

有色金属四季度投资策略

高估值和业绩改善之间的博弈，看好铅锌和黄金

原材料/有色金属

投资要点：

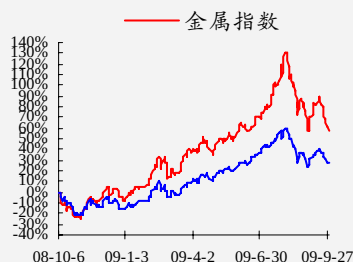
- 三季度以来基本金属价格继续上涨，但上涨的势头有所放缓，三季度基本金属整体的上涨幅度在 20% 左右，其中铅锌价格上涨幅度最大，分别较 3 个月前上涨了 37% 和 35%，中国 A 股市场有色金属类股票同期却出现了较大幅度的调整。
- 我们认为这主要是由于市场担忧经济复苏情况低于预期，基本金属消费持续疲软，导致金属价格出现较大幅度的下跌。但我们通过对经济环境、市场流动性、通胀预期以及基本金属价位等几方面分析，认为金属价格在四季度仍将维持震荡上行的趋势，有色类股票也将有所表现。
- 从下游需求情况看，房地产和汽车见底回升趋势进一步确立，有色金属的需求正在稳步回升。三季度中国对于基本金属的进口有所回落。主要是由于基本金属价格上涨导致中国基本金属产量上升，此外中国在上半年经历了天量进口之后，国内基本金属的库存有所上涨，这部分库存也需要一段时间消耗，我们认为目前的进口下降仍然属于正常调整的范围，预计四季度中国对于基本金属的进口将逐步企稳。
- 货币环境方面，基础货币增速仍然保持在高位，市场流动性依旧充沛，从美国 10 年期国债的隐含通胀率变化情况来看，目前对于通胀的预期仍然十分强烈。
- 美元三季度继续维持疲弱，最近澳元意外加息对美元也是一个打击。长期来美国消费者一直是全球经济增长的重要动力，这种全球消费结构的不平衡导致了贸易的不平衡，而贸易不平衡导致的巨额贸易差额会对美元的长期走势产生影响。我们认为美元未来仍将保持弱势。
- 有色金属行业从静态来看估值偏高，但从业绩的改善情况来看是所有行业中最明显的。建议四季度重点关注与汽车房地产联系紧密，且矿产自给率较高的铅锌行业以及业绩较为确定的黄金行业。重点推荐铅锌行业中的中金岭南，中色股份以及西部矿业，黄金行业方面推荐辰州矿业和紫金矿业，此外可以关注盈利状况较好的江西铜业和有资产注入预期的云南铜业。

优于大势

维持评级

2009 年 10 月 17 日

走势图



子行业	评级
黄金	优于大势
铜	优于大势
铝	优于大势
其他有色金属	优于大势

重要公司	评级
中金岭南	推荐
中色股份	推荐
西部矿业	推荐
辰州矿业	推荐
云南铜业	推荐

分析师：诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209-319

Email: zhulida970@sina.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

1. 三季度回顾：基本金属价格上涨势头放缓，有色类股票出现调整

三季度以来基本金属价格继续上涨，但上涨的势头有所放缓，三季度基本金属整体的上涨幅度在 20% 左右，其中铅锌价格上涨幅度最大，分别较 3 个月前上涨了 37% 和 35%，电解铝价格在产能仍然过剩的情况下也出现了 18.7% 的涨幅。

从 LME 金属指数以及 Bloomberg 基本金属指数变化情况来看，基本金属上涨基本上集中在 7 月份，之后金属价格便呈现高位震荡格局。而中国 A 股市场有色金属类股票在金属价格上涨的刺激下经历了大幅上涨之后，从 8 月份开始便出现了较大幅度的调整。我们认为这主要是由于市场担忧经济复苏情况低于预期，基本金属消费持续疲软，导致金属价格出现较大幅度的下跌。

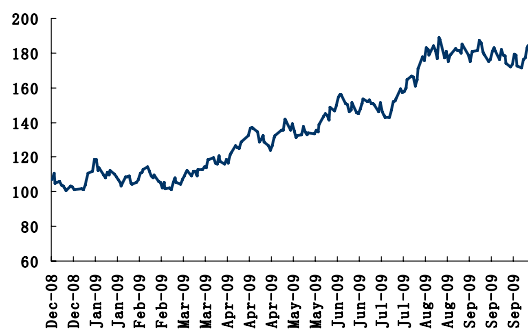
3 季度 A 股有色金属行业指数和 LME 金属价格指数的走势出现了和 2008 年年初相似的情况，即基本金属价格仍然维持高位，而有色类股票却出现了较大幅度的调整，但我们通过对经济环境、市场流动性、通胀预期以及基本金属价位等几方面分析，认为有色行业不会重复 2008 年初的走势。

图 1.LME Metal 指数变化情况



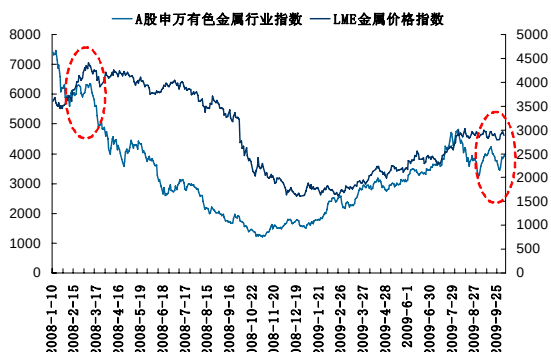
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 2.Bloomberg Base Metal Spot 指数变化情况



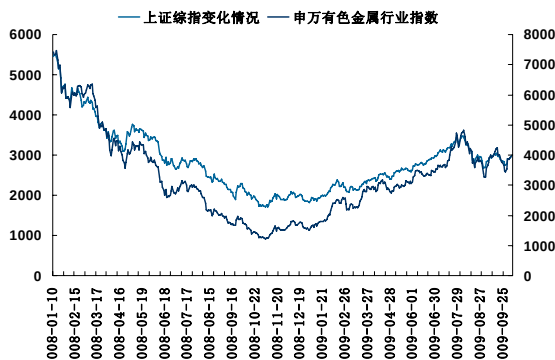
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图 3.LME 金属指数和有色金属行业指数变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 4.上证综指和有色金属行业指数变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

从库存上看，基本金属的库存都出现了较为明显的上升，其中锡库存较二季度底

大幅上涨了 48%左右，铜库存上涨了 37.5%，铅库存也上涨了 37.46%，电解铝库存则仅仅上涨 2.38%，三季度多数 LME 金属库存出现大幅度上涨主要是由多方面因素构成的，首先中国收储在二季度结束，其次由于金属价格大幅度上涨，中国基本金属内外盘之间的套利空间关闭，导致中国进口减少，此外中国上半年创纪录的进口一需要一段时间的消化。最后由于三季度是基本金属消费的淡季，8 月份之后中国对于基本金属的消费也有所减弱。

