

2009 年 07 月 15 日

长期竞争力评级：高于市场均值

**市场数据**

|           |          |
|-----------|----------|
| 行业优化平均市盈率 | 15.25    |
| 市场优化平均市盈率 | 20.60    |
| 国金有色金属指数  | 5987.30  |
| 沪深 300 指数 | 3493.31  |
| 上证指数      | 3188.55  |
| 深证成指      | 13079.26 |
| 中小板指数     | 4703.78  |


**相关报告**

- 1 《重心上移、波动加剧》，2009.7.9
- 2 《镍价：沿着成本曲线爬坡》，2009.7.7
- 3 《关注阶段机会：铝价小行情同样精彩》，2009.6.12

**王冠芬**

 (8621)61038225  
 wanggs@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271  
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 有色金属行业研究报告

——看涨铜价超过六千

减持

持有

增持

**投资要点**
**■ 看涨铜价超过六千：**

- ◆ **关键是需求：**影响有色价格的因素总是多空兼有的。根据我们的经验判断，当实体经济走好而且货币政策维持宽松时，有色金属的需求增速通常都会超出市场预期。某些利空因素（例如隐性库存增加、国储不再收储、消费淡季来临，甚至包括闲置产能等）都是次要的，因为它们会被整个产业链的补库操作所吸收掉。
- ◆ **政策没有转向，经济却在复苏：**我们目前处在宽松政策刺激经济复苏的前半段时期。也就是说，实体经济正在复苏，而宽松政策却不会转向。虽然宽松的货币政策导致部分资金流向了虚拟经济，并使得商品价格涨幅超出市场预期，但我们认为该趋势尚未转向。在这样的大环境下，有色价格的方向仍然是上涨。随着中国房地产等中游行业的复苏，有色金属等上游行业是最直接的受益者。
- ◆ **补库导致库存下降，现货转为升水：**在六种有色金属中，铜是目前唯一的“库存下降”品种。最近，西方国家的补库操作已导致“LME 现货-三月期”价差从贴水转为升水，从而有利于资金做多铜价，赚取展期收益。根据我们从伦敦得到的反馈，许多资金已开始借助现货升水展开挤空操作。最近一段时间，铜价在上涨，而 LME 持仓却在下降，暗示出期货空头的平仓行为。
- ◆ **看涨铜价超过六千：**我们认为，LME 铜价会在下半年超过 6,000 美元/吨。考虑到美联储会通过许多非市场化操作来管理市场的通胀预期，未来的有色价格会出现较大的波动性，但总体方向仍是上涨。

**■ 公司推荐：**

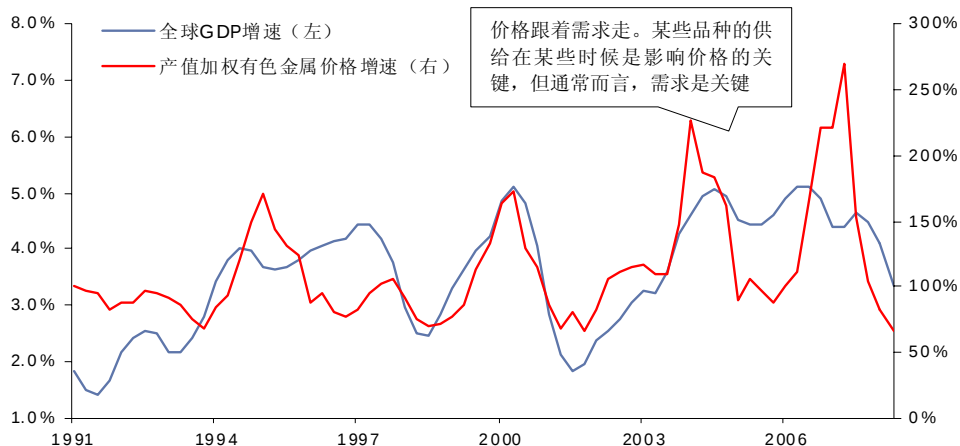
- ◆ **江西铜业：**公司拥有较高的矿山自给率和较低的铜矿采选成本。另外，公司的德兴铜矿、城门山铜矿、武山铜矿以及阿富汗 Aynak 铜矿都在进行扩建/新建项目。在未来三年内，上述项目会逐渐投产，从而增加铜精矿、黄金和稀散金属的自产量。
- ◆ **云南铜业：**我们相信过去的问题都是一次性的，而公司的未来业绩会越来越好。目前，云铜集团制定的 09 年铜精矿产量计划为 9.8 万吨。其中，上市公司约 6 万吨，非上市资产约 4 万吨。在梳理完三、四级子公司并且处理完员工持股后，公司将逐步解决与云铜集团之间的同业竞争问题，并会得到中铝公司的发展支持。

