

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

2009年6月15日

资源步入高估值时代

有色金属行业2009年中期投资策略

原材料

有色金属

中性(维持)

上证指数 2789

行业规模

		占比%
股票家数(只)	54	3.4
总市值(亿元)	7020	3.7
流通市值(亿元)	3890	4.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	16.0	107.3	-13.8
相对表现	7.1	54.0	7.0



相关报告

- 1、《有色金属行业2009年4月月报-资源股短期高点已现、长期坚定看好》 2009/4/2
- 2、《有色金属行业2009年3月月报-铜将成为继黄金之后表现最好的金属品种》 2009/4/2
- 3、《有色金属行业2009年1月月报-黄金将最早突破前期高点》 2009/2/4
- 4、《有色金属行业2009年度投资策略-在“寒冬”中寻求发展》 2008/12/4
- 5、《有色金属行业2008年四季度投资策略报告-行业景气低迷、仍可关注两类公司》 2008/10/13

本篇报告从货币、通胀、垄断等角度论证了我们长期看好资源股的理由,认为有色金属资源将迎来资源的高估值时代,此外我们认为全球资源需求的复苏具备持续性。

- **有色金属资源迎来高估值时代。**世界金融危机促发全球货币体系革新,全球资源垄断能力的不断增强、产能过剩背景下的通胀预期、流动性过剩,这些因素将长期支撑资源股高估值。
- **资源将成为通胀背景下最大的受益者。**全球加工技术差距的正不断缩小、加工业产能过剩仍较严重,这导致了加工企业很难获得超额回报。我们预期在未来较长时间内流动性过剩仍将存在,如果出现通胀,那么将是由 PPI 推动的 CPI 上涨,资源企业将是最大受益者。
- **长期看空美元,但预期短期美元受支撑。**长期看空美元是因为美国技术领先优势减弱导致其制造业 ROE 下滑、美国经济总量占世界总量的比重逐步下滑、其输出通胀能力正逐步减弱。但短期一方面受人民币相对固定汇率的支撑,另一方面也无法找到能够较好替代美元的货币品种。
- **全球资源需求复苏具备持续性。**预期印度未来三年的基建投资将保持 50% 的年增长速度,这种复制中国模式的发展方式将对资源需求构成强大的支撑,同时我们也预期美国、欧洲、日本需求将于下半年逐步复苏。继中国资源需求快速复苏后,以上两个因素将能维持资源需求复苏的持续性。
- **投资策略:**在资源货币属性不断显著、资源垄断定价能力逐步增强的背景下,长期我们坚定看好资源股的投资价值。短期由于受预期波动的影响和市场对需求复苏持续性的担忧将出现一定幅度的调整,但我们认为调整空间不大。
- **子行业及公司推荐。**我们推荐铜、小金属、深加工三个子行业:铜是基本面最好、货币属性最强的基本金属;无期货的小金属品种涨幅远小于由期货的金属品种,在需求复苏背景下看好小金属的补涨机会。考虑黄金企业估值偏高,下调黄金的投资评级至中性。主要推荐金钼股份、江西铜业和厦门钨业。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
厦门钨业	17.67	0.29	0.58	0.70	60.9	30.5	6.1	强烈推荐-A
宝钛股份	23.48	0.70	0.40	0.85	33.5	58.7	2.6	审慎推荐-A
南山铝业	10.39	0.48	0.45	0.59	21.6	23.1	1.6	审慎推荐-A
中国铝业	12.00	0.00	0.05	0.25	-	240.0	3.1	中性-A
江西铜业	29.98	0.80	7.00	0.86	37.5	4.3	4.3	审慎推荐-A
铜陵有色	18.66	0.49	0.56	0.68	38.1	33.3	3.3	审慎推荐-A
金钼股份	14.19	1.12	0.25	0.45	12.7	56.8	3.3	审慎推荐-A
山东黄金	48.70	0.90	1.60	2.30	54.1	30.4	14	审慎推荐-A
包钢稀土	18.84	0.28	0.22	0.31	67.3	85.6	9.8	中性-A
锡业股份	21.98	0.04	0.32	0.53	549.5	68.7	6.1	中性-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、美元贬值和通胀预期支撑行业景气	5
1、有色金属资源迎来高估值时代	5
2、通胀背景下资源是最好的投资品种	6
3、看空长期美元，但预期短期美元见底	7
二、预期未来需求持续复苏	9
1、中国需求率先复苏	9
2、关注印度需求——中国崛起模式的复制	11
3、等待西方国家的需求复苏	13
三、子行业基本面分析	15
1、铜：基本面最好、货币属性最强金属品种	15
2、铝：产能过剩状况短期不会改变	19
3、锌：矿企减产停产、需求回暖支撑锌价格	21
4、铅：铅酸电池需求支撑铅价	24
5、镍：受不锈钢拉动，需求向好	27
四、重点公司分析	29
1、金钼股份：资源估值相对占优、钼价补涨可能较大	29
2、江西铜业——国内资源储量最丰富、基本面最好的铜生产企业	29
3、厦门钨业——能源新材料产业正成为公司新的增长点	30
4、估值比较及盈利预测	31

图目录

图 1: 剔除通胀有色金属价格与通胀关系	6
图 2: 美国 GDP 及世界占比	7
图 3: 美国消费及占 GDP 比重	7
图 4: 全球外汇储备及增长率	8
图 5: 铜、铝、铅表观消费量	9
图 6: 镍、锡表观消费量	9
图 7: 生产商库存	9
图 8: 消费商库存	9
图 9: 未来三年将大力投入的领域	11
图 10: 印度铜消费及同比增长	11
图 11: 印度锌消费及同比增长	12
图 12: 印度不锈钢需求	12
图 13: 美国新屋开工	13
图 14: 美国新屋销售	13
图 15: 美国汽车销售	13
图 16: 日本工业生产	14
图 17: 日本汽车产量	14
图 18: 欧洲工业生产	14
图 19: 欧洲汽车产量	14
图 20: 欧洲锌消费	14
图 21: 欧洲铜消费	14
图 22: 全球铜供需平衡及铜价预测	15
图 23: 精铜供需平衡与精矿供需平衡	15
图 24: 中国铜进口	15
图 25: 中国表观消费量及同比增长	15
图 26: 中国铜实际消费量	16
图 27: 中国铜消费结构	16
图 28: 变压器产量及预测	16
图 29: 变压器用铜量	16
图 30: 日本铜线缆产量	17
图 31: 日本铜及铜合金产量	17
图 32: 日本铜消费	17
图 33: 美国铜线缆产量	18
图 34: 全球原铝供需平衡	19
图 35: IAI 全球月产量统计数据	19
图 36: 中国原铝产量	20
图 37: 中国原铝月进口数据	20
图 38: 中国原铝需求	20
图 39: 全球锌市场供需平衡	21
图 40: 中国锌净进口	21
图 41: 中国锌精矿进口量	22
图 42: 锌终端需求结构	22
图 43: 锌初级消费结构	22
图 44: 锌终端需求结构	22
图 45: 中国镀锌钢板需求	22
图 46: 锌精矿供需平衡	23
图 47: 锌现货加工费	23
图 48: 矿山利润与冶炼厂利润	23
图 49: 铅冶炼现货与长单加工费	24
图 50: 全球精铅产量与中国产量预测	24

图 51: 用于启动活塞式发动机电池出口	24
图 52: 其他铅酸蓄电池出口	24
图 53: 中国铅消费增长量与全球增长量	25
图 54: 起动用蓄电池用途	25
图 55: 中国汽车保有量	25
图 56: 中国汽车产量和同比增长速度	25
图 57: 美国汽车保有量	26
图 58: 美国铅酸蓄电池替代量	26
图 59: 美国月度汽车产量	26
图 60: 美国铅酸蓄电池新增产量	26
图 61: 各地区不锈钢开始反弹	27
图 62: 中国产量反弹	27
图 63: 全球不锈钢产量	27
图 64: 西欧镍需求	28
图 65: 中国镍铁产量增长	28
图 66: LME 库存及三月期铜价	32
图 67: SHFE 库存及主力期价	32
图 68: LME 三月期价与 SHFE 主力期价	32
图 69: LME 铜现货升水与远期升水	32
图 70: LME 三月期铜价及持仓	32
图 71: LME 三月铜与 COMEX 投机净多持仓	32
图 72: LME 三月期铝价及库存	32
图 73: SHFE 铝库存及主力期价	32
图 74: LME 三月期铝价与 SHFE 主力期价	33
图 75: LME 铝现货升水与远期升水	33
图 76: LME 三月期锌价及库存	33
图 77: SHFE 锌库存及主力期价	33
图 78: LME 三月期锌价与 SHFE 主力期价	33
图 79: LME 锌现货升水与远期升水	33
图 80: COMEX 金价与沪金主力	33
图 81: COMEX 主力金价与投机净多持仓	33
图 82: LME 镍现货升水与远期升水	34
图 83: LME 三月期镍价及库存	34
图 84: LME 锡现货升水与远期升水	34
图 85: LME 三月期锡价及库存	34
图 86: LME 铅现货升水与远期升水	34
图 87: LME 三月期铅价及库存	34

图目录

表 1: 有色金属子投资评级	5
表 2: 4 万亿投资结构	10
表 3: 09 年 5 月各地区减产情况	19
表 4: 金钼股份业绩敏感性分析	29
表 5: 江西铜业绩敏感性分析	30
表 6: 按资源储量估值比较	31
表 7: 公司估计对比及投资评级	31

一、美元贬值和通胀预期支撑行业景气

1、有色金属资源迎来高估值时代

世界时刻在变化着，有色金属行业也一样，世界金融危机促发全球货币体系革新、全球资源垄断增强、产能过剩背景下的通胀预期等这些历史上从未出现的情况深刻影响着这个行业。虽然有色基本面供求仍呈现过剩状态，但是由于资源生产商观念上的逐步改变，低价资源销售可能性较小。我们认为在目前这个时代，有色金属将迎来高估值时代。

我们看好资源股的长期投资价值，主要基于以下几点：

- 1、在货币推动的通胀背景下，资源板块受益最大：**预期未来在货币推动的通胀背景下，伴随着加工产业产能的过剩，因此我们认为产业链中加工环节仍未能获得超额收益，我们认为未来价格上涨的主要利润积累在资源等环节，我们预期未来是由 PPI 推动的 CPI 上涨。
- 2、资源的货币属性加强：**在世界货币体系革新背景下，储备黄金或大宗商品对于国家外汇管理或者资产配置的安全性均有十分重要的作用。我们长期看空美元，但短期美元仍将处于振荡格局。
- 3、垄断提升资源的定价能力：**世界资源发展的一大趋势就是垄断，铜、石油、铝土矿、铁矿石等行业均形成了较大的垄断力量，而且前期垄断程度较低的锌、铅、镍等行业的行业集中度也在快速提升。世界资源集中度的不断提高导致资源供应方定价能力不断增强。

我们根据对有色金属子行业的行业集中度、货币属性、供求基本面、目前价格状况等因素的考虑，对有色金属子行业的评级如图 1。

推荐子行业为小金属、铜和深加工。铜是基本面最好、货币属性最强的金属；小金属涨幅远落后于有期货的基本金属，在下游需求回暖背景下，我们认为小金属具备补涨的投资机会；看好深加工的主要理由是我们认为在部分细分子行业中，仍存在如厦门钨业、宝钛等优质的未来仍能维持高速增长的子行业龙头公司。

推荐股票为金钼股份、江西铜业和厦门钨业。

表1：有色金属子投资评级

子行业	投资评级	评级变动
铜	推荐	维持
深加工	推荐	维持
小金属	推荐	上调
黄金	中性	下调
锌、铅	中性	维持
镍	中性	维持
锡	中性	维持
铝	中性	上调

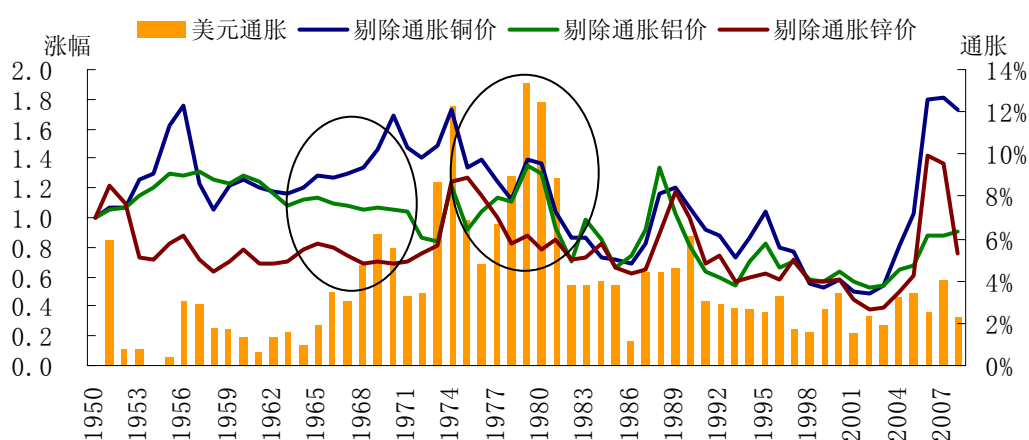
资料来源：招商证券

2、通胀背景下资源是最好的投资品种

世界性的金融危机爆发后，美联储最直接的通过增加 M0 来度过经济难关，而世界各国央行与美联储博弈的结果也是增加 M0。短期内，由于受全球货币流通速度下滑影响，流动性仍不是太大问题，但是一旦突破临界点，流动性将出现严重的泛滥，因此长期存在较强烈的通货膨胀预期，这其实就是目前信用货币体现的弊端。

在上个世界 70 年代，受石油垄断定价影响，全球经济陷入滞胀，而此次我们认为与 70 年代的滞胀有所类似。均伴随着货币泛滥、产能过剩、低利率和资源垄断，不同是上次推动滞胀的仅石油，而此次我们认为垄断定价的范围可能扩大到了更多的资源品种。

图1：剔除通胀有色金属价格与通胀关系



数据来源：USGS、Bloomberg、招商证券

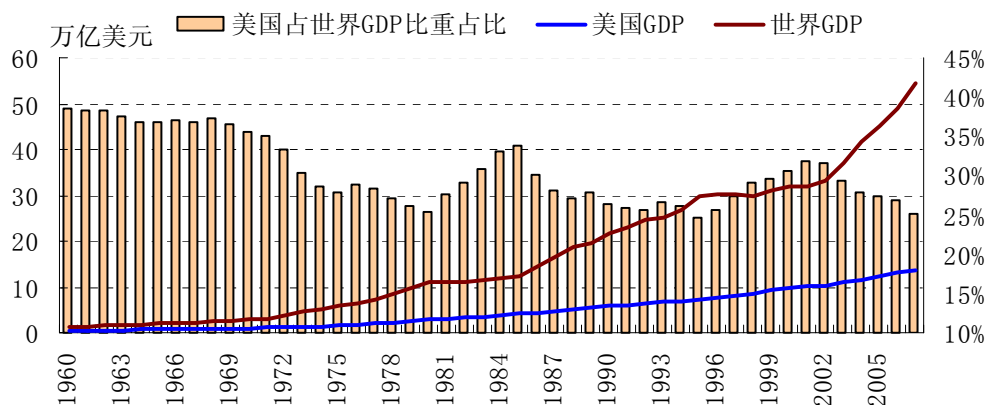
我们预期未来将出现由 PPI 推动的 CPI 上涨而引发的通货膨胀，是否会出现滞胀我们尚无法预期。在未来预期的通胀背景下，由于加工业产能过剩，而且可以通过货币复制，因此我们认为无法获得超额回报，通胀最大的推动和受益者将是资源本身，当然这里的资源相对定义较广，包括矿产资源、能源、渠道资源、品牌资源等。

3、看空长期美元，但预期短期美元受支撑

人们之所以认同美元是看好美国人们的赚钱能力和未来的偿付能力，一旦这种预期被打破那么美元将陷入危机，我们长期看空美元，主要理由如下：

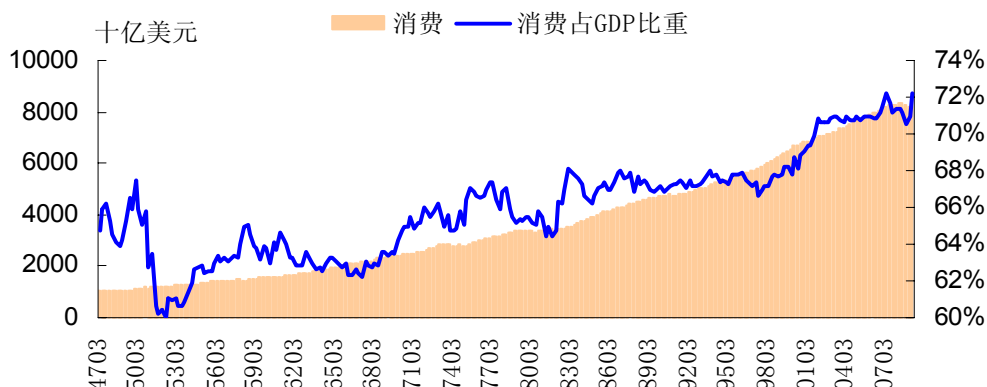
- 1、**技术领先优势减弱导致美国制造业 ROE 下滑：**自互联网、IT、电子产业突破以来的近 20 年，世界未有产生新的重大技术突破，这导致中国等国家在技术上与美国的差距越来越小，一旦中国在某个技术领域出现突破，拉近了与美国的技术差距后，该行业的毛利率和 ROE 水平就急剧下滑。随着中国制造生产能力的不断加强和突破，对美国曾经的高科技领域的冲击越来越大，美国制造业 ROE 水平下降已成必然。
- 2、**美国经济占世界经济比重逐步减少：**1960 年左右，美国 GDP 占全球 GDP 水平在 40% 左右，而目前，美国 GDP 占世界 GDP 水平下滑到了 25% 左右，而且 GDP 的结构中，09 年一季度消费贡献 GDP 比例也达到了历史的 72%。

图2：美国GDP及世界占比



资料来源：招商证券

图3：美国消费及占GDP比重

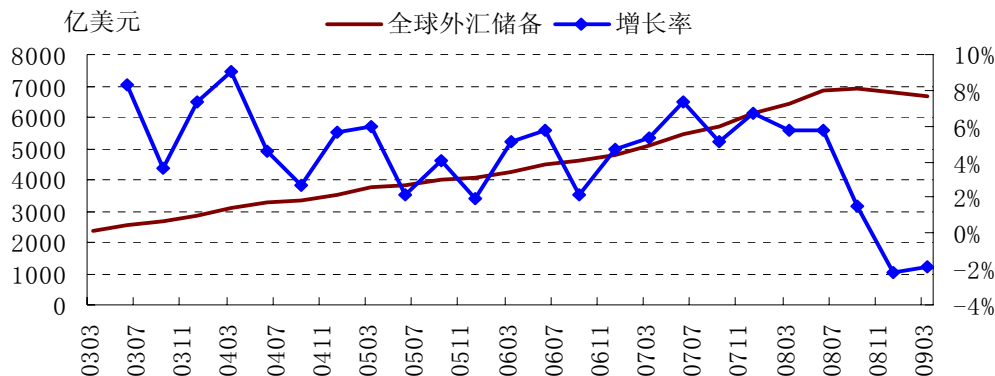


资料来源：BLOOMBERG

- 3、**美国输出通胀的能力减弱。**过往能够支持美国高消费的主要有三大因素。一是资源控制，但随着世界范围内对资源的日益重视，美国人们在此领域未来的突破可能较小；二是高科技盈利，但随着世界全球技术差距的不断缩小，未来美国制造业的 ROE

必将处于下滑状态；三是以美元为核心的世界货币体系，但随着世界金融危机的爆发，现有的世界货币体制受到了较大的挑战，事实上从 08 年下半年开始，全球外汇储备出现负增长，说明美元回流情况较为严重，美元输出通胀的能力正在减弱。

图4：全球外汇储备及增长率



资料来源：BLOOMBERG

以上因素将影响长期的美元汇率，但短期我们认为美元汇率将受到以下因素的支撑：

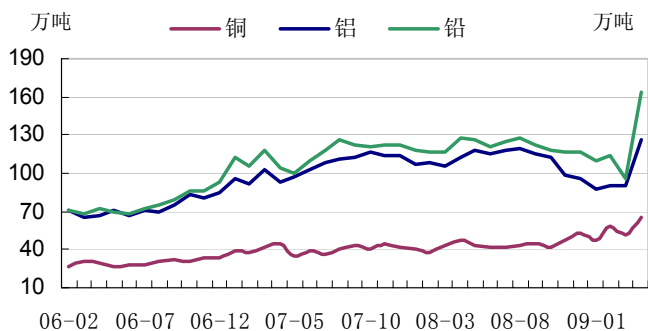
- 1、人民币对美元的支撑：**由于人民币实行较为固定的汇率制度，短期内人民币兑美元汇率变化出现大幅波动的可能性较小，如果美元短期大幅贬值将导致人民币对世界其他货币的大幅贬值，这将对世界其他国家造成较大的冲击。从某种意义上讲，短期美元目前拥有中国经济和美国经济的双重支撑。
- 2、国际上短期尚不具备能够快速替代美元的货币：**无论欧元、英镑、日元均所代表的经济上自身问题并不亚于美元，与欧洲、日本相比，美国经济发展速度我们认为仍具备优势，此外对美元产生一定威胁的人民币也由于执行与美元相对浮动的汇率制度而成为支撑美元的重要因素。

二、预期未来需求持续复苏

1、中国需求率先复苏

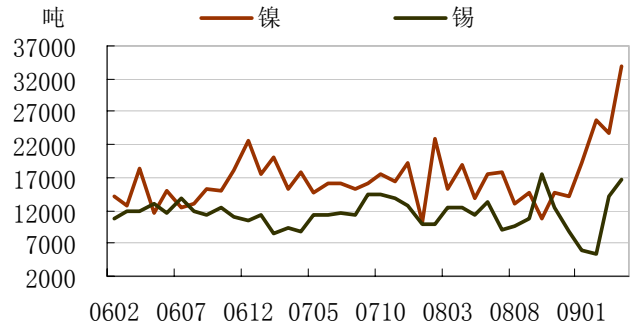
有色金属价格自 2009 年初从低点反弹，反弹幅度普遍超过了 30% 以上，其最根本的推动力是基于中国进口大幅增长下对“中国消费”的乐观预期，“中国因素”再度成为全球的焦点。09 年 1-4 月中国有色金属表观消费量激增。

图5：铜、铝、铅表观消费量



资料来源：国家统计局，中国海关，招商证券研发中心

图6：镍、锡表观消费量



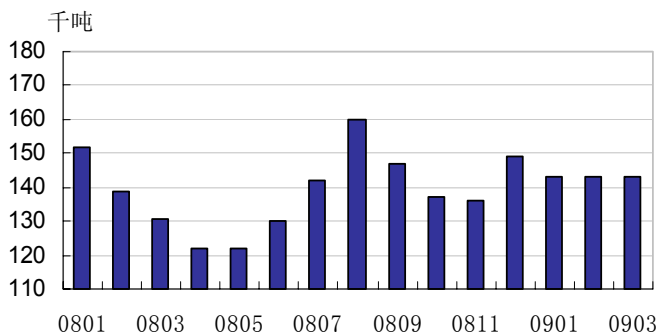
资料来源：国家统计局，中国海关，招商证券研发中心

09 年以来中国对资源的需求分成三个部分，第一是国家收储需求，第二是工业需求，第三是库存重建。

1、国家收储力度较大。2008 年底，基于当时的金属价格处于三年来的最低位，中国政府在 LME 市场通过点价方式开始大量购买有色金属，据 CRU 估计，国家收储了 30 万吨铜、60 万吨铝和 15 万吨锌。国家的购买行为并非简单的库存转移，由于收储的这部分金属短期内不会进入流通渠道，因此对有色金属价格购成了强烈支撑。

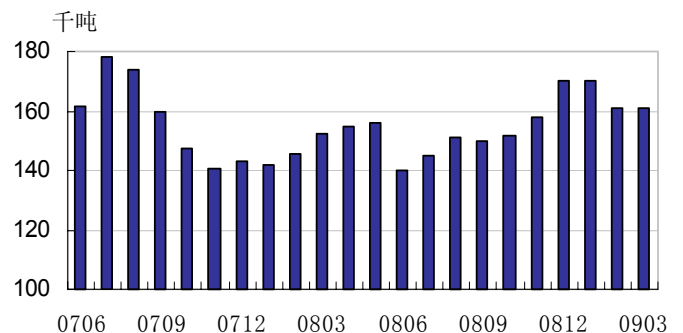
2、金属价格乐观预期下下游生产商库存重建。在 08 年下半年信贷紧缩的情况下，有色金属企业面临需求大幅下滑以及产量缩减，资金紧张迫使企业缩减库存。经过半年的去库存化，至 08 年底生产商以及下游消费商的库存都处于历史性低位。而 09 年初的景气回暖及 4 万亿投资方案的刺激下，生产商及消费商的开工率在快速回升，对金属价格的乐观预期促使企业开始重建库存。

图7：中国生产商库存



资料来源：CRU，WBMS，ICSG，招商证券研发中心

图8：中国消费商库存



资料来源：CRU，WBMS，ICSG，招商证券研发中心

3、固定资产投资快速增长提升工业需求。政府 4 万亿投资计划以及 2009 年 1 季度同比增长 70% 的银行信贷增长这些措施，基建投资成为投资增长主力，瑞士信贷测算，2009 年中国基础设施投资占全部投资的比重，将从 2008 年的 35% 上升至 40% - 45%。

09 年 1 季度的固定资产投资同比增长了 28.6%，在建面积同比增长了 14.6%。基建建设有效地撬动了终端需求，新屋开工、家电设备和汽车行业的回暖，终端行业复苏强有力的拉动了有色金属的需求。

表2：4万亿投资结构

分配领域	投资额（亿）
经济适用房	4000
农村住宅和基础设施	3700
铁路、高速公路、机场和电力	15000
医疗保健和教育	1500
节能与环保	2100
创新与结构性调整	3700
灾后重建	10000
合计	40000

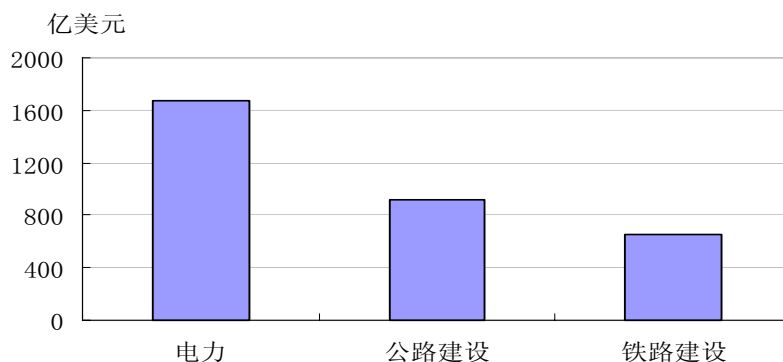
资料来源：招商证券整理

2、关注印度需求—中国崛起模式的复制

过去的二十年，中国创造了独特的经济发展模式—以基础建设投资来拉动经济增长。中国基建投资创造了“中国需求”的传奇，只要是中国需要大量进口的原材料，必定会引起商品价格的猛涨，创造历史新高。2005 年的有色金属价格近乎于直线般的上涨便是有效的验证。

印度政府最近出台了大规模基建计划，在此计划中，未来 3 年内将投资 1670 亿美元用于电力开发，920 亿美元用于公路建设，650 亿美元用于铁路建设。而普华永道会计师事务所今年 2 月公布的调查报告预计，在未来 3 年内，印度仅基础设施建设所需的投资就将高达 5000 亿美元。

图9：未来三年将大力投入的领域

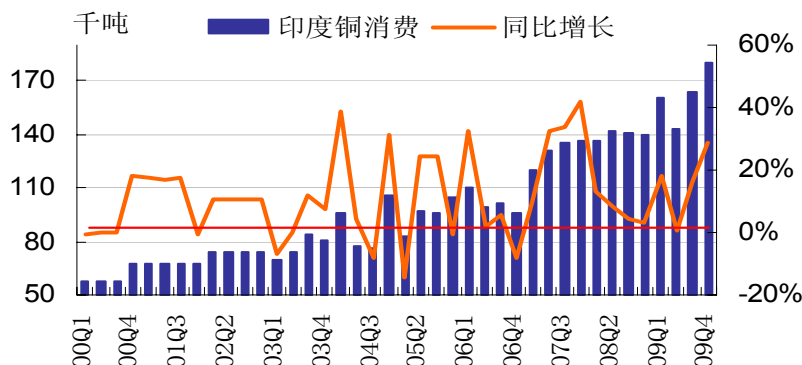


数据来源：CRU，招商证券研发中心

印度现在从中央政府、地方政府直至企业，都在大力投资基础设施以求发展。目前印度建设市场的年投资规模在 500 亿美元左右，每年平均增长率为 6%~7%。而通过这项计划，在近三年的基建投资增长率将达到 50%。

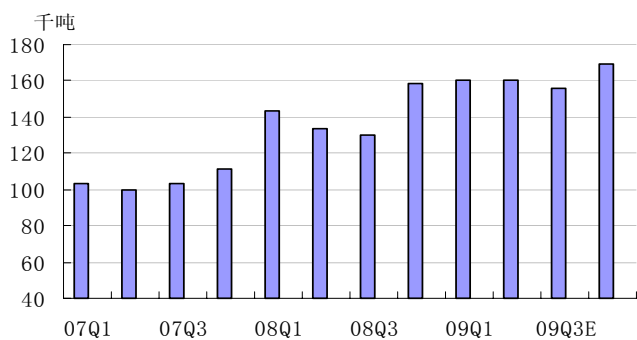
铜、锌、镍将是基建最大的收益者。电力领域是用铜大户，中国的铜消费结构中，电力占 50%以上，而印度对电力领域的高额投资将加大对电力电缆、变电器以及电力制备的需求，从而拉动铜的需求增长。

图10：印度铜消费及同比增长

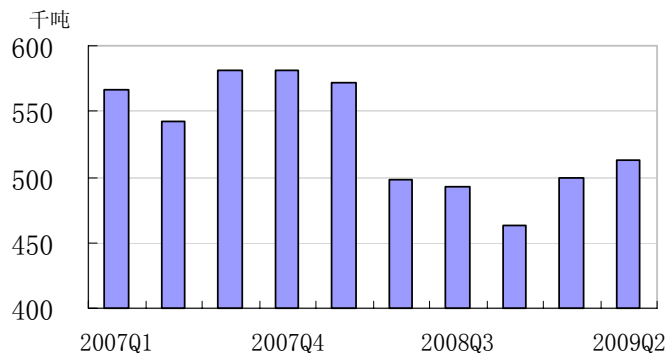


数据来源：CRU，ICSG，招商证券研发中心

而公路、铁路建设将用到大量的镀锌钢材及不锈钢，从而拉动锌需求和镍需求。

图11: 印度锌消费及同比增长


资料来源: CRU, WBMS, 招商证券研发中心

图12: 印度不锈钢需求


资料来源: CRU, WBMS, 招商证券研发中心

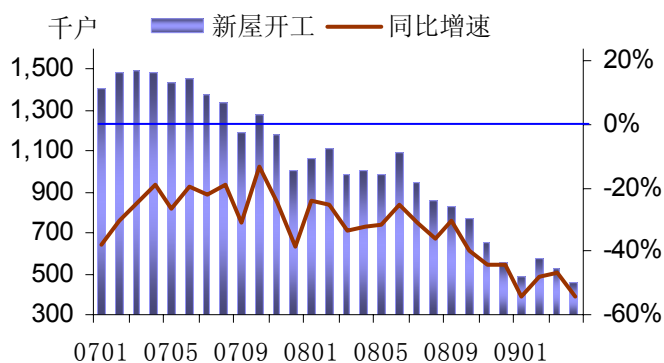
印度的基建进程是否能如计划般有效还需要假以时日考察,但是在流动性泛滥的前提,任何实质需求的增长必将使大幅抬高金属价格的底部区间。

3、等待西方国家的需求复苏

目前来看，西欧、北美、日本三大发达经济体已经过了最坏的时候，底部特征已经非常明显。需求有所回暖，但是离复苏仍然还有一段时间要走。

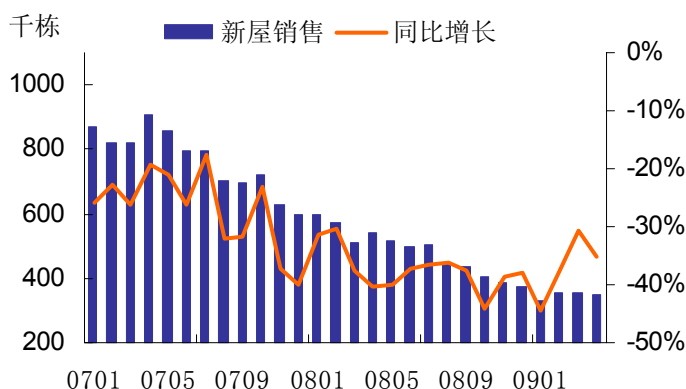
美国房地产仍处低谷，汽车行业开始复苏。美国房地产行业用铜量占铜消费量的 50% 以上,是最大的终端需求，但是从新屋开工和新屋销售数据来看，美国房地产市场仍然处于低谷，并没有复苏的迹象。

图13: 美国新屋开工



资料来源: FREELUNCH, 招商证券研发中心

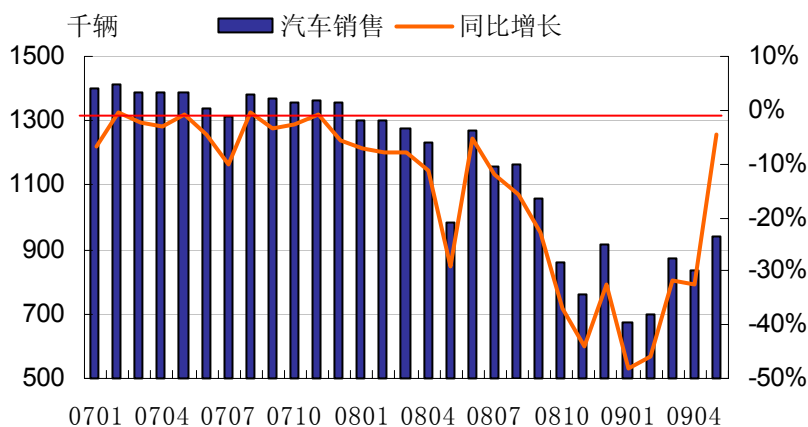
图14: 美国新屋销售



资料来源: FREELUNCH, 招商证券研发中心

汽车行业的情况要比房地产行业要好，从一季度开始汽车销售开始反弹。

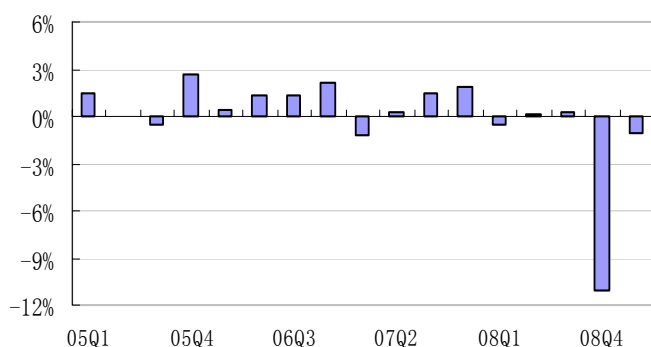
图15: 美国汽车销售



数据来源: FREELUNCH, 招商证券研究发展中心整理

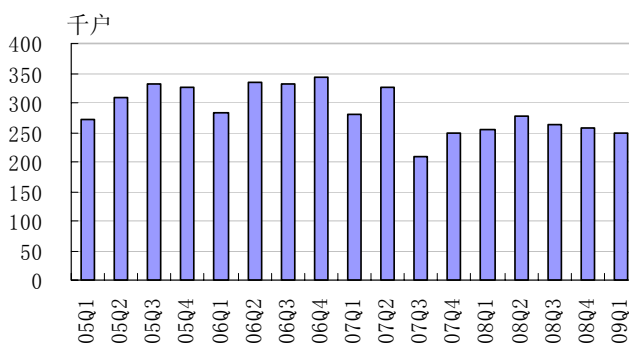
日本仍处于最坏时期，等待复苏。无论是从工业生产和机械设备装船量来看，还是从金属产量来看，日本仍处于最坏的时候。

图16: 日本工业生产



资料来源: 矩亨网, 招商证券研发中心

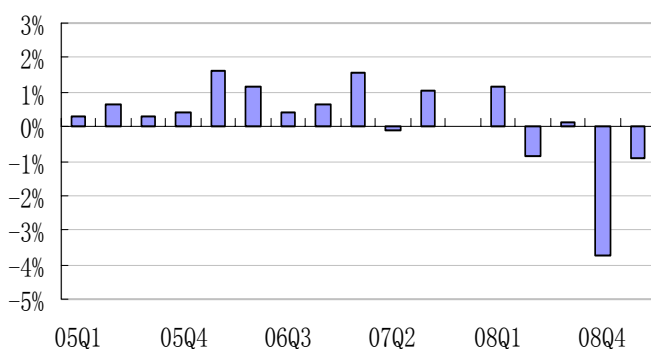
图17: 日本汽车产量



资料来源: CRU, 矩亨网, 招商证券研发中心

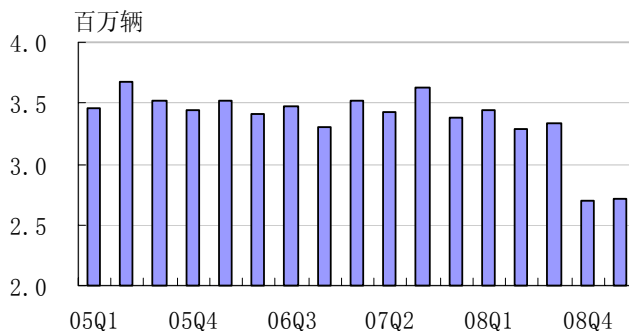
欧洲工业开始出现回暖。欧洲工业生产已经显示出触底反弹的迹象, 经济景气指标 5 月虽然仍然为负值, 但是环比有所改善。

图18: 欧洲工业生产



资料来源: 矩亨网, 招商证券研发中心

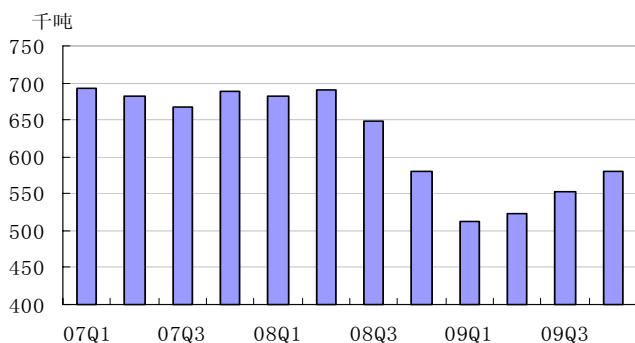
图19: 欧洲汽车产量



资料来源: CRU, 矩亨网, 招商证券研发中心

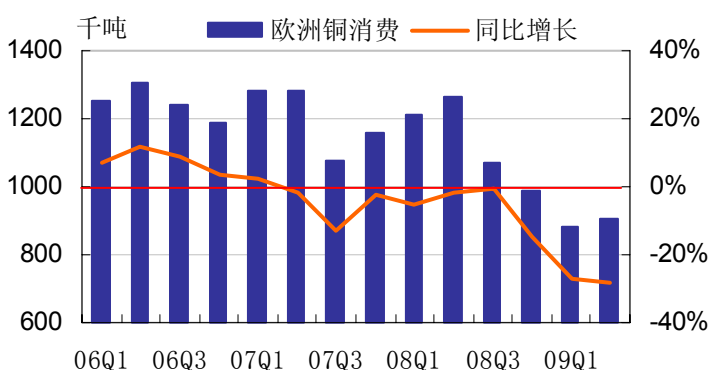
欧洲的金属消费已经回暖, 铜与锌的终端需求最大的行业是汽车行业, 而欧洲汽车产量的增长带动了铜与锌消费的增长。

图20: 欧洲锌消费



资料来源: CRU, 招商证券研发中心

图21: 欧洲铜消费



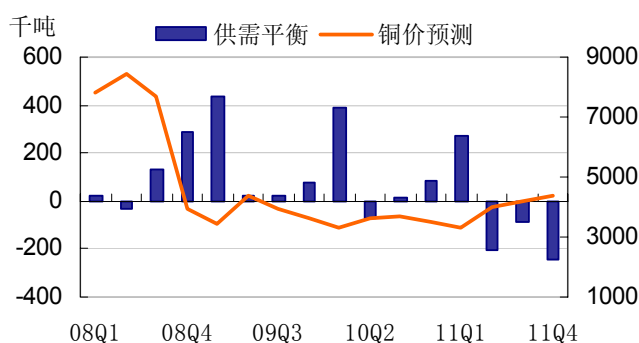
资料来源: CRU, ICSG, 招商证券研发中心

三、子行业基本面分析

1、铜：基本面最好、货币属性最强金属品种

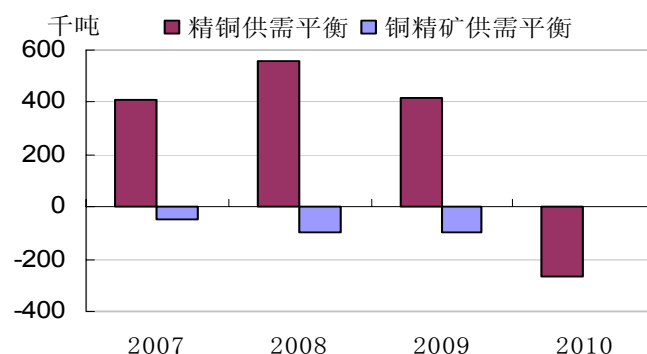
2009 年上半年，中国对铜显示了巨大的胃口，进口量连续四个月创历史新高。随着中国收储完成和消费旺季结束，中国的进口将逐渐平息，欧美日的铜需求虽然有所回暖但是真正复苏还需假以时日。需求支撑的铜价上涨将结束，但是美元贬值及流动性过剩将抵消需求的不利因素。另外铜矿供给紧缺仍然是最根本的支撑，铜仍然是基本面最好的金属，我们对下半年的铜价持乐观态度，印度基建需求的增长将提高铜的底部区间，铜价面临高位振荡。

图22：全球铜供需平衡及铜价预测



资料来源：ICSG, Brookhant, 招商证券研发中心

图23：精铜供需平衡与精矿供需平衡

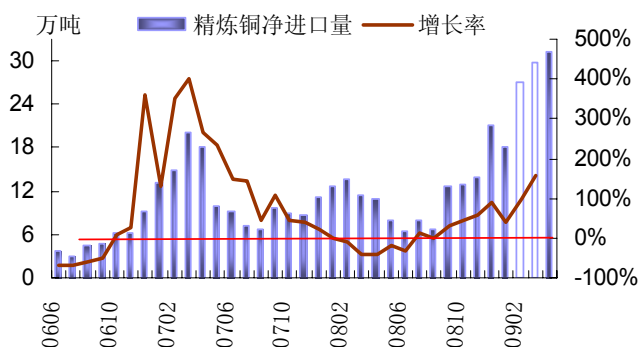


资料来源：ICSG, Brookhant, 招商证券研发中心

中国需求坚挺

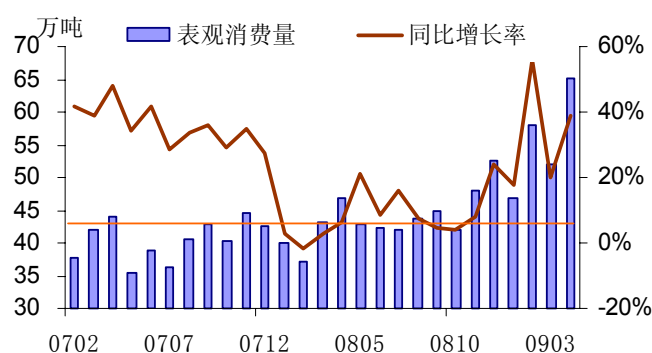
中国上半年电解铜进口量大幅增加一方面是由于国储收铜，一方面是由于国家对电网建设规划使得国内铜表观消费连续四个月保持 20%以上的高速增长。

图24：中国铜进口



资料来源：中国海关, 招商证券研发中心

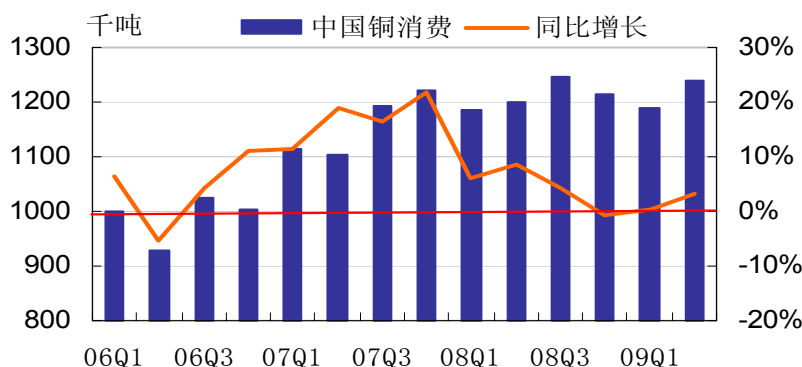
图25：中国表观消费量及同比增长



资料来源：国家统计局, 中国海关, 招商证券研发中心

由于无法统计生产商和贸易商库存，因此无法得到进口铜有多少转化为库存，但是从 CRU 统计的真实消费我们可以看出，09 年第一季度中国的真实铜需求保持着温和的增长，并没有表观消费那么夸张的数据。因此我们可以认为，生产商、贸易商手中库存经过 09 年上半年的大量进口已经可以满足生产需要。09 年下半年，进口将快速回落。

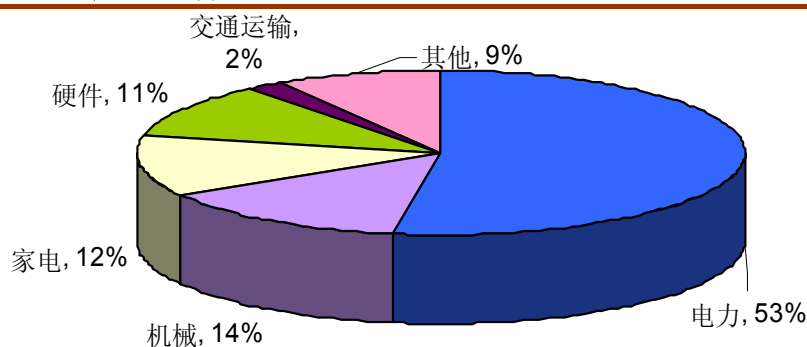
图26: 中国铜实际消费量



资料来源: CRU, WBMS, ICSG, 招商证券研发中心

政府 4 万亿投资计划使基建投资成为投资增长主力, 基建建设有效地撬动了终端需求, 尤其对电网的投资极大拉动了铜需求增长。作为铜需求占 50%以上的耗铜大户, 电力行业将是 09 年中国铜需求最主要的增长点。

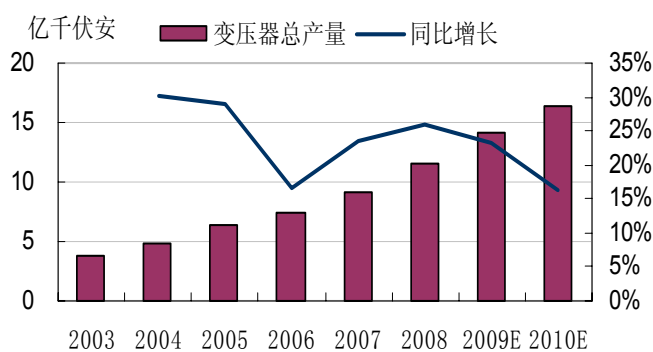
图27: 中国铜消费结构



资料来源: ICSG, 安泰科, 招商证券研发中心

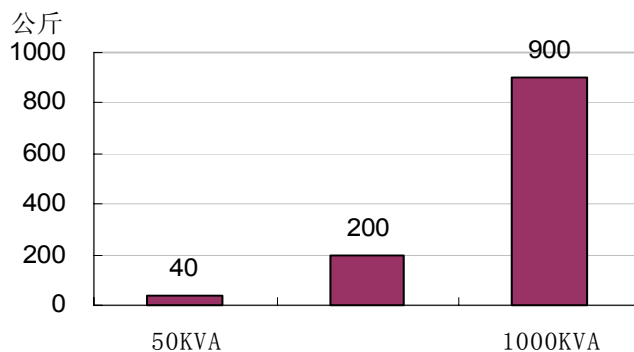
2003 年以来, 我国变压器产量平均增长率在 20% 以上。一般 220kVA 的变压器用铜量在 200 公斤左右。09 年变压器有望保持高速增长, 那么以 09 年产量 14.12 亿千伏安, 用铜量达到 128 万吨, 占 2008 年铜表观消费量的 25%。

图28: 变压器产量及预测



资料来源: 招商证券研发中心

图29: 变压器用铜量

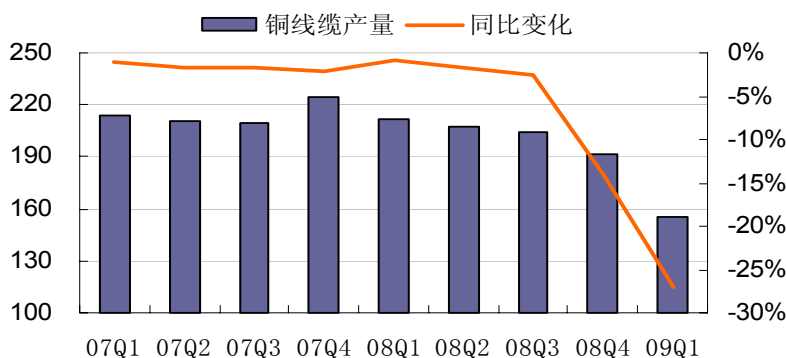


资料来源: 招商证券研发中心

日本铜需求处于 30 年来的底部

日本的铜消费仍然严重收缩，由于发动机制造业、电子行业和建筑业不景气，08 年日本电线电缆销量同比减少了 11.3% 至 75.9 万吨。09 年一季度的销售情况也不乐观，3 月份电线电缆销量同比下滑达 25%，4 月销量同比下降 26.3%。

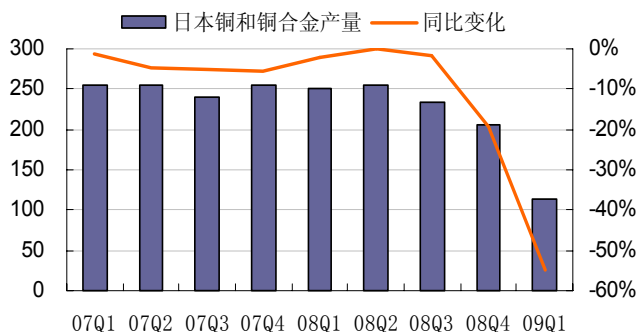
图30：日本铜线缆产量



资料来源：ICSG, WMBS, BROOKHUNT, 招商证券研发中心

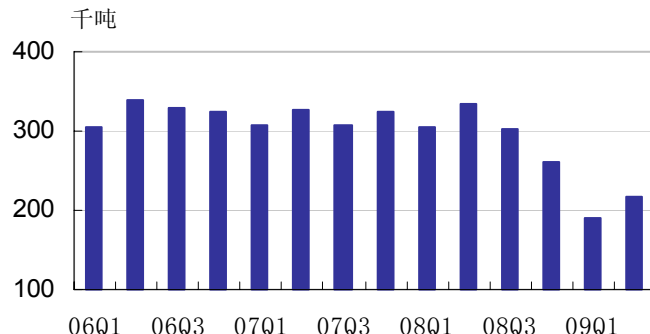
由于机械制造业和电子产品生产商减产，08 年铜和铜合金加工材产量整体同比减少了 19%，09 年一季度铜和铜合金加工材产量同比减少了 55%。日本的铜需求已经触及 34 年来的底部。

图31：日本铜及铜合金产量



资料来源：CRU, WBMS, ICSG, 招商证券研发中心

图32：日本铜消费

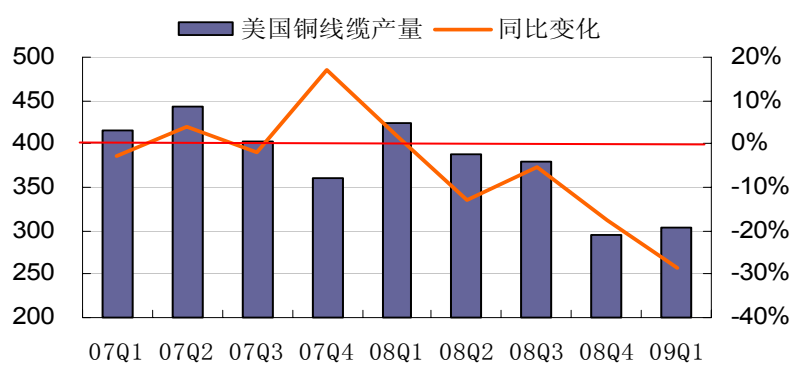


资料来源：CRU, WBMS, ICSG, 招商证券研发中心

美国和欧洲房地产和汽车制造业的铜消费仍旧十分薄弱

由于下游需求仍然萎靡不振，美国铜加工材行业仍然非常低迷，由于订单不足，铜加工材生产商仍然维持减产，借此将产量下调至与消费量接近的水平。09 年前 5 个月，铜加工材产量仍然一直下滑。铜板带产量同比减少了 30.7%，铜合金产量缩减了 33.1%，铜杆、型材产量下降了 23.7%。

