



预期让位业绩，寻找“高确定性”的业绩增长品种

---有色金属行业 2010 年投资策略

十二月收益率比较

● 内容摘要

行业评级：推荐



- 从下游需求电力设备、交运设备、房地产、家电等行业来看，我们认为相较 2009 年，“中国需求”在 2010 年仍然成色十足，我们总体上认为明年中国对有色金属需求的增长率大致在 15% 以上。根据西方国家房地产和汽车两行业的发展状况，以及上述两行业在有色金属消费构成的比例，2010 年西方有色金属消费需求将回升，回升幅度大致在 10% 左右。
- 由于 2008 年底和 2009 年上半年的有色价格暴跌，使得市场对后市预期十分悲观，并且金融危机使得银行惜贷，企业获取资金的能力下降，使得 2009 年新增产能十分有限，从供需角度来看，供需关系改善将有利于有色价格震荡向上。
- 虽然宽松货币政策退出已成为各国货币政策决策当局的行动选项，但我们认为，由于各国步伐不一和政策工具选项限制，2010 年全球流动性总体仍然充裕。
- 我们认为原材料和能源价格的上涨，虽然给有色金属行业造成一定的压力，但影响程度还在企业的可承受范围内，成本上升对业绩的侵蚀程度还比较轻微。
- 由于 2009 全年上涨幅度巨大，有色金属类行业估值水平提高很快。从 23 个一级行业的比较来看，仅次于医药生物和食品饮料。综合 A 股整体市场的估值水平以及海外市场的有色金属类上市公司的估值水平，并考虑有色金属行业历史估值水平，我们认为有色金属类上市公司面临一定的估值压力。
- 2010 年，业绩快速增长预期与现实估值压力的权衡比较将一直是有色金属类上市公司投资者的困惑，寻找高确定性的业绩增长品种将是 2010 年有色金属行业投资策略的重中之重，从子行业来看，我们认为低价值、供给弹性小的金属将受益于经济复苏带来的价格上涨，而上市公司投资价值大小取决于其成本控制力。通过利润流转、供求平衡、行业集中度、上涨幅度、定价方式、进入壁垒等 6 个方面对主要有色金属品种进行综合评价，我们认为锌、具优势的战略小金属、铜、黄金的投资价值相对突出。

分析师：尹建辉

电 话：025-83367888-3085

E—mail: jhyin@njzq.com.cn

一、09 年有色金属行业展望：供需逐渐过剩，有色金属价格寻底

2009 年，在全球充裕流动性和经济复苏预期的支持下，有色金属价格从 2008 年底的低谷缓步回升。从 LMEX 指数来看，截止到 2009 年 12 月 1 日，LMEX 指数已经反弹到 3100 点附近，幅度已经超越 50%。

图 1：2008 年以来 LMEX 指数走势



资料来源：LME

2010 年有色金属价格趋势如何，我们认为，决定价格的最基本因素仍然是有色金属的供求关系，其次我们认为大宗商品的金融属性也是影响有色金属价格一个重要因素，下面我们将着重从供需和流动性层面分析有色金属价格趋势。

在 2003 年以来的大宗商品牛市中，一个反复提及的因素是“中国需求”因素。中国供需情况将直接影响有色金属价格，从下游需求电力设备、交运设备、房地产、家电等行业来看，我们认为相较 2009 年，“中国需求”在 2010 年仍然成色十足。

首先我们先看看中国电力行业，从与有色金属需求关系最密切的电网建设来看，由于受电网公司盈利能力的影响，普遍来说，投资的强度没有达到 2009 年初的预期，特别是国家电网公司远未达到预期。

按照国网公司 2009 年初的计划，2009-2010 年两年内，该公司计划推动总额 1.16 万亿元的电网建设投资。平均每年 5800 亿元的投资。根据目前的数据，2009 年前 9 月国家电网公司完成电网投资 1822.7 亿元，同比增长 9.6%，而南方电网投资完成情况则较为理想，按照南方电网 2009 年初宣布的投资计划为 900 亿元左右，截止到 2009 年 1-8 月，南方电网建设累计完成投资 524.74 亿元，占年度计划 879.9 亿元近 6 成。

表 1：中国两大电网投资计划

单位：亿元

	国网（原计划）	南网（原计划）	合计	国网（新增）	南网（新增）	总投资
2006	1893	199	2092			
2007	2254	197	2451			
2008	2520	480	3000			
2009E	2800	660	3460	3000	300	6760
2010E	2683	804	3487	3300	300	7087
十一五投资总额	12150	2340	14490	6300	600	21390

资料来源：南京证券整理

由于国网公司的年度投资计划完成情况远逊预期，2009 年电力设备行业并没有出现超出历史长期平均的增长率，以电缆行业为例，截止到 2009 年 1-10 月，整个行业的产量增长率大致在 16%左右，与 2008 年大致相似。而根据 09 年初国网、南方电网两公司宣布的投资计划，电力行业的产量增长率应该达到 100%以上的增长率。

表 2：中国电线电缆产量

单位：千米

月份	2008 年	2009 年	同比变化
1 月	1,096,413.92	1,088,145.00	-0.75%
2 月	798,157.86	1,319,711.00	65.34%
3 月	1,198,344.39	1,943,935.36	62.22%
4 月	1,535,180.49	1,694,003.59	10.35%
5 月	1,798,571.35	1,926,052.97	7.09%
6 月	1,851,805.88	2,068,730.54	11.71%
7 月	1,830,156.91	1,776,738.16	-2.92%
8 月	1,624,792.63	1,904,716.60	17.23%
9 月	1,708,293.41	1,957,113.45	14.57%
10 月	1,705,006.61	1,882,079.95	10.39%
合计	15,146,723.45	17,561,226.62	15.94%

资料来源：WIND 资讯

国网公司年度投资计划完成情况不如预期，我们认为其主要原因是由于 09 年上网电价调升而销售电价却未相应调整，因此国网公司的利润大幅度下降，影响公司的盈利能力和举债能力。

国家发改委宣布，自 2009 年 11 月 20 日起全国非民用电价每度平均提高 2.8 分钱，暂不调整居民电价，未来居民用电将逐步推行阶梯式递增电价，用电越多，电价



越高。根据 2008 年数据,国家电网公司售电量为 21235 亿千瓦时,主营业务收入 11556 亿元,利润总额 96.6 亿元,南方电网公司售电量为 4826 亿千瓦时,营业收入为 2855 亿元。按此计算,电价上调以后,两大电网公司 2010 年有望因此增加盈利 500 亿元左右。我们认为,销售电价的调整带来电网公司盈利的改善,将使电网公司的固定资产投资大幅增加。

由于南方电网 09 年电网投资的规模与年初的预期相差不大,我们认为电网建设的客观需求仍存,投资规模与电网公司的盈利能力和举债能力相关。由于盈利能力的改善,我们认为国家电网公司 2010 年将加大投资强度。具有很大可能性能够达到 2009 年初国家电网预计的 5800 亿元的年投资规模。由此我们认为 2010 年整体电网投资规模 7000 亿元左右,比 2009 年大致增长 86%左右,比预期的 2009 年电网投资增速 20%高出 60%。我们认为 2010 年电力设备行业存在超出预期的可能。相应利好铜、铝等有色金属需求。

表 3: 中国两大电网投资最新预期 单位: 亿元

	国网公司	南方电网	合计
2009 年	2800	900	3700
2010 年	5800	1100	6900

资料来源: 南京证券

随着国家消费刺激政策的出台,有色金属另一重要的消费市场家电产品在内需特别是农村市场的支持下,在出口大幅下降的情况下,实现了平稳增长。

2009 年前 10 个月,冰箱出口 1557 万台,与 2008 年前 10 月 1798 万台相比,同比下降 13.45%左右,同期空调出口同比下降 35%左右。我们认为,由于农村市场容量的高速发展,2009 年由于家电下乡增加保守预计增加的冰箱在 1100 万台以上,而空调增加量也在 1000 万台以上。

表 4: 中国近三年空调与电冰箱产量

	空调产量(万台)	同比增长	家用电冰箱(万台)	同比增长
2007	9141.00	15.47%	4719	13.95%
2008	8462.10	-7.43%	4712	-0.15%
2009 年 1-10 月	7438.24	-1.11%	5,092.56	28.39%



资料来源：中华商务网

从 2009 年 11 月中央政治局经济工作会议上，对 2010 年经济工作作出基本的方针，我们认为 2010 年刺激消费的政策仍将继续，农村的家电下乡和城市的以旧换新将继续维持 2009 年的力度。由于农村的家电普及率仍不是很高，市场容量仍有很大的增长余地。我们参照 2009 年家电下乡增加的销售数量和出口量恢复正常，我们认为 2010 年家电产量增长率在 20%以上。由于家电单位有色金属用量基本固定，我们可以近似的认为家电行业 2010 年有色金属需求量大致增加 20%。

同样，受益于国家的消费刺激政策，2009 年汽车行业经历了井喷式增长，截止到 2009 年 1-10 月，汽车产量同比增长率为 35%。根据销售结构的分析，增长主要在三、四级市场和 1.6 升以下的汽车，根据我们的分析，由于消费刺激政策提升的产量大致在 200 万辆左右。由于三、四级市场的潜力仍未充分挖掘，如果国家刺激汽车消费的政策仍维持 2009 年的力度，我们预计 2010 年汽车产量大致增长率为 15%左右。由于调整经济结构已经成为当前经济政策的重要任务，提升消费在 GDP 的比重已成为当务之急，我们预计 2010 年汽车消费政策仍将维持。

表 6：中国近几年汽车产量

	汽车产量（辆）	同比增长
2006 年	7237516	26.84%
2007 年	8872956	22.68%
2008 年	9323587	5.07%
2009 年 1-10 月	10847541	35.33%

资料来源：中汽协

我们再把目光转向房地产业，在各地地方政府的大力救市政策的刺激下，2009 年中国房地产市场精彩纷呈，不论是价格，销售面积以及新开工面积都达到历史较好的成绩。

由于在 2010 年继续实行的积极财政政策和适当宽松的货币政策，我们认为房地产政策的主要方面将不会有大的变动。房地产企业对 2010 年的预期将不会有重大改变，反映到房屋施工面积和新开工面积将继续 2009 年的趋势。

根据观察到历年施工面积、新开工面积的关系，我们预测 2010 年房地产施工面积大致在 360000 万平方米，比 2009 年大致增加 20%左右。

在中国消费构成中，房地产及相关行业占有色金属消费需求的 30%左右，按照我们对房地产的预测，有色金属消费总体需求大致增加 6%左右。

表 7：中国近四年房屋施工面积 单位：亿平方米

	房屋施工面积(累计值)	房屋新开工面积(累计值)
2006-12	194,090.16	78,131.35
2007-02	94,210.69	9,966.74
2007-03	124,377.13	19,044.23
2007-04	142,615.71	27,382.31
2007-05	156,739.87	35,510.34
2007-06	171,375.60	44,891.97
2007-07	181,937.89	52,557.66
2007-08	190,302.36	59,272.37
2007-09	199,866.63	66,727.97
2007-10	208,565.69	73,393.32
2007-11	216,629.25	79,935.57
2007-12	235,881.61	94,590.20
2008-02	124,405.79	12,679.10
2008-03	158,622.28	23,971.36
2008-04	178,864.39	32,969.96
2008-05	195,699.30	42,525.71
2008-06	212,660.46	53,472.78
2008-07	222,896.70	60,509.99
2008-08	231,607.94	67,048.63
2008-09	240,384.38	73,521.25
2008-10	247,635.35	78,772.28
2008-11	254,936.14	84,289.51
2008-12	274,149.01	97,573.90
2009-02	142,061.03	10,798.40
2009-03	178,718.13	20,082.36
2009-04	200,977.72	27,836.75
2009-05	218,526.97	35,652.20
2009-06	239,697.10	47,921.45
2009-07	250,746.50	54,979.73
2009-08	262,887.32	63,107.06
2009-09	277,473.13	73,223.49
2009-10	288,262.83	81,374.61

资料来源：WIND 资讯

根据我们上面的论述，由于主要消费领域都保持在 15%以上的增长，我们总体上认为明年中国对有色金属需求的增长率大致在 15%以上。

从全球范围来看，房地产和汽车市场是拉动金属消费的主要引擎，铝的消费中有



37%应用在汽车等交运设备领域，16%应用在建筑市场；铜的消费中建筑市场和交运设备分别占到了 40%和 30%；而铅的 79%的需求应用在汽车蓄电池领域；新兴市场 50%左右的锌主要应用在建筑市场；因此房地产和汽车市场的状况对金属市场来说至关重要。

我们拉长周期观察美国的房地产市场，我们考察了 1980 年以来美国房屋销售情况，历史上曾出现了 1980-1982、1989-1991 两次房地产销售低潮，其销售低谷数字大致在 40 万套左右（年率数字），其低谷期大致为 3 年。目前，发端于 2007 年的房地产低谷期已大致有 3 年时间，低谷数字也大致为 40 万套（年率数字）。根据对经济环境相似性、销售数据走势的观察，我们认为目前房地产周期与上述周期大致形似，因此后期走势大致与上述两周期应大致相同。

图 2：美国房屋销售趋势



资料来源：CENSUS

根据上述两个周期后新房销售数据的分析，我们认为 2010 年新房销售数据大致增幅在 20%-40%中，年率销售数据大致为 50-60 万套。与美国房地产数据相似，西欧房地产情况也大致相似。

我们在看看国外汽车业的情况，2009 年前 11 月，虽然各国都采取“旧车换补贴”等刺激性消费政策，但由于美国民众由于预期悲观，全年销量比 2008 年大幅下跌，总体说来，除中国外的全球汽车销量仍是大幅下跌的。我们统计了主要西方发达国家 09 年的销量数据，我们预测今年全球除中国外的汽车销量保守估计下降 300 万辆以上，幅度大致在 13%左右。

表 8：2009 年主要国家汽车销量

国别	时间	汽车销量(万辆)	同比增长
美国	2009年1-11月	937	-23.8%
德国	2009年1-11月	358	25%
日本	2009年1-11月	267	-11.8%
法国	2009年1-10月	182	4.2%
英国	2009年1-10月	168.6	-12.32%

资料来源：南京证券整理

但是考察月度数据，我们发现自 09 年 10 月份以来，包括美、英等国家的汽车销量实现了同比正增长，表明西方国家的汽车需求已逐步走出低谷。与此印证的是，西方主要汽车生产商也宣布扩大产量满足汽车需求的回升。通用汽车宣布在 2010 年首季增产七成五，福特的同期增产幅度为五成八。

我们认为，随着西方国家汽车消费恢复正常，2010 年西方国家汽车销量将保持在 15%左右的正常。

根据西方国家上述两行业在有色金属消费构成的比例，我们预测 2010 年西方有色金属消费需求将回升，回升幅度大致在 10%左右。

在需求显著回升的情况下，供给情况受限将使供需情况进一步改善。由于 2008 年底和 2009 年上半年的有色价格暴跌，使得市场对后市预期十分悲观，并且金融危机使得银行惜贷，企业获取资金的能力下降，使得 2009 年新增产能十分有限。根据中国工信部的数据，2009 年中国氧化铝、电解铝、精炼铜、精炼铅及精炼锌年产能或将分别提高 300 万吨、200 万吨、5 万吨、20 万吨及 30 万吨。由于新增产能的建设周期一般在 2 年以上，即使 2010 年有色金属价格上升，致使市场预期好转投资大幅增加，2010 年的新增产能也将受限。

二、定量宽松货币政策退出虽有预期，但总体流动性仍然充裕

09 年岁末，对全球充裕流动性冲击最大的是各国定量宽松货币政策退出的预期。宽松货币政策松动开始发端于澳大利亚，2009 年 10 月 6 日，澳大利亚加息 25 基点，在 G20 中首开紧缩先例。2009 年 11 月 3 日，澳大利亚联邦储备银行宣布将进一步加息 25 个基点，使基准利率升至 3.5%。澳大利亚成为首个在一年内连续两次加息的国家。2009 年 12 月 1 日，澳大利亚宣布加息 25 个基点，将基准利率上调至 3.75%，这是过去 2 个月内澳大利亚第 3 次加息，也是澳大利亚央行史无前例地连续三次在货币政策会议上加息。

随着西欧经济逐步企稳，欧洲央行也开始紧缩流动性，欧洲央行 12 月 3 日议息



会议后虽然宣布将继续维持欧元区利率在 1% 的历史低点不变，但表示将在明年缩减紧急贷款规模。同时暗示欧洲央行 12 个月期再融资招标措施也将于明年收紧，且招标利率不再固定于 1% 的当前该行基准利率。

虽然宽松货币政策退出已成为各国货币政策决策当局的行动选项，但我们认为，2010 年全球流动性总体仍然充裕。

首先，各国的行动不一，澳大利亚央行的行动并不可能成为全球效仿的样板，而很可能成为特殊个案。在澳大利亚宣布加息的同时，日本央行 2 日宣布向短期货币市场注资 1 万亿日圆，为 09 年首次，此举旨在维持宽松金融环境、维护银行风险承受力并防止其收紧放贷。日本此举表明，在美元成为“息差”交易的借贷货币后，日元将再次成为“息差”交易的接待货币。“息差”交易扩大的可能性，将抵消其他经济体的紧缩流动性的努力。

其二，本次货币宽松政策的主要手段是定量宽松，通过做大央行的资产负债表的规模来进行的，如果不对基础货币和货币乘采取双管齐下的措施，很难对充裕流动性产生重大影响。由于全球经济情况不能承受如此严厉的紧缩货币政策，采取同时影响基础货币和货币乘数的政策选项余地十分有限。

通过观察中国的货币乘数和基础货币余额，我们发现，虽然 2008 年央行一直在提高准备金率以影响货币乘数，但由于外汇占款致使基础货币投放量不断增加，经济体系内的货币流通量并没有增加。

表 9：中国货币数据 单位：亿元

时间	货币乘数	基础货币余额
2007-03	4.73	77,000.00
2007-06	4.55	83,000.00
2007-09	4.46	88,000.00
2007-12	3.97	102,000.00
2008-03	4.06	104,000.00
2008-06	3.84	115,000.00
2008-09	3.87	117,000.00
2008-12	3.68	129,000.00
2009-03	4.27	124,000.00
2009-06	4.59	124,000.00
2009-09	4.39	133,000.00

资料来源：中国人民银行

与中国类似，虽然美国由于银行系统超额储备增加降低货币乘数，但是构成基础货币的流通货币和联邦储备系统的储备金也一直保持增长的趋势，综合来看，美国经



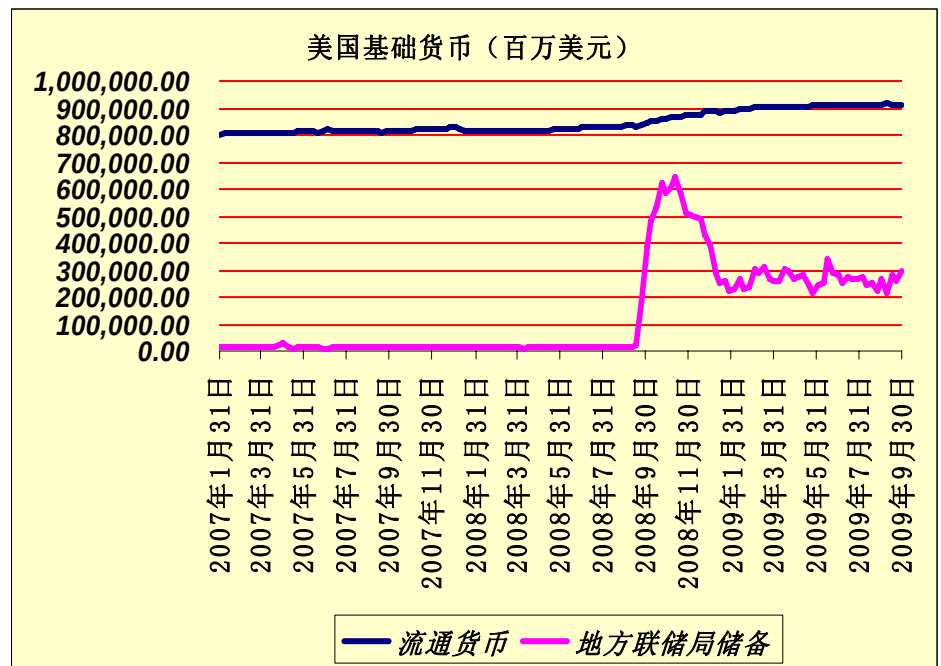
济系统的货币流通量并没有重大降低。

表 10: 美国银行系统储备 单位: 百万美元

时间	总储备	法定储备	超额储备
2008-Nov.	609675	50639	559036
Dec.	820732	53334	767397
2009-Jan.	857422	59189	798233
Feb.	700386	56904	643482
Mar.	779588	54964	724623
Apr.	881019	56652	824367
May	900866	56790	844076
June	809188	57824	751364
July	794987	61991	732996
Aug.	828456	62599	765857
Sep.	922466	62393	860074
Oct.	1056404	61670	994733
Nov. p	1140472	63219	1077254
Dec. 2 p	1183599	64096	1119503

资料来源: 美联储

图 3: 美国基础货币

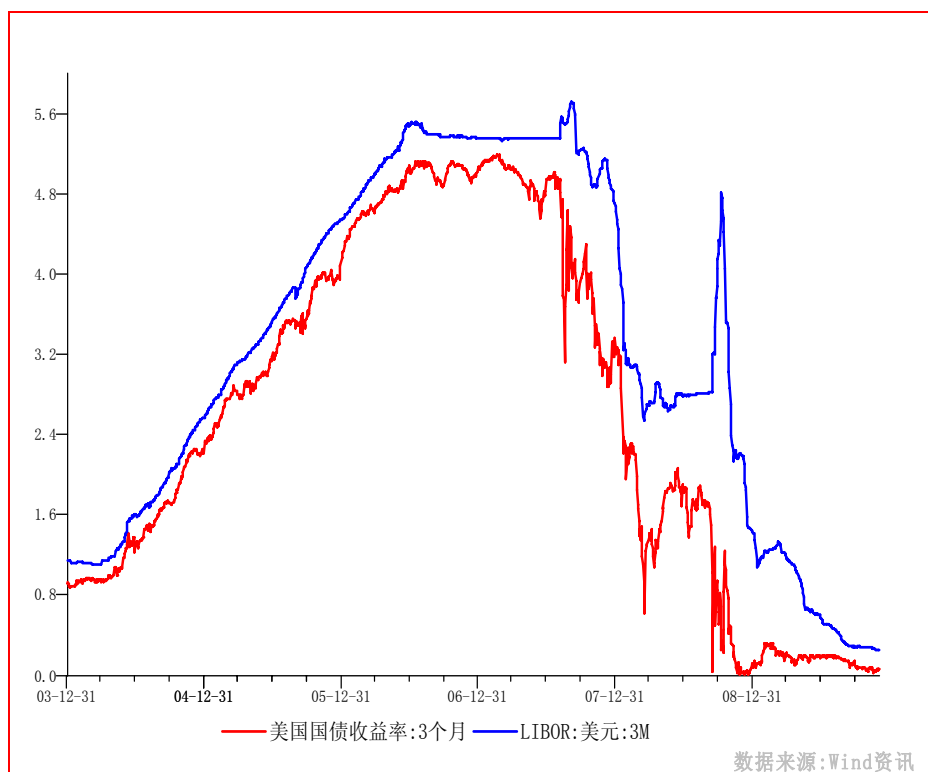


资料来源: WIND 资讯

能够佐证全球流动性充裕的是泰德利差(TEDSpread)重新回归常态, 利差大致在20-30 基点。TED 利差下降, 反映市场认为银行体系风险大幅下降, 银行间借贷成本降低, 也连带降低企业借贷成本水平, 大量流动性会不断充斥市场。同时表明系统性风

险降低的情况下，高收益资产将再次成为资金的配置对象，大宗商品将显著受益。

图 4：泰德利差趋势



资料来源：WIND 资讯

三、成本不断上升但影响幅度有限，有色金属行业业绩有保证

在有色金属行业中，成本构成按照构成项目来看，主要有原材料价格、能源费用以及人工费用和固定资产折旧费用，由于人工费用和固定资产折旧费用相对固定，因此考察有色金属成本，着重分析原材料价格和能源价格的变化。

从有色金属子行业来看，冶炼行业各上市公司原材料有不同的来源方式，大致有自产原材料、从国内采矿企业收购，从国外进口原料。并且原料的定价方式各子行业也有所不同。一般说来，国内收购的精矿大致按最终产品的价格的一定比例定价，如铜大致为 80%，而锌精矿大致为 60%。而国外采购精矿则是按固定加工费定价。由于定价方式的不同，原材料价格上涨对冶炼企业的影响也不尽相同。在三大重点子行业里，由于氧化铝的进口价格主要按照 LME 价格的一定比例进行，我们考察原材料价格重要分析铜锌子行业。

从铜冶炼行业来看，由于国内采购原材料的定价方式为按最终产品价格一定比例定价，因此原材料价格的上涨能够从产品价格上涨得到补偿，并且随着产品价格的上涨，单位加工费收入在成上升趋势。

表 11：2009 年精矿与精炼铜价格

时间	铜精矿价格 (元/金属吨)	1#铜价格 (元/吨)	差价 (元/吨)	比率
1 月 15 日	22,750.00	28,800.00	6050.00	0.21
2 月 15 日	24,450.00	28,925.00	4475.00	0.15
3 月 16 日	24,450.00	30,600.00	6150.00	0.20
4 月 15 日	33,850.00	43,125.00	9275.00	0.22
5 月 15 日	29,050.00	36,725.00	7675.00	0.21
6 月 15 日	31,050.00	39,950.00	8900.00	0.22
7 月 15 日	30,250.00	41,175.00	10925.00	0.27
8 月 17 日	38,450.00	47,900.00	9450.00	0.20
9 月 15 日	36,650.00	48,200.00	11550.00	0.24
10 月 15 日	37,650.00	49,100.00	11450.00	0.23
11 月 15 日	40,650.00	51,700.00	11050.00	0.21
12 月 4 日	43,300.00	55,375.00	12075.00	0.22

资料来源：WIND 资讯

但是，由于我国铜精矿产量相对较小，进口铜精矿数量很大，由于国际铜精矿供应比较紧张，2010 年 TC/RC 已从 2009 年的 75 美元/75 美分预计下降到 45 美元/45 美分。并且没有价格参与条款。值得庆幸的是，铜冶炼最大的副产品的硫酸价格在开始缓慢回升。一般说来，一吨精炼铜可以产生 2 吨硫酸，硫酸价格的回升将有助于部分抵消加工费的下跌。

表 12：2009 年中国精炼铜与国产精矿产量 单位：万吨

	精炼铜产量	铜矿产量
2008-01	26.00	5.70
2008-02	25.80	5.60
2008-03	30.60	7.10
2008-04	32.90	7.70
2008-05	32.40	7.80
2008-06	33.10	8.60
2008-07	33.00	9.50
2008-08	32.00	8.60
2008-09	31.70	9.00
2008-10	29.40	8.50
2008-11	33.00	8.40
2008-12	30.40	7.00
2009-01	28.60	5.70
2009-02	32.00	7.10
2009-03	31.90	8.00
2009-04	33.80	8.30
2009-05	33.20	8.30

2009-06	33.50	9.20
2009-07	33.60	8.30
2009-08	36.50	9.40
2009-09	39.50	9.90
2009-10	39.90	9.70

资料来源：中华商务网

而在锌冶炼行业，由于国内锌价的上涨使得部分高成本的锌矿山也变得有利可图，目前锌矿企业的产量在不断上升，总体来看，国内锌矿自给率在上升。总体来说，锌精矿供应比较宽松，这从国内加工费率一直保持在高位可以得到印证。由于国内精矿的供应量的上升，2009年11月份的锌精矿现货加工费保持在190美元/吨的高位，并且我们认为2010年的加工费下跌的可能性也较小。

表 13：2009 年国内锌精矿与锌价格

时间	锌精矿价格 (元/金属吨)	0#锌价格 (元/吨)	差价 (元/吨)	比率
1月22日	6,200.00	11,000.00	4800.00	0.44
2月23日	5,300.00	10,800.00	5500.00	0.51
3月23日	6,100.00	11,800.00	5700.00	0.48
4月22日	7,700.00	13,200.00	5500.00	0.42
5月22日	7,800.00	13,500.00	5700.00	0.42
6月22日	8,750.00	13,650.00	4900.00	0.36
7月22日	8,550.00	13,925.00	5375.00	0.39
8月22日	9,100.00	14,950.00	5850.00	0.39
9月22日	9,200.00	15,400.00	6200.00	0.40
10月22日	10,150.00	16,250.00	6100.00	0.38
11月22日	10,850.00	17,850.00	7000.00	0.39
12月4日	11,350.00	18,425.00	7075.00	0.38

资料来源：中华商务网

表 14：2009 年中国精炼铜与国产精矿产量 单位：万吨。

	锌产量	锌矿产量
2008-01	29.80	15.60
2008-02	26.80	16.40
2008-03	31.60	21.80
2008-04	31.90	24.90
2008-05	33.90	25.90
2008-06	36.80	34.30
2008-07	33.10	28.20
2008-08	33.30	30.60
2008-09	34.20	30.80
2008-10	36.00	26.70



2008-11	30.40	26.60
2008-12	31.50	30.00
2009-01	23.50	10.96
2009-02	26.50	13.20
2009-03	34.40	21.80
2009-04	33.50	21.00
2009-05	33.60	25.30
2009-06	36.70	31.80
2009-07	37.60	26.70
2009-08	41.50	27.50
2009-09	41.00	31.40
2009-10	40.50	33.90

资料来源：中华商务网

我们再从能源价格来看，2009年11月，发改委上调销售电价2.8分/度，我们根据各子行业的能源耗费消费情况，我们计算2.8分/度电力价格的上涨对成本的影响。我们以“十一五”能耗指标规定的标准，测算出上涨的能源成本如下：

表 15：电价上涨 0.028 元/度对有关产品成本的影响

产品	成本下降(元/吨)
氧化铝	56
电解铝	420
铜冶炼	56
镍冶炼	280
铅冶炼	70
锌冶炼	112
镁冶炼	476

资料来源：南京证券

根据我们煤炭行业研究员的分析，明年煤炭价格仍具有上涨的动力，意味着电力价格有进一步上涨的需要。但是，我们应该看到，目前高耗能企业的直购电试点正在有序推进。根据《国家电监会、国家发展改革委、国家能源局关于完善电力用户与发电企业直接交易试点工作有关问题的通知》的精神，用电大户最高可以获得扣减20%的输配电价优惠，按照目前全国输配电价格大致在0.20元/度计算，优惠幅度可以达到4分钱/度，明年还可以承受1.8分/度的价格上涨。如果根据9月份抚顺铝厂与华能达成的价格计算，从电厂购电价格还可以优惠5分钱/度，还可以承受煤炭价格上涨150元/吨。由于国家直购电的试点政策条件有色金属行业的龙头企业大都符合，因此，目前大中型企业对能源价格的上涨都有一定的安全边际。

综合上面的分析，我们认为原材料和能源价格的上涨，虽然给有色金属行业造成

一定的压力，但影响程度还在企业的可承受范围内。成本上升对业绩的侵蚀程度还比较轻微。

四、不同角度比较，有色金属类上市公司有一定估值压力

2008 年底以来，在充裕流动性的支持下，抵御通货膨胀的避险预期推动了有色金属价格的上涨，在股市提前反映经济预期的作用下，A 股市场上有色金属行业指数突飞猛进，全年劲涨 170%左右的幅度，超越大盘 80%左右。

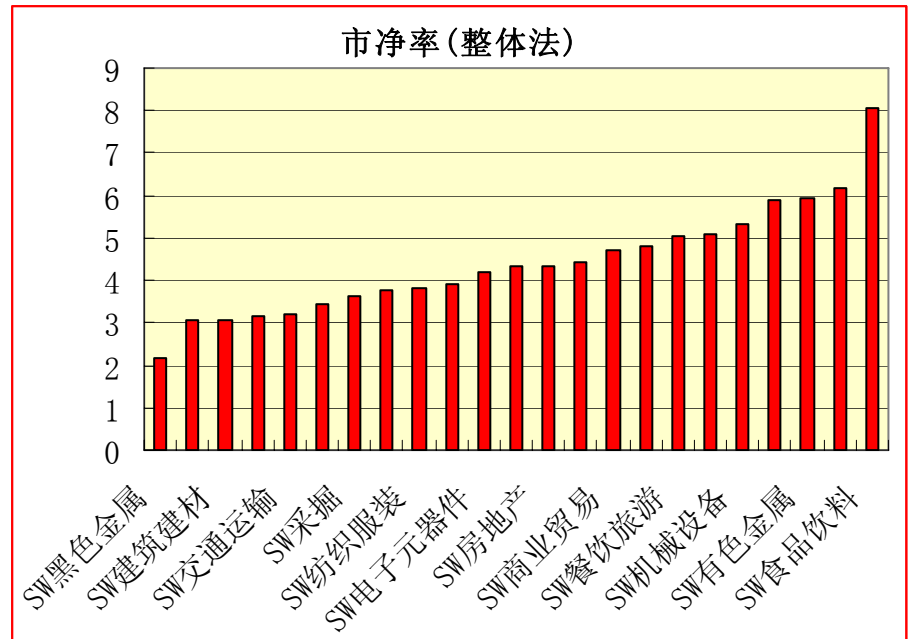
图 5：有色金属行业指数表现



资料来源：WIND 资讯

由于全年上涨幅度巨大，有色金属类行业估值水平提高很快。从 23 个一级行业的比较来看，截止到 2009 年 12 月 4 日，行业整体市净率水平为 5.94 倍（数据取 12 月 5 日的数据），仅次于医药生物和食品饮料。而 2008 年的市净率水平在 23 个一级行业为第 6 低的水平。

图 6：各行业市净率比较



资料来源：WIND 资讯

根据经验数字，作为周期性行业的有色金属行业平均估值水平与整体市场估值水平的比例关系在 0.6-0.7 倍左右，截止到 12 月 4 日，A 股整体市净率为 3.52 倍，目前二者的比例关系为 1.69 倍，远超在合理范围上限之上。

考虑 A 股市场上有色金属行业整体市净率合理水平在 2-5 倍，另外主要在中国从事业务的在香港市场上市的有色金属类公司的市净率水平目前算术平均数在 2.75 倍（考虑 A-H 股一直存在的价差），目前行业整体市净率 5.94 倍，稍微超出合理水平上限。

综合考虑与 A 股市场其他行业的比值关系、历史平均估值水平以及其他市场同类企业的估值水平，我们认为目前有色金属类上市公司存在一定的估值压力。

表 16：境外有色金属类上市公司估值

证券代码	证券简称	市净率(PB)
0098. HK	兴发铝业	0.95
1208. HK	五矿资源	0.77
1333. HK	中国忠旺	10.99
2600. HK	中国铝业	1.95
8253. HK	天元铝业	1.83
0263. HK	中国云锡矿业	1.02
0340. HK	中国矿业	1.43
0353. HK	森源钛矿控股	1.49
0358. HK	江西铜业股份	2.61
0433. HK	北方矿业	3.12
0575. HK	励晶太平洋	0.53

0629. HK	悦达矿业	0.74
0689. HK	长盈集团(控股)	1.59
0705. HK	南亚矿业	6.41
0761. HK	百营环球资源	0.44
0769. HK	中国稀土	1.10
0773. HK	中国金属再生资源	10.43
2626. HK	湖南有色金属公司	2.21
3833. HK	新疆新鑫矿业	1.66
3993. HK	洛阳钼业	2.50
8071. HK	中国金属资源	0.40
8173. HK	寰亚矿业	0.11
1818. HK	招金矿业	5.25
1862. HK	澳华黄金	4.10
2899. HK	紫金矿业	6.95
3330. HK	灵宝黄金	1.27
0661. HK	中国大冶有色金属	4.78
8299. HK	大唐潼金	0.45
加权平均		5.67
算术平均		2.75
中位数		1.63

资料来源：WIND 资讯

五、2010年有色金属行业投资策略

2010 年有色金属行业投资策略，业绩快速增长预期与现实估值压力的权衡比较将一直是投资者的困惑。我们认为，由于全球流动性充裕的局面短期内难以改变，逐利动机和风险偏好的上升将可能使资产泡沫在一定时期内长期存在，寄望股票价格大幅下跌从而实现估值回归具有一定的难度，因此估值高企将是一段时间内投资者不得不接受的现实。因此，高估值压力只能通过企业业绩的高速增长来化解，业绩高速增长的确性将是投资安全的重要砝码，寻找高确定性的业绩增长品种将是 2010 年有色金属行业投资策略的重中之重。

我们认为，有色金属行业作为一个高成熟度的行业，产品同质性强，也就是说企业很难通过产品差异性来获得定价优势。企业效益的高低，取决于整个经济系统对产品的需求力度以及产品的供给弹性，以及企业的成本控制能力。

经济系统对企业产品的需求力度与产品的供给弹性将决定产品的价格与企业的产能利用程度，而社会对产品的需求强度取决于经济周期的阶段，根据我们前面的分析，我们认为全球经济2010年将处在加速复苏的阶段，在此阶段中，价格相对较低的



金属需求弹性将更大。

在另一方面，价格高低还取决于供给弹性，只有供给弹性小的产品，在市场需求的高涨情况下，才能顺利实现产品价格的提价。因此产能扩张较慢，行业集中度高的行业，可以通过实质性的控制产量和经济复苏带来的基本面转好中率先受益

作为企业业绩另一影响因素，成本的高低变化将是我们着重考虑的因素，我们认为精矿自给率高、行业集中度高导致的高议价能力、产业链完整将决定于企业的成本控制能力，我们比较看好中国具有优势的小金属品种。

我们通过利润流转、供求平衡、行业集中度、调整时间、定价方式、进入壁垒等6个方面对主要有色金属品种进行综合评价，我们认为锌、中国具有战略优势的小金属、铜、黄金的投资价值相对突出，值得我们重点跟踪。

表17：重点关注的上市公司概况

证券代码	证券简称	09EPS(元)	2010EPS(元)	09PE(倍)	2010PE(倍)
000060	中金岭南	0.38	0.80	73.95	35.13
000612	焦作万方	0.47	0.97	53.40	25.88
600362	江西铜业	0.87	1.28	49.63	33.73
600547	山东黄金	1.28	1.73	67.97	50.29
601958	金钼股份	0.25	0.52	85.28	41.00
000960	锡业股份	0.29	0.58	103.45	51.72

注：PE计算取2009年12月4日收盘价

资料来源：WIND资讯、南京证券



南京证券行业投资评级标准:

-----以推荐日收盘价为基准:

推 荐: 六个月内预计涨幅强于大市;
中 性: 六个月内预计涨幅同步于大市;
回 避: 六个月内预计涨幅弱于大市

南京证券上市公司投资评级标准:

-----以推荐日收盘价为基准:

强烈推荐: 六个月内预计涨幅大于 30%;
推 荐: 六个月内预计涨幅为 10%-30%之间;
中 性: 六个月内预计涨幅为-10%-10%之间;
回 避: 六个月内预计涨幅为-10%及以下