

## 投资要点

- ❖ **基本金属价格反弹。**在经过快速的下跌之后，上周出现了企稳的迹象，纷纷出现反弹走势，只有镍价出现了较大的跌幅；其中近期跌幅最大的锌锭价格反弹幅度超过 10%；铜、铅、锡等反弹都比较强劲。我们预期：在制造业出现显著的复苏信号以前，基本金属价格仍将维持宽幅振荡走势；
- ❖ **贵金属出现调整。**上周美元的强势反弹，而油价也在对 OPEC 增产的预期中快速回落，金价调整压力加大，价格跌至 800 美元下方。对于金价未来的走势，我们的观点是：上涨的趋势依然良好，当然在通胀水平相对稳定的情况下，超预期的大幅上涨可能性也不大；
- ❖ **矿业股表现内外有别。**在国内 A 股市场弱势的格局下，有色金属板块继续遭遇抛压，自 10 月中旬最高点 10282 点以来，跌幅已经达到 34.5%。然而，国外矿业类股票走势依然强劲，依然维持在历史高位附近振荡，显著强于美国标普 500、英国金融时报 100 等市场指数；投资者对于矿业类上市公司的前景依然乐观；
- ❖ **专题：氧化铝市场紧张，中铝现货报价上调至 3800 元/吨。**最近几个月，国内电解铝产量的持续上升，氧化铝供应出现了持续的短缺，氧化铝市场趋于紧张。而这正是中铝调整氧化铝价格的根本原因所在；
- ❖ **未来氧化铝价格支撑依然强劲。**短期内，国内大量电解铝产能的投产，氧化铝市场仍将保持相对紧张的格局。而中长期内，氧化铝价格将受到成本上升的支撑。

## 重点公司估值比较及投资评级

简称	股价	EPS			PE			评级
		06	07E	08E	06	07E	08E	
中金黄金	84.78	0.53	0.9	1.79	159.96	94.20	47.36	买入
云南铜业	50.45	0.95	1.31	2.53	53.11	38.51	19.94	买入
锡业股份	55.8	0.4	1.3	2.51	139.50	42.92	22.23	买入
新疆众和	19.99	0.46	0.48	1.09	43.46	41.65	18.34	买入
山东黄金	135.36	0.8	1.25	3.52	169.20	108.29	38.45	买入
驰宏锌锗	69.29	2.66	3.48	4.38	26.05	19.91	15.82	买入
焦作万方	37.61	0.57	1.68	2.12	65.98	22.39	17.74	增持
中金岭南	37.24	1.71	1.96	2.35	21.78	19.00	15.85	增持
<b>H 股</b>								
湖南有色	5.59	0.14	0.17	0.24	39.93	32.88	23.29	买入
紫金矿业	11.3	0.12	0.19	0.26	94.17	59.47	43.46	买入

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为 2007 年 11 月 30 日收盘价

## 分析师

李追阳

中信证券有色金属行业首席分析师

邮件：lizy@citics.com

电话：021-68818879

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 一周市场评述

### 基本金属有所反弹、贵金属出现调整

上周基本金属和贵金属的走势仍然呈现出分化的走势，不过强弱格局有所变化——基本金属有所反弹、而贵金属出现调整。

**基本金属价格反弹。**在经过快速的下跌之后，上周出现了企稳的迹象，纷纷出现反弹走势，只有镍价出现了较大的跌幅；其中近期跌幅最大的锌锭价格反弹幅度超过 10%；铜、铅、锡等反弹都比较强劲。

确实，近期美国经济前景的担忧仍然主导着市场的神经，最新的房地产数据仍然没有出现衰退趋势已经结束的信号；不过，美国三季度 GDP 环比增长向上修正至 4.9%，加上投资者对美联储继续减息将有助于美国经济复苏的预期下，金属市场的抛售有所减弱。此外，国内金属库存的持续下滑，也大大缓解市场的弱势气氛。我们预期：在制造业出现显著的复苏信号以前，基本金属价格仍将维持宽幅振荡走势，单边上涨趋势难以期待。

**贵金属出现调整。**在美元走势和原油价格的支撑下，上周初黄金价格一度接近 840 美元；此后，美元强势反弹，而油价也在对 OPEC 增产的预期中快速回落，金价同样也开始调整，价格跌至 800 美元下方，一周跌幅接近 5%。对于金价未来的走势，我们的观点是：上涨的趋势依然良好，当然在通胀水平相对较低的情况下，快速的大幅上涨可能性也不大。

表 1：有色金属期货交易主要数据

交易所	品种	最新价	一周涨跌 (%)	持仓量 (手)	增减	库存	增减	2007 年至今			
								最高价	最低价	平均价	同比 (%)
LME	铝	2515	0.00	694131	18384	925150	-3600	2932	2375	2675	4.17
	铜	7030	5.08	247943	479	189200	2775	8335	5250	7138	6.05
	锌	2570	11.74	178163	6888	80025	-1500	4270	2680	3323	1.50
	铅	3060	4.44	70255	190	44025	1000	3500	1505	2564	99.38
	镍	27200	-5.56	59606	875	44862	1302	51800	24800	36810	51.66
	锡	17100	2.40	13870	-12	13180	-310	17050	9849	14384	64.18
COMEX	铜	317.85	5.62	70512	-8110	17981	0	380.7	240.7	322.5	4.37
	黄金	782.2	-4.97	486351	-23023			845.7	615.3	685.6	13.51
SHFE	铝	18110	-0.44	104408	-7068	98433	-4662	20900	18710	19350	-3.89
	铜	58140	4.91	199102	944	34438	-10417	75810	49680	62827	1.96
	锌	19035	4.59	78864	3932	39268	-1612	34860	25200	27552	

资料来源：LME、COMEX、SHFE、中信证券研究部

注：1. 所有期货价格均为三个月价格；

2. COMEX 铜库存单位为短吨，其余均为吨；

3. 2007 年至今均价同比变化计算的基数为 2006 年全年的平均价。

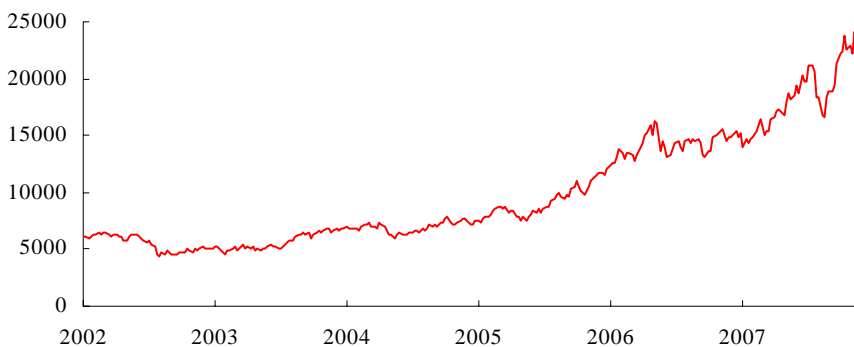
### 矿业股表现内外有别

在国内 A 股市场弱势的格局下，有色金属板块继续遭遇抛压，上周有色金属指数收于 6740 点，下跌 2.6%；自 10 月中旬有色金属指数达到最高点 10282 点以来，跌幅已经达到 34.5%。

然而，在国内有色金属板块遭遇强烈抛售的同时，国外矿业类股票走势依然强劲，依然维持在历史高位附近振荡，显著强于美国标普 500、英国金融时报 100 等市场指数的走势。在 BHP 与 Rio Tinto 并购消息的刺激下，Rio Tinto 涨幅超过 10%；此外，铝业上市公司走势也非常强烈，美铝、世纪铝业等都有比较好的表现；而黄金类上市公司受到金价下滑的冲击，也有所回落。

以伦敦矿业股指数为例（该指数由 BHP、Rio Tinto、Xstrata 等全球主要的 15 家矿业公司组成），指数依然维持在近 24000 点的历史高位，如果统计从 2001 年牛市启动以来的涨幅，国内有色金属板块的快速调整后，两者的涨幅已经接近。也就是说，从整个市场的趋势来看，国外投资者对于矿业板块的看法并没有出现根本的逆转，上涨趋势依然稳定。

图 1：伦敦矿业股指数走势稳健



资料来源：Bloomberg、中信证券研究部

## 行业国际估值水平比较

表 2：全球主要有色金属上市公司估值情况（不含 A 股及 H 股）

股票代码	公司名称	收盘价	P/B	06EPS	07EPS	08EPS	06P/E	07P/E	08P/E
AA	美铝	36.37	1.95	2.9	3.12	3.34	12.54	11.66	10.89
CENX	世纪铝业	57.34	3.7	6.2	6.42	5.39	9.25	8.93	10.64
KALU	凯撒铝业	71.14	2.74	1.3	3.93	4.79	54.72	18.10	14.85
FCX	自由港迈克墨伦	98.93	2.71	6.84	9.52	10.39	14.46	10.39	9.52
BHP	必和必拓	42.98	7.25	3.12	3.36	3.26	13.78	12.79	13.18
RIO	力拓	145.19	8.06	7.41	6.72	7.78	19.59	21.61	18.66
ABX	Barrick Gold	40.51	2.38	1.81	1.55	2.01	22.38	26.14	20.15
NEM	纽蒙特矿业	49.69	2.94	1.46	0.96	1.52	34.03	51.76	32.69

资料来源：Bloomberg、中信证券研究部

注：收盘价取 11 月 30 日数据

表 3：主要 H 股有色金属上市公司估值情况

股票代码	公司名称	收盘价	P/B	06EPS	07EPS	08EPS	06P/E	07P/E	08P/E
2600.HK	中国铝业	17.56	4.4	1	0.88	0.78	17.56	19.95	22.51
358.HK	江西铜业	20.6	4.25	1.56	1.54	1.47	13.21	13.38	14.01
2626.HK	湖南有色	5.59	4.3	0.14	0.21	0.25	39.93	26.62	22.36
2899.HK	紫金矿业	11.3	36.21	0.12	0.19	0.22	94.17	59.5	51.36

资料来源：Bloomberg、中信证券研究部

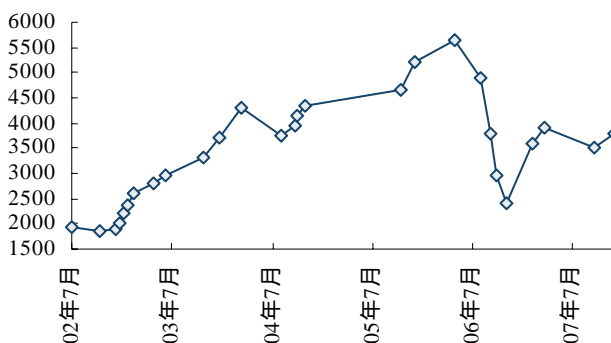
注：收盘价取 11 月 30 日数据

## 专题：氧化铝价格支撑依旧

### 氧化铝市场紧张，成本上升，中铝报价上调

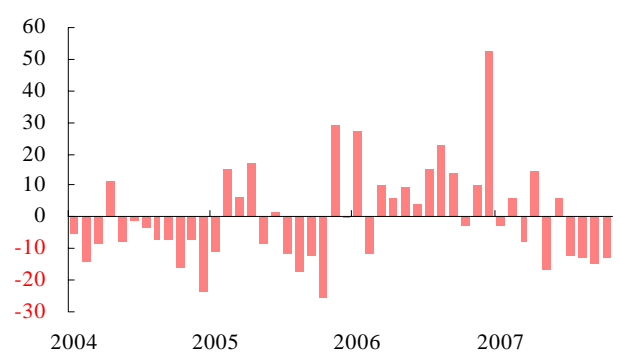
上周，中铝将现货氧化铝的报价上调 300 元/吨至 3800 元/吨，非中铝氧化铝报价也同步上升。自 2006 年中以来，氧化铝价格一直受制于产量的扩张而走弱；但是，2007 年以来电解铝冶炼产能的扩张和氧化铝生产成本的快速上升，抑制了氧化铝价格的下跌空间。特别是，最近几个月，氧化铝产量的相对稳定，而电解铝产量的持续上升，氧化铝供应出现了持续的产不足需的格局，氧化铝市场趋于紧张，同时铝土矿等原料价格不断上涨，这是中铝调整氧化铝价格的根本原因所在。

图 2：中铝氧化铝现货报价 单位：元/吨



资料来源：公司资料、中信证券研究部

图 3：国内氧化铝连续四个月短缺 单位：万吨



资料来源：中国有色工业协会、中信证券研究部

### 未来氧化铝价格支撑依然强劲

短期内，国内大量电解铝产能的投产，氧化铝市场仍将保持相对紧张的格局。2007 年底前后，中国仍有大量的电解铝产能投产，在目前电解铝冶炼依然存在盈利空间的情况下，我们相信年底前后将有 150 万吨左右的新增产能投产。这样，自然就增加了大量的氧化铝需求，而此前连续的氧化铝供需缺口，消化了部分的库存；未来的一段时间内，氧化铝的供需依然维持相对紧张的格局，氧化铝价格进一步上升的可能性依然存在。

表 4：2007 年底 2008 年初国内主要的电解铝扩产产能

公司名称	扩产产能 (吨/年)
荏平信发	540000
河南伊川	200000
霍煤鸿骏	200000
山东魏桥	350000
六盘水双牌	50000
合计	1340000

资料来源：中信证券研究部

中长期内，氧化铝价格将受到成本上升的支撑。未来一两年内，全球大量的氧化铝产能投产，其中中国仍将是产能增长最为集中的地区；大量的新增氧化铝产能，全球氧化铝供需出现非常紧张格局的可能性并不大。

虽然，全球氧化铝供需并不紧张，但是价格下跌的空间并不大，根本的原因在于成本的持续上升。2007年以来，氧化铝生产的主要原料基本上都出现了显著的上升，铝土矿、能源等成本的持续上升，抑制了氧化铝价格的下跌幅度。例如，国内许多依赖于外购铝土矿生产的氧化铝厂生产成本已经上升至3000元/吨以上。也就是说，一旦氧化铝价格跌至3000元/吨以下，国内的氧化铝产能利用率势必会下降，从而对产量形成冲击，支撑氧化铝的价格。

## 行业动态

### WBMS 称全球多数金属略微过剩

世界金属统计局(WBMS)日前公布的最新报告显示，全球主要金属供应短缺的局面出现逆转，多数金属供应出现略微过剩局面，但在基本金属中，铜市场仍然短缺，不过程度已经大大缓和。

在全球铅市上，报告显示，今年前9个月，全球铅市供应缺口为136,000吨。2006年1-9月供应缺口为63,000吨。今年前9个月铅矿产量累计为276万吨，中国产量主导全球供应。精炼铅产量较去年同期增长1.1%。

从各个基本金属市场来看，全球镍市场供需接近平衡。世界金属统计局公布的报告显示，今年前9个月，全球镍市场供需接近平衡。今年前9个月，矿山镍产量同比增长6.7%至112.8万吨。精炼镍产量上升11.2%，其中中国、芬兰和加拿大增产占大部分。9月，镍冶炼厂产量为115,000吨，消费量为107,600吨。WBMS称，全球需求较去年高出86,000吨。

在锡市场上，世界金属统计局认为，今年前9个月，全球锡市供应过剩6,500吨。可报告精炼锡产量同比减少1,200吨，加上美国国防部交割的7,600吨锡，可报告库存总计为267,800吨。9月份，精炼锡产量为28,900吨，消费量为30,500吨。全球需求总计为266,700吨，较去年同期减少11,300吨。WBMS表示，日本消费量减少，加上中国消费没有显著增长是主要原因。

在锌市场上，报告显示，今年前9个月，全球锌市场供应过剩50,000吨，尽管可报告库存减少45,000吨。LME仓库持有的库存比例从2005年的47%降至13%。今年前9个月，锌矿产量为813.1万吨，较去年同期上升8.1%。精炼锌产量增长534,000吨至832.7万吨，其中亚洲、特别是中国增产427,000吨。9月份，锌板产量为937,000吨，消费量为948,700吨。2007年1-9月，全球锌需求同比增长234,000吨，大部分增幅来自于中国。中国需求量为255.6万吨，占全球总需求的31%。

在全球铝市上，供应过剩仍是主题。报告显示，今年前9个月全球铝市供应过剩320,000吨。WBMS在其月度报告中表示，1-9月原铝需求为2780万吨，较去年同期高出249.3万吨。产量从去年同期的281.7万吨上升至307.4万吨。全球产量较去年同期增长12.3%。其中，中国产量增长247万吨，占全球产量32%以上。全球需求增长10%至2785万吨。9月可报告库存再次增加，仅位于300万吨下方，相当于五周的需求量。而交易所库存2003年以来首次突破100万吨大关。

但是，铜市场的供应短缺局面仍然存在，不过程度已经缓解。世界金属统计局报告显示，今年前9个月，全球铜市短缺334,000吨。今年1-9月，可报告库存减少51,000吨。今年前9个月，矿山产量为1140万吨，同比增长3%。9月，全球精炼铜产量为145.7万吨，消费量为144.2万吨。1-9月消费量累计为1360万吨，较去年同期高出5%。其中中国的消费量从去年同期的260.9万吨上升至359万吨。



## ICSG 预计明年中国铜需求仍然强劲

国际铜研究组(ICSG)近日称,预计中国铜的消费在今年剩下时间和明年更加快速增长,并强调了中国对工业金属的强劲需求。

ICSG 秘书长唐斯美表示,铜市最大的故事当然是发生在中国。他表示,今年中国铜的消费预计增长 23%,明年预计增长 6%。唐斯美是在出席由日本国家油气和金属矿产公司举办的一个研讨会做出上述预测的,他同时还兼任国际铅锌研究组和国际镍研究组的秘书长。

他的预测比 ICSG10 月份发布的预测要高。当时该组织预计中国对精炼铜的消费今年将增长 5.2%,达到 180 万吨,预计明年的消费将增长 3.8%,达到 187 万吨。

最近中国买家很明显未出现在世界铜市场,不过分析师们表示这只是个时间问题,一旦中国需要金属进行电力和建筑业建设时,就是他们重返市场的时候。

唐斯美表示,ICSG 没有对 2009 年铜市场做出具体预测,不过它预计 2009 年会出现产量大幅过剩的情况。这是因为此前由于劳资纠纷等一系列问题使得采矿和冶炼能力被延后了几年,届时将会恢复。他说,智利、澳大利亚以及非洲的采矿冶炼能力预计将出现大幅提升。

他在会议上表示,ICSG 预计 2009 年铜矿产量将增长 7%-8%,精炼铜产量预计增长 5%-6%。他还表示,2009 年精炼铜消费预计增长 4.5%,不过精炼铜产量预计超过铜的消费量。

由于美国房地产市场低迷以及全球范围内的信贷紧缩打压了市场人气,引发了对铜需求放缓的担忧。LME 铜自 10 月中旬以来持续下跌,跌幅超过了 20%。唐斯美称,ICSG 还没有研究这个问题。不过,他表示,这应该对市场产生了影响,要么直接影响产量和美国的消费,要么影响一些国家,比如中国,对铜的进口。

## 发改委公布今年以来有色金属行业运行情况分析

国家发展和改革委员会网站公布,1-10 月,受市场需求拉动,有色金属产品持续增长,价格继续高位振荡;进出口贸易总额大幅度增长。其中,电解铝、氧化铝等品种生产增幅过快,铅锌冶炼投资增幅过大的现象值得关注。

### 一、生产大幅增长,效益同步攀升。

1-10 月,十种有色金属产量 1916 万吨;增长 25.0%。其中:铜 284 万吨,增长 18.9%;电解铝 1003 万吨,增长 34.6%;铅 218.7 万吨,增长 5.4%;锌 303 万吨,增长 19.1%。氧化铝 1611 万吨,增长 49.7%。铜、铝加工材各完成 539 万吨、973 万吨,分别增长 21.6%和 44.7%。

有色金属行业企业经济效益大幅提升。1-9 月,有色 73 户重点联系企业的主营业务收入 4892 亿元,同比增长 37%;实现利润 531 亿元,增长 21.0%。其中,23 户铝冶炼企业盈利 255 亿元(含氧化铝、电解铝),增长 19.0%;22 户铜镍冶炼企业利润 151 亿元,增长 17.1%;12 户钨钼锡锑冶炼企业实现利润 41.5 亿元,增长 20.9%;16 户铅锌冶炼企业 83.7 亿元,增长 36.3%。

## 二、投资继续增长。

1-9月，有色金属行业累计完成投资1102亿元，增长39.4%。其中，铜冶炼完成投资77.6亿元，增长3.96%；铝冶炼(含氧化铝)完成投资214亿元；增长8.7%。铅锌冶炼行业投资完成投资79.5亿元，增长57.7%。

## 三、价格高位波动

今年以来，受国内外需求拉动，有色金属价格居高不下。9月份国内现货平均价格：铜66281元/吨，环比增长0.7%，同比下降7.6%。铝19356元/吨，环比下降1.2%，同比下降11.6%；铅23125元/吨，环比下降6.9%，同比增长72%。锌27745元/吨，环比下降2%，同比下降9.4%；镍265000元/吨，环比增长1.4%，同比下降10%。

氧化铝价格(中铝公司)3500元/吨，环比下降10.3%，同比下降7.9%。进口氧化铝(港口价格)3600元/吨，环比增长1.4%，同比增长9.1%。

## 四、进口大幅增加，出口增势趋缓

1-9月份，进出口总额652亿美元，同比增长41.3%。其中进口454亿美元，增长55.1%；出口198亿美元，增长16.3%。分品种看，进口未锻轧铜122.6万吨，增长93%；铜加工材78.5万吨，下降3.4%；未锻轧铝20.3万吨，下降50.7%；铝加工材51.6万吨，增长1%。进口氧化铝394万吨，增长24.9%。进口铜精矿346万吨(实物量)，增长26.8%；铅精矿94.5万吨，增长14.5%；锌精矿155万吨，增长178.1%。

铜、铝、铅出口量同比大幅度下降。1-9月份，未锻轧铜出口9.3万吨，下降59%；未锻轧铝出口41.2万吨，下降57.1%。未锻轧铅出口19.5万吨，下降52.6%。未锻轧锌出口24.9万吨，增长33.5%。

(以上行业动态选摘自中国金属网)

## 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司(合称“中信证券”)违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下,不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠,但中信证券不能担保其准确性或完整性,而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任,除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信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。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易,向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断,可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖,同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下,我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户,应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2007 版权所有。保留一切权利。

## 评级说明

- 投资建议的比较标准  
投资评级分为股票评级和行业评级。  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准  
报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅:

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20% 以上;
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5% ~ 20% 之间;
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10% ~ 5% 之间;
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上;
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10% 以上;
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间;
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上;

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层(518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755) 83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			