



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业聚焦
研究报告

2010 年 12 月 23 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影¹

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210060015
kongji@cicc.com.cn

中国铜市疲弱是否言过其实?

投资要点:

外盘领先, 内盘滞后: 铜市场目前的走势呈现分化。铜 ETF 的推出、较高的仓单持有集中度以及 2011 年供应缺口进一步放大的预测, 激发了市场人气, 伦敦金属交易所(LME)铜价跨越每吨 9,000 美元的关口, 而国内铜市表现相对疲软。

表面上看, 国内市场显露疲态: 上海现货商业升水的到岸报价(CIF)大幅下降, 铜精矿加工费高企, 国内废铜贴水加大。而最近韩国 LME 仓库的仓单增加也暗示了国内部分铜在 LME 高铜价的刺激下转而出口他国。

市场疲软言过其实: 以利用外汇信用额度为目的进口在年底前加剧了短期的供应过剩, 加工费的高企也多为季节性因素。导致铜金属流出国内市场的原因是 LME 铜价的短线飙升, 而非国内市场的严重疲软。

基本面趋势依然强劲: 虽然短期来看, 我们不认为中国目前的形势可以支撑当前的 LME 铜价, 但我们相信中国铜市的基本面趋势依然强劲, 出现令市场始料不及的严重基本面恶化是小概率事件。

¹ 报告贡献人: 鲁杰、吴喆

目录

概述	3
中国铜市的疲弱言过其实	3
以利用外汇信用额度为目的的进口加剧短期供应过剩	3
数据和行业调研显示国内进入去库存化阶段	4
现货铜精矿加工费高企并不意味着中国市场基本面疲软	5
国内现货铜贴水的主要推手是高企的伦铜价格，并不是国内市场疲软	8
2011 年中国潜在需求前景依然强劲	8
有色金属图集	9

概述

在最近的路演活动中，有投资者指出，虽然十一月经济数据好转，但铜市场目前的走势呈现分化。铜 ETF 的推出、较高的仓单持有集中度以及 2011 年供应缺口进一步放大的预测，激发了市场人气，伦敦金属交易所(LME)铜价跨越每吨 9,000 美元的关口，而国内铜市表现相对疲软。

在这篇报告中，我们研究了当前国内现货铜市的走势，并分析了令市场措手不及的严重基本面恶化的概率有多大。我们的结论是，这属于小概率事件。短期来看，我们不认为中国目前的形势可以支撑当前的 LME 铜价，但展望 2011 年，我们相信中国铜市的疲弱更多地停留在表面，基本面趋势依然强劲。

中国铜市的疲弱言过其实

表面上看，国内铜市的表现确实相对疲软。上海现货商业升水的到岸报价（CIF）由 10 月份的每吨 107 美元降至每吨 68 美元。国内废铜依然维持较高贴水，暗示尽管废铜进口较 2008 年下降约 30%，市场上的废铜供应依然充裕。从最近 LME 韩国仓库的仓单增加来判断，国内部分铜似乎在 LME 高铜价的刺激下转而出口他国（可能来自上海的保税仓库）。与此同时，铜精矿现货加工费维持高位，反映出现货市场上流通着大量的铜精矿。

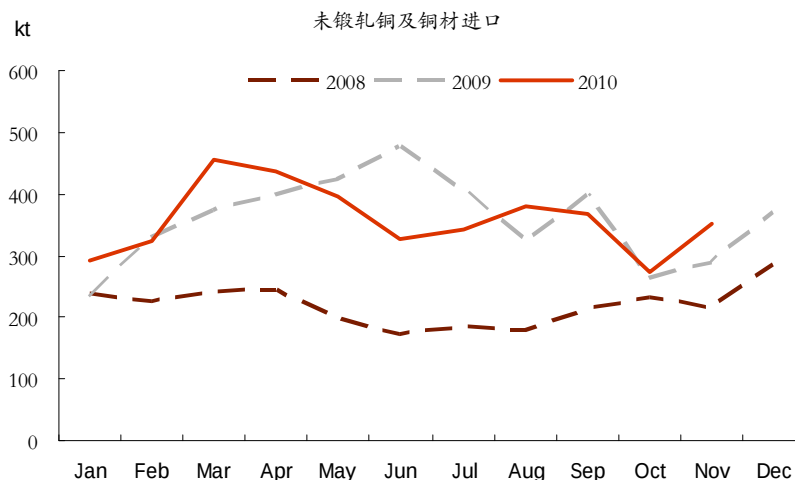
但我们认为，总的来说，国内铜市的疲态是对一些短期因素的反映：

1. 以利用外汇信用额度为目的的进口导致短期供应过剩。
2. 国内已进入去库存化阶段，这既是受季节性因素推动，也是铜企应对当前高铜价的措施。
3. 较高的铜精矿加工费确实反映了市场上流通的铜精矿有所增加，但也反映出冶炼厂商在加工费谈判之际收购铜精矿的意愿较低。相应地，市场成交较为清淡。
4. 伦铜与沪铜的跨市套利价差为负，并不说明中国的终端用途市场疲软，而是对伦铜价格高涨的反映。

以利用外汇信用额度为目的的进口加剧短期供应过剩

中国 11 月份未锻轧铜和铜材进口量意外创下 35.2 万吨的高点（见图 1）。我们对此的理解是，新增进口量中有很很大一部分可能与年底信贷紧张导致的融资需求有关。在这种情况下（以前曾经出现过，尤其是 2007 年底），中资企业利用银行提供的美元信用额度进口铜，然后转手出售以获取人民币资金。因此而增加的金属供应人为地加剧了国内市场的供应过剩局面。

图表 1：中国 11 月份未锻轧铜和铜材进口大幅增长，我们认为这部分地出于利用外汇信用额度的目的



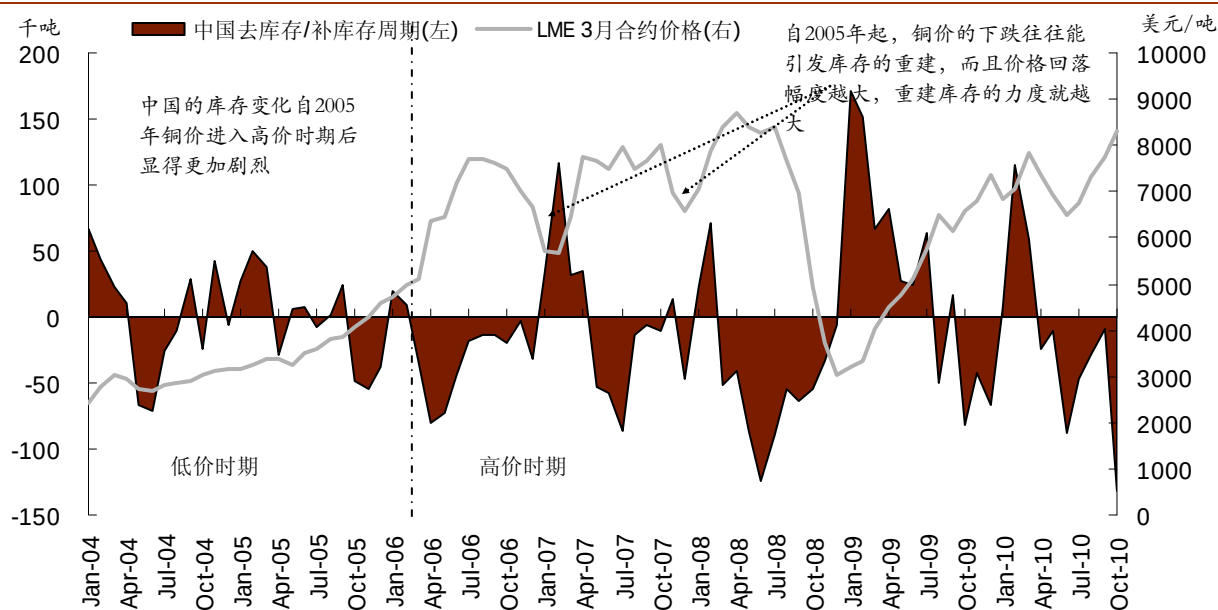
资料来源：CEIC，中金公司研究部

数据和行业调研显示国内进入去库存化阶段

我们认为，国内的去库存化活动是受当前的高铜价驱动。继第一季度的季节性补库存之后，过去几个月的数据显示，在高铜价的促使下，国内企业加快了去库存步伐，以 10 月份尤为明显。

