

有色金属行业下半年投资策略

需求回暖，下半年行业景气度震荡回升

原材料/有色金属

优于大势

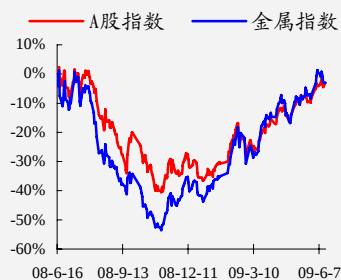
维持评级

2009 年 6 月 15 日

投资要点:

- 今年上半年以来 LME 各基本金属价格出现了强劲反弹，上涨幅度远远超过市场之前的预期。我们认为到目前为止，大多数金属价格的上涨仍然属于价值回归。
- 从基本金属下游需求情况，美元指数和商品走势关系以及通货膨胀预期等几方面分析，我们认为下半年基本金属价格整体仍将继续震荡回升。但三季度受基本金属消费淡季的影响，金属价格有可能出现回落，预计 7-8 月份金属价格有可能出现回调。
- 基本金属各品种中，铜的基本面最好，3 季度受季节性因素影响铜价可能出现调整，4 季度随着下游需求的确认，铜价将进一步回升。铅锌行业方面，由于欧美发达国家需求下降迅速，预计 2009 年铅锌行业仍将处于过剩状态。下半年随着下游需求的逐步恢复预计铅锌价格仍将向行业合理盈利水平回归。电解铝行业方面，由于闲置产能过大，金属价格上涨幅度可能弱于其他金属。
- 黄金方面，从 2008 年以来，SPDR 黄金持仓量持续增加，黄金价格在 2008 年 11 月份开始见底回升，期间 SPDR 大幅增仓至 1134 吨的历史高位。投资资金的涌入仍然是金价上涨最重要的推动力。此外美元阶段性贬值以及通货膨胀的预期也使大量资金投入黄金市场，受以上这些因素影响，预计下半年金价仍将保持在较高的水平。
- 重点关注公司：个股推荐（1）云南铜业，理由：公司由于铜矿质量较差，生产成本较高，因此相对于其他铜业公司估值较低，但是目前铜价已经跨过了公司的盈亏平衡点，如果铜价进一步上涨，公司的业绩相对于铜价的敏感性较大，此外集团公司还有大量的铜矿资产，大股东也有过资产注入的承诺，因此未来资产注入的预期一直存在。（2）西部矿业，理由：公司地处西部，资源状况极其丰富，公司在西部资源开发方面，拥有丰富的经验，未来资源扩张前景看好。

走势图



子行业	评级
铜	优于大势
铝	优于大势
其他有色金属	优于大势
黄金	同步大势

重要公司	评级
云南铜业	推荐
西部矿业	推荐

分析师：诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209-319

Email: zhulida970@sina.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

目 录

1	价值回归，上半年基本金属价格强劲反弹	4
2	下半年金属价格将继续震荡回升，3 季度可能出现回调	4
2.1	经济逐渐企稳，下游需求开始恢复	7
2.2	美元阶段性贬值，利多商品	8
2.3	通胀预期继续支撑商品价格	10
2.4	3 季度金属消费淡季来临，金属价格或有回调	10
2.5	中国有色金属行业长期向好	11
3	分行业	12
3.1	铜铝	12
3.2	铅锌	14
3.3	黄金	15
4	投资评级	17
5	风险因素提示	17
6	重点公司介绍	17
	云南铜业	17
	西部矿业	21

图目录

图1	LME 金属指数变化情况	4
图2	HSBC global mining 100 指数变化情况	4
图3	LME3 月期铜价格和库存变化情况	4
图4	LME3 月期铝价格和库存变化情况	4
图5	LME3 月期铅价格和库存变化情况	5
图6	LME3 月期锌价格和库存变化情况	5
图7	LME3 月期锡价格和库存变化情况	5
图8	LME3 月期镍价格和库存变化情况	5
图9	2009 年上半年 A 股各行业涨幅比较（算术平均）	6
图10	2009 年上半年有色金属各品种涨幅比较（算术平均）	6
图11	中国 PMI 指数变化情况	7
图12	美国 PMI 指数变化情况	7
图13	中国铜材产量	7
图14	中国铝材产量	7
图15	中国汽车产量	8
图16	中国电冰箱产量	8
图17	全球基本金属需求恢复情况（同比增速-3 个月平均）	8
图18	基本金属和原油走势	9
图19	基本金属价格和美元指数关系	9
图20	黄金价格和美元指数走势	9
图21	黄金价格和原油价格走势	9

图22	美国长短期国债收益率和 CPI 变化趋势	10
图23	全球各基本金属减产情况	11
图24	2009 计划减产占总产量的比例	11
图25	全球铜供需平衡情况	12
图26	全球铜供需缺口变化情况	12
图27	全球电解铝供需平衡情况	12
图28	LME3 月期锌价格和库存变化情况	12
图29	中国铝行业历年产量情况(千吨)	13
图30	中国铜行业历年产量变化情况(千吨)	13
图31	中国铜行业进口状况	13
图32	中国电解铝行业进出口情况	13
图33	全球铅供需平衡情况	14
图34	全球铅供需缺口变化情况	14
图35	全球锌供需平衡情况	14
图36	全球锌供需缺口变化情况	14
图37	中国铅及铅合金月度进口	15
图38	中国锌及锌合金月度进口	15
图39	中国历年铅行业产量(吨)	15
图40	中国历年锌行业产量(吨)	15
图41	SPDR Glod Trust 持仓量和国际金价变化情况	16
图42	中国黄金产量	16
图43	前五大矿业公司产量占比	16
图44	中国黄金行业利润总和	17
图45	全球主要黄金矿业公司的生产成本(美元/盎司)	17
图46	2008 年公司营业收入构成	18
图47	2007 年公司营业收入构成	18
图48	公司主要业务板块毛利率变化情况	18
图49	公司主要矿石产量预测	22

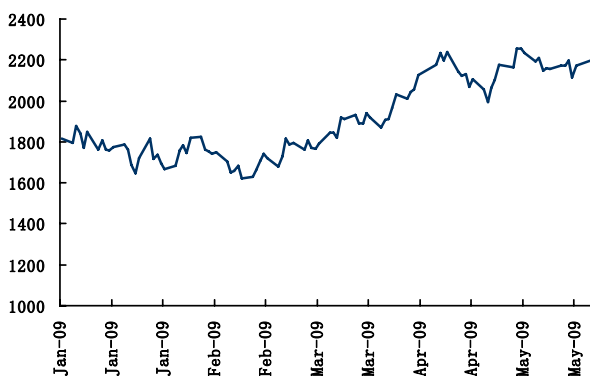
表目录

表1. LME 主要基本金属价格预测	6
表2 中国城市化水平的国际比较	11
表3 公司主要产品产量预测	19
表4 公司主要矿山状况	19
表5 西部矿业资源储量	21

1. 价值回归，上半年基本金属价格强劲反弹

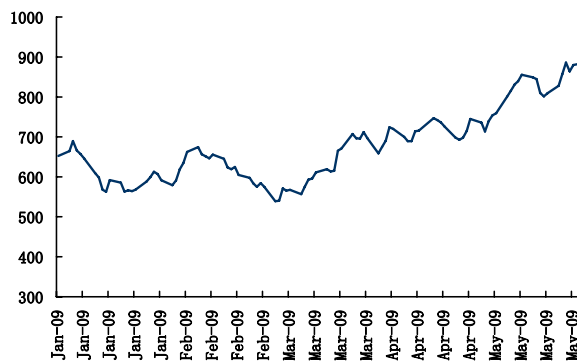
今年上半年以来 LME 各基本金属价格出现了强劲反弹，上涨幅度远远超过市场之前的预期。LME 金属指数和 HSBC 全球矿业指数也出现了大幅度的攀升。最近国内外各大机构也纷纷上调了对 2009 年各基本金属平均价格的预测。

图 1.LME 金属指数变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

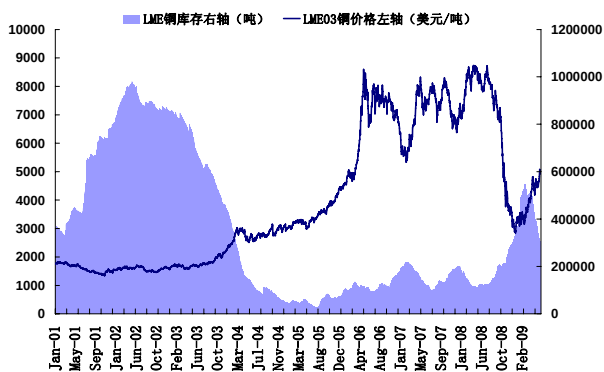
图 2. HSBC global mining 100 指数变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

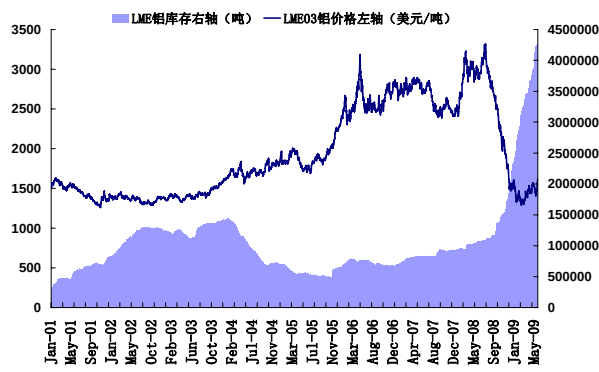
从各品种来看，铜和铅的上涨幅度最大，从 2009 年 1 月 2 日以来，LME3 月期铜价格上涨幅度为 64%，铅价上涨 66%。其余各基本金属今年上半年也出现了较大幅度的上涨，锌价上涨 31%，锡镍价格分别上涨 36%和 21%，电解铝上涨幅度最小，较年初上涨了 7%。我们认为到目前为止，大多数金属价格的上涨仍然属于价值回归。2008 年 10 月份由于受经济危机影响，下游需求下降，极度的风险厌恶情绪导致大量抛盘。基本金属价格也一路下跌，大多数基本金属价格跌破了行业内 75%现金成本线。但是我们认为在经济结构没有出现大的变化的情况下，金属价格大大低于生产成本的现象难以维持，随着各国出台的经济刺激政策效果的显现，下游需求逐渐企稳，基本金属价格也迎来了报复性的上涨。

图 3.LME3 月期铜价格和库存变化情况



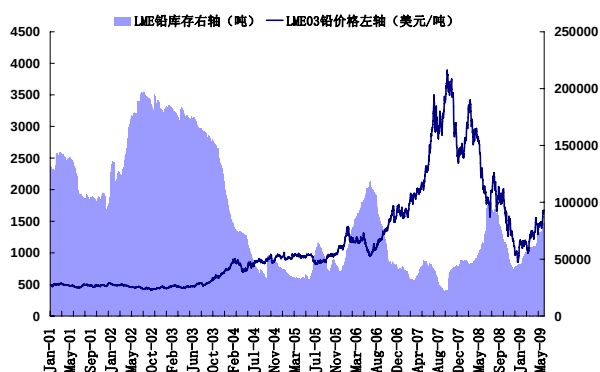
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 4.LME3 月期铝价格和库存变化情况



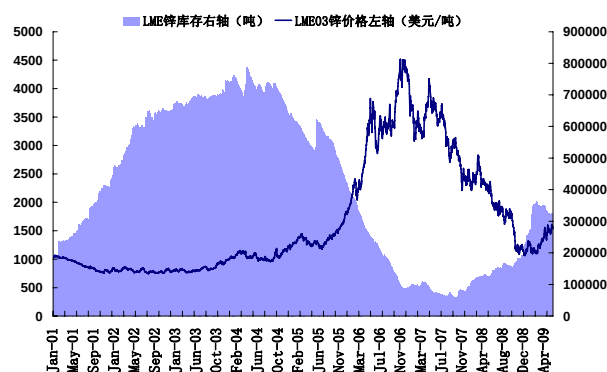
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图 5.LME3 月期铅价格和库存变化情况



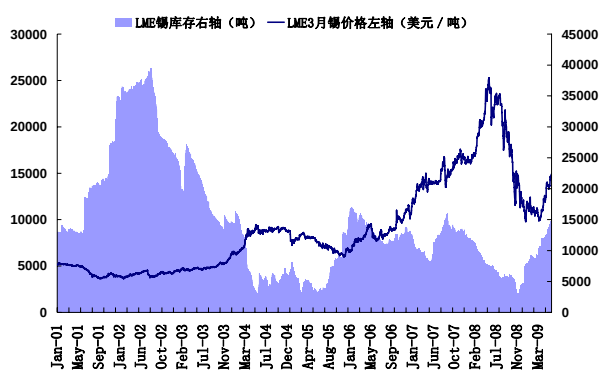
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 6.LME3 月期锌价格和库存变化情况



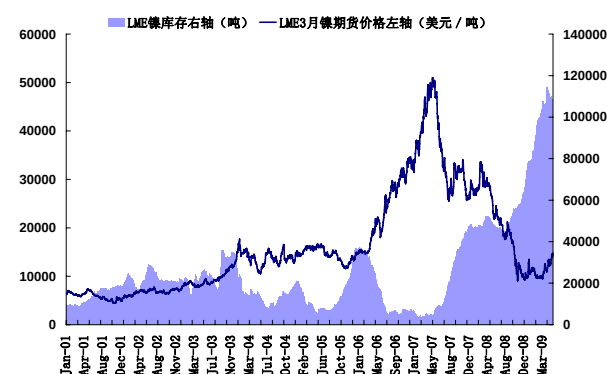
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 7.LME3 月期锡价格和库存变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 8.LME3 月期镍价格和库存变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

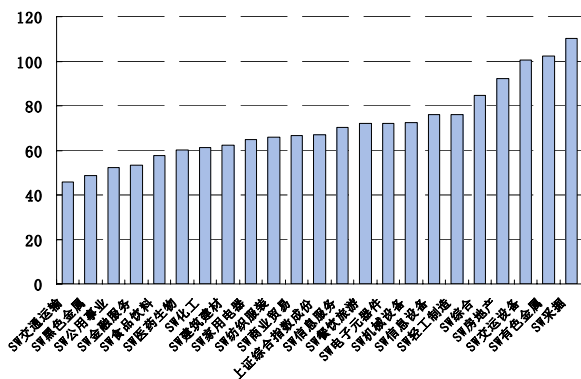
目前 LME3 月期铜价格在 5300 美元/吨左右，而全球行业的最高现金成本预计在 4900 美元/吨左右，目前全行业处于盈利状态；铅锌锡镍价格目前基本处于行业 90 分位现金成本线附近；电解铝目前仍然处于行业 75% 现金成本线附近。从库存情况上看，铜库存下降情况最为明显，目前已经从 50 万吨左右的高点下降至 30 万吨左右，铅锌库存基本上保持稳定，电解铝和镍库存仍然处于历史高位，但库存上升速度已经有所减缓。库存的变化从一方面反映出基本金属的供需状况有所改善。

从基本金属各品种比较上看，铜行业的情况最好，这是由多方面原因造成的，首先铜资源的稀缺性较高，受上游铜精矿产量的限制，铜行业的过剩情况好于其他基本金属，其次铜的需求很大一部分来自于电力行业的需求，铜良好的导电性使其这部分需求难以被其他金属替代，最后中国收储 30 万吨铜的计划也大大减轻了铜产量过剩的情况。铅锌行业和房地产行业关联度较大，随着房地产汽车行业的逐步回暖，铅锌的消费也逐步回升，价格逐渐向生产成本线回归。电解铝和镍行业在上半年的表现弱于其他金属，主要原因是前面几年产能扩张过于迅速，随着金属价格的上行，原来停产的产能逐步重启，导致金属产量过剩的压力增大，限制了金属价格的上涨空间。

A 股市场上个股的表现也基本反映了有色金属基本面变化的情况。从年初以来，

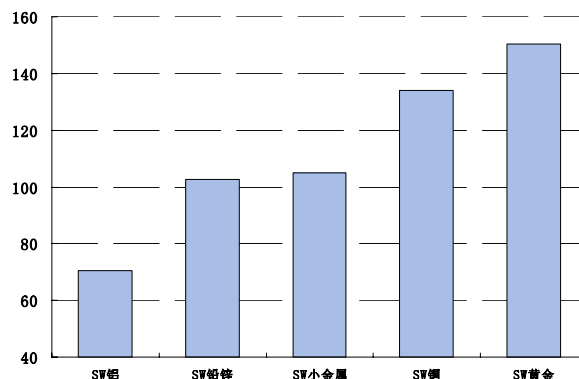
有色金属行业涨幅高达 100% 左右，从有色金属行业内各品种的比较来看，黄金上涨幅度最大，从年初上涨了 150%，铜行业其次上涨 133%，电解铝行业表现最弱整体上涨幅度在 70% 左右。

图 9.2009 年上半年 A 股各行业涨幅比较（算术平均）



数据来源: Wind 东北证券金融与产业研究所

图 10.2009 年上半年有色金属各品种涨幅比较（算术平均）



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

2. 下半年金属价格将继续震荡回升，3 季度可能出现回调

从基本金属下游需求情况，美元指数和商品走势关系以及通货膨胀预期等几方面分析，我们认为下半年基本金属价格整体仍将继续震荡回升。但三季度受基本金属消费淡季的影响预计今属价格有可能出现回落，预计 7-8 月份金属价格有可能出现回调。

黄金行业方面，由于各国推出的经济刺激计划，向金融体系注入大量的流动性，货币量的增加导致人们对未来通胀预期的升温。黄金作为一种硬通货具有良好的抵御通胀的能力。短期内对黄金投资需求的上升抵消了避险需求的下降。由于市场上目前流动性仍然充沛，对通胀的预期也将持续，因此预计短期内黄金价格仍将保持在高位。

表 1.LME 主要基本金属价格预测

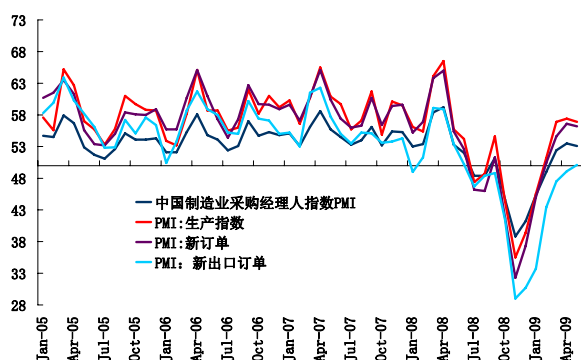
		08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2E	09Q3E	09Q4E
基本金属 (LME 现金价)									
铝	美元 / 吨	2729	2941	2792	1830	1350	1500	1450	1550
铜	美元 / 吨	7763	8448	7693	3940	3382	4700	4600	4900
铅	美元 / 吨	2891	2316	1912	1251	1100	1500	1550	1600
镍	美元 / 吨	28863	25730	18980	10885	10400	12000	14000	16000
锡	美元 / 吨	17695	22612	20567	13127	11100	12000	14000	15000
锌	美元 / 吨	2426	2115	1773	1189	1100	1450	1550	1600
贵金属									
黄金	美元 / 盎司	923	897	869	797	905	945	920	910
白银	美元 / 盎司	17.5	17.2	15	10.2	12.5	13	13.5	14
白金	美元 / 盎司	1862	2021	1531	859	1010	1100	1300	1400

数据来源: Bloomberg Macquarie research 东北证券金融与产业研究所

2.1. 经济逐渐企稳，下游需求开始恢复

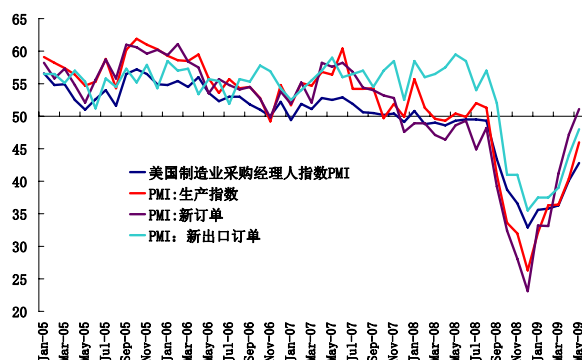
5 月份中国 PMI 指数为 53.1, 生产指数和新订单指数较 4 月份略有下降, 但都处于 50 以上, 即行业处于扩张状态。5 月份美国 PMI 指数继续回升, 其中新订单指数达到 51.1。从 PMI 指数上来看, 经济已经开始企稳, 经济刺激政策逐渐显现效果。来自中国的需求仍然保持强劲, 从下游的主要产品产量上看, 铜材和铝材的月度产量都出现了快速回升, 一些终端产品的产量也出现了快速回升。

图 11. 中国 PMI 指数变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

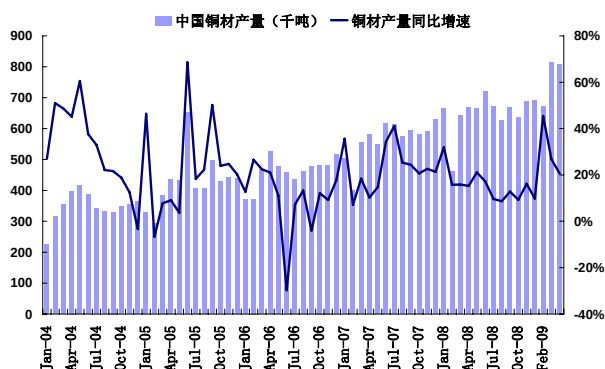
图 12. 美国 PMI 指数变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

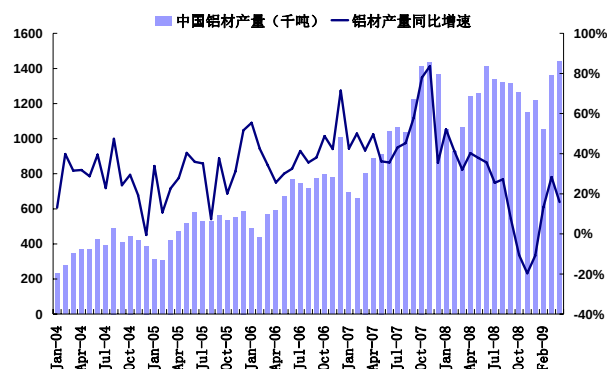
截止到 4 月 30 日的统计数据, 中国铜材和铝材的月度产量环比继续回升, 同比增长在 20% 左右, 基本金属下游终端产品也出现了明显回升, 其中 4 月份汽车产量同比增长 18%, 冰箱和空调产量同比下降在 6% 左右, 降幅较前一个月大幅度收窄。此外二季度中国房地产市场开始出现回暖迹象, 商品房销售出现了大幅度的回升, 目前交易商和产商的库存水平仍然处于较低的水平, 随着下游需求的进一步确认, 金属价格也将继续回升。

图 13. 中国铜材产量



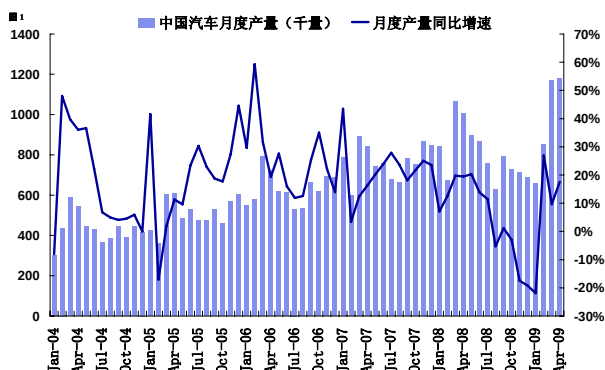
数据来源: Bloomberg 东北证券研究所

图 14. 中国铝材产量



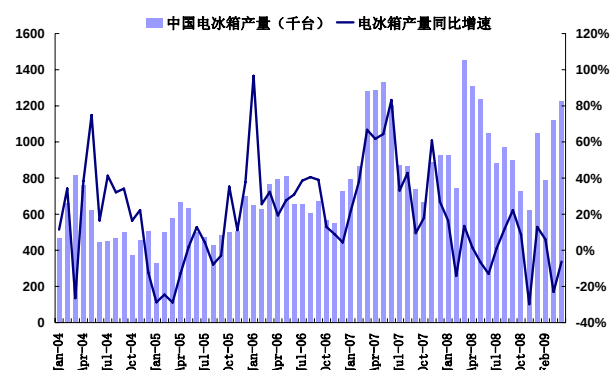
数据来源: Bloomberg, 东北证券研究所

图 15. 中国汽车产量



数据来源: Bloomberg 东北证券研究所

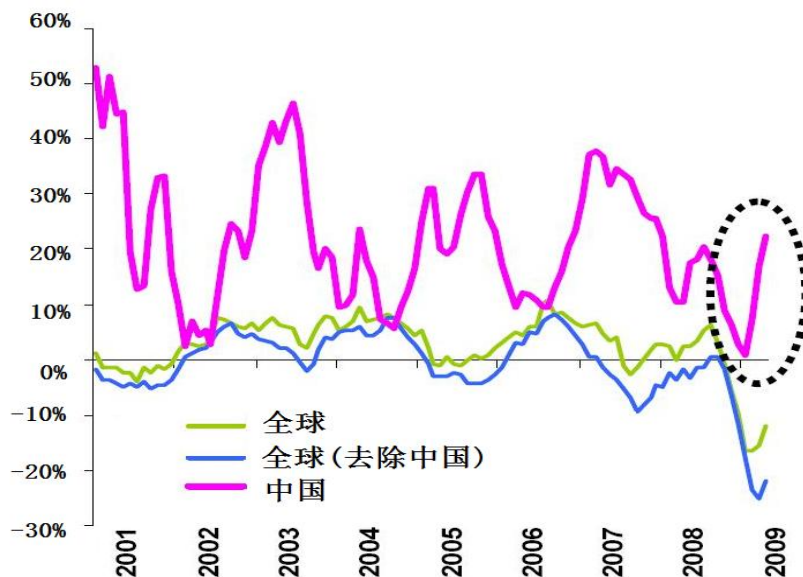
图 16. 中国电冰箱产量



数据来源: Bloomberg, 东北证券研究所

从全球基本金属需求的统计数据来看,下游需求开始出现回升,其中中国需求的增长仍是全球基本金属消费最大的推动力。随着全球经济回升势头的进一步确立,预计基本金属的需求也将进一步恢复。另一方面从历史经验数据来看,中国基本金属需求一般两年一个小周期,从 2001 的峰值到 2003 年、2005 年、2007 年,由于中国经济的基本结构并没有发生大的变化,预计 2009 年的需求也将保持较快增长。

图 17. 全球基本金属需求恢复情况(同比增速-3 个月平均)



数据来源: Based on monthly data from IAI, INSG, ILZSG, ICSG for aluminium, copper, nickel and zinc, Macquarie Research, June 2009

2.2. 美元阶段性贬值，利多商品

在 5 月份这一波基本金属价格的反弹中,美元贬值扮演了重要的角色,由于各基

本金属一般以美元计价，因此美元指数的走势和基本金属价格呈现良好的负相关的关系。石油作为最重要的商品和工业金属的相关度较大，石油上涨有可能带动工业金属价格的上涨。

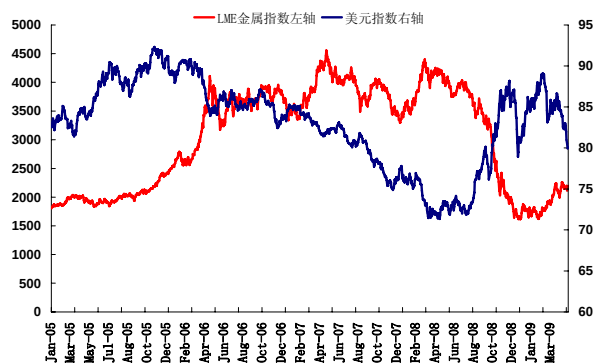
5 月份美元指数出现了较大幅度的下跌，这主要是由于美国大量投放基础货币，导致人们对美元的不信任度上升，同时人们对经济前景预期逐渐乐观导致了对美元的避险需求下降，而对商品的投资需求上升。在大量资金的推动下，5 月份各基本金属的价格都出现了快速上涨。

图 18.基本金属和原油走势



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 19.基本金属价格和美元指数的关系



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

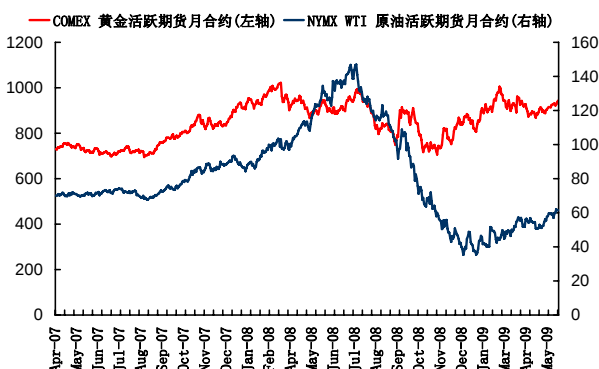
黄金方面，5 月份黄金价格走势和美元指数又呈现出良好的负相关，主要原因是推动金价上涨的因素由避险需求逐渐转变为投资需求。各国推出的经济刺激计划，向金融体系注入大量的流动性，货币量的增加导致人们对未来通胀预期的升温。黄金作为一种硬通货具有良好的抵御通胀的能力。短期内对黄金投资需求的上升抵消了避险需求的下降。

图 20.黄金价格和美元指数走势



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 21.黄金价格和原油价格走势



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

由于美国大举发行国债，导致美元的信用度下降，此外美国巨额的贸易赤字也需

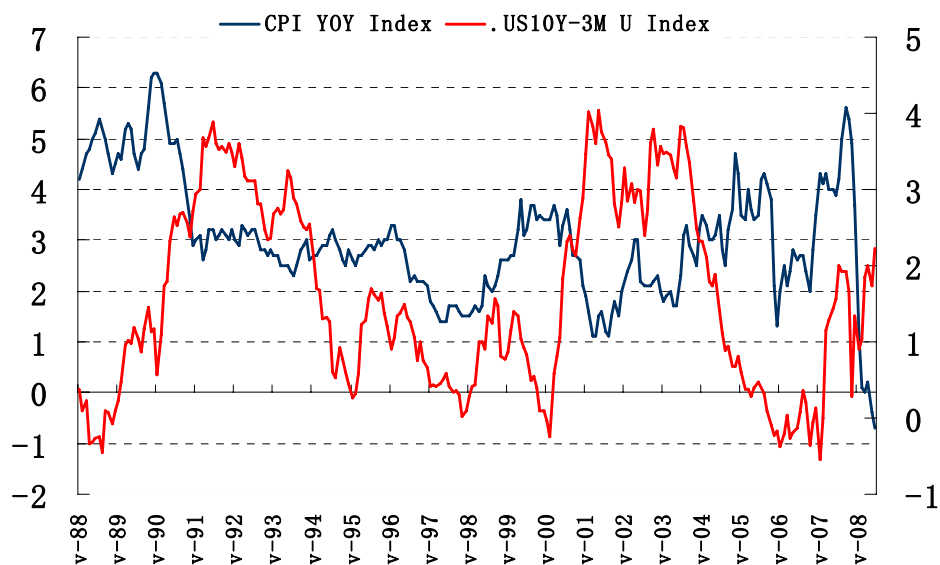
要通过美元贬值来让其他国家承担一部分的损失。由于在经济危机中资金的安全性是第一位的，因此美元在短期内大幅贬值的可能性不大，但从长期来看，避险资金不可能一直投向美元资产，只要经济出现好转，资本的逐利性必然会引导资金进入高风险高收益的市场，如大宗商品市场。而目前金属中除了铜之外，大多数金属仍然处于成本线附近，仍然具有较大的吸引力。因此美元阶段性的贬值仍将对金属价格构成较强支撑。

2.3. 通胀预期继续支撑商品价格

由于各国政府前期向市场投入的大量流动性，随着经济见底企稳，人们开始担忧大量基础货币的投入又可能带来严重的通胀，而基本金属作为重要的大宗商品有良好的抵御通胀的能力，在最近的一段时间内重新获得了投资者的青睐。

从美国长短期国债收益率和 CPI 走势来看，虽然 CPI 目前仍处于负值，但美国 10 年期和 3 个月国债的利差正在逐步扩大，说明人们对未来通胀的担忧正在逐步升温，对未来购买力下降风险的要求收益也在逐步增加。

图 22. 美国长短期国债收益率和 CPI 变化趋势



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

由于目前经济仍然处于低谷期，我们认为在短期内进入加息周期的可能不太大，因此人们对通货膨胀的预期仍将利好基本金属以及贵金属的价格。

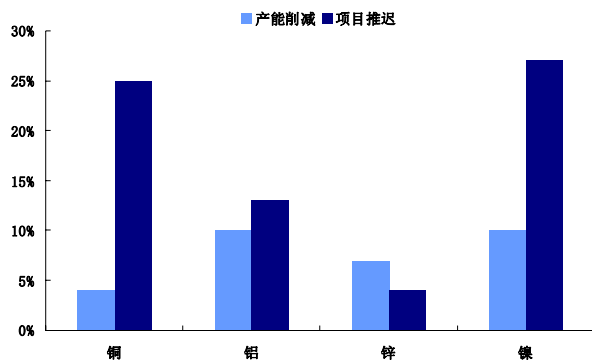
2.4. 3 季度金属消费淡季来临，金属价格或有回调

由于 2008 年下半年基本金属价格暴跌，大量在建矿业项目延期投产，一些高成本的项目被取消，同时一些已投产的产能也出现了停产。虽然 2009 年年初以来基本

金属价格迎来了强劲反弹,但由于目前下游需求恢复的情况能否持续仍然存在不确定性,因此那些延迟或取消的在建矿业项目恢复原有进度的可能性不大。而 2009 年停产的部分产能则有可能随着金属价格的上涨开始重启。

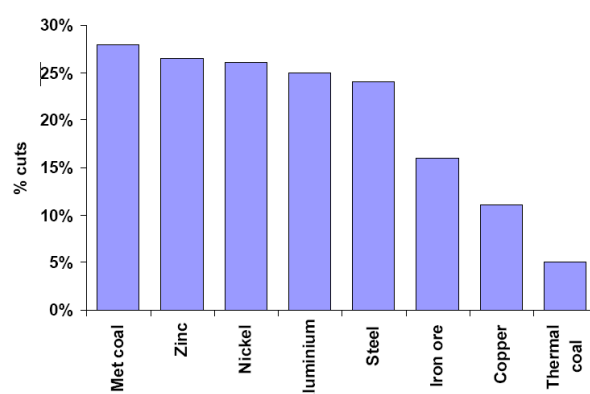
从 2009 年计划减产的产量统计中可以看出,锌镍电解铝的减产产量较大,铜减产比例最小,也就是说相对于铜,其他基本金属受到重启产能的压力更大。

图 23.全球各基本金属减产情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 24.2009 计划减产占总产量的比例



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

由于夏季是基本金属消费的淡季,而全球主要的工业国家基本上都分布于北半球,7 月份之后将逐渐进入消费淡季。而另一方面随着外盘金属的上涨,国内外差价缩小,预计中国进口金属的增长速度也将放缓。因此随着闲置产能的重启,预计 7-8 月份基本金属价格有可能出现调整。

2.5. 中国有色金属行业长期向好

中国仍处于经济增长速度较快的发展时期,目前中国经济增速下滑仅仅只是周期性的。有色金属行业作为一个强周期性行业,其景气度随经济周期波动是很正常的现象。从长远来看,中国对有色金属的需求依旧强劲,当经济开始复苏时有色金属行业仍旧会有上佳表现。

表 2.中国城市化水平的国际比较

(Geary-Khamis Dollar)	美国 (1910)	日本 (1960)	韩国 (1970)	中国 (2007)
城市化率	45.60%	43.10%	40.70%	44%
人均 GDP	4963	3986	3167	3420

资料来源: CEIC, 东北证券研究部

中国城市化进程的推进仍然是基本金属需求增长的重要动力。目前中国的城市化率在 44%左右,人均 GDP 在 3420 元(Geary-Khamis Dollar)左右,和美国 1910 年、日本 1960 年、韩国 1970 年所处的城市化阶段比较相近。而上述国家在之后的 10 年间

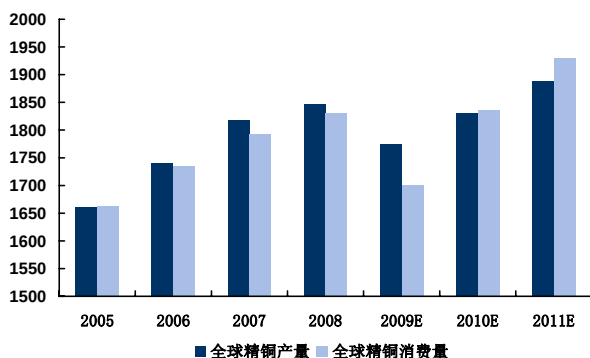
城市化进程都经历了快速发展。而中国目前正处在城市化的加速阶段，未来发展前景广阔。随着城市化的推进，所带来的住行需求会刺激房地产、汽车、电力设备等相关行业的发展，从而带动有色金属行业的发展。

3. 分行业

3.1. 铜铝

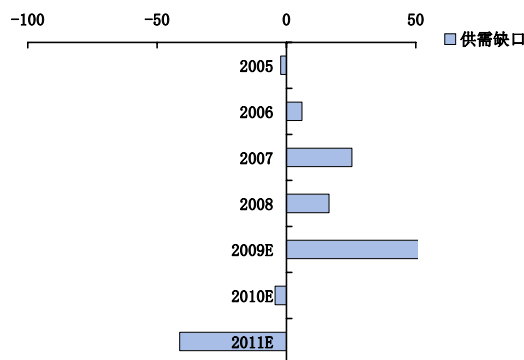
铜铝是有色金属行业中最重要两个品种。预计 2009 年全球铜过剩在 74 万吨左右，2010 预计基本供需平衡，由于大量新建铜矿项目推迟，2011 年铜行业可能出现短缺。电解铝由于前几年产能增加迅速，预计 2009 年仍将处于产量过剩的状态，过剩缺口预计在 150 万吨左右，缺口较 2008 年有所缩小。

图 25.全球铜供需平衡情况



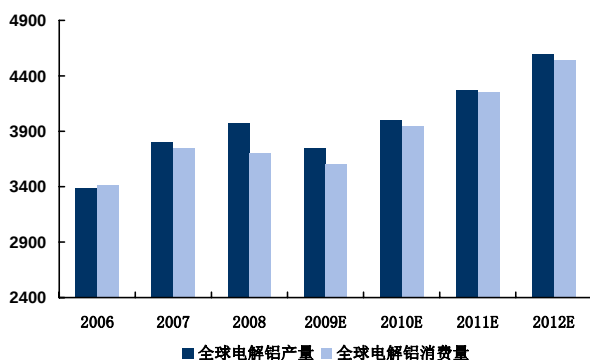
数据来源: WBMS Brookhant Macquarie 东北证券金融与产业研究所

图 26.全球铜供需缺口变化情况



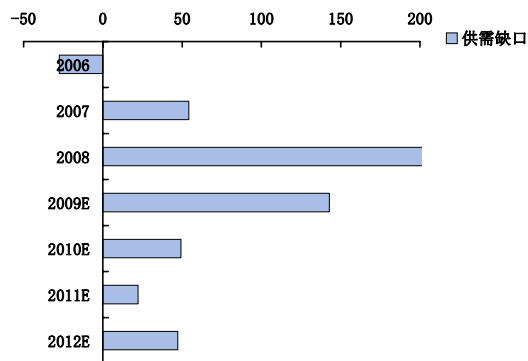
数据来源: WBMS Brookhant Macquarie 东北证券金融与产业研究所

图 27.全球电解铝供需平衡情况



数据来源: WBMS Brookhant Macquarie 东北证券金融与产业研究所

图 28.LME3 月期锌价格和库存变化情况



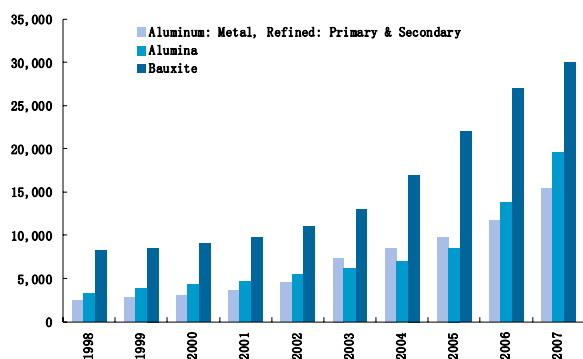
数据来源: WBMS Brookhant Macquarie 东北证券金融与产业研究所

中国从 1998 年以来铜和电解铝的产量大幅度增长，电解铝产量从 1998 年的 244 万吨左右增长到 2007 年的 1500 万吨左右，铝土矿产量从 800 万吨增加到 3000 万吨

左右。中国铜的产量也大幅度提升，精铜产量从 1998 年的 121 万吨增长到 2007 年的 360 万吨左右，但是中国铜精矿的产量仅从 98 年的 48 万吨上涨至 92 万吨左右。

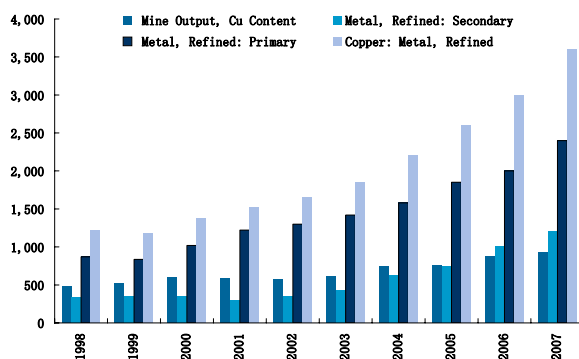
从中国的有色行业的产量统计数据上来看，下游冶炼产能的增长要快于上游矿产产量的增长，相比铝土矿，铜精矿产量的增长更为缓慢，这主要是由于中国铜矿稀缺，西部的铜矿资源又由于自然条件限制难以开发利用。而另一方面中国城市化进程和电力行业的发展使中国对铜的需求一直保持强劲，从长期来看，中国铜行业的供需仍将处于较为紧张的状态。

图 29.中国铝行业历年产量情况(千吨)



数据来源: CEIC 东北证券金融与产业研究所

图 30.中国铜行业历年产量变化情况（千吨）

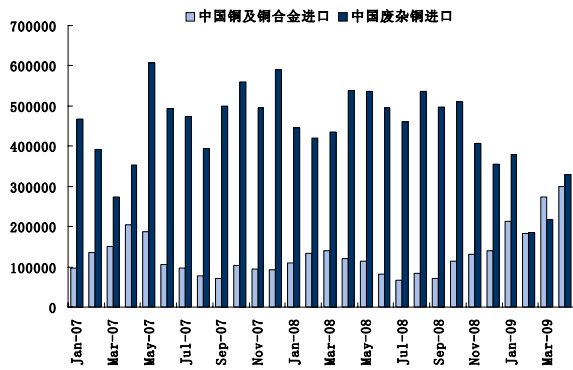


数据来源: CEIC, 东北证券金融与产业研究所

从 2009 年年初以来，中国对原铝和铜及铜合金的进口大幅度增长，但对废杂铝以及废杂铜的进口却大幅度下滑。这主要是由于年初基本金属价格处于低位，使用废杂铜或废杂铝冶炼无利可图。随着基本金属价格的逐渐恢复，目前对废杂铝和废杂铜的进口正在稳步回升。

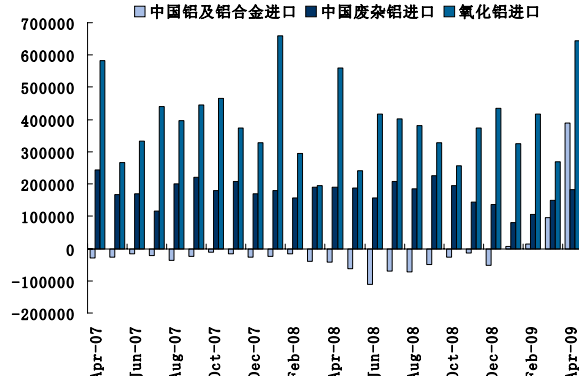
由于废杂铜在铜供给中所占比例较大，而目前精铜来自于废杂铜冶炼的比例仍然要低于历史平均水平，因此随着下游需求恢复，铜价仍有上涨空间。

图 31.中国铜行业进口状况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 32.中国电解铝行业进出口情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

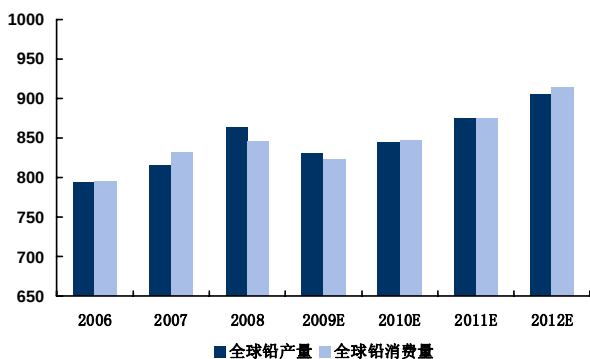
预计下半年铜价仍将继续振荡回升，7-8 月份随着闲置产能的重启，以及消费淡季的来临，铜价可能出现调整，但调整的幅度不会太大。电解铝由于闲置产能过大，铝价走势可能弱于铜，但由于目前的电解铝价格仍然在成本线附近，向下的空间也很小，预计下半年电解铝价格将继续回升，但上涨幅度可能弱于其它基本金属。

3.2. 铅锌

由于欧美发达国家需求下降迅速，预计 2009 年铅锌行业仍将处于过剩状态。铅最重要的应用领域为电池行业，用于电池行业的铅占铅总消耗量的 80%左右，而含铅电池主要应用于汽车行业，虽然汽车销量下降会对铅需求造成不利影响，但来自存量废旧铅酸电池替换的那部分需求受到的影响并不大。

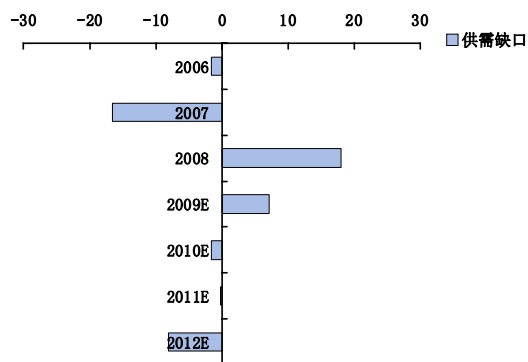
金属锌主要用于建筑行业 and 汽车行业，受房地产投资以及汽车销量下降的影响，预计 2009 年全球锌的产销都将出现比较明显的下降，2009 年仍将处于供过于求的状态。

图 33.全球铅供需平衡情况



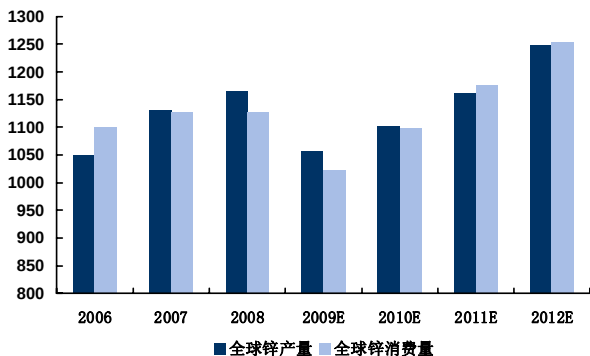
数据来源：WBMS Brookhant Macquari 东北证券金融与产业研究所

图 34.全球铅供需缺口变化情况



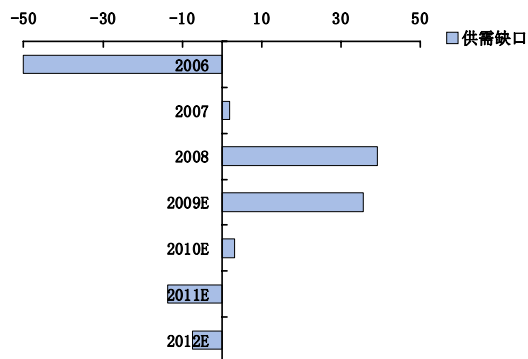
数据来源：WBMS Brookhant Macquarie, 东北证券金融与产业研究所

图 35.全球锌供需平衡情况



数据来源：WBMS Brookhant Macquari 东北证券金融与产业研究所

图 36.全球锌供需缺口变化情况

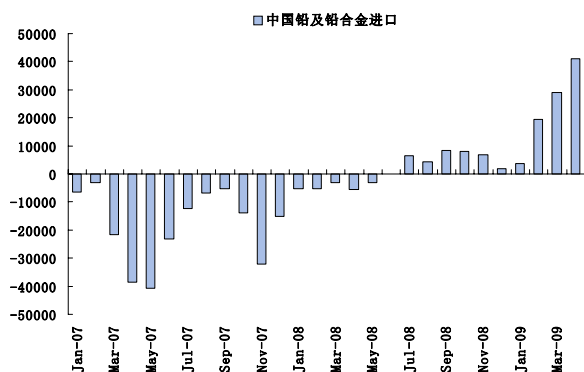


数据来源：WBMS Brookhant Macquarie, 东北证券金融与产业研究所

中国对铅锌的需求保持强劲，2009 年以来对铅锌的进口大幅度增加。从二季度开始，中国房地产和汽车的销量快速回升，销量的回升必将带动投资的回升，因此中国对铅锌的需求也将逐步回升。

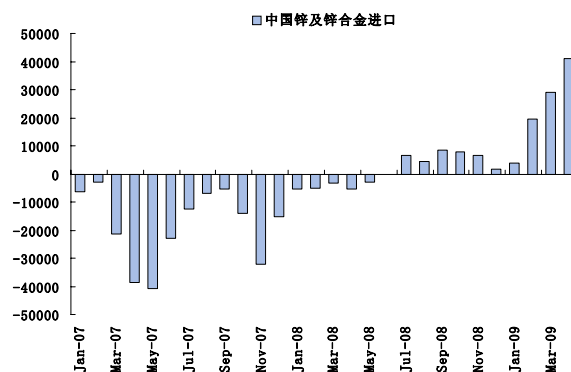
从产量来看，中国铅锌行业的产量从 1998 年以来一直保持较快增长，矿山的产量也稳步增加，从矿产的自给率上来看，铅锌行业(特别是锌)的矿产自给率要远远高于铜行业，这从一方面表现出中国不同矿产品种的稀缺程度。

图 37.中国铅及铅合金月度进口



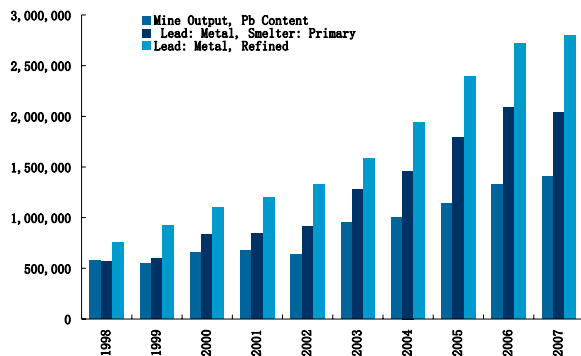
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 38.中国锌及锌合金月度进口



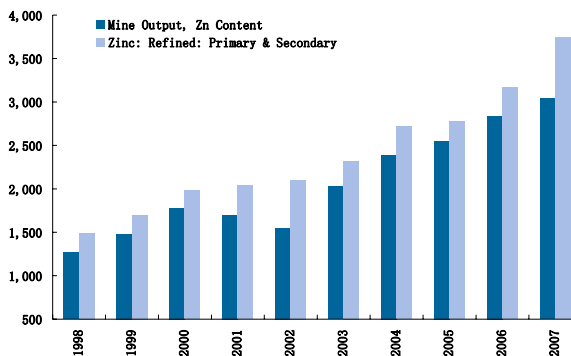
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图 39.中国历年铅行业产量（吨）



数据来源: CEIC 东北证券金融与产业研究所

图 40.中国历年锌行业产量（吨）



数据来源: CEIC, 东北证券金融与产业研究所

预计下半年铅锌价格仍将继续回升，3 季度可能出现调整，四季度随着下游需求的确认，铅锌价格继续向行业合理赢利水平回归。

3.3. 黄金

从 2008 年以来，SPDR 黄金持仓量持续增加，黄金价格在 2008 年 11 月份开始见底回升，期间 SPDR 大幅增仓至 1134 吨的历史高位。投资资金的涌入仍然是金价上涨最重要的推动力。此外美元阶段性贬值以及通货膨胀的预期也使大量资金投入

黄金市场，受以上这些因素影响，预计短期内金价仍将保持在较高的水平。

但从4月份以来，SPDR的仓位一直保持稳定，此外在目前黄金价格处于历史高位的情况下，欧洲央行可能的售金活动也会给金价带来短期风险。

图 41.SPDR Glod Trust 持仓量和国际金价变化情况

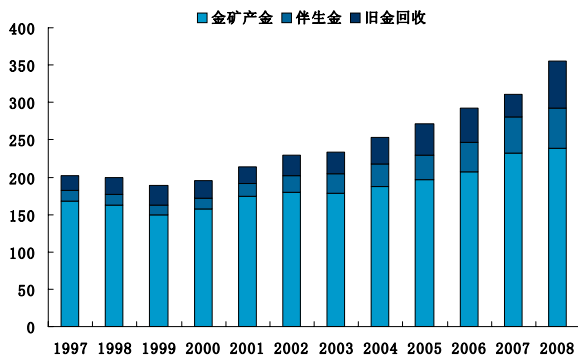


数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

预计短期内黄金价格仍将维持在高位，但随着经济的复苏，资金可能开始更加关注工业金属。

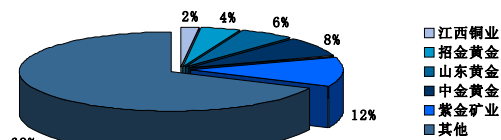
中国黄金行业方面，2008 年中国矿产金产量为 280 吨左右，为第一大产金国。中国金矿主要分布在江西、山东、甘肃、云南和安徽，中国前 5 大黄金矿业公司黄金产量占了全部产量的 32%左右，其中紫金占 12%，中金黄金和山东黄金分别占总产量的 8%和 6%。

图 42.中国黄金产量



数据来源: Bloomberg 东北证券研究所

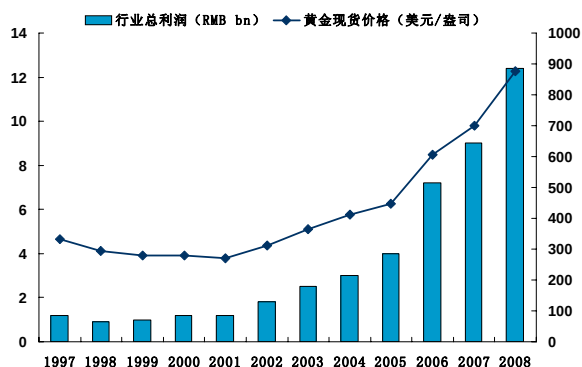
图 43.前五大矿业公司产量占比



数据来源: Bloomberg, 东北证券研究所

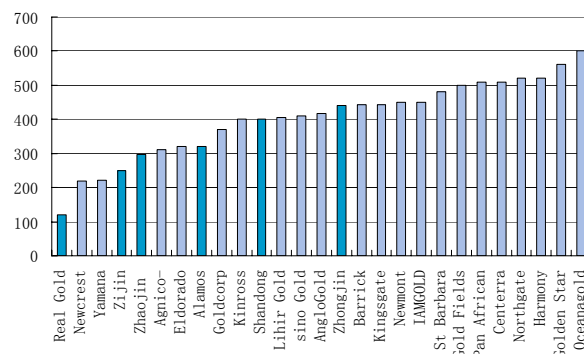
从 1999 年欧洲央行大规模售金以来，黄金价格呈持续攀升状态，中国黄金行业的总利润也随着金价出现了大幅度增长。中国黄金矿业公司在全球黄金矿业公司中生产成本较低，其中紫金矿业的生产成本在 250 美元/盎司左右，中金黄金的生产成本最高，在 440 美元/盎司左右，但在全球范围内，仍然处于较低的水平。

图 44. 中国黄金行业总利润和



数据来源：中国黄金行业协会

图 45. 全球主要黄金矿业公司的生产成本 (美元/盎司)



数据来源：中国黄金协会，Macquarie Research

预计黄金短期内仍将维持在高位，中国黄金类公司的利润也将稳步增长。但黄金类股票经过之前的大幅上涨，目前已经比较合理的反映了公司的价值，短期内调整的风险较大。

4. 投资评级

随着经济的逐渐复苏，基本金属下游需求恢复，有色金属价格下半年将继续振荡回升，7-8 月份可能出现调整。维持有色金属行业整体优于大势评级。

5. 风险因素提示

经济复苏情况低于预期；通胀预期改变；基本金属下游需求恢复情况低于预期；股票价格继续上涨导致估值压力增加；大盘系统性风险。

6. 重点公司介绍

云南铜业

云南铜业是国内主要的铜冶炼企业之一，电解铜年生产能力在 42 万吨左右，铜矿自给率为 15% 左右。主导产品在国内外铜市场享有较高声誉。

2008 年公司高纯阴极铜产量为 37.93 万吨，同比下降 10.43%，硫酸 77.86 万吨，同比下降 7.45%，黄金 11.083 吨，白银 331 吨。实现销售收入为 257.55 亿元，同比

下降 25.29%；利润总额为-30.5 亿元，同比下降 385.56%，归属母公司所有者净利润为-27.92 亿元，每股收益-2.22 元。

图 46.2008 年公司营业收入构成

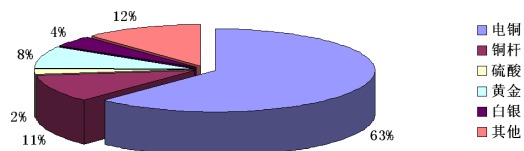
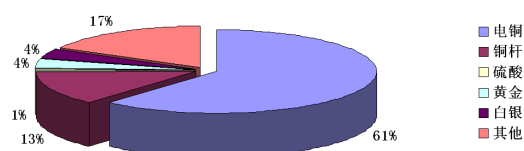


图 47.2007 年公司营业收入构成

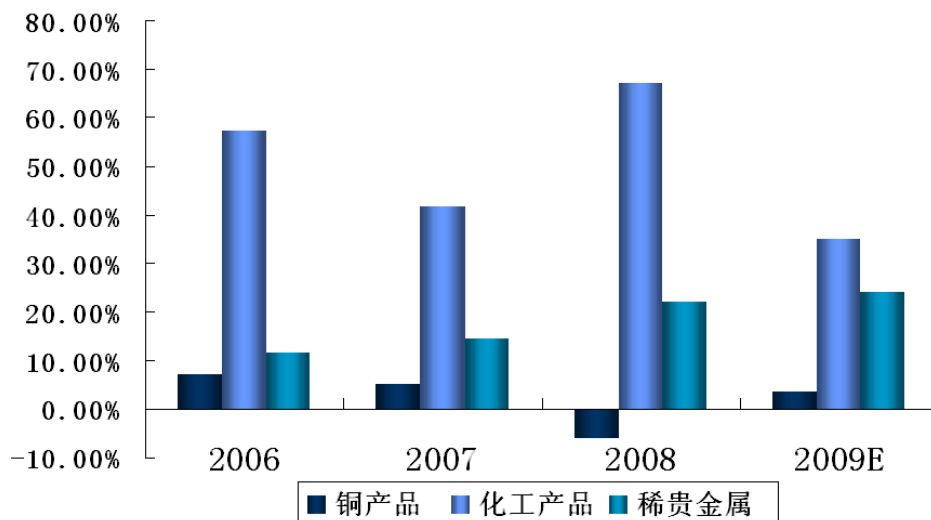


数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司电解铜和铜材产品占营业收入的比重在 75%左右，黄金产量虽然略有下降，但由于 2008 年黄金价格维持在历史高位，导致黄金产品在主营收入中的比重上升至 8%左右，此外硫酸在主营收入中的比重也略有上升。

图 48.公司主要业务板块毛利率变化情况



数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

由于 2008 年以来铜价经历了大幅下跌，公司铜产品的毛利率也出现了快速下滑，公司铜产品的毛利率仅为-5.91%，较 2007 年下降了 11 个百分点左右。此外由于报告期内公司库存一直处于比较高的水平，导致报告期末公司计提了 17.5 亿元的存货跌

价准备。同时，运输费用增加以及执行新的会计准则造成公司期间费用大幅度上升，报告期内公司期间费用率为 7.6%，高于行业平均水平 3 个百分点左右。

由于从年初以来，铜价出现了大幅反弹，目前国内期铜价格在 42000 元/吨左右，云铜用自有矿生产精铜的成本估计在 25000 元/吨左右，外购铜矿生产精铜的成本在 40000 元/吨左右，因此目前公司铜冶炼业务已经可以盈利，铜材加工业务的毛利率较低，但是只要铜价保持稳定，加工业务的毛利率比较稳定，预计 2009 年公司铜产品业务毛利率较 2008 年会有较大提高，预计在 3.6% 左右。稀贵金属方面，由于黄金价格维持在历史高位，预计 09 年稀贵金属业务的毛利率较 08 年会略有上升预计可达 24% 左右。铜冶炼费用方面，目前中国主要铜冶炼企业和必和必拓以及 Freeport 的年度铜加工费都定在 75（美元/吨）/7.5（美分/磅），相比 2008 年大幅上涨了 66.7%，大幅上涨的冶炼费有助于改善铜冶炼企业经营状况。

表 3. 公司主要产品产量预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E
高纯阴极铜（万吨）	36	42.35	37.93	40
硫酸（万吨）	67	64.4	77.86	80
黄金（吨）	10.02	12.15	11.083	12.5
白银（吨）	435	405.31	331	400

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司 1-3 号竖井、10 万吨/年粗铜，30 万吨/年硫酸生产线以及羊拉铜矿矿山建设及选矿工程都在建设中，预计 2009 年仍然难以产生明显效益，2009 年公司各产品产量仅略有增长。

矿山质量较差，但资产注入预期仍在

矿产资源方面，公司目前矿产储量相对江铜仍然比较薄弱。由于上市公司原来主要业务放在冶炼方面，上游铜矿开采比较薄弱，并没有多少自有矿山。增发收购集团公司的 4 矿一厂后，才逐步转型为资源型上市公司。2008 年公司自有铜矿的自给率在 15% 左右，低于江西铜业的 23%。

表 4. 公司主要矿山状况

	设计产能	（万吨）	铜（万吨）	品味	金（吨）	品味 g/t	银（吨）	品味 g/t
玉溪矿业	100%	3	64	1%	7.745	0.18	100.6	1.86
楚雄矿冶	100%	3	10.4	-			35.82	
迪庆矿业	75%	5	32.5	1%				
金沙	51%	1.5	41	-				
权益储量			119.685		7.745		135.82	

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

虽然公司资源储量较少，但控股股东云铜集团旗下仍有大量的铜矿资源，估计储量在 600 万吨左右，如果考虑未来的新增矿产，预计云铜集团铜矿资源可以达到 1000 万吨左右。云铜集团曾在 2006 年 6 月 2 日出具承诺：力争在两年内逐步将所拥有的

全部相关铜矿山资产及其股权（包括但不限于凉山矿业股份有限公司的股权、迪庆有色金属股权）以适当的方式全部注入上市公司。虽然公司公告称资产注入的条件仍不具备，但市场对公司资产注入的预期一直存在，特别是中铝入主之后，有可能整合云铜集团旗下的铜矿资源，将这些资产放入上市公司，实现整体上市。

由于 2009 年初以来铜价大幅反弹，行业景气度见底回升，公司存货计提较为充分，在 2009 年可以“轻装上阵”。目前公司股票价格在 21 元左右，公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益预计在 0.37 元、0.41 元和 0.58 元。考虑到公司资产注入的预期，给予推荐评级。

报表预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,575,453.40	1,802,817.38	2,073,239.98	2,384,225.98	P / E	(9.46)	56.41	51.68	36.11
营业成本	2,507,327.19	1,671,211.71	1,897,014.59	2,169,645.64	EV / 收入	1.32	1.88	1.64	1.43
营业费用	31,920.93	21,633.81	24,878.88	28,610.71	EV / EBITDA	(18.58)	26.42	24.51	19.44
管理费用	69,485.16	30,647.90	34,208.46	39,339.73	EV / EBIT	(16.06)	30.34	28.80	22.54
财务费用	93,284.84	60,497.21	61,913.93	66,959.90	EV / NOPLAT	(16.89)	31.93	30.32	25.04
投资收益	10,723.36	10,000.00	10,000.00	15,000.00	EV / IC	2.94	2.88	2.75	2.63
营业利润	(305,586.23)	51,254.92	56,309.20	83,940.98	P / B	7.39	6.69	6.06	5.35
利润总额	(305,619.86)	51,354.92	56,909.20	84,540.98	Dividend Yield (%)	0.00%	0.35%	0.39%	0.55%
所得税	(15,118.13)	2,567.75	2,845.46	8,454.10					
净利润	(290,501.73)	48,787.18	54,063.74	76,086.88	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	(279,222.88)	46,787.18	51,063.74	73,086.88	基本 EPS	(2.22)	0.37	0.41	0.58
NOPLAT	(201,799.45)	106,164.53	112,311.97	135,810.79	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	(4.10)	0.83	0.89	0.86
					每股净现金流	(4.17)	(0.73)	0.67	0.45
					每股净资产	2.84	3.14	3.46	3.93
资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	380,125.40	288,450.78	373,183.20	429,160.68	净负债 / 权益	1.87	1.69	1.62	1.46
交易性金融资产	2,825.36	3,000.00	3,000.00	3,000.00	总负债 / 总资产	79.58%	73.35%	73.65%	72.12%
应收帐款	38,735.28	29,635.35	36,920.71	42,458.82	流动比率	1.01	1.17	1.15	1.19
预付款项	276,294.29	293,006.41	319,564.62	297,868.16	速动比率	0.59	0.78	0.80	0.81
存货	572,322.91	343,399.67	363,811.02	416,096.42					
流动资产合计	1,376,682.57	1,035,924.37	1,209,096.97	1,317,794.12	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
非流动资产	793,777.82	795,943.64	810,225.49	811,133.23	盈利能力				
资产总计	2,170,460.40	1,831,868.02	2,019,322.45	2,128,927.35	毛利率	2.65%	7.30%	8.50%	9.00%
短期借款	745,377.04	555,040.72	674,777.46	746,691.27	营业利润率	-11.87%	2.84%	2.72%	3.52%
应付帐款	106,324.19	64,101.27	77,959.50	89,163.52	净利率	-10.84%	2.60%	2.46%	3.07%
预收款项	27,191.16	45,219.33	65,951.73	54,030.60	净资产收益率	-78.22%	11.86%	11.73%	14.80%
流动负债合计	1,364,080.85	889,031.26	1,052,634.70	1,110,770.09	偿债能力				
非流动负债	363,166.59	454,679.37	434,679.37	424,679.37	流动比率	1.01	1.17	1.15	1.19
少数股东权益	86,243.82	88,243.82	91,243.82	94,243.82	速动比率	0.59	0.78	0.80	0.81
母公司股东权益	356,969.13	394,398.88	435,249.87	493,719.37					
净营运资本	12,601.72	146,893.12	156,462.26	207,024.03					

投入资本 IC 1,157,870.851,178,546.831,237,402.151,294,807.98 资产负债率 79.58% 73.57% 73.86%72.31%

成长能力

营业收入增长率 -25.25% -30.00% 15.00%15.00%

营业利润增长率 -403.07%-116.77% 9.86% 49.07%

净利润增长率 -402.90%-116.76% 9.14% 43.13%

净资产增长率 -45.94% 10.49% 10.36%13.43%

营运能力

应收帐款周转率 53.98 52.74 62.30 60.07

存货周转率 3.58 3.65 5.36 5.56

总资产周转率 1.02 0.90 1.08 1.15

现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	(290,501.73)	48,787.18	54,063.74	76,086.88
折旧摊销	28,867.87	0.00	20,718.16	24,092.26
净营运资金增加	(377,739.30)	134,291.40	9,569.15	50,561.77
经营活动产生现金流	(514,764.24)	104,395.75	111,512.35	108,640.94
投资活动产生现金流	(94,724.50)	(9,708.73)	(30,000.00)	(15,000.00)
融资活动产生现金流	85,749.11	(186,361.64)	3,220.06	(37,663.46)
现金净增 (减)	(523,739.63)	(91,674.62)	84,732.42	55,977.48

数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

西部矿业

1. 公司资源前景看好, 发展潜力巨大

公司地处西部, 资源状况极其丰富, 我国约 59%的锌、55%的铅和 65%的铜蕴藏于西部, 公司旗下的玉龙铜矿有望成为中国最大的铜矿。目前公司铜储量在 330.5 万吨、锌储量为 304 万吨、铅储量为 256 万吨、铁矿石储量 2 亿吨。公司在西部资源开发方面, 拥有丰富的经验, 未来资源扩张前景看好。

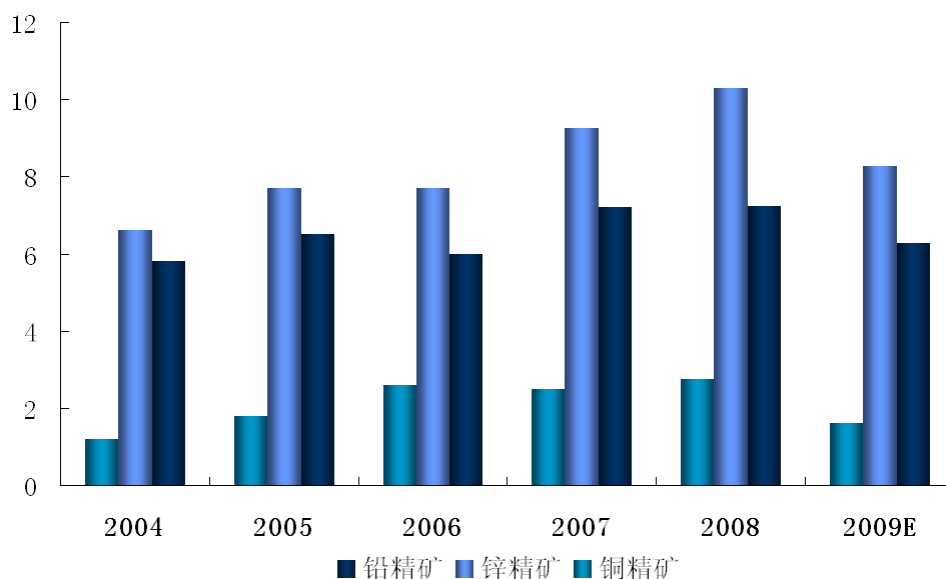
表 5. 西部矿业资源储量

名称	铜	锌	铅	金	银	铁	权益
锡铁山		137.64	99.77	19.97	1549		100%
获各琦	50.32	70.46	61.29				
赛什塘	57.96						51%
呷村矿	8.07	87.04	52.02		1863		76%
玉龙	320.02						58%
合计	436.37	295.14	213.08	19.97	3412		
西部夏赛银业	132.6 万吨矿石量						50%
青海省大柴旦镇							
中间沟-断层铅锌矿探矿权		30	56	7.8	886		
双利矿业	1178 万吨矿石储量						
合计储量	330.5	304.25	256.6	27.7	3850.8	2 亿吨	

资料来源: 公司公告

由于西部矿业全资子公司巴彦淖尔西部铜业有限公司所属获各琦铜矿井筒自 2009 年 2 月以来仍出现支护体变形、裂缝和岩石塌落现象。公司提出进一步支护、加固井筒和新建溜破系统的改造方案以保证长期生产稳定, 预计工期 5~8 个月, 生产采掘的出矿能力下降, 铜矿石处理量从 200 万吨调整为 100 万吨, 铜金属产量从 2.21 万吨调整为 0.92 万吨。

图 49.公司主要矿石产量预测



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

由于公司矿山大多地处西部，交通不便，开采条件较为恶劣，因此开采成本较高，这些矿山在基本金属价格较低的时候开采价值不大，但随着基本金属价格反弹，目前价格已经跨过公司的盈亏平衡点，如果基本金属的价格进一步上涨，则公司业绩将会出现较明显的改善。

目前西部矿业股票价格为 14.6 元，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股盈利分别为 0.17 元、0.44 元、0.61 元。估值合理，给予推荐评级。

报表预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,261,922.60	928,042.64	1,434,647.74	1,599,165.15	P / E	60.83	78.48	31.14	22.61
营业成本	1,109,762.92	788,836.25	1,162,064.67	1,263,340.47	EV / 收入	2.75	3.49	2.29	1.97
营业费用	14,724.70	12,064.55	20,085.07	22,388.31	EV / EBITDA	16.93	25.11	15.65	12.05
管理费用	62,194.48	46,402.13	93,252.10	103,945.73	EV / EBIT	43.29	42.92	21.76	15.88
财务费用	15,474.15	21,334.32	21,030.39	21,184.12	EV / NOPLAT	44.78	50.49	25.60	18.68
投资收益	50,048.82	0.00	0.00	0.00	EV / IC	3.87	3.54	3.15	3.06
营业利润	64,771.46	54,115.55	129,607.63	177,112.35	P / B	3.47	3.15	2.92	2.65
利润总额	60,126.79	50,115.55	125,707.63	173,412.35	Dividend Yield (%)	0.00%	0.25%	0.64%	0.88%
所得税	1,994.10	7,517.33	18,856.14	26,011.85					
净利润	58,132.69	42,598.22	106,851.48	147,400.50	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	57,006.78	41,598.22	104,851.48	144,400.50	基本 EPS	0.24	0.17	0.44	0.61
NOPLAT	77,584.27	64,132.39	128,042.31	168,552.01	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	0.08	0.55	0.33	0.91
					每股净现金流	(0.53)	(0.55)	0.26	0.20

资产负债表（万元）					每股净资产	4.21	4.34	4.69	5.18	
2008A	2009E	2010E	2011E							
货币资金	501,059.86	369,183.23	430,394.32	478,435.44	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E	
交易性金融资产	1,550.06	1,550.00	1,550.00	1,550.00		净负债 / 权益	(0.05)	(0.06)	(0.02)	(0.12)
应收帐款	49,220.28	45,766.49	62,888.67	65,719.12		总负债 / 总资产	38.22%	30.21%	33.19%	28.56%
预付款项	40,986.07	56,762.79	80,004.09	67,370.68		流动比率	1.96	3.69	3.08	4.71
存货	103,221.83	86,447.81	143,268.25	173,060.34	速动比率	1.69	3.16	2.52	3.77	
流动资产合计	753,434.76	604,902.19	786,001.52	861,817.73	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E	
非流动资产	987,296.97	1,001,987.96	1,021,203.93	994,064.03		盈利能力				
资产总计	1,740,731.73	1,606,890.16	1,807,205.46	1,855,881.76		毛利率	12.06%	15.00%	19.00%	21.00%
短期借款	196,423.72	0.00	81,181.74	0.00		营业利润率	5.13%	5.83%	9.03%	11.08%
应付帐款	21,361.22	17,289.56	25,469.91	31,150.86	净利率	4.52%	4.48%	7.31%	9.03%	
预收款项	6,385.18	8,241.27	9,675.92	12,874.25	净资产收益率	5.68%	4.02%	9.37%	11.70%	
流动负债合计	385,246.05	163,848.31	255,054.06	182,862.59	偿债能力					
非流动负债	279,975.59	321,569.47	344,797.83	347,145.20		流动比率	1.96	3.69	3.08	4.71
少数股东权益	72,398.13	73,398.13	75,398.13	78,398.13		速动比率	1.69	3.16	2.52	3.77
母公司股东权益	1,003,111.96	1,034,874.25	1,118,755.44	1,234,275.84		资产负债率	38.22%	30.46%	33.44%	28.76%
净营运资本	368,188.71	441,053.88	530,947.46	678,955.14	成长能力					
投入资本IC	897,049.02	914,126.87	1,039,978.71	1,029,276.25		营业收入增长率	44.89%	-26.46%	54.59%	11.47%
						营业利润增长率	-71.69%	-16.45%	139.50%	36.65%
						净利润增长率	-66.97%	-27.03%	152.06%	37.72%
					净资产增长率	-1.00%	3.17%	8.11%	10.33%	
					营运能力					
						应收帐款周转率	32.72	19.54	26.41	24.87
						存货周转率	9.96	8.32	10.12	7.99
						总资产周转率	0.76	0.55	0.84	0.87

现金流量表（万元）				
2008A	2009E	2010E	2011E	
净利润	58,132.69	42,598.22	106,851.48	147,400.50
折旧摊销	124,946.18	0.00	58,784.03	63,139.91
净营运资金增加	(113,719.95)	72,865.17	89,893.57	148,007.68
经营活动产生现金流	18,472.03	131,696.31	78,801.67	216,939.71
投资活动产生现金流	(201,327.56)	(74,496.66)	(80,000.00)	(40,000.00)
融资活动产生现金流	57,088.42	(189,076.28)	62,409.42	(128,898.59)
现金净增（减）	(125,767.11)	(131,876.63)	61,211.09	48,041.11

数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券有限责任公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券有限责任公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209