

## 湘财证券研究所

### 有色钢铁研究小组

杨诚笑

Tel: 021-68634518-8630

E-Mail: ycx3112@xcsc.com

叶鑫

Tel: 021-68634518-8708

E-Mail: yx2893@xcsc.com

刘金铨

Tel: 021-68634518-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

#### 整体评级：

有色金属行业：增持

#### 细分行业：

铜：增持

稀土：增持

锑：增持

#### 相关报告：

《湘财证券-有色金属行业月度报告-基本金属或面临价值重估，继续推荐稀土小金属》  
-----2010.8.10

#### 事由：

属我们 8 月份中旬提出的基本金属板块面临价值重估之观点的跟踪研究。

#### 投资要点：

##### 有色金属价格大涨，铜锡表现最为突出

整个三季度，LME 的六大基本金属铜铝锌铅锡镍价格三季度涨幅分别为 28%、24%、34%、35%、49%、28%。除了锡创出新高之外，只有铜价已经接近历史高点，表现远远强于其他基本金属。

后市由于金融属性的刺激，有色金属价格将继续快速上涨。美联储声称一旦需要将提供额外的宽松政策以支撑经济、提高通胀率。从其公布的会议纪要来看，美联储极有可能在 11 月份的会议上再次启动额外的刺激政策。此外，日本央行再次回归零利率已经开启了各国竞相贬值干预汇市的大门，韩国、菲律宾等国已经纷纷跟进。流动性后市将支撑有色金属价格。

##### 全球铜市再度步入短缺区间，支持铜价长期走牛

进入 2010 年后，铜在去年供应过剩的局面大为缓解，在 2 季度下游消费旺季再度出现了供应缺口，三季度需求有所放缓。全球铜市明显已经度过了金融危机过剩区间，重新步入了全球铜短缺区间。另一方面，整个 2010 年，全球主要铜期货交易所铜库存数量单边下滑，尽管宏观经济前景不佳，但需求强于预期，交易所库存持续下降。消费者和交易商依然谨慎，订单数量仅维持目前所需。CRU 认为阴极铜和半成品的重建库存可能出现，一旦出现下游库存重建，全球铜库存将进一步减少。

##### 铜下游消费持续向好

下游铜杆产量增长将继续增长，预计在 2010 年 2 季度将增加 61.8 万吨，季环比增长 12.6%，年比增长 5.3%。自 2009 年 4 季度以来连续第三个季度增长，主要受到亚洲发展中国家产量增长支撑。另一主要用铜行业——铜管市场发展迅速，统计数据显示，2010 年 2 季度出货量为 62 万吨，之前一个季度为 54.7 万吨。贸易数据显示 2 季度全球出口量回到了 2008 年 3 季度经济危机前的水平。超过 CRU 二季度的预期，这表明全球市场复苏的事实。

##### 投资建议

我们认为美日为首的主要经济体将在四季度继续释放流动性，四季度以铜为首的有色金属价格将继续快速上涨，其中铜价有望四季度期间突破历史高点奔向万美元大关，而目前相关上市公司估值均处于合理水平。基于此，我们上调整个铜子行业的评级至增持。公司方面，我们综合考虑资源自给率与市盈率指标，依次推荐铜行业的三巨头江西铜业、铜陵有色、云南铜业，和资源自给率较高的西部资源以及开始上游资源拓展的海亮股份。

### 一、有色金属价格大涨，铜锡表现最为突出

整个三季度，以铜铝锌为代表的基本金属价格均呈现单边上扬行情。其中铜锡表现最佳。以收盘价计算，LME 的六大基本金属铜铝锌铅锡镍价格三季度涨幅分别为 28%、24%、34%、35%、49%、28%。

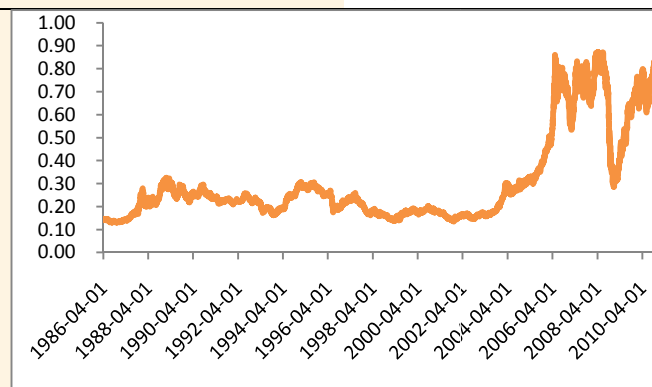
进入 10 月份，金价和有色金属连续突破数月高点，其中黄金创出 1300 美元历史新高，LME3 月期铜攀升至 8000 美元上方。对应到 A 股市场上，引发了有色股的大幅上涨。而在六大品种中，我们注意到出了锡创出新高之外，只有铜价已经接近历史高点，表现远远强于其他基本金属。

