



政策改变、债务危机导致需求预期转向

---有色金属行业 2010 年 6 月月报

近三月行业相对沪深 300 指数走势



内容提要

行业评级： 中性

- 2010 年 5 月，有色金属价格呈单边下跌的走势。从量度有色金属价格的综合指数 LME 来看，全月下跌了 334.4 点，幅度为 9.52%。
- 2010 年，政府陆续出台了调控政策，以控制不断上涨的房价。主要内容是严格执行差别化住房信贷政策，加强房地产税收管理，坚决抑制不合理住房需求；同时加强政策性住房和中小套型普通保障住房的建设。政策组合将改变整个房地产市场的预期，最终将终结前几年房地产市场“大跃进”式的增长，而代之以稳健可持续的增长。
- 2010 年 5 月，西欧主权债务危机持续发酵，债务危机凸显了美元避风港的角色，短期来看，美元指数走强仍将是一个大概率事件。综合来看，由于中国房地产调控措施仍将持续一段时间，而西欧主权债务危机的解决也非一日之功，上述因素导致的需求预期改变和资金偏好改变将使有色金属价格上行压力重重，基本金属价格弱势盘整将是六月的基调。
- 具体品种上，我们的看法是：铜：下游需求增长，中外库存双降提供价格支撑；铝：新增产能逐渐释放，产量巨幅增加价格低位徘徊；锌：消费增长不及供应增长，钢铁需求萎靡价格恐将继续受压；铅：汽车产量环比增速下降，需求或将回落；锡：电子产品下游步入景气周期，供应增长缓慢；镍：不锈钢产量恢复增长、价格低位将获支撑。
- 从目前 A 股有色金属类上市公司的市净率水平来看，已经处于合理的位置。但与 A 股整体市场和境外市场相比，估值安全边际并不高，比较优势不突出。我们认为，由于有色金属需求仍将受到中国房地产调控、欧洲主权国家债务危机的影响，行业需求预期渐趋悲观。基于我们对有色金属上市公司类上市公司业绩、估值水平的理解，我们维持对行业“中性”的投资评级，行业并无系统性的投资机会，机会在于政策面的变化和重组预期带来的个股投资机会。

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

电 话 025-83367888-3085

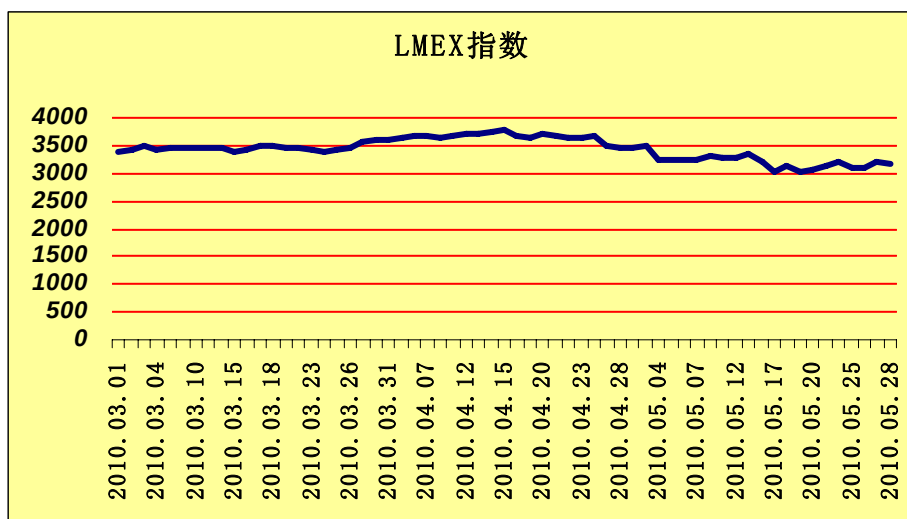
邮 箱 jhyin@njzq.com.cn

一、2010 年 5 月有色金属价格回顾与六月展望

2010 年 5 月，有色金属价格呈单边下跌的走势。从量度有色金属价格的综合指数 LME 来看，LME 指数从 4 月 30 日的 3512.5 点起步，截止到 2010 年 5 月 28 日，LME 指数为 3178.1 点，下跌了 334.4 点，幅度为 9.52%。

具体品种来看，得益于电子信息产业步入景气周期，金属锡成为 2010 年 5 月的金属之星，LME 三月锡价格本月上涨 2.27%。分别受益于供需平衡和成本支撑，LME 三月铜和 LME 三月铝下跌幅度较小，二者分别有 3.50%和 6.50%的下跌幅度。由于供应巨幅增加、LME 三月锌和 LME 三月铅表现不尽人意 12.36%和 14.02%。表现最差当属 LME 三月镍，从高点巨幅下跌 18.98%。

