

有色金属

—关注大金属品种的交易性机会

投资评级 推荐

投资要点:

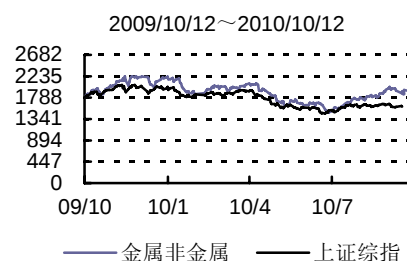
- 近期由于金属价格上涨,有色股迎来了一波交易性投资机会。铜铝铅锌锡镍等 6 种金属具有一定的金融属性,除了供需基本面之外,商品市场上流动性的充裕程度、美元走势也能够左右金属价格。我们对近期金属价格上涨的基本判断是:1) 主要是流动性推动,以及美元贬值的影响;2) 中国及美日欧的需求基本面情况并不能支撑金属价格持续上涨。
- 对有色股近期表现的基本判断是:1) 主要是金属价格上涨刺激有色股上涨;2) 后续需要密切跟踪金属价格走势、美元走势、商品市场流动性等指标,以及国内外可能出台的货币政策。
- 中国对铜铝铅锌等大品种有色金属的需求依旧强劲,但后劲可能不足。美日欧制造业有向坏运行的趋势,是否会出现二次探底目前还不好判断,因此我们认为,目前有色金属的供需基本面并不能对金属价格持续上涨形成有效的支撑。
- 经过一轮的大幅上涨之后,大品种有色股可能出现盘整。但我们对金属价格走势短期内保持乐观,在大盘不出现回调的前提下,后续有色股仍有上涨空间,应关注大金属类上市公司中基本面较好的公司。建议重点关注焦作万方、江西铜业、中金岭南等质地优良的细分行业龙头股近期可能出现的交易性机会;另外西部矿业、中色股份、吉恩镍业、驰宏锌锗、云南铜业等大金属品种也应重点关注。

2010 年 10 月 13 日

主要数据

行业指数	1954.46
上证指数/深圳成指	2738.74/11468.54
公司家数	75
总市值(百万元)	790696.02
流通市值(百万元)	575498.16

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	闫磊
职业资格证书编号:	S0020210090002
电 话:	(86-21) 51097188-1956
电 邮:	yanlei@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

正文目录

第 1 部分 金属价格上涨是近期有色股走强的直接刺激因素	3
1.1 有色股走势与有色金属价格显著正相关	3
1.2 六种主要金属的价格走势分析	3
第 2 部分 充裕的流动性是金属价格持续上涨的主要因素	6
2.1 美元持续贬值是长期趋势，是金属价格看涨的支撑	6
2.2 充裕的流动性是金属价格上涨的保障	6
第 3 部分 需求基本面不足以支撑金属价格持续上涨	7
3.1 中国需求强劲，但后劲可能不足	8
3.2 美日欧需求偏向疲软	9
第 4 部分 投资建议	10
4.1 焦作万方：煤电铝一体化的综合性电解铝企业	11
4.2 江西铜业：铜价上涨的最大获益者	11
4.3 锡业股份：全球锡业巨头	12

图表目录

图表 1: 有色指数与 LMEX 走势对比	3
图表 2: LME-3 月期铜价格及库存走势	4
图表 3: LME-3 月期铝价格及库存走势	4
图表 4: LME-3 月期锌价格及库存走势	4
图表 5: LME-3 月期铅价格及库存走势	5
图表 6: LME-3 月期锡价格及库存走势	5
图表 7: LME-3 月期镍价格及库存走势	5
图表 8: 美元指数与 LMEX 走势对比	6
图表 9: 欧美 Libor-OIS 利差与 LMEX 走势对比	7
图表 10: 铜铝锌铅锡镍等 6 种金属的消费结构	7
图表 11: 中国累计商品房新开工面积及增幅	8
图表 12: 中国汽车产量及增幅	9
图表 13: 中国电力电缆产量及增幅	9
图表 14: 美日欧制造业指数走势	10
图表 15: 建议重点关注的可能具有交易性机会的个股	10
图表 16: 焦作万方单季度 EPS 与铝价的关系	11
图表 17: 江西铜业各季度归属母公司所有者净利润对比	11

第1部分 金属价格上涨是近期有色股走强的直接刺激因素

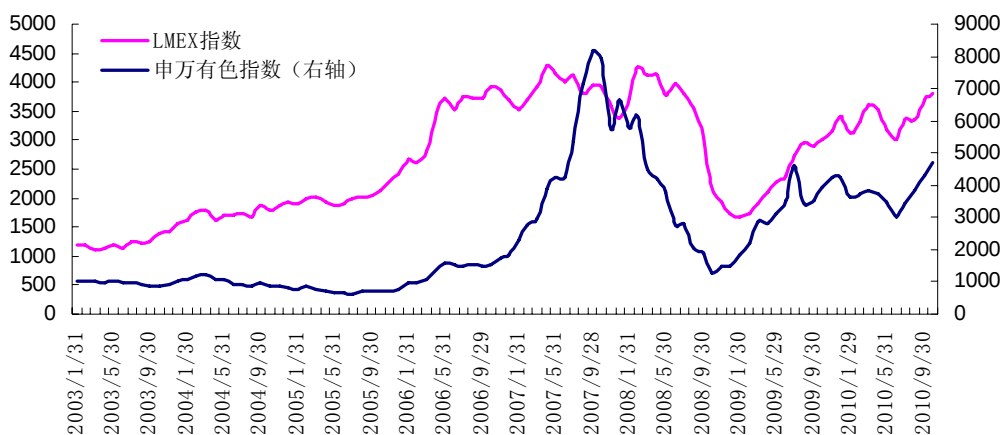
A 股市场有色股的价格走势和有色金属价格密切相关，有色金属价格是判断有色股走势的关键指标。