图33: 美国铜线缆产量

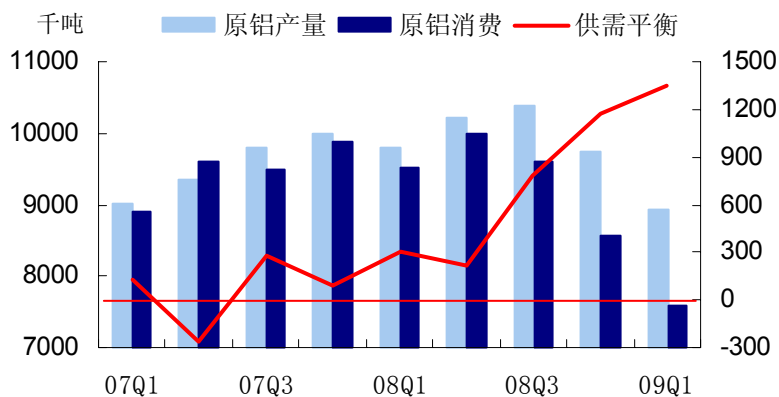


资料来源: ICSG, WMBS, BROOKHUNT, 招商证券研发中心

2、铝：产能过剩状况短期不会改变

09年上半年，全球原铝产量快速下滑，但是由于铝下游订单疲弱，铝的需求仍然在底部，铝市场供给过剩仍然处于历史高位，铝市场仍然存在较大压力。

图34：全球原铝供需平衡



资料来源：WMBS, BROOKHUNT, 招商证券研发中心

受下游铝需求疲弱的困扰，全球原铝生产企业在09年上半年大幅减产。

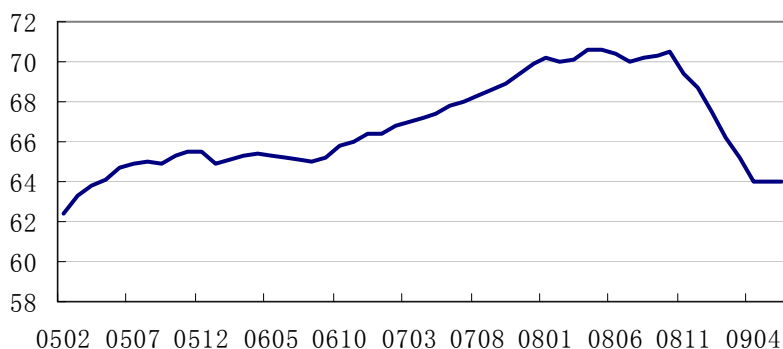
表3：09年5月各地区减产情况

吨	09年5月减产	09年3月减产	占总减产比例
北美	1,114,000	992,000	19.9%
欧洲	1,679,000	1,519,000	30.0%
南美	89,000	89,000	1.6%
中国	2,456,000	3,256,000	43.8%
其他地区	264,000	153,000	4.7%
全球	5,602,000	6,009,000	100.0%

数据来源：安泰科，招商证券

最新的IAI四月产量数据显示全球铝产量同比下滑12%，比三月份下滑9%更明显。

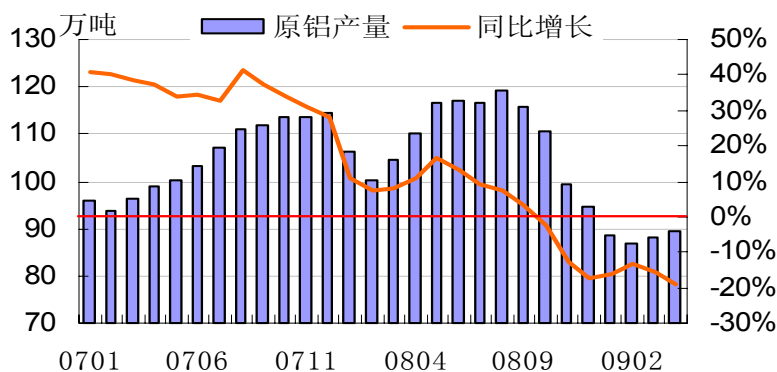
图35：IAI全球月产量统计数据



数据来源：BLOOMBERG, 招商证券

一季度铝价上涨，带动了部分产能重启，但是下游订单的缺失使得电解铝厂经营仍然面临较大压力，中国原铝产量始终处于底部。

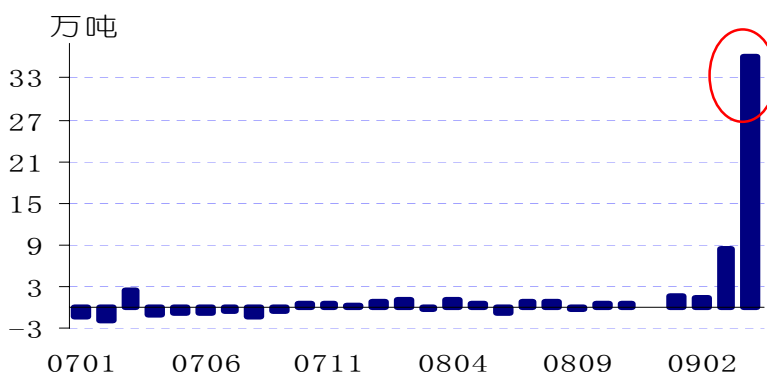
图36: 中国原铝产量



数据来源: 国家统计局

国内铝厂大幅减产, 加上国储收铝, 使得一季度国内铝锭现货非常紧张, 下游消费企业积极进口铝锭, 四月原铝进口 36.2 万吨, 记录创历史记录。五月铝及铝材进口 33.2 万吨, 1-5 月累计进口铝及铝材 103.5 万吨, 同比大增 156.8%。

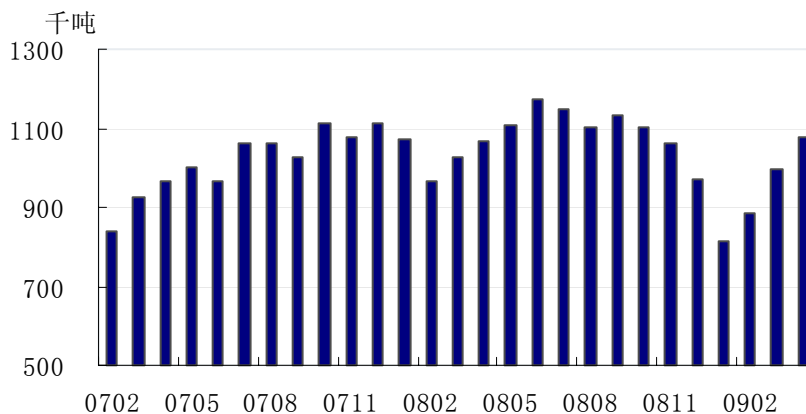
图37: 中国原铝月进口数据



数据来源: 中国海关

经过上半年创记录原铝进口及国储收储结束, 国内原铝的现货紧张得以缓解。国内受汽车、建筑及电力行业的回暖, 中国原铝需求回暖。

图38: 中国原铝需求

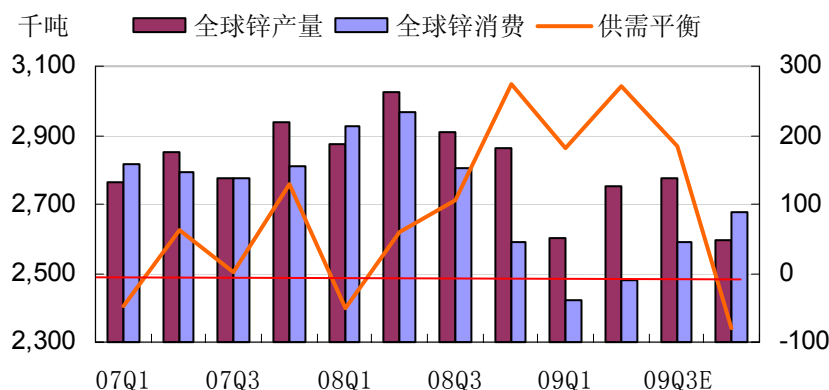


数据来源: IAI、CRU

3、锌:矿企减产停产、需求回暖支撑锌价格

中国上半年对锌的进口大增虽然有效的促进了锌价反弹,但全球锌市场仍然过剩严重,鉴于需求反弹大于市场的预期,和锌精矿减产、停产幅度较大,我们预期全球供给过剩有望在第四季度大大缓解。

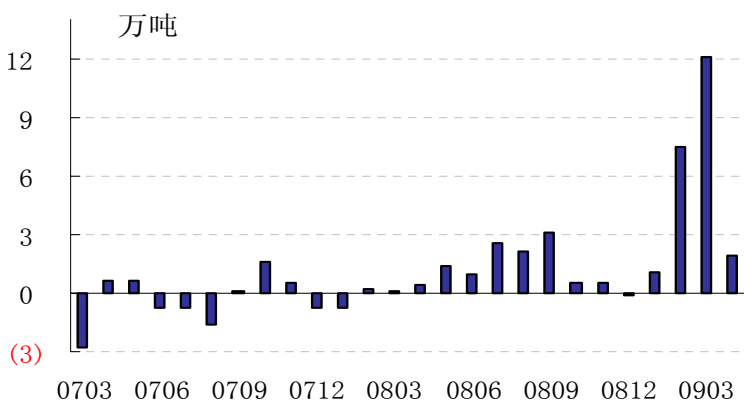
图39: 全球锌市场供需平衡及09年预测



资料来源: ILZSG, WMBS, BROOKHUNT, 招商证券

上半年中国大量进口精锌与锌精矿,一部分是由于国储的收储,最主要的原因仍然是需求驱动,国内汽车等终端需求行业的回暖、产量回升拉动锌需求增长,使得沪伦两市价差高企,进口大幅盈利。

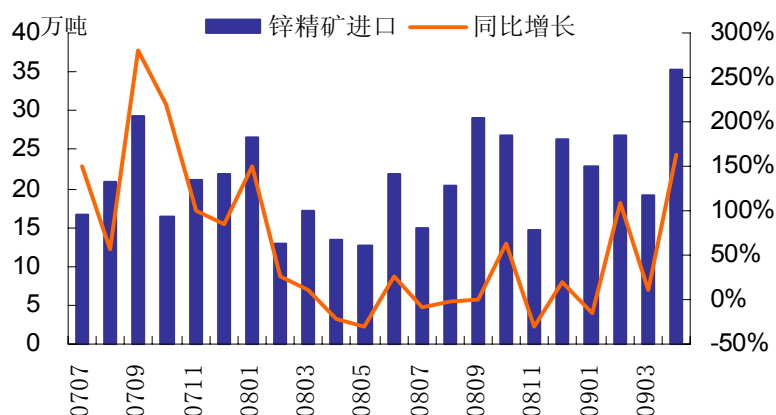
图40: 中国锌净进口



资料来源: 中国海关, 招商证券

由于对锌需求增长,锌精矿进口量激增,一方面由于过年矿山对低价矿石的惜销,另一方面也由于进口精矿仍能维持较好利润。

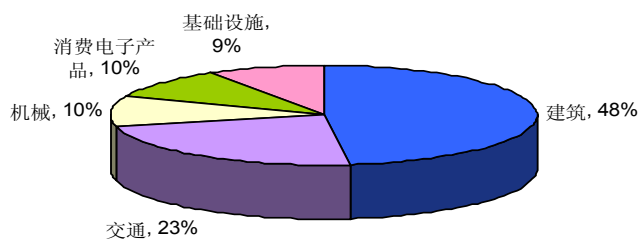
图41: 中国锌精矿进口量



资料来源: 中国海关, 招商证券

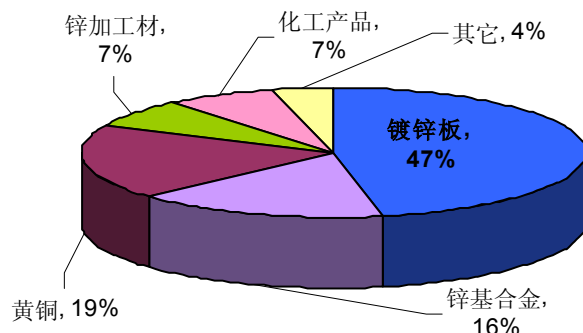
从锌的终端需求结构来看, 建筑和交通运输是需求最大的两个行业, 合计占锌需求的70%。国内镀锌板/带的主要应用领域是建筑 (30%)、家电 (28%)、农牧渔业 (12%)、轻工业 (10%) 和汽车 (10%)。

图42: 锌终端需求结构



资料来源: 招商证券

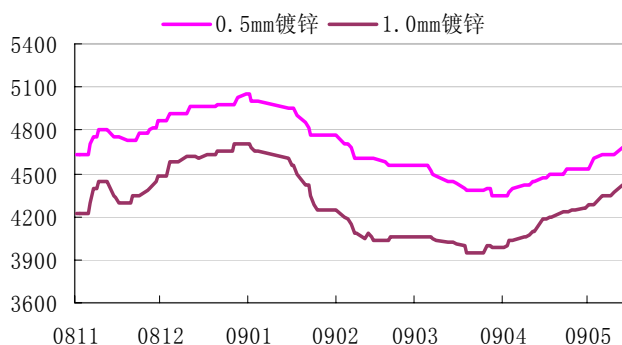
图43: 锌初级消费结构



资料来源: 招商证券

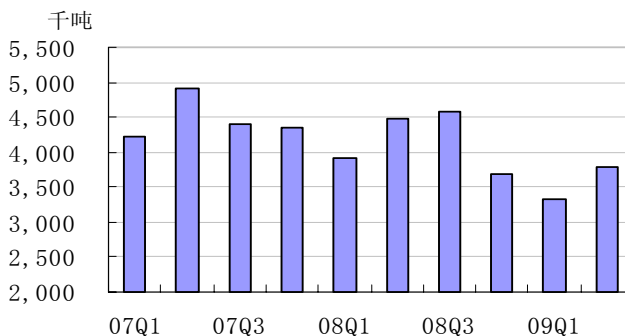
从四月初开始镀锌钢板价格从底部反弹, 库存下降, 成交量持稳。镀锌钢板价格一向是衡量镀锌板最直接的指标, 随着终端需求的转暖, 镀锌板的需求在二季度稳步增长。

图44: 镀锌钢板价格



资料来源: 中华商务网, 招商证券研发中心

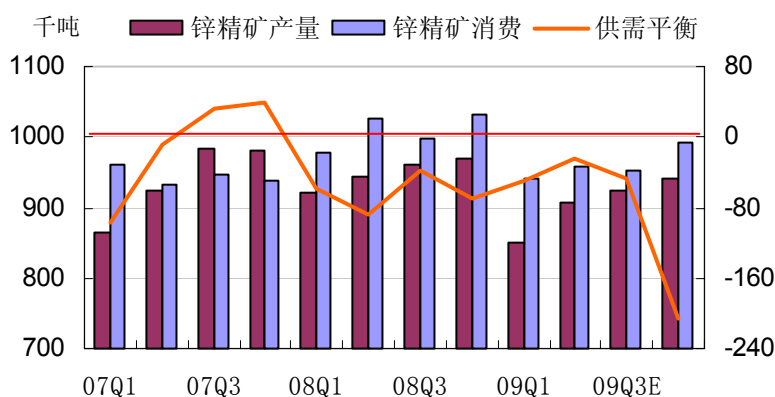
图45: 中国镀锌钢板需求



资料来源: CRU, WBMS, ILZSG, 招商证券研发中心

我们预计全球矿山产量减产停产的量将高于冶炼的减产停产量, 这主要是由于08年底锌价急跌, 矿山亏损, 大量矿山关闭和新项目延期。而锌价上涨带动锌产量增长远快于锌精矿市场产能的重启, 锌精矿市场短缺将进一步加大。

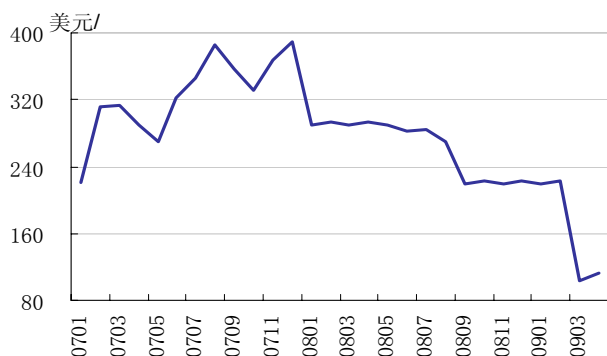
图46: 锌精矿供需平衡



资料来源: ILZSG, WMBS, BROOKHUNT, 招商证券研发中心

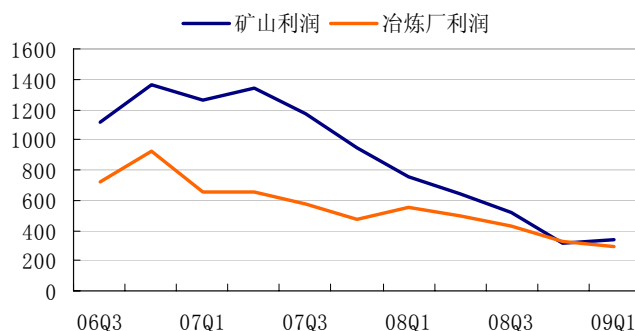
由于锌精矿紧张, 冶炼厂的现货加工费 TCs 在一季度继续下降, 矿山的亏损转嫁给锌冶炼厂。我们从图 28 中可以看出, 在 06、07 年锌价高企时, 矿山利润要远高于冶炼厂利润。在 08 年锌价快速下跌时, 矿山利润快速下降和冶炼厂利润趋同。而在第一季度由于锌精矿紧缺, 加工费快速下降, 矿山利润增长快于冶炼厂利润。

图47: 锌现货加工费



资料来源: CRU, 招商证券研发中心

图48: 矿山利润与冶炼厂利润

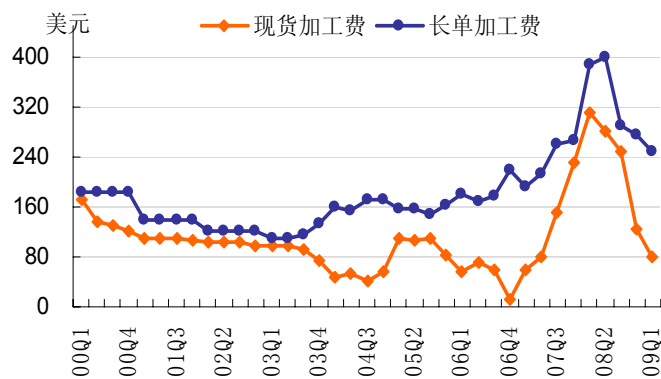


资料来源: CRU, WBMS, BROOKHUNT, 招商证券研发中心

4、铅:铅酸电池需求支撑铅价

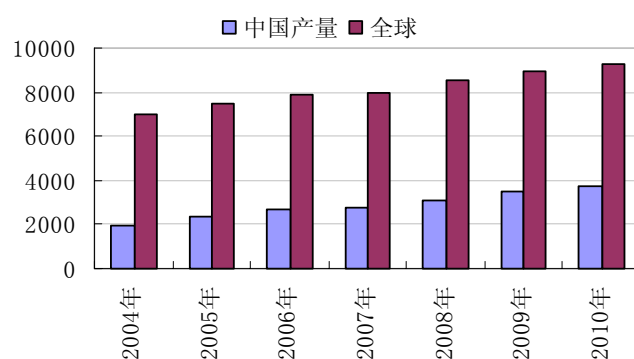
全球铅产量增长主要靠中国产量增长。铅加工费从 2007 年的 350 美元/吨下降到目前的 80 美元/吨, 介于 2000 年-2007 年的平均水平 50 与 150 美元/吨区间。在目前的加工费水平下, 冶炼厂仍然愿意保持相当的产量。预期 2009 年全球铅冶炼仍将保持 4.5% 的增长, 产量的增长主要是中国市场产量的快速增长, 其它国家产量增量几乎为零。

图49: 铅冶炼现货与长单加工费



资料来源: CRU, BROOKHUNT, 招商证券研发中心

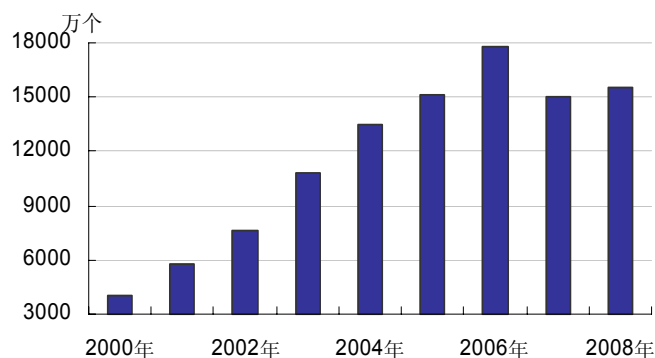
图50: 全球精铅产量与中国产量预测



资料来源: CRU, BROOKHUNT, 招商证券研发中心

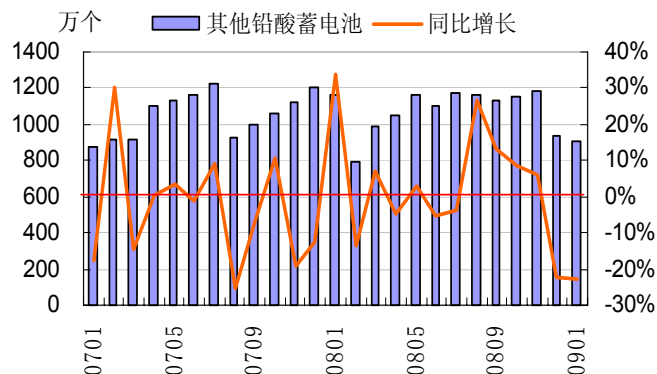
2009 年全球铅需求增长依赖于中国消费增长。消费方面受全球经济危机的影响, 汽车行业萎缩, 新增电池用量急剧缩减。再加上 2006 年 9 月我国取消铅酸电池出口退税, 导致中国铅酸电池出口大幅下降, 中国的铅酸蓄电池出口正面临困难局面。

图51: 用于启动活塞式发动机电池出口



资料来源: 中国海关, 招商证券研发中心

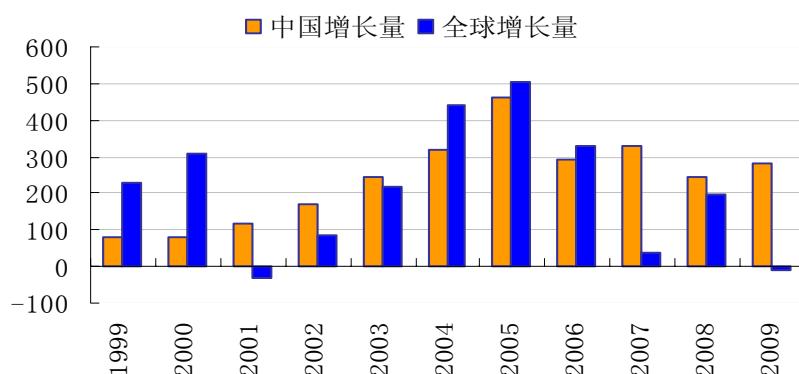
图52: 其他铅酸蓄电池出口



资料来源: 中国海关, 招商证券研发中心

但是由于近几年中国电动自行车行业的快速发展对铅需求的增长, 使得中国铅需求增长量从 2007 年开始远远超过全球铅消费增长量。预期 2009 年全球铅需求增长仍然完全依赖于中国消费的增长。

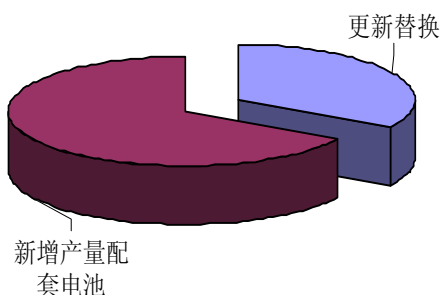
图53: 中国铅消费增长量与全球增长量



资料来源: BROOKHUNT, 招商证券研发中心

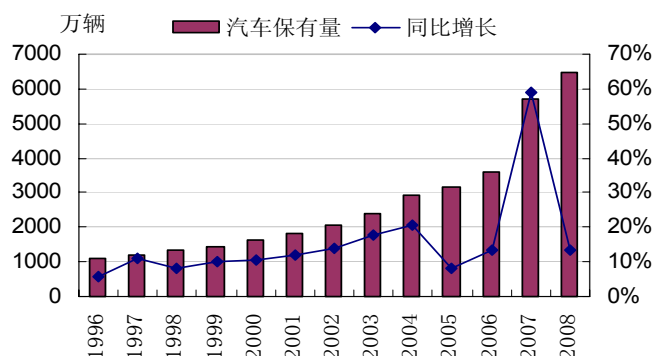
铅酸蓄电池是拉动铅需求的主要动力。汽车起动用蓄电池是铅酸蓄电池最主要用途, 约占铅酸蓄电池需求量的 37%。起动用铅酸蓄电池使用寿命一般为 2 年左右, 其需求量与汽车的销售量和保有量密切相关。汽车用铅酸电池年产量的三分之二用于更新替换, 三分之一用于配套汽车生产。基于中国汽车庞大的保有量, 用于更换替代用的铅酸电池的需求将保持稳定。

图54: 起动用蓄电池用途



资料来源: 招商证券研发中心

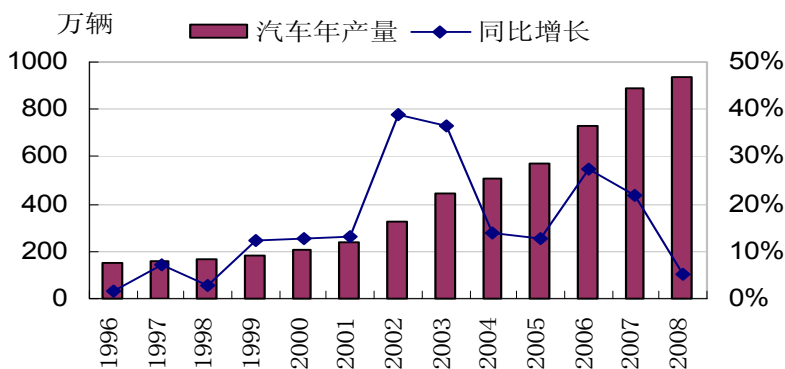
图55: 中国汽车保有量



资料来源: 招商证券研发中心

由于汽车行业回暖, 09 年一季度汽车产量增长, 拉动用于配套生产的铅酸电池新增用量随之增长, 中国汽车巨大的潜在需求, 预期用于铅酸蓄电池 09 年仍然保持快速增长。

图56: 中国汽车产量和同比增长速度

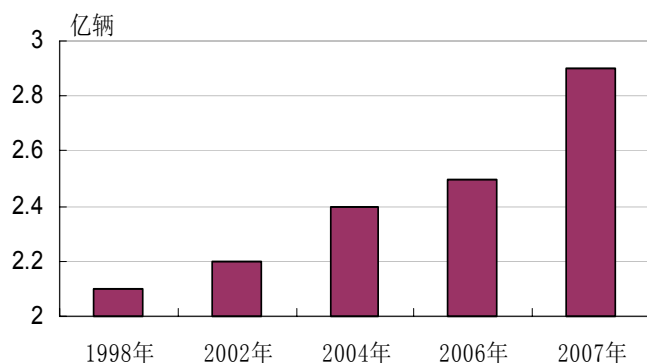


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

美国市场: 汽车行业回暖拉动铅消费。对于美国市场, 蓄电池主要以汽车起动用铅酸蓄电池为主。美国是全球汽车保有量第一的国家, 由于庞大的汽车保有量, 蓄电池的替代

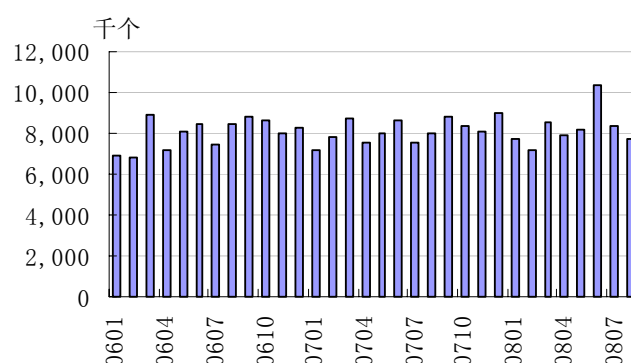
量保持稳定。从图 58，我们可以看到，从 06 年至今美国铅蓄电池的替代量始终保持在 700-900 万个区间，几乎没有变动。

