

老故事新内容，金属价格上涨的背后——2009 年有色行业中期策略

有色行业

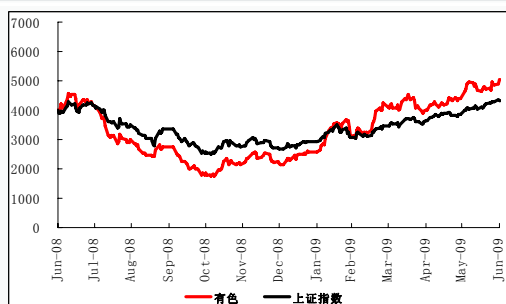
增持（维持）

报告日期：2009 年 7 月 14 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相有色指数	5144	9.78%
天相流通指数	3610	16.71%
上证指数	3145	14.63%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《价差缩小，国内供给压力有望改善——有色金属行业 5 月报》 2009 年 6 月 4 日

《持续关注资源优势企业——2009 年有色行业 2 季度及下半年展望》 2009 年 5 月 5 日

《2009 年 1 季度有色上市公司净利润有望大幅减亏》 2009 年 4 月 1 日

《多因素共同驱动，上调行业评级至“增持”》 2009 年 3 月 25 日

《潮落潮起一金“守” 银“攻”——2009 年有色金属投资策略》 2008 年 12 月 24 日

杨晓雷 010-66045530 yangxi@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 对于企业产能利用率提升和需求恢复对金属价格上涨的阐述；
- 对于有色金属股票价格上涨空间的推理；
- 对投资周期的揭示并加以验证，建议继续关注资源优势企业，重点建议关注中金岭南和山东黄金。

投资要点：

- 随着产能利用率的提升和需求的恢复，金属价格将稳步上涨。通过对美国产能利用率与PPI增速的比较，我们得出随着企业产能利用率的提升和需求的恢复，有色金属价格有望稳步上涨，而目前美国等西方国家的产能利用率和需求情况还难以支撑金属价格的持续上涨，中国的力量仍旧首当其冲。
- 对于有色金属价格上涨空间的推理，并强调企业拥有矿产资源的重要性。在金属价格上涨判断的前提下，我们对可以想象的到的、基于历史数据的有色金属价格上涨空间进行推算，并用数据、实例和分析再次重申企业拥有矿产资源的重要性，并建议关注资源优势企业。
- 国内有色金属行业盈利情况大幅好转。2009年1—5月国内有色金属行业盈利状况大幅好转，有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业共实现利润总额173亿元，同比下降71%，而2009年前2个月这个数字仅为8300万元！
- 历史的投资周期表明：投资有色金属股票正当时。通过对美林“投资钟”和耶鲁商学院历史研究的经验和数据表明：当前的经济周期中投资股票资产正当时，投资有色金属股票正当时。我们对历史和经验的数据进行再验证，并得到了一些有价值的类似的结果。
- 维持有色金属行业“增持”评级，继续推荐中金岭南和山东黄金。我们维持有色金属行业“增持”的投资评级，建议投资者继续首先关注具有资源优势的企业，我们普遍维持这些企业“增持”的投资评级，并继续建议2009年下半年重点关注中金岭南（000060）和山东黄金（600547）。

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
1. 观点的回顾及观点的延续	3
1.1 观点的回顾：潮落潮起，金“守”锌“攻”	4
1.2 观点的延续：继续从有色金属价格谈起	4
2. 有色金属价格上涨的背后，实体经济推动的三个阶段	6
2.1 有色金属价格上涨的背后：实体经济推动的三个阶段	6
2.2 第一阶段：库存消化阶段，预期主导下金属价格的快速反弹	7
2.3 第二阶段：产能利用率的提升将继续推动金属价格上涨	9
2.3.1 产能利用率、产品价格与PPI	9
2.3.2 美国金属行业需求仍旧低迷与日本有色金属行业需求的好转	10
2.3.3 中国有色金属行业下游需求正在持续回暖，2009年下半年需求依然值得期待	13
2.3.4 第二阶段中市场预期与美元走势	17
2.4 第三阶段：短暂的产能不足？	17
3. 有色金属股价的上涨空间及再谈拥有矿产资源的重要性	18
3.1 有色金属股价的上涨空间：一个简单的推理游戏	18
3.2 再谈拥有矿产资源的重要性	21
4. 最近的行业财务数据及投资建议	26
4.1 国内有色金属行业 2009 年 1—5 月盈利状况大幅好转	26
4.2 投资建议：持续关注资源优势企业	29
4.2.1 历史的投资周期：投资有色正当时	29
4.2.2 维持有色金属行业“增持”评级，首先建议关注资源优势企业	33
4.2.3 重点建议关注：中金岭南（000060），山东黄金（600547）	33



图表目录

图表 1: 影响有色金属价格的因素.....	6
图表 2: 2009 年LMEX指数的快速反弹.....	7
图表 3: 经济周期协会周领先指数.....	7
图表 4: 美国PMI新订单-PMI库存指数体现了经济的扩张和收缩.....	8
图表 5: 2009 年美国PMI新订单-PMI库存加速上升	8
图表 6: 2009 年中国PMI新订单-PMI库存加速上升	8
图表 7: 近期美元指数的走势.....	9
图表 8: 美国年度制造业产能利用率与PPI	10
图表 9: 美国年度制造业产能利用率与中间品PPI	10
图表 10: 美国部分行业的产能利用率(%)	10
图表 11: 2009 年前 5 月美国部分工业的产能利用率(%)	11
图表 12: 美国初级金属业近期的发货、新订单、未完成订单及总库存金额	11
图表 13: 日本部分制造业开工率指数自 2009 年 2 月开始反弹	12
图表 14: 日本有色金属业发货指数 2009 年持续反弹	13
图表 15: 日本有色金属业完工产品库存比率指数下降	13
图表 16: 2008 年国内铜、锌、铝的产能利用率	13
图表 17: 2009 年前 5 个月国内主要金属产量的增幅	13
图表 18: 有色金属的下游需求.....	14
图表 19: 有色金属的下游需求(上半年与下半年产出的对比)	15
图表 20: 2004 年至 2009 年LME铜、铅、锌、镍月末库存的变化(吨)	16
图表 21: 美国制造业产能利用率与联邦基金利率	17
图表 22: 近期欧元对美元持续走强.....	17
图表 23: 国内几种金属的年均交易价格.....	18
图表 24: 2005 年至 2008 年主要有色A股上市公司的盈利高点	19
图表 25: 有色金属股票价格上涨空间的推理	20
图表 26: 我国主要有色金属矿产资源自给率	22
图表 27: 有色金属行业各环节的竞争力分析	22
图表 28: 同一行业某资源型企业与某冶炼型企业盈利能力的对比	24
图表 29: 2008 年下半年至 2009 年上半年中国企业与海外资源的“亲密接触”	25
图表 30: 2009 年 1—5 月有色金属行业收入、利润情况	27
图表 31: 2009 年 3—5 月有色金属行业收入、利润情况出现好转	28
图表 32: 美林的“投资钟”	29
图表 33: 1959 年—2004 年不同经济周期中的商品、股票、债券投资回报率对比(图)	30
图表 34: 1959 年—2004 年不同经济周期中的商品、股票、债券投资回报率对比(表)	30
图表 35: 有色金属商品回报与经济增长率的关系对比	31
图表 36: 有色金属股票回报与有色金属商品回报的关系对比	32
图表 37: 有色金属股票估值与有色金属商品回报的关系对比	32
图表 38: 中金岭南(000060)财务分析	35
图表 39: 山东黄金(600547)财务分析	37
图表 40: 增持公司盈利预测及评级	38

1. 观点的回顾及观点的延续

1.1 观点的回顾：潮落潮起，金“守”锌“攻”

观点的回顾。在 2008 年底，我们完成了我们的有色金属行业年度策略报告——《潮落潮起，金“守”锌“攻”——2009 年度有色金属行业策略报告》。时光飞逝，转眼已过了半年，在准备 2009 年中期策略之际，我们认为，有必要重温过去的观点，以为阅者理顺思路。

我们在 2009 年年度策略中的主要观点：

- 判断有色行业回暖依赖政策引导、信贷放松和需求恢复，而强调需求恢复尤为重要；
- 建议从销售、成本费用控制、资本运营和企业战略四方面全面审视有色金属企业的投资价值；
- 推断锌价最具有反弹优势；
- 分析金属价格并非与企业业绩完全相关；
- 建议投资者关注产业链上游矿产企业或具有资源优势的冶炼企业；
- 强调企业资本运营的合理性和企业战略的重要性；
- 年度建议关注铅锌行业与贵金属行业；
- 年度推荐进攻性品种中金岭南（000060），防御性品种山东黄金（600547）、中金黄金（600489）。

2009 年年度策略中的观点与实际的偏差：

- 国内外有色金属价格的反弹速度超出了我们的预期；
- 主要基本金属品种价格共同出现反弹，铜价相对强势；
- 对于流动性、政策支持、有色行业转暖的预期更多地支撑了有色金属 A 股 2009 年上半年的持续上涨；
- 有色金属 A 股 2009 年上半年出现了普遍的上涨格局，并未体现出较大的结构性差异，部分冶炼企业及加工企业股票同样受到市场追捧；
- 完全低估了市场对于主要铜业股票的钟爱；
- 部分黄金股 2009 年上半年快速的累积涨幅超出了我们的预期。

1.2 观点的延续：继续从有色金属价格谈起

观点的延续。对于 2009 年有色行业的中期策略，我们仍要首先从有色金属价格谈起，因为它是市场中最直接，对经济反应最灵敏，以及最易获得的数据。

我们认为，有色金属价格主要受实体经济（供需因素），市场预期以及美元走势



的影响。实体经济因素是决定有色金属价格的根本因素，市场预期因素将会随着时间的推移逐渐变弱，另外，美元走势同样不能忽视。（全球经济危机之后）工业企业（有色金属企业）的生产经营将先后通过“库存消化”阶段，“产能利用率逐步提升”阶段，“产能不足”阶段等三个阶段，并在各阶段推动工业品（有色金属）价格的持续上涨。实际上，我们将通过有色金属价格抛砖引玉地探讨更多关于工业生产、产能利用率、供给、需求等问题。我们的观点是，有色金属价格将出现持续的上涨，即使是在第一阶段已经经历了大幅的反弹，在第二阶段至少也会出现缓慢的上涨，而中国因素仍将起主要作用。（我们将在第二部分讨论以上问题。）

接着，基于有色金属价格持续上涨的判断，我们将继续通过有色金属价格对有色金属 A 股股价上涨空间进行简单的推理——我们可以想象的到的有色金属股价的边界。同时，我们在有色金属价格上涨的前提下，继续建议投资者关注资源优势企业，并以数据和事例加以说明。（我们将在第三部分讨论以上问题。）

然后，我们将介绍有色金属行业最近的一些数据——2009 年前 5 个月行业财务数据。数据告诉我们：有色金属行业的盈利状况出现大幅好转。（我们将在第四部分的前半段展现以上数据。）

最后，我们通过美林证券“投资钟”和耶鲁商学院的历史研究来阐述股票和有色金属行业的投资周期，并加以验证。最后，我们建议投资者继续首先关注具有资源优势的企业，维持有色金属行业“增持”的投资评级，并继续重点关注中金岭南（000060）、山东黄金（600547）（我们将在第四部分的后半段提供相关建议）。

2. 有色金属价格上涨的背后，实体经济推动的三个阶段

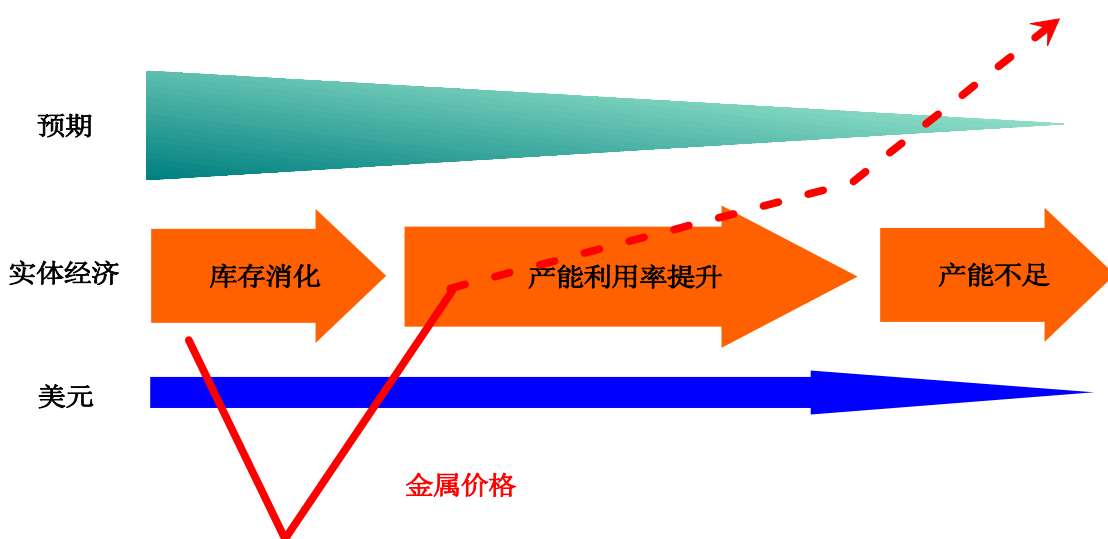
2.1 有色金属价格上涨的背后：实体经济推动的三个阶段

在谈起有色金属股票时，即使普通的投资者可能都知道有色金属价格的上涨与有色金属股票的上涨有着很大关系，一些更有经验的股票（或期货）投资者会在每日清晨查看前一交易日伦敦金属期货交易所（LME）金属期货的交易走势以及收盘价，并可能用以决定当日的交易策略。前一交易日 LME 金属期货价格的上涨对于第二天中国有色金属股票价格（或金属期货价格）的上涨来说可能是个大概率事件。

但是，我们希望通过更多地思考来研判有色金属价格上涨的逻辑，并为投资者提供合理的投资思路。我们认为，有色金属价格主要受实体经济（供需因素），市场预期以及美元走势的影响。实体经济因素是决定有色金属价格的根本因素，市场预期包括对一切可能影响有色金属价格的预期，如对于政府利好政策的预期，对于需求回暖的预期，对于美元走势的预期，对于利率变化的预期等等，但市场预期因素将会随着时间的推移逐渐变弱，另外，由于国际上金属交易以美元进行结算，美元走势同样不能忽视。然而，实体经济因素将起着关键的推动作用，没有实体经济因素的影响将无法支撑有色金属价格真正的上涨。

我们认为，（全球经济危机之后）工业企业（有色金属企业）的生产经营将先后通过“库存消化”阶段，“产能利用率逐步提升”阶段，“产能不足”阶段等三个阶段，并在各阶段推动工业品（有色金属）价格的持续上涨。实体经济因素在这其中将起到关键的推动作用。我们认为，有色金属价格将出现持续的上涨，即使是在第一阶段已经经历了大幅的反弹，在第二阶段至少也会出现缓慢的上涨，而我们目前正在经历从第一阶段向第二阶段的转变过程。