本次 A 股市场大金属品种强劲上涨的直接刺激因素是金属价格上涨，有色股迎来了一波交易性投资机会。

1.1 有色股走势与有色金属价格显著正相关

我们收集了 2003 年 1 月至 2010 年 10 月的申万有色指数与 LME 指数月度数据，共包括 94 组时间序列样本点，统计出二者的 Pearson 相关系数为 0.693。即便不考虑大盘涨跌因素，将上证指数作为控制变量，计算出申万有色指数与 LME 的偏相关系数为 0.30，因此金属价格对有色股股价的正向影响是毋庸置疑的。

图表 1:有色指数与 LME 的走势对比



资料来源: Bloomberg、Wind、国元证券研究中心

回顾历史: 1) 2005 年 10 月至 2007 年 9 月, 在短短两年时间里, 上证指数累计涨幅达到 420%, 申万有色指数累计涨幅高达 1100%, 是同期上证指数涨幅的 2.6 倍, 位列所有行业中的第一位。而当时持续数年的有色金属牛市是有色股强劲上涨的关键驱动因素, 2003 年初至 2007 年 4 月 LME 的涨幅达到了 263%; 2) 随后, 随着大盘的系统性回调, 有色股开始大幅下跌, 在有色金属价格大幅回落的刺激下, 申万有色指数从 2007 年的 9 月份至 2008 年 10 月底的下跌幅度高达 85%。

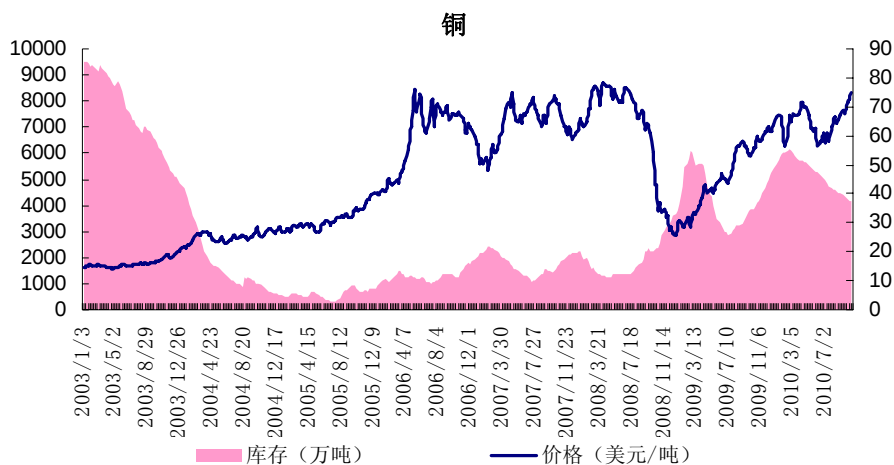
2008 年年底以来, A 股市场有色指数和金属价格走势的相关性进一步增强, 例如 2008 年 11 月有色指数即触底反弹, LME 到 2009 年 1 月触底; 2009 年至今, 二者的反弹幅度也十分接近。

1.2 六种主要金属的价格走势分析

近期, 在美元加速贬值, 国际商品市场流动性宽松等因素的影响下, 以铜、锡为代表的有色金属品种价格持续攀升, LME 期铜、锡两个品种已经达到或者突破历史高点。在金属价格上涨的直接刺激下, A 股市场铜、铝、锌等大金属品种表现优异。

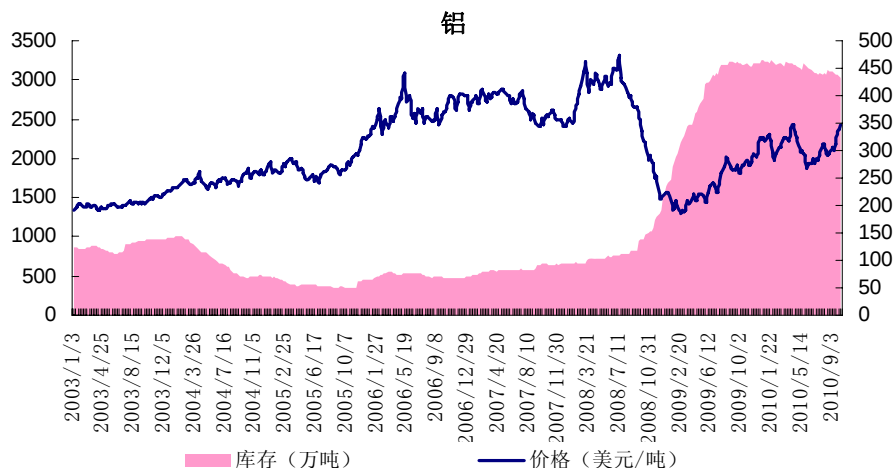
相对于铜、锡，近期铝、锌、铅、镍等 4 个有色金属品种的价格走势偏弱，主要因素是在全球范围内这 4 个金属品种产能过剩比较严重，供需基本面难以支撑价格上涨。

图表 2：LME-3 月期铜价格及库存走势



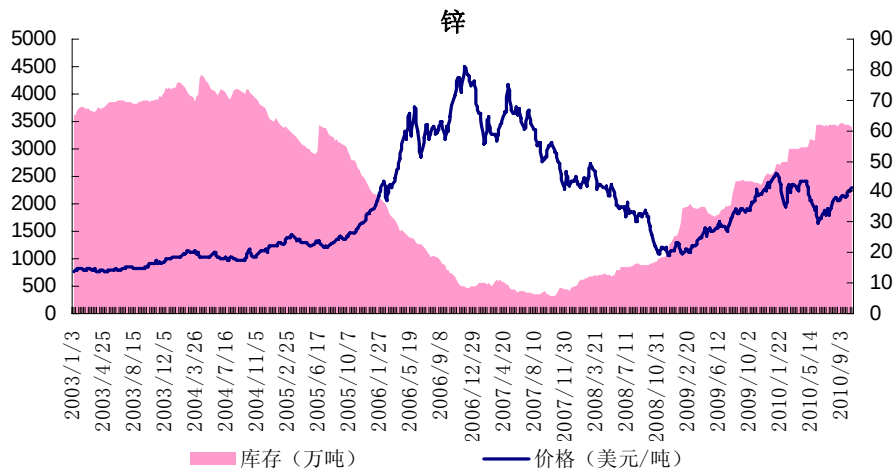
资料来源：Bloomberg、国元证券研究中心

图表 3：LME-3 月期铝价格及库存走势



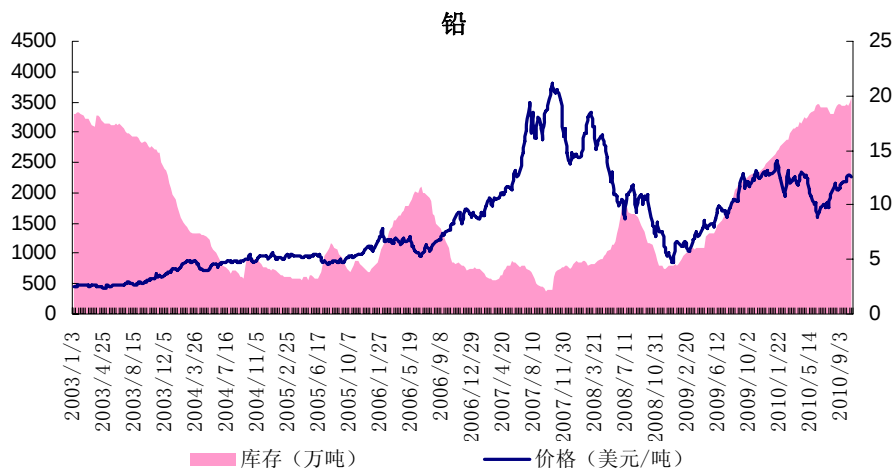
资料来源：Bloomberg、国元证券研究中心

图表 4：LME-3 月期锌价格及库存走势



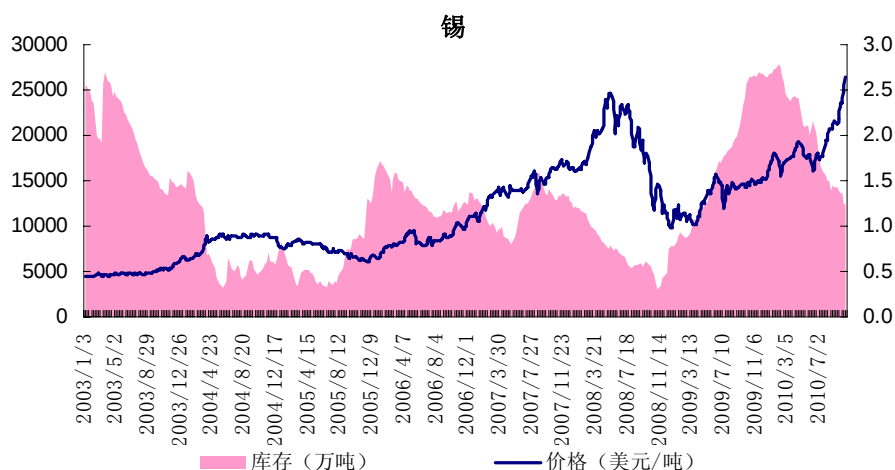
资料来源：Bloomberg、国元证券研究中心

图表 5: LME-3 月期铅价格及库存走势



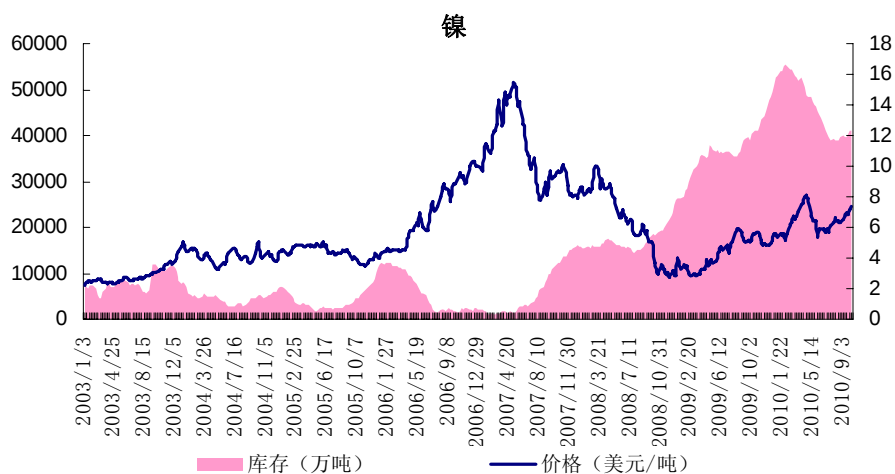
资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图表 6: LME-3 月期锡价格及库存走势



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图表 7: LME-3 月期镍价格及库存走势



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

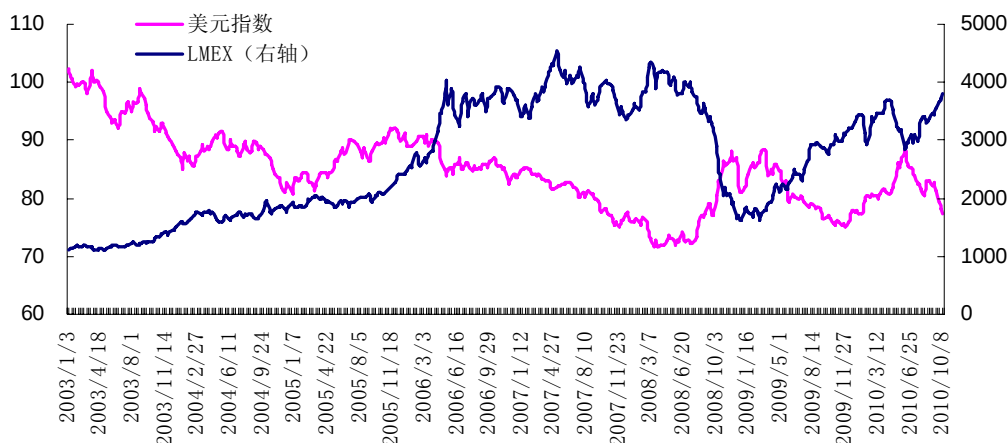
第2部分 充裕的流动性是金属价格持续上涨的主要因素

铜铝铅锌锡镍等 6 种金属具有一定的金融属性，除了供需基本面之外，商品市场上流动性的充裕程度，投机资金的活跃程度也能够左右价格的走势。经过分析，我们认为本轮金属价格走强的主要驱动因素是流动性充裕及美元贬值的影响。

2.1 美元持续贬值是长期趋势，是金属价格看涨的支撑

自 2008 年年底以来，美国政府为了挽救经济，采取了大幅回购美国国债，调低银行利率等一系列扩张性的货币政策，在恢复市场流动性的同时，也增加了美元的贬值预期，美元贬值导致了以美元计价的金属价格上涨。

图表 8：美元指数与 LME 走势对比



资料来源：Bloomberg、国元证券研究中心

通过美元走势与 LME 走势的对比，2003 年 1 月至 2010 年 10 月二者的 Pearson 相关系数为-0.73，呈现出明显的负相关关系；尤其是近期美元出现加速贬值预期，刺激金属价格上涨。

2.2 充裕的流动性是金属价格上涨的保障

国际商品市场上流动性的充裕程度也是决定金属价格的关键因素。

选择美国和欧元区的 Libor-OIS 利差作为衡量商品市场上流动性的参考指标，Libor-OIS 利差指银行间拆借利率与隔夜指数掉期利率之差，衡量货币市场资金获得的难易程度，息差扩大被视为银行间拆借的意愿下滑，因此息差是衡量流动性的反向指标。通过分析，有色金属价格与欧美 Libor-OIS 利差的关系密切。

我们选取 2003 年 1 月至 2010 年 10 月作为考察区间，结论如下：

1) 2003 年 1 月至 2007 年 8 月，美国及欧元区 Libor-OIS 利差长期处于低水平，这是此期间形成金属牛市的必要条件；

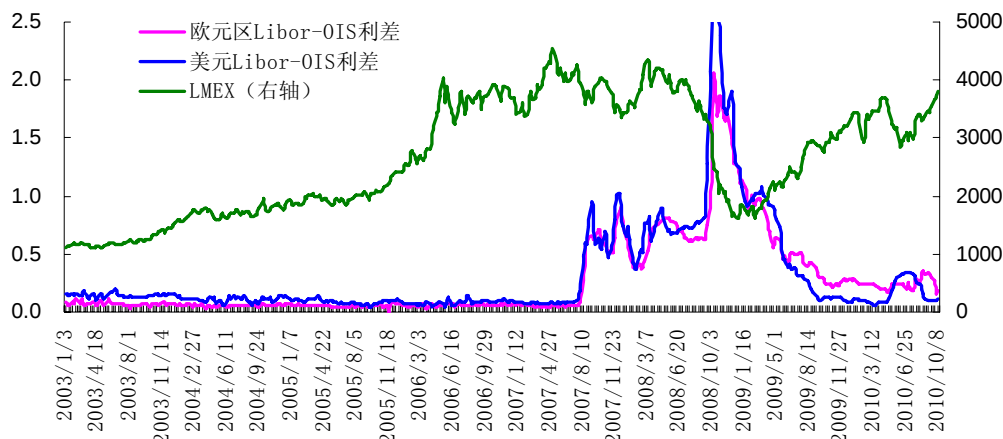
2) 2007 年下半年美国次贷危机爆发，欧美 Libor-OIS 利差开始显著扩大，金属价格上涨乏力，开始高位震荡。2007 年 8 月 9 日，法国最大的银行巴黎银行宣布卷入次贷危机，当天全球股市大跌，欧美央行紧急注资救场，当天美元 3 月期 Libor 与 3 月期 OIS

