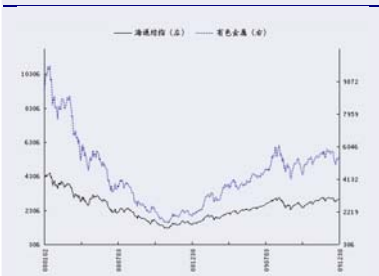


增 持 维持

有色金属行业

2009 年 12 月 31 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

2010 年金属价格在博弈中前行

- 我们继续看好 2010 年有色金属行业的盈利前景。2009 年是国家政策推动的一年，全球各国政府都出台了刺激经济政策的方法。2009 年全球经济刺激政策比较成功，全球经济稳步回升，发展中国家经济回升速度较快。我们认为，2010 年全球经济将回归到正常的发展轨道上来，经济自身发展与政策退出之间存在博弈。
- 2010 年是博弈中前行的一年。我们认为，2010 年是充满博弈的一年，金属价格也将在此博弈中前行，我们对 2010 年全年金属价格走势仍然保持谨慎乐观。2010 年是全球各国政府与经济运行趋势之间的博弈，也是政策退出与经济稳定发展的博弈，对于有色金属行业来说，就是政策推动与实际需求之间的博弈。
- 行业投资收益率仍将相对较高。我们从 2010 年各行业成长性来看，仍然建议重点关注有色金属行业的投资，并且认为有色金属行业投资收益率将相对较高。具体各品种来看，有色金属行业内部仍然存在较大差异。
- 美元汇率波动对金属价格走势的影响不是决定性的。我们认可美元作为全球货币对金属价格波动造成了较大的影响，但是如果从中长期看，美元汇率并不是决定金属价格走势的内在因素，经济回升以及供需状况才是主要原因并具有决定性作用。
- 收购和重组将是 2010 年中国有色金属行业重头戏。中国有色金属行业经过近些年的快速发展，目前正在经历增长方式的转变。我们认为，这种转变并不是产能的增长，而是资源的扩张、技术水平的提高、产品层次的提高以及产业的快速整合等。我们预测，在未来几年内，中国将出现全球性的有色金属集团公司。
- 我们维持行业“增持”的投资评级。我们在全球经济复苏的周期内不会改变对行业看好的投资评级，中国有色金属行业受益于投资和消费的增长，在未来两年左右的时间内不会出现较大的风险，因此整个行业的盈利能力将有望继续提升，再加上行业目前处于内涵式的扩张阶段，行业目前正处于较好的投资阶段。

有色金属行业分析师

杨红杰

电 话：(021) 23219406
Email: yanghj@htsec.com

代码	股票名称	EPS			投资评级	
		2008	2009E	2010E	上期	本期
000612	焦作万方	0.69	0.51	1.25	买入	买入
600219	南山铝业	0.48	0.41	0.71	买入	买入
000807	云铝股份	0.07	0.08	0.45	买入	买入
600888	新疆众和	0.28	0.51	0.70	买入	买入
601899	紫金矿业	0.22	0.28	0.38	买入	买入
600489	中金黄金	1.35	0.65	0.87	增持	增持
002182	云海金属	0.22	0.16	0.41	买入	买入
002149	西部材料	0.32	0.16	0.45	增持	买入

目 录

行业篇	6
1. 有色金属行业前景仍然看好	6
1.1 经济复苏期间有色金属行业是较好的投资标的	6
1.2 2010 年全球仍然处于经济复苏周期	7
1.3 中国经济发展有利于有色金属价格的回升	8
2. 2010 年是充满博弈的一年	8
2.1 经济复苏博弈政策退出	8
2.2 需求上升博弈产能利用率增长	11
2.3 部分产品库存高位压制价格的进一步上涨	13
3. 供需分析：发达国家需求回升支持价格走近一步走高	14
3.1 铜价未来有望创新高	14
3.2 电解铝价格将缓慢上升	18
3.3 铅锌供需状况较好	20
3.4 小金属波动幅度较大	22
3.5 贵金属仍将高位运行，但难以呈现上升趋势	23
3.6 美元走势影响金属价格走势，但不是决定性因素	23
4. 2010 年有色金属行业仍然具有较高的投资价值	23
4.1 铜冶炼企业主要关注矿产资源自给率	23
4.2 电解铝企业盈利值得期待	24
4.3 铅锌冶炼企业主要看资源自给率	25
4.4 重组将是 2010 年有色金属行业重头戏	25
5. 投资策略：看好铜、锌、锡和电解铝等生产企业	26
公司篇	27
6. 驰宏锌锗（600497）：快速资源扩张+冶炼产能提高	27
7. 焦作万方（000612）：电解铝+煤炭业务提升盈利能力	27

8. 西部材料（002149）：业务突破将带动企业业绩快速提升	27
---------------------------------------	----

图目录

图 1 全球商品期货价格上涨过程中有色金属涨幅较大	6
图 2 有色金属板块是 2009 年以来上涨幅度较大的板块 (%)	6
图 3 OECD 国家 GDP 和最终消费支出指数	7
图 4 “金砖四国”GDP 增长率走势 (%)	7
图 5 中国 GDP 增长速度与投资增长、进出口、社会消费品零售总额增长的关系 (%)	7
图 6 最终消费、资本形成以及净出口对中国 GDP 拉动情况 (%)	8
图 7 OECD 国家失业率仍然较高 (%)	9
图 8 OECD 国家领先指数回升较快	9
图 9 OECD 国家工业生产指数	9
图 10 OECD 国家出口总值 (10 亿美元)	9
图 11 美国密执安大学消费者信心指数	9
图 12 世界大企业联合会美国领先指数十大经济指标	9
图 13 美国汽车销售总量季调年率 (100 万辆)	10
图 14 美国零售销售 (除汽车) 经季调 (10 亿美元)	10
图 15 美国现房销售总额月环比 (%)	10
图 16 美国新建私人住宅开工总数季调年率 (千套)	10
图 17 OECD 狭义货币指数	10
图 18 OECD 广义货币指数	10
图 19 美联储基准利率走势 (%)	11
图 20 1990 年以来美联储调整利率情况	11
图 21 中国基本金属产量同比增长速度呈现 V 型 (%)	12
图 22 全球基本金属产量呈现 V 型 (千吨)	12
图 23 全球基本金属需求也呈现 V 型 (千吨)	13
图 24 LME 基本金属库存走势 (吨)	13

图 25	LME 铜价与库存走势比较	14
图 26	LME 铝价与库存走势比较	14
图 27	LME 铅价与库存走势比较	14
图 28	LME 锌价与库存走势比较	14
图 29	LME 和 COMEX 铜库存走势 (吨)	15
图 30	上海期货交易所铜库存走势 (吨)	15
图 31	全球精炼铜主要生产地区及产量占比	16
图 32	全球精炼铜主要消费地区及产量占比	16
图 33	全球精炼铜供需状况 (千吨)	16
图 34	中国精炼铜产量及累计产量同比增速	17
图 35	全球精炼铜供需平衡情况 (万吨)	17
图 36	全球精炼铜主要消费结构	17
图 37	LME 和 COMEX 电解铝库存走势 (吨)	18
图 38	上海期货交易所电解铝库存走势 (吨)	18
图 39	全球电解铝主要生产地区及产量占比	19
图 40	全球电解铝主要消费地区及消费占比	19
图 41	全球电解铝供需平衡 (万吨)	19
图 42	全球电解铝消费领域比例	19
图 43	LME 铅库存走势 (吨)	20
图 44	LME 锌库存走势 (吨)	20
图 45	全球铅主要生产地区及产量占比	21
图 46	全球铅主要消费地区及消费占比	21
图 47	全球锌主要生产地区及产量占比	21
图 48	全球锌主要消费地区及消费占比	21
图 49	全球铅供需平衡 (万吨)	21
图 50	全球铅消费领域比例	21
图 51	全球锌供需平衡 (万吨)	22
图 52	全球锌消费领域比例	22
图 53	中国基本金属矿山开采毛利率走势	23
图 54	中国有色金属冶炼毛利率走势	23

表目录

表 1 全球精炼铜供需情况及价格预测	17
表 2 全球电解铝供需情况及价格预测	19
表 3 全球铅供需情况及价格预测	22
表 4 全球锌供需情况及价格预测	22
表 5 铜冶炼公司铜矿自给率及阴极铜毛利率	24
表 6 电解铝上市公司各项指标	24
表 7 铅锌上市公司各项指标	25
表 8 具有重组和资产注入预期或已经发展相关事宜的公司	26

行业篇

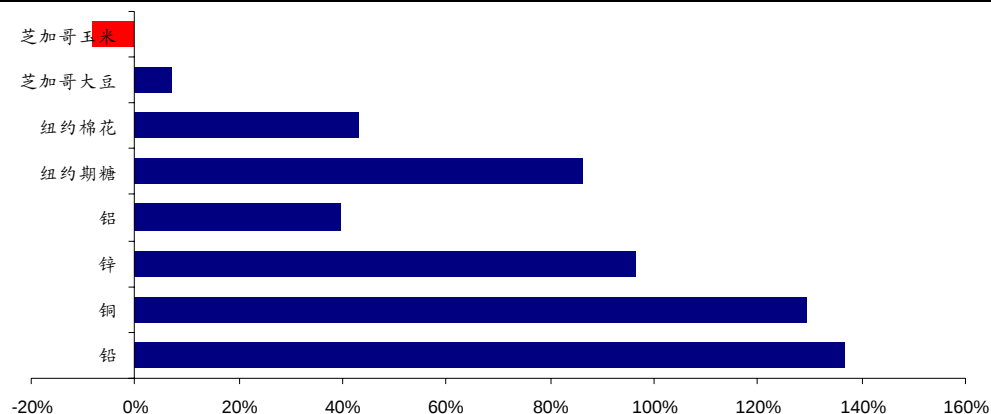
1. 有色金属行业前景仍然看好

有色金属行业在本轮经济复苏的过程中是投资收益率最高的行业，这其中不仅包括期货市场投资，而且还包括股票市场的投资。未来有色金属行业发展前景如何？我们认为，未来两年，全球经济仍然处于不断的复苏和增长的过程中，尤其是发展中国家的经济发展将保持良好的状态，有色金属行业的发展前景仍然看好。

1.1 经济复苏期间有色金属行业是较好的投资标的

从投资收益的角度看，有色金属在本轮经济复苏的过程中价格上升幅度最大，其投资收益率也是最高的。有色金属各品种价格上涨幅度也呈现了较大的区别，其中铜、铅、锌价格上涨的幅度较大，而产能过剩比较严重的电解铝价格反弹的幅度相对较小。

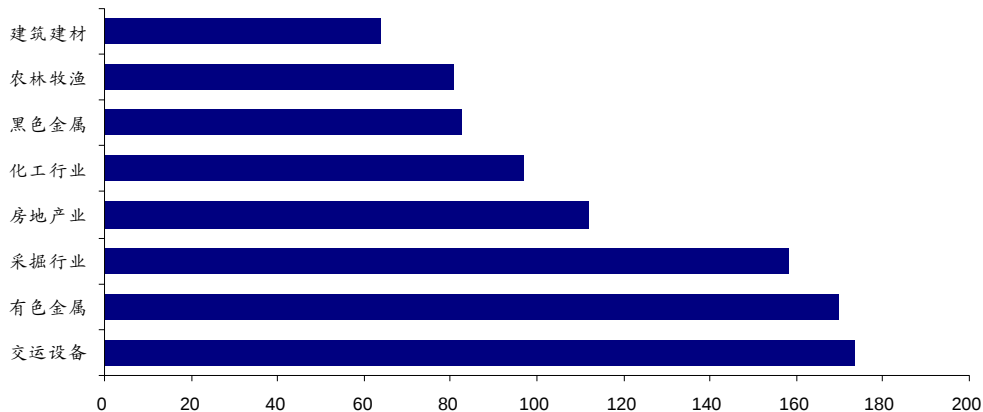
图 1 全球商品期货价格上涨过程中有色金属涨幅较大



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

2009 年以来，在周期性板块中，上涨幅度最大的为交运设备板块，其次为有色金属板块。交运设备板块属于 2009 年国家政策鼓励的板块，国家出台了针对小排量汽车购置税减免的优惠政策。

图 2 有色金属板块是 2009 年以来上涨幅度较大的板块 (%)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

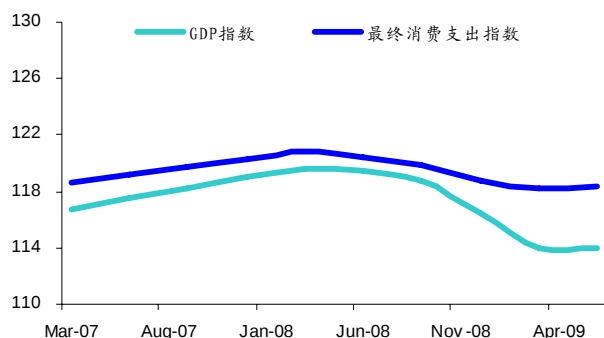
有色金属行业在 2009 年也获得了国家的政策支持，国家不仅出台了有色金属产业振兴规划，而且还针对不同的产品进行了收储，各地方政府也根据区域内有色金属企业发展的情况进行了收储，以支持企业较好的发展。

我们认为，收储是这一轮金属价格能够短期内稳定并逐步回升的重要刺激方案，但这种刺激政策也导致了有色金属进口快速的增长。也就是说，我国出台的收储政策实际上是让全球有色金属产业受益。

1.2 2010 年全球仍然处于经济复苏周期

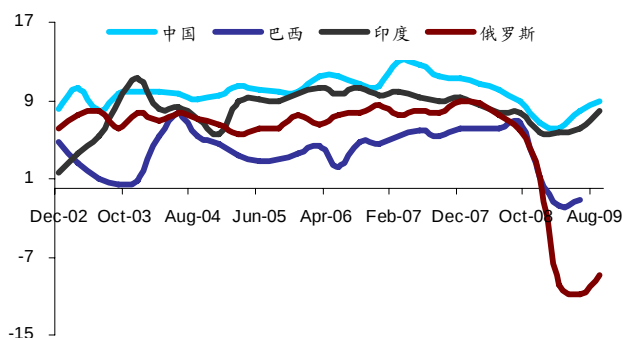
我们对全球经济的判断认为，2010 年全球经济仍然处于复苏周期。尤其是发达国家，2010 年仍然是需要小心翼翼的一年。我们继续看好发展中国家未来的经济发展前景，但发达国家经济保持稳定发展是有色金属价格能够继续上扬的必要条件，因为发达国家对金属价格的承受能力高于发展中国家，只有发达国家对有色金属的需求呈现稳定上升趋势，金属价格才能获得有力的支撑。

图 3 OECD 国家 GDP 和最终消费支出指数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

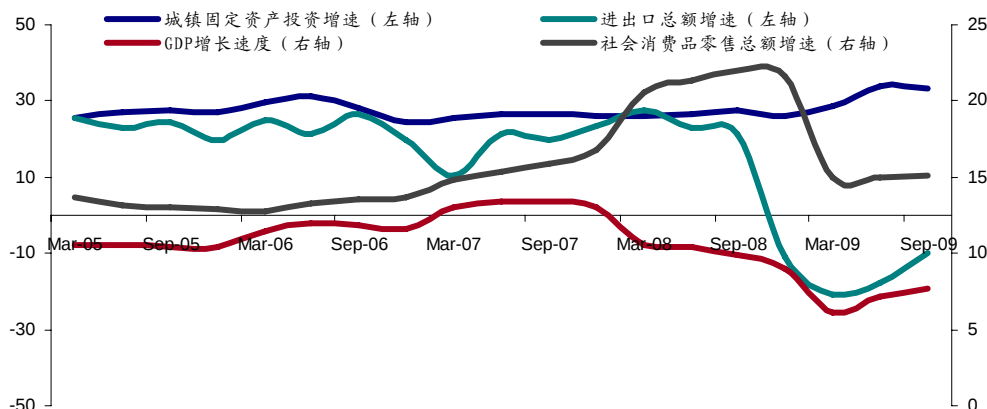
图 4 “金砖四国”GDP 增长率走势 (%)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

我们对比 OECD 国家与发展中国家经济回升的趋势可以看到，发达国家 GDP 回升较慢，而且对消费支出比较敏感，这主要是因为发达国家经济发展主要靠消费拉动。发展中国家经济发展的支撑因素更加多样化，而且投资拉动所占比重较大，对于外向型经济的国家，进出口对经济的影响也很大。因此，我们认为，发展中国家在 2010 年仍然可以保持较好的发展，而发达国家则需要关注消费的回升情况。

图 5 中国 GDP 增长速度与投资增长、进出口、社会消费品零售总额增长的关系 (%)

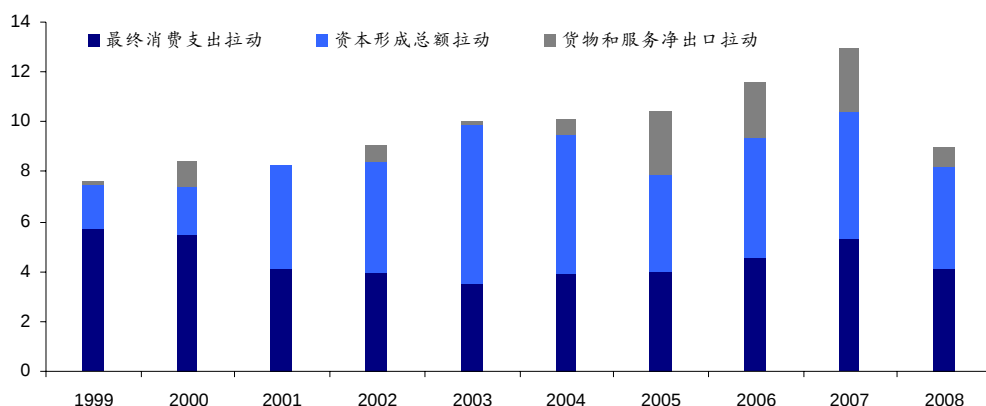


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

1.3 中国经济发展有利于有色金属价格的回升

中国消费对 GDP 增长的拉动一直保持稳定,而投资和净出口对 GDP 增长的拉动在最近几年一直保持上升态势,2009 年进出口出现较大幅度的下降是造成 GDP 增速大幅下滑的主要因素。这与发达国家经济发展靠消费拉动的方式明显不同,因此我们认为,未来中国经济发展短期内仍将看投资和出口的增长,而消费增长仍然保持稳定。

图 6 最终消费、资本形成以及净出口对中国 GDP 拉动的情况 (%)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

中国投资增速在 2010 年仍将保持快速增长,而进出口将在 2010 年恢复增长,这将有利于对有色金属的需求,从而支撑有色金属价格平稳运行。

但从中国经济发展转型的角度来看,中国未来经济增长将逐渐从投资和净出口向消费拉动转变,而目前能够提升的消费主要集中在房地产、汽车、家电、服装、旅游等产业,部分行业对有色金属的消费较强。因此,我们看好与消费有关的有色金属品种。

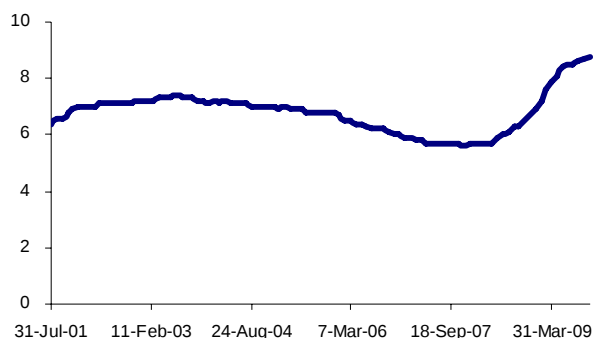
2. 2010 年是充满博弈的一年

我们对全球经济发展保持乐观,但是这一乐观是建立在全球各国政府对经济刺激的基础之上,而 2010 年各国政府的经济刺激政策将逐步退出,这应该是一个既定的事实。因此,经济自身能否在 2010 年健康发展是值得关注的的事情,而这是博弈的结果。

2.1 经济复苏博弈政策退出

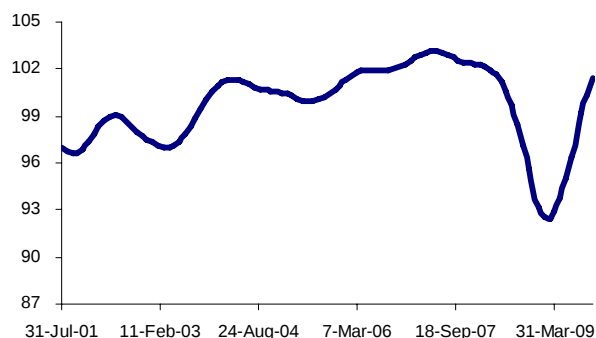
我们对未来全球经济是否能够持续复苏,主要看发达国家失业率、消费趋势以及信心指数等指标,而对于发展中国家则更看重投资的增长以及消费的刺激政策作用。发展中国家 2010 年的经济增长比较明确,因为投资具有连续性,而消费增长是发展中国家未来可以动用的强力手段。

图 7 OECD 国家失业率仍然较高 (%)



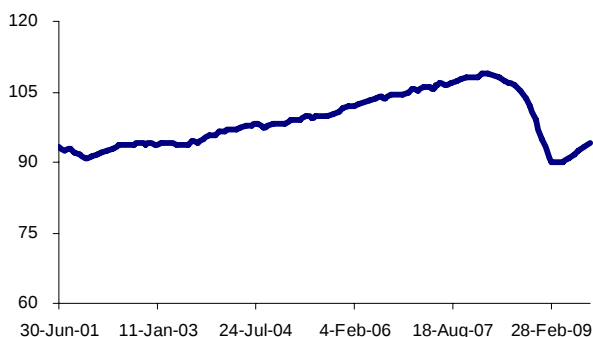
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 8 OECD 国家领先指数回升较快



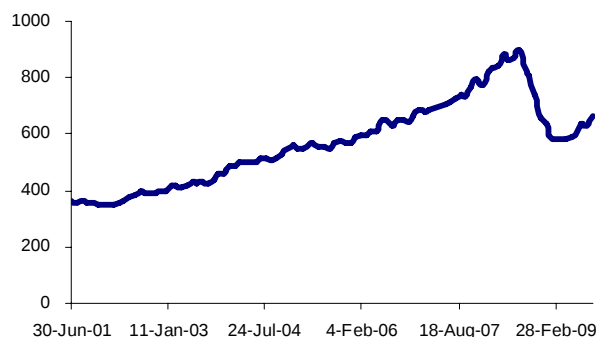
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 9 OECD 国家工业生产指数



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

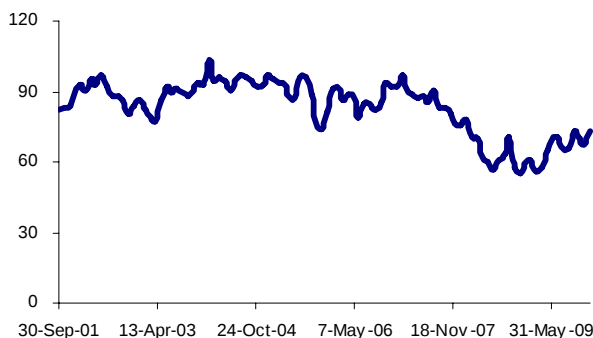
图 10 OECD 国家出口总值 (10 亿美元)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

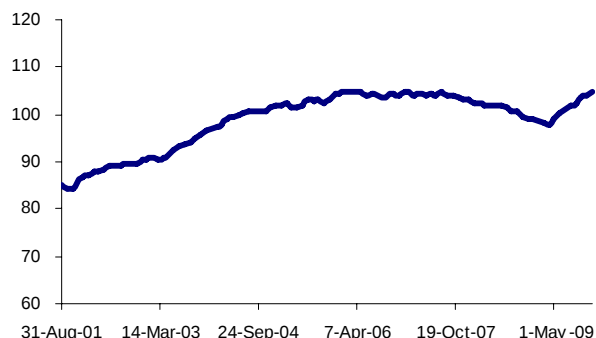
OECD 国家 2010 年仍然处于经济恢复过程中, 目前无论是从消费信心还是从工业生产、国际贸易角度看, 均没有恢复到经济危机之前的水平。

图 11 美国密执安大学消费者信心指数



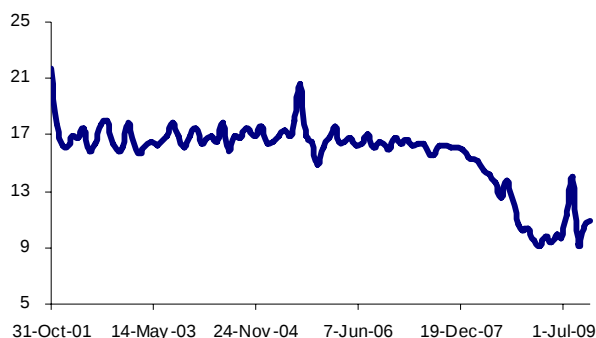
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 12 世界大企业联合会美国领先指数十大经济指标



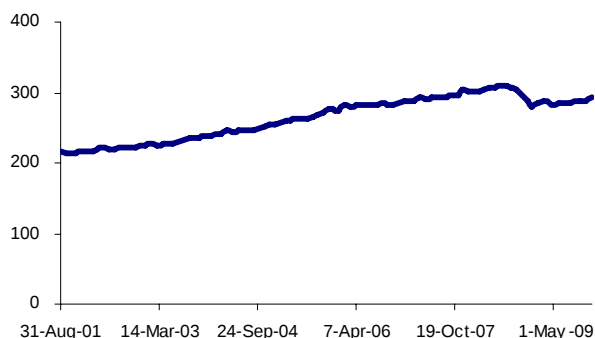
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 13 美国汽车销售总量季调年率 (100 万辆)



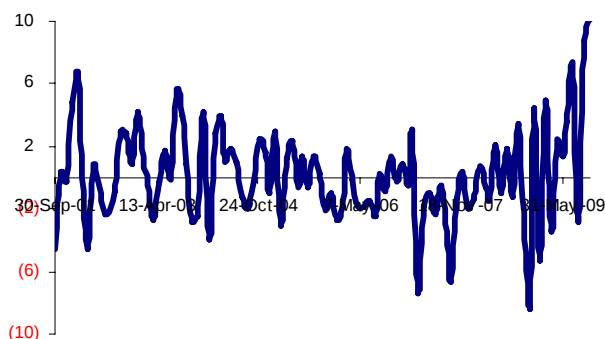
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 14 美国零售销售 (除汽车) 经季调 (10 亿美元)



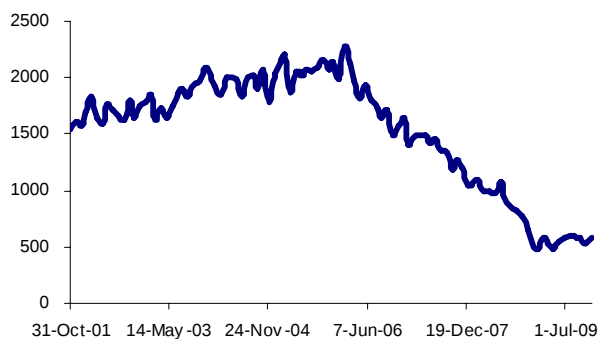
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 15 美国现房销售总额月环比 (%)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 16 美国新建私人住宅开工总数季调年率 (千套)

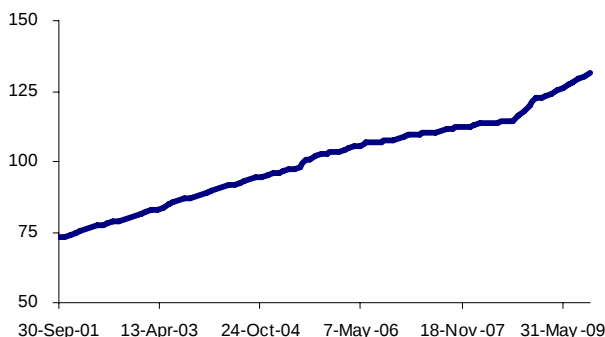


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

美国的情况似乎比较好一些, 消费者信心指数和领先指标出现了较明显的回升。但是美国的汽车和房屋数据并不乐观, 即便现房销售总额环比出现了较大的回升, 但新屋开工总数仍然处于历史低位, 这说明人们对经济现状仍然担忧。

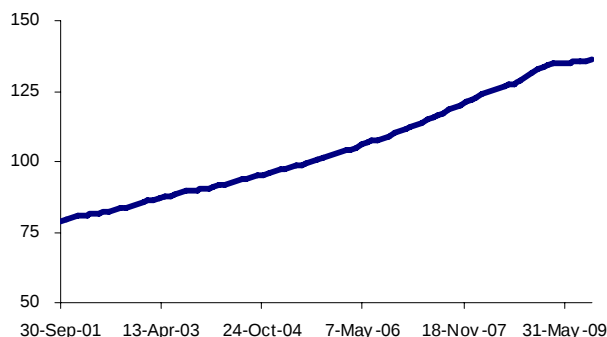
全球各国为了稳定经济发展, 在 2009 年先后出台了刺激经济发展的计划, 发达国家也对金融体系进行了救助, 对个人消费部门进行的资产负债的调整和救助, 并且减轻了个人和企业部门的负债利息。

图 17 OECD 狭义货币指数



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

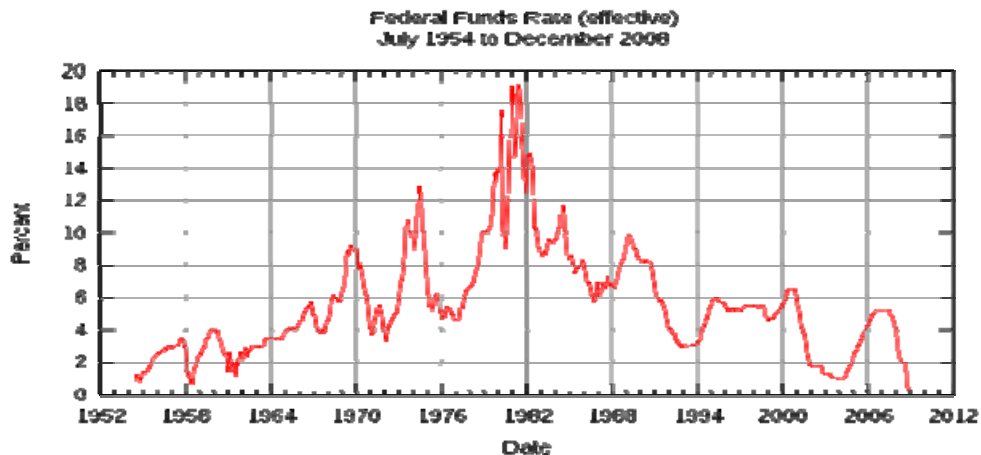
图 18 OECD 广义货币指数



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

我们认为, 2009 年全球经济能够很快复苏, 主要得益于全球实施的经济刺激计划以及宽松的货币政策, 而在 2010 年全球各国将逐步退出刺激政策, 并在适当的时候使货币政策回归到正常化, 这将考验经济发展的内在动力。

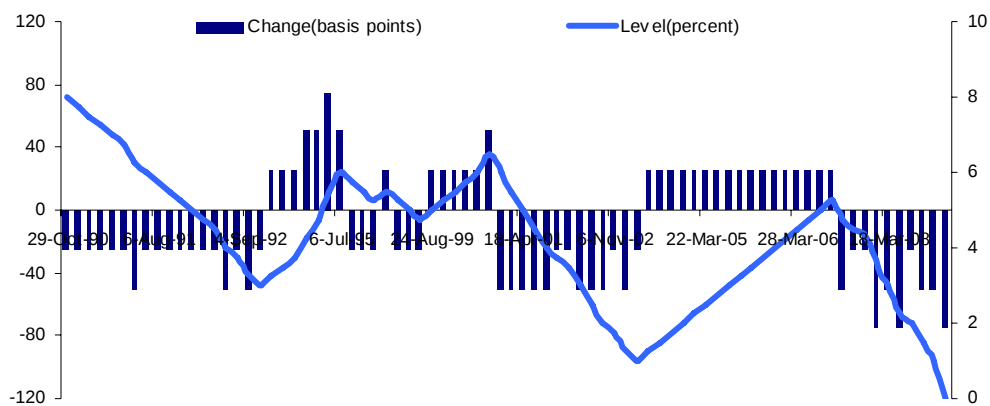
图 19 美联储基准利率走势 (%)



资料来源：美联储，海通证券研究所

美联储基准利率已经降到了历史最低，我们认为，2010 年有可能步入加息周期，但具体的加息时间还是要看美国经济复苏的情况。

图 20 1990 年以来美联储调整利率情况



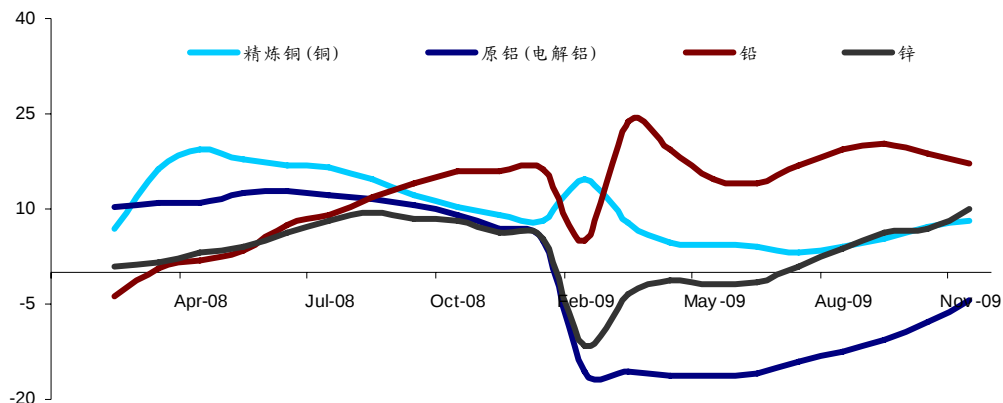
资料来源：美联储，海通证券研究所

2.2 需求上升博弈产能利用率增长

2009 年随着全球经济的恢复，有色金属需求也呈现逐步上升态势，其中发展中国家需求复苏较好，尤其是中国在 2009 年仍然保持这需求增长。

从中国有色金属产量增长看，2008 年下半年由于经济危机有色金属产量增长速度下降，一直到 2009 年一季度产量增速达到低点，之后由于经济向好而逐步回升。目前，除电解铝产量低于 2008 年外，其他基本金属产量均呈现正增长。

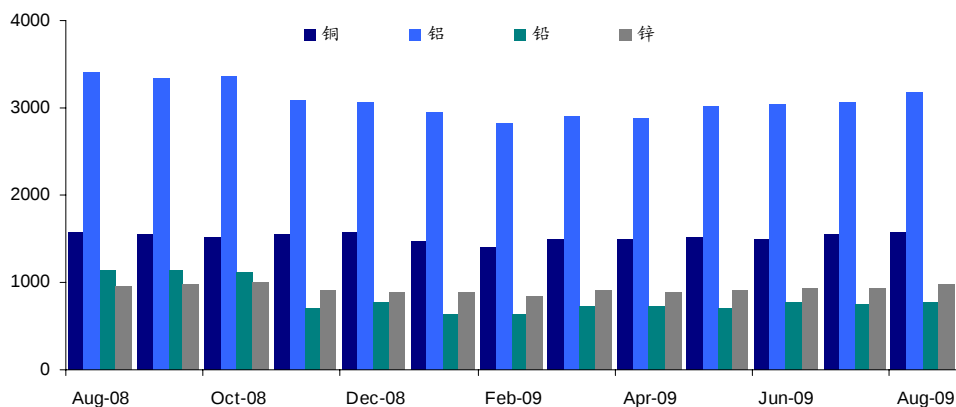
图 21 中国基本金属产量同比增长速度呈现 V 型 (%)



资料来源：海通证券研究所

全球基本金属的产量也呈现 V 型走势，最低点在 2008 年底和 2009 年初，之后全球基本金属产量逐月回升。我们认为，如果考虑到全球关停以及永久性淘汰的产能，实际产能利用率呈逐月回升态势。

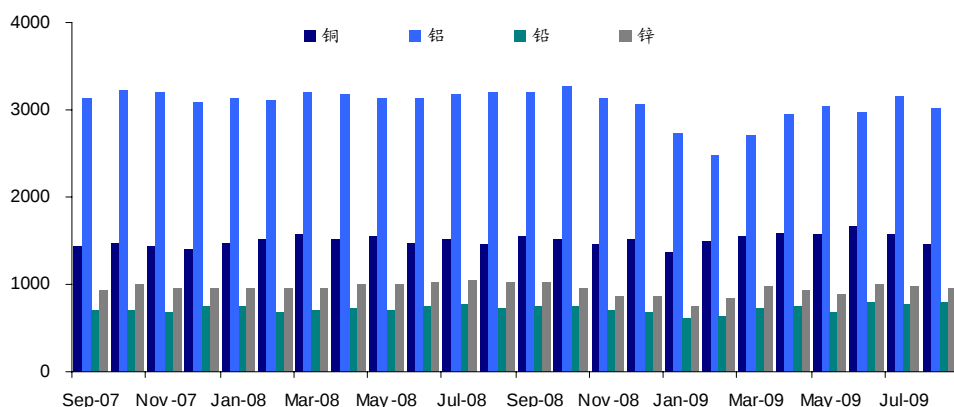
图 22 全球基本金属产量呈现 V 型 (千吨)



资料来源：海通证券研究所

从需求情况看，虽然全球有色金属需求呈现回升态势，但是目前仍然没有回升到金融危机之前的水平。我们认为，2010 年随着经济的回升，有色金属的需求将会继续提高，基本能够恢复到金融危机之前的水平，而 2011 年的有色金属需求量将超过金融危机之前的水平。

图 23 全球基本金属需求也呈现 V 型 (千吨)

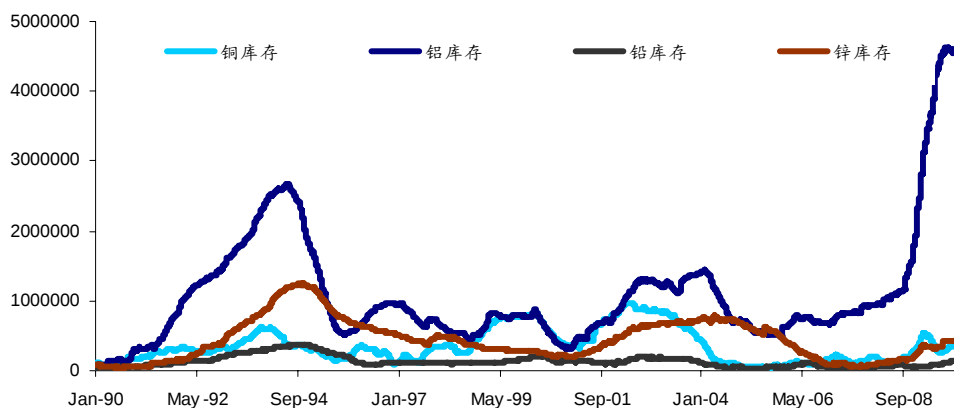


资料来源：海通证券研究所

2.3 部分产品库存高位压制价格的进一步上涨

库存是金属价格走势的风向标，金融危机之后，部分金属的库存持续上升，更加重了金属价格的下跌幅度。从 LME 基本金属库存来看，电解铝库存创出历史新高，而其他金属的库存均处于正常水平，因此我们有理由相信未来基本金属价格随着需求的增强而逐步上升。电解铝虽然受到库存高企的压力，但由于其下游行业比较广阔，需求好转后有可能消化部分库存，因此价格有进一步上升的可能，但这需要库存不在上升或者下降。

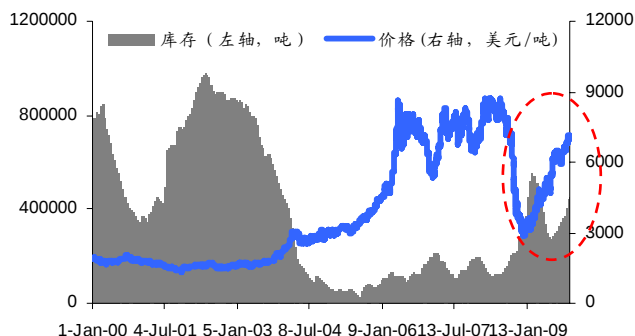
图 24 LME 基本金属库存走势 (吨)



资料来源：海通证券研究所

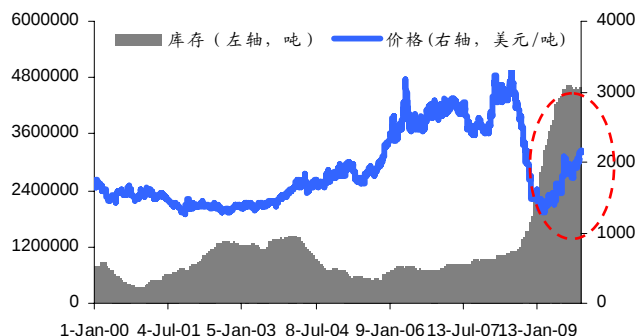
从历史上看，库存走势与价格走势基本上呈现反向关系，这说明未来市场库存走势将决定金属价格的基本方向，而上涨幅度则需要其他因素的配合。但从 2009 年以来，LME 市场出现了库存和价格同步上涨态势，主要是因为全球经济出现复苏迹象，而同时有色金属企业复产率逐步提升所致。

图 25 LME 铜价与库存走势比较



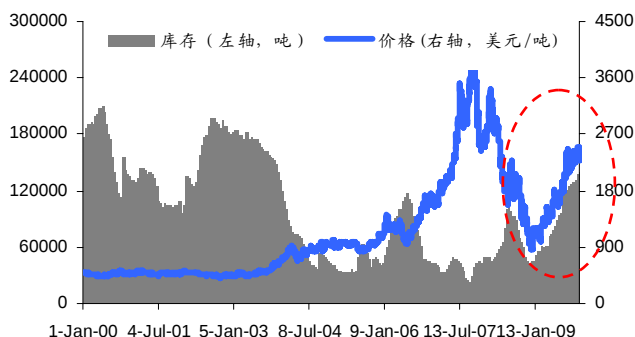
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 26 LME 铝价与库存走势比较



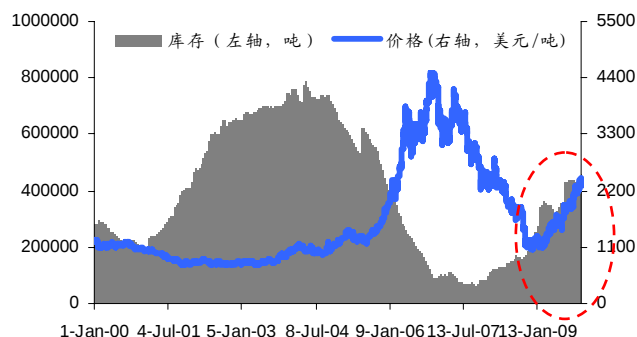
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 27 LME 铅价与库存走势比较



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 28 LME 锌价与库存走势比较



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

本轮 LME 价格与库存同时上涨主要是由于经济复苏预期与实际需求出现错位造成的，对经济预期看好支撑了金属价格的第一轮反弹，之后随着库存增长速度的放缓以及经济预期的逐步兑现，尤其是发展中国家经济的回升，使金属价格获得持续上涨的动力。

但我们认为，未来金属价格能否持续上涨，还要看金属库存走势。如果金属库存走势趋于平稳或者下降，金属价格有进一步创新高的可能，尤其是电解铝库存较高将对价格走势造成一定的压力。我们看好 2010 年金属价格走势，主要原因是大部分金属库存低于历史高位，处于比较合理的水平，电解铝库存较高，但 2010 年有下降的可能。

3. 供需分析：发达国家需求回升支持价格走近一步走高

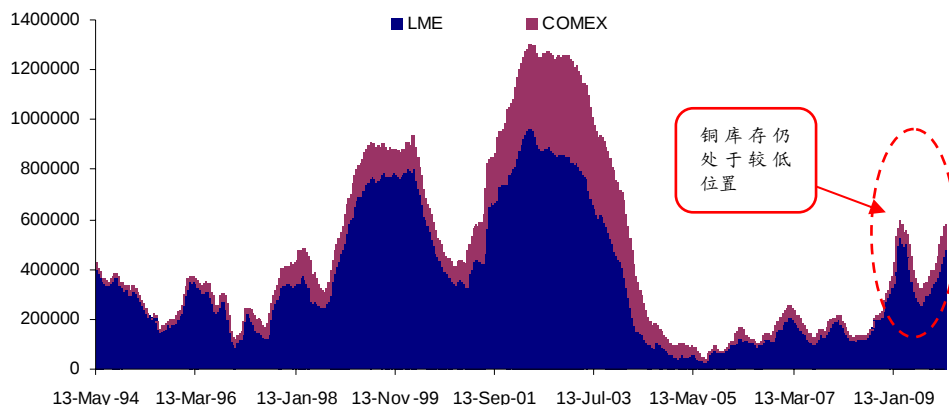
3.1 铜价未来有望创新高

3.1.1 铜库存较低将继续支撑价格回升

我们认为，铜库存较低依然是铜价能够继续走高的基础，如果发达国家经济继续好转，铜需求将会继续回升，铜价有创历史新高的可能。铜价的高位运行主要得益于缓慢的全球铜矿增速。

欧美期货市场目前铜库存量低于历史平均水平，可保障消费天数更低。我们预测认为，随着 OECD 国家经济的复苏，铜库存将可能下降，从而支持铜价继续攀升。

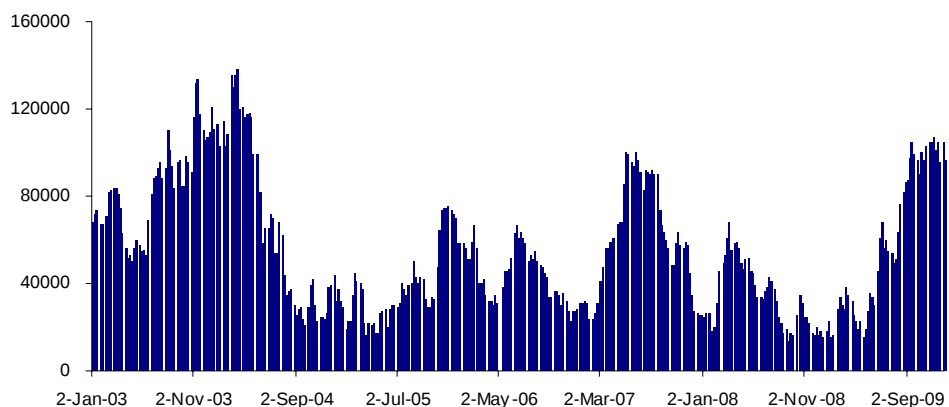
图 29 LME 和 COMEX 铜库存走势 (吨)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

上海期货交易所库存高于历史平均水平,但是考虑到中国铜需求的高速增长以及2009年中国进口的高速增长,库存上升的幅度较小。我们认为,2010年中国铜库存将出现下降,一方面是因为国际上没有更多的铜供应到中国,另一方面,受制于加工费的下降,精炼铜产量增长有限。

图 30 上海期货交易所铜库存走势 (吨)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

3.1.2 加工费持续下降预示着铜价上升空间仍然存在

美国矿商 FreeportMcMoRanCopper&GoldInc.(FCX)已与日本冶炼企业敲定了明年铜加工费的长协价格,粗炼费定位 46.5 美元/吨,精炼费为 4.65 美分/磅。我们预测认为,尽管中国目前还没有与铜矿生产商达成加工费协议,但中国很可能接受这一价格。

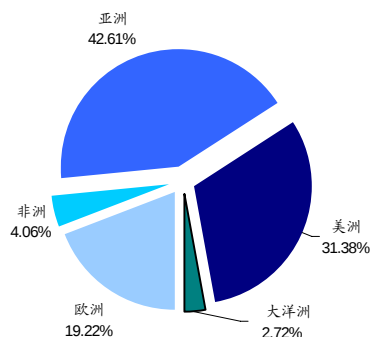
我们认为,如果中国铜冶炼企业接受 46.5 美元/吨和 4.65 美分/磅的加工费标准,那么中国将有一部分铜冶炼产能无法全部发挥,精炼铜产量增速将出现下降,而未来继续增长的潜力较小。如果中国精炼铜产量增速放缓,全球精炼铜增长速度就会降低,全球精炼铜将进入短缺周期,这将推动铜价上升。

3.1.3 需求有望持续回升,未来价格仍有上涨空间

亚洲是全球精炼铜产量最大的地区,但全球铜矿产量最大的地区为南美洲,因此南美洲铜矿产量将决定亚洲精炼铜产量的增长速度。全球精炼铜消费最大的地区也是亚洲,而且消费量大于生产量,因此亚洲是全球最大的精炼铜进口地区。

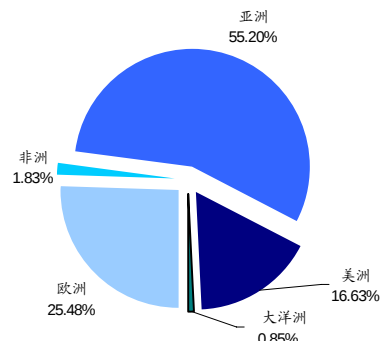
我们认为，2010 年亚洲地区精炼铜消费仍将保持较好的增长，而欧美等国家由于经济的恢复，铜消费将有望出现增长，全球铜消费增长预期较好。

图 31 全球精炼铜主要生产地区及产量占比



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

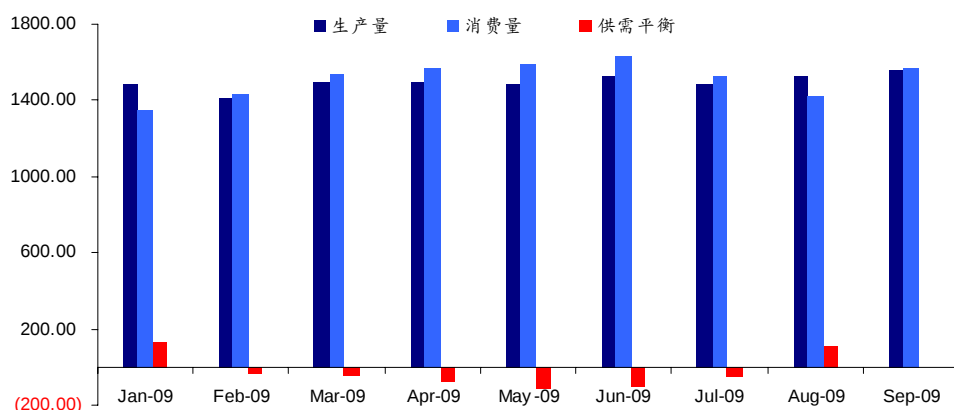
图 32 全球精炼铜主要消费地区及产量占比



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

全球铜产量与消费量在 2009 年面临着由过剩向短缺转变的局面，我们预测认为，全球精炼铜将在 2010 年过剩量较小，而 2011 年全球精炼铜将出现供应缺口。

图 33 全球精炼铜供需状况（千吨）

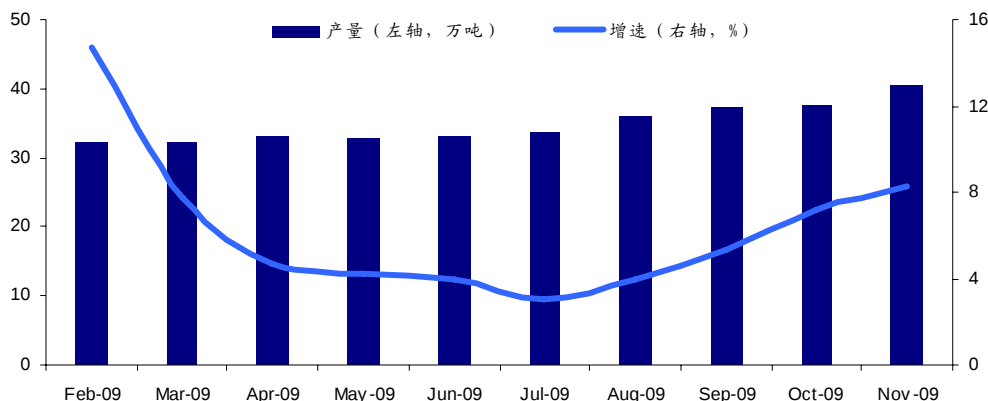


资料来源：安泰科，海通证券研究所

中国精炼铜在 2009 年仍然保持增长，并且呈现前低后高的走势。中国精炼铜产量增长速度全年呈现 V 型走势，说明中国经济发展对铜的需求出现了会升高。预计中国 2009 年全年精炼铜增速可达到 9.15% 左右，精炼铜产量创出历史新高，这证明了中国已经回归正常化。

如果考虑到今年中国精炼铜和废铜的进口，中国的表观消费增速将超过 20%，中国实际精炼铜消费增速预计在 18% 左右，其余的转化为期货库存、社会库存以及国家收储，中国精炼铜消费量在全球精铜的消费占比将上升至 35%。

图 34 中国精炼铜产量及累计产量同比增速

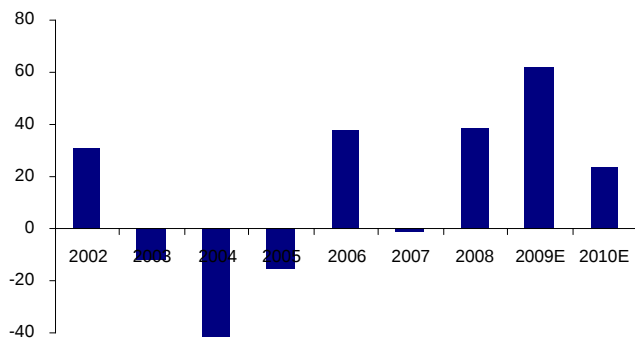


资料来源：安泰科，海通证券研究所

中国 45% 的铜下游需求来自电力行业。2009 年在国家加快基础设施建设、拉动内需的积极财政政策支持下，全年电网投资将达 3600 亿元，较原十一五规划提高 12.5%。2010 年，国家电网投资将增至 4400 亿元，较原规划提高 27.3%。另外，中国汽车业以及家电业在 2010 年仍然会发展良好，保持稳定增长，因此铜消费增速将保持稳定。

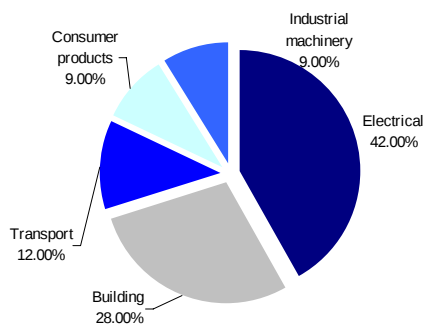
我们提升 2010 年全球精炼铜需求的预期，认为 2010 年全球精炼铜供需基本平衡，而 2011 年全球精炼铜供应将出现缺口。我们预测认为，一旦发达国家 (OECD) 经济复苏，铜需求增长将保持良好态势，2010 年能否出现供应缺口取决于发达国家经济复苏情况。

图 35 全球精炼铜供需平衡情况 (万吨)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 36 全球精炼铜主要消费结构



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

我们预测认为，全球 2009 年铜需求量将下降 3.38% 左右，而 2010 年将有望同比上升 5.35% 左右，高于 2008 年的消费水平。2008 年-2010 年全球铜供应仍然过剩，2011 年有可能短缺，但供需总体平衡，2012 年全球铜供应将处于短缺状态。

表 1 全球精炼铜供需情况及价格预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
全球供应量 (万吨)	1590.71	1661.20	1734.33	1797.98	1810.50	1774.43	1827.66	1882.49	1939.55
y/y (%)	4.34	4.43	4.40	3.67	0.69	-4.00	3.00	3.00	2.50
全球需求量 (万吨)	1635.54	1676.52	1697.44	1809.84	1772.30	1712.30	1803.92	1888.87	1964.42
y/y (%)	6.44	2.51	1.25	6.62	-2.07	-3.38	5.35	5.00	4.00
全球供需平衡 (万吨)	-44.83	-15.32	36.89	-11.86	38.20	62.13	23.74	-6.38	-34.87
LME 价格预测 (美元/吨)	2791.64	3506.34	6669.33	7108.02	6877.05	4800.00	6900.00	7500.00	7800.00

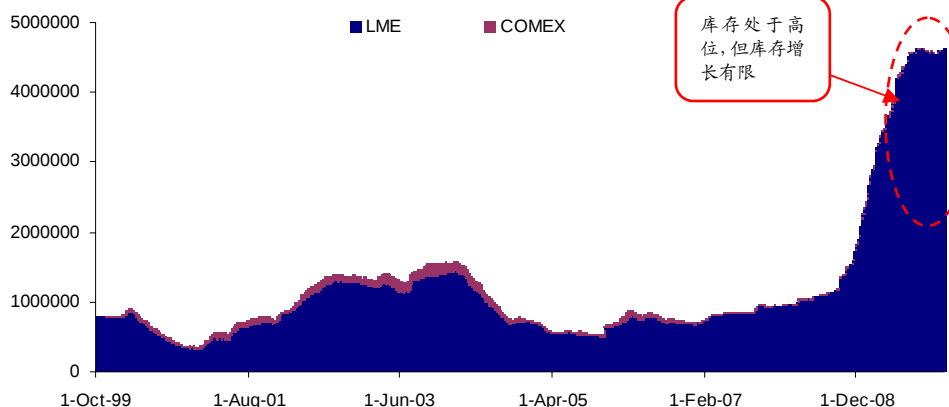
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

3.2 电解铝价格将缓慢上升

3.2.1 电解铝库存较高

全球电解铝产能过剩严重，而且库存较高，制约了电解铝价格进一步上升。但中国禁止审批新建电解铝项目将刺激电解铝价格不断上涨，哥本哈根气候大会之后，欧美国家电解铝发展受到较大限制，全球电解铝产量增长前景堪忧，因此价格有望超出预期。我们认为，电解铝在本轮金属价格上涨周期中涨幅仍然最小，但其供应严重过剩的现状正在被打破，未来价格将进一步上升。

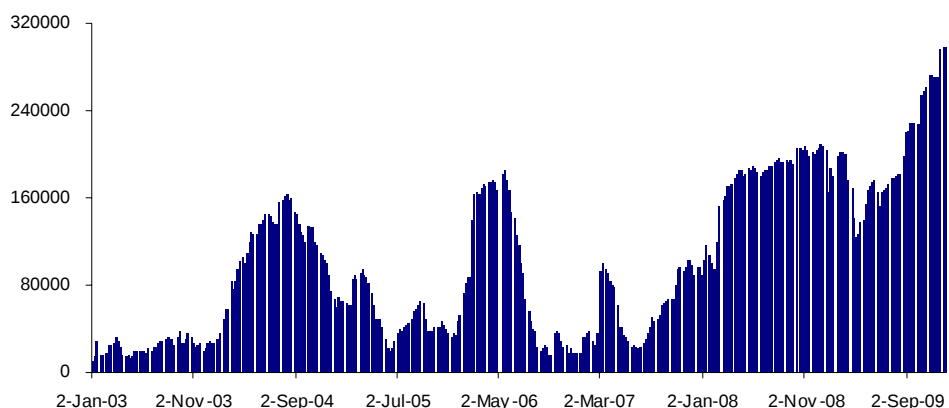
图 37 LME 和 COMEX 电解铝库存走势（吨）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

目前，LME 库存在 460 万吨左右，创造了近 20 年的高位。COMEX 电解铝库存较低，而上海期货交易所库存也创造了历史新高，说明目前中国和全球电解铝产量仍然过剩。但我们认为，未来电解铝库存持续增长的动力已经不足，主要因为下游需求开始复苏，全球房地产业和汽车业景气回升，将消化部分库存。

图 38 上海期货交易所电解铝库存走势（吨）



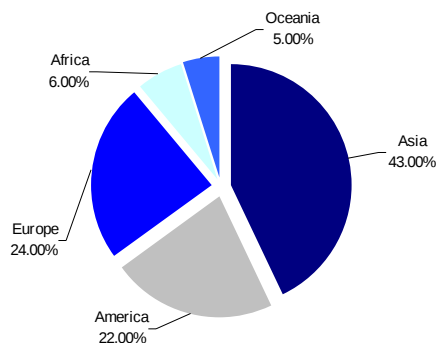
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

3.2.2 未来电解铝价格缓慢上升

我们认为，产能和产量过剩并不能阻碍电解铝价格缓慢上升，主要原因：一是电解铝下游消费行业汽车业、房地产业等目前正在复苏中，尤其是中国汽车、房地产、家电、电力电器等行业在 2010 年仍然会得到较好的发展；二是 OECD 国家房地产业和汽车业

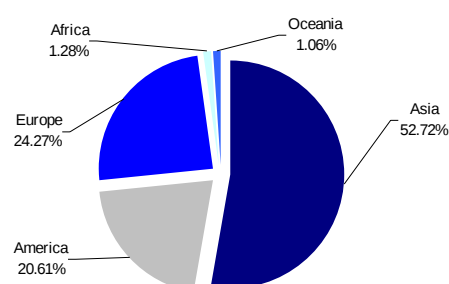
在 2010 年将逐步复苏，消费上升将支持包装业用铝量的回升；三是铜价上涨将带动铝价的上涨。

图 39 全球电解铝主要生产地区及产量占比



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

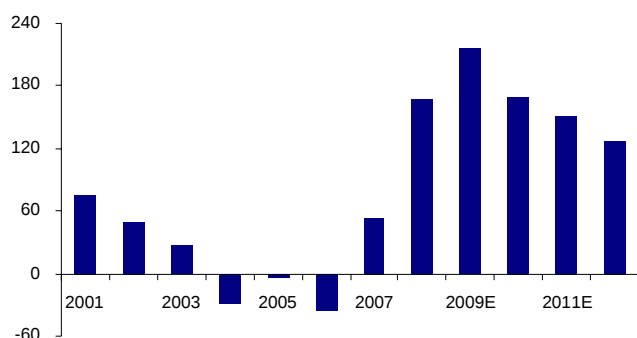
图 40 全球电解铝主要消费地区及消费占比



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

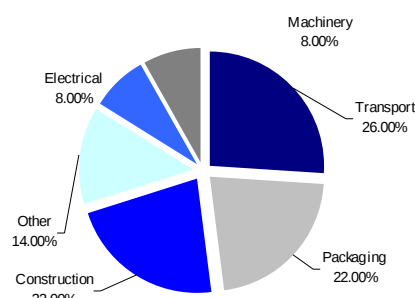
我们认为，未来电解铝过剩程度主要取决于两方面：一是下游需求行业的发展增速，在新领域里面的应用扩张速度；二是全球淘汰电解铝产能的数量和速度。我们无法预测这些数据，但电解铝产能建设受到越来越严格的限制这一方向是正确的，这将改变电解铝过剩的局面，有可能超出我们的预期。

图 41 全球电解铝供需平衡（万吨）



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 42 全球电解铝消费领域比例



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

我们预测认为，2009 年全球电解铝产量下滑 6.50%，需求量下滑 7.00%；2010 年随着全球经济的不断复苏，电解铝产量和需求量都会保持同比上涨，我们预测分别达到 6.80%和 8.50%。但是，整体来看，2009-2012 年全球电解铝供应仍将处于过剩状态，但过剩的数量有可能小于我们的预测。如果过剩程度低于我们预测值，电解铝价格有可能高于我们的预测。

表 2 全球电解铝供需情况及价格预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
全球供应量（万吨）	2988.80	3193.00	3396.85	3811.08	3942.52	3725.68	3979.03	4245.62	4500.36
y/y（%）	6.61	6.83	6.38	12.19	3.45	-6.5	6.80	6.70	6.00
全球需求量（万吨）	3018.00	3197.00	3402.56	3757.82	3774.41	3510.20	3808.57	4094.21	4372.62
y/y（%）	8.69	5.93	6.43	10.44	0.44	-7.00	8.50	7.50	6.80
全球供需平衡（万吨）	-29.2	-4.00	-5.71	53.26	168.11	215.48	170.46	151.41	127.74
LME 价格预测（美元/吨）	1724.78	1903.53	2597.91	2663.96	2620.47	1650.00	2050.00	2250.00	2450.00

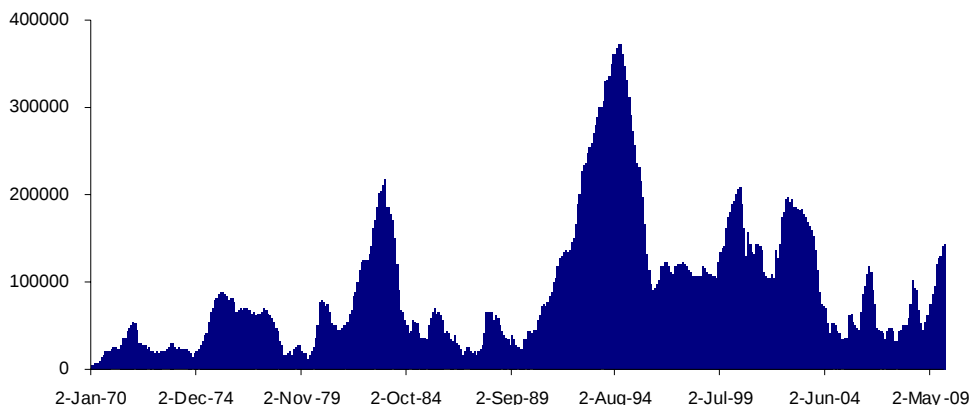
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

3.3 铅锌供需状况较好

3.3.1 铅锌库存相对较低

从目前全球铅库存水平来看，铅供应压力相对较小，库存水平正常。铅主要用于电池业，铅电池主要用于汽车、电动车等，未来需求将保持稳定增长。我们认为，目前全球铅供需基本保持平衡，未来铅价走势将取决于下游需求行业的发展。

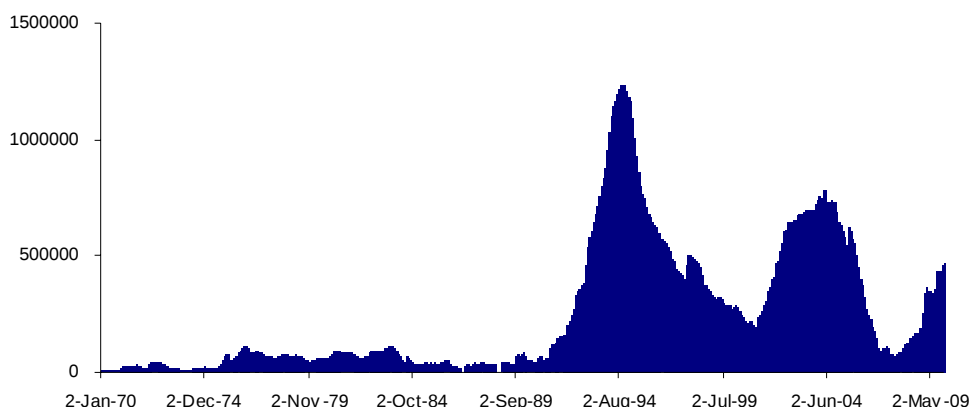
图 43 LME 铅库存走势（吨）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

与铅一样，目前 LME 锌库存水平也较低。锌主要用于镀锌，而镀锌产品中有比较大的比例用于镀锌板的生产，并应用于全球汽车的生产。我们认为，全球汽车业周期底部已经过去，目前正在逐步回升的阶段，发达国家汽车业将在 2010 年回升，在 2011 年回归到正常的水平。未来锌消费将逐步回升，锌价将会得到支撑。

图 44 LME 锌库存走势（吨）



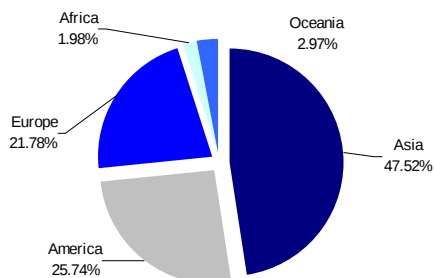
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

3.3.2 铅锌价格仍有上涨空间

我们维持中期策略报告的判断，我们对未来铅锌价格看好的主要原因有以下几个方面：一是铅主要用于电池产业，而电池产业目前以及未来的需求仍将保持稳定；二是锌主要用于镀锌方面，而汽车产业的发展是大势所趋，短期内的不景气难以改变长期发展趋势；三是目前全球铅锌矿供应并不充足，铅锌冶炼面临着环境保护政策的制约。

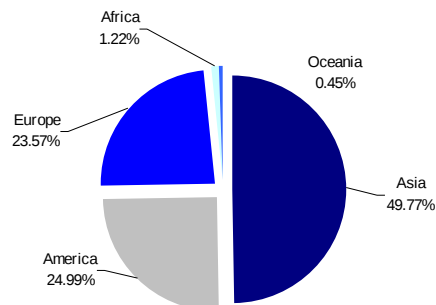
目前，全球铅锌消费主要在亚洲，占据了全球的半壁江山，而亚洲经济有望率先实现复苏，因此未来全球铅锌需求有可能重新回到增长的轨道中。

图 45 全球铅主要生产地区及产量占比



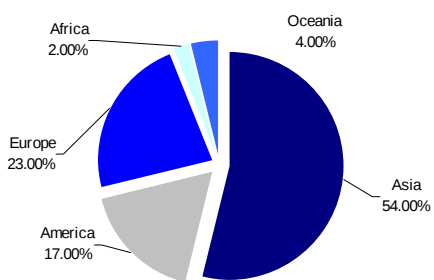
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 46 全球铅主要消费地区及消费占比



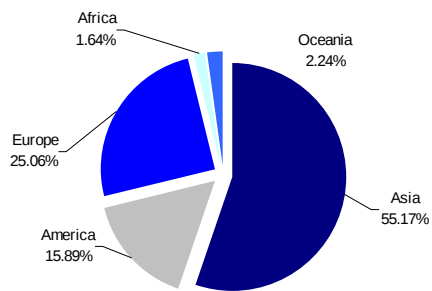
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 47 全球锌主要生产地区及产量占比



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

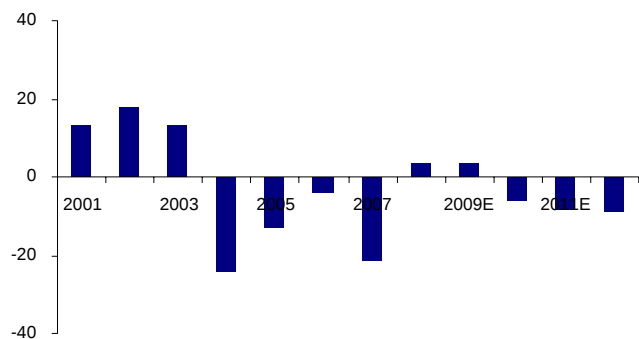
图 48 全球锌主要消费地区及消费占比



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

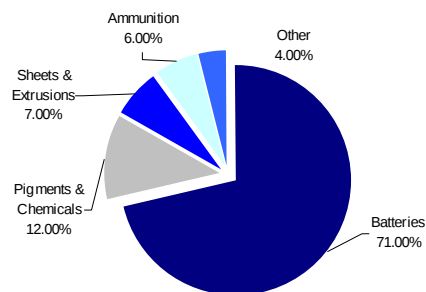
我们认为，未来铅锌产量增长比较稳定，中国铅锌冶炼产能增长较快，但是其他国家铅锌冶炼产能增长较慢，未来铅锌产量不会出现快速增长。从全球供需情况来看，铅锌在 2009 年均呈现过剩状态，而在 2010 年铅有可能出现短缺，锌稍有过剩。

图 49 全球铅供需平衡（万吨）



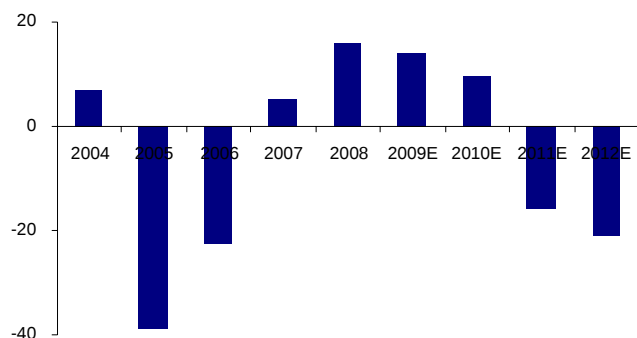
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 50 全球铅消费领域比例



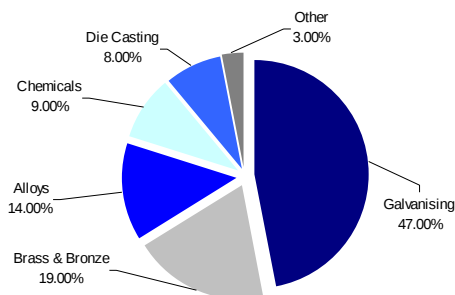
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 51 全球锌供需平衡 (万吨)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 52 全球锌消费领域比例



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

我们预测认为, 全球铅供应将在 2010 年出现缺口, 主要原因是中国将严控铅冶炼产能, 以避免铅中毒事件的再次发生。

表 3 全球铅供需情况及价格预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
全球供应量 (万吨)	701.80	763.90	802.02	816.70	868.92	847.20	859.90	881.40	902.56
y/y (%)	0.85	8.85	4.99	1.83	6.39	-2.50	1.50	2.50	2.40
全球需求量 (万吨)	726.20	776.80	805.73	837.71	865.40	843.77	865.70	889.94	911.30
y/y (%)	6.42	6.97	3.72	3.97	3.31	-2.50	2.60	2.80	2.40
全球供需平衡 (万吨)	-24.40	-12.90	-3.71	-21.01	3.52	3.43	-5.80	-8.54	-8.74
LME 价格预测 (美元/吨)	847.04	942.90	1281.64	2564.26	2090.76	1660.00	2450.00	2650.00	2700.00

资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

我们比较看好未来锌价的走势, 主要原因是未来全球汽车业将保持稳定增长, 发达国家汽车业低迷只是暂时现象, 长远看汽车业仍将具有较好的前景。

表 4 全球锌供需情况及价格预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
全球供应量 (万吨)	1037.00	1023.00	1065.98	1136.97	1155.27	1059.50	1145.50	1169.90	1235.00
y/y (%)		-1.35	4.20	6.66	1.61	-8.29	8.12	2.04	5.65
全球需求量 (万吨)	1030.00	1062.00	1088.58	1131.75	1139.40	1045.30	1135.80	1185.00	1256.00
y/y (%)		3.11	2.50	3.97	0.68	-8.26	8.66	4.33	5.99
全球供需平衡 (万吨)	7.00	-39.00	-22.60	5.22	15.87	14.20	9.70	-16.10	-21.00
LME 价格预测 (美元/吨)	1064.65	1394.42	3250.56	3246.75	1902.16	1660.00	2450.00	2605.00	2700.00

资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

3.4 小金属波动幅度较大

我们看好未来锡价的走势, 认为未来锡需求将不断回升, 主要原因是其下有行业——建筑行业、汽车行业以及电子行业将不断回升。锡主要用于马口铁、玻璃建材制造和电子焊料, 其中电子焊料用锡占比大概在 40%左右, 马口铁用锡占比大概在 20%, 玻璃建材用锡占比约 20%左右。电子产业的回升和快速增长, 将增加对锡的需求, 锡价将会有较大的上涨空间。

我们维持中期策略的观点, 认为镍需求趋势主要看全球不锈钢的生产与需求。我们认为, 全球不锈钢消费将会逐步回升, 产能利用率也将不断回升, 但是全球不锈钢产能增长进入了稳定发展周期, 不会出现快速发展态势, 因此镍价短期内很难回到历史高位, 但镍价仍有望维持在 13-16 万元/吨的价格水平。

3.5 贵金属仍将高位运行，但难以呈现上升趋势

我们认为，黄金价格与美元呈现较强的反向关系，但是黄金价格能否继续走高，目前还取决于美国对待美元走势以及黄金价格的态度，并不一定全部取决于市场预期。我们预测认为，由于美国目前正在寻求发行国债以及维护美元地位，在美国困难的时候，美国会极力平衡美元地位与美国经济之间的关系，美元短期内不会出现大幅贬值，也不会出现快速升值，因此黄金价格仍然没有走出高位波动周期。

另外，由于全球都在担心通货膨胀，黄金仍然具有较好的投资吸引力。我们认为，全球通货膨胀的预期过高，未来通胀预期的效果将更多的体现在其他商品价格方面，而黄金价格不会成为对冲通货膨胀的主要标的。因此，我们认为未来黄金价格将维持高位运行，上升幅度将更多的取决于对信用货币的担忧程度以及汇率的波动幅度。

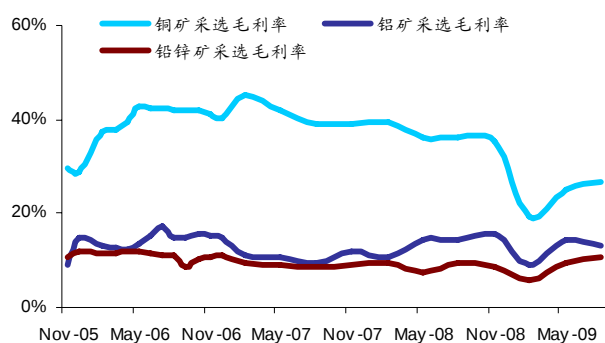
3.6 美元走势影响金属价格走势，但不是决定性因素

我们认为，美元汇率对金属价格走势产生影响，汇率波动与金属价格波动呈反向关系，但美元汇率不是决定金属价格走势的核心因素，只是起到推波助澜的作用。影响有色金属价格走势的核心因素是供需关系以及未来的预期，供需关系趋好时，金属价格将会上升，反之下跌。

4. 2010 年有色金属行业仍然具有较高的投资价值

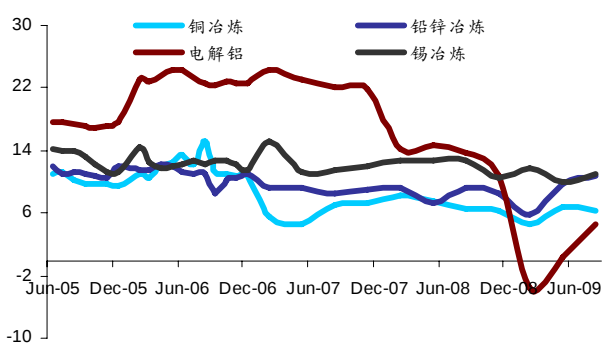
2009 年，有色金属板块走势强于大盘，金属价格回升幅度超出预期，有色金属企业也从年初的亏损状态逐渐转变为盈利。2009 年以来，有色金属板块是走势最强的板块，我们预测认为，2010 年有色金属板块的盈利能力将进一步提升，行业总体盈利将比 2009 年增长 40% 以上。

图 53 中国基本金属矿山开采毛利率走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 54 中国有色金属冶炼毛利率走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

我们认为，2010 年中国有色金属行业毛利率将继续提升，矿山开采行业毛利率上升幅度将较快，电解铝生产企业毛利率将恢复到 2007 年下半年的水平，但铜冶炼企业的毛利率将有所下降。

4.1 铜冶炼企业主要关注矿产资源自给率

在有色金属景气周期，矿产资源企业盈利能力较强，我们在 2010 年仍然看好矿产资源企业的盈利能力。我国铜冶炼企业铜矿自给率普遍较低。其中，铜陵有色铜矿产量最低，预计 2009 年铜矿产量在 5 万吨金属量左右；江西铜业铜矿产量最高，预计 2009 年可达到 17.5 万金属吨左右；云南铜业铜矿产量在“四矿一厂”注入以后，铜矿产量不断提高，预计 2009 年可达到 6 万金属吨左右。

表 5 铜冶炼公司铜矿自给率及阴极铜毛利率

企业	铜矿产量/冶炼产能	阴极铜综合毛利率 (%)			
		1H09	2009	1H2008	2007
云南铜业	13.00%	8.12	-7.24	3.32	5.19
江西铜业	18.00%	7.15	5.60	7.45	14.37
铜陵有色	6.00%	5.28	0.18	0.59	4.34

资料来源：WIND，海通证券研究所

从盈利能力角度看，铜矿自给率越高，铜冶炼企业盈利能力越强。2009 年上半年，由于云南铜业阴极铜产量只有 12.28 万吨，所以其铜矿自给率变相提高，预计 2009 年全年阴极铜毛利率将比上半年有所下降。江西铜业由于 2009 年铜冶炼产能的扩张，导致铜矿自给率下降，未来阴极铜毛利率上升难度较大。铜陵有色是铜矿自给率最低的企业，因此其阴极铜毛利率也最低，未来随着公司铜矿产量的增长，其冶炼毛利率有望上升。

4.2 电解铝企业盈利值得期待

电解铝企业在 2010 年将会获得较好的收益，电解铝价格的上升以及稳定的成本控制是电解铝行业获得较好收益的基础。电解铝企业一般电力成本相对固定，而氧化铝采购价格与电解铝价格挂钩，从而使得电解铝总体生产成本相对稳定。

表 6 电解铝上市公司各项指标

企业	毛利率 (%)											
	2003	1H04	2004	1H05	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
焦作万方	19.25	12.23	8.36	4.80	4.28	14.91	15.53	26.15	23.71	19.81	11.57	5.75
云铝股份	22.05	20.82	15.50	10.35	10.07	10.59	12.63	15.40	15.49	12.04	9.22	8.12
关铝股份	16.84	12.50	11.18	10.93	10.05	15.37	12.09	7.89	9.73	6.49	-0.91	-6.93
南山铝业	29.33	26.95	24.03	25.09	21.91	23.59	19.15	25.68	28.33	22.77	17.46	9.88
中孚实业	20.88	16.30	14.35	14.63	13.70	15.94	17.09	21.45	20.01	15.64	11.39	9.08
宁波富邦	12.18	13.74	12.72	11.07	9.69	8.59	7.32	5.12	5.61	6.33	2.47	10.87
新疆众和	37.99	35.92	38.18	33.27	35.00	36.88	36.05	33.72	32.37	34.31	30.67	28.31
企业	基本每股收益 (元)											
	2003	1H04	2004	1H05	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
焦作万方	0.30	0.10	0.08	-0.08	-0.25	0.26	0.57	0.78	1.42	0.88	0.69	0.02
云铝股份	0.45	0.14	0.35	0.12	0.26	0.16	0.57	0.30	0.57	0.14	0.07	-0.11
关铝股份	0.28	0.10	0.18	0.05	0.05	0.06	0.14	0.39	1.05	0.09	-0.76	-0.33
南山铝业	0.58	0.27	0.52	0.28	0.54	0.15	0.36	0.69	0.87	0.36	0.48	0.12
中孚实业	0.42	0.15	0.35	0.15	0.24	0.31	0.78	1.26	0.88	0.48	0.30	0.12
宁波富邦	0.33	0.10	0.18	0.06	0.08	0.03	0.06	0.01	0.03	0.01	-0.45	0.00
新疆众和	0.34	0.32	0.55	0.33	0.57	0.39	0.63	0.29	0.40	0.31	0.28	0.21
企业	净资产收益率 (%)											
	2003	1H04	2004	1H05	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
焦作万方	15.13	4.89	4.14	-3.86	-13.36	13.86	29.05	31.29	50.45	24.05	19.17	0.57
云铝股份	11.25	5.11	11.97	4.09	8.53	5.40	17.90	13.56	24.23	5.75	2.76	-4.17
关铝股份	10.51	3.44	6.32	1.82	1.60	2.09	4.56	12.26	29.96	3.13	-41.39	-25.35
南山铝业	10.14	4.52	8.46	4.38	8.14	3.76	7.61	10.70	19.99	5.95	7.80	1.83
中孚实业	10.61	4.83	10.60	4.26	6.65	7.91	18.97	21.83	33.79	13.33	8.52	3.44
宁波富邦	29.94	7.75	13.94	4.09	6.76	2.62	5.16	0.91	2.07	0.46	-35.89	0.45
新疆众和	12.42	10.11	17.09	9.05	14.93	9.44	16.55	9.15	21.31	9.10	8.50	4.15

资料来源：WIND，海通证券研究所

我们认为，焦作万方、中孚实业、南山铝业和新疆众和盈利能力较强。焦作万方和中孚实业是单纯的电解铝生产企业，每股所含的电解铝产能较大，拥有部分电力供应，因此业绩弹性比较大，在电解铝市场价格高的时候，其盈利能力就较强。南山铝业和新疆众和是铝产品深加工企业，由于其高附加值产品占比较大，盈利能力较强，因此这两

家企业盈利能力比较稳定，发展前景也比较看好。

4.3 铅锌冶炼企业主要看资源自给率

铅锌企业与铜冶炼企业一样，其盈利能力主要取决于资源自给率。我国铅锌冶炼企业比铜冶炼企业资源自给率高，但株冶集团和 ST 锌业没有矿山资源，这也是制约企业发展的最重要的因素。

表 7 铅锌上市公司各项指标

企业	毛利率 (%)											
	2003	1H04	2004	1H05	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
中金岭南	22.17	27.81	25.12	28.74	26.92	38.38	35.13	26.90	28.63	32.07	21.46	20.99
*ST 锌业	14.26	17.14	13.05	9.90	8.19	8.79	8.01	8.39	4.32	2.04	-3.36	9.57
中色股份	23.18	18.93	19.32	14.57	19.90	36.29	35.68	30.98	22.51	25.53	22.75	20.46
宏达股份	20.03	24.64	27.62	33.25	28.58	38.36	39.56	42.26	38.13	29.57	18.50	18.95
驰宏锌锗	21.55	30.77	29.33	29.27	31.31	34.37	34.00	35.00	34.68	23.12	22.22	20.74
豫光金铅	11.34	10.85	9.96	10.52	9.66	8.41	8.45	7.43	6.87	4.82	4.58	1.61
株冶集团	9.74	11.31	9.57	8.56	7.80	11.55	10.56	7.54	6.11	10.23	6.48	8.86
罗平锌电	24.96	—	27.60	—	24.20	20.21	14.30	12.79	13.89	5.50	1.61	15.99
西部矿业	33.81	—	34.52	34.39	25.87	35.89	35.49	45.20	36.25	20.95	12.06	7.43
企业	基本每股收益 (元)											
	2003	1H04	2004	1H05	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
中金岭南	0.14	0.15	0.32	0.28	0.64	0.67	1.86	0.87	1.65	0.59	0.39	0.10
*ST 锌业	0.07	0.06	0.07	0.04	0.01	0.15	0.22	0.11	-0.26	-0.18	-0.88	-0.05
中色股份	0.21	0.03	—	0.07	0.31	0.15	0.57	0.29	0.87	0.19	0.19	0.03
宏达股份	0.36	0.22	0.55	0.33	0.44	0.53	1.53	0.85	1.25	0.02	-0.57	0.07
驰宏锌锗	0.41	0.28	0.43	0.32	0.82	2.26	6.25	1.70	3.36	0.26	0.20	0.09
豫光金铅	0.26	0.26	0.42	0.18	0.38	0.24	0.62	0.33	0.70	0.38	0.27	0.10
株冶集团	0.18	0.18	0.21	0.09	0.17	0.49	1.00	0.38	0.16	0.18	0.04	0.03
罗平锌电	0.23	—	0.40	—	0.48	0.45	1.12	0.47	1.03	-0.04	-0.29	0.01
西部矿业	—	—	1.15	—	1.64	—	4.80	0.44	0.80	0.30	0.24	0.02
企业	净资产收益率 (%)											
	2003	1H04	2004	1H05	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
中金岭南	5.46	5.77	11.73	9.71	20.91	25.17	48.60	21.56	39.10	16.19	10.98	2.92
*ST 锌业	2.42	1.79	2.31	1.31	0.23	5.68	8.32	3.78	-9.84	-7.33	-42.78	-2.94
中色股份	8.15	1.31	13.37	3.72	15.44	7.64	26.20	11.66	32.25	6.63	6.45	1.21
宏达股份	6.41	4.15	12.32	15.42	20.41	20.19	48.95	21.36	22.36	0.39	-21.29	3.84
驰宏锌锗	19.55	8.49	14.98	8.22	19.76	41.88	67.77	28.08	48.75	7.40	5.65	3.05
豫光金铅	10.55	9.91	15.80	6.35	12.81	7.76	18.66	8.89	18.08	9.07	6.49	2.40
株冶集团	13.81	11.88	10.77	4.43	8.16	21.27	39.16	11.10	4.12	3.94	0.84	0.72
罗平锌电	12.37	—	20.12	—	21.45	17.55	43.82	12.33	26.07	-1.23	-10.27	0.37
西部矿业	46.12	—	39.94	—	38.17	28.69	72.09	28.80	26.92	7.10	5.65	0.46

资料来源：WIND，海通证券研究所

我们从上表中可以看到，拥有资源的企业其产品销售毛利率均较高，其中中金岭南、驰宏锌锗及中色股份的毛利率均保持在 20% 以上。我们认为，未来中金岭南和驰宏锌锗随着资源自给率的不断提高，其盈利能力将进一步加强。

4.4 重组将是 2010 年有色金属行业重头戏

我国有色金属行业目前已经进入了联合重组时期，近日，工信部印发了《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》（简称《方案》），对兼并重组提出了具体的要求。《方案》特别提出，2011 年之前，有色金属企业兼并重组取得新突破，重点培育 1-2 家具有国际竞争力、5-8 家在国内领先的大型企业集团，要充分发挥中铝、五矿、江铜、铜陵有色、湖南有色、豫光金铅、大冶有色等大型企业集团的主导作用。

表 8 具有重组和资产注入预期或已经发展相关事宜的公司

公司	收购资源	资产注入	并购	被并购
电解铝企业				
金马集团		□		
焦作万方				•
云铝股份	□	□		•
关铝股份		□		•
南山铝业	□			
中孚实业		□		
新疆众和				
中国铝业	□		▲	
铜企业				
铜陵有色	□	□	▲	•
云南铜业	□	□	▲	•
西部资源	□		▲	
鑫科材料	□	□		
江西铜业	□	□	▲	
铅锌企业				
中金岭南	□		▲	
*ST 锌业	□	□		
中色股份	□	□	▲	
宏达股份				
驰宏锌锗	□	□	▲	
豫光金铅				
株冶集团	□	□		•
罗平锌电				
西部矿业	□		▲	•
贵金属和小金属企业				
辰州矿业	□	□		•
紫金矿业	□		▲	
中金黄金	□	□	▲	
山东黄金	□	□	▲	
恒邦股份				•
锡业股份	□		▲	
包钢稀土				
吉恩镍业	□	□	▲	
宝钛股份				
贵研铂业	□	□		
厦门钨业			▲	
万好万家	□	□		
金钼股份			▲	

资料来源：WIND，海通证券研究所

我们认为，2010 年将会出现更多的有色金属企业资产注入或者资产收购等事宜，行业集中度将会不断的上升，企业投资价值将得到提升。我们看好国有大企业的重组能力，看好并购和资源收购之中出现的投资机会。综合来看，我们看好铜陵有色、云铝股份、中孚实业、西部资源、驰宏锌锗等公司的重组或资源收购前景。

5. 投资策略：看好铜、锌、锡和电解铝等生产企业

我们继续建议投资资源类企业，看好铜、锌、锡和电解铝价格。结合资源自给率 and 公司业绩对价格的弹性，我们建议投资铅锌资源企业、电解铝企业和锡资源企业，建议重点关注驰宏锌锗、中金岭南、西部矿业、焦作万方、中孚实业和锡业股份等。

公司篇

6. 驰宏锌锗 (600497): 快速资源扩张+冶炼产能提高

目前基本情况: 公司目前拥有 28 万吨的铅锌冶炼能力, 18 万吨的铅锌矿供应能力, 实际能够供应铅锌矿 16-17 万吨, 仍需一半左右的铅锌外购。公司曲靖冶炼厂目前拥有 10 万吨的电锌和 8 万吨的电铅冶炼能力, 会泽有 10 万吨的电锌生产能力。公司目前拥有会泽和昭通铅锌矿, 铅锌储量分别为 300 多万吨和 30 万吨左右, 昭通矿外推储量应该在 100 万吨以上。

未来发展计划: 目前公司会泽在建 16 万吨铅锌冶炼产能, 其中 10 万吨电锌和 6 万吨粗铅, 淘汰 10 万吨锌生产能力; 呼伦贝尔 20 万吨铅锌冶炼处于环评阶段, 其中 10 万吨的电锌和 10 万吨的电铅。

盈利预期: 我们认为, 未来铅锌价格将逐步上升, 公司 2009 年-2012 年铅锌产量 (包括锌合金) 将分别为 28 万吨、28 万吨、32 万吨和 35 万吨; 其他伴生金属产量变化不大。我们调整公司 2009-2011 年的每股收益 (摊薄) 为 0.35 元、0.65 元和 0.83 元。

或有事项: 公司目前矿产资源储量在 400 万吨左右, 未来呼伦贝尔探矿有望获得较好的结果, 呼伦贝尔资源储量有望在 200 万吨以上; 公司控股股东云南冶金集团总公司控股内蒙古新巴尔虎右旗荣达矿业, 该公司计划三年内金属储量增加到 260 吨以上, 未来该矿有可能向呼伦贝尔供应原料并有可能注入到上市公司; 公司前期增发收购云南金鼎锌业有限公司 40% 股权, 后来放弃收购, 但我们预期未来不排除重新启动收购步伐。

投资评级: 我们认为, 公司未来三年仍将在资源储量和冶炼能力方面呈现快速发展态势, 公司资源储量有望在三年内翻两倍, 而冶炼能力也将在三年的时间内增长一倍左右, 考虑到公司资源自给量提高, 公司盈利能力将不断提高, 我们给予“买入”评级。

7. 焦作万方 (000612): 电解铝+煤炭业务提升盈利能力

基本情况: 公司是中国铝业旗下在河南地区唯一一家电解铝生产企业, 目前拥有电解铝产能 42 万吨, 爱依斯万方电力有限公司 100% 股权。近期, 公司收购了赵国能源 30% 的股权。

盈利预期: 公司与中国铝业签订氧化铝供应长期合同, 价格为上海期货交易所 3 月期电解铝价格的 17%。电力采购主要来自于三部分: 一是公司自有电厂发电; 二是向协议电厂采购电力; 三是从公共电网上采购电力。我们认为, 公司电力成本将有所上升, 而氧化铝价格因为签订了长期协议, 所以氧化铝价格将随着电解铝价格波动, 公司电解铝产量稳定, 预测 2009-11 年每股收益为 0.51 元、1.25 元和 1.35 元。

投资评级: 我们认为, 公司的投资收益有可能超出我们的预期, 而电解铝业务增长有限, 未来公司如何发展还要看中国铝业的发展战略, 维持公司“买入”评级。

8. 西部材料 (002149): 业务突破将带动企业业绩快速提升

基本情况: 公司目前主要是四块业务: 钛材及其产业链、金属纤维和纤维毡、贵金属业务和难熔金属业务。公司目前已经基本形成熔炼—钛材—钛钢复合材料完善的产业链, 熔炼能力达到 5000 吨左右, 钛材生产能力也达到 5000 吨的产能, 钛钢复合材料达到 15000 吨的产能; 金属纤维及纤维毡是公司未来重点发展的业务之一, 其应用领域也在不断的扩张, 有望实现突破; 公司生产的贵金属材料主要为贵金属特种功能材料, 主要生产航空、航天微型密封继电器用银镁镍合金, 导航陀螺仪用铂钴永磁合金, 电厂、码头、舰艇等用的海、淡水防腐用铂/铌、铂/钛复合阳极材料等, 其中核电站反应堆控

制棒业务未来的发展前景广阔；公司难熔金属业务目前受国际经济危机，发展相对较慢，但随着经济好转，未来发展状况将逐步转好。

盈利预期及投资评级：公司是西北有色金属研究院旗下的上市公司，在有色金属材料研发领域中具有领先的地位，公司目前四项业务中的三项业务正处在扩张的关键时期，未来市场前景比较乐观。我们总体认为，公司目前正处于企业扩张的关键时期，未来盈利能力将不断提高，我们预测认为公司 2009-11 年 0.16 元、0.45 元和 1.05 元，给予公司“买入”评级，但是我们将积极关注公司新业务的突破，一旦获得较好的突破，公司的发展速度将超过我们的预期。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

杨红杰：有色金属行业分析师

重点研究上市公司：中国铝业、紫金矿业、南山铝业、云南铜业、株冶集团、宝钛股份、中金黄金、西部材料、包钢稀土、海亮股份。

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。每一种评级的含义分别为:

公司评级

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%。

行业评级

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。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

唐建伟
社会服务行业分析师
(021) 23219608
tangjw@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongwei@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(021) 23219397
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com