

## 五年再造一个江铜

## 研究结论

● **未来铜价有望震荡中上行。**我们中长期看好铜价走势，认为向下空间有限，6000美元一带有望获得强支撑，而向上不排除创历史新高的可能。理由主要有三：第一，宽松流动性支撑。一方面，欧美央行史无前例的定量宽松货币政策造就当前极其宽松的流动性，造成所有金融资产价格都将水涨船高；另一方面，目前商品市场基金交易额占60%，已进入基金主导的时代。宽松流动性和基金资产配置多元化的需求，将支撑商品价格高位运行。第二，铜基本面依然非常强劲。当前全球精铜的库需比大约20天（3周），虽然较2004—2007年2周的库需比有所提高，但依然低于牛熊分界线4周的水平，且我们预期未来1—3年库需比仍将处于低位。第三，非常重要得一点是，近年来铜的生产成本上升显著。全球精铜的平均生产成本已经从2004年的1560美元/吨上升到2009年的3195美元/吨，上升1倍多。因此尽管当前铜价处于历史高位，但大型铜生产商的毛利率情况并不如2005—2007年高。在目前全球铜供需基本面依然紧张、铜市场供应集中度相当高的情况下，生产商为维持高毛利率，来自成本的持续上涨，将推动铜价的持续上涨。

● **公司未来几年成长性较好：预计未来2年自产铜矿产量增长30%，未来5年包括海外铜矿的投产，权益铜矿产量有望翻番。**我们看好公司的理由主要三点：1) 公司是国内最大的铜业公司，拥有国内铜储量的三分之一，国内铜矿产量的17%以及精铜产量的20%。无论从市值/储量看，还是铜矿自给率看，公司均是国内最具投资价值的铜业公司。2) 公司成长性较高。预期未来2年自产铜矿增长30%，未来5年权益自产铜矿产量有望翻番，将推动公司未来几年利润大幅增长。3) 看好公司附属板块。我们强烈看好未来几年贵金属价格，也非常看好公司的贵金属和稀有金属板块，此外化工板块——硫酸价格正走出行业低谷。

● **首次给予买入投资评级。**我们预测2010年国内铜价、金价、银价和硫酸均价为56000元/吨、260元/克、4.2元/千克和250元/吨，2011年和2012年铜价每年上涨5%，金价和银价每年上涨10%，硫酸价格每年上涨15%。经测算，2010—2012年公司摊薄EPS为1.2/1.48/1.75，（考虑本次权证全部行权因素）对应当前31元股价EPS为25.8/21/17.7倍。参照国内可比新材料上市公司2011年25倍平均PE，我们首次给予江西铜业买入投资评级，目标价37元。

● **风险因素。**1、铜价下跌风险；2、海外铜矿投产进度低于预期；3、国内流动性收缩强于预期，系统性风险导致有色金属估值整体下移。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

徐建花

有色金属行业分析师

8621-63325888×6090

xujianhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121342

张镭

有色金属行业资深分析师

执业证书编号：S0860110060035

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（首次）

股价（2010年9月27日） 31.02元

目标价格 37元

总股本/A股（万股） 346300/79300

A股市值（百万元） 107430

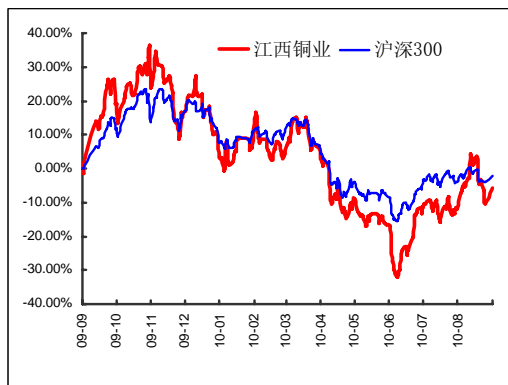
国家/地区 中国

行业 有色金属

报告日期 2010年9月27日

注：股本和市值已经考虑权证行权扩容因素

## 股价表现



资料来源：WIND

## 盈利预测及投资评级

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	-4%	55%	19%	18%
EBITA 同比	-17%	26%	24%	20%
ROE	10.30%	12.62%	13.72%	14.28%
ROIC	9.44%	11.56%	12.76%	13.62%
EPS（元）	0.78	1.20	1.48	1.75
每股净资产（元）	7.55	9.51	10.77	12.25
P/E（X）	39.9	25.8	21.0	17.7
P/B（X）	4.1	3.3	2.9	2.5

注：盈利预测考虑本次权证全部行权因素

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 目 录

<b>行业分析 .....</b>	<b>5</b>
宽松流动性支撑.....	5
供需基本面依然紧张.....	7
铜生产成本上升显著，将推动价格上涨.....	14
<b>公司分析 .....</b>	<b>18</b>
公司基本情况 .....	18
五年再造一个江铜 .....	23
估值假设和盈利预测.....	26
<b>风险因素 .....</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：欧美日央行利率降低至史无前例低位 .....	6
图 2：三月期美元 LIBOR 和 TED 利差仍处于历史极低位 .....	6
图 3：当前基金份额占商品市场交易量达到 60%以上，而 2000 年仅仅为 15% .....	6
图 4：2000 年以来全球铜库存和库需比图 .....	8
图 5：2000 年以来全球铜库存分布结构 .....	8
图 6：2000 年以来全球铜库存和库需比图 .....	8
图 7：前 8 大国家铜矿产量占全球 76%，智利占 1/3 .....	9
图 8：全球前 6 大铜业公司产量占全球 45% .....	9
图 9：过去 5 年全球铜矿产量复合增长率 1.47% .....	9
图 10：过去 5 年智利（占全球产量 1/3）产量陷于停滞 .....	9
图 11：全球第 2-6 名产铜国近年产量情况 .....	10
图 12：全球第 7-12 名产铜国近年产量情况 .....	10
图 13：1990 年以来智利矿业投资额情况 .....	11
图 14：BROOKHUNT 对 2008-2020 年全球铜矿产量预测 .....	11
图 15：BROOKHUNT 对 2008-2020 年全球铜供需预测 .....	11
图 16：2000 年来全球精铜消费复合增长率 2.1% .....	12
图 17：全球精铜消费分布情况 .....	12
图 18：2000 年来中国精铜消费复合增长率高达 15.7% .....	12
图 19：2000 年来印度精铜消费复合增长率高达 10% .....	12
图 20：2008 年全球主要国家人均精铜消费量 .....	13
图 21：主要国家不同人均 GDP 阶段的铜消费量 .....	13
图 22：全球精铜出口分布图 .....	13
图 23：全球精铜进口分布图 .....	13
图 24：2000 年以来国内精铜消费和缺口情况 .....	14
图 25：过去 5 年全球精炼铜生产成本上升 1 倍有余 .....	15
图 26：全球主要地区生产成本均显著上升，尤其是非洲 .....	15
图 27：近 20 年 CODELCO 精铜生产成本走势图，过去 5 年生产成本翻番 .....	15
图 28：近 10 年智利铜矿品位日趋下降 .....	16
图 29：近 20 年 CODELCO 铜矿品位日趋下降 .....	16
图 30：1990 年以来 CODELCO 营业利润率情况 .....	18
图 31：1990 年来 CODELCO 净利率和铜价/生产成本对比图 .....	18
图 32：公司收入结构（2007-2009 年平均） .....	19
图 33：公司毛利结构（2007-2009 年平均） .....	19
图 34：公司自产铜矿和冶炼产量占全国比重 .....	20

图 35：近年自产铜矿产量和冶炼自给率对比 .....	20
图 36：生产流程 .....	22
图 37：2004 年以来公司自产铜矿产量以及 2010-2015 年公司权益铜矿产量预测 .....	23
表 1：智利矿业名义工资增长指数（2006 年初=100） .....	16
表 2：过去 10 年来，智利开采的铜矿平均品位逐年下降 .....	16
表 3：智利前十大铜矿单位劳动效率指数情况（2005=100） .....	17
表 4：截至 2009 年底，公司各矿区资源储量情况 .....	19
表 5：三大铜业上市公司中，江铜的市值/储量最低 .....	20
表 6：公司主要原材料采购模式 .....	20
表 7：公司主要原材料及采购情况 .....	21
表 8：公司主要产品销售模式 .....	22
表 9：国内铜矿未来 2 年扩产计划 .....	24
表 10：公司主要产品未来 3 年价格假设 .....	26
表 11：未来三年公司旗下铜矿产量预测 单位：万吨 .....	26
表 12：未来三年主要产品产量和主要原料采购量预测 .....	26
表 13：未来 3 年国内主要可比有色金属上市公司 PE 预估 .....	27
附表：财务报表预测与比率分析 .....	28

## 行业分析

我们中长期看好铜价走势，认为向下空间有限，6000 美元一带有望获得强支撑，而向上不排除创历史新高的可能。理由主要有三：

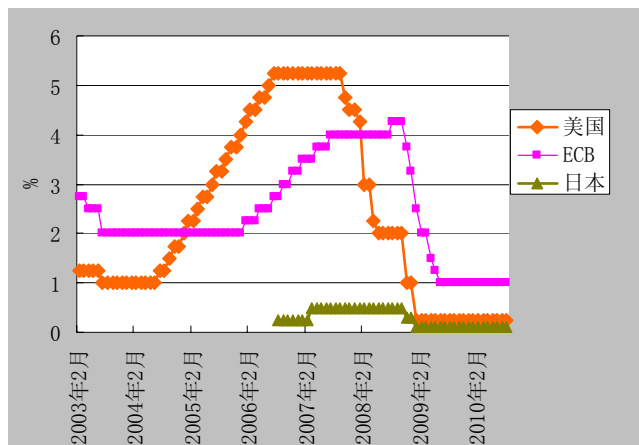
- 第一， 宽松流动性支撑。一方面，欧美央行史无前例的定量宽松货币政策造就当前极其宽松的流动性，造成所有金融资产价格都将水涨船高；另一方面，目前商品市场基金交易份额占 60%，已进入基金主导的时代。宽松流动性和基金资产配置多元化的需求，将支撑商品价格高位运行。
- 第二， 铜基本面依然非常强劲。当前全球精铜的库需比大约 20 天（3 周），虽然较 2004-2007 年 2 周的库需比有所提高，但依然低于牛熊分界线 4 周的水平，且我们预期未来 1-3 年库需比仍将处于低位。一方面，供应增长非常缓慢，过去 5 年全球精铜产量复合增长 1.47%，全球前 10 大铜生产国，有 7 个国家的供应增长陷入停滞，仅有三个国家产量明显增长。从全球最大铜生产国智利的近年矿业投资看，未来几年产量增长依然不容乐观。另一方面，需求增长依然相对稳健。在当前低库存水平下，我们认为只要全球精铜需求年均增速不低于 1.5%，就足以使得全球铜库存处于历史低位。据 IMF 预测，未来几年全球经济增长率有望维持在 3-4%，在这样的经济增速下，我们认为全球精铜需求年均增长率达到 1.5%并不困难。而一旦需求增速超预期，供需矛盾可能再次激化。
- 第三， 非常重要得一点是，近年来铜的生产成本上升显著。全球精铜的平均生产成本已经从 2004 年的 1560 美元/吨上升到 2009 年的 3195 美元/吨，上升 1 倍多。因此尽管当前铜价处于历史高位，但大型铜生产商的毛利率情况并不如 2005-2007 年高。在目前全球铜供需基本面依然紧张、铜市场供应集中度相当高的情况下，生产商为维持高毛利率，来自成本的持续上涨，将推动铜价的持续上涨。

## 宽松流动性支撑

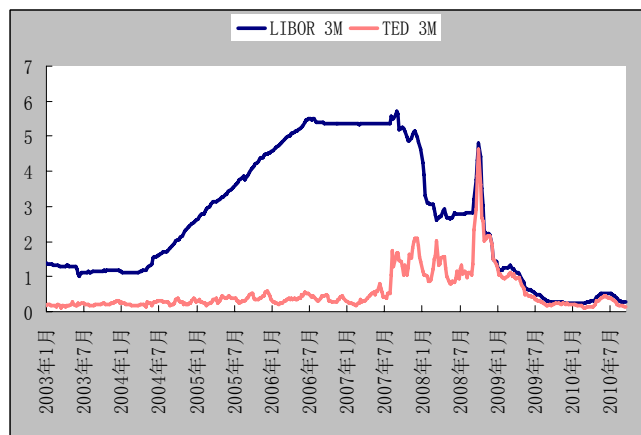
2008 年 10 月金融危机爆发以后，欧美央行开始实施史无前例的定量宽松货币政策，美联储在危机爆发后短短三个月内将基准利率自 2% 下降至创历史新低的 0.25%，欧元区央行将基准利率降低至历史最低 1%，日本央行利率也降至历史最低水平 0.1%，如此低利率自去年 2-3 月已经维持了 1 年半有余，从美联储和欧洲央行近期的标题看，未来 6 个月似乎也没有上升的可能。

史无前例的定量宽松货币政策造就当前极其宽裕的流动性，反映货币资金成本的三月期美元 LIBOR 只有 0.28%，三月期 TED 利差仅 0.15%，均维持在历史极低位。

宽松的流动性使得几乎所有金融资产水涨船高，过去 1 年多来全球股市震荡上升，债券收益率持续走低，商品市场红红火火。

**图 1：欧美日央行利率降低至史无前例低位**


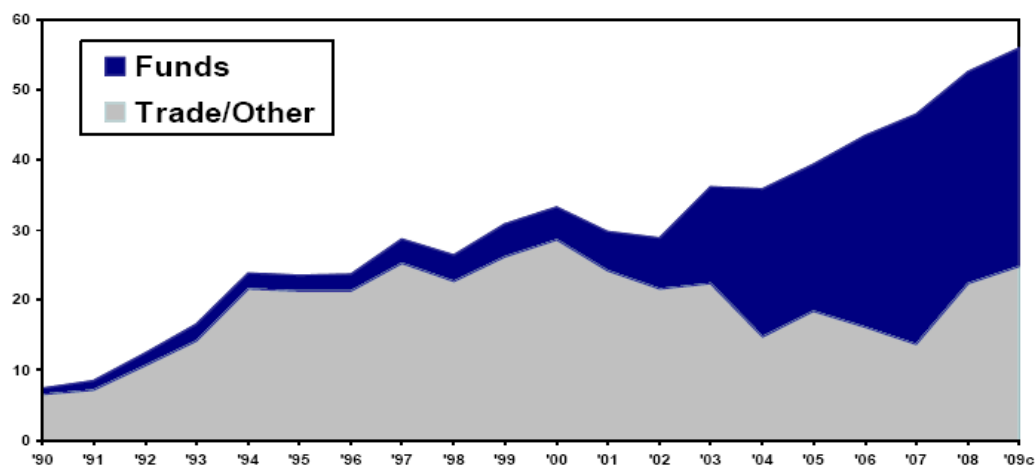
资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

**图 2：三月期美元 LIBOR 和 TED 利差仍处于历史极低位**


资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

值得关注的是，当前商品市场已经进入基金主导的时代。据全球最大的商品经纪公司曼氏金融期货经纪公司（Man Financial Global Commodities Desk）统计，目前基金交易份额已经占到商品市场的 60% 以上，而 2000 年仅为 15%，可见商品市场的定价权已经逐渐步入基金主导的时代。尽管如此，目前投资在商品市场的资金规模占整个金融市场的资金规模仍只有 0.1-0.15%，只要原先配置传统资产的资金，如股票和债券，分出一点点到商品市场，则足以在商品市场掀起波涛海浪，或至少使商品价格维持历史较高位。我们认为商品市场吸引场外资金，未来提升的空间还很大。

我们认为，宽松流动性和基金分散化配置的需求，将支撑商品价格高位运行。

**图 3：当前基金份额占商品市场交易量达到 60% 以上，而 2000 年仅为 15%**


资料来源：MF Global Commodities Desk、东方证券研究所

基金配置商品市场的原因：

- 1、资产分散化配置。2003 年以前，商品市场已经经历了长达 10 多年的熊市，资金逐渐淡忘这一市场，大型金融机构如美林等甚至关闭了商品经纪部门。2004 年以后商品市场进入超级牛市行情，赚钱效应开始显现，资金关注度也日趋提高。投资在商品市场的基金规模，包括指数基金、宏观基金、对冲基金和 CTA 等在内，自 2000 年的 10 亿美元增长到 2008 年的 2000 多亿美元。随着欧美央行定量宽松货币政策的继续推行，全球流动性依然相当宽裕，资金将权衡风险和收益，在各类资产包括股票、债券和商品等市场进行配置。我们认为受益于全球宽松流动性和资产分散化配置，未来投资在商品市场的基金规模有望进一步提高。
- 2、规避通货膨胀。为抵御金融危机，各国央行大量发行货币，实施定量宽松政策以刺激经济回暖，市场随着担心今后可能发生大规模的通货膨胀。买入商品这一实货资产，是规避通货膨胀的最好手段。
- 3、中国和印度——作为全球人口最大的两个国家，占全球人口比例 38%，目前正在经历史无前例的工业化进程，这一进程将消耗大量的商品资源，大宗商品有望进入持续供不应求的状态。这给予基金进入商品市场最扎实的理由。
- 4、 中国和日本，这两个全球外汇储备最大国家，目前持有了最多的美债，为了对外汇储备保值增值，多元化分散投资是一个方向，除了债券，可能会考虑部分投资于股票或者商品市场。

## 供需基本面依然紧张

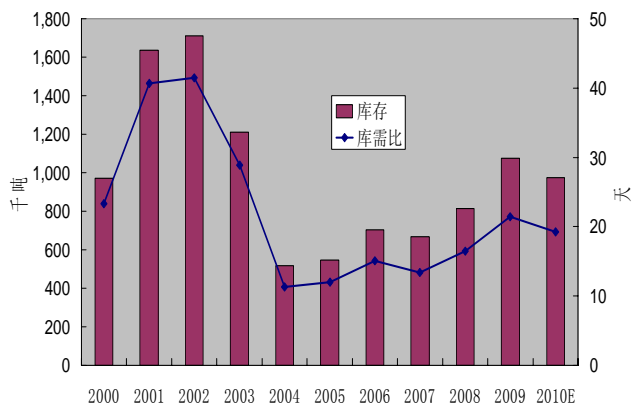
当前全球精铜的库需比大约 20 天（约 3 周），虽然较 2004-2007 年 2 周左右的库需比有所提高，但依然低于牛熊分界线的 4 周水平，且我们预期未来 1-3 年库需比仍将处于低位。一方面，供应增长缓慢，过去 5 年全球精铜产量复合增长 1.47%，全球前 10 大铜生产国，有 7 个国家的供应增长陷入停滞。从全球最大铜生产国智利的近年矿业投资看，未来几年产量增长依然不容乐观。另一方面，需求增长依然相对稳健。在当前低库存水平下，我们认为只要全球精铜需求年均增速不低于 1.5%，就足以使得全球铜库存处于历史低位。我们看到目前中国的铜需求增长依然较为稳健，而印度的工业化进程，铜消费增长才刚刚开始起步。据 IMF 预测，未来几年全球经济增长率有望维持在 3-4%，在这样的经济增速下，我们认为全球精铜需求年均增长率达到 1.5%并不困难。而一旦需求增速超预期，供需矛盾可能再次激化。

## 全球精铜库需比仍处于历史较低位

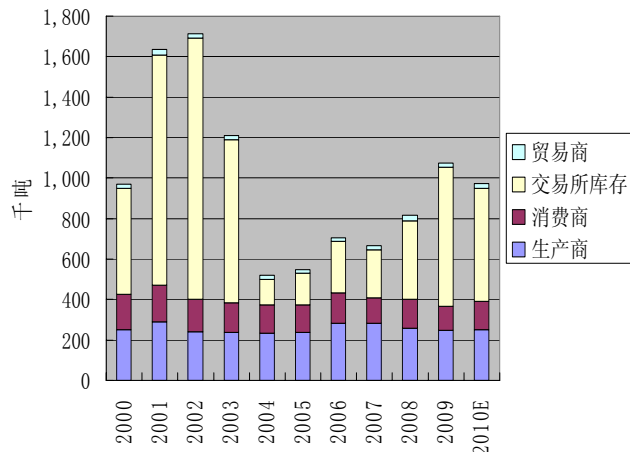
全球精铜库需比自 2002 年的 42 天快速下降至 2004 年底的 12 天，并在 2005-07 年维持在 2 周以内的超低水平，上轮铜的超级牛市应运而生。2008-09 年受金融危机影响，欧美铜需求大幅下降，全球铜库存和库需比有所回升，2009 年底为 21.4 天。2010 年来随着全球经济回暖，需求从底部复苏，库需比趋于下降，目前为 19.2 天，仍低于牛熊分界线 30 天的水平。

通过下文对供需层面的分析，我们预期未来 1-3 年库需比仍将处于低位。

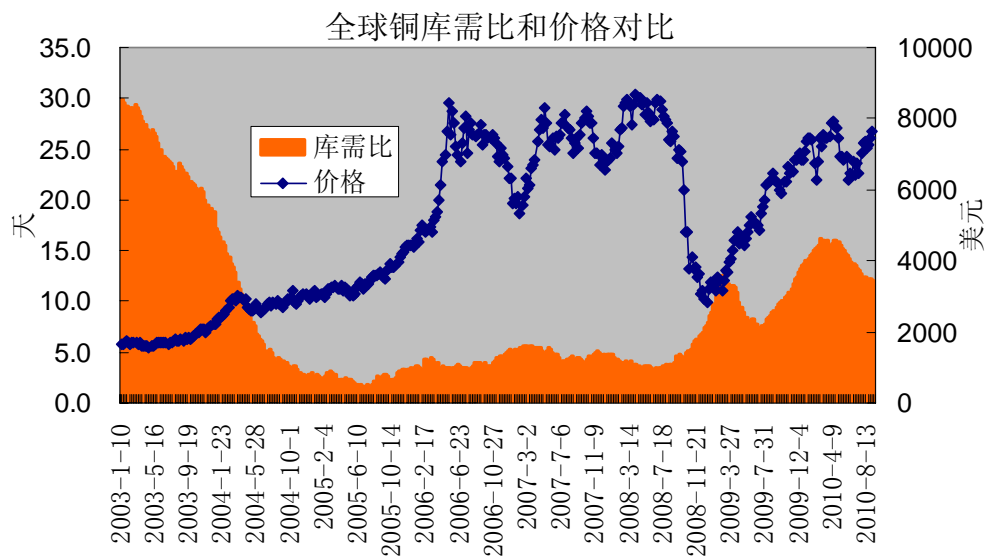


**图 4：2000 年以来全球铜库存和库需比图**


资料来源：Brookhant、库存包括生产商，消费商，贸易商和交易所库存合计，  
东方证券研究所

**图 5：2000 年以来全球铜库存分布结构**


资料来源：公司资料、东方证券研究所

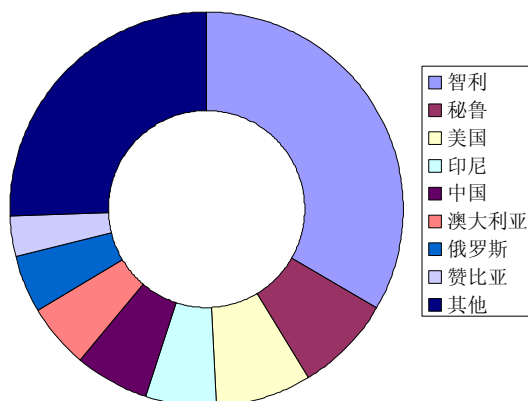
**图 6：2000 年以来全球铜库存和库需比图**


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所，此库需比中的库存仅包括交易所库存

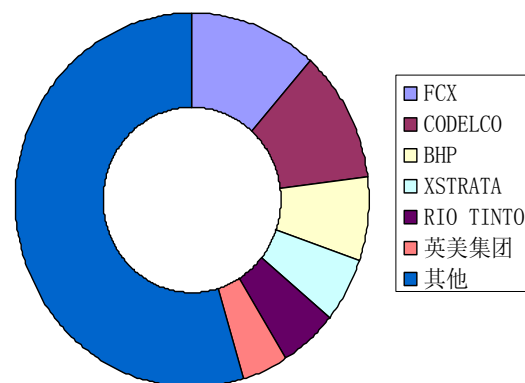
## 全球铜矿产量增长缓慢，且未来几年仍不容乐观

全球铜矿供应集中度很高。按国家来分，智利占全球产量的三分之一，全球前 8 大国家铜矿产量合计占全球 76%。按公司来分，全球前三大公司产量占全球 30%，前 6 大产量占全球 45%。



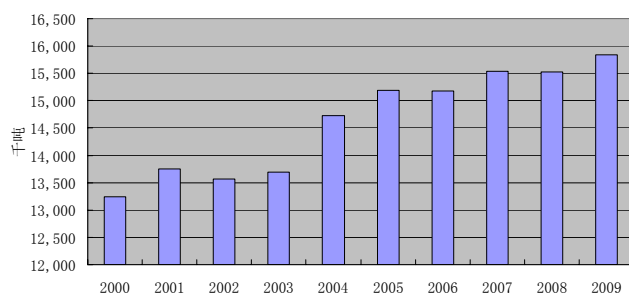
**图 7：前 8 大国家铜矿产量占全球 76%，智利占 1/3**


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

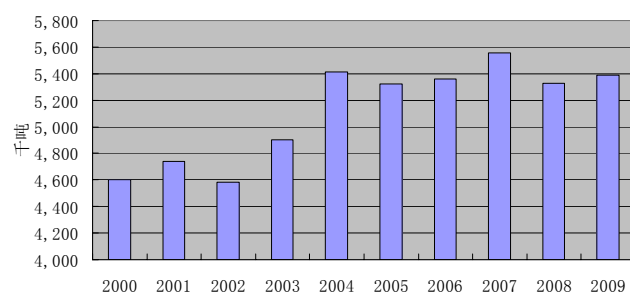
**图 8：全球前 6 大铜业公司产量占全球 45%**


资料来源：公司资料、东方证券研究所

铜矿供应增长缓慢。2000 年以来全球铜矿产量年均复合增长率为 2.01%，2004 年以来的 5 年间复合增长率降至 1.47%。占全球三分之一产量的智利，过去 5 年间，受铜矿品味持续下降和罢工不断等因素，铜矿产量陷于停滞。2004 年该国铜产量 541.25 万吨，2009 年产量只有 538.96 万吨。今年前 7 个月智利铜产量 307.43 万吨，增长依然缓慢，同比增长仅 1.7%，

**图 9：过去 5 年全球铜矿产量复合增长率 1.47%**


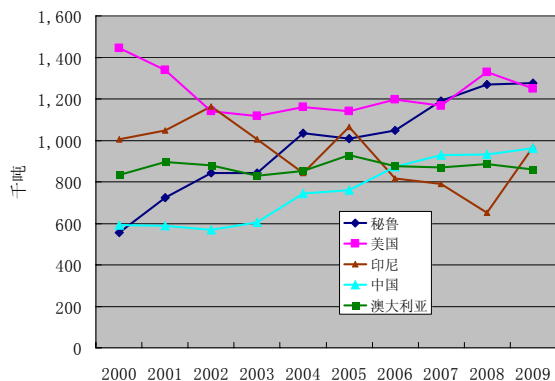
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

**图 10：过去 5 年智利（占全球产量 1/3）产量陷于停滞**


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

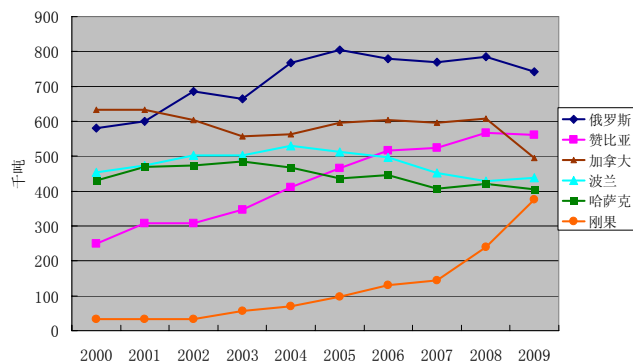
从排名 2-12 名情况看，铜产量增长显著的国家有秘鲁、中国、赞比亚和刚果，这四个国家产量较 5 年前分别增长 23.9 万吨、21.9 万吨、15 万吨和 30.7 万吨，合计增长 91.57 万吨，占同期全球铜矿增量 111.73 万吨的 82%。而其他国家，如美国、印尼、澳大利亚、加拿大、波兰和哈萨克等均处于产量持续下滑或停滞状态。值得注意得是，非洲地区，如赞比亚和刚果，正是生产成本最高的地区，2009 年精铜生产成本超过 4600 美元/吨，2008 年更是超过 4800 美元/吨。

图 11：全球第 2-6 名产铜国近年产量情况



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 12：全球第 7-12 名产铜国近年产量情况

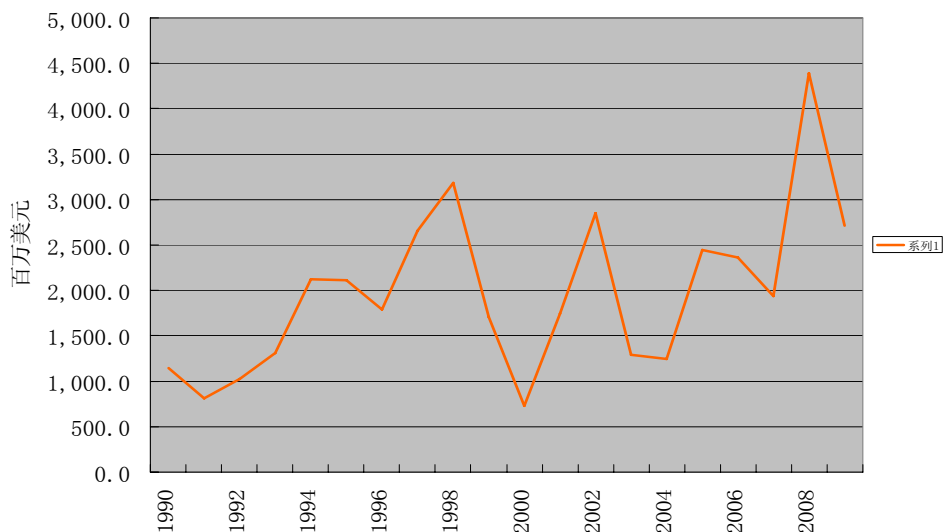


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

据国际铜业协会 ICSG 统计，2010 年上半年全球铜矿产量同比仅小幅增长 0.6%。占全球产量三分之一的智利上半年增长 1.6%，而其他传统产量大国，如秘鲁、美国、澳大利亚和印尼产量均出现下滑，上半年这四个国家产量减少合计 17.5 万吨，降幅达 8%，这四个国家产量合计占全球四分之一。

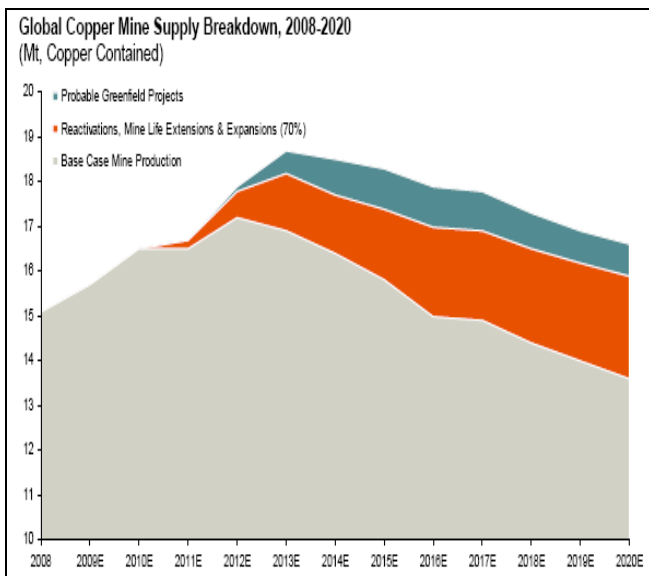
近年智利矿业投资额仍徘徊不前，预示着未来几年智利铜矿产量增长仍不容乐观。从智利过去 20 年矿业投资额情况看，大致可以分为三个阶段：第一，1990-1998 年，投资额快速上升，自 10 亿美元上升到 1998 年 30 亿美元以上，期间伴随着智利大型矿山的陆续投产，如当前单个矿山产量最大的 Escondia 铜矿（年产 120 万吨）以及 Collahuasi 铜矿（年产 50 万吨）。第二，1998-2007 年，陷入 10 年投资低迷期，投资额从未超过 1998 年。正是这 10 年的投资不足，导致近年供应增长缓慢，造就了 2003 年以来铜的超级大牛市，以及当前铜市场依然供需紧张的格局。可以说过去的 10 年，智利并未发现新的大型矿山或大型矿山投产。第三，2008 年，智利矿业投资额出现大幅飙升，高达 40 多亿美元，无奈好景不长，又适逢金融危机，全球信贷紧张导致 2009 年投资额再度下滑至 3000 亿美元以下。

