

分析师: 刘智
 登记编码: S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775
 研究助理: 李泽森
 登记编码: S0730121070006
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

产业布局稳步推进, 下游需求有望改善

——江西铜业(600362)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

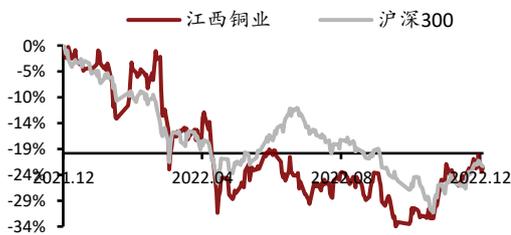
市场数据(2022-12-13)

收盘价(元)	17.56
一年内最高/最低(元)	23.29/15.06
沪深 300 指数	3,945.68
市净率(倍)	0.88
流通市值(亿元)	364.41

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	19.99
每股经营现金流(元)	3.06
毛利率(%)	2.93
净资产收益率_摊薄(%)	6.83
资产负债率(%)	55.83
总股本/流通股(万股)	346,272.94/207,524.74
B 股/H 股(万股)	0.00/138,748.20

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

- 《江西铜业(600362)公司点评报告: 入股第一量子, 布局海外资源》 2019-12-11
- 《江西铜业(600362)公司点评报告: 点评报告》 2013-03-29
- 《江西铜业(600362)公司点评报告: 点评报告》 2012-03-28

联系人: 马崧琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 12 月 14 日

投资要点:

- 公司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, 拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿。截至 2021 年底, 公司 100% 所有权的保有资源量约为铜金属 861.9 万吨, 金 278.5 吨, 银 8138 吨, 钼 20.0 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量约为铜 443.5 万吨、黄金 52 吨。公司控股子公司恒邦股份及其子公司已完成储量备案的查明金资源储量为 150.38 吨。公司拥有贵溪冶炼厂、江西铜业(清远)有限公司、江铜宏源铜业有限公司及浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司四家在产冶炼厂, 其中贵溪冶炼厂为国内规模最大、技术领先的粗炼及精炼铜冶炼厂。公司拥有五座 100% 所有权的在产矿山: 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)、武山铜矿和银山矿业公司。
- 公司具有完整的一体化产业链优势, 现为国内最大的铜加工生产商, 旗下的贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂。公司已形成以黄金和铜的采矿、选矿、冶炼、加工, 以及硫化工、稀贵稀散金属提取与加工为核心业务的产业链。公司年产铜精矿含铜超过 20 万吨; 控股子公司恒邦股份具备年产黄金 50 吨、白银 1000 吨的能力, 附产电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力。公司年加工铜产品超过 160 万吨; 阴极铜产量超过 170 万吨/年; “贵冶牌”阴极铜早在 1996 年于 LME 一次性注册成功, 是中国第一个世界性铜品牌。公司亦是中国铜行业第一家阴极铜、黄金、白银三大产品在 LME 和 LBMA 注册的企业。
- 受铜、金价格下滑影响, 公司三季度盈利有所下降。2022 年公司前三季度营业收入为 3681.59 亿元, 同比增长 9.16%; 实现归母净利润 47.28 亿元, 同比增长 4.92%; 实现扣非归母净利润 38.61 亿元, 同比增长-35.30%。第三季度公司营业收入为 1129.11 亿元, 同比增长 2.22%; 实现归母净利润 12.62 亿元, 同比增长-13.79%; 实现扣非归母净利润 11.04 亿元, 同比增长 45.80%。2022 年第二、三季度, LME3 个月铜期货收盘价均价分别为 9507.48 美元/吨和 7732.62 美元/吨, 第三季度环比下跌 18.67%; COMEX 黄金期货收盘价为 1869.92 美元/盎司和 1726.39 美元/盎司, 第三季度环比下跌 68%。
- 公司产业布局稳步推进。哈萨克斯坦巴库塔钨矿项目基建主体工程进展过半; 江铜(上饶)工业园三个项目主体及配套工程初具规模;

烟台国兴 18 万吨阴极铜改扩建项目明年一季度可实现投产；武铜三期扩建工程、银山矿业 5000 吨/天露转坑项目、江铜清远 10 万吨/年阴极铜改扩建项目均超计划完成进度任务；铜箔公司四期 2 万吨/年电解铜箔改扩建项目开建在即。

- **欧美经济衰退预期增强，国内经济复苏预期增强，预计铜价宽幅震荡。**截至 2022 年 12 月 13 日，美联储共计加息 6 次，美国联邦基金目标区间从 0%-0.25% 上调至 3.75%-4.00%，铜价呈先涨后跌态势，随着美国 10 月和 11 月 CPI 增速均出现超预期回落，美联储放缓加息概率显著增强，为铜价提供一定支撑。但美国、欧元区的 ZEW 经济景气指数和 PMI 从二季度开始逐步回落，10 月美国制造业 PMI 终值为 50.40%，欧元区制造业 PMI 为 46.4%，且现阶段美联储加息仍未结束，明年欧美经济衰退预期不断增强，对海外铜需求造成一定扰动。随着国内房地产、家电利好政策的不断推出和落实、疫情防控措施的不断优化，叠加新能源、光伏、风电等产业对于铜需求的高速增长，国内铜消费有望逐步修复。建议持续关注美国 CPI 数据、美联储会议、国内地产家电等行业复苏进度以及动力电池、光伏、风电等行业的装机情况，把握铜行业阶段性机会。
- **给予公司“增持”投资评级。**预计公司 2022、2023 和 2024 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.74 元、1.81 元和 1.96 元，按照 12 月 13 日 17.56 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 10.10 倍、9.69 倍和 8.96 倍。考虑到美联储加息放缓预期增强、国内疫情防控措施持续优化、下游新能源汽车、储能、光伏、风电产业需求良好以及地产家电等传统行业的需求修复，预计铜下游消费需求将有所修复，但考虑到明年欧美经济衰退预期增强，铜价仍有下行空间，建议关注阶段性反弹机会。目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 地缘政治冲突加剧；(4) 国际矿山争端；(5) 铜、金价格大幅波动；(6) 下游需求不及预期；(7) 公司产能供给不及预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	318,563	442,768	468,536	482,096	498,679
增长比率(%)	32.54	38.99	5.82	2.89	3.44
净利润(百万元)	2,320	5,636	6,019	6,276	6,788
增长比率(%)	-5.92	142.87	6.80	4.27	8.15
每股收益(元)	0.67	1.63	1.74	1.81	1.96
市盈率(倍)	26.20	10.79	10.10	9.69	8.96

资料来源：中原证券

图 1：公司分产品营收（截至 2022 年半年报）



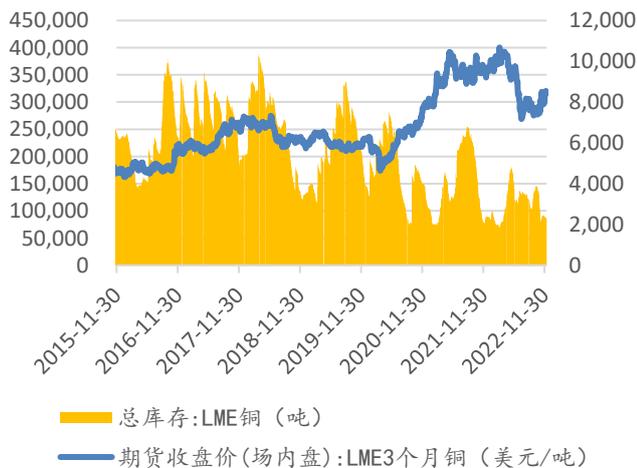
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营收及同比（截至 2022 年三季报）



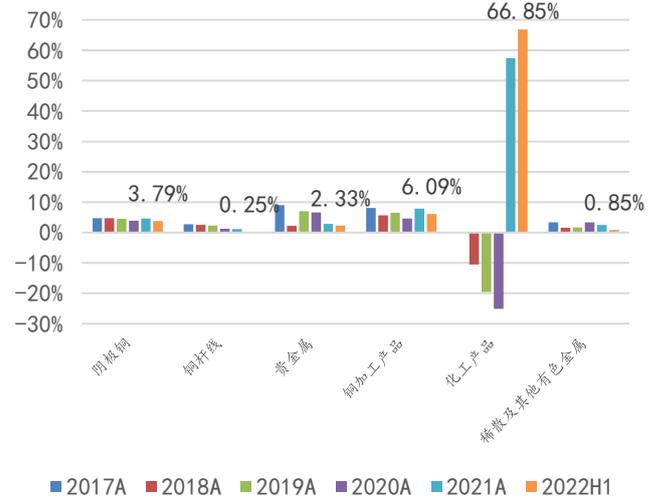
资料来源：Wind，中原证券

图 5：LME 铜价及库存走势



资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司分产品毛利率（截至 2022 年半年报）



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比（截至 2022 年三季报）



资料来源：Wind，中原证券

图 6：SHFE 铜价及库存走势



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	78,106	93,242	100,458	105,404	112,964
现金	25,026	34,831	31,479	35,795	40,931
应收票据及应收账款	4,406	5,160	5,382	5,546	5,979
其他应收款	2,932	3,559	3,938	4,044	4,240
预付账款	1,202	1,737	2,819	2,991	3,185
存货	32,688	36,977	36,521	36,716	38,671
其他流动资产	11,853	10,978	20,320	20,312	19,957
非流动资产	62,776	67,793	68,519	69,255	69,410
长期投资	4,608	5,062	4,826	4,958	5,061
固定资产	22,148	22,447	21,926	22,341	22,441
无形资产	8,027	7,668	7,533	7,647	7,689
其他非流动资产	27,993	32,616	34,235	34,309	34,219
资产总计	140,882	161,035	168,977	174,659	182,374
流动负债	56,273	67,229	70,336	70,586	71,494
短期借款	33,772	33,476	32,650	32,393	32,115
应付票据及应付账款	10,115	11,168	13,786	13,422	13,817
其他流动负债	12,387	22,585	23,900	24,771	25,562
非流动负债	17,749	15,996	16,234	15,066	14,735
长期借款	14,077	11,856	9,224	7,987	6,604
其他非流动负债	3,672	4,140	7,010	7,078	8,132
负债合计	74,022	83,225	86,569	85,652	86,229
少数股东权益	6,949	8,011	8,321	8,645	8,994
股本	3,463	3,463	3,463	3,463	3,463
资本公积	11,126	11,242	11,242	11,242	11,242
留存收益	37,883	43,173	47,460	53,736	60,524
归属母公司股东权益	59,910	69,799	74,086	80,362	87,150
负债和股东权益	140,882	161,035	168,977	174,659	182,374

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,382	9,032	10,432	9,693	9,004
净利润	2,444	5,914	6,329	6,599	7,137
折旧摊销	2,696	2,761	2,076	1,554	1,605
财务费用	2,087	2,023	1,645	1,590	1,540
投资损失	-652	-201	-328	-145	-150
营运资金变动	-8,047	-3,418	-32	-458	-1,997
其他经营现金流	2,855	1,953	741	551	869
投资活动现金流	-303	-3,229	-10,892	-2,489	-1,853
资本支出	-3,473	-2,761	-3,101	-2,144	-1,745
长期投资	2,462	-865	-7,895	-281	128
其他投资现金流	708	397	104	-64	-236
筹资活动现金流	-5,162	1,154	-2,891	-2,889	-2,015
短期借款	-8,348	-296	-826	-257	-278
长期借款	8,819	-2,221	-2,632	-1,237	-1,383
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-538	116	0	0	0
其他筹资现金流	-5,095	3,555	567	-1,395	-353
现金净增加额	-4,279	6,844	-3,352	4,315	5,136

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	318,563	442,768	468,536	482,096	498,679
营业成本	307,266	425,223	454,624	467,305	482,567
营业税金及附加	807	1,153	1,359	1,398	1,446
营业费用	269	367	375	386	399
管理费用	2,032	2,796	2,788	2,868	2,992
研发费用	661	874	937	964	997
财务费用	1,220	1,245	391	790	919
资产减值损失	-855	-1,425	-448	-270	-419
其他收益	143	159	164	169	173
公允价值变动收益	-632	-210	-224	-208	-385
投资净收益	-304	-1,764	328	145	150
资产处置收益	-77	40	28	29	40
营业利润	3,319	7,430	7,912	8,249	8,916
营业外收入	68	67	83	86	87
营业外支出	50	195	181	187	191
利润总额	3,336	7,301	7,814	8,147	8,811
所得税	893	1,387	1,485	1,548	1,674
净利润	2,444	5,914	6,329	6,599	7,137
少数股东损益	123	278	310	323	350
归属母公司净利润	2,320	5,636	6,019	6,276	6,788
EBITDA	8,745	14,483	10,694	10,897	12,055
EPS (元)	0.67	1.63	1.74	1.81	1.96

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	32.54	38.99	5.82	2.89	3.44
营业利润 (%)	3.78	123.88	6.49	4.26	8.09
归属母公司净利润 (%)	-5.92	142.87	6.80	4.27	8.15
获利能力					
毛利率 (%)	3.55	3.96	2.97	3.07	3.23
净利率 (%)	0.73	1.27	1.28	1.30	1.36
ROE (%)	3.87	8.07	8.12	7.81	7.79
ROIC (%)	3.81	7.26	5.18	5.41	5.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.54	51.68	51.23	49.04	47.28
净负债比率 (%)	110.71	106.96	105.05	96.23	89.69
流动比率	1.39	1.39	1.43	1.49	1.58
速动比率	0.71	0.75	0.79	0.85	0.91
营运能力					
总资产周转率	2.31	2.93	2.84	2.81	2.79
应收账款周转率	68.48	94.90	93.26	92.78	90.91
应付账款周转率	41.96	60.26	56.96	57.32	58.06
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.67	1.63	1.74	1.81	1.96
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.40	2.61	3.01	2.80	2.60
每股净资产 (最新摊薄)	17.30	20.16	21.40	23.21	25.17
估值比率					
P/E	26.20	10.79	10.10	9.69	8.96
P/B	1.01	0.87	0.82	0.76	0.70
EV/EBITDA	10.69	6.59	7.64	6.97	5.83

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。