

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业快评

中国国储收储铜将把铜价推向何方？

2009年3月18日

肖征 有色金属行业研究员

86-755-22624793

xiaozheng@pasc.com.cn

高利

86-755-22623263

gaoli@pasc.com.cn

事项

铜价今年自底部已经反弹超过 30%，其中最大的刺激因素是中国国储（SRB）的收购。由于铜价反弹，近期铜业类公司股价涨幅较大，中国国储收储铜将把铜价推向何方？我们在此给出一些我们的看法。

主要观点

一、SRB 收储铜推高铜价

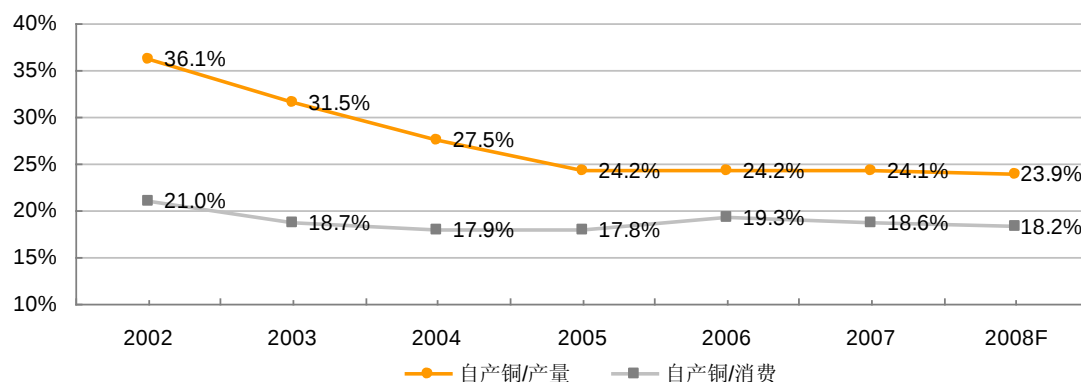
今年以来，由于中国国储（SRB）对金属铜的大量收购，铜价自底部反弹已经超过 30%（当然刺激铜价反弹还有一些其它因素，包括指数基金调仓、中国废铜紧张影响产量以及对中国电网投资拉动铜需求的较好预期，不过国储收铜绝对是铜价反弹最大的功臣）。

由于 3000 美元的铜价仍高于绝大多数企业的成本，我们认为如果没有国储的收购，目前铜价可能仍在 3000 美元以下运行而不是现在的 3800 美元。

二、铜是中国最缺的大宗金属，SRB 收储铜和我们 08 年年报的观点一致

我们曾在 08 年的年度报告中提到：由于铜是中国所需大宗金属中自给率最低的品种，而且我国铜资源无论是在矿床规模、矿石品味还是开采难度上相比其它国家都处于劣势，由于较低的资源自给率，每年我国都需从国际市场上买入大量的高价铜。因此，如果国储出手在国际市场上采购金属，铜的最可能性最大。

图表1 中国精铜自给率



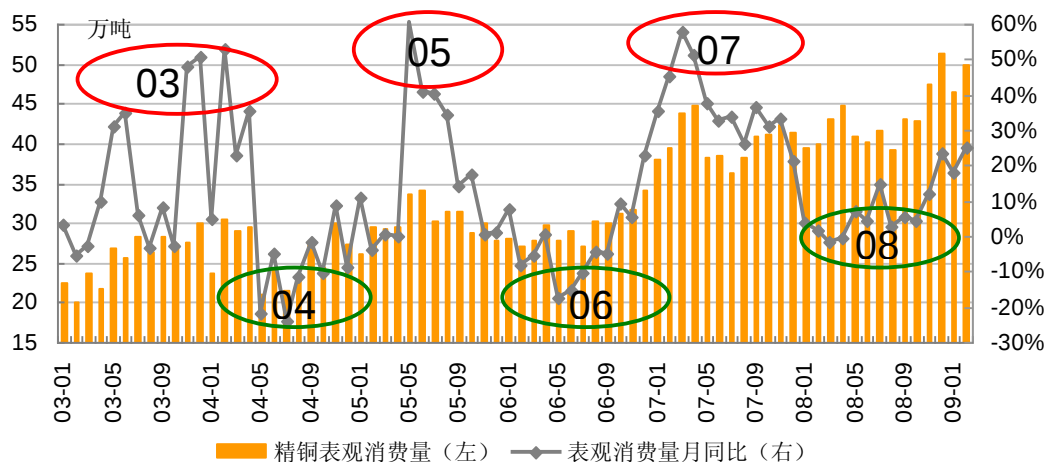
资料来源：平安证券整理

三、收储推高将中国铜表观需求

从 2003 年以来中国的表观消费量来看，03、05、07 年为高峰期，04、06、08 年为低潮期，我们认为国储、生产商、贸易商的隐形库存的建立与释放造成了中国精铜进口大致为 2 年的循环周期。其中尤以 SRB 对市场的影响最大，我们估计在 2004~2006 年 SRB 铜建库量超过 40 万吨。

自 08 年 11 月份以来，尽管随着次贷危机的深化中国的铜需求增速有所放缓，但是表观需求增速却开始回升，这从另一个侧面说明了国储收购铜的事实。SRB 如果继续收储会否使中国 09 年的表观需求增速恢复到 03、05、07 年 50% 的最高水平？我们暂不得而知。

图表2 2003 年以来中国的精铜表观消费量和同比变化

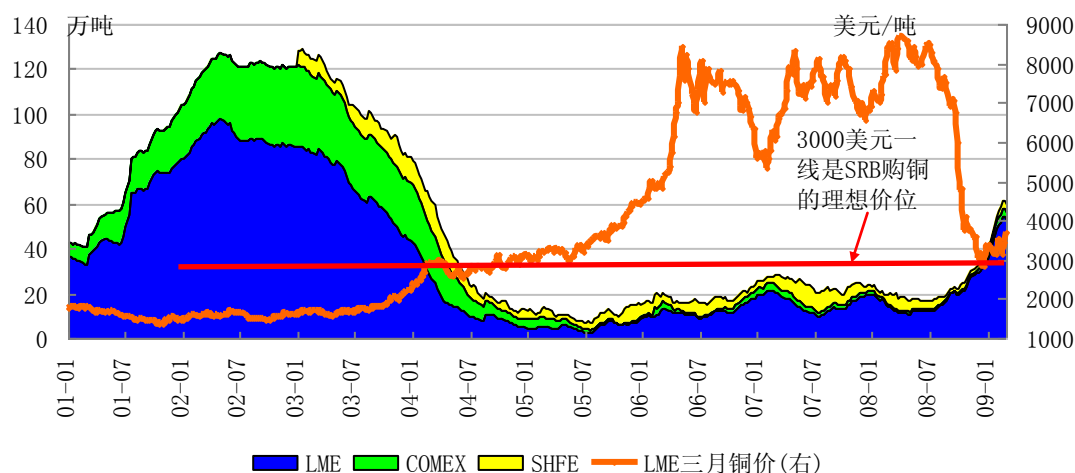


资料来源：平安证券整理

四、3000 美元/吨是 SRB 收储铜的理想价位，也基本确定是本轮调整的底部

我们认为国储在 05 年的收储低价约为 3000 美元/吨，而在 07 年收储低价约为 5500 美元/吨，因此 3000 美元/吨可以说是 SRB 收储铜的最理想价位。当铜价低于 3000 美元/吨时 SRB 会加大收储量，因此我们认为 3000 美元/吨是本轮调整的底部。

图表3 LME 三月铜价和交易所库存——3000 美元/吨是 SRB 收储铜的理想价位



资料来源：平安证券整理

五、SRB 将把铜价推向何处？

由于 SRB 没有官方数据公布，因此很难对 SRB 的行为进行判断，不过我们认为 SRB 今后的动向决定铜价走势有两种可能（我们假定近期铜需求变化不大）：

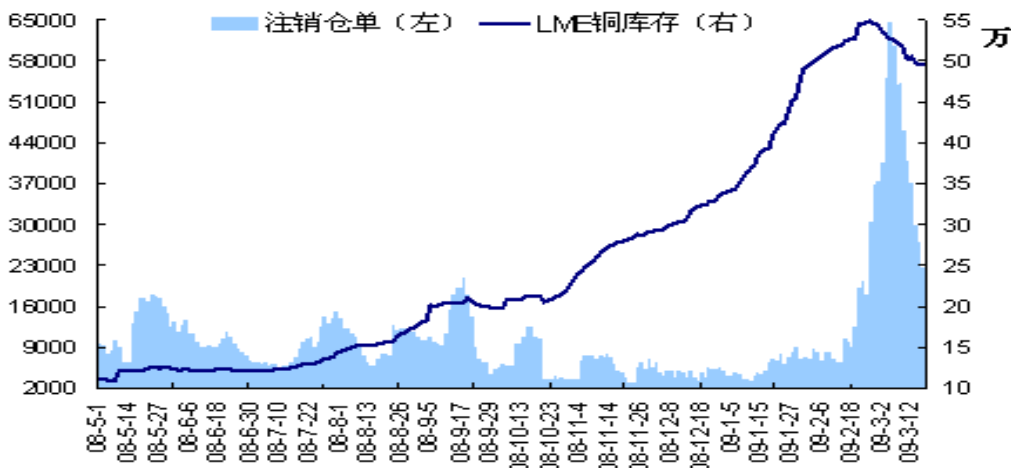
1、由于 SRB 是代表国家挽救有色金属企业的行为，在扶持有色行业企业的背景下，SRB 收储铜对铜价并不敏感。由于 3800 美元/吨的价位仍远低于 07 年收储的价格，而且从长远来看，3800 美元/吨的铜价是被低估的，因此 SRB 将在目前价位继续加大力度买铜从而推高铜价。

2、由于铜价上涨过快，SRB 会选择理性购买，当价格逼近 3000 美元/吨时加大购买力度，当价格上升太快时减少购买。因此铜价可能在 3000~4000 美元/吨震荡。

相对来说，目前我们更倾向于第二种可能。毕竟目前除中国以外地区的铜需求仍然相当低靡，在需求没有完全恢复前，SRB 完全可以控制购买的速度和数量而不至于促成铜价的单边上涨（当然第一种可能性也存在，我们将随着数据的变化随时调整我们的观点）。

从铜注销仓单开始减少也让我们猜测近期 SRB 的购买力度开始减小，铜的注销仓单在 3 月 4 日达到近期高点 64400 吨以后连续减少，目前为 23475 吨，注销仓单库存比由 12.24% 下降至 4.74%。注销仓单大幅减少的局面让我们继续维持 LME 铜的减库和涨势将告一段落的观点。

图表4 LME 铜注销仓单回落，铜减库过程或将终止



资料来源：平安证券整理

五、维持对铜陵有色“推荐”的投资评级

铜陵有色是中国最大的铜生产企业之一，尽管铜精矿自给率仅为 5.8%，但由于稳健的经营作风和较好的成本费用控制能力，公司可以抵御行业周期性风险。按照 2009 年铜均价 3800 美元、TC/RC 为 75（美元/吨、美分/磅）、硫酸税前价格 300 元/吨计算，公司 2009 年自产铜、铜冶炼和硫酸毛利占比分别为 16.3%、49.1%和 11.5%，即使铜价下跌对公司业绩影响亦有限。

我们预计铜陵有色2009年主营业务收入和主营业务成本分别为259.4亿元和241.6亿元，2010年主营业务收入和主营业务成本分别为318.1亿元和296.3亿元，EPS分别为0.50元和0.64元，动态PE分别为20.6X和16.2X。

目前有色金属行业处于行业景气底部，有色金属价格处于筑底阶段，在周期性行业的底部理应给予较高估值。鉴于公司稳健的经营作风和较高的抵御行业周期性风险的能力，给予公司09年25倍PE估值，公司的合理估值为12.5元，维持“推荐”评级。

近期相关报告

- 《黄金价格重上1000美元/盎司——黄金股投资机会继续彰显》——2009年2月21日
- 《商品指数基金调高基本金属权重，铜、锌、镍子行业或迎来交易性机会》——2009年1月6日
- 《有色金属行业09年年度策略报告——关注交易性的反弹机会，等待战略性的买入机会》——2008年12月2日
- 《有色金属行业十月月度报告——多事之秋最大的确定因素就是“不确定性”》——2008年10月4日
- 《有色金属行业九月月度报告——美元强势反弹给板块投资带来更大的不确定性》——2008年9月3日
- 《有色金属行业八月月度报告——稀土和黄金仍是弱市之下的强势品种》——2008年8月3日
- 《锌行业点评——痛苦的调整仍将继续》——2008年7月23日
- 《20家骨干电解铝企业联合减产——短期给予铝市的一针强心剂》——2008年7月11日
- 《解读铜价淡季大反弹——供给担忧和被低估了的中国需求》——2008年6月24日
- 《有色金属行业中期投资策略报告——较大不确定因素下捕捉投资机会》——2008年6月12日
- 《有色金属行业夏季投资策略报告——捕捉深度调整之后的投资机会》——2008年5月3日
- 《有色金属行业三月月度报告——把握金属价格强劲反弹下的交易性机会》——2008年3月3日
- 《有色金属行业一季度策略跟踪报告——等待，也是仍是板块投资的最好策略》——2008年2月8日
- 《有色金属行业一季度策略报告——2008年能否再创辉煌？》——2008年1月6日
- 《有色金属行业2008年投资策略——风险是涨出来的，机会是跌出来的》——2007年12月7日

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257