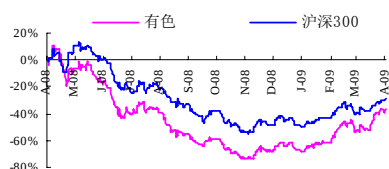


有色金属行业

维持评级：弱于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
有色行业	34.8%	95.1%	-37.1%
沪深 300	19.1%	40.2%	-28.9%

重点公司	6m%	YTD%	评级
紫金矿业	143.7	-	中性
锡业股份	31.8	-33.8	增持
铜陵有色	70.3	-8.2	中性
中金岭南	61.7	-16.9	中性
金铜股份	34.3	-	中性
中国铝业	16.1	-42.5	卖出
焦作万方	19.5	-43.5	卖出

相关报告

2009 年 2 月跟踪策略报告
 2009 年 1 月跟踪策略报告
 2009 年有色金属行业投资策略
 《行业过冬，关注企业竞争力的提高》

联系人

黄皓
 电话：0755-83704850
 邮件：huangh03@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 基本金属价格或出现反复，交易所库存继续增加。尽管 3 月基本金属的表现超出了我们的预期，但基于对行业热点问题的判断，我们仍认为自年初以来的基本金属行情仅是反弹，而不是反转。
- 二季度子行业境况各有不同。基于对基本面的判断，我们认为铜价将面临压力，或影响铜行业景气度的持续回升；铝企业将迎来阶段性盈利，但前景依然不容乐观；铅锌价格可能会出现反弹，受益的主要是铅锌矿生产商，冶炼企业受益有限。锡价走在新一轮复苏路上，企业业绩回升需要时间。
- 调整有色金属部分产品出口退税率。这次政府调整的产品主要集中在铜、铝、镍、钽、钛的部分深加工产品上，海亮股份、宝钛股份、南山铝业是受益公司。但需要注意的是，受国外需求减少以及国内外金属正价差影响，短期内政策对相关企业的扶持力度有限。中长期来看，政策有助于引导投资流向金属深加工领域，相关企业将会受益。
- 仍维持行业弱于大市的投资评级。去年企业四季度大幅亏损将增加企业长期的财务压力；铝、铅锌子行业 1-2 月仍处亏损状态，且弥补亏损、走向盈利仍需相当时间，这与股票价格已高于去年四季度初存在矛盾；企业价值不能简单用账面资源价值来衡量，在目前情况下相当多企业并没有将账面资源转化为企业利润的能力，围绕账面资源产生的“故事”终将破灭；与境外金属巨头股票估值相比，A 股有色金属板块估值水平太高，这与全球金属统一定价以及巨头公司存在成本优势的行业现实相矛盾。我们认为，行业基本面并不支持有色金属火爆行情的持续，在目前 A 股流动性充裕的情况稍有改变的情况下，板块行情面临较大的回调压力，我们维持 3 月策略中行业弱于大市的投资评级。

基本金属价格或出现反复，交易所库存继续增加

从 LME 基本金属价格来看，2009 年 3 月各基本金属品种走势出现了一定差异，铜、铅、锌表现较好，月平均价格涨幅分别达到了 12.74%，13.05% 和 8.95%；铝价变化不大，仍在低位徘徊；高价金属锡和镍都有小幅下挫。

从 LME 基本金属库存来看，铜和锌的库存自去年 10 月金属价格急剧下滑后月度首次出现减少，这在预期以外；铝的库存已达 347 万吨，并且仍不断创历史新高；锡的库存当月增幅最大，但基数较低，增长绝对数量不到 2000 吨，总库存量甚至还低于 08 年初，并不影响我们看好锡金属的判断；镍库存仍不断增加，库存总量为 1995 年以来的新高。

整体来看，3 月基本金属的价格走势与库存与 2 月报告预期有差异，我们认为主要原因在于：

1、市场焦点并未持续集中于东欧债务危机和美国公司债市场。

2、受家电下乡、汽车下乡、汽车购置税下调、电力电网、铁路投资加大等影响，2 月金属下游需求数据好于预期，特别是有效拉动了金属铜的需求。

3、国家储备局可能在 LME 市场上采购铜。尽管采购数量不透明，但在国内 1-2 月精炼铜产量两位数增长的情况下，创纪录的未锻轧铜进口量以及持续的国内外正价差不得不使人怀疑国储确实在境外市场采购了铜。

4、美国财政部宣布将采用“公私合作”方式购买“有毒资产”以及美联储将直接购买较长期美国国债、住房抵押贷款以及两房机构债。这种做法短期压低了中长期实际利率，有助于增加投资者的风险偏好，但也加大了市场对远期通胀加剧的预期。

5、美国新屋开工面积和新屋销售量高于预期。在数据没有继续变坏的情况下，市场出现了经济见底、短期经济回暖的声音，这对于部分投资者是巨大的鼓舞。

目前我们认为，尽管基本金属在 3 月的表现超出了我们的预期，但我们仍认为这是一轮金属反弹行情，而不是反转。原因在于：

1、东欧债务危机和美国公司债市场潜在的问题并未解决。东欧国家经济下滑、货币贬值与高额外债的矛盾短期很难调和，如果欧美国家选择撤资，问题将继续恶化。穆迪认为，目前有 283 家美国上市公司存在高债券违约风险，远高于去年同期的 157 家，并预计到今年 11 月，“投机级”公司债（Baa3 以下）的违约率将达到 14.5%，远高于去年年

底的 4.4%。在目前经济环境不佳的情况下，各公司财务状况的继续恶化可能会继续削弱公司的偿债能力。

2、“家电下乡”、“汽车下乡”、小排量汽车购置税减免的政策推向全国已有两月，而家电、汽车属于耐用消费品，这意味着政策补贴激发的增量需求可能是阶段性的，持续性需要依赖政策层面的不断刺激。

3、在国储局境外市场金属铜采购不透明的情况下，这种采购是否持续是很难判断的。但我们认为，如果这样的采购已经明显影响到铜价，在铜价回升，国内铜产业链经营状况转好的情况下，国储是否会继续采购铜是存在疑问的。

4、美国财政部选择“公私合营”“购买“有毒资产”的计划实质在于采用市场定价的方式公开拍卖银行坏账，重新恢复“有毒资产”的流动性，避免银行资本金挤占从而影响商业银行信贷创造的功能。美联储直接购买各类债券并不是为了让美元贬值，而是为了压低中长期实际利率，增加包括“有毒资产”在内的高风险资产的吸引力，同时减轻购房者的利率负担。考虑到美国房地产价格从2006年8月开始步入调整，目前已跌到2004年的水平，调整幅度和时间都领先其他国家，那么建立在此基础之上的金融衍生品逐渐具有吸引力也不足为奇。如果美国银行的“有毒资产”能得到妥善解决，则美国金融内部不稳定状况将得到极大改善。这样反而会增加市场对美国经济较欧洲和日本预先触底的预期，对短中期美元都具有积极作用。目前我们认为美元重新步入贬值通道可能需要欧洲和日本的经济走稳以后才会发生，并且在现阶段，美元贬值并不符合美国的利益，因为这可能会引发滞胀，并且削弱美国资产对外国投资者的吸引力。

5、尽管美国新屋开工量和销售量数据没有继续变坏，好于预期，但仍是历史上最糟糕的数据，接近于1981-1982年的水平，当时出现最低值后13个月数据才出现了明显回升，并且这还有日本大量购买美国房地产所起的作用。我们认为美国房地产市场走出低迷还需要相当一段时间。

6、各国央行为挽救经济可能会向市场注入大量流动性，这增加了市场对远期恶性通货膨胀的担忧，基本金属及贵金属作为一种资产的投资吸引力正在升高。但目前注入流动性或处于计划或正在实施过程中，潜在恶性通胀是否会发生还需要看各国央行在经济见底后提高利率和回收流动性的积极性，毕竟保持远期物价稳定也是各国央行在救市时必须考虑的。我们认为现在预期恶性通胀的发生还稍早了一点。

在上述判断的基础上，我们还认为随着金属价格的反弹，2季度国内除金属锌以外的基本金属供应可能会增加，特别是铜、铝这两种金属，

废杂铜进口的逐步恢复以及国产铜精矿供应的回升使得现货铜供应紧张的局面可能会缓解；在利润空间出现后，重启闲置产能也会加剧原铝供应过剩的矛盾。基本金属价格的反弹将遭遇较大压力，如果下游数据不能持续向好，国储阶段性暂停采购，则金属库存还将继续增加。

