



分析师

曹腾、闵丹

电话: 010-88085980/88085961

Email: mindan@hysec.com

2010 年有色行业投资策略 增持（上调）

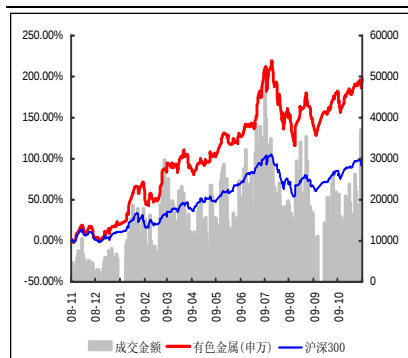
有色金属/行业研究

或将演绎先抑后扬

行业数据

股票家数（家）	959
总市值（亿元）	16.15
流通市值（亿元）	10.00
重点公司（家）	
重点公司占行业市 值比重	

市场表现



相关研究：

《基本面现实照进流动性梦想》

2009.6.26

投资要点：

- **流动性先紧后松，短期内，有色金属价格对其更敏感。**流动性过剩支撑有色金属的增量需求，在短期来看，对有色金属价格走势的影响效果更为大，基于对明年全球经济将维持低增长态势的预判，为避免出现通货膨胀，今年底至明年上半年全球总的流动性必然会收缩，之后随着美欧等经济体经济可能出现的二次探底，货币政策可能存在再次放宽的可能性。
- **基本面支撑有色金属价格长期上涨趋势。**无论是发达经济体还是新兴经济体，其实体经济对有色金属价格的影响都表现为强的正相关，全球经济的见底复苏，可以拉动真实的下游需求，未来随着全球经济复苏，特别是新兴经济体经济的快速增长，对有色金属价格长期上涨趋势构成有力支撑。
- **有色金属价格前低后高。**基于对流动性和基本面的分析，我们认为今年 4 季度至明年上半年，有色金属价格可能以高位震荡为主，甚至会出现小幅度回调，但明年下半年随着流动性的再度略微放宽，价格会出现一定的反弹。
- **上半年布局小金属，下半年布局大金属。**随着经济的逐步企稳，以及对通货膨胀的预期，我们看好明年有色金属价格走势，预计 10-11 年行业整体盈利能力逐步提升，是布局有色板块的好时机，给予行业“增持”评级，建议上半年关注与流动性关系相对较弱，以及有政策倾斜的小金属品种，下半年关注主要金属。在个股方面依然看好资源自给率较高的公司，如金钼股份，中金岭南、铜陵有色。

重点公司	股价	08EPS	09EPS	10EPS	PEG	评级	变动
金钼股份	21.33	1.12	0.22	0.45	1.23	增持	维持
中金岭南	27.52	0.39	0.34	1.22	1.24	增持	维持
铜陵有色	22.89	0.49	0.49	0.61	1.33	增持	维持

目录

1 2009 年行业回顾——行业复苏迹象明显	4
1.1 基本有色金属价格全线上涨	4
1.2 库存居高位	5
1.3 产量逐月增加至历史新高	6
1.4 行业盈利能力逐季恢复	8
2 2010 年行业展望——基本面趋暖弥补流动性回落	9
2.1 流动性——有色金属的增量需求	9
2.2 基本面——有色金属的真实需求	10
2.3 2010 年有色金属价格走势预测	14
2.4 子行业分析	14
3 投资建议	17
3.1 明年板块表现可能先抑后扬	17
3.2 投资建议	18
3.3 个股推荐	20

图表目录

表 1: 有色金属价格影响因素总结.....	14
表 2: 国内有色板块主要上市公司估值水平.....	19
表 3: 国际有色板块主要上市公司估值水平.....	19
表 4: 重点有色上市公司估值水平.....	21
图 1: 2009 年 LME 基本金属价格走势.....	4
图 2: 2009 年国内基本金属现货价格走势.....	4
图 3: 2009 年黄金与白银价格走势.....	5
图 4: 黄金与美元指数走势.....	5
图 5: LME 基本金属库存.....	6
图 6: 沪金属库存.....	6
图 7: 十种有色金属产量及同比增速.....	6
图 8: 十种有色金属产销率及库存变化.....	7
图 9: 精炼铜与原铝月产量及增速.....	7
图 10: 铅与锌月产量及增速.....	7
图 11: 锡与镍产量及增速.....	7
图 12: 单季度主营业务收入及同比增速.....	8
图 13: 单季度利润总额及同比增速.....	8
图 14: 销售利润率.....	8
图 15: 各子行业毛利率.....	8
图 16: 中国货币供应量与 LME 指数.....	10
图 17: 美国货币供应量与 LME 指数.....	10
图 18: 美元指数与 LME 指数.....	10
图 19: 美国和德国 GDP 与 LME 指数.....	10
图 20: 美国和德国 GDP 与 LME 指数.....	12
图 21: 美国 PMI 与 LME 指数.....	12
图 22: 中国 GDP 与 LME 指数.....	12
图 23: 中国全社会固定资产投资与 LME 指数.....	12
图 24: 美国新建私人住宅.....	12
图 25: 我国有色金属下游需求分布.....	12
图 26: 我国汽车月产量.....	13
图 27: 中国房屋新开工面积.....	13
图 28: 美国制造业订单存货比.....	13
图 29: 中国家电月产量.....	13
图 30: 有色板块指数走势.....	18
图 31: 有色板块指数与 LME 指数.....	18
图 32: 市盈率.....	19
图 33: 市净率.....	19

1 2009 年行业回顾—行业复苏迹象明显

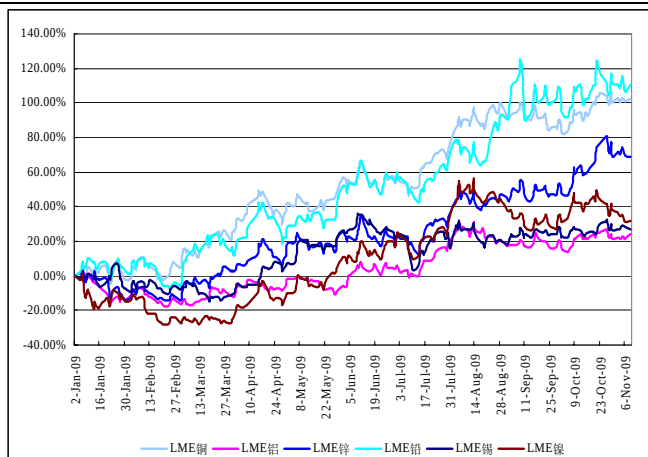
1.1 基本有色金属价格全线上涨

受全球金融危机和经济下滑的影响，2008 年主要有色金属品种价格均出现了大幅下跌，然而进入 2009 年，随着各国大规模的经济刺激方案的不断实施，经济企稳复苏的迹象越来越明确，加上流动性充裕，主要有色金属品种价格均出现了大幅上涨。LME 铅和铜的价格更是实现了翻番，涨幅分别高达 111.01%和 102.41%，达到 2300 美元/吨和 6450 美元/吨，锌价也涨至 2160 美元/吨，涨幅高达 68.05%；除此之外，镍、锡和铝价与 09 年初相比也出现了 30%左右的增长，分别为 17430 美元/吨、14750 美元/吨和 1952 美元/吨。

另外，国内市场各种有色金属现货价格 09 年也出现了不同程度的上涨，其中铜价已涨至 50950 元/吨，涨幅高达 85.94%，其次是锌和镍分别上涨了 53.97%和 44.13%，铅、铝和锡涨幅相对较小分别为 36.84%、25.59%和 16.09%。总体来说，铜、铅和锌由于下游需求领域主要分布于电力、汽车和建筑等重要领域，获得各国政府支持力度较大，因此率先回暖，进而导致这三种金属的价格涨幅优于其他金属。

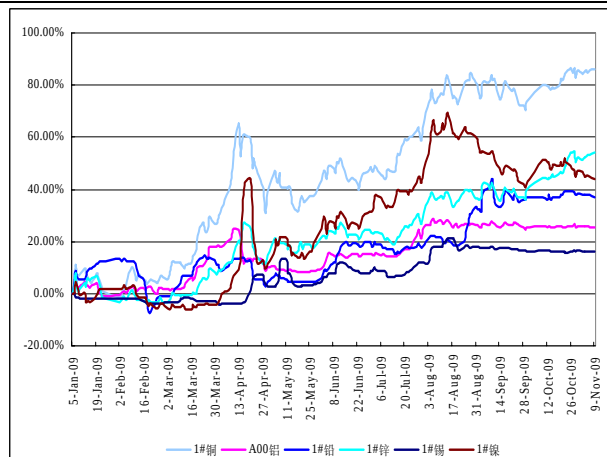
与其他基本金属相比，黄金的货币属性则更强，影响黄金价格走势的因素与基本金属略有差异，在正常经济环境下，黄金价格与美元指数具有较强的负相关性，2007 年以来二者的相关系数更是高达-0.55。但是在金融危机爆发的初期，由于人们避险情绪不断升温，相对于其他货币而言，美元也成为了投资者的首选，因此黄金价格与美元指数出现了一致性的变化趋势。年内在流动性充裕导致的全球性通胀预期和美元贬值的一致预期下，黄金价格不断走强，年内黄金价格上涨了 26.56%，并站上 1100 美元/盎司的关口。在美元长期贬值的预期下，预计未来黄金价格仍将维持高位。

图 1：2009 年 LME 基本金属价格走势



资料来源：Wind、宏源证券

图 2：2009 年国内基本金属现货价格走势



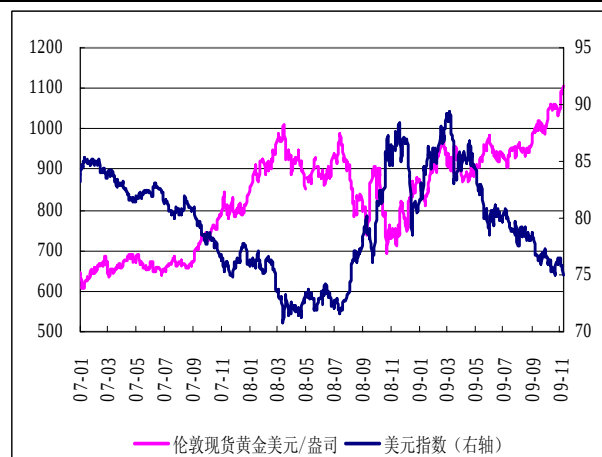
资料来源：Wind、宏源证券

图 3：2009 年黄金与白银价格走势



资料来源：Wind、宏源证券

图 4：黄金与美元指数走势



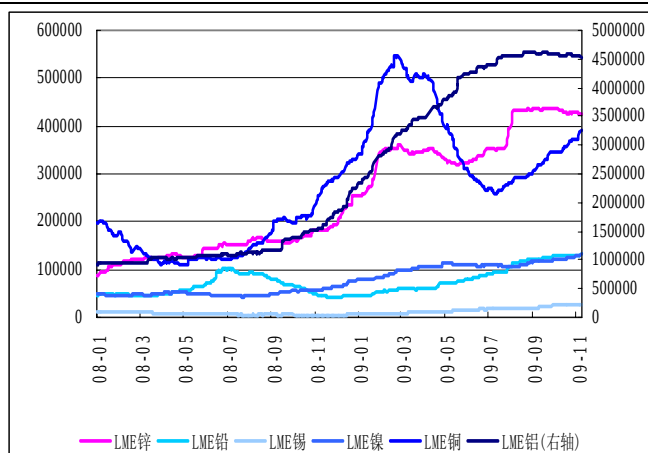
资料来源：Wind、宏源证券

1.2 库存居高位

截止 11 月 9 日，LME 除金属铜的库存量较 3 月份的库存高点略有下降外，其他金属品种库存量均居近几年高位，与 08 年底相比，更是出现了七成以上的增长，其中锡、铅和铝的库存量分别达到了 2.6445 万吨、13.1 万吨和 453.9625 万吨，较年初大幅增加了 233.69%、188.92%和 97.2%，金属镍和锌分别增加了 68.51%和 68.11%，达到 13.13 万吨和 42.6 万吨，只有金属铜库存涨幅较小，为 15.45%，但接近 39 万吨的库存量依然属于历史相对高位。

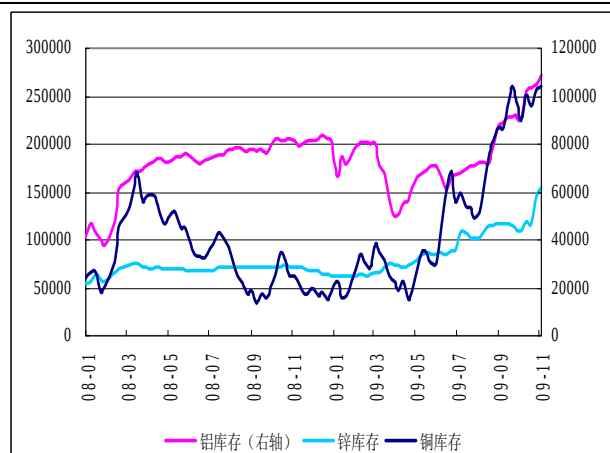
与此相对应，沪金属库存量也全部居于近几年最高位，金属铜、锌和铝的库存量分别为 10.4 万吨、15.38 吨和 27.26 万吨，与年初相比分别上涨了 358.6%、147.8%和 64.2%。从这两组数据可以看出，国际市场铜库存增长幅度较小并不是完全由于需求旺盛，而是由于国内外价差的存在，使得上半年我国金属进口量大增，部分铜由国外转入了国内，导致国内铜库存较年初增加了近 2.6 倍，另外由于金属价格的大幅上涨使得停产的产能逐步恢复，也导致库存出现一定程度回升。

图 5: LME 基本金属库存



资料来源: Wind、宏源证券

图 6: 沪金属库存



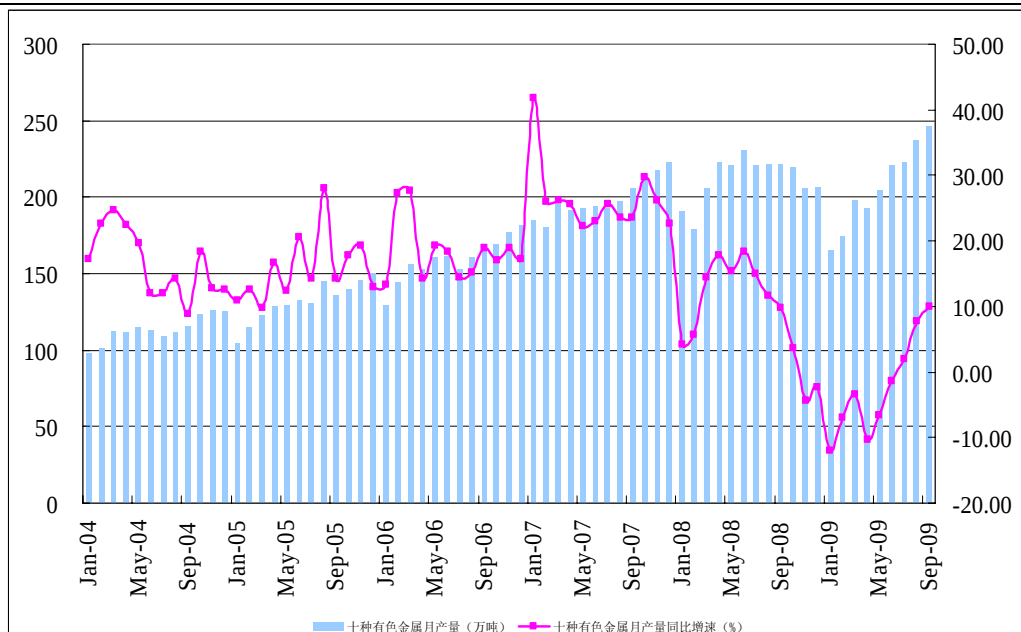
资料来源: Wind、宏源证券

1.3 产量逐月增加至历史新高

受各国大规模经济刺激政策的影响，09 年 1-9 月有色金属产量呈现逐月增加的趋势，虽然年初受金融危机的影响，有色金属行业下游需求大幅缩减，同时由于金属价格的大幅下跌，部分行业跌破生产成本，铝、锌、锡等行业纷纷限产保价，产能利用率下降，使得今年 1-4 月十种有色金属月产量均低于 200 万吨，同比持续出现负增长，增速在-3.45%至-12.04%之间，但进入 5 月份，随着经济逐步企稳复苏，有色金属价格出现快速上涨，产量也开始逐月回升，8 月份开始同比增速已接近 10%。

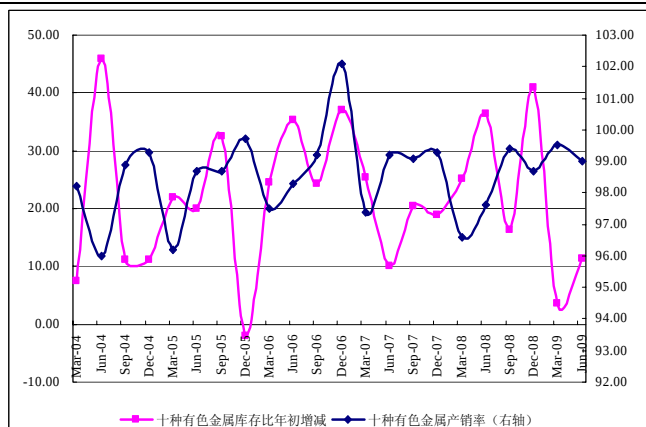
具体分品种来看，除了金属锡近两个月产量出现大幅减少外，其他主要金属铜、锌和铅等有色金属月产量基本都呈现逐月增加趋势，且均已接近甚至超过 08 年的最高水平，创历史新高。这主要是由于经历了去年第四季度的快速去库存化后，随着全球经济转暖预期的逐渐增强，金属价格出现大幅反弹，停产企业开始逐步恢复生产，因此产量呈现逐月递增趋势。对于铝品种而言，由于国内电解铝行业产能过剩较为严重，加上电解铝价格今年上半年没有与其他有色金属一样出现价格大幅上涨之势，反而较年初下跌了 6.5%，使得部分电解铝生产企业处于亏损状态，减产保价已成为电解铝行业的最好选择。因此前四个月产量相对较低。受不锈钢需求以及红土镍矿相对丰富的影响，镍价比其他金属价格更早开始调整，同时更晚回升，今年前 4 个月镍价一直在低位徘徊，且低于年初的价格水平，受此影响前 4 个月电解镍产量一直呈现逐月递减趋势，进入 5 月份镍价开始逐步回升至年初水平，镍产量也恢复增长，9 月份同比增速更是高达 47.7%。由此可见金属产量与价格的正相关性非常明显。

图 7: 十种有色金属产量及同比增速



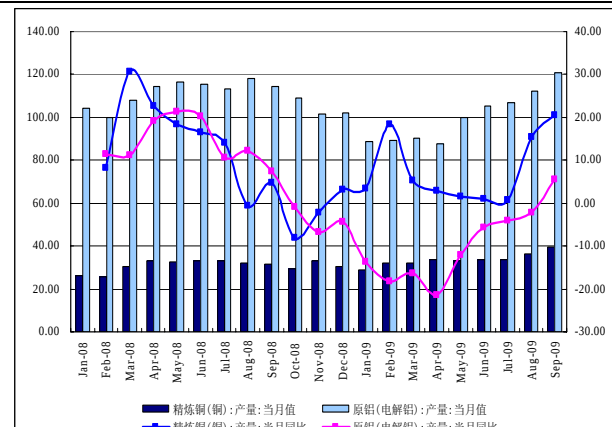
资料来源: Wind、宏源证券

图 8: 十种有色金属产销率及库存变化



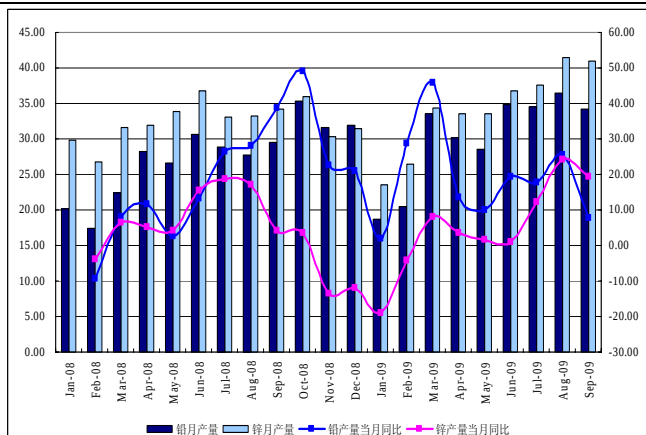
资料来源: Wind、宏源证券

图 9: 精炼铜与原铝月产量及增速



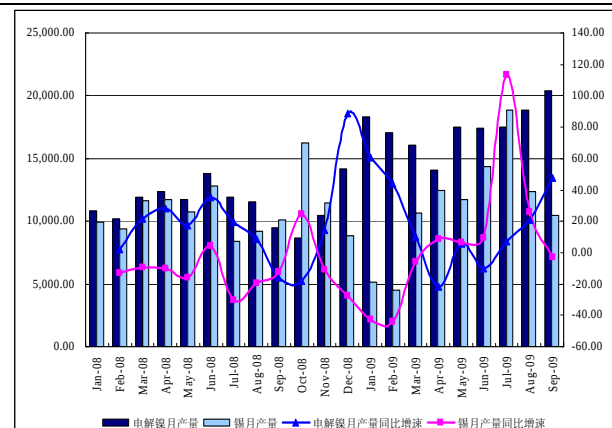
资料来源: Wind、宏源证券

图 10: 铅与锌月产量及增速



资料来源: Wind、宏源证券

图 11: 锡与镍产量及增速

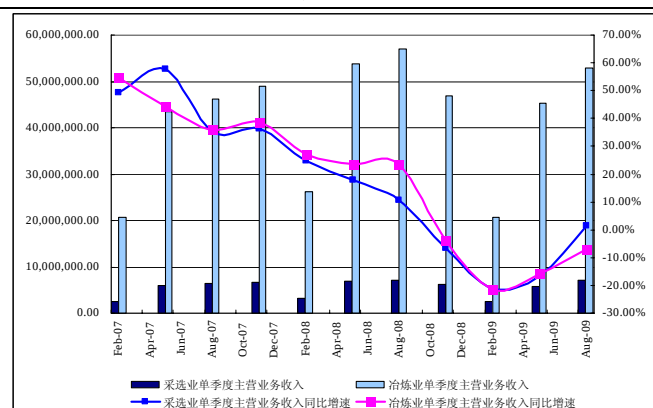


资料来源: Wind、宏源证券

1.4 行业盈利能力逐季恢复

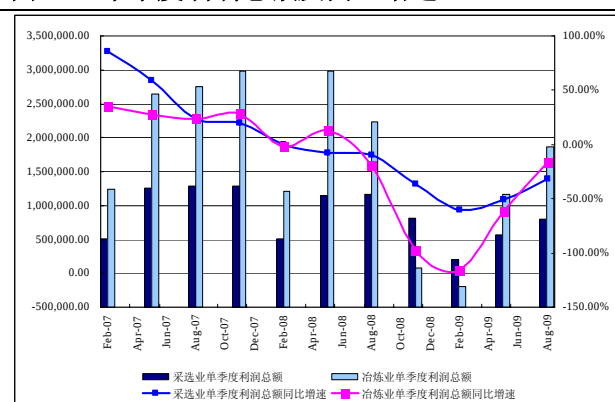
由于价格较去年高点大幅下跌，再加上下游需求尚未完全恢复，有色金属行业最近几个季度的收入与利润总额与 08 年同期相比均呈现大幅减少。由于价格较去年高点大幅下跌，再加上下游需求尚未完全恢复，有色金属行业最近几个季度的收入与利润总额与 08 年同期相比均呈现大幅减少。前三季度有色行业共实现营业收入 13428 亿元，累计同比减少 12.9%，其中采选业和冶炼业分别实现累计营业收入 1550 亿元和 11877.4 亿元，同比减少 9.72% 和 13.99%；前三季度全行业实现利润总额 439.2 万元，同比减少 52.5%，其中采选业和冶炼业分别实现利润总额 156.5 亿元和 282.7 亿元，同比下降 44.05% 和 56.75%。但二季度随着全球经济的企稳复苏，有色金属价格快速拉升，行业盈利能力也明显好转，环比均实现正增长。受此影响，各子行业毛利率也都在一季度触底后出现不同程度的回升，因此可以确定的是有色行业已经逐步走出谷底，未来随着经济增长预期越来越明确，以及 2010 年国家扩大内需政策的不断落实，行业盈利能力将大幅提高。

图 12：单季度主营业务收入及同比增速



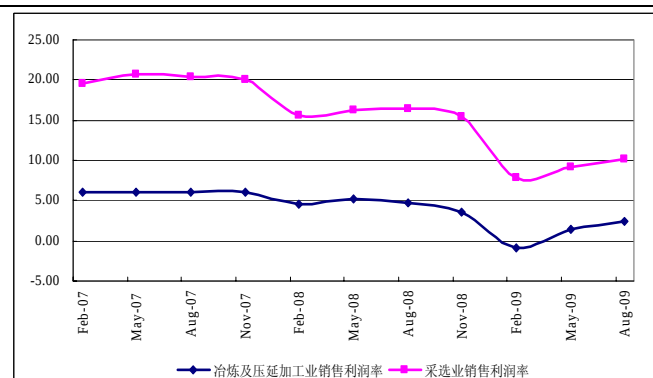
资料来源：Wind、宏源证券

图 13：单季度利润总额及同比增速



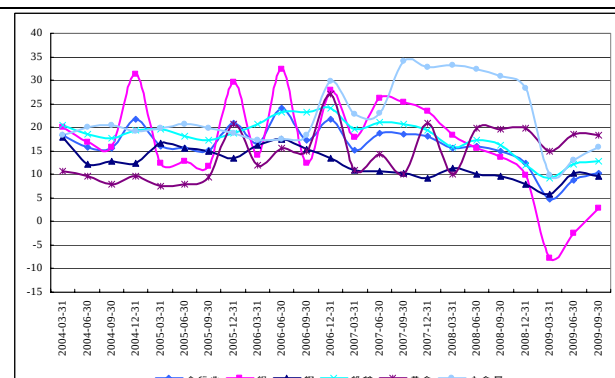
资料来源：Wind、宏源证券

图 14：销售利润率



资料来源：Wind、宏源证券

图 15：各子行业毛利率



资料来源：Wind、宏源证券

2 2010 年行业展望——基本面趋暖弥补流动性回落

有色金属品种多，应用领域广，在经济社会发展中发挥着重要作用。同时，有色金属工业又是虚拟经济与实体经济紧密结合的产业，在有色金属市场期货与现货并存的情况下，其价格走势不仅取决于供需关系，与金融市场变化也具有密切关系。特别是近几年随着经济全球化进程的不断深入，国际资本的流动性也在不断加强，有色金属的金融商品的属性更为凸显。因此除了实体经济基本面的市场供需关系决定价格走向的基本经济规律仍在发挥作用外，全球资本流动性过剩又经常导致国内外有色金属价格走势出现背离供需基本面的现象。

综合来看，对于有色金属而言，其基本面构成的真实需求决定有色金属的价格基础，而流动性过剩支撑的有色金属的增量需求同样左右着有色金属的价格，综合这两方面的影响因素，我们认为在当前全球经济经历了金融危机的影响而逐步企稳恢复阶段，流动性对有色金属价格的短期影响效果更为敏感，而随着经济逐步走入正轨，基本面因素则成为长期支撑有色金属价格的重要因素。因此，这一部分我们将主要沿着流动性与基本面两条主线分析 2010 年有色金属价格的可能走势，为准确布局有色板块提供有力的依据和支撑。

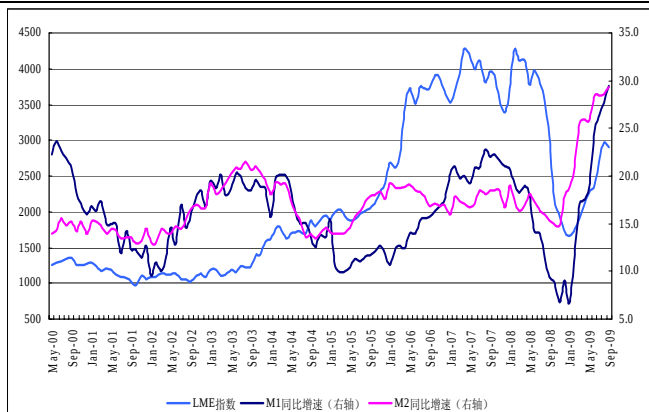
2.1 流动性——有色金属的增量需求

步入 2009 年以来，流动性充裕一直是市场关注和热议的话题，资源类产品价格的回升和资本市场的高涨，很大部分原因被归咎于全球流动性充裕所致。流动性成为这段时期影响有色金属价格的重要因素。从中国货币供应量与 LME 指数的相关性来看，M1 和 M2 增速与 LME 指数走势具有较大的相似性，二者相关系数分别为 0.22 和 0.25，流动性充裕的确推升了有色金属价格水平。

但观察美国的数据会发现，这两者之间的正相关程度并不那么完美，这其中可能是由于美元的特殊地位所致，另外基本面的影响因素也不容忽视。美元指数与 LME 指数的负相关关系一直以来已经被人认可，而金融危机爆发以来为了避免对美国经济的更严重的影响，美国货币供应量大幅增加，而在这种特殊的时期，人们的避险情绪升温，因此美国货币供应量的大幅增加短期内并没有导致美元指数走低，反而是一路走高，因此大宗商品的价格也呈现出一种反向的走势。

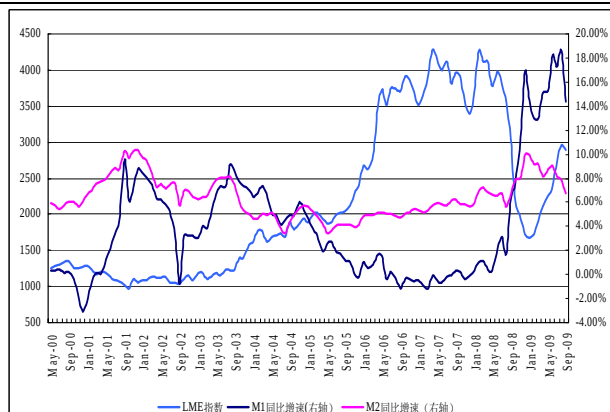
未来随着全球经济转暖的预期越来越强，投资者信心逐步恢复，各国将逐渐收紧信贷投放规模，因此流动性支撑的有色金属价格上涨在未来可能不具备长期性，有色金属的价格将逐渐回归到依靠实体经济的逐步好转来支撑，但短期来看，这种流动性充裕导致的增量需求依然对有色金属的价格影响效果比较敏感。

图 16：中国货币供应量与 LME 指数



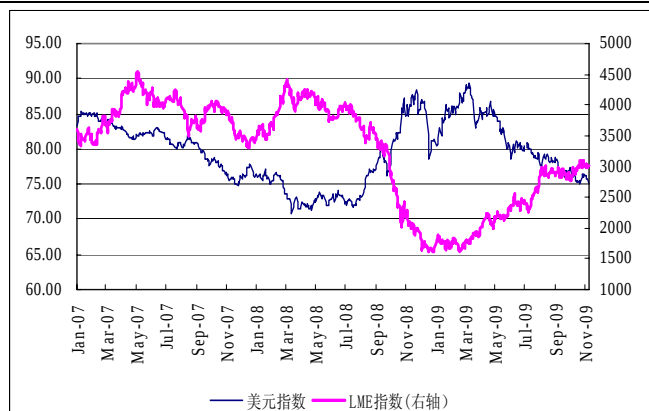
资料来源：Bloomberg、宏源证券

图 17：美国货币供应量与 LME 指数



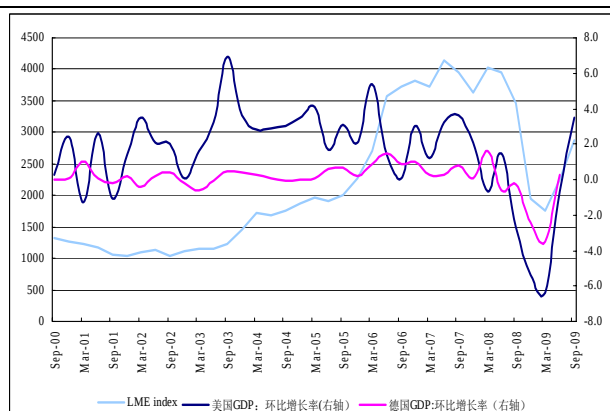
资料来源：Bloomberg、宏源证券

图 18：美元指数与 LME 指数



资料来源：Bloomberg、宏源证券

图 19：美国和德国 GDP 与 LME 指数



资料来源：Bloomberg、宏源证券

2.2 基本面—有色金属的真实需求

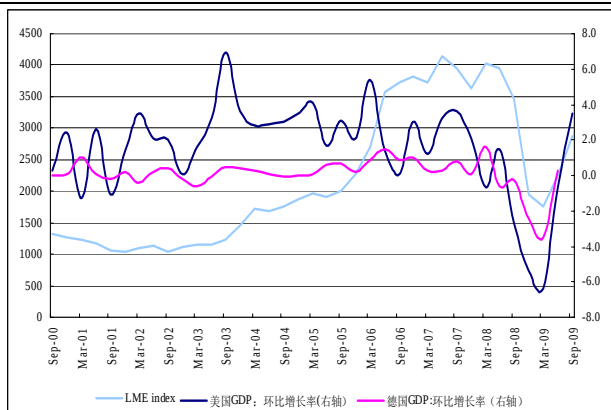
实体经济的增长情况直接构成对有色金属的真实需求，从而影响有色金属价格。从中国、美国和德国的 GDP 数据与 LME 指数的走势可见，实体经济的确对有色金属的真实需求构成有力支撑，所不同的是中国的实体经济更多的表现在拉动金属价格上行方面，其作用不容忽视；而美国和德国等发达经济体的实体经济则在拖累金属价格下跌方面用作更明显，表现出“成事不足，败事有余”的特征。

根据我们宏观部门的预判,本轮金融危机于 2008 年 10 月 15 日开始步入下半场,金融危机第二波于 2009 年 3 月 5 日结束,全球经济于 09 年第二季度见底,之后全球经济将缓慢复苏。但此次危机的影响并不会迅速结束,未来一年全球依然面临低增长的现实。中国经济小 V 型反弹之后会变频,以结构调整为主;全球经济见底之后会再次变频,2010 年全球将维持低增长低通胀。IMF 预计 2010 年发达国家经济增长约为 1.3%,其中美国和欧元区经济预计分别增长 1.5%和 0.3%。中国全年 GDP 增速预计约为 9.2%,固定资产投资增速 20%。经济的复苏使得 2010 年全球经济环境必然好于 2009 年,但疲弱的状态依然持续,短期内需求快速恢复是小概率事件。

从真实需求看,美国新屋开工数 09 年 1 月触底反弹,出货量与新订单量较年初分别回升了 13.9%和 16.11%,存货较年初减少了 7.97%。美国采购经理人指数从低位大幅反弹。新增订单的反弹,表示美国经济正在逐步复苏,需求正在恢复。从我国实体经济发展来看,我国年有色金属消费量约为 2500 万吨左右,其下游分布主要是建筑占 24%,电力(包括发电装机和电网建设)占 21%,交通运输(包括交通运输工具以及道路、桥梁、机场和港口等设施)占 20%,耐用消费品占 10%,从这几大块的下游需求情况看,中国房屋新开工面积同比不断走高,并由负转正;同时汽车月产量 9 月和 10 月更是创出新高,同比大幅增长 80%左右;家用电器方面,受国家扩大消费政策和家电下乡的影响,彩电和洗衣机月产量逐步增加,但受消费淡季的影响,空调和冰箱近几个月产量出现小幅回落。综合来看,国家在以铁路建设为主的交通运输领域,以城镇安居工程和农村民生工程为主的房地产领域,以及在农村基础设施建设等领域加大投资力度,必然拉动建筑、电力等领域的有色金属消费,进而支撑国内市场有色金属的真实需求。

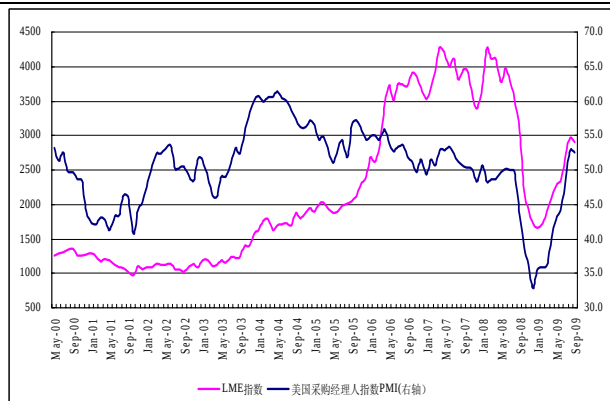
总体而言,虽然全球经济已经见底复苏,但今明两年全球经济将维持低增长态势。经济复苏可以拉动真实的下游需求,从而在根本上帮助有色金属行业走出谷底,对维持基本有色金属的价格水平具有重要支撑作用。但基于对明年全球经济将维持低增长态势的预判,我们预计有色金属需求量不会出现大幅增长,基本面因素对有色金属价格的影响相对而言并不如流动性那么敏感。

图 20: 美国和德国 GDP 与 LME 指数



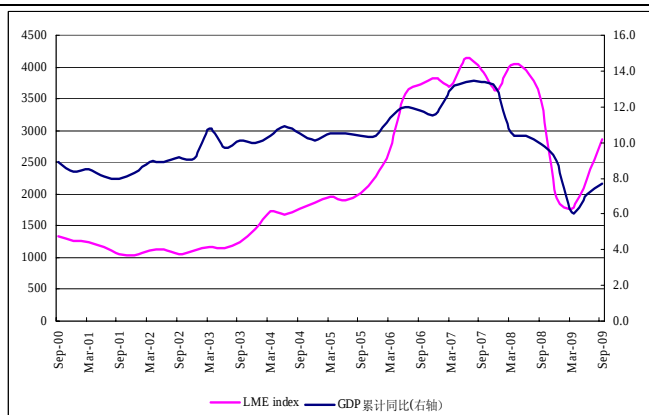
资料来源: Bloomberg、宏源证券

图 21: 美国 PMI 与 LME 指数



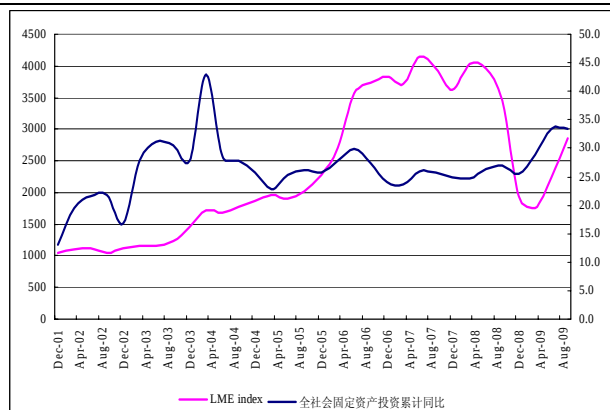
资料来源: Bloomberg、宏源证券

图 22: 中国 GDP 与 LME 指数



资料来源: Bloomberg、宏源证券

图 23: 中国全社会固定资产投资与 LME 指数



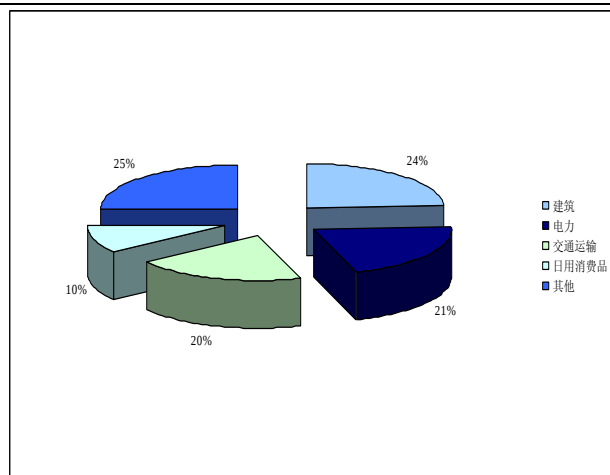
资料来源: Bloomberg、宏源证券

图 24: 美国新建私人住宅



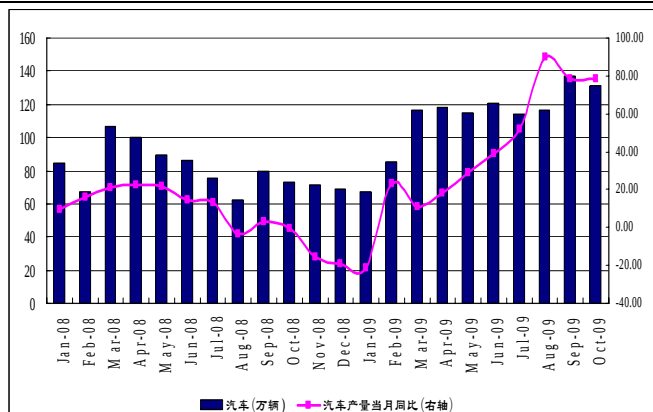
资料来源: Bloomberg、宏源证券

图 25: 我国有色金属下游需求分布



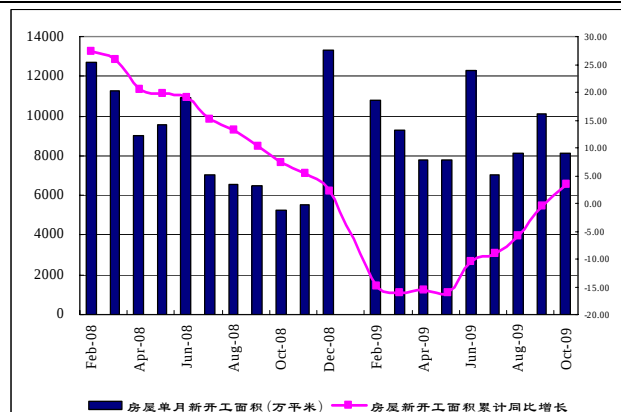
资料来源: Bloomberg、宏源证券

图 26：我国汽车月产量



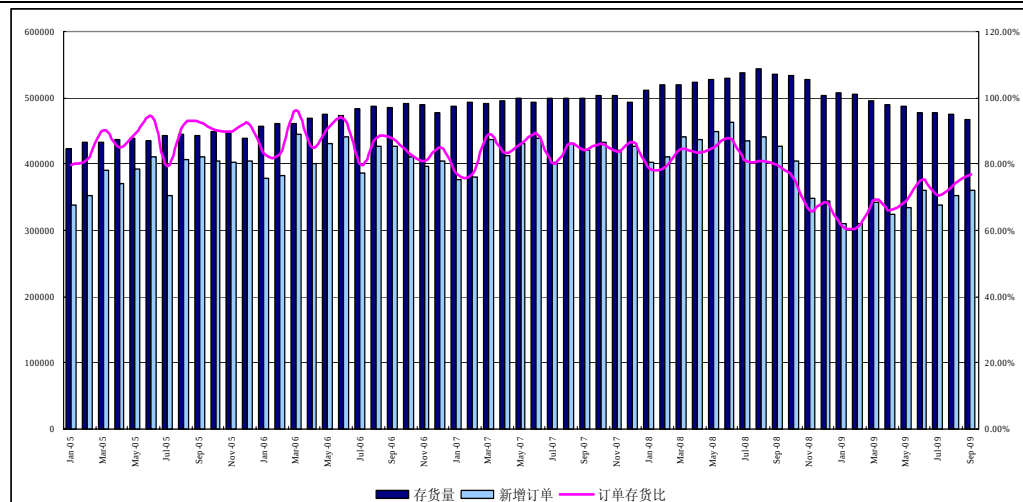
资料来源：Wind、宏源证券

图 27：中国房屋新开工面积



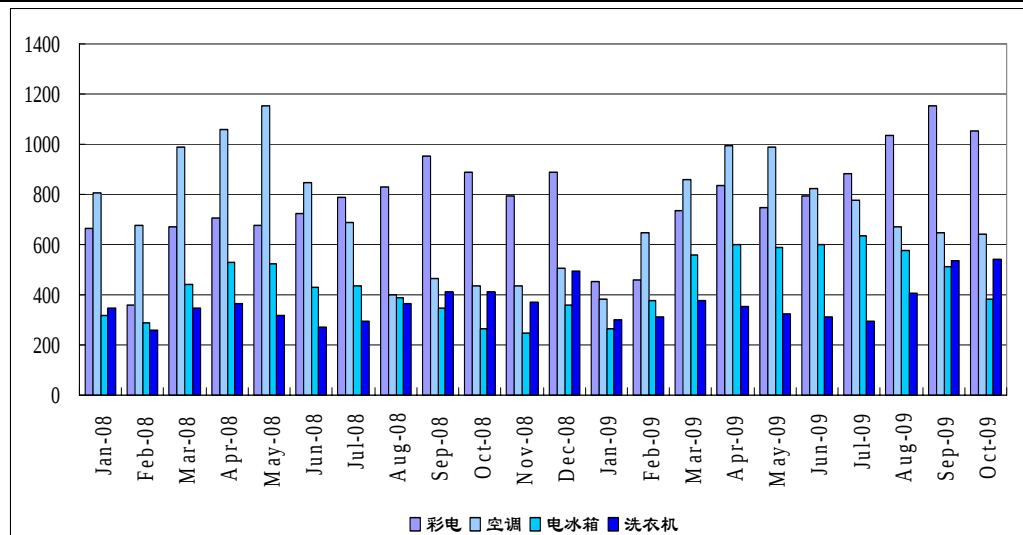
资料来源：Wind、宏源证券

图 28：美国制造业订单存货比



资料来源：Wind、宏源证券

图 29：中国家电月产量



资料来源：Wind、宏源证券

2.3 2010 年有色金属价格走势预测

综合流动性与基本面的影响因素来看（如表 1 所示），无论是发达经济体还是新兴经济体，其实体经济对有色金属价格的影响都表现为强的正相关，所不同的是发达经济体的“贡献”更多地表现在拉低有色金属价格方面，而新兴经济体则更多的表现在拉动有色金属价格上行方面；而流动性因素（货币因素）的影响在发达经济体和新兴经济体则不尽相同，以中国为代表的新兴经济体，其货币供应量 M1 的强正相关性尤为明显。

经过上面的分析和总结，我们认为未来随着全球经济转暖的预期越来越强，投资者信心逐步恢复，各国将逐渐收紧信贷投放规模，因此流动性支撑的有色金属价格上涨在未来可能不具备长期性，有色金属的价格将逐渐回归到依靠实体经济的逐步好转来支撑，但短期来看，基于对明年全球经济将维持低增长态势的预判，我们预计有色金属需求量不会出现大幅增长，基本面因素对有色金属价格的影响相对而言并不如流动性那么敏感，流动性充裕导致的增量需求依然是对有色金属价格的重要影响因素。根据我们宏观部门的预判，为避免出现通货膨胀，今年底至明年上半年全球总的流动性必然会收缩，之后随着美欧等经济体经济可能出现的二次探底，货币政策存在再次放宽的可能性，由此我们认为今年 4 季度至明年 1 季度，有色金属价格可能以高位震荡为主，甚至会出现小幅度回调，但明年下半年随着流动性的再度略微放宽，价格会出现一定的反弹。

表 1：有色金属价格影响因素总结

	发达经济体（以美国为代表）	新兴经济体（以中国为代表）
实体经济	强， “成事不足，败事有余”特征明显	强， 尤其表现为拉动金属价格上行
货币因素	弱， M1 甚至局部表现为弱相关	强， M1 相关性尤其明显

资料来源：宏源证券

2.4 子行业分析

2.4.1 铜：金融属性最强的基本金属

2008 年全球矿山铜总产量为 1534 万吨，精炼铜产量 1842.8 万吨，比上年增长 1.4%。产量最多的国家依次是中国、智利、日本和美国，这几个国家的精铜产量约占当年全球精铜产量的一半左右，其中中国产量从 2006 年开始超过智利，成为世界最大的精铜生产国。ICSG 预计 09 年全球铜矿产量将增加 2.9%至 1580 万吨，10 年将进一

步增加 6.7%至 1690 万吨,而精铜产量 09 年将减少 0.8%至 1810 万吨,10 年将增加 0.7%至 1820 万吨。

需求方面,随着加工制造业向发展中国家转移,发达国家铜消费增幅放缓甚至出现回落,而发展中国家铜消费出现迅猛增长,尤其是中国、俄罗斯和印度,已经成为全球重要的铜消费地区,极大的带动了铜消费的增长。1998~2008 年期间,这三个国家的精铜消费增幅依次达到 255.9%、383.9%和 101.1%。ICSG 铜市预计,2009 年全球精炼铜使用量减少 1.6%至 1770 万吨,2010 年全球多数国家的铜需求量也将回升,2011 年实现供求基本平衡。国内方面,结合下游主要需求行业增速情况来看,家电和汽车月产量均出现了不同程度的上涨,以及国家电网投资增加,全年预计铜需求量基本与去年持平,约 540 万吨左右,同比增加约 5.88%。

铜供求关系对铜价的走势影响重大,根据 ICSG 的预测,今年全球铜供给量过剩约 37 万吨,到 2010 年将进一步扩大至 54 万吨,这将对铜价继续上行造成一定压力。受此供求关系的影响,以及短期内由于发达国家消费回升力度不强以及库存上升等因素的制约,预计铜价将维持高位震荡;但长期来看,全球经济复苏的持续,特别是新兴市场铜消费仍有很大上升空间,我们对铜需求的增长相对乐观。而供给方面受资源瓶颈和矿山品位下降等因素影响难以大幅增长,因此中长期趋势依然看好,但价格上行空间将大幅收窄。预计 2009 年铜价为 5000 美元/吨,比 2008 年下跌 27.4%,2010 年小幅涨至 6000 美元/吨。国内方面我们预计 09、10 年铜价的平均价格在 45000 元/吨和 55000 元/吨。

2.5.2 铝: 产能过剩与成本支撑的较量

2008 年全球实际生产氧化铝 8688.3 万吨,电解铝 4006.8 万吨/年。2004 年至 2008 年,年复合增长率达到 7.6%,其中我国电解铝产量的年复合增长率高达 19.4%,远远超过全球平均增速,2008 年中国电解铝产量已经占全球产量的三分之一强。

铝是仅次于钢铁的第二大金属材料,涉及航空航天、交通运输、包装、建筑、电力、机械、化工、电子设备等众多行业。其中,建筑、交通运输和包装业是铝的三大终端消费领域,在发达国家这三个领域的铝消费量在总消费中占 70%以上的比重,而且仍然是消费增长最具潜力的行业,而未来铝在建筑和包装业中的消费增长则主要依赖于中国等发展中国家。2004~2008 年全球原铝消费的年均复合增长率为 6.0%,达到 3810 万吨。中国一直是主导全球消费增长的关键因素。

预计 2009 年全球原铝产量同比减少 3.6%至 3800 万吨,中国原铝产量为 1290 万

吨；在需求方面，铝的消费和经济发展有着十分紧密的联系，2009 年的经济衰退致使铝需求量出现小幅下降，预计将减少 5%至 3640 万吨，其中我国需求与去年持平，约 1250 万吨左右；2010 年随着全球经济复苏，有望小幅增长并超过 2008 年的水平。产能过剩和复产压力依然是压制铝价的重要阻力，但高企的成本对铝价形成一定支撑，受此影响，2009 年铝价格涨幅最小，预计全年铝价约为 1650 美元/吨，我国价格为 13800 元/吨，2010 年铝价将维持在 15000 元/吨左右。

2.5.3 铅：关停及淘汰落后产能抬高铅价

按照国际铅锌研究小组（ILZSG）统计的数据，2008 年全球铅精矿产量为 388.5 万吨金属量，较上年增长 7.6%，2004~2008 年的年均增速为 4.8%。精铅产量 875.3 万吨，同比增长 7.9%，2004~2008 年年均增长率为 5.9%。中国产量占世界产量的 36.6%，中国产量的高速增长是导致全球产量增长的主要原因，2004~2008 年中国精铅的年均增长率高达 13.5%。美、欧等国家和地区精铅产量基本稳定，波动很小，精铅生产和消费进入了良性循环状态。

铅主要用于生产铅酸蓄电池，巨大的汽车保有量及较快的增量，确保了对铅酸蓄电池的消费量，从而对铅需求量形成一定支撑。未来几年，世界铅的消费将主要依赖于中国和印度的增长和西方电动汽车市场的推动，有望保持 3%左右的增速。根据 ILZSG 预测 2009 年全球铅需求量约为 856 万吨，同比下降约 1.1%，产量为 860 万吨，同比减少 0.9%，为 2001 年来首次下降，产量过剩约 3.7 万。国内方面，2009 年随着汽车销量的逐渐增加，铅需求量有望增长，预计全年铅表观需求量约为 284 万吨左右，同比增加 3.3%，产量约为 340 万吨，同比增加 4.6%。受我国关停落后产能的影响，09 年铅价快速反弹，全年均价约为 1680 美元/吨，国内现货价格 13500 元/吨，2010 年可望达到 15000 元/吨。

2.5.4 锌：下游需求领域较为集中

2008 年全球锌精矿产量为 1175.5 万吨，较上年增长 2.8%，精锌产量为 1168.3 万吨，比 2007 年增长 1.3%。2004~2008 年间，全球精锌产量增速相对较小，年均增长率为 3.1%，而中国精锌产量的增幅远高于世界平均水平，为 9.5%，这主要是因为上世纪末以来，随着环保要求的提高和能源、原材料价格的上涨，欧美一些冶炼厂生产成本不断提高，被迫关闭，永久退出市场，导致该地区锌产量不断下降。预计 2009 年世界锌冶炼能力将下降 120 万吨。

锌的最终用途是生产镀锌钢板，主要用于建筑业和交通运输业，发达国家这两个用

途分别占 45%和 25%。最近 5 年世界锌消费量年均递增 3.7%，同期中国消费年均递增 10%以上，占世界总消费量的 32.2%。长期来看，世界锌消费有望继续保持 2%左右的速度递增，增长主要依赖发展中国家，尤其是中国和印度。根据 ILZSG 预测 2009 年全球锌需求量约为 1092 万吨，同比下降约 4.9%，创 1975 以来最大降幅，产量约下降 4%至 1118 万吨，过剩约 26 万。国内方面，预计 09 年锌需求量约为 359 万吨，同比减少 3%左右，产量约为 379 万吨，同比下降 3.1%，虽然经济复苏使得需求基本面发生了一些积极变化，但供大于需的状况短期内无法改变，预计 09 年锌均价约 1630 美元/吨，国内价格约为 13200 元/吨，2010 年 15000 元/吨。

2.5.4 黄金：美元弱势下的受益品种

黄金是今年价格相对强势的有色品种，和基本金属不同，黄金具有更多的金融属性和保值功能，在全球经济金融形势出现比较极端的情形下，黄金表现得更为强势。从长期看，黄金和美元保持负相关关系。受金融危机影响，自去年底开始黄金价格就一路走高，反映出黄金具有较强的避险保值功能。

从目前情况看，支持黄金未来价格继续走强的理由依然存在，主要体现通货膨胀的预期以及美元长期走弱的必然，因此我们预计 09、10 年黄金价格将维持在 950-960 美元/盎司左右。

3 投资建议

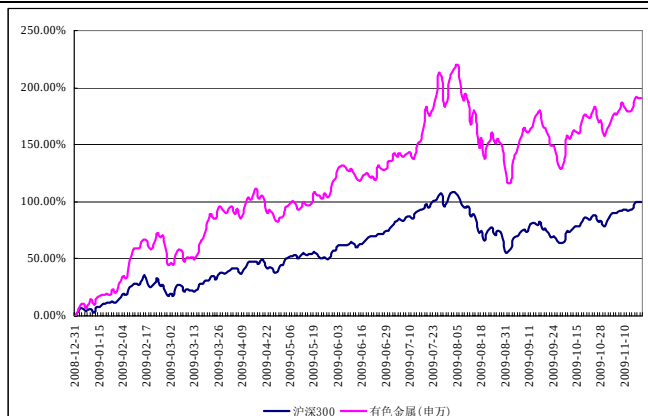
3.1 明年板块表现可能先抑后扬

从申万有色指数近一年走势来看，有色板块表现远远高于市场平均水平，截止 11 月 18 日收盘，申万有色指数较年初已经大幅上涨了 190.59%，而同期沪深 300 指数则上涨了 99.71%，可见有色板块的表现远远优于市场的平均水平。有色板块涨幅远超大盘，主要是基于流动性充裕以及通胀预期强烈的影响，有色金属价格较年初快速回升所致。那么有色金属的价格与有色板块的表现究竟存在怎样的关系呢？

从图 30 可见，有色板块的表现与有色金属价格的走势在趋势上是基本一致的，但有色板块的波动要远远超过有色金属价格的波动。我们认为，这其中的原因一是有色板块表现具有很强的业绩弹性，业绩变动幅度大于价格变动；二是板块与大盘的走势存在显著正相关性，有色板块的波动是系统性波动与行业波动的迭加。值得注意的是，有色

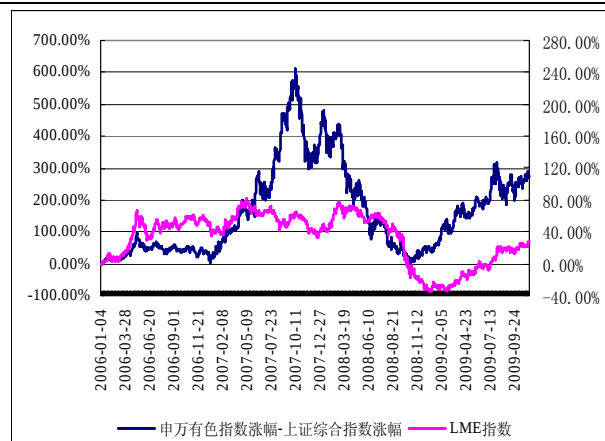
板块的表现包含了对未来金属价格的预期，因此其变化要先于金属价格。从 2003 年以来的多数时间里，有色板块表现和金属价格走势在趋势上是一致的，但存在先于期货见底和见顶的特点，同时，有色板块在高位维持时间相对较短。近期虽然铜价一直在高位，并不时创出新高，但股票表现平平。我们认为主要就是基于上面分析的原因。我们认为，触发有色金属新一轮的行情应至少包含以下因素之一：一是由于流动性或基本面出现重大改观，金属价格在目前价格基础上出现较大幅度上涨；二是有色金属板块相对于大盘溢价回到近年平均水平之下。由于我们对于这两个因素的出现持谨慎态度，因此，我们对明年上半年板块表现相对谨慎。基于前面对流动性和基本面的分析，我们认为，如果明年下半年这两方面的因素，尤其是流动性的因素出现改观，再加上上半年板块估值水平回落至合理水平，下半年板块有望领先大盘。

图 30：有色板块指数走势



资料来源：Wind、宏源证券

图 31：有色板块指数与 LME 指数



资料来源：Bloomberg、宏源证券

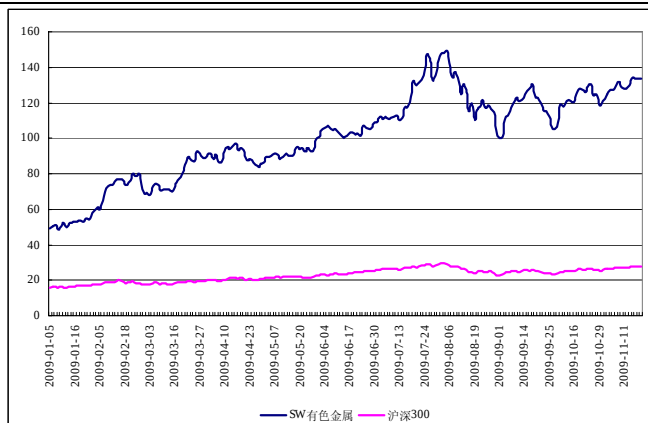
3.2 投资建议

有色板块在过去一年涨幅超过大盘是建立在流动性充裕以及通胀预期强烈的基础上的，由于前期透支了对未来的预期，加上我们认为短期内通货膨胀并不会到来，因此我们看淡近期有色金属板块表现。考虑到在目前的价位上，有色金属行业已实现全面盈利，2010 年随着经济复苏的继续，有色行业盈利能力将继续恢复，因此虽然当前的市盈率水平已大大超越沪深 300 指数的市盈率，也高于国际主要公司的市盈率水平，但 2010 年有色板块的市盈率将逐步回归正常水平是大概率事件，价值投资将逐步显现。

因此，根据我们对 2010 年有色金属价格的预测，明年全年有色板块依然会有强于大盘的表现，给予行业“增持”投资评级，但建议上半年配置受流动性影响将对较小的金属品种，如资源自给率达 100% 的金钼股份；下半年如果流动性出现再次放宽，可配置金融属性较强的金属品种，主要是资源量较多的龙头企业，如江西铜业、中金岭南、紫

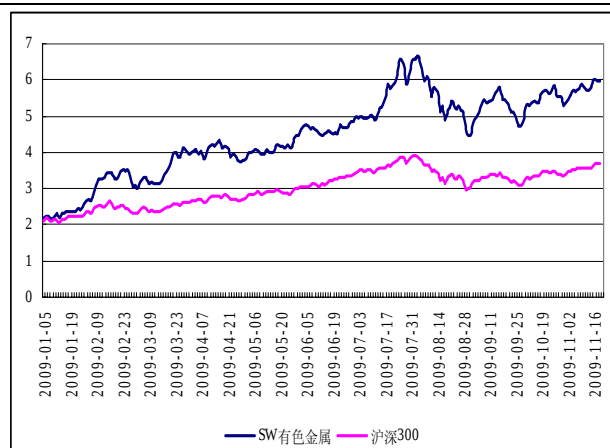
金矿业、铜陵有色和焦作万方等。

图 32：市盈率



资料来源：Wind、宏源证券

图 33：市净率



资料来源：Wind、宏源证券

表 2：国内有色板块主要上市公司估值水平

子行业	公司代码	公司名称	股价	PE
铜	000630.SZ	铜陵有色	22.45	46.3
	000878.SZ	云南铜业	32.39	298.9
	600362.SH	江西铜业	42.29	54.39
铝	000612.SZ	焦作万方	23.09	68.6
	600595.SH	中孚实业	22.62	44.4
	600219.SH	南山铝业	13.02	40.7
铅锌	000060.SZ	中金岭南	28.11	102.3
	600331.SH	宏达股份	19.67	104.3
	600497.SH	驰宏锌锗	30.16	100.1
黄金	002155.SZ	辰州矿业	28.38	138.2
	600489.SH	中金黄金	60.56	138.4
	600547.SH	山东黄金	76.72	65.39
	601899.SH	紫金矿业	10.31	38.9

资料来源：Wind、宏源证券

表 3：国际有色板块主要上市公司估值水平

子行业	公司名称	公司代码	币种	股价	PE
铜	FREEPORT-MCMORAN COPPER-B	FCX UN	美元	84.6	29.0
	ANTOFAGASTA PLC	ANTO LN	英国便士	901	12.8
	VEDANTA RESOURCES PLC	VED LN	英国便士	2361	165.8
	MITSUBISHI MATERIALS CORP	5711 JP	日元	209	
	SUMITOMO METAL MINING CO LTD	5713 JP	日元	1429	
	江西铜业	358HK	港元	19.6	66.3
铝	ALCOA INC	AA UN	美元	13.1	
	ALUMINA LTD	AWC AU	澳元	1.7	18.1

	HINDALCO INDUSTRIES LIMITED	HNDL IN	印度卢比	134.6	41.1
	NATIONAL ALUMINIUM CO LTD	NACL IN	印度卢比	391.4	19.8
	中国铝业	2600HK	港元	8.5	
铅锌	XSTRATA PLC	XTA LN	英国便士	1,070.0	63.5
	KAGARA ZINC LIMITED	KZL AU	澳元	1.1	
黄金	BARRICK GOLD CORP	ABX CN	加元	47.0	26.1
	GOLD FIELDS LTD	GFI SJ	南非兰特	10940.	22.4
	NEWMONT MINING CORP	NEM UN	美元	52.3	27.2
	ELDORADO GOLD CORPORATION	ELD CN	加元	14.4	42.0
	IAMGOLD CORP	IMG CN	加元	20.2	40.1
	灵宝黄金	3330 HK	港元	3.0	38.7
	紫金矿业	2899 HK	港元	8.4	32.2
	招金矿业	1818 HK	港元	14.0	28.1

资料来源: Bloomberg

3.3 个股推荐

虽然明年上半年有色金属价格可能出高位震荡走势,但考虑到行业整合与结构调整的必然趋势以及个别上市公司所具有的特性和优势,我们认为在个股方面依然存在投资机会,建议关注金钼股份、中金岭南和铜陵有色。

金钼股份 (601958): 人亏我不亏, 人赚我大赚

金钼股份经历了 50 年的发展,如今已成为国内钼行业的龙头企业,目前拥有金堆城钼矿和汝阳钼矿两大矿区,资源储量十分充足,同时公司还形成了从采选、冶炼到深加工的完整产业链。目前公司拥有钼金属权益储量达到 123.95 万吨,按照公司年产 14000 吨钼金属量计算,公司的矿山储量可以保障公司开采 88 年。充足的资源储量使得公司可以实现资源的 100%自给,同时也为公司未来的持续快速发展预留了充分的想象空间。如果按照 30 年保障的行业标准来计算,公司未来仍然有一倍的扩产空间。

无论产品结构如何变化,金钼股份的盈利变动从本质上看来源于钼价格的波动。占全球钼供应一半左右的伴生矿尽管开采成本低,但供给基本稳定,因此,原生矿的成本分布决定了钼价的底线和弹性。我们认为,从中长期看,全球经济、尤其是钢铁行业的复苏过程,亦是钼价突破层层成本线的过程,其价格曲线斜率将逐渐陡峭。在此过程中,我们推测还将伴随增大供给曲线斜率的一些重要因素,即 LME 钼期货的推出,以及作为全球最大钼资源国的中国对生产和出口的限制(类似于稀土)。我们认为, A 股市场有色金属投资逻辑的核心在“弹性”二字,价格弹性和资源自给率是决定业绩弹性的两大基本因素。“价格弹性大+资源自给率 100%”即是我们推荐金钼股份的理由。我们预测

公司 09-11 年每股收益分别为 0.22 元、0.45 元和 0.72 元，以 12 月 01 日收盘价 21.33 元计算，对应的动态市盈率分别为 96.9 倍、47.4 倍和 29.6 倍。给予“增持”评级。

中金岭南（000060）：资源储量增长潜力大

中金岭南是一家以铅锌生产为主业的跨地区、多行业经营的上市公司，目前主要拥有凡口矿、盘龙矿和澳大利亚 PEM 公司矿产资源，权益储量 690 万吨。2009 年公司年精矿产量约为 20 万吨，冶炼产能 40 万吨。未来公司铅锌资源储量有望持续增加；精矿未来三年产能逐步释放、产量增长确定，另外收购 PEM 后，公司的成本控制措施卓有成效，铅锌精矿整体生产成本明显下降至 0.38 美元/磅；另外公司控股子公司未来看点较多，地产项目未来两年集中结算，将贡献明显收益。我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.34 元、1.22 元和 1.66 元，以 12 月 1 日收盘价 27.52 元计算动态 PE 分别为 80.94、22.55 和 16.57 倍，给予“增持”评级。

铜陵有色（000630）：进攻性行业中的防御品种

铜陵有色目前主要矿山有冬瓜山铜矿、安庆矿业、铜山铜矿、金口岭铜矿，凤凰山铜矿、天马山硫金矿、仙人桥矿，铜资源保有储量在 170 万吨左右。公司对外购铜精矿进行“M+3”定价，对自有铜精矿产铜进行套保，经营作风稳健，成本控制严格，成本优势明显。但资源储量偏低一直是制约公司发展的桎梏，目前公司正通过各种渠道扩张资源，预计未来资源量的提升将依赖于集团矿山资产的注入。同时公司对铜价的敏感性要弱于江铜和云铜，但公司业务结构使其业绩稳定性更好。我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.49 元、0.61 元和 0.88 元，以 12 月 1 日收盘价 22.89 元计算动态 PE 分别为 46.7、37.5 和 26.01 倍，给予“增持”评级。

表 4：重点有色上市公司估值水平

代码	股票名称	总股本 (亿股)	09EPS (元)	10EPS (元)	09E	10E	PEG	投资 评级
601958	金钼股份	32.266	0.22	0.45	96.9	47.4	1.23	增持
000060	中金岭南	10.24	0.34	1.22	80.9	22.56	1.24	增持
000630	铜陵有色	12.94	0.49	0.61	46.7	37.5	1.33	增持

资料来源：宏源证券

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上