

在震荡中把握机会——有色金属行业 2 月报 中性 (维持)

有色金属行业

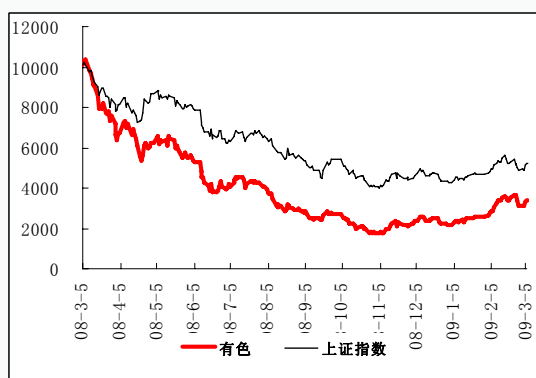
投资要点:

报告日期: 2009 年 3 月 9 日

行业指数与相关市场指数比较

指数名称	收盘	月涨幅 (%)
天相有色指数	3110.13	21.38%
天相流通指数	2281.99	5.70%
上证指数	2082.85	4.63%

行业指数近一年走势图



相关报告:

《有色产业调整振兴规划注重战略重组和金属收储》

2009 年 2 月 26 日

《持续反弹或难以为继》——有色行业 1 月报

2009 年 2 月 2 日

《周期下行依旧, 关注黄金个股》——有色 12 月报

2008 年 12 月 30 日

《潮落潮起, 金“守” 锌“攻”——09 年有色金属投资策略》

2008 年 12 月 24 日

天相机械装备与金属材料组

联系人: 杨晓雷 张方

010-66045530 yangxl@txsec.com

010-66045552 zhangf@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **2 月行业表现抢眼。**2 月天相有色指数上涨 21.38%, 强于上证指数 16.75 个百分点, 5 个子行业指数全线上扬, 其中贵金属指数涨幅达到了 55.22%, 铜业指数、铅锌指数、铝业指数涨幅也超过了 15%。
- **我国经济有趋稳迹象。**2 月我国 PMI 指数连续第三个月回升至 49.0%。但是值得注意的是, 2 月数据为 49.0%, 更为接近于扩张和收缩的分界线 50%, 已经恢复到 2008 年第三季度的水平。2 月我国新增贷款主要流向政府主导项目, 充足流动性或将支撑 3 月信贷继续积极投放。房地产经历了 1 月份的成交低谷后, 2 月份成交量普遍回升, 或将给房地产业提供支持。汽车市场受益于“汽车下乡”补贴政策, 将利于轻卡和微客销售提升, 从而有助于整个汽车市场的回暖。
- **美国 ISM 制造业指数连续两个月回升, 但汽车和房地产市场依旧低迷, 经济恢复仍存在不确定性。**2 月美国 ISM 制造业指数 35.8, 上月为 35.5。美、日汽车销售继续下滑, 美房地产市场“观望”气氛浓郁。美国 09 年 1 月 CFNAI (芝加哥联邦储备银行国家活动指数) 为 -3.45, 较 08 年 12 月的 -3.65 有所回升。但指数涵盖的 4 大领域仍然没有出现好转, 对 CFNAI 的贡献均为负。
- **2 月金属价格维持低位震荡, 国内外价差有缩小趋势。**2 月份 LME3 月价格铜、锌、锡上涨, 铝、铅、镍下跌; 长江现货方面, 基本金属全面下跌, 其中铜跌幅较小为 0.10%, 铅跌幅最大为 12.28%。总体来看: (1) 铜表现最为强势, 主要是中国在国外收储铜刺激了铜价的上涨。(2) 各基本金属需求并未有效改善, 价格底部震荡态势明显。(3) 国内外价差有缩小态势。
- **1 月铜、锌进口大增, 出口市场疲弱依旧。**1 月份我国未锻造铜 (含合金) 同比增长 27.68%, 或与国储局收储铜、国内外价差利于进口、我国铜消费比国外相对较强有关。出口市场疲弱依旧, 国外消费并为好转。
- **暂维持“中性”评级。**国家政策推动和信贷放松使行业基本面有所好转, 但目前来看需求尚未有明显起色, 我们暂维持行业“中性”的投资评级。前期有色行业已经积累一定涨幅, 短期内缺乏持续上涨的动力, 或将呈现震荡整理的态势。投资方面: 1) 铜价若持续强势, 建议关注江西铜业 (600362); 2) “汽车下乡”带动铅锌价格反弹, 建议关注中金岭南 (000060) 和驰宏锌锗 (600547); 3) 关注新材料类上市公司包钢稀土 (600111)、宝钛股份 (600456) 和东方锆业 (002167)。**风险提示:** 年报披露对行业和相关个股的调整压力。

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
1 我国经济有趋稳迹象，国外市场仍存在不确定性.....	4
1.1 2月PMI指数继续回升，经济呈止跌趋稳迹象	4
1.2 行业振兴规划侧重企业重组和收储	6
1.3 金属价格维持底部震荡态势	7
1.4 1月铜进口大幅增加	9
1.5 有色板块表现出强周期性的特点	10
1.7 增持公司名单	11
2 黄金行业表现出色	12
2.1 铜：国储局海外收储推升铜价	12
2.2 铝：中铝公司计划注资力拓	14
2.3 铅锌：收购进行时	17
2.4 贵金属：金价最高突破千元大关	19
2.5 小金属：艰难中前行	21
3 暂维持行业“中性”评级.....	26

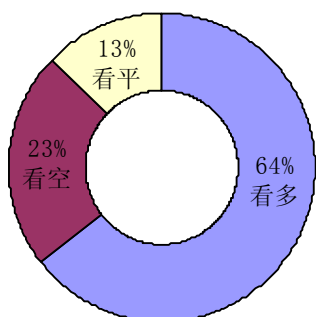


图表目录

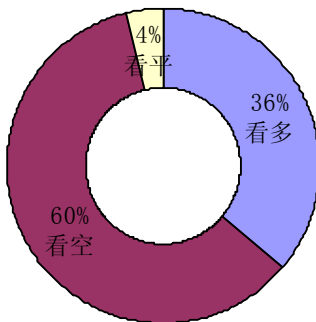
图表 1: 2 月中国PMI指数和美国ISM指数回升.....	5
图表 2: 主要城市月成交情况 单位: 套.....	5
图表 3: 芝加哥联邦储备银行国家活动指数 (CFNAI) 变化情况	6
图表 4: LME金属价格与库存.....	8
图表 5: 3 大市场 2 月份金属库存统计 (吨, 盎司)	9
图表 6 : 2 月份金属价格统计 (元/吨, 美元/吨)	9
图表 7: 金属价格机构预测 (截至 2 月 27 日)	9
图表 8: 未锻造金属产品 1 月进口情况.....	10
图表 9: 未锻造金属产品 1 月出口情况.....	10
图表 10: 2 月股票市场表现情况.....	11
图表 11 : 有色行业增持以上评级公司的盈利预测.....	12
图表 12: 铜及相关产品 1 月进口情况.....	13
图表 13 : 铜及相关产品 1 月出口情况.....	13
图表 14: 铝及相关产品 1 月进口情况.....	15
图表 15: 铝及相关产品 1 月出口情况.....	15
图表 16: 2009 年 1 月世界和中国电解铝产量.....	16
图表 17: 中铝公司计划从注资力拓中获得的经济利益.....	17
图表 18: 注资造成的财务影响.....	17
图表 19: 铅锌及相关产品 1 月进口情况.....	18
图表 20: 铅锌及相关产品 1 月出口情况.....	19
图表 21: 2008 年和 2007 年消费需求对比 (分国家)	20
图表 22: 2008Q4 年和 2007Q4 消费需求对比 (分国家)	21
图表 23 : 锡镍及相关产品 1 月进口情况.....	22
图表 24: 锡镍及相关产品 1 月出口情况.....	22
图表 25: 全球镍的产量与需求量变化趋势 (万吨)	23
图表 26: 中国钨品出口量变化 (吨钨)	24
图表 27: 国内钨精矿价格走势.....	25
图表 28: 中国钼的产量及出口情况 (吨钼)	25

1 我国经济有趋稳迹象，国外市场仍存在不确定性

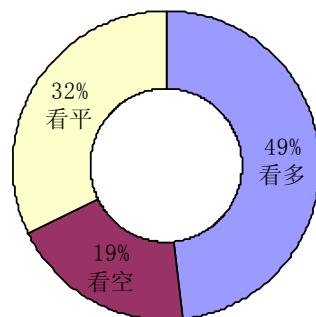
商品信心-黄金



商品信心-铜



商品信心-原油



1.1 2月PMI指数继续回升，经济呈止跌趋稳迹象

全球制造业活动跌势1月有所减轻，但仍处于衰退。据中国有色网2月2日消息，最新出炉的一份调查显示，全球制造业活动继在去年急剧放缓后，其跌势在今年1月有所减轻，但整个制造行业仍旧处于深度下滑的泥沼。1月全球制造业采购经理人指数(PMI)从去年12月的33.7升至34.9，受助于新订单分项上涨逾四个点的升幅。

2月我国PMI指数连续第三个月回升至49.0%。与上月相比，2月中国制造业PMI各项指数均有上升，升幅多在3个百分点以上。但是值得注意的是，2月数据为49.0%，更为接近于扩张和收缩的分界线50%，已经恢复到2008年第三季度的水平。分项来看，新订单指数继续上升至50.4%，比上月上升5.4个百分点，已经进入扩张区域；生产指数也回升到50%以上，较上月上升5.7个百分点，达到51.2%；新出口订单指数比上月上升9.7个百分点，达到43.4%。新订单指数和生产指数表明制造业回暖的迹象逐渐明显，新出口订单指数预示未来出口同比下降的状态仍将持续，但是降幅可能缩窄。

2月新增贷款主要流向政府主导项目，充足流动性或将支撑3月信贷继续积极投放。根据媒体报道，2月新增贷款规模可能达到8000-10000亿水平，超出此前市场预期的6000-7000亿元规模，新增贷款可能以大型基建项目为主，其中中央及地方政府主导的投资项目应占绝大部分，4万亿政府投资计划的资金配套需求是连续四月信贷大增的主要原因。对于贷款结构，我们判断，由于票据融资减少，短期贷款占比可能有所增加，中长期贷款可能依然维持较高增速。央行行长和银监会主席近日讲话表明，尽管1月信贷规模出现暴发式增长，但宽松的货币政策基调不会改变，银行体系充足的流动性将被确保。截至目前，央行正回购和央票利率仍维持低位说明银行体系流动性仍很充足，央行通过短期公开市场操作，使得3、4、5三个月到期资金量都保持在4000亿以上，而3月到期资金量超过7000亿元依然支持银行在本月积极放贷。

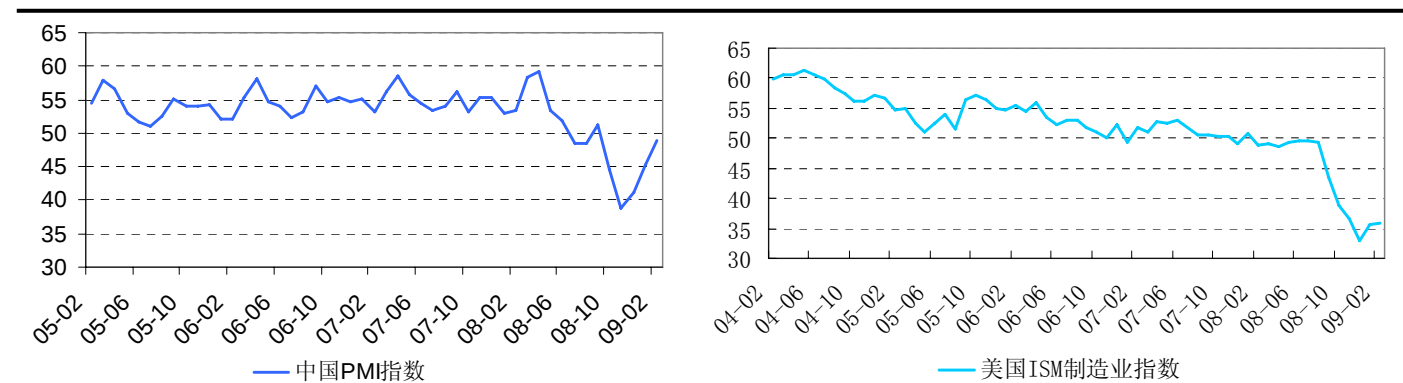
房地产经历了1月份的成交低谷后，2月份成交量普遍回升。2月份，主要城市新建商品房成交情况如下：环渤海地区：北京和天津的日均成交量分别环比上升8.47%和111.83%；长三角地区：上海、杭州和苏州的日均成交量分别环比上升19.45%、16%和159.70%；珠三角地区：深圳和广州的日均成交量分别环比上升13.94%和76.02%；其他地区：成都和长沙的日均成交量分别环比上升66.40%和77.78%。2月份浙江、北京、杭州等地均出台了有利于房地产市场的政策，如北京出台了放松90/70限制，浙江出台了购房优惠及公积金政策等。政策的刺激和春节假期的结束使得成交情况好转。随着3月份新盘推出的增加和降价促销以回收现金意愿的增强，预计3月份商品房成交量将继续维持上升态势，这或将给房地产业提供支持。

汽车市场将受益于“汽车下乡”补贴政策。从2009年3月1日至12月31日，国家安排50亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买1.3升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴。我们认为，“汽车下乡”补贴政策将利于轻卡和微客销售持续好转。2008年全国销售轻型货车117.5万辆，销售微型客车

106.4 万辆，占 2008 年汽车总销量的 24%，轻卡和微客销售持续好转将利于整个汽车市场的回暖。

美国 ISM 制造业指数连续两个月回升，但汽车和房地产市场依旧低迷。2 月 ISM 制造业指数 35.8，上月为 35.5。美、日汽车销售继续下滑，2 月美国汽车销量 22.3 万辆，同比下降 43.2%；日本汽车销量 19.4 万辆，同比下降 32.2%，下降幅度继续扩大。美房地产市场“观望”气氛浓郁，美国 1 月份成屋销售年化为 449 万套，较 12 月的 474 万套环比下滑了 5.30%，同比则下滑了 8.60%。美国抵押贷款银行协会 (MBA) 3 月 4 日公布数据显示上周购房申请下滑 12.6%。我们认为，美国房市的低迷主要原因是购房者“观望”气氛浓郁，在等待奥巴马住房救助计划细节的公布。

图表 1：2 月中国 PMI 指数和美国 ISM 指数回升



资料来源：Bloomberg

图表 2：主要城市月成交情况 单位：套

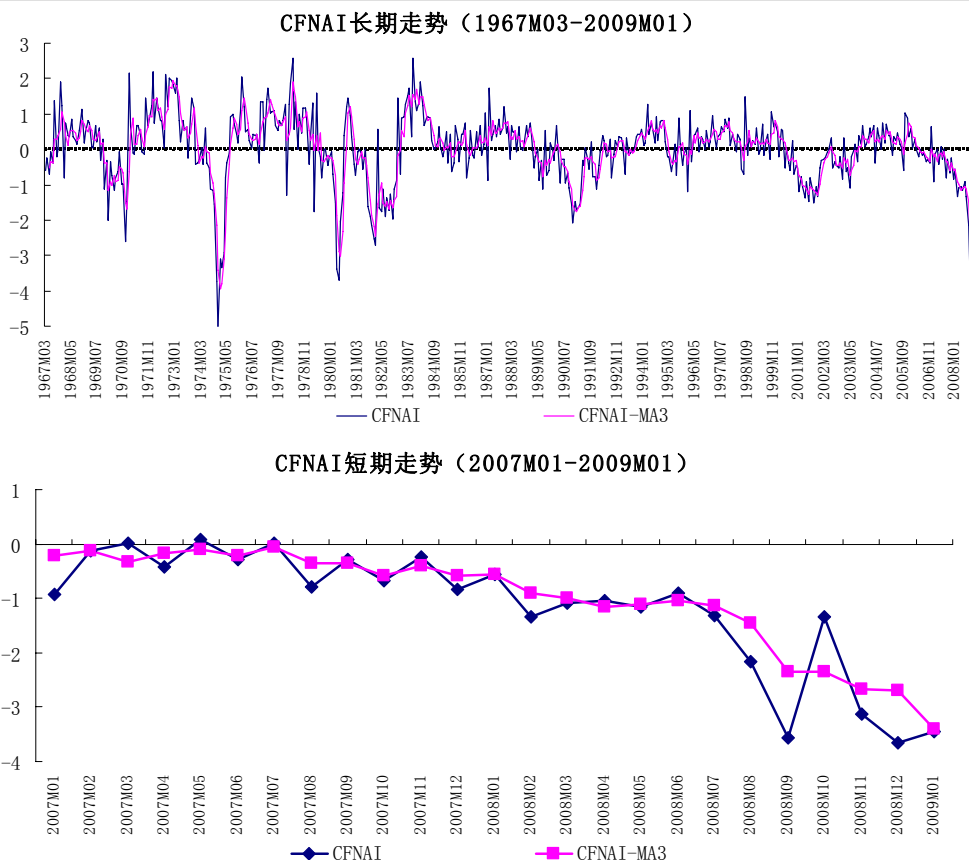
时间 城市	11月日平均 成交量	12月日平均 成交量	1月日平均 成交量	2月 日均成交量
上海	429	587	401	479
杭州	62	68	50	58
深圳	214	255	165	188
广州	201	239	171	301
北京	469(235)	470(256)	300(248)	294(269)
天津	154	128	93	197
长沙	273	399	207	368
成都	254	436	369	614
苏州	105	122	67	174

资料来源：天相投顾整理

注：北京一栏括号中数据为扣除限价房和经济适用房后住宅签约量

美国 09 年 1 月 CFNAI（芝加哥联邦储备银行国家活动指数）为-3.45，较 08 年 12 月的-3.65 有所回升。但指数涵盖的 4 大领域仍然没有出现好转，对 CFNAI 的贡献均为负。09 年 1 月 CFNAI 3 月移动平均指数较 08 年 12 月的-2.70 进一步下滑至-3.41，达到了自 1975 年来的最低水平。09 年 1 月生产和收入指标在-3.45 的 CFNAI 中的贡献为-1.35，而 08 年 12 月为-1.53。工业产值下降 1.8%，而 08 年 12 月下降 2.4%。需要特别关注的是：09 年 1 月耐用品制造业生产产值下滑 4.8%，是自 1974 年来的最大降幅。

图表 3：芝加哥联邦储备银行国家活动指数（CFNAI）变化情况



数据来源：芝加哥联邦储备银行

注：CFNAI 指数对反映国家经济活动的 85 个指标进行了加权平均，这些经济指标广泛的来源于 4 个方面：第一、收入和生产；第二、就业与工作时间；第三、个人消费与住房；第四、企业的销售、订单与库存情况。如果 CFNAI 为 0，则说明国家经济情况沿着历史趋势运行，没有更加繁荣也没有变得萧条；如果该指数为负，说明经济出现下滑；反之为正则表示经济较之前出现增长。如果 CFNAI 3 月移动平均指数低于 -0.70，则说明经济进入衰退期的可能性在增加；如果 CFNAI 3 月移动平均指数连续两年高于 0.70，表明经济进入持续性通货膨胀期的可能性上升。

1.2 行业振兴规划侧重企业重组和收储

- **国务院通过有色金属调整振兴规划。**2 月 25 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过有色金属产业调整振兴规划（下称《规划》）。会议认为，推进有色金属产业调整和振兴，要以控制总量、淘汰落后、技术改造、企业重组为重点，推动产业结构调整和优化升级。
- **有色金属产业规划草案初定，拟形成 3~5 个综合性集团。**据上海证券报信息，有色金属《草案》已经拟定，鼓励有实力的大型企业以多种方式重组，力争形成 3~5 个具有实力的综合性有色金属企业集团，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%。



- **我国 10 种有色金属去年产量同比增长 8.2%。**据国家统计局信息，中国 10 种有色金属 2008 年总产量为 2520.28 万吨，同比增长 8.2%，其中 12 月产量为 206.39 万吨，同比下降 2.3%。去年我国铜材总产量为 784.91 万吨，同比增长 17.2%，其中 12 月产量为 69.02 万吨，同比增长 11.2%；氧化铝全年总产量为 2278.81 万吨，同比增长 17.7%，其中 12 月产量为 176.22 万吨，同比增长 3.5%；铝材全年总产量为 1477.31 万吨，同比增长 21.3%，其中 12 月产量为 121.73 万吨，同比下降 4.4%。
- **央企海外并购潮悄然展开。**据中国有色网信息，进入 2 月份，伴随着国内股市的持续上涨，一股国企海外投资的风潮也悄然袭来。先有中金岭南公告控股澳洲一家铅锌矿上市公司，后有中铝、五矿先后注资或收购澳大利亚 2 家矿业公司，近期中俄又达成 250 亿美元“石油换贷款”协议。
- **国内 1 季度库存将见底，有色金属库存居高不下。**据中国有色网信息，近期陆续披露的权威数据表明，我国经济最坏的时刻可能正在过去。行业研究员对于去年第四季度以来企业所进行的“去库存化”努力也纷纷作出了乐观的估计，今年一季度库存将会见底已经成为共识。但是业内人士对于“去库存化”后各行业的形势仍普遍表现出谨慎地乐观，需求的恢复程度、产能过剩的抑制情况仍旧是各行业复苏的最大不确定性因素，同时外国厂商的顺势进入也为我国企业“去库存化”的努力增添了新的变数。
- **12 家有色企业入选 2008 年度全国外商投资企业 500 强。**据中国有色网信息，根据 2008 年外商投资企业联合年检数据，近日国家商务部外商企业投资协会向社会发布 2007—2008 年度全国最大 500 家外商投资企业名单。其中有色金属行业的江西铜业股份有限公司、辽宁忠旺集团有限公司、东营方圆有色金属有限公司、西部矿业股份有限公司、洛阳栾川钼业集团股份有限公司等共计 12 家企业入选。

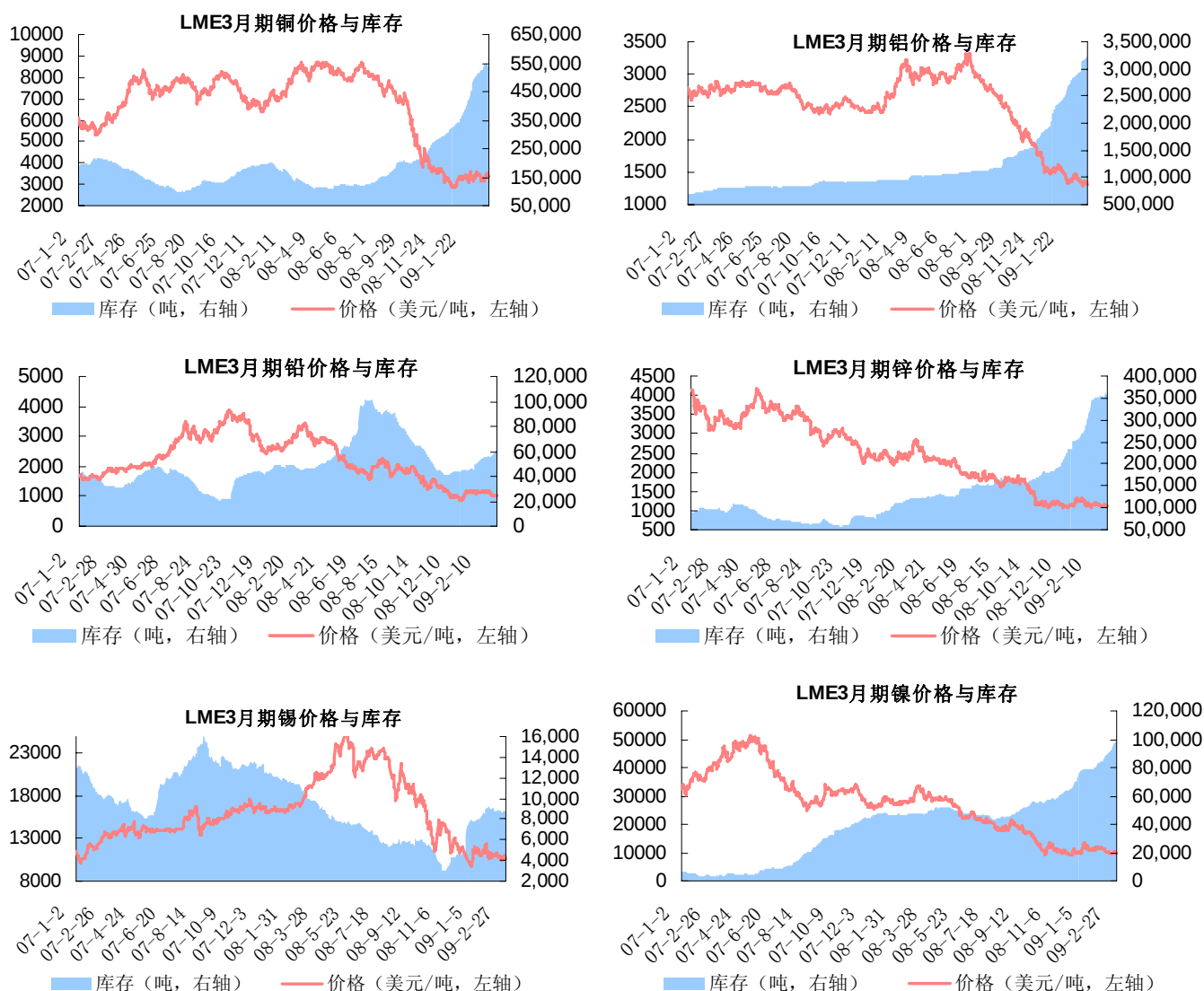
1.3 金属价格维持底部震荡态势

国内外价差有缩小趋势。2 月份 LME 铜、锌、锡涨幅分别为 9.32%、2.87%和 1.16%，铝、铅、镍跌幅分别为 0.52%、6.65%和 10.71%；长江现货方面，基本金属全面下跌，其中铜跌幅较小为 0.10%，铅跌幅最大为 12.28%。总体来看：（1）铜表现最为强势，主要是中国在国外收储铜刺激了铜价的上涨。（2）各基本金属需求并未有效改善，价格底部震荡态势明显。（3）随着我国金属进口的加大，国内外价差有缩小态势。

锡是库存唯一下降的品种。2 月份 LNE 锡库存下降 3.86%，我们认为，主要原因是锡业股份（000960）1 月份冶炼产能停产以及印尼出口量下降的滞后效应，但随着锡业股份（000960）2 月初冶炼产能的恢复，在下游需求恢复缺乏数据支撑的情况下，3 月库存将可能有所回升。



图表 4: LME 金属价格与库存



资料来源: Bloomberg, 天相投顾整理

图表 5：3 大市场 2 月份金属库存统计（吨，盎司）

		SHFE	LME	COMEX
铜	月末库存	28,332	542,300	45,305
	年涨幅	84.86%	57.95%	31.27%
	月涨幅	71.01%	10.33%	12.59%
铝	月末库存	199,871	3,208,625	10,843
	年涨幅	-3.22%	38.55%	-0.74%
	月涨幅	11.39%	14.44%	-0.74%
铅	月末库存	-	60,500	-
	年涨幅	-	33.94%	-
	月涨幅	-	14.69%	-
锌	月末库存	64,637	360,100	-
	年涨幅	1.74%	41.11%	-
	月涨幅	4.69%	5.10%	-
锡	月末库存	-	8,845	-
	年涨幅	-	13.03%	-
	月涨幅	-	-3.86%	-
镍	月末库存	-	98,382	-
	年涨幅	-	25.79%	-
	月涨幅	-	17.54%	-
黄金	月末库存	-	-	8,635,863
	年涨幅	-	-	1.18%
	月涨幅	-	-	0.92%

数据来源：Bloomberg，天相投顾整理

注：月末库存指 2 月 27 日库存量

图表 6：2 月份金属价格统计（元/吨，美元/吨）

		长江现货	LME
铜	月末价格	29,150	3,449
	年涨幅	13.81%	12.35%
	月涨幅	-0.10%	9.32%
铝	月末价格	12,100	1,342
	年涨幅	4.97%	-12.86%
	月涨幅	-0.49%	-0.52%
铅	月末价格	11,250	1,046
	年涨幅	7.14%	4.70%
	月涨幅	-12.28%	-6.65%
锌	月末价格	10,450	1,128
	年涨幅	5.03%	-6.62%
	月涨幅	-7.93%	2.87%
锡	月末价格	97,500	10,925
	年涨幅	-2.50%	2.10%
	月涨幅	-2.26%	1.16%
镍	月末价格	86,250	10,000
	年涨幅	-1.73%	-14.53%
	月涨幅	-5.22%	-10.71%

数据来源：Bloomberg，天相投顾整理

注：月末价格指 2 月 27 日价格

图表 7：金属价格机构预测（截至 2 月 27 日）

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2009	2010	2011	2012
铝	1500	1600	1750	1850	1736	2100	2425	2469
铜	3122	3350	3900	4400	3800	4525	5556	5952
锌	1100	1140	1275	1300	1190	1513	1962	2161
铅	1140	1125	1250	1275	1220	1219	1213	1213
锡	11000	12000	13500	15000	12500	13074	10692	11023
镍	10196	10251	11750	13500	10862	12309	13500	14771
轻质原油	45	50	60	66	55	80	87	96
钼	13	13	15.5	15.5	16	15	14	13
黄金	900	865	897	886	899.7	825	790.88	787
白银	11.5	11.28	12.8	12.7	12	13.13	12.5	12.26

资料来源：Bloomberg，天相投顾整理

注：铜、铝、铅、锌、锡、镍单位为美元/吨，轻质原油单位为美元/桶，钼单位为美元/磅，黄金、白银单位为美元/盎司

1.4 1 月铜进口大幅增加

1 月份铜进口大幅增加，出口市场疲弱依旧。1 月份我国未锻造铜（含合金）同比增长 27.68%，原因与国储局收储铜、国内外价差利于进口、我国铜消费比国外相对较强有关。另外未锻造锌（含合金）进口 1.9 万吨，同比增长 25.27%，我们认为与 1 月我国收储锌以及国内外锌价差因素有关。出口市场疲弱依旧，国外消费并为好转。

图表 8：未锻造金属产品 1 月进口情况

序号	产品类别	当月进口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	未锻造铜（含合金）	201821	27.68
2	未锻造铝（含合金）	25379	-13.79
3	未锻造铅（含合金）	6444	-79.2
4	未锻造锌（含合金）	19202	25.27
5	未锻造锡（含合金）	843	-38.37
6	未锻造镍（含合金）	7622	-40.63

资料来源：海关总署、中经网数据库、Bloomberg，天相投顾整理

图表 9：未锻造金属产品 1 月出口情况

序号	产品类别	当月出口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	未锻造铜（含合金）	287	-6.51
2	未锻造铝（含合金）	17646	-66.28
3	未锻造铅（含合金）	2725	-75.24
4	未锻造锌（含合金）	964	-90.59
5	未锻造锡（含合金）	35	-88.52
6	未锻造镍（含合金）	200	-53.56

资料来源：海关总署，中经网数据库，Bloomberg，天相投顾整理

1.5 有色板块表现出强周期性的特点

大盘震荡上行，有色板块表现出强周期性的特点。自 09 年 1 月的上涨之后，本月上证指数继续上扬 4.63%，月末报收 2082.85 点。得益于高 β 系数，继上月大幅上涨 19.27% 之后，天相有色金属指数本月继续强劲上涨 21.38%，涨幅数倍于上证指数，再次说明了有色金属作为强周期性行业，强进攻性是其基本特征，在大盘上行时应是首选品种。

5 个子行业方面，黄金板块成为了本月最耀眼的明星，紫金矿业（601899）、恒邦股份（002237）、山东黄金（600547）月涨幅超过 50%；中金黄金（600489）、辰州矿业（002155）月涨幅也都超过了 30%，在个股的带动下，天相贵金属指数月涨幅高达 55.22%，远超其他 4 个子行业指数，这与 2 月份国际金价再次突破 1000 美元/盎司密切相关。

行业 47 只股票有 40 只上涨，涨幅超过 20% 的达到了 22 只之多，占比为 46.8%。在资金流向方面，本月虽然仍呈现资金净流入的态势，但整个 A 股的“资金流入/资金流出”比例从上月的 1.07 下降到本月的 1.01，有色板块的这一比例更是从 1.12 大幅下跌到 1.03，资金撤出的迹象已经比较明显，可能会对后续走势形成向下压力。

图表 10：2 月股票市场表现情况

		月收盘价	月涨幅	资金流入/流出
上证指数		2082.85	4.63%	1.01
天相有色指数		3110.13	21.38%	1.03
涨幅前五名	紫金矿业	8.20	63.02%	1.08
	贵研铂业	17.84	60.87%	1.11
	恒邦股份	52.00	55.69%	1.11
	山东黄金	69.57	51.40%	1.11
	宏达股份	9.52	48.06%	1.09
跌幅前五名	云海金属	10.76	-3.24%	0.98
	新疆众和	9.18	-6.90%	0.89
	金钼股份	11.60	-9.09%	0.97
	东方锆业	16.00	-9.60%	0.98
	金马集团	6.30	-11.27%	0.89
子行业指数	铜业指数	4467.83	22.54%	1.06
	铝业指数	2408.70	22.12%	1.06
	铅锌指数	1373.13	16.81%	1.02
	贵金属指数	6961.25	55.22%	1.07
	小金属指数	1988.66	1.46%	1.01

资料来源：天相投资分析系统

注：月涨幅指 2 月 2 日以来的涨跌幅（截止日期为 2 月 27 日）

1.7 增持公司名单

上调东方锆业投资评级至“增持”。主要基于以下原因：1) 锆制品及原材料锆英砂价格稳定，公司 08 年业绩稳定增长，毛利率维持在 25%以上，基本未受经济危机影响。2) 公司产品供不应求，并且新兴锆制品占比提升。08 年上半年公司新兴锆制品（复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷）收入和毛利占比分别达到 34.5%和 57.8%，是公司业绩贡献的主要力量。3) 产能扩张将使 2009 年、2010 年业绩大幅提升。氯化锆方面，公司于 08 年 8 月开始经营租赁广东韶能集团子公司——兆盈公司，目前氯化锆年产能已达 25000 吨，有效保证了下游深加工产品的需要。复合氧化锆方面，06 年之前年产能只有 100 吨，06 年 9 月增至 270 吨，07 年底已扩充至 600 吨，09 年中期总产能将达 2300 吨。硅酸锆方面，07 年产能只有 3000 吨，公司拟通过非公开发行股票募集资金新建 15000 吨超微细硅酸锆项目，达产后总产能将达 18000 吨，08 年公司已利用自筹资金先期投入建设了该项目其中的 5000 吨产能项目，目前产能已达 8000 吨。二氧化锆方面，公司目前产能只有 1000 吨，远远满足不了市场需求，公司拟利用募集资金的另一部分新建年产 6000 吨高纯二氧化锆项目，达产后公司高纯二氧化锆年产能将达 7000 吨。

暂不考虑公司非公开发行项目带来的 2010 年的产能扩张，我们预计公司 08 年归属于母公司所有者的净利润同比增长 21.24%，08、09 年 EPS 分别为 0.51 元和 0.77 元，对应动态 PE 分别为 36 倍和 21 倍，考虑其今后两年的高成长性，给予公司“增持”的投资评级。

图表 11：有色行业增持以上评级公司的盈利预测

股票代码	公司简称	股价	EPS			P/E		最新评级	月涨幅
			2007	2008E	2009E	2008E	2009E		
000060	中金岭南	11.12	1.18	0.43	0.45	25.86	24.71	增持	5.40%
600547	山东黄金	69.57	0.54	1.79	2.09	38.87	33.29	增持	51.40%
600489	中金黄金	49.96	0.71	1.42	1.57	35.18	31.82	增持	37.44%
002167	东方锆业	16.00	0.42	0.51	0.77	31.37	20.78	增持	-9.61%
600497	驰宏锌锗	13.17	1.68	0.17	0.20	77.47	65.85	增持	18.97%
601899	紫金矿业	8.20	0.18	0.20	0.21	41.00	39.05	增持	63.04%
600456	宝钛股份	16.86	1.18	0.80	0.67	21.08	25.16	增持	-2.20%
002203	海亮股份	8.85	0.44	0.44	0.55	20.11	16.09	增持	4.48%
600219	南山铝业	7.57	0.87	0.50	0.43	15.14	17.60	增持	-2.32%
002149	西部材料	16.60	0.32	0.32	0.40	51.88	41.50	增持	15.68%
600888	新疆众和	9.18	0.34	0.51	0.48	18.00	19.13	增持	-6.90%
002182	云海金属	10.76	0.31	0.21	0.39	51.24	27.59	增持	-3.23%

资料来源：天相投资分析系统

2 黄金行业表现出色

2.1 铜：国储局海外收储推升铜价

- **冶炼厂缺乏套期保值损失惨重，废铜进口骤然大降。**根据海关最新的统计数据，1月份我国废杂铜的进口量为18万吨，同比下降56.2%。从2008年10月开始，中国的废杂铜进口量就不断下降，从之前每月50万吨左右的进口量下降至35万吨的水平，而2009年1月的进口量更是创出了近年来的新低。
- **计划进口30万吨精炼铜补充国储，大部分已签约。**据中国有色网2月17日消息，熟悉收储计划的消息人士17日表示，中国国家物资储备局计划进口30万吨精炼阴极铜，补充国家战略储备，其中大部分已签署进口合同。据两位在上海从事铜进口贸易的消息人士称，按照收储计划，国储局已签署22-24万吨精炼铜的采购合同，供应商包括中国主要金属贸易商——五矿有色金属，一家智利金属生产商，以及一家国际贸易公司。
- **国家铜冶炼及加工工程中心获科技部正式批准。**据中国有色网信息，以江西铜业集团公司为依托单位，江西理工大学、中国瑞林工程技术有限公司为成员单位的国家铜冶炼及加工工程技术研究中心近日获国家科学技术部正式批准。
- **云铜总经理杨毓和辞职。**近日，云南铜业发布公告，董事会审议通过更换总经理，云南铜业副董事长兼总经理杨毓和因年龄和身体原因辞职，由云铜锌业公司总经理牛皓继任。

中国海关数据显示，1月份进口精炼铜18万吨，同比增长40.95%；铜精矿进口量50.5万吨，同比下降0.37%，环比却增长10.4%；废杂铜进口量18.4万吨，同比下降56.16%；铜材进口量3.1万吨，同比下降62.08%。

首先，考虑09年1月份和08年2月份的春节放假因素，我们认为1、2月份的累计数量更具可比性。从09年1月份实际进口数量来看，精炼铜和铜精矿进口量维持高位，主要是由于铜精矿加工精炼费大幅提高以及08年长期存在的国际铜价高于国内铜价的现象得以逆转。特别是08年上半年，LME3月期铜价格高于上海3月期



铜达 3000 元以上,使得进口精铜或进口铜精矿加工铜处于亏损状态。但 08 年 9 月份以来,随着国外需求骤减,国内外铜价倒挂现象得以逆转,随着而来的是铜精矿和精炼铜进口量的大幅上升。08 年 9 月份至 09 年 1 月份,铜精矿单月进口量同比分别增长 70.4%、42.8%、4.5%、20.4%和-0.4%,并且 09 年 1 月份进口量突破 50 万吨之巨;精炼铜单月进口量同比分别增长 9.9%、31.5%、37.7%、89.4%和 41.0%,09 年 1 月份进口量达到 18 万吨,而 07 年月均进口量仅 12.1 万吨。

1 月份废杂铜进口量仅 18.4 万吨,创 2001 年以来的单月进口量新低,主要是由于随着铜价大跌,废杂铜也急剧下挫,下游加工企业亏损累累,相继停产或减产,需求锐减。另外,多数废杂铜进口企业不能有效进行套期保值,为了杜绝价格暴跌导致的违约风险增加,2008 年 10 月以来国内企业进口废杂铜需要预付 30%以上的货款(此前一般为 20%),这也直接导致了废杂铜进口数量的减少,预计短期内废杂铜进口仍将维持低迷状态。

随着国内铜材产能的陆续释放及下游需求不振,08 年 3 月份以来,我国铜材进口量持续下滑,并呈加速下降趋势,预计这一趋势仍将延续。

图表 12: 铜及相关产品 1 月进口情况

序号	产品类别	当月进口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	铜精矿	505059	-0.37
2	废杂铜	184364	-56.16
3	阳极铜	19376	-22.78
4	精炼铜	180490	40.95
5	铜合金	1955	-59.9
6	铜材	30880	-62.08
7	精炼铜及铜合金	182445	37.23
8	未锻造铜(含合金)	201821	27.68
9	未锻造铜及铜材	232701	-2.8

资料来源: 国家海关、中经网数据库、Bloomberg、路透中文

图表 13 : 铜及相关产品 1 月出口情况

序号	产品类别	当月出口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	铜精矿	N/A	N/A
2	废杂铜	148	-45.59
3	阳极铜	N/A	N/A
4	精炼铜	280	-6.61
5	铜合金	N/A	N/A
6	铜材	N/A	N/A
7	精炼铜及铜合金	287	-6.51
8	未锻造铜(含合金)	287	-6.51
9	未锻造铜及铜材	N/A	N/A

资料来源: 国家海关、中经网数据库、Bloomberg、路透中文

注: 7=4+5; 8=3+4+5; 9=3+4+5+6; N/A 表示没有详细数据或数据较小无意义, 其它细项数据尚未公布

铜精矿年度加工精炼费(TC/RCs)在经过 07 年大幅下降 37%后,08 年再度下跌 21%,导致公司铜冶炼环节毛利率极低,只能依靠副产品硫酸及贵金属产品维持盈利。随着下游需求骤减和铜价暴跌,09 年 TC/RCs 大幅上升 60%至 75 美元/吨和 7.5 美分/磅。另外,易贸资讯最新调研显示,由于部分大企业检修已完毕,30 万吨/年以上产能企业开工率回升 22%,带动 2 月份国内铜冶炼行业整体开工率回升至 75%,初

步反映了下游需求恢复预期。

如果 09 年中期下游需求见底回升，铜价呈现持续盘升走势，TC/RCs 的大幅上涨，很可能将使 09 年冶炼企业利润超出市场预期。

据中国证券报信息，目前已成形的《有色金属产业振兴规划》草案拟对有色金属进出口税率进行大幅调整，以扩大高附加值产品的出口。如高精铜管类、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%；并恢复对进口铜原料进口环节增值税先征后退等。

出口退税率的调整有利于促进高附加值的深加工产品出口，从而缓解国内产能严重过剩现状，也提升相关公司的业绩水平。深加工产品占比较高、出口产品比重较大的公司将从中受益良多，如海亮股份、精诚铜业等。

目前国内铜价已出现见底迹象，但下游需求复苏仍需时日，我们维持铜行业“中性”的投资评级。目前建议关注深加工产品比重较大的海亮股份（002203），如果下游需求出现明显复苏迹象，铜价呈现盘升走势，硫酸价格持续反弹，则建议把关注重点转移到铜冶炼企业上面，如江西铜业（600362）、铜陵有色（000630）等。

2.2 铝：中铝公司计划注资力拓

- **中铝公司拟增加力拓集团投资 195 亿美元。**据中国证券报信息，中国铝业公司（“中铝公司”）与力拓集团通过伦敦证券交易所和澳大利亚证券交易所发布联合公告，中铝公司与力拓集团已于 2 月 12 日签署战略合作协议，中铝公司将通过建立合资公司和认购可转换债券向力拓集团投资 195 亿美元。本次交易的成功完成尚需要获得力拓集团股东和中国、澳大利亚、加拿大、美国等国监管机构的批准。
- **中国首次成为铝及铝合金净进口国。**中国 1 月份公布的贸易数据显示，我国在近两年来首次成为铝及合金的净进口国，净进口量为 7733 吨。
- **国储局再次收储原铝 29 万吨。**据上海证券报 2 月 20 日消息，国储局今日召开二次收储电解铝招标会已经结束。经招标，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。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。
- **中国可能自 3 月起对进口原铝征收 5% 关税。**据中国有色网 2 月 17 日信息，冶炼厂官员和业内消息人士称，中国政府可能自 3 月 1 日起对进口原铝恢复征收 5% 的关税，因国内原铝库存量上升。
- **熊维平接任中国铝业公司总经理。**据中国有色网 2 月 17 日信息，中国铝业公司在北京召开干部大会。中共中央组织部副部长王尔乘宣布了党中央、国务院关于中国铝业公司主要领导变动决定：肖亚庆同志不再担任中国铝业公司总经理、党组书记，另有任用；熊维平同志任中国铝业公司总经理、党组书记。
- **印度国家铝业预计政府对中国铝制品征收 15% 进口关税。**孟买 2 月 23 日消息，



印度国家铝业公司高管表示,印度政府可能会对进口自中国的铝制品征收 10-15% 的进口关税。国家铝业总裁 CR Pradhan 在接受采访时表示,进口关税可能会定在 10%-15% 的水平左右,也有可能更高

从 2009 年 1 月国内的进出口数据看,尽管受到春节的影响,但总体上来说需求还未见好转,延续了 2008 年四季度的情况,铝土矿 1 月进口量 108.94 万吨,同比下降 47.13%;氧化铝 1 月进口量 33.08 万吨,同比下降 49.84%;未锻造铝(含合金)1 月进口量 2.54 万吨,同比下降 13.79%;未锻造铝(含合金)1 月出口量 1.76 万吨,同比下降 66.28%。

图表 14: 铝及相关产品 1 月进口情况

序号	产品类别	当月进口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	铝土矿	1089359	-47.13
2	氧化铝	330738	-49.84
3	废铝	81426	-55.02
4	原铝	17138	18.66
5	铝合金	8241	-45.05
6	铝材	30979	-44.68
7	未锻造铝(含合金)	25379	-13.79
8	未锻造铝及铝材	56358	-34.04

资料来源: 国家海关、中经网数据库、Bloomberg、路透中文

注: 7=4+5; 8=4+5+6

图表 15: 铝及相关产品 1 月出口情况

序号	产品类别	当月出口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	铝土矿	N/A	N/A
2	氧化铝	4523	250.02
3	废铝	79	3.19
4	原铝	82	-98.51
5	铝合金	17564	-62.47
6	铝材	N/A	N/A
7	未锻造铝(含合金)	17646	-66.28
8	未锻造铝及铝材	N/A	N/A

资料来源: 国家海关、中经网数据库、Bloomberg、路透中文

注: N/A 表示没有详细数据或数据较小无意义

产量方面,根据国际铝业协会(IAI)从会员国家得到的最新数据看,2009 年 1 月全球电解铝产量为 210.6 万吨,同比下降 3.22%;2009 年 1 月中国电解铝产量为 92.2 万吨,同比下降 13.02%。当然,中国 1 月的产量也受到了春节的影响,但需求下降仍是主要原因,无论从全球产量还是中国产量来看,在 2008 年 4 季度开始,月度产量都处于下降趋势。

图表 16：2009 年 1 月世界和中国电解铝产量

	世界（万吨）		中国（万吨）	
	月产量	日均产量	月产量	日均产量
2008年1月	217.6	7.02	106.0	3.42
2008年2月	202.9	7.00	100.4	3.59
2008年3月	217.4	7.01	104.4	3.37
2008年4月	211.9	7.06	110.1	3.67
2008年5月	219.0	7.06	116.7	3.76
2008年6月	211.1	7.04	117.2	3.91
2008年7月	217.1	7.00	116.8	3.77
2008年8月	217.5	7.02	119.0	3.84
2008年9月	211.0	7.03	115.6	3.85
2008年10月	218.7	7.05	110.6	3.57
2008年11月	208.2	6.94	99.1	3.30
2008年12月	213.0	6.87	94.6	3.05
2009年1月	210.6	6.79	92.2	2.97

资料来源：IAI、天相投顾整理

2 月中国铝业（601600）控股股东中铝公司 195 亿美元注资力拓无不仅是铝行业乃至有色行业的一件大事。中铝公司与力拓达成的交易计划是：中铝公司使用 72 亿美元认购力拓发行的可转债；同时，中铝公司将出资约 123 亿美元获得力拓有关铁矿、铜矿和铝资产的部分股权。

值得关注的是中铝公司计划获得的铁矿、铜矿和铝资产可谓“上成”资产，其中：澳大利亚哈默斯利（Hamersley）铁矿公司是全球最主要的铁矿石生产商之一，铁矿石资源总量 124 亿吨，中铝获得其 15%股权；澳大利亚韦帕（Weipa）铝土矿资源总量高达 34 亿吨，是全球最大的铝土矿之一，中铝获得其 30%股权；澳大利亚雅文（Yarwun）氧化铝厂以及波恩（Boyne）电解铝厂是全球一体化、现代化程度最高的氧化铝厂和电解铝厂之一，与韦帕（Weipa）铝土矿一起构建完整的铝产业链，中铝获得雅文氧化铝厂 50%股权以及波恩电解铝厂中力拓集团所持股权（59%）的 49%；智利埃斯孔迪达（Escondida）铜矿，2008 年年产约 128 万吨铜精矿，是以产量计全球最大的铜矿，中铝获得力拓所持股权（30%）的 49.75%；肯尼考特（Kennecott）铜矿是全球产铜最多的铜矿之一，得益于规模经济以及金、银、钼等高品位的伴生贵金属，中铝获得其 25%股权；印尼格拉斯伯格（Grasberg）铜矿是全球可采储量最大的铜金矿，中铝获力拓集团所持股权（40%）的 30%；秘鲁拉格朗哈（LaGranja）铜矿是拉丁美洲最大的待开发铜矿，中铝获得其 30%股权。

从财务影响看，中铝公司计划出资 123 亿美元买入的优质资产股权 2008 年对应的 EBITDA 为 22.35 亿美元（占全部资产获得 EBITDA96.25 亿美元的 23.22%）。此外，在资产层面合作的基础上，中铝公司和力拓将组建铁矿石、铜矿和铝三个战略合作委员会，负责管理各合资企业，中铝公司将派出管理和技术人员。同时，双方将围绕合资的铁矿石、铜矿和铝资产，组建三家合资销售公司，各占 50%的股权。

我们认为，如果中铝公司与力拓最终达成交易，那么不单单是中铝公司的资源自给率得到加强、多金属战略得到强化的问题，该事件可能会对世界矿产定价、矿业贸易和资源形势产生重要影响，而这其中最大受益者可能是国内的铝业公司和铜业公司。

图表 17：中铝公司计划从注资力拓中获得的经济利益

资产	战略委员会	力拓已有的经济利益	中铝计划获得的力拓的经济利益	力拓剩余的经	济利益	中铝所需花费（百万美元）
Weipa	铝	100%	30%	70%		1200
Yarwun	铝	100%	50%	50%		500
Boyne	铝	59.4%	49%	30%		450
Gladstone Power Station	铝	42.1%	49%	21.5%		
Escondida	铜	30%	49.75%	15%		3388
Grasberg	铜	40%	30%	28%		400
La Granja	铜	100%	30%	70%		50
Kennecott	铜	100%	25%	75%		700
Harmersley Iron	铁	100%	15%	85%		5150
Development Fund				50%		500
总计						12338

资料来源：Rio Tinto

图表 18：注资造成的财务影响

资产	战略委员会	资产额（百 万美元）	净收益（百 万美元）	EBITDA（百 万美元）	中铝计划获得的力拓 （已有）的经济利益	中铝（计划）所获经济利益 对应的EBITDA（百万美元）
Weipa	铝	577	80	162	30%	49
Yarwun	铝	1095	6	82	50%	41
Boyne	铝	382	114	226	49%	111
Gladstone Power Station	铝	232	13	39	49%	19
Escondida	铜	1052	836	1464	49.75%	728
Grasberg	铜	652	4	38	30%	11
La Granja	铜	34	(136)	(136)	30%	(41)
Kennecott	铜	3755	998	1587	25%	397
Harmersley Iron	铁	6242	3926	6163	15%	924
总计		14021	5841	9625		2235

资料来源：Rio Tinto

我们继续维持铝行业整体“中性”的投资评级。尽管目前铝价还仍旧处于低迷，但我们认为，在 2 月份，除了中铝公司计划注资力拓之外，前期的电解铝收储，产业振兴规划中鼓励企业兼并重组、淘汰落后产能等建议的出台，对重点企业的直购电试点政策的推进都将有利于铝行业基本面的回暖，而政策受惠最多的企业可能是中国铝业（601600）和云铝股份（000807）。

2.3 铅锌：收购进行时

- **国储局再次收储 10 万吨锌。**据中国证券报信息，2 月 25 日中国国家物资储备局召开了锌厂投标会，收储了 10 万吨精炼锌。收购价格 11450 元/吨~11500 元/吨，平均售价为每吨 11497 元，大部分锌厂是以 11500 元成交，有一家锌冶炼厂以 11450 元/吨成交。本轮采购将在 4 月底结束。
- **1 月精炼锌进口同比暴增 306%。**海关数据显示，国内 2009 年 1 月进口精炼锌 1.25 万吨，较 08 年 12 月增加 278%，同比增加 305.6%。
- **国际铅锌研究小组：2008 年精炼锌过剩 19.5 万吨。**据中国有色网 2 月 24 日信息，国际铅锌研究小组发布的最新报告显示，2008 年全球精炼锌过剩 19.5 万吨，而去年中国可供确认的需求增长了 11.6%，成为全球需求增长最主要的市场。

- **中金岭南收购澳大利亚 PEM 公司 50.1% 的股权。**据上海证券报 2 月 5 日信息，中金岭南收购澳大利亚 PEM 公司 50.1% 的股权的方案获得 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。中金岭南也因此成为中国有色金属行业首家绝对控股收购发达国家资源的企业。
- **澳锌矿巨头遭遇困境，五矿 17 亿美元现金收购。**据中国有色网 2 月 17 日信息，全球第二大锌矿开采商、澳大利亚大型矿业集团之一 OZ Minerals Ltd 公司对外表示，已经与中国最大的资源贸易商、中国五矿有色金属股份有限公司达成协议，五矿以 26 亿澳元（约 17 亿美元）的价格收购 OZ Minerals 公司。
- **宏达股份拟收购母公司持有的金鼎锌业 9% 股权。**据路透消息，中国锌生产商——四川宏达股份有限公司 2 月 13 日公告称，公司目前正在与母公司四川宏达（集团）有限公司商讨拟以现金分期支付方式收购其持有云南金鼎锌业有限公司 9% 的股权，账面价值约为 1.63 亿元人民币。

中国海关数据显示，1 月份进口精炼铅 4457 吨，同比增长 34.03%；精炼铅出口 2497 吨，同比下降 75.14%，净进口 1960 吨。1 月份进口精炼锌 1.25 万吨，同比增长 305.66%；精炼锌出口 964 吨，同比下降 90.59%。

考虑到 1 月春节因素，1 月份进口铅增幅较大，主要原因是国外汽车市场加速萧条，而我国汽车市场在“汽车下乡”政策引导下显现出较大的活力，从而带动国内铅酸蓄电池的消费；1 月份国内外铅价倒挂现象依旧存在，而且 1 月份国内铅均价环比上涨 27%，高于 LME 铅均价环比 15% 的涨幅，也刺激了进口。随着国外汽车销售的继续疲弱以及我国铅酸蓄电池消费的相对稳定，预计我国将继续保持铅的净进口，而且进口量在 2 月份会继续扩大。

1 月份进口精锌同比大幅增长，主要原因是 1 月国储局收储 5.9 万吨锌锭，一方面刺激了国内锌价的大幅上涨，另一方面在国内外锌价倒挂情况下，套利空间较大。

图表 19：铅锌及相关产品 1 月进口情况

序号	产品类别	当月进口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	铅精矿	N/A	N/A
2	精炼铅	4457	34.03
3	铅合金	1987	-17.24
4	未锻造铅（含合金）	6444	-79.2
5	锌精矿	N/A	N/A
6	精炼锌	12498	305.66
7	锌合金	6704	-45.26
8	未锻造锌（含合金）	19202	25.27

资料来源：国家海关、中经网数据库、Bloomberg、路透中文

注：4=2+3；8=6+7，细项数据尚未公布



图表 20: 铅锌及相关产品 1 月出口情况

序号	产品类别	当月出口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	铅精矿	N/A	N/A
2	精炼铅	2487	-75.14
3	铅合金	238	-76.18
4	未锻造铅(含合金)	2725	-75.24
5	锌精矿	N/A	N/A
6	精炼锌	964	-90.59
7	锌合金	N/A	N/A
8	未锻造锌(含合金)	964	-90.59

资料来源: 国家海关、中经网数据库、Bloomberg、路透中文

注: N/A 表示没有详细数据或数据较小无意义, 细项数据尚未公布

据中国证券报报道, 2月5日上午10:00, 中金岭南(000060)公司收购澳大利亚拥有百年矿山且仍储量很大的企业 PERILYA LIMITED (简称“PEM 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, 该公司也成为中国有色金属行业首家绝对控股收购发达国家资源的企业。

PEM 公司是一个在澳洲上市的公司, 曾经是澳洲最大的铅锌矿业公司, 目前储量及生产能力位列澳洲铅锌矿前三名。目前拥有铅锌资源总量金属 320 万吨, 并拥有多个探矿权, 有很多的潜在资源, 生产能力为年产铅锌金属量 15 万吨以上, 实际生产能力可达到每年 28 万吨。但受行业低谷影响, 急需补充流动资金, PEM 公司有意进行定向增发。

对于这次收购的成功运作, 公司总裁张水鉴认为, 这就是再造一个中金岭南, 公司现有铅锌年产量 20 万吨, 有全国最大的铅锌矿, 而收购的 PEM 公司目前的铅锌年产量为 15 万吨以上, 但它的实际生产能力已经能够达到每年 28 万吨。

对于此次收购对中金岭南业绩的影响, 张水鉴认为, 因为 PEM 公司没有负债, 所以他们进来之后, 会使中金岭南的财务状况好上加好。公司将力保 PEM 公司 09 年不亏损, 如果亏损的话也会很少。总的来说, 对公司财务没有大影响。未来几年如果铅锌价格回到正常水平肯定会有很好的效益。

由于下游需求回暖仍需时日, 我们维持铅锌行业“中性”的投资评级。上市公司方面, 维持具有资源优势、盈利能力强的中金岭南(000060)、驰宏锌锗(600497)“增持”评级, 维持豫光金铅(600531)、西部矿业(601168)、锌业股份(000751)、株冶集团(600961)、宏达股份(600331)“中性”评级。

2.4 贵金属: 金价最高突破千元大关

- **南非 08 年黄金产量创 80 多年来新低。**据中国有色网 2 月 25 日信息, 南非矿业协会 24 日公布的数据显示, 受电力危机等因素影响, 2008 年南非黄金产量创自 1922 年以来的最低纪录。南非 2007 年以前曾连续多年保持世界第一大黄金生产国地位。南非矿业协会的统计数据显示, 2008 年全年南非的黄金产量为 220.127 吨, 较 2007 年大幅下滑 13.6%。
- **中国黄金投资需求增幅超过了任何其他国家。**世界黄金协会近日发布的黄金需求报告显示, 2008 年全球黄金需求增长 4%, 至 3569 吨。其中中国黄金总需求量达

到 395.6 吨，同比增逾 20%，增幅超过了任何其他国家，黄金投资是主要贡献力量。

- **中国黄金集团保有金金属量超千吨。**据中国有色网 2 月 16 日消息，中国黄金集团公司保有金金属量成功越过千吨大关，达到 1149 吨，成为中国黄金行业第一个储量超千吨的黄金公司。
- **08 年中国黄金需求量同比增长 21%。**路透 2 月 19 日，世界黄金协会（WGC）称，中国大陆按吨计 2008 年黄金总需求量达到 395.6 吨，同比增长 21%。

根据世界黄金协会（WGC）年度报告，2008 年世界黄金消费需求达到 2906.8 吨，同比增长 3%，其中中国大陆黄金消费需求 395.6 吨，同比增长 21%。尽管 2008 年黄金消费需求在许多国家出现下降，但受到经济危机的影响，2008 年 4 季度世界黄金消费需求达到 843.1 吨，同比增长为 33%，净零售投资方面更是达到了惊人的 396% 的同比涨幅。多数国家及地区在 2008 年 4 季度都出现了黄金净零售投资大增的情况。

黄金价格在 2 月份保持强势，曾一度突破了 1000 美元 / 盎司关口。东欧国家经济恶化导致市场对西欧国家经济恢复更深一步的担忧，且同时美国、日本最新的数据也未见经济有太大起色，市场的恐慌带动了避险需求的增加，从而也进一步助长了黄金价格的强势。

我们继续维持贵金属行业整体“增持”的投资评级。我们认为，目前看来黄金价格还处于有利的局面，但是这种有利的局面不一定会持续太长时间。短期来看，由于历史上黄金价格与美元指数呈负相关关系，黄金价格仍可能会受到美元的制约；长期来看，黄金价格与长期购买力水平呈正相关关系，通货膨胀的环境可能更利于金价的走势，但就近一两年的前景预计，低迷的经济可能还不会那么快就带来通货膨胀。另外，我们担心如果经济出现回暖后，黄金股的吸引力可能会弱于工业金属的吸引力。

图表 21：2008 年和 2007 年消费需求对比（分国家）

	2007			2008			%ch 2008vs2007		
	珠宝首饰	净零售投资	总计	珠宝首饰	净零售投资	总计	珠宝首饰	净零售投资	总计
印度	551.7	217.5	769.2	469.7	190.5	660.2	-15	-12	-14
大中华区	331.1	34.0	365.1	353.5	78.6	432.1	7	131	18
中国大陆	302.2	25.6	327.8	326.7	68.9	395.6	8	169	21
香港	14.2	1.0	15.3	14.7	1.0	15.7	3	-2	3
台湾	14.7	7.4	22.1	12.1	8.7	20.8	-17	18	-6
日本	30.6	-56.3	-25.7	28.2	-39.4	-11.2	-8	...	...
印度尼西亚	55.2	0.3	55.5	55.9	2.9	58.7	1	834	6
越南	21.4	56.1	77.5	19.6	96.2	115.8	-8	71	49
中东	325.5	20.1	345.6	311.4	28.2	339.6	-4	40	-2
沙特阿拉伯	117.9	9.0	126.9	108.9	13.5	122.4	-8	50	-4
埃及	67.8	0.7	68.5	74.3	2.5	76.8	10	247	12
阿联酋	99.8	7.5	107.3	93.4	9.5	102.9	-6	27	-4
其它海湾国家	40.0	2.9	42.9	34.8	2.6	37.5	-13	-9	-13
土耳其	188.1	61.1	249.3	153.2	57.1	210.3	-19	-7	-16
俄罗斯	85.7	...	85.7	96.1	...	96.1	12	...	12
美国	257.9	16.6	274.5	179.1	77.8	256.9	-31	370	-6
意大利	59.1	...	59.1	50.8	...	50.8	-14	...	-14
英国	50.1	...	50.1	36.2	...	36.2	-28	...	-28
欧洲除独联体国家	...	9.6	9.6	...	173.8	173.8	...	1718	1718
以上总计	1956.3	359.1	2315.4	1753.6	665.6	2419.2	-10	85	4
其它国家	444.3	51.3	495.6	384.0	103.7	487.7	-14	102	-2
世界总计	2400.6	410.3	2810.9	2137.5	769.3	2906.8	-11	87	3

资料来源：WGC、天相投顾整理



图表 22: 2008Q4 年和 2007Q4 消费需求对比 (分国家)

	2007Q4			2008Q4			%ch 2008Q4vs2007Q4		
	珠宝首饰	净零售投资	总计	珠宝首饰	净零售投资	总计	珠宝首饰	净零售投资	总计
印度	49.4	30.7	80.1	102.1	45.1	147.2	107	47	84
大中华区	83.8	9.2	93.0	92.0	20.7	112.7	10	124	21
中国大陆	77.3	7.0	84.3	85.1	18.0	103.1	10	157	22
香港	3.1	0.2	3.3	3.5	0.2	3.7	12	-9	11
台湾	3.4	2.0	5.4	3.5	2.5	6.0	2	25	11
日本	7.6	-20.0	-12.4	6.5	20.0	26.5	-15	...	...
印度尼西亚	11.4	0.0	11.4	9.9	0.3	10.2	-13	...	-10
越南	5.3	13.3	18.6	4.8	16.5	21.3	-10	24	14
中东	66.0	4.2	70.2	61.1	10.1	71.2	-7	139	1
沙特阿拉伯	20.1	1.7	21.8	17.9	6.8	24.7	-11	300	13
埃及	17.9	0.2	18.2	18.7	0.4	19.1	4	67	5
阿联酋	19.3	1.7	21.0	17.1	2.3	19.4	-11	38	-7
其它海湾国家	8.6	0.6	9.3	7.4	0.7	8.1	-14	2	-13
土耳其	38.0	4.6	42.6	16.5	1.0	17.5	-57	-78	-59
俄罗斯	28.7	...	28.7	28.6	...	28.6	0	...	...
美国	100.6	7.3	107.9	65.5	34.8	100.3	-35	377	-7
意大利	29.0	...	29.0	24.4	...	24.4	-16	...	-16
英国	25.7	...	25.7	17.7	...	17.7	-31	...	-31
欧洲除独联体国家	...	9.0	9.0	...	113.7	113.7	...	1170	1170
以上总计	445.3	359.1	503.6	429.1	262.1	691.2	-4	349	37
其它国家	125.0	51.3	128.0	109.8	42.1	151.9	-12	1297	19
世界总计	570.3	410.3	631.6	538.9	304.2	843.1	-6	396	33

资料来源: WGC、天相投顾整理

2.5 小金属: 艰难中前行

- **镍市前景不容乐观, 必和必拓喊停澳洲镍矿开发。**据中国有色网 2 月 12 日信息, 由于镍市前景不容乐观以及利润大幅减少, 必和必拓决定暂停其位于西澳大利亚的 Ravensthorpe 镍矿。而位于昆士兰州的 Yabulu 精炼厂是否关停将在 6 月底决定。另外, 必和必拓还决定减少 Mount Keith 镍矿的产量, 该矿产能为 1150 万吨/年。
- **金川集团换帅, 杨志强出任董事长。**据中国有色网信息, 在 2 月 7 日上午召开的金川集团公司干部大会上, 甘肃省委、省政府宣布了关于金川集团公司主要领导调整变动的决定, 李永军不再担任金川集团公司董事长职务, 杨志强接任金川集团公司董事长。
- **云锡公司奥斯麦特炉恢复生产。**中国金属网消息, 2009 年 2 月 1 日, 云锡公司奥斯麦特炉开始投料生产。由于锡价大幅下跌, 云南锡业公司从 2008 年 11 月底关停精锡生产线, 12 月 8 日开始关停奥斯麦特炉, 只有少量的二次炉料继续生产。2009 年 1 月份公司的产量可能比较少, 2 月澳炉投产以后, 产量将恢复正常。
- **印尼 1 月份精锡出口环比增长 63%。**据印尼贸易产业部公布的数据, 该国 1 月份出口精锡 6186 吨, 环比增长 63%, 为过去 4 个月以来的首次增长。

中国海关数据显示, 1 月中国进口精锡 843 吨, 同比下降 38%, 但多于去年 12 月 527 吨的进口量。进口精锡主要来自新加坡、印尼、马来西亚和韩国。精锡及其合金的出口量仍然很少, 1 月仅有 35 吨, 同比下降了 88%, 几乎全部出口到日本。

另外, 1 月的锡精矿进口量上涨了 2% 至 979 吨, 已知的进口源主要是澳大利亚 (576 吨) 和玻利维亚 (385 吨)。来自澳大利亚的进口增长主要是因为塔斯马尼亚 Renison



矿的低品位精矿（锡含量 20-35%）生产设备已经启动。Metals X 公司在其 2008 年四季度报告中曾宣布引进该设备是为了提高回收率并降低成本。

国内外需求的疲弱致使精锡贸易市场持续冷淡，国内锡业股份自 08 年 12 月初冶炼产能停产以及印尼海关一月中旬扣押了 2600 多吨锡锭（由于锡含量不足 99.85%）影响了进出口量。进入 2 月份，锡业股份的冶炼产能已经恢复，而且印尼海关原先扣押的 2600 多吨锡锭已经被解除出口禁令，我们预计 2 月我国锡锭的产量及进口量将会有所回升。但需要注意的是，目前 LME 锡价依旧地位徘徊，锡的需求数据是否回暖还有待确认。

如果需求近期难以恢复，短期锡产量的增加将使锡价继续承压。印尼矿产能源部 2 月 23 日发布文件，计划将 2009 年锡产量同比提升 47% 至 10.5 万吨（之前该国政府曾计划将今年锡产量控制在 10 万吨以下），再加上锡业股份冶炼产能复产，锡供给短期将大幅增长。

图表 23：锡镍及相关产品 1 月进口情况

序号	产品类别	当月进口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	锡精矿	N/A	N/A
2	精炼锡及合金	843	-38.37
3	镍精矿	N/A	N/A
4	精炼镍及合金	7622	-40.63

资料来源：国家海关、中经网数据库、Bloomberg、路透中文

注：精炼锡（镍）及合金进出口量约等于精炼锡（镍）进出口量，不再分项列示。

图表 24：锡镍及相关产品 1 月出口情况

序号	产品类别	当月出口量 (吨)	当月同比增幅 (%)
1	锡精矿	N/A	N/A
2	精炼锡及合金	35	-88.52
3	镍精矿	N/A	N/A
4	精炼镍及合金	200	-53.56

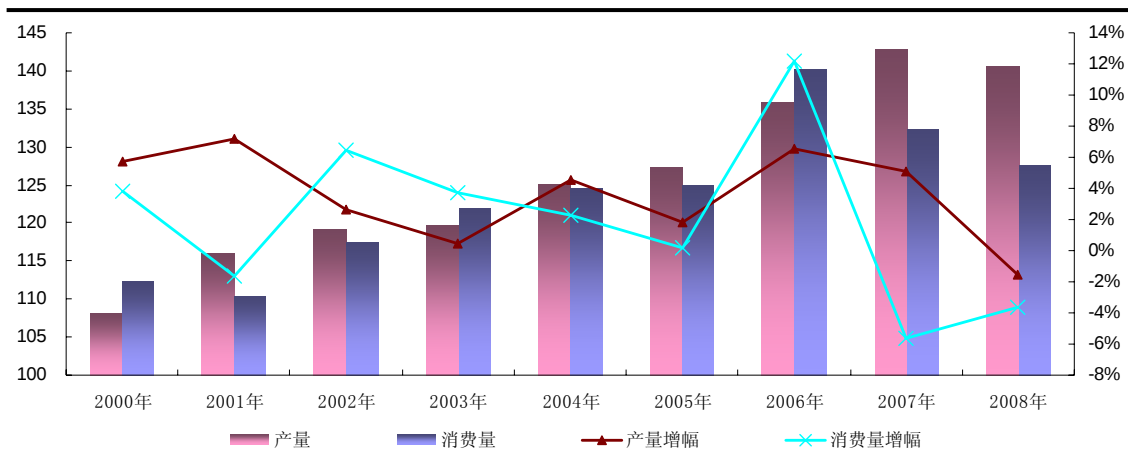
资料来源：国家海关、中经网数据库、Bloomberg、路透中文

注：N/A 表示没有详细数据或数据较小无意义

镍的进出口方面，08 年 1 月精炼镍及合金进口 7622 吨，同比下降 40.63%；精炼镍及合金出口 200 吨，同比下降 53.56%。进口和出口数据都出现了较大幅度的同比下跌，我们认为主要的原因包括：第一、国内外对镍的需求仍然低迷，商品房新开工面积，汽车产量的经济指标均未出现显著的回暖；第二、由于 09 年 1 月初 LME3 月期镍价格强劲反弹，导致本月国际市场精炼镍及镍合金价格高于国内，也在一定程度上抑制了进口。

国际镍业研究小组研究报告显示，08 年全球精炼镍产量过剩 13 万吨。

图表 25: 全球镍的产量与需求量变化趋势 (万吨)



数据来源: 国际镍业研究组, 天相投顾整理

可以看到, 继 07 年全球镍产量过剩 10.5 万吨之后, 08 年过剩量进一步达到了 13 万吨; 2008 年镍产量自 2000 年以来首次出现了负增长, 增幅为 1.58%; 而需求量自 07 年继续呈现萎缩态势。

我们认为 08 年产量下降的主要原因在于: 自 08 年下半年以来, 受金融危机的影响, 镍价有较大幅度的下跌, LME3 月 1 期镍自 08 年上半年最高价 30000 美元/吨下跌到目前的 10000 美元/吨左右, 下跌幅度近 70%, 价格的深度下跌使全球大型的精炼镍厂商普遍减产, 导致 08 年产量下降。

需求量继续下降的主要原因在于: 全球宏观经济放缓导致建筑房地产、交通运输等行业对不锈钢的需求下降, 而不锈钢的生产消耗了全球 70% 左右的镍金属。

由于全球经济复苏尚需时日, 各大厂商的减产仍在持续, 我们认为 2009 年全球精炼镍的产量、消费量可能进一步萎缩, 产量过剩的情况仍将存在。因此供需基本面仍不支撑镍价反弹, 09 年镍价会保持目前低位震荡的基本走势。

钛: 中国钛钎钎协会 2 月公布了中国钛工业 2008 年运行情况简报

2008 年中国生产海绵钛 49632 吨, 同比增长 9.8%; 其中上半年生产 28285 吨, 同比增长 40.7%; 下半年生产 21347 吨, 同比下降 15.0%; 下半年产量比上半年下降 24.5%。

2008 年中国生产钛加工材 27737 吨, 同比增长 17.3%; 其中上半年生产 14091 吨, 同比增长 24.6%; 下半年生产 13646 吨, 同比增长 10.7%; 下半年产量比上半年下降 3.2%。

2008 年中国出口海绵钛 6292 吨, 同比增长 12.7%; 进口 1221 吨, 同比增长 7.7%; 净出口 5071 吨, 同比增长 14.0%。

2008 年中国共出口钛加工材 8570 吨, 同比增长 6.5%; 进口 6387 吨, 同比增长 61.1%; 净出口 2183 吨, 同比下降 46.5%。进口大幅增长和净出口大幅下降的原因是进口钛管大幅上升 84.0%, 进口厚度小于 0.8mm 薄板大幅上升 116.0%。

2008 年, 海绵钛的库存上升, 达 4807 吨; 净出口 5071 吨, 国内需求 (销售量)

仅 39754 吨，同比下降 2.0%。

协会认为，2008 年中国钛工业总的生产经营形势是：由于世界金融危机的影响，特别是世界金融危机在 2008 年下半年传导到钛工业，中国钛工业上半年呈快速发展的态势，下半年则成收缩的态势，全年海绵钛和钛加工材呈缓慢增长的态势。考虑到需求的萎缩，2009 年上半年总体产能可能呈下降的趋势。下半年可能随需求好转，促使生产量缓慢上升。

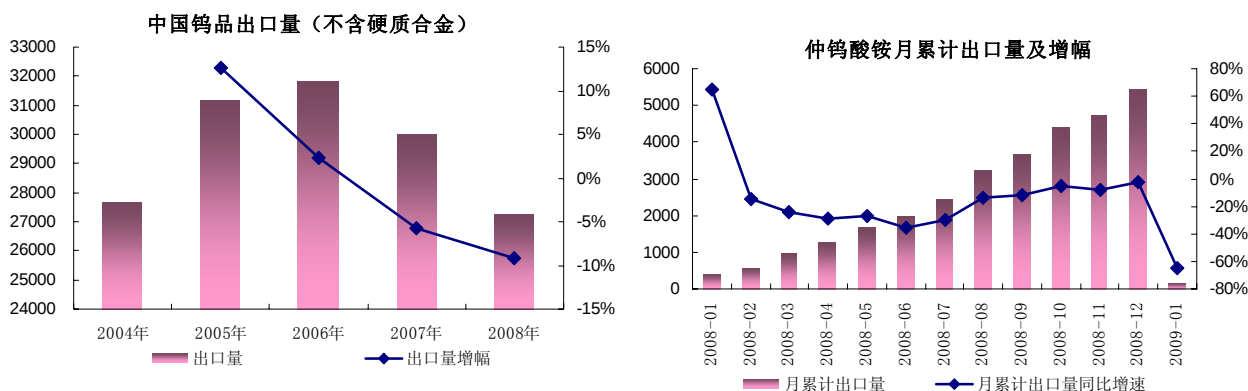
钨：08 年中国钨品出口量下降 9.21%

中国的钨资源储量大约占全球的 70%左右，中国生产的钨品大约有 60%以上需要出口。可以看到，自 05 年来中国钨品的出口量一直呈现下降的走势，07 年和 08 年出口量开始出现负增长，尤其是 08 年的出口量甚至不及 04 年；从 09 年 1 月 APT 的出口量看，同比下降了 60%以上，出口需求的萎缩十分明显。

我们认为造成出口量下降的原因包括：第一、国家政策对钨品出口的限制。由于中国国内钨资源的过度开采，黑钨精矿资源已经日益枯竭，作为战略金属，政府近年来对钨品的出口开始实行限制政策，例如 09 年钨品出口配额较 08 年进一步减少，从 08 年 1 月 1 日起 APT 出口关税从 5%增加到 10%等。第二、我国钨品的出口地区主要是美国、西欧和日韩，钨最重要的用途是制造硬质合金刀具，广泛用于汽车制造、金属加工、石油工业、矿业开采等行业，由于主要出口国家的经济受金融危机的影响较大，对钨品的需求也有所下降。

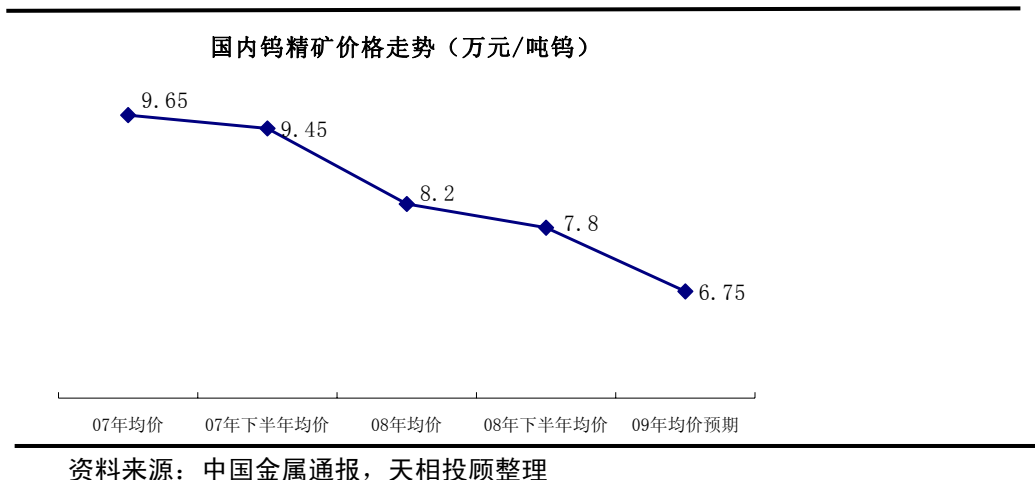
由于需求的疲软，钨品价格也持续下降，我们认为钨品的价格受全球宏观经济的影响较大，因此 09 年钨品价格有继续下降的可能。

图表 26：中国钨品出口量变化（吨钨）



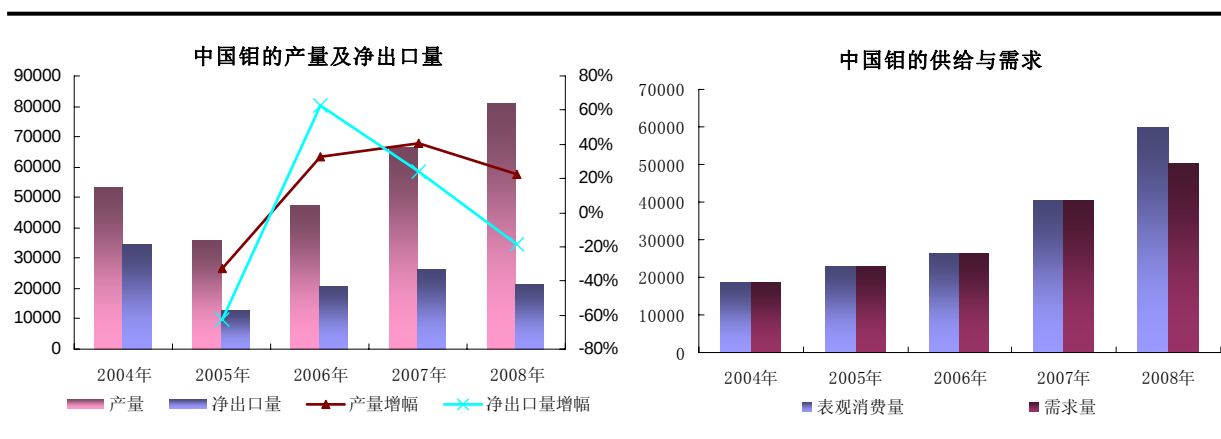
数据来源：中国钨业协会，中国金属通报，天相投顾整理

图表 27：国内钨精矿价格走势



钼：产量增加、出口下降导致国内 08 年钼供给过剩

图表 28：中国钼的产量及出口情况（吨钼）



数据来源：中国有色金属工业协会，中国海关，安泰科

中国是全球钼资源储量最丰富的国家，钼资源储量为 330 万吨，占全球储量的近 40%。中国不仅是钼产量大国也是钼出口大国。钼的最终消费大约有 75% 是生产合金钢和不锈钢，另外 25% 广泛的应用于石油冶炼、电子、化工等行业。

近年来国内加大了钼矿的开采力度，自 05 年来钼制品产量一直呈现逐年上升的态势，在 08 年钢铁、石油和化工等下游行业对钼需求减少的情况下，中国钼制品的产量依旧增长 22.5%。

由于 08 年全球经济增速放缓，钼制品需求萎缩，价格深度下跌，导致 08 年中国钼制品净出口量下挫 18.3%。

08 年钼产量大幅增长而消费下降，自 04 年的 5 年来中国首次出现了钼制品供给过剩的情况，过剩量为 9600 吨。



3 暂维持行业“中性”评级

暂维持“中性”评级。国家政策推动和信贷放松使行业基本面有所好转，但目前来看需求尚未有明显起色，我们暂维持行业“中性”的投资评级。前期有色行业已经积累一定涨幅，短期内缺乏持续上涨的动力，或将呈现震荡整理的态势。投资方面：1) 铜价若持续强势，建议关注江西铜业（600362）；2) “汽车下乡”带动铅锌价格反弹，建议关注中金岭南（000060）和驰宏锌锗（600547）；3) 关注新材料类上市公司包钢稀土（600111）、宝钛股份（600456）和东方锆业（002167）。

风险提示：年报披露对行业和相关个股的调整压力。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002