表 1 2009 年 3 月 LME 金属价格与库存、伦敦金变化统计（截至 09.3.27，单位：美元、吨）

品种	期间平均			期间平均			库存		
	09.2.27	09.3.27	变化幅度	09.2	09.3	变化幅度	09.2.27	09.3.27	变化幅度
铜	3448	4050	17.46%	3358.1	3785.95	12.74%	542300	500750	-7.66%
铝	1345	1420	5.58%	1372.4	1372.03	-0.03%	3208625	3471025	8.18%
锌	1128	1349	19.59%	1141.5	1243.65	8.95%	360100	344225	-4.41%
铅	1046	1280	22.37%	1111.1	1256.1	13.05%	60500	60650	0.25%
锡	10800	10200	-5.56%	10893	10479	-3.80%	8845	10770	21.76%
镍	9950	9700	-2.51%	10483	9802	-6.50%	98382	106068	7.81%
黄金	919.5	923.1	0.39%	942	927.68	-1.52%			
CRB 指数	352.5	366.1	3.86%	356.43	358.19	0.49%			
美元指数	88.2	85.1	-3.51%	88.15	86.48	-1.89%			

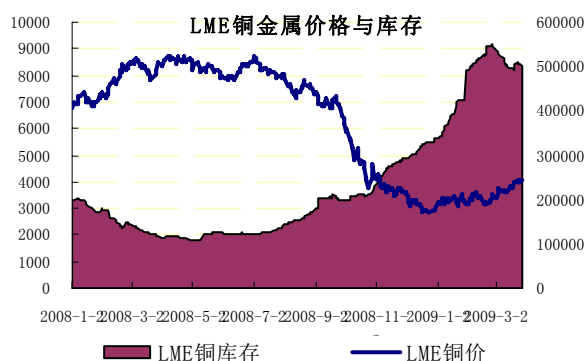
资料来源：wind、文华财经、国海证券研究所

表 2 2009 年国内有色金属价格（截至 09.3.27，单位：元）

	SHFE 铜	SHFE 铝	SHFE 锌	长江 1# 铅	长江 1# 锡	长江 1# 镍板	SHFE 黄金
2008.01	28212	12067	11053	12345	100067	89750	187.85
2008.02	28291	12010	10579	11994	98500	88950	198.07
2008.03	31433	12492	10981	12255	98588	85425	216.68

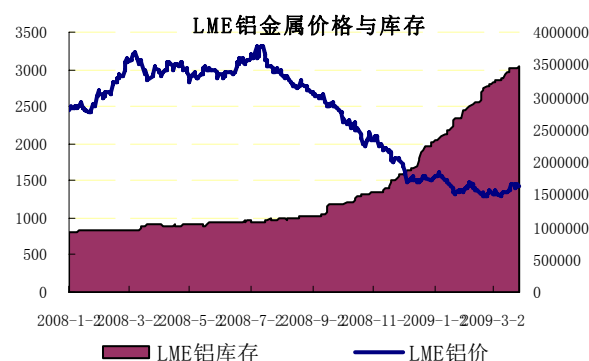
资料来源：wind、国海证券研究所

图 1 LME 铜金属价格与库存(截至 09.3.27)



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2 LME 铝金属价格与库存(截至 09.3.27)



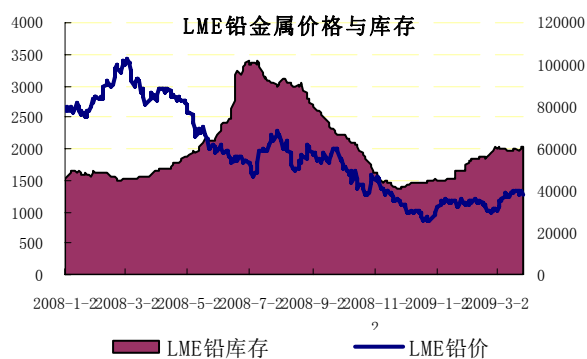
资料来源：wind、国海证券研究所

图 3 LME 锌金属价格与库存(截至 09.3.27)



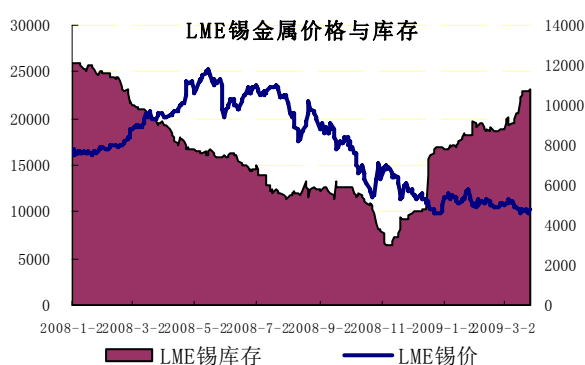
资料来源:wind、国海证券研究所

图 4 LME 铅金属价格与库存(截至 09.3.27)



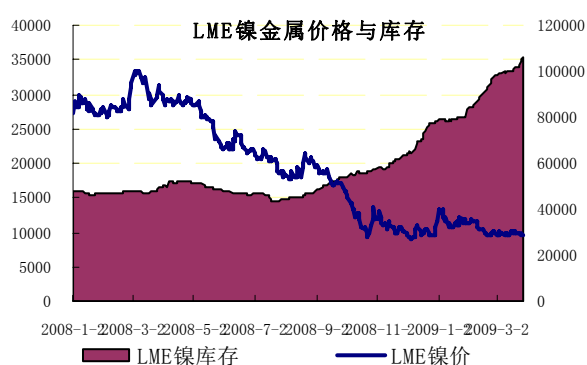
资料来源:wind、国海证券研究所

图 5 LME 锡金属价格与库存(截至 09.3.27)



资料来源:wind、国海证券研究所

图 6 LME 镍金属价格与库存(截至 09.3.27)



资料来源:wind、国海证券研究所

细分行业境况各有不同

铜价将面临压力或影响铜行业景气度持续回升

国家统计局公布的数据表明，今年 1-2 月精炼铜产量同比增加 10.9%，增幅大于去年 12 月份的 3%；铜精矿产量同比增加 8.6%，也远远好于 12 月份同比下滑的 37.3%。据媒体报道，今年 1-2 月份有色金属工业协会跟踪调查的 20 家重点铜企业净亏 1.8 亿元，除开一家企业亏损 3.8 亿以外，铜行业是整体盈利的。我们认为铜行业景气度的回升主要受益于铜价的反弹以及国内铜需求好于国外造成的国内外正价差。但目前我们判断二季度铜价将面临相当压力，主要原因在于：

1、随着废杂铜进口的缓慢恢复、国产铜精矿产量的回升以及 4 月份 2009 年外购铜精矿长单开始进入履约期，国内精炼铜产量将有明显增加。

2、随着“家电下乡”、“汽车购置税减免”、“汽车下乡”这些政策

的推进时间加大，如果没有进一步的政策刺激，我们担心铜下游的消费增量可能出现逐月递减的情况。

3、进口铜套利将缩小的国内外铜价差，而这又会削弱了进口铜套利的吸引力，加上国储可能暂停境外收储铜，则我国进口精炼铜数量将明显减少，这会使部分判断中国需求仍然强劲的投资者的失望。

铜价面临的压力以及缩小的国内外铜价差将极大制约铜行业景气度的持续回升，但铜行业仍然是几个基本金属子行业中景气度较好的。

铝行业将实现阶段性盈利,但前景依旧不容乐观

国家统计局公布的数据表明，今年 1-2 月氧化铝产量同比下滑 7.5%，原铝产量同比下滑 16.1%，与去年 12 月数据相比，产量进一步下滑。这是受 1-2 月份产品价格在本成本线运行，企业加大减产力度所致。据媒体报道，今年 1-2 月有色金属工业协会跟踪调查的 21 家原铝企业亏损总额达 29 亿元。三月中旬以来，国内氧化铝和原铝价格出现反弹以后，按目前的成本计算，目前原铝已能实现吨铝 1000-2000 元的毛利，并且各地方政府正在大力推进直购电，电价下降将大大降低企业生产成本，铝行业迎来久违的利润空间。但我们认为这可能只是铝行业阶段性的盈利，主要原因在于：

1、铝价的回升得益于铝行业加大减产力度，且跟随铜价上涨所致。据我们测算，以 1-2 月份产量为基础，1-2 月份我国至少有 25% 的原铝产能处于闲置状态，利润空间的出现很难避免闲置的产能重新开始运作，供求基本面将再次受到冲击。目前有媒体报道河南省 400 万吨产能中有 40% 处于闲置状态，政府推行铝收储 50 万吨以及直购电等扶持政策的先决条件就是受益企业须在 3 月底前恢复生产。供需基本面的失衡或将再次压低铝价至成本线附近。

2、直购电的实施将有效减少原铝生产成本，但一旦供需基本面失衡，这就可能又为铝价下行打开新的空间。

铅锌价格存在反弹可能,受益的是铅锌矿生产商

国家统计局公布的数据表明，今年 1-2 月精炼锌产量同比下滑 11.8%，精炼铅产量同比增长 14%，而锌精矿产量下滑 26.8%，铅精矿产量同比下滑 3.3%，与去年 12 月数据相比，产量下滑幅度加大。目前较低品位、或成本控制不佳的铅锌矿采掘处于亏损状态是造成铅、锌精矿产量下滑的直接原因，而铅、锌精矿供应紧缺又使得铅、锌冶炼费下滑，加上硫酸价格还处于低位，锌冶炼也没有利润空间，铅受汽车消费增量拉动，现货价格较高，境况稍好于锌，但利润也微薄。这是造成精炼锌

产量两位数下滑，而精炼铅情况稍好的原因。据媒体报道，今年 1-2 月有色金属工业协会跟踪调查的 14 家铅锌企业前两月共亏损 3.9 亿元。我们认为，铅锌二季度有望迎来一轮反弹，但下游需求制约反弹高度，主要原因在于：

1、目前在中国国内铅锌精矿供应紧张的情况下，数据显示冶炼企业进口铅锌精矿数量正在扩大，而铅锌矿山停产、关闭正在全球范围内发生，境外铅锌精矿供应是否持续充足将会成为一个问题。

2、目前国内外铅锌价差较高使得精炼锌、精炼铅进口也大幅增加，这可能涉及到进口铅锌打压国内价格的情况，但国外冶炼厂商也面临精矿供应不足的局面。我们认为进口的铅锌很可能是境外厂商过去的库存，而不是新生产的产品，铅锌进口量增加的趋势也令人怀疑。

3、这轮反弹是对供应忧虑而产生的，但目前看来下游需求仍没有复苏，除汽车产量受政策推动增加，精炼铅情况较好以外，精炼锌下游主要需求镀锌板的产量和价格都没有出现回升。一旦由供应忧虑引发的铅锌价格出现反弹，那么一些减产的铅锌矿可能会提高产量，在冶炼产能不存在瓶颈、下游需求复苏不明显的情况下，将制约铅锌价格反弹的高度。

需要投资者注意的是，如果出现这轮反弹，受益的主要是铅锌矿生产企业，铅锌冶炼企业并不能获益。而价格反弹高度的制约也将影响铅锌矿生产企业获益的程度。

锡价走在新一轮复苏路上，企业业绩回升需要时间

国家统计局公布的数据表明，今年 1-2 月精炼锡产量同比下滑 43.2%，而锡精矿含锡量同比增加 20.5%。精炼锡产量大幅下滑主要受锡业股份 1 月份冶炼产能停产影响，锡精矿产量增长是因为受雪灾影响，去年 1-2 月锡精矿产量是全年的一个低点。目前，锡行业整体还处于低迷阶段。根据相关锡产品价格数据，我们认为目前锡精矿供应应该比较紧张，而冶炼利润空间有所加大，锡深加工领域中，锡材表现良好，利润空间反而较 08 年大，而锡化工则仍受到了较大影响，价格下滑幅度较大。我们认为，锡行业走在新一轮复苏路上的主要原因在于：

1、锡是基本金属领域中 2008 年唯一出现短缺的品种，并且是在前三季度锡价不断走高的情况下，四季度焊料和锡化学品需求的下滑拖累了全年消费。

2、在环保主题下，无论经济周期如何波动，铅锡焊锡走向无铅焊锡的趋势不会改变。欧盟 2006 年 7 月就开始颁布了相关法令禁止电子产品使用铅锡焊锡，中、美、台湾等电子产品消耗大国颁布相关法令只

是时间问题。而如果铅锡焊锡全部替换成无铅焊锡，则将新增锡需求量 3 万吨以上。

3、锡需求的复苏离不开电子行业的复苏，但电子行业的短周期特性表明其复苏将优于房地产、钢铁、汽车等产业，且电子产品的创新仍处于蓬勃发展阶段，产品的未来需求前景广大。

4、我们对金属的历史产量、消费量、与 GDP 的关系的研究表明，表观消费量最先下调的金属将最先复苏，锡是 2008 年基本金属中唯一下调的。

5、其他可以参见我们 08.5.22 对于锡金属基本面研究的报告。

尽管我们在基本金属中，较长期看好锡价，但相关企业业绩仍将受其经营的其他金属产品的影响，业绩回升还需要时间。

黄金行业维持 3 月策略报告中观点

表 3 中国国家统计局 09 年 1-2 月金属产量数据

	精炼铜	原铝	氧化铝	锌	铅	锡	镍	镁
09 年 1-2 月	606100	1780800	32300200	499800	391900	9645	35398	55800
同比	10.90%	-16.10%	-7.50%	-11.80%	14%	-43.20%	52%	-48.6%
	铜精矿含铜		锌精矿含锌		铅精矿含铅		锡精矿含锡	
09 年 1-2 月	1275000		242000		115300		10000	
同比	7.90%		-26.80%		-3.30%		20.50%	

资料来源：国家统计局、国海证券研究所

调高有色金属部分产品出口退税率

尽管有色金属产业振兴规划细则并未出台，但财政部、国家税务总局 3 月 27 日发布了《关于提高轻纺、电子信息等商品出口退税率的通知》，其中调高了部分有色金属产品的出口退税率，明细如下表。

我们认为这是有色金属产业振兴规划中“支持技术含量和附加值高的深加工产品出口”的配套政策。从明细目录来看，目前支持的产品主要集中在铜、铝、镍、钽、钛的深加工产品，上市公司中受益较大的有海亮股份、宝钛股份、南山铝业。但需要注意的是，政策的短期效果可能并不明显。主要有两点原因：

1、目前在国外市场需求下滑的情况下，我国对外出口铜材、铝材等产品的数量在不断下滑。

2、国内金属价格高于国外造成国内深加工产品成本较高，同样的产品缺乏价格竞争力。

这就使得短期内出口退税率的提高对于相关企业的扶持作用有限，但中长期来看，政策有助于引导投资流向金属深加工领域，从事深加工的相关企业也会直接获益。

表 4 部分有色金属产品出口退税率一览

产品名录	出口退税率
成卷的精炼铜板、片、带等	9
覆铜板及印刷线路板用铜箔〔厚度 $\leq 0.15\text{mm}$ 〕	13
其他无衬背的精炼铜箔〔厚度 $\leq 0.15\text{mm}$ 〕	13
无衬背铜镍合金箔或铜镍锌合金箔〔厚度 $\leq 0.15\text{mm}$ 〕	13
无衬背的其他铜合金箔〔厚度 $\leq 0.15\text{mm}$ 〕	13
有衬背的精炼铜制印刷电路用覆铜板〔厚度(衬背除外) $\leq 0.15\text{mm}$ 〕	17
有衬背的其他精炼铜箔〔厚度(衬背除外) $\leq 0.15\text{mm}$ 〕	13
有衬背铜镍合金箔或铜镍锌合金箔〔厚度(衬背除外) $\leq 0.15\text{mm}$ 〕	13
有衬背的其他铜合金箔〔厚度(衬背除外) $\leq 0.15\text{mm}$ 〕	13
外径 $\leq 25\text{mm}$ 的其他精炼铜管等	13
擦锅器及洗刷擦光用的块垫、手套等	9
合金镍条、杆、型材	13
合金镍丝	13
合金镍管	13
铝合金制空心异型材	13
其他铝合金制型材、异型材	13
其他钽丝	9
其他锻轧钽及其制品	9
钛合金, 实心圆柱体, 包括锻件等	13

资料来源：国家统计局、国海证券研究所

仍维持行业弱于大市的投资评级

A 股有色金属板块 3 月的行情依然惊艳, 整个 3 月板块总市值加权平均上涨 30.1%, 连续两月称为是 A 股涨幅最大的板块。我们一直在寻求 A 股有色金属板块大幅上涨的逻辑, 不断反思自己对行业的判断。我们目前仍认为有色金属行业这样的行情是不可持续的, 且积聚的风险已较大。这样的判断源于以下几点:

1、截至 3 月 31 日, 多家有色金属行业上市公司披露了年报, 除少数公司外, 大部分公司去年四季度都出现了亏损, 有些公司亏损额还非常大。尽管这都是预期之中的, 也已经成为历史, 但并非没有后遗症。牛市中众多公司争先恐后的上新项目, 而经营性亏损又消耗了企业大量的现金流, 以致在建项目资金更多需要通过银行贷款解决。在项目盈利前景已不如预期的情况下, 将给公司的财务状况带来长期压力。

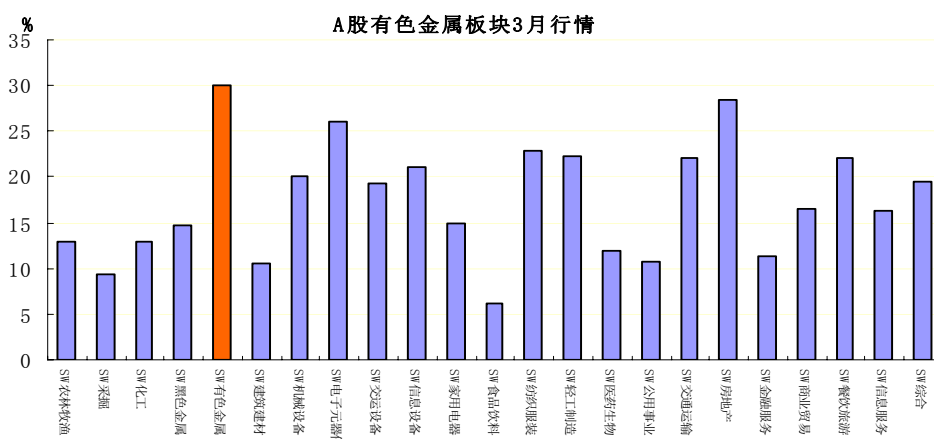
2、随着金属价格从低位开始回升，前期高价库存大部分消化，企业亏损必然会大幅减少，但这也只是减亏而已，铝、铅锌等子行业走向盈利仍需要较长时间。据报道，在有色金属工业协会 69 家重点企业中，今年 1-2 月份 20 家铜企净亏 1.8 亿，除去其中一家铜企亏损达 3.8 亿元外，铜行业是整体盈利的；21 家电解铝企业前两月亏损 29 亿元；14 家铅锌企业前两月亏损 3.9 亿元。我们很难理解目前很多未实现盈利、经营还处于艰难期的企业，其股价却高于去年四季度大幅亏损以前的现象是合理的。

3、从矿产资源转化为企业利润需要经过初探、详探、项目可行性论证、施工建设、投产、达产这一漫长过程，时间长达数年。企业趁资源价格较低时花几千万收购一个处于勘探期、矿产资源价值几十亿、上百亿、甚至上千亿的矿山，并不意味着企业价值就可以用账面矿产资源价值来衡量。目前很多企业并没有足够财力去开发这些账面矿产资源，需要等待牛市融资，这意味着下一轮的牛市其并不能充分受益。当账面矿产资源转化为企业利润遥不可及时，围绕账面资源所讲的“故事”终将破灭。

4、对于恶性通胀预期的看法前面已有提到，我们认为目前判断还太早，发生的可能性也相当低。而对于 A 股市场流动性如此充裕的状况是否能一直持续下去，我们持怀疑态度。

5、与全球其他股票市场相比，A 股有色金属类股票涨幅过大。从去年 10 月初基本金属开始急剧下跌到目前为止刚好 6 个月，这 6 个月中全球金属巨头股票除部分铜和黄金类股票出现上涨以外，其他股票跌幅较大，而 A 股近 6 个月总市值加权平均上涨了 55.3%，估值溢价正不断加大。有色金属行业的金属价格是同步的，在全球布局的巨头其生产成本还有优势的情况下，A 股不断扩大的溢价水平是难以持续的。

图 7 A 股有色金属板块 3 月行情（数据区间 09.3.01-09.3.31）



资料来源：wind、国海证券研究所

表 5 A 股有色金属上市公司 2008 年业绩预报一览 (截至 09.2.26)

铝行业	2007 年业绩(万元)	2008 三季度业绩(万元)	2008 年业绩
焦作万方	68369.56	49001.01	33274.46 万元
中国铝业	1022505.8	258364.34	922.8 万元
云铝股份	49616.06	20623.68	6978.96 万元
关铝股份	38019.77	810.4	亏损 29000 万元
金马集团	4559.65	1284.35	2200 万元左右
中孚实业	54828.98	38487.22	19458.34 万元
铜行业	2007 年业绩	2008 三季度业绩	2008 年业绩
云南铜业	92181.79	58316.57	亏损 196900-236900 万元
铜陵有色	103095.84	91944.48	63712.57 万元
江西铜业	453375.45	369876.02	228510.06 万元
精诚铜业	6090.58	3468.31	-4270.73 万元
铅锌行业	2007 年业绩	2008 三季度业绩	2008 年业绩预告
株冶集团	7948.77	8898.26	1923.23 万元
中金岭南	120454.12	75946.79	40000-50000 万元
豫光金铅	15875.58	10433.12	6125.38 万元
驰宏锌锗	131099.41	28972.81	15265.23 万元
锌业股份	-28774	-29612	亏损 91000 万元
西部矿业	172584.39	100295.58	57006.78
其他行业	2007 年业绩	2008 三季度业绩	2008 年业绩预告
锡业股份	60120.06	49802.18	约 2500 万元左右
贵研铂业	9651.93	1984.47	亏损 8700 万元左右
吉恩镍业	85962.7	37984.46	23343.43 万元
金钼股份	317221.34	261129.07	280837.57
山东黄金	19284.2	62339.96	63680.82 万元
中金黄金	25653.49	39561.63	比上年同期增长 100%以上

注：黄色标记为已出年报公司 资料来源：各公司公告、国海证券研究所

表 6 部分境外有色上市公司估值一览 (09.3.31, 彭博数据)

	境外公司股票	静态 P/E	静态 P/B	预测 P/E	预测 P/B	预测 P/S	1M 涨跌幅	3M 涨跌幅	6M 涨跌幅
铝	AA US Equity	6.18	0.52	N/A	0.56	0.44	21.99	-37.24	-60.78
	NHY NO Equity	N/A	0.58	N/A	N/A	0.47	16.36	-14.12	-25.95
	FCX US Equity	6.81	7.38	60.91	2.44	1.49	30.54	48.50	-12.92
铜	PCU US Equity	11.33	4.71	37.23	4.59	6.05	31.44	-1.37	15.29
	GMEXICOB MM	5.91	1.40	13.71	1.30	1.54	26.47	14.88	10.49
铅锌	AAL LN Equity	3.99	1.15	12.21	1.02	1.15	19.38	-30.08	-29.87
	STA LN Equity	7.69	1.29	7.50	N/A	0.62	0.00	-20.41	-38.10
综合	BHP AU Equity	10.66	3.29	12.43	N/A	2.71	17.32	8.04	4.33
	RIO AU Equity	11.48	2.51	9.75	N/A	1.16	30.25	48.56	-36.58
黄金	ABX CN Equity	19.88	1.94	19.22	1.95	3.58	11.31	-2.10	28.72
	NEM US Equity	25.08	2.96	22.63	N/A	3.42	13.86	17.53	38.60

资料来源：bloomberg、国海证券研究所

3 月份, 境外有色金属股票表现出现了大幅反弹, 特别是基本金属类股票反弹幅度较大。铝行业股票深度下探后出现反弹, Alcoa 上涨了 22%, Norsk Hydro ASA 上涨了 16.4%; 铅锌行业股票在 2 月下探后也出现反弹, Anglo American 上涨了 19.4%, Teck cominco 上涨了 97%; 铜行业股票延续 2 月行情继续上涨, freeport-McMoRan 上涨了 30.5%, Gmexicob 上涨了 26.5%。黄金类股票延续过去几个月的上涨, 但幅度较小, ABX 上涨了 11.3%, NEM 上涨了 13.9%, GFI 上涨了 7.6%。

由于境外各公司年度会计周期的不同, 在彭博有分析师预测的各公司动态估值差异较大, 过去 12 个月业绩体现的静态估值反而具有可比性。目前, 黄金类上市公司静态 P/E 在 20-25 倍; 铜行业上市公司静态 P/E 在 5-15 倍; 铅锌行业静态 P/E 在 4-10 倍, 铝行业盈利前景最不看好, P/B 只有 0.5-0.6 倍左右。

综合以上分析, 我们认为 A 股有色金属板块的持续上涨面临较大压力, 如果 A 股流动性充裕的局面稍有改变, 则板块行情回调的风险非常大。尽管与行情趋势背离的判断在市场中显得如此渺小, 但我们坚持认为有色金属行业的基本面并不支持火爆行情的延续, 板块 07 年相关公司的高股价在下一轮牛市是否会重复出现也有疑问。我们维持 3 月报告中行业弱于大市的评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。