

2010年有色金属年度报告

金属走在复苏、通胀与流动性的平衡木上

刘碧沅 程伟 有色金属 研究员

电话: 020-38456825 020-38456848

eMail: lby@futures.gf.com.cn cw@futures.gf.com.cn

要点:

2009年有色金属除超跌反弹外,还受益于国家收储、经济企稳回升,全球各国加大财政政策刺激和注入流动性,美元贬值等等。当然,无论是哪个金属品种均带有浓厚的“中国味”,进口的大幅增加了市场信心。

2010年有色金属整体上强势有望延续,主要看点有三:基本面铜锌铝三个品种均有所改善,全球经济环境继续改善,通胀预期助推资源性品种。需要注意的是流动性的收缩预期,一旦流动性受到影响,如果没有经济的很好承接,或许会带来价格的调整,如果经济能够很好的承接,那么,回调也是很好的买入机会。

铜价格预测,全年或在6000-9000美元区间震荡运行,国内市场均价或在55000-65000之间。

锌价格预测,全年高点或在3000美元,国内市场或达到24000元,均价或在2200-2400美元之间,国内市场则在17000-19000之间。

铝价格预测,伦铝市场明年或在2100-2800美元/吨运行,国内市场或在16000-20000元/吨之间。

图 1: LME 铜 03 走势



图 2: LME 锌 03 走势



图 3: LME 铝 03 走势



目录索引

触及成本线，价格超跌，大幅反弹.....	5
2010 年金属涨势延续，焦点有三	5
宏观部分.....	6
全球经济正在稳步复苏.....	6
PMI 指数继续回升.....	6
经济领先指标好转.....	7
工业产值触底回升态势明显.....	7
通胀的脚步越来越近.....	8
有色金属下游产业预期向好.....	9
铜.....	13
行情回顾.....	13
行情分析.....	14
未来矿山供应紧张，供应过剩缩窄至基本平衡.....	14
下游复苏消费支撑，产业政策支撑.....	18
总述.....	20
锌.....	21
行情回顾.....	21
行情分析.....	22
矿山供应、精炼产量与需求同时增长，供应微幅过剩.....	22
下游消费继续支撑，镀锌钢、汽车产量均上行，2010 年有望继续保持较快增长.....	26
总述.....	27
铝.....	28
行情回顾.....	28
行情分析.....	29
成本增加是期铝上涨的重要推动力	29
供给过剩最坏的时候即将过去	30
总述.....	34

图表索引

图 1: PMI 指数走势	6
图 2: 美（新订单 PMI-库存 PMI）持续处于高位	6
图 3: 美国铝及有色金属订单	7
图 4: 美国领先指标变化	7
图 5: 主要经济体工业产值同比变化	7
图 6: CPI、PPI 同比增长情况	8
图 7: 中国国产汽车产销量同比变化情况	9
图 8: 2001-2009 年国产汽车整体销量	9
图 9: 美国国产、进口汽车销售情况	10
图 10: 美国 SP500 汽车制造指数	10

图 11: 欧元区西欧新车登记及同比变化.....	11
图 12: 商品房竣工、销售面积	11
图 13: M1 增速与国房景气指数的关系.....	12
图 14: 城镇固定资产投资完成额及累计同比	12
图 15: 三个月沪铜/LME 铜 03 比价关系走势	13
图 16: 上海现货升水走势	13
图 17: 交易所库存变化	13
图 18: 矿山产能与冶炼产能	14
图 19: 矿山产量与精铜产量	15
图 20: 铜精矿加工费走势	15
图 21: 表观供应量	16
图 22: 废铜进口量	17
图 23: 各项进口数据	17
图 24: 世界精炼库存以及价格趋势图	18
图 25: 全球需求趋势图	18
图 26: 月度铜材产量及同比图	19
图 27: 电力电缆产量保持增长, 幅度同比下降	19
图 28: 淡季中的产量依然增长	19
图 29: 冷柜同比大幅增长, 家用洗衣机产量同比继续增加.....	20
图 30: 汽车产销量继续在政策刺激下增长	20
图 31: 三个月沪锌/LME 锌 03 比价关系走势	21
图 32: 上海现货 0#锌升水走势	21
图 33: LME 交易所锌库存变化	21
图 34: 上海交易所锌库存变化	22
图 35: 精炼锌过剩缩窄	23
图 36: 锌精矿进口大幅增加	24
图 37: 2009 年加工费因矿山紧张上扬, 2010 年或因产能投产而低迷..	25
图 38: 表观供应量	25
图 39: 精锌进口数据	26
图 40: 全球精锌需求趋势图	26
图 41: 镀锌钢、汽车面积和房屋建筑面积均呈现上扬.....	27
图 42: 电解铝成本构成	29
图 43: CO2 成本对电力价格的间接影响在欧洲已非常显著	30
图 44: 全球铝产量及同比变化	30
图 45: 电解铝日产量(千吨)	30
图 46: 中国原铝产量及表观消费量	31
图 47: 全球电解铝消费构成	31
图 48: 2008 年中国电解铝消费构成	32
图 49: 中国原铝产量及表观消费量	32
图 50: IAI 生产商铝库存数据	33
表 1: 有色金属历史价格变化	5
表 2: 2009 年有色金属价格及成本	5

表 3: 西方国家的汽车刺激政策及效果	10
表 4: 机构预测铜供需平衡表	16
表 5: 机构预测锌供需平衡表	23
表 6: 2009 年国内锌精矿减产	24
表 7: 机构预测电解铝供需平衡表	34

前言

触及成本线，价格超跌，大幅反弹

表 1: 有色金属历史价格变化

	LME 铜	LME 锌	LME 铝
当前价格(2009 年 11 月 30 日)	6,915	2,425	2,260
过去 15 年平均价格(1994~2008)	3,144	1,395	1,753
历史最高价	8,900	4,603	3,271
历史高点时间	8-Jul	6-Nov	8-Jul
目前价格/历史平均价格	219.94%	173.84%	128.92%
目前价格/历史高点	77.70%	52.68%	69.09%

数据来源: 文华财经, 广发期货发展研究中心

表 2: 2009 年有色金属价格及成本

	LME 铜 03	LME 锌 03	LME 铝 03	沪铜 03	沪锌 03	沪铝 03
当前价格(12 月 21 日)	6,915	2,425	2,260	55,820	19,490	16,420
去年 10 月份以来价格曾触及:	2,818	1,046	1,280	21,940	8,400	10,140
2009 年内高点 (12 月 21 日止)	7,166	2,467	2,291	56,200	19,550	16,660
最高/最低	254.29%	235.85%	178.98%	256.15%	232.74%	164.30%
当前/最低	245.39%	231.84%	176.56%	254.42%	232.02%	161.93%
边际现金成本(2009E):						
90%以下	3747-3967	1,543	2,424			
75%以下	2865-3086	1,322	2,094			
50%以下	2204-2424	1102-1212	1763-1984			

数据来源: 麦格里银行, 广发期货发展研究中心

2010 年金属涨势延续，焦点有三

2009 年有色金属除超跌反弹外，还受益于国家收储、经济企稳回升，全球各国加大财政政策刺激和注入流动性，美元贬值等等。当然，无论是哪个金属品种均带有浓厚的“中国味”，进口的大幅增加了市场信心。

2010 年有色金属整体上强势有望延续，主要看点有三：基本面铜锌铝三个品种均有所改善，全球经济环境继续改善，通胀预期助推资源性品种。需要注意的是流动性的收缩预期，一旦流动性受到影响，如果没有经济的很好承接，或许会带来价格的调整，如果经济能够很好的承接，那么，回调也是很好的买入机会。

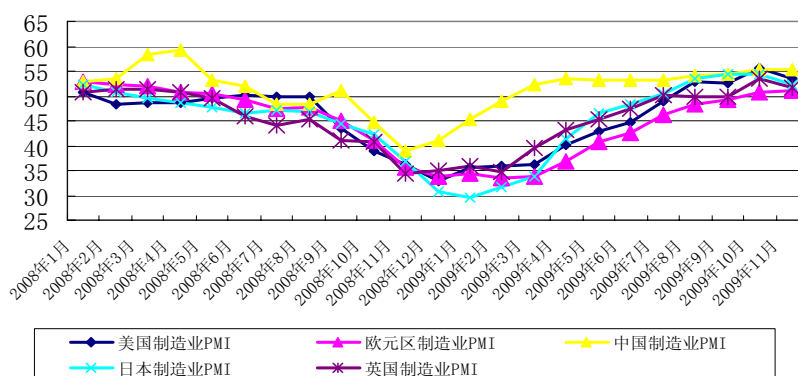
宏观部分

全球经济正在稳步复苏

PMI 指数继续回升

各国 PMI 指标继续回升，中国、美国、日本、欧元区等国及地区数据显示 PMI 均反弹至 50 的荣枯线之上，显示制造业已进入扩张期。

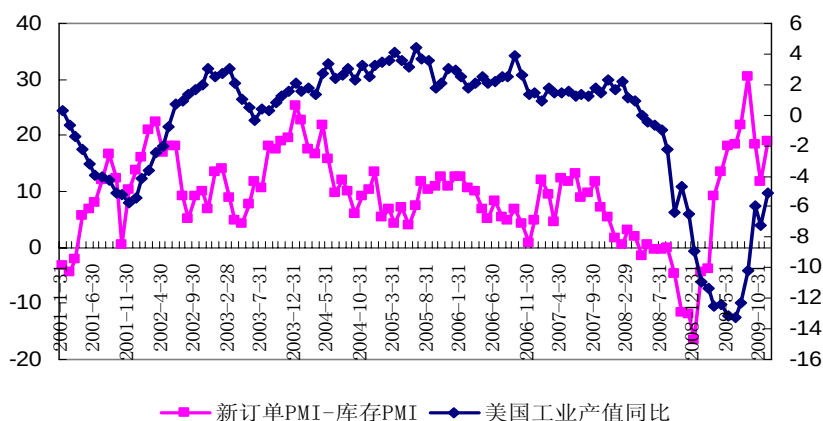
图 3：PMI指数走势



数据来源：Bloomberg, 广发期货发展研究中心

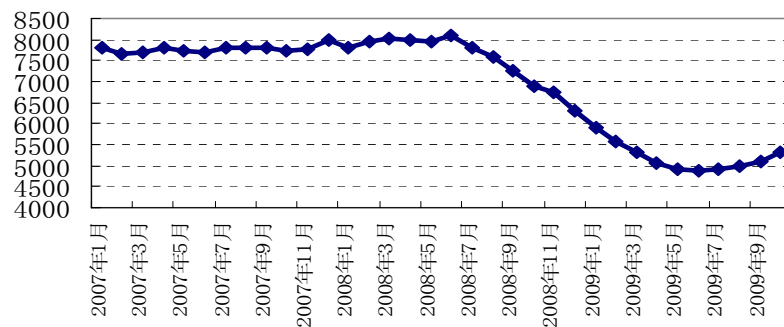
然而，美国新订单PMI与库存PMI的差持续在高位，表明在经济好转的初期补库行为还没有完成。同时，通过对新订单PMI与库存PMI的差值与美国工业产值进行分析发现，新订单PMI与库存PMI的差值通常会率先1-2个季度触底。预计明年上半年经济恢复较好的国家将完成补库，这会增加有色金属的需求。同时，从美国铝及有色金属未完成订单数据可以看出，有色金属需求正在触底回升。

图 4：美（新订单PMI-库存PMI）持续处于高位



数据来源：彭博、广发期货发展研究中心

图 5: 美国铝及有色金属订单

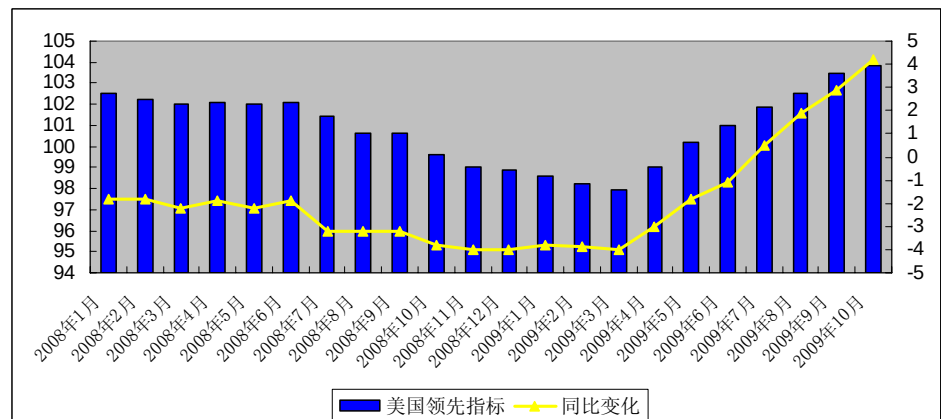


数据来源: 彭博、广发期货发展研究中心

经济领先指标好转

经济合作与发展组织 (OECD) 数据显示, 世界经济正显现出日益强劲的复苏信号, 一些主要发达经济体和中国都明显处于增长阶段。OECD 表示, 衡量该组织 30 个成员国经济体活动的综合领先指标 9 月份升至 100.6, 高于 8 月份的 99.3, 显示出强劲的复苏信号。同时, 美国经济咨商局 (Conference Board) 报告称, 截至 10 月份美国领先经济指标指数已连续第 7 个月攀升, 创下该指数自 2004 年以来最长连续上涨纪录, 表明美国经济复苏动力正在“逐步强化”。

