

行业动态研究报告

上游回落 下游回升

行业回顾

2008 年基本金属价格走势持续低迷，进入 10 月以后基本金属价格全线加速回落。截至到 11 月 21 日，伦敦金属价格指数下跌幅度是 44.15%。目前价位与 2005 年 2 月处于同一价格水平。

10 月部分有色金属产量同比出现下降。镍的减产效果继续扩大；电解铜销售受阻，引发铜生产企业采取减产行动，导致当月产量同比下降 8%，环比下降 7.3%，我们认为这与硫酸价格的暴跌有很大关系；10 月电解铝产量只是略有下降，减产效果还未充分体现。

1-8 月我国有色金属采选业的收入同比增长 28.61%，利润总额同比增长 6.02%，增速较上年同期大幅回落。冶炼业的收入同比增长 23.65%，利润总额同比下降 7.39%。我们认为采选业之所以依然保持了增长和较高的毛利率，是因为金属价格的下降还没有传导到上游的矿山，根据目前的形势判断，采选业全年难保增长。冶炼业收入增长主要是归因于产量的上升，价格上涨因素贡献很小。

2009 年：上游回落，下游回升

预计 2009 年全球经济增速继续放缓，有色金属需求仍然不乐观。我们认为有色金属行业在今年表现为需求下降，价格下跌，和库存的上升。2009 年行业内的减产会进一步扩大。同时，有色金属需求的下降将波及到上游的矿产品，从而导致采选业毛利率的下降。

2008 年是冶炼业最为困难的一年。有色金属冶炼业的毛利率已经下降到 10% 以下，是近 10 年来的最低水平，低于上一周期的低点。2008 年前 8 个月尽管行业毛利率继续下滑，但是行业亏损面有所缩小。因此我们认为冶炼行业的经营情况在趋于好转。

重点上市公司

中国铝业是国内铝行业龙头公司，近两年大量收购矿山资源，保有铝土矿资源在国内处于领先地位，氧化铝、电解铝生产成本优势明显。给予“增持”评级。

焦作万方铝电一体化经营已有实质性进展，通过收购了爱依斯万方电力公司 70% 的股权，自备电力逐步增加，抗风险能力增强。给予“增持”评级。

有色金属

维持

增持

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

郭晓露

guoxiaolu@csc.com.cn

010-85130951

分析日期：2008 年 11 月 25 日

股价表现



相关研究报告

2008.11.7	前三季度行业净利润同比下降 30% 以上
2008.10.31	有色金属价格加速探底
2008.10.21	有色金属价格遭遇黑色一周
2008.10.8	行业深度报告：有色金属牛市必将卷土重来
2008.9.23	金融危机提振金价
2008.9.9	有色金属市场密布阴云
2008.9.5	景气周期下降，行业利润大幅回落
2008.8.27	铜行业：投资时机未到，还需等待
2008.8.19	三大因素导致有色金属板块遭受重挫
2008.5.12	利润增速回落，行业分化明显
2008.2.19	锌行业复苏尚需时日

行业回顾

有色金属价格大幅下跌

2008 年基本金属价格走势持续低迷，铅、锌、镍价格自今年 3 月开始持续下跌，铜、铝、锡价格从 7 月开始下挫。进入 10 月以后，受金融危机引发全球经济衰退及美元回升的拖累，基本金属价格全线加速回落。截至到 11 月 21 日，伦敦金属价格指数下跌幅度是 44.15%。目前价位与 2005 年 2 月处于同一价格水平。

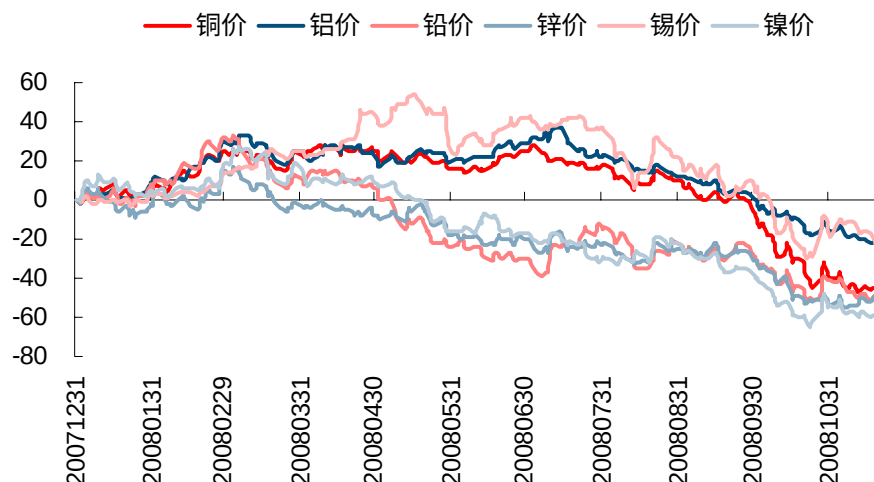
图 1：2003-2008 年 LME 金属价格指数



资料来源：Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

基本金属中，镍价下跌幅度最大，跌幅超过 60%。铅价、锌价和铜价跌幅在 50%左右，铝和锡的价格接近 30%。

图 2：2008 年基本有色金属价格走势



资料来源：Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

表 1：LME 基本金属价格市场表现

	收盘价 (2007 年)	收盘价 (11 月 21 日)	年初以来涨跌幅
铜	6675	3540	-46.97%
铝	2409	1750	-27.36%
铅	2550	1182	-53.65%
锌	2370	1175	-50.42%
锡	16425	11505	-29.95%
镍	26300	10000	-61.98%

资料来源：Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

产量增速放缓，减产刚刚开始

我们看到 10 月部分有色金属产量同比出现下降。镍的减产效果继续扩大，产量同比下降 18.4%，环比下降 8.9%；10 月电解铜销售受阻，铜价在短时间内的快速回落，引发铜生产企业采取减产行动。导致当月产量同比下降 8%，环比下降 7.3%。当然我们认为这也与硫酸价格的暴跌有很大关系。因为在今年上半年，铜生产企业主要是靠副产品硫酸抵消铜冶炼亏损，实现盈利。10 月电解铝产量只是略有下降，减产效果还未充分体现。

表 2：2008 年 1-10 月有色金属产量（吨）

	10 月产量	同比%	1-10 月累计产量	同比%
铜	293,900	-8	3,077,500	11
铝	1,088,000	-0.9	11,144,900	10.7
铅	354,300	49	2,689,700	19.7
锌	359,500	3.6	3,292,400	8
锡	16,239	24.3	109,391	-10.7
镍	8,643	-18.4	112,210	2
锰	40,600	-32.2	539,300	6.6
氧化铝	1,935,600	12.9	19,376,100	20.4
铜精矿	84,800	5.9	782,500	16.1
锌精矿	266,900	2.6	2,571,800	16
铅精矿	97,700	15.3	1,018,400	26.7
锡精矿	5,100	-5.6	45,300	-16.6
钨精矿	7,840	34.5	68,025	5.8

资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

有色金属行业盈利缩水

1-8 月我国有色金属采选业的收入同比增长 28.61%，利润总额同比增长 6.02%，增速较上年同期大幅回落。冶炼业的收入同比增长 23.65%，利润总额同比下降 7.39%。我们认为采选业之所以依然保持了增长和较高的毛利率，是因为金属价格的下降还没有传导到上游的矿山，根据目前的形势判断，采选业全年难保增长。冶炼业收入增长主要是归因于产量的上升，价格上涨因素贡献很小。

表 3：2008 年 1-8 月有色金属各子行业的盈利情况

	收入同比增长	利润总额增长	毛利率
采选业	28.61%	6.02%	26.49%
铜矿	32.24%	19.16%	36.30%
铅锌矿	5.62%	-31.57%	33.95%
铝矿	100.54%	212.78%	14.44%
锡矿	-7.41%	41.14%	42.52%
冶炼业	23.65%	-7.39%	9.23%
铜冶炼	25.66%	19.24%	6.58%
铅锌冶炼	0.29%	-40.78%	9.37%
铝冶炼	16.94%	-41.79%	13.80%
锡冶炼	12.9%	-10.67%	12.78%

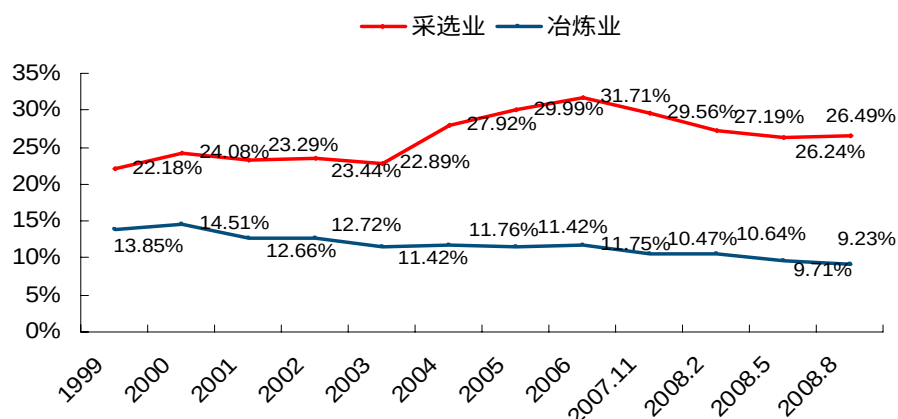
资料来源：中经网, 中信建投证券研究发展部

采选业仍然保持着较高的毛利率，但是相对于最高点回落比较明显。随着金属需求和价格的下降，毛利率还有进一步下降的空间。锡矿毛利率 40% 以上，铅锌矿和铜矿毛利率都在 30% 以上。铝矿毛利率最低，只有 14%，非中铝系氧化铝企业的原料铝土矿主要依靠进口，因而利润率低。有色金属冶炼业的毛利率已经下降到 10% 以下，是近 10 年来的最低水平。冶炼企业面临困境，减产已经成为许多企业无奈的选择。其中处境最为艰难的是铅锌冶炼和铝冶炼，这两个行业前 8 个月利润总额同比下降达 40% 以上，减产也是首当其冲。

2009 年：上游回落，下游回升

预计 2009 年全球经济增速继续放缓，有色金属需求仍然不乐观。我们认为有色金属行业在今年表现为需求下降，价格下跌，和库存的上升。2009 年行业内的减产会进一步扩大。同时，有色金属需求的下降将波及到上游的矿产品，从而导致采选业毛利率的下降。

图 3：有色金属采选业和冶炼业毛利率

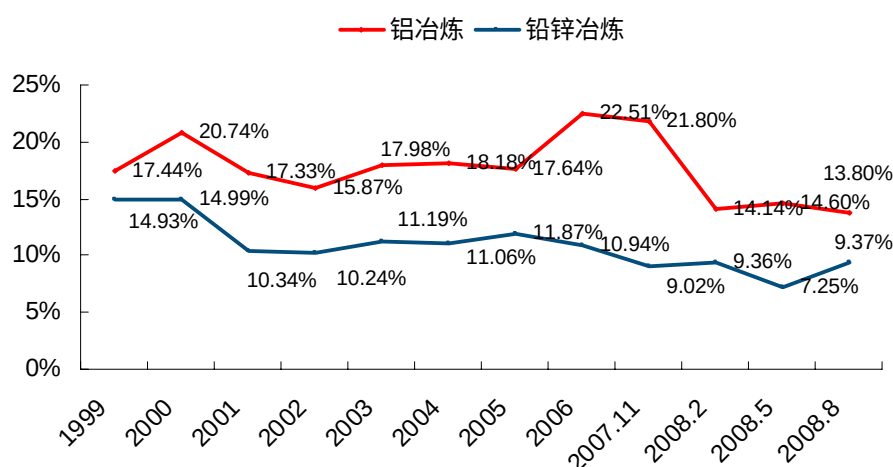


资料来源：中经网, 中信建投证券研究发展部

2008 年是冶炼业最为困难的一年。有色金属冶炼业的毛利率已经下降到 10% 以下，是近 10 年来的最低水平，低于上一周期的低点。亏损企业数量大幅增加。2007 年亏损企业数量比上年增加了 30%，在此基础上 2008 年前两个月亏损企业数量又猛增了 42.5%。2008 年前 8 个月尽管行业毛利率继续下滑，但是行业亏损面有所缩小。因此我们认为冶炼行业的经营情况在趋于好转。

矿产品价格的下降对于冶炼企业是有利影响，2009 年冶炼企业将受益于原料成本的下降。我们判断明年冶炼业的毛利率将出现回升。我们认为铝冶炼和铅锌冶炼将先于行业复苏，其中从前 8 个月的数据来看，铅锌冶炼毛利率已经出现了回升的迹象。

图 4：铝冶炼和铅锌冶炼毛利率



资料来源：中经网，中信建投证券研究发展部

2004 年以前，铝冶炼产能扩张速度比较快，而在此之后由于大量民营企业进军氧化铝生产领域，铝矿采选企业数量迅速增长。2008 年冶炼企业和采选企业数量比不但低于 2003 年的最高值，并且也低于上周期的比值。随着国内氧化铝企业的大量新建，氧化铝供应紧张的状况已经大为改观。并且我们看到电解铝企业数量开始减少，一方面原因是工艺落后、污染严重的小冶炼厂关闭，另一方面原因是电解铝行业的整合重组。铝冶炼行业的集中度在不断提高，相对于上游氧化铝行业会有更强的议价能力。因此我们认为未来电解铝毛利率将高于氧化铝的毛利率。

表 4：有色金属矿采选业盈利情况

	收入同比增长	毛利率	利润总额增长	企业数量	亏损面
1999		22.18%		1322	21.41%
2000	15.02%	24.08%	39.09%	1344	16.22%
2001	7.24%	23.29%	2.72%	1381	17.60%
2002	8.87%	23.44%	5.16%	1313	15.23%
2003	27.95%	22.89%	61.80%	1247	11.63%
2004	36.44%	27.92%	116.16%	1281	10.07%
2005	44.56%	29.99%	79.16%	1445	11.35%
2006	57.54%	31.71%	79.99%	1688	10.31%

2007.11	42.65%	29.56%	36.57%	2076	11.66%
2008.2	24.86%	27.19%	-0.39%	2185	17.67%
2008.5	19.90%	26.24%	-5.77%	2237	18.42%
2008.8	28.61%	26.49%	6.02%	2303	17.63%

资料来源：中经网, 中信建投证券研究发展部

表 5：有色金属冶炼行业盈利情况

	收入同比增长	毛利率	利润总额增长	企业数量	亏损面
1999		13.85%		2291	27.28%
2000	21.39%	14.51%	138.11%	2346	24.55%
2001	9.21%	12.66%	14.24%	2730	25.57%
2002	10.89%	12.72%	4.99%	2895	22.56%
2003	38.12%	11.42%	88.49%	3243	19.86%
2004	55.74%	11.76%	91.06%	3830	18.43%
2005	43.52%	11.42%	51.18%	4979	19.26%
2006	63.27%	11.75%	104.28%	5571	15.90%
2007.11	41.22%	10.47%	27.45%	6486	17.48%
2008.2	27.05%	10.64%	-2.12%	6659	24.27%
2008.5	24.76%	9.71%	8.03%	6906	20.37%
2008.8	23.65%	9.23%	-7.39%	7096	20.03%

资料来源：中经网, 中信建投证券研究发展部

重点上市公司

中国铝业（601600）

投资要点：

1、大量收购矿山资源，保有铝土矿资源在国内处于领先地位，氧化铝、电解铝生产成本优势明显。目前公司获取铝土矿矿业权 7 个，铝土矿资源 1000 万吨，在建矿山项目将恢复和新增自采铝土矿能力 342 万吨，预计公司 2009 年自产矿比例可达 50%左右；

2、扩展铝深加工业务，产业链完善，抗风险能力强。目前铝加工产能为 109 万吨，未来会增加到 200 万吨，航空用铝板带将是重点项目之一；

3、成功入主云南铜业，铜加工行业实力增强；

4、“增持”评级。

主要风险：电解铝、氧化铝价格持续下跌影响公司利润。

焦作万方 (000612)

投资要点：

1、铝电一体化经营，自备电力将逐步增加，抗风险能力强。公司铝冶炼每年所需电力约 60 亿千瓦时，其中中网电供电约占一半，自备电力较少。近期，公司收购了爱依斯万方电力公司 70%的股权，交易完成后拥有该公司 100%股权，自备电力将逐步增加，此乃实现铝电一体化经营的重要一步。

2、氧化铝等原材料价格及电煤价格下跌，生产成本下降。

3、“增持”评级。

主要风险：铝价持续下跌。

表 6：铝上市公司业绩预测和评级

	收盘价 (11 月 24 日)	EPS			PE			评级
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
焦作万方	8.11	1.3	1.28	1.45	6.24	6.34	5.59	增持
云铝股份	4.67	0.21	0.27	0.29	22.24	17.30	16.10	中性
关铝股份	3.94	0.18	0.22	0.25	21.89	17.91	15.76	中性
南山铝业	6.4	0.65	0.71	0.82	9.85	9.01	7.80	中性
中孚实业	6.19	0.92	0.98	1.02	6.73	6.32	6.07	中性
中国铝业	7.28	0.26	0.31	0.42	28.00	23.48	17.33	增持

资料来源：中信建投证券研究发展部

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

张芳，有色金属行业高级分析师，从业 9 年
郭晓露，有色金属行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010