

关注产品结构优势与成本优势

投资要点:

1、2009 年板块走势回顾及成因。2009 年，有色金属冶炼 II (申万) 涨幅为 194.19%，上证综指涨幅为 78.34%，涨幅远远跑赢大盘。百年不遇的金融危机引发的全球的非常规刺激政策促使全球经济触底并实质性复苏，导致了影响行业景气度的三大因素迅速好转，金属价格触底后迅速反弹并大幅上涨，上市公司盈利明显改善。

2、2010 年：三大因素支撑仍在，但力度减弱。与 2009 年相比，2010 年外部的经济环境可以概括为逐步常规发展，完成政府主导向民间主导的过渡并持续下去。经济稳步的复苏引发金属需求，但非常规政策引发的需求逐渐淡去，使得需求支撑力度在减弱，但供给压力在增强；流动性将逐渐收紧；美元长期贬值趋势不变，但短期内升值概率在增大。

基本金属：经济复苏引发的需求支持金属价格继续走高，但在良好的供给弹性下，因价格的上涨引发的供给的增加使供求过剩情况不会得到实质性的改变，这决定价格增幅有限。各品种供求情况不同也决定了各品种走势有所分化。我们以为 2010 年过剩量由少至多的排名为铜、铅、锌、铝，铜、铅的过剩量不会很大。

黄金：行业景气度仍处高位，价格涨速放缓。随着美国有就业的复苏的预期的出现，黄金是避险属性将淡去，美元做为最安全的资产重新归位。仅就 2010 年来看，通胀的预期仍在但到来还谈之尚早。央行外汇储备多元化支撑 2010 年金价，IMF 售金影响最大。

3、2010 年的行业盈利能力与估值。各金属价格进入缓慢上涨期，09 年价格大幅上涨很难在 10 年再现。由于行业成本相对刚性，各子行业的盈利也会进入缓慢增长期。子行业中，金、铜、铅锌、铝这一景气排序在不会改变。在我们对 10 年行业盈利增速的判断下，板块估值已偏高。

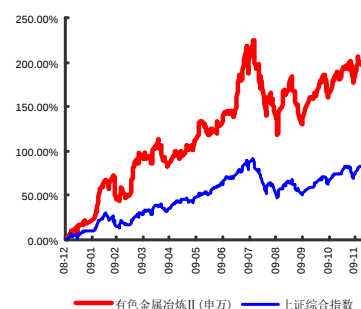
4、投资策略。支持行业景气度的三大因素仍然存在，支撑力度在减弱，金属价格会呈现一种缓慢的上升趋势，公司盈利进入缓慢增长期，板块的估值已高，我们维持有色金属行业“中性”的投资评级。我们 09 年的逻辑是关注在金融危机背景下抗周期的优势行业的上市公司，2010 年我们的逻辑有所变化，顺应经济从非常规发展到常规发展的外部环境，并在金属价格相对稳定各子行业上市公司业绩均有保证的条件下，关注业绩突出者，矿产金属在产品结构中比例突出、成本优势突出的上市公司个股是我们的首选。同时，我们也兼顾行业优势，黄金、铜子行业的中长期优势仍然存在。我们重点的关注的个股为山东黄金、中金黄金、江西铜业、云南铜业、中金岭南、焦作万方。

5、投资风险。宏观经济尤其是美国经济复苏程度低于预期；中国经济复苏程度低于预期；主要国家尤其是美国宽松货币政策的收紧时点的超预期。

上次评级---中性

本次评级---中性

52周行业走势图



资料来源: wind 资讯

研究员: 赵彦辉

电 话: 0411-39673302

网 址: www.daton.com.cn

邮 箱: zhaoyanhui@daton.com

近期相关报告:

- 1.经济转暖提升行业景气度---有色金属 2009 年中期投资策略
- 2.依然关注黄金股---有色金属 1 季度投资策略 (09.04.06)
- 3.寻底之旅，关注黄金---有色金属 2009 年度投资策略 (09.01.10)

一、2009 年有色金属走势回顾及成因分析

（一）2009 年有色金属板块走势回顾

表 1：2009 年有色板块涨幅与上证综指涨幅

日期	有色金属冶炼 II (申万)	上证综合指数
20081231-20091214	194.19%	78.34%

资料来源：wind 大通证券研发中心

2009 年，有色金属冶炼 II (申万) 涨幅为 194.19%，上证综指涨幅为 78.34%，涨幅远远跑赢大盘。

（二）有色板块走势成因分析

1、金属价格走势

图 1 2009 年 LME 金属价格走势

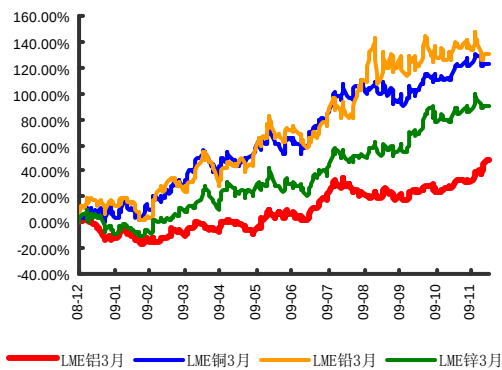
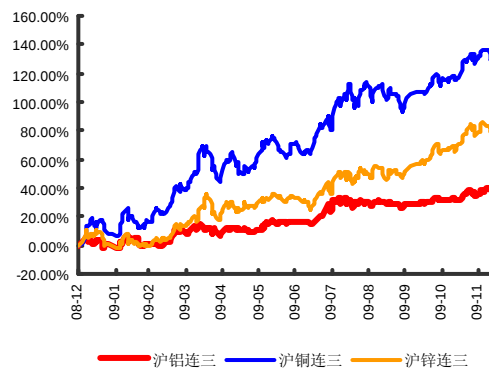


图 2 2009 年 SHFE 金属价格走势



资料来源：wind 大通证券研发中心

表 2：2009 年伦沪两市金属价格涨幅

日期	LME 铝	LME 铜	LME 铅	LME 锌	沪铝连三	沪铜连三	沪锌连三
20081231-20090630	5.78%	60.85%	69.47%	27.24%	16.23%	72.75%	32.91%
20081231-20091214	47.84%	122.91%	130.73%	89.63%	41.08%	129.28%	81.48%

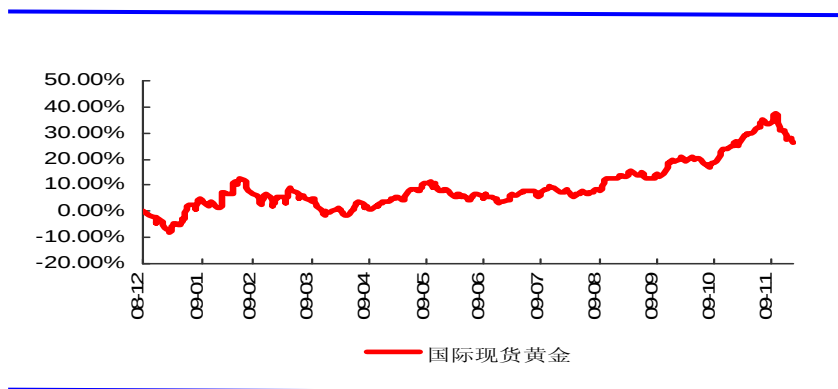
资料来源：wind 大通证券研发中心

2009 年全年，伦沪两市的各金属品种价格大幅上扬，全年来看价格走势呈现伦强沪弱，上半年则是明显的沪强伦弱。从涨幅上来看，LME 铅价的涨幅最大为 130.73%，“血铅”事件可能影响供应的痕迹明显，铜涨幅居次为 122.91%，

再其后为锌与铝，涨幅分别为 89.63%与 47.84%。

截至 12 月 11 日，伦敦现货黄金价格涨幅 26.47%，年内最大涨幅为 37.83%，最高价达 1226.54 美元/盎司，创历史新高。

图 3：伦敦金走势



资料来源：wind 大通证券研发中心

2、板块走势成因分析

如果用最简短的一句话来概括这一年来行业走势的成因，可以说是百年不遇的金融危机引发的全球的非常规刺激政策促使全球经济触底并实质性复苏，进一步导致了影响行业景气度的三大因素迅速好转。

金属行业的景气度由三个因素决定：一是供求，做为一个强周期性的行业，同时做为一个全球化的行业，行业的供求依赖于全球经济；二是流动性；三是美元走势。

（1）供求过剩缓解，铜、铅甚至一度短缺

从需求上来看，上半年，主要是受益于两个因素，一是中国的 4 万亿投资引发的基础设施建设而形成的对金属的需求，另一个是中国的国储。由此而引发的大部分中国金属的表观消费量超过 40%，其中金属的进口则创历史新高，对金属价格形成了有力的支撑，也使得金属价格在上半年表现为沪强伦弱。下半年，发达国家的经济见底后的再库存使金属需求得到了延续。受上述因素的影响，金属的供求过剩情况得到了明显的改善，铜、铅曾经一度出现短缺。

图 4：中国经济 2 季度反转力争保“8”

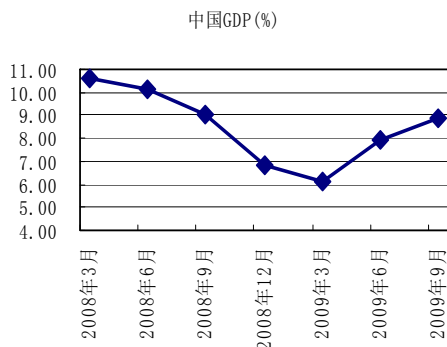
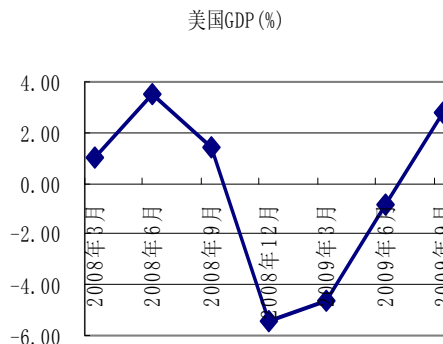


图 5：美国经济 3 季度转正



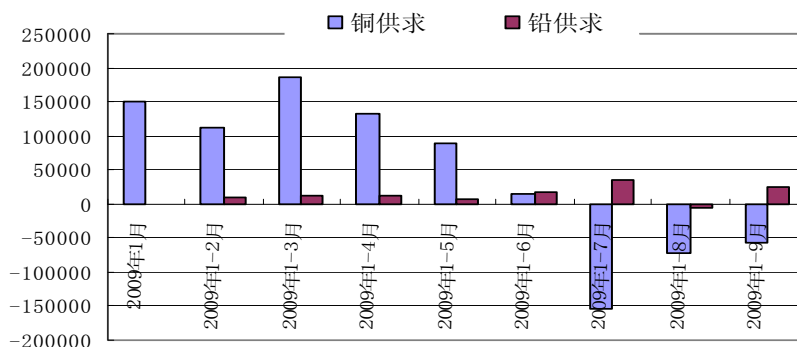
资料来源：wind 大通证券研发中心

表 3：中国收储

	铜	铝	锌	钢	钛
收储数量	23.5 万吨	59 万吨	15.9 万吨	30 吨	5000 吨

资料来源：大通证券研发中心整理

图 6：铜、铅供求一度出现短缺



资料来源：wbms 大通证券研发中心

(2) 非常规的货币政策使流动性充裕

为了应对金融危机，全球各个国家除了实行积极的财政政策刺激经济复苏而外，还实行了宽松的货币政策，而且大多数国家实行了量化宽松的货币政策，使市场上流动性充裕，直到现在，主要国家的基准利率仍然维持在低位。

表4：主要国家央行基准利率均在历史低位

	美国	欧元区	日本	中国
央行基准利率	0.25	1.0	0.1	2.25

资料来源：wind 大通证券研发中心

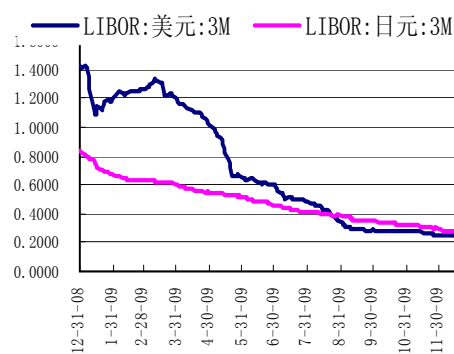
（3）美元贬值

2009 年的上半年经济衰退，下半年经济复苏，美国是处在减息周期的无就业的复苏。在这样一个特定的经济发展阶段，美元在发挥两个作用，第一是在衰退期的避险作用，第二是在复苏期内充当融资货币。自 2008 年 9 月次贷危机演化为金融危机，美元阶段性的升值，主要是发挥了避险作用。在美国的超低利率尤其是其实施量化宽松货币货币政策之后，美元从阶段性的升值开始贬值，全球经济进入复苏期后，由于美国维持超低的目标利率，使美元的融资成本低于日元，变成了利差交易的融资货币。2009 年内，美元维持了贬值趋势，已美元计价的金属价格因此走高。

图 7：年内美元指数走势



图 8：美元 LIBOR 低于日元



资料来源：wind 大通证券研发中心

受以上三大因素影响，金属价格触底后迅速大幅反弹，在成本价格相对刚性的条件下，上市公司盈利明显改善。有色板块内，铅锌子行业、小金属子行业于第二季度扭亏，第三季度全行业扭亏，黄金子行业与铜子行业一直保持相对优势（符合我们 2009 年的年初预期）。最终导致了有色金属行业板块大大跑赢了大盘。

表 5：有色行业 09 三季度净利润

板块名称	第一季度净利润 (合计 亿元)	第二季度净利润 (合计 亿元)	第三季度净利润 (合计 亿元)	前三季度净利润 (合计 亿元)
SW 有色金属冶炼 II	-9.85	19.79	39.28	49.68
SW 铝	-20.23	-15.06	5.81	-29.48
SW 铜	0.61	13.85	9.93	24.72
SW 铅锌	-0.32	3.19	5.52	8.39
SW 黄金	11.53	15.41	12.70	39.76
SW 小金属	-1.43	2.40	5.32	6.29

资料来源：wind 大通证券研发中心 注：表中净利润为归属母公司所有者的净利润

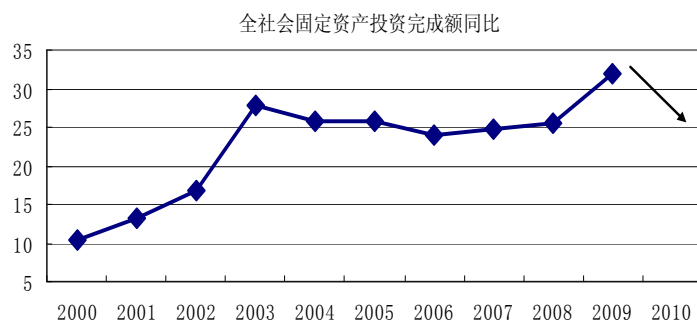
二、2010 年展望：三大支撑因素仍在，但力度减弱

（一）需求支撑力度在减弱，供给压力在增强

与 2009 年相比，2010 年外部的经济环境可以概括为逐步常规发展，要完成政府主导向民间主导的过渡并持续下去，将使得在 2009 年非常规政策引发的需求不可能持续在 2010 年出现。

中国需求方面，在当前的金属价格下也不可能再度收储。根据中央经济工作会议的精神来看，保增长与调结构已经并重，国内投资比重必将下降。全社会的固定资产投资今年是 32%左右，2010 年这一增速必然下降（宏观研究预测 2010 年将下降到 25%左右），这将导致金属需求将随之减少。

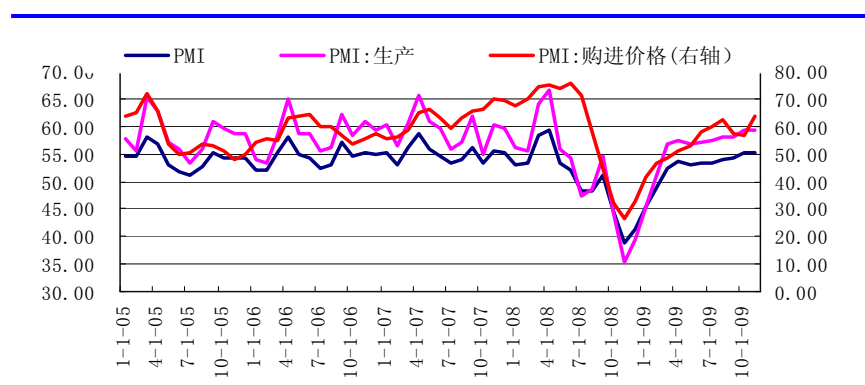
图 9：全社会固定资产投资完成额同比



资料来源：wind 大通证券研发中心

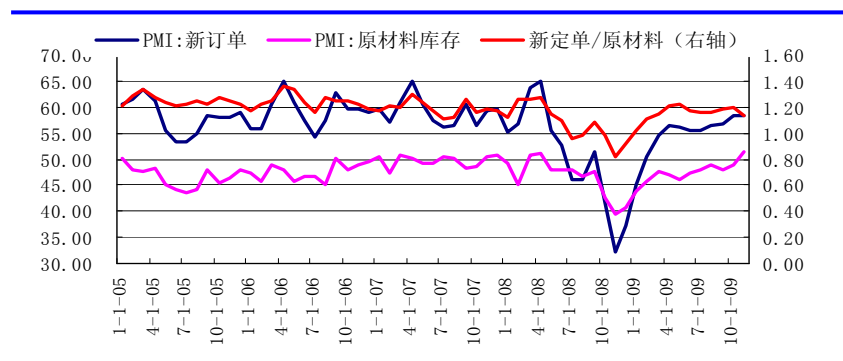
从 PMI 指数来看, 11 月环比持平, 也是进入扩张区以来的第一次持平, 表明中国经济复苏已经持稳。分项指标中的生产指数环比上升 0.1%, 表明制造业的生产意愿仍然较强, 制造业产量环比继续呈增长趋势, 购进价格指数环比增长 6.5%, 预示金属价格仍然有望走高。而新订单指数环比下降 0.1%, 但维持在高位, 而原材料库存指数达到 51.4%, 为历史最高, 新订单/原材料库存比值有所下降, 意味着原材料库存偏高, 08 年 12 月以来的企业补库行为或将告一段落。综合来看, 金属需求将要面临价格上涨而需求量减少的局面。

图 10: 中国 PMI、生产指数、购进价格指数



资料来源: wind 大通证券研发中心

图 11: 中国 PMI 新订单指数、原材料库存指数、新订单指数/原材料库存



资料来源: wind 大通证券研发中心

从世界的需求来看, 发达国家的 PMI 指数自 08 年相继见底后一路反弹, 至今已经进入扩张区, 经济复苏已经得到确立, 但复苏的程度却还不尽如人意。美、日 11 月份 PMI 分别环比下降 2.1%、2.0%, 这说明其经济复苏不如中国强劲, 美

国 11 月份的工业部门产能利用率 71.32%，远低于其危机前水平，也低于 2000 年以来的平均水平，这将抑制企业的补库行为。

图 12：发达国家 PMI

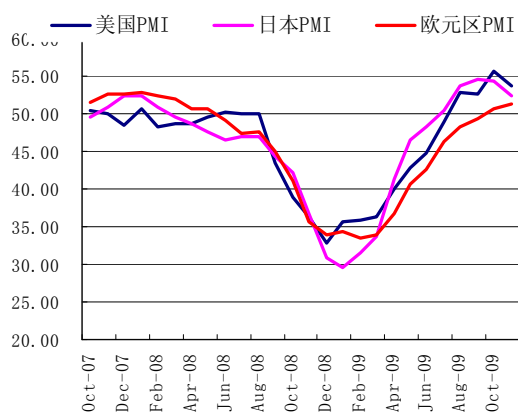
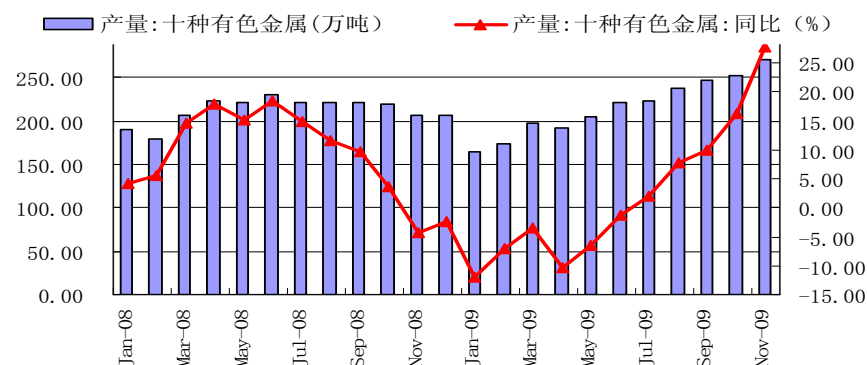


图 13：美国全部工业部门产能利用率



供给方面，产能利用率在逐步提高。2008 年 11 月份十种有色金属产量同比开始下降，这种态势一种延续到了 2009 年的 6 月份，7 月份以后开始正增长，10 月份同比增长达 16.34%，而 11 月份达到了 27.72%，虽然也有基数的原因，绝对的产量也已经创了历史新高，11 月份产量环比增加 6.68%，在历史的环比增幅中也属于较大幅度的增长，可见，随着金属价格的提高，国内产能利用率的不仅是在恢复而是在提高。

图 14：中国十种有色金属产量



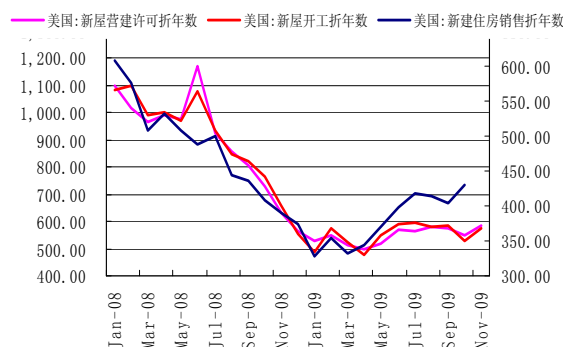
资料来源：wind 大通证券研发中心

（二）流动性将逐渐收紧

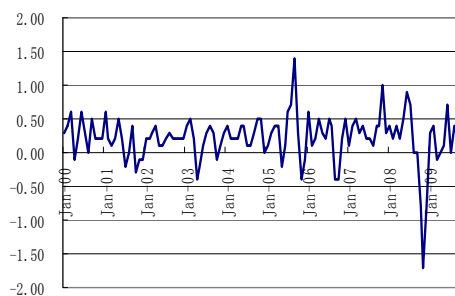
本轮危机在使用货币政策方面利用了两种工具，一种传统意义上的利率，一种是央行购买国债等证券。在政策的执行上，对世界经济发展影响最大的国家是美国。由美国最近所公布的经济数据以及12月16日美联储(FED)议息会议后发布声明来看，FED对目前的经济状况判断已经相对乐观，主要依据是就业市场恶化程度减弱与房市改善，而物价方面，其判断是通胀将在一段时间内保持低位，长期通胀预期稳定，但家庭支出与企业投资仍然不足，因此“联邦基金基准利率将在较长时间内保持超低水准”。但其将逐步放缓购买MBS和机构债两者的步伐，以促进市场平稳过渡，其预计将在明年第一季度结束前完成购买计划，那再接下来就是加息。2010年的流动性将逐渐收紧，完成由非常规向常规的过渡，这个预期已经较为明确，这将会对金属价格走势形成负面影响。

图15：美国房市改善（单位：千套）

图16：美国通胀保持在相对低位



美国CPI:环比:季节调整



资料来源：wind 大通证券研发中心

（三）美元长期贬值趋势不变，但短期内升值概率在增大

当前，对美元来讲支撑力度较大，一方面是欧洲主权国家的评级被降低，可以使之发挥避险属性，另一方面，美元的加息预期对美元形成支撑。第三方面是美国无就业的经济复苏状况有所改变，这对美元走势的改变起转折点的作用。12月4日，美国劳工部就业报告显示，11月非农就业人数减少1.1万人，低于10月的11.1万人，也远低于经济学家的13万人的预期。11月失业率下降至10%，也低于市场预期，美国就业市场已现转暖迹象。

美国经常账户赤字在减少，这也有利于美元升值，但要注意问题的另一方面，美国经常账户赤字不可能无限度的减少，因为减少意味着美国供给全世界的美元

在减少，这会使得其他国家无法大举增持美国国债。而在现有国际货币体系下，特里芬难题不会被解决，长期来看，必须以美元贬值为基础来维持的。

图 17：美国非农就业、失业率

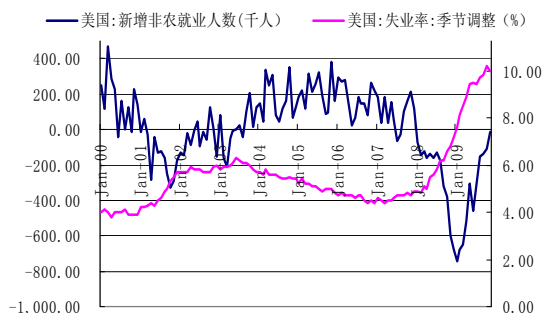
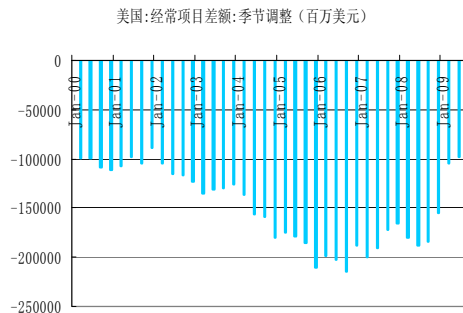


图 18：美国经常账户逆差



三、基本金属走势分化

1、铜供求：无远虑有近忧

（1）供求现状

LME 库存变化情况，不论从年内库存的增幅来看，还是与 2000 年以来库存的最高值与平均值比较来看，铜库存在基本金属中均处于最有利地位，这与其资源禀赋形成的供应瓶颈而造成的复合增长率最低是正相关的。但是在短期内，铜库存的增速却的基本金属中最快的一个，不支持价格上涨。LME 铜注销仓单占比处在历史低位，不支持铜库存的减少，而现货贴水呈一种增大的趋势，说明供求并不乐观。SHFE 库存，从年内来看，铜在三个品种中是增幅最大的一个，8 月份以来有了一个高位见顶的迹象。沪伦比价铜相对最优，但也还不支持进口。

图 19：LME 铜库存、注销仓单占比

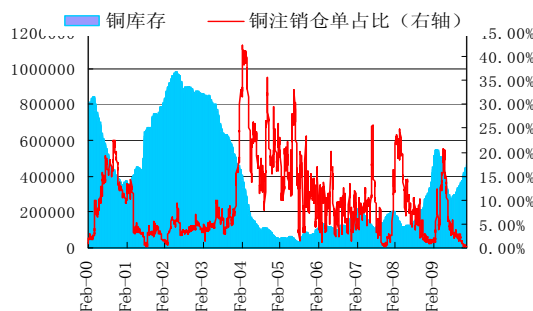
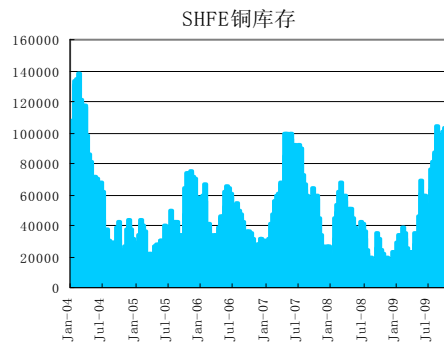
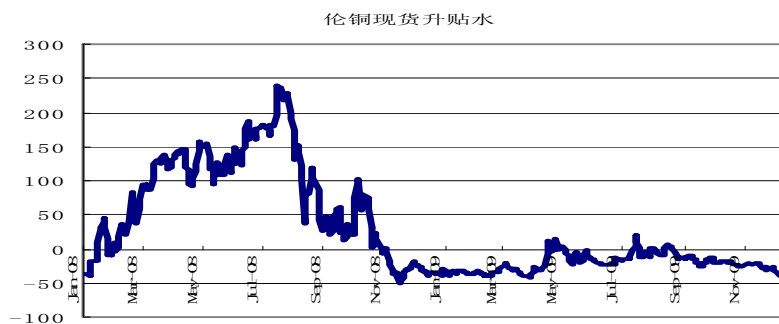


图 20：沪铜库存



资料来源：wind 大通证券研发中心

图 21: LME 铜现货升贴水



资料来源: wind 大通证券研发中心

表 6: LME 铜、铝、铅、锌库存增速

指标名称	LME 铜:总库存	LME 铝:总库存	LME 铅:总库存	LME 锌:总库存
2009/12/17	474, 575. 00	4, 637, 475. 00	141, 925. 00	456, 525. 00
2000 年来平均	372130. 00	1179233. 00	97250. 00	392199. 00
2000 年来最高	980075. 00	4,637,475.00	208650. 00	787150. 00
现值/平均	127. 53%	393. 26%	145. 94%	116. 40%
现值/最高	48. 42%	100%	68. 02%	58. 00%
30 内增幅	15. 75%	1. 69%	7. 19%	5. 26%
年内增幅	40. 68%	101. 45%	212. 95%	80. 16%

资料来源: wind 大通证券研发中心

表 7: SHFE 近月、年内金属库存增幅

	7 月增幅	8 月增幅	9 月增幅	10 月增幅	11 月增幅	1—11 月增幅
SHFE 铜库存	-8. 83%	69. 40%	11. 65%	6. 32%	-1. 52%	468. 27%
SHFE 铝库存	7. 63%	21. 73%	3. 47%	15. 13%	3. 36%	87. 81%
SHFE 锌库存	15. 58%	14. 89%	-7. 06%	33. 27%	14. 62%	212. 80%

资料来源: wind 大通证券研发中心

(2) 影响供求的因素分析

供给方面, 供给瓶颈仍然存在。

12 月 15 日, 澳洲下调其对 2010 财政年度的铜产量和出口预估, 必和必拓旗下 Olympic Dam 矿供给中断。澳洲农业和资源经济局(ABARE) 将其对截至 2010 年 6 月 30 日的财年度的精炼铜出口预估下调 15. 8%, 同时将其对同期精炼铜产量预估下调 13%至 40. 8 万吨。ABARE 称, 这可能录得自 1998-99 年度以来, 澳洲精炼

铜产量的最低水准。

另外，劳资纠纷的问题引发的仍然存在，11月30日，智利 Spence 铜矿一负责人表示，在为期 42 天的劳工罢工导致运作瘫痪后，该矿预计将于 2010 年 1 月起恢复全部产能，必和必拓一高层人士表示，罢工导致该矿每日损失 500 吨铜产量。

而冶炼加工费的谈判处在胶着状态，中国冶炼企业目前期望加工/精炼费能分别达 60 美元和 6 美分左右，但仍较今年的 75 美元和 7.5 美分低 20%，如果加工/精炼费能分别低于 60 美元和 6 美分，中国进口铜精矿冶炼将面临亏损，可在另一方面也充分说明铜精矿的供应紧张，有利于铜价走高，而产业链比较完整、资源自给率较高的铜企必将受益。

短期内来看，冶炼企业的产能利用率在不断提高，国内的 11 月份铜产量创历史新高，同比虽然较 10 月份的 28%下降至 20%，增速仍然处在高位，可以与 2007 年的相比，现在的沪伦比价并不支持进口的条件下，将影响中国进口，进一步影响铜价走高。

图 22：中国铜产量

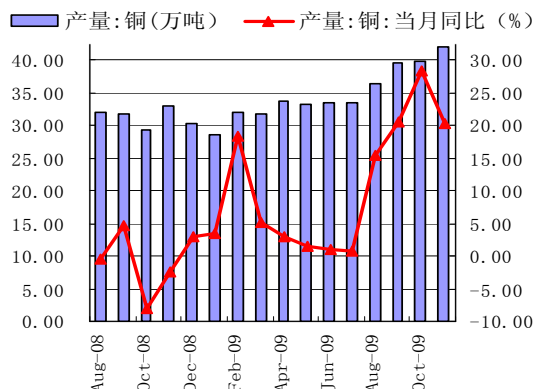
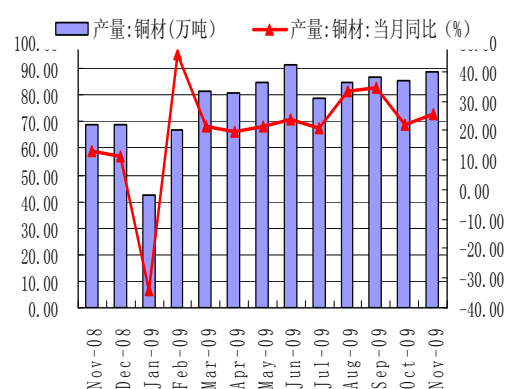


图 23：中国铜材产量



资料来源：wind 大通证券研发中心

需求方面，2010 年需求可以期待。

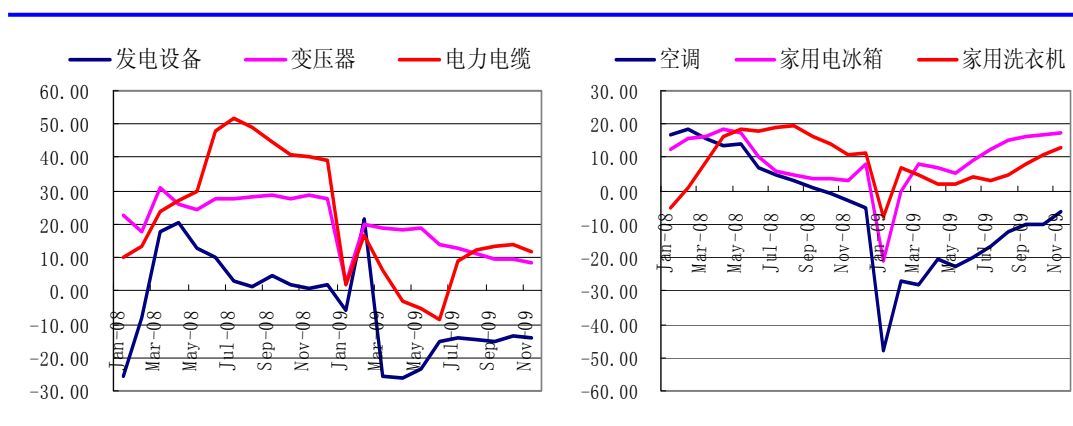
中间产品铜材产量保持了良好的增长，11 月份铜材的同比增长为 25.4%，2009 年内除了 1 月份同比出现大幅的负增长外，近 10 个月保持了均保持了 20%

以上的增长。

铜的终端产品需求主要来自于电力行业和家电业。2009 年电力行业对铜的需求在恢复，但速度还低于去年同期水平。2009 年前 8 个月国家电网和南方电网仅完成投资 1897 亿元，是规划投资 3600 亿元的 52.7%，进度缓慢，其中重要原因之一是电网公司资金面紧张。发改委能源局今年前 7 个月审批通过的项目只有 76 个，而在 8 月密集批复了 61 个项目。随着国内 2009 年 11 月份上调非居民用电 2.8 分，电网企业的亏损的局面将得到改变，有利于电网设备招标走出低谷，提高投资的意愿及能力。故 09 年电网投资加速增长可以期待，这会进一步带动铜消费的增长。家电业的需求方面，受家电下乡政策支持，家电业的需求已经达到去年同期水平，据中央经济工作会议精神，家电下乡政策将会继续实施，有利于家电需求。而出口占到 50%的空调，随着全球经济的转暖，将要带动空调业的景气度。国外方面，美国房市的企稳也继续拉动铜的需求。长期的看，中国在处在城市化和工业化的进程当中，人均金属消费再正处在增长的过程当中，铜的长期需求比较乐观。

图 24：铜终端产品产量累计同比（电力）

图 25：铜终端产品产量累计同比（家电）



资料来源：wind 大通证券研发中心

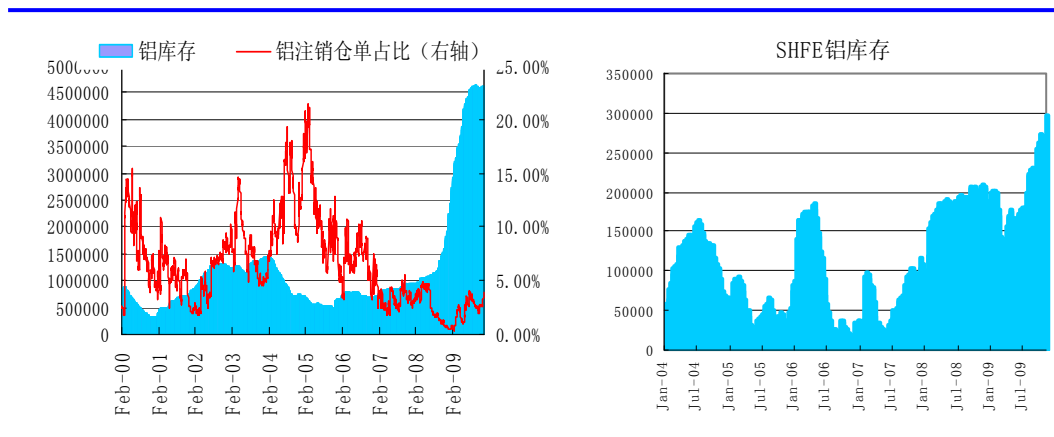
从 WBMS 的最新的统计数据来看，1-10 月份铜的供求情况由 1-9 月份的 58000 吨短缺转化过剩 196000 吨。前 10 个月全球矿山铜产量同比增加 2.3%至 1311 万吨，精炼铜产量同比增加 0.5%至 1540 万吨，中国铜产量增加 226,200 吨。全球铜消费量为 1524 万吨，小幅低于上年同期水平。这主要是铜业的产能利用率得到提高的结果，我们上述的分析说明铜业进一步提高产量的空间已经很小，2010

年铜的供求仍然会有一个小幅的过剩，但在 2010 年至 2011 年间，铜仍然是在基本金属中供求最可能先转为短缺的品种，在基本金属中基本面仍然最优。

2、铝：库存压力最大，供给弹性较好，而需求也乐观

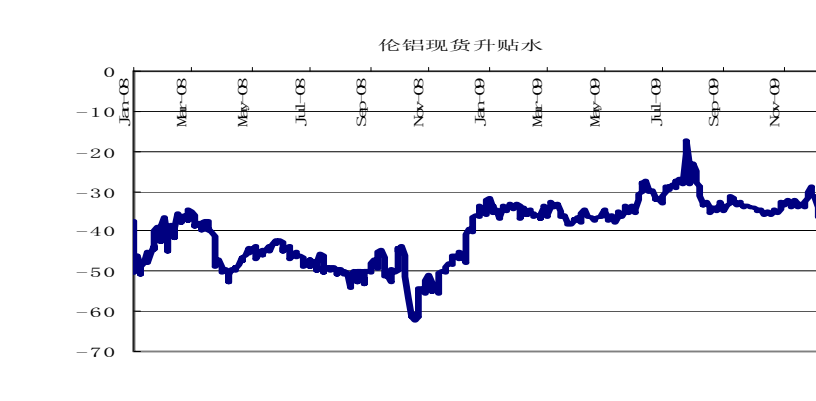
图 26：LME 铝库存

图 27：沪铝库存



资料来源：wind 大通证券研发中心

图 28：LME 铝现货升贴水



资料来源：wind 大通证券研发中心

(1) 供求现状

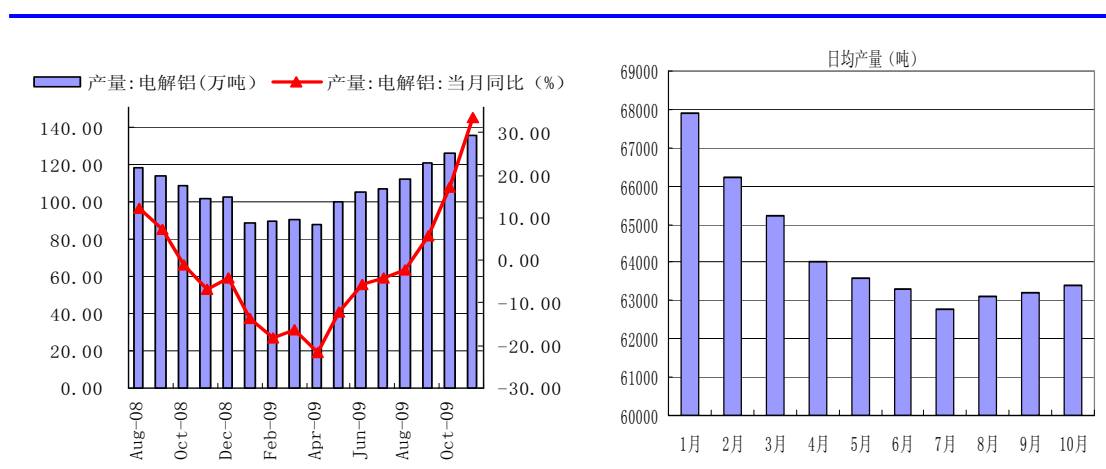
LME 铝是基本金属当中库存最高的金属，现值库存处在历史的最高位，是 2000 年以来平均库存的 4 倍，从年内的库存增幅来看也仅次于铅库存的增幅。短期内，注销仓单占比有所增加但并没有摆托历史的低位并不支持库存的减少，现货的贴水情况有所改观，依然显示供求不乐观。现在的库存有见顶迹象，是短期内库存增幅最小的金属。SHFE 铝库存呈一种上涨态势，显示国内供求也不乐观。沪伦价格比不支持进口。

(2) 影响供求的因素分析

供给方面，国内铝 11 月产量为 135.44 万吨，创历史新高，同比增幅达到 33.5%，这也是历史的高位，显示了闲置产能的复产和新建项目在达产。IAI 公布的日均产量数据也显示世界的产能利用率也在提高，10 月份日均产量 63400 吨，环比增加 200 吨，自 7 月份以来连续三个月增长，只是在程度上要弱于中国。虽在高库存的压力下，随着价格的上涨，铝业显示了良好的供给弹性。

图 29：国内电解铝产量同比

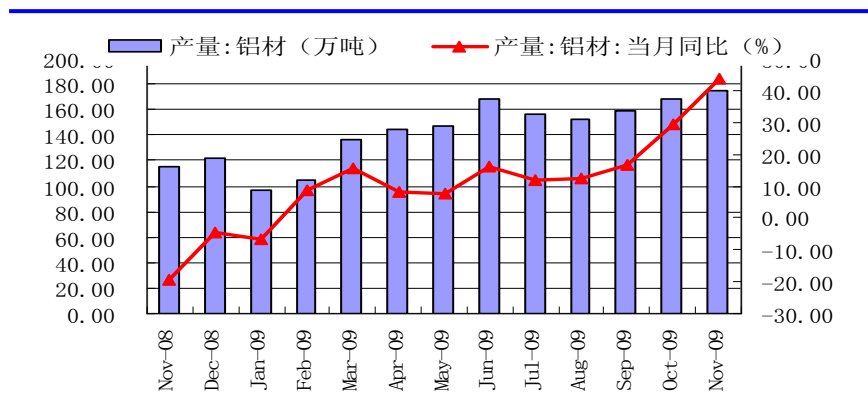
图 30：IAI 统计的全球铝日均产量



资料来源：wind 大通证券研发中心

资料来源：IAI 大通证券研发中心

图 31：中国铝材产量

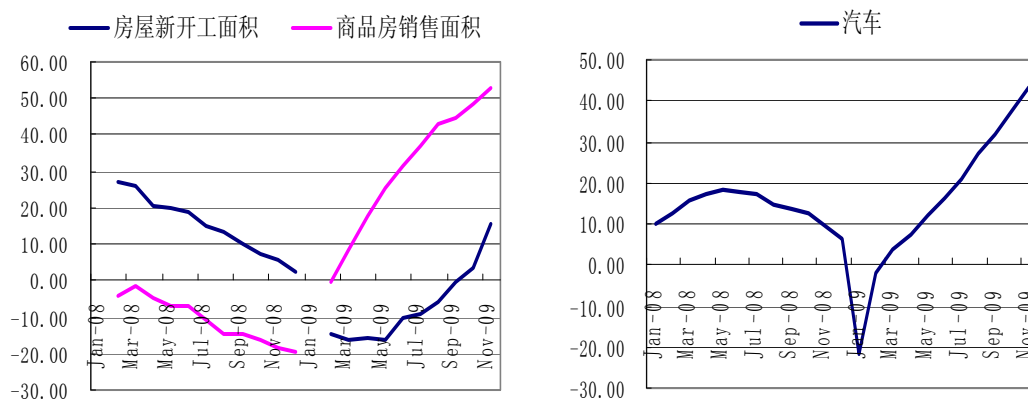


资料来源：wind 大通证券研发中心

需求方面，2009 年内，中间产品铝材的产量可谓是迅速增长，自 2008 年 10 月后连续四个月的负增长，自 2 月份以来铝材的产量迅速恢复，11 月份更是同

比增幅达到了 43.8%。铝的终端需求主要来自于房地产和汽车行业，该两行业在铝的终端产品消费结构中占到 50%以上，2009 年中国房市与车市的高景气度对铝业消费需求拉动较为明显。

图 32：房屋新开工、商品房销售面积累计同比 图 33：汽车产量累计同比



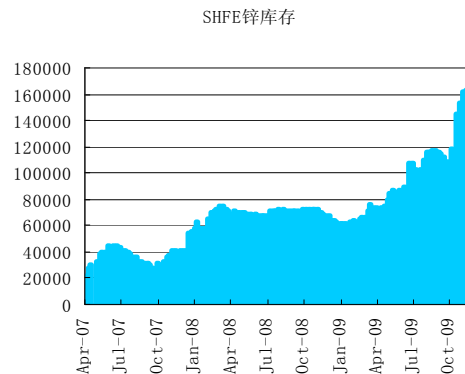
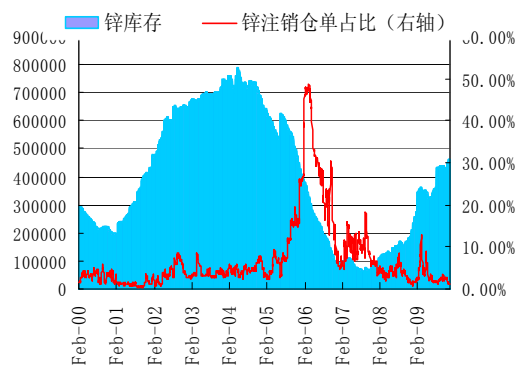
资料来源：wind 大通证券研发中心

WBMS 最新公布的 1—10 月份全球铝供求数据显示，1—10 月份铝过剩 141.8 万吨略大于 1—9 月份的 141.6 万吨。铝的过剩量自 6 月份增加了一倍以上，7 月份有一个小的减少，而后一直增加。预计随着价格的上涨铝业过剩量是一个小幅增加的趋势，这使得 LME 铝库存很难出现较为明显的减少，2010 年铝仍将是基本金属中过剩最严重的金属。

3、铅、锌：供给弹性良好决定行业依然过剩

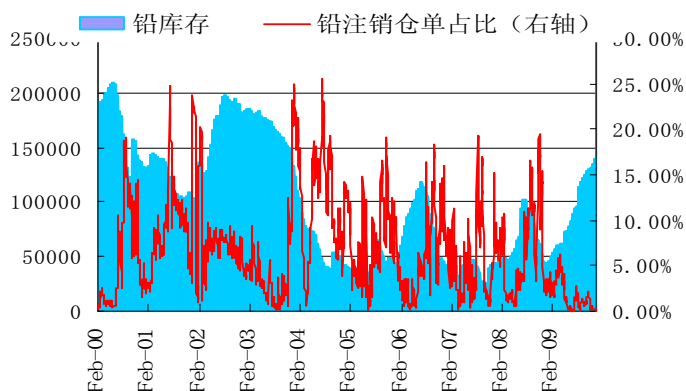
图 34：LME 锌库存

图 35：沪锌库存



资料来源：wind 大通证券研发中心

图 36: LME 铅库存



资料来源: wind 大通证券研发中心

图 37: LME 现货锌升贴水

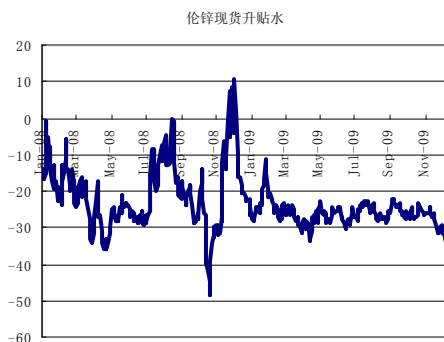
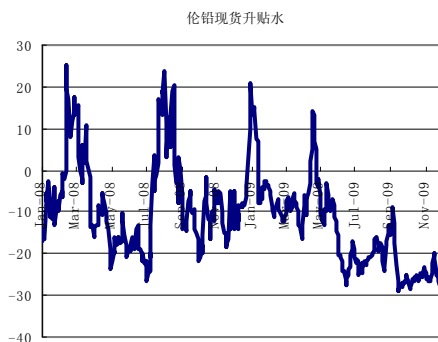


图 38: LME 现货铅升贴水



资料来源: wind 大通证券研发中心

(1) 供求现状

铅、锌库存的绝对水平居优于铝而弱于铜，铅是年内库存增幅最大的基本金属，从注销仓单占比来看，均不支持库存的减少，现货均处在贴水状态，显示当前的供求并不乐观。近期的 SHFE 锌库存增幅较大于铜、铝，国内的供求不乐观。铅、锌的沪伦价格比不支持进口。

(2) 影响供求的因素分析

供给方面：受“血铅”事件及北方铅矿冬季关闭的影响，铅产量在最近三个月内同比下滑，11 月份铅产量呈现负增长，预计短期内增速不可能很快。而锌产量仍然在大幅增长，11 月份的 44.5 万吨创历史记录，同比涨幅为 40.79%，也是历史高位，国内的锌市供求压力在继续增大。

图 39：中国铅产量

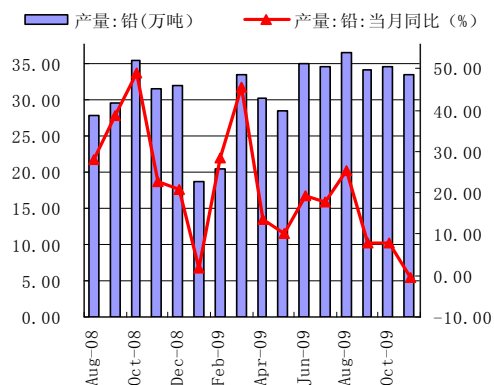
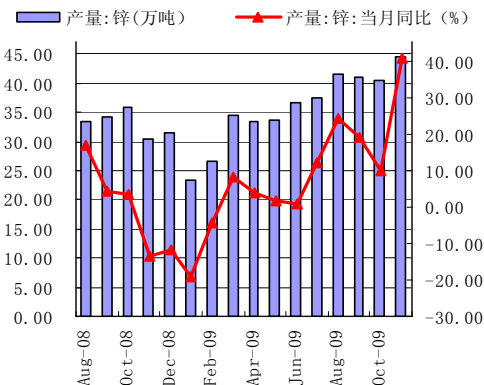


图 40：中国锌产量



资料来源：wind 大通证券研发中心

铅的需求主要在汽车领域，在其消费结构中 70%以上用于蓄电池，锌的消费需求主要来自于房地产与汽车。这两个行业景气度较高仍然使铅锌的消费需求乐观。

图 41：铅酸蓄电池产量累计同比增幅处在历史高水平



资料来源：wind 大通证券研发中心

WBMS 最新公布的数据显示，1-10 月份铅的过剩 12400 吨，较 1-9 月份 24000 吨有所好转，1-10 月全球矿山铅产量为 334.0 万吨，其中中国产量比重最大。1-10 月，全球铅需求量小幅下滑至 731.9 万吨，亚洲地区的需求量增加足以抵消欧洲和美国需求量分别下滑 18%和 13.9%的影响。1-10 月期间，全球锌市供应过剩 129000 吨，较 1-9 月份的 75000 吨大幅增加。WBMS 称，估计全球实际供应过剩量料超过这一预估值。1-10 月期间，全球矿山锌产量同比减少 4%至 924 万吨；同期精炼锌产量减少 452,000 吨至 927 万吨，1-10 月，全球锌需求量减少 507000 吨，中国锌表观消费量为 402.9 万吨，约占全球总需求的 44%。通过中国

11 月份铅、锌量数据来看，铅的供求仍然会相对乐观，而锌的供求过剩情况有可能进一步增加，铅锌业供给弹性良好，供求出现短缺的可能性较小，2010 年的过剩情况铅仍然会较锌乐观。

4、简单的小结

总得来讲，需求的恢复支持金属价格继续走高，但在良好的供给弹性下，因价格的上涨引发的供给的增加使供求过剩情况不会得到实质性的改变，这决定价格增幅有限。各品种供求情况不同也决定了各品种走势有所分化我们预测 2010 年过剩由少至多的排名为铜、铅、锌、铝，铜、铅的过剩量不会很大。

四、黄金业景气度仍处高位，但金价 2010 年内涨势弱于 2009 年

（一）支撑金价的三大因素

与基本金属不同，黄金的供求短缺是经常性的，这是资源禀赋所决定的，这也是其天然具有货币属性的一个重要方面，不会象某一种主权货币的供给量与央行货币政策的制定者的主观因素有很大关系，也因此考虑黄金价格时基本不考虑供求。

自从我们在 08 年 10 月策略中提出重点关注黄金股以来，可谓经历了一个可谓轰轰烈烈的黄金大牛市，黄金股也给了投资者丰厚的回报。这证明我们对黄金行业走势的判断是正确的。

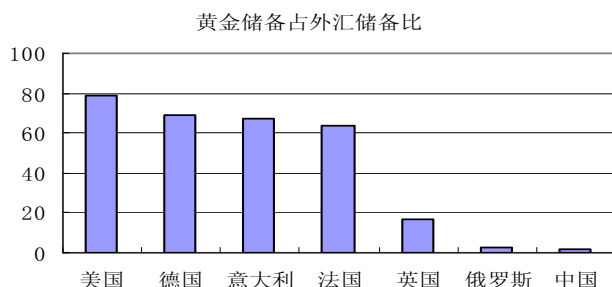
那 2010 年黄金业的走势如何？我们的判断如下：我们认为支撑黄金业景气度的有三大因素，即黄金的避险属性、通胀预期与可能货币体系重建（见我们 08 年以来的各月度、季度、年度报告及相关的日点评）。随着美国经济的复苏甚至有就业的复苏的预期的出现，黄金是避险属性将淡去，美元做为最安全的资产重新归位。仅就 2010 年来看，通胀的预期仍在但到来还谈之尚早。因此，我们认为在 2010 年对黄金价格最大支撑的是 IMF 售金。

（二）央行外汇储备多元化支撑 2010 年金价，IMF 售金影响最大

与上两次危机相似，当今也是一个反思世界货币体系的重建的时刻，至少各国央行重新定位黄金货币属性的时刻。美元取代的黄金作为一种世界货币的历史进步是无可厚非的，但是这也带来了永久性的特里芬难题，从布雷顿森林体系到牙买加体系，这一难题不仅没有被解决，反而更加加深了。随着走出危机，世界货币体系重建的要求将不会如危机期间强烈，但从此各国央行要重新审视自己

的黄金储备占比，而主要外汇储备国改变其储备结构的要求将更加强烈。

图42：中国黄金储备量占位第五而黄金占外汇储备比较低



资料来源：wind 大通证券研发中心

关于央行对黄金偏好的变化或对黄金价值的重新评估我们可以由 WGC 一系列统计数据来验证。

“央行售金协定”（Central Bank Gold Agreement, CBGA）签约央行惜售。在 10 月 6 日，WGC 表示，在 9 月结束的第二回合央行黄金协议中，各协议签署者只卖出了 1883 吨黄金，远低于原协议额度 2500 吨。尤其是在最近的 12 个月内，只卖出 155 吨，远低于协议额度 500 吨，为 1999 年展开第一回合协议以来最低水准。2009 年 8 月时，此协议又延长了 5 年，额度从每年的 500 吨下降到 400 吨。该协议签署的目的原是为了限制黄金流入公开市场的数量，以保护金价，第二回合本是因为金价的走高，才由每年抛售 400 吨增为 500 吨，而随着金价的进一步走高，央行惜售了，央行对黄金偏好的变化使黄金天然成为货币得到体现。

全球央行连续两个季度净买入黄金。2009 年二季度，各国央行出现 9 年以来首次净买入，净买入总量为 14 吨，而去年同期净卖出 69 吨。第三季度各国央行连续第二个季度净买入黄金，买入总量 15 吨，而去年同期净卖出 77 吨。

投资需求占主导地位，消费群体增加。据 WGC 统计，黄金的需求量从 2000 年开始有一个持续性的增长，且从 2008 年第四季度以来黄金需求出现结构性的变化，投资性需求从 26% 增长到 42%。黄金 ETF 的出现推动了过去 4-5 年的实物金投资，且使消费群体增加，并使购买黄金由收藏变为资产配置。中央银行是世界上黄金的最大持有者，有了 ETF 之后，黄金的消费群体增加了，据 WGC 统计，美国大约有 60% 的黄金 ETF 资金来自于私人投资，另有 40% 源于机构投资。

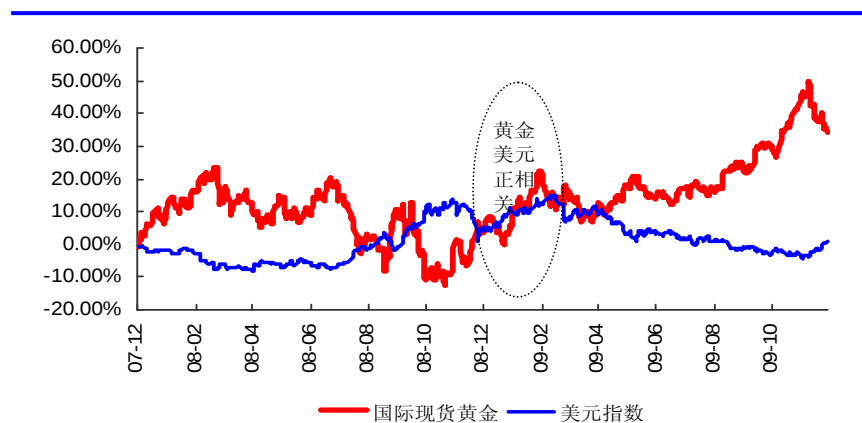
目前，IMF 售金是 2010 年对金价的最大的支撑。2009 年今年 9 月 IMF 执行董事会批准出售 403.3 吨，11 月 2 日，IMF 向印度中央银行——印度储备银行出售了 200 吨黄金，11 月 17 日，向毛里求斯央行出售 2 吨黄金，11 月 25 日，向斯里兰卡央行出售 10 吨黄金。IMF 曾称其将以不扰乱市场秩序为前提来销售 403.3 吨黄金，其也在兑现这一说法，IMF 售金没有通过市场。照此推理，其剩余部分销售，当还是一官方机构，这是对金价最大的支持。

最后，外汇储备多元化过程并不会在 2010 年结束，是一个长期的甚至历史的过程，黄金会因此而长期受益。

（三）美元长期贬值趋势支撑长期金价，短期内升值概率的加大打压金价

长期来看，美元与黄金是一种负相关的走势，但也不必然，在 08 年危机之初，黄金走势与美元正相关，实际上是黄金的货币属性对美元的挑战。危机过后，美元与黄金的负相关仍然将保持，这也是其货币属性的表现。现有国际货币体系中，特里芬难题决定了美元必然以长期的贬值来维护其国际货币地位，而黄金必然就是长期的增值，但美元短期短期内升值概率较大会打压金价走势。

图 43：美元、黄金价格走势



资料来源：wind 大通证券研发中心

2010 年支撑黄金业景气度的因素已经减弱，将迎来一个金价缓慢上涨的时期，对于黄金类个股而言，在较高的金价支撑之下，公司的盈利能力较强，成长性较为确定，相对于价格的大幅上升概率在减小，明确的资产注入预期显得更加重要。

五、2010 年的行业盈利能力与估值

2009 年的 3 季度后，各子行业全部盈利，不论是从第三季度的 ROE 还是前三季度的 ROE 来看，黄金与铜子行业的相对高景气度都是比较明显的，根据我们对各子行业供求的分析及对 2010 年金属价格仍然将继续上涨趋势的判断，金、铜、铅锌、铝这一景气排序在不会改变。但与 09 年相比行业由非常规时期进入到常规时期，各金属价格进入缓慢上涨，09 年价格大幅上涨，很难在 10 年再现。由于行业成本相对刚性，各子行业的 ROE 也会进入稳定增长期。在子行业中，成本有较大变化的是铝业，源于 11 月份起非居民用电上调 2.8 分，而铝业成本 40% 左右来自于用电，但铝价的上涨已经消化了这部分成本，成本的上升不影响盈利能力，且对拥有自有电厂的铝企利好。由于 10 年行业盈利增速放缓，行业估值已偏高。

表 8：板块三季度 ROE

板块名称	2009 年前三季度 ROE (%)	2009 第三季度 ROE (%)
SW 有色金属冶炼 II	2.64	2.06
SW 铝	-3.95	0.78
SW 铜	7.13	2.77
SW 铅锌	3.38	2.23
SW 黄金	15.05	4.60

资料来源：wind 大通证券研发中心

六、投资策略

支持行业景气度的三大因素仍然存在，支撑力度在减弱，金属价格会呈现一种缓慢的上升趋势，公司盈利进入缓慢增长期，板块的估值已高，我们维持有色金属行业“中性”的投资评级。我们 09 年的逻辑是关注在金融危机背景下抗周期的优势行业的上市公司，2010 年我们的逻辑有所变化，顺应经济从非常规发展到常规发展的外部环境，并在金属价格相对稳定各子行业上市公司业绩均有保证的条件下，关注业绩突出者，矿产金属在产品结构中比例突出、成本优势突出的上市公司个股是我们的首选。同时，我们也兼顾行业优势，黄金、铜子行业的中长期优势仍然存在。我们重点的关注的个股为山东黄金、中金黄金、江西铜业、云南铜业、中金岭南、焦作万方。

七、投资风险

宏观经济尤其是美国经济复苏程度超出预期；中国经济复苏程度超出预期；主要国家尤其是美国宽松货币政策的收紧时点的超预期。

表 9：重点关注公司点评

代码	简称	投资要点	风险
600547	山东黄金	1. 纯金生产上市公司：随着在建项目投产与资产注入，产品结构中矿产金占比稳中有增。 2. 在建项目：柴矿产量逐年增强，公司主要的扩建项目焦家金矿新建 6000 吨选厂与三山岛扩建 8000 吨选厂，2010 年暂无贡献。 3. 可能的资产注入，09 年收购新立金矿探矿权，有望收购三山岛外围探矿权，资产继续注入预期依然明确，公司现有资源储量 260 吨左右，预期储量可以翻番。 4. 内部找矿成果显著：挖一吨矿找一吨矿的考核指标完成良好，自有矿探矿新增 25 吨左右。	1. 金价降低。 2. 矿产金品位降低导致的成本增加。 3. 生产计划执行不利。
600489	中金黄金	1. 中金黄金主营业务以黄金的采选冶炼为主，以铜的采选冶炼为辅。随着资产注入，公司的黄金主业逐渐突出。 2. 集团矿产注入预期明确。09 年收购中金集团所持秦岭金矿和金厂峪金矿全部股权、中金集团持有的夹皮沟矿业有限公司全部股权、河北黄金公司全部股权、嵩县前河矿业有限责任公司 60% 股权，09 年已并表，可贡献产量 4 吨左右。至今公司储量已达 416 吨，继续注入预期仍在。 3. 10 年矿产金增量：陕西久盛新建 5000 吨采选项目、河南金源扩建 3000 吨采选项目、苏尼特金曦 3000 吨扩建采选项目可能释放部分产能（一期合计为 9 吨）。	1. 金价降低。 2. 铜价降低 3. 公司的克金成本高于同业。
600362	江西铜业	1. 国内最大的铜生产商，行业内资源最具优势，产能最大，矿产金属占比最高。 2. 在建工程：德兴铜矿扩建，建成后每年增加铜精矿含铜 4.1 万吨；城门山二期扩建工程，建成后可每年产铜精矿含铜 1 万吨左右，2011 或 2012 年贡献产量，届时矿产量可达 25 吨左右。	1. 铜价降低 2. 在建工程进度低于预期。
000878	云南铜业	1. 公司的利空因素除尽，09 年 2 季度已经开始盈利，良好的开端已经开启，3 季度这一势头得到了延续。 2. 云铜集团的资产注入，中铝铜业板块整合预期下或将受益。	1. 铜价降低 2. 资产注入的不确定性。
000060	中金岭南	1. 收购 PEM 公司之后，铅锌资源储量最多的公司 2. 凡口矿的生产成本在业内有优势	1. 铅锌价降低 2. 生产计划不利
000612	焦作万方	公司成本优势明显 1. 公司与中国铝业签署 2007-2010 年氧化铝长期供应协议，占年氧化铝需求的 95% 以上。 2. 2009 年 3 月公司收购爱依斯万方电力 70% 的股权，计划收购赵固煤矿 30 股权，有望形成煤、电、铝联营。	1. 铝价降低 2. 收购的不确定性

资料来源：大通证券研发中心

表10：重点关注公司估值和评级（股价为12月23日收盘价）

公司名称	股票代码	价格	评级	EPS			PE		
				08A	09E	10E	08A	09E	10E
山东黄金	600547	74.4	增持	0.90	1.39	1.66	82.67	53.68	44.82
中金黄金	600489	54.9	增持	0.61	0.74	0.96	90.00	74.31	57.19
江西铜业	600362	36.3	增持	0.76	0.78	1.24	47.76	46.54	29.27
云南铜业	000878	27.5	增持	-2.22	0.24	0.81	-12.39	114.58	33.95
中金岭南	000060	24.1	增持	0.39	0.39	0.76	61.79	61.79	31.71
焦作万方	000612	24.4	增持	0.69	0.48	0.85	35.36	50.83	28.71

资料来源：wind 大通证券研发中心

— 正文完毕 —

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司