

赵 春
 86-755-82960824
 zhaoc@cmschina.com.cn
 王晓丹
 86-755-82943260
 wxiaodan@cmschina.com.cn

2009年01月12日

指数基金调整对镍影响有限，不锈钢减产拖累镍需求

有色金属行业周报（2009.01.05-01.09）

原材料

有色金属

中性（维持）

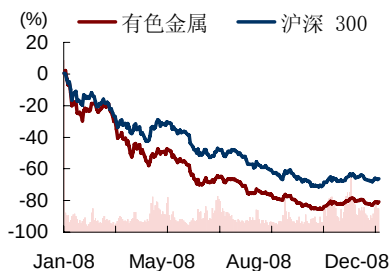
上证指数 1905

行业规模

		占比%
股票家数（只）	53	3.4
总市值（亿元）	2801	2.1
流通市值（亿元）	1356	3.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10.0	-46.2	-80.6
相对表现	-4.0	-9.8	-14.8



相关报告

有色金属行业周报（VOL.24-2008）
 -铝产业链全线亏损，减产还将持续》

2008/12/27

2008/12/22 有色金属行业周报
 （VOL.23-2008）-2009 镍供应加速
 增长，压垮镍价》

2008/12/22

有色金属行业周报（VOL.22-2008）
 -供给限制，锡的下跌空间有限》

2008/12/11

有色金属行业周报（VOL.21-2008）
 -经济数据再度恶化压垮有色金属价
 格》

2008/12/04

有色金属行业周报（VOL.20-2008）
 -有色金属行业周报（VOL.20-2008）

- **基本金属概况：**有色金属在元旦涨势喜人，可是随之公布的悲观的经济数据打压了人们新年做多的热情，有色金属反弹受阻，铜、铝、铅及黄金表现平淡，锌下跌 4.3%，镍下跌 13%。
- **道琼斯指数对镍权重的上调对镍影响有限，镍终端需求恶化拖累镍价：**镍受每年一次的主要商品指数权重调整预期支撑，是 09 年开盘第一周表现最抢眼的金属，但是随着美元的反弹、获利回吐、镍库存增长的打压，镍上周又成为下跌幅度最大的金属。镍的终端消费品不锈钢市场依然前景灰暗，由于不锈钢订单的骤减，使得不锈钢企业普遍减产，从而镍需求骤减。同时 LME 镍库存不断增长显示供应的压力，镍的前景堪忧。
- **道琼斯指数对黄金权重的下调对黄金影响有限：**道琼斯指数对黄金权重的下调 3%，以道琼斯指数规模为 250 亿美元计算，将导致卖出黄金 28 吨，占全年总需求的 0.8%。但是由于对于黄金影响最大的是 ETF 基金，目前仅 SPDR 的黄金持有量就为 775 吨，全球 ETF 基金总持有量在 1000 吨以上。因此指数基金权重对黄金的影响非常有限。
- **金川计划在 2009 年通过扩大规模来降低成本：**金川镍业计划将 2009 年的镍产量提高，全年将完成镍 12.5 万吨。由于金川在镍矿、铜矿自给率方面较高，因此在价格低迷时仍能保持一定盈利水平。
- **冬季铅酸蓄电池更换期对铅需求增长：**铅自 08 年末低点 862 美元/吨反弹至当前 1205 美元/吨，累计上涨 40%。铅价的迅速上涨一方面受有色金属集体上涨的拉动，另外一方面是由于中国进入冬季，汽车、摩托车、电动车等更换蓄电池的频率加快，对铅蓄需求增加拉动铅需求。

LME及SHFE市场价格及涨跌幅

	铜	铝	锌	黄金	铅	锡	镍
LME 周价格（\$/t）	3225	1555	1225	851.7	1130	11300	11312
周涨幅	0.47%	-1.27%	-4.3%	-0.15%	0.89%	-2.59%	-13%
SHFE 周价格（¥/t）	27280	12050	10745	186.9	-	-	-
周涨幅	18.06%	6.8%	8.97%	-2.62%	-	-	-

资料来源：招商证券

一、指数基金调整对镍影响有限，不锈钢减产拖累镍需求

抱着对 2009 年新年的期待，有色金属在元旦涨势喜人，可是随着各项经济指标的不断公布，悲观的数据打压了人们新年做多的热情，有色金属反弹受阻，重新恢复平静，甚至开始酝酿新一轮的下跌。对于有色金属来说，摆在当前的是各终端行业的衰退对金属的骤减，使得有色金属的需求在不断恶化。

镍受每年一次的主要商品指数权重调整预期支撑，是 09 年开盘第一周表现最抢眼的金属，但是随着美元的反弹、获利回吐、镍库存增长的打压，镍上周又成为下跌幅度最大金属。

每年年初，主要的商品指数将调整各种商品在指数中所占权重。商品指数基金中规模最大的是 S&P GSCI(标普-高盛指数)和 Dow Jones-AIG(道琼斯指数)。S&P GSCI Index 的投资额最大，但是对基本金属的权重分配仅为 6.6%，DJ-AIG Index 对基本金属的权重分配为 20%，对金属的影响更大。

从表 1 可以看出指数权重调整对铜和镍的积极影响最大，因此之前由于乐观预期，铜和镍受到强烈支撑。但是事实上指数基金调整权重对市场的影响在调整前就已经出现，第一周有色金属的强势上涨也主要是由于对于利好因素的期待。最终主导金属价格的仍然需要回到基本面上。

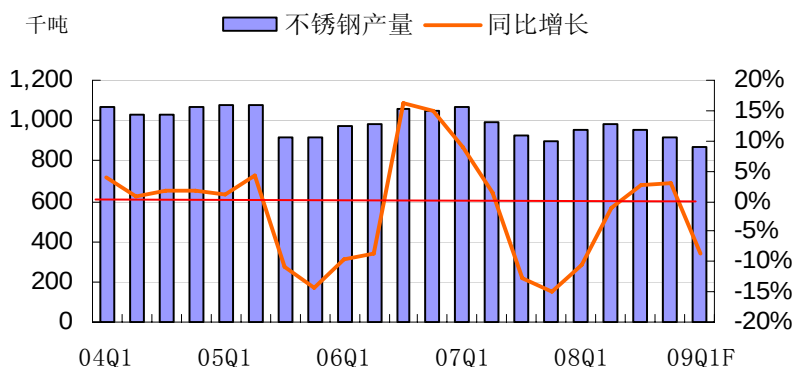
表 1: DJ-AIG 指数基金的金属及贵金属权重

	2008 年底权重	2009 年目标权重	变化
铜	4.5%	7.3%	2.8%
铝	6.3%	7.0%	0.7%
锌	2.1%	3.1%	1.0%
镍	1.7%	2.9%	1.2%
黄金	10.8%	7.9%	-3%

资料来源: Macquarie, Dow Jones/AIG, 招商证券研发中心

因需求下滑使得订单大幅减少，镍的终端消费品不锈钢市场依然前景灰暗，日本两家不锈钢企业宣布将进一步减产。日新制钢株式会社 60 万吨年产能 Shunan 钢厂降低至 60% 开工率，NYK 宣布 2009 年一季度开工率降为 40%。日本不锈钢产量连续四个季度下降，09 年第一季度产量同比下降将达 10%。

图 1: 日本不锈钢产量及同比增长

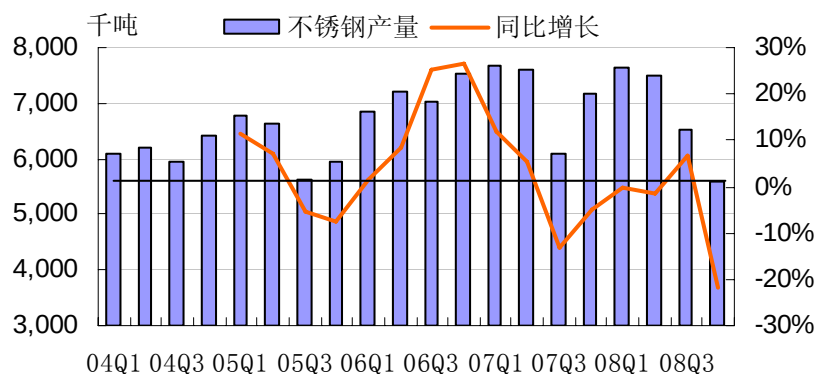


资料来源: CRU, 招商证券研发中心

全球范围内，由于不锈钢端需求的下滑，使得不锈钢企业普遍减产，08 年四季度不锈

钢产量剧幅下降。

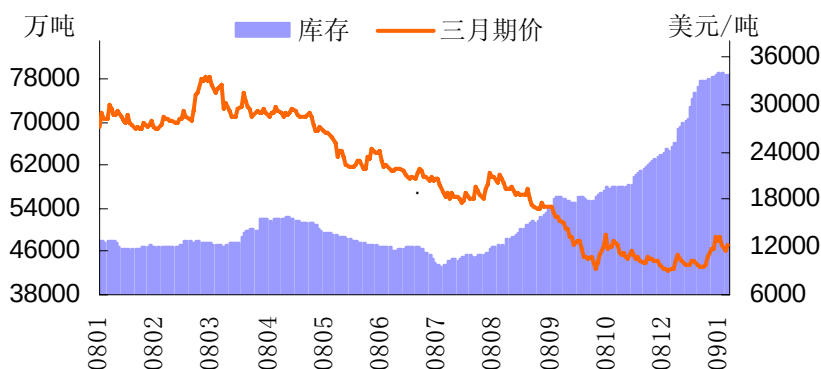
图 2：全球不锈钢产量及同比增长



资料来源：CRU，招商证券研发中心

不锈钢企业减产使得镍需求骤减，从镍库存不断增长可以看出镍需求下滑对供应的压力。2009 年不锈钢的需求仍然不乐观，我们对镍的判断仍然保持谨慎。

图 3：LME 镍库存与三月期镍价

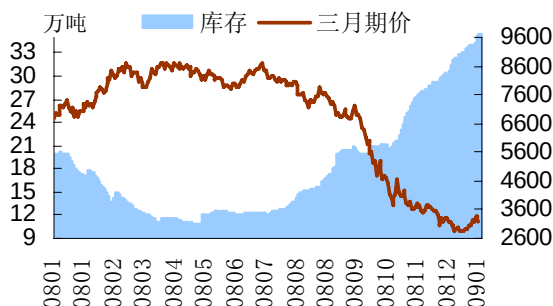


资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

二、子行业数据跟踪

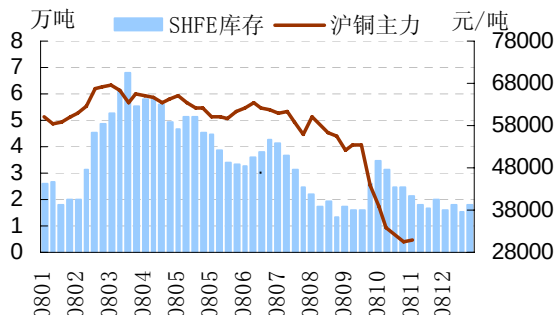
铜

图 1: LME 库存及三月期铜价



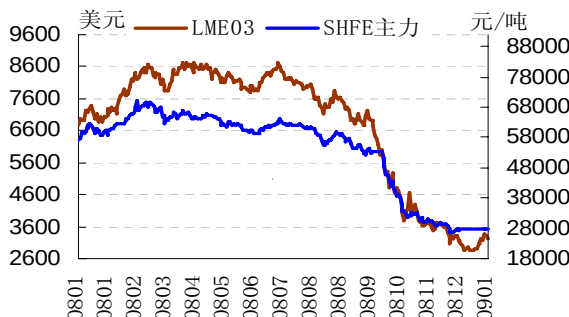
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 2: SHFE 库存及主力期价



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 3: LME 三月期价与 SHFE 主力期价



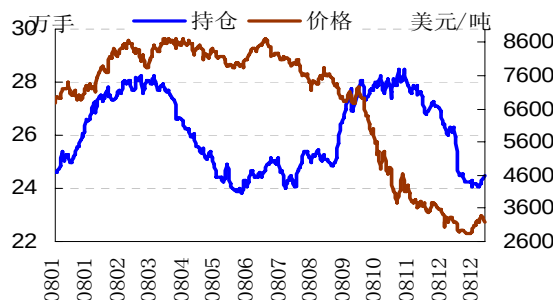
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 4: LME 铜现货升水与远期升水



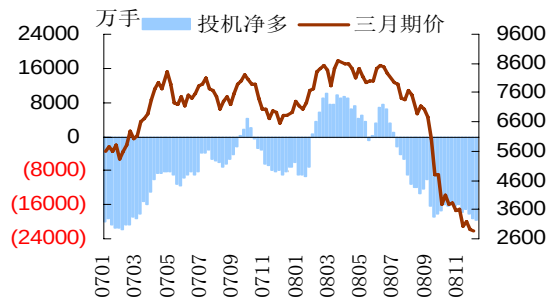
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 5: LME 三月期铜价及持仓



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

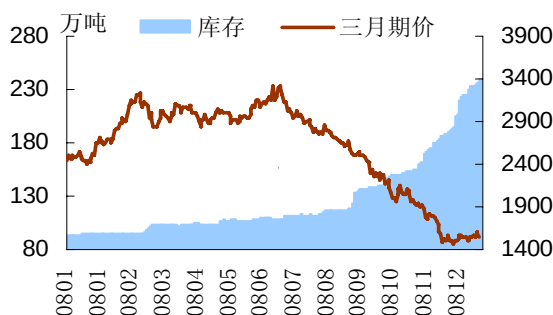
图 6: LME 三月铜与 COMEX 投机净多持仓



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

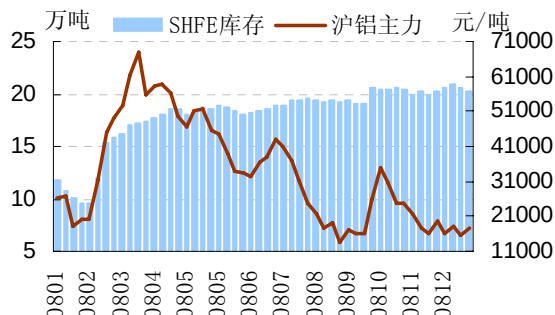
铝

图 7: LME 三月期铝价及库存



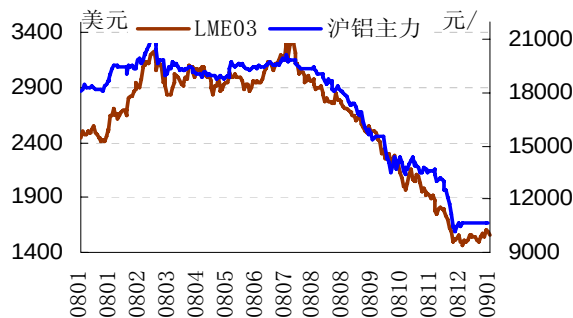
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 8: SHFE 铝库存及主力期价



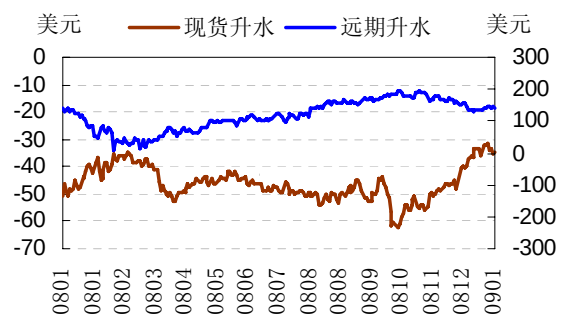
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 9: LME 三月期铝价与 SHFE 主力期价



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

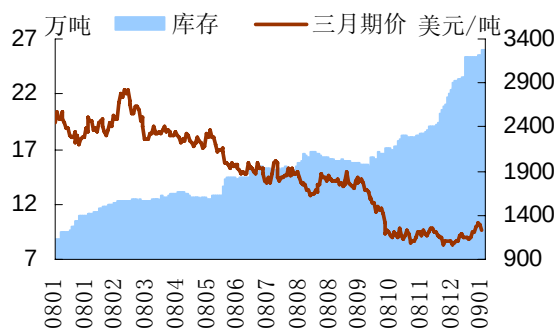
图 10: LME 铝现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

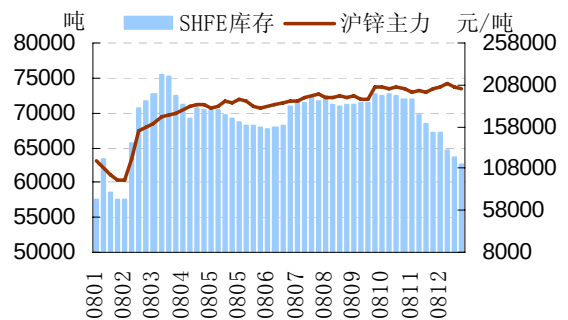
锌

图 11: LME 三月期锌价及库存



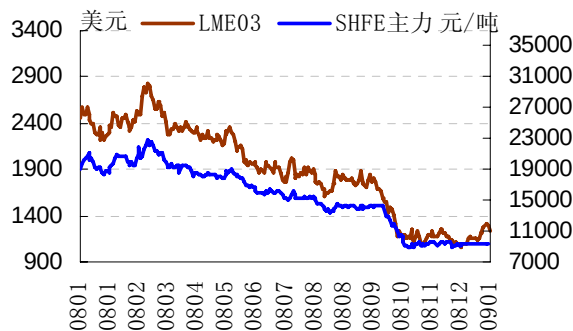
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 12: SHFE 锌库存及主力期价



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 13: LME 三月期锌价与 SHFE 主力期价



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

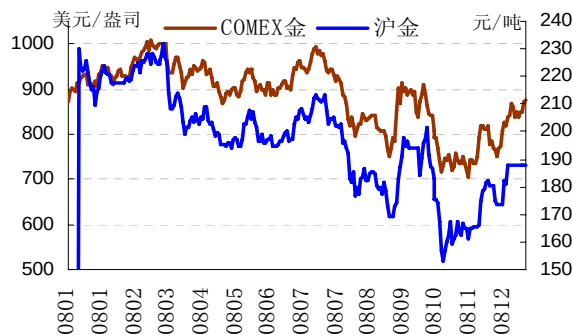
图 14: LME 锌现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

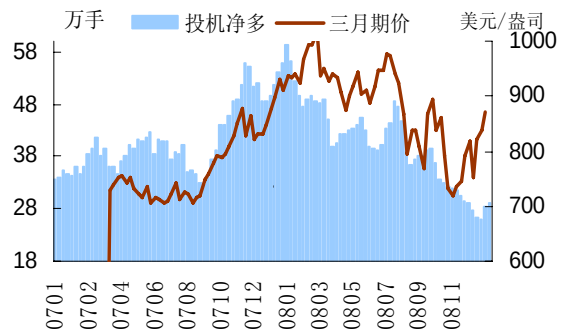
黄金

图 15: COMEX 金价与沪金主力



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

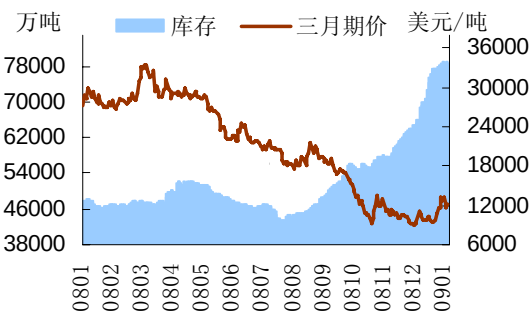
图 16: COMEX 主力金价与投机净多持仓



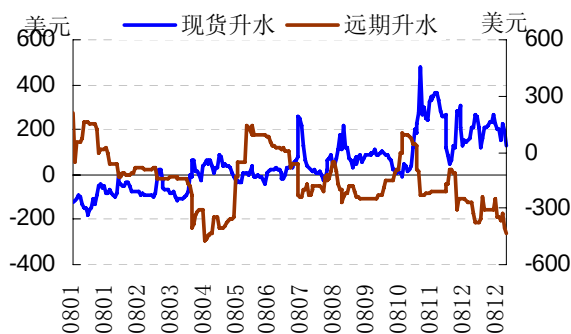
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

镍
图 17: LME 镍现货升水与远期升水

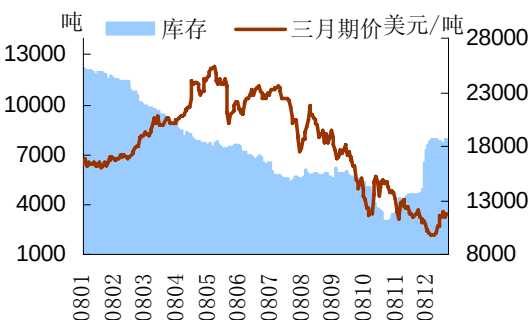

资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 18: LME 三月期镍价及库存


资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

锡
图 19: LME 锡现货升水与远期升水


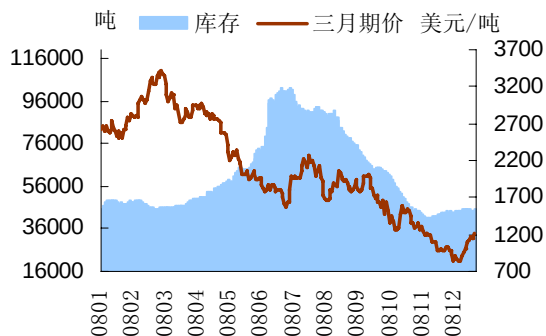
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 20: LME 三月期锡价及库存


资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

铅
图 21: LME 铅现货升水与远期升水


资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图 22: LME 三月期铅价及库存


资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

三、中国主要矿业公司估值

表1: 中国主要矿业公司估值及业绩预测

代码	股票名称	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	PB	投资评级
深加工类								
600549	厦门钨业	0.29	0.46	0.87	30.8	19.4	3.2	强烈推荐-A
000970	中科三环	0.32	0.29	0.35	16.8	18.6	2.3	审慎推荐-A
002203	海亮股份	0.44	0.48	0.6	20.0	18.3	2.6	审慎推荐-A
600888	新疆众和	0.4	0.6	0.71	23.8	15.9	1.9	审慎推荐-A
600456	宝钛股份	1.25	0.9	1.26	12.5	17.3	1.8	审慎推荐-A
600219	南山铝业	0.87	0.57	0.49	8.5	13.0	1.2	审慎推荐-A
资源类								
600362	江西铜业	1.40	1.38	1.15	8.9	9.0	1.8	中性-A
000630	铜陵有色	0.80	0.83	0.73	9.9	9.5	1.7	中性-A
000878	云南铜业	0.73	0.48	0.46	13.4	20.4	1.2	中性-B
601600	中国铝业	0.82	0.22	0.30	8.3	30.8	1.6	中性-A
000612	焦作万方	1.42	1.01	0.60	6.3	8.8	2.2	中性-A
000807	云铝股份	0.47	0.20	0.16	11.2	26.3	1.8	中性-A
000960	锡业股份	0.92	0.80	0.72	13.8	15.9	2.8	中性-A
600111	包钢稀土	0.38	0.40	0.36	24.8	23.5	4.3	中性-A
600432	吉恩镍业	1.85	0.72	0.60	7.2	18.4	2.4	中性-A
600547	山东黄金	0.54	2.05	1.85	87.1	23.0	7.4	中性-B
600489	中金黄金	0.71	1.40	1.26	52.2	26.5	3.5	中性-A
600497	驰宏锌锗	1.68	0.42	0.40	6.7	26.6	3.4	中性-A
601168	西部矿业	0.80	0.49	0.47	9.3	15.1	1.7	中性-A

资料来源: 招商证券研发中心

四、国际公司股价跟踪

图23: BHP股价



资料来源: bloomberg

图24: FREEPORT铜公司股价



图25: 美铝股价



资料来源: bloomberg

图26: 巴克力黄金股价



图27: Korea Zinc锌公司股价



资料来源: Bloomberg

图28: 印尼蒂玛锡公司股价



参考报告:

- 1、《有色金属行业周报(VOL19-2008)-增值税转型改革对有色金属的影响》2008/11/17
- 2、《有色金属行业周报(VOL18-2008)-铜冶炼企业亏损引发大规模减产》2008/11/10
- 3、《有色金属行业周报(VOL17-2008)-铜冶炼企业开始亏损》2008/11/03
- 4、《有色金属行业周报(VOL16-2008)-锌价急跌, 锌冶炼企业举步维艰》2008/10/28
- 5、《有色金属行业周报(VOL15-2008)-两市价差扩大, 中国因素促成铅价反弹》2008/9/25
- 6、《有色金属行业周报(VOL14-2008)-锌增产压力缓解, 筑底完成可期》2008/9/8
- 7、《有色金属行业周报(VOL13-2008)-库存激增, 显示铜供需格局改变》2008/9/1
- 8、《有色金属行业周报(VOL12-2008)-铝合金出口关税陡增至 15%, 国内铝市压力加大》2008/8/18
- 8、《有色金属行业周报(VOL11-2008)-季节性下跌, 需求前景未见明显恶化》2008/8/11
- 9、《有色金属行业周报(VOL.10-2008)-锌退税取消影响甚微, 继续筑底》2008/7/28
- 10、《有色金属行业周报(VOL.9-2008)-铝厂锌厂减产缺乏实质影响, 铝锌价双双受重挫》2008/7/21

分析师简介

赵春，清华大学经济管理学院金融学学士，香港中文大学 MBA（在读），招商证券有色金属行业研究员，4 年以上证券研究从业经验，2 年以上有色金属行业研究从业经验。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，有色金属行业研究员，两年期货研究从业经验，具有证券投资咨询从业资格，香港证券期货从业资格。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。