图 6: 美国领先指标变化

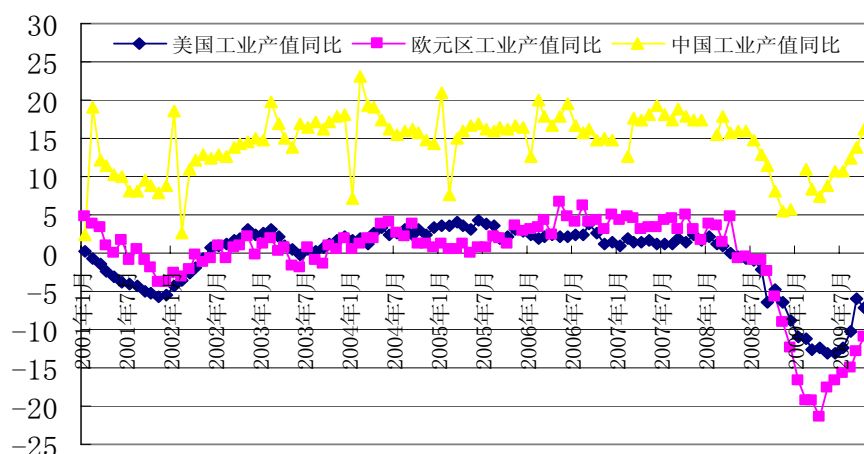


数据来源: Bloomberg, 广发期货发展研究中心

工业产值触底回升态势明显

数据显示, 主要经济体工业产值触底回升态势明显。

图 7: 主要经济体工业产值同比变化



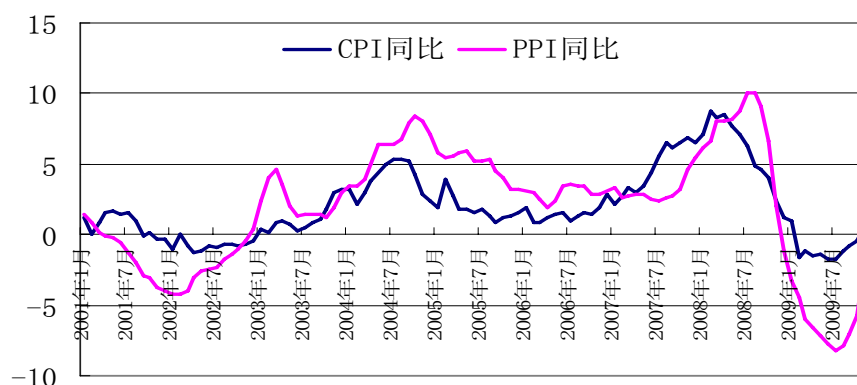
数据来源: Bloomberg, 广发期货发展研究中心

通胀的脚步越来越近

受到国家发改委上调全国非民用电价, 以及原油价格, 水价等影响, PPI 出现了较大幅度的拉升。由于 CPI 的八类构成中, 电价所占比重小, 目前拉升有限。但在依然宽松的货币政策大范围下, 企业生产成本的增加势必将成本转嫁给下游消费者, CPI 后市转正走强也仅仅是时间问题。

根据目前的经济形势, 我们维持宏观经济持续向好的判断不变, 且调高了对国内通货膨胀的预期, 预计将在 2010 年开始将逐步显性化。广发证券预计 2010 年 CPI 增速在 3.5% 左右。受此影响, 美元将继续贬值, 国际油价的再次攀升、避险资金进入有色金属, 房地产等行业寻求机会, 从而为有色金属的上行继续提供依托。

图 8: CPI、PPI 同比增长情况



数据来源: Bloomberg, 广发期货发展研究中心

关于原油, 受宽松货币政策和美元贬值推动, 2010 年以整体上扬为主, 同时原油供应吃紧和需求基本面因素亦将支撑价格。摩根大通认为炼化需求疲弱以及库存缩减对价格持续构成压力, 第一季料为每桶 72 美元。但经济成长, 库存下降和美元疲软将推动油价在第四季达到 85 美元。广发期货认为: 上半年纽交所原油近月合约主要运行区间为 65-75 美元/桶,

下半年纽交所原油近月合约主要运行区间为 80-90 美元/桶，全年均价为 80-85 美元/桶，较 2009 年上涨 15-20%。

有色金属下游产业预期向好

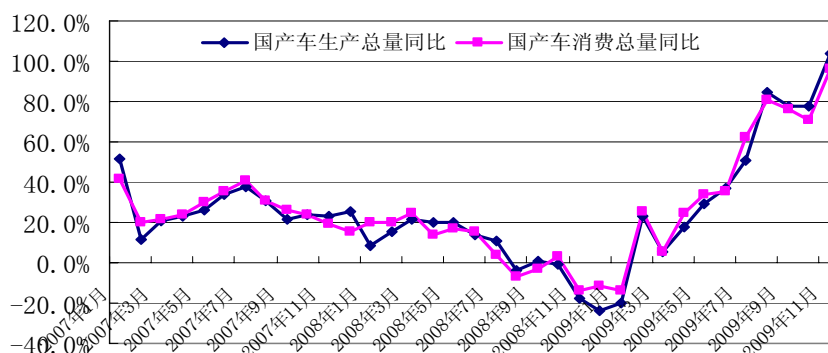
汽车行业

穆迪预计全球汽车市场2009年销量预计下降8%；2010年将企稳，销量增长2%；2011年全球车市才会真正复苏，预计届时全球车市将成长11%；但各地区会有很大差异。

2009年中国汽车市场的整体表现体现为“淡季不淡，旺季更旺”的景象，汽车产业调整振兴规划使得汽车行业重回上升通道。据中国汽车工业协会统计，今年1—11月，我国汽车产销量已超过1200万辆，预计全年将突破1300万辆。

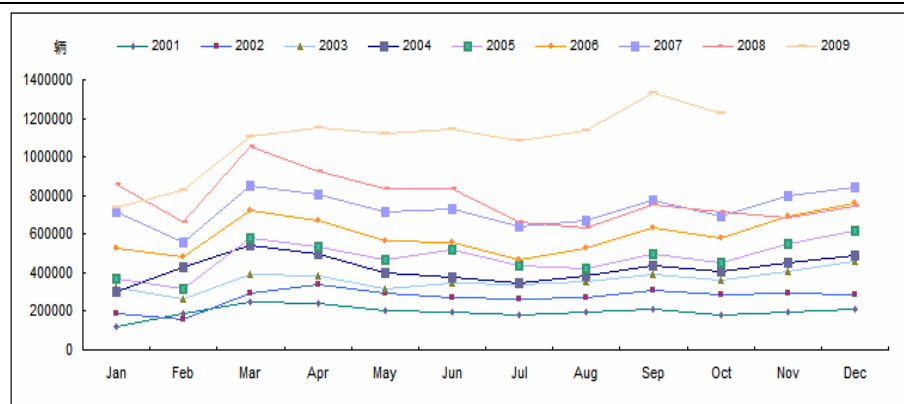
2009 年汽车销量将超过 1300 万辆，同比去年 938 万辆上升40%以上。在汽车下乡和以旧换新等新政下，据券商分析2010年预计中国汽车全行业产销量 2010年增幅同比将达到 18%左右。

图 9：中国国产汽车产销量同比变化情况



数据来源：Bloomberg, 广发期货发展研究中心

图 10：2001-2009年国产汽车整体销量



数据来源：Bloomberg, 广发期货发展研究中心

在过去的一年里，西方国家通过政策刺激等措施振兴国内汽车行业，并取得一定成效。不过，由于国外汽车普及率高，刺激政策过后，销售量

下滑明显。

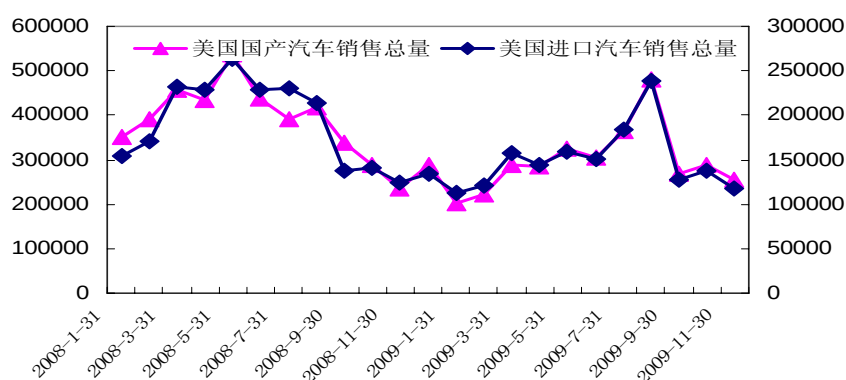
表 3: 西方国家的汽车刺激政策及效果

国家	刺激政策和实施时间	内容	效果
德国	“旧车换新车”政策。 2009 年1 月实施。	由政府财政出资 15 亿欧元补贴, 行驶 9 年以上的旧车抵扣最多 2500 欧元新车购车款。后追加出资到 50 亿欧元, 申请期限延长到 12 月 31 日。	今年上半年, 德国国内汽车销量为 206 万辆, 同比上升 26%。其中, 3 月份汽车销量升幅高达 40%, 并创下 17 年来最高月销量纪录。月份销量继续同比增长40%, 7 月份维持 30%的同比增长幅度。
美国	“旧车换新退税”政策。 2009 年 7 月 1 日实施。	报废高油耗旧车并购买节能新车, 将获得3500-4500 美元退税。总金额达 10 亿美元, 后政府已于 7 月 31 日追加了 20 亿美元资金。	7 月美国汽车市场销售了 997824 辆轿车及轻型卡车。
英国	“汽车报废计划”。2009 年 6 月 1 日实施。	消费者将使用时间超过 10 年的旧车提前“报废”, 并同时购买新车, 政府就会提供 1000 英镑的补贴, 汽车生产商也将给予不低于 1000英镑的价格优惠。	6 月份英国汽车销量降幅明显收缩, 汽车销量为 17.6万辆。7 月, 英国汽车销量同比增加 2.4%, 为 15 个月来首次上升。

2009年, 美国汽车工业跌至30年以来的低谷, 美国政府的“以旧换新”政策, 大约增加了70万辆新车的销量, 取得了“短暂的繁荣”, 此后几个月份产销量有所回落。

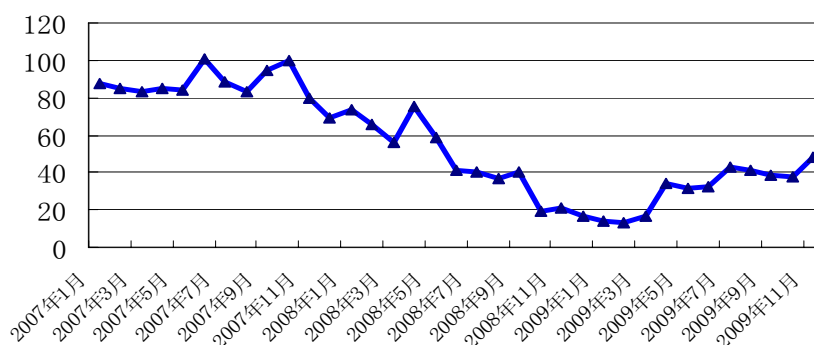
据美国汽车调查中心(Center for Automotive Research, 简称CAR)最新预测, 2010年美国汽车新车销量将上涨20%至1240万辆。