图57：美国汽车保有量



资料来源：招商证券研发中心

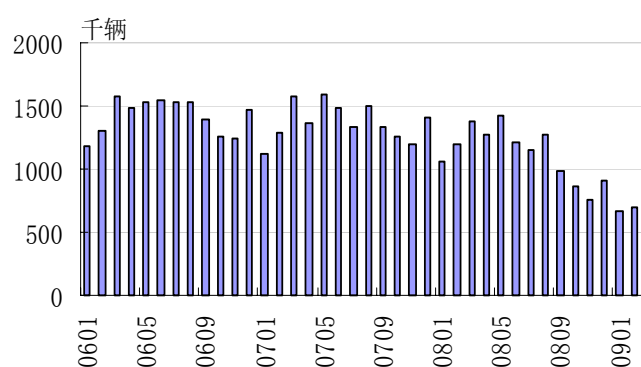
图58：美国铅酸蓄电池替代量



资料来源：CRU, FREELUNCH, 招商证券研发中心

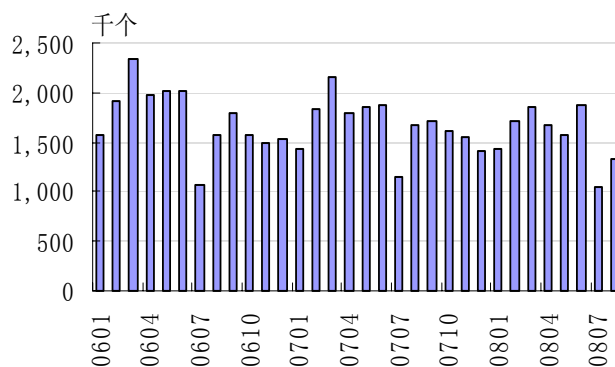
而 09 年一季度汽车产量的增产拉动了铅酸电池的产量增长，从而拉动了铅需求。

图59：美国月度汽车产量



资料来源：FREELUNCH, 招商证券研发中心

图60：铅酸蓄电池新增产量



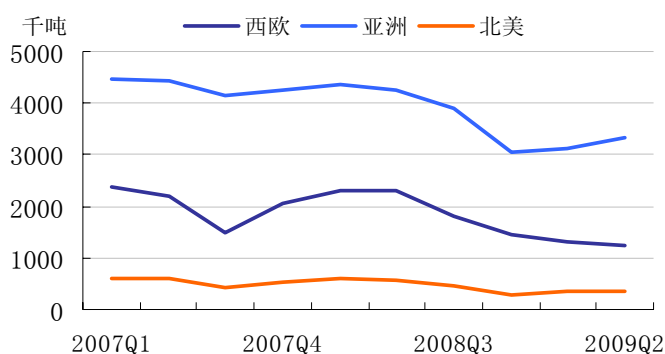
资料来源：CRU, FREELUNCH, 招商证券研发中心

5、镍:受不锈钢拉动, 需求向好

由于镍生产商大举减产和不锈钢市场需求显示出触底, 各地区的不锈钢产量开始反弹, 尤其是中国不锈钢产量在 09 年一季度快速增长, 镍的基本面正在转好。

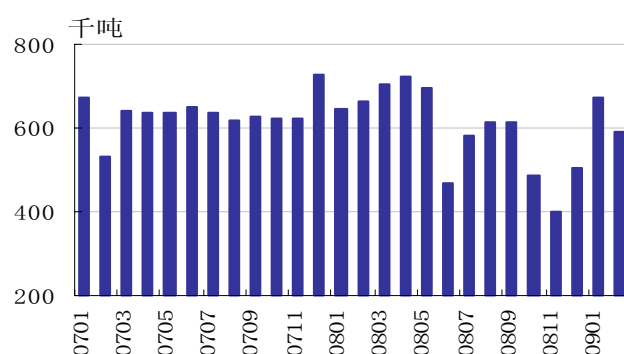
做为最近几年全球不锈钢产量的中坚力量, 2008 年中国不锈钢产量同比下降 3.3%, 2009 则小幅增长 2.2%。中国不锈钢产量今年有望超过欧洲。

图61: 各地区不锈钢开始反弹



资料来源: CRU, 招商证券研发中心

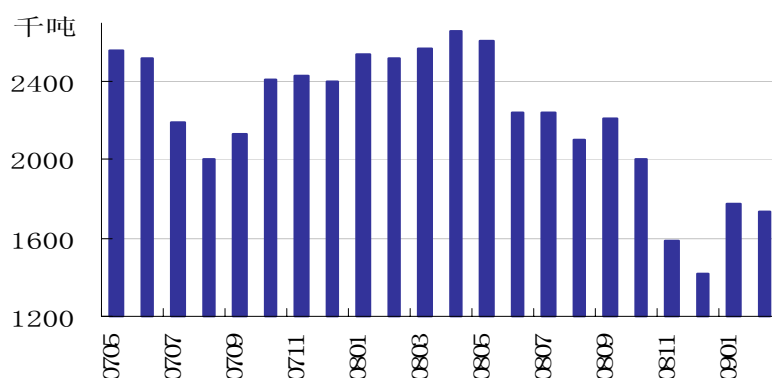
图62: 中国不锈钢产量反弹



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

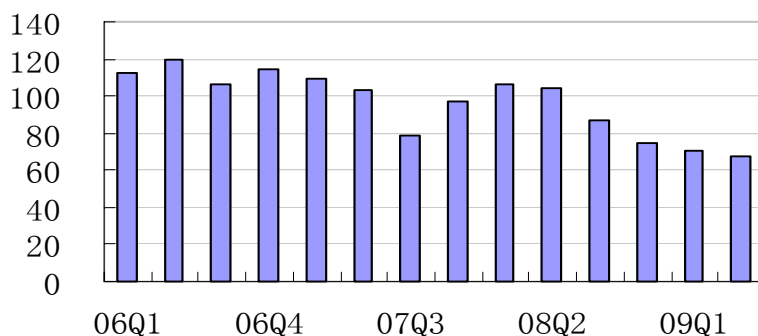
不锈钢产量恢复, 将促使镍需求增长。2008 年由于镍价的大幅下跌, 不锈钢企业大幅缩减库存原料, 经过 08 年的减库, 目前不锈钢企业的原料库存普遍在低位。2009 年镍价自底部反弹, 尤其是流动性过剩的条件下, 有色金属面临着上涨的趋势, 不锈钢企业将提高原料比例, 从而拉动镍原料需求。

图63: 全球不锈钢产量



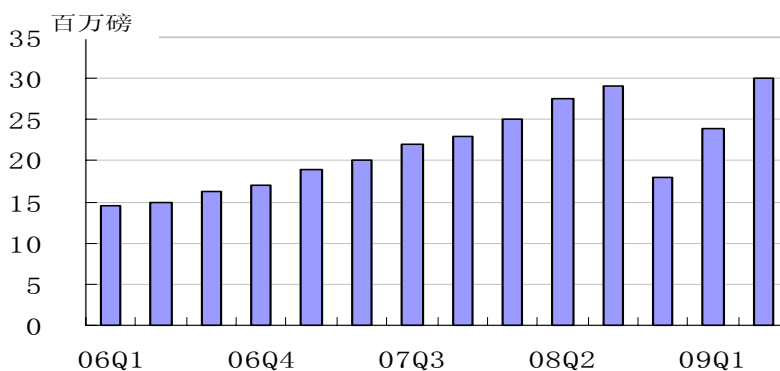
数据来源: CRU, 招商证券

欧洲和美国不锈钢市场的镍需求依然疲弱。

图64: 西欧镍需求


数据来源: CRU, ILZSG, 招商证券

Antike 称 5 月中旬中国镍生铁产能大量重启, 其中增加了 43% 的电弧熔炉和 39% 的热爆熔炉, 而且在目前镍价上涨的局面下, 增幅可能还要加大。镍生铁产量上升最终将施压于镍价。

图65: 中国镍铁产量增长


数据来源: CRU, ILZSG, 招商证券

四、重点公司分析

1、金钼股份：资源估值相对占优、钼价补涨可能较大

钼金属补涨的可能较大：有期货的有色金属品种自 09 年初以来价格反弹明显，铜价涨幅一度超过 50%。但无期货的有色小金属如钼价则较年初反而下跌了 8.2%。我们认为小金属涨幅一般滞后于有期货的大金属，未来随着经济基本面的环比回暖，钼价格将出现一定幅度的上涨。事实上钼的需求结构和基本面对镍类似，均是超过 70% 产量用于合金钢生产，但钼价走势远落后于镍。

钢铁产量增长拉动钼金属需求：在投资推动 GDP 的背景下，我们看好中国钢产量，同时预期高端合金钢占比逐年加大。中国钼金属消费增速 07 年、08 年均 50% 左右，我们预期此增长趋势未来仍将延续。

生产企业停产限产为钼价提供支撑：国内钼铁价格由高点的超过 30 万/吨下跌到目前的 11.2 万元/吨，近 70%，此背景下高成本的原生钼生产企业纷纷停产限产，次生钼生产企业也开采钼品味较低的矿石，我们预期停产、减产产量将达到全球总产量的 20%。

公司钼资源优势明显：公司目前具备高质量的钼资源储量 123 吨，资源储量远景乐观，名下金堆城钼矿和汝阳钼矿均是世界顶尖的原生钼矿，能生产便于深加工的钼资源，公司是目前国内少数资源能 100% 自给的资源企业。

公司具备相对资源估值优势：测算了国内主要资源企业的市值与资源储量价值比，西部矿业、金钼股份和江西铜业比重分别为 14%、17.6% 和 17.6%，最具备相对估值优势，同时考虑到金钼股份和江西铜业的资源质量优、开采成本低、资源远景储备乐观，我们认为此两家公司具备相对的资源估值优势。

建议投资者把握公司趋势性投资机会：预期公司 09-11 年 EPS 分别为 0.25 元、0.45 元和 0.70 元，按目前股价对应公司 09-11 年 PE 分别为 54 倍、30 倍和 19 倍，综合考虑目前的 market 环境和估值水平，我们给予公司审慎推荐-A 的投资评级。

表4：金钼股份业绩敏感性分析

2009 年钼金属价格预测（万元/吨）	21	23	25
2009 业绩预测（元）	0.25	0.31	0.37
2010 年钼金属价格预测（万元/吨）	25.5	27.5	29.5
2010 业绩预测（元）	0.45	0.53	0.61
2011 年钼金属价格预测（万元/吨）	30	32	34
2011 业绩预测(元)	0.7	0.78	0.87

数据来源：招商证券

2、江西铜业—国内资源储量最丰富、基本面最好的铜生产企业

铜是基本面最好货币属性最强的基本金属，看好铜价。铜资源供给紧张、需求环比回暖和国储收储对铜价构成较强支撑，我们认为铜金属是有色基本金属中基本面最好的品种。

未来几年自产铜资源产量保持快速增长。08 年生产精铜 70.2 万吨、黄金 16.3 吨、白银 408 吨、铜材 46.2 万吨、硫酸 218 万吨和硫精矿 155 万吨，其中自产铜精矿为 15.9 万吨，自产黄金超过 5 吨。预期公司 2009-2011 年自产铜分别为 17.5 万吨、19 万吨

和 22 万吨。

公司资源储量优势明显。截至到 08 年末，公司国内权益铜资源储量为 1114 万吨、黄金为 363 吨，白银为 9098 吨，钼 27.7 万吨。伴生硫为 10390 万吨。国外参股资源权益储量为铜 407 万吨、黄金 42 吨。从资源储量上看，江西铜业铜资源储量是云南铜业的 5 倍，黄金储量是山东黄金的 2 倍，而白银和钼资源储量也非常丰厚。

公司的铜价业绩敏感度较高。国际铜价每涨 500 美元/吨，将提升公司业绩 0.12 元。敏感度介于云铜和铜陵之间。我们预期全年铜均价为 4500 美元/吨，预估公司 09 - 11 年每股收益分别为 0.70 元、0.86 元和 0.96 元。

看好公司的趋势性投资机会：公司是国内资源储量最丰富、自产铜资源最大，铜资源自给水平最高的铜生产企业。在 09 年铜价格明显回暖的背景下，我们看好公司的趋势性投资机会。

表5：江西铜业绩敏感性分析

09 年国际铜价（¥/t）	4000	4500	5000	5500	6000
对应 09 年 EPS	0.57	0.70	0.82	0.94	1.06

数据来源：招商证券

3、厦门钨业—能源新材料产业正成为公司新的增长点

能源新材料产业正成为公司新的增长点：公司是国内最具竞争力的电池材料生产企业之一，公司能够从行业后发者快速成为行业龙头主要得益于公司管理层高瞻远瞩的战略眼光、国内领先的材料研究能力和高效的经营管理能力。

混合动力车用贮氢合金粉订单值得期待。公司混合动力车用贮氢合金粉认证进入尾声，公司贮氢合金粉已经被日本松下、三洋认证试用达 3 年（松下、三洋生产混合动力车用电池给丰田配套），我们认为公司产品在 09 年通过认证的可能性较大，届时车用贮氢合金粉订单将出现爆发式增长，产品毛利率预期将由目前的 10% - 15% 提升到 20% 以上。

福建稀土产业的整合者。公司发展稀土产业是出于完善能源新材料产业链考虑。福建是我国南方离子型稀土储藏的主要省份，占全国储量的 10%。公司在长汀拥有稀土矿，富含铈、铽、镱等价值较高的稀土元素。

仍看好钨资源补涨。看好五矿对国内钨资源的整合能力。五矿通过整合江西钨资源和参股湖南有色基本控制了全球 50% 左右的钨供应，此外看好小金属的品种补涨机会。

房地产 09 年将大额结算。预期 09 年公司房地产业务结算收入在 24 亿左右，其中公司权益比重为 60% 的成都项目结算 7 亿元左右，贡献业绩 0.10 元。权益比重为 36% 的厦门项目结算 17 亿元左右，贡献业绩为 0.18 元。

预期 08 - 10 年 EPS 分别为 0.30 元、0.59 元和 0.70 元。其中房地产分别贡献 0.10 元、0.28 元和 0.20 元。

维持“强烈推荐”投资评级：公司是极具核心竞争力优质企业，非常具备长期投资价值，在目前市场环境下，买入并持有是最好的投资策略。

4、估值比较及盈利预测

表6：按资源储量估值比较

	市值 (亿)	帐面现金	剔除现金 后的市值	国内资源储量	当前价格下的 资源价值(亿)	市值占资源 总价值比重
金钼股份	452	95	357	钼 123 万吨	2000	17.9%
洛阳钼业	217	22	195	钼 50 万吨 钨 51 万吨	1360	14.3%
江西铜业	881.8	57	824.8	铜 1114 万吨 黄金 363 吨 白银 9098 吨	4338	19.0%
云南铜业	276	34	242	铜 294 万吨	882	27.4%
山东黄金	364.7	3	361.7	黄金 185 吨	370	97.8%
中金黄金	363.8	8	355.8	黄金 270 吨	540	65.9%
紫金矿业	1309	54	1255	黄金 700 吨 铜 964 万吨	4292	29.2%
中金岭南	204	10.8	193.2	锌 300 万吨 铅 150 万吨 锌 339 万吨	488	39.6%
西部矿业	342.7	62.9	279.8	铅 247.7 万吨 铜 468.6 万吨	2098	13.3%
锡业股份	143.22	3.82	139.4	锡 57 万吨 铅 38 万 铜 57 万吨	731	19.1%

数据来源：招商证券

表7：公司估计对比及投资评级

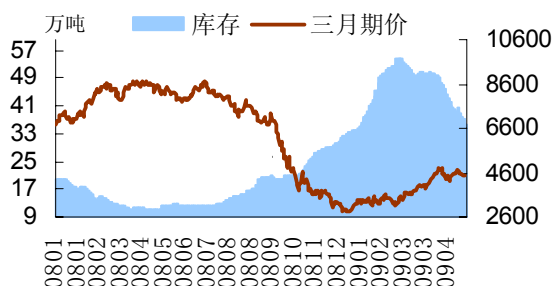
股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	投资评级
600362	江西铜业	0.80	7.00	0.86	37.5	4.3	34.9	审慎推荐-A
000630	铜陵有色	0.49	0.56	0.68	38.1	33.3	27.4	审慎推荐-A
000878	云南铜业	(2.20)	0.20	0.50	(9.5)	104.0	41.6	中性-B
600547	山东黄金	0.90	1.60	2.30	54.1	30.4	21.2	审慎推荐-A
600489	中金黄金	0.68	1.17	1.69	63.3	36.8	25.5	审慎推荐-B
601899	紫金矿业	0.22	0.24	0.30	41.7	38.2	30.6	中性-A
601958	金钼股份	1.12	0.25	0.45	12.7	56.8	31.5	审慎推荐-A
601600	中国铝业	0.00	0.05	0.25	-	240	48.0	中性-A
000612	焦作万方	0.69	0.10	0.23	18.9	130.2	56.6	中性-A
000807	云铝股份	0.07	0.10	0.17	126.4	88.5	52.1	中性-A
000960	锡业股份	0.04	0.32	0.53	549.5	68.7	41.5	中性-A
600111	包钢稀土	0.28	0.22	0.31	67.3	85.6	60.8	中性-A
600432	吉恩镍业	0.42	0.31	0.48	49.9	67.6	43.7	中性-A
600497	驰宏锌锗	0.20	0.25	0.40	99.5	79.6	49.8	中性-A
601168	西部矿业	0.24	0.15	0.30	61.7	98.7	49.4	中性-A
600549	厦门钨业	0.29	0.58	0.70	60.9	30.5	25.2	强烈推荐-A
000970	中科三环	0.19	0.23	0.40	38.8	32.0	18.4	审慎推荐-A
600888	新疆众和	0.28	0.32	0.46	45.3	39.6	27.5	审慎推荐-A
600456	宝钛股份	0.70	0.40	0.85	33.5	58.7	27.6	审慎推荐-A
600219	南山铝业	0.48	0.45	0.59	21.6	23.1	17.6	审慎推荐-A

数据来源：招商证券

附:

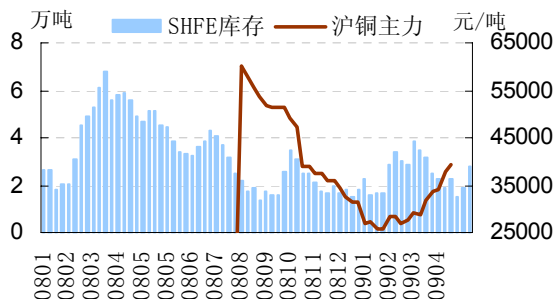
铜

图66: LME库存及三月期铜价



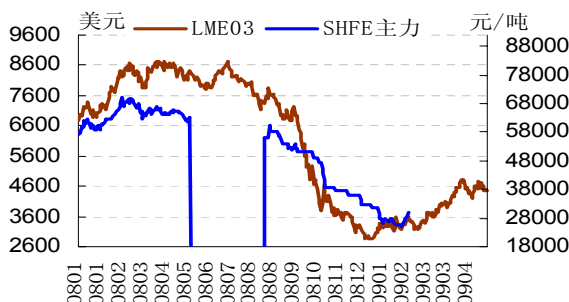
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图67: SHFE库存及主力期价



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图68: 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69: LME铜现货升水与远期升水



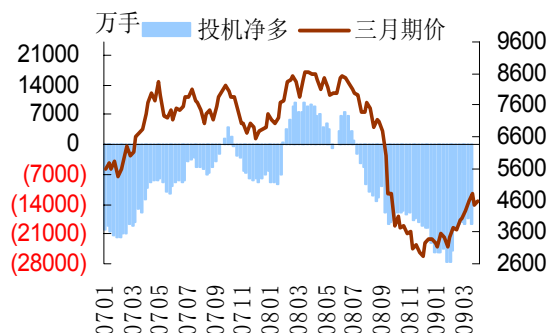
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图70: LME三月期铜价及持仓



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

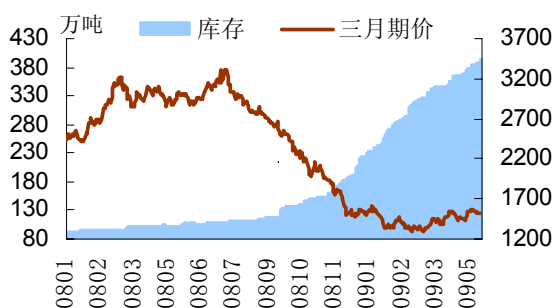
图71: LME三月铜与COMEX投机净多持仓



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

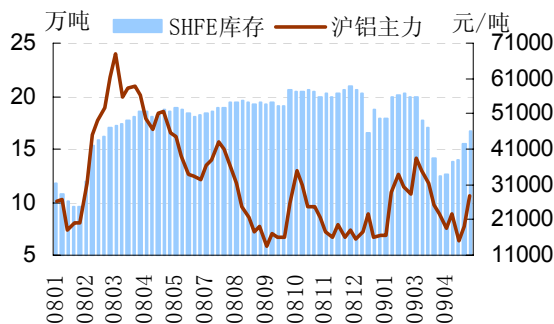
铝

图72: LME三月期铝价及库存



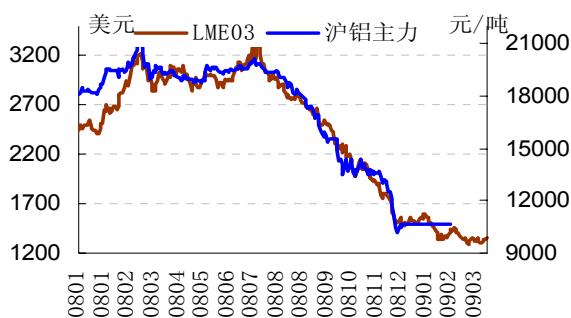
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图73: SHFE铝库存及主力期价



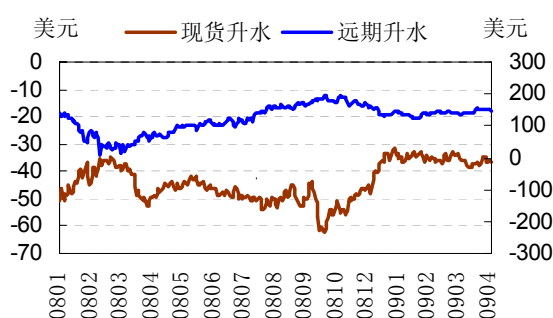
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图74: 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

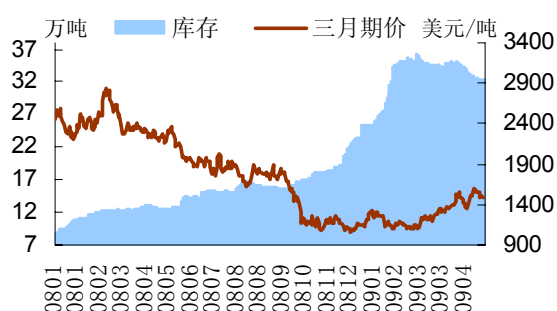
图75: LME铝现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

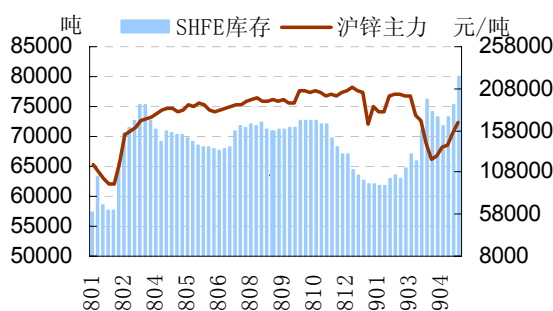
锌

图76: LME三月期锌价及库存



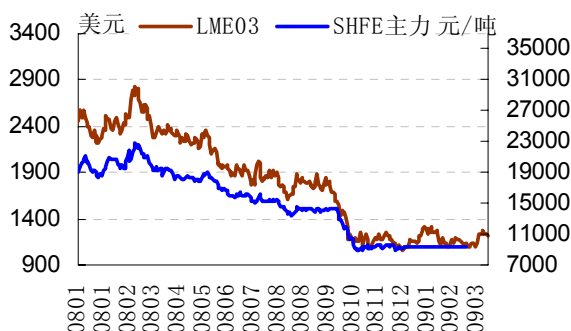
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图77: SHFE锌库存及主力期价



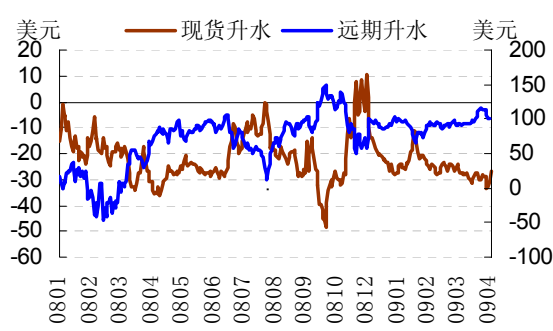
资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图78: 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79: LME锌现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

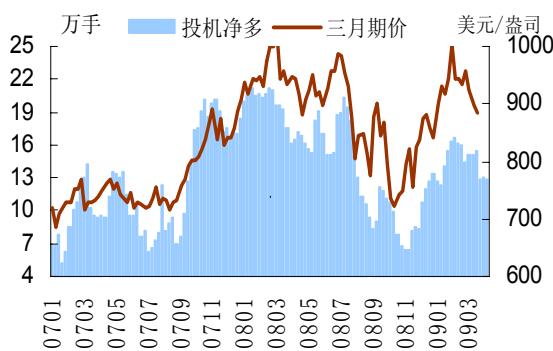
黄金

图80: COMEX金价与沪金主力



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

图81: 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

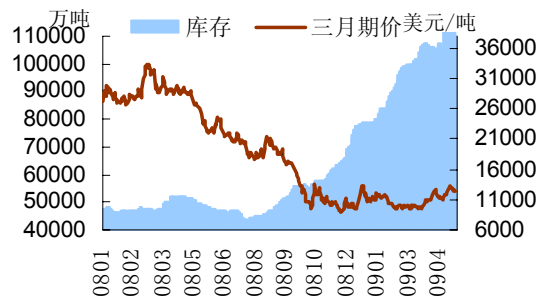
镍

图82: LME镍现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

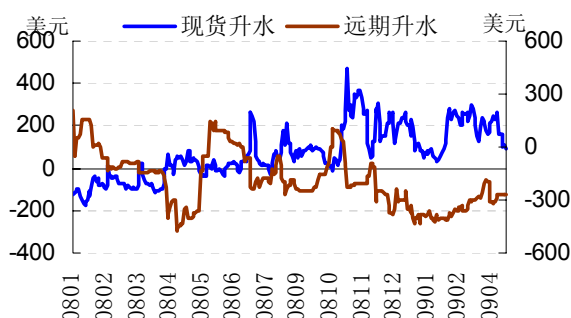
图83: LME三月期镍价及库存



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

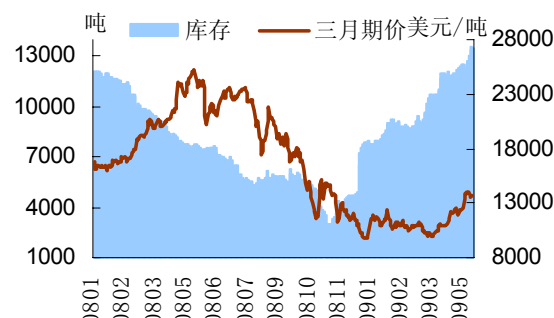
锡

图84: 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85: LME三月期锡价及库存



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

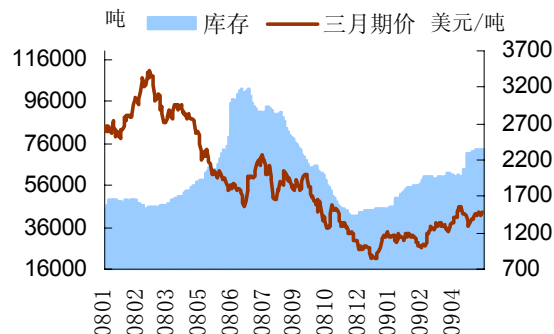
铅

图86: 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87: LME三月期铅价及库存



资料来源: bloomberg、招商证券研发中心

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

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 $\pm 5\%$ 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。