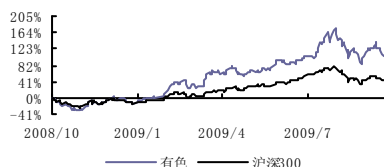


原材料 - 有色

2009 年 9 月 28 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
有色	-7.3	30.3	96.7
沪深 300	-5.3	24.7	43.0

代码	名称	6m%	YTD%	评级
600547	山东黄金	50.8	234.4	增持
601899	紫金矿业	-15.7	95.1	增持
600362	江西铜业	55.9	138.7	增持
600219	南山铝业	5.2	39.7	中性
000060	中金岭南	37.7	128.6	中性

相关报告

+86 755 83199424
zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，金属材料小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人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。

有色金属行业第四季度策略报告

—仍以趋势性投资为主，关注黄金、铜

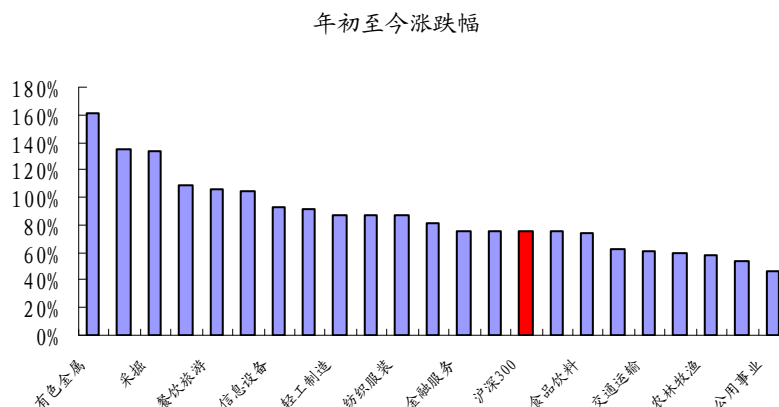
评级： 中性

- 我国经济数据向好趋势明显，四季度大盘向上的概率大，弹性大的有色金属板块或有投机性机会。从宏观经济层面上来看，投资将继续拉动 GDP 的增长；伴随着国外经济的好转，我国出口有望增长；内需正在变得强劲。我们判断，未来几个月的经济数据都会不错。从这个角度上来看，证券市场向上的概率大。上涨的动力，除了流动性因素外，会向企业盈利好转这一方向转化。
- 有色金属价格预期是影响有色板块表现的最重要因素。期货市场与股票市场的联动性在资本全球化的背景下，越来越明显。在货币宽松环境下，有色金属的金融属性超越了商品属性，仅研究有色金属的供需已不足以判断价格的走势。需配合全球流动性的走向，这给有色金属价格走势的判断增加了难度。
- 流动性宽松、实体经济复苏均支持有色金属价格的炒作，增加了有色板块的投资机会。无论是国际还是国内，为保持经济复苏的态势，预计均会继续保持宽松货币政策，从货币供给角度加强了通胀的预期，从而对金属价格构成较强的支撑。而一旦实体经济复苏，“中国因素造就强劲需求”仍会是有色金属价格的有利支撑。
- 不过，短期内美元可能出现超跌反弹，拖累金属价格，有色板块短期内存在着较大的下跌可能性，是买入的机会。美元走势的影响因素众多，我们认为，美元的贬值是个长期的过程。从这个层面上说，金属价格是长期看涨的。近期美元的快速下跌，使其在技术层面上存在着反弹的需求，短期内不利于金属价格的走高。
- 子行业方面，关注抗通胀的黄金和弹性较大的铜。政策、美元走势、汇率不确定性的存在，使黄金仍然被当作资金的避险港湾；铜作为我国精矿国外依赖程度最大的品种，微小的国际贸易环境的改变，会带来相对大的波动。
- 风险因素：经济数据向好能否引发大盘信心？或许经济复苏了，股市却不一定上涨。另外，扶持政策何时何种方式退场将是悬在大盘头上的剑。

一、有色板块走势回顾

今年以来,有色板块是涨幅最大的 A 股板块。虽然经历了第三季度的下跌,有色板块仍以上涨 161%, 位居各板块之首。

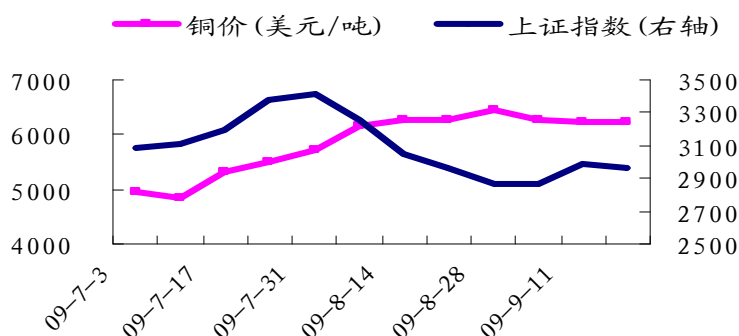
Figure 1 有色金属板块年初以来的涨跌



资料来源: WIND

A 股有色板块随大盘下跌, 但金属价格仍坚挺。虽然三季度以来, 随大盘下跌, 有色板块出现下跌。然而, 与之相对比的, 有色金属价格仍坚挺。以江西铜业为例, 三季度股价从高点跌落, 最大跌幅超过 40%, 而 LME 铜价仍维持在 6200 美元/吨上下徘徊, 波动仅在 5% 左右。

Figure 2 三季度以来 LME 铜价与上证指数



资料来源: WIND

有色股价与金属价格波动的不一致, 与各市场的特性有关。例如江西铜业 H 股的股价波动与 LME 铜价的波动基本相当, 波动幅度远没有 A 股大。开放程度越高的市场, 相对的波动要小一些。

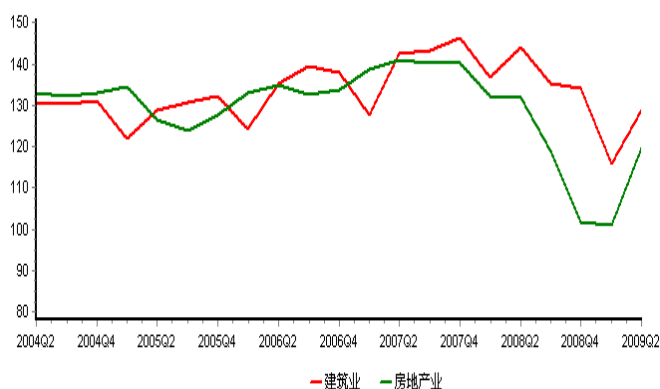
二、影响有色板块走势的因素分析

2.1 宏观走势

我国经济数据向好趋势明显，四季度大盘向上的几率大，弹性大的有色金属板块值得期待。

随着中国政府经济刺激政策的逐步出台，电力、铁路、高速公路等基础设施成为投资重点，不断拉动社会各环节的需求。8 月份全社会用电量 3462.23 亿千瓦时，同比增长为 8.22%，对 8 月份的宏观数据，许多经济学家认为，随着经济刺激政策的效果开始显现，中国的内需正变得更加强劲。根据市场各机构预测，2009 年四季度经济增长率会超过 10%，显现出强劲的复苏势头，2010 年 1 季度的经济增长率将会超过 11-12%，2010 年 2、3 季度与 2009 年 2-3 季度同比会有轻微下降。在这种宏观背景之下，我们认为四季度大盘向上的几率会较大，而历年有色板块股价的表现显示出其强大的弹性。

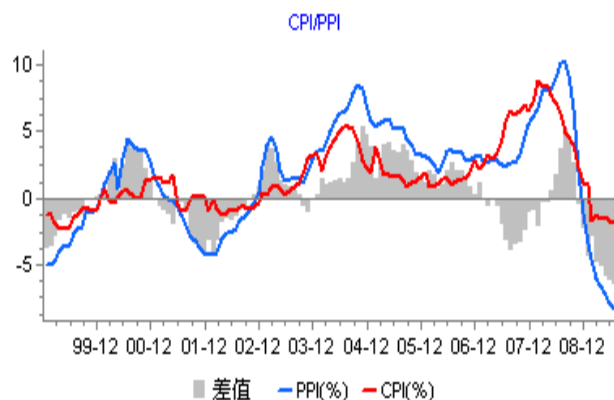
Figure 3 中国建筑业、房地产业景气继续向上



数据来源: Wind资讯

资料来源: WIND

Figure 4 中国 CPI、PPI 掉头向上



数据来源: Wind资讯

资料来源: WIND

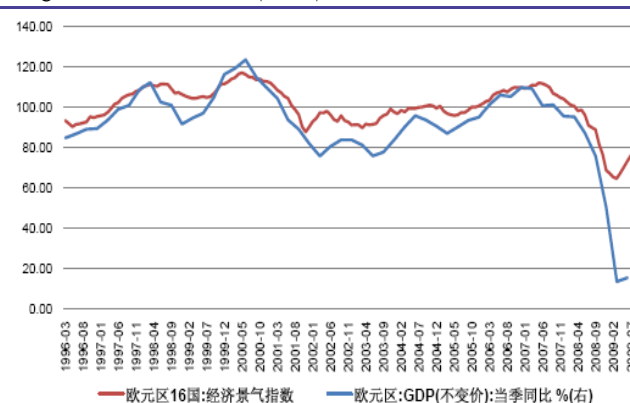
国外经济也表现出复苏的迹象，美国7月新屋销售数字环比增长了9%，为2005年以来最大的月度增幅，房价指数也出现了上升，欧元区经济景气指数结束了向下的趋势，出现了探底回升的态势。

Figure 5 美国房价指数回升



资料来源：WIND

Figure 6 欧元区经济回升



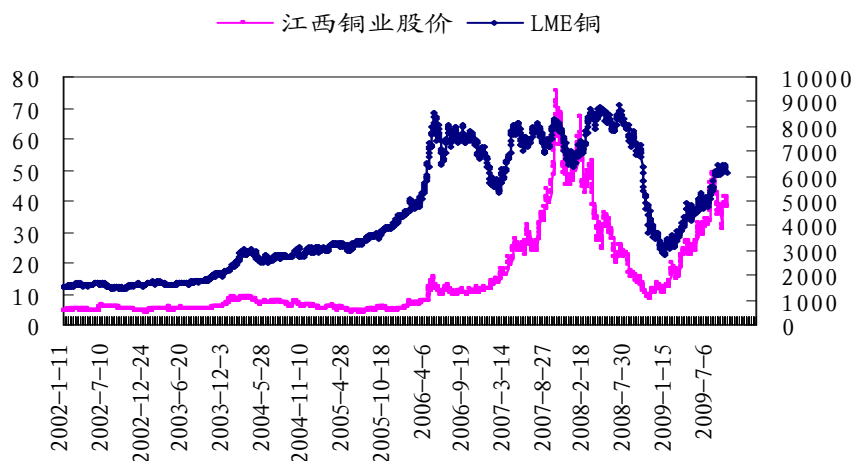
资料来源：WIND

2. 2 有色金属价格的预期

有色金属价格预期是影响有色板块表现的最重要因素。期货市场与股票市场的联动性在资本全球化的背景下，越来越明显。有色金属的金融属性超越了商品属性，仅研究有色金属的供需已不足以判断价格的走势。需配合全球流动性的走向，这给有色金属价格走势的判断增加了难度。

A 股市场，有色板块股价的表现大部分时间与金属价格走势相一致，股价的变动略早于金属价格的变动，反映出“预期”对股价的引导作用。这一规律在 2007~2008 年间被打破，主要与流动性有关。以江西铜业为例，2007 年开始，随着国内信贷增速加快，流动性宽裕，有色金属板块成为资金炒作的重点行业之一。这导致虽然同期铜价呈震荡整理态势，但公司股价仍大幅上涨。进入 2009 年，随着铜价持续上涨，江西铜业股价与铜价之间的紧密性再度加强。

Figure 7 江西铜业与铜价走势对比

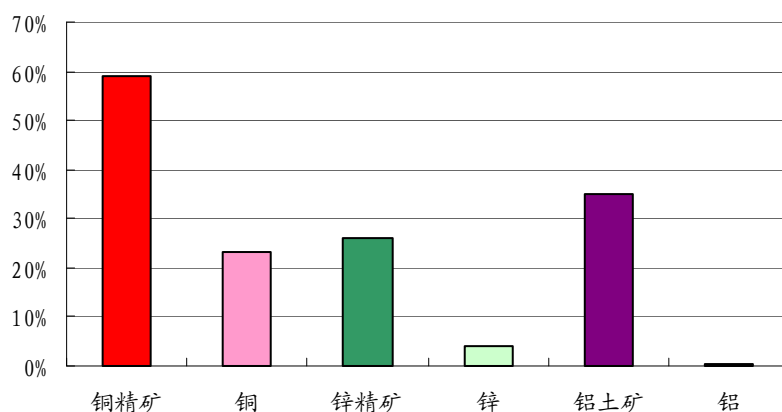


资料来源：WIND

2. 2. 1 供需状况

有色金属包括的种类较多，我国最受制于国外的基本金属是铜。以铜为例，2002 年以来中国强劲的需求，使“中国因素”带来的供需不平衡成为铜价大幅上涨的导火线。

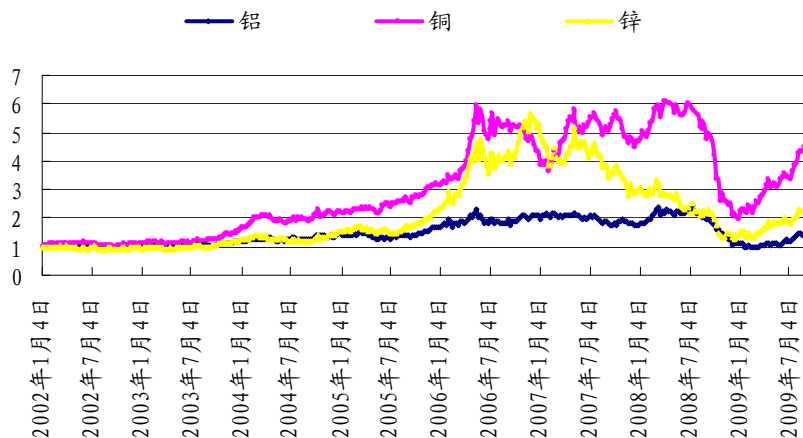
Figure 8 有色金属中铜的对外依存度最高



资料来源：世纪证券

中国铜的供需缺口巨大。07 年中国铜消费量达 474 万吨，占世界总消费量的 26%。08 年中国铜消费量达 501 万吨，占世界总消费量的 28%。而从供应的角度来看，中国因铜矿山数量及储量较小，铜生产所需要的铜精矿有近 60% 需要从国外进口，然而，国外铜矿山集中程度高，使中国的议价能力变弱，价格受制于人。下游需求行业方面，发达国家的铜需求主要以建筑业为主，我国铜需求主要应用于电力、家电等领域，尤其是中国对电网投资的措施会使得铜金属的需求好于其他基本金属，使铜成为上涨持续时间最长、反弹最快的品种。

Figure 9 铜价上涨持续时间最长、反弹最快



资料来源：WIND

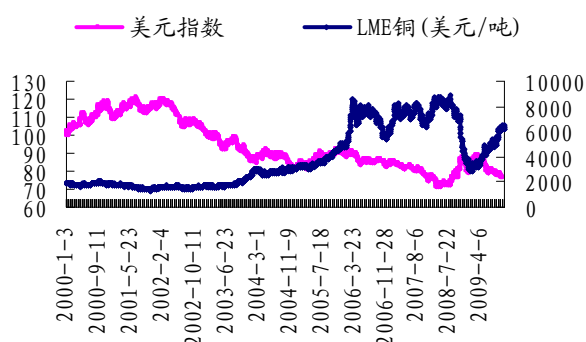
2. 2. 2 美元指数

全球主要的大宗商品交易均是以美元计价，其变化直接影响商品的价格。我们认为美元中长期走低，对金属价格形成支撑。

自 08 年下半年，全球经济衰退，资金流向相对安全的美元，美元出现一波快速升值行情，但随着经济见底，复苏预期使资金流出美元，再加上美国量化宽松的政策，美元重新步入下跌通道，从而形成对金属价格的支撑。

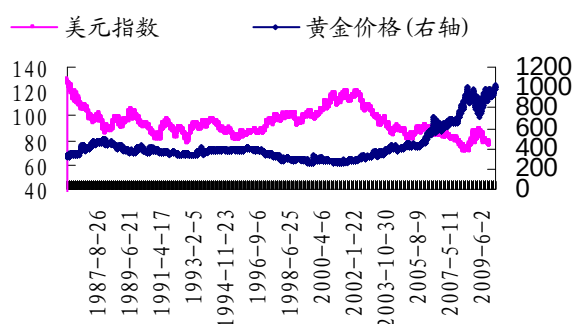
目前美国庞大的财政和经常账户赤字已超过了可以长期维持的水平。同时，受次贷危机进一步蔓延和信贷条件收紧的影响，再加上美国房地产市场的持续调整，美国经济下滑的风险仍在。为刺激经济复苏，美联储仍可能继续投放货币，这也将降低美元的吸引力。因此，中、长期来看，美元继续贬值的趋势仍将延续。

Figure 10 美元走势与 LME 铜的走势



资料来源：WIND

Figure 11 美元指数与黄金价格的走势

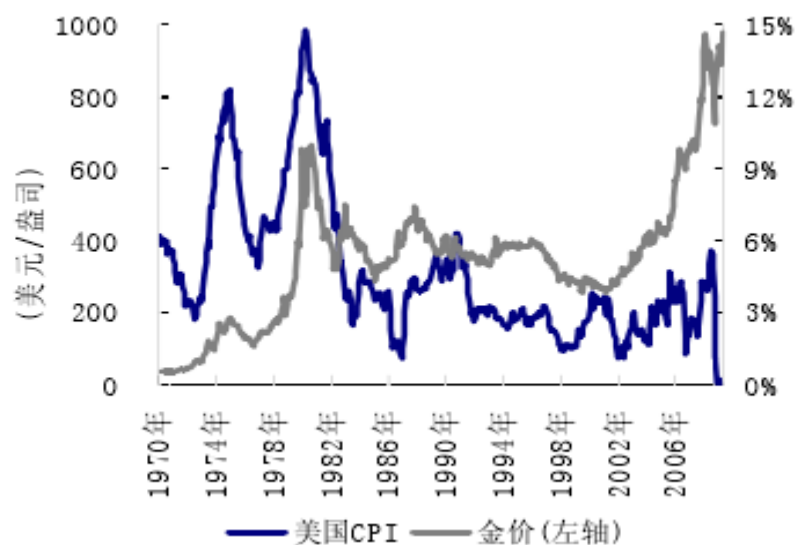


资料来源：WIND

2. 2. 3 通胀预期

对通胀预期最为敏感的是黄金。历史上金价通常提前对通货膨胀做出反应。比较著名的例子包括 1974~1975 年期间和 1979~1980 年期间。这两次期间为过去 30 年美国通货膨胀最高的时期。随着通货膨胀率的走高，金价出现大幅上涨。本次金融危机，世界各大央行纷纷下调利率。同时各大央行还采取了量化宽松的货币政策，这些政策在短期之内对经济的刺激作用很明显，但是也带来其副作用——通货膨胀。虽然通货膨胀的出现需要一个过程，但是由于市场总是反映预期，因此，在“不确定”的背景下，黄金价格将保持高位。

Figure 12 黄金价格对通胀提前作出反映



资料来源：WIND

三、对四季度有色板块机会的判断

我们对四季度宏观的一些假设前提：中国经济数据环比不断向好，GDP 在四季度将会达到 10% 以上，CPI 转正之前不会出台收紧政策；美元仍在低位，国外经济预期向好。在此基础上，我们判断，有色金属价格上涨的预期仍在，有色板块仍有较大的交易型投资机会。不过，考虑到有色金属价格波动性较大，美元反弹可能会引起有色板块的下跌，波段性的特征会较为明显，给与有色板块“中性”的评级。子行业方面，关注抗通胀的黄金和弹性较大的铜。

一旦经济前景明朗，实体经济出现实质性恢复，必然拉动对资源品的需求，这样，从供需层面上对资源品价格形成实质支撑。我们判断，这种情况迟早会出现，因此，对有色金属，特别是有自有矿产的企业，我们长期看好。目前的经济情况，无论是国内还是国际，普遍认为最坏的情况已经过去，但是未来还要在零增长附近停留多久，市场仍是一片迷惘。在经济前景不明朗的情况下，黄金是较好的一个避险品种。铜作为精矿国外依赖程度最大的品种，微小的国际贸易环境的改变，会带来巨大的波动。考虑到诸如马六甲海盗等事件的影响以及铜精矿国外供给集中程度高，我们认为铜价是最容易被炒高的品种。

3. 1 对抗通胀的黄金

由于黄金所特有的货币以及保值功能，黄金价格走势除了受黄金供需基本面的作用外，还受到其它金融资产(如股票、债券、外汇等)价格、通

货膨胀、官方售金和地缘政治等因素的影响。从供应角度看，矿产金产量增长缓慢。世界黄金供应主要来自于新开采的矿产金（约占 60%）、官方售金（约占 10%）、再生金（约占 20%）、和净投资减持等。自 1997 年以来，世界黄金供应量一直在 4,000 吨上下徘徊。这主要是由于黄金供应中最主要部分的矿产金产量增长缓慢。尤其是 2001 年以来，虽然金价稳步上涨，但矿产金产量仍持续低迷。从金融属性上看，进入 09 年下半年以来世界主要经济体的 CPI 和 PPI 都扭转了上半年的下跌趋势，开始出现反弹，通货膨胀的可能性开始增加，预计这一情况将持续到明年中期，所以我们判断，黄金的涨势至少持续到明年。看好山东黄金、紫金矿业。

山东黄金：山东黄金 2009 年中期营业收入下滑 4.30%，利润总额增长 0.43%，净利润减少 2.06%，实现 EPS0.68 元。上半年公司业绩基本与去年同期持平，主要原因在于黄金价格变动不大，我们预计 2009 年下半年业绩同比将出现大幅增长。主要原因在于：1、预计黄金价格在下半年依然保持高位。2、今年下半年，没有资产报废和减值处理等因素的影响。未来 2-3 年逐步进入稳定增长期。增长的动力将主要来源于现有矿山的深部探矿和集团黄金资产的注入，以及未来对通胀预期导致的金价走高。我们预计年净利润复合增长可达到 30%，给与增持评级。

3. 2 弹性较大的铜

我国有色金属中，铜的对外依存度最高，我国近 60%的铜精矿由国外进口。而铜矿生产商的集中度较高，前 5 位厂商的占比达 43.5%，前 10 位厂商的占比达 60%，因此减产停产对铜价的作用也最明显。而从需求来看，美国、日本及西欧是传统的三大铜主要消费地区，但由于在 20 世纪中期已完成工业化，基础设施建设已经较为完善，近几年的对铜的消费维持一个比较稳定的水平；而且由于刚刚爆发的金融危机、世界经济增速下滑、消费疲弱、全球房地产和汽车行业不景气，都严重影响了发达国家的铜消费。因此，铜行业景气的回升主要取决于“中国需求”因素。而随着我国刺激政策效果的不断显现，对铜的需求也会不断增加，从近处看，索马里海盗事件给我们的提示，一旦运输通道出现风吹草动，对外依存度最高的品种必然会出现较大的波动。看好江西铜业。

江西铜业：资源优势明显是我们看好江西铜业最重要的原因。截至到 08 年末，公司权益铜资源储量为 1521 万吨、黄金为 405 吨，白银为 9098 吨，钼 27.7 万吨。伴生硫为 10390 万吨。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，按 08 年 15.9 万吨铜精矿和 5 吨的黄金产量计算，资源保障近 100 年。业绩对铜业的敏感性较高，铜业每变动 1000 元/吨，影响业绩约 3 分左右。经济复苏逐步明朗、资源货币属性持续深化背景下，看好公司的趋势性投资机会。

3. 3 重点关注公司盈利及估值预测

Figure 13 重点关注公司盈利及估值预测

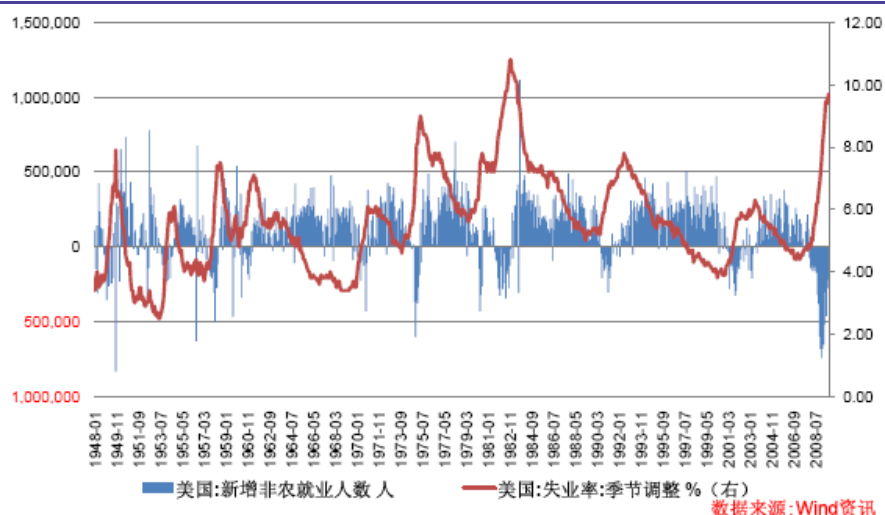
	代码	评级	股价	总股本	08EPS	09EPS 预测	10EPS 预测	08PE	09PE 预测	10PE 预测
山东黄金	600547	增持	60.4	712	1.79	1.36	1.59	37.9	45.8	40.6
紫金矿业	601899	增持	8.6	14541	0.21	0.29	0.40	45.7	30.6	21.8
江西铜业	600362	增持	35.1	3023	0.50	0.79	1.40	70.8	44.7	26.0
南山铝业	600219	中性	9.8	1451	0.38	0.37	0.53	23.1	27.8	18.7
中金岭南	000060	中性	22.7	1024	0.26	0.47	0.86	64.7	49.5	27.6
西部矿业	601168	中性	12.7	2383	0.24	0.27	0.65	59.3	49.5	20.9

资料来源：世纪证券

四、风险因素

4. 1 出口形势不确定性。来源于两方面，一、国外经济的不确定性。有数据显示国外经济已经出现向好的趋势，但是仍有一些关键数据如失业率等指标显示经济仍未走出低谷，是否会出现第二波经济探底，将会影响全部周期性行业的预期和股价。二、贸易保护。近期美国轮胎反倾销案的案例之下，贸易保护的旗帜随风飘扬，会给我国的出口带来不利的影响。

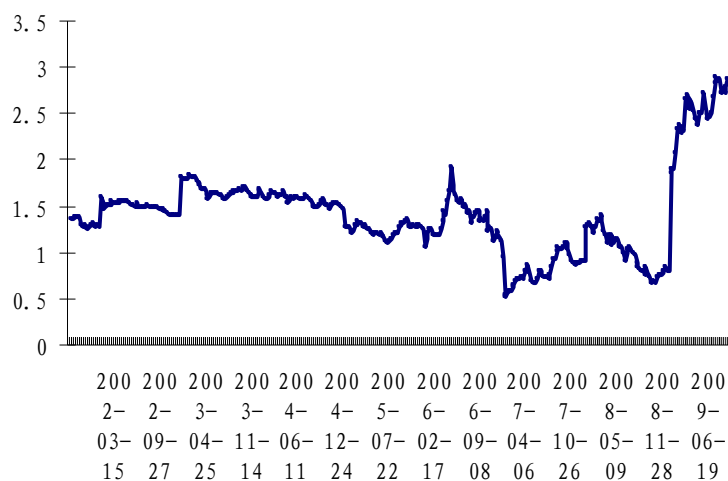
Figure 14 美国失业率指标仍未走出低谷



资料来源：WIND

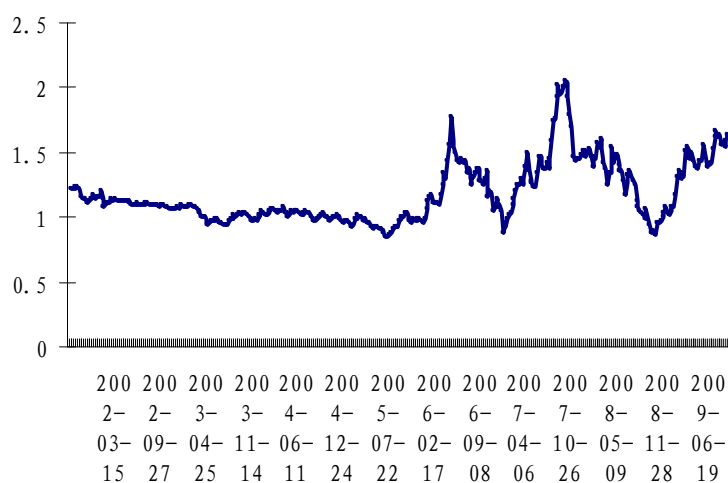
4. 2 有色金属估值偏高的风险。有色板块的市盈率、市净率与沪深 300 指数之比，目前处于偏高的位置。

Figure 15 A 股有色金属板块市盈率与沪深 300 指数市盈率比值



资料来源: WIND

Figure 16 A 股有色金属板块市盈率与沪深 300 指数市净率比值



资料来源: WIND

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.