## 看涨铜价超过六千

### ■ 维持“增持”评级，看涨铜价超过 6,000 美元/吨：

- ◆ **看方向，而不是看细节：**影响有色价格的因素总是多空兼有的。根据我们的经验判断，当实体经济走好而且货币政策维持宽松时，有色金属的需求增速通常都会超出市场预期。某些利空因素（例如隐性库存增加、国储不再收储、消费淡季来临，甚至包括闲置产能等）都是次要的，因为它们会被整个产业链的补库操作所吸收掉。历史数据也印证了我们的观点。我们很早就发现，有色价格与需求指标（GDP、IP 等）之间具有良好的正相关性，但却很少与供给增速拥有明显的负相关性。也就是说，我们认为大多数时候，需求比供给重要。
- ◆ **看涨铜价超过六千：**我们认为 LME 铜价会在 2009 年下半年超过 6,000 美元/吨。我们的判断依据包括以下四点：政策没有转向，经济却在复苏；西方国家开始补库；资金开始炒作铜价；没有新增供给。
- ◆ 在目前资金宽裕的环境下，铜是唯一的上半年出现供需缺口的品种、唯一的“库存下降”品种、唯一的没有新增供给的品种、唯一的 C-3M 转为现货升水的品种。我们看涨铜价超过 6,000 美元/吨。

图表1：需求是关键



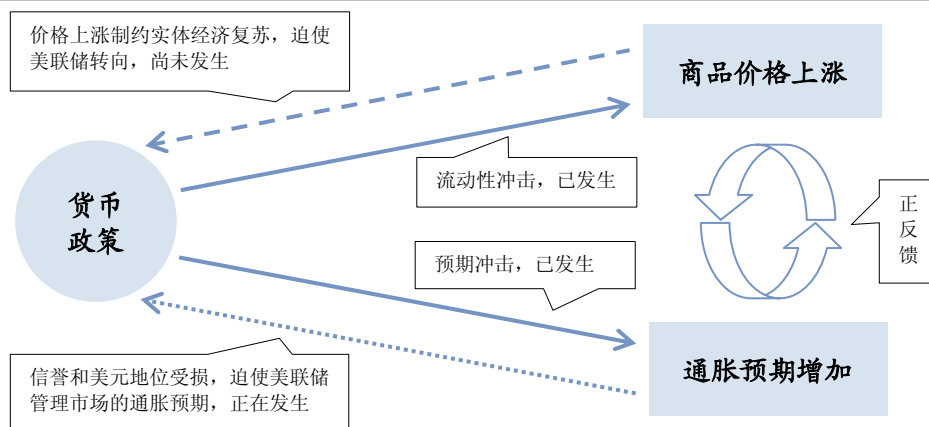
来源：Bloomberg、CEIC、Brook Hunt、CRU、国金证券研究所

### ■ 政策没有转向，经济却在复苏：

- ◆ 我们目前处在宽松政策刺激经济复苏的前半段时期。也就是说，实体经济正在复苏，而宽松政策却不会转向。虽然宽松的货币政策导致部分资金流向了虚拟经济，并使得商品价格涨幅超出市场预期，但我们认为该趋势尚未转向。在这样的大环境下，有色价格的方向仍然是上涨。随着中国房地产等中游行业的复苏，有色金属等上游行业是最直接的受益者。
- ◆ 下图显示了我们“流动性影响有色价格”的逻辑分析（详见我们的中期策略报告）。首先，宽松的货币政策同时推动了商品价格上涨和通胀预期增加。随后，两者之间发生了正反馈作用。也就是说，商品价格上涨导致通胀预期增加，而通胀预期增加又促使资金流向商品市场。最后，当强化到一定程度后，两者会反过来迫使货币政策转向。我们认为，最后的这个阶段还没有到来。由于商品价格上涨尚未制约实体经济的复苏，宽松货币政策对实体经济的影响目前仍是利大于弊的。
- ◆ 不过，我们发现通胀预期的增加已经影响到美联储的信誉和美元的地位。所以，我们认为美联储会通过许多非市场化操作来管理市场的通胀预期。例如，美联储可以持续地与市场沟通并阐述自己的退出机制。再例如，美联储可以提议调查石油投机或通过打压金价来压低市

场的通胀预期。但是，我们认为这些操作是间歇性的。也就是说，有色价格将在下半年变得更加波动，而“逢低买入”是比较合适的投资策略。

图表2：货币政策与大宗商品价格的逻辑关系

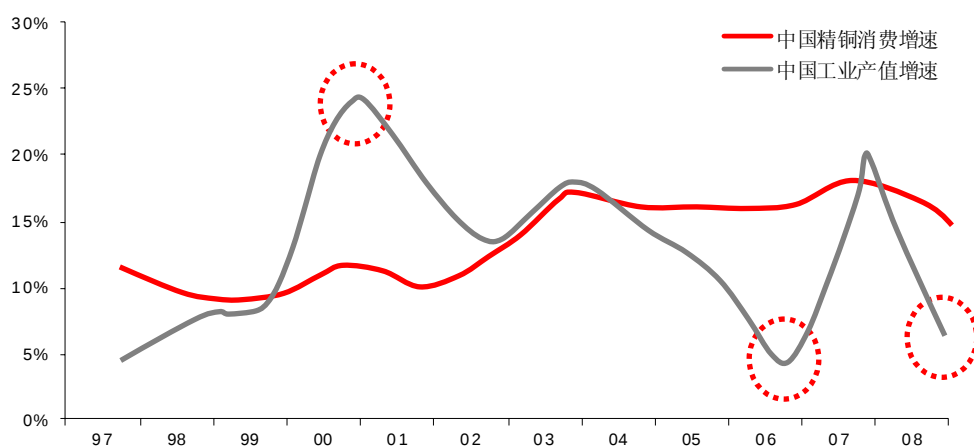


来源：国金证券研究所

### ■ 报复性补库：

- ◆ **下游补库很重要：**对于消费增速较低的品种（例如铜），补库的作用很明显。例如，如果全球消费商将精铜库存水平从 20 天消费量增加至 30 天，那么该补库操作将增加 10 天消费量的额外需求，相当于年消费量的 2.7%（10 天/365 天），也相当于全球的年均消费增速。也就是说，消费商补库导致需求增速翻了一番。由于铜的供给和需求增速都低于其他金属，所以消费商的补库行为对铜价的影响很大。
- ◆ **西方刚刚开始补库：**整个 2008 年，全球消费商进行了持续的清库操作。最初，全球信贷紧缩和需求走弱导致下游企业纷纷压低库存；随后，进入第四季度，铜价暴跌又迫使行业内所有公司抛售精铜库存。所以，随着全球央行推行宽松的货币政策以及实体经济环比企稳，整个有色行业都会进行“报复性补库”。由于中国经济表现较好（PMI 率先反弹），中国的补库操作已经在二季度展开。我们相信，西方国家的补库操作刚刚开始。

图表3：中国在 2008 年大量清库



来源：CEIC、USGS、中国有色金属工业协会、国金证券研究所

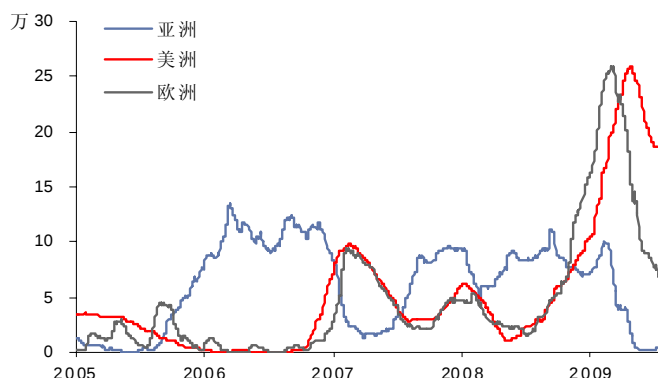
### ■ 现货从贴水转为升水，资金开始炒作铜价：

- ◆ 在六种有色金属中，铜是目前唯一的“库存下降”品种。如下图所示，欧美的 LME 铜库存从二季度开始持续下降。根据我们从行业中得

到的反馈，西方国家的补库操作，而不是中国进口，是导致欧美库存下降的主要原因。虽然我们相信未来的 LME 亚洲库存会出现增长，而消费淡季也会导致库存降速放缓，但我们相信库存下滑的趋势仍可以继续。

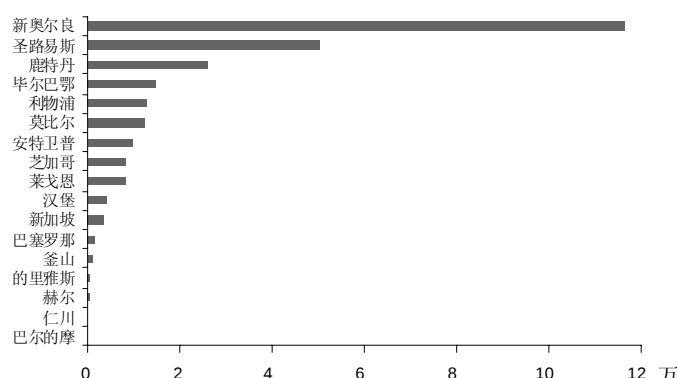
- ◆ 现货升贴水与库存水平具有高度的负相关性。随着库存的持续下降，目前的 LME C-3M 价差已经从现货贴水转为现货升水，从而有利于资金做多铜价，赚取展期收益。我们在下图中可以看到，C-3M 转为现货升水是铜价大幅上涨的基础。而且，随着虚拟经济的膨胀并且配置商品资产，现货升水（展期收益）对铜价的推动作用变得更加显著。
- ◆ 根据我们从伦敦得到的反馈，许多资金已经开始借助现货升水展开挤空操作。最近一段时间，铜价在上涨，而 LME 持仓却在下降，暗示出期货空头的平仓行为。

图表4: LME 欧美铜库存持续下降 (吨)

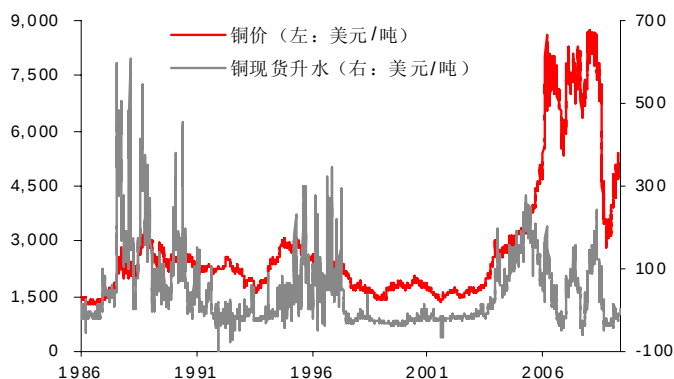


来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表5: LME 铜的库存明细 (吨)

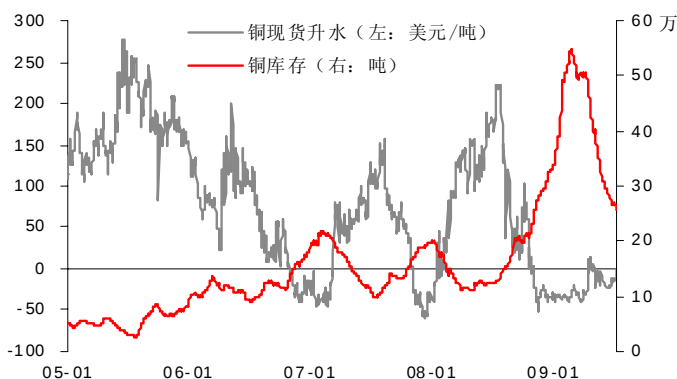


图表6: 现货升水推高铜价



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表7: 现货即将从贴水转为升水



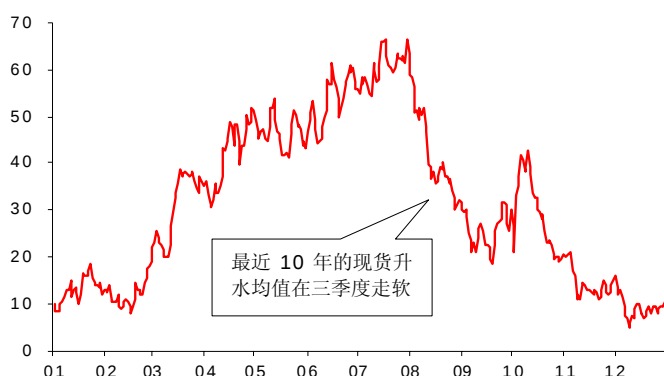
#### ■ 没有太多新增供给:

- ◆ 如果 LME 铜价从目前的 5,000 涨至 6,000 美元/吨，那么铜的供给增长仍是非常有限的。一方面，目前全球的铜矿闲置产能非常有限。这一点，我们可以从持续下降的 TC/RC 中得到部分印证。另一方面，我们在二季度发现，当铜价涨至 4,000 美元/吨后，废铜回收成本已经可以得到完全弥补，所以导致废铜供给快速增加。但是展望未来，我们相信废铜（新废铜和旧废铜）供给只会随着实体经济复苏而缓慢增加。
- ◆ 目前，有色金属仍然处于产能过剩时代。在这种背景下，随着需求的环比回升，有色价格将沿着成本曲线向上爬坡。但是，铜将会成为第一个供需转为缺口的金属，所以其价格表现将远远超过“沿着成本曲线爬坡”的模式。

### ■ 风险提示:

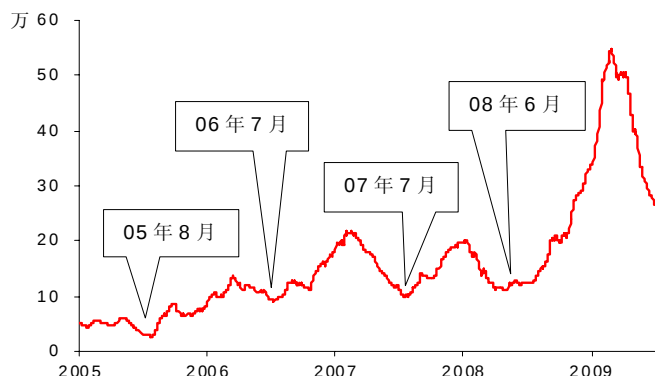
- ◆ 从历史数据上看，三季度的确是铜消费的淡季。如下图表所示，铜的现货升贴水和库存都在三季度表现得比较疲弱。作为冷冻年度的最后一个季度，空调/冰箱厂商的铜材订单都会出现一定的下降。
- ◆ 坦白地讲，我们很难衡量消费淡季与西方补库对铜库存的影响博弈。但我们可以确定的是，市场对消费淡季的来临以及中国进口在 7-8 月份的萎缩是有足够预期的。由于空调/冰箱的全球产能有 80% 集中在中国，所以西方国家的消费淡季并不十分明显。随着西方经济的环比企稳和通胀预期推动，我们认为西方补库将是影响未来库存变化的核心因素。

图表8: LME 铜现货升水具有季节性 (美元/吨)



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表9: LME 铜库存具有季节性 (吨)



### ■ 公司推荐:

- ◆ **江西铜业:** 公司拥有较高的矿山自给率和较低的铜矿采选成本。另外，公司的德兴铜矿、城门山铜矿、武山铜矿以及阿富汗 Aynak 铜矿都在进行扩建/新建项目。在未来三年内，上述项目会逐渐投产，从而增加铜精矿、黄金和稀散金属的自产量。
- ◆ **云南铜业:** 我们相信过去的问题都是一次性的，而公司的未来业绩会越来越好。目前，云铜集团制定的 09 年铜精矿产量计划为 9.8 万吨。其中，上市公司约 6 万吨，非上市资产约 4 万吨。在梳理完三、四级子公司并且处理完员工持股之后，公司将逐步解决与云铜集团之间的同业竞争问题，并会得到中铝公司的发展支持。

### 公司投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;  
 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;  
 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;  
 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;  
 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

### 行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上;  
 持有: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;  
 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

### 长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。