



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

行业聚焦
研究报告

2011 年 3 月 17 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

2 月份中国铜贸易数据点评

雷声大，雨点小

2 月份铜进口数据不佳

即使考虑到假期因素，2 月份铜贸易数据依然令人担忧。未锻造的铜及铜材进口同比下降 27%，环比下降 35%。这意味着精铜进口约 16 万吨，降至 2008 年 11 月以来的最低点。鉴于现货铜升水不断下滑，且融资交易很可能导致了最近几个月精铜进口量的放大，市场担心低迷的数据是目前现状的反映。

1 月和 2 月合计数据显示供需面更为均衡

然而，如果从 1 月份和 2 月份的合计数据看，两个月的合计进口量同比下降 3%，表观消费量增加 4%，供需面更为均衡。1 月和 2 月的铜材产量同比增长 15%，表明最终需求依然强劲。

进口套利窗口即将开启？

近期沪铜/伦铜价差的缩窄被普遍认为是一个温和利好，预示进口意愿可望很快恢复。但我们依然认为这种可能性很小，因为上海期货交易所和保税仓库库存量的增加起到了一定的缓冲作用，使得进口套利窗口在短期内开启的希望渺茫（除非伦铜价格出现大幅下跌）。未来的净进口量预计会自 2 月份的低点有所回升，但上半年很可能将显著低于 2009/2010 的水平。

中国影响全球市场的关键在于铜进口总量，而不单单是精铜

中期看，关键的一点是无论中国的精铜进口对全球市场的拉动作用如何，其总体的影响力依然很大。随着国内精铜产量的不断增加，中国的铜精矿和废铜进口需求将继续保持旺盛，从而减少其他国家的矿产及精铜的供应来源。

¹ 报告贡献人：鲁杰、吴喆、刘峰

目录

中国铜贸易数据—雷声大，雨点小	3
1 月和 2 月合计数据显示供需面更为均衡	4
二季度进口量预计将继续保持低迷	5

图表

图表 1: 精铜进口量同比下降 27%，已降至 2008 年 11 月以来的最低点	3
图表 2: 进口套利依然不振，但近期已有所好转	3
图表 3: 自中东北非危机爆发以来，铝价表现显著强于其它金属	4
图表 4: 1 月和 2 月合计精铜进口数据明显更为合理	4
图表 5: 国家统计局发布的铜材产量增长数据依然强劲	4
图表 6: 中国 2011 年的最终需求增长依然有望达到 6.5%	5
图表 7: 精铜/铜材产量比率显著低于历史同期平均水平，反映季节性补库意愿不强	5
图表 8: 上海现货铜升水急剧下滑	5
图表 9: 虽然套利窗口关闭，去年四季度和今年 1 月份的进口量仍超出预期	6
图表 10: LME 韩国和新加坡仓库库存量的激增料来自于中国的保税仓库，反映了国内市场的相对过剩	6
图表 11: 2 月份有色金属进口数据	7
图表 12: 国家统计局 2 月份有色金属产量数据	7

中国铜贸易数据—雷声大，雨点小

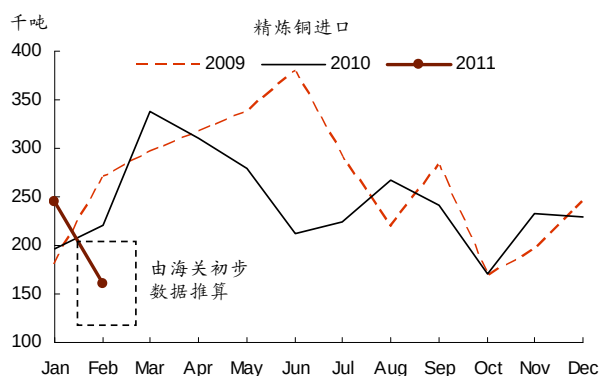
2 月份的铜贸易数据令人担忧。未锻造的铜及铜材进口量（包括精炼铜、铜合金及半成品）同比下降 27%，环比下降 35%。这意味着精铜进口量约 16 万吨，降至 2008 年 11 月以来的最低点。净精铜进口量预计更低，很有可能在 14 万吨以下，具体有待本月稍后公布的出口数据进行确认。从图形上看，这一走势严重背离了 2 月份正常的季节性增长规律（图表 1）。与此同时，上海现货铜升水的不断下滑显示现铜供应充足（部分电解铜现货报价升水降至零）。由于普遍认为融资交易很可能导致了最近几个月精铜进口量的放大，市场担心低迷的数据是目前现状的反映。

然而，如果从 1 月份和 2 月份的合计数据看，两个月的合计进口量同比下降 3%，表观消费量增加 4%，供需面更为均衡。1 月和 2 月的铜材产量同比增长 15%，表明最终需求依然强劲。

