

# 有色金属 11 月份月报

11 月份为小金属主导的结构化行情

原材料/有色金属

## 投资要点:

●**短期内基本金属价格以盘整为主，中长期仍看涨。**美国联储 3 日宣布到 2011 年 6 月底以前购买 6000 亿美元的国债，以刺激美国经济复苏。该规模处于市场预测区域的底部，估计短期内有色金属价格以盘整为主，但美元中长期贬值趋势很明朗，我们对 1-3 个月有色金属价格仍持乐观态度，维持铜、锡价格表现要好于其他品种的看法。估计期铜价格区间为 8000-9000 美元/吨；期铝价格区间为 2000-2500 美元/吨；期铅价格区间 2200-2600 美元；期锌价格区间 2000-2500 美元；期镍价格区间 2.00-2.40 万美元/吨；期锡价格区间为估计为 2.2-3.0 万美元/吨。

●**中长期看好小金属。**我们认为未来小金属价格和证券市场表现都将好于基本金属，一是政府政策支持，如相关部门正在开展对十种金属进行战略收储的研究工作；二是小金属属于稀缺资源，在流动性过剩时代其资源价值更为重要，市场需要对其价值修复；三是小金属基本面都要好于基本金属，如稀土、锆受新能源需求提振，锡受电子产业提振，供给的限制使供需结构逐渐改善，价格再次被推高。

●**维持 3 个月内黄金价格区间 1200-1500 美元/盎司的预期。**短期影响黄金价格的主要因素是美元走势。美国发行债券的规模低于预期，估计黄金将出现短暂回调，但美元中期贬值趋势明朗，我们仍看好黄金价格中期走势。我们对过去 25 年黄金价格进行研究发现扣除掉资金因素黄金价格超过 08 年高点 11%，距离历史高位有 12% 的空间。我们对 3 个月黄金价格持震荡上行看法，区间为 1200-1500 美元/盎司。

●**估计 11 月份板块为小金属主导的结构化行情。**在资金流动性过剩时代，有色金属作为投资标的，价格往往呈现大幅上涨。我们对短期基本金属看法是盘整，对小金属看法是持续上涨，估计短期有色金属板块走势是以小金属为引导的结构化行情。短期调整可视为买入良机，依然推荐估值相对较低的江西铜业、高端加工业新疆众和、中金黄金、金钼股份，谨慎推荐云南锆业、锡业股份。

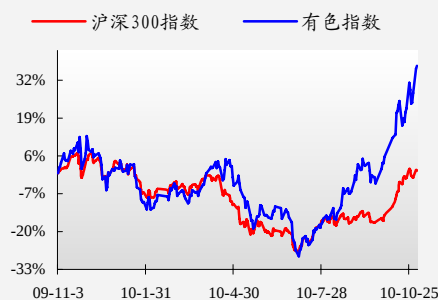
●**风险提示:**国内再次加息，世界各国经济刺激计划低于预期。

# 同步大势

维持评级

发布时间：2010 年 11 月 4 日

走势图



| 子行业 | 评级   |
|-----|------|
| 铜   | 优于大市 |
| 铝   | 同步大市 |
| 铅、锌 | 同步大市 |
| 小金属 | 优于大市 |

| 重要公司 | 评级   |
|------|------|
| 新疆众和 | 推荐   |
| 江西铜业 | 推荐   |
| 金钼股份 | 推荐   |
| 锡业股份 | 谨慎推荐 |
| 中金黄金 | 推荐   |
| 云南锆业 | 谨慎推荐 |

分析师：周思立 联系人：杨霞辉  
执业证书编号：S0550207100075  
TEL: (8621)6336 7000-319  
FAX: (8621)6337 3209  
Email: yangxh@nesc.cn  
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼  
邮编：200002

## 一、10 月份数据基本符合预期

### 1、资金流动性增强推动有色金属价格全面反弹

由于美国、日本等启动第二轮经济刺激计划，上个月有色金属价格基本呈现上涨势头，其中铝、铜、铅、锌、锡、镍价格月反弹幅度分别为 0%、2%、7%、10%、6%和-2%。过去的一周内基本金属价格呈现整理格局，和我们预期短期内横盘整理基本一致。在库存方面，铅、锌库存相对较高，其他金属都处于去库存过程中。

表 1、LME 基本金属价格、库存变化情况

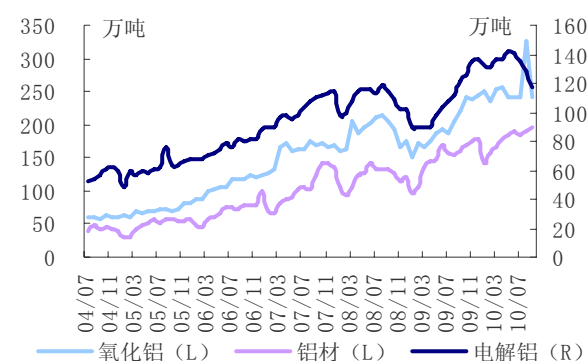
|       | 价格<br>(美元/吨) | 周涨幅 | 月涨幅 | 年底到现在  | 现货价格<br>(元/吨) | 库存<br>(万吨) | 库存年底到现在 |
|-------|--------------|-----|-----|--------|---------------|------------|---------|
| LME 铝 | 2,345        | -1% | 0%  | 4.59%  | 16,070        | 431        | -7.14%  |
| LME 铜 | 8,199        | -2% | 2%  | 11.86% | 62,800        | 37         | -22.35% |
| LME 铅 | 2,448        | -3% | 7%  | 10.03% | 17,550        | 20         | 40.73%  |
| LME 锌 | 2,423        | -4% | 10% | -5.17% | 19,150        | 62         | 36.22%  |
| LME 锡 | 25,600       | -3% | 6%  | 53.29% | 158,500       | 1          | -49.91% |
| LME 镍 | 22,990       | -1% | -2% | 21.64% | 178,500       | 13         | -13.22% |

资料来源: Wind, 东北证券

### 2、估计 10 月份铝产量继续下滑，其他金属产量继续小幅上涨

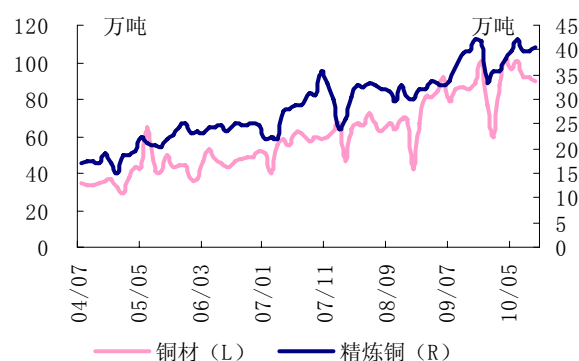
9 月有色金属产量数据显示只有铝出现了下滑，主要是政府冲刺“十一五”减排目标，对贵州、广西、河南、江苏等地区进行限电所导致。其他基本金属产量都出现了季节性反弹，如铜、铅、锌、镍、锡产量分别环比增长 2%、4%、17%、13%和 6%。受国家对铝继续限电的影响估计 10 月份铝产量继续环比下滑，预期铜、铅、锌、镍、锡产量环比继续小幅上涨。由于 10-11 月份也是下游需求旺季，供给压力不大。

图 1：9 月份电解铝产量环比下滑 8%，节能减排效果显现



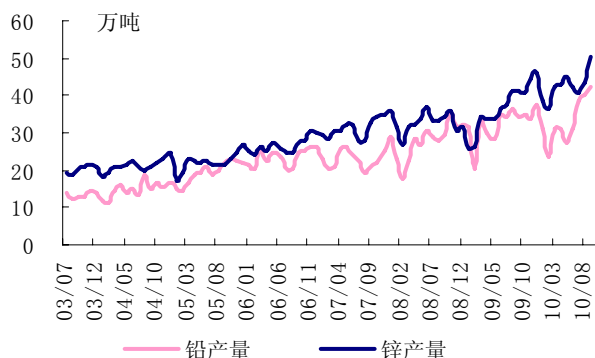
资料来源: Wind 东北证券

图 2：因季节因素 9 月份铜产量环比反弹 2%



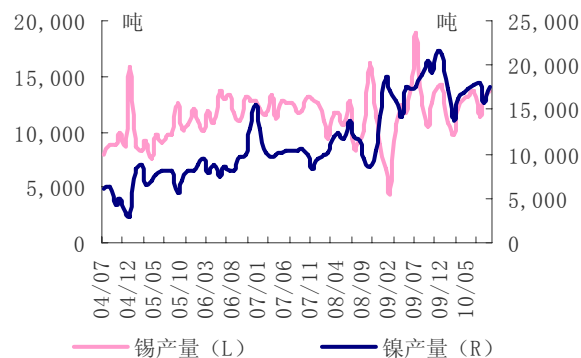
资料来源: Wind 东北证券

图 3：9 月份铅锌产量环比分别反弹 4%和 17%



资料来源：Wind 东北证券

图 4：9 月份镍、锡产量环比增长 13%和 6%



资料来源：Wind 东北证券

## 二、短期内价格基本金属以盘整为主，中长期仍看涨

影响基本金属的短期因素以美元走势最为关键。美国、欧洲、日本等国家货币政策是影响美元指数的主要因素。美国联储 3 日宣布到 2011 年 6 月底以前购买 6000 亿美元的美国长期国债,以进一步刺激美国经济复苏,其中 11 月份采购 750 亿元。市场普遍预期的 11 月份规模是 3000 亿规模,总量是 1 万亿,实际数字低于市场预期,估计届时美元将出现回升,短期内有色金属价格以盘整为主。

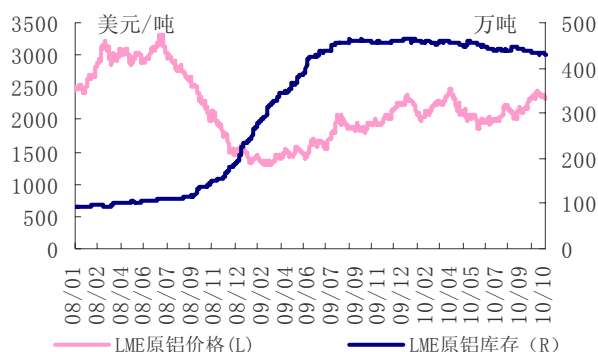
图 5：美元指数下探空间有限



资料来源：Wind，东北证券

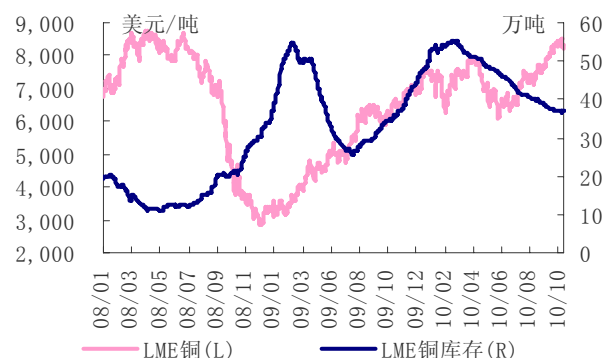
虽然美国宣布的购买国债的规模低于预期，估计短期内有色金属价格以盘整为主。但伯南克表示如果经济出现恶化，会进一步出台经济刺激计划，所以美元中长期贬值趋势很明朗，我们对 1-3 个月有色金属价格仍持乐观态度，维持铜、锡价格表现要好于其他品种的看法。估计期铜价格区间为 8000-9000 美元/吨，均价为 6.19 万元/吨；期铝价格区间为 2000-2500 美元/吨，铝价都在 1.6 万元/吨以上；期铅价格区间 2200-2600 美元/吨；期锌价格区间 2000-2500 美元/吨；期镍价格区间 2.00-2.40 万美元/吨，现货镍均值估计为 16.84 万元/吨；期锡价格区间为估计为 2.2-3.0 万美元/吨。

图 6：估计 3 月内铝价区间 2000-2500 美元/吨



资料来源：Wind 东北证券

图 7：估计 3 月内铜价区间为 8000-9000 美元/吨



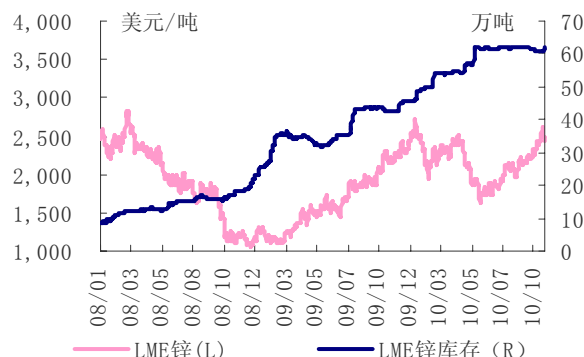
资料来源：Wind 东北证券

图 8：估计 3 月内期铅价格区间 2200-2600 美元/吨



资料来源：Wind 东北证券

图 9：估计 3 月内期锌价格区间 2000-2500 美元/吨



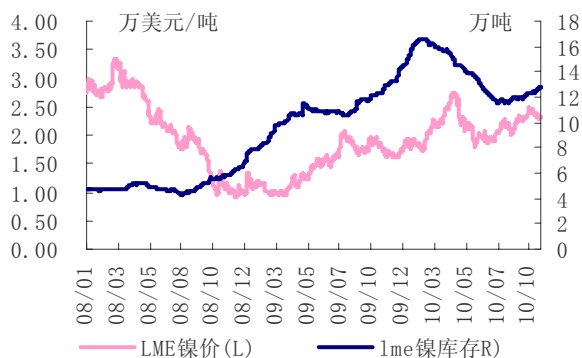
资料来源：Wind 东北证券

图 10：估计 3 月内锡价格区间估计为 2.2-3.0 万美元/吨



资料来源：Wind 东北证券

图 11：估计 3 月内期镍价格区间 2.00-2.40 万美元/吨

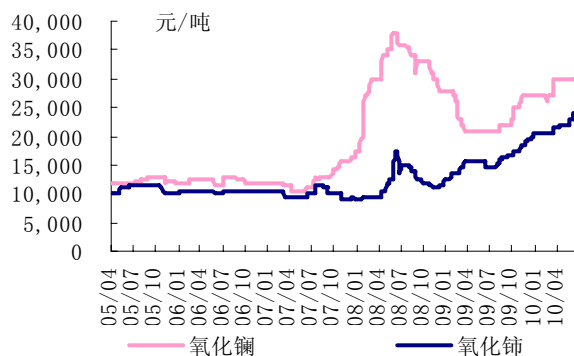


资料来源：Wind 东北证券

### 三、小金属：中长期看好

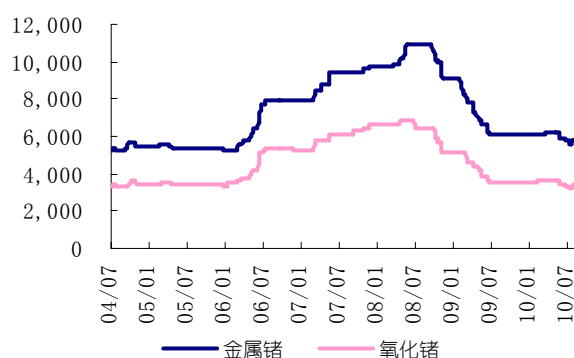
我们认为未来小金属价格和证券市场表现都将好于基本金属，一是政府政策支持，如相关部门正在开展对十种金属进行战略收储的研究工作，目前研究工作已经进入验收状态。这十种金属全部为稀有金属，分别是稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锗、镓、铽和铕。二是小金属属于稀缺资源，在流动性过剩时代其资源价值更为重要，市场需要对其价值修复。三是小金属基本面都要好于基本金属，如稀土、锗受新能源需求旺盛提振，锡受电子产业需求利好，供给的限制使供需结构逐渐改善，价格再次被推高。

图 12: 稀土价格在供给收紧预期下有望达到 08 年新高



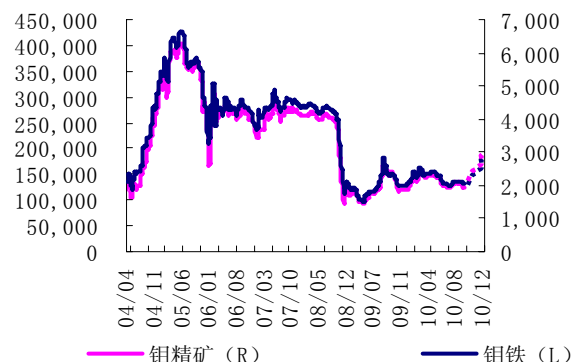
资料来源: Wind 东北证券

图 14: 估计年底前锆价出现反弹



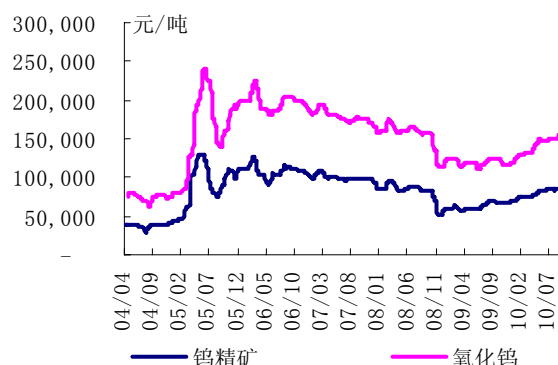
资料来源: Wind 东北证券

图 13: 如果钼资源被列入保护品种, 钼价将强势反弹



资料来源: Wind 东北证券

图 15: 估计 3 个月内钨价处于上升通道中



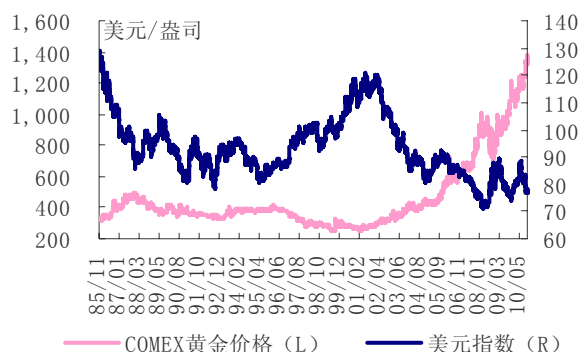
资料来源: Wind 东北证券

估计在政府控制小金属供给政策支持下很多小金属价格都将达到 06-08 年高度。目前稀、钨等价格都处于上升通道中, 虽然距离 06-08 高点仍有距离, 但如果政府持续控制出口和开采, 估计 6-12 月内有望达到历史高位。反弹较少的小金属如钼、锆等, 价格仍处于低位, 如果政府像控制稀土一样控制开采, 估计有望走出低迷, 价格出现强势反弹。我们对未来 1-3 个月小金属价格持上涨看法。钼铁价格区间为 13-15 万元/吨, 锆价格 5000-8000 美元/公斤。

#### 四、黄金价格短期震荡, 仍看好中期走势, 区间 1200-1500 美元

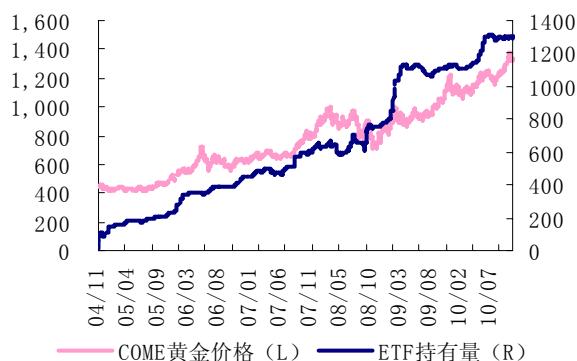
影响价格因素有美元、供需、资金量、油价和 ETF 持有量等, 短期影响黄金价格的主要因素是美元走势。美国发行债券的规模低于预期, 估计黄金将出现短暂回调, 但美元中期贬值趋势明朗, 我们仍看好黄金价格中期走势。我们对过去 25 年黄金价格进行研究发现扣除掉资金因素黄金价格超过 08 年高点 11%, 距离历史高位有 12% 的空间。我们对 3 个月黄金价格持震荡上行看法, 区间为 1200-1500 美元/盎司。

图 16: 黄金价格和美元关系



资料来源: Wind 东北证券

图 17: 黄金价格和 ETF 持有量关系



资料来源: Wind 东北证券

## 五、估计 11 月份板块为小金属主导的结构化行情

过去一个月的有色金属板块涨幅为 29%，基本符合我们原来的预期。过去十年中上海有色金属价格指数和申万有色金属板块指数关联性较大，相关系数为 0.63。在资金流动性过剩时代，有色金属作为投资标的，价格往往呈现大幅上涨。我们对短期基本金属看法是盘整，对小金属看法是持续上涨，估计未来有色金属板块走势是以小金属为引导的结构化行情。

图 18: 上海有色金属价格指数和申万有色金属指数相关系数为 0.63



资料来源: Wind, 东北证券

目前 A 股有色金属行业 2011 年平均 PE 为 57.46 倍，比我们 9 月初初推荐时上涨了 29%，平均 PB 为 7.95 倍，和 H 股平均 PE 值 22.10 倍、PB 值 2.12 倍相比，明显高估。由于我们认为基本金属价格短期整理为主，估计板块表现结构化行情为主，但对于板块中期仍持乐观看法。维持行业评级为同步大势，短期调整可视为买入良机，依然推荐估值相对较低的江西铜业、高端加工业新疆众和、中金黄金、金钼股份，谨慎推荐云南锗业、锡业股份。

表 2、有色金属主要跟踪公司估值比较

| 简称        | 评级   | 股价<br>(11/3) | EPS  |      | PE     |        | PB    |       | ROE (%) |       |
|-----------|------|--------------|------|------|--------|--------|-------|-------|---------|-------|
|           |      |              | 10E  | 11E  | 10E    | 11E    | 10E   | 11E   | 10E     | 11E   |
| 江西铜业      | 推荐   | 42.61        | 1.30 | 1.89 | 32.85  | 22.51  | 5.14  | 4.30  | 15.64   | 19.10 |
| 中金黄金      | 推荐   | 44.28        | 0.80 | 1.43 | 55.58  | 31.00  | 11.42 | 8.97  | 20.54   | 28.95 |
| 吉恩镍业      | 中性   | 30.15        | 0.73 | 1.11 | 41.42  | 27.04  | 8.05  | 6.90  | 19.44   | 25.51 |
| 格林美       | 推荐   | 65.17        | 0.65 | 0.72 | 100.26 | 90.51  | 14.29 | 13.05 | 14.25   | 14.41 |
| 驰宏锌锗      | 推荐   | 29.01        | 0.37 | 0.73 | 79.23  | 39.93  | 10.33 | 8.58  | 13.04   | 21.49 |
| 中国铝业      | 中性   | 12.39        | 0.07 | 0.39 | 182.34 | 32.02  | 3.35  | 3.19  | 1.84    | 9.97  |
| 新疆众和      | 推荐   | 24.02        | 0.76 | 0.87 | 31.56  | 27.67  | 3.91  | 3.44  | 12.38   | 12.42 |
| 焦作万方      | 中性   | 25.94        | 0.96 | 1.01 | 26.89  | 25.68  | 5.85  | 5.67  | 21.75   | 22.09 |
| 锡业股份      | 谨慎推荐 | 39.10        | 0.46 | 0.68 | 85.71  | 57.56  | 11.36 | 10.10 | 12.78   | 17.55 |
| 金钼股份      | 推荐   | 28.07        | 0.26 | 0.65 | 107.96 | 43.18  | 6.08  | 5.54  | 5.63    | 12.83 |
| 西部矿业      | 中性   | 18.37        | 0.52 | 0.77 | 35.37  | 23.86  | 3.47  | 3.06  | 9.80    | 12.84 |
| 铜陵有色      | 中性   | 26.18        | 0.75 | 1.13 | 34.70  | 23.22  | 4.23  | 4.23  | 12.19   | 18.22 |
| 厦门钨业      | 中性   | 55.31        | 0.51 | 0.61 | 108.45 | 90.67  | 14.56 | 12.83 | 13.42   | 14.15 |
| 山东黄金      | 中性   | 60.60        | 0.83 | 0.82 | 72.84  | 74.29  | 21.65 | 17.49 | 29.72   | 23.54 |
| 云南锗业      | 谨慎推荐 | 82.74        | 0.61 | 0.70 | 134.56 | 118.37 | 31.71 | 25.14 | 23.56   | 21.24 |
| 中色股份      | 中性   | 37.71        | 0.20 | 0.65 | 185.67 | 58.01  | 11.22 | 9.56  | 6.04    | 16.47 |
| A 股行业平均水平 |      | -            | -    | -    | 79.86  | 57.46  | 9.17  | 7.95  | 16.50   | 18.14 |
| 紫金矿业      | -    | 7.65         | 0.39 | 0.50 | 19.62  | 15.30  | 4.90  | 4.58  | 25.00   | 29.95 |
| 江西铜业 H    | -    | 22.85        | 1.30 | 1.89 | 17.61  | 12.07  | 2.76  | 2.31  | 15.64   | 13.09 |
| 中国铝业 H    | -    | 7.47         | 0.07 | 0.39 | 109.93 | 19.31  | 2.02  | 1.92  | 1.84    | 1.75  |
| 洛阳钼业 H    | -    | 6.15         | 0.26 | 0.39 | 23.93  | 15.93  | 1.00  | 0.96  | 4.16    | 4.00  |
| H 股行业平均水平 |      | -            | -    | -    | 44.43  | 22.10  | 3.46  | 2.12  | 11.55   | 12.00 |

资料来源: Wind, 东北证券

## 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。