虽然中国的库存基本模式受季节性因素影响（通常在第一季度备库，以应对第二和第三季度的旺季需求），但 2005 年底以来，铜价对库存活动的影响日益放大。在当前这个高铜价时代，每当铜价大幅下滑，企业就趁机大规模补库存（2009 年初就是一个典型的例子）；而每当铜价高高在上时，企业则会对其望而却步，2006 年初铜价迅速上涨的时候，中国消费商的季节性补库存活动极为冷清（见图 2），就是一个很好的例证。

图表 2：2005 年以来中国的库存模式更加明显，企业选择在铜价低企的时候积极回补库存



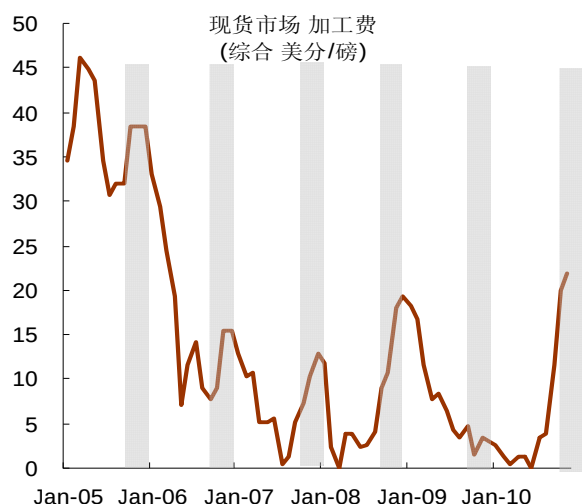
资料来源：CEIC，中金公司研究部

总体来看, 2009 年囤积的铜库存将在 2010 年出现大幅下降, 我们预计 2010 年全年铜的表观需求增长不会超过 5%。虽然我们尚未掌握全部的 11 月经济数据, 但当月的基本需求指标表现强劲, 其中建筑施工面积增加 36.1% (10 月份为 33.4%), 汽车销量增长 26.3% (10 月份为 21.5%)。

现货铜精矿加工费高企并不意味着中国市场基本面疲软

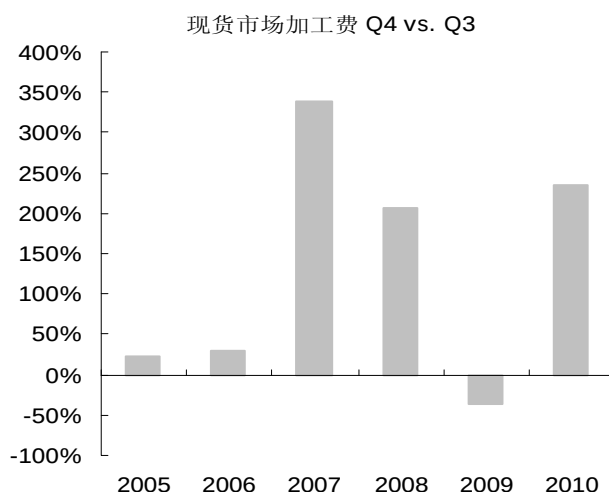
8 月份以来现货铜精矿综合加工费一度升至 21.8 美分/磅, 之后得以企稳。近期的媒体报道显示, 中国铜冶炼企业与中亚矿商协议达成的加工费甚至更高。而对比 2009 年的现货铜精矿加工费平均仅为 7.4 美分/磅。较高的现货铜精矿加工费显然意味着市场上流通着大量的铜精矿 (约占总量的 50%), 但这更多地是铜企在年度加工费谈判期间所采取的一种战术, 并不意味着国内市场基本面已经恶化。过去的五年中有四年第四季度现货铜精矿加工费高于第三季度, 今年四季度的涨幅与 2007 年和 2008 年基本持平。(见图 3 和图 4)。

图表 3: 近来现货铜精矿加工费大幅上涨



资料来源: Brook Hunt, 中金公司研究部

图表 4: ...但今年四季度的涨幅与 07 年和 08 年基本持平



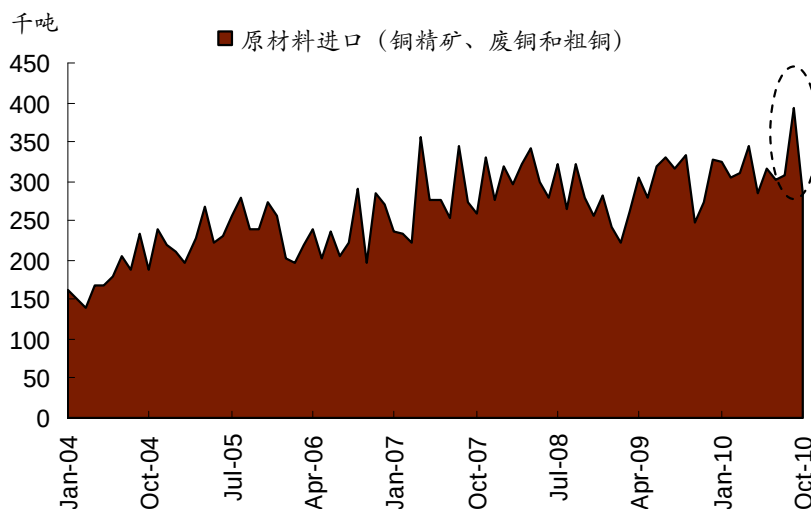
资料来源: Brook Hunt, 中金公司研究部

今年的加工费升幅略高于历史平均水平的原因我们觉得有以下几点: 首先, 中国铜精矿库存温和上升 (得益于 9 月份进口量高速增长以及加工费谈判开始之前国内铜精矿产量增加)。其次, 国内市场可流通的废铜充足, 9 月份以来废铜贴水扩大。最后我们认为, 铜企停产减产仅是造成铜精矿市场疲软的一个边际因素。

国内铜精矿库存呈现温和上升的迹象

今年 9 月份我国铜精矿进口创出 68.3 万吨 (含铜量 23.2 万吨) 的纪录, 高于 2009 年 1 月份以来的平均水平 52.1 万吨 (见图 5)。其中现货铜精矿订货发生在 7 月份或 8 月份, 之后加工费开始大幅上升。虽然难以精确地追踪铜精矿库存状况, 但据我们估测, 铜精矿现阶段已经超过了 2-4 周的正常库存水平。不过因为缺少可信的量化数据, 具体的库存数字我们也不愿妄加猜测。从含铜量来看, 9 月份进口铜精矿的含铜量仅比年内平均水平高出 5 万吨, 而 8 月份和 10 月份均出现下降。而在精炼铜产量持平的情况下, 9 月份铜精矿、废铜和粗铜的进口量较年内平均水平高 8 万吨, 因此, 9 月份各类铜原料进口量增加导致了暂时性的供应过剩, 这种说法可能更加令人信服。

图表 5：9 月份铜原料进口大幅增加，或从一定程度上缓解冶炼厂商压力

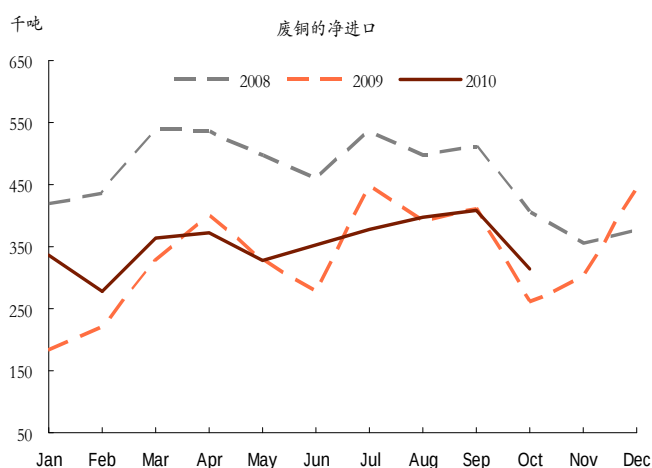


资料来源：CEIC，中金公司研究部

国内市场流通的废铜充裕也对铜精矿加工费构成支撑

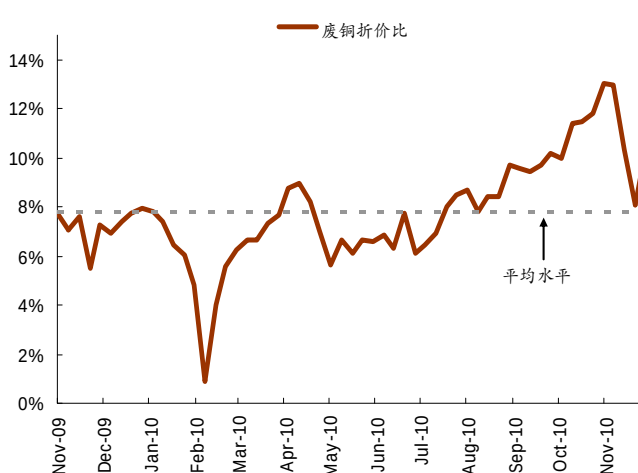
8 月底以来国内废铜贴水一直保持升势，并在 11 月初触及 13% 的峰值，这暗示市场上可流通的废铜货源充裕。不过废铜进口量维持低位（见图 6 和图 7），今年迄今的废铜进口量与 2009 年持平，但仍较 2008 年低 27%。废铜贴水上升和进口维持低位意味着国内废铜产量在铜价高企环境下有所增加（但在加工费升高的情况下，冶炼企业却又缺乏利用废铜的动力，尽管这可能是一个次要因素）由于废铜在粗炼、精炼和锻造中的可替代性，国内的废铜产量将是未来的一条主线，但这一数据无法追踪。我们还注意到，在近期铜价回落之后，废铜贴水调整至更为正常的水平，但仍远高于趋势水平（图 8）。

图表 6：10 年废铜进口量与 09 年基本持平，但仍较 08 年低 27%



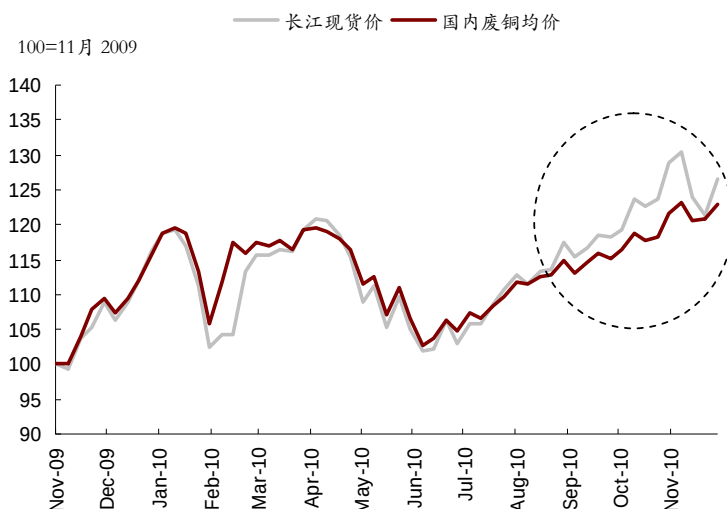
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 7：国内废铜贴水水平上升显示可流通的废铜货源可能增加



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8：长江现货铜价与废铜价格出现明显背离

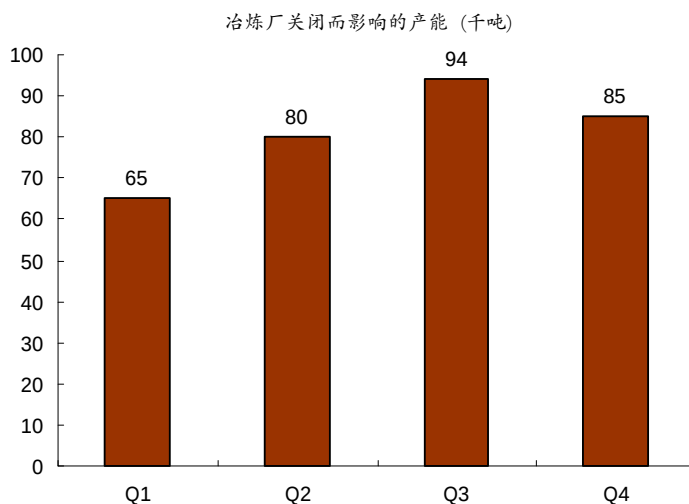


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

铜企停产减产仅是造成铜精矿市场疲软的一个边际因素

我们听到的一种说法是，近期海外炼厂的生产活动遇到一些干扰因素，可能导致整个市场可供应的铜精矿增加，进而推动加工费上涨。在我们看来，这种影响是有限的。Xstrata 关闭其北美炼厂的消息早已广为人知，而 Aurubis 上周发生的事故预计只会造成两周的停产检修，意味着这一事件对铜产量的影响远远不到 2 万吨。重要的是，日本铜冶炼企业一直没有出现过大规模的关停，我们最近的调研也显示它们明年几乎没有关停炼厂的计划。第四季度炼厂停产检修对铜产量的影响大约为 8.5 万吨（Aurubis 在德国的工厂也考虑在内），与前几个季度基本一致（见图 9）。牵动市场神经的是 Vedanta 在印度的 Tuticorin 冶炼厂。该炼厂被要求于 10 月份关停，但目前尚未执行，生产活动仍在进行。一旦关停，将导致年产量减少 40 万吨。除了已有的干扰因素之外，这也会在较长的时间内推高铜精矿加工费。

图表 9：炼厂临时关停的影响有限，四季度炼厂停产检修对产量的影响并未增加

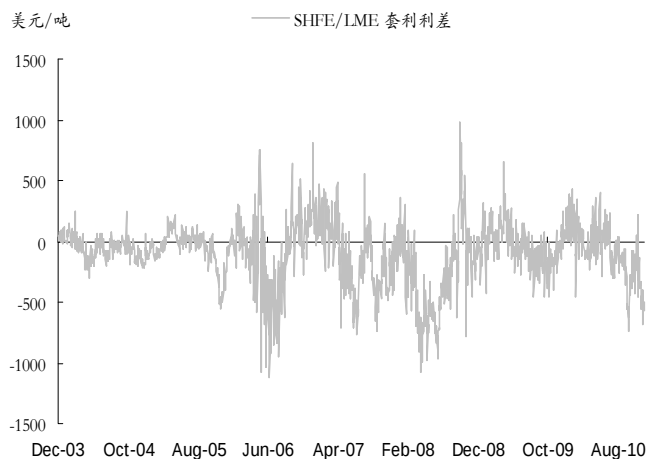


资料来源：Brook Hunt，中金公司研究部

国内现货铜贴水的主要推手是高企的伦铜价格，并不是国内市场疲软

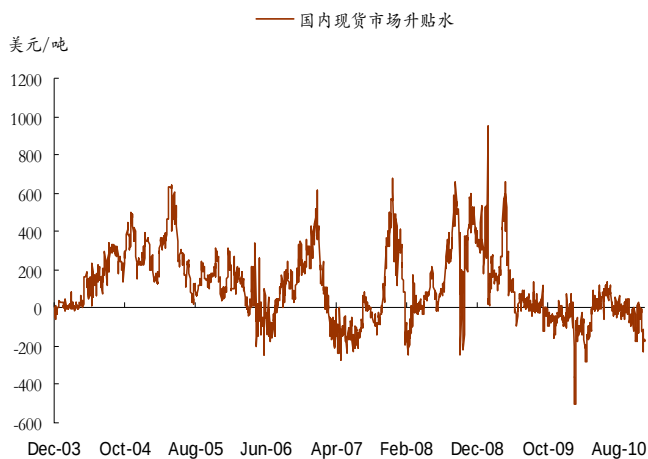
我们认为，国内市场（长江现货铜 vs. 沪期铜）现货贴水反映的是 LME 铜价大幅上扬，而非国内市场的绝对疲软。伦铜价格高企带动沪期铜上涨，从而使国内现货贴水加深。

图表 10：沪铜与伦铜套利价差依然为负



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 11：国内现货贴水加深



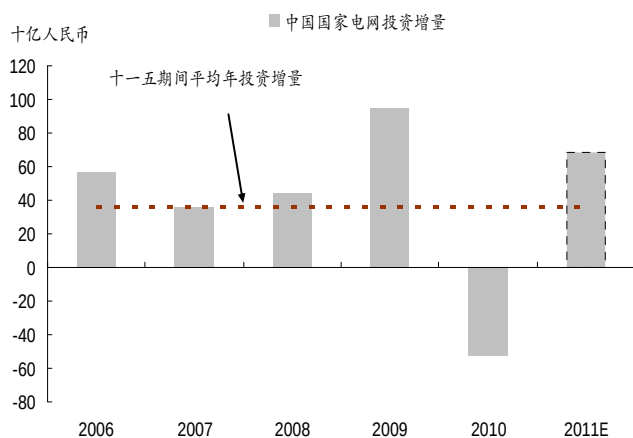
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

2011 年中国潜在需求前景依然强劲

无论按照自上而下的预测（中金公司 2011 年 GDP 增长预期为 9.3%）还是观察自下而上的投资指标，我们都维持对中国明年需求增长前景的良性预期。我们给出的保守增长预测为 6.5%。

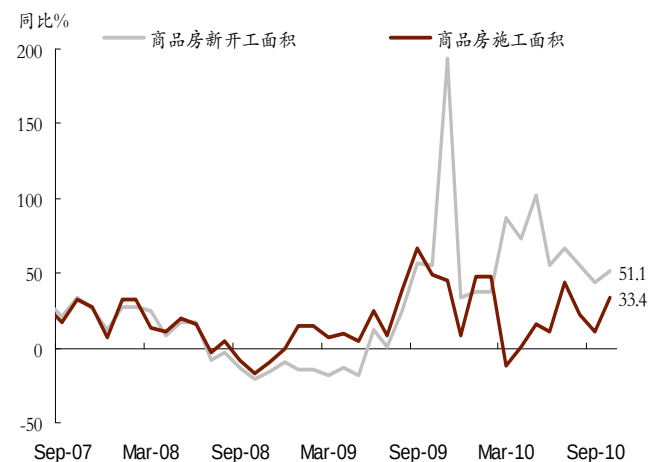
按照自下而上的观点，电力基础设施和建筑业仍将是铜市场需求增长的重要推动力。重要的是，国家电网继今年削减投资后有望于明年加大铜购买量（图 12）。

图表 12：中国国家电网投资明年有望回升



资料来源：中国电力工业统计分析 2009，中金公司研究部

图表 13：建筑业企稳，但明年增速可能受高基数影响



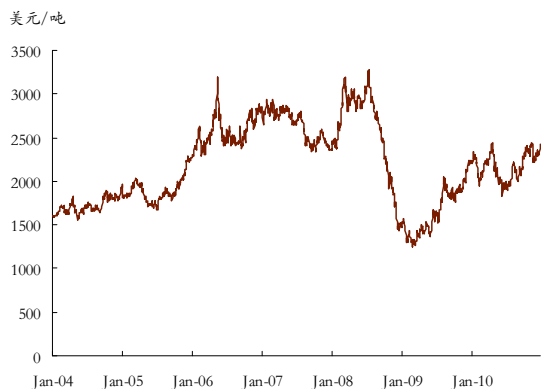
资料来源：CEIC，中金公司研究部

继 2010 年的强劲增长之后，中国建筑业增速可能有所放缓，但绝对水平可能依然很高（图 13）。我们还注意到，引发各方热议并将延续数年的保障房建设项目也将为铜市带来支撑。中金公司的房地产分析团队预计，2011 年将有 800 万套保障房（目标为 1000 万套）开工建设，年底将竣工 200 万套。

我们始终认为，铜以及其他采掘类大宗商品的中期走势关键取决于中国能否转变高度依赖 FAI 的经济增长模式。不过当前，我们并不认为 2011 年将成为铜市中期走势的重要转折点。

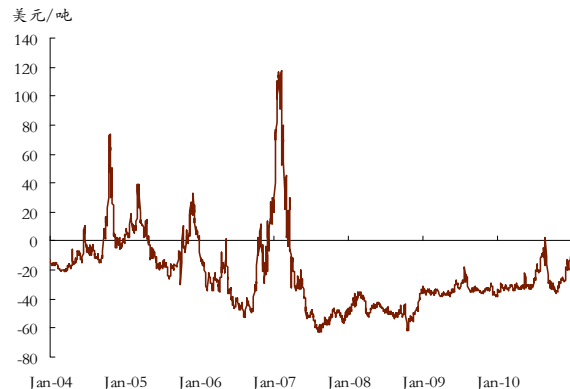
有色金属图集

图表 C1: LME 铝现货价格



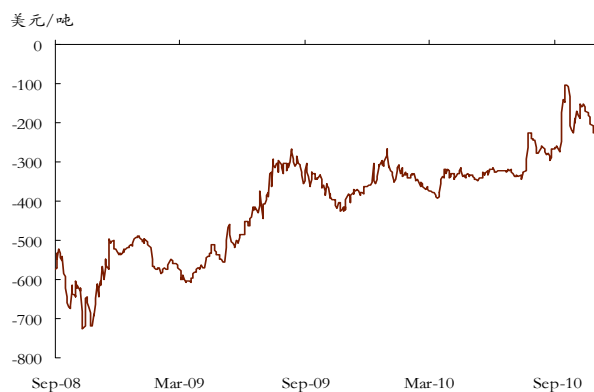
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C2: LME 铝现货与 3 个月期货价格差



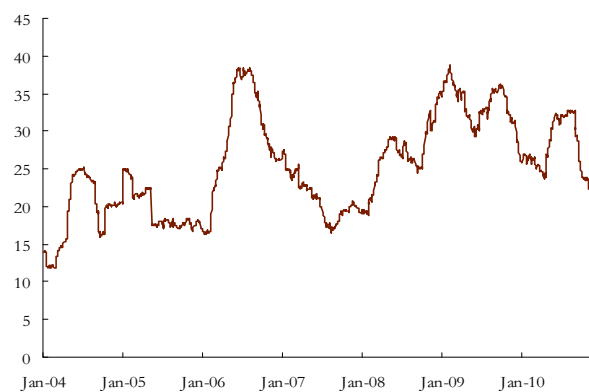
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C3: LME 铝 3 个月与 63 个月期货价格差



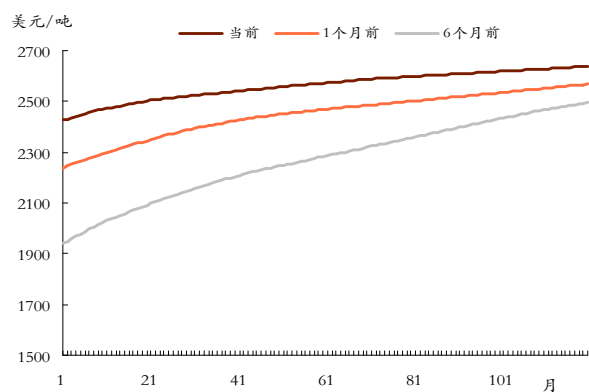
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C4: LME 3 月期铝合约 60 天波幅



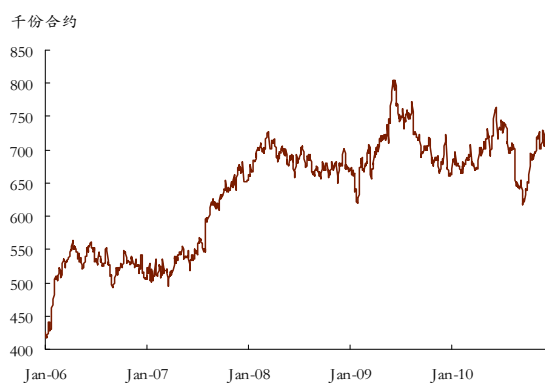
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C5: LME 铝远期曲线



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C6: LME 铝未平仓合约



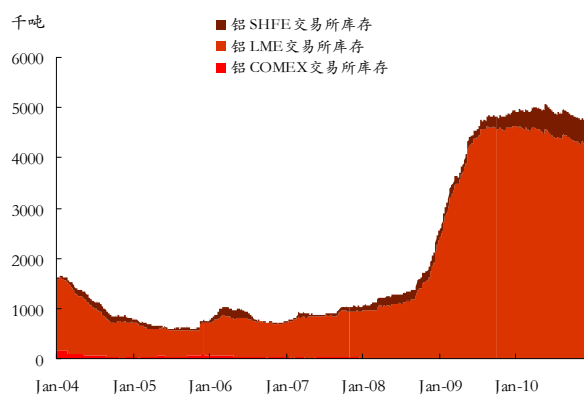
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C7: LME 铝注销仓单



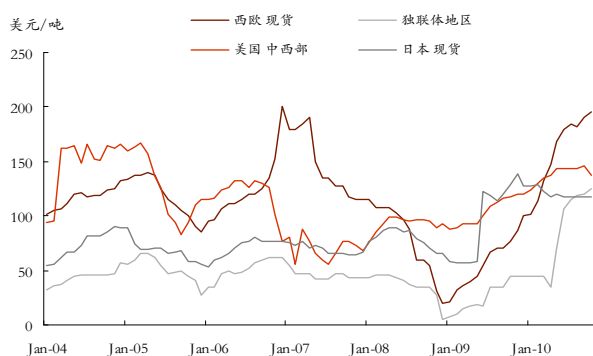
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C8: 铝交易所库存



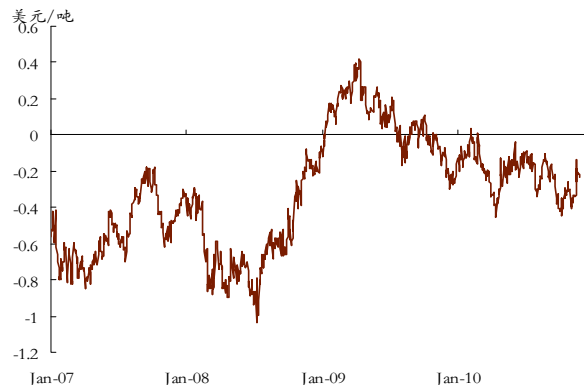
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C9: 贸易商铝价格升水



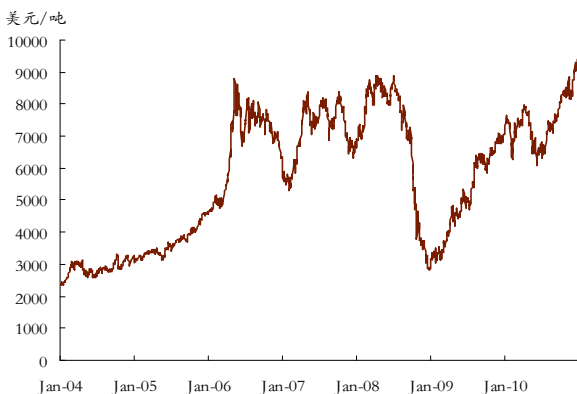
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C10: 上海期货交易所与 LME 铝价格差



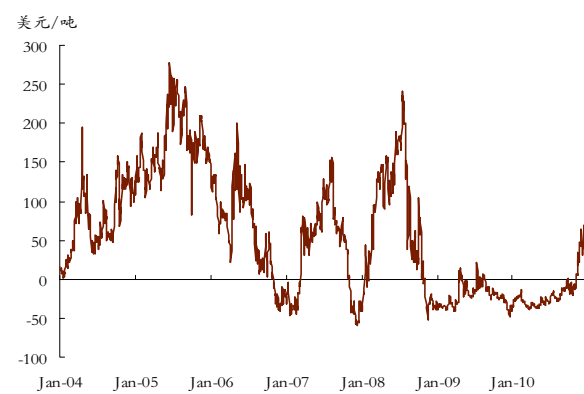
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C11: LME 铜现货价格



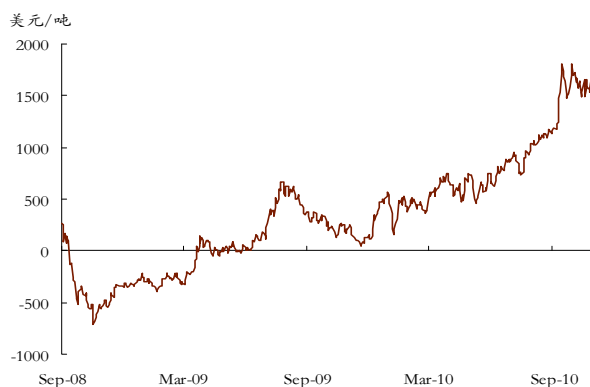
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C12: LME 铜现货与 3 个月期货价格差



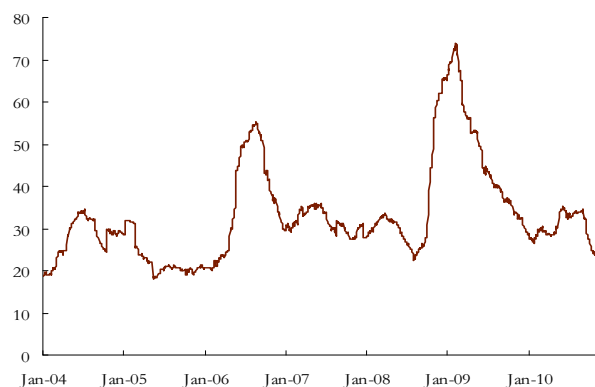
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C13: LME 铜 3 个月与 63 个月期货价格差



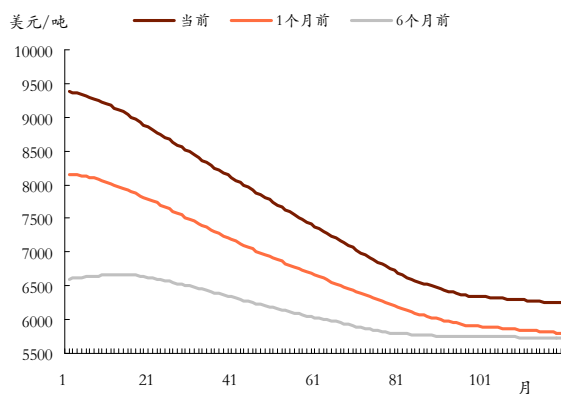
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C14: LME3 月期铜合约 60 天波幅



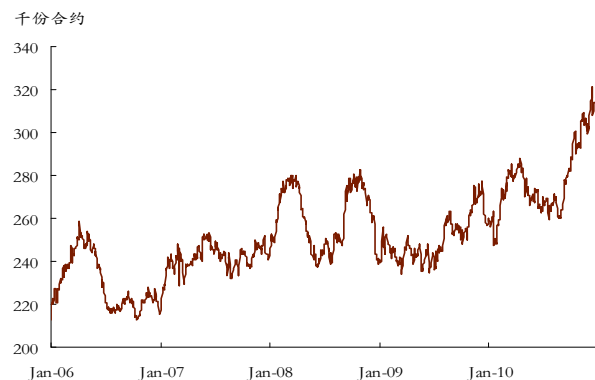
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C15: LME 铜远期曲线



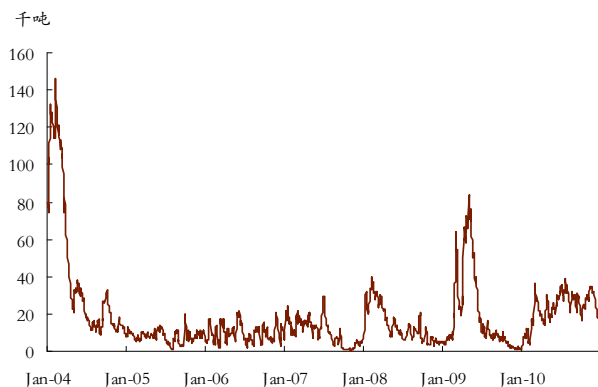
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C16: LME 铜未平仓合约



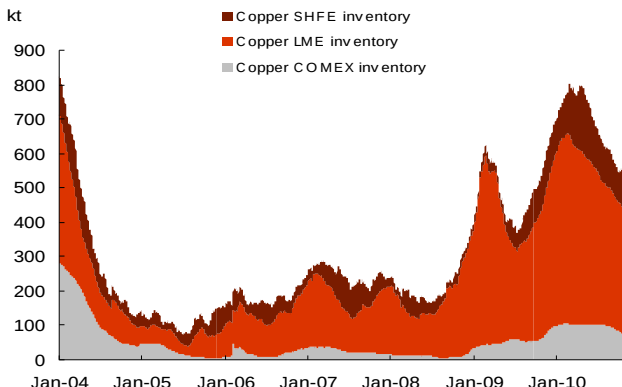
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C17: LME 铜注销仓单



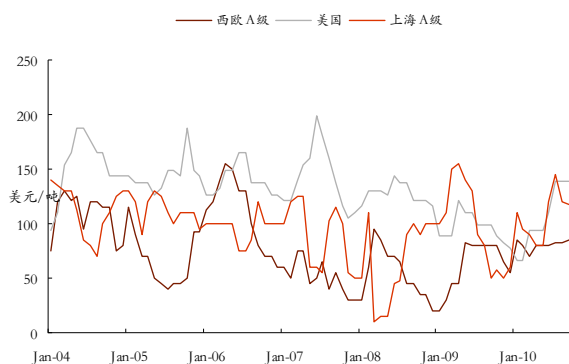
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C18: 铜交易所库存



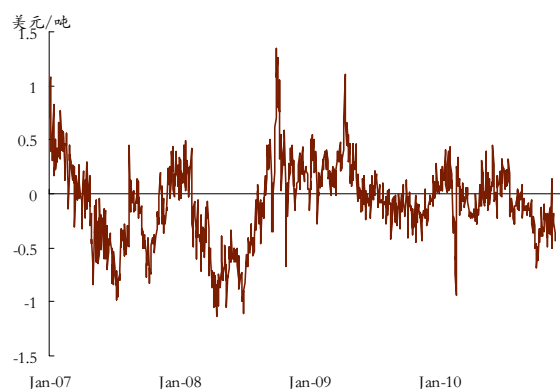
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C19：贸易商铜价格升水



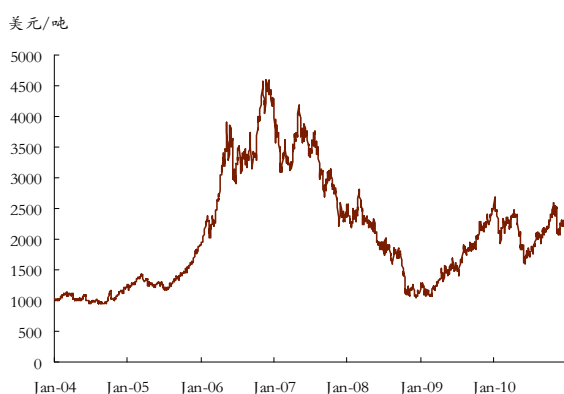
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C20：上海期货交易所与LME 铜价格差



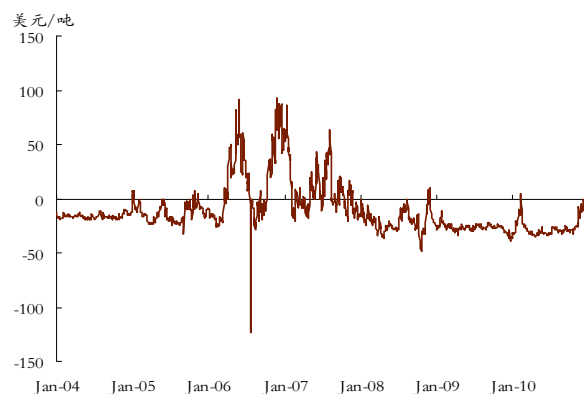
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C21：LME 锌现货价格



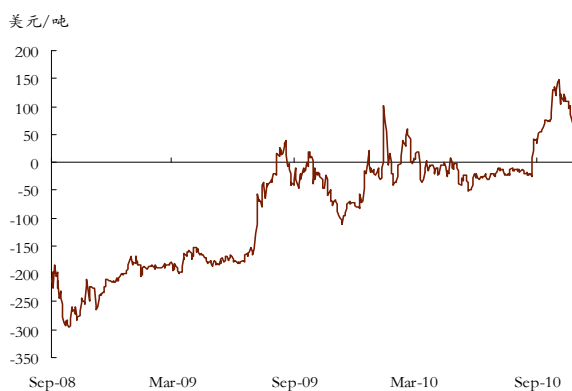
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C22：LME 锌现货与3个月期货价格差



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C23：LME 锌3个月与63个月期货价格差



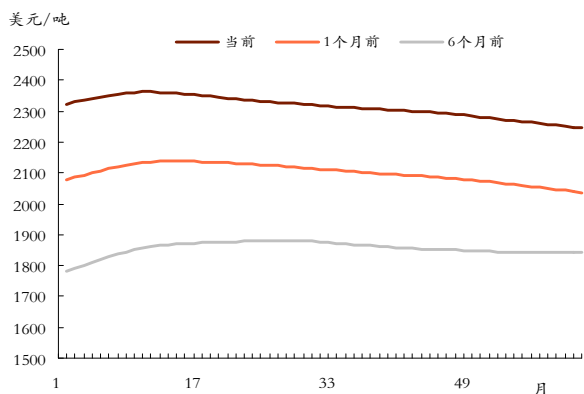
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C24：LME 3月期锌合约60天波幅



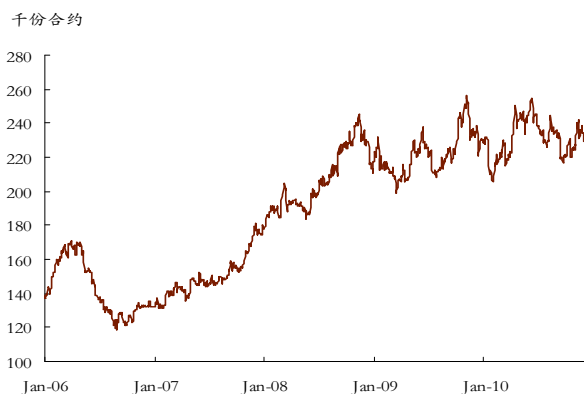
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C25: LME 锌远期曲线



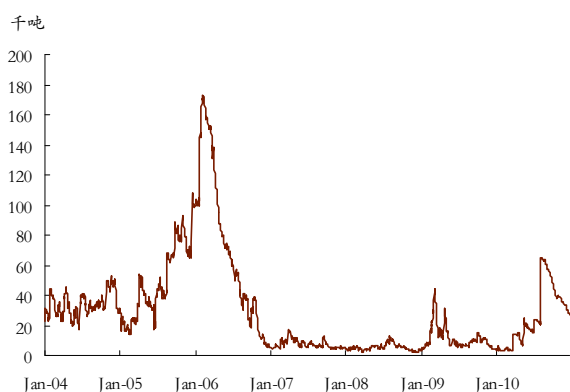
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C26: LME 锌未平仓合约



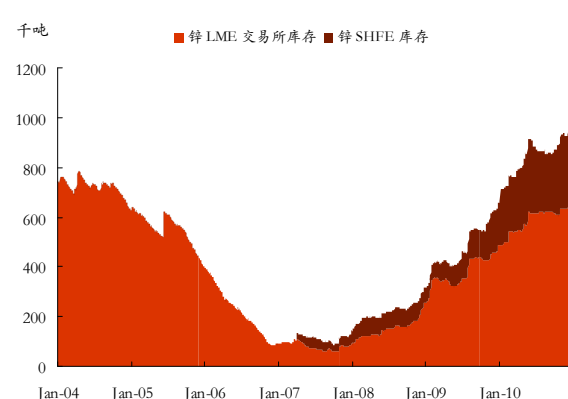
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C27: LME 锌注销仓单



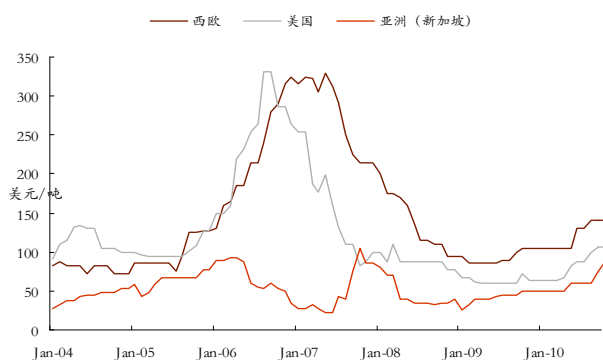
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C28: 锌交易所库存



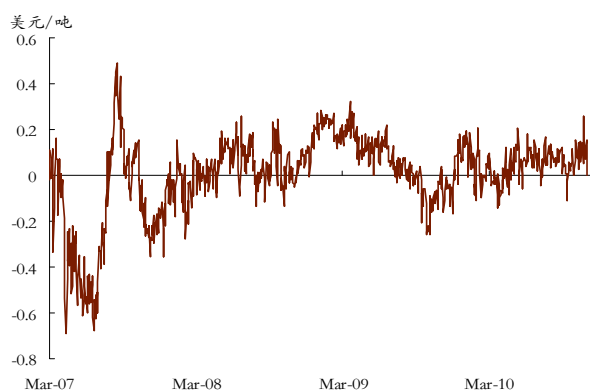
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C29: 贸易商锌价格升水



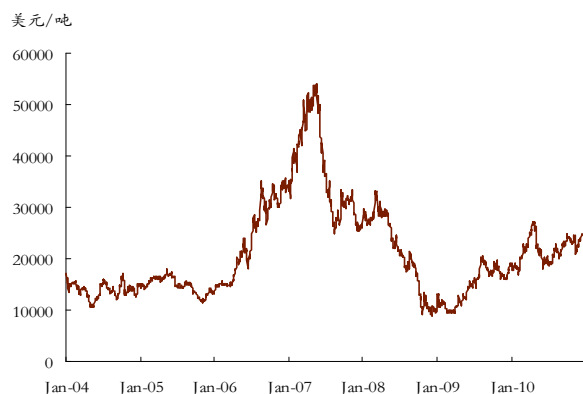
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C30: 上海期货交易所与 LME 锌价格差



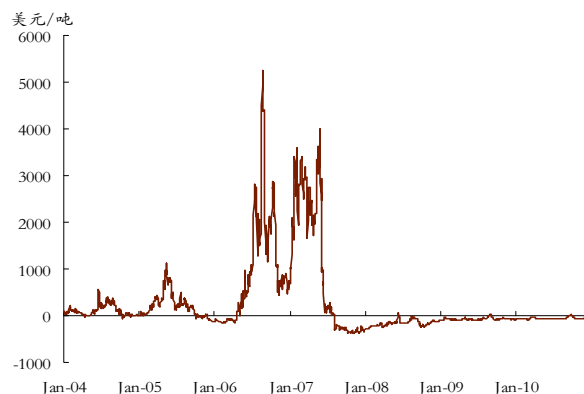
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C31: LME 镍现货价格



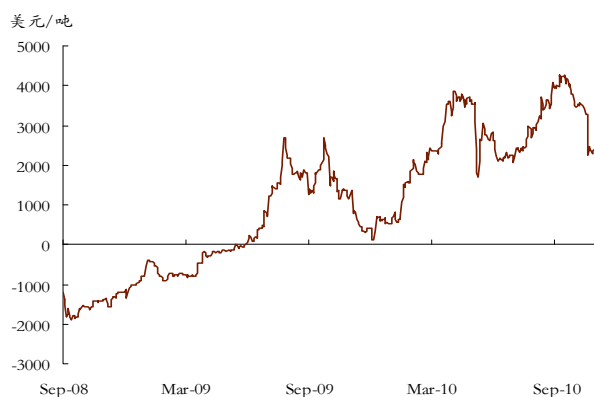
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C32: LME 镍现货与 3 个月期货价格差



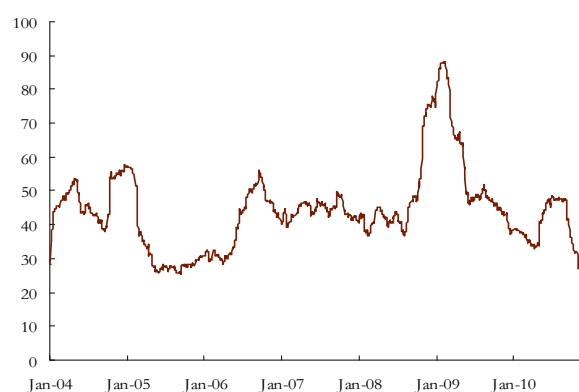
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C33: LME 镍 3 个月与 63 个月期货价格差



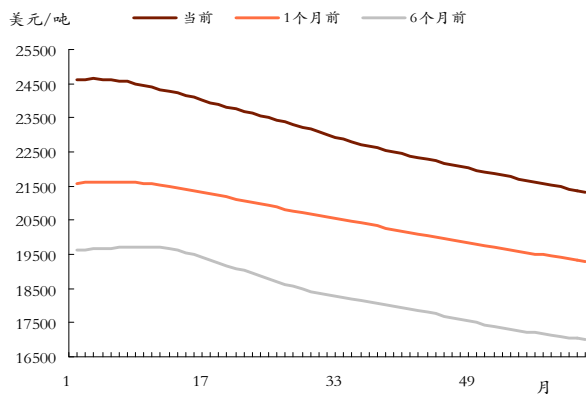
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C34: LME 3 月期镍合约 60 天波幅



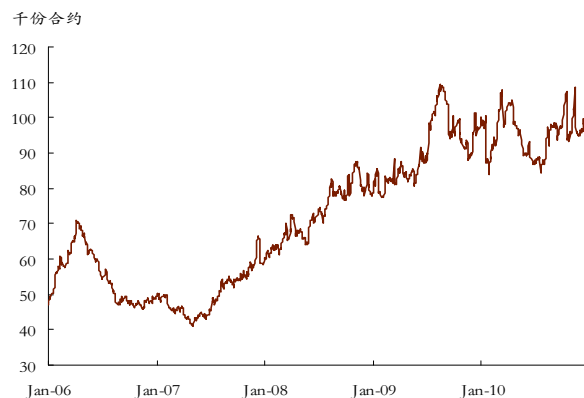
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C35: LME 镍远期曲线



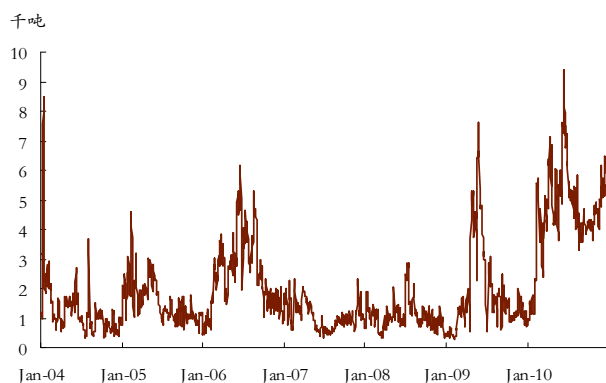
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C36: LME 镍未平仓合约



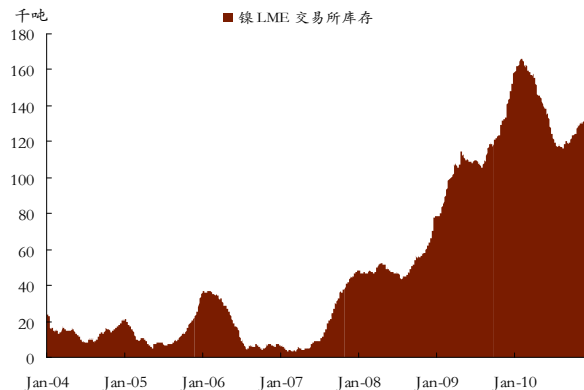
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C37: LME 镍注销仓单



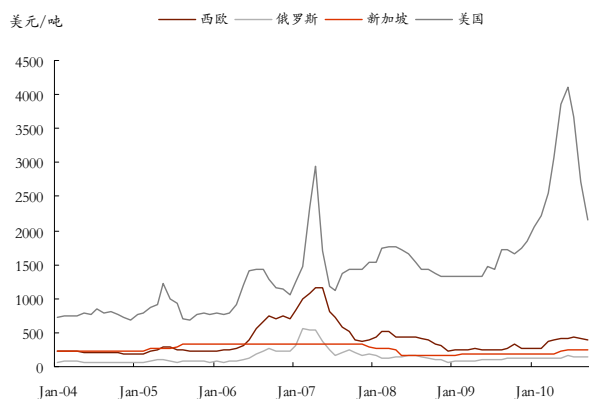
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C38: 镍交易所库存



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C39: 贸易商镍价格升水



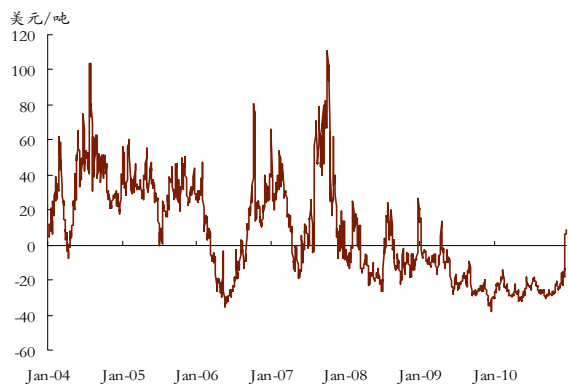
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C40: LME 铅现货价格



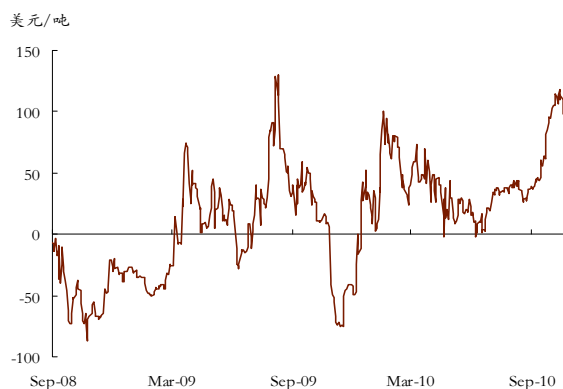
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C41: LME 铅现货与 3 个月期货价格差



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C42: LME 铅 3 个月与 63 个月期货价格差



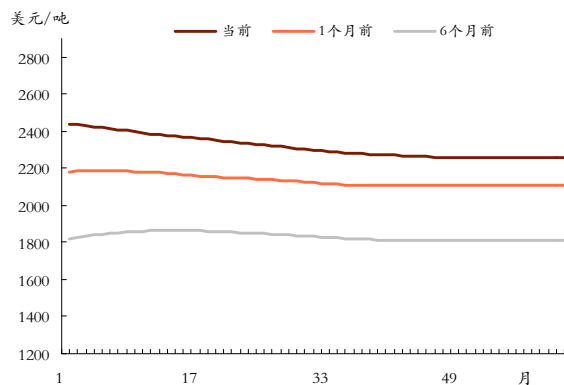
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 C43: LME 3 月期铅合约 60 天波幅



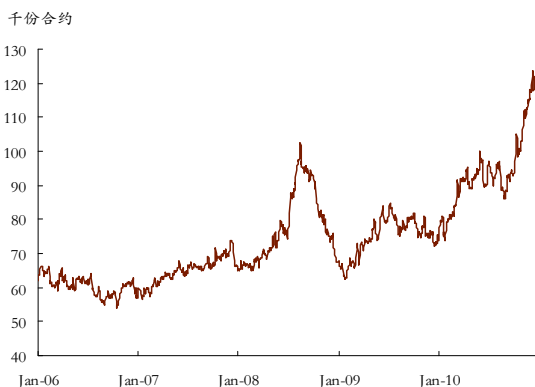
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C44: LME 铅远期曲线



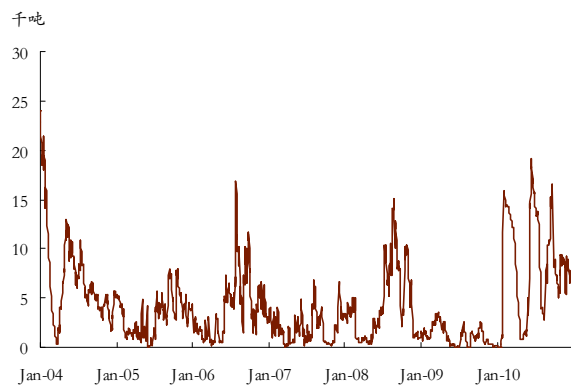
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C45: LME 铅未平仓合约



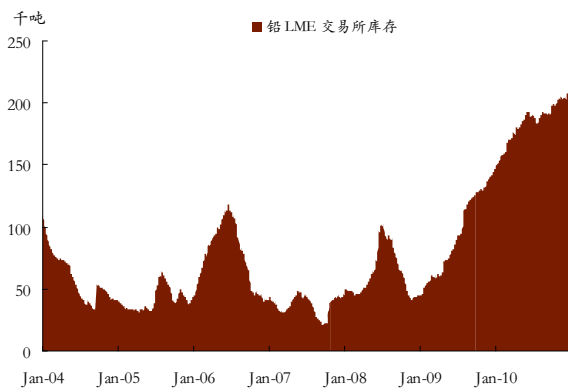
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C46: LME 铅注销仓单



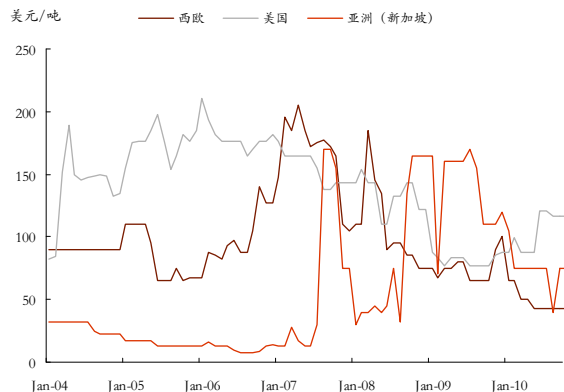
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C47: 铅交易所库存



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 C48: 贸易商铅价格升水



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED