

“安全过冬”与“低谷扩张”

—— 有色金属行业 2009 年投资策略报告

行业评级

中性

重点公司(基准日 12 月 26 日)

紫金矿业	推荐		
	08E	09E	10E
EPS	0.21	0.23	0.27
P/E	21.62	19.74	16.81
山东黄金	推荐		
	08E	09E	10E
EPS	2.28	2.33	2.56
P/E	20.24	19.81	18.03
宝钛股份	推荐		
	08E	09E	10E
EPS	0.88	1.02	1.18
P/E	13.51	11.66	10.08

相关研究

2008/9/12 2008 年 4 季度有色金属行业投资策略报告：周期性顶点已过，从资源价值寻找投资机会

2008/6/17 2008 年 3 季度有色金属行业投资策略报告：“内忧外患”影响行业增长

2008/3/20 2008 年 2 季度有色金属行业投资策略报告：“硬着陆”后机会再现

2007/12/18 2008 年有色金属行业投资策略报告：风险与机遇并存

地址：南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行业：有色金属行业

研究员：刘敏达，高远

电话：025-84457777-348

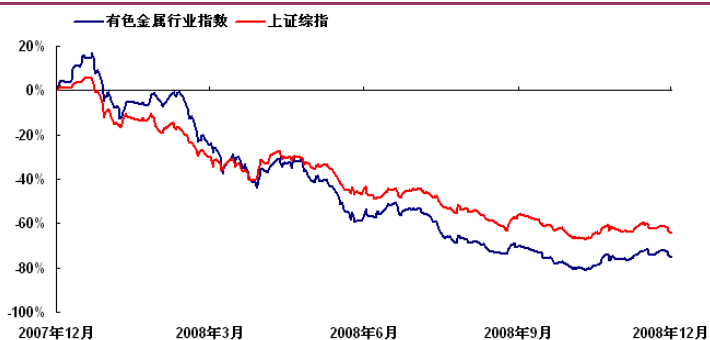
E-mail: minda.liu@yahoo.com.cn

2008 年 12 月 26 日

投资要点：

- **全球的经济增长前景非常不乐观：**全球经济增长将从 2007 年的 4.1% 降至 2008 年的 3.0%，而 2009 年将降至 1% 左右，并直到 2010 年才会复苏。中国 2009 年的 GDP 增长约为 7.5%，其中一半以上来自政府主导性支出，2009 年的前 6 个月将是中国最困难的时期。
- **2009 年有色金属价格下跌趋势将延续：**宏观经济的下行将继续影响行业需求；目前金属价格距离 2001 年的价格低点还有一定的幅度，主要有色金属产品价格依然在成本线以上，有色金属的供给将不能得到有效的限制。
- **中国 4 万亿投资对有色金属消费的拉动作用有限：**投资计划对以建筑、交通运输、电力为主要下游行业的铝、铜的消费将起到一定的拉动作用。锌铅行业受到投资政策的影响较小。
- **美元短期将走强：**尽管美国的经济基本面并不支持美元长期走强，但强势美元符合美国的国家利益，且欧洲经济也同样存在衰退的问题，美元短期将可能继续走强。
- **我们的投资策略：**2009 年有色金属行业的投资策略应该遵循两条投资主线：1、寻找业绩相对稳定的加工类企业；2、寻找能够实现“安全过冬”与“低谷扩张”的企业。重点推荐：宝钛股份、紫金矿业。

走势图



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

一、上期策略回顾

我们在今年9月12日的发布的08年四季度投资策略报告—《周期性顶点已过，从资源价值寻找投资机会》中提出：“有色行业的周期性顶点已经过去；有色金属的价格将进入下降通道”。我们认为在行业盈利水平出现下降甚至亏损的背景下，整个有色行业应给予“中性”评级。而在上市公司股价都出现了大幅下跌后，应选择资源价值被低估的资源性企业和具有长期成长能力的加工型企业。同时在上期投资策略中，我们还建议关注基本面较好的黄金子行业。

08年四季度主要有色金属品种价格绝大多数出现了暴跌行情，截至到12月22日，各主要金属下跌幅度接近40%，前期表现相对较好的铜下跌幅度较大，铅价下跌幅度也比较大。黄金价格由于受国际金融市场动荡而受到资金的青睐，下跌幅度最小为4%。

表1：报告期内各基本金属价格涨跌幅（单位：美元/吨、美元/盎司）

	铜	铝	铅	锌	锡	镍	黄金
9月25日价格	6910	2503	1995	1790	17300	17200	882.6
12月22日价格	2930	1516	908	1180	10325	10150	847.2
涨跌幅	-57.6%	-39.4%	-54.5%	-34.1%	-40.3%	-41.0%	-4.0%

资料来源：Bloomberg

从板块股价表现来看，在金属价格暴跌的带动下，A股市场有色金属股票在10月份出现了暴跌行情，11月份以后，国家先后出台多项政策拉动经济发展，A股市场在此刺激下出现了反弹，有色金属股票也走出了反弹行情。

我们上期重点推荐的股票中：山东黄金表现最好，新疆众和表现较好，宝钛股份和宏达股份跌幅虽然超过沪深300，但强于行业表现。

表2：个股涨跌幅

	宏达股份	宝钛股份	新疆众和	山东黄金	沪深300
9月25日	7.15	16.44	8.55	38.23	2223.53
12月22日	6.16	13.93	8.38	47.8	2017.55
涨跌幅	-13.85%	-15.27%	-1.99%	25.03%	-9.26%

资料来源：华泰证券研究所

二、宏观经济将继续下行

世界银行最新一期的全球与中国经济报告中预测，全球经济 2008-2009 年处于衰退阶段，2010 年全球经济可能会开始复苏，其具体内容如下：

世界银行 11 月 25 日发布的《中国经济季报》认为，全球的经济增长前景非常不乐观，其加权平均全球 GDP (以各经济体在中国出口中所占比重加权) 的年增长率预计将从 2007 年的 4.1% 降至 2008 年的 3.0%，而 2009 年的全球 GDP 增长率将降至 1% 左右，并直到 2010 年才会复苏。同时，世界银行还预测全球实际进口贸易增长将从 2007 年的 7.4% 降至 2008 年的 5.8%，而 2009 年将会出现自 1982 年以来的首次负增长。

世界银行认为，中国 2009 年的 GDP 增长约为 7.5%，低于今年 6 月做出的高于 9% 的预测。世行表示，全球的经济增长前景非常不乐观，新兴市场受到金融危机的影响，将进而影响到中国的出口，而中国经济对出口高度敏感。中国 2009 年的 GDP 增长中将有一半以上来自政府主导性支出。2009 年的前 6 个月将是中国最困难的时期，“金融动荡主要影响的渠道是出口，进而影响到信心和投资。对于中国政府提出的 10 项经济刺激措施，政府主导的直接支出将会拉动中国 GDP 增长超过 4 个百分点，或者说中国经济增长的一半以上会来自政府的直接支出，这 will 比 2007 年高出约 1.5 个百分点。

表 3：世界银行关于全球与中国的经济预测

	1997	1998	2000	2001	2007	2008E	2009E
全球 GDP (以市场汇率计算)							
世界银行 2008 年 11 月	3.8	2.5	4.2	1.7	3.7	2.6	1
IMF2008 年 11 月“世界经济展望”	3.8	2.5	4.2	1.7	3.7	2.6	1.1
以各经济体在中国出口中所占比重加权的全球 GDP							
世界银行 2008 年 11 月	3.7	1.7	4.3	1.4	4.1	3	1.2
IMF2008 年 11 月“世界经济展望”	3.7	1.7	4.3	1.4	4.1	2.9	1.4
全球进口							
世界银行 2008 年 11 月	9.7	4.8	12.2	0.3	7.4	5.8	-2.5
IMF2008 年 11 月“世界经济展望”	9.7	4.8	12.2	0.3	7.2	4.6	2.1
中国							
出口	22.6	7.1	30.6	9.6	15.3	11	3.5
GDP	9.3	7.8	8.4	8.3	11.9	9.4	7.5

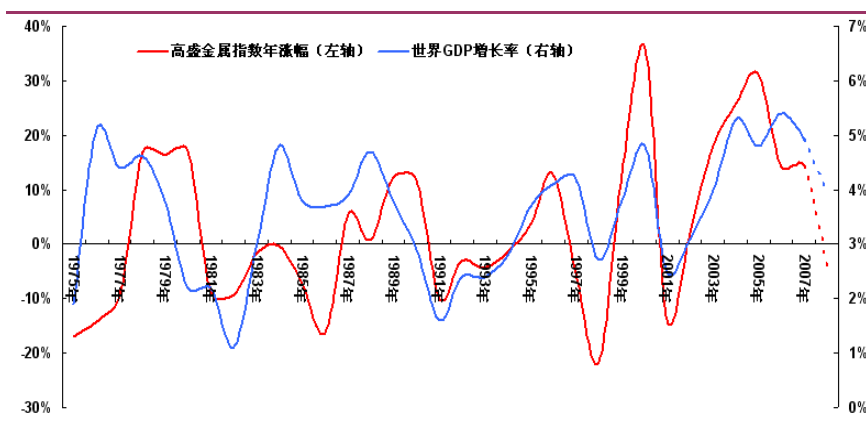
资料来源：世界银行、国际货币基金组织及世界银行研究人员估算

三、2009 年有色金属价格下跌趋势将延续

3.1 全球经济衰退影响行业需求

通过对比世界 GDP 增长率与金属价格指数增长率，我们可以得到结论：世界 GDP 增长率与金属价格具有较强的相关性。尽管这一相关性不是完全吻合，但总体趋势上还是保持了较强的一致性，我们认为宏观经济对有色金属行业的影响主要是通过影响有色金属的需求来实现的（有色金属的下游消费领域主要为建筑、耐用消费品、机械制造、电力、电子等行业，这些行业均与宏观经济周期紧密相关）。

图 1：世界 GDP 增长与高盛金属指数的相关性（虚线为 2008 年预测值）



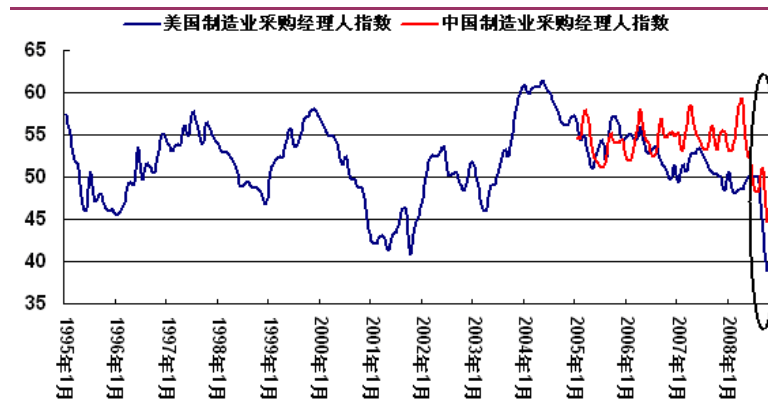
资料来源：Bloomberg

我们目前还不能预测经济何时会出现复苏，但按照目前市场上最乐观的预测，全球经济将在 2009 年底触底。本轮经济衰退不仅是发达国家的衰退，新兴国家也受到全球金融动荡、发达国家经济衰退的影响，经济增长也快速下滑。由于本轮大宗商品牛市的推动原因就是新兴国家消费的快速增长，因此新兴国家经济增长的下滑对全球大宗商品的消费造成了巨大打击。我们认为：在经济触底之前，商品价格将不可能走入上升通道，大宗商品价格探底的过程将可能持续到 2009 年底。

制造业采购经理人指数是代表工业扩张与衰退的指标，一般以 50 作为工业增长与衰退的临界状态。美国制造业采购经理人指数在 07 年 6 月份达到高点后，一直走势较弱。2008 年 10 月甚至下降到了破纪录的 38.9，这意味着美国制造业处于严重衰退期。中国的制造业采购经理人指数从 2008 年下半年以来出现了大幅下滑，2008 年 10 月的指数为 44.6，这说明中国的制造业也跟随着发达国家的步伐步入衰退期。中国和美国作为全球有色金属消费最大的两个地区，工业增长的疲软必然会导致有

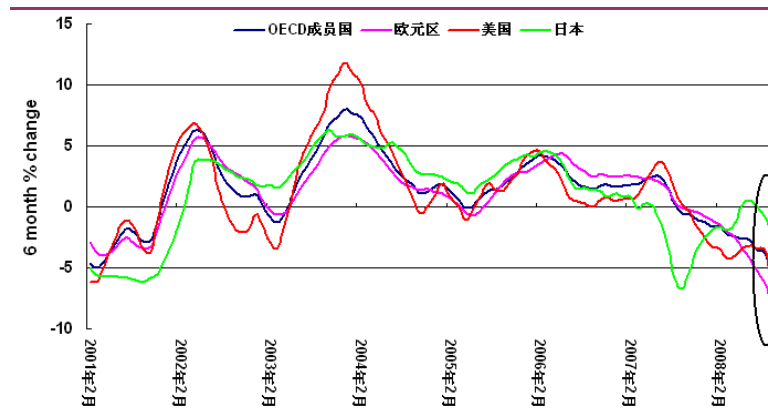
色金属消费增长的下滑。

图 2：中国、美国制造业采购经理人指数走势



资料来源：Bloomberg

图 3：西方国家 OECD 领先指标变化



资料来源：Bloomberg

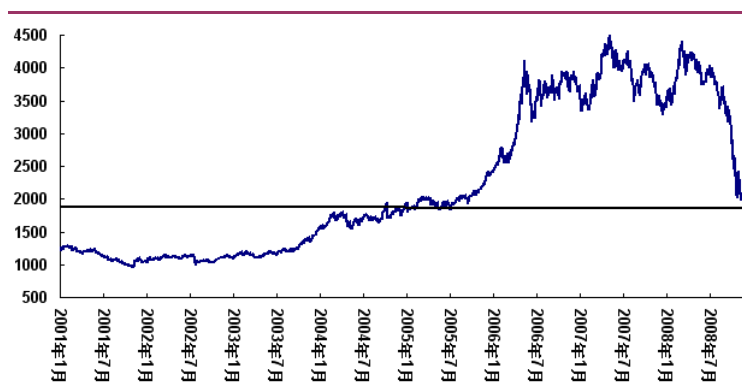
OECD 领先指标一直都是工业生产、能源、钢铁和基本金属需求的领先指标。OECD 领先指标通常是用来预期领先六个月的工业生产变化。由于工业活动是大宗商品需求的至关重要的因素，因此 OECD 领先指标通常是经济发展对商品价格影响的早期指示器。2007 年下半年以来，主要西方国家和地区的 OECD 领先指标下降明显。最新的数据显示：2008 年 8 月以来美国、欧洲、日本的领先指标从前期低点加速下滑。领先指标的恶化预示着未来较长时间之内全球经济将继续呈现快速下滑的趋势。

3.2 主要金属品种价格依然在成本以上，供给没有得到有效限制

在宏观经济衰退导致的需求减弱与行业投资周期导致的供给增加的背景下，有色金属供应逐渐趋于过剩，主要有色金属产品价格也出现

了大幅下跌。目前 LME 金属价格指数已经回落至 2005 年中期的水平，但是距离 2001 年的价格低点还有一定的幅度。目前主要有色金属产品价格依然在成本线以上，尤其是目前铜、锡、镍价格仍然可以让生产企业得到一定的利润，在此背景下，有色金属的供给将不能得到有效的限制，有色金属价格依然没有见底。

图 4：2001 年以来 LME 金属价格指数走势



资料来源：Bloomberg

有色金属产品的供应主要受到矿山勘探建设、冶炼产能的制约，供求关系的变化一般需要五年左右的周期。从 2003 年开始的金属市场的牛市已经持续了五年的时间，目前主要金属品种的供应已经随着新矿山、新冶炼产能的逐步投产而逐步走向过剩。我们将四种最主要的有色金属铜、铝、锌、铅 2002 年以来的供求平衡关系做出纵向比较，发现四种金属从 2007 年开始供应就逐步走向过剩，今年供应过剩的情况更加严重。根据我们对各个行业投资情况的了解，2009 年将有更多的矿山、冶炼项目投产，行业供应过剩的形势将更加严峻。

图 5：2002 年以来四种有色金属供求平衡

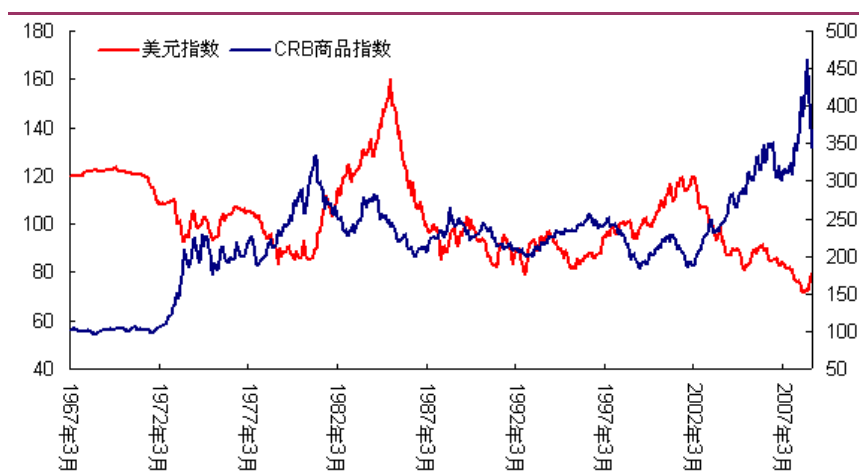


资料来源：华泰证券研究所

3.3 美元走强，有色金属价格在 2009 年将继续承受压力

由于有色金属商品价格主要是以美元来计价，因此美元指数的波动会对有色金属价格产生影响。一般来说美元指数与有色金属价格呈负相关性：美元走强不利于有色金属价格上涨；而美元走软则会刺激有色金属价格走高。事实上，美元自 2001 年以来的一路贬值也是推动本轮有色金属牛市的一个重要原因。

图 6：商品价格走势与美元指数具有负相关性



资料来源：Bloomberg

第二次世界大战使得大量黄金从世界各地涌向美国，到 1945 年战争结束时，美联储已拥有世界 70% 的黄金储备，美国的 GDP 达到全世界的 50%。在 1944 年由 44 国参与的布雷顿协议中，达成各国货币和美元挂钩，美元同黄金挂钩，并担保 35 美元可兑换一盎司黄金，美元取代英镑成为世界最坚挺的硬通货，号称“美金”。但之后美国先后经历了 50 年代朝鲜战争和 60 年代的越南战争，战争使得美国金融赤字大增，美国政府通过大量印发纸币来将债务向外输出，造成美元过剩，带来的结果就是美元不断贬值，各国政府纷纷变卖美元兑换黄金、石油、铜等大宗商品，进而带来商品大涨，1972 年美国放弃布雷顿体系，大宗商品价格也达到了战后的最高值。可以说，上世纪 70 年代的一轮大宗商品牛市就是与美国政府大量发行美元、美元贬值同步产生的。

美元自今年 7 月中旬以来走出了持续六年多的贬值历程，美元指数从 7 月中旬的低点 70.68 反弹至前期的 88.44，升值幅度达到了 25.13%，美元的走强也是有色金属价格在近期大幅下跌的一个重要原因。尽管目前美国的经济陷入严重衰退，工业扩张、失业、消费数据都在连创新低，其经济基本面并不支持美元长期走强，但我们认为美元短期（未来 1 年

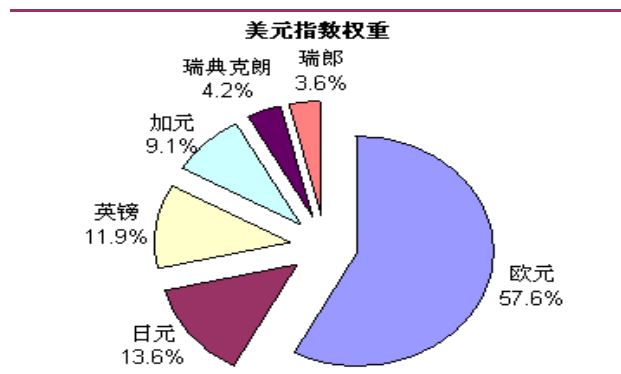
时间) 将可能继续走强, 原因有:

1、强势美元的货币政策符合美国利益, 是美国长期霸权的根基, 贬值只是短期的策略。

2、目前的美元低估程度已堪比 1987 年底和 1995 年中期的水平, 美国经济与美元价格已经扭曲; 本轮美元熊市的持续时间与前几轮相当, 从策略周期和政治因素来看都需要反转调整。

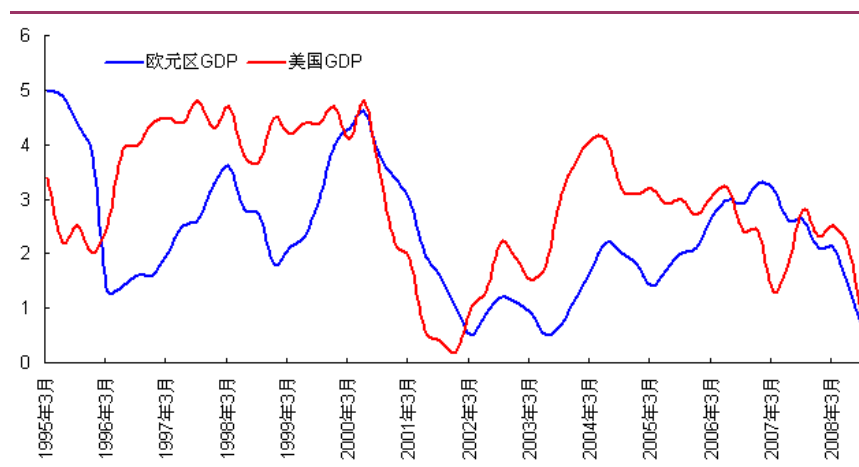
3、美国并非面临经济放缓的唯一经济体, 而欧元区同样存在经济放缓的问题, 美元完全可以实现对欧元的升值。从最近几个季度的经济增长情况看, 欧元区经济衰退比美国更加严重, 欧元兑美元也大幅贬值, 由于欧元兑美元在美元指数中权重达到了 57.6%, 这决定了美元指数的上涨。

图 7: 美元指数权重



资料来源: 华泰证券研究所

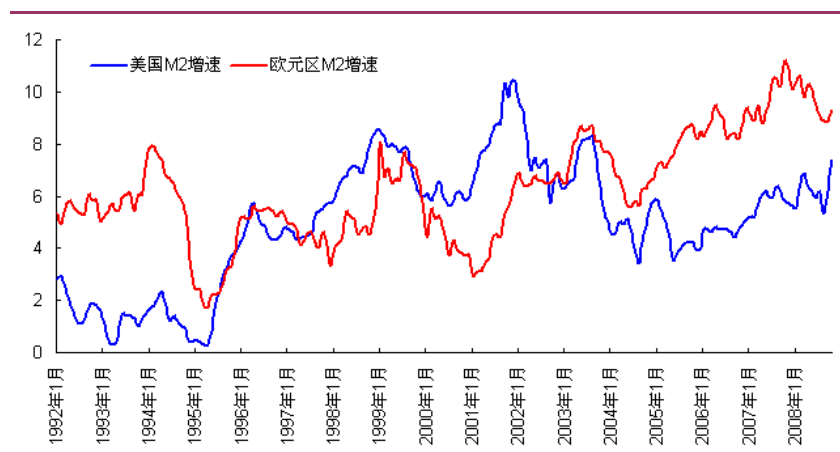
图 8: 欧元区与美国经济增长率对比



资料来源: Bloomberg

4、伴随着本轮经济增长的全球流动性过剩，特别是全球的美元泛滥，是金融创新带来的流动性创造的结果，并非来源于美国货币供给大幅增加。2002 年以来美国 M2 货币发行增速一直低于欧元区 M2 的货币发行增速，这也说明 2002 年以来全球的美元泛滥其实是另有原因。通过我们的分析，我们认为：以房贷的资产证券化为代表的金融创新可以带来流动性创造，这在客观上为全球提供了约 5 万亿美元的流动性。

图 9：欧美货币供给增速



资料来源：Bloomberg

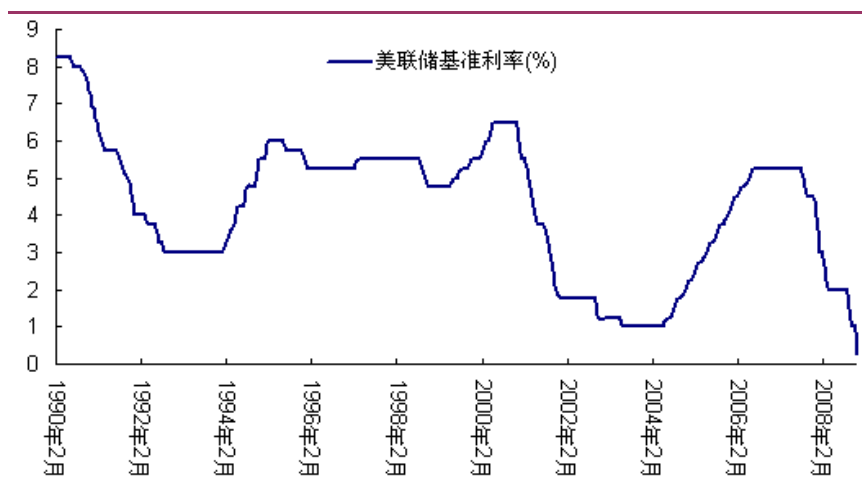
虽然近期由于美联储将美元利率下调至 0-0.25%，致使美元在近几个交易日出现了较大幅度下跌(从 87 跌至最低点 77.68, 幅度超过 10%)，但我们认为：由于欧元、英镑等货币的利率相对较高，未来将可能追随美联储而降息，这将在未来一段时期继续推动美元走强。

图 10：近期美元指数走势



资料来源：Bloomberg

图 11: 美联储基准利率变化



资料来源: Bloomberg

基于我们对短期内美元将继续走强的基本判断, 我们认为 2009 年国际有色金属价格将继续承受美元走强带来的价格压力。

四、我国难以成为 09 年大宗商品消费的火车头

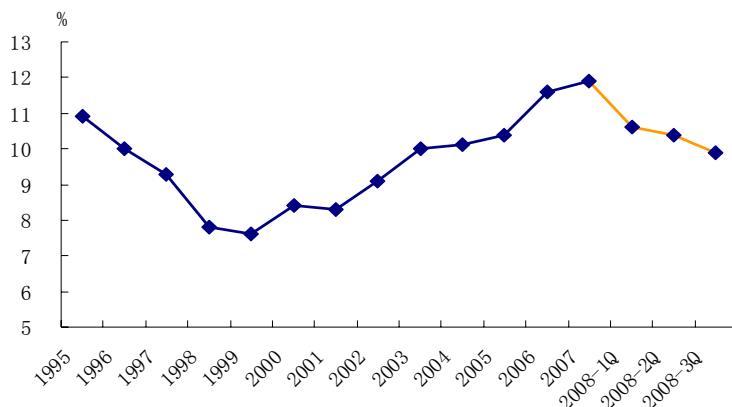
4.1 经济下行明显, 有色金属消费难有大幅增长

进入新世纪以来, 随着我国工业化进程的不断推进, 我国一直是拉动世界大宗商品消费的火车头, 最近几年的金属消费增速始终保持在两位数以上, 2000 年我国占世界铜铝铅锌 4 种有色金属的总消费的 12.98%, 而 2007 年则达到了 29.96%。但 2008 年以来, 受国内宏观调控及海外经济危机冲击影响, 我国经济下行趋势明显, 经济增速连续三个季度下滑。

随着 11 月份我国各项经济指标的披露, 经济周期性回调的趋势基本确立, 而经济出现“硬着陆”的风险也越来越大。11 月我国进出口增速出现了汇改以来首次负增长, 实际社会消费总额增速也出现下滑; 1-11 月城镇固定资产投资同比增长 26.8%, 增速较 1-10 月回落 0.4 个百分点, 而此前 1-10 月数据已经较 1-9 月数据回落了 0.4 个百分点, 前 11 月全国房地产投资增速也较 10 月回落了 1.9 个百分点; 11 月我国规模以上工业企业增加值同比增长 5.4%, 增速环比和同比分别回落 2.8 和 11.9 个百分点, 已经低于上次亚洲金融危机后的最低水平; 11 月我国发电量降幅进一步扩大, 9.6%的降幅较上月扩大了 5.6 个百分点。工

业增速的回落将直接导致经济增速的回落，在经济下滑的情形下，我们认为 2009 年我国有色金属消费难以出现大幅增长，部分金属甚至会出现消费萎缩。

图 12：我国经济增速已连续三季度回落



数据来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

4.2 政策刺激不会改变行业运行趋势

近期，国家与地方出台了一系列有色金属行业政策：

出口退税提高：11 月 1 号起，国内部分产品退税率将有所提高，主要涉及到的有色金属品种包括铜管和铝合金板带等产品，退税幅度分别为从 5%提高到 9%，11%提高到 13%。我们认为此次退税率的提高幅度并不大，可以提高部分加工企业的毛利率，但难以提振铜管和铝板带的消费，因此对整个行业的影响不大。最近有传闻称国家将降低或者取消各种金属的出口关税，恢复来料加工模式，我们认为这将对国内铜、铝生产企业构成实质性利好。

收储：12 月份，云南省公布《云南省有色金属储备试行办法》，按照公布计划，由云南省政府牵头，当地金融监管机构及银行和企业将联手进行 15 万吨铜，30 万吨铝，30 万吨锌，15 万吨铅和 10 万吨锡的收储行动。此次收储仍有企业完成，所需资金由承储企业以产品质押方式向银行贷款解决，收储期间利息、仓储费由省级财政予以适当补贴。我们认为，云南省进行的收储行为与国家收储行为有很大区别，进行收储的企业仍要承担金属价格下跌的风险，收储资金也是银行贷款，而在金属价格未探明底部前，收储企业也很难不顾风险大举买进。因此我们认为云南省收储行为能够缓解当地有色生产企业资金紧张现状，但难以以

此稳定金属价格。国家最近决定收储 30 吨铜金属，对铝和锌的收储也在计划中，我们认为若国家以财政资金进行收储，则将有望稳定市场信心，稳定市场价格。

电价下调：由于国内大量生产企业减产，我国 10 月单月用电量同比减少了 3.7%，1-11 月全国工业用电量同比增长 5.27%，增速较 1-10 月减少了 3 个百分点。在用电出现明显下滑后，部分电力输出省开始下调工业用电价格，内蒙，宁夏，云南等省份电价下调幅度从 10%-20% 不等。我们认为电价下调将大大降低当地有色企业，尤其是电解铝，锌冶炼企业的生产成本。全国范围内电价能否下调仍难以判断。

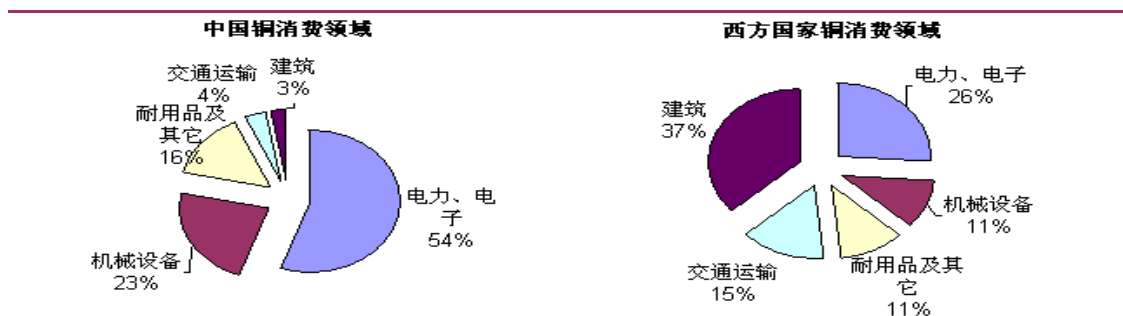
我们认为：这些政策的出台上对金属价格起到一定程度上的稳定作用，但由于经济下行以及行业自身的运行规律，国家出台的政策不会改变行业的运行趋势。

4.3 中国 4 万亿投资对有色金属消费的拉动作用有限

中国出台的 4 万亿投资计划对有色金属需求具有一定的拉动作用，但这一拉动作用需要区别对待。中国的 4 万亿投资计划主要集中在保障性住房、公路、铁路、机场、环保、能源等方面，其中保障性住房、公路、铁路、机场建设是本次投资计划的重点。

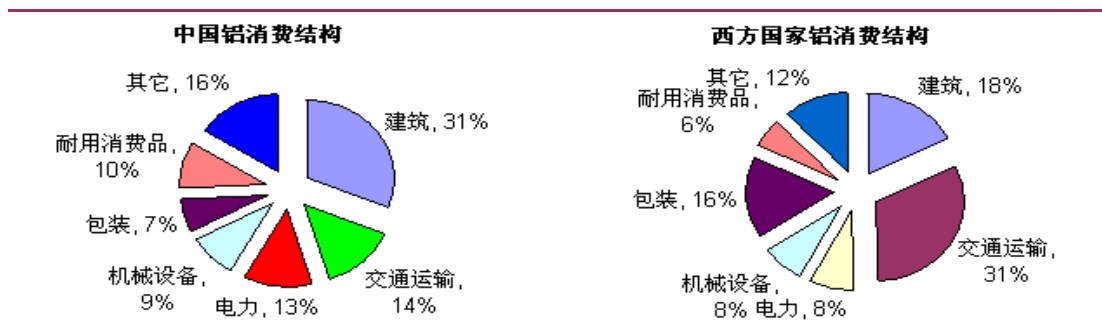
投资计划中影响有色金属行业需求的下游产业主要有：1、电力行业：投资 1.1 万亿元，今后两至三年内建设规模为 110(66) 千伏及以上线路 26 万公里、变电容量 13.5 亿千伏安。2、交通运输行业：第四季度 100 亿元，明后两年年均 1 万亿元交通基础设施工程建设。3、建筑行业：9000 亿元，通过三年多时间，增加 200 多万套的廉租住房、400 多万套经济适用住房。

图 13：我国与欧美国家铜消费结构



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

图 14: 我国与全球铝消费结构



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

我们从铜、铝、铅、锌四种主要的有色金属的消费中可以看出：本次投资计划对以建筑、交通运输为主要下游行业的铝的消费将起到一定的拉动作用，铜的消费主要受到中国电网投资的拉动，其消费也将受到从本次投资计划中受益。锌铅行业的下游需求主要来自汽车相关行业，因而受到此次刺激政策的影响较小。

我们认为：投资计划只能减缓有色金属价格下跌速度，但是却不足以改变有色金属的供过于求关系。我们预计国家推出的电网投资计划将带动电力行业对 2009 年电解铜的需求增长 14.4%，但铜消费的其他板块，比如家电和汽车销售的大幅下滑使得 2009 年电解铜整体需求增速为 7.5%。另一方面美国和欧洲在房地产和汽车销售大幅放缓的情况下，电解铜消费分别下降 2.9%和 2.1%。建筑和交通是国内铝消费最重要的板块，分别占铝需求的 31%和 14%。我们预计 2009 年投资计划将带动建筑行业 and 交通运输行业对电解铝的需求分别增长 4.1%和 10.6%，电解铝总需求的增速为 7.6%，低于 2008 年约 10%的需求增速。同时预计 2009 年中国电解铝产量增速仍然维持在 10%以上，国内电解铝市场继续呈现供应过剩的局面。

五、主要有色金属子行业基本面分析

5.1 09 年铜价取决于智利矿山减产决心

● 铜供需状况出现逆转，TC/RC 走高削弱铜冶炼企业减产决心

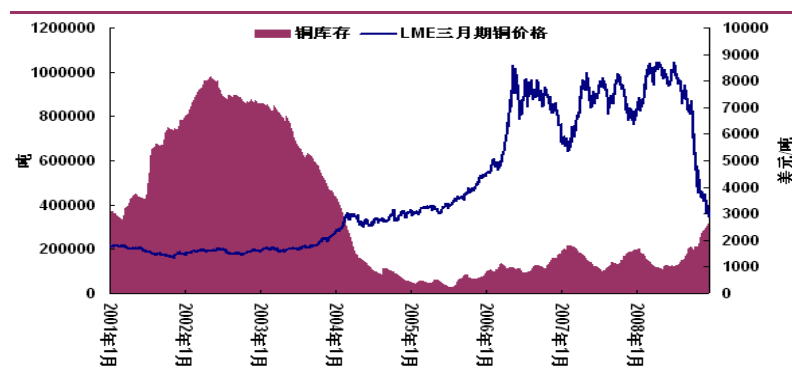
铜价在 08 年前三季度能保持高位震荡的主要原因是铜精矿供应瓶颈带来的供不应求始终存在，但 10 月后随着实体经济逐渐陷入衰退，

铜消费也大幅减少造成铜供需情况出现逆转。据 WMSB 数据，今年 1-10 月铜过剩为 3.06 万吨，而去年同期是短缺 13.8 万吨。过剩主要是由消费迅速下滑造成，1-10 月铜消费增速为 1%，而精铜产量增速为 2.1%。

实体经济的衰退同样对化工行业造成了冲击，硫酸价格在 10 月份也出现了暴跌走势，价格从 1500 元/吨迅速下跌至 250 元/吨并在低位保持震荡。硫酸的大幅下跌使得铜冶炼商无法依靠销售硫酸弥补加工费的亏损，国内铜冶炼企业纷纷表示减产，据安泰科数据，至 08 年底，国内铜冶炼厂表示将会减少的产能达到 30 万吨左右，但 11 月公布的国内精铜产量虽然同比出现了 2.3% 的下滑，但却较上月上升 12%。我们认为造成这种现象的主要原因是精矿供应过剩造成精矿加工费大幅上涨，12 月中国铜冶炼商收到的现货加工费已经上涨至 85 美元/吨和 8.5 美分/磅，较年初长单加工费已经翻番。09 年长单加工费谈判已经开始，我们认为今年冶炼厂有望得到较为理想的加工费。

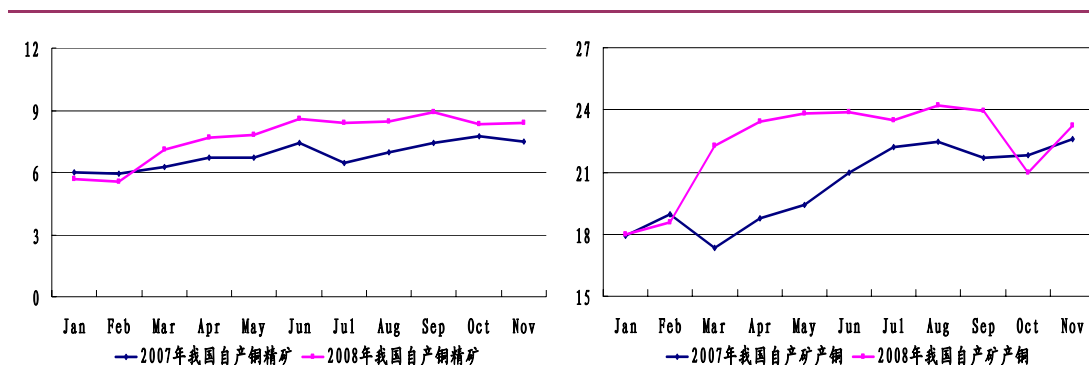
冶炼厂通过赚取固定加工费获得利润，在加工费具有盈利的情况下期望冶炼商减产比较困难，铜价若要走稳仍然要看铜矿山的减产力度。

图 15: 伦敦金属交易所铜价格和库存走势



资料来源: Bloomberg

图 16: 国内自产铜精矿和精铜产量



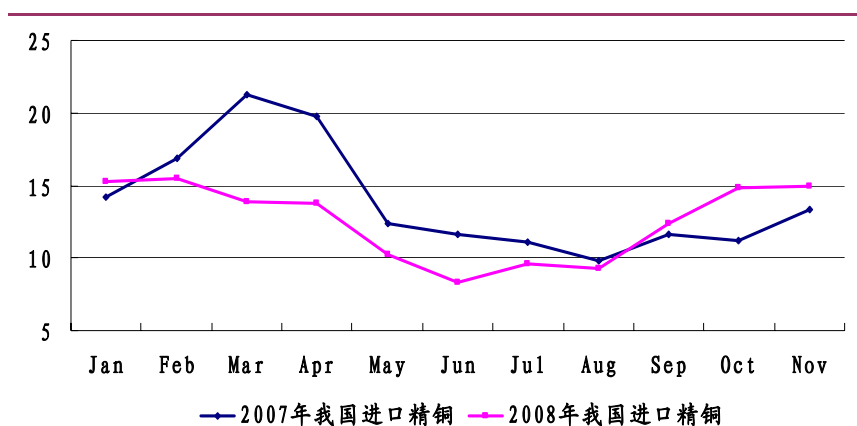
资料来源: 安泰科, 华泰证券研究所

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

● 国内刚性铜消费存在，铜进口保持一定增速

受国外消费下滑和国内房地产行业低迷影响，我国空调压缩机行业面临巨大困难，近三个月各大压缩机厂减产接近一半，这也造成了下游铜管生产企业订单稀少，其它如铜箔铜板带生产企业整体开工率也再次出现下滑，据易贸数据，12月铜板带箔企业开工率仅为49.9%。虽然铜管及铜板带箔领域消费出现下滑，但铜电线电缆领域消费仍有望保持增速，农村地区电厂、变电站建设仍在进行，国家4万亿投资也将重点放在了农村电网改造领域，因此未来两年我国铜消费仍有肯能保持增加。随着国内外铜价差的消失，铜进口也开始逐渐增加，11月我国精铜进口保持同比环比双增长。

图 17: 我国精铜进口走势



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

表 4: 中国精铜供需平衡 (万吨)

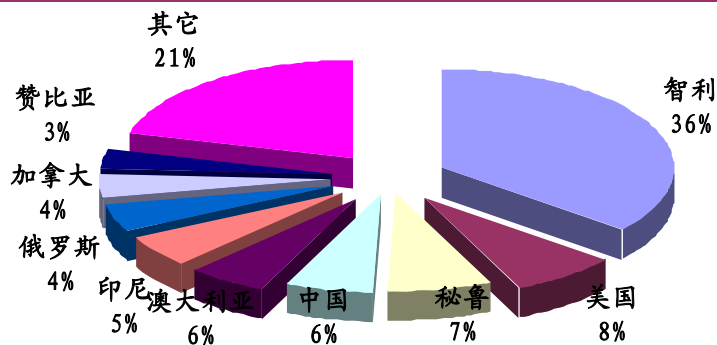
	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1-9 月
产量	258	299.9	349.7	285
净进口量	111.2	58.4	136.8	85.8
供应量	369.2	358.3	486.5	370.8
消费量	360	380	456.2	363.5
供需平衡	9.2	-21.7	30.3	7.3

资料来源：安泰科，华泰证券研究所

● 智利铜矿山采选成本仍低于铜价，仍未出现大规模减产

智利是全球最大的铜精矿产出国，2007年铜精矿产量占世界总产量的36%，世界前几大矿山也主要分布在智利。

图 18: 2007 年世界铜精矿产出分布



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

虽然铜价在 10 月后出现了暴跌至现在的 3200 美元/吨(1.45 美元/磅)左右，但仍远高于智利主要矿山的精铜生产成本。据智利最大的铜业公司 Codelco 旗下 Gabriela Mistral 铜矿总经理称，将所有业务部门计算在内，Codelco 的铜矿采选平均直接现金成本 07 年为 0.34 美元/磅，08 年前 9 个月为 0.63 美元/磅。参考国内铜采选冶炼的费用并考虑其吨铜期间费用及折旧，Codelco 的完全生产成本应该不会高于 1 美元/磅。因此即便在铜价出现如此暴跌之后，智利铜生产商仍有很高的毛利率，因此虽然智利国家矿业协会(Sonami)于 12 月 5 日表示，受国际铜价持续下跌影响，智利铜矿公司或将削减铜金属产量来修正市场供求不平衡状况，但铜矿山仍有扩产的冲动，Gabriela Mistral 便表示有可能增加产量。

在除了智利的其它地区，铜价已经低于多数矿山的平均生产成本，各地区减产开始出现，刚果、赞比亚地区相继宣布减少 09 年铜精矿产量，蒙古地区的陶勒盖铜矿便因为铜价下跌而出现停产情况，国内铜精矿生产商也已经开始减产。

我们认为 09 年全球铜消费将会出现下滑，铜价能否企稳将主要取决于铜供应是否也会出现大幅减少，而铜供应能否减少则主要取决于占世界总产量 36%的智利是否选择实质性减产。

5.2 铝价未来走势依旧看淡

● 中国产量增长带动国际氧化铝市场出现过剩

由于近几年电解铝产量一直保持高速甚至是超速增长，需求强劲必然会拉动氧化铝投资热的兴起，除了对高额投资回报的期望，一些企业在扩张电解铝产能的同时为保证原料自给和降低成本的考虑也在不断增加氧化铝产能。截至 2007 年，我国氧化铝总产能达到 2635 万吨，其

中铝氧化铝产能 1020 万吨，非中铝氧化铝产能 1615 万吨，非中铝产能经过快速扩张已占超过 60% 的市场份额。据统计，到 2008 年底，国内氧化铝产能将达到 3300 万吨/年，非中铝企业占 2/3 的份额。

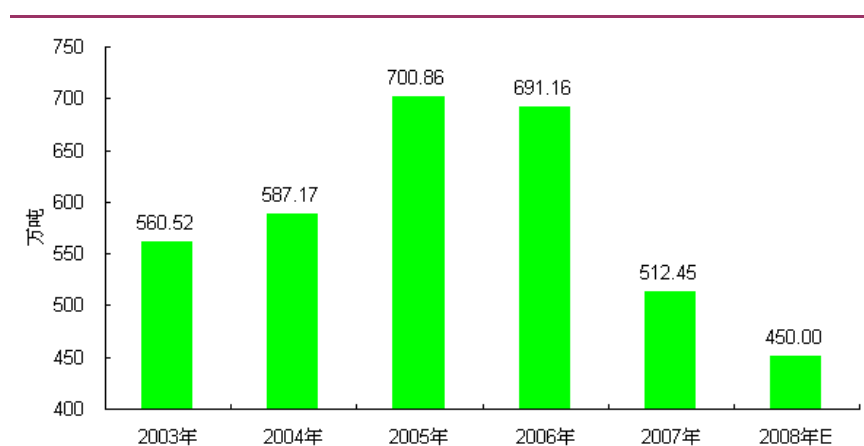
2008 年 1-9 月，国内氧化铝产量达到了 1741.42 万吨，同比增长了 20.33%，预计全年产量为 2250 万吨。氧化铝产量的迅猛增长导致了国内氧化铝的供应过剩，国内进口氧化铝数量也在逐步减少：2008 年 1-9 月中国进口氧化铝 351.51 万吨，同比下降了 11%。我们预计 2008 年全年氧化铝进口量将下降至 450 万吨，较 2007 年下降 12.19%。

表 5：中国氧化铝供求（单位：万吨）

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 E
产量	615	704	851	1374	2090	2250
净进口量	555	585	699	689	509	445
供应量	1170	1289	1550	2063	2599	2695
需求量	1133	1372	1619	1953	2587	2630
过剩/短缺	37	-83	-69	110	12	65
自给率	54.28%	51.31%	52.56%	70.35%	80.79%	85.55%

资料来源：华泰证券研究所

图 19：中国氧化铝进口量

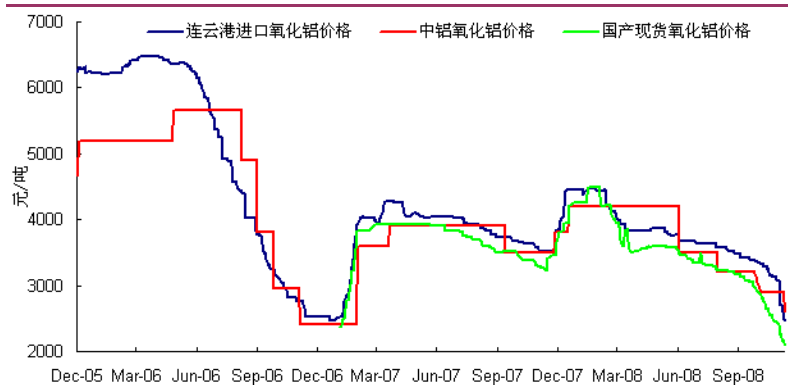


资料来源：华泰证券研究所

国内氧化铝市场价格逐步走低。目前中铝现货氧化铝价格为 2600 元/吨，国产现货氧化铝价格为 2100 元/吨，进口氧化铝价格为 2500 元/吨。

图 20：国内氧化铝价格走势

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。



资料来源：中华商务网、华泰证券研究所

国际上，2007 年受各种因素影响国外氧化铝厂的产量增长几乎停滞，由于缺乏新建项目，一些推迟投产和减产的产能能否在 2008 年恢复运行将影响到中国之外的市场供给。据了解，巴西 Alunorte 氧化铝厂 190 万吨/年扩建项目将在今年二季度投产，两条生产线将分别在 6 月份和 8 月份启动。一再推迟启动的 Gove 氧化铝厂 170 万吨扩建项目预计在 2008 年能全部投产；而于去年初就建成的印度 Lanjigarh 140 万吨/年氧化铝项目因铝土矿供应问题一直到三季度才开始投产，能否在 2008 年实现 100 万吨的计划产量还要看铝土矿的保障程度。综合来看，我们预计 2008 年全球冶金级氧化铝市场供应量将达到 8100 万吨。

需求方面，年初中国因电力短缺导致的铝产能大面积关停将会对中国全年的电解铝产量造成冲击，预计新增产量 120 万吨；中国之外的新增铝产量为 60 万吨，新增氧化铝需求 360 万吨，预计 2008 年世界冶金级氧化铝需求为 7878 万吨。2008 年氧化铝市场将大幅过剩，由于国外新增产量有限，过剩将主要集中在中国市场，对价格将构成很大压力。

表 6：全球冶金级氧化铝供需情况(万吨)

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 E
国际产量	5137.8	5486.5	5816	6118	6801	7563	8100
国际消费量	5094.4	5492.6	5833	6258	6685	7518	7878
供需平衡	43.4	-6.1	-17	-140	116	45	222

资料来源：安泰科

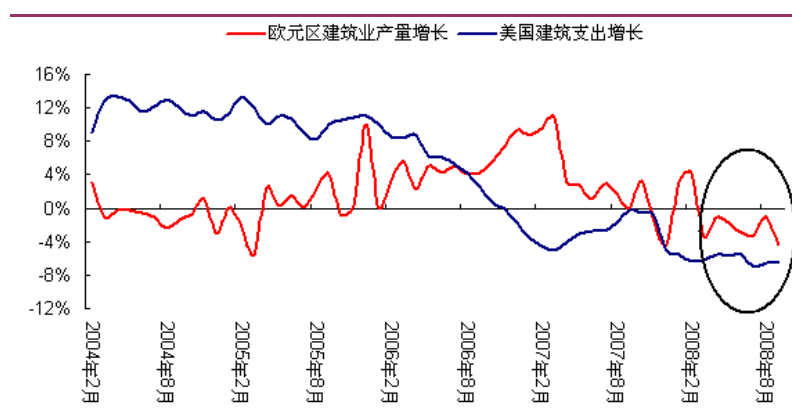
● 中国电解铝产量剧增，全球铝供应过剩

由于近年来铝价的高涨，国内原铝产能的扩张速度甚至超过了 2004 年，这引起了国内原铝的供应过剩。2007 年我国电解铝产量为 1260 万吨，同比增速为 34.04%。截至 2007 年底，中国电解铝产能约为 1520

万吨，比 2006 年净增 320 万吨，预计 2008 年我国还将新增 200 万吨电解铝产能。

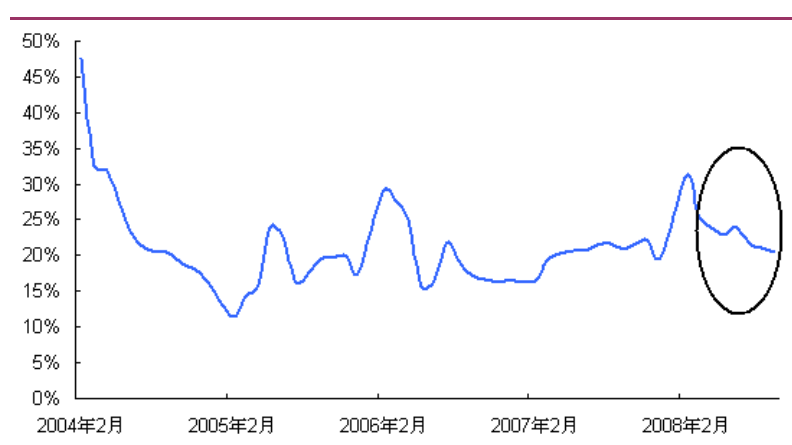
由于建筑业是铝的最大消费行业（占铝消费的 31%），其中美国、欧元区、中国三个区域铝消费占世界总需求的 70%以上，我们着重研究这三个经济区域建筑业运行数据。美国建筑支出增长从 2008 年初以来快速下降，目前已经持续半年的负增长，低于 2002 年的水平；欧洲建筑业产量 2008 年以来持续负增长，目前依然在加速下跌；中国的建筑业施工面积增速也在近几个月显著下滑。世界范围内的建筑业的低迷将降低其对铝的需求。

图 21：美国建筑支出与欧元区建筑产量增长



资料来源：Bloomberg

图 22：中国建筑业施工面积增速



资料来源：Bloomberg

产能的快速扩张以及需求的减弱造成了国际、国内电解铝的供应过剩，预计 2008 年国际市场将过剩 90 万吨、国内市场将过剩 80 万吨，这也是铝价大幅下跌的主要原因。

表 7: 国内原铝供求平衡表 (单位: 万吨)

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008E
中国产量	432.1	554.7	668.9	780.6	940	1260	1380
中国净出口量	-20.6	-36.8	-65.1	-68.2	-70	-26	-20
中国供应量	411.5	517.9	603.8	712.4	870	1234	1360
中国消费量	416.7	513.4	598.5	710.5	867	1200	1280
市场平衡	-5.2	4.5	5.3	1.9	3	34	80

资料来源: 华泰证券研究所

表 8: 全球原铝供求情况 (单位: 万吨)

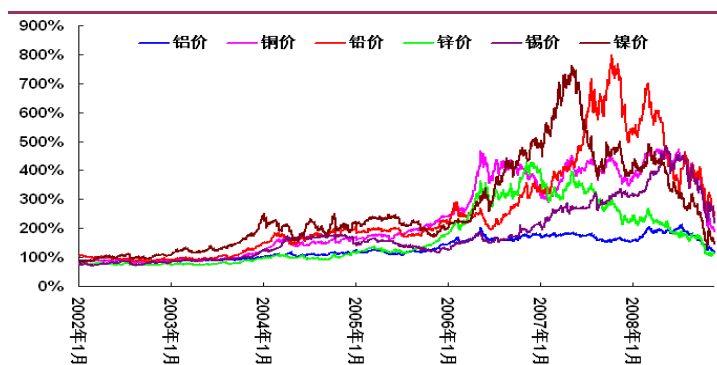
	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 E
全球供应量	2609	2803.5	2988.8	3193	3397	3820	4100
全球消费量	2535.4	2776.6	3018.8	3197	3433	3780	4010
市场平衡	73.6	26.9	-30	-4	-36	40	90

资料来源: 安泰科

● 投资周期短决定了铝价将继续其疲弱的价格走势

不同于其他的有色金属, 电解铝的投资周期较短, 目前电解铝产能从建设到生产最快的仅需要 10 个月, 而且行业受到资源制约较小, 这使得国际国内电解铝产能能够在短期内实现扩所扩张。电解铝行业这种投资周期短的特性决定了其行业周期较短, 价格表现较差。本轮金属牛市中, 电解铝的价格最高涨幅约为 110%, 远远落后于其他金属。我们认为电解铝的这种行业特性决定了在未来的一段时期内, 其价格表现将继续弱于其他有色金属。

图 23: 主要有色金属价格涨幅

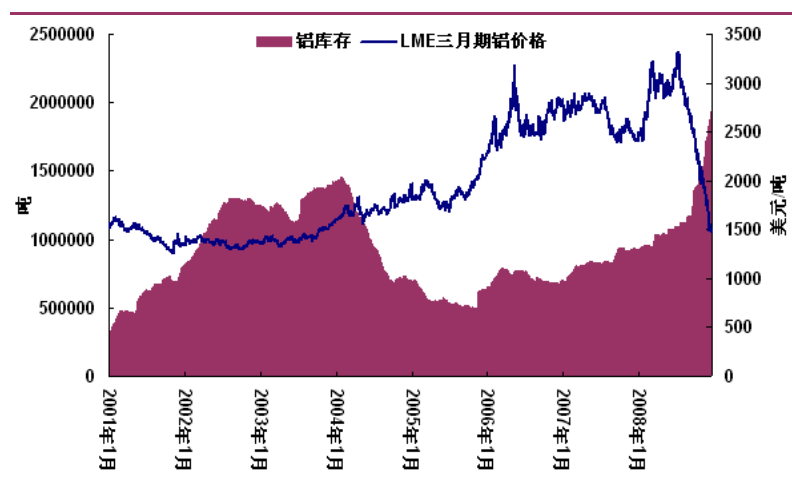


资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

电解铝的交易所库存的变化也充分说明了电解铝行业目前所面临

的严重的供应过剩：目前伦敦金属交易所电解铝库超过了 200 万吨，远远超过了 2004 年创下的 150 万吨的库存纪录。电解铝的高库存决定了其价格将长期走弱。

图 24：LME 铝库存及 3 月期铝价格



资料来源：Bloomberg

图 25：国内铝现货价格走势



资料来源：Bloomberg

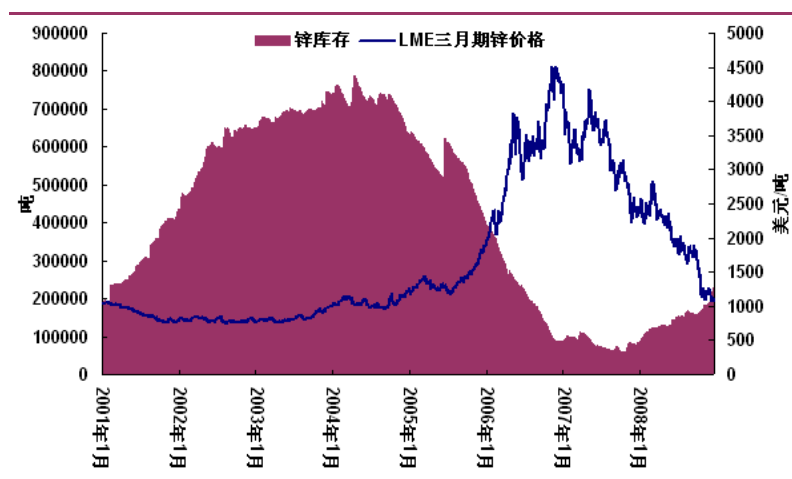
5.3 锌价筑底有望成功，09 年价格窄幅震荡可能性较大

● 全球锌过剩并未出现改观，库存持续增加

ILZSG（国际铅锌研究小组）12 月 15 号发布报告称，2008 年前 10 个月精锌市场供应过剩 12.1 万吨，其中前 10 月全球锌消费为 970.8 万吨，较上年同期增加 3.3%；前 10 月全球锌产量为 982.9 万吨，较上年同期增长 4.4%。WBMS（国际金属统计局）在 12 月 17 号发布报告称，1-10

月全球锌过剩为 4.9 万吨，其中最近几个月中国产量增速较快。虽然过剩量存在分歧，但锌过剩的情形并未得到有效改观是毫无疑问的。从 ILZSG 统计到 10 月份的产量数据来看，锌精矿产量在 8 月份便出现了下降趋势，但锌锭产量在 10 月份仍然出现了增加。全球锌库存也仍在不断增加，LME 锌库存已达到 23 万吨，而据 ILZSG 数据，10 月份锌库存消费比值已经达到了 4.7 周，而现阶段锌消费下滑速度可能仍然超过锌减产速度，因此，未来锌库存仍有上涨压力。

图 26：伦敦金属交易所锌价格和库存走势



资料来源：Bloomberg

表 9：全球精锌供求平衡（单位：万吨）

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
锌精矿产量	889.2	954.5	970.9	1014.6	1045.6	1112.9	1170
锌产量	971	991.2	1039.2	1022.9	1065.8	1135.3	1175
锌消费	945.7	983.9	1064.7	1061.1	1097.9	1134.7	1158
供求平衡	25.3	7.3	-25.5	-38.2	-32.1	0.6	17

资料来源：安泰科

● 我国锌精矿及锌锭产量大幅下滑，镀锌板产量下滑

我国是世界锌产量大国，但国内矿山普遍分布较广，规模较小。在锌价大幅下跌后，许多小矿山由于生产不经济纷纷关停，使得我国 11 月锌产量出现了显著回落。四季度是通常是矿山生产旺季，但我国 11 月锌精矿产量仅为 26.5 万吨，同比下跌 12.4%。中小矿山减产造成国内锌冶炼厂难以从国内获得精矿原料，国内前两大锌冶炼厂商便受制与精矿供应而选择减产，国内中小铅锌冶炼企业很多也已选择停工，我国 11 月锌锭产量也因此出现 13.5% 的同比下降。

由于前些年大量资本流向铅锌产业，今年国内铅锌冶炼的投资惯性依然存在。铅锌冶炼今年 1-9 月份新开工项目投资额仍比去年同期增长 16.3%；铅锌矿山新开工项目投资额比去年同期也有 8.4% 的增幅。虽然最近冶炼、矿山的新开工投资呈现放缓趋势，但是惯性增长依然存在。

图 27：我国矿产锌产量走势

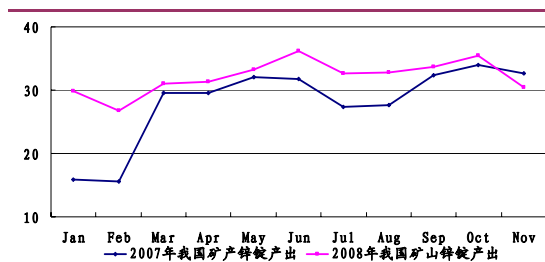
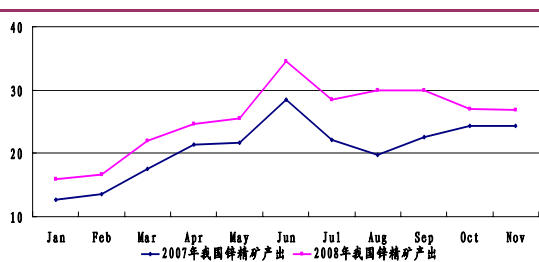


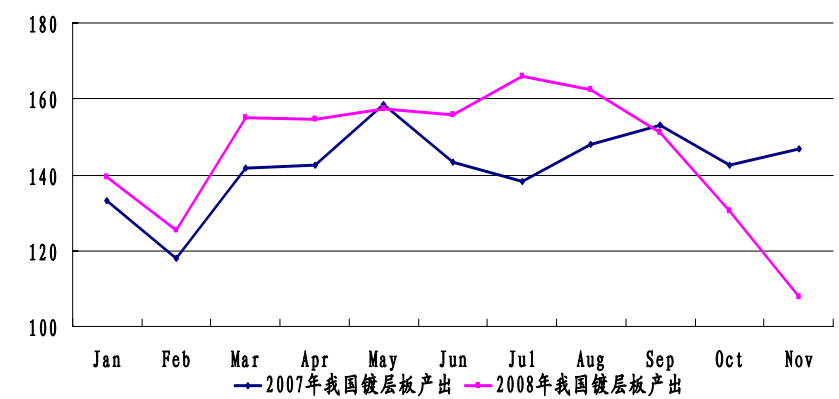
图 28：我国锌精矿产量走势



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

由于下游消费的下滑，我国镀锌板产量在最近几个月出现了大幅下滑。镀锌板产量的下滑可能会加重锌冶炼厂的库存积压。

图 29：我国镀锌板月度产量



资料来源：联合钢铁网，华泰证券研究所

● 大企业减产有望使锌价筑底走稳

与铝和铜不同，锌矿山采选成本主要取决于矿山品位，成本变动弹性也较小，同时全球锌矿山分布也相对较为分散。因此，锌价在四季度再次出现大幅下跌后，其价格已经低于世界大部分矿山的生产成本。全球范围内的减产消息在 10 月份便频频传出。

全球最大的拥有 110 万吨锌产能的生产商 Nyrstar 12 月 15 号表示，将削减旗下在美国的 Clarksville 工厂产量大约 40%，Nyrstar 目前对 2009 年上半年的减产总量大约在 19 万吨，2008 年减产量为 3.5 万吨。全球第二大锌精炼厂-韩国高丽亚铅公司（Korea Zinc）也在

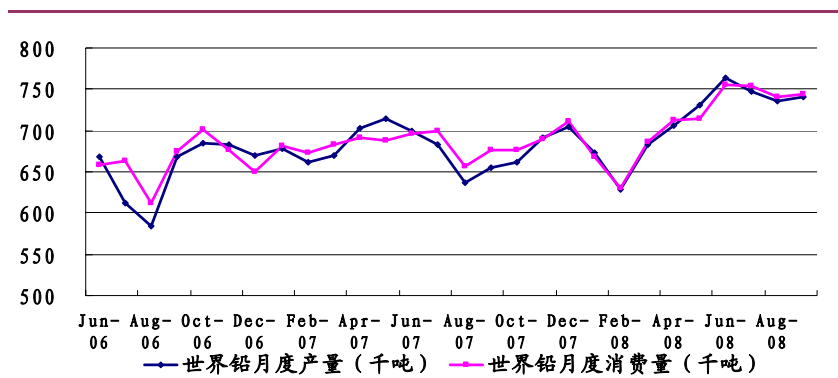
晚些时候表示,公司将下调 10% 的锌产量约 4.5 万吨,且减产将持续 13 个月的时间。11 月下旬,全球第二大锌生产商—澳大利亚 Oz Minerals 公司计划削减产量并推迟部分项目。Oz Minerals 在 11 月 25 日表示,将位于澳大利亚东北地区的 Century 锌矿 2009 年产量下调至 49.5 万吨,之前预计为 51.5 万吨。目前锌价格水平已经令泰克明科公司红狗矿和世纪矿处于亏损状态,这两个矿山都是世界三大铅锌矿山之一,这样大型的高品位矿山开采出现亏损,表明全球多数矿山开采也出现了亏损。因此,其它如 Xstrata, Teck, Boliden 等大批锌生产商选择减产,减产浪潮遍布全球,减产力度也较大,仅在欧盟地区,减产产能便有 54 万吨,占 07 年全球锌总产量的 4.8%,我们大概估计全球范围内减产产能在 100-150 万吨左右。从绝对价格上来看,现在的锌价也接近上次熊市时期的价格,若考虑最近 5 年全球的通胀水平,现在的锌价则有可能低于上轮熊市的价格。因此,我们认为,在大幅减产之后,锌价有望筑底成功,未来 1-2 年内,在世界经济未走强之前,锌价或将低位震荡。

5.4 铅供需逐渐转为过剩,价格难有支撑

汽车行业是实体经济中受经济危机中受冲击时间最早,力度也最大的行业,上半年全球原油价格暴涨和钢铁价格上涨一方面打压了汽车消费,一方面提高了汽车生产商的成本。资本市场流动性的削弱又使得汽车厂商难以获得足够的现金。多方面的不利因素造成下半年全球汽车行业陷入低迷,美国汽车三巨头由于现金接近枯竭而陷入破产危机,克莱斯勒已宣布自 12 月 19 日停产一个月。而至今美国国会仍未就如何救助三巨头达成一致意见。日欧汽车巨头同样面临困境,日本丰田汽车公司下调盈利预期,其本财年下半年(今年 10 月到明年 3 月)可能出现约 10 亿美元营业亏损,这使得选择进一步减产 12 万辆汽车以减小压力。德国豪华车生产商宝马正为本国经销商提供至少 1 亿欧元(约合 1.327 亿美元)的财务援助,戴姆勒集团也计划明年削减梅塞德斯-奔驰公司 10% - 15% 的成本开支。

车载蓄电池一直是全球铅消费的主要领域,其占铅消费份额在 50% 左右。我国是全球最大的铅生产国,国内出口铅酸电池也主要是供全球各汽车制造商使用,汽车行业的低迷在未来 1-2 个季度内必将造成铅消费的萎缩。

图 30: 世界铅月度产出消费示意



资料来源: ILZSG, 华泰证券研究所

表 10: 全球铅供需平衡表(单位: 万吨)

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008E
世界铅精矿产量	311.3	312.3	341.2	351.6	360.2	381
世界精铅产量	678.7	699.8	763.2	792.2	811.2	855
世界精铅消费量	684.4	729.6	780.3	806.1	814.7	850
世界铅市平衡	-5.7	-29.8	-17.1	-13.9	-3.5	5

资料来源: ILZSG

供应方面, 由于多数矿山铅锌伴生, 锌矿山的减产也必然带来铅供应的减少, 但由于前两年大量资本投入再生铅领域, 尤其是在中国, 而这些投资正在今年发挥产能, 因此今年以来, 虽然铅精矿产量增幅不大, 但精铅产量却逐月走高。

图 31: 我国铅精矿产出示意

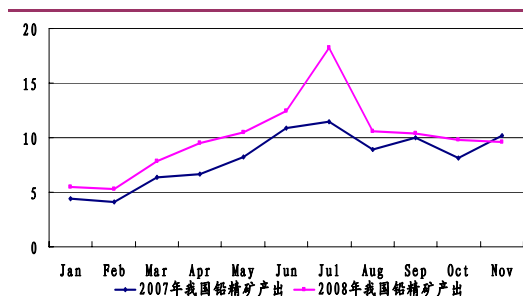
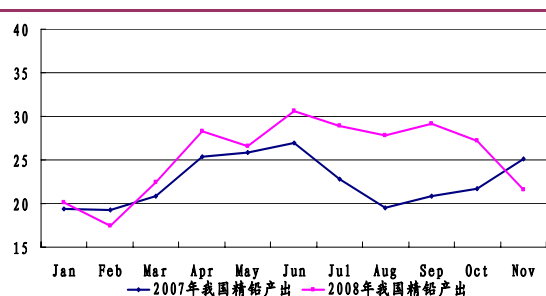


图: 32 我国精铅产出示意



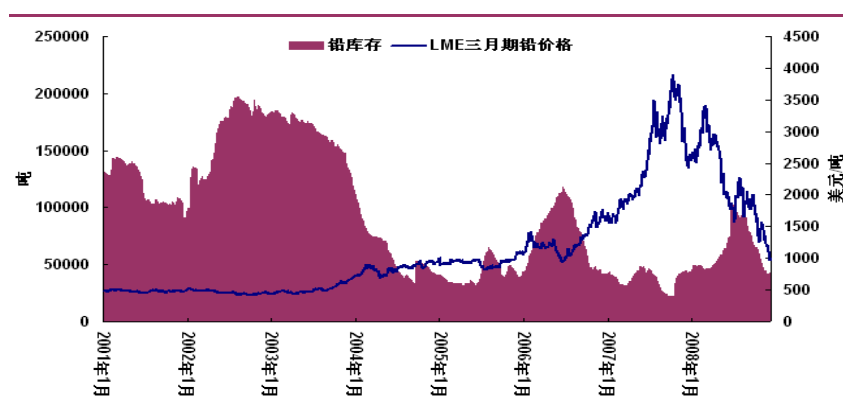
资料来源: 安泰科, 华泰证券研究所

ILZSG 统计全球铅月度供需也因此开始出现逆转。据 ILZSG 12 月 15 号公布的最新月度报告显示, 今年前十个月全球铅市供应过剩 2.1 万, 而去年同期为短缺 6.9 万吨。而据 WBMS 统计数据, 今年前十个月, 全球铅市供应短缺 7.2 万吨, 而去年同期供应缺口为创纪录的 12.1 万

吨。统计口径虽有不同，但铅供需状况的确出现了逆转。

分析铅的生产成本，由于铅锌伴生，因此一般铅精矿的采选冶炼过程中的中大部分成本记在锌金属上，使得铅生产成本很低，即便考虑生产要素价格上涨，吨铅生产成本应该不会超过 3000 元。使用废铅进行再生铅的企业生产成本应该主要是废铅的收购，再冶炼过程的成本应该不会超过原生铅。因此，现有铅价距生产成本较远，未来一年铅价仍有可能下跌。

图 33: LME 铅库存及 3 月期铅价格



资料来源: Bloomberg

图 34: 长江现货市场铅价格走势



资料来源: Bloomberg

5.5 锡: 消费萎缩快于产量下降, 短期价格将继续走低

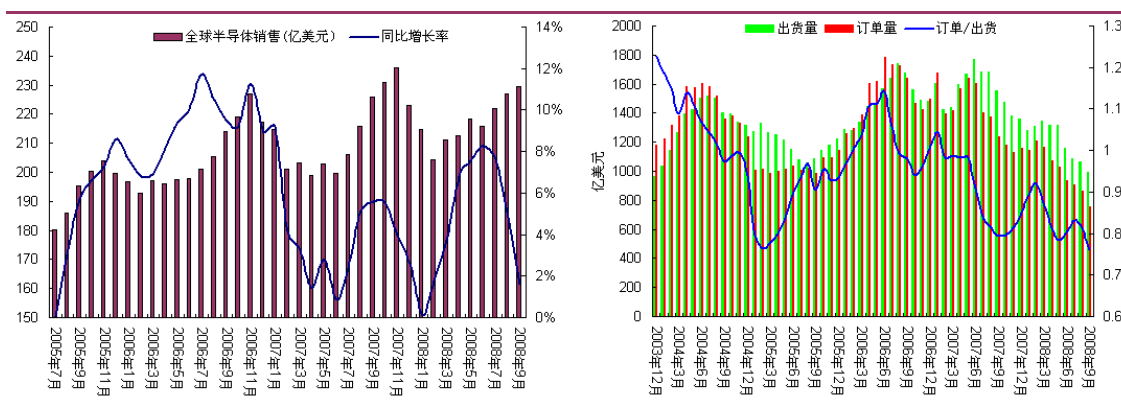
● 电子行业不景气影响锡消费

在全球经济不景气的前提下，锡的价格受制于下游产品的需求，锡的主要用途为电子信息产品，该产品能消耗 50% 的锡。目前电子产品市场竞争激烈导致产品毛利率相对较低，产业下滑趋势明显，预计焊锡的

需求可能会减弱。

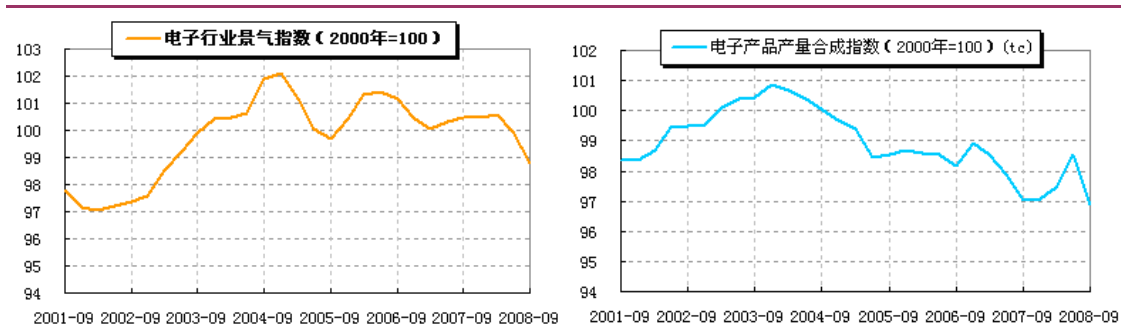
世界半导体贸易统计组织 (WSTS) 近期表示, 由于全球电子产品需求疲软, 2009 年全球半导体市场的销售额可能将下滑 2.2%。2009 年的芯片市场将萎缩至 2560 亿美元, 低于今年预期的 2619 亿美元。北美地区最新的半导体行业订单出货比已经下降到了 0.76, 充分说明了电子行业目前的不景气状况。

图 35: 全球半导体销售额与北美地区最新的半导体行业订单出货比



资料来源: 华泰证券研究所

图 36: 中国电子行业景气指数与电子产品产量



资料来源: 华泰证券研究所

● 供应也在减少但比不上需求下滑速度

印尼为锡矿的主要供应国, 近年来由于印尼政府整顿小矿山, 锡精矿产量大幅减少, 出口有所限制。数据显示, 印尼 2008 年 8 月份锡精矿出口与去年同期相比下降 28.5%。由于政府对环境的保护, 锡的生产与出口均受到限制, 非法小矿山的关闭将使锡行业在印尼的产业集中度进一步提升, 预计 08 年年内印尼的锡产量将很难达到 10 万吨的水平。而价格的下跌与成交的低迷则令供应方不得不考虑市场的需求的承受

力。巴西官方统计数据显示，1-7 月份巴西锡矿产量同比增长 2.9% 至 7037 吨。尽管 Paranapanema group 旗下 Pitinga 矿产量同比下降了 5.6%，达到 3814 吨，但随着该矿第三条选矿生产线投产，08 年余下的月份产量将加速。国内精矿方面，中国 2008 年前 8 个月精锡产量大幅下降，前 8 个月总计同比下降 13.3%。我们认为，产量下降除了自然环境造成的因素以外，还说明国内企业订单或将减少，下游需求疲软。

综上，世界范围内的供应量正逐月减少，一是对价格下跌做出的相应措施，二是应对下游行业对锡需求下滑的一种间接反应。

表 11：世界锡精矿产量情况

时间	中国	印尼	马来西亚	秘鲁	巴西	玻利维亚	澳大利亚	非洲	其他	总计
2000	110.4	53.6	6.3	37.4	13.8	12.3	9.1	2.4	12.0	257.3
2001	101.9	67.4	5.0	38.2	13.0	12.4	9.9	1.6	11.1	260.5
2002	81.7	89.0	4.2	38.8	11.6	15.2	7.2	2.2	7.6	257.5
2003	101.8	78.2	3.5	40.2	12.1	16.8	3.9	3.4	7.9	267.7
2004	96.8	99.5	2.7	41.4	12.5	17.6	1.3	6.8	7.9	286.5
2005	120.2	137.7	2.9	42.1	11.0	18.4	2.7	9.0	7.7	351.8
2006	114.8	129.1	2.4	38.5	9.3	17.6	1.5	8.3	7.9	329.3
2007	149.1	90.0	2.2	39.0	10.2	16.0	1.6	8.5	8.4	325.0
2008E	138	75	2.2	40	10	15	1.5	8.0	8.8	298.5

资料来源：华泰证券研究所

表 12：世界锡供求关系（单位：万吨）

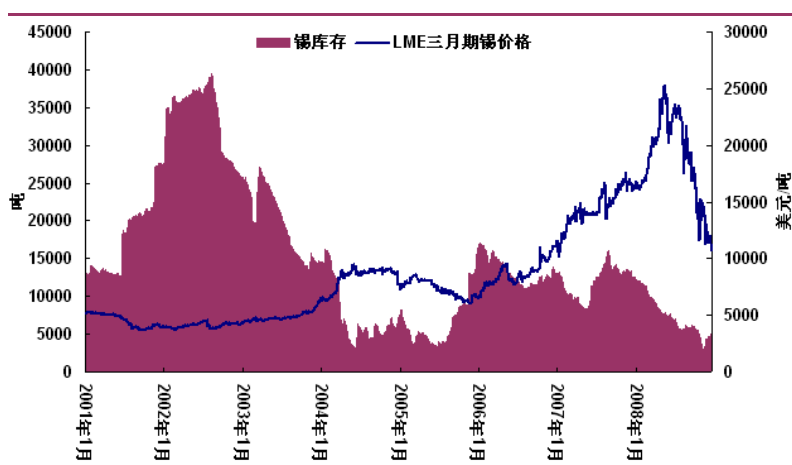
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E
产量	26.64	27.49	31.52	34.75	35.55	34.72	36.8
DLA 抛售量	0.84	0.99	0.92	0.77	0.93	0.74	0.7
消费量	28.02	30.72	32.8	33.32	36.49	36.88	37.1
供求平衡	-0.03	-2.25	-0.36	2.2	-0.01	-1.42	0.4

资料来源：安泰科

● 锡价将继续走低

我们可以通过两个观点来判断锡的后期走势：一是产量下滑的速度，二是需求减弱的速度。从当前的经济形势来看，需求减弱的速度将快于产量下滑。未来锡价将决定于电子行业的景气度，短期之内将维持下跌势头。

图 37: LME 三月期锡价格与库存走势



资料来源: Bloomberg

图 38: 国内锡现货价格走势



资料来源: Bloomberg

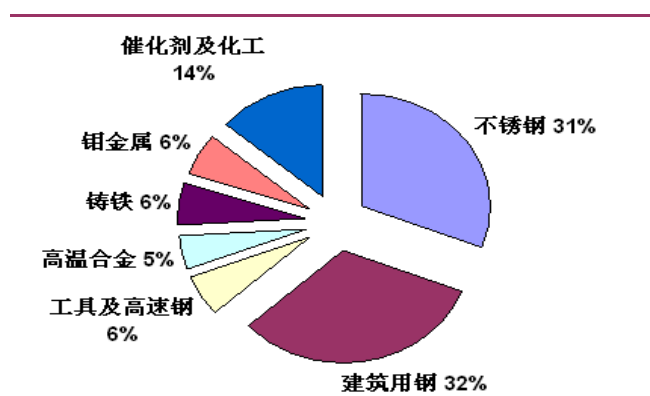
5.6 钢铁需求下滑影响钼的消费，价格将继续下跌

● 钢铁产量的下滑将影响钼的消费

从全球市场来看，对钼的消费需求主要来自钢铁业。钼作为合金钢中重要的添加剂，在一定程度上有着不可替代性，所以钢铁业对于钼的需求一直稳定而强劲。根据国际钼协会统计，全球约 75%的钼产品应用于钢铁业，其它近 25%用于钼化工、钼金属制品等行业。而在钢铁行业中，钼又主要应用于不锈钢与合金钢（包括建筑用低合金钢、工具钢、高速钢等）。钼的最终消费领域包括建筑工程、机械制造、汽车、造船、航空器、石油管道与钻井平台以及生产催化剂、色素、润滑剂等化工产

品。全球钼的消费增长主要来自于中国。

图 39：2007 年世界钼消费结构



资料来源：国际钼协会 IMOA

在 2000-2005 年间的全球钼消费复合增长率在 5% 左右，2006 年全球消费量 19.14 万吨，同比增长 7.76%；2007 年消费量为 20.43 万吨，同比增长 6.8%。而中国消费需求的增长尤为迅猛，2006 年同比增长 41.54%，2007 年增长率更是高达 52.9%，中国已经超过美国成为世界第一大钼消费国。

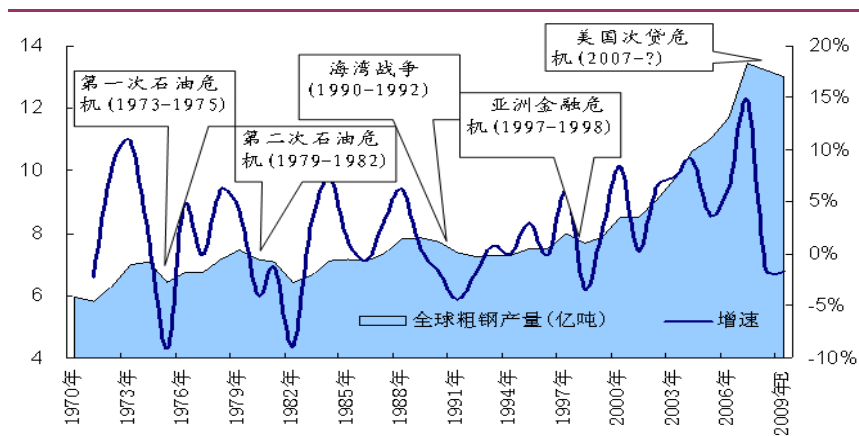
表 13：2004-2007 年全球钼消费量（单位：吨）

	2004年	2005年	2006年	2007年
西欧	60300	59934	63231	60691
美国	31605	34960	37512	36287
日本	28901	29206	30754	31116
中国	15773	18655	26405	40373
其他	34482	34834	33475	35834
总计	171061	177589	191377	204301

资料来源：安泰科、华泰证券研究所

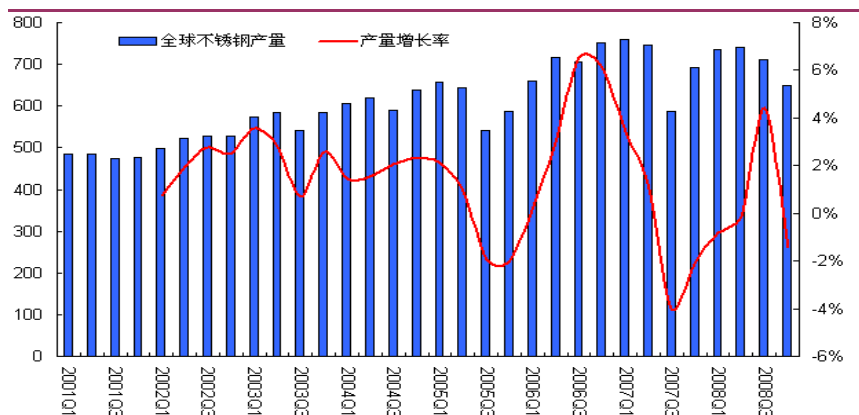
2008 年下半年以来全球经济步入衰退，钢铁行业产量出现了下滑，这将在很大程度上影响钼的消费。我们预测：从此轮次贷危机所波及的范围和对下游行业生产影响的情况看，其影响要大于亚洲金融危机。根据下游需求和钢企减产计划判断，2009 年全球钢铁产量同比可能出现小幅负增长，产量较 2008 年下降约 2%。全球不锈钢产量也会出现产量的下滑，预计 2008 年全球不锈钢粗钢产量为 2837.6 万吨。

图 40: 全球粗钢产量



资料来源：华泰证券研究所

图 41: 全球不锈钢粗钢产量



资料来源：华泰证券研究所

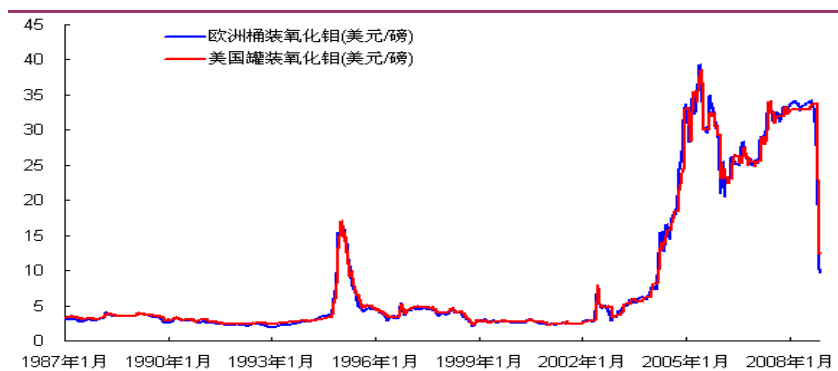
● 价格短期将继续下跌

全球钼市场最活跃的交易品种是钼精矿、焙烧钼精矿和钼铁，这些钼产品并没有一个集中的交易市场，因此也缺乏权威的期货交易价格供买卖双方参考。全球钼产品贸易大多通过主要钼生产商以及为数众多的分销商、代理商以现货方式进行，钼产品的交易价格每周刊登于欧洲和美国的贸易期刊上，买卖双方据此在实际交易中厘定价格。钼产品一般按照每磅含钼量进行报价。大量的智利钼精矿、焙烧钼精矿及中国的焙烧钼精矿、钼铁在荷兰进行转口，并且欧洲是全球最大的钼产品消费市场，因此欧洲市场焙烧钼精矿价格被广泛地接受为钼价的一般指标，为行业报价所引用，并为行业专家、市场分析人士用作分析的基准数据。钼精矿和钼铁的价格均以焙烧钼精矿价格为基准，钼精矿一般要扣除后续焙烧加工费用的折价，而钼铁因为是进一步加工的产品而有一定幅度

的溢价。

从今年9月底以来，国际钼价疯狂下跌。其中，欧洲市场桶装氧化钼价格从9月26日的31.6-32.75美元/磅钼一路狂跌至11月26日的9-10.5美元/磅钼，跌幅达72%，是2004年3月12日即4年半以来的最低价格，美国市场罐装氧化钼价格也从33.5-34美元/磅钼猛跌至11.75-13美元/磅钼，降幅65%；同期，西方钼铁（65-70%Mo）价格从75.75-77.25美元/千克骤降至24.25-26.5美元/千克，跌幅达68%，并已经跌至2004年3月底以来的最低价位；中国钼铁（60%Mo）鹿特丹仓库现货价格则从77-78美元/千克跌至28-32美元/千克，跌幅为64%。可以看到，国际钼价已经打破了2006年初以来近3年的高位运行格局，在金融危机的打压下一泻千里。

图 42: 国际氧化钼价格走势



资料来源: Bloomberg

图 43: 国际钼铁价格走势



资料来源: Bloomberg

我们认为：10 美元/磅钼应该是此次氧化钼价格周期的底部。尽管短期内价格仍有进一步下滑的可能，但下滑将会是极其短暂的，原因是随着金融危机对实体经济影响的深入，钼市场进一步向下调整的空间已

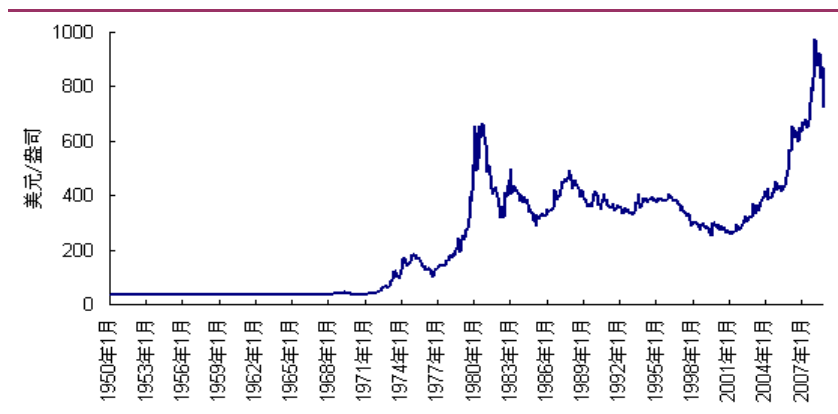
经非常有限，而面对价格的深幅下探调整和资金压力，全球各主要钼生产企业纷纷采取减产行动，同时延期新建、扩建项目的投产。

对国内市场而言，两大利好因素将力挺国内钼价：首先，国家推出的 4 万亿元投资计划作为一项长期的经济刺激计划，短期内对拉动 GDP 增长作用有限，但市场因此对中国经济“保八争九”的质疑已经很少，市场信心、消费信心和生产信心将得到逐步提振。而且，这些投资项目的启动涉及到输送管道用钢、能源用钢（核电站）以及基建用钢，这些钢种需要添加钼金属增强钢种耐腐蚀性以及耐高温性。其次，根据国务院最新的关税政策，包括冷热轧板材、带材、钢丝、大型型钢、合金钢材、焊管等钢材产品的出口关税已经取消，这势必显著恢复我国主要钢铁企业的生产信心，并推动钼产品的消费。

但从短期来看，国内外钼价难以出现明显反弹，这是因为全球钢铁行业正处于“寒冬”，西方钢铁企业将延长圣诞节假期，欧洲市场消费用户和贸易商都拥有较高的库存，年前市场买兴将依旧极度清淡；国内钢铁行业已经在今年 10 月份出现全行业亏损，进入了本轮经济危机以来最困难的时期。也许在国家出台了各项刺激经济的措施后，业内人士对未来钢铁行业的发展依旧充满信心，但是政策的实施仍需要一个较长的过程，整个钢铁业要在今年年底和明年 1 季度显著回暖也是非常难的。

5.7 黄金：短期价格保持高位，但不具备长期上涨的潜力

图 44：国际黄金价格长期走势



资料来源：Bloomberg

2002 年以来，国内、国际黄金价格呈现单边上扬的走势，2008 年 3 月国际黄金价格突破 1000 美元，创下历史新高。在美元升值、大宗商品价格下跌的背景下，黄金价格从高位回落，但目前依然处于高价位阶

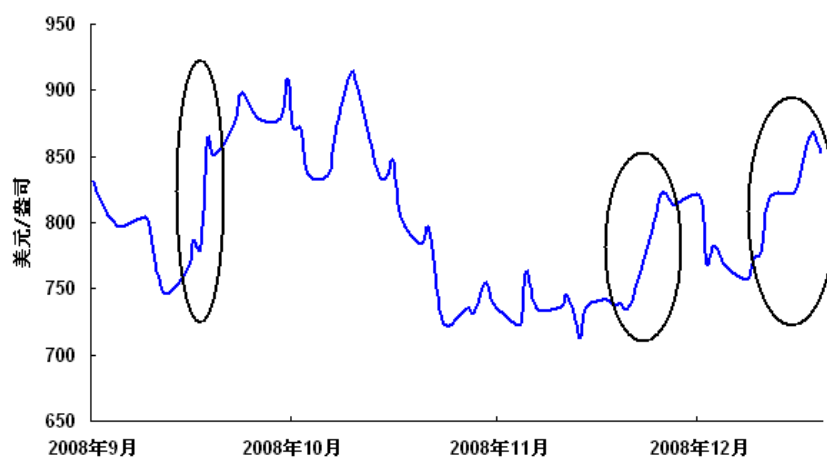
段。我们认为：全球金融市场动荡是目前黄金价格居于高位的主要原因，任何金融市场的突发事件都可能刺激黄金价格的短期上涨；但是美元的持续升值、全球通货紧缩以及国际商品市场价格的大幅下跌都使得黄金不具备长期上涨的潜力。

● 金融动荡使黄金价格短期保持在高位

金融动荡的不确定性带来避险资金对黄金的追捧，这是目前国际黄金价格仍然处于高位的最主要原因。金融动荡的预期从市场和实体经济两方面打击消费信心，让投资者更倾向于规避风险。但避险资金对黄金价格的推动具有一定的短期性，一旦实体经济有所好转，避险资金将会回抽，进而造成黄金价格向下的波动。

近期由于金融市场的动荡，黄金商品价格波动较大，为我们提供了交易型机会。近几个月黄金价格就出现了多次暴涨行情：9月中旬雷曼兄弟的破产导致黄金价格大涨约150美金/盎司；11月下旬由于花期银行的问题黄金价格再次出现快速上涨；美联储将联邦基准利率下调至0-0.25%，导致美元的快速下跌，使黄金价格再次暴涨。

图 45：近期黄金市场出现交易型机会



资料来源：Bloomberg

● 黄金不具备长期上涨的潜力

美元走强、通胀水平显著回落压制金价：历史上黄金价格与美元指数走势呈现较好的负相关性，而我们对美元将在未来1-2年内走强的判断使得黄金价格会受到美元的压制，维持上涨趋势困难较大。

由于大宗商品价格的下跌，世界各主要经济区的物价指数从高位回落，预期未来全球的物价指数将进一步回落。黄金作为反通胀的投资品，

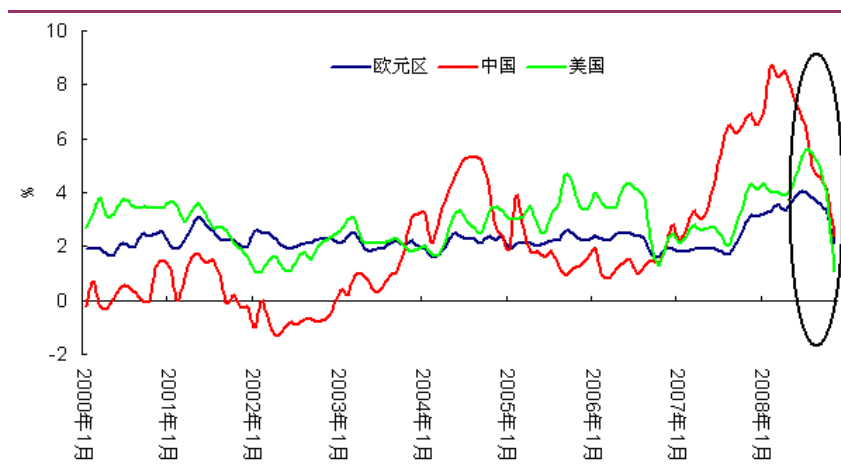
在全球通胀水平下降的背景之下将不会有好的价格表现。

图 46: 美元指数与黄金价格的负相关性



资料来源: Bloomberg

图 47: 世界经济区 CPI 走势



资料来源: Bloomberg

黄金的供需基本面也不支持黄金价格的上涨: 根据英国黄金矿业服务公司 (GFMS) 和国际投资银行瑞银 (UBS) 估计的世界黄金市场供需情况看, 黄金市场供应过剩的局面多年来没有改变; 2007 年全球黄金供应过剩量为 102 吨, 比 2006 年同期下降 321 吨。在矿产金方面: 2006 年矿产黄金产量已经跌落至 10 年来低点, 只有 2447 吨, 同比下降 3%, 年产量下降 79 吨; 其中亚洲下降 46 吨, 北美和非洲分别下降 26 吨和 17 吨。而南非 2006 年黄金产量同比下降 7.5%, 其产量跌至 1986 年以来的低点。除了前期世界产金大国—南非黄金产量跌至几十年低点外, 澳大利亚目前黄金产量也下降至 13 年低点。拉丁美洲虽然也有矿山投产, 但世界最大金矿 Yanacocha 当年产量下降 22% 抵消了很多增产。

2007 年全球矿产黄金产量将维持在 2485 吨左右,我们预计 2008 年国际黄金供应将大增至 3850 吨。需求方面,印度在首饰和工业的黄金消费约占世界的 22%。因此印度市场消费是否稳定是黄金价格是否能大幅上涨的根基。我们关注到,随着印度房价的下挫带来的负财富效应,印度的黄金需求呈现放缓迹象,我们预计 2008 年全球黄金总需求为 3421 吨,国际黄金市场供应过剩局面将继续,因此我们坚持认为黄金价格长期上涨支撑不足。

表 14: 世界黄金供求关系 (单位: 吨)

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007	2008E	2009E
矿产金	2620	2429	2550	2447	2485	2500	2500
再生金	944	849	889	1105	900	1000	900
套期保值	-255	-422	-86	-369	-382	-100	-100
官方净抛售	617	469	674	352	502	450	450
总供应	3926	3388	4024	3565	3505	3850	3750
供应增长率	9.4	-13.7	18.8	-11.4	-1.7	9.8	-2.6
珠宝首饰消费	2482	2614	2707	2279	2450	2450	2695
可认定的金条贮藏	180	257	263	223	294	294	294
总需求	3175	3423	3545	3142	3403	3421	3687
需求增长率	-6.7	7.8	3.6	-11.4	8.3	0.5	7.8
市场供需平衡	751	-35	479	423	102	429	63

资料来源: 安泰科

六、行业投资策略: “安全过冬”与“低谷扩张”

6.1 行业的“冬天”已经来到, 09 年企业盈利将大幅下滑

有色金属价格在四季度的大幅下跌将使得有色金属企业的盈利状况继续恶化,四季度企业盈利将会出现较大面积的亏损,有色金属行业的“冬天”已经来到。由于 2008 年前三季度的盈利,2008 年全年行业出现大面积亏损的可能性不大。

基于我们对有色金属行业基本面将继续恶化的判断,2009 年上半年将是有色金属行业盈利的低谷,行业出现大面积亏损的可能性较大。而下半年,即使在最乐观的预期(产能能够得到有效限制、经济开始复苏)之下,金属价格也不可能立刻步入上升通道,我们暂且认为 2009 年下半年有色金属价格将回到合理的水平,行业整体回到盈亏平衡状态。那么 2009 年全年,行业企业的盈利将是非常令人担忧的: 2009 年行业内

部分企业将全年亏损，大部分企业将处于微利状态。

从 A 股有色金属板块估值水平来看，由于对未来盈利下滑的预期，有色金属板块上市公司的股价表现自年初至 11 月以来始终弱于大盘。但 11 月中下旬后大盘出现持续的反弹，部分公司股价出现了大幅上涨走势，至今目前有色金属行业公司的 08 年预测市盈率为 18.9 倍，由于对行业企业的盈利水平预期进一步降低，08 年有色预测市盈率较上期出现了增加。对比国内沪深 300 的 2008 年平均市盈率及海外重要有色金属企业的估值水平，现在有色金属行业估值偏高，继续维持“中性”的投资评级。

表 15：有色金属行业动态市盈率水平

板块名称	2008 预测市盈率
有色金属	18.9
金属新材料	24.44
有色金属冶炼	15.86
铝	16.11
铜	12.24
铅锌	15.59
黄金	18.94
小金属	12.23

资料来源：wind

6.2 09 年行业投资策略：业绩相对稳定、“安全过冬”与“低谷扩张”

在企业盈利大幅下降甚至会出现亏损的行业背景下，我们认为：2009 年有色金属行业的投资策略应该遵循两条投资主线：1、寻找业绩相对稳定的加工类企业；2、寻找能够实现“安全过冬”与“低谷扩张”的企业。

● 业绩相对稳定型企业：宝钛股份

在有色金属产品价格大幅下跌的情况下，资源型企业的业绩将会出现较大的下滑，企业的估值水平会随着业绩的下滑而上升，因此以价格上涨为业绩驱动的资源型企业将只能为我们的投资提供交易型机会。我们应该积极寻找具有核心竞争力、未来业绩相对稳定的加工型企业。我们选择的标准为：行业龙头，深加工具有较高的壁垒，产品毛利率较高，公司产能不断提高、产品结构不断优化，能够顺利转嫁原材料价格变动风险。基于以上原则，我们重点推荐：宝钛股份

● 能够“安全过冬”与“低谷扩张”的企业：紫金矿业

有色金属行业步入低谷对有色金属企业来说既是“挑战”也是“机遇”。所谓“挑战”是指行业企业要从盈利丰厚时期步入微利甚至亏损时期，如果行业的低潮期维持较长时间，则行业内部分企业可能会因此而停产甚至倒闭。所谓“机遇”是指行业企业可以利用行业的低潮期实现资源储备的扩张、实现产品结构的升级，为新一轮的行业景气周期打好基础，使企业具备长期成长能力。因此我们的投资策略定位于寻找能够“安全过冬”与“低谷扩张”的企业。

能够“安全过冬”的企业特点主要体现在：1、财务状况良好（负债较低、存货较少、现金充裕的企业）。经过筛选目前行业内财务状况较好的企业有：金钼股份、紫金矿业、西部矿业、新疆众和、南山铝业等。2、具有成本优势。目前相对具有成本优势的企业有：紫金矿业、南山铝业、中国铝业、中金岭南、驰宏锌锗等。

在国内上市的有色企业中，我们认为紫金矿业的成本控制是最好的，公司锌矿山综合品位约为 2.23%，2008 年上半年锌精矿的成本为 4920 元，折合到每吨矿石的采选成本约为 85-90 元；公司铜矿山综合品位约为 0.51%，2008 年上半年铜精矿的成本为 11988.6 元，折合到每吨矿石的采选成本不足 90 元。因此，紫金矿业不仅在国内，即便在全球范围内生产成本也是具有竞争优势的。

表 16：财务指标较好的有色金属企业

证券简称	资产负债率	存货/销售收入	货币资金/总资产
金钼股份	8.64%	11.61%	65.17%
紫金矿业	28.81%	12.46%	22.71%
西部矿业	35.50%	21.32%	30.35%
新疆众和	28.55%	19.90%	36.86%
南山铝业	34.15%	23.51%	14.82%

资料来源：wind，华泰证券研究所

而能够实现“低谷扩张”的企业则是指企业利用行业的低谷实现自身资源储备的扩张。随着行业景气度的下降，矿产资源的价格也在不断下跌，这就为有实力、有准备的企业提供了低价获取资源的机会。我们以中金岭南为例：公司在 2008 年 1 月 30 日计划通过新加坡的合资公司收购先驱公司股权，其报价相当于单位铅锌资源价值 611.54 元/吨，尽管中金岭南将对先驱公司的报价从最初的 2.50 澳元提高至 2.80 澳元，但还是低于竞争对手 Bumi 公司对先驱公司每股 2.85 澳元的报价，中金岭南在 2008 年 7 月 16 日宣布收购失败。2008 年 12 月，中金岭南宣布

将 0.23 澳元/股认购 PEM 公司股权。经过计算，铅锌单位资源量价格为 100 元/吨、铅锌单位资源量价格为 350 元/吨，较年初的收购价格出现了大幅下降。这种资源价格上的下跌将为行业企业提供前所未有的扩张机遇。

表 17：中金岭南收购先驱公司

先驱公司铅锌矿资源量	650 万吨
收购权益	80%
地理位置	印尼
品位	锌、铅品位分别为 14.4% 和 8.7%
伴生金属	未知
是否为开采中矿山	处于开采的前期阶段
采矿权报价	31.8 亿元
铅锌单位资源量价格	611.54 元/吨

资料来源：华泰证券研究所

表 18：中金岭南收购 PEM 公司

PEM 公司铅锌矿资源量	323 万吨（不考虑氧化矿）
PEM 公司铜矿资源量	20.3 万吨
收购权益	50.1%
地理位置	澳大利亚
品位	锌、铅、铜品位为 9.4%、7.3%、1.3%
伴生金属	钴、银
是否为开采中矿山	处于开采的前期阶段
采矿权报价	2.01 亿元
铅锌单位资源量价格	100 元/吨
铜单位资源量价格	350 元/吨

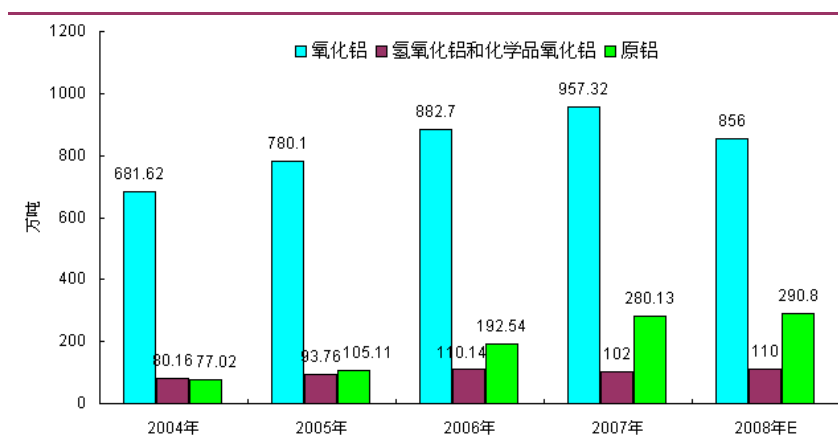
资料来源：华泰证券研究所

分析国内具有竞争力的大型有色企业便可以发现它们多数都是在上轮熊市中通过资源扩张壮大了自给的实力，而在熬过寒冬之后，这些在熊市中低价收购的资产又为它们带来了丰厚的利润。我们以紫金矿业，中国铝业为例。

中国铝业：公司近几年产品产量的快速扩张主要是依赖其独特的行业地位，在行业低谷期（2004-2006）进行了一系列收购兼并，2007 年中国铝业原铝产能快速扩张到 288.9 万吨，实现产量 280.12 万吨，同比增长 45.49%。通过兼并收购，中国铝业逐渐成长为世界第三大氧化铝生产商和第四大电解铝生产商，一体化产业链也为公司带来了丰厚的利润，06 年铝价走高，中国铝业实现销售收入 648.3 亿元，净利润实现

118.4 亿元。

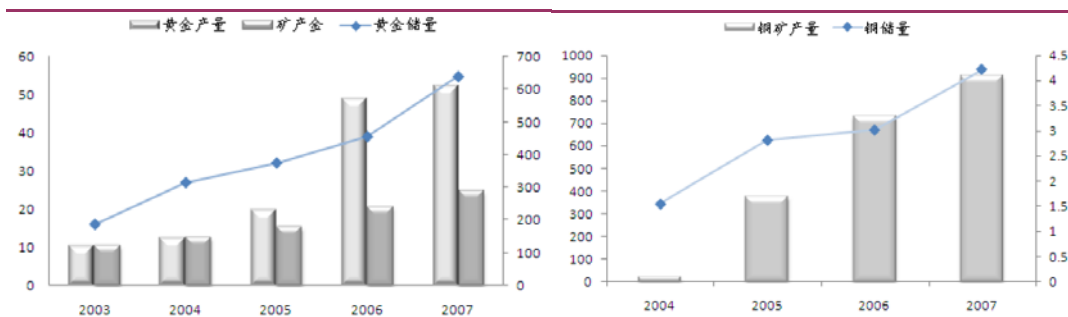
图 48：中国铝业主要产品产量变化



资料来源：华泰证券研究所

紫金矿业：2000 年公司通过股份制改造，吸引了新华都入股，开始了公司第一次扩张，紫金山的改造以及收购部分国内矿山；2003 年随着公司控制矿山增多以及产量的不断扩大，出现了资金瓶颈，通过 H 股上市，公司获得了现金流；2003-2007 年，公司在 H 股上市后实现了产量增长和第二次扩张，第二次扩张使公司成为国内黄金行业的排头兵；2008 年公司通过 A 股上市，又一次获得现金流，资产负债率大幅下降，为第三次扩张做好准备。通过矿山的收购，紫金矿业的矿产金产量、黄金产量、储量分别从 2003 年的 10.5 吨、10.5 吨和 187.8 吨，增加到 2007 年的 24.8 吨、52.3 吨和 638.19 吨，资源保障年限从 18 年提高到 26 年。矿产铜产量、铜储量分别从 2004 年的 2942 吨、345 万吨，增加到 2007 年的 4.13 万吨、937 万吨。充足的资源储备不仅在金属价格高企的年份为公司带来丰厚的利润，也提高了公司未来的发展潜力，同时还可以增强公司抵御行业周期的能力。

图 49：2003-2007 年紫金矿业产量增长情况



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

资料来源：华泰证券研究所

我们认为未来有能力、有意愿进行“低谷扩张”的企业有：紫金矿业、中国铝业、中金岭南等。

综上，我们认为紫金矿业是能够“安全过冬”与“低谷扩张”的代表企业，公司将通过进一步的资源收购实现公司具有国际竞争力的多金属矿业企业的目标。

表 19：有色金属行业重点公司估值比较（股价采用 12.25 日收盘价）

公司名称	评级	股价	08EPS	09EPS	08PE	09PE	净资产	PB
铜陵有色	观望	6.91	0.81	0.57	8.53	12.12	4.54	1.52
江西铜业	观望	10.87	1.33	0.45	8.17	24.16	6.84	1.59
云南铜业	观望	8.84	0.40	-0.10	22.10	/	5.52	1.60
驰宏锌锗	观望	9.76	0.42	0.27	23.24	36.15	3.28	2.98
西部矿业	观望	6.4	0.46	0.15	13.91	42.67	4.37	1.46
中金岭南	观望	8.48	0.75	0.45	11.31	18.84	3.78	2.24
云铝股份	观望	5.35	0.17	0.10	31.47	53.50	2.88	1.86
焦作万方	观望	8.70	0.93	0.34	9.35	25.59	4.02	2.16
南山铝业	推荐	6.83	0.43	0.31	15.88	22.03	6.34	1.08
中国铝业	观望	6.51	0.16	0.11	40.69	59.18	4.31	1.51
山东黄金	推荐	46.15	2.28	2.33	20.24	19.81	6.32	7.30
中金黄金	观望	34.19	1.31	1.22	26.10	28.02	10.72	3.19
紫金矿业	推荐	4.54	0.21	0.23	21.62	19.74	1.07	4.24
锡业股份	观望	11.35	0.81	0.51	14.01	22.25	4.47	2.54
新疆众和	观望	8.20	0.46	0.35	17.83	23.43	5.07	1.62
宝钛股份	推荐	11.89	0.88	1.02	13.51	11.66	8.85	1.34

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- | | |
|----|------------|
| 增持 | : 超越大盘; |
| 中性 | : 基本与大盘持平; |
| 减持 | : 明显弱于大盘。 |

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- | | |
|----|-----------------------|
| 买入 | : 相对强于市场表现15%以上; |
| 推荐 | : 相对强于市场表现5% ~ 15%; |
| 观望 | : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动; |
| 卖出 | : 相对弱于市场表现5%以下。 |