图 11: 美国国产、进口汽车销售情况



数据来源: Bloomberg, 广发期货发展研究中心

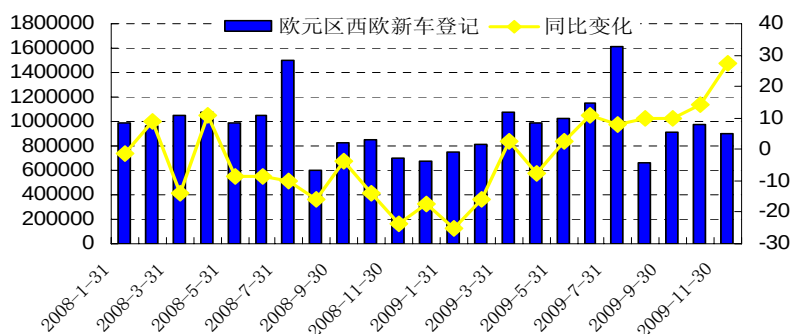
图 12: 美国SP500汽车制造指数



数据来源: Bloomberg, 广发期货发展研究中心

欧洲市场, 旧车报废补贴计划的效果消退, 经济复苏的迹象还需更多时间才能提升消费者信心, 预计 2010 年, 欧洲市场销量预计下降 9%。

图 13: 欧元区西欧新车登记及同比变化

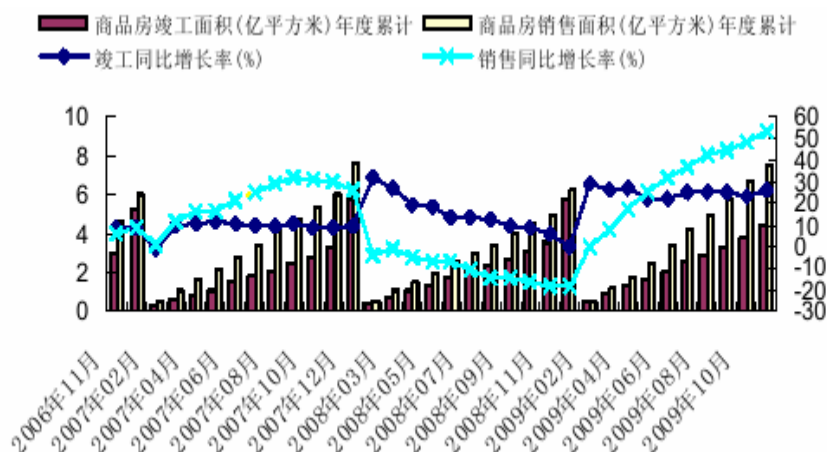


数据来源: Bloomberg, 广发期货发展研究中心

房地产行业

房地产市场来看, 中国市场率先回暖并出现强劲反弹。2009年中国房地产市场销售恢复, 可售房存量已降至低位。根据国家统计局数据1-11 月竣工面积累计 4.42 亿平方米, 同比上升25.98%。1-11 月销售面积累计 7.52 亿平方米, 同比上升 53.01%。

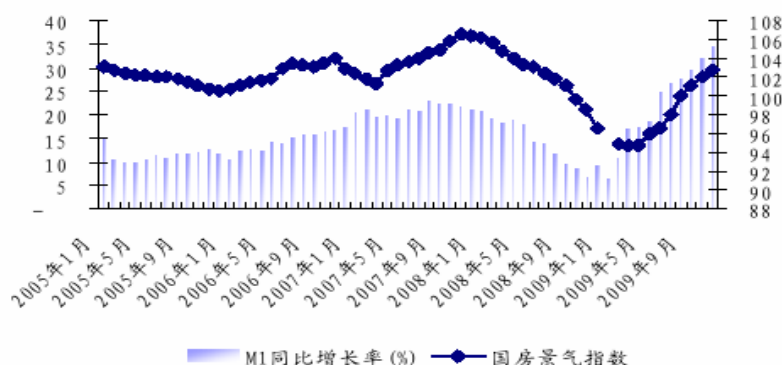
图 14: 商品房竣工、销售面积



数据来源: Bloomberg, 广发期货发展研究中心

2009 年 12 月召开的中央经济工作提出, 要保持宏观经济政策的连续性和稳定性, 继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。适度宽松的货币政策, 将有利于房地产市场的稳定发展。

图 15: M1增速与国房景气指数的关系

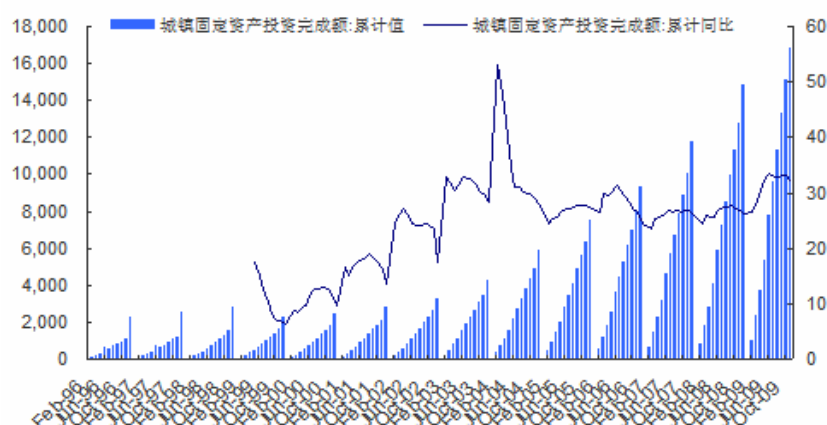


数据来源: Bloomberg, 广发期货发展研究中心

同时, 固定资产投资的持续增加将促使新开工面积和施工面积将明显回升, 据广发证券预计 2009 年城镇固定资产投资同比增长 30%, 2010 年城镇固定资产投资同比增长将达 26.2。

房地产将成为 2010 年金属需求的引擎。在中国建筑需求分别占到铜、铝、锌总需求的 3%、38%、50%, 当房地产市场开工率提高时, 有色金属行业能够普遍受益。

图 16: 城镇固定资产投资完成额及累计同比



数据来源: Bloomberg, 广发期货发展研究中心

铜

行情回顾

截至 12 月 15 日收盘数据, LME 铜自去年 12 月触底以来, 上涨幅度达 154%, 沪铜则达 150%, 从增长幅度看, 铜当之无愧是 2008 年的商品之王。

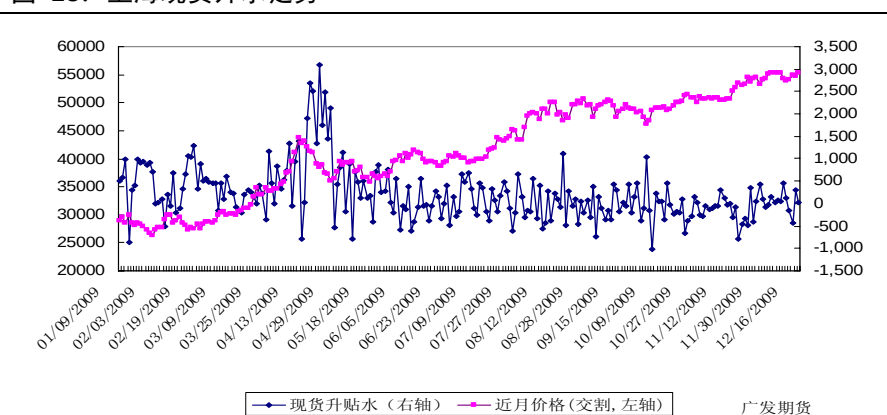
揪其原因, 确是多方面: 其一, 超跌反弹, 价格从 2008 年大幅下跌, 跌幅也多达 60% 以上, 最低价跌穿了 90% 矿山的冶炼成本线, 存在技术和成本方面的支撑; 其二, 各国大量注资, 货币政策“定量宽松”, 使得全年的流动性保持充裕; 第三, 废铜供应紧张, 精炼铜进口持续大幅增长, “中国因素”脱颖而出, 成为支撑全球价格的“稻草”; 第四, 各国诸多财政政策, 美国汽车刺激法案以及中国的 4 万亿投资计划、家电下乡、汽车下乡和“以旧换新”政策等确实拉动了金属需求; 第五, 美元贬值, 以美元标价的金属价格直接受益; 第六, 通胀预期, 因 2009 年的大幅流动性注入, 市场对未来经济复苏后发生通胀的预期, 导致今年金属价格没有停止过上涨的脚步。

图 17: 三个月沪铜/LME 铜 03 比价关系走势



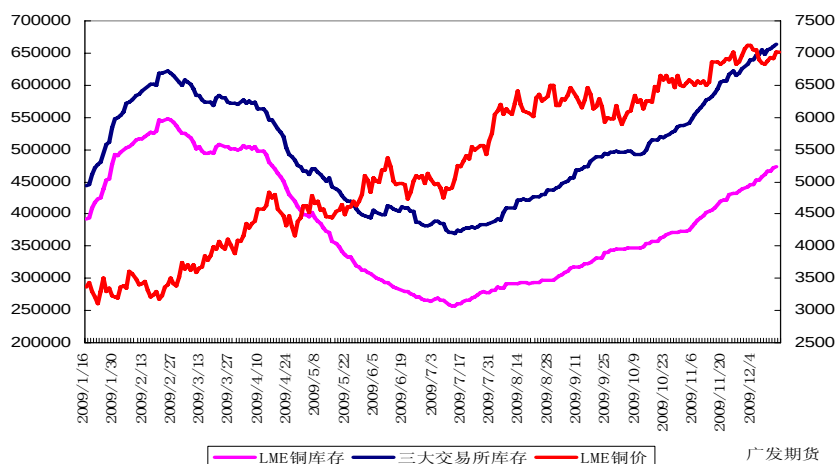
数据来源: 文华财经、广发期货发展研究中心

图 18: 上海现货升水走势



数据来源: 上海金属网、文华财经、广发期货发展研究中心

图 19: 交易所库存变化



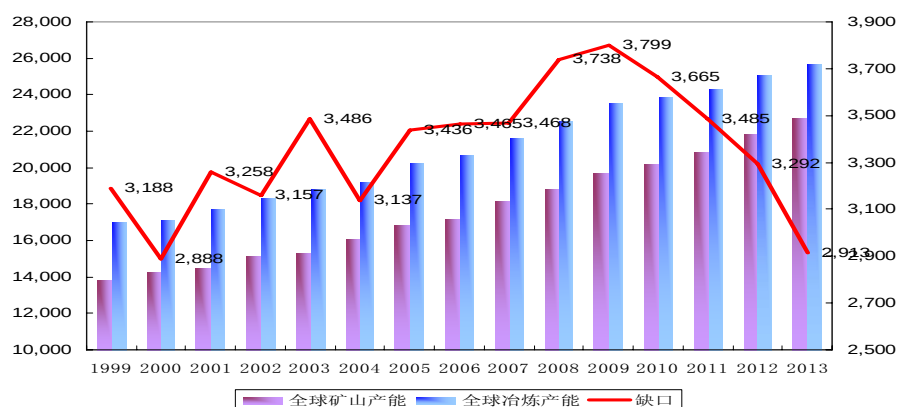
数据来源: bloomberg、广发期货发展研究中心

行情分析

未来矿山供应紧张，供应过剩缩窄至基本平衡

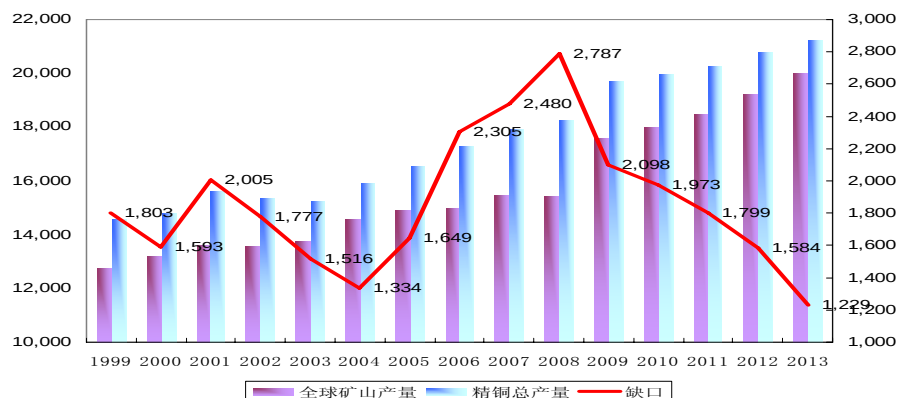
从国际铜研究小组 (ICSG) 的 2008-2013 年的铜矿及冶炼产能预估数据可以看出，未来矿山供应紧张的状态有望缓解，当然，两者的产能利用率都在逐步走低，这直接影响到产量的增长。我们将产能利用率进行移动平均化来计算，冶炼产能利用率低于矿山产能利用率，如果后期延续这种状态的话，那么，两者之间的缺口会进一步缩小，短期内，矿山缺口依然较大，见图 18。

图 20: 矿山产能与冶炼产能



数据来源: ICSG、广发期货发展研究中心

图 21: 矿山产量与精铜产量



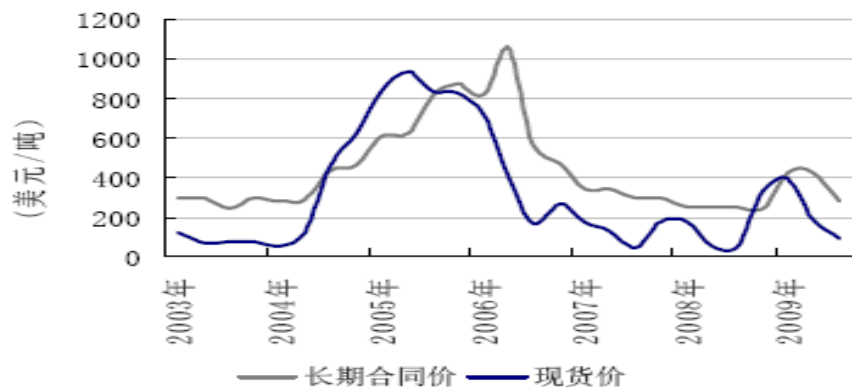
数据来源: ICSG、广发期货发展研究中心

加工费将降低

目前,中国冶炼商仍在与全球铜矿商就2010年有期加工费进行谈判,双方尚未敲定2010年的费用。近三年加工费一跌再跌,早已跌破国内企业的生产成本90美元/吨,目前国内的现货市场加工费已有低于每吨10美元和每磅1.0美分的成交。预计最终长协铜矿加工费或在50美元/吨,5美分/磅。在这一加工费下,铜冶炼厂将面临亏损。

硫酸价格、铜价以及汇率等将是影响明年加工费水平的重要因素,同时国际上一些意外事件可能也将对此有重大影响(如去年Sterlite由于不可抗力使加工费提升)。

图 22: 铜精矿加工费走势



数据来源: CRU、安信证券

供应过剩将缩窄

机构之间预测差异较大,从目前的铜精矿加工费谈判可以看出上游矿山供给紧张,因此,能否呈现6.7%的增长让人质疑,另外,我们认为随着经济复苏,西方需求将转好,这将带来较大增长率。总体上,我们认为2010年的供需基本平衡,好于2009年的基本面。

表 4: 机构预测铜供需平衡表

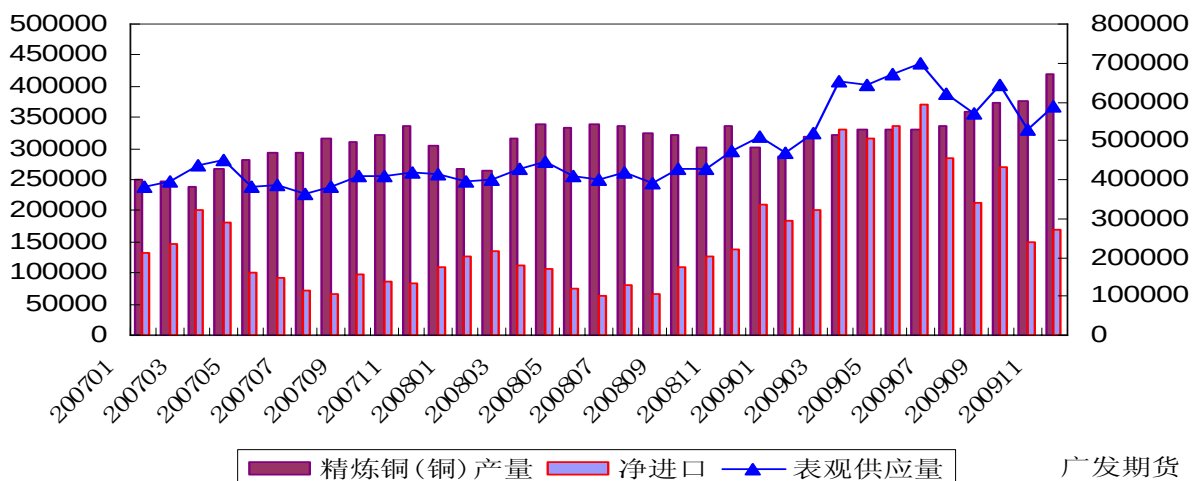
CRU 预测	2008	2009	2010E
供应	1,810	1,740	1,763
变化	0.90%	-3.90%	1.40%
需求	1,772	1,643	1,745
变化	-1.70%	-7.30%	6.30%
供需平衡	38	97	18
ICSG 预测	2008	2009	2010E
供应	1824	1848	1973
变化	1.70%	-3.70%	6.70%
需求	1799	1723	1833
变化	-1.00%	-4.30%	6.40%
供需平衡	24.9	34.5	41.8

数据来源: CRU 、 ICSG

2010 年度铜紧张会缓解, “中国因素” 贡献率减小

今年废铜紧张有多方面的因素, 随着明年全球经济复苏, 废铜供应量将增加, 另外, 价格稳定, 进口参与程度会增加, 加上今年海关把关严格, 进口将呈现有序状态, 不会造成港口大批积压的情况。废铜进口逐步恢复常态, 精炼铜的进口减少则在情理当中, “中国因素” 对铜价的贡献率减小。

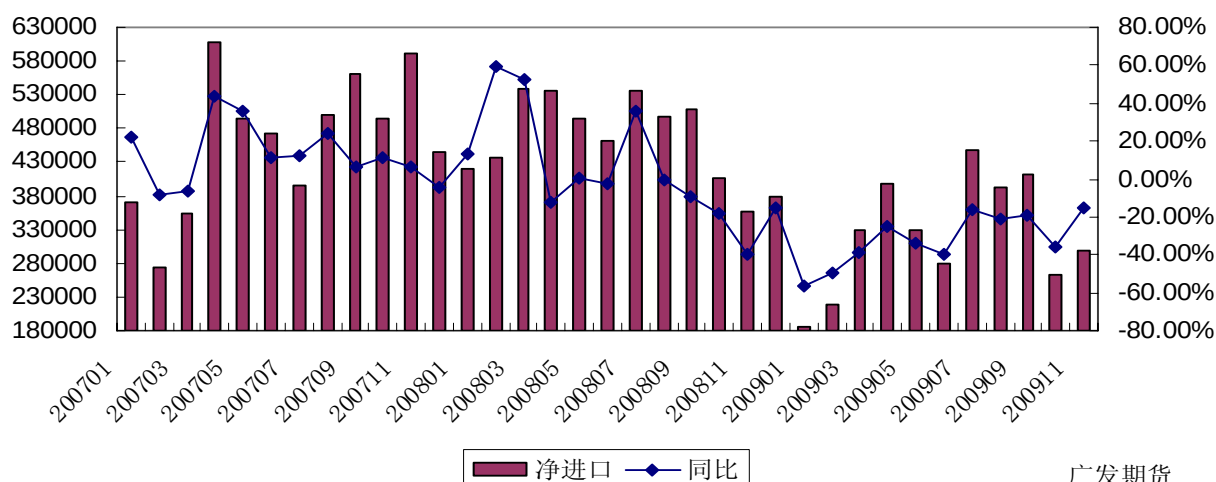
图 23: 表观供应量



广发期货

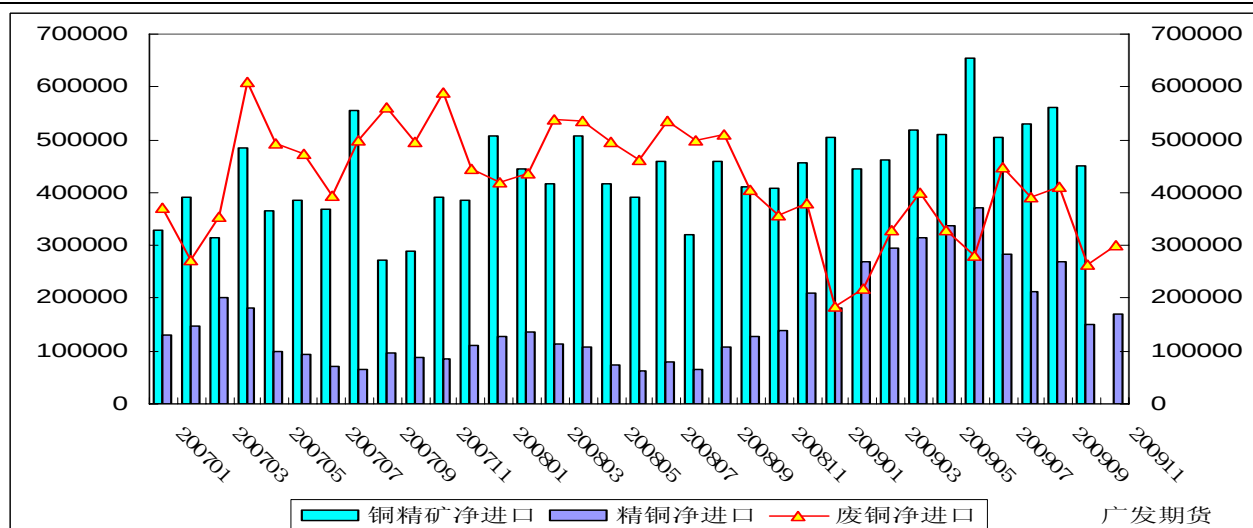
数据来源: 中国金属网、广发期货发展研究中心

图 24: 废铜进口量



数据来源：中国金属网、广发期货发展研究中心

图 25: 各项进口数据



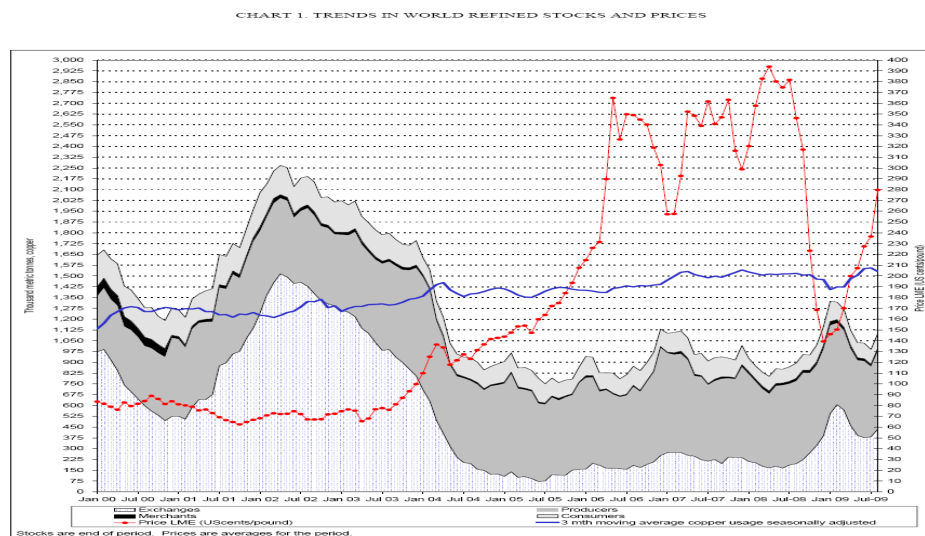
数据来源：中国金属网、广发期货发展研究中心

库存或在供应紧张下逐步释放并消化

从图上我们可以看出，铜价与库存变化基本负相关，当然这些库存不仅仅是交易所库存还有生产者库存、商业库存、消费者库存等等，从图上看，价格变化一般先于库存变化，因此，如果说明年的库存有望在消费复苏的基本上减少的话，那么，铜价将提前消化这一利好。如果下游消费没有很好的承接，库存呈现持续扩大的情形，那么，铜价很可能会再次回落。

目前，三大交易所库存正在不断上升，这可能是隐性库存逐步显性化，但是单纯从中国的隐性库存量，我们判断，全球总库存量或不止 120 万吨。当然，和历史上的峰值 225 万余吨不可同日而语，但是在历史走势中，库存总量的增加对价格的压制很大。

图 26: 世界精炼库存以及价格趋势图



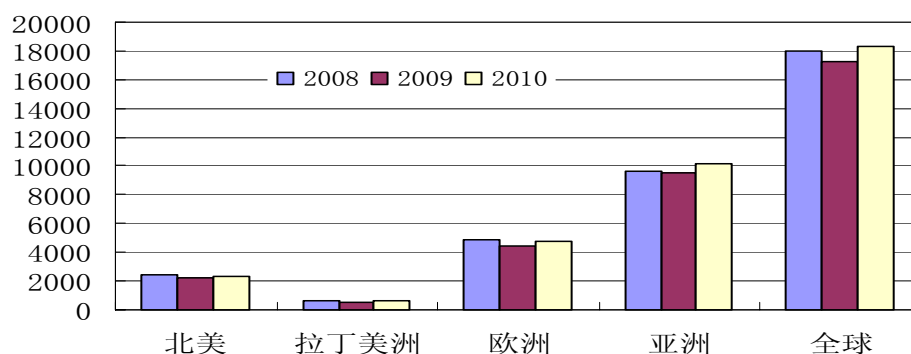
数据来源: CRU 、ICSG

下游复苏消费支撑，产业政策支撑

2009 年的消费相对强劲，据我们初步估计，全年消费同比增长 72 万吨以上，当然，全年的表观供应量同比或增加 200 万吨，因此，除去国家收储和废铜进口减少所致的精炼替代产量，不少精炼铜将成为隐性库存，这个数据大致在 60 万吨上下。

当然，2010 年会随着经济复苏，西方消费有望转暖，改变目前的负增长状态，而中国消费则在产业政策的支撑下，有望和今年持平，增长率将降低。

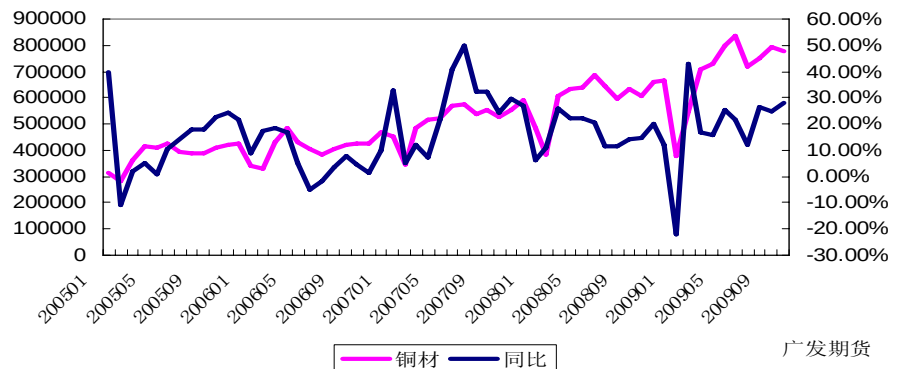
图 27: 全球需求趋势图



数据来源: ICSG

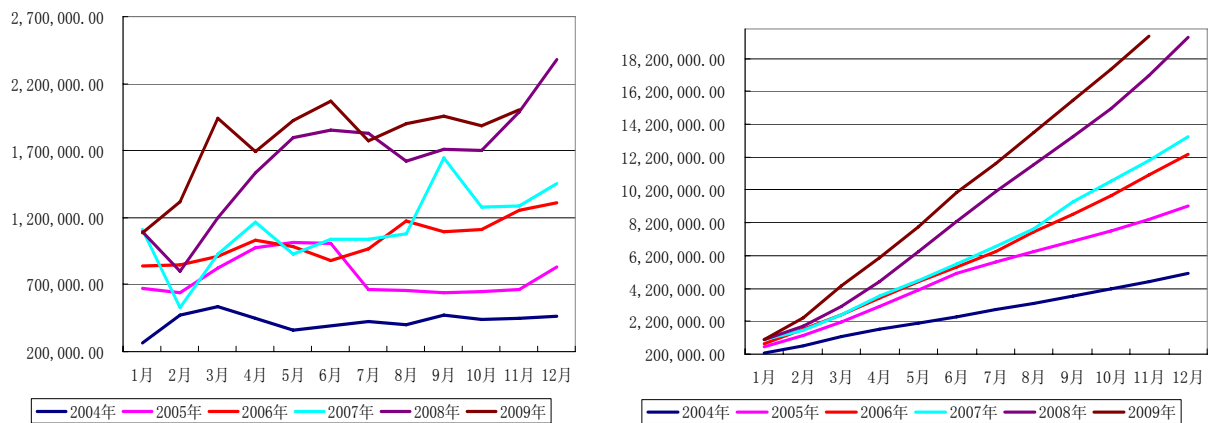
国内市场消费保持高速增长，铜材 1-10 月累计产量增长 28%，而从各个行业来看的话，国内市场也保持强劲增长，从产量增长的月度变化也不难看出，国家的家电下乡、汽车下乡和以旧换新政策均带来消费贡献，从国家的政治经济会议看，这些财政政策有望持续执行。

图 28: 月度铜材产量及同比图



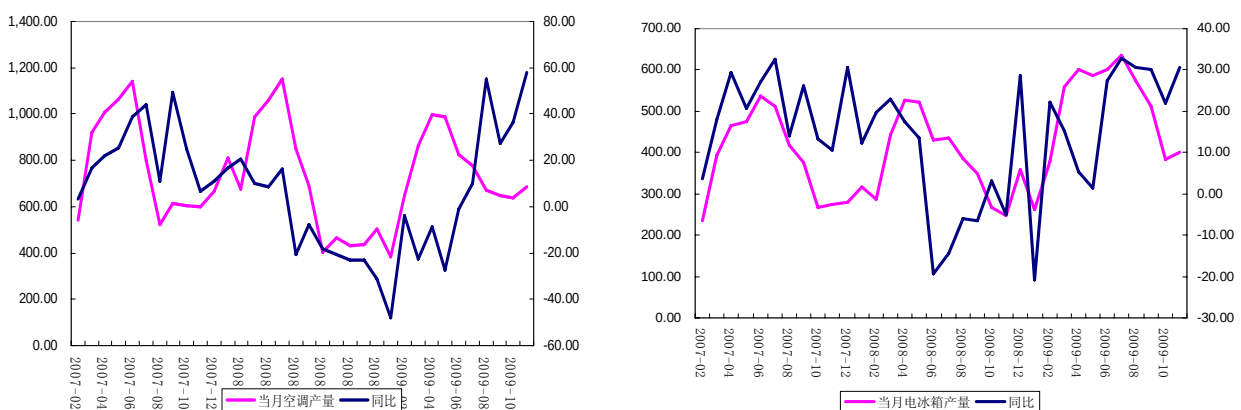
数据来源: 中国金属网

图 29: 电力电缆产量保持增长, 幅度同比下降



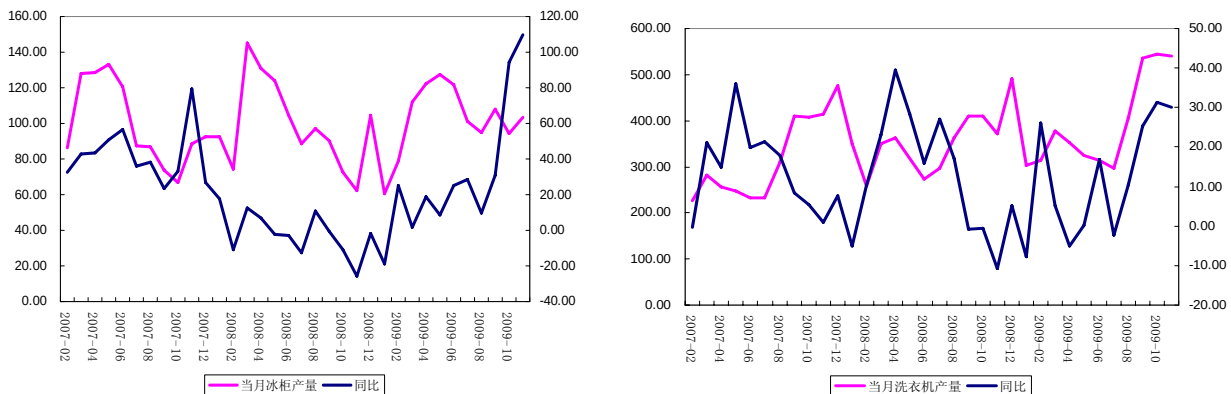
数据来源: WIND、广发期货发展研究中心

图 30: 淡季中的产量依然增长



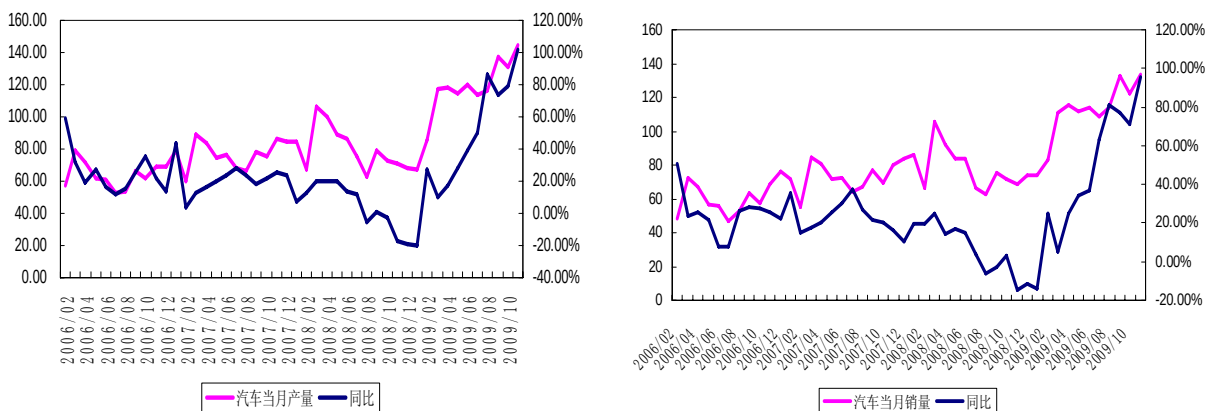
数据来源: WIND、广发期货发展研究中心

图 31: 冷柜同比大幅增长, 家用洗衣机产量同比继续增加



数据来源: WIND、广发期货发展研究中心

图 32: 汽车产销量继续在政策刺激下增长



数据来源: WIND、广发期货发展研究中心

总述:

基本面看, 2010 年好于 2009 年, 不仅仅因上游矿山供应紧张, 且因全球经济复苏, 西方需求转暖。中国因素在明年贡献率减小, 但因财政政策依然执行, 需求依然保持一定增长。

明年上半年, 估计各个国家发生货币退出政策的风险较小, 因此在流动性充裕的环境里面, 金属依然是牛市行情, 但是下半年的政策风险较大, 如果 CPI 保持高位, 流动性出现紧张或出现了收缩预期, 那么, 金属价格都会进行一定的调整。如果经济能够很好的承接, 那么, 这种调整正是买入的机会, 如果不能, 那么, 或许大幅度的调整将发生。

对于价格预测, 全年或在 6000-9000 美元区间震荡运行, 国内市场均价或在 55000-65000 之间。

锌

行情回顾

锌价在 2009 年的上涨幅度在商品中也很耀眼，从去年底最低的 LME 锌 1046 美元上涨至 2450 美元，涨幅高达 134%，沪锌则从 8400 元/吨上涨至 12 月中旬的 19200，上涨幅度高达 129%，涨势相当迅速。

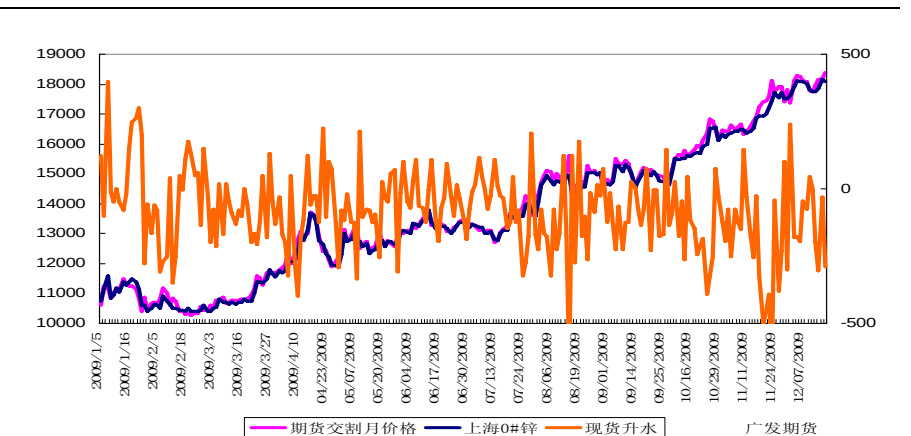
锌价上涨的原因和电解铜上涨有诸多相似的地方，比如，两者均受益国家收储，都有超跌反弹、成本支撑的因素，也都受益于全球的定量宽松的货币政策，中国的 4 万亿投资拉动以及适度宽松的货币政策、以及对汽车家电的一些产业刺激政策等等均拉动了下游需求，造成价格的大幅飙升。

