



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业聚焦

研究报告

2012 年 1 月 13 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影*

分析员 SAC 执业证书编号: S0080511010019
kongj@cicc.com.cn

关于近期中国铜需求面问题的评论

近期的市场营销会议中抛出了许多关于中国建筑行业，家电行业，以及电网建设方面铜需求的问题。结合中金公司行业小组的研究和国内市场参与者的反馈，我们将对以上三方面问题进行回顾和评论。

建筑行业：下行风险在哪里？基于对房地产投资增速的预测，基准情形下预计 2012 年中国建筑行业铜消费增速为 11%。但考虑到开发商的信贷规模不甚可能显著增加且近期销售疲软，如果项目出现延期或取消，上述对建筑行业铜需求的判断可能存在下行风险。但是，我们的新开工假设已经比较保守。敏感性分析显示如果房地产建设投资增速零增长，我们预计全球范围内将出现 16.8 万吨的铜供应过剩。

家电行业：高成品库存是否威胁到铜需求增速？由于成品去库存，以及为赶上补贴的末班车部分需求在 2011 年末提前兑现，我们预计家电行业铜需求将于 2012 年一季度达到谷底。但是，从相对水平来说（库存可消耗天数），我们得到的成品库存数据并不算高。结合国家有可能推出新的能效补贴政策，从 2 季度开始需求或将得到一定的支撑。

电力/电网：需求仍然稳健？答案应该是肯定的。我们认为电网投资仍将是一个亮点，因为国家未来可能持续投资于电网建设以弥补近年来此领域投资的相对不足。国家电网披露 2012 年电网投资计划增长 3%，但我们预计，实际投资增速可能如往年一样超越这一数字。

* 报告贡献人：刘峥

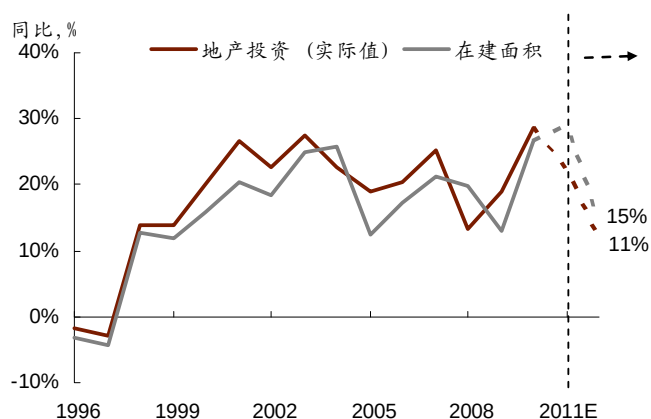
房地产——下行风险在哪里？

建筑行业增速大幅放缓的风险是客户的主要担忧之一。近期房屋销售和土地购置的下降导致对建筑行业出现长期大幅放缓趋势的担忧有所抬头。

我们预计房地产投资实际值将同比上升 11%（名义增速 15%），并基于此预测作出对铜消费量增速 11%的判断。

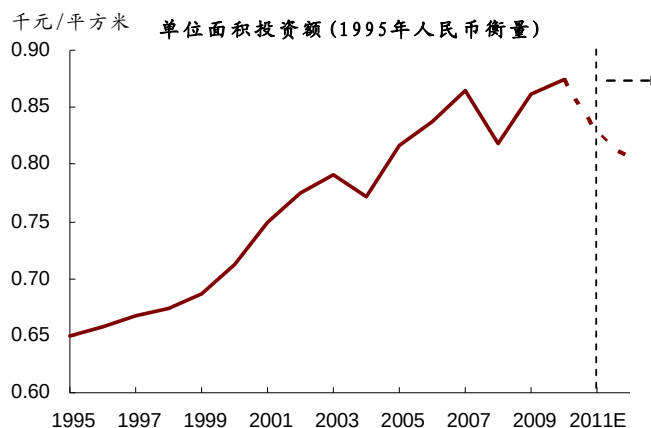
以下是我们作出上述预测的依据。我们以在建面积与每平米投资额的乘积来估算总投资额。在建楼面面积数据很大程度上取决于 2012 年新开工情况，我们在研究中十分保守地假设 2012 年保障房建设将减少 40%以及商品房的零增长，得到在建楼面面积增长 15%的结果（图表 1）。谨慎起见，我们还假设每平米投资额将有所下滑以反映可能出现的工程项目拖延情况（图表 2）。从这些假设中我们得到 11%的房地产投资增速的预测。

图表 1：2012 年在建面积预计增加 15%



资料来源：CEIC，中金公司研究部

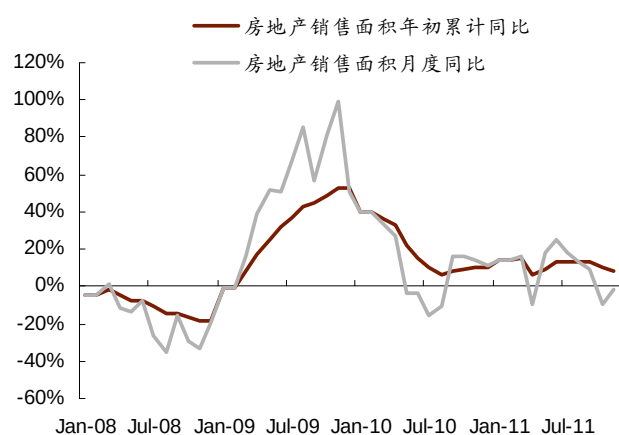
图表 2：...我们同时假设每平米投资额将继续下滑



资料来源：CEIC，中金公司研究部

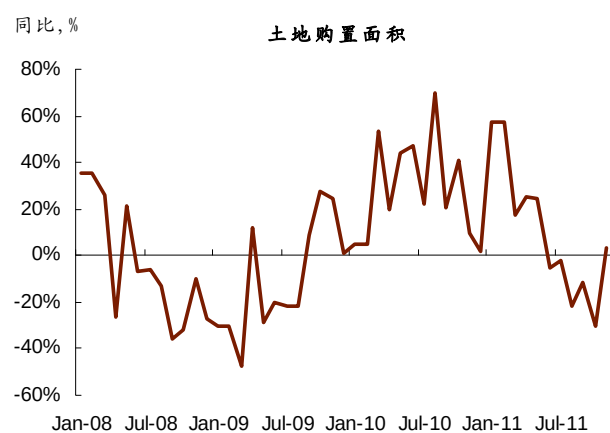
然而，这并不意味着房地产方面就不存在下行风险。在我们看来，最显著的风险是工程项目的大范围拖延或取消，因为这将会拉低房地产投资并进而导致铜消费量下降。近期楼市低迷，全国销售数据已连续两个月出现负增长（图表 3），降价后仍低于预期的销量有可能会使开发商收入出现下滑，而如果给予房地产行业的信贷规模没有显著增加（政策微调仍是最有可能被采用的方式），行业活跃度或下降到比当前预测更低的水准。

图表 3：房地产销售已连续两个月出现同比负增长



资料来源：CEIC，中金公司研究部

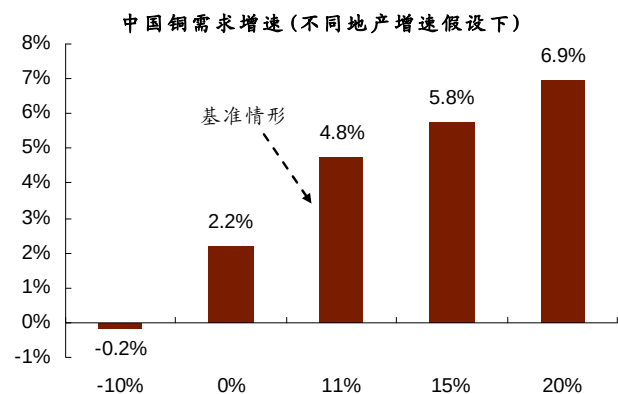
图表 4：土地购置面积也从 2011 年中开始大幅下降



资料来源：CEIC，中金公司研究部

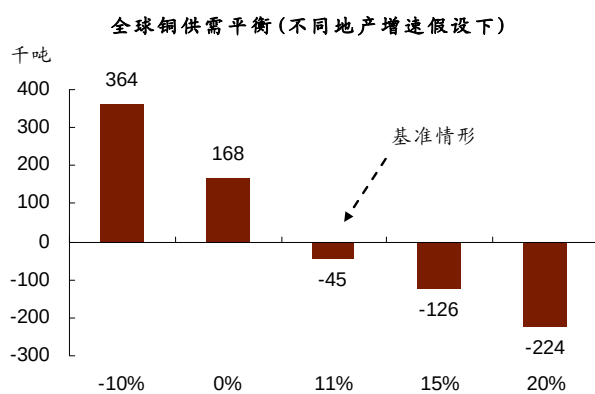
我们认为中国建筑行业投资与铜消费量增速密切相关。敏感性分析显示如果房地产建设投资增速零增长，我们预计全球范围内将出现 16.8 万吨的铜供应过剩。如果房地产建设投资出现 10% 的下滑，全球铜供应将明显过剩，而且即使暂不考虑作用于其他子行业的连锁反应，中国的铜消费量亦将出现负增长（图表 5、6）。

图表 5：不同房地产投资情景下 2012 年中国铜消费增速



资料来源：中金公司研究部

图表 6：全球铜供需平衡



资料来源：中金公司研究部

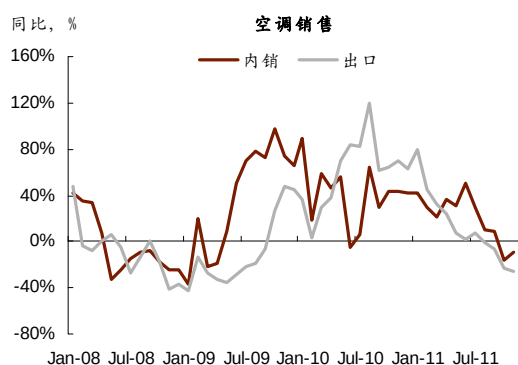
家电行业——高库存是否将影响铜需求增速？

根据 ICA 数据，空调生产占到家电行业铜消费量的 70%。截至 2011 年 11 月，国内空调产量累计同比提升 15%。很显然，如此高的基数下，2012 年生产活动必须保持强劲态势，否则将难以录得同比增长。这也使得我们空调消费量增长 6% 的预测可能存在变数。

同时，近期空调领域的趋势十分疲弱：

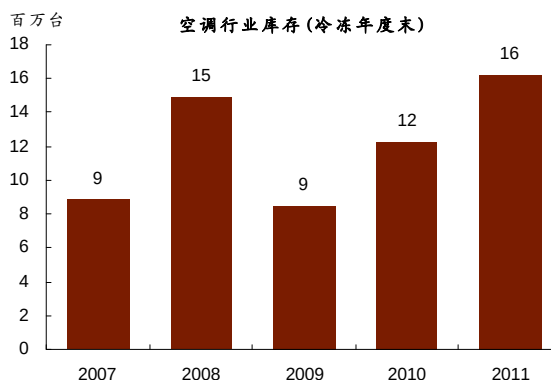
- **内销和出口同时走低：**出口占到中国空调销售的 40%。空调出口量自 2011 年 8 月起开始同比负增长，同时随着四省市家电下乡于 11 月结束，以旧换新于 12 月结束，内销量也大幅下降（图表 7）。
- **渠道方面亦显示成品库存高企。**根据空调销售杂志数据，截至 2011 年 11 月底共有空调库存 1400 万台，虽然较 8 月底的 1600 万台有所下降，但仍比去年同期高出 33%，与行业反馈信息一致（图表 8）。

图表 7：空调内销和出口均大幅下滑



资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 8：7 月空调行业库存达到 1600 万台



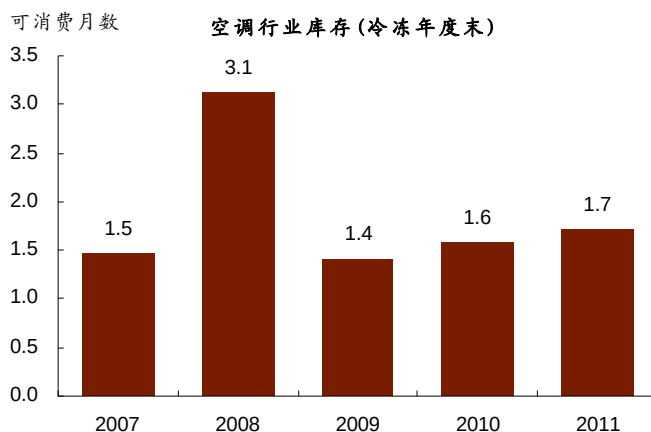
资料来源：空调销售，中金公司研究部

下滑趋势下，我们 2012 年空调消费量增加 6% 的预测是否存在下行风险？

一方面，由于厂家/渠道去库存以及一些需求在 2011 年四季度提前兑现以赶上补贴计划末班车，我们认为 2012 年一季度空调销售可能的确较弱。

但是，虽然空调成品库存绝对数量很高，但相对于迅速扩大的消费能力则仍显得比较合理（图表 9）。同时，结合国家有可能推出新的能效补贴政策，从 2 季度开始需求或将得到一定的支撑。

图表 9：空调库存相对于消费能力并不算高



资料来源：空调销售，中金公司研究部

空调去库存对铜整体消费量的影响是否可以被量化？

如上文所述，我们认为 2012 年一季度铜消费量可能会受到空调去库存的影响。根据我们现有的空调库存水平数据，我们的 2012 年空调生产基准情形假设，以及家电行业在铜整体需求中的占比，我们得到以下判断：

- 若 2012 年空调行业库存量（绝对值）降至 2007 年以来平均水平：家电行业铜消费增速将从 5.8% 降至 3.8%，这意味着将损失 3 万吨的铜消费量。
- 但若 2012 年空调行业库存的可消费月数（相对值）降到 2009 年低点，家电行业铜消费增速将会是 5.1%，这意味着只会损失 1 万吨的铜消费量。

电力行业——需求仍然稳健？

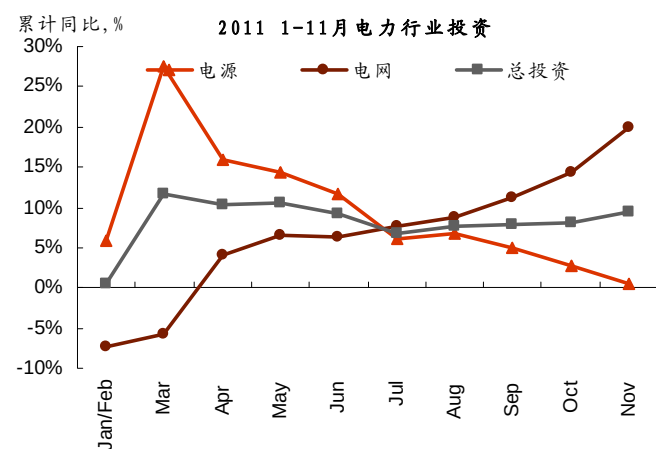
通过与诸多市场参与者的沟通，我们发现在大多数行业保持十分谨慎的同时，电线电缆已成为近期为数不多的铜消费亮点之一。

从数据上看，2011 年 1 月至 11 月电力投资同比提高 9.4%，彰显了该行业稳健增长的趋势。细分来看，电网投资和电源投资分别上升了 20% 和 0.5%（图表 10）。

我们维持 2012 年电力行业铜消费量增长 7% 的判断。最近几年电网投资的相对薄弱已导致眼下电网瓶颈的出现，因此中金行业研究组认为电网投资将保持稳健。

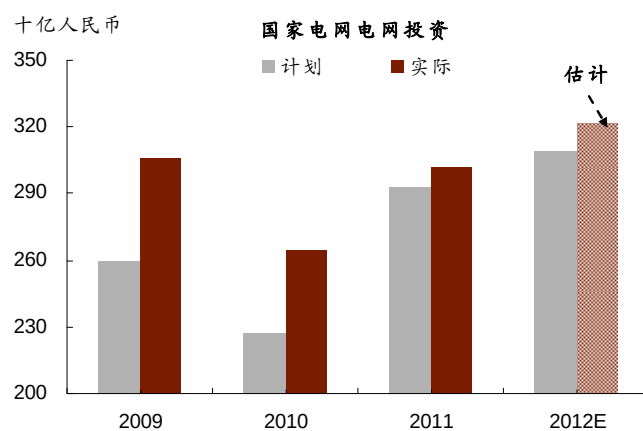
国家电网近期披露 2012 年电网计划投资将从 2011 年的 3020 亿元增长 3% 至 3100 亿元，增速低于我们 7% 的预测。但是我们注意到，实际投资值高于年初计划投资在过去已成为常态，因此电网投资很可能高于 3%（图表 11）。同时，市场预计将于 2011 年上半年获批的淮南-上海特高压输电线于近期才最终被核准并开始竞标，我们认为这将有利于 2012 年电力行业铜需求的增长。

图表 10：2011 年电网投资增速超过电源投资



资料来源：中国电力企业联合会，中金公司研究部

图表 11：历史上实际投资始终高于国家电网披露的计划投额



资料来源：新闻搜索，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED