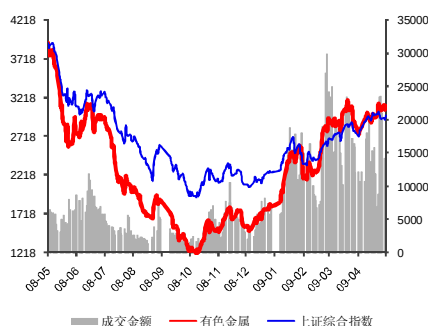


2009 年 5 月 27 日

评级（首次）：优异

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

行业研究员：曾海

联系方式

电话：021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

有色金属 2009 年下半年度策略报告

摘要：

- Ø 上半年，中国因素主导有色金属价格走强。上半年全球金属价格呈高速增长的态势，主要是由于：1) 中国经济在政府强力救市措施的刺激下率先出现反转；2) 针对于行业的补贴政策推动下游需求的恢复；3) 不断增加的国家金属储备量提供额外的需求。
- Ø 下半年，通胀预期推动金属价格上行。经济陷入困境，扩张性货币政策成政府救生良方。大量的货币供给将导致流动性过剩，形成资产价格泡沫，通胀压力呈现。在经济好转之前，拯救经济与降低通胀之间的博弈选择，前者是更优策略。而美国和欧元地区 CPI 指数连续四个月环比上升，通胀预期明显，促使金属价格上行。
- Ø 行业景气度回升值得期待。一季度景气指数回升和下游需求增速恢复显示行业景气度有所提高，虽有产能释放和库存压力，但随着经济的好转，需求的扩大，行业景气回升值得期待。由于全球经济进入上升通道需要时间；下游产业需求完全释放需要时间；去库存化需要时间，预计有色金属行业真正复苏或在下半年后期。
- Ø 复苏和通胀“普惠制”下，坚持复苏和政策主线。1) 复苏主线：经营稳健，盈利能力恢复较快的个股。重点关注具有资源成本优势，产业链整合完善的公司，以及行业容量小，具有相对垄断地位的龙头公司。2) 政策主线：根据产业调整和振兴规划，到 2011 年将形成 3-5 个综合性企业集团，重点关注具有重组预期的公司。
- Ø 维持行业“优异”评级。需求和价格上涨催化行业复苏，维持行业“优异”评级，盈利能力相对较强的公司将享受先行者优势。

重点公司

公司	收盘价	EPS			PE			投资评级
	6-12	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
铜陵有色	18.82	0.49	0.64	0.78	38.4	29.4	24.1	推荐
紫金矿业	9.33	0.22	0.26	0.29	42.4	25.9	32.2	推荐
焦作万方	13.13	0.69	0.33	0.46	19.0	39.8	28.5	谨慎推荐

目 录

投资焦点.....	4
主要观点.....	4
投资策略.....	4
风险因素.....	4
一、上半年：中国因素主导金属价格走强.....	5
1.1 中国需求是全球有色金属需求的主角.....	6
1.2 中国经济已出现复苏信号.....	7
1.3 中国下游产业率先恢复.....	8
1.4 中国收储提供额外需求能力.....	10
二、下半年：通胀预期推动金属价格上行.....	12
2.1 扩张性货币政策成调控经济重要手段.....	12
2.2 货币供应激增将导致全球流动性过剩.....	12
2.3 通胀预期推动金属价格上涨.....	13
2.4 美元贬值压力进一步推升金属价格.....	14
三、行业景气度回升值得期待.....	16
3.1 09 年一季度行业景气指数反弹.....	16
3.2 需求增速恢复，子行业间存差异.....	17
3.3 产能释放影响脆弱的供需平衡.....	18
3.4 库存处高位，成回升压力.....	19
3.5 行业真正复苏或始于下半年后期.....	20
四、子行业判断.....	22
4.1 铜：需求增加化解供需矛盾.....	22
4.2 铝：复产抑制价格过快上涨.....	23
4.3 黄金：金价有望创新高.....	24
五、行业投资建议.....	26
5.1 PE 估值或成反向指标.....	26
5.2 维持行业“优异”评级.....	27
5.3 复苏和通胀“普惠制”下的投资策略.....	27
5.4 国内、国际估值比较.....	28
六、重点公司.....	29
6.1 铜陵有色（000630.SZ）.....	29
6.2 焦作万方（000612.SZ）.....	31
6.3 紫金矿业（601899.SH）.....	32
七、风险因素.....	34
图 1：2000-2008 年中国-全球精炼铜消费.....	6
图 2：2008 年中国-全球六种基本金属消费.....	6
图 3：OECD 全球领先指数下探企稳.....	7
图 4：OECD 美国领先指数继续下滑.....	7
图 5：OECD 欧盟领先指数下探企稳.....	7
图 6：OECD 中国领先指数出现反弹.....	7
图 7：中国、美国、欧盟 PMI 指数.....	9
图 8：房地产开发投资完成额保持弱势增长.....	9

图 9: 汽车产量摆脱跌势.....	9
图 10: 彩电、空调、洗衣机、电冰箱产量同比增速改善.....	10
图 11: 发电设备产量同比增速反弹.....	10
图 12: 2006-2009.4 我国精炼铜进口量及同比增速.....	11
图 13: 2006-2009.4 我国电解铝进口量及同比增速.....	11
图 14: 1960-2008 年美国 M1 增速、GDP 可比增速.....	12
图 15: 美国、欧盟地区基准利率.....	13
图 16: 中国法定存款准备金率、一年期存/贷款利率.....	13
图 17: 美国 M1 月供应量及同比增速.....	13
图 18: 中国 M1 月供应量及同比增速.....	13
图 19: 美国月 CPI 同比/环比.....	14
图 20: 欧元地区月 CPI 同比/环比.....	14
图 21: 美元指数与 LME 金属价格指数走势.....	15
图 22: 有色金属矿采选业、冶炼及压延加工业景气指数.....	16
图 23: 精炼铜表观消费量增速接近 07 年同期水平.....	17
图 24: 电解铝表观消费量增速反弹无力.....	17
图 25: 精炼铅表观消费量增速震荡上行.....	17
图 26: 精炼锌表观消费量增速摆脱最低点.....	17
图 27: 精炼锡表观消费量增速 09 年后急剧增长.....	18
图 28: 精炼镍表观消费量增速持续上涨.....	18
图 29: 有色金属固定资产投资实际完成额同比增速.....	19
图 30: LME 铜库存显著下降.....	20
图 31: LME 铝库存屡创新高.....	20
图 32: LME 铅库存持续上升.....	20
图 33: LME 锌库存小幅下降.....	20
图 34: LME 锡库存底部强势反弹.....	20
图 35: LME 镍库存创历史高位后下探.....	20
图 36: 全球精炼铜供需缺口及中国精炼铜消费增速.....	22
图 37: 2005-2009.4 国内电解铝产量及增速（月）.....	23
图 38: 国际金价与美元指数走势比较.....	24
图 39: 2009 年初至 2009/5/27 收盘各板块涨跌幅.....	26
图 40: 有色金属板块及子行业各年 PE 比较.....	26
图 41: 铜陵有色产业链布局.....	29
图 42: 国内 A 股黄金上市公司盈利能力比较.....	32
表 1: 基本金属 2009 年 1-5 月价格涨跌幅（截止 2009-5-27）.....	5
表 2: 2008 年全球有色金属供需情况.....	8
表 3: 我国有色金属收储一览（部分）.....	10
表 4: 国内、国际估值比较.....	28
表 5: 铜陵有色估值表.....	30
表 6: 焦作万方估值表.....	31
表 7: 紫金矿业估值表.....	33

投资焦点

上半年，金属价格呈高速增长态势。由于中国经济在政府强力救市措施的刺激下率先出现反转；针对于行业的补贴政策推动下游需求的恢复；国家金属储备量提供额外的需求，因此中国因素是推动上半年金属价格上涨的主要动力。下半年中国因素仍将存在，但流动性过剩和通胀预期成主导力量。

主要观点

下半年通胀预期推动金属价格上行。经济陷入困境，扩张性货币政策成政府救生良方。大量的货币供给将导致流动性过剩，形成资产价格泡沫，通胀压力呈现。在经济好转之前，拯救经济与降低通胀之间的博弈选择，前者是更优策略。而美国和欧元地区 CPI 指数连续四个月环比上升，削弱通缩担忧，通胀预期明显，促使金属价格将继续上行。

行业景气度回升值得期待。一季度景气指数回升和下游需求增速恢复显示行业景气度有所提高，虽然有产能释放和库存压力，但随着经济的好转，需求的扩大，行业景气回升值得期待。

真正复苏或始于下半年后期。全球经济仅现复苏迹象，进入上升通道需要时间；下游产业需求刚刚回暖，完全释放需要时间；高位库存阻碍行业回升，去库存化需要时间，预计有色金属行业真正复苏或在下半年后期。

PE 估值或成反向指标。周期性行业在复苏前期盈利最差，即使股价低 PE 估值也会很高；在行业繁荣顶点盈利最好，即使股价高 PE 估值也会较低。在市场风格转换时期，PE 或可作为反向指标。

投资策略

在复苏和通胀的“普惠制”下，2009年下半年有色金属行业的投资主线有两条：1) 复苏主线：经营稳健，盈利能力恢复较快的个股。在复苏过程中，先恢复元气的公司更具有竞争优势。因此可以重点关注具有资源成本优势，产业链整合完善的公司，以及行业容量小，具有相对垄断地位的龙头公司。2) 政策主线：符合产业调整规划，具有重组预期的个股。根据有色金属产业调整和振兴规划目标，到 2011 年将形成 3-5 个具有较强实力的综合性企业集团，重组仍是投资主题之一。另黄金股仍具有长期投资价值。

风险因素

- 1). 全球经济未出现预期的好转，仍处于底部运行，下游需求复苏无力
- 2). 政府采取紧缩性货币政策，通过回收流动性和加息降低通胀预期
- 3). 金属价格急剧下滑，引起有色金属行业盈利能力下降

一、上半年：中国因素主导金属价格走强

始于 2007 年末的全球经济危机，在两年不到的时间内，导致世界主要经济体的经济增长速度下滑，甚至倒退。虚拟经济由膨胀转为收缩，各国股票市场的跌幅纷纷创历史记录；大宗商品价格由于需求的急剧下降，也从高点做自由落体式下降，与最低点相比，跌幅最多的曾超过 60%。实体经济由于最终消费的衰退，融资难度的增加，经营也遭受重挫，企业盈利能力下降，负债水平激增。库存增加和市场环境变化导致大量企业倒闭，失业率屡创新高。市场最悲观的观点曾一度认为此次金融危机的危害和持续时间将超过二十世纪三十年代的世界经济危机。

世界经济持续发出运行恶化的信号，有色金属行业似乎前景渺茫。但 2009 年 1-5 月主要基本金属价格的大幅反弹走势却颠覆了市场之前的观点。截止 2009 年 5 月 27 日，除 LME 铝价格下跌 11% 外，其它 LME 基本金属价格出现不同程度的反弹，其中 LME 铜价上涨了 46%，涨幅居首位；国内基本金属现货价格全线上涨，其中也是以铜价上涨幅度最大。

表 1：基本金属 2009 年 1-5 月价格涨跌幅（截止 2009-5-27）

品种	涨跌幅	品种	涨跌幅
LME 铜	46%	SHEF 铜	37%
LME 铝	-11%	SHEF 铝	8%
LME 铅	30%	SHEF 铅	3%
LME 锌	15%	SHEF 锌	19%
LME 锡	17%	SHEF 锡	3%
LME 镍	2%	SHEF 镍	18%

数据来源：国联证券研究所、WIND

虽然 2009 年上半年的市场情况不再像 2008 年下半年一样坏消息层出不穷，但全球整体经济形势并不容乐观，经济底部运行特征明显，需求还没有真正恢复，有色金属行业供过于求的状况并没有地到彻底改变。但由于中国因素的存在，特别是政府四万亿中央投资逐步生效，多项刺激消费政策的实施，如家电下乡、汽车补贴等，从下游产业拉动需求的改善；以及国家收储计划的开展也对有色金属行业的需求改善提供支持，因此在全球其它地区的需求尚未出现明显改善的情况下，2009 年上半年全球有色金属价格走强的主导力量是中国因素。

1.1 中国需求是全球有色金属需求的主角

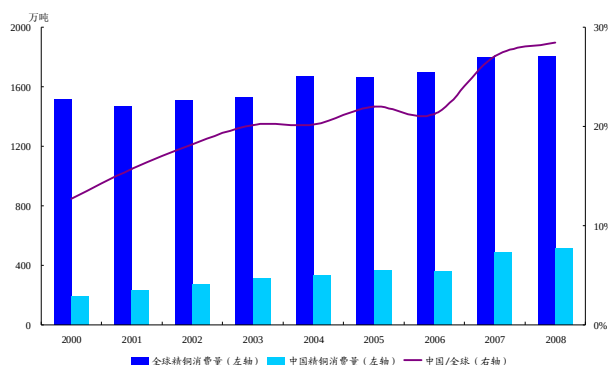
历史数据表明，发展中国家在实现工业化的过程中，对资源的需求呈几何级数的增长。虽然中国对有色金属的需求是从较小的基数发展起来的，早期占比不大，影响力也有限，但随着经济的发展，国家整体实力的上升，其对全球有色金属需求的影响力逐年增大。在二十一世纪初，中国大部分基本金属的消费量均已超过美国（铜：2002 年；铝：2004 年；铅：1999 年；锌 2000 年），成为世界最大需求方。作为世界工厂的中国，其对有色金属需求的增长主要来自两方面：

■ 经济总量的扩张，内生性需求的增长

■ 产业结构升级推动制造类产品出口，外部需求的增长

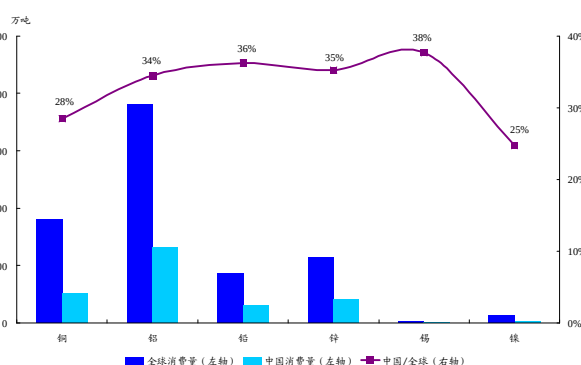
以精炼铜为例，根据 WBMS 的有色金属消费数据，2000 年-2008 年全球精炼铜消费从 1519 万吨增长至 1803 万吨，年复合增长率为 2%；同期中国的精炼铜消费从 192.8 万吨增长至 513.4 万吨，年复合增长率高达 13%，显示中国需求正处于高速增长期。而中国精炼铜消费占比从 2000 年的 13% 上升至 2008 年的 28%，进一步表明中国需求对全球需求的主导作用。

图 1：2000-2008 年中国-全球精炼铜消费



数据来源：国联证券研究所、WBMS

图 2：2008 年中国-全球六种基本金属消费



数据来源：国联证券研究所、WBMS

就其它基本金属而言，中国需求也占全球需求的主要部分。WBMS 消费数据表明，2008 年中国的铝、铅、锌、锡消费量占比均超过 30%；镍的消费占比也达到 25%。由于金融体系和国际贸易的发展，有色金属的价格波动和供需已经形成全球化网络。作为全球有色金属消费的主要国家，中国经济的发展和相关产业的变动，不仅仅对国内的有色金属供需形成影响，也对国际有色金属的供需影响深远。

1.2 中国经济已出现复苏信号

国际金融市场的发展与融合，特别是期货市场的发展，使有色金属既具有商品属性也具有金融属性，其定价由国际市场决定，套利机制是维持该体系稳定的关键。当金属需求占比较高的经济体情况好转时，将增加对本国有色金属的需求，导致国内有色金属价格的上升，并通过不同市场间的套利机制调节全球基本金属价格。因此判断有色金属市场，首先判断主要经济体的经济运行情况。

本轮危机对世界各国的经济发展均造成严重影响，特别是金融体系比较成熟的发达国家。经过近一年的下滑之后，OECD 领先指数表明全球经济正处于寻底的过程中，而与美国、欧盟相比，2009 年上半年中国经济已经率先出现反弹信号。

图 3: OECD 全球领先指数下探企稳

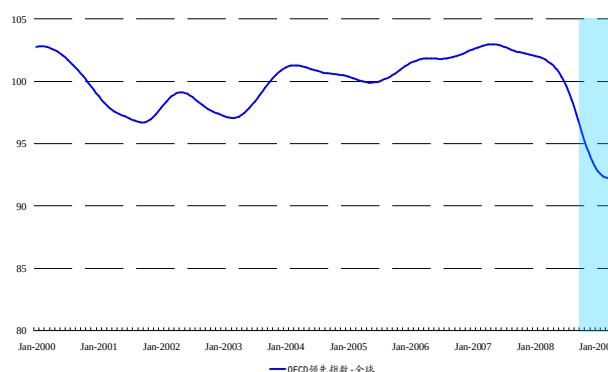


图 4: OECD 美国领先指数继续下滑

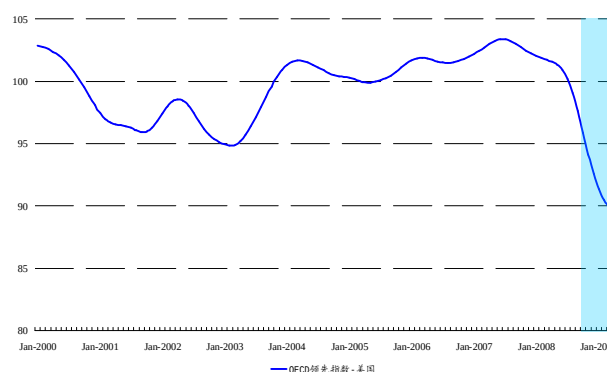


图 5: OECD 欧盟领先指数下探企稳

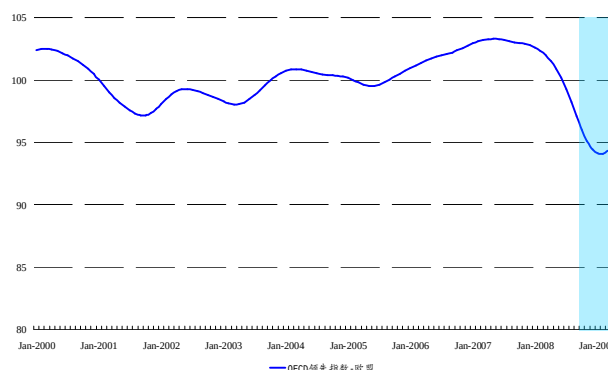
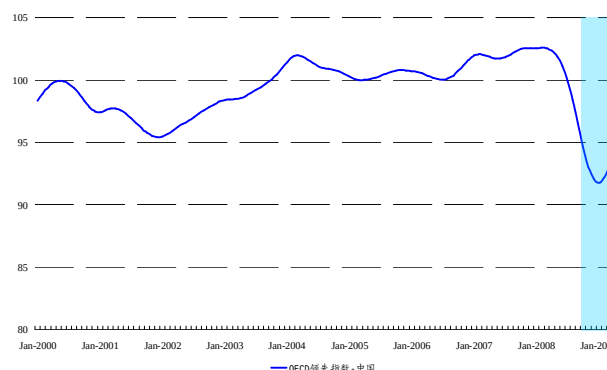


图 6: OECD 中国领先指数出现反弹



数据来源：国联证券研究所、OECD

数据来源：国联证券研究所、OECD

中国经济能够较美国、欧盟等经济体先摆脱困局，原因包括：1）政府经济刺激政策出台及时，政策力度大。2008 年下半年经济还未陷入最低潮的时

候，政府就已开始制订和出台相关政策，特别是四万亿中央投资，十大产业调整与产业振兴规划，都对实体经济形成有力支持。2) 国内需求具有深挖潜力。多年来拉动中国积极增长的主要力量是出口，但是全球经济衰退导致外需不足，挖掘国内需求成为替代选择。由于收入水平、教育、社会保障等原因造成中国居民的高储蓄，低消费的局面，在政府补贴政策的推动下有所改观。只要能够提供相应的政策支持，国内需求仍然具有扩大的潜力。

1.3 中国下游产业率先恢复

WBMS 公布的 2008 年全球有色金属供需数据显示（如表 2），六大基本金属中，除铅、锡的全球需求超过供给之外，其余四种主要基本金属均供过于求。WBMS 的数据仅仅反映了实际产量与实际消费量的比较，还不包括厂商为防止价格进一步下滑而主动限产的数量。如以产能作为供给与实际需求比较，则有色金属行业的供给将严重过剩。有色金属行业的好转与否依赖于相关下游产业运营情况的改善。

表 2: 2008 年全球有色金属供需情况

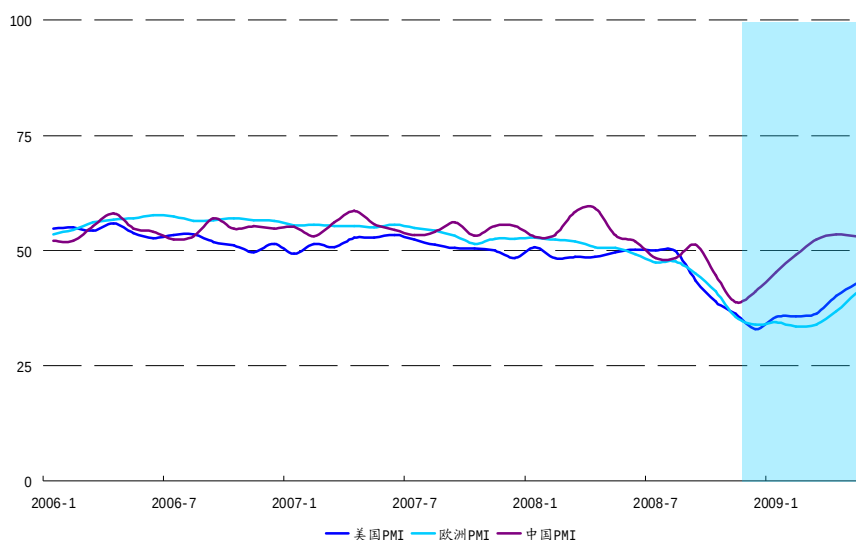
品种	产量（万吨）	消费量（万吨）	过剩/短缺（万吨）
精炼铜	1847.5	1803.2	44.3
电解铝	3942.5	3817.4	125.1
精炼铅	870.3	870.9	-0.6
精炼锌	1150	1140	10
精炼锡	33.4	33.9	-0.5
精炼镍	137	130	7

数据来源：国联证券研究所、WBMS

有色金属的应用涵盖房地产业、汽车制造业、家电制造业等行业。而制造业由于需求范围较大、应用领域广等因素，较符合有色金属品种多样性的特点，因此制造业的复苏更能体现有色金属行业经营情况的好转。

通常 PMI 指数被用作研究一国制造业运行情况宏观指标。该指数反映一国制造业的景气程度，一般认为 PMI 指数高于 50 即意味着制造业运行景气，低于 50 则表示制造业不景气，需要采取措施进行拯救，以避免制造企业大量破产，造成大量失业。比较 2006 年 1 月-2009 年 5 月中国、美国、欧盟的 PMI 指数可以发现，虽然三个经济体都经历了 2008 年的制造业不景气阶段，和 2009 年之后的恢复阶段，但显然中国制造业的恢复速度较美国和欧盟地区快。如果依据 PMI 指数来解释，可以判断中国制造业正处于弱景气状态中，而美国和欧盟地区的制造业仍处于衰退过程中。

图 7：中国、美国、欧盟 PMI 指数



数据来源：国联证券研究所、WIND

以制造业为代表的有色金属下游产业在中国快速恢复与政府的经济刺激政策密不可分。除了全局性的货币政策、财政政策以及中央投资政策以外，还包括相关行业的调整与振兴规划，各种支持或补贴政策，如降低房地产交易税费、减免汽车购置税、推动家电下乡等。通过这些政策的实施，降低准入门槛，挖掘潜在消费者，直接推动最终消费需求的扩大。最终消费需求的提升又能够有效拉动上游产业的供给，从而形成良性的循环。

而欧美等发达国家的决策者更倾向于通过市场这只“看不见的手”配置资源，调节经济运行，因此不仅政策制定不及时、执行力度不够大，而且涉及面也不广，主要是以宏观调控为主，行业方面也只对受危机影响最多的金融业提供有限的、附带条件的支持。与中国直接刺激消费需求不同，发达国家的政策手段主要是间接影响最终需求，其政策效果和生效时间显然落后于直接手段。这也是中国经济及相关产业能够先于发达国家恢复的原因之一。

图 8：房地产开发投资完成额保持弱势增长

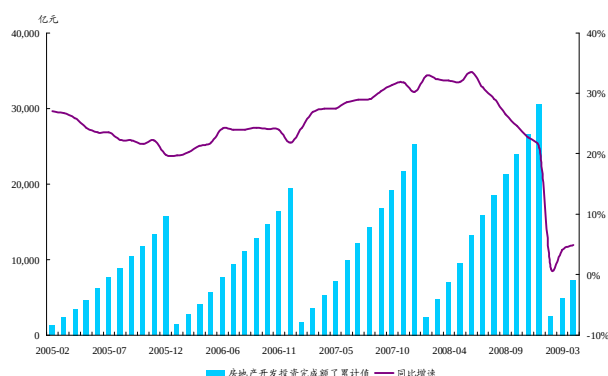


图 9：汽车产量摆脱跌势

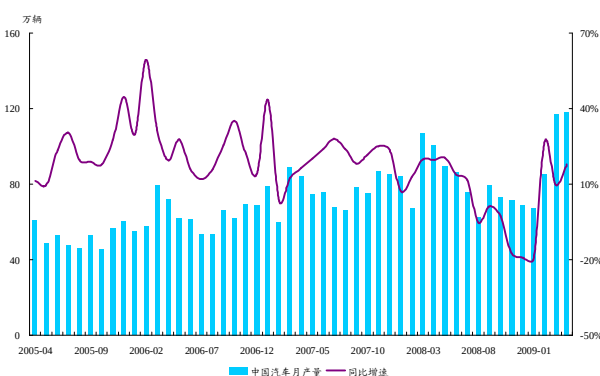
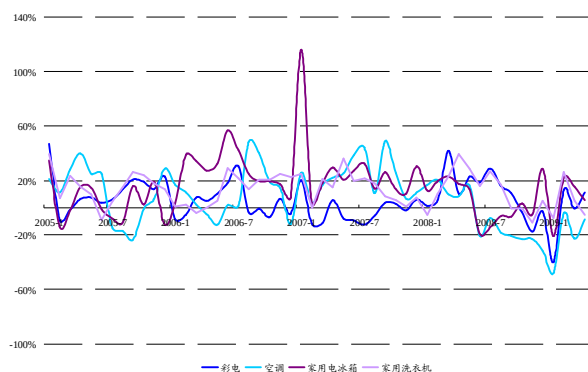
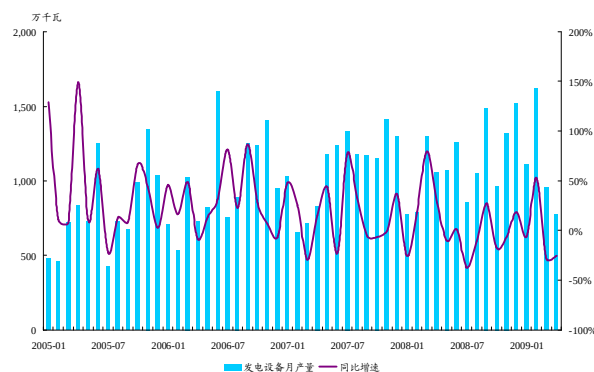


图 10: 彩电、空调、洗衣机、电冰箱产量同比增速改善



数据来源: 国联证券研究所、WIND

图 11: 发电设备产量同比增速反弹



数据来源: 国联证券研究所、WIND

虽然直接刺激政策能够在短期内挖掘潜力,取得一定经济效果,但长期来看,行业的复苏依赖于经济形势的整体好转,消费需求内生性增长。快速、高效的刺激政策让国内相关产业先于发达国家恢复,但最终各国间的竞争与合作,将缩小这种差距,使得各国的产业发展进入新动态均衡阶段。

1.4 中国收储提供额外需求能力

通过各种经济刺激政策拉动需求虽然有效,但都需要反应的过程才能起作用。与此相比,政府直接购买相关产品,并储存下来,让商品推出流通领域,人为形成市场供需平衡或者供不应求的局面,政策效果也更明显。中国的有色金属收储计划始于 2008 年末,当时全球经济下滑,铝、铜、锌等有色金属的价格从 2008 年开始持续下跌,其中氧化铝、锌产品已经在低于成本销售,很多企业陷入减停产困境。出于“保增长、促就业”目的,中国国家物资储备局及各地政府先后出台一系列基本金属收储计划,并在 2009 年上半年完成了第一阶段的收储任务。

表 3: 我国有色金属收储一览(部分)

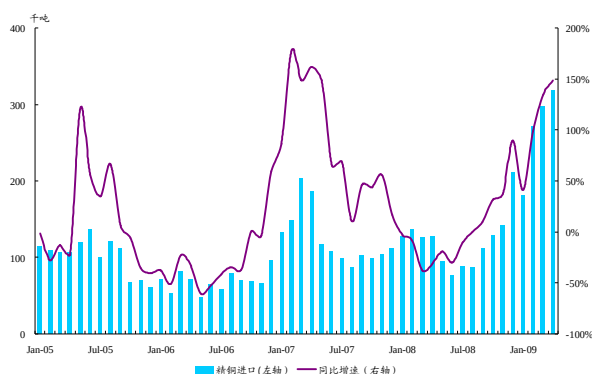
级别	收储单位	计划收储	已完成
中央	国储局	铝 100 万吨、铜 40 万吨、 铅 40 万吨	铝 59 万吨、铜 3 万吨、 铅 30 万吨
地方	云南国储局	铜 15 万吨、铝 30 万吨、 铅 15 万吨、锌 30 万吨、 锡 10 万吨	铝 18 万吨、锡 3 万吨、 锌 23.6 万吨、铅 10.4 万吨、 铜 0.2 万吨
地方	江西国储局	钨 1 万吨	不明
地方	广西国储局	各种金属共 46 万吨	不明

数据来源: 国联证券研究所

国家推行有色金属收储计划,一定程度提高了相关金属的外部需求。而

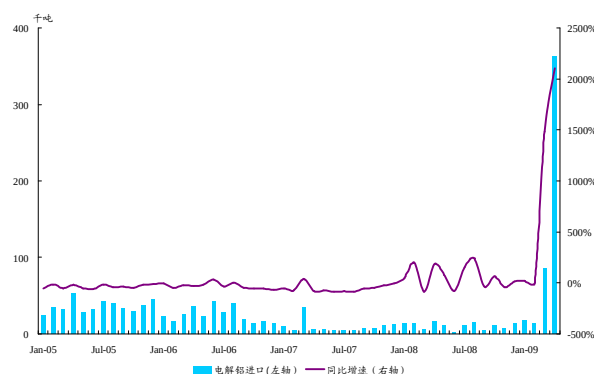
短期外部需求的扩张，会引起市场向上波动，推动金属价格的上涨。2009 年 1 月至 4 月的有色金属进口数据激增和价格上涨表明，国家收储计划在上半年的实施带动金属国际价格的上涨，因为：1) 如果收储计划在国际采购，进口必定表现为快速增长，并引起国际价格的上涨；2) 如果收储计划在国内采购，将使国内供给不足，价格上涨，进口有利可图，也会引起进口激增和国际价格的上涨。目前国家收储计划第一阶段已经完成，第二阶段正处于策划之中，政府将根据市场情况决定是否开展，何时开展。

图 12: 2006-2009.4 我国精炼铜进口量及同比增速



数据来源：国联证券研究所、海关总署

图 13: 2006-2009.4 我国电解铝进口量及同比增速



数据来源：国联证券研究所、海关总署

国家收储计划只是人为的干预调解机制，它并不能从根本上解决有色金属行业的供需矛盾问题。但在市场触底企稳的时候，其可以起到催化剂的作用。目前来看，中国收储发挥重要作用，通过提高外部需求推动基本金属价格上涨。

2009 年上半年，全球经济尚未摆脱泥潭，但中国经济的持续在走好，带动全球基本金属需求回升，拉动基本金属价格的上涨，令市场信心有所增强。相较于其他国家的表现，中国因素在此次有色金属行业价格上涨过程起主导作用。预计下半年，全球经济复苏、特别是中国经济“保八”成功，将可能进一步推动有色金属前行。

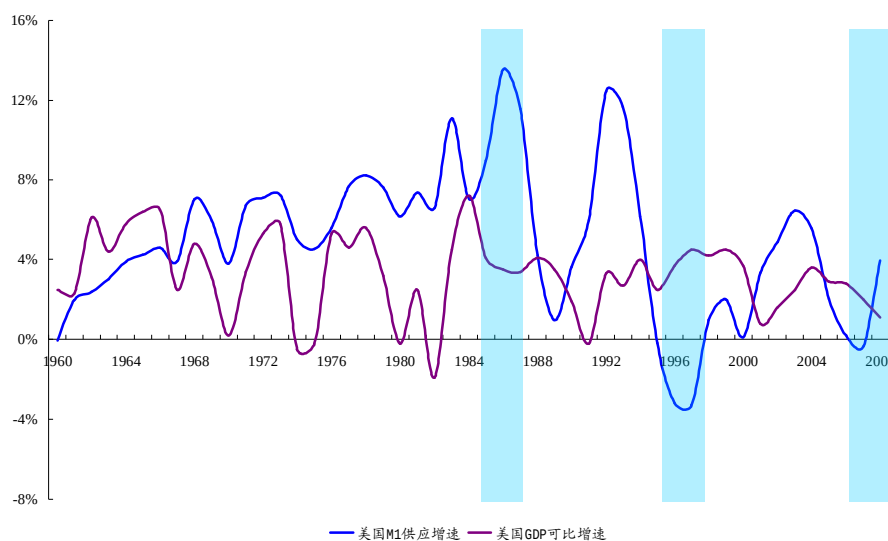
二、下半年：通胀预期推动金属价格上行

2.1 扩张性货币政策成调控经济重要手段

1929-1933 年经济危机催生的凯恩斯主义经济学强调政府宏观调控在化解经济危机中的重要作用，并提出货币政策和财政政策作为政府调控的主要手段。相较于财政政策的直接作用，货币政策比较符合西方主流经济学的间接控制思想。由于货币政策是由独立于政府的中央银行根据市场情况制定和实施，灵活性和适应性较强，因此在面对经济衰退或者危机过程中的使用频繁更高。

历史数据表明，随着货币政策应用的逐渐成熟，其与经济增长存在明显的负相关性，即经济快速增长时，央行降低货币供应增速，反之则提高货币供应增速，以确保经济稳定增长。

图 14: 1960-2008 年美国 M1 增速、GDP 可比增速



数据来源：国联证券研究所、WIND、BEA

2.2 货币供应激增将导致全球流动性过剩

基于对宏观经济调控手段理解和应用经验，当经济遭遇问题，各国首先采用的就是放松货币政策，以期能够解决问题。因此 2008 年的次贷危机引爆全球性金融危机后，各国为了促进经济发展和减少损失，不断采取宽松的货币政策，甚至出现全球范围内连锁降息措施。主要经济体的存贷款利率均下调至历史最低水平。目前美国联邦基金利率处于 0.25% 的水平，接近于零

利率。低利率政策是扩张性货币政策的特征之一，而扩张性货币政策最直接的后果就是大量释放流动性。

另外，由于此次经济危机源于金融行业，各国政府为维持社会稳定，避免金融企业倒闭产生连锁反应，影响其它行业的正常运行。世界各国、特别是发达国家均向金融机构注入了大量的资金，掀起一轮金融机构“国有化”浪潮，其目的就是为了稳定金融市场、补充金融危机给金融机构带来的损失。因此通过降息来刺激经济和向金融机构注入资金，在促进经济发展和维持社会稳定的同时，也创造了大量的货币资金。如果这些资金没有被及时回收或消化，则巨额资金存量在未来随时有可能造成全球流动性的又一次过剩。

图 15: 美国、欧盟地区基准利率

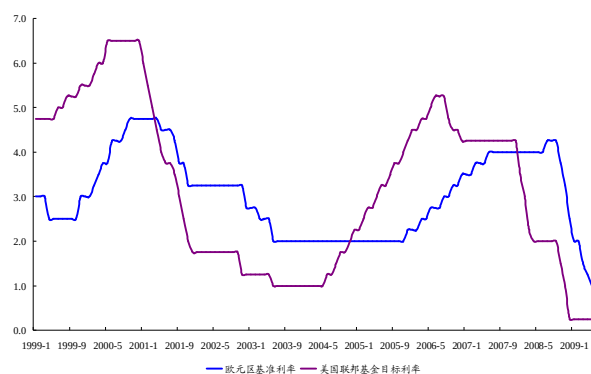


图 16: 中国法定存款准备金率、一年期存/贷款利率

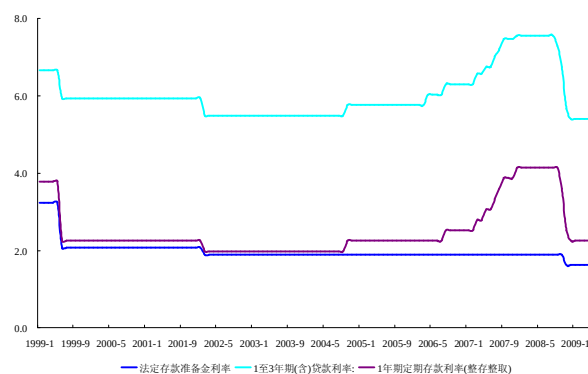


图 17: 美国 M1 月供应量及同比增速

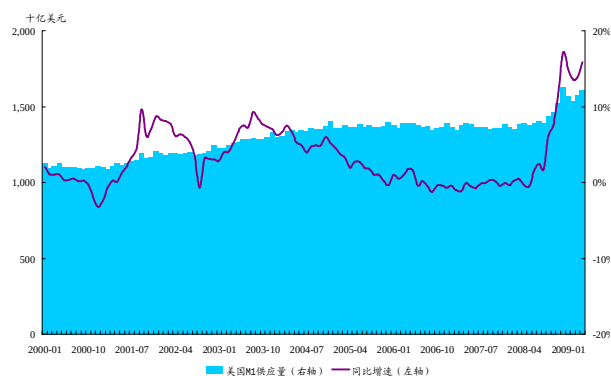
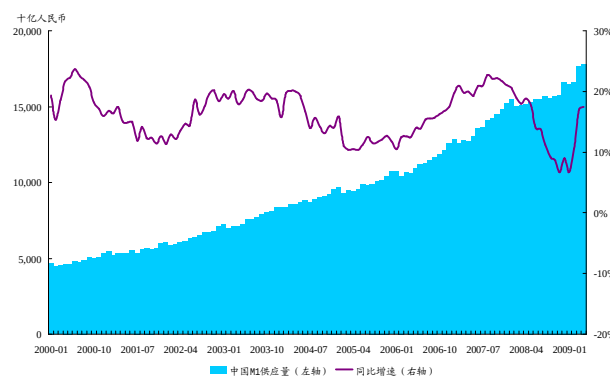


图 18: 中国 M1 月供应量及同比增速



数据来源：国联证券研究所、WIND

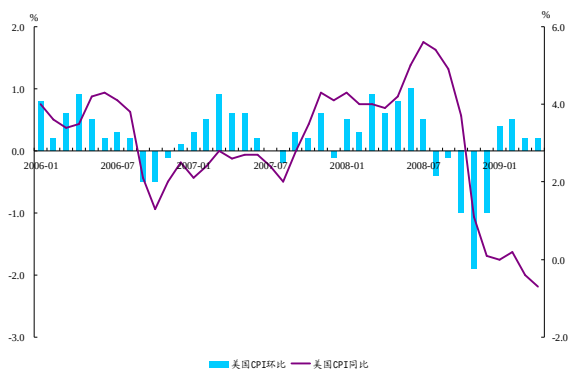
数据来源：国联证券研究所、WIND

2.3 通胀预期推动金属价格上涨

全球经济仍处于底部运行，如果要恢复到 2007-2008 年的最高水平尚需时日。但扩张性货币政策的实施，导致大量流动性被释放，已经开始对物价

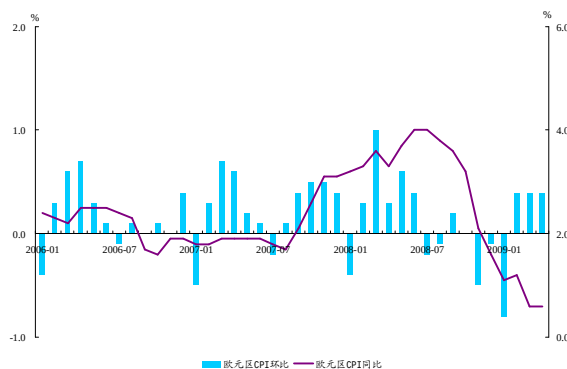
形成影响。从美国和欧元区地区的月 CPI 比较数据可知，同比来看，美国和欧元区地区的物价水平仍在下降，这是因为 2008 年上半年正处于物价上升通道，且大部分商品的价格在去年 6 月份左右达到最高点。环比来看，美国和欧元区地区的 CPI 指数已经连续四个月环比上升，一定程度上削弱市场对全球经济陷入通缩的担忧，过度通胀又成为市场担心的新问题。

图 19: 美国月 CPI 同比/环比



数据来源：国联证券研究所、WIND

图 20: 欧元区地区月 CPI 同比/环比



数据来源：国联证券研究所、WIND

世界各国政府为刺激经济，挽回损失采取宽松的货币政策，向经济体中注入了大量的流动性，如果没有途径消化吸收过多的流动性，最终将反映在物价水平中，形成通货膨胀。市场普遍预期在 2009 年下半年至 2010 年会产生比较严重的通胀。大宗商品，特别是金属商品，由于存在远期套期保值，因此在通胀来临之前，金属商品的价格就有可能先开始上涨。

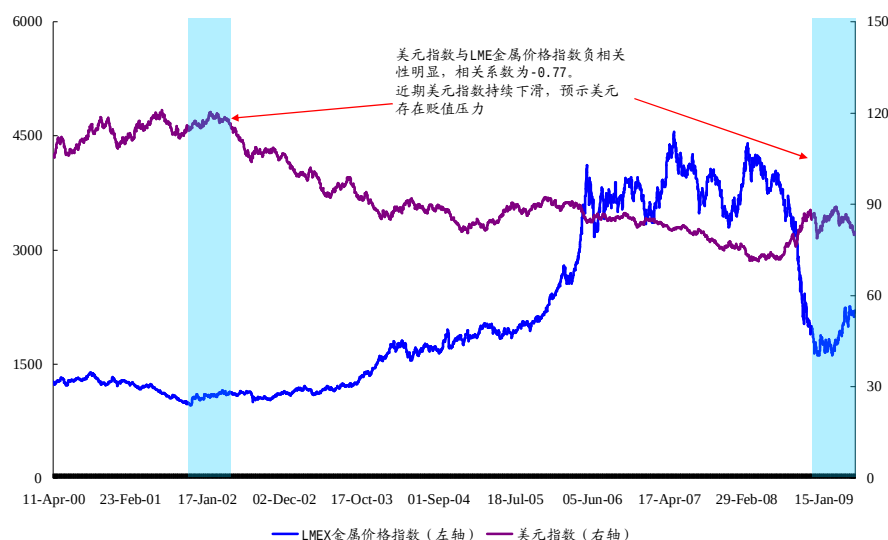
2.4 美元贬值压力进一步推升金属价格

有色金属不仅仅具有商品属性，还具有强烈的金融属性，全球供求定价机制的产生，使得美元与有色金属价格之间形成紧密的联系。在国际市场上，有色金属采用国际通用货币美元标价，不考虑基本面因素，美元汇率的波动也能造成有色金属价格波动。特别是在市场预期美元存在贬值压力的时候，金属价格波动会更剧烈。

利用统计方法分析 2000 年 4 月-2009 年 5 月的美元指数和 LME 金属价格指数，可知美元与金属价格之间存在着较高的负相关性，相关系数为-0.77。因此美元的走势对研判金属价格的走势也很重要。2009 年上半年美元涨多跌少，主要是因为前期跌幅较大，美元出现反弹；2009 年下半年美元将面临新的贬值压力，主要是因为：

- 技术上，美元指数正处于下行通道，美元存在进一步贬值的可能性
- 促增长的经济发展目标形成美元贬值压力，宽松的货币政策通过降低利率，提高货币供给来刺激投资和经济增长，其后果是通胀的上升和美元贬值。虽然美联储可以通过紧缩货币政策来控制通胀率，但是就目前美国经济仍处于底部的形势而言，控通胀就意味着经济继续疲软。显然美联储更愿意容忍一定的通胀来刺激经济增长。而通胀的上升则意味着美元存在贬值的压力。
- 国际比较，美元强势地位被削弱。由于美国经济持续疲软，且恢复缓慢，因此尽管美国仍保持经济总量世界第一的头衔，但是保持美元强势地位的基础已经被削弱。相比较其它经济体的货币，美元价值下降，贬值有助于恢复国际汇兑平衡。

图 21: 美元指数与 LME 金属价格指数走势



数据来源：国联证券研究所、Bloomberg

如果 2009 年下半年美元出现贬值，则金属价格将出现新的上升机会。当然由于汇率是相对的概念，不排除对方经济恶化，美元不贬值反升的情况。

当前，世界主要经济体都采取扩张性的货币政策刺激经济增长，各国央行正不遗余力地释放流动性。在增长或衰退的选择前，通胀可以被忍受。而美元由于货币供应量的增加，降低了其内在价值，在外部条件没有恶化之前，美元的贬值压力明显。流动性过剩、通胀预期和美元贬值压力都能推动 2009 年下半年的金属价格上涨。

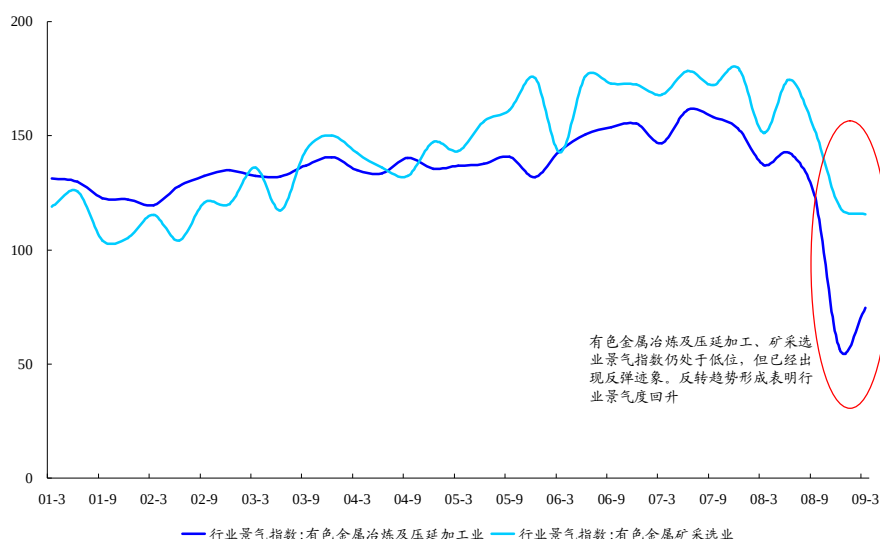
三、行业景气度回升值得期待

3.1 09 年一季度行业景气指数反弹

宏观经济决定行业运行的外部环境，经济繁荣时期，大部分行业盈利能力上升，扩张速度加快，行业景气程度较高；经济衰退时期，由于需求下降，大部分行业盈利能力下降，企业停止规模扩张或者缩小规模，行业景气程度下降。整体情况虽是如此，但细分行业在经济繁荣或者衰退期的表现会略有差异。就有色金属行业而言，由于具有一定的金融属性，因此其运行也体现金融市场先于经济的特点。

本次危机中，经济恶化最严重的时候是 2008 年第四季度，进入 2009 年，全球经济未能摆脱困境，仍处于底部运行。由于主要是通过政策托市，实体经济恢复需要时间，市场预计经济将在底部运行，并呈“U”形发展。虽然经济仍在底部运行，但有色金属行业的发展体现其前周期性行业特点。尽管 2009 年一季度，有色金属全行业盈利能力大幅下降，但是价格的上涨推动了行业景气指数的上升。其中冶炼和压延加工业反弹较明显，而矿采选业指数表现疲软。

图 22：有色金属矿采选业、冶炼及压延加工业景气指数



数据来源：国联证券研究所、WIND

行业景气指数 09 年一季度的反弹并不能保证有色金属行业摆脱困境，进入上升阶段。但反弹预示市场信心的恢复，行业实现真正景气的临近。一般判断行业景气是否回归，可以从行业的供求关系，库存情况的方面进行分析。

3.2 需求增速恢复，子行业间存差异

有色金属制品广泛应用于房地产业、汽车制造、家电制造及电力设备制造等领域，一般其需求能够避免由于某个行业衰退而出现剧烈波动。但此次经济危机波及所有周期性行业，随着经济的恶化，对有色金属的需求也逐渐下降，特别是 2008 年第四季度，降幅达到最大。进入 09 年，有色金属的需求出现环比改善，同比增速恢复的局面，这主要是由于：

- 1) 经济企稳，下游产业复苏。虽然 09 年上半年经济形势依旧低迷，但相较于最坏时刻，下游产业的市场环境和生产经营情况均已出现改善，从而提升了金属产品的需求。
- 2) 季节性因素。历史数据表明，第二季度是有色金属消费比较旺盛的季节，主要因为为满足消费者夏季的需求，生产企业需要提前布局。
- 3) 国家收储计划实施。中央和地方的收储计划中，虽然规定时间跨度为 2009 年全年，但是第一阶段的收储行动已于 2009 年 4 月份结束，短期内大幅提升了相关金属的需求。

图 23：精炼铜表观消费量增速接近 07 年同期水平

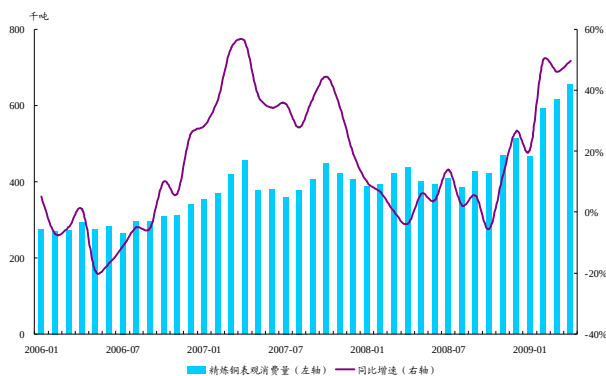


图 25：精炼铅表观消费量增速震荡上行

图 24：电解铝表观消费量增速反弹无力

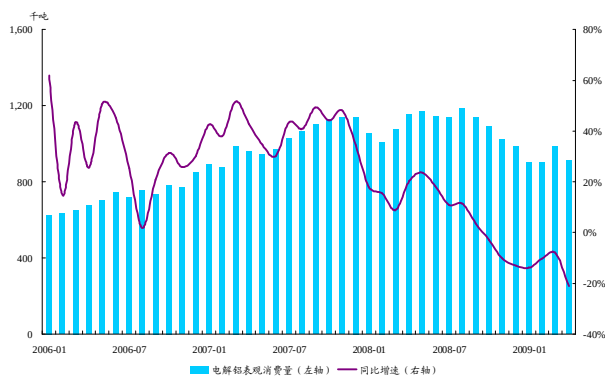


图 26：精炼锌表观消费量增速摆脱最低点

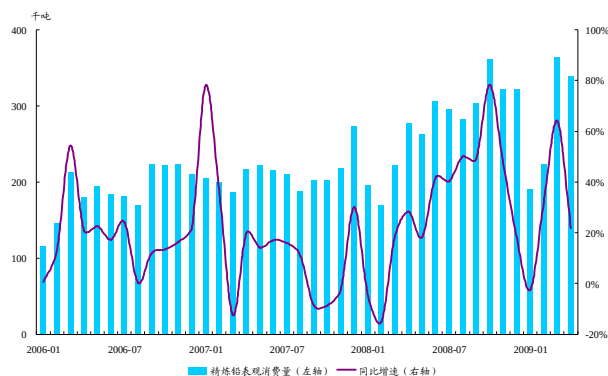


图 27: 精炼锡表观消费量增速 09 年后急剧增长

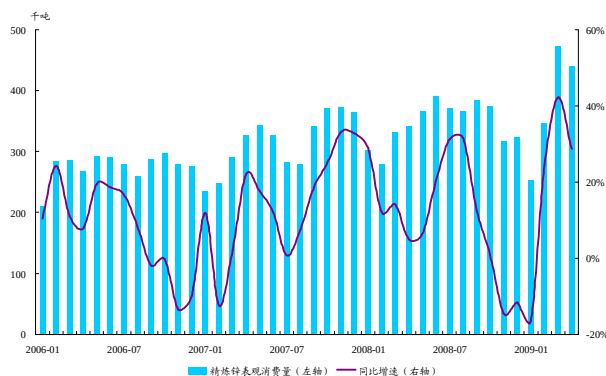
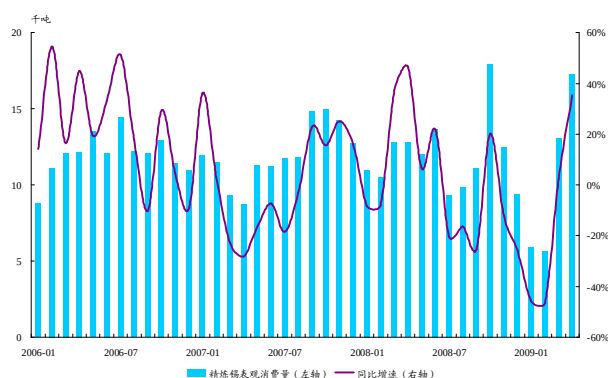
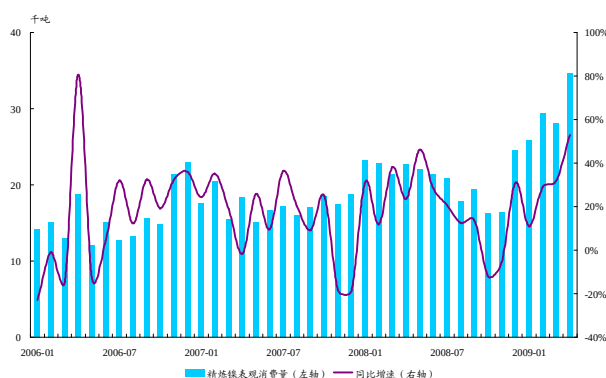


图 28: 精炼镍表观消费量增速持续上涨



数据来源: 国联证券研究所、WIND



数据来源: 国联证券研究所、WIND

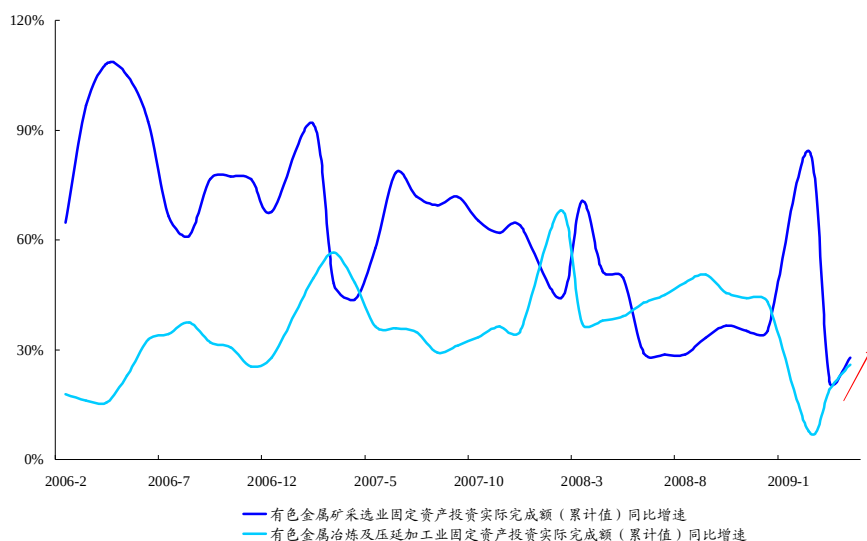
六种基本金属中，铜的表观消费量在衰退期间的跌幅最小，不仅同比增速恢复最快，已经接近 2007 年的最高增速，而且绝对量也高于历史最高位，表明铜的国内需求潜力比较大。铝的表观消费量在 2007 年-2008 年期间并没有出现较大增长，同比增速反而下降，2009 年后，同比增速短暂反弹后继掉头向下；铅锌表观消费量波动比较大，同比增速虽然有所恢复，但无法确保增长的持续性；锡镍的表观消费量均从底部快速上升，且呈持续增长的势头。

3.3 产能释放影响脆弱的供需平衡

2008 年之前，全球经济增长迅速，对金属商品的需求旺盛，导致有色金属的固定资产投资额急剧增加，从 2003-2007 年有色金属矿采选业投资平均增速在 60% 左右，有色金属冶炼及压延加工业投资增速也超过了 30%。根据有色金属行业固定资产 2-3 年的平均建设周期，2008-2010 年是产能释放密集期。虽然在 2008 年，迫于外部条件恶化，需求不足的压力，生产商主动限产保价，但这部分产能的存在，对市场始终形成压力。如果经济未出现好转，生产商或许将继续限产，然而只要经济出现回暖信号，竞争的压力将促使这部分产能释放。这将恶化限产后仍然供过于求的有色金属行业供需关系。

另，规模化优势使得生厂商有扩张的冲动，虽然 2008 年的低迷也迫使一部分固定资产投资计划被取消，但更多的固定资产投资计划被延迟。2009 年 1-4 月份国内有色金属矿采选业、冶炼及压延加工业的固定资产投资实际完成额同比增速比较表明，国内有色金属行业固定资产投资的热情正被复苏的经济、高涨的金属价格所点燃，其中压延加工业的同比增速恢复较快。新的固定资产投资将 2-3 年内形成产能，进一步恶化有色金属行业的供需关系，影响有色金属行业景气度的回升。

图 29：有色金属固定资产投资实际完成额同比增速



数据来源：国联证券研究所、WIND

3.4 库存处高位，成回升压力

比较历史库存，目前 LME 六种基本金属的库存均处于历史高位。2009 年上半年，除铜库存较最高点下降 40%左右外，其余金属的库存处于增长状态。特别是铝，供给远超过需求，LME 库存持续增长，屡创新高；另外四种基本金属的 LME 库存偶有回调，之后继续增长。LME 基本金属库存的高企，对有色金属行业景气度的回升，特别是价格的回升形成向下的压力。

另一方面，通过比较 LME 基本金属库存的变化趋势，可以发现铜的消费需求增长最快；锌、镍次之；铅、锡再次，铝最差。由此可知，在有色金属行业景气度回升的过程中，铜将成为主要回升子行业，并且享受超额收益；铝在未解决产能严重过剩问题之前，其未来表现将受限于市场趋势的变化。其余金属虽然库存居高位，但是绝对数量相对较小，因此也有可能出现库存大幅下降的可能，未来表现取决需求变化。

图 30: LME 铜库存显著下降

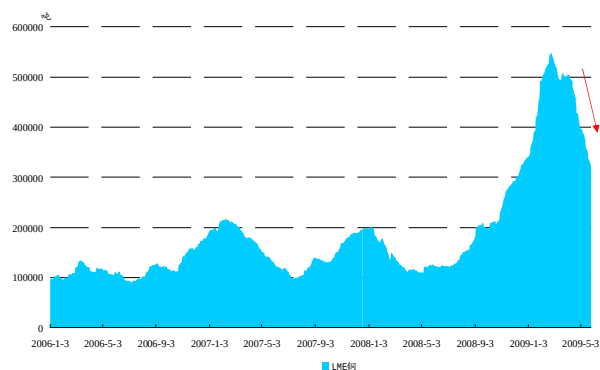


图 31: LME 铝库存屡创新高

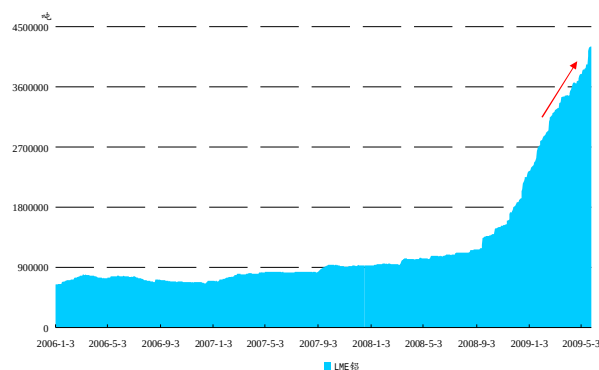


图 32: LME 铅库存持续上升

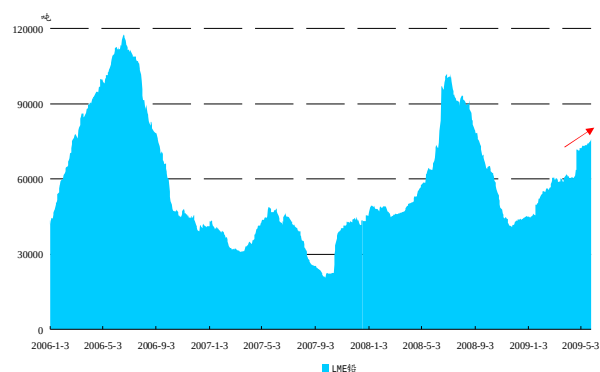


图 33: LME 锌库存小幅下降

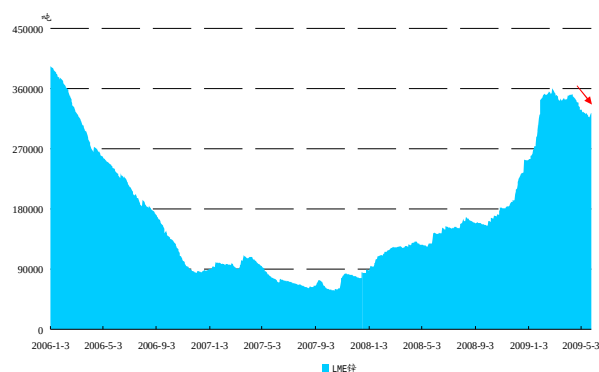


图 34: LME 锡库存底部强势反弹

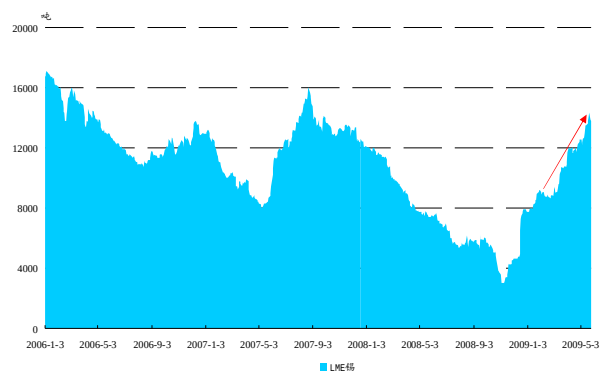
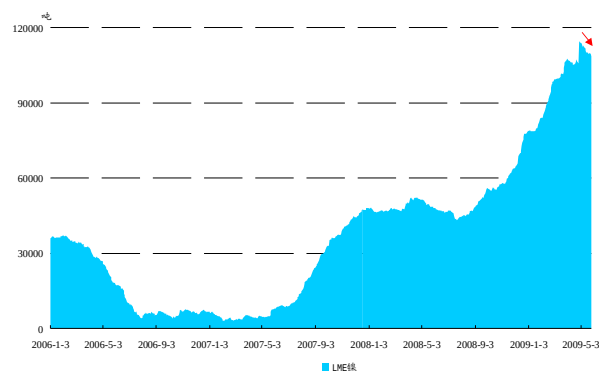


图 35: LME 镍库存创历史高位后下探



数据来源：国联证券研究所、WIND

数据来源：国联证券研究所、WIND

3.5 行业真正复苏或始于下半年后期

2009年一季度有色金属行业的业绩急剧下滑，盈利普遍下滑70%-80%。从环比来看，数据表现出现改善，但这并不表示行业已经真正开始复苏。因为1) 宏观经济依旧低迷，经济增长乏力，失业率上升；2) 一季度的实体需求并没有出现改善，如果扣除国储计划采购的数量，金属的实际消费增长将

大幅度下降，甚至是负增长；3）价格未进入上升通道。虽然 LME 金属价格大幅上涨，但只是短期资金流入所致，持续性无法得到保证。

综合有色金属当前的供需情况，企业经营状况，国际环境等因素，我们预计有色金属行业真正开始复苏可能是在 2009 年下半年后期。因为：

- I 全球经济复苏需要时间。上半年，中国经济在大量政策的刺激下，取得超预期效果，避免了事态的恶化，部分市场人士甚至上调中国 09 年 GDP 增长目标至 8.5%-8.9%。但中国不是推动全球经济发展的发动机，本国经济的恢复对其它国家的影响甚微。全球经济的复苏依赖于与占全球经济总量半壁江山的发达国家的复苏。目前，美国、欧盟、日本等国的经济仍处于底部运行，复苏迹象并不明显，市场普遍预计美国经济将于 2010 年复苏。
- I 需求完全恢复需要时间。2009 年上半年，有色金属行业的下游产业的部分数据显示，经营情况出现好转，环比数据有所改善。由于同比数据并没有改善，考虑到季节性因素的存在，下游需求是否已经形成趋势性复苏，还需要经时间考验。
- I 去库存化需要时间。LME 基本金属库存趋势表明该行业的库存水平较高，降低库存水平是行业复苏的前提条件。由于有色金属行业是一个产能过剩的行业，与钢铁行业类似，因此以钢铁行业两次去库存化时间为比较。国内钢铁行业去库存化始于年初，至今二次去库存化仍在继续。虽然有色金属行业的供需情况并不与钢铁完全相同，但是由库存转变成需求同样需要时间。

基于以上分析，2009 年上半年有色金属行业景气度已经反弹，需求出现增长趋势，但是过量的产能和过高的库存对行业恢复形成一定的压力。由于全球经济已经成功触底，虽然仍在底部运行，但继续恶化的可能性比较小，只要全球经济出现微小的改善，有色金属行业的全面复苏就值得期待。

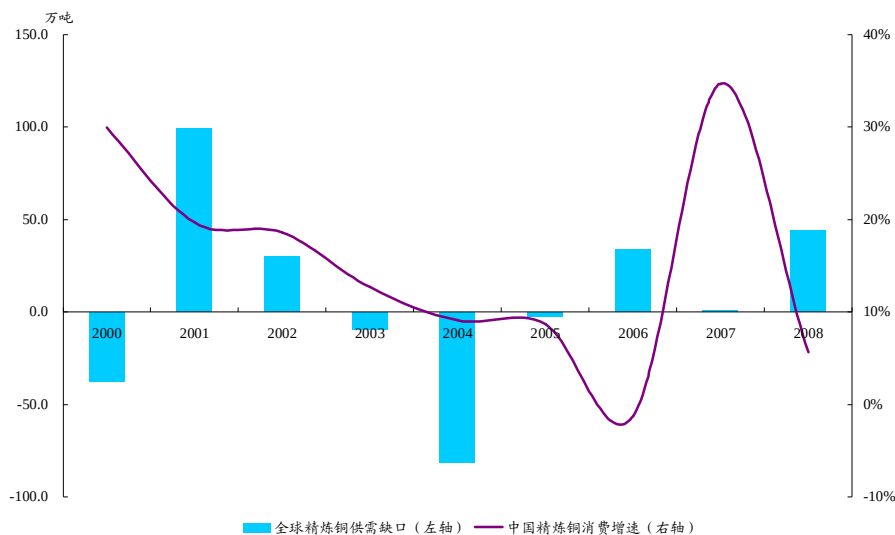
四、子行业判断

4.1 铜：需求增加化解供需矛盾

根据 WBMS 数据，2008 年全球精炼铜产能至少过剩 44 万吨，主要是因为经济危机使得需求下降所致。相对而言，国际铜市场的供需矛盾并不显著，44 万吨过剩产能仅相当于 LME 铜一天的平均库存，与 2008 年全球精炼铜 1800 万吨的消费比较，过剩产能仅占 2% 的比例。只要需求出现略微增长，全球铜供需将处于紧张状态。

2009 年上半年 LME 铜库存从最高位约 51 万吨下降至目前约 30 万吨的水平，降幅达到 40%，表明全球铜需求出现增加，其中中国铜需求增加起主导作用。2009 年上半年中国精炼铜表观消费量增速已恢复至 2007 年水平，主要受益于：1) 下游产业开始复苏；2) 国储铜计划实施。由于铜价已经上涨了近 40%，国储计划目的已经达到，因此未来国内铜的消费需求将主要取决于下游产业情况。而二季度国内部分地区房地产价格上涨 10%-20% 表明房地产业将迎来新一轮上升；汽车产销量过百万辆也表明汽车业开始恢复性增长。预计 2009 年下半年下游产业的复苏将有效提高铜需求，供过于求将不是铜市场的主要矛盾。

图 36：全球精炼铜供需缺口及中国精炼铜消费增速



数据来源：国联证券研究所、WBMS

年初至今，国内外铜价均已上涨 100% 左右。目前铜价仍处于内强外弱格局，随着中国需求率先恢复，国际铜价将在国内铜价的带领下上涨，但上涨空间受到其它国家需求恢复速度的制约。

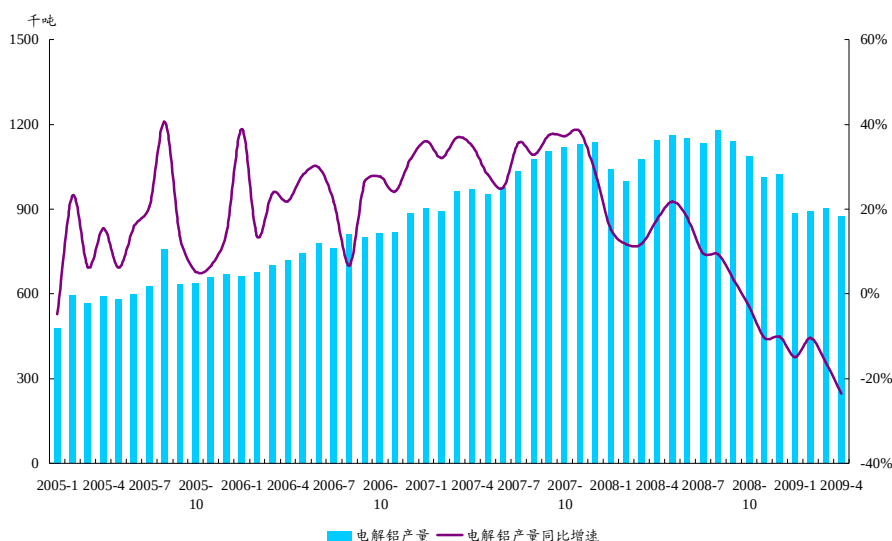
重点公司：江西铜业（600362.SH）、铜陵有色（000630.SZ）

4.2 铝：复产抑制价格过快上涨

2009 年上半年，由于中国国储导致额外需求的增加，基本金属价格均出现一定程度的上涨，但铝价的表现最差。年初至 2009 年 5 月 27 日截止，LME 铝价不升反降，下降幅度约为 11%；SHFE 也仅上涨 8%，也与其它金属涨幅存在差距。这主要是由于全球铝市的产能严重过剩，前期依靠限产方式阻止价格急剧下滑，同样多余的产能也对价格的快速上涨形成压力。

事实上，全球铝生产企业为了稳定价格，一直在根据市场需求情况的变化，不断提高限产的额度。根据国际铝业协会（IAI）数据显示，至 2009 年 3 月，全球日均铝产量下降至 6.52 万吨，同比下降 7%，环比下降 1.5%。根据中国有色金属协会数据，2009 年国内电解铝关停产能 350 万吨，占总产能的 18%；氧化率关停产能的 900 万吨，占总产能的 38%。从国家统计局公布的电解铝月产量数据也可以看出，从 2008 年 10 月开始，国内电解铝产量同比增速就处于负增长状态。虽然通过限产减少供给稳定了铝价，但由于被限制产能并没有消失，只要市场或者价格有所好转，这些产能都有可能重新恢复，进而提高供给量，抑制价格的快速上涨。

图 37：2005-2009.4 国内电解铝产量及增速（月）



数据来源：国联证券研究所、WIND

不仅下游需求的拉动会促使限制产能复产，政府扩大直购电试点范围也会推动复产加速。政府推行直购电政策的本意是降低相关企业生产成本，减小亏损压力。但随着试点范围的扩大，获得成本优势企业增多，出于市场竞

争的目的，试点企业恢复被限制产能的意愿，以获取最大的利益。因此，我们认为即使 2009 年下半年铝需求市场出现好转，但在巨大被限制产能复产的压力下，铝价的上升空间也非常有限。

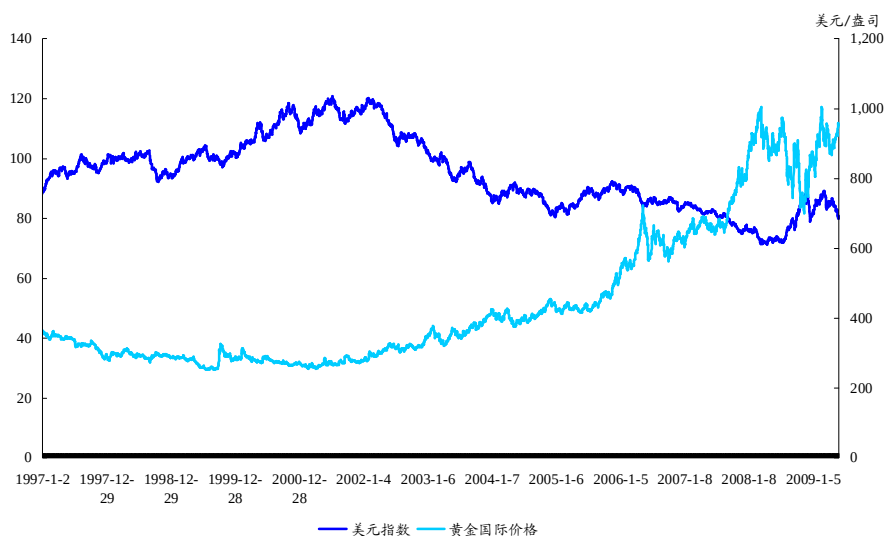
重点公司：中国铝业（601600.SH）、焦作万方（000612.SZ）

4.3 黄金：金价有望创新高

黄金作为一种特殊的商品，其需求主要包括工业需求、居民需求以及国家储备需求。理论上工业需求和居民需求会随着经济的发展，收入和生活水平的提高而上升，但是由于黄金还具有保值功能，因此在经济恶化，通胀上升的情况下，居民需求也可能上升。国家储备需求则是由于黄金的稀缺性和战略性，及作为全球普遍认同的一般等价物功能所决定，一般国家都有增加本国黄金储备的意愿。据外汇管理局公布，至 2009 年 4 月，我国黄金储备已达到 1054 吨，排世界第五。

由于黄金具有保值功能和储备需求，因此供需关系在决定金价方面的作用比较小。而由于黄金的金融属性，货币因素对金价的影响更大。特别是在全球货币供应量大量增加，美元贬值压力增加，通货膨胀预期强烈的时候，黄金价格继续上涨的动力强劲。另外，长期历史数据表明石油价格与黄金价格存在较强的相关性，虽然由于 2008 经济危机二者出现分化，但是强烈的金融属性将使相关性恢复正常。

图 38：国际金价与美元指数走势比较



数据来源：国联证券研究所、WIND

目前油价已经重上 70 美元/桶，由于全球经济形势并没有出现显著恢复，显然推动油价上涨的理由只能是流动性。货币供给过量同样能够对黄金价格起作用，预计 2009 年下半年国际金价将有可能再创新高。

重点公司：山东黄金(600547.SH)、紫金矿业（601899.SH）

总体上，目前全球的基本金属供需都是失衡的，行业复苏取决于下游需求的改善。由于不同金属的供需矛盾不同，对于供需矛盾不大的金属，如：铜、铅、锡，下半年在经济回暖，行业景气回升带动下，将先行步入上升通道；而供需矛盾严重的金属，如：铝、锌、镍，则需要等待更强烈的支持。虽然流动性过剩和通胀预期将对所有的基本金属价格起推动作用，但最总得程度会有所差别。

在经济形势尚未明朗之时，由于保值和避险的需求，黄金将依然保持强势，相对看好未来国际金价的表现。

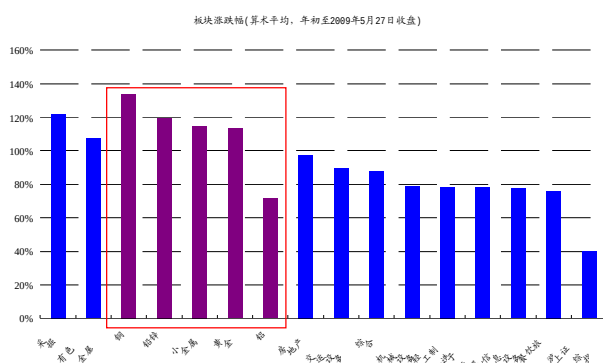
五、行业投资建议

5.1 PE 估值或成反向指标

通常人们倾向选择比较简单、易懂的估值方法为投资决策提供判断依据，其中 PE 估值就是比较常用的方法之一。由于该方法主要是基于企业盈利能力，因此存在一定的滞后性和不确定性，特别是对于周期性行业，甚至可能成为操作上的反向指标。2009 年 1 月-5 月，A 股市场出现大幅上涨，上证指数涨幅达 40%，有色金属涨幅位居全部板块第二位，达到 107%，而其子行业的涨跌幅均远超大市。比较不同时期 PE，可知有色金属行业及子行业的 PE，除黄金外，均高于历史水平，且远超市场平均水平。这是否意味着有色金属行业估值过高，不再适合投资？

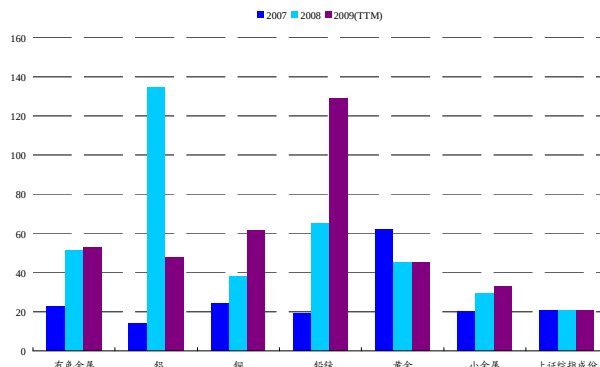
答案不是绝对的。考察 PE 估值，由于影响 PE 大小的因素包括价格和 EPS，PE 估值过高既有价格过高的因素，也有 EPS 过低的因素，其中 EPS 最关键，因此判断 PE 是否合理，取决于公司未来 EPS 的发展趋势。对于有色金属行业，由于周期性的原因，在经济衰退的时候，企业盈利很差，甚至出现亏损，此时即使股票价格很低，公司的 PE 水平仍比较高；而在经济繁荣的时候，企业利润率处于高位，盈利突出，此时即使股票价格很高，PE 水平也可能会比较低。因此对于复苏前期的有色金属行业 PE 估值可能成为反向指标，关键是公司股价处于历史水平的位置。

图 39: 2009 年初至 2009/5/27 收盘各板块涨跌幅



数据来源：国联证券研究所、WIND

图 40: 有色金属板块及子行业各年 PE 比较



数据来源：国联证券研究所、WIND

经济复苏，需求改善的时期，有色金属行业的盈利波动比较大，PE 估值有时候能够成为有效的判断标准，有时候也可成为反向指标。我们认为目前有色金属行业 PE 估值更需要关注个股的盈利能力和公司股价的历史水平。

5.2 维持行业“优异”评级

尽管基本金属价格上半年涨幅不错，股市表现也超越大盘。但是上半年成功主要归因于中国因素，特别是国储计划认为扩大金属需求量，导致供求失衡，从而刺激价格上涨。而2009年一季度有色金属行业的基本面情况并没有随之发生较大改变，主要是由于1) 2008年的高价原材料库存限制公司盈利能力改善；2) 国储计划带动价格提升具有时效性，企业获益不连续。未来有色金属行业的表现取决于行业景气度的提升和流动性是否充裕。

2009年上半年的数据显示，虽然全球经济仍未走出低谷，但下游需求的不断改善和中国因素的重起，预计有色金属行业景气度提升有望实现。而各国政府大量发行货币，导致市场流动性过剩，又有可能引发高通胀。行业景气度提升需求拉动有色金属价格上涨，而通胀则利用货币属性拉升金属价格。我们预计随着行业景气度的提升和通胀预期的到来，基本金属价格仍有上涨空间，基本面好转，行业盈利能力将出现改善。基于以上判断，我们维持对有色金属行业“优异”的评级，并继续看好铜、黄金、铅锌子行业。

5.3 复苏和通胀“普惠制”下的投资策略

IMF在4月份报告曾预测2009年全球经济将收缩1.3%，并表示世界经济将于2010年逐步复苏，但明年也仅有望增长1.9%。但美国、欧盟等国近期的经济数据，特别是美国金融业开始偿还政府救援资金现象，表明IMF的预测有些悲观。虽然目前全球经济仍在底部运行，但是复苏的迹象已经显现。通胀压力由于流动性泛滥将越发严重。从行业运行和发展的角度来看，经济复苏将有利于全部行业盈利的改善，而通胀也能使几乎所有行业，特别是资源类行业受益，因此复苏和通胀具有“普惠制”的特点。在此情况下，2009年下半年有色金属行业的投资主线有两条：

1) 复苏主线：经营稳健，盈利能力恢复较快的个股。上半年的亏损和微利使得有色金属企业经营困难，在复苏过程中，先恢复元气的公司更具有竞争优势。因此可以重点关注具有资源成本优势，产业链整合完善的公司，以及行业容量小，具有相对垄断地位的龙头公司。

2) 政策主线：符合产业调整规划，具有重组预期的个股。根据国家有色金属产业调整和振兴规划要求，到2011年，国内排名前十位的铜、铝、铅、锌企业的产量占全国总产量的比重分别提高到90%、70%、60%、60%，并形

成 3-5 个具有较强实力的综合性企业集团。预计随着行业集中度的提高，未来有色金属行业重组并购案会增多，重组预期仍是投资主题之一。

另外，黄金股由于货币因素支持，仍具有长期投资价值，选择合适的时机比较关键。

5.4 国内、国际估值比较

表 4: 国内、国际估值比较

	公司	货币	股价	EPS				PE			
			5-27	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E
国内上市公司											
铜	江西铜业	CNY	19.63	0.80	0.49	0.57	0.68	24.54	40.06	34.70	29.05
	云南铜业	CNY	21.88	0.73	-2.22	0.32	0.54	29.97	n/a	68.06	40.74
	铜陵有色	CNY	28.51	1.40	0.76	0.59	0.82	20.38	37.51	48.32	34.87
铝	焦作万方	CNY	12.00	1.42	0.69	0.12	0.18	8.43	17.32	99.09	65.68
	云铝股份	CNY	7.50	0.57	0.07	0.08	0.16	13.16	107.14	96.15	45.48
	南山铝业	CNY	9.83	0.87	0.48	0.45	0.64	11.30	20.48	21.92	15.28
	中国铝业	CNY	10.67	0.82	0.00	0.09	0.28	13.01	n/a	122.08	38.76
铅锌	中金岭南	CNY	19.12	1.65	0.39	0.34	0.53	11.59	49.03	56.69	36.01
	宏达股份	CNY	16.29	1.25	-0.57	0.15	0.38	12.98	n/a	111.65	42.73
	驰宏锌锗	CNY	19.60	3.36	0.20	0.30	0.59	5.83	98.00	65.62	33.24
	株冶集团	CNY	10.20	0.16	0.04	0.04	0.18	63.75	275.68	236.11	56.26
	西部矿业	CNY	14.68	0.80	0.24	0.12	0.29	18.35	61.17	127.21	51.47
黄金	中金黄金	CNY	76.73	0.92	1.35	0.66	1.01	83.40	56.84	116.35	75.79
	山东黄金	CNY	44.50	1.21	1.81	1.25	1.55	36.92	24.65	35.53	28.79
	紫金矿业	CNY	8.57	0.19	0.22	0.25	0.31	45.11	38.95	34.82	27.83
国际上市公司											
铝	Alcoa Inc	USD	9.05	3.24	0.28	-0.04	0.56	2.79	32.32	n/a	16.16
	Century Aluminum	USD	6.24	-2.72	-20.07	-3.17	-0.59	n/a	n/a	n/a	n/a
	Alumina Ltd	USD	3.96	0.36	0.13	-0.09	-0.02	11.00	30.46	n/a	n/a
	中国铝业	HKD	7.22	0.82	0.00	-0.02	0.16	8.80	n/a	n/a	45.13
铜	Freeport	USD	49.75	7.41	-29.69	1.26	3.18	6.71	n/a	39.48	15.64
	Southern Copper	USD	19.58	2.51	1.60	0.65	1.12	7.80	12.24	30.12	17.48
	江西铜业	HK	12.18	0.80	0.49	0.41	0.58	15.23	24.86	29.42	21.04
黄金	Barrick Gold	CAD	36.05	1.27	0.89	1.75	1.85	28.39	40.51	20.60	19.49
	Newmont Mining	USD	51.37	-2.13	1.82	2.02	2.49	n/a	28.23	25.43	20.63
	紫金矿业	HKD	6.68	0.19	0.22	0.22	0.25	35.16	30.36	30.36	26.72
	招金矿业	HKD	12.18	0.27	0.37	0.46	0.49	45.96	33.10	26.77	24.86
综合	BHP	AUD	34.65	2.30	2.77	1.75	1.43	15.10	12.52	19.80	24.23
	RIO	AUD	64.35	5.69	7.71	3.43	3.83	11.32	8.34	18.78	16.82

数据来源：国联证券研究所、WIND、Reuters

注：2009E、2010E 的 EPS 为 WIND 或 Reuters 预测的平均值

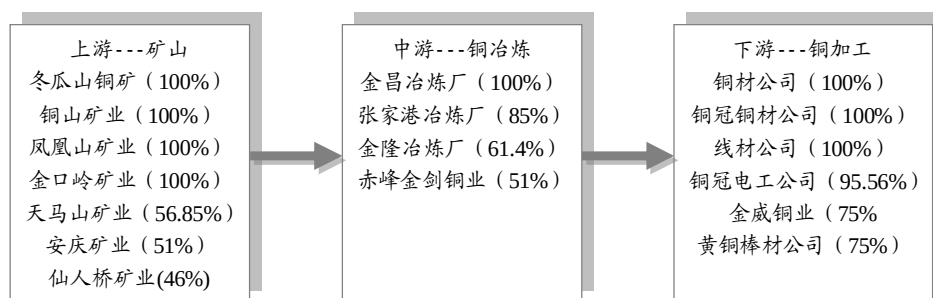
六、重点公司

6.1 铜陵有色（000630.SZ）

公司是我国主要大型铜冶炼公司之一，至 2008 年，公司拥有超过 80 万吨/年的铜冶炼产能，位居全球五强行列。公司主营业务包括铜、铁、硫金矿采选；铜金属冶炼及压延加工；金、银金属冶炼；铁球团、铁精矿；硫酸等业务，其中铜产品业务收入占公司总收入的 85%左右。

完整产业链帮助公司逆境成长，顺境扩张。作为国内三大铜企之一，公司打造了一条覆盖铜矿采选、精铜冶炼、铜材深加工的完整产业链。成本优势提升公司竞争能力，使其在市场较低迷的时期，也能保持业绩稳定。

图 41：铜陵有色产业链布局



数据来源：国联证券研究所、公司

积极扩张，弥补资源不足。与同业比较，公司的资源优势并不明显，2008 年公司的矿产含铜仅有 4 万吨左右，资源自给率较低。为弥补缺憾，公司通过开拓省内外、国内外多种途径，实现全球资源扩张。国外，目前公司在秘鲁拥有白河特大型铜矿项目（铜金属资源量超过 700 万吨，钼金属量 42 万吨）30%的开发权，在智利、加拿大等地都有探矿项目在进行。境内，沙溪铜矿探明铜储量 60 多万吨正着手开发，同时公司也在内蒙古收购相关的矿山。随着矿资源的积累，公司产能、产量的突破指日可待。

拓展下游深加工业务，寻找新增长点。由于生产工艺、技术水平相似，大型铜采选、冶炼企业的生产成本差异性不大，因此寻找新的、具有竞争优势和技术壁垒的增长点成为公司发展的核心目标。由于公司的铜材深加工业务还处于研发、摸索阶段：1）电子铜箔项目还没有完全建成投产；2）电子铜带项目处在筹建阶段。目前这部分业务尚处于亏损状态，由于产能有限，

2008 年公司铜深加工材料产量 4 万多吨，公司预计 2009 年深加工产品产量是 8.59 万吨，2010 年可达到 16 万吨。随着铜材深加工业务的成熟，公司在资源扩张的同时，将取得一种新的增长模式。

黄金业务，锦上添花。作为铜矿开采冶炼的副产品，公司的黄金等贵金属业务收入占总收入的 10% 左右。公司黄金业务比较稳定，每年可为公司贡献约 40 亿元的收入和近 10 亿元的利润，相当于贡献 EPS 0.08 元。由于资源限制，黄金业务未来的增长比较有限。

盈利预测及投资建议。铜价恢复到 2006 年的水平，公司经营情况有望得到改善，预计 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.64 元、0.78 元。由于公司持续提高资源自给率，盈利改善明显；随着资源规模的扩大，公司能够在新一轮上升周期中，取得更好的业绩，给予公司“推荐”评级。

表 5：铜陵有色估值表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	29,686	37,038	37,342	38,097	39,708
yoy	92.2%	24.8%	0.8%	2.0%	4.2%
净利润	1,474	1,247	639	984	1,196
yoy	16.7%	-15.4%	-48.7%	53.9%	21.6%
每股盈利(元)	0.69	0.80	0.49	0.64	0.78
市盈率(P/E)	27.3	23.5	38.4	29.2	24.0
市净率(P/B)	0.3	4.1	3.6	2.6	2.2

数据来源：国联证券研究所、公司

6.2 焦作万方 (000612.SZ)

焦作万方公司是一家以铝锭和铝液为主的纯冶炼公司，铝锭和铝液收入比例为 90: 10。公司致力于完善上游产业链，以避免公司盈利能力由于产品线单一而受到铝价波动的过度影响。

背靠中国铝业，稳定原料供应，期待重组预期。2006 年 9 月 18 日，中铝从焦作市万方集团购入 29% 的公司股权，成为公司第一大股东。中铝的入主一方面可以确保公司以优于市场的价格采购氧化铝原材料，使公司获得成本优势。2008 年公司从中铝采购氧化铝 74.41 万吨，总金额为 19.59 亿元 (不含税)，约占总成本的 40%。另一方面，国内铝产能严重过剩，国家调控基调以淘汰、整合为主，中铝作为行业龙头，将作为重组的主要力量。从限制同业竞争的角度来看，中铝存在整合公司的可能性。

合并爱依斯万方，降低用电成本。2008 年 11 月，公司完成焦作爱依斯万方电力有限公司 70% 股权转让手续，从而全资控股该电力公司，稳定了公司 20% 的电力供给。通过降低用电成本，提升公司竞争优势和盈利能力。

停止扩张，改善现金流。2008 年，鉴于经济形势恶化，公司果断暂停 15 万吨/年炭素及 20 万吨/年阳极组装项目。虽然短期内限制了公司增长的潜力，但是也为公司度过低潮期提供了足够的现金流。目前公司暂无新的扩张计划，但根据规划，只要形式出现好转，重起扩张计划势在必行。

盈利预测及投资建议。金属价格持续上涨，铝价重上 13000 元/吨，缓解公司亏损的压力，预计 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.33 元、0.46 元。综合考虑公司的发展战略、经营风格和管理水平，我们认为公司能够保持稳健的经营方针，在市场回暖时享受超额收益，给予公司“谨慎推荐”评级。

表 6: 焦作万方估值表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	4,079	5,185	6,019	5,668	5,697
yoy	39.0%	27.1%	16.1%	-5.8%	0.5%
净利润	257	684	333	160	223
yoy	326.3%	165.9%	-51.3%	-51.8%	38.9%
每股盈利(元)	0.54	1.42	0.69	0.33	0.46
市盈率(P/E)	24.5	9.2	18.9	39.4	28.3
市净率(P/B)	5.9	3.8	3.5	2.7	2.5

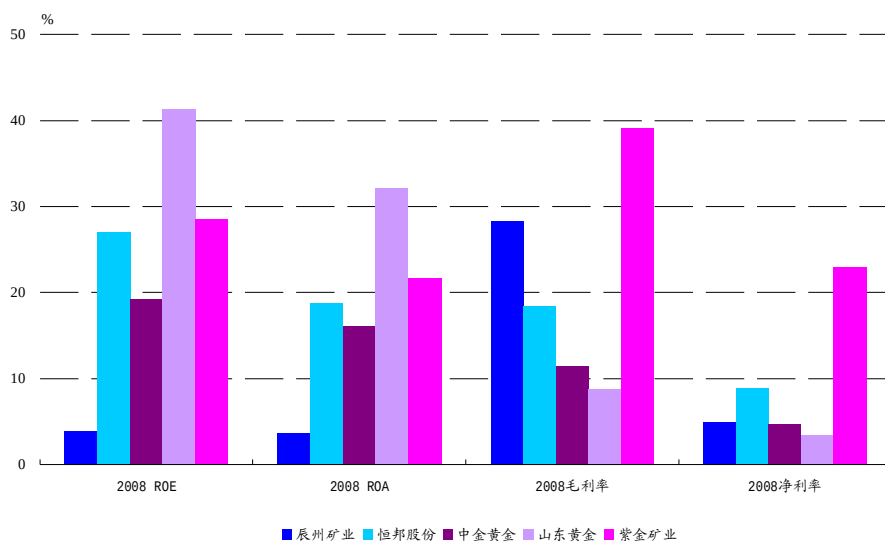
数据来源: 国联证券研究所、公司

6.3 紫金矿业 (601899.SH)

紫金矿业是一家以黄金业务为主，铜、锌、铁为辅的综合性采掘、冶炼有色金属公司。08 年收入构成中，黄金占 61.5%，铜及铜精矿占 14.3%，锌及锌精矿占 9.2%，铁精矿占 5.5%。由于黄金业务的稳定性，铜、锌矿的波动性，使其具有“进可攻、退可守”的特性。在复苏过程中，相对于其它类黄金上市公司，公司更具投资价值。

资源优势确保公司行业领先的盈利能力。五家上市黄金公司中，紫金矿业的毛利率、净利率最高；ROA、ROE 也居前列。主要是因为公司经营过程中自有资源利用比例大，低矿山成本和开采成本，使得公司保持了较高的盈利能力和成长性。

图 42: 国内 A 股黄金上市公司盈利能力比较



数据来源：国联证券研究所、WIND

不断扩张资源储量确保公司领先优势。作为国内最大的黄金生产企业，虽然拥有中国唯一的世界级金矿，但管理层仍在积极开拓新的资源储备。通过在国内外市场的并购活动，08 年集团保有资源储量继续保持增长，其中黄金 701.5 吨，同比增长 9.9%；铜 964 万吨，同比增长 3%；铅+锌 528 万吨，比增 42%，实现主要矿种增量大于消耗量。

盈利预测及投资建议。由于黄金和相关金属价格持续上涨，我们上调的公司盈利预测，预计 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.29 元。综合考虑公司的发展战略、经营风格和管理水平，我们认为公司未来将继续利用资源优势，扩大资源储备，获取长期增长潜力。随着矿产资源的多元化经营模

式逐步成熟，公司的盈利水平和成长性将得到进一步确认，给予公司“推荐”评级。

表 7：紫金矿业估值表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	10,778	15,047	16,984	19,834	23,221
yoy	251.2%	39.6%	12.9%	16.8%	17.1%
净利润	2,353	3,516	3,894	4,424	5,022
yoy	143.5%	49.4%	10.7%	13.6%	13.5%
每股盈利(元)	0.13	0.19	0.22	0.26	0.29
市盈率(P/E)	71.8	49.1	42.4	36.5	32.1
市净率(P/B)	24.2	17.2	7.1	5.9	5.2

数据来源：国联证券研究所、公司

七、风险因素

本报告的基本逻辑是随着全球经济新式好转，下游产业将复苏，需求的提升将促使有色金属行业景气度恢复；而各国政府为刺激经济增长，挽回损失大量供应货币，将导致流动性过剩和通货膨胀。得出在双重因素的作用下，有色金属行业 2009 年下半年仍将表现突出的结论。其风险因素主要包括：

- 1).全球经济未出现预期的好转，仍处于底部运行，下游需求复苏无力
- 2).政府采取紧缩性货币政策，通过回收流动性和加息降低通胀预期
- 3).金属价格急剧下滑，引起有色金属行业盈利能力下降

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。