

有色金属

黄金一枝独秀

——有色金属行业周报（0216-0222）

研究结论

- 本报告期内各类金属品种价格继续下跌，铅、铜、镍价跌幅居前，分别为12%、8.2%、8%。跌幅最小的锌亦下跌4.2%。从近几个月的库存变化看，各工业金属库存持续增加，需求没有明显起色，库存消化情况依然不容乐观。
- 本报告期内氧化铝价格没有变化，我们维持之前氧化铝价格将呈震荡走势的判断。
- 本报告期内黄金在避险买盘的有力支撑上继续走强，COMEX 期金交易价上涨6.4%，突破1000美元/盎司。SHFE 黄金报价上涨3.8%，周一有补涨需求。这符合我们上周报告的判断，短期内黄金将维持高位，当然其长期持续上涨可能受阻，值得密切关注经济形势好转后避险资金的撤离。
- 报告期内钨市场基本稳定，钨精矿价格在6.3—6.6万元/吨，APT 维持9.9—10.3万元/吨，钨铁价格稳定在12.5—13万元/吨。整个市场交易量略有放大。国际市场仍在“冬眠”状态，需求疲软。鹿特丹钨铁价格在29.5—31美元/千克钨，欧洲APT在210—230美元/吨度。
- 本报告期内稀土氧化物价格有涨有跌，氧化镨钕微涨1.7%，不过氧化镧下跌1.8%，带动稀土综合价格走低0.5%，其他品种报价没有变化。
- 本报告期内有色金属行业表现一般，较上周上涨0.3%，强于大盘2.6%。国际有色金属类股票表现较差，所跟踪的6支股票中有4支下跌，英美公司在黄金价格上扬的刺激下上涨9%，跑赢所在市场11.3%。
- 基于对2009年宏观经济的不确定性的判断，我们认为黄金将是行业中最最好的防御品种。金融危机的蔓延，加大了市场对黄金的偏爱，促使黄金价格摆脱美元升值的影响保持上涨趋势。国内黄金上市公司依然有来自大股东黄金资源注入的预期，也促使我们在工业金属价格将震荡筑底的背景下，选择黄金来跑赢行业指数。
- 同时我们也认为，2009年将会出现黄金和工业金属此起彼伏的局面。宏观经济的不确定性和当前接近或略高于成本的工业金属价格面临较大的向下压力，而黄金将稳步走高。当工业金属价格跌破成本之下20%时，正如我们在2008年底看到的那样，工业金属将面临优于黄金的投资机会。
- 我们维持对黄金股的买入评级，对工业金属持谨慎态度。维持行业总体的中性评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施卫平

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

shiwp@orientsec.com.cn

徐卫

助理分析师

xuwei1@orientsec.com.cn

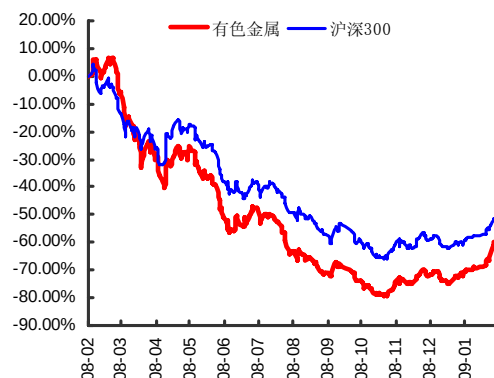
行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 金属

报告日期 2009年2月22日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	40.14	60.53	-60.28
相对表现 (%)	24.19	38.48	-8.36

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS(E)	09EPS(E)	股价	评级
包钢稀土	0.38	0.29	0.17	15.42	增持
中金岭南	1.65	0.76	0.08	12.83	增持
山东黄金	0.54	1.08	2.89	68.51	买入
江西铜业	1.37	1.10	0.41	17.96	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《东山再起——通胀下的资产选择》	2008年3月16日
《追求确定性下的投资》	2007年12月9日
《资源为王》	2007年9月27日
《淡化价格影响，注重内生增长》	2007年5月29日
《如何看待近期铜价的走势》	2007年4月27日
《重工业化时代的基石》	2006年12月12日

基本金属

需求低迷

本报告期内各类金属品种价格继续下跌，铅、铜、镍价跌幅居前，分别为 12%、8.2%、8%。跌幅最小的锌亦下跌 4.2%。

目前，主要金属如铜、铝、锌价格已反弹至生产成本线附近或略高，因此，我们认为在需求没有明显改善的情况下，必然将导致提前因设备检修的关闭产能将恢复生产，从而增加市场供应，工业金属价格短期仍将面临较大的波动。

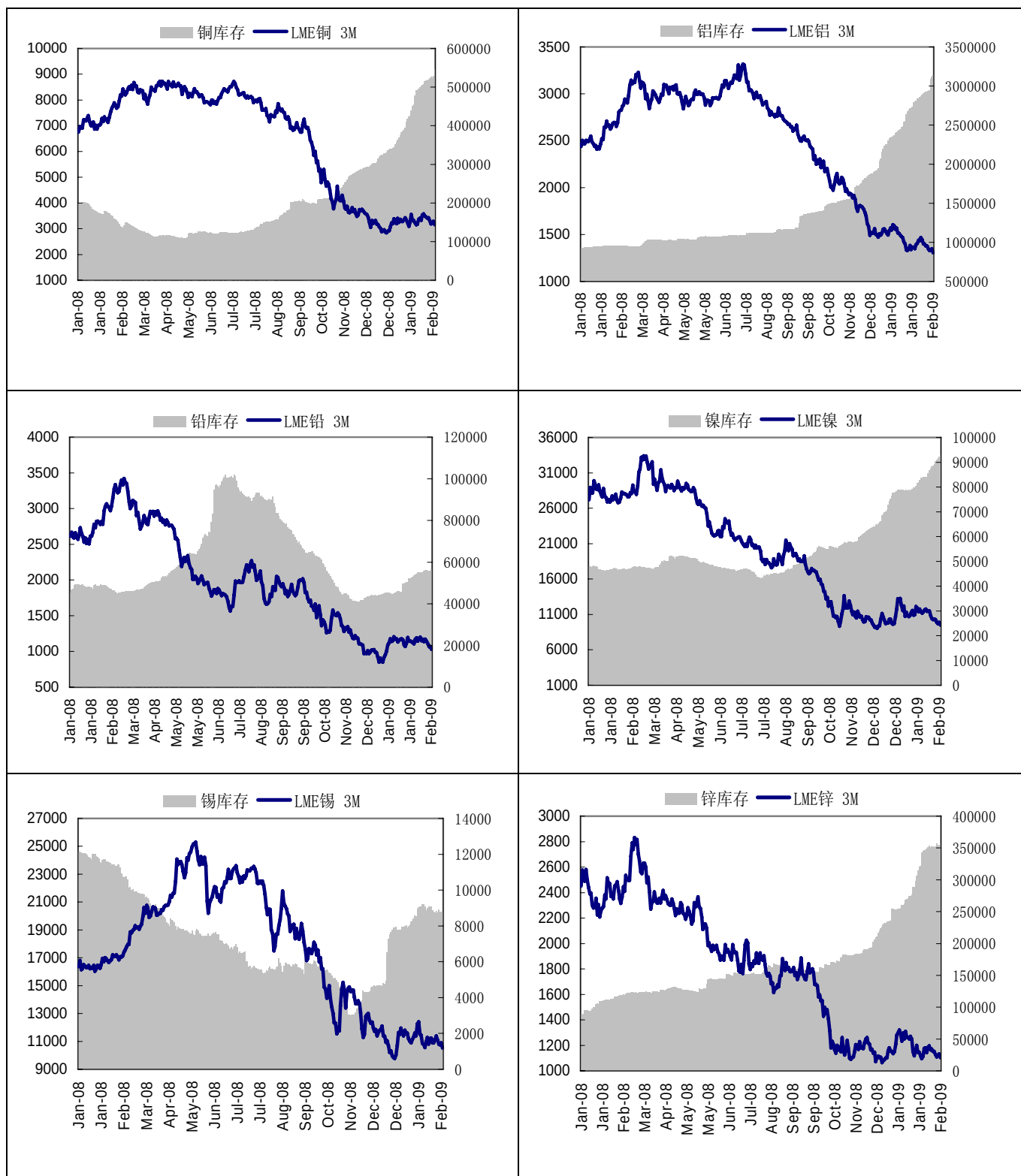
从近几个月的库存变化看，各工业金属库存持续增加，需求没有明显起色，库存消化情况依然非常严重。

表 1：基本金属报价

LME3M	最新价	最高价	最低价	价格变动	持仓量变动
铝	1305	1381	1297	-5.23%	-324
铜	3150	3413.75	3139	-8.16%	-2604
铅	1030	1160	1018	-11.97%	-199
镍	9500	10350	9450	-7.99%	-16
锡	10525	11225	10400	-7.43%	55
锌	1105	1155	1083	-4.16%	-951
LME 现货	最新价	最高价	最低价	价格变动	持仓量变动
铝	1269.25	1318	1264	-5.40%	-1789
铜	3115.25	3325.5	3140	-8.16%	-56
铅	1019	1140	1015	-12.40%	-266
镍	9420	9980	9570	-8.14%	-188
锡	10800	11125	10798	-7.29%	27
锌	1078	1112.5	1059	-4.49%	-18

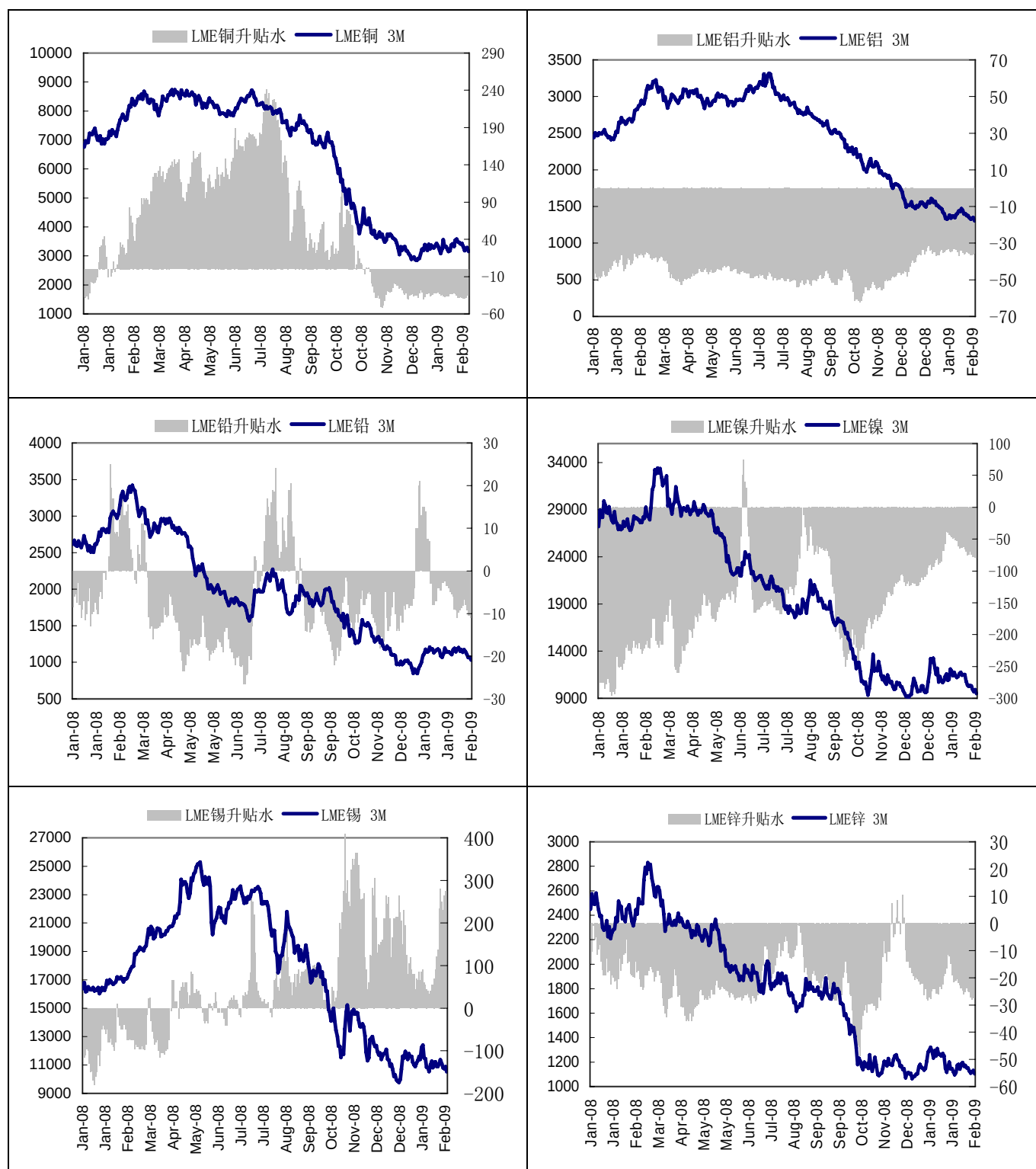
资料来源：Bloomberg

图 1：基本金属价格走势和库存



资料来源：Bloomberg

图 1 续：基本金属价格走势和升贴水



资料来源：Bloomberg

基本金属库存情况

表 2：全球铝库存一览（单位：吨）

	库存	报告期变化	报告期变化比例
LME	3147300	219375	7.49%
Comex	10924	0	0.00%
SHFE	201758	676	0.34%
总计	3359982	220051	7.01%

资料来源：Bloomberg

表 3：全球铜库存一览（单位：吨）

	库存	报告期变化	报告期变化比例
LME	545600	26050	5.01%
Comex	42292	945	2.29%
SHFE	30105	-3776	-11.14%
总计	617997	23219	3.90%

资料来源：Bloomberg

表 4：全球锌库存一览（单位：吨）

	库存	报告期变化	报告期变化比例
LME	354925	3675	1.05%
SHFE	62988	-652	-1.02%
总计	417913	3023	0.73%

资料来源：Bloomberg

表 5：其它基本金属库存一览（单位：吨）

	LME 库存	报告期变化	报告期变化比例
铅	56425	250	0.45%
镍	93024	3696	4.14%
锡	8740	-80	-0.91%

资料来源：Bloomberg

铝土矿 氧化铝

本报告期内氧化铝价格没有变化，我们维持之前氧化铝价格将呈震荡走势的判断。

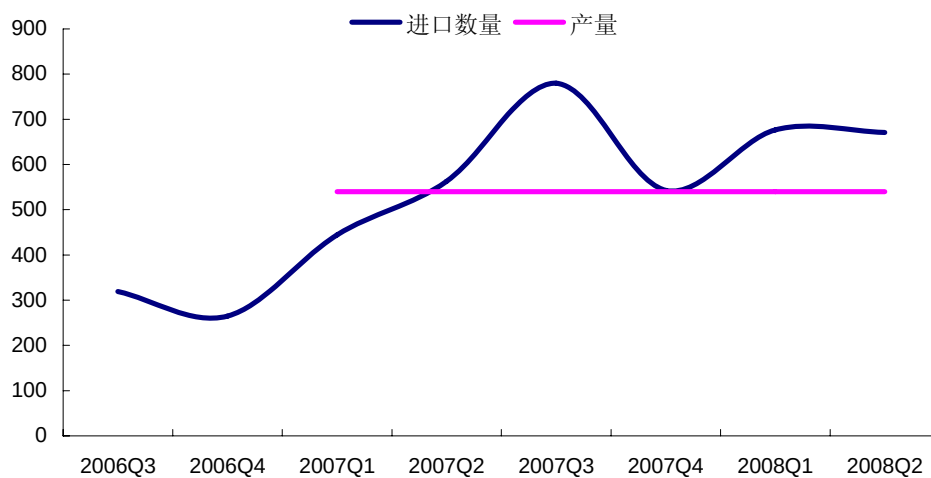
受需求逐步稳定和供应减少的影响，以及企业库存量亦下降明显，氧化铝价格在节前一度微涨，不过在铝价依旧弱势的条件下，氧化铝价格没有持续走高的动力，短期将维持震荡走势。

表 6：氧化铝报价

	单位	最新价	一周变动	一月变动	最新价 - 年内均价
国产现货	元/吨	1825	0	-50	-1262
连云港进口	元/吨	1975	0	-50	-1378
青岛港进口	元/吨	1975	0	-50	-1392
中铝氧化铝	元/吨	2200	0	200	-1193
港口进口价	美元/吨	215	0	-10	-184

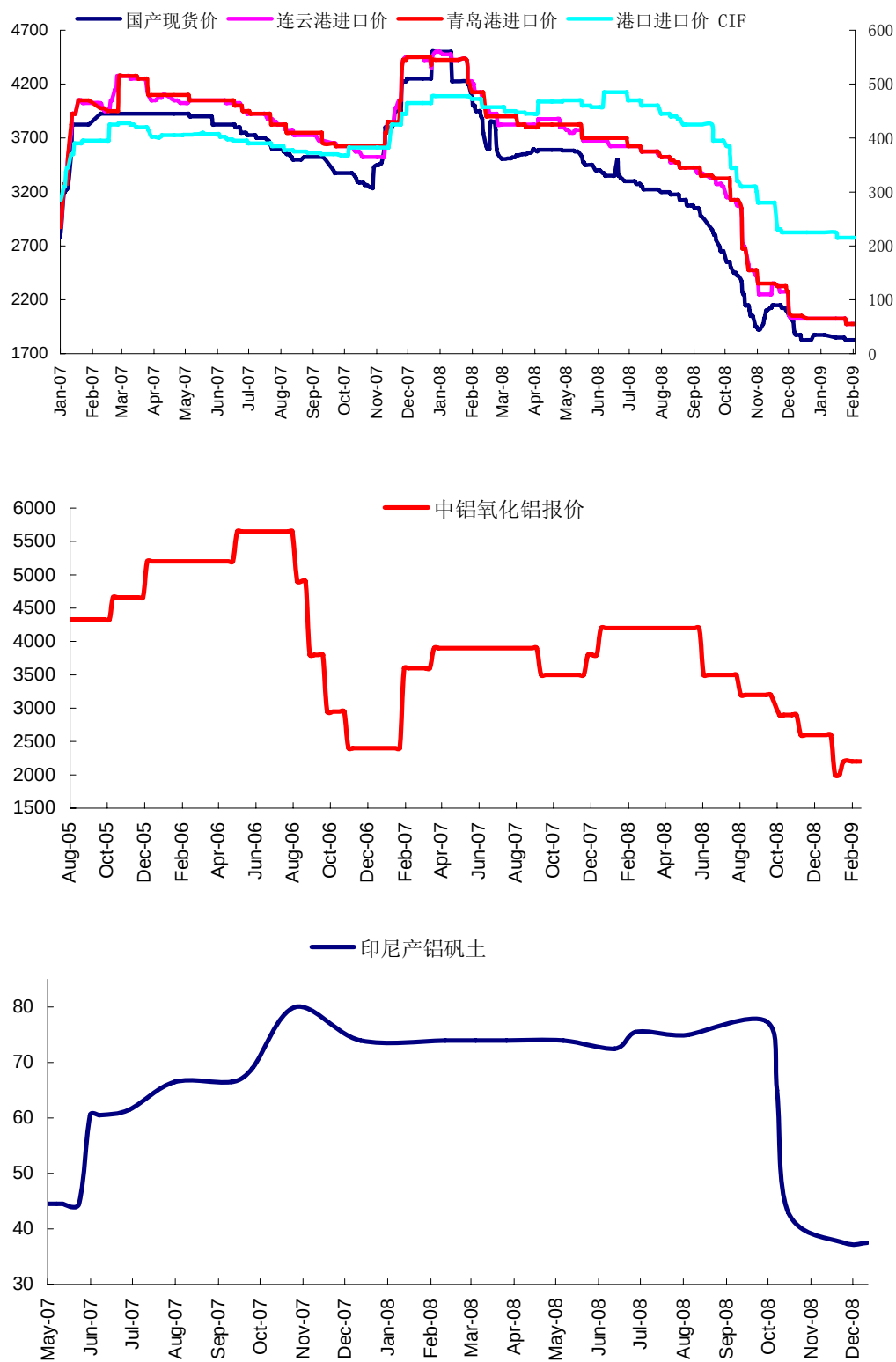
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：铝土矿进口与产量



资料来源：中华商务网 Bloomberg

图 4：氧化铝、铝土矿价格走势



资料来源：中华商务网 Bloomberg

贵金属

黄金：避险资金支撑

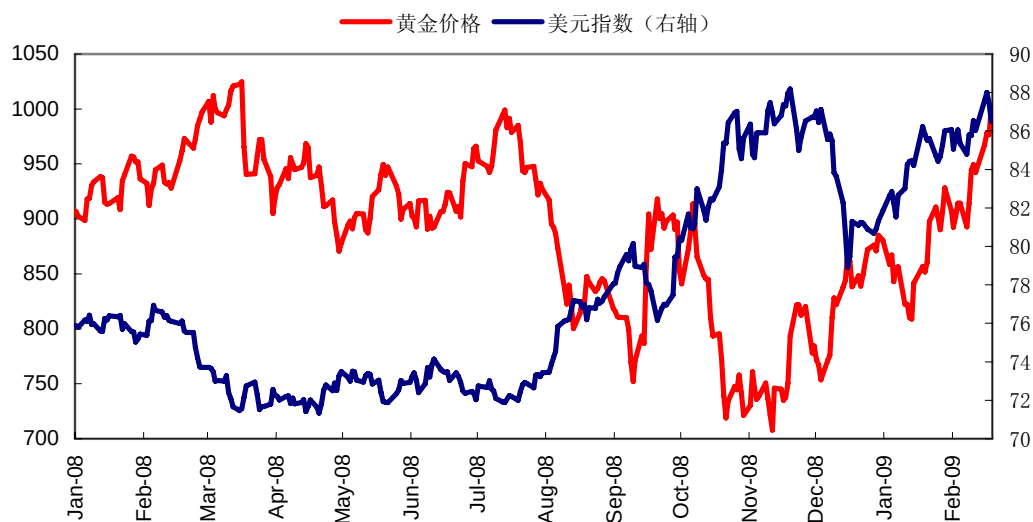
本报告期内黄金在避险买盘的有力支撑上继续走强，COMEX 期金交易价上涨 6.4%，突破 1000 美元/盎司。SHFE 黄金报价上涨 3.8%，周一有补涨需求。在金融危机引发的风险开始转移到政府后，市场认为主权违约风险在上升，因而黄金成为货币保值的最优选择。我们预计 2009 年上半年在避险需求的影响下黄金价格将继续走高，不过，其长期持续上涨可能受阻，值得密切关注经济形势好转后避险资金的撤离。

表 7：黄金价格和美元指数

	单位	最新价	一周变动	一月变动	三月变动	一年变动
上交所黄金报价	元/克	213.52	3.8%	17.5%	14.5%	
Comex 黄金报价	美元/盎司	1002.2	6.4%	17.0%	18.8%	4.2%
Comex 黄金库存	盎司	8458484	0.3%	-0.8%	-1.9%	11.0%
美元指数		86.488	0.5%	0.3%	11.8%	13.6%

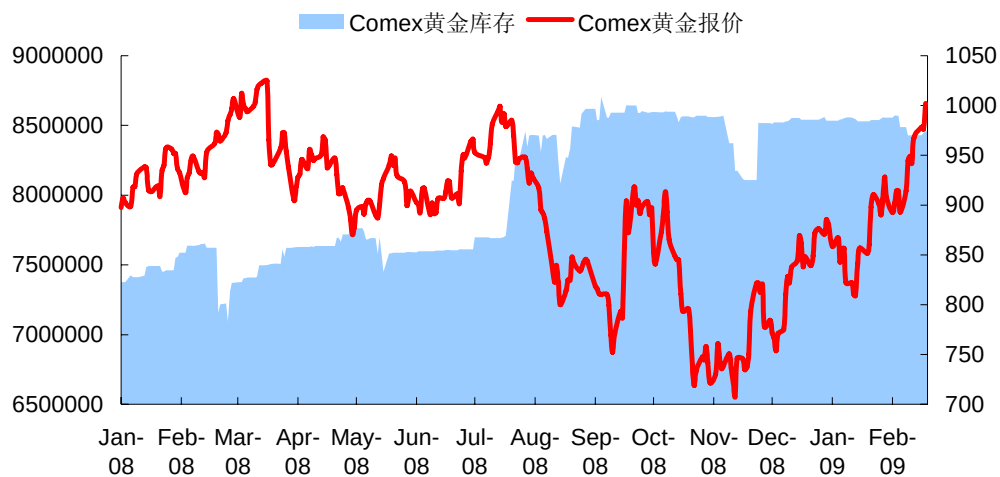
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：美元指数走势



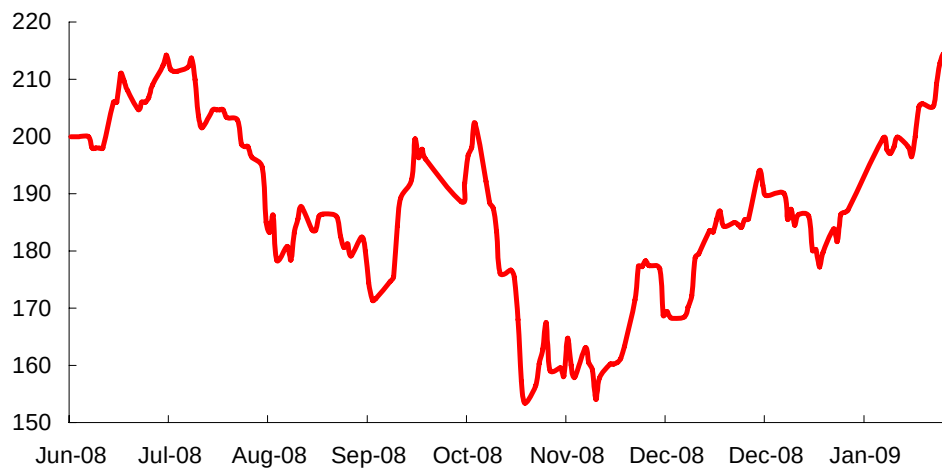
资料来源：Bloomberg

图 5: Comex 黄金报价与库存



资料来源: Bloomberg

图 6: 上海期货交易所黄金报价



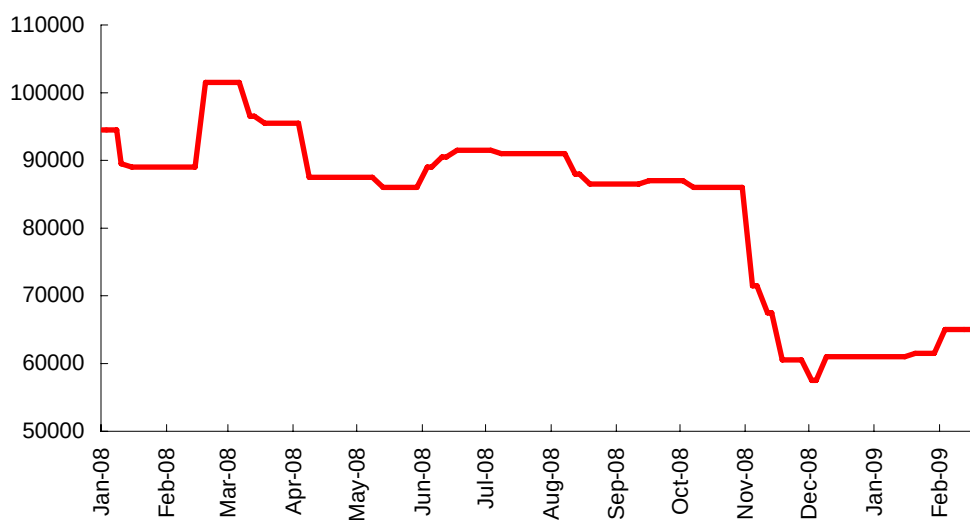
资料来源: Bloomberg

钨：稳定中调整

本报告期内钨市场基本稳定，钨精矿价格在 6.3-6.6 万元/吨，APT 维持 9.9-10.3 万元/吨，钨铁价格稳定在 12.5-13 万元/吨。整个市场交易量略有放大，商家边交易边观望，生产线未全面开启。

国际市场仍在“冬眠”状态，需求疲软。鹿特丹钨铁价格在 29.5-31 美元/千克钨，欧洲 APT 在 210-230 美元/吨度。钨铁鲜有成交，市场沉寂。

图 7：国内钨精矿价格走势



资料来源：中华商务网 Bloomberg

稀土

本报告期内稀土氧化物价格有涨有跌，氧化镨钕微涨 1.7%，不过氧化镧下跌 1.8%，带动稀土综合价格走低 0.5%，其他品种报价没有变化。

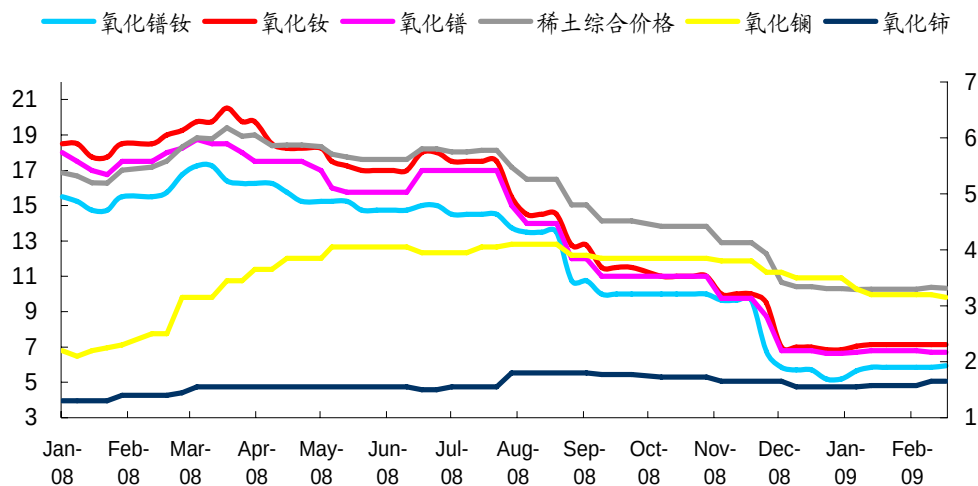
一方面是《全国矿产资源规划》发布后稀土行业通过不断整合将增强稀土资源定价话语权，另一方面是新能源等下游需求在国家政策的扶持下逐渐恢复，稀土价格有望在 09 年走出低谷。

表 7：稀土报价变动（单位：万元/吨）

	氧化镨钕	氧化钕	氧化镨	氧化镧	氧化铈	稀土综合价格	碳酸稀土
2009-2-13	5.85	7.15	6.7	2.8	1.25	2.93	0.71
2009-2-20	5.95	7.15	6.7	2.75	1.25	2.92	0.71
变化	0.1	0	0	-0.05	0	-0.01	0
变动比例	1.71%	0.00%	0.00%	-1.79%	0.00%	-0.45%	0.00%

资料来源：矿业交易网，东方证券研究所

图 8：稀土价格走势



资料来源：矿业交易网，东方证券研究所

股价与估值

- 1、本报告期内有色金属行业表现一般，较上周上涨 0.3%，强于大盘 2.6%。
- 2、国际有色金属类股票表现较差，所跟踪的 6 支股票中有 4 支下跌，英美公司在黄金价格上扬的刺激下上涨 9%，跑赢所在市场 11.3%。
- 3、基于对 2009 年宏观经济的不确定性的判断，我们认为黄金将是行业中最好的防御品种。金融危机的蔓延，加大了市场对黄金的偏爱，促使黄金价格摆脱美元升值的影响保持上涨趋势。国内黄金上市公司依然有来自大股东黄金资源注入的预期，也促使我们在工业金属价格将震荡筑底的背景下，选择黄金来跑赢行业指数。
- 4、同时我们也认为，2009 年将会出现黄金和工业金属此起彼伏的局面。宏观经济的不确定性和当前接近或略高于成本的工业金属价格面临较大的向下压力，而黄金将稳步走高。当工业金属价格跌破成本之下 20%时，正如我们在 2008 年底看到的那样，工业金属将面临优于黄金的投资机会。
- 5、我们维持对黄金股的买入评级，对工业金属持谨慎态度。维持行业总体的中性评级。

表 8：股价表现

货币	最新股价	绝对涨幅				相对市场涨幅			
		一周	1 个月	3 个月	12 个月	一周	1 个月	3 个月	12 个月
平均	2502.05	0.3%	40.1%	60.5%	-60.3%	2.6%	24.2%	38.5%	-8.4%
云南铜业 元	15.03	1.9%	54.9%	68.1%	-70.8%	4.2%	39.0%	46.1%	-18.9%
包钢稀土 元	15.42	3.5%	29.4%	110.1%	-68.9%	5.8%	13.4%	88.0%	-17.0%
山东黄金 元	68.51	6.8%	48.4%	69.2%	-66.1%	9.1%	32.4%	47.2%	-14.2%
中金黄金 元	51.07	4.2%	40.3%	63.8%	-53.3%	6.5%	24.4%	41.7%	-1.4%
江西铜业 元	17.96	-1.2%	47.3%	61.7%	-62.6%	1.1%	31.4%	39.6%	-10.7%
宝钛股份 元	19.30	3.3%	16.1%	68.1%	-69.2%	5.6%	0.2%	46.1%	-17.2%
中金岭南 元	12.83	-0.1%	26.5%	68.8%	-68.5%	2.2%	10.6%	46.8%	-16.6%
美铝 USD	6.29	-15.9%	-26.5%	-25.5%	-82.7%	-13.6%	-42.5%	-47.5%	-30.8%
必和必拓 GBp	1152.00	-9.9%	-1.1%	44.5%	-30.0%	-7.6%	-17.1%	22.4%	21.9%
力拓矿业 GBp	1810.00	-9.0%	19.9%	-12.8%	-68.9%	-6.7%	3.9%	-34.8%	-17.0%
纽蒙特矿业 USD	43.73	5.2%	8.2%	51.9%	-13.6%	7.5%	-7.8%	29.8%	38.3%
自由港迈克墨伦 USD	28.78	-5.7%	22.5%	48.9%	-71.2%	-3.4%	6.5%	26.8%	-19.3%
英美公司 ZAR	32499.00	9.1%	25.0%	75.9%	15.2%	11.3%	9.0%	53.9%	67.2%

资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

表 9：估值、ROE 比较

	最新估值				相对市场估值比率				ROE	
	08P/E	09P/E	08P/B	09P/B	08P/E	09P/E	08P/B	09P/B	2008E	2009E
云南铜业	34.91	501.00	2.69	2.75	2.12	30.69	1.03	1.11	7.7%	0.5%
包钢稀土	52.75	89.75	7.27	6.72	3.21	5.50	2.79	2.72	13.8%	7.5%
山东黄金	38.06	23.57	7.03	6.04	2.32	1.44	2.70	2.45	18.5%	25.6%
中金黄金	27.02	21.28	5.29	4.21	1.64	1.30	2.03	1.70	19.6%	19.8%
江西铜业	16.30	43.83	2.64	2.49	0.99	2.68	1.01	1.01	16.2%	5.7%
宝钛股份	23.26	15.83	2.14	1.88	1.42	0.97	0.82	0.76	9.2%	11.9%
中金岭南	16.89	157.84	3.29	3.22	1.03	9.67	1.26	1.31	19.5%	2.0%
美铝	-13.59	10.61	0.46	0.45	-0.82	0.85	0.31	0.34	-3.4%	4.3%
必和必拓	7.77	9.60	2.23	2.04	1.04	1.34	1.67	1.69	28.7%	21.2%
力拓矿业	3.34	5.81	1.02	0.92	0.45	0.81	0.76	0.77	30.4%	15.9%
纽蒙特矿业	21.79	24.34	2.42	2.17	1.31	1.94	1.64	1.65	11.1%	8.9%
自由港迈克墨伦	43.94	11.11	1.88	1.47	2.64	0.89	1.28	1.12	4.3%	13.2%
英美公司	-15.37	16.29	5.57	4.38	-1.91	2.37	3.26	2.98	-36.2%	26.9%

资料来源：东方证券研究所

表 10：国内公司估值与评级

公司名称	评级	股价	EPS		P/E		P/B		ROE	
			2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
云南铜业	中性	15.03	0.43	0.03	34.91	501.00	2.69	2.75	7.7%	0.5%
包钢稀土	增持	15.42	0.29	0.17	52.75	89.75	7.27	6.72	13.8%	7.5%
山东黄金	增持	68.51	1.80	2.91	38.06	23.57	7.03	6.04	18.5%	25.6%
中金黄金	中性	51.07	1.89	2.40	27.02	21.28	5.29	4.21	19.6%	19.8%
江西铜业	增持	17.96	1.10	0.41	16.30	43.83	2.64	2.49	16.2%	5.7%
宝钛股份	增持	19.30	0.83	1.22	23.26	15.83	2.14	1.88	9.2%	11.9%
中金岭南	增持	12.83	0.76	0.08	16.89	157.84	3.29	3.22	19.5%	2.0%

资料来源：东方证券研究所

行业新闻

- **印度将对中国进口铝征收保护性关税** 印度政府高层人士周四表示，印度将对中国进口铝征收保护性关税，来保护国内铝工业。贸易部长 GopalK.Pillai 在商业会议的间隙时称，“我们希望进口，但我们并不希望进口扼杀本国工业。”“我们已经进行了调查。将征收保护性关税。”他表示，两周之内将征收保护性关税。
- **消息称中国有兴趣收购牙买加氧化铝资产** 上周牙买加总理 BruceGolding 和中国副主席习近平进行会晤。会后消息人士称，中铝有兴趣收购该国的氧化铝资产。牙买加总理在会上证实，其政府正在讨论出售牙买加氧化铝公司 45%股份，牙买加氧化铝公司年产 1400 万吨氧化铝，美铝持有其余 55%股份。牙买加总理和中国副主席习近平在会上也讨论牙买加 Alpart 铝厂的未来问题，Alpart 氧化铝精炼厂由俄罗斯的 RUSAL 公司和挪威的 NorskHydro 公司合资拥有。与会代表称，假如牙买加 Alpart 铝厂考虑进一步削减产量，中铝可能对其进行收购。
- **2008 年全球镍市供应过剩 54100 吨** 全球金属统计局(WBMS)周三表示，2008 年全球镍市供应过剩 54,100 吨。2008 年，矿山镍产量较上年减少 1.3%至 154 万吨，而精炼镍产量减少 5.9%至 137 万吨，因中国和日本矿山产量减少。2008 年精炼镍产量为 137 万吨，需求量为 132 万吨。WBMS 称，2008 年全球需求减少 2.8%。12 月，镍冶炼厂产量为 115,800 吨，消费量为 105,100 吨。2008 年，主要位于 LME 仓库的可报告镍库存较 2007 年增加 30,200 吨。供需数据中包括中国从进口矿石中生产的低等级镍铁，之前 WBMS 并不包括该项数据。
- **基本金属库存积压仍严重** 自世界金属统计局(WBMS)的最新数据显示，全球基本金属库存情况依然非常严重。全球金属统计局指出，2008 年全年全球铜市供给出现 32.9 万吨盈余。精铜产量为 1848 万吨，较 2007 年增加 2.8%，消费量只有 1816 万吨。2008 年全球原铝市场供应大量过剩 100.7 万吨，远高于 2007 年的过剩 17.8 万吨。2008 年全年原铝产量增加 3%，达 3930 万吨，消费量增加幅度不到 1%，至 3826 万吨。
- **高盛建议推迟投资初级商品** 高盛分析师团队本周发布的研究报告指出，认为初级商品价格跌势即将到头的投资者应推迟出手，应继续把关注重点放在股票上。高盛称，投机于初级商品仍有一定风险，投资者将资金投入矿业与能源股会更佳。但高盛对初级商品的长期前景依然看好。该研究报告表示：“很明显，初级商品市场将开始显现触底迹象，这说明目前做多商品的上行风险超出下行风险。”但初级商品的高额持仓成本已促使银行建议投资者减少直接的商品投资。“不同于股票，投资者可买入并持有；初级商品的多头仓位不能长期持有，因所投资的期货合约终将临近到期日，仓位必须调整。”高盛指出，“目前推荐做多与初级商品相关的股票、但仍做空初级商品策略的原因是，股票是具备前瞻性的资产，而初级商品是现货资产，反映的是当前基本面。一旦基本面很明显将会改善，股市就应开始有所表现。”
- **智利对中铝拟参股该国铜矿感到满意** 智利矿业部长冈萨雷斯(SantiagoGonzalez)周三表示，智利政府对中国铝业集团拟参股力拓旗下智利埃斯孔迪达(Escondida)铜矿感到“非常满意”，该铜矿是全球最大的铜矿。冈萨雷斯称：“我们很高兴，一个像中国铝业这么大规模的中国企业，决定在我们国家作重大投资。”冈萨雷斯表示，力拓高管告诉他力拓将继续管理埃斯孔迪达铜矿。他说：“根据我们的理解，中国铝业不会参与该铜矿的管理，只是一项投资。”他并称，智利无意收购埃斯孔迪达铜矿股权。

分析师承诺

施卫平：有色金属行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn