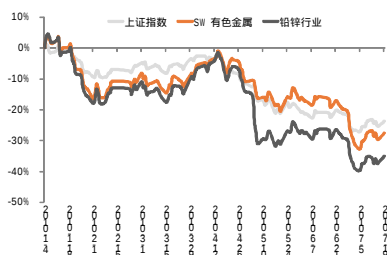


布局大金属，铅锌先行

铅锌子行业

推荐（上调）

行情走势图



相关研究报告

《把握调整的拐点——2010年有色金属投资策略》——2010年4月20日

《金融属性回归 VS 中国需求放缓》——2010年6月22日

研究员

聂秀欣 010-59734912
S1060208050096
Nixiuxin001@pingan.com.cn

■ **有色金属金融属性将再度释放。**下半年欧元区“紧财政、宽货币”的政策使得欧元区货币供应量宽裕，而受财政紧缩的影响，实体经济增长速度缓慢，宽松的流动性将流向商品市场；随着欧洲主权国家债务危机的深化以及欧元区救市政策的出台，风险厌恶情绪逐步降低，避险资金对美元需求减少，将使得美元反弹幅度受限制；目前美国就业市场不稳以及通货膨胀维持低位，美联储超低利率政策可能将维持。综合的看，下半年欧美市场流动性将回归，有色金属的金融属性将重新释放。

■ **高自给率是我们看好铅锌的理由。**在流动性回归到背景下，相对于其他有色金属，铅锌价格反弹空间未必是最大的，由于中国不到20%的自给率和接近0的铜精矿加工费，中国冶炼厂很难分享铜价上涨的“红利”；而铝行业过剩情况较铅锌更严重，加上作为高能耗行业，铝企业将承受价格和产能控制的双重压力；相对而言，中国铅锌资源自给率约为50%，较为均衡的自给率使得资源型的铅锌企业能够分享价格反弹带来的收益。此外，部分上市公司超行业的资源自给率，使得资源优势更加突出，这是我们下半年看好铅锌行业的理由。

■ **铅锌的大幅下跌调整提供了更高的安全边际。**2010年上半年铅锌自高位下跌了超过40%，是有色金属里面跌幅最大的，而铅锌价格的大幅下跌已经逼近了部分国内冶炼厂的生产成本，进入5月份后国内冶炼厂减产消息不断，这对铅锌价格的稳定是有利的。另一方面，铅锌供应增速落后于电池和镀锌板带等主要下游消费增速，显示供应商的供应调整和消费商的去库存化正在进行当中。随着时间的推移，国内隐性库存消耗、人民币升值预期以及宏观经济政策的转向，中国需求的再次启动将进一步推高铅锌价格。

■ **上调铅锌子行业评级至“推荐”，看好中金岭南、宏达股份。**铅锌季度均价环比变化跟销售毛利率高度相关，销售毛利率决定盈利能力，鉴于2季度铅锌价格环比大幅下滑，我们预计二季度是铅锌子行业的业绩低点，但随着下半年铅锌价格将逐步回升，相关公司将走出业绩拐点。加上前期铅锌板块股价下跌已经使得估值压力得到释放，我们把铅锌子行业的评级从“中性”上调至“推荐”。看好安全边际较高、资源自给高、业绩拐点确定的公司，维持中金岭南“推荐”评级，首次给予宏达股份“推荐”评级。

■ **风险提示：**全球经济二次探底；国内宏观调控力度加大；欧美各国退市政策；

一、金融属性将再度释放

1.1 流动性是有色金融属性的主要推动因素

09 年流动性是有色金融属性的主要推动因素，而我们所指的流动性更多是指欧美日等发达经济体的金融市场流动性，因为外汇管制以及商品期货市场的成熟程度限制了中国流动性的参与，中国因素更多是作为消费者的交涉体现商品属性的作用。

我们认为，上半年欧债危机是流动性减少的最主要原因，这表现为主权风险增加使得金融市场拆借成本上升，资本流动速度减慢；而资金流向美元，美元反弹压制有色金属价格；此外，在风险厌恶情绪下，经历了去年大幅反弹的有色金属，作为风险资产受到压制。另一方面，中国国内调控政策使得中国需求增速放缓，2009 年过度进口造成的隐性库存高企的现状逐步浮现，这一定程度上加大了有色金属的调整压力。

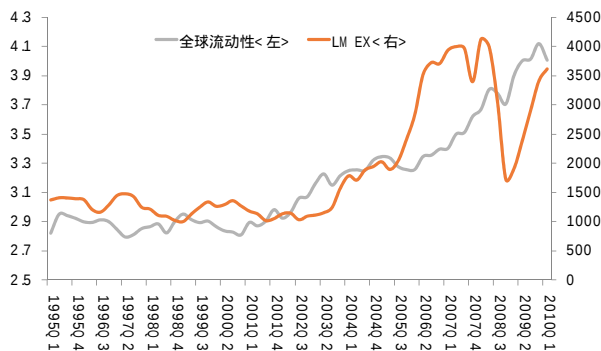
1.2 下半年欧美流动性将逐步回归

尽管上半年流动性的减少打压了金属价格，但是我们预计下半年欧美流动性将逐步回归，主要原因如下：

- 1) 下半年欧元区“紧财政、宽货币”的政策使得欧元区流动性宽裕，而受财政紧缩的影响，实体经济增长速度将受影响，宽松的流动性将流向商品市场；
- 2) 随着欧洲主权国家债务危机的深化以及欧元区救市政策的出台，风险厌恶情绪逐步降低，避险资金对美元需求减少，美元反弹幅度反弹限制；
- 3) 美国目前就业市场不稳以及通货膨胀维持低位，美联储超低利率政策将在年内维持。

我们用转换成美元为计价单位的欧美日的综合马歇尔K系数（ $M2/GDP$ ）来衡量全球流动性，根据我们对下半年M2和GDP的判断，宽松的货币供应量（M2增加）、经济复苏步伐缓慢（GDP增速降低）以及美元指数汇率回落都将使得马歇尔K系数上升，这预示全球流动性将回归，而流动性的增加将对包括有色金属在内的商品价格形成支撑。

图表 1 流动性指标马歇尔K指数与LMEX指数



资料来源：CEIC、平安证券研究所

图表 2 美元中长期弱势不改



资料来源：Wind资讯、平安证券研究所

二、高自给率是我们看好铅锌的理由

在流动性回归背景下，相对于其他有色金属，铅锌价格反弹未必是最大的，综合了自给率和可能的反弹幅度才是我们选择铅锌的理由。

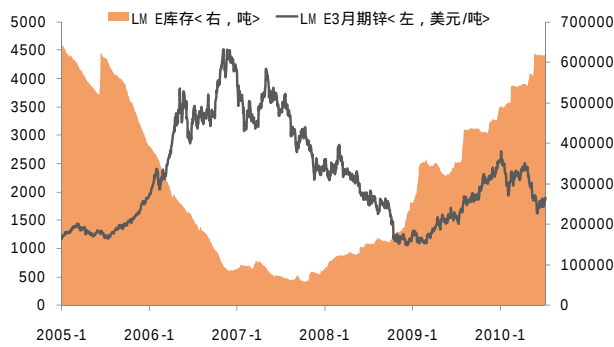
虽然铜是基本面最好的金属，我们也完全有理由相信在三四季度反弹里，铜价上涨空间要比铅锌大，但是2010年铜加工费接近历史最低水平，其中现货加工费更加逼近0美元/磅，中国只有20%的铜精矿自给率阻挡了铜价上涨“红利”在冶炼企业的传导；铝行业过剩情况较铅锌严重，加上作为高能耗行业，铝企业将承受价格和产能控制的双重压力，而铝行业成本更多来自于电价，造成公司间同质化较为明显。

相对来说，中国铅锌资源自给率约为50%，均衡的自给率使得资源型的铅锌企业能够分享价格反弹带来的“红利”。此外，部分公司超行业的资源优势，给予了我们更为灵活的配置选择。所以综合自给率和行业基本面是我们下半年看好铅锌行业的原因。

三、铅锌的大幅下跌调整提供了更高的安全边际

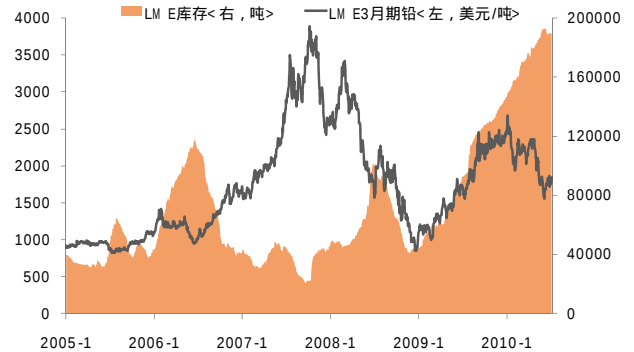
进入2010年后，铅锌自高位下跌了超过40%，是所有有色金属里面跌幅最大，铅锌价格的大幅下跌已经逼近了部分国内冶炼厂的生产成本，进入5月份后国内冶炼厂减产消息不断传出，这铅锌价格的支撑是正面的。而实际上，我们认为市场对铅锌市场的忧虑是反应过度，对比铅锌供应量的同比增速和铅锌蓄电池（占铅消费80%）和镀锌钢板（占总消费50%）发现，铅锌供应量的增速要低于主要下游主要消费领域的增速。

图表 3 LME 锌价与库存



资料来源：Wind 资讯、平安证券研究所

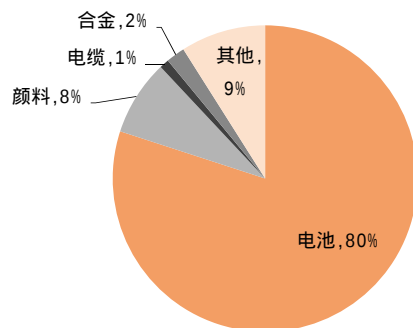
图表 4 LME 铅价与库存



资料来源：Wind 资讯、平安证券研究所

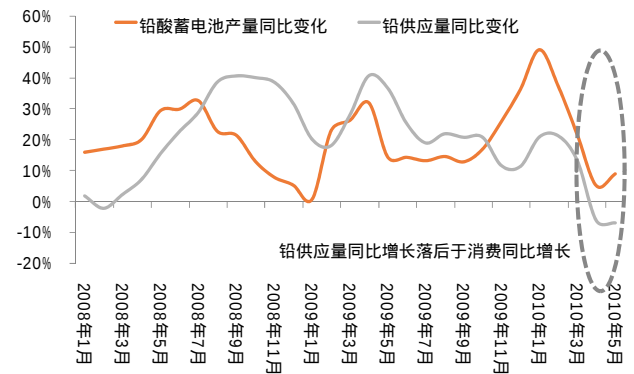
铅锌供应增长落后于消费增长反映了两种可能，第一，供应商供应量减少来应对由于价格的大幅下跌；第二，消费者在消耗去年建立的隐性库存。无论是哪种可能发生或者是两者同时发生，我们认为，这种市场的自我调节机制使得加快了国内去库存化的进程，并且降低了价格进一步下跌的压力，铅锌行业具有更高的安全边际。

图表 5 中国铅消费结构



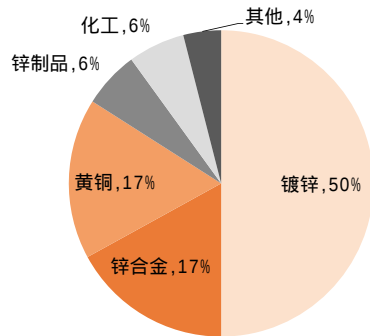
资料来源：安泰科、平安证券研究所

图表 6 中国铅供应量增长落后电池产量增长



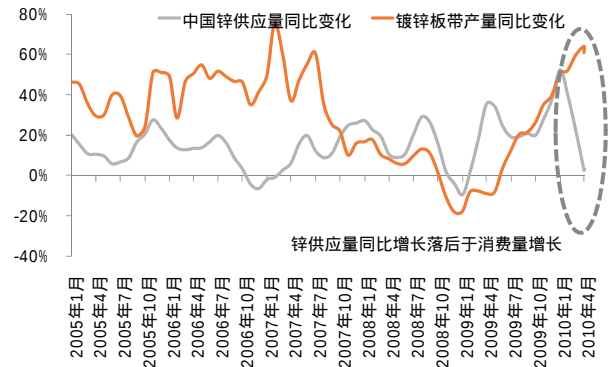
资料来源：Wind 资讯、平安证券研究所

图表 7 中国锌消费结构



资料来源：安泰科、平安证券研究所

图表 8 中国锌供应量增长落后镀锌钢板产量增长



资料来源：Wind资讯、平安证券研究所

对于目前国内的调控政策，我们认为随着政策的落实和当前外部经济环境不稳，下半年国家推出更严厉的调控政策的可能性不大，而现阶段政策性造成的需求增速放缓已经得到体现。我们认为相对而言供应增长要落后于需求增长，这有利于国内的去库存化。而随着时间的推移，国内隐性库存消耗以及宏观经济政策的转向，中国需求的再次启动将进一步推高铅锌价格。

铅锌经历了2007年初到2008年10月份的价格大幅下跌调整后，我们认为从中长期而言，铅锌行业的调整已经相对于其他有色金属来说，已经十分充分。目前铅锌价格相当于2006年初牛市起步时水平，而随着近期注销仓单的上升，未来一段时间LME库存回落的可能性较大，库存减少将使得铅锌市场远期曲线从“近低远高”的贴水结构趋于平缓，而远期曲线的平缓将有利于吸引商品基金入场做多铅锌，在中国需求仍然是主导有色金属市场的主旋律，加上人民币升值预期下，铅锌价格底部支撑较为稳固。

我们预计三季度、四季度铅锌价格将较2季度上涨10%—20%，其中铅均价分别为1900美元/吨、2000美元/吨，而2011年均价约为2300美元/吨；锌方面，三季度和四季度均价分别为1950美元/吨和2100美元/吨，2011年均价为2400美元/吨，对应2010年和2011年的沪锌价格分别为18000元/吨、20000元/吨。

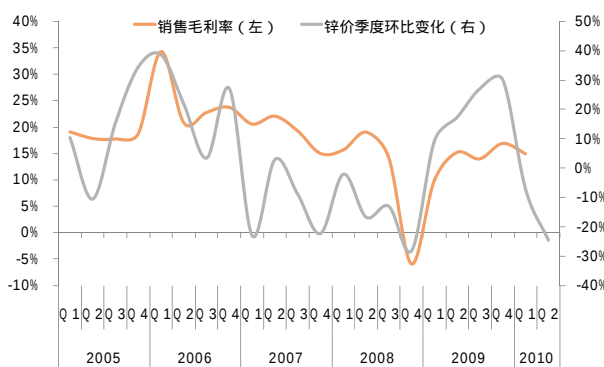
四、上调铅锌子行业评级至“推荐”，看好中金岭南、宏达股份

我们预计二季度是铅锌子行业的业绩低点，通过对比可以看到，锌价季度均价环比变化跟季度销售毛利率有较强的相关性，这背后反映了原材料采购和冶炼成产品销售之间的时间差。2010年2季度锌价环比下跌24.5%，锌价环比下跌意味着毛利率的降低，相关铅锌公司中报业绩难有意外惊喜，

但是在这种逻辑下，根据我们对三四季度铅锌价格触底反弹的判断，随着下半年铅锌价格将逐步回升，意味销售毛利率上升，相关公司将走出业绩低点。

另一方面，进入2季度后有色金属板块，特别是铅锌板块股价的下跌，使得铅锌板块的估值压力得到释放。目前铅锌子行业的PE约为48倍，相对2009年3季度大幅降低，也低于66倍的去8年的行业平均PE。考虑到整体铅锌子行业估值的回落，以及三四季度业绩的回升的可能性较大，我们把铅锌子行业的评级从“中性”上调至“推荐”。

图表 9 锌价环比变化与毛利率高度相关



资料来源：Wind资讯、平安证券研究所

图表 10 铅锌子行业估值压力大幅释放



资料来源：Wind资讯、平安证券研究所

沿着我们对铅锌子行业的投资逻辑——看好安全边际较高的公司、看好铅锌资源自给高的公司、看好业绩拐点确定的公司。综合对比，中金岭南与宏达股份无论是从资源储量、铅锌冶炼规模、自给率和综合开采年限上都位居前列，并且大幅领先其他资源型铅锌上市公司。

图表11 资源型铅锌公司资源量与自给率

名称	资源量（万吨）		精矿产量（2009）		金属产量（2009）		综合自给率	综合开采年限
	铅	锌	铅	锌	铅	锌		
中金岭南	255	435	11	19	12	25	81%	20
宏达股份	252	331	7.7	14.3	—	19	75%	25
西部矿业	189	292	6.7	8.5	—	6.2	137%	28
驰宏锌锗	53	108	2	15	8.9	18.3	63%	9
中色股份	8	68	—	6.4	—	4	160%	12

资料来源：平安证券研究所、公司公告

中金岭南：

2009年收购澳大利Perilya矿业公司，完成了在周期底部的完美扩张，不但增加了公司的资源储备，目前公司铅锌资源权益储量约为680万吨，位居国内铅锌上市公司之首，此外收购也使得公司盈利能力得到最迅速的提高，我们预计10年、11年和12年，Perilya净利润将占公司的8%、15%和17%。而

公司与Teck合作开发的爱尔兰项目进展良好，作为公司的“风险投资”值得期待。国内方面，随着募投项目丹霞冶炼厂和马坝冶炼厂的相继投产，公司铅锌和小金属产能得到进一步上升，并使得原有的韶关冶炼厂和凡口铅锌矿得到合理的利用。预计2010年、2011年公司的EPS分别为0.65元和0.99元，对应7月19日收盘价13.8元，动态PE分别为21倍、14倍，维持“推荐”评级。

宏达股份：

虽然对亚洲最大铅锌矿——兰坪锌矿的进一步增持暂告一段落，但是无损公司公司对兰坪铅锌矿51%的控股权。公司目前权益铅锌资源储量达583万吨，仅次于中金岭南，按照目前的静态冶炼产能估算，能满足公司未来25年的冶炼需求。下半年铅锌价格的触底回升将提升公司的盈利能力和资源内涵价值，我们预计2010年、2011年公司EPS分别为0.40元、0.70元，对应7月19日收盘价11.81元，动态PE分别为30倍和17倍，首次给予“推荐”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257