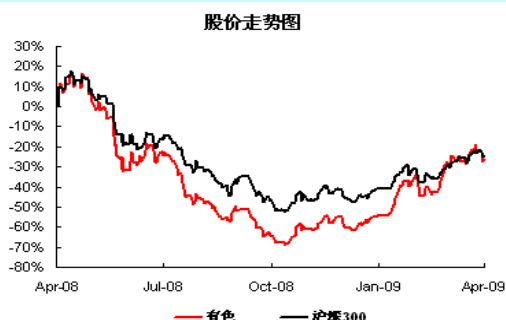


有色金属行业年中投资策略

谁将是 MVP?

2009 年 4 月 23 日

相对指数表现



投资评级简表

公司名称	投资评级
驰宏锌锗 (600497)	增持
江西铜业 (600362)	增持
中金岭南 (000060)	持有
中孚实业 (600595)	持有
金钼股份 (601958)	持有
吉恩镍业 (600432)	谨慎持有
宝钛股份 (600456)	谨慎持有
中国铝业 (601600)	卖出

前期研究

2008/12/01 寻找完美产业链 — 2009 年有色金属行业投资策略

2008/05/30 有色金属行业：局部牛市依然存在

2007/12/12 价格分化不可避免，并购大戏渐入高潮 — 2008 年有色金属行业投资策略

研究员

兰可

010-88092288-3302

lk@swsc.com.cn

简要观点：

➢ 2009 年 Q1 国内外部分金属价格上涨迅猛，国内金属价格走势明显强于国外，国内铜价上涨逾 68%，LME 上涨仅 40%，国内铝价上涨 20% 左右，LME 则为下降 5%，其他金属如镍、锡年初至今仍然保持下跌趋势。从股市表现看，铜业股整体上涨幅度最大，铅锌个股次之，黄金更次，铝业个股整体表现最差，很明显的反映出金属价格变化市场对各子行业未来盈利前景的差别预期。在我们看来，铜价此番大幅上涨主要受国储收铜和 LME 与 SHFE 之间的套利因素影响，而铝价上涨也主要是由于国储和地方收储影响造成短期供给紧张所致。

➢ 欧美日房地产和汽车市场创纪录的跌幅显示海外市场的金属需求仍然不容乐观，中国尽管在全球金属消费中占比提升以及部分刺激计划效果开始显现，但中国需求显然也不能消化海外市场需求萎缩带来的大量过剩局面。连续 13 个月攀升的 LME 铝库存已达 10 年来的最高点，近期国内近 130 万吨闲置产能的复产，将会使电解铝市场供给过剩的状况雪上加霜，铝价将继续承压。即使收储还将继续，目前的铜价对国储来说已经没有吸引力，未来几个月铜价下行的可能性较大。得益于充足的减产（减产幅度约占全球锌市场的 15%）和不再攀升的库存，这都将给锌价一个很好的支撑。稍显紧张的铅精矿供应抑制了产量的快速增长，一定程度上平衡了市场的供求关系，铅价走势似乎应该较为平稳。

➢ 谁是我们的 MVP？我们倾向于看好铅锌业。具体到个股的选择上，我们仍然坚持我们在年度投资策略报告中的看法，完美的产业链才是有色金属公司的核心竞争力。对于后市我们坚持认为有色金属行业走势应该分化，整体上我们继续维持对有色金属行业的“跟随大市”评级，但我们持续看好部分子行业。我们对驰宏锌锗（600497）和江西铜业（600362）给予“增持”评级。

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

目录

谁将是 MVP? ——有色金属行业 2009 年年中投资策略	2
一、Q1 市场回顾	2
二、基本面依旧疲弱，中国难以拯救世界	4
三、库存压制价格，铅锌有望回暖	6
四、择优布局，谁将是 MVP?	7
五、重点公司推荐	9

图表目录

图 1: 海外市场今年以来金属价格走势	2
图 2: 国内市场今年以来金属价格走势	2
图 3: 国内 A 股市场主要行业预测市盈率比较	2
图 4: 今年以来有色金属行业个股涨幅比较	2
图 5: 中国精炼铜月度净进口量和增速变化	3
图 6: 中国废杂铜月度净进口量和增速变化	3
图 7: 铜在 SHFE-LME 之间的溢价空间	3
图 8: 铝在 SHFE-LME 之间的溢价空间	3
图 9: 国内电解铝产量及同比增速	4
图 10: 中国精炼铝月度净进口量变化	4
图 11: 美国建筑许可月度颁发量及其同比增速	5
图 12: 美国新车月度销量及其同比增速	5
图 13: 欧洲月度新房指数及其同比增速	5
图 14: 欧洲汽车月度销量及其同比增速	5
图 15: 日本月度新房开工及其同比增速	5
图 16: 日本汽车月度销量及其同比增速	5
图 17: 中国在全球基本金属消费中的比重变化	6
图 18: 中国汽车月度销量及其同比增速	6
图 19: LME 铝价格走势及库存变化	7
图 20: LME 铜价格走势及库存变化	7
图 21: LME 锌价格走势及库存变化	7
图 22: LME 铅价格走势及库存变化	7
图 23: 2008 年年报计提减值准备和比例	8

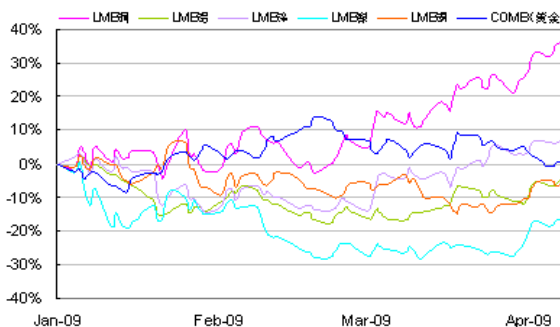
谁将是 MVP? ——有色金属行业 2009 年年中投资策略

什么是 MVP? MVP 可以是很多英文单词的缩写, 通常来说比较多讨论的是篮球界的 Most Valuable Player—最有价值球员, 而在这里我们想要表达的是 Most Valuable Picker—最有价值的选择, 选择最好的行业, 选择最好行业里最好的公司。

一、Q1 市场回顾

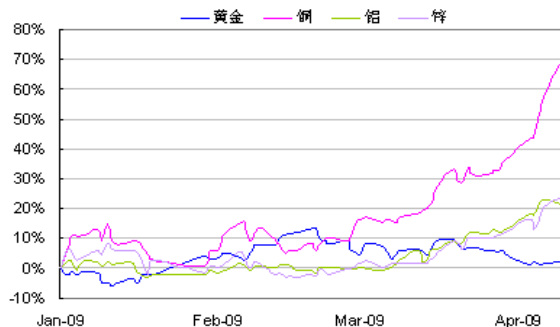
2009 年 Q1 国内外金属市场发生了积极变化, 特别是近期部分金属价格上涨迅猛, 同时国内市场金属价格走势明显强于国外, 截止目前国内铜价 (SHFE) 上涨逾 68%, LME 上涨仅 40%, 国内铝价 (SHFE) 上涨 20% 左右, LME 则为下降 5%, 其他金属如镍、锡年初至今仍然保持下跌趋势。

图 1: 海外市场今年以来金属价格走势



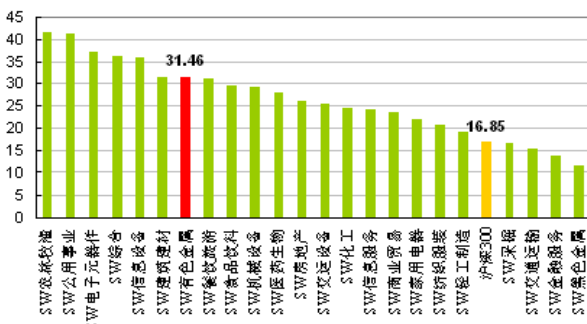
资料来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

图 2: 国内市场今年以来金属价格走势



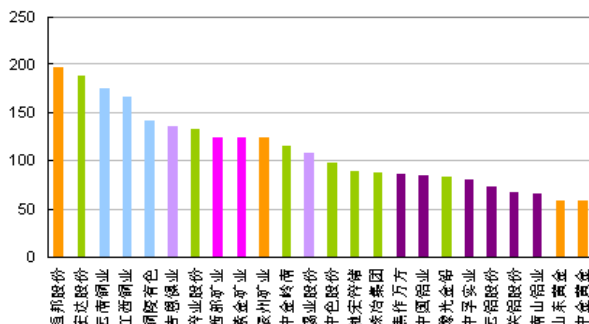
资料来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

图 3: 国内 A 股市场主要行业预测市盈率比较



资料来源: Wind, 西南证券研发中心

图 4: 今年以来有色金属行业个股涨幅比较

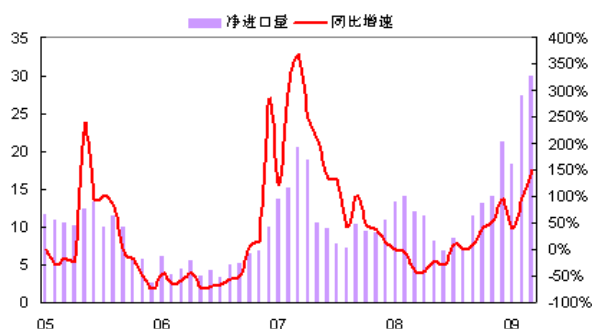


资料来源: 天相, 西南证券研发中心

同期国内 A 股市场也出现回暖迹象，一季度末上证指数站上 2300 点，截止目前已突破 2500 点，受益于年初以来的这波行情，有色金属行业估值水平攀升，目前行业整体市盈率已超过 30 倍，远高于 A 股市场平均水平。分子行业看，铜业个股整体上涨幅最大，铅锌个股次之，黄金更次，铝业个股整体表现最差，很明显的反映出金属价格变化带来的对各子行业未来盈利前景的差别预期。

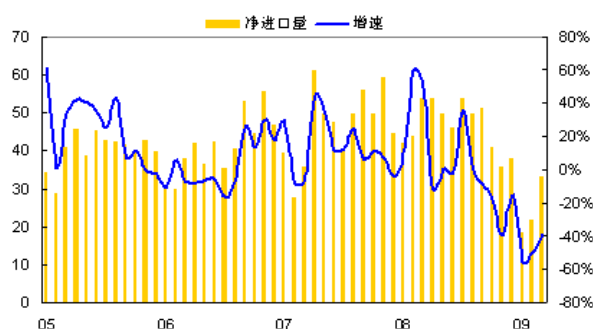
在我们看来，铜价此番大幅上涨主要受有消息称国家物资储备局已签约采购 30 万吨铜用于国家战略储备的影响，甚至有传闻声称采购规模将提升至 100 万吨，造成今年以来铜价大幅上扬。另一方面，年初以来国内精炼铜净进口量大幅攀升，部分市场人士认为中国铜需求回暖，激发国内铜价大幅上扬，进一步拉大了与 LME 铜价的价差，套利空间扩大，进口更是大幅增加，陷入进口增加-需求回升-价格上扬-价差拉大-套利可图-进口增加的循环困境。但是我们注意到国内废杂铜的净进口量同比仍然保持下降的趋势，进一步增加了我们对国内铜真实需求回暖的怀疑，通常来说铜下游加工企业往往因成本原因大多进口废杂铜进行加工，但经济危机发生后铜价大幅下跌，国际市场上对价格相当敏感的废杂铜回收采购出现吃紧，铜下游加工企业不排除转而直接采用精炼铜进行加工生产，应该会比较合理的解释，整体上看，废杂铜和精炼铜的整体净进口量仍然保持在一个相对稳定的水平上，同比仍然保持下降趋势，流入国内的铜并没有增加。

图 5：中国精炼铜月度净进口量和增速变化



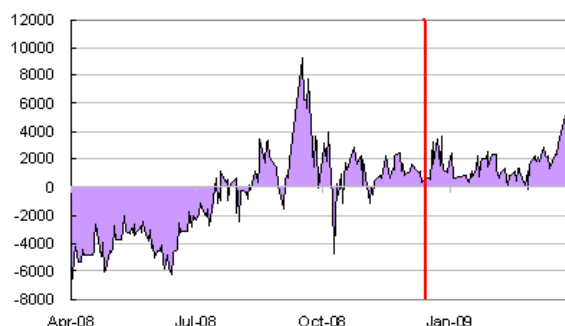
资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

图 6：中国废杂铜月度净进口量和增速变化



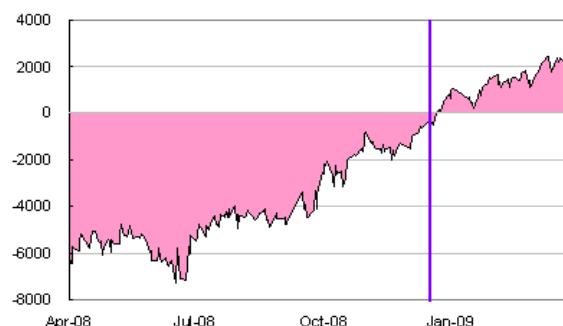
资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

图 7：铜在 SHFE-LME 之间的溢价空间



资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

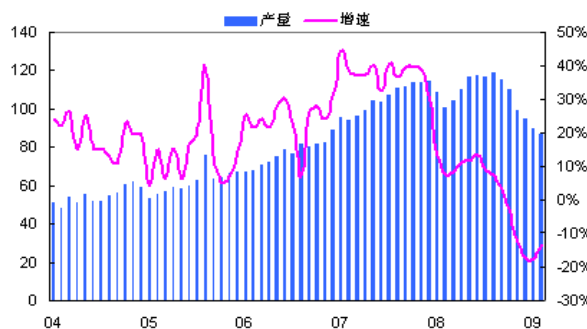
图 8：铝在 SHFE-LME 之间的溢价空间



资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

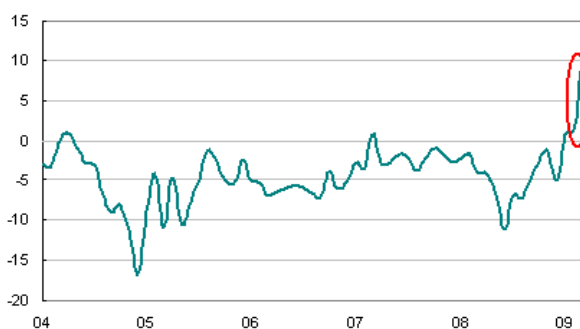
铝市场方面，国储局从去年 12 月以来已经连续两次公开收储铝 59 万吨，此外截止 3 月云南、河南、广西、陕西等省也纷纷抛出自己的收储计划，电解铝的收储规模逼近 140 万吨，而前三个月因大幅减产国内电解铝产量仅 267 万吨左右，造成交付压力较大，国内市场出现供应紧张状况，中国因此重新成为铝的净进口国，从而带动国内铝价相对 LME 铝价折价收窄，甚至出现溢价并大幅攀升。而早在 2007 年我们曾预测中国将成为原铝的净进口国（详见 2008 年有色金属行业投资策略报告），那时是预期需求的增长，而此时却是大幅减产带来的短期供给紧张，意义完全不同了。

图 9：国内电解铝产量及同比增速



资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

图 10：中国精炼铝月度净进口量变化



资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

二、基本面依旧疲弱，中国难以拯救世界

从历史上看，房地产和汽车市场无疑是拉动金属消费的重要引擎。铝的消费中有 37% 应用汽车等交运设备领域，有 16% 应用在建筑房地产市场；铜的消费中建筑市场和交运设备市场分别占到了 40% 和 30%；铅 79% 的需求来自汽车蓄电池领域；新兴市场国家 50% 左右的锌应用在建筑房地产市场；因此房地产和汽车市场的发展状况对金属市场来说至关重要，正因如此我们也一直关注着主要经济体在这两个市场领域的相关数据。

欧美日房地产市场仍然相当惨淡。美国商务部数据显示，美国 2 月份建筑许可颁发量同比仍然下跌 42.5%，显示美国房地产市场的持续低迷打击了建筑商的积极性。欧洲房地产景气指数 2 月同比也下降了 14.1%，这已是连续第 12 个月出现负增长，降幅也是 2000 年以来的最大降幅。此外，2 月日本新房开工率同比也下降了 24.9%。

欧美日汽车市场同样是愁云密布。美国全国汽车销售商协会的数据显示，3 月份全美汽车销量 85.7 万辆，同比仍然下跌 37%，连续 5 个月跌幅超过 35%，是连续第 17 个月下跌，但优于市场预期，而此前 2 月份汽车销量仅为 68.9 万辆，同比下滑 41%，以年率计为 910 万辆，是 1981 年 12 月以来 27 年的新低。尽管 3 月的数据较 2 月有所回暖，但市场人士普遍认为 3 月销量历史上均好于 2 月，所以形势仍然不容乐观。欧洲各国对汽车的需求量同样大减，欧洲汽车制造商协会的数据显示，2009 年 2 月西欧各国新车注册数量仅为 90.2 万辆，同比下降 17.3%，连续第 10 个月下跌。另据日本汽车经销商协会数据，2009 年 3 月日

本乘用车销量下滑了 24.5%，为连续第 8 个月下跌，创下了 1974 年以来的最大跌幅。

图 11：美国建筑许可月度颁发量及其同比增速

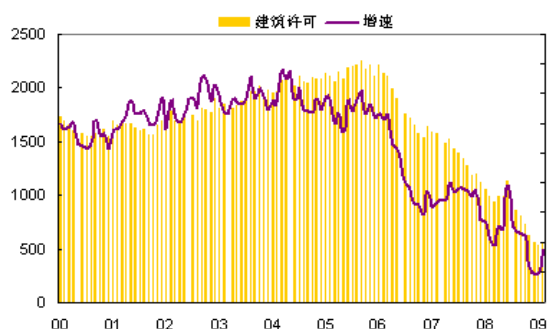


图 12：美国新车月度销量及其同比增速

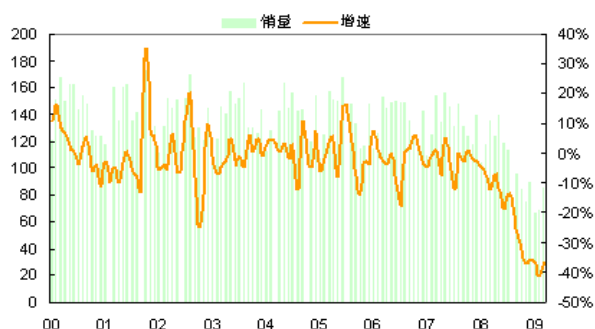


图 13：欧洲月度新房指数及其同比增速

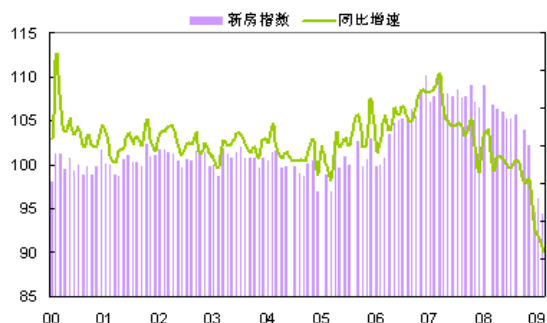


图 14：欧洲汽车月度销量及其同比增速

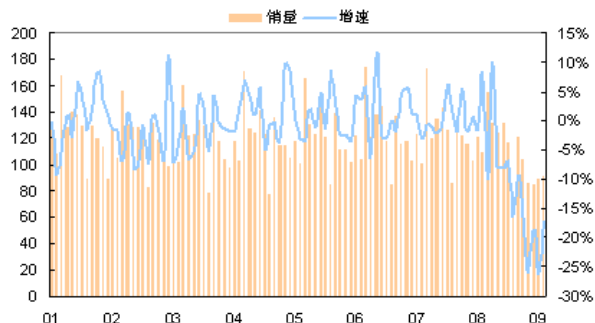


图 15：日本月度新房开工及其同比增速

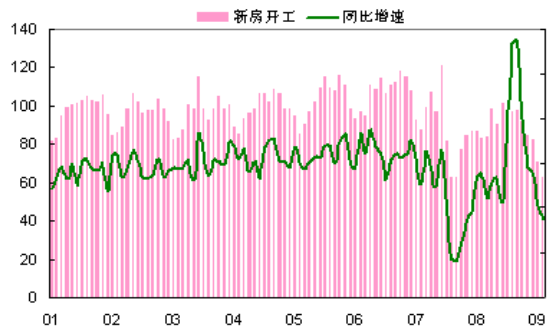
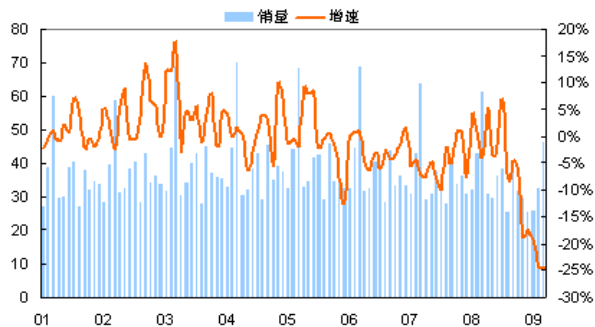


图 16：日本汽车月度销量及其同比增速



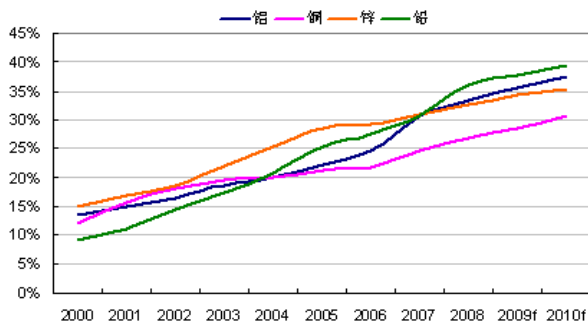
资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

受益于过去几年中国经济的快速成长，中国在全球基本金属消费中所占的比重逐年攀升，我们预期到 2010 年中国在铝、铜、铅锌等基本金属的消费占比将从 2000 年的 10-15% 提升至 30-40%，中国无疑是拉动金属消费的重要引擎。因此中国房地产和汽车市场的状况同样备受关注。国内房地产市场虽略有好转但同样不容乐观，据国家统计局的数据，1-3 月全国房地产开发企业房屋施工面积 17.87 亿平方米，同比增长 12.7%，增幅比 1-2 月回落 1.5 个百分点，同比下降 14.8%；房屋新开工面积 2.01 亿平方米，同比下降 16.2%，降幅比 1-2 月扩大 1.4 个百分点。国内汽车销售方面，受益汽车下乡、振兴规划等政策的刺激，虽然汽车销量连续四月出现增加，并且 3 月汽车销量重新迈上 110 万辆的大关，但是小排量汽车

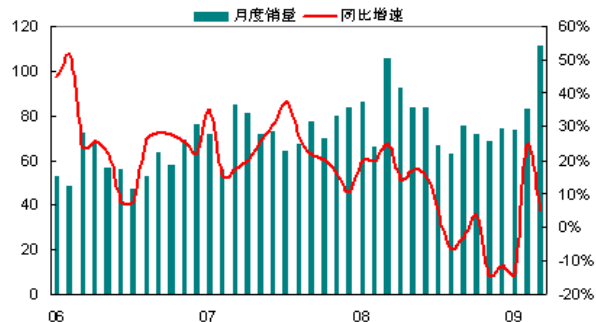
和微型车的销量猛升是重要的提振因素。众所周知，国内小排量汽车和微车消费的基本金属量相对国外或者中级车来说少很多，因此其对金属消费的拉动作用仍然有待观察。总的来看，中国需求相对海外市场稍好，但是中国难以消化海外市场需求下滑带来的供应过剩。

图 17：中国在全球基本金属消费中的比重变化



资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

图 18：中国汽车月度销量及其同比增速



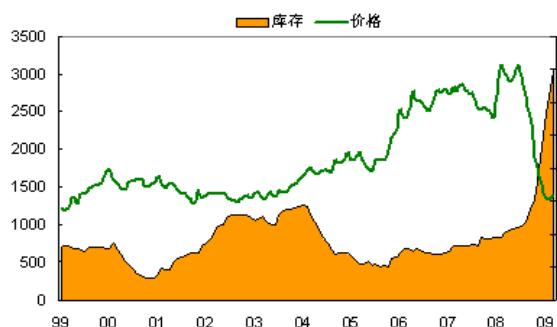
资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

三、库存压制价格，铅锌有望回暖

铝—过剩依然是主题：有色协会康会长日前接受中央电视台采访时表示，国内电解铝关停了 350 万吨，占全行业总产能的 18%，氧化铝关停了 900 万吨，占整个产能的 38%，减产关停规模不可谓不大，产量数据也有相应反映，电解铝产量 2 月仅为 86.9 万吨，同比下降 13.4%，环比下降 2.8%，环比是连续 6 个月下降。国际铝业协会（IAI）数据也显示全球范围内的铝业减产仍在继续，今年 3 月全球日均铝产量下降至 65200 吨，同比下降 7%，环比下降 1.5%。然而减产似乎仍然不够，LME 铝库存已经连续 13 个月攀升，已达 10 年来的最高点，即便如此供应增加的忧虑却在陡然增加，国内大规模收储的行动造成国内铝价相对 LME 铝价大幅溢价，闲置关停产能重启已经成为电解铝企业的首要选项。据相关媒体报道，河南的电解铝储备目的正是敦促电解铝企业复产，计划两个月内启动 70 万-80 万吨电解铝产能，广西近期也将启动 55 万吨以上的复产。同样，之前的直购电试点虽然利好相关企业，但必然导致供给增加，将会使电解铝市场供给过剩的状况雪上加霜，需求面不见明显回暖的情况下，铝价将继续承压。

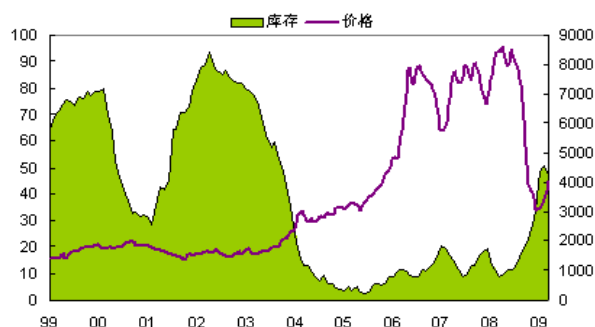
铜—收储到底有多少：国际铜研究小组最新的报告预测，2009 年美国、欧洲、日本的精炼铜消费市场均将出现 2 位数的下滑，而中国精炼铜的消费增长仅 3%，远低于此前几个年度的增幅，而精炼铜的生产虽然存在大量的减产和项目延迟，产量也仅比 2008 年减少 3.7% 约 70 万吨，他们同时预测全年铜市场过剩 34.5 万吨较 2008 年过剩继续扩大。另一方面，LME 的库存量已达近 50 万吨，是近 5 年来的高位。我们认为未来铜价走势仍然将受国储收铜事件的制约，如果正如传闻所说收储 100 万吨，铜市场的过剩将消于无形，铜甚至变为短缺，铜价必然继续上扬，但是如果收储只有 30 万吨，铜价必然下行，我们认为目前的铜价以较合理价格高 800 美元左右，同时我们认为目前的铜价对国储已经没有吸引力，未来几个月铜价下行的可能性较大。

图 19: LME 铝价格走势及库存变化



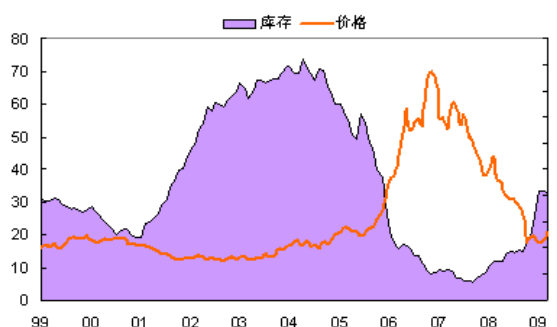
资料来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

图 20: LME 铜价格走势及库存变化



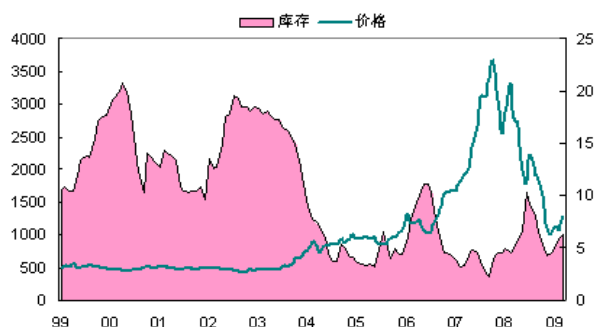
资料来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

图 21: LME 锌价格走势及库存变化



资料来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

图 22: LME 铅价格走势及库存变化



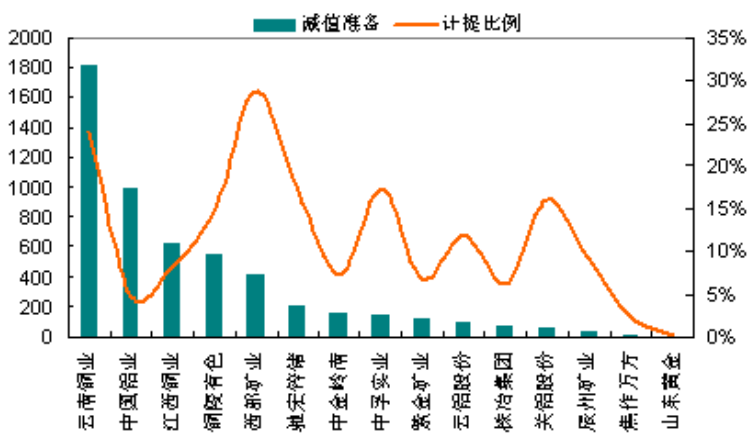
资料来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

铅锌一只待上涨时机: 国际铅锌研究小组 (ILZSG) 最新报告显示, 09 年 2 月全球矿产锌同比大降 3.2%, 环比继续下降 1.1%, 至 82.9 万吨, 精炼锌同比也是大降 4.7%, 环比小幅上升 0.8%, 至 85.3 万吨, 同期世界精炼锌消费同比下降 3.9%, 环比则大幅上升 7.4%, 整体上看 2 月份锌市场尽管仍处于过剩状态 (过剩约 0.23 万吨), 但过剩幅度较上月已经大幅缩减。ILZSG 的报告正在印证我们的之前的判断, 全球范围内锌减产效果已经开始显现, 而需求正在得到恢复。支撑我们判断锌市场正在转好的另一个因素是库存。3 月份 LME 库存继续小幅下滑, 这是继 2 月份之后连续第二个月保持负增长, 即使考虑到收储导致国内库存增加, 全球锌库存量增长放缓已是确定无疑的了, 因此我们坚定地认为未来需求一旦恢复, 锌市场将重新变得紧张。另据我们不完全统计, 矿产锌的产量损失 09 年很可能超过 140 万吨, 而精炼锌的减产幅度大约在 130 万吨, 约占全球锌市场的 15%, 这都将给未来锌价一个很好的支撑。同样是 ILZSG 数据, 09 年 2 月矿产铅同比下降 3.4%, 环比却大升 2.6%, 至 27.5 万吨, 精炼铅同比上升 1.9%, 环比增长 2.2%, 至 65.7 万吨, 精炼铅消费同比上升 1.6%, 环比上升 3.9%, 至 65.8 万吨, 需求增长较为可观, 整体上看前两个月铅市场合计过剩仅 9000 吨, 但 LME 库存已经连续 4 个月出现攀升, 冬季的消费高峰马上过去, 需求或会出现回落, 特别是 2 月北美汽车蓄电池出货量同比下降 8.5%, 环比更是下降 11.2%, 显示这一全球最大的汽车市场对铅的消费仍然低迷, 当然稍显紧张的精矿供应也将一定程度上显示冶炼产量的快速增长, 因此铅价似乎应该较为平稳。

四、择优布局，谁将是 MVP？

我们曾在去年年度投资策略报告中提到“今年四季度有色金属价格在成本线上震荡，相关上市公司年报的业绩很可能大幅低于预期”，从目前公布的年报来看，由于去年 10 月份开始的大宗商品的价格暴跌，上市公司大幅计提资产减值准备，导致资产减值损失计入当期损益，去年年报业绩的确令人大失所望，完全符合我们之前的判断。今年以来基本金属价格普遍回升，特别是有期货交易的品种价格回升幅度惊人，金属价格长期来看也将走出暴跌的影响逐渐企稳回升，我们预期部分计提的资产减值损失将可冲回，计入本年利润，去年 4 季度也将是最近几年中有色行业上市公司业绩最差的一个季度。

图 23：2008 年年报计提减值准备和比例



资料来源：Wind，西南证券研发中心

我们一直认为“有色金属行业的表现受到期市和股市两个市场的影响”，目前国内 A 股市场整体活跃，大盘重心和估值水平不断上移，都给有色金属行业的投资带来良好的环境。从一季度基金重仓持有的有色金属个股看，持股基金数量明显增加，基金参与有色金属行业个股投资的积极性正在增强。具体分析基金持仓来看，我们重点关注的 4 家铅锌业上市公司均进入基金重仓股行列，持股基金总数达 17 家，持有流通股比例均高于 1%，而去年四季度仅有宏达股份一只进入基金重仓股行列，持有流通股比例也仅为 0.5%；受益于 1 季度铜价的惊人回升，江西铜业和云南铜业也成为新晋基金重仓股；此外铝行业仅有南山铝业和中国铝业进入基金重仓股行业，显示基金对铝行业依然相当看淡，与我们的看法相同。其他小金属品种，均不受青睐，宝钛股份和金钼股份均退出基金重仓股行列，锡业股份也遭大量减持，显示在需求面疲弱的情况下，市场倾向于预期流动性更好的大金属品种更容易获得资金的追捧，价格率先回升的可能性也将强于小金属。此外，黄金公司仍然备受基金青睐，除山东黄金外，均呈现加仓格局。关于黄金的详细分析将在其他报告中给出。

那么，谁是我们的 MVP？根据上面的分析，我们倾向于依次看好铅锌业、铜业、其他小金属和铝业。具体到个股的选择上，我们仍然坚持我们在年度投资策略报告中的看法，

完美的产业链才是有色金属公司的核心竞争力，在金属价格反弹时才能最先和最大获益。我们仍然坚持认为有色金属行业未来的走势应该分化，部分子行业将强于大盘，部分子行业将落后大盘，整体上我们维持对有色金属行业的“跟随大市”评级。

表1：2009年基金一季报中重仓的有色行业上市公司分析

名称	2009 年一季度			2008 年四季度		
	基金数	持股量(万股)	占流通股比(%)	基金数	持股量(万股)	流通股比(%)
宏达股份	6	8001	13.2	1	250	0.5
山东黄金	19	2031	11.7	19	3453	22.3
中金黄金	8	1355	7.9	6	1268	8.7
紫金矿业	7	5141	3.7	3	3412	2.4
中金岭南	4	2689	3.6	0	0	0
江西铜业	3	1220	3.5	0	0	0
南山铝业	5	1605	3.2	0	0	0
西部矿业	6	2944	1.7	0	0	0
驰宏锌锗	1	569	1.3	0	0	0
厦门钨业	3	851	1.3	0	0	0
辰州矿业	1	156	0.5	0	0	0
锡业股份	3	160	0.5	1	1177	3.7
云南铜业	2	70	0.1	0	0	0
中国铝业	1	200	0.1	0	0	0
宝钛股份	0	0	0	1	66	0.3
金钼股份	0	0	0	2	27	0.0

资料来源：Wind，西南证券研发中心

五、重点公司推荐

驰宏锌锗 (600497): 受铅锌价格持续下跌影响，2008 年业绩不尽人意，归属于母公司所有者的净利润 1.53 亿元，同比减少 88.4%，每股收益仅为 0.20 元。2009 年公司在冶炼产量方面没有太大变化，但昭通市铅锌矿 2000t/d 选矿技术改造工程将给公司铅锌精矿带来一定贡献，我们预计 2009 年锌自给率将提高至 82%，铅自给率将提高至 47.6%。外签麦哲伦铅精矿已经开始起运，价格优势较为明显，若能获得稳定供应，将给公司铅业务带来正面影响。正在全力建设的两个冶炼项目将使公司铅锌冶炼规模提升至 50 万吨，我们对呼伦贝尔项目特别看好，呼伦贝尔境内已知的大型铅锌矿有白音甲乌拉铅锌矿等，不排除整合可能，在行业低谷时建设不仅可降低成本，而且在行业反转时将充分享受量价齐升带来的业绩增长。我们预计公司 2009-2010 年净利润将分别增加 19.2%和 64.2%，实现每股收益分别为 0.23 元和 0.38 元，给予公司“增持”评级。

江西铜业 (600362): 2008 年公司实现营业收入 53972.43 百万元, 同比增长 24.54%, 实现归属于母公司股东的净利润 2285.10 百万元, 同比减少-49.60%, 基本每股盈利为人民币 0.76 元, 主要因去年四季度铜价短期大幅下挫影响, 大幅计提资产减值损失所致。公司通过收购和勘探新增资源铜金属储量 609 万吨、金储量 145 吨、银储量 1700 吨, 分别增长 66.8%、55.8%和 23.3%, 在资源增长方面大幅领先同业。根据公司公布的 2009 年生产计划, 我们预期部分矿山项目仍不甚理想, 铜精矿自给率将下降至历史最低 20.9%, 但随后铜精矿自给率将获得提升, 特别是海外加莱诺、艾娜克两大矿的正常产出后自给率有望提升至 40% 以上。2009 年议定的铜精矿冶炼加工费 (TC/RC) 同比增长 40% 以上, 加上公司冶炼能力的增长, 有利于弥补硫酸价格下跌导致的化工利润萎缩的局面, 同时公司贵金属和稀散金属业务相对稳定, 将提升公司抗风险能力。公司目前资产负债率为 38.16%, 远低于同业, 手握大量现金, 未来仍可寻求低成本扩张机会, 扩大资源储备, 以利长期发展。我们预期公司 09-10 年 EPS 分别为 0.53 元和 0.92 元, 但由于铜价前期涨幅过大, 存在回调可能, 但我们仍给予“增持”评级, 大幅调整时增持最佳。

中金岭南 (000060): 2008 年公司实现营业收入 7459.67 百万元, 同比减少 9.9%, 实现归属母公司所有者净利润 400.39 百万元, 同比减少 65.7%, 实现基本每股收益 0.39 元。公司募投项目凡口矿技改扩建、韶冶技改、丹霞技改年内都将完成, 提升公司铅锌精炼能力至 45 万吨, 铅锌精矿生产能力至 18 万吨, 此外收购的盘龙铅锌矿的技改也将在 09 年完成, 因其品位较低, 铅锌精矿实际产出还有赖于未来的价格涨幅。09 年 PEM 公司的贡献我们仍然持谨慎态度, 产量大约在 10 万吨左右, 该公司的铅锌精矿皆经包销协议售出, 短期内很难提升公司的铅锌自给率, 但我们仍然非常看好该项目未来的前景。另外从公司公布的年度生产计划来看, 公司在冶炼环节仍存在限产的情况, 我们预期公司 09-10 年 EPS 分别为 0.25 元和 0.48 元, 暂时给予“持有”评级。

表2: 重点跟踪公司盈利预测与投资评级

名称	最新股价	EPS		PE		投资评级
		09E	10E	09E	10E	
驰宏锌锗	20.41	0.23	0.38	88.74	53.71	增持
江西铜业	24.44	0.53	0.92	46.11	26.57	增持
山东黄金	73.97	2.02	2.35	36.62	31.48	增持
中金黄金	55.52	1.43	1.86	38.83	29.85	增持
中金岭南	16.03	0.25	0.48	64.12	33.40	持有
中孚实业	9.65	0.27	0.67	35.74	14.40	持有
紫金矿业	9.5	0.23	0.28	41.30	33.93	持有
金钼股份	15.91	0.32	0.52	49.72	30.60	持有
辰州矿业	16.05	0.34	0.39	47.21	41.15	持有
吉恩镍业	24.5	0.29	0.46	84.48	53.26	谨慎持有
宝钛股份	19.39	0.48	0.77	40.40	25.18	谨慎持有
中国铝业	10.47	0.03	0.04	307.94	249.29	卖出

资料来源: 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：(010) 88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>