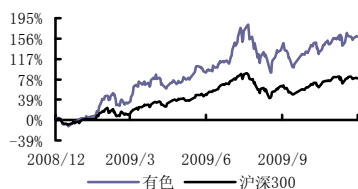


原材料 - 有色

2009 年 12 月 16 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
有色	4.56%	7.66%	162.26%
沪深 300	1.84%	8.50%	81.43%

代码	名称	6m%	YTD	评级
600547	山东黄金	50.8	234.4	增持
601899	紫金矿业	-15.7	95.1	增持
600362	江西铜业	55.9	138.7	增持
000612	焦作万方	125.2	211.7	增持
000060	中金岭南	37.7	128.6	增持

相关报告

20091202 黄金行业研究报告

周宽

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，周宽，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

通胀主题下的热点投资标的，关注金、铜

—2010 年有色金属行业投资策略

评级： 中性

- **2009 年回顾：金属价格暴跌暴涨，推动股价相应变动。**有色金属价格在 08 年 8 月以后出现暴跌，09 年初开始上涨，LME 金属价格指数上涨 93%，其中，铜、铅锌上涨幅度最大。有色金属板块在经历大幅下跌之后，伴随着金属价格的上涨，出现反弹，子板块表现中，铜、铅锌板块涨幅最大，说明金属价格上涨是股价上涨的直接推动力。
- **2010 年有色金属价格仍有上涨空间，不过，多数金属难以回到 08 年高点。**对于有色金属板块，最重要的是有色金属价格的预期。而价格却是由两个重要影响因素决定，一是商品需求，表现在经济是否向好，二是投资需求，表现在流动性上。我们判断全球和中国的经济在不断向好之中，而流动性的收缩应该是在明年下半年以后的事情，因此，我们判断至少明年上半年前，有色金属价格仍会冲高，不过，大部分金属的价格难以回到去年高点。
- **退出政策何时出，可能是有色金属价格和股价的拐点。**在退出政策较为明确之前，预计通胀将由预期走向现实，有色金属价格会全面走高，从而支持上半年的一波行情。
- **我们预想的有色板块表现如下：**各项经济数据都向好，大盘股的机会先出现，有色股因为高估值和高涨幅，这段时间很难超载大盘，当大盘上涨到一定程度后，各种资料包括有色金属价格的不断上涨使“有色股业绩将超预期”的预期出现，有色股出现一波上涨。而当生产资料价格全面上涨后，加息时间点的预期将越来越明确，有色金属将成为最先被抛售的对象。有色金属价格全面走低，有色股价随之暴跌，大盘接着走低。如果随后经济实体实质增长，将拉动金属的需求，有色金属价格会缓慢回升，否则有色金属价格和股价将在低位徘徊。
- **维持行业“中性”评级，关注金、铜。**考虑到有色的波段性以及有色金属行业估值处于整个市场的最高端，我们维持行业“中性”的投资评级，关注黄金、铜。

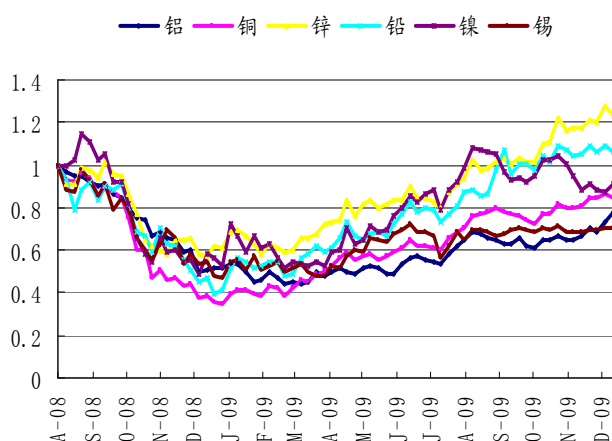
一、2009 年有色板块回顾

有色金属价格在08年8月以后出现暴跌，09年初开始上涨，LME金属价格指数上涨93%，其中，铜、铅锌上涨幅度最大。有色金属板块在经历大幅下跌之后，伴随着金属价格的上涨，出现上涨，子板块中，也是铜、铅锌板块涨幅最大，说明金属价格上涨是股价上涨的直接推动力。

有色金属价格暴跌暴涨：从08年8月份以后，金属价格出现了暴跌，但是随着各国政府刺激政策的出台，尤其是中国政府4 万亿投资以及基本金属收储措施实施，金属价格在底部开始反弹，从今年年初起又出现暴涨，LME金属价格指数年初以来上涨了93%。从金属的细分品种看，铜、铅锌涨幅最大。

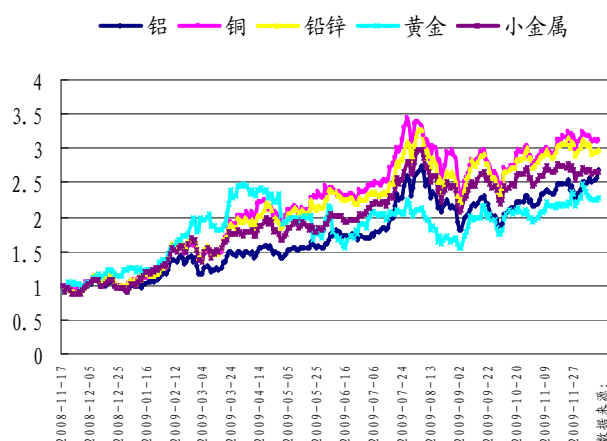
有色板块受价格上涨驱动，年初以来上涨远超大盘。申万有色金属行业指数上涨170%，远超沪深300指数93%的涨幅。其中上涨幅度最大的是铜行业和铅锌行业，其指数分别上涨248%、186%，其次是小金属行业指数上涨173%、铝行业指数上涨150%、黄金行业指数上涨135%。从子板块股票的涨幅看，铜、铅锌板块涨幅较大，正好与金属价格上涨较大相呼应，因此可以看出，基本上是金属价格驱动板块上涨表现。

Figure 1 有色金属价格 08 年 8 月以来的暴跌暴涨



资料来源：WIND

Figure 2 09 年以来，铜、铅锌板块涨幅较大



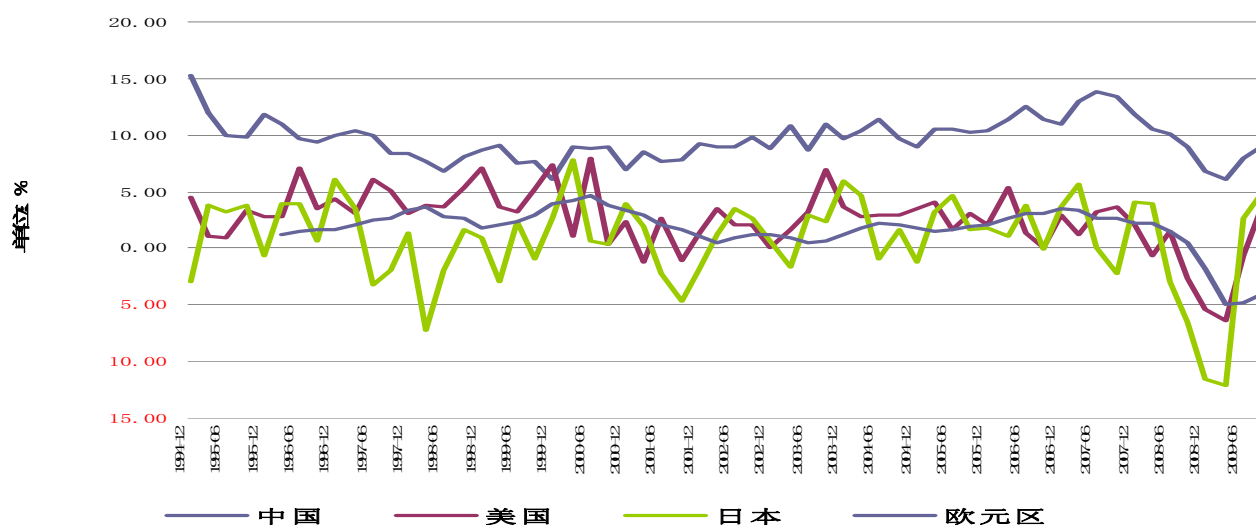
资料来源：WIND

二、有色金属板块的未来走势分析

对于有色金属板块，最重要的是有色金属价格的预期。而价格却是由两个重要影响因素决定，一是商品需求，表现在经济是否向好，二是投资需求，表现在流动性上。我们判断全球和中国的经济在不断向好之中，而流动性的收缩预期是在明年下半年以后的事情，因此，我们判断至少明年上半年前，资源型公司仍是通胀主题和趋势投资的主流板块。

1、需求仍在，经济复苏将拉动金属需求。近期经济数据表明，各国经济触底反弹已经确立，宏观经济复苏明确。美国第三季度GDP年率增长3.5%，预期为增长3.3%，为美国经济1年多来首度出现季度增长。日本三季度实际GDP季度增长1.2%，折合成年率为增长4.8%，大大超出此前预测的0.6%和2.2%。欧元区经济复苏较为迟缓，欧元区3季度GDP年率下降4.1%，超出预期中值的3.9%。OECD指标也表明全球经济复苏的迹象明显。发展中国家中国和印度OECD 指标创出历史新高，复苏势头强劲。美国与欧洲经济逐步回暖，预计复苏态势延续。各国采购经理人指数PMI均处于上升通道。伴随着中国PMI指数的触底反弹，中国的基本金属需求率先回暖。铜、铝、铅、锌等品种2009年的同比增长率达10-18%，而同期其他国家则萎缩了15-20%。另外，我国11月全社会用电量环比增长4.77%，同比增27.63%；前11月央企利润首现正增长，全年有望达到7500亿，都说明国内经济也在继续向好。

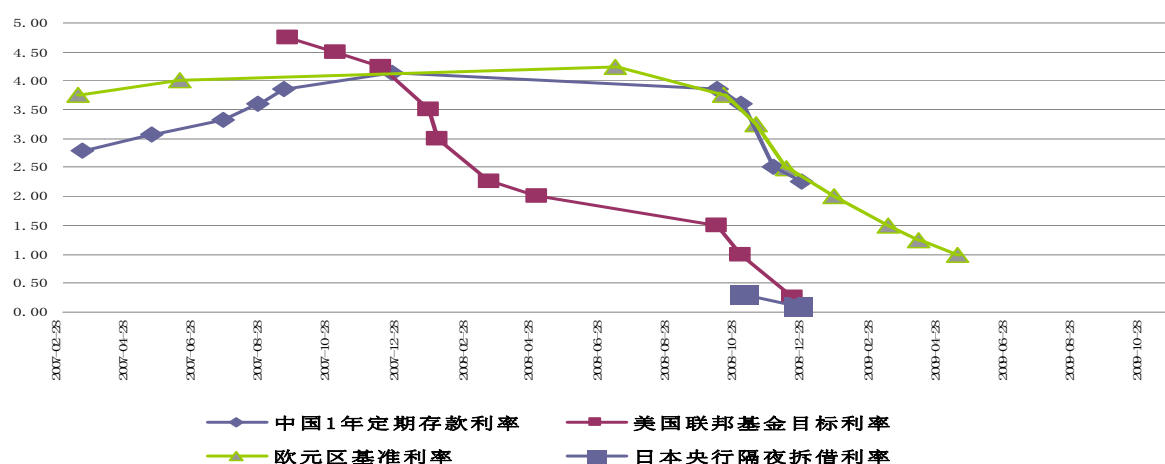
Figure 3 各国 GDP 增长率



资料来源：WIND

2、流动性仍在，我们预计2010 年全球利率将继续维持低位。从2008 年10 月份开始，为了对付金融危机，全球主要国家纷纷降低银行利率，美元、日元利率目前都维持在0.12%和0.1%的历史低位，欧元区基准利率也维持在1%的低位。但随着本次金融危机影响不大的澳大利亚、挪威宣布加息，市场担忧加息行为会在各个国家不断发生。然而，我们看到欧元区和英国经济出现回暖，但是欧洲央行和英国央行仍决定，将分别维持1%和0.5%的基准利率不变，可见各国政策制定者对加息态度相当谨慎。

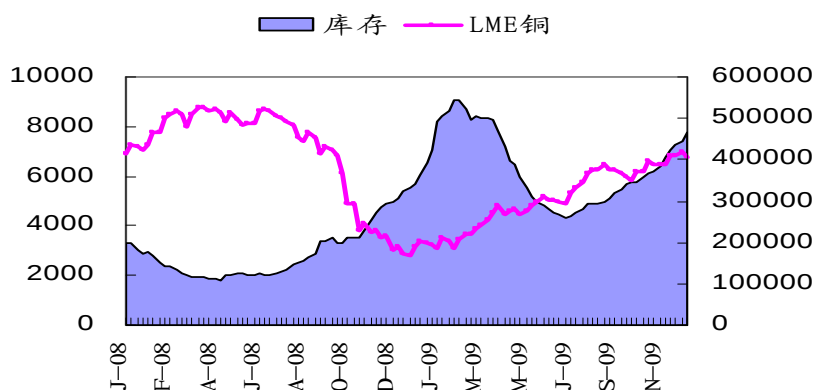
Figure 4 各国银行利率



资料来源：WIND

3、因其金融属性，有色金属仍会受追捧：在流动性充裕、通胀预期之下，资源类商品会受到追捧，否则如何解释近期商品库存不断走高，而价格却不下跌这一违反常识的现象？期货市场与股票市场的联动性在资本全球化的背景下，越来越明显。有色金属的金融属性超越了商品属性，仅研究有色金属的供需已不足以判断价格的走势。配合流动性的判断，我们认为有色金属仍会受到追捧。

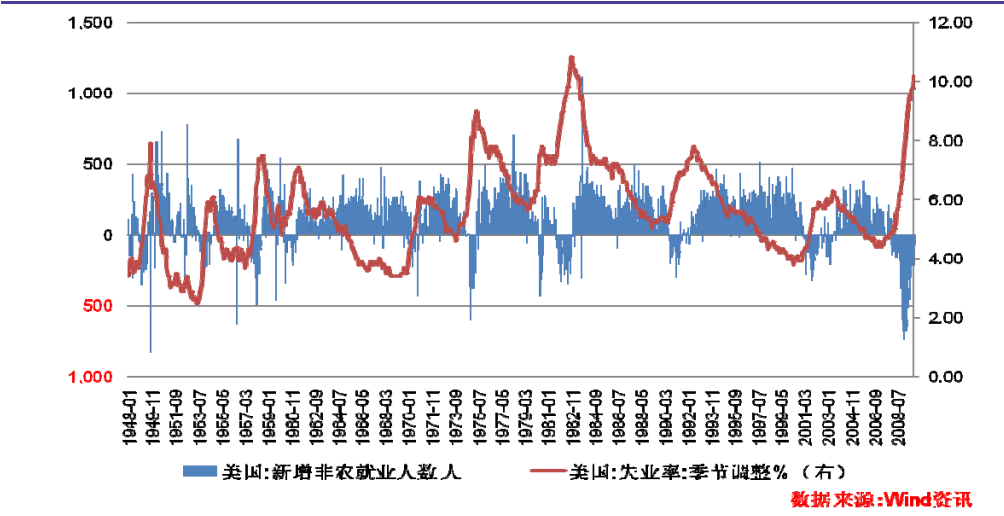
Figure 5 铜价与库存



资料来源：WIND

4、退出政策何时出，可能是有色金属价格的拐点。近期国内农产品及食品价格的上涨推动整体物价水平上扬，国内水、电、天然气等方面生活资源品价格上调以及部分经济部门的工资上调也抬高了通胀预期。投资者对政策何时退出产生忧虑，我们认为央行对通胀的管理会有所加强，但在通胀预期转为通胀事实前，难以大幅紧缩。从美国经验来看，美联储只有在失业率下降很长一段时间之后才开始加息。在目前美国失业率仍在高位的背景下，我们判断美联储在短期中加息的可能性较小。而我国的货币紧缩政策也难以在美国之前推出，我们认为加息政策在下半年之后出台的可能性较大。

Figure 6 美国失业率与新增非农就业人数



资料来源：WIND

5、在退出政策较为明确之前，预计通胀将由预期走向现实，有色金属价格会全面走高。国际上看，大宗商品价格正在上升通道中，来自新兴市场的需求可能继续推高国际商品价格；国内来看，有数据以来几次高的货币增长带来的都是其后通胀的上升。年初至今我国的货币供应量增长速度是有数据以来的历史中最高的，其对物价的推升作用也将会在未来的一段时间内逐步体现出来。我们判断，国内 PPI 将继续走高，有色金属价格仍会冲高，考虑到流动性增量的高峰期已经过去，我们认为，有色金属价格上涨的幅度在 20-40%，大部分金属的价格难以回到去年高点。

Figure 7 各有色金属 2010 年度均价的判断

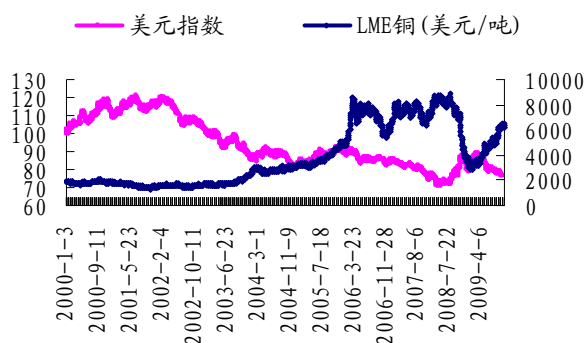
		2008 年均价	2009E 均价	2010E 均价	09 年上涨	10 年上涨
铝	美元/吨	2576	1620	2200	-37%	36%
铜	美元/吨	6959	5200	7200	-25%	38%
铅	美元/吨	2088	1700	2300	-19%	35%

锌	美元/吨	1880	1600	2100	-15%	31%
镍	美元/吨	21058	14900	17500	-29%	17%
锡	美元/吨	18455	13500	16000	-27%	19%
黄金	美元/盎司	872	960	1150	10%	20%

资料来源：世纪证券

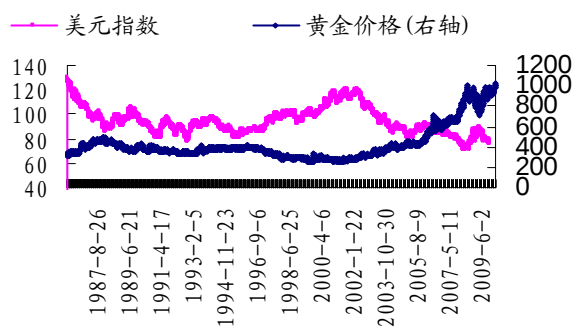
6、美元中长期走低，对金属价格形成支撑。自 08 年下半年，全球经济衰退，资金流向相对安全的美元，美元出现一波快速升值行情，但随着经济见底，复苏预期使资金流出美元，再加上美国量化宽松的政策，美元重新步入下跌通道，从而形成对金属价格的支撑。目前美国庞大的财政和经常账户赤字已超过了可以长期维持的水平。同时，受次贷危机进一步蔓延和信贷条件收紧的影响，再加上美国房地产市场的持续调整，美国经济下滑的风险仍在。为刺激经济复苏，美联储仍可能继续投放货币，这也将降低美元的吸引力。因此，中、长期来看，美元继续贬值的趋势仍将延续。

Figure 8 美元走势与 LME 铜的走势



资料来源：WIND

Figure 9 美元指数与黄金价格的走势



资料来源：WIND

三、重点子板块分析

1、对抗通胀的黄金

由于黄金所特有的货币以及保值功能，黄金价格走势除了受黄金供需基本面的作用外，还受到其它金融资产(如股票、债券、外汇等)价格、通货膨胀、官方售金和地缘政治等因素的影响。从供应角度看，矿产金产量增长缓慢。世界黄金供应主要来自于新开采的矿产金(约占 60%)、官方售金(约占 10%)、再生金(约占 20%)、和净投资减持等。自 1997 年以来，世界黄金供应量一直在 4,000 吨上下徘徊。这主要是由于黄金

供应中最主要部分的矿产金产量增长缓慢。尤其是 2001 年以来，虽然金价稳步上涨，但矿产金产量仍持续低迷。从金融属性上看，进入 09 年下半年以来世界主要经济体的 CPI 和 PPI 都扭转了上半年的下跌趋势，开始出现反弹，通货膨胀的可能性开始增加，预计这一情况将持续到明年中期，所以我们判断，黄金的涨势至少持续到明年。看好山东黄金、紫金矿业。

山东黄金：山东黄金 2009 年中期营业收入下滑 4.30%，利润总额增长 0.43%，净利润减少 2.06%，实现 EPS0.68 元。上半年公司业绩基本与去年同期持平，主要原因在于黄金价格变动不大，我们预计 2009 年下半年业绩同比将出现大幅增长。主要原因在于：1、预计黄金价格在下半年依然保持高位。2、今年下半年，没有资产报废和减值处理等因素的影响。未来 2-3 年逐步进入稳定增长期。增长的动力将主要来源于现有矿山的深部探矿和集团黄金资产的注入，以及未来对通胀预期导致的金价走高。我们预计年净利润复合增长可达到 30%，给与增持评级。

Figure 10 黄金类上市公司

	公司代码	股价	总市值 (亿)	2008 EPS	2009E EPS	2010E EPS	2008 PE	2009E PE	2010E PE	评级
山东黄金	600547	83.0	591	1.79	1.42	2.43	46.4	58.4	34.1	增持
紫金矿业	601899	10.3	1496	0.21	0.28	0.47	48.8	37.0	21.8	增持
中金黄金	600489	61.0	482	0.61	0.58	1.36	100.7	105.3	45.0	增持

资料来源：世纪证券

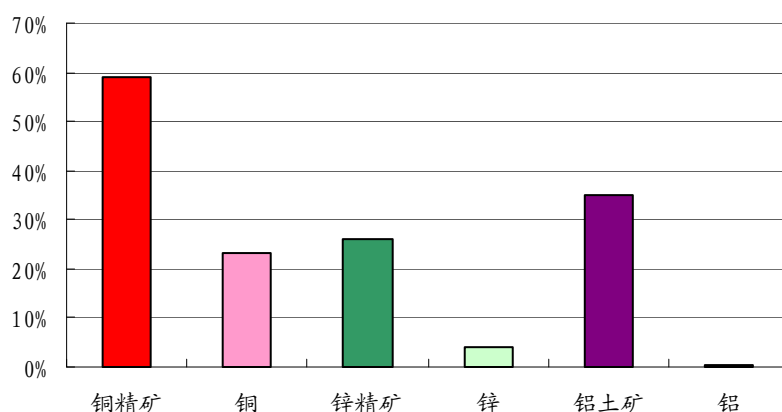
2、金融属性强的铜

世界铜矿生产商的集中度较高，前 5 位厂商的占比达 43.5%，前 10 位厂商的占比达 60%，因此减产停产对铜价的作用最明显。需求方面，主要取决于“中国需求”因素。而我国铜的供需缺口巨大。08 年中国铜消费量达 501 万吨，占世界总消费量的 28%。而从供应的角度来看，中国因铜矿山数量及储量较小，铜生产所需要的铜精矿有近 60%需要从国外进口，我国有色金属中，铜的对外依存度最高。而随着我国刺激政策效果的不断显现，对铜的需求也会不断增加，从近处看，索马里海盗事件给我们的提示，一旦运输通道出现风吹草动，对外依存度最高的品种必然会出现较大的波动。自去年下跌以来，铜成为反弹持续时间最长、反弹最快的品种。看好江西铜业。

江西铜业：资源优势明显是我们看好江西铜业最重要的原因。截至到 08 年末，公司权益铜资源储量为 1521 万吨、黄金为 405 吨，白银为

9098 吨，钼 27.7 万吨。伴生硫为 10390 万吨。从资源储量上看，江西铜业铜资源储量是云南铜业的 5 倍，黄金储量是山东黄金的 2 倍，按 08 年 15.9 万吨铜精矿和 5 吨的黄金产量计算，资源保障近 100 年。业绩对铜业的敏感性较高，铜业每变动 1000 元/吨，影响业绩约 3 分左右。经济复苏逐步明朗、资源货币属性持续深化背景下，看好公司的趋势性投资机会。

Figure 11 有色金属中铜的对外依存度最高



资料来源：世纪证券

Figure 12 铜行业上市公司

	公司代码	股价	总市值 (亿)	2008 EPS	2009E EPS	2010E EPS	2008 PE	2009E PE	2010E PE	评级
铜陵有色	000630	22.2	288	0.49	0.52	0.80	45.1	42.8	27.8	中性
云南铜业	000878	31.5	396	-2.22	0.33	0.93	-14.2	95.4	33.7	中性
江西铜业	600362	41.6	1257	0.76	0.85	1.51	55.0	49.0	27.5	增持

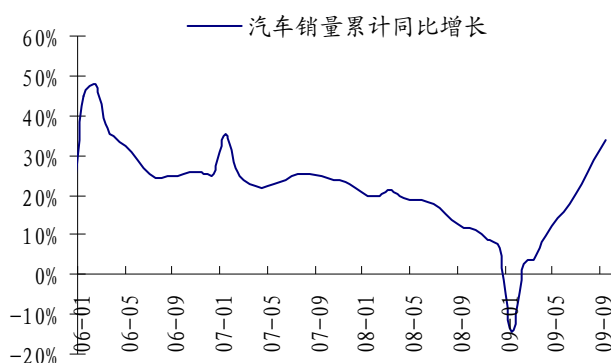
资料来源：世纪证券

3、受益于汽车消费、房地产增长的铅锌

从供应上来看，由于环保标准和执行非常严格，发达国家增加铅冶炼产能十分困难，导致其铅冶炼产能不足。在过去十年中，除中国以外地区冶炼产能增长十分缓慢，全球新增产能绝大部分来自于中国。而中国今年9月因血铅事件，包括河南、陕西、湖南等地的铅冶炼产能被关停，关闭的产能大约70 万吨左右，约占全国产能的10%。未来随着进入门槛的提升，占中国铅产能60%的烧结机技术将面临被淘汰，因此，未来的供应有偏紧的趋势，我们预计2010年全球铅供应仅出现小幅过剩，2011年进入短缺周期。再看需求，铅的需求主要是汽车行业的蓄电池，锌的主要需求在于镀锌板，主要用于房地产和汽车行业。我们看好2010 年汽车销量和房地产行业的复苏，考虑到下游行业的趋势，因此我们判断铅

价格仍然存在上行空间。

Figure 13 汽车销量快速增长



资料来源: WIND

中金岭南: 公司在2008 年成功收购盘龙矿和PEM 公司之后, 成为铅锌资源储量最多的公司, 也是铅锌行业中业绩弹性最大的公司。预计2009-2011 年公司的铅锌精矿权益产量将分别达到24、27、30 万吨。随着公司对现有矿山勘探、开采强度的逐步扩大, 包括盘龙、凡口, 以及Perilya 公司的Broken Hill、Flinders 和Mount Oxide等矿山储量仍有扩张潜力, 公司资源价值将进一步提升。另外, 公司天津的房地产项目“金康国际中心”已经进入销售阶段, 将从2010 年开始为公司业绩做出贡献。我们预测此项目至少可以为公司带来约5.8亿元左右的净利润。根据我们的预测, 中金岭南2009 年、2010 年的EPS 分别是0.40 元、1.12元。投资评级为“增持”。

Figure 14 铅锌行业上市公司

	公司代码	股价	总市值 (亿)	2008 EPS	2009E EPS	2010E EPS	2008 PE	2009E PE	2010E PE	评级
中金岭南	000060	27.5	281	0.39	0.40	1.12	70.2	68.4	24.5	增持
宏达股份	600331	19.3	199	-1.14	0.32	0.64	-16.9	60.5	30.1	中性
驰宏锌锗	600497	27.0	272	0.20	0.37	0.93	137.7	73.7	29.1	中性
西部矿业	601168	15.6	372	0.24	0.17	0.65	65.2	93.2	24.1	中性

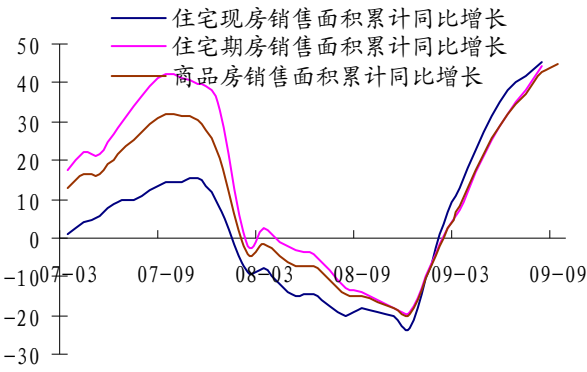
资料来源: 世纪证券

4、煤电铝产业链一体化的铝

铝的下游主要是房地产 36%、汽车 18%、电力 15%、机械 12%、包装 12% 等。受地产、汽车和电网投资拉动, 中国电解铝需求率先复苏, 2009 年月度需求增速已经回升到 15% 以上。与此同时, 美国、欧洲以及亚洲除中国以外地区的需求降幅进一步缩窄, 进入 11 月份, 亚洲除中国以

外地区已经实现正增长。我们看好煤电铝产业链一体化的中孚实业、焦作万方和神火股份。煤-电-铝-材一体化将是未来电解铝行业的发展方向，这种方式实现了资源的最佳利用，有利于上市公司的利润提升。

Figure 15 房地产销售快速增长



资料来源：WIND

焦作万方：公司12月1日公告，正式竞购赵固能源30%股权；考虑到大股东以及河南省政府对煤电铝一体化的扶持态度，我们认为竞购成功是早晚的事情。赵固煤矿地质储量3.73亿吨，可采储量1.65亿吨，全部为低中灰、特低硫优质无烟煤；于2009年5月正式投入生产，年设计煤炭产能240万吨。预计在地方政府大力扶持下，赵固煤矿开采能力将提升至500万吨，将显著提升公司的业绩，我们预测公司2009-2011年的业绩预测为0.50、0.98元，投资评级为“增持”。

Figure 16 铝行业上市公司

	公司代码	股价	总市值 (亿)	2008 EPS	2009E EPS	2010E EPS	2008 PE	2009E PE	2010E PE	评级
焦作万方	000612	27.1	130	0.69	0.50	0.98	39.1	56.8	27.7	增持
云铝股份	000807	15.2	180	0.07	0.07	0.50	230.1	212.0	30.2	中性
神火股份	000933	36.5	274	2.30	0.92	1.96	15.9	39.5	18.6	中性
南山铝业	600219	14.2	234	0.48	0.36	0.57	29.7	39.3	24.9	中性
中孚实业	600595	25.2	165	0.30	0.63	1.58	85.1	40.1	15.9	增持
中国铝业	601600	15.8	2136	0.00	-0.17	0.43	-	-	36.5	中性

资料来源：世纪证券

四、对明年有色板块的预测

我们对明年上半年宏观的一些假设前提：中国经济数据环比不断向好，美国加息前，中国不会加息；美元仍在低位，国外经济预期向好。在此基础上，我们判断，有色金属价格上涨的预期仍在。不过，考虑到有色金属价格波动性较大，美元反弹可能会引起有色板块的下跌，波段性的特征会较为明显，给与有色板块“中性”的评级。子行业方面，关注抗通胀的黄金和金融属性大的铜。

1、我们预想的有色板块表现如下：

加息前：我们判断加息前会出现先涨后跌的一波行情，各项经济数据都向好，大盘向好，大盘股的机会先出现，有色股因为高估值和高涨幅，这段时间很难超载大盘，当大盘上涨到一定程度后，各种资料包括有色金属价格的不断上涨使“有色股业绩将超预期”的预期出现，有色股出现一波上涨。而当生产资料价格全面上涨后，加息时间点的预期将越来越明确，有色金属将成为最先被抛售的对象。有色金属价格全面走低，有色股价随之暴跌，大盘接着走低。

加息后：看经济实体的情况，如果加息后经济正常增长拉动金属的需求，有色金属价格会缓慢回升，如果经济实体处于低迷，有色金属价格和股介将在低位徘徊。

2、有色板块的资产注入始终是热点。并购整合是资本市场的永恒主题，央企参与的并购整合因存在政策指引而更具可预测性。重点关注中铝公司属下中国铝业、云南铜业、焦作万方；五矿集团相关的株冶集团、厦门钨业、ST中钨；中色集团属下中色股份；中冶集团属下ST 锌业。

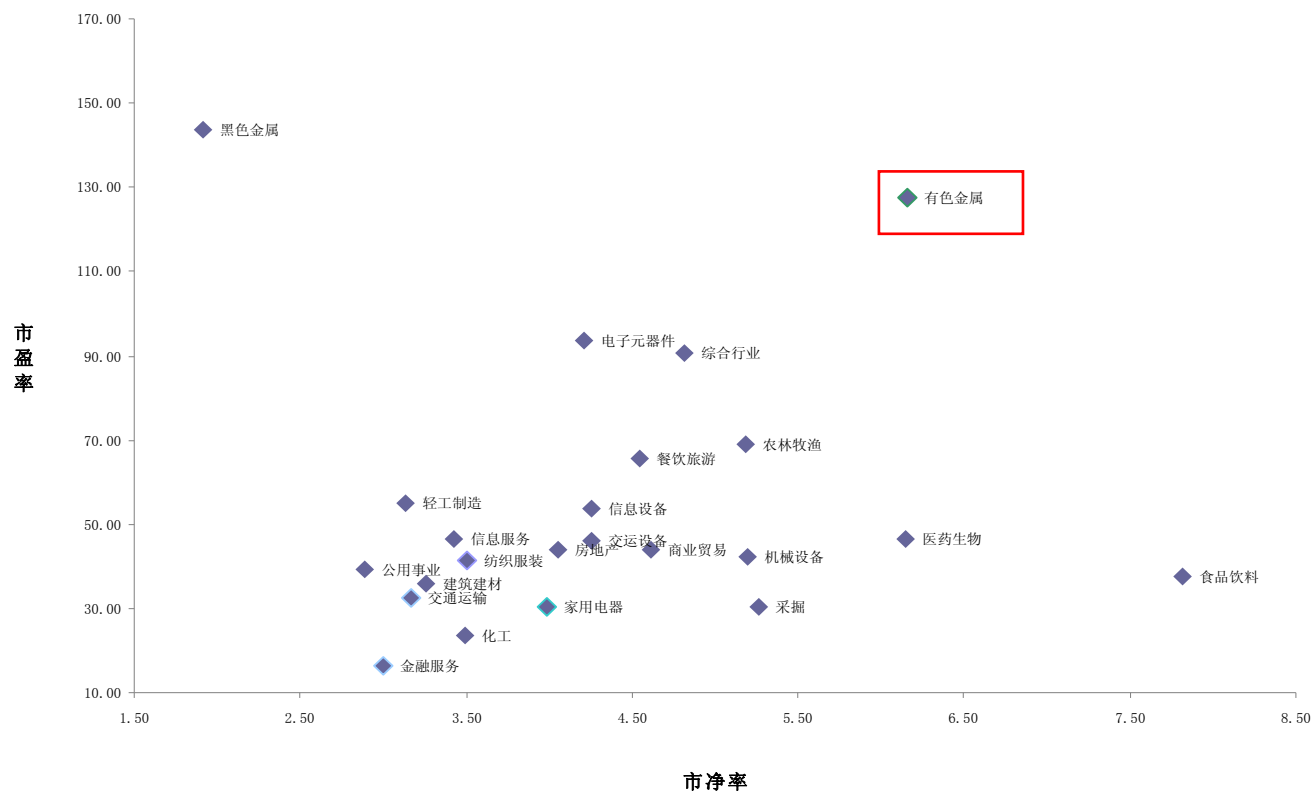
五、风险因素

1、出口形势不确定性。来源于两方面，一、国外经济的不确定性。有数据显示国外经济已经出现向好的趋势，但是仍有一些关键数据如失业率等指标显示经济仍未走出低谷，是否会出现第二波经济探底，将会影响全部周期性行业的预期和股价。二、贸易保护。近期美国轮胎反倾销案的案例之下，贸易保护的旗帜随风飘扬，会给我国的出口带来不利的

影响。

2、有色金属估值偏高的风险。有色板块的市盈率、市净率与沪深 300 指数之比，目前处于偏高的位置。

Figure 17 有色金属板块的市盈率和市净率处于高端



资料来源：WIND

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.