图 33：三个月沪锌/LME 锌 03 比价关系走势



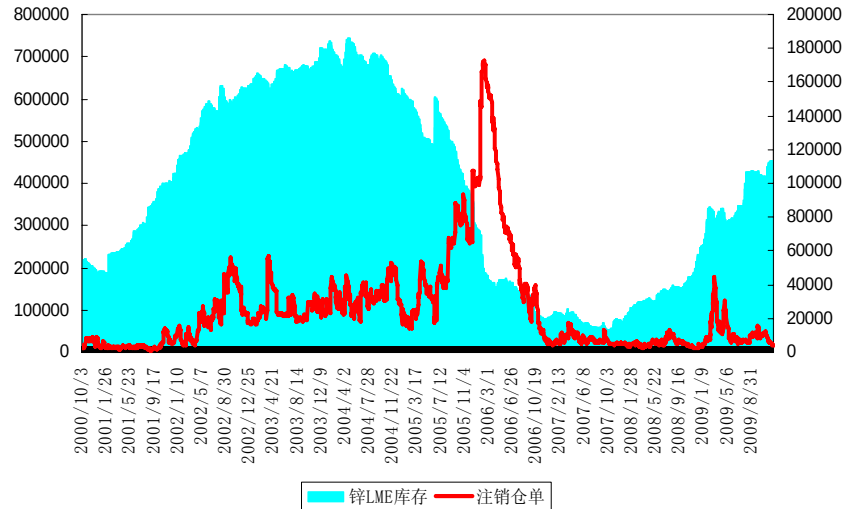
数据来源：文华财经、广发期货发展研究中心

图 34：上海现货 0# 锌升水走势



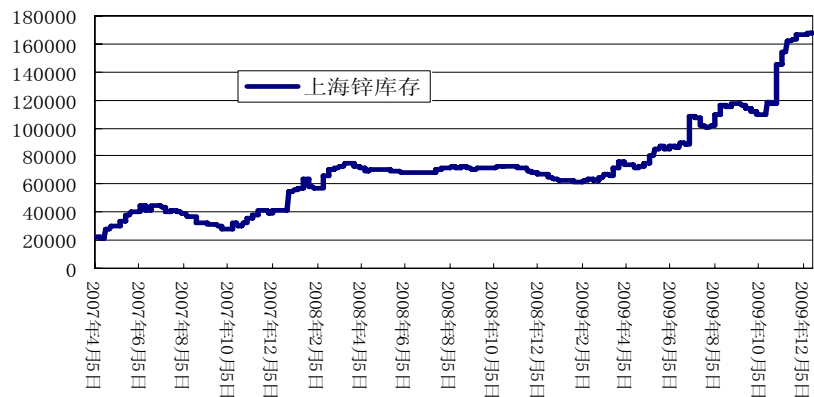
数据来源：上海金属网、文华财经、广发期货发展研究中心

图 35：LME 交易所锌库存变化



数据来源: bloomberg、广发期货发展研究中心

图 36: 上海交易所锌库存变化



数据来源: 上海期货交易所、广发期货发展研究中心

行情分析

矿山供应、精炼产量与需求同时增长，供应微幅过剩

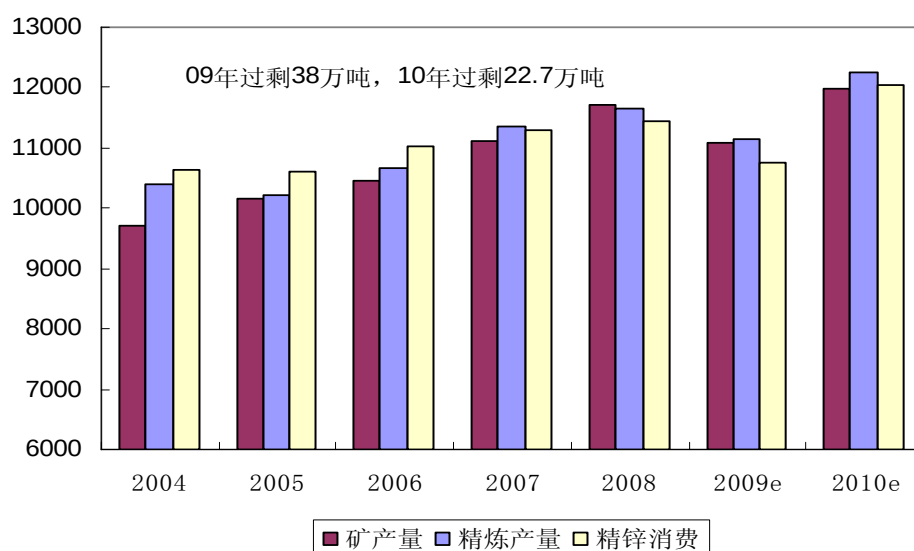
从国际铅锌研究小组（ILZSG）的报告得知，矿山 2009 下滑 5.4%至 1108 万吨，其中包括澳洲、中国、秘鲁、葡萄牙、美国去年末今年初关闭矿山，2010 年增长 8.1%至 1197 万吨，受益于墨西哥、澳洲、中国、芬兰、印度、伊朗、俄罗斯等国增产。

需求方面，2009 年下滑 2.6%至 1076 万吨，除了中国增加 16.8%，印度增加 6.2%，其他国家和地区的需求均有不同程度的萎缩，2010 年将随着经济的复苏，全球对精炼锌的需求增加 11.9%至 1204 万吨，其中中国

同比增长率稍有减少，在 2009 年的基础上增加 7.6%，印度则扩大增幅至 10.6%。精炼锌产量方面，2009 年减少 4.7% 至 1141 万吨，2010 年增加 10.1% 至 1226 万吨，考虑到新产能及关闭炼厂重开。

诚然，2009 年精炼锌过剩 38 万吨，而 2010 年将缩窄至 22.7 万吨，如图 35。

图 37：精炼锌过剩缩窄



数据来源：ILZSG、广发期货发展研究中心

当然，和铜一样，机构之间预测差异较大（见表 5），cru 的预测以及世界金属统计局的预测和 ILZSG 均有不同的估计，但是更多的结论倾向于过剩趋于缩窄，事实上，从目前的加工费看来，矿山供应紧张基本成定局。

表 5：机构预测锌供需平衡表

CRU	2007	2008	2009	2010E
供应	1,140	1,167	1,112	1,238
变化	7.30%	2.30%	-4.70%	11.30%
需求	1,126	1,119	1,020	1,143
变化	2.00%	-0.70%	-8.80%	12.00%
供需平衡	14	48	66	105
ILZSG	2007	2008	2009e	2010e
矿产量	1112.9	1170.2	1108	1197
精炼产量	1136	1165.5	1114	1226
精锌消费	1130.7	1143.8	1076	1204
供需平衡	5.3	21.7	38	22
WBMS	2007	2008	2009e	2010e
产量	1,135	1,176	1,157	1,239
消费	1,149	1,161	1,139	1,229
供需平衡	-14.8	15.2	18.1	10.6

数据来源：CRU、ILZSG、WBMS

2009 年国内精矿，进口增加，加工费上扬，2010 年料减产新增产能投产，冶炼加工费低迷

麦格理银行预测 2009 年全球锌矿产量缩减 76.1 万吨（6.7%），其中中国缩减供应 20 万吨。然而，2009 年中国锌冶炼能力增加了 80 万吨/年，还有另外 50 万吨/年的项目在建。

因国内精矿减产，而从全球的矿产产量减少看，全球矿山减产的情形同样也在发生，导致了 2009 年的锌精矿供应紧张从而加工费从年初的 90-100 美元/吨上升到 190 美元/吨左右，并且国内矿产从低点快速复苏，我们预期现货交易和 2010 年长期合同的锌加工费会面临很大的压力。

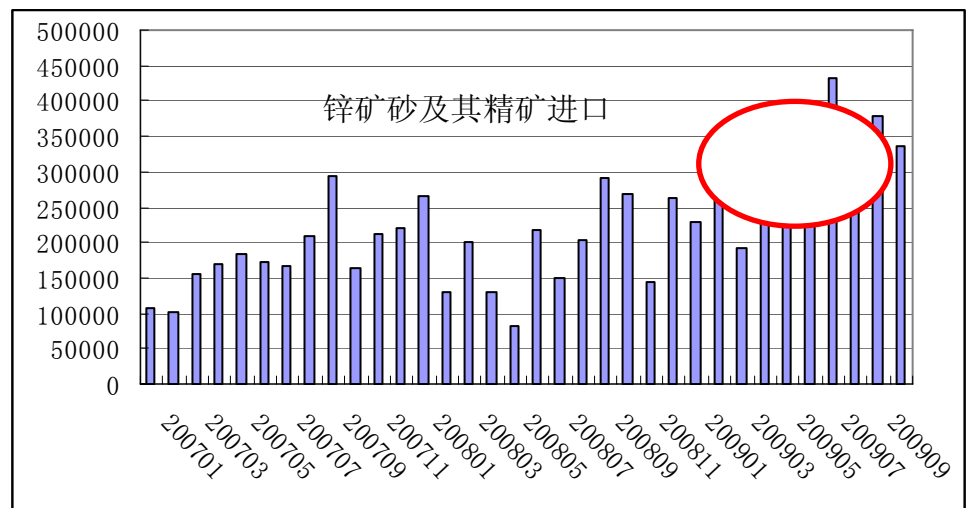
国内市场的新精矿进口也较往年有大幅增长，一方面国内市场确实因减产而呈现货源紧张态势，另外一方面，上扬的加工费刺激了冶炼企业的积极性。

表 6：2009 年国内锌精矿减产

省份	减产（万吨）
湖南	100
四川	40
广东	100
内蒙古	200
甘肃	150
广西	120
陕西	120
合计	830

数据来源：ILZSG、广发期货发展研究中心

图 38：锌精矿进口大幅增加



数据来源：中国金属网、广发期货发展研究中心

图 39: 2009 年加工费因矿山紧张而上扬, 2010 年或因产能投产而低迷



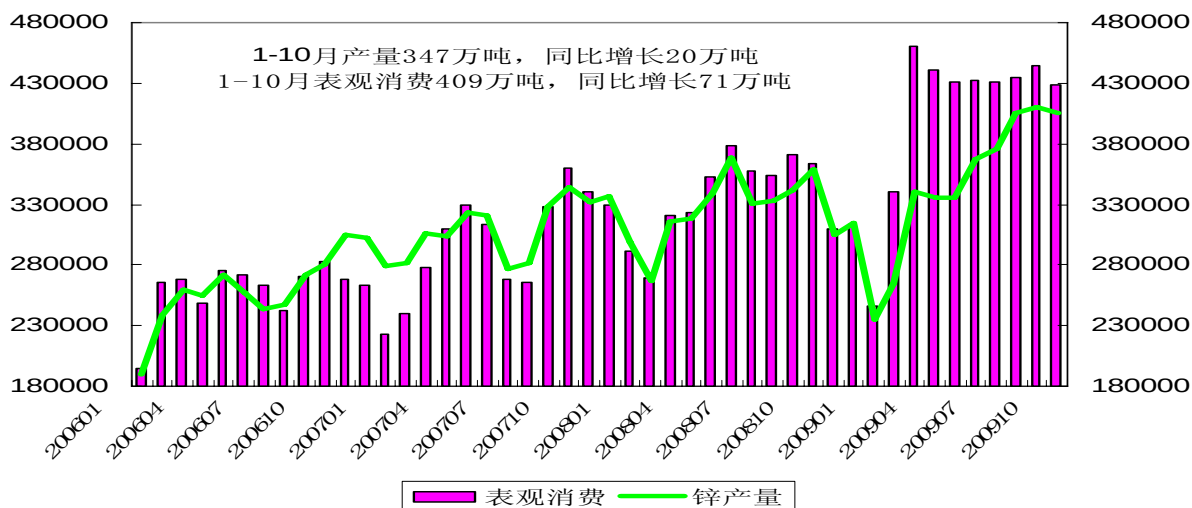
Source: Macquarie Research, September 2009

数据来源: 麦格理银行

2010 年国内隐性库存或逐步显性化, 国内供应压力较大

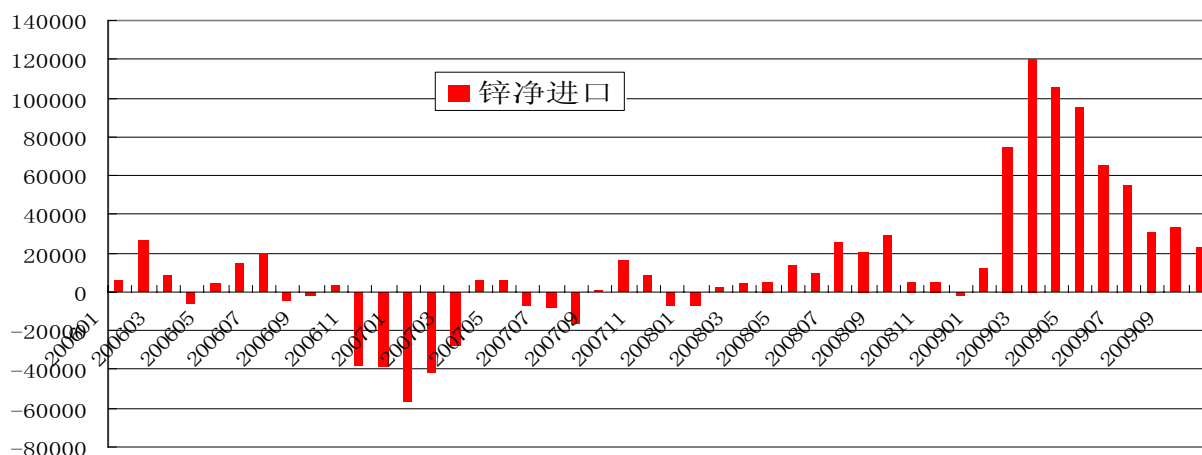
按照有色协会公布的产量数据以及海关进口数据计算, 1-10 月的表观消费增长 71 万吨至 409 万吨, 而消费增长的速度远赶不上供应。安泰科表示, 11 月份国内精锌过剩达 97 万吨, 当然, 这些库存也呈现活性不足的特性, 如果在 2010 年的经济复苏的背景下, 除去国家收储的 15.9 万吨的, 其他库存很可能流通到现货市场, 给市场造成一定的压力, 当然, 如果资金上没有压力, 我们也可认为这部分库存或许不会集中释放。

图 40: 表观供应量



数据来源: 中国金属网、广发期货发展研究中心

图 41: 精锌进口数据



数据来源: 中国金属网、广发期货发展研究中心

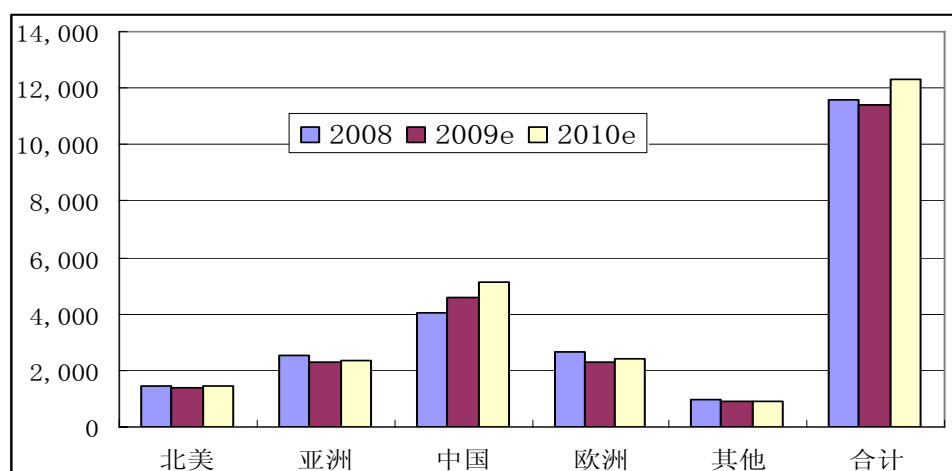
下游消费继续支撑,镀锌钢、汽车产量均上行,2010

年有望继续保持较快增长

全球精锌消费在 2009 年减少 1.9%,但是随着经济回暖,2010 年的全球消费预计将增长 7.9%,其中北美将增长 5.88%、亚洲增长 3.93%、欧洲增长 7.02%,而中国则持续保持两位数的增长,达 11.58%,见图 40。

