

分析师： 关健鑫
执业证书编号： S0050210080002
Tel： 010-59355985
Email： guanjx@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

有色金属

投资评级

本次评级： 推荐
跟踪评级： 维持

市场数据

有色金属行业指数	4590.64
沪深 300 指数	3077.28
上证指数	2798.96
深证成指	11991.51
中小板指数	6784.63

行业指数相对沪深 300 表现

2010-2-9~2011-2-9

— 沪深300 — 有色金属

相关研究

伦铜迈向万美元时代

投资要点

● **伦铜迈向万美元时代。**铜价的强劲上涨势头在去年 11 月底就已经显现出来，虽然美元不断反弹，但铜价已经“不为所动”，伦敦金属交易所(LME)三个月铜价稳步突破了 8000 美元、9000 美元等重要关口。随着美元的反弹结束，铜价也发起了进攻，春节长假 LME 三月期铜价挑战 10000 美元的历史高点，在其不断创下历史新高的过程中，发达国家继续释放流动性、铜基本面看好、国际投行铜 ETF 基金的介入均给铜价以支撑。

● **发达国际继续释放流动性。**1 月 27 日美联储议息会议决定维持 0-0.25% 的低利率及 6000 亿美元的国债收购计划；2 月 3 日欧洲央行也决定继续将其基准利率维持在 1% 的历史低点不变。从目前情况看，在新的经济增长点出现之前，继续释放流动性、降低汇率仍是欧美主要经济体提升自身经济竞争力的重要手段。因此，主要经济体低利率的货币政策有望在较长的时间内维持，而如此长时间的低利率政策势必大大增加全面通胀的风险。

● **铜基本面依然看好。**由于预计需求增长、供应紧张，这也是 LME 铜价屡次创出历史新高的原因所在。

● **国际投行提前布局铜 ETF 基金。**锡金属在 LME 六种基本金属中率先创出历史新高，已成为有色金属的“排头兵”。除了锡金属的货币属性外，还有印尼因天气等因素的影响产量不断下滑、中国最大的锡企——云锡集团停产检修、LME 锡金属库存大幅下降等多重因素叠加所致。

● **铜价未见顶，创新高指日可待。**LME 三月期铜价已超过 9990 美元/吨，较 7 月初时上涨幅度近 50%，库存下降幅度进一步扩大。我们认为，在六种基本金属中铜的货币属性向来是最为强劲的，从基本面来看也是比较坚挺，主要原因在于中国铜消费较为旺盛，并且铜矿资源自给率仅为 25.79%，极低的资源自给率将铜价形成很强的支撑力量。

● **铜业股仍具投资价值。**当前受益于铜价的不断上涨，尤其是在国际铜价突破万美元的关键点位，与此同时，2011 年 TC/RC 冶炼费也较去年增长了 50%，铜行业上市公司的业绩均有明显的提高。鉴于资源储量、生产规模以及估值水平，建议投资者关注铜陵有色（000630）、江西铜业（600362）、云南铜业（000878）。

正文目录

一、伦铜迈向万美元时代	3
二、发达国家继续释放流动性	3
三、铜基本面依然看好	4
四、国际同行提前布局铜 ETF 基金	4
五、全球粮食价格飞涨，通胀形势严峻.....	5
六、铜价未见顶，创新高指日可待.....	5
七、铜业股仍具投资价值	6

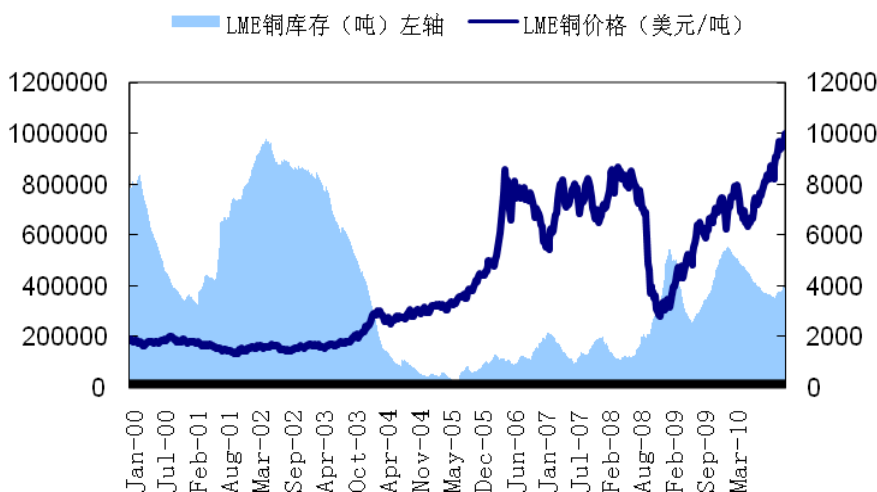
图表目录

图 1: LME 铜价及库存	3
图 2: 量化宽松、欧债危机、国内货币紧缩对 LME 铜价的影响	3
图 3: 2004 年全球最大黄金 ETF 基金 SPDR 成立以来助推金价进一步上涨.....	5
图 4: LME 铜价及库存	6
图 5: 铜价与利率的关系图	6

一、伦铜迈向万美元时代

铜价的强劲上涨势头在去年 11 月底就已经显现出来，虽然美元不断反弹，但铜价已经“不为所动”，伦敦金属交易所(LME)三个月铜价稳步突破了 8000 美元、9000 美元等重要关口。随着美元的反弹结束，铜价也发起了进攻，春节长假 LME 三月期铜价挑战 10000 美元的历史高点，在其不断创下历史新高的过程中，发达国家继续释放流动性、铜基本面看好、国际投行铜 ETF 基金的介入均给铜价以支撑。

图 1：LME 铜价及库存



数据来源：Bloomberg 民族证券

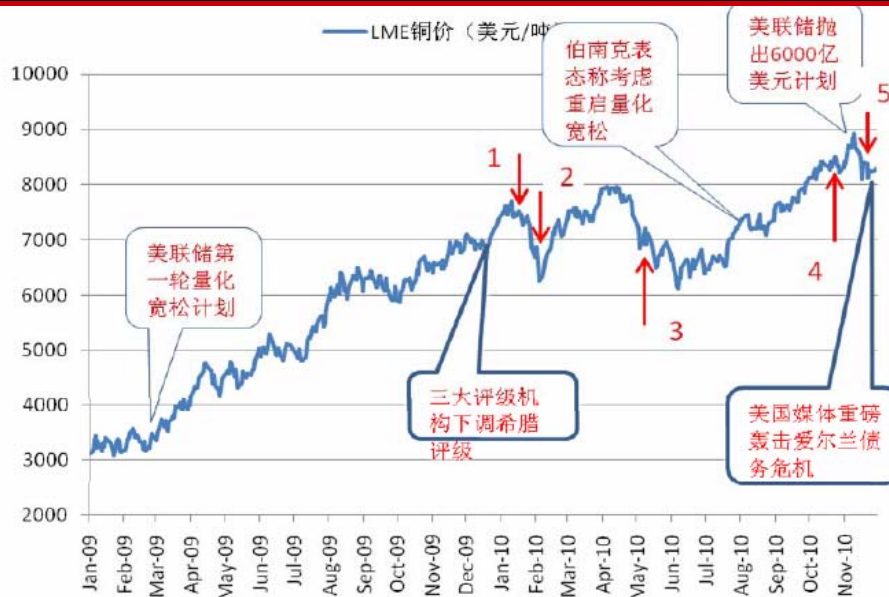
二、发达国家继续释放流动性

2011 年 1 月 27 日，为期两天的美国联邦公开市场委员会(FOMC)2011 年第一次政策会议落下帷幕，在此次会议中，美联储理事一致认为美国经济前景有所改善，但不会对其 6000 亿美元的国债收购计划(即第二轮定量宽松计划)作出改变，更不会提高联邦基准利率。2 月 3 日欧洲央行也决定继续将其基准利率维持在 1%的历史低点不变，欧洲央行当前的基准利率仍旧维持在“合适的”水平。

从目前情况看，在新的经济增长点出现之前，继续释放流动性、降低汇率仍是欧美主要经济体提升自身经济竞争力的重要手段。因此，主要经济体低利率的货币政策有望在较长的时间内维持，而如此长时间的低利率政策势必大大增加全面通胀的风险。与此同时，2011 年美国联邦政府财政赤字将达到约 1.5 万亿美元，居高不下的财政赤字已成为美国经济持续复苏的阻碍，奥巴马政府也多次公开承诺加大赤字的削减力度，但对外发行债券募集资金才是更现实、更好的选择。

