

恢复部分金属加工贸易点评

中性 维持评级

分析师: 周卓玮 邮箱: zhouzhuowei@chinastock.com.cn 电话: 010-66568044

1. 事件

近期, 商务部发布公告, 宣布从 2009 年 2 月 1 日开始恢复部分铜精矿、镍精矿、钴精矿的加工贸易政策。

2. 我们的分析与判断

- **有望短期提高冶炼企业开工率。** 由于国内金属需求减弱, 国内的铜冶炼企业开工率已下降到 60-70%, 国家为了保证 2009 年的经济增长目标, 恢复加工贸易可以帮助企业扩大出口, 短期提高开工率。

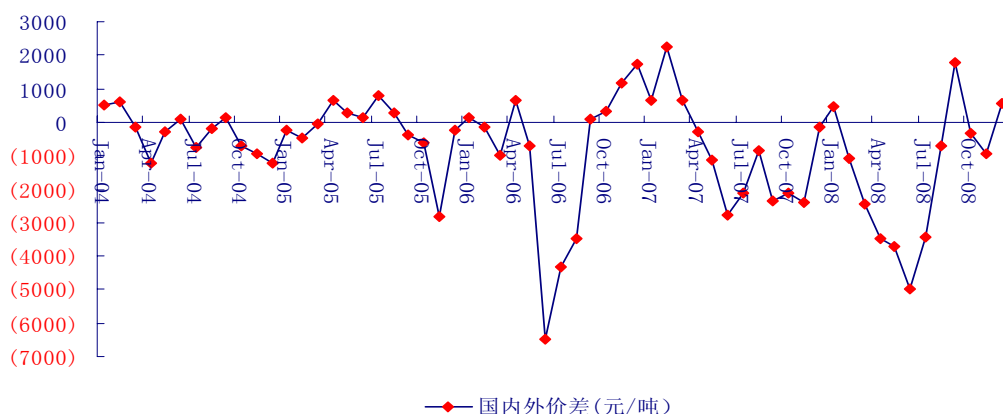
表 1 2008 年 12 月国内铜冶炼企业开工率统计

企业规模 (万吨/年)	企业数量	总产能 (万吨/年)	整体开工率
» 30	4	190	61.10%
40116	11	164.5	72%
《10	8	39	80.30%
总计	23	393.5	67.60%

资料来源: 易贸

- **预计国内外金属价格比略有扩大。** 由于禁止加工贸易, 国内的供应充足, 国内外价差处于负价差的时间居多, 国外采购原料冶炼的利润一直微薄甚至亏损, 恢复加工贸易政策使得部分冶炼厂商的产品可分流到国外市场, 我们判断国内外价格比会略有扩大。

图 1 国内外铜价差 (国内外铜价差=国内铜价/1.17-LME 铜价*汇率)



资料来源: bloomberg

- **对有色金属上市企业的利润利好有限。**此政策对冶炼企业有所利好，但是由于国内的铜、镍有色金属企业几乎都是综合性有色金属企业，且利润的绝大部分来自矿山开采及副产品，另外，国家对加工贸易的数量和要求会加以控制，具体对各企业的影响大小尚难判断，从国内三家铜上市公司的外购国外铜精矿的比例考虑我们预计利好顺序为铜陵有色、江西铜业、云南铜业。
- **此政策不符合长远发展目标。**虽然短期恢复加工贸易，但金属冶炼企业毕竟属于高能耗低附加值的产业，不符合产业结构转型和节能减排的大方向，我们判断国家会对加工贸易的具体要求和数量加以控制，并且在国内经济好转后逐步减少加工贸易数量甚至取消。

3. 投资建议

虽然此政策短期对有色金属企业有所利好，但是由于供需过剩，我们预测行业 2009 年难见趋势性反转，且由于 2008 年 4 季度的业绩风险尚存，我们继续维持“中性”评级。另一方面，从历史上看，每次熊市铜价在边际成本下运行的时间和跌破边际成本的幅度都要优于其它基本金属，且在行业复苏时铜往往会领先于其他基本金属上涨，我们认为铜是行业景气复苏时布局的最佳品种。（参见《行业景气反转时的首选 风险释放后可战略性布局》）。

表 2 铜业公司盈利预测

公司名称	公司代码	投资评级	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE
江西铜业	600362	中性	1.367	0.729	0.419	7.7	9.4
云南铜业	000878	中性	0.734	0.060	0.068	11.7	24.0
公司名称	09PE	07ROE	08ROE	09ROE	08PB	08EV/EBITDA	08Dividend Yield
江西铜业	16.6	26.56%	17.44%	9.01%	1.50	6.11	1.05%
云南铜业	37.0	12.80%	5.82%	3.65%	1.52	13.25	0.03%

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

有色金属行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

港股：中国铝业（2600.HK）、江西铜业（0358.HK）

A 股：中国铝业（601600.SH）、江西铜业（600362.SH）、关铝股份（000831.SZ）、锡业股份（000960.SZ）、中金岭南（000060.SZ）、西部矿业（601168.SH）、厦门钨业（600549.SH）、包钢稀土（600111.SH）、云海金属（002182.SZ）、中孚实业（600595.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908