

“内强外弱”：中国因素或成主导

——有色金属行业深度分析

分析师

耿诺

☎010-88366060-8786

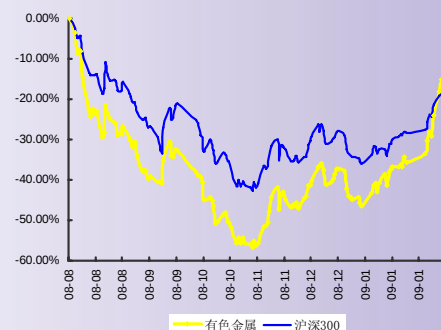
✉gengn@cgws.com

要点：

- **有色金属价格周期性变化各阶段驱动力各异。**2000年以来国内外价格的表现均表现出阶段性特征。02年之前价格表现平稳；03、04年价格呈现上涨态势，且出现品种分化表现；05年以来价格大幅上涨，我们认为促成近几年矿产品价格高涨的动因首先是炒作、其次才是供需矛盾。
- **国内市场与国际市场金属价格变动的差异性。**伴随着金属价格变动周期，国内外市场价格表现有一定的一致性，但也呈现出一定的差异性。首先是波次差；其次是峰值差，即到达峰值的早晚及峰值的高低存在品种间的差异，即品种国内外表现反应灵敏度不同，其中以镍和铜灵敏度较高。
- **金融危机带来的全球矿业市场的变化。**金融危机爆发以来，使得全球矿业市场发生巨大变化，以往全球市场引导中国市场的形势，已悄然变为目前中国市场引导国际市场。“中国因素”似将成为全球矿业市场的主导。当前国内有色金属的价格表现超前于国际表现。其中又以铜和镍的反应灵敏度最高。
- **对有色金属行业的总体判断：**短期内供需矛盾有所缓解，资源价格将处于低位调整期，但我们预计时间可能只有1-2年；矿产品价格受西方主导的资源市场体系控制的格局在短期内不会明显变化，中期仍将保持较高价位；全球矿业的基本面并未受破坏，长期需求依然强大。
- **铜市或称有色行业反弹的急先锋。**从有色金属价格变动的差异性来看，铜市可能成为反应灵敏最高的有色品种。我们仍用行业集中度和供需产能判断投资机会，那些消费需求旺盛，产能扩张缓慢，行业集中度较高的行业将是经济基本面好转后的受益行业，那么铜行业将成为首选。
- **风险提示。**经济近期转好形势的不确定，行业需求形势仍不明朗。

投资评级：中性（维持）

行业相对沪深300指数走势



相关报告

《未雨绸缪，相机而行》 2008年12月

—2009年有色金属行业投资策略 “中性”评级

《有色板块火热行情能燃多久》2009年2月

—2009年有色金属行业1月月报 “中性”评级



正文目录

一、有色金属价格的周期性变化	3
1.1 有色金属价格变动的各周期驱动力各异。	3
1.2 国际市场与国内金属价格的对比	4
二、金融危机以来国内外市场金属价格的表现差异性	6
三、对有色金属行业的走势的判断	8
四、子行业形势判断	8
五、行业投资建议	10

近期有色金属板块可谓“红红火火”，走过了 09 年 1 月的开门红，尽管行业基本面依然糟糕，但是鉴于宽松的货币政策以及产业政策带来的行业景气度回升预期，市场对有色板块的关注度不断升温。

一、有色金属价格的周期性变化

1.1 有色金属价格变动的各周期驱动力各异。

有色金属行业是高度市场化的行业，行业效益对价格高度敏感。国际有色金属市场发展很早，LME 成为全球最有影响力的市场，它公布的现货和期货价格已经成为全球有色金属贸易的结算价格。我国有色金属行业是市场化比较早的行业，与国际市场融通也比较早，现在国内有色金属价格已经和 LME 价格同步。

我们统计了自 2000 年 7 月以来国内有色金属以及 LME 有色金属价格数据，在该时间段内对其变动趋势分析表明，金属价格在两个市场中有着极其一致的阶段性表现。大体可以分为三个阶段：第一，价格平稳期（2000 年—2002 年）；第二，价格异动分化期（2003-2005 年）；第三，价格骤变期（2006-2008 年）。

图 1：国内有色金属市场价格变动

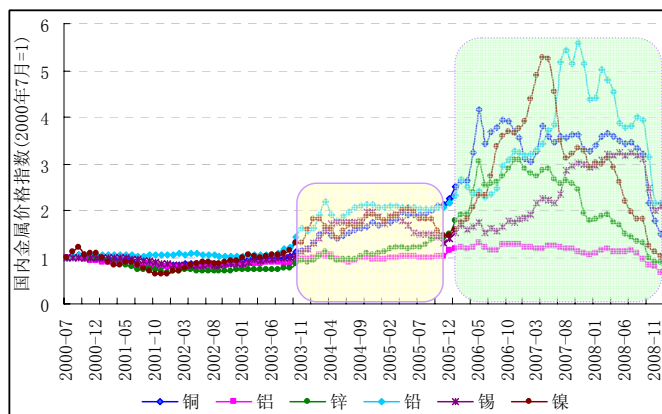
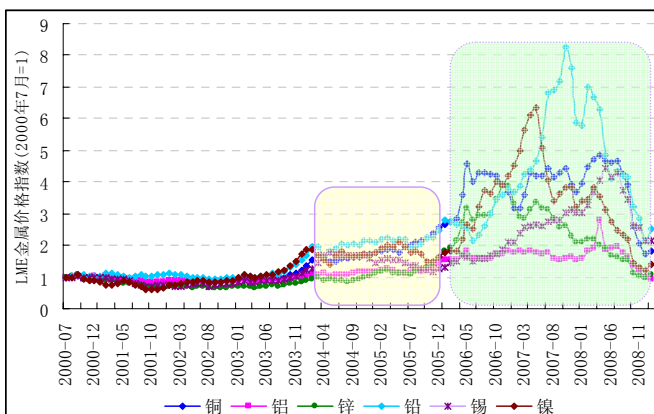


图 2：LME 有色金属市场价格变动



数据来源：WIND、Bloomberg、长城证券研究所

有色金属市场高度市场化和全球化的特性使得有色金属价格受国际政治、经济、军事、金融等因素的影响越来越大。特别是随着金融市场的发展和资源的紧缺，有色金属不但工业属性日益受到关注，且金融属性也越来越突出。以下我们来分析导致各时期变化的驱动力。

第一阶段，价格平稳期。价格不仅随时间变化表现波动不大，而且品种间差异也不大。此阶段延续前期 80-90 年代矿业滞胀期，市场的全球化配置不是很明显，供应与需求仍是主导价格的最大因素。

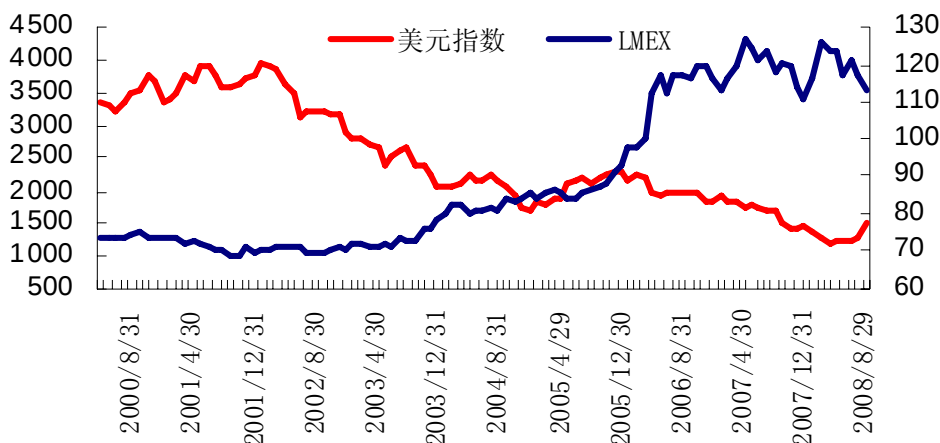
第二阶段，价格过渡期。在这一阶段价格开始呈现出窄幅波动，而且品种间也出现一定的分化。除铝和锡外，其他几个基本金属价格出现小幅上涨。另一个特点是国内市场这种分化明显强于国际市场。在这一阶段，以中国、印度、东南亚为代表的，涉及 30 亿人口的新一轮工业化国家经济的高增长带动了对资源需求高涨，供需逐渐开始成为价格的主导因素。

第三阶段，巨幅变动期。有色金属价格在这几年出现巨幅涨跌。在这一阶段，品种间差异表现更加明显，不仅峰值存在差异，而且到达峰值的时间也存在差异，即品种间的波次性差异，仅从这一阶段来看，到达峰值较早的品种有锌、铜（值得注意的是铜的峰值呈现出区域的特征，即在高位反复震荡）、最晚到达峰值的品种是铝和锡。镍和铅到达峰值的时间和高度有些类似，均属于“大起大落”型。

导致这一阶段价格暴涨的主要原因我们分析如下：

新兴国家快速的经济增长带动了资源需求的急剧增加，尤其是中国成为世界资源需求增长的主要力量，对金属矿产及能源需求出现巨幅增长也导致了我国对外依存度持续攀升。而已完成工业化并掌握着大量资源的西方国家借助利用中国的巨大需求开始垄断资源、借助其市场规则左右价格，此外，流动性过剩也给价格上涨起到了推波助澜的作用。因此在垄断和供需重心分离的资源市场背景下，资源供需关系严重失衡，供需矛盾不断加剧是资源价格上涨的一个重要始因，此外，过剩的流动性也对投机和炒作的产生起到了推波助澜的作用，美元汇率的走势也对金属价格产生了一定影响。

图 3: 有色金属市场铜价格变动



资料来源：Bloomberg，长城证券研究所

导致这一阶段内价格大幅下跌的原因主要还是归结于美国次贷危机带来的全球经济下滑日益加剧，全球金属消费萎缩，尤其是中国金属消费同比放缓，此前市场对其解释较清楚，在此不再赘述。

1.2 国际市场与国内金属价格的对比

图 4:有色金属市场铜价格变动

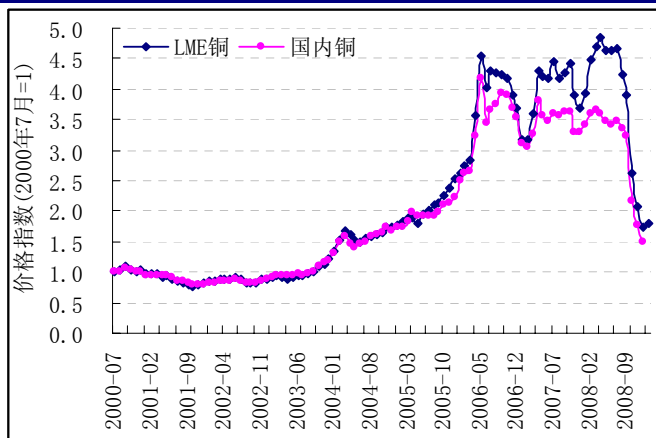


图 5: 有色金属市场铝价格变动

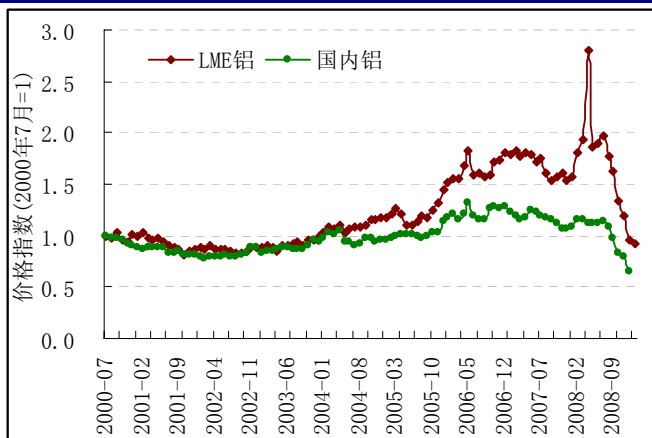


图 6: 有色金属市场锌价格变动

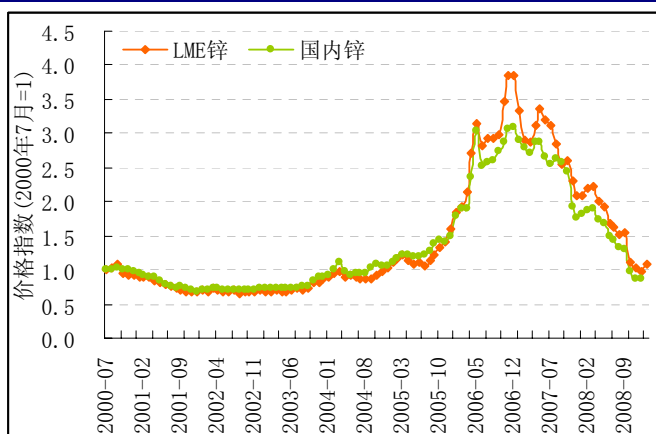


图 7: 有色金属市场铅价格变动

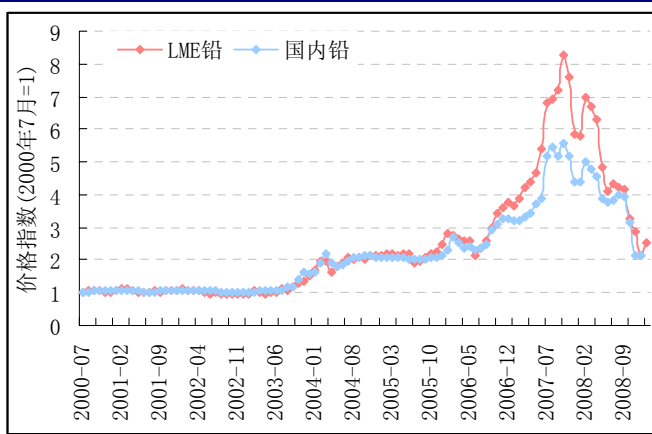


图 8: 有色金属市场锡价格变动

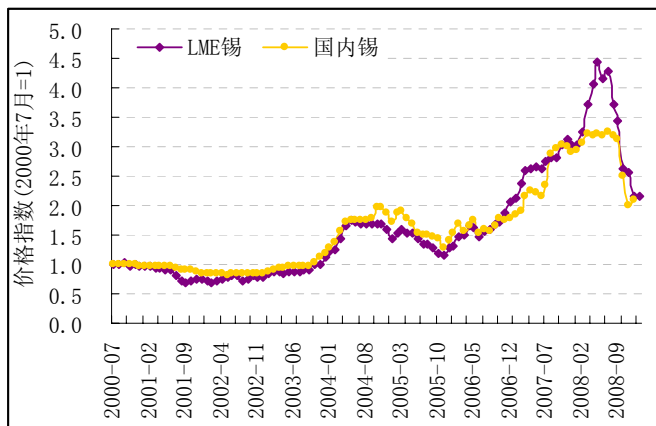
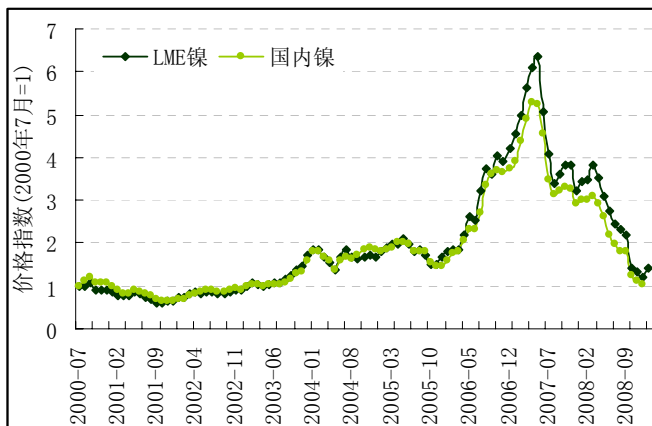


图 9: 有色金属市场镍价格变化



资料来源: WIND、Bloomberg、长城证券研究所

在分析了各阶段的特征之后, 再来看国内市场与国际市场间的差异性。我们分别对各有色基本金属的国际价格和国内价格作图对比分析, 归纳总结可以发现如下特点:

- 一、每个品种国内表现和国际表现的波动相位差异不大, 而变化吻合度存在一定差异;
- 二、各个品种间国内和国际的波动表现峰值差异较大, 即反应灵敏度上存在一定区别。

从国内与国际市场金属价格的品种对比来看，镍的国内外价格表现吻合度最高，即反应灵敏度较高，不仅时间早晚很吻合、峰值高低也相对于其他品种差别很小；其次为铜、铅、锌、锡、铝，这几个品种价格的国内表现紧随国际价格变化灵敏度一次减弱。

二、金融危机以来国内外市场金属价格的表现差异性

由以上分析得知，金属价格市场上主要是国际市场带动国内市场的变动，价格的走势源自于“全球需求”的推动，而当前金融海啸爆发之后，金属市场已悄然发生变化，按照金属价格的表现来看，西方已完成工业化的发达国家目前处于经济调整期，需求受到一定程度的抑制，相较而言，“中国需求”似将成为市场的主导，引导金属价格的走向。

图 10:2008 年以来国内有色价格变动

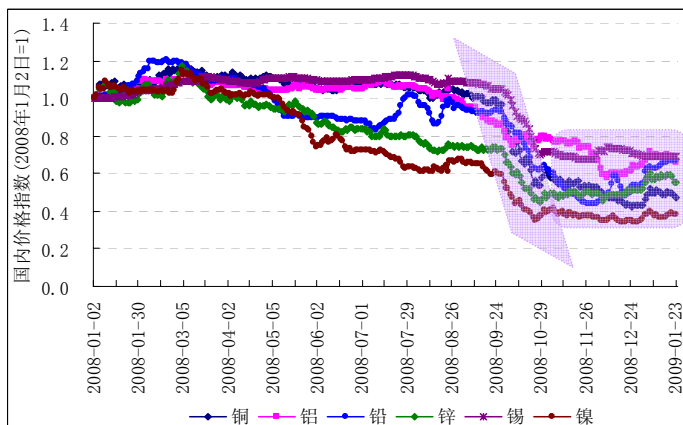
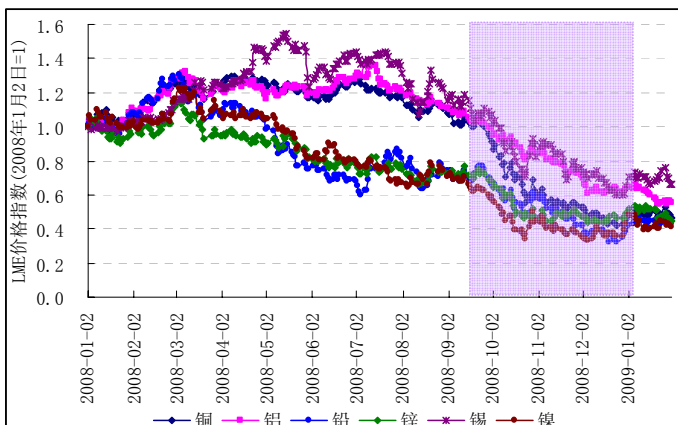


图 11: 2008 年以来 LME 有色价格变动



数据来源：WIND、Bloomberg、长城证券研究所

从 2008 年以来的国内外价格表现来看,自金融危机爆发以来,国内外有色金属价格集体跳水,而国内和国际价格的表现呈现出不同的特点：首先从时间来看，LME 市场有色价格下跌时间要比国内早一些，自 08 年 8 月中旬就开始了下跌路程，而大幅下跌的时间和国内比较相似，均发生在“雷曼事件”之后。第二，国内价格经过“整齐”的暴跌之后，自 11 月份开始止跌企稳，之后表现比较平稳，而 LME 价格的下跌惯性延续的时间要久一些。

图 12: 2008 年 1 月至今国内外铜价变化

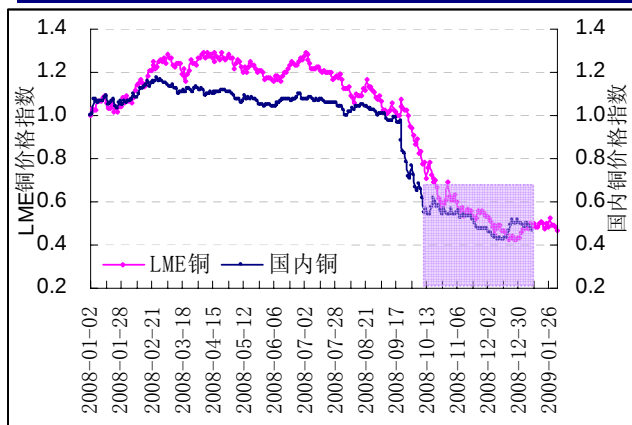


图 13: 2008 年 1 月至今国内外铝价格变化

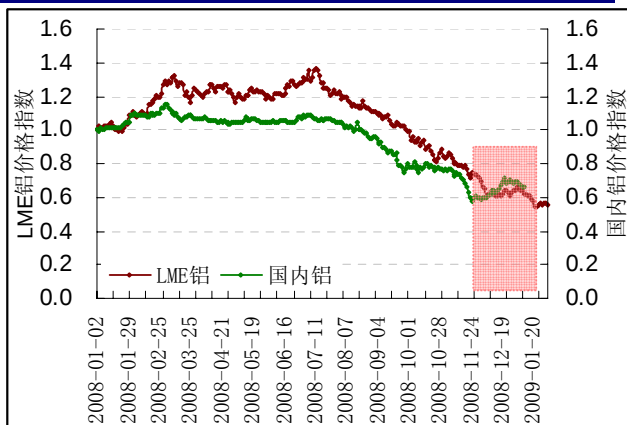


图 14 : 2008 年 1 月至今国内外铅价变化

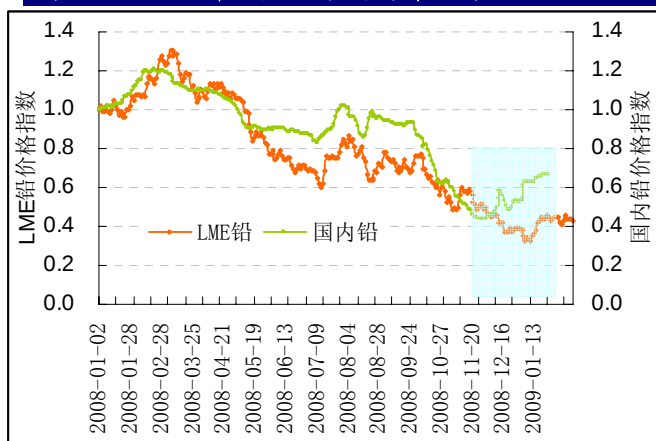


图 15: 2008 年 1 月至今国内外锌价变化

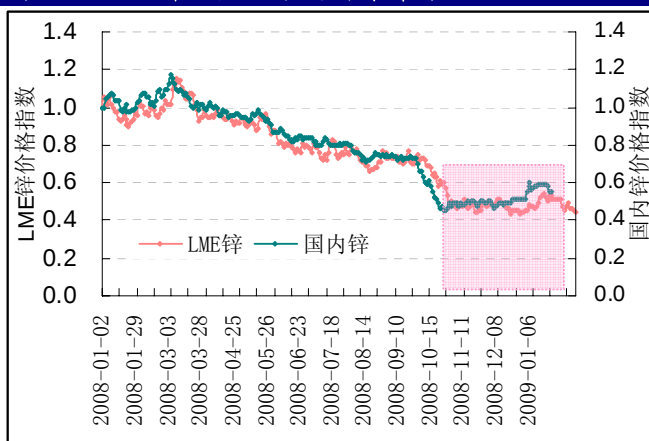


图 16: 2008 年 1 月至今国内外锡价变化

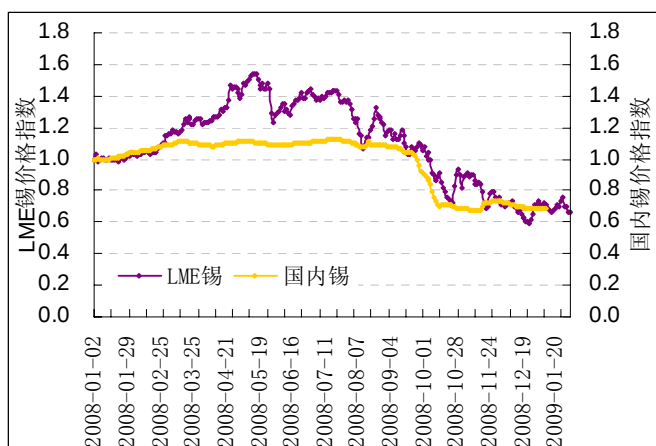
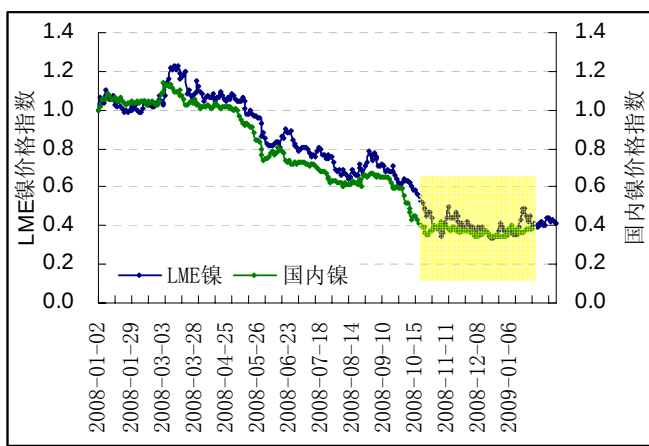


图 17: 2008 年 1 月至今国内外镍价



数据来源: WIND、Bloomberg、长城证券研究所

在分析了整体表现的时间差异后,再细化到各金属品种来看,我们发现,除了国内外锡的表现无明显特点之外,其他各金属品种均存在国内价格超前于国际价格的



表现，即“国内价格跟随国际价格走势”在金融危机后发生转变，“国内价格开始引导国际价格走势”，其中以铜和镍的表现最为明显，国内外互动性较其他品种更加灵敏。那这是否能说明今后全球矿业市场上“中国说了算”呢？

我们在 09 年 1 月月报中指出，09 年以来金属价格大幅反弹得益于各种利好消息与政策以及市场良好的预期，在经历了上涨幅度连续居于各板块之首的“开门红”之后，最近有色板块的“火热”似有降温的迹象。我们认为今后有色金属行业的走势仍取决于经济大背景下的行业基本面情况。

三、对有色金属行业的走势的判断

对于当前矿业形势的总体判断为：短期内供需矛盾有所缓解，资源价格将处于低位调整期，但我们预计时间可能只有 1-2 年；矿产品价格受西方主导的资源市场体系控制的格局在短期内不会明显变化，中期仍将保持较高价位；全球矿业的基本面并未受破坏，长期需求依然强大。

供需基本面：据中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心统计数据显示，1990 年到 2007 年，全球矿产消费增量中，60%的铜、55%的铝和 42%的镍是由我国消费增长拉动的。随着西方国家进入衰退期，这些国家的矿产品需求将近年处于下降期。而中国等新兴经济体经历短期的调整，资源需求势必将恢复增长，但增长速度可能会与之前相比有所放缓，加上全球性矿业投资产能的释放，未来全球资源供需矛盾将大为缓解。

价格方面：过去几年，促成矿产品价格高涨的动因首先是投机炒作因素、其次才是供需矛盾。因此价格机制是影响矿产品价格的重要因素。在供需方分离、垄断加剧的格局下，矿产价格常常偏离价值规律的重要因素是价格形成机制的不公正。随着供需矛盾的缓解以及炒作资金链的断裂，未来一段时间矿产品价格将会处于低位调整阶段。价格的复苏主要将取决于中国需求因素。

四、子行业形势判断

按照我们上面的分析，在价格的国内外对比中我们观察到铜和镍的价格国内外互动反应灵敏度较高。那么铜和镍是否能成为未来有色金属行业价格反弹时的急先锋呢？依然按照我们在 09 年投资策略报告中投资逻辑——用行业集中度和供需产能判断投资机会，那些消费需求旺盛，产能扩张缓慢，行业集中度较高的行业将是经济基本面好转后的受益行业，那么铜行业将成为首选。

首先，铜行业基本特征。在基本金属的集中度来看，铜矿生产商的集中度较高，前 5 位厂商的占比达 43.5%，前 10 位厂商的占比达 60%，所以往往罢工、停产等事件使得金属的供应较预期低，因此减产停产对铜价的作用也最明显。而从需求来看，

美国、日本及西欧是传统的三大铜主要消费地区,但由于在 20 世纪中期已完成工业化,基础建设已经较为完善,近几年的对铜的消费维持一个比较稳定的水平;而且由于刚刚爆发的金融危机、世界经济增速下滑、消费疲弱、全球房地产和汽车行业不景气,都严重影响了发达国家的铜消费。因此,铜行业景气的回升主要取决于“中国需求”因素。

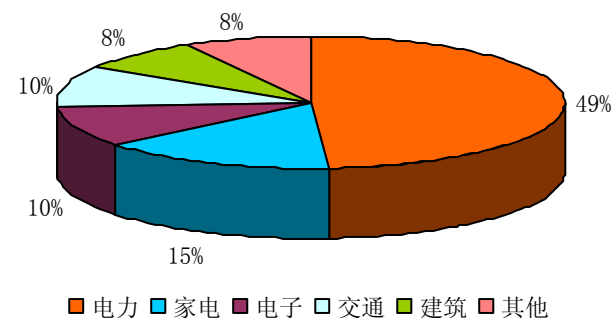
第二,中国当前的供需形势。铜是中国最稀缺的资源、铜的供应可控性强、铜的需求优于其他金属。

首先铜的消费结构来看。与发达国家铜需求结构主要以建筑业为主不同的是,铜需求在国内投资需求中应用最广,主要应用于电力、家电等领域。尤其是中国对电网投资的措施会使得铜金属的需求更优于其他金属。

其次,中国的供需缺口仍在。07 年中国铜消费量达 474 万吨,占世界总消费量的 25.9%。08 年上半年,中国铜消费量达 252.4 万吨,同期世界总消费量为 927.5 万吨,中国消费占比 27.2%。受金融危机带来的消费下滑的影响,预计 2008 年铜消费总量可能增速可能会降低。

尽管中国铜需求近年来一直在快速增长,但是快速的需求只带来中国冶炼产能不断发展,而矿山新建产能却不多(新建产能主要集中在国外),因此对外依存度也直线攀升,同时新建产能虽越来越大,但品位却越来越低,无疑加大了开采成本,对价格的降低起到一定支撑作用。目前中国开采成本较低的斑岩型铜矿只有德兴铜矿和玉龙铜矿,大部分矿山类型均需坑采,成本较大。目前显示库存一直在增加,但同时随着开工率上升、季节性消费的到来,再加上产能的扩张速度远远慢与铝、铅锌等金属品种,因此在经济不断回升后铜库存应该会很快消化。

图 18: 国内外铜的需求结构



资料来源: Bloomberg 长城证券研究所

因此,从行业基本面来看我们认为铜行业或将成为有色行业反弹的急先锋。



五、行业投资建议

我们认为目前有色火热反弹行情有所降温，是由于前期政策利好带来的市场预期导致。在全球矿业基本形式没有发生大的改变，未来中国需求因素或将成为主导，我们对有色行业的中长期整体走势持乐观态度。鉴于国内外价格表现中，铜的反应灵敏度较高，加上我们对铜行业基本形势的判断，中国铜需求缺口长期存在，铜市场将较其它金属很快恢复，铜行业可能是有色行业景气回升的急先锋。



研究员介绍及个人承诺:

耿 诺: 中国地质研究院矿产学硕士, 2008 年加入长城证券任有色金属行业分析师。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	

预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;

预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO., LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>