东兴证券 DONGXING SECURITIES

江西铜业（600362）：产业链一体化优势稳固，贵金属业务助推增长

——江西铜业（600362）2020 年报点评

2021 年 04 月 06 日

推荐/维持

江西铜业 公司报告

投资要点：

- **事件：**公司发布 2020 年报，全年实现营业收入 3185.63 亿元，同比增长 32.54%；归母净利润 23.2 亿元，同比-5.9%；归母扣非净利润 27.74 亿元，同比增 24.48%；基本每股收益 0.67 元，同比-5.92%。
- **多金属资源储备丰厚，拥有完整铜产业链优势：**截止 2020 年底，公司 100%所有权的资源储量约为铜金属 874.4 万吨、黄金 270.3 吨、银 8326 吨、钼 20.1 万吨；联合其他公司所控制的按所占权益计算资源量约为铜 443.5 万吨、黄金 52 吨；控股子公司恒邦股份（持股 44.48%）拥有 156.57 吨黄金储量。公司拥有从矿山采选至铜产品加工的完整产业链，其中公司德兴铜矿为国内最大露天开采矿山，旗下贵溪冶炼厂为全球单体规模最大的铜冶炼厂。此外，公司铜材年产量超 140 万吨，为全国最大的铜加工生产商。一体化产业链有助于提升规模效益及生产效率，体现在公司的成本优势，期间费率 1.31%（行业均值 2.17%）、管理费率 0.85%在业内保持领先，这有助于公司产品及市场的进一步拓展。
- **铜板块业务稳定增长：**公司铜产量整体上升，铜精矿产铜/阴极铜/铜加工品分别 20.86/164.25/147.12 万吨，同比-0.29%/+5.54%/+22.89%，带动铜业务板块营收增至 2433.70 亿元，同比+21.3%。尽管 2020 年 LME 铜均价+2.95%至 6199.1 美元/吨，但同期中国铜精矿 TC 均价-16%降至 54 美元/吨，导致阴极铜毛利率下滑 0.56pct 至 3.9%。公司 2021 年计划产铜精矿/阴极铜/铜加工产品分别为 20.89/173/173 万吨，增幅分别为+0.14%/+5.33%/+17.59%。
- **贵金属板块贡献度提高，业绩有进一步释放预期：**公司全年实现黄金/白银产量 78.59 吨/1126.39 吨，同比+56.7%/+74.2%，其中恒邦股份黄金/白银产量 47.9 吨/801.54 吨。公司贵金属业务实现营收 470.5 亿元，同比增长 111%，占总营收比重由 9.28%提升至 14.77%。由于金银价格上涨导致原材料成本增加，贵金属业务毛利率水平年降 0.42pct 至 6.61%。公司 2021 年黄金/白银产量计划上调至 96 吨/1279 吨，增幅达到+22.1%/+13.6%。
- **重点工程顺利推进，稳步向三年倍增目标迈进：**采选板块，银山矿业 8000t/d 和武铜三期 10000t/d 项目于 2020 年 6 月取得采矿证，公司铜矿远期产量将提升至 22 万吨/年以上；冶炼板块，江铜国兴 18 万吨/年阴极铜冶炼、江铜宏源 10 万吨/年阴极铜项目处于建设中，远期冶炼产能达 180 万吨/年；加工板块，江铜耶兹铜箔 1.5 万吨生产线改扩建逐步开启，远期铜箔产能将升至 3 万吨/年。公司全产业链产能扩张确定性强，成长性有望持续。
- **铜价高位运行，金价重心上移。**铜阶段性受矿端供应偏紧及流动性溢出而维持强势，从长期观察，铜供需持续紧平衡的状态有望引导铜价在 2023 年前维持高位运行。考虑到黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵及全球实物持仓 ETF 趋势性扩张，人民币黄金均价或升至 400 元/克之上。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 3466.2/3676.2/3920.8 亿元；归母净利润为 30.6/36.5/41.9 亿元；EPS 为 0.88/1.06/1.21 元，对应 PE 为 26.1/21.9/19.1X，维持"推荐"评级。
- **风险提示：**金属价格大幅下跌；项目开发进度不及预期，运输及海外风险。

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	240,360.	318,563.	346,616.	367,619.	392,078.
增长率（%）	11.64%	32.54%	8.81%	6.06%	6.65%
净利润（百万元）	2,466.41	2,320.39	3,061.88	3,653.42	4,194.87
增长率（%）	-11.24%	12.18%	25.29%	19.32%	14.82%
净资产收益率（%）	4.68%	3.87%	4.89%	5.53%	5.99%
每股收益(元)	0.71	0.67	0.88	1.06	1.21
PE	32.54	34.48	26.12	21.89	19.07
PB	1.52	1.34	1.28	1.21	1.14

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

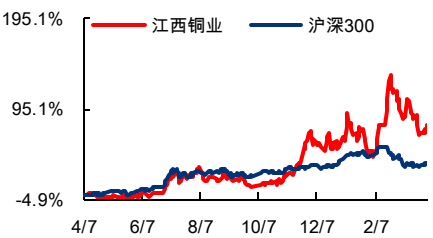
公司是集采矿、选矿、冶炼、贸易、技术为一体的国内最大的综合性铜生产企业，多元化的业务包括铜、金、银、稀土、铅、锌等多金属矿业开发，以及支持矿业发展的金融、投资、贸易、物流、技术支持等增值服务体系。公司生产的阴极铜在伦敦金属交易所和上海期货交易所注册，是期货市场主要交割品牌之一。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	30.32-12.43
总市值（亿元）	799.89
流通市值（亿元）	479.38
总股本/流通 A 股（万股）	346,273/207,525
流通 B 股/H 股（万股）	/138,748
52 周日均换手率	2.11

