

江西铜业

2016 年 TC/RC 同比下滑，矿山减产重拾话语权

热点速评

事件

日前，江西铜业与智利铜矿 Antofagasta Minerals 就 2016 年铜加工费达成协议。2016 年铜精矿长单加工费（TC/RC）为 97.35 美元/吨和 9.735 美分/磅，而 2015 年 TC/RC 定价为 107 美元/吨和 10.7 美分/磅。

评论

加工费同比下滑，基本符合市场预期。2016 年铜精矿长单加工费（TC/RC）为 552.7 美元/吨，虽较 2015 年的 607.5 美元/吨同比下滑 9%，但仍处于历史相对高位，下降幅度基本符合市场预期。但现货市场中的 TC/RC 还需进一步观望。

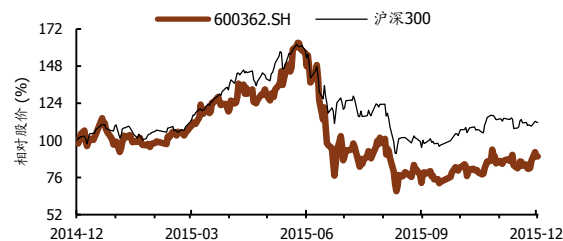
低价倒逼矿山减产，矿产商争得谈判话语权。最新 LME 三月期铜收报 4,565 美元/吨，全年累计下跌 28%。当前低价已深度切入成本曲线的上部，现金亏损导致矿山主动关停。今年三季度嘉能可宣布削减铜矿产量 40 万吨，自由港减产近 7 万吨，多个矿产商宣布暂停或延迟铜矿项目。我们预计 2016 年 LME 铜均价为 4,890 美元/吨，在该价位全球可能有 12.5% 的产能（对应 218 万吨）处于现金亏损而有关停风险。未来铜精矿供给端收缩的趋势加速，为矿山企业在此次谈判中争得了更多话语权。

加工费高于冶炼成本，冶炼厂大幅减产料难实现。在矿山出现关停的大背景下，冶炼厂的减产规模则略显不足。今年 11 月底，国内铜冶炼骨干企业召开会议，宣布 2016 年共减少精铜产量 35 万吨。该决议为谈判增加一定筹码，然而目前加工费下冶炼厂仍然盈利，明年或难以实现大规模减产。

TC/RC 费用下行，江铜盈利小幅承压。1) TC/RC 下滑 9% 使江铜冶炼业务盈利承压，但明年 97.35 美元/吨和 9.735 美分/磅的加工费仍高于其冶炼盈亏平衡点。2) 截至 2015 年上半年，公司 58.2 万吨铜产量中仅有 10.3 万吨来自其自身铜矿。然而公司铜业务自给率较高，盈利主要来自于自有矿山，对加工费的敏感性相对较低。我们预计加工费小幅下滑对公司整体盈利影响幅度较小。

维持推荐

股票代码	600362.SH	00358.HK
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 16.43	港币 8.31
目标价	人民币 21.10	港币 16.60
52 周最高价/最低价	人民币 29.98~11.51	港币 18.50~8.08
总市值(亿)	人民币 441	港币 511
30 日日均成交额(百万)	人民币 464.38	港币 149.22
发行股数(百万)	3,463	3,463
其中：自由流通股(%)	21	34
30 日日均成交量(百万股)	29.94	16.34
主营行业		有色金属



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	175,890	198,833	149,718	153,872
增速	10.9%	13.0%	-24.7%	2.8%
归属母公司净利润	3,565	2,851	1,640	2,254
增速	-31.7%	-20.0%	-42.5%	37.5%
每股净利润	1.03	0.82	0.47	0.65
每股净资产	12.86	13.21	13.48	13.99
每股股利	0.50	0.20	0.14	0.20
每股经营现金流	1.51	0.50	2.77	1.06
市盈率	16.0	20.0	34.7	25.2
市净率	1.3	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	9.0	11.4	13.8	11.8
股息收益率	3.0%	1.2%	0.9%	1.2%
平均总资产收益率	4.3%	3.1%	1.8%	2.5%
平均净资产收益率	8.2%	6.3%	3.5%	4.7%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈彦

分析师

yan3.chen@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515060002

SFC CE Ref: ALZ159

董宇博

分析师

yubo.dong@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515080001

SFC CE Ref: BFE045



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	175,890	198,833	149,718	153,872	营业收入	10.9%	13.0%	-24.7%	2.8%
营业成本	168,423	192,225	144,604	148,192	营业利润	-24.1%	-19.2%	-48.1%	38.8%
营业税金及附加	598	569	749	769	EBITDA	-17.9%	-15.6%	-25.9%	14.3%
营业费用	545	547	449	462	净利润	-31.7%	-20.0%	-42.5%	37.5%
管理费用	1,703	1,846	1,497	1,539	盈利能力				
财务费用	157	-6	451	180	毛利率	4.2%	3.3%	3.4%	3.7%
其他	0	0	0	0	营业利润率	2.7%	1.9%	1.3%	1.8%
营业利润	4,695	3,795	1,968	2,731	EBITDA 利润率	3.6%	2.7%	2.6%	2.9%
营业外收支	659	1,326	69	69	净利润率	2.0%	1.4%	1.1%	1.5%
利润总额	4,780	3,864	2,037	2,800	偿债能力				
所得税	1,138	1,014	377	518	流动比率	1.67	1.65	1.74	1.82
少数股东损益	77	-1	20	28	速动比率	1.27	1.30	1.45	1.50
归属母公司净利润	3,565	2,851	1,640	2,254	现金比率	0.66	0.63	0.83	0.84
EBITDA	6,297	5,315	3,937	4,501	资产负债率	48.6%	50.7%	47.5%	45.5%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	5.5%	净现金	净现金
货币资金	23,992	25,339	29,940	28,812	回报率分析				
应收账款及票据	15,722	19,728	14,855	15,267	总资产收益率	4.3%	3.1%	1.8%	2.5%
预付款项	3,529	1,648	1,239	1,270	净资产收益率	8.2%	6.3%	3.5%	4.7%
存货	14,684	14,190	10,675	10,940	每股指标				
其他流动资产	2,828	5,788	5,788	5,788	每股净利润 (元)	1.03	0.82	0.47	0.65
流动资产合计	60,755	66,692	62,496	62,076	每股净资产 (元)	12.86	13.21	13.48	13.99
固定资产及在建工程	20,003	20,504	20,908	21,301	每股股利 (元)	0.50	0.20	0.14	0.20
无形资产及其他长期资产	1,357	1,764	1,697	1,630	每股经营现金流 (元)	1.51	0.50	2.77	1.06
非流动资产合计	28,011	28,630	28,967	29,293	估值分析				
资产合计	88,767	95,322	91,463	91,369	市盈率	16.0	20.0	34.7	25.2
短期借款	15,785	20,941	19,138	17,135	市净率	1.3	1.2	1.2	1.2
应付账款及票据	14,471	14,140	12,113	12,413	EV/EBITDA	9.0	11.4	13.8	11.8
其他流动负债	6,042	5,399	4,611	4,634	股息收益率	3.0%	1.2%	0.9%	1.2%
流动负债合计	36,299	40,480	35,862	34,182					
应付长期债券	6,045	6,927	6,719	6,515					
非流动负债合计	6,828	7,816	7,608	7,403					
负债合计	43,127	48,296	43,470	41,586					
股东权益合计	44,523	45,734	46,681	48,443					
少数股东权益	1,117	1,292	1,313	1,341					
负债及股东权益合计	87,650	94,030	90,151	90,029					
现金流量表									
净利润	3,642	2,850	1,640	2,254					
折旧和摊销	1,445	1,526	1,518	1,590					
营运资本变动	-349	-3,237	5,981	-384					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	5,233	1,735	9,580	3,668					
投资活动现金流入	13,094	12,870	0	0					
投资活动现金流出	16,573	15,870	1,825	1,916					
投资活动现金流	-3,479	-3,000	-1,825	-1,916					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	29,231	33,420	-2,011	-2,208					
其他	3,374	2,364	0	0					
筹资活动现金流	1,317	974	-3,155	-2,880					
汇率变动对现金的影响	-83	19	0	0					
现金净增加额	2,988	-272	4,601	-1,128					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

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，拥有两座中国最大的已开采露天铜矿、一座中国最大规模的铜冶炼厂以及中国最大的井下铜矿山中的一座。公司阴极铜年生产能力已突破百万吨，为世界级的大型先进铜生产商。公司不仅是中国最大的铜生产基地，也是中国最大的伴生金、银生产基地，还是中国重要的化工基地。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。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：杨梦雪、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

