

# 有色金属 2010 年 2 月份月报

关注钼镍等小金属

产业部门/行业

优于大势

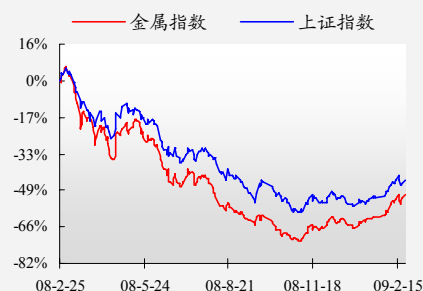
维持评级

2010 年 2 月 28 日

## 投资要点:

- 2 月份从整体上看,基本金属价格继续保持高位震荡,截至到 2 月 25 日,基本金属价格较月初出现了小幅下跌,持仓量方面,主要金属包括铜铝的持仓量仍然继续上升,短期内基本金属价格有望继续上行。
- 交易所库存方面,多数基本金属的库存继续攀升,其中铜库存上升迅速,电解铝库存则继续维持在高位。库存的快速增长主要是由于 2009 年基本金属价格回升导致行业盈利水平提高,刺激了产量的增长,在复苏初期,由于下游需求恢复较慢,导致产量的恢复速度超过了下游需求的增长,从而使库存出现了较快增长。库存增长将会限制金属的上涨幅度。
- 目前美国失业率在 10%左右,仍旧维持在历史高位,在目前高失业率的情况下,美元继续大幅升值会打击美国的出口业,因此美元在目前位置继续上涨的空间不大。
- 3 月份乃至二季度对于有色金属最大的利空仍旧是来自于政策面的压力,加息预期对基本金属价格仍将构成一定压力。在需求回暖和政策退出的博弈中,预计 3 月份金属价格仍将维持震荡向上的格局。
- 3 月份下旬,有色金属行业将逐步进入传统的消费旺季,对于基本金属的需求会有较快增长,同时欧美等发达国家对于基本金属的需求预计会有恢复性的增长,因此对于有色行业在 3 月份的行情不宜过渡悲观。
- 3 月份建议关注和钢铁行业相关的钼镍以及和电子行业相关度较大的锡等小金属上市公司,各股方面建议关注万好万家,金钼股份,贵研铂业以及锡业股份。

走势图



分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

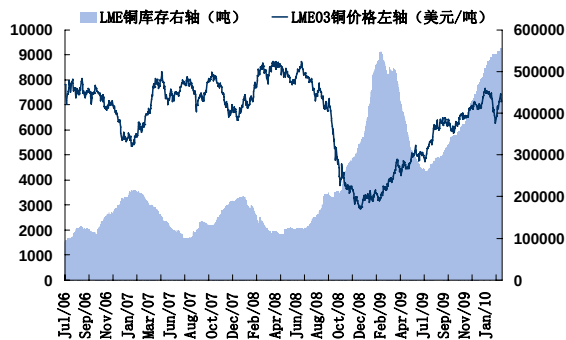
邮 编: 200002

## 1. 流动性担忧缓解，基本金属价格超跌反弹

2月初，在美元走强以及中国提高准备金率等多重利空因素的影响下，基本金属价格出现了大幅下挫，LME3月期铜价格从最高点7600美元/吨左右，最低跌到6280美元/吨；期铝方面也出现了17%左右的跌幅。随着流动性紧缩的预期愈演愈烈，商品市场上的乐观情绪开始消退，不断上涨的库存使人们的目光又开始回到基本金属的过剩情况，因此基本金属价格出现了较大幅度的调整。

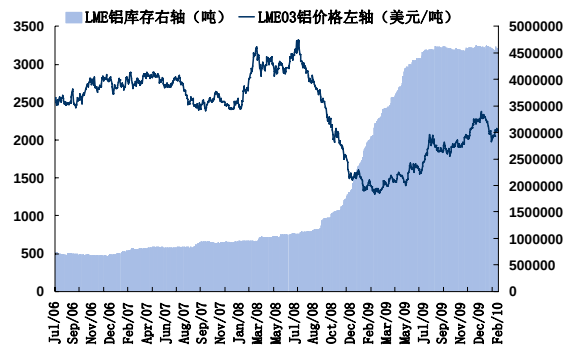
2月中下旬，随着经济数据的陆续出台，市场逐步消化了流动性收紧的利空因素，基本金属价格演绎出一波超跌反弹的行情。

图 1.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 2.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

表 1. 主要跟踪指标情况

|            | 最新价      | 当日涨幅   | 一周涨幅   | 一月内涨幅  | 3 月内涨幅  | 昨日收盘价 |
|------------|----------|--------|--------|--------|---------|-------|
| 道琼斯工业      | 10321.03 | -0.51% | -0.69% | 1.24%  | -1.37%  | 10393 |
| CRB 指数     | 270.87   | -1.41% | -1.91% | -1.10% | -2.71%  | 276   |
| COMEX 黄金期货 | 1113.00  | 0.22%  | -0.92% | 1.15%  | -6.45%  | 1123  |
| 伦敦锌期货      | 2115.00  | -3.99% | -8.44% | -8.58% | -8.27%  | 2310  |
| 伦敦锡期货      | 16724.00 | -1.47% | -1.34% | -6.56% | 11.12%  | 16951 |
| 伦敦铜期货      | 6998.50  | -2.15% | -3.67% | -6.25% | 0.22%   | 7265  |
| 伦敦镍期货      | 20347.00 | -0.61% | -0.50% | 12.10% | 19.73%  | 20450 |
| 伦敦铅期货      | 2150.00  | -2.93% | -7.29% | -3.15% | -10.04% | 2359  |
| 伦敦铝期货      | 2086.00  | -2.39% | -1.32% | -6.96% | 1.91%   | 2114  |
| 伦敦锌库存      | 54.24    | 0.05%  | 0.19%  | 10.27% | 19.48%  | 54    |
| 伦敦锡库存      | 2.48     | -0.28% | -4.86% | -8.93% | -7.61%  | 3     |
| 伦敦铜库存      | 55.02    | -0.44% | -0.87% | 3.15%  | 27.48%  | 55    |
| 伦敦镍库存      | 16.17    | 0.57%  | -1.27% | -0.64% | 21.56%  | 16    |
| 伦敦铅库存      | 16.30    | 0.65%  | 1.73%  | 6.07%  | 19.06%  | 16    |
| 伦敦铝库存      | 457.99   | -0.09% | -0.56% | -1.10% | -0.32%  | 460   |
| 美元指数       | 80.71    | -0.03% | 0.08%  | 2.91%  | 8.67%   | 81    |

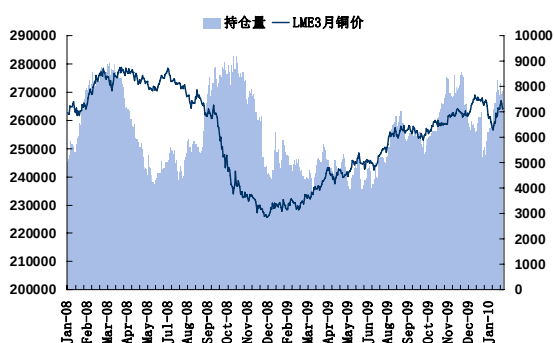
数据来源: Bloomberg 截止到2010年2月25日

2月份从整体上看，基本金属价格继续保持高位震荡，截至到2月25日，基本金

属价格较月初出现了小幅下跌，LME3 月期铜价格下跌 6.25%，期铝下跌 7%，铅下跌 3.15%，锌下跌 8.58%，3 个月期镍价格逆势上涨 12.1%。库存方面，2 月份，锡库存下降了 8.93%，镍和电解铝维持在高位，而其他基本金属库存都出现了一定幅度的上涨，其中铅锌库存上涨较快。美元指数 2 月份上涨了 2.91%，主要原因是美国经济复苏预期以及欧洲债务危机的爆发，美元阶段性走强也压制了基本金属价格的上涨。

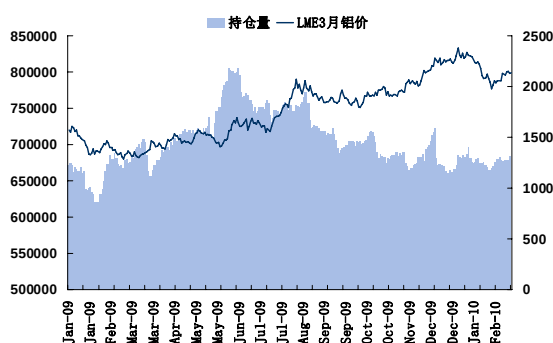
持仓量方面，主要金属包括铜铝的持仓量仍然继续上升，短期内基本金属价格有望继续上行。投机头寸方面，CFTC 公布的铜和黄金的非商业净多头寸都出现了下降，这从一方面显示出市场对于金铜的投资性需求有所减弱。

图 3.LME3 月期铜价格和持仓量变化



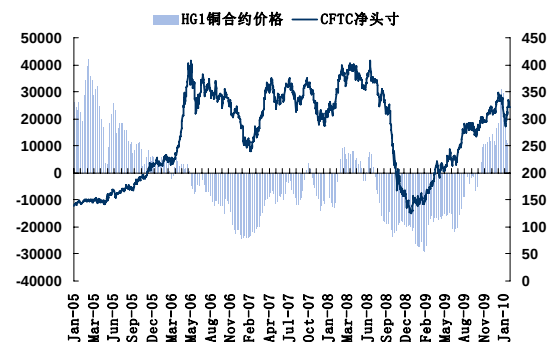
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 4.LME3 月期铝价格和持仓量变化情况



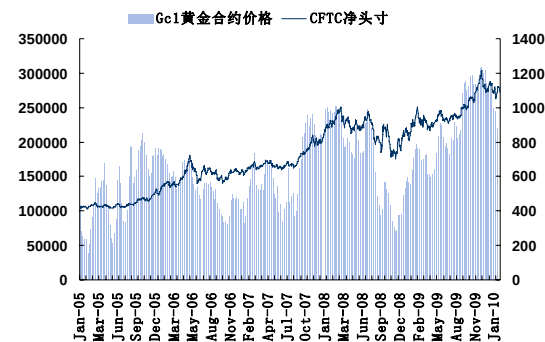
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图 5.CFTC 铜净多头寸



数据来源: CFTC 金融与产业研究所

图 6.CFTC 黄金净多头寸



数据来源: CFTC 东北证券金融与产业研究所

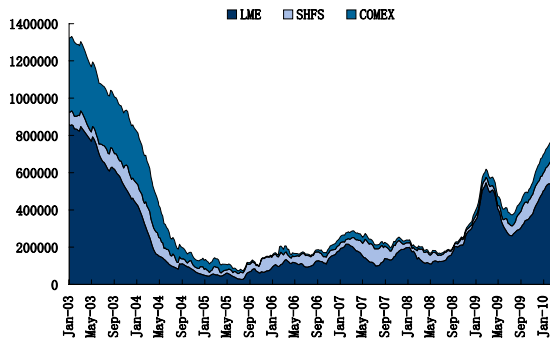
## 2. 库存继续上升，限制金属上涨空间

交易所库存方面，多数基本金属的库存继续攀升，其中铜库存上升迅速，电解铝库存则继续维持在高位。我们认为库存的快速增长主要是由于从 2009 年基本金属价格快速回升导致行业盈利水平提高，刺激了产量的增长，在复苏初期，由于下游需求恢复较慢，导致产量的恢复速度超过了下游需求的增长，从而使库存出现了较快增长。

目前基本金属的库存已处于高位，其中铜库存已经超过了经济危机爆发前期的高点，但相对于历史高点来看，目前仍然处于历史平均水平。电解铝库存仍旧维持在历史高位，由于中国新增电解铝产能得到限制，随着下游需求的进一步恢复，预计库存未来将会有所下降。

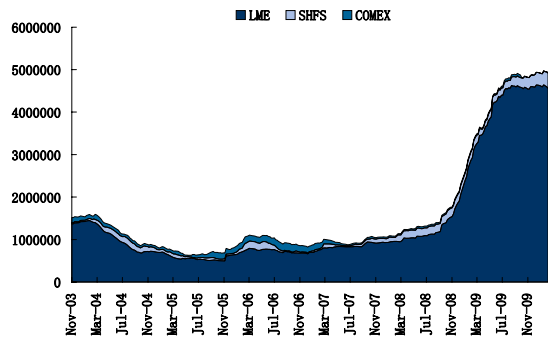
虽然在经济复苏过程中，高库存对于基本金属价格的压制作用会有所减弱，但从短期来看，目前基本金属的价位和下游的需求恢复情况仍不支持基本金属价格大幅上涨。

图 7.主要交易所铜库存



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

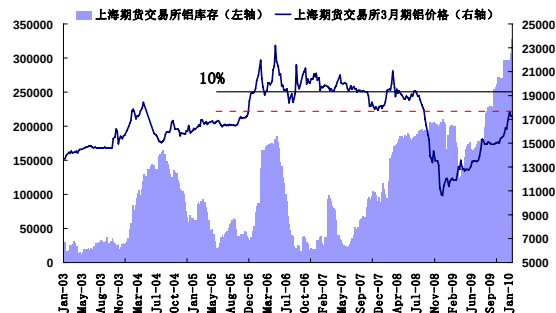
图 8.主要交易所铝库存



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

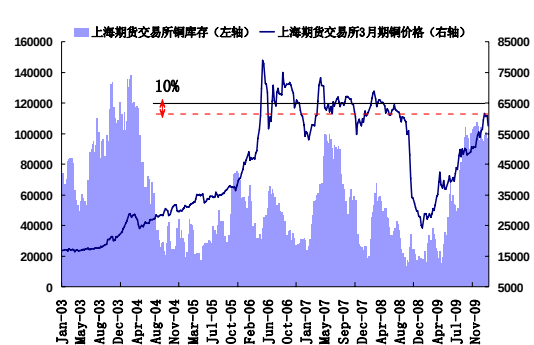
我们从铜铝历史价格变化情况上看,2010 年国内期铜价格最高达到 6300 元每吨,而 2007 年-2008 年上半年,全球经济高涨时期的铜价的核心区域在 65000 元每吨左右。虽然全球经济开始复苏,但目前基本金属下游的需求和 2007-2008 年上半年经济最好时期的需求仍然不能同日而语。电解铝情况和期铜相似,2010 年铝价高点相对于 2007 年的历史高位折价在 10%左右,在行业仍然过剩的情况下,前期涨幅过大,基本金属短期出现调整应属正常。

图 9.上期所期铝价格离历史最高点的距离



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 10.上期所期铜价格离历史最高点的距离



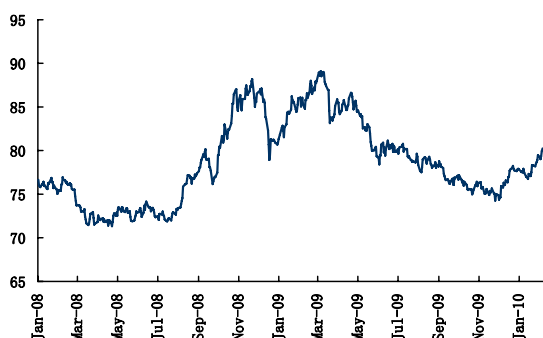
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

### 3. 美元继续上涨空间不大

美国 2009 年 4 季度 GDP 增速回到 5.7%，高于之前的预期，对于美国经济复苏的预期导致资金流入美元市场，而与此同时欧元区国家主权债务危机导致欧元走势偏弱，美元指数阶段性走强将使基本金属价格承压。

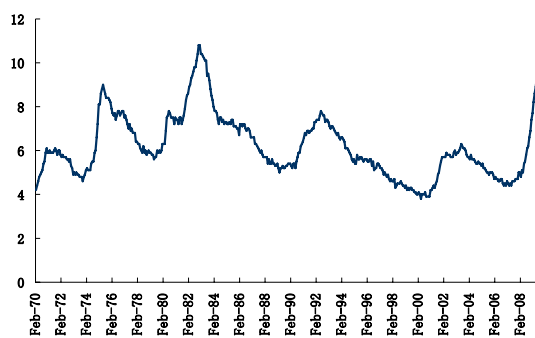
从美国失业率情况来看，目前美国失业率在 10%左右，仍旧维持在历史高位，在目前高失业率的情况下，美元继续大幅升值会打击美国的出口业，因此美元在目前位置继续上涨的空间不大。

图 11.美元指数走势变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 12.美国失业率变化情况

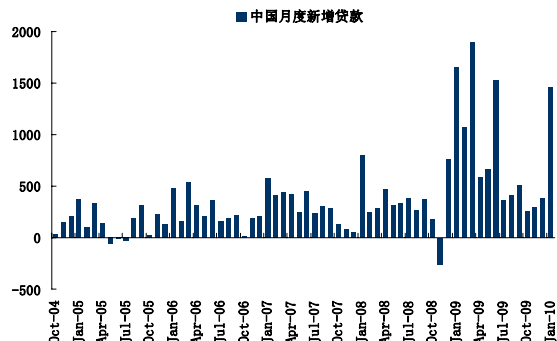


数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

#### 4. 需求回暖和政策退出间的博弈, 基本金属价格有望继续震荡上行

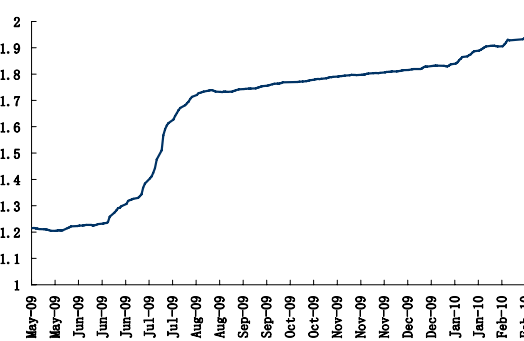
3 月份乃至二季度对于有色金属最大的利空仍旧是来自于政策面的压力, 中国 1-2 月份新增贷款投放量较大, 3 月份或有所下降, 更重要的是随着经济的逐步复苏, 政府对于通胀的担忧正在升温, 加息预期对基本金属价格仍将构成一定压力。另外美国上调贴现利率, 增强了人们对基准利率上调的预期, 宽松货币政策的退出一方面降低商品市场的流动性, 另一方面在刺激政策退出之后, 市场也担心全球经济出现反复。

图 13.中国月度新增贷款



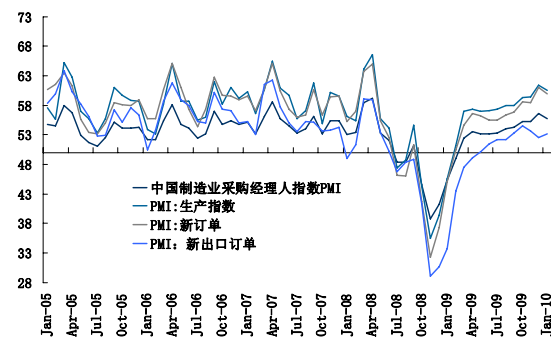
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 14.上海银行间同业拆借利率-3 个月



