

有色金属

2009 年 12 月 25 日

行业研究

行业专题

投资评级：短期-中性，长期-A

喜忧参半中把握结构性机会——有色金属行业 2010 年度投资策略

核心观点

1、09 年四大因素推动有色金属强劲反弹，估值已处历史高位。09 年在中国加大收储进口、流动性充裕、通胀预期及美元贬值等四大主要因素轮番驱动下，有色金属价格与板块经历翻番甚至数倍的强劲反弹行情；目前在行业景气转好初期，板块估值的绝对与相对水平均已处于历史高位。

2、中国需求为增长主要动力，但高库存消化预期已转至发达经济体。09 年中国对铜、铝、铅、锌、镍等基本金属的消费占全球半壁江山，根据与固定资产投资、GDP 相关弹性系数及下游终端行业需求贡献测算，预计 2010 年我国铜、铝、铅、锌的实际需求量同比增速在 12%-16% 左右，为全球贡献约 6 个百分点而仍成为主要动力；但中国进口趋缓，当前全球高企库存的消化预期，已转至缓慢复苏的西方发达经济体，也成为左右下阶段行情方向选择的关键因素。

3、供给弹性制约供需过剩局面的快速修复。开工率紧随需求回暖而上升，全球铜、铝的产能利用率已随需求转暖回升至 80% 以上，供给弹性的迅速释放制约过剩局面的快速修复；预计 2010 年全球有色金属仍将供需过剩，但过剩比例有望收窄，预计铜、铝分别小幅过剩 0.1%、1.3% 左右而成为供需面较为乐观的品种。

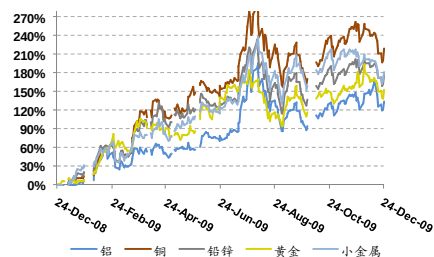
4、退出政策预期下，价格在弱平衡中震荡缓慢上行。展望 2010 年，全球经济复苏下伴随退出政策的稳步、缓慢实施，推动有色金属价格上涨的金融属性功能将减弱。但预计美国在 2010 年二季度前仍将维持超低利率政策，且 2010 年美元将保持温和贬值；预计在真实需求基本面转好与流动性收紧担忧的利弊对冲下，2010 年有色金属价格将在弱平衡中震荡缓慢上行，其中锌、铅、铜品种有望再次成为领涨品种，年均价涨幅预计在 40%-55% 左右。

5、喜忧参半的高估值下，建议把握结构性机会。基本面转好难挡流动性忧虑，且西方发达经济体能否通过回补库存消化目前全球高企的库存压力，仍存在不确定性；考虑到当前板块估值的绝对与相对水平均处于过去十年长周期中的历史高位，维持对行业“中性-A”的投资评级。建议把握三类结构性机会：1) 受益于国家调整产业结构重点发展的新能源、新材料及深加工企业；2) 受益于行业整合与资产并购而提高市场集中度与定价权的龙头；3) 能真正充分受益金属价格上涨的资源优势类企业。2010 年我们重点推荐厦门钨业、包钢稀土、江西铜业、中金岭南，均给予推荐

A 的投资评级。

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业指数市场表现



重点推荐公司估值与评级

公司简称	股价	EPS				投资评级
		2008A	2009E	2010E	2011E	
厦门钨业	18.62	0.30	0.26	0.45	0.68	推荐-A
包钢稀土	27.08	0.21	0.09	0.32	0.62	推荐-A
江西铜业	37.98	0.76	0.85	1.26	1.72	推荐-A
中金岭南	25.66	0.39	0.38	0.82	1.25	推荐-A

国都证券研究所

研究员：肖世俊

电话：010-84183131

E-mail: xiaoshijun@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

正文目录

1、行业景气回升 VS 估值历史高位	5
1.1、四大因素主导 09 年大反弹行情.....	5
1.2、行业景气确实已逐步回升.....	5
1.3、估值水平站上历史高位.....	6
2、供需平衡：产能弹性博弈需求回升	7
2.1、“中国需求”仍将是主要动力	7
2.1.1、良好的经济基本面上，中国需求有望保持快速增长.....	7
2.1.2、下游主要终端需求保持强劲，几大品种实际消费增速预计可达 12%-16%.....	8
2.2、但预期已转至发达经济体.....	9
2.2.1、中国进口趋缓后，高企库存的消化转至发达经济体.....	9
2.2.2、仍需等待发达经济体回补库存的启动.....	11
2.3、产能弹性抑制供需局面的彻底改观.....	12
2.3.1、开工率紧随需求回暖而上升	12
2.3.2、供需平衡有望收窄，但仍将维持过剩局面.....	13
3、价格走势：受退出政策干扰	14
3.1、稳步缓慢的退出机制.....	14
3.2、2010 年美元将温和贬值.....	14
3.3、价格预测：弱平衡下震荡缓慢上行.....	15
4、投资策略：高估值下把握结构性机会	16
4.1、基本面转好难挡流动性忧虑，维持行业“中性_A”评级.....	16
4.2、把握结构性机会.....	16
4.4、风险提示.....	18

图表目录

图表 1: LME 三月期货价格表现铅铜锌领涨	5
图表 2: SHFE 三月期货价格涨跌幅变化	5
图表 3: 四大因素助推有色金属板块涨幅遥遥领先	5
图表 4: 细分板块表现: 铜>小金属>铅锌>黄金>铝	5
图表 5: 行业景气已于 09 年初见底回升	6
图表 6: 行业收入降幅逐步收窄, 盈利能力攀升	6
图表 7: 行业 PE 绝对与相对水平均处历史高位	6
图表 8: 行业 PB 绝对与相对水平均处历史高位	6
图表 9: 中国已成为全球有色金属需求的主要动力	7
图 10: 09 年我国有色金属销量受累于出口的急剧下滑	7
图表 11: 2010 年我国固定资产投资增速仅小幅回落	7
图表 12: 我国铜消费主要在电力与空调	8
图表 13: 我国铝消费主要在建筑与交运	8
图表 14: 我国铅消费主要在蓄电池	8
图表 15: 我国锌消费主要在建筑与交运	8
图表 16: 09 年我国铜终端消费领域部分显著下滑	9
图表 17: 但汽车产销及房地产投资见底后迅速强劲反弹	9
图表 18: 其他家电及铅酸蓄电池累计产量增速也迅速回升至 15%-20%	9
图表 19: 从终端领域增速测算 2010 年几大有色金属实际需求同比增长约 12%-16%	9
图表 20: 09 年 2-9 月中国月均进口精炼铜高达 29.96 万吨, 较历史平均 13.37 万吨猛增 124.2%	10
图表 21: 全球交易所铝库存高达近 500 万吨纪录高位, 高出历史平均库存 135 万吨约 270%	10
图表 22: 全球交易所铜库存约 68 万吨, 较历史平均库存 53 万吨高 28%	10
图表 23: 全球交易所铅库存高达近 14 万吨, 较历史平均库存 9 万吨高 56%	10
图表 24: 全球交易所锌库存约 58 万吨, 较历史平均库存 46 万吨高 26%	10
图表 25: 全球交易所镍库存高达近 15 万吨的纪录高位, 较历史平均库存约 3 万吨高出 400%	11
图表 26: 全球交易所锡库存约 2.64 万吨, 较历史平均库存 1.50 万吨高 77%	11
图表 27: 主要发达经济体 PMI 均已处于扩张线以上, 但未稳步上升	11
图表 28: 美国房屋销售状况偏乐观	11
图表 29: 美国消费者信心指数已逐渐恢复	12
图表 30: 美国季度 GDP 环比年率近一年首回正增长	12
图表 31: LME 铜锌注销仓单仍处于历史低位	12
图表 32: LME 铅锡镍注销仓单仍处于历史低位	12
图表 33: 全球铜矿、精铜产能利用率回升至 81%	13
图表 34: 我国电解铝、精炼铜产量已增至历史高位	13
图表 35: 全球电解铝供需平衡预测 (千吨)	13
图表 36: 全球电解铜供需平衡预测 (千吨)	13
图表 37: 全球电解铅供需平衡预测 (千吨)	13
图表 38: 图表 39: 全球电解锌供需平衡预测 (千吨)	13
图表 40: 09 年欧美财政赤字规模与比重创纪录高位	14
图表 41: 预计在高失业率及温和通胀下美国在 2Q10 前仍将维持超低利率	14
图表 42: 金属价格与美元指数呈现较强的负相关性	15
图表 43: 美元极低的借贷成本而成为套息交易货币, 助推美元贬值	15

图表 44: 主要有色金属品种年度均价预测.....	15
图表 45: 全球黄金供需局面逐步偏紧	16
图表 46: 2010 年有色金属板块驱动因素喜忧参半.....	16
图表 47: 2010 年有色金属板块投资策略.....	17
图表 48: 重点推荐公司投资亮点简述	17
图表 49: 重点推荐股票盈利预测与估值.....	17

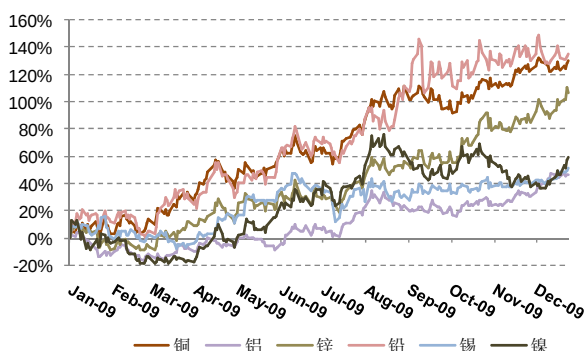
1、行业景气回升VS估值历史高位

1.1、四大因素主导 09 年大反弹行情

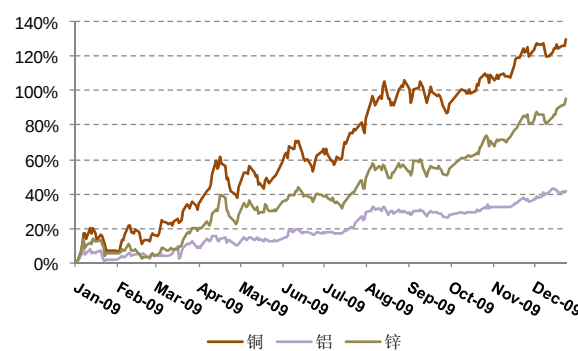
作为强周期性行业，有色金属价格在经历了 08 年金融危机重创下的暴跌后，09 年在中国加大收储进口、流动性充裕、通胀预期及美元贬值等四大主要因素驱动下，迎来几波强劲反弹。年初迄今，基本金属中，LME 期铅、期铜、期锌价格领涨，反弹幅度分别高达 135.94%、133.14%、109.02%，LME 期镍、期锡、期铝价格反弹幅度相对落后，涨幅在 46%~62%之间。

从细分行业的市场表现来看，行业指数涨幅高低与期货价格走势不太一致，且上涨幅度要比价格变化显著放大；其中铜、小金属（镍、钨、锡及稀土等）、铅锌、铝行业指数近一年累计涨幅分别高达 218.63%、181.27%、176.07%、133.90%；我们认为，其中铜行业表现最佳主要系其金融属性最强且供需基本面最为乐观；而小金属行业的优异表现，主要得益于新能源汽车概念对动力电池上游关键资源与原材料的个股（以包钢稀土、厦门钨业为主）的追捧所致。

图表 1：LME 三月期货价格表现铅铜锌领涨

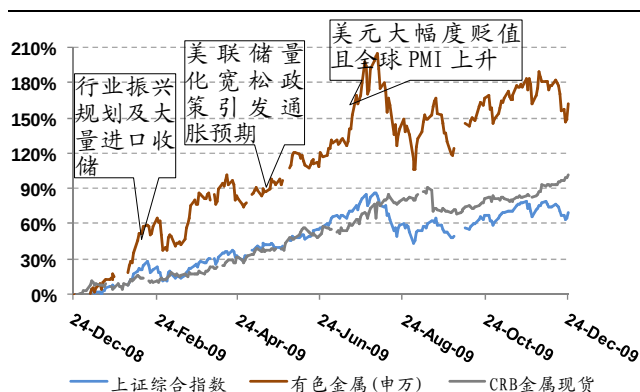


图表 2：SHFE 三月期货价格涨跌幅变化

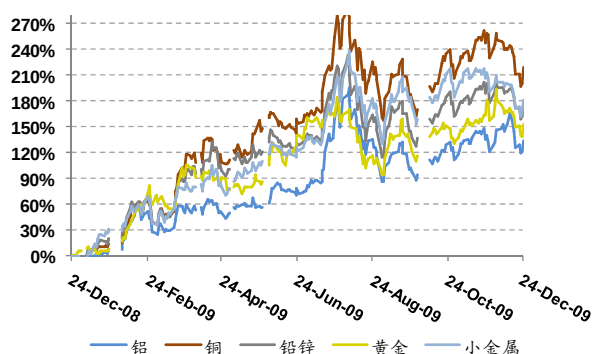


资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 3：四大因素助推有色金属板块涨幅遥遥领先



图表 4：细分板块表现：铜>小金属>铅锌>黄金>铝



资料来源：Wind、国都证券研究所

1.2、行业景气确实已逐步回升

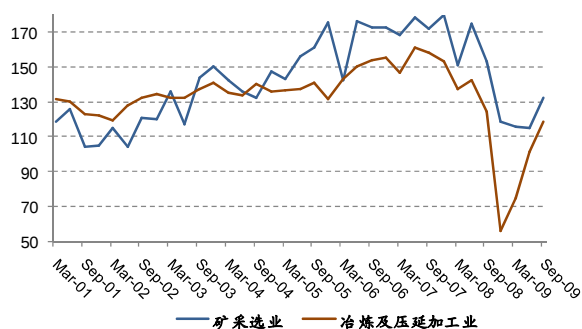
09 年我国以固定资产投资为主带动经济回暖过程中，有色金属行业景气率先触底回升。从有色金属的矿采选、冶炼及压延加工业的行业景气指标来看，

分别已从 09 年初见底回升至 132.2、118.9（图表 5），其中矿采选业已基本接近历史平均水平，但离 2005-2007 年的行业景气高峰期尚有较大差距。

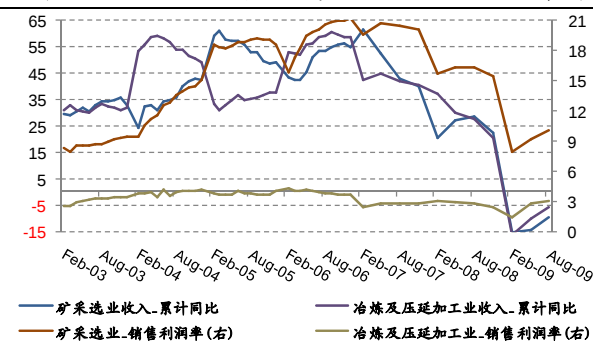
同时，行业的主营业务收入及销售利润率也已从 09 年初的低谷逐步转好：

- 1) 累计收入降幅已逐步收窄，全国有色金属矿采选业、冶炼及压延加工业的收入降幅已分别从前 2 月的 15.24%、16.34%逐步收窄至前 8 月的 9.72%、6.03%；
- 2) 盈利能力也见底回升，全国有色金属矿采选业、冶炼及压延加工业的销售利润率已分别从前 2 月的 7.93%、1.47%见底回升至前 8 月的 10.09%、3.01%。

图表 5：行业景气已于 09 年初见底回升



图表 6：行业收入降幅逐步收窄，盈利能力攀升



资料来源：Wind、国都证券研究所

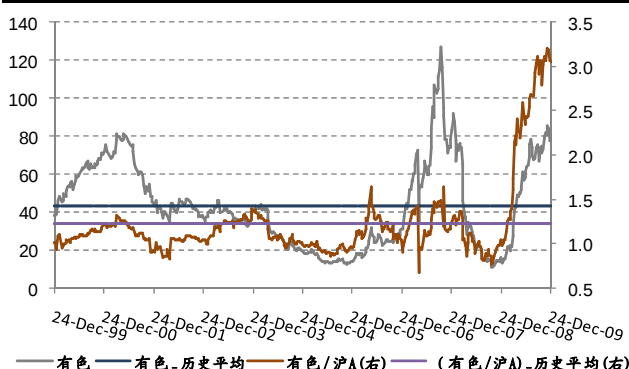
1.3、估值水平站上历史高位

有色金属板块经历了超级大反弹后，目前 PE、PB 的绝对与相对水平平均已处于历史高位。我们选取过去十年以足够覆盖行业景气周期性波动的表现特征。

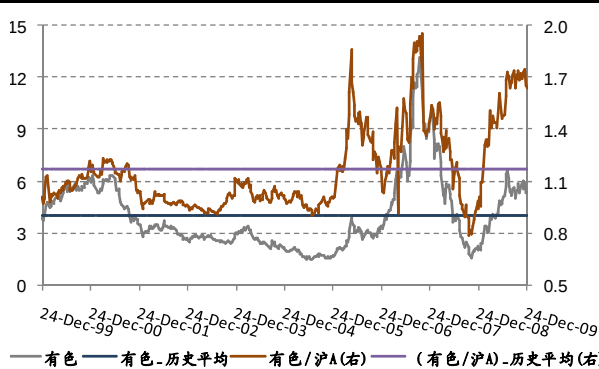
- 1) 从市盈率 PE 来看，当前（12 月 25 日）有色金属行业滚动 PE 高达 78.0，为过去十年历史平均 43.3 倍 PE 的 1.80 倍；从相对水平来比较，目前有色金属行业 PE 为沪 A25.5 倍 PE 的 3.06 倍，也远高于历史平均相对值的 1.23 倍；

- 2) 从市净率 PB 来看，当前有色金属行业滚动 PB 高达 5.40，高于过去十年历史平均 PB 的 4.02；从相对水平来比较，目前有色金属行业 PB 为沪 A3.30 倍 PB 的 1.64 倍，也远高于历史平均相对值的 1.17 倍。

图表 7：行业 PE 绝对与相对水平均处历史高位



图表 8：行业 PB 绝对与相对水平均处历史高位



资料来源：天相投资分析系统，国都证券研究所

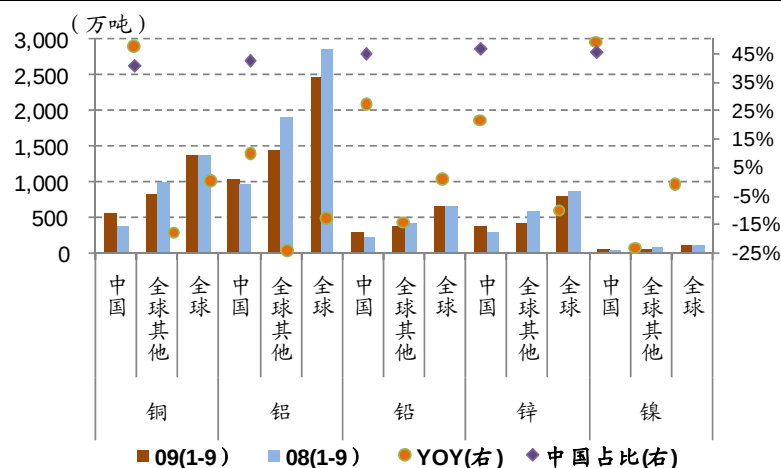
2、供需平衡：产能弹性博弈需求回升

2.1、“中国需求”仍将是主要动力

2.1.1、良好的经济基本面下，中国需求有望保持快速增长

中国已成为全球基本金属最大需求国，尤其在 09 年欧美发达经济体陷入衰退之际，中国及时的“重投资、促内需、保增长”刺激政策，已成为全球有色金属消费增长的主要驱动力。09 年预计中国对铜、铝、铅、锌、镍等基本金属的消费占全球比重，将从 08 年的 25%~35%进一步提升至 40%~50%。

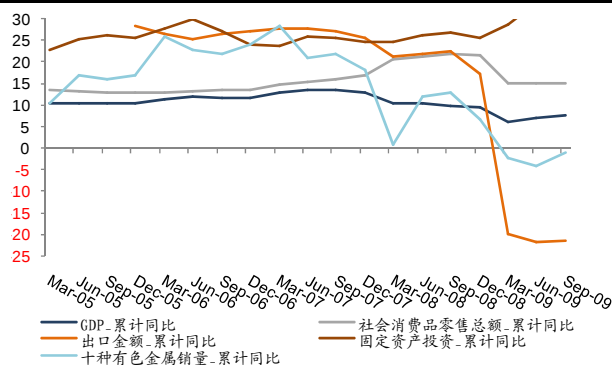
图表 9：中国已成为全球有色金属需求的主要动力



资料来源：国都证券研究所

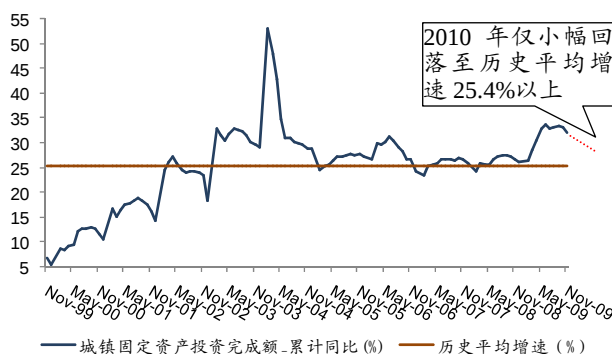
有色金属作为与宏观经济高度相关的行业，其真实需求取决于固定资产投资、消费、出口变化状况。对于 2010 年我国宏观经济展望，国都证券宏观组认为，投资和消费仍然是拉动 GDP 增长的主要引擎。预计全年 GDP 增长 10.1%。其中：1) 投资仍有望保持高位，考虑到我国中央财政有充足余力、银行信贷支持强劲、企业投资意愿和能力强的有利因素，2010 年固定资产投资仍将保持高位，预计名义增速为 26%；2) 消费稳中有升，我国消费刺激政策有望延续、深化和扩大，同时随着就业状况的好转、消费结构升级等有利因素，预计名义增速较 09 年加快至 16.5%；3) 出口显著复苏，随着全球经济尤其是美国这一消费大国的复苏，预计 2010 年出口增速可达 10%。

图 10：09 年我国有色金属销量受累于出口的急剧下滑



资料来源：国家统计局，国都证券研究所

图表 11：2010 年我国固定资产投资增速仅小幅回落



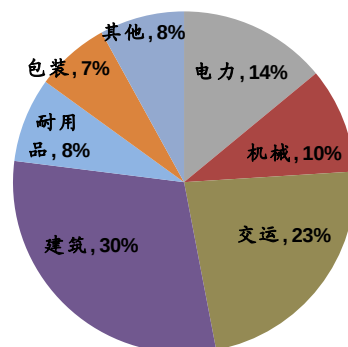
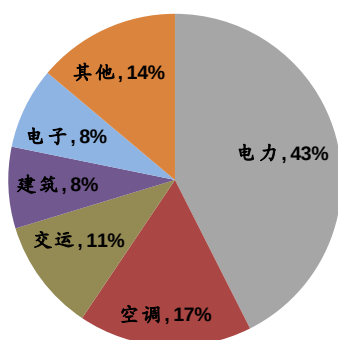
过去 4 年我国主要有色金属消费季度累计总量平均增速为 17.3%，同期我国 GDP 及作为有色金属需求第一拉动要素—固定资产投资平均增速分别为 11.4%、25.8%，粗略测算我国有色金属消费增速与 GDP、固定资产投资变化间的相关弹性系数分别为 1.5、0.67；据此预计 2010 年我国十种主要有色金属真实需求同比增速可达 15.2%-17.4%左右。

2.1.2、下游主要终端需求保持强劲，几大品种实际消费增速预计可达 12%-16%

从有色金属下游终端需求领域分布来看，铜、铝、铅、锌几大有色金属的应用领域主要分布在电力、家电、汽车、建筑、机械及其他耐用品等行业（图表 12-15）。

图表 12：我国铜消费主要在电力与空调

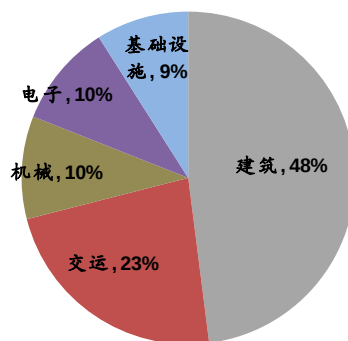
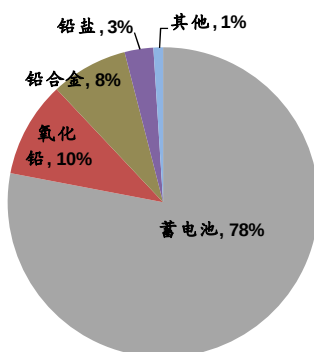
图表 13：我国铝消费主要在建筑与交运



资料来源：国都证券研究所

图表 14：我国铅消费主要在蓄电池

图表 15：我国锌消费主要在建筑与交运



资料来源：国都证券研究所

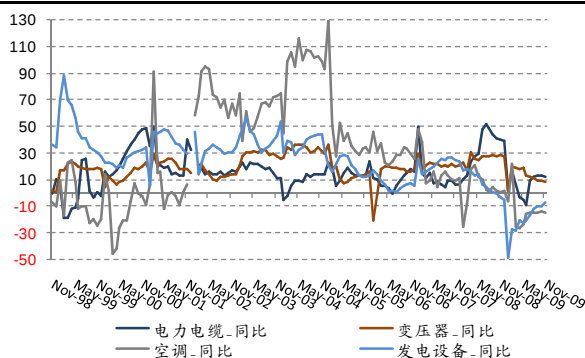
结合过去十年及 09 年前 11 月各主要终端领域的累计产量变化情况（图表 16-19），现简要分析其对几大有色金属需求的影响程度及 2010 年趋势展望。

1) 电力电网主要产品产量有望回升至平稳增长，将对铜实际需求增长提供有力支撑。09 年，在我国电力电网系统在电力供应相对缓和的趋势下，同时受煤炭成本上涨及电价改革滞后的双重挤压影响，我国电站、电网系统投资增速下滑，发电设备、电力电缆、变压器的累计产量增速均从过去四年平均值 20%-30%，显著下滑至 15% 以下甚至高达 15% 以上的负增长。展望 2010 年，在电价改革实施下两大电网集团财务状况好转趋势下，预计我国电力投资规模有望保持在 15% 左右，将对我国铜、铝实际需求贡献各约 6.45、2.10 百分点。

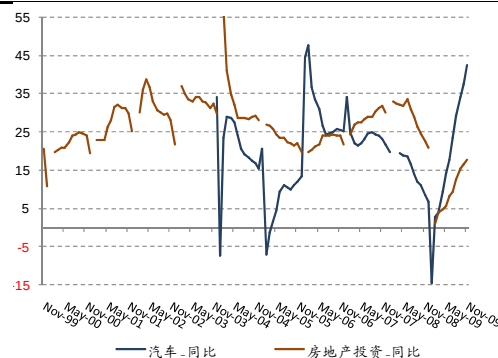
2) 09 年超预期的汽车、房地产或将呈现平稳增长。09 年在保增长的优惠政策刺激下，我国汽车产销量、房地产建筑投资在年初短暂见底后迅速强劲反弹至 40%、15%以上的同比增速，从而对铝、铅、锌等主要有色金属品种需求迅速回升；展望 2010 年，我们认为，全国汽车产销量及房地产投资增速在 15%、20%以上，将对铝、铅、锌三大金属消费量增长构成有力支撑。

从下游终端需求行业变化这一中观层面测算（图表 19），预计铜、铝、铅、锌的实际需求量同比增速在 12%-16%，基本与上述从固定资产投资、GDP 宏观层面预测的 15%-17%一致。

图表 16：09 年我国铜终端消费领域部分显著下滑

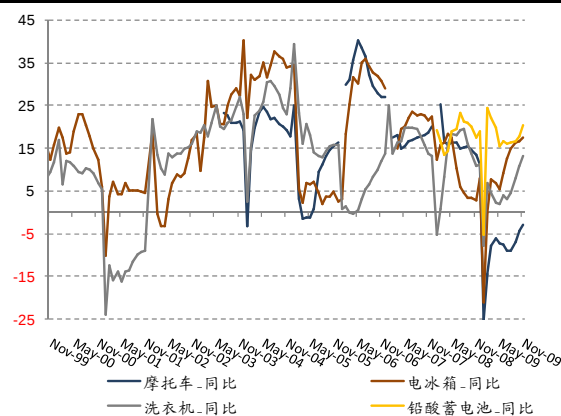


图表 17：但汽车产销及房地产投资见底后迅速强劲反弹



资料来源：国家统计局，国都证券研究所

图表 18：其他家电及铅酸蓄电池累计产量增速也迅速回升至 15%-20%



图表 19：从终端领域增速测算 2010 年几大有色金属实际需求同比增长约 12%-16%

铜					铝				
终端领域	消费比重	同比增速	贡献百分点		终端领域	消费比重	同比增速	贡献百分点	
电力	43%	15%	6.45%		电力	14%	15%	2.10%	
空调	17%	5%	0.85%		机械	10%	13%	1.30%	
交运	11%	15%	1.65%		交运	23%	15%	3.45%	
建筑	8%	20%	1.60%		建筑	30%	20%	6.00%	
电子	8%	5%	0.40%		耐用品	8%	6%	0.48%	
其他	14%	10%	1.40%		包装	7%	10%	0.70%	
					其他	8%	10%	0.80%	
合计			12.35%		合计			14.83%	
铅					锌				
终端领域	消费比重	同比增速	贡献百分点		终端领域	消费比重	同比增速	贡献百分点	
蓄电池	78%	15%	11.70%		建筑	48%	20%	9.60%	
氧化铝	10%	10%	1.00%		交运	23%	15%	3.45%	
铅合金	8%	12%	0.96%		机械	10%	13%	1.30%	
铅盐	3%	9%	0.27%		电子	10%	5%	0.50%	
其他	1%	10%	0.10%		基础设施	9%	12%	1.08%	
合计			14.03%		合计			15.93%	

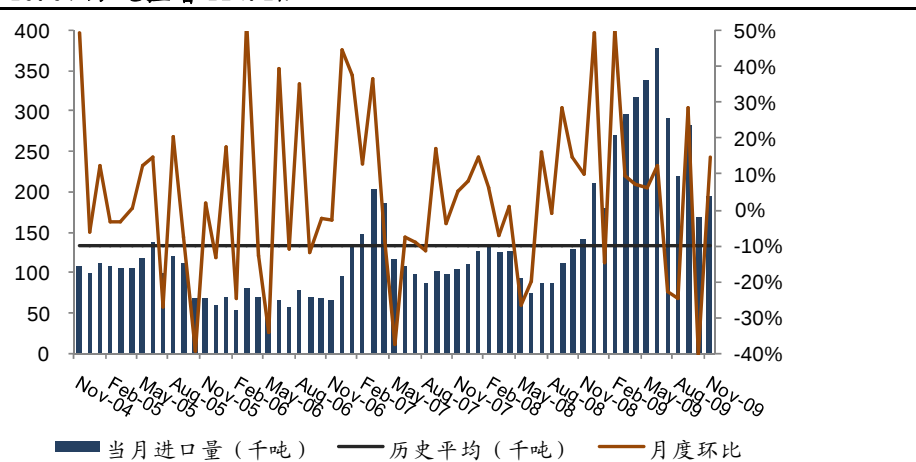
资料来源：国家统计局，国都证券研究所

2.2、但预期已转至发达经济体

2.2.1、中国进口趋缓后，高企库存的消化转至发达经济体

在我们以上分析测算中，预计 2010 中国对主要有色金属实际需求增速在 15%左右，按中国消费占比 40%粗略测算，可为全球 2010 年主要有色金属的实际消费贡献 6 个百分点的增速。但考虑到 2009 年中国大量进口收储及民间投资囤货的高库存（预计国内精铜库存高达 100 万吨、精镍库存约 12 万吨），及当前价格已反弹至较高位置，预计 2010 年中国大量进口储备有色金属难以重现。

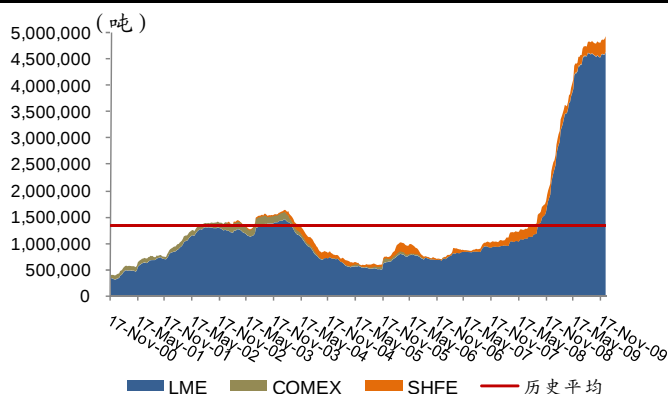
图表 20: 09 年 2-9 月中国月均进口精炼铜高达 29.96 万吨, 较历史平均 13.37 万吨猛增 124.2%



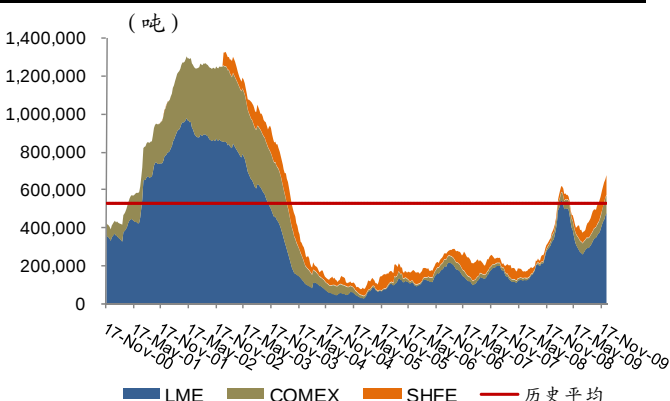
资料来源: 中国海关总署, 国都证券研究所

目前在全球期货交易所库存高企现状下(图表 21-26), 能给市场带来超预期已转至欧美经济体的回补库存。伴随欧美发达经济体经济的复苏, 新增订单的反弹将推动再库存, 从而逐步消化目前全球交易所高企的库存; 库存进入下降通道后才有可能推动有色金属价格的上涨。

图表 21: 全球交易所铝库存高达近 500 万吨纪录高位, 高出历史平均库存 135 万吨约 270%

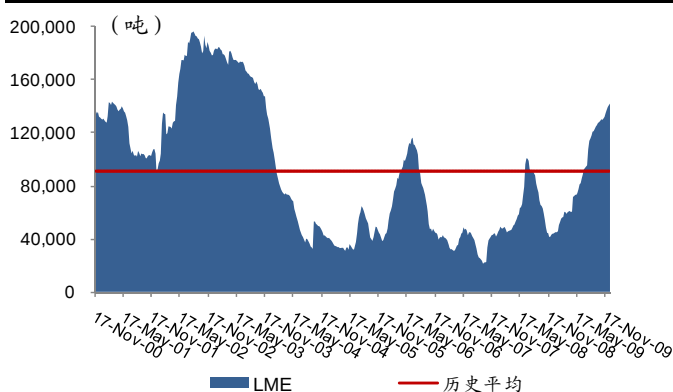


图表 22: 全球交易所铜库存约 68 万吨, 较历史平均库存 53 万吨高 28%

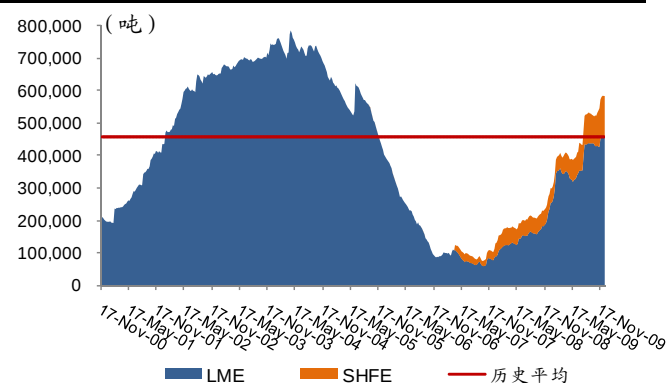


资料来源: Bloomberg, 国都证券研究所

图表 23: 全球交易所铅库存高达近 14 万吨, 较历史平均库存 9 万吨高 56%

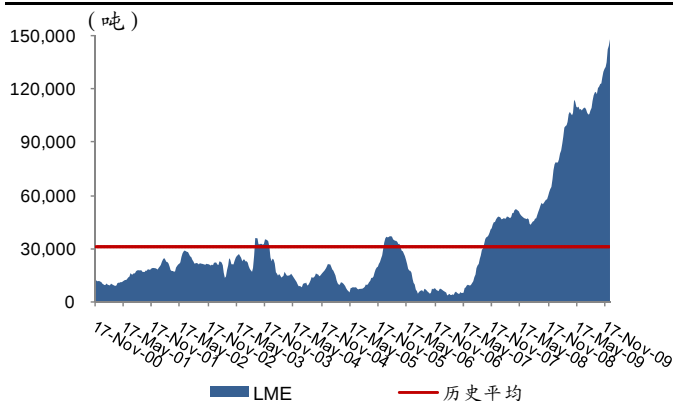


图表 24: 全球交易所锌库存约 58 万吨, 较历史平均库存 46 万吨高 26%

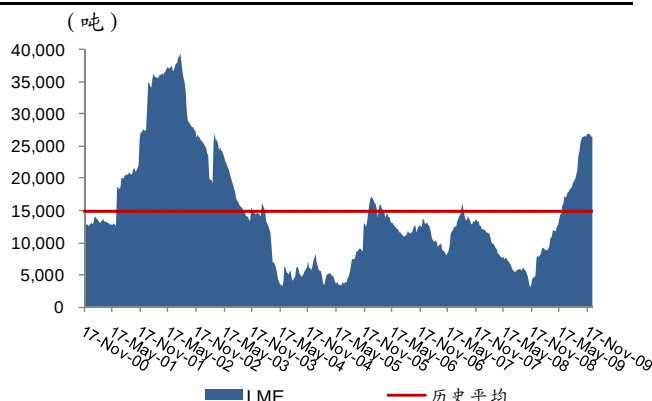


资料来源: Bloomberg, 国都证券研究所

图表 25: 全球交易所镍库存高达近 15 万吨的纪录高位, 较历史平均库存约 3 万吨高出 400%



图表 26: 全球交易所锡库存约 2.64 万吨, 较历史平均库存 1.50 万吨高 77%



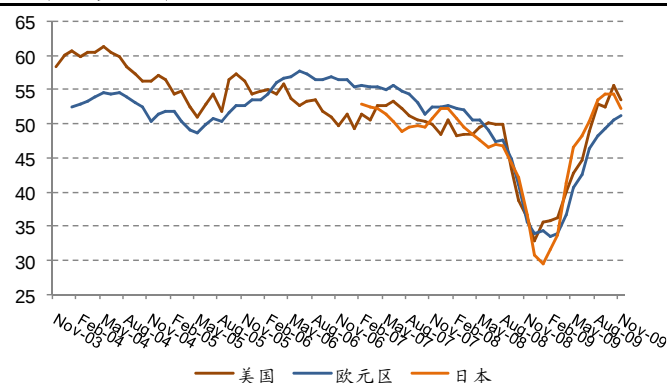
资料来源: Bloomberg, 国都证券研究所

2.2.2、仍需等待发达经济体回补库存的启动

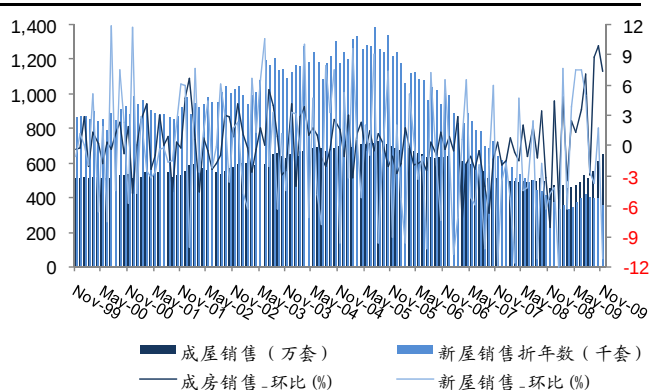
但目前全球主要发达经济体的经济领先指标仍未让市场具备充足乐观理由。美国、欧元区及日本的 PMI (采购经理人指数) 在 08 年末触底至 35 以下后, 从 09 年 7 月开始陆续已回升至 50 这一衰退/扩张临界点以上, 表明制造业经济已回暖至扩张区域; 但 11 月美国、日本的 PMI 均出现小幅下滑, 表明发达经济体制造业回暖仍不够稳固, 经济复苏道路坎坷不平, 后续发达经济体的经济领先指标走势将左右有色金属价格变化方向的选择。

从美国最新公布的经济数据来看, 预计 2010 年美国将温和复苏。1) 09 年 11 月美国成屋销售 (一般占美国房屋总销量约 85%) 环比成长 7.4%, 年率升至 654 万户, 为 2007 年 2 月以来最高且高于分析师预估的 625 万户; 但因首次购房税收优惠措施将于月底到期, 11 月独栋新屋销售意外较 10 月下跌 11.3%, 年率降至 35.5 万户。2) 路透/美国密西根大学 12 月消费者信心指数终值为 72.5, 为三个月来最高, 11 月终值为 67.4, 显示就业市场企稳后消费支出有望增加。

图表 27: 主要发达经济体 PMI 均已处于扩张线以上, 但未稳步上升



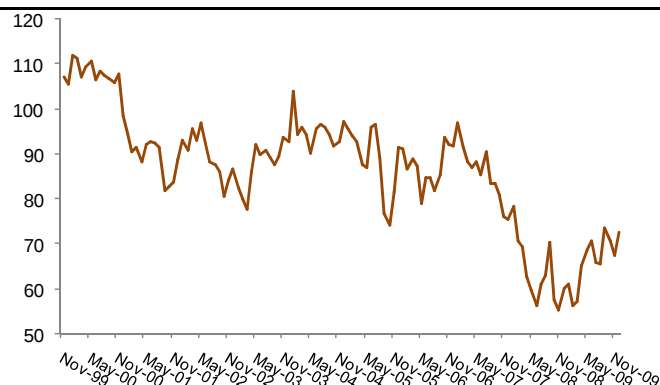
图表 28: 美国房屋销售状况偏乐观



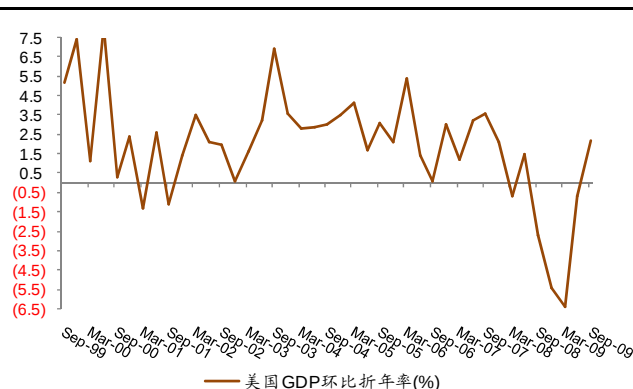
资料来源: Bloomberg, 国都证券研究所

而回补库存与否, 一般可通过观察 LME 注销仓单 (期货仓单变成可流通现货, 一般意味着库存会减少) 的变化来判断。但近期 LME 注销仓单仅铝处于较高位置, 铜、铅、锌、镍、锡等金属的注销仓单仍处于历史低位, 还需等待西方发达经济体复苏下回补库存的启动。

图表 29: 美国消费者信心指数已逐渐恢复

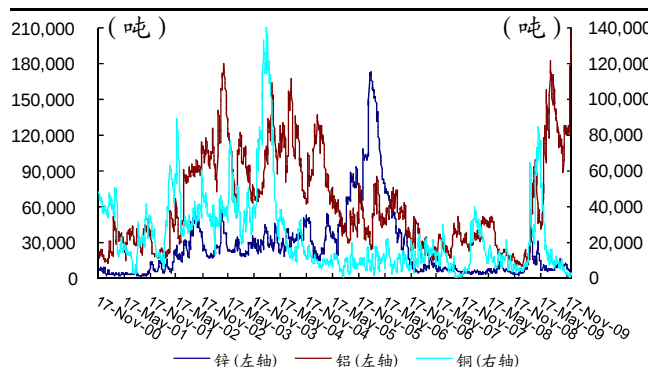


图表 30: 美国季度 GDP 环比年率近一年首回正增长

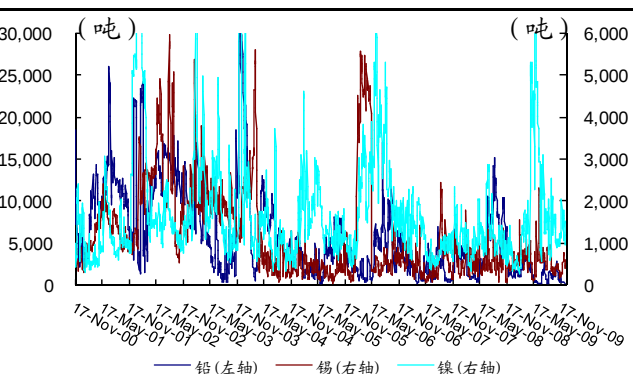


资料来源: Bloomberg, 国都证券研究所

图表 31: LME 铜锌注销仓单仍处于历史低位



图表 32: LME 铅锡镍注销仓单仍处于历史低位



资料来源: Bloomberg, 国都证券研究所

2.3、产能弹性抑制供需局面的彻底改观

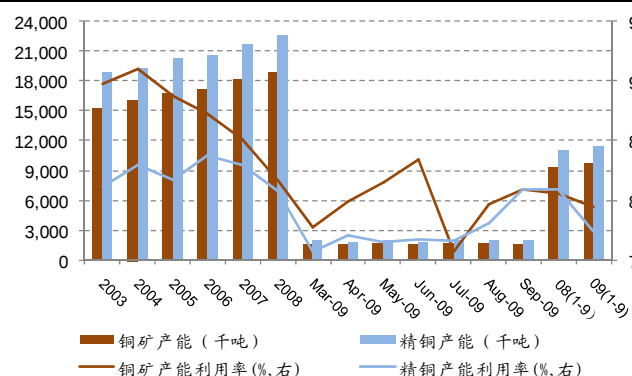
2.3.1、开工率紧随需求回暖而上升

随着经济复苏与需求回暖,在价格上涨盈利有望的推动下,厂商闲置产能随即释放,开工率紧随需求回暖而提升,使得全球有色金属供需过剩局面仍将维持。

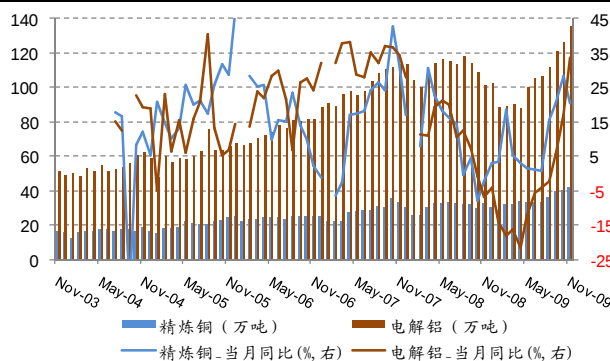
以全球铜矿及精铜产能利用率变化为例,随着中国 09 上半年大量进口储备的带动表观消费量的增加,全球铜矿、精铜的产能利用率亦已从 09 年初的 75%~78%低点回升至 9 月份的 81%(图表 33)。同样,随着消费的复苏以及价格上涨,全球电解铝行业的开工率也持续上升,目前西方铝厂开工率已上升至 80%。

国内方面(图表 34),精铜月度产量已从 09 年 1 月的 28.60 万吨低谷反弹至 11 月的 42.06 万吨,尤其是 8 月份至今当月同比增速保持在 15%以上,10 月甚至高达 28.40%;电解铝产量回升力度类似,已从 09 年 1 月的 88.70 万吨低点反弹至 11 月份的 135.40 万吨,当月产量同比增速由 4 月的-21.50%持续回升至 11 月的 33.50%。目前国内铝厂的开工率已超过 90%,预计 2010 年国内电解铝行业的平均产能利用率将接近 85%

图表 33: 全球铜矿、精铜产能利用率回升至 81%



图表 34: 我国电解铝、精炼铜产量已增至历史高位



资料来源: Bloomberg, 国都证券研究所

2.3.2、供需平衡有望收窄，但仍将维持过剩局面

目前全球有色金属产能利用率尚有较大提升空间，而在欧美日发达经济体的温和复苏下，预计 2010 年全球有色金属仍将延续供大于求的局面（图表 35-38），但供需平衡有望收窄。从供需过剩占消费总量比重大小来看，09 年铅约为 0.5%最低；而随着发达经济体房地产建筑这一最大的铜消费领域复苏，加之铜矿供应面脆弱偏紧，铜、铅有望成为 2010 年供需面较为乐观的品种，预计分别小幅过剩 0.1%、1.3%左右；铝的过剩比例也有望从 3.7%大幅下修至 1.6%。

图表 35: 全球电解铝供需平衡预测（千吨）

指标	区域	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
消费量	OECD 国家	18,843	18,478	17,502	14,698	15,233	15,884
	中国	8,752	12,071	12,604	13,423	14,900	16,092
	其他地区	6,920	7,406	7,694	7,390	7,935	8,420
	合计	34,515	37,955	37,800	35,511	38,068	40,396
	YOY	7.9%	10.0%	-0.4%	-6.1%	7.2%	6.1%
产量	总产能	38,468	41,448	46,022	47,524	48,997	50,642
	产能利用率	88.2%	92.0%	87.2%	77.5%	78.9%	80.2%
	总产量	33,929	38,132	40,131	36,831	38,659	40,615
	YOY	6.1%	12.4%	5.2%	-8.2%	5.0%	5.1%
	过剩/(短缺)	-586	177	2,331	1,320	591	219
过剩(短缺)/消费		-1.7%	0.5%	6.2%	3.7%	1.6%	0.5%

资料来源: CRU, GSJBW Research

图表 36: 全球电解铜供需平衡预测（千吨）

指标	区域	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
消费量	OECD 国家	9,399	9,135	8,466	7,092	7,421	7,687
	中国	3,998	4,637	4,845	5,499	6,021	6,473
	其他地区	3,970	4,235	4,390	3,911	4,266	4,462
	合计	17,367	18,007	17,701	16,502	17,708	18,622
	YOY	3.2%	3.7%	-1.7%	-6.8%	7.3%	5.2%
产量	总产量	17,251	17,939	18,100	17,212	17,722	18,508
	YOY	4.3%	4.0%	0.9%	-4.9%	3.0%	4.4%
	过剩/(短缺)	-116	-68	399	710	14	-114
	过剩(短缺)/消费	-0.7%	-0.4%	2.3%	4.3%	0.1%	-0.6%

图表 37: 全球电解铅供需平衡预测（千吨）

指标	区域	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
消费量	OECD 国家	4361	4199	4047	3670	3662	3692
	中国	2269	2650	3021	3217	3491	3788
	其他地区	1426	1385	1382	1325	1381	1425
	合计	8,056	8,234	8,450	8,212	8,534	8,905
	YOY	5.7%	2.2%	2.6%	-2.8%	3.9%	4.3%
产量	总产量	7,958	8,135	8,366	8,254	8,644	8,866
	YOY	4.3%	2.2%	2.8%	-1.3%	4.7%	2.6%
	过剩/(短缺)	-98	-99	-84	42	110	-39
	过剩(短缺)/消费	-1.2%	-1.2%	-1.0%	0.5%	1.3%	-0.4%

资料来源: CRU, GSJBW Research

图表 38: 图表 39: 全球电解锌供需平衡预测（千吨）

指标	区域	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
消费量	OECD 国家	5,481	5,312	5,031	4,177	4,350	4,488
	中国	3,300	3,600	3,875	4,069	4,354	4,615
	其他地区	2,273	2,349	2,303	2,201	2,247	2,297
	合计	11,054	11,261	11,209	10,447	10,951	11,400
	YOY	5.1%	1.9%	-0.5%	-6.8%	4.8%	4.1%
产量	总产量	10,653	11,406	11,666	10,950	11,200	11,400
	YOY	4.5%	7.1%	2.3%	-6.1%	2.3%	1.8%
	过剩/(短缺)	-401	145	457	503	249	0
	过剩(短缺)/消费	-3.6%	1.3%	4.1%	4.8%	2.3%	0.0%

3、价格走势：受退出政策干扰

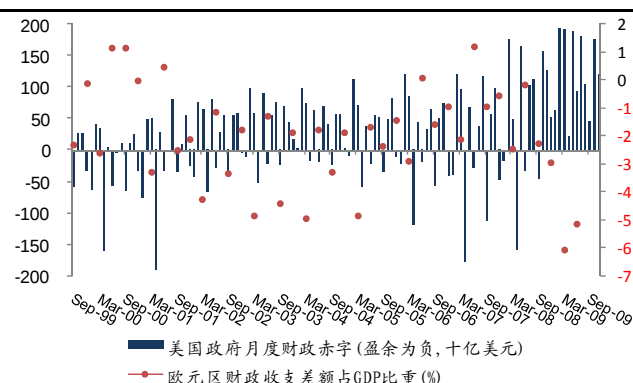
3.1、稳步缓慢的退出机制

随着金融危机冲击的逐步退去，2009 年全球主要经济体联合实行的量化宽松的货币政策也将逐步退出。未来退出政策的时点与力度将干扰有色金属的价格走势，或者说，09 年有色金属价格由金融属性盖过商品属性助涨的大反弹行情，很可能在 2010 年局部阶段得到矫正与修复。

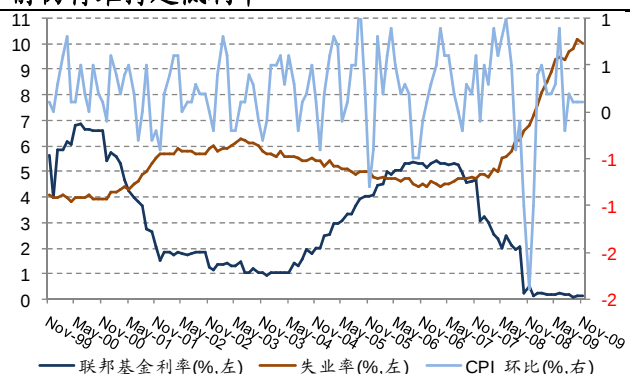
然而，国都证券研究所宏观研究组认为，财政和货币政策应该是在 2010 年 2 季度及以后稳步、缓慢地撤出。因为目前经济向好的局面仍然脆弱，经济增长仍然依赖政策刺激；鉴于上世纪 90 年代日本的惨痛教训，预计主要经济体很难在经济明确复苏的趋势确立前提前终止刺激计划。美国国会预算办公室预测，2010 年美国财政赤字占 GDP 的比重仍将高达 9.6%，略低于 09 年的 11.2%。

同时，在失业率居高不下及通胀可控范围之内（产出缺口为负决定了明年通胀比较温和）的经济形势下，预计美国在 2010 年二季度前仍将维持超低利率政策。因而 2010 年第一季度有色金属仍可享受到流动性充裕下的泡沫。据彭博社 2009 年 12 月 9 日对 64 位机构经济学家的调查表明：认为美联储将在 2010 年 2 季度末前加息的比例为 17%，认为将在 3 季度末前加息的比例为 55%，认为将在 4 季度末前加息的比例则上升至 79%。

图表 40：09 年欧美财政赤字规模与比重创纪录高位



图表 41：预计在高失业率及温和通胀下美国在 2010 年前仍将维持超低利率



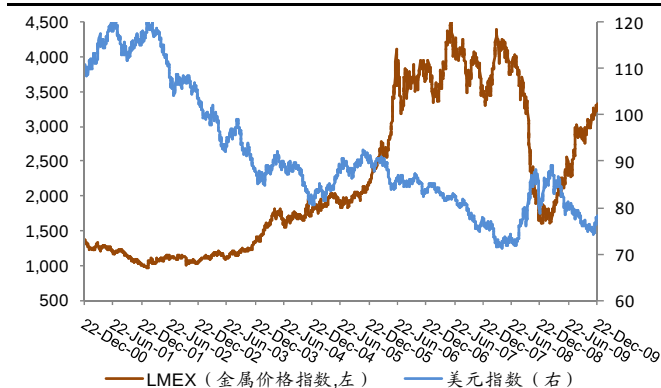
资料来源：Bloomberg，国都证券研究所

3.2、2010 年美元将温和贬值

作为以美元计价交易的有色金属期货，美元指数的涨跌对金属价格产生直接影响，期货价格与美元指数一般呈现较强的负相关性（图表 42）。

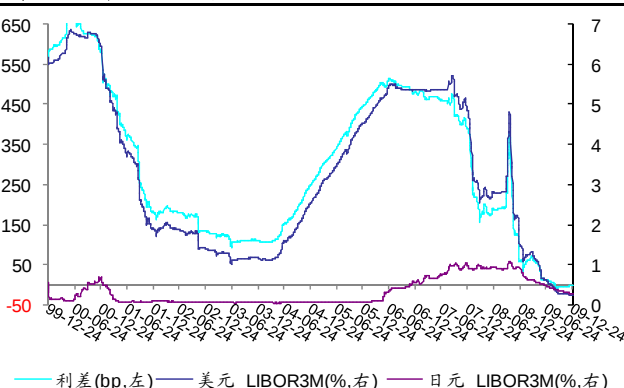
由于美国超低利率和创纪录的财政赤字导致美元流动性泛滥。美元与日元 3 个月期伦敦同业拆借利率（LIBOR）的利差已从危机爆发前的 500bp 下降到目前的 -3bp 左右的利率倒挂，美元极低的借贷成本使得美元成为全球新的套息交易借入货币，直接导致 09 年美元指数下跌。虽然美国经济快于欧洲回升而可能提早加息，及近期希腊、意大利等国主权评级被下调引发的债务担忧都有利于美元的反弹，及美元作为借入货币套息交易的平仓将进一步在短期内推高美元；但国都证券研究所宏观研究组认为，基于美国经济状况，2010 年美元仍将保持温和贬值的走势。因而，对于有色金属期货价格震荡上行构成有利支撑。

图表 42: 金属价格与美元指数呈现较强的负相关性



资料来源: Bloomberg, 国都证券研究所

图表 43: 美元极低的借贷成本而成为套息交易货币, 助推美元贬值



3.3、价格预测: 弱平衡下震荡缓慢上行

09 年在中国因素、流动性泛滥、通胀预期、美元贬值等金融属性为主的因素轮番推动下, 有色金属价格经历了大反弹的一年行情。展望 2010 年, 伴随退出政策的逐步实施, 推动有色金属价格上涨的金融属性功能将减弱。因而, 在目前库存高企、供给弹性充足的压力下, 未来价格推动力主要转换至实体经济的真实需求复苏状况, 预计 2010 年在金融属性逐步减弱下 (尤其是下半年), 有色金属商品属性的恢复上升将成为至关重要的对冲力。

我们认为, 2010 年在供应过剩收窄、平衡有所改善的局面下, 同时美元仍将保持温和贬值的趋势下, 有色金属价格行情将在弱平衡中以震荡缓慢上行为主; 预计 2010 年均价同比涨幅在 10%-55% 不等, 其中锌、铅、铜品种有望再次成为领涨品种, 年均价涨幅有望在 40%-55% 左右。

图表 44: 主要有色金属品种年度均价预测

		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2009-12-24	(2010/2009)E
国际 (美元/吨)	铝	2,570	2,640	2,580	1,610	2,150	2,255	33.54%
	铜	6,740	7,110	6,960	5,150	7,100	7,070	37.86%
	铅	1,290	2,590	2,100	1,650	2,400	2,350	45.45%
	锌	3,260	3,270	1,880	1,600	2,500	2,495	56.25%
	镍	24,160	37,200	21,060	14,800	18,000	18,650	21.62%
	锡	8,740	14,470	18,450	13,500	15,000	16,200	11.11%
(美元/盎司)	黄金	605	695	870	970	1,100	1,105	13.40%
	铝	20,280	19,450	17,000	13,850	15,500	15,960	11.91%
国内(含税价) (元/吨)	铜	62,100	63,000	54,800	41,200	55,000	56,125	33.50%
	铅	12,150	19,800	17,000	13,600	16,000	15,650	17.65%
	锌	28,700	28,000	15,500	13,500	17,000	18,825	25.93%
	镍	225,000	325,000	174,300	115,500	145,000	135,750	25.54%
	锡	82,000	122,000	143,270	110,000	125,000	119,300	13.64%
	黄金	155	171	196	210	240	246	14.29%

资料来源: Bloomberg, 国都证券研究所

作为货币属性最强的黄金品种, 全球矿产金量逐步下滑、生产商解除保值头寸增多及官方售金量的减少, 全球黄金供需面已处于偏紧阶段; 同时, 在美元温和贬值、通胀预期、全球矿产金持续下滑及中印等新兴经济体增加央行黄金储备等有利因素推动下, 金价中长期走势依然较为乐观。预计 2010 年均价同比涨幅在 14% 左右, 国际、国内金价预计分别为 1100 美元/盎司、240 元/克左右。

图表 45: 全球黄金供需局面逐步偏紧

(单位:吨)	2006A	2007A	2008A	2008/2007	Q109	Q209	Q309	Q309/Q308(%)
矿产金	2,485	2,478	2,415	-3	584	632	670	6
净生产商对冲	-410	-444	-351	/	-1	-31	-105	/
矿产金供应	2,075	2,034	2,064	1	583	601	565	-3
官方售金	365	484	236	-51	62	5	15	/
再生金	1,128	958	1,209	26	569	314	283	31
总供给量	3,569	3,475	3,508	1	1,215	910	833	-5
珠宝首饰	2,288	2,404	2,186	-9	352	407	475	-32
工业及牙科	460	462	435	-6	80	94	100	-11
工业需求	2,748	2,866	2,621	-9	432	501	575	-29
金条金币零售投资	424	446	649	46	52	122	143	-33
其他零售投资	-8	-14	213	/	92	46	43	-26
ETFs投资	260	253	321	27	465	57	41	-72
总需求量	3,423	3,552	3,805	7	1,041	726	802	-35
过剩(缺口) 或推断净投资	145	-77	-296	/	174	184	31	/

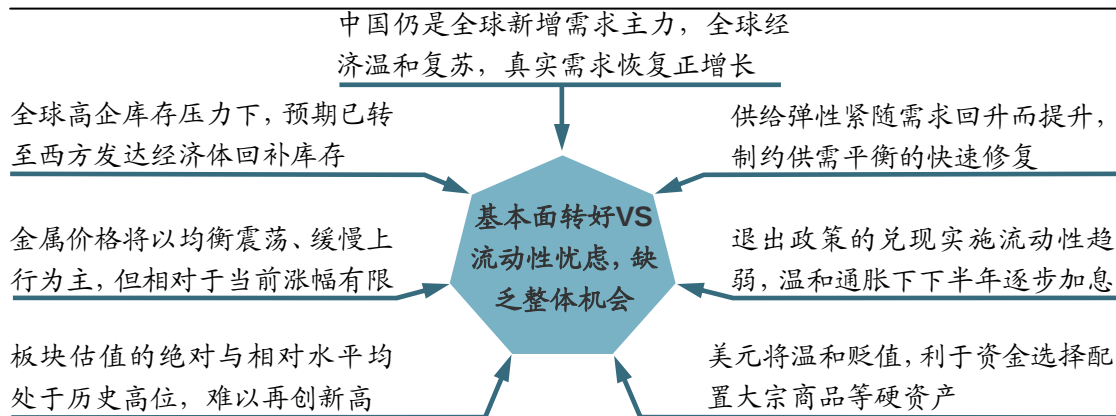
资料来源: WGC, 国都证券研究所

4、投资策略: 高估值下把握结构性机会

4.1、基本面转好难挡流动性忧虑, 维持行业“中性_A”评级

2010年全球经济有望温和复苏, 有色金属的真实消费总量也有望小幅增长, 但在退出政策逐步兑现实施存在流动性减弱之忧虑, 并且西方发达经济体能否如期回补库存, 以消化目前全球高企的库存压力, 仍存在不确定。考虑到当前有色金属板块的估值水平已处于过去十年长周期中的历史高位(参见 1.3 部分), 维持对行业“中性_A”投资评级。

图表 46: 2010年有色金属板块驱动因素喜忧参半



资料来源: 国都证券研究所

4.2、把握结构性机会

虽然 2010 年有色金属板块缺乏整体性机会, 但以下三类企业有望成为 2010 年有色金属板块的结构性投资机会: 1) 受益于国家以调整产业结构与转变经济发展模式为主要方向的新能源、新材料及深加工企业; 2) 受益与行业整合与资产并购而提高市场集中度与定价权的龙头; 3) 及能真正充分受益金属价格上涨的资源优势类企业。

图表 47：2010年有色金属板块投资策略

投资主线	主要领域与品种	建议重点关注公司
受益于产业结构调整的新能源新材料企业	直驱风力发电机、电动汽车驱动电机用磁性材料（钕铁硼）及上游稀土矿资源；	包钢稀土（600111）、中科三环（000970） 中钢天源（002057）
	电动汽车用镍氢、锂动力电池所需稀土储氢合金粉、锂矿盐及其系列复合氧化物；	包钢稀土（600111）、厦门钨业（600549） 金瑞科技（600390）
受益欧美经济复苏的出口为主的深加工企业	以出口为导向的钛、铝、铜、镁等深加工产品；	宝钛股份（600456）、新疆众和（600888） 海亮股份（002203）、云海金属（002182）
受益行业整合与资产并购的市场集中度提高	国家规划鼓励重组并购，力争形成3-5个具有较强实力的综合性企业集团，到2011年，国内铜、铝、铅、锌前十大企业的产量份额提高到90%、70%、60%、	中国铝业（601600）、包钢稀土（600111） 中色股份（000758）、江西铜业（600362）
受益金属价格上涨的资源优势或自给率较高类企业	具备中国优势资源的稀土、钨及通过海内外矿产收购提高资源自给率的铜、铅锌企业；	包钢稀土（600111）、金钼股份（601958） 江西铜业（600362）、紫金矿业（601899） 中金岭南（000060）

资料来源：国都证券研究所

以上投资主线及建议重点关注公司中，2010年我们重点推荐厦门钨业、包钢稀土、江西铜业、中金岭南，均给予推荐_A 的投资评级，各公司的推荐理由与投资亮点简述如下。

图表 48：重点推荐公司投资亮点简述

公司	代码	推荐理由与投资亮点简述
包钢稀土	600111	1、公司作为我国稀土行业“两大体系”中的北方轻稀土体系中的龙头，正加大储备与控制稀土资源，通过包钢稀土国际贸易公司对全球最大包头白云鄂博矿为原料的稀土氧化物、稀土金属实施统一收购、定向销售，以控制稀土资源市场供需局面；2、公司已启动30万吨稀土精矿储备库项目，计划2009、2010年末储备稀土氧化物价值分别达16、32亿元，未来有望充分受益于稀土产品价格的反弹上涨；3、工信部即将出台稀土工业发展规划和产业发展政策，并加大国家对稀土的收储力度，提高龙头公司在全球市场的定价权；4、开始筹备的15000吨高性能磁性材料与电池材料项目的建设投产，公司通过加大稀土材料的下游延伸深加工产品的开发力度，优化公司产品结构，有望提升公司整体盈利能力。
厦门钨业	600549	1、公司拥有“矿山—冶炼—深加工”组成的钨制品完整产业链，为全球最大的钨冶炼和钨钨灯丝厂商，且技术工艺也属全球领先水平；2、在福建宁化行洛坑钨矿（国内最大的单体钨矿）开采量与矿品位的提高下钨钨制品毛利率提升，公司钨资源自给率从08年的不足30%大幅提升至目前的40%左右，预计2010年钨资源自给率有望进一步提升至50%以上，较高的钨资源自给率将保障公司在未来钨制品需求与价格反弹趋势中直接受益；3、目前镍氢、锂离子电池关键材料贮氢合金粉、钴酸锂产能各为3000吨/年、1000吨/年，并已成为比亚迪、丰田国内外两大电池、汽车巨头供应商，立足稀土资源储量与长汀2500吨/年稀土金属产能优势，未来几年新能源材料业务有望成为公司业绩增长的重要动力。
江西铜业	600362	1、目前公司铜资源储量约1500万吨，储量与矿料自给率居国内领先水平；2、正在国内外积极开发储备铜矿资源，未来几年随着国内矿山项目（包括德兴铜矿13万吨扩产、永平铜矿露天转地下开采、城门山二期扩建、银山5000吨/日扩产及东同矿业V号矿体深部开采）的投产，以及阿富汗艾娜克铜矿项目、加拿大北方秘鲁铜业公司等国外资源项目的建设投产；3、公司铜矿自给率有望从目前的21%左右逐步提升至2012年的近30%，随着资源保障能力的提升，盈利能力与业绩有望在需求复苏与铜价上涨趋势中上升。
中金岭南	000060	1、公司铅锌资源优势明显，冶炼产能稳步扩张，“量价齐升”有望推动业绩回升增长；2、公司先后通过收购已拥有凡口矿、盘龙矿和澳大利亚PEM 3个矿山项目，权益铅锌金属量达671万吨，居国内同类上市公司前列，公司铅锌矿资源自给率达50%以上；3、公司通过技术改造与扩建，09年韶关与丹霞两个冶炼厂粗炼、精炼总产能有望分别扩张至40、45万吨左右（09年公司计划铅锌精矿金属总产量30万吨，冶炼金属产品铅锌金属总产量38.5万吨）；3、铅锌主要下游应用领域，如房地产建筑、家电及汽车等行业有望保持快速增长，2010年铅锌价格有望再次领涨基本金属。

资料来源：国都证券研究所

图表 49：重点推荐股票盈利预测与估值

公司简称	代码	股价	总市值	EPS				P/E				CAGR	P/B
			百万元	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	(09-11)	
厦门钨业	600549	18.62	12,698	0.30	0.26	0.45	0.68	62	72	41	27	62%	6.7
包钢稀土	600111	27.08	21,863	0.21	0.09	0.32	0.62	129	301	85	44	162%	13.4
江西铜业	600362	37.98	114,807	0.76	0.85	1.26	1.72	50	45	30	22	42%	5.1
中金岭南	000060	25.66	26,271	0.39	0.38	0.82	1.25	66	68	31	21	82%	6.9
有色金属								67	67	48	32	44%	5.5

资料来源：国都证券研究所

备注：均以 2009-12-25 收盘价测算

4.4、风险提示

- 1) 西方发达经济体复苏进度与力度低于预期，对有色金属需求持续不振与库存回补不及预期；
- 2) 刺激政策退出早于市场预期，美国加息时点意外提早，或将对有色金属价格带来剧烈波动；
- 3) 美元短期阶段性走强，对基本金属尤其是贵金属价格带来下挫压力；
- 4) 矿山勘探与冶炼生产因电力供应、环境污染治理、工人罢工等造成减停产风险。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表 2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。