利率的差值从前一日的 13.4 个基点跃升至 40 个基点，市场流动性急剧恶化，2007 年 8 月 9 日成了次贷危机后信贷紧缩加剧的分界点；

3) 2008 年 9 月雷曼兄弟破产，欧美 Libor-OIS 利差一夜之间迅速扩大，导致金属价格短期内暴跌，持续数年的金属牛市宣告结束；

4) 自 2009 年以来，欧美 Libor-OIS 利差开始下降，市场上流动性开始恢复，金属价格开始反弹。近期欧美 Libor-OIS 利差经过一波小幅上涨之后开始回落，导致金属价格走强。

图表 9：欧美 Libor-OIS 利差与 LME 走势对比



资料来源：Bloomberg、国元证券研究中心

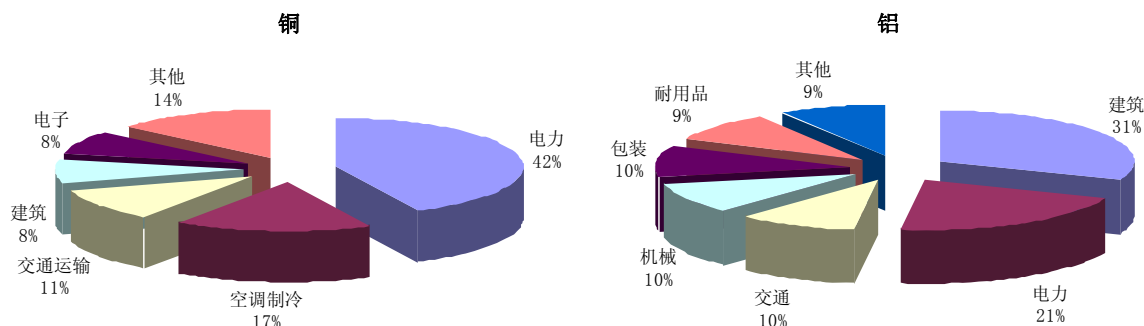
2007 年 8 月至 2010 年 10 月欧元区 and 美国的 Libor-OIS 利差与 LME 的 Pearson 相关系数分别为-0.45 和-0.36。

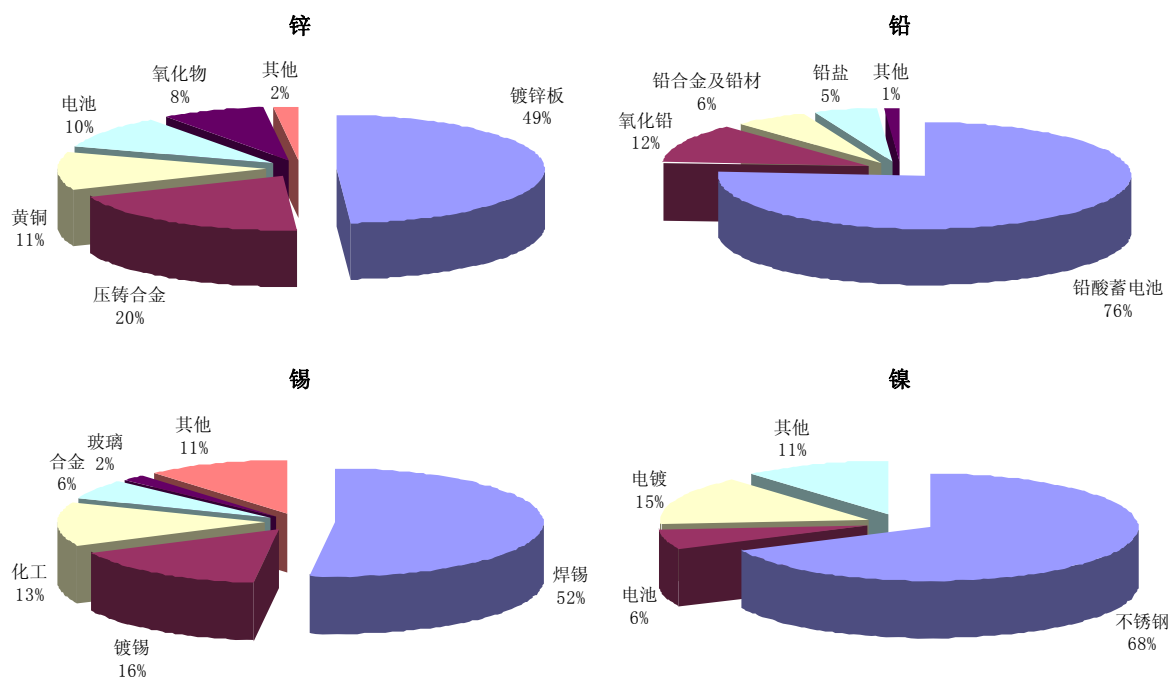
从目前的情况分析，目前各国政府均保持了宽松的货币政策，这就为金属价格持续上涨提供了必要条件。