可以说金融危机一方面导致需求受到影响，另一方面供应端的投资也受到冲击。若投资迟迟上不来，相信假以时日，待金融危机对需求的影响日渐消退，供需紧张的矛盾会再次凸现。

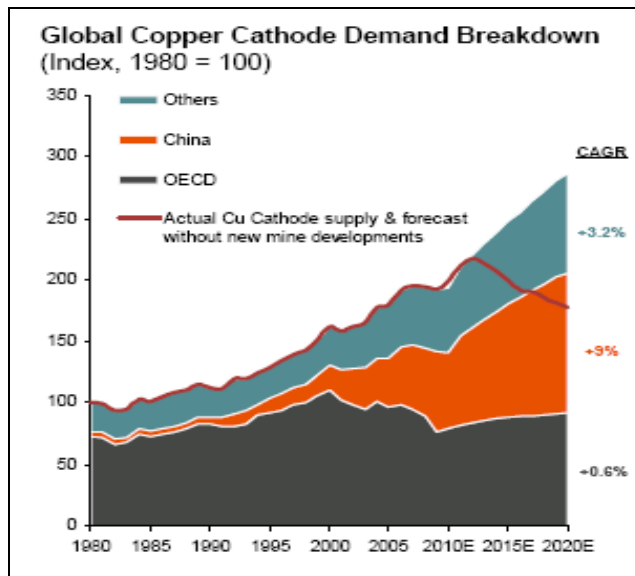
**图 13：1990 年以来智利矿业投资额情况**


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

最后，从长期来看，根据行业权威研究机构 Brookhant 的分析，全球铜矿产量 2013 年恐达到顶峰，之后铜矿产量将步入绝对量下降的态势。主要的原因在于过去 10 多年，全球未发现新的大型铜矿，原有铜矿经过多年开采，品味日趋下降，产量日趋下滑。同样据该机构预测，随着需求稳步增长，2013 年以后可能持续出现供需缺口。届时解决的办法可能有：高价使得需求遭到替代或萎缩，；废铜使用量提高等。

**图 14：BROOKHUNT 对 2008-2020 年全球铜矿产量预测**


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

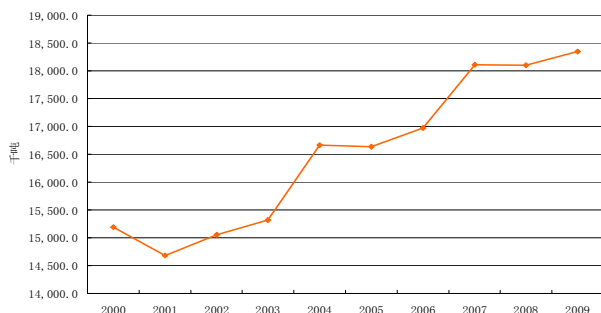
**图 15：BROOKHUNT 对 2008-2020 年全球铜供需预测**


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

## 全球精铜消费依然较为稳健

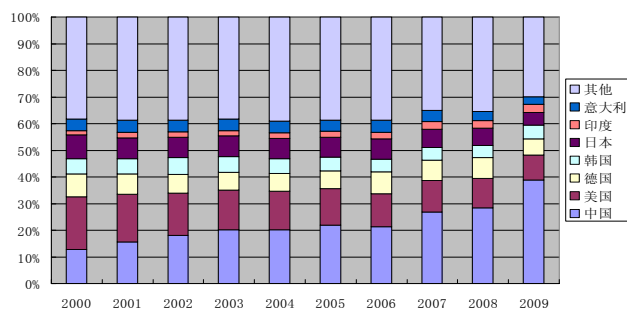
2000 年以来全球铜矿产量年均复合增长率为 2.1%，2004 年以来的 5 年间复合增长率为 1.9%。当前低库存水平下，我们认为只要全球精铜需求年均增速不低于 1.5%，高于铜矿产量的增速，就足以使得全球铜库存处于历史低位。据 IMF 预测，未来几年全球经济增长率有望维持在 3-4%，在这样的经济增速下，我们认为全球精铜需求年均增长率达到 1.5% 并不困难。我们看到目前中国的铜需求增长依然较为稳健，而印度的工业化进程，铜消费增长才刚刚开始起步。

图 16：2000 年来全球精铜消费复合增长率 2.1%



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 17：全球精铜消费分布情况

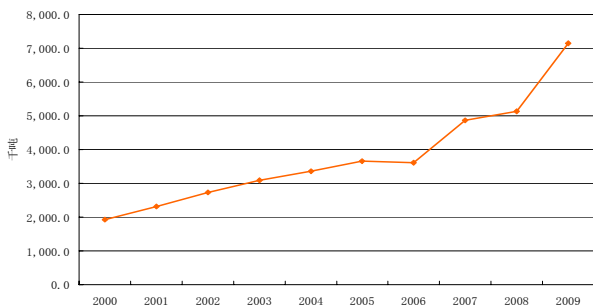


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

中国在精铜消费市场一枝独秀。2000 年以来复合增长率高达 15.7%，自 2000 年不到 200 万吨上升至 2009 年超过 700 万吨，在全球消费市场的份额自 2000 年的 12.7% 上升至 38.9%。其他发达国家地区的精铜消费比例持续下滑，如日本、韩国、美国和德国等。需要指出的是，中国精铜的表观消费量虽然占了近全球的 40%，但部分精铜通过成品方式出口至国外，例如占精铜消费 5% 以上的空调市场，2009 年我国生产 8100 万台空调，出口超过 3000 万台。

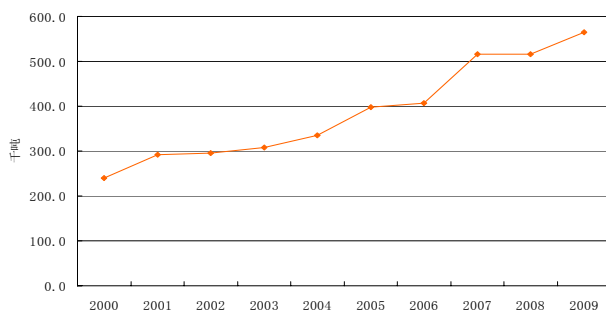
另外值得注意得是印度，虽然目前精铜消费总量较小，但增长也相当快，过去 9 年复合增长率高达 10%，目前精铜消费总量不到 60 万吨，从人均铜消费量对比看，印度的精铜消费才刚刚开始起步。印度拥有全球第二大人口，目前人均铜使用率仅 0.5 公斤，较世界平均水平低 82%，较中国人均用量低 87%。我们预计随着印度经济的增长，工业化进程的展开，印度精铜消费的成长空间很大。

图 18：2000 年来中国精铜消费复合增长率高达 15.7%

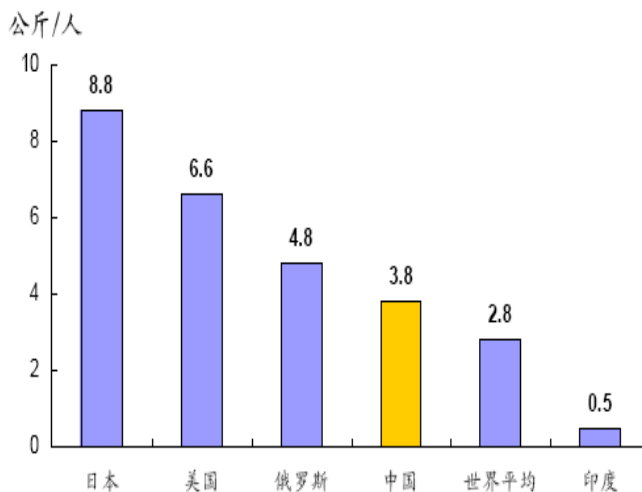


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

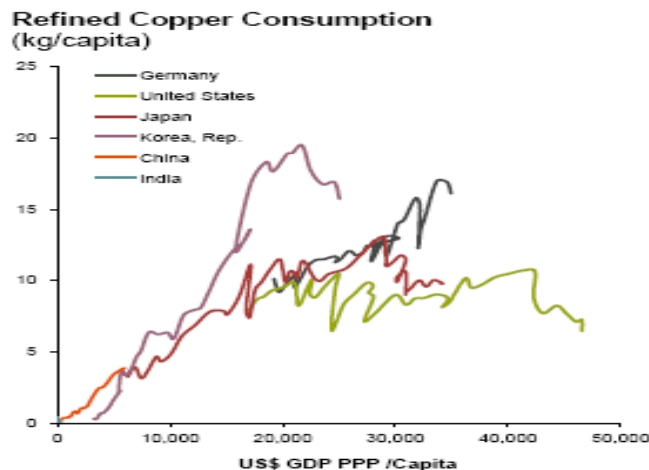
图 19：2000 年来印度精铜消费复合增长率高达 10%



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

**图 20：2008 年全球主要国家人均精铜消费量**


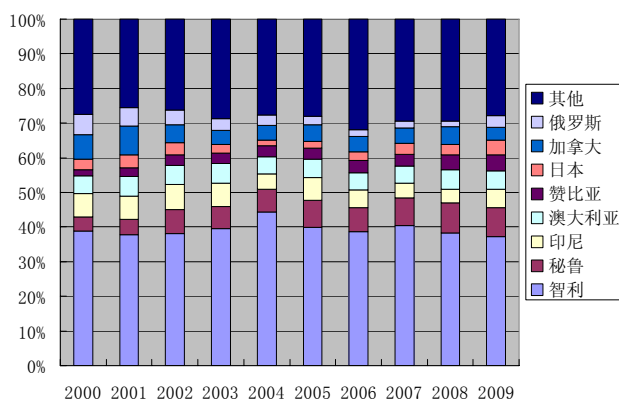
资料来源：Brookhant、东方证券研究所

**图 21：主要国家不同人均 GDP 阶段的铜消费量**


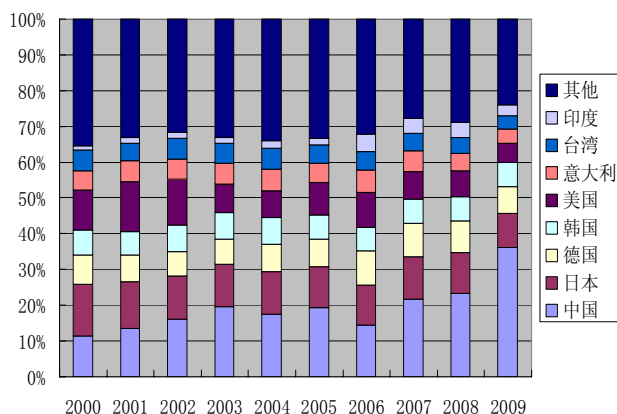
资料来源：BHP、东方证券研究所

## 全球精铜进出口格局

全球精铜出口国分布高度集中，前五名占出口总量的 60%，分别为智利、秘鲁、印尼、澳大利亚和赞比亚，其中智利精铜出口占全球比重近 40%。全球精铜进口国也高度集中，前五名占进口总量的 65%（2008 年为 57%，中国为 23.4%），分别是中国、日本、德国、韩国和美国，其中中国精铜进口占全球近 30%（2009 年为 36%，受中国国储国内外收购铜以及 4 万亿投资激励大幅增加进口）。

**图 22：全球精铜出口分布图**


资料来源：智利 2009 年铜业年鉴、东方证券研究所

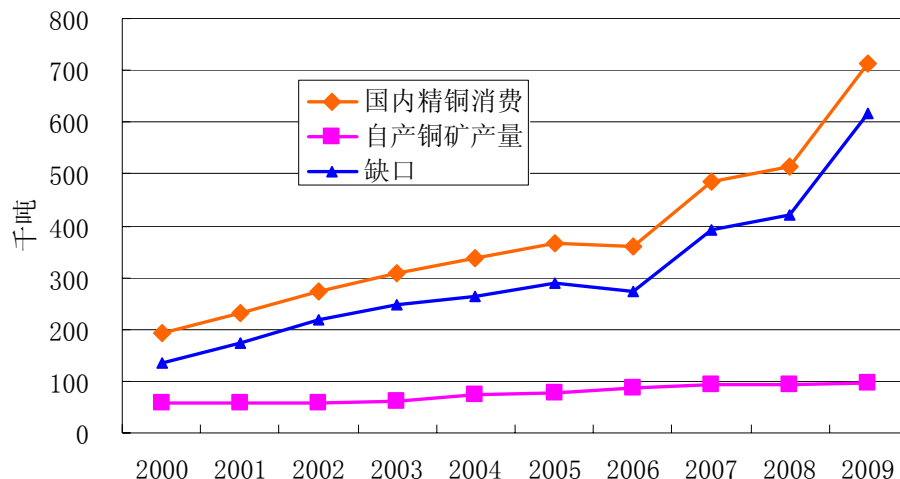
**图 23：全球精铜进口分布图**


资料来源：智利 2009 年铜业年鉴、东方证券研究所

下面这个图更好的显示中国对铜（包括精铜、铜精矿和废铜进口冶炼的精铜）需求和缺口，中国精铜消费自 2000 年的不到 200 万吨上升到 2009 年超过 700 万吨，增加 500 万吨，期间国内自产铜

精矿 60 万吨增加到 90 多万吨，增幅不到 50 万吨，除了国内收购废铜部分转换成精铜，其余绝大部分近 400 多万吨通过进口满足。

**图 24：2000 年以来国内精铜消费和缺口情况**

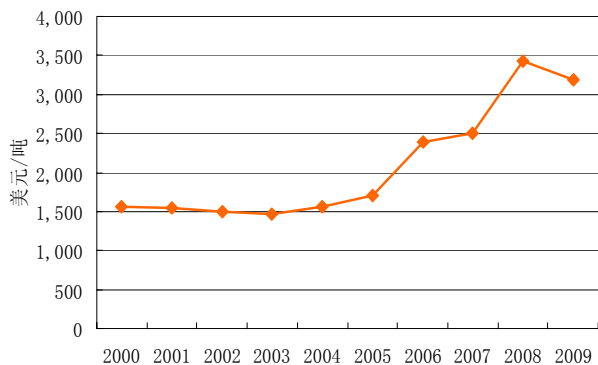


资料来源：东方证券研究所

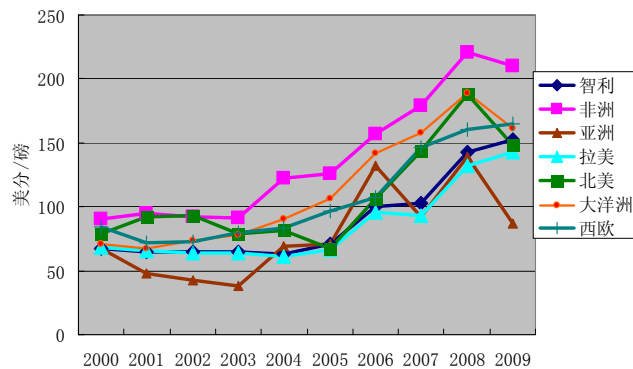
## 铜生产成本上升显著，将推动价格上涨

近年来铜市场，除了价格经历大起大落后，又再次回到历史高点之外，非常重要得一点是，精铜的生产成本显著增长。全球精铜的平均生产成本已经从 2004 年的 1560 美元/吨上升到 2009 年的 3195 美元/吨。尤其是近年来产量增长最快的非洲地区，包括赞比亚和刚果等，也是成本上升最为显著的地区，2009 年非洲生产成本超过 4500 美元/吨。另外产铜最多的拉美地区，包括智利和秘鲁，占全球铜矿产量 40%，成本一直稳中有升，即使 2009 年全球其他地区生产成本下降，它依然在上升。

因此尽管当前铜价处于历史高位，但大型铜生产商的毛利率并不如 2006、2007 年高。我们认为，在目前全球铜供需基本面依然紧张，铜市场供应集中度仍相当高的情况下，生产商为维持高毛利率，来自成本的持续上涨，将推动铜价持续上涨。

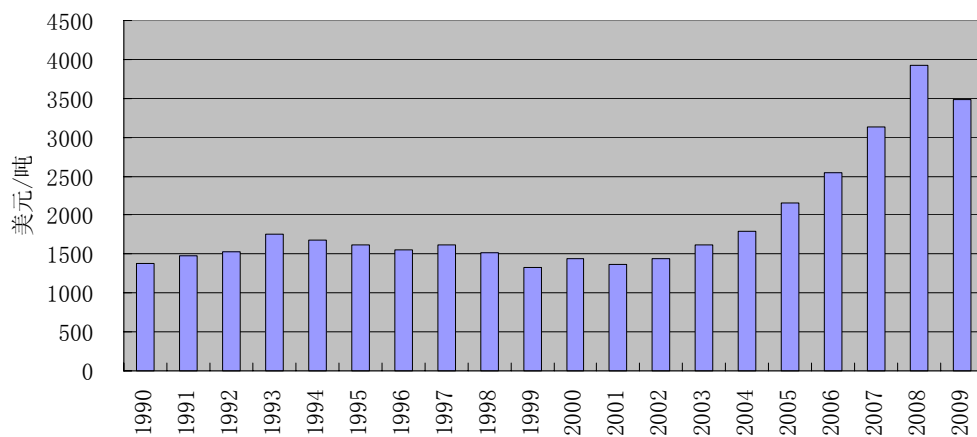
**图 25：过去 5 年全球精炼铜生产成本上升 1 倍有余**


资料来源：Brookhant, 东方证券研究所

**图 26：全球主要地区生产成本均显著上升，尤其是非洲**


资料来源：Brookhant, 东方证券研究所

下面以全球最大铜业公司智利 CODELCO 为例，该公司年产铜矿（铜金属含量）170 多万吨，占全球铜矿产量 10%以上，过去 5 年精铜生产成本也翻番。在 1990-2003 的长达近 15 年间，CODELCO 精铜生产成本一直维持在 1500 美元上下，然后进入 2004 年以后，生产成本直线上升，从 2004 年的 1792 美元上升到 2008 年最高达到 3924 美元，上涨近 120%。2009 年下降 11%至 3480 美元。但据最新披露的 2010 上半年经营情况看，生产成本再次上升至 3900 美元以上。

**图 27：近 20 年 CODELCO 精铜生产成本走势图，过去 5 年生产成本翻番**


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

全球精铜生产成本上升显著，主要原因在于以下几点：第一，铜价上涨抬高劳工谈判中工人要求的价码，工人工资逐年上涨；第二，原材料投入成本上升，包括电力、辅料等价格近年持续上涨；第三，铜矿品味逐年下降，过去近 10 年，全球未发现大型铜矿，原有铜矿经过多年开采品味日趋下降；第四，汇率升值等因素。

我们以智利为例——铜产量占全球三分之一，该国精铜的完全生产成本自 2004 年的 1388 美元上升到 2009 年的 3370 美元，上升幅度高达 142%。主要原因有下面几点：



第一，智利矿业工人工资上涨，以及原辅材料价格上涨。下图以智利矿业工资 2006 年初为基数，到 2009 年已经上升了 31.46%，如果以 2004 年为基数，则名义工资上升 45.5%。另外 2004-2008 年全球大宗商品正经历历史无前例的大牛市，其他原辅材料价格都处于上升过程。还有电力成本，价格也逐年提高。

**表 1：智利矿业名义工资增长指数（2006 年初=100）**

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
69.85	73.18	76.56	83.49	90.33	98.80	104.89	112.99	126.52	131.46

资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

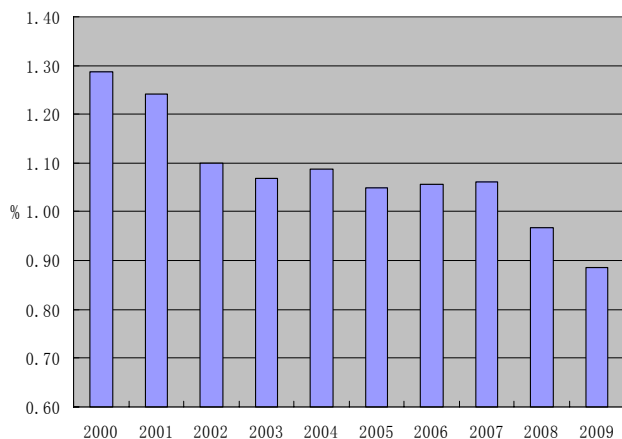
第二，智利铜矿品位逐年下降。近 10 年来，智利开采的铜矿品位自 2000 年的评价 1.29%，下降至 2009 年的 0.89%，下降幅度高达 31%。以 CODELCO 为例，下降幅度就更为明显。CODELCO 开采的铜矿品位自 20 年前的平均 1.34% 下降至 2009 年的 0.83%，降幅高达 38%。

**表 2：过去 10 年来，智利开采的铜矿平均品位逐年下降**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
火法	1.38	1.34	1.22	1.18	1.21	1.17	1.19	1.18	1.07	0.99
湿法	1.13	1.10	0.95	0.92	0.89	0.84	0.83	0.91	0.88	0.81
智利平均	1.29	1.24	1.10	1.07	1.09	1.05	1.06	1.06	0.97	0.89

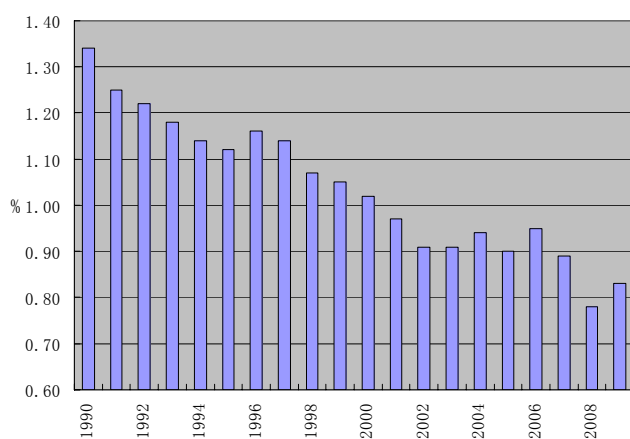
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

**图 28：近 10 年智利铜矿品位日趋下降**



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

**图 29：近 20 年 CODELCO 铜矿品位日趋下降**



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

3、单位劳动效率下降。单位劳动效率即单位精铜产出消耗多少工时，日趋下降的原因主要有二：第一，铜矿品味日趋下降，导致生产同样产量的精铜，需要开采更多的原矿石；第二，铜价处于历史高位，工人罢工，设备持续运作出现故障概率加大，两方面原因导致智利过去几年劳动效率下降。

**表 3：智利前十大铜矿单位劳动效率指数情况（2005=100）**

铜矿	2005	2006	2007	2008	2009
Codelco	100		87.9	78.4	88.3
Escondida	100	97.1	111.6	87.9	75.6
Collahuasi	100	97.1	83.0	63.4	60.9
Pelambres	100	96.5	79.0	85.5	76.6
Anglo American Chile *	100	95.6	90.8	81.5	N/D
Candelaria	100	101.3	105.5	92.2	70.9
El Abra	100	102.6	75.3	64.3	56.6
Zaldívar	100	119.1	110.8	98.4	98.2
Cerro Colorado	100	120.4	100.4	93.4	N/D
Quebrada Blanca	100	100.3	97.0	88.0	107.3
前十大铜矿	100	98.9	97.8	82.6	N/D

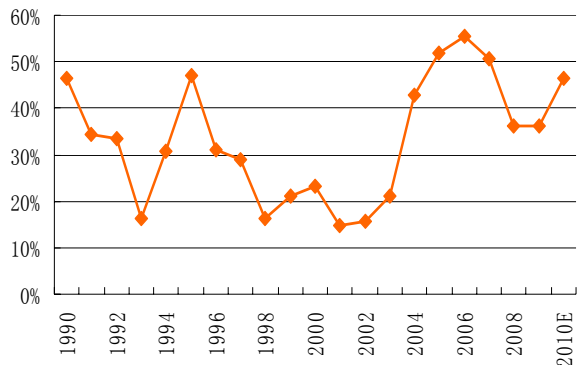
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

因此尽管当前铜价处于历史高位，但由于成本的持续上升，大型铜生产商的毛利率还不如 2005-2007 年期间高。我们下图采集到得是 CODELCO 完全生产成本数据，对应得是营业利润率情况（毛利率=营业利润率+三项费用率），即使 2010 年 LME 铜均价达到 7000 美元，预计 CODELCO 的营业利润率为 46%，较 2007、2008 年的 36% 有所提高，但仍低于 2005-2007 年的 52%、55% 和 51%。净利率的预测结果情况类似。

我们对于 6000 美元预期获得强支撑的逻辑来自于：如果铜均价位于 6000 美元或以下，则按照目前 CODELCO 的生产成本，则营业利润率将低于 2008、2009 年的 36%，我们认为在供需基本面趋于好转情况下，这种情况发生可能性较小。

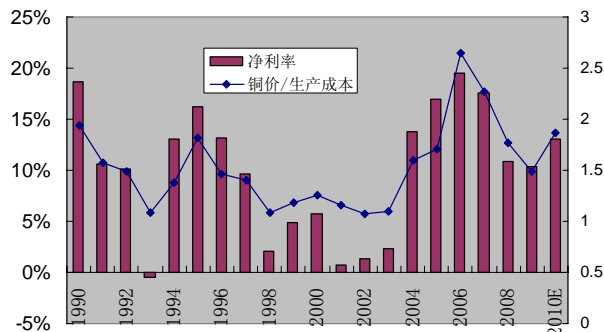
我们认为，在目前全球铜供需基本面依然紧张，铜市场供应集中度仍相当高的情况下，生产商为维持高毛利率，来自成本的持续上涨，将推动铜价持续上涨。因此中长期我们非常看好铜价走势，认为向下空间有限，6000 美元一带有望获得强支撑，而向上不排除创历史新高的可能。

图 30：1990 年以来 CODELCO 营业利润率情况



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、10 年铜价预测 7000 美元，东方证券研究所

图 31：1990 年来 CODELCO 净利率和铜价/生产成本对比图



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

## 公司分析

### 公司看点

公司是国内最大的铜业公司，拥有国内铜储量的三分之一，国内铜矿产量的 17%以及精铜产量的 20%。无论从市值/储量看，还是铜矿自给率看，公司均是国内最具投资价值的铜业公司。

未来几年成长性高。未来 2 年自产铜矿增长 30%，未来 5 年权益自产铜矿产量有望翻番，将推动公司未来几年利润大幅增长。

看好公司附属板块。我们强烈看好贵金属和稀有金属板块，受益于未来价格持续向好，此外化工板块——硫酸价格正走出行业低谷。

### 公司基本情况

#### 储量国内最大，自产铜精矿和精炼铜产量最大

公司成立于 1997 年，在香港联交所、上海证券交易所上市。目前总股本 30.22 亿：H 股 13.87 亿，大股东江铜集团 12.82 亿，流通 A 股 3.53 亿。另外 2008 年 1 月发行 68 亿元可转债派送了 17.612 亿认股权证，认股价 15.33 元，目前已经到期可以行权。全部行权后将增加 A 股流通盘 4.403 亿股，即 A 股流通盘扩至 7.93 亿股，总股本 34.62 亿股。

公司拥有国内铜储量最多。截至 2009 年 12 月 31 日，江西铜业 100%所有权的查明资源储量中，约包含铜 1,131 万吨（约占全国铜金属储量的 1/3），黄金 362 吨，银 9,689 吨，钼 27.5 万吨，伴生硫及共生硫 10,899 万吨。发行人联合其他公司所控制的海外资源权益储量中，约包含铜 407 万吨、黄金 42 吨，银 66.4 吨。国内外合计权益储量：铜 1538 万吨，黄金 404 吨，银 9755 吨，钼 27.5 万吨。

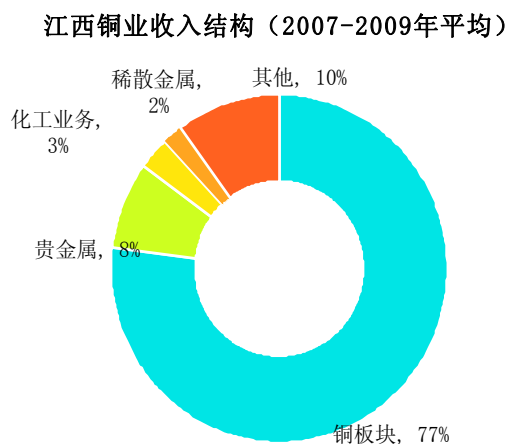
公司是国内最大的精炼铜、铜矿厂商，也是最大的稀散金属生产厂商之一。2009 年公司阴极铜生产能力已经达 90 万吨/年，为世界级的大型先进铜生产商，2009 年生产阴极铜 80.2 万吨；自产铜精矿 16.7 万吨；黄金 20 吨、生产白银 430 吨；铜材产量 48.4 万吨；硫酸 225 万吨、硫精矿 163 万吨。公司还是国内最大的稀散金属生产厂之一，2009 年生产标准钼精矿（平均品位 45%）4,166 吨、硒产品约 329 吨、铼酸铵 2,786 千克、精碲 50 吨、精铋 800 吨。

**表 4：截至 2009 年底，公司各矿区资源储量情况**

矿区名称	股权比例	铜（万吨）	金（吨）	银（吨）
德兴铜矿铜厂矿区	100%	282.7	117.0	698.0
德兴铜矿富家坞矿区	100%	246.9	26.7	1644.4
德兴铜矿朱砂红矿区	100%	120.3	2.5	173.0
永平铜矿	100%	95.5	12.0	1759.0
武山铜矿	100%	108.5	33.1	759.3
城门山铜矿	100%	179.0	68.7	3055.1
东同矿业	100%	16.6	0.1	222.0
银山矿	100%	81.3	102.3	1378.1
<b>境内合计</b>		<b>1130.8</b>	<b>362.4</b>	<b>9688.8</b>
阿富汗艾娜克铜矿	25%	1100.0		
北秘鲁铜矿	40%	330.0	105.4	166.0
<b>境外合计（权益储量）</b>		<b>407.0</b>	<b>42.2</b>	<b>66.4</b>
<b>合计</b>		<b>1538</b>	<b>404</b>	<b>9755</b>

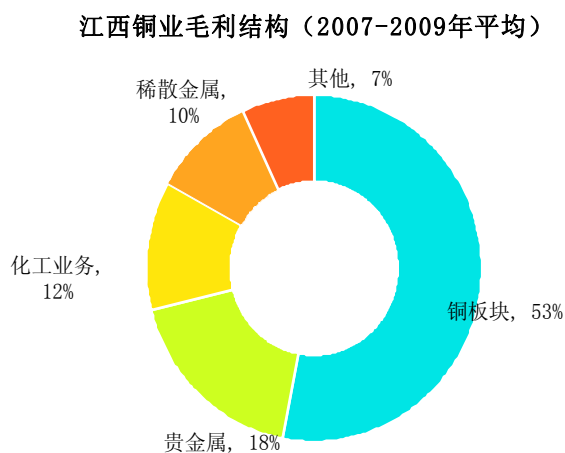
资料来源：公司资料，东方证券研究所

**图 32：公司收入结构（2007-2009 年平均）**

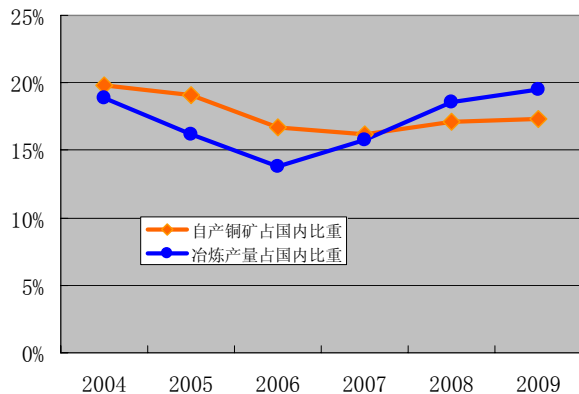


资料来源：WIND、东方证券研究所

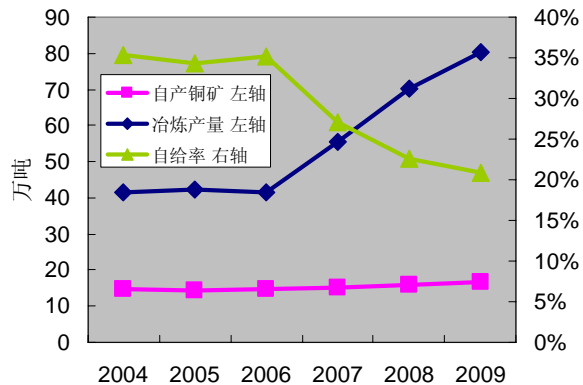
**图 33：公司毛利结构（2007-2009 年平均）**



资料来源：WIND、东方证券研究所

**图 34：公司自产铜矿和冶炼产量占全国比重**


资料来源：公司资料、东方证券研究所

**图 35：近年自产铜矿产量和冶炼自给率对比**


资料来源：公司资料、东方证券研究所

**表 5：三大铜业上市公司中，江铜的市值/储量最低**

	铜储量 万吨	股本 亿股	市价 元	市值 亿元	市值/储量 元/吨	自产铜矿 万吨	冶炼 产量	自产铜矿/ 冶炼产量
江西铜业	1538	34.62	31	1073	6978	17.2	90	19%
铜陵有色	198	12.94	16.8	217	10979	5	83	6%
云南铜业	120	12.57	21	264	21998	6	35	17%

资料来源：Wind、东方证券研究所，江铜的股本以权证行权完毕扩容后的股本计算，市价以 2010-9-27 日收盘价为基准

## 经营模式——采购、生产和销售模式简介

### 1、采购模式

公司铜冶炼的主要原材料包括铜精矿和废杂铜，2008 年以前还采购较大比例的阳极铜，具体的采购模式和数量见下表：

**表 6：公司主要原材料采购模式**

产 品	采 购 渠 道	采购方式	定价原则
铜 精 矿	国 内 外 采 购	由江西铜业贸易事业部统一采购，其中国外采购比例约 90%。铜精矿采购中长单比例约 90%。2010 年上半年进口铜精矿 12 万吨，国内采购 2 万吨。	国际采购参照 LME 铜价，扣减 TC/RC；国内采购参照上海金属交易所铜价，85-90%比例

废杂铜	国内采购	由江西铜业贸易事业部统一采购，国外采购比例约为 76%、国内采购比例约为 24%，长单比例 70% 以上。2010 年上半年采购废杂铜 19 万吨。	参照 LME 铜价或上海金属交易所铜价，扣减加工费
-----	------	--	---------------------------

资料来源：公司资料，东方证券研究所

**表 7：公司主要原材料及采购情况**

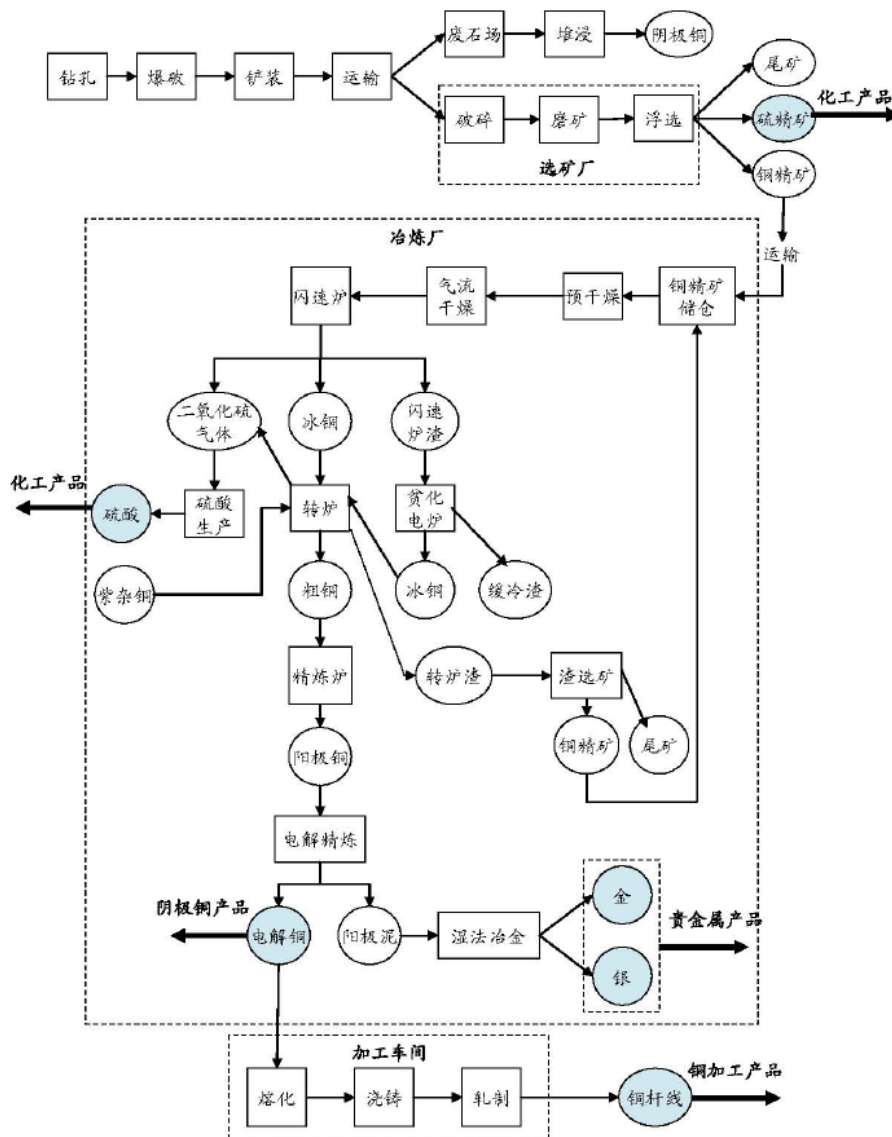
年度	自产铜精矿	采购铜精矿	采购粗杂铜	采购阳极铜
2009 年	16.74	25.92	34.73	1.73
2008 年	15.93	27.96	19.7	7.92
2007 年	15.57	19.66	19.01	8.14

资料来源：公司资料，东方证券研究所

## 2、生产模式

目前世界上铜的冶炼方式主要有火法冶炼与湿法冶炼两种。火法冶炼是通过熔融冶炼和电解精炼生产出阴极铜，一般适于高品位的硫化铜矿；湿法冶炼一般适用于低品位的氧化铜，该法成本较低，但对矿石的品位和类型限制较大，且杂质含量较高。江铜集团主要使用火法炼铜，并采用湿法炼金。公司生产流程包括采矿、选矿、熔炼、精炼、铜材加工等，具体的生产工艺流程如下所示：

**图 36: 生产流程**



资料来源：公司资料，东方证券研究所

### 3、销售模式

阴极铜、铜材、黄金等产品的销售模式如下：

**表 8：公司主要产品销售模式**

产品	销售方式	主要销售市场
阴极铜	主要消费群体是铜加工企业等用户，包括现货和期货交易，其中：现货采用直销方式，期货则通过上海金属交	主要为江西、浙江、江苏、上海和广东等地，部分产品外销韩国、日本、东南亚、欧洲市场



	易所集中报价系统交易	
铜杆线	与较固定的主要大客户签订长期合约	广东、江西、上海等地
黄金	国家统一收购或直接在上海黄金交易所交易	
白银	主要出口，其余销售给国内的电子、机械、军工、首饰等行业的工业企业。销售方式为直销和代销	除出口外，国内市场主要分布在上海、浙江、广东、江西等省市
硫酸	与较固定的主要大客户签订较长期的合约，然后分期供货销售	主要在江西、浙江和华东其他地区及中南、西南部分地区

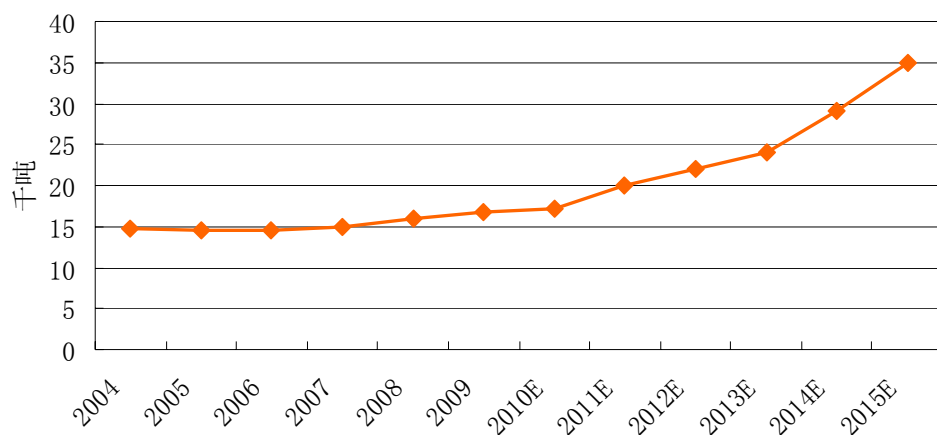
资料来源：公司资料，东方证券研究所

## 五年再造一个江铜

### 铜板块：权益铜矿产量 5 年翻番

过去很多年以来，江铜的自有铜矿产量一直维持在 14-16 万吨，增长缓慢。但是从 2011 年开始，江铜的自有铜矿将进入快速增长期，预计 2012 年自产铜矿产量 22 万吨，较今年计划产量 17.2 万吨增至近 30%；到 2015 年，加上海外铜矿投产的权益产量，权益铜矿量将达到 35 万吨，较 2010 年翻番。

**图 37：2004 年以来公司自产铜矿产量以及 2010-2015 年公司权益铜矿产量预测**



资料来源：公司资料，东方证券研究所

下表是国内铜矿未来两年扩建情况。

**表 9：国内铜矿未来 2 年扩产计划**

	10 计划产量	品位	矿山扩建情况
德兴	13.27	0.44%	日处理量自 10 万吨扩至 13 万吨，新增 3 万吨日处理能力，其中 0.75 万吨已经完成，剩余 2.25 万吨将于今年年底完成，明年上半年完全达产，届时每年将新增 4 万吨铜金属量。
铜厂			
富家坞			
朱家红			
城门山	0.6	0.95%	日处理能力自 2000 吨扩至 7000 吨，年底完成，预计每年增加 8000 吨铜金属量，完全达产 1.4 万吨。
永平	1.585	0.56%	露天转地下工程今年上半年已经完工，产量可望保持不变。
武山	1.2275	0.85%	日处理能力自 3000 吨扩至 5000 吨，今年一季度已经投产。
银山	0.3571	0.47%	日处理能力自 2500 吨扩至 5000 吨，目前准备开始实施，项目完成后每年将新增 4000 吨金属量。
东乡	0.1602	0.84%	
合计	17.20		预计明年增加 2-3 万吨金属量，后年再增加 2 万吨金属量，到 2012 年，国内自有铜矿达到 22 万吨。

资料来源：公司资料，东方证券研究所

下面是海外两个矿山进展情况：

——阿富汗 Aynak 铜矿（25%权益），1100 万吨储量，这个项目现在正在前期准备工作，还在排雷，排雷完成后，就可以开工建设，项目投产后年产 20 万吨。这个项目中治股权占大头，从中冶中报披露看，将争取 2013 年建成。

——北秘鲁铜矿（40%权益），今年计划争取可研报告，明年报秘鲁环保部环评，争取明年年底开工建设。500 万吨储量，40%股权，争取 2013 年建成，每年 20 多万吨产量。

**未来几年公司利润增长主要来自于权益自产铜矿的增长。我们预计 2012 年公司自有铜矿产量有望达到 22 万吨，较今年计划产量 17.2 万吨增长近 30%。2013 年以后伴随海外两个矿山投产，预计到 2015 年，公司权益产量有望增加 35 万吨=今年计划产量 17.2 万吨+未来两年国内矿山扩建 5 万吨+北秘鲁铜矿 20 万吨\*40%权益+阿富汗铜矿 20 万吨\*25%权益，较今年计划产量翻番。**

对于铜冶炼和深加工业务，我们预计未来 1-2 年仍将维持微利或不盈利状态。首先，冶炼板块，受国内未来两年冶炼产能继续大幅扩张影响，预期 2011 年 TC/RC 恐继续下滑，2010 年仍将维持低迷，我们预测 2011 和 2012 年的 TC/RC 为 39.5 美元/3.95 美分，45 美元/4.5 美分。其次，铜深加工板块，尽管公司披露的分产品业务毛利率高达 7%以上，和阴极铜毛利率相差无几，但实际上

铜材等深加工披露的毛利率包含了公司的自产铜矿的部分利润。目前公司铜材加工吨毛利仅赚几百元，预期未来 1-2 年仍将处于微利状态。

## 贵金属板块：利润持续创新高

公司每年自产黄金 5.5 吨左右，主要来自德兴铜矿。随着今年年底德兴铜矿 3 万吨日处理能力扩建工程完工（增长 30%，日处理能力自 10 万吨扩至 13 万吨），预计未来 2 年自产矿黄金将有所提升，我们预计 2012 年自有矿黄金 6.5-7 吨。对于外购铜精矿中的黄金，如果品位大于 1 克/吨，就计价则基本不赚钱，品位低于 1 克/吨不计价，可以获得较好收益。包含自产金矿、外购铜精矿中提取的黄金以及外购合质金加工，预计 2010 年黄金产量 20 吨。

近年来伴随黄金白银价格持续上涨，公司贵金属板块毛利稳中有升。2007-2009 年分别为 9 亿、12.9 亿和 13.9 亿，2010 年上半年为 8.06 亿，预计全年有 16 亿毛利，再创新高。过去 3 年贵金属毛利占公司比重平均为 12%，2010 年上半年贵金属板块毛利占公司比重上升至 19%。

我们看好黄金中长期价格，认为黄金价格会持续创新高。理由主要有二：第一，全球央行定量宽松的货币政策导致流动性宽裕，激发了黄金的货币属性和避险需求。两个很好的例证：第一，长期以来作为供应方稳定来源的央行售金，去年二季度以来出现持续净买入局面；第二，全球黄金 ETF 持有量持续创新高。第二，供需矛盾持续存在。一方面，供应增长停滞，过去 10 年全球黄金产量下降 9.6%，其中世界前 8 大黄金生产国（占全球产量 2/3），有 6 个国家黄金产量已低于其巅峰时期水平。另一方面，需求增长迅猛。据国际黄金协会预测，中国黄金需求未来 10 年有望翻番，即复合增长率 7.1%。另一方面，投资需求增长更为强劲，2009 年，全球黄金 ETF 持有量增长 41.8%，增加 392 吨，占当年黄金产量的 17%，今年上半年黄金 ETF 持有量较去年年底增长 12.3%，增加 163 吨，占全球黄金产量的 10%。

同时我们认为近期黄金存在上涨的刺激因素：1) 美国将执行更积极的量化宽松政策，最新的美联储公开声明显示，美联储对于通缩有些担忧，称如有必要将采取措施刺激通胀。2) 亚洲央行购买黄金和印度婚嫁季节来临带来的需求上升。3) 粮食价格上涨引发的通胀预期，上一轮粮食价格大幅上涨阶段（07 年 6 月-08 年 3 月）黄金价格同期上涨 49%。当前全球农产品正步入新一轮上涨周期，推动黄金价格上涨。

## 稀散金属板块

公司还是国内最大的稀散金属生产厂商之一，2009 年生产标准钼精矿（平均品位 45%）4,166 吨、硒产品约 329 吨、铼酸铵 2,786 千克、精碲 50 吨、精铋 800 吨。

2007-2009 年公司稀散金属板块收入占比仅 2%，但毛利占比高达 10%。稀散金属的毛利率非常高，过去几年平均在 50-70%。今年上半年公司稀散金属毛利 3.6 亿，受价格同比下跌影响，上半年毛利率 56%，下降 14 个百分点。

我们分析，在经历金融危机后，稀有金属由于应用领域相对较狭窄，行业回暖较基本金属慢。随着全球经济的进一步回暖复苏，稀有金属价格有望逐渐回暖。我们看好未来几年公司的稀散金属板块。

## 化工业务板块

公司自产硫精矿，在冶炼过程中利用烟气制酸，当前公司硫酸产能 230 万吨。

2007-2009 年化工业务收入占比 3%，但毛利占比高达 12%，主要是 2008 年硫酸价格暴涨，当年最高价格接近 2000 元/吨，均价也高达 700 多元/吨，导致当年化工板块毛利率高达 77%，毛利近 20 亿，占公司毛利比重高达 28%。2009 年硫酸价格暴跌，一度跌至 50 元/吨，当年公司硫酸毛利仅为 1.5 亿元。目前随着硫酸价格的回暖，当前价格 300-350 元/吨，化工板块业务有所好转。2010 年上半年，化工板块毛利仅 1.5 亿。

目前硫酸价格仍处于自历史底部回暖复苏中，预期未来化工板块利润日趋向好。

## 估值假设和盈利预测

我们预测 2010 年国内铜价、金价、银价和硫酸均价为 56000 元/吨、260 元/克、4.2 元/千克和 250 元/吨，2011 年和 2012 年铜价每年上涨 5%，金价和银价每年上涨 10%，硫酸价格每年上涨 15%。经测算，2010-2012 年公司摊薄 EPS 分别为 1.2 / 1.48 / 1.75 元（考虑本次权证全部行权因素），对应当前 31 元股价 PE 分别为 25.8 / 21 / 17.7 倍。参照国内可比新材料上市公司 2011 年 25 倍平均 PE，我们首次给予江西铜业买入投资评级，目标价 37 元。

**表 10：公司主要产品未来 3 年价格假设**

	2009	2010E	2011E	2012E
国内铜价 元/吨	55000	56000	58800	61740
铜加工费 TC/RC 美元/美分	75/7.5	47.5/4.75	39.5/3.95	45/4.5
国内金价 元/克	215	260	286	314.6
国内银价 元/千克	3.3	4.2	4.5	4.9
硫酸价格 元/吨	250	330	380	436

资料来源：公司资料，东方证券研究所

**表 11：未来三年公司旗下铜矿产量预测 单位：万吨**

旗下铜矿	2009	2010E	2011E	2012E
德兴	12.75	13.27	15.50	17.20
城门山	0.55	0.60	1.20	1.45
永平	1.48	1.59	1.60	1.60
武山	0.67	1.23	1.25	1.28
银山	0.33	0.36	0.36	0.40
东乡	0.12	0.16	0.18	0.20
合计产量	15.90	17.20	20.09	22.13

资料来源：公司资料，东方证券研究所

**表 12：未来三年主要产品产量和主要原料采购量预测**

	2009	2010E	2011E	2012E
自产铜精矿 万吨	15.90	17.20	20.09	22.13
国内采购铜精矿 万吨	3	3	3	3
国外采购铜精矿 万吨	20	32	30	30

外购废铜	万吨	32	38	37	36
精铜原料合计	万吨	70.90	90.20	90.09	91.13
自产黄金	吨	5.5	6	6.7	7.3
外购黄金加工量	吨	14.5	14	14	14
自产白银	吨	50	60	80	90
外购白银加工量	吨	380	400	400	400
硫酸产量	万吨	225	230	230	230

资料来源：公司资料，东方证券研究所

我们假设 2011 年和 2012 年，铜价每年上涨 5%，金价和银价每年上涨 10%，硫酸价格每年上涨 15%。

**表 13：未来 3 年国内主要可比有色金属上市公司 PE 预估**

证券代码	证券简称	2009	2010E	2011E	2012E
000630.SZ	铜陵有色	32.8	26.7	21.8	19.7
000878.SZ	云南铜业	85.7	32.6	22.9	17.9
000060.SZ	中金岭南	61.0	30.8	21.1	18.4
601168.SH	西部矿业	83.5	25.0	17.2	14.4
600497.SH	驰宏锌锗	66.0	37.7	24.6	20.3
000960.SZ	锡业股份	109.4	49.6	35.2	32.3
600432.SH	吉恩镍业	123.6	56.6	31.1	25.2
600331.SH	宏达股份	58.4	78.4	30.3	21.8
平均		77.6	42.2	25.5	21.2

资料来源：WIND 资讯

## 风险因素

- 1、铜价下跌风险
- 2、海外铜矿投产进度低于预期
- 3、国内流动性收缩强于预期，系统性风险导致有色金属估值整体下移。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	<b>20587</b>	<b>37063</b>	<b>42584</b>	<b>49921</b>	<b>营业总收入</b>	<b>51715</b>	<b>79915</b>	<b>95133</b>	<b>112241</b>
现金	3600	16552	18215	21182	<b>营业总成本</b>	<b>48288</b>	<b>75278</b>	<b>89384</b>	<b>105396</b>
应收票据	736	1199	1427	1684	营业成本	46148	72413	85971	101366
应收账款	1729	2797	3330	3928	销售费用	296	424	504	595
预付账款	1356	434	516	608	管理费用	1083	1648	1962	2315
存货	11490	14483	17194	20273	财务费用	367	224	290	371
<b>非流动资产</b>	<b>17448</b>	<b>16301</b>	<b>16846</b>	<b>17582</b>	<b>其他经营收益</b>	<b>-318</b>	<b>213</b>	<b>224</b>	<b>235</b>
长期投资	406	426	448	470	投资净收益	-255	213	224	235
固定资产	12405	11713	11976	11713	<b>营业利润</b>	<b>3109</b>	<b>4850</b>	<b>5973</b>	<b>7080</b>
在建工程	2762	2762	2859	3659	营业外收入减支出	67	88	105	123
无形资产	1104	1214	1336	1469	<b>利润总额</b>	<b>3176</b>	<b>4938</b>	<b>6078</b>	<b>7204</b>
<b>资产合计</b>	<b>38034</b>	<b>53364</b>	<b>59431</b>	<b>67502</b>	减：所得税	830	741	912	1081
 					<b>净利润</b>	<b>2347</b>	<b>4197</b>	<b>5166</b>	<b>6123</b>
应付项目	<b>5008</b>	<b>5793</b>	<b>6878</b>	<b>8109</b>	少数股东损益	-3	42	52	61
付息负债	<b>7609</b>	<b>10709</b>	<b>10990</b>	<b>12597</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2349</b>	<b>4155</b>	<b>5114</b>	<b>6062</b>
短期借款	2531	2859	2105	2484	<b>EPS</b>	<b>0.78</b>	<b>1.20</b>	<b>1.48</b>	<b>1.75</b>
其他负债	<b>2242</b>	<b>3398</b>	<b>3682</b>	<b>3680</b>	 				
<b>负债合计</b>	<b>14859</b>	<b>19900</b>	<b>21550</b>	<b>24386</b>	<b>成长能力</b>				
<b>所有者权益</b>	<b>23016</b>	<b>33464</b>	<b>37881</b>	<b>43116</b>	营业收入同比	-4%	55%	19%	18%
实收资本	3023	3463	3463	3463	EBITA 同比	-17%	26%	24%	20%
资本公积	5319	11628	11628	11628	归属母公司净利润同比	3%	77%	23%	19%
留存收益	14314	17846	22193	27346	<b>利润水平</b>				
少数股东权益	361	527	597	679	销售毛利率	11%	9%	10%	10%
<b>负债和权益合计</b>	<b>38034</b>	<b>53364</b>	<b>59431</b>	<b>67502</b>	销售净利率	5%	5%	5%	5%
 					<b>整体绩效</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>1192</b>	<b>2551</b>	<b>3248</b>	<b>3981</b>	ROIC	10%	13%	14%	14%
净利润	2347	4197	5166	6123	<b>运营效率</b>				
折旧摊销	943	844	851	974	应收账款周转率				
营运资金变动	-2083	-3126	-2545	-2881		33.5	35.3	31.1	30.9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2225</b>	<b>516</b>	<b>-1173</b>	<b>-1474</b>	存货周转率				
资本支出	-2009	-262	-1333	-1644	<b>偿债能力</b>				
长期投资	-136	193	203	213	流动比率	5.6	6.2	6.0	6.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>493</b>	<b>9884</b>	<b>-412</b>	<b>460</b>	速动比率	2.7	4.3	4.7	4.7
短期借款	-432	328	-754	379	EBITA / I	1.2	2.6	2.8	2.8
长期借款	-218	2771	1036	1228	资产负债率	12.7	72.8	58.6	47.6
普通股增加	0	440	0	0	<b>每股指标</b>				
资本公积	-37	6309	0	0	EPS	0.78	1.20	1.48	1.75
其他	1179	35	-694	-1147	每股净资产	7.55	9.51	10.77	12.25
<b>现金净增加额</b>	<b>-540</b>	<b>12952</b>	<b>1663</b>	<b>2967</b>	P/E	41.2	26.7	21.7	18.3
					P/B	4.2	3.4	3.0	2.6

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，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。

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，若有必要应寻求专家意见。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作出邀请。

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。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本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，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)