

迎接消费的复苏

---- 2010 年有色金属行业投资策略

报告关键点：

- 2010年消费增速有望回到历史平均水平之上；
- 给予行业“同步大市-A”投资评级；
- 关注铝、铅锌和黄金行业的投资机会。

报告摘要：

- 随着全球金融体系逐步解冻和投资者信心的恢复，今年以来有色金属价格大幅回升；与低点时相比，涨幅普遍已超过一倍。我们预计，2009年国内行业盈利有望实现正增长，2010年的增速将进一步上升至150%。
- 近期中国经济的复苏趋势良好，并正迎来新一轮加速。西方消费也开始走出低谷，从而带来消费的上升。我们预计，2010年全球主要有色金属消费增速有望回到2007年的水平。因此，供需过剩的状况将会明显改善。有色金属价格有望进一步走高。
- 目前，A股有色金属板块的估值暗含着2010年相关商品价格继续上升20~30%的预期，尤其是铜板块。综合流动性和估值等因素，我们预计2010年有色金属板块大幅跑赢指数的可能性较小，更多的将是提供交易性投资机会。我们给予行业“同步大市-A”的投资评级。
- 由于供需基本面持续改善，加上库存水平较低，铜、铅、锌具有较好的投资吸引力。铅锌行业由于供需基本面较好，加上可选品种较多，是我们重点看好的子行业。推荐中金岭南、驰宏锌锗和西部矿业。
- 综合考察开工率、企业盈利、需求恢复的速度等指标，我们认为铝价面临进一步上涨。由于对铝价的敏感性较高，板块的投资机会值得关注。推荐神火股份、中孚实业、焦作万方、云铝股份和南山铝业。
- 在美元贬值和避险需求的共同作用下，黄金牛市有望持续。推荐紫金矿业。
- 主要风险：1) 全球尤其是工业化国家的经济复苏缓慢，有色金属消费增速继续低于历史平均水平；2) 能源、人工等成本大幅上升，加上企业套保比例的提高，可能会使得行业盈利增速低于预期。

有色金属 同步大市-A

上次评级

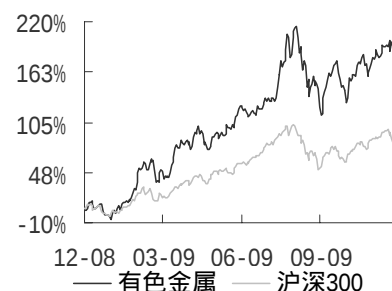
同步大市-A

报告日期

2009-12-16

首选股票	目标价	评级
000933 神火股份	45.0	买入-A
601899 紫金矿业	13.42	买入-A
600595 中孚实业	33.0	增持-A
000612 焦作万方	30.6	增持-A
000807 云铝股份	16.9	增持-A
600219 南山铝业	18.7	增持-A
000060 中金岭南	28.5	增持-A
600497 驰宏锌锗	35.0	增持-A
601168 西部矿业	20.5	增持-A

12 个月行业表现



研究员

衡昆

021-68766182

章小韩

021-68765163

首席行业分析师

hengkun@essence.com.cn

助理行业分析师

zhangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

电价上调，有望推动铝价上涨

2009-11-20

有色金属行业 3 季度业绩前瞻

2009-10-19

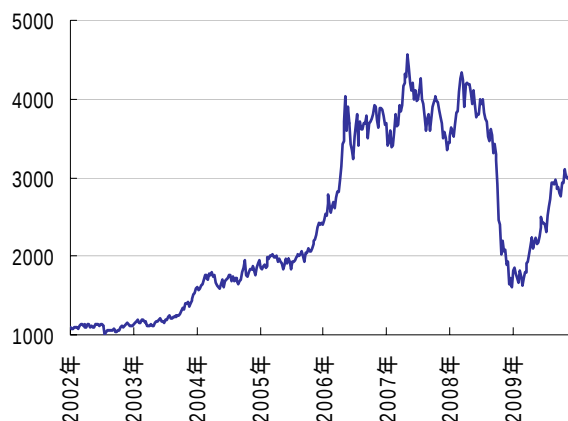
行业分析：氧化铝价格面临补涨

2009-08-03

1. 企业盈利持续改善

随着全球金融体系的逐步解冻和投资者对经济的信心逐步恢复,今年来有色金属价格普遍上涨。至 11 月底,铜和铅各以 115.7%和 109.6%的涨幅居前。另外,黄金价格则持续创出新高,并已站在 1,200 美元/盎司的上方。今年来,美元指数下跌了 9.1%。

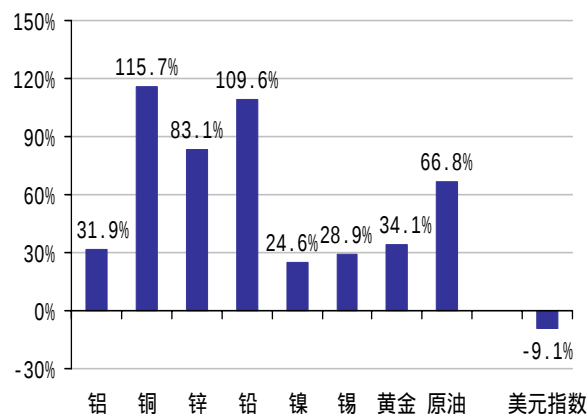
图 1：LME 基本金属价格指数



数据来源：Bloomberg

注：数据截止时间 2009 年 11 月 30 日

图 2：主要大宗商品价格变化(2009 ~)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

目前，主要有色金属品种中，只有铝价仍在历史平均水平附近，仅比过去 15 年平均价格高 15.7%；而其它品种的价格均大幅高于历史均价。与历史高点相比，当前铜价仅有 22.4%的距离。

表 1：主要有色金属价格水平

(单位：美元/吨)

	铝	铜	锌	铅	镍	锡
当前价格(2009 年 11 月 30 日)	2,029	6,903	2,293	2,316	16,335	15,183
过去 15 年平均价格(1994 ~ 2008)	1,753	3,144	1,395	889	12,107	7,390
历史最高价	3,271	8,900	4,603	3,989	54,050	25,331
历史高点时间	Jul-08	Jul-08	Nov-06	Oct-07	May-07	May-08
目前价格/历史平均价格	115.7%	219.5%	164.3%	260.6%	134.9%	205.4%
目前价格/历史高点	62.0%	77.6%	49.8%	58.1%	30.2%	59.9%

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

从边际成本的角度观察,全球几乎所有的铜矿和锌矿生产商均可盈利;约 90%以上的镍矿生产商也处于盈利状态。同时,随着消费的复苏以及价格上涨,全球电解铝行业的开工率也持续上升。目前,西方铝厂开工率已上升至 80%,国内铝厂的开工率则已超过 90%。

表 2：主要有色金属价格 vs 边际现金成本

(单位：美元/吨)

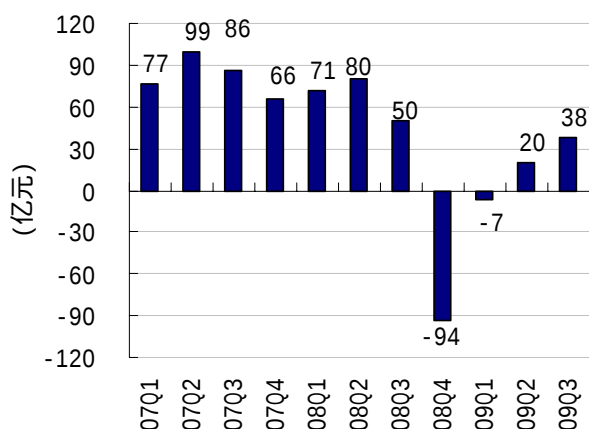
	铜	铝	锌	镍
当前价格(11 月 30 日)	6,903	2,029	2,293	16,335
去年 10 月份以来价格曾触及：	2,801	1,252	1,047	8,934
边际现金成本(2009E)：				
90%以下	3,325	1,720	1,380	13,200
75%以下	2,000	1,460	1,100	9,500
50%以下	1,320	1,150	900	5,000

数据来源：Brook Hunt，安信证券研究中心

在经历了 2008 年 4 季度的全行业亏损后，今年来国内有色金属行业经营状况持续好转。根据我们重点统计的 25 家 A 股有色金属上市公司，2009 年第 1 季度共实现净利润 38.0 亿元。我们预计，第 4 季度这 25 家企业有望合计实现净利润 62.4 亿元。

随着全球经济逐步走出低谷以及价格继续回升，我们预计 2009 年这 25 家企业的合计净利润将比 2008 年上升 5.0%；2010 年将继续比 2009 年增长 149.9%。

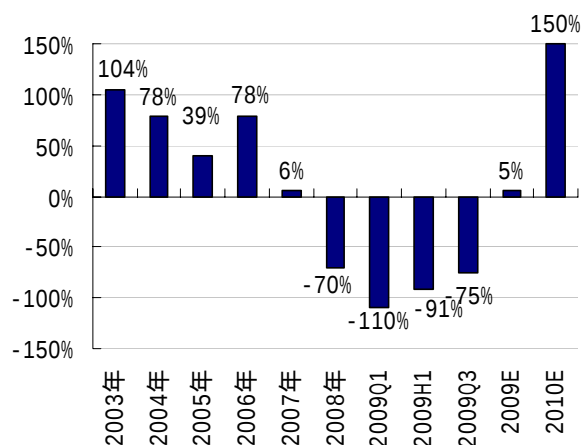
图 3：有色金属上市公司分季度净利润



数据来源：Wind 资讯

注：统计了安信重点覆盖的 25 家有色金属 A 股上市公司。

图 4：有色金属上市公司净利润预测



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

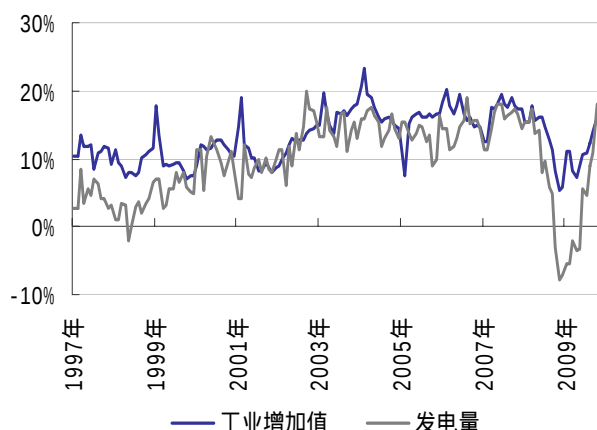
2. 迎接消费的进一步复苏

2.1. 中国经济的复苏趋势良好

近期公布的经济数据表明，中国经济仍保持着良好的增长势头。10 月份，工业增加值同比增长 16.1%，发电量增速达 18.0%，均已回到了 2008 年 1 季度时的水平。

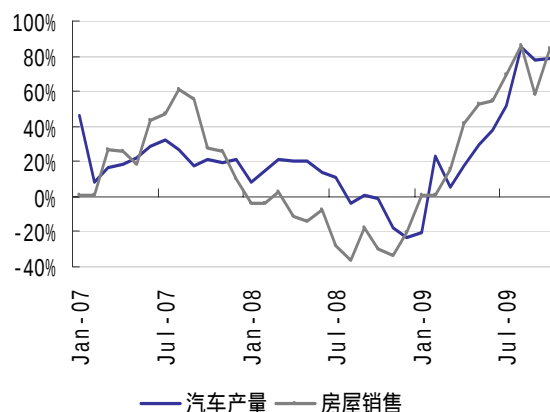
同时，与有色金属消费密切相关的汽车和房地产行业也都呈现加速的态势。10 月份，国内汽车总产量 125.8 万辆，同比增加 78.5%。前 10 月产量 1,085 万辆，同比增加 35.4%。汽车和房地产是有色金属中铝、铅、锌和镍等的重要消费领域。

图 5：中国工业增加值 vs 发电量增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6：中国汽车产量 vs 房屋销售增速

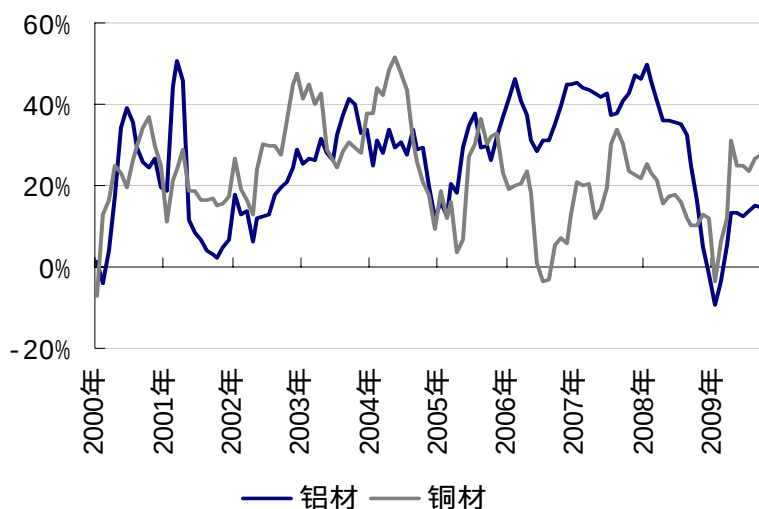


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

下游加工产品的变化也反映了这种趋势。10 月份，国内铝材和铜材产量同比分别增加 27.4%和 34.5%，继续呈现出加速的态势。前 10 个月累计，国内铝材和铜材产量同比分别增加 13.1%和 21.9%。

图 7：中国铝材和铜材产量增速(3 个月移动平均)

下游铝材和铜材产量均呈加速上升的态势。



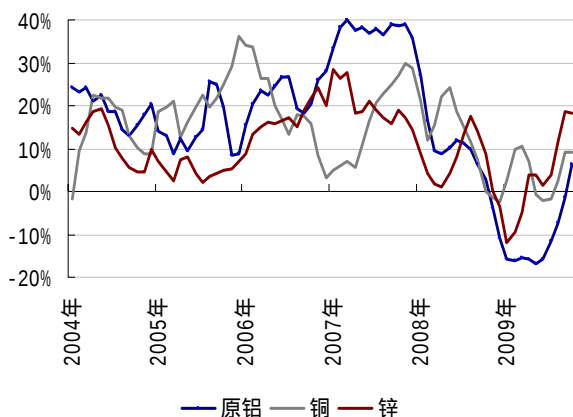
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2.2. 但中国消费的边际贡献有所减弱

随着价格走出低谷，下半年以来国内有色金属冶炼产量大幅增加。其中，精铜和精锌月度产量更是连续创出历史新高。9、10 月份，主要有色金属品种中，只有精铅产量受国内“血铅事件”的影响增速有所放缓。

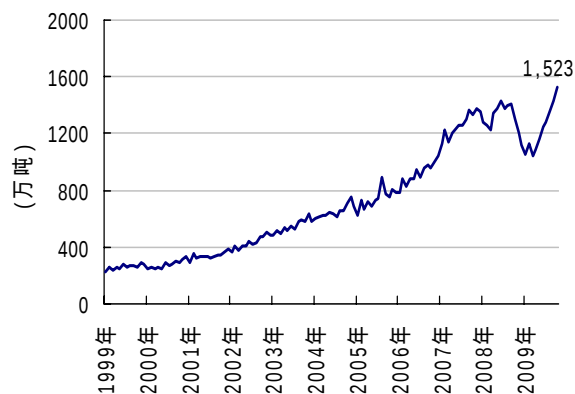
同时，随着产能重启，国内电解铝产量也稳步上升。10 月份，铝年化产量已达 1,523 万吨，创出历史新高；比 9 月份的年化值上升 6.2%。

图 8：中国主要有色金属冶炼产品产量变化



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

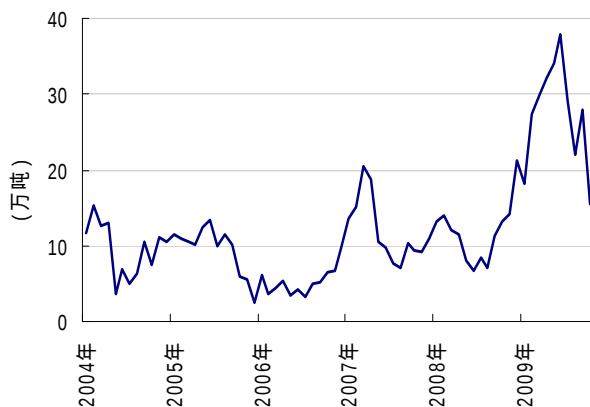
图 9：中国电解铝年化产量



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

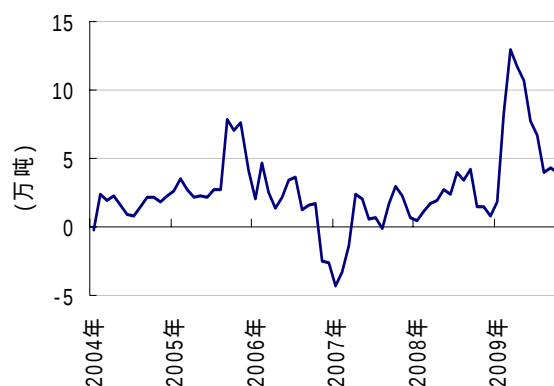
而在经历了上半年的进口量大幅飙升后，下半年以来有色金属冶炼产品进口均明显下降。至 10 月份，进口量普遍已仅为上半年峰值时的三分之一或更低。例如，10 月份中国精铜及其合金净进口量仅 15.5 万吨，比 6 月份 37.8 万吨的峰值减少 58.9%。

图 10：中国精铜净进口量



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 11：中国精锌净进口量

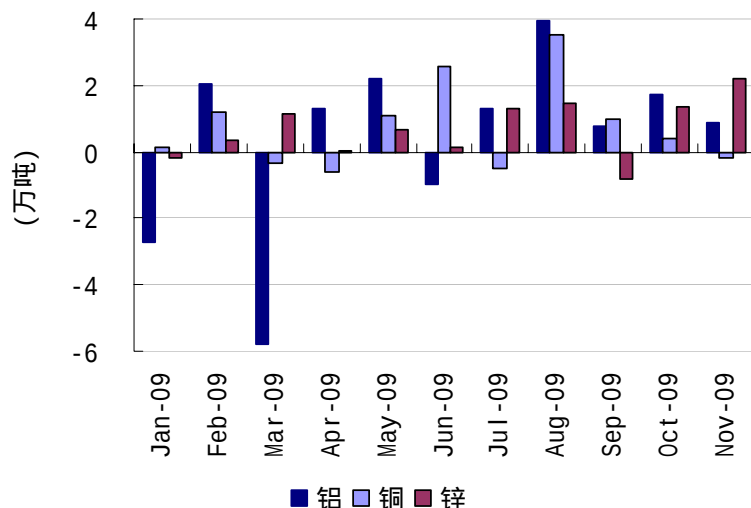


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

另一方面，下半年以来国内有色金属库存却呈增加之势。现货商也普遍反映，由于国内供应充分，现货与期货价格存在明显贴水。同时，国内外期货价格的比价关系也持续走弱，这也不利于进口。以上证据均表明，下半年国内市场出现了一定程度的供需过剩。

图 12：上海期交所库存月度变化

下半年以来，国内交易所库存持续增加。



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：数据截止日期 2009 年 11 月 30 日

在考虑了进出口贸易和以及交易所库存变化等因素后，今年前 10 月国内精铜和精镍表观消费同比分别增长 43.9%和 66.8%。这大大高于同期国内下游行业的消费变化。扣除年初国储收购 23.5 万吨铜储备的因素，我们预计目前国内精铜库存约 100 万吨，精镍库存约 12 万吨。

表 3：国内主要有色金属品种产量及表观消费量

(单位：万吨)

	产量				表观消费量			
	2008 年	变化	2009 年前 10 月	变化	2008 年	变化	2009 年前 10 月	变化
原铝	1,313	4.2%	1,031	-7.9%	1,302	4.3%	1,163	4.7%
氧化铝	2,260	17.1%	1,897	-1.9%	2,719	11.3%	2,348	1.6%
精铜	378	9.2%	337	7.2%	515	6.5%	598	43.9%
精锌	389	4.8%	349	6.6%	395	5.7%	368	11.2%
精铅	314	14.1%	296	16.7%	315	24.6%	313	23.2%
精镍	12.6	10.0%	13.2	26.0%	23.8	17.1%	33.4	66.8%
精锡	12.7	-13.0%	11.0	3.0%	13.7	-1.1%	12.8	11.2%

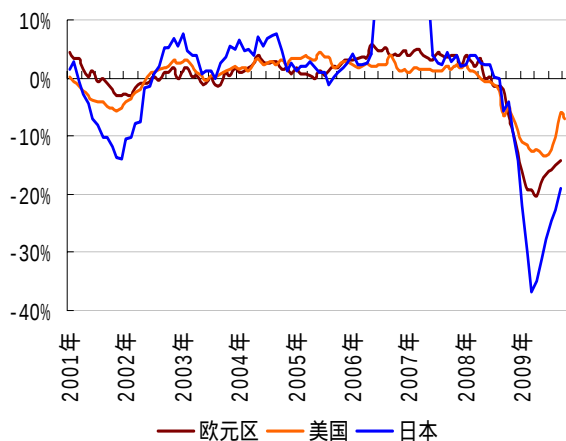
数据来源：CEIC，中国海关，安信证券研究中心

注：表观消费量根据产量加上同期的净进口量得出；其中原铝、精铜和精锌消费还考虑了交易所库存变化的因素。

2.3. 西方消费开始走出低谷

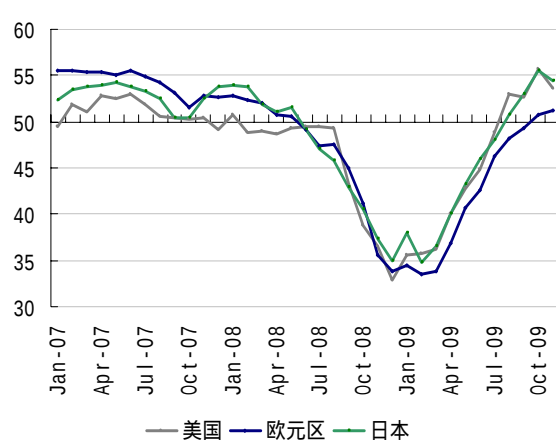
下半年以来，西方经济则出现明显的复苏迹象。包括欧元区、美国、日本等在内的西方主要经济体工业生产普遍反弹，虽然同比下降的趋势尚未逆转。同时，西方主要经济体采购经理人指数（PMI）也持续回升，并且均从 10 月份开始超过 50 的临界点。

图 13：西方主要工业体工业生产开始恢复



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

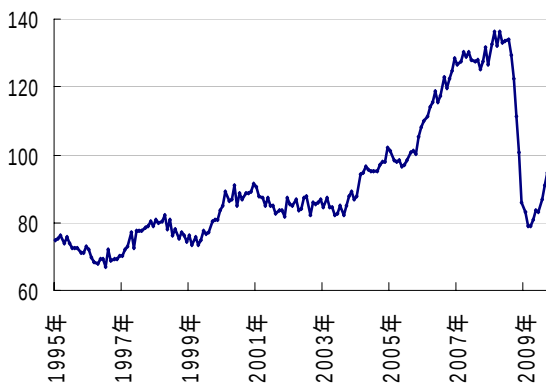
图 14：西方国家的 PMI 明显回升



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

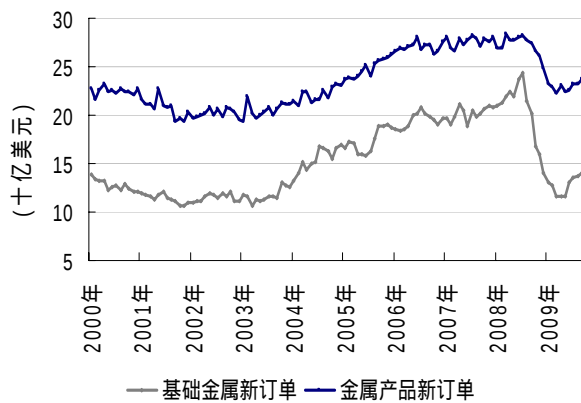
考察基本金属和金属制品的新订单数据也可以发现，欧盟从 4 月份、美国从 6 月份以来新订单量开始出现反弹，显示西方经济体的有色金属消费正缓慢走出低谷。

图 15：欧元区基本金属及金属制品新订单指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 16：美国基础金属及金属产品新订单变化



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

随着中国经济继续复苏以及西方经济走出低谷，2010 年全球有色金属消费有望保持较快增长。考虑到 2009 年全球主要有色金属消费均为负增长，基数较低。我们预计，2010 年的消费增速有望回到 2007 年时的水平。

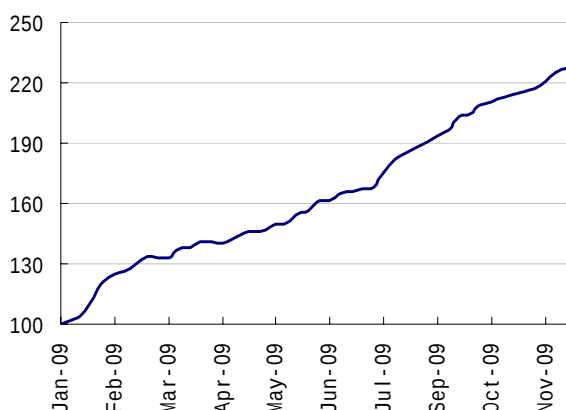
3. 铜、铅、锌具有较好的基本面

3.1. 铜、铅、锌库存仍在历史平均附近

虽然消费有所复苏，但近年来有色金属的交易所库存仍在继续增加。至 11 月底，六种基本金属的加权库存水平比年初时上升 127.3%。其中，近年来上升较快的品种为锡（增加 245.2%）、铅（增加 204.0%）和锌（增加 94.4%）。

但我们注意到，过去 3 个月来，主要交易所的铝和锌库存已基本不再上升。伦敦、上海和纽约期交所铝库存之和基本稳定在 480 万吨；伦敦和上海期交所锌库存之和则基本稳定在 55 万吨附近。

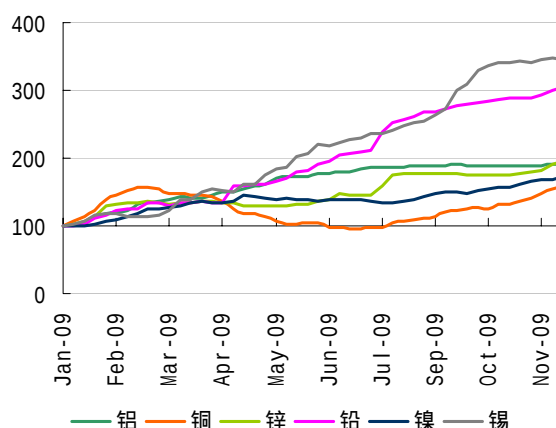
图 17：六种基本金属交易所库存变化(加权)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：2009 年 1 月 1 日为 100；数据截止时间 2009 年 11 月 30 日

图 18：六种基本金属交易所库存变化



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

同时，目前铅、锌和铜的交易所库存均仅略高于历史平均水平，表明行业过剩的幅度较为有限。另一方面，镍库存为历史平均水平的 3.4 倍，并且是历史高点的 90.8%。而铝库存则持续创出历史新高，库存为历史平均水平的 4.2 倍。

表 4：全球期货交易所库存变化

（单位：万吨）

	铝	铜	锌	铅	镍	锡
当前库存(2009 年 11 月 30 日)	487.1	61.9	57.9	13.8	13.7	2.7
过去 15 年平均库存(1994 ~ 2009)	115.6	47.6	43.9	11.3	4.1	1.4
15 年来最高库存	487.1	133.0	123.9	37.3	15.1	3.9
最高库存时间	Nov-09	Jan-03	Oct-94	Oct-94	Nov-94	Aug-02
目前库存/历史平均库存	421.2%	130.2%	132.1%	121.7%	338.9%	195.3%
目前库存/历史高点	100.0%	46.6%	37.0%	46.7%	90.8%	67.9%

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

3.2. CRU 预测：铜、铅的供需过剩最小

根据英国商品研究机构（CRU）的最新预测，至 2010 年所有基本金属仍将面临一定供需过剩。表明未来库存仍面临进一步上升的可能。

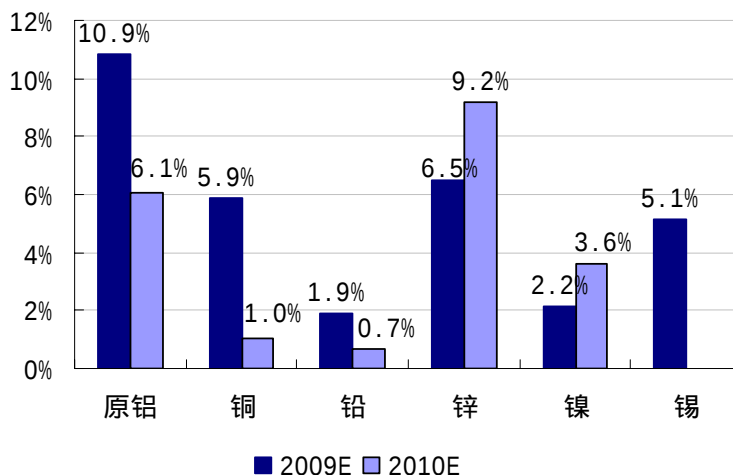
表 5：全球主要有色金属供需平衡表 （单位：万吨）

	2007 年	2008 年	2009E	2010E
原铝				
供应	3,812	4,013	3,746	3,904
变化	12.4%	5.3%	-6.7%	4.2%
需求	3,798	3,742	3,379	3,680
变化	10.1%	-1.5%	-9.7%	8.9%
供需平衡	14	271	367	223
精铜				
供应	1,795	1,810	1,740	1,763
变化	4.1%	0.9%	-3.9%	1.4%
需求	1,803	1,772	1,643	1,745
变化	3.8%	-1.7%	-7.3%	6.3%
供需平衡	-8	38	97	18
精铅				
供应	813	864	857	904
变化	2.5%	6.2%	-0.8%	5.5%
需求	821	854	821	890
变化	1.4%	4.0%	-3.8%	8.3%
供需平衡	-7	10	36	14
精锌				
供应	1,140	1,167	1,112	1,238
变化	7.3%	2.3%	-4.7%	11.3%
需求	1,126	1,119	1,020	1,143
变化	2.0%	-0.7%	-8.8%	12.0%
供需平衡	14	48	66	105
镍				
供应	143	138	130	140
变化	6.4%	-3.5%	-6.2%	8.1%
需求	134	127	127	135
变化	-4.6%	-4.9%	-0.6%	6.6%
供需平衡	9	11	3	5
锡				
供应	34.5	32.2	32.1	n/a
变化	-2.7%	-6.8%	-0.3%	
需求	35.6	33.8	30.5	n/a
变化	-1.7%	-5.0%	-9.8%	
供需平衡	-0.3	-1.3	1.6	n/a

数据来源：CRU，安信证券研究中心

但从供需过剩的幅度来看，2010 年铜和铅的供需过剩最小。例如，CRU 预测 2010 年全球精铜供应和消费将分别增长 1.4%和 6.3%，供需过剩为 18 万吨。但过剩量仅占当年全球消费总量的 1.0%，过剩幅度较为有限。

图 19：主要有色金属供需过剩占当年消费比例



根据 CRU 的预测，2010 年铜和铅的供需过剩最小。

数据来源：CRU，安信证券研究中心

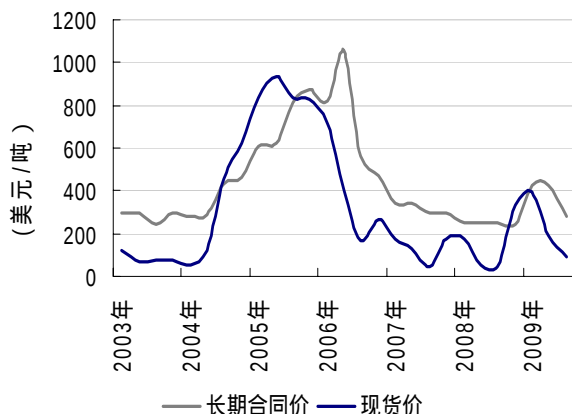
3.3. 铜、铅加工费持续走低

今年 2 季度以来，由于铜精矿短缺和冶炼产能过剩，现货铜精矿加工费持续走低。至 10 月份，现货加工费已跌落至仅 3 美元/0.3 美分，为历史新低。明年的加工费谈判已于 11 月中旬开始，首先在 BHP Billiton 及 Freeport 和中国及日本的冶炼商之间进行。但我们了解到，谈判中分歧很大，可能会至年底才会有结果。

CRU 认为，硫酸价格、铜价以及汇率等将是影响明年加工费水平的重要因素，同时国际上一些意外事件可能也将对此有重大影响(如去年 Sterlite 由于不可抗力使加工费提升)。

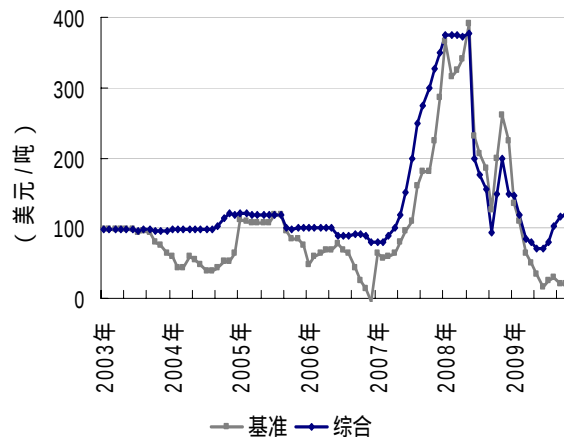
目前，市场普遍预计，明年长期合同加工费将会低于今年中期合同时的 50 美元/5.0 美分，即比 2009 年的 75 美元/7.5 美分下降 33.3%。在这一加工费下，铜冶炼厂将面临亏损。

图 20：铜精矿加工费走势



数据来源：CRU，安信证券研究中心

图 21：铅精矿加工费走势



数据来源：CRU，安信证券研究中心

与铜精矿相类似，虽然经历了铅冶炼行业的减产，但现货铅精矿加工费(TCs)继续保持在 20 美元/吨附近，仍处于历史低点。有迹象表明，2010 年的铅冶炼加工费谈判结果也不容乐观。在这一加工费下，铅冶炼企业也面临亏损。但与铜冶炼行业不同的是，由于有价格分享条款，铅冶炼的综合加工费仍在走高，冶炼企业尚有盈利。

3.4. 有色金属品种的吸引力排序：铜、铅、锌居前

综合以上分析，我们得出了主要有色金属的投资排序（见下表）。

表 6：主要有色金属投资吸引力排序（未来一年）

主要指标	铝	铜	锌	铅	镍
当前价格(11 月 30 日，美元/吨)	2,029	6,903	2,293	2,321	16,335
目前价格/历史平均价格	115.7%	219.5%	164.3%	260.6%	134.9%
目前价格/历史高点	62.0%	77.6%	49.8%	58.1%	30.2%
全球消费变化(2009 年前 9 月)	-17.4%	-11.4%	-14.2%	-4.1%	-8.0%
中国消费占比(2009 年上半年)	35.5%	39.3%	40.3%	40.5%	35.5%
中国是否是净进口国(精炼产品;2008 年)	否	是	否	否	是
全球闲置产能占比(2009 年 9 月)	20.0%	5.0%	10.0%	10.0%	20.0%
全部库存(可供全球消费天数)	107	24	51	30	105
闲置产能重新启动风险	高	低	中	中	高
交易所库存变化(至 11 月底，万吨)	227.6	23.9	28.0	9.3	5.9
第九个十分位现金成本(C1)支撑位(美元/吨)	1,720	3,325	1,280	985	13,200
排 序	4	1	3	2	5

数据来源：CRU，Bloomberg，有色金属工业协会，安信证券研究中心

我们预计，随着西方经济逐步走出低谷，有色金属消费也将会继续复苏，价格有望进一步走高。而流动性过剩和通货膨胀预期等因素也将会对大宗商品价格的走势形成支持。

表 7：主要有色金属价格及其预测

	单位	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
国内(含税价)							
铝	元/吨	20,284	19,448	17,025	13,860	16,000	16,500
铜	元/吨	62,157	61,998	54,777	41,000	57,500	60,000
铅	元/吨	12,145	20,000	16,977	13,500	16,800	17,600
锌	元/吨	28,655	27,890	15,300	13,250	18,500	20,000
镍	元/吨	225,000	327,883	174,332	116,000	140,000	145,000
锡	元/吨	81,836	121,812	143,269	110,000	130,000	140,000
黄金	元/克	155.0	170.5	195.5	211.0	247.7	250.8
白银	元/公斤	3,476	3,587	3,357	3,236	3,447	3,135
氧化铝(国产)	元/吨	4,450	3,495	3,300	2,350	2,800	2,800
氧化铝(进口)	元/吨	4,650	3,600	3,300	2,350	2,800	2,800
国际							
铝	美元/吨	2,570	2,640	2,576	1,620	2,200	2,300
铜	美元/吨	6,740	7,112	6,959	5,200	7,200	7,600
铅	美元/吨	1,286	2,585	2,088	1,690	2,350	2,500
锌	美元/吨	3,264	3,273	1,880	1,590	2,400	2,650
镍	美元/吨	24,155	37,205	21,058	14,900	17,500	18,500
锡	美元/吨	8,737	14,472	18,455	13,500	16,000	16,500
黄金	美元/盎司	605	695	872	965	1,150	1,200
白银	美元/盎司	11.6	13.4	15.0	14.8	16.0	15.0

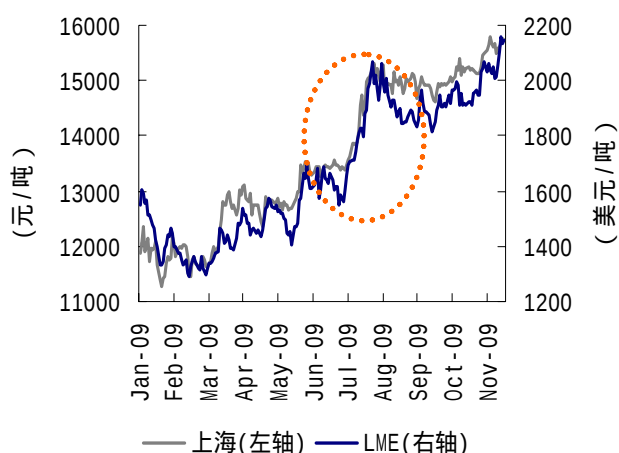
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心预测

4. 电解铝：需求加速带来交易性投资机会

4.1. 铝价的上涨晚于其它品种

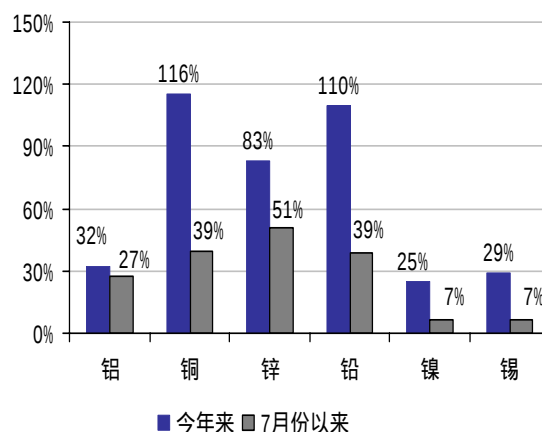
由于库存水平较高并持续上升，今年来铝价的上涨晚于其它基本金属。但从7月中旬开始，铝价出现补涨。至11月底，国内3月期铝价已达15,570元/吨，比7月初上升17.2%。同期，伦敦3月期铝价的涨幅更是达27.1%。

图 22：上海和伦敦交易所 3 月期铝价走势



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

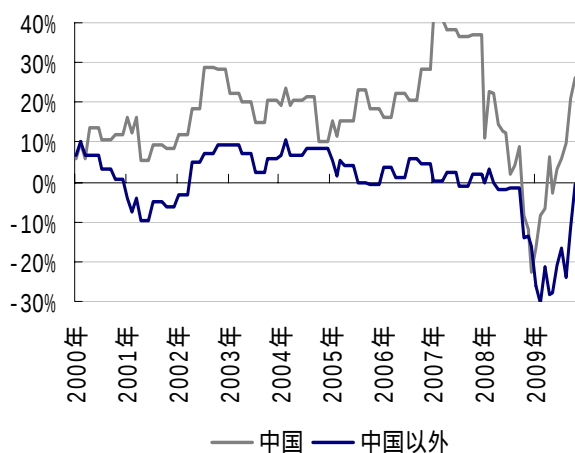
图 23：主要基本金属涨幅（伦敦期交所现货月价格）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

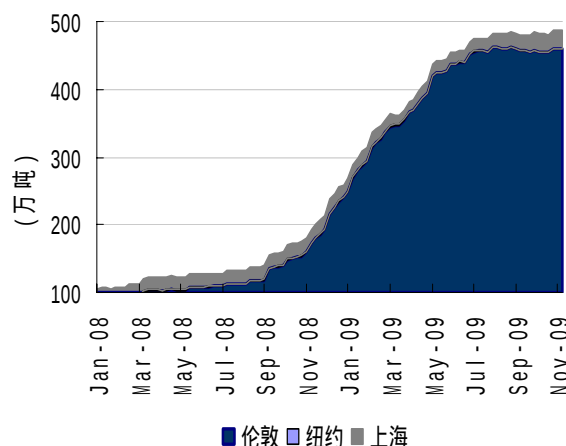
CRU 的数据表明，中国铝消费从7月份开始加速；同期，全球其它地区的铝消费也开始走出低谷。同时，7月份以来全球主要交易所库存也不再大幅上升，并基本保持稳定。表明全球铝供需过剩的状况正大为改观。

图 24：中国及其它地区原铝消费变化



数据来源：CRU，安信证券研究中心

图 25：全球期交所铝库存已保持稳定



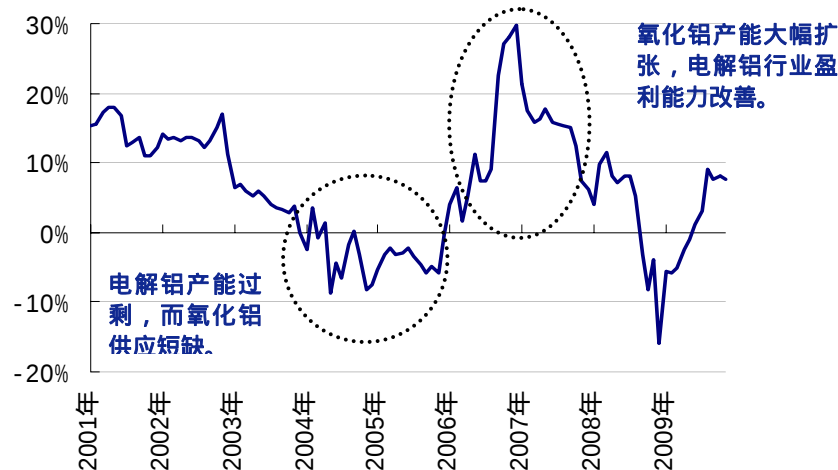
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

4.2. 产能利用率稳步上升

目前，电解铝行业盈利已回到历史平均水平。但仍低于 2001~2003 年（全球消费复苏）和 2006 年~2007 年（成本改善）期间。

图 26：国内电解铝行业的平均税前利润率

电解铝行业的盈利仅在历史平均水平，因此铝价应有较好的支撑。

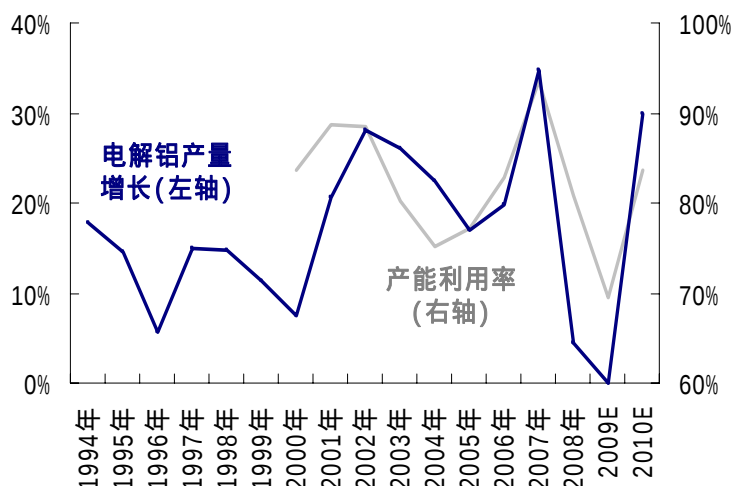


数据来源：中国铝业公司，安信证券研究中心预测

同时，电解铝行业的产能利用率稳步上升。根据我们的了解，目前国内铝厂产能利用率已超过 90%；国外铝厂产能利用率也在 80% 以上。即使考虑产能扩张的因素，我们预计 2010 年国内电解铝行业的平均产能利用率也将接近 84% 的较高水平。考虑到新建产能的投产仍需一定时间，这使得铝价具备了进一步上涨的可能。

图 27：国内电解铝产量 vs 产能利用率

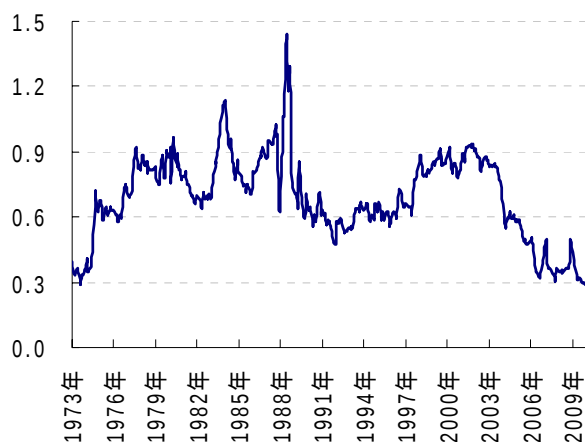
预计 2010 年国内铝行业的产能利用率达 84%。



数据来源：有色金属工业协会，安泰科，安信证券研究中心预测
 注：产能利用率为年度数据。

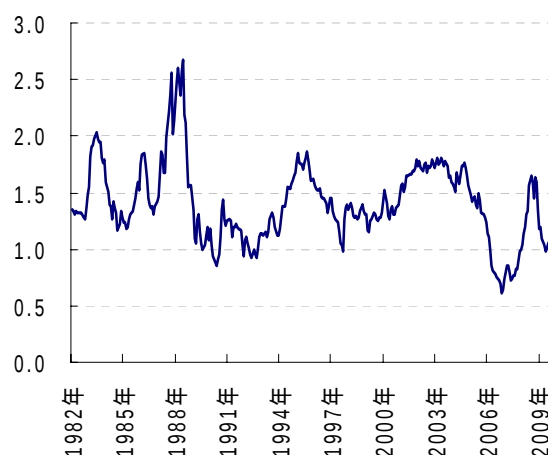
铝价与具有一定替代性的铜和锌相比，比价关系也处于历史较低水平。

图 28：LME 铝铜比价处于历史低点



数据来源：CRU，Bloomberg，安信证券研究中心

图 29：LME 铝锌比价也在走低



数据来源：CRU，Bloomberg，安信证券研究中心

11 月 20 日起，国家平均上调非居民销售电价每千瓦时 2.8 分钱。电解铝作为高耗能行业之一，电力约占全部生产成本的 41%。本次电价上调，将增加铝厂生产成本约 400 元/吨。在政策公布的那一周，国内铝价涨幅接近 400 元/吨，基本弥补了电价上调对铝厂成本的增加。

4.3. 关注行业的交易性机会

因此，未来两个季度，电解铝板块的交易性机会值得关注。这主要是基于：

1. 与其它基本金属尤其具有一定替代性的铜和锌相比，今年来铝价涨幅较小；目前的铝价仅在历史平均水平附近，具有补涨的要求；
2. 虽然铝库存仍处于历史高位，但 9、10 月份已不再增加，表明供需状况正在好转；
3. 铝厂开工率稳步上升，而行业盈利仅在历史平均水平。考虑到新建产能的投产仍要一定时间，这使得铝价具备了进一步上涨的可能。

表 8：重点原铝上市公司盈利预测

公司名称	公司代码	股价 2009-11-30	每股盈利(元)				净资产收益率(%)				投资评级
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	
冶炼为主：											
焦作万方	000612	22.45	0.69	0.48	0.98	1.11	18.2	11.5	20.3	19.7	增持-A
神火股份	000807	35.20	2.30	0.92	1.96	2.44	39.3	26.2	40.1	38.6	买入-A
南山铝业	000933	12.70	0.48	0.36	0.57	0.74	7.5	5.2	7.8	9.4	增持-A
中孚实业	600219	21.95	0.30	0.60	1.58	1.78	8.1	14.8	29.2	27.7	增持-A
平均							18.3	14.4	24.4	23.9	
拥有铝土矿资源：											
云铝股份	000807	13.20	0.07	0.07	0.50	0.84	2.4	2.5	16.3	23.6	中性-A
中国铝业	601600	14.56	0.00	-0.17	0.43	0.59	0.0	-4.2	10.1	12.1	中性-A
平均							1.2	-0.9	13.2	17.9	

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

注：1) 2009 年及以后每股盈利预测均采用最新股本得出；2) 焦作万方 2009 年及以后的每股盈利预测未考虑收购赵固煤矿因素。

表 9：重点原铝上市公司估值比较

公司名称	市盈率(x)				EV/EBITDA				市净率(x)			
	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
冶炼为主：												
焦作万方	32.4	47.1	23.0	20.2	17.8	19.4	12.5	11.0	6.4	5.9	5.0	4.3
神火股份	15.3	38.1	17.9	14.4	8.6	13.8	8.7	7.1	5.4	8.9	6.4	5.0
南山铝业	26.6	35.2	22.3	17.3	13.3	14.9	9.4	7.5	1.9	1.8	1.7	1.6
中孚实业	74.1	36.5	13.9	12.3	31.9	21.7	9.7	n/a	6.2	5.6	4.2	3.5
平均：	37.1	39.2	19.3	16.1	17.9	17.4	10.1	8.5	5.0	5.5	4.3	3.6
拥有铝土矿资源：												
云铝股份	n/a	n/a	26.2	15.6	47.6	21.5	7.7	5.1	5.3	5.1	4.7	4.1
中国铝业	n/a	n/a	33.7	24.9	33.8	43.7	15.2	2.7	3.6	3.7	3.4	3.0
平均：	n/a	n/a	29.9	20.3	40.7	32.6	11.4	3.9	4.5	4.4	4.1	3.5

资料来源：Bloomberg，Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 10：主要铝上市公司 2010 年每股收益的敏感性

(单位：元)

公司名称	基准假设 (2010 年)	铝价敏感性		氧化铝价格敏感性	
		铝价上涨 100 元	EPS 变化	氧化铝上涨 100 元	EPS 变化
焦作万方	0.98	1.01	0.04	0.98	0.00
神火股份	1.96	1.99	0.03	1.93	-0.03
南山铝业	0.57	0.57	0.01	0.59	0.02
中孚实业	1.58	1.64	0.06	1.51	-0.07
云铝股份	0.50	0.53	0.03	0.46	-0.04
中国铝业	0.43	0.45	0.02	0.44	0.004

资料来源：安信证券研究中心预测

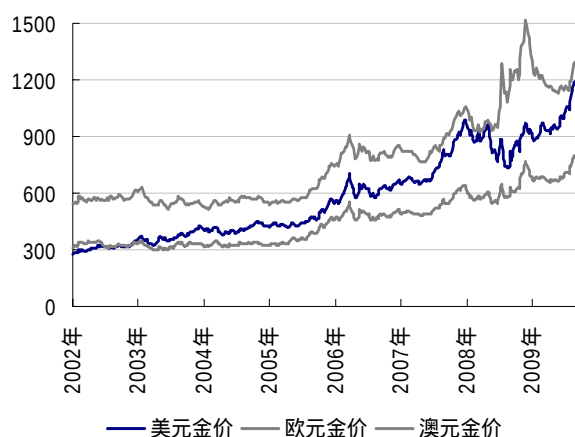
注：铝价和氧化铝价格 2010 年的基准假设分别为 16,000 元/吨和 2,800 元/吨。

5. 黄金：牛市仍未结束

5.1. 美元贬值和避险需求推动金价上涨

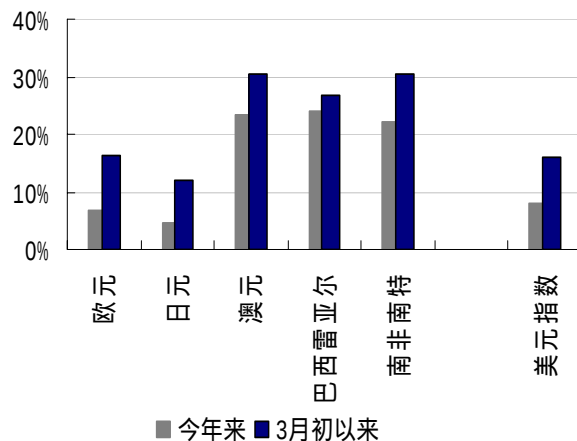
今年来，黄金价格持续上涨并创出历史新高，目前已站在 1,200 美元/盎司的上方。虽然以美元计价的金价今年来持续创出新高，但以其以货币计价的金价走势并非如此。例如，以澳元计价的金价则是在今年 2 月中旬创出新高；目前的价格与当时的高点相比仍有约 15% 的距离。实际上，今年来虽然美元指数仅下跌 9%，但对澳元、巴西雷亚尔和南非兰特则分别贬值 23.3%、24.1% 和 22.3%。同期，美元金价上涨了 34.1%。

图 30：不同货币下的金价走势不尽相同



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 31：美元对部分货币的贬值幅度（2009 年 ~）

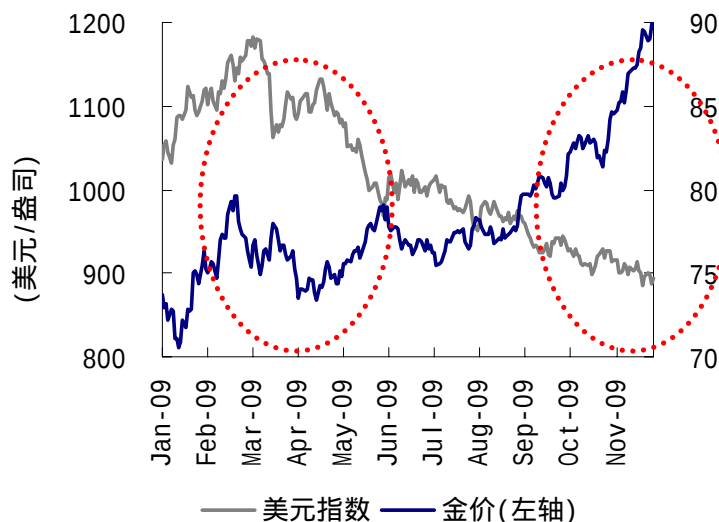


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

今年以来，美元共经历了两轮比较大的贬值。第一轮从 3 月下旬开始一直持续到 6 月底，期间美元指数从 89 下降到 79，贬值幅度超过 10%；第二轮从 9 月初开始，美元指数从 79 下降到目前的 75 左右，迄今为止这一过程可能仍未结束。我们的宏观部门认为，这两轮美元贬值背后的机理和在全球范围之内产生的影响是非常不同的。表现在金价走势上，结果也不尽相同。

图 32：美元指数 vs 美元金价

今年以来，美元共经历了两轮比较大的贬值。但对金价的影响却不尽相同。



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

短期来看，如果将黄金视为一种投资品，则至少有两种因素影响黄金的价格。一是美元汇率，二是全球避险需求。全球非常旺盛的避险需求对黄金价格是一种支持，当全球避险需求下降的时候，黄金价格就会受到压制。

在经历了去年 4 季度以来的金融危机后，全球范围内风险溢价急剧上升，投资者纷纷抛售高风险的资产转入低风险的资产，离开高风险的货币进入低风险的货币避险。因此，去年 4 季度至今年 1 季度，美元和日元出现升值，各国国债收益率也大幅走低。但这一过程在今年 3 月下旬以后出现逆转。随着全球金融体系的逐步解冻和投资者对经济的信心逐步恢复，风险偏好逐步增强，投资者逐步卖掉低收益、低风险的资产，例如美国国债；转而买入高风险资产，例如垃圾债券和股票；离开风险比较低的货币区，转入风险比较高的货币区。

正是在这种背景下，2 季度美元汇率出现了明显贬值，全球范围内的高等级国债价格出现了大幅度下降，其中美国国债价格的下降更为明显。与此同时包括大宗商品在内的高风险资产价格都在上升。

图 33：美国 10 年期国债收益率



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 34：美国 10 年期 TIPS 收益率



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

但同期以美元计价的黄金价格总体来说处在比较窄的箱体范围内震荡，美元贬值本身并没有在黄金价格上有非常明显的表现。表明全球避险需求的下降对冲了美元贬值给金价带来的上升动量。

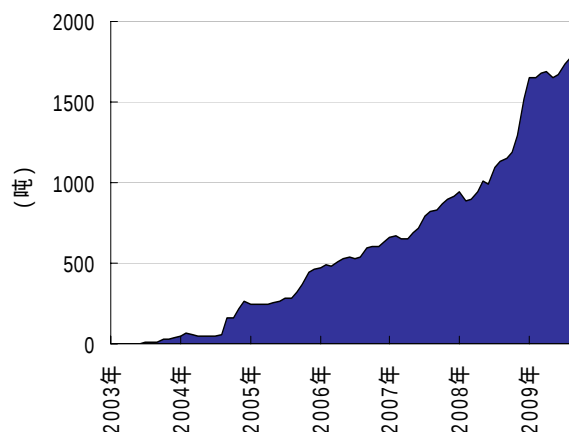
但 9 月份以来的美元贬值过程中，金价则出现了比较明显的上升，并创出历史新高。主要是由于这一轮美元贬值并没有伴随着全球避险需求的下降。反倒是 11 月底时的迪拜房地产和金融泡沫破裂增加了投资者的避险需求。在这两种力量的叠加推动下，金价一度冲破 1,200 美元/盎司的关口。

我们预计，随着全球经济逐步走出低谷，大宗商品价格仍有望进一步走高，石油等商品国家的贸易盈余将继续上升。另一方面，市场普遍预期，美联储的宽松货币刺激政策仍将在一段时间内持续。因此，美元汇率在未来一段时间内将继续走弱。这会对金价形成较好的支撑。

5.2. 供需基本面也对金价构成支持

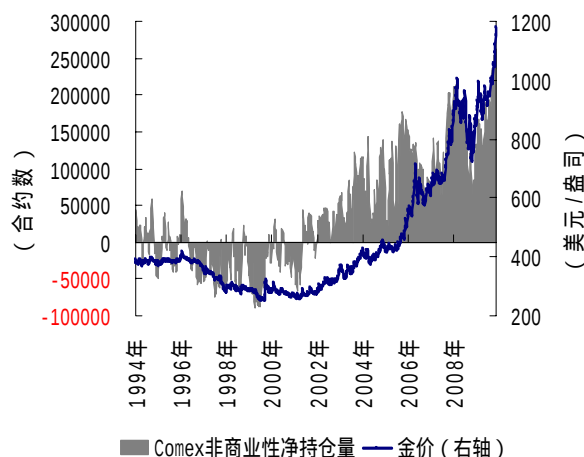
今年来，投资者对黄金的追捧仍十分高涨。CRU 的统计数据表明，至 10 月底全球黄金 ETF 基金的持仓量已达 1,771.6 吨，今年来大幅增加 48.9%。另外，9 月份以来，纽约商品交易所的黄金交非商业性持仓量开始突破 20 万手大关，目前已超过 26 万手。

图 35：全球主要 ETF 黄金持仓量持续增加



数据来源：CRU，安信证券研究中心

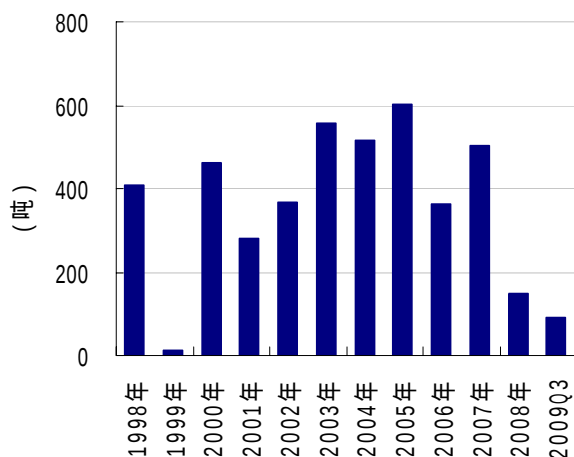
图 36：Comex 非商业性净持仓量 vs 金价



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

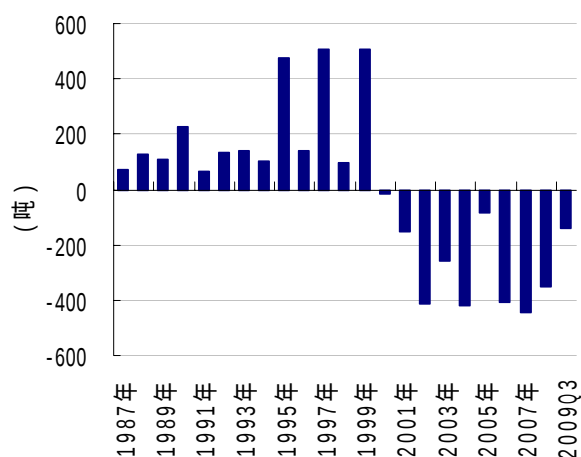
随着金价不断上涨，各国央行对出售黄金的行为也更加审慎，出售量呈下降趋势；而且部分新兴工业国家还在增加黄金储备。例如，国际货币基金组织于 11 月 2 日宣布，已向印度央行出售了 200 吨黄金，这几乎占到该机构批准的 403.3 吨黄金销量的一半。同时，自 2000 年以来，全球净生产商对冲已由供应方变为需求方。2009 年前 3 季度，生产商净对冲为 -137 吨，继续保持需求方的状况。

图 37：全球黄金储备下降的速度趋缓



数据来源：世界黄金协会，安信证券研究中心

图 38：生产商净对冲持续为负



数据来源：世界黄金协会，安信证券研究中心

世界黄金协会（WGC）的数据显示，3 季度全球黄金总供应量 833 吨，较第 2 季度的 910 吨下降 8.5%。其中，3 季度全球央行总买入量比卖出量多出 15 吨以上，而 2008 年同期为净卖出量 77 吨。加上生产商仍在解除套期保值头寸，导致黄金供应减少。同时，3 季度全球可确认的黄金总需求为 800 吨，虽同比下降 33.7%，但比 2 季度增加 10.3%。其中，中国第 3 季度黄金消费同比增加 12.4%，成为全球黄金市场的亮点。

我们对 2010 年和 2011 年黄金价格预测分别为 1,150 美元/盎司和 1,200 美元/盎司。
 对应的国内金价分别为 247.7 元/克和 250.8 元/克。

表 11：全球黄金供需平衡表

(单位：吨)

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E
供应：							
矿产金	2,550	2,486	2,478	2,415	1,886	2,550	2,486
再生金	939	849	886	1,129	958	1,209	1,166
净生产商对冲	-270	-427	-86	-410	-444	-351	-137
官方售金	617	470	662	370	484	236	42
合计	3,879	3,361	4,012	3,574	3,476	3,508	2,958
需求：							
首饰	2,477	2,611	2,707	2,284	2,404	2,186	1,221
工业和牙科	380	411	431	459	462	436	273
可确认投资	331	473	594	662	686	1,183	1,061
合计	3,189	3,495	3,731	3,405	3,552	3,805	2,555
推断净投资	690	-134	281	169	-76	-297	403

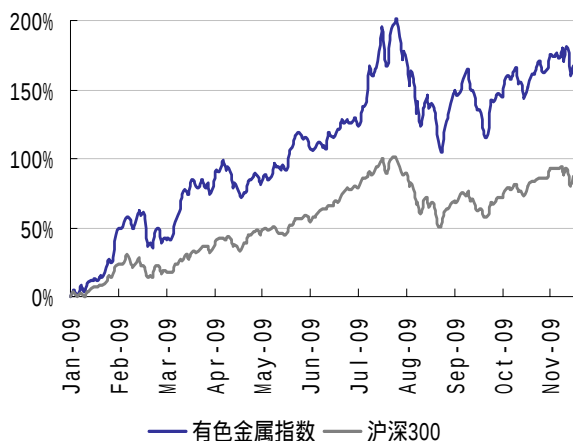
数据来源：世界黄金协会，安信证券研究中心

6. 给予行业“同步大市-A”投资评级

至 11 月底，今年来 A 股有色金属板块涨幅达 166.8%，高出同期沪深 300 指数的涨幅近 90%；在 A 股所有板块中排名居前三位。

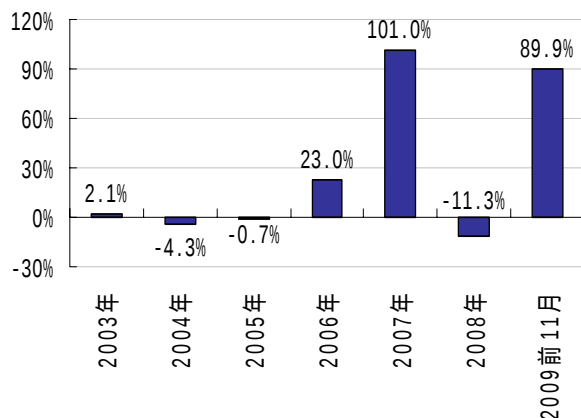
我们注意到，2003 年以来 A 股有色金属板块大幅跑赢市场指数的年份有三次：2006 年、2007 年和 2009 年；2004 年和 2008 年则是跑输了市场指数。

图 39：今年来有色金属板块表现较好



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心
注：截止 2009 年 11 月 30 日

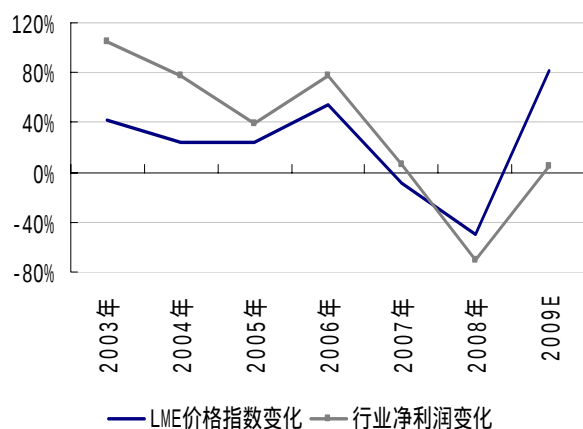
图 40：A 股有色金属板块相对涨幅



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

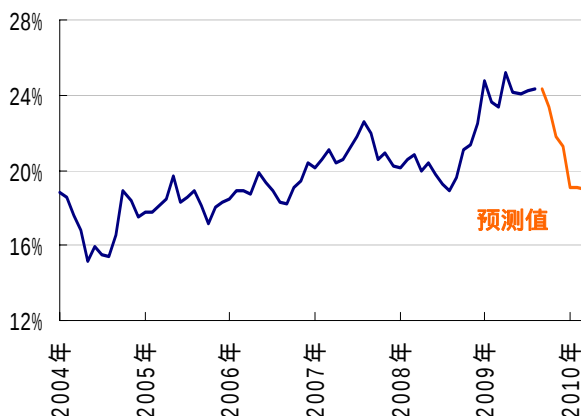
2003 年以来，国内有色金属行业的盈利增速只在 2007 年和 2008 年这两年出现下降。2006 年，行业盈利增速达 78.1%，为过去十几年最高；但 2006 年有色金属板块涨幅也不及 2007 年和 2009 年。2007 年时，有色金属板块获得一倍以上的超额收益，但当年行业净利润仅增加 6.3%。因此，从盈利变化的角度观察，并不能够解释 A 股有色金属板块的走势。

图 41：有色金属价格 vs 行业盈利



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测
注：截止 2009 年 11 月 30 日

图 42：根据 M2 及名义 GDP 估算的 A 股流动性变化



数据来源：CEIC，安信证券研究中心预测

但观察根据 M2 及名义 GDP 估算的 A 股流动性变化指标，可以发现：在 A 股市场流动性收紧的 2004 年和 2008 年，有色金属作为高弹性的板块，表现明显弱于同期市场指数；而在 A 股市场流动性较为充裕的 2007 年和 2009 年，有色金属板块的表现则大大好于同期市场指数。因此，对流动性指标的判断是我们理解 A 股有色金属板块走势的关键。

我们的策略部门认为，由于 2010 年的信贷增速将很可能会低于 2009 年，而实体经济的复苏将会消耗更多的资金，因此 2010 年 A 股市场的流动性充裕程度将不大可能会高于 2009 年，并有回落的趋势。

目前，有色金属板块的估值暗含着 2010 年相关商品价格继续上涨 20~30% 的预期，尤其是铜板块。因此，综合流动性和估值等因素，我们预计 2010 年有色金属板块将很难再大幅跑赢指数，更多的将是提供子行业的交易性机会。我们给予行业“同步大市-A”的投资评级。分品种看：

1. 铅锌行业由于供需基本面较好，加上可选品种较多，是我们重点看好的子行业。推荐中金岭南、驰宏锌锗和西部矿业；
2. 在美元贬值和避险需求的共同作用下，黄金牛市有望持续。推荐紫金矿业；
3. 电解铝行业提供了一定交易性机会。推荐神火股份、焦作万方、中孚实业、南山铝业。

主要风险：1) 全球尤其是工业化国家的经济复苏缓慢，有色金属消费增速继续低于历史平均水平；2) 能源、人工等成本大幅上升，加上企业套保比例的提高，可能会使得行业盈利低于预期。

表 6：有色金属行业重点公司财务和估值汇总表

公司 名称	公司 代码	价格 (11/30)	EPS(元)				P/E(x)				投资评级	
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	原评级	现评级
铜												
铜陵有色	000630	22.50	0.49	0.52	0.80	0.85	45.7	43.4	28.1	26.5	中性-A	中性-A
云南铜业	000878	31.49	-2.22	0.33	0.93	1.23	n/a	n/a	33.7	25.5	中性-A	中性-A
江西铜业	600362	42.41	0.76	0.85	1.51	1.77	56.1	50.0	28.0	24.0	增持-A	增持-A
铝												
焦作万方	000612	22.45	0.69	0.48	0.98	1.11	32.4	n/a	23.0	20.2	增持-A	增持-A
云铝股份	000807	13.20	0.07	0.07	0.50	0.84	n/a	n/a	26.2	15.6	增持-A	增持-A
神火股份	000933	35.20	2.30	0.92	1.96	2.44	15.3	38.1	17.9	14.4	买入-A	买入-A
南山铝业	600219	12.70	0.48	0.36	0.57	0.74	26.6	35.2	22.3	17.3	增持-A	增持-A
中孚实业	600595	21.95	0.30	0.60	1.58	1.78	74.1	36.5	13.9	12.3	增持-A	增持-A
中国铝业	601600	14.56	0.00	-0.17	0.43	0.59	n/a	n/a	33.7	24.9	中性-A	中性-A
铅、锌												
中金岭南	000060	27.18	0.39	0.40	1.12	1.81	69.5	67.7	24.2	15.0	增持-A	增持-A
宏达股份	600331	19.02	-1.14	0.32	0.64	0.98	n/a	n/a	29.7	19.5	中性-A	中性-A
驰宏锌锗	600497	31.84	0.20	0.37	0.93	1.27	162.7	87.1	34.4	25.1	增持-A	增持-A
西部矿业	601168	15.59	0.24	0.17	0.65	0.82	65.2	93.1	24.1	19.0	增持-A	增持-A
黄金												
中金黄金	600489	59.82	0.61	0.58	1.36	1.61	98.7	103.3	44.1	37.2	中性-A	中性-A
山东黄金	600547	82.21	1.79	1.42	2.43	2.85	45.9	57.9	33.8	28.9	中性-A	中性-A
紫金矿业	601899	10.00	0.21	0.28	0.47	0.57	47.4	35.9	21.2	17.5	买入-A	买入-A
其它												
锡业股份	000960	28.99	0.05	0.27	0.66	0.63	n/a	106.9	44.0	46.1	中性-A	中性-A
吉恩镍业	600432	30.90	0.46	0.23	0.62	0.76	67.4	n/a	49.9	40.7	中性-A	中性-A
宝钛股份	600456	23.31	0.70	0.09	0.18	0.46	33.4	n/a	126.3	50.7	中性-A	中性-A
厦门钨业	600549	20.53	0.30	0.33	0.49	0.38	67.8	62.3	41.7	53.8	中性-A	中性-A
金钼股份	601958	21.34	1.04	0.24	0.41	0.60	20.4	87.6	52.2	35.6	中性-A	中性-A
行业平均							58.0	64.6	35.8	27.1		

资料来源：Wind 资讯，公司公告，安信证券研究中心预测
 注：2009 年和 2010 年预测值均按最新股本计算。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034