

有色金属行业 2010 年 2 季度投资策略

看好有色金属在二季度的表现

原材料/有色金属

优于大势

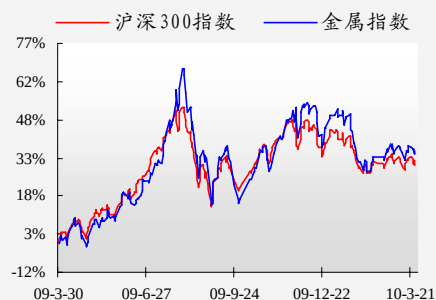
维持评级

发布时间：2010 年 3 月 29 日

投资要点:

- 一、季度政策面对于基本金属价格影响较大，中国提高准备金率以及美国提高贴现率等消息增强了市场对流动性的担忧，导致了有色金属价格在一季度出现了大幅波动，另一方面欧元区债务危机导致美元指数大幅上涨，美元走强也限制了基本金属价格的上涨。主要有色金属价格在一季度继续维持高位振荡，但各品种间走势出现了分化。小金属走势较强，铅锌则出现了较大幅度调整。
- 随着大宗原材料价格的快速回升，国内通胀压力正在逐步增加，央行收紧流动性也已成市场共识。由于对加息导致基本金属价格大幅下跌的担忧，有色行业股票也出现了较大幅度的调整。目前市场已经比较充分的反映了流动性收紧的预期。
- 基本金属作为大宗原材料其价格和经济周期密切相关，从 1962 年以来，CRB-金属现货指数和全球 GDP 增速变化情况上来看，两者呈现良好的同步性。实体经济的需求是推动基本金属价格上升的最根本因素，市场流动性的变化则可助推或者减缓基本金属价格的上涨。
- 从领先指标和基本金属下游行业情况来看，有色金属需求恢复情况符合复苏时期的特征，基本金属价格有望呈震荡上行趋势。
- 目前美元指数已经接近 82，美国失业率仍旧维持在高位，美元进一步升值将打击美国的出口业，另外欧洲债务进一步升级演变成“二次次贷危机”的可能性也不大。因此美元指数继续向上空间不大。
- 中国基本金属的需求具有比较明显的季节性，一般一季度是需求的低点，二季度开始下游生产商开始补库生产，需求明显回升，开始进入旺季。经过之前的大幅调整，有色类股票的调整基本到位，看好有色金属行业在 2 季度的表现。推荐万好万家，金钼股份，云铝股份，另外资源扩张前景良好的驰宏锌锗也值得关注。

走势图



重要公司

评级

万好万家	推荐
金钼股份	推荐
云铝股份	推荐
驰宏锌锗	谨慎推荐

分析师：诸利达

执业证书编号：S0550109041506

TEL: (8621)6337 3590

FAX: (8621)6337 3209-319

Email: zhulida970@sina.com.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

目录

1. 基本金属价格维持高位震荡，各品种表现分化	4
1.1. 主要工业金属延续震荡	4
1.2. 小金属补涨	4
2. 刺激政策将逐步退出，市场过于担忧政策紧缩预期	5
2.1. 加息预期上升	5
2.2. 实体经济需求才是决定基本金属价格的根本因素	6
2.3. 需求回复情况符合经济复苏时期特征	7
2.4. 2 季度金属价格有望继续震荡上行	8
3. 美元指数继续上升的空间不大	9
4. 策略：看好有色金属行业在 2 季度的表现	11
4.1. 万好万家	11
4.2. 金钼股份	12
4.3. 云铝股份	14
4.4. 驰宏锌锗	14

图表目录

图表 1: LME3 月期铜价格和库存变化情况	4
图表 2: LME3 月期铝价格和库存变化情况	4
图表 3: LME3 月期铅价格和库存变化情况	4
图表 4: LME3 月期锌价格和库存变化情况	4
图表 5: LME3 月期锡价格和库存变化情况	5
图表 6: LME3 月期镍价格和库存变化情况	5
图表 7: 中国月度新增贷款	6
图表 8: 上海银行间拆借利率（3 个月）	6
图表 9: A 股有色金属行业指数和 LME 金属价格指数变化情况	6
图表 10: 全球 GDP 增速和 CRB 金属现货价格增速	7
图表 11: 加息周期和金属价格大幅上涨经常同时出现	7
图表 12: 中国 PMI 指数变化情况	7
图表 13: 美国 PMI 指数变化情况	7
图表 14: 各主要发达国家的制造业生产能力利用率正在逐步回升	7
图表 15: 中国汽车销量变化情况	8
图表 16: 美国房地产新房销售和开工	8
图表 17: 中国汽车销量变化情况	8
图表 18: 美国汽车销量变化情况	8
图表 19: 上期所 3 月期铜价格和历史高位比较	9
图表 20: 上期所 3 月期铝价格和历史高位比较	9
图表 21: CFTC 铜净多头寸	9
图表 22: CFTC 黄金净多头寸	9
图表 23: 美元兑日元	10
图表 24: 欧元兑美元	10

图表 25: 英镑兑美元.....	10
图表 26: 美元指数.....	10
图表 27: LME 金属价格和美元指数变化情况	10
表格 1. 主要指标变化情况	5
表格 2. 置入主要矿山情况	11
表格 3. 公司主营业务预测	12
表格 4. 公司主营收入和毛利率情况预测	13

1. 基本金属价格维持高位震荡，各品种表现分化

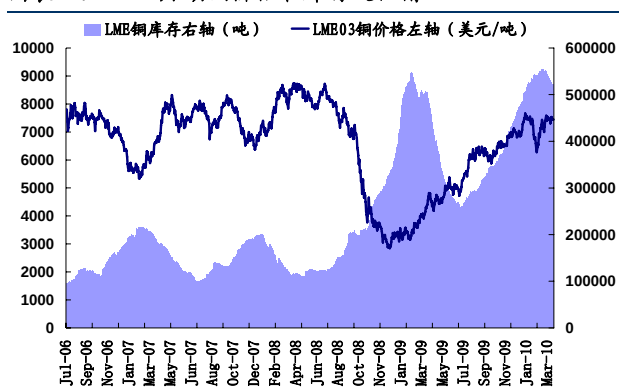
一季度政策面对于基本金属价格影响较大，中国提高准备金率以及美国提高贴现率等消息增强了市场对流动性的担忧，导致了有色金属价格在一季度出现了大幅波动，另一方面欧元区债务危机导致美元指数大幅上涨，美元走强也限制了基本金属价格的上涨。

主要有色金属价格在一季度继续维持高位振荡，但各品种间走势出现了分化，小金属包括锡镍的价格在一季度出现了大幅上涨，其中 LME 镍价上涨 26.6%，铅锌价格走势较弱，LME3 月期铅和期锌的价格分别下跌 9.5% 和 10.7%，铜铝价格基本保持稳定。

1.1. 主要工业金属延续震荡

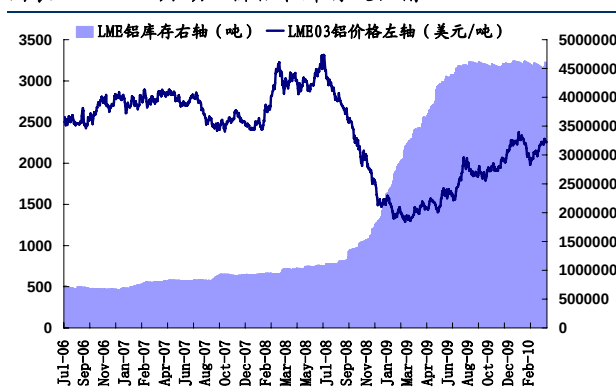
LME 铜铝库存虽然仍处于高位，但已开始企稳回落，截止到 3 月 27 日，近 3 个月内 LME3 月期铜价格上涨 6.28%，3 月期铝价格则下跌 1.55%。铅锌方面，库存上升速度较快，价格也出现了较大调整，这主要是由于 4 季度铅锌金属在中国血铅事件的影响下，上涨幅度较大，存在调整压力，另一方面受中国春节因素以及政府对房地产的影响调控，铅锌需求增速有所下降。