52 周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914 zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520100001

分析师：胡道恒

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080001

分析师：张清清

021-25102904 zhangqq@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520080002

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	84045	78106	67838	81523	82221	**营业收入**	240360	318563	346616	367619	392078
货币资金	29750	25026	20797	29410	27445	**营业成本**	231168	307266	335179	355122	378373
应收账款	4930	717	2849	5036	5371	营业税金及附加	775	807	936	1103	1176
其他应收款	0	2931	3189	3383	3608	营业费用	683	269	639	735	784
预付款项	1686	1202	1202	1202	1202	管理费用	1797	2032	2080	2390	2941
存货	26923	32688	32140	34053	36282	财务费用	925	1220	2562	2212	1995
其他流动资产	3065	3604	3772	3898	4045	研发费用	586	661	694	729	765
非流动资产合计	50869	62776	56291	54558	52760	资产减值损失	-89.62	-855.31	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4493	4608	4700	4794	4890	公允价值变动收益	-526.21	-632.10	-579.15	-605.63	-592.39
固定资产	21898	22148	20792	19244	17545	投资净收益	706.95	-304.28	0.00	0.00	0.00
无形资产	4153	8027	7966	7910	7870	加：其他收益	147.50	142.90	145.20	144.05	144.63
其他非流动资产	1116	4601	400	400	400	**营业利润**	3198	3319	4092	4867	5596
资产总计	134914	140882	124129	136081	134981	营业外收入	91.24	68.26	79.75	74.00	76.88
流动负债合计	68383	56273	39970	48673	43547	营业外支出	128.29	50.50	89.39	69.95	79.67
短期借款	42119	33772	16953	22716	13333	**利润总额**	3161	3336	4083	4871	5593
应付账款	8364	6284	9183	11675	15550	所得税	982	893	1021	1218	1398
预收款项	0	0	0	0	0	**净利润**	2178	2444	3062	3653	4195
一年内到期的非流动	3620	697	650	600	550	少数股东损益	-288	123	0	0	0
非流动负债合计	7498	17749	15610	15631	15656	归属母公司净利润	2466	2320	3062	3653	4195
长期借款	5258	14077	14077	14077	14077	**主要财务比率**					
应付债券	500	500	500	500	500		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	75881	74022	55581	64304	59202	**成长能力**					
少数股东权益	6287	6949	6949	6949	6949	营业收入增长	11.64%	32.54%	8.81%	6.06%	6.65%
实收资本（或股本）	3463	3463	3463	3463	3463	营业利润增长	-2.08%	3.78%	23.31%	18.94%	14.97%
资本公积	11664	11126	11126	11126	11126	归属于母公司净利	0.77%	-5.92%	31.96%	19.32%	14.82%
未分配利润	20600	22574	25330	28618	32393	**获利能力**					
归属母公司股东权益	52746	59910	62552	66023	70008	毛利率(%)	3.82%	3.55%	3.30%	3.40%	3.50%
负债和所有者权益	134914	140882	124129	136081	134981	净利率(%)	0.91%	0.77%	0.88%	0.99%	1.07%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	1.83%	1.83%	1.65%	2.47%	2.68%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	4.68%	3.87%	4.89%	5.53%	5.99%
经营活动现金流	8252	1382	14409	7272	10468	**偿债能力**					
净利润	2178	2444	3062	3653	4195	资产负债率(%)	56%	53%	45%	47%	44%
折旧摊销	2155.57	2507.05	2263.26	2383.74	2496.61	流动比率	1.23	1.39	1.70	1.67	1.89
财务费用	925	1220	2562	2212	1995	速动比率	0.84	0.81	0.89	0.98	1.05
应收账款减少	797	4214	-2132	-2187	-335	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	2.02	2.31	2.62	2.83	2.89
投资活动现金流	-11944	-303	3789	-2242	-1291	应收账款周转率	45	113	194	93	75
公允价值变动收益	-526	-632	-579	-606	-592	应付账款周转率	37.94	43.50	44.82	35.25	28.80
长期投资减少	0	0	-92	-94	-96	**每股指标（元）**					
投资收益	707	-304	0	0	0	每股收益(最新摊	0.71	0.67	0.88	1.06	1.21
筹资活动现金流	11573	-5162	-22426	3583	-11141	每股净现金流(最新	2.28	-1.18	-1.22	2.49	-0.57
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	15.23	17.30	18.06	19.07	20.22
长期借款增加	1976	8819	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	32.54	34.48	26.12	21.89	19.07
资本公积增加	0	-538	0	0	0	P/B	1.52	1.34	1.28	1.21	1.14
现金净增加额	7881	-4083	-4229	8613	-1964	EV/EBITDA	16.20	14.76	6.65	9.35	8.03

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有 1 年 PE 机构及 4 年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

张清清

钢铁行业分析师，北京航空航天大学工学博士，在金属及金属新材料领域发表十多篇学术论文，其中包含第一作者发表的 SCI 论文 5 篇（累计 IF>10）；2015-2018 年在宝钢从事研究工作，期间主持或参与多项新产品开发项目并应用于重点工程；2018 年 5 月加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526