

有色金属
Nonferrous Metals

2009 年 12 月 20 日

金融属性继续引领价格走向

—— 2010 年有色金属行业投资策略

评级：增持

- **金融属性推高有色金属价格** 自 2008 年末以来,在经济回升预期、流动性过剩等多种因素的刺激下,大宗商品的金融属性得到了极致的发挥,商品价格被不断推高。预计在未来一段时间内,有色金属的金融属性的作用还将强于金属属性。
- **金属属性逐步显现支撑有色金属价格居高难下** 在金融属性继续发挥作用的同时,金属属性的逐步显现,将支撑有色金属价格居高难下。PMI 指数与 OECD 综合领先指标等经济先行指标,显示主要经济体的工业回升情况较为理想;IMF 与联合国经济与社会事务部等机构预计世界经济将在 2010 年缓慢复苏;2010 年“中国因素”将继续影响全球有色金属的需求和价格走势。
- **铜需求继续回升** ICSG 统计 1-8 月全球铜供应过剩 3.2 万吨,而去年同期过剩 11.7 万吨,估计 2010 年全球多数国家的铜需求量回升,2011 年全球铜供需大体平衡。而 Macquarie 等机构预测更为乐观,全球铜供应在 2010 年、2011 年将出现缺口,铜价因而继续上扬。中国精炼铜产量和铜进口量均创出历史新高,预计 2009 年中国铜实际消费将超过 600 万吨,同比增加 22%以上;2010 年将增长 8%左右,消费接近 650 万吨。在全球铜需求回升的态势下,2010 年铜价在当前水平上,预计仍然有继续走高的动能。
- **铝过剩状况将有所改善** WBMS 的数据显示 1-10 月全球铝市供应过剩 141.8 万吨,而上年同期供应过剩量为 115.5 万吨。由于存在大量闲置产能和高企的库存,决定原铝供大于求的局面短期内难以发生根本性改变。预计铝价在供需状况好转、氧化铝价格上涨、电力成本提升等因素影响下,沿着反弹的轨迹继续前行。中国氧化铝和原铝产能迅速释放,当前月度产量已经创出历史新高。如果 2010 年延续当前情形,全年产量将再创新高。
- **投资建议:复苏与泡沫同在** 目前,复苏基础不稳固和资产泡沫凸显已构成全球经济发展中所面临的两难局面。为了保持宏观经济的平稳发展,各国政府相应的宏观调控政策可能会不断公布实施,政策调控时机和力度,对有色金属价格的走势影响较大,预计全年价格呈前高后低的走势可能性较大。从品种来看,依然建议积极关注铜、锌铅、金、铝类等企业长期的投资机会,江西铜业、焦作万方、中孚实业、神火股份、中国铝业、中金岭南、驰宏锌锗、宏达股份、西部矿业、吉恩镍业、锡业股份、紫金矿业、中金黄金、山东黄金等公司依然是我们的关注重点。

欧文沛
+86 755 83025606
ouwp@jyzq.cn

金融属性推高有色金属价格

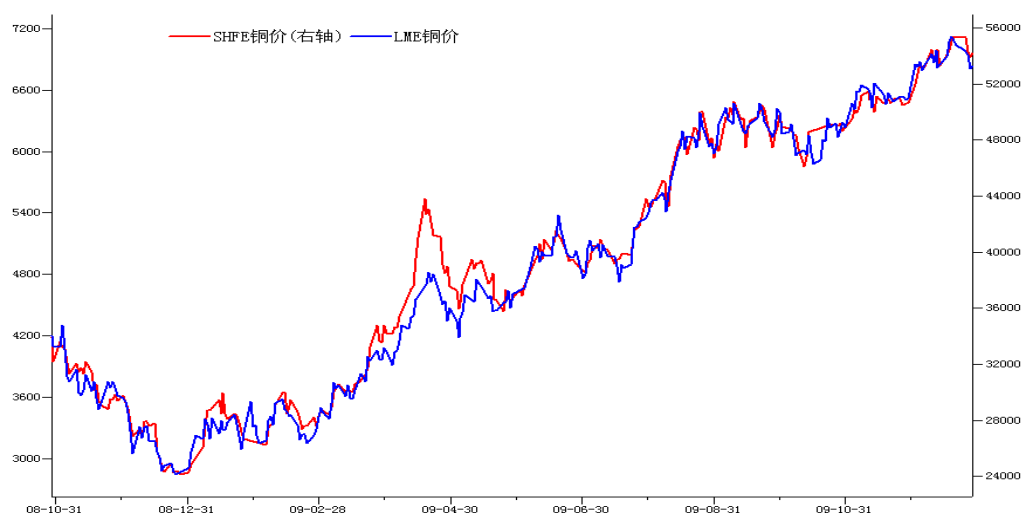
自 2008 年末以来，为了阻止金融危机的蔓延，避免金融危机对实体经济造成更大的伤害，各国政府纷纷制定了史无前例的庞大的经济刺激方案，大规模的注资以及基础货币的投放，在一定程度上缓解了金融危机的蔓延，为世界经济复苏奠定了基础。与此同时，由于各国政府量化宽松的货币政策导致了全球流动性再度由枯竭转而出现流动性充裕乃至超额流动性。在经济回升预期、流动性过剩等多种因素的刺激下，大宗商品的金融属性得到了极致的发挥，商品价格被不断推高。

1、经济回升预期推动有色金属价格上涨

2009 年，由于全球经济回升的步伐不同，政策效果影响程度不一，有色金属价格在不同时段出现走势强弱各异的态势。

以铜为例，可以看出，至 4 月份中旬出现的阶段性最高点，SHFE 期铜比 2008 年底上涨 76.06%、LME 铜价上涨 56.97%。国内铜价走势强于国外铜价，主要是在欧美经济一片萧条之中，中国经济一枝独秀，政府庞大的收储计划以及市场对中国经济的信心成为拉升铜价的主力军。而 5 月过后，随着欧美经济的复苏，LME 市场逐渐成为高位铜价的坚挺支撑。从 5 月初至 12 月 11 日这一阶段，LME 的涨幅超过 SHFE 铜，分别上涨 54.25%、43.80%。

图一 LME VS SHFE 铜价走势



Source: WIND

2、流动性改善刺激有色金属价格走强

从中国的货币政策来看，自从出台 4 万亿刺激计划、采用宽松的货币政策之后，中国实体经济中的货币供应量进入到快速爬升期。而 2008 年 11 月份以后，SHFE 铜价格随即开始止跌回升。因此，从很大程度上来说，货币供应的超速增长成为商品市场触底反弹的第一推动力。本轮铜等金属价格上涨更多源于商品的金融属性的表现，属于流动性宽松改

善局面下的货币推动型上涨。

图二 SHFE 铜价 VS 贷款、M1、M2 增速走势

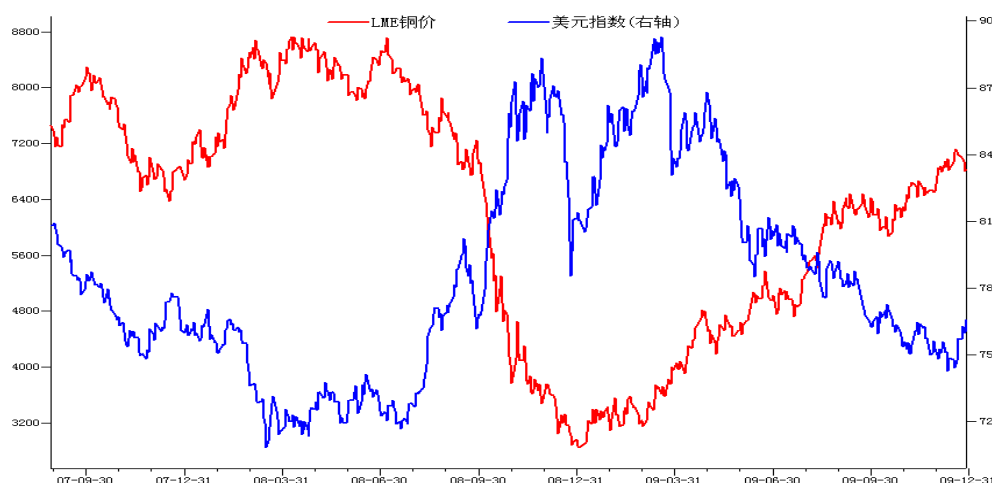


Source: WIND

3、美元指数走弱支持有色金属价格上涨

作为以美元为计价单位的商品，有色金属价格走势与美元汇率息息相关。尤其是作为商品价格风向标的铜，在全球市场供需大体平衡的背景下，金融属性的影响尤其明显。我们做了 2007 年 8 月 31 日至 2009 年 12 月 11 日的数据分析，美元指数与 LME 铜价的相关系数为-0.8937，属于高度负相关。2009 年 3 月份后，美元步入持续贬值通道，相应地支持铜等有色金属价格一路上扬。

图三 美元指数 VS LME 铜价走势



Source: WIND

4、金融属性将继续引领有色金属价格走势

百年不遇的金融危机想要逆转需要一定的时间，虽然有很多数据出现好转迹象，但可能离真正复苏仍有相当一段距离。从各国政府的经济政策来看，大部分国家并不急于采取退出救市措施，从而保证流动性不会很快收缩，仍然保持良好状态。另外，在宽松的货币政策下，市场对

通胀的预期也在逐渐提升。因此，预计在未来一段时间内，对于有色金属价格走势而言，金融属性的作用还将强于金属属性。不过，需要积极关注的是，面对可能发生的通胀和出现的资产泡沫，全球主要经济体，尤其是美国对于宽松货币政策的调整时机和力度，将对有色金属价格的走势带来较大影响。

图四 铜价 VS CPI/PPI 走势



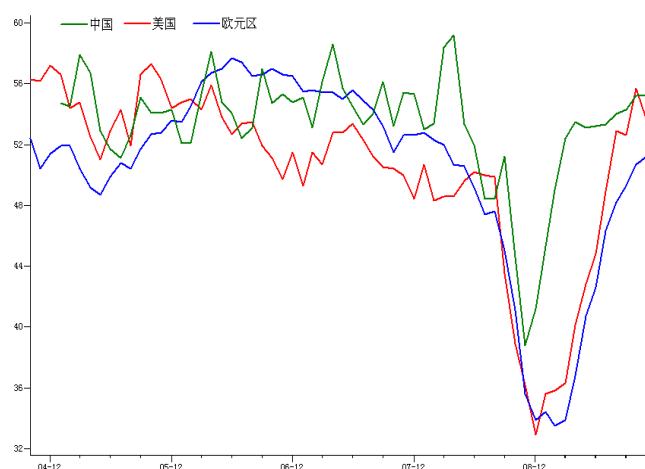
Source: WIND

金属属性逐步显现支撑有色金属价格居高难下

随着全球经济走出低谷、出现复苏，下游行业对有色金属的需求将不断回升，表现为有色金属的金属属性逐步显现。在金融属性继续发挥作用的同时，金属属性的逐步显现，将支撑有色金属价格居高难下。

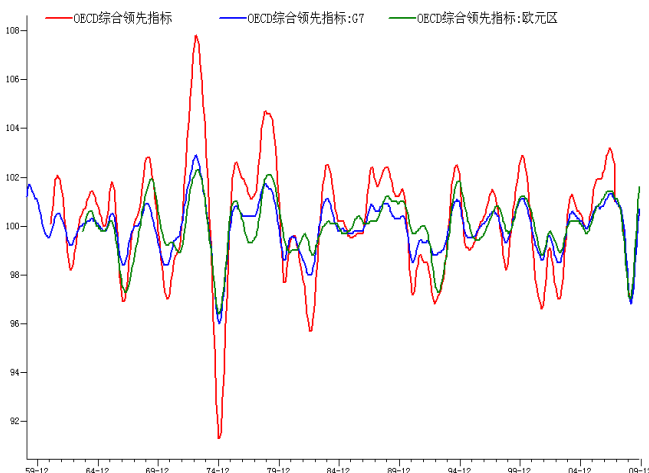
1、先行指标继续回升

图五 制造业 PMI 指数走势



Source: WIND

图六 OECD 综合领先指标走势



Source: WIND

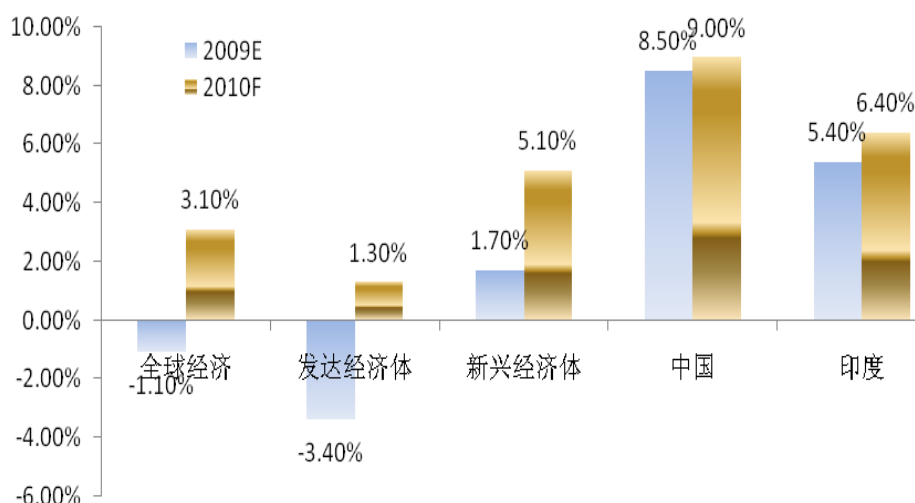
作为经济的先行指标，PMI 指数自 2008 年 12 月跌到本轮最低点之

后，中国、美国、欧元区等地区均出现不同程度的反弹回升。并且，近两个月均处于 50 以上，显示主要经济体的制造业继续在回暖之路前行。从 OECD 综合领先指标来看，经过快速下跌和快速反弹之后，已回到历史平均水平之上，意味着相关地区的工业回升情况较为理想。

2、世界经济将缓慢复苏

IMF10 月 1 日发布《世界经济展望报告》，预测全球经济在 2009 年收缩 1.1%之后，2010 年将增长 3.1%。报告指出，在经历严重的全球经济衰退之后，由于广泛的公共干预支持了需求并降低了金融市场的不确定性和系统性风险，全球经济增长正在“转负为正”，但复苏过程将是缓慢的。报告预计，在 2010 年之前的大部分时间里，发达经济体将呈现疲弱扩张，继 2009 年经济收缩 3.4%后，2010 年会增长 1.3%。而在中国、印度等国经济增长的带动下，新兴经济体经济在 2009 年和 2010 年将分别增长 1.7%和 5.1%。

图七 全球经济增长预测



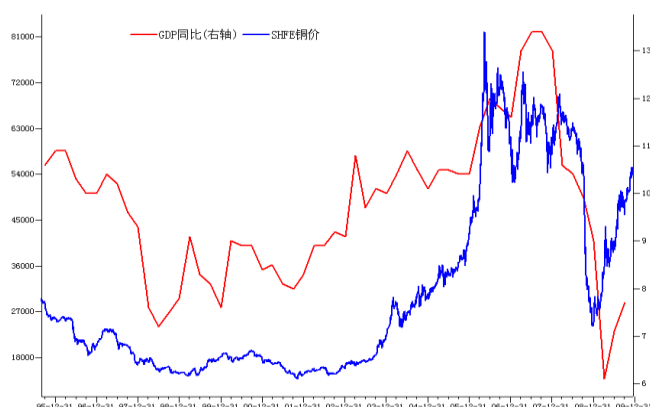
Source: IMF

而联合国经济与社会事务部 12 月 2 日提前发布的《2010 年世界经济形势与展望》报告称，如果目前的刺激经济政策得以持续，世界经济将在 2010 年缓慢复苏，实现 2.4%的低速增长。报告指出，发展中经济体将成为 2010 年世界经济增长的主要动力，其中亚洲地区发展中经济体的经济增长速度最快，中国和印度经济预计将分别增长 8.8%和 6.5%。发达经济体也将出现增长，但幅度不会很大，主要发达经济体无法在近期为全球经济增长提供有力支撑。

3、中国需求仍然至关重要

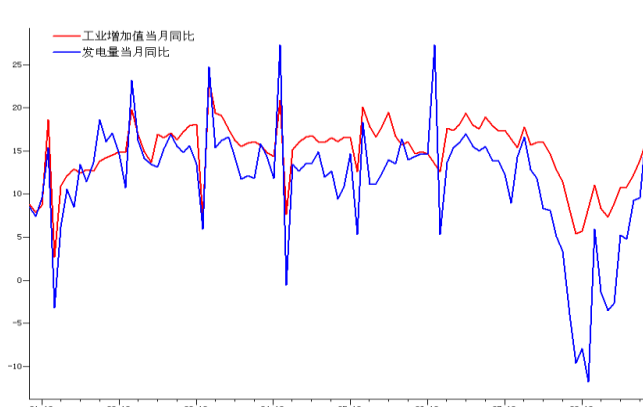
从全球相关机构预测来看，2010 年中国经济有望保持较好的增长势头。作为有色金属消费的大国，2010 年“中国因素”将继续影响全球有色金属的需求和价格走势。

图八 中国 GDP VS SHFE 铜价走势



Source: WIND

图九 中国工业增加值 VS 发电量增速



Source: WIND

从中国近期的数据来看,规模以上工业增加值月度同比增速自 2009 年 5 月份止跌回升以来,出现较快的上升态势,当前已经回到历史增长水平。反映工业活动情况的发电量数据自 6 月份出现正增长之后,11 月份同比增长 26.93%,增速接近历史最高水平。工业活动的持续活跃,将保证有色金属需求呈现较好局面。

铜需求继续回升

根据 ICSG 统计,前 8 个月,全球精炼铜产量达到 1200.3 万吨,产能利用率 77.2%,均略低于去年同期水平。1-8 月全球铜供应过剩 3.2 万吨,而去年同期过剩 11.7 万吨。ICSG 预计 2009 年全球精炼铜产量增加 0.8%至 181 万吨,2010 年增加至 182 万吨。预计 2009 年全球精炼铜消费量下滑 1.6%至 177 万吨。其中,美国,欧盟和日本的精炼铜消费量平均下滑 17%,而同期中国精炼铜表观消费量增加 26%,除中国之外的全球精炼铜需求下滑 12%。估计 2010 年全球多数国家的铜需求量回升,2011 年全球铜供需大体平衡。而 Macquarie 等机构预测更为乐观,全球铜供应在 2010 年、2011 年将出现缺口,铜价因而继续上扬。

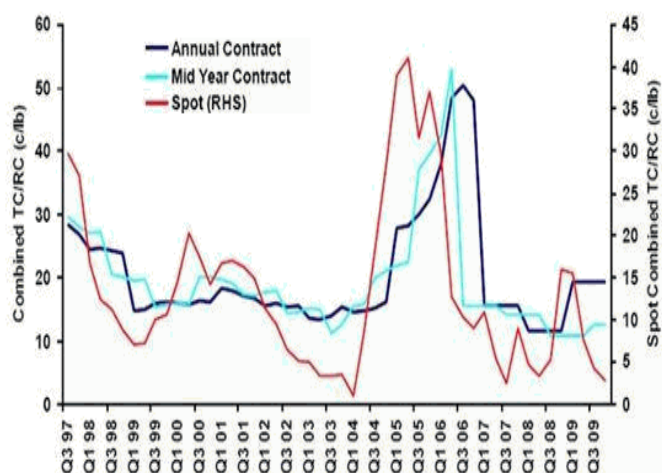
表一 全球铜供需情况

单位: 千吨	2008	2009E	2010F	2011F	2012F
铜矿产量	15567	15763	16036	16645	17598
增速 (%)	0.3	1.3	1.7	3.8	5.7
精炼铜产量	18343	17965	18483	19146	20282
增速 (%)	2.3	-2.1	2.9	3.6	5.9
精炼铜消费	18146	17456	18621	19366	20208
增速 (%)	-0.6	-3.8	6.7	4.0	4.3
供需平衡	197	509	-138	-220	74
LME 现货价 (\$/吨)	6968	5141	7166	7496	5732

Source: Macquarie WBMS

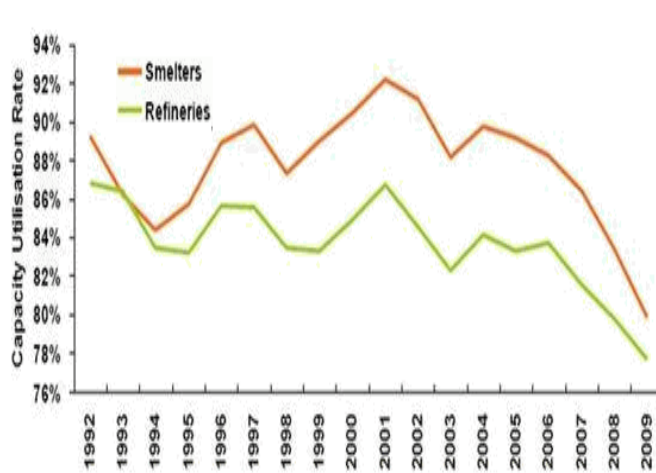
中国铜冶炼商与全球铜矿供应商就 2010 年加工费 (TC/RC) 谈判正在进行, 由于分歧较大, 还未达成最终协议。2009 年加工精炼费为 75 美元/吨和 7.5 美分/磅, 由于铜精矿市场供应较为紧张, 目前铜矿厂商报价为 44 美元/4.4 美分, 与冶炼商的 60 美元/6 美分报价相距甚远。如果最终协议低于 50 美元/5 美分, 在硫酸等副产品价格没有大幅上涨的局面下, 大部分冶炼企业将陷入亏损境地。

图十 铜加工费走势



Source: Macquarie

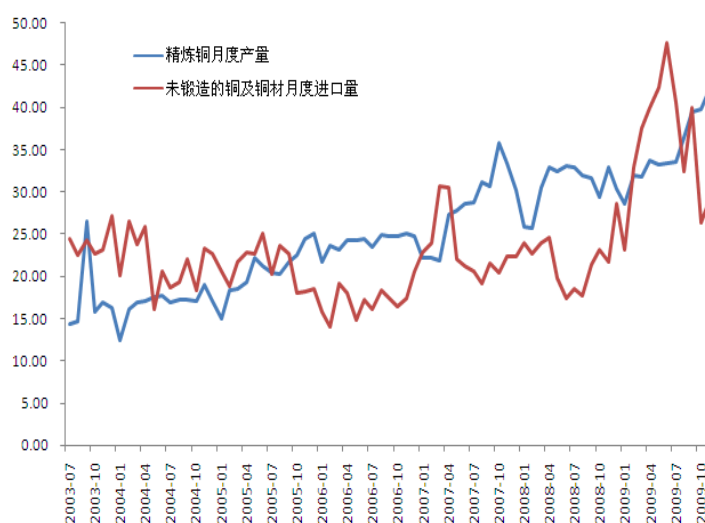
图十一 铜冶炼商产能利用率情况



Source: Macquarie

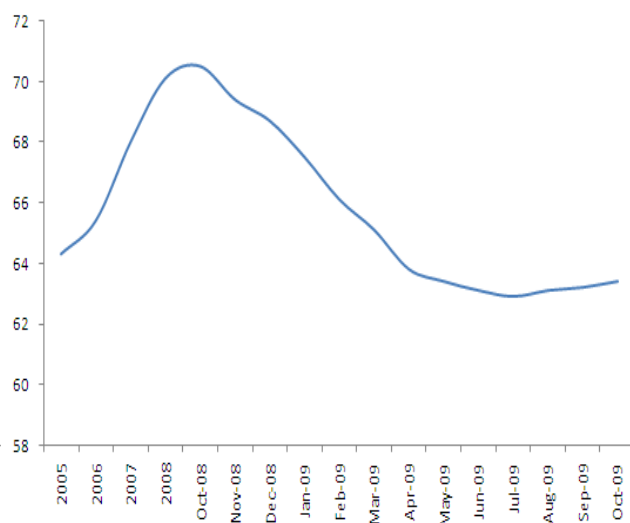
中国精炼铜产量和铜进口量均创出历史新高, 1-11 月精炼铜达到 392.33 万吨, 同比增加 8.41%; 未锻造铜及铜材进口 392.12 万吨, 同比增加 66.80%。而 1-11 月未锻造铜及铜材的出口量仅为 41.89 万吨, 同比下降 24.30%, 反映中国铜消费仍然是世界最重要的国家之一。我们预计 2009 年中国铜实际消费将超过 600 万吨, 同比增加 22% 以上; 2010 年将增长 8% 左右, 消费接近 650 万吨。

图十二 中国精炼铜产量 VS 进口情况 (万吨)



Source: WIND

图十三 全球原铝日均产量走势 (千吨)



Source: IAI

在全球铜需求回升的态势下，2010 年铜价在当前水平上，我们预计仍然有继续走高的动能。影响铜价走势的主要风险，是来自全球货币政策的调整和全球经济复苏进程的改变。

铝过剩状况将有所改善

WBMS 最新的数据显示，今年 1-10 月期间，全球铝市供应过剩 141.8 万吨，而上年同期供应过剩量为 115.5 万吨。1-10 月全球铝消费量为 2899 万吨，较上年同期减少 29.59 万吨，全球铝产量减少 269.6 万吨至 3041 万吨。根据 IAI 的最新数据，10 月份全球原铝日均产量从 9 月份的 6.32 万吨增至 6.34 万吨，这是近三个月以来的连续缓慢回升。

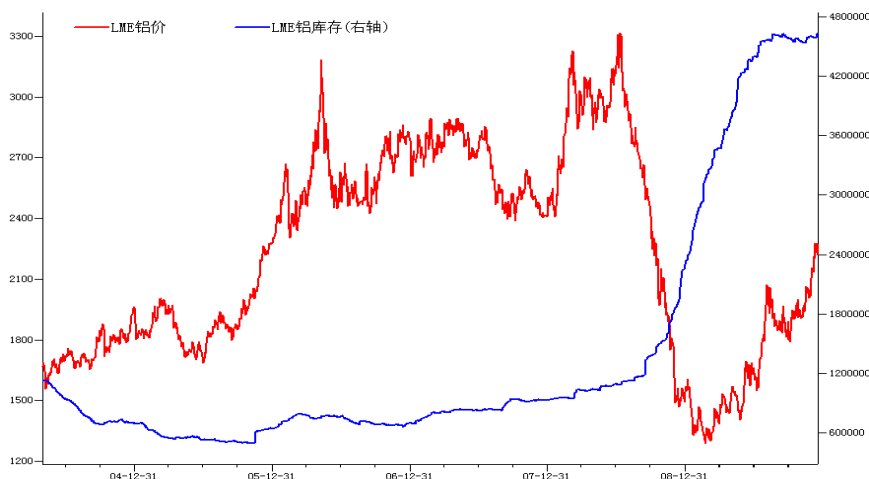
表二 全球铝供需情况

单位：千吨	2008	2009E	2010F	2011F	2012F
全球消费	37104	34653	38898	41700	44275
增速（%）	-0.8	-6.6	12.2	7.2	6.2
全球产能	43691	46032	51963	53810	53995
增速（%）	7.3	5.4	12.9	3.6	0.3
全球产量	39823	36779	39747	42583	45277
增速（%）	4.7	-7.6	8.1	7.1	6.3
供需平衡	2719	2126	849	883	1002
LME 现货价（\$/吨）	2575	1647	1984	2094	2205

Source: Macquarie

从供求角度来看，由于存在大量闲置产能和高企的库存，决定原铝供大于求的局面短期内难以发生根本性改变。随着全球经济的逐渐复苏，需求出现较好的回升态势，未来几年过剩状况有望得到一定程度的改善。预计铝价在供需状况好转、氧化铝价格上涨、电力成本提升等因素影响下，沿着反弹的轨迹继续前行。

图十四 LME 铝价 VS 库存走势（美元/吨，吨）

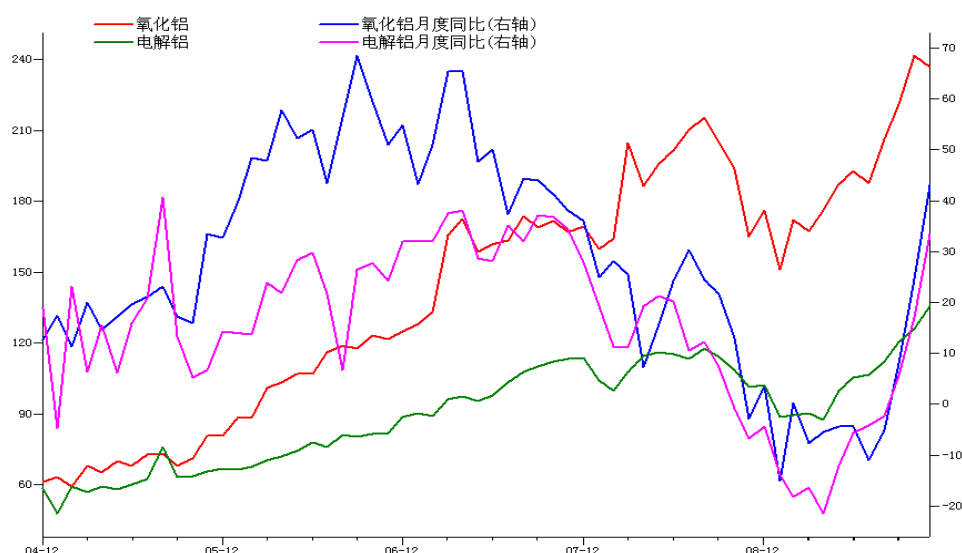


Source: LME

从中国的情况来看，全球金融危机对中国的铝产量影响时间比较有限。随着铝价的回升，氧化铝和原铝产能迅速释放，当前月度产量已经创出历史新高。最近，中铝宣布已经基本上恢复了旗下氧化铝及原铝的全部闲置产能，而 6 月底的时候氧化铝和原铝产能开工率分别只有 66.9% 和 83.4%。

1-11 月，中国氧化铝产量 2138.73 万吨，同比增加 1.60%；原铝产量 1173.20 万吨，同比略微下降 1.66%。预计全年氧化铝与电解铝产量将分别达到 2380 万吨、1320 万吨，同比分别增长 4.44%、0.23%。据中铝预测，至 2009 年底，中国氧化铝安装产能将达到 3300 万吨、原铝产能超过 2000 万吨。如果 2010 年延续当前情形，预计全年产量将再创新高。

图十五 中国氧化铝和原铝月度产量走势（万吨，%）



Source: WIND

投资建议——复苏与泡沫同在

全球大规模的信贷催生了经济复苏，但与此同时却制造了很大的资产泡沫，全世界都陷入了这样一场新的“泡沫--数据复苏--泡沫”循环体系。目前，复苏基础不稳固和资产泡沫凸显已构成经济发展中所面临的两难局面，资产泡沫的膨胀和泡沫破灭成为市场挥之不去的恐惧。为了保持宏观经济的平稳发展，从政府宏观政策来看，遏制泡沫、挤泡沫的政策可能会不断公布实施。特别是在宏观经济真正企稳复苏之后，政策调控的频率将会逐步增强。货币政策调整、社会预期改变，致使泡沫随时可能破裂，将动摇市场信心。

对有色金属而言，在政府的宏观调控之下，如果金属属性没有及时凸显，金融属性的改变一段时间内将给有色金属价格走势带来非常

大的下跌压力。从当前经济形势来看,2010 年全球经济存在诸多变数,全球主要经济体政策调整改变的时点难以把握。因此,关注全球经济政策的变化,是 2010 年投资有色金属必须做的重点工作之一。

正因为如此,我们对全年有色金属价格的走势保持较为谨慎的态度。我们预计在明年前几个月,由于政策的调控力度较小,有色金属价格有继续上涨的动力和可能。而随着政策调控范围的扩大和调控力度的深化,有色金属价格走势将面临较大的压力。预计全年价格呈前高后低的走势可能性较大。

从品种来看,我们还是依然建议积极关注铜、锌铅、金、铝类 etc 公司长期的投资机会,江西铜业、焦作万方、中孚实业、中国铝业、中金岭南、驰宏锌锗、宏达股份、西部矿业、吉恩镍业、锡业股份、紫金矿业、中金黄金、山东黄金等公司依然是我们的关注重点。

图十六 有色金属板块与上证指数走势比较



Source: WIND

金元证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上；

中性：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%；

减持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券有限责任公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSS Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSS is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2005. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSS.