

忠誠
Loyalty
忠誠 忠誠 忠誠

專業
Professionalism
專業 專業 專業

創新
Innovation
創新 創新 創新

勤儉
Diligence
勤儉 勤儉 勤儉

基本金屬前景不佳

耐心等待估值回落

——有色金属行业5月投资策略

国海证券研究所

二〇〇九年四月

 国海证券
SEALAND SECURITIES

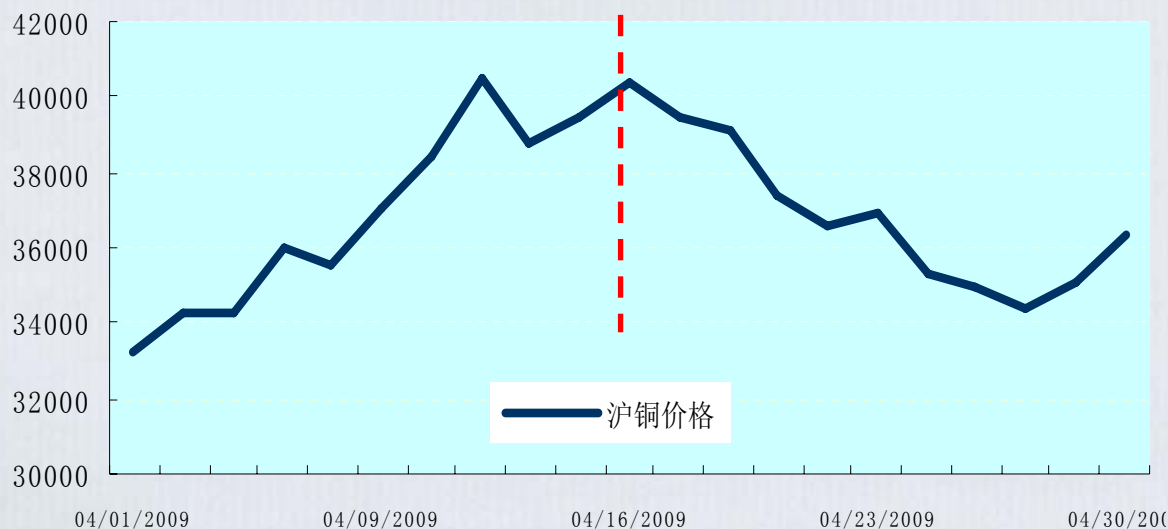
有色金属行业5月策略

- 1、基本金属冲高回落，伦铜库存去向成谜
- 2、中国黄金储备增加，将长期利好黄金
- 3、铜、铝、铅锌子行业仍处于低迷时期
- 4、板块估值偏高，维持“弱于大市”的行业评级
- 5、重点推荐：锡业股份 铜陵有色

4月基本金属冲高回落

四月沪铜逼仓带动基本金属猛涨

Cu0904合约交割后，沪铜快速回落

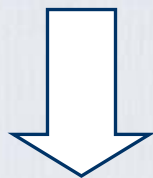


伦铜流向境内贸易商可能性大

基本金属中只有伦铜库存明显减少

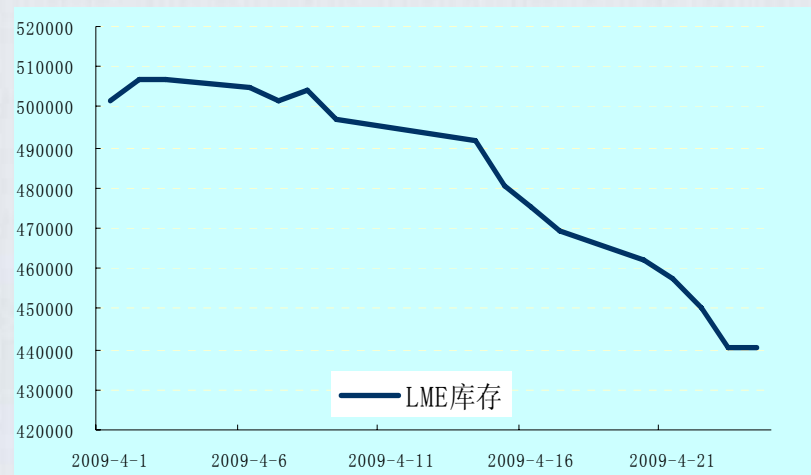
境外需求下滑，伦铜运向中国

正价差较大导致伦铜可能流向贸易商



国内现货铜紧张局面会逐渐缓解

铜现货升水将逐渐回落



5月沪铜会继续逼仓吗？

逼仓的基本条件具备：

沪铜5月合约持仓量更大，而沪铜库存创09年新低

基本面存在较大风险：

供给方面：

- 1、目前的铜价和现货升水使得铜采选和铜冶炼都利润丰厚，随着废铜供应的恢复，国内铜产量会有明显增加
- 2、目前较大的正价差导致进口铜快速增加

需求方面：

3月的国内铜消费下游数据与2月相比，同比增速有回落态势

我们认为，5月逼仓发生的可能性较低。

中国黄金储备增加，将长期利好黄金

重大事件：中国宣布黄金储备增至1054吨，仅次于美、德、法、意。

增加方式：“自2003年以来，逐步通过国内杂金提纯以及国内市场交易等方式”——胡晓炼

事件的意义：

明确黄金作为央行储备资产的重要性；目前黄金占外汇储备比例不足2%，市场存在继续增加的预期。

我们的观点：

尽管目前黄金实物消费离明显复苏还较遥远，但黄金的小幅调整已使得部分实物黄金消费者开始接受相对高价的黄金。并且，与前期相比，在投资和避险需求略显疲软的时候，中国黄金储备继续增加的预期将对黄金价格形成有效支撑，黄金继续向下调整的动力明显削弱。



铜行业景气度或将回落

3月,中国精炼铜产量同比增加5.2%,同比增幅小于1-2月的10.9%;铜精矿产量同比增加17.3,同比增幅大于1-2月的8.6%。我们认为,国产和进口铜精矿的增加,废铜进口的逐步恢复会使得国内精炼铜产量同比增加;进口套利的精炼铜也将快速缓解国内现货铜供应紧张的局面;下游铜需求同比增速出现回落,在铜价走势分歧较大的时候,铜加工商也不会额外备货。

在这些因素影响下,我们判断铜现货升水以及铜内外价差都可能会回落,将明显影响到铜行业的景气度。

铝行业继续低迷

3月，中国原铝、氧化铝产量分别同比下降16.4%和7.6%，同比增幅与1-2月下降幅度相当，显示截止到3月底铝企并没有重启闲置产能。我们认为，4月份后，在出现利润空间和政府干预的双重作用下，部分原铝闲置产能重新上马；在没有进口关税、且存在较大正价差的情况下，进口铝制品大幅增加，且预期这种情况还将延续；受外部需求下滑，国内铝价较高影响，我国铝材出口量已经大幅下滑。

在这些因素影响下，我们判断铝将仍面临供需失衡的局面，铝价将在成本线上下徘徊，铝行业继续低迷。

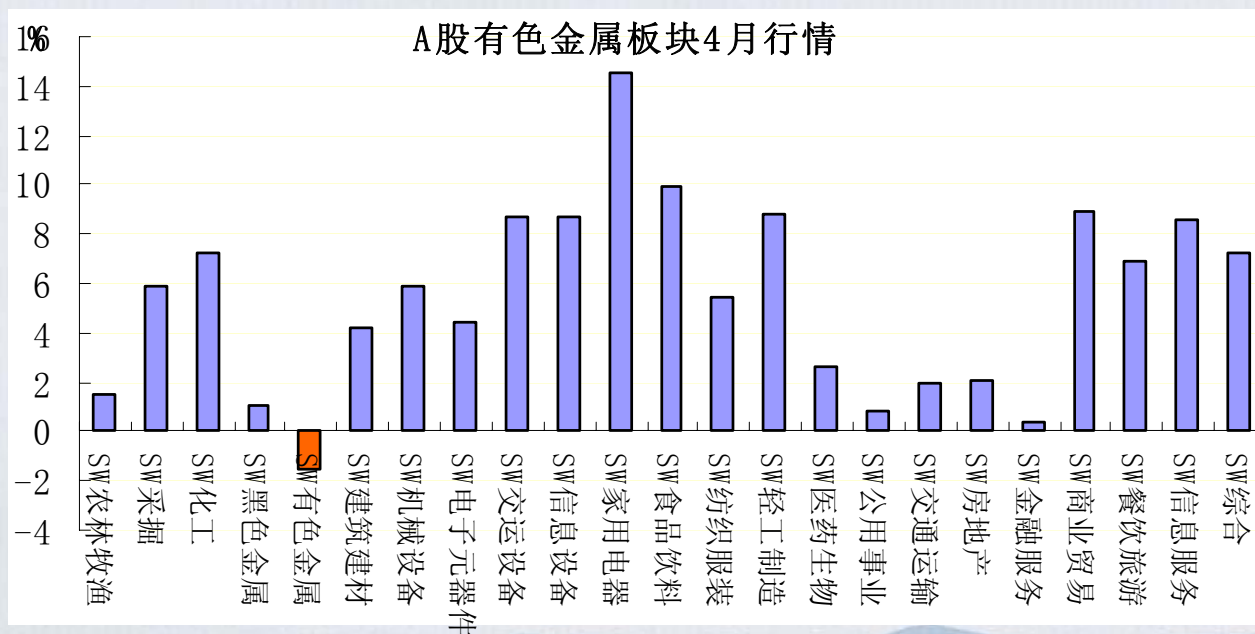
铅锌行业景气回升受限

3月，中国铅、锌产量同比增长45.7%和8.2%，同比增幅远大于1-2月的14%和-11.8%；锌精矿产量继续同比下滑5.4%，铅精矿产量同比增长19.2%，产量增长也十分迅速。我们认为，铅、锌产品产量受价格敏感程度超出预期，价格稍有回升，产量立即大幅释放；进口铅、锌大幅度增加，未有减缓迹象；锌下游需求还未明显回升，而铅需求稍好，但同比增速也出现回落。

在这些因素影响下，我们判断铅锌行业景气回升将受到产量迅速增加的限制，部分成本较低的矿石厂商仍然有微利空间。

仍维持行业弱于大市的投资评级

A股有色金属板块4月的行情出现回调，整个4月有色金属板块总市值加权平均下跌1.58%，为所有板块中唯一一个下跌的板块。



目前，我们整体仍维持二季度对行业弱于大市的投资评级。
主要原因在于：

- 1、基本金属价格仍处于筑底阶段，行业周期并未走出低谷。
- 2、A股有色金属板块经过一季度的大幅上涨后估值普遍偏高。
- 3、许多企业仍处于盈亏线上，行业阶段性产能过剩的问题在经济复苏以前还无法解决，严重制约了企业业绩的回升。

耐心等待投资机会

综合以上分析，我们认为在5月不再发生沪铜逼仓的情况下，铜、铝、铅锌子行业的基本面前景都较为暗淡；黄金子行业仍有较好的基本面支持。如果5月再次发生沪铜逼仓，则基本金属有可能在沪铜带动下出现反弹，但潜在的风险是非常大的。

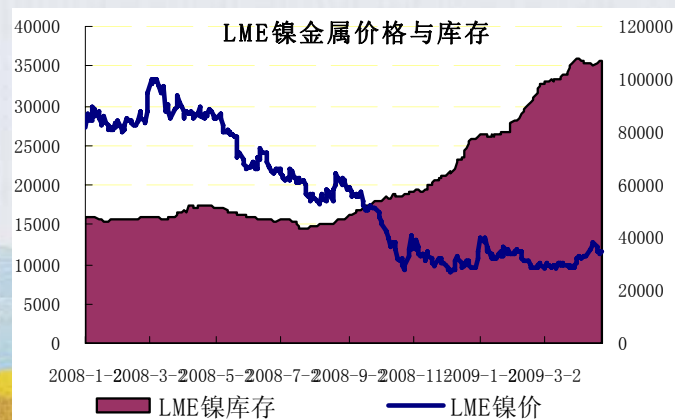
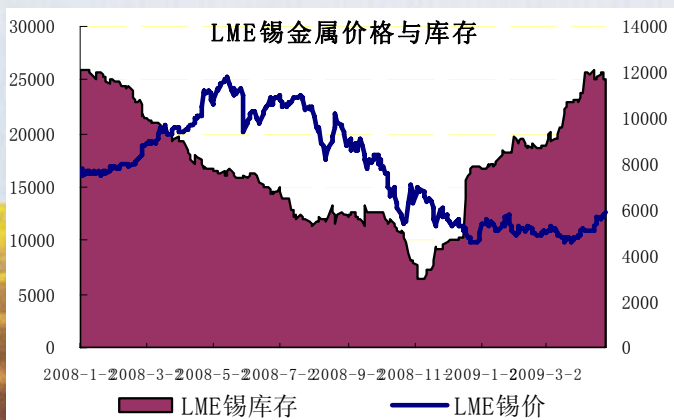
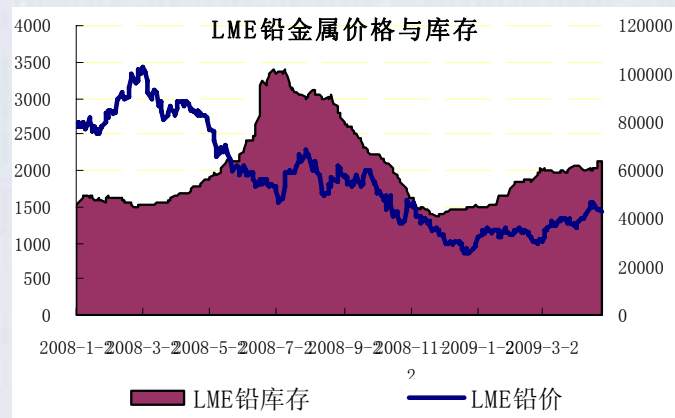
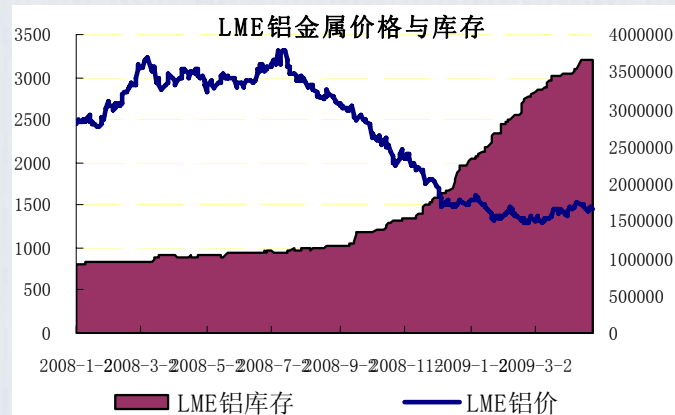
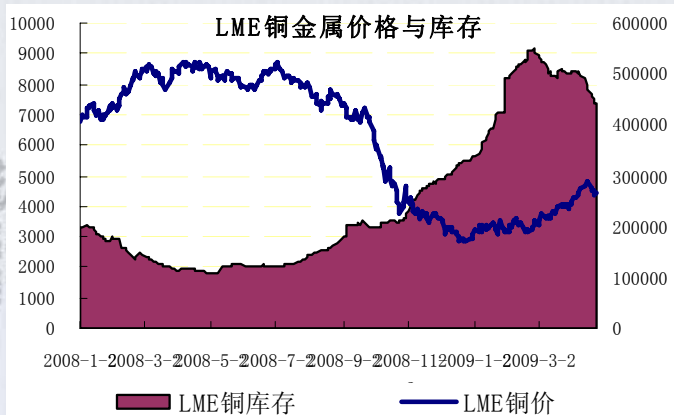
我们虽较长期看好黄金价格，但09年预期在经济低迷、物价下行、资产价格走低的情况下，黄金价格继续上行的动力来自于“危机事件”的发生，不确定性太大，我们倾向于黄金价格在高位震荡。而国内黄金股的估值偏高，都在40倍以上，远高于境外黄金巨头，投资者需耐心等待时机介入。

在重点公司研究中，锡业股份和铜陵有色有更新报告，仍给予了增持评级，投资者可以适当关注。

金属价格附注:

品种	09. 3. 31	09. 4. 24	变化幅度	期间平均 9. 3	期间平均 9. 4	变化幅度	09. 3. 31	库存 09. 4. 24	变化幅度
铜	4040	4470	10. 64%	3803. 1	4476. 3	17. 70%	499625	440475	-11. 84%
铝	1392	1457	4. 67%	1373. 9	1470. 7	7. 04%	3468975	3676525	5. 98%
锌	1320	1420	7. 58%	1250. 4	1423. 8	13. 87%	344900	341850	-0. 88%
铅	1270	1435	12. 99%	1256. 5	1411. 7	12. 36%	62025	63650	2. 62%
锡	10400	12600	21. 15%	10467. 3	11481. 3	9. 69%	10730	11735	9. 37%
镍	9850	11550	17. 26%	9793. 9	11431. 9	16. 72%	106698	107376	0. 64%
黄金	916. 5	897. 5	-2. 07%	968. 4	887. 8	-8. 33%			
CRB指数	368. 83	372. 5	1. 00%	358. 8	373. 5	4. 10%			
美元指数	85. 6	84. 7	-1. 05%	86. 4	85. 3	-1. 28%			

	SHFE铜	SHFE铝	SHFE锌	长江1# 铅	长江1# 锡	长江1#镍 板	SHFE黄 金
2009. 01	28212	12067	11053	12345	100067	89750	188
2009. 02	28291	12010	10579	11994	98500	88950	198
2009. 03	31706	12583	11045	12306	98557	85466	216
2009. 04	39389	13660	12633	12716	99926	103765	196



股市有风险 投资需谨慎

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

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。本报告版权归国海证券所有。