



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 3 月 24 日

金属及采掘

研究部

蔡宏宇 CFA, CAIA

联系人

caihy@cicc.com.cn

卢扬

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208080086

luyang@cicc.com.cn

李峥

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208100088

lizheng@cicc.com.cn

行业调研和业绩预览

二季度或有上涨, 下半年还看政策

行业近况:

我们的调研显示, 去年下半年的强劲投资、稳健的国内需求及出口的逐步复苏将支持金属需求在二季度有强劲的表现。与此同时, 伴随中国的宏观调控, 去年积累的隐性库存将逐步释放, 政策退出的不确定性亦将加剧金属市场的波动。在政策明朗之前, 金属股票仍将较大程度上受到市场担忧情绪的干扰, 但我们认为前期的大幅调整已部分反映了调控的负面影响, 而二季度金属股票上涨的概率大于下跌。预计 09 年年报部分公司可能低于市场预期, 如果股票因此回调, 短线投资者可以考虑交易性介入有色股。前瞻的看, 成本上升将是金属公司 2010 年盈利的一大风险。

估值与建议:

二季度铜铝价格有较大几率在发达国家再库存和中国强劲需求推动下走强, 而鉴于通胀依然温和及美元仍将区间震荡, 金价将维持区间性波动。下半年金属价格走势将取决于中国后续调控政策及 OECD 国家经济复苏的持续性。我们的调研显示中国交易所以外的库存尽管仍有部分等待消化, 但整体水平正在逐渐下降。另一方面, 金属加工商的订单较为饱满, 除与房地产相关的加工商略显谨慎之外, 大部分认为主要下游需求非常强劲。多数业内人士认为金属市场在 2010 年将会区间波动, 高点出现在二季度, 低点出现在三四季度, 主要风险来自过度调控及政策的不确定。

09 年年报我们将关注产量增长和成本变化对 10 年盈利的影响。考虑到政策的不确定性和金属价格的较大波动, 我们建议短线投资者采取交易性策略, 选择高敏感度及前期调整较大的股票来参与二季度可能的上涨。预计 09 年年报中金黄金、招金矿业业绩将基本符合市场预期, 而我们覆盖的其他公司可能由于成本上升的压力而有低于市场预期的风险。个股方面, 中铝将明显低于市场预期, 但铝基本面的短期改善和中铝较高的盈利弹性或将支持股票回调后在二季度的反弹; 敏感度来讲, 江铜和紫金对铜价的敏感度低于中铝对铝价的敏感度; 而招金的增长潜力和估值优势使其具有更高的安全边际。

随着需求旺季的到来, 金属类股票存在一定的上行机会, 但最终表现仍将受市场情绪影响。自 1 月 12 日上调准备金以来, 金属股在一个月之内大幅回调, 随后呈区间震荡。这与我们在调控出台后提示下行风险及在春节前认为有色股将小幅反弹并维持区间震荡的判断一致。如果投资者的担忧得以缓解并对经济复苏持续性的信心有所增强, 金属股票则有望在二季度上扬。目前的政策观察期内, 市场仍对短期央行再次上调准备金率甚至加息存在担忧, 同时也将密切关注三月份的房地产、通胀和信贷数据以判断政策走向。长期来看, 早而缓的调控将有助于防止经济过热。我们的基本假设是调控不会导致硬着陆, 在此前提下, 我们仍处于大的上行周期的中部位置, 尽管盘整持续时间较难判断, 金属股票在调整之后应会再次上行。

目前除江铜 A 和山东黄金 PE 估值较高, 介于历史中值与中值加一倍标差之间外, 我们覆盖的股票多数位于历史中值附近。对于金属股票的投资而言, 金属价格走势、宏观政策和盈利弹性比估值更重要 (因为不同金属价格假设将对应完全不同的盈利和估值)。铜铝价格随着旺季到来或将走强, 倘若过度担忧政策的市场情绪得以缓解, 中铝、江铜和紫金将有机会上扬。另外金价在二季度的催化剂有限, 只有产量增长或增长指引强于市场预期才有望推动黄金股上扬。

风险: 加息早于预期或过度调控将令金属类股票面临进一步下跌风险。

目录

2009 年以及 2010 年一季度业绩预览	3
金属基本面仍然稳健，2 季度还将继续向好，投资者需关注后续政策发展	8

图表目录

图表 1：中铝盈利敏感性分析	3
图表 2：有色股票业绩预览与原先及市场预期比较（部分券商盈利预测最近没有调整，造成共识有偏差）	4
图表 3：重点公司估值表	5
图表 4：目前用于盈利预测的金属价格假设较期货市场保守，因期货价格变化快而波动大	5
图表 5：1 月 12 日以来 A 股及 H 股有色公司股份表现（最大跌幅 A 股 20.4%，港股 33%）	5
图表 6：金属公司主要假设	6
图表 7：金属公司盈利对金属价格的敏感性	7
图表 8：金属公司估值与历史中值比较	7
图表 9：1~2 月新开工及销售面积增速依然强劲	8
图表 10：工业增加值及固定资产投资仍在高位运行	8
图表 11：SHFE 库存持续增加，较年初增加近 10 万吨，LME 库存 2 月下旬开始下降，最近略有上升	8
图表 12：铜库存开始从高位回落	9
图表 13：注销仓单占比显著回升	9
图表 14：通胀预期与黄金价格变动关系密切	9
图表 15：美元走势对金价通常程负相关	9
图表 16：全球金属公司估值表	10

2009 年以及 2010 年一季度业绩预览

H 股方面，我们建议短期投资者关注有色类股票在二季度的交易性机会，而长期投资者关注招金矿业、中国铝业以及紫金矿业。中国铝业作为国内电解铝的龙头企业，央企的身份使其在行业整合过程中享受巨大的政策优势，此外公司也积极向铜产业链扩展，这些都为公司的长期增长提供了坚实的基础。短期来看，紫金矿业的黄金业务发展有所放缓，但是铜板块的开拓为公司业绩增长提供了保障，而目前正在积极进行的海外资源收购，尽管在项目操作方面还存在一定的风险，但是海外扩张战略的尽早实施还是为公司长远的发展奠定了基石。与紫金相比，招金矿业作为纯黄金公司，其国内资源扩张策略具有更强的确定性和增长性。

A 股方面，如果市场情绪得到稳定，有色类股票或将在二季度迎来一波上涨行情。A 股有色类股票更多跟随大盘的走势，目前股市在经济增长与政策紧缩两股相反力量的作用下难以找到明确的方向，这种不确定性使得强周期的有色行业也难以走出目前的困境。尽管进入二季度，传统消费旺季的到来将给金属价格上涨提供动力，但是金属股票能否予以反映还需要更加明朗的政策预期。如果三月数据显示前期调控有所见效，市场对短期加息的预期将会减弱，支撑有色股票季节性上扬。黄金股方面，金价短期缺乏催化剂，市场对 2010 年的资产注入已经有所反映，所以股价的上涨需要超预期的增长来推动。

中国铝业 (H)：预计 09 年业绩低于市场预期，我们建议短期投资者在年报公布后的回调逢低吸纳，以抓住二季度股价的反弹机会，长期投资者也可予以关注。目前市场预计中铝 2009 年每股亏损 0.16 元 (0.17 港币)，然而我们根据 09 年 4 季度的铝价、煤价等上升情况，估算 4 季度中铝约盈利 3-5 分钱，合全年每股亏损 0.21-0.23 元 (0.24-0.26 港币)，较市场预测低 4-6 分钱。我们估计一季度强劲的铝价将推动中铝业绩继续好转，预计实现每股收益 0.08-0.10 元。2010 年随着经济不断恢复以及原材料价格上涨，中铝的成本增加将在很大程度上影响公司的业绩。我们在模型中纳入了 8% 的氧化铝成本上涨，及 6% 的电解铝成本上涨。由于煤价较高，直购电谈判将进展缓慢，即使最终合约期限超过一年，价格也将逐年敲定。我们假设 2010 年中铝的电费上升 1 分钱/千瓦时。鉴于我们对于铝价的假设比较保守 (RMB16,073/吨；USD0.92/磅) 以及中铝业绩对于铝价的高敏感度，如果 2010 年电解铝年均价达到当前现货水平 (USD1.02/磅，即 2250 美元/吨，相当于 RMB17,800/吨)，则中铝的业绩将较我们当前的预测高出 135% (从 0.23 元增至 0.54 元)，估值下降 57% (从 30.8x 降至 13.4x)。(中铝 A 在中金限制名录上，暂不提供盈利及投资评论)。

图表 1：中铝盈利敏感性分析

2010 年较 09 年 电费变动	2010 年 EPS	2010 年电解铝均价 (美元/吨)		
		2,030	2,204	2,424
上涨 0.5 分钱	0.23	0.48	0.79	
上涨 1.5 分钱	0.21	0.45	0.76	
上涨 2.5 分钱	0.18	0.43	0.74	
	基本情况			

资料来源：公司数据，中金公司研究部。

长期来看，中铝的央企身份使其具备海外扩张的实力和优势，其坚持保障上游资源的战略将有助于提升公司的自给率和盈利能力，同时坚持该策略也有利于业务领域多样化。此外，公司最近提出了三年重组计划以降低成本，如果未来能够出台具体措施及执行办法也将对提升公司的盈利能力起到正面作用。

江西铜业 (A+H)：预计 09 年业绩略低于市场预期，套期保值业务存在不确定性。如果股票年报后下跌，可以逢低吸纳以参与二季度的行情。预计公司 09 年净利润将在 24 个亿左右，折合每股收益 0.8 元 (0.91HKD)，略低于市场和原先我们 0.86~0.87 元的预期 (0.97-0.98HKD)。我们判断主要原因包括：上海铜价较伦敦铜价由溢价变为折价造成进口铜精矿由盈利变为亏损，进入 3 季度以来钼等副产品的价格回落，以及套期保值业务带来的不确定性。预计公司 2010 年一季度实现每股收益 0.26 元 (0.30HKD) 左右，同比增加 4.2 倍，主要受益于金属价格的显著回升。

今后两年，德兴矿的扩建将帮助公司矿产铜产量由 09 年的 16.7 万吨提升至 20 万吨。11 年之后的增长主要来源于阿富汗艾娜克铜矿，目前该项目进展顺利，已进入全面设计阶段并开始进行矿体外部剥离，预计将于 11 年底前投产，首期年产量达 18 万吨铜，待第二期完成后，铜年产量将增至 32 万吨。项目全部完成将给公司新增权益产量 8 万吨，提高幅度达到 40% (相比 2011 年)。H 股方面，目前公司 10 年 PE 为 11 倍，与历史中值 10 倍的水平相比下跌空间不大，我们建议长期投资者可以择机介入。A 股方面，对应 10 年 PE 为 28 倍，高于 22.4 倍的历史中值，估值仍然缺乏一定吸引力，但二季度铜价的波段性上涨可能会提供交易性机会。

紫金矿业 (A+H)：预计 09 年业绩低于市场预期，公司当前估值优势明显，具备长期增长实力，建议长期投资者逢低介入。公布的业绩快报显示 09 年公司净利润同比增长 15% 以上，合净利润约 35—36 亿元之间，折合每股收益 0.25—0.26 元 (0.28-0.30HKD)，这一结果较市场以及我们原先 0.28 元 (0.32HKD) 的每股收益预期低 10% 左右。我们判断这一差距主要来自公司通常会在年终计提较多的单季度难以分摊的管理费用，加上今年公司进行了较多的对内整合和对外收购，因此在业务拓展、财务顾问等方面的支出也会增加不少，此外公司销售规模的增长也增加了在期货保值方面损益增加的可能性。预计公司 2010 年一季度实现每股收益 0.09 元 (0.10HKD) 左右，同比增长 42%，受益于金属价格的显著回升以及矿产铜产量的增长。

展望未来，由于基数较大以及已有项目规模较小，因此我们预计紫金矿业今后两年矿产金年均增速将维持在 10% 附近，更多的增长将来自铜业务的发展，未来 3~5 年，矿产铜产量将在紫金山金铜矿以及黑龙江多宝山项目建成的帮助下从目前的 8.4 万吨增长到 15 万吨以上，年复合增长率接近 20%。长远来看，公司积极的海外并购（收购菲律宾的 Indophil Resources 等）将给公司未来的增长带来持久动力。目前公司的估值优势明显，H 股 10 年 PE 仅为 15 倍，处于国内外黄金公司估值的低端，我们建议长期投资者利用目前的估值折价逢低介入。A 股方面，10 年 PE 为 23 倍，处于国内黄金股估值的最低端，尽管短线投资者认为近期增长有限，但有耐心的价值投资者也可以逢低介入。

中金黄金：09 年业绩可能符合市场预期，估值处于黄金公司高端，建议长期投资者逢低持有。预计公司 2009 年每股收益与市场预计的 0.54 元一致，好于我们原先预计的 0.51 元。由于金价和铜价的显著回升以及矿产金产量的大幅提升，我们预计公司 2010 年一季度实现每股收益 0.34~0.36 元，同比大幅增长 3.6~3.9 倍。今年公司将在 09 年新收购矿山以及原有矿山产量扩建的基础上取得产量快速增长，预计矿产金将由 09 年的 13 吨提高至 20 吨以上，同比增速达到 50%。目前公司 10 年 PE 为 45 倍，与历史中值 44 倍的水平相比下跌空间十分有限，我们认为短期缺乏催化剂，但长期投资者可以逢低介入。

山东黄金：09 年业绩已经公布，由于成本上升而低于市场预期，与上一周期相比当前估值偏高。公司 2009 年实现每股收益仅为 1.05 元，低于市场预期的 1.28 元，其中矿产金成本高出预期是业绩低于预期的最主要原因。由于未来资产注入进程存在的不确定性以及已有矿山开采难度进一步加大使得管理层给出的 10 年自产黄金计划仅为 18.2 吨，同比仅增长 3%，低于我们原先 20 吨产量以及 15% 增速的预测。基于谨慎的原则，我们根据新的产量指引以及调高后的成本下调 10 年的盈利预测至 1.58 元，下调幅度为 13%。由于金价的同比上升以及矿产金产量的增长，我们预计公司 10 年 1 季度实现每股收益 0.34~0.35 元，同比增长 55~60%。目前公司 10 年 PE 为 44 倍，处于 A 股黄金公司的高端及历史中值加一倍标差的位置。长期而言，在高通胀、高金价的环境下山金将有较好的表现。我们认为看好黄金并有耐心长期持有的投资者需要可逢低介入，但目前估值已部分反映资产注入的可能，而短期上涨催化剂有限。

招金矿业：预计 09 年业绩基本符合市场预期，受益于稳健良好的扩张和纯黄金的特性，我们认为虽然短期金价将程震荡局势，中期来看公司股价仍将在产量增长和通胀的推动下有一定的上升空间。我们预计产量、成本等情况与我们的预期差距不大，09 年净利润将在 7 亿元左右，折合每股收益 0.49 元 (0.55 港币)，与我们及市场的预期基本一致。前瞻的看，公司积极参与国内黄金资源的整合，未来几年矿产金年均增速有望接近 20%。目前公司 10 年 PE 仅为 22 倍，已经跌至与历史中值减 0.5 个标准差的水平，也略低于国际可比公司的平均水平。我们认为公司良好的成长性以及纯黄金的属性将使得公司的投资价值逐步体现，中长期价值性投资者也可以介入。

图表 2：有色股票业绩预览与原先及市场预期比较（部分券商盈利预测最近没有调整，造成共识有偏差）

A股 (人民币) H股 (港币)	2009				2010				业绩公告日期	1Q10	
	此次业绩预览	CICC原先预期	市场预期	差距	CICC	YoY	市场预期	差距		EPS	YoY
中国铝业H	-0.17	-0.14	-0.17	0.0%	0.27	n.a	0.44	-38.6%	2010-3-26	0.09	n.a
紫金矿业A	0.25	0.28	0.28	-9.3%	0.36	42%	0.36	0.0%	2010-3-30	0.09	43%
紫金矿业H	0.28	0.32	0.31	-8.4%	0.42	42%	0.43	-2.3%	2010-3-30	0.10	43%
江西铜业A	0.80	0.87	0.86	-7.0%	1.25	56%	1.28	-2.3%	2010-3-30	0.26	418%
江西铜业H	0.91	0.98	0.96	-5.3%	1.45	56%	1.50	-3.3%	2010-3-30	0.30	418%
招金矿业	0.55	0.55	0.56	-1.8%	0.71	29%	0.79	-10.1%	2010-3-26	n.a	n.a
中金黄金	0.54	0.51	0.54	0.0%	1.09	102%	0.88	23.9%	2010-4-26	0.34	366%
*山东黄金	1.05	1.22	1.28	-18.0%	1.58	50%	1.80	-12.2%	2010-3-17	0.34	56%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部，注：业绩是在当天收盘之后公布；*山东黄金 2009 年的业绩为真实值。

图表 3: 重点公司估值表

彭博代码	评级	2010-03-20 收盘价	货币	上市 空间	市值 百万元	YTD表现	3M成交量 百万股	P/B(x)	P/E(x)	EV/EBITDA(x)	EBITDA Margin	ROE	Net Debt/Equity	BPS	EPS	EPS增长率
								2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E
指数																
上证综指	SHCOMP INDEX	3067.8			17,452,370	-6%	9,617	2.6 2.0	17.8 14.9							
香港恒生指数	HSCEI INDEX	12262.4			4,144,097	-4%	2,026	2.0 1.8	12.8 10.9							
基本金属																
中国铝业H	2600.HK	审慎推荐	8.4	港币	26%	113,606	-2%	45	1.9 1.7	n.a. 30.8	44.2 14.4	11% 18%	-3% 6%	82% 84%	4.45 4.80	-0.14 0.27 n.a. n.a.
目标价			10.6	港币					2.4 2.2	n.a. 38.8	33.6 10.9					
中国铝业A	601600.CH	限制*	13.7	人民币		184,609	-6%	21	3.5 3.3	n.a. 58.1	51.5 16.7				3.94 4.13	-0.13 0.23 n.a. n.a.
江西铜业H	358.HK	审慎推荐	16.8	港币	37%	50,905	-8%	20	2.0 1.7	17.2 11.6	15.8 10.7	10% 11%	12% 15%	36% 35%	8.44 9.70	0.98 1.45 16% 48%
目标价			23.0	港币					2.7 2.4	23.5 15.9	13.7 9.5					
江西铜业A	600362.CH	审慎推荐	35.7	人民币		107,855	-11%	10	4.8 4.3	41.2 28.6	17.8 12.4				7.47 8.34	0.87 1.25 15% 44%
黄金																
紫金矿业H	2899.HK	审慎推荐	6.5	港币	31%	94,228	-13%	29	4.6 3.9	20.4 15.4	13.9 11.2	34% 37%	22% 25%	-5% -9%	1.42 1.66	0.32 0.42 34% 33%
目标价			8.5	港币					6.0 5.1	26.8 20.2	14.7 12.0					
紫金矿业A	601899.CH	审慎推荐	8.3	人民币		121,129	-14%	67	6.7 5.8	29.9 23.0	15.6 12.7				1.25 1.43	0.28 0.36 32% 30%
招金矿业	1818.HK	审慎推荐	15.6	港币	13%	22,736	1%	2	4.2 3.7	28.3 22.1	14.4 12.1	44% 42%	16% 18%	-17% -15%	3.74 4.27	0.55 0.71 34% 28%
目标价			17.6	港币					4.7 4.1	31.9 24.9	17.7 15.0					
中金黄金	600489.CH	审慎推荐	49.6	人民币		39,238	-15%	6	9.4 8.4	97.7 45.7	34.4 21.6	7% 10%	10% 18%	9% 10%	5.29 5.94	0.51 1.09 -16% 114%
山东黄金	600547.CH	审慎推荐	70.4	人民币		50,078	-12%	8	16.9 12.6	67.0 44.5	33.8 26.5	7% 8%	29% 32%	19% -6%	4.15 5.60	1.05 1.58 36% 49%

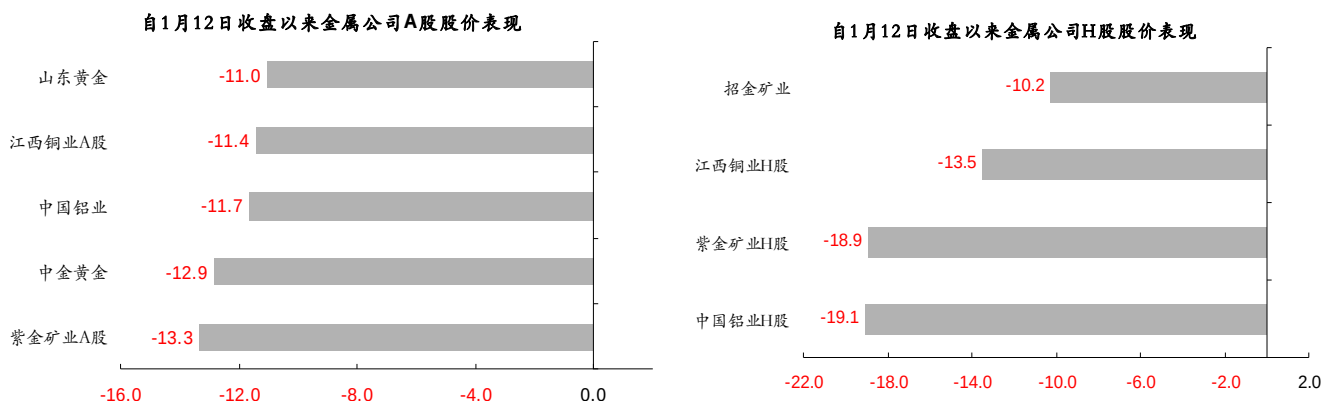
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 4: 目前用于盈利预测的金属价格假设较期货市场保守, 因期货价格变化快而波动大

商品	CICC			市场预期		差距	
	现价	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
黄金 (美元/盎司)	1106	1100	1200	1110	1121	-0.9%	7.0%
铜 (美元/吨)	7435	6850	7150	7407	7463	-7.5%	-4.2%
铝 (美元/吨)	2258	2030	2230	2258	2366	-10.1%	-5.7%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 5: 1月12日以来A股及H股有色公司股份表现 (最大跌幅A股 20.4%, 港股 33%)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 6：金属公司主要假设

中国铝业	氧化铝板块	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
	平均价格 (元/吨, 含增值税)	3,442	3,128	2,371	2,781	2,891	-9%	-24%	17%	4%
	平均价格 (元/吨, 不含增值税)	2,942	2,673	2,026	2,377	2,471	-9%	-24%	17%	4%
	平均价格 (美元/吨)	387	385	297	362	387	-1%	-23%	22%	7%
	销售量 (百万吨)	10.3	9.7	8.7	9.7	11.6	-5%	-11%	11%	19%
	对外销售量 (百万吨)	4.0	3.2	2.0	2.9	3.5	-20%	-38%	42%	22%
	主营业务成本 (人民币/吨)	1,200	2,050	1,850	2,000	2,160	71%	-10%	8%	8%
	主营业务成本 (美元/吨)	158	295	271	304	339	87%	-8%	12%	11%
	电解铝板块	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
	平均价格 (元/吨, 含增值税)	19,546	17,248	13,901	16,635	17,656	-12%	-19%	20%	6%
	平均价格 (元/吨, 不含增值税)	16,706	14,742	11,881	14,218	15,091	-12%	-19%	20%	6%
	江西铜业	平均价格 (美元/吨)	2,638	2,572	1,672	2,030	2,230	-3%	-35%	21%
平均价格 (美元/磅)		1.20	1.17	0.76	0.92	1.01	-3%	-35%	21%	10%
销售量 (百万吨)		3.0	3.1	3.2	3.7	4.0	4%	3%	16%	8%
主营业务成本 (人民币/吨)		14,496	15,294	11,200	11,920	12,600	6%	-27%	6%	6%
主营业务成本 (美元/吨)		1,906	2,200	1,640	1,814	1,975	15%	-25%	11%	9%
净利润 (百万元)		10,753	9	-1,735	3,176	4,012	-100%	n.a.	n.a.	26%
阴极铜		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
平均价格 (元/吨, 含增值税)		62,200	54,856	42,576	54,235	56,349	-12%	-22%	27%	4%
平均价格 (元/吨, 不含增值税)		53,162	46,885	36,390	46,355	48,161	-12%	-22%	27%	4%
平均价格 (美元/吨)		6,990	6,746	5,328	7,056	7,550	-3%	-21%	32%	7%
产量 (千吨)		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
阴极铜		500	702	780	820	850	40%	11%	5%	4%
铜精矿	154	159	167	180	200	3%	5%	8%	11%	
自给率	40%	27%	25%	25%	27%					
铜材	450	491	500	500	500	9%	2%	0%	0%	
净利润 (百万元)	4,534	2,285	2,620	3,766	4,046	-50%	15%	44%	7%	
紫金矿业	黄金价格	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
	黄金(元/克)	170	196	214	233	222	15%	9%	9%	-5%
	黄金(美元/盎司)	697	872	972	1,100	1,080	25%	12%	13%	-2%
	电解铜(元/吨)	62,669	55,484	41,953	53,708	54,428	-11%	-24%	28%	1%
	铜精矿(元/吨)	52,093	46,500	39,613	51,368	51,971	-11%	-15%	30%	1%
	产量(吨)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
	矿产金	24.8	28.5	31.2	33.6	38.5	15%	10%	8%	15%
	加工金	26.1	28.8	45.7	46.6	47.5	11%	58%	2%	2%
	自给率	49%	50%	41%	42%	45%				
	矿产铜	49,072	61,408	83,915	97,253	116,084	25%	37%	16%	19%
	单位现金成本	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
	矿产金(元/克)	46	59	52	57	61	28%	-13%	11%	7%
矿产铜(元/吨)	10,523	10,942	8,754	9,016	9,287	4%	-20%	3%	3%	
净利润(百万元)	2,548	3,066	4,057	5,275	5,333	20%	32%	30%	1%	
中金黄金	黄金	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
	平均销售价格(元/克)	170	196	214	233	222	15%	9%	9%	-5%
	平均销售价格(美元/盎司)	697	872	972	1,100	1,080	25%	12%	13%	-2%
	产量(千克)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
	金锭	67,476	67,430	73,880	86,000	90,000	0%	10%	16%	5%
	矿产金	4,680	11,630	13,000	20,000	24,000	149%	12%	54%	20%
	自给率	7%	17%	18%	23%	27%				
	单位现金成本(元/克)	88	95	93	100	106	8%	-2%	8%	6%
	净利润(百万元)	417	479	401	859	1,025	15%	-16%	114%	19%
山东黄金	黄金	2007	2008	2009A	2010E	2011E	2008	2009A	2010E	2011E
	平均销售价格(元/克)	167	196	214	233	222	17%	9%	9%	-5%
	平均销售价格(美元/盎司)	697	872	972	1,100	1,080	25%	12%	13%	-2%
	产量(千克)	2007	2008	2009A	2010E	2011E	2008	2009A	2010E	2011E
	金锭	53,508	101,050	107,235	112,964	121,977	89%	6%	5%	8%
	矿产金	6,150	15,550	17,460	18,700	23,000	153%	12%	7%	23%
	自给率	11%	15%	16%	17%	19%				
	单位现金成本(元/克)	68	72	76	86	91	6%	6%	13%	6%
净利润(百万元)	193	637	746	1,124	1,116	230%	17%	51%	-1%	
招金矿业	黄金	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
	平均销售价格(元/克)	170	196	214	233	222	15%	10%	9%	-5%
	平均销售价格(美元/盎司)	697	872	972	1,100	1,080	25%	12%	13%	-2%
	产量(千克)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
	矿产金	6,296	7,753	9,924	11,710	13,818	23%	28%	18%	18%
	外购金	2,082	2,072	2,383	2,621	3,014	0%	15%	10%	15%
	自给率	75%	79%	81%	82%	82%				
	单位现金成本(元/克)	68	74	72	81	86	9%	-3%	13%	6%
净利润(百万元)	388	534	710	885	919	37%	33%	25%	4%	

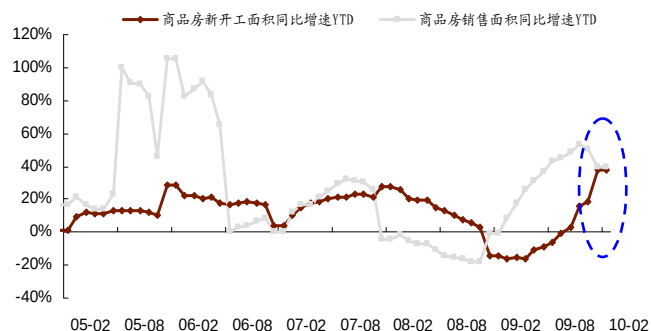
图表 7: 金属公司盈利对金属价格的敏感性

铝价						铜价							
美元/吨			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE	美元/吨			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE
中国铝业 A股		1725.5	-15.0%	-0.19	-182.0%	-70.8	中国铝业 H股		1725.5	-15.0%	-0.22	-182.0%	-37.5
		1827.0	-10.0%	-0.05	-121.4%	-271.9			1827.0	-10.0%	-0.06	-121.4%	-143.9
		1928.5	-5.0%	0.09	-60.7%	147.8			1928.5	-5.0%	0.11	-60.7%	78.2
	基本假设	2030.0	0.0%	0.23	0.0%	58.1		基本假设	2030.0	0.0%	0.27	0.0%	30.7
		2131.5	5.0%	0.38	60.7%	36.2			2131.5	5.0%	0.44	60.7%	19.1
	现价	2233.0	10.0%	0.52	121.4%	26.2		现价	2233.0	10.0%	0.60	121.4%	13.9
		2334.5	15.0%	0.66	182.0%	20.6			2334.5	15.0%	0.77	182.0%	10.9
		2436.0	20.0%	0.81	242.7%	17.0			2436.0	20.0%	0.94	242.7%	9.0
铜价			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE	铜价			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE
江西铜业 A股		5480.0	-20.0%	0.88	-29.7%	40.7	江西铜业 H股		5480.0	-20.0%	1.02	-29.7%	16.5
		6165.0	-10.0%	1.06	-14.8%	33.6			6165.0	-10.0%	1.23	-14.8%	13.7
		6507.5	-5.0%	1.15	-7.4%	30.9			6507.5	-5.0%	1.34	-7.4%	12.6
	基本假设	6850.0	0.0%	1.25	0.0%	28.6		基本假设	6850.0	0.0%	1.45	0.0%	11.6
		7192.5	5.0%	1.34	7.4%	26.7			7192.5	5.0%	1.56	7.4%	10.8
	现价	7435.0	8.5%	1.39	11.4%	25.7		现价	7435.0	8.5%	1.61	11.4%	10.4
		7877.5	15.0%	1.52	22.3%	23.4			7877.5	15.0%	1.77	22.3%	9.5
		8220.0	20.0%	1.62	29.7%	22.1			8220.0	20.0%	1.88	29.7%	9.0
金价			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE	金价			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE
紫金矿业 A股		935.0	-15.0%	0.32	-12.7%	26.3	紫金矿业 H股		935.0	-15.0%	0.37	-12.7%	17.6
		990.0	-10.0%	0.33	-8.4%	25.1			990.0	-10.0%	0.39	-8.4%	16.8
		1045.0	-5.0%	0.35	-4.2%	24.0			1045.0	-5.0%	0.40	-4.2%	16.0
	基本假设	1100.0	0.0%	0.36	0.0%	23.0		基本假设	1100.0	0.0%	0.42	0.0%	15.4
	现价	1110.0	0.9%	0.37	0.8%	22.8		现价	1110.0	0.9%	0.43	0.8%	15.2
		1210.0	10.0%	0.39	8.4%	21.2			1210.0	10.0%	0.46	8.4%	14.2
		1265.0	15.0%	0.41	12.7%	20.4			1265.0	15.0%	0.48	12.7%	13.6
		1320.0	20.0%	0.42	16.9%	19.6			1320.0	20.0%	0.49	16.9%	13.1
金价			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE	金价			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE
中金黄金		935.0	-15.0%	0.72	-33.8%	69.0	山东黄金		935.0	-15.0%	0.93	-41.2%	75.7
		990.0	-10.0%	0.84	-22.6%	59.0			990.0	-10.0%	1.15	-27.5%	61.4
		1045.0	-5.0%	0.96	-11.3%	51.5			1045.0	-5.0%	1.36	-13.7%	51.6
	基本假设	1100.0	0.0%	1.09	0.0%	45.7		基本假设	1100.0	0.0%	1.58	0.0%	44.5
	现价	1110.0	0.9%	1.11	2.1%	44.8		现价	1110.0	0.9%	1.62	2.5%	43.5
		1210.0	10.0%	1.33	22.6%	37.3			1210.0	10.0%	2.01	27.5%	34.9
		1265.0	15.0%	1.45	33.8%	34.1			1265.0	15.0%	2.23	41.2%	31.5
		1320.0	20.0%	1.58	45.1%	31.5			1320.0	20.0%	2.45	54.9%	28.7
金价			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE	金价			% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE
招金矿业		935.0	-15.0%	0.50	-29.0%	31.1	招金矿业		935.0	-15.0%	0.50	-29.0%	31.1
		990.0	-10.0%	0.57	-19.3%	27.4			990.0	-10.0%	0.57	-19.3%	27.4
		1045.0	-5.0%	0.64	-9.7%	24.5			1045.0	-5.0%	0.64	-9.7%	24.5
	基本假设	1100.0	0.0%	0.71	0.0%	22.1		基本假设	1100.0	0.0%	0.71	0.0%	22.1
	现价	1110.0	0.9%	0.72	1.8%	21.7		现价	1110.0	0.9%	0.72	1.8%	21.7
		1210.0	10.0%	0.84	19.3%	18.5			1210.0	10.0%	0.84	19.3%	18.5
		1265.0	15.0%	0.91	29.0%	17.1			1265.0	15.0%	0.91	29.0%	17.1
		1320.0	20.0%	0.98	38.6%	15.9			1320.0	20.0%	0.98	38.6%	15.9

金属基本面仍然稳健，2 季度还将继续向好，投资者需关注后续政策发展

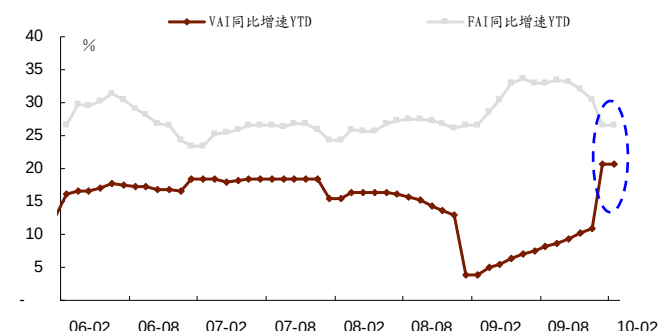
调控进入观察期，基本面仍然稳健，需关注后续政策发展。二月的经济数据表明中国的经济增长势头仍然较为强劲，房地产销售及新开工接近 38% 的同比增速表明三四线城市的刚性需求仍然旺盛，同时前不久公布的国土部 19 条也显示出政府通过监管土地供应及出让来增加保障及自主性住房比例以抑制房价的决心。虽然 FAI 及 VAI 增速有所放缓，但是房价增速仍然较快而 CPI 也高于市场预期，说明前期调控仅仅略有成效。市场会密切关注三月的 CPI 及房价走势以判断后续调控的力度。海外方面，OECD 国家补库存的进程正在进行，预计上半年能够提供对金属需求的支撑，但下半年需求是否能够保持还要视各国复苏情况及退出政策取向而定。

图表 9：1~2 月新开工及销售面积增速依然强劲



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 10：工业增加值及固定资产投资仍在高位运行

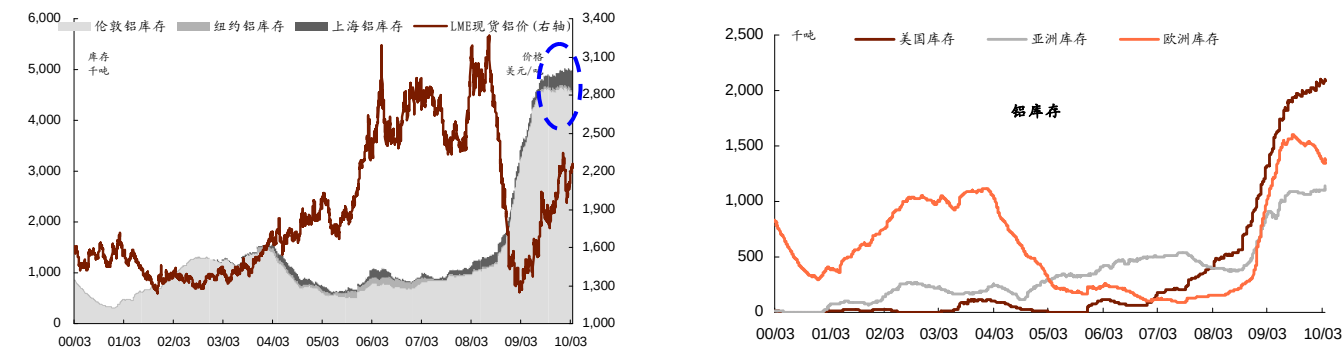


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

在全球需求不断恢复、国内新增电解铝产能增速放缓以及海外铝厂复产相对缓慢的情况下，铝的基本面将逐步改善。二季度的需求旺季以及国内房地产供应量的增加将为铝价打开一定的上升空间，而原材料价格的上涨（如煤炭、氧化铝等）也将支撑铝价震荡的区间下限。当然，下半年更多复产和质押融资库存释放的影响将会抑制铝价进一步上升，但如果中国调控没有引起地产投资大幅放缓，需求仍将保持强劲，部分抵消上述负面因素的影响。

- 从海外市场来看，二月下旬以来 LME 库存整体下降，尽管上周 LME 铝库存略微上升，但我们认为下降的总体趋势没有改变。此外，最近新加坡和日本的现货溢价水平达到 02 年以来的历史高位，美国的现货溢价也在攀升，显示海外市场的铝现货市场趋于紧张，使得铝库存未来有进一步下降的可能。尽管海外铝复产较慢，但是最近也有一些新增供给值得注意，比如俄铝最近宣布重启了一些闲置产能。
- 国内电解铝市场供求关系相对海外市场宽松，上海期货交易所的铝库存已上升至 37 万吨，较年初增加 7.3 万吨。随着中国对投资电解铝企业的热情逐渐减弱，我们认为未来几年中国电解铝新增产能增速将放缓，改善国内电解铝过剩的状况。需求方面，一季度国内铝加工商的铝板带（主要用于汽车）订单良好，而型材（主要用于房地产）则相对谨慎，我们认为二季度旺季的到来以及房地产市场增加供给政策的逐渐明朗将进一步拉升电解铝的需求。

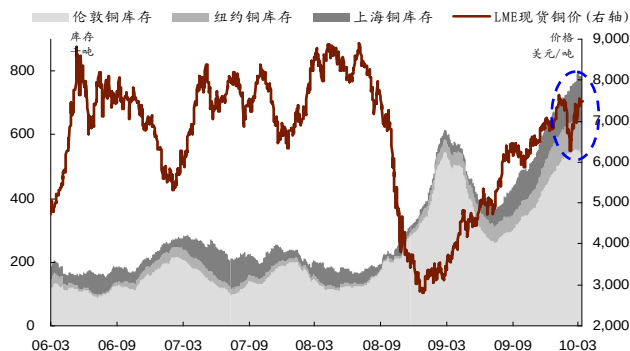
图表 11：SHFE 库存持续增加，较年初增加近 10 万吨，LME 库存 2 月下旬开始下降，最近略有上升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

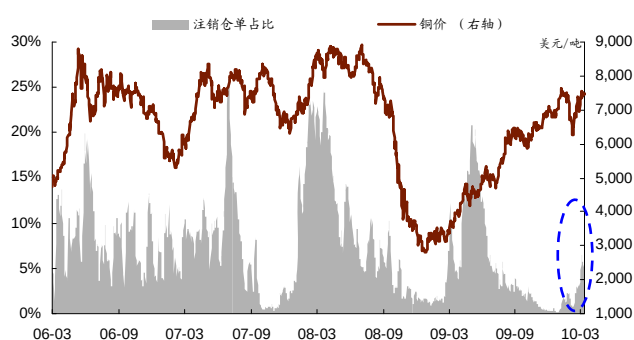
基本面不断改善为铜价上涨提供有利支撑。春节过后，下游行业消费逐渐转旺，推动铜的基本面不断转好。伦敦和中国的库存3月以来已经从高位开始回落，注销仓单更是大幅走高，从2月初的不到1%提升至5%的水平，新加坡、上海铜的贸易升水也不断回升，种种迹象都表明铜的需求开始稳步回升。最新公布的中国2月份未锻造铜及铜材进口从上个月的29.2万吨上升至32.2万吨，高于市场预期，反映了中国铜需求淡季不淡。我们的调研也表明铜加工商的订单饱满，下游需求健康。由于智利地震带来的运输问题对铜供应的负面影响有限，到四月份才会略有体现，届时恰逢铜的传统消费旺季，中国地区的供需紧张将有所加剧，导致库存继续下降，为铜价走强提供了一定的基础。

图表 12: 铜库存开始从高位回落



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

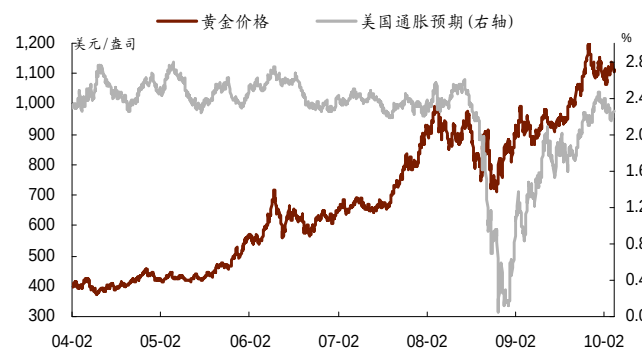
图表 13: 注销仓单占比显著回升



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

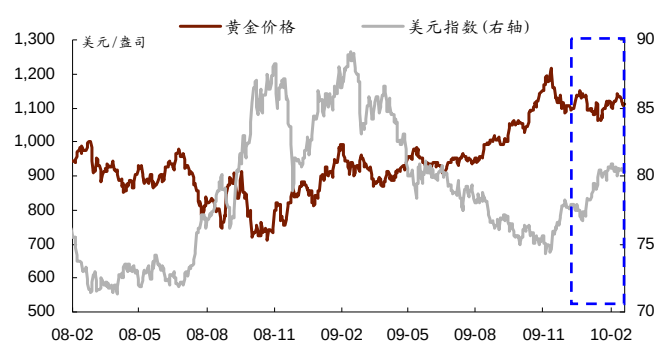
黄金价格将在美元以及通胀共同作用下保持高位振荡走势。年初以来，美国的经济复苏强于欧洲，加之欧洲债务危机的影响，美元指数不断走强，从年初的77.8升至目前80.8，涨幅接近4%。尽管美元走强对金价造成一定压力，但欧洲债务危机引发的避险情绪支持黄金价格于1100美元附近高位振荡。我们认为短期内美元指数仍将以震荡局势为主，如果未来欧洲债务危机逐渐缓解以及看空欧元的单边投机逐渐获利了结，美元可能会受到一定的下行压力。受制于高失业率、低产能利用率的影响，今年大规模通胀难以到来，加上如果政府提前紧缩，那么黄金涨幅将受到抑制。总体而言，今年黄金将在美元区间波动以及温和通胀的帮助下维持高位振荡走势。长远来看，通胀渐升及央行增储将支撑金价。

图表 14: 通胀预期与黄金价格变动关系密切



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 15: 美元走势对金价通常程负相关



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 16：全球金属公司估值表

公司名称	股票代码	货币单位	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			ROE		
			2010-3-20	(百万美元)	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
国际综合公司																
CVRD	VALE5 BZ	雷亚尔	46.80	150,881	15.0	10.5	7.7	2.7	2.4	2.4	9.8	7.5	5.9	16.0	18.0	20.5
BHP Billiton	BHP AU	澳元	43.20	205,196	19.3	13.6	11.7	5.0	4.0	3.2	9.0	6.6	6.0	27.7	32.5	29.1
Rio Tinto	RIO LN	英镑	36.70	126,382	19.9	10.6	8.7	2.5	2.0	1.7	13.4	7.6	6.5	15.1	22.3	21.9
Xstrata plc	XTA LN	英镑	11.43	50,432	68.6	9.4	7.3	1.5	1.3	1.1	9.2	5.7	4.7	2.4	14.9	17.4
Anglo American PLC	AAL LN	英镑	26.64	52,652	19.8	11.2	8.1	2.0	1.7	1.4	14.6	6.4	5.1	10.5	16.2	18.2
Vedanta Resources	VED LN	英镑	26.22	10,667	21.1	8.7	5.8	2.8	2.2	1.6	8.0	4.0	2.8	15.8	31.0	36.4
平均					24.9	11.9	9.7	2.6	2.2	1.9	10.6	7.1	6.0	14.8	20.3	21.3
铝（国际）																
Alcoa	AA US	美元	14.26	14,549	n.a.	16.8	11.4	1.1	1.1	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	-9.6	4.9	7.2
National Aluminum	NACL IN	印度卢比	403.45	5,714	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Hindalco Industries	HNDL IN	印度卢比	175.60	7,385	17.6	12.8	11.3	n.a.	n.a.	n.a.	9.1	7.6	7.0	10.3	11.5	12.8
Century Aluminum	CENX US	美元	14.32	1,325	n.a.	16.8	15.2	1.2	1.1	1.0	n.a.	6.6	8.5	-20.1	8.5	10.1
Alumina LTD	AWC AU	澳元	1.74	3,876	n.a.	18.3	13.8	1.2	1.3	1.2	n.a.	11.3	10.5	-0.9	7.2	8.0
平均					17.6	16.2	12.9	1.2	1.2	1.1	9.1	8.5	8.7	-5.1	8.0	9.5
铜（国际）																
Antofagasta PLC	ANTO LN	英镑	9.97	14,749	22.1	12.9	8.3	2.8	2.8	2.3	8.6	5.4	3.6	12.6	20.3	25.5
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	墨西哥比索	31.81	19,677	21.2	11.5	9.3	3.6	3.2	2.5	9.4	5.8	4.4	17.7	27.6	30.2
Southern Copper	SCCO US	美元	30.75	26,138	28.2	16.2	11.6	7.0	6.0	5.2	14.7	9.4	7.1	25.6	36.0	40.7
Sterlite Industries	STLT IN	印度卢比	824.50	15,229	18.3	11.4	8.9	1.8	1.6	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	11.7	15.2	16.4
Freeport Mcmoran C&G FCX US		美元	78.51	33,804	12.9	10.0	9.1	5.4	3.0	2.2	5.4	4.5	4.3	60.8	56.8	57.8
FIRST QUANTUM	FM CN	加元	89.28	7,063	14.5	7.6	6.6	2.9	2.3	1.7	6.9	4.0	3.5	24.2	29.2	25.8
平均					19.5	11.6	9.0	3.9	3.1	2.5	9.0	5.8	4.6	25.4	30.8	32.8
黄金（国际）																
北美																
Barrick Gold	ABX CN	加元	40.14	38,840	n.a.	14.6	14.0	2.6	2.3	2.0	12.0	8.3	8.0	-28.2	14.2	14.7
Kinross Gold	K CN	加元	18.20	12,455	40.4	27.0	23.8	2.3	2.1	1.9	11.6	10.6	9.9	6.0	7.8	9.1
Agnico-Eagle	AEM CN	加元	58.50	9,011	n.a.	28.7	22.2	3.3	3.1	2.7	47.2	13.1	10.7	3.3	9.3	13.2
Goldcorp	GG US	美元	38.87	28,662	31.3	22.7	20.1	1.8	1.6	1.5	14.6	11.7	11.2	28.9	63.0	8.9
IAMGold	IMG CN	加元	14.50	5,259	45.3	19.5	14.3	2.2	2.0	1.7	13.5	9.5	7.3	5.6	9.1	12.4
Eldorado Gold	ELD CN	加元	12.91	6,827	49.7	33.4	17.5	4.2	3.1	2.5	50.6	18.9	11.1	26.4	6.9	11.4
Royal Gold	RGLD US	美元	48.01	2,024	51.7	31.2	29.8	2.0	1.9	1.8	15.5	11.3	10.7	4.6	n.a.	n.a.
Newmont Mining	NEM US	美元	50.76	24,923	19.1	14.5	13.0	2.3	2.0	1.7	7.5	6.4	6.3	14.4	14.8	12.2
Buenaventura	BVN US	美元	31.52	8,688	10.8	10.9	10.9	3.2	2.7	2.4	n.a.	n.a.	n.a.	27.1	24.0	23.5
Yamana Gold Inc	AUY US	美元	10.18	7,466	14.2	14.1	14.1	1.0	1.0	0.9	8.0	7.8	6.9	6.9	8.1	9.2
平均					32.8	21.7	18.0	2.5	2.2	1.9	20.0	10.8	9.1	9.5	17.5	12.7
南非																
AngloGold Ashanti	ANG SJ	南非兰特	283.50	14,004	n.a.	15.4	12.3	4.8	3.3	2.7	n.a.	7.5	6.5	-12.4	22.5	24.7
Gold Fields	GFI SJ	南非兰特	91.20	8,771	14.7	10.0	10.4	1.4	1.2	1.1	5.4	4.3	4.5	9.3	11.0	9.0
Harmony Gold	HAR SJ	南非兰特	71.10	4,131	24.0	13.1	11.8	1.0	0.9	0.9	8.7	5.8	5.3	4.1	6.0	5.5
平均					19.4	12.8	11.5	2.4	1.8	1.6	7.0	5.9	5.4	0.3	13.1	13.1
镍																
MMC Norilsk Nickel	GMKN RU	美元	175.00	33,360	19.2	10.6	10.0	2.4	2.0	1.7	10.1	6.9	6.3	14.8	22.4	20.2
PT Inco Indonesia	INCO IJ	印尼卢比	4275.00	4,664	27.6	19.6	15.6	2.9	2.7	2.4	8.0	9.9	8.4	24.7	14.4	16.7
平均					23.4	15.1	12.8	2.7	2.3	2.1	9.0	8.4	7.3	19.7	18.4	18.4

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。