图 1：LME 指数近三月走势



资料来源：LME

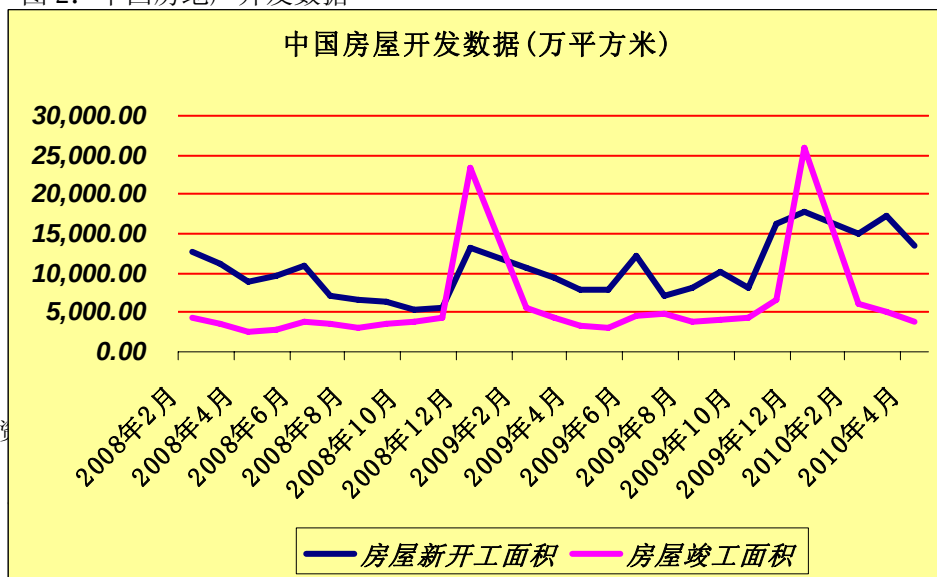
展望 2010 年第二季度有色金属价格，我们认为比较重大的影响因素是仍然是中国房地产业的调控政策和欧洲主权国家债务问题。

由于中国房价的过快上涨，已经严重影响民生。2010 年，中国政府陆续出台了调控政策，以控制不断上涨的房价。从措施来看，既有控制需求的政策，也有扩大房屋供给的措施。从需求层面来看，房贷优惠利率取消，二套房认定标准从严且实行差别利率将对投资需求打击甚大。从扩大房屋供给的层面来看，严格执行购买土地的开发周期，打击囤地行为，加强保障房建设。总体概括来说，就是严格执行差别化住房信贷政策，加强房地产税收管理，坚决抑制不合理住房需求；同时加强政策性住房和中小套型普通保障住房的建设。

上述政策组合拳已经改变了市场对房价上涨的预期，反映在房屋新开工面积上，

根据截止到 2010 年 4 月的数据，我们观察到虽然房屋新开工面积实现同比上涨，但环比却已经出现了下降，房屋新开工面积拐点隐现。

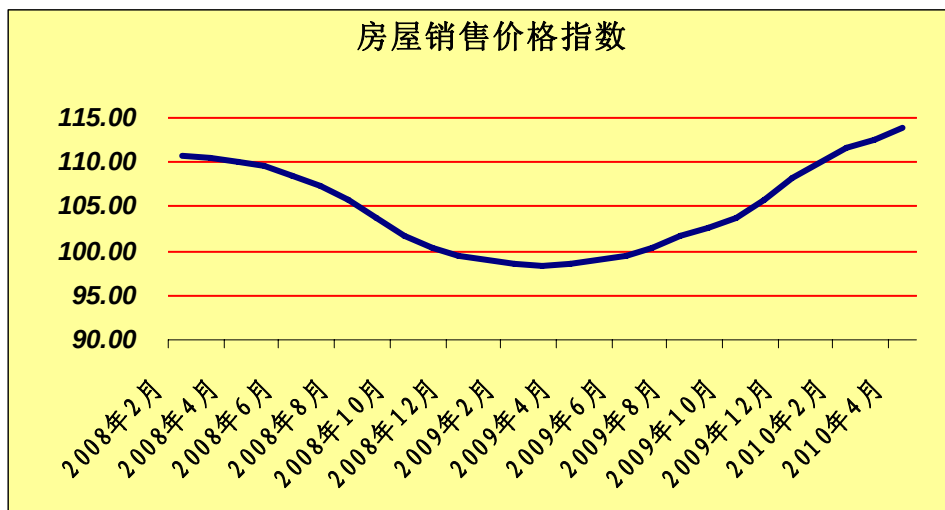
图 2：中国房地产开发数据



资料来源：WIND 资讯

我们看到，虽然一线城市的房屋销售量开始萎缩，但从房屋销售价格指数来看，截止到 2010 年 4 月，房屋销售价格并没有下跌。结合我们获得的草根数据，房屋价格并没有出现管理层所期待的大面积下降

图 3：中国房屋销售价格指数



资料来源：WIND 资讯

我们认为，由于高房价已经对居民其他消费产生了巨大的挤出效应，在中国经济调结构，促转型的过程中，我们不应怀疑此次政府调控的决心。我们认为，如果房屋价格不出现管理层所期待的调整，政策的调控措施将源源不绝。这将改变整个房地产市场的预期，最终将终结前几年房地产市场“大跃进”式的增长，而代之以稳健可持

续的增长。

2010 年初，以希腊等国主权债务水平已经严重打击了市场对欧元的信心，导致西欧和 IMF 联手出台了大规模的救助措施。在希腊等国主权债务危机尚未平息的情况，欧元区外的匈牙利又爆发主权债务危机。我们认为，西欧主权债务危机凸显了美元避风港的角色，由于西欧债务危机的解决仍需相当时日，短期来看，美元指数走强仍将是一个大概率事件，虽然大宗商品价格与美元指数的负相关关系有所弱化，但美元指数走强仍对有色金属价格起到一定的压制作用。

图 4：美元指数走势



资料来源：弘业期货

综合来看，由于中国房地产调控措施仍将持续一段时间，而西欧主权债务危机的解决也非一日之功，上述因素导致的需求预期改变和资金偏好改变将使有色金属价格上行压力重重，基本金属价格弱势盘整将是六月的基调。

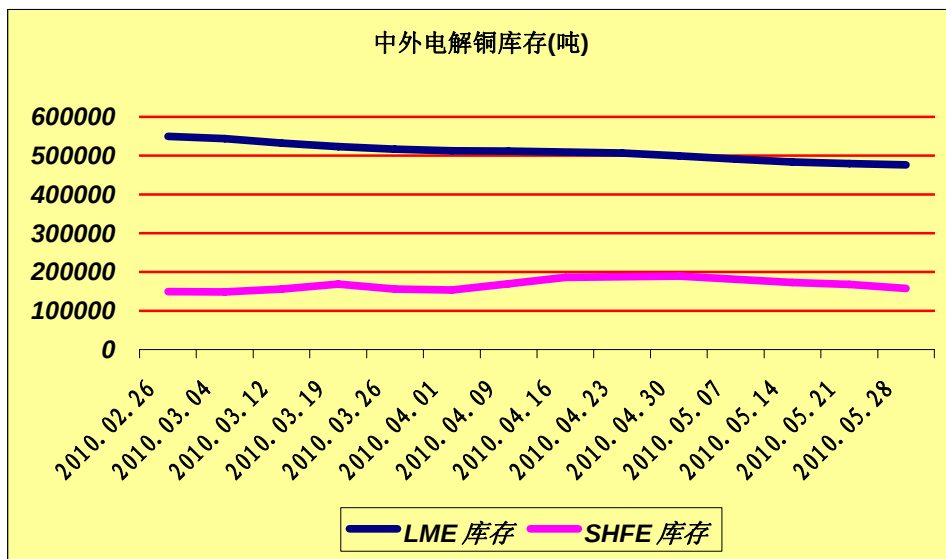
二、各有色金属品种概述

铜：下游需求增长，中外库存双降提供价格支撑

电解铜的下游消费领域中，电缆行业是最大的消费领域，从电力电缆的产量情况来看，2010 年 4 月中国电力电缆的产量为 217.82 万公里，同比增加 28.58%，环比增加 15.17%。与此对应的是，铜杆线企业的开工率保持在高位，根据上海有色金属网（SMM）的调查，2010 年 5 月铜杆线企业开工率达到了 80.0%，同比有所增长，环比小幅上扬。并且企业反映目前铜杆线的订单情况并未出现下滑，基本维持在与 4 月持平的水平。且企业表示，铜价下挫后有部分终端企业下单积极，反而会增加企业订单量，从而使开工率维持高位。

在下游需求增长的同时，由于铜精矿的限制，电解铜的产量增长幅度并不大，反映在电解铜库存上，中外交易所电解铜库存实现了双降。LME 电解铜库存在 2 月底 3 月初达到 55 万吨高点以后，逐月开始回落，目前已回落到 47 万吨左右的水平。而 SHFE 库存自 4 月底见顶后，下降速度更快，目前已经达到 15 万吨水平。

图 5：LME 和 SHFE 铜库存变化



资料来源：LME

铝：新增产能逐渐释放，产量巨幅增加价格低位徘徊

2009 年以来，在国家 4 万亿投资计划以及各项鼓励消费政策的刺激下，电解铝价格逐月回升，到 2009 年 6 月，电解铝价格已经逐步回升到盈亏平衡线上，而整个 2009 年下半年，电解铝企业的吨利润始终维持在高位，高峰时吨铝利润可以维持在 2000 元人民币上下，接近行业高峰的 2007 年。在巨额利润的刺激下，前期停产产能逐步恢复生产，而新建项目也加快了建设进度，根据我们的统计，2010 年新增产能接近 500 万吨，如果算上原有产能 1800 万吨，2010 年行业总产能将达到 2300 万吨，行业过剩产能问题依旧突出。

由于电解铝的庞大产能，2010 年中国电解铝产量始终居高不下，2010 年前 4 月，中国月均电解铝产量维持在 130 万吨左右，与 2009 年前 4 月的月均 89 万吨的产量增长 46.07%。与行业高峰 2008 年前 4 月的月均产量 106 万吨也增长了 22.64%。我们认为，在电解铝价格尚处于企业盈亏平衡点上方的情况，企业理性的选择是继续生产，而无动力进行主动减产。

由于产量的巨幅增加，我们认为电解铝的价格并无大的上行空间。

表 1：2010 年新增电解铝产能

公司名称	新增产能	备注
信发集团	100	建在新疆，2010 年 8 月开始投产，2010 年投产 100 万吨，后续还有 100 万吨
	14	广西信发扩建，开始投产
山东魏桥	80	2010 年投产 40 万吨
河南神火	20	2010 年上半年基本能全部投产，目前已开
锦宁铝业	38	建在中宁，锦江集与秦毅合办，即将投产，共 4 期，总共 152 万吨
东方希望	45	2009 年投产 25 万吨，剩余 45 万吨 2010 年投产
重庆天泰	10	2010 年开建，可能四季度开工
博赛矿业阿坝铝厂	25	
中铝连城	38	2010 年投建，年内建成并部分投产
山西兆丰	13	2010 年 6 月投产
霍煤鸿骏	38	2010 年 38 万吨新产能建成，部分投产。2011 年还有 35 万吨产能投建
遵义金兰伟明铝业	7	原来的 3 万吨产能改造成 10 万吨，年底可投产
中铝遵义铝厂	10	2010 年四季度可以投产
中铝广西分公司	20	2010 年可部分投产
甘肃东兴铝业	8.5	在建，基本能在年底投产，400KA 槽型
大唐能源化工	30	内蒙托克托工业园，2010 年年底动工建设
总计	496.5	

资料来源：百川资讯

锌：消费增长不及供应增长，钢铁需求萎靡价格恐将继续受压

SHFE 锌库存 5 月份继续增加，5 月份 SHFE 锌库存增加 36037 吨，月库存自 2010 年以来呈现连续 5 个月增加。5 月份 SHFE 锌库存继续增加，主要因国内精炼锌供应速度远大于市场消耗速度。

宝钢、武钢七月份钢价的下调符合市场预期，由于南方面临雨季，建筑钢材市场等面临淡季，市场悲观情绪进一步加重。钢厂出货心态强烈，但下游需求采购观望心态更强。需求的严重萎缩致使贸易商库存压力日益严重，从上海涂镀钢材的库存来看，5 月 28 日上海地区库存达到 13.27 万吨，超越前期高点。需求不均衡使得价格愈走愈低，即使价格的不断下跌，依然没有缓解需求萎靡的态势。由于钢材需求受压，我们认为电解锌的价格或将继续受压。

铅：汽车产量环比增速下降，需求或将回落

根据最新统计，2010 年 5 月，汽车生产 141.66 万辆，环比下降 9.39%，同比增长 27.86%；销售 143.83 万辆，环比下降 7.50%，同比增长 28.35%。环比增长速度来看，这是 2010 年连续 5 个月下降，表明汽车产量增速拐点已现，短期内汽车产量增长已达高点。这将对电解铅的需求产生负面影响。

锡：电子产品下游步入景气周期，供应增长缓慢

2010年以来，以家用电脑为主的IT电子设备步入景气周期。2010年4月，中国微型电子计算机产量达到1981万台，同比增长49.82%。创近几年来最高增速。下游电子产品产量增加将加大对锡的需求

2010年前4月，中国共生产精练锡45649吨，同比增长34.3%。但我们应该看到，2010年4月锡的产量增长速度大致只有2.6%，考虑到南方5月的多雨天气，我们认为产量增长仍将维持低位。

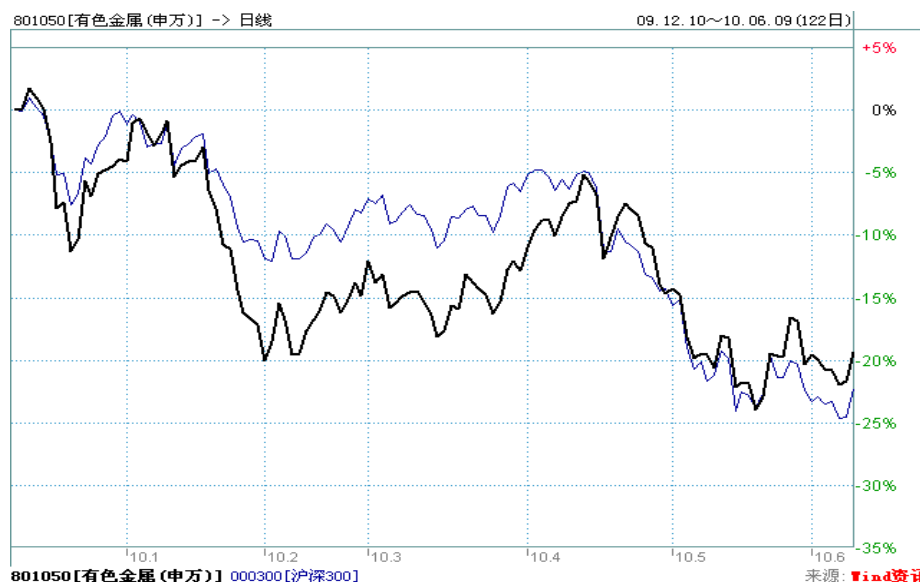
镍：不锈钢产量恢复增长、价格低位将获支撑

国际不锈钢论坛（ISSF）的数据显示，在2008年下降7%之后，2009年全球不锈钢产量再次下降5%至2460万吨。由于全球经济反弹，刺激房屋、汽车等各个行业的需求，今年一季度不锈钢产量跳增55%。国际不锈钢论坛将不锈钢产量将从2009年的2400万吨增加至2010年的3000万吨，而论坛今年二月份的预测是2800万吨，并称2011年可能增至3200万吨。

三、有色金属行业09年5月投资策略

由于货币政策的趋紧，资金偏好发生改变。2010年以来，有色金属与其他周期性行业一样经历了持续的下跌，根据我们观察到的统计数据，有色金属行业指数2010年大致下跌了20%。

图6：有色金属行业指数



资料来源：WIND资讯

在价格大幅下跌的情况下，有色金属板块估值开始向合理水平回归。根据我们的

统计，截止到2010年6月9日，有色金属类上市公司的市净率水平回落至4.31倍左右的水平，已经处于合理估值水平3-5倍市净率的区间内。

但与A股市场上其他行业相比，其并不具有估值优势。截止到2010年6月9日，A股市全体A股平均市净率水平为2.72倍，相对估值与2007年行业顶峰的水平相比并没有多大的下降，但行业的盈利能力与07年相差甚远。

与国外有色金属类上市公司相比，A股的溢价水平更高，我们对比了香港市场的有色金属类上市公司，其市净率水平大致为1.97倍左右。

表2：有色金属类上市公司估值

	市净率（加权平均）
有色金属(A股)	4.31 倍
A股整体平均	2.72 倍
有色金属(香港)	1.97 倍

注：股价基准日为6月09日

资料来源：WIND资讯

我们认为，由于有色金属价格仍将受到中国房地产调控、欧洲主权国家债务危机的影响，行业需求预期渐趋悲观。基于我们对有色金属上市公司类上市公司业绩、估值水平的理解，我们维持对行业“中性”的投资评级，行业并无系统性的投资机会，机会在于政策面的变化和重组预期带来的个股投资机会。

下面是我们重点关注的上市公司盈利预测和投资评级

表3：重点关注的上市公司基本概况

证券代码	证券简称	09EPS(元)	2010EPS(元)	09PE（倍）	2010PE（倍）
000060	中金岭南	0.40	0.45	37.30	33.16
000612	焦作万方	0.40	1.07	48.08	17.97
000960	锡业股份	0.21	0.47	86.62	38.70
600111	包钢稀土	0.07	0.50	598.71	83.82
600362	江西铜业	0.78	1.28	36.40	22.18
601958	金钼股份	0.17	0.52	82.71	27.04

注：PE计算的价格为6月09日的收盘价

资料来源：WIND资讯、南京证券



行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。