表 1. 公司主要产品产量和毛利的预测

	最新价	1 日	5 日	1 月	3 月	昨日收盘价	5 日前	1 个月前	3 个月前
道琼斯工业	10016	1.47	2.98	4.04	19.81	9871.06	9725.58	9626.80	8359.490
CRB 指数	269.93	0.70	4.03	6.83	14.28	268.05	259.47	252.67	236.200
COMEX 黄金期货	1065	-0.14	0.65	5.66	12.98	1066.00	1057.60	1007.50	942.200
伦敦锌期货	2026	0.43	4.92	11.02	35.19	2016.75	1930.50	1824.50	1498.250
伦敦锡期货	14280	-0.83	-2.79	0.04	10.91	14400.00	14690.00	14275.00	12875.000
伦敦铜期货	6216	1.32	2.03	1.29	23.22	6135.00	6092.50	6137.00	5044.500
伦敦镍期货	18520	2.18	-0.57	11.37	18.85	18125.00	18627.00	16630.00	15583.000
伦敦铅期货	2185	0.69	1.39	3.80	36.99	2170.00	2155.00	2105.00	1595.000
伦敦铝期货	1905	-0.10		3.87	18.69	1907.00	1843.00	1834.00	1605.000
伦敦锌库存	42.945	-0.15	-1.35	-1.22	21.26	43.0100	43.5325	43.4775	35.415
伦敦锡库存	2.624	0.11	0.58	20.95	48.26	2.6205	2.6085	2.1690	1.770
伦敦铜库存	35.323	1.52	1.75	10.45	37.50	34.7950	34.7150	31.9800	25.690
伦敦镍库存	12.196	0.46	0.52	2.85	11.79	12.1392	12.1326	11.8572	10.909
伦敦铅库存	12.898	0.62	0.86	4.88	37.46	12.8175	12.7875	12.2975	9.383
伦敦铝库存	455.485	-0.09	-0.54	-0.92	2.38	455.8800	457.9475	459.7275	444.885
美元指数	75.37	-0.24	-1.47	-1.53	-4.97	75.55	76.49	76.54	79.316

数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

2. 四季度有色金属价格仍将震荡上行

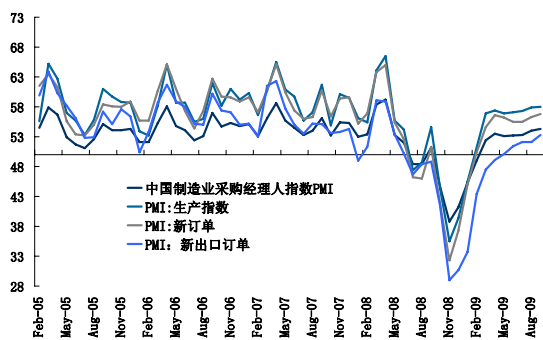
虽然 LME 金属库存以及全球报告的基本金属库存都出现了快速上涨，但从统计数据来看，全球的基本金属需求并没有出现明显的下降，从领先指标以及新订单情况来看，基本金属的需求仍将继续回升。通过对下游需求、货币环境、通胀预期、美元以及基本金属价位等几方面因素的分析，我们长期看好有色金属行业的表现，我们认为目前多数基本金属价格合理，电解铝的价格仍然存在安全边际。

我们对于基本金属价格的判断，四季度基本金属价格仍将震荡上行，有色金属行业在四季度有望重回强势。

2.1 经济复苏大背景下，下游需求继续好转

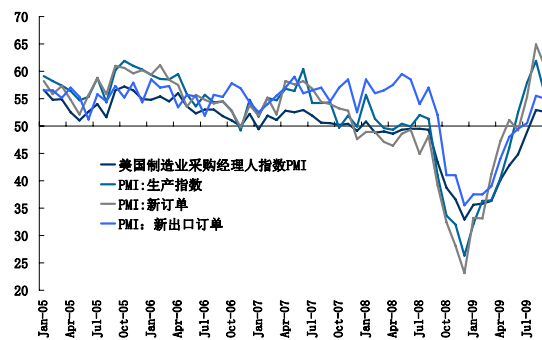
从最近公布的 9 月份 PMI 指数变化情况上来看，中国 9 月份 PMI 指数达到 54.3，继续保持稳步回升，美国公布的 PMI 指数 9 月份也继续保持在 50 以上。从领先指标上看，全球经济复苏的势头仍将持续。

图 5.中国 PMI 指数变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

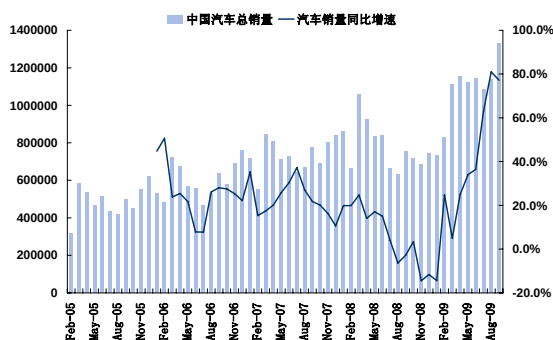
图 6.美国 PMI 指数变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

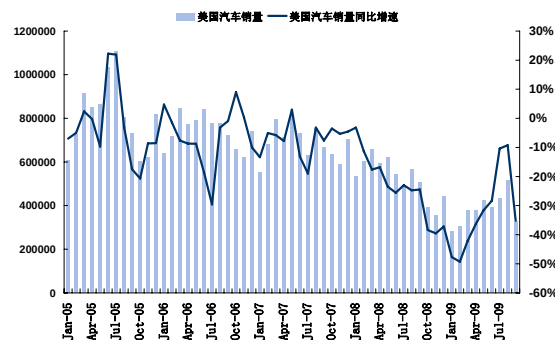
汽车行业销量方面, 中国汽车销量增长依旧保持强劲, 9 月份中国汽车销量继续保持 80%左右同比增长, 随着消费结构的升级, 中国对汽车的消费需求仍然十分旺盛。美国 9 月份受旧车换现金活动结束影响, 三大汽车公司汽车销量也随之出现了较大幅度的下降, 同比下降 35%左右, 我们认为在旧车换现金计划的刺激下, 8 月份大量需求得到释放, 9 月份汽车销量出现回调仍属正常现象, 我们预计美国汽车销量在四季度仍将保持稳步回升。

图 7.中国汽车销量变化情况



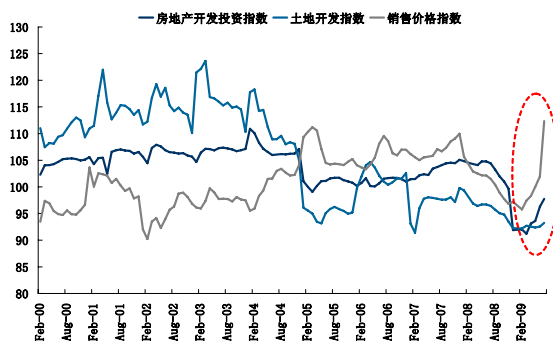
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 8.美国三大汽车公司销量变化情况



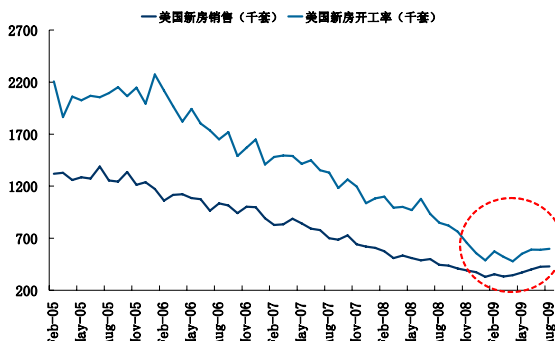
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图 9.中国房地产景气指数迅速回升



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 10. 美国房地产市场出现见底迹象

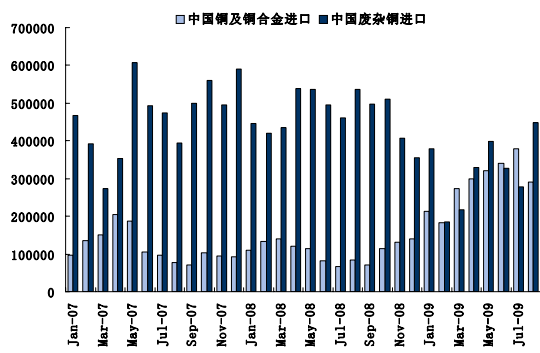


数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

房地产行业方面，三季度中国房地产景气指数出现了快速回升，房价的上涨幅度超出了大多数人的预期，预计未来几个月房地产开工面积以及房地产行业的投资都将呈现快速上升的趋势，从而带动对基本金属的消费。美国房地产新房开工率和新房销售数据在继续回升，行业出现见底回升的迹象。

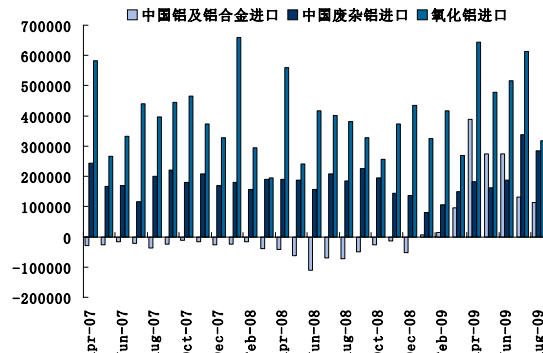
中国进口继续减弱，精铜的进口开始下降，但废杂铜的进口持续上升，随着铜价的上涨，预计这种趋势仍将延续，电解铝情况基本相似，由于铝价逐步攀升，国内电解铝厂商开始复产，导致进口减少，铅锌方面，进口下降的更为明显，中国铅锌行业的自给率比较高，铅锌价格的上涨使矿山主复产的热情开始高涨。另一方面，中国在上半年经历了天量进口之后，国内基本金属的库存有所上涨，这部分库存也需要一段时间消耗，我们认为目前的进口下降仍然属于正常调整的范围，预计四季度中国对于基本金属的进口将逐步企稳。

图 11.中国铜行业净进口情况



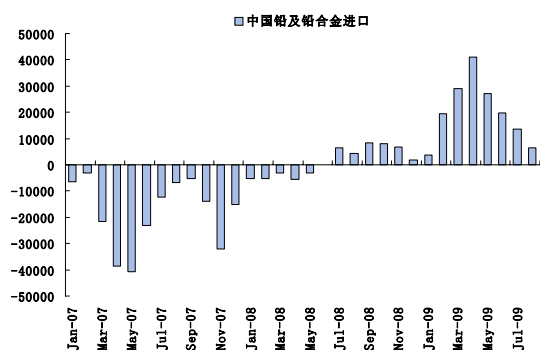
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 12.中国铝行业净进口情况



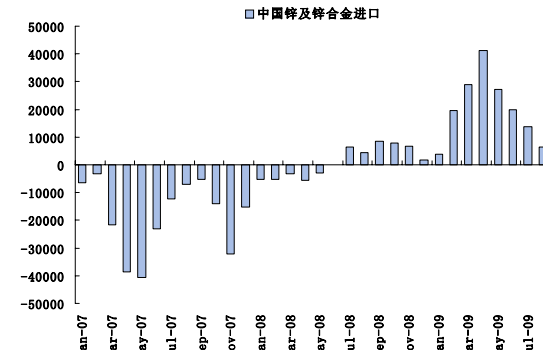
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 13.中国铅及铅合金进口情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 14. 中国锌及锌合金进口情况



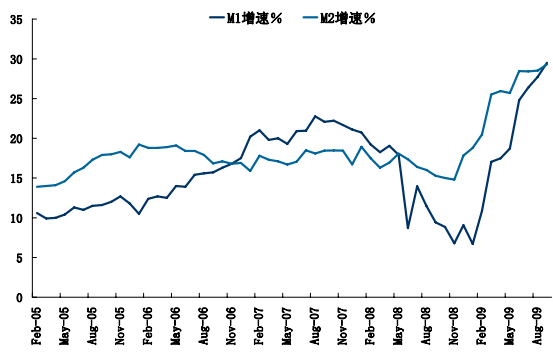
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

2.2 货币宽松环境依旧，通胀预期仍然强烈

货币环境方面，各国推行量化宽松的货币政策之后，基础货币扩张迅速，中国和美国的 M1,M2 同比增速从 2008 年下半年以来迅速上升。我们从图中可以看到，中

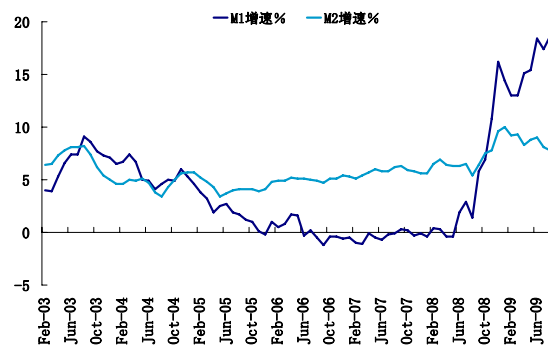
美 M1, M2 的增速都处于历史的高位, 天量的货币投放必然导致资金流向投资品市场。而有限的资源永远是投机资金炒作的话题之一。我们认为随着全球经济的逐步回升, 市场风险偏好将继续上升, 实体经济对于基本金属的需求以及商品市场上的投资需求都出现快速上升。

图 15. 中国 M1, M2 变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

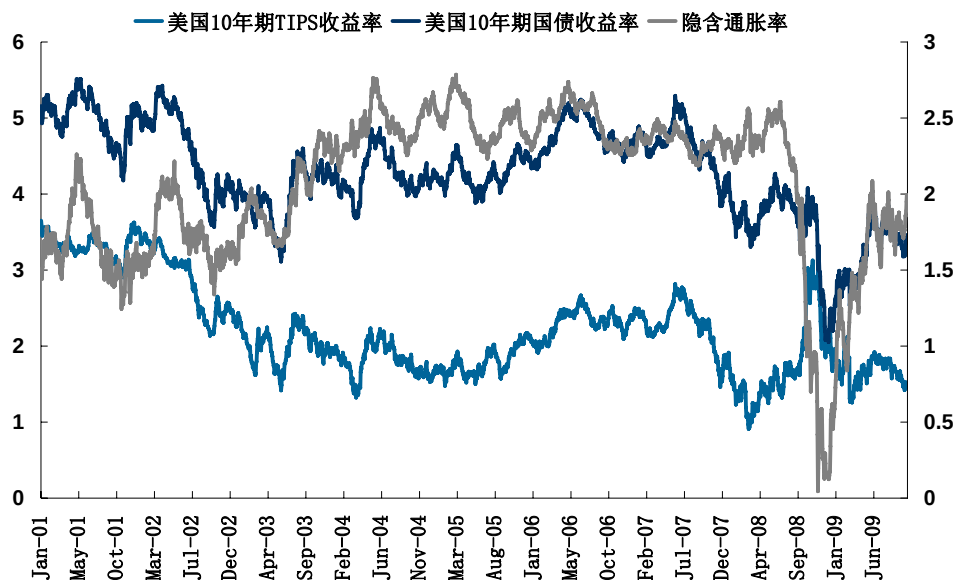
图 16. 美国 M1, M2 变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

充沛的流动性以及在经济复苏背景下市场风险偏好的上升, 使市场对于未来通胀的预期进一步加强。从美国 10 年期通胀挂钩债券的隐含通胀率来看, 目前市场对于通胀的忧虑仍在升温, 而大宗商品作为良好的对冲通胀的工具必然再次受到资金的青睐。

图 17. 美国 10 年期 TIPS 收益率和隐含通胀率变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

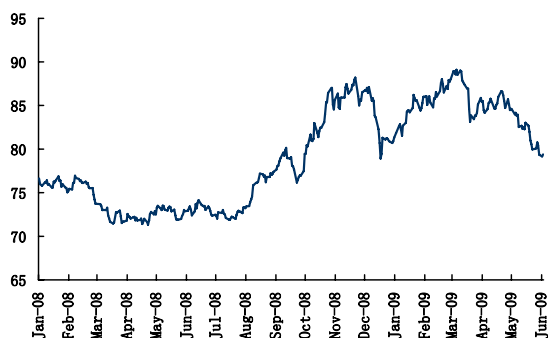
2.3 美元预计仍将维持弱势

美元三季度继续维持疲软, 最近澳元意外加息对美元也是一个打击。长期来美国

消费者一直是全球经济增长的重要动力,这种全球消费结构的不平衡导致了贸易的不平衡,而贸易不平衡导致的巨额贸易差额会对美元的长期走势产生影响。我们认为美元未来仍将保持弱势。

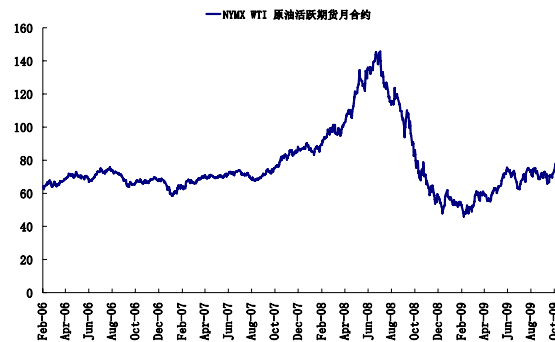
由于大宗商品以美元计价,美元走弱将推升商品的价格,原油价格在经济复苏的预期下继续回升,原油价格的上涨有利于带动基本金属价格的上涨。

图 18.美元持续疲软



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 19.原油价格继续回升

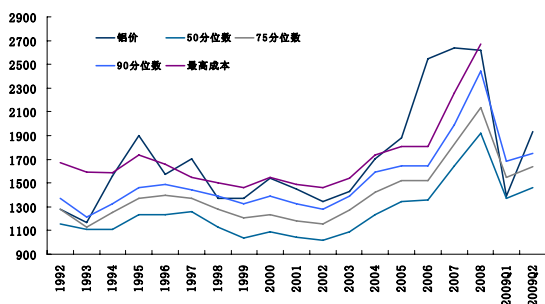


数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

2.4 成本对目前金属价格仍有支撑

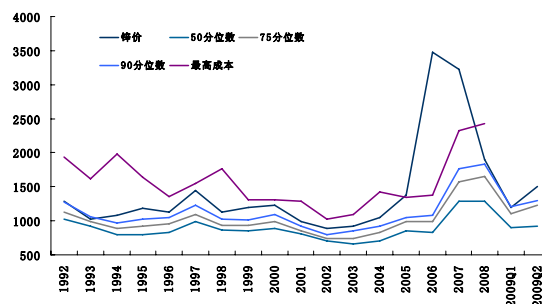
从过去 17 年电解铝和锌价格变化情况来看,一般金属价格在行业 90%现金成本线和行业最高现金成本线之间波动,电解铝价格相对于 90%现金成本的平均溢价在 11%左右,剔除 2006 年反常情况,锌价相对于 90%现金成本的平均溢价在 15%左右。按历史平均溢价计算,那么电解铝价格应该在 2013.9 美元/吨左右。锌价格在 1608 美元/吨左右。但由于从二季度以来各种原材料价格都出现了快速上涨,预计矿山成本在 4 季度仍将继续上涨,因此我们认为虽然基本金属价格从年初以来出现了大幅度的上涨,但目前锌价仍然处于合理范围之内,电解铝价格则仍然存在安全边际。随着经济的进一步复苏,矿山生产成本有进一步上升的趋势,我们预计电解铝和锌价仍将继续上涨。

图 20. 全球铝行业历史生产成本变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 21. 全球锌行业历史生产成本变化情况

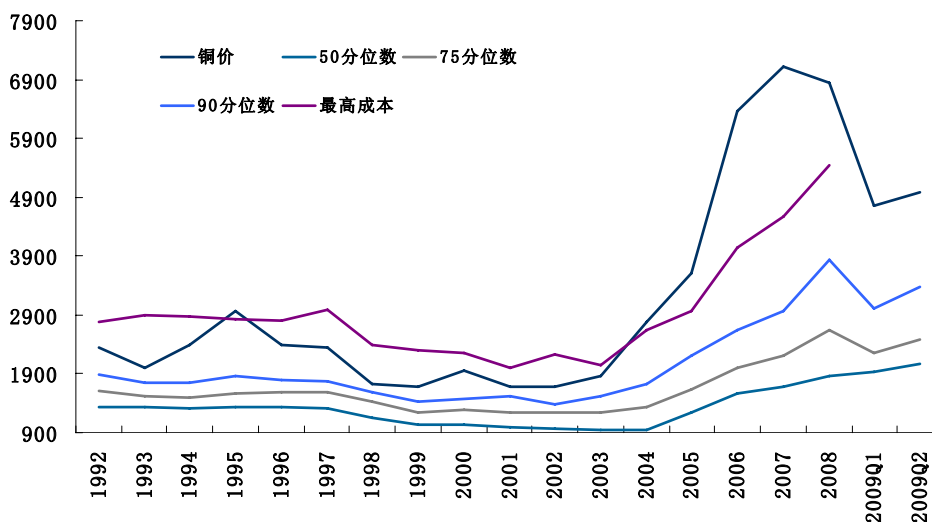


数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

铜行业方面，目前铜价已经远远高于行业 90% 现金成本，但是由于高成本铜矿山的投产以及人工费用的增降，铜行业的成本也出现了快速回升。

铜是中国最稀缺的大宗金属，对于铜的需求预计在未来较长的一段时间内仍将保持强劲，中国对于铜的需求将继续推动铜价的上涨，因此我们长期看好铜价的表现。从短期来看，目前铜价已经比较合理，四季度预计铜价仍将保持高位震荡的格局。

图 22. 全球铜行业历史生产成本变化情况



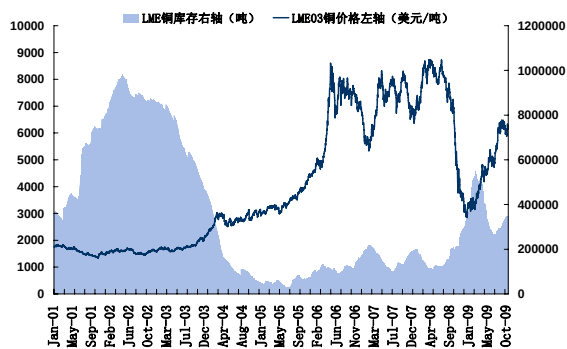
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

3. 分行业

3.1 铜行业

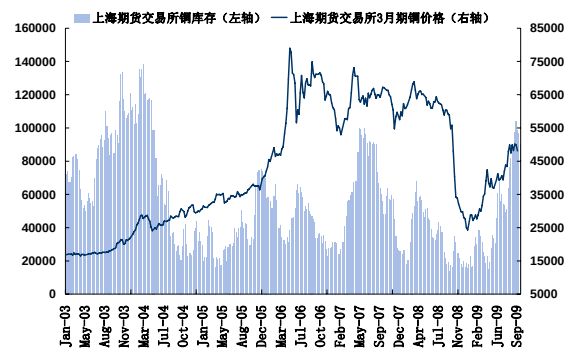
铜是所有工业金属中基本面最好的金属，铜价三季度继续上行，目前 LME3 月期铜价格在 6300 美元/吨左右，国内铜走势基本保持一致，主要交易所库存有所上升，但和历史平均水平比较，目前仍然处于较低的水平。

图 23. LME3 月期铜价格和库存变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

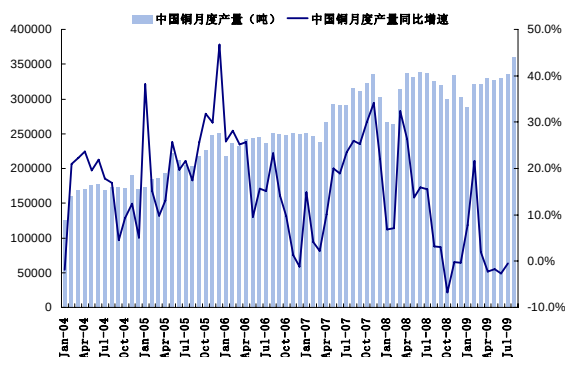
图 24. 上期所铜价格和库存变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

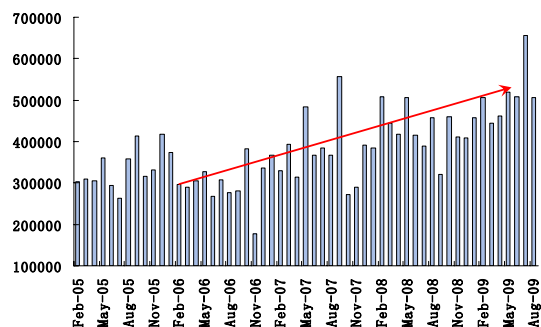
随着铜价的上涨,国内冶炼产能释放较快,三季度中国精铜产量和去年同期持平,环比则继续回升。虽然中国对于精铜的进口在三季度有所下降,但对于铜精矿的进口继续增长,从趋势来看,中国对于国外铜精矿的依赖正在加强,由于目前中国仍然处在城市化进程的中期,未来对铜的需求仍将保持强劲,我们可以预期这种趋势仍将保持。

图 25.中国精铜月度产量变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 26.中国铜精矿进口



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

从全球铜产量增长情况来看,由于2008年下半年以来铜价大幅下跌,全球范围内,铜产量增速下滑,截止到2009年7月份全球铜产量同比下降1.3%。铜行业由于铜精矿产量限制,过去十年间全球铜产量的平均增速只有1.7%左右,而全球过去十年铜需求量的增速却达到了3%,铜行业整体过剩情况并不严重。

表 2.2009 年以来全球铜产量增长缓慢

千吨	中国	智利	EU-27	美国	俄罗斯	其它国家	全球	Electrowin	Primary	Secondary
近十年的平均产量	1923	2712	2364	1691	837	7971	17499	2506	12863	2130
平均同比增速	9.9%	3.3%	0.5%	-6.2%	4.0%	0.4%	1.7%	5.5%	0.7%	2.6%
2008	3791	3058	2603	1282	862	6636	18231	3090	12424	2717
同比增速	8.3%	4.1%	5.8%	-2.2%	-9.2%	-2.3%	1.6%	3.3%	1.8%	-0.9%
2008Q1	879	724	633	324	208	1680	4447	737	3050	662
2008Q2	1004	752	642	312	225	1618	4554	758	3086	710
2008Q3	970	765	664	311	216	1692	4618	771	3168	679
2008Q4	938	815	665	335	213	1646	4611	825	3120	666
2009Q1	950	802	604	299	189	1552	4397	797	2997	603
2009Q2	991	820	605	281	201	1593	4490	802	3010	677
同比增速	-1.4%	8.9%	-5.7%	-10.1%	-11.1%	-1.6%	-1.4%	5.9%	-2.5%	-4.7%
9-Jul	330.4	272.9	203.7	93.7	66.7	519.8	1487.3	268	991.8	227.2
同比增速	-0.8%	6.1%	-4.6%	-8.6%	-13.1%	-5.2%	-2.9%	6.2%	-4.6%	-5.2%
到7月份累计	1940	1622	1210	580	390	3145	8887	1599	6007	1280
累计同比	3.0%	9.8%	-5.1%	-8.8%	-10.0%	-4.6%	-1.3%	7.0%	-2.1%	-6.7%

数据来源: ICSG 东北证券金融与产业研究所

由于受经济危机的冲击发达国家对于铜的需求下降幅度较大，截止到7月份，美国、日本以及欧洲国家对铜的消费分别下降了22.8%、39.5%以及22%，但中国对铜的消费却逆势增长了27.5%，我们认为目前发达国家去库存化已经接近尾声，随着经济复苏的确立，未来将不可避免的进入加库存化的过程。未来几年内，发达国家对于铜的需求将逐步恢复到危机发生之前的水平，而中国对于铜的需求预计仍将保持强劲，因此我们认为从中长期看，铜价仍将继续上涨。

表 3.中国需求增长抵消了其他地区需求的下降

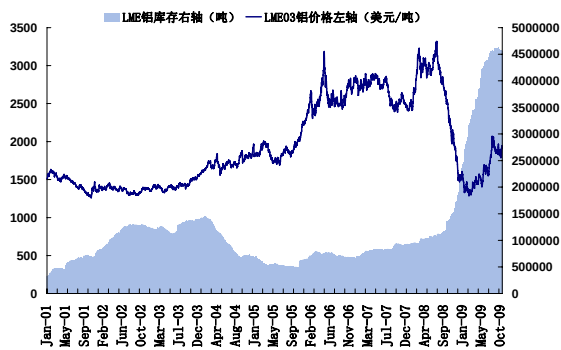
千吨	中国	EU-27	美国	日本	韩国	俄罗斯	印度	其它	全球
近十年的平均产量	2742	4059	2540	1263	811	389	330	3412	15545
平均同比增速	14.3%	0.6%	-2.6%	-1.4%	2.8%	15.4%	11.9%	3.1%	3.3%
2008	5141	3817	2020	1184	780	650	616	3887	18096
同比增速	7.5%	-6.4%	-5.5%	-5.4%	-5.0%	-3.2%	7.9%	2.1%	-0.1%
2008Q1	1318	1006	567	300	197	146	149	976	4659
2008Q2	1280	1031	521	324	198	188	152	1010	4703
2008Q3	1256	949	510	284	201	171	156	984	4511
2008Q4	1287	832	422	276	183	145	159	917	4221
2009Q1	1551	783	424	162	187	78	157	873	4216
2009Q2	1762	805	416	215	213	99	161	962	4634
同比增速	37.7%	-21.9%	-20.1%	-33.6%	7.4%	-47.2%	6.2%	-4.7%	-1.5%
9-Jul	583.3	275.3	139	69.5	68	31.1	55	330.4	1551.7
同比增速	40.4%	-15.3%	-21.6%	-36.3%	5.8%	-52.5%	7.5%	0.7%	1.0%
到7月份累计	3313	1588	840	377	400	178	318	1836	8850
累计同比	27.5%	-22.0%	-22.8%	-39.5%	1.1%	-46.9%	5.8%	-7.6%	-5.5%

数据来源: ICSG 东北证券金融与产业研究所

3.2 电解铝行业

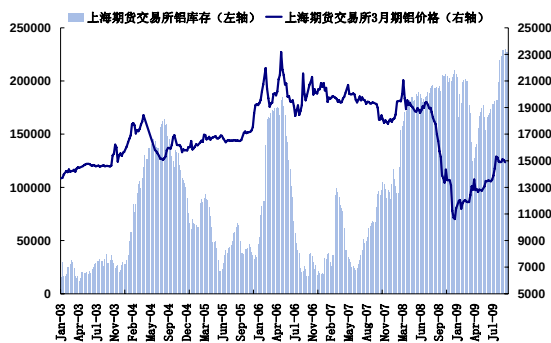
铝行业方面，三季度电解铝价格震荡回升，库存方面 LME 电解铝库存仍然处于历史高位，但库存上涨速度明显放缓，由于下游需求的恢复，四季度库存有可能出现下降。

图 27.LME3 月期铝价格和库存变化情况



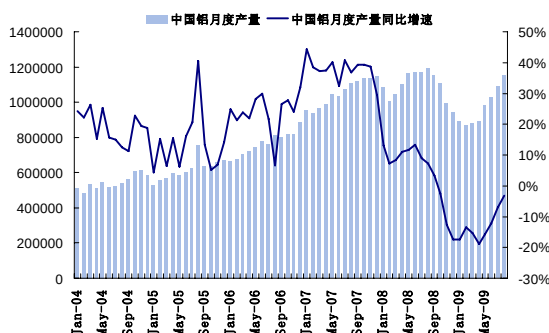
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 28.上期所电解铝价格和库存变化情况



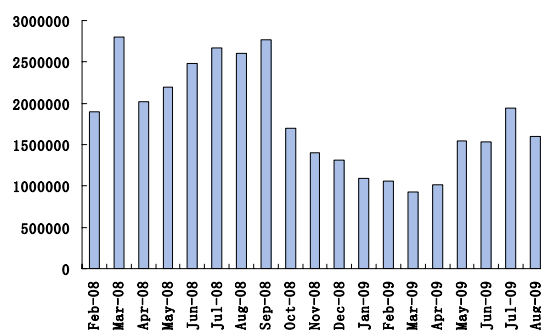
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图 29.中国电解铝月度产量



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 30.中国铝土矿月度进口情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

随着电解铝价格的回升，中国停产产能复产明显，中国电解铝月度产量也逐月回升，从海关数据上看，中国对于铝土矿的进口也开始逐步回升，预计随着房地产汽车行业的投资回升，电解铝产量和价格仍将继续回升。

表 4.全球电解铝生产情况统计

千吨	非洲	北美	拉丁美洲	亚洲	西欧	澳大利亚	中国	独联体	东欧	全球
近十年的平均产量	1463	5589	2263	2469	4320	2163	5725	3891	414	28297
平均同比增速	5.1%	-0.5%	1.9%	7.0%	3.0%	2.5%	19.9%	3.5%	2.3%	5.9%
2008	1715	5783	2260	3959	4977	2297	13306	4705	466	39868
同比增速	-5.5%	2.5%	4.0%	10.2%	6.7%	-0.8%	5.5%	3.9%	0.3%	4.4%
2008Q1	428	1465	653	943	1241	575	3158	1169	116	9748
2008Q2	416	1464	663	980	1260	576	3490	1166	116	10131
2008Q3	432	1444	676	1017	1243	576	3565	1183	117	10253
2008Q4	439	1410	668	1019	1232	570	3093	1188	117	9737
2009Q1	404	1256	634	1097	1095	541	2696	1078	115	8916
2009Q2	415	1179	624	1147	992	549	2955	1019	116	8996
同比增速	-0.2%	-19.5%	-5.9%	17.1%	-21.3%	-4.7%	-15.3%	-12.6%	0.0%	-11.2%
9-Jul	143	387	212	399	336	188	1170	345	39	3220
同比增速	-2.1%	-20.4%	-7.0%	17.8%	-20.0%	-3.6%	-3.1%	-13.5%	0.0%	-6.9%
到7月份累计	1105	3211	1681	3037	2759	1465	7926	2785	310	24279
累计同比	-2.6%	-17.7%	-5.2%	16.7%	-17.3%	-4.8%	-12.3%	-12.4%	-0.4%	-9.3%

数据来源: IAI Barclays Capital

从全球电解铝产量的统计数据上看，截止到7月份，全球电解铝产量同比下降9.3%，但二季度较一季度已经出现了明显回升；电解铝消费的回升相对于产量来的更加迅速，到7月份为止全球电解铝消费同比下降了11.9%，但七月份同比下降幅度仅仅只有3.1%，中国以及除中国外的亚洲国家7月份电解铝消费量开始出现了同比增长。从电解铝主要的终端需求行业—房地产和汽车行业的情况来看，我们预计随着国外房地产行业 and 汽车行业的回暖全球电解铝需求仍将进一步复苏。下半年中国楼市和车市的火爆，必然带动着两个行业的投资，因此中国对于电解铝的需求预计仍将继

续上升，而国家对于电解铝行业新建产能审批的收紧也有利于电解铝行业逐步走出低谷，我们预计四季度电解铝的供需情况将进一步改善，电解铝价格仍将继续上涨。

表 5.全球电解铝消费情况统计表

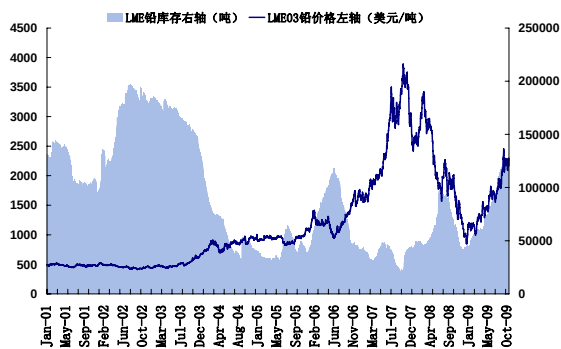
千吨	非洲	北美	拉丁美洲	亚洲	欧洲	中国	独联体	其他国家	全球
近十年的平均消费量	391	6992	1180	4320	6463	6558	934	3015	29853
平均同比增速	6.7%	0.2%	5.0%	0.9%	1.9%	17.9%	8.2%	15.5%	5.7%
2008	576	6676	1629	4968	6909	12619	1212	3637	38227
同比增速	10.9%	-6.4%	11.1%	6.4%	-5.4%	5.3%	8.1%	-2.0%	0.9%
2008Q1	138	1607	407	1174	1848	3065	298	932	9470
2008Q2	144	1669	403	1256	1821	3296	309	913	9812
2008Q3	145	1643	403	1217	1730	3271	292	879	9580
2008Q4	148	1758	416	1321	1510	2987	312	914	9365
2009Q1	130	1170	329	1104	1380	2692	253	713	7771
2009Q2	113	1260	348	1193	1450	3370	263	737	8734
同比增速	-21.4%	-24.5%	-13.7%	-5.0%	-20.4%	2.2%	-15.0%	-19.2%	-11.0%
9-Jul		493	131	414	484	1227	84	253	3129
同比增速	-10.0%	-11.0%	-3.4%	1.0%	-17.0%	11.3%	-15.0%	-14.7%	-3.1%
到 7 月份累计	330	3393	928	3125	3794	8479	684	1952	22685
累计同比	-13.3%	-22.6%	-14.3%	-3.9%	-21.5%	-1.0%	-15.0%	-19.9%	-11.9%

数据来源: IAI Barclays Capital

3.3 铅锌行业

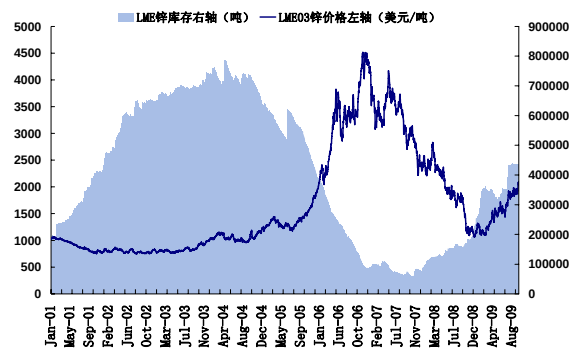
铅锌价格三季度大幅上涨，三季度基本金属整体的上涨幅度在 20%左右，而铅锌价格分别较 3 个月前上涨了 37%和 35%。铅锌价格的上涨一方面是受下游需求恢复推动，一方面由于中国“血铅”事件，一些铅冶炼产能被关闭，导致市场担忧未来中国精铅产量下降，由于铅锌不分家，锌价受益于“血铅”事件也出现了上涨。

图 31.LME3 月期铅价格和库存变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 32.LME3 月期锌价格和库存变化情况

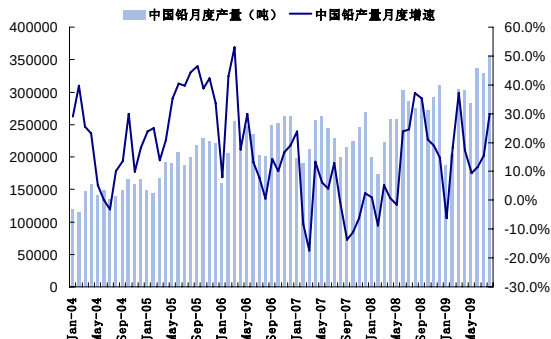


数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

从库存上看，LME 铅锌库存仍在上涨，这主要是由于中国进口的减弱，以及国外需求目前仍然维持在低位所造成的。由于铅的终端需求主要是电池行业，而电池很大一部分用于交通行业，锌的终端需求则主要来自于汽车和房地产行业，可以预期中

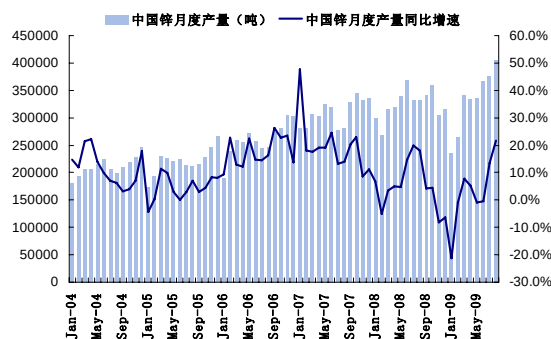
国在这两个行业的投资仍将保持高速增长，国外汽车和房地产行业预计也将逐步回暖，我们认为铅锌需求在四季度仍将进一步改善。

图 33.LME3 月期铅价格和库存变化情况



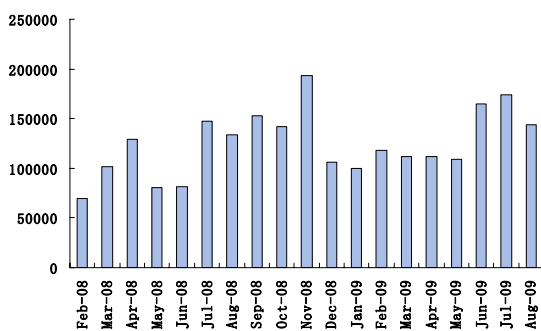
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 34.LME3 月期锌价格和库存变化情况



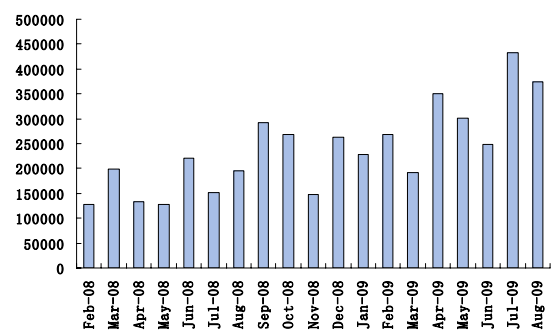
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图 35.中国铅精矿进口情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 36.中国锌精矿进口情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

铅锌精矿进口方面，中国对于铅锌精矿的进口仍在逐步上升，预计中国未来几年对铅锌的需求仍较保持较快增长，对于铅锌精矿的进口也将进一步增加。

从 ILZSG 以及 Barclays Capital 对铅锌行业的统计数据来看，全球的铅锌的需求正在逐步恢复，预计今年全年的过剩在 40 万吨左右，4 季度预计全球锌行业供需基本保持供需平衡。铅行业 2009 年预计过剩 3.8 万吨，由于汽车行业逐步回暖，再加上中国血铅事件的影响，预计铅行业的供需情况将进一步改善。预计铅锌价格在四季度仍将继续震荡上行。

表 6.全球锌行业供需平衡情况

	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2009	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010
中国	3913	851	1054	1145	1000	4049	885	1107	1190	1060	4241
欧洲	2517	475	488	513	526	2002	475	503	539	552	2069
北美	1048	214	214	229	224	880	214	220	240	235	909
其它	4229	1034	1043	1000	1051	4128	1042	1068	1024	1076	4210

产量(千吨)	11707	2574	2799	2886	2800	11059	2616	2898	2993	2923	11429
同比增速	3.0%	-9.9%	-7.2%	-2.0%	-3.0%	-5.5%	1.6%	3.5%	3.7%	4.4%	3.3%
中国	3750	826	1168	1142	1020	4155	896	1261	1199	1071	4427
欧洲	2669	454	453	605	634	2146	499	476	617	647	2239
北美	1176	259	262	304	290	1115	285	282	313	299	1178
其它	3594	698	765	921	855	3239	789	773	921	855	3339
消费(千吨)	11188	2236	2647	2972	2800	10655	2469	2792	3050	2872	11183
同比增速	-0.6%	-19.5%	-9.7%	5.0%	5.8%	-4.8%	10.4%	5.5%	2.6%	2.6%	5.0%
供需平衡(千吨)	519	338	152	-86	0	404	147	106	-57	51	246
库存情况	839	948	992	1079	1079	1079	1225	1331	1275	1325	1325
库存消费比(周)	3.9	5.5	4.9	4.8	5.1	5.3	6.4	6.2	5.5	6.1	6.2

数据来源: ILZSG, CNIA Barclays Capital

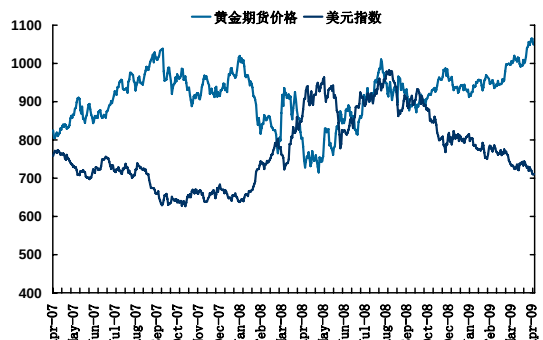
表 7.全球铅行业供需平衡情况

	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2009	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010
中国	3126	777	997	849	910	3532	832	1066	908	973	3780
欧洲	1795	424	418	412	420	1675	441	427	419	427	1714
美国	1286	321	298	313	316	1247	333	302	313	316	1264
其它	2306	569	553	501	570	21963	588	568	511	587	2253
产量(千吨)	8513	2091	2265	2076	2216	8648	2194	2363	2151	2303	9011
同比增速	4.9%	3.0%	3.3%	0.1%	0.0%	1.6%	4.9%	4.4%	3.6%	3.9%	4.2%
中国	3051	744	1008	921	955	3628	855	1079	958	1032	3923
欧洲	1836	404	390	394	441	1629	416	390	394	450	1650
美国	1473	350	357	340	352	1398	361	357	340	359	1416
其它	2093	464	455	508	527	1955	492	461	508	544	2006
消费(千吨)	8453	1962	2210	2163	2275	8610	2124	2287	2200	2384	8995
同比增速	2.5%	-4.1%	3.2%	1.0%	7.1%	1.9%	8.3%	3.5%	1.7%	4.8%	4.5%
供需平衡(千吨)	60	129	55	-87	-59	38	70	77	-4.9	-81	16
库存情况	296	330	385	297	238	238	323	399	350	269	269
库存消费比(周)	1.8	2.2	2.3	1.8	1.4	1.4	2	2.3	2.1	1.5	1.6

数据来源: ILZSG, CNIA Barclays Capital

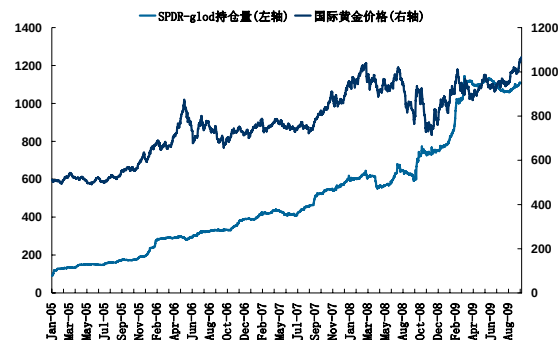
黄金

图 37.黄金价格和美元走势变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 38.SPDR 持仓量变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

黄金和美元指数的走势仍然呈现良好负相关，最近由于经济复苏进一步确立，导致避险需求下降，避险资金流出美元市场，此外澳洲意外升息对美元也是一个不小的打击。美元走软推升金价屡创新高，目前国际金价已经上涨至 1050 美元/盎司左右，从 SPDR 持仓量变化情况来看，最近一度时间 SPDR 的持仓量有所上升，我们认为对于黄金的投资需求在四季度仍将保持强劲，珠宝行业的需求预计也将有所回升。央行方面对于黄金的抛售意愿也在逐步减弱，因此我们认为虽然黄金已经处于历史高位但短期内预计仍将保持高位震荡格局。

4. 投资策略：高估值和业绩改善之间的博弈，看好铅锌和黄金

有色金属行业从静态来看估值偏高，但从业绩的改善情况来看是所有行业中最明显的。建议四季度重点关注和汽车房地产联系紧密，且矿产自给率较高的铅锌行业以及业绩较为确定的黄金行业。重点推荐铅锌行业中的中金岭南，中色股份以及西部矿业，黄金行业方面推荐辰州矿业和紫金矿业，此外可以关注盈利状况较好的江西铜业和有资产注入预期的云南铜业。

表 8.重点公司盈利预测情况

简称	最新日期	最新价格	每股收益			PE		市净率 PB	市销率 PS
			TTM	09E	10E	09E	10E		
中国铝业	2009-10-16	13.62	-0.4372	-0.0250	0.2956	-545.12	46.08	3.57	2.40
紫金矿业	2009-10-16	9.42	0.2239	0.2788	0.3592	33.79	26.23	8.17	8.07
江西铜业	2009-10-16	38.35	0.2341	0.8406	1.2165	45.62	31.52	5.32	2.15
中金黄金	2009-10-16	59.31	0.4294	0.5738	1.0017	103.36	59.21	11.63	3.23
云南铜业	2009-10-16	28.03	-2.7565	0.2013	0.5733	139.23	48.89	10.23	1.37
西部矿业	2009-10-16	13.97	-0.0438	0.1402	0.3408	99.66	41.00	3.39	2.64
中金岭南	2009-10-16	26.07	-0.0964	0.3591	0.6944	72.61	37.54	7.03	3.58
吉恩镍业	2009-10-16	30.53	-0.1179	0.2123	0.5267	143.84	57.97	8.70	12.79
驰宏锌锗	2009-10-16	28.29	0.0240	0.2843	0.5581	99.50	50.69	9.54	4.75
锡业股份	2009-10-16	26.62	-0.5811	0.3131	0.5794	85.03	45.94	7.24	1.89
云铝股份	2009-10-16	12.53	-0.1636	0.0728	0.2298	172.18	54.52	5.53	2.41
辰州矿业	2009-10-16	26.82	0.0481	0.2995	0.5424	89.54	49.45	8.27	10.83
中孚实业	2009-10-16	21.21	-0.0546	0.3024	0.5619	70.13	37.75	5.82	2.15
中色股份	2009-10-16	15.70	0.0308	0.1705	0.3486	92.06	45.04	5.80	2.03
焦作万方	2009-10-16	20.80	-0.1648	0.2881	0.6588	72.20	31.57	5.57	1.66
宝钛股份	2009-10-16	21.86	0.2772	0.5539	0.8030	39.46	27.22	2.51	4.14
关铝股份	2009-10-16	9.17	-1.1589	0.0299	0.1128	306.71	81.30	8.16	2.42
豫光金铅	2009-10-16	22.46	-0.0110	0.4544	0.4309	49.42	52.13	5.32	0.67
海亮股份	2009-10-16	12.25	0.4035	0.5007	0.6811	24.47	17.99	3.56	0.62
贵研铂业	2009-10-16	25.96	-1.0762	0.1780	0.4728	145.86	54.90	5.14	2.10
精艺股份	2009-10-16	17.91	0.0000	0.5000	0.6343	35.82	28.24	7.37	1.36
精诚铜业	2009-10-16	14.70	-0.3846	0.0000	0.3067	0.00	47.93	4.18	0.96
常铝股份	2009-10-16	11.65	-0.0807	0.0000	0.3227	0.00	36.10	3.16	1.39

数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

5. 风险提示

经济复苏情况弱于预期；美元指数反弹；大盘系统性风险；货币政策发生大的变动；

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209