

分析师：关健鑫

执业证书编号：S0050210080002

Tel: 010-59355985

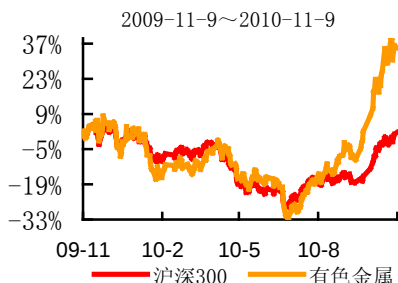
Email: guanjx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**有色金属****投资评级**

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持

市场数据

有色金属行业指数	5723.24
沪深 300 指数	3548.57
上证指数	3159.51
深证成指	13807.30
中小板指数	7787.29

行业指数相对沪深 300 表现**相关研究**

《三大铜业巨头谁更具投资价值？》

2010 年 7 月 9 日

铜精矿现货冶炼费上涨成为风向标

投资要点

- 1、据网络报道称，目前中国的现货精矿进口加工及精炼费为每吨 93 美元和每磅 9.3 美分，一个月前为每吨 60 美元和每磅 6 美分。
- 2、世界铜资源已现垄断控制格局。目前，全球矿产资源和矿产品市场的垄断格局已经形成，智利、秘鲁、印尼控制着世界大部分的铜矿资源，其产量占世界铜产量 52%，贸易量 90%。从世界前五大铜生产企业来看，BHP、Freeport、Anglo American、智利国家铜公司（Codelco）和 RioTinto 目前控制着世界 60% 左右的铜资源供应量，国际铜矿业巨头的垄断能力已经达到了较高的高度。
- 3、我国铜产业链结构严重失衡。由于铜矿山资源的稀缺性，过快的冶炼加工产能扩张一方面导致矿山产能无法满足中下游生产的需要，另一方面致使冶炼企业在冶炼加工费方面的价格谈判话语权不足，从而使得利润向国际采选业垄断巨头转移。
- 4、受全球第二轮量化宽松影响，铜金属的货币属性将再次发挥的淋漓尽致，国际铜价已逼近历史高点，从目前情况来看，LME 交易所的铜金属库存出现一定程度的下降，未来一段时间内国际铜价创历史新高将成为常态化。此外，铜精矿现货冶炼费上涨也将成为长协价的风向标，2011 年的 TC/RC 将会有所上升。铜价上涨以及 2011 年 TC/RC 费用上升无疑成为了铜业上市公司股价上涨的催化剂。我们重点推荐**铜陵有色（000630）**、**江西铜业（600362）**、**云南铜业（000878）**。

正文目录

一、中国现货铜冶炼及精炼费上涨逾 50%	3
二、世界铜资源已现垄断控制格局.....	3
三、中国铜产业链结构失衡致使冶炼费低位徘徊.....	4
（一）我国铜产业链存在结构性矛盾.....	4
（二）TC/RC 费用低位徘徊.....	5
四、投资建议	6

图表目录

图 1：铜产业链条	4
图 2：2005-2010 中国冶炼厂粗炼/精炼（TC/RC）费用.....	6
表 1 2009 年世界排名前 20 的铜矿（以矿山规模计）千公制吨.....	3
附录：估值评级表	错误！未定义书签。

一、中国现货铜冶炼及精炼费上涨逾 50%

据网络报道称，目前中国的现货精矿进口加工及精炼费为每吨 93 美元和每磅 9.3 美分，一个月前为每吨 60 美元和每磅 6 美分。从铜精矿基本面来看，全球最大的铜消费国——中国是亚洲最大的现货精矿买家，因为该国生产大约四分之一的需求。江西铜业公司计划在 12 月将一座年产能 20 万吨的冶炼厂关闭一个月，并将在其间使用阳极铜库存来生产精炼铜。大型中国冶炼企业本季度拥有充足的精矿库存用于生产，令额外的进口对冶炼企业不具吸引力。他并称，LME 铜价较中国价格高企亦阻碍了预订现货进口。

二、世界铜资源已现垄断控制格局

世界铜价快速上涨以及近来的高位运行，除了中国快速发展的需求拉动导致世界铜供应不足的原因之外，还有就是铜资源的高垄断性。初期的需求拉动铜价格快速上涨，而国际矿业公司在期间积累了大量的现金，而后进行了大量的资本运作，加强了铜资源供给的垄断能力，延长了铜资源景气周期。目前，全球矿产资源和矿产品市场的垄断格局已经形成，智利、秘鲁、印尼控制着世界大部分的铜矿资源，其产量占世界铜产量 52%，贸易量 90%。从世界前五大铜生产企业来看，BHP、Freeport、Anglo American、智利国家铜公司(Codelco)和 RioTinto 目前控制着世界 60%左右的铜资源供应量，国际铜矿业巨头的垄断能力已经达到了较高的高度。我们从目前正在开采的世界前 16 大铜矿的情况看，BHP、Freeport、Anglo American 和 Codelco 四家公司控制产量占 16 家总和的 76%。由此可见，我国境外铜矿资源高度集中，一旦国外铜矿生产企业达成某种垄断联盟，我国的经济和资源安全将面临着严峻挑战。

表 1 2009 年世界排名前 20 的铜矿（以矿山规模计）千公制吨

排名	矿名	国家	所有者	产量
1	Escondida	智利	BHP Billion(57.5%), Rio Tinto Corp.(30%), Japan Escondida(10%), IFC(2.5%)	1330
2	Codelco Norte	智利	Codelco	900
3	Grasberg	印度尼西亚	P.T. Freeport Indonesia Co. (PT-FI), Rio Tinto	750
4	Collahuasi	智利	Anglo American(44%), Xstrata plc(44%), Mitsui + Nippon(12%)	498
5	El Teniente	智利	Codelco Chile	440
6	Taimyr Peninsula (Norlisk/ Talnakh Mills)	俄罗斯	Norisk Nickel	430
7	Antamina	秘鲁	BHP Billion(33.75%), Teck(22.5%), Xstrata plc(33.75%), Mitsubishi(10%)	420
8	Morenci	美国	Freeport-McMoRan Copper&Gold Inc./Sumitomo	400
9	Los Pelambres	智利	Antofagasta Holdings(60%), Nippon Mining(25%), Mitsubishi Materials(15%)	360
10	Bingham Canyon	美国	Kennecott	280
10	Batu Hijau	印度尼西亚	PT Pukaafu Indah(20%), Newmont(45%), Sumitomo Corp.(27.5%), Sumitomo Metal Mining(5%), Mitsubishi Materials(2.5%)	280
12	Kansanshi	赞比亚	First Quantum Minerals Ltd.(80%), ZCCM(20%)	270
13	Andina	智利	Codelco Chile	250

14	Zhezkazgan Complex	哈萨克斯坦	Kazakhmys(Samsung)	230
15	Los Bronces	智利	Anglo American(100%)	228
16	Olympic Dam	澳大利亚	BHP Billion	225
17	Rudna	波兰	KGHM Polska Miedz S.A.	220
18	Cananea	墨西哥	Grupo Mexico	210
19	Sarcheshmeh	伊朗	National Iranian Copper Industry Co.	204
20	Bajo de la Alumbrera	阿根廷	Xstrala plc 50%, Goldcorp Inc 37.5%, Yamana Gold 12.5%	200

资料来源：ICSG 民族证券

三、中国铜产业链结构失衡致使冶炼费低位徘徊

（一）我国铜产业链存在结构性矛盾

经过十几年的发展，我国铜产业链结构不断得以改善和优化，铜工业形成了以下产业链：铜矿业→铜冶炼工业→铜加工制造业的完整产业链，包括矿产勘探、矿产开采、选矿、冶炼、金属加工（含粗加工和精加工）、终端消费品生产等主要环节。

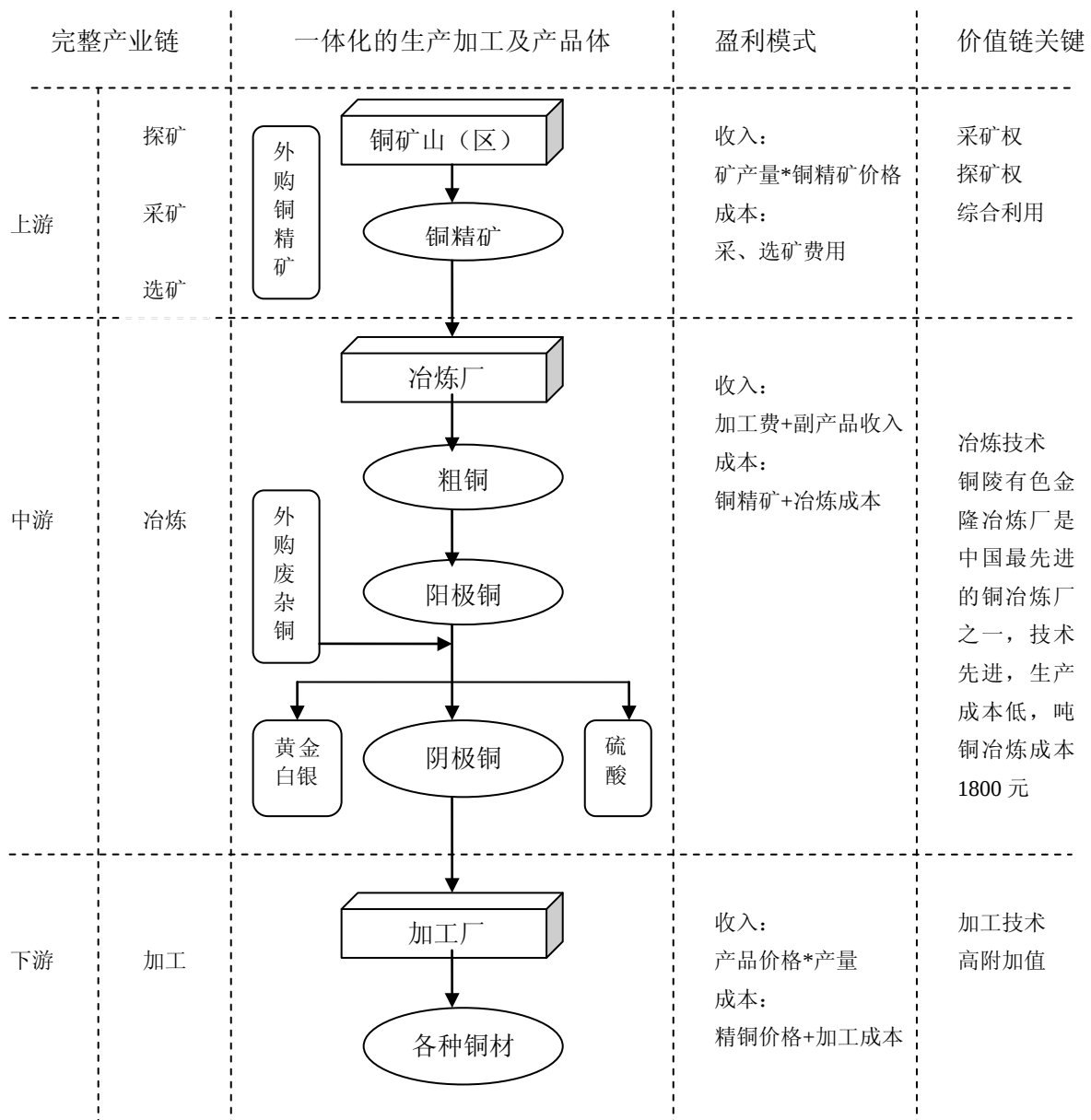
矿产勘查和采选业处于产业链的上游基础地位，经过各种手段勘查过的矿山，确定储量后进行开采与筛选，为中游冶炼工业提供冶炼原料。

中游冶炼工业就是指企业用焙烧、熔炼、电解以及使用化学药剂等方法把矿石中的铜金属提取出来；减少金属中所含的杂质，炼成所需要的阳极铜或阴极铜。

下游加工制造业主要是以中游的冶炼为原料，进一步加工成各行业需要的铜产品

铜产业形成物理串联式的产业链结构：上游采选业---中游冶炼业---下游加工业。但由于铜矿山资源的稀缺性，过快的冶炼加工产能扩张一方面导致矿山产能无法满足中下游生产的需要，另一方面致使冶炼企业在冶炼加工费方面的价格谈判话语权不足，从而使得利润向国际采选业垄断巨头转移。数据显示，2003年我国铜矿山出矿能力58.7万吨，冶炼能力211万吨，加工能力377万吨，结构比例为1：3.6：6.4，而到了2007年矿山出矿能力88万吨，冶炼能力448万吨，加工能力为809万吨，结构比例为1：5：9，上中下游产业结构严重失衡，产业链中下游生产能力远远超过上游。

图 1：铜产业链条



数据来源：民族证券

我们从中国有色金属工业协会得到的数据显示，2009 年铜工业固定资产投资正进一步加剧这种结构性矛盾。铜冶炼投资大幅反弹。据统计，2009 年铜冶炼施工项目 278 个，完成固定资产投资达 190.14 亿元，比上年增长 22.86%；新开工项目投资 260.88 亿元，同比增长 224.58%。矿山投资大幅回落。铜矿采选施工项目 365 个，2009 年新开工项目投资 89.14 亿元，同比减少 33.27%；完成固定资产投资 117.29 亿元，同比减少 9.16%。铜加工业投资继续保持增长。常用有色金属（铜、铝）压延加工项目 1110 个，新开工项目投资 646.91 亿元，比 2008 年增长 34.43%；本年完成固定资产投资 639.11 亿元，同比增长 17.62%

从投资情况看，铜矿采选投资受金融危机的影响较大，企业投资积极性不高；但是铜冶炼的投资热度很高，增长迅速。近些年来，中国铜企业在进行技术升级、环保改造的同时，也扩张了冶炼规模。目前中国还有多家企业拟进行铜冶炼的新建和改扩建，据不完全统计，目前中国计划扩建和在建冶炼项目累计产能超过 210 万吨/年。

（二）TC/RC 费用低位徘徊

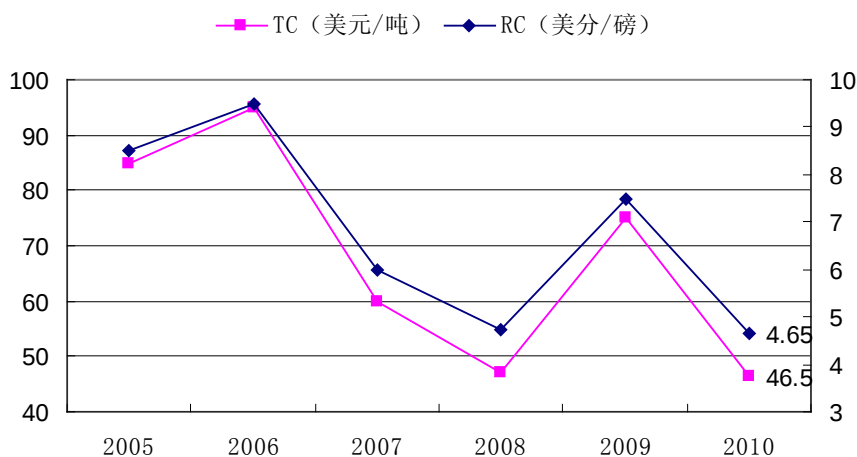
对比上游精矿产量，由于中国铜冶炼产能的快速扩张，铜冶炼行业已经出现产能过剩，

再加之国外矿产商对铜矿资源垄断，因此，TC/RC 持续下降也在情理之中了。目前，江西铜业关闭 20 万吨冶炼产能一个月，就使得 TC/RC 有所回升，可见，上中下游产能规模的失衡是导致 TC/RC 持续下降的主要原因。未来如果要在 TC/RC 谈判上取得主动权，解决产业链结构失衡是关键。

TC/RC 的变化对冶炼企业主营业务盈利有着重要影响。2010 年 TC/RC 冶炼费的谈判结果为 46.5/4.65，折合人民币约 1855 元，公司冶炼的平均成本也在 1800 元的水平，2010 年铜矿冶炼业务将保持盈亏平衡。

虽然 TC/RC 费用接近于冶炼企业的盈亏平衡，但由于副产品收益的存在，这对冶炼商来说是一笔额外的收入，可以弥补加工费上的亏损。

图 2：2005-2010 中国冶炼厂粗炼/精炼（TC/RC）费用



数据来源：互联网 民族证券

四、投资建议

受全球第二轮量化宽松影响，铜金属的货币属性将再次发挥的淋漓尽致，国际铜价已逼近历史高点，从目前情况来看，LME 交易所的铜金属库存出现一定程度的下降，未来一段时间内国际铜价创历史新高将成为常态化。我们认为，铜价上涨无疑成为了铜业上市公司股价上涨的催化剂。我们重点推荐铜陵有色（000630）、江西铜业（600362）、云南铜业（000878）。

分析师简介

毕业于哈尔滨工程大学产业经济学专业，经济学硕士学位、工学学士学位。2008 年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，具有证券执业资格。主要负责有色金属行业、旅游行业及相关上市公司的研究工作，对周期性行业及消费行业的发展动向有着深刻的理解，曾在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《中国有色金属》期刊上发表过相关研究报告。研究特长：从产业发展与公司财务运营的角度发掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn