

何卫江

执业证书编号: S0730209060095

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

浅尝辄止

——有色金属 2010 年二季度投资策略

研究报告——行业策略

同步大市（维持）

发布日期: 2010 年 3 月 30 日

盈利预测和投资评级

公司简称	09EPS	2010EPS	2010PE	评级
中金岭南	0.40	1.20	19.77	买入
金钼股份	0.17	0.60	28.63	增持
格林美	0.58	1.33	50.16	增持

注: 股价为 2010 年 3 月 19 日收盘价

有色金属相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

一季度行业运行和市场变化基本符合预期, 预计二季度行业延续量增价震趋势, 维持全年 A 股有色板块盈利翻倍增长预测不变。二季度波段操作机会大于一季度, 我们建议: 浅尝辄止。

投资要点:

- **预计一季度行业有个好收成。**基于产量和价格水平的恢复, 预期 2010 年一季度行业盈利恢复到 2007 年一季度水平。2010 年 1、2 月份 10 种有色金属产量同比增速分别为 43.97% 和 35.00%, 高于次贷危机之前的平均增长水平; 一季度价格较大幅度的调整没有改变宽幅震荡趋势。
- **二季度行业继续量增价震。**随着大量项目开工建设和工业满负荷生产, 二季度进入传统金属消费旺季; 另一方面行业面临主权信用风险, 通货膨胀、资产价格膨胀逼迫下的政策退出以及金属高库存隐患等诸多不利因素, 金属价格继续宽幅震荡。
- **维持 2010 年 A 股行业翻倍增长的盈利预测不变。**2009 年行业实际利润增长为 -17.11%, 落在我们测算 (-33%, -16%) 的区间里面。我们尚未改变 2010 年行业基本面判断, 因此, 维持 A 股有色板块 2009-2010 年盈利分别增长 1.03% 和 (91%, 129%) 预测不变。
- **与全部 A 股比较, 有色金属溢价 50%。**按照 3 月 26 日市值计算, 2009、2010 年有色金属和全部 A 股动态 PE 分别为 69.83 倍、(26.51, 31.79) 和 24.87 倍、(17.85, 18.88), 一季度股价领跌降低了板块估值水平, 2010 年 30 倍左右的 PE 回到历史均值水平。不过, 与整体 A 股比较, 高估 50% 左右。
- **投资策略: 浅尝辄止。**行业和市场层面尚没有发生根本性的变化, 二季度策略基础依然是: **激流勇退**。进一步说, 基于估值回落、流动性和美联储加息小概率事件, 二季度波段操作机会大于一季度, 我们提出策略: **浅尝辄止**。从资源性和估值二维角度精选个股, 在年度策略推荐 **江西铜业** 基础上, 我们推荐: **中金岭南、金钼股份和格林美**。
- **风险提示:** 发达经济体爆发财政危机; 刺激政策被迫大规模退出; 中美爆发贸易冲突。

1. 一季度行业经营业绩理想

一季度国内有色金属行业整体供需两旺、价格高位震荡。尽管中国货币政策提前调整引发了国内外市场金属价格较大幅度回落,但是目前价格高位震荡运行的基本格局没有发生变化。

1.1 企业产销两旺

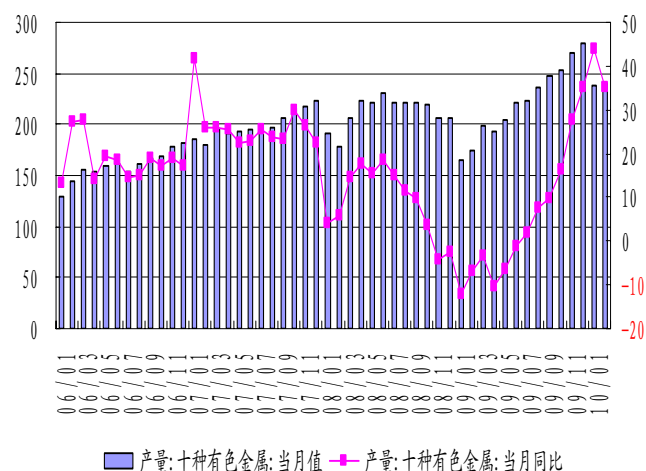
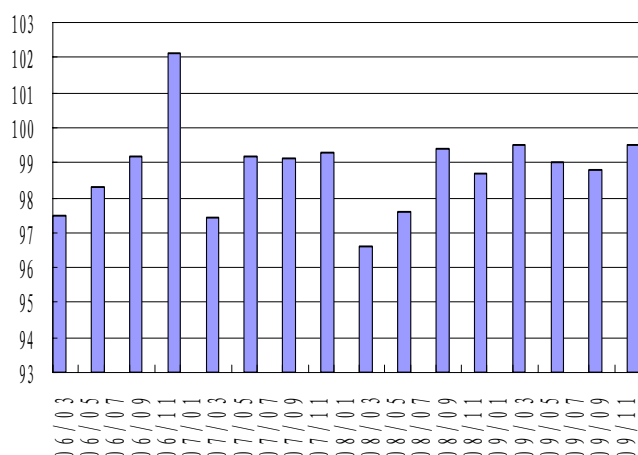
经济复苏势头不减,有色金属产销两旺延续。尽管2009年四季度以来,管理层有意适度微调经济刺激计划,但大规模投资依旧极大拉动有色金属需求,并且这种势头延续到了2010年一季度。2010年1、2月份10种有色金属产量同比增速分别为43.97%和35.00%,高于次贷危机之前的平均增长水平。此外,较高的价格水平和良好的市场需求,生产企业加大了销售力度,09年四季度产销量达到了99.50%。

图1: 10种有色金属产销率

单位: %

图2: 10种有色金属产量

单位: 万吨



资料来源: wind资讯

资料来源: wind资讯

1.2 价格波澜不惊

一季度基本金属价格再创新高。2010年基本金属价格创了危机之后的新高,也同时出现一次较大幅度的调整,目前的价格走势基本符合宽幅震荡的判断。

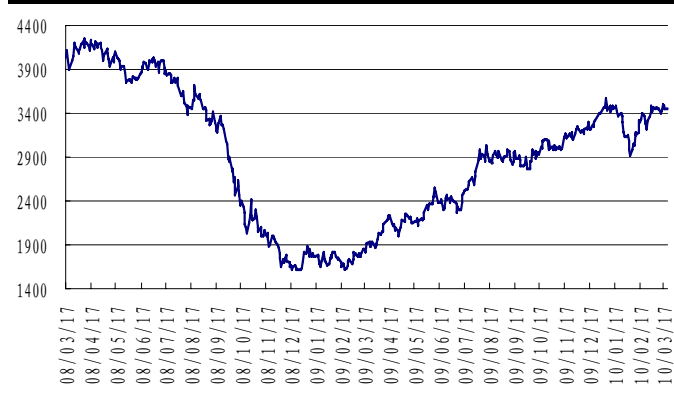
触发国内外金属市场调整的因素是中国人民银行出乎意料地提前上调准备金率,2次累计上调1%。CRB金属现货指数调整幅度为14%,LMEX金属价格指数调整幅度达到20%。

图3: CRB金属现货指数



资料来源: wind资讯

图4: lmex金属价格指数



资料来源: Bloomberg

一季度期间铅锌调整幅度接近40%。分品种看，危机以来涨幅排前列的品种，本次调整幅度较大，铅锌分列前两位，调整幅度分别为40.10%和38.14%，而涨幅最小的铝本次下降20.45%。

表1: LME3月基本金属期货价格、涨幅、调整幅度

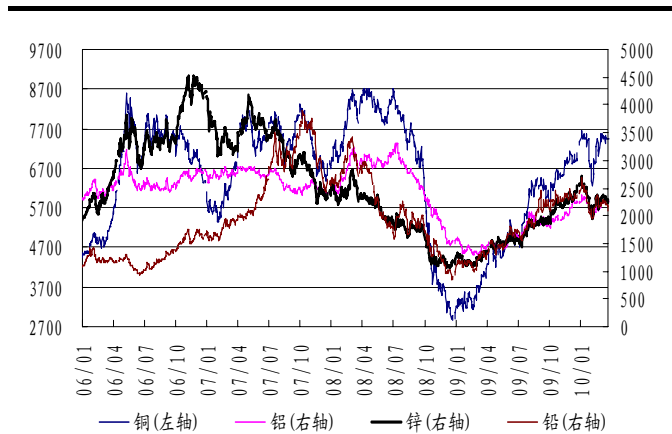
单位: 美元/吨, %

	铜	铝	锌	铅	锡	镍
08年10月份以来最大值	7660	2412	2718	2680	18450	22851
08年10月份以来最小值	2845	1288	1065	850	9775	9050
2010年以来最大值	7660	2385	2718	2680	18450	22851
2010年以来最小值	6265	1980	1940	1940	15200	17005
2010最新值	7440	2256	2240	2110	17650	22495
08年10月份以来最大涨幅	169.24	87.27	155.21	215.29	88.75	152.50
2010年最大调整幅度	-22.27	-20.45	-40.10	-38.14	-21.38	-34.38

资料来源: Wind资讯

图5: LME三月期基本金属价格

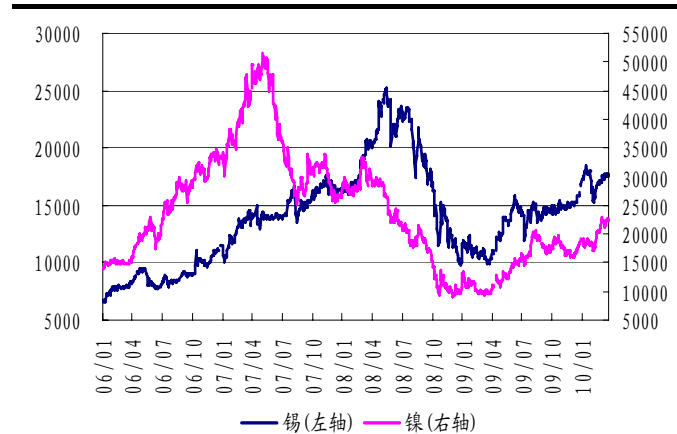
单位: 美元/吨



资料来源: wind资讯

图6: LME三月期基本金属价格

单位: 美元/吨



资料来源: wind资讯

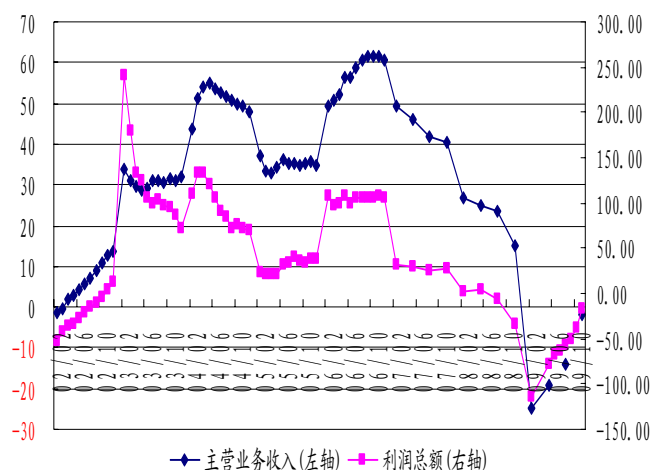
1.3 行业盈利可观

经营效益迅速恢复。自从2009年二季度扭亏以后，有色金属行业盈利逐季改善。受益量价齐升，行业收入增速和毛利率V型反转，收入增速和毛利率从2009年2月份的-24.79%和4.86%，分别上升到2009年11月份的-2.02%和8.67%。相应的，2009年四季度盈利达到全年最高水平，行业单季利润达到了269.98亿元，与危机前的07年单季水平比较接近，其中子品种铝单季盈利环比翻了4倍达到46.09亿元。

预计一季度行业有个好收成。基于产量和价格水平的恢复，我们预期2010年一季度行业盈利恢复到2007年一季度水平。

图7: 有色金属收入和利润增速

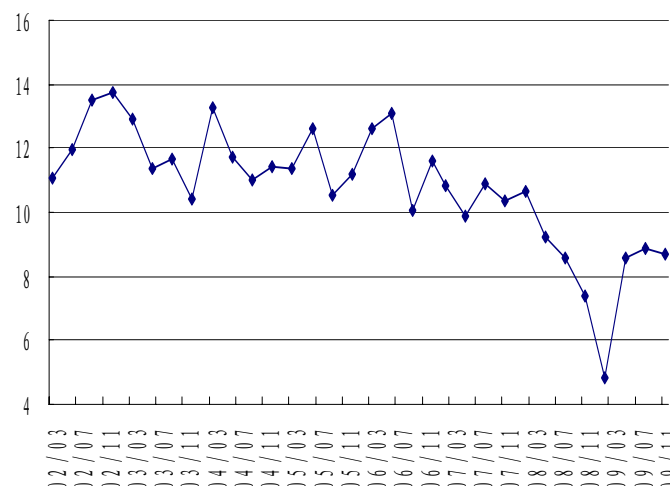
单位: %



资料来源: wind资讯

图8: 有色金属毛利率

单位: %



资料来源: wind资讯

表2: 有色金属及主要子行业单季利润

单位: 亿元

	07 年 1-2	07 年 2-5	07 年 5-8	07 年 8-11	08 年 8-11	09 年 1-2	09 年 2-5	09 年 5-8	09 年 8-11
行业	124.20	264.55	275.05	297.45	7.77	-19.30	115.69	186.27	269.98
铅锌	9.90	16.23	22.77	17.32	-7.08	-3.77	5.73	14.07	28.96
铜	11.36	33.77	29.98	51.17	-23.00	-3.22	14.68	18.57	24.62
锡	1.29	4.46	5.11	4.08	-2.97	-1.19	-1.00	2.54	2.56
铝	51.58	95.50	103.53	80.41	-27.92	-32.44	-19.27	11.61	46.09

资料来源: wind资讯

2. 二季度有色金属继续量增价震

随着大量项目开工建设和工业满负荷生产，二季度进入传统的金属消费旺季。尽管全球经济体还面临诸多不确定性，但是经济复苏的大格局没有变化，目前各项经济数据显示经济整体向好，这为二季度有色金属需求奠定了良好基础。

2.1 需求有望继续回升

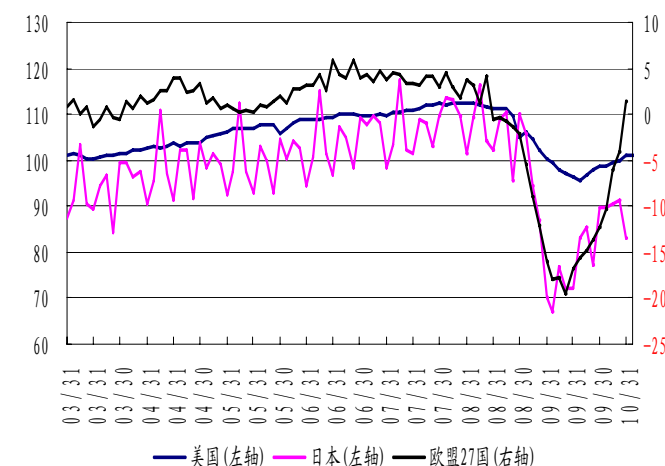
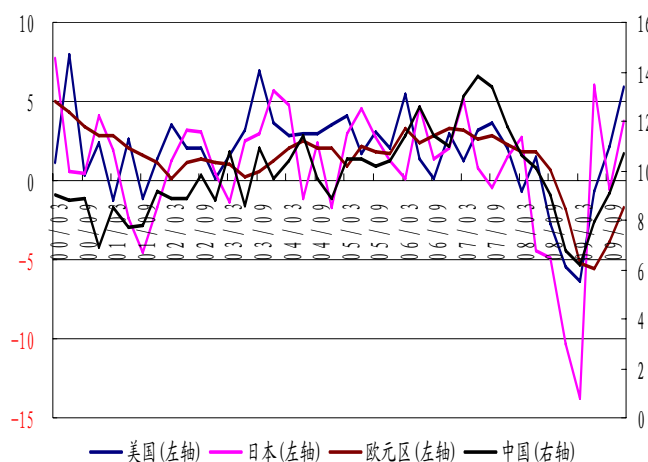
2.1.1 IMF调高2010年全球经济增长

基于新兴经济体强劲增长以及发达经济体复苏前景,国际货币基金组织上调了全球经济增长的预期,从2.27%提高到3.00%。在过去的09年四季度,全球四大经济体美、中、欧、日经济增长分别达到了5.90%、10.70%、-1.70%和3.80%,较三季度增速分别提高3.70、1.60、4.40和2.20个百分点。相应的,欧美日工业生产指数也大幅度提高,2010年1月工业指数分别为100.91、83.20和1.48,较2009年5月低谷分别提高4.71、11.20和18.23个百分点。

图9: 四大经济体季度增长

单位: %

图10: 欧美日工业生产指数



资料来源: wind资讯

资料来源: wind资讯

2.1.2 二季度进入金属传统需求旺季

2010年1月份全球基本金属供需平衡数据显示需求继续全面反弹,这与全球经济触底回升基本同步。WBMS统计显示,2010年1月份铜消费量为152.60万吨,同比增长8.84%,供应过剩8.69万吨,大致为2009年1月份15.10万吨一半左右的水平,2009全年过剩24.65万吨铜。

另一个重要金属——铝2010年1月需求为310.00万吨,同比增长19.97%,供应过剩15.60万吨,而2009年1月则过剩30.90万吨,2009年全年过剩58.00万吨。1月份其他品种锌、锡和镍过剩量也大大降低,铅则延续了2009年底短缺形势。

表3: 2009年累计月度基本金属供需平衡表(供应减需求)

单位: 万吨

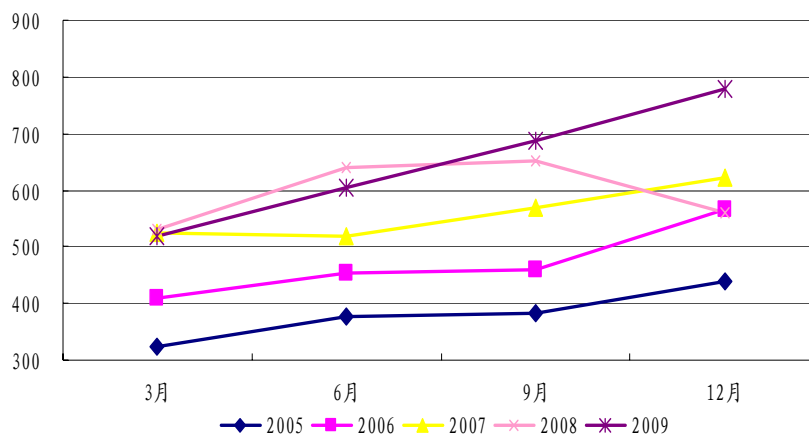
	1-2	1-3	1-4	1-5	1-6	1-7	1-8	1-9	1-10	1-11	1-12	2010-1
铜	11.20	18.70	13.30	9.00	1.50	-15.30	-7.10	-5.80	19.60	19.10	24.65	8.69
铝	42.57	67.90	59.10	57.30	132.10	110.60	132.10	141.60	141.80	104.80	58.00	15.06
铅	1.08	1.28	1.16	0.60	1.80	3.50	-0.60	-2.40	1.24	-0.84	-1.99	-0.50
锌	11.65	1.15	1.64	4.98	5.89	13.40	1.30	7.50	12.90	9.20	20.70	11.90
锡	0.26	0.32	0.24	0.47	0.63	0.89	0.84	1.54	1.49	1.52	1.29	0.05
镍	3.90	5.66	6.19	8.61	5.59	0.17	-1.21	-2.10	-1.50	-1.90	0.30	1.55

资料来源: WBMS

最重要金属消费市场--中国房地产和汽车消费热度不减。一般二季度进入金属消费旺季,并且目前金属消费最重要的两个行业房地产和汽车消费热度依旧旺盛。2009年全年汽车消费1364万辆,同比增长46.15%,2010年2月份汽车消费继续火爆,单月销售287.57万辆,同比增长84.00%。与此同时,在政策调控影响下,房地产消费依然热度不减,2010年2月商品房累计销售7155.18万平米,同比增长38.20%。

图11: 近5年10种有色金属季度销售量

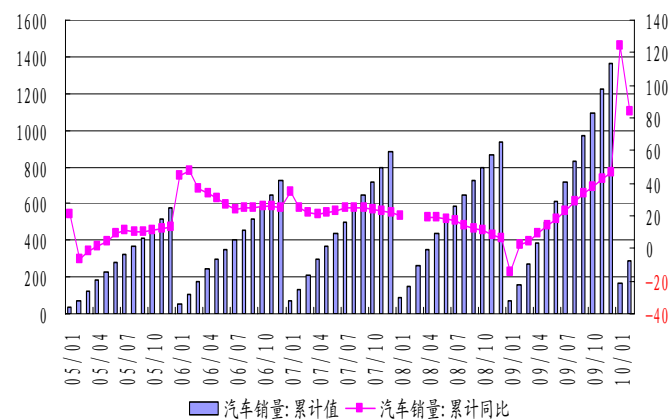
单位: 万吨



资料来源: wind资讯

图12: 汽车销售

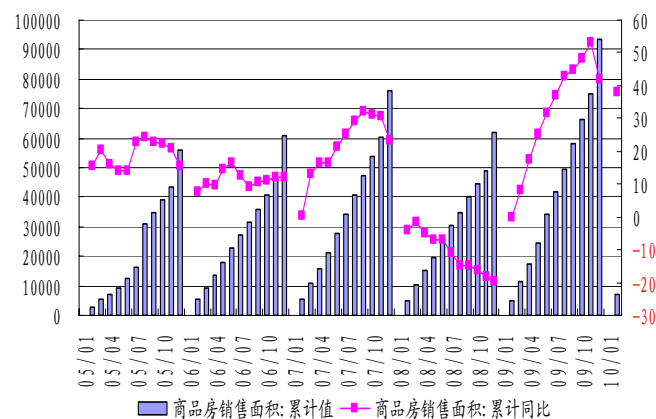
单位: 万辆、%



资料来源: wind资讯

图13: 房地产新开工和销售

单位: 万平方米、%



资料来源: wind资讯

2.2 价格可能继续宽幅震荡

2010年一季度,金属价格改变了危机以来单边上涨的趋势,期间出现较大幅度的调整,这与我们的判断基本一致。二季度,一方面,需求按照预期朝着改善方向发展;另一方面,行业面临主权信用风险,通货膨胀、资产价格膨胀逼迫下的政策退出以及金属高库存隐患等诸多不利因素,正反力量将导致金属价格宽幅震荡。

2.2.1 刺激政策退出逐步升级

有色金属2010年度策略《有急流，要勇退》中，我们着重谈到了需求利好行业，通货膨胀、资产价格膨胀可能导致刺激政策退出升级利空市场，由此引发价格宽幅震荡。

一季度行业运行情况验证了我们基本判断。放眼全球，一季度刺激政策退出最具影响力的莫过于中国，收紧银根，严控新项目开工，打压房地产，调控力度有增无减。

中国调控政策或进一步升级。一季度中国出台一些列调控措施旨在提前应对通货膨胀和资产价格泡沫，我们认为这两大隐患并没有停止发酵的脚步，特别是针对房地产价格的疯涨，后续更有力度的措施或将出台。

2.2.2 主权信用隐患凸显

关于人民币汇率问题，近期中美争锋相对局面暂告一段落。目前牵扯全球经济神经莫过于发达经济体债务风险。2009年大规模实施经济刺激的时候，财政已是不堪重负的发达经济体的主权信用风险已经被市场关注，而希腊债务危机的爆发迅速加重了市场悲观情绪，欧洲的英国、西班牙、葡萄牙、冰岛，美国和日本都不同程度存在财政风险。

数据提供商Dealogic表示，2010年第一季度欧洲主权债券发行次数和规模创纪录新高。第一季度共有149笔主权债券发行，发行规模共计1458亿美元，较上年同期增长1%。其中希腊发行规模高踞榜首，西班牙、比利时和葡萄牙均创下了季度发行的纪录。

财政危机带来的信用风险对金属行业的影响，首先是财政支出被迫压缩，导致需求不足，进而可能触发经济二次探底；其次，需求萎缩预期加上信用潜在风险可能激发金属市场做空能量。

2.2.3 供应较充足、库存或助跌

宏观经济风险一旦暴露，高库存必将助跌。无论是外部发达经济体还是中国，宏观经济的重大风险一旦暴露，复苏必将面临重大挑战。供需平衡的预期数据表明，2010年有色金属行业的供应比较充足，而危机以来一路飙升的库存是悬在高价上一把利剑。高库存的理想出路是经济复苏、繁荣，一旦经济出现反复，高库存可能对价格造成较大杀伤力。

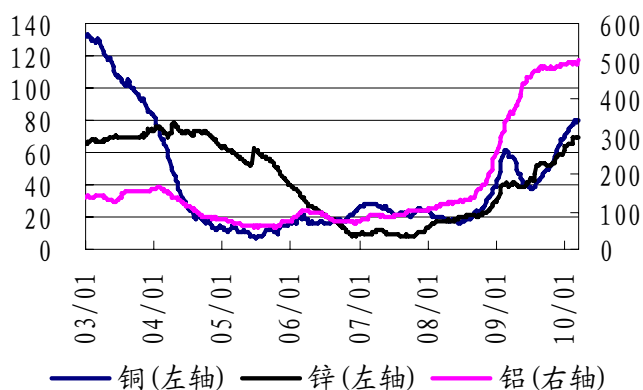
表4：全球基本金属供需平衡表(供应减需求) 单位：万吨

	2008	2009E	2010E	2011E
铜	39.90	70.90	1.30	-11.40
铝	246.20	132.90	58.20	20.40
镍	10.20	0.30	0.30	-0.70
锌	45.70	50.30	24.9	0.00
铅	-8.30	4.20	11.1	-3.80

资料来源：CRU

图14: 铜、锌、铝交易所库存

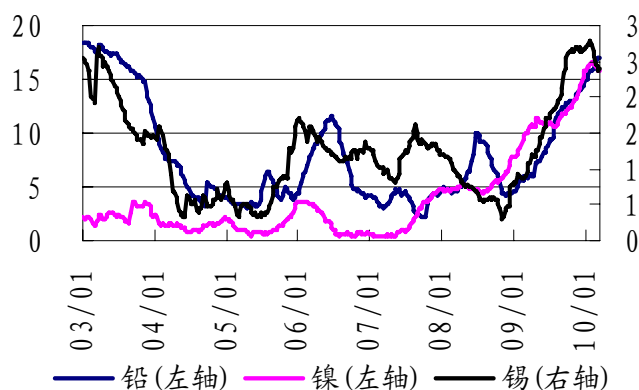
单位: 万吨



资料来源: wind资讯 COMEX、LME、SHFE

图15: 铅、锡、镍交易所库存

单位: 万吨



资料来源: wind资讯 COMEX、LME、SHFE

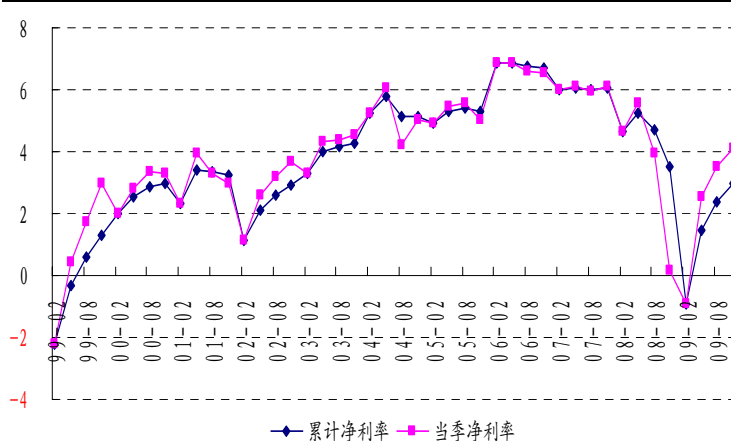
3. 维持2010年行业盈利翻倍增长的预测不变

在2010年有色金属年度策略《有激流，要勇退》中，我们根据价格、销量和利润率数据，测算出2009年度行业利润增长区间为（-33%，-16%），2009年金属价格、销量和利润率实际数据均落在假设区间内，行业实际利润增长为-17.11%，落在我们测算的区间里面。

A股有色金属上市公司年报尚未全部公布，此外，我们尚未改变2010年行业基本面判断，因此，维持2009-2010年盈利分别增长1.03%和（91%，129%）预测不变。

图16: 有色金属累计净利润率和单季净利润率

单位: %



资料来源: wind资讯

表5: 2009年/2010年有色金属行业利润增长测算

单位: 万吨, %

	SMMI 价格指数增长	10 种金属销量	冶炼加工净利润率	冶炼加工利润增长	
				实际	测算
2003	14.43	1228	4.21	72.40	92.95
2004	37.53	1441	5.17	70.27	89.57
2005	15.86	1635	5.44	38.93	36.94
2006	60.68	1917	6.81	105.23	119.87
2007	6.81	2379	6.04	26.57	22.62
2008	-21.14	2525	3.54	-34.10	-40.80
2009A	-21.59	2680	3.00	-17.11	-29.72
2009E	(-24, -20)	(2642, 2670)	(3, 3.5)	—	(-33, -16)
2010E	(15, 20)	(2906, 3070)	(4, 6)	—	(71, 109)

资料来源: 中原证券研究所

表6: 2009年/2010年A有色金属利润增长测算 单位: %

时间	A 股有色金属板块	有色金属行业	两者之差
2003	103.58	72.40	31.18
2004	84.70	70.27	14.43
2005	17.42	38.93	-21.51
2006	190.26	105.23	85.03
2007	4.91	26.57	-21.66
2008	-76.17	-34.10	-42.07
2009E	1.03	-17.11	18.14
2010E	(91, 129)	(71, 109)	20.00

资料来源: 中原证券研究所

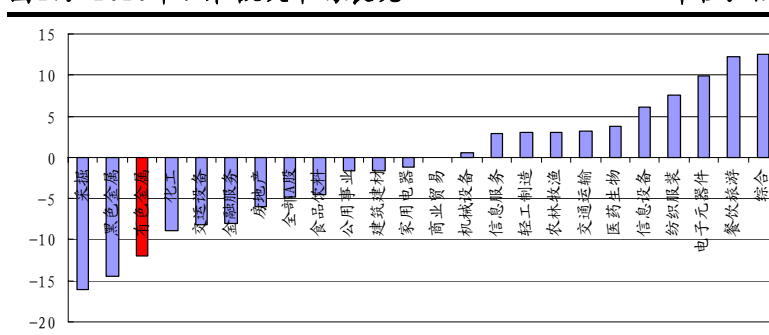
4. 二季度有色金属投资策略: 浅尝辄止

4.1 有色金属估值回归历史平均水平

截至2010年3月26日, 有色金属板块跌幅为11.93%, 区间最大跌幅为22.45%, 一季度有色金属调整幅度位居板块前列, 这样稍微降低有色金属估值水平。

图17: 2010年以来板块市场表现

单位: %



资料来源: wind资讯

2009、2010年有色金属和全部A盈利按照1%、(91%, 129%)和22%、(21%, 28%), 2010年按照3月26日市值计算, 2009、2010年有色金属和全部A动态PE为69.83倍、(26.51, 31.79)和24.87倍、(17.85, 18.88), 与整体A股比较, 有色金属高估50%左右。

以当年年报为基准, 有色金属估值纵向比较, 2010年30倍动态PE基本回顾历史估值水平。以3月26日Wind预测市盈率来看, 有色金属2010年动态PE为34倍, 与其他行业比较, 不具备估值优势。

图18: 全部A股、有色金属静态市盈率

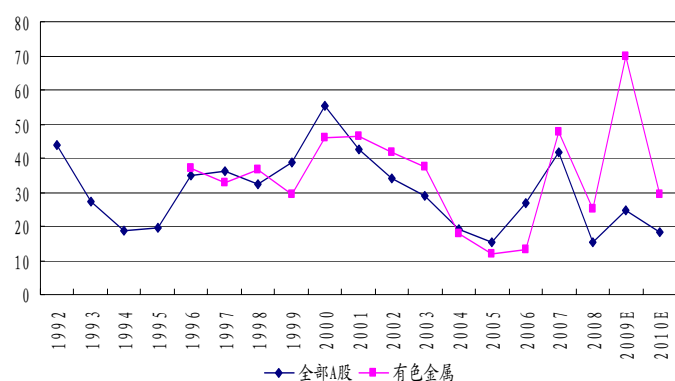
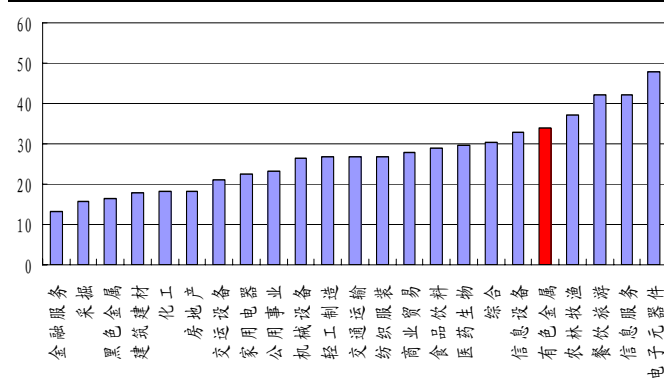


图19: 板块2010对应动态PE (盈利按Wind预测)



资料来源: wind资讯 注: 盈利按当年年报, 2009-2010为预测盈利, 2010按3月26日计算

4.2 有色金属2010年度投资策略的回顾

在全球有色金属总体供过于求背景下, 2010年有色金属投资策略《有激流, 要勇退》, 主要从流动性变化趋势视角, 评价了2010年有色金属价格运行格局, 并且得到了三条重要判断: 货币政策收紧动摇金属牛市基础, 金属价格可能宽幅震荡; 继续受益量价齐升, 全行业有望实现一倍左右的高增长; 高估值已暗含高增长, 估值横向比较劣势明显, 建议急流勇退。

从一季度市场运行情况来看, 行业的判断和市场策略的建议比较到位。

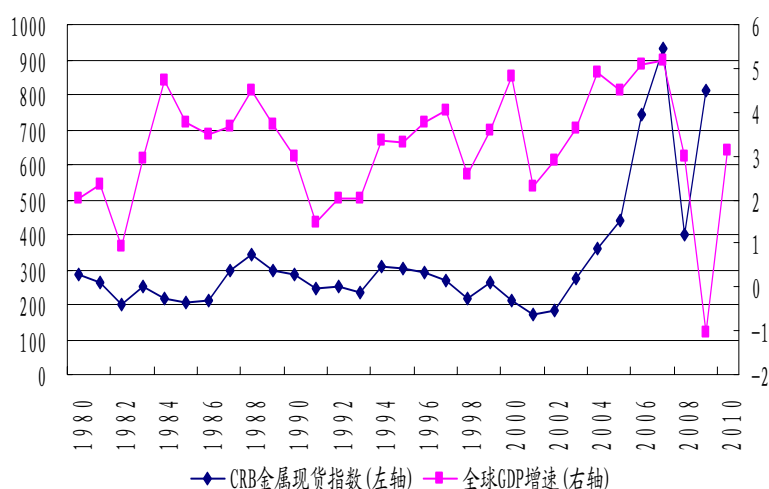
4.3 宏观角度来看全球经济状况尚难支持过高价格水平

纵观1980年以来全球经济增长和金属价格之间的关系, 我们认为目前全球经济水平不足以支持过高的金属价格水平。

80年代末90年代初, 经历石油危机和全球动荡之后, 全球经济强劲复苏并没有引起金属价格水平的大幅攀升; 亚洲金融危机和科技股泡沫之后, 中国引领全球经济10年高速增长, 期间中国工业化进程推动了世纪金属牛市的演绎, 而次贷危机爆发宣告了金属牛市的结束。

客观的讲, 全球经济面临再平衡, 原有的发展模式面临转型, 目前金属价格V型反转是由全球货币政策刺激造成的, 而并非建立在新的经济增长模式基础之上, 当前的全球经济的现状并不能支撑泡沫阶段的价格水平。相对目前的价格水平, 我们认为在经济建立的新的平衡之前, 金属价格可能在一个相对低一些中枢上运行。

图20: 1980年以来全球经济增长和金属价格指数 单位: %



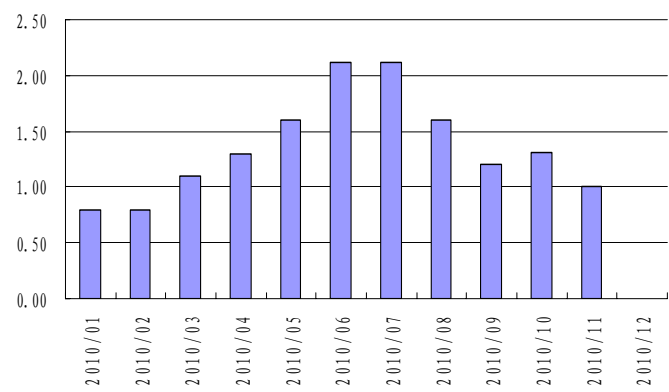
资料来源: wind资讯 IMF

4.4 二季度投资策略: 浅尝辄止

一季度行业和市场的运行情况基本在我们预期之中,并且行业和市场层面的变化尚没有发生根本性的变化,二季度策略基础依然是: **激流勇退**,在此基础上,基于以下几方面的因素,我们提出二季度投资策略: **浅尝辄止**,也就是说二季度有色金属波段操作机会大于一季度。

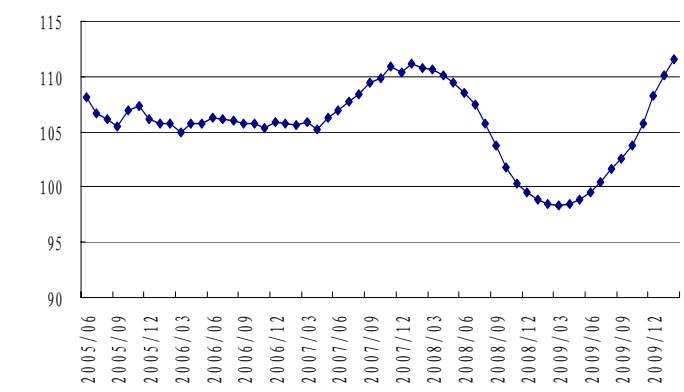
其一、估值回顾到历史30倍左右水平,这为二季度进行波段操作预留了空间;其二、二季度通货膨胀可能是全年最高水平,房地产市场可能进一步泡沫化,这为资源性有色企业盈利超预期奠定基础;其三、二季度美联储加息可能性几乎为零,全球最大流动性输出国继续为全球市场提供套利资金。

图21: 2010年CPI翘尾因素分布



资料来源: wind资讯

图22: 房地产价格指数



资料来源: wind资讯

根据上述的市场判断和因素分析,我们从资源性和估值二维角度精选个股,在年度策略推荐**江西铜业**基础上,我们推荐**中金岭南**、**金钼股份**和**格林美**作为阶段操作标的。

表7: 重点上市公司估值分析表

单位: 元, 倍

	每股收益				每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
	08A	09	2010E	2011E	3Q09		09E	2010E	2011E	3Q09	
中金岭南	0.34	0.40	1.20	1.30	3.82	23.73	59.33	19.77	18.25	6.21	买入
金钼股份	1.04	0.17	0.60	0.85	4.08	17.18	101.06	28.63	20.21	4.21	增持
格林美	0.44	0.58	1.33	1.69	3.77	66.50	115.03	50.16	39.24	17.64	增持

资料来源: 中原证券研究所 注: 股价为2010年3月19日收盘价

5. 重点公司限售解禁情况

表8: 主要公司股份解禁时间表及解禁比例

单位: 万股, %

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
中金岭南	全流通				
金钼股份	2010-05-17	12904.92	首发原股东限售股份	19.99	4.00
	2011-04-18	245195.52	首发原股东限售股份	379.79	75.99
格林美	2010-04-22	460.00	首发机构配售股份	24.56	4.93
	2011-01-24	4868.92	首发原股东限售股份	259.95	52.17
	2013-01-22	2130.08	首发原股东限售股份	113.73	22.83

资料来源: wind资讯

6. 行业风险提示

有色金属行业2010年二季度面临的主要风险: 其一、发达经济体相继二次探底。其二、欧美关键经济体债务危机。其三、美联储加息。其四、中美爆发贸易冲突。

7. 重点上市公司

中金岭南 (000060): 成功抄底海外资源, 为下一步繁荣奠定基础

买入 (首次)

市场数据 (2010 年 3 月 19 日)

收盘价 (元)	23.73
一年内最高/最低 (元)	32.46/14.48
沪深300 指数	3293.87
市净率 (倍)	6.21
流通市值 (亿元)	242.05

基础数据 (2009 年 12 月 30 日)

每股净资产 (元)	3.82
每股经营现金流 (元)	0.49
毛利率 (%)	21.26
净资产收益率 (%)	10.58
资产负债率 (%)	59.42
总股本/流通股 (亿股)	10.2/10.2
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

关键要素:

2009 年公司成功抄底澳洲 Perilya Limited 公司, 资源储量增加 182 万吨, 总储量增加到 680 万吨, 还有 2000 平方公里的探矿权, 此外持股 55% 的盘龙矿资源储量可能大大超过此前预估的 86 万吨, 资源成功扩张为下一个金属牛市奠定繁荣基础。

投资要点:

- **09 年业绩基本符合预期。**2009 年营业收入 75.83 亿元, 同比增长 1.66%; 归属上市公司利润 4.14 亿元, 同比增长 19.78%, 基本每股 0.40 元, 基本符合市场预期, 营业收入增长主要是合并 Perilya Limited 所致。
- **成功抄底海外资源。**公司最大的亮点是 09 年初以 2 亿元人民币迅速收购 Perilya Limited 公司 50.1% 股权, 并将持股比例提升至 52% 的上限, 此次收购将增加公司权益铅锌资源储量 182 万吨, 公司铅锌资源储量达到 680 万吨。
- **2010、2011 年天津房地项目增厚公司业绩。**全资子公司天津金康房地产公司敦仁里房地产项目“金德园”进入结算期, 该项目建筑面积 16.5 万平米, 楼面价格为 3684 元/平米, 09 年 6 月开盘以来, 销售价格 1.4 万-1.9 万, 房地产项目将给公司带来丰厚利润。
- **未来资源自给率有望达到 100%。**公司持有 55% 权益的盘龙铅锌矿资源储量可能大幅增加, 此外 Perilya Limited 公司还有 2000 平方公里的探矿权, 公司未来资源自给率达到 100% 应该不成问题。
- **给予“买入”投资评级。**不考虑天津房地产项目, 预计 2010、2011 年每股收益为 1.20 元、1.30 元, 对应动态 PE 为 19.77 倍、18.25, 给予“买入”投资评级。
- **风险提示:** 澳洲矿盈利低于预期, 铅锌价格下跌。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	74.60	75.83	100.85	110.94
增长比率 (%)	(9.92)	1.65	33.00	10.00
净利润 (亿元)	3.46	4.14	12.24	13.26
增长比率 (%)	(70.46)	19.65	243.96	8.33
每股收益 (元)	0.34	0.40	1.20	1.30
市盈率 (倍)	69.79	59.33	19.77	18.25

金钼股份 (601958): 钼业龙头, 深加工进入攻坚阶段

增持 (维持)

市场数据 (2010 年 3 月 19 日)

收盘价 (元)	17.18
一年内最高/最低 (元)	26.80/12.51
沪深 300 指数	3293.87
市净率 (倍)	4.21
流通市值 (亿元)	110.98

基础数据 (2009 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	4.08
每股经营现金流 (元)	-0.12
毛利率 (%)	19.95
净资产收益率 (%)	3.46
资产负债率 (%)	5.34
总股本/流通股 (万股)	32.3/6.46
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

关键要素:

金钼股份是钼行业首屈一指的龙头公司, IPO 募投项目包括两个核心战略, 其一、汝阳矿达产后, 采选产能大幅扩张; 其二、进军深加工领域, 这是公司基本面质变的关键环节。

投资要点:

- **产能扩张, 资源做保障。**公司 IPO 募投项目建成后, 钼产业链各个环节产能大幅度扩张, 采选产能增加 66%, 深加工从小到大, 从无到有。目前公司钼金属储量 146.9 万吨, 占全国储量的 45%, 排名首位, 产能扩张有资源做后盾。
- **深加工技术跨越, 任重道远。**公司未来一个最重要的发展战略是做强做大深加工, 公司进口了大量的先进设备, 深加工还需解决产品质量稳定性, 以及性能达标等一道道难题。
- **随着欧美日经济体复苏, 2010 年公司海外业务有望重新激活。**受世界经济危机影响, 2009 年公司销售重心由外转向内, 内外销售比由此前的 2:8 变成现在 6:4。展望 2010 年, 海外经济复苏推动钼价回升, 预计公司能够全部完成出口配额。
- **维持“增持”投资评级。**我们预计公司 2010、2011 年公司每股收益为 0.60 元、0.85 元, 对应动态 PE 分别为 28.63 倍和 20.21 倍, 维持“增持”投资评级。
- **风险提示:** 欧美经济体二次探底导致需求不足, 募投项目效益不如预期。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	59.61	40.45	50.23	57.21
增长比率 (%)	2.11	(32.89)	24.18	13.90
净利润 (亿元)	28.09	5.49	19.38	27.45
增长比率 (%)	(6.91)	(80.45)	253.01%	41.64
每股收益 (元)	1.04	0.17	0.60	0.85
市盈率 (倍)	16.52	101.06	28.63	20.21

格林美 (002340): 表里如一, 欣欣向荣

增持 (维持)

市场数据 (2010 年 3 月 19 日)

收盘价 (元)	66.50
一年内最高/最低 (元)	74.88/52.02
沪深300 指数	3293.87
市净率 (倍)	17.64
流通市值 (亿元)	14.46

基础数据 (2009 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	3.77
每股经营现金流 (元)	0.51
毛利率 (%)	31.62
净资产收益率 (%)	16.47
资产负债率 (%)	57.93
总股本/流通股 (万股)	9332/1873
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20100319 格林美 (002340) 调研简报: 表里如一, 欣欣向荣 2010 年 3 月 7 日

20100235 格林美 (002340) 业绩快报: 在健康发展路上前行 2010 年 2 月 24 日

20100133 格林美 (002340) 新股点评: 后起之秀 巨头坯子 2010 年 1 月 15 日

关键要素:

公司实际情况表里如一, 我们更加坚定了公司在钴镍废弃物循环再造超细钴镍粉独家经营的实力和前景, 而谋求在电子废弃物综合回收项目的发展值得称赞。

投资要点:

- **超细钴粉超预期。**2010 年公司募投项目全面建成投产, 其中, 预计主打产品超细钴粉 2010 年产量至少 1500 吨, 比此前我们估算的产量高出 200 吨左右。
- **荆门新增年产 1000 吨电解铜。**荆门基地建成年产 1000 吨电解铜生产线, 随着钴镍废弃物和电子废弃物回收扩张, 电解铜产量有望成倍增长。
- **塑木型材量增价涨。**2010 年塑木型材产能有望从 5000 吨扩张到 8000-10000 吨, 公司透露塑木型材目前的均价由 09 年的 5600 元/吨左右涨至目前的 7000 元/吨左右, 未来可能还有上涨空间。
- **电子废弃物综合回收是公司未来重点发展项目。**2010 年荆门将建成 1.5 万吨电子废弃物处理生产线, 远期规划是在荆门 3 年建成年处理 5 万吨电子废弃物基地, 公司正在江西、四川、湖南等省洽谈建设废旧电池和电子废弃物回收网络, 其中江西基地已经签署协议, 这块业务将是公司未来业绩最重要的一个增长点。
- **维持“增持”投资评级。**我们预计公司 2010 年-2011 年每股收益分别为 1.33 元/股和 1.69 元/股, 参考 3 月 19 收盘价 66.50 元, 动态 PE 分别为 50 和 39 倍, 估值基本合理。公司前景光明, 以及未来的高成长性, 维持“增持”投资评级。
- **风险提示:** 公司扩张项目进展不顺, 原料供应不足。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	3.04	4.06	9.07	11.15
增长比率 (%)	38.68	33.38	123.47	22.95
净利润 (亿元)	0.41	0.54	1.24	1.58
增长比率 (%)	7.71	31.20	129.35	27.82
每股收益 (元)	0.44	0.58	1.33	1.69
市盈率 (倍)	--	115.03	50.16	39.24

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。