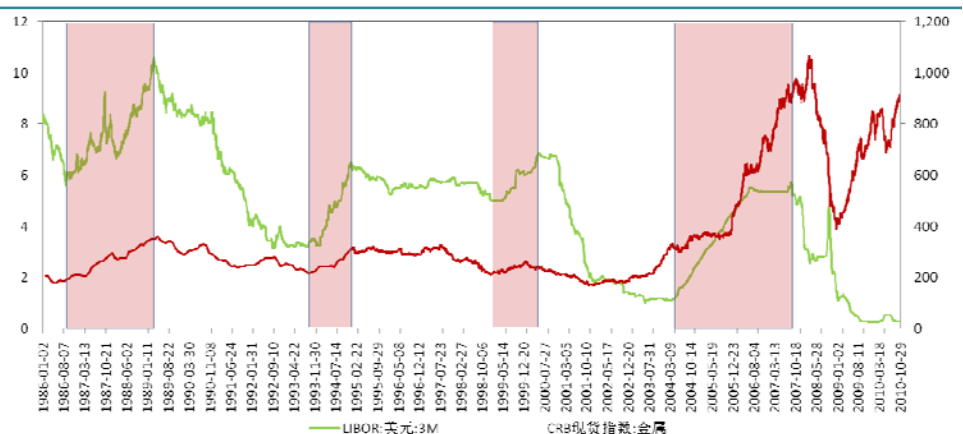
一、我们看好未来两年的铜价表现

1、铜价上涨的宏观逻辑：流动性 & 经济增长

目前全球经济处于缓慢的复苏进程当中，由于欧美等发达国家不敢轻易加息打击脆弱的实体经济，所以长时间的低利率水平为全球带来的一个史无前例的充裕的流动性环境，而且近期美联储二次量化宽松的预期使得大宗商品的价格出现大幅上涨。目前市场的担忧在于，目前流动性宽松的局面已处于极致，中长期来看全球流动性逐渐收缩的是大概率事件，伴随着流动性的收缩，金属价格何去何处？

伦敦美元同业拆借利率（LIBOR）为衡量全球主要经济体之间的流动性指标最重要的指标之一。通过研究LIBOR指数与CRB金属指数之间的走势发现，LIBOR指数与CRB金属指数之间的正相关性较高，也就是说随着LIBOR指数上升，CRB金属指数也随着上升；意味着随着全球流动的紧缩，金属价格也在上涨。从历史的经验来看，流动性的收缩对于金属价格的影响是一个由量变到质变的过程。也就是说，刚开始一两次的流动性收缩政策仅仅会产生短期的影响，并不会改变金属价格的趋势。只有在积累到一定程度时，才会促使金属价格趋势的转变。

图1：LIBOR指数与CRB金属指数



资料来源：wind，英大证券

我们认为其中的逻辑是：全球流动性紧缩将是建立在经济增长较强的前提下，而经济增长则直接导致对金属需求的旺盛，使得金属资源的稀缺性价值得以体现。未来宏观经济的情形假设及对铜价影响的推断：

情形1：经济依然缓慢增长，流动性维持宽裕局面，充裕的流动性将有助于铜价保持强势。

情形2：经济恢复较快增长，流动性开始收缩，较快的经济增长增加对于铜的需求，有助于铜价的上涨。

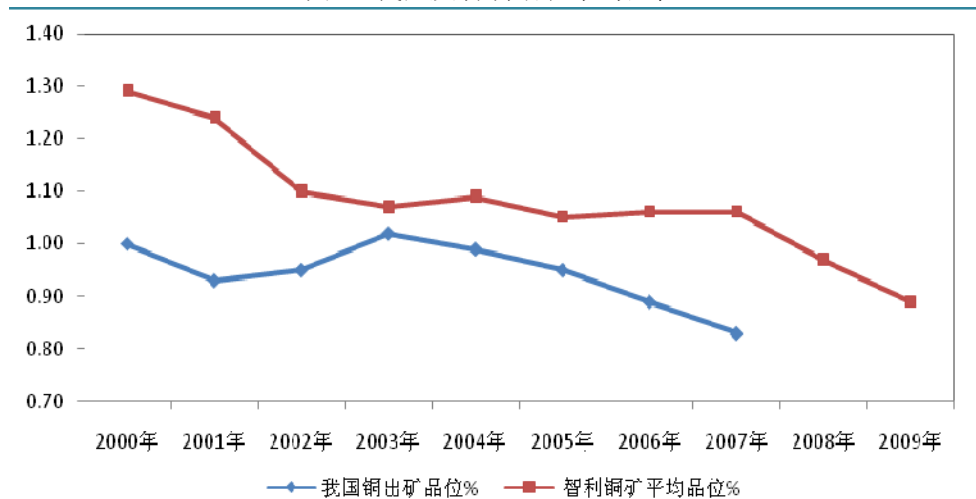
2、铜价上涨的行业因素：供给端受限

国际机构数据显示，全球铜供给增速小于消费增速。WBMS表示，2010年1至8月全球矿山铜产量为1043万吨，同比上升0.68%；而同期全球铜消费量为1290万吨，同比增加5.22%；全球2010年1至8月铜市供应短缺为161,000吨。国际铜业研究组织（ICSG）数据显示，上半年世界精铜的表观消费量同比增长7.3%；但是供应方面，智利铜矿产量同比微涨1.6%，而其他主要铜矿生产国（如秘鲁、美国、澳大利亚和印度尼西亚，占世界铜矿产量25%）产量总共同比下降8%，铜矿产量增幅小于需求增速；ICSG预计2010年全球精炼铜过剩20万吨，2011年将出现40万吨的缺口。所以总体来看，全球范围看未来几年铜矿的供应将处于比较紧张的局面，主要基于两方面的原因：

（1）全球铜矿品位处于下降趋势中

过去10年，全球主要的铜矿供应国智利，铜矿的平均品位由2000年的1.3%左右下降到2009年的0.9%左右；中国铜矿出矿品位也从2000年的1%左右下降到2007年的0.8%左右。近期就有消息称由于矿石品位下降，全球最大铜矿Escondida今年产量将下降5-10%。铜矿产位的下降一方面导致铜精矿含铜量的减少，一方面也导致铜的生产成本上升，从而为铜价提供支撑。

图2：我国及智利铜矿平均品位



资料来源：中国产业分析平台，英大证券

（2）新铜矿的投产还需假以时日

全球的资源勘探活动一直在进行，特别是2002年以来，随着资源价格的不断高企，金属资源勘探的投入也不断增加。总体来说，全球铜资源的勘探还是获得了一定成果，使得全球铜资源储量由1998年的3.2亿吨增加到2009年的5.4亿吨，增加幅度达68.75%；全球的铜资源保障年限也由25年左右上升到目前的35年左右。

但是一般来说，一个矿床从发现到普查、详查、勘探至少需要10年以上时间，才能为矿山企业提供有效的资源依据，接下来的开发、建设到投产过程中也会遇到很多不确定性的因素，期间的周期也需要很长的时间。譬如我国西藏地区的玉龙铜矿早在1966年就已勘探发现，但恶劣的自然环境、落后的交通电力条件，开发资金短缺等因素，直到2005年才开始动工开发，2008年才竣工投产，形成仅1万吨电解铜产能。所以未来2-3年内，随着原有大型铜矿由于品位降低而减少产量，而新的大型铜矿无法提供有效供给的背景下，铜在未来几年的供应将受限。

表1：近年新发现大型铜矿的投产进程

项目	Ministro Hales Mine	PDA Phase II	New Mine Level	Chuquicamata Underground
预计投资(百万美元)	1542	4725	1549	1800
年产能	170000	350000	430000	340000
投产日期	2013	2015	2017	2018
目前进展	可行性研究	可行性研究	可行性研究	可行性研究

资料来源：中期研究院

所以，从铜行业的供需趋势来看，由于目前在产大型矿山的品味下降、部分矿山服务年限到期，而在建大型矿山进展缓慢导致未来两年还不能贡献产量，我们看好未来两年铜价的表现。

二、我们看好公司的理由：矿产铜增加+冶炼业务好转

江西铜业是集采矿、选矿、冶炼、贸易、技术为一体的国内最大的综合性铜生产企业，公司及子公司拥有和控股的优质资产主要包括：德兴铜矿（包括铜厂矿区、富家坞矿区、朱砂红矿区）、永平铜矿、城门山铜矿（含金鸡窝银铜矿）、武山铜矿、东乡铜矿和银山铅锌矿等六座矿山；国内规模最大、技术最先进粗炼及精炼铜冶炼厂——贵溪冶炼厂；江西铜业铜材等六个现代化铜材加工厂；江铜一瓮福化工和江铜集团化工有限公司两家技术先进的硫酸厂。

1、公司矿产资源储量丰富

截至2009年末，公司100%所有权的查明资源储量约为铜金属1131万吨，黄金362吨，银9689吨，钼27.5万吨；伴生硫及共生硫10,899万吨；公司联合其他公司所控制的资源按本公司所占权益计算的金属资源储量约为铜407万吨、黄金42.16吨。按照公司的市值及资源储量比计算，公司远低于其他铜相关上市公司。

2、未来公司铜矿产量将显著增加

2009年公司生产铜精矿含铜16.7万吨，2010年上半年生产铜精矿含铜8.4万吨。目前公司正在加快现有矿山扩建，包括永平铜矿露天转地下开采项目、城门山二期扩建将在年内建成投产；德兴铜矿13万吨扩产工程年底基本完成主体工程建设；银山5000吨/日扩产项目及东铜矿业V号矿体深部开采项目建设正顺利实施。随着这些矿山的逐步投产，公司自产矿将大为增加，预计公司2011年铜矿产量有望达到21万吨左右，较目前产量增加25%左右。另外，公司还积极推进海外矿山项目的建设，阿富汗艾娜克铜矿项目及北方秘鲁铜业公司均在顺利推进，有助于未来公司矿产铜的增加，保障资源的供给，提升公司的盈利水平。

3、2011年铜冶炼业务有望同比回升

公司阴极铜生产能力已经达90万吨/年，为世界级的大型先进铜生产商，2009年生产阴极铜80.2吨。2010年上半年生产阴极铜45.2万吨（含代加工阴极铜），同比增长22.16%。今年以来，由于铜冶炼产能过剩，铜精矿供应紧张，导致铜冶炼加工费持续下降，2010年上半年的TC/RC为46.5/4.65（2009年分别为75美元/吨和7.5美分/磅），现货加工费甚至更低。但是我国淘汰落后产能的进程逐渐加快、铜冶炼加工费过低导致日本等国的冶炼厂关闭、以及近期印度Sterlite Industrie公司（40万吨产能）由于环境问题而被法院判决关闭了全球第九大铜冶炼厂等因素的影响，导致2010年10月份以来现货加工费用大幅上涨。我们判断随着全球政府对节能环保的政策力度逐渐加大，预计2011年铜冶炼业务同比2010年将有所好转。

4、稀贵金属及其他副产品有望继续锦上添花。

公司还是中国最大的黄金、白银及稀散金属及硫酸生产商之一，2010年上半

年公司生产黄金10,414公斤，同比增长4%；白银237吨，同比下降0.84%；钼精矿折合量（45%）2,259吨，同比增长19.7%，稀、贵金属为公司贡献了20%以上的毛利。伴随着美元贬值以及国家加大稀散金属行业的整合，稀、贵金属有望继续为公司的业绩锦上添花。

5、业绩预测及评级。

预计公司2010、2011年EPS分别为1.24、1.72元，对应市盈率分别为35、26倍左右，维持公司“买入”评级。

三、风险提示

- 1、铜价大幅波动风险；
- 2、矿山项目进度不及预期。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买 入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增 持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中 性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回 避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

- ◇ 投资评级分为股票评级和行业评级。
- ◇ 以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

- ◇ 报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准