

## 全球资源垄断、美元信用危机提升资源股投资价值

### 有色金属行业 2007 年四季度投资策略报告

赵春

86-755-82960824

zhaoc@ccs.com.cn

周期性投资品

有色金属

推荐

欧佩克 12 国成员凭借控制世界 41% 的原油供应, 拥有了世界原油的定价权; 必和必拓、淡水河谷和力拓三大矿业巨头控制了 72% 世界铁矿石海运量, 他们的联合迫使下游钢铁企业接受铁矿石每年不同程度的涨价, 石油、铁矿石的发展历程让我们看到了有色金属资源的未来。

- **铜、铝等部分有色资源已具备很高的垄断性:** 世界矿业巨头之间近期通过一系列并购后, 世界资源的集中度大幅提高。目前世界前四大铜生产企业必和必拓、Freeport、Anglo American 和智利国家铜公司 (Codelco) 目前控制着世界 60% 以上的铜资源供应量; 前四大氧化铝生产企业 Rio Tinto、俄罗斯铝业、美铝、中铝则控制了世界上 60% 以上的氧化铝产量。垄断导致垄断定价, 此必将弱化资源价格周期, 增强资源涨价预期, 提升资源股估值水平。
- **铜将成为有色金属中最早步入垄断定价的大金属:** 相较于铝, 铜资源更具稀缺性, 控制铜资源的寡头之间更易达成价格同盟。而且铜资源巨头在现有开采铜矿量、新探明储量和新增产能三个方面的控制比例均超过了 60%, 垄断能力非常显著。
- **美元信用危机提升对铜等具备货币属性金属的需求:** 从 2000 年开始美元进入了贬值时代, 2000 年至今, 美元相对欧元贬值幅度达 42%, 美元贬值对以美元计价铜价上涨的贡献度达 40%。此外近期美元次级债危机的爆发更是对美元信用的又一次巨大打击。美元信用危机必将导致世界对金银货币以及具备货币属性的铜等有色金属需求的大幅上升。
- **其他提升有色资源股投资价值的因素:** 1、中国的低劳动力成本优势; 2、中国作为需求拉动地具备运输成本优势; 3、世界范围内铜等有色金属矿藏品位下降提升新增产能的采矿成本。这些因素的共同特点是为企业盈利或者资源价格提供了一个安全边际, 提升资源股估值水平。
- **投资策略: 选择高垄断性子行业中具备持续资源扩张能力的公司。** 在子行业的选择中, 我们对大有色子行业的选择顺序是: 铜>锡>铝>镍>锌。当然我们继续看好具有中国优势的小金属子行业, 如稀土、钨等。个股中看好具备持续资产注入预期的江西铜业、云南铜业, 以及具备较大整合和并购空间的铝行业世界巨头之一的中国铝业。另外, 继续维持对厦门钨业、横店东磁、宝钛股份等优质一体化公司强烈推荐的投资评级。

上证指数: 5771.46

| 行业规模    | (亿元) | 占比%   |
|---------|------|-------|
| 股票家数    | 37   | 2.66  |
| 总市值     | 2090 | 2.03  |
| 非受限流通市值 | 810  | 3.42  |
| #重点公司   | 12   | 32.43 |

#### 市场走势



资料来源: 招商证券

#### 相关研究

有色金属行业 2007 年度投资策略报告--深化和挖掘投资主题, 自上而下和自下而上相结合精选个股

2007 年 1 月 4 日

#### 重点公司主要财务指标

| 重点公司 | 公司类型 | EPS06 | EPS07E | EPS08E | EPS09E | PE06   | PE07E  | PE08E | PE09E | 投资评级    | 变化 |
|------|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|----|
| 江西铜业 | 资源型  | 1.59  | 1.72   | 2.05   | 2.30   | 41.87  | 38.70  | 32.47 | 28.94 | 强烈推荐--A | ↔  |
| 云南铜业 | 资源型  | 1.51  | 1.79   | 2.60   | 3.34   | 62.38  | 52.63  | 36.23 | 28.20 | 强烈推荐--A | ↔  |
| 中国铝业 | 资源型  | 0.97  | 1.05   | 1.36   | 1.50   | 49.69  | 45.90  | 35.44 | 32.13 | 强烈推荐--A | ↔  |
| 山东黄金 | 资源型  | 0.80  | 1.30   | 4.52   | 4.80   | 225.58 | 138.82 | 39.92 | 37.60 | 推荐--A   | ↔  |
| 稀土高科 | 资源型  | 0.20  | 0.65   | 1.10   | 1.75   | 264.00 | 81.23  | 48.00 | 30.17 | 推荐--A   | ↔  |
| 贵研铂业 | 资源型  | 0.38  | 1.85   | 2.90   | 3.15   | 219.47 | 45.08  | 28.76 | 26.48 | 推荐--A   | ↔  |

## 目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、理念的革新.....                      | 3  |
| 二、垄断的力量.....                      | 3  |
| 1、资源垄断力量增强提升公司估值水平.....           | 3  |
| 2、收购提升垄断力量.....                   | 4  |
| 3、铜、铝等垄断程度较高的有色金属将逐步进入垄断定价时代..... | 4  |
| 4、铜将成为有色金属中最早步入垄断定价的大金属.....      | 5  |
| 三、金属货币属性.....                     | 7  |
| 1、铜等有色金属具备成为货币的资质.....            | 7  |
| 2、美元信用危机提升对铜等具备货币属性商品的需求.....     | 8  |
| 四、其他因素.....                       | 9  |
| 五、投资策略.....                       | 10 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 表 1、06 年以来世界范围内大型收购事件.....              | 4  |
| 表 2、世界部分资源供给垄断情况.....                   | 5  |
| 表 3、世界目前正在开采的特大型铜矿情况（万吨）.....           | 5  |
| 表 4、1992 - 2003 年以来勘探发现的大型铜矿及其控股股东..... | 6  |
| 表 5、2000 年以来新增大型矿山产能（万吨）.....           | 7  |
| 图 1、美元计价、欧元计价及剔除通胀后铜价走势.....            | 9  |
| 图 2、波罗的海散货运价指数.....                     | 9  |
| 图 3、开采铜矿和储藏铜矿平均品位情况.....                | 10 |
| 表 6、资源类公司重点公司分类表.....                   | 10 |
| 图 4、LME 三月期铜价及库存走势.....                 | 12 |
| 图 5、LME 三月期锌价及库存走势.....                 | 12 |
| 图 6、LME 三月期高级铝价及库存走势.....               | 12 |
| 图 7、LME 三月期锡价及库存走势.....                 | 13 |
| 图 8、LME 三月期镍价及库存走势.....                 | 13 |
| 图 9、国际黄金现货价格.....                       | 13 |

## 一、理念的革新

我们认为去年有色大行情的基础是资源价格快速上涨，而今年的有色大行情则是基于公司估值的提升，而有色资源股估值的大幅提升的背后则是一种理念的革新。

世界时刻在变化着，有色金属行业也一样，全球资源垄断、美元信用危机等这些历史上从未出现的情况深刻影响着这个行业。在历史上，有色资源行业是大周期行业，而现在由于部分子行业受资源垄断定价、金属货币属性增强的影响，周期正在不断的大幅弱化。历史上有色金属行业是完全竞争的行业，价格由供需决定，而现在随着资源垄断程度的不断增强，定价权正在向寡占者转移。

资源垄断程度的提升以及美元处于贬值趋势中，使得人们对未来有色金属价格预期不断增强，对价格波动预期不断减弱，从而提升了有色金属资源公司的估值水平。

## 二、垄断的力量

### 1、资源垄断力量增强提升公司估值水平

欧佩克 12 国成员凭借控制世界 41% 的原油供应，拥有了世界原油的定价权；必和必拓、淡水河谷和力拓三大矿业巨头控制了 72% 世界铁矿石海运量，他们的联合迫使了下游钢铁企业接受铁矿石每年不同程度的涨价。石油、铁矿石的发展历程让我们看到了有色金属资源的未来。

我们认为有色金属行业的资源垄断程度将越来越高，而且这种集中的度的提高是符合收购双方利益的，这最终导致的结果则是资源定价权为寡占者获得。事实上目前世界有色金属格局已经比较明显，几家世界矿业巨头控制了世界上绝大部分的有色金属资源，这些全球矿业巨头包括必和必拓、力拓、巴西 CVRD、英美集团、美国铝(Alcoa)、瑞士斯特拉塔公司(XstrataPLC)、俄罗斯铝业、中国铝业；而这些矿业巨头之间仍然进行的一系列的合并收购，如力拓已收购加铝、必和必拓欲收购力拓等，这些行为最终将导致有色金属供给垄断力量的不断增强。

从每年铁矿石的涨价中我们可以看到垄断供应方的强大的定价力量，相较于联合的买方定价力量，必和必拓、淡水河谷和力拓组成的供应卖方力量在定价力量无疑是更胜一筹，我们可以预期到未来钢铁行业的超额利润将逐步被世界铁矿石巨头所侵吞。

我们认为有色金属也将步铁矿石的后尘，预期未来随着垄断力量的不断提升，有色金属资源价格周期将大大弱化，价格将保持高位，此将致使资源企业摆脱以往业绩巨幅波动的情况，从而提升资源股估值水平。

## 2、收购提升垄断力量

自 2002 年起，国际矿业市场上就开始出现了整合大潮，而且这种整合的广度和力度正在逐步加大，特别是 06 - 07 年，世界范围内矿业巨头之间的相互并购正在如火如荼的进行。

近期世界范围内的并购主要包括：必和必拓 70 亿美元收购澳大利亚 WMC 资源公司；俄罗斯铝业公司收购西伯利亚乌拉尔铝业公司和嘉能可国际公司氧化铝资产；力拓 381 亿美元收购加拿大铝业公司超越整合后的俄罗斯铝业公司成为世界第一大铝业公司；美国麦克莫兰自由港铜金公司斥资 259 亿美元收购美国费尔普斯·道奇公司，缔造了全球最大的上市铜公司、北美地区最大的金属和矿业公司；瑞士斯特拉塔 160 亿美元收购加拿大福尔肯布里奇铜和镍矿公司；必和必拓欲以超过 1000 亿美元价格收购力拓，等等；这些并购行为将直接导致资源垄断力量的快速提升。

**表1、06年以来世界范围内大型收购事件**

| 收购者                   | 被收购方  |
|-----------------------|---|
| 必和必拓                  | 70 亿美元收购澳大利亚 WMC 资源公司   |
| 瑞士斯特拉塔                | 160 亿美元收购加拿大福尔肯布里奇铜和镍矿公司  |
| 力拓矿业                  | 381 亿美元加拿大铝业公司  |
| 英美矿业集团                | 拟非洲第三大铜矿民主刚果科卢韦齐(Kolwezi)铜钴矿  |
| 俄罗斯铝业公司               | 西伯利亚乌拉尔铝业公司和嘉能可国际公司氧化铝资产  |
| 德国 Frontier 矿业        | 哈萨克斯坦 Benkala 铜钼金矿项目 50%股份  |
| 澳大利亚 Tamaya 资源        | 收购 Latitude 资源公司旗下拉美铜业智利公司(Latin American Copper Chile SA)包括一系列矿区资产（整合完后将成为智利第二座大型矿场） |
| 澳大利亚 Diatreme 资源公司    | 南澳州 Anabama 铜矿项目  |
| 斯特拉塔(Xstrata)         | 南非的伊兰德铂业公司  |
| Xstrata 公司            | 菲律宾南部 Tanpakan 铜金矿 62.5%的股份   |
| 巴西淡水河谷公司（CRVD）        | 加拿大镍生产商 Inco  |
| Freeport McMoRan 铜金公司 | 以约 259 亿美元的价格收购菲尔普斯道奇公司，收购后公司生产铜 37 亿磅，黄金 180 万盎司，以及钼 6900 万磅，使公司成为世界上最大的铜控制商         |

资料来源：招商证券研发中心整理

## 3、铜、铝等垄断程度较高的有色金属将逐步进入垄断定价的时代

在有色金属众多的子行业中，哪些支行业目前已经形成了较强的垄断力量呢？我们认为有色大金属中主要是铜和铝。

世界前四大铜生产企业必和必拓、Freeport、Anglo American 和智利国家铜公司（Codelco）目前控制着世界 60% 以上的铜资源供应量。

世界前四大氧化铝生产企业 Rio Tinto、俄罗斯铝业、美铝、中铝则控制了世界上 60% 以上的氧化铝产量。

锌金属垄断能力相较于铜和铝则弱上不少,前五大企业产量占世界总产量的 25% 左右。

此外,我们一直看好的中国优势资源锡、稀土和钨,其实也是看好中国资源企业的垄断能力:中国是世界第一大锡生产国,锡产量占世界锡产量接近 40%,加上印尼,两国锡供给将接近世界锡总产量的 70%;中国稀土产量占世界总产量的 90%;中国钨产量占世界总产量的 80%。

**表2、世界部分资源供给垄断情况**

|    |                                     |                   |
|----|-------------------------------------|-------------------|
| 石油 | 欧佩克 12 国成员                          | 控制世界 41% 原油产量     |
| 铁  | BHP、CRVD、Rio Tinto                  | 控制铁矿石海运量的 72%     |
| 铜  | BHP、Freeport、Anglo American、Codelco | 控制世界铜资源供应的 60% 以上 |
| 铝  | Rio Tinto、俄罗斯铝业、美铝、中铝               | 控制世界氧化铝产量的 60% 以上 |

资料来源:招商证券研发中心整理

#### 4、铜将成为有色金属中最早步入垄断定价的大金属

在有色大金属行业中,我们认为目前垄断程度最高的是铜和铝,相较于此两个金属,我们认为目前铜的垄断定价能力相对更高。我们的判断基于以下几点:

- 1、铜资源在地壳中相对稀缺而铝土资源是地壳中相对比较丰富。
- 2、控制铜资源的四大矿业巨头 BHP、Freeport、Anglo American、Codelco 主要属于西方发达国家(或者受西方发达国家影响严重),他们之间达成价格同盟的相对容易。而控制铝资源的四大企业中,俄罗斯铝业和中铝均处于金砖四国,为需求拉动地,公司自身直接或者间接将受到政府影响程度较大,与 Rio Tinto 和美铝达成价格同盟难度较大。

我们将进一步在正在开采铜矿、新探明储量和新增产能三个方面对铜资源的垄断力量再做分析,我们可以看出,从勘探到新增产能再到开采生产,铜资源的垄断力量都已非常强大。

目前世界正在开采的世界最大的前 16 大铜矿中,BHP、Freeport(包括收购的 phelps Dodge)、Codelco、Anglo American 四大矿业巨头公司控制的产量占全部产量的 76%。

**表3、世界目前正在开采的特大型铜矿情况(万吨)**

| 矿产名称         | 所在国家  | 控股股东             | 产量  |
|--------------|-------|------------------|-----|
| Escondida    | 智利    | BHP              | 126 |
| Grasberg     | 印度尼西亚 | Freeport Mcmoran | 87  |
| Chuquicamata | 智利    | Codelco          | 90  |
| Collahuasi   | 智利    | Anglo American   | 44  |
| EL Teniente  | 智利    | Codelco          | 40  |
| Batu Hijau   | 印度尼西亚 | New mont         | 28  |



|                     |         |                |    |
|---------------------|---------|----------------|----|
| Bingham Canyou      | 美国      | Rio Tinto      | 27 |
| EL soldados Bronces | 智利      | Anglo American | 27 |
| Andina              | 智利      | Codelco        | 24 |
| Candelaria          | 智利      | phelps Dodge   | 20 |
| Rundna              | 波兰      | KGHM           | 20 |
| ok Tedi             | 巴布亚新几内亚 | PNG SDP        | 20 |
| Alumbrera           | 阿根廷     | Xstrqta        | 18 |
| Olyrepic Dam        | 澳大利亚    | BHP            | 17 |
| Highland valley     | 加拿大     | Teck Cominco   | 17 |
| 江西德兴铜业              | 中国      | 江西铜业           | 17 |

资料来源：招商证券研发中心整理

在 92 年至 04 年的这十几年中，新勘探发现的大型铜矿中，其中属于 BHP、Freeport、Codelco 和 Rio Tinto 四家公司的储量占新勘探发现的大型铜矿总储量的 64%。而同时世界矿业巨头仍在不断地收购兼并这些新发现矿山的采矿权。

**表4、1992 - 2003年以来勘探发现的大型铜矿及其控股股东**

| 名称               | 国家   | 控股股东                 | 储量 (万吨) | 发现时间   |
|------------------|------|----------------------|---------|--------|
| Tampakan         | 菲律宾  | BHP                  | 675     | 1992 年 |
| Csepon           | 老挝   | Rio Tinto            | 102.8   | 1992 年 |
| Big Gossan       | 印尼   | Freeport-Mcmoran     | 100.5   | 1992 年 |
| Agua Rica        | 阿根廷  | BHP                  | 495     | 1993 年 |
| Rio Blance       | 秘鲁   | phelps Dodge         | 346.3   | 1994 年 |
| Coracohuayco     | 秘鲁   | BHP                  | 217.2   | 1995 年 |
| Vizcachitas      | 智利   | General Minerals     | 169.8   | 1995 年 |
| Las Cruces       | 西班牙  | phelps Dodge         | 105.1   | 1995 年 |
| Toki cluster     | 智利   | Codelco              | 1000    | 1996 年 |
| Spence           | 智利   | BHP                  | 448.4   | 1996 年 |
| Sossego          | 巴西   | phelps Dodge         | 319.4   | 1996 年 |
| Kucing Liar      | 印尼   | Freeport 和 Rio Tinto | 315     | 1996 年 |
| Gaby sur         | 智利   | Codelco              | 270     | 1996 年 |
| Reko Dig         | 巴基斯坦 | BHP                  | 541.3   | 1997 年 |
| Mirador          | 厄瓜多尔 | BHP                  | 455.3   | 1997 年 |
| EL Morro         | 智利   | BHP                  | 283.7   | 1997 年 |
| Salvador Damiana | 智利   | Codelco              | 114.3   | 1997 年 |
| Antapaccay       | 秘鲁   | BHP                  | 340.9   | 1998 年 |
| Conchi           | 智利   | Antofagasta          | 234.7   | 1998 年 |
| Los ahancas      | 秘鲁   | Apcc                 | 200     | 1998 年 |
| Cristalino       | 巴西   | CRVD                 | 156.8   | 1998 年 |
| 新疆土屋 - 延东铜矿      | 中国   | 新疆有色金属公司             | 120     | 1999 年 |
| 云南羊拉铜矿           | 中国   | 云铜集团                 | 180     | 2000 年 |
| Esperanza        | 智利   | Antofagasta          | 279.1   | 2000 年 |
| Boyongan         | 菲律宾  | Anglo American       | 150     | 2000 年 |
| Oyu Toligoi      | 蒙古   | Ivanhoe 和 Rio Tinto  | 838.5   | 2001 年 |

|        |    |               |        |       |
|--------|----|---------------|--------|-------|
| 云南普朗铜矿 | 中国 | 云铜集团          | 437    | 2002年 |
| 西藏驱龙铜矿 | 中国 | 西藏自治区地矿局      | 790    | 2003年 |
| Lufua  | 刚果 | First Quantum | 102.5  | 2003年 |
| 总计     |    |               | 9788.6 |       |

资料来源：《世界有色金属》

2000年以来，在新增的大型铜矿山产能中的增加量中，BHP、Codelco、Freeport、CVRD四家公司占新增产能占总增加产能的67%。

**表5、2000年以来新增大型矿山产能（万吨）**

| 名称              | 国家   | 控股股东              | 建设性质 | 新增产能  | 总产能 |
|-----------------|------|-------------------|------|-------|-----|
| Oyn Tologi      | 蒙古   | Ivanhoe Mines     | 新建   | 35    | 35  |
| Los Pelambres   | 智利   | Antofagasta       | 扩建   | 34    | 50  |
| Andina Division | 秘鲁   | BHP               | 新建   | 33    | 33  |
| Antamina        | 智利   | Codelco           | 扩建   | 23.6  | 35  |
| Spence          | 智利   | BHP               | 新建   | 20    | 20  |
| Safford         | 美国   | phelps Dodge      | 新建   | 20    | 20  |
| Salobo          | 巴西   | CVRD              | 新建   | 20    | 20  |
| Olympic Dam     | 澳大利亚 | BHP               | 扩建   | 20    | 40  |
| Crista Lino     | 巴西   | CRVD              | 新建   | 15    | 15  |
| Sossego         | 巴西   | CRVD              | 新建   | 14    | 14  |
| Lumwana         | 赞比亚  | Eguinox resources | 新建   | 14    | 14  |
| 总计              |      |                   |      | 248.6 | 296 |

资料来源：招商证券研发中心

### 三、金属货币属性

#### 1、铜等有色金属具备成为货币的资质

体积小，价值大，容易分割，质量均匀，不会腐烂，久藏不坏是作为货币的特点，因此，才有“金银天生不是货币，但货币天生是金银”的说法。事实上铜等有色金属符合上述作为货币的基本特性，其实也就是人们常说的金属属性。

布雷顿森林体系垮台后，美元逐步摆脱了金本位之后成为了信用货币（或者说是信心货币），而信用货币相对于金银等事物货币最大的特点是它能够贬值和通胀，美元信用货币就是通过贬值和通胀来逐步剥夺世界人民的财富。但是如果一旦出现美元信用危机（事实上美国次级债危机已经导致了美元信用危机），那么持有美元信用货币的人将承受美元快速贬值、资产大幅缩水的后果，而持有金银货币则不会出现这种情况。

黄金作了几千年的货币，而在近期被“软禁”起来，除了国际银行家的阴谋行为外，我们认为另外一个主要原因是由于黄金作为货币的供应跟不上经济的发展速度。那么当美

元信用危机产生，人们对金银货币需求量将增加，而金银供给不足必然导致人们寻找新的具备货币属性的商品，而铜等有色金属则非常符合人们的需求。

## 2、美元信用危机提升对铜等具备货币属性商品的需求

美国的总债务已经达到了 44 万亿美元，这些债务包括联邦国债、州和地方政府债务、国际债务和私人债务；如果按 5% 的利率计算，美国政府每年将为此支付 2.2 万亿美元的利息，此数量相当于美国 GDP 的 1/4，以及几乎相当于美国联邦政府全年的财政总收入。面对如此巨额的负债美国联邦政府只是不断用永远增加的新债券去替代老债券以及所积累的利息，而同时通过通胀和贬值的手段让全世界人们为其偿还债务。

美国联邦政府这种模式的基础是美元信用，如果美元信用不倒，那么它就永远可以享受这种不用偿还的永远增加的债务。而美元的信用其实就是世界对美元需求的信心，而此信心建立在经济持续增长的基础之上，如果美国经济出现问题，那么必然影响世界经济，然后影响世界消费，然后影响国际贸易，然后影响美元需求，从而影响美国国债的需求量，那么此时美国高额债务危机将爆发。因此，我们认为维持美国经济持续增长则是美国政府政策最为主要的关注点，那也是为什么每次美国经济出现问题的时候美联储会不顾通胀等其他因素而降息来保持经济增长的原因。

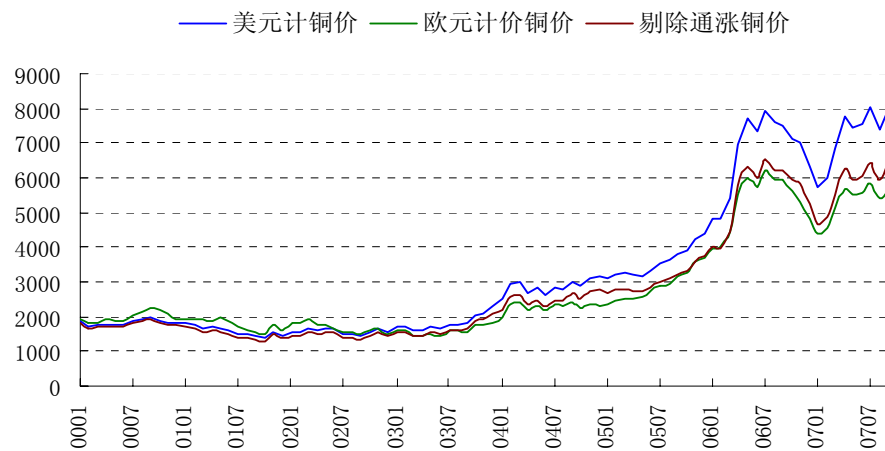
但美元信用危机已经产生了，导致其产生的主要原因是作为国际计算货币的地位受到动摇，原因是受巨额债务拖累，从 2000 年开始美元则进入了贬值时代，从 2000 年至今，美元相对于欧元贬值幅度达 42%，美元的持续贬值自然使得人们对美元需求的减少。而近期美元次级债危机的爆发更是对美元信用的一次巨大打击。

那么在美元信用危机时代，“真金白银”自然为人们所喜爱，因此黄金、白银、铜、石油等涨价了。

当然，我们并不是认为导致铜等有色金属价格大幅上涨的主要原因是美元信用贬值，但是不可否认这个因素是一个非常重要的因素。我们从下图中可以看出，在铜价由 2000 美元/吨上涨到 8000 美元/吨的过程中，需求拉动，垄断力量加强提升的作用是为约 3500 美元，对铜价上涨贡献度约为 60%；美元贬值的作用是 2500 美元，对铜价上涨贡献度约为 40%。



**图1、美元计价、欧元计价及剔除通胀后铜价走势**



资料来源：招商证券研发中心整理

#### 四、其他因素

**1、低人力成本：**中国采矿工作人员工资水平不足澳大利亚、美国等地的十分之一，而且发达国家工会力量强大、社会福利保证坚实，与企业在利益谈判中具备很强的发言权，因此我们看到国外矿产企业员工经常通过罢工等方式为自己争取权益。而以上这些问题在我国则不存在，在中国不但劳动力价格低廉，而且通过加班、三班倒等方式尽最大可能提高产能利用率。因此在中国开矿的成本要远小于发达国家，这中内生性的竞争力为中国资源企业的盈利能力提供了一个较国际水平更高的安全边际。

**2、需求拉动地节省运输成本提升国内资源价值：**自06年以来，波罗的海干散货运价指数摆脱了原有的周期并且频创新高，那么处于需求拉动地的中国的资源生产企业自然享受着节省运费成本的好处。

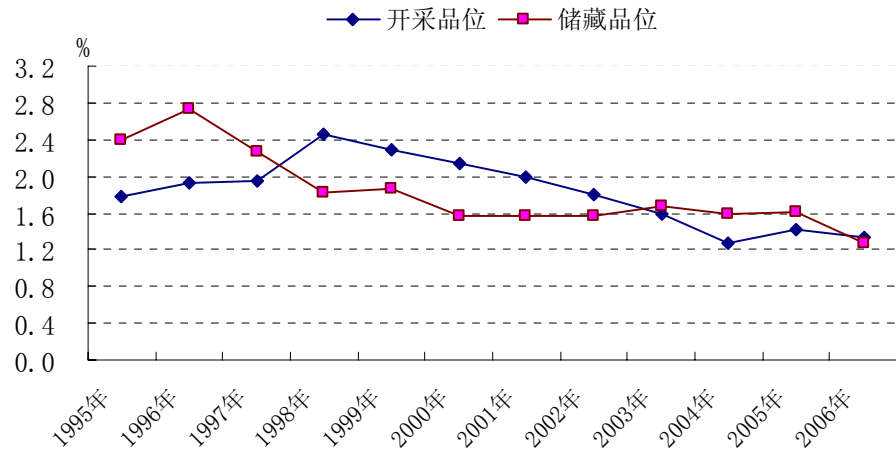
**图2、波罗的海散货运价指数**



资料来源：BLOOMBERG

3、世界范围内资源品位下降提高铜价安全边际：世界开采铜矿和储藏铜矿品位在过去的10年中下降了将近一半，铜矿品位的下降提高铜的开采成本，为铜价提供一个安全边际。

图3、开采铜矿和储藏铜矿平均品位情况



资料来源：招商证券研发中心整理

## 五、投资策略

全球资源垄断程度的快速提高以及美元信用货币危机的出现正在对有色金属行业产生的巨大的影响，在此背景下，我们对资源企业的投资策略是：**选择高垄断性子行业中具备持续资源扩张能力的公司。**

在子行业的选择中，我们对大有色子行业的选择顺序是：铜>锡>铝>镍>锌。当然我们继续看好具有中国优势的小金属子行业，如稀土、钨等。

在资源个股的选择中，我们结合上述子行业的选择结果，看好具备持续资产注入预期的江西铜业、云南铜业，以及具备较大整合和并购空间的铝行业世界巨头之一的中国铝业。

表6、资源类公司重点公司分类表

| 公司名称 | 公司类型 | 公司在行业中的地位       | 所处子行业    |
|------|------|-----------------|----------|
| 贵研铂业 | 资源型  | 国内资源储量第二大的镍生产企业 | 镍/重有色金属  |
| 吉恩镍业 | 资源型  | 国内生产规模第二大的镍生产企业 | 镍/重有色金属  |
| 锡业股份 | 资源型  | 全球最大的精锡生产企业     | 锡/重有色金属  |
| 包钢稀土 | 资源型  | 全球最大的稀土生产企业     | 稀土/稀有金属  |
| 宏达股份 | 资源型  | 亚洲资源储量最大的锌生产企业  | 锌/重有色金属  |
| 驰宏锌锗 | 资源型  | 国内资源品位最高的锌生产企业  | 锌/重有色金属  |
| 中金岭南 | 资源型  | 国内第三大的铅锌生产企业    | 铅锌/重有色金属 |

|      |     |                |         |
|------|-----|----------------|---------|
| 云南铜业 | 资源型 | 国内第二大的精铜生产企业   | 铜/重有色金属 |
| 江西铜业 | 资源型 | 全球十大精铜生产企业之一   | 铜/重有色金属 |
| 铜陵有色 | 资源型 | 国内第三大的精铜生产企业   | 铜/重有色金属 |
| 山东黄金 | 资源型 | 国内重要的黄金生产企业    | 黄金/贵金属  |
| 中金黄金 | 资源型 | 国内重要的黄金生产企业    | 黄金/贵金属  |
| 中国铝业 | 资源型 | 中国最大的氧化铝和电解铝公司 | 铝/轻有色金属 |

资料来源：招商证券研发中心

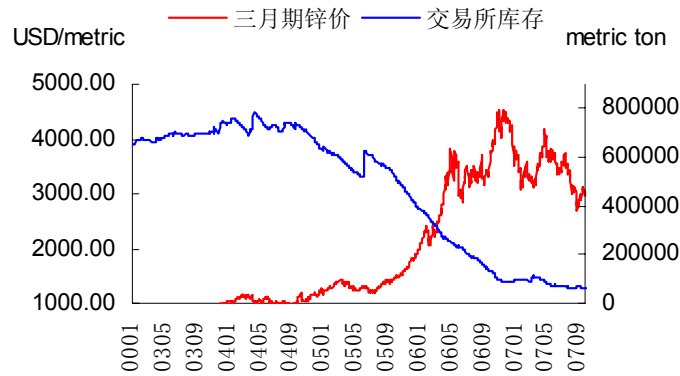
附:

**图4、LME三月期铜价及库存走势**



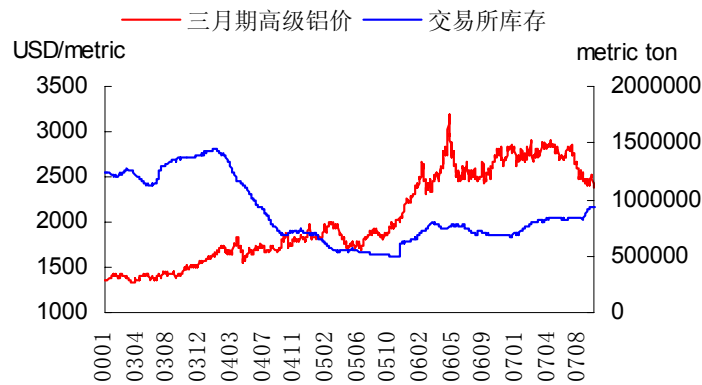
资料来源: BLOOMBERG

**图5、LME三月期锌价及库存走势**



资料来源: BLOOMBERG

**图6、LME三月期高级铝价及库存走势**



资料来源: BLOOMBERG

图7、LME三月期锡价及库存走势



资料来源：BLOOMBERG

图8、LME三月期镍价及库存走势



资料来源：BLOOMBERG

图9、国际黄金现货价格



资料来源：BLOOMBERG



**研究员简介:**

赵春, 清华大学经济管理学院金融学学士, 香港中文大学 MBA (在读), 招商证券有色行业研究员, 3 年证券研究从业经验, 2 年有色行业研究从业经验。

**附: 招商证券公司投资评级**

| 类别   | 级别   | 定义                          |
|------|------|-----------------------------|
| 短期评级 | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅为 20%以上     |
|      | 推荐   | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅为 10-20%之间  |
|      | 中性   | 预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 ±10%之间 |
|      | 回避   | 股价跌幅为 10%以上                 |
| 长期评级 | A    | 公司长期竞争力高于行业平均水平             |
|      | B    | 公司长期竞争力与行业平均水平一致            |
|      | C    | 公司长期竞争力低于行业平均水平             |

**附: 招商证券行业投资评级**

| 类别 | 级别 | 定义                               |
|----|----|----------------------------------|
| 评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢综合指数 |
|    | 中性 | 行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数  |
|    | 回避 | 行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输综合指数 |

**重要说明**

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归招商证券所有。