

有色金属 2010 年投资策略

市场风险偏好上升，行业有望迎来“慢牛”行情

产业部门/行业

优于大势

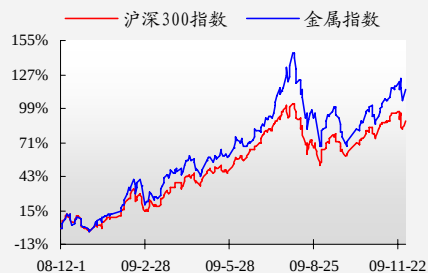
维持评级

2009 年 11 月 30 日

投资要点:

- 2009 年基本金属价格的回升似乎远远领先于经济的复苏，提前实现了“V”型反转，各基本金属价格相对于年初的低位，都出现了大幅上涨，这主要是由几方面原因造成，首先是中国国储局收储，直接减轻了市场上基本金属过剩的情况，其次各国从 2008 年 12 月份陆续推出经济刺激计划，并实行量化宽松的货币政策，有效减缓了需求下滑的速度，最后由于年初基本金属价格跌破其生产成本，在市场恐慌情绪缓解的情况下，存在着超跌反弹的要求。
- 我们认为从过去 17 年间基本金属价格波动的情况来看，虽然基本金属价格从年初以来出现了大幅上涨，但目前大多数基本金属价格仍然处于合理范围之内，特别是铅锌和电解铝，成本对价格仍有一定支撑，铜价虽然已经远远高于其平均生产成本，但由于矿山产量增长缓慢而中国等新兴国家对铜的需求仍将保持强劲，我们预计铜价仍将震荡上行。
- 整体上看，无论是对基本金属价格还是对有色金属行业股票的走势我们都持比较乐观的态度。明年经济情况有望进一步好转，各国政府可能会商讨逐步退出量化宽松的货币政策，但在下游需求好转，整个市场的风险偏好上升的情况下，市场的流动性仍会比较充沛，并且各国央行在收缩流动性时，对于时点的把握上比较困难，一般情况下，只有在确定经济复苏基础已经比较牢固之后才会有实质性的政策。因此我们认为在经济复苏的大背景下，市场风险偏好上升，基本金属价格仍将继续震荡向上。
- 对于有色行业我们认为明年将走出一个缓慢上涨的“慢牛”行情，不太可能出现像 2009 年这样的大幅上涨，主要原因是虽然基本金属下游需求已经出现了明显好转，但目前整个经济仍然处于复苏阶段，尚不足以支撑基本金属价格的大幅上涨。如果是恶性通胀推动的价格大幅上涨，那么则有可能再次重现暴涨暴跌行情。
- 各基本金属品种中建议关注矿产自给率较高的铅锌行业，另外随着钢铁行业的逐步回暖，钼和镍的价格明年也有望出现快速回升，钼镍等小金属行业也值得关注。各股方面推荐：中金岭南、西部矿业、万好万家。

走势图



子行业

评级

铜	优于大势
铝	优于大势
铅锌	优于大势

重要公司

评级

中金岭南	推荐
西部矿业	推荐
万好万家	推荐

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6337 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮 编: 200002

目录

1. 2009 年回顾：经济复苏推动，基本金属演绎绝地反击	4
2. 行业情况判断：目前价格仍然合理，成本对基本金属价格仍有支撑	2
3. 2010 年展望：风险偏好和流动性主导，金属价格仍将震荡向上	3
3.1. 需求逐步回暖明显，但尚不足以支撑基本金属的大幅上涨	3
3.2. 通胀预期和风险偏好的上升将推动有色金属走出震荡向上的“慢牛”行情	5
3.3. 美元仍将维持弱势	6
4. 分行业	7
4.1. 铜行业：需求回暖，冶炼费继续走低	7
4.2. 电解铝行业：复产仍是行业主旋律	10
4.3. 铅锌行业：需求继续回暖	12
4.4. 黄金：金价高位震荡	14
5. 投资策略：	14
6. 重点公司介绍	15
7. 风险提示	17

图表

图表 1.LME3 月期铜价格和库存变化情况	4
图表 2.LME3 月期铝价格和库存变化情况	4
图表 3.LME3 月期铅价格和库存变化情况	4
图表 4.LME3 月期锌价格和库存变化情况	4
图表 5. 近 17 年来全球铝行业历史生产成本变化情况	2
图表 6. 近 17 年来全球锌行业历史生产成本变化情况	2
图表 7. 近 17 年来全球铜行业历史生产成本变化情况	2
图表 8. 中国 PMI 指数变化情况	3
图表 9. 美国 PMI 指数变化情况	3
图表 10. 中国汽车销量变化情况	4
图表 11. 美国三大汽车公司汽车销量同比增速	4
图表 12. 中国房地产指数变化情况	4
图表 13. 美国新房销售和开工率变化情况	4
图表 14. 中国铜精矿月度进口变化情况	5
图表 15. 中国铝土矿月度进口变化情况	5
图表 16. 中国铅精矿月度进口情况	5
图表 17. 中国锌精矿月度进口变化情况	5
图表 18. 中国 M1,M2 变化情况	5
图表 19. 美国 M1,M2 变化情况	5
图表 20. 美国 10 年期国债收益的隐含通胀率	6
图表 21. 美元指数和 LME 金属指数变化情况	7
图表 22. 美元指数和黄金期货价格走势	7

图表 23.美国失业率变化情况	7
图表 24.中国铜月度产量变化情况	8
图表 25.中国铜材月度产量变化情况	8
图表 26.铜加工费长单价格变化情况	9
图表 27.现货粗铜精炼费用走势（美分/磅）	9
图表 28.中国氧化铝月度产量	10
图表 29.中国电解铝产量变化情况	10
图表 30.中国铅月度产量	12
图表 31.中国锌月度产量	12
图表 32.黄金价格和美元走势变化情况	14
图表 33.SPDR 持仓量变化情况	14
图表 34.全球央行黄金储备	14
图表 35.LME3 月期锌价格和库存变化情况	14

表格

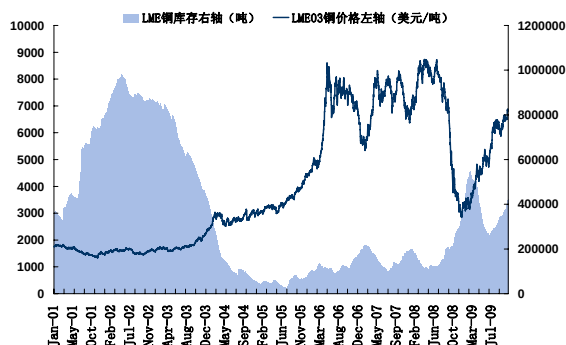
表格 1.除中国外全球铜产量增长缓慢	8
表格 2.中国需求增长抵消了其他地区需求的下降	8
表格 3.2008-2010 年全球主要铜矿山增产情况（单位：千吨）	9
表格 4.全球电解铝生产情况统计	10
表格 5.全球电解铝消费情况统计表	11
表格 6.2008-2010 年全球主要电解铝厂商增产情况（单位：千吨）	12
表格 7.全球锌行业供需平衡情况	13
表格 8.全球铅行业供需平衡情况	13
表格 9. 公司主要矿山情况	15
表格 10. PEM 主要矿山情况	15
表格 11. 公司主要矿山产量预测	16
表格 12. 公司主要矿山情况	16
表格 13. 公司主要产品产量预测	17

1. 2009 年回顾：经济复苏推动，基本金属演绎绝地反击

2008 年下半年，受经济危机影响，基本金属需求下降，整个市场风险厌恶情绪上升，导致大宗商品价格出现了大幅下跌，基本金属价格也经历了由“天堂”到“地狱”的转变。但从 2008 年 12 月份开始，各国陆续推出了规模巨大的经济刺激计划，市场恐慌情绪有所缓解，下游需求也开始逐渐恢复。在“如果情况不能再坏就只能向好”的逻辑下，2009 年基本金属价格在需求仍然偏弱的情况下，演绎了一波波澜壮阔的“绝地反击”行情。

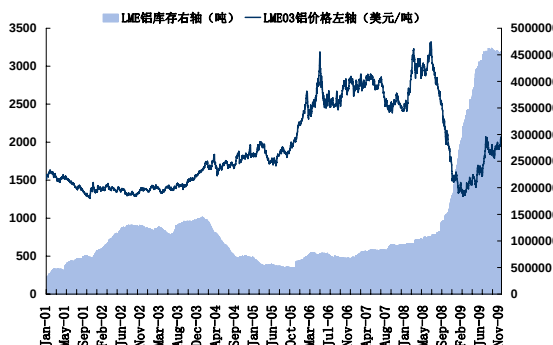
从 2009 年基本金属的走势来看，金属价格的回升似乎远远领先于经济的复苏，提前实现了“V”型反转，各基本金属价格相对于年初的低位，都出现了接近 100% 的涨幅，其中铜价从 2800 美元/吨一路上涨，目前铜价已经达到 6900 美元/吨左右；电解铝行业由于受产能过剩问题困扰，价格上涨幅度最小，但相对于年初的低位，电解铝价格也出现了接近 70% 左右的上涨。

图表 1.LME3 月期铜价格和库存变化情况



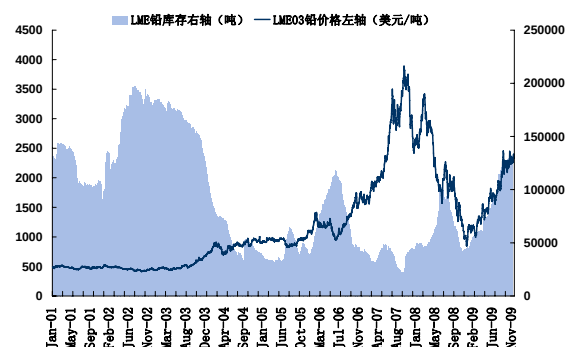
数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 2.LME3 月期铝价格和库存变化情况



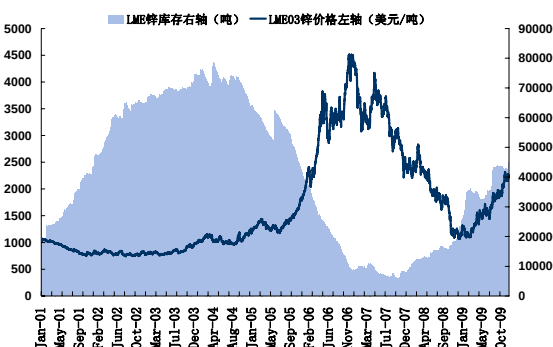
数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 3.LME3 月期铅价格和库存变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 4.LME3 月期锌价格和库存变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

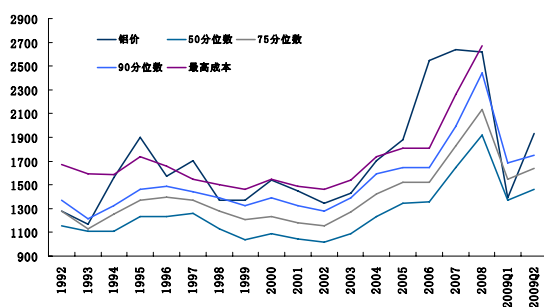
2009 年基本金属价格快速上涨主要是由几方面原因造成的，首先是中国国储局收储，直接减轻了市场上基本金属过剩的情况，缓解了市场的恐慌情绪，其次各国从 2008 年 12 月份陆续推出经济刺激计划，并实行量化宽松的货币政策，有效减缓了需求下滑的速度，新兴国家，特别是中国对基本金属需求的上升抵消了发达国家地区对于基本金属需求的下降。最后也是最重要的，基本金属出现如此强烈的反弹主要还是基本金属在经历了 2008 年下半年

的大幅下跌之后，各基本金属在一段时间内都跌破了行业 75% 现金成本线，由于矿山的生产成本变化相对刚性，且全球对于基本金属的需求也不太可能出现同比 20% 以上的下降，因此随着需求的恢复，基本金属价格迎来一波强劲的超跌反弹也情理之中的事情。

2. 行业情况判断：目前价格仍然合理，成本对基本金属价格仍有支撑

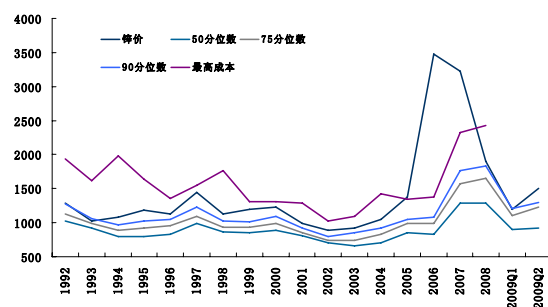
我们从过去 17 年间基本金属价格的变化情况来看，一般基本金属价格会在行业最高成本和行业 90% 现金成本之间作波动，当经济危机来临时，一般基本金属的年平均价格会碰到行业 90% 现金成本线，并且有可能暂时跌破 75% 行业现金成本。

图表 5. 近 17 年来全球铝行业历史生产成本变化情况



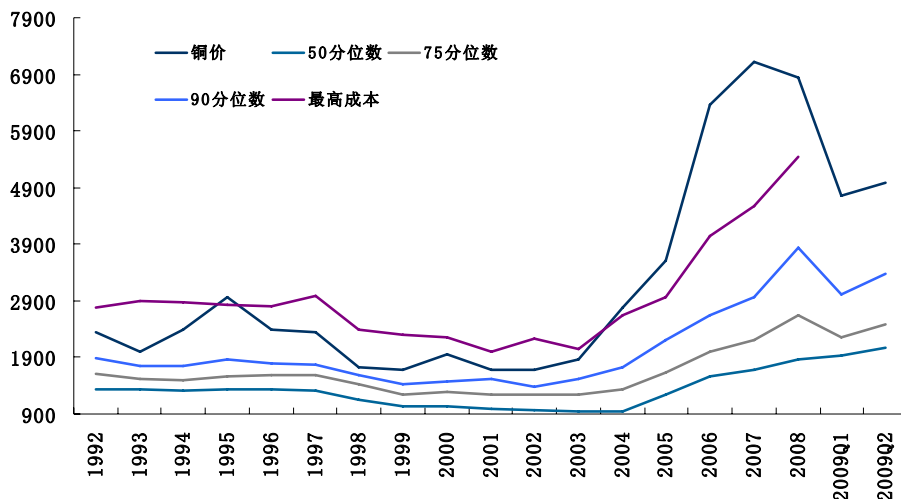
数据来源：Brookhant 东北证券金融与产业研究所

图表 6. 近 17 年来全球锌行业历史生产成本变化情况



数据来源：Brook hunt 东北证券金融与产业研究所

图表 7. 近 17 年来全球铜行业历史生产成本变化情况



数据来源：Brookhant 东北证券金融与产业研究所

在过去的 17 年间，电解铝价格相对于 90% 现金成本的平均溢价在 11% 左右，如果剔除 2006 年锌价大幅上涨的反常时期，锌价相对于 90% 现金成本的平均溢价在 15% 左右。以全球二季度电解铝和锌行业的静态成本计算，按历史平均溢价，那么电解铝价格应该在 2013.9 美元/吨左右，而电解锌的价格应该在 1608 美元/吨左右。但从动态的看，由于从二季度以来各种原

材料价格都出现了快速上涨，原油价格也出现了大幅度的上涨，因此我们认为矿山成本也将出现较快上涨。我们预计下半年矿山的平均成本将有 10-15% 左右的上升，因此相应的基本金属的合理价位也有所提升。从整体上看，虽然基本金属价格从年初以来出现了大幅度的上涨，但目前大多数基本金属价格仍然处于合理范围之内，随着经济的进一步复苏，明年基本金属价格有望继续缓步上涨。

铜行业方面，铜价从 2003 年开始超越行业最高成本线之后一直处在铜矿山最高成本线之上，铜价上涨带动高成本铜矿的开发，而高成本铜矿的开采又带动了整个行业平均生产成本的上升，因此我们从历史成本变化情况上看是铜价带动生产成本稳步上行。铜是所有基本金属中用途最广的金属，由于全球铜矿产量增速一直维持个位数的增长，而新兴国家特别是中国对于铜的消费一直保持强劲，因此虽然铜价已经经历了大幅上涨，我们对明年铜价的走势仍然比较乐观。

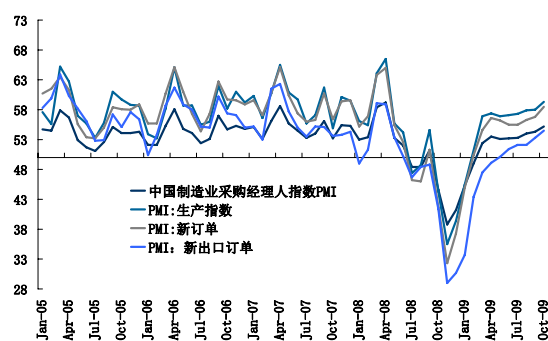
3. 2010 年展望：风险偏好和流动性主导，金属价格仍将震荡向上

整体上看，无论是对基本金属价格还是对有色金属行业股票走势我们都持比较乐观的态度。明年经济情况有望进一步好转，各国政府可能会商讨逐步退出量化宽松的货币政策，但我们认为在下游需求好转的情况下，整个市场的风险偏好上升，流动性仍会比较充沛，并且各国央行在收缩流动性时，对于时点的把握上比较困难，一般情况下只有在确定经济复苏基础已经比较牢固之后才会有实质性的政策。因此我们认为在经济复苏的大背景下，市场风险偏好上升，基本金属价格仍将继续震荡向上。

我们认为明年基本金属将走出一个缓慢上涨的慢牛行情，不太可能出现像 2009 年这样的大幅上涨，主要原因是虽然基本金属下游需求已经出现了明显好转，但目前整个经济仍然处于复苏阶段，尚不足以支撑基本金属价格的大幅上涨。如果是恶性通胀推动的基本金属大幅上涨，那么有可能迫使各国政府不得不在经济复苏基础尚不稳固的时候大幅度的收缩流动性，那么基本金属价格有可能再次出现暴涨暴跌的走势。但从目前来看，出现恶性通胀的可能性并不是很大。

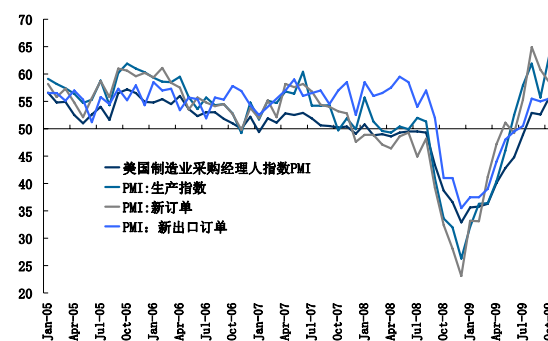
3.1. 需求逐步回暖明显，但尚不足以支撑基本金属的大幅上涨

图表 8. 中国 PMI 指数变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 9. 美国 PMI 指数变化情况

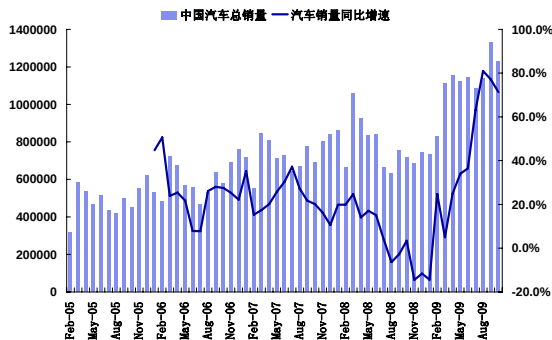


数据来源：Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

从中美采购经理人指数上看，经济复苏势头仍在持续，中美 PMI 指数仍

然保持在 50 以上，行业处于扩张期。从基本金属下游最重要的两个行业——房地产和汽车行业的情况来看，基本金属下游需求正在逐步回暖。

图表 10. 中国汽车销量变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

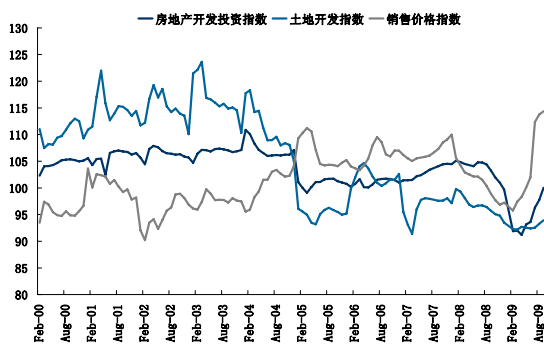
图表 11. 美国三大汽车公司汽车销量同比增速



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

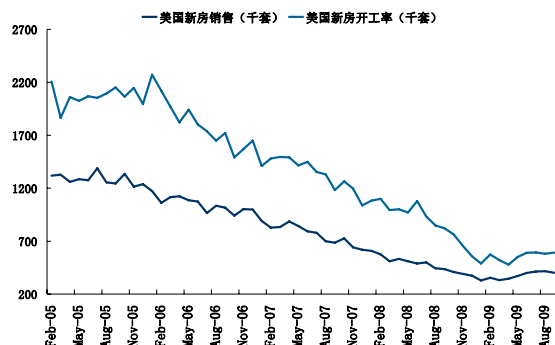
中国汽车行业销量从今年 2 月份以来经历了持续的高速增长，下半年车市可以用火爆来形容，我们认为虽然明年汽车销量的同比增速有可能出现下降，但行业景气度预计仍将维持较高的水平。美国汽车销量 10 月份也开始出现了回升，行业出现了见底回升的迹象。

图表 12. 中国房地产指数变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 13. 美国新房销售和开工率变化情况



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

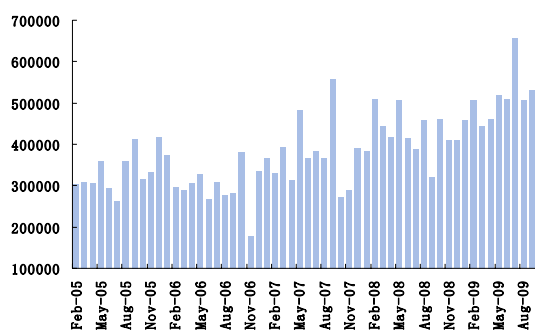
房地产行业方面，中国房地产行业价格指数出现了快速回升，销量的快速回升，有望在几个月之后带动投资的进一步回升，从而拉动对基本金属的需求。美国房地产和新房开工率也出现了见底的迹象，明年有望开始逐步回暖。

中国对于全球基本金属需求的拉动仍然十分强劲。虽然从二季度以来中国对精炼金属的进口有所下降，但对于废旧金属以及矿石的进口却在继续回升，也就是说国内冶炼产能的开工率和对于基本金属的消费仍然处在逐步恢复的过程中。我们认为明年国外发达国家对于基本金属的需求增速将逐步转正，而新兴国家特别是中国和印度对于基本金属的需求仍将保持较快的增长，因此从基本金属的需求面来看，不宜过分悲观。

我们认为明年全球对于基本金属的需求将逐步复苏，从而支撑基本金属价格温和上涨。目前全球经济仍然处于复苏阶段，对于基本金属的需求也没有强劲到可以支撑基本金属价格快速上涨，因此我们认为明年基本金属将延

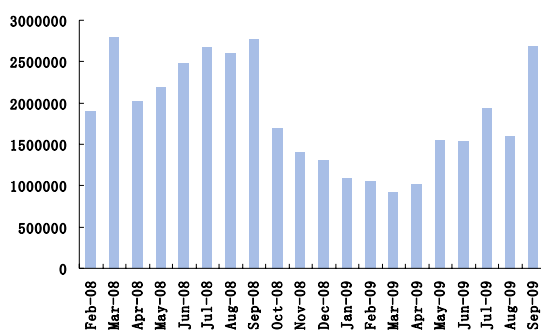
续 2009 年 4 季度震荡向上的格局。

图表 14.中国铜精矿月度进口变化情况



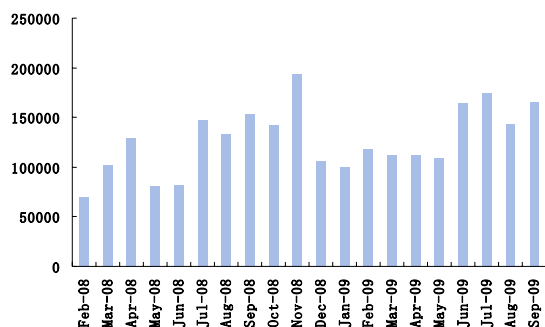
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 15.中国铝土矿月度进口变化情况



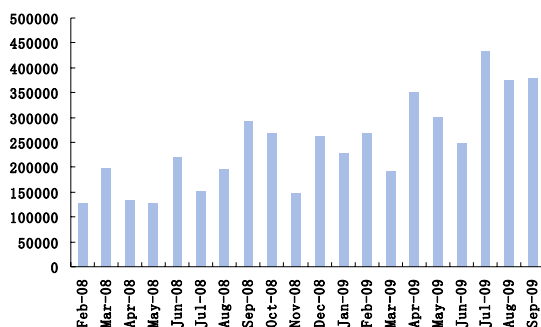
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图表 16.中国铅精矿月度进口情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 17.中国锌精矿月度进口变化情况

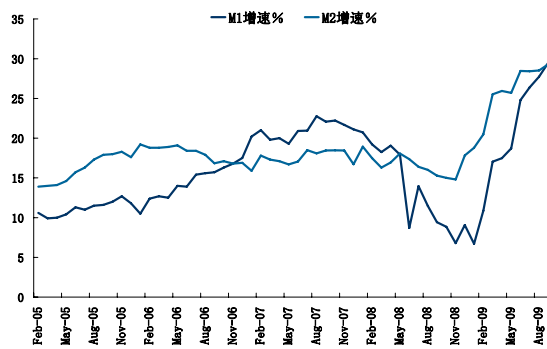


数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

3.2. 通胀预期和风险偏好的上升将推动有色金属走出震荡向上的“慢牛”行情

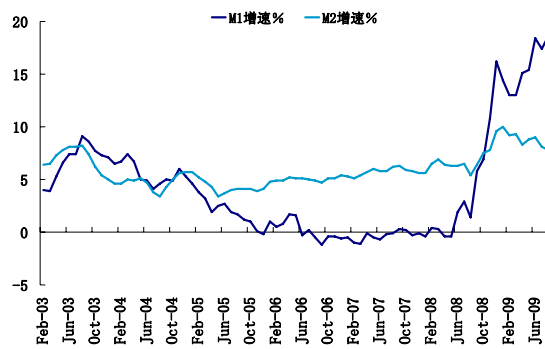
随着经济形势的进一步好转,各国政府在通胀压力下可能开始逐步退出经济刺激政策,并开始收缩流动性。但实际上,各国央行在退出时机的把握上是很困难的,一般情况下,在经济复苏基础稳固之前,各国不会推出实质性的收缩流动性的政策。此外在经济逐步好转的情况下,整个市场的风险偏好也在上升,货币乘数的上升将使明年市场的流动性依旧比较充沛。

图表 18.中国 M1,M2 变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 19.美国 M1,M2 变化情况

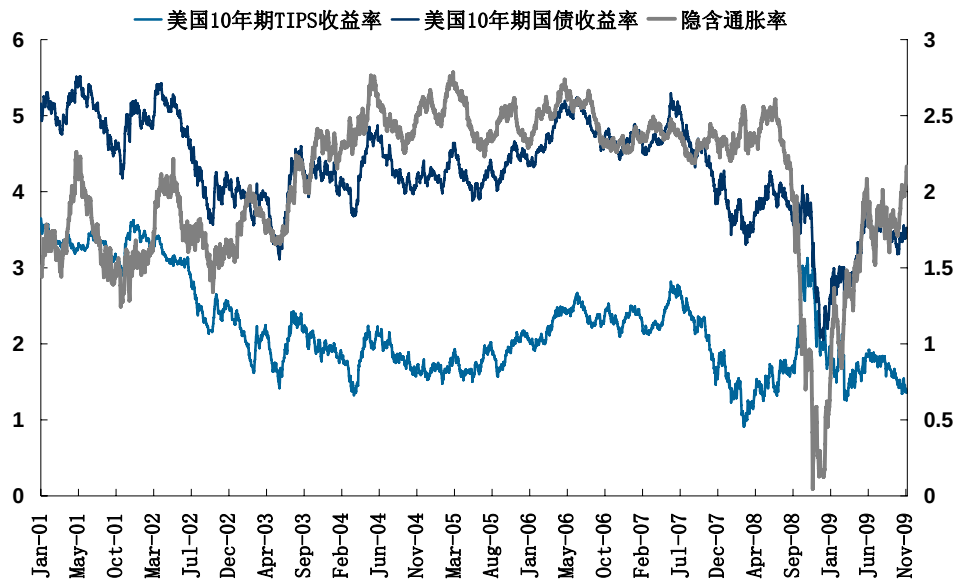


数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

货币环境方面，各国推行量化宽松的货币政策之后，基础货币扩张迅速，中国和美国的 M1,M2 同比增速从 2008 年下半年以来迅速上升。我们从图中可以看到，中美 M1,M2 的增速都处于历史的高位，基础货币快速增长在市场风险偏好较低的时候表现的并不是很明显，但随着经济上升势头的进一步确立，资金开始追逐高风险高收益的产品，整个市场的货币乘数开始上升。天量的货币投放必然导致资金流向投资品市场。而有限的资源永远是投机资金炒作的题材之一。我们认为随着全球经济的逐步回升，市场风险偏好将继续上升，实体经济对于基本金属的需求以及商品市场上的投资需求都出现快速上升。

在各国政府收缩流动性和市场风险偏好上升的过程中，我们认为明年有色金属行业将走出震荡向上的“慢牛”行情。通胀预期方面，我们从美国 10 年期国债收益的隐含通胀率来看，目前市场对于通货膨胀的预期仍在上升，明年通胀概念仍然是支撑有色金属价格的重要因素。

图表 20.美国 10 年期国债收益的隐含通胀率



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

从目前情况来看，我们认为明年出现恶性通胀，推动基本金属价格快速上涨的可能性不是很大，即使真的出现这种情况，基本金属价格的快速上涨对于有色行业未必是一个利好。严重的通货膨胀将迫使各国政府提前退出经济刺激政策，流动性推动的行情在市场预期改变之后有可能再次上演暴涨暴跌的走势。

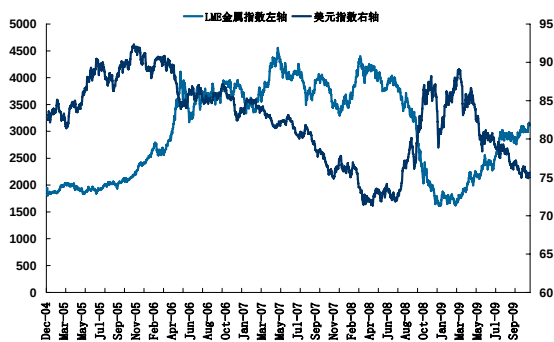
3.3. 美元仍将维持弱势

基本金属一般以美元计价，美元指数走势和基本金属的价格呈现良好的负相关关系。这次经济危机中美元大幅度升值主要是由于避险资金的推动，随着经济情况的好转，市场的风险偏好上升，资本的逐利性会使这部分资金从美元市场流向大宗商品等高风险高收益的市场。

从长期来看，由于美国消费者一直是全球经济增长的重要动力，这种消费结构的不平衡导致的美国巨额贸易差额，将会对美元的长期走势产生影响。

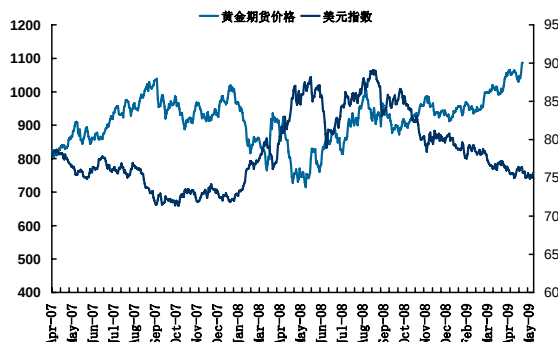
另一方面美国大量发行国债也使人们对美元的信心下降，导致美元贬值。最后，从目前来看，美国还没有一个像过去的汽车行业，IT 行业那样，可以引领全球经济的新产业，这对美元币值的保持也是一个不利因素。

图表 21.美元指数和 LME 金属指数变化情况



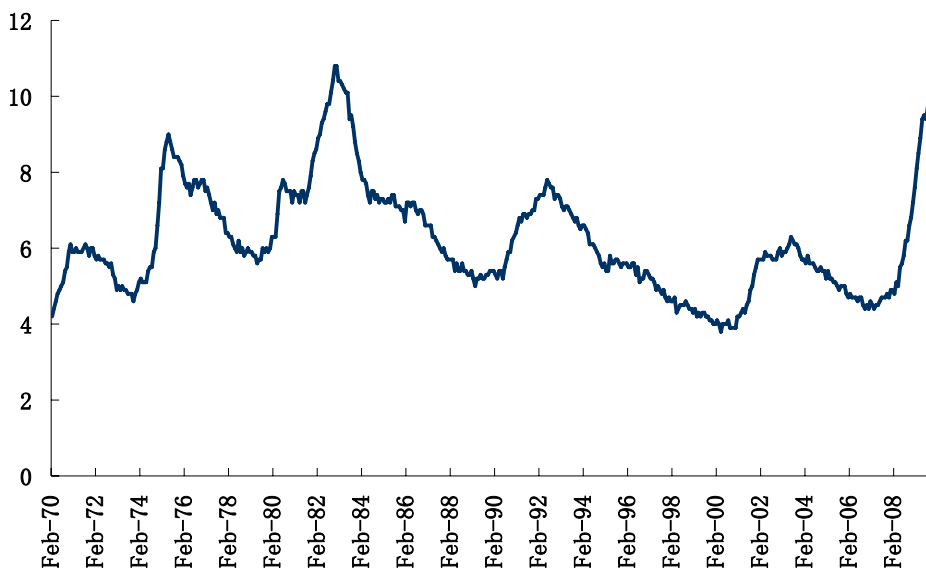
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 22.美元指数和黄金期货价格走势



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

图表 23.美国失业率变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

目前美国失业率高达 10.2%，仍然处于历史高位，在通货膨胀并不严重的情况下，美元贬值有利于刺激美国的出口，改善就业环境。我们认为明年美元指数在或出现短暂反弹，但整体仍将维持弱势。

4. 分行业

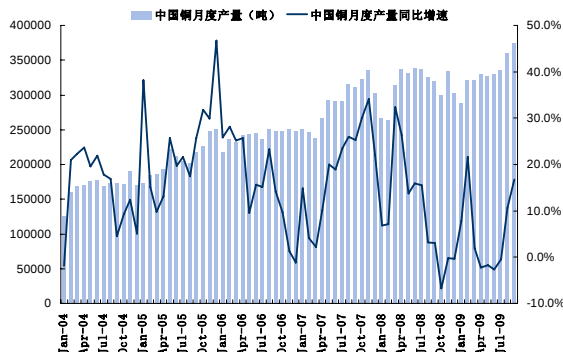
4.1. 铜行业：需求回暖，冶炼费继续走低

铜是工业金属中基本面最好的品种，随着经济的逐步回暖，全球对铜的消费也将逐步恢复。中国对于铜的消费在 2009 年仍旧保持强劲，中国对电力行业的投资以及基础设施的建设大幅度的拉动了对铜的消费。由于未来几年中国对电力行业的投资仍将保持快速增长，我们认为明年中国对于铜的需求

仍将保持强劲。

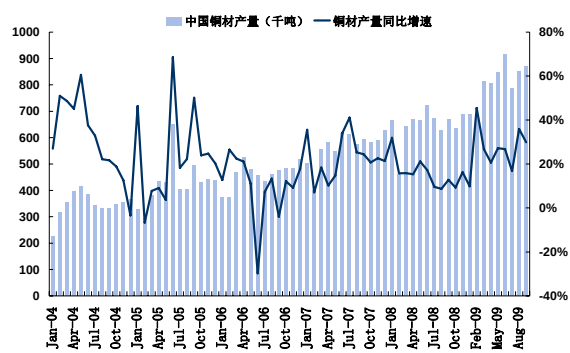
2009 年发达国家对于铜的消费仍旧保持疲软，但中国需求的增长很大程度上抵消了其他地区消费量的下降。中国精铜产量和铜材产量从 2009 年下半年以来继续保持快速增长。

图表 24.中国铜月度产量变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 25.中国铜材月度产量变化情况



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

从全球铜产量增长情况来看，由于 2008 年下半年以来铜价大幅下跌，全球范围内，铜产量增速下滑，截止到 2009 年 7 月份，全球铜产量累计同比下降 1.3%。铜行业由于铜精矿产量限制，过去十年间全球铜产量的平均增速只有 1.7%左右，而全球过去十年铜需求量的增速却达到了 3%，铜行业整体过剩情况并不严重。

根据 ICSG 以及 Barclays Capital 的统计数据，从近十年的情况来看，中国，印度以及俄罗斯等国家对于铜的需求增长十分强劲，但从目前全球铜消费的结构来看，中国仍然是拉动全球铜消费需求最重要的动力。

表格 1.除中国外全球铜产量增长缓慢

千吨	中国	智利	EU-27	美国	俄罗斯	其它国家	全球	Electrowin	Primary	Secondary
近十年的平均产量	1923	2712	2364	1691	837	7971	17499	2506	12863	2130
平均同比增速	9.9%	3.3%	0.5%	-6.2%	4.0%	0.4%	1.7%	5.5%	0.7%	2.6%
2008	3791	3058	2603	1282	862	6636	18231	3090	12424	2717
同比增速	8.3%	4.1%	5.8%	-2.2%	-9.2%	-2.3%	1.6%	3.3%	1.8%	-0.9%
2008Q1	879	724	633	324	208	1680	4447	737	3050	662
2008Q2	1004	752	642	312	225	1618	4554	758	3086	710
2008Q3	970	765	664	311	216	1692	4618	771	3168	679
2008Q4	938	815	665	335	213	1646	4611	825	3120	666
2009Q1	950	802	604	299	189	1552	4397	797	2997	603
2009Q2	991	820	605	281	201	1593	4490	802	3010	677
同比增速	-1.4%	8.9%	-5.7%	-10.1%	-11.1%	-1.6%	-1.4%	5.9%	-2.5%	-4.7%
9-Jul	330.4	272.9	203.7	93.7	66.7	519.8	1487.3	268	991.8	227.2
同比增速	-0.8%	6.1%	-4.6%	-8.6%	-13.1%	-5.2%	-2.9%	6.2%	-4.6%	-5.2%
到 7 月份累计	1940	1622	1210	580	390	3145	8887	1599	6007	1280
累计同比	3.0%	9.8%	-5.1%	-8.8%	-10.0%	-4.6%	-1.3%	7.0%	-2.1%	-6.7%

数据来源：ICSG Barclays Capital 东北证券金融与产业研究所

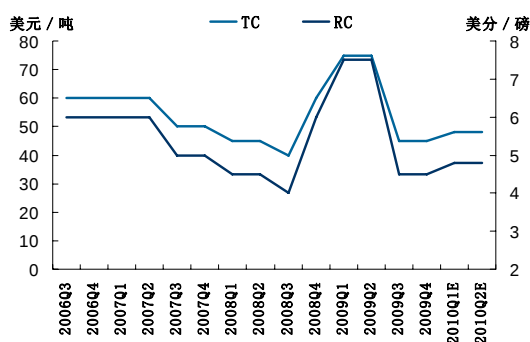
表格 2. 中国需求增长抵消了其他地区需求的下降

千吨	中国	EU-27	美国	日本	韩国	俄罗斯	印度	其它	全球
近十年的平均消费量	2742	4059	2540	1263	811	389	330	3412	15545
平均同比增速	14.3%	0.6%	-2.6%	-1.4%	2.8%	15.4%	11.9%	3.1%	3.3%
2008	5141	3817	2020	1184	780	650	616	3887	18096
同比增速	7.5%	-6.4%	-5.5%	-5.4%	-5.0%	-3.2%	7.9%	2.1%	-0.1%
2008Q1	1318	1006	567	300	197	146	149	976	4659
2008Q2	1280	1031	521	324	198	188	152	1010	4703
2008Q3	1256	949	510	284	201	171	156	984	4511
2008Q4	1287	832	422	276	183	145	159	917	4221
2009Q1	1551	783	424	162	187	78	157	873	4216
2009Q2	1762	805	416	215	213	99	161	962	4634
同比增速	37.7%	-21.9%	-20.1%	-33.6%	7.4%	-47.2%	6.2%	-4.7%	-1.5%
9-Jul	583.3	275.3	139	69.5	68	31.1	55	330.4	1551.7
同比增速	40.4%	-15.3%	-21.6%	-36.3%	5.8%	-52.5%	7.5%	0.7%	1.0%
到7月份累计	3313	1588	840	377	400	178	318	1836	8850
累计同比	27.5%	-22.0%	-22.8%	-39.5%	1.1%	-46.9%	5.8%	-7.6%	-5.5%

数据来源: ICSG Barclays Capital 东北证券金融与产业研究所

加工费方面,随着下游需求的逐步回升,铜价也出现了快速回升,铜精矿短缺的问题又重新引起了人们的注意,从今年年初以来,铜行业的现货冶炼费一路走低,这个一方面说明了铜行业上游原料的短缺,另一方面也说明冶炼商对未来铜价的走势仍然比较乐观。

图表 26. 铜加工费长单价格变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 27. 现货粗铜精炼费用走势 (美分/磅)



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

目前 45 美元/4.5 美分的粗炼精炼费用基本上就在中国冶炼厂商的生产成本线附近,硫酸等副产品的价格明年也难有大幅上涨,因此我们预计年末签订的 2010 年的长单价格跟今年基本持平。

矿山方面,未来三年主要铜矿山的新增产能在 126 万吨左右,如果考虑到由于铜价上涨因素,一些原有铜矿山可能增加产量,实际全球铜矿产量的增加可能会高于 126 万吨,矿山成本方面,单位铜精矿的成本仍在上升,一方面是由于能源动力成本的上升,一方面是整体铜矿的品位继续维持下降,总体来看,2010 年铜精矿的产量仍将保持稳定增长。

表格 3.2008-2010 年全球主要铜矿山增产情况（单位：千吨）

矿山	国家	产能增加	2008	2009E	2010E
PT Freeport Indonesia	Indonesia	244	521	685	765
Lumwana	Zambia	162	8	105	170
Prominent Hill	Australia	100	0	75	100
Gabriela Mistral SxEw	Chile	97	68	160	165
Batu Hijau	Indonesia	95	125	170	220
Tenke-Fungurume SxEw	DRC	95	0	55	95
Andacollo	Chile	60	0	0	60
Las Cruces SxEw	Spain	70	0	55	70
Escondida SxEw	Chile	67	258	310	325
Codelco Norte (Chuqui)	Chile	57	343	420	400
Cananea	Mexico	50	10	0	60
Nchanga SxEw	Zambia	45	45	65	90
Kamoto Restart	DRC	45	31	43	76
Collahuasi	Chile	40	415	480	455
Tayahua	Mexico	38	0	0	38

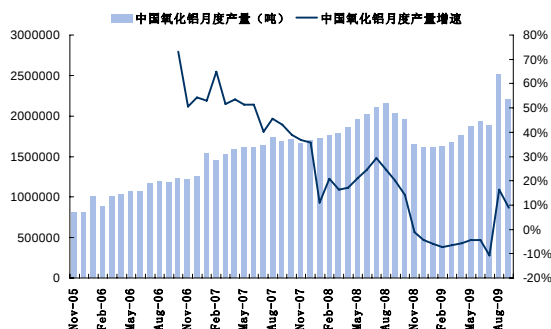
数据来源：Brookhant 东北证券金融与产业研究所

金属价格方面，我们认为铜价明年仍将维持震荡向上的格局，但大幅上涨的可能性不大，整体铜行业企业的盈利水平也将出现快速回升，预计明年冶炼费和今年持平，在铜价不太可能出现快速上涨的情况下，预计铜冶炼业务的毛利率仍将保持在低位，仅能实现盈亏平衡或略有盈利。

4.2. 电解铝行业：复产仍是行业主旋律

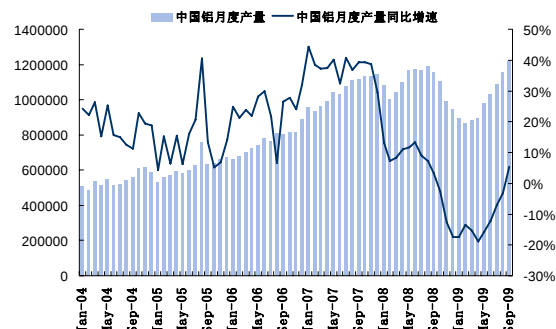
从今年下半年以来，随着电解铝价格的逐步回升，全球范围内电解铝产能开始大规模的复产，中国电解铝产能的成本在全球范围内处于高端，因此大部分产能在下半年才开始逐步复产，在二季度之后中国电解铝产量出现了快速回升。氧化铝产量的回升落后于电解铝，但随着电解铝产能的逐步复产，中国氧化铝的产量也将出现快速回升。

图表 28.中国氧化铝月度产量



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 29.中国电解铝产量变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

表格 4.全球电解铝生产情况统计

千吨	非洲	北美	拉丁美洲	亚洲	西欧	澳大利亚	中国	独联体	东欧	全球
近十年的平均产量	1463	5589	2263	2469	4320	2163	5725	3891	414	28297
平均同比增速	5.1%	-0.5%	1.9%	7.0%	3.0%	2.5%	19.9%	3.5%	2.3%	5.9%
2008	1715	5783	2260	3959	4977	2297	13306	4705	466	39868
同比增速	-5.5%	2.5%	4.0%	10.2%	6.7%	-0.8%	5.5%	3.9%	0.3%	4.4%
2008Q1	428	1465	653	943	1241	575	3158	1169	116	9748
2008Q2	416	1464	663	980	1260	576	3490	1166	116	10131
2008Q3	432	1444	676	1017	1243	576	3565	1183	117	10253
2008Q4	439	1410	668	1019	1232	570	3093	1188	117	9737
2009Q1	404	1256	634	1097	1095	541	2696	1078	115	8916
2009Q2	415	1179	624	1147	992	549	2955	1019	116	8996
同比增速	-0.2%	-19.5%	-5.9%	17.1%	-21.3%	-4.7%	-15.3%	-12.6%	0.0%	-11.2%
9-Jul	143	387	212	399	336	188	1170	345	39	3220
同比增速	-2.1%	-20.4%	-7.0%	17.8%	-20.0%	-3.6%	-3.1%	-13.5%	0.0%	-6.9%
到7月份累计	1105	3211	1681	3037	2759	1465	7926	2785	310	24279
累计同比	-2.6%	-17.7%	-5.2%	16.7%	-17.3%	-4.8%	-12.3%	-12.4%	-0.4%	-9.3%

数据来源: IAI Barclays Capital

表格 5.全球电解铝消费情况统计表

千吨	非洲	北美	拉丁美洲	亚洲	欧洲	中国	独联体	其他国家	全球
近十年的平均消费量	391	6992	1180	4320	6463	6558	934	3015	29853
平均同比增速	6.7%	0.2%	5.0%	0.9%	1.9%	17.9%	8.2%	15.5%	5.7%
2008	576	6676	1629	4968	6909	12619	1212	3637	38227
同比增速	10.9%	-6.4%	11.1%	6.4%	-5.4%	5.3%	8.1%	-2.0%	0.9%
2008Q1	138	1607	407	1174	1848	3065	298	932	9470
2008Q2	144	1669	403	1256	1821	3296	309	913	9812
2008Q3	145	1643	403	1217	1730	3271	292	879	9580
2008Q4	148	1758	416	1321	1510	2987	312	914	9365
2009Q1	130	1170	329	1104	1380	2692	253	713	7771
2009Q2	113	1260	348	1193	1450	3370	263	737	8734
同比增速	-21.4%	-24.5%	-13.7%	-5.0%	-20.4%	2.2%	-15.0%	-19.2%	-11.0%
9-Jul		493	131	414	484	1227	84	253	3129
同比增速	-10.0%	-11.0%	-3.4%	1.0%	-17.0%	11.3%	-15.0%	-14.7%	-3.1%
到7月份累计	330	3393	928	3125	3794	8479	684	1952	22685
累计同比	-13.3%	-22.6%	-14.3%	-3.9%	-21.5%	-1.0%	-15.0%	-19.9%	-11.9%

数据来源: IAI Barclays Capital

从全球电解铝产量和消费的统计数据上看,截止到7月份,全球电解铝产量同比下降9.3%,但二季度较一季度已经出现了明显回升;电解铝消费的回升相对于产量来的更加迅速,到7月份为止全球电解铝消费同比下降了11.9%,但七月份同比下降幅度仅仅只有3.1%,中国以及除中国外的亚洲国家7月份电解铝消费量开始出现了同比增长。从电解铝主要的终端需求行业—房地产和汽车行业的情况来看,我们预计随着国外房地产行业和汽车行业

的回暖全球电解铝需求仍将进一步复苏。下半年中国楼市和车市的火爆，必然带动着两个行业的投资，因此中国对于电解铝的需求预计仍将继续上升，而国家对于电解铝行业新建产能审批的收紧也有利于电解铝行业逐步走出低谷。

2008-2010 年电解铝行业预计仍然有超过 300 万吨的新增产能投产，明年给总体上电解铝行业仍将处于过剩状态，一季度由于是传统的消费淡季，行业过剩情况会更加明显，但随着明年下游需求的进一步复苏，电解铝行业整体过剩的情况将逐步好转。预计明年电解铝价格仍将稳步上涨，但涨幅预计仍将滞后于其他金属。

表格 6.2008-2010 年全球主要电解铝厂商增产情况（单位：千吨）

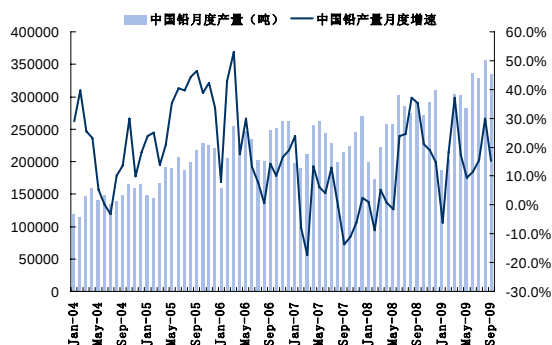
厂家	国家	产能净增长	2008	2009E	2010E
Jjharsuguda	India	394	34	240	428
Sohar	Oman	311	49	350	360
Dohar	Qatar	309	0	0	309
Qinghai	China	231	0	54	231
Henan Wanji	China	212	426	479	638
Chiping County	China	211	349	527	560
Huomei Hongjun	China	209	361	475	570
Weiqliao	China	187	413	492	600
Hengkang	China	177	63	180	240
Linzhou	China	176	101	150	278
Baotou	China	176	354	493	530
Dongyuan Aluminium	China	175	110	176	285
Taweelah	Abu Dhabi	164	0	0	164
Fushun	China	153	107	140	260
Zunyi	China	135	100	199	235

数据来源: IAI Barclays Capital

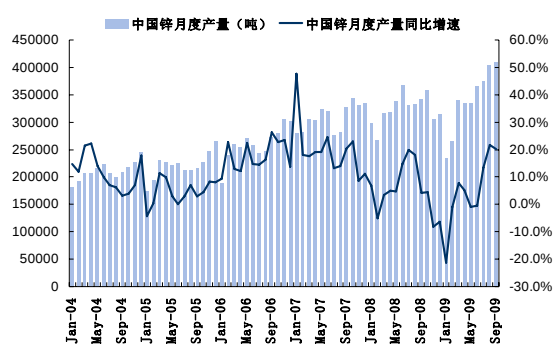
4.3. 铅锌行业：需求继续回暖

铅锌行业方面，随着铅锌价格的回升，中国铅锌矿山的产量也出现了快速回升，但随着中国汽车行业和房地产行业销量的快速上升，铅锌下游需求恢复似乎更为明显。

图表 30.中国铅月度产量



图表 31.中国锌月度产量



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

从 ILZSG 以及 Barclays Capital 对铅锌行业的统计数据来看, 全球的铅锌的需求正在逐步恢复, 预计今年全年的过剩在 40 万吨左右, 4 季度预计全球锌行业供需基本保持供需平衡。铅行业 2009 年预计过剩 3.8 万吨, 由于汽车行业逐步回暖, 再加上中国血铅事件的影响, 预计铅行业的供需情况将进一步改善。

表格 7. 全球锌行业供需平衡情况

	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2009	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010
中国	3913	851	1054	1145	1000	4049	885	1107	1190	1060	4241
欧洲	2517	475	488	513	526	2002	475	503	539	552	2069
北美	1048	214	214	229	224	880	214	220	240	235	909
其它	4229	1034	1043	1000	1051	4128	1042	1068	1024	1076	4210
产量 (千吨)	11707	2574	2799	2886	2800	11059	2616	2898	2993	2923	11429
同比增速	3.0%	-9.9%	-7.2%	-2.0%	-3.0%	-5.5%	1.6%	3.5%	3.7%	4.4%	3.3%
中国	3750	826	1168	1142	1020	4155	896	1261	1199	1071	4427
欧洲	2669	454	453	605	634	2146	499	476	617	647	2239
北美	1176	259	262	304	290	1115	285	282	313	299	1178
其它	3594	698	765	921	855	3239	789	773	921	855	3339
消费 (千吨)	11188	2236	2647	2972	2800	10655	2469	2792	3050	2872	11183
同比增速	-0.6%	-19.5%	-9.7%	5.0%	5.8%	-4.8%	10.4%	5.5%	2.6%	2.6%	5.0%
供需平衡 (千吨)	519	338	152	-86	0	404	147	106	-57	51	246
库存情况	839	948	992	1079	1079	1079	1225	1331	1275	1325	1325
库存消费比 (周)	3.9	5.5	4.9	4.8	5.1	5.3	6.4	6.2	5.5	6.1	6.2

数据来源: ILZSG, CNIA Barclays Capital

表格 8. 全球铅行业供需平衡情况

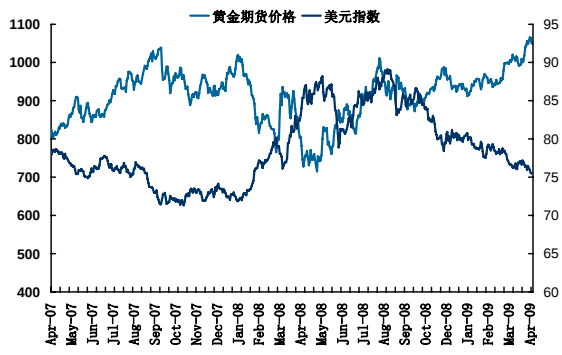
	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2009	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010
中国	3126	777	997	849	910	3532	832	1066	908	973	3780
欧洲	1795	424	418	412	420	1675	441	427	419	427	1714
美国	1286	321	298	313	316	1247	333	302	313	316	1264
其它	2306	569	553	501	570	21963	588	568	511	587	2253
产量 (千吨)	8513	2091	2265	2076	2216	8648	2194	2363	2151	2303	9011
同比增速	4.9%	3.0%	3.3%	0.1%	0.0%	1.6%	4.9%	4.4%	3.6%	3.9%	4.2%
中国	3051	744	1008	921	955	3628	855	1079	958	1032	3923
欧洲	1836	404	390	394	441	1629	416	390	394	450	1650
美国	1473	350	357	340	352	1398	361	357	340	359	1416
其它	2093	464	455	508	527	1955	492	461	508	544	2006
消费 (千吨)	8453	1962	2210	2163	2275	8610	2124	2287	2200	2384	8995
同比增速	2.5%	-4.1%	3.2%	1.0%	7.1%	1.9%	8.3%	3.5%	1.7%	4.8%	4.5%
供需平衡 (千吨)	60	129	55	-87	-59	38	70	77	-4.9	-81	16
库存情况	296	330	385	297	238	238	323	399	350	269	269
库存消费比 (周)	1.8	2.2	2.3	1.8	1.4	1.4	2	2.3	2.1	1.5	1.6

数据来源: ILZSG, CNIA Barclays Capital

4.4. 黄金：金价高位震荡

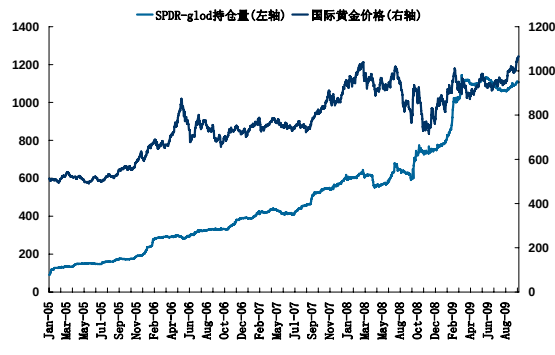
黄金价格和美元指数的走势仍然呈现良好负相关，美元走弱对黄金价格仍然构成较强的支撑。SPDR 持仓量仍在继续上升，在通胀预期强烈，经济复苏基础仍不稳固的情况下黄金的投资需求仍然非常旺盛。

图表 32.黄金价格和美元走势变化情况



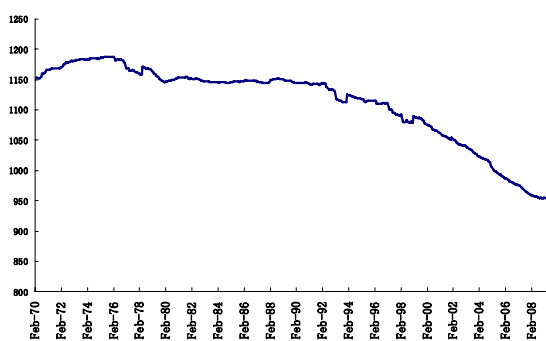
数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 33.SPDR 持仓量变化情况



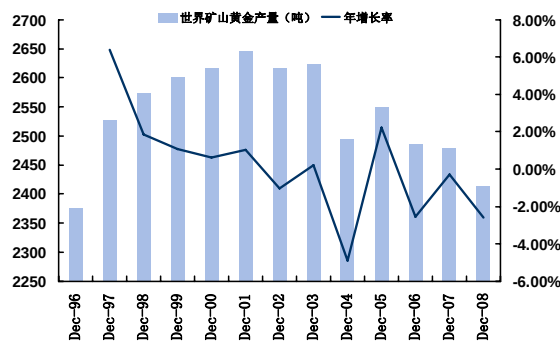
数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

图表 34.全球央行黄金储备



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 35.LME3 月期锌价格和库存变化情况



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

在这次危机中各国央行开始重视黄金储备的重要性，欧洲央行售金意愿有所减弱，而新兴国家央行增加黄金储备的意愿却在增强。从全球央行黄金储备量情况来看，央行黄金储备的下降速度减缓明显，未来有可能逐步转为净买入。另一方面全球金矿产量从 2001 年达到历史高点之后便开始逐步下降。由于南非等传统产金国产量下降，预计明年矿产金产量增长有限。

受美元走软以及央行购金因素支撑，黄金价格 2010 年预计仍将保持在高位，黄金行业企业的盈利也将出现快速回升。

5. 投资策略：

有色金属行业从静态来看估值偏高，但从业绩的改善情况来看是所有行业中最明显的。随着经济的进一步复苏，整个市场的风险偏好以及基本金属的下游需求都将进一步上升，基本金属的价格也有望继续稳步回升。而矿产自给率高的公司受益将更为明显。

中国由于冶炼产能远远大于矿山产能，导致多数基本金属都要依赖进口，

随着中国城市化进程的推进，中国对于基本金属的需求仍将保持较快增长，因此中国对于进口矿石的依赖仍将持续。由于精矿的稀缺，中国有色金属行业上游矿山的盈利好于中游冶炼，各基本金属品种中建议关注矿产自给率较高的铅锌行业，另外随着钢铁行业的逐步回暖，钼和镍的价格明年也有望出现快速回升，钼镍等小金属行业也值得关注。

6. 重点公司介绍

1. 中金岭南

公司是中国铅锌行业的龙头，公司在铅锌价格最低位时收购了 PEM 公司，大幅增加了公司的资源储量和产量，公司原有的凡口矿的生产成本在行业内也很有竞争优势，对于铅锌价格我认为目前价格仍然处于合理范围内，随着下游需求的复苏，铅锌价格仍将继续上涨，预计公司 2009 年、10 年和 11 年的每股盈利分别为：0.34 元、0.66 元和 1.11 元，维持推荐评级。

表格 9. 公司主要矿山情况

主要矿山	权益比例	铅储量	铅品位	锌储量	锌品位	铅锌总储量	铜储量
凡口矿	100%	145	4.68%	289	9.33%	434	
盘龙矿	55%	64	3.13%	22	1.05%	86	
PEM	50.10%	143	-	210	-	353	23.27
合计储量		252.04		406.12			11.66

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

表格 10. PEM 主要矿山情况

		矿石量	锌品位	铅品位	铜品位	银品位 (g/t)
Broken Hill	proved	5834	6.9%	5.4%		
	probable	4188	5.1%	3.3%		
	total	10022	6.1%	4.5%		46.7
	Measured	7975	10.1%	9.2%		
	indicated	5287	9.0%	7.6%		
	inferred	6100	8.7%	4.4%		
	total	19362	9.4%	7.3%		90.8
Flinders	proved	12	33.9%	3.3%		
	probable	148	38.4%	2.8%		
	total	160	38%	2.8%		
	Measured	35	22%	4.2%		
	indicated	573	30.8	2.8		
	inferred	364	29.1	0.9		
	total	972	29.8	2.1		
Mount oxide	total	1550			1.3%	9
合计 (万吨)			210.98	143.4	20.3	1758.07

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

表格 11. 公司主要矿山产量预测

		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产量：	凡口矿	14.63	14.54	17.25	18.00	21.00	22.00
	锌精矿	10.06	9.99	11.72	12.23	14.27	14.95
	铅精矿	4.57	4.55	5.53	5.77	6.73	7.05
	精矿含银	85.73	85.95	101.69	106.11	109.06	112.01
	盘龙矿（55%）				0.70	3.00	3.00
	锌精矿				0.21	0.90	0.90
	铅精矿				0.49	2.10	2.10
	PEM（50.1%）		15.26	14.37	11.50	15.00	20.00
	锌精矿		9.21	9.13	7.31	9.00	12.00
	铅精矿		6.05	5.24	4.19	6.00	8.00
铅锌产量总计				17.25	24.15	30.17	33.67

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

2. 西部矿业

公司地处西部，资源状况极其丰富，目前公司铜储量为 330.5 万吨、锌储量为 304 万吨、铅储量为 256 万吨，公司在西部资源开发方面，拥有丰富的经验，未来资源扩张前景看好。随着获各琦铜矿加固改造完成，玉龙铜矿的逐步投产，公司铜矿业务在主营业务中的比重将逐步增加，公司业绩明年也将出现明显回升。宽松的货币政策和逐步改善的供需环境预计在明年上半年仍将持续，因此基本金属的价格仍有望继续上行。由于公司一个上游资源型公司，基本金属价格的上涨有望带动公司业绩逐步回升。

预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股盈利分别为 0.17 元、0.44 元、0.61，维持公司推荐评级。

3. 万好万家

公司通过资产置换将由一家连锁酒店公司转型成为一家以黄金和钼业务为主的矿业型公司。公司储量规模较小，但资产盈利能力突出。三道湾子金矿以及几个在产钼矿的品位都比较高，盈利能力较强。

目前资产置换相关的评估工作正在进行之中，如果资产置换成功，预计公司增发后的每股收益在 0.4 元左右，2010 年每股收益 0.6 元，给予推荐评级。

表格 12. 公司主要矿山情况

主要矿山	权益			查明的			预测的资源量	
			矿石量（万吨）	金属量（吨）	平均品位	矿石量（万吨）	金属量（吨）	平均品位
西朝钼矿	100%	钼矿	3077.41	47549.00	0.154%	524.60	7702.00	0.147%
坪地钼矿	100%	钼矿	120.73	1871.00	0.155%	72.12	890.00	0.082%
上西坑钼矿	75%	钼矿	489.85	10195	0.208%	40.05	1189	0.297%
三道湾子金矿	49%	金矿	48.38	4.321	8.93g/t	—	—	—

金家坞金矿	60%	金矿	76.8	2.822	3.67g/t	—	—	—
谢尔塔拉铁锌矿	100%							
		铁矿	5927.72	19547662	32.98%	1643.74	578.76	35.21%
		铁锌矿（铁）	1023.72	3137702	30.65%			
		锌矿	882.17	172756	1.96%	3.02	654	2.17%
		铁锌矿（锌）	1023.72	114434	1.12%			
马坑铁矿	10%							
		铁矿	35348.87	135739661	38.4%	—	—	—
		铁钼矿石（铁）	9324.23	31991433	34.3%	—	—	—
		钼矿	3926.67	48486	0.052%	—	—	—
		铁钼矿石（钼）	9324.23	34162	0.087%	—	—	—
合计	钼金属量	平均品位	金金属量	平均品位	铁金属量	平均品位	锌金属量	平均品位
	65331.05	0.149%	3.81	6.59	39459052	34.8%	287190	1.6%

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

表格 13. 公司主要产品产量预测

重要子公司	产品	2006	2007	2008	2009E	2010E
产量						
古田天宝（100%）	钼精矿	1415	2680	3824	3000	3500
五夫天宝（100%）	钼精矿	107	758	269	350	400
武夷天宝（75%）	钼精矿	873	1255	928	1000	1200
江西天宝（60%）	金精矿	3462	6023	3920	4704	5645
三道湾子（49%）	金精矿	0	5994	15362	16130	16937
马坑矿业（10%）	铁精矿（万吨）	42.2	37.71	30.91	35	35
陈旗天宝（100%）	铁精矿（万吨）	0	0	0	0.0	15.0
	锌精矿（万吨）	0	0	0	0.0	1.0

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

7. 风险提示

经济复苏情况弱于预期；美元指数反弹；大盘系统性风险；货币政策发生大的变动；

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

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

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

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

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

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

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

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。