

2009 年 11 月 30 日

评级：优异

有色金属行业 2010 年投资策略

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《行业回升，关注盈利复苏先行者》
---2009 年半年度策略研究报告

报告作者：

有色金属行业研究员：曾海
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。

摘要：

- **金属价格与股票价格具有同向联动性。**金属价格与股票价格走势高度正相关，相关系数达到 0.84。金属价格与股票价格同向联动是因为：1) 价格反映供需基本面及行业景气度；2) 价格决定业绩，特别是对于资源型企业，高价格等于高利润；3) 价格反映未来预期。
- **基本面支撑 2010 年金属价格震荡上行。**流动性、弱势美元、通胀预期是 2009 年金属价格暴涨的三大动力。随着有色金属基本面实质性改善，除中国仍扮演积极角色外，以美国为代表的发达国家下游产业的复苏将为金属价格上涨提供支撑。而政策收紧和高库存对金属价格向下压力。美国加息将成为金属价格向下波动的关键因素，但不影响基本面，因此金属价格长期上涨趋势不变。
- **供需关系紧张的子行业机会更大。**危机导致产能全面过剩，而基本面改善将扭转疲软形势，供求关系紧张的行业能够第一时间享受供不应求导致的超额收益。据测算铜、铅锌是供需关系最紧张的行业；小金属由于应用范围小，受单一下游市场影响大，也容易产生供不应求局面；黄金板块关注由投资需求旺盛导致价格持续上涨机会。
- **金属价格高企，资源股优势显著。**从产业链和盈利模式角度来看，拥有资源就能享受价格高企或上涨带来的超额收益，纯冶炼加工企业业绩与金属价格走势基本没关系。价格高企意味着行业景气度提升；市场竞争激烈，资源又成为企业获取优势的核心竞争力。在牛市行情中，资源股由于盈利佳、市场规模大等因素更具有优势。
- **投资策略：关注交易性机会，资源与政策并重。**目前有色金属板块估值偏高，但行业基本面仍存在改善空间，2010 年仍将保持牛市行情，维持行业“优异”评级，看好铜、铅锌、小金属及黄金子行业。短期建议关注明年上半年业绩同比上升的机会；中长期关注具有资源优势和受益于“调结构”政策的个股。重点推荐：云南铜业、中金岭南、西藏矿业、宝钛股份、云海金属等。

目 录

目 录	2
图表目录	3
引言:	4
1.金属价格与股票价格具有同向联动性	4
1.1 金属价格与有色金属板块走势正相关	4
1.2 市场表现验证金属价格与股价走势的同向联动性	5
2.2010 年金属价格震荡上行	6
2.1 金融属性推动 2009 年金属价格上涨	6
2.2 全球经济走出困境	7
2.3 中国因素继续扮演积极角色	7
2.4 海外需求恢复提供新动力	9
2.5 收紧预期导致金融属性产生负面作用	11
2.6 库存仍是金属价格上行的压力	12
3.供需关系紧张的子行业机会更大	13
3.1 铜、铅、锌近两年将供不应求	13
3.2 铜: 代表性金属, 关注美国房地产市场好转	14
3.3 铅锌: 淘汰落后产能, 关注下游行业繁荣持续性	15
3.4 小金属: 需求集中, 关注细分龙头	16
3.5 黄金: 防通胀、避险需求支撑长期趋势	17
4.金属价格高企,资源股优势显著	18
4.1 盈利模式:自有资源冶炼vs纯冶炼加工	18
4.2 竞争优势源自资源储量	20
4.3 市场转入牛市行情, 资源股优势显著	21
5.行业投资建议	22
5.1 明年上半年业绩同比快速增长, 关注交易性机会	22
5.2 基本面好转, 维持行业“优异”评级	23
5.3 投资策略: 资源与政策并重	23
6.重点公司	24
6.1 云南铜业 (000878.SZ): 资源注入提升核心竞争力	24
6.2 中金岭南 (000060.SZ): 地产项目助推公司业绩更上一层楼	25
6.3 西藏矿业 (000762.SZ): 抓住机遇, 由“铬”向“锂”转变	25
6.4 宝钛股份 (600456.SH): 业绩增长依赖于航空产业复苏	26
6.5 云海金属 (002182.SZ): 搭乘新能源汽车, 市场前景广阔	27
7.风险因素	28

图表目录

图表 1: CRB金属现货价格指数与有色金属板块指数涨跌幅正相关.....	4
图表 2: 有色金属 2009 年 1-10 月价格及板块涨跌幅 (截止 2009-10-23) ...	5
图表 3: 2009 年 1-10 月有色金属板块涨幅前十个股 (2009-10-23)	5
图表 4: 2009 年LME基本金属及COMEX黄金涨跌幅.....	6
图表 5: 2009 年 1-10 月美元持续疲软.....	6
图表 6: 2009 年美国、中国M1 货币供应量急速增加	6
图表 7: OECD领先指数向正常水平回归.....	7
图表 8: 各国GDP增速均出现反转	7
图表 9: 2008 年中国六大基本金属消费占全球 1/3 左右.....	8
图表 10: 中国六种基本金属处于净进口状态.....	8
图表 11: 2009 年三季度中国十种有色金属产量创历史新高.....	8
图表 12: 主要家电产量恢复至 2007-2008 年同期水平	9
图表 13: 中国汽车月均产量超过 110 万辆.....	9
图表 14: 美国、欧盟、日本PMI指数重上 50	9
图表 15: 美国房地产开工总数和获营造许可总数持续攀升.....	10
图表 16: 美国金属新订单指数走高	10
图表 17: 美国金属库存指数持续下降	10
图表 18: 2009 年全球各国央行收紧政策一览 (截至 2009-11-3)	11
图表 19: 1999-2007 年美联储利用加息控制通胀	12
图表 20: 2009LME铜库存情况比较 (截至 2009-10-16)	12
图表 21: CRU、Brook Hunt 对基本金属的全球供求平衡预测	13
图表 22: WBMS统计 2009 年 1-7 月基本金属供求情况	14
图表 23: 中国铜消费结构	15
图表 24: 美国铜消费结构	15
图表 25: 美国、西欧、中国汽车销量比较	16
图表 26: 镍主要用于不锈钢行业	16
图表 27: 锡主要用于焊接材料	16
图表 28: 钼主要用于钢铁行业	17
图表 29: 中国稀土消费主要在新材料领域	17
图表 30: 2005-2008 年全球黄金消费结构	18
图表 31: SPDR黄金基金持仓量与金价走势比较.....	18
图表 32: 有色金属产业链及盈利模式	18
图表 33: A股有色金属上市公司所处产业链位置示意.....	19
图表 34: 自有资源冶炼产品与纯加工冶炼产品毛利率比较.....	20
图表 35: 有色金属A股上市公司主要金属储量.....	21
图表 36: 2001-2009/3Q铜类上市公司ROE比较	22
图表 37: 2001-2009/3Q铅锌类上市公司ROE比较	22
图表 38: 重点公司评级	27

引言:

2009 年有色金属行业运行基本符合市场预期，金属价格在中国因素和金融属性的双重作用下强势上涨，行业盈利环比改善；资本市场上，有色金属板块表现优异，超越大盘和大部分板块，表现出强周期性行业在经济复苏过程中的业绩快速变动的特性。目前，有色金属行业仍处于金属价格高企的牛市行情中，2010 年是否能延续此行情，投资机会又怎样？

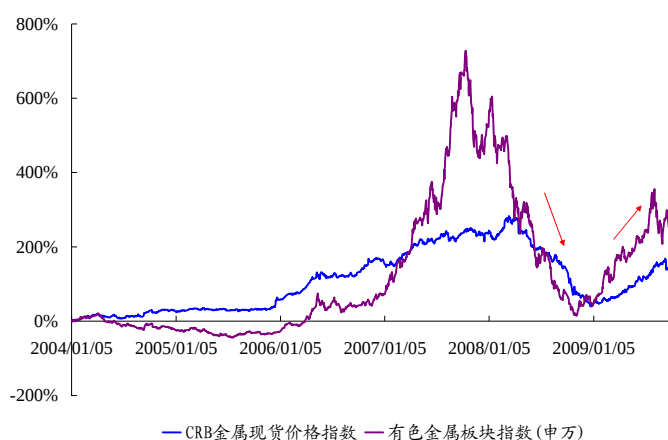
1.金属价格与股票价格具有同向联动性

1.1 金属价格与有色金属板块走势正相关

经济全球化表现为实体经济的一体化，也表现为虚拟经济的一致化，形成不同国家、不同市场间相互交错、相互影响的全球定价机制。经过多年发展，有色金属的期货、现货市场已经成熟，其定价不仅需要参照历史趋势，当前供需关系等，更融入市场、企业对未来的预期。

金属价格走势与有色金属板块存在较大的正相关性，对 2004 年-2009 年 10 月的 CRB 金属现货价格指数和 A 股市场有色金属板块指数（申万）进行相关性分析，二者的相关系数高达 0.84。金属价格反映实体经济对行业基本面的预期，其波动可以视作是价值的波动，而有色金属板块不仅受基本面的影响，也受市场情绪，流动性等因素影响，因此有色金属板块的波动幅度大于金属价格的波动幅度。金属价格与有色金属板块的表现存在同向联动性。

图表 1: CRB金属现货价格指数与有色金属板块指数涨跌幅正相关



数据来源：国联证券研究所、WIND

1.2 市场表现验证金属价格与股价走势的同向联动性

2009年1-10月,有色金属各主要子行业的价格和板块均经历震荡上升的趋势,价格推动股价同步上涨的主要因素。其中铜和铅锌的价格上涨幅度最大,对应子行业板块涨幅也居前列;而铝及黄金的价格涨幅相对较小,在有色板块内,对应子行业板块涨幅落后。数据验证金属价格与有色金属板块走势存在明显的同步性。

图表 2: 有色金属 2009 年 1-10 月价格及板块涨跌幅 (截止 2009-10-23)

品种	涨跌幅	品种	涨跌幅	品种	涨跌幅
LME 铜	106%	上海现货铜	85%	铜板块	276%
LME 铝	26%	上海现货铝	25%	铝板块	147%
LME 铅	117%	上海现货铅	39%	铅锌板块	198%
LME 锌	78%	上海现货锌	49%		
LME 锡	30%	上海现货锡	16%	小金属板块	216%
LME 镍	44%	上海现货镍	50%		
COMEX 黄金	20%	上海现货黄金	21%	黄金板块	148%

数据来源: 国联证券研究所、上海金属网、WIND

有色金属个股涨跌幅前十的个股中,铜业股和铅锌股各有三个,占总数的 60%。同一子行业个股出现同比例的大幅上涨,说明存在共同因素推动股价上涨。从涨幅排行比较来看,金属价格是唯一的共性因素。因为: 1) 价格反映供需基本面,反映行业景气; 2) 价格决定业绩,特别是对于资源富裕的企业,由于成本相对固定,价格高则毛利高,业绩随着也上升; 3) 价格反映预期。这些均是诱发股价同向波动的主要因素。

图表 3: 2009 年 1-10 月有色金属板块涨幅前十个股 (2009-10-23)

排名	代码	简称	子行业	涨跌幅
1	600139.SH	西部资源	铜	592%
2	600432.SH	吉恩镍业	镍	412%
3	600111.SH	包钢稀土	小金属	365%
4	600595.SH	中孚实业	铝	312%
5	600362.SH	江西铜业	铜	312%
6	000878.SZ	云南铜业	铜	306%
7	600331.SH	宏达股份	铅锌	290%
8	000060.SZ	中金岭南	铅锌	270%
9	000795.SZ	太原刚玉	小金属	261%
10	600338.SH	ST 珠峰	铅锌	259%

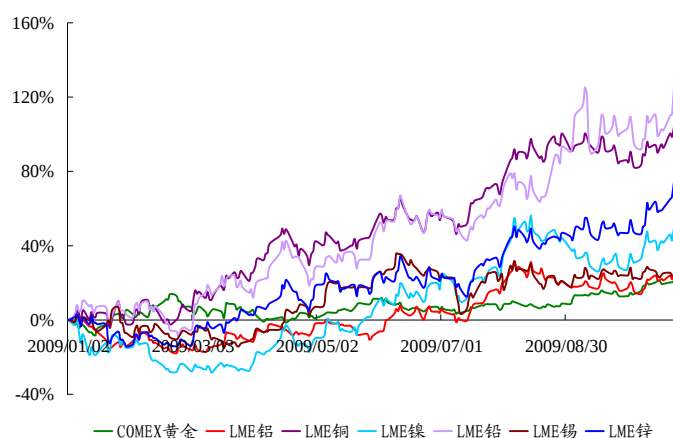
数据来源: 国联证券研究所、WIND

2.2010 年金属价格震荡上行

2.1 金融属性推动 2009 年金属价格上涨

我们在 09 年半年度策略报告中提出商品属性和金融属性是推动金属价格上涨的双动力。但除中国政府收储、大规模基建投资等积极因素刺激外，其他经济体刚刚步入复苏初期，实体经济的需求增长缓慢，因此有色金属的商品属性对价格的推动作用较小。金融属性由于美元贬值和通胀预期等因素存在，对金属价格的刺激作用更明显。

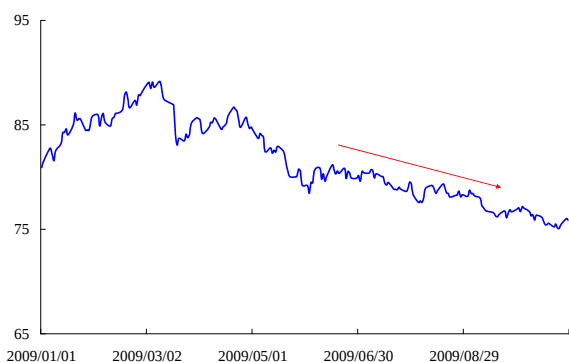
图表 4: 2009 年LME基本金属及COMEX黄金涨跌幅



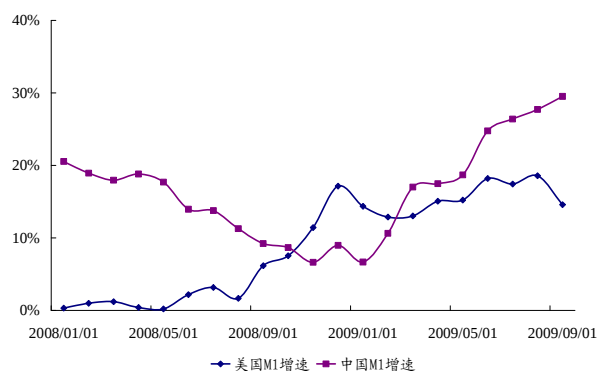
数据来源: 国联证券研究所、WIND

经济危机导致市场重新思考全球货币体系，美元地位受到挑战，投资者对美元缺乏信心，美元持续疲软。为刺激经济恢复活力，各国政府普遍采取扩张性货币政策，货币供应量大增又产生通胀的压力。这些因素从 2009 年一季度已开始起作用，至三季度，金融属性的影响力更大，导致金属价格大幅上涨，特别是黄金价格冲破 1000 美元/盎司大关后，持续冲击历史新高。

图表 5: 2009 年 1-10 月美元持续疲软



图表 6: 2009 年美国、中国M1 货币供应量急速增加



数据来源：国联证券研究所、WIND

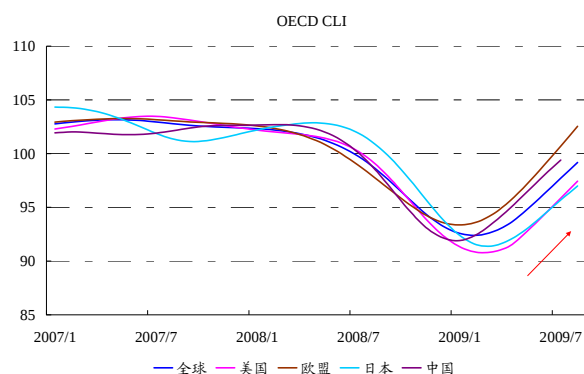
数据来源：国联证券研究所、WIND

2.2 全球经济走出困境

本轮危机萌芽于 2007 年,爆发于 2008 年,但最大的破坏效果发生于 2009 年上半年。因为从同比的角度来看,较差的数据与最高点的数据相比,结果显然不会很理想;从环比角度来看,2009 年是改善年。OECD 综合领先指标显示,全球经济最糟糕的时候出现在 2009 年一、二季度,从二季度开始各国经济情况开始好转,领先指标向正常水平回归。数据显示三季度 OECD 成员国的形势与去年同期相仿,但趋势相反,前者缓慢向上,后者急速下挫。

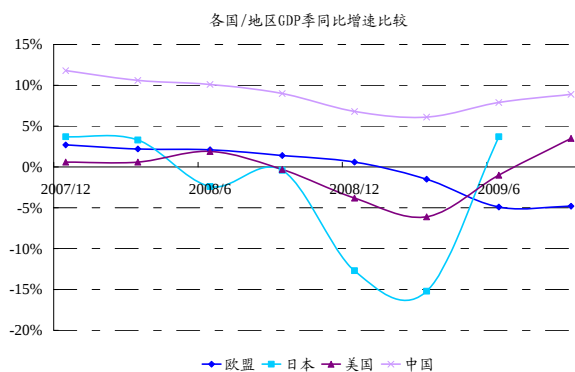
受益于经济刺激政策实施,在经历经济低谷之后,各国 GDP 增速出现明显反转。其中中国三季度 GDP 增速高达 8.9%,全球表现最亮眼;美国三季度 GDP 增速高达 3.5%,表明全球最大经济体正在恢复。基于中国经济 2009 年前三季度的良好表现,IMF 将中国 2009 年 GDP 增速上调至 8.5%。并修正对其他国家的预期,显示对经济比较乐观。全球经济全面走出困境,实现完全复苏,既有利于有色金属行业的商品属性,也有利于金融属性。

图表 7: OECD 领先指数向正常水平回归



数据来源：国联证券研究所、OECD

图表 8: 各国 GDP 增速均出现反转

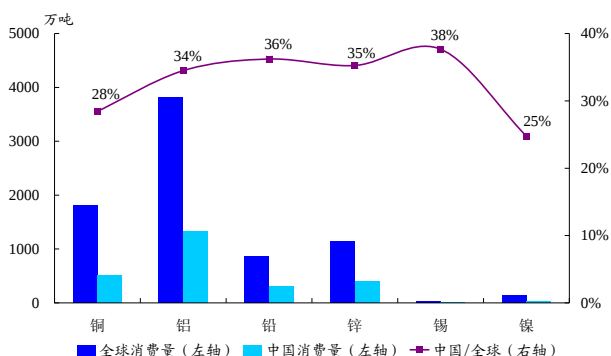


数据来源：国联证券研究所、WIND

2.3 中国因素继续扮演积极角色

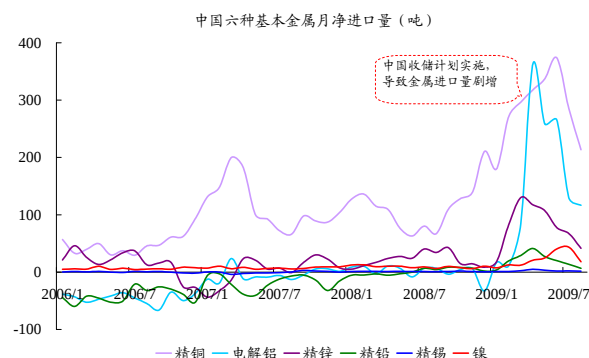
中国金属消费量占全球消费量的 1/3 左右。除黄金等贵金属外,有色金属主要应用于制造领域。中国作为新兴的制造业大国,金属生产、消费能力后来居上,占市场的主要份额。目前中国六大基本金属消费量占全球总消费量的三分之一强左右,由于国内产量无法满足实体需求,还需要大量进口。因此在未完成产业升级之前,中国仍将是全球金属消费需求的重要影响因素。

图表 9: 2008 年中国六大基本金属消费占全球 1/3 左右



数据来源: 国联证券研究所、WBMS

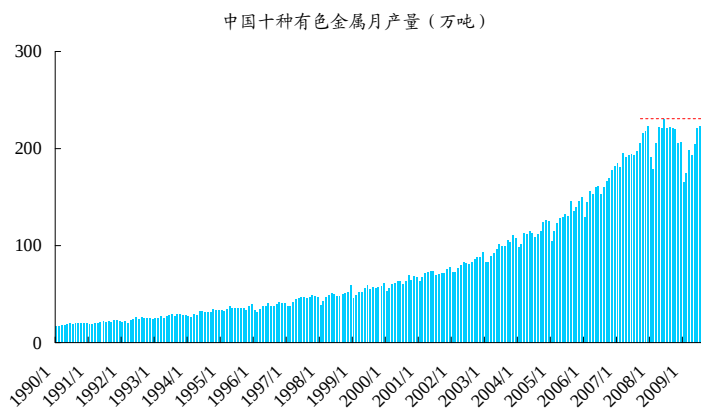
图表 10: 中国六种基本金属处于净进口状态



数据来源: 国联证券研究所、WIND

经济刺激方案促使下游需求复苏, 十种有色金属产量创历史新高。受益于政府收储计划和大规模经济刺激计划, 有色金属下游产业复苏明显。此外金融属性导致金属价格暴涨也促使有色金属行业开足马力生产, 产能利用率迅速上升。据统计 2009 年三季度中国 10 种有色金属的产量已经超过 2008 年的历史高点, 由于同期的基本金属处于净进口状态, 因此可以认为中国有色金属需求量基本恢复正常增长水平。

图表 11: 2009 年三季度中国十种有色金属产量创历史新高

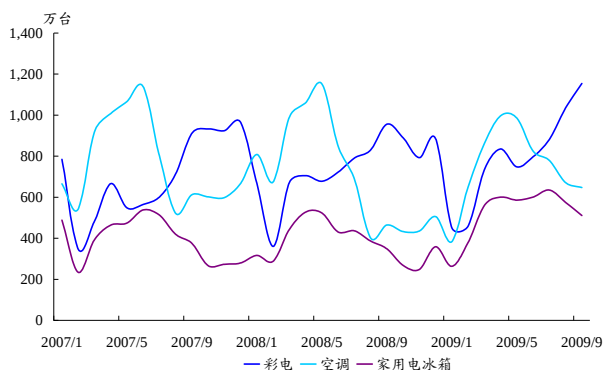


数据来源: 国联证券研究所、WIND

下游产业进入景气阶段, 中国需求具备存量基础。2009 年中国有色金属需求归功于政府政策唤醒最终消费, 使下游产业复苏。例如鼓励汽车消费的购置税减半、汽车下乡政策; 鼓励家电消费的以旧换新政策; 鼓励房地产消费的税费优惠政策等, 这些政策的实施效果明显。政策因素是推动下游进入景气阶段的催化剂, 当前有色金属相关的主要下游产业已经恢复至 2007-2008 年时候的水平, 部分产业如汽车等甚至好于预期, 因此我们判断有色金属的下游产业已经进入景气阶段。下游产业景气度提升意味着对上游原材料需求

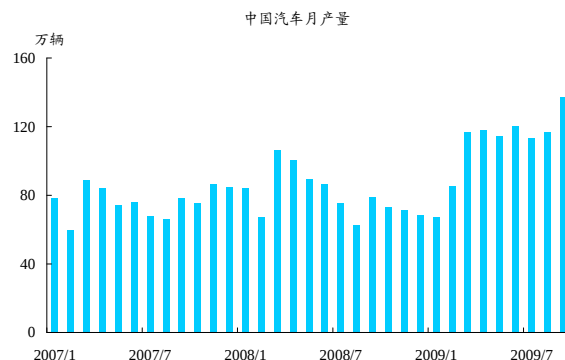
旺盛，即使产量不出现高速增长，也能保证较高水平的基本需求量。

图表 12: 主要家电产量恢复至 2007-2008 年同期水平



数据来源：国联证券研究所、WBMS

图表 13: 中国汽车月均产量超过 110 万辆



数据来源：国联证券研究所、WIND

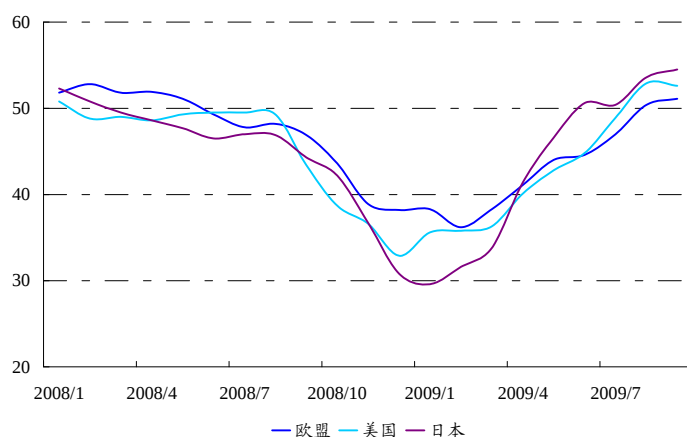
中国有色金属相关下游行业已率先步入景气阶段，推动中国金属产量和表观消费已创历史新高，巨量的需求决定中国在金属价格市场上的地位和影响力。随着全球市场的全面好转，受益于海外市场的有色金属下游行业将继续推动中国的金属需求。中国在 2010 年有色金属行业仍将扮演积极因素。

2.4 海外需求恢复提供新动力

有色金属消费总量中除去中国的三分之一需求量，仍有近三分之二的海外消费受经济低迷影响，全球金属需求仍有较大的上升空间。之前提到全球经济已经出现拐点，特别是美国三季度 GDP 由负转正，成为全球经济复苏的风向标，因此有色金属需求量提升有基本面基础。

PMI 指数表明海外制造业进入景气初级阶段。 PMI 表明全球发达国家制造业在年初的时候到达谷底，从 2009 年 7 月份起，各国 PMI 指数相继超过 50，并持续至今，表明海外制造业进入景气初级阶段。

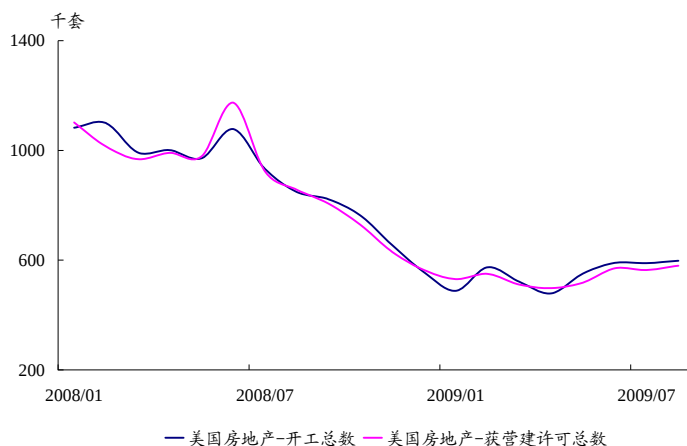
图表 14: 美国、欧盟、日本 PMI 指数重上 50



数据来源：国联证券研究所、WIND

海外下游行业也在逐渐好转。随着制造业步入景气阶段以及各国政府消费刺激政策的逐步实施，全球有色金属行业的下游产业也在逐渐好转。以美国为例，房地产新开工总数和获营造许可总数均较最低时刻有了明显上升，八月份的新开工总数环比增长 1.5%，获营造许可总数环比增长 2.8%。此外汽车、家电、运输设备等传统金属消耗大户的情况也有所好转。

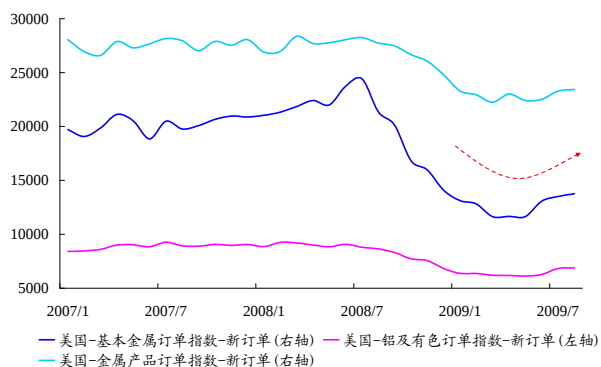
图表 15: 美国房地产开工总数和获营造许可总数持续攀升



数据来源：国联证券研究所、WIND

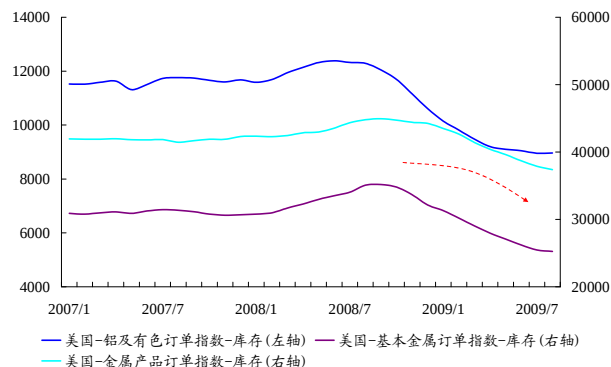
美国金属行业新订单不断增加，库存持续下降表明需求正在释放。下游产业的好转直接影响金属行业的运行情况，从 USGS 公布的相关指数来看，美国的有色金属及制品行业处于新订单增加，库存下降的阶段。其中八月份基本金属新订单指数较年内最低点增长了 18%，而同期基本金属库存指数较年内最高点下降了 19%，表明美国的金属需求潜力正在释放。

图表 16: 美国金属新订单指数走高



数据来源：国联证券研究所、WBMS

图表 17: 美国金属库存指数持续下降



数据来源：国联证券研究所、WIND

发达的全球大宗商品市场和金融市场使得金属定价具有全球一致性，判断金属价格趋势需从全球视角考察金属供需情况。由于目前经济形势疲软，全球金属市场基本处于功过于求的状态，因此需求成为变化的源动力。鉴于中国需求已经反映在当前的金属价格中，海外需求释放和增长将成为从基本面推动金属价格上行的新动力。

2.5 收紧预期导致金融属性产生负面作用

通胀是政策收紧的主要原因。扩张性的货币政策是本轮经济危机中各国政府进行自救的主要武器之一，效果显著同时危害也很大。大量流动性的注入意味着通胀压力也越大，虽然全球经济尚未完全恢复，但是迫于控通胀、稳民生的压力，各国政府不得不面对是否采取收紧政策的抉择。截至 2009 年 10 月 29 日，已有四国央行宣布采取收紧政策，或是加息，或是提高流动资金比率。作为 G20 成员国之一的澳大利亚宣布加息在政策收紧预期中最具代表意义。

图表 18: 2009 年全球各国央行收紧政策一览（截至 2009-11-3）

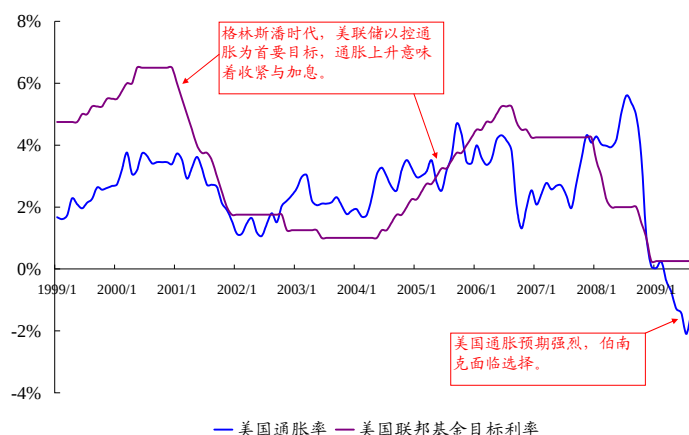
日期	国家	收紧政策
2009-8-24	以色列	基准利率上调 25 个基点至 0.75%
2009-10-6	澳大利亚	基准利率上调 25 个基点至 3.25%
2009-10-28	印度	商业银行法定流动资金比率由 24%调升至 25%
2009-10-28	挪威	隔夜存款利率上调 25 个基点至 1.5%
2009-11-3	澳大利亚	基准利率上调 25 个基点至 3.5%

数据来源：国联证券研究所

美国加息意味着全球收紧时代的来临。虽然已经有几个国家发出了政策收紧的信号，但是由于国家实力和全球经济影响力有限，因此暂时没有引起连锁反应，仅给市场造成政策收紧预期。作为全球最大和最有影响力的经济体，美国政府的政策代表了大部分发达国家的政策取向，因此判断未来，特别是 2010 年全球是否会有全面性的货币政策转向还是看美国的政策转变。调整联邦准备金率是美联储较常用的调整货币政策的工具，因此加息可以看作是美国政策转向标志。

美联储在格里斯潘时代，其最重要的职责之一就是通过加息控制通胀，1999 -2000 年和 2004-2006 年，美国通货膨胀率上升速度加快，美联储连续上调联邦基金目标利率，控通胀的意图明显。现任美联储主席伯南克的理念可能与前任不同，但是当通胀危及经济健康运行的时候，通过调整货币政策控通胀最优、最有效的方法之一。因为我们认为，2010 年美国经济稳定复苏，美联储加息的可能性很大。

图表 19: 1999-2007 年美联储利用加息控制通胀



数据来源：国联证券研究所、美国劳工部、WIND

收紧将导致有色金属的金融属性产生负面作用。2009 年，在宽松的货币政策下，有色金属的金融属性推动金属价格快速上涨，因此未来如果出现收紧则将转变金融属性在金属价格形成过程中的作用。因为如果全球政策收紧，特别是美国政策收紧，将导致：1）高通胀的预期基础不复存在，2）流动性收缩，投资需求下降；3）美元由弱走强。这些因素都将导致金属价格出现短期的向下波动。

2.6 库存仍是金属价格上行的压力

在半年度策略中，我们提到全球的金属库存处于历史高位，将对金属价格上涨形成向下的压力，近三个月市场运行也验证了这点，在向上因素和向下因素的作用下，金属价格出现较长时间的盘整。当前 LME 基本金属库存中，除铜库存较年内最高点出现 34.7%的降幅外，其余五种金属仍处于年内高位；同时六种基本金属都较年内最低点有较大增幅。

图表 20: 2009LME库存情况比较（截至 2009-10-16）

单位: 吨	2009/10/16	年内最高	+/-	年内最低	+/-
铜	357850	548400	-34.7%	256900	39.3%
铝	4544775	4629000	-1.8%	2338300	94.4%
锌	427875	438050	-2.3%	253475	68.8%
铅	129175	129175	0.0%	44450	190.6%
锡	26440	26450	0.0%	7765	240.5%

数据来源：国联证券研究所、WIND

由于产能过剩是当前各种基本金属面临的主要问题，即使需求出现较大幅度的增长，去库存化和消化过剩产能仍将对金属价格的上涨形成阻力，最

终金属价格上涨幅度和时间有限，甚至有可能出现小幅下降。另一方面，基本金属去库存化的启动也代表需求的真正复苏，值得重点关注。

结论：2010 年金属价格将震荡上行

经过 2009 年全球经济触底反弹之后，2010 年全球经济有望继续复苏向上，为有色金属行业健康运行奠定良好的基础。金属的需求将在中国因素和海外需求复苏的双重影响下良性增长，推动金属价格上行；而金融属性在全球收紧预期的作用下对金属价格形成短期利空，高库存将压制金属价格的上涨空间和时间，因此在基本面长期支撑和金融属性、高库存等短期因素的影响下，2010 年金属价格将呈震荡上行，价格中枢上移的态势。

3.供需关系紧张的子行业机会更大

基本金属的供需改善是推动 2010 年金属价格继续上行的主要动力，而目前有色金属基本上都处于产能过剩阶段，供给大于需求，因此最容易出现供求紧张的品种最具有价值。

3.1 铜、铅、锌近两年将供不应求

根据 CRU 预测，2009 年全球铜产量将过剩 74.5 万吨，但是到 2010 年由于需求的增加，全球铜供给将出现 4.4 万吨的缺口，并且在 2011 年有扩大趋势，2012 年虽有收窄，但仍是供不应求。

根据 Brook Hunt 预测，2009 年全球铅供应过剩 6.8 万吨，但 2010 年将出现 1.6 万吨的供给缺口，并且 2012 年缺口进一步扩大。全球锌供应 2009 年过剩 35.7 万吨，2010 年过剩 3.2 万吨，但到 2011 年将出现 13.7 万吨的供给缺口。而镍及铝在未来两年仍将处于供过于求的状态。

图表 21: CRU、Brook Hunt 对基本金属的全球供求平衡预测

单位: 万吨		2008	2009E	2010E	2011E	2012E
铜	全球产量	1847.5	177.45	1830.8	1888.1	1990
	全球消费量	1831	1700	1835.2	1929.4	2002.6
	供需平衡	16.5	74.5	-4.4	-41.3	-12.6
铝	全球产量	3977.8	3747.3	3999.5	4272.8	4594.1
	全球消费量	3705.1	3544.5	3950.3	4250.6	4546.9
	供需平衡	272.7	202.8	49.2	22.2	47.2
锌	全球产量	1166.5	1057.1	1102.1	1162.1	1247.1
	全球消费量	1127.2	1021.4	1098.9	1175.8	1254.4
	供需平衡	39.3	35.7	3.2	-13.7	-7.3

铅	全球产量	863.4	830	845	875	905
	全球消费量	845.4	823.2	846.6	875.2	913
	供需平衡	18	6.8	-1.6	-0.2	-8
镍	全球产量	137.2	122.7	130.4	142.5	150.6
	全球消费量	128.4	121.8	128.5	140	151.2
	供需平衡	8.8	0.9	1.9	2.5	-0.6

数据来源：国联证券研究所、CRU、BROOKHUNT

根据 WBMS 统计的 2009 年 1-7 月的全球金属生产和消费情况，当前的铜供给远远不能满足消费需求；锡、铅的供求关系也比较紧张，随时有可能出现供不应求的情况；锌和铝仍处于产量过剩的时代。

图表 22: WBMS统计 2009 年 1-7 月基本金属供求情况

单位: 吨	产量	消费量	过剩量
铜	1060	1078	-15
铝	2057	1946	110.6
锌	626	612.6	13.4
铅	493.9	490.4	3.5
锡	18.67	17.78	0.89

注：不同机构间的差异可能是因为统计口径的不同

数据来源：国联证券研究所、WBMS

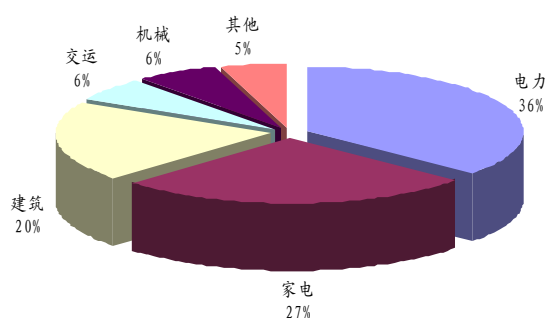
综合 CRU、Brook Hunt、WBMS 等机构的预测结论，我们判断基本金属中各品种的供求关系，按照供给缺口出现的时间和大小排序：铜>铅>锌>锡>镍>铝。

3.2 铜：代表性金属，关注美国房地产市场好转

由于供求关系最为紧张，铜的基本面通常处于推动铜价上涨的状态，因此对金融属性的敏感性更强。历史数据表明铜价的波动是有色金属行业价格波动的先兆，在资本市场上铜也是最受欢迎的品种，是有色金属行业的代表。

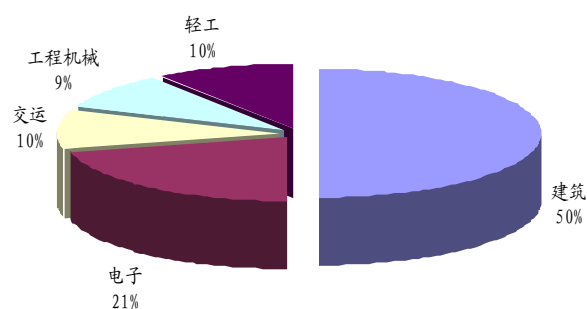
中国是全球最大的铜消费国，约占全球铜消费的 28%，其中主要用于电力设备和家电行业。由于国家大规模电网投资计划已经制定并付诸实施，家电优惠政策也推动家电行业提前进入繁荣时期，铜消费已经处于顶峰时期，未来主要是以存量消费为主。美国是全球第二大铜消费国，约占全球铜消费的 11%，主要用于建筑业，约占全部铜消费的 50%，另外 21%用于电子行业。由于美国房地产市场持续低迷，导致美国铜消费量持续下降，因此美国房地产市场的好转将使全球铜消费进一步增加。

图表 23: 中国铜消费结构



数据来源: 国联证券研究所、BJRIMM

图表 24: 美国铜消费结构



数据来源: 国联证券研究所、ICSG

重点公司: 江西铜业 (600362.SH)、云南铜业 (000878.SZ)

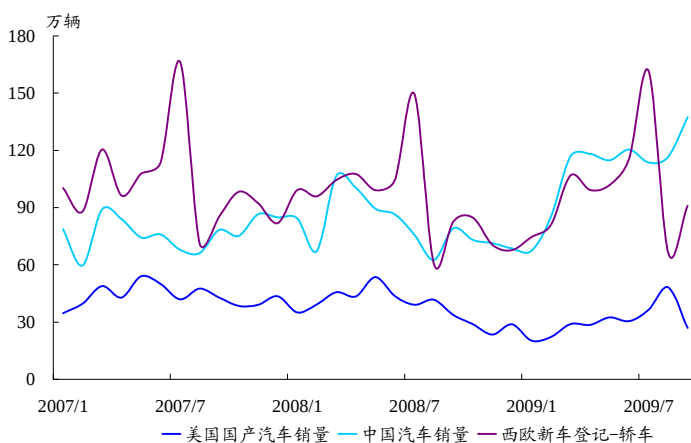
3.3 铅锌: 淘汰落后产能, 关注下游行业繁荣持续性

中国是全球最大的铅锌产出国, 其中精铅产量占全球产量的 34%, 因此中国产能淘汰政策对铅锌的供给会造成比较大的冲击。中央政府在产业调整政策中明确要求淘汰落后铅冶炼产能 60 万吨、锌冶炼产能 40 万吨, 特别是 2009 年发生“血铅”事件, 将加快政府推动落后产能淘汰计划。事件发生地河南省济源市内的中下铅冶炼企业在事件发生后均已收到政府停产整顿的要求, 其中以国内上市公司豫光金铅的, 粗铅月产能为 4000 吨的烧结机生产系统停产最典型。中国限产或淘汰产能, 将造成供应进一步紧缺, 推动相关金属价格上涨。

从需求的角度来看, 铅的主要用途是制造铅酸蓄电池, 中国 72% 的铅消耗、美国 88% 的铅消耗都在铅酸电池领域, 汽车行业的持续繁荣有利于确保铅需求的增长。锌的主要应用领域是房地产业和汽车制造, 根据目前房地产市场的运行态势, 锌的需求增长也是具有保障性。

2009 年各国汽车销售出现显著增长是由相应的刺激计划所引起的, 如中国的小排量汽车购置税减半、汽车下乡等计划; 美国的“以旧换新”计划, 以及德国的“使用年限为 9 年及超过 9 年的车型以旧换新”计划等。这些刺激措施的效果是显著的, 但是从长期发展来看, 汽车制造商与市场能凭借自身的努力平稳发展更关键。因此汽车行业能否在经历 2009 年的小阳春后, 持续繁荣下去, 成为铅锌行业保持增长的关键因素之一。

图表 25: 美国、西欧、中国汽车销量比较



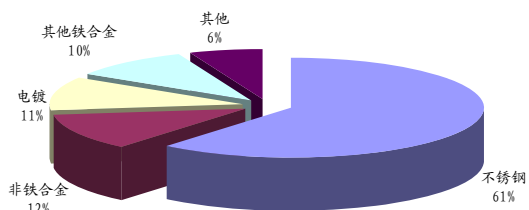
数据来源: 国联证券研究所、BLOOMBERG

重点公司: 中金岭南 (000060.SZ)、西部矿业 (601168.SH)

3.4 小金属: 需求集中, 关注细分龙头

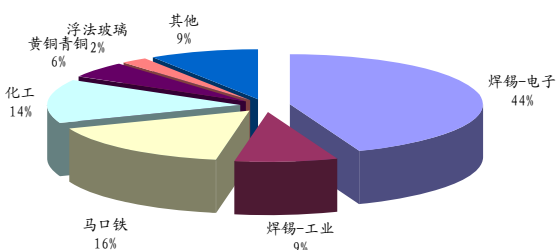
小金属子行业的特点之一是金属种类比较多, 同一品种可比标的少, 应用领域比较集中, 关键下游产业的需求波动对相关金属的生产与销售影响较大, 公司的业绩也存在较大的波动性。例如: 国内镍 61%用于不锈钢领域, 锡 44%用于电子焊接领域, 钨 80%用于钢铁领域, 稀土 56%用于新材料领域等。小金属板块的另一特点就是上市公司通常为其所处细分行业的龙头, 市场份额, 资源储量、技术能力等都占有优势, 在下游需求上升的过程中, 业绩受益程度最大, 投资价值也较高。

图表 26: 镍主要用于不锈钢行业



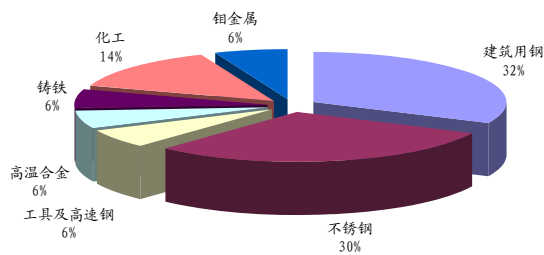
数据来源: 国联证券研究所、NICKEL INSTITUTE

图表 27: 锡主要用于焊接材料



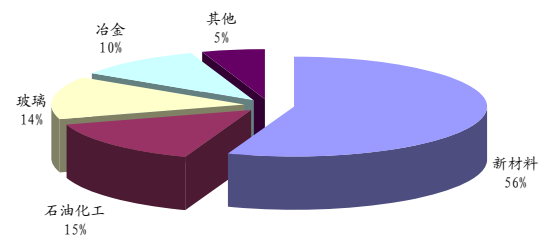
数据来源: 国联证券研究所、ITRI

图表 28: 钼主要用于钢铁行业



数据来源: 国联证券研究所、CRU

图表 29: 中国稀土消费主要在新材料领域



数据来源: 国联证券研究所、中国稀土

重点公司: 包钢稀土 (600111.SH)、西藏矿业 (000762.SZ)

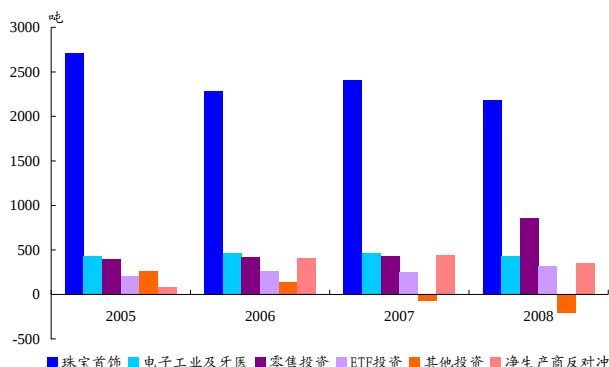
3.5 黄金: 防通胀、避险需求支撑长期趋势

金价上涨符合预期。2009 年中期策略中, 我们预测黄金价格年内将创新高, 逻辑是由于黄金具有储备需求, 工业需求在决定金价方面的作用较小, 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。2009 年下半年黄金市场运行基本符合我们在中期预测。

投资需求推动黄金价格上涨。布雷顿森林体系破灭后, 黄金不再充当货币体系中的度量因素, 但 “天然货币属性” 以及长期消费观念决定黄金不可能仅仅成为工业原材料, 居民奢侈品消费及储备仍占主导地位。从黄金的消费结构来看, 珠宝首饰需求占黄金总需求的 50% 以上, 近两年由于经济危机, 珠宝首饰需求有所下降; 零售投资需求以及黄金 ETF 投资需求由于避险需求出现上升。结合同期黄金价格走势, 零售和 ETF 基金投资需求是推动金价上涨的主要动力。

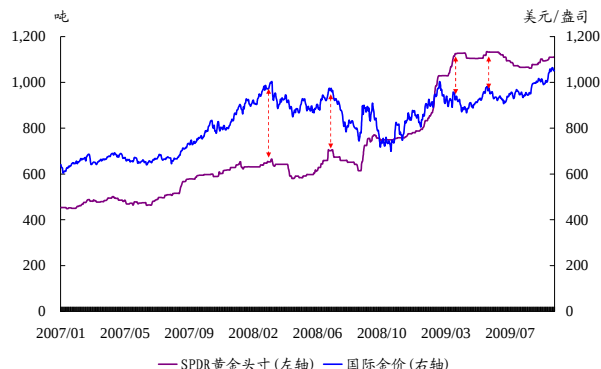
黄金 ETF 基金减持导致金价波动。黄金的需求结构中, 黄金 ETF 基金的持仓量波动最频繁, 是黄金价格波动的主要因素之一。对比 SPDR 黄金基金的头寸与黄金价格的走势, 双方有明显的正相关性。至 2009 年 10 月 SPDR 黄金基金的持仓量超过 1100 吨, 约占 2008 年全球黄金产量的 25%, 因此当该基金减少持仓量时, 黄金价格将出现波动。

图表 30: 2005-2008 年全球黄金消费结构



数据来源: 国联证券研究所、BLOOMBERG

图表 31: SPDR黄金基金持仓量与金价走势比较



数据来源: 国联证券研究所、BLOOMBERG

长期看多黄金价格，短期注意规避下调风险。长期来看，黄金价格处于上升通道中，因为：1)黄金储量有限，而需求无限；2)保值功能，防通胀，满足避险需求。短期黄金价格波动受投资需求的影响较大，由于投资者有获利了结的冲动，因此需要密切关注黄金价格短期下调的风险。

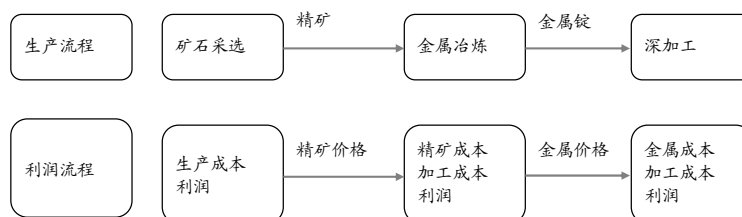
重点公司：中金黄金（600489.SH）、山东黄金（600547.SH）

4.金属价格高企,资源股优势显著

4.1 盈利模式:自有资源冶炼vs纯冶炼加工

有色金属是资源类行业，探矿、采矿是产业的起点。通常有色金属产业链包括三部分：矿石采选、金属冶炼、深加工。由于资源的稀缺性，资金、技术壁垒及政策等因素，矿石采选主要由少数大型企业掌控；又由于金属冶炼技术较为成熟，相对容易掌握，进入壁垒较低，因此金属冶炼行业的竞争比较激烈；金属深加工涉及下游需求领域、种类繁多，专业化分工比较明显，但多数细分行业也是完全竞争市场。

图表 32: 有色金属产业链及盈利模式



数据来源: 国联证券研究所

基于有色金属产业链分级,处于不同环节的公司其盈利模式也略有差别:
 矿石采选环节的盈利模式是通过采掘自有矿山,生产原矿或精矿销售,利润来源即矿石的市场价格扣除成本。

金属冶炼环节的盈利模式主要分两种:自有资源冶炼、纯冶炼加工。自有资源冶炼指通过采掘自有矿山,获取精矿等原材料,进行冶炼加工,利润来源即市场价格扣除生产成本。纯冶炼加工指通过外购精矿,进行冶炼加工,利润来源主要是加工费扣除加工成本,一般不享受价格上涨的超额利润,也不承担价格下跌导致的损失。

深加工环节的盈利模式是通过对金属锭或金属材料进行再加工,以便符合下游产业使用的标准。由于金属价格波动性较强,为规避价格波动风险,深加工厂通常要求客户按市场价格结算金属成本,另外再加上加工费作为最终销售价格,其利润来源主要是加工费扣除加工成本。

A股市场拥有矿产资源的上市公司较少,主要以冶炼加工企业为主。2000年以后,由于国内需求快速增长,供求关系失衡,冶炼加工有利可图,国内冶炼产业固定资产投资快速增长,产能急速扩张。目前金属冶炼是大部分有色金属企业的盈利来源,而冶炼产能扩张的最终结果就是产能过剩。其中以铝业最为突出,据统计2008年中国电解铝产能达到1800万吨,约占全球电解铝产能的43%。据工信部统计2009年中国电解铝年产能将增加200万吨。

图表 33: A股有色金属上市公司所处产业链位置示意

单位: 吨	矿石采选	金属冶炼	深加工
铜	江西铜业、云南铜业、铜陵有色		
	西部资源		*st 张铜 精诚铜业 海亮股份 精艺股份 鑫科材料
铝	中国铝业		
	南山铝业、中孚实业		
		焦作万方 金马集团 云铝股份 关铝股份	常铝股份 宁波富邦 新疆众和
铅锌	中金岭南、驰宏锌锗、宏达股份、中色股份		
	西部矿业	株冶集团 *st 锌业 罗平锌电 豫光金铅	

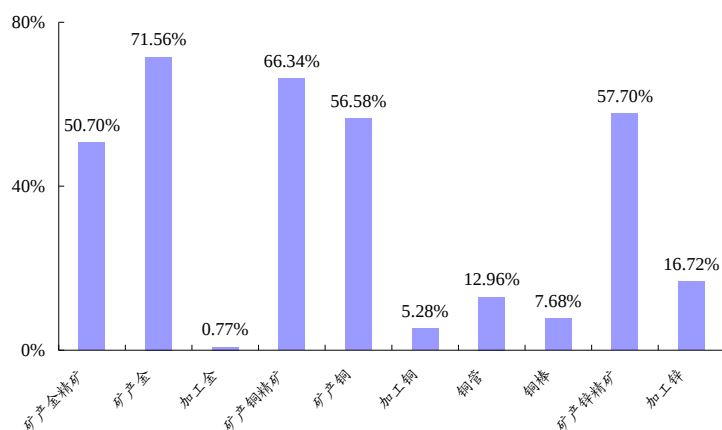
		*st 珠峰	
锡		锡业股份	
镍		吉恩镍业	
黄金	中金黄金、山东黄金、紫金矿业、辰州矿业等		
钨		金钨股份	
钛		宝钛股份、西部材料	
稀土		包钢稀土	

数据来源：国联证券研究所

4.2 竞争优势源自资源储量

根据行业生命周期理论,有色金属行业特别是基本金属产业处于成熟期,技术已非常完善,市场也很发达。从盈利能力角度分析,冶炼加工业由于参与者众多,是完全竞争市场,此类企业的利润水平较低;而资源采掘业由于成本相对固定,资源的稀缺性能够稳定价格,此类企业的利润水平相对较高。比较国内上市公司的自有矿产成品与加工成品毛利率,自有矿产成品的毛利率通常在 50%以上,而加工成品的毛利率只有 10%左右,显然同等水平比较,资源型企业的盈利能力更强,更具竞争优势。

图表 34: 自有资源冶炼产品与纯加工冶炼产品毛利率比较



注: 矿产金精矿、铜精矿、锌精矿, 矿产金, 加工金, 矿产铜数据取自紫金矿业; 加工铜取自铜陵有色; 铜管、铜棒取自海亮股份。

数据来源: 国联证券研究所、WIND

从规模来看, 资源型企业依靠资源优势能够不断扩大生产规模, 向产业链下游延伸, 故此类企业通常都是行业龙头, 且拥有较为完善的产业链, 能够享受整个产业链的盈利点。冶炼企业受制于资源、成本及外部竞争环境, 规模扩张潜力有限, 最终的发展道路仍是向上游资源领域扩张。

国内 A 股上市公司中, 铜类企业以江西铜业 1521 万吨铜金属储量居首

位，同时拥有黄金、铅、锌、稀土、钼等资源。公司还是国内最大的铜冶炼企业，铜深加工产能也居前列，因此综合竞争能力较强。与此相仿，除铝业外，国内有色金属其它子行业中也存在依托资源优势成为行业龙头的企业。

图表 35: 有色金属A股上市公司主要金属储量

	上市公司	金属储量
铜（万吨）	江西铜业	1521
	云南铜业	294
	铜陵有色	195
铅锌（万吨）	中金岭南	674
	驰宏锌锗、	370
	宏达股份	650
	中色股份	150
	西部矿业	500
镍（万吨）	吉恩镍业	70
	紫金矿业	701
黄金（吨）	中金黄金	334
	山东黄金	185
	辰州矿业	40
	恒邦股份	26
钼（万吨）	金钼股份	79

数据来源：国联证券研究所、公司

资源是有色金属产业链运转的基础，由于资源的稀缺性，拥有资源意味着拥有较强的盈利能力和市场定价能力；拥有资源能够维持企业的稳定运转，享受高金属价格溢价；拥有资源便能够帮助企业向下游扩张产业链。由于行业技术成熟，冶炼加工工艺基本类似，因此资源成为有色金属行业主要的进入壁垒，也是有色金属企业的核心竞争优势。

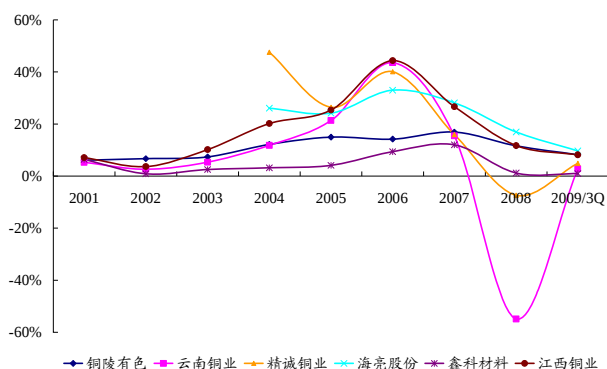
4.3 市场转入牛市行情，资源股优势显著

2009 年是复苏年，由于市场好转，金属价格上涨，业绩回升是行业运行基本特点，因此有色金属行业的投资主题是寻找价格业绩弹性最大的个股。2010 年经济形势继续向好，行业基本面持续改善，我们预计金属价格仍将震荡上行，价格中枢上移，但难以延续 2009 年的强势上涨行情，价格业绩弹性作用将减弱。由于市场恢复正常，企业经营逐步企稳，因此能够长期提供高额、稳定回报的资源股更具有投资价值。

比较 2001-2009/3Q 铜、铅锌类上市公司的 ROE 水平，由于经济危机，2008 年和 2009 年铜、铅锌类的业绩和投资回报率均不理想，出现大幅下降。

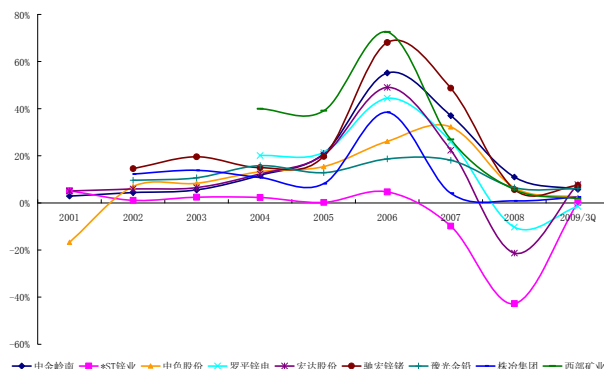
特别是资源类个股,由于金属价格暴跌,收入和业绩下降幅度更大。2001-2007年,有色金属市场处于牛市行情,相较于加工类企业,资源股的投资回报率更高,优势更显著。例如2007年铜资源储量最大的江西铜业 ROE 超过 40%,而以冶炼加工为主的铜陵有色 ROE 不到 17%;2006 年铅锌资源储量最大的中金岭南 ROE 超过 55%,而以冶炼加工为主豫光金铅 ROE 不到 19%。因此我们认为在市场转入牛市行情的过程中,资源股发展潜力更大,更具有长期投资价值。

图表 36: 2001-2009/3Q 铜类上市公司 ROE 比较



数据来源: 国联证券研究所、WIND

图表 37: 2001-2009/3Q 铅锌类上市公司 ROE 比较



数据来源: 国联证券研究所、WIND

结论: 下游需求是决定行业运行方向的决定性因素,当需求旺盛,行业景气时,掌握价值链关键点,产业链关键位置的企业最具价值。有色金属行业以资源为基础,由于技术壁垒较低,产品标准化等因素,资源成为企业的核心竞争力。与加工类企业相比,资源型企业具有: 1) 高利润率优势; 2) 牛市行情时,高回报率优势; 3) 产业链扩张优势。在 2010 年金属价格震荡上行,价格中枢上移的过程中,资源个股优势更明显。

5. 行业投资建议

5.1 明年上半年业绩同比快速增长, 关注交易性机会

金属价格自 2008 年三季度开始下滑,同年四季度探底回升,2009 年起进入上升通道,2009 年 10 月,基本金属价格较年初上涨至少 30%。由于基本面好转,金属需求将持续增长,2010 年的金属价格在需求和金属属性作用下,将震荡向上。2009 年上半年,特别是一季度,由于价格低迷,有色金属企业业绩绝对值和相对值均处于谷底,2010 年上半年有色金属行业在价和销售量同比增长的背景小,业绩将同比大幅增长、特别是具有资源优势的企业。

当前金属价格处于相对高位，在基本面支持下，金属价格短期内出现大幅下滑的可能性比较小，明年上半年的业绩同比快速增长可期，我们认为明年年报或者季报公布时会出现交易性投资机会。

5.2 基本面好转，维持行业“优异”评级

2009 年前三季度，有色金属板块在价格上涨、政策支持和美元汇率等因素的作用下，总共经历五波上涨行情，且每轮上涨行情中，率先启动的子板块均不同，从开始的收储计划刺激铜价最先上涨，到关停铅锌冶炼厂粗炼产能，造成供求关系紧张，推动全球金属价格上涨。表明有色金属各子行业间既存在独立性，也具备相关性。

2010 年有色金属行业基本面将在中国因素持续走强，海外因素全面复苏的基础上继续好转。虽然金融属性可能因政策收紧产生负面影响，导致金属价格出现波动，但长期金属价格上行趋势不变，有色金属行业将步入景气阶段，维持有色金属行业“优异”评级。

基本金属中，铜、铅锌的供求关系最为紧张，在下游需求增长的过程中，铜、铅锌等子行业投资价值更显著。小金属方面，由于消费需求依赖单一行业，因此下游复苏力度大的子行业，业绩复苏潜力也大。黄金方面，由于具有抗通胀特性，长期上涨趋势明显，因此该板块具有长期投资价值。

5.3 投资策略：资源与政策并重

基于以上分析，2010 年有色金属行业全球需求将持续复苏，金属价格将震荡上行，牛市行情得以持续，在此背景下，资源优势个股更具有投资价值，同时需要密切关注政策因素产生的投资机会。

关注资源优势个股。行业处于景气阶段，拥有资源优势的企业具备更强的核心竞争能力。由于具备高利润率、高回报率优势，此类企业能够在激烈的市场竞争中掌握主动权，盈利能力、抗风险能力也更强。

关注“调结构”带来的政策性机会。根据有色金属产业振兴与调整规划，该行业最重要的变革就是淘汰落后产能，调整产业结构，因此调结构将成为政策性投资机会。对于基本金属子行业，由于属于产业成熟期，产能过剩严重，调结构的主要目标是淘汰落后产能，行业龙头作为运作平台，投资机会更多；对于小金属子行业，关注受益于国家未来重点发展产业的小金属，如涉及新能源产业的锂，新材料产业的稀土，航空产业的钛、汽车产业的镁等。

重点推荐：云南铜业、中金岭南、西藏矿业、宝钛股份、云海金属等。

6.重点公司

6.1 云南铜业（000878.SZ）：资源注入提升核心竞争力

公司是国内第三大铜冶炼加工企业，主要产品有阴极铜、铜线、工业硫酸、金锭和银锭等。公司铜金属储量近 300 万吨，自给率居国内第二；铜冶炼产能达到 60 万吨，居全国第三。

经营低谷已过，业绩前景光明。2008 年的管理层变更和经济危机使公司经营陷入低谷，由于费用剧增，导致公司亏损近 30 亿元。随着管理层的稳定，公司战略的清晰，效率的提高，以及铜市场的好转，公司期间费用率大幅下降。从 2009 年一季度的 17% 下降到三季度的 10%，预计未来将稳定在 4% 左右的历史平均水平。公司毛利率和净利率也实现正增长，特别是净利润由负转正，公司未来业绩增长前景可期。

图表 38：云南铜业期间费用率、毛利率、净利率比较



数据来源：国联证券研究所、WIND

增发收购资产，增强核心竞争能力。2009 年 7 月，公司发布增发预案，拟发行 3 亿股，融资 60 亿元，用于收购集团公司旗下 5 家矿业公司的股权、为大红山深部扩建项目筹资及偿还银行贷款，调整负债结构。增发完成后，公司自产铜精矿含铜将增加至少 1.4 万吨，较 2008 年公司 6 万吨自产铜增长 20%；大红山铜矿深部扩建项目将新增 8000 吨/年的采选规模，公司矿石自给率也将由 2008 年的 16% 提升至 20% 左右，公司核心竞争能力得到加强。

集团铜资源丰富，关注后续资产注入机会。云南是国内铜资源储量较丰富的省份之一，云南铜业集团公司掌握省内主要铜矿山，据估算仍有近 300 万吨的储量在母公司旗下。由于产业振兴和调整政策限制冶炼产能扩张，因此增加上市公司资源储量，寻找内生性增长机会是未来铜类企业做大、做强的主要途径。如果集团公司的铜矿全部注入上市公司，公司资源价值将翻番，

因此强烈建议关注集团公司后续的资源注入机会。

6.2 中金岭南 (000060.SZ): 地产项目助推公司业绩更上一层楼

公司是国内铅锌业龙头之一, 2009 年收购澳大利亚 PEM 矿业后, 铅锌金属权益储量达到 674 万吨, 是国内铅锌资源最丰富的上市公司。公司主营上游精矿和冶炼加工业务, 其中铅锌精矿产能约 53 万吨/年 (包括 PEM 矿业 28 万吨精矿产能), 铅锌冶炼产能 38 万吨, 国内矿产自给率达到 65%。

行业复苏, 新进矿山盈利回升。公司共有三个矿山: 凡口铅锌矿、盘龙铅锌矿及澳大利亚 PEM 矿业, 其中后两者为 2008-2009 年新收购矿山。由于经济危机影响, 近两年盘龙矿山和 PEM 矿业均处于亏损状态。随着经济复苏和行业回暖, 精矿价格随着金属价格大幅上涨, 年初至今国内 55% 锌精矿上涨 80% 左右, 铅精矿上涨 90% 以上, 盘龙矿山已经复产盈利。国际铅锌精矿市场也同时好转, PEM 自二季度起开始实现盈利。由于精矿的利润贡献率超过 40%, 新进矿山盈利能力恢复将大幅提升公司盈利水平。

立足自有资源, 稳健扩张冶炼产能。公司的经营理念是依托资源储备, 稳健开展冶炼业务, 50% 的资源自给率是冶炼产能扩张底线。公司收购盘龙矿山后, 国内精矿产能增加, 提供了扩张冶炼产能的动力。但由于“血铅”事件和国家产业调整和振兴政策的影响, 冶炼产能扩张受到严格控制。公司只有丹霞冶炼厂的锌氧压浸出项目在建, 该项目设计产能达到 10 万吨锌锭, 一期工程已于 2009 年下半年投入试产。如果该项目顺利建成, 将提升公司锌冶炼产能 25% 左右。

天津“金德国”房地产项目增厚公司 2010-2011 年盈利。公司 2007 年与天津金康公司合作开发位于天津市和平区的“金德国”项目已经开始销售。按照 16.5 万平米销售面积, 1.5 万元/平米平均销售价格和 30% 回报率, 该项目能够为公司增加近 7.5 亿净利润。假如该项目收益在 2010-2011 年平均分配, 相当于每年贡献 0.36 元每股收益。该房地产项目的推进是公司业绩短期爆发的重要催化因素, 国内房地产市场的持续繁荣将进一步提高该项目的收益。

6.3 西藏矿业 (000762.SZ): 抓住机遇, 由“铬”向“锂”转型

公司是西藏地区最大的综合性矿产企业, 主营铬铁矿、锂盐等矿产品, 处于行业上游。公司的资源资产主要有西藏罗布萨铬铁矿 (40 万吨)、扎布耶锂业 (700 万吨)、尼木铜矿 (200 万吨)。其中扎布耶盐湖是全球第三大碳酸锂盐湖, 公司锂资源优势明显。

铬业务短期仍是支柱。公司以铬铁业务为主, 铬矿、铬铁合金及铬盐销

售收入占比超过 80%，利润贡献度超过 70%。铬产品主要用于不锈钢行业，由于下游不景气，2009 年前三季度铬业务产销量和均价大幅下降，导致公司销售收入同比下降 65.01%。目前公司拥有 4 万吨左右的铬矿产能，而锂和铜业务规模尚小，因此短期内铬业务仍是支柱业务。

锂业务是未来发展重心。石油危机催发新能源革命，汽车用动力电池是较可行的替代方式之一。小型锂电池技术已发展成熟，一旦解决大型化技术问题，市场前景空间广阔，因此公司未来重点发展锂业务。由于扎布耶锂业一期项目长期亏损，公司计划通过债权换股权方法改善其运营效率和盈利能力。增资整合后，公司持股比例上升至 59.26%。

解决资金缺口，迎来业绩腾飞。目前公司碳酸锂产能只有 5000 吨/年，远低于同业龙头水平，因此外延式扩张是公司未来规模扩大的主要方式。公司目前有计划扩充碳酸锂和铜矿业务的产能，但由于规模较小，自有资金限制其扩张能力，资金问题成为公司未来业绩能否持续、高速增长的关键因素之一。一旦资金缺口缓解，公司有望实现业绩腾飞。

6.4 宝钛股份（600456.SH）：业绩增长依赖于航空产业复苏

公司是国内钛业龙头企业之一，主要从事钛及钛合金材料的生产和销售。拥有海绵钛产能 10000 吨，熔铸能力 12000 吨，板带产能 2300 吨，管棒产能 1300 吨。

行业龙头，主导高端钛材市场。公司是国内最早从事钛材加工业务的企业，凭借先行优势在技术、规模、认证方面已经建立竞争优势。其在国内钛材市场占有率高达 40% 左右，特别是在国内高档钛材和军工钛材细分市场，市场占有率达到 90% 以上，基本处于垄断地位，是绝对的行业龙头。由于高端钛材市场利润水平较高，公司业绩受高端钛材市场影响较大。

公司业绩增长依赖于航空产业复苏。公司钛材业务结构分为民品、军品和出口三类，其中民品主要用于化工、体育用品等行业，约占公司钛材业务的 60%；军品和出口主要是用航空产业，约占公司钛材业务的 40%。由于民品钛材市场竞争激烈，利润空间有限，毛利率约为 10% 左右，而军品、航空钛材属于高端产品，公司拥有规模和定价优势，能够享受超额利润，该部分业务的毛利率在 30% 左右。随着经济复苏，全球航空产业的恢复将带动飞机制造业复苏，而中国大飞机项目的启动，也能提升对钛材的需求，预计公司未来盈利点仍将以高端和航空钛材为主。

募投项目 2010 年投产，规模优势继续扩大。公司 2008 年增发募集 15 亿资金用于 5000 吨钛板带材生产线，万吨锻压机项目（年产钛合金锻件 3000

吨)及辅助项目建设。根据项目规划和进展,预计募投项目将于2010年下半年分别投产,实现公司2010年25000吨钛锭和16000吨钛材产能的扩张目标,规模优势将得到进一步扩大。

6.5 云海金属(002182.SZ): 汽车节能材料, 市场前景广阔

公司是全球规模最大的镁合金生产企业之一,近三年镁合金产销量均居中国第一位。公司主营镁合金、铝合金及金属锆,其中镁合金的国内市场占有率近40%。目前拥有3万吨原镁,13.5万吨镁合金,7.5万吨铝合金产能。

拓展上游资源, 构建完整产业链。镁合金加工的主要原材料是原镁,目前公司只有五台云海拥有3万吨的原镁冶炼产能,其余均需外购,资源自给率较低,不能享受镁价上涨带来的超额收益。2009年通过非公开发行募资建设的巢湖10万吨镁合金项目,计划建设10万吨原镁冶炼配套项目,将提高公司资源自给率,增强竞争能力和抵御风险能力,帮助公司构建镁冶炼加工的完整产业链。

产能扩张快, 增长潜力大。公司2007年底于A股上市,并利用募集资金迅速扩大产能,其中镁合金产能从2007年7.6万吨上升到2009年的13.5万吨,增长78%;而巢湖10万吨镁合金项目则将“再造一个云海金属”。新产能扩张项目的实施、新建成项目产能利用率的提升将为公司业绩增长保驾护航,公司未来增长潜力较大。如果市场维持景气状态,预计2010-2011年公司业绩将有爆发式增长。

汽车节能材料, 市场前景广阔。镁合金具有重量轻,强度高特性,通常是铝合金的替代材料,特别是汽车行业。目前全球镁合金的消费结构是汽车70%,3C产品20%,其他产品10%。由于能源紧张,新能源成为未来各国发展的重点,其中新能源汽车产业已具备实质性产品。作为轻质材料,镁合金能够有效降低车身重量,达到降低能耗的目的。随着节能减排观念的普及和深入,镁合金在汽车领域的用量将高速增长,市场前景广阔。

海外市场恢复是关键。公司的镁合金产品主要销往海外,2007、2008年市场繁荣时期,海外市场销售收入占公司总收入的50%左右。因经济危机影响,2009年上半年公司收入同比下降62%,国内同比下降36%,海外同比下降80%,国内外区域销售结构也从1:1变为2:1。随着经济形势好转,出口复苏,海外市场好转将是公司业绩恢复性增长的关键。

图表 39: 重点公司评级

证券简称	EPS	PE(2009/11/11)	PB(2009/11/11)	评级
------	-----	----------------	----------------	----

	2008A	2009E	2010E	2009	2010	2009	2010	
云南铜业	(2.22)	0.27	0.73	114.8	42.4	9.8	7.6	推荐
中金岭南	0.39	0.35	0.80	78.2	34.1	6.4	5.3	推荐
西藏矿业	0.18	(0.09)	0.16	(280.8)	147.6	10.9	10.1	强烈推荐
宝钛股份	0.70	0.18	0.48	128.9	47.8	2.4	2.3	强烈推荐
云海金属	0.22	0.14	0.48	118.0	35.4	3.6	3.3	推荐

数据来源：国联证券研究所

7. 风险因素

本报告观点的基础是经济全面回暖，国内金属需求稳中有升，海外需求上涨等因素推动基本面持续好转，并最终影响企业盈利。因此需密切关注行业实际运行过程中存在的风险，包括：1）经济恶化或二次探底，基本面未明显改善；2）金属价格下跌；3）公司经营不善，费用激增导致业绩不佳。