

非金融公司 | 公司深度 | 江西铜业 (600362)

矿端与冶炼端优势突出，铜行业龙头迎价值重估



| 报告要点

公司主营业务涵盖铜和黄金的采选、冶炼与加工，稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域，在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链，是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为归母净利润分别为 72.17/76.79/83.45 亿元，分别同比增长 10.94%/6.41%/8.67%，3 年 CAGR 为 8.66%。公司是全国铜行业龙头，矿端与资源端优势突出，有望迎来价值重估，首次覆盖，给予“买入”评级。

| 分析师及联系人



丁士涛

SAC: S0590523090001



刘依然

SAC: S0590523110010

江西铜业(600362)

矿端与冶炼端优势突出，铜行业龙头迎价值重估

行业：有色金属/工业金属
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：22.00 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 3,463/3,463
 流通A股市值(百万元) 45,655.44
 每股净资产(元) 21.92
 资产负债率(%) 57.69
 一年内最高/最低(元) 28.56/16.50

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 全国铜行业龙头，产业链一体化布局

公司主营业务涵盖铜和黄金的采选、冶炼与加工，稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域，在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链，是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地。2023年，公司阴极铜/黄金/白银/硫酸/铜加工产品/自产铜精矿含铜/标硫精矿分别实现产量 209.73 万吨/112.64 吨/1351.54 吨/595.79 万吨/181.79 万吨/20.2 万吨/265.85 万吨。

➤ 受益于铜价上行，盈利能力改善

2023 年及 2024 H1，公司实现归母净利润分别为 65.05/36.17 亿元，分别同比增长 8.53%/7.66%。受益于铜价上行，公司盈利能力改善；2023 年及 2024 H1 公司销售毛利率分别为 2.68%/4.10%，分别同比-0.30/+1.57 pct。分产品来看，2024 H1 公司阴极铜/铜杆线/黄金/稀散及其他有色金属/白银/铜加工产品/化工产品分别实现毛利率 4.3%/1.9%/2.4%/4.4%/9.6%/2.5%/31.2%，分别同比+1.5/+1.7/-0.5/+3.6/+6.7/-2.9/+20.8 pct。

➤ 自有矿山资源优质，阿富汗铜矿带来增量

公司自有矿山储量、产量稳定，可开采年限长。公司主力铜矿德兴铜矿是露天开采铜矿山，单位现金成本低于行业平均水平。近年来，公司铜精矿生产平稳，公司自有的五大铜矿山年产量逾 20 万吨。2024 H1 公司自产铜精矿含铜产量 10.1 万吨，同比增长 1.2%。公司参股阿富汗艾娜克世界级铜矿，近期项目有望取得实质性进展，未来将贡献矿铜增量。

➤ 公司 TC 长单占比高，带动冶炼利润增厚

公司冶炼厂签订的铜精矿采购合同中长单占比高，现货 TC/RC 价格下滑对冶炼利润影响或有限。另外，2024 年初以来至 2024 年 11 月 10 日，华东地区硫酸均价为 205 元/吨，较 2023 年全年均价上涨 101.7%；硫酸价格改善，有望提振冶炼端利润。从公司子公司富冶和鼎铜业盈利情况来看，2024 H1 实现净利润 5.35 亿元，接近 2023 年全年净利润 5.98 亿元，说明 2024 年冶炼厂盈利有望显著增厚。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 72.17/76.79/83.45 亿元，分别同比增长 10.94%/6.41%/8.67%；EPS 分别为 2.08/2.22/2.41 元，3 年 CAGR 为 8.66%。公司是全国铜行业龙头，矿端与资源端优势突出，有望迎来价值重估，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动风险；汇率波动风险；安全生产风险；环保风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	479938	521893	523106	555523	574188
增长率(%)	8.40%	8.74%	0.23%	6.20%	3.36%
EBITDA(百万元)	10858	11612	13572	14177	15130
归母净利润(百万元)	5994	6505	7217	7679	8345
增长率(%)	6.36%	8.53%	10.94%	6.41%	8.67%
EPS(元/股)	1.73	1.88	2.08	2.22	2.41
市盈率(P/E)	12.7	11.7	10.6	9.9	9.1
市净率(P/B)	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.3	7.3	6.8	6.5	5.9

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 19 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司为中国最大的综合性铜生产企业，已形成以铜和黄金的采矿、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。公司铜矿资源端优势突出，冶炼端利润增厚显著。资源方面，公司自有矿山储量、产量稳定，可开采年限长；公司主力矿山可开采年限尚有 22 年。公司参股阿富汗艾娜克世界级铜矿，近期项目有望取得实质性进展，未来将贡献矿铜增量。另外，公司参股的全球最大单体钨矿项目巴库塔钨矿将于 2024 Q3 投产，有望受益于钨价上行周期。

冶炼方面，公司是全国铜冶炼龙头企业，旗下贵溪冶炼厂为全球最大的单体冶炼厂。公司冶炼业务规模、技术优势显著，成本控制能力突出。2024 年以来，受铜冶炼现货 TC/RC 下滑，冶炼厂利润受到压缩。但由于公司冶炼厂签订的铜精矿采购合同中长单占比高，长单冶炼盈利依然丰厚，TC/RC 价格下滑对公司冶炼利润影响或有限。

核心假设

- 我们预计 2024-2026 年公司阴极铜销量分别为 218/225/230 万吨、黄金销量分别为 123/128/130 吨、白银销量分别为 1286/1300/1300 吨、铜杆线销量分别为 169/172/175 万吨、其他铜加工产品销量分别为 18/20/22 万吨、化工产品销量分别为 600/620/620 万吨。
- 我们预计 2024-2026 年公司阴极铜业务收入分别为 2655/2822/2885 亿元，黄金业务收入分别为 602/658/681 亿元，白银业务收入分别为 201/214/218 亿元，铜杆线业务收入分别为 1185/1243/1328 亿元，铜精矿、稀散及其他有色金属业务收入分别为 364/382/382 亿元，其他铜加工产品业务收入分别为 97/107/118 亿元，化工产品业务收入分别为 20/22/22 亿元，其他业务收入分别为 107/107/107 亿元。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5231.06/5555.23/5741.88 亿元，分别同比增长 0.23%/6.20%/3.36%；归母净利润分别为 72.17/76.79/83.45 亿元，分别同比增长 10.94%/6.41%/8.67%；EPS 分别为 2.08/2.22/2.41 元，3 年 CAGR 为 8.66%。公司是全国铜行业龙头，矿端与资源端优势突出，有望迎来价值重估。参考可比公司估值，我们给予公司 2025 年 12.0 X PE，目标价 26.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- **资源端禀赋优质：**公司自有矿山储量、产量稳定，公司主力矿山德兴铜矿为低成本露天矿山，且剩余可开采年限尚有 22 年。公司参股阿富汗艾娜克世界级铜矿，近期项目有望取得实质性进展，未来将贡献矿铜增量。
- **冶炼端盈利存在预期差：**冶炼利润测算复杂，冶炼原料铜精矿减产会使得硫酸涨价，副产品阳极泥产量下滑，不能静态看待冶炼利润变化。且由于公司冶炼厂签订的铜精矿采购合同中长单占比高，长单冶炼盈利依然丰厚，TC/RC 价格下滑对公司冶炼利润影响或有限。
- **受益于铜价上涨周期：**2024 年铜供给端扰动不断，同时资源品位下降、长期矿产资本开支不足对中长期供给形成约束，叠加海外发达经济体降息预期强化有望催化铜价的新一轮上涨周期。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/225013044043012001>