

基本金属进入新上涨周期 黄金惯性上涨后将陨落

——有色金属行业 2010 年投资策略报告

2009 年 12 月 11 日

看好/维持

有色金属 年度报告

投资摘要:

为什么分析师集体看错 2009 年有色行情? 因为低估了流动性对有色金属价格的支撑作用! 2010 年会犯同样的错误吗, 是否低估需求恢复的力量?

- **流动性充裕和美元贬值支撑有色金属保持目前价位。**目前支撑金属价格的因素其实是两个, 一个是流动性因素, 另一个是经济恢复的预期, 流动性因素是现在时, 经济恢复预期是将来时, 两个此消彼长共同支撑目前金属价格, 我们认为, 现有价格区间能够得到支撑, 当经济恢复预期变为现实的时候, 价格将进入新的上涨趋势。
- **下游需求恢复决定基本金属价格步入新上涨周期, 而黄金除外。**中国需求在 2010 年仍旧强劲, 主要由内需和出口双轮驱动; 美国制造业已经出现恢复迹象, 服务业也将逐步走出困境, 总体需求将会大大好于 2009 年, 尤其在基本金属需求方面。而黄金的工业属性较弱, 在流动性减弱的背景下很难维持目前价格高位。
- **看好基本面最佳品种铜: 供给紧张 + 需求强劲。**预计中国 2010 年需求增长 15.25%, 除中国以外需求增长 9%, 全球铜需求增长预计达到 10.91%, 预计 2010 年铜供给缺口为 45 万吨。看好铜上市公司, 可积极关注有强烈资产注入预期的铜陵有色、云南铜业以及资源自给率较高的江西铜业。
- **看好基本面最差品种铝: 最大想象空间 + 高业绩弹性。**行业需求带来的较大想象空间, 公司业绩弹性较大, 我们依次推荐: 中孚实业、焦作万方。
- **谨慎看待最火的品种黄金: 加息风险 + 美元反弹。**美元加息预期强烈, 美元指数短期下跌速度和幅度都将有限, 黄金工业需求难以支撑目前价位, 短期会惯性上冲 1200 - 1300 美元, 从而形成中长期顶部区域。

有色行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	08A	09E	10E	08A	09E	10E		
铜陵有色	0.51	0.7	0.74	43.5	31.7	30.1	5.02	推荐
江西铜业	0.76	0.86	1.18	54.7	48.3	35.2	5.61	推荐
云南铜业	-2.2	0.15	0.52	/	210	60.5	10.6	推荐
中孚实业	0.3	0.59	0.8	83.9	42.6	31.4	6.39	推荐
焦作万方	0.69	0.47	0.86	39.2	57.6	31.5	6.84	推荐

林阳

有色金属行业分析师

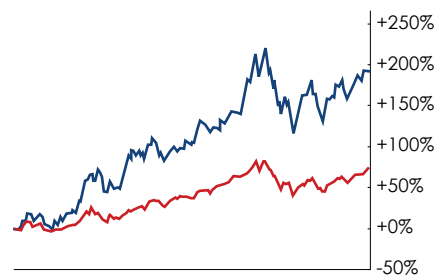
010-6650 7321

linyang@dxzq.net.cn

细分行业	评级	动态
铜	看好	上调
铝	看好	维持
铅锌	看好	维持
黄金	中性	维持

行业基本资料	占比%
股票家数	45 2.44%
重点公司家数	10 0.94%
行业市值	11128.5 亿元 3.86%
流通市值	5051.8 亿元 1.75%
行业平均市盈率	109.8 /
市场平均市盈率	32.38 /

有色金属行业指数走势图



资料来源: wind

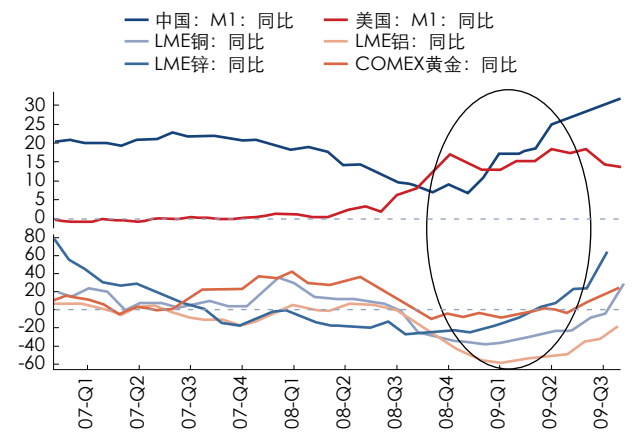
相关研究报告

1. 《铜价由什么决定?》 2009.9.25
2. 《进口超预期, 铜价进入新一轮上涨周期》 2009.10.15
3. 《铜价冲击新高, 去库存化预期支撑铜价》 2009.10.21

1. 流动性充裕和美元贬值支撑有色金属保持目前价位

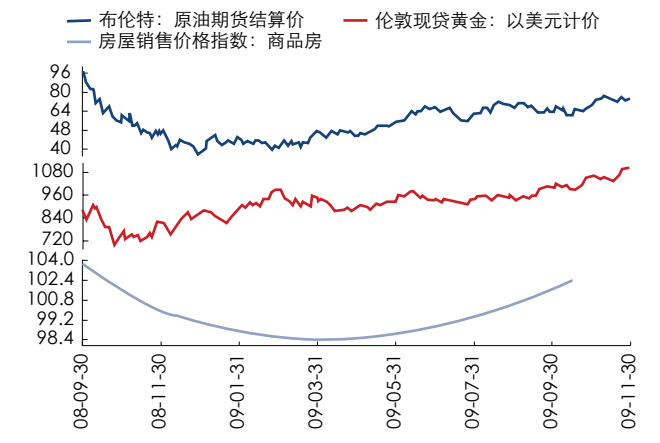
由于流动性在经济危机后得到快速扩充，直接导致金属在基本面恢复远未达到理想程度的情况下，强有力地支撑了金属的价格。在大规模流动性释放的同时，由于整个社会产能大量闲置，资金继续投向产能扩张的意愿不强，纷纷涌入资本市场，尤其是具有较好金融属性的资产受到追捧，其中房地产、原油、黄金、铜等商品价格尤其成为流动性释放的目标。

图 1：流动性与金属价格对比图



资料来源：Wind, 东兴证券

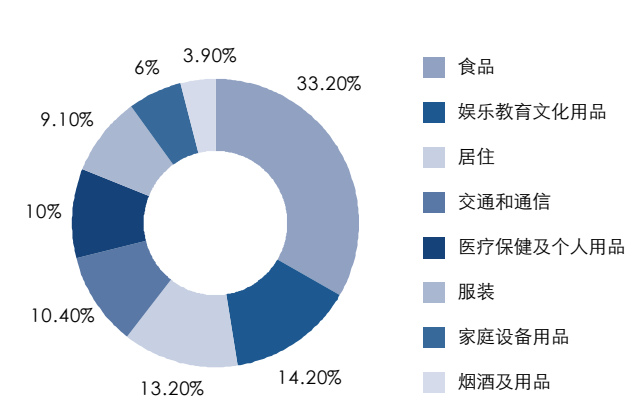
图 2：原油、黄金和房地产价格走势



资料来源：Wind, 东兴证券

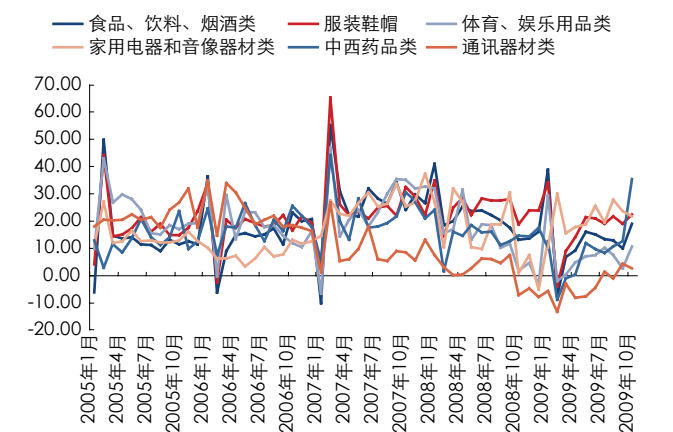
目前来看，流动性问题能否引发通胀的讨论正在进行之中，我们比较认同目前流动性状况很难引发全面通胀的观点，短期食品等各类商品价格保持稳中有升的态势，但没有明显高于平均水平的迹象，表明大量的资金流入了资本市场，验证了此前资本市场出线大幅上涨的论证。

图 3：CPI 结构分布估计图



资料来源：东兴证券

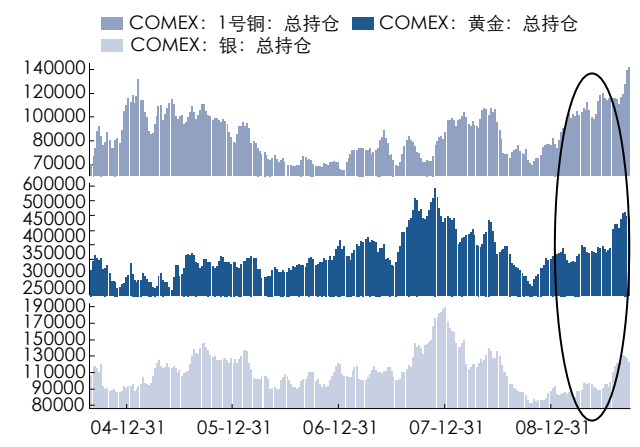
图 4：CPI 结构中各类产品价格走势



资料来源：CEIC, 东兴证券

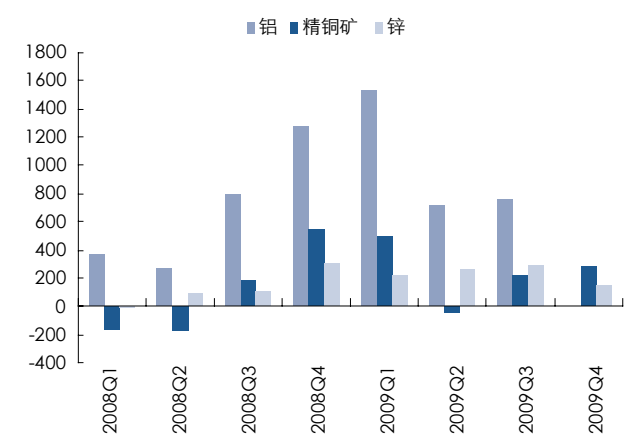
经历了 2008 年四季度金融机构危机后，随着流动性增加，金属市场持仓量大幅增加，在基本面尚未恢复的情况下，流动性是支撑价格的主要因素之一。我们看到各金属在 2009 年大部分时间都处于供给严重大于需求的状况，市场依靠供需关系很难提供上涨的理由。

图 5：金属持仓趋势图



资料来源：Wind

图 6：金属供需缺口变化图



资料来源：CRU，东兴证券

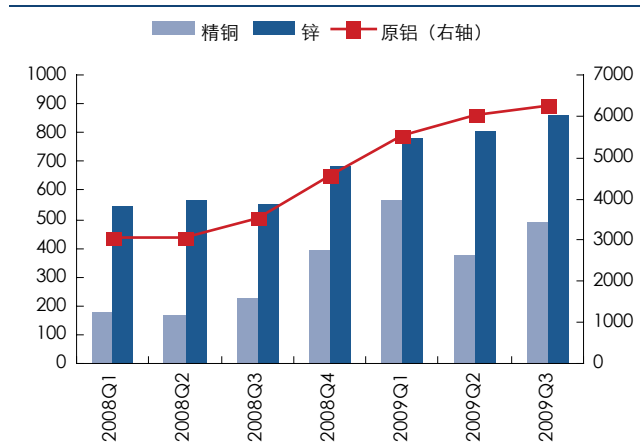
除了流动性支撑金属价格之外，美元贬值对以美元标价的金属价格也提供了很大的支持。美元贬值直接提升以美元标价商品的价格，从而给予金属价格最直接的支撑，2009 年 2、3 季度金属价格上涨的主要支撑因素之一就是美元指数的不断下行，期间金属库存仍然在大幅增加。

图 7：美元指数与 CRB 金属指数对比图



资料来源：Wind

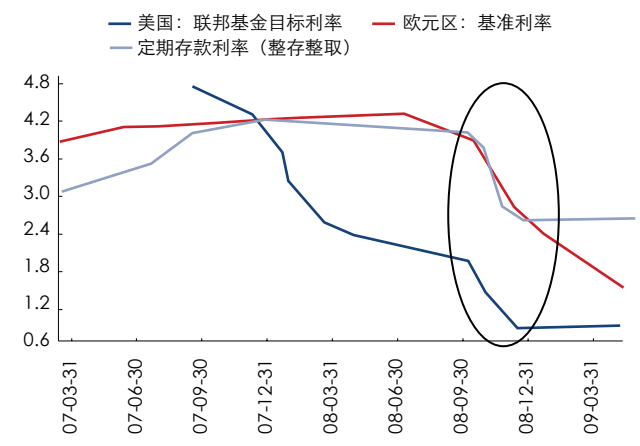
图 8：金属库存趋势图



资料来源：CRU，东兴证券

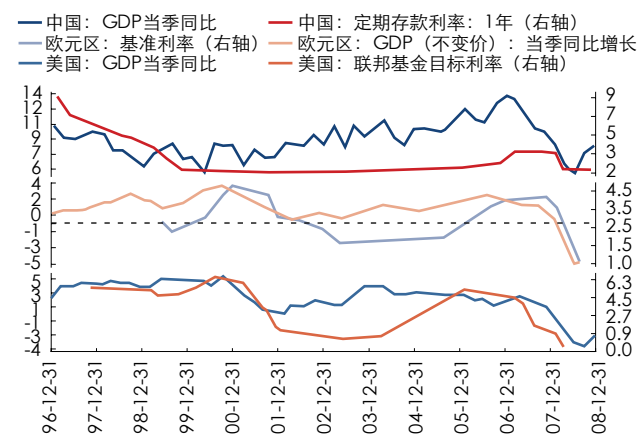
目前各国正在讨论退出机制问题，低水平利率创造的宽松货币环境是否会发生变化，对大宗商品的支撑根基是否动摇都是市场关心的问题。从历史来看，只有在经济出现明显向好的前提下，货币当局才会采取紧缩的货币政策，在当前经济恢复根基尚不牢固的情况下，各国政府不会轻易采取加息等行为，对流动性的调整更多是局部微调，大方向暂时不会有所改变。我们认为，当 GDP 增速出现持续稳定向好的情况下，各国政府会采取加息措施，中国最晚在明年 2 季度可能会提高利率，对大宗商品市场的货币流动性支持力度会有所减弱，但支撑大宗商品尤其是金属的商品属性将会大大增强，供求关系改善在经济恢复的过程中会对金属价格提供新的更强支撑，抵消流动性减弱对价格的影响。正因为如此，目前支撑金属价格的因素其实是两个，一个是流动性因素，另一个是经济恢复的预期，流动性因素是现在时，经济恢复预期是将来时，两个此消彼长共同支撑目前金属价格，我们认为，现有价格区间能够得到支撑，当经济恢复预期变为现实的时候，价格将进入新的上涨趋势。

图 9：各国和地区利率水平变化图



资料来源：Wind, 东兴证券

图 10：利率与 GDP 增长关系对比图



资料来源：Wind, 东兴证券

对于美元汇率，我们预期未来贬值的趋势仍会延续，对金属价格仍将有支撑作用，由于美国自身的战略利益使然，美国政府不会轻易放弃弱势美元政策，但考虑到和全球其他经济体的博弈，我们认为美元贬值的幅度将会缩小，预计 2010 年美元指数震荡区间在 70 - 80 之间，总体来看，美元贬值对金属价格的支撑作用仍将存在，但力度会有所降低，对于基本依靠美元贬值支撑的黄金价格来说会有较大影响。金融属性越强的品种受到流动性和美元贬值支撑的力度将会越大，黄金是最大受益者，其次是铜。相信 2008 年末整个市场对 2009 年整体悲观的判断，已经被市场证明是错误的，主要的原因就是低估了流动性和美元贬值对金属价格的支撑力度，这也是我们相信目前价格在需求尚未恢复阶段也能维持在目前价位水平的主要原因。

2. 下游需求恢复决定基本金属价格步入新上涨周期，而黄金除外

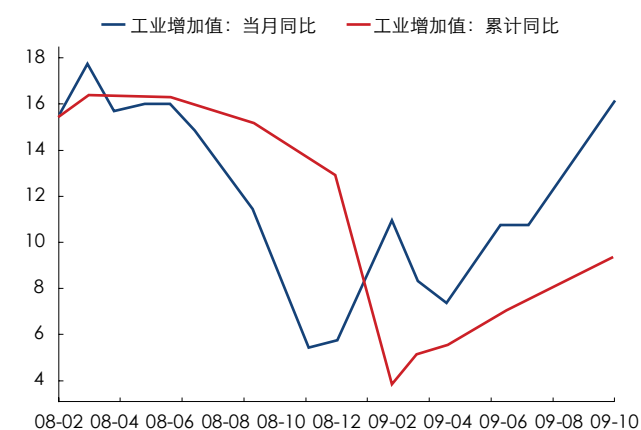
对于下游需求恢复目前有两种疑问，一个是中国需求还能强势多久，中国由于经济刺激计划，基础设施建设对于基本金属的需求起到了重要作用，未来基础设施投资还能起到多大拉动作用。另一个是西方市场何时恢复，美国等西方市场迟迟没有明显恢复，经济二次探底预期仍在。

我们认为，2010 年中国需求仍将强劲，美国等西方市场将出现明显复苏，基本金属价格将进入新的上涨周期。黄金的工业属性比较弱，当流动性散去的时候，其投资需求将出现较大幅度下降，无法像铜铝等基本金属一样，出现工业属性代替金融属性支撑价格再上一个台阶的情况，金价很难走出新的上升周期，很可能形成一个长期的头部区域。

2.1 中国需求保持强劲增长势头：内需和出口双轮驱动

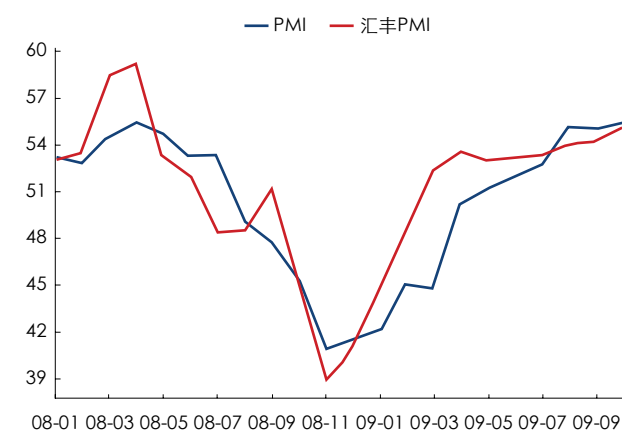
2009 年在全面刺激政策的促进下，中国经济保持了快速恢复的态势，无论从企业利润还是从制造业指数来看，已经恢复到危机前水平，虽然 2010 年面临着国家投资向私人投资转变的挑战，中国经济整体恢复的趋势已经是不可逆转，我们预计中国 2010 年 GDP 预计增长 8% 左右，制造业随着内需和外贸出口的双重提升而出现较好增长。

图 11：中国工业增加值增速趋势图



资料来源：Wind, 东兴证券

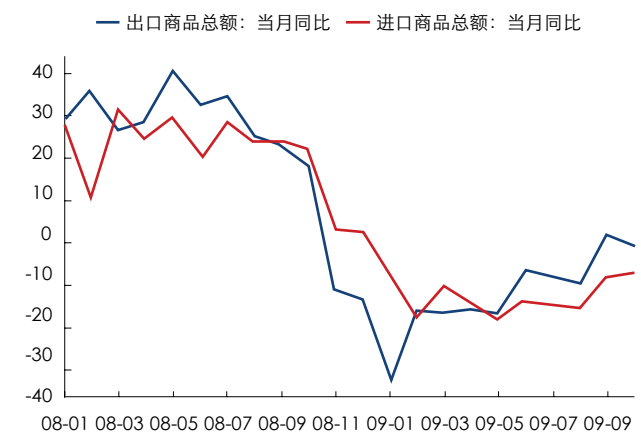
图 12：中国采购经理指数趋势图



资料来源：Wind, 东兴证券

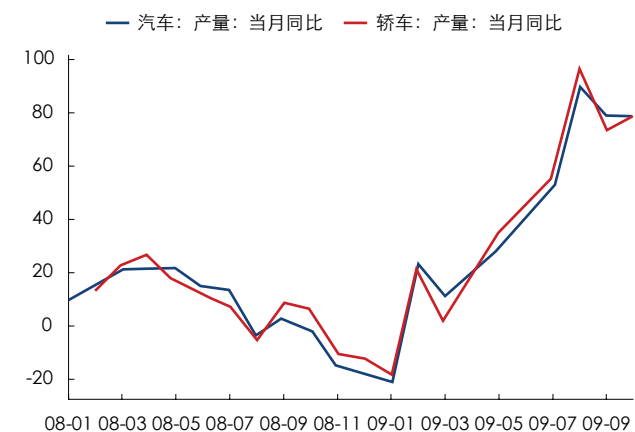
中国需求的强劲增长是全球有色金属需求的最重要支撑，2010 年中国有色金属需求将是双轮驱动，一方面是以房地产、汽车、家电等行业为代表的内需行业将会表现强劲，另一方面外贸出口将随着欧美经济的恢复得到一定程度的好转，两方面的需求增长将推动中国需求出现强于 2009 年的更强劲增长。

图 13：中国进出口增速趋势图



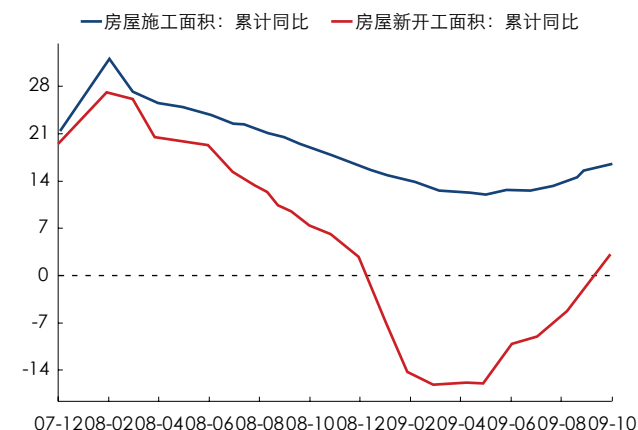
资料来源：Wind, 东兴证券

图 14：中国汽车销量增速趋势图



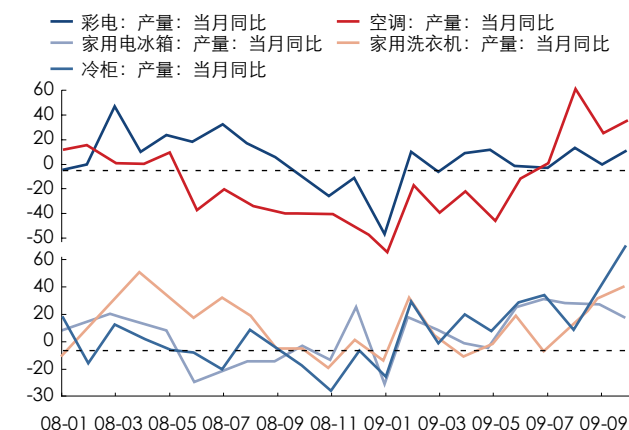
资料来源：Wind, 东兴证券

图 15：中国房地产施工和新开工面积累计同比增速趋势图



资料来源：Wind, 东兴证券

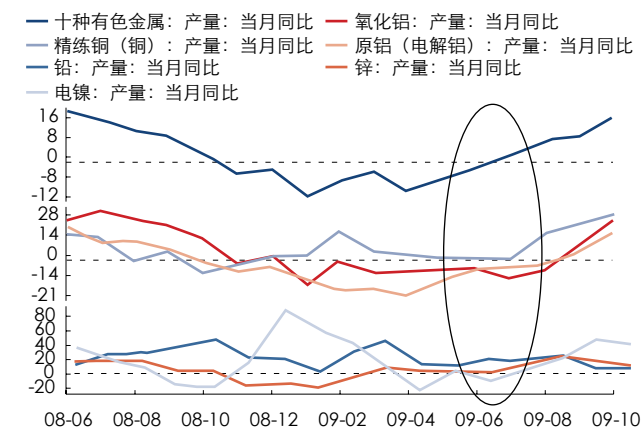
图 16：中国家电产量趋势图



资料来源：Wind, 东兴证券

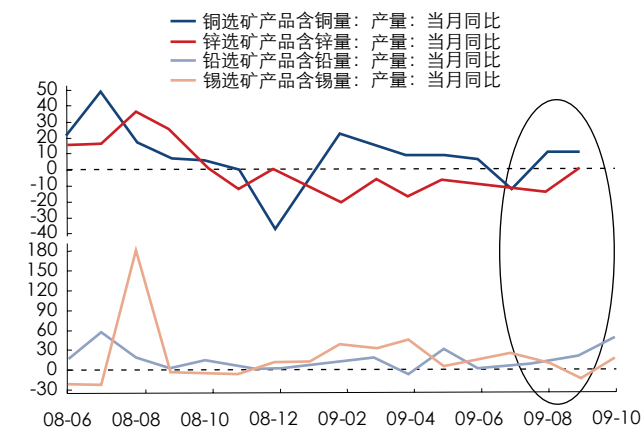
2009 年 2 季度开始，各有色品种产量开始明显恢复，随着价格上涨，生产商产能利用率明显上升，虽然下游需求仍旧只有中国需求支持，但中国内需强劲增长确实给了市场相当大的信心，随着中国经济增长方式的转变，刺激内需将是一个长期的过程，我们认为，对于房地产、汽车和家电等行业的刺激消费政策仍将会延续下去，这也是我们看好 2010 年有色金属下游需求的基础。

图 17：中国各金属产量增速变化图



资料来源：Wind, 东兴证券

图 18：中国各矿产产量增速变化图

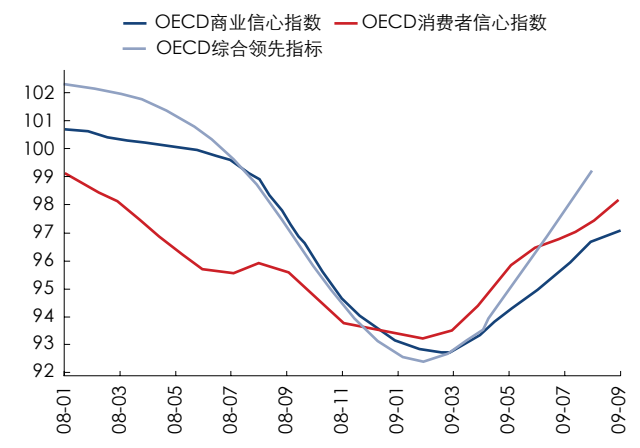


资料来源：Wind, 东兴证券

2.2 西方市场有望缓慢恢复：制造业先于消费出现复苏

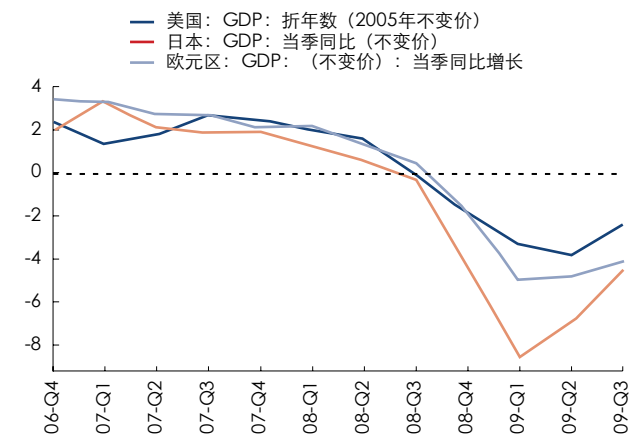
从西方市场近期发展来看，经合组织经济指数整体恢复态势比较明显，市场对经济恢复预期强烈。但从实际经济数据来看，经济只能说在低位出现一定缓慢恢复的迹象，恢复的幅度和力度都相对较弱。负增长态势在 2009 年仍然明显，从经济数据反弹力度来看，后市似乎有减弱迹象。

图 19: OECD 各项经济指数趋势图



资料来源: Wind, 东兴证券

图 20: 美国、日本和欧盟 GDP 增速

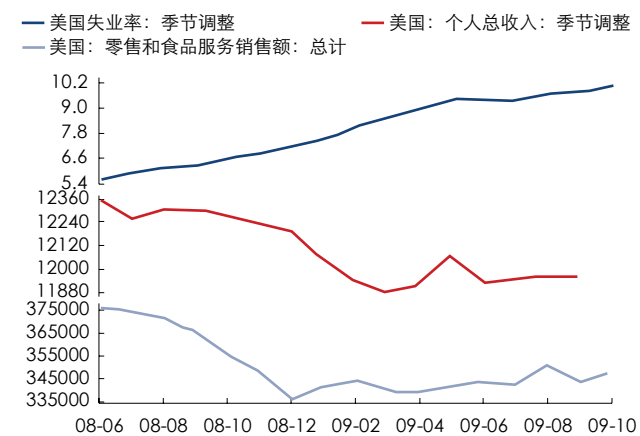


资料来源: Wind, 东兴证券

美国消费目前总体疲弱，失业率仍旧创出新高，而居民收入水平由于失业率和经济恢复的力度较小而出现停滞的状态，零售数据8月昙花一现后恢复力度不强，整体来看，美国消费仍然面临较大压力，失业率持续上涨导致消费者信心指数连续多月出现下滑，虽然制造业出现较好复苏现象，采购经理人指数连续上升，但从制造业恢复传导到消费者收入上升和失业率下降还需要较长时间，对美国消费影响还需要时日观察。

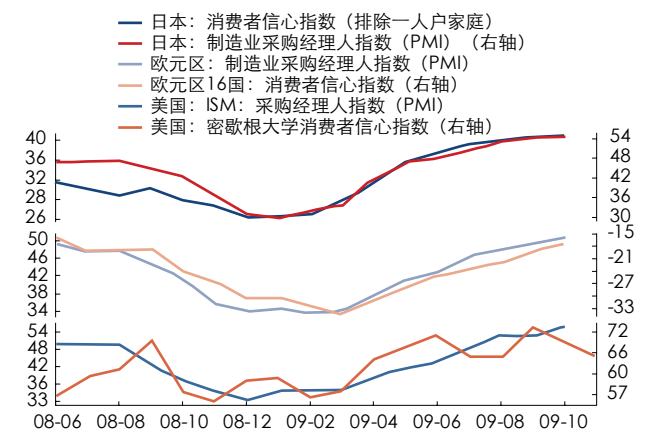
从日本和欧元区的情况来看，消费者信心指数和采购经理指数都出现稳步上升的走势，但欧元区采购经理指数在10月才首次突破50大关，日本采购经理指数上升至54左右后徘徊不前，预示着两大经济体制造业恢复的速度和难度仍然较大，虽然全球经济恢复对两大经济体民众的消费信心有较大提升，经济恢复明显有后劲不足的隐忧。

图 21: 美国就业、收入和消费数据对比图



资料来源: Wind, 东兴证券

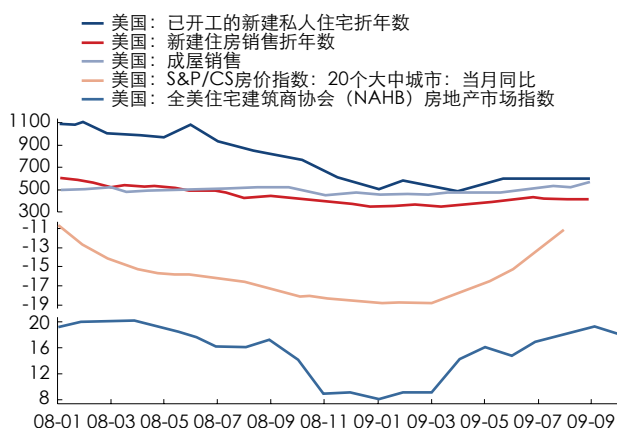
图 22: 美国、日本和欧元区采购经理指数和消费者信心指数



资料来源: Wind, 东兴证券

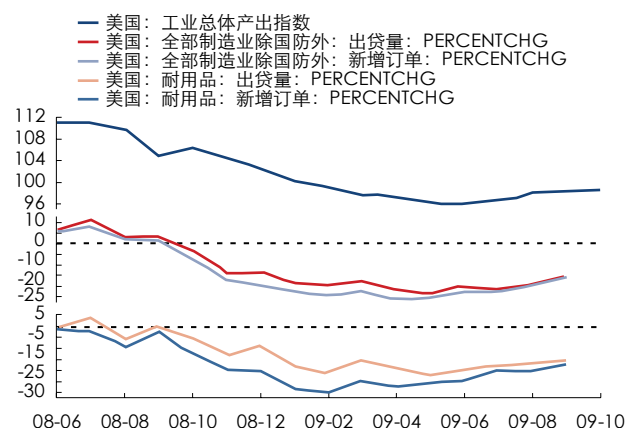
从美国房地产和制造业来看，虽然房价下跌幅度有所放缓，但新开工和销售数据依然十分疲软，与美国消费者信心指数预示的状况吻合，消费者由于高失业率和收入预期不明确，对房地产行业持非常谨慎的态度。美国制造业状况相对好一些，出货量和新增订单近期有加速恢复态势，与美国采购经理指数预示的状况吻合。

图 23：美国房地产行业指标图



资料来源：Wind, 东兴证券

图 24：美国工业、制造业指标图



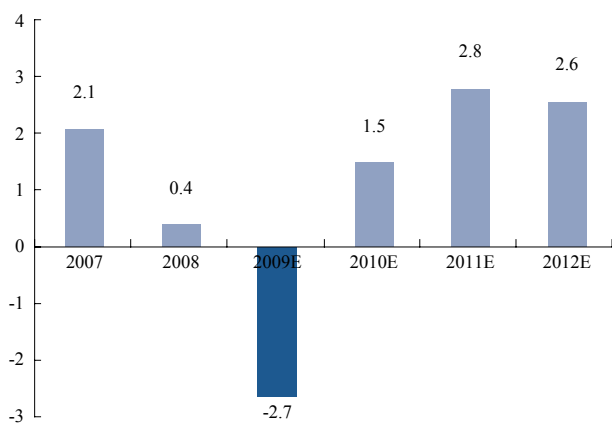
资料来源：Wind, 东兴证券

总体来看，由于美国消费状况仍然较差，但制造业已经有一定复苏迹象，制造业及其服务业的逐步恢复必将带动消费恢复，为美国经济重新走强奠定基础，预计美国明年增长 1-2%，对基本金属的需求将会缓慢恢复。

2.3 需求恢复接过流动性大旗，支撑基本金属再上一层楼

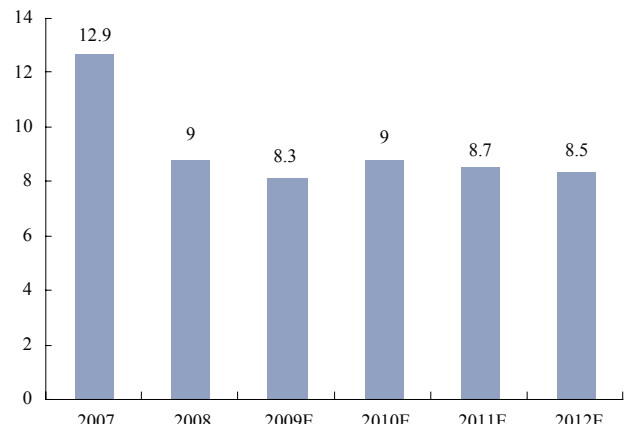
中国需求仍然强劲，西方市场缓慢恢复，全球基本金属的需求将呈现全面恢复的态势。在 2009 年全球经历全面刺激经济政策之后，2010 年虽然美国等国家仍然面临经济二次探底的风险，但全球经济再次陷入全面危机的可能性已经很小，基本金属作为制造业的主要原料，必将随着全球经济的复苏呈现需求回升的态势。

图 25：美国经济增长预测



资料来源：IMF, 东兴证券

图 26：中国经济增长预测

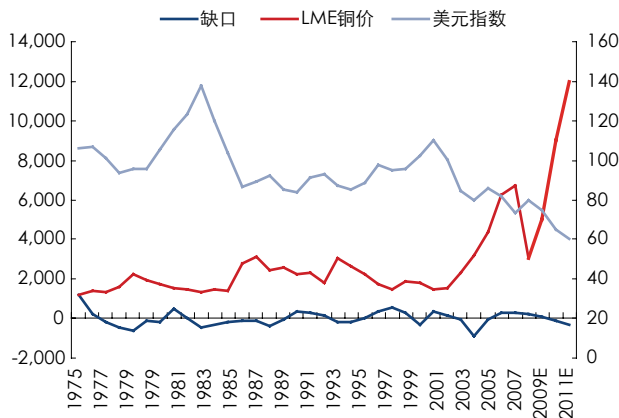


资料来源：东兴证券

我们认为，2010 年全球经济进入全面恢复阶段，需求恢复将接过流动性和美元贬值对基本金属的支持大旗，未来流动性和美元贬值因素仍将存在，而需求恢复为基本金属再上一个台阶提供了强有力的动力，我们相信 2010 年对基本金属价格来说，一个新的上涨周期正在到来。

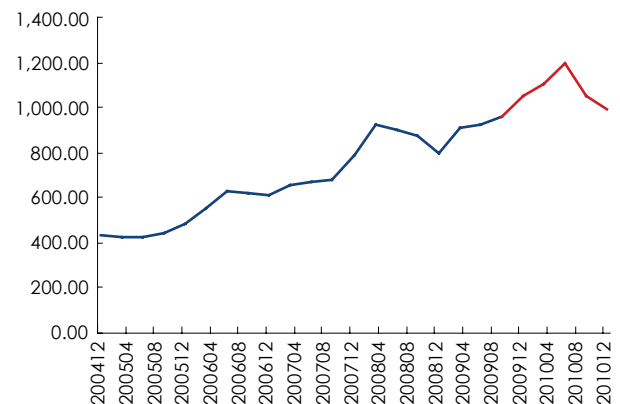
同时，我们对黄金价格持谨慎态度，黄金是直接基于美元贬值而出现上涨的品种，从长期看，黄金更多的是暂时性充当通胀预期的标的物，美元由于美国自身原因一直处于持续贬值状态，短期来看似乎也很难摆脱弱势美元态势，但随着流动性趋紧和美元贬值速度降低，黄金所能够受到的支撑将会越来越弱，工业属性很难支持目前的高价位，黄金价格预计在 2010 年将会出现长期的头部，惯性上冲 1200 - 1300 美元将是极限位置，但由于其交易属性已被激活，短期内向下的支撑区间也将 在 800 美元之上，预计 2010 年黄金的波动区间在 900 - 1200 之间，从长期来看，不应再看好黄金长期趋势，应借冲高减持多头头寸。

图 27：伦铜价格可能再上万元吗？



资料来源：, 东兴证券

图 28：黄金价格将陨落？

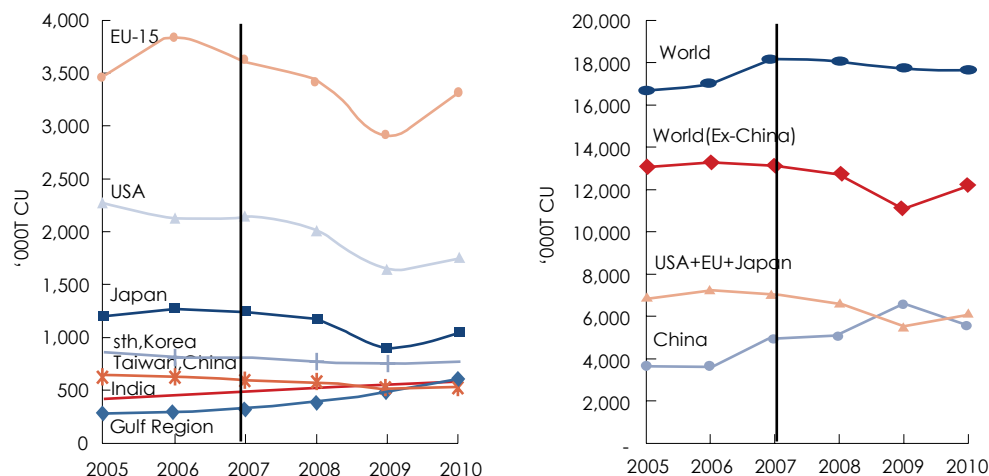


资料来源：东兴证券

3. 看好基本面最佳品种铜：供给紧张+需求强劲

由于 2009 年上半年中国大量进口铜，市场普遍预期 2010 年中国铜表观消费将会出现一定程度下滑，进口量将出现明显下降，即使产量出现一定幅度上涨也难以影响大的趋势，而西方市场表观消费将出现较大幅度提升，普遍预计除中国市场外表观消费增速将达到 9%。我们预计 2010 年中国表观消费可能没那么悲观，随着需求恢复的增长，中国库存的下降仍将会带来更多的生产商和贸易商进口，中国需求仍旧是全球最主要需求，对于 2010 年旺季是否会出现套利窗口，市场仍旧没有明确预期，如果西方市场恢复没有明显的力度，而中国需求仍旧强劲，内外价差仍然有可能出现，全球库存搬家的可能性依然存在，中国表观消费可能比预想的要强劲。

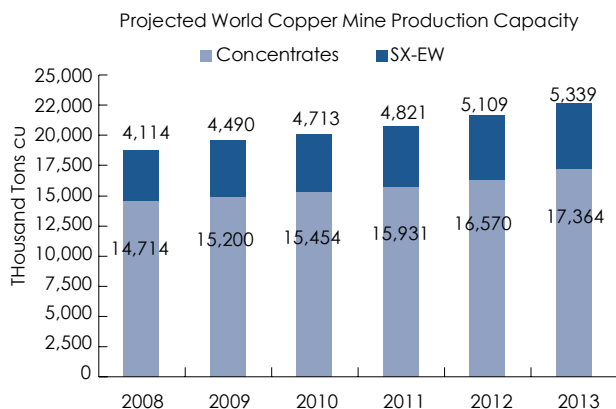
图 29：市场普遍预期中国表现消费会下降



资料来源：ICSG

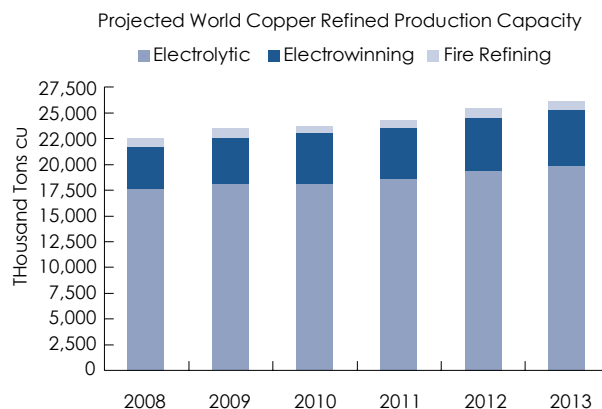
根据 ICSG 对全球铜产能的预测，2010 年全球铜矿产能将达到 2016.7 万吨，比 2009 年增加 47.7 万吨，同比增加 2.42%，到 2013 年产能将达到 2270 万吨，年均增长 3.8% 左右；2010 年全球精铜产能将达到 2330 万吨左右，到 2013 年产能将达到 2610 万吨，年均增长 3% 左右。总体来看，铜矿和精铜的产能增长仍然比较平缓，经历经济危机后，全球再投资意愿下降明显。

图 30：全球铜矿产能预测图



资料来源：ICSG, 东兴证券

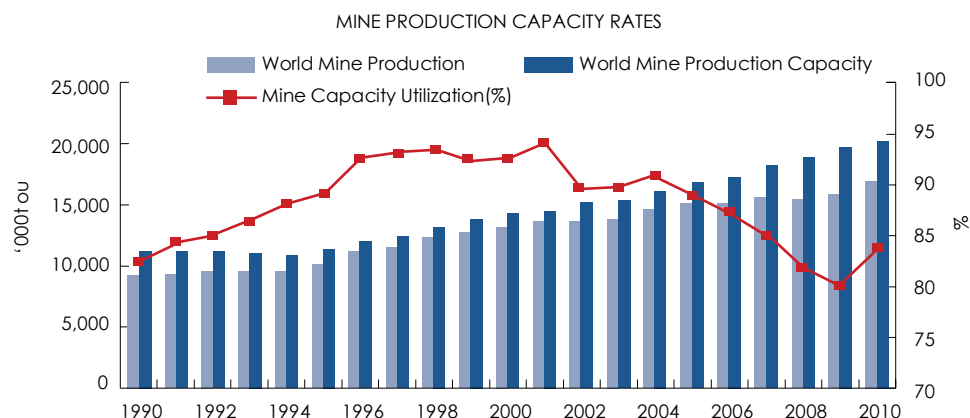
图 31：全球精铜产能预测图



资料来源：ICSG, 东兴证券

2010 年随着需求恢复，铜矿产能利用率将会出现明显回升，为 5 年来首次反弹，预计由 80% 上升到 84% 左右，产能利用率的大幅反弹预示着铜上游供给仍然十分紧张，全球可利用产能的潜力总体不大，上游供给仍将保持紧张态势。

图 32：全球铜矿产能利用率会明显上升



资料来源：ICSG

我们预计 2010 年全球铜产量增长 8% 左右，达到 1836 万吨，主要来自于产能利用率上升。

从需求角度看，中国需求无疑是全球需求的焦点，普遍认同的观点是除中国外市场需求恢复较快，9% 的增速或许可以预期，但对中国铜需求普遍谨慎。从中国铜需求在 2009 年呈现特点来看，空调出现较大幅度负增长，而电力和建筑都出现较大幅度正增长，交通运输也增幅较大，总体来看电力的高增长是铜需求的主要力量。

表 1：2008—2009 年中国铜消费结构

	2008	2009E	增长率%
电力	214.0	252.0	17.8
空调制冷	81.0	75.2	-7.2
交通运输	52.0	56.2	8.1
电子	37.6	39.1	4.0
建筑	42.7	49.5	15.9
其他	62.7	68.0	8.5
总计	490.0	540.0	10.2

数据来源：安泰科，东兴证券

不可忽视的是，中国经济刺激计划对铜消费需求的影响，根据国际铜业协会的测算，3 年内由此对铜需求增量为每年 82 万吨，由于财政刺激措施多数在 2009 年立项开建，2010 年将是项目全面建设阶段，对铜的需求增速将超过 2009 年，且覆盖时间将大于 2009 年，因此，我们对 2010 年铜消费显然更为乐观。

表 2：经济刺激计划覆盖铜消费测算

行业领域	投资额（2009—2011）	年新增用铜（万吨）
电力	1.73 万亿	28.0
交通基础设施	2 万亿	24.0
地产	9000 亿	6.0
家电下乡	4 年 1.6 万亿	24.0
	合计	82.0

数据来源：NDRC，国际铜业协会，东兴证券

2009 年电网投资预计增长 18%，2010 年随着刺激计划深入，预计增速将达到 20% 左右，空调随着出口恢复将会有恢复性增长，预计增长 10% 左右，地产预计增长 18%，交通运输增长 10%，电子增长 8%，其他增长 10%，预计中国 2010 年需求增长 15.25%，除中国以外需求增长 9%，全球铜需求增长预计达到 10.91%。我们调整 2011、2012 年需求增长率为 12%、7%，调整 2011、2012 年供给增长率为 6%、6%，调整 2010、2011、2012 年预期美元指数为 70、68、65，调整 2012 年铜价为 12000 - 13000 美元/吨。维持对铜“看好”的评级，可积极关注有强烈资产注入预期的铜陵有色、云南铜业以及资源自给率较高的江西铜业。

表 3：2008—2012 年铜价预测数据表

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
需求（千吨）	17,723	16,036	17,786	19,920	21,314
增速	-0.92%	-9.52%	10.91%	12.00%	7.00%
供给（千吨）	18,094	17,008	18,369	19,471	20,639
增速	1.68%	-6.00%	8%	6%	6%
供需缺口（千吨）	371	973	583	-449	-675
美元指数	79.41	75	70	68	65
铜价（\$/T）	3090	4500 - 5500	8000 - 9000	11000 - 12000	12000 - 13000

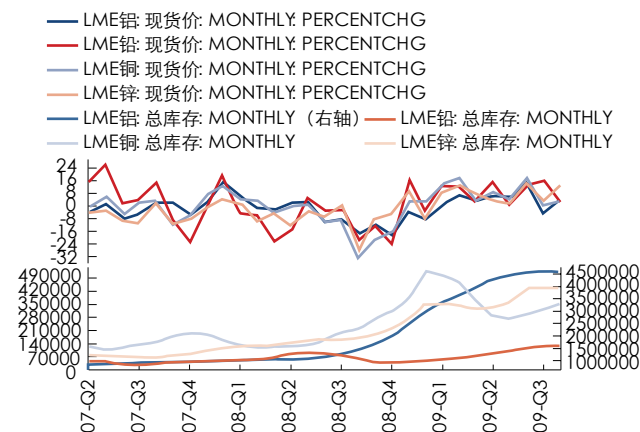
数据来源：东兴证券

4. 看好基本面最差品种铝：最大想象空间+高业绩弹性

作为基本面状况最差的行业，铝供给大于需求的状态在基本金属中最为突出，铝供求关系正处于最糟糕的阶段，正因为如此，铝基本面未来可以想象的空间最大，加上铝上市公司较大的业绩弹性，铝上市公司在股价表现上有强于行业表现的机会。

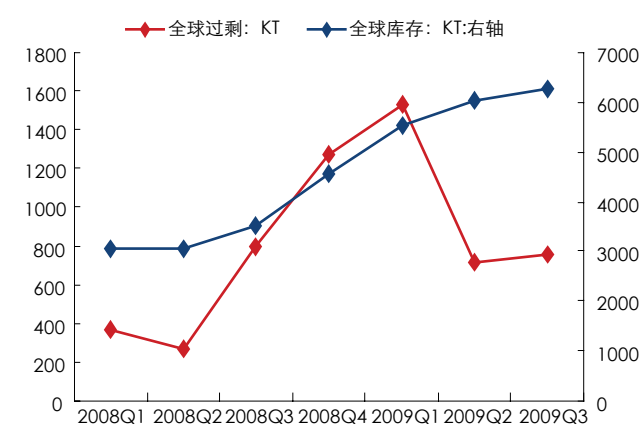
铝的库存一直居高不下，从全球供求状况来看，供给过剩一直是库存持续增长的主要原因。虽然从 2009 年 2 季度开始，过剩的数量明显降低，但过剩的趋势并没有明显改变，值得注意的是，库存存在 2009 年 7 月以后一直徘徊在 450 万吨左右，显然下游需求明显改善是过剩下降和库存不再继续增长的主要原因。

图 33: 铝涨幅和库存与其他基本金属对比图



资料来源: Wind, 东兴证券

图 34: 铝过剩量和库存增长对比图

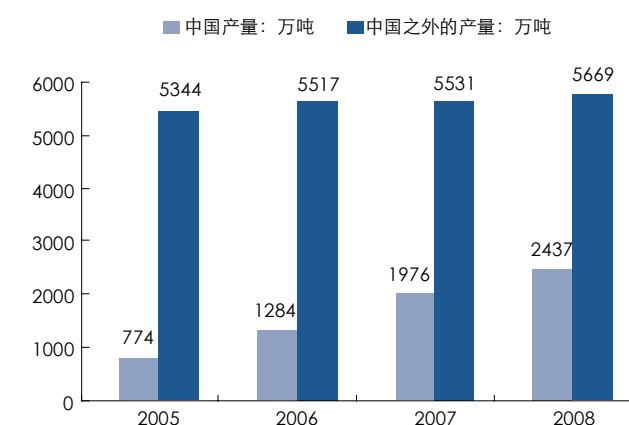


资料来源: CRU, 东兴证券

我们认为，目前可能是铝供求最糟糕的时期，但也许就是铝供求进入拐点的阶段。未来随着下游需求的进一步恢复，铝的过剩量和库存可能会进一步减少，铝的价格在2010年会有较大的想象空间。

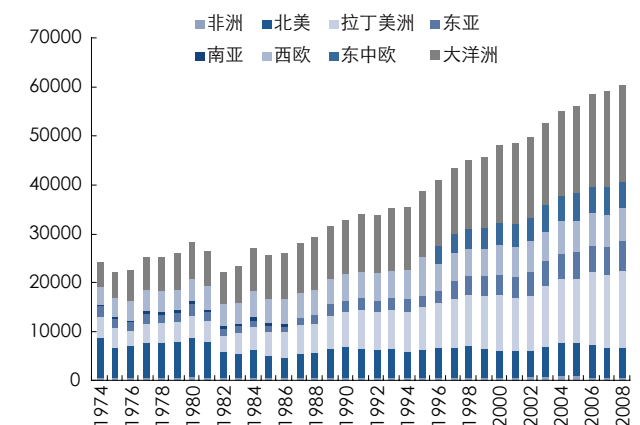
从供给来看，全球氧化铝和电解铝的增量基本在中国，中国近年来产能快速扩张使得全球供需由紧张到过剩，从产能利用率来看，氧化铝和原铝都存在着较大的产能过剩状况，随着铝价的上涨，部分产能将会重启，预计2010年氧化铝和原铝产能利用率在现有基础上将会继续提高。中国对环保的要求也会使得一些产能减少，CRU预计2010年因环保不达标而关闭的产能有可能达到80万吨，一些新的项目也不会被批准，2009年5月11日国务院颁布实施的《有色金属产业调整和振兴规划》明确提出，2009-2011年内原则上不再核准新建、改扩建电解铝项目。在近期召开的铜业论坛上一些有识之士也在呼吁国家对铝产能的调控，相信在未来一段时期内，新增产能将会比较有限。

图 35: 中国和其他地区氧化铝产量对比图



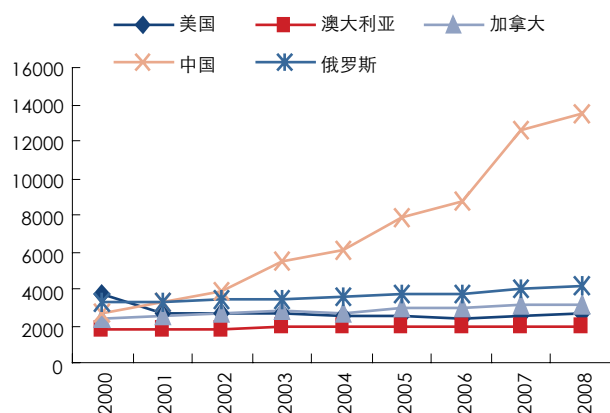
资料来源: Brook Hunt, 安泰科

图 36: 全球氧化铝生产地区分布图



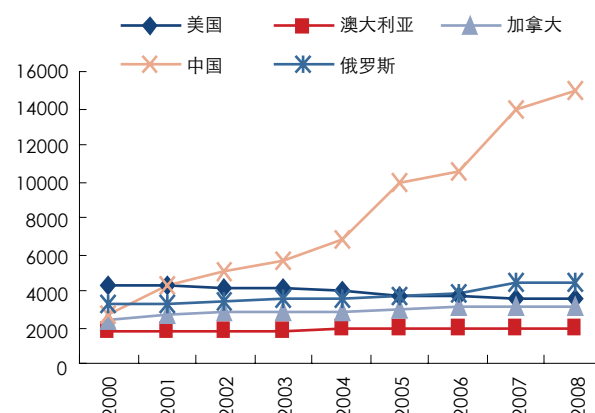
资料来源: IAI

图 37：中国原铝产量增长一枝独秀



资料来源：USGS

图 38：中国原铝产能增长一枝独秀



资料来源：USGS

由于铝土矿供给十分充裕，对于氧化铝企业来说，只要电解铝的产量有增长的需要，氧化铝企业就有扩产的冲动，总体来讲，中国原铝产能增长快于氧化铝，氧化铝还需要部分进口，因此，氧化铝市场可能比原铝市场更为景气，中铝表示将在年底前重启 90% 氧化铝产能也表明这一点，因此，观察整个铝产业链的景气与否主要看原铝表现。从原铝价格与铝企业成本来看，2009 年 3 季度企业成本微涨而铝价出现大幅上涨，90% 企业的成本已经低于价格，原铝生产的盈利能力大幅改善，原铝企业业绩将迎来拐点。

表 4：铝价和原铝现金成本对比表

单位：美元/吨

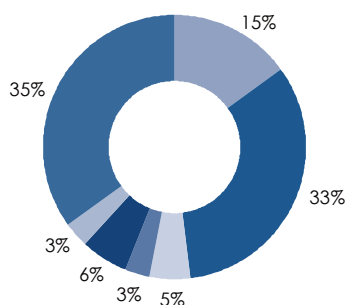
时间	铝价	成本曲线前 90%产量 对应的成本 (A)	成本曲线前 75%产量 对应的成本 (B)	成本曲线前 50%产量 对应的成本 (C)	铝价超出成本 A 的幅度
1Q2009	1367	1653	1521	1345	-17%
2Q2009	1499	1720	1609	1433	-13%
3Q2009	1808	1742	1609	1455	4%
3Q/2Q 环比/%	20.6	0.8	0.3	2.4	
2Q/1Q 环比/%	9.7	4.8	6.1	6.5	

数据来源：Brook Hunt

原铝价格的上涨表明原铝下游需求明显恢复，尤其是房地产市场的恢复对原铝需求确实带来不小的影响，从需求比例来看，全球铝消费看中国，中国铝消费看房地产，房地产复苏在上文已有分析，在此不再赘述。

图 39：全球原铝消费结构

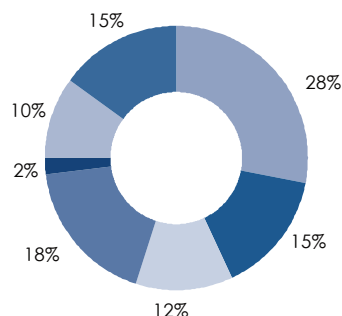
■ 美国 ■ 中国 ■ 德国 ■ 俄罗斯 ■ 日本 ■ 印度 ■ 其他



资料来源：CRU, 东兴证券

图 40：中国铝消费结构

■ 建筑 ■ 电力 ■ 机械 ■ 交通运输 ■ 易拉罐 ■ 消费品 ■ 其他



资料来源：CRU, 东兴证券

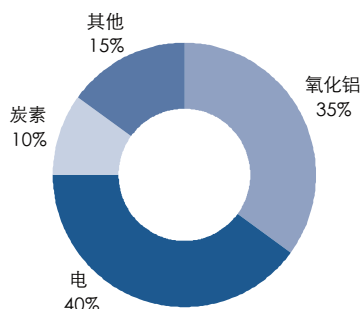
近期铝价有重新突破的迹象，LME3 月期铝已经站上 2000 美元大关，随着铝价未来继续上涨，铝上市公司业绩将会有较大提升。一般来说，氧化铝价格趋势与原铝价格趋势是一致的，原铝企业业绩弹性大主要在于铝业公司成本结构中电力成本相对稳定，而氧化铝成本占原铝生产成本比例随着氧化铝价格波动而变化，占比波动区间大致为 30 - 60%，这样原铝成本相对于氧化铝价格变动的幅度要小很多，原铝价格的上涨将带来毛利率较大幅度的上升，直接带来较大的业绩弹性。因此，原铝企业相对于铝价的弹性较大。

表 5：原铝未来供需及价格预测表

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
需求（千吨）	37,419	33,300	37,000	40,000	43,000
增速	-0.92%	-9.52%	10.91%	12.00%	7.00%
供给（千吨）	40,133	36,000	38,000	40,000	42,000
增速	1.68%	-6.00%	8%	6%	6%
供需缺口（千吨）	2,714	2,700	1,000	0	-1,000
美元指数	79.41	75	70	68	65
铝价（\$/T）	2618	1781	2100	2300	2600

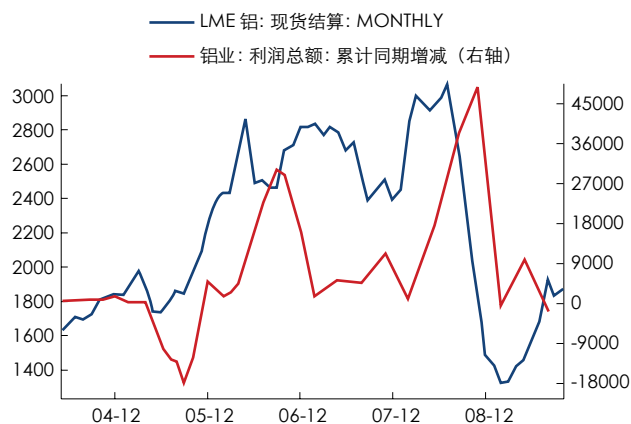
数据来源：东兴证券

图 41：目前原铝生产成本大致测算图



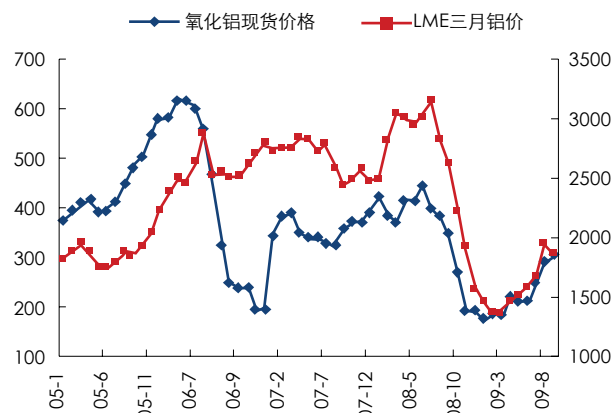
资料来源：东兴证券

图 43：铝价与行业利润趋势对比图



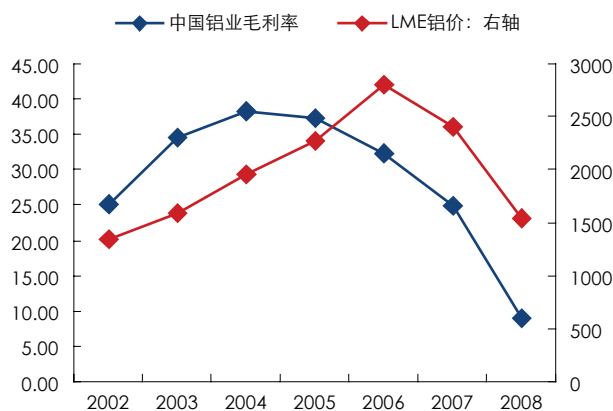
资料来源：国家统计局，LME

图 42：氧化铝与原铝价格对比图



资料来源：安泰科

图 44：中国铝业毛利率与铝价关系图



资料来源：公司报表，LME，东兴证券

铝上市公司业绩弹性主要取决于每股内含原铝数量，内含原铝数量越大，分享铝价上涨的收益越大。从排名表可以看到，中孚实业业绩弹性最大，其次是焦作万方和金马集团，中国铝业将氧化铝按照 1.92 折算为电解铝，内含原铝数量排名第四。为了更好分享未来铝行业需求带来的较大想象空间，我们重点推荐业绩弹性最大的中孚实业、焦作万方。

表 6：铝上市公司业绩弹性排名表

	股本（亿）	氧化铝（吨）	原铝（吨）	每亿股含原铝量（吨）
中孚实业	6.57	0	67	10.19
焦作万方	4.80	0	42	8.75
金马集团	1.50	0	11	7.20
中国铝业	135.00	1,100	350	6.84
云铝股份	10.84	0	50	4.61
南山铝业	13.19	80	14	4.18
关铝股份	6.53	0	22	3.37

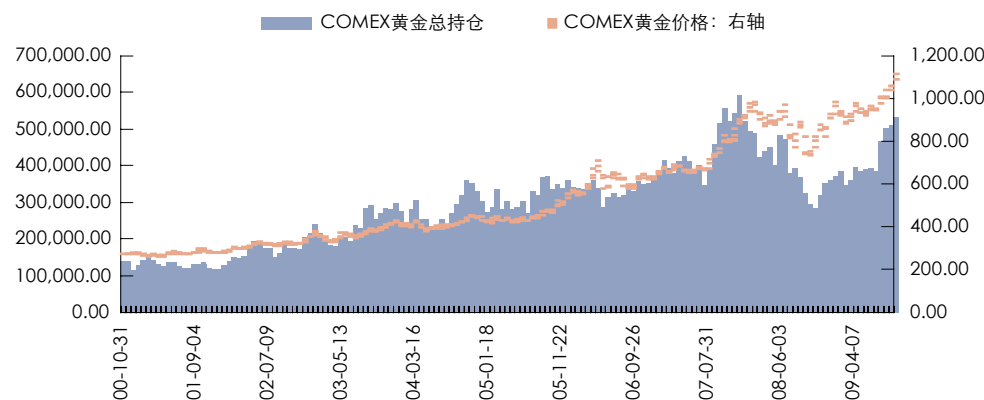
数据来源：东兴证券

5. 谨慎看待最火的品种黄金：加息风险+美元反弹

黄金是 2009 年最火的品种，无论是金价屡创新高还是全球投资者大规模涌入黄金市场，都吸引了足够多的眼球，但我们认为，在黄金不断创出新高的时候，要看到黄金在 2010 年面临的一些不确定性因素。

工业属性难以替代金融属性支撑目前高位。黄金的工业属性比较弱，当影响金融属性的因素发生变化的时候，黄金的价格必然出现较大波动。本轮黄金价格上涨的核心影响因素是黄金需求的投资性需求大大增强，而影响投资性需求增强的主要因素是美元利率和美元指数，在美元维持低利率的前提下，全球流动性得到极大提高，不断贬值的美元则直接刺激黄金价格上涨。

图 45：黄金价格持仓走势图



资料来源：WIND, 东兴证券

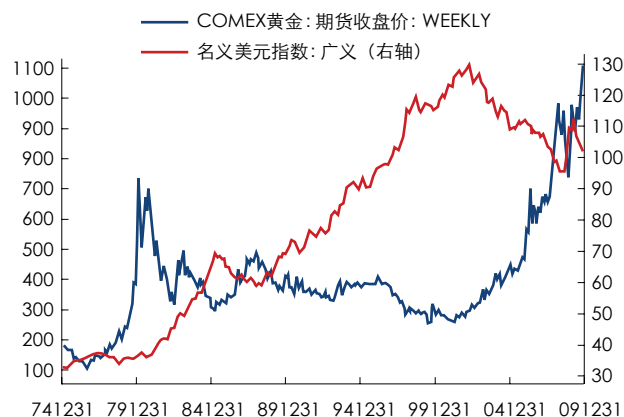
2010 年全球面临经济刺激政策退出问题，虽然各国对退出都十分谨慎，但随着经济逐步恢复，巨量货币供应量的回收已是必然，美元加息已经被市场预期，而美国 CPI 指数相对稳定，决定了美元实际利率将上升，美元实际利率上升将压制黄金价格；从美元指数走势来看，美元贬值的趋势似乎难以避免，但也要看到全球其他经济体不会任由美元继续大幅贬值，未来各经济体博弈决定了美元贬值的速度和幅度都将减缓，甚至在某个时期出现美元反弹走势，一旦美国经济重新走强，美元世界货币的地位短期内不可取代的作用将会发挥出来，2010 年我们认为美元指数下跌区间下限为 70 附近，2011 年下跌下限为 68 附近，美元继续向下的空间已经不大，未来金价有惯性上冲 1200 - 1300 的可能，但这也可能就是黄金中长期的顶部区域。我们认为，黄金在经济复苏后将逐渐失去通胀替代品的属性，价格重归下跌趋势。不建议投资者过分看好黄金价格以及黄金上市公司。

图 46: 黄金价格与美元实际利率对比图



资料来源: WIND, 东兴证券

图 47: 黄金价格与美元指数对比图



资料来源: Wind, 东兴证券

6. 重点推荐公司

6.1 铜陵有色（000630）—— 资源注入预期强烈的铜公司

公司 2009 年预计冶炼产量 73 万吨，自产矿山产量预计 4.4 万吨，收入比去年略有下降，但利润水平基本相当。公司 2010 年预计在冶炼产量和自产矿山产量均有 10% 以上的增长，2010 年预计加工费将会有小幅下降，但副产品价格尤其是硫酸价格预计将会出现明显上涨，铁矿价格预计也会给公司带来较好收益，由于加工费谈判尚未开始，目前国内公司策略是先看日本谈判情况而定，公司预计加工费最终谈判结果可能没有市场预期的那么悲观，50 美元以下肯定是不能接受的，我们预计在 55 美元左右可能性较大，公司大部分订单都是长单，因此对加工费的敏感度较高。

存在资源注入预期。公司是安徽省第二大企业，当地政府对公司十分支持，省内资源将会集中向公司倾斜，集团公司近年来大力推进资源整合战略，目前手中已经有较多优质资源，由于避免同业竞争的承诺，未来铜相关资源注入上市公司的可能性较大，且进程和规模可能超出市场的预期。

公司业绩稳定，管理能力较强，且具备较好的区位优势，从未来三大铜企业发展来看，公司在未来解决了铜资源自给率较低问题后，有望成为国内最具实力的铜综合产业公司。预计 2009 年公司 EPS 为 0.51，2010 年 EPS 为 0.7 元，目前 2010 年 PE 为 32 倍，公司相对云铜来说价值严重低估，未来存在价值重估的可能，给予“推荐”评级。

6.2 中孚实业（600595）—— 业绩弹性最大的铝公司

具有较高的成本优势。公司自供电比例较高，目前有 $2 \times 300\text{KW}$ 机组运行，大股东豫联集团也有较多电力机组和参股大唐集团的机组明年也将建成，公司购电成本 0.3628，低于业内平均电价 15% 左右，自购电可满足公司电解铝产能达到 40 万吨左右，因此，公司平均电力成本优势较为明显。

公司本部 70KA 以及林丰 75KA 和 80KA 三个电解槽属于淘汰产能，采用 400KA 电解槽之后，产能和成本将会比原有设备下降较大幅度。公司还投资碳素和铝加工领域，形成了较为完整的电铝一体化综合产业链，公司综合成本在国内处于领先水平，地方政府对公司支持力度较大，未来直购电如果能够实施，公司综合成本优势将更加明显。

公司对铝价的业绩敏感度最高，业绩弹性行业最大。综合比较铝行业公司产能和股本情况，公司每股内含铝产能最大，对铝价格的敏感度最大，能够最大程度分享铝价上涨的收益。我们预计 2010 年铝价均价为 15000，产量达到 60 万吨，氧化铝成本为每吨 2500，电价为 0.3628，以此计算 2010 年 EPS 为 0.80 元，动态 PE 为 33.倍，未来铝价如果超过我们较为保守预期的 15000，则业绩还有较大想象空间，给予“推荐”评级。

分析师简介

林 阳

有色金属行业研究员，中国社科院经济学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，12 年证券从业经验。