



有色金属

2010.01.04

供需紧张加剧推动铜价震荡上涨


桑永亮
 021-38676052
 sangyongliang@gtjas.com
 S0880210100006

本报告导读：

2011 年铜供给增长不足，但需求稳步增长，这种供需的紧张加剧及对这种紧张的预期，将稳步推升铜价，继续给江西铜业铜陵有色增持评级。

摘要：

- 在流动性和供需面的博弈与转承过程中，不同金属品种的投资价值出现分化。供需面好的铜锡，依然可以受到追捧；上涨势头趋于温和的黄金可以长期持有；短期供需不好但远景很好的铅锌可以开始关注；本文将主要简略阐述我们对铜的投资建议。
- **2011 年全球铜矿供给难有增长。**矿石等级（或矿石含铜量）下滑，铜矿项目延期造成的产量中断、部分矿山技术问题、劳工和政治动荡、自然灾害增多等近几年常见的问题，将继续造成 2011 年铜矿产量下降。
- **欧美经济温和复苏，中印需求保持快速增长。**年度策略中，我们判断美国 2011 年经济温和复苏。12 月 31 日公布的数据显示美国失业人口、PMI 等均好转，也表明美国经济步入复苏轨道中，因此对铜的需求将稳步上升。我们更看重的是中国、印度对铜的需求在 2011 乃至更长远的未来都会保持较快增长。中印铜需求还有巨大的增长潜力，两国处于城市化过程中且 GDP 增长迅速对铜需求构成了强力支撑。
- **国际投行及 ETF 的增持加剧了铜供需紧张。**无论是伦敦 ETF Securities 推出铜交易产品，还是摩根大通为筹建 ETF 而增持铜头寸，都会增加铜的投资需求。以黄金 ETF 的数据为参考，只要铜 ETF 能达到黄金的十分之一，铜需求都会增加 60 万吨。
- **2011 年供需面偏紧情况将稳步推升铜价。**全球铜的供需本来就处于紧平衡状态。按 2010 年最新数据，铜供需差均在十几吨以内。2011 年需求的增长将很容易加剧铜的供需紧张。我们认为，这种紧张及对紧张的预期，将稳步推升铜价。
- **对两家优质的铜上市公司进行敏感性分析。**目前上海证券交易所铜价已达到 7 万，未来一年再上涨 7% 到 7.5 万的可能性很大，关键是如果投资者对铜价形成上涨预期，那么铜企业股票估值也会水涨船高。我们给比较中性的江西铜业 25 倍 PE，铜陵有色 35 倍 PE，在 7.5 万元/吨铜价的假设下，对应股价分别为 57.8 元和 49.4 元。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

上次评级：

中性

细分行业评级

贵金属	增持
铜	增持
铝	中性
锌	增持
铅	增持
新材料	中性

相关报告

有色金属：《加息一低开一买入安全优质金属股》

2010.12.26

有色金属：《金属价格承压，耐心等待买入机会》

2010.12.19

有色金属：《基本金属 ETF 与 JP 摩根屯铜推升铜价》

2010.12.12

有色金属：《流动性和供需面的博弈与转承》

2010.12.06

有色金属：《震荡中关注跌入安全价位的优质有色股》

2010.12.05

目 录

1. 2011 年全球铜矿供给难有增长.....	3
2. 需求长期保持增长.....	4
2.1. 欧美经济温和复苏，中印需求保持快速增长.....	4
2.2. 国际投行及 ETF 的增持加剧了紧张.....	5
3. 供需面偏紧情况将加剧.....	6
4. 铜价上行对下游构成压力，但客户应该还可以承受.....	6
5. 两家铜主要上市公司业绩敏感性分析.....	6
6. 可能有的回调机会.....	8

图 1 2011 年智利铜精矿产量可能下降.....	3
图 2 2011 年秘鲁铜精矿产量可能下降.....	3
图 3 印度 2010 年前三季度 GDP 增长超过中国.....	4
图 4 印度铜消费量远低于中国，增长潜力巨大.....	4
图 5 中国电网投资十二五期间继续大幅增长.....	5
图 6 印度电力装机容量快速增长.....	5
图 7 中国社会库存逐步减少.....	5
图 8 黄金最大 ETF 持仓情况.....	5

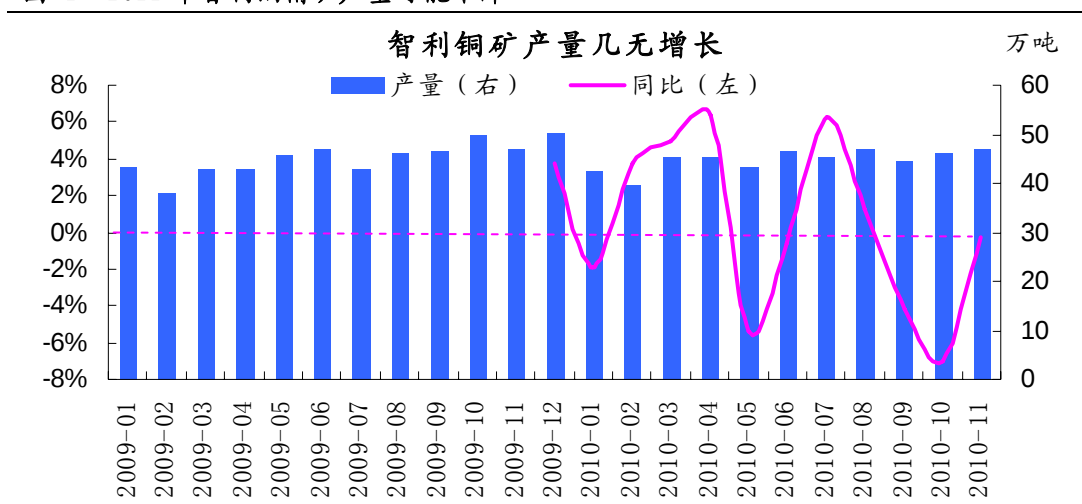
表 1 中印铜消费潜力巨大.....	4
表 2 SPDR 投资资金量对应铜购买量巨大.....	5
表 3 全球铜供需情况.....	6
表 4 铜价上涨对下游产品的影响.....	6
表 5 两家铜上市公司业绩的敏感性分析.....	7
表 6 2011 年江西铜业业绩预测.....	7
表 7 2011 年铜陵有色业绩预测.....	7

1. 2011 年全球铜矿供给难有增长

无论从产铜国还是铜矿企角度看，2011 年铜精矿产量都难有增长。

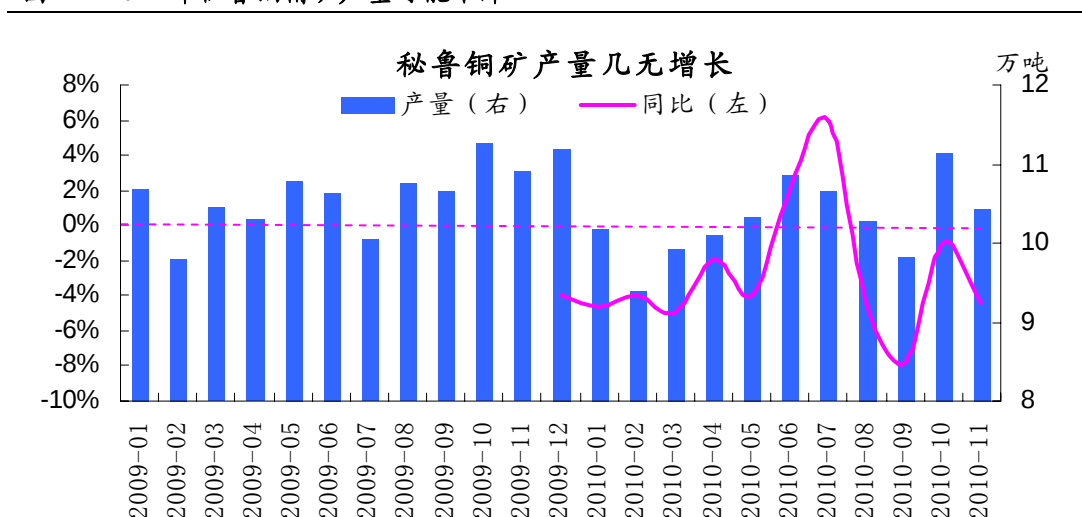
- 国家层面：世界前两大铜矿产国智利和秘鲁目前公布的 11 月铜精矿产量数据均出现同比下降（图 1，图 2），理由包括矿石等级（或矿石含铜量）下滑。矿石品位下降是客观和必然规律，之后只会越来越低，同时我们看到 2011 年没有新的铜矿山投产，而且，铜矿项目延期造成的产量中断、部分矿山技术问题、劳工和政治动荡、自然灾害增多等近几年常见的问题，将继续造成 2011 年铜矿产量下降。
- 企业层面：澳大利亚矿业巨头力拓称，2011 年公司铜产量预计减少；全球最大的精铜生产商智利 Codelco 计划将 2011 年发往中国的年度现货铜升水提高至每吨 110—115 美元，较 2010 年的每吨 85 美元上涨 30%，且计划 2011 年发往中国的货量将比 2010 年明显减少。2011 年中国国内铜精矿可能更加紧缺，据统计，明年中国精炼铜缺口可能达到 244 万吨，高于 2010 年 225 万吨的缺口。

图 1 2011 年智利铜精矿产量可能下降



资料来源：国泰君安证券

图 2 2011 年秘鲁铜精矿产量可能下降



资料来源：国泰君安证券

2. 铜需求长期保持增长

2.1. 欧美经济温和复苏，中印需求保持快速增长

发达经济体不必多言，我们判断美国 2011 年经济温和复苏（年度策略报告）。12 月 31 日公布的数据显示美国失业人口、PMI 等均好转，也表明美国经济步入复苏轨道中，因此对铜的需求将稳步上升。

我们更看重的是中国、印度对铜的需求在 2011 乃至更长远的未来都会保持较快增长。中印铜需求还有巨大的增长潜力。两国处于城市化过程中且 GDP 增长迅速，历史经验表明，城市化过程中铜需求量会随 GDP 快速增长。

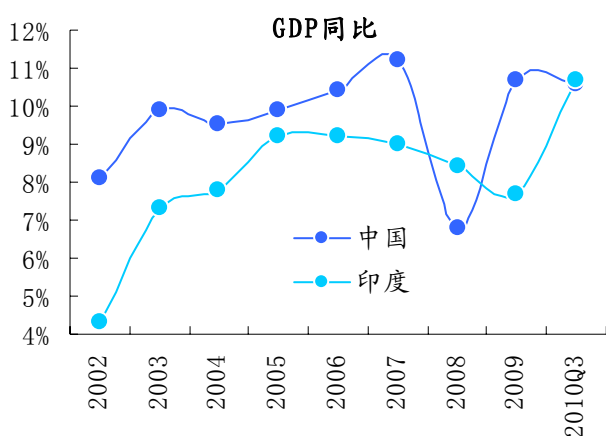
中印两国主要铜消费领域均为电力行业。中国“十二五”期间，国家电网预算预计将增加至 1.7 万亿元，“十一五”期间为 1.2 万亿元，预计中国 2011 年精炼铜实质消费料增加 8%，约合 54 万吨，达到 734 万吨。印度目前电力建设严重滞后，目前全国约有 5 亿人口还没用上电，如果考虑到电力建设的加快，未来 10 年印度的铜消费年增速将高于 8%。

表 1 中印铜消费潜力巨大

国家或地区	峰值年代	人均 GDP/\$	峰值 (KG/人)
美国	1942	9000	11
英国	1964	9000	10
日本	1990	15000	12.7
台湾	2000	16000	19
中国	目前	3700	3.9
印度	目前	1017	0.6

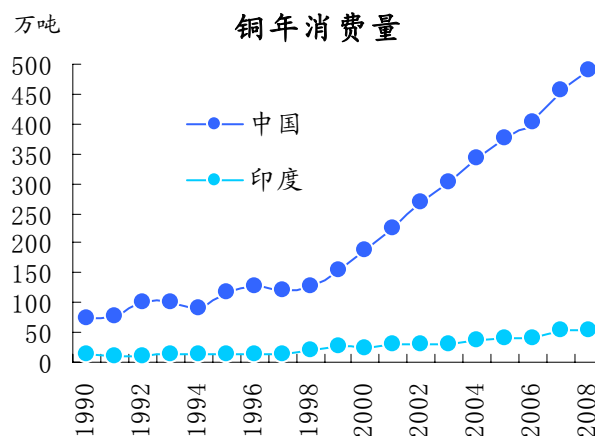
资料来源：国泰君安证券

图 3 印度 2010 年前三季度 GDP 增长超过中国



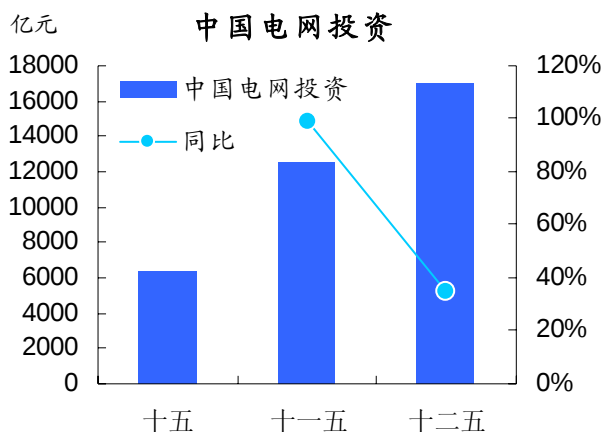
资料来源：国泰君安证券

图 4 印度铜消费量远低于中国，增长潜力巨大



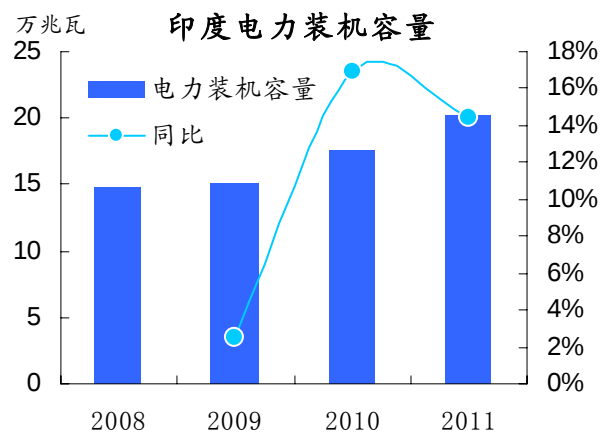
资料来源：国泰君安证券

图 5 中国电网投资十二五期间继续大幅增长



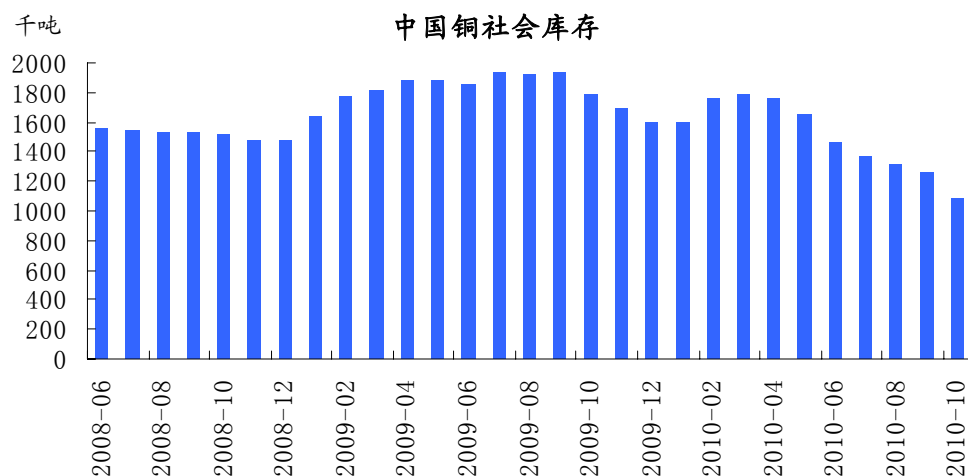
资料来源：国泰君安证券

图 6 印度电力装机容量快速增长



资料来源：国泰君安证券

图 7 中国社会库存逐步减少



资料来源：国泰君安证券

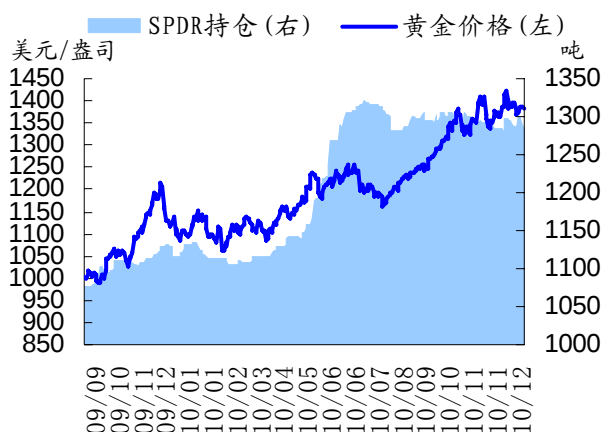
2.2. 国际投行及 ETF 的增持加剧了铜供需紧张

无论是伦敦 ETF Securities 推出铜交易产品，还是摩根大通为筹建 ETF 而增持铜头寸，都会增加铜的投资需求。

对于增量，我们以黄金 ETF 的数据为参考：全球最大的黄金 ETF——SPDR 目前持仓量为黄金 1300 吨左右，对应资金 600 亿元以上，只要铜 ETF 能达到黄金的十分之一，铜需求都会增加 60 万吨。

图 8 黄金最大 ETF 持仓情况

表 2 SPDR 投资资金量对应铜购买量巨大



资料来源：国泰君安证券

SPDR 黄金持仓量	1300 吨
对应的资金量	606 亿美元
这些资金可购买铜	631 万吨

资料来源：国泰君安证券

3. 2011 年供需面偏紧情况将加剧

全球铜的供需本来就处于紧平衡状态。按 2010 年最新数据看，铜供需差均在十几吨以内。2011 年需求的增长将很容易加剧铜的供需紧张。我们认为，这种紧张及对紧张的预期，将稳步推升铜价。目前沪铜已经突破 7 万元/吨，但据历史高点还有 1 万多元/吨的差距，不排除 2011 年国内铜价震荡上行创新高的可能。

表 3 全球铜供需情况

	2007	2008	2009				2010			
	Year	Year	Q1	Q2	Q3	Q4	Year	Q1	Q2	Q3
产量	1784.2	1805.8	431.6	438.1	461.9	479.4	1811.0	453.9	470.3	455.2
消费量	1801.4	1777.5	391.7	431.0	425.2	431.2	1679.0	450.3	474.6	444.6
供需差	-17.2	8.3	39.9	7.1	36.8	48.3	132.0	3.5	-4.3	10.7

资料来源：CRU

4. 铜价上涨对下游构成压力，但客户应该还可以承受

根据测算，铜价上涨 1 万元，主要下游产品成本上涨幅度不超过 5%。对比目前 5% 以上的 CPI 水平，我们认为这个幅度消费者应该可以承受。

表 4 铜价上涨对下游产品的影响

	平均用铜	铜价上涨 1w 对应的	平均生产成本	占生产成本的比例
空调	7 千克	70 元	1500	4.7%
汽车	27 千克	270	80000	0.3%
变压器	250 千克	2500 元	50000	5%

资料来源：国泰君安证券

5. 两家铜主要上市公司业绩敏感性分析

通过以上分析，我们认为铜价未来将震荡走高。在看好铜价的前提下，对两家优质的铜上市公司进行敏感性分析（表 5）。

目前上海交易所铜价已达到 7 万，未来一年再上涨 7% 到 7.5 万的可能性很大，关键是如果投资者对铜价形成上涨预期，那么铜企业股票估值也会水涨船高。我们给比较中性的江西铜业 25 倍 PE，铜陵有色 35 倍 PE，在 7.5 万元/吨铜价的假设下，对应股价分别为 57.8 元和 49.4 元。

表 5 两家铜上市公司业绩的敏感性分析

铜价(万元/吨)		6.5	7.0	7.5	8.0	8.5
江西铜业	EPS(元)	1.97	2.15	2.31	2.47	2.64
	对应合理股价(元)	49.2	53.8	57.8	61.9	65.9
铜陵有色	EPS(元)	1.16	1.29	1.41	1.53	1.65
	对应合理股价(元)	40.6	45.2	49.4	53.5	57.7

资料来源：国泰君安证券

对公司业绩的预测，可参见表 6、表 7。

表 6 2011 年江西铜业业绩预测

		产量	成本	价格	毛利润(亿元)
自产矿		17 万吨	1.7 万元/吨	5.45 万元/吨	63.73
	国外进口	27 万吨	2200 元/吨	2700 元/吨	1.35
冶炼阴极铜	国内采购	23 万吨	2200 元/吨	8333 元/吨	14.11
	费杂铜	41 万吨	1200 元/吨	2500 元/吨	5.33
铜材		50 万吨	-	800 元/吨	4
硫酸		250 万吨	170 元/吨	540 元/吨	9.25
黄金(自产+不计价)		9 吨	110 元/克	300 元/克	17.1
白银(自产+不计价)		135 吨	1.5 元/克	7 元/克	7.425
硫精矿		189.5 万吨	50 元/吨	150 元/吨	1.895
稀贵小金属					1.6
合计					125.78
三费					19
股本					34.63
EPS(元)					2.31

资料来源：国泰君安（注：铜价以含税价 7.5 万元/吨算）

表 7 2011 年铜陵有色业绩预测

		产量	成本	价格	毛利润(亿元)
自产铜		4.9 万吨	2.8 万元/吨	5.45 万元/吨	12.98
矿铜冶炼	国外采购	47 万吨	2000 元/吨	2700 元/吨	2.14
	国内采购及自产	8 万吨	2000 元/吨	8333 元/吨	3.29
废杂铜冶炼		25 万吨	1100 元/吨	2500 元/吨	2.98
硫酸		220 万吨	150 元/吨	540 元/吨	6.09
铁精矿		50 万吨	600 元/吨	1200 元/吨	3.00
黄金		1.2 吨	150 元/克	300 元/克	1.80
白银		80 吨	3 元/克	7 元/克	3.20
铜加工材					-0.70
铜内外差价损失					-1.00
合计					33.78

三费	10.50
权益三费	9.45
股本	12.94
EPS（元）	1.41

资料来源：国泰君安（注：铜价以含税价 7.5 万元/吨算）

6. 2011 年可能出现的“回调—买入”机会

在铜价上行过程中，也会出现一些因素导致铜价调整，在我们中长期看好铜价的前提下，我们认为这些调整均会是买入机会。

1. 春节前国内企业回款导致的金属价格回调。根据历史数据，每年春节前金属价格都有所回调。
2. 欧债危机苗头可能再起导致的金属价格下跌。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		

