

报告日期：2010年03月31日

“机会之窗”逐渐开启

——有色金属行业2010年2季度投资策略

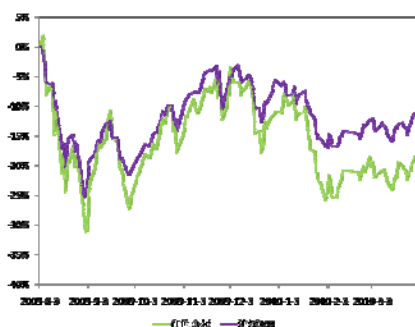
行业评级：

有色金属行业 推 荐

重点公司评级：

江西铜业	增	持
锡业股份	增	持
中金岭南	增	持
焦作万方	增	持
中孚实业	增	持

行业指数走势



相关报告

流动性充裕&需求回暖，推动业绩与估值齐升
——有色金属行业2010年年投资策略

在需求、流动性、估值之间寻找平衡
——有色金属行业2009年下半年投资策略

有色金属行业研究员

姓名：化定奇

执业编号：S0990209090064

Email: Huadq@vsun.com

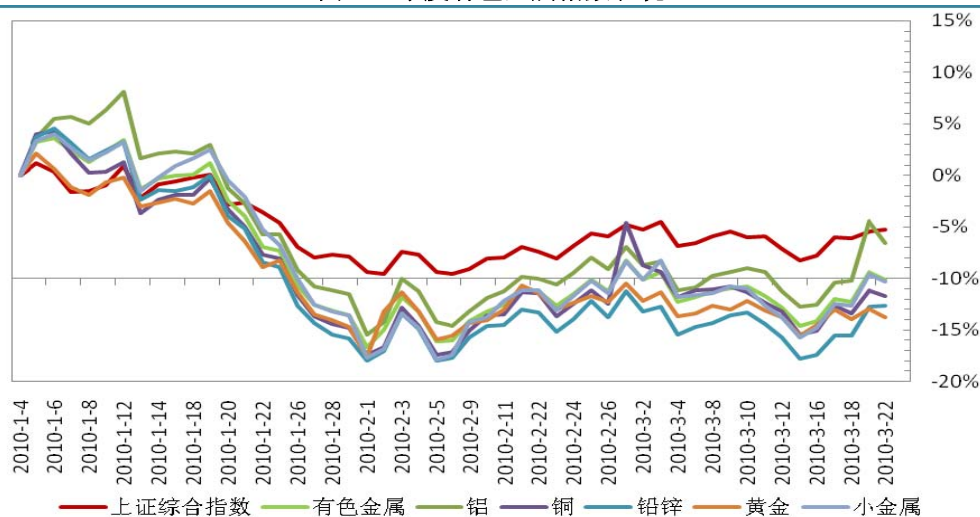
报告概要：

- ◇ **一季度股价低位徘徊，金属价格表现强势。**今年一季度，大盘弱势调整，有色金属板块跟随大盘在低位徘徊。而同期有色金属的价格则表现比较强劲，维持在高位震荡。有色金属股价何时能走出目前徘徊的局面？基本面、流动性和市场面的因素或许缺一不可。
- ◇ **金属基本面有望持续好转。**（1）中国方面：国内房地产投资逐渐恢复，与中央和地方政府的固定资产投资相比，房地产的产业链延伸更长，房地产投资的启动，将能够带动家电、家具、装修等一系列下游产品的销售，从而更加有效地提升有色金属的需求。（2）发达国家方面：滞后指标-失业率出现企稳确认经济复苏；目前发达国家产能利用率和库存还处于低位，未来产能利用率上升及补库存行为的继续，也有助全球金属需求的恢复。所以总体来说，全球经济逐渐正常化，将推动有色金属基本面持续改善。
- ◇ **流动性收缩“量变”开始，宽裕局面“质变”为时尚早。**今年全球的流动性面临各国政府退出刺激政策的局面。但是今年流动性的收缩是在去年史无前例的季度宽松的流动性基础上开始收缩的，今年全球仍将保持一个宽松的流动性环境。而且从历史的经验来看，流动性的收缩对于金属价格的影响是一个由量变到质变的过程。也就是说，刚开始一两次的流动性收缩政策仅仅会产生短期的影响，并不会改变金属价格的趋势。只有在积累到一定程度时，才会促使金属价格趋势的转变，而现在仅仅是流动性收缩“量变”的开始。
- ◇ **金属价格有望维持强势，行业估值回归合理。**随着有色金属基本面的改善以及充裕流动性局面的延续，2010年金属价格有望保持强势。我们跟踪的宏观经济指标和流动性的指标目前均保持有利于金属价格的态势。在目前的金属价格水平上，有色金属行业的盈利能力得到很大的恢复。随着2010年1季报的公布，预期有色板块的PE（TTM）估值将降低到35倍，动态PE在25-30倍左右。
- ◇ **有色板块的“机会之窗”逐渐开启。**（1）趋势性上涨基础已备，尚需等待A股市场回暖。金属基本面逐渐改善、流动性充裕局面延续以及金属价格有望维持强势等因素，使得有色金属板块的趋势性上涨的基础已经齐备。但有色金属作为高周期性的行业，有色金属指数的涨跌主要受系统性因素的影响非常大，所以目前来看，但有色金属若要摆脱目前低迷的走势，必须依赖大盘行情的转暖，走出独立的趋势性行情的概率不大。（2）阶段性机会可期待。有色金属行业的盈利水平的波动非常剧烈，这经常会导致在财务报表披露日，行业的静态PE估值出现跳跃式的上升或下降。统计的结果来看，当PE估值出现跳跃式的降低时：若处于上升周期中，有色金属板块上升的空间得到进一步提升；若处于下降周期中，有色金属板块也会出现一波反弹的行情，上升的空间与PE估值降低的程度有较大的关系。随着2010年1季报的公布，预期有色板块的PE（TTM）估值将降低到35倍，静态PE（TTM）估值下降幅度达到50%左右。按照历史经验来看，即使市场依然处于徘徊阶段，有色板块的阶段性行情还是值得期待。
- ◇ **投资机会建议。**自上而下来看，从各个金属品种的基本情况的对比情况，我们建议重点关注铜板块和锡板块，重点公司为：江西铜业（600362）、锡业股份（000960）；自下而上来看，我们建议关注业绩弹性较大的中孚实业（600595）、焦作万方（000612）以及中金岭南（000060）。

一、有色股价低位徘徊，金属价格高位震荡

今年一季度，大盘弱势调整，有色金属板块跟随大盘在低位徘徊。一季度（截止到3月22日），有色金属行业整体涨幅为-10.1%，而同期上证综指涨幅为-5.2%。各细分板块中，铝子板块表现最强，同期涨幅为-6.5%；小金属板块同期涨幅-10.2%；铜板块同期涨幅为-11.7%；铅锌板块同期涨幅为-12.6%；黄金板块同期涨幅为13.7%。

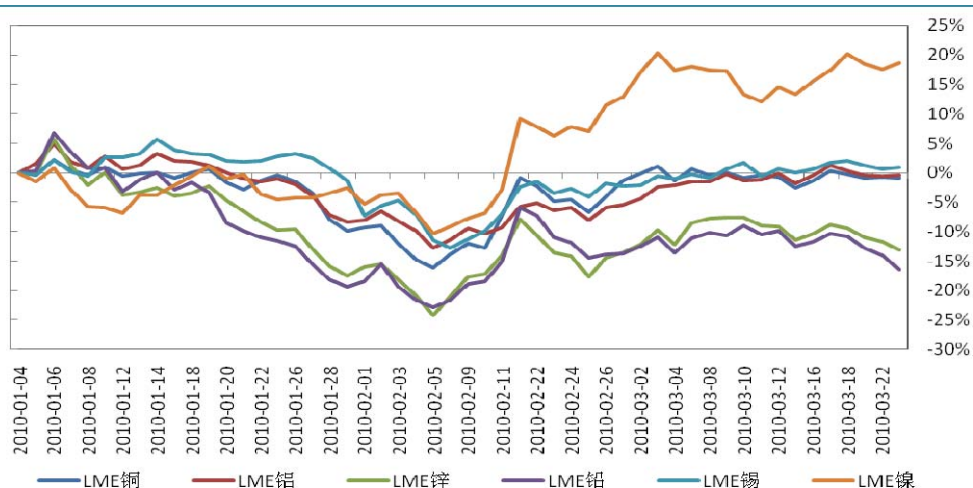
图1：1季度有色金属指数表现



资料来源：Wind，英大证券

而同期有色金属的价格则表现比较强劲，维持在高位震荡。今年一季度（截止到3月22日），金属价格表现明显强于金属行业指数，其中LME铝一季度涨幅为-0.44%、LME铜一季度涨幅为-0.80%、LME铅一季度涨幅为-16.09%、LME锌一季度涨幅为-12.84%、LME锡一季度涨幅为1.73%、LME镍一季度涨幅为18.71%。

图2：1季度有色金属价格表现



资料来源：Wind，英大证券

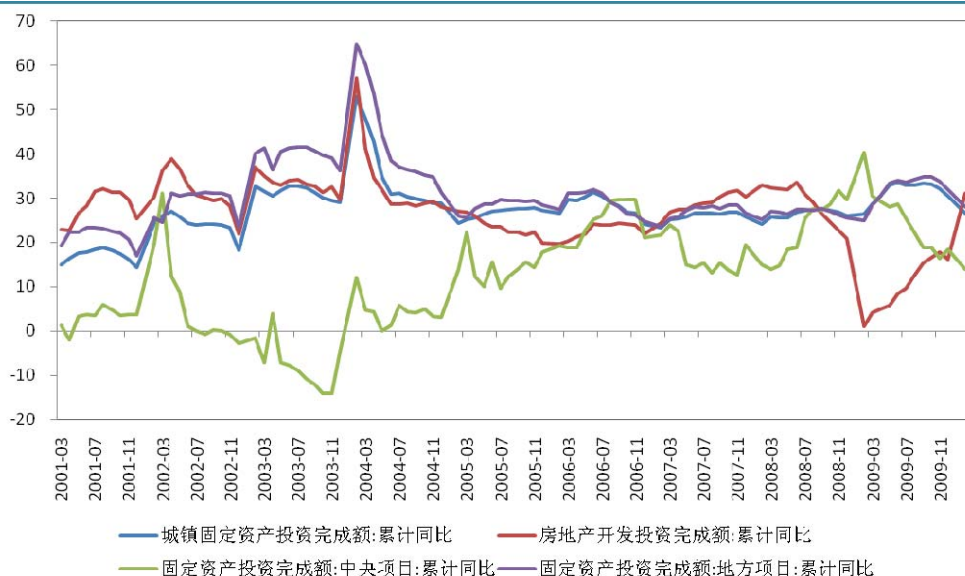
有色金属股价何时能走出目前徘徊的局面？基本面、流动面和市场面的因素或许缺一不可。

二、金属基本面有望持续好转

1、中国：房地产投资增长能更有效地拉动金属消费

2009年国家大规模的经济刺激措施，特别是中央和地方政府的固定资产投资的增长，使得我国的经济成功实现V型反转。伴随着经济的企稳，以房地产为代表

的民间投资逐步恢复。国家统计局公布的最新数据显示，今年1-2月，全国完成房地产开发投资3144亿元，同比增长30.1%，超过同期城镇固定资产投资26.6%的增幅。房地产开发投资中，商品住宅投资表现更为抢眼，1-2月完成投资2233亿元，同比增长32.8%。与中央和地方政府的固定资产投资相比，房地产的产业链延伸更长，房地产投资的启动，将能够带动家电、家具、装修等一系列下游产品的销售，从而更加有效地提升有色金属的需求。

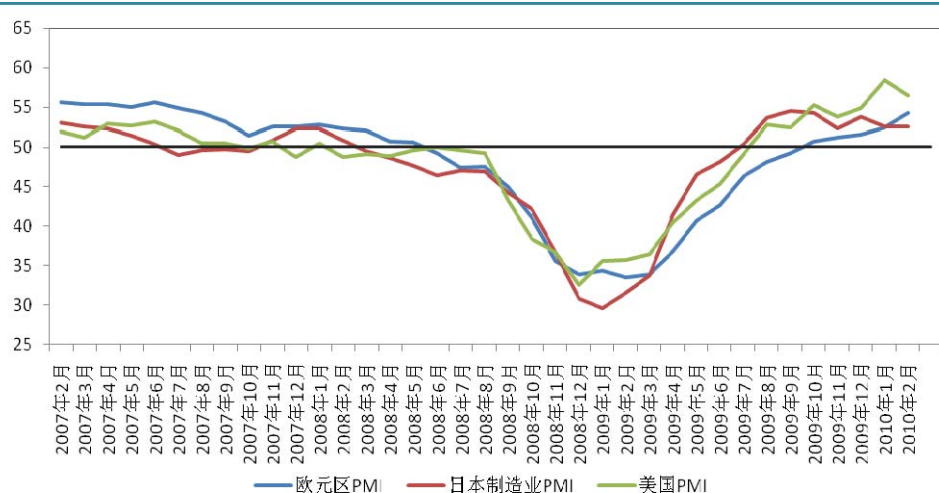
图3：我固定资产投资增速情况


资料来源：Wind，英大证券

2、欧美：经济复苏持续，金属需求改善

（1）领先指标维持向好趋势，滞后指标确认欧美经济复苏

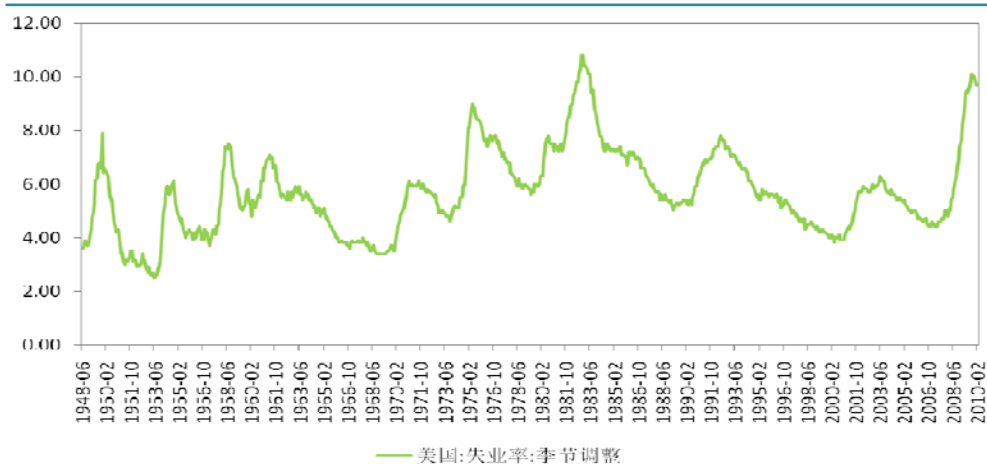
海外需求也将随着各国经济的逐步复苏而好转。目前领先指标维持向好趋势，主要发达国家的PMI指数仍维持在50以上，其中美国PMI已连续7个月保持在50以上，欧元区27国PMI连续5个月保持在50以上，日本PMI已连续8个月保持在50以上，表明主要发达国家的制造业仍处于良性复苏中。

图4：发达国家的PMI指数


资料来源：Wind，英大证券

美国的失业率出现见顶回落的迹象。据美国劳工部最新统计数据，美国2月失业率为9.7%，与1月份持平；自2009年10月份的创出10.1%的高点之后，美国的失业率出现见顶的迹象。目前多数经济学家预计，美国就业人口最早有望将自3月份开始实现增长。历史的数据显示，失业率是经济体系的滞后指标，失业率的见顶回落，进一步确认了美国的经济复苏。

图5：美国失业率见顶回落

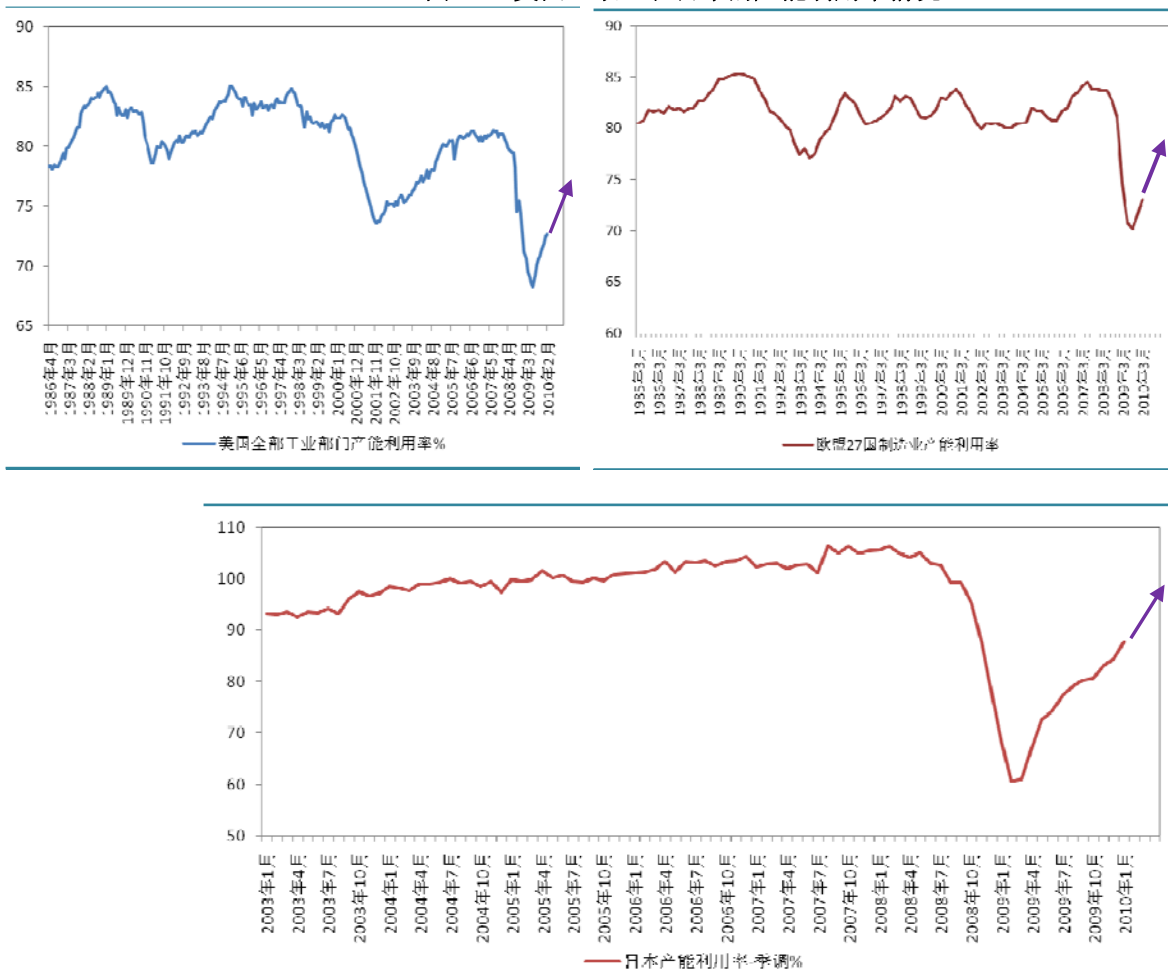


资料来源：Wind，英大证券

（2）发达国家产能恢复和补库存行为延续，有助提振金属海外需求

目前，欧美等发达国家的产能利用率仍处于历史的低位水平，其中欧盟27国制造业的产能利用率仅为73.1%，危机发生前的平均水平为81.85%；日本产能利用率仅为87.6%，危机发生前的平均水平为99.8%；美国全部工业部门产能利用率为72.65%、危机发生前的平均水平为80.8%。随着全球经济的复苏，发达国家的产能利用率将逐渐回归到平均水平，从而使得欧美国家的金属需求得以提振。

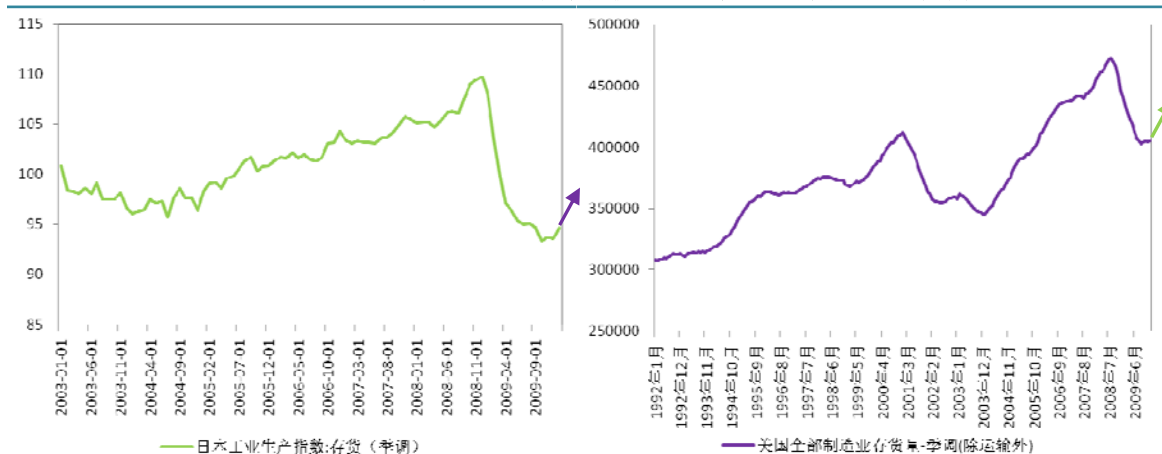
图6-8：美国、欧盟和日本的产能利用率情况



资料来源：Wind，英大证券

目前来看，美国、日本的库存仍处于较低的水平。我们判断2、3季度，发达国家的补库存行为仍将持续，从而稳定金属的需求。

图9：美国、日本库存仍处于低位，补库存行为将持续



资料来源：Wind，英大证券

结论：伴随着我国经济刺激，2009年中国的房价快速恢复到危机之前的水平。高房价导致房地产开发投资增速快速上升，这有助于拉动下游建材、家电的消费，从而增加金属的需求。发达国家方面，目前产能利用率和库存还处于低位，未来产能利用率上升及补库存行为的继续，也有助全球金属需求的恢复。所以总体来说，全球经济逐渐正常化，将推动有色金属基本面持续改善。

三、流动性收缩“量变”开始，宽裕局面“质变”为时尚早

随着全球经济的逐步恢复，各国政府为刺激经济而注入经济体的大量流动性有可能引发的通货膨胀成为各国政府关注的焦点。目前各个国家流动性收缩的举措已经逐步展开。

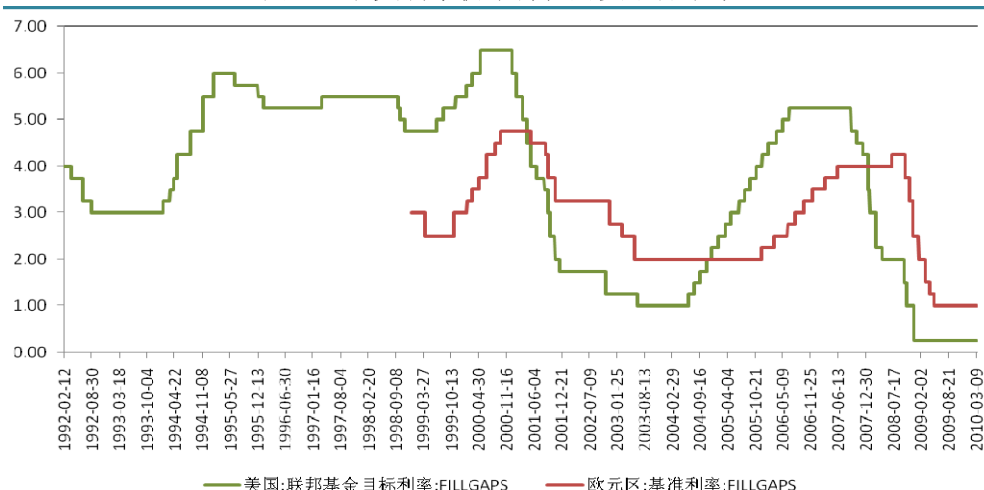
表1：主要国家流动性收缩政策一览

1	2009年8月24日，以色列央行行长费舍尔宣布将该国基准利率上调25个基点至0.75%，这是全球金融危机爆发以来第一个宣布加息的央行
2	2009年10月6日，澳大利亚央行突然宣布加息25个基点，成为金融海啸后首个加息的20国集团（G20）成员
3	2009年10月27日，印度央行宣布上调金融机构法定流动性比率
4	2009年10月28日，挪威央行宣布将基准利率上调25个基点，至1.25%，成为金融危机爆发以来首个宣布加息的欧洲国家
5	2009年11月3日，澳大利亚央行宣布，将基准利率再提升25个基点至3.5%
6	2009年11月23日，以色列央行宣布二次加息，从2009年12月份起，主导利率提高25个基点，由0.75%上调至1%
7	2009年11月25日，越南央行将指标利率从7%调升至8%
8	2009年12月1日，澳大利亚中央银行把基准利率上调25个基点至3.75%
9	2010年1月12日，中国人民银行宣布于1月18日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
10	2010年2月19日，美联储宣布将银行紧急借贷利率-贴现率由0.5%上调至0.75%。
11	2010年2月25日起，中国人民银行再次上调存款准备金率50个基点。
12	2010年3月2日，澳大利亚宣布提高利率0.25%至4%，这是澳央行在此轮收紧周期中第四次上调利率
13	2010年3月19日，印度央行上调回购利率（或称关键贷款利率）至5.00%，同时上调反向回购利率（或称关键借款利率）至3.50%

资料来源：Wind，英大证券

作为全球流动性根源的美国，目前美联储在3月的货币政策会议上宣布，将在“较长时间”维持超低利率，目前市场预期美联储加息的时点可能在3季度左右。

图10：欧美利率仍维持在历史最低水平



资料来源：Wind，英大证券

总体来看，今年全球的流动性面临各国政府退出刺激政策的局面。但是今年流动性的收缩是在去年史无前例的季度宽松的流动性基础上开始收缩的，今年全球仍将保持一个宽松的流动性环境。

而且从历史的经验来看，流动性的收缩对于金属价格的影响是一个由量变到质变的过程。也就是说，刚开始一两次的流动性收缩政策仅仅会产生短期的影响，并不会改变金属价格的趋势。只有在积累到一定程度时，才会促使金属价格趋势的转变，而现在仅仅是流动性收缩“量变”的开始。

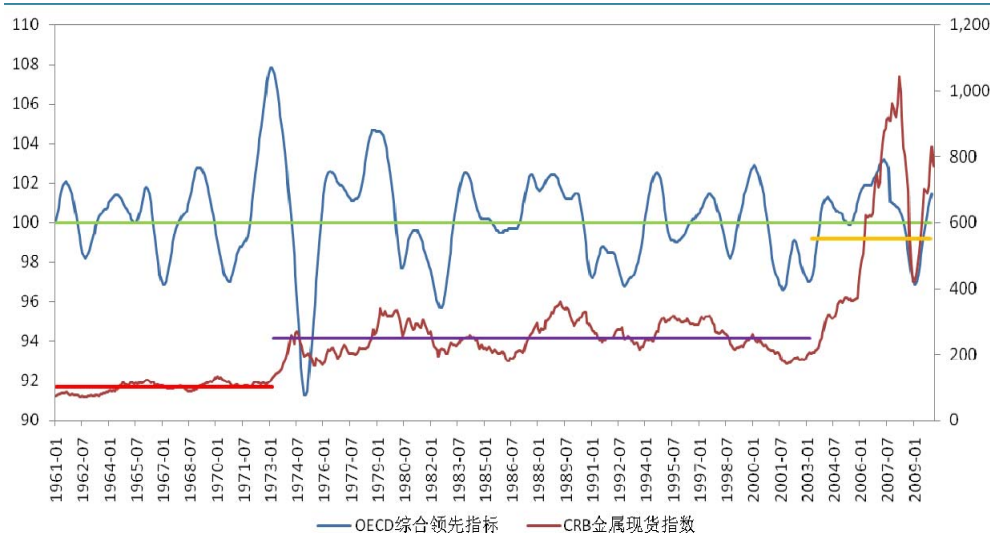
四、金属价格维持强势，行业估值回归合理

1、2010年金属价格有望继续保持强势

随着有色金属基本面的改善以及充裕流动性局面的延续，2010年金属价格有望保持强势。我们跟踪宏观经济指标——OECD综合领先指标与CRB金属价格之间的关系，以及流动性的指标——伦敦美元同业拆借利率（LIBOR）与CRB金属价格之间的关系的结果显示，金属价格有望保持强势。

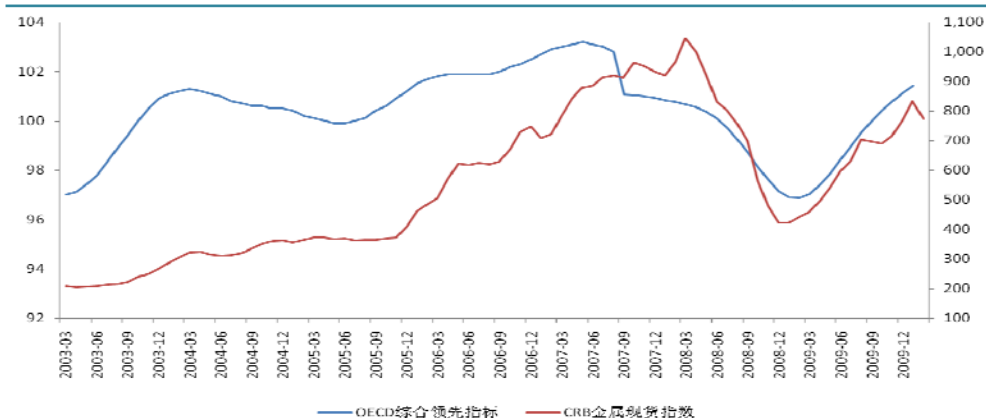
OECD综合领先指标是CRB金属指数非常可靠的领先指标。平均来看，OECD综合领先指标领先CRB金属指数的时间大致为4.5个月左右。3月5日发布的OECD 1月份综合领先指标升至103.6，高于去年12月份的102.8，显示该指标仍处于上升阶段，尚未出现回落迹象。

图11：OECD综合领先指标与CRB金属指数走势图（1961年-至今）



资料来源：Wind，英大证券

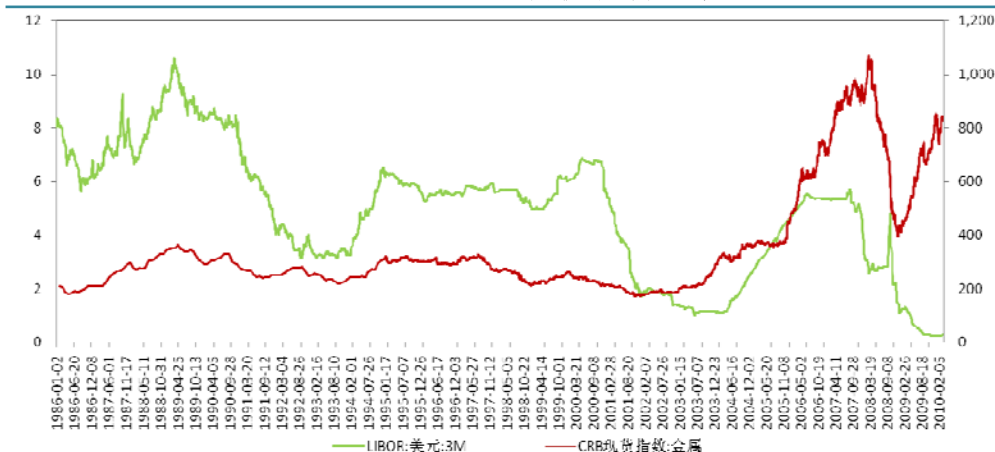
图12: OECD综合领先指标与CRB金属指数走势图(2003年-至今)



资料来源: Wind, 英大证券

伦敦美元同业拆借利率(LIBOR)最为衡量全球主要经济体之间的流动性指标,与CRB金属指数之间的正相关性较高,也就是说随着LIBOR指数上升,CRB金属指数也随着上升。目前来看,LIBOR指数仍然处于低位运行,表明市场的流动性依然非常充裕。

图13: LIBOR-3M走势仍维持在低位

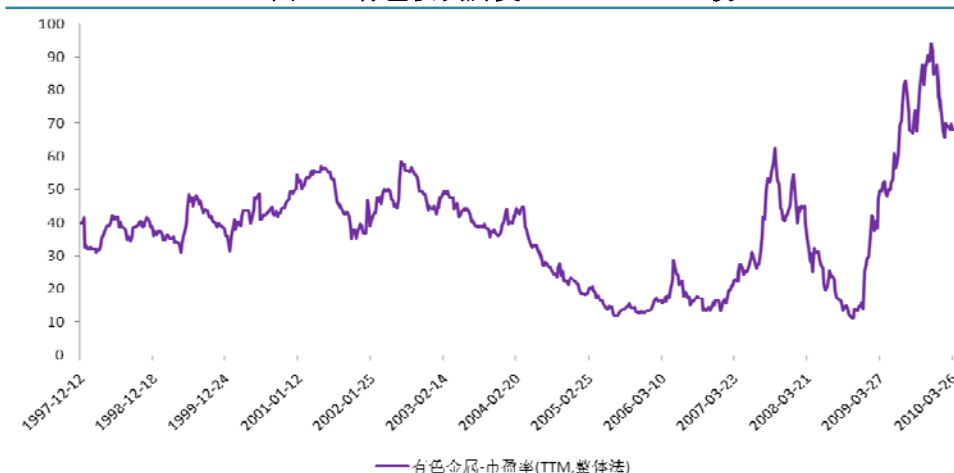


资料来源: Wind, 英大证券

2、有色PE估值逐渐回归到合理区间

有色板块的持续低迷与看起来高的吓人的PE估值有着一定的关系。通过历史纵向的比较来看,目前的静态估值PE(TTM)水平已经达到了70倍左右,处于历史的最高水平。这或许从投资者心里层面上制约了参与有色板块的热情。

图14: 有色板块历史PE(TTM)比较



资料来源: Wind, 英大证券

但是在目前的金属价格水平上，有色金属行业的盈利能力得到很大的恢复。随着2010年1季报的公布，预期有色板块的PE(TTM)估值将降低到35倍，PE(TTM)估值高的心理障碍也将逐渐消除。

3、股价与金属价格背离时有发生、股价或将跑赢金属价格

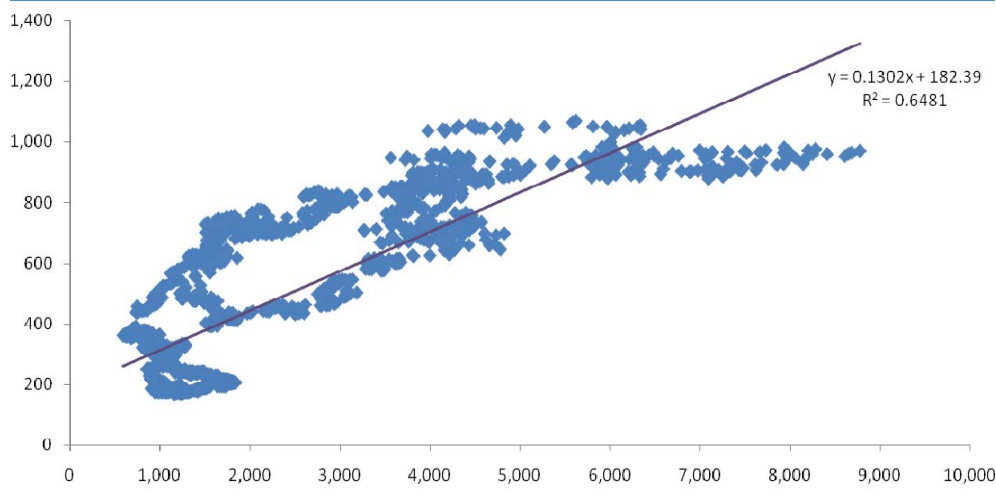
从大的周期角度来看，有色金属价格上涨是有色金属指数上涨的重要推动因素。但是由于股价的上涨速度往往要快于金属价格上涨的速度，所以从小周期来看，有色金属指数与有色金属价格时常会出现背离的走势，即金属价格上涨、金属指数下跌；或者相反。根据我们统计的结果来看，有色金属指数与金属架呈现弱的正相关关系 ($y=0.1302x+182.39$, $R^2=0.6481$)。

图15：有色金属指数与CRB金属价格指数走势对比



资料来源：Wind，英大证券

图16：有色金属指数与CRB金属价格指数相关性分析



资料来源：Wind，英大证券

所以，自2009年8月份以来，有色金属股价与金属价格大体上呈现背离的走势完全属于合理现象。随着有色金属板块PE估值水平的回归合理，未来金属板块的股价或将跑赢金属价格。

五、有色板块的机会之窗逐渐开启

1、趋势性上涨基础已备，尚需等待 A 股市场回暖

金属基本面逐渐改善、流动性充裕局面延续以及金属价格有望维持强势等因素，使得有色金属板块的趋势性上涨的基础已经齐备。但是历史数据显示，有色金属板块的涨跌与大盘的涨跌周期高度一致，目前为止，尚未出现有色指数独立于大盘的行情。根据统计数据显示，有色金属与上证指数呈现高度的正相关关系 ($y=1.3719x+637.9$, $R^2=0.979$)。

图17：有色金属指数与上证指数走势对比

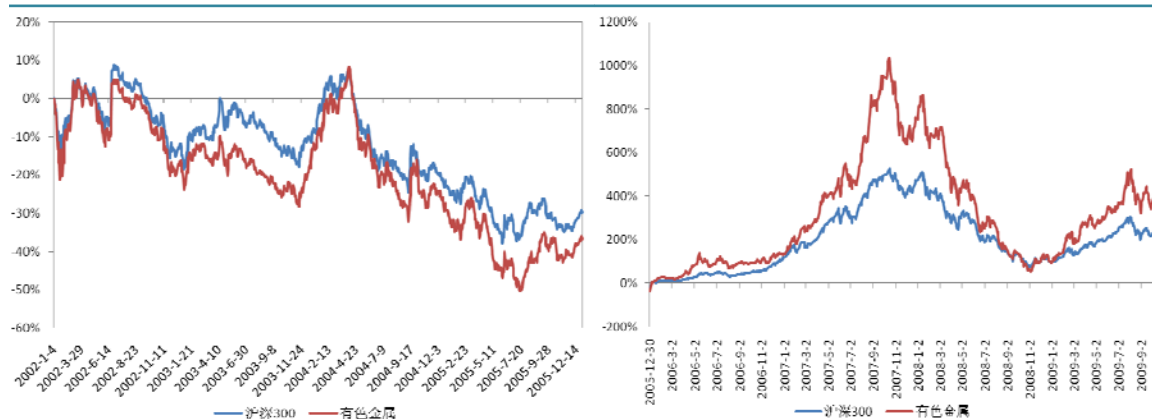
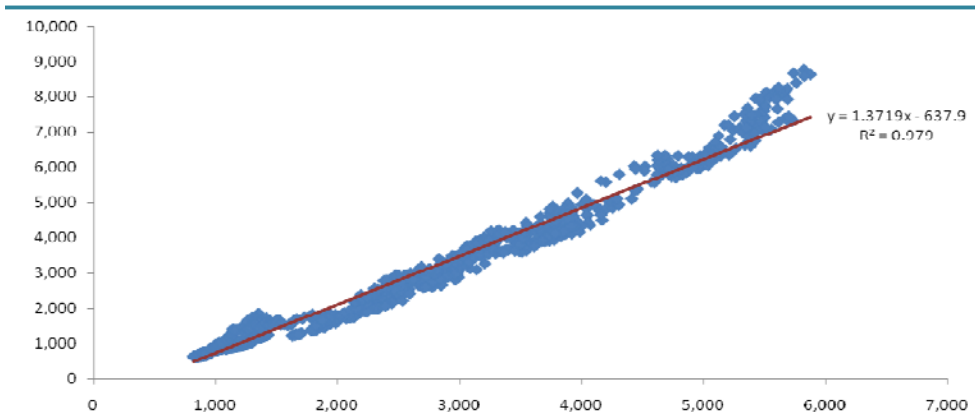


图18：有色指数与上证指数相关性分析



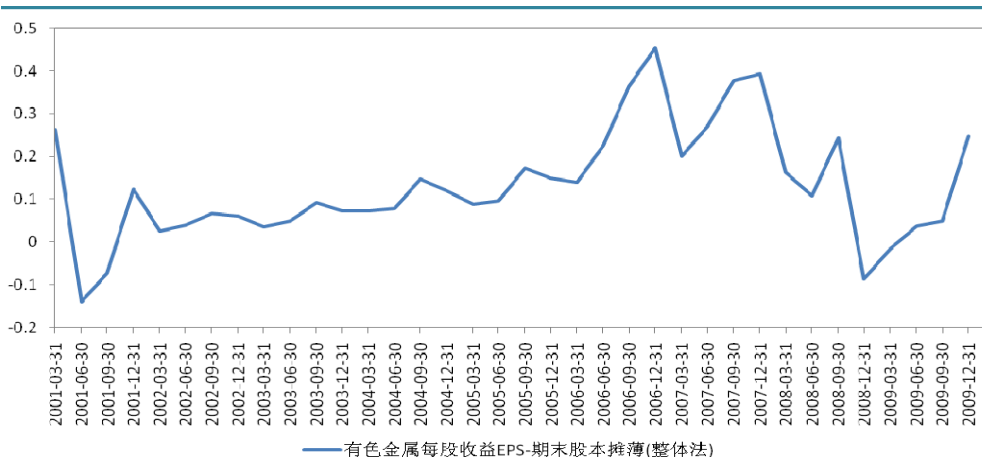
资料来源：Wind，英大证券

所以有色金属作为高周期性的行业，有色金属指数的涨跌主要受系统性因素的影响非常大，而金属价格等非系统性因素在大周期内与金属指数的走势一致，而小周期内经常出现背离的情况。所以目前来看，有色板块趋势性上涨基础已备，但有色金属若要摆脱目前低迷的走势，必须依赖大盘行情的转暖，走出独立的趋势性行情的概率不大。

2、静态 PE（TTM）估值跳跃式降低，阶段性机会或可期待

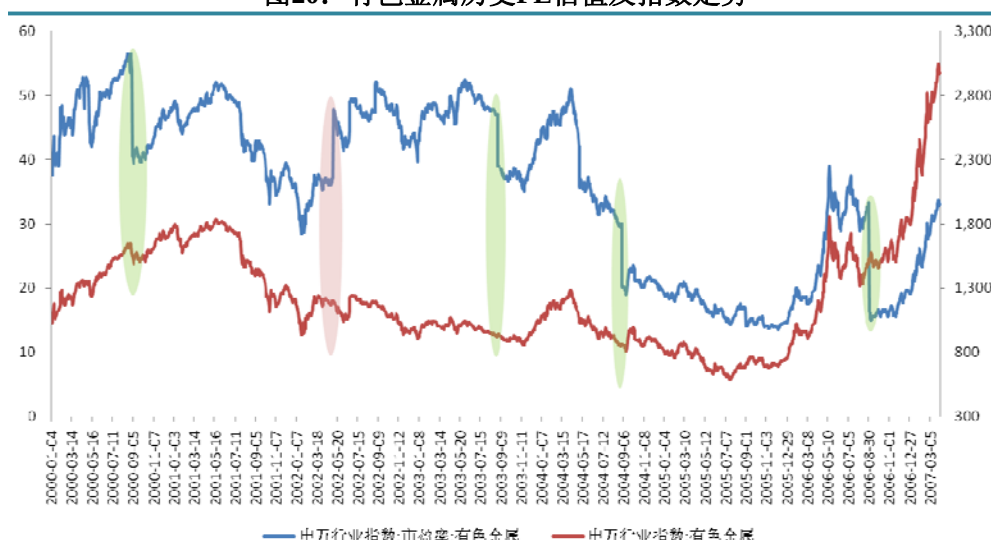
有色金属行业作为强周期性的行业，导致整个行业的盈利水平的波动非常剧烈。盈利水平的剧烈波动经常会导致在财务报表披露日（年报和一季报截止日为 4 月 30 日，半年报为 8 月 31 日，三季报为 10 月 31 日），有色金属行业的 PE 估值出现跳跃式的上升或下降。

图 19：有色金属每股收益波动情况



资料来源：Wind，英大证券

图20：有色金属历史PE估值及指数走势



资料来源：Wind，英大证券

表2：有色金属行业PE估值历次跳跃式变化

日期	PE (TTM)	较前一交易日 跳跃幅度	市场表现
2000-09-01	40.60	-24.7%	2 个交易日后，指数触底后开始上涨，幅度为 24.2%，上涨周期为 79 个交易日
2002-05-08	47.89	29.0%	
2002-09-02	51.71	9.5%	
2003-09-01	38.99	-17.0%	20 个交易日后，金属指数出现 12 天的反弹行情，涨幅 5.8%
2004-05-10	35.71	-15.2%	11 个交易日后，金属指数出现 12 天的反弹行情，涨幅 6.6%
2004-09-01	20.19	-32.9%	8 个交易日后，金属指数出现 8 天的反弹行情，涨幅 22.4%
2006-09-01	16.31	-51.1%	15 个交易日后，金属指数结束调整，开始 2007 年大牛市

资料来源：Wind，英大证券

所以，统计的结果来看，当PE估值出现跳跃式的降低时：若处于上升周期中，有色金属板块上升的空间得到进一步提升；若处于下降周期中，有色金属板块也会出现一波反弹的行情，上升的空间与PE估值降低的程度有较大的关系。

如我们上面所述，随着2010年1季报的公布，预期有色板块的PE（TTM）估值将降低到35倍，静态PE（TTM）估值下降幅度达到50%左右。按照历史经验来看，即使市场依然处于徘徊阶段，有色板块的阶段性价行情还是值得期待。

七、各子板块基本情况及投资机会

1、各金属的价格与库存情况

价格方面，自2008年以来，有色金属的价格出现大幅上涨。从细分的金属品种来看，铜的涨幅最为强势，自最低点反弹了166.21%，目前距历史最高点仅为19.00%。其余金属品种涨幅从高到低依次为镍、铅、锌、铝、锡。其余金属品种距历史最高价的幅度从低到高依次为锡、铝、铅、锌、镍。

表3：基本金属的涨幅情况及距最高点的幅度

	LME 铜	LME 铝	LME 锌	LME 铅	LME 锡	LME 镍
目前价格	7479.25	2189.75	2197.25	2096.05	17595.00	23569.00
最高点-日期	2008-07-02	2008-07-11	2006-11-24	2007-10-10	2008-05-15	2007-05-15
最高点-价格	8900.00	3271.25	4603.00	3989.00	25331.00	54050.00
最低点-日期	2008-12-29	2009-02-25	2008-12-12	2008-12-19	2009-03-18	2008-12-05
最低点-价格	2809.50	1121.50	1046.75	844.50	10000.00	8934.00
自最低点上涨幅度	166.21%	95.25%	109.91%	148.20%	75.95%	163.81%
距最高点的幅度	19.00%	49.39%	109.49%	90.31%	43.97%	129.33%

资料来源：Wind，英大证券

表4：2010年LME金属平均现货价格预测

	LME 铜	LME 铝	LME 锌	LME 铅	LME 锡	LME 镍
2009	5205.14	1678.59	1670.75	1733.73	13644.46	14737.63
2010	7236.95	2170.76	2283.78	2215.08	17209.85	19896.05
上涨幅度	39.03%	29.32%	36.69%	27.76%	26.13%	35.00%

资料来源：Wind，英大证券

表5：2010年LME金属平均现货价格预测

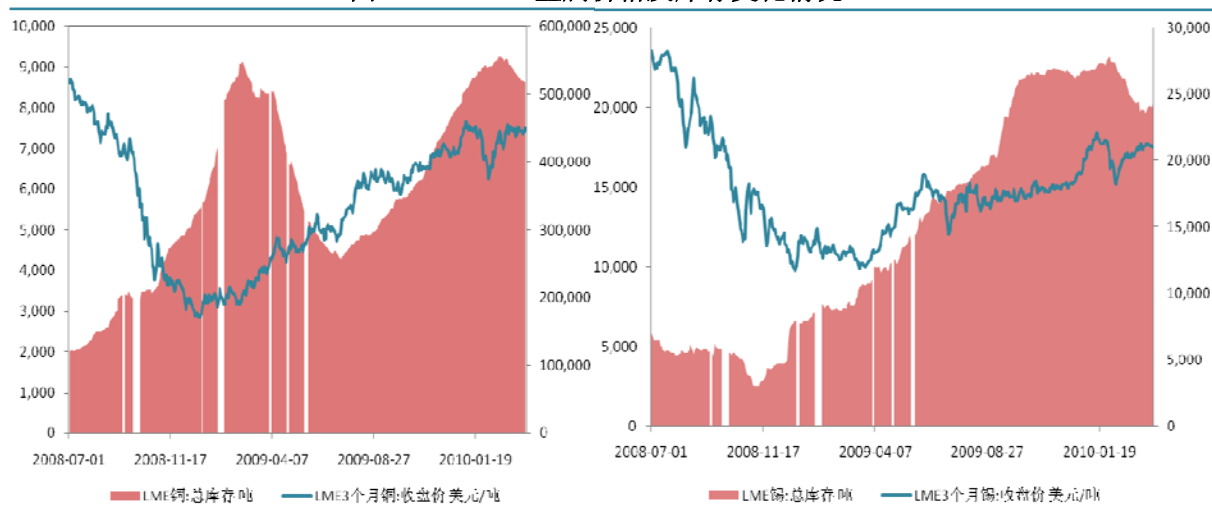
	上期所-铜	上期所-铝	上期所-锌
2009	42217.17	13929.06	13948.81
2010	58482.55	16559.27	18708.00
上涨幅度	38.53%	18.88%	34.12%

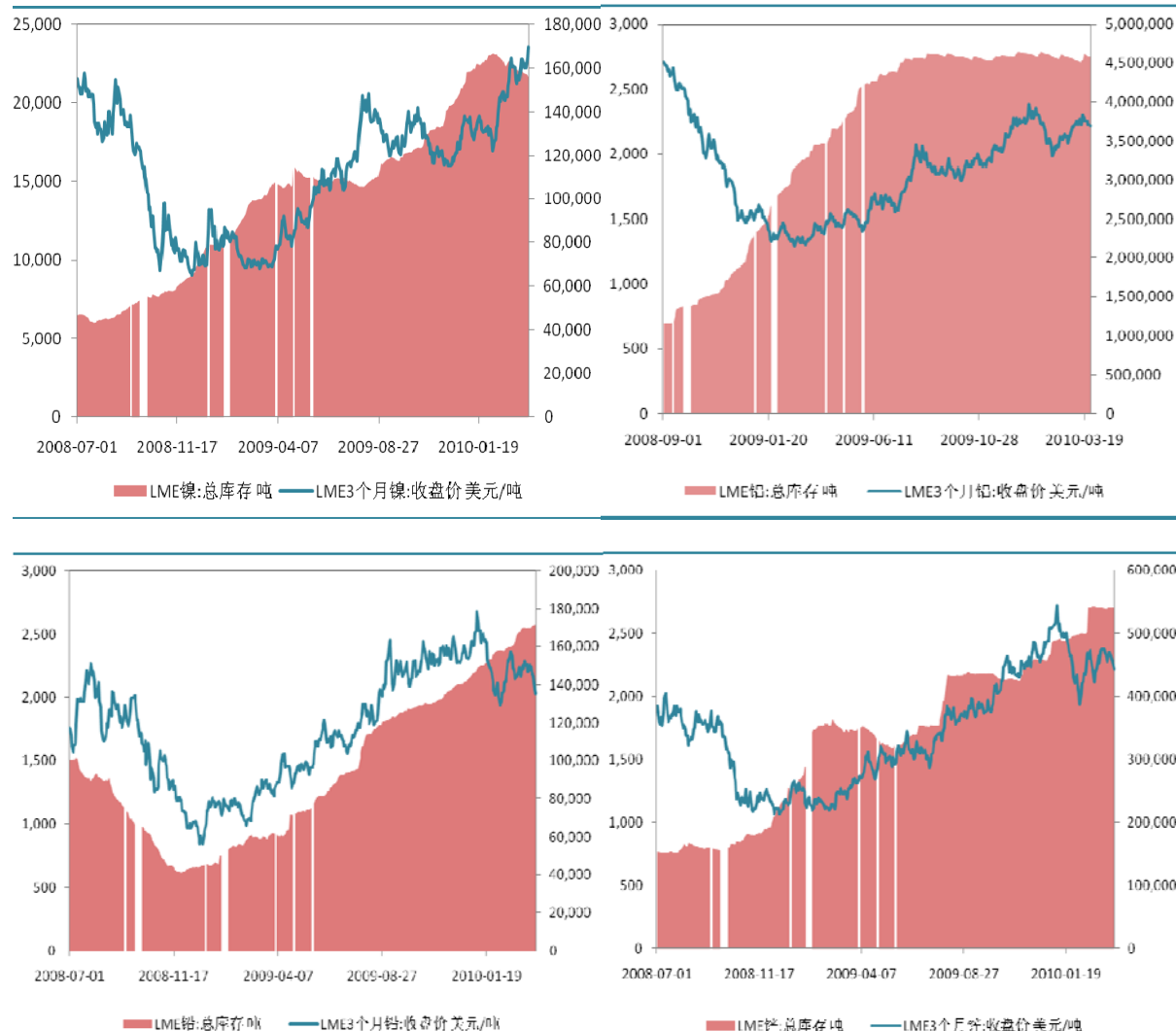
资料来源：Wind，英大证券

库存方面，目前各个金属品种的库存依然处于高位。我们在2010年年度报告中根据来时的数据得出：高库存仅仅是从商品属性的角度来考虑对于价格的影响，但是金属金融属性对于价格的影响受库存影响的程度要小很多，高库存不构成金属下跌的理由。1季度金属价格的走势也验证了我们的观点。

目前来看，随着经济的回暖，部分金属品种的库存已经开始出现下降。库存下降的金属品种是铜、锡和镍，目前库存尚未出现明显下滑迹象的金属品种是铅、锌和铝。

图21-26：LME金属价格及库存变化情况

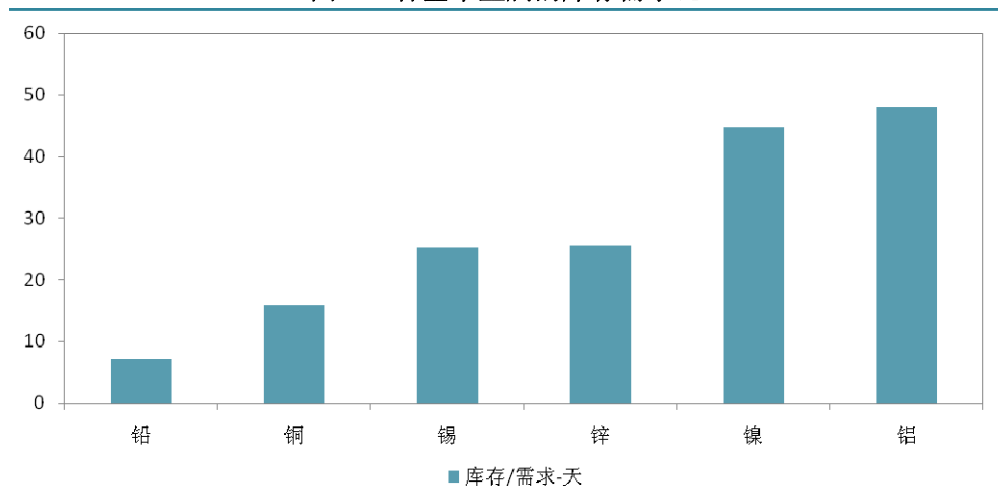




资料来源: Wind, 英大证券

目前, 各基本金属的库存需求比从低到高依次为铅-7天左右、铜-16天左右、锡-25天左右、锌-26天左右、镍-45天左右和铝-48天左右。

图27: 各基本金属的库存需求比



资料来源: Wind, 英大证券

2、各子行业的毛利率情况

伴随着金属价格的上涨, 有色金属行业采矿类企业的毛利率基本上呈现上涨的态势。到2010年2月份, 毛利率从高到低依次为, 锡采选行业、铜采选行业、铅

锌采选行业、铝矿采选行业。而金属冶炼行业中，铜冶炼行业呈现下行趋势，而锡采选行业、铝矿采选行业呈现上行走势，铅锌冶炼行业的毛利率比较平稳，各行业毛利率从高到低依次为锡冶炼、铝冶炼、铅锌冶炼、铜冶炼。

图28：有色金属行业采选毛利率波动情况

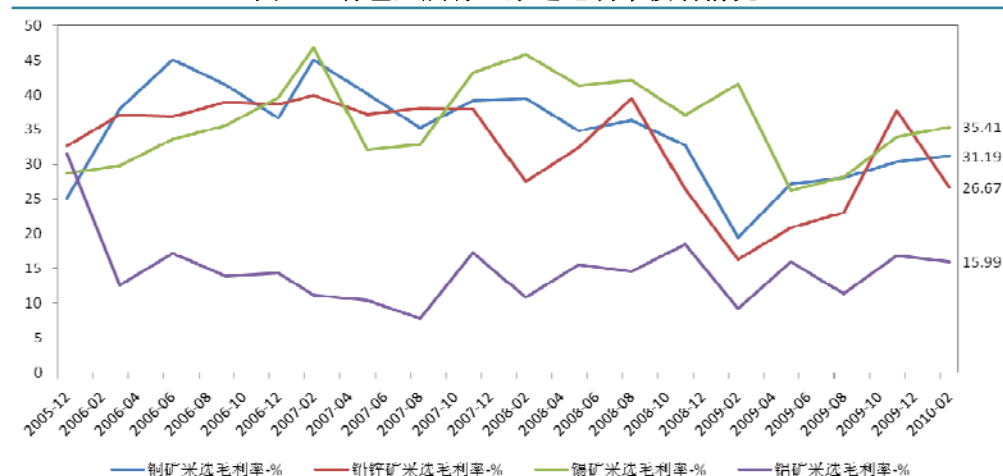
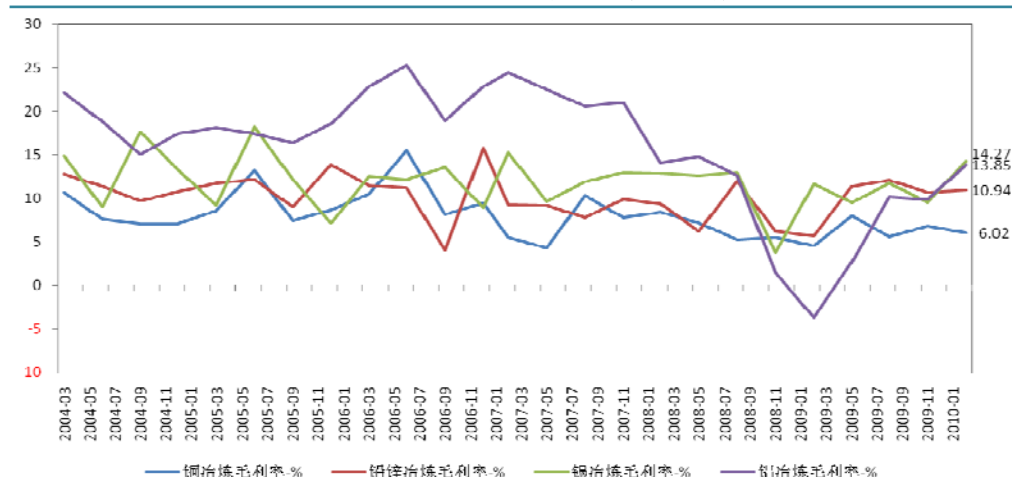


图29：有色金属行业冶炼毛利率波动情况



资料来源：Wind，英大证券

3、投资组合建议

自上而下来看，从各个金属品种的基本情况的对比情况，我们建议重点关注铜板块和锡板块，重点公司为：江西铜业（600362）、锡业股份（000960）。

自下而上来看，我们建议关注业绩弹性较大的中孚实业（600595）、焦作万方（000612）以及中金岭南（000060）。

八、重点推荐公司分析

1、中金岭南（000060）

✧ 公司铅锌精矿产量大幅增长

2009年公司主要矿产品产量因收购控股佩利雅公司较上年大幅增长，铅锌精矿金属量30.18万吨，比上年同期增长74.96%。其中，锌精矿金属量 19.11万吨，比上年同期增长63.05%；铅精矿金属量11.07万吨，比上年同期增长100.18%。公司2009 年实现营业收入75.83亿元，同比增1.66%；利润总额6.30亿元，同比增38.82%；归属母公司净利润4.14亿元，同比增19.78%，实现EPS 0.4元/股。业绩略低于我们的预期，但公司2009 年四个季度单季EPS分别为0.01、0.09、0.11和0.19元，盈利能力持续改善。

✧ 资源储量丰富，扩张潜力

公司拥有凡口铅锌矿100%的权益。凡口铅锌矿位于广东省韶关市仁化县，按累计探明储量计是国内第二大铅锌矿山，累计探明铅锌金属储量已达830万吨，平均含铅4.89%、锌9.12%、硫37.0%，此外还有大量伴生银，锗，镓等金属，主要产品有铅精矿（含铅52%）、锌精矿（含锌50%）和硫精矿（含硫40%），该矿虽历经几十年的开采，目前保有的铅锌金属储量仍在450万吨以上。目前凡口铅锌矿18万吨/年铅锌技术扩产技术改造项目已经完成，日采选规模扩大至5500吨，铅锌金属年产能也提升至18万吨。另外，凡口矿周边和深部探矿工作仍在继续，未来也有望增加公司在铅锌资源方面的储备。

2008年收购盘龙矿55%的股权，储量约80万吨，品味约4%，设计产能在20万吨/年（矿石量）左右。公司收购1年多来通过技改将原先约20万吨产能提高至60万吨。目前盘龙矿扩产项目已经完工，09年上半年并没有产出，7月份开始量产，现有产能可达2万吨/年（金属量），预计全年产出约0.5万吨金属量，10年产出1.2万吨以上金属量，而11年可进一步量产至2万吨金属量。

2009年2月成功收购澳大利亚PEM公司50.1%的股份，并在参与PEM最近一次配股后，公司持股比例达到了52%。PEM在澳大利亚主要从事基本金属的勘探和开采业务，是全球前20大锌矿和前10大铅矿生产商，PEM目前拥有的主要矿山包括：新南威尔士布罗肯山地区的铅锌银矿（铅锌储量350万吨，品味16.8%；银1919吨，品味92克/吨），南澳大利亚的弗林德斯的高品位硅锌氧化矿（锌储量40万吨，锌品味约28%）和昆士兰的Mount Oxide铜钴矿（20万吨铜，7750吨钴）。PEM 具备年产20万吨以上铅锌精矿的生产能力。2009年度PEM实现扭亏为盈，从收购日2009年2月9日至报告期末实现净利润3108万澳元，公司投资当年即获得优良回报。

2009年11月12日，公司与加拿大泰克公司（Teck）成功签署爱尔兰波利纳拉克项目（Ballinalack）合作勘探协议。泰克公司是全球最大的铅锌精矿生产商，泰克公司以波利纳拉克项目勘探许可证及已完成的勘探成果与本公司合作设立合资公司，本公司出资600 万美元持有合资公司40%的股权。目前，波利纳拉克项目拥有五个勘探许可证，总勘探面积169.01平方公里。项目已探明（控制）的铅锌储量为：按4%的锌边界品位计算，铅锌矿石量为771 万吨，锌平均品位6.33%，铅平均品位0.95%，折合铅锌金属量约56万吨。

✧ 2010年产量计划及盈利预测

公司2010年度的计划：铅锌精矿金属总产量32.53万吨，冶炼金属产品铅锌金属总产量42万吨，白银产量160吨。根据公司未来铅锌矿产量，以及我们对于铅锌价格的预期，并结合公司天津地产项目2010进入收获期，预计2010-2011年公司的EPS分别为：0.98、1.39元/股。目前公司的PB估值略高于历史平均水平，随着公司盈利水平的不断恢复，公司的估值重心将逐渐下移，为公司股价上升打开空间，给予公司“增持”评级。

表6：公司铅锌矿产量（金属量）预测

单位：吨

矿山	2007	2008	2009	2010F	2011F
凡口矿（100%）	14.54	17.25	17.5	17.5	19
其中：锌精矿	9.99	11.72	12.23	12.23	13
铅精矿	4.55	5.53	5.77	5.77	6
盘龙矿（55%）			0.8	1.2	2
其中：锌精矿			0.3	0.45	0.75
铅精矿			0.5	0.75	1.25
PEM（52%）	15.26	14.37	12	14	19
其中：锌精矿	9.21	9.13	7	9	12
铅精矿	6.05	5.24	5.24	5	7

2、锡业股份（000960）

✧ 2009年业绩低于预期

锡业股份作为我国最大的集锡矿采、选、冶炼和锡产品深加工一条龙联合企业，已经在资源控制、品牌提升、产能扩张、技术创新、管理与营销等方面形成了独特的竞争优势。公司是我国最大的锡冶炼生产企业，目前拥有精锡冶炼能力7万多吨。2009年公司锡锭、锡材以及锡化工产量约7万吨，其中自产锡矿约1.7万吨；销售收入达71.5亿元，同比减少21.9%，归属于母公司净利润1.3亿元，同比增加470%。每股收益为0.17元（配股摊薄前为0.21元），低于我们的预期。主要原因在于四季度锡产品销量低于预期所致。

✧ 锡业股份资源优势明显

锡业股份的资源储量非常丰富，公司的锡矿包括大屯锡矿、老厂锡矿、马矿锡矿、卡房锡矿和湖南郴州裕丰矿等5大矿山，资源储量合计约35万吨。公司生产所需要的含锡原料（含锡精矿）30%-40%左右由公司自己提供，随着公司对锡矿资源整合和收购力度的加大，公司含锡原料的自给水平将逐步提高。

公司所在地个旧地区是中国锡资源最集中的地区之一，素有中国“锡都”美誉。个旧锡资源储量占世界锡储量的十分之一，中国锡储量的三分之一，产量居全国首位，目前保有锡资源约56.9万吨，尾矿含锡19.3万吨。个旧矿区有良好的成矿条件，至今已进行详细勘探和生产的区域仅仅占个旧东部矿区20%，进一步找矿的前景广阔，还有广大的有望找矿地区未进行评价和勘探，据专家估计，后备锡资源共计约94.5万吨。公司作为云南省重点企业可以充分利用个旧及云南省其他地区丰富的锡资源。公司的控股股东在云南省各级政府部门的支持下，自2002年起，开始对个旧、文山、滇西等矿区的锡资源进行整合。云锡集团作为公司的控股股东，承诺不从事与公司产生同业竞争的业务，因此其集中的优势资源最终将为公司生产所用。

个旧地区上百年采选所形成的尾矿也是公司潜在的原料供应渠道。目前，公司正积极寻求技术上的突破，对尾矿加以回收利用。根据历史上累积形成的锡尾矿的品位估算，按照现有加工能力测算，已堆积尾矿可继续供公司生产约20年以上。除了开发自然资源外，公司加大对再生金属资源的投入，掌握了相关生产技术。公司于2009年5月设立个旧市盈鑫再生金属资源有限公司，提高二次原料的回收使用。

✧ 多元化潜力拓展公司成长空间

公司所在的个旧地区有色金属资源丰富，除了拥有丰富的锡资源外，还保有铜57.5万吨，铅38.6万吨，以这些矿产资源为基础，结合公司多年积累的有色金属生产技术和经验，公司具备向锡以外的有色金属行业发展的潜力和优势。目前公司已规划建设10万吨铅和10万吨铜的冶炼项目，其中公司于2009年6月成立了云南锡业铅有限责任公司，注册资本为2亿元，进行铅冶炼系统10万t/a技改扩建，预计于今年5月份完工；云南锡业铜有限责任公司尚未成立，正在推进中。

✧ 盈利预测及估值。

预计锡业股份2010、2011年EPS分别为 0.70、0.98元，维持“增持”评级。

3、江西铜业（600362）

✧ 公司是国内最大的铜生产企业

公司是集采矿、选矿、冶炼、贸易、技术为一体的国内最大的综合性铜生产企业，拥有中国两座最大的已开采露天铜矿一座中国最大规模的铜冶炼厂以及中国最大的井下铜矿山中的一座。公司不仅是中国最大的铜生产基地，也是中国最大的伴生金、银生产基地，还是中国重要的化工基地。2008年，公司矿山产量15.9万吨，阴极铜产量70.2万吨，分别占全国17%和18.6%。

✧ 公司资源储量丰富、资源自给率国内最高

公司拥有丰富的矿产资源。截至目前，公司国内权益资源储备约为铜金属1114万吨，黄金363吨，银9098吨，钼27.7万吨；伴生硫及共生硫10390万吨；公司还积极对海外资源进行开发利用，于2008年成功的收购了加拿大北秘鲁铜业40%的股权以及阿富汗艾娜克铜矿25%股权，目前公司海外项目中所占权益的金属资源储备约为铜407万吨、黄金42.16吨。拥有丰富的资源为公司提供了保障，目前公司资源自给率约为21%左右，为国内最高。

✧ 未来自给率将继续提升

矿产铜精矿是公司主要的盈利来源。2010-2011年，随着公司德兴矿4.1万吨扩产项目、城门山二期项目（从目前的23000吨增加到70000吨，折合铜金属量1.48万吨）以及海外铜矿（包括阿富汗艾娜克铜矿项目和加拿大北方秘鲁铜业公司等）的投产以及对武山铜矿5000吨/日扩产和富家钨铜矿技改、渣选矿扩建项目的逐渐完成，公司的资源自给率将得到进一步提高。

我们预计2010、2011年公司的EPS分别为1.24元、1.6元，给予公司“增持”评级。

4、焦作万方（000612）

✧ 2009年业绩符合我们预期

公司2009年生产铝产品42.07万吨，同比增长2.32%；销售铝产品43.39万吨，同比增长6.9%；营业收入51.03亿元，同比下降15.22%；营业利润2.50亿元，同比下降41.98%；净利润1.93亿元，同比下降41.95%；每股收益0.40元，同比下降41.99%。业绩下滑主要原因为2009年全年平均铝价同比下降约18%左右。

✧ 公司资产质量优良

公司是以生产经营电解铝为主的冶炼及加工、电力、服务为一体的集团公司，主要生产设备280KA槽铝电解系列生产线。目前公司主要资产包括，42万吨电解铝产能、2×125MW电力装机容量和52万吨阳极碳素产能。其中42万吨电解铝产能分为三个车间：包括182×280KA，184×280KA，192×280KA。

✧ 公司成本低于行业平均水平

公司氧化铝主要由大股东中国铝业中州分公司以长单方式提供，价格按照前一个月上期所3月期铝平均价的17%计算，有效地保证了氧化铝的稳定供应；公司平均电力成本约0.404元/千瓦时，低于行业平均水平，其中25%来自全资子公司-焦作万方电力有限公司，电价约0.355元/千瓦时，30%来自集团参股20%的金冠嘉华电厂，电价约0.42元/股，另外45%来自网电，电价0.4208元/千瓦时。公司吨铝耗电约13800度低于行业平均水平。

✧ 参股煤矿将给公司带来投资收益

公司于2009年12月完成对中铝持有的30%赵固能源股权的收购。2010年公司将出资现金约6亿元人民币与焦煤集团共同完成对赵固能源的增资，使焦煤集团所持有的采矿权注入赵固能源。赵固能源主营煤炭生产，煤矿年设计煤炭产能240万吨，已于2009年5月正式投产，当年产煤300万吨，实现净利润为2.56亿元左右。预计2010年产煤为400万吨，2011年550万吨。将分别增厚公司EPS 0.35元/股、0.62元/股。

我们预计2010年铝价有望保持高位向上震荡的态势，预计2010、2011年公司的EPS分别为1.2元、1.53元，给予公司“增持”评级。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准