

有色行业 2010 年二季度策略

价格继续向好，有色估值有望向上修正

谢军 研究员
电话：020-87555888-663
eMail: xj@gf.com.cn

肖征 研究助理
电话：020-87555888-831
eMail: xz7@gf.com.cn

一季度有色股价与金属价格走势背离

一季度有色价格如期上涨，但有色股价走势却与价格走势背离，对政府实施紧缩政策的担忧挤压了行业估值。

继续看好二季度有色金属价格

1、商品基金资金再度呈现净流入。虽然 2 月份流入的资金量不能和 2009 年相比，但是商品指数基金资金在目前价位上的持续流入表明其认为商品价格仍有上升空间。

2、国外需求良性恢复。主要国家的 PMI 指数仍维持在 50 以上，其中日本 PMI 已经连续 12 个反弹，2 月份已达到 54.2，表明全球制造业仍处于良性复苏中。

3、中国房地产新开工面积继续增长将拉动有色金属需求。

4、中国消费旺季来临，国内有色价格有望补涨。LME 注销仓单在过去一个月的大幅上升，意味着在接下来几个月 LME 库存的下降。我们认为二季度伴随着房地产、家电、汽车等下游的强劲增长，中国有色金属需求将进一步增长，从而使前期积累的大量库存得以消化，并修复一季度被过度压低的沪伦比值，国内有色价格有望补涨。

5、最看好的品种依次为钨、锌、铜。

上调行业评级至“买入”

一季度金属价格和有色股价出现背离以后，有色估值有所下降，股价走势已经基本反映了对流动性紧缩的担忧，我们认为二季度有色行业估值有望向上修正，我们上调行业评级至“买入”。

给予铜陵有色、金钼股份、云铝股份、焦作万方、中金岭南五家公司“买入”评级。

风险提示

有色金属行业与宏观经济有着很强联动性，主要风险包括：宏观经济二次探底导致需求不如预期、政府提前实施紧缩性政策、美元走强等。

行业评级

买入

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	2.06%	-0.57%	34.15%
上证综指	2.37%	0.79%	34.79%

目录索引

一、一季度价格内弱外强，股价与金属价格走势背离	4
(一) 一季度有色金属价格如期上涨	4
(二) 价格内弱外强	4
(三) 报告库存变化揭示价格走势	6
(四) 有色股价与金属价格走势背离	8
二、看好二季度有色金属价格	10
(一) 商品基金资金再度呈现净流入	10
(二) 国外需求良性恢复	10
(三) 中国房地产新开工面积继续增长将拉动有色金属需求	11
(四) 中国消费旺季来临，国内有色价格有望补涨	11
(五) 最看好的品种依次为钨、锌、铜	12
三、上调行业评级至“买入”	13
四、重点公司点评	14
(一) 铜陵有色	14
(二) 金钼股份	15
(三) 云铝股份	15
(四) 焦作万方	16
五、风险提示	17

图表索引

图 1: 上海铜库存与上海铜价	5
图 2: 上海铜价/伦敦铜价	5
图 3: 上海铝库存与上海铜价	5
图 4: 上海铝价/伦敦铝价	5
图 5: 上海锌库存与上海锌价	6
图 6: 上海锌价/伦敦锌价	6
图 7: 铜报告库存增加	7
图 8: 铝报告库存增加	7
图 9: 铅报告库存增加	7
图 10: 锌报告库存增加	7
图 11: 2 月锡报告库存减少	8
图 12: 2 月镍报告库存减少	8
图 13: 各行业今年以来涨跌幅——有色板块跑输大盘	8
图 14: 一季度流入商品的资金增加	10
图 15: 一季度商品投机资金流入铜市	10
图 16: 主要国家 PMI 指数仍维持在 50 以上	10
图 17: 房地产开发投资额、新开工和在建面积继续增长	11
图 18: 有色金属月度进口	12
图 19: 注销仓单/库存大幅反弹	12

表 1: 今年以来有色金属价格走势	4
表 2: 有资源的企业跑输有色板块	9
表 3: 国内外有色金属现货价格预测	13
表 4: 有色重点企业业绩预测和估值	13

一、一季度价格内弱外强，股价与金属价格走势背离

（一）一季度有色金属价格如期上涨

我们在2010年的年度策略提出看好今年上半年的金属价格走势，从一季度的情况来看，金属价格走势基本符合我们的预期。其中钨和镍的涨幅都超过了15%，铜价处于上轮牛市（2006~2008年中期）的平均水平，黄金高位窄幅震荡，仅有锌价由于前期涨幅过大回落10%。

表 1：今年以来有色金属价格走势

		2010-3-19	2010 年涨幅	2009-12-31	同比(%)	2009-3-19	比最高价(%)	最高价
国外								
铜	美元/吨	7435	0.8%	7376	85.9%	3999	85.2%	8730
铝	美元/吨	2258	0.7%	2242	54.3%	1463	68.1%	3317
铅	美元/吨	2200	-8.8%	2413	66.0%	1325	56.6%	3890
锌	美元/吨	2295	-10.4%	2560	81.6%	1264	50.8%	4515
锡	美元/吨	17650	5.1%	16795	73.0%	10200	69.8%	25300
镍	美元/吨	22450	18.8%	18901	124.4%	10005	43.5%	51600
黄金	美元/盎司	1123	3.2%	1088	17.4%	957	92.6%	1213
氧化钨	美元/磅	17	41.7%	12	95.4%	8.7	43.6%	39
中国								
铜	元/吨	59165	0.1%	59125	84.6%	32050	71.8%	82450
铝	元/吨	16180	-2.5%	16590	25.7%	12875	68.0%	23790
铅	元/吨	15750	-1.6%	16000	24.0%	12700	59.2%	26600
锌	元/吨	18200	-10.2%	20275	69.3%	10750	49.1%	37100
锡	元/吨	138750	9.5%	126750	41.2%	98250	85.5%	162250
镍	元/吨	161500	14.9%	140500	90.0%	85000	35.8%	451500
黄金	元/克	248	1.5%	244	21.1%	205	92.6%	268
钨精矿	元/吨	2275	14.6%	1985	49.2%	1525	49.7%	4575

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

注：以上价格全部为现货价格，其中国外价格使用伦敦现货价格，国内价格采用长江现货价格

（二）价格内弱外强

一季度，上海期货交易所的铜、铝、锌库存分别达到16.9万吨、39.4万吨和22.3万吨，均为近几年最高，而伦敦金属交易所除铅锌以外的其它金属库存都有所减少，这也导致了一季度内弱外强的价格走势，同时也说明了两点事实：第一，中国09年囤积的隐性库存由于流动性紧缩预期开始显性化；第二，库存由伦敦向中国转移，国内短期无法消化，加剧了过剩。

图 1：上海铜库存与上海铜价

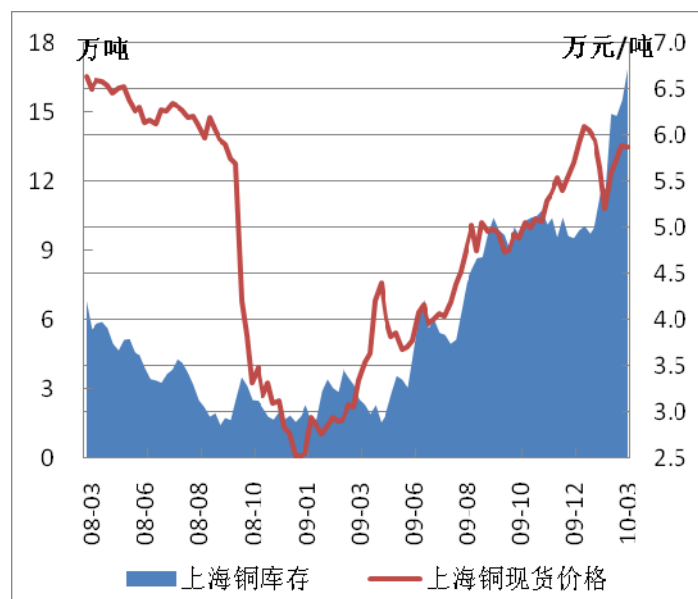
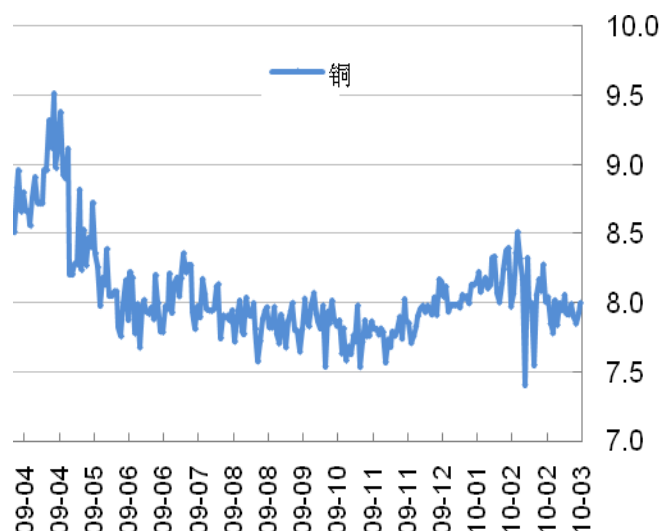


图 2：上海铜价/伦敦铜价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：上海铝库存与上海铝价

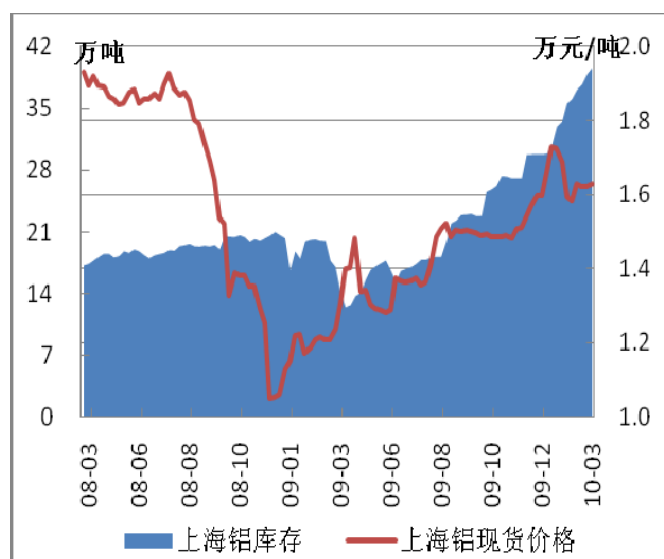
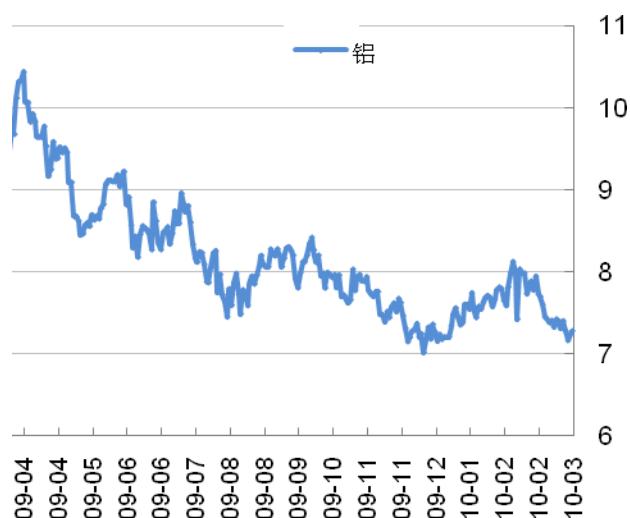


图 4：上海铝价/伦敦铝价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：上海锌库存与上海锌价

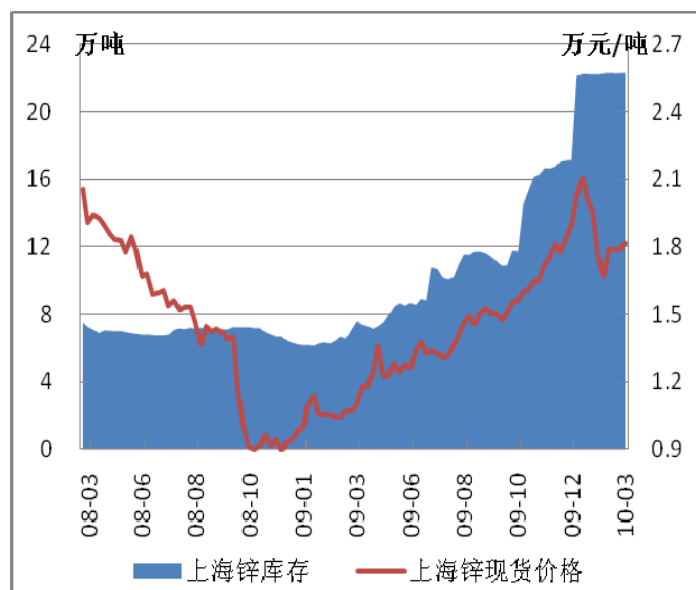
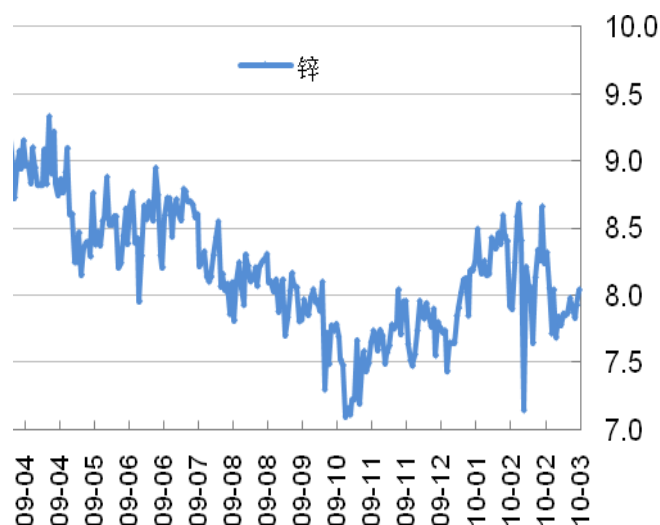


图 6：上海锌价/伦敦锌价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

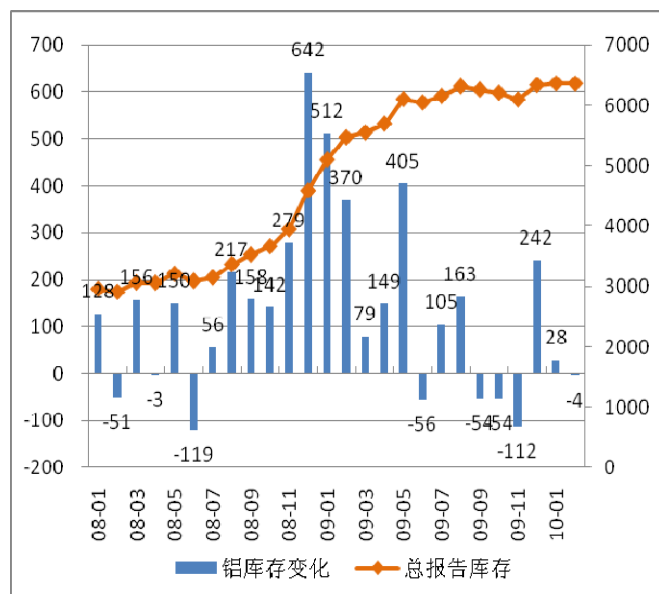
（三）报告库存变化揭示价格走势

由于单用LME或者SHFE的库存都不能完全反映全球消费，我们用报告库存可以更清楚的看到金属市场的供需情况。（报告库存是用LME、COMEX、SHFE三个交易所的库存，加上国外统计的生产商、消费者、贸易商库存，由于中国的这三种库存较难统计，因此报告库存中没有考虑中国的隐性库存，这一数据CRU每月都有公布。）

锡和镍的报告库存在二月份都有较大幅度的下降，这也对应了一季度镍和锡分别为18.8%和5.1%的涨幅。铜、铝、铅、锌的报告库存仍在增加，其中铅、锌库存的增长速度在加快，因此铅锌价格走势最弱。

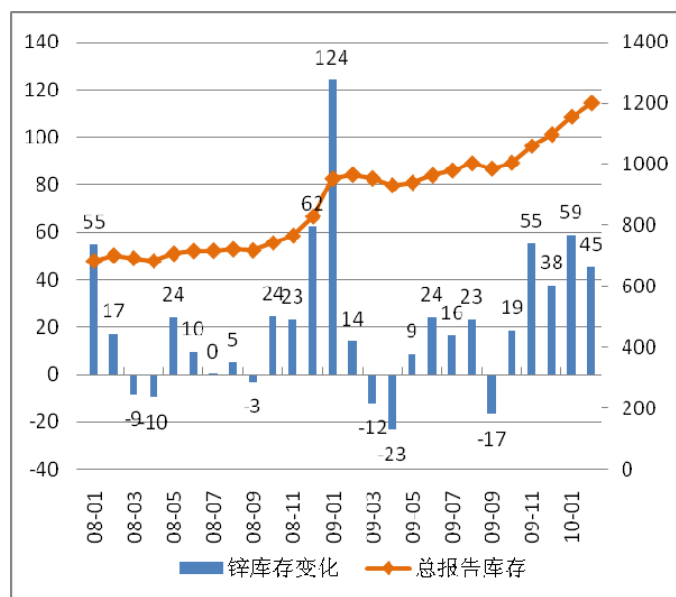
需要注意的是，尽管铜的报告库存仍在增加，但价格十分坚挺。究其原因还是供给制约，2月份智利出现的地震提醒我们铜市场永远不会缺乏题材，比其它金属更强的金融属性使铜价易涨难跌。

图 8: 铝报告库存增加



数据来源：麦格理银行，广发证券发展研究中心

图 10: 锌报告库存增加



数据来源：麦格理银行，广发证券发展研究中心

图 11：2 月锡报告库存减少

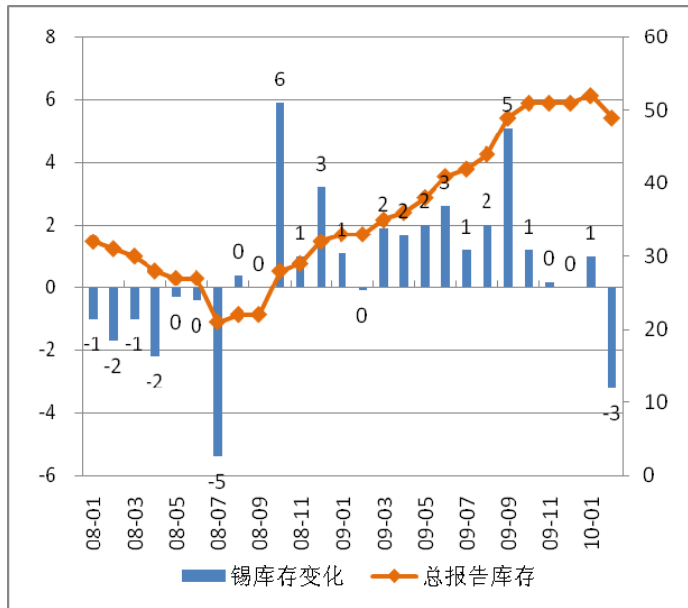
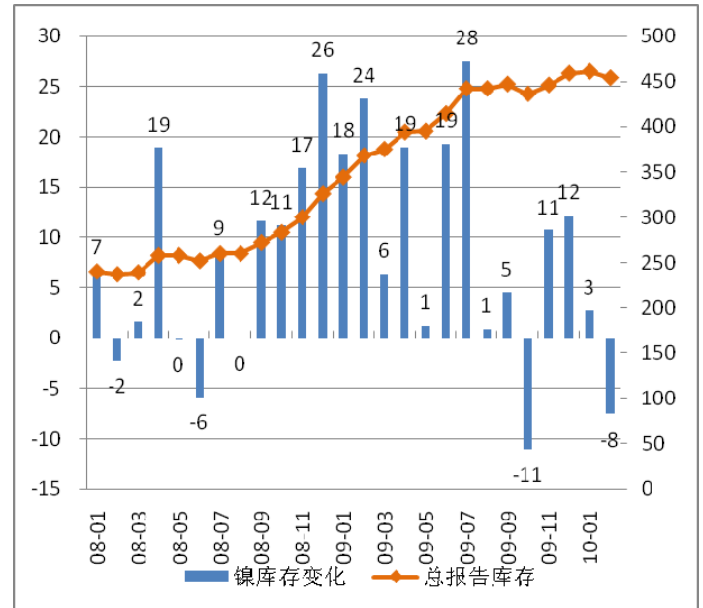


图 12：2 月镍报告库存减少



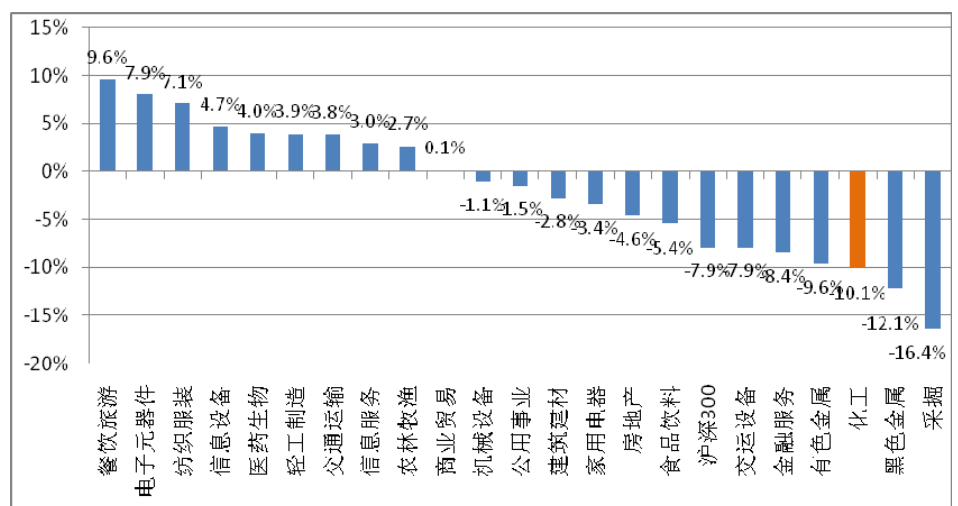
数据来源：麦格理银行，广发证券发展研究中心

（四）有色股价与金属价格走势背离

尽管价格走势强劲，但有色股价走势却出乎我们意料，有色指数今年以来跌幅9.6%，资源类公司的跌幅普遍超过10%，有色板块跑输大盘、有资源的企业跑输有色板块，这与金属价格的走势出现了背离。

我们从图7可以看出今年表现最差的四个行业煤炭、钢铁、化工、有色都是周期性行业，投资者担心各国政府（尤其是中国）在实施紧缩政策后商品价格将会走弱，这种担心降低了投资者对周期性板块的信心，挤压了周期性行业的估值。

图 13：各行业今年以来涨跌幅——有色板块跑输大盘



数据来源：Wind

注：截至3月19日数据

表 2: 有资源的企业跑输有色板块

代码	名称	2010-3-19	涨跌	年初至今
600888.SH	新疆众和	18.31	0	16.5%
600768.SH	宁波富邦	10.17	0.22	13.9%
600255.SH	鑫科材料	7.7	0.04	8.0%
600714.SH	ST 金瑞	12.05	0.57	7.6%
600139.SH	西部资源	26.84	0.58	3.4%
002114.SZ	罗平锌电	18.34	0.24	2.2%
600478.SH	科力远	17.09	0.24	0.8%
000969.SZ	安泰科技	26.65	-0.03	0.5%
002171.SZ	精诚铜业	15.38	0.29	0.2%
600576.SH	万好万家	16.73	0.1	-1.0%
600595.SH	中孚实业	14.26	0.54	-1.0%
600390.SH	金瑞科技	13.38	-0.04	-1.3%
002160.SZ	常铝股份	13.18	0.41	-1.5%
000657.SZ	*ST 中钨	9.32	0.24	-1.7%
600111.SH	包钢稀土	26.59	1.44	-3.0%
002203.SZ	海亮股份	14.15	0.25	-3.3%
002182.SZ	云海金属	14.56	-0.6	-4.1%
002297.SZ	博云新材	26.79	0.21	-4.4%
000962.SZ	东方钽业	12.28	0.23	-5.0%
000831.SZ	关铝股份	9.13	0.38	-5.1%
002149.SZ	西部材料	22.71	1.43	-5.3%
600456.SH	宝钛股份	21.69	0.48	-5.5%
601600.SH	中国铝业	13.65	1.24	-5.7%
000807.SZ	云铝股份	12.7	0.6	-6.6%
600338.SH	ST 珠峰	14.16	0.01	-7.3%
000751.SZ	*ST 锌业	6.29	0.22	-8.0%
600459.SH	贵研铂业	24.31	0.65	-8.2%
600549.SH	厦门钨业	17.29	0.51	-8.7%
600219.SH	南山铝业	12.01	0.4	-9.2%
000612.SZ	焦作万方	25.4	0.99	-9.3%
000758.SZ	中色股份	14.04	0.28	-9.5%
601958.SH	金钼股份	17.18	0.42	-9.9%
002075.SZ	*ST 张铜	6.31	0.12	-10.4%
601168.SH	西部矿业	13.15	0.57	-10.5%
600362.SH	江西铜业	35.68	0.76	-11.3%
600531.SH	豫光金铅	18.78	0.51	-11.4%
600961.SH	株冶集团	14.24	0.25	-11.9%
600547.SH	山东黄金	70.38	0.27	-12.4%
002237.SZ	恒邦股份	45.8	0.3	-12.8%
601899.SH	紫金矿业	8.33	0.13	-13.6%
000630.SZ	铜陵有色	18.95	0.73	-14.4%
002155.SZ	辰州矿业	21.75	0.59	-14.6%

600432. SH	吉恩镍业	25.04	0.77	-14.8%
600489. SH	中金黄金	49.63	0.31	-14.8%
000060. SZ	中金岭南	23.73	0.83	-14.9%
600497. SH	驰宏锌锗	22.48	0.65	-15.0%
000878. SZ	云南铜业	26.01	0.68	-15.0%
000960. SZ	锡业股份	22.25	0.73	-16.4%
600331. SH	宏达股份	15.07	0.43	-16.7%
002295. SZ	精艺股份	19.62	0.26	-18.3%

数据来源: Wind

二、看好二季度有色金属价格

我们能维持2010年有色年度策略中的观点,看好二季度有色金属价格。

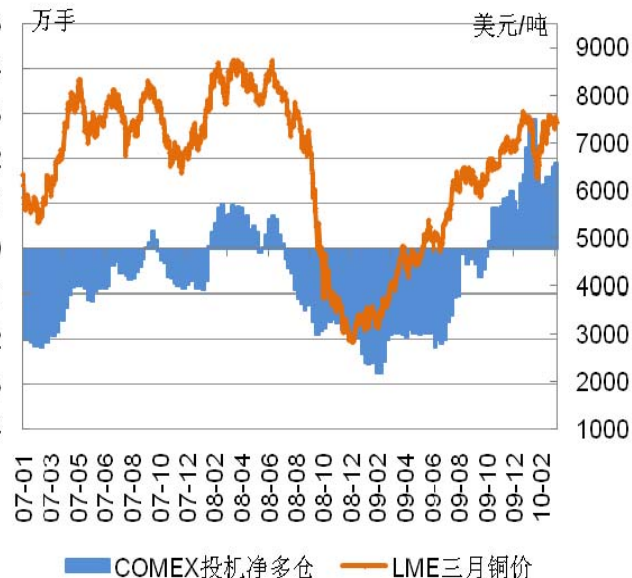
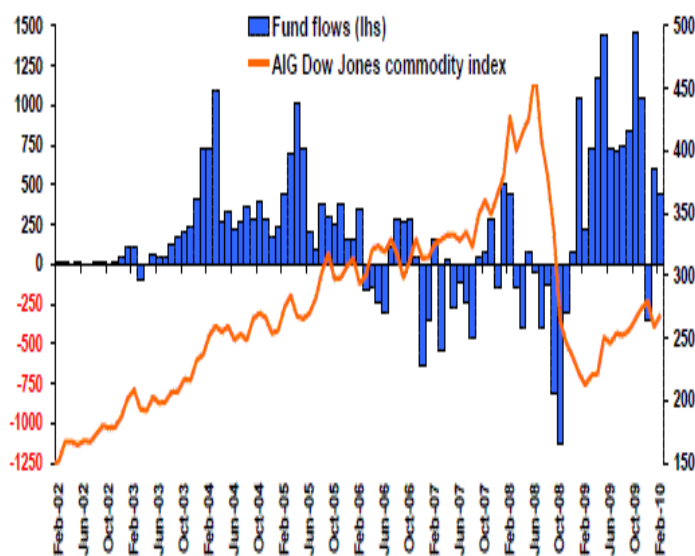
(一) 商品基金资金再度呈现净流入

尽管2010年的流动性相对2009年减弱,但根据我们对商品指数基金和Comex铜投机净多仓的跟踪发现,在1月份出现短暂流出后,2月份资金再度流入商品市场。

虽然2月份流入的资金量不能和2009年相比,但是商品指数基金资金在目前价位上的持续流入表明其认为商品价格仍有上升空间。

图 14: 一季度流入商品的资金增加

图 15: 一季度商品投机资金流入铜市

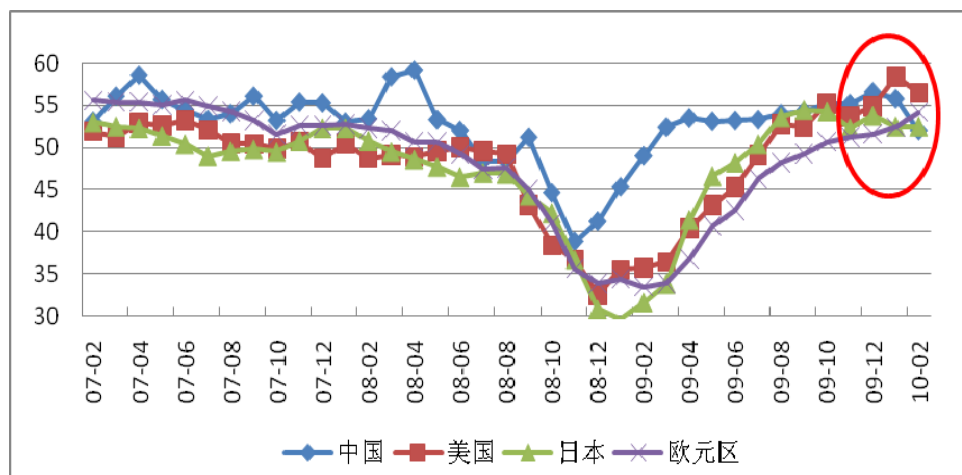


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(二) 国外需求良性恢复

主要国家的PMI指数仍维持在50以上,其中日本PMI已经连续12个反弹,2月份已达到54.2,表明全球制造业仍处于良性复苏中。

图 16: 主要国家PMI指数仍维持在50以上



数据来源: Wind

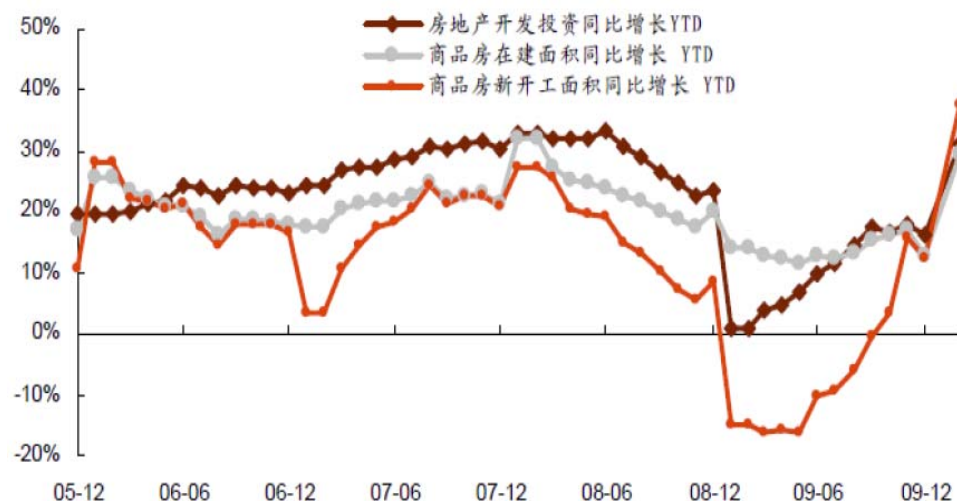
(三) 中国房地产新开工面积继续增长将拉动有色金属需求

中国2010年1~2月的房地产开发投资额、新开工和在建面积同比均大幅增长, 引用广发证券房地产分析师的观点: “由于全国商品房可销售面积处于低位, 而房价处于高位, 开发商有开发动力, 未来几个月房地产新开工面积将保持增长。”

我们知道, 房地产对有色金属的需求有极大的拉动作用, 当房地产市场的开工率提高时, 有色金属需求将大幅增长。

其中需求受房地产影响最大的钢铁、锌、铝受益最大。

图 17: 房地产开发投资额、新开工和在建面积继续增长



数据来源: Ceic

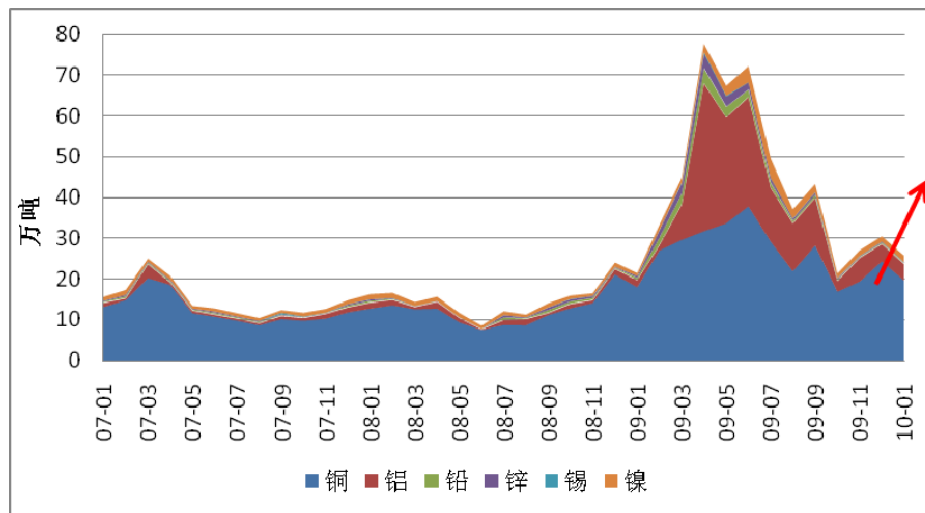
(四) 中国消费旺季来临, 国内有色价格有望补涨

二季度是中国有色金属的传统消费旺季, 从往年的情况来看, 二季度消费量、进口量、沪伦比值都将提高。

LME的注销仓单/库存这个数据是中国金属进口的一个较好的领先指标, 我们也注意到注销仓单在过去一个月的大幅上升, 意味着在接下来几个月LME库存的下降。

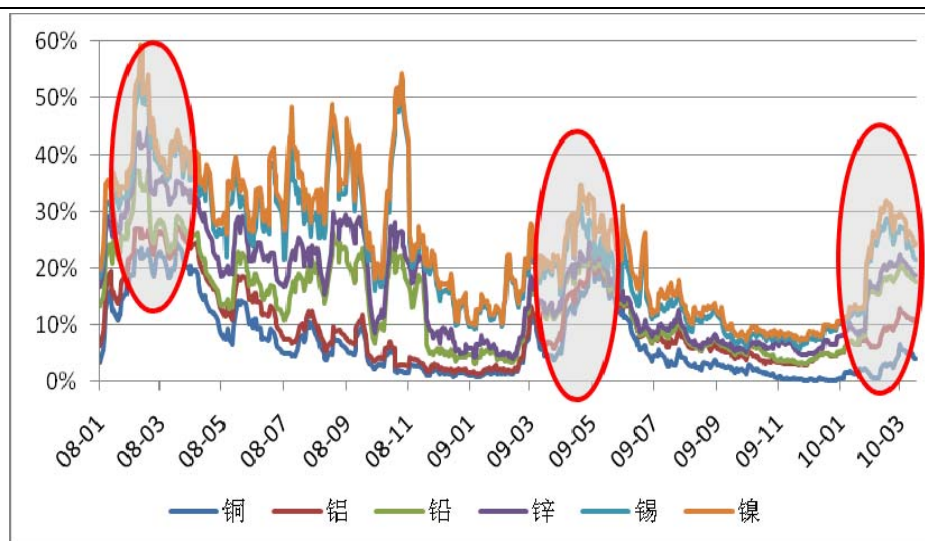
我们认为二季度伴随着房地产、家电、汽车等下游的强劲增长，中国有色金属需求将进一步增长，从而使前期积累的大量库存得以消化，并修复一季度被过度压低的沪伦比值，国内有色价格有望补涨。

图 18：有色金属月度进口



数据来源：Ceic

图 19：注销仓单/库存大幅反弹



数据来源：Wind

（五）最看好的品种依次为钼、锌、铜

我们预测二季度国内有色金属价格将强于外盘，出现10%左右的涨幅，最看好的品种依次是钼、锌、铜。

钼：一季度不锈钢产量环比增长9%拉动需求增长，期货上市后金融属性将进一步体现。一季度国外钼价涨幅远高于国内钼精矿涨幅，预计后市国内钼价将补涨。

锌：尽管一季度表现不如预期，但强劲的需求增长将逐步减弱供给增长带来的负面影响。

铜：尽管库存继续增加，但价格仍然坚挺，究其原因还是供给制约，

2月份智利出现的地震提醒我们铜市场永远不会缺乏题材。铜价在未来很长时间内仍然是易涨难跌。

镍：报告库存下降支撑其一季度上涨18.8%。因全球不锈钢需求增加和自2008年晚期以来镍产商减产等影响，二季度镍库存有望继续下降，Brookhant预计2011年全球镍市将短缺10000吨。但目前的镍价国内含镍生铁再度出现较可观的利润，因此我们认为虽然不锈钢需求恢复超预期抬高了镍价的交易区间，但镍价继续上涨的动能不足，镍价震荡回落的可能性较大。

铝：需求会继续增长，但氧化铝、电解铝、铝加工产能的过剩都很明显，市场竞争激烈，产业继续处于“微利”运行状态。

黄金：继续高位窄幅震荡。

表 3：国内外有色金属现货价格预测

		2007	2008	2009	3-19	10Q1	10Q2	Q2/Q1	10Q3E	10Q4E	2010E	2011E
伦敦												
铜	美元/吨	7129	6961	5150	7435	6942	7600	9.5%	7200	7000	7186	7500
铝	美元/吨	2640	2573	1664	2258	2084	2300	10.4%	2300	2300	2246	2400
铅	美元/吨	2592	2093	1700	2200	2144	2200	2.6%	2200	2000	2136	2500
锌	美元/吨	3251	1876	1672	2295	2203	2500	13.5%	2400	2400	2376	2800
锡	美元/吨	14542	18500	13550	17650	16522	17800	7.7%	17500	17000	17205	20500
镍	美元/吨	37276	21115	14581	22450	18865	21000	11.3%	20000	18000	19466	22000
黄金	美元/盎司	697	872	1000	1123	1110	1120	0.9%	1100	1100	1108	1100
钼	美元/磅	31	30	9	17	16	18	12.5%	18	20	18	20
中国												
铜	元/吨	62830	55421	42105	59165	58164	64000	10.0%	60632	58947	60436	63080
铝	元/吨	19478	17027	13910	16180	16439	18000	9.5%	18000	18000	17500	18500
铅	元/吨	19755	17248	13712	15750	15924	16500	3.6%	16500	15000	15981	18705
锌	元/吨	28134	15522	13786	18200	18565	21000	13.1%	20160	20160	19971	22400
锡	元/吨	123292	143465	109309	138750	137064	148000	8.0%	145506	141348	142979	170358
镍	元/吨	324615	176712	114866	161500	148328	162000	9.2%	154286	138857	150868	170504
黄金	元/克	171	196	214	248	246	250	1.6%	246	246	247	241
钼	元/吨	4146	3575	1907	2275	2100	2600	23.8%	2800	3000	2625	3000

数据来源：广发证券发展研究中心

三、上调行业评级至“买入”

一季度金属价格和有色股价出现背离以后，有色估值有所下降，我们认为股价走势已经基本反映了对流动性紧缩的担忧。我们认为二季度有色金属价格继续向好，二季度有色行业估值有望向上修正，我们上调行业评级至“买入”。

给予铜陵有色、金钼股份、云铝股份、焦作万方、中金岭南五家公司“买入”评级。

表 4：有色重点企业业绩预测和估值

公司名称	最新价	EPS	PE	09PB	评级
PAGE 13					
2010-03-22					

		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E		
铜陵有色	18.95	0.47	0.88	1.23	40.32	21.53	15.41	3.8	买入
金钼股份	17.18	0.24	0.8	1.02	71.58	21.48	16.84	4.0	买入
云铝股份	12.7	0.01	0.51	0.97	1270	24.90	13.09	5.0	买入
焦作万方	25.4	0.55	1.93	2.32	46.18	13.16	10.95	6.1	买入
中金岭南	23.73	0.36	1.27	1.68	65.92	18.69	14.13	6.5	买入
吉恩镍业	22.25	0.2	0.78	1.34	111.25	28.53	16.60	7.0	持有
紫金矿业	8.33	0.28	0.35	0.48	29.75	23.80	17.35	6.8	持有
江西铜业	35.68	0.87	1.87	2.87	41.01	19.08	12.43	4.7	持有
云南铜业	26.01	0.29	0.85	1.23	89.69	30.60	21.15	8.9	持有
中色股份	14.04	0.15	0.32	0.62	93.60	43.88	22.65	5.0	持有
宏达股份	15.07	0.21	0.58	0.8	71.76	25.98	18.84	7.5	持有
西部矿业	13.15	0.14	0.4	0.65	93.93	32.88	20.23	3.2	持有

数据来源：广发证券发展研究中心

四、重点公司点评

（一）铜陵有色

1、铜冶炼环节具有明显优势

凭借运输和管理优势，公司的铜冶炼成本为铜行业最低，虽然2010年TC/RC费用同比下降38%至46.5（折合成人民币1763元），江铜和云铜都亏损，但铜陵有色仍可以达到盈亏平衡，从而保证较高的冶炼产能利用率；

2、资源有望大幅扩张

公司的自给率偏低一直饱受市场的诟病，公司作为安徽最大的有色矿山企业，安徽省政府承诺将把省内资源优先配置给铜陵集团，集团公司也承诺未来将逐步把产权清晰的资产注入到上市公司，目前集团公司正在运作的矿山接近10个，总储量超过1000万吨，公司资产的注入方向十分明确；

3、税收优惠

公司于2010年2月21日被认定为安徽省高新技术企业，自2009年起连续三年享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策，按15%的税率征收企业所得税。公司及公司控股子公司黄铜棒材原所得税执行25%税率，因此15%的税收优惠政策将有助于降低公司税负，提高公司业绩；

4、硫酸价格上涨提升公司业绩

每吨铜在冶炼过程中副产3吨硫酸，公司2010年硫酸销量将达到200万吨，硫酸价格对公司业绩非常大。2008年硫酸价格一度超过2000元/吨，而2009年受日韩倾销、化工行业不景气影响，最低价格低于100元/吨。目前安徽地区的硫酸价已经反弹至460元/吨，公司的平均生产成本仅140元，按350元/吨的全年均价计算，硫酸将为公司贡献0.2元EPS。

5、股价对铜价最敏感，是铜业类公司中的首选

国内铜矿产量最大的三家公司是江西铜业、云南铜业、铜陵有色，预计其2010年自产铜分别为18万吨、6万吨和5万吨，三家公司每100亿元市值对应的铜矿产量分别为1.70万吨、1.87万吨和2.08万吨，因此若给予这三家公司估值，其股价对铜价的敏感性排名：铜陵>云铜>江铜。以2010年5.5万的铜均价计算，江西铜业、云南铜业、铜陵有色的EPS分别为1.5元、0.85元和0.088元，PE分别为23.4X、30X和20.5X，铜陵有色相对估值最低。因此我们认为铜陵有色是目前铜业类公司中的首选。

股价催化剂：硫酸价格上涨、铜价上涨以及集团公司超预期的资产注入。

（二）金钼股份

1、长期看好钼价

中国的钢铁产能增长和钼消费结构升级将使其继续成为今后几年世界钼需求增长的主要动力，同时西方国家的消费也开始复苏，我们认为2010年~2011年钼市场将由过剩走向少量短缺。钼期货上市将使钼价至少增加30%的金融属性，目前国内钼价严重滞涨，后市将实现补涨。

2、最优秀的钼业一体化公司

公司是世界级的钼业一体化龙头，控制金堆城和河南汝阳两个世界级钼矿，权益储量达到124万吨，丰富的钼资源使公司的资源自给率接近100%，保证了公司的高毛利率，也使得公司拥有继续扩张产能的潜力。

3、2010年是公司的丰收之年

公司正在进行的项目建设主要有8个，其中除钼金属项目需要到2011年达产外，其它7个项目基本上在2010年就会有产出，因此2010年将是公司的丰收之年。

随着各募投项目2010年集中投产，公司的产品生产能力、生产技术水平、资源利用率都将大幅提高，竞争实力大幅提升。

4、业绩预测和估值

公司2009~2011年的EPS将分别达到0.24元、0.80元和1.02元。按照资源类企业平均PE给予公司2010年35倍PE估值，目标价格28元。而按照绝对估值计算得金钼股份每股价值为24.66元。给予公司“买入”评级，目标区间24.66元~28元。

（三）云铝股份

1、公司优势

水电铝+直供电+参股电厂，未来用电成本有望下降；铝土矿资源优势明显，未来有继续增储可能；公司吨铝单耗处于行业内最低水平；公司“低温低电压铝电解新技术”项目正式被国家科技部列入十一五国家科技支撑计划，将在200KA-300KA铝电解系列升级改造中进行产业化应用，未来电耗有望继续下降；随着后续深加工产品的逐步投产，毛利率有较大提升空间。

2、电解铝价将震荡上行

由于电解铝行业的主要下游行业房地产、汽车、家电等需求仍然看好，而且欧洲关注碳减排造成了大量电解铝产能的关闭，中国目前的电解铝产能利用率仍然维持在95%以上，电解铝价格将震荡上行。

3、业绩敏感性分析

公司的电解铝和铝加工产能较为稳定，盈利主要受电解铝价格和氧化铝产量的影响，我们分别对公司2010年和2011年的EPS做敏感性分析。

假设2010年电解铝价格17000元/吨和氧化铝产量10万吨，公司EPS为0.51元。电解铝价格每变动1000元，EPS变动0.06元；氧化铝产量每变动10万吨，EPS变动0.03元。

假设2011年电解铝价格18000元/吨和氧化铝产量80万吨，公司EPS为0.97元。电解铝价格每变动1000元，EPS变动0.19元；氧化铝产量每变动10万吨，EPS变动0.03元。

4、2010年是公司业绩拐点

公司2009年~2011年的EPS分别为0.01元、0.51元和0.97元，公司盈利在2010和2011年大幅好转主要是由于电解铝价格的上涨和文山氧化铝的投产。目前公司2011年估值仅为12倍，明显低于行业平均水平，我们给予公司2011年20倍PE估值，目标价格19.4元，给予“买入”评级。

电解铝价格上涨、文山氧化铝项目顺利达产、直供电以及“低温低压铝电解新技术”的提前应用都可能成为公司股价的催化剂。

（四）焦作万方

1、煤电铝一体化企业

焦作万方是中国铝业의子公司，公司拥有42万吨电解铝产能、2*125MW的电力装机容量以及赵固能源煤矿的30%的股权，氧化铝以17%铝价长单锁定，已经初步形成煤电铝的一体化产业链。

2、电解铝板块盈利能力快速恢复

公司外购网点比例仅为45%，因此平均电价仅为0.404元/度，明显低于同行业水平。电力成本占到电解铝企业总成本的40%，较低的电价使公司具有明显的成本优势。

由于电解铝下游需求回暖，我们认为电解铝价格仍将震荡上行。2009年~2011年电解铝业务为公司贡献的EPS分别为0.49元、1.52元和1.68元。

3、赵固能源成为业绩新增长点

赵固煤矿是豫北地区设计生产能力最大的现代化矿井，规模大、机械化程度高，采煤成本低。未来几年，赵固能源未来几年产能将明显扩张，随着产能扩张和收购煤矿采矿权，采煤成本将继续降低。预计赵固能源2009~2012年将为公司带来1.08亿、1.97亿、3.06亿和4.37亿的投资收益，贡献的EPS分别为0.23元、0.41元、0.64元和0.91元。

4、估值低于行业平均水平

我们得出焦作万方2009年~2011年的EPS分别为0.55元、1.93元和2.32元，2010年估值仅为13倍，明显低于行业平均水平，给予“买入”评级。

五、 风险提示

有色金属行业与宏观经济有着很强联动性，主要风险包括：宏观经济二次探底导致需求不如预期、政府提前实施紧缩性政策、美元走强等。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

有色金属矿采选业(010207)行情走势



相关研究报告

有色金属行业 2010 年策略	肖征	2009-12-03
有色金属行业 2010 年策略	肖征	2009-12-02

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。