表 1 LME 有色金属期货价格表现

|       | 铜      | 铝      | 锌      | 铅      | 锡      | 镍      |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 三季度涨幅 | 27.66% | 24.31% | 33.68% | 34.59% | 48.58% | 27.79% |
| 今年涨幅  | 10.53% | 6.97%  | -9.34% | -7.95% | 50.73% | 28.63% |

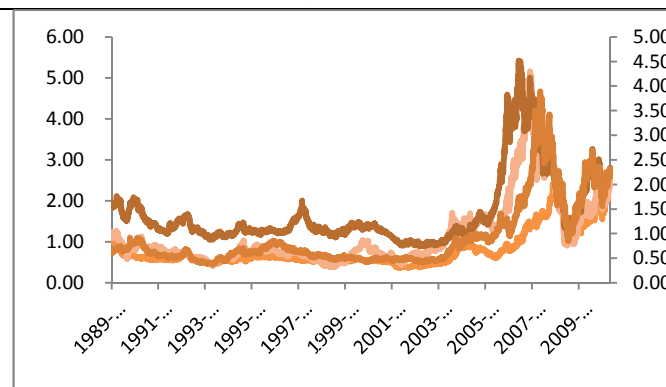
数据来源：LME，湘财证券研究所

图 1 LME 期铜再度接近历史高位



数据来源：Bloomberg，湘财证券研究所

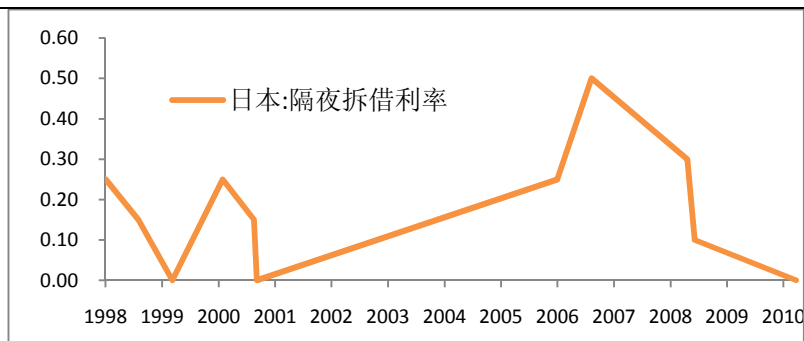
图 2 铝锌铅镍距历史高位仍旧较大空间



数据来源：Bloomberg，湘财证券研究所

有色金属价格大涨主要来自其金融属性的刺激。美联储 9 月 21 日的利率会议宣布维持联邦基本利率在 0-0.25% 的历史低位不变，并且声称一旦需要将提供额外的宽松政策以支撑经济、提高通胀率。而基于对美联储再次实施量化宽松货币政策的担忧，美元近期表现十分糟糕，另外日本央行再次回归零利率也是近期金属价格的大幅上扬的主要原因。

图 3 日本隔夜拆借利率再次归零



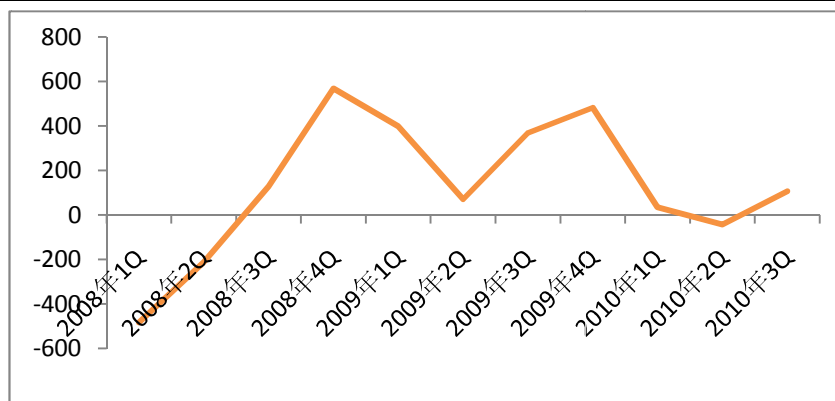
数据来源: SMM, 湘财证券研究所

## 二、全球铜市再度步入短缺区间, 支持铜价长期走牛

根据 CRU 统计数据显示, 预计 2010 年 3 季度全球铜产量为 4552 吨, 较 2 季度下降 151 吨, 消费量为 4446 吨, 较 2 季度下降 300 吨, 3 季度市场供应过剩 107 吨。2 季度伦敦和上海交易所库存与 1 季度相比均有小幅下降。

从图 4 我们可以看出, 进入 2010 年后, 铜在去年供应过剩的局面大为缓解, 在 2 季度下游消费旺季再度出现了供应缺口, 三季度需求有所放缓。但相对于前两年以来, 全球铜市明显已经度过了金融危机过剩区间, 重新步入了全球铜短缺区间。

图 4 全球铜季度供需缺口数据



数据来源: CRU, 湘财证券研究所

表 2 全球铜供需平衡表

| (000 tonnes)              | 2007  |      |      |      | 2008  |      |      |      | 2009 |       |      |      | 2010 |  |  |
|---------------------------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|------|-------|------|------|------|--|--|
|                           | Year  | Q2   | Q3   | Q4   | Year  | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   | Year  | Q1   | Q2   | Q3   |  |  |
| World Production          | 17842 | 4478 | 4542 | 4633 | 18058 | 4316 | 4381 | 4619 | 4794 | 18110 | 4539 | 4703 | 4552 |  |  |
| World Consumption         | 18014 | 4691 | 4414 | 4065 | 17775 | 3917 | 4310 | 4252 | 4312 | 16790 | 4503 | 4746 | 4446 |  |  |
| World S/D Balance         | -172  | -213 | 128  | 568  | 283   | 399  | 71   | 368  | 483  | 1320  | 35   | -43  | 107  |  |  |
| LME Stocks                | 199   | 122  | 199  | 341  | 341   | 502  | 266  | 346  | 502  | 502   | 512  | 449  |      |  |  |
| Comex Stocks              | 14    | 10   | 9    | 31   | 31    | 42   | 54   | 49   | 90   | 90    | 92   | 92   |      |  |  |
| SFE Stocks                | 26    | 32   | 16   | 18   | 18    | 25   | 56   | 97   | 95   | 95    | 155  | 124  |      |  |  |
| Total Exchange Stocks     | 238   | 165  | 224  | 390  | 390   | 569  | 376  | 491  | 688  | 688   | 760  | 666  |      |  |  |
| Other reported stocks     | 312   | 288  | 320  | 359  | 359   | 346  | 302  | 333  | 333  | 333   | 323  | 294  |      |  |  |
| Total reported stocks     | 551   | 453  | 544  | 749  | 749   | 914  | 678  | 824  | 1020 | 1020  | 1083 | 959  |      |  |  |
| Known stock change        | -52   | -22  | 91   | 205  | 198   | 166  | -236 | 145  | 196  | 272   | 63   | -124 |      |  |  |
| Implied Unreported Change | -120  | -190 | 37   | 363  | 85    | 233  | 307  | 222  | 286  | 1048  | -27  | 81   |      |  |  |
| LME Cash Price (\$/t)     | 7126  | 8448 | 7693 | 3940 | 6951  | 3435 | 4676 | 5842 | 6643 | 5164  | 7243 | 7013 | 7050 |  |  |
| LME Cash Price (c/lb)     | 323   | 383  | 349  | 179  | 315   | 156  | 212  | 265  | 301  | 234   | 329  | 318  | 320  |  |  |

Data: CRU. Note totals involve estimation; see Production, Consumption and Stocks tables. Forecast production allows for potential disruptions and feasible raw material balances.

数据来源: CRU, 湘财证券研究所

### 三、全球铜库存进一步下降

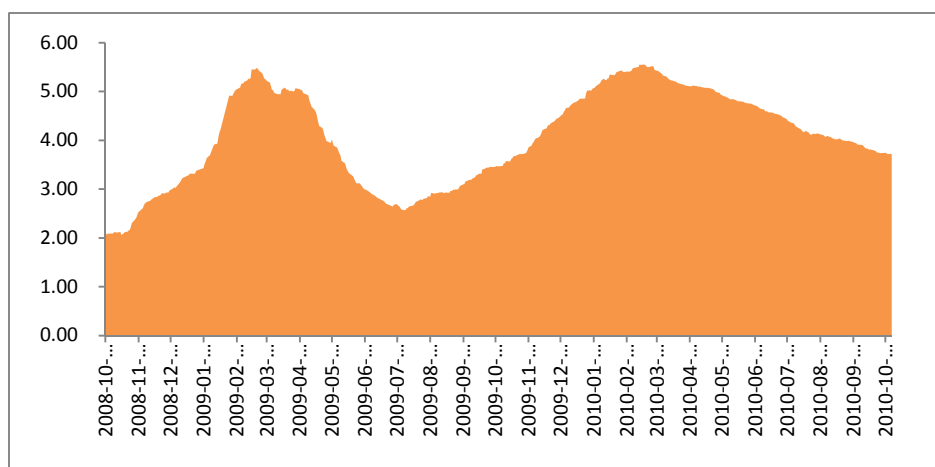
尽管宏观经济前景不佳，但需求强于预期，交易所库存在过去一个月维持在较低水平。消费者和交易商依然谨慎，订单数量仅维持目前所需。CRU 认为阴极铜和半成品的重建库存可能出现。

LME 库存下降开始放缓，截止到 8 月 24 日当月交付到 LME 仓库的金属比 7 月份高出 1 万吨，而流出库存大约为 1.4 万吨，日均库存从 1800 吨/日下降到了 600 吨/日。

库存下降是由于精炼铜产量 3 季度季环比下降，7 月份 8 月份由于一些冶炼厂停产维护（大部分在中国地区），7 月份报告精炼铜产量月环比下降 5.7%，但同比仍然上涨 16%。中国冶炼商面临停产维护，但仍然要维持两位数增长的艰巨任务。国内一些生产商由于不符合环境标准而关闭，今年铜产能仅有 14.5 万吨，大部分为大型冶炼商。

CRU 预计 2 季度矿产量同比下降 1.2%，精炼铜产量 2 季度同比上升 7.4%，但 3 季度或有所下降，降幅 1.4%，由于加拿大冶炼厂 Flin Flon 和 Kidd Creek 停产以及一些冶炼厂关闭。此外废铜供应依旧紧缺，尽管美国和欧洲地区供应紧缩现象缓和，8 月份价格折扣扩大。中国地区废料贸易商预期一旦铜价突破 7000 美元 LME 价格将继续上涨，他们也更愿意持有库存。

图 5 LME 铜库存持续下降



数据来源：Bloomberg，湘财证券研究所

### 四、铜下游消费持续向好

CRU 继续维持铜杆产量增长的预测，其预计在 2010 年 2 季度将增加 61.8 万吨，季环比增长 12.6%，年比增长 5.3%。受到亚洲发展中国家产量增长支撑，自 2009 年 4 季度以来连续第三个季度增长。

目前全球铜管市场发展迅速，统计数据显示，2010 年 2 季度出货量为 62 万吨，之前一个季度为 54.7 万吨。贸易数据显示 2 季度全球出口量回到了 2008 年 3 季度经济危机前的水平。绝大多数出口来自中国，韩国，美国和德国，

数量超过 CRU2 季度的预期，这表明全球市场复苏的事实。

今年上半年日本韩国产量分别增长 13.9%和 13.1%。中国和其他亚洲国家产量增长 9.2%。中国前 20 大铜管制造商的平均生产率为 74.2%，低于 6 月数据，这是因为 7 月份为传统淡季。一些生产商担心国家会出台正对房地产行业的严厉调控措施。此外安徽 Hailiang 铜企业在 7 月份提前生产 4.8 万吨铜管，该批铜管预期要 2011 年 4 月交货。印度 Niassan 铜公司宣布 8 月底 Shanvel,Silvassa 将开始用部分铜管用于空调冰箱等电器的生产，大约 9 月份投产。

## 五、相关公司

我们认为美日为首的主要经济体将在四季度继续释放流动性，四季度以铜为首的有色金属价格将继续快速上涨，其中铜价有望四季度期间突破历史高点奔向万美元大关，而目前相关上市公司估值均处于合理水平。基于此，我们上调整个铜子行业的评级至增持。公司方面，我们综合考虑资源自给率与市盈率指标，依次推荐铜行业的三巨头**江西铜业**、**铜陵有色**、**云南铜业**，和资源自给率较高的**西部资源**以及开始上游资源拓展的**海亮股份**。



### 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

### 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。