

有色金属

国储或暂停收储，有色金属短期调整压力增大

产业部门/行业

优于大势

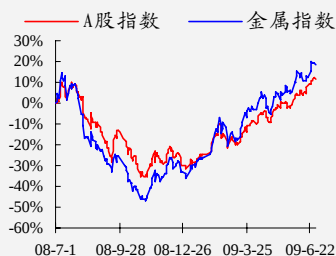
维持评级

2009 年 7 月 1 日

投资要点:

- 今年上半年以来国内由于基础建设投资的拉动，对基本金属的需求增长强劲，再加上国储收储导致现货市场上供应紧张，国内基本金属价格高于国际价格。由于国内相对于国外存在着正价差，导致国内外市场间存在着套利空间。上半年大量金属的进口大大缓解了国内现货供应的压力，国内外价差正在逐渐缩小。预计 5、6 月份中国基本金属的进口仍将维持在高位，随着这些进口金属陆续到港，将对国内的金属价格造成压力，预计国内外价差将进一步缩小。
- 中国大量进口基本金属主要是由于下游需求恢复以及国家收储，国内外套利空间的存在导致大量基本金属从国外运抵中国。但是我们认为上半年大量进口的基本金属一部份成为工业库存，留在了生产厂家以及贸易商的仓库里。因此大量进口的基本金属仍然需要下游需求的进一步确认。
- 由于 3 季度是基本金属消费的淡季，相对于二季度基本金属的消费需求有所减弱，因此金属价格也可能出现调整。随着国内外价差的进一步缩小，套利空间也不复存在，而需求减弱也不利于基本金属的进口，另外在目前的价位，国储收储的动力也正在减小，因此我们认为像上半年这样的进口增速难以维持。
- 中国目前已经完成的有色金属收储包括铝 59 万吨、锌 15.9 万吨、铜 23.5 万吨，钢和钛分别为 30 吨和 5000 吨。由于在目前的价位下，大多数有色金属行业企业都可以开始盈利。随着基本金属价格的上涨，尽管仍然面临着巨大的产能过剩压力，但地方的投资热情却依然高涨。地方政府热衷投资有色产业的现象依然严重。有的地方政府出于自身利益的考虑，在收储的同时规定企业要 100% 的开工，因此如果国储继续收储，推高基本金属价格，有可能使产能过剩的情况变得更加严重。因此在目前价位国家或暂停收储。
- 中国是个有色金属资源缺乏的国家，而中国的城市化进程将推动中国对基本金属的消费，中国对基本金属的需求将长期保持强劲。因此我们长期看好有色行业中资源类的个股。但短期由于下游需求的趋弱，以及国储收储的减少，基本金属价格在 3 季度有可能出现调整，有色行业类个股也有可能出现调整。

走势图



分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209-319

Email: zhulida970@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20

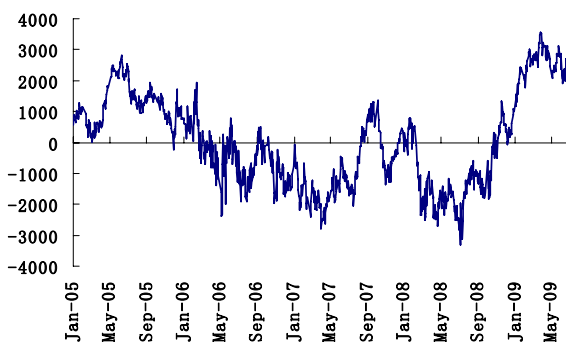
(邮编 200002)

1. 国内外金属价差缩小

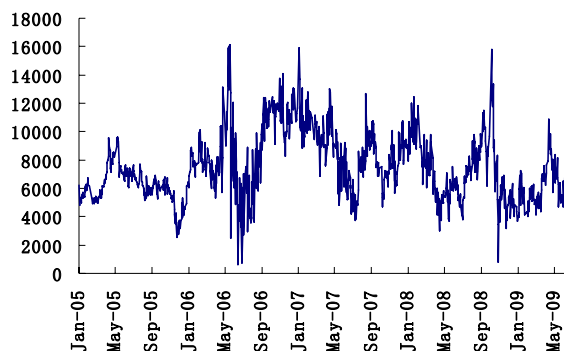
2008 年下半年, 受经济危机影响, 下游需求下降, 各基本金属价格陆续跌破了行业的平均生产成本。为了中国有色金属行业的健康发展, 国储局从 2008 年 12 月份开始收储基本金属。国储的收储行为大大减轻了国内现货市场上的抛压, 基本金属价格的企稳也提振了下游厂家消费的信心。随着恐慌情绪的缓解, 下游厂家开始重新补库, 另一方面各国推出的包括扩大基础建设投资的经济刺激计划直接拉动了对基本金属的需求。

今年上半年以来, 国内由于基础建设投资的拉动, 对基本金属的需求增长强劲, 再加上国储收储导致现货市场上供应紧张, 国内基本金属价格高于国际价格。由于国内相对于国外存在着正价差, 导致国内外市场间存在着套利空间。上半年中国大量进口基本金属, 除下游需求恢复外, 另一个重要原因就是市场间的套利行为。由于大量金属进口大大缓解了国内现货供应的压力, 国内外价差正在逐渐缩小。预计 5, 6 月份中国基本金属的进口仍将维持在高位, 随着这些进口金属陆续到港, 将对国内的金属价格造成压力, 预计国内外价差将进一步缩小。因此由套利导致的进口也将逐渐减少。

图 1. 国内外电解铝价差变化情况 (上期所价格-LME 价格) 图 2. 国内外铜价差变化情况 (上期所价格-LME 价格)



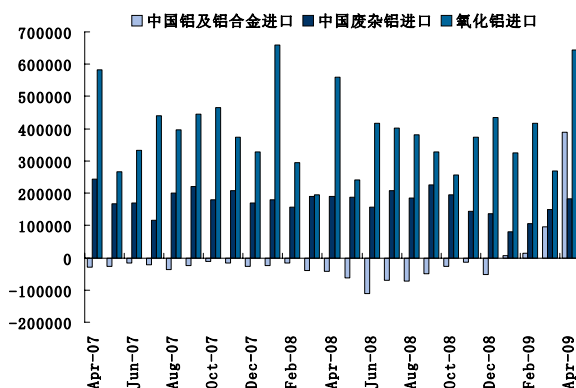
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

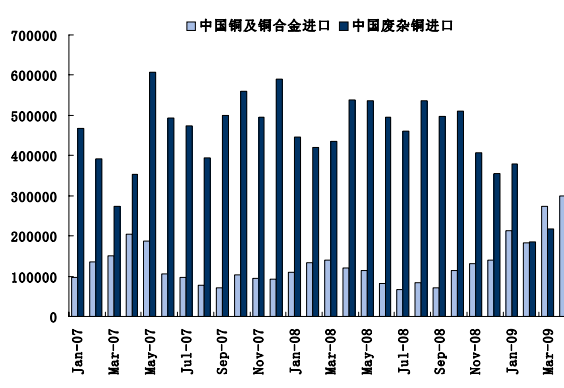
2. 进口迅猛增长的势头或难持续

图 3. 中国铝行业净进口变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 4. 中国铜行业净进口变化情况

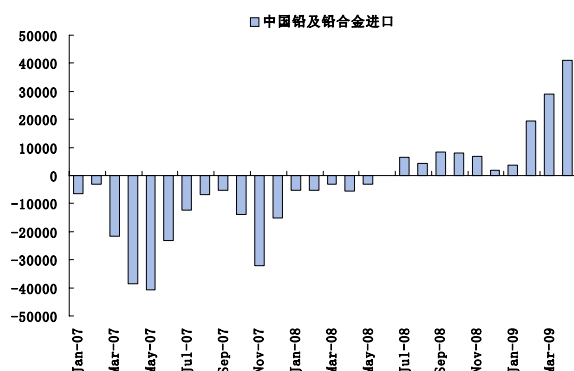


数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

从上半年以来,中国对于各基本金属的进口量快速增加。铝行业方面,中国从铝及铝合金的出口国转为净进口国,对于电解铝的进口处于历史高位,此外中国对氧化铝和废杂铝的进口量也出现了快速上升。铜行业方面,上半年中国对铜的呈快速回升态势,但是对于废杂铜的进口仍处于较低的水平,预计6月份对精铜和废杂铜的进口仍将保持较高的水平。

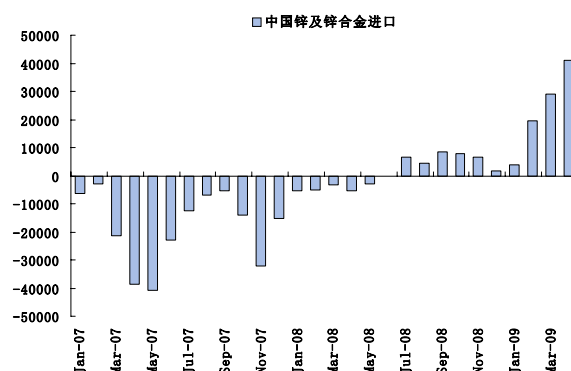
铅锌行业情况基本相似,从2008年下半年以来中国进口便持续攀升,目前中国铅锌的进口量均保持在历史高位。

图 5.中国铅及铅合金进口情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 6.中国锌及锌合金进口情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

中国大量进口基本金属主要是由下游需求恢复和国家收储所造成的,国内外套利空间的存在导致大量基本金属从国外运抵中国。但是我们认为上半年大量进口的基本金属一部份成为工业库存,留在了生产厂家以及贸易商的仓库里。因此大量进口的基本金属仍然需要下游需求的进一步确认。

以铜为例,中国上半年1-5月份精铜产量为159.5万吨,净进口为140万吨左右,剔除上期所库存变化,中国1-5月份的表现消费量在298.5万吨左右,同比增长50.9%。但是中国1-5月份的实际消费预计在257万吨,剔除国储收储的23.5万吨,也就是说有18万吨成为了工业库存,并没有成为下游终端消费。因此这部分仍然需要下游需求的确认,如果下游需求恢复低于预期,则库存的上升有可能导致金属价格出现回调。

表 1.China: Notional Copper Balance, January-May, 2009 vs 2008

	Jan-May 2008	2008 vs 2007	Jan-May 2009	2009 vs 2008
	('000 tonnes)	% chg (y/y)	('000 tonnes)	% chg (y/y)
China's refined production	1477	14.4	1595	8
plus net imports	564.2	-25.8	1402.3	148.5
plus fall in reported (SFE) stocks	-63		-12.3	
Apparent consumption	1978	-1.8	2985	50.9
Less:				
Additions to government stocks:	0	--	235	--
Additions to industry stocks:	-130	--	180	--
Real consumption	2108	4.7	2570	21.9
Consumption in lieu of scrap:	0	--	320	--
Underlying Consumption	2108	4.7	2250	6.7

数据来源: China Metals; GSJBW Research estimates

虽然目前贸易商和厂家的库存水平仍然较低,但由于3季度是基本金属消费的淡季,相对于二季度基本金属的消费需求有所减弱,因此金属价格也可能出现调整。随着国内外价差的进一步缩小,套利空间也不复存在,而需求减弱也不利于基本金属的进口,另外在目前的价位,国储收储的动力也正在减小,因此我们认为像上半年这样的进口增速难以维持。

3. 目前价位, 国储或暂停收储

发改委官员日前在一次产业会议上表示,随着有色金属市场价格的转好,在目前的形势下,国家不会再继续进行收储。中国已经完成的有色金属收储包括铝 59 万吨、锌 15.9 万吨、铜 23.5 万吨, 钢和钛分别为 30 吨和 5000 吨。

由于在目前的价位下,大多数有色金属行业企业都可以开始盈利。随着基本金属价格的上涨,尽管仍然面临着巨大的产能过剩压力,但地方的投资热情却依然高涨。地方政府热衷投资有色产业的现象依然严重。有的地方政府出于自身利益的考虑,在收储的同时规定企业要 100% 的开工,因此如果国储继续收储,推高基本金属价格,有可能使产能过剩的情况变得更加严重。

表 2. 中国电解铝收储情况

电解铝收储计划	收储量	收储时间	资金来源	备注
云南省	30 万吨	2008 年 12 月 1 日-2009 年 12 月 31 日	商业银行	质押贷款
国储局第一次	29 万吨	2009 年 1 月 1 日-2009 年 1 月 31 日	国家财政部	实物储备
国储局第二次	29 万吨	2009 年 2 月 23 日-2009 年 4 月 8 日	国家财政部	实物储备
广西	20 万吨	2009 年 3 月起一年内	商业银行	质押贷款
陕西省	4 万吨	未定	陕西有色金属集团	实物储备

数据来源: 东北证券金融与产业研究所

表 3. 中国铅锌行业收储情况

收储企业	第一次收储 (2009 年 1 月 14 日)
株冶集团	1.5 万吨
葫芦岛锌业	0.6 万吨
中金岭南	1.3 万吨
白银有色	1.0 万吨
驰宏锌锗	0.5 万吨
豫光金铅	0.5 万吨
汉中八一	0.5 万吨
合计	5.9 万吨

数据来源: 东北证券金融与产业研究所

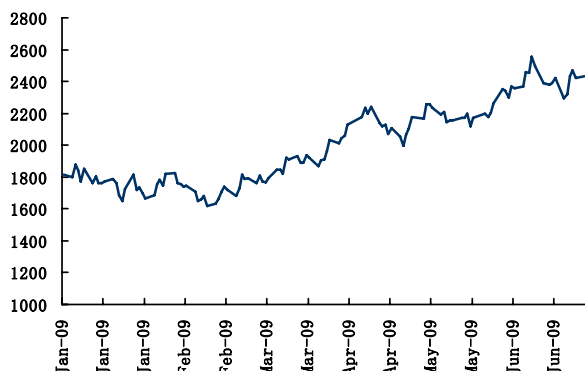
4. 长期看好有色行业, 但短期调整压力增大

中国是个有色金属资源缺乏的国家,而中国的城市化进程将推动中国对基本金属的消费,中国对基本金属的需求将长期保持强劲。另一方面由于基本金属价格的下跌,在全球范围内,对有色金属矿山的投资都出现了大幅度的削减,随着下游需求的逐步恢复,资源有可能再次成为经济发展的瓶颈,因此我们长期看好有色行业中资源类的个股。

但短期由于下游需求的趋弱,以及国储收储的减少,基本金属价格在3季度有可能出现调整,有色行业类个股也有可能出现调整。

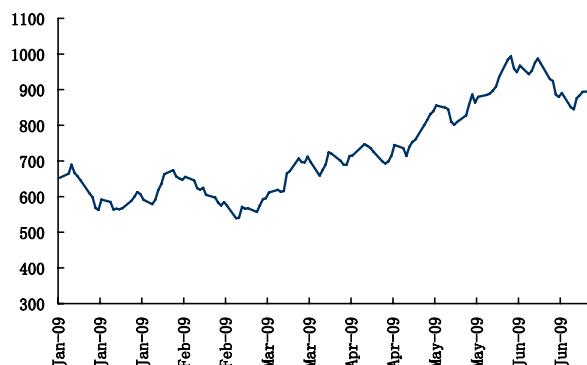
5. 主要跟踪指标变化情况

图 7.LME 金属指数变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 8.HSBC100 矿业指数变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

表 4.主要跟踪指标变化情况

合约		现价	1 日	5 日	1 月	昨日收盘	5 日前收盘	1 月前收盘
indu index	道琼斯工业	8529	1.08	2.28	0.34	8438.39	8339.01	8500.33
spx index	标普 500	927	0.91	3.83	0.88	918.90	893.04	919.14
CCMP index	纳指	1844	0.32	4.41	3.93	1838.22	1766.19	1774.33
ukx index	英国富时 100	4284	-0.24	1.27	-3.03	4294.03	4230.02	4417.94
CAC Index	法国 CAC40 指数	3188	-0.19	2.27	-2.75	3193.68	3116.82	3277.65
nky index	日经 225	9958	1.79	4.28	4.58	9783.47	9549.61	9522.50
CRY index	CRB 指数	254.31	1.19	3.35	0.50	251.31	246.07	253.05
gc3 comdty	COMEX 黄金期货	946	0.22	2.15	-3.69	943.40	925.60	981.70
lx3 comdty	伦敦锌期货	1558	-1.39	3.80	-0.50	1579.50	1500.50	1565.25
lt3 comdty	伦敦锡期货	14730	-1.21	2.01	2.83	14910.00	14440.00	14325.00
lp3 comdty	伦敦铜期货	5099	1.26	7.11	5.58	5035.50	4760.50	4829.50
ln3 comdty	伦敦镍期货	15790	-0.02	8.95	13.27	15793.00	14493.00	13940.00
lmpbds03 comdty	伦敦铅期货	1703	-0.70	6.30	8.47	1715.00	1602.00	1570.00
LMAHDS03 LME Comdty	伦敦铝期货	1640	-0.24		13.89	1644.00	1574.00	1440.00
dxy currency	美元指数	79.71	-0.21	-0.16	0.46	79.88	79.84	79.35
eur currency	欧元汇率	1.409	0.29	0.93	-0.98	1.4050	1.3961	1.4230
gbp currency	英镑汇率	1.661	0.39	1.94	1.38	1.6545	1.6294	1.6384
aud currency	澳洲汇率	0.811	0.79	3.02	0.12	0.8051	0.7877	0.8105

数据来源: Bloomberg

6. 国内外重要新闻

发改委相关负责人称中国将不再进行有色金属收储

上周末,国家发改委产业协调司相关负责人在京表示,鉴于国内有色金属价格已经回升,在目前市场条件下国家不会再进行收储。

目前,我国已经完成的有色金属收储包括铝 59 万吨、锌 15.9 万吨、铜 23.5 万吨,铟 30 吨和钛 5000 吨。从国家和地方一季度启动对有色金属的国家储备和商业

储备后，各主要金属价格多数涨幅超过 30%，这拉开了与国际价格的差距，使得境外资源大量涌入国内套利。

海关数据显示，今年 4 月中国铜及铜材进口量接近 40 万吨，较 3 月环比增长 6.60%；当月铝及铝材进口量近 44 万吨，环比大增 198.90%。5 月进口增势依然如此。该负责人表示，发改委正在关注大量有色金属产品进口的问题，也发现生产企业在收储中并未获得直接收益，反而是中间商和套利者最终受益，如国内进口有色金属产品的外资企业占 40%，民营企业占 20%，国有企业只占不到 20%。

“现在金属产品国内外市场是融合联动的，产品资源随着价格而流动，在国内价格高于国外、导致国外资源大量进口的情况下，国家收储已经没有任何意义，未来也不会再收储了。”上述负责人表示，以产能过剩最为严重的电解铝为例，目前的价格使企业已经盈利，不少企业都在启动停减的产能，各种金属价格的反弹也达到了当初的政策效果。

到 2010 年中国将新增铜板带产能 50 万吨

基于提高产品档次、调整产品结构以及替代进口产品的考虑，在上一轮投资铜管的热潮降温后，近 2-3 年国内又掀起了一轮有关铜板带材生产的投资热潮。而且，这一轮投资热的最大特点就是规模大、设备精、投资多。

据安泰科估计，在目前已知的主要铜板带投资项目中，2008 年下半年至 2009 年年底估计即将投入运行的产能超过 20 万吨，2010 年至 2011 年计划投入运行的产能将近 30 万吨。考虑到行业现有的产能，那么到 2009 年年底中国铜板带的生产能力将超过 180 万吨，2010 年则有可能达到 200 万吨的水平。

据行业专家分析，在即将新增的 50 万吨铜板带材产能中，主要产品基本上是均瞄准市场需求相对旺盛的无氧铜电缆带、变压器铜带、引线框架铜带、电子用铜带等高精度产品，设备资源配置基本雷同，仅仅是装机水平有所差异。因此，目前再大规模投资建设铜板带新项目将存在较大的系统风险。

江铜集团铅锌冶炼项目一期工程开工

江铜集团铅锌冶炼项目一期工程开工，计划总投资 28 亿元，预计 2011 年四季度建成投产；项目采用当今世界最先进的基夫赛特直接炼铅工艺和湿法炼锌工艺，项目建成后将形成年产电铅 20 万吨、电锌 20 万吨、硫酸 56 万吨、黄金 2 吨、白银 482 吨、镉 1290 吨、铟 13.7 吨、冰铜 7270 吨。每年可实现销售收入 68 亿元、利润 7.4 亿元、利税总额约 10 亿元。

紫金 20 万吨铜冶项目力争在两年半实现投产

总投资在 26 亿元以上、厂址占地面积达 10000 余平方米的 20 万吨铜冶炼项目最终落户龙岩。因为按照规划，该项目 75% 的矿石需要依托海外进口，龙岩与沿海口岸 200 公里。

地处龙岩的紫金山金铜矿拥有丰富的铜矿资源，至少可以为投产后的铜冶炼厂提供 25% 的原料。铜冶炼项目负责人、紫金铜业总经理黄孝隆说，紫金 20 万吨铜冶炼装置大型设备基本实现海外进口。2009 年 3 月工程正式启动，力争在两年半时间内实现投产。

一期建设成规模为年产 20 万吨电解铜，附产黄金约 5 吨，硫酸 70 万吨的铜冶炼厂。

今后 1-2 年中国铜加工行业将再进入新增产能的集中释放期

总体上看，如果按 2008 年中国铜加工材产量为 748.6 万吨、产能以 885 万吨估计，2008 年中国铜加工材产能利用率约为 84.6%，这一利用率基本上与 2003 年的水

平相当。但是，由于近 2-3 年国内在铜加工材领域相继展开了以一轮铜线杆（铜盘条）、铜板带等产品为主的较大规模的投资热潮，因此在今后 1-2 年内，中国铜加工行业的发展将再一次处于新增产能即将集中释放的时期。安泰科根据目前已知的主要投资项目估算，到 2010 年时，中国铜线杆（铜盘条）与铜板带的产能将分别达到 400 万吨与 200 万吨的水平。上述情况也同样预示着，在生产原料供应紧张、且市场需求即将萎缩的情况下，中国铜加工材行业的产能利用率趋于平缓下降。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券有限责任公司 (以下简称我公司) 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。本报告版权归我公司所有。

东北证券有限责任公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209