

加工费上涨利好冶炼企业——江西铜业加工费点评

行业快评

◆事件：江西铜业达成 2012 年 TC/RC 协议为 63.5 美元/吨，6.35 美分/磅

11 月 23 日新闻（“和讯期货”公开信息）显示：江西铜业已经同 Freeport-McMoRan 达成 2012 年度铜精矿 TC/RC 协议：63.5 美元/吨，6.35 美分/磅，较 2011 年 56.5 美元/吨，5.65 美分/磅的价格上涨了 12%。

同时，铜陵有色与必和必拓关于 2012 年加工费的谈判正在进行。

◆影响铜冶炼企业的盈利能力因素分析：加工费、正负价差与硫酸销售

对于铜冶炼企业，其进口铜精矿冶炼的盈利来自三点：

1、TC/RC 费（LME 铜价-加工费即为进口铜精矿的价格），加工费是冶炼公司的主要盈利来源。按照 2012 年江西铜业（TC/RC）63.5/6.35 计算，吨加工费折合人民币约 2200 元/吨（根据我们的匡算，行业内冶炼的单位营业成本约在 2000-2200 元/吨，因此 2012 年的加工费对于江铜而言基本属于盈亏平衡）。

2、正负价差指沪铜价与 LME 铜价的差值，具体计算一般为沪铜价格-LME 铜价*1.17*人民币汇率。对于冶炼企业而言，其进口铜精矿成本与 LME 铜价格挂钩，在国内销售价格与沪铜价格挂钩；若存在负价差，即 LME 铜价高于沪铜价，那么冶炼企业相当于以高价进口铜精矿，同时以较低的价格在国内市场出售，对于冶炼企业不利。

2011 年上半年，受到国内调控影响，沪铜价格一直走弱于 LME 铜，负价差明显，冶炼企业生产经营压力大；近期受到欧债危机和美国投资评级下调影响，外围铜市走势疲弱，负价差逐渐缩小。此外，未来人民币升值也将缩小负价差，利好冶炼企业。

3、硫酸，由于铜精矿伴生的黄金、白银等其他金属均计价，而硫不计价，因此其他伴生金属相对盈利不高，而硫酸盈利可以增加冶炼盈利。根据行业经验，在冶炼 1 吨铜的同时大致可生产 3 吨硫酸。从 2011 年全年看，硫酸价格走势稳定，目前价格在 600 元/吨水平，扣除增值税（17%）后，如果忽略硫酸生产成本，吨铜的硫酸盈利在 1500 元/吨，可以增加冶炼盈利。

◆10 月份现货 TC/RC 费为 35/3.5，可能受到印尼、秘鲁铜矿罢工影响

根据 Brookhant 相关数据，2010 年现货加工费呈现前低后高走势，全年平均 TC/RC 费为 28/2.8。2011 年 10 月份现货 TC/RC 在 35/3.5。从全年走势看，3 月份日本地震导致现货加工费大幅上升（3 月份 TC/RC 费为 115/11.5），此后不断下降。目前现货加工费低很可能受到下半年印尼和秘鲁铜矿频繁罢工导致铜精矿供应短缺的影响。

由于近几年国内铜冶炼产能大幅度增加，我们预计未来铜冶炼加工费仍将受到抑制。

◆加工费上涨利好冶炼公司；铜陵有色进口量最大，受益最大

从 2010 年的进口情况看，铜陵有色，江西铜业以及云南铜业三家铜企的进口铜精矿比例占总量比例分别为 50%，25%，15%（大致数据）。其中铜陵有色进口量最大。

从目前谈判进展看，2012 年的加工费应该高于市场此前预期，对于铜冶炼企业而言偏正面。同时应该考虑的是，与成本比较仍旧属于接近盈亏平衡，影响力有限。目前负价差对于冶炼企业的影响要大于加工费的影响：2012 年预计国内调控放缓，同时欧美经济增长继续疲软，我们预计国内铜价走势将强于 LME 铜价走势，可能出现正价差，利好冶炼企业。整体看，我们预计冶炼企业 2012 年盈利将好于 2011 年。

增持（维持）

分析师

汪前明（执业证书编号：S0930510120001）

021-22169122

wangqm@ebcn.com

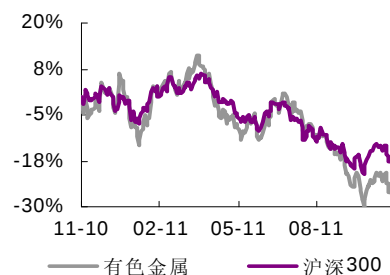
联系人

施毅

021-22169126

shiyi@ebcn.com

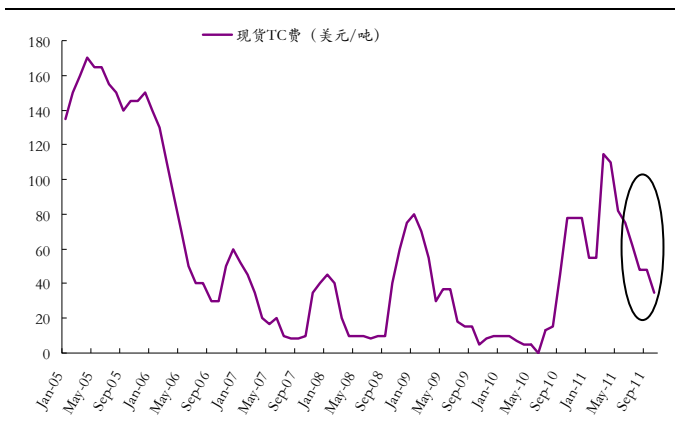
行业与上证指数对比图



证券 代码	公司 名称	股价	EPS			PE			投资 评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
000630	铜陵有色	19.33	0.63	1.05	1.27	30.6	18.4	15.2	增持
600362	江西铜业	25.86	1.42	2.03	2.27	18.2	12.7	11.4	增持

图 1：目前的现货加工费

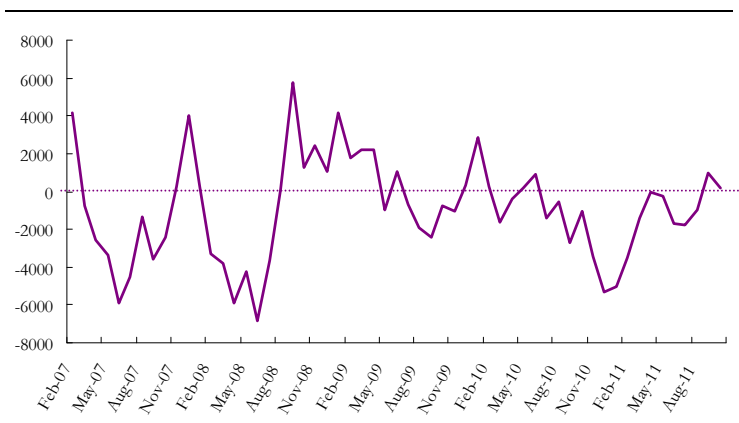
2011 年 3 月份日本地震导致现货加工费大幅上升（3 月份 TC 费为 115 美元/吨），此后不断下降，10 月份现货加工费：TC 费为 35 美元/吨



资料来源：Brookhant，光大证券研究所

图 2：负价差（沪铜价-LME 铜价*1.17 增值税*人民币汇率）

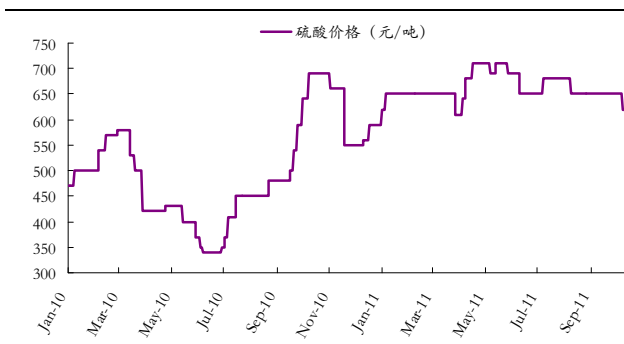
2011 年上半年，受到国内调控影响，沪铜价格一直走弱于 LME 铜；近期受到欧债危机和美国投资评级下调影响，外围铜市走势疲弱，负价差缩小



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 3：硫酸价格

2011 年全年看，硫酸价格走势稳定，目前价格在 600 元/吨水平



资料来源：浙江嘉华网站，光大证券研究所

表 1：2010 年三铜企铜原料来源

原料来源为大致数据，其中铜陵有色的进口比例最大，占总量的 50%

单位：万吨		江西铜业	铜陵有色	云南铜业
冶炼产能		90	85	65
2010 年产量		81	81	30
原料来源	自产	16.7	4.43	6
	粗铜及废杂铜	40	27	5
	国内铜精矿	3.5	5	7-8（含从集团购买 4 万吨）
	国外铜精矿	20	44	11

资料来源：公司公告，光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
000630	铜陵有色	1422	19.33	35.00	0.63	1.05	1.27	30.6	18.4	15.2	3.99	3.28	2.82	增持	增持
600362	江西铜业	2075	25.86	40.00	1.42	2.03	2.27	18.2	12.7	11.4	2.62	2.18	1.83	买入	增持

资料来源：光大证券研究所

分析师声明

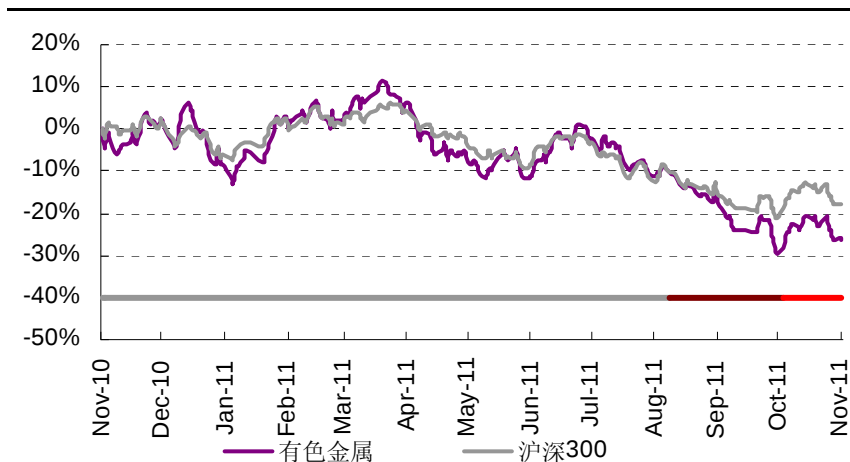
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪前明，复旦大学世界经济专业博士、南京大学数量经济学本科。1997 年进入证券行业，已有十年以上证券研究经验。曾在南方证券从事钢铁、有色金属行业研究，在中信证券从事有色金属行业研究，2006 年获《新财富》最佳分析师第四名。其后任职于香港 Marcopolo 资产管理公司研究总监。目前在光大证券研究所负责有色金属行业研究。熟悉上市公司：山东黄金、中金黄金、铜陵有色、江西铜业等资源类公司。

投资建议历史表现图

有色金属



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2011-08-28	买入
2011-09-04	买入
2011-09-12	买入
2011-09-17	买入
2011-09-24	买入
2011-10-16	买入
2011-10-23	增持
2011-11-05	增持
2011-11-13	增持
2011-11-19	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com