

有色金属行业

评级：中性

研究员

汪华春

证书编号

S0070209060030

010-88086830-711

wanghc@rxzq.com.cn

近期报告:

《有色金属行业周报：继续配置部分基本金属，关注价格上涨趋势的形成》2010.10.18

《有色金属行业周报：通胀预期升温，建议适度增持部分基本金属》2010.10.11

《有色金属行业周报：8月经济数据指标良好，宏观经济回稳》2010.9.13

流动性驱使及中国重新备库需求——铜价将步入新高之旅

投资要点:

- **全球经济增速只是放缓，而再次陷入衰退的可能性很小。**从各国目前的经济运行情况来看，经济增速只是放缓，而陷入再次衰退的可能性较小。西方国家建筑行业铜需求占比约50%左右，尽管发达国家建筑业看来已经走平，且在2010年上半年对铜消费的贡献略显负面，但是未来发达国家建筑业的任何改善对铜价来说都是利好因素。
- **铜需求恢复较快，目前市场供应偏紧。**今年发达国家的经济指标虽然不尽如人意，但是发达国家的铜需求恢复却好得完全出乎人们的预料，导致第二季度全球铜出现小的供应缺口。从安泰科预测的铜供需情况来看，今年至明年铜市场平衡逐渐缩小。此外，现货市场升水来看，目前主要的发达市场(美国/欧洲/日本)供应紧张。
- **中国铜需求未来将保持9%左右的增速，其中农村电网改造和高铁工程用铜将增长最快。**中国电力、家电和交通运输等领域占铜需求的70%左右，预计未来农村电网改造升级和高铁工程用铜将增长最快：
(1) 国家能源局预计，未来三年(2010年-2012年)中国将投资2000亿元用于启动新一轮农村电网改造升级建设，这将会带动精炼铜消耗大约175万吨；(2) 发改委表示今后5年里，总投资量达3.5万亿人民币将用于高速铁路建设，而根据铁道路的“中至长期铁路发展计划”，至2015年将完成20000公里高速铁路线。
- **中国因素：未来数月从清库存转向重新备库将对铜价的下一轮上涨起决定性作用。**从五月至七月以来的我国进入铜清库阶段，而我国精炼铜每个月都维持较高的净进口水平。预计未来几个月里精铜进口将要回升以满足国内的需求增长，使库存/消费率回到更安全的水平。近期，中国并没有明显的备库信号，但LME的铜库存仍保持下降趋势，这本身就来自于终端库存在填补实际需求与供应之间的缺口。我们认为，在未来相当长的一段时间里，中国迟早进入重新备库阶段，而这将对铜价的下一轮上涨起决定性作用，期铜价格创历史新高是早晚的事。
- **投资建议：**我们认为，流动性驱使基本金属行业投资出现积极信号，而铜价未来会随着中国备库需求而创历史新高，我们建议增持铜子板块。比较三家铜上市企业，江西铜业的铜矿自给率最高，市值/储量值相对低估，给予“增持”评级。而铜陵有色将近半的利润来源于贵金属，且近期铜现货加工费有走高趋势，这对公司的铜冶炼业务而言为利好，此外，公司还有注入铜矿预期，建议关注。

1、铜供需好于预期

- 全球经济增速只是放缓，而再次陷入衰退的可能性很小。从各国目前的经济运行情况来看，经济增速只是放缓，而陷入再次衰退的可能性较小。此外，中国铜和西方国家铜消费结构不同：中国电力、家电和交通运输等领域占铜需求的 70% 左右，而西方国家建筑行业铜需求占比约 50% 左右，尽管发达国家建筑业看来已经走平，且在 2010 年上半年对铜消费的贡献略显负面，但是未来发达国家建筑业的任何改善对铜价来说都是利好因素。

图 主要经济体工业生产指数

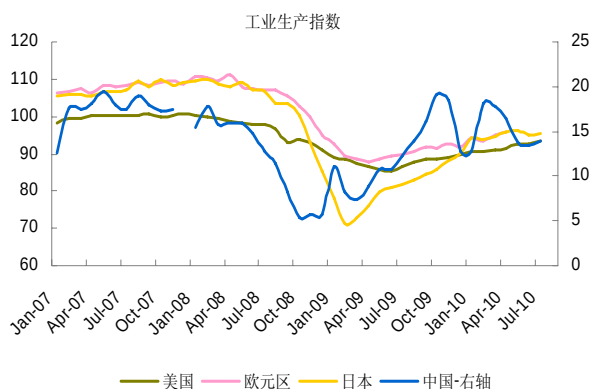


图 主要经济体 PMI 指数

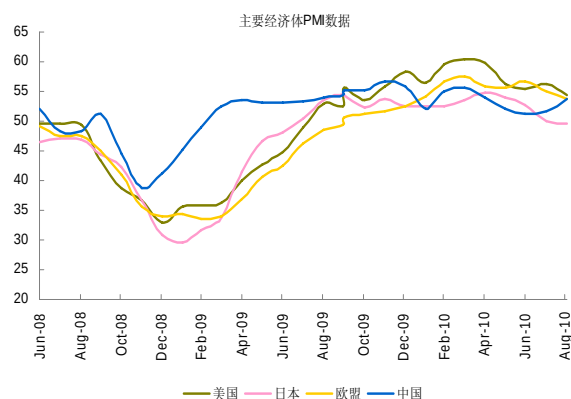


图 中国铜消费结构

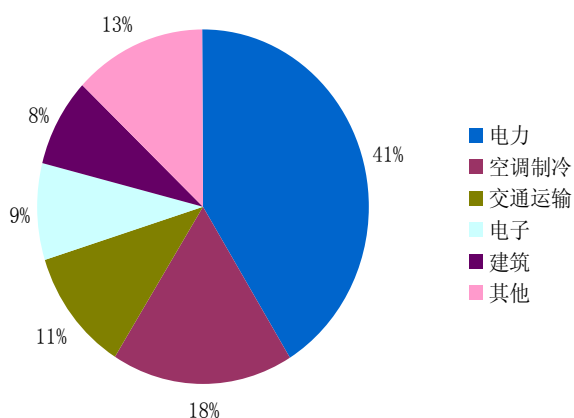


图 美国铜消费结构

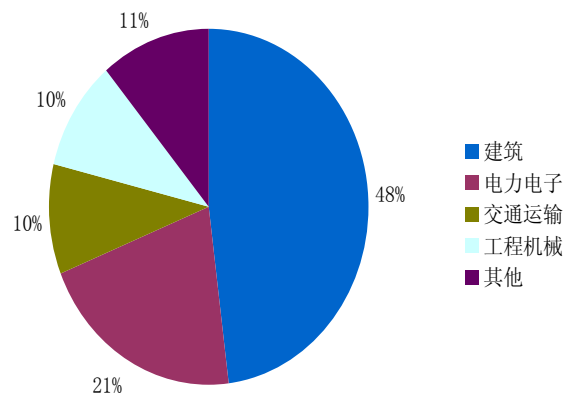
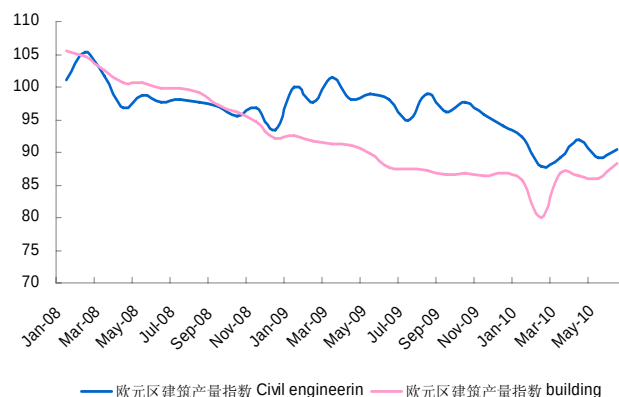
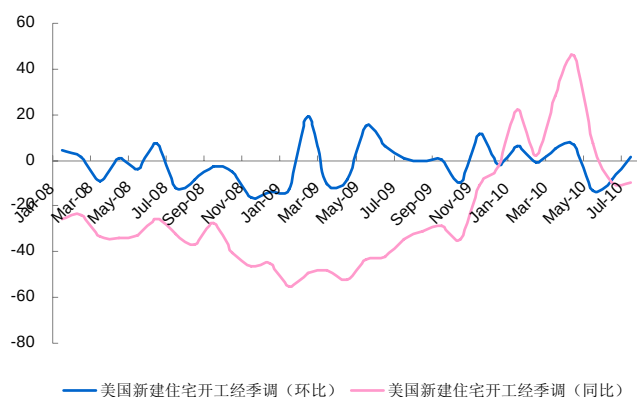


图 美国新建住宅开工数据

图 欧元区建筑产量指数



- **目前铜市场供应紧张。**今年发达国家的经济指标虽然不尽如人意，但是发达国家的铜需求恢复却好得完全出乎人们的预料，导致第二季度全球铜出现小的供应缺口。从安泰科预测的铜供需情况来看，今年至明年铜市场平衡逐渐缩小。此外，现货市场升水来看，目前主要的发达市场（美国/欧洲/日本）供应紧张，整个 2010 年以来反映出不包括中国在内的情况下现货升水今年以来的上升，平均现货升水从今年初的\$68/吨上升至目前的\$92/吨。

表 全球各季度铜供需平衡（单位：千吨）

	2007				2008				2009				2010			
	年	Q2	Q3	Q4	年	Q1	Q2	Q3	Q4	年	Q1	Q2	Q3	Q4	年	Q1
产量	17841	4478	4542	4638	18062	4316	4620	4775	18092	4564	4711	4530				
消费量	18014	4691	4414	4065	17775	3917	4310	4252	4312	16790	4503	4746	4446			
供需平衡	-173	-213	128	128	287	399	71	368	463	1302	61	-35	84			

来源：CRU，日信研究

表 全球及中国铜精矿、铜供需情况（单位：千吨）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
全球铜精矿产量	14942	15139	15575	15582	15976	15907	16851
YOY%		1.32%	2.88%	0.04%	2.53%	-0.43%	5.93%
全球产量	16597	17310	18040	18364	18336	18564	19482
YOY%		4.30%	4.22%	1.80%	-0.15%	1.24%	4.95%
全球消费量	16959	17500	18047	18019	17302	18240	19449
YOY%		3.19%	3.13%	-0.16%	-3.98%	5.42%	6.63%
全球产量-消费	-362	-190	-7	345	1034	324	33

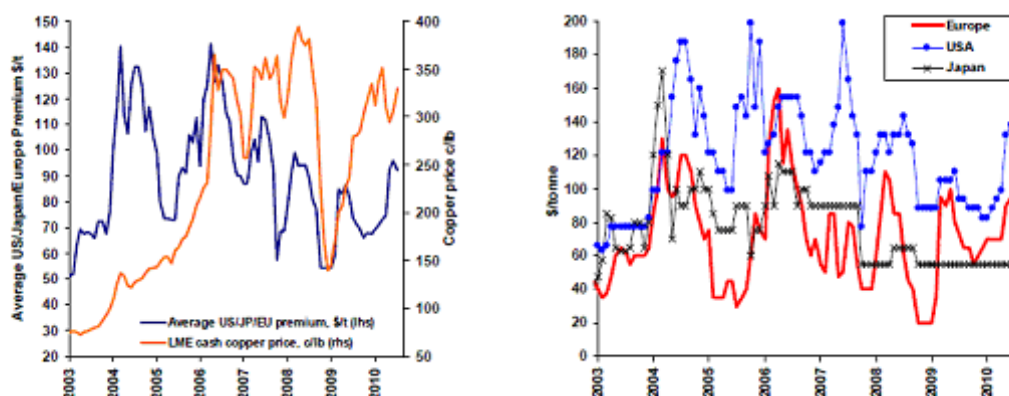
	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
中国产量	2600	3003	3540	3836	4110	4981	6286
YOY%		15.50%	17.88%	8.36%	7.14%	21.19%	26.20%
中国消费量	3815	3967	4670	5100	6520	7107	7676
YOY%		3.98%	17.72%	9.21%	27.84%	9.00%	8.01%
中国产量-消费	-1215	-964	-1130	-1264	-2410	-2126	-1390

中国产量占比	15.67%	17.35%	19.62%	20.89%	22.41%	26.83%	32.27%
中国消费占比	22.50%	22.67%	25.88%	28.30%	37.68%	38.96%	39.47%

来源：安泰科，日信研究

图 美国/欧洲/日本的现货升水强劲

图 各国的现货升水分布



来源：LME, Macquarie

2、中国铜需求旺盛，成为影响铜价的重要因素

- 中国铜需求未来将保持 9%左右的增速，其中农村电网改造和高铁工程用铜将增长最快。（1）在全国农村电网改造升级工作会议上，国家能源局预计，未来三年（2010 年-2012 年）中国将投资 2000 亿元用于启动新一轮农村电网改造升级建设，这将会带动精炼铜消耗大约 175 万吨。（2）发改委表示今后 5 年里，总投资量达 3.5 万亿人民币将用于高速铁路建设，而根据铁路的“中长期铁路发展规划”，至 2015 年将完成 20000 公里高速铁路线。据我们了解，每辆高速机车需要 10 吨铜部件，另外每公里铁轨的电力和通讯电缆需要 10 吨铜，此外，出于电器化的目的，铁轨或列车上方将安装喇叭（一种电器列车和机车顶上的装置，它从车上方的电线中获得电流）和电铁电缆，这类电缆的年需求量约 6000 吨。根据行业专家统计数据，高速铁路工程的年精铜消费量将是铜需求今后十年里增长最快的终端领域之一。

表 三大行业固定资产投资累计值增速

三大行业固定投资累计值增速

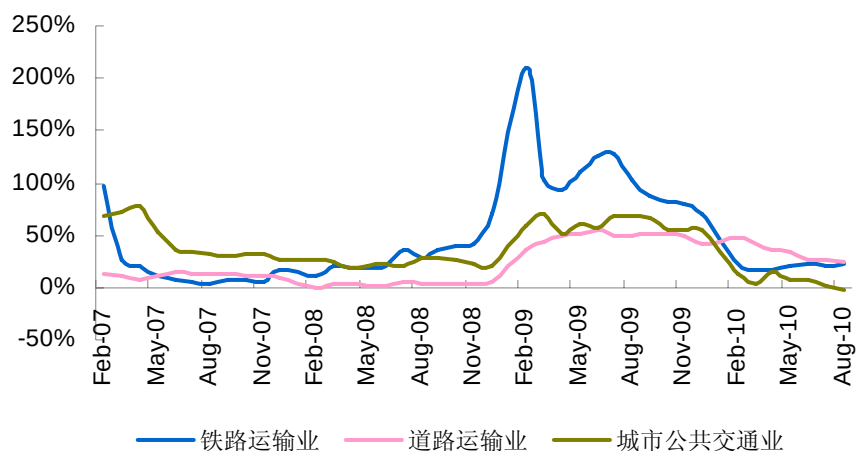


图 中国精铜产量维持较高增速

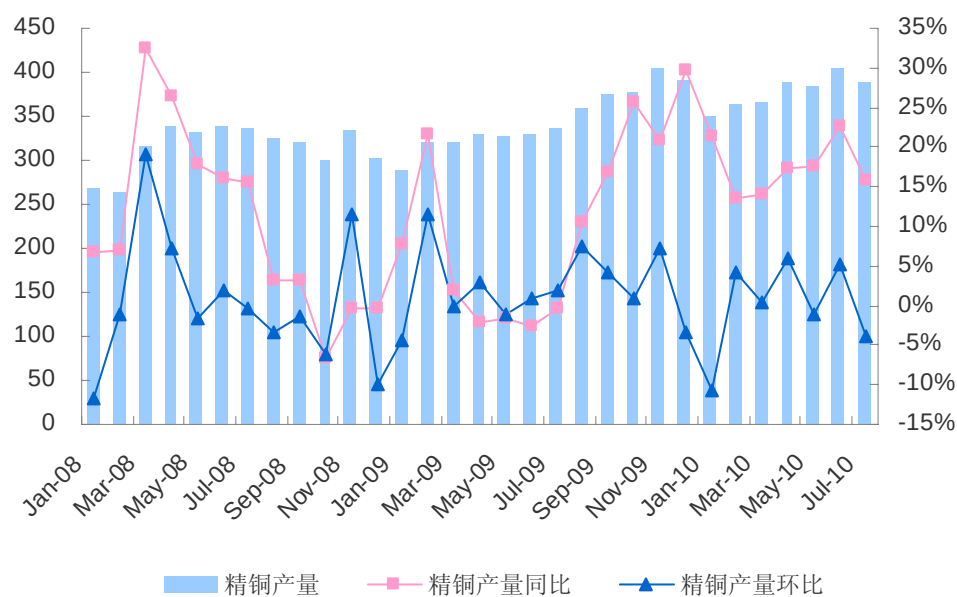
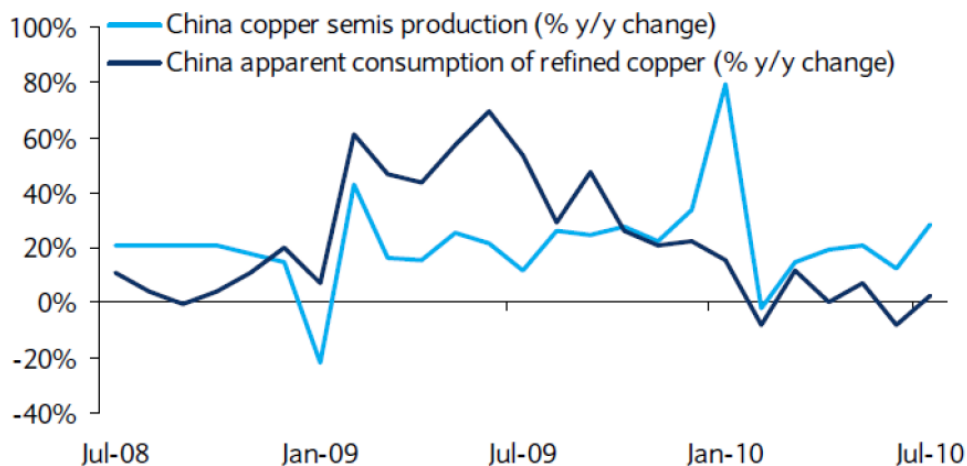


图 中国铜半成品及精铜表观消费量增速强劲



来源: Macquarie

- **中国因素：未来数月从清库转向重新备库将对铜价的下一轮上涨起决定性作用。**从五月至七月以来的我国进入铜清库阶段，根据我们的统计数据，今年以来我国铜总的清库量在200,000-250,000吨之间，而我国精炼铜每个月都维持较高的净进口水平。预计未来几个月里精铜进口将要回升以满足国内的需求增长，使库存/消费率回到更安全的水平。我们观察近期的库存变化，中国并没有明显的备库信号，但LME的铜库存仍保持下降趋势，这本身就来自于终端库存在填补实际需求与供应之间的缺口。我们认为，在未来相当长的一段时间里，中国迟早进入重新备库阶段，而这将对铜价的下一轮上涨起决定性作用，期铜价格创历史新高是早晚的事。

图 LME 基本金属库存变化

图 SHFE 基本金属库存变化

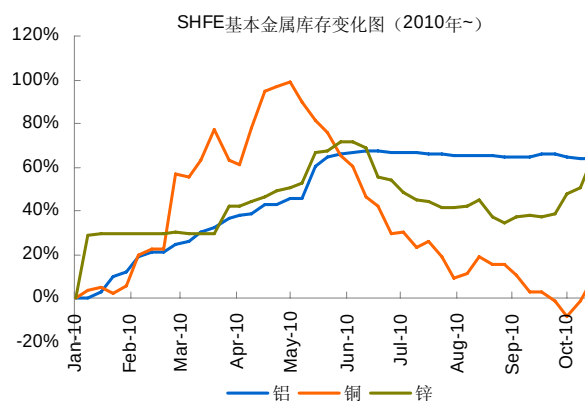
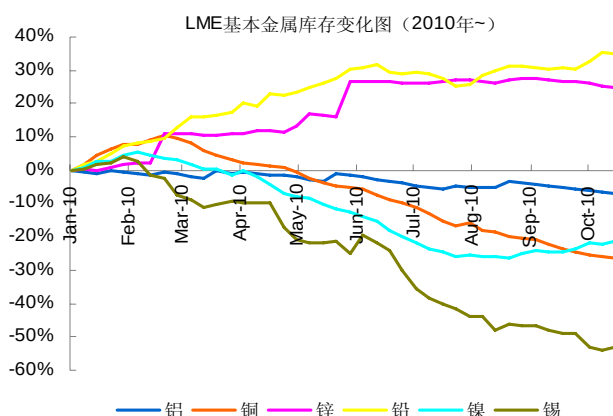


图 中国精炼铜一直维持净进口

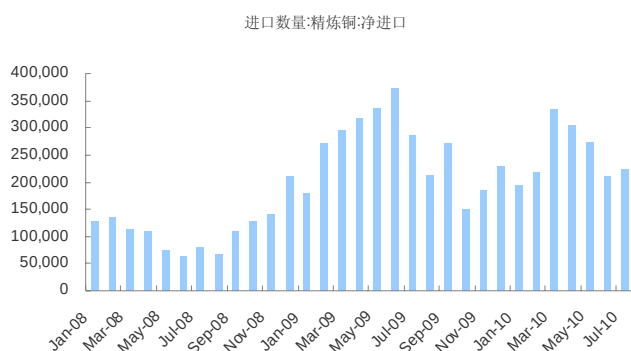


图 中国铜矿进口需求旺盛

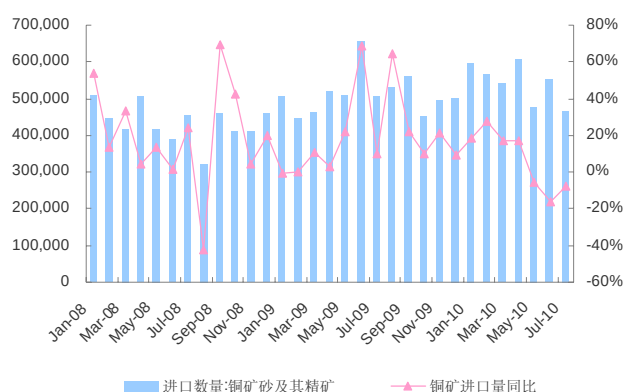
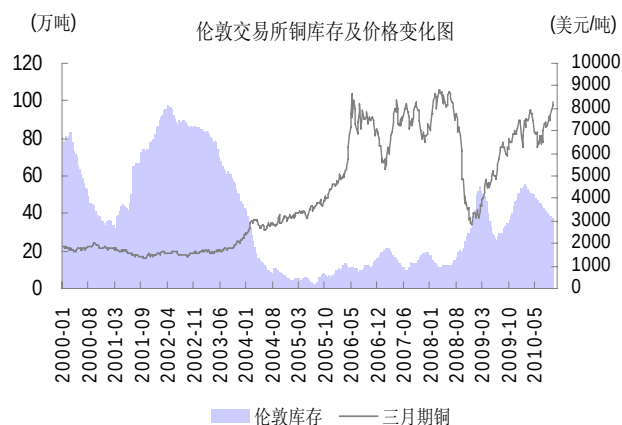


图 SHFE 和 LME 期铜价格走势对比



图 LME 铜库存变化图



3、投资建议

- 在之前的投资报告中,我们认为,流动性驱使基本金属行业投资出现积极信号,而铜价未来会随着中国备库需求而创历史新高,我们建议积极增持铜子板块。
- 比较三家铜上市企业,江西铜业的铜矿自给率最高,市值/储量值相对低估,给予“增持”评级。而铜陵有色将近半的利润来源于贵金属,且近期铜现货加工费有走高趋势,这对公司的铜冶炼业务而言为利好,此外,公司还有注入铜矿预期,建议积极关注。

表 资源比较

		股价	总股本	铜权益储量	每股铜储量	市值/储量	自产铜矿	冶炼产量	自产铜矿/
		元/股	(亿股)	(万吨)	(吨/万股)		(万吨)	(万吨)	冶炼产量
铜陵有色	000630	21.64	12.94	204.74	15.82	13680.76	5	83	6.02%
江西铜业	600362	40.58	34.63	1538	44.42	6159.73	17.2	90	19.11%
云南铜业	000878	26.1	12.57	148.34	11.80	22111.08	6	35	17.14%

来源:公司公告,日信研究

表 铜产品毛利率

		2006	2007	2008	2009	2010H
铜陵有色	000630	4.56%	4.34%	0.81%	4.59%	1.90%
江西铜业	600362	28.60%	10.02%	6.01%	9%	7%
云南铜业	000878		5.20%	-7.25%	10.62%	5.73%

来源：公司公告，日信研究

表 贵金属毛利率

		2006	2007	2008	2009	2010H
铜陵有色	000630	28.15%	26.32%	23.52%	21.69%	25.88%
江西铜业	600362	35.98%	26.37%	28.04%	24.91%	22.96%
云南铜业	000878		25.68%	12.29%	15.73%	7.87%

来源：公司公告，日信研究

表 行业估值比较

名称	代码	股价	EPS (元)		P/E (x)		PB
			2010E	2011E	2010E	2011E	
铜陵有色	000630	23.72	0.63	0.77	37.65	30.81	4.92
云南铜业	000878	28.11	0.38	0.63	73.97	44.62	8.58
江西铜业	600362	43.12	1.28	1.55	33.69	27.82	4.74

来源：公司公告，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。