

## 经济转暖提升行业景气度

### 投资要点:

1、半年来板块走势回顾及成因。进入09年以来，有色金属板块一改08年下半年走势，半年内有色金属冶炼Ⅱ(申万)涨幅为122.95%，上证综指涨幅为57.35%，涨幅远远超越大盘。形成原因是价格走强而造成的盈利预期明确。价格走强原因有四，一是初期的DJ-AIG商品指数年初重新调整指数配置，基本金属在商品指数基金中权重获调高。二是中国的收储有效的起到了稳定价格的作用。三是美元的走软促使金属价格延续了反弹，四是经济转暖预期的推动。

2、行业景气度在提升。全球金属供求过剩的局面还没有实质性的改变，但以中国为首的的新型经济体的领先复苏几乎是没有任何悬念的，而新型经济体又是金属的消费决定的主要因素，新型经济体对金属需求的影响下半年还将继续。与上半年相比，对金属需求发生明显影响的不仅仅再是“中国因素”，发达国家经济的转暖对金属下半年的需求构成新的支撑，短期内，由于发达国家经济并未走出萎缩区，行业走势还将受之影响。另外，充裕的流动性会继续维持，美元很难在短期内升值，这些因素都有利于金属行业景气度的提升。

3、长期关注黄金股。我们一直认为，黄金价格的走势一看避险二看通胀三看世界货币体系的重建，这三个因素使金价中长期看好，而现阶段处在避险属性在逐渐淡化而通胀还没有到来的时期。半年来黄金价格的走势充分印证了我们的观点，我们维持这一看法不变。如今避险属性基本上已经走出了视野，再接下来通胀预期下的保值将在下半年内影响金价，下半年内黄金将不再做为一个“反向指标”出现，通胀的预期是建立在经济复苏的基础之上的，这将使金价变化与经济走势表现为“同向”，同时，由于宽松性货币政策所带来的通胀预期要较经济复苏来得更快一些，金价的变化有望继续强于基本金属。金价远高于其生产成本，只要金价保持高位震荡状态，黄金类上市公司的业绩增长预期就是明确的，而且黄金类个股基本上都有资产注入的预期，值得长期关注。

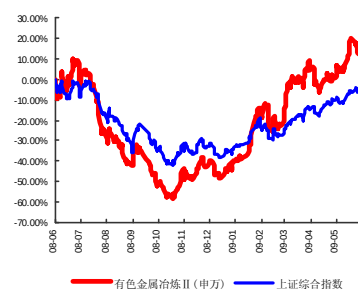
4、投资策略。宏观经济转暖的迹象已经逐渐显现，基本金属的供求的基本面在逐渐的改善，行业景气度得到提升，盈利增长预期的确定性增强。我们维持有色金属行业的投资评级为“增持”。重点关注山东黄金、中金黄金、江西铜业。

5、投资风险。宏观经济尤其是美国经济不能如期转暖；中国经济复苏程度低于预期；板块估值压力。

上次评级---增持

本次评级---增持

52周行业走势图



资料来源: wind 资讯

研究员: 赵彦辉

电 话: 0411-39673302

网 址: www.daton.com.cn

邮 箱: zhaoyanhui@daton.com

### 近期相关报告:

1. 依然关注黄金股---有色金属 1 季度投资策略 (09.04.06)
2. 寻底之旅, 关注黄金---有色金属 2009 年度投资策略(09.01.10)
3. 交易性机会或将走增多---有色金属 12 月份投资策略 (08.12.08)
4. 重点关注黄金稀土子行业---有色金属四季度投资策略 (08.10.13)

## 一、半年来有色金属走势回顾及成因分析

### （一）半年来有色金属板块走势回顾

表 1：近期有色板块涨幅与上证综指涨幅

| 日期                          | 有色金属冶炼 II (申万) | 上证综合指数  |
|-----------------------------|----------------|---------|
| 20080701-20081231 (08 年下半年) | -45.76%        | -31.33% |
| 2008.07.01-2009.6.30 (年内)   | 28.26%         | 11.61%  |
| 2009.01.05-2009.06.30 (半年内) | 122.95%        | 57.35%  |

资料来源：wind 大通证券研发中心

进入 09 年以来，有色金属板块一改 08 年下半年走势，半年内有色金属冶炼 II (申万) 涨幅为 122.95%，上证综指涨幅为 57.35%，涨幅远远超越大盘。而且看板块一年来的走势板块也已经超越大盘 16.65 个百分点。

### （二）有色板块走势成因分析

#### 1、金属价格走势

表 2：08 年下半年以来伦沪两市金属价格涨幅

|         | LME 铜   | LME 铝   | LME 铅  | LME 锌   | SHFE 铜  | SHFE 铝  | SHFE 锌  |
|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 08 年下半年 | -64.35% | -51.19% | -43.4% | -37.34% | -62.43% | -40.25% | -62.43% |
| 1 季度    | 25.66%  | -11.78% | 11.93% | 2.50%   | 35.04%  | 5.68%   | 10.12%  |
| 4 月份    | 9.14%   | 7.87%   | 9.02%  | 8.61%   | 9.70%   | 0.28%   | 7.31%   |
| 5 月份    | 5.00%   | -6.43%  | 12.14% | 3.43%   | -1.74%  | -2.01%  | -2.95%  |
| 6 月份    | -2.13%  | 10.58%  | 1.81%  | -3.79%  | 4.28%   | 4.60%   | 1.39%   |

资料来源：wind 大通证券研发中心

基本金属价格走势在一季度表现强劲，伦铜与沪铜是这一期间的涨幅尤为突出，沪铜的涨幅为 35.04%，伦铜的涨幅为 25.66%，与 08 年下半年的走势形成明显的对照，而且期间沪铜涨幅优于伦铜，进入 4 月份、5 月份、6 月份以后，铜的涨幅在缩小，6 月份，伦铜的价格表现为下跌。铝的价格表现相对比较疲弱，1 季度与 5 月份伦铝的价格均表现了下跌，6 月份，伦铝的表现优于其他基本金属，其涨幅 10.58% 在基本金属中比较显眼。铅锌价格的变动趋势基本上跟随了铜的变化趋势，但是涨幅弱于铜。

基本金属价格是一种触底反弹，而半年表现为一种高位震荡上行走势，曾有两次冲击 1000 美元/盎司的大关。自去年 11 月至 6 月 30 日涨幅 28.08%，期间最大涨幅为 37.25%。

图 1：伦金走势



资料来源：wind 大通证券研发中心

## 2、板块走势成因分析

有色板块在估值压力不大的情况下，其走势受金属价格的影响较为明显，原因是金属价格的定价由期货定价变化幅度较大，相对而应成本变化相对刚性，因此，价格变化基本上直接影响公司盈利，进一步影响股价。个别公司重组、资产注入事件的影响是有重要影响的非常态因素。

对有色金属价格影响的因素有三个，一个金属的供求，二是流动性，三是美元走势。第一个因素体现的是金属的商品属性，后两个因素体现的是金属的金融属性。基本金属的供求主要体现为一种工业需求，影响其主要因素为全球经济的扩张与萎缩，这是决定有色金属价格走势的主要因素，也因此金属行业呈现比较明显的周期性。流动性与美元走势对金属价格的影响起次要作用。

黄金则不然，其主要体现为一种货币属性，受世界金融环境的影响，一般情况下与美元走势负相关而与原油走势正相关，但是也不严格如此。

1季度走势影响三因素：一是初期的DJ-AIG商品指数年初重新调整指数配置，基本金属在商品指数基金中权重获调高。二是中国的收储有效的起到了稳定价格的作用。同时，也造成了国内金属价格的涨幅优于LME金属价格，三是美元的突然走软促使金属价格延续了反弹。这三个因素分别在不同时点的出现，不仅使金属价格止跌，且维持了较长时间的反弹。在去年四季度企业存货跌价损失计提充分条件下和去年四季度企业大幅亏损的条件下，造成企业1季度业绩环比有所增长的预期比较强烈。

1季度行业走势的影响因素主要是价格，进入4月份以后影响行业走势主要不再是价格而是估值，由于1季度板块股价的涨势要远大于金属价格的涨势，使板块的估值过高，4月份跑输大盘。

5月份行业走势决定因素。因为估值压力的存在，以及中国继续收储的可能性在减小、传统消费淡季的到来，板块在前半月走势呈现一种下行的走势。而后半月美元的持续走弱对金属价格构成了有力的支撑，影响本次美元走弱的基本因素是：美国的数量放松型的货币政策、美国的巨额的财政和外贸赤字，还有最近美国比较乐观的经济数据使市场风险偏好的抬头。影响金属价格走强的因素还有流动性的充裕、经济的转暖预期。板块也因价格的走强而得到支撑，在估值仍然高企的条件下走强。

6月份至今，经济的转暖迹象明确，金属的工业需求代替了其他因素成为了影响板块走势的主要因素，虽然板块的估值压力仍存，但消化这一压力的不再是股价的下跌，还有企业盈利的恢复，而且这一因素也将直接影响行业下半年的走势。

## 二、行业景气度在提升

### （一）全球基本金属供求过剩

#### 1、全球金属统计局(WBMS)发布统计数据

6月19日世界金属统计局(WBMS)发布统计数据显示，全球1-4月铜市供应过剩133,000吨，去年同期为短缺161,000吨。全球1-4月精炼铜消费量较去年同期下降4.6%，至587.4万吨。全球1-4月精炼铜产量较去年同期增加0.2%，至601万吨。全球1-4月铜矿产量较去年同期增加1.6%，至502万吨。全球1-4月铝市供应过剩591,000吨，去年同期为过剩176,000吨。全球1-4月铝产量较去年同期下降153.3万吨，至1160万吨。全球1-4月铝需求量总计为1103万吨，约较2008年前四个月需求量低194.8万吨。全球1-4月铅市供应过剩11,600吨，去年同期为过剩14,100吨。全球1-4月铅需求量较去年同期下降1.6%，至271.8万吨。4月精炼铅产量为732,000吨，消费量为744,400吨。全球1-4月精炼锌市场供应过剩16,400吨，去年同期为过剩65,000吨。全球1-4月精炼锌产量较去年同期下降290,000吨，至345万吨。全球1-4月精炼锌需求量较去年同期下

降 241,000 吨，至 343.4 万吨。全球 1-4 月锌矿产量较去年同期下降 6.8%，至 340 万吨。WBMS 称，中国 2-4 月期间锌进口量创纪录高位，部分进口锌可能用于储存。WBMS 称，因此，全球锌实际供应过剩量可能远远高于预估的数据。此间报告的锌库存增加 102,000 吨，大多是在伦敦金属交易所的仓库。4 月，全球精炼锌产量为 892,200 吨，消费量为 920,000 吨。从 1-4 月份基本金属全球供应情况来看，表现为铅锌的过剩压力最小，铝的最大。

**表 3：08 年至 09 年 4 月份全球基本金属供求变化情况**

|              | 铜       | 铝       | 铅       | 锌      |
|--------------|---------|---------|---------|--------|
| 2008 年 1 月   | -4400   | -6600   | -16000  | 54000  |
| 08 年 1-2 月   | -10900  | 50000   | -20400  | 27000  |
| 08 年 1-3 月   | -95000  | 112000  | -7700   | 84500  |
| 08 年 1-4 月   | -161000 | 176000  | 14100   | 65000  |
| 08 年 1-5 月   | -159000 | 784000  | 11000   | 38000  |
| 08 年 1-6 月   | 4600    | 790000  | 20000   | 53000  |
| 08 年 1-7 月   | -18000  | 842000  | 5000    | 22000  |
| 08 年 1-8 月   | -22600  | 781000  | 30000   | 12000  |
| 08 年 1-9 月   | 26800   | 1083000 | -44000  | 54000  |
| 08 年 1-10 月  | 30600   | 1132000 | -72000  | 49000  |
| 08 年 1-11 月  | 286000  | 772000  | -141000 | 183000 |
| 08 年 1-12 月  | 443000  | 1251000 | -6000   | 148000 |
| 2009 年 1 月   | 151000  | 200800  | 0       | 7800   |
| 2009 年 1-2 月 | 112000  | 425700  | 10800   | 116500 |
| 2009 年 1-3 月 | 187000  | 679000  | 12800   | 11500  |
| 2009 年 1-4 月 | 133000  | 591000  | 11600   | 16400  |

资料来源：wbms 大通证券研发中心

## （二）金属库存变化趋势继续分化

### 1、2 月份以来铜库存一路下降

图 2: LME 铜库存

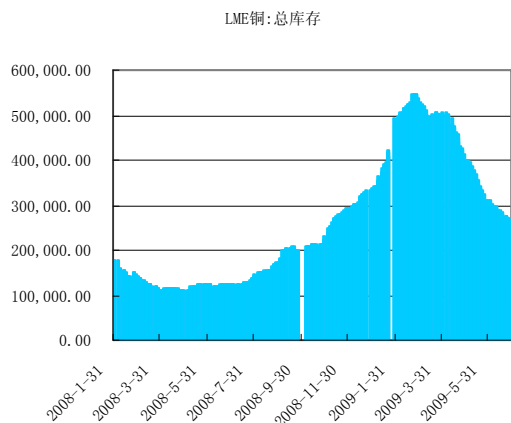
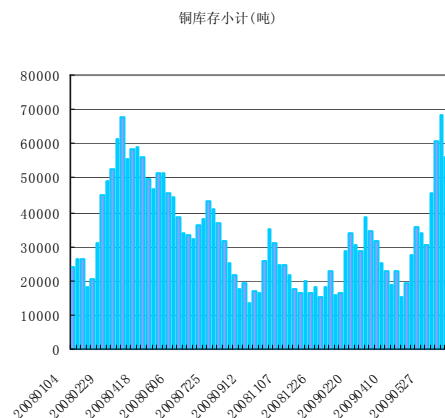
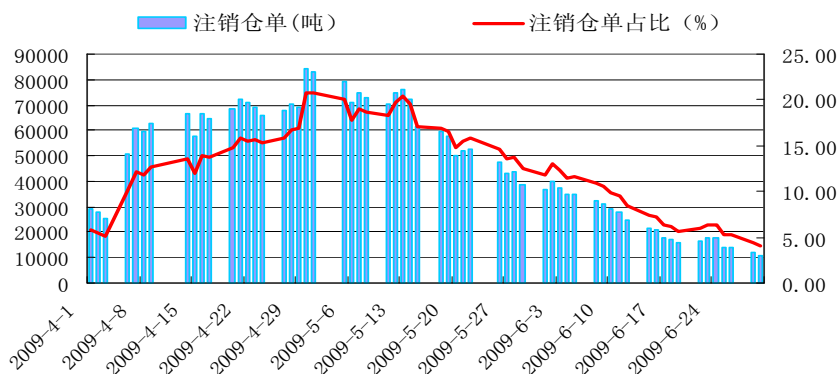


图 3: 沪铜库存



资料来源: wind 大通证券研发中心

图 4: LME 铜注销仓单、注销仓单占比



资料来源: wind 大通证券研发中心

进入 2 月份以来,LME 铜库存的变化趋势开始逆转, 2 月末的最高值 548400 吨, 6 月 30 日总库存为 265950 吨, 降幅为 282450 吨或 51.5%。与一路减少的库存相配合, LME 铜的注销仓单占比在 5 月之初也表现为一路增长, 5 月初至 5 月中旬期间该占到为 20%左右, 5 月中旬以来有所降低, 注销仓单占比的变化情况显示库存的减少速度在减小, 目前已经低于 10%。

LME 铜库存的变化与中国收储、中国的消费旺季、中国废铜的短缺有直接关系, 从 2 月末 LME 铜库存已经开始明显的减少, 其趋势一直沿续到现在, 而 WBMS 的统计数据却显示 3 月份铜的供应过剩状况并没有发生缓解, 说明 LME 库存对中国收储等因素的反应过度, 同时, 也反应出在实际需求没有出现明显改



善的条件下，由于价格的走高使铜的产量进一步提升。随着中国收储、消费旺季等因素的消失，中国 3、4、5 月份铜进口的大增也缓解了收储等因素造成的暂时性短缺，6 月份以后，国内的铜供求会呈现一种供求过剩状态，“中国因素”的作用在下半年或将减弱，而美、欧、日等发达国家的经济复苏的状况对铜的需求影响将趋明显。

**表 4：国内精炼铜产量**

| 指标名称    | 精炼铜   | 精炼铜当月同比 |
|---------|-------|---------|
| 2008-02 | 25.80 | 8.10    |
| 2008-03 | 30.60 | 30.70   |
| 2008-04 | 32.90 | 22.70   |
| 2008-05 | 32.40 | 18.30   |
| 2008-06 | 33.10 | 16.40   |
| 2008-07 | 33.00 | 14.20   |
| 2008-08 | 32.00 | -0.50   |
| 2008-09 | 31.70 | 4.70    |
| 2008-10 | 29.40 | -8.00   |
| 2008-11 | 33.00 | -2.30   |
| 2008-12 | 30.40 | 3.00    |
| 2009-01 | 28.60 | 3.36    |
| 2009-02 | 32.00 | 18.40   |
| 2009-03 | 31.90 | 5.20    |
| 2009-04 | 33.80 | 2.90    |
| 2009-05 | 33.19 | 1.45    |

资料来源：wind 大通证券研发中心

## 2、铝库存一路增加

在与铜有着几乎相同外部环境之下的铝库存的变化却铜的变化却有很大区别，中国的收储并没有引起铝库存增加的脚步，而且 3、4 月份的中国进口增加的幅度要大于铜的增量。6 月末 LME 铝总库存已达 4398350 吨的历史新高，沪铝库存现也已又回升势，库存是铝业转暖最大的压力。

中国收储对起到了很好的稳定价格的作用，如今的价格之下铝企已经有利可图，从 LME 铝库存的变化趋势来看，虽然没有改变其一直增加的趋势，但进入 6 月份以后增加的态势已经有所改变，铝库存如今呈现一种有增有减的“震荡”增加的态势，从其注销仓单来看进入 5 月份也呈现出一种增加的态势，6 月 24 日至 6 月底注销仓单占比维持在 3%以上。从库存与注销仓单的变化趋势上来看，作为基本金属中供求过剩最为严重的铝基本面的变化出现了好转的迹象，这也是

6 月份 LME 铝价涨幅优于其他金属的原因。

图 5: LME 铝库存

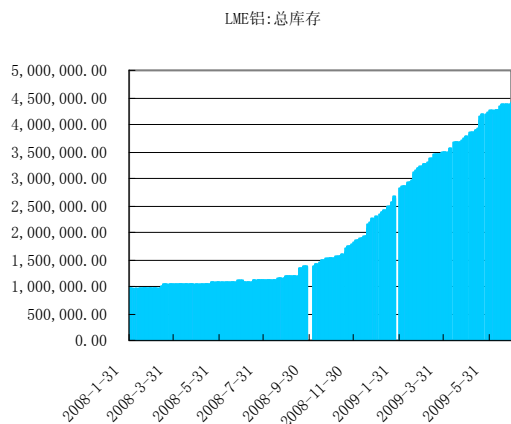
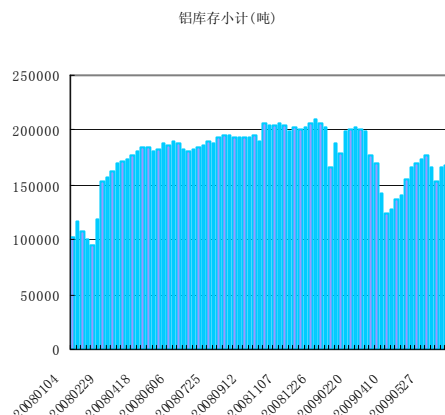
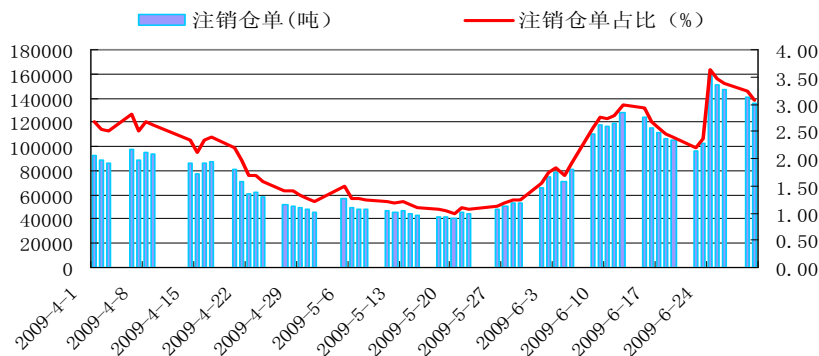


图 6: 沪铝库存



资料来源: wind 大通证券研发中心

表 7: LME 铝注销仓单、注销仓单占比



资料来源: wind 大通证券研发中心

### 3、铅、锌库存变化幅度不大

伦铅库存呈一种增加的态势，但是增幅缓慢。伦锌库存的变化比较平稳，但沪锌库存呈一种增加的态势。在基本金属当中，铅、锌的库存压力最小，从 WBMS 的统计数据中也可以得到其供求压力也最小。与铜相比，由于铅锌的下游行业以汽车为主，锌的下游需求还有 30%左右的比重依赖于建筑业。汽车行业的景气度国内已经有所改善，国外也已经开始改观。而铜的下游与基建的关系最大，其需求也最旺，并且，资源的稀缺使其始终有供求瓶颈的存在。而铅锌资源充裕的多，现在的铅锌业价格回升铅锌的供应量会很快增加。

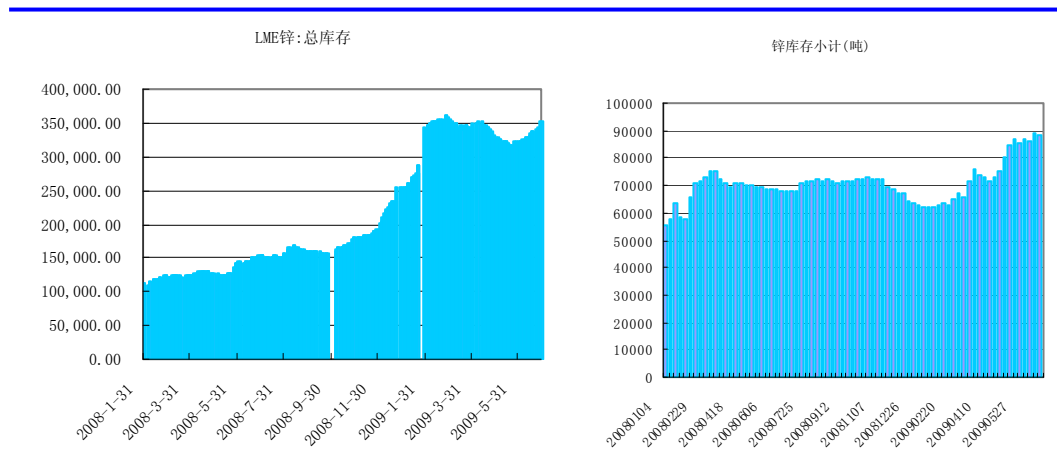
铅矿和锌矿的 4 月份的产量都出现了增加，这将导致加工费的上涨。中国冶



炼厂获得的现货锌精矿加工费报价为 130 美元/吨, 而 4 月时约为 80 美元/吨。中国冶炼企业收取的进口现货锌精矿加工费用已上涨三分之二。这必将进一步导致铅锌供给的增加, 进一步增加 LME 库存的压力, 该行业的景气度仍将要弱于铜行业。

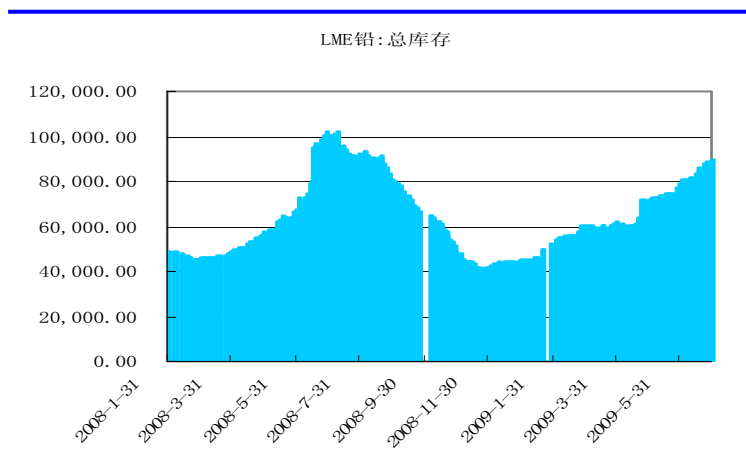
图 8: LME 锌库存

图 9: 沪锌库存



资料来源: wind 大通证券研发中心

图 10: LME 铅库存



资料来源: wind 大通证券研发中心

### (三) 需求继续改善

#### 1、国际金属需求

##### (1) 发达国家 PMI 上升, 且有望延续

表 5：发达国家 PMI

| 指标名称    | 美国 PMI | 日本 PMI | 欧元区 PMI |
|---------|--------|--------|---------|
| 2008-01 | 50.70  | 52.30  | 52.80   |
| 2008-02 | 48.30  | 50.80  | 52.30   |
| 2008-03 | 48.60  | 49.50  | 52.00   |
| 2008-04 | 48.60  | 48.60  | 50.70   |
| 2008-05 | 49.60  | 47.70  | 50.60   |
| 2008-06 | 50.20  | 46.50  | 49.20   |
| 2008-07 | 50.00  | 47.00  | 47.40   |
| 2008-08 | 49.90  | 46.90  | 47.60   |
| 2008-09 | 43.50  | 44.30  | 45.00   |
| 2008-10 | 38.90  | 42.20  | 41.10   |
| 2008-11 | 36.20  | 36.70  | 35.60   |
| 2008-12 | 32.90  | 30.80  | 33.90   |
| 2009-01 | 35.60  | 29.60  | 34.40   |
| 2009-02 | 35.80  | 31.60  | 33.50   |
| 2009-03 | 36.30  | 33.80  | 33.90   |
| 2009-04 | 40.10  | 41.40  | 36.80   |
| 2009-05 | 42.80  | 46.60  | 40.70   |
| 2009-06 | 44.80  | 48.20  | 42.40   |

资料来源：wind 大通证券研发中心

截至 7 月 1 日，美国、欧元区、日本的 PMI 数据都已经公布，美国 6 月份 PMI 数值为 44.8，欧元区与日本的 PMI 数据分别为 42.4 和 48.2，均保持了一种上涨的态势。美国和欧元区的 PMI 自去年 12 月触底之后开始反弹，如今已经整整了半年的反弹，日本的 PMI 今年 1 月份触底，如今已经有 5 个月的反弹，而且反弹的幅度要快于美欧，如今该值已经渐接近经济扩张与萎缩的分界线 50。通过各个国家的数据来看经济在逐渐转暖，该数据在 50 之下，说明金属需求虽然在转暖，但仍然是经济萎缩区内的转暖，短期内对金属需求拉动有限。

近期数据表明，美国经济于美国经济将在下半年恢复增长的可能性较大，金属需求的基本面有望持续改善。美国商务部 6 月 25 日表示，美国第一季度 GDP 年率下降 5.5%，预期中值为下降 5.7%，该降幅小于去年第四季度 6.3% 的降幅，经济收缩幅度并没有达到初步数据显示的程度。全美商业经济学协会（NABE）预计第二季度经济收缩，但相当温和，预计第二季度 GDP 收缩 1.8%。这说明经济衰退已于 08 年底触底。美国银行组织预计美国经济将于第三季度结束衰退，该

组织预计，2009年美国实际GDP将萎缩1.3%，而2010年将成长3%。IMF称美国经济2009年萎缩2.5%，2010年成长0.75%；美国经济“稳固复苏”可能在2010年浮现。美国的经济复苏将有利于金属需求。

## 2、中国金属需求：3月份以来PMI一直处于50以上。

自今年3月份以来，中国PMI进入扩张区，优于发达国家经济复苏，而后保持了连续反弹的态势，而5月份与6月份的数据表现出中国经济反弹的力度非常强劲。与历史相比，5月份与6月份都应该有比较明显的季节性调整而出现下降，从数据上看，5月份的数据虽然也出现了下降，但与往年的降幅来比这一调整因素并不明显，国内5月份的经济活动没有放缓而是有所改善。而6月份数据表现就更为突出，不仅没有因季节性的调整而下降，反而小幅上升了0.1个百分点。从子指标来看，新出口订单指数连续2个月回升至临界点以上，6月上升1.3个百分点至51.4%，原材料库存指数升至47.4%，基本上达到了历史正常水平，说明去库存化基本结束，购进价格指数大幅上升4.7个百分点至57.8%，通缩压力明显缓解，产成品库存指数降至45%，表明产品销售比较理想。

表6：中国PMI

| 指标名称    | PMI   | 生产    | 新出口订单 | 产成品库存 | 购进价格  | 原材料库存 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2008-01 | 53.00 | 56.10 | 49.00 | 48.40 | 67.70 | 49.20 |
| 2008-02 | 53.40 | 55.40 | 51.30 | 47.30 | 70.10 | 45.10 |
| 2008-03 | 58.40 | 64.10 | 59.10 | 47.30 | 74.60 | 50.80 |
| 2008-04 | 59.20 | 66.50 | 58.90 | 47.20 | 75.10 | 51.20 |
| 2008-05 | 53.30 | 55.70 | 53.40 | 48.70 | 73.90 | 48.10 |
| 2008-06 | 52.00 | 54.20 | 50.20 | 49.50 | 75.70 | 47.80 |
| 2008-07 | 48.40 | 47.40 | 46.70 | 47.80 | 71.30 | 48.00 |
| 2008-08 | 48.40 | 48.70 | 48.40 | 49.00 | 57.80 | 46.80 |
| 2008-09 | 51.20 | 54.60 | 48.80 | 50.50 | 44.70 | 47.50 |
| 2008-10 | 44.60 | 44.30 | 41.40 | 51.40 | 32.30 | 42.60 |
| 2008-11 | 38.80 | 35.50 | 29.00 | 50.80 | 26.60 | 39.50 |
| 2008-12 | 41.20 | 39.40 | 30.70 | 44.70 | 32.70 | 40.60 |
| 2009-01 | 45.30 | 45.50 | 33.70 | 43.50 | 41.50 | 43.90 |
| 2009-02 | 49.00 | 51.20 | 43.40 | 47.70 | 46.50 | 45.60 |
| 2009-03 | 52.40 | 56.90 | 47.50 | 46.70 | 48.30 | 47.50 |
| 2009-04 | 53.50 | 57.40 | 49.10 | 44.80 | 51.30 | 46.90 |
| 2009-05 | 53.10 | 56.90 | 50.10 | 46.20 | 53.10 | 46.10 |
| 2009-06 | 53.20 | 57.10 | 51.40 | 45.00 | 57.80 | 47.40 |

资料来源：wind 大通证券研发中心

国家统计局发布数据显示，5月份，全国规模以上工业企业(年主营业务收入500万元以上的企业)增加值同比增长8.9%，比上年同期回落7.1个百分点，比上月加快1.6个百分点。8.9%的增长速度也是去年10月份以来增速最高的月份。39个工业大类行业中有29个行业增速比4月份加快，占74.4%，10个行业增速减缓，占25.6%。六大高载能行业同比增长5.9%，较4月份增速加快2.4个百分点。其中冶金、有色、建材、化工、石油加工行业增速分别比4月份加快4、2.9、3、1.6和5.6个百分点。

**表7：规模以上工业企业工业增加值当月同比**

| 指标名称    | 工业增加值<br>当月同比 | 有色金属矿采选业<br>当月同比 | 有色金属冶炼及压延加工业<br>当月同比 |
|---------|---------------|------------------|----------------------|
| 2008-02 | 15.40         | 12.90            | 9.10                 |
| 2008-03 | 17.80         | 19.00            | 15.00                |
| 2008-04 | 15.70         | 13.90            | 14.20                |
| 2008-05 | 16.00         | 16.10            | 15.60                |
| 2008-06 | 16.00         | 20.00            | 16.70                |
| 2008-07 | 14.70         | 14.90            | 18.80                |
| 2008-08 | 12.80         | 20.10            | 14.00                |
| 2008-09 | 11.40         | 20.00            | 13.70                |
| 2008-10 | 8.20          | 10.40            | 3.20                 |
| 2008-11 | 5.40          | 10.40            | 0.50                 |
| 2008-12 | 5.70          | 12.20            | 8.80                 |
| 2009-02 | 11.00         | 21.50            | 7.20                 |
| 2009-03 | 8.30          | 16.30            | 9.10                 |
| 2009-04 | 7.30          | 7.50             | 3.60                 |
| 2009-05 | 8.90          | 11.00            | 6.50                 |

资料来源：wind 大通证券研发中心

#### (四) 简单的小结

全球金属供求过剩的局面还没有实质性的改变，但以中国为首的新型经济体的领先复苏几乎是没有悬念的，而新型经济体又是金属的消费决定的主要因素，新型经济体对金属需求的影响下半年还将继续。与上半年相比，对金属需求发生明显影响的不仅仅再是“中国因素”，发达国家经济的转暖对金属下半年的需求构成新的支撑，短期内，由于发达国家经济并未走出萎缩区，行业走势还将受之影响。另外，充裕的流动性会继续维持，美元很难在短期内升值，这些因素

都有利于金属行业景气度的提升。

### 三、长期关注黄金股

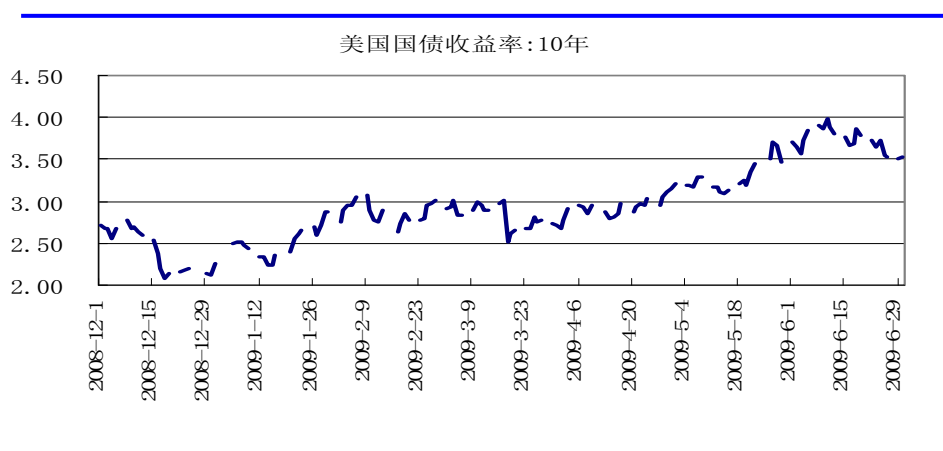
我们一直认为，黄金价格的走势一看避险二看通胀三看世界货币体系的重建，这三个因素使金价中长期看好，而现阶段处在避险属性在逐渐淡化而通胀还没有到来的时期。半年来黄金价格的走势充分印证了我们的观点，我们维持这一看法不变。

如今避险属性基本上已经走出了视野，再接下来通胀预期下的保值将在下半年内影响金价，下半年内黄金将不再做为一个“反向指标”出现，通胀的预期是建立在经济复苏的基础之上的，这将使金价变化与经济走势表现为“同向”，同时，由于宽松性货币政策所带来的通胀预期要较经济复苏来得更快一些，金价的变化有望继续强于基本金属。

经济有转暖迹象，市场的风险偏好上升，美元的避险功能下降，资金流入金市，同时美国国债利率的走高，表明市场对通胀的预期的在加深，NYMEX 原油价格现已经的上涨。黄金价格的走势已经恢复了常态，呈现出与美元负相关的态势而与原油价格负相关。

受上述因素影响，黄金价格在下半年仍将维持高位，金价远高于其生产成本，只要金价保持高位震荡状态，黄金类上市公司的业绩增长预期就是明确的，而且黄金类个股基本上都有资产注入的预期，值得长期关注。

图 11：10 年期美国国债收益率



资料来源：wind 大通证券研发中心

#### 四、投资策略

宏观经济转暖的迹象已经逐渐显现，基本金属的供求的基本面在逐渐的改善，行业景气度得到提升，盈利增长预期的确定性增强。我们维持有色金属行业的投资评级为“增持”。重点关注山东黄金、中金黄金、江西铜业。

表8：重点关注公司估值和评级（股价为6月29日收盘价）

| 公司名称 | 股票代码   | 价格   | 评级 | EPS  |      |      | PE     |       |       |
|------|--------|------|----|------|------|------|--------|-------|-------|
|      |        |      |    | 08A  | 09E  | 10E  | 08A    | 09E   | 10E   |
| 山东黄金 | 600547 | 60.1 | 增持 | 0.90 | 1.37 | 1.51 | 66.78  | 43.87 | 39.80 |
| 中金黄金 | 600489 | 61.4 | 增持 | 0.61 | 0.70 | 0.89 | 100.66 | 87.71 | 68.99 |
| 江西铜业 | 600362 | 32.0 | 增持 | 0.76 | 0.58 | 0.79 | 42.11  | 55.17 | 40.51 |

资料来源：wind 大通证券研发中心



表 9：重点关注公司点评

| 代码     | 简称   | 投资要点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 风险                                                    |
|--------|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| 600547 | 山东黄金 | <p>1. 纯金生产上市公司</p> <p>2. 矿产金产量大幅度提高，是公司08年并入玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿、鑫汇金矿、金仓矿业和柴胡栏子金矿及09年6月收购归来庄金矿（70%权益）所致。</p> <p>3. 目前公司主要的扩建项目有三个，分别是焦家金矿新建建 6000 吨选厂，计划在 2009 年 5 月投产；三山岛扩建 8000 吨选厂，2010 年投产，该项目目前已经开始建设；最后是鑫汇金矿的 1300 吨选厂扩建项目，也将在 2009 年投产。随着公司大选场的投产，“分区采、集中管”的管理格局将会形成，规模优势比较突出。既可以提高产量也可以有效减少管理成本。</p>                                                                                                                                                                                                   | <p>1. 金价降低。</p> <p>2. 矿产金品位降低导致的成本增加。</p>             |
| 600489 | 中金黄金 | <p>1. 中金黄金主营业务以黄金的采选冶炼为主，以铜的采选冶炼为辅。08年黄金销售收入占比92.8%，铜销售收入4.6%，黄金毛利占比为68.8%。（08年报）</p> <p>2. 集团矿产注入预期明确。公司的大股东中国黄金集团对外披露其金保有金属量达到1046.32吨，银保有金属量达到816.66吨，铜保有金属量达到374.79万吨，钼保有资源量59.82万吨。在公司2007年度和2008 年度报告中披露了集团公司承诺将把其所属的黄金矿业资产整体上市。现公司已通过竞购股权方式收购中金集团所持秦岭金矿和金厂峪金矿全部股权，公司拟受让中金集团持有的夹皮沟矿业有限公司、石湖矿业有限责任公司、新疆金滩矿业有限公司、嵩县金牛矿业有限责任公司、嵩县前河矿业有限责任公司5 家企业全部股权，目前正在做收购前期准备工作，这7家企业保有黄金资源储量114.80吨；年产黄金5吨左右。</p> <p>3. 09 年在建工程：陕西久盛 5000 吨采选项目、河南金源 3000 吨采选项目、苏尼特金曦 3000 吨采选项目等。预计在 2009 年底可能贡献矿产金产量 2 吨左右，</p> | <p>1. 金价降低。</p> <p>2. 铜价降低</p> <p>3. 公司的克金成本高于同业。</p> |
| 600362 | 江西铜业 | <p>1. 国内最大的铜生产商，行业内资源最具优势。2008 年底，公司目前金属铜资源储量1521 万吨。08年底，公司矿产铜量15.9 万吨，冶炼铜产量70.2 万吨（产能80 万吨），铜材产量46.2 万吨（冶炼产能45万吨）。</p> <p>2. 在建工程：德兴铜矿扩建，建成后每年增加铜精矿含铜4.1 万吨；城门山二期扩建工程，建成后可每年产铜精矿含铜1.4万吨；永平铜矿露天转地下开采技术改造工程、武山铜矿日处理5000吨扩产挖潜技术改造工程。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                   | <p>1. 铜价降低</p> <p>2. 在建工程进度低于预期。</p>                  |

资料来源：大通证券研发中心

## 六、投资风险

宏观经济走势的不确定性；中国因素在新一轮周期的作用不确定性；板块估值压力。

—正文完毕—

## ● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

### 公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;  
增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;  
中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;  
减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;  
卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;  
中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;  
减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

## ● 免责条款

本报告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。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。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。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司