图表 1: LME3 月期铜价格和库存变化情况



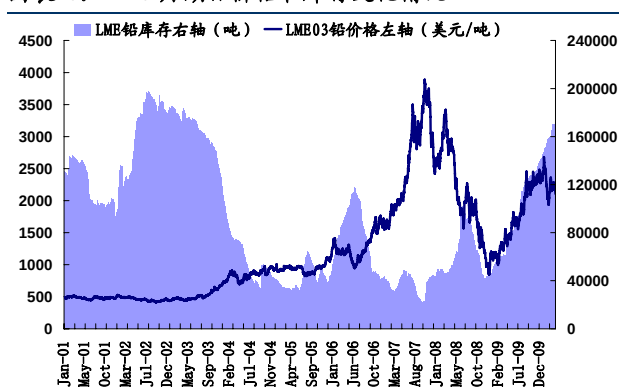
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 2: LME3 月期铝价格和库存变化情况



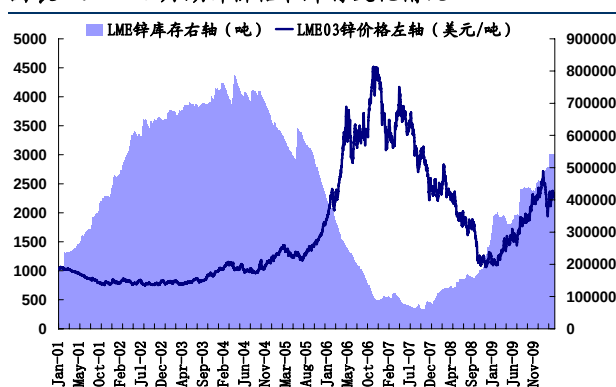
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 3: LME3 月期铅价格和库存变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 4: LME3 月期锌价格和库存变化情况



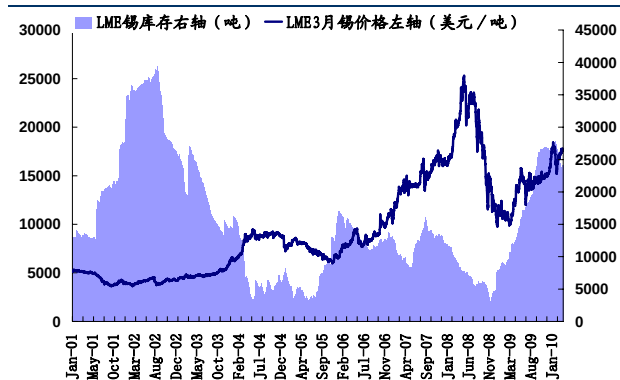
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

1.2. 小金属补涨

一季度锡镍等小金属涨势喜人，锡金属消费和电子行业景气度密切相关，随着全球经

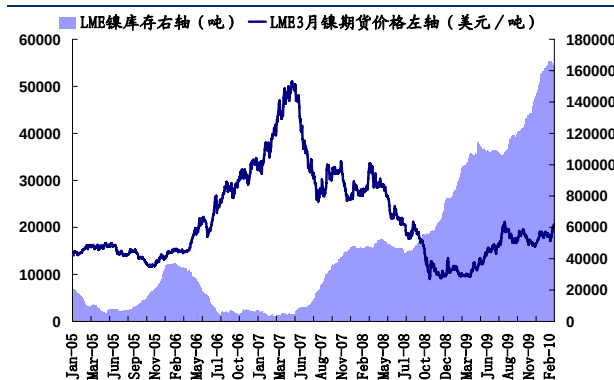
济的逐步复苏，电子行业需求回复明显，受下游需求的推动，锡价出现了快速回升。镍金属在一季度出现了 26% 左右的上涨，一方面是由于镍价前期涨幅落后，存在补涨的需求，另一方面，镍价和钢铁价格相关度较大，不锈钢需求见底回升也将带动镍价的上涨。

图表 5: LME3 月期锡价格和库存变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 6: LME3 月期镍价格和库存变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

表格 1. 主要指标变化情况

	最新价	当日涨幅	5 日内涨幅	一个月内涨幅	3 个月内涨幅	昨日收盘价
道琼斯工业	10850.36	0.08%	1.01%	5.09%	2.89%	10841
CRB 指数	267.32	-0.20%	-1.95%	-2.71%	-5.78%	268
COMEX 黄金期货	1106.60	1.03%	-0.31%	-1.29%	0.05%	1095
伦敦锌期货	2226.25	-0.72%	-2.97%	1.47%	-10.73%	2243
伦敦锡期货	17666.00	1.25%	0.09%	3.17%	9.07%	17448
伦敦铜期货	7513.25	1.08%	1.05%	4.43%	6.28%	7433
伦敦镍期货	23608.00	3.39%	5.15%	11.51%	26.61%	22833
伦敦铅期货	2125.00	2.31%	-3.19%	-1.85%	-9.56%	2077
伦敦铝期货	2220.00	0.05%	-1.68%	4.03%	-1.55%	2219
伦敦锌库存	54.23	-0.01%	0.37%	0.07%	16.20%	54
伦敦锡库存	2.43	-0.08%	0.54%	-1.82%	-9.59%	2
伦敦铜库存	51.69	-0.37%	-1.16%	-5.97%	6.63%	52
伦敦镍库存	15.59	-0.68%	-1.16%	-4.15%	2.31%	16
伦敦铅库存	17.23	0.15%	0.73%	4.35%	19.39%	17
伦敦铝库存	457.94	-0.15%	-0.70%	0.09%	-1.17%	459
美元指数	81.61	-0.68%	1.10%	1.55%	4.98%	82

资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所 截止到 2010 年 3 月 27 日

2. 刺激政策将逐步退出，市场过于担忧政策紧缩预期

随着大宗原材料价格的快速回升，国内通胀压力正在逐步增加，央行收紧流动性也已成为市场共识。由于对加息导致基本金属价格大幅下跌的担忧，有色行业股票也出现了较大幅度的调整。

2.1. 加息预期上升

中国 3 月份新增贷款为 7000 亿，开始逐步下降，而上海银行间 3 个月拆借利率则继

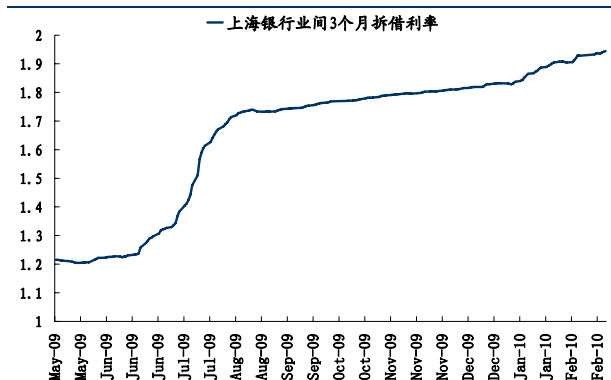
续上升，反映了市场的加息预期正在逐步增强。

图表 7：中国月度新增贷款



资料来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

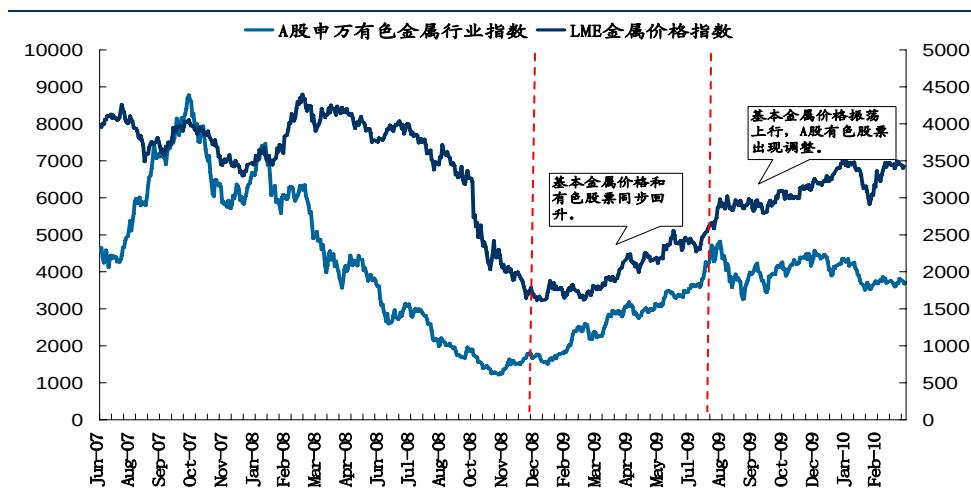
图表 8：上海银行间拆借利率（3 个月）



资料来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

股票市场一般会提前反应商品市场基本金属价格的走势，从 2009 年下半年开始，基本金属价格继续震荡上行，但有色金属股票却开始出现调整，目前市场已经比较充分的反映了流动性收紧的预期。

图表 9：A 股有色金属行业指数和 LME 金属价格指数变化情况



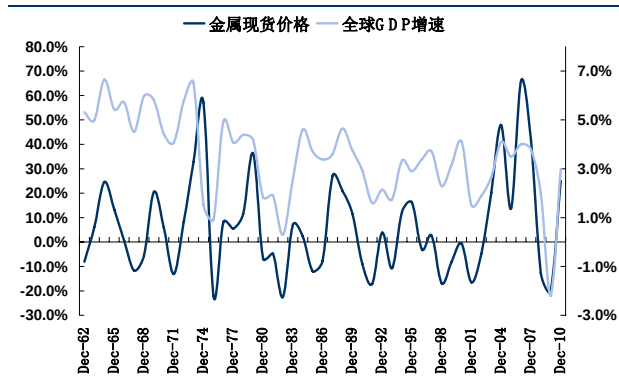
资料来源：Bloomberg wind 东北证券金融与产业研究所

2.2. 实体经济需求才是决定基本金属价格的根本因素

基本金属作为大宗原材料其价格和经济周期密切相关，从 1962 年以来，CRB-金属现货指数和全球 GDP 增速变化情况来看，两者呈现良好的同步性。实体经济的需求是推动基本金属价格上升的最根本因素，市场流动性的变化则可助推或者减缓基本金属价格的上涨。

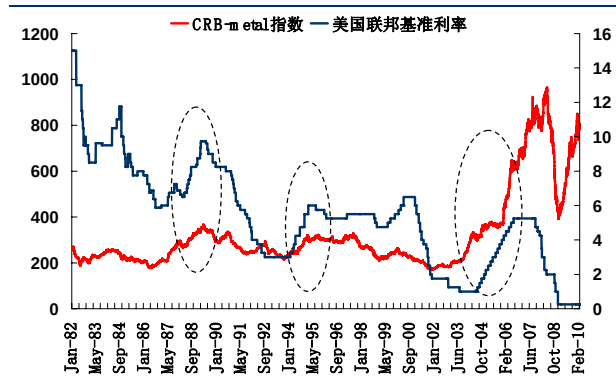
另一方面，加息并不一定意味着基本金属价格的下跌，比较 1982 年以来美国联邦基金基准利率和 CRB-金属价格指数情况，每一次加息周期都是基本金属价格的上涨期，每一次利率的最高点都对应着基本金属价格的阶段性高点。对于基本金属价格，实体经济的需求才是决定价格走向的根本因素，随着下游需求的恢复，金属价格有望继续回升。

图表 10: 全球 GDP 增速和 CRB 金属现货价格增速



资料来源: Bloomberg wind 东北证券金融与产业研究所

图表 11: 加息周期和金属价格大幅上涨经常同时出现

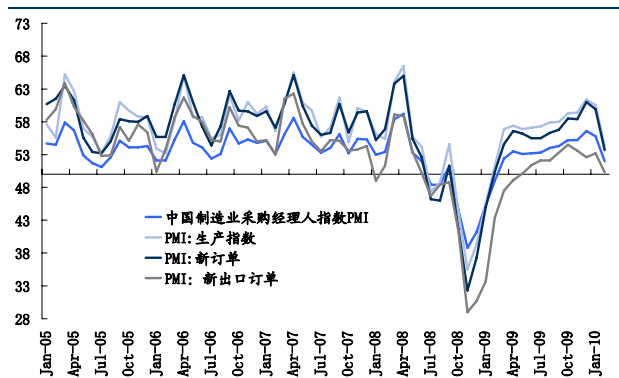


资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

2.3. 需求回复情况符合经济复苏时期特征

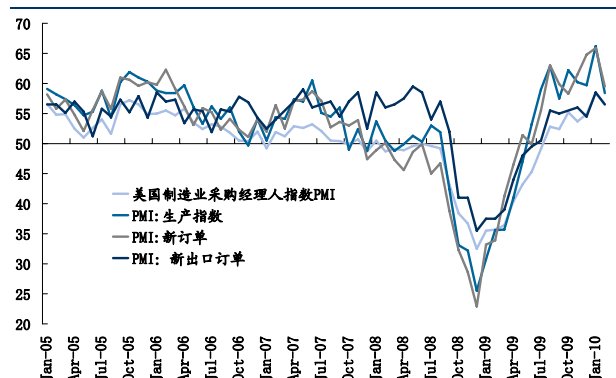
从 PMI 指数上看, 中国 2 月份 PMI 指数为 52, 下降 3.8 个点, 领先指标的大幅下降一方面是由于中国经济从快速复苏逐步转变为平稳发展, 另一方面是由于中国的春节因素, 一般 1-2 月份中国 PMI 指数都会有所下降。2 月份美国 PMI 指数为 56.5, 继续回升。

图表 12: 中国 PMI 指数变化情况



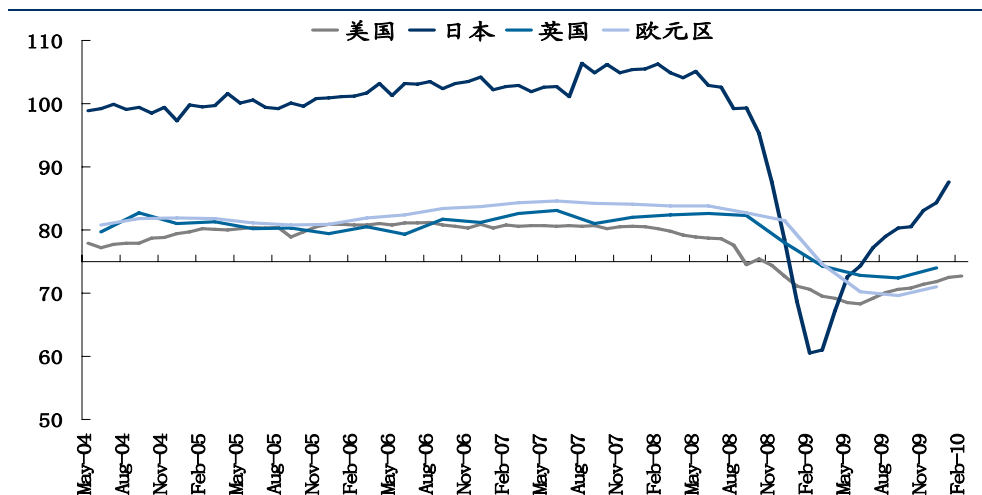
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 13: 美国 PMI 指数变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

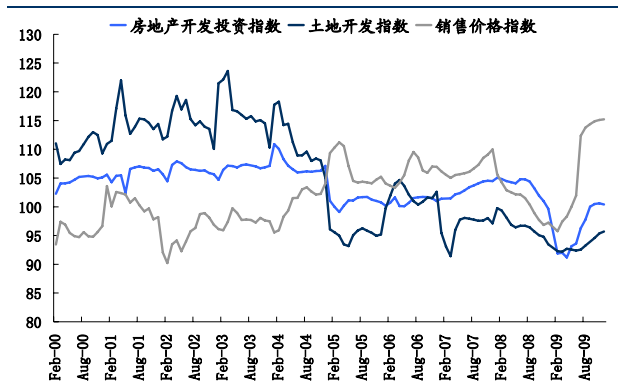
图表 14: 各主要发达国家的制造业生产能力利用率正在逐步回升



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

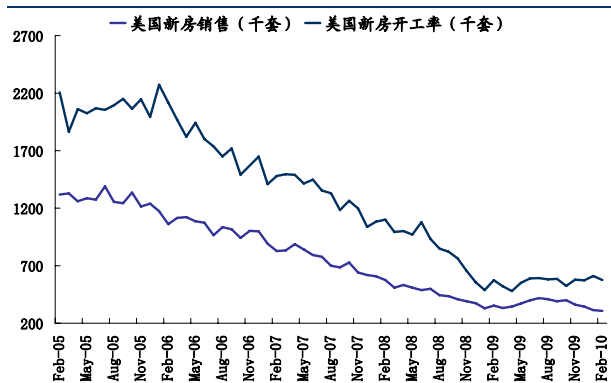
从主要经济体的生产能利用率上看,随着产品价格的回升,全球各主要经济体的产能利用率也在逐步回升,随着经济的逐步复苏主要发达国家的产能利用率将逐步恢复到历史平均水平,因此对于基本金属的需求预计也将进一步提高。

