

震荡向上

投资要点:

1、10 月份板块走势回顾及成因。10 月份，有色金属冶炼 II (申万) 涨幅为 1.16%，上证综指涨幅为 2.89%，涨幅跑输大盘 1.73 个百分点。金属市场金属价格在 10 月份突破了 8 月份以来的横盘震荡又上新台阶，二级市场上有色板块股价整体表现为上涨，但涨幅要弱于金属价格的涨幅，有色板块股价上半年涨幅过大造成的估值过高对股价的继续上行仍有压力存在。

2、现实的库存 VS 未来的需求。经济复苏之势已经确立，美国不断上升的失业率仍然使复苏的路径曲折，但各国的应对政策与措施连续性较好，使经济回暖大趋势不会改变。短期内，交易所内的库存的压力与未来需求的恢复使金属价格大幅走高还是一个小概率事件，震荡中走高是一个大概率事件。另外，充裕的流动性会继续维持，美元很难在短期内升值，继续支持行业向好趋势。

3、长期关注黄金股。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。现阶段，美元在经济转暖的大环境下长期保持低利率，是其贬值的一个原因。另一个原因是可能重建的世界货币体系使其世界货币的地位受到冲击。印度买入 200 吨黄金是亚洲央行外汇储备资产多元化的一个现实的举动，也证实了我们前期的预期。IMF 曾称其将以不扰乱市场秩序为前提来销售 403.3 吨黄金，如今其兑现了这一说法，IMF 此次的向印度销售黄金没有通过市场。照此推理，其剩余的 203.3 吨黄金的销售，当还是一官方机构，这会给金价的继续上涨打开空间。世界货币体系中黄金地位在加强，价值在提高。黄金类上市公司的克金成本在 100 元/克左右，黄金业上市公司的业绩的稳定增长也是比较明确的。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。

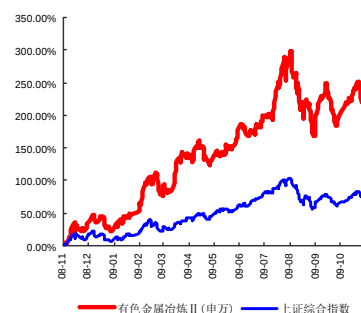
4、投资策略。经济转暖是一个大的趋势，具体转暖的路径当会有曲折而趋势不会改变。我们认为金属行业的景气度会因经济转暖而得到提升。我们维持有色金属行业“增持”的投资评级，在基本金属子行业中，我们认为铜子行业的基本面最佳。影响金价的三大因素使金价长期看好，黄金业业绩的稳定增长预期在有色行业内最为确定，我们长期看好黄金子行业。在二级市场中，黄金、铜两子行业的估值也低于行业平均水平。我们认为该两行业具备趋势性的投资机会。我们重点的关注的个股为山东黄金、中金黄金、江西铜业、云南铜业。短期内可以关注具有成本优势和估值优势的焦作万方。

5、投资风险。宏观经济尤其是美国经济复苏程度低于预期；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. 向好趋势不变---有色金属4季度投资策略
2. 经济转暖提升行业景气度---有色金属 2009 年中期投资策略
3. 依然关注黄金股---有色金属 1 季度投资策略 (09.04.06)
4. 寻底之旅, 关注黄金---有色金属 2009 年度投资策略(09.01.10)

一、10 月份有色金属走势回顾及成因分析

（一）10 月份有色金属板块走势回顾

表 1：10 月份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
20091009-20091030	1.16%	2.89%

资料来源：wind 大通证券研发中心

10 月份，有色金属冶炼 II (申万) 涨幅为 1.16%，上证综指涨幅为 2.89%，涨幅跑输大盘 1.73 个百分点。

（二）有色板块走势成因分析

1、金属价格走势

图 1 LME 金属价格

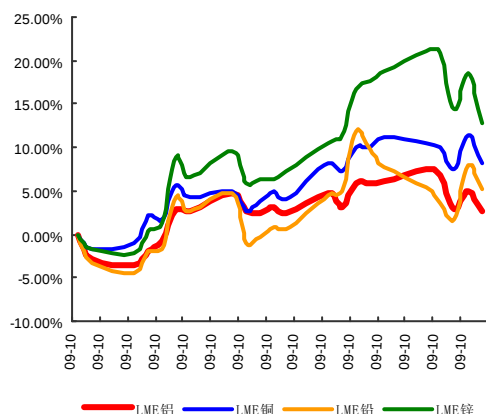
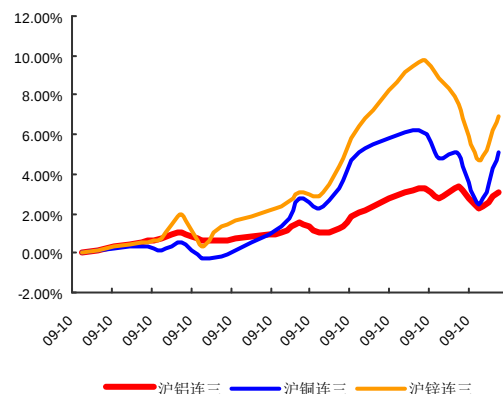


图 2 SHFE 金属价格



资料来源：wind 大通证券研发中心

表 2：10 月份伦沪两市金属价格涨幅

日期	LME 铝	LME 铜	LME 铅	LME 锌	沪铝连三	沪铜连三	沪锌连三
20091001-20091030	2.69%	8.27%	5.25%	12.91%	3.07%	5.06%	6.94%

资料来源：wind 大通证券研发中心

10 月份，伦沪两市的金属价格都呈现了一种震荡上扬的走势，铝价涨幅最小，沪市涨幅大于伦市，锌价涨幅最大，伦市涨幅大于沪市，铜价涨幅居中，伦市涨幅大于沪市，铅价涨幅 5.25%，在伦市中涨幅处于第三位。伦市铜与锌突破 8 月份以来的横盘整理，创了年内新高。同期铝价表现为下跌，铅价涨幅达

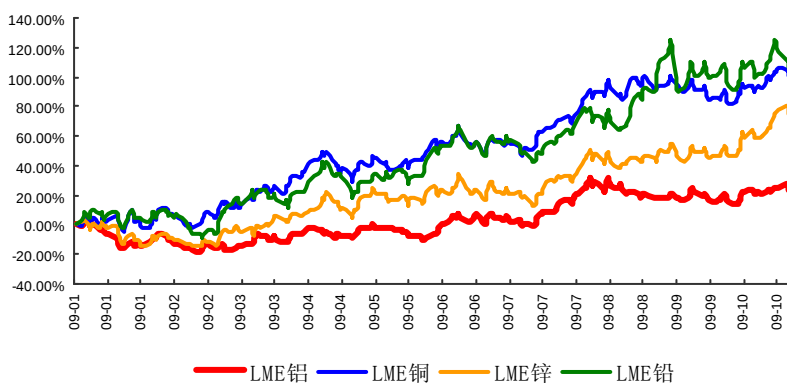
16.57%，但本月内未能突破因“血铅”事件影响而形成的前期高点，相对于8月初，铅价的最高涨幅为27.8%。

表 3：8 月份以来与 1 月份以来伦市金属价格涨幅

日期	LME 铝	LME 铜	LME 铅	LME 锌
20090804-20091030	-4.12%	7.11%	19.99%	16.57%
20090101-20091030	21.53%	100.56%	111.47%	68.75%

资料来源：wind 大通证券研发中心

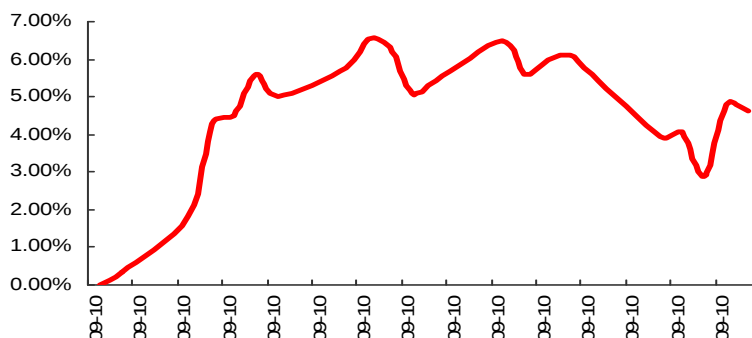
图 3：1 月份以来 LME 金属价格走势



资料来源：wind 大通证券研发中心

伦敦现货黄金价格在 10 月份大幅上扬，月涨幅 4.62%，月内最大涨幅为 6.52，最高价达 1070 美元/盎司，创历史新高，进入 11 月份后，这一历史新高又被刷新。

图 4：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

经济转暖的预期在 10 月份兑现,10 月的月末公布的美国 3 季度 GDP 转正为 3.5%,超过市场预计的 3.3%,经济复苏的预期已经兑现,对金属行业景气度有了稳健的支持。美国 9 月的失业率为 9.8%较 8 月份的失业率 9.7%再度提高,这已创 26 年来最高,使得美国在短期内很难加息。在经济转暖的大背景下,这使得低息美元的贬值趋势仍然存在。同时在美国低息的背景之下,其他与之有着密切贸易往来的国家也很难加息,也使得流动性的充裕仍然存在。充裕的流动性、美元贬值的趋势、经济向好的基本面,支持行业高景气度的三个基本因素并没有改变。受此影响本月内金属市场突破了 8 月以来的盘整又上了一个台阶。二级市场上有色板块股价整体表现为上涨,但涨幅要弱于金属价格的涨幅,有色板块股价上半年涨幅过大造成的估值过高对股价的继续上行仍有压力存在,最终板块股价小幅跑输大盘。

二、现实的库存 VS 未来的需求

(一) 全球基本金属供求过剩情况有所缓解

10 月 21 日,WBMS 公布全球 1-8 月份金属的供求情况。从公布的数据来看,铜、铅、锌四种基本金属的供求过剩情况在缓解。铜供求短缺程度较 1-7 月份有所降低,铅由过剩转为短缺,锌的过剩程度在减少,而铝的过剩程度仍然在加深。

从行业的供求上来看,铜业是唯一供求两旺的行业,景气度较高。WBMS 称,1-8 月份,矿山铜产量增加 1.98%至 1036 万吨,精炼铜减少 0.4%至 1220 万吨,消费量为 1226 万吨,高于去年同期。

对于另一个短缺的品种铅,全球铅产量减少 0.7%至 578.4 万吨,需求减少至 579.0 万吨。对于铝,今年 1-8 月,全球铝需求量下滑 307.9 万吨至 2260 万吨,同期铝产量则减少 245.1 万吨至 2399 万吨。对于锌,WBMS 称,今年 1-8 月,全球精炼锌需求量减少 453,000 至 722.7 万吨。其中,中国精炼锌需求量为 326.6 万吨,相当于全球需求总量的 45%。1-8 月,全球精炼锌产量减少 502,000 吨至 724 万吨。WBMS 称,中国海关数据显示,1-7 月中国进口锌创纪录高位,但并非所有的进口锌用于消费。部分进口锌进入保税仓库,所以全球精炼锌供应过剩量可能高于上述预估值。8 月,全球精炼锌产量为 967,200 吨,而消费量为 953,600 吨,过剩 13,600 吨。

表 4：全球 1-8 月份基本金属供求

	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	-170000	507000	13000	106000
08 年 1-6 月	-166000	808000	17000	101000
08 年 1-7 月	-100000	527000	-35000	22000
08 年 1-8 月	10000	733000	47000	62000
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
2009 年 1-5 月	90000	573000	6000	49800
2009 年 1-6 月	15000	1321000	18000	58900
2009 年 1-7 月	-153000	1100000	35000	134000
2009 年 1-8 月	-71000	1361000	-6000	13000

资料来源：WBMS 大通证券研发中心

（二）金属库存变化趋势

1、铜库存增速放缓

图 5：LME 铜库存

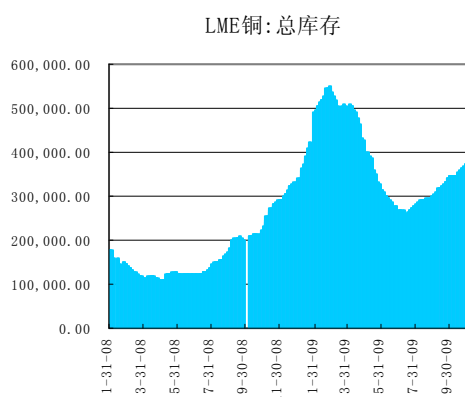
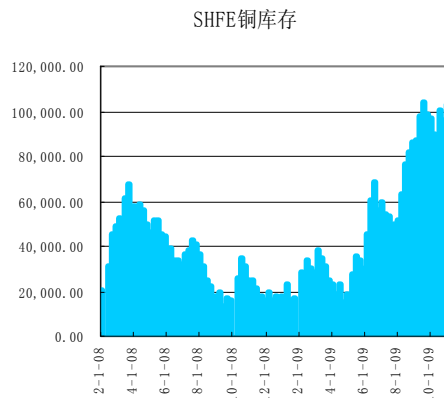


图 6：沪铜库存

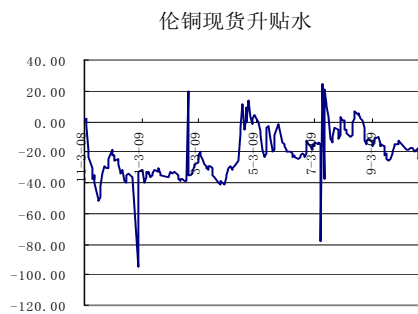


资料来源：wind 大通证券研发中心

图 7: LME 铜注销仓单占比



图 8: 伦铜现货升贴水



资料来源: wind 大通证券研发中心

表 5: 两市铜库存各月增幅

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
SHFE 铜	-7.0%	71.0%	-11.1%	-24.3%	58.5%	85.6%	-8.8%	69.4%	11.7%	6.3%
LME 铜	45.7%	10.3%	-7.9%	-17.6%	-24.1%	-14.8%	5.6%	6.4%	15.2%	7.5%

资料来源: wind 大通证券研发中心

自 7 月中旬，LME 铜库存结束了库存的减少，开始了新一轮的增加，一直维持到现在。从增长的速度来看，7 月中旬“见底”后，在 7 月份的增幅为 9.3%，8 月份内的增幅为 6.4%，9 月份增幅为 15.2%，10 月份增幅为 7.5%，经历了 9 月份的大幅上升之后，10 后的增速在放缓。SHFE 铜库存涨幅在 8 月份有一个 69.4% 的增加，而后增速分别慢慢放缓，但两市库存分别已有了 3 到 4 个月增加，沪市涨幅大于伦市涨幅。从库存来看，其增加的趋势不支持铜价的上涨，而且价格走势上伦强沪弱的局面会继续维持。

图 9: 国内精铜产量与同比

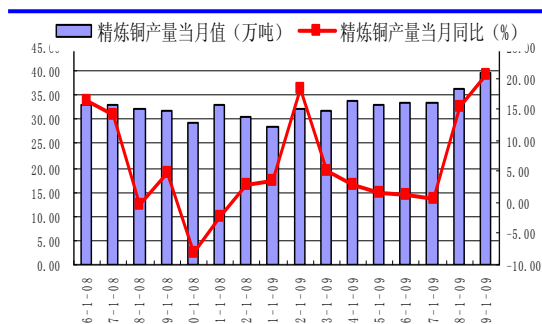
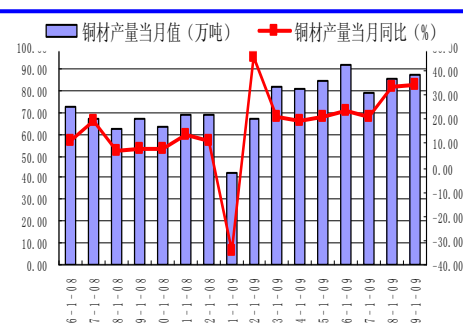


图 10: 国内铜材产量与同比



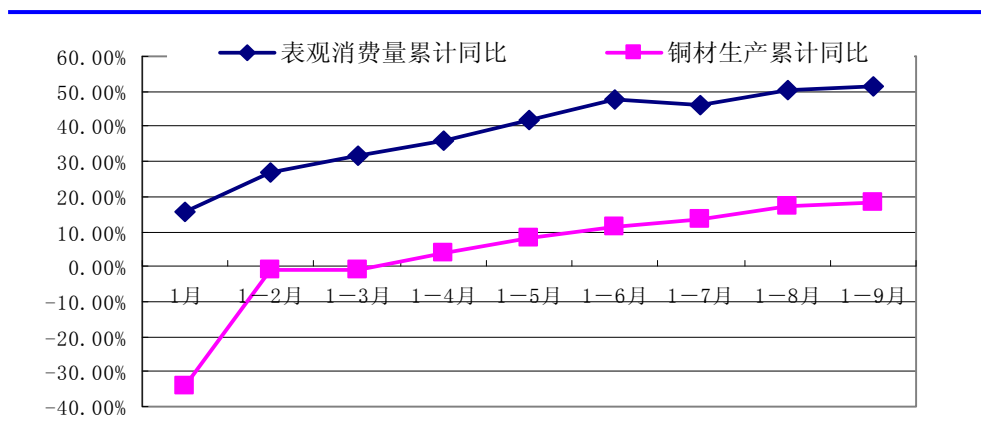
资料来源: wind 大通证券研发中心

10月22日,中国国家统计局公布9月份铜产量。9月份,中国铜产量为39.48万吨,环比增长8.2%,同比增长超越20%,这是记录高位。

10月26日,中国海关公布基本金属9月份基本金属进口数据。精铜进口量达28.3万吨,环比增加28%,同比增加152%。

从表观消费量来看,中国国内的表观消费量累计同比均保持了较大幅度的增长,1-9月份,其增幅已经达到了50%以上,与之相对应的下游产品铜材的增长速度在摆托了1月份的负增长后,单月的增幅均达到了30%左右,但1-9月份累计增长率只有18.38%。表观消费量的大幅增长传达给我们的信息是国内的铜库存一时还很难降得下来。2月份以来铜材增幅的稳定说明我国铜下游需求比较稳定,发展趋势不错。

图 11: 铜材产量增速小于表观消费量增速



资料来源: wind 大通证券研发中心 注: 表观消费量为: 产量+净进口+库存增量

在供给这个层面上,在智利 Spence 铜矿的工人已经罢工了三周时间。秘鲁主要铜矿 Antamina 的工人 11 月 3 日表示,与公司的合同谈判陷入僵局,他们可能举行罢工。这一动荡的局面已增添了全球市场供应供给面上的忧虑仍在。由于 10 月 13 日时,智利全球最大的铜矿 Escondida 铜矿工人接受了其雇主必和必拓提出的一份早期薪资方案,避免了一场罢工,这使得供给面上的忧虑打了一个指控。

铜业短期内库存的增加是影响近段时间内铜价走势的重要原因,只要我们稍稍回顾一下历史可发现,铜库存还处在相对的低位。供给面的相对短缺,与经济

转暖大背景下下游需求的恢复，库存中长期的压力不大。

2、铝库存增速放缓

图 12: LME 铝库存

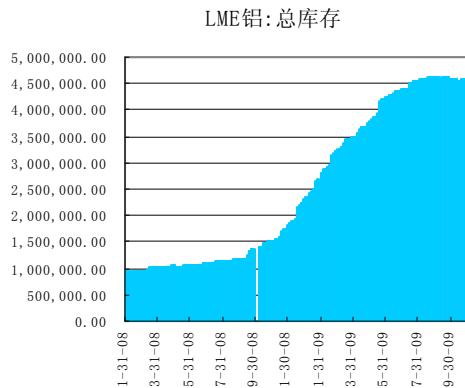
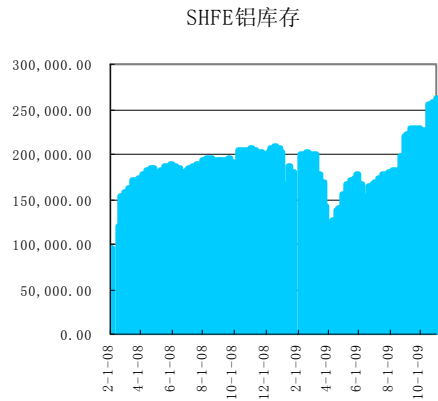


图 13: 沪铝库存



资料来源: wind 大通证券研发中心

图 14: LME 铝注销仓单占比



资料来源: wind 大通证券研发中心

铝库存一路增加的态势没有改变，但增速有所放缓。自6月2日铝库存出现了第一次减少之后，铝库存的增加速度开始变缓，近两月已经呈现一个小幅的负增长，有见“顶”迹象。从其注销仓单来看，暂时还不支持库存的减少。

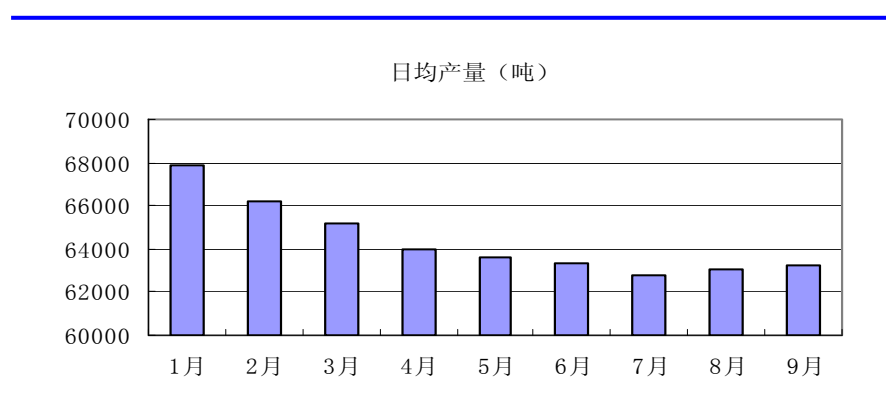
表 6: 两市库存增幅

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
LME 铝	21.8%	14.4%	8.1%	8.6%	12.4%	3.9%	3.7%	1.2%	-0.7%	-0.5%
SHFE 铝	-11.6%	11.4%	-29.0%	9.3%	14.2%	-5.4%	7.6%	21.7%	3.5%	15.1%

资料来源: wind 大通证券研发中心

国际铝业协会(IAI)最新数据显示, 全球 9 月日均产量 63,200 吨, 8 月铝日产量调整为 63,100 吨, 截止 9 月份, 日均产量最低是 7 月份的 62,800 吨, 相对来说, 仍然处于年内的较低水平。从 IAI 的统计数据来看, 其统计口径内地区的日均产量的小幅上升, 但随着铝价的上涨, 全行业产量回升企稳, 这是年内环比的第二次增加, 铝业的产能利用率有所回升。

图 15: IAI 统计的全球铝日均产量



资料来源: IAI 大通证券研发中心

国内铝产能利用率已经优于去年同期水平, 9 月份产量为 120.7 万同比增加 5.6%, 扭转了年内以来月同比负增长的局面。

表 7: 国内铝产量

	原铝产量	同比
2009-01	88.70	-13.81
2009-02	89.40	-18.20
2009-03	90.20	-16.40
2009-04	87.60	-21.50
2009-05	99.90	-12.10
2009-06	105.40	-5.70
2009-07	106.80	-4.10
2009-08	112.20	-2.30
2009-08	120.70	5.60

资料来源: wind 大通证券研发中心

全球来看，铝业景气度不高，库存仍然是铝业复苏的最大压力，铝业的产能利用率在逐渐回升，是有色行业景气度的体现，但伦铝的绝对库存量是铝业的最大压力，必然抑制产能的重启的速度，铝业是所有子行业中恢复最慢的一个。

3、铅、锌库存走势分化

图 16: LME 锌库存

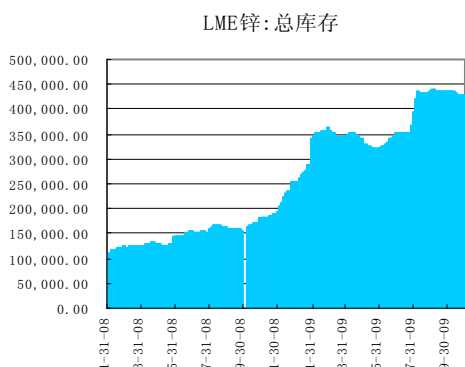
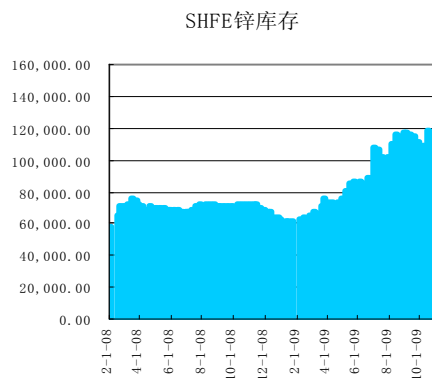
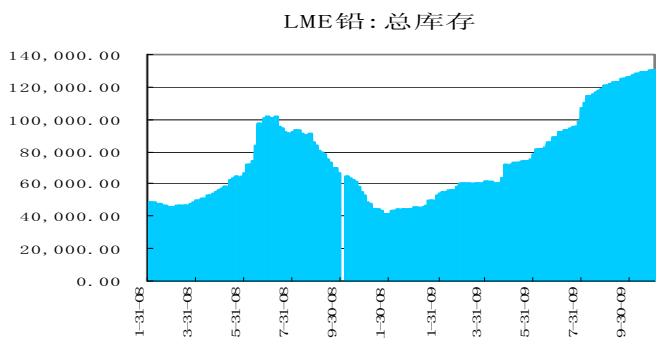


图 17: 沪锌库存



资料来源: wind 大通证券研发中心

图 18: LME 铅库存



资料来源: wind 大通证券研发中心

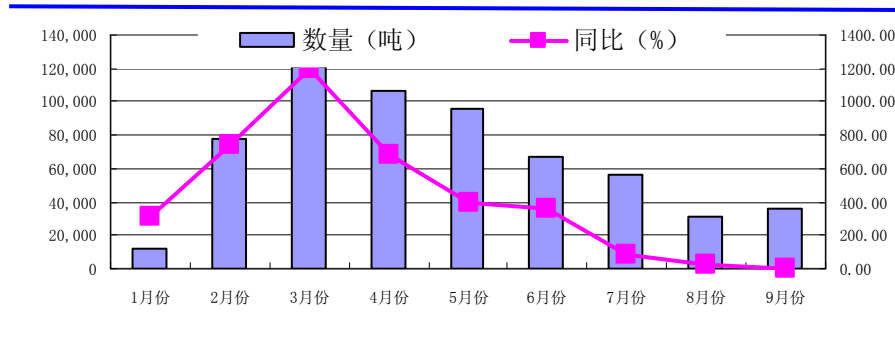
伦铅库存存在一个历史新高上，仍然是一种增加态势，优势不大。而伦锌库存存在9月份的增幅为0.33%，而10月份的增幅为-1.66%，这使得伦锌价格在短期内表现的比较抢眼，伦锌库存是2005年以来的历史高位。然而我们认为这未必能持久。相对而言，我国的铅、锌资源比较丰富，在行业景气度在提升的过程中，产能的重启会非常的迅速，9月份我国的锌产量仍然处在历史新高，而进口同比迅速回落，SHFE库存迅速增加。从价格走势上讲，伦强沪弱的特点比较明显，当沪伦比价不利于进口甚至有利于出口时，伦锌价格将下跌。

表 8：两市库存增幅

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
LME 锌	35.2%	5.1%	-4.2%	-3.4%	-2.9%	9.2%	11.2%	10.5%	0.3%	-1.7%
SHFE 锌	-1.4%	4.7%	17.8%	-1.0%	13.2%	3.6%	15.6%	14.9%	-7.1%	33.3%

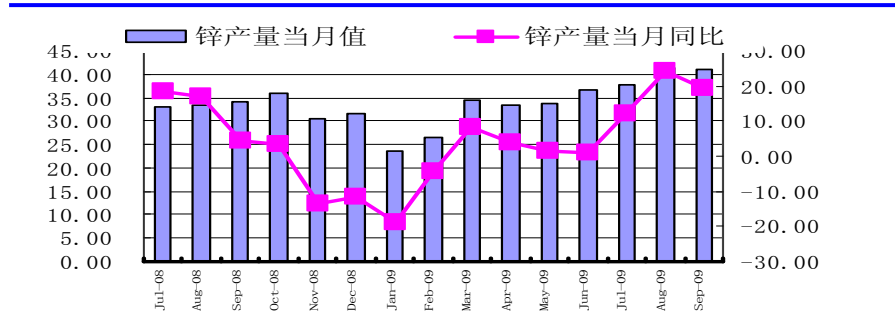
资料来源：wind 大通证券研发中心

图 19：中国锌进口



资料来源：wind 大通证券研发中心

图 20：中国锌产量与同比



资料来源：wind 大通证券研发中心

相对而言，我们仍然认为，铅锌业景气度高于铝业弱于铜业的状况没有改变，铅锌业下游行业汽车与建筑业随着经济的转暖，其景气度在提升将带动铅锌业的发展。

（三）需求继续改善

1、国际金属需求

美国 PMI 在 9 月份环比回落 0.3 个百分点后，10 月份环比大幅上升 3.3 个百分点，自此该指数已经是连续三个月处在扩张区。10 月 29 日，美国商务部公布的数据显示，美国第三季度 GDP 按年率计算增长 3.5%，为连续四个季度下滑