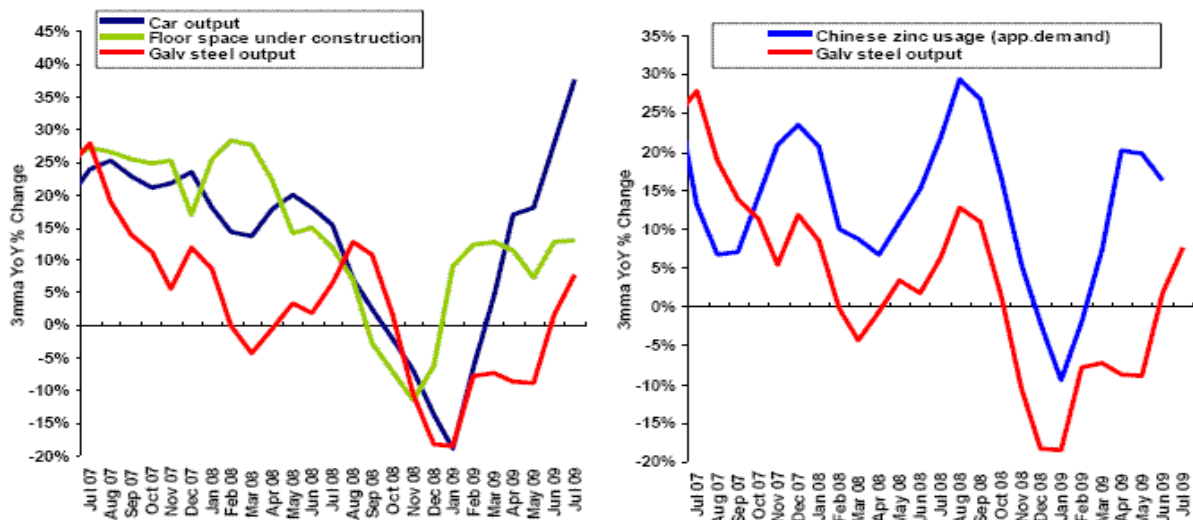
国家对基础设施建设进行大量投资,拉动了锌的下游消费,镀锌板占精锌消费的 50%以上,另外,汽车产量上也对锌消费做出了不小贡献。

图 42: 全球精锌需求趋势图



数据来源: ICSG

图 43: 镀锌钢、汽车面积和房屋建筑面积均呈现上扬



Sources: Ecwin, Dragonomics, China metal, Macquarie Research, September 2009

从 2010 年房市的回暖看，锌的下游需求有望保持一个较好的增速，国内市场又提出城镇保障性住房，国家对房地产投机分子的打击将加快开工率，这些均会拉动锌的消费。

总述:

基本面看，锌的供需状态有所改善，呈现小幅过剩的局面。下游房地产、汽车等行业的需求将对精锌的消费继续做出贡献，但是全球供应也将增加，加上今年国内市场的较大隐性库存，明年出现资金紧张的时候，库存或逐步显性化。而只要货币政策不出现方向性或预期的变化，那么锌价有望继续上涨。

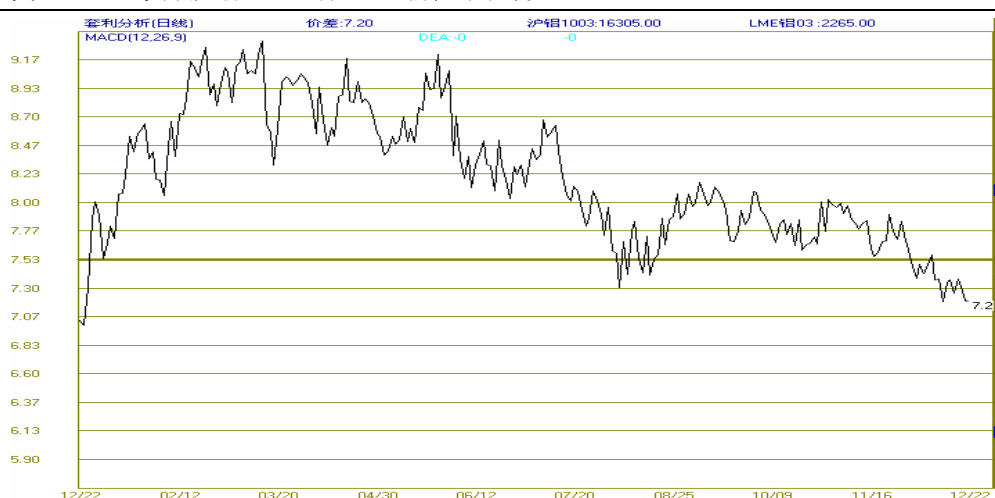
对于价格预测，全年高点或在 3000 美元，国内市场或达到 24000 元，均价或在 2200-2400 美元之间，国内市场则在 17000-19000 之间。

铝

行情回顾

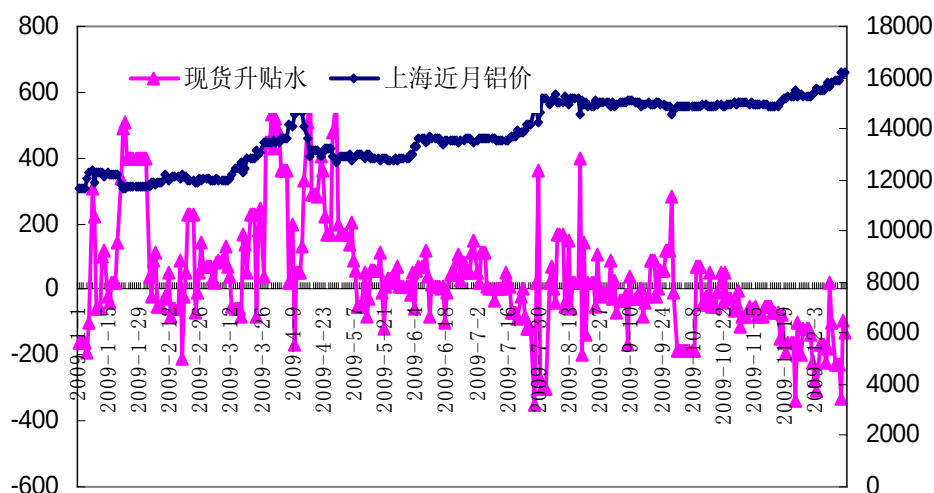
2009 年铝价上涨幅度明显小于铜锌,截至 12 月 15 日伦铝涨幅达 45%,沪铝涨幅接近 48%。与其它有色品种类似,期铝的上涨受国家收储、超跌反弹、成本支撑、宽松货币政策支持等因素影响。此外,由于产能过剩严重、基本面疲软,期铝的走势又具有自身特色,运行模式以台阶式上行为主,每次突破都要经历长期的震荡盘整。通过反复震荡,沪铝才能缓解基本面与金融属性的矛盾,才能积蓄力量继续上行。

图 44: 三个月沪铝/LME 铝 03 比价关系走势



数据来源: 文华财经、广发期货发展研究中心

图 45: 长江现货升贴水走势



数据来源: 长江有色金属网、广发期货发展研究中心

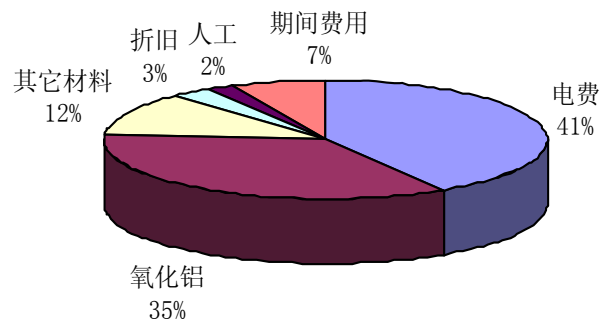
行情分析

成本增加是期铝上涨的重要推动力

中国电价上调增加电解铝成本

电解铝作为高耗能行业之一，电力约占全部生产成本的 40%-42%。当前我国电解铝企业都用电分为三大方式，分别是自供电、关联方供电、网电，电价调整对拥有自备电厂的铝厂影响较小，对大量使用网电的电解铝企业影响较大。目前看，全国电解铝企业中电力完全依靠自给的企业或完全依靠关联方的企业较少，大都使用网电。2009 年 11 月，电价每千瓦时平均提高 2.8 分钱。本次电价上调，对完全使用网电的电解铝企业来说，成本增加在 400 元/吨以上。由于电力成本的上涨，目前铝企成本在 14000-14200 之间，2010 年随着能源价格的上涨将会继续支撑电解铝价格走高。

图 46：电解铝成本构成



数据来源：中国有色金属协会，广发期货研究中心

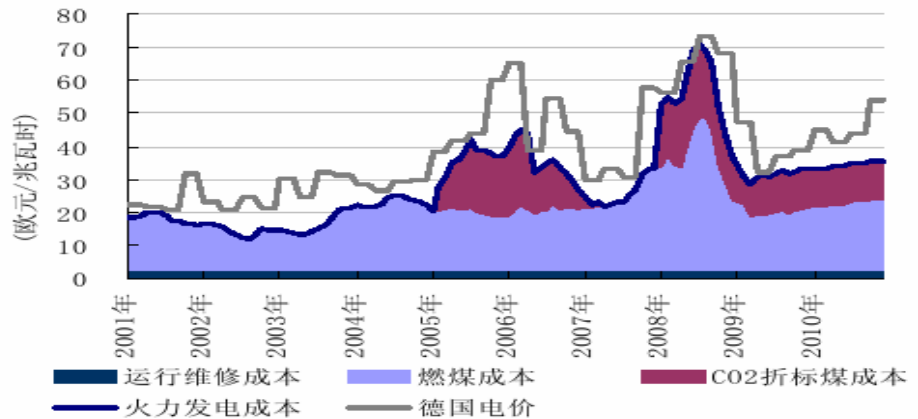
对 CO2 征税将增加欧洲电解铝成本

虽然哥本哈根会议未能就碳排放问题达到有约束力的共识，但节能减排将是未来发展的主流方向。电解铝作为高耗能产业，随着能源价格上涨成本价格将会继续上扬。

由于欧洲新签订的供电价格已开始计入 CO2 成本，这使得未来几年欧洲电价水平呈上升趋势。12 月底，欧洲众冶炼商面临的长期电力供应合约即将到期，然而其无法以具有竞争力的价格获得新的电力供应合约的问题，该事件导致欧洲现货市场升水走高，推高伦铝价格。

目前，欧洲的电价目前居全球最高水平，约 36.80-48.60 欧元/兆瓦时（相当于 3.7-4.9 角/度），其中包括其中欧洲碳排放计划规定的二氧化碳排放成本。若没有政府补贴，瑞士、法国、英国等国家已有为数不少的铝冶炼厂或将在长期电力供应合约到期后被迫停产。据国际铝业协会数据，2008 年欧洲原铝产量接近 930 万吨，2009 年将下滑至 780 万吨，预计 2010 年产量进一步下滑至 400 万吨。

图 47: CO2 成本对电力价格的间接影响在欧洲已非常显著



数据来源：海德鲁，广发期货发展研究中心

供给过剩最坏的时候即将过去

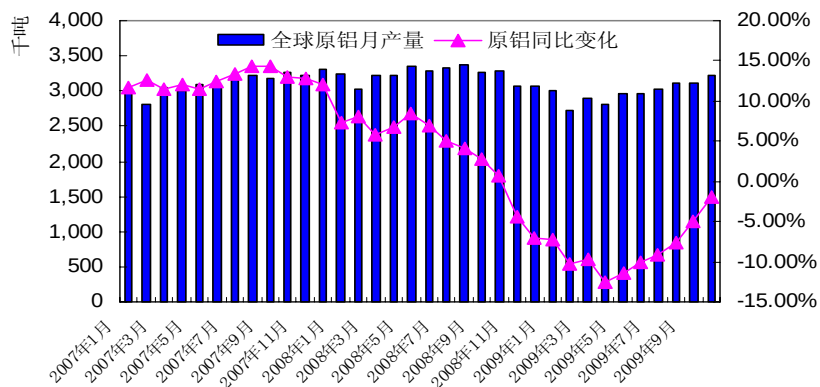
虽然目前全球铝市仍处于过剩状态，但我们研究发现电解铝市场国外增产意愿较低，中国产能增速有望减慢，需求逐渐好转。据 CRU 的数据表明，中国铝消费从 7 月份开始加速；同期，全球其它地区的铝消费也开始走出低谷。同时，7 月份以来全球主要交易所库存也不再大幅上升，并基本保持稳定。

国外增产意愿较低

世界金属统计局 (WBMS) 公布的最新数据显示，今年 1-10 月，全球铝市场供应过剩量为 141.8 万吨。同期全球铝消费量为 2899 万吨，较去年同期减少 29.59 万吨。今年前 10 个月，全球铝产量减少 269.6 万吨至 3041 万吨。

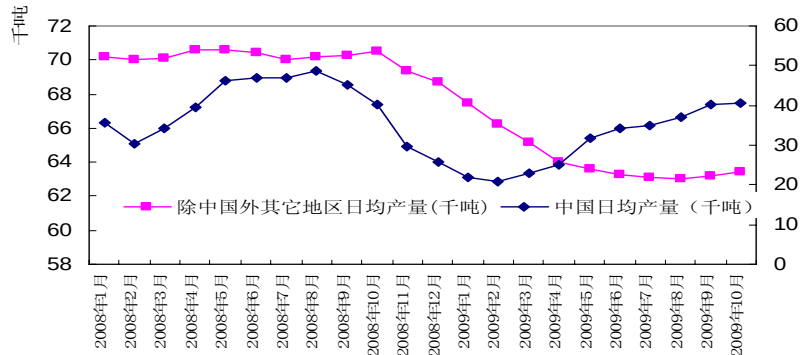
全球电解铝产量的增长，主要是由于中国闲置产能的复工，国外增产意愿较低。自 4 月份以来，中国以外的地区电解铝日均产量维持在 6.3-6.4 万吨之间，波动较小。全球日均产量已达 10.4 万吨。具体如下图示：

图 48: 全球铝产量及同比变化



数据来源：WBMS、广发期货发展研究中心

图 49: 电解铝日产量（千吨）

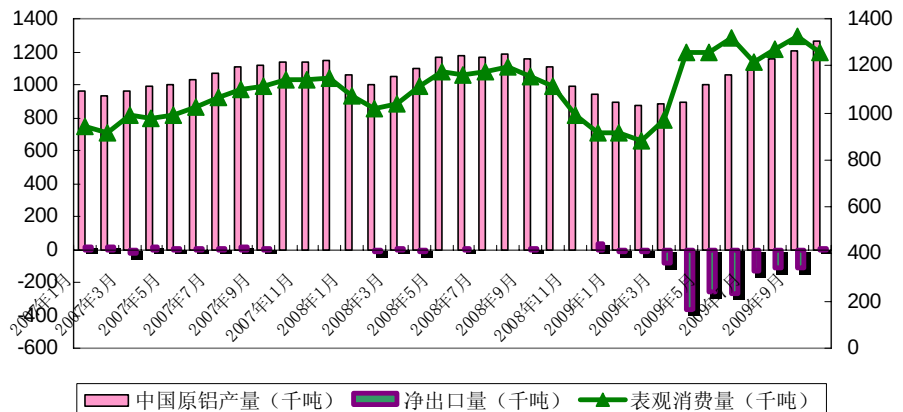


数据来源：WBMS、广发期货发展研究中心

国内产量增速放缓

自2009年3月份以来，我国电解铝产能逐渐复工，11月份产量已达135.4万吨，国内已运行的电解铝产能在1600万吨以上，全国产能利用率在85%以上。2010年，我们预计产能增长空间有限，产量增速有望放缓。电价的上调，煤炭价格的上涨使得电解铝重启成本增大，后期国内产量增速有望减缓。据中国铝业公司公布的数据，中铝氧化铝开工率90%，原铝开工率88%。考虑到国内产量增速放缓，再加上进口量的下降，2009年底2010年初国内原铝的供应量或将达到高点，之后供应过剩局面将会触底回升。

图 50: 中国原铝产量及表观消费量

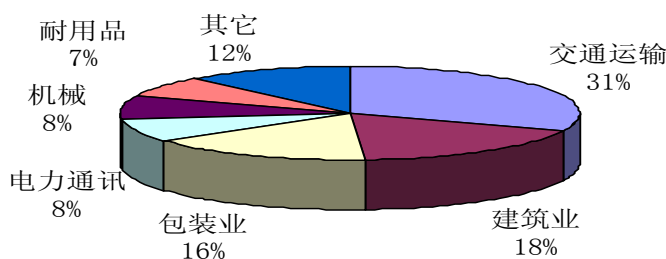


数据来源：WIND、广发期货发展研究中心

需求继续向好

电解铝是全球消费量仅次于钢铁的第二大金属，广泛应用于交通运输、建筑、电力通讯、食品包装等行业，全球铝消费构成如下图所示：

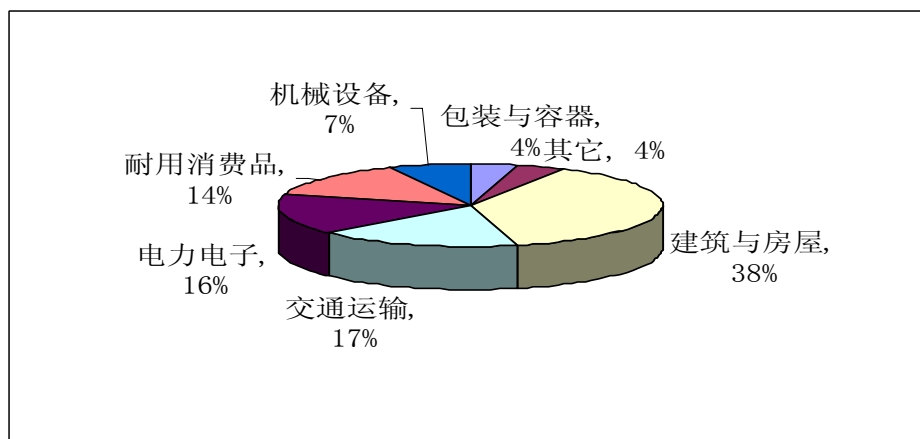
图 51: 全球电解铝消费构成



数据来源：中国有色金属协会、广发期货发展研究中心

中国电解铝需求量最大的为建筑行业，2008 年占总需求量的 38%，其次分别是交通和电力，分别为 17%和 16%，这三个行业占国内电解铝需求的 71%。

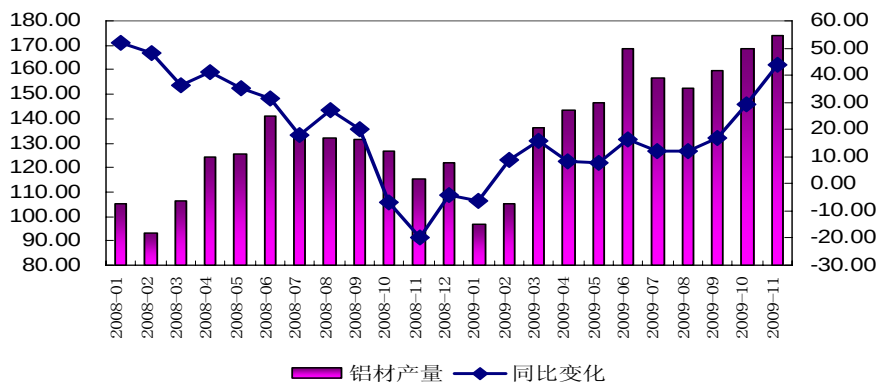
图 52：2008 年中国电解铝消费构成



数据来源：中国有色金属协会、广发期货发展研究中心

2010 年，中国房地产、汽车市场有望继续回暖，铝的下游需求有望保持一个较好的增速。同时，近月铝材产量的大幅增加使得电解铝需求面看到曙光。我国原铝产量大幅攀升的同时国内铝材产量屡创新高。11 月份，铝材产量同比增加 43.77%，月度产量创 2009 年最高。

图 53：中国原铝产量及表观消费量



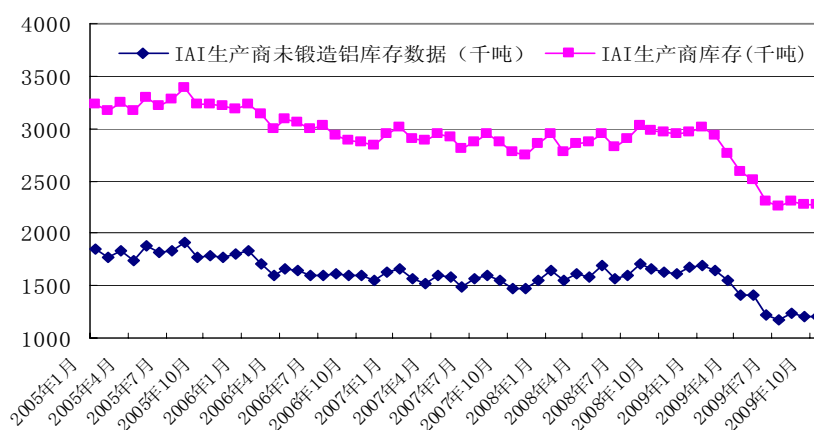
数据来源：WIND、广发期货发展研究中心

库存压力较小

从伦铝库存来看，目前，伦铝库存仍维持在460万吨的高位，但其实460万吨的LME铝库存中约有70%无法流通，短期内对价格压力较小。在这部分库存中，有两块占据了相当比重：其一是融资仓单。金融危机后，由于销售不畅，不少贸易商或生产商把仓单融资，将注册仓单抵押给银行，获取贷款资金。据称，质押融资的仓单部分将于2010年5月份到期。另一部分是套利仓单，目前期铝各合约的价格远高近低，且趋于稳定，这样有部分投资者就会选择买近期合约卖远期合约，然后注册仓单放入仓库中，等待到期交割，获得套利收益。

从IAI生产商库存来看，目前铝生产商手中的库存处于极低的水平。2009年以来库存量持续下降，10月份仅达226.8万吨。不仅如此，如果再对生产商库存进行细分，发现分为未锻造铝库存和已锻造未完工的库存，其中已锻造未完工的库存通常都有定单和固定的终端客户，而未锻造库存量是显示后期铝潜在的供应能力，从该库存数据看目前处于较低级的水平。

图 54： IAI 生产商铝库存数据



数据来源：WIND、广发期货发展研究中心

从国内的社会库存来看，虽然当前社会库存在100万吨以上，但大部分社会库存在金属制品厂，因市场预计铝价仍会继续上涨，对现货价格上涨压力较小。

2010年供需平衡预测

日本丸红株式会社表示，随着经济的回暖，全球铝需求逐渐回升并超越供应增幅，明年全球原铝供应过剩状况有望缓和。日本丸红株式会社预计2010年全球原铝供应过剩量预计为119万吨，比今年的预计数量257万吨有所缓和。2011年全球原铝供需状况有望达到平衡状态。

麦格理及CRU等机构的预测更加乐观。CRU预计2009年全球铝市过剩大约202.8万吨，2010年全球铝市场过剩仅49.2万吨。麦格理预计2009年全球铝市过剩大约212.6万吨，2010年全球铝市场过剩仅84.9万吨。

机构预测电解铝供需平衡表

CRU	2008	2009E	2010E	2011E
全球产量	3977.8	3747.3	3999.5	4272.8
全球消费量	3705.1	3544.5	3950.3	4250.6
供需平衡	272.7	202.8	49.2	22.2
麦格理预测	2008	2009E	2010E	2011E
全球产量	3982.3	3677.9	3974.7	4258.3
全球消费量	3710.4	3465.3	3889.8	4170
供需平衡	271.9	212.6	84.9	88.3

数据来源: CRU、广发期货发展研究中心

总述

从供需面来看,电解铝市场 2010 年将好于 2009 年。供给方面,未来产量增速有望减缓。2009 年底,中国产能利用率已接近 90%,且发改委称未来三年原则上不增加新的电解铝产能,这使得未来产能扩展空间有限。需求方面,全球经济复苏将拉动电解铝的需求。

明年上半年,全球主要经济体货币退出政策的可能性较小,这将为电解铝价格的继续走高提供机会。不过,由于大量的伦铝库存仓单质押将在 5 月份陆续到期,第二季度,铝价将会再次面临库存压力。

对于价格预测,伦铝市场明年或在 2100-2800 美元/吨运行,国内市场或在 16000-20000 元/吨之间运行。

相关研究报告

基本面赶超，铜价旺季演绎	刘碧沅	2009-08
基本面好转，通胀预期助推，铜价震荡走强	刘碧沅	2009-06
减产有望继续支撑锌价上涨	刘碧沅	2009-04
消费有望转暖，铜价底部抬高	刘碧沅	2009-03
题材炒作，铜价震荡偏升	刘碧沅	2009-02

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归广发期货发展研究中心所有。未获得广发期货发展研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

相关信息

发展研究中心电话：020-38456825

地址：广州市天河区体育西路 57 号红盾大厦 14 楼

邮政编码：510620