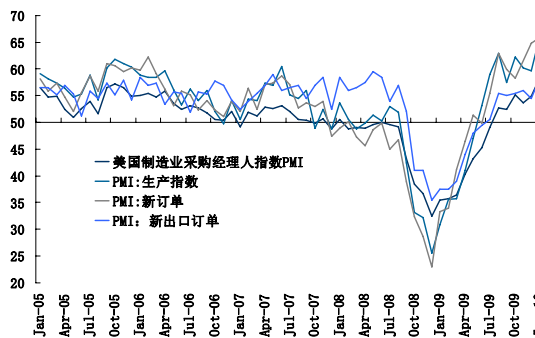
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图 15.中国 PMI 指数



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

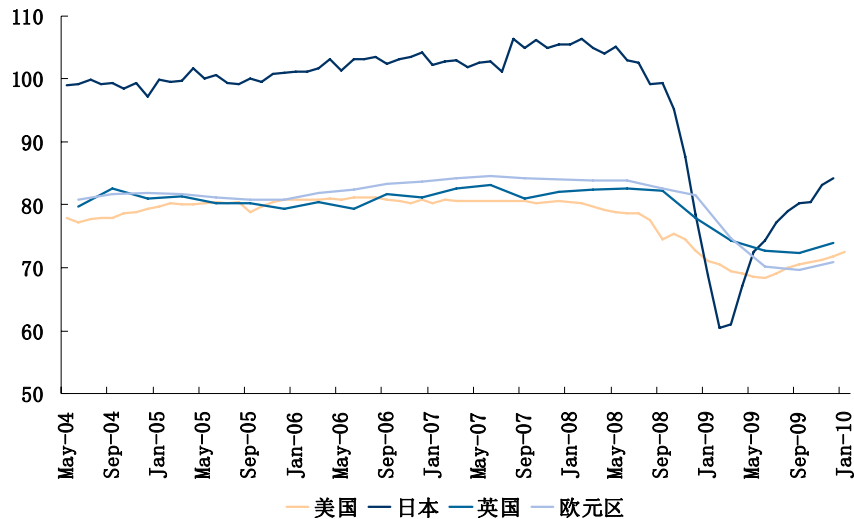
图 16.美国 PMI 指数



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

从下游需求上看，基本金属的需求仍处于恢复之中，从领先指标上看，中美等主要经济体的 PMI 指数都处于 50 以上，美国新订单指数持续回升，经济复苏情况符合之前的预期。

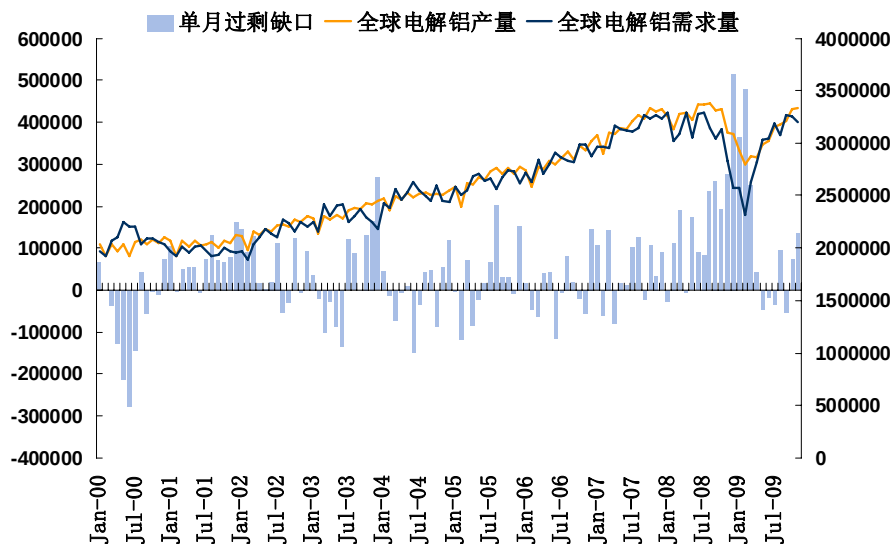
图 17.全球主要经济体的生产能力利用率



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

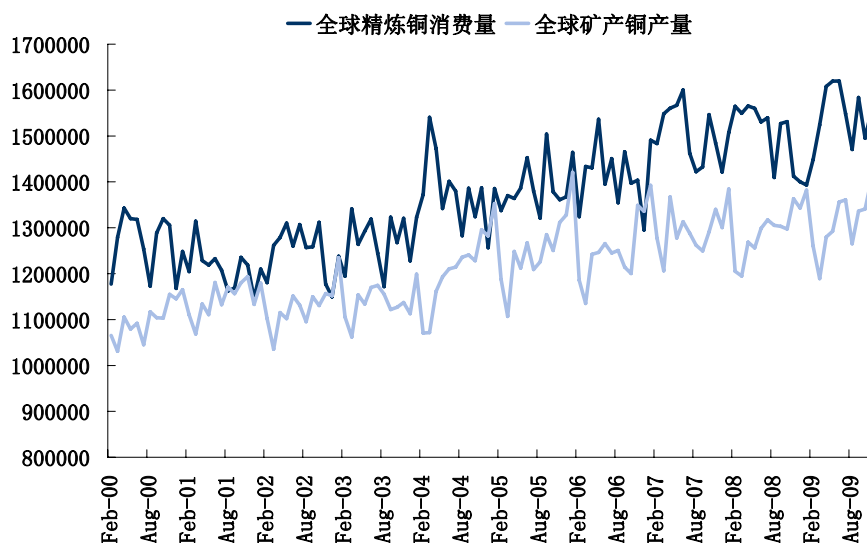
从主要经济体的生产能利用率上看，随着产品价格的回升，全球各主要经济体的产能利用率也在逐步回升，随着经济的逐步复苏主要发达国家的产能利用率将逐步恢复到历史平均水平，因此对于基本金属的需求预计也将进一步提高。

图 18.全球电解铝行业供需平衡情况



数据来源: WBMS 东北证券金融与产业研究所

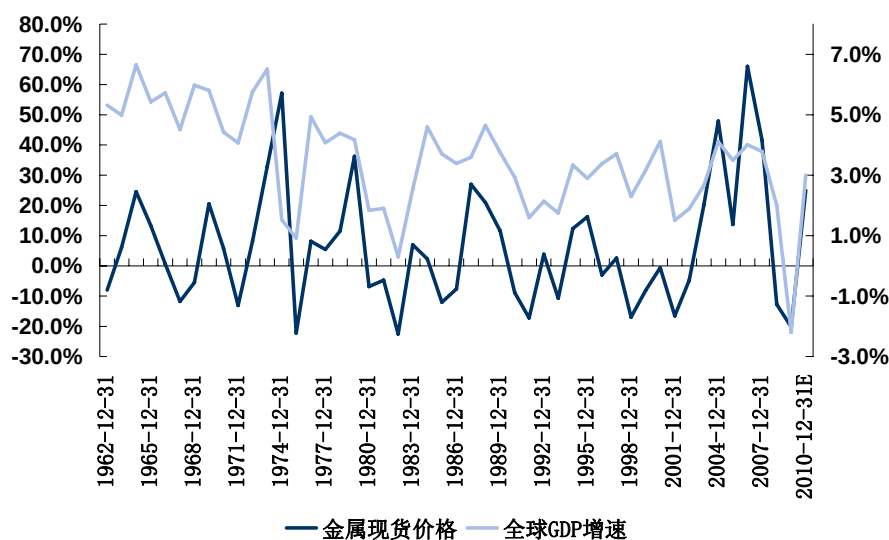
图 19.全球精炼铜消费量和矿产铜产量变化情况



数据来源: WBMS 东北证券金融与产业研究所

基本金属价格受多种因素影响,市场流动性的变化会助推或者减缓基本金属价格的涨幅,但对于价格影响最大的仍旧是下游需求的变化情况,我们近 50 年商品和全球 GDP 增速的变化情况上看,经济的复苏情况才是决定 CRB 金属价格指数走势的最大因素,随着全球经济的进一步复苏,基本金属价格仍将保持震荡上行的趋势。

图 20.全球 GDP 增速和基本金属价格增速



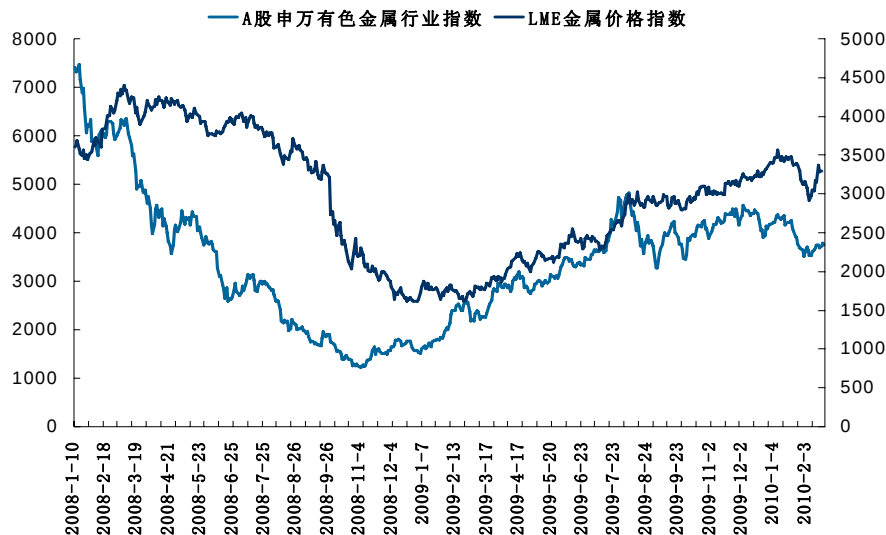
数据来源: IMF Bloomberg

## 5. 商品市场和 A 股分道扬镳?

从 2009 年 7 月份以来, LME 金属价格指数继续保持震荡上行, 但 A 股市场有色

类股票从7月份之后就一直维持震荡格局，究其原因，一方面是由于大盘调整的压力，一方面是市场预期基本金属价格将会有所调整。

图 21.A 股有色金属行业指数和 LME 金属价格指数变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

3 月份下旬，有色金属行业将逐步进入传统的消费旺季，对于基本金属的需求会有较快增长，同时欧美等发达国家对于基本金属的需求预计会有恢复性的增长，因此对于有色行业在 3 月份的行情不宜过渡悲观。

## 6. 3 月策略：关注钼镍等小金属

3 月份建议关注和钢铁行业相关的钼镍以及和电子行业相关度较大的锡等小金属上市公司，各股方面建议关注万好万家，金钼股份，贵研铂业以及锡业股份。

表 1. 行业内主要公司估值情况

| 简称   | 最新价格（元） | 每股收益（元） |      |      |      | 市盈率 |     |     |     |
|------|---------|---------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
|      |         | 08A     | 09E  | 10E  | 11E  | 08A | 09E | 10E | 11E |
| 均值   | 15.91   | 0.20    | 0.20 | 0.47 | 0.66 | 45  | 81  | 34  | 24  |
| 中金岭南 | 23.33   | 0.39    | 0.39 | 0.84 | 1.28 | 60  | 60  | 28  | 18  |
| 焦作万方 | 24.56   | 0.69    | 0.50 | 1.20 | 1.50 | 35  | 49  | 21  | 16  |
| 铜陵有色 | 18.61   | 0.49    | 0.51 | 0.63 | 0.70 | 38  | 36  | 29  | 27  |
| 中色股份 | 13.95   | 0.19    | 0.14 | 0.40 | 0.65 | 81  | 100 | 35  | 21  |
| 云铝股份 | 12.18   | 0.07    | 0.04 | 0.36 | 0.71 | 207 | 295 | 34  | 17  |
| 云南铜业 | 25.50   | -2.22   | 0.24 | 0.69 | 1.04 | -11 | 105 | 37  | 25  |
| 锡业股份 | 22.20   | 0.04    | 0.29 | 0.50 | 0.77 | 695 | 94  | 45  | 29  |
| 辰州矿业 | 22.27   | 0.13    | 0.28 | 0.57 | 0.87 | 174 | 79  | 39  | 26  |
| 海亮股份 | 14.00   | 0.44    | 0.52 | 0.77 | 0.99 | 32  | 27  | 18  | 14  |
| 精艺股份 | 20.15   | 0.52    | 0.50 | 0.63 | 0.82 | 52  | 41  | 32  | 24  |
| 包钢稀土 | 25.54   | 0.21    | 0.07 | 0.46 | 0.67 | 122 | 379 | 56  | 38  |

|      |       |       |       |      |      |        |     |    |    |
|------|-------|-------|-------|------|------|--------|-----|----|----|
| 西部资源 | 27.33 | 0.69  | 0.35  | 0.69 | 0.73 | 70     | 79  | 40 | 37 |
| 南山铝业 | 11.58 | 0.48  | 0.38  | 0.54 | 0.69 | 30     | 30  | 22 | 17 |
| 江西铜业 | 35.04 | 0.76  | 0.86  | 1.28 | 1.61 | 46     | 41  | 27 | 22 |
| 吉恩镍业 | 24.82 | 0.46  | 0.20  | 0.50 | 0.86 | 81     | 126 | 49 | 29 |
| 贵研铂业 | 24.15 | -0.76 | 0.29  | 0.50 | 0.66 | -32    | 83  | 48 | 37 |
| 中金黄金 | 49.77 | 1.35  | 0.54  | 0.88 | 1.19 | 82     | 93  | 56 | 42 |
| 驰宏锌锗 | 22.52 | 0.20  | 0.29  | 0.57 | 0.80 | 149    | 78  | 39 | 28 |
| 豫光金铅 | 18.73 | 0.27  | 0.44  | 0.56 | 0.62 | 70     | 43  | 33 | 30 |
| 山东黄金 | 68.27 | 1.81  | 1.28  | 1.83 | 2.06 | 76     | 53  | 37 | 33 |
| 厦门钨业 | 16.45 | 0.30  | 0.27  | 0.42 | 0.60 | 55     | 60  | 39 | 27 |
| 中孚实业 | 24.58 | 0.30  | 0.46  | 1.07 | 1.30 | 52     | 54  | 23 | 19 |
| 新疆众和 | 19.52 | 0.28  | 0.49  | 0.71 | 0.94 | 38     | 40  | 28 | 21 |
| 西部矿业 | 12.86 | 0.24  | 0.15  | 0.36 | 0.65 | 54     | 84  | 35 | 20 |
| 中国铝业 | 12.68 | 0.00  | -0.16 | 0.25 | 0.44 | 18,584 | -79 | 51 | 29 |
| 紫金矿业 | 8.52  | 0.22  | 0.28  | 0.36 | 0.43 | 40     | 31  | 23 | 20 |
| 金钼股份 | 17.11 | 1.12  | 0.23  | 0.54 | 0.86 | 20     | 74  | 32 | 20 |

数据来源: wind

## 7. 行业内重要新闻

### 贵研铂业获准组建云南省第一家国家重点实验室

日前, 国家科技部正式发文, 批准立项在全国建设第二批 56 个企业国家重点实验室, 贵研铂业“稀贵金属综合利用新技术国家重点实验室”榜上有名, 实现了云南省企业国家重点实验室从无到有的历史性突破。企业国家重点实验室作为国家技术创新体系的重要组成部分, 主要开展行业应用基础研究、聚集和培养优秀科技人才、开展科技交流, 也是发展共性关键技术、增强技术辐射能力的重要平台。贵研铂业将按照重点实验室的建设发展思路, 构建一个优势资源集成的研发平台, 形成紧密结合的稀贵金属产学研体系。

依托贵研铂业建设的企业国家实验室将在“昆明国家稀贵金属新材料产业化基地”的基础上, 建成冶金技术研究室、合金新材料、粉体材料、特种钎焊材料、化学材料与药物及催化材料等 6 个核心研究室。以国家稀贵金属事业为己任, 围绕我国高新技术产业发展及国家安全保障的需要, 实行“开放、流动、联合、竞争”的运行机制, 开展稀贵金属资源分离回收、稀贵金属特种功能材料、稀贵金属催化材料、稀贵金属化学与生物材料的应用基础、关键技术和共性技术研究。在这个创新平台上, 实验室将积极发挥在稀贵金属领域的辐射带动作用, 促进科技成果的产业化, 吸引更多的国内外高层次人才, 研发更多的自主创新成果, 突破更多的关键技术, 增强中国稀贵金属产业重大技术创新能力, 为我国稀贵金属产业及国防军工事业更好更快发展提供更加有力的技术和人才支撑。

### 美国造币厂 2009 年总计制造销售了 865 吨金银铂贵金属币

海外媒体报道: 日前公布的数据显示, 2009 财年, 美国造币厂总计销售了 2760 万盎司 (约合 865 吨) 的金银铂制品 (贵金属币), 同比增长 132.3%。而该财年美国造币厂实现了销售收入 17 亿美元, 同比增长了 78.65%。其中金制美国鹰币 (American Eagle) 实现销售收入 12.8 亿美元, 同比增长 184.3%; 当年销售银制鹰币实现销售收

入 3.06 亿美元，同比增长 21.4%；销售铂制鹰币实现销售收入 0.224 - 0.237 亿美元，同比增长 5.8%。

### 中国是进口电子箔最多的国家

中国已成为全球进口电子铝箔最大的国家，根据海关的统计资料，2008 年中国共进口铝箔 36260t，其中电子箔约 14000t，占总进口量 38.7%。主要进口自日本、韩国和中国台湾省，主要进口者为它们设在大陆的独资与合资企业，中国已成为世界电容器制造基地。

据调查，自 2008 年（含 2008 年）以来中国在建与规划建设的电子箔及化成箔企业有七八家，总生产能力约 150kt/a，是全球世界史无前例的建设大浪潮，虽然中国在 2012 年以前仍可能是电子箔净口国，但进口量会逐年有所下降，同时在到 2015 年为止的这段时间内，中国对电子箔需求的年平均增长率可达 18%，但在二三年内形成这么大的生产力着实过于集中，令人吃惊。

### 萨帕铝挤压公司完成对美国鹰都铝业的收购

萨帕铝业公司（Sapa）现在全球最大的挤压铝材生产者，2007 年并购了美国铝业公司（Alcoa）的建筑铝材挤压板块，2009 年又收购了美国的鹰都铝业公司（Indalex）。鹰都铝业公司是美国最大的建筑与结构铝材生产者，在北美共有 11 个挤压厂（6 个在美国，5 个在加拿大）、2 个铸造厂，29 台挤压机，总生产能力约 315kt/a。鹰都铝业公司 2008 年挤压材的销售量约 200kt，相当于设备利用率 63.5%。这次收购的总金额约 95MUSD，即相当于 7.27 亿人民币。

### 秘鲁 Buenaventura 公司再次发生罢工

海外媒体矿业网 2 月 24 日报道：秘鲁最大贵金属企业——Buenaventura 公司工人日前宣布，该公司工人将于 3 月 4 日起再次罢工，此前该公司工人曾经于 2 月 13 日进行过罢工，当时罢工持续时间持续了一周。该公司所在地的劳工工会披露，将发生罢工的企业为该公司下属三个矿山：Orcopampa、Antapite 金矿和 Uchucchacua 银矿；罢工的原因是该公司工人要求公司公布 2006 - 2009 公司详细财务数据。2009 年 Antapite 金矿生产了 0.965227 吨黄金，Uchucchacua 银矿生产了 286.039 吨白银，而 Orcopampa 总计生产了 8.549 吨黄金；如果再次罢工，对这三个矿山的生产肯定有一定的影响。目前，秘鲁是全球第一大矿产白银生产国和第六大矿产金生产国。

## 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。