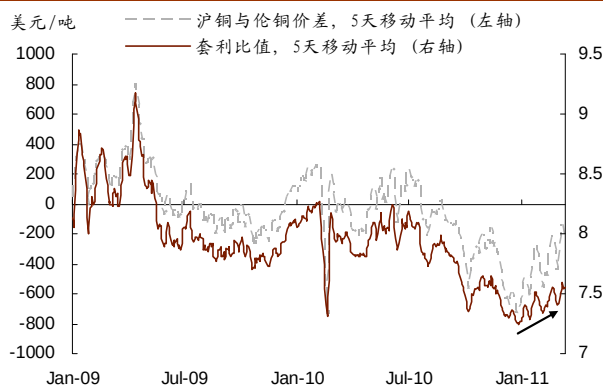
近期沪铜/伦铜价差的缩窄（图表 2）被普遍认为是一个温和利好，预示进口意愿有望很快恢复。但我们依然认为这种可能性很小，因为保税仓库库存量的增加²起到了一定的缓冲作用，使得进口套利窗口在短期内大幅开启的希望渺茫（除非伦铜价格出现大幅下跌）。因此，上半年的净进口量很可能将显著低于 2009/2010 的水平。在依然严峻的信贷紧缩形势下，融资交易可望继续拉动进口超出预期。

中期看，关键的一点是无论中国的精铜进口对全球市场的拉动作用如何，其总体的影响力依然很大。随着国内精铜产量的不断增加，中国的铜精矿和废铜进口需求将继续保持旺盛，从而减少其他国家的矿产及精铜的供应来源。

图表 1：精铜进口量同比下降 27%，已降至 2008 年 11 月以来的最低点



资料来源：中国海关总署，中金公司研究部



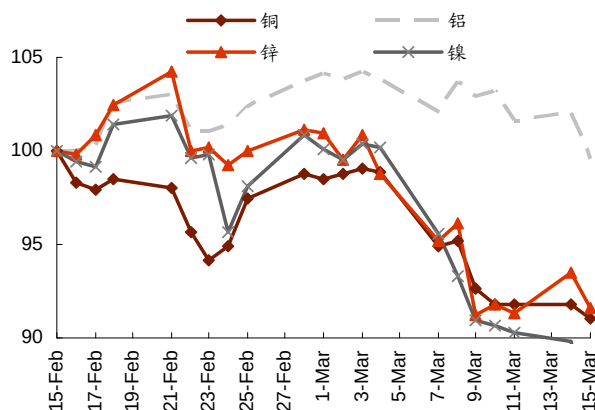
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

短期看，由于缺乏国内现货市场的支撑，铜价仍将受到中东北非局势引发的避险情绪的影响。日本强震将给短期需求造成一定的冲击，但中期的恢复重建将对铜需求形成利好。因此，我们目前对铜基本面仍持短期谨慎、中期看好的观点，年底目标价仍为每吨 11,040 美元。

鉴于中东北非危机目前仍是市场关注的主要焦点，我们重申相对看好受益于中东产量减少和能源价格上涨的铝（图表 3）。但我们同时也注意到，国家统计局公布的 2 月份铝产量初步数据（图表 12，第 7 页）高于我们原先预期的 130 万吨，因此一季度产量可能会高于我们预测的 390 万吨。如果事实的确如此，将有望缩小（但非消除）上半年的供应缺口并促使国内市场供求回归过剩状态。

² 最普遍的说法是保税仓库总库存量达到 60 万吨，自去年 7 月以来增加了 45 万吨。

图表 3：自中东北非危机爆发以来，铝价表现显著强于其它金属



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

1 月和 2 月合计数据显示供需面更为均衡

我们认为，将 1 月份和 2 月份的数据结合起来看更能反映实际情况。由于今年的整个春节长假都在 2 月份，发货均集中在 1 月份，因此假期因素的影响尤为显著。1 月和 2 月合计精铜进口数据较去年同期下降 3%，明显更为合理（图表 4）。

年初迄今，精铜表观消费量增长 4%，而更能反映实际消费的铜材产量³增长 15%（图表 5）。这一趋势更符合近期发布的宏观数据：1 月和 2 月固定资产投资同比劲升 24.9%，规模以上工业增加值同比增长 14.1%。我们预计中国 2011 年全年的消费增长将达到 6.5%，处于近年来的较低水平，但仍相当于全球消费增长的 70%（图表 6）。精铜表观消费量/铜材产量比率为 0.8，显著低于一季度历史平均值（自 2004 年以来平均为 0.91），反映季节性补库意愿不强，这与目前的超高价位以及我们在业内了解的情况相符（图表 7）。

