

2009 基本金属圆满谢幕



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐建花

有色金属行业分析师
8621-63325888 × 6090
xujianhua@orientsec.com.cn

张镭

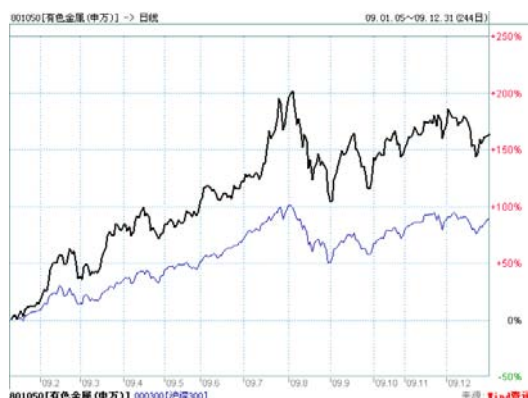
有色金属行业分析师
8621-63325888 × 6102
zhanglei@orientsec.com.cn

周凤武

机械行业首席分析师
8621-63325888 × 6100
zhoufw@orientsec.com.cn

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	金属
报告日期	2010 年 1 月 3 日

行业表现



资料来源: WIND

国内外价格: 受宽松流动性支持和中国节前补库推动, 2009 年最后一周国内外基本金属价格表现继续强劲, 其中铜和锌均以全年最高价收盘。上周国内金属环比涨幅在 1.9—4.8%, LME 除了铝和镍基本和上周持平, 其他涨幅也有 2.3—4.7%。从 2009 全年来看, 铜是涨幅最大品种, 国内涨 133%, LME 涨 129%。铅和锌在 LME 市场也录得 100% 以上涨幅, 分别为 124% 和 101%, 但国内涨幅相对较小, 分别为 52% 和 93%。其他金属如铝/镍/锡也普遍录得 25—60% 的涨幅。

交易所库存: 过去一周交易所库存除铝小幅下跌 0.1% 外, 其他有色金属库存继续上升。一周铜/铅/锌/镍/锡的全球交易所库存增长幅度分别为 2.5%/1.5%/1.7%/2.6%/1.6%。

宏观流动性: 2009 年下半年以来有色金属呈现价格与库存齐升的热烈场面, 我们认为最主要受益于宽松的流动性驱动。美元三月期 LIBOR 自 9 月份跌破 0.3% 创历史新低后, 一直徘徊在历史极低位, 上周几近再创新低。LIBOR 是全球金融资产的定价基础, 低利率驱动了全球金融资产繁荣。另一个反映全球流动性偏好的 TED 利差指标也徘徊在历史极低位。国内方面, 12 月公布的 M1 增速再创历史新高达 34.6%, M2 也接近 30% 的高位。上海银行同业拆借的三月期基准利率自 8 月份以来维持在 1.7—1.8% 的低位。

全球经济复苏势头: 全球经济各项指标的继续回暖对当前金属价格高位运行给予提振。最新公布的 12 月中美等各国 PMI 指标显示全球经济继续在复苏回暖途中。上月公布的中国系列数据也相当强劲, 包括工业生产/发电量继续强劲回升; 有色金属的主要下游行业包括房地产新开工面积增速的大幅飙升/汽车产量的高位运行/电力电缆产量继续高速增长。

我们的观点: 我们认为只要宽松流动性的局面不变, 有色金属维持高位强势震荡格局可能性很大。未来两周由于节后中国补库需求暂告一段落, 我们预计对屡创新高的金属价格有一定压力。库存持续增加的负面效应 (有季节性增加影响) 部分被经济持续回暖所抵消。

综合考虑 2009 年上涨幅度及当前各自基本面状况, 我们后期最看好的有色金属排序分别是铅/锡/铜/锌/铝/镍。今年上述品种的国内涨幅分别为 52%/26%/133%/93%/44%/66%, 目前交易所库存可供全球消费天数分别是 6.1 天/29.2 天/14 天/22.3 天/52.1 天/47.7 天。黄金市场我们长期看好, 受益于央行净买入和通胀预期推动。

短期风险: 美元大幅反弹。目前美元套利盘平仓已经拉开序幕, 短期恐将持续, 对包括有色金属在内的商品资产构成压力。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

(一) 一周有色金属价格和库存/库需比变化

受宽松流动性支持和中国节前补库推动, 2009 年最后一周国内外基本金属价格表现继续强劲, 其中铜和锌均以全年最高价收盘。上周, 国内金属环比涨幅在 1.9—4.8%, LME 除了铝和镍基本和上周持平, 其他涨幅也有 2.3—4.7%。从 2009 全年来看, 铜是涨幅最大品种, 国内涨 133%, LME 涨 129%。铅和锌在 LME 市场也录得 100% 以上涨幅, 分别为 124% 和 101%, 但国内涨幅相对较小, 分别为 52% 和 93%。其他金属如铝/镍/锡也普遍录得 25—60% 的涨幅。

过去一周交易所库存除铝小幅下跌 0.1% 外, 其他有色金属库存继续上升。一周铜 / 铅 / 锌 / 镍 / 锡 的全球交易所库存增长幅度分别为 2.5%/1.5%/1.7%/2.6%/1.6%。2009 年以来上述品种库存的增幅幅度分别为 74%/224%/109%/100%/245%。

表 1: 国内外有色金属价格和库存变动

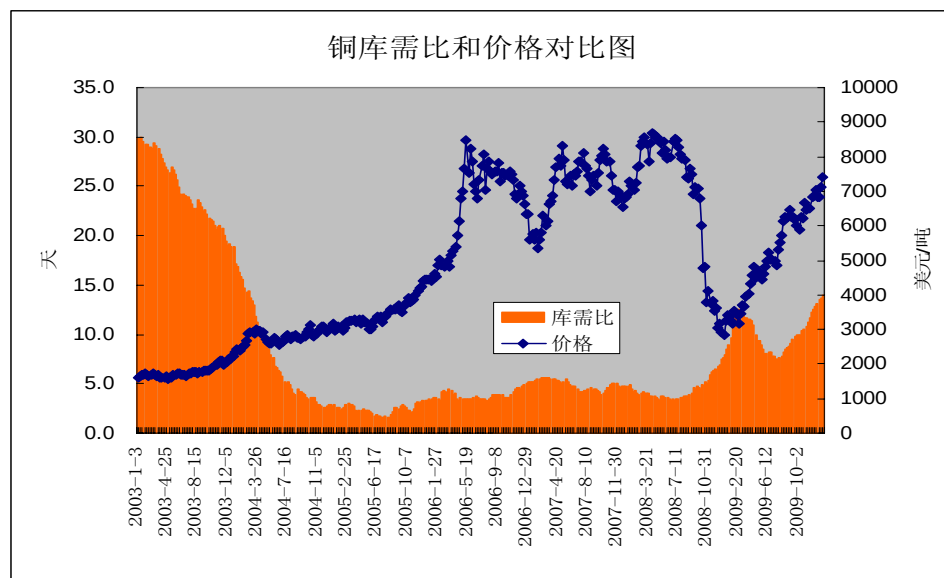
国内现货价格	单位	最新价	一周变动%	一月变动%	三月变动%	今年变动%
铜	元/吨	59000	3.7%	6.7%	26.5%	132.7%
铝	元/吨	16560	3.7%	7.9%	12.7%	44.3%
铅	元/吨	15950	1.9%	-1.8%	2.2%	51.9%
锌	元/吨	20200	4.8%	9.6%	33.8%	93.3%
镍	元/吨	141500	2.2%	12.0%	11.6%	63.6%
锡	元/吨	126000	4.6%	8.6%	7.2%	26.0%
黄金	元/克	244.5	-0.2%	-4.1%	11.9%	30.8%
国际 LME 价格						
铜	美元/吨	7408	3.8%	5.2%	26.0%	129.3%
铝	美元/吨	2245	-0.9%	4.5%	24.4%	43.0%
铅	美元/吨	2440	3.6%	3.1%	15.4%	123.9%
锌	美元/吨	2575	2.3%	8.7%	37.0%	101.2%
镍	美元/吨	18848	-0.4%	17.8%	9.0%	42.8%
锡	美元/吨	16875	4.7%	10.5%	18.2%	45.2%
黄金	美元/盎司	1097	-0.7%	-7.8%	9.3%	25.4%
交易所库存						
铜	吨	686295	2.46%	8.74%	39.93%	74%
铝	吨	4925959	-0.10%	1.24%	2.24%	97%
铅	吨	146500	1.48%	5.10%	14.64%	224%
锌	吨	659950	1.73%	2.65%	16.55%	109%
镍	吨	158010	2.66%	12.49%	29.96%	100%
锡	吨	26765	1.65%	0.13%	11.62%	245%

注: 最新价的日期为 2009-12-31, 国内价格为长江现货报价, LME 价格为三月期报价, 交易所库存统计包括 LME, SHFE, COMEX

资料来源: BLOOMBERG, ICSG, 东方证券研究所

当前铜的交易所库存可供全球消费 14 天，刚好两周，但如果以 2009 年 7 月下旬最低 7.5 天计算，最近 5 个月已经上升 80%。

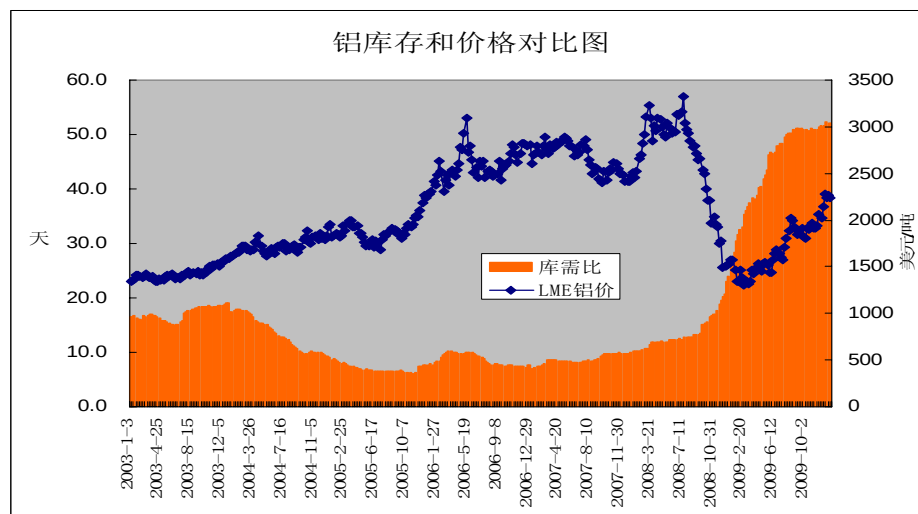
图 1：2003 年以来全球铜库需比和价格对比



资料来源：BLOOMBERG，ICSG，东方证券研究所

当前铝的交易所库存可供全球消费 52.1 天，接近 2 个月。自 2008 年金融危机爆发以来，受需求的急剧下滑以及资金链紧张，大量铝库存放入交易所抵押融资，交易所库存快速上升。去年金融危机爆发 9 月期间，交易所铝库存可供全球消费的天数仅为 13.3 天，1 年多时间已经上升近 3 倍。

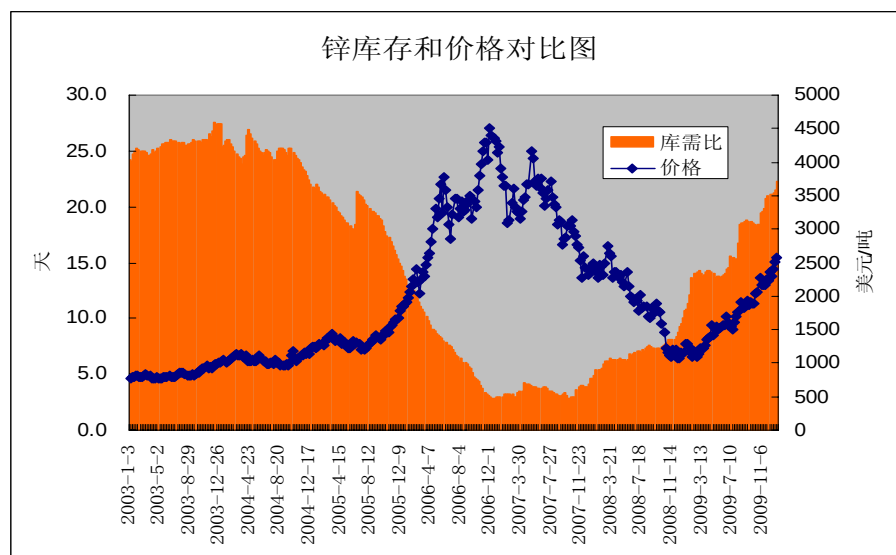
图 2：2003 年以来全球原铝库需比和价格对比



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

当前锌的交易所库存可供全球消费 22.3 天，刚好 3 周。2008 年金融危机爆发后 11—12 月期间，交易所库存可供全球消费天数仅 8—9 天，一年时间上升 1 倍以上。

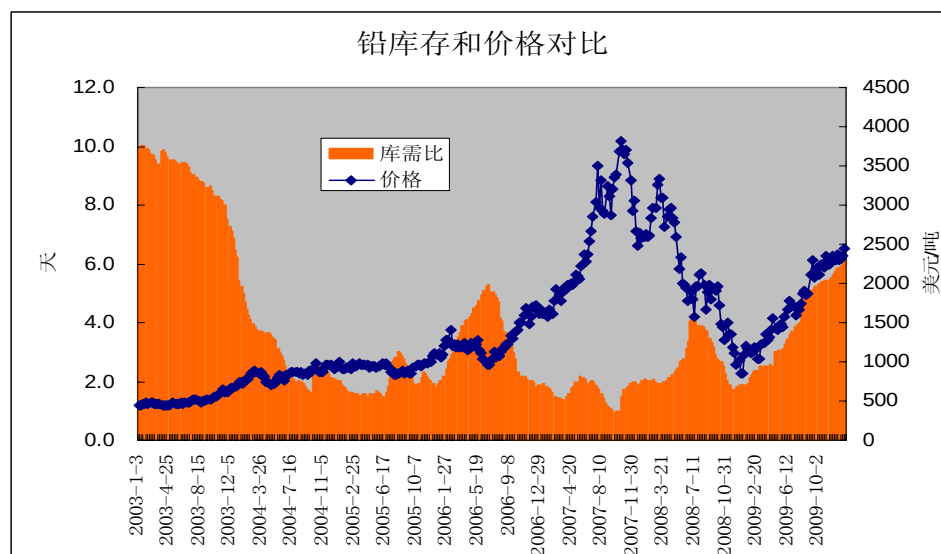
图 3: 2003 年以来全球锌库需比和价格对比



资料来源:CEIE, 东方证券研究所

当前锌的交易所库存可供全球消费 6.1 天，尽管从 2008 年金融危机爆发以来的 2 天左右已经上升近 2 倍，但目前不到一周的库需比仍然属于供需基本紧张的品种，也是有色金属中显性库需比最低的品种。

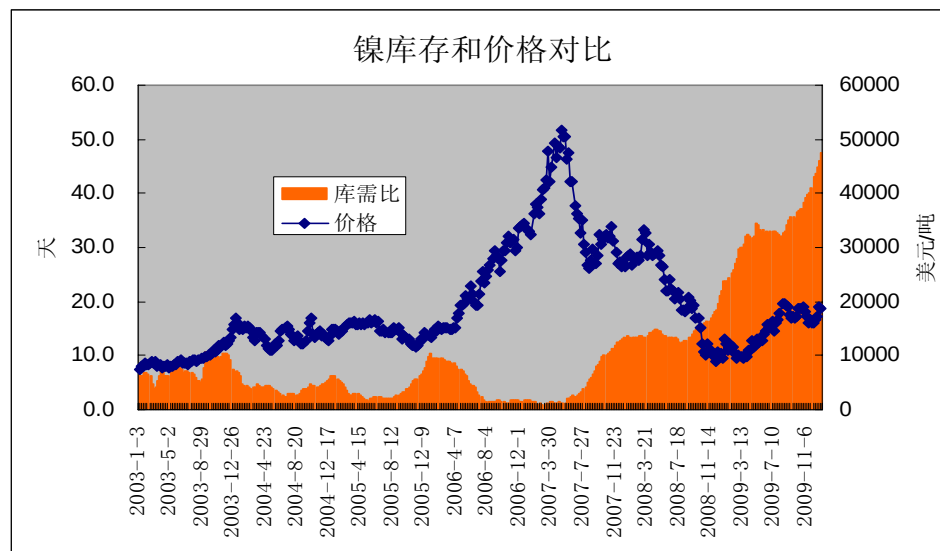
图 4: 2003 年以来全球铅库需比和价格对比



资料来源: BLOOMBERG, 东方证券研究所

全球镍交易所库存可供全球消费 47.7 天。2007 年初 LME 镍库存最紧张时刻可供全球消费的天数不到 1 天，之后便呈现快速攀升势头。2009 年年初 LME 库存可供全球消费天数为 23 天，今年来上涨接近 1 倍。

