

加工费上涨，铜冶炼企业受益

有色金属 领先大市-B
上次评级 领先大市-B

报告日期 2011-05-25

报告关键点:

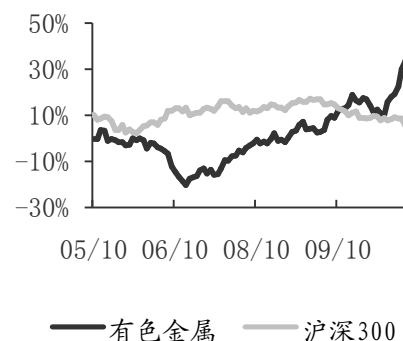
- 下半年铜冶炼加工费水平比上半年上升20%;
- 有望分别增加铜陵有色、江西铜业当年盈利6.9%、3.7%;
- 长期来看，铜加工费的上涨难以持续。

报告摘要:

- 近期，国内外铜冶炼企业与供应商达成的下半年铜精矿冶炼加工费（TC/RC）为90美元/吨和9美分/磅，比上半年增加20%以上。国内铜冶炼厂有望增加盈利600元/吨。我们测算的对铜陵有色、江西铜业的2011年每股盈利增加分别为0.07元、0.03元，对当年盈利贡献分别为6.9%、3.7%。
- 我们认为，现货加工费的上涨主要是由于：1）今年来，中国铜冶炼厂放慢了在国际市场上的采购步伐；2）日本3月11日发生地震后，当地部分冶炼厂生产受到影响；同时国内需求也面临萎缩。
- 长期来看，由于全球铜矿供应集中度较高，新增项目难以短时间内投产，未来铜精矿供应仍比较紧张。另一方面，以中国为代表的铜冶炼产能仍在保持较快增加，产能过剩的格局并未得到根本改善。预计随着日本停产产能的逐步恢复，冶炼加工费水平将重新回落。
- 同时，我们认为，在基本金属中，铜具有最好的供需基本面。由于铜精矿增长有限，加上矿山生产中断的风险加大，预计2011年全球精铜市场的供需缺口将会扩大。因此，一旦需求增长超出预期，则铜价有望继续创出新高。
- 风险提示：1）全球经济复苏的步伐放缓，包括铜在内的有色金属消费增长乏力，价格低迷；2）中国政府为控制国内通胀，出台更为严厉的宏观调控措施；3）流动性紧缩导致的估值系统性下降。

首选股票	目标价	评级
600362 江西铜业	40.0	增持-A
000630 铜陵有色	26.0	增持-A

12个月行业表现



衡昆
010-66581658
执业证书编号

首席行业分析师
hengkun@essence.com.cn
S1450511020004

报告联系人

叶鑫

021-68765363
yexin@essence.com.cn

前期研究成果

有色金属行业周报：稀土政策：国务院鸣锣，各部委开道

2011-05-23

有色金属行业：稀土政策升级，龙头分享整合盛宴

2011-05-20

1. 下半年加工费上升 20%

近日，有媒体报道，包括铜陵有色在内的部分国内铜冶炼生产商，已经与必和必拓敲定了 2011 年下半年的铜精矿冶炼加工费 (TC/RC)，价格在 90 美元/吨和 9 美分/磅；这比上半年的水平高出 20% 以上。年初时，国内铜冶炼厂与必和必拓等矿山企业达成的 2011 年上半年加工费水平在 70 美元~77 美元/吨不等。2010 年全年的长协铜精矿加工费为 46 美元/吨和 4.6 美分/磅。

同时，日本第一大铜冶炼生产商泛太平洋铜业公司也表示，公司已与必和必拓达成今年 7~12 月交付的铜矿石加工费上涨 29% 的协议，以反映现货市场加工费的上涨；下半年的铜加工/精炼费敲定在 90 美元/吨和 9 美分/磅。目前，现货市场的铜精矿加工费已达 120 美元/吨。

图 1：铜精矿冶炼加工费走势

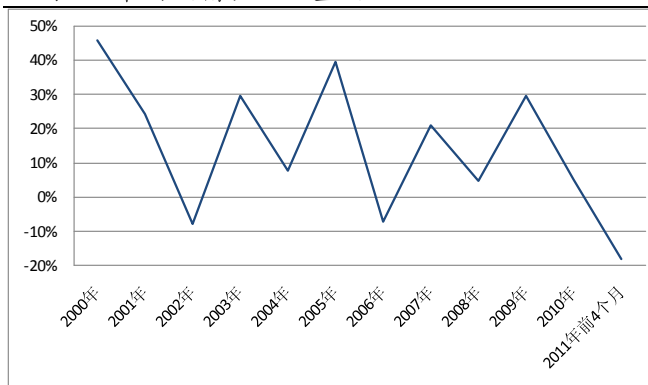
去年 4 季度以来，铜冶炼加工费持续上升。



数据来源：CRU，安信证券研究中心

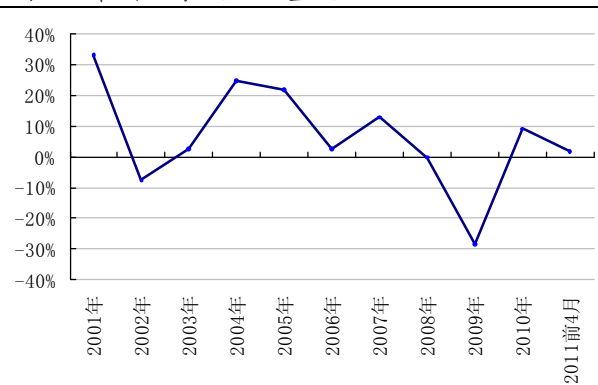
我们认为，现货加工费的上涨主要是由于：1) 今年来，中国铜冶炼厂放慢了在国际市场上的采购步伐；2) 日本 3 月 11 日发生地震后，当地部分冶炼厂生产受到影响；同时国内需求也面临萎缩。

图 2：中国铜精矿进口量变化



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3：中国废杂铜进口量变化



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2. 冶炼企业将会获益

加工费上涨将极大地改善铜冶炼企业的盈利能力。铜冶炼厂的利润主要来自于冶炼加工费、不计价的伴生金属和硫酸等副产品。我们预计，在当前汇率下，目前国内铜冶炼行业平均的盈亏平衡点约为加工费 60 美元/吨和 6 美分/磅。

下半年按照 90 美元/吨和 9 美分/磅的加工费水平，约合铜精矿综合加工费 3,300 元/吨（假设进口铜精矿含铜 30%、冶炼回收率 96.5%）。不考虑国内外价差的因素，则下半年国内铜冶炼行业平均约有 1,000 元/吨的盈利空间；比上半年增加 600 元/吨。

以铜陵有色为例，预计 2011 年公司将生产精铜 88 万吨，扣除国内采购铜精矿和粗铜、废杂铜等因素，当年仍需进口约 40 万吨铜精矿。按照下半年执行一半的长协矿，即 20 万吨计算，下半年来自加工费的盈利将比上半年增加 1.02 亿元，增厚每股收益 0.07 元。

表 1：国内铜行业上市公司产量及资源自有率

公司名称	铜储量(金属量) (2010 年底)	主要产品产量(2010 年)		资源自有率
		铜精矿	精炼铜	
江西铜业	1400	17.45	90	19.4%
铜陵有色	120	4.74	81.36	5.8%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：加工费上升对相关公司的盈利贡献（2011E）

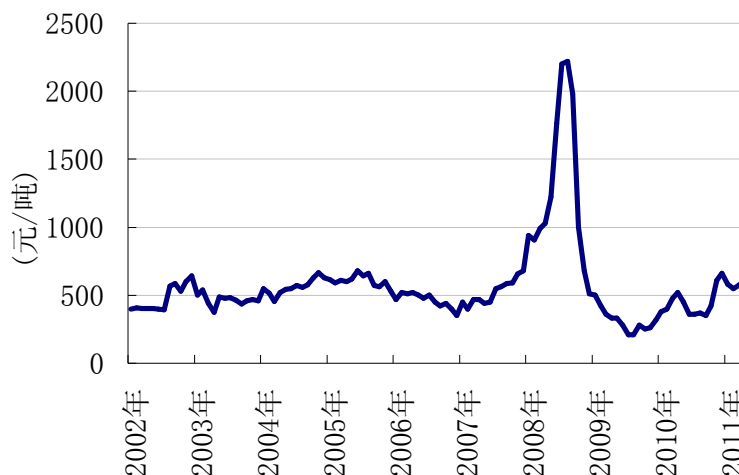
	精铜产量 (万吨)	硫酸产量 (万吨)	进口铜精矿数量 (万吨)	加工费上升的盈利贡献		2011 年 利润贡献
				(亿元)	(元/股)	
铜陵有色	88	222	40	1.02	0.07	6.9%
江西铜业	95	280	40	1.02	0.03	1.4%

数据来源：安信证券研究中心预测

另一方面，去年以来国内硫酸价格也稳步回升；今年来的涨幅约 20%。硫酸作为铜冶炼的重要副产品，价格的上涨也将增加冶炼厂的盈利水平。

图 4：硫酸价格走势（98% 净水）

今年来，硫酸价格也
上升约 20%。



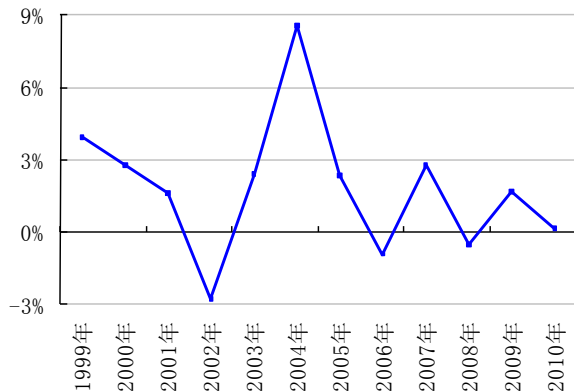
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3. 加工费的上升难以持续

近年来，由于没有新的大型铜矿被开发并投入生产，加上现有铜矿品位的下降，铜精矿产量增长缓慢。CRU 的统计数据表明，过去十年间（2001 年~2010 年），全球铜精矿年均复合增长率仅为 2.17%。2010 年，全球铜精矿产量 1,245 万吨，同比仅增长 0.2%。

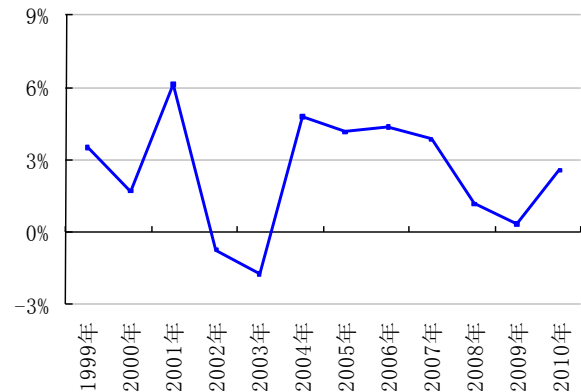
受铜精矿原料供应紧张的影响，精铜产量增长缓慢。2001 年~2010 年间，全球精炼铜产量的年均复合增长率仅为 2.1%。

图 5：全球铜精矿产量变化



数据来源：CRU，安信证券研究中心

图 6：全球精铜产量变化

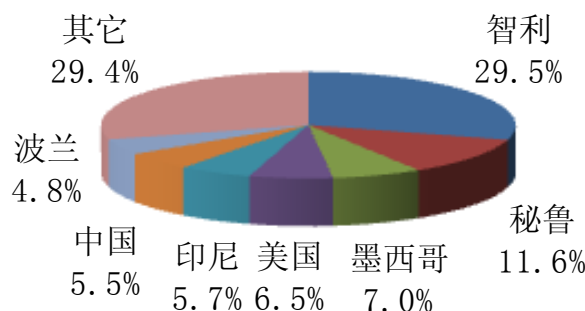


数据来源：CRU，安信证券研究中心

铜精矿产量增长缓慢，与全球铜资源分布集中有密切关系。从地区分布来看，全球五个地区的铜资源储藏量最为丰富，分别是：南美洲智利和秘鲁境内的安第斯山脉西麓、美国西部的洛矶和大坪谷地区、非洲的刚果和赞比亚、哈萨克斯坦、加拿大东部和中部。从国家分布来看，铜资源主要集中在智利、秘鲁、墨西哥、美国、印度尼西亚、中国等。其中，智利的铜资源储量巨大，占到全球的 30%。

图 7：全球铜矿资源分布

全球铜矿资源分布较为集中。

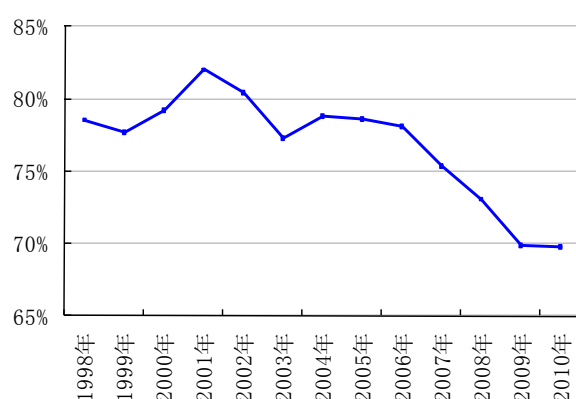


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

随着中国工业化和城市化进程的加速，中国已经成为全球铜消费第一大国，并且是推动全球铜消费增长的最重要力量。2010年，中国精铜消费月703万吨，占全球消费总量的37.9%。但中国却是一个铜资源较为缺乏的国家。中国的铜消费占比已接近40%，而资源占有率仅为5.5%。中国铜冶炼企业的原料自给率不到20%，需要大量从国外进口铜精矿和废杂铜。

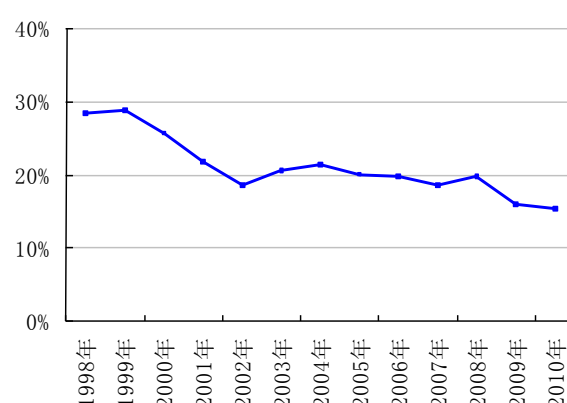
另一方面，过去十年以中国企业为代表的铜冶炼产能扩张较快，这导致全球冶炼产能利用率持续回落。2010年，全球铜冶炼产能利用率仅为69.8%，比十年前降低了十个百分点。冶炼产能扩张过快，还导致了铜冶炼加工费水平的回落，使得铜冶炼企业的利润空间被明显压缩。

图 8：全球精炼铜产能利用率



数据来源：CRU，安信证券研究中心

图 9：中国铜冶炼的原料自给率

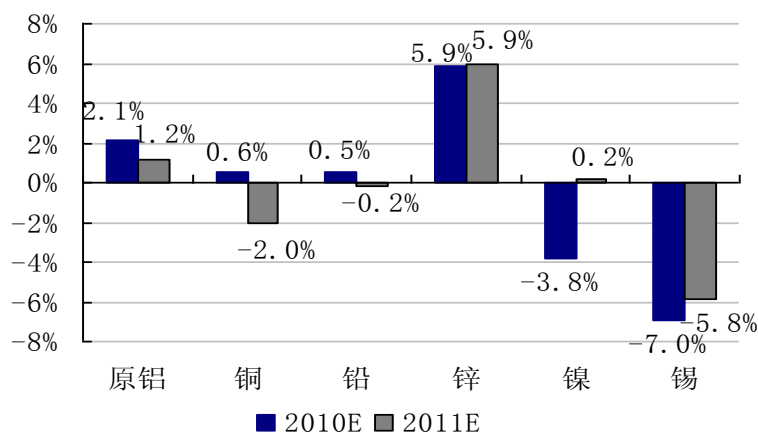


数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心

长期来看，由于全球铜矿供应集中度较高，新增项目难以短时间内投产，未来铜精矿供应仍比较紧张。另一方面，以中国为代表的铜冶炼产能仍在保持较快增加，产能过剩的格局并未得到根本改善。预计随着日本停产产能的逐步恢复，冶炼加工费水平将重新回落。

同时，我们认为，在基本金属中，铜具有最好的供需基本面。CRU 的最新预测表明，虽然 2010 年全球精铜供需基本平衡，但由于铜精矿增长有限，加上矿山生产中断的风险加大，2011 年全球精铜市场的供需缺口可能超过 40 万吨。因此，一旦需求增长超出预期，则铜价有望继续创出新高。

图 10: 全球主要有色金属供需平衡占当年消费比例



主要基本金属中，预计 2011 年全球铜、锡市场将出现供需缺口。

数据来源：CRU，安信证券研究中心预测

表 3: 主要铜冶炼上市公司估值比较

公司名称	股价 (5-24)	股本 (百万股)	EPS (元)			P/E (x)			P/B (x)		
			2010 年	2011E	2012E	2010 年	2011E	2012E	2010 年	2011E	2012E
铜陵有色	23.35	1,422	0.69	1.04	1.03	33.6	22.5	22.6	5.6	4.8	4.3
江西铜业	32.95	3,463	1.42	2.09	2.38	23.3	15.8	13.9	3.3	3.0	2.7

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2010年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034