众所周知，发达经济体释放的流动性多数流向了以中国为代表的新兴经济体，一定程度上导致新兴经济体出现了输入型通货膨胀，当然，新兴经济体也采取了一系列的货币紧缩政策抑制泛滥的流动性。我们认为，2011 年内左右以铜为代表的商品市场走势有三大因素：量化宽松、欧债危机、国内货币紧缩。如图 2，我们在 2009 年—2010 年铜价上标注出了三大因素发生的时点，其中数字 1、2、3、4、5 代表国内采取上调存款准备金率及加息的紧缩政策时点。

图 2：量化宽松、欧债危机、国内货币紧缩对 LME 铜价的影响



数据来源: Bloomberg 民族证券

不难发现,虽然2010年里欧债危机与国内货币紧缩的发生促使铜价出现一定程度下跌,但其产生的负面影响是有限的,仅在短时间内有效,很明显发达国家量化宽松的货币政策才是铜价上涨的根本驱动力。

目前来看,美国低增长、高失业、低通胀的情况仍将持续一段时间,美联储放松货币以刺激经济的方向没有改变。货币贬值将成为资源价格上涨的长期推动力量,有色金属正面临着资源价值的重估,其进程有望随着未来货币贬值和通货膨胀的加剧而加快。

三、铜基本面依然看好

由于预计需求增长、供应紧张,铜基本面依然看好,这也是LME铜价屡次创出历史新高的原因所在。2011年全球精铜需求温和增长。其中,中国仍是全球铜消费的中坚力量,2011年是中国“十二五”规划的开局之年,庞大的经济体仍是需要大量的基础原材料的。以最新国家电网公布的数据显示,2011年电网投资为2925亿元,比去年的2644亿增加11%;以高速铁路建设为例,在2011年将新增4715公里;此外,国家将建设保障性住房达到1000万套。种种迹象显示,2011年中国铜消费增长会在5%以上,仍给全球铜消费以极大带动。2011年,由于全球经济继续增长,铜消费增长会在3%以上。与此相比,铜供应却相对紧张,2011年1-11月,全球第一大铜生产国智利铜产量为492万吨,同比只增长0.1%;同期,第二大生产国秘鲁铜精矿产量为113.8万吨,同比增少2.67%。不仅产量有所减少,同比增速下降幅度也变大,众所周知,铜矿建设周期较长,近年来全球未发现新的大型铜矿,因此这种供应紧张的局面短期内难以改变。

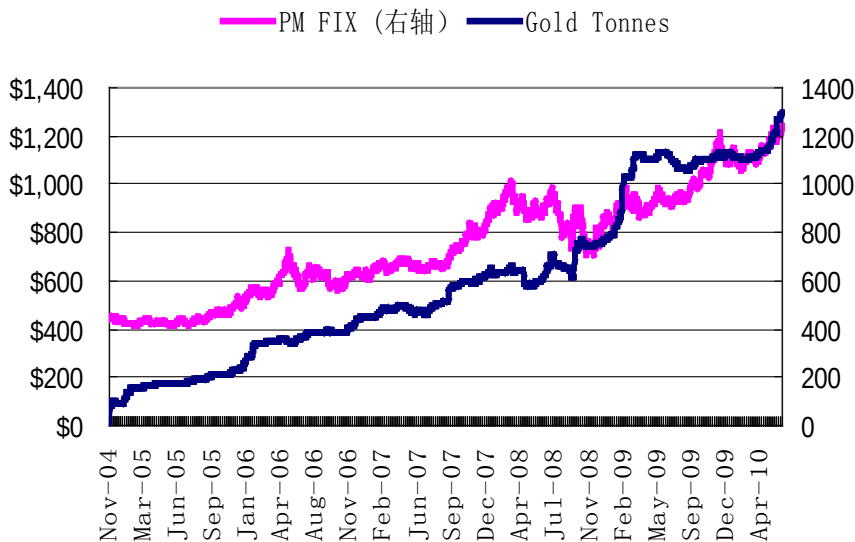
四、国际同行提前布局铜ETF基金

近两个月以来,在国际商品市场上有一件令人瞩目的事件,即国际投行提前布局铜ETF基金,包括JP摩根、贝莱德、ETF证券公司,各大国际投行正在计划推出现货铜ETF基金(交易性开放式指数基金),并开始购进大量期铜。其中,JP Morgan的现货铜基金将得到6.18万吨实物铜的支持;贝莱德的iShares Copper Trust将持有12.12万吨铜。此外,高盛和德意志银行也有意推出现货铜ETF基金的计划。据介绍,现货铜ETF基金并非只是一纸期货合约,而是允许散户投资于存放在伦敦金属交易所仓库的现货铜。这意味着ETF交易必须有实物铜作

为后盾，而这必将推高铜价。

以全球最大黄金 ETF 基金 SPDR 为例，其成立于 2004 年 11 月，自成立以来，国际金价与该基金的黄金持仓量一定程度上保持着上涨趋势，毫无疑问，ETF 基金的成立对于金价上涨起到了一定助推作用。

图 3：2004 年全球最大黄金 ETF 基金 SPDR 成立以来助推金价进一步上涨



数据来源：Bloomberg 民族证券

因此，在铜 ETF 基金成立以后，也将给予铜价必要的支撑作用。据权威机构预测，铜 ETF 基金的投资需求大概为 30 万吨—40 万吨铜。作为基本面短缺的品种，铜 ETF 基金的批量上市将进一步加剧紧张的供给层面。

五、全球粮食价格飞涨，通胀形势严峻

联合国粮食及农业组织 3 日发布的今年 1 月全球食品价格指数超过 2008 年“粮食危机”峰值，1 月全球食品价格指数为 231，与去年 12 月相比上升 3.4 个百分点，连续 7 个月上升，为粮农组织 1990 年开始统计全球食品价格以来最高。最近数月，全球多地频发暴风雪、洪涝、干旱等自然灾害，严重影响多个农业大国粮食生产，间接推高全球食品价格，食品价格飞涨助推通货膨胀。

六、铜价未见顶，创新高指日可待

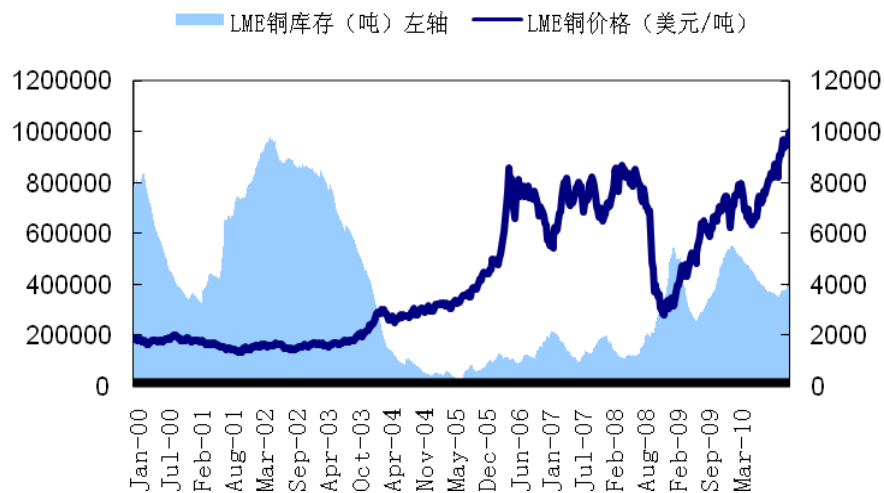
在 2010 年 7 月推出《新一轮全球资源品牛市正在走近》的专题报告中，我们即抛出了铜价未见顶，创新高指日可待，当时的 LME 铜价仅有 6500 美元左右。

2010 年 10 月 26 日在《证券时报》上发表的文章《铜价持续强势 三大铜业股含金量谁重？》，其中明确提出未来铜价创历史新高将成为常态化事件。

2010 年 10 月推出 2011 年度投资策略报告《全球货币博弈！有色谁主沉浮？》中，明确提出基于基本面考虑，继续看高铜价。

目前，LME 三月期铜价已超过 9990 美元/吨，较 7 月初时上涨幅度近 50%，库存下降幅度进一步扩大。我们认为，在六种基本金属中铜的货币属性向来是最为强劲的，从基本面来看也是比较坚挺，主要原因在于中国铜消费较为旺盛，并且铜矿资源自给率仅为 25.79%，极低的资源自给率将铜价形成很强的支撑力量。

图 4: LME 铜价及库存

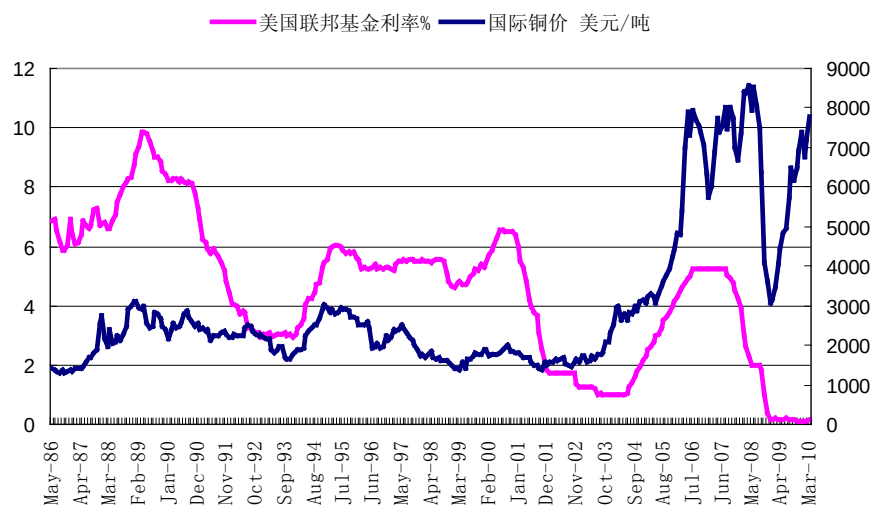


数据来源: Bloomberg 民族证券

那么，处于近 10000 美元/吨的国际铜价是否已经见顶？**我们的观点：国际铜价没有见顶，在未来一年内将创出历史新高。**

我们将 1986 年至今的美国联邦基金利率与国际铜价进行了比较分析，不难发现两者之间在表观上有着很强的联动性。在低利率阶段，国际铜价对流动性非常敏感，最能衡量全球流动性资金的去向，一旦流动性泛滥，国际铜价必然出现暴涨。目前，虽然美国、日本、欧洲等主要经济体的基准利率已降至历史最低点，几乎没有再下降的空间，但正如美联储高官所说的那样：“美联储购买 5000 亿美元资产刺激经济相当于降低基准利率 50 个基点至 75 个基点”。因此，全球第二轮“量化宽松”的货币政策同样不可小觑。不仅如此，经济基本面也在进一步好转，同样增加铜金属需求，支撑铜价走高，只有当利率提升至一定程度时足以抑制经济需求时，铜价才会见顶。

图 5: 铜价与利率的关系图



数据来源: Bloomberg 民族证券

七、铜业股仍具投资价值

长久以来，铜行业上市公司的股价对国际铜价保持着较高的敏感性，尤其是在国际铜价

突破关键点位后，股价就会有一个过度反应。随后股价就会进入盘整期，直至下一个关键点位，股价才会再度出现突破，A 股市场中的铜业股走势也是如此。当前受益于铜价的不断上涨，与此同时，2011 年 TC/RC 冶炼费也较去年增长了 50%，铜行业上市公司的业绩均有明显的提高，但由于各企业资源自给率不同，对成本的控制能力亦不相同，因此相关上市公司的表现也不尽相同。鉴于此，**建议投资者关注铜陵有色（000630）、江西铜业（600362）、云南铜业（000878）。**

分析师简介

毕业于哈尔滨工程大学产业经济学专业，经济学硕士学位、工学学士学位。2008 年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，具有证券执业资格。主要负责有色金属行业、旅游行业及相关上市公司的研究工作，对周期性行业及消费行业的发展动向有着深刻的理解，曾在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《中国有色金属》期刊上发表过相关研究报告。研究特长：从产业发展与公司财务运营的角度发掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn