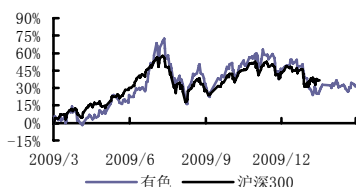


原材料 - 有色

2010 年 3 月 25 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
有色	0.04%	-10.18%	31.39%
沪深 300	0.99%	-4.72%	33.64%

代码	名称	6m%	YTD	评级
600547	山东黄金	8.32	-12.97	增持
601899	紫金矿业	-8.18	-14.86	增持
600362	江西铜业	-4.62	-13.73	增持
000612	焦作万方	26.22	0.00	增持
000060	中金岭南	1.13	0.00	增持

相关报告

《2010 年有色金属行业投资策略报告》，2010.1
《格林美调研报告》，2010.3

周宽

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，周宽，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

2010 年二季度有色金属行业投资策略

—流动性退出与经济复苏速度的博弈，有反弹机会

评级： 中性

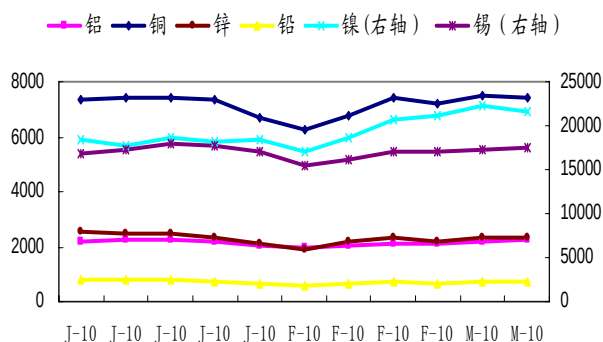
- **2010 年一季度回顾：金属价格继续上涨，但股价并没有跟上。**有色金属价格一季度除镍表现出色外，其它金属走出 V 形走势，先跌后涨，目前价格基本与年初持平。有色板块一季度下跌 15% 左右，超过大盘的下跌幅度，反映出有色股上涨多、下跌多的弹性特点。不过，有色板块在一月份下跌，但是二、三月份金属价格的上涨并没有带动有色板块的反弹。
- **我们判断有色金属很难有大的表现机会。**对于有色金属板块，最重要的是有色金属价格的预期。而价格却是由两个重要影响因素决定，一是商品需求，表现在经济是否向好，二是投资需求，表现在流动性上。也就是说，表现在经济复苏与流动性退出之间的博弈。我们认为二季度或存在着加息的可能性，因此在利率敏感的时期，资金对有色炒作可能性很小，因此，我们判断有色金属很难有大的表现机会。
- **但是，通过对有色金属有利、不利因素的分析，二季度有色股或许存在着反弹。**对于二季度的有色金属而言，美元走强、流动性收缩、加息的预期都不利于金属价格，从而不利于有色股走势，然而，4 月份公布的有色股一季度业绩同比大幅增长、房地产新开工面积的增长、消费旺季的到来，以及有色股的超跌，都有利于有色股的上涨。我们判断，超跌的有色股存在着反弹的机会。
- **二季度有色金属价格在高位振荡。**美元指数上冲到 85 附近指日可待，如果速度过快，美元指数下跌的可能性增大，从而有利于金属价格的上涨预期。我们认为，如果欧元快速下跌，而美元快速相涨到 85 附近时，一方面进入技术阻力位，一方面，欧元区也可能会迫于压力而将内部矛盾先行压制，而一旦欧元区问题有解决的迹象，美元的下跌就会开始，从而再次推高有色价格。
- **我们认为有色金属二季节或有反弹，但考虑到弱势反弹，维持行业“中性”评级。**风险因素包括美国经济复苏不如预期，出口受阻等。

一、2010 年一季度有色板块回顾

有色金属价格一季度除镍表现出色外，其它金属走出V形走势，先跌后涨，目前价格基本与年初持平。有色板块一季度下跌15%左右，超过大盘的下跌幅度，反映出有色股上涨多、下跌多的弹性特点。不过，有色板块在一月份下跌，但是二、三月份金属价格的上涨并没有带动有色板块的反弹。

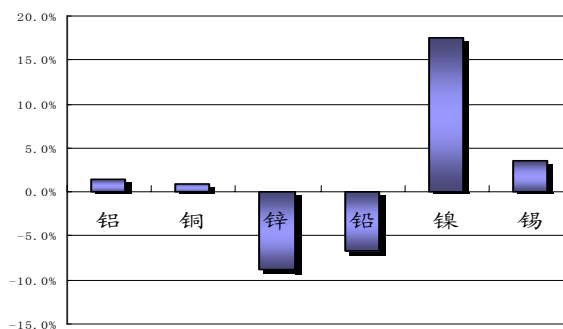
有色金属价格一季度除镍表现出色外，其它金属走出V形走势，目前价格基本与年初持平：一季度除镍外，其它金属均走出“V形”走势，先跌后涨，目前价格与年初相比，铜、铝略涨，锌、铅分别下跌8%、7%，镍、锡分别上涨18%、4%。年初的下跌与美元上涨有关，美元指数从77涨到80，与有色金属价格的下跌相对应。而美元指数的走强与欧洲金融危机不断爆出有关。

Figure 1 2010 年以来金属价格走势



资料来源：WIND

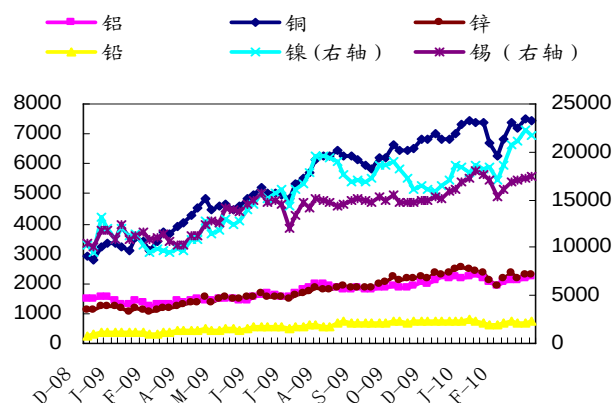
Figure 2 2010 年以来金属涨幅



资料来源：WIND

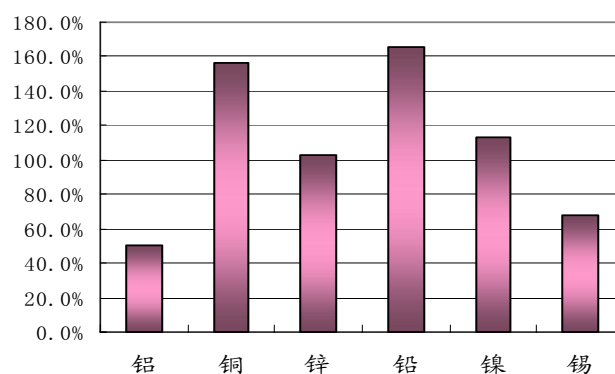
镍价的上涨与不锈钢需求旺盛有关，从技术面来看，镍、锡也有补涨需求。自2009年初起，有色价格的反弹以铅、铜表现最为明显，分别上涨167%、157%。铅价的上涨与中国血铅事件关停产能有关，由于有突发因素的影响，持续性有限，因此2010年一季度出现下跌；铜价的反弹力度大，与其较强的商品属性和金融属性有较大关系。我们认为，一季度镍、锡价格上涨较为明显，一方面与需求有关（如不锈钢需求旺盛），另一方面从技术面上也有补涨的需求。

Figure 3 2009年以来金属价格走势



资料来源: WIND

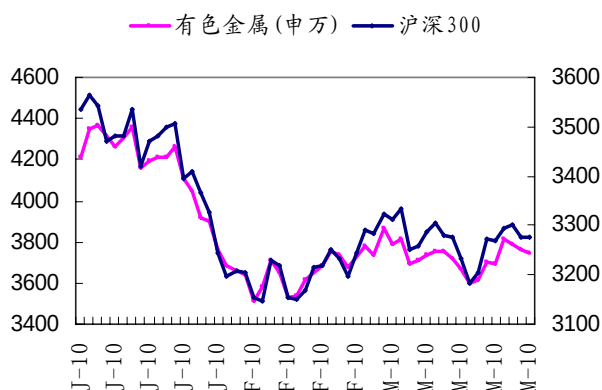
Figure 4 2009年以来金属涨幅



资料来源: WIND

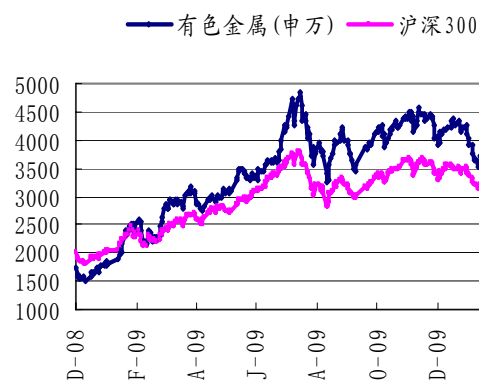
有色板块与大盘走势一致，一月份下跌，二、三月份有色金属价格的反弹没有带动有色板块的反弹。申万有色金属行业指数一季度下跌约15%左右，超过沪深300指数下跌11%的幅度，反映出有色板块上涨多、下跌多的弹性特点。不过，二、三月份有色板块的走势，并没有显现以往的“金属价格驱动板块上涨”这一特征。经历过一月份的下跌，铜价由6400美元/吨反弹到目前的7400美元/吨左右，与年初相近，但是铜板块并没有出现相应的上涨。我们认为与投资者对未来经济走势不确定因而对未来金属需求并没有产生好的预期有关。

Figure 5 年初以来有色板块与大盘基本持平



资料来源: WIND

Figure 6 2009年以来有色板块超越大盘

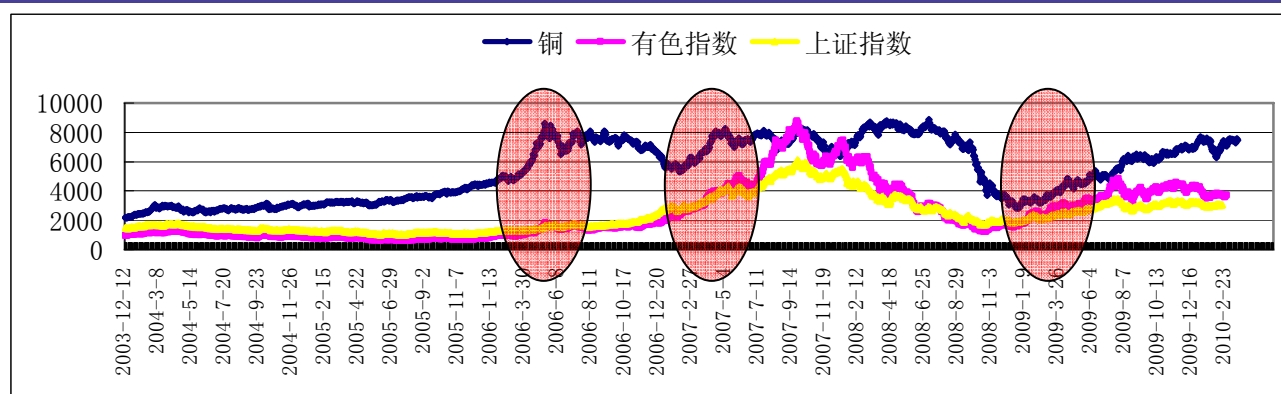


资料来源: WIND

二、有色金属板块二季度走势分析

对于有色金属板块，最重要的是有色金属价格的预期。而价格却是由两个重要影响因素决定，一是商品需求，表现在经济是否向好，二是投资需求，表现在流动性上。也就是说，表现在经济复苏与流动性退出之间的博弈。我们认为二季度或存在着加息的可能性，因此在利率敏感的时期，资金对有色炒作可能性很小，因此，我们判断有色金属很难有大的表现机会。对于二季度的有色金属而言，美元走强、流动性收缩、加息的预期都不利于金属价格，从而不利于有色股走势，然而，4 月份有色股一季度业绩的同比大幅增长、房地产新开工面积的增长，以及消费旺季的到来，以及有色股的超跌，都有利于有色股的上涨。我们判断，有色股在二季度存在着反弹的机会。

Figure 7 有色金属价格、有色股走势与大盘走势

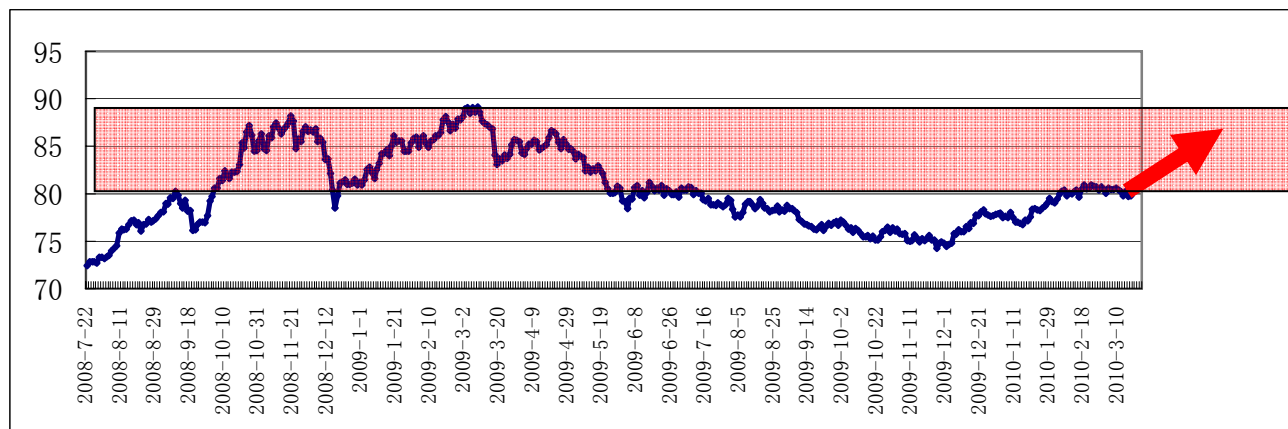


资料来源：WIND

1、 不利因素分析

美元近期走强，不利于金属价格的上涨，不过，也存在着变数。由于欧元区经济的不明确，欧元区债务危机此起彼伏，迪拜之后、希腊、西班牙的债务危机不断发生，使用欧元的 16 个国家，各有自己的主张，很难形成统一的声音，欧元区经济前景并不明朗，欧元的走弱将直接促成美元的走强。我们认为，如果欧元快速下跌，而美元快速相涨到 85 附近时，一方面进入技术阻力位，一方面，欧元区也可能会迫于压力而将内部矛盾先行压制，而一旦欧元区问题有解决的迹象，美元的下跌就会开始，从而再次推高有色价格。

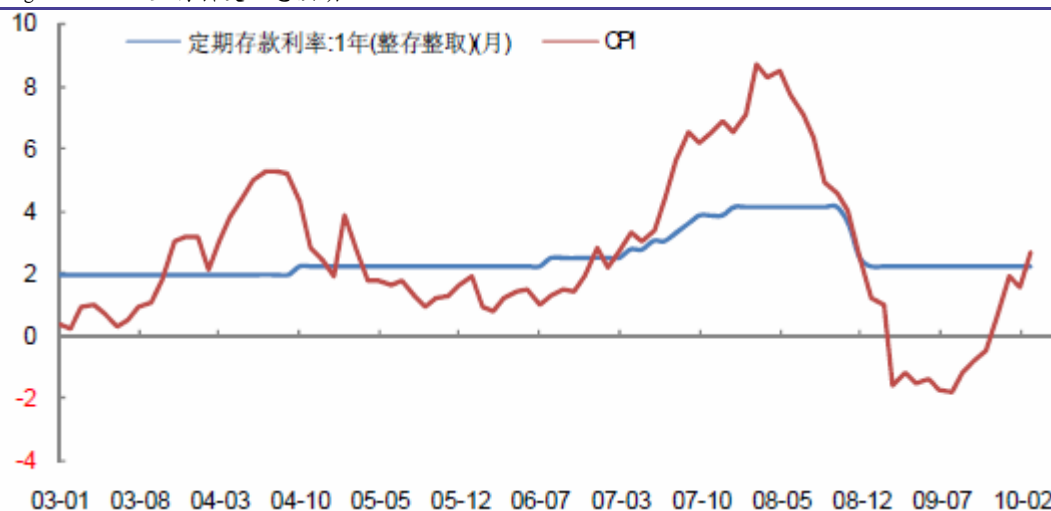
Figure 8 美元二季度预计会涨到 85 附近



资料来源: WIND

流动性收缩、加息的预期,不利于有色价格的走高。2月CPI达到了2.7%,接近3%的政府工作报告中对通胀设定的目标,因此,市场对加息的预期开始升温。但是,对通货膨胀的预防、资产价格泡沫的压制,使货币宽松的预期不断减弱,而对资本市场而言,已经形成一致预期“宽松货币政策退出是时间早晚的事情”。

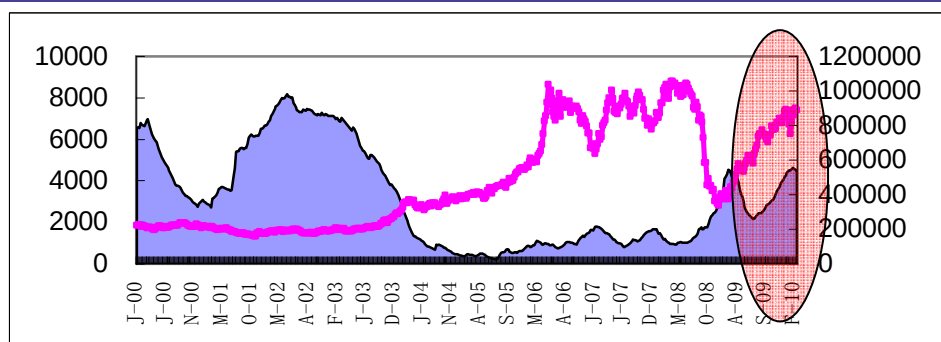
Figure 9 CPI 上行引发加息预期



资料来源: WIND

库存与价格的背离,预示着价格中或存有泡沫。一般来说,价格与库存之间存在着反向的关系,库存较高往往意味着销售不好,价格往往会走低。但从今年以来的情况看,价格走高,伴随着库存的走高,有悖于常理的行为,可能预示着价格的走高有资金推动的因素在内。而一旦需求并不如人意,价格会出现较快的下跌。

Figure 10 铜价与库存

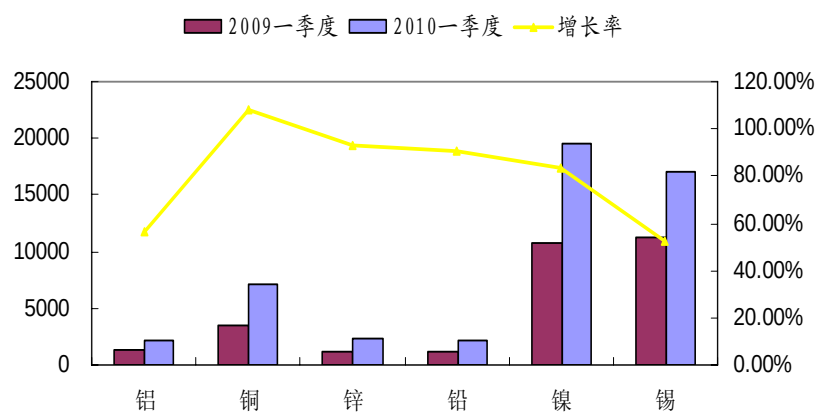


资料来源: WIND

2、 有利因素分析

有色股一季度业绩同比大幅增长，有利于有色股反弹。从一季度价格的同比数据上，可以看出从价格的角度来看有色，目前的价格比去年一季度的价格高不少，其中以铜为首，同比数据上涨幅度达到1倍左右。因此，我们预期铜子行业上市公司一季度会较为亮丽。

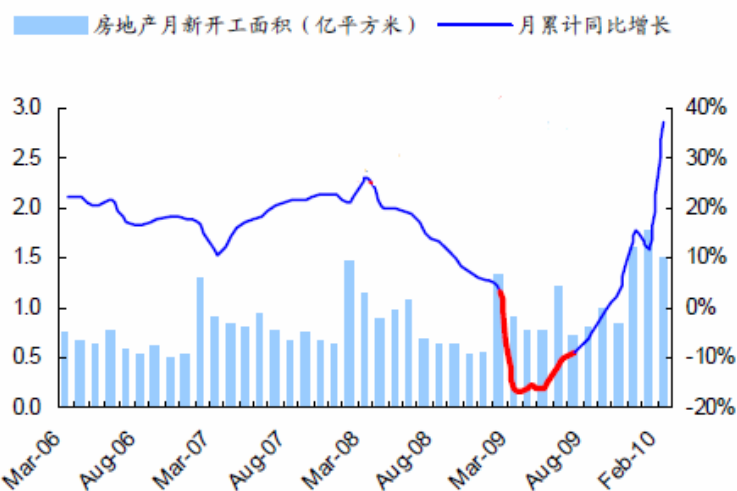
Figure 11 有色金属价格的同比增长



资料来源: WIND

需求回升，有利于有色股反弹。一方面有色金属的下游家电行业等进入生产旺季，另一方面，新屋开工面积等同比数据显示房地产行业的回暖。对有色需求的拉动，将成为有色价格上涨的重要理由。

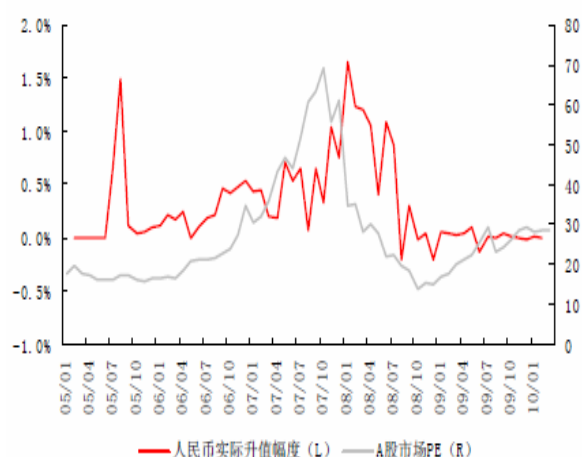
Figure 12 房地产新开工面积大幅增长



资料来源: WIND

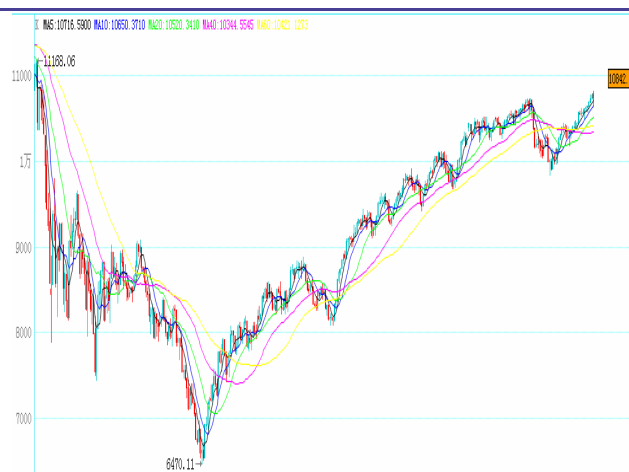
人民币升值、周边市场转暖，有利于A股回升，从而有利于有色的反弹。人民币升值成为当前热点，从历史来看，2007 年人民币快速升值时的A股PE出现上升，1985 - 1990 年日、德本币快速升值阶段市场估值也有提升。不过，07年的升值是以贸易顺差持续上升带动的升值，而目前贸易顺差持续下降。因此人民币升值的持续性和预期的幅度低于当时的市场氛围。另外，年初以来A 股市场在政策担忧下持续低迷，表现弱于多数外围市场，目前经济已有降温迹象，因此政策因素对股市的影响将减弱，未来市场的关注点可能将逐渐转向基本面。

Figure 13 升值引发估值上行



资料来源: WIND

Figure 14 外围市场走高

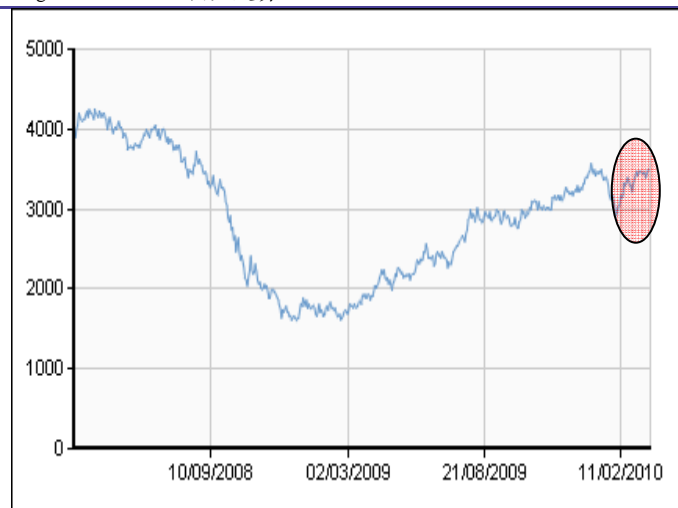


资料来源: WIND

有色价格上涨，而有色股价没有跟上，有补涨的需要。从下图红色区

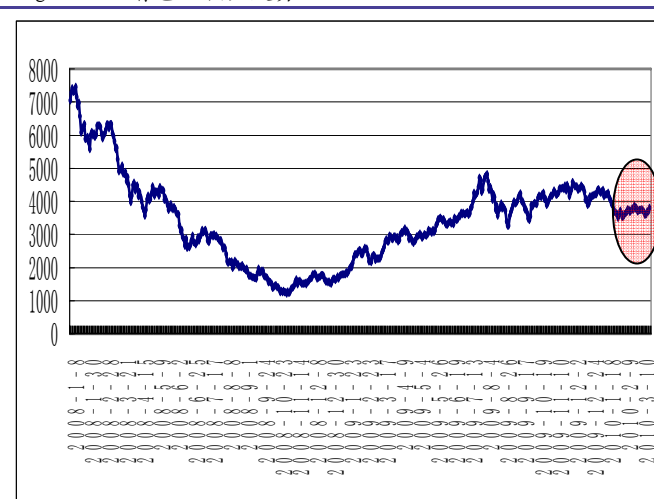
域可以看出，金属价格上涨而有色股价并没有跟上，我们认为主要是因为投资者对未来有色的需求有疑虑，而一旦需求没有出现下滑，政策因素也弱化，补涨将成为有色股上涨的理由。

Figure 15 LME 指数走势



资料来源：WIND

Figure 16 有色股指数走势



资料来源：WIND

三、重点公司分析

我们看好资源类公司，特别是自给率足的中金岭南、金钼股份、江西铜业、包钢稀土、以及“调结构”大背景下的格林美。另外，有色板块的资产注入将始终是热点。重点关注中铝公司属下中国铝业、云南铜业、焦作万方；五矿集团相关的株冶集团、厦门钨业、ST 中钨；中色集团属下中色股份；中冶集团属下 ST 锌业。

江西铜业：资源优势明显是我们看好江西铜业最重要的原因。截至到 08 年末，公司权益铜资源储量为 1521 万吨、黄金为 405 吨，白银为 9098 吨，钼 27.7 万吨。伴生硫为 10390 万吨。从资源储量上看，江西铜业铜资源储量是云南铜业的 5 倍，黄金储量是山东黄金的 2 倍，按 08 年 15.9 万吨铜精矿和 5 吨的黄金产量计算，资源保障近 100 年。业绩对铜业的敏感性较高，铜业每变动 1000 元/吨，影响业绩约 3 分左右。经济复苏逐步明朗、资源货币属性持续深化背景下，看好公司的趋势性投资机会。

中金岭南：公司在 2008 年成功收购盘龙矿和 PEM 公司之后，成为铅锌

资源储量最多的公司，也是铅锌行业中业绩弹性最大的公司。预计2009-2011年公司的铅锌精矿权益产量将分别达到24、27、30万吨。随着公司对现有矿山勘探、开采强度的逐步扩大，包括盘龙、凡口，以及Perilya公司的Broken Hill、Flinders和Mount Oxide等矿山储量仍有扩张潜力，公司资源价值将进一步提升。另外，公司天津的房地产项目“金康国际中心”已经进入销售阶段，将从2010年开始为公司业绩做出贡献。我们预测此项目至少可以为公司带来约5.8亿元左右的净利润。根据我们的预测，中金岭南2010年、2011年的EPS分别是0.90元、1.4元。投资评级为“增持”。

金钼股份，金钼股份是钼价上涨的最大受益者。2月22日LME推出钴和钼小金属期货，目前已注册的钼品牌有智利的Molymet，墨西哥的Molymex，中国的金堆城钼业，洛阳钼业等6家企业。钼期货合约的交易单位为6吨钼/手，交割单位为10吨焙烧过的含钼量60%钼精矿/手。从应用领域来看，不锈钢和建筑用钢是钼的主要下游行业。受中国经济快速增长的强劲拉动和从“碳钢大国”向“合金钢大国”的转变，中国已成为全球钼需求增长最快的国家之一，已经超越美国和日本成为全球钼消费的第二大市场。我们相信随着钼期货的不断被投资者认识，而钼的需求中，中国因素将有可能再次点燃投资者对钼期货的热情，从而推高钼价。A股市场中，金钼股份作为国内最大的钼生产基地，上下游一体化的优势，将成为钼价上涨的最大受益者。

焦作万方：公司12月1日公告，正式竞购赵固能源30%股权；考虑到大股东以及河南省政府对煤电铝一体化的扶持态度，我们认为竞购成功是早晚的事情。赵固煤矿地质储量3.73亿吨，可采储量1.65亿吨，全部为低中灰、特低硫优质无烟煤；于2009年5月正式投入生产，年设计煤炭产能240万吨。预计在地方政府大力扶持下，赵固煤矿开采能力将提升至500万吨，将显著提升公司的业绩，我们预测公司2010-2011年的业绩预测为1.3、1.7元，投资评级为“增持”。

格林美：业绩增长点之一，规模的增长。2010年底，钴镍粉体产能由800吨上涨到2800吨。**业绩增长点之二，价格上涨。**镍价每变动1万元，影响EPS0.01元，或者说，镍价每变动10%，业绩变动0.015元。钴价每变动1万元，影响EPS0.03元，或者说每变动10%，业绩变动0.12元。**业绩增长点之三，毛利率的提升。**电子废弃物回收带来的高毛利率塑木产品(毛

利率50%)以及阴性铜(毛利率40%以上)。塑木产品每增加1000吨,影响EPS0.025元。**业绩增长点之四,“我付费请你处理我家电子垃圾”成为未来的趋势。**2011年,《废弃电器电子产品回收处理管理条例》、《废弃电器电子产品回收处理目录》以及电子废弃物处理基金将正式执行,将为公司电子废弃物项目提供巨大的发展空间。**我们对公司的判断:**从未来公司成长的角度,我们认为电子废弃物的回收以及自建回收体系是公司重点发展方向,也是公司利润增长的源泉。对公司最大的疑虑是——格林美是否总是能拿到便宜的废家电、废电池?**给与高估值的理由。**从市值的角度——电子废弃物回收的市场在国内刚刚起步,意味着龙头企业面临着巨大的发展空间。从增长模式的角度——“复制式”增长模式想象空间巨大。**基于未来两三年高的增长确定性,给与公司“买入”评级。**预计公司2009-2012年摊薄后每股收益为0.6、1.46、1.96和2.53元,考虑到公司的稀缺性、循环经济和低碳经济模式、未来两三年高的增长确定性,应享有一定的估值溢价,按2011年的业绩,给40倍的PE,股价应在80元左右,给与公司买入评级。

五、风险因素

1、出口形势不确定性。来源于两方面,一、国外经济的不确定性。有数据显示国外经济已经出现向好的趋势,但是是否会出现第二波经济探底,将会影响全部周期性行业的预期和股价。二、贸易保护。近期美国轮胎反倾销案的案例之下,贸易保护的旗帜随风飘扬,会给我国的出口带来不利的影响。

2、有色金属估值偏高的风险。有色板块的市盈率、市净率与沪深300指数之比,目前处于偏高的位置。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.