

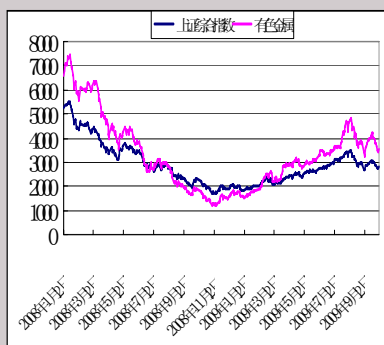


2009 年四季度有色金属行业报告

行业评级：
中性（维持）

—— 行业不确定性加大

投资要点：



- ✧ 有色金属行业前三季度价格回升、国内普遍高于国外价格，进口数量增加、出口下降，国内产能恢复较快、全球库存激增。
- ✧ 从美国经济数据来看全球，经济的复苏还有漫长的路程，我们认为后期全球经济仍然有反复的过程，关键是经济再次出现下滑的幅度究竟有多大。国内经济刺激政策短期见到了较好成果，但后期的经济运行仍然取决于经济政策的导向与货币政策的微调。
- ✧ 美元的贬值趋势造成了有色金属价格的反弹，从整体判断，我们认为后期美元的运行具有较大的不确定性，应该警惕随时可能产生的反弹，它将影响以美元计价的有色金属价格短期产生回落。
- ✧ 需求不景气加之库存高启，如果后期全球资产保值因素减弱，则行业有可能面临着二次去库存化的过程。
- ✧ 如果说今年前三个季度国内经济的重点是保增长，我们认为《意见稿》出台后，在“保增长”的前提下，又增加一点“调结构”，改变过去粗放式经济结构、调整产业结构是后期经济发展的重点。我们认为后期行业运行仍然会有一个保增长与调结构之间的再平衡，可能会使部分产业存在一个二次去产能化的过程。
- ✧ 除去亏损企业，目前行业整体 PE 已经处于一个较高的估值水平，我们对何种情况下的行业转向能够支持目前的估值水平仍有疑问，认为短期行业估值水平整体偏高，后期将有一个风险释放的过程。我们认为短期内选择回避风险不失为一种好的交易策略，整体维持有色金属行业中性的投资评级。

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师

李莉

Tel: (86531) 8128-3779

Fax: (86531) 8128-3782

Email: girl_li_li@sina.com

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



表： 有色金属行业投资评级表

CODE	NAME	09/30 收盘价(元)	每股净资产(元)	PB(倍)	EPS(元)			PE(倍)			最新投资评级
					2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
600219.SH	南山铝业	10.250	6.420	1.60	0.4400	0.25	0.36	23.30	41.00	28.47	
601600.SH	中国铝业	12.170	3.930	3.10	0.0007	0.01	0.09	17385.71	1217.00	135.22	中性
000807.SZ	云铝股份	8.540	2.610	3.27	0.0700	0.02	0.09	122.00	427.00	94.89	中性
600489.SH	中金黄金	65.880	5.060	13.02	0.6750	0.40	0.62	97.60	164.70	107.12	中性
600547.SH	山东黄金	60.100	3.390	17.73	0.9026	1.20	1.28	66.59	50.08	46.95	中性
601899.SH	紫金矿业	10.200	1.174	8.69	0.2200	0.23	0.25	46.36	44.35	40.80	中性
000878.SZ	云南铜业	21.580	2.630	8.21	(2.2200)	0.01	0.11	(9.72)	2158.00	196.18	中性
600362.SH	江西铜业	33.670	6.920	4.87	0.7600	0.23	0.35	44.30	146.39	96.20	中性
600531.SH	豫光金铅	15.830	4.230	3.74	0.2700	0.21	0.25	58.63	75.38	63.32	中性
601168.SH	西部矿业	15.240	4.210	3.62	0.2400	0.10	0.22	63.50	152.40	69.27	中性
000960.SZ	锡业股份	22.680	3.586	6.32	0.0397	0.16	0.25	571.28	141.75	90.72	中性
600111.SH	包钢稀土	19.380	1.930	10.04	0.2090	0.05	0.20	92.73	387.60	96.90	中性
600456.SH	宝钛股份	22.900	8.930	2.56	0.7000	0.39	0.61	32.71	58.72	37.54	中性
600549.SH	厦门钨业	18.550	2.900	6.40	0.2971	0.18	0.23	62.44	103.06	80.65	中性
002182.SZ	云海金属	13.530	4.510	3.00	0.2200	0.13	0.21	61.50	104.08	64.43	中性
601958.SH	金钼股份	16.150	4.280	3.77	0.9300	0.21	0.32	17.37	76.90	50.47	中性

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所



正文目录

一、有色金属行业前三个季度整体运行情况	- 5 -
1、产品价格回升、国内价格普遍高于国外	- 5 -
2、行业整体进口数量增、出口数量减	- 6 -
3、企业产能恢复较快、库存激增	- 7 -
二、有色金属行业后期的影响因素	- 9 -
1、全球经济走向何方	- 9 -
2、美元波动影响价格走势	- 11 -
3、需求再考验	- 12 -
4、保增长与调结构的再平衡	- 12 -
三、对四季度有色金属行业的整体判断	- 13 -
四、行业估值偏高、维持中性评级	- 13 -