第3部分 需求基本面不足以支撑金属价格持续上涨

有色金属作为工业原材料，其消费结构如下：

图表 10：铜铝锌铅锡镍等 6 种金属的消费结构





资料来源：国元证券研究中心

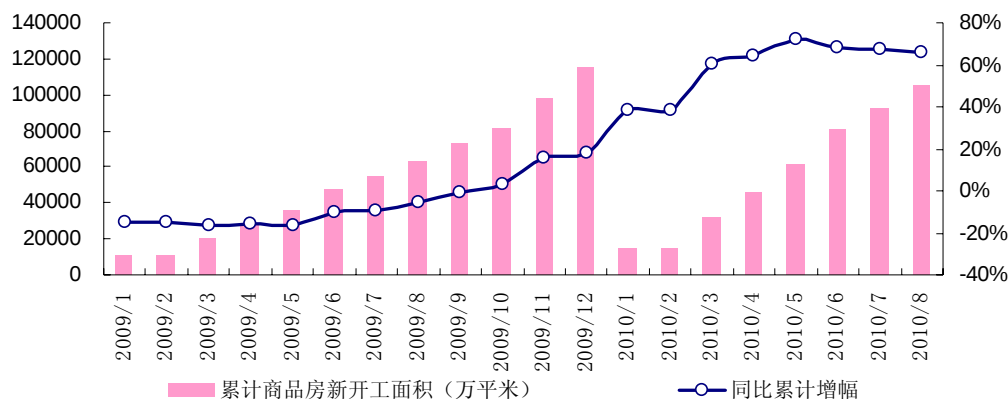
3.1 中国需求强劲，但后劲可能不足

中国正处于工业化与城市化中期，对石油、煤炭、钢铁、水泥、有色金属等能源原材料的需求与日俱增，目前中国消费了全球 50% 左右的水泥，40% 左右的钢铁，35% 左右的铜铝锌铅金属。上一波金属牛市形成的重要因素即是国际游资借“中国需求”概念，爆炒金属价格。

目前以铜铝锌铅为代表的有色金属在国内的主要消费领域集中于建筑及房地产、汽车制造、电力设备及家电、机械等行业。

以下我们收集了中国的房地产新开工面积、汽车产量、电力电缆产量等数据指标，考察有色金属下游行业的运行状况。

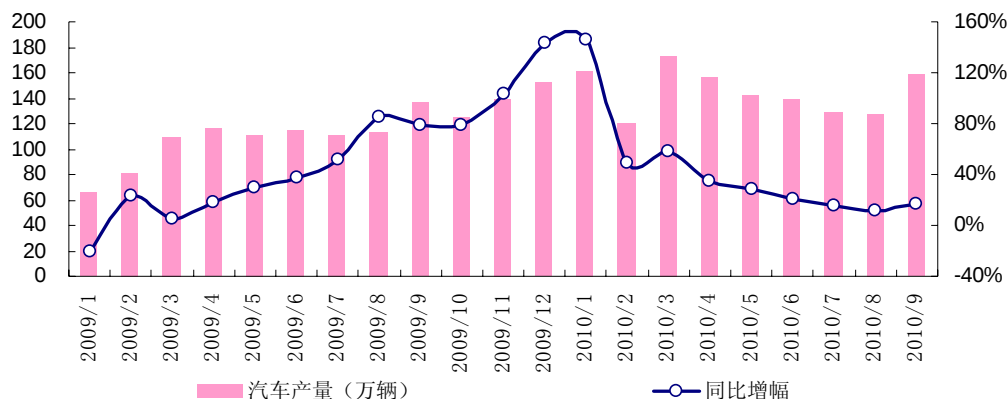
图表 11：中国累计商品房新开工面积及增幅



资料来源：CEIC、国元证券研究中心

中国房地产建设方面依旧向好，自 2010 年 3 月以来，累计商品房新开工面积同比增幅一直保持在 60-80% 的高水平。

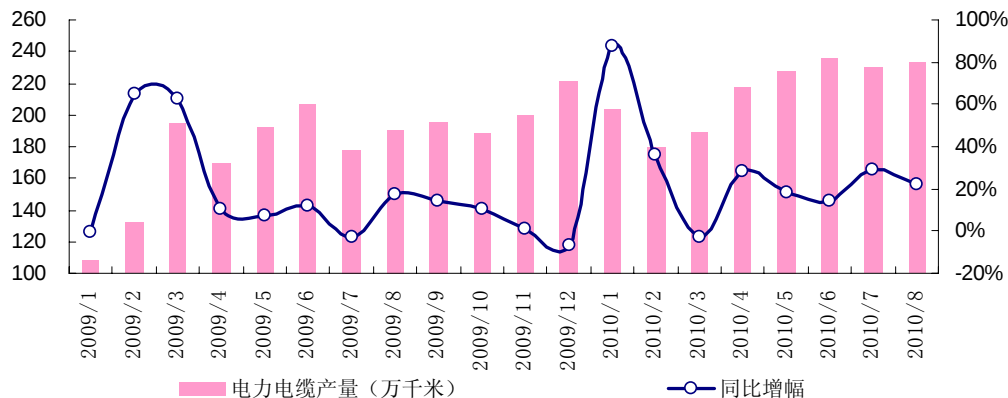
图表 12：中国汽车产量及增幅



资料来源：CEIC、国元证券研究中心

汽车制造领域依然保持了较快的发展速度，2010 年中国汽车产量有望突破 1700 万辆，同比增幅高达 24%。但是 2010 年以来中国月度汽车产量增幅却低于 2009 年，且呈现出增幅不断下降的趋势。

图表 13：中国电力电缆产量及增幅



资料来源：CEIC、国元证券研究中心

电力设备是铜的主要消费领域，中国有近 50% 的铜应用于电力设备领域。通过对比发现，2010 年电力设备行业产品产量增幅平稳，较往年并没有显著的变化。

近期政府不断出台措施调控房地产行业过快发展，中国的房地产行业运行可能出现拐点；而汽车领域的产量增幅已经出现逐月下降的趋势；电力设备、家电及机械制造等领域的运行情况良好，但不足以支撑中国有色金属消费的持续攀升。

因此我们判断中国对铜铝锌铅等有色金属的需求依旧强劲，但后劲可能不足。

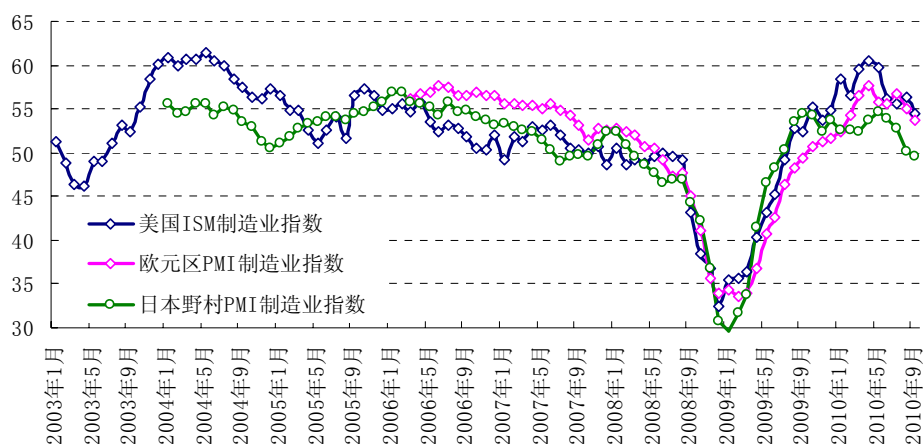
3.2 美日欧需求偏向疲软

美国、日本、欧盟是除中国外全球的主要有色金属消费地区，通过考察制造业的运行情况来分析这 3 个地区有色金属的消费强度。

我们选取美国 ISM 制造业指数、欧元区 PMI 制造业指数、日本 PMI 制造业指数等 3 个指标考察美日欧制造业的运行状况。

当制造业指数大于 50 时，表明制造业运行情况向好，值越高表明运行情况越好；小于 50 时，表明制造业运行情况恶化，值越低表明运行情况越差；当制造业指数为 50 时，则表示制造业运行情况既不向好也不趋于恶化。

图表 14: 美日欧制造业指数走势



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

美日欧三个重要的有色金属消费地区的制造业指数自 2009 年 1 月触底反弹后, 至 2010 年第二季度达到了高点, 其中美国 ISM 制造业指数一度突破 60; 而此后 3 个地区的制造业指数开始回落, 尤其是日本 9 月份 PMI 制造业指数低于 50。

以上情况说明美日欧制造业有向坏运行的趋势, 是否会出现二次探底目前还不好判断, 因此我们认为根据美日欧的经济运行状况, 目前并不能对金属价格持续上涨形成有效的支撑。

第4部分 投资建议

我们对近期金属价格上涨的基本判断是: 1) 主要是流动性推动, 以及美元贬值的影响; 2) 中国及美日欧的需求基本面情况并不能支撑金属价格持续上涨。

对有色股近期表现的基本判断是: 1) 主要是金属价格上涨刺激有色股上涨; 2) 后续需要密切跟踪金属价格走势, 欧美 Libor-OIS 利差、美元走势等指标的走势, 以及各国可能出台的货币政策。

经过一轮的大幅上涨之后, 大金属有色股可能出现盘整。但我们对金属价格走势短期内保持乐观, 在大盘不出现回调的前提下, 后续有色股仍有上涨空间, 应关注大金属类上市公司中基本面较好的公司。

建议重点关注焦作万方、江西铜业、中金岭南等质地优良的细分行业龙头股近期可能出现的交易性机会; 另外西部矿业、中色股份、锡业股份、吉恩镍业、驰宏锌锗、中孚实业、铜陵有色、云南铜业等大金属品种也应重点关注。

图表 15: 建议重点关注的可能具有交易性机会的个股

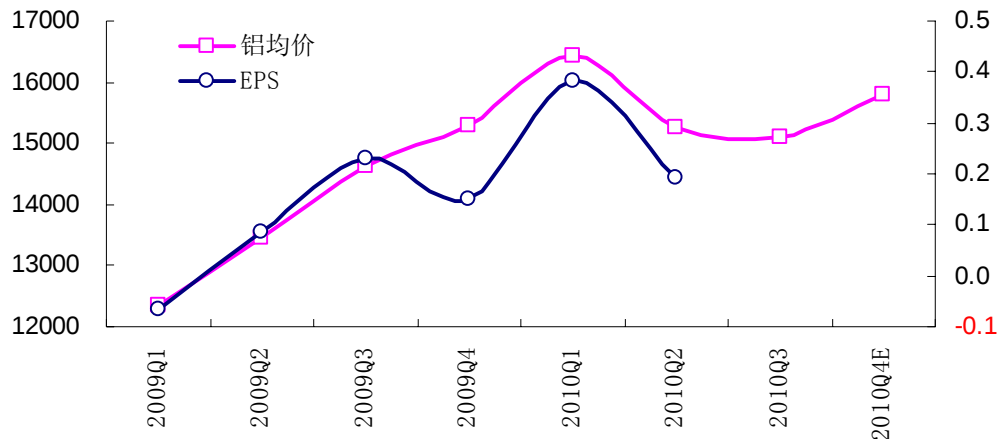
代码	公司	股价	2010EPS	2011EPS	2010P/E	2011P/E	评级
000612	焦作万方	24.97	0.86	1.24	29	20	推荐
600362	江西铜业	39.94	1.33	1.52	30	26	推荐
000060	中金岭南	20.57	0.50	0.75	42	28	推荐
000960	锡业股份	37.09	0.34	0.42	109	88	中性
600497	驰宏锌锗	24.30	0.50	0.77	48	31	中性

资料来源: wind、国元证券研究中心

4.1 焦作万方：煤电铝一体化的综合性电解铝企业

公司目前具有 40 万吨/年的电解铝产能，产品结构较为单一。公司的盈利水平变化对铝价的波动十分敏感，公司每个季度的每股收益和铝价走势高度正相关。

图表 16：焦作万方单季度 EPS 与铝价的关系



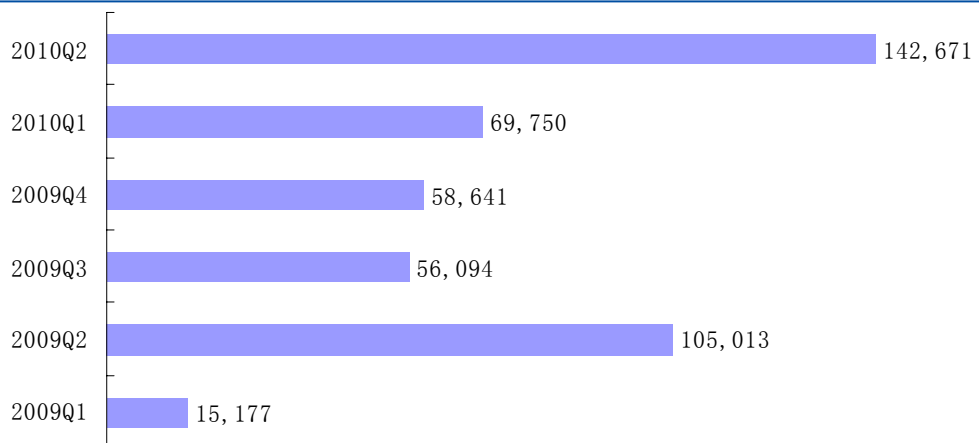
资料来源：wind、国元证券研究中心

2010 年上半年，公司完成了对赵固能源 30% 的股权收购，后者的净利润按照 30% 的比例计入公司的投资收益，2010 年上半年为公司贡献了投资收益 10294 万元，占公司净利润的 37.1%，公司的煤铝电一体化优势得到了初步显现。

4.2 江西铜业：铜价上涨的最大获益者

2010 年国内铜冶炼加工费同比下降 38%，而外购铜精矿冶炼电解铜的方式只赚取加工费，无法分享铜价上涨带来的收益，因此铜冶炼企业盈利的关键还是自产铜精矿。预计 2010 年公司自产铜精矿约 17 万吨，同比基本持平；而公司精炼铜产量预计达到 90 万吨，同比增长 12.5%，公司的资源自给率降至 17.8%。

图表 17：江西铜业各季度归属母公司所有者净利润对比（万元）



资料来源：wind、国元证券研究中心

2010 年上半年国内精炼铜均价为 57700 元/吨，同比增长 84.9%，上半年公司 8.4 万吨的铜精矿产量，公司自产铜精矿为公司贡献的毛利润同比增加了大约 20 亿元（不考虑铜精矿生产成本的变化）。

4.3 锡业股份：全球锡业巨头

公司是有色股中唯一一个以锡产品为主营业务的上市企业，近期在 LME 期锡价格大幅上涨的带动下，公司股价涨幅较大。

公司的主营业务包括锡锭、锡材、锡化工产品和铜铅产品的生产和销售，是全球最大的锡产品生产企业，公司所在的云南也是国内锡金属储量最丰富的地区之一。公司具有部分的锡精矿资源自给率，自产锡精矿能够充分的分享锡价上涨带来的收益，因此锡价同比上涨也是公司能够扭亏为盈的关键因素。

公司在 2010 年 1 月成功配股募集资金约 13 亿元，主要用于 10 万/年铅冶炼技改项目和 10 万吨/年铜冶炼项目，其中铅冶炼项目目前已经投产，而铜冶炼项目建设期 1 年，预计 2011 年 7 月完工，但是考虑到公司缺乏铜、铅原矿，铜铅业务的盈利能力还需进一步观察。

锡是重要的焊料之一，也是生产马口铁和青铜合金的主要原材料，主要下游需求来自电子产品制造、食品包装等领域，我们认为锡金属供需规模较小而价格波动幅度较大，因此公司的业绩具有较大的不稳定性，给予公司“中性”的投资评级。

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn