

赵春
 0755-82960824
 zhaoc@cmschina.com.cn
 王晓丹
 86-755-82943260
 wxiaodan@cmschina.com.cn

2009年2月3日

黄金将最早突破前期高点

有色金属行业2009年1月月报

原材料

有色金属

中性(维持)

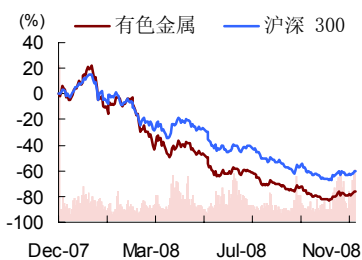
上证指数 2011

行业规模

		占比%
股票家数(只)	53	3.4
总市值(亿元)	3022	2.2
流通市值(亿元)	1439	3.2
重点公司市值(亿元)	1329	1.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	36.0	-54.2	-75.4
相对表现	14.2	-10.1	-16.5



相关报告

《有色金属行业2009年度投资策略-在“寒冬”中寻求发展》 2008/12/4

《有色金属行业2008年四季度投资策略报告-行业景气低迷、仍可关注两类公司》 2008/10/13

《有色金属行业深度研究系列之一-铜:暴利时代正逐步走向终结》 2008/8/11

《有色金属行业2008年中期投资策略-中国产业转型背景下深加工企业投资机会显现》 2008/6/11

尽管08年12月份,有色金属行业景气仍低迷,但我们认为黄金作为资本的避风港作用将在未来得以显著体现。金价突破1200美元/盎司、1500美元/盎司可能性较大。同时,我们也认为大宗商品的货币属性也将被激发,特别是相对稀缺和具有战略意义的资源,如铜、石油、钨、锡、稀土等。

□ **黄金将最早突破前期高点。**我们认为金融危机的持续深化使得人们对资产的配置品种和安全性的要求提升,黄金投资需求将持续旺盛,全球货币体系的重建和美元的长期贬值也将支撑金价创新高,此外,由于黄金的供给不足,大宗商品特别是稀缺的具备战略储备价值的品种可以作为某种意义上黄金的替代品用以储备和保值,特别是铜、石油、锡、钨、稀土等相对较贵且储量有限的品种,我们认为该种大宗商品的货币属性将逐步被激发。

□ **进口矿产品增值税率上调对冶炼企业构成利好。**出口环节增值税率由13%提高到17%,使得冶炼企业增值税进项和销项抵扣平衡,降低企业税收压力,有利于冶炼企业提升业绩。

□ **09年第一批钨品出口配额数量降幅较大,体现政府对稀缺战略资源的保护重视不断加强。**五矿有色对国内钨资源的控制能力已经到达较高的程度,未来五矿将有能力影响或控制全球一半左右的钨资源供应。

□ **铜精矿加工费大幅上涨有利于恢复铜冶炼产业元气。**对企业的利好程度排序为:铜陵有色(预期09年铜资源自给水平在5%)>云南铜业(预期09年铜资源自给水平在10%)>江西铜业(预期09年铜资源自给水平在25%)。

□ **12月份有色金属行业的产量情况及先行指标显示行业景气仍将继续低迷。**从有色金属产量、开工率、订单、制造业采购经理人指数、失业率、加工费等指标看,有色金属行业实体经济基本面仍将继续低迷。

□ **投资策略:**从估值的角度,国内有色企业估值普遍高于国际估值水平,主要由于国内流动性充足且受金融危机影响较小。看好两类公司,第一类为深加工企业,强烈推荐厦门钨业;第二类是贵金属生产企业,审慎推荐山东黄金。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	PB	评级
厦门钨业	10.30	0.29	0.39	0.75	26.4	13.7	3.9	强烈推荐-A
中科三环	6.14	0.32	0.26	0.35	23.6	17.5	2.7	审慎推荐-A
海亮股份	8.67	0.44	0.48	0.60	18.1	14.5	2.7	审慎推荐-A
新疆众和	10.13	0.40	0.50	0.55	20.3	18.4	2.1	审慎推荐-A
宝钛股份	18.24	1.25	0.81	0.95	22.5	19.2	2.1	审慎推荐-A
南山铝业	8.01	0.87	0.57	0.49	14.1	16.4	1.3	中性-A
中国铝业	7.08	0.82	0.10	0.12	70.8	59.0	1.6	中性-A
江西铜业	12.71	1.40	0.80	0.52	15.9	24.4	2.0	中性-A
山东黄金	50.55	0.54	2.00	2.43	25.3	20.8	9.5	审慎推荐-A
包钢稀土	11.87	0.38	0.36	0.40	33.0	29.7	5.8	中性-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、最新观点.....	4
1、黄金将最早突破前期高点	4
二、本月热点跟踪分析	7
1、进口矿产品增值税率上调对冶炼企业构成利好	7
2、09 年第一批钨品出口配额数量降幅较大.....	7
3、国储、省储的开始有助于支撑有色金属产业景气.....	8
4、铜精矿加工费大幅上涨有利于恢复铜冶炼产业元气.....	9
5、有色金属行业产业振兴规划待出	9
三、行业景气及先行指标分析.....	10
1、12 月有色金属行业景气仍处低迷状态	10
a、12 月有色金属产量同比继续下滑	10
b、12 月行业开工率情况继续恶化.....	10
2、行业先行指标分析	11
a、PMI 指数及就业情况继续恶化.....	11
b、订单预期仍悲观.....	12
3、加工费及其他分析	13
4、价格预测	14
四、公司聚焦.....	15
1、重点公司盈利预测及估值比较	15
五、子行业基本数据跟踪.....	17

图目录

图 1: Comex 黄金持仓量快速上升	4
图 2: 十种有色金属合计月产量	10
图 3: 中国制造业采购经理人指数走势	13
图 4: 美国制造业采购经理人指数走势	11
图 5: 美国失业率情况	11
图 6: 铜电缆行业企业 1 月订单预期恶化	14
图 7: 铜板带箔行业企业 1 月订单预期恶化	12
图 8: 铜管行业企业 1 月订单预期恶化	14
图 9: 铝型材行业企业 1 月订单预期恶化	12
图 10: 铝板带行业企业 1 月订单预期恶化	12
图 11: 铜加工费走势	13
图 12: 锌加工费走势	13
图 13: 铅加工费走势	13
图 14: 氧化铝价格走势	14
图 15: LME 库存及三月期铜价	17
图 16: SHFE 库存及主力期价	17
图 17: LME 三月期价与 SHFE 主力期价	17
图 18: LME 铜现货升水与远期升水	17
图 19: LME 三月期铜价及持仓	17
图 20: LME 三月铜与 COMEX 投机净多持仓	17
图 21: LME 三月期铝价及库存	17
图 22: SHFE 铝库存及主力期价	17
图 23: LME 三月期铝价与 SHFE 主力期价	18
图 24: LME 铝现货升水与远期升水	18
图 25: LME 三月期锌价及库存	18
图 26: SHFE 锌库存及主力期价	18
图 27: LME 三月期锌价与 SHFE 主力期价	18
图 28: LME 锌现货升水与远期升水	18
图 29: COMEX 金价与沪金主力	18
图 30: COMEX 主力金价与投机净多持仓	18
图 31: LME 镍现货升水与远期升水	19
图 32: LME 三月期镍价及库存	19
图 33: LME 锡现货升水与远期升水	19
图 34: LME 三月期锡价及库存	19
图 35: LME 铅现货升水与远期升水	19
图 36: LME 三月期铅价及库存	19
图 37: 钨及镨钕价格	19
图 38: 湖南钨精矿价格（白钨矿 I 级一类）	19

图目录

表 1: 黄金货币功能的演化史	5
表 2: 进口矿产品增值税税率游 13% 上调到 17%	7
表 3: 2009 年第一批钨出口配额数量	8
表 4: 2008 年钨出口量大幅下滑	8
表 5: 有色金属细分子行业开工率 12 月份仍呈现下滑趋势	10
表 6: 国际主要研究机构金属价格预测	14
表 7: 招商证券主要金属价格预测	14
表 8: 重点公司盈利预测及投资评级	15
表 9: 国际主要有色金属企业盈利预测及估值情况	16

一、最新观点

全球各经济体的大幅减息、巨额的经济振兴预算和金融产业巨大的财务窟窿为未来全球范围的通货膨胀打下伏笔。人们不仅怀疑政府填补窟窿和刺激经济所需资金的来源和去向，此外政府财政赤字的大幅增加给信用货币时代的基础“信用”带来较大冲击。

短期内由于全球金融的去杠杆化导致货币乘数下滑，使得目前看起来流动性反而略显紧张，但是我们认为一旦这种去杠杆化的过程结束或者减缓，经济出现一定程度的回暖，以上隐含的通货膨胀和流动性过剩的风险将重新爆发。

因此，我们看好黄金价格，我们认为黄金作为资本的避风港作用将在未来得以显著体现。黄金价格突破 1200 美元/盎司、1500 美元/盎司可能性较大。同时，我们也认为大宗商品的货币属性也将被激发，特别是相对稀缺和具有战略意义的资源，如铜、石油、钨、锡、稀土等。

1、黄金将最早突破前期高点

金融危机的持续深化使得人们对资产的配置品种和安全性的要求提升：金融危机已经逐步蔓延到银行层面，美国监管机构 1 月 30 日关闭了 3 家银行，1 月份，美国共有 6 家银行宣告破产。美国监管机构 08 年共关闭了 25 家银行，为 1993 年以来最高。大量的银行破产意味着 FDIC 的资金在不断被消耗。

在此背景下，我们认为人们对持有资产的安全性更加重视，对资产的配置也更加趋于多样化。黄金或者大宗商品未来我们认为将为人们所偏好。

金融危机背景下黄金投资需求旺盛：在经济和金融领域极不确定性的推动下，黄金的保值功能显现，全球黄金投资资金流入明显。

图1: Comex黄金持仓量快速上升



资料来源: Bloomberg

金融危机或将导致世界货币体系的重建：世界的货币发展史就是黄金的演化历史，自西方殖民时代以来，世界货币体系经历了由“货币黄金—金本位制—黄金美元—信用美元”的演化。而促成该演化的均是战争、经济危机等重大灾难。

而目前正处于全球性金融危机之中，而金融危机向实体经济传导也正逐步加强中，那么，此次灾难是否也将是信用美元时代逐步瓦解的开端呢？

表1: 黄金货币功能的演化史

	时间	主要内容	结束原因
原始时代	1816 年之前	各国黄金兑换、购买力等存在较大差别	殖民时代带动国际贸易的快速发展。
金币本位制时代	1816 年—第一次世界大战 (1914 - 1918 年)	1、用黄金来规定货币所代表的价值，各国货币与黄金挂钩。 2、金币可以自由铸造，任何人都可按法定的含金量，自由地将金块交给国家造币厂铸成金币，或以金币向造币厂换回相当的金块 3、金币是无限法偿的货币，具有无限支付手段的权利 4、各国的货币储备是黄金，国际间结算使用黄金，黄金可以自由输出	一战期间，各国为准备战争，军费开支猛增，因此加紧对黄金的掠夺，对金币自由铸造、金币自由兑换和黄金的输出入有战前的严格限制到战时的停止。从根本上破坏了金币本位制赖以存在的基础。
金块本位制和金汇兑本位制时代	一战以后 (1922 年) — 世界性经济危机爆发 (1929 - 1933 年)	1、货币仍规定含金量，但黄金只作为货币发行准备金集中于中央银行 2、不再铸造金币和实行金币流通，流通中的货币完全由银行券等价值符号所代替 3、中央银行掌管黄金的输出和输入，禁止私人输出黄金。中央银行保持一定数量的黄金储备，以维持黄金与货币之间的联系。	金块本位制和金汇兑本位制都是被削弱了的国际金本位制。1929 - 1933 年的世界经济危机导致严重的通货紧缩，英国放弃金块本位制，英镑贬值
放弃金本位 - 混乱时代	世界性经济危机爆发 (1929 - 1933 年) — 二战结束 (1944 年)	放弃自由贸易，组成以英国为核心、以英帝国为防线的“帝国特惠制”。通过大量双边的支付和贸易协议，维持和扩展英国的经济势力范围。	经济危机和二次世界大战造成了这 10 余年金融体系的混乱，也是英镑衰弱美元崛起的过程。
布雷顿森林体系 - 美金时代	1944 年—1971 年	1、美元是国际货币结算的基础，是主要的国际储备货币。 2、美元与黄金挂钩，其他货币与美元挂钩，美国承担按每盎司 35 美元的官价兑换黄金的义务。 3、实行固定汇率制。各国货币与美元的汇率，一般只能在平价的 1% 上下的幅度内波动，因此黄金也实行固定价格制，如波动过大，各国央行有义务进行干预。	60 年代，美国财政赤字增加，美元开始贬值；欧洲国家经济复苏，拥有越来越多的美元，在美元不稳定的情况下，欧洲各国开始抛售美元而挤兑黄金。到 1971 年，美国黄金储备减少了 61%。金价进入自由浮动时期，
黄金的非货币化时期	1976 年—	1、黄金不再是货币平价定值的标准； 2、废除黄金官价，国际货币基金组织不再干预市场，实行浮动价格，取消必须用黄金同基金进行往来结算的规定； 3、设立特别提款权代替黄金用于会员之间和会员与国际货币基金组织之间的某些支付。	1976 年，国际货币基金组织通过的《牙买加协议》及两年后对协议的修改方案，确定了黄金非货币化

资料来源：招商证券

美元将长期贬值：历史上黄金价格与美元强弱有着非常直接的关系，美元作为世界货币在很长时间内主导了黄金的价格走势。而决定美元强弱的则是美国经济。

我们认为美国经济、技术较世界各国的领先优势正在逐步减弱，社会整体 ROE 水平在逐步下降，而其占 GDP70% 左右的消费也透支了他们未来几年甚至几十年的收入，而同时他们赖以借债消费的信用美元全球货币体系也正在遭受金融危机的冲击，我们认为短期内美国经济回暖较难，认为长期美元将处于贬值趋势。

大宗商品的货币属性将被激发：金本位制度的消失除了其本身极易导致通货紧缩和金本位背景下政府对经济的干预能力过弱原因外，黄金供应量不足也是重要原因。

我们计算一下，2008 年 12 月底，中国外汇储备余额为 1.95 万亿美元，如果中国仅仅拿出 10% 的外汇储备用于配置黄金，（从目前各国官方黄金储备的情况来看，美国、德国、意大利、荷兰、法国等国家的黄金储量占国家外汇储备的比例均在 45% 以上。中国黄金储备占外汇比重不足 2%），即 1950 亿美元，如果按 1000 美元/盎司的金价计算，可以购买 6000 吨左右的黄金，相当于目前两年全球黄金的产量，也相当于全球 10% 左右的黄金存量。

由此可以看出黄金的供给不足问题，在此背景下，大宗商品特别是稀缺的具备战略储备价值的品种可以作为某种意义上黄金的替代品用以储备和保值，特别是铜、石油、锡、钨、稀土等相对较贵且储量有限的品种，我们认为该种大宗商品的货币属性将逐步被激发。

二、本月热点跟踪分析

1、进口矿产品增值税率上调对冶炼企业构成利好

自 2009 年 1 月 1 日起，下列矿产品的进口环节增值税税率由 13% 提高到 17%。

表2：进口矿产品增值税税率由13%上调到17%

矿产品品种	现行增值税率	调整后税率
铜矿砂及其精矿（非黄金价值部分）	13%	17%
镍矿砂及其精矿（非黄金价值部分）	13%	17%
钴矿砂及其精矿（非黄金价值部分）	13%	17%
铝矿砂及其精矿	13%	17%
铅矿砂及其精矿（非黄金价值部分）	13%	17%
锌矿砂及其精矿	13%	17%
锡矿砂及其精矿	13%	17%
铬矿砂及其精矿	13%	17%
钨矿砂及其精矿	13%	17%
铀矿砂及其精矿	13%	17%
钍矿砂及其精矿	13%	17%
已焙烧钼矿砂及其精矿	13%	17%
其他钼矿砂及其精矿	13%	17%
钛矿砂及其精矿	13%	17%
锆矿砂及其精矿	13%	17%
水合钽铌原料（钽铌富集物）	13%	17%
其他钽铌钒矿砂及其精矿	13%	17%
银矿砂及其精矿	13%	17%
其他贵金属矿砂及其精矿（不含黄金矿砂）	13%	17%

资料来源：商务部

提高进口环节增值税率对于进口精矿的冶炼企业形成了一定的利好，在未调整前，冶炼企业销项税 17%、而进项税则只有 13%，相差的 4% 需要冶炼企业自身承担，而此次调整使得增值税进项和销项抵扣平衡，企业因此可以节省一大笔税费，有利于冶炼企业提升业绩。

我们认为此次进口增值税调整对资源只给水平较低、对进口矿依赖程度较高的的冶炼企业形成较大的利好，如云南铜业、铜陵有色等。

2、09 年第一批钨品出口配额数量降幅较大

近期，商务部下发了 2009 年第一批钨品出口配额，下达的配额钨品总量为 8760 吨金属量，占全年总量的 60.0%，比 2008 年第一批配额减少 18.78%。

表3: 2009年第一批钨出口配额数量

产品	09年第一批配额	占比	08年第一批配额	同比增长
仲钨酸铵、偏钨酸铵	2015	23%	2294	-12.2%
钨酸及其盐类	788	9%	1192	-33.9%
三氧化钨及蓝色氧化钨	4554	52%	5527	-17.6%
钨粉及其制品	1402	16%	1771	-20.8%
合计	8760	100%	10784	-18.8%

资料来源: 商务部

由于自 07 年 1 月 1 日起, 中国开始取消了主要钨品的出口退税, 同时对 APT、氧化钨和钨铁等产品加征出口关税。从 2008 年开始, 国家又提高了主要出口产品的关税, 其中主要钨品的出口关税提高了 1 倍, 这导致了 08 年钨产品正规出口量呈现明显下滑:

表4: 2008年钨出口量大幅下滑

出口产品	08年1-11月	同比增长
APT	4717	-8.0%
钨铁	4721	-16.2%
三氧化钨	4385	10.5%
钨氧化物及氢氧化物	3500	-43.2%

资料来源: 中国金属网

事实上, 为了保护钨这种优势战略资源, 国家出口配额在逐年减少。但企业在 2008 年配额数量出现剩余, 多数剩余 1/2 左右, 与往年企业出口配额不能够满足需求形成明显对比。出现这种情况我们认为主要基于两个原因:

第一, 需求减少。受金融危机向实体经济传导影响, 2008 年 9 月后钨需求萎缩严重。而 2008 上半年需求仍然正常。

第二, 走私加剧。2008 年以来, 总有低价钨产品冲击市场, 这部分产品多来自走私。事实上, 通过走私 APT 和氧化钨逃避 10% 出口关税, 钨铁 20% 出口关税利益可观。2008 上半年 APT 价格高达 13 万元/吨, 走私利益 1.3 万元/吨。钨铁价格高达 15 万元/吨, 走私利益更是达到 3 万元/吨。正是因为利益的驱动导致了走私货物冲击市场。

我们对未来钨价格持乐观态度, 随着国家对钨这种战略优势资源的不断重视, 对走私、乱采乱挖现象的整治力度正在不断加强, 同时, 五矿有色对国内钨资源的控制能力已经到达较高的程度, 未来五矿将有能力影响或控制全球一半左右的钨资源供应。

3、国储、省储的开始有助于支撑有色金属产业景气

1 月 7 日, 《全国矿产资源规划 (2008~2015 年)》颁布, 规划显示中国将推进建立石油、特殊煤种和稀缺煤种、铜、铬、锰、钨、稀土等重点矿种的矿产资源储备。与此同时, 建立完善矿产资源战略储备的管理机构和运行机制, 形成国家重要矿产与矿产品相结合、政府与企业合理分工的战略储备体系。根据《规划》要求, 我国还将建立矿产地储备机制和建立紧缺矿产的矿产品储备机制, 重点加强西部地区已查明矿产资源储量的矿产地储备。

中国在目前产业景气低迷背景下建立矿产资源战略储备我们认为恰逢其时，快速发展的中国经济使得中国对资源的进口以来程度不断增强，特别是铜、铝、铁、石油等需求量非常大，且对经济运行影响巨大的资源，在目前资源行业景气低迷时期，建立资源的战略储备，一方面有利于国家经济的长期稳定和自主发展，另一方面也将对资源价格形成一定支撑，有利于缓解行业内生产企业资金紧张等状况。

4、铜精矿加工费大幅上涨有利于恢复铜冶炼产业元气

在铜精矿供应商和冶炼厂这两大阵营中，中国的江铜集团、铜陵有色等大型冶炼厂，日本的泛太平洋铜业、住友金属、三菱材料公司是加工费谈判中冶炼厂的代表，而 BHP 和 Freeport 则是铜精矿供应商的代表。在冶炼厂阵营中，中国的大型冶炼厂组成了中国铜原料联合谈判组（CSPT），并且和日本、韩国、印度的多家大型冶炼厂组成了亚洲铜俱乐部（ACC）。

目前，中国九大铜冶炼企业、日本铜冶炼厂已经与必和必拓（BHP）签订了 2009 年年度铜加工费长单协议，加工费（TC/RC）定为 75（美元/吨）/7.5（美分/磅）。江西铜业也已与 Freeport 确立 2009 年的铜精矿加工精练费，为 75 美元/吨和 7.5 美分/磅，预期 2009 年铜精矿加工精练费（TC/RC）在 75（美元/吨）/7.5（美分/磅）水平上，此加工费用较 2008 年加工费上涨 66.7%。

国家铜矿业垄断巨头能够接受 67% 的加工费涨幅并不出乎意料，主要原因是：1、原先铜精矿副产品硫酸能够给铜冶炼企业带来丰厚的回报，而如今硫酸价格已经由高点的近 2000 元/吨左右下跌到 300 元/吨左右。2、全球经济衰退的背景下，铜的消费需求大幅降低，近期铜精矿供应紧缺的局面改变，全球最大的铜精矿进口国中国国内铜冶炼企业 12 月份开工率不足 70%。3、在原来铜加工费下，国内铜冶炼企业出于微利或亏损的状态中，同时前期高价铜库存跌价损失给铜冶炼财务、运行等方面带来了极大的压力，通过适时提高加工费用，可以维持行业长期健康运行。

提高铜精矿加工费用对铜资源自给水平较低的企业构成较大利好，对国内铜企业构成的利好排序是：铜陵有色（预期 09 年铜资源自给水平在 5%）> 云南铜业（预期 09 年铜资源自给水平在 10%）> 江西铜业（预期 09 年铜资源自给水平在 25%）。

5、有色金属行业产业振兴规划待出

1 月 14 日，钢铁、汽车产业振兴规划获国务院常务会议通过，国务院提出的十大产业振兴规划中的船舶、石化、轻工业、纺织、装备制造、有色金属等行业的振兴规划尚处酝酿中。

我们预期有色金属行业产业振兴计划内容可能包括：适时增加储备、加大控制境外资源的支持力度、推进企业兼并重组，出台重点企业直购电试点、降低电价、进行税费减免，提高产业集中度、淘汰落后产能、合理配置资源、增强企业自主创新能力和大力发展循环经济等几个方面。

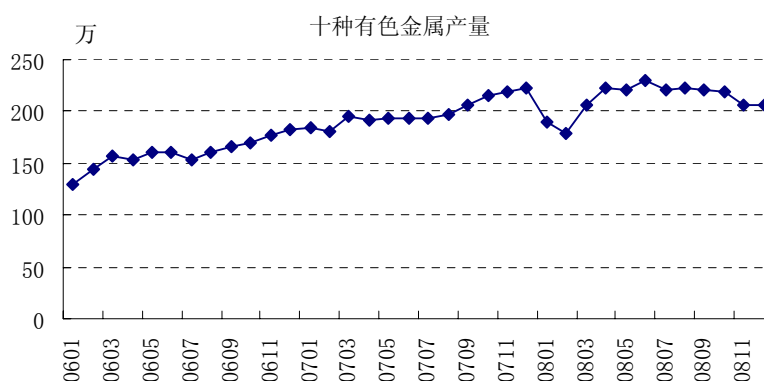
三、行业景气及先行指标分析

1、12月有色金属行业景气仍处低迷状态

a、12月有色金属产量同比继续下滑

08年12月，国内十种有色金属产量为206.4万吨，环比增长0.3%，同比下降7.4%，如果剔除08年1季度雪灾因素的影响，有色金属行业自08年7月已经结束了几年来的产量连续增长的情况。

图2：十种有色金属合计月产量



资料来源：国家统计局

b、12月行业开工率情况继续恶化

12月，有色金属行业的开工率情况除铅、锌冶炼子行业外均呈现继续恶化趋势。其中恶化最严重的是铜管、铜板带箔和铝板带子行业，开工率下降分别带到12.6%、8.24%和5.1%。其中铜管、铜板带箔子行业开工率已经不足50%。

我们认为，由于下游行业对产品库存的处理和对于财务管理的谨慎是导致目前上游原材料行业开工不足的主要原因，随着下游库存清理的结束，行业开工率将逐步恢复，目前这种较低的开工率情况我们认为也是一种不正常的情况。

表5：有色金属细分子行业开工率12月份仍呈现下滑趋势

企业	08年11月	08年12月	环比增减
铜冶炼	70.7%	67.6%	-3.1%
铜管	47.2%	34.6%	-12.6%
铜电线电缆	69.0%	66.0%	-3.0%
铜板带箔	53.0%	49.9%	-5.1%
铝型材	58.7%	55.0%	-3.66%
铝板带	60.0%	51.7%	-8.24%
锌冶炼	56.9%	57.1%	0.22%
铅冶炼	54.6%	56.2%	1.56%

资料来源：易贸金属、招商证券整理

注：以上开工率数据为易贸金属对企业调查所得，产量覆盖率较高

2、行业先行指标分析

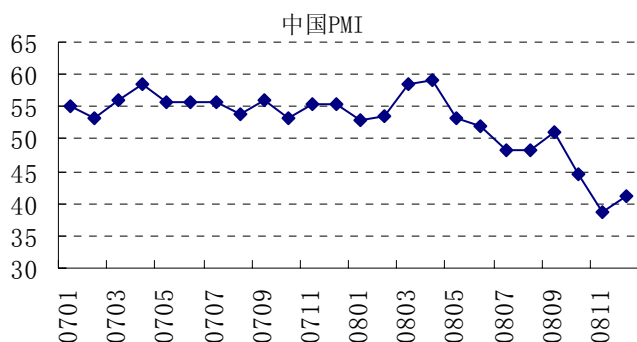
从先行指标看，有色金属商品属性基本面仍然未见好转，我们认为在未来3个月内有色金属行业实体经济层面基本面状况仍未能改善。

a、PMI 指数及就业情况继续恶化

次债危机对实体经济的影响正在逐步加深，美国制造业采购经理人指数（PMI）08年12月下滑到32.4%，创历史新低，从PMI指数可以看出美国实体经济层面形势十分严峻。

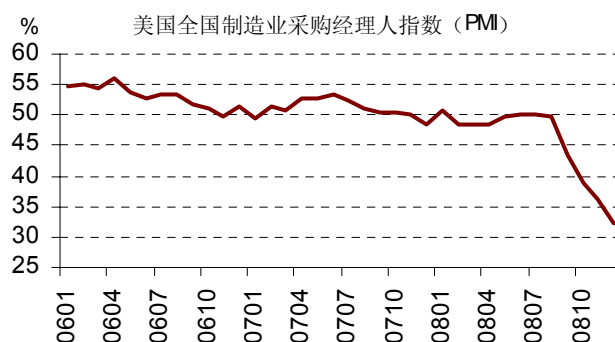
中国的制造业采购经理人指数目前也已经在50%以下连续运行了3个月，08年12月指数为41.2%，较上月回升了2.4%，但数据仍不容乐观¹。

图3：中国制造业采购经理人指数走势



资料来源：Bloomberg、中经网

图4：美国制造业采购经理人指数走势



伴随着 PMI 指数的下滑，09 年 12 月美国社会的总失业率也达到了历史新高的 7.2%，美国的经济先行指标创下历史新低，说明金融危机对实体经济的影响并未见底。

图5：美国失业率情况



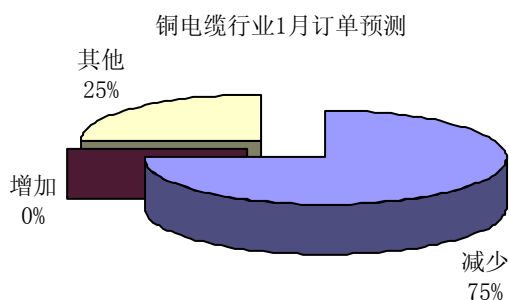
资料来源：Bloomberg

¹制造业 PMI 是一个综合指标，由新订单、生产、存货和产成品库存等 12 项指数组成。PMI 指数高于 50%，反映经济总体扩张；低于 50%，反映经济衰退。

b、订单预期仍悲观

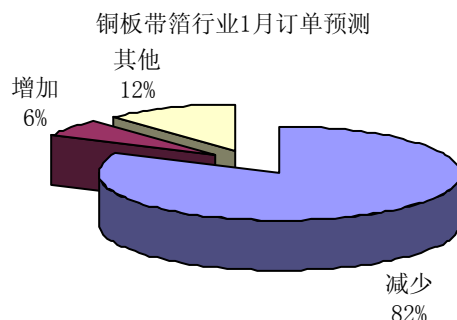
从易贸金属调研得到数据看，有色金属生产企业对下月的订单预期均不乐观，铜电线电缆行业调研企业中有 75% 预期订单减少，铜板带箔行业有 82% 的调研企业预测订单减少，铜管行业有 39% 的调研企业预测订单减少，铝型材行业有 73% 的调研企业预测订单减少，铝板带材行业中有 77% 的调研企业预测订单减少。生产厂商对于未来的订单预测普遍悲观反映出实体经济界对未来经济的悲观。

图6：铜电缆行业企业1月订单预期恶化



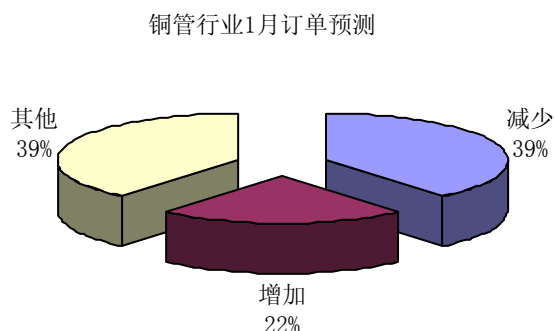
资料来源：易贸金属

图7：铜板带箔行业企业1月订单预期恶化



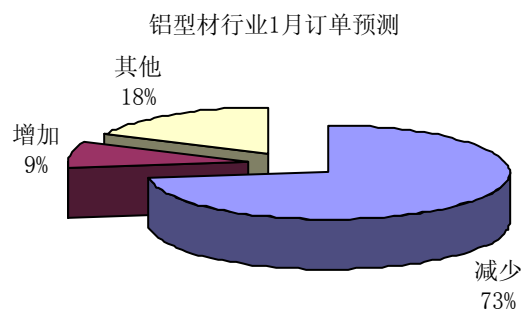
资料来源：易贸金属

图8：铜管行业企业1月订单预期恶化



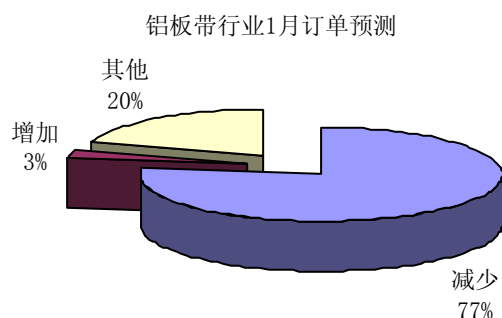
资料来源：易贸金属

图9：铝型材行业企业1月订单预期恶化



资料来源：易贸金属

图10：铝板带行业企业1月订单预期恶化



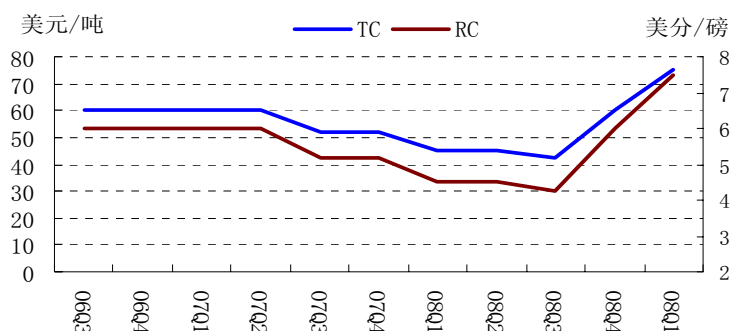
资料来源：易贸金属

3、加工费及其他分析

金融危机背景下，铜精矿下游需求下滑，供给充裕使 09 年铜加工费走高，但是 09 年的协议价格中依然没有设定价格分享条款，即铜价达到一定高度后，高于矿山生产成本时，矿山给予冶炼商补贴，低于冶炼成本，冶炼厂给予矿山补贴的相关条款。价格分享条款是冶炼厂在加工费之外另一个重要的收入来源。

铜加工费一般与铜价成反比，加工费上升体现铜产业目前的不景气情况。

图11：铜加工费走势

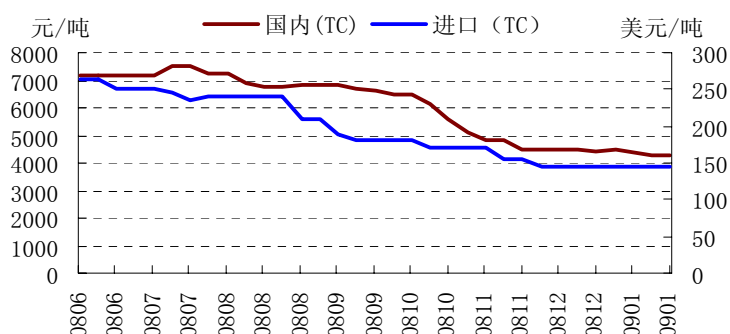


资料来源：招商证券

注：TC/RC 是矿产商和贸易商向冶炼厂支付的、将铜精矿加工成精铜的费用。TC 以美元/吨铜精矿报价，而 RC 以美分/磅精铜报价。TC/RC 的作价都是基于含铜量 30% 的铜精矿

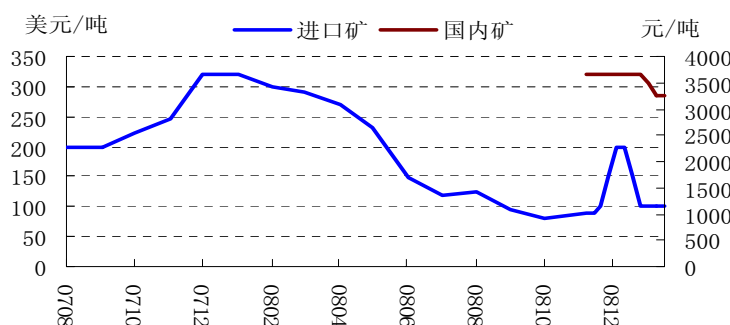
不断下降的锌铅加工费说明市场上铅锌精矿供应趋向紧张，这主要是因为锌价太低矿山有所惜售，但是不断下调的锌价基准说明市场对 09 年锌价格仍不太乐观。

图12：锌加工费走势



资料来源：招商证券

图13：铅加工费走势

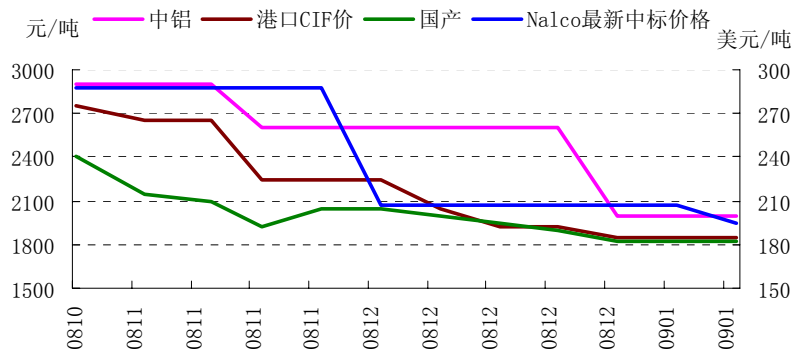


资料来源：招商证券

氧化铝招标价格再次下跌

印度国家铝业公司（Nalco）招标通常被作为铝和氧化铝行业的全球定价标准。Nalco 最新氧化铝招标价格为 194.11 美元/吨，较上次中标 206.8 美元/吨下跌 12.69 美元/吨，跌幅达 6.1%。这与目前澳大利亚氧化铝 190 - 195 美元/吨的 FOB 价格和中国港口进口氧化铝 215 - 225 美元/吨的 CIF 价格符合。

图14：氧化铝价格走势



资料来源：招商证券

4、价格预测

表6：国际主要研究机构金属价格预测

美元/吨	08 年	09 年 E	10 年 E
铜	6948	3388	4648
电解铝	2572	1804	1997
黄金（\$/盎司）	872	850	898
锌	1881	1283	1556
铅	2086	1274	1272
锡	18441	12758	13900
镍	21082	11117	13268

资料来源：招商证券

注：该价格预测为国际各大研究机构价格预测按时间加权得出

表7：招商证券主要金属价格预测

元/吨	当前价格	09 年 E	10 年 E
铜	27000	29000	36000
电解铝	11800	13000	15000
黄金（\$/盎司）	907	1100	1320
锌	10400	11000	13500
铅	10500	11500	12500
锡	99250	110000	140000
镍	91000	100000	120000

资料来源：招商证券

四、公司聚焦

1、重点公司盈利预测及估值比较

表8：重点公司盈利预测及投资评级

股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09PE	投资评级
600549	厦门钨业	0.29	0.39	0.75	35.5	26.4	13.7	强烈推荐-A
000970	中科三环	0.32	0.26	0.35	19.2	23.6	17.5	审慎推荐-A
002203	海亮股份	0.44	0.48	0.60	19.7	18.1	14.5	审慎推荐-A
600888	新疆众和	0.40	0.50	0.55	25.3	20.3	18.4	审慎推荐-A
600456	宝钛股份	1.25	0.81	0.95	14.6	22.5	19.2	审慎推荐-A
600219	南山铝业	0.87	0.57	0.49	9.2	14.1	16.3	中性-A
600362	江西铜业	1.40	0.80	0.52	9.1	15.9	24.4	中性-A
000630	铜陵有色	0.80	0.61	0.26	10.2	13.4	31.4	中性-A
000878	云南铜业	0.73	(1.59)	0.40	13.7	(6.3)	25.0	中性-B
601600	中国铝业	0.82	0.10	0.12	8.6	70.8	59.0	中性-A
000612	焦作万方	1.42	0.70	0.20	6.5	13.1	45.9	中性-A
000960	锡业股份	0.92	0.04	0.45	13.9	320.8	28.5	中性-A
600111	包钢稀土	0.38	0.36	0.40	31.2	33.0	29.7	中性-A
600432	吉恩镍业	1.85	0.66	0.43	7.7	21.6	33.2	中性-A
600547	山东黄金	0.54	2.00	2.43	93.6	25.3	20.8	审慎推荐-A
600489	中金黄金	0.71	1.54	1.85	56.3	26.0	21.6	审慎推荐-B
600497	驰宏锌锗	1.68	0.17	0.36	6.7	66.5	31.4	中性-A
601168	西部矿业	0.80	0.30	0.20	10.0	26.7	40.0	中性-A

资料来源：招商证券

表9：国际主要有色金属企业盈利预测及估值情况

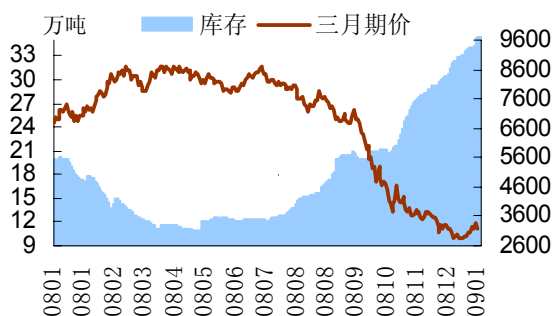
公司	最新价格 (美元)	EPS (美元)		PE	
		08E	09E	08PE	09PE
必和必拓	18.97	2.47	1.98	7.7	9.6
力拓	86.75	29.71	19.47	2.9	4.5
Freeport	25.14	0.66	2.59	38.4	9.7
Anglo American	18.04	5.07	2.42	3.6	7.5
Xstrata	8.11	1.67	2.42	4.9	3.4
美铝	7.79	-0.46	0.59	-	13.1
巴克力黄金	37.49	1.85	1.72	20.3	21.8
纽蒙特矿业	39.78	2.00	1.77	19.9	22.5
AngloGold	28.69	-2.19	2.37	-	12.1
Harmony	11.80	0.52	0.55	22.9	21.5
紫金矿业	0.54	0.03	0.22	16.0	2.5
Nyrstar	3.04	0.67	-0.66	4.6	-
Korea Zinc	65.62	9.31	8.68	7.1	7.6
Norilsk	4.20	1.93	0.45	2.2	9.4
Inco	0.20	0.04	0.02	4.6	9.7
Eramet	158.62	33.54	12.33	4.7	12.9
印尼蒂玛公司	0.09	0.03	0.02	2.9	4.6
湖南有色	0.13	0.02	0.11	8.3	1.1
洛阳钼业	0.39	0.07	0.34	5.4	1.2
SANDVIK	5.08	0.83	0.59	6.1	8.6
TDK	37.40	-1.99	-0.32	-	-
KME	0.72	0.14	0.08	5.2	9.0
荷兰奥特昆普	11.37	0.13	0.29	87.4	39.6
韩国丰山	8.11	1.93	1.52	4.2	5.3

资料来源：Bloomberg、招商证券

五、子行业基本数据跟踪

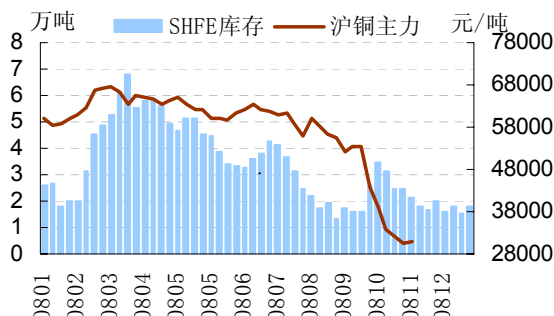
铜

图15: LME库存及三月期铜价



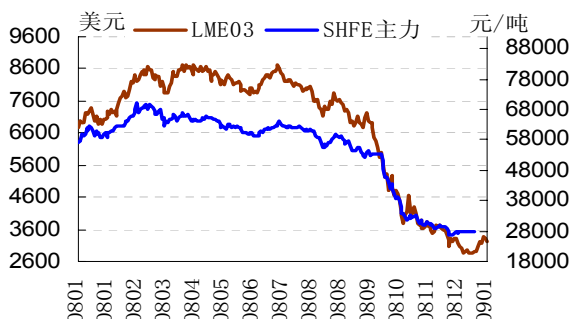
资料来源: bloomberg、招商证券

图16: SHFE库存及主力期价



资料来源: bloomberg、招商证券

图17: LME三月期价与SHFE主力期价



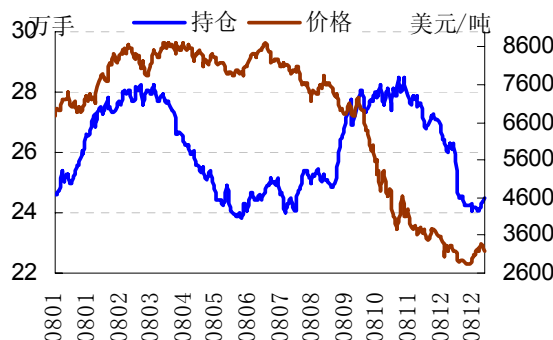
资料来源: bloomberg、招商证券

图18: LME铜现货升水与远期升水



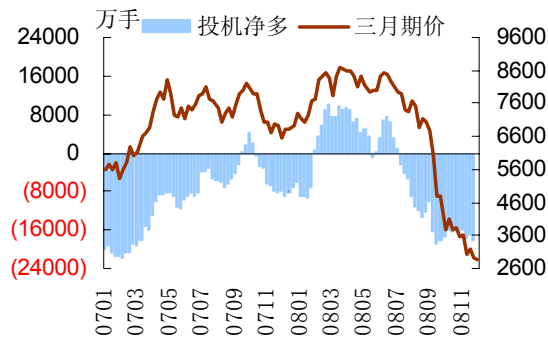
资料来源: bloomberg、招商证券

图19: LME三月期铜价及持仓



资料来源: bloomberg、招商证券

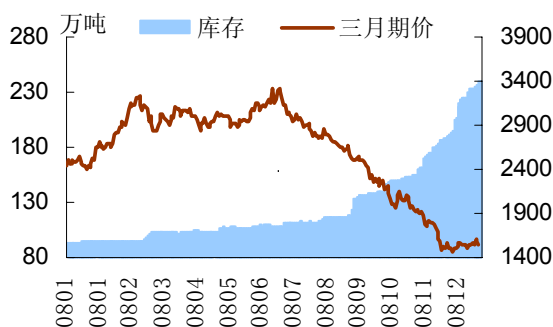
图20: LME三月铜与COMEX投机净多持仓



资料来源: bloomberg、招商证券

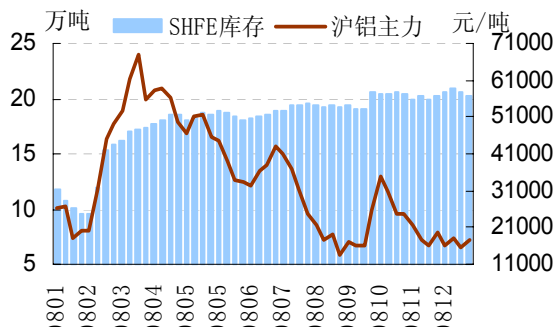
铝

图21: LME三月期铝价及库存



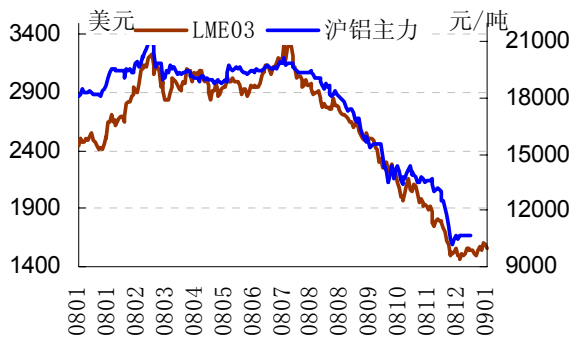
资料来源: bloomberg、招商证券

图22: SHFE铝库存及主力期价



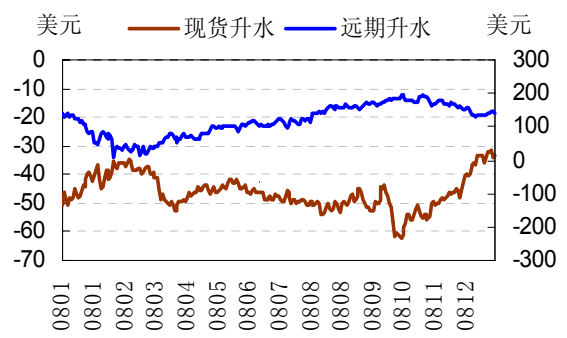
资料来源: bloomberg、招商证券

图23: LME三月期铝价与SHFE主力期价



资料来源: bloomberg、招商证券

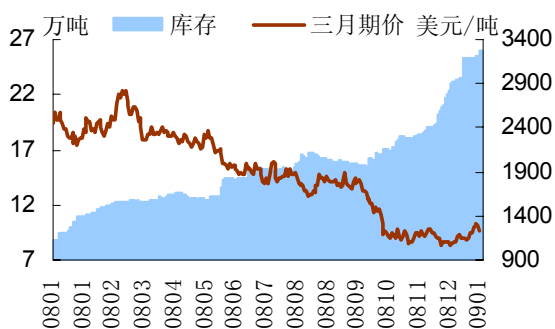
图24: LME铝现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券

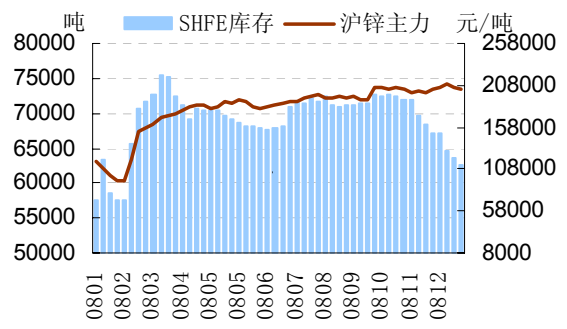
锌

图25: LME三月期锌价及库存



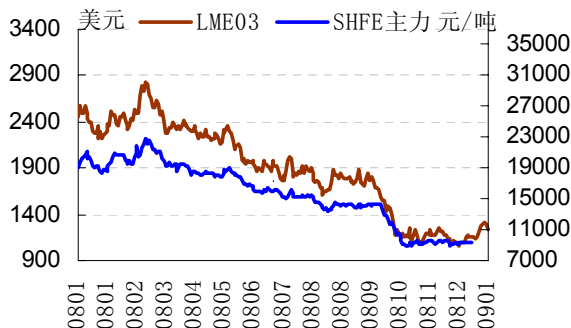
资料来源: bloomberg、招商证券

图26: SHFE锌库存及主力期价



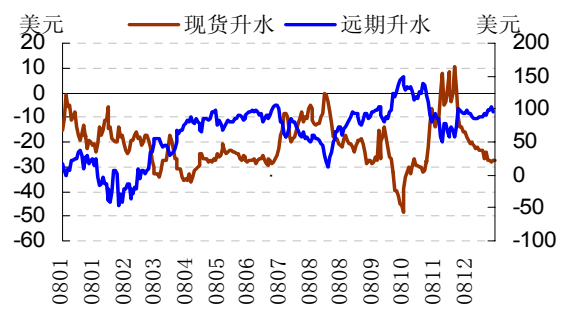
资料来源: bloomberg、招商证券

图27: LME三月期锌价与SHFE主力期价



资料来源: bloomberg、招商证券

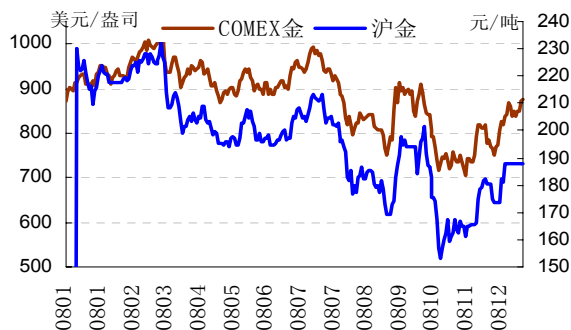
图28: LME锌现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券

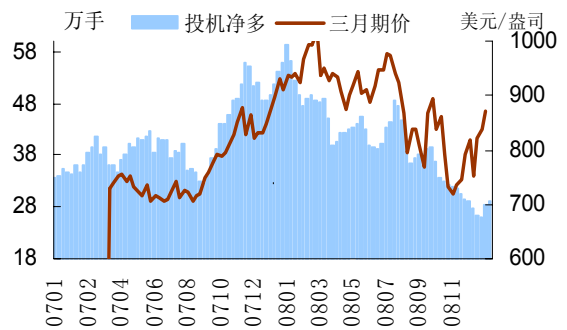
黄金

图29: COMEX金价与沪金主力



资料来源: bloomberg、招商证券

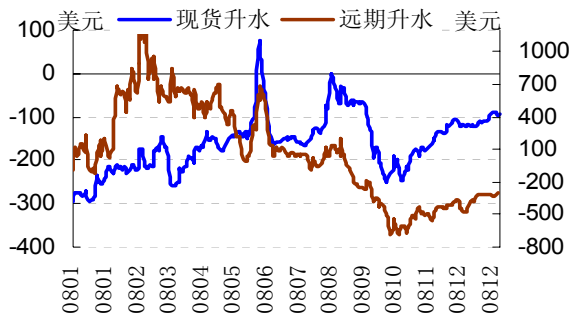
图30: COMEX主力金价与投机净多持仓



资料来源: bloomberg、招商证券

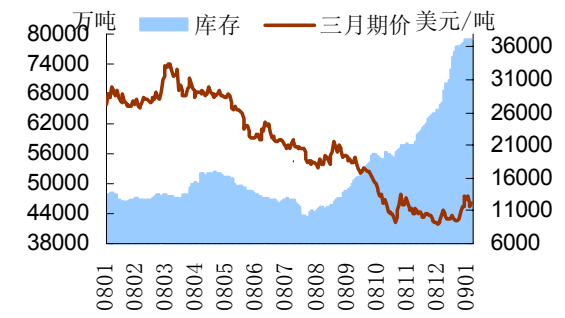
镍

图31: LME镍现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券

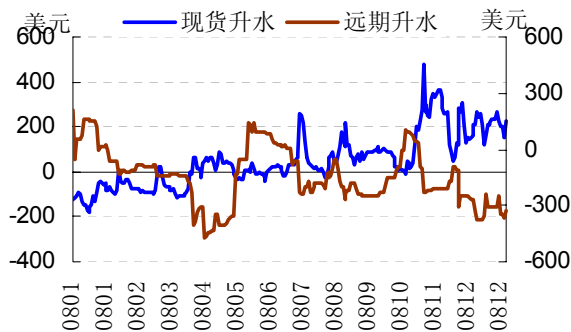
图32: LME三月期镍价及库存



资料来源: bloomberg、招商证券

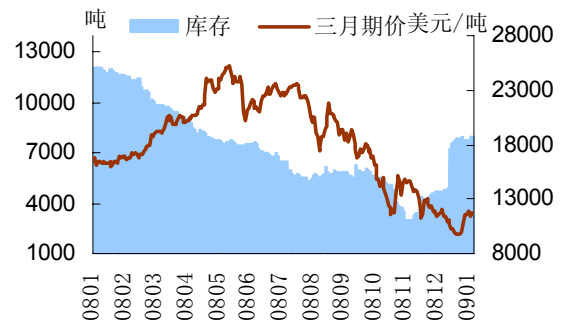
锡

图33: LME锡现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券

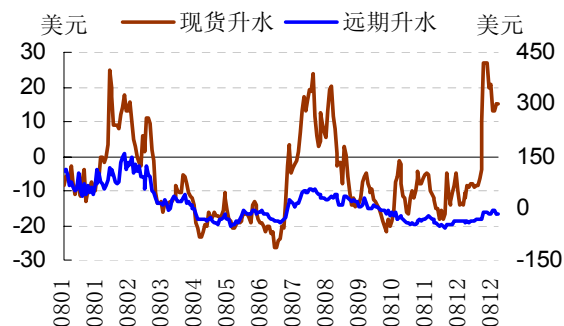
图34: LME三月期锡价及库存



资料来源: bloomberg、招商证券

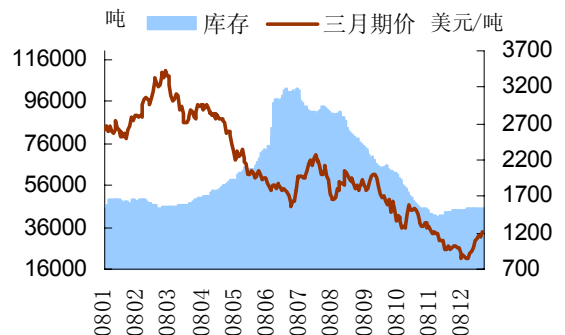
铅

图35: LME铅现货升水与远期升水



资料来源: bloomberg、招商证券

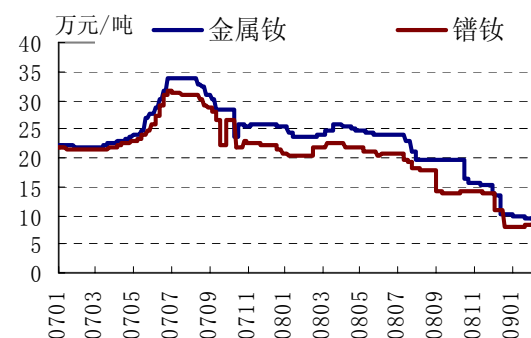
图36: LME三月期铅价及库存



资料来源: bloomberg、招商证券

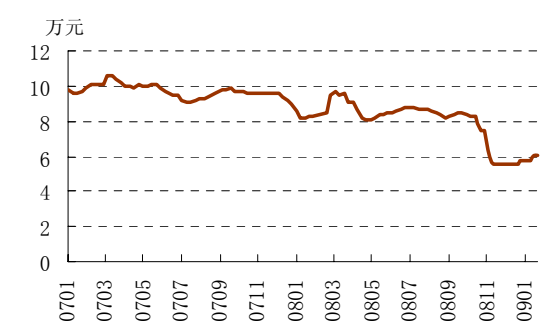
稀有

图37: 钨及镨钕价格



资料来源: 中华商务网

图38: 湖南钨精矿价格(白钨矿I级一类)



资料来源: 中国金属网

分析师简介

赵春，清华大学经济管理学院金融学学士，香港中文大学 MBA（在读），招商证券有色金属行业研究员，4 年以上证券研究从业经验，2 年以上有色金属行业研究从业经验。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，有色金属行业研究员，两年期货研究从业经验，具有证券投资咨询从业资格，香港证券期货从业资格。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。