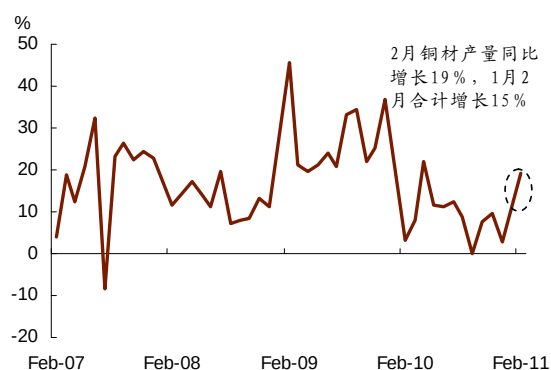
图表 4：1 月和 2 月合计精铜进口数据明显更为合理

	进口量			增长率		
	一月	二月	两月合计	一月	二月	两月合计
2005	113	110	223			
2006	71	53	124	-38%	-52%	-44%
2007	132	149	281	86%	178%	127%
2008	128	136	264	-3%	-8%	-6%
2009	180	271	451	41%	99%	71%
2010	197	221	417	9%	-19%	-8%
2011	246	160*	406*	25%	-27%*	-3%*

*由海关初步数据推出

资料来源：中国海关总署，中金公司研究部

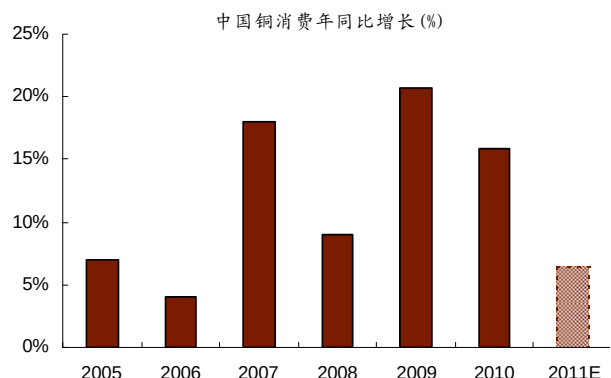
图表 5：国家统计局发布的铜材产量增长数据依然强劲



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

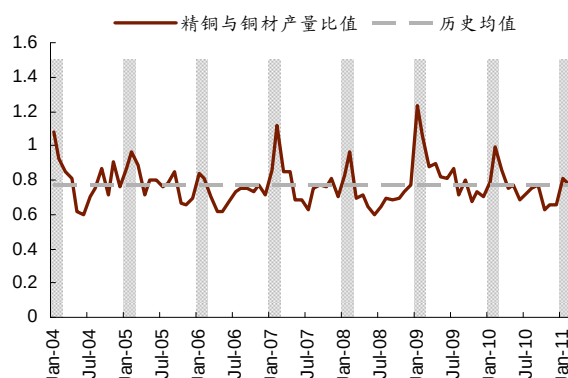
³ 我们在这里采用的是国家统计局发布的数据，比中国有色金属工业协会的数据要早。由于计算方法上的调整，我们主要依据的是 2 月份铜材产量增长率 19%，而不是其绝对数值 60.3 万吨，以保持数据的统一口径。

图表6：中国2011年的最终需求增长依然有望达到6.5%



资料来源：中金公司研究部

图表7：精铜/铜材产量比率显著低于历史同期平均水平，反映季节性补库意愿不强

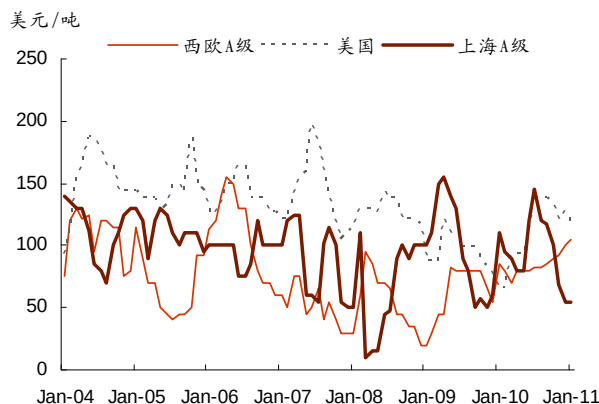


资料来源：CEIC，中金公司研究部

二季度进口量预计将继续保持低迷

我们认为未来2~3个月内进口大幅攀升的可能性很小（除非伦铜价格出现大幅下跌），净进口量仍将显著低于2009/2010年的水平。这是由于保税仓库库存量的增加起到了一定的缓冲作用，进口套利窗口在短期内大幅开启的希望依然渺茫。上海现货铜对其它市场的升水急剧下滑即说明了这一点（图表8）。