图表 1：影响有色金属价格的因素



资料来源：天相投顾整理

2.2 第一阶段：库存消化阶段，预期主导下金属价格的快速反弹

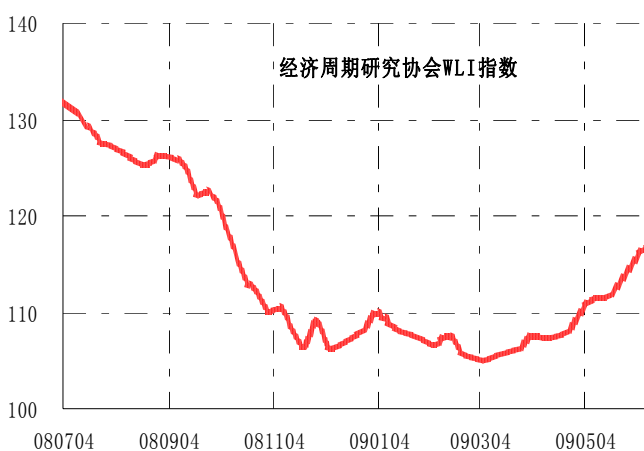
金融危机导致的全球经济危机似乎一下子使需求都消失了，国内外有色企业大面积减产，库存积压，产品价格大跌，企业经营陷于窘境。而后，世界主要经济体开始相继出台了经济刺激政策及方案，在市场预期主导下，有色金属价格出现了快速的反弹，我们借用 LME 指数来加以描述。2009 年，以 LME 铝、铜、铅、锌、锡、镍 6 种金属价格构成的指数累计反弹幅度达到 36%。根据美国经济周期协会（ECRI）的数据，美国经济正朝着好的方面在发展，经济周期协会周领先指数在 2009 年 3 月触底之后开始持续反弹。

图表 2：2009 年 LME 指数的快速反弹



资料来源：Bloomberg、LME

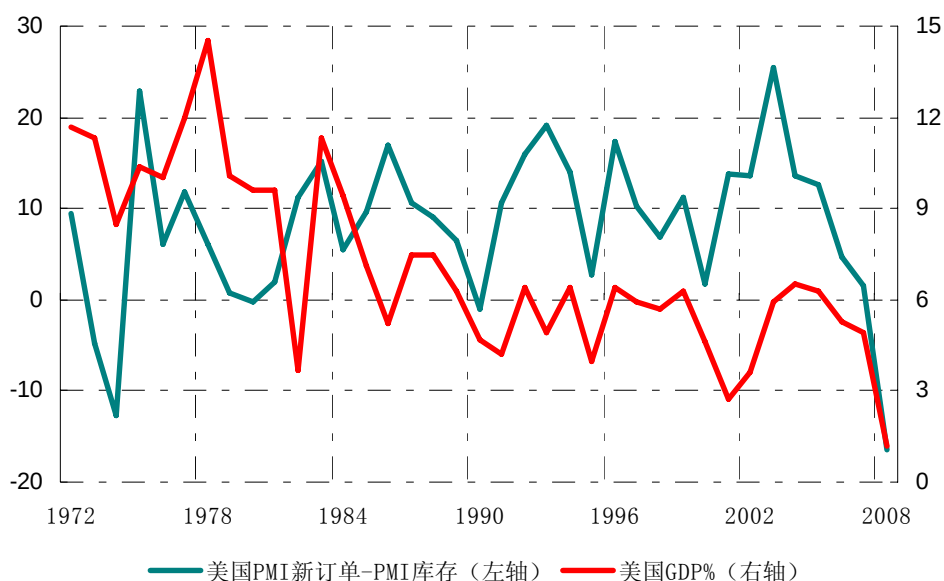
图表 3：经济周期协会周领先指数



资料来源：ECRI

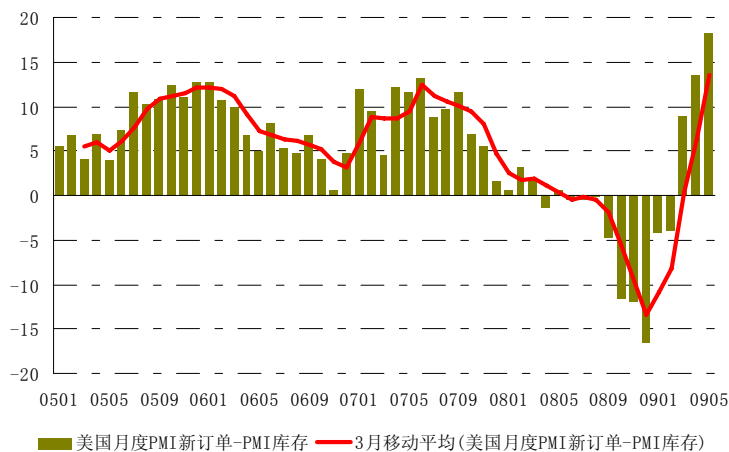
我们认为，此阶段金属价格的反弹更多的源于对经济复苏，需求回暖，企业盈利好转的预期，但这些预期终归是基于实体经济的变化。需求仅能称为稍有起色，企业仍维持着较低的开工率，并正处于库存消化阶段。但是，实体经济情况大体看来是有所好转的。历史上，美国 PMI 新订单减 PMI 库存的年度数据与美国 GDP 的年同比变化显现出较强的相关性。2009 年以来，美国 PMI 新订单减 PMI 库存的月度数据出现加速上扬态势，中国也如是。

图表 4：美国 PMI 新订单-PMI 库存指数体现了经济的扩张和收缩



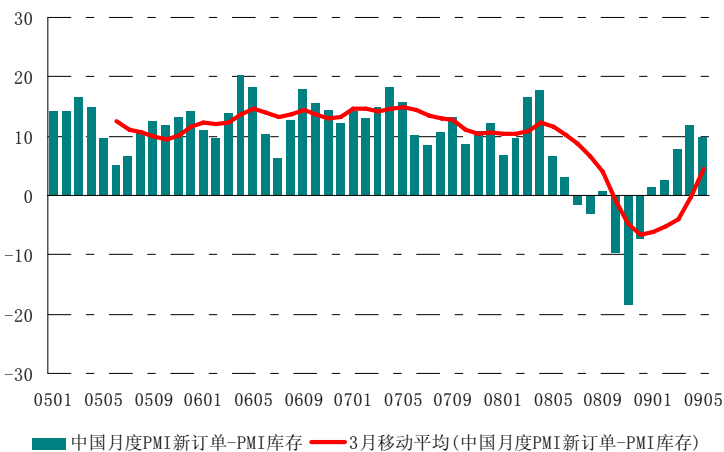
资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

图表 5：2009 年美国 PMI 新订单-PMI 库存加速上升



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

图表 6：2009 年中国 PMI 新订单-PMI 库存加速上升



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

此阶段，美元的影响以及美元走势预期的影响不容小视，它们对有色金属价格的快速反弹起到了推波助澜的效果。2009 年 3 月，美国开始实施“定量宽松”的货币政策，之后使美元指数持续下跌，市场对未来美元进一步贬值，通货膨胀的预期似乎越发强烈。

图表 7：近期美元指数的走势



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

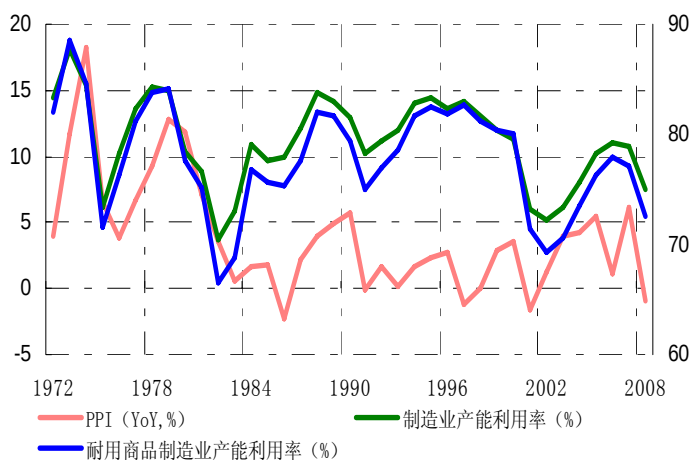
2.3 第二阶段：产能利用率的提升将继续推动金属价格上涨

随着需求的增加，企业产能利用率的提高将推动有色金属价格的上涨。从目前情况来看，西方主要工业国家需求仍旧低迷，产能利用率难以在短期内支撑有色金属价格的持续上涨。而中国有色金属行业需求持续回暖，2009 年下半年的需求增长值得期待，产能利用率的逐步提升将支撑有色金属价格逐步走强。市场预期因素将会追逐中国需求的恢复以及未来利率的变化，欧元兑美元的走势也将起到重要作用。

2.3.1 产能利用率、产品价格与 PPI

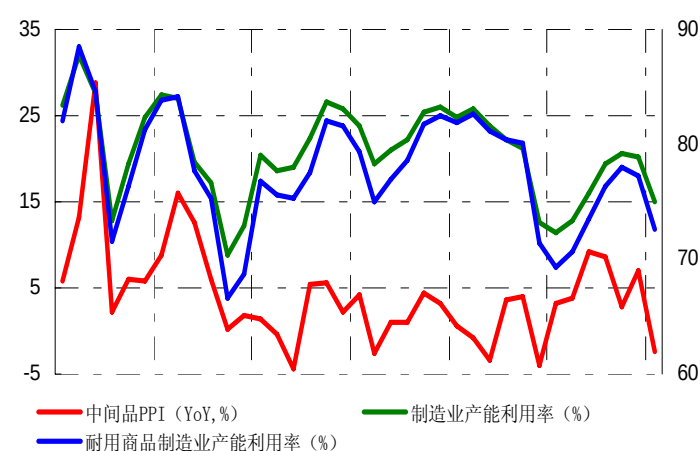
过多库存消化之后，随着经济的回暖，市场需求逐渐恢复并继续上升，工厂的生产量自然会攀升，这也就引起企业产能利用率的提升。设想一下，产能利用率的提升意味着企业使用更多曾经闲置的生产设备，在某些行业，重新启用生产设备将导致成本的大幅上涨，以及未来为这些重新启用的生产设备所支付的必要的维护费及修理费；并且，生产设备使用的增多和产品数量的增加可能需要企业招募新的生产员工和销售人员，或者在现有员工数量不变的基础上支付更多的工资、薪金及福利费用，但两者的结果却都是增加了企业的成本费用。而企业很可能通过提高产品价格来转嫁成本费用的上涨。当需求更加旺盛时，企业的产能利用率快速提升，并接近饱和，将会使这种效果越发明显。与此伴随的是，工业产品价格的上升也将诱使企业提高生产量，以期获得更多的收入。美国的经济历史证明，工业企业产能利用率的变化与 PPI 的走势总体上具有很强的相关性，尽管在某些时段出现一定的背离。

图表 8：美国年度制造业产能利用率与 PPI



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

图表 9：美国年度制造业产能利用率与中间品 PPI

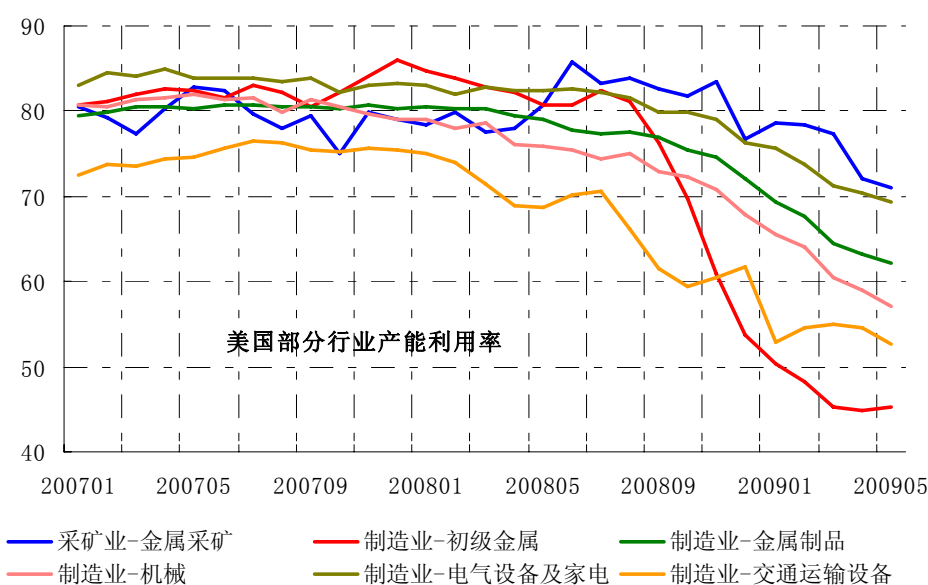


资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

2.3.2 美国金属行业需求仍旧低迷与日本有色金属行业需求的好转

目前来看，美国工业的产能利用率（北美行业分类标准）整体仍旧低迷，基本上都从 2008 年中期之后快速下滑，美国初级金属业（含钢铁、氧化铝及铝、铜、非铝铜的其它有色金属）2009 年 4 月产能利用率达到了创纪录的 44.9%，在似乎是差得不能再差的情况下，5 月反弹至 45.3%。

图表 10：美国部分行业的产能利用率（%）



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

图表 11: 2009 年前 5 个月美国部分工业的产能利用率 (%)

	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月	2009 年 5 月	1972-2008 年月度平均
总工业	71.2	70.7	69.4	69.0	68.3	80.9
制造业	67.1	67.1	66.0	65.7	65.1	79.4
耐用商品制造业	62.0	61.3	59.9	59.4	58.3	77.8
初级金属	50.3	48.2	45.3	44.9	45.3	80.5
金属制品	69.3	67.6	64.5	63.3	62.2	77.5
机械	65.4	64.2	60.4	59.0	57.0	78.7
计算机及电子产品	66.3	65.0	64.5	64.2	63.1	78.3
电气设备及家电	75.6	73.7	71.3	70.4	69.4	83.2
交通运输设备	52.9	54.6	55.1	54.5	52.7	75.2
家具及相关产品	63.1	61.3	60.4	59.0	59.2	78.4
非耐用商品制造业	72.4	73.3	72.5	72.6	72.5	81.5
其它制造业	68.7	67.8	65.1	63.4	63.1	84.2
采矿业	88.5	86.9	85.2	82.5	80.8	87.6
原油及天然气采掘	96.2	96.3	96.8	95.7	94.8	92.0
金属采矿	78.7	78.5	77.3	72.1	71.0	79.2
公用事业	85.1	81.1	80.1	80.6	79.3	86.8
工业环节	71.2	70.7	69.4	69.0	68.3	80.9
初级环节	81.6	81.6	79.5	78.6	77.7	86.6
中间环节	69.7	68.5	67.0	66.7	65.6	82.0
最终环节	68.5	68.6	68.1	67.6	67.4	77.7

资料来源: Bloomberg、天相投顾整理

图表 12: 美国初级金属业近期的发货、新订单、未完成订单及总库存金额

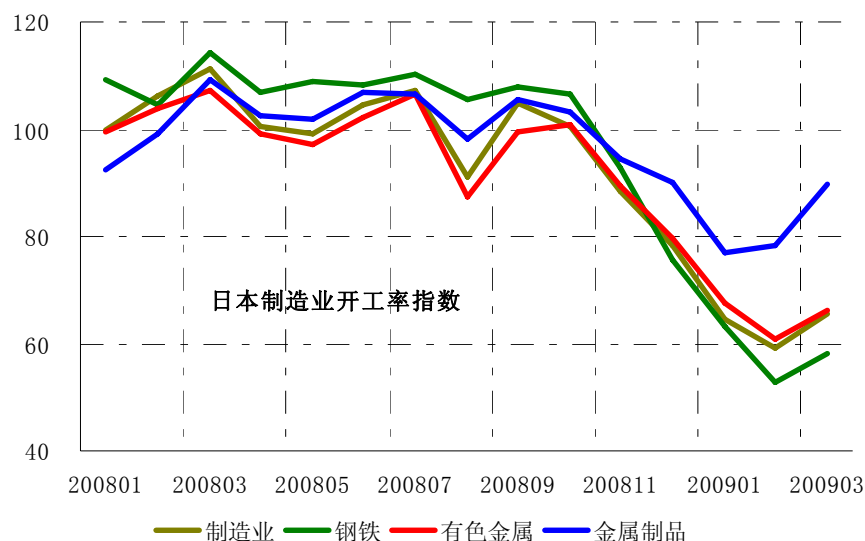
	月度 (百万美元)			(%)		
	4 月	3 月	2 月	4 月-3 月	3 月-2 月	2 月-1 月
耐用商品制造业						
发货	174,197	174,523	177,831	-0.2	-1.9	-0.9
新订单	161,454	158,438	161,812	1.9	-2.1	1.6
未完成订单	748,891	757,747	770,939	-1.2	-1.7	-1.7
总库存	326,963	329,589	335,164	-0.8	-1.7	-1.3
初级金属业						
发货	12,615	13,125	14,169	-3.9	-7.4	-2.9
新订单	11,782	11,662	12,818	1.0	-9.0	-2.4
未完成订单	13,939	14,772	16,235	-5.6	-9.0	-7.7
总库存	28,053	29,003	30,179	-3.3	-3.9	-3.6
金属制品业						
发货	23,993	24,465	24,975	-1.9	-2.0	-0.9
新订单	23,082	22,243	22,939	3.8	-3.0	-1.5
未完成订单	51,439	52,350	54,572	-1.7	-4.1	-3.6
总库存	40,655	41,450	42,659	-1.9	-2.8	-1.9
机械行业						

发货	22,982	23,718	24,563	-3.1	-3.4	-1.3
新订单	21,322	20,770	22,364	2.7	-7.1	6.4
未完成订单	88,875	90,535	93,483	-1.8	-3.2	-2.3
总库存	52,757	53,225	54,440	-0.9	-2.2	-1.5
电气设备及家电行业						
发货	8,676	8,514	8,738	1.9	-2.6	0.0
新订单	8,225	8,202	8,174	0.3	0.3	-2.1
未完成订单	20,736	21,187	21,499	-2.1	-1.5	-2.6
总库存	13,515	13,695	13,584	-1.3	-1.1	-2.7
交通运输设备业						
发货	45,358	45,066	44,547	0.6	1.2	0.0
新订单	40,489	38,402	38,396	5.4	0.0	2.4
未完成订单	438,782	443,651	450,315	-1.1	-1.5	-1.3
总库存	93,666	93,243	94,148	0.5	-1.0	-0.5

资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

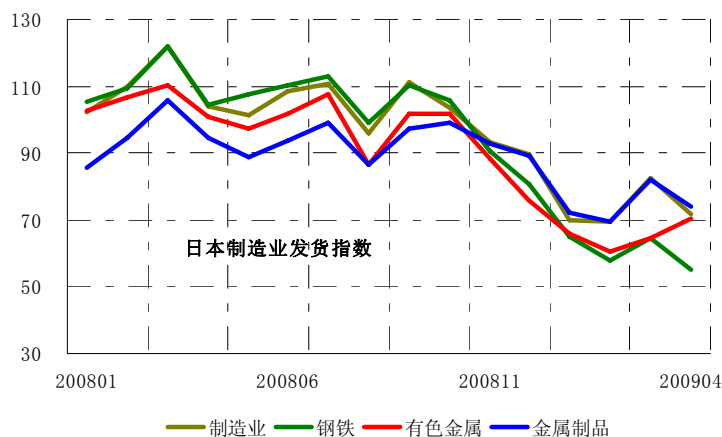
事实上，极低的产能利用率直接来自需求的不足。从2009年2月至4月，美国初级金属业的发货（Shipment）及新订单金额仍旧继续下降，但就整个耐用商品制造业而言，也面临着同样的问题。由此看来，美国极低的初级金属业乃至整个工业的产能利用率仍在底部，只可能缓慢的回升（另外我们却发现，原油及天然气开采业的产能利用率却高高在上，并高于它的历史平均——这是否预示着通胀的临近？）。

图表 13：日本部分制造业开工率指数自2009年2月开始反弹



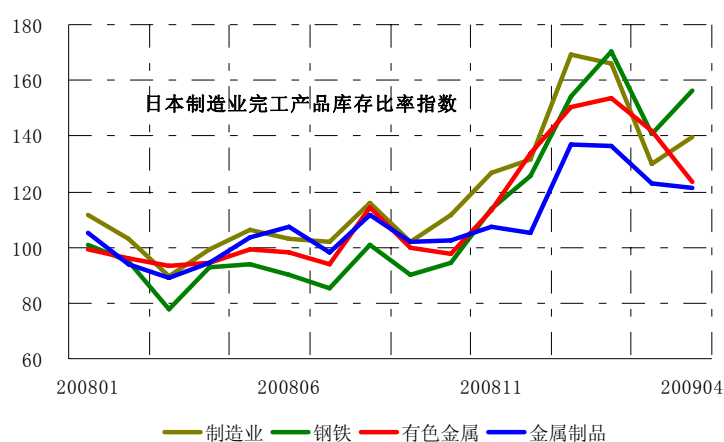
资料来源：天相投顾整理

图表 14: 日本有色金属业发货指数 2009 年持续反弹



资料来源: 天相投顾整理

图表 15: 日本有色金属业完工产品库存比率指数下降



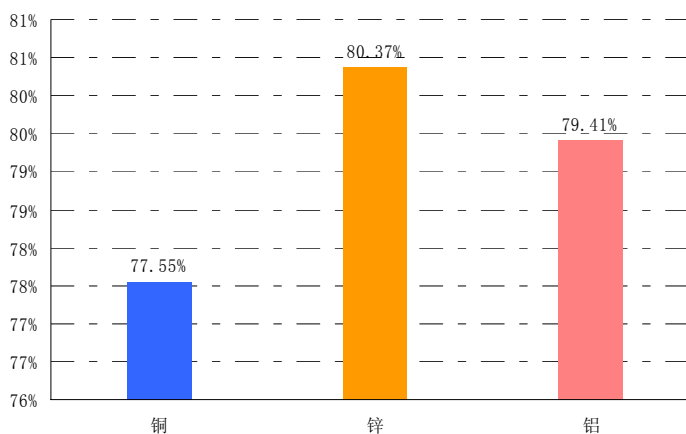
资料来源: 天相投顾整理

日本的情况稍好, 自 2009 年 2 月以来日本制造业开工率指数整体已出现反弹, 复苏似乎早于美国制造业, 不过, 日本制造业整体发货 (shipment) 指数及完工产品库存比率指数还在反复。然而, 2009 年以来, 日本有色金属业装船指数的持续上升和完工产品库存比率指数的持续下降预示着需求的逐步回暖。

2.3.3 中国有色金属行业下游需求正在持续回暖, 2009 年下半年需求依然值得期待

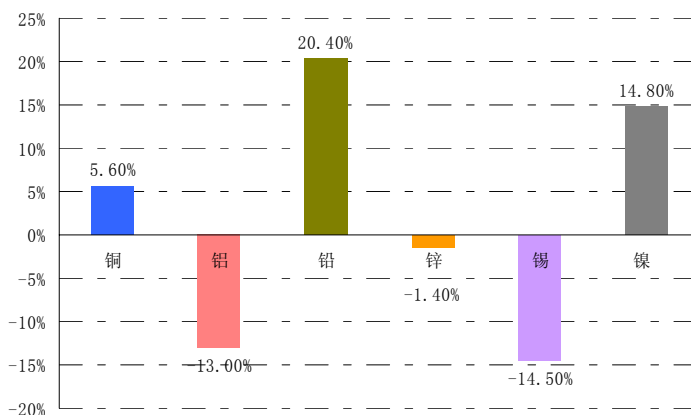
目前, 中国的主要金属品种在世界消费占比普遍达到 30% 以上, 并位居第一, 如前所述, 产能利用率的逐步提升将推动工业产品 (有色金属) 价格上涨, 但美、日等西方国家制造业的产能利用率情况短期内还难以达到支撑这种价格持续上涨的动力。

图表 16: 2008 年国内铜、锌、铝的产能利用率



资料来源: 安泰科、天相投顾整理

图表 17: 2009 年前 5 个月国内主要金属产量的增幅



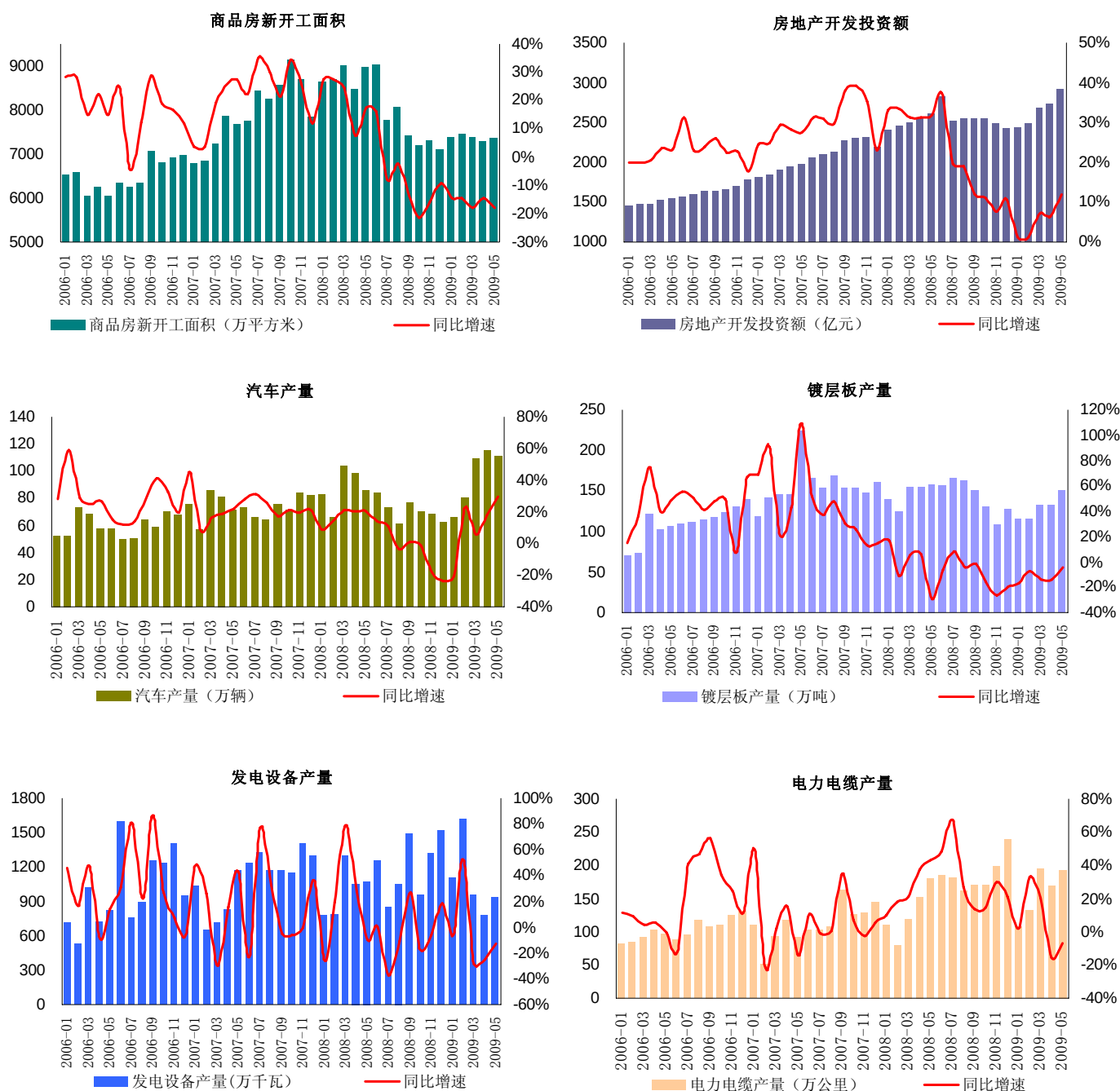
资料来源: 国家统计局、天相投顾整理

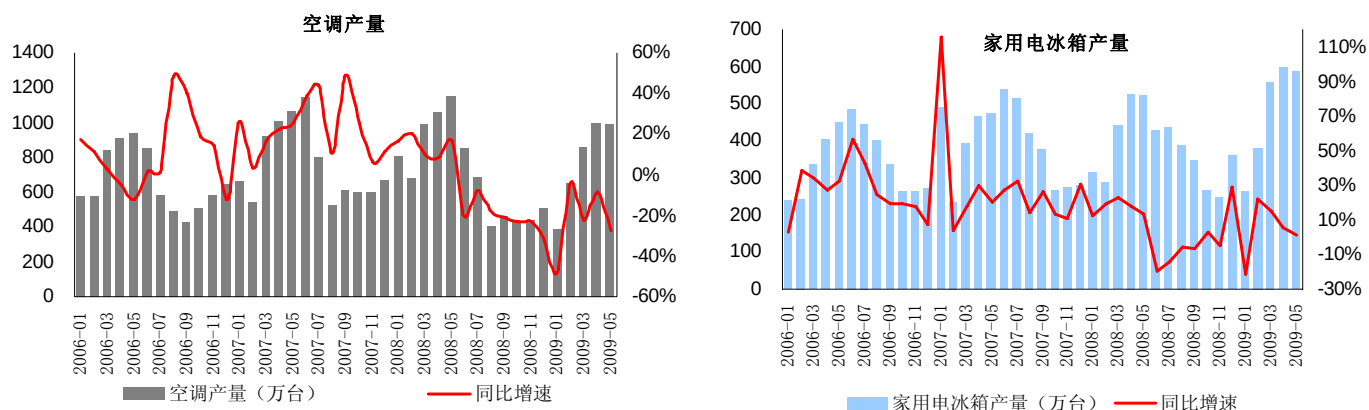


我们还要关注中国有色金属工业生产以及需求对有色金属价格的影响。我们很难找到详细的、系统的有关中国有色金属产能利用率的情况，我们仅了解 2008 年中国精铜、电解锌、电解铝的产量分别为 380 万吨、393 万吨、1350 万吨，三种金属 2008 年底的产能分别为 490 万吨、489 万吨和 1700 万吨，由此推算的年度产能利用率分别为 77.55%、80.37%和 79.41%。

2009 年前 5 个月有色金属下游需求持续回暖。2009 年前 5 个月，主要有色金属产量有增有减。但（环比）数据显示，国内下游行业需求持续回暖，且部分行业的同比数据也好于 2008 年同期，如国内的汽车产量。

图表 18：有色金属的下游需求





资料来源：国家统计局、天相投顾整理

2009 年下半年对于有色金属的需求增长依然值得期待，国内产能利用率将逐步提升，有色金属价格有望继续走高。我们认为，在国家“四万亿投资”和“十大产业振兴规划”政策对内需的刺激下，我国对于有色金属的需求增长依然值得期待，国内产能利用率将逐步提升，有色金属价格有望继续走高。

我们通过有色金属下游行业的历史数据来看，在下半年明显出现产出下降的只有空调产量和家用电冰箱产量（主要为铜的需求），但不知道“家电下乡”和今年看来似乎比前两年过热的气温是否能够有效刺激两类产品下半年的生产。

图表 19：有色金属的下游需求（上半年与下半年产出的对比）

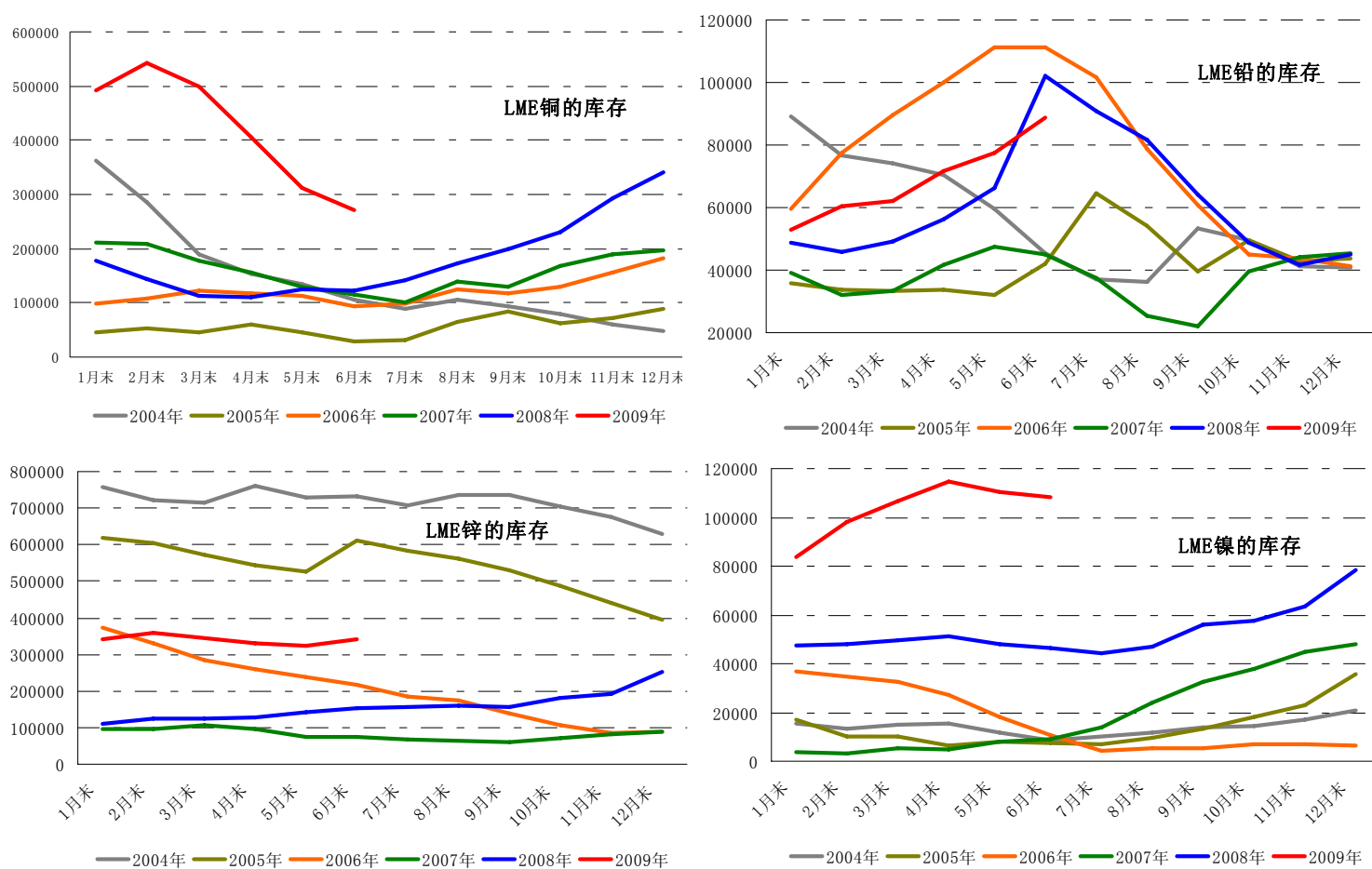
	商品房新开工面积（万平方米）	房地产开发投资额（亿元）
2006 上半年	37814	9040
2006 下半年	40333	10056
2007 上半年	44114	11545
2007 下半年	50901	13330
2008 上半年	52814	15364
2008 下半年	44868	15095
2009 年前 5 月	36856	13246
	发电设备产量（万千瓦）	电力电缆产量（万公里）
2006 上半年	5415	549
2006 下半年	6485	691
2007 上半年	5644	570
2007 下半年	7546	778
2008 上半年	6250	828
2008 下半年	7200	1124
2009 年前 5 月	5393	797
	汽车产量（万辆）	镀层板产量（万吨）
2006 上半年	362	585
2006 下半年	361	737
2007 上半年	445	944

2007 下半年	443	938
2008 上半年	519	888
2008 下半年	413	847
2009 年前 5 月	482	649
	空调产量 (万台)	家用电冰箱产量 (万台)
2006 上半年	4683	2156
2006 下半年	3234	1985
2007 上半年	5337	2592
2007 下半年	3804	2128
2008 上半年	5534	2528
2008 下半年	2928	2046
2009 年前 5 月	3876	2388

资料来源：国家统计局、天相投顾整理

注：房地产新开工面积和房地产开发投资额使用“X-11”进行调整

图表 20：2004 年至 2009 年 LME 铜、铅、锌、镍月末库存的变化 (吨)



资料来源：Bloomberg、LME、天相投顾整理

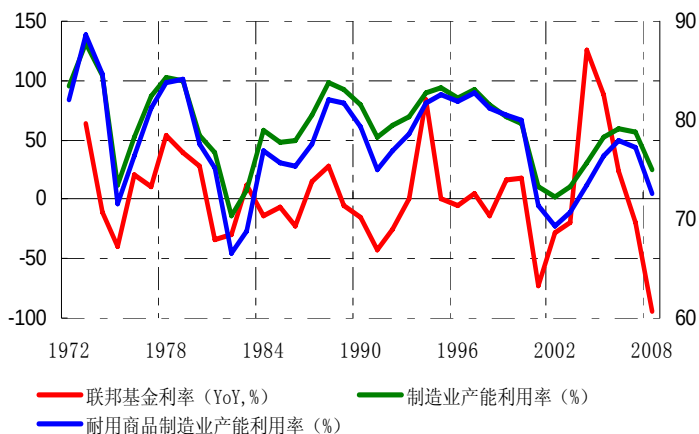
我们借用 LME 金属库存变化来进一步加以阐述该问题,如果仅用需求因素来解释金属库存变化的话,那么,在每个下半年来临之际,并不总是代表需求的收缩。历史告诉我们,LME 铅的库存在 3 季度时会出现明显的下降(北半球夏季的 7 月和 8 月通常是北美和欧洲假日“驾驶季”达到顶峰之际,意味着更多铅酸蓄电池的报废,而铅的需求很大一部分来自“存量”),LME 锌的库存在下半年总体是小幅下降的。

另外,我们不得不说的是,2009 年 1 季度国内的整体经济情况仍处于下行阶段,需求仍旧严重不足,再加之政策导向对于未来内需的促进作用,下半年需求的增长依然值得期待,企业产能利用率也将逐渐提升,有色金属价格有望稳步走强。

2.3.4 第二阶段中市场预期与美元走势

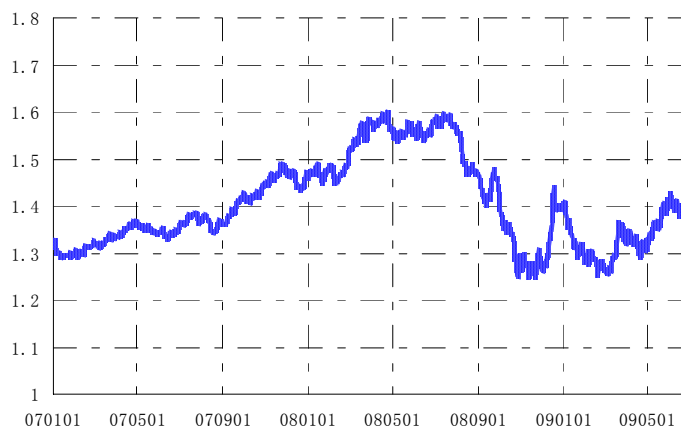
我们认为,在第二阶段中,对于需求逐步回暖,企业产能利用率逐步提升的市场预期也将推动金属价格上涨,特别是对于中国需求的市场预期(如前文分析)。在企业产能利用率逐步到达一度程度,市场预期可能会更多的关注利率的变化。正如我们前文所提到的,美国产能利用率与 PPI 具有较强的相关性,而可能由此产生的通货膨胀预期在某种程度上将作为货币政策变化的主要指标。历史上,美国制造业产能利用率与联邦基金目标利率的年度变化呈现较强的相关性。对于美元走势,近期欧元兑美元持续走强,仅从数学逻辑中,美元是否会超跌反弹?那么,对于在美元指数中接近 58%权重的欧元走势将至关重要。

图表 21: 美国制造业产能利用率与联邦基金利率



资料来源: Bloomberg、天相投顾整理

图表 22: 近期欧元对美元持续走强



资料来源: Bloomberg、天相投顾整理

2.4 第三阶段: 短暂的产能不足?

历史长期的研究表明,工业企业很容易出现产能过剩的情况,现有产能难以满足需求的时期似乎很短暂。但如果发生,我们相信工业产品价格(有色金属价格)将很有可能短期内经历快速的上涨。我们认为政策的作用将主导企业新增产能的变化。

以我国为例,政府出台的《有色金属产业调整和振兴规划》中关于落后冶炼产能的淘汰和新增冶炼产能的限制对于控制供给尤为重要。《规划》中明确指出,“今后三



年原则上不再核准新建、改扩建电解铝项目。严格执行标准和备案制，严格控制铜、铅、锌、钛、镁新增产能。。。”。理论上，政府已经控制了未来国内有色金属冶炼产能的扩张，那么，欠缺的仅是需求的增加。根据安泰科的统计，2002年至2007年，我国铜、铅、锌实际消费量的年均增长率分别达到15.08%、32.88%、12.29%。即使考虑需求增速的放缓，未来的某一年也许真会出现产能不足的情况，金属价格也将出现短期的快速上涨（拿铜来举个例子，我们前文已经介绍2008年国内精铜产量为380万吨，产能为490万吨——不考虑在建产能和未来可能淘汰的产能，那么，如果未来仅以实际消费年均增长10%计算，在第三个年头就会出现轻微的产能无法满足需求的情况）。

而在此之前，对于产能不足的市场预期可能已经反映在快速上升的金属价格之中，但随着金属价格的快速上涨，市场预期的影响在第三阶段将会越来越弱。另外美国“定量宽松”的货币政策可能在长期会使美元处于贬值之中。

3. 有色金属股价的上涨空间及再谈拥有矿产资源的重要性

3.1 有色金属股价的上涨空间：一个简单的推理游戏

我们在报告的第二部分用了很重的笔墨讨论产能利用率、需求以及供给的问题，并判断有色金属价格将随着企业产能利用率的提升和需求的增加而稳步上涨。我们将以有色金属价格的上涨为前提，对有色金属公司股票价格的上涨空间进行简单的展望。

1) 首先，我们需要了解几种金属的年均价格。（请见图表23）2005年至2008年间，铜、铅、锌、镍四种金属最高的年均价格出现在2007年，锡、黄金的最高年均价格出现在2008年，铝的最高年均价格出现在2006年（我们相信这些最高的年均价格在追溯更长的一段历史时仍然是最高的）。铜价2006年、锌价2006年和铝价2007年的年均价格与最高的年均价格相差不多。另外，除了铝价外，每种金属的最高年均价格较2005年的年均价格上涨超过75%。反观2009年的数据，铜、铅、锡的年均价格已经达到或超过了2005年或2006年的水平，黄金的年均价格则创出了新高。

图表 23：国内几种金属的年均交易价格

	2005	2006	2007	2008	2009 以来
铜（元/吨）	35479	62392	62830	54967	34721
铝（元/吨）	17001	20365	19478	16923	12875
铅（元/吨）	9410	12145	19775	16977	12364
锌（元/吨）	13793	27285	27333	15281	11824
锡（元/吨）	78141	81543	123292	143269	101907
镍（元/吨）	147373	224756	324615	174332	97380
黄金（元/克）	118	155	171	196	201
铜/铝	2.09	3.06	3.23	3.25	2.70
铜/铅	3.77	5.14	3.18	3.24	2.81
铜/锌	2.57	2.29	2.30	3.60	2.94

资料来源：Bloomberg、长江有色、上海黄金交易所、天相投顾整理



2) 企业的盈利高点出现在哪年? 它们是否随着金属价格的变动而变动? (请见图表 24) 我们继续整理了 2005 年至 2008 年主要有色 A 股上市公司归属于母公司净利润的数据。我们了解并发现: 一是, 这是 (红色标注的数据) 这些公司历史上具有的最高的净利润水平, 是可以追溯的客观的历史数据。二是部分公司净利润水平的变动幅度和方向并非与其对应的金属年均价格的变化一致; 铅锌行业整体、贵金属行业整体以及吉恩镍业、江西铜业净利润水平的变动幅度和方向则与金属年均价格的变化更相关。

图表 24: 2005 年至 2008 年主要有色 A 股上市公司的盈利高点

	2005 净利润 (万元)	2006 净利润 (万元)	2007 净利润 (万元)	2008 净利润 (万元)
铜				
江西铜业	185138	460935	413273	228510
云南铜业	49363	120474	92182	-279223
铜陵有色	50071	58426	83704	63713
铅锌				
中金岭南	27734	113458	120454	40039
中色股份	17902	33211	50359	10976
宏达股份	18485	63741	55342	-58930
驰宏锌锗	13080	103647	131099	15265
豫光金铅	8669	14111	15876	6125
株冶集团	7369	42629	7949	1923
西部矿业	52433	153887	172584	57007
贵金属				
中金黄金	6725	14793	25653	47896
山东黄金	8745	12822	19284	63681
紫金矿业	69792	169920	254832	306620
铝				
焦作万方	-12183	27573	68370	33274
云铝股份	14119	31280	49616	6979
关铝股份	1697	4917	38020	-49802
南山铝业	13783	17296	114899	62886
中孚实业	5474	17750	54829	19458
新疆众和	5851	7622	12034	10019
中国铝业	678279	1132896	1022506	923
小金属				
锡业股份	28509	21258	60120	2561
包钢稀土	1305	7906	30815	16913
吉恩镍业	16245	25726	85963	23343
宝钛股份	15847	34191	50903	30073
厦门钨业	17126	24025	20044	20261
金钼股份	411512	255082	302794	280838

资料来源: 公司资料、天相投资分析系统、天相投顾整理

注: 不含有包钢稀土、宝钛股份、厦门钨业和金钼股份对应的价格分析

3) 对于有色金属股票价格上涨空间的展望（请见图表 25）我们有了未来金属价格继续稳步上涨的前提判断，也有了上市公司净利润最高水平和金属价格最高年均价格的客观数据（2005 年——2008 年），以及现有的公司股本（2009 年）。

——利用每个公司最高的年度净利润水平除以当前股本，得到“推导 EPS”。（历史净利润变动与金属价格变动更相关的公司该项推导数据与金属价格变动可能更相关）。

——利用当前 A 股价格（以 6 月 26 日收盘价计算）除以“推导 EPS”，得出“推导 PE”。我们发现，大部分企业的“推导 PE”仅有 10 余倍、20 余倍的水平。股价的上涨空间如何确定？

——寻找历史长期滚动 PE。我们通过“剔除微利（EPS < 0.1 元）”的历史长期滚动 PE 数据确定公司的估值水平。当然，数据仍可能存在偏差，长期获得略微大于“剔除微利”的净利润可能导致估值的高估，长期具有较高股价的公司估值可能会被低估。那么，市场的历史决定铜业公司的滚动 PE 在 25—35 倍之间，铅锌业公司的滚动 PE 在 30 倍左右，铝业公司的滚动 PE 参差不齐，小金属公司的滚动 PE 相对较高，而主要贵金属公司的滚动 PE 则在 50 倍以上。可以这样认为，以上数据可能说明了，市场对于公司价值的评判。（注：部分公司在 A 股上市时间较短，未进行数据处理）

（戏谈估值：“估值”并非客观事实，如果我们愿意相信或必须考虑估值的话，也许可以这样理解：我们把企业比作“武林人士”，如果企业的主业经营代表“武林人士”的“内功”，对外的资本运营和并购重组代表“武林人士”的“外功”，那么“估值”可能就是武林界对这个“武林人士”名声、信誉等的评判，那么企业股权的市场价值就等于“武林地位”，它并非由“武林人士”纯粹的武功优劣决定，还要考虑“武林声望”，“德艺双馨”词意的使用可能表达了类似的观点。）

——利用长期滚动 PE 除以“推导 PE”将得到一个倍数，这是在基于金属价格上涨的判断、已知公司最好的历史盈利数据的记录、在“无偏估值”的估计下、可以简单推算得出的，最高的股价上涨空间。实际上，我们无需再对这个价格进行推算。

图表 25：有色金属股票价格上涨空间的推理

	现有股本（万股）	推导 EPS（元/股）	当前价格	推导 PE	历史长期滚动 PE	长期滚动 PE/推导 PE
铜						
江西铜业	302283	1.52	31.85	20.89	25.01	1.20
云南铜业	125669	0.96	21.06	21.97	34.93	1.59
铜陵有色	129436	0.65	19.54	30.22	26.28	0.87
铅锌						
中金岭南	102379	1.18	20.70	17.59	33.60	1.91
中色股份	63888	0.79	15.15	19.22	36.68	1.91
宏达股份	103200	0.62	15.16	24.54	35.99	1.47
驰宏锌锗	78000	1.68	19.61	11.67	26.54	2.27
豫光金铅	22827	0.70	15.37	22.10	27.13	1.23
株冶集团	52746	0.81	12.71	15.73	33.46	2.13
西部矿业	238300	0.72	14.54	20.08	--	--
贵金属						



中金黄金	79061	0.61	64.61	106.65	55.78	0.52
山东黄金	71154	0.89	56.39	63.01	51.23	0.81
紫金矿业	1454131	0.21	9.95	47.19	--	--
铝						
焦作万方	48018	1.42	13.01	9.14	35.21	3.85
云铝股份	105354	0.47	8.42	17.88	26.68	1.49
关铝股份	65340	0.58	7.89	13.56	32.53	2.40
南山铝业	131880	0.87	10.35	11.88	24.85	2.09
中孚实业	65726	0.83	10.41	12.48	23.15	1.86
新疆众和	35206	0.34	12.99	38.00	41.96	1.10
中国铝业	1352449	0.84	11.94	14.25	--	--
小金属						
锡业股份	65072	0.92	21.89	23.69	35.06	1.48
包钢稀土	80735	0.38	18.91	49.54	58.88	1.19
吉恩镍业	76334	1.13	21.57	19.15	23.75	1.24
宝钛股份	43027	1.18	22.56	19.07	40.71	2.13
厦门钨业	68198	0.35	17.98	51.04	38.77	0.76
金钼股份	322660	0.94	15.33	16.34	--	--

资料来源：公司资料、天相投资分析系统、天相投顾整理

当然，就以上的推算而言，我们自始至终只考虑了金属价格对于公司净利润的影响，我们可以把它看作是个简单的敏感性分析（而且，它只是个推算；另外，我们再次强调我们使用的净利润、价格为 2009 年之前的历史客观数据）。未考虑的因素还有如下（但不局限于）几点：

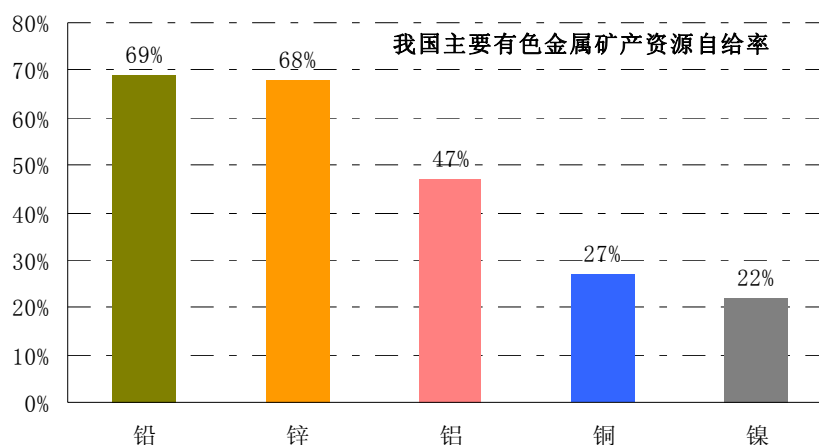
- 1) 产能：部分企业在建的冶炼或加工产能未来有望得到增加；
- 2) 矿产自给率的提高：可以使企业的经营效率提高，毛利率得到提升；
- 3) 其它成本的变化走势：比如能源价格可能随着经济的回暖逐步走高，比如未来精矿加工费可能随着冶炼产能利用率的提升和需求的回暖呈现下降之势；
- 4) 企业费用可能发生的变化；
- 5) 税收：即使许多企业没有成功申请高新技术企业资格认证，目前的税赋仍低于 2006、2007 年的水平；
- 6) 部分企业产品结构可能发生的变化；
- 7) 企业可能进一步实施资本运作的考虑。

3.2 再谈拥有矿产资源的重要性

我们曾经使用大量数据和文字说明拥有矿产资源优势的公司金属价格上涨之后将会更多受益，能够实实在在的获得盈利。我们仍然坚持这个观点，并再次用更多实例说明拥有矿产资源的重要性。

我国虽然是个矿产资源大国，但由于整体需求量大以及矿石品味较低，每年仍然需要大量的进口矿石来满足生产，矿产资源形势严峻。就像每年钢铁企业与国际矿业巨头的铁矿石价格谈判，总是使人记忆犹新，而似乎胜利者总是别人。目前，我国主要有色金属矿产资源自给率最高的是铅，达到 69%，仅随其后的是锌，达到 68%。与经济密切相关的国内铝、铜的资源自给率仅为 47%和 27%。

图表 26：我国主要有色金属矿产资源自给率



资料来源：有色金属协会、天相投顾整理

我们对有色金属行业产业链三个环节：采矿业、冶炼业、加工业进行了简单的竞争力分析对比。我们认为：采矿业具有很高的竞争力；纯粹的冶炼型企业竞争力较低，拥有资源的冶炼企业竞争力较高；具有技术优势和高附加值产品的加工型企业具有较强的竞争力。在“购买者的议价能力”、“供应商的议价能力”的分析中，采矿业具有明显的优势。

图表 27：有色金属行业各环节的竞争力分析

	采矿业	冶炼业	加工业
潜在进入者的威胁	1 由于生产技术相对简单，资本、生产设备及人员需求相对较低，民营和个体经营者较易进入该领域。 2 政府已相继出台矿产开采的准入政策以限制开采（正常开采、不合理开采、过度开采以及非法开采）。 3 产品结构单一。 4 整体较高的利润率持续吸引投资者的进入。	1 生产技术要求很高，资本、生产设备及人员需求很高，资金较小的投资体难以进入该领域。 2 产业振兴规划实际上明确的提出了限制主要金属品种的新增产能，并淘汰落后产能，未来几年内很难在冶炼业出现新的进入者。 3 产品结构单一。	1 根据产品生产过程技术要求及使用领域的不同，对于资本、生产设备及人员需求也千差万别。 2 政府长期鼓励企业对于高附加值深加工品的研发和生产，比如通过低关税政策鼓励出口。 3 高利润率高附加值的细分产品领域吸引投资者的进入。

行业内对手的竞争	1 由于采矿业内民营和个体经营者的存在，实际竞争对手可能众多。 2 但优质大型矿山资产仍主要掌握在大型企业手中。 3 由于资源的稀缺性及开采的周期，采矿规模相对冶炼产能较低。 4 退出壁垒相对较低。	1 根据金属品种的不同，竞争对手数量也有所不同。 2 但由于生产规模较大（相对于产业链另两个环节），仍集中了行业内的主要大型企业。 3 冶炼业目前已处于产能过剩状态。 4 冶炼业资本、人员、生产设备投入最大，退出壁垒最高。	1 由于进入加工领域较为容易，行业内竞争对手众多。 2 但由于技术及资金优势，部分细分领域竞争对手可能较少。 3 初级加工产品供给较容易出现过剩。 4 退出壁垒相对较低。 5 已经具有质量和品牌优势的企业更加具有竞争力。
潜在替代品的威胁	1 除了矿石品位可能受到开采成本的影响，每种矿石自身几乎不存在替代品的威胁。 2 未来再生金属的大规模使用可能削弱矿石的需求量。	1 性价比的考虑可能使某些金属品种在某些领域出现替代现象，比如空调生产中的“铝”代“铜”现象。	1 性价比的考虑可能使某些金属品种在某些领域出现替代现象，比如空调生产中的“铝”代“铜”现象。 2 高性价比的深加工品对粗加工品的替代。
购买者的议价能力	1 矿石对于冶炼业的生产经营非常重要并占有企业成本的重要比重。 2 由于资源的稀缺性以及冶炼产能的过剩，尽管存在一定的定价形式，但总体说来矿石供应商对于冶炼商的议价能力很高。 3 冶炼设备的技术要求和性能会加重对矿石种类及矿石品位的“挑选”。 4 冶炼企业对于矿石的购买规模通常较大。	1 冶炼业生产的初级金属供加工业使用，初级金属在公开的期货或现货交易所进行定价，尽管存在议价问题，但冶炼企业的金属报价不会偏离公开市场价格太多。 2 多数加工业企业对于初级金属的购买规模较小。	1 加工业的产品主要供给建筑业、交通运输业、电力行业、机械行业、金属制品业等企业消费者，议价能力可能各有不同。 2 消费者重视产品的价格、质量及品牌，对早已存在的优质产品保有忠诚度。 3 终端消费者对于金属加工产品的购买规模可能会很小。 4 消费者对于产品价格的变化相对敏感。
供应商的议价能力	1 主要成本为人员工资及机器设备的折旧和维护。	1 矿石对于冶炼业的生产经营非常重要并占有企业成本的重要比重。	1 加工业成本为冶炼业生产的初级金属，初级金属在公开的期货或现货交易所进行定价，尽管存在议价问题，但冶炼企业的金属报价不会偏离公开市场价格太多。

	2 采矿业处于产业链最前端，基本不需要考虑“供应商的议价能力”。	2 由于资源的稀缺性以及冶炼产能的过剩，尽管存在一定的定价形式，但总体说来冶炼商对于矿石供应商的议价能力较低。 3 能源在部分金属冶炼生产成本中占有较大比重，冶炼企业对于能源供应的议价能力较弱，比如电解铝的冶炼。 4 冶炼设备的技术要求和性能使用性能会加重对矿石种类及矿石品位的“挑选”。 5 冶炼企业对于矿石的购买规模通常较大。	2 加工业定价以“初级金属价格”+“加工费”形式进行，企业赚取的收入相对固定，即使出现金属价格上涨，带来的主要负面影响是产品毛利率的下降和流动资金的过多占用。 3 多数加工企业对于初级金属的购买规模较小。
综合评价	相对很高的竞争力。	纯粹的冶炼企业竞争力较低，拥有资源的冶炼企业竞争力较高。	具有技术优势和高附加值产品的加工型企业具有较强的竞争力。

资料来源：天相投顾整理

通过微观世界内同属相同金属行业内两个上市公司（某资源型企业和某冶炼型企业）长期的财务数据对比，我们也可以发现资源型企业的盈利能力长期好于冶炼型企业的盈利能力。而作为资源型企业的股东也极可能获得更多的回报。

图表 28：同一行业某资源型企业与某冶炼型企业盈利能力的对比

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
某资源型企业								
毛利率（%）	18.47	25.20	36.51	26.17	24.23	20.83	21.12	18.16
销售增长率（%）	-10.28	26.42	54.13	19.62	25.43	5.50	-3.89	-2.32
净利润增长率（%）	-65.73	5.43	299.57	102.61	127.47	31.93	47.07	-75.10
营业利润率（%）	10.13	17.38	28.94	12.54	10.19	7.19	7.62	6.47
净利润率（%）	5.45	14.26	17.10	6.60	3.89	2.15	1.72	1.12
总资产收益率（%）	5.03	15.66	19.00	5.72	2.80	1.27	0.98	0.68
净资产收益率（%）	10.98	37.06	55.14	20.91	11.73	5.52	4.35	3.04
资本回报率（%）	6.66	21.07	24.63	9.28	5.66	4.34	4.76	4.92
自由现金流收益率（%）	7.24	1.69	-2.66	4.91	12.18	2.45	3.07	7.32
某冶炼型企业								
毛利率（%）	4.98	4.17	10.20	7.36	9.23	9.61	10.70	10.70
销售增长率（%）	-39.05	47.12	106.85	46.14	24.00	25.56	26.13	N/A
净利润增长率（%）	-75.80	-81.00	467.62	1.76	28.34	28.38	54.26	N/A
营业利润率（%）	-0.16	0.96	7.49	3.32	4.38	4.99	5.42	5.06

净利润率 (%)	0.23	0.58	4.51	1.64	2.36	2.28	2.23	1.82
总资产收益率 (%)	0.34	1.67	15.30	3.43	4.32	4.52	3.85	N/A
净资产收益率 (%)	0.84	4.12	38.49	8.16	10.77	13.81	12.27	N/A
资本回报率 (%)	0.37	2.14	19.13	5.70	7.29	7.37	6.87	N/A
自由现金流收益率 (%)	9.66	-3.06	-8.44	-13.80	-10.04	N/A	N/A	N/A

资料来源：公司资料、天相投资分析系统、天相投顾整理

另外，如果以上的几个例子还不能充分说明矿产资源的重要性，我们来了解一下最近的一年（2008 年下半年至 2009 年上半年）我国的企业在国土之外都在忙些什么——答案是“尽可能的接近、或控制资源”。在我们可能不完全的统计中，近 20 家的企业涉及了拥有有色金属、黑色金属或原油资源的股权收购或相关交易，其中涉及到澳大利亚标的资产的数量就达到 15 宗。无论这些交易是否最终成功，我们相信，企业的管理者比投资界更清楚企业缺什么。

图表 29：2008 年下半年至 2009 年上半年中国企业与海外资源的“亲密接触”

企业（或机构）名称	时间	收购标的或交易内容	主要资源
有色金属行业			
金钼集团、西北有色地勘局	2008 年下半年	联合收购加拿大育空锌矿公司	锌、银
西部矿业	2008 年下半年	澳大利亚 FerrAus 公司 10%股权	铁
中金岭南	2009 年上半年	澳大利亚 PEM 公司 50.10%股权	铅、锌、铜
中国铝业集团	2009 年上半年	力拓公司部分矿业资产股权	铜、铝、铁
中色股份	2009 年上半年	澳大利亚 Terramin 公司 11.22%股权	铅、锌
吉恩镍业	2009 年上半年	加拿大 Liberty 公司 51%股权	镍
	2009 年上半年	加拿大 GoldBrook 公司 50%股权	镍
吉恩镍业、中国冶金集团	2009 年上半年	巴布亚新几内亚瑞木镍矿 13%股权	镍
广晟有色集团	2009 年上半年	澳大利亚泛澳公司	铜、金
华东有色地勘局	2009 年上半年	澳大利亚阿拉弗资源公司	稀土
中国五矿集团	2009 年上半年	澳大利亚 OZ 矿业公司部分资产	铅、锌
中国有色矿业集团	2009 年上半年	赞比亚卢安夏铜矿股权	铜
	2009 年上半年	澳大利亚 Lynas 公司 51.66%股权	稀土
钢铁及石油石化行业			
中国中钢集团	2008 年下半年	获得澳大利亚 Midwest 公司控制权	铁
	2009 年上半年	增持澳大利亚 Murchison 公司股权	铁
首都钢铁集团	2008 年下半年	澳大利亚吉布森山铁矿公司控股股权	铁
武汉钢铁集团	2008 年下半年	澳大利亚 Centrex 公司 15%股权	铁
	2008 年下半年	澳大利亚 CXM 公司 15%股权	铁
	2009 年上半年	加拿大 ConsolidatedThompson 公司 25%股权	铁
	2009 年上半年	巴西 MMX 公司 9.09%股权	铁
	2009 年上半年	澳大利亚 WPG 公司 15%股权	铁
鞍山钢铁集团	2009 年上半年	对澳大利亚 Gindalbie 公司增资	铁
华菱钢铁集团	2009 年上半年	澳大利亚 FMG 公司 17.4%股权	铁

中国石油	2009 年上半年	新加坡石油公司 45%股权	原油
中国石化集团	2009 年上半年	瑞士 Addax 石油公司股权	原油

资料来源：公司资料、公开信息、天相投顾整理

4. 最近的行业财务数据及投资建议

4.1 国内有色金属行业 2009 年 1—5 月盈利状况大幅好转

我们来了解一下最近国内有色金属行业财务数据。2009 年 1—5 月有色金属行业盈利状况大幅好转，有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业共实现利润总额 173 亿元，同比下降 71%，而 2009 年前 2 个月这个数字仅为 8300 万元！其中有色金属压延加工业实现利润总额 89.53 亿元，同比下降 14.78%，最为稳定；有色金属矿采选业实现利润总额 76.59 亿元，同比下降 52.17%，恢复较快；有色金属冶炼业利润总额为-33.04 亿元，仍处于亏损状态（其中铝冶炼业亏损 51.71 亿元，拖累了整个冶炼行业）。

分品种看，黄金最为稳定，铜、铅锌开始盈利，铝依旧处于亏损之中。2009 年 1—5 月黄金矿采选和冶炼业共实现利润总额 78.78 亿元，同比增长 0.64%；铜矿采选和冶炼业共实现利润总额 15.82 亿元，同比下降 80.69%（由 1—2 月的合计亏损 3.99 亿元计算，3—5 月共实现 19.21 亿元利润总额）；铅锌矿采选和冶炼业共实现利润总额 11.1 亿元，同比下降 80.65%，其中铅锌冶炼业实现盈利 1.96 亿元（由 1—2 月亏损的 3.77 亿元计算，3—5 月共实现 5.73 亿元的利润总额）；铝行业中，铝矿采选业实现利润总额 3.31 亿元，同比增长 42.67%，铝冶炼业亏损 51.71 亿元。

小金属方面，钨钼、稀土行业在采选和冶炼环节都实现了盈利；镍钴行业整体实现盈利（其中矿产采选业微亏 0.07 亿元，但冶炼业实现利润总额 8.13 亿元）；锡行业微亏 0.21 亿元（矿产采选业实现利润总额 1.98 亿元，但冶炼业亏损 2.19 亿元）；镁矿采选业实现利润总额 0.37 亿元，同比增长 12.12%，但镁冶炼业亏损 1.77 亿元。

从 2009 年 3—5 月的阶段数据来看，有色金属矿采选业实现利润总额 56.46 亿元，同比下降 51.05%；常用有色金属冶炼业利润总额为 7.84 亿元，实现整体盈利；常用有色金属压延加工业利润总额为 69.11 亿元，同比实现增长 14.36%。另外，通过对历史数据的作图对比（见图表 31），有色金属大类行业整体及部分细分小类行业的利润总额同比增长率以及税前利用率在 2009 年前 2 个月触底之后，在 3—5 月都几乎出现了明显的快速回升，至少从图表中的数据趋势看是令人充满信心的。



图表 30：2009 年 1-5 月有色金属行业收入、利润情况

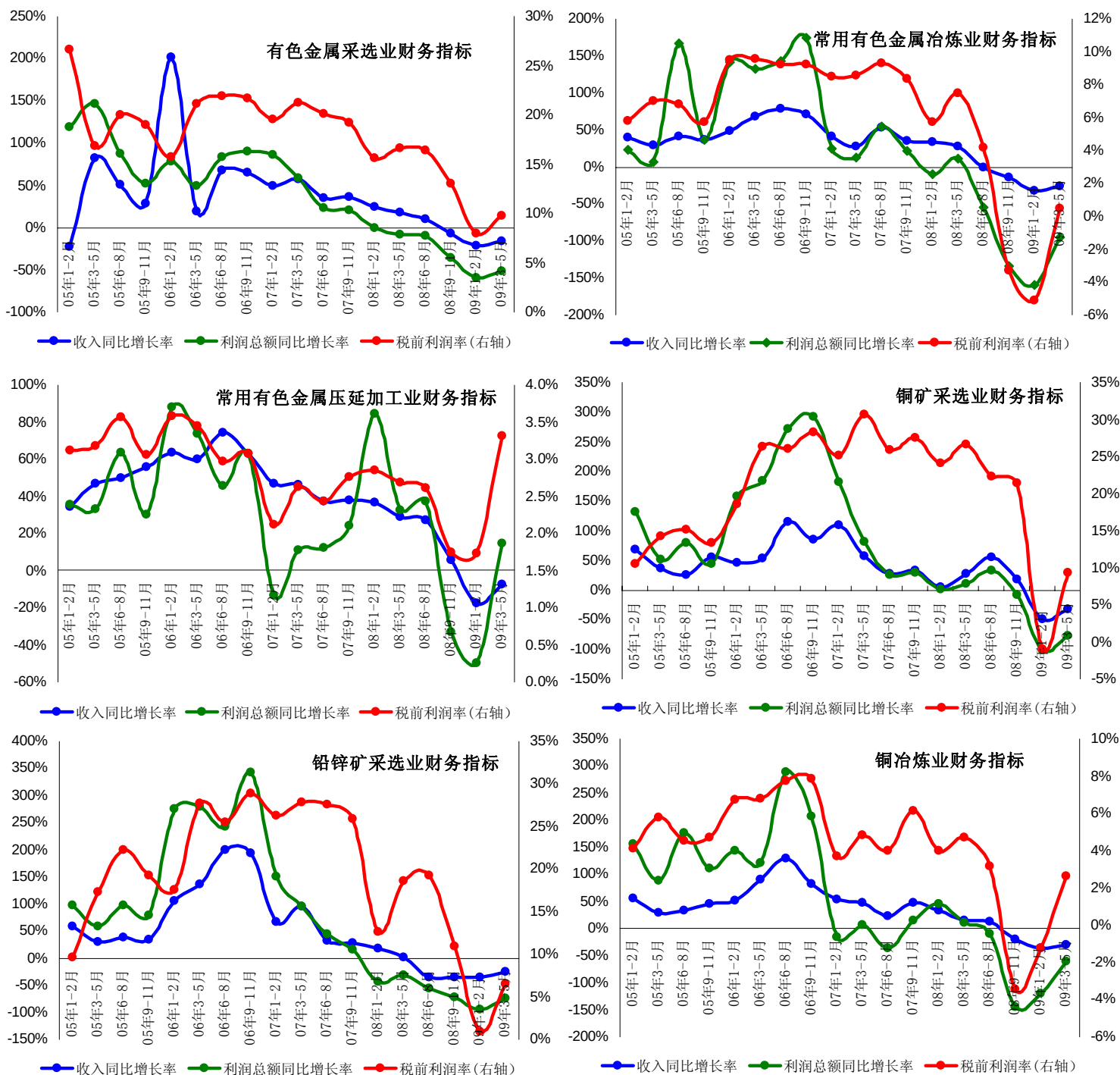
行业名称	主营业务收入			利润总额		
	本月止累计	去年同期	增减	本月止累计	去年同期	增减
	亿元	亿元	%	亿元	亿元	%
有色金属矿采选业	833.92	972.7	-14.27	76.59	160.12	-52.17
常用有色金属矿采选	345.87	434.36	-20.37	19.2	73.43	-73.85
铜矿采选	64.98	104.26	-37.68	4.36	26.06	-83.27
铅锌矿采选	176.04	234.22	-24.84	9.14	38.19	-76.07
镍钴矿采选	6.95	11.66	-40.39	-0.07	2.13	-103.29
锡矿采选	12.84	10.33	24.3	1.98	2.45	-19.18
锑矿采选	4.45	4.64	-4.09	-0.02	0.21	-109.52
铝矿采选	33.05	34.02	-2.85	3.31	2.32	42.67
镁矿采选	24.31	13.84	75.65	0.37	0.33	12.12
其他常用有色金属矿采选	23.26	21.4	8.69	0.13	1.73	-92.49
贵金属矿采选	407.62	410.4	-0.68	54.07	56.14	-3.69
金矿采选	393.77	393.11	0.17	52.87	54.27	-2.58
银矿采选	13.45	16.89	-20.37	1.16	1.83	-36.61
其他贵金属矿采选	0.4	0.4	0	0.04	0.03	33.33
稀有稀土金属矿采选	80.43	127.94	-37.13	3.32	30.55	-89.13
钨钼矿采选	66.01	109.68	-39.82	3.51	29.72	-88.19
稀土金属矿采选	6.45	8.89	-27.45	0.26	0.29	-10.34
放射性金属矿采选	2.37	1.67	41.92	-0.09	-0.08	-12.5
其他稀有金属矿采选	5.6	7.7	-27.27	-0.36	0.62	-158.06
有色金属冶炼及压延加工业	6579.59	8156.55	-19.33	96.4	436.49	-77.91
常用有色金属冶炼	2459.11	3568.86	-31.1	-33.04	253.59	-113.03
铜冶炼	821.01	1217.72	-32.58	11.46	55.85	-79.48
铅锌冶炼	425.55	587.17	-27.53	1.96	19.18	-89.78
镍钴冶炼	269.37	358.62	-24.89	8.13	62.92	-87.08
锡冶炼	67.87	111.08	-38.9	-2.19	6.27	-134.93
锑冶炼	18.28	24.45	-25.24	-0.71	0.69	-202.9
铝冶炼	734.29	1099.26	-33.2	-51.71	100.37	-151.52
镁冶炼	42.33	80.41	-47.36	-1.77	4.09	-143.28
其他常用有色金属冶炼	80.42	90.15	-10.79	1.79	4.21	-57.48
贵金属冶炼	332.81	305.56	8.92	28.58	26.56	7.61
金冶炼	258.44	218.6	18.23	25.91	24.01	7.91
银冶炼	62.5	73.62	-15.1	2.21	2.18	1.38
其他贵金属冶炼	11.87	13.35	-11.09	0.46	0.37	24.32
稀有稀土金属冶炼	275.32	373.72	-26.33	6.32	43.74	-85.55
钨钼冶炼	128.19	189.28	-32.27	4.52	32.58	-86.13
稀土金属冶炼	94.93	111.86	-15.13	2.33	7.01	-66.76
其他稀有金属冶炼	52.21	72.57	-28.06	-0.53	4.16	-112.74

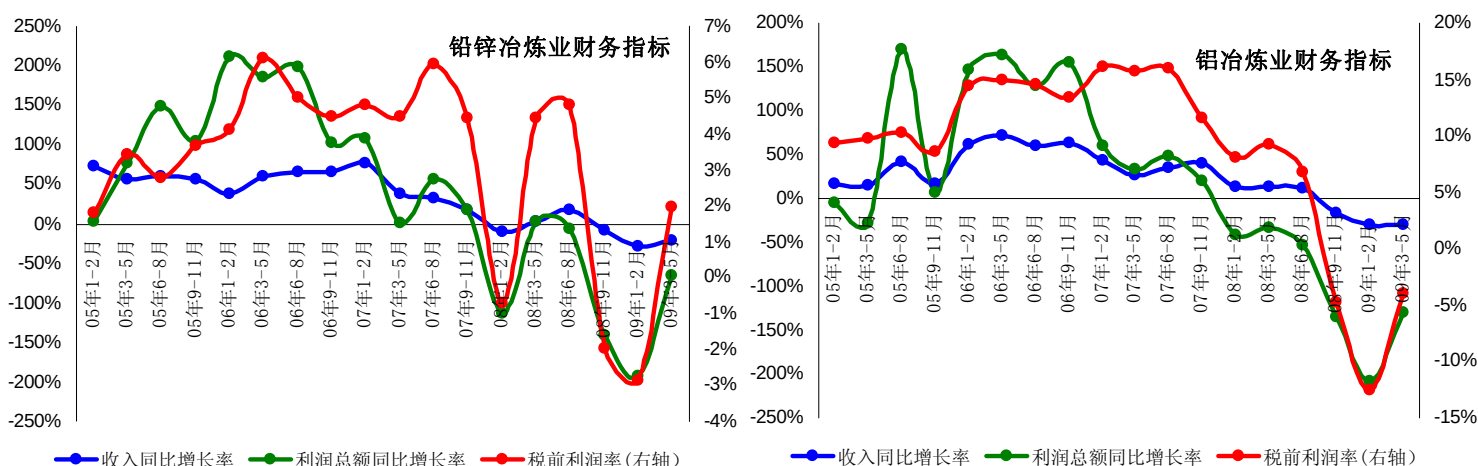


有色金属合金制造	232.73	258.95	-10.13	5.01	7.54	-33.55
有色金属压延加工	3279.61	3649.45	-10.13	89.53	105.06	-14.78
常用有色金属压延加工	2934.48	3282.91	-10.61	83.86	91.38	-8.23
贵金属压延加工	257.39	247.61	3.95	8.29	9.33	-11.15
稀有稀土金属压延加工	87.74	118.93	-26.23	-2.62	4.35	-160.23

资料来源：国家统计局、天相投顾整理

图表 31：2009 年 3—5 月有色金属行业收入、利润情况出现好转





资料来源：国家统计局、天相投顾整理

4.2 投资建议：持续关注资源优势企业

4.2.1 历史的投资周期：投资有色正当时

美林的“投资钟”。跟据美林证券超过 30 年对于历史市场数据的研究发现，通过对 GDP 增长率和通胀率趋势的方向将经济周期分为“衰退”、“复苏”、“过热”、“滞胀”四个阶段，其中在复苏阶段最佳投资的资产类别是“股票”，最佳的行业板块是“周期性增长类股票”。这令我们想到有色金属行业与经济的强相关性和高估值水平恰巧与“周期性增长类股票”吻合（我们认为贵金属股票兼具有“周期性增长”和“周期性价值”的特征）。另外，你会发现，根据美林的“投资钟”所述，股票的投资回报水平应提前反映于大宗商品的投資回报水平。

图表 32：美林的“投资钟”

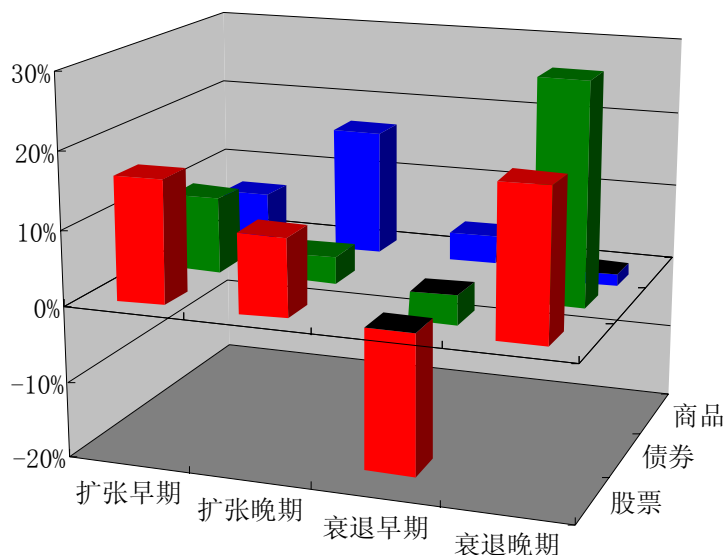
	阶段	GDP 增长率	通胀率	最佳资产类别	最佳行业板块	收益率曲线斜率
1	衰退	↓	↓	债券	防守性增长	牛市陡
2	复苏	↑	↓	股票	周期性增长	——
3	过热	↑	↑	大宗商品	周期性价值	熊市平
4	滞胀	↓	↑	现金	防守性价值	——

资料来源：美林证券、天相投顾整理

耶鲁商学院的历史研究。在很多西方有关大宗商品的研究和著作中，常会看到一个引用耶鲁商学院的对商品、股票和债券回报历史数据对比的研究（1959 年 7 月至 2004 年 3 月近 46 年的历史月度数据，数据更长）。其实该研究的本意是在阐述由于具有经济周期中分散风险的好处，大宗商品可作为大类投资组合中的一类投资标的。这个历史研究将经济周期分为“扩张早起”、“扩张晚期”、“衰退早期”和“衰退晚期”四个阶段。我们在该研究中发现：1）股票最高的回报率发生在经济周期中的衰退晚期（19.7%，但扩张早期的股票回报率也有 16.3%）；2）在一个经

济周期中，股票回报提前反应于商品回报。

图表 33：1959 年—2004 年不同经济周期中的商品、股票、债券投资回报率对比（图）



资料来源：耶鲁商学院、多篇关于大宗商品的理论研究（《The Benefits of Commodity Investment》、《Commodities: an asset class in their own right》、《Commodities in Asset Management》）、天相投顾整理

图表 34：1959 年—2004 年不同经济周期中的商品、股票、债券投资回报率对比（表）

经济周期	扩张早期	扩张晚期	衰退早期	衰退晚期
股票	16.3%	10.4%	-18.6%	19.7%
债券	10.0%	3.6%	-3.9%	29.1%
商品	6.7%	16.7%	3.7%	-1.6%

资料来源：耶鲁商学院、多篇关于大宗商品的理论研究（《The Benefits of Commodity Investment》、《Commodities: an asset class in their own right》、《Commodities in Asset Management》）、天相投顾整理

投资有色正当时。判断经济周期目前所处的位置并非我们的长项，另外各国的 GDP 增速和通胀率情况也有所不同（我们大体可以判断目前不是“过热”阶段或“扩张晚期”阶段）。但是，我们是否可以这样理解：

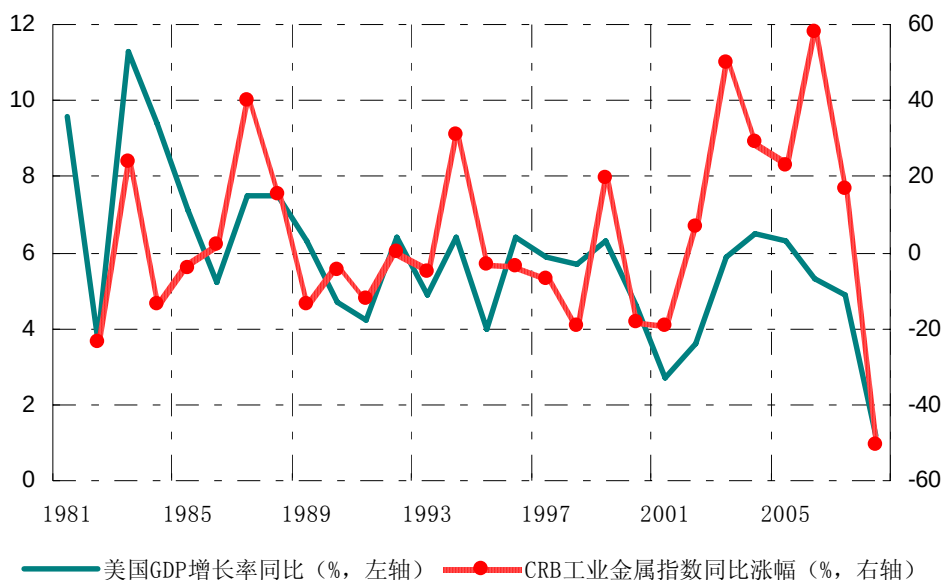
对于选择投资股票：适用美林证券的“投资钟”，如果现在处于经济的“复苏”阶段，那么我们正“身在其中”，如果处于经济的“衰退”阶段，那么证明我们还有更多获利的机会。适用耶鲁商学院的历史研究，如果现在处于经济的“扩张早期”阶段，那么我们仍可期待第二高的股票投资回报率时期（16.3%），如果现在处于经济的“衰退晚期”，那么我们正在经历可能获得最高股票回报率的时期，而下一阶段，我们还有机会。

对于选择投资有色金属股票：适用美林证券的“投资钟”，如果现在处于经济的“复苏”阶段，“周期性增长”类股票告诉我们“投资有色正当时”，如果现在处于经济的“衰退”阶段，那么我们更应准备好充足的资金，等待真正有色金属投资机会的到来。

对于理论和经验的再验证。我们通过选取最近 20 余年的可获得的数据对投资周期的理论和经验进行再验证：1) 有色金属商品回报与经济增长率的关系（美国年 GDP 增长率同比数据与 CRB 工业金属指数涨幅年同比数据的对比，见图表 35）；2) 有色金属商品回报与有色金属股票回报的关系（CRB 工业金属指数年涨幅同比数据与美国铝业公司、自由港麦克莫伦铜金公司股价年涨幅同比数据的对比，见图表 36）；3) 有色金属商品回报与有色金属股票估值的关系（CRB 工业金属指数年涨幅同比数据与美国铝业公司、自由港麦克莫伦铜金公司股票 PE 数据的对比，见图表 37）。

在有色金属商品回报与经济增长率的关系对比中，我们可以发现：1) 两者具有紧密的相关性；2) 有色金属商品回报在多数年份中似乎提前反应于经济的增长；3) 有色金属商品回报比经济增长率的波动性要更大。

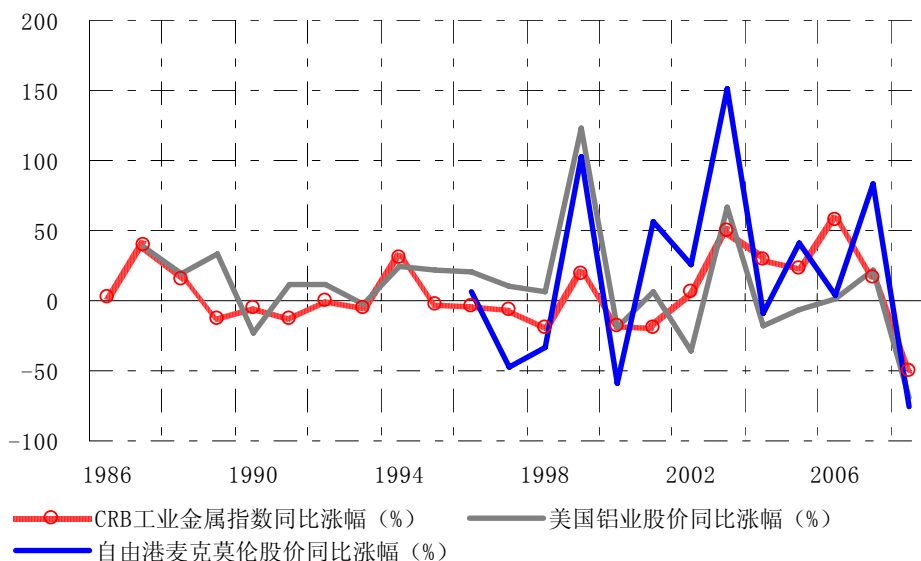
图表 35：有色金属商品回报与经济增长率的关系对比



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

在有色金属股票回报与有色金属商品回报的关系对比中，我们可以发现：1) 两者具有紧密的相关性；2) 有色金属股票回报在多数年份中似乎提前反应于有色金属商品回报；3) 有色金属股票比有色金属商品回报的波动性要更大。

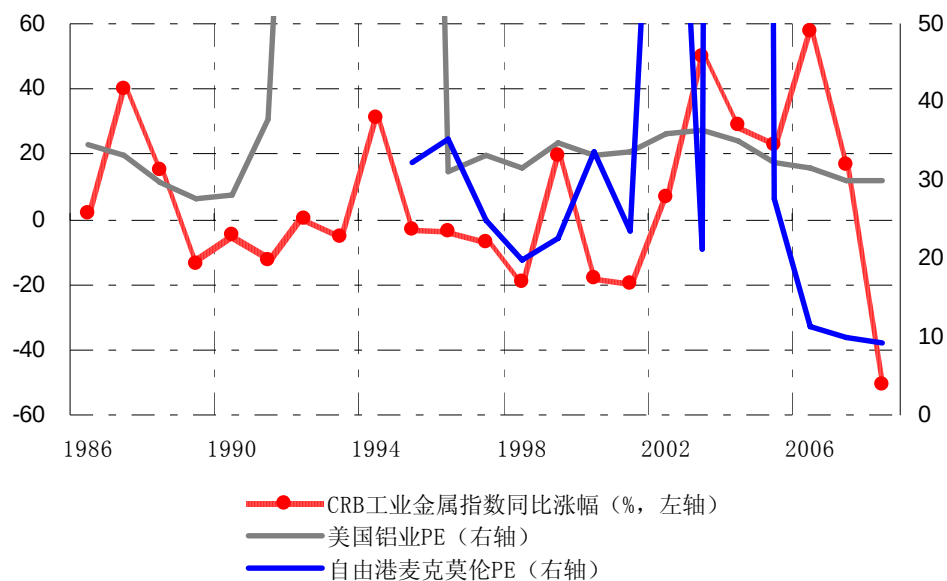
图表 36：有色金属股票回报与有色金属商品回报的关系对比



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

在有色金属股票估值与有色金属商品回报的关系对比中，我们可以发现：1）两者具有很紧密的相关性；2）在多数年份里，有色金属股票估值在有色金属商品回报加速上升前加速上升，在有色金属商品回报加速下降前加速下降。

图表 37：有色金属股票估值与有色金属商品回报的关系对比



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理



4.2.2 维持有色金属行业“增持”评级，首先建议关注资源优势企业

维持有色金属行业“增持”评级。我们在报告的第二部分论述了有色金属价格在“第二阶段”将随着企业产能利用率的提升和需求的增长而稳步上涨，而中国的表现将起到主要的推动作用。而后在第三部分，我们对基于金属价格上涨的判断进行了有色金属股票价格上涨空间的展望，我们再次强调在金属价格上涨之后，具有资源优势的企业将会更具投资吸引力。最新的中国有色金属行业财务数据也显示这个行业正在逐渐回暖。我们最后给出了一些可能有帮助的投资周期理论和研究，并再次加以验证。我们继续维持有色金属行业“增持”的投资评级。

首先建议关注资源优势企业。我们首先看好具有资源优势的有色企业，并普遍给予这些公司“增持”的投资评级，并很可能上调曾经未给予“增持”的公司的投资评级。除了短期内股价积累的快速涨幅之外，我们认为投资者（特别是买入成本较低的投资者）不应该轻易卖出这些股票，并应在股价调整之时继续增持。尽管有色金属股票具有较高的 β 值，但目前是投资该行业的安全期。

（注：我们一直在强调金属价格上涨的前提下关注资源优势企业，但并不是说金属价格不上涨，这些资源优势企业就没有投资优势了。）

目前有色金属行业正处于“调整结构、提高效率”的几年，企业的发展不能再依靠简单的“铺摊子”（规模的扩大），另外国家政策层面也对此提出了限制，那么，除了具有资源优势的企业，我们也看好具有“新材料新技术新产品”公司的投资价值。

4.2.3 重点建议关注：中金岭南（000060），山东黄金（600547）

中金岭南（000060）：公司主营铅锌的采选与冶炼，2008年共生产铅锌精矿金属量17.25万吨，铅锌冶炼产品35.96万吨。公司在收购澳大利亚PEM公司50.1%股权后，铅锌资源储量（权益量）达到了660万吨左右。公司2008年实现归属于母公司所有者净利润4.00亿元，同比下降65.73%；2009年1季度实现归属于母公司所有者净利润1176万元，同比下降95.78%。

为什么选择中金岭南：

1) 我们看好我国铅锌行业整体的资源形势，看好汽车行业对铅锌需求的拉动作用，看好铅锌价格在三季度的表现，另外硫酸价格下行对铅锌行业负面影响较小。

2) PEM公司股权的获得不仅仅代表了公司资源储量的增加，公司在合理的时期，利用较短的时间果断低调并以较低价格完成了该项交易，显示了公司资本运营的技巧及熟练度，企业管理者的判断及决心，是公司综合竞争力的体现，当然，这里也可能有运气的成份。[注：显然，该论据是非定量的，但这种“细节”可能决定成败和优劣。]

3) PEM公司现金成本持续下降，目前已经实现微利。PEM公司一季度通过提高生产效率和开采高品位矿山（锌5.7%、铅4.7%；上一报告期锌4.5%、铅3.2%），精矿现金成本继续下降至0.56美元/磅（上期为0.94美元/磅），并低于此前计划的0.60-0.65美元/磅。PEM公司表示至下一报告期（2009年6月30日），现金成

本有可能下降至 0.52 美元/磅。实际上，从 2009 年 3 月份开始，PEM 公司已产生正的现金流，目前已经实现微利。

4) 铅锌精矿产量持续增长。凡口铅锌矿每年将达产铅锌精矿 18 万吨；广西盘龙铅锌矿技改预计 2009 年下半年完成，年选矿能力 90 万吨/年，考虑到市场情况及开采成本，预计 2009 和 2010 年产铅锌精矿约为 0.5 万吨和 1.5 万吨；如果不考虑经过协商供给公司精矿的情况下，PEM 公司在包销合同执行完后（铅 2009 年到期，锌 2011 年到期），将直接供给公司精矿，预计 PEM 公司 2009 年和 2010 年产铅锌精矿约 11.5 万吨和 13.5 万吨。

5) 冶炼产能稳中有升：（1）丹霞冶炼厂 8 万吨技改项目 2009 年 7 月份将调试运行，预计 2009 年 10 月份完工，加上已有产能 2 万吨，丹霞冶炼厂产能将达到 10 万吨；（2）韶关冶炼厂粗炼产能已达到 30 万吨，精炼产能已达到 35 万吨。预计 2009 年下半年公司粗炼产能将达到 40 万吨，精炼产能将达到 45 万吨。

6) 子公司：房地产项目有望带来收益，电池新材料是亮点。（1）天津金康房地产公司“金康·国际中心”项目进展顺利，共投资约 9 亿元，有望在 2009 年底或 2010 年贡献收益。（2）岭南科技有限公司主要产品冲孔镀镍钢带（主要用于镍氢电池负极板材料）产能已达到 3000 吨/年，球形亚镍（主要用于镍电池材料）产能已达到 2000 吨/年，镍氢动力电池未来几年前景广阔，公司产能有望逐步释放。（3）岭南新材料有限公司 SNP 型特种镍粉主要用于二次电源的导电剂或添加剂、粉末冶金等，公司一期产能达到 500 吨/年，远期产能可达 2000 吨/年，随着市场的开拓，将逐步贡献利润。（4）岭南高能电池有限公司无汞电池锌粉（占市场份额的 70%）2008 年产能达到 12000 吨/年，片状锌粉产能也达到 200 吨/年。

6) 其它原因包括：

——公司的长期财务数据稳健；

——公司具有继续获取资源的潜力；

——公司从资本市场募资较少，保证了较高的股东回报率水平，较强盈利能力和较好的企业经营效率；

——公司从资本市场募资较少，但重视股东回报，并且有能力回报股东。

[注：我们可以这样理解这个问题：工业企业（有色金属企业）的净利润不太可能有长期的持续增长，我们不需要企业以保持“g”为名过多浪费股东的资源而进行不合理的扩张和投资，我们需要企业在光景好的时候注重“g”和“d”的平衡；另外一方面，我们可以仅从一个公司募资的频率、动机、投资方向、合理性，以及项目投产之后新产品或新项目所得到的盈利效果（或降低成本的效果）、以及公司对股东的回报情况就能简单判断这个公司是否具有“相对长期”的投资价值。]

盈利预测。我们预计公司 2009 年、2010 年的 EPS 分别为 0.29 元和 0.52 元，6 月 29 日公司股价为 21.71 元，对应的动态 PE 分别为 75 倍和 42 倍，我们继续维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：1) PEM 公司成本控制的风险；2) 铅锌价格波动风险；3) 有色行业的周期性波动风险。

图表 38：中金岭南（000060）财务分析

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q1
盈利能力							
毛利率（%）	20.83	24.23	26.17	36.51	25.20	18.47	15.52
营业利润率（%）	7.19	10.19	12.54	28.94	17.38	10.13	3.55
有效税率	18.66	28.58	14.25	16.71	14.17	21.80	3.32
净利润率（%）	2.15	3.89	6.60	17.10	14.26	5.45	0.99
总资产收益率（%）	1.27	2.80	5.72	19.00	15.66	5.03	1.60
净资产收益率（%）	5.52	11.73	20.91	55.14	37.06	10.98	3.65
资本回报率（%）	4.34	5.66	9.28	24.63	21.07	6.66	2.17
成长性							
销售收入增长率（%）	5.50	25.43	19.62	54.13	26.42	-10.28	-29.90
营业收入增长率（%）	-0.52	77.90	47.20	255.58	-24.09	-47.72	-88.99
净利润增长率（%）	31.93	127.47	102.61	299.57	5.43	-65.73	-95.78
总资产增长率（%）	3.94	2.76	-3.94	45.43	15.96	-1.19	10.83
营运资本增长率（%）	-47.29	5.82	29.71	N/A	-3.12	7.15	40.27
资本增长率（%）	5.08	6.28	-2.60	20.06	24.28	-3.74	13.40
可持续增长率（%）	1.56	7.10	17.65	32.65	29.03	8.31	N/A
现金流							
经营活动的现金流（百万元）	290.56	465.13	339.99	-61.87	1055.66	1597.23	185.09
自由现金流（百万元）	76.86	318.82	131.19	-305.88	549.64	578.54	-4.27
每股经营现金流（元）	0.31	0.50	0.37	-0.06	1.03	1.56	0.18
每股自由现金流（元）	0.08	0.34	0.14	-0.30	0.54	0.57	0.00
经营活动的现金流/净利润	4.83	3.40	1.23	-0.06	0.90	3.99	15.74
经营活动现金流增长率（%）	23.25	60.08	-26.90	N/A	N/A	51.30	-66.11
盈利质量							
现金转换周期（天）	174.30	152.19	139.66	163.70	145.51	129.70	129.52
库存增长率 / 销售收入增长率	0.23	0.55	0.26	1.72	0.03	2.18	0.79
应收账款增长率 / 销售收入增长率	1.80	0.27	-0.52	0.47	-0.04	2.68	-1.77
非经常性项目收入 / 税前收入	10.25	-14.76	-21.74	-38.98	-3.15	-43.55	-306.58
折旧费用（百万元）	164.31	174.94	184.30	175.86	170.18	217.80	N/A
流动性及负债							
现金比率（%）	0.14	0.20	0.20	0.37	0.42	0.38	0.42
速动比率（%）	0.24	0.29	0.29	0.49	0.52	0.49	0.62
流动比率（%）	0.71	0.74	0.80	1.42	1.35	1.56	1.58
资产负债率（%）	58.01	59.46	55.22	32.34	28.59	25.15	26.56
财务杠杆	4.34	4.18	3.66	2.90	2.37	2.18	2.29
长期负债/总资本（%）	10.42	12.26	11.07	10.62	2.90	16.76	18.35
融资活动现金流/总负债（%）	0.10	0.16	0.13	-0.03	0.46	0.80	0.53
每股价值及估值							
基本每股收益（元）	0.06	0.15	0.30	1.18	1.14	0.39	0.01
每股净资产（元）	1.20	1.30	1.55	2.52	3.64	3.49	3.52
每股销售收入（元）	3.01	3.77	4.51	6.33	8.00	7.18	1.16

每股现金及现金等价物（元）	0.45	0.65	0.58	1.07	1.39	0.84	1.06
每股股利（元）	0.05	0.06	0.05	0.44	0.25	0.10	N/A
市盈率	51.79	18.94	9.66	9.52	27.78	20.00	159.60
市净率	2.80	2.16	1.86	4.46	8.72	2.24	5.88
市销率	1.12	0.74	0.63	1.78	3.97	1.09	3.09
每股价格 / 每股经营活动的现金流	5.63	7.85	N/A	30.78	5.00	13.19	17.14
股利收益率（%）	1.38	2.06	1.62	3.92	0.78	1.22	N/A

资料来源：公司资料、天相投顾整理

山东黄金（600547）：公司主营黄金的采选与冶炼，2008 年公司在收购了三山岛、玲珑、沂南、鑫汇、金仓矿业资产后，黄金资源储量超过 165 吨，2008 年全年矿产黄金产量 15.55 吨，同比增长 155.32%。2008 年，公司实现归属于母公司所有者净利润 6.37 亿元，同比增长 72.46%；2009 年 1 季度，公司实现归属于母公司所有者净利润 1.55 亿元，同比下降 26.67%。

为什么选择山东黄金：

1) 我们认为随着时间的推移，未来通货膨胀的预期加剧，贵金属股票将会逐渐由“守”转“攻”。（坦率地说，我们在 2008 年底推荐中金岭南、山东黄金和中金黄金的时候，如果那时去建议配置比例，会是 50%、30%和 20%或是 60%、30%和 10%）。

2) 美元长期来看具有有贬值的风险，但我们并不以黄金价格能够持续上涨为推荐理由，我们更看重黄金价格波动性相对较小的特点。

3) 黄金企业自身的优势。黄金企业在某些方面较工业金属企业具有先天的优势，比如黄金在交易所销售不收取增值税（这相当于占了很大的便宜）；比如作为企业的产品，黄金的流动性极强，较易变现，理论上黄金企业短期的营运压力小于工业金属企业；另外，由于黄金几乎不参与工业生产，行业整体不存在资源是否短缺的问题。

4) 公司黄金资源储量稳步增长。公司 6 月底公告称，计划竞购控股股东山东黄金集团全资子公司莱州市地质勘查有限公司全部股份，该公司拥有新立村金矿详查探矿权，该探矿权评估范围内的金金属量约 33.16 吨，金平均品位 2.96 克/吨。如果成功竞购该探矿权，公司黄金资源储量将接近 200 吨。

5) 具有成本优势和降低成本的举措。公司旗下矿山基本都在山东省境内，山东地区黄金成矿条件较好，杂质较少，很多矿石的处理直接进行“氰化”就可以，无需进行“预处理”过程，降低了冶炼环节的成本，公司矿石品味普遍较高，降低了采选环节的成本。公司内部采取一系列控制成本费用的举措，并建立考核机制。

6) 其它产品对公司净利润的负面影响小。正是由于公司矿山成矿条件好，杂质少，很多矿石无需进行“预处理”，其它非贵金属产品对公司收入、利润影响很小，因此这些产品价格的变动对公司也没有太大影响（比如使用“焙烧预处理”方式将产生硫酸，但公司没有硫酸产品，只有硫精矿）。

7) 其他原因包括:

——公司的长期财务数据稳健;

——公司具有继续获取资源的潜力;

——公司从资本市场募资较少, 保证了较高的股东回报率水平, 较强盈利能力和较好的企业经营效率, 并且重视股东回报 (如前所述);

——长期的高送转历史让我们相信, 持有公司股票时期较长的投资者的回报率可能更高;

——具有历史上有色行业内 (相对于上证指数或天相有色指数) 几乎最高的 α 值, 这可能是一个组合投资管理者不得不考虑的有利因素。

盈利预测。我们预计公司 2009 年、2010 年的 EPS 分别为 1.00 元和 1.08 元, 6 月 30 日公司股价为 58.88 元, 对应的动态 PE 分别为 59 倍和 55 倍, 我们继续维持公司“增持”的投资评级。

风险提示: 1) 2008 年矿产金产量大幅提升, 2009 年产量增速势必放缓; 2) 黄金价格波动风险; 3) 公司 2008 年 7 月之后向银行申请的综合授信额度大幅增长, 反映了流动性的压力, 2009 年 1 季度, 公司每股经营现金流为负值。

图表 39: 山东黄金 (600547) 财务分析

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q1
盈利能力							
毛利率 (%)	44.72	12.65	8.87	12.63	12.14	8.73	7.52
营业利润率 (%)	21.19	6.12	4.54	7.73	6.47	4.89	4.41
有效税率	32.77	35.81	29.08	32.97	35.60	24.65	24.77
净利润率 (%)	11.61	3.77	2.30	3.46	3.26	3.20	2.62
总资产收益率 (%)	6.22	7.04	7.64	9.04	14.00	15.80	13.26
净资产收益率 (%)	10.36	10.97	15.02	18.90	30.17	31.76	26.83
资本回报率 (%)	8.59	9.30	13.78	15.94	19.49	20.58	16.90
成长性							
销售收入增长率 (%)	14.16	377.26	146.81	-5.23	214.68	75.22	-2.58
营业收入增长率 (%)	25.24	37.90	83.15	61.22	163.27	32.45	-27.62
净利润增长率 (%)	40.12	54.98	50.50	42.75	195.82	72.46	-27.34
总资产增长率 (%)	46.61	30.46	44.86	3.82	175.04	8.46	22.48
营运资本增长率 (%)	1491.50	-75.22	N/A	70.79	-1304.59	-21.34	-75.36
资本增长率 (%)	62.92	10.94	49.53	7.97	175.54	8.19	28.30
可持续增长率 (%)	1.52	1.91	5.95	7.27	19.71	26.44	N/A
现金流							
经营活动的现金流 (百万元)	49.79	49.36	140.56	197.25	299.78	1113.21	-51.10
自由现金流 (百万元)	-0.10	-15.34	50.56	102.00	-130.10	328.92	-209.59
每股经营现金流 (元)	0.10	0.08	0.22	0.31	0.47	1.58	-0.07
每股自由现金流 (元)	0.00	-0.02	0.08	0.16	-0.20	0.47	-0.29



经营活动的现金流/净利润	1.33	0.85	1.61	1.58	0.81	1.75	-0.33
经营活动现金流增长率 (%)	47.80	-0.87	184.75	40.34	51.98	271.34	N/A
盈利质量							
现金转换周期 (天)	153.84	25.49	11.84	11.23	3.79	1.30	3.35
库存增长率 / 销售收入增长率	0.82	0.12	0.17	8.00	0.76	0.20	-3.70
应收账款增长率 / 销售收入增长率	0.46	-0.05	0.40	-12.40	1.86	-0.07	-74.81
非经常性项目收入 / 税前收入	-4.66	3.49	-0.75	-7.02	-12.87	-8.45	-14.12
折旧费用 (百万元)	31.00	45.46	78.14	83.81	218.17	266.07	N/A
流动性及负债							
现金比率 (%)	1.45	0.26	0.20	0.43	0.19	0.17	0.15
速动比率 (%)	1.49	0.29	0.22	0.46	0.23	0.21	0.19
流动比率 (%)	2.17	1.20	0.76	0.92	0.70	0.62	0.63
资产负债率 (%)	16.83	17.62	26.06	22.94	31.45	23.36	30.77
财务杠杆	1.67	1.56	1.97	2.09	2.15	2.01	2.02
长期负债/总资本 (%)	N/A	7.06	1.35	0.26	1.29	N/A	N/A
融资活动现金流/总负债 (%)	0.41	0.30	0.40	0.61	0.25	1.14	0.48
每股价值及估值							
基本每股收益 (元)	0.08	0.09	0.14	0.20	0.58	0.90	0.22
每股净资产 (元)	0.81	0.85	0.97	1.09	2.73	3.18	3.39
每股销售收入 (元)	0.67	2.41	5.94	5.63	17.72	28.12	8.32
每股现金及现金等价物 (元)	0.37	0.10	0.17	0.32	0.52	0.40	0.43
每股股利 (元)	0.05	0.08	0.08	0.12	0.18	0.15	N/A
市盈率	53.10	34.39	22.04	40.48	73.23	26.90	69.22
市净率	5.10	3.65	3.12	7.23	15.46	7.64	16.63
市销率	6.17	1.29	0.51	1.40	2.38	0.86	2.04
每股价格 / 每股经营活动的现金流	39.98	40.13	13.80	25.62	90.19	15.42	56.74
股利收益率 (%)	1.22	2.42	2.72	1.52	0.43	0.62	N/A

资料来源：公司资料、天相投顾整理

图表 40：增持公司盈利预测及评级

股票代码	公司简称	股价	EPS				P/E		
			2007	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
000060	中金岭南	21.71	1.18	0.39	0.29	0.52	56	75	42
600547	山东黄金	58.88	0.54	0.89	1.00	1.08	66	59	55
601899	紫金矿业	10.29	0.18	0.21	0.24	0.27	49	43	38
600362	江西铜业	32.57	1.50	0.76	0.71	0.99	43	46	33
601958	金钼股份	15.58	0.98	0.87	0.19	0.24	18	82	65
600497	驰宏锌锗	19.64	1.68	0.20	0.17	0.35	98	116	56
600432	吉恩镍业	22.00	1.13	0.31	0.22	0.45	71	100	49
600489	中金黄金	65.31	0.53	0.61	0.49	0.59	107	133	111
000758	中色股份	15.96	0.80	0.17	0.14	0.27	94	114	59
000807	云铝股份	8.56	0.47	0.07	0.03	0.08	122	285	107

600219	南山铝业	10.27	0.87	0.48	0.43	0.71	21	24	14
002167	东方锆业	26.69	0.30	0.37	0.55	0.88	72	49	30
600456	宝钛股份	22.99	1.18	0.70	0.40	0.45	33	57	51
600888	新疆众和	12.83	0.34	0.28	0.28	0.38	46	46	34
002203	海亮股份	13.42	0.44	0.44	0.55	0.70	31	24	19
600549	厦门钨业	18.47	0.29	0.30	0.29	0.44	62	64	42
002149	西部材料	34.30	0.25	0.25	0.21	0.40	137	163	86
600111	包钢稀土	19.21	0.38	0.21	0.12	0.28	91	160	69

资料来源：公司资料、天相投顾整理

注：以 6 月 30 日收盘价计算；

评级变化：2008 年 12 月，上调中金岭南、驰宏锌锗评级至“增持”；

2009 年 2 月，上调东方锆业评级至“增持”；

2009 年 3 月，上调江西铜业、云铝股份、厦门钨业、包钢稀土评级至“增持”；上调有色行业评级至“增持”；

2008 年 5 月，上调吉恩镍业评级至“增持”；

2008 年 6 月，上调中色股份、金钼股份评级至“增持”；

其余公司在 2008 年 12 月前既为“增持”评级；

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：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100