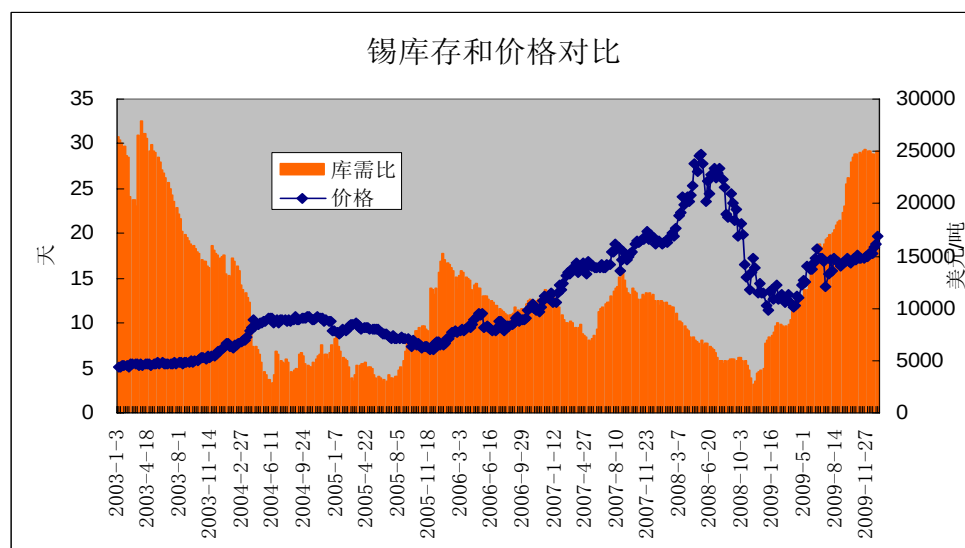
图 5：2003 年以来全球镍库需比和价格对比



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

全球锡交易所库存可供全球消费 29.2 天。2009 年初只有 8-9 天，今年来上升 240%。

图 6：2003 年以来全球锡库需比和价格对比

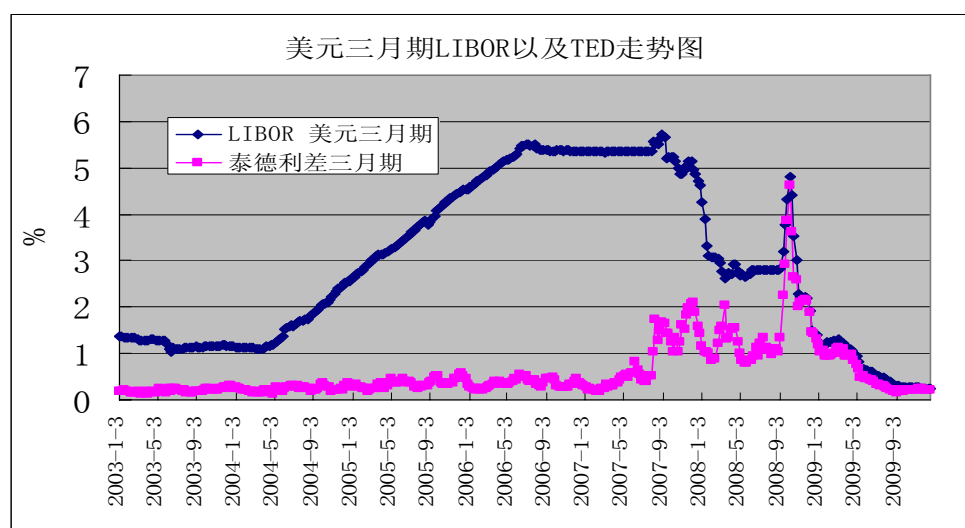


资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

（二）流动性

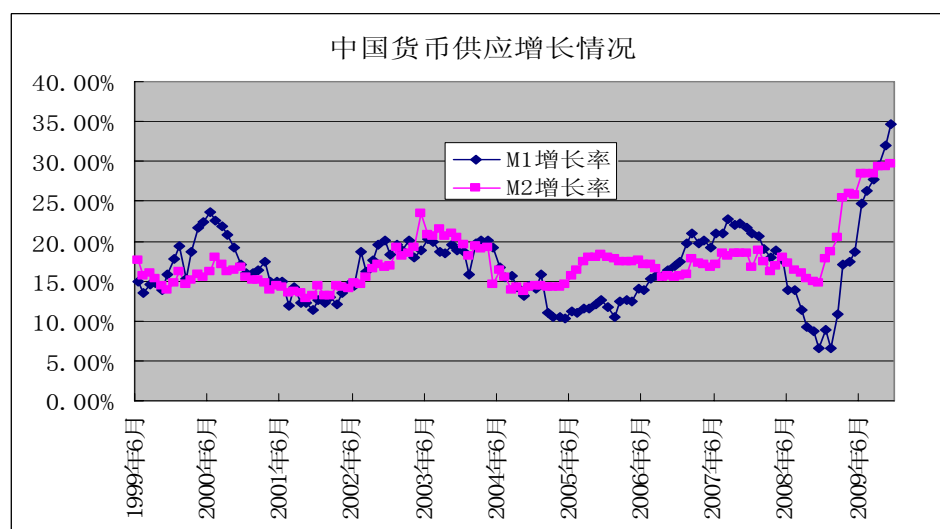
2009 年下半年有色金属呈现价格与库存齐升的热烈场面，我们认为最主要受益于宽松的流动性驱动。美元三月期 LIBOR 自 9 月份跌破 0.3%，创历史新低后一直徘徊在历史极低位，而 LIBOR 是全球金融资产的定价基础。反映全球流动性偏好的 TED 利差指标也于 9 月份创历史新低，目前徘徊在历史极低位。上周美联储会后声明也明确表示当期的低利率政策还会维持“相当长一段时间”。国内最新公布的 M1 增速再创历史新高达 34.6%，M2 也接近 30% 的高位。上海银行同业拆借的三月期基准利率自 8 月份以来就维持在 1.7-1.8% 的低位。

图 7：美元三月期 LIBOR 和 TED 走势



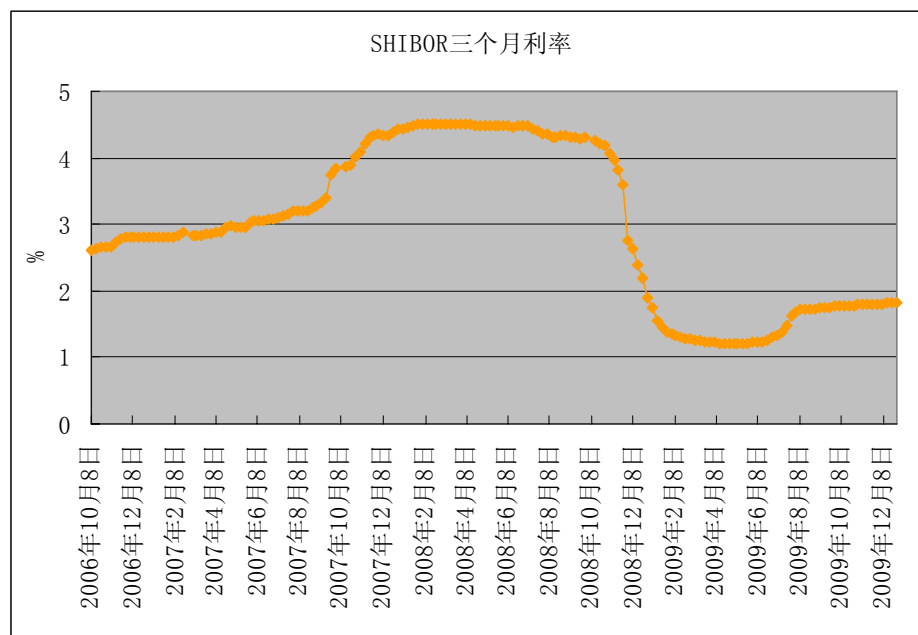
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 8：中国货币供应增长情况



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 9：上海银行同业拆借三个月期基准利率



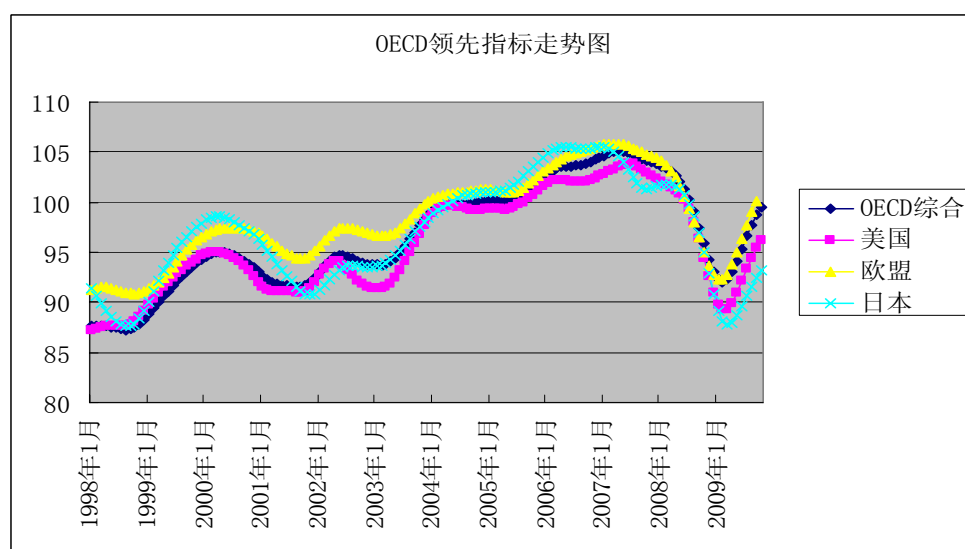
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

(三) 宏观经济领先指标

全球经济各项指标的继续回暖对当前金属价格高位运行给予提振。无论是 OECD 领先指标/还是各国 PMI 指标都显示经济仍将在复苏回暖途中。

OECD 领先综合指标以及美/欧/日本各国领先指标均处于 V 型反弹中。

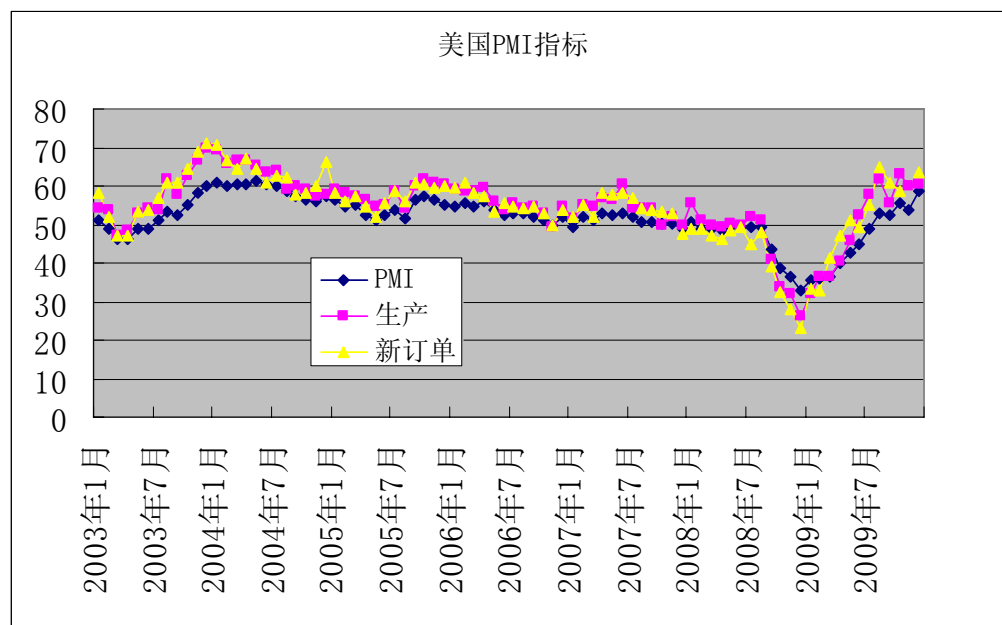
图 10：OECD 综合领先指标及其主要经济体领先指标



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

最新公布的美国 12 月 PMI 指标为 58.7，大幅超市场预期，继续位于 50 上方的收缩扩展分水岭之上。

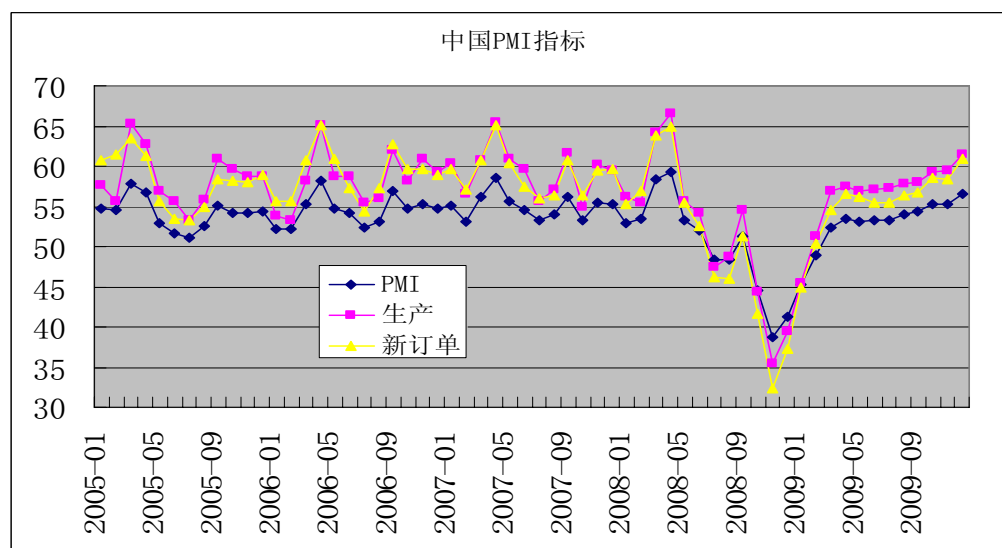
图 11：美国 PMI 指标



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

最新公布的中国 12 月 PMI 指标为 56.6，无论是总体还是分项指标生产/新订单，均显示当前经济复苏势头扎实稳健。

图 12：中国 PMI 指标继续在扩张路途中



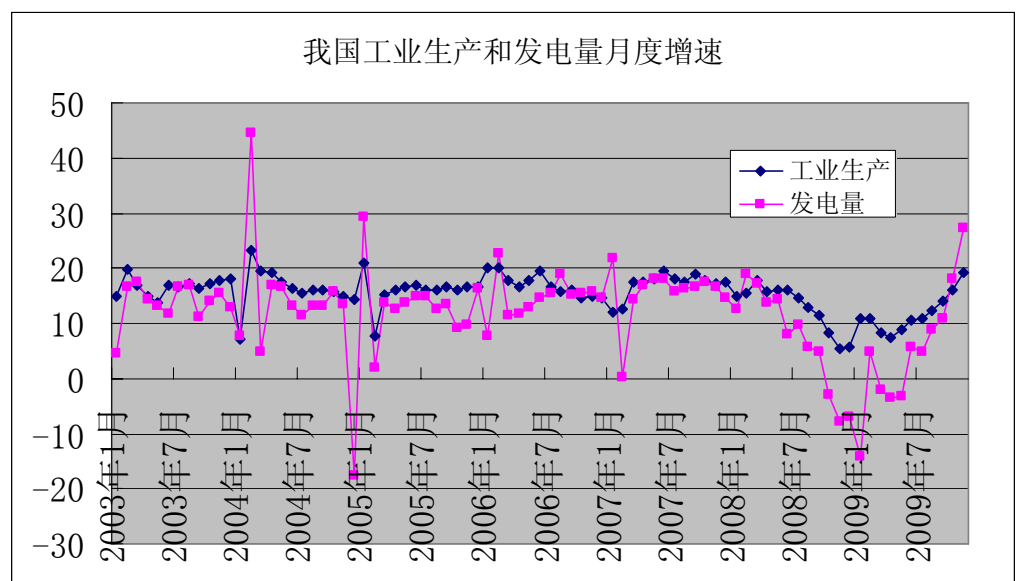
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

（四）下游行业需求

本月公布的中国系列数据也相当强劲，包括工业生产/发电量继续强劲回升；有色金属的主要下游行业包括房地产新开工面积增速的大幅飙升/汽车产量的高位运行/电力电缆产量继续高速增长。

11 月我国工业生产同比增速 19.2%，增速已经回到 2003—2008 年初经济高速增长的区间。受去年低基数影响，11 月发电量同比大增 27%，从绝对量看，11 月发电量是我国单月发电量的第三高水平。1—11 月我国发电量累计增长 5.2%，仍较去年同期的 7.0% 略低。

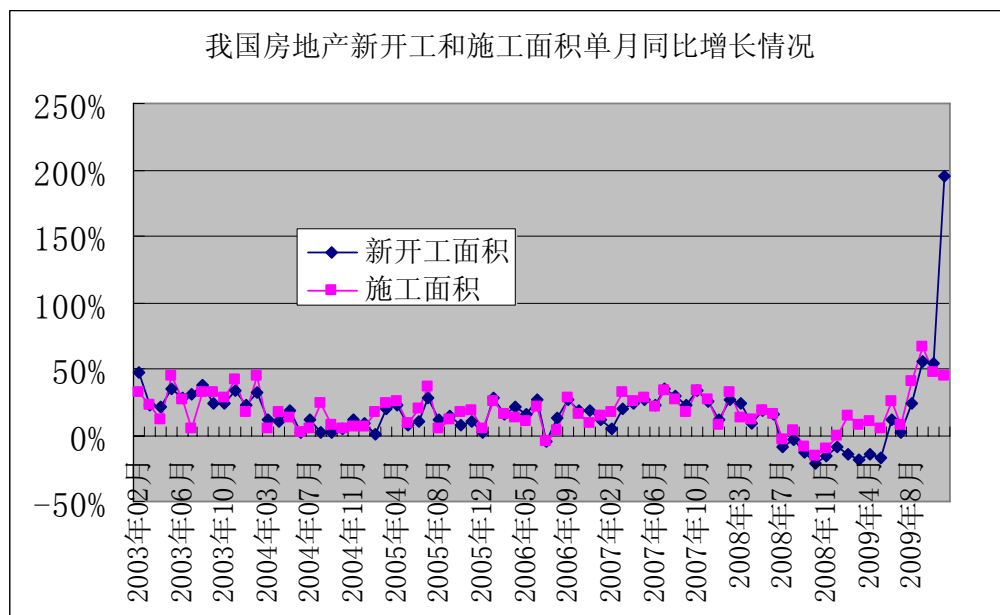
图 13：我国工业生产和发电量继续大幅反弹



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

11月我国房地产新开工面积1.62亿平方米,创历史最高单月新开工面积,同比更是大增194%。1-11月我国新开工面积累计增长为15.8%,去年同期为5.5%。施工面积当月维持在40%以上的高水平。1-11月我国施工面积累计增长为17.7%,去年同期为17.2%。

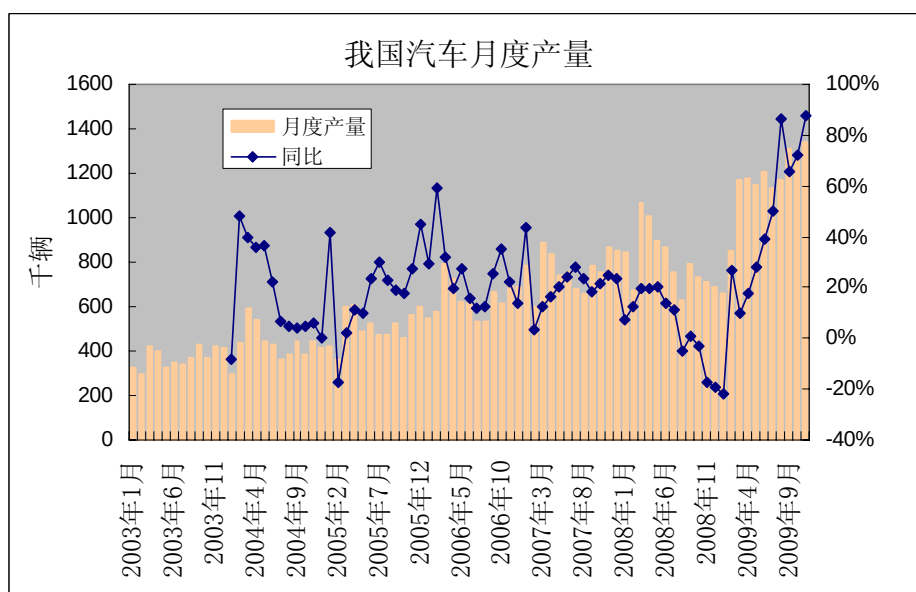
图 14: 我国房地产新开工和施工面积当月同比增长情况



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

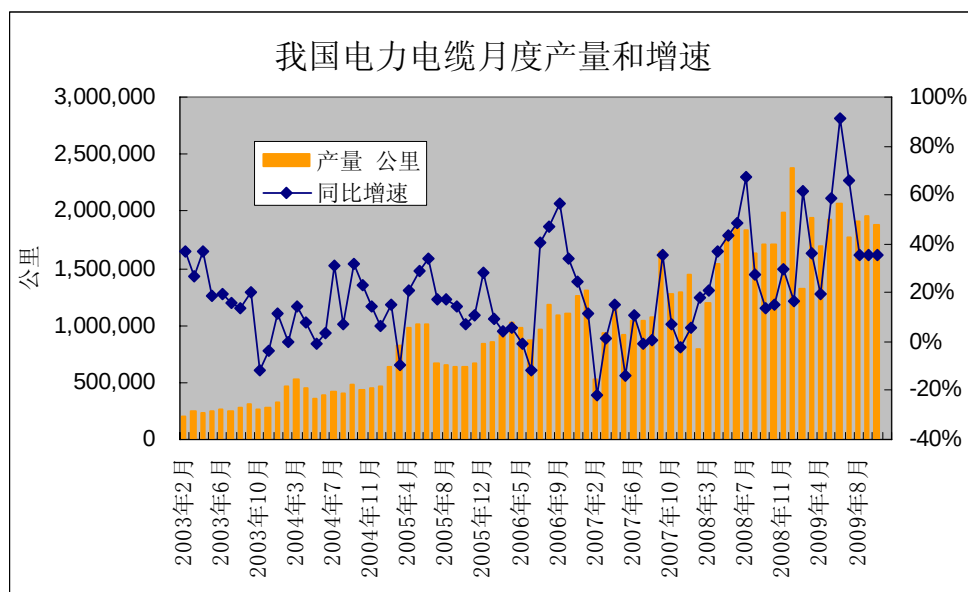
11月我国汽车产量133.8万辆，继续创单月历史新高，同比大增87%。1-11月我国汽车产量累计增速高达38.6%。

图 15：我国汽车产量继续井喷式增长



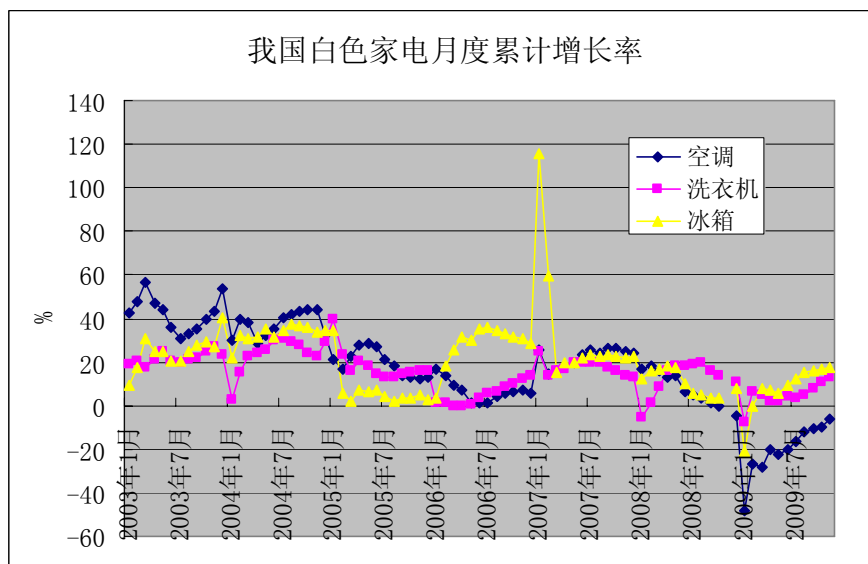
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

我国电力电缆的产量也维持较高增长速度，11月电力电缆产量同比增长35%，1-11月增速为17.2%。

图 16：我国电力电缆产量增速高达 30%以上


资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究

白色家电中洗衣机和冰箱增长势头较好，1-11 月产量累计增长 17.6%和 13.1%，空调生产形势仍然在复苏中，1-11 月产量累计增长-6.4%，但较上半年产量累计增速下滑 20%已经大为好转。

图 17：我国白色家电月度累计增长率


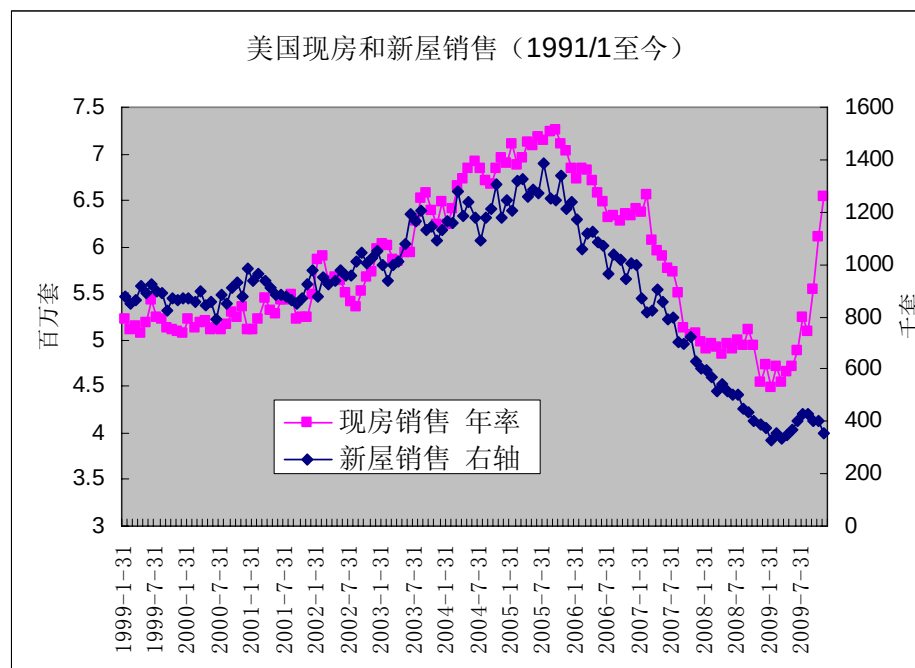
资料来

源：BLOOMBERG，东方证券研究所

受美国政府针对首次购房者享有税收减免政策的救助计划激励，美国旧房销售大幅反弹，最新 11 月公布数据已经折合年率达 654 万套，距离 2005 年最高纪录 725 万套也仅有 10%的距离。今年以来美国旧房销售自低位大幅反弹 40%，旧房销售占美国房产销售的 85%。最近美国政府对住房

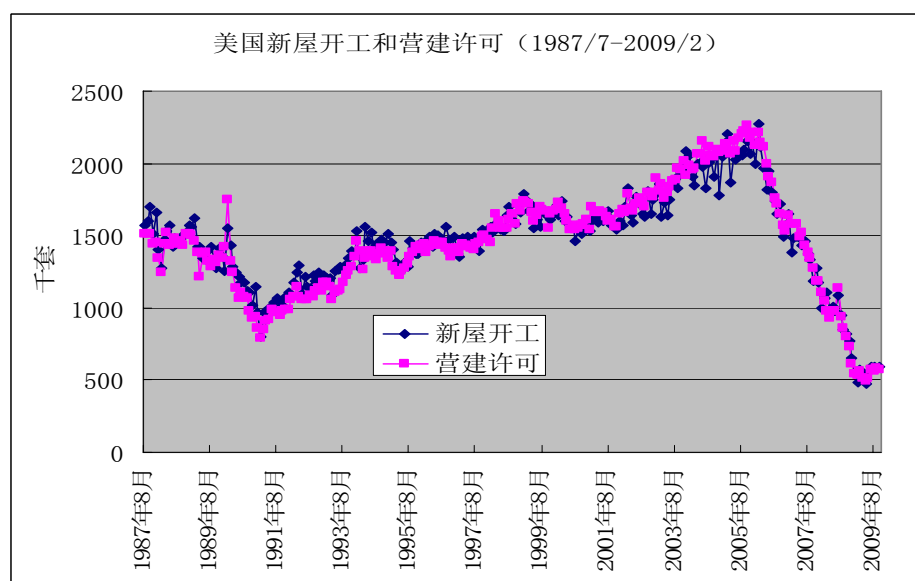
税收优惠政策进行延期，至明年3月底，希望进一步稳固房地产市场。房屋销售的大幅好转有利于新屋开工形势的好转。

图 18：美国旧房销售大幅飙升



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 19：美国新屋开工和营建许可活动筑底过程中



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

（五）黄金

近期黄金由于美国经济数据好转，市场预期美联储将提早开始提升利率引发美元上涨，风险投资需求下降已及对对冲基金在年末套利等因素影响下自创记录的 1200 美元/盎司回落。12 月 25 日 COMEX 收盘价为 1104，较上周持平，显示大量抛售短期接近尾声，价格开始企稳。

投资需求方面，最大的黄金 ETF SPDR Gold Shares，继上周增加黄金持有量 10.36 吨后，这周又增加黄金持有量至 1126.47 吨，仍维持在记录高位。

表 2：黄金 ETFs 投资 (纽约，伦敦，悉尼，新加坡，约翰内斯堡)

	总量 (吨)	环比%	变化 (吨)	金价 (US\$/oz)	环比%
1-31-09	1011.45	8%	76.45	859.19	5%
2-27-09	1203.40	19%	191.95	943.16	10%
3-31-09	1303.95	8%	100.55	924.27	-2%
4-30-09	1278.31	-2%	-25.64	889.50	-4%
5-29-09	1298.84	2%	20.53	930.20	5%
6-30-09	1306.33	1%	7.49	945.67	2%
7-31-09	1260.77	-3%	-45.56	934.23	-1%
8-31-09	1247.26	-1%	-13.51	949.67	2%
9-30-09	1291.36	4%	44.10	996.59	5%
10-30-09	1302.72	1%	11.37	1,043.16	5%
11-30-09	1328.48	2%	25.76	1,181.10	13%
12-25-09	1326.47	-0.2%	-2.01	1,083.20	-8%

资料来源：Exchange Traded Gold，东方证券研究所

（六）美元指数

美元的走势对商品极其关键。首先，商品本身以美元定价，在其他条件不变情况下，美元走势和商品价格负相关。其次，今年以来美元的低利率（美元 LIBOR 今年持续低于日元的 LIBOR）使其成为全球套利交易的主货币。资金借入极其低廉的美元，寻求高 β （Beta，高波动）高回报的风险资产，包括商品/新兴市场股票，今年 3-12 月美元持续走低很大程度就是这种套利活动的结果。

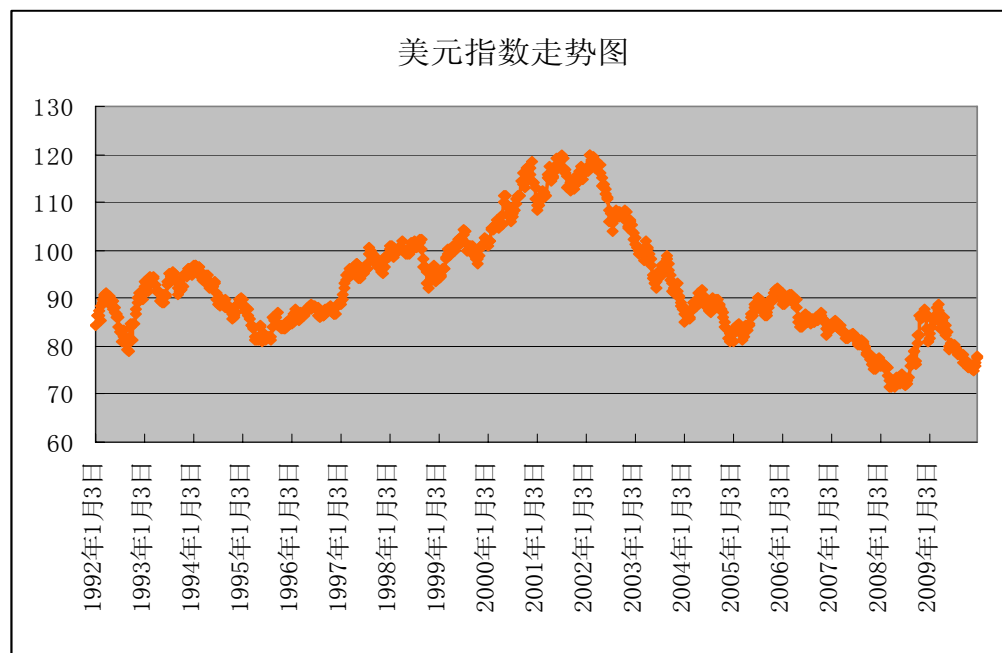
目前市场一边倒地看空美元，使得世界“第一货币”严重超卖。任何突发事件令美元反弹，势必带来套利盘平仓，造成包括商品在内的风险资产价格波动，而这些又可能导致新一轮套利盘平仓。近期中东的迪拜事件，欧洲的希腊评级降低，美国的非农就业人口数据大幅超预期，都是市场买入美元，卖出欧元及其新兴市场的资产/商品的触发因素。

短期我们认为商品市场包括有色金属下跌的最大风险，来自于借入美元/买入风险资产的套利盘平仓。

长期看，我们认为决定美元的最主要因素是美国双赤字改善情况，目前看并无

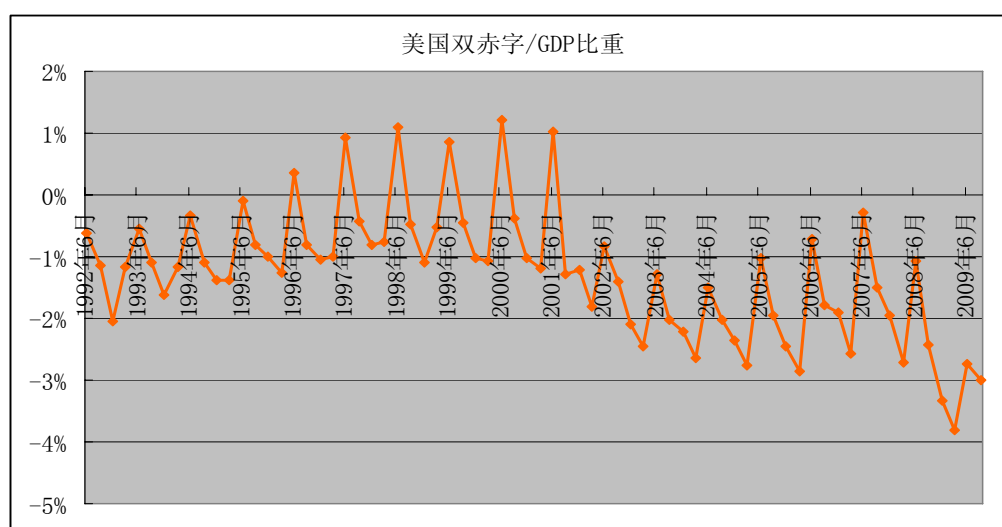
明显改善迹象。预计 2009 年双赤字比重占 GDP 比重将再创历史新高，达 11%，在双赤字占 GDP 比重收缩到 6% 以内（意味着单季比重 1.5% 以内，最新三季度的比重是 3%），美元难以走出趋势线反转态势。

图 20：短期看美元指数触底反弹迹象明显



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 21：长期看美国双赤字占 GDP 比重并无明显改善



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

分析师承诺

徐建花，张镭，周凤武

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn