

有色金属行业 2011 年年度报告

评级：增持

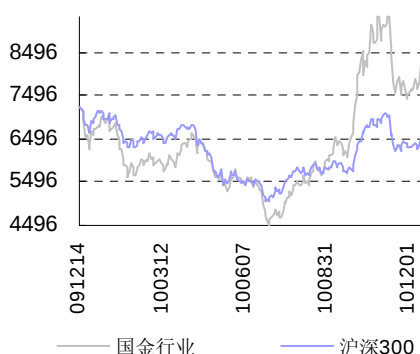
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

需求向上、供给受限，关注政策与资源

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	33.65
市场优化平均市盈率	29.70
国金有色金属指数	8225.18
沪深 300 指数	3261.06
上证指数	2922.95
深证成指	12905.02
中小板指数	7718.42



相关报告

1. 《换个角度看铜资源的稀缺性》，2010.7.26
2. 《铝行业：估值应该得到修复》，2009.12.25
3. 《铝价：欢迎一万八千》，2009.12.15

投资建议

- **行业策略：**中央经济会议定调稳健政策，消除了市场前期悲观预期，2011 年中国的金属消费值得期待，此次有色金属价格的反弹具有持续性。根据金属在矿山供给、冶炼产能的瓶颈，以及受中国需求因素的影响，我们推荐铜、锡、铅、锌、镍、钨、铝，其中铜作为有色金属的龙头，铜价有望冲击 10000 美元/吨。
- **推荐组合：**我们重点关注受益淘汰落后产能、资源保护等调控政策和具有资源扩张能力的公司，推荐江西铜业、云南铜业、西部资源、中金岭南、西部矿业、吉恩镍业、金钼股份和云铝股份。

行业观点

- **流动性环境有利金属价格：**(1) 后金融危机时期，发达国家低利率政策的退出必然晚于实体经济的复苏，流动性在相当一段时期内都是相对充裕的；(2) 中国宏观经济稳健的目标使得信贷规模不会显著收紧，由此带来的金属投资需求也对金属价格有支撑。
- **金属消费温和向上：**1) 新兴市场国家特别是中国金属消费依然保持较高增速；(2) 发达国家随着制造业的复苏，金属消费将会缓慢回升。(3) 主要金属如铜或进入补库周期。
- **金属供给受到矿山、冶炼和政策多方面限制：**(1) 受到金融危机的影响，金属矿山的投资大大减少，影响未来金属矿产品的产出增速；(2) 受到中国节能减排、淘汰落后产能、总量控制等政策的限制，中国冶炼产能过剩的局面将会大大改善，冶炼企业的议价能力将会有一定的提升。
- **金属走势将出现分化：**铜、锡的下游需求良好，而矿产品产出瓶颈使得供求缺口在 2011 年将进一步加大；铅、锌受到中国政策调控的影响，供给面临冶炼瓶颈，也将会出现少量缺口；镍由于高成本红土镍矿的存在，需求复苏后高镍价可以维持；钨更多看中国对原生钨矿的政策调控力度。

风险提示

- 国内通胀形势失控，政府出台价格管制、加息等严厉措施；
- 欧洲西班牙、葡萄牙等国债务出现新的危机，引发新一轮欧元危机，从而影响欧洲金属需求和推高美元指数；
- 节能减排、行业整合的政策执行力度低于预期

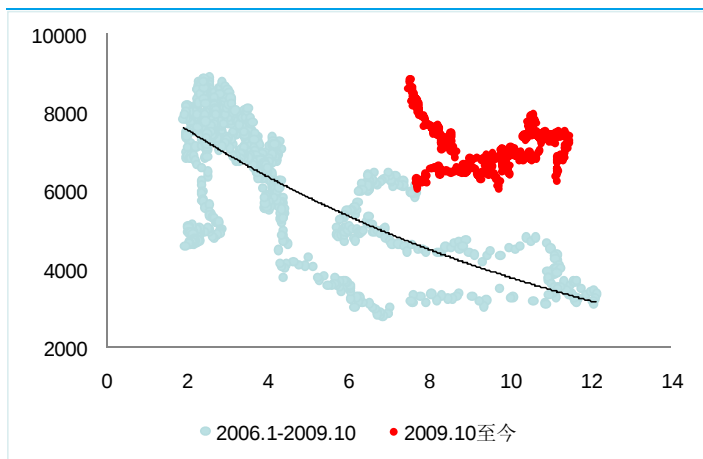
王磊 联系人
(8621)61038282
wang_lei@gjzq.com.cn

李莉芳 分析师 SAC 执业编号：S1130206080206
(8621)61038292
lilifang@gjzq.com.cn

流动性环境有利金属价格

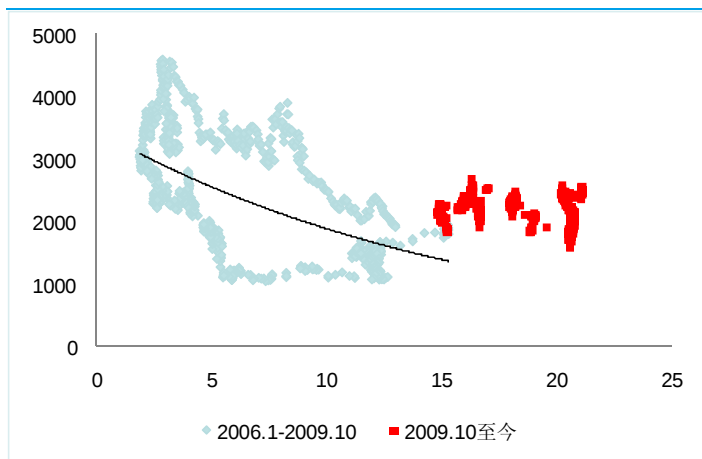
- 全球整体流动性依然宽裕。美国非农就业情况短期内难以显著好转、国内核心通胀率不高，美联储依然会维持低利率和量化宽松政策，美国的退出政策必然滞后于实体经济的复苏。
- 近期结束的中央经济会议定调稳健政策，宏观经济的目标（预计GDP8%）决定了信贷目标（预计7.5万亿）不会大幅下降，这就消除了前期市场关于宏观调控从紧的悲观预期。
- 商品市场将是流动性的重要选择，商品、商品货币和商品股票的联动性也说明资金配置对于商品的影响越来越重要，流动性因素越来越值得重视。

图表1：流动性影响使得铜价和库存天数出现新趋势

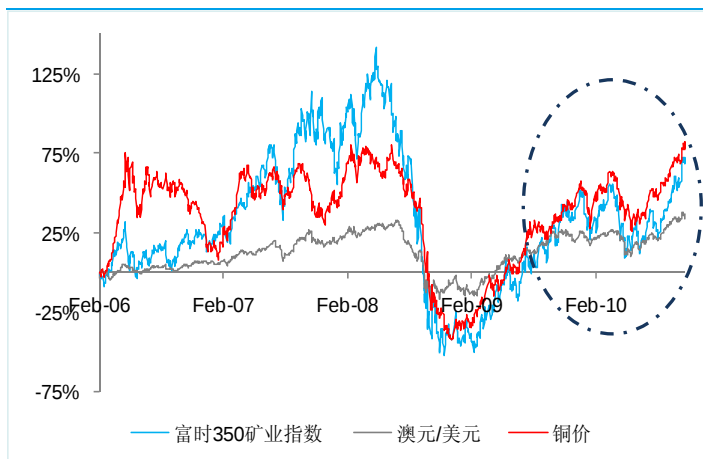


来源：Bloomberg, CRU, 国金证券研究所

图表2：流动性影响使得锌价和库存天数出现新趋势

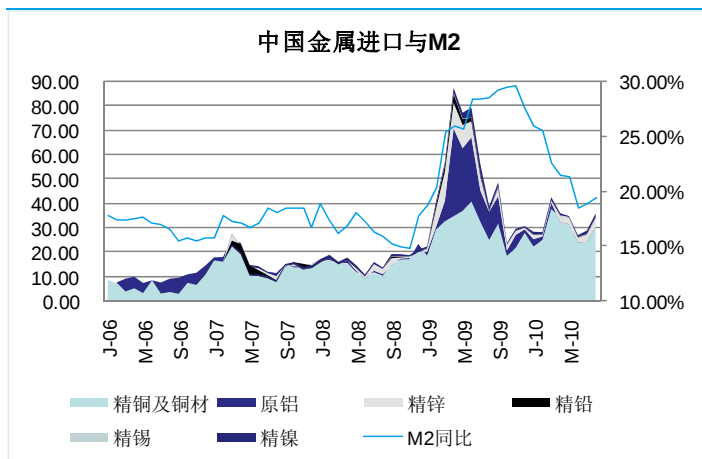


图表3：商品、商品货币和商品股票的联动性加强



来源：Bloomberg, 中国海关, 国金证券研究所

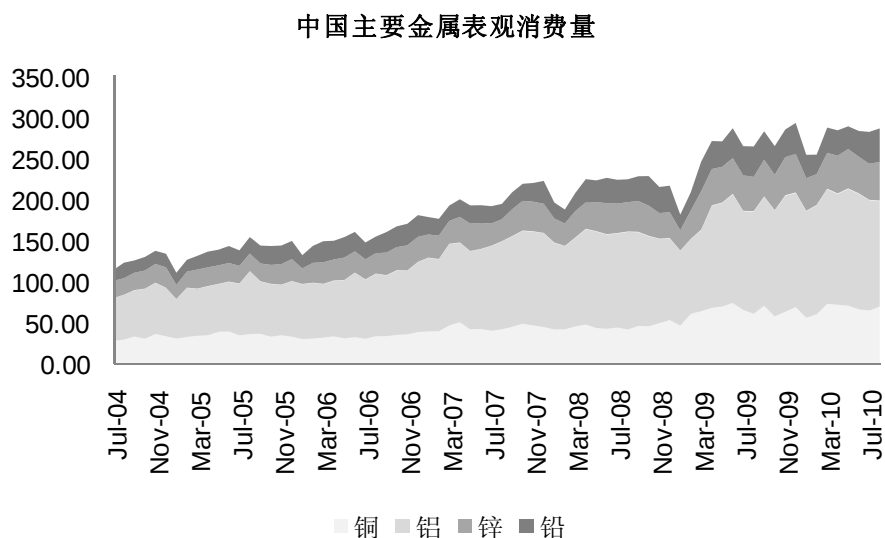
图表4：中国的流动性也增加了对金属的投资需求



金属消费温和向上

- 新兴市场国家的金属消费在金融危机后率先反弹，虽然由于基数原因，消费增速出现回落，但是我们认为新兴市场国家的金属消费在未来依然保持较高水平。
- 欧美发达国家经济复苏势头良好，我们预计未来随着制造业的复苏，发达国家的金属消费缓慢回升可以期待。

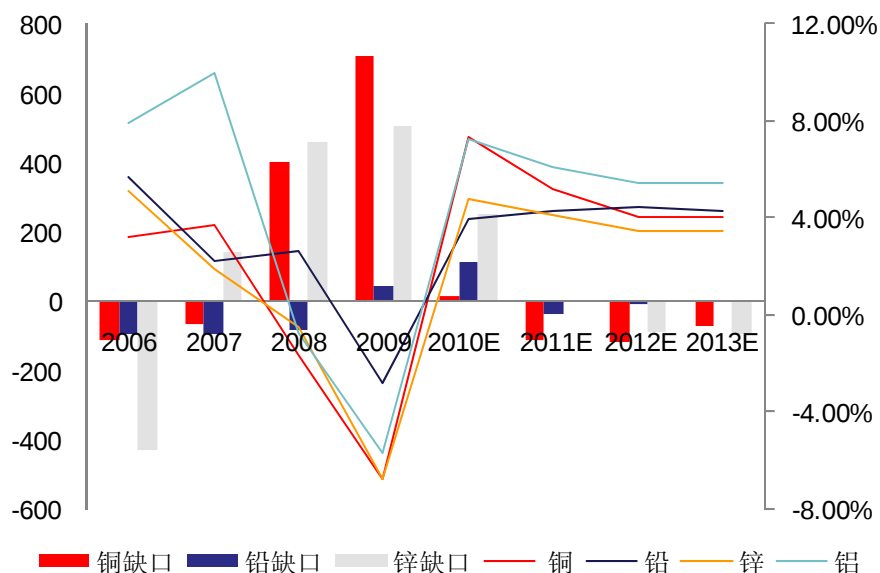
图表5: 金属消费增速出现回落



来源: 安泰科, 中国海关, 国金证券研究所

- 我们认为未来金属消费更多看新兴市场的表现, 主要原因在于:
 - 1. 发达国家对金属消费的影响力下降。例如铜消费比重从 1999 年的 60.7% 下降到 2009 年的 39.2%。
 - 2. 中国因素仍是主旋律。预计 2012 年中国的铜铝锌铅消费的全球占比分别为 35.77%、40.84%、41.49%、44.21%
- 由于中国需求的拉动, 我们预计未来三年铜会出现明显的供求缺口, 而锌的供求缺口将会在 2012 年以后显现。

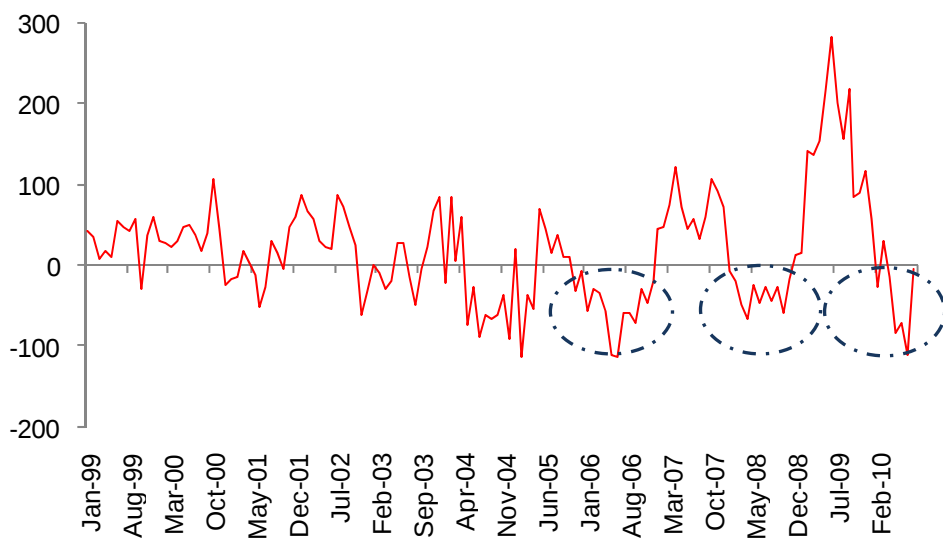
图表6: 全球金属消费增速及供求平衡预测



来源: Brook Hunt, 国金证券研究所

- 库存因素也是我们必须考虑的。通过比较铜的表观消费量和由工业增加值推算的铜消费, 我们可以明显的看到中国铜库存的变化趋势。铜的去库/补库周期性十分明显, 由此可以判断 2011 年中国将再次进入铜的补库周期。

图表7：中国铜库存变化趋势显示即将进入补库周期



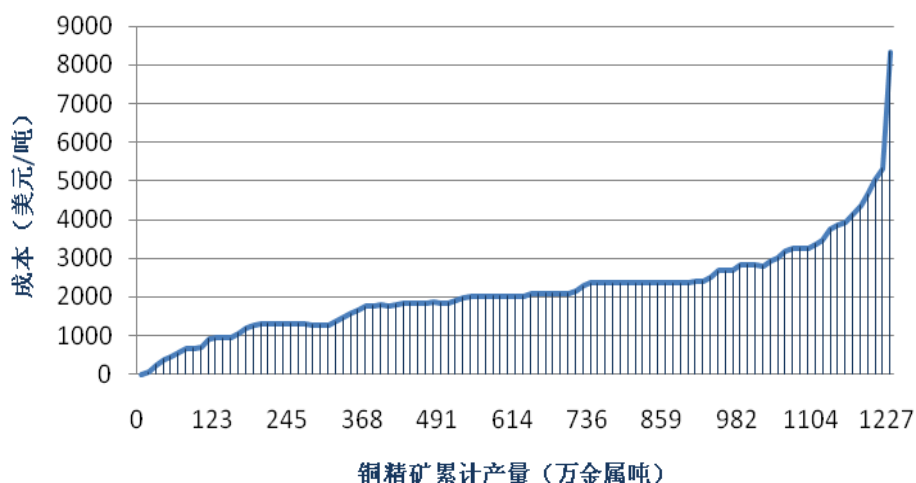
来源：CEIC，中国海关，国金证券研究所

金属供给受到多方面限制

■ 矿产品的产出限制

- 由于金融危机的发生，使得很多矿山的投资计划出现的推迟甚至取消，而更多的风险勘探也由于缺乏资金而中止。这对未来金属矿山的产出将会产生一定的限制。
- 我们关注矿山的产出，更多的要关注矿山的成本，矿山的成本曲线比产量更为重要。虽然矿产品暴利的观念已经深入人心，但是由于需求的增长以及矿山开发难度的加大，新矿山的综合成本越来越高。这就要求金属价格需要达到很高的水平才能刺激出产量，在产的成本最高的矿山对金属价格有很好的支撑作用。
- 成本曲线也是金属基本面的重要组成。

图表8：全球铜矿山成本曲线



来源：Brook Hunt，国金证券研究所

■ 冶炼产能的限制

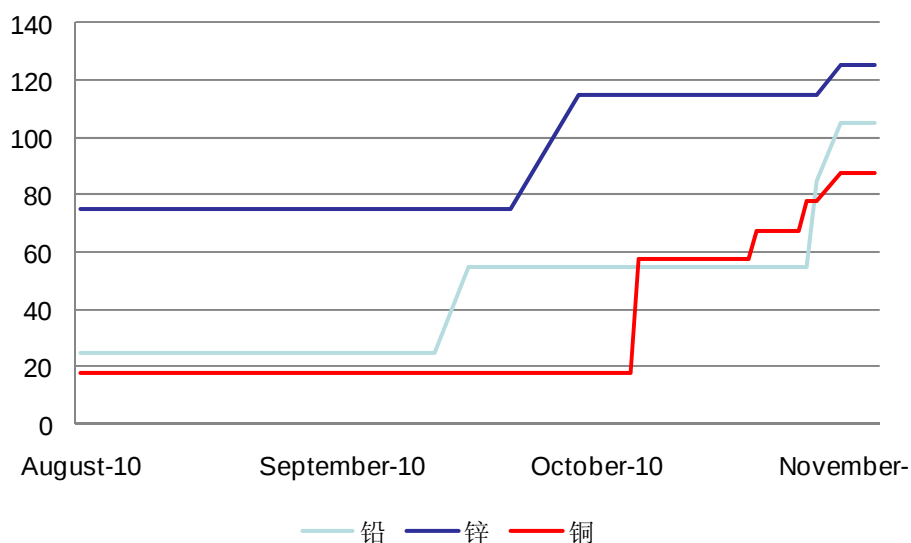
- 全球主要的电解铜、电解铝、电铅、电锌的冶炼产能都在中国，随着中国政府对节能减排的重视，中国冶炼企业高污染、高能耗的发展之路即将被终结。
- 未来淘汰落后产能、提高冶炼企业的进入门槛和环保成本是大势所趋，我们预计随着淘汰政策的持续推进，中国冶炼企业产能严重过剩的局面将出现改变。未来冶炼产能也将成为金属供给的瓶颈。
- 根据有色金属协会的规划，十二五期间十种有色金属的总量将会控制在 4100 万吨以内，严格控制有色冶炼产能的盲目扩张。

图表9：冶炼产能的控制也将影响金属供给

	电解铝	铜	锌	铅
产能（万吨）	2200	516	514	410
全球占比	44.02%	25.99%	48.45%	43.10%
产能利用率	77.34%	89.27%	105.58%	90.87%
落后产能（万吨）	80	20	60	40
占产能比重	3.64%	3.88%	11.67%	9.76%
预期产能利用率	80.26%	92.87%	119.53%	100.69%

来源：CRU，安泰科，国金证券研究所

图表10：冶炼产能的控制显著提高金属冶炼加工费



来源：国金证券研究所

行业策略及重点公司推荐

行业策略

- 通过比较矿山产出、冶炼限制、成本因素、需求因素以及负面因素，我们对基本金属的投资排序依次为铜、锡、锌、铅、镍、铝
- 铜、锡的下游需求良好，而矿产品产出瓶颈使得供求缺口在 2011 年将进一步加大；
- 铅、锌受到中国政策调控的影响，供给面临冶炼瓶颈，也将会出现少量缺口；
- 镍由于高成本红土镍矿的存在，需求复苏后高镍价可以维持；

- 房地产需求复苏缓慢，影响电解铝价格的表现。
- 钼更多看中国对原生钼矿的政策调控力度。
 - 中国钼储量全球第一，全球原生钼矿 60%来自中国，世界级大型钼矿中国占三；
 - 通过控制行业准入门槛，减少中小矿山产出，有效减少原生钼产量。

图表11：基本金属基本面比较

金属	矿山产出限制	冶炼限制	成本因素	需求因素	负面因素
铜	1、行业集中度高，CR5 为 40% 2、潜力矿山开采条件恶劣，建设周期长	1、中国产能利用率高 2、淘汰落后产能提升加工费	边际成本最为陡峭，价格对产量影响小	工业化、城镇化支撑长期需求	欧美需求复苏低于预期
锡	1、行业集中度高，CR5 为 48% 2、主要产地为中国、印尼，受政策、天气影响大	受节能减排政策影响不大	海外产出受外部环境影响大，成本偏高	下游需求旺盛，电子行业景气延续	印尼恢复供给早于预期
铅	1、行业集中度较低 2、多为锌伴生矿，增产受限	节能减排增加冶炼成本，淘汰落后产能限制精铅供应	国内企业未来环保支出将持续增加	集中的蓄电池领域，受汽车行业影响大	汽车行业景气下滑
锌	1、行业集中度低 2、开采品位呈下降趋势	受政策影响略小于铅冶炼	中国矿山平均品位低于 5%，成本高于行业平均	受房地产、汽车行业影响较大	房地产、汽车行业景气下滑
镍	1、行业集中度高，CR5 为 59% 2、硫化矿产量占比下降，未发现新的硫化矿	节能减排政策影响中国镍铁的供应	氧化矿成本远高于硫化矿，高品位红土镍矿不被国内企业控制	中国不锈钢消费强度将提升	红土镍矿成本显著下降
铝	1、铝土矿资源比较丰富 2、高铝硅比铝土矿日趋枯竭	中国电解铝耗电高，受政策影响最大	国内成本高于行业平均，未来可能会继续上行	中国的房地产政策抑制铝消费	产能过剩依然是行业发展最大隐患

来源：国金证券研究所

重点公司推荐

- 关注政策对行业的影响。
 - 节能减排：对于高耗能、高污染的铅、铝冶炼影响最大，对于铜、锌冶炼也有一定的影响。
 - 行业整合：有效减少钼的供给，鼓励上市公司整合资源。
- 资源是公司价值核心。
 - 公司现有资源价值的提升在于未来产能、储量的增加。
 - 大股东资源注入，以解决同业竞争。
 - 公司对外并购。人民币升值将加速中国稀缺资源的海外并购，上市公司具有平台优势；国内众多中小矿山也是收购标的。
- 推荐公司排序：江西铜业、云南铜业、西部资源、中金岭南、西部矿业、吉恩镍业、金钼股份和云铝股份。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室