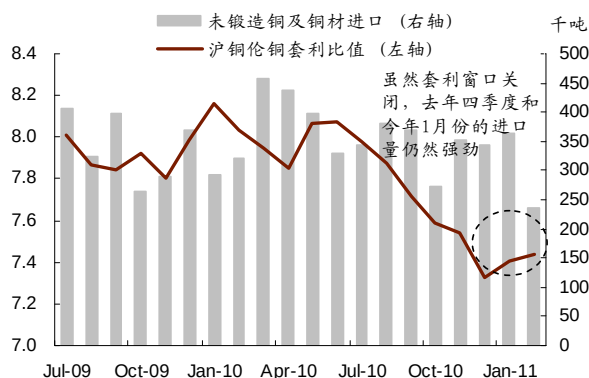
图表8：上海现货铜升水急剧下滑



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

然而，保税仓库库存量的增加在很大程度上受到融资进口交易的拉动。这进一步加剧了市场的相对过剩，并且这部分进口对去年下半年沪铜与伦铜的负套利价差并不敏感（图表9）。那么，关键的问题是这种融资进口是否将继续被大量采用。如果是（作为当前信贷紧缩形势下的一种融资途径），3月和4月的进口可望呈现强劲复苏。其结果将导致国内市场继续保持相对过剩的供求状态，延缓为满足最终消费的进口补库行为。

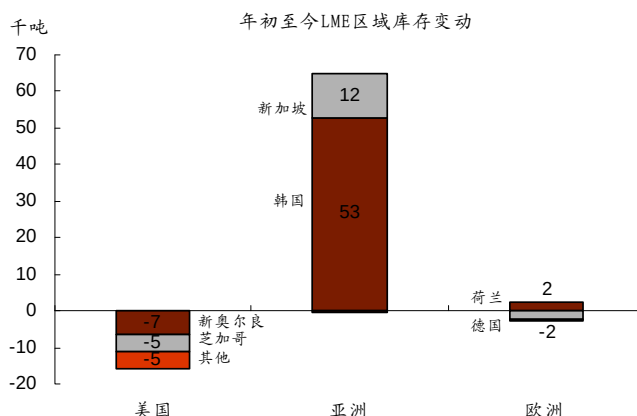
图表 9：虽然套利窗口关闭，去年四季度和今年 1 月份的进口量仍超出预期



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

国内市场的相对过剩亦体现在从中国流入 LME 韩国和新加坡仓库库存量的增加。年初迄今 LME 库存量已增加 4.8 万吨，几乎全部来自亚洲地区（韩国 5.3 万吨，新加坡 1.2 万吨）（图表 10）。除亚洲以外，欧美地区的库存变动均与宏观数据的向好保持一致。

图表 10：LME 韩国和新加坡仓库库存量的激增来自于中国的保税仓库，反映了国内市场的相对过剩



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

另外值得注意的是，由于我们对于国内精铜产量增速预测（11.2%）超出了今年的铜实际消费量增速（6.5%），因此精铜进口增幅预期不会太高。我们目前预计精铜进口量将达到 300 万吨，增幅 4.5%，对应平均每个月 25 万吨。为了达到这一目标，下半年的精铜进口需要恢复到 25~30 万吨的水平。虽然中国的精铜进口对全球市场的拉动作用将有所减弱，但这并不会降低中国进口需求的总体影响力。随着国内精铜产量的快速增加，中国的铜精矿和废铜进口需求将继续保持旺盛，从而减少其他国家的矿产供应来源，由此加剧全球范围的整体稀缺性。

其它数据：铝产量数据超出预期

国家统计局所公布的 2 月份铝产量数据为 130 万吨，较 1 月份小幅增加。这表明我们原先的一季度产量预测 390 万吨可能过低，而上半年的供应缺口虽不能完全消除，但应比预期要小，说明铝价的走强激发了超出预期的国内供给增加。但我们想提醒投资者注意，国家统计局的数据可靠性通常会比中国有色金属工业协会差一些，因此更确切的情况有待本月稍后公布的中国有色金属工业协会数据才能确认（图表 11 和 12）。

图表 11：2 月份有色金属进口数据

千吨	二月	同比增长%	一、二月合计	同比增长%
铜和铜材	235	-27%	600	-2%
铝和铝材	60	-6%	156	-3%
废铜	250	-11%	610	0%
废铝	140	-18%	370	-12%

资料来源：中国海关总署

图表 12：国家统计局 2 月份有色金属产量数据

千吨	二月	同比增长%	一、二月合计	同比增长%
精炼金属				
铜	386	4%	795	8%
铝	1,305	-1%	2,603	-2%
铅	289	40%	574	30%
锌	397	10%	799	-13%
镍	17	31%	39	47%
半成品				
铜材	603	19%	1,305	15%
铝材	1,848	53%	3,882	45%

资料来源：国家统计局，彭博资讯

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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