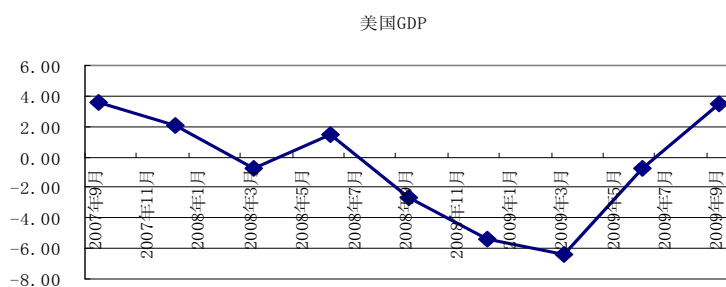
后首次出现增长，预估增幅为 3.3%，该结果好于市场预期。数据显示，美国经济已经摆脱衰退，经济转暖兑现。

表 9：发达国家 PMI

指标名称	美国 PMI	日本 PMI	欧元区 PMI
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	42.60
2009/07	48.90	50.40	46.30
2009/08	52.90	53.60	48.20
2009/09	52.60	54.50	49.30
2009/10	55.70	54.30	50.70

资料来源：wind 大通证券研发中心

图 21：美国 GDP(折年率)



资料来源：wind 大通证券研发中心

11月4日美国联邦公开市场委员会(FOMC)宣布将基准利率维持在0-0.25%的目标区间内，基准利率“将在较长时间内维持在异常低的水平”。美联储将购买总计1.25万亿美元的机构抵押贷款支持证券(MBS)和1,750亿美元的机构

债。虽然购买机构债的规模是少于之前公布的最多 2,000 亿美元,但规模和最近购买的步伐一致,且反映机构债可获得性有限。委员会将逐步放缓购买 MBS 和机构债两者的步伐,以促进市场平稳过渡,并预计将在明年首季结束前完成购买计划。可见美国政策保持了良好的连续性,有利于经济转暖,进一步有利于金属需求。但美国的无就业的复苏并没有改变,10 月失业率达到 10.2,是 1982 年以来最高,这将意味着复苏的道路仍将曲折。

日本 PMI 第四个月处在经济扩张区,10 月较 9 月份环比上升 0.2 个百分点。欧元区该指数经历过连续 10 个月的反弹后,终于进入扩张区 50.7,环比上升 0.6 个百分点。发达国家经济终于完全进入扩张区,这对金属的下一步需求形成了有力的支撑。

2、中国金属需求

表10: 中国PMI

指标名称	PMI	PMI:生产	PMI:新订单	PMI:新出口订单	PMI:购进价格
2008/06	52.00	54.20	52.60	50.20	75.70
2008/07	48.40	47.40	46.20	46.70	71.30
2008/08	48.40	48.70	46.00	48.40	57.80
2008/09	51.20	54.60	51.30	48.80	44.70
2008/10	44.60	44.30	41.70	41.40	32.30
2008/11	38.80	35.50	32.30	29.00	26.60
2008/12	41.20	39.40	37.30	30.70	32.70
2009/01	45.30	45.50	45.00	33.70	41.50
2009/02	49.00	51.20	50.40	43.40	46.50
2009/03	52.40	56.90	54.60	47.50	48.30
2009/04	53.50	57.40	56.60	49.10	51.30
2009/05	53.10	56.90	56.20	50.10	53.10
2009/06	53.20	57.10	55.50	51.40	57.80
2009/07	53.30	57.30	55.50	52.10	59.90
2009/08	54.00	57.90	56.30	52.10	62.60
2009/09	54.30	58.00	56.80	53.30	57.50
2009/10	55.20	59.30	58.50	54.50	56.90

资料来源: wind 大通证券研发中心

中国10月份PMI为55.2,环比上升0.9个百分点,连续8个月处于经济扩张区,也是该指数18个月来的最高。

从分项指标来看,新订单指数58.5,环比上升1.7个百分点。出口订单指数

为54.5，环比升1.2个百分点，该两数据显示，未来工业生产和出口形势还将进一步好转。购进价格指数为56.9，环比下降0.6个百分点，已是连续两个月的下降，说明基础性原材料价格上涨的速度在经历了较快的增长之后，速度有所放缓，仍然处在高位。

另外，中国政府今年“保8”的任务完成已经没有悬念，而中国政府对经济复苏的坚定不移地态度与政策的连续以及全面落实并不断丰富和完善一揽子计划，将会继续推动中国经济平稳较快发展，宏观经济的较快平稳发展将继续有利于金属的需求。

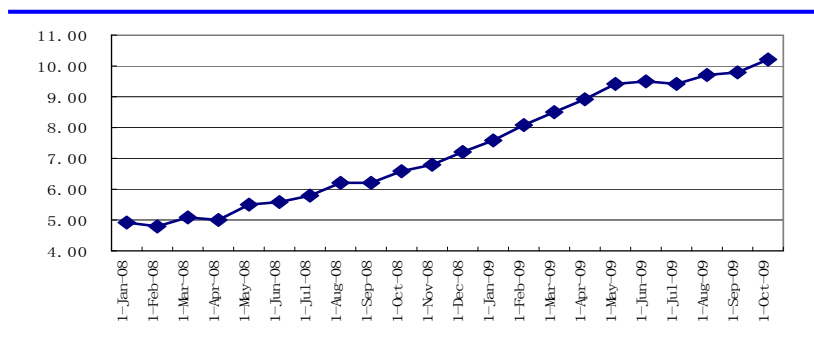
（四）流动性充裕与美元贬值趋势不变

表11：主要国家央行基准利率均在历史低位

	美国	欧元区	日本	中国
央行基准利率	0.25	1.0	0.1	2.25

资料来源：wind 大通证券研发中心

图22：美国失业率1982年以来最高



资料来源：wind 大通证券研发中心

美国在 11 月 4 日又强调了基准利率“将在较长时间内维持在异常低水平”，这是其失业率居高不下一个必然结果，这将导致其他与之有着密切贸易往来的国家也很难加息，主要国家的利率仍然保持在较低水平，得流动性的充裕仍然存在。

美元在经济转暖的大环境下保持低利率，是其本贬值的一个原因，另一个原因是其世界货币的地位受到冲击（见黄金部分）

（五）各子行业于 3 季度全部扭亏

有色行业三季报公布完毕。整个行业于第 2 季度扭亏后，铝子行业仍然亏损，第三季度，各子行业全部扭亏，前期报告中我们强调的支撑行业景气度三个因素的存在是根本原因。从前 3 季度看，铝子行业仍然亏损。

表 12：有色行业 09 三季度净利润

板块名称	第一季度净利润 (合计 亿元)	第二季度净利润 (合计 亿元)	第三季度净利润 (合计 亿元)	前三季度净利润 (合计 亿元)
SW 有色金属冶炼 II	-9.85	19.79	39.28	49.68
SW 铝	-20.23	-15.06	5.81	-29.48
SW 铜	0.61	13.85	9.93	24.72
SW 铅锌	-0.32	3.19	5.52	8.39
SW 黄金	11.53	15.41	12.70	39.76
SW 小金属	-1.43	2.40	5.32	6.29

资料来源：wind 大通证券研发中心 注：表中净利润为归属母公司所有者的净利润

从各个季度的盈利能力来看，黄金与铜业是业内的佼佼者，在第一和第二季度其盈利能力是显而易见的，第三季度虽然环比上有所减小，而在横向上比较仍然在各个子行业内最强。从整个前三季度来看，该两个行业优势明显。行业景气度的排名为黄金子行业、铜子行业、铅锌子行业、小金属子行业、铝子行业，黄金子行业、铜子行业、铅锌子行业景气度高于整个行业，符合我们的预期。

表 13：有色行业 09 三季度 ROE

板块名称	第一季度 ROE-摊薄 (整体法 %)	第二季度 ROE-摊薄 (整体法 %)	第三季度 ROE-摊薄 (整体法 %)	前三季度 ROE-摊薄 (整体法 %)
SW 有色金属冶炼 II	-0.53	1.09	2.06	2.61
SW 铝	-2.8	-2.13	0.78	-3.93
SW 铜	0.18	4.07	2.77	6.91
SW 铅锌	-0.13	1.32	2.23	3.39
SW 黄金	4.37	5.85	4.6	14.4
SW 小金属	-0.52	0.9	1.96	2.31

资料来源：wind 大通证券研发中心

从成长性上来，整个行业前三季度的归属母公司所有者的净利润增长率为 -74.46%，各子行业中唯有黄金子行业表现突出，同比已现正增长，此次危机给了黄金子行业较为突出的发展机遇。其次是铜子行业、铅锌子行业、小金属子行

业、铝子行业，黄金子行业、铜子行业、铅锌子行业景气度高于整个行业，符合我们的预期。通过一季度、中期、前三季度净利润同比增长率的变化来看，各子行业及全行业的净利润同比增长率均在增大，经济转暖、流动性充裕、美元贬值趋势对行业景气度支撑明显，符合我们的预期。

表 14：有色行业 09 三季报净利润同比增长率

板块名称	一季度的净利润 合计同比增长率 (%)	中期净利润 合计同比增长率 (%)	前三季的净利润 合计同比增长率 (%)
SW 有色金属冶炼 II	-113.27	-93.64	-75.71
SW 铝	-199.6	-190.16	-166.34
SW 铜	-96.8	-66.45	-56.82
SW 铅锌	-104.12	-82.58	-61.18
SW 黄金	-2.05	-1.45	1.8
SW 小金属	-109.36	-96.8	-85.09

资料来源：wind 大通证券研发中心 注：表中净利润为归属母公司所有者的净利润

09 三季报显示，年初以来我们对行业的判断是正确的，我们坚持认为黄金、铜子行业的优势会继续保持下去。

（六）简单的小结

经济复苏之势已经确立，美国不断上升的失业率仍然使复苏的路径曲折，但各国的应对政策与措施连续性较好，使经济回暖大趋势不会改变。短期内，交易所内的库存的压力与未来需求的恢复使金属价格大幅走高还是一个小概率事件，震荡中走高是一个大概率事件。另外，充裕的流动性会继续维持，美元很难在短期内升值，继续支持行业向好趋势。

三、长期关注黄金股

11 月 3 日、4 日、6 日，伦金大涨，三触历史新高，高触及 1100 美元/盎司。金价此轮大涨的原因有二，一是经济转暖打压美元走势，二是可能的世界货币体系重建威胁美元国际货币的地位。

经济转暖打压美元走势。近期美国公布的数据虽然显示经济转暖的路径曲折，但经济转暖趋势不变，尤其是第三季度 GDP 的转正使经济转暖完全确立，而这对于低息美元来讲不利，会进一步导致其贬值，虽然也可能加速美国加息的脚

步，但短期来看，美国还不具备这个条件。这使得美元成为利差交易的融资货币。

可能的世界货币体系重建威胁美元国际货币的地位。IMF向印度央行出售200吨黄金：国际货币基金组织(IMF)11月2日宣布，该组织已向印度中央银行——印度储备银行出售了200吨黄金，约占今年9月国际货币基金组织执行董事会批准出售403.3吨黄金的一半。另一半根据国际货币基金组织的协议规定，所有黄金必须按照市场价格进行销售。本次黄金销售在2009年10月19日至30日进行，销售价格均以当天的市价为基础计算。这次黄金销售为国际货币基金组织带来约67亿美元收益，相当于42亿特别提款权(SDR)。

国际货币基金组织出售黄金计划，是今年4月份二十国集团(G20)伦敦金融峰会上做出的决定。由186个成员组成的国际货币基金组织是仅次于美国和德国的世界第三大黄金储备持有者，该组织目前约有3200吨黄金储备。9月18日，国际货币基金组织(IMF)执行董事会决定，将出售403.3吨黄金储备，以解决该组织面临的财力不足问题，并为贫困国家提供更多贷款。

IMF这一举措，在印证我们对黄金的货币属性主导黄金价格的结论，也在印证我们世界货币体系货币体系将要面临一次冲击的预期。

回顾一下我们的观点。“美元取代的黄金作为一种世界货币的历史进步是无可厚非的，但是这也带来了永久性的特里芬难题，从布雷顿森林体系到牙买加体系，这一难题不仅没有被解决，反而更加加深了。世界货币体系不可能返回到金本位，但是从本轮金融危机的引发的最根本根源上来看，是现有世界货币体系存在的先天不足，虽然究竟什么样世界货币体系更符合全球利益尚无定论，但重新建立应是一种历史的要求。至少今后的一段时期内，亚洲各国央行的可能进行的黄金储备是影响金价走势的最大的一个不确定因素。”（见4季度投资策略黄金部分）

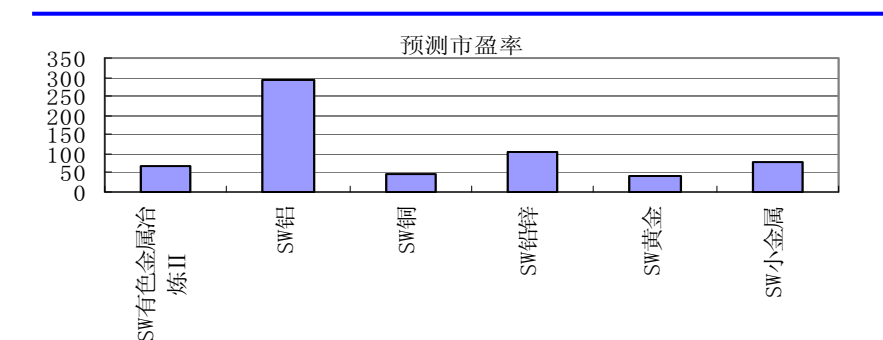
印度买入200吨黄金是亚洲央行外汇储备资产多元化的一个现实的举动。IMF曾称其将以不扰乱市场秩序为前提来销售403.3吨黄金，如今其兑现了这一说法，IMF此次的向印度销售黄金没有通过市场。照此推理，其剩余的203.3吨黄金的销售，当还是一官方机构，这会给金价的继续上涨打开空间。世界货币体系中黄金地位在加强，价值在提高。

黄金类上市公司的克金成本在 100 元/克左右，黄金业上市公司的业绩的稳定增长也是比较明确的。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。

四、投资策略

经济转暖是一个大的趋势，具体转暖的路径当会有曲折而趋势不会改变。我们认为金属行业的景气度会因经济转暖而得到提升。我们维持有色金属行业“增持”的投资评级，在基本金属子行业中，我们认为铜子行业的基本面最佳。影响金价的三大因素使金价长期看好，黄金业业绩的稳定增长预期在有色行业内最为确定，我们长期看好黄金子行业。在二级市场中，黄金、铜两子行业的估值也低于行业平均水平。我们认为该两行业具备趋势性的投资机会。我们重点的关注的个股为山东黄金、中金黄金、江西铜业、云南铜业。短期内可以关注具有成本优势和估值优势的焦作万方。

表23：有色板块各子行业市盈率



资料来源：wind 大通证券研发中心

表15：重点关注公司估值和评级（股价为11月6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	70.4	增持	0.90	1.32	1.55	78.22	53.33	45.42
中金黄金	600489	59.9	增持	0.61	0.70	0.89	98.20	85.57	67.30
江西铜业	600362	41.0	增持	0.76	0.78	1.12	53.95	52.56	36.61
云南铜业	000878	32.1	增持	-2.22	0.24	0.81	-14.46	133.75	39.63

资料来源：wind 大通证券研发中心

表 16：重点关注公司点评

代码	简称	投资要点	风险
600547	山东黄金	1. 纯金生产上市公司 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所致。 3. 矿产金的主要来源：执行生产计划与可能的资产注入。公司主要的扩建项目，分别是焦家金矿新建建 6000 吨选厂；三山岛扩建 8000 吨选厂，2010 年投产。成本稳定。	1. 金价降低。 2. 矿产金品位降低导致的成本增加。 3. 生产计划执行不利。
600489	中金黄金	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。随着资产注入，公司的黄金主业逐渐突出。 2. 集团矿产注入预期明确。上半年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，下半年受让中金集团持有的夹皮沟矿业有限公司全部股权、河北黄金公司全部股权、嵩县前河矿业有限责任公司60%股权，继续注入预期仍在。 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。	1. 金价降低。 2. 铜价降低 3. 公司的克金成本高于同业。
600362	江西铜业	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）。 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。	1. 铜价降低 2. 在建工程进度低于预期。
000878	云南铜业	1. 公司的利空因素除尽，2季度已经开始盈利，良好的开端已经开启，3季度这一势头得到了延续。 2. 云铜集团的资产注入，中铝铜业板块整合预期下或将受益。	1. 铜价降低 2. 资产注入的不确定性。

资料来源：大通证券研发中心

六、投资风险

宏观经济尤其是美国经济复苏程度低于预期；中国经济复苏程度低于预期；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