图表目录

表 1: 2009 年前三季度部分有色金属价格涨跌幅度	- 5 -
图 1: 伦敦期货价格对数图	- 5 -
图 2: 国内外期货价格比	- 6 -
图 3: 中国铜产品进出口量月度变化 (万吨)	- 7 -
图 4: 中国铝产品进出口数值 (万吨)	- 7 -
图 5: 伦敦金属期货库存 (对数坐标)	- 8 -
图 6: 上海期货金属库存 (对数坐标)	- 9 -
图 7: 美国失业率	- 10 -
图 8: 美国工厂订单	- 10 -
图 9: 美元指数	- 11 -
图 10: 铝行业重点企业PE变化折线图	- 14 -
图 11: 铜行业重点企业PE变化折线图	- 14 -
表 2: 行业投资评级表	- 15 -



一、有色金属行业前三季度整体运行情况

1、产品价格回升、国内价格普遍高于国外

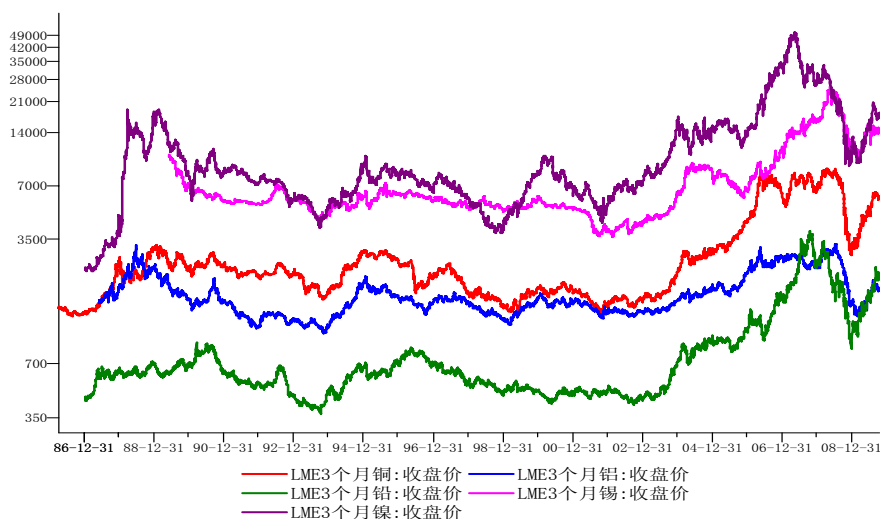
2009 年前三季度，全球经济刺激与复苏是影响各行业运行的主因素，在此背景下，有色金属行业产品价格普遍回升，其中以铜和铝两个品种的价格上涨幅度接近一倍。虽然有色金属价格整体有所回升，但比照 2008 年初时的水平仍然低许多。

表 1： 2009 年前三季度部分有色金属价格涨跌幅度

	2008 年初价格	2009 年初价格	2009 三季度末价格	今年前三季度上涨幅度
LME 铜:现货结算价	6,765.00	3,071.00	5,934.50	93.24%
LME 铝:现货结算价	2,422.00	1,492.00	1,782.50	19.47%
LME 锌:现货结算价	2,466.00	1,220.50	1,866.50	52.93%
LME 铅:现货结算价	2,593.00	1,040.50	2,184.00	109.90%
LME 锡:现货结算价	16,355.00	11,550.00	15,125.00	30.95%
LME 镍:现货结算价	28,105.00	12,710.00	16,895.00	32.93%
阴极铜:期货结算价	58,640.00	26,050.00	46,550.00	78.69%
铝:期货结算价	17,740.00	11,965.00	14,645.00	22.40%
锌:期货结算价	19,250.00	10,625.00	14,720.00	38.54%
伦敦现货黄金:以美元计价	858.85	874.50	989.50	13.15%

资料来源：齐鲁证券研究所

图 1： 伦敦期货价格对数图



数据来源:Wind资讯

资料来源 Wind，齐鲁证券研究所

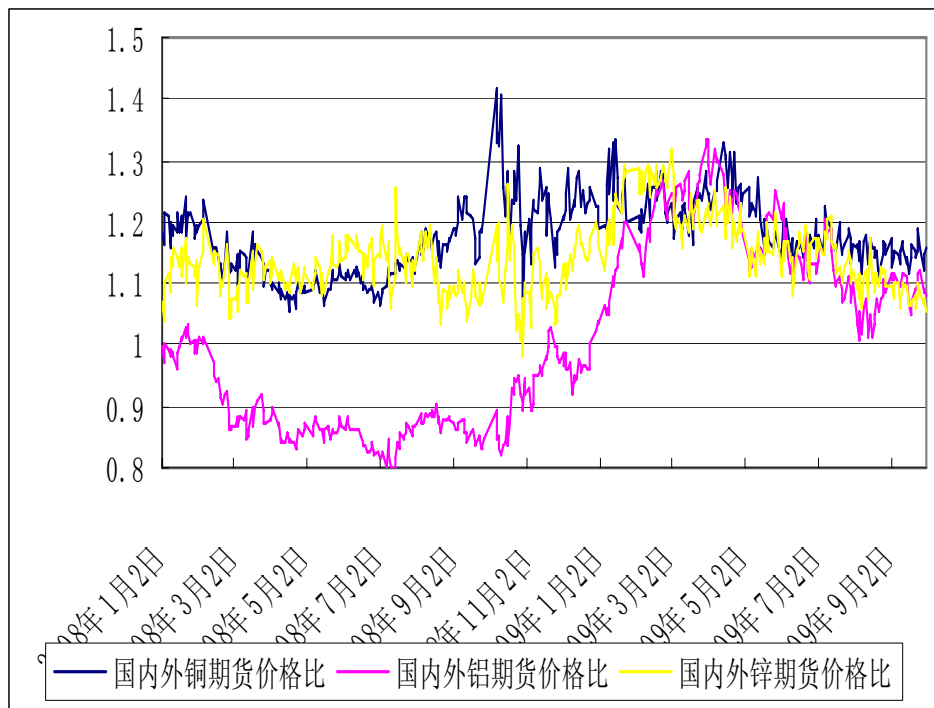
从 2008 年全球经济危机以来，由于国内经济以保增长为目标，制





定了各行业产业振兴规划、实行适度宽松的货币政策，所以在经济相对稳定的背景下，国内有色金属价格普遍高于国外。

图 2：国内外期货价格比



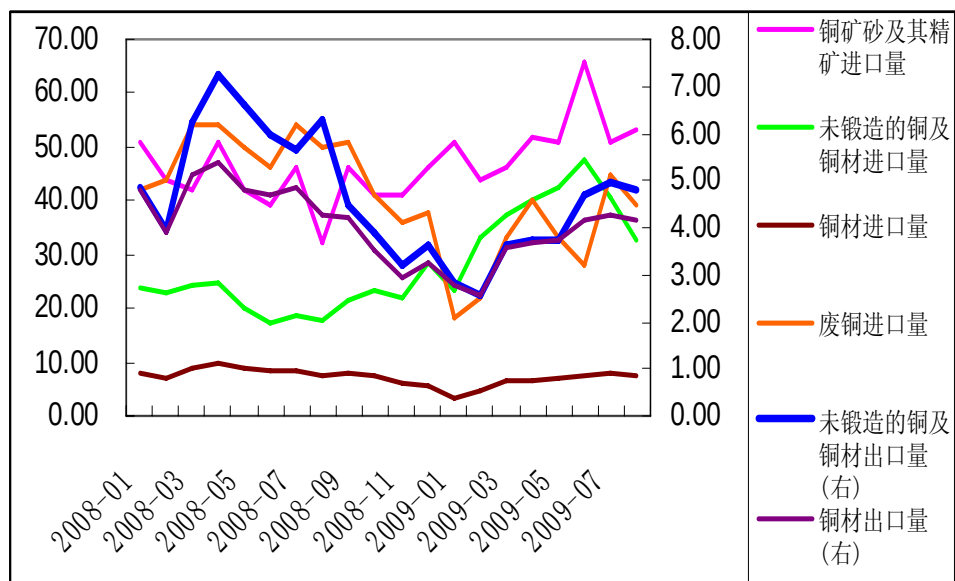
资料来源 Wind，齐鲁证券研究所

2、行业整体进口数量增、出口数量减

由于今年前三季度国内宏观经济情况好于国外，商品价格表现为“内强外弱”的格局，所以前三季度行业的进出口形势表现为“进口数量增、出口数量减”，尤其是 6 月份以前这种情况更为明显，贸易商进口有色产品有利可图，使得进口数量激增，而出口量则下降到一个较差的水平。进入 6 月份以后受美国经济稍有启稳的影响，进出口形势稍有好转，但整体水平仍然不能与前两年同日而语。

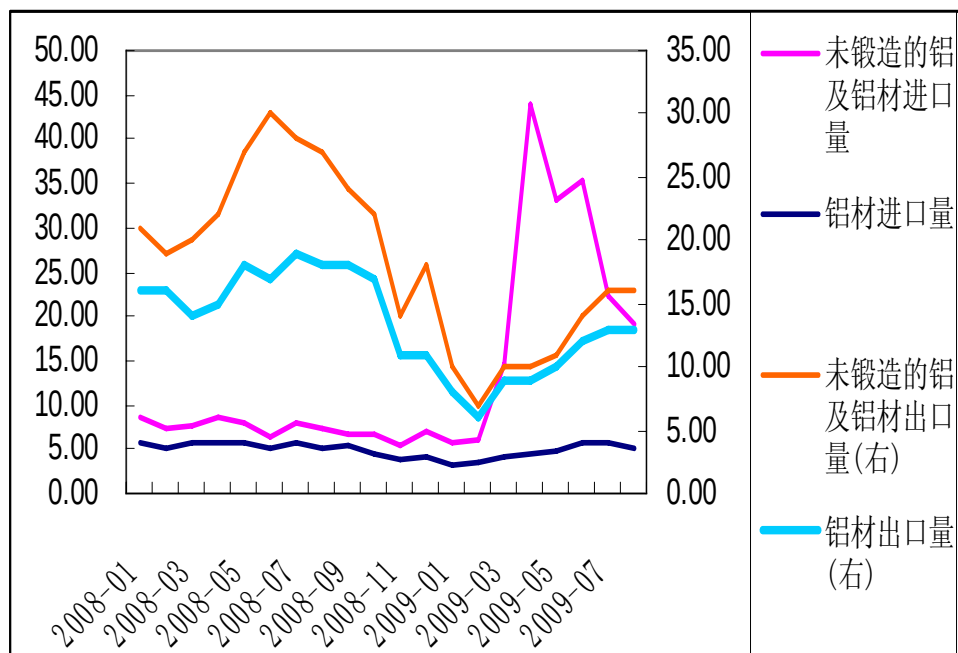


图 3: 中国铜产品进出口量月度变化 (万吨)



资料来源 Wind, 齐鲁证券研究所

图 4: 中国铝产品进出口数值 (万吨)



资料来源 Wind, 齐鲁证券研究所

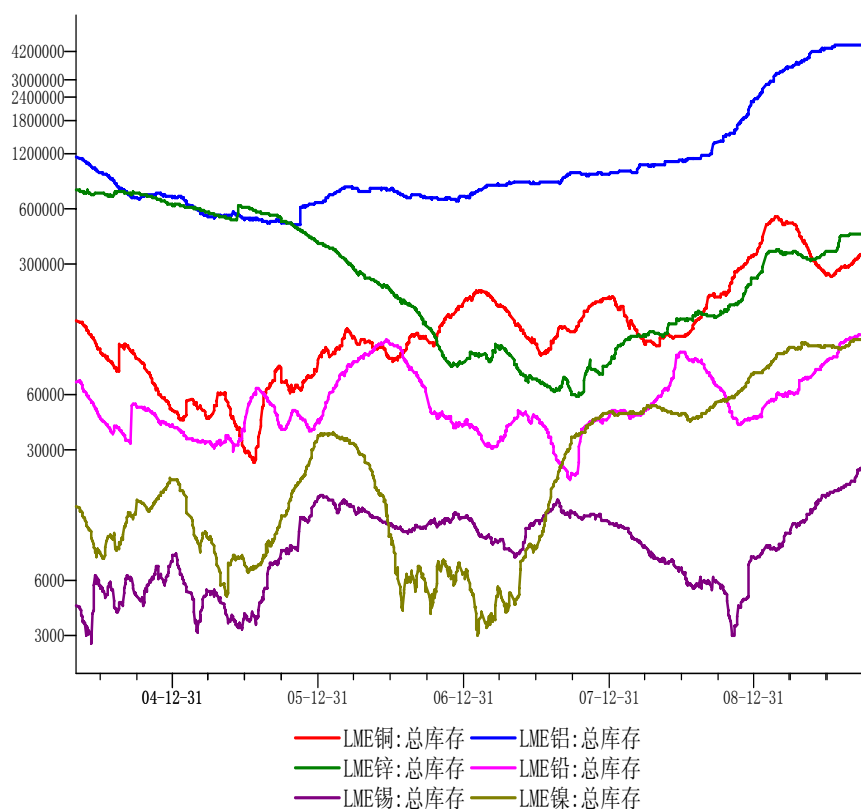
3、企业产能恢复较快、库存激增

由于表观需求的增长, 使行业中的大部分企业又回到盈亏平衡点之



上，企业有动力通过增加产能来降低单位产品的成本，所以行业开工率迅速恢复。但同样，目前也面临着一个问题，究竟社会表观需求增长的较快还是产能增长的快？虽然这是个短期内无法衡量的问题，但伦敦期货交易所与上海期货交易所的库存确在增加。从数据中可以看到，伦敦期货交易所库存总数量比经济危机前的数量还高，这让我们不尽担忧，需求的增长到底有多少？市场对于货币贬值与通货膨胀的担心是有色商品库存激增的诱因，从这一点出发，金属无疑是一种较好的选择，但是我们不得不担心，市场后期是否还会有二次去库存化的过程。

图 5：伦敦金属期货库存（对数坐标）

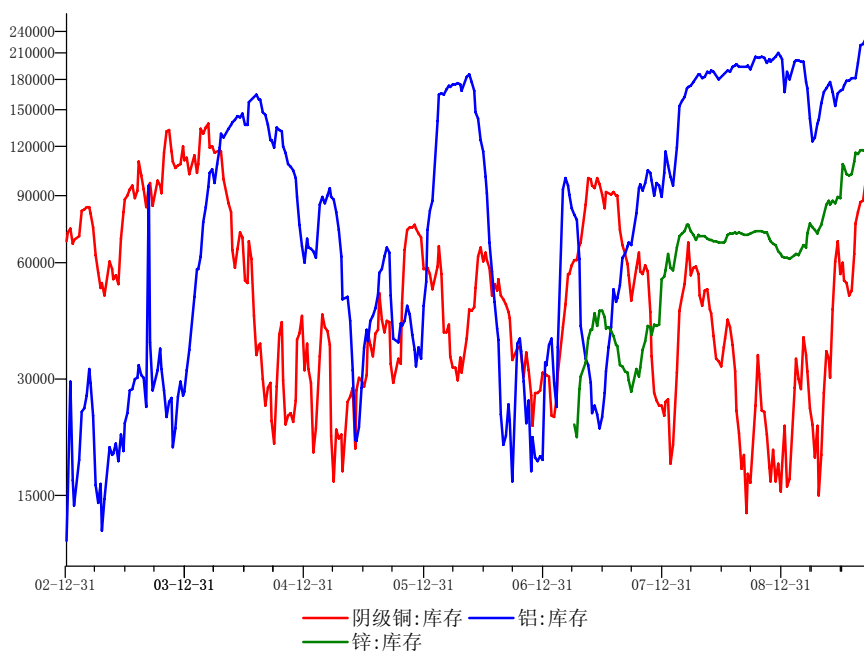


数据来源:Wind资讯

资料来源 Wind，齐鲁证券研究所



图 6: 上海期货金属库存 (对数坐标)



数据来源: Wind资讯

资料来源 Wind, 齐鲁证券研究所

二、有色金属行业后期的影响因素

1、全球经济走向何方

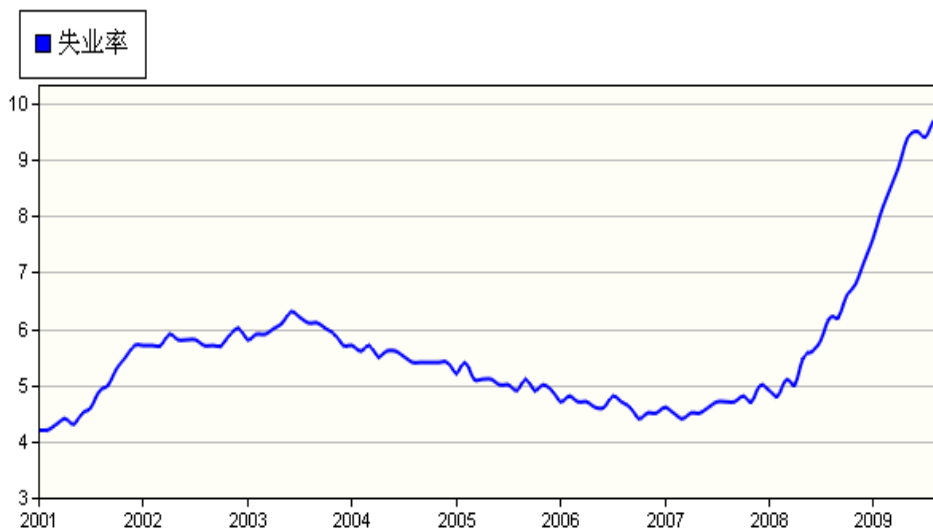
对于全球来讲美国经济的运行是一个有代表性的缩影, 在经历了两年左右的调整之后, 2009 年前三季度出现了一定的复苏迹象, 但这些复苏迹象是否真正代表了经济的转好仍然不得而知。我们从美国的经济数据中看到, 6、7、8 月份的数据稍有转好, 但 9 月数据又有转差迹象。

美国 9 月非农业就业人数较 8 月减少 263000 人, 连续第 21 个月下滑; 失业率自前月的 9.7% 攀升至 9.8%, 为 17 个月来第 16 度上扬, 再度创下 1983 年以来新高。8 月份经季节性因素调整后的工厂订单较前月下滑 0.8% (28 亿美元) 至 3528.89 亿美元, 为 5 个月来首度减少。8 月份的耐久品新订单为 1644 亿美元, 较前月下滑 2.4% (40 亿美元), 为 3 个月来第 2 度减少。



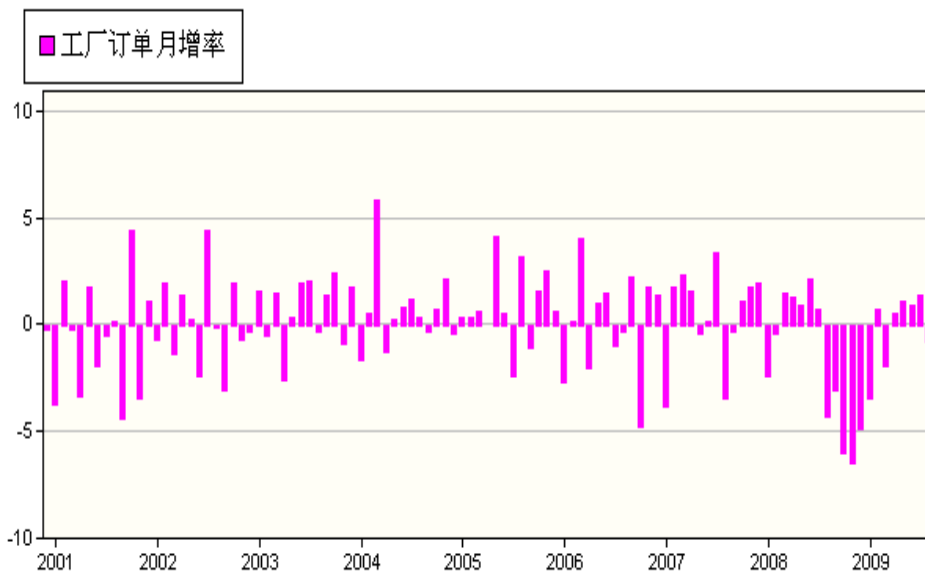


图 7: 美国失业率



资料来源 Wind, 齐鲁证券研究所

图 8: 美国工厂订单



资料来源 Wind, 齐鲁证券研究所

从美国经济数据来看全球, 经济的复苏还有漫长的路程, 我们认为后期全球经济仍然有反复的过程, 关键是经济再次出现下滑的幅度究竟有多大。

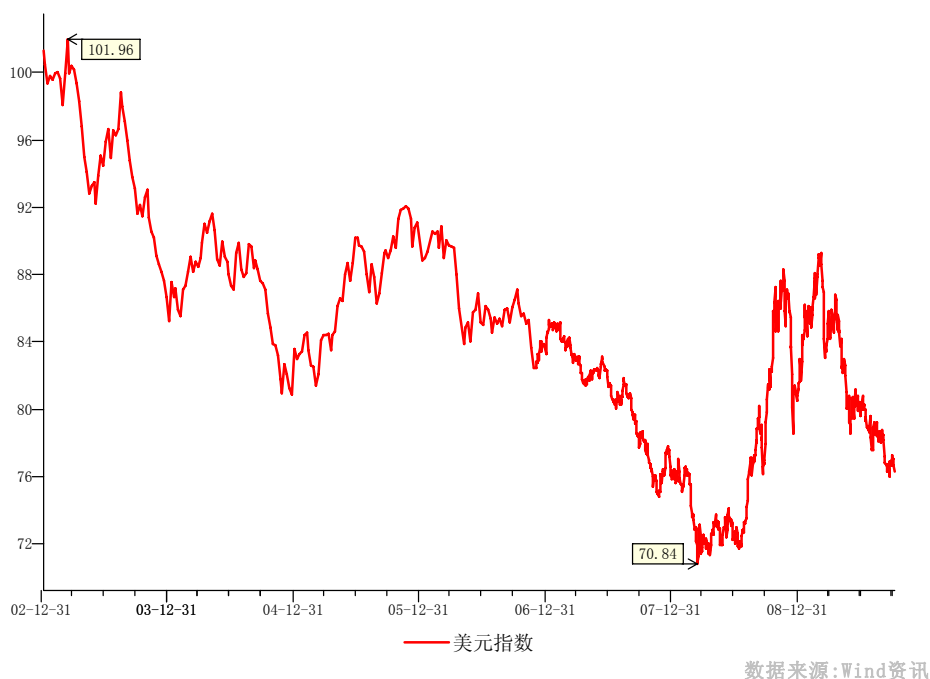


国内经济刺激政策短期见到了较好成果，但后期的经济运行仍然取决于经济政策的导向与货币政策的微调。

2、美元波动影响价格走势

在美国经济持续衰退的背景下，美元指数在今年二三季度一路下跌、反复贬值，目前美元指数已跌至 76 的低位（其曾在 2008 年 3 月创出 70.68 的低位）。

图 9：美元指数



资料来源 Wind，齐鲁证券研究所

从短期来看，美元继续下跌的势头并未消减，仍然存在贬值的可能，下方支撑位在 70~73 之间。但我们始终认为：美国的强权政治是强势美元的保证，在强权政治的背景下，其只能容忍本国货币在有限度的范围内进行贬值，所以美元指数在数值 70 的位置也比较难形成有效的下破。

美元的贬值趋势造成了有色金属价格的反弹，但是基于上面对美元整体运行的判断，我们认为后期美元的运行具有较大的不确定性，应该警惕随时可能产生的反弹，它将影响以美元计价的有色金属价格短期产



生回落。

3、需求再考验

有色金属在需求环比不断增加的过程中，市场对货币贬值的预期也起到一个重要的作用。由于对货币（主要是美元）有贬值的预期，则使得一些产生企业和贸易商有了再此囤积产品的理由，社会库存普遍增加。我们认为这在一定程度是形成一个怪圈：由于货币贬值的预期而产生囤积商品的需求，而这种需求在一定程度上又继续推高商品的价格，而恢复上涨的价格又会更多的引起社会再囤积、保值的欲望。这样的一个过程一旦进行到一个程度，我们不尽要思考去年年底到今年年初的“去库存化”的过程是不是已经失效，我们是否将面临着“二次去库存化”的过程？！

三季度以来，以美国为首的贸易保护主义之风再起，对外出口以在多个方面产生摩擦，我们也有理由担心在这种背景下，企业出口将更加困难。那么，行业需求也将再次面临考验。

从分行业来看，国内电力设备的反周期性运行使铜需求仍然能够维持一定水平。另外国内汽车行业销售的景气也使铅、锌行业相对较好，而铝、镍、锡等行业则表现一般。

4、保增长与调结构的再平衡

9月30日，国务院同意签发发展改革委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》。意见稿中指出：当前我国经济正处于企稳回升的关键时期，必须认真贯彻落实科学发展观，进一步统一思想，增强忧患意识，在保增长中更加注重推进结构调整，将坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设作为结构调整的重点工作抓紧、抓实，抓出成效。抑制产能过剩和重复建设所涉及的行业具有很强的市场性和全球资源配置特点，既要充分发挥市场机制的作用，又要辅之必要的调控措施，注意把握好以下原则和产业政策导向。

其中要求，电解铝行业严格执行国家产业政策，今后三年原则上不再核准新建、扩建电解铝项目。现有重点骨干电解铝厂吨铝直流电耗要下降到12500千瓦时以下，吨铝外排氟化物量大幅减少，到2010年底



淘汰落后小预焙槽电解铝产能 80 万吨。

如果说今年前三个季度国内经济的重点是保增长，我们认为意见稿出台后，在“保增长”的前提下，又增加一点“调结构”，改变过去粗放式经济结构、调整产业结构是后期经济发展的重点。我们认为后期行业运行仍然会有一个保增长与调结构之间的再平衡，可能会使部分产业存在一个二次去产能化的过程。

三、对四季度有色金属行业的整体判断

我们综合以上的行业运行分析，认为四季度有色金属行业的不确定性在增大，风险主要来自于以下几个方面：

（1）美元的不确定性加大，或将出现反弹走势，则会影响到有色金属价格的短期波动。

（2）需求与库存之间的矛盾更加突出，加之贸易摩擦不断，一旦保值的因素消失，则行业有可能面临二次去库存化的过程。

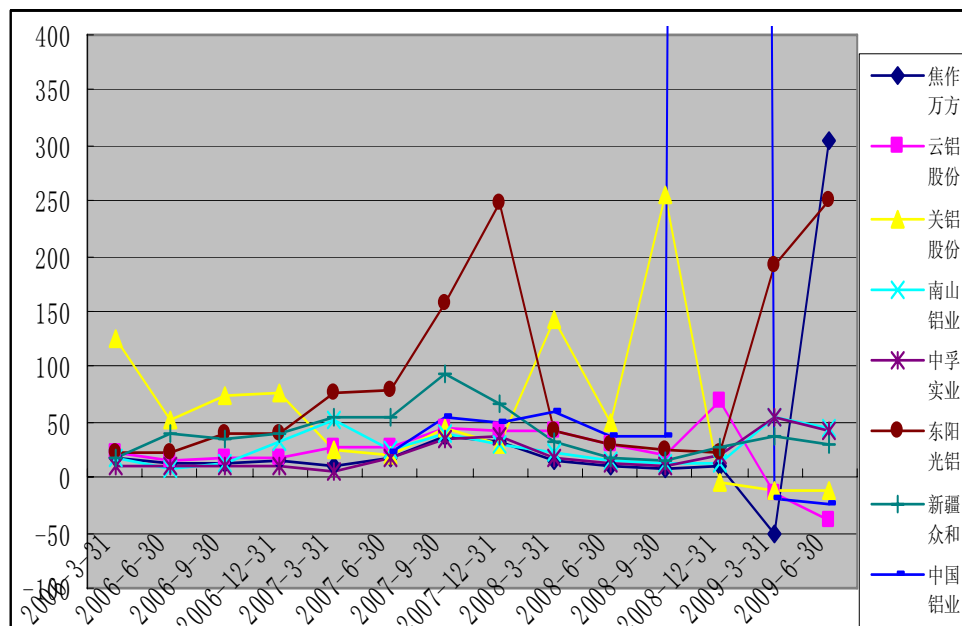
（3）经济保增长与行业调结构之间有一个再平衡的过程，我们认为产能是否存在二次去杠杆化的过程也有待于考验。

四、行业估值偏高、维持中性评级

我们从行业周期因素与宏观经济的整体状况分析，目前行业的景气度是不可能完全恢复到 2006、2007 年时的状态，而企业的利润情况仍然处于盈亏平衡线上，随着前三季度价格的不断反弹，行业的整体估值水平则不断升高，而可以支持这种估值水平的理论因素则变的越来越少。

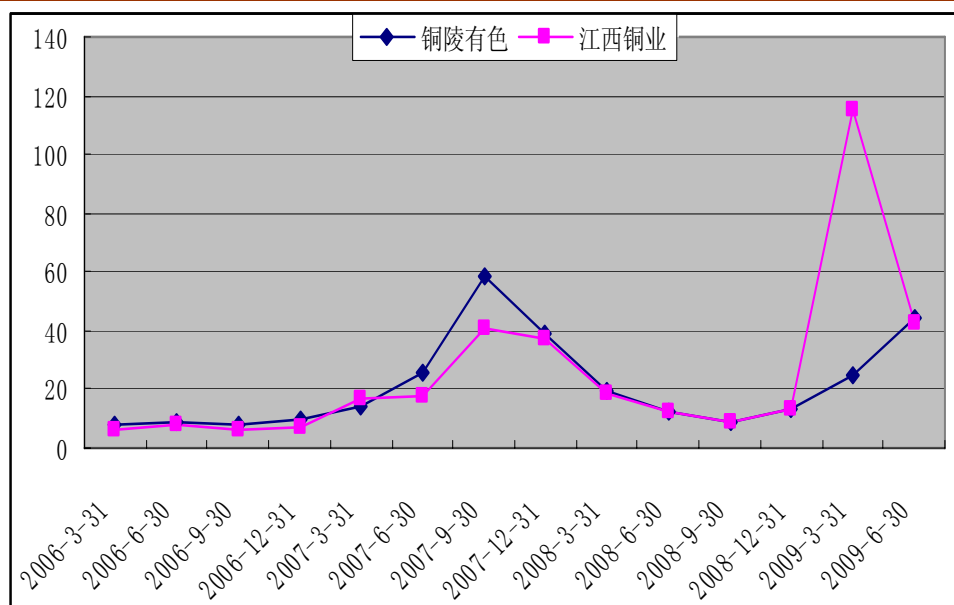


图 10: 铝行业重点企业 PE 变化折线图



资料来源 Wind, 齐鲁证券研究所

图 11: 铜行业重点企业 PE 变化折线图



资料来源 Wind, 齐鲁证券研究所

从以上两张 PE 变化图分析, 除去亏损企业, 目前行业整体 PE 已经处于一个较高的估值水平, 我们对何种情况下的行业转向能够支持目前的估值水平仍有疑问, 认为短期行业估值水平整体偏高, 后期将有一个风险释放的过程。我们认为短期内选择回避风险不失为一种好的交易策



略，尤其是对仍需底部整固的周期性行业——有色金属来讲。所以整体维持有色金属行业中性的投资评级。

表 2：行业投资评级表

CODE	NAME	股价	BPS	PB	EPS			PE			最新投资评级
					2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
600219. SH	南山铝业	10.250	6.420	1.60	0.4400	0.25	0.36	23.30	41.00	28.47	
601600. SH	中国铝业	12.170	3.930	3.10	0.0007	0.01	0.09	17385.71	1217.00	135.22	中性
000807. SZ	云铝股份	8.540	2.610	3.27	0.0700	0.02	0.09	122.00	427.00	94.89	中性
600489. SH	中金黄金	65.880	5.060	13.02	0.6750	0.40	0.62	97.60	164.70	107.12	中性
600547. SH	山东黄金	60.100	3.390	17.73	0.9026	1.20	1.28	66.59	50.08	46.95	中性
601899. SH	紫金矿业	10.200	1.174	8.69	0.2200	0.23	0.25	46.36	44.35	40.80	中性
000878. SZ	云南铜业	21.580	2.630	8.21	(2.2200)	0.01	0.11	(9.72)	2158.00	196.18	中性
600362. SH	江西铜业	33.670	6.920	4.87	0.7600	0.23	0.35	44.30	146.39	96.20	中性
600531. SH	豫光金铅	15.830	4.230	3.74	0.2700	0.21	0.25	58.63	75.38	63.32	中性
601168. SH	西部矿业	15.240	4.210	3.62	0.2400	0.10	0.22	63.50	152.40	69.27	中性
000960. SZ	锡业股份	22.680	3.586	6.32	0.0397	0.16	0.25	571.28	141.75	90.72	中性
600111. SH	包钢稀土	19.380	1.930	10.04	0.2090	0.05	0.20	92.73	387.60	96.90	中性
600456. SH	宝钛股份	22.900	8.930	2.56	0.7000	0.39	0.61	32.71	58.72	37.54	中性
600549. SH	厦门钨业	18.550	2.900	6.40	0.2971	0.18	0.23	62.44	103.06	80.65	中性
002182. SZ	云海金属	13.530	4.510	3.00	0.2200	0.13	0.21	61.50	104.08	64.43	中性
601958. SH	金钼股份	16.150	4.280	3.77	0.9300	0.21	0.32	17.37	76.90	50.47	中性



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791