

行业强劲反弹，估值不再具有安全边际

—— 有色金属行业 2 月跟踪报告

行业评级

中性（维持）

重点公司（基准日 2 月 27 日）

紫金矿业（8.20）			推荐
	08E	09E	10E
EPS	0.21	0.21	0.25
P/E	39.05	39.05	32.80
山东黄金（69.57）			推荐
	08A	09E	10E
EPS	1.79	2.42	2.80
P/E	38.87	28.75	24.85
宝钛股份（16.86）			推荐
	08E	09E	10E
EPS	0.43	0.54	0.76
P/E	39.21	31.22	22.18
南山铝业（7.57）			推荐
	08E	09E	10E
EPS	0.46	0.38	0.59
P/E	16.46	19.92	12.83

相关研究

2008/12/26 有色金属行业 2009 年投资策略报告：“安全过冬”与“低谷扩张”

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

地址：南京市中山东路90号

电话：（8625）84457777

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

2009 年 3 月 2 日

投资要点：

- **国务院 2 月 25 日审议并原则通过有色金属产业调整振兴规划：**产业调整振兴规划是行业长期发展的纲领性文件，对行业的调整是一个长期的过程，短期之内行业基本面不可能出现反转。振兴规划将从淘汰落后产能、促进兼并重组、调整进出口税率、建立收储机制四方面对行业产生实质影响。
- **2009 年以来有色金属价格底部震荡：**2009 年 1-2 月，国际金属价格整体处于底部震荡状态，铜、铝价格表现较好，涨幅超过了 20%，铝、锌价格则继续下跌。
- **避险资金推动黄金价格上涨：**进入 2009 年以来，黄金价格已经脱离了与美元的负相关性，投资避险需求是推动金价上涨的主要动力。尽管黄金价格的上涨会使黄金的避险功能减弱，但金融市场的不确定性依旧可以使黄金价格维持在历史高位，这将显著提升黄金行业企业的盈利水平。
- **我们的投资策略：**基于我们对行业的基本判断，我们认为未来行业投资应该关注两类投资机会：1、关注基本面良好的黄金行业，建议关注山东黄金、紫金矿业；2、关注未来受益于出口退税上调的深加工企业，建议关注宝钛股份、南山铝业。

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 2009 年有色金属行业投资策略报告对行业的基本判断是：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 年行业内部部分企业将全年亏损，大部分企业将处于微利状态。

2009 年 1-2 月，国际金属价格整体处于底部震荡状态，铜、铝、黄金价格表现较好，涨幅超过了 10%，铝、锌价格则继续下跌。

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
12 月 26 日价格	2870	1560	866	1158	9950	9750	848
2 月 27 日价格	3500	1364	1044	1138	10950	10055	946.2
涨跌幅	21.95%	-12.56%	20.55%	-1.73%	10.05%	3.13%	11.58%

资料来源：Bloomberg

我们在 2009 年有色金属行业投资策略报告的行业投资策略为：在企业盈利大幅下降甚至会出现亏损的行业背景下，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。我们上期重点推荐的股票中：山东黄金、宝钛股份、紫金矿业涨幅均超过了 40%，大大超过了沪深 300 的涨幅。

表 2：个股涨跌幅

	宝钛股份	紫金矿业	山东黄金	沪深 300
12 月 26 日价格	12.00	4.54	46.15	1862.10
2 月 27 日价格	16.86	8.20	69.57	2140.49
涨跌幅	40.50%	80.62%	50.75%	14.95%

资料来源：华泰证券研究所

二、有色金属行业振兴规划：远水难解近渴

国务院 2 月 25 日审议并原则通过有色金属产业调整振兴规划，产业调整振兴规划是行业长期发展的纲领性文件，对行业的调整是一个长期的过程，短期之内行业基本面不可能出现反转。振兴规划对行业的影响体现在四个方面：

1、逐步淘汰落后产能

由于近几年来国内有色金属产能扩张较快，国内主要有色金属品种的产能出现了比较严重的过剩。规划中计划在 2011 年前，淘汰约 150 万吨的落后产能，其中包括：80 万吨的小型预焙槽电解铝产能，30 万吨的小型铜冶炼产能，以及 40 万吨铅锌产能。

我们认为：在产能过剩的背景下，逐步淘汰落后产能对行业健康发展意义深远。规划中计划淘汰的产能，技术相对落后、能源消耗强度大、资源回收率相对较低。只有加快落后产能的淘汰，才能促进全行业技术水平的提升。国家将安排贷款贴息以支持企业的技术改造，提高资源与能源的利用效率。

2、有色金属行业的兼并重组将拉开大幕

规划指出：大规模推进行业兼并重组等措施提振有色金属市场，打造 3~5 个具有实力的综合性有色金属企业集团，以使铜、铝、铅、锌骨干企业的产量占全国的比重分别由目前的 70%、55%和 40%，提高到 2011 年的 90%、70%和 60%。

而有色金属行业的央企中铝公司、中国有色、五矿集团将成为重点支持对象。其中在铜业方面，将抓紧推进中铝公司、江西铜业、铜陵有色、金川集团等主要铜企业之间的重组，提高市场竞争力和参与境外资源开发的综合实力。铝业方面将以中铝公司为核心，通过重组提升集中度，鼓励重点铝生产地区如河南、山西、广西等进行联合重组，合理配置资源。在铅锌方面，鼓励中南和西南地区重点骨干铅锌企业推进区域内联合重组，支持中金岭南、广西有色金属集团、云南冶金集团、湖南有色控股集团等分别整合区域内的铅锌企业组建大企业集团。目前国内有色金属行业中铜业是一个难点，国家有意组建一家专业的大型铜业集团，也包括地方骨干企业在内。但是如何设立这个平台还要看国务院的口径和安排，目前中铝已完成中国铜业公司的注册，对公司的铜矿和冶炼及加工等优质资产进行整合，是以中铝为主还是另起炉灶就要看决策层的态度。

我们认为：国家将积极推动有色金属行业企业的重组，以达到提升行业集中度的目的。这将增强国内有色金属企业的国际竞争力，提高企业在国际市场上的话语权。但是行业的兼并重组是一个长期的战略，而且在具体实施中需要平衡各方面利益，不可能一蹴而就。

3、国家或将调整有色金属行业进出口税率

政府在此前的税收调整中对一些金属制品的进出口限制出现了松动，规划将进一步对高精铜管类、高精铜板带类、高档铝箔类、高档铝型材类、高档铝板带类的平均出口退税率（由 5%提高到 13%），对能够以国内生产的产品顶替进口产品的深加工产品可提高到 17%，以前没有给予出口退税的铝合金型材的出口退税率则提高到 5%。

我们认为：国家未来将提高有色金属深加工产品退税率，以促进具有一定技术含量的有色金属制品的出口。这不仅可以促进企业加大深加工产品的研发与生产，还可以缓解国内有色金属供应过剩的压力。

4、建立国家收储机制，实施国家储备

而对于国家收储机制，此前媒体报道国家将计划 2009 年收储 100 吨铝、40 万吨铜及 40 万吨铅锌，分别占年产量的 7%，10%和 6%。目前已经实施的收储行动有：2008 年 12 月国储局以每吨 12350 元的价格从国内八家铝冶炼厂手中收购了 29 万吨原铝；2009 年 2 月 20 日国储局以 12490 元/吨和 12500 元/吨从国内 11 家铝企业手中收购 29 万吨电解铝。2 月 25 日以 11500 元人民币/吨的价格完成锌收储 10 万吨，这是继 1 月份国储局发动 5.9 万吨锌的收购之后的又一次锌收储行动。另外，国储局还从南美和欧洲购入精炼铜 22-24 万吨。

我们认为：虽然收储行为本身无法直接刺激下游行业的实际需求，但在一定程度上能够缓解冶炼企业的经营压力，平缓金属市场上的恐慌情绪，并对金属价格构成一定支撑。

三、行业动态及价格跟踪

3.1 铜供应由短缺转为过剩，国储收铜难以长期支撑铜价

国储收铜

据海外媒体消息，国储局应该已经与南美产商签下购买 10 万吨电解铜，与欧洲厂商也签购了一些数量的电解铜，交付期预计在 2009 年

第二季度。市场预计总购买量在 20-40 万吨之间。

我们认为未来若铜价持续低迷，国储仍有可能进行收储，收购海外精铜的原因我们推测主要是因为内盘铜价在新年以来一直高于外盘铜价。我们认为国家收储对内外盘铜价有一定刺激作用，短期可能会带来价格的上涨，但在下游铜消费难有增长而上游铜矿山维持产量的情况下，我们不认为铜价会出现持续上涨的行情。

铜来料加工被恢复

2008 年 12 月 31 号，商务部公布了调整后的《加工贸易禁止类目录》，铜矿砂及其精矿进口的禁止被变更为“仅允许符合条件的特定企业进口，其他仍按禁止类管理”，而精炼铜的阴极的出口禁令也同时解除。这意味这从 2006 年开始禁止的铜精矿来料加工重新被恢复，但准许范围被限制在包括江铜、云铜、铜陵、大冶等 7 家铜冶炼企业，而允许来料加工的比例是各企业精矿进口量的 20%-30%。

我们认为来料加工恢复长远看对国内几大铜冶炼企业属于利好，当内盘铜价再次出现高于外盘的时候，国内铜冶炼企业将可以规避高价进口精矿低价卖出阴极铜的风险，但今年以来，内盘铜价始终高于外盘，因此，短期将不会对国内企业带来利好。

铜冶炼长单加工费敲定

1 月 13 号，江西铜业与 Freeport 公司确定 2009 年铜精矿加工费为 75 美元/吨和 7.5 美分/磅，这一价格与前期日本铜冶厂商水平相同，较 2008 年增长近 60%。而在现货市场，加工费在近期出现了较大波动，12 月中下旬至一月中旬时期，由于冶炼厂的减产，加工费水平曾一度达到 95/9.5 的水平，而进入 2 月下旬后，由于废杂铜供应出现紧张，国内铜冶炼厂加大了对精矿的购买，现货加工费也再次下跌至 70/7。

我们认为铜精矿加工费的提升有利于国内铜冶炼企业扭亏，但由于硫酸价格的暴跌，总体看今年外购精矿冶炼的利润将小于 2008 年。

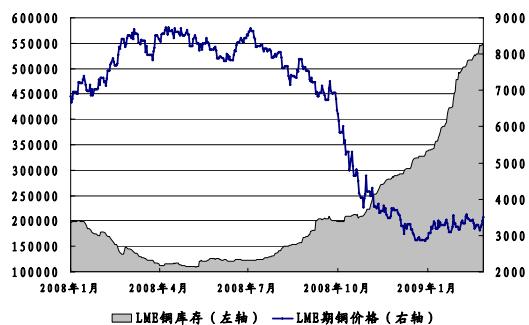
铜供需由短缺逆转为过剩

WBMS（全球金属统计局）称，2008 年全球精炼铜产量增加 2.8%至 1848 万吨，而全球精炼铜消费量小幅增至 1816 万吨，市场供应过剩 32.9 万吨，而 2007 年全球铜市缺口为 11.9 万吨。WBMS 表示，2008 年中国铜消费量增加 5.6%至 513.4 万吨。2008 年全球矿山产铜量较上年减少 0.7%至 1553 万吨。

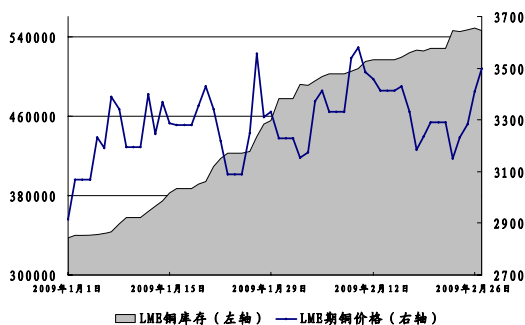
近两月我国阴极铜进口大幅增加

国内精炼铜进口自 12 月起有大幅提升，主要原因是因为国内外价差有利可图，且中国国家物资储备局将收储精炼铜。

图：LME 铜价格与库存一年走势

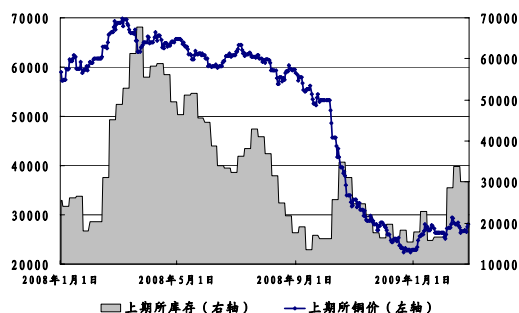


图：LME 铜价格与库存一月走势

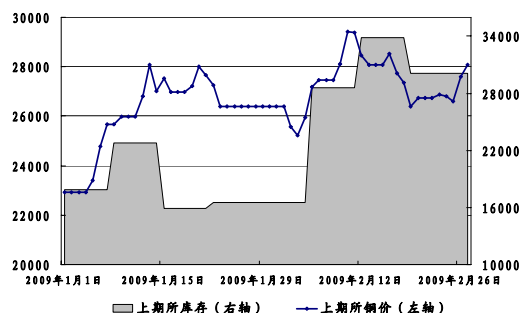


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图：上期所铜价格与库存一年走势

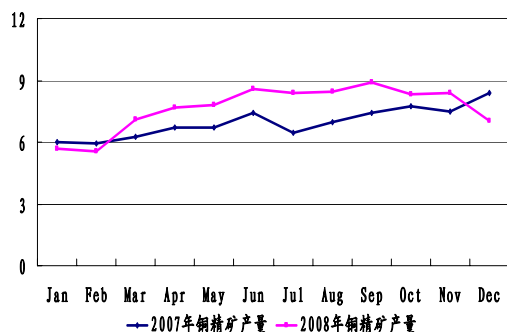


图：上期所铜价格与库存一月走势

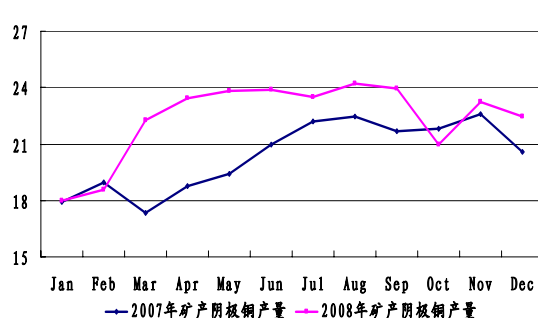


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图：我国铜精矿产量

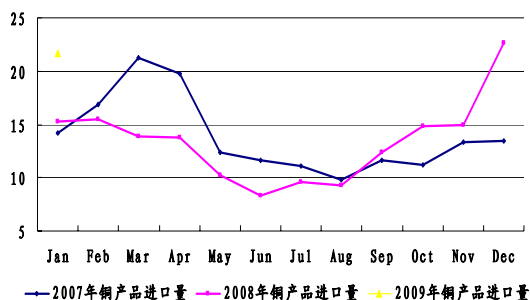


图：我国矿产阴极铜产量

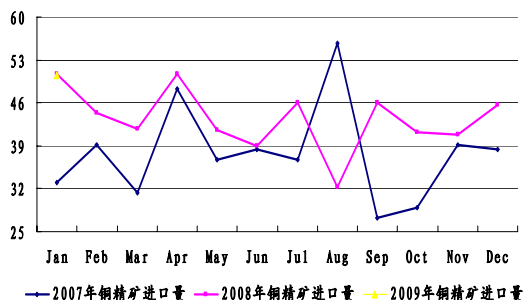


资料来源：安泰科，华泰证券研究所

图：我国铜产品进口量



图：我国铜精矿进口量



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

3.2 铝库存增加迅速，减产效果体现

国储再次收铝

去年12月，国储局首次出手收储电解铝，以12350元/吨的价格向8家国内大型电解铝企业收购铝作为战略储备。今年2月20号国储局经招标决定再次收储铝，价格确定为12490元/吨和12500元/吨。其中，12490元/吨收储18.5万吨，12500元/吨收储10.5万吨，4月15日之前入库。本次收储除去上次参与收储的8家铝厂以外，这次又新增加了陕西有色金属集团铜川鑫光铝业公司、四川启明星铝业有限责任公司、兖矿科澳铝业公司3家铝厂。

海外公司减产仍在继续

自去年3季度以来，全球电解铝及氧化铝行业便不断传出减产消息，从IAI公布数据来看，全球电解铝日均产量从10月后便开始出现下降，据美铝公司1月份公布的报告预测，至2009年1月全球的减产总量占世界总产量的13%。中国2008年年产量预计为1400万吨，减产300万吨，总计全球2008年铝产量为3960万吨，减产502万吨。而据最近海外媒体消息，包括俄铝联合，凯撒铝业(Kaiser)，德国Trimet铝业公司，海德鲁公司Soerab铝厂等的电解铝厂再次选择减产，其中一些电解铝厂将被关闭，剩余电解铝厂减产幅度也在30%左右。

我们认为在外盘铝价屡创新低的情况下，成本较高的电解铝厂选择减产是迫不得已的选择，减产工厂也主要分布在美国，欧洲等电力成本较高的地区。随着铝价的下跌，电解铝库存则在不断走高，现阶段的LME库存已经达到320万吨，考虑到全球其余各地的隐形库存，现有库存量可供全球消费4个月以上，高企的库存和消费的压力对铝价仍将构成沉重压力，我们维持铝将是基本金属中基本面最差的判断，未来铝价走势

仍将偏弱。

全球铝市场过剩严重

全球金属统计局(WBMS)2月18日表示铝市过剩100.7万吨,远高于2007年的过剩17.8万吨。2008年全年原铝产量增加3%或115.3万吨,达到3930万吨。全球原铝消费量增加幅度不到1%,或32.4万吨至3826万吨。中国铝产量增加61.8万吨。

图: LME铝价及铝库存一年走势

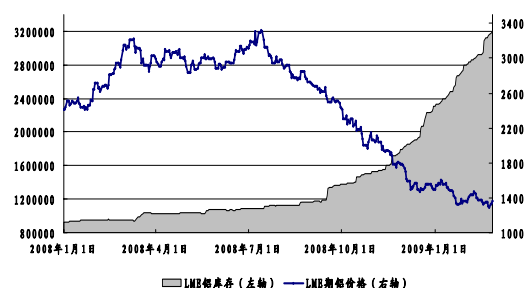
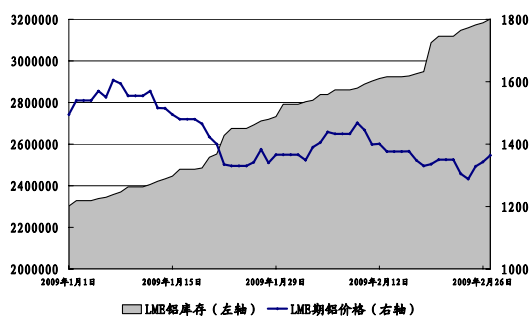


图: LME铝价及铝库存一月走势



资料来源: 安泰科, 华泰证券研究所

图: 上期所铝价格与库存一年走势

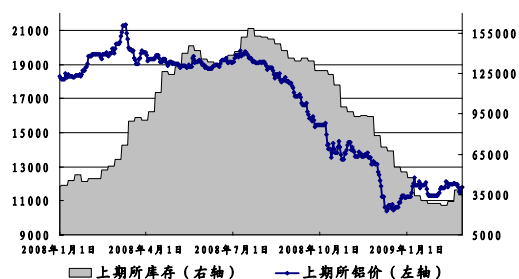
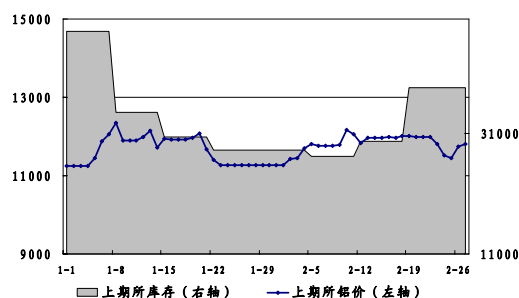


图: 上期所铝价格与库存一月走势



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图: 我国电解铝产量

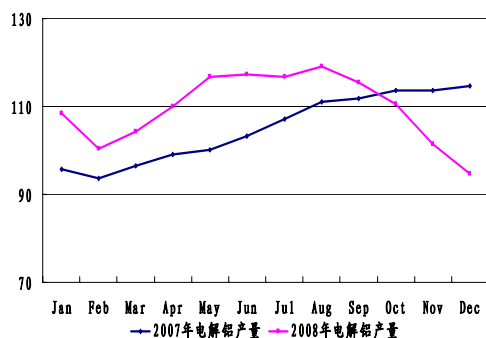
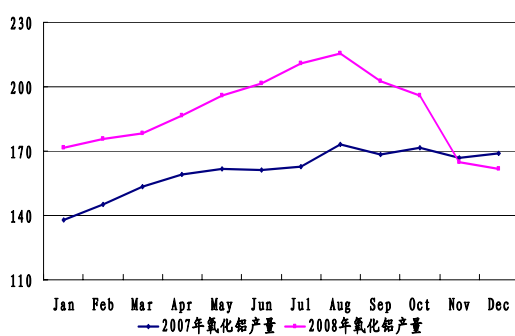


图: 我国氧化铝产量

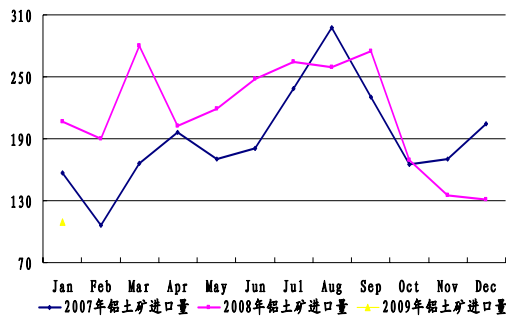


资料来源: 安泰科, 华泰证券研究所

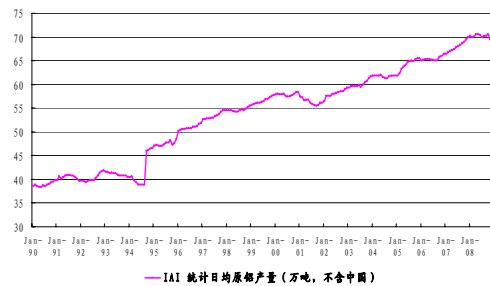
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。



图：国内铝土矿进口量



图：IAI统计电解铝日均产量（不含中国）



资料来源：安泰科，IAI，华泰证券研究所

3.3 铅锌减产仍在继续，国储收储或将持续

国储再次收储

今年1月份，国储局曾收购了5.9万吨精炼锌，当时在收储消息刺激下，锌价出现了一波较大反弹。2月24号，据业内人士称，中国国家物资储备局将于25号就购买锌召开投标会议。本次的收储量在10万吨左右，共有8家企业中标。我们认为若未来锌价持续低迷，收储则仍将继续。但收储难以成为未来锌价上涨的动力。

行业整合值得期待

锌铅矿山一直是我国的优势资源，但由于铅锌资源分布较为分散，国内中小铅锌矿山众多，无序开采现象严重。因此铅锌精矿供应充裕，精矿开采行业集中度偏低，国内前3大精矿生产商仅占国内总产量的14%，前10大精矿生产商产量也仅占总产量的26%。我们认为对铅锌矿山的整合有望提高精矿生产的集中度，通过控制精矿产量来平稳锌价。我国锌冶炼行业集中度相对较高，对海外精矿供货商拥有一定议价权。本轮铅锌行业整合将以中金岭南、广西有色集团、云冶集团、湖南有色为龙头整合区域内的中小矿山。

08年锌产出严重过剩，铅则存在分歧

国际铅锌研究小组(ILZSG)在2月16号公布的最新月度报告显示，2008年全球铅市场供应过剩1.9万吨。据他们统计，2008年全球精铅消费量总计870.6万吨，较2007年增长6.4%。而精铅产量升至872.5万吨，较2007年提高7.5%。但世界金属统计局(World Bureau of Metal Statistics)21日公布的报告称2008年1-11月全球精炼铅市场供应短缺14.1万吨，而2007年同期供应短缺16.1万吨，他们认为亚洲及美

国需求增加抵消了欧洲需求的下滑。我们认为两家研究机构出现如此大的分歧是由于铅产出统计口径不同带来的，这也从一方面反映了铅矿产出的无序。

对锌的供需情况，两家统计机构基本保持了一致，全球金属统计局认为 2008 年全球锌市场供应过剩 18.5 万吨。2008 年矿山产量同比增长 8.7% 至 1207 万吨。精炼锌产量的增加主要来自于中国的增产。中国 2008 年锌需求为 402 万吨，占全球需求的 36%。而国际铅锌研究小组 (ILZSG) 23 号报告认为，2008 年全球锌市场供应过剩 19.5 万吨。全球精炼锌消费增长为 1.6%，产量增长为 2.8%。

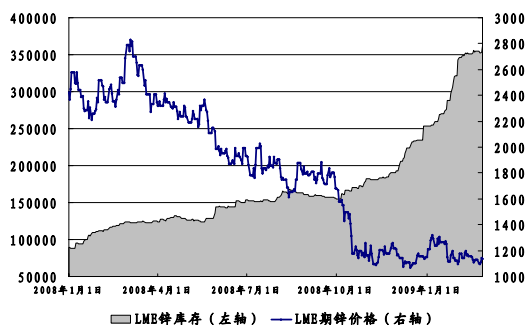
矿山仍在减产

从去年中期开始的矿山减产浪潮仍在继续，OZ 矿业已经关停澳大利亚的 GoldenGrove 锌矿，同时对世纪矿山选择了减产，公司表示，若锌价继续下跌，将会关闭世纪矿山。超达公司宣布将从 2 月 12 日关闭澳大利亚 Handlebar Hill 铅锌矿。Acadian 矿业也宣布在 2 月中期关闭 Scotia 矿山。全球矿山的减产对锌价将构成一定支撑，我们认为锌价在 2009 年表现或将强于有色行业。

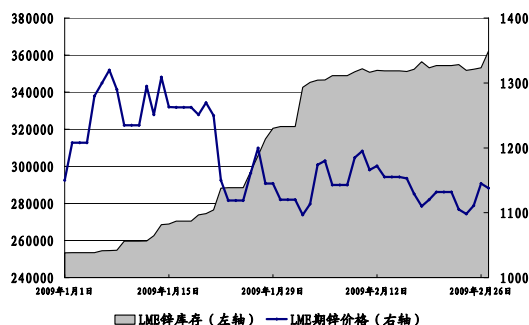
中金岭南收购澳大利亚矿山

2 月 5 号上午，中金岭南公司收购澳大利亚企业 Perillya 公司 50.1% 股权的方案获得了 PEM 公司股东大会通过，宣告了中金岭南收购 PEM 公司获得成功。在 2008 年一月，中金岭南曾与印尼安塔公司联合成立 Tango 公司来收购澳大利亚先驱公司，但以失败告终。当时的先去公司金属储量为 358 万吨，48% 股权收购价为 20 多亿。而本次收购的 PEM 公司金属储量为 320 万吨，50.1% 股权的收购价仅为 2 亿。应该说。本次收购是国内企业海外购矿的成功案例，对未来中金岭南的持续发展将打下坚实基础。

图：LME 锌价格与库存一年走势



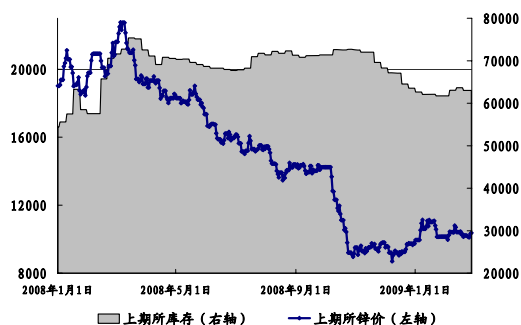
图：LME 锌价格与库存一月走势



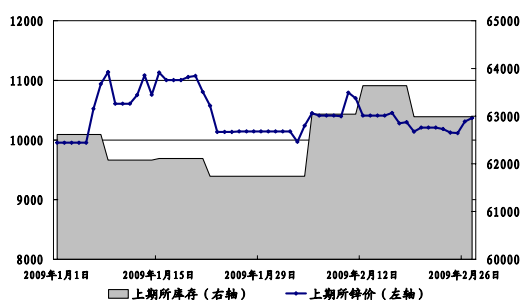
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

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。

图：上期所锌价格与库存一年走势

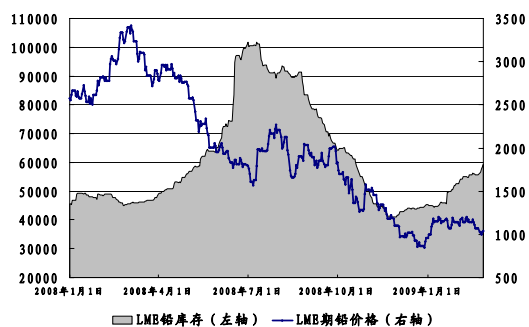


图：上期所锌价格与库存一月走势

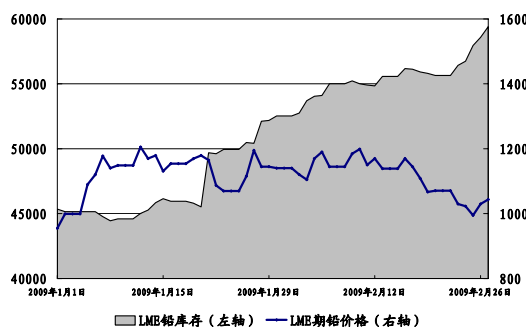


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图：LME铅价格与库存一年走势

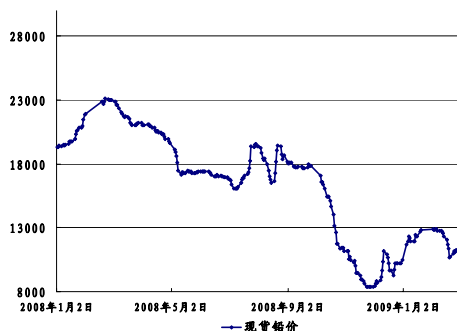


图：LME铅价格与库存一月走势

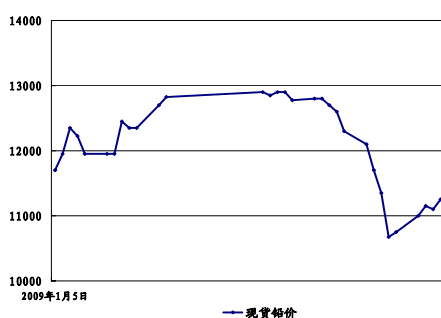


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图：长江现货市场铅价一年走势

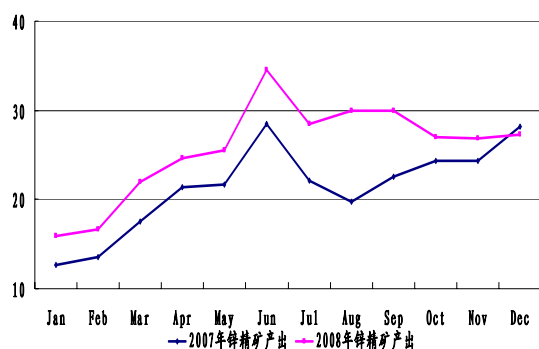


图：长江现货市场铅价一月走势

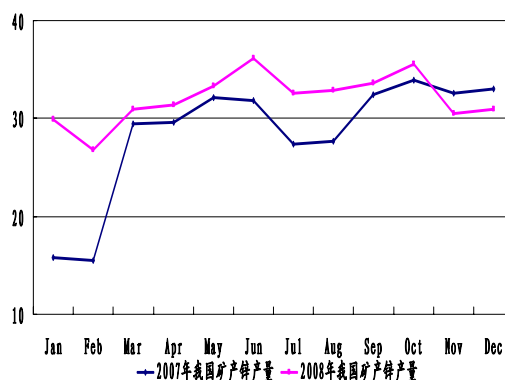


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图：我国锌精矿产出

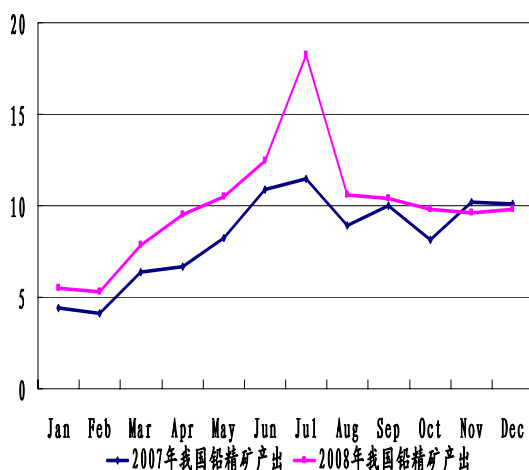


图：我国矿产锌锭产量

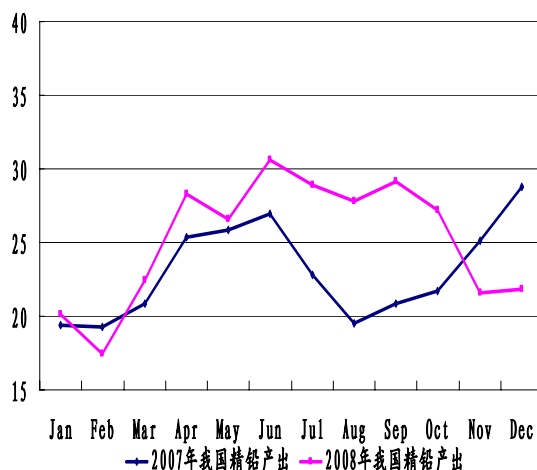


资料来源：安泰科，华泰证券研究所

图：我国铅精矿产量

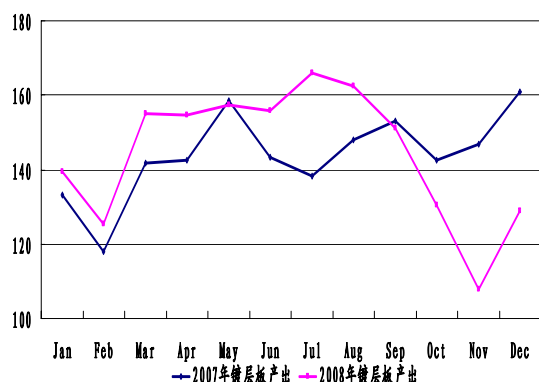


图：我国精铅产出



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

图：我国镀层钢板产出



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

3.4 锡：印尼计划扩大锡产量

印尼政府制定 2009 年锡产量目标

据路透社消息,印度尼西亚能源与矿产资源部的官方报告计划 2009 年锡产量大幅增长至 105000 吨,印尼 2008 年锡产量为 71610 吨。但是,该计划只是各省锡产量目标的总和,与 2009 年的实际产量相比会有很大的夸大成分。国家贸易部赞同产量更大些,而邦加勿里洞省政府能源部更倾向于相对较低的产量。国际锡研究组织认为印尼去年的锡产量大概是 9 万多吨,2009 年可能会有所下降。

2008 年中国与世界锡冶炼企业排名出炉

2008 年,尽管中国冶炼企业减产幅度比较大,但是在全球生产商中的排名基本稳定。除了个旧自立矿冶公司排名下降至第 11 位之外,其他公司排名基本没有变化。云南锡业公司仍然保持全球第一的排名。全球前十大锡生产商中,中国企业由过去几年的四家变为三家。

表：2008 年中国锡冶炼企业排名

精锡生产企业	2007	2008	08/07
1 云南锡业集团有限责任公司	61,162	58,371	-4.5%
2 云南乘风有色金属股份有限公司	17,064	13,500	-20.9%
3 柳州华锡集团有限责任公司	13,193	12,000	-9.04%
4 个旧市自立矿冶有限公司	8,234	7,000	-14.99%
5 广西钟山县金易冶炼有限责任公司	8,007	2,500	-68.78%

资料来源：安泰科, ITRI

表：2008 年全球主要锡生产商产量（单位：吨）

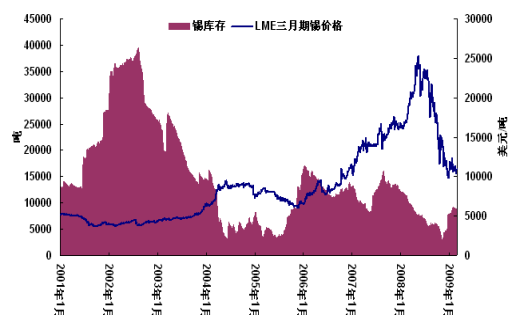
	2007	2008	08/07
1 云南锡业（中国）	61,129	58,371	-4.5%
2 天马公司（印尼）	58,325	49,029	-15.9%
3 明苏尔公司（秘鲁）	35,940	37,960	5.6%
4 马来西亚冶炼公司（MSC）（马来西亚）	25,471	31,630	24.2%
5 泰萨科公司（Thaisarco）（泰国）	19,826	21,731	9.6%
6 云南乘风有色金属股份有限公司（中国）	17,064	13,500	-20.9%
7 柳州华锡集团（中国）	13,193	12,000	-9.0%
8 Metallo Chimique（比利时）	8,372	9,228	10.2%
9 文托冶炼厂（EM Vinto）（玻利维亚）	9,448	8,800	-6.9%
10 科巴锡业（印尼）	7,724	7,109	-8.0%
11 个旧自立矿冶有限公司（中国）	8,234	7,000	-15.0%

资料来源：安泰科, ITRI

云南省政府收购云锡储备的 6000 吨锡

云锡公司已与云南省政府下属的投资公司达成协议，由该投资公司收购云锡在 1 月初储备的 6000 吨锡，成交价为 105000 元/吨。收购以后的锡锭将作为储备，中短期内不会在市场销售。在云南省政府一百万吨的金属收储计划中，云锡公司计划收储 3 万吨锡，但是之前只是以企业质押贷款的形式来收储。预期未来政府还可能从云南锡业公司购买 1-2 万吨锡锭。

图：LME 三月期锡价格与库存走势



图：国内锡现货价格走势



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

3.5 镍：2008 年全球镍市供应过剩 54100 吨

WBMS：2008 年全球镍市供应过剩 54100 吨

全球金属统计局（WBMS）2 月 18 日表示，2008 年全球镍市供应过剩 54100 吨。2008 年，矿山镍产量较上年减少 1.3% 至 154 万吨，而精炼镍产量减少 5.9% 至 137 万吨，因中国和日本矿山产量减少。2008 年精炼镍产量为 137 万吨，需求量为 132 万吨。WBMS 称，2008 年全球需求减少 2.8%。2008 年，主要位于 LME 仓库的可报告镍库存较 2007 年增加 30200 吨。

全球主要镍生产商产量公布

全球最大的镍生产商 Norilsk 镍业 2008 年镍产量为 29.97 万吨，同比增加 8.6%（2007 年为 27.6 万吨），Norilsk 镍业预计 2009 年镍产量为 29 万吨。

全球第二大镍生产商 Vale Inco 公司 2008 年镍产量为 27.6 万吨，产铜 32 万吨，Vale Inco 预计 2009 年镍产量将会有所下降。

2008 年英美资源公司共生产镍 2 万吨，比 2007 年减少 5600 吨。生产铜 64.13 万吨，2007 年铜产量为 65.5 万吨。公司预计 2009 年镍产量

有望增加。

2008 年中国镍产量公布

表：2008 年中国主要镍精矿生产商产量（单位：吨）

生产商	08 产量
金川集团有限公司	63000
吉恩镍业	4800
新鑫矿业	2100
云南恒昊	1500

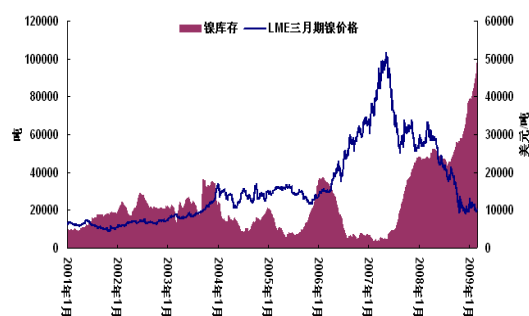
资料来源：安泰科

表：2008 年中国主要精镍生产商产量（单位：吨）

生产商	产能	08 产量
金川集团有限公司	150000	104000
新鑫矿业	10000	7000
江锂科技	5000	3000
吉恩镍业	2000	1500
玉林伟镍	—	2000
沅江镍业	—	1500

资料来源：安泰科

图：LME三月期镍价格与库存走势



图：国内镍现货价格走势



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

3.6 黄金：避险资金推动金价上涨

黄金 ETF 做多黄金的态度依然坚决

虽然国际黄金价格在近期从 1000 美元/盎司的位置回落了近 60 美元，不过，全球最大的黄金 ETF—SPDR 做多黄金的态度依然坚决。在过去三个交易日内，该交易所上市基金黄金持仓量仍然持稳于历史纪录上。据 SPDR 网站数据，从 2 月 19 日至 2 月 25 日的 5 个交易日内，该基金黄金持仓量始终维持在 1028.98 吨的历史最高纪录之上。从该基金

黄金持仓变化和金价走势来看，其近期持仓的大幅度增加成为金价突破 1000 美元/盎司的重要因素。数据显示，仅仅在 2 月 2 日至 25 日的 17 个交易日内，SPDR 黄金持仓量增加了 175.61 吨，2 月 19 日该基金最后一次加仓 4.89 吨，而随后一个交易日（20 日）金价就创出了 1005 美元/盎司近期新高。

2008 年我国珠宝首饰黄金消费位居全球第二

2008 年中国大陆地区黄金总需求为 395.6 吨，同比增长 21%；其中珠宝首饰黄金需求为 326.7 吨，同比递增 8%；售投资黄金需求为 68.9 吨，同比增长 169%。而全中国（大中华区）黄金总需求为 432.1 吨，同比增长 18%。中国已经远远超越美国（黄金需求 256.9 吨）和土耳其（黄金需求 210.3 吨），成为仅次于印度的世界第二大黄金消费国。2008 年印度黄金总需求为 660.2 吨，为世界第一大黄金消费国。相对于国内 2008 年 282 吨的黄金产量而言，明显是无法满足当年 395.6 吨的消费需求，市场供需缺口为 113.6 吨，必须靠进口和消耗库存来弥补。

2008 年南非黄金产量降至 86 年来新低

受到电力供应问题的困扰，去年南非黄金产量严重下滑，现在排名已降至世界第三，位于中国和美国之后。2008 年南非黄金产量更是降至 86 年来的最低。南非矿业协会公布的数据显示，去年南非黄金产量为 220.127 吨，同比减少 13.6%。第四季度黄金产量为 55.524 吨，比第三季度降了 0.9%，同比降了 10.7%。由于南非矿山不断老化枯竭，未来几年的黄金产量预计很难回升。目前，黄金产量分别占南非经济总量的 2.5% 和出口量的 7%。

图：SPDR 持仓与黄金价格走势

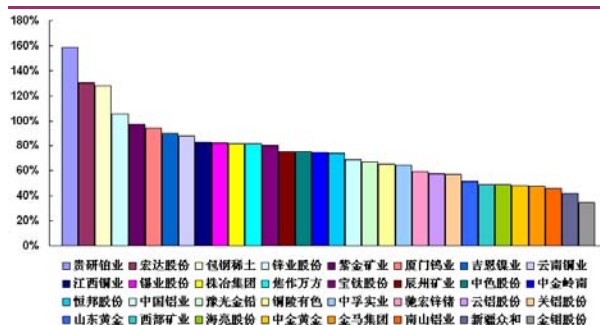


资料来源：SPDR、华泰证券研究所

四、行业估值存在泡沫，维持行业“中性”评级

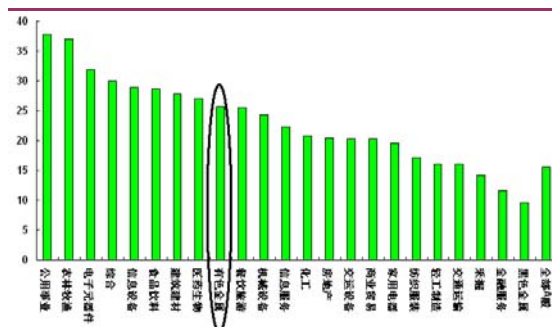
A股市场有色金属板块近期强劲反弹，截至2009年2月25日，行业的平均涨幅达到了75.14%。经过此次反弹有色金属行业的估值水平已经得到了显著提高，目前有色金属行业市盈率达到了25.69倍，远远超过A股15.59倍市盈率的估值，行业估值存在泡沫。

图：2009年以来主要有色金属股票涨幅比较



资料来源：wind

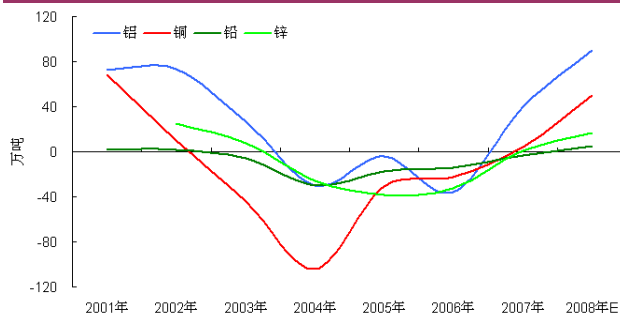
图：有色金属行业估值较高



资料来源：wind

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：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

国际有色金属价格的下跌表面上看来是受到全球金融危机的影响，而深层次的原因正是由行业的周期性所导致的。尽管有色金属产业调整振兴规划对行业的健康发展有较好的支撑作用，但这些措施的实施是一个长期的过程，短期之内金属价格依旧会维持低位运行。

基于我们对金属价格继续低位运行、行业估值存在泡沫的基本判断，我们维持有色金属行业“中性”的投资评级。

五、关注两类投资机会

基于我们对行业的基本判断，我们认为未来行业投资应该关注两类投资机会：1、关注基本面良好的黄金行业；2、关注未来受益于出口退税上调的深加工企业。

1、关注基本面良好的黄金行业

黄金价格受多种因素影响：美元走势、通胀水平、投资避险需求等都是影响黄金价格的重要因素。黄金价格往往由各种因素综合作用而来，通常在某一特定时期受到一种因素影响较大。进入 2009 年以来，黄金价格已经脱离了与美元的负相关性，投资避险需求是推动金价上涨的主要动力。我们认为：尽管黄金价格的上涨会使黄金的避险功能减弱，但金融市场的不确定性依旧可以使黄金价格维持在历史高位，这将显著提升黄金行业企业的盈利水平。我们建议关注山东黄金、紫金矿业。

2、关注未来受益于出口退税上调的深加工企业

有色金属行业调整振兴规划指出：将高精铜管类、高精铜板带类、高档铝箔类、高档铝型材类、高档铝板带类的平均出口退税率由 5% 提高到 13%，对能够以国内生产的产品顶替进口产品的深加工产品可提高到 17%，以前没有给予出口退税的铝合金型材的出口退税率则提高到 5%。

国内具有高技术含量的加工型企业将直接从金属制品的关税调整中受益，我们建议关注：宝钛股份、南山铝业。

表 19：有色金属行业重点公司估值比较（股价采用 2.27 日收盘价）

公司名称	评级	股价	08EPS	09EPS	08PE	09PE	净资产	PB
铜陵有色	推荐	9.03	0.51	0.47	17.7	19.2	4.54	1.99
江西铜业	推荐	15.48	0.73	0.53	21.2	29.2	6.84	2.26
云南铜业	观望	12.48	(1.65)	0.11	NA	113.5	5.52	2.26
驰宏锌锗	观望	13.19	0.15	0.27	87.9	48.9	3.28	4.02
西部矿业	观望	8.2	0.34	0.15	24.1	54.7	4.37	1.88
中金岭南	观望	11.1	0.70	0.45	15.9	24.7	3.78	2.94
云铝股份	观望	5.83	0.07	0.10	83.3	58.3	2.74	2.13
焦作万方	观望	11.15	0.88	0.05	12.7	223.0	4.01	2.78
南山铝业	推荐	7.59	0.46	0.38	16.5	19.9	6.34	1.20
中国铝业	观望	8.91	0.11	0.13	81	68.5	4.31	2.07
山东黄金	推荐	76.46	1.79	2.42	42.7	31.6	6.32	12.10
中金黄金	观望	53.26	1.31	1.43	40.7	37.2	10.72	4.97
紫金矿业	推荐	8.69	0.21	0.21	41.38	41.4	1.07	8.12
宝钛股份	推荐	16.66	0.43	0.54	38.7	30.9	8.85	1.88

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。