图表 15: 中国汽车销量变化情况



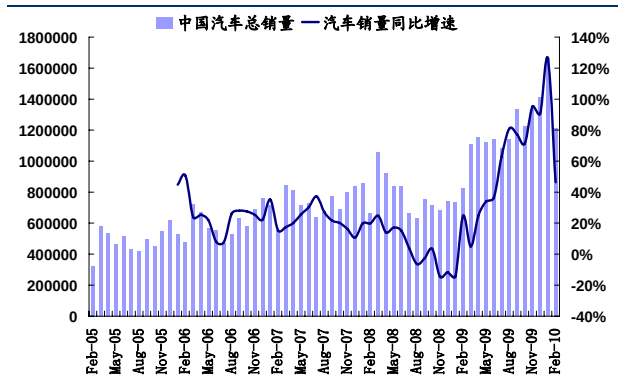
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 16: 美国房地产新房销售和开工



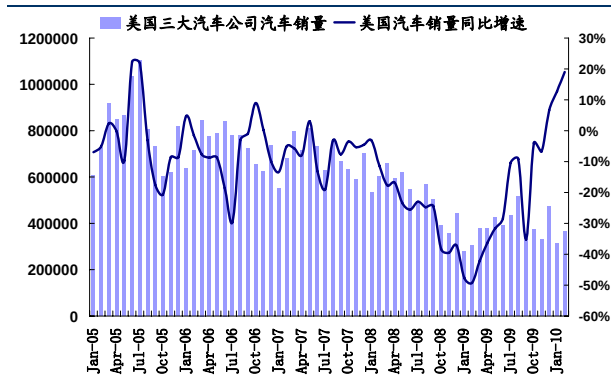
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 17: 中国汽车销量变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 18: 美国汽车销量变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

从下游主要行业情况来看,中国房地产行业景气度继续保持在较高水平,房价高企导致行业盈利能力大幅上升,较高的利润率也将刺激资金流向房地产行业,从而拉动有色金属等原材料价格的上涨,另外中国对于保障性住房的建设也将拉动对于基本金属的需求。美国房地产行业仍然比较低迷,但见底迹象已经比较明显。

汽车行业方面,美国汽车销量同比继续回升,中国汽车销量增速则较前几个月有所回落,但仍然保持较快增长。

从领先指标和基本金属下游行业情况来看,有色金属需求仍在恢复之中。

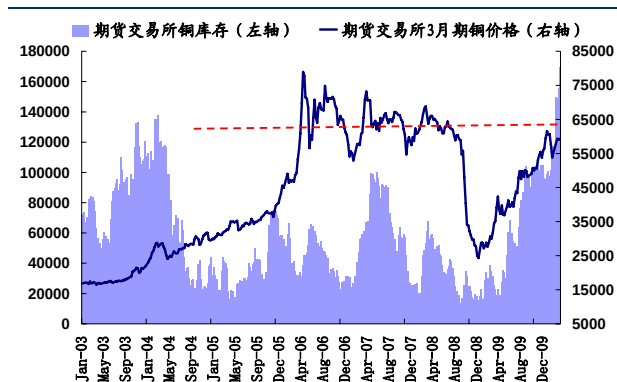
2.4. 2 季度金属价格有望继续震荡上行

2010 年国内期铜价格最高达到 6300 元每吨,而 2007 年-2008 年上半年,全球经济高涨时期的铜价的核心区域在 65000 元每吨左右。电解铝情况和期铜相似,2010 年铝价高点相对于 2007 年的历史高位折价在 10% 左右。

虽然全球经济开始复苏,但目前基本金属下游的需求和 2007-2008 年上半年全球经济最好时期的供需情况仍然不能同日而语。因此在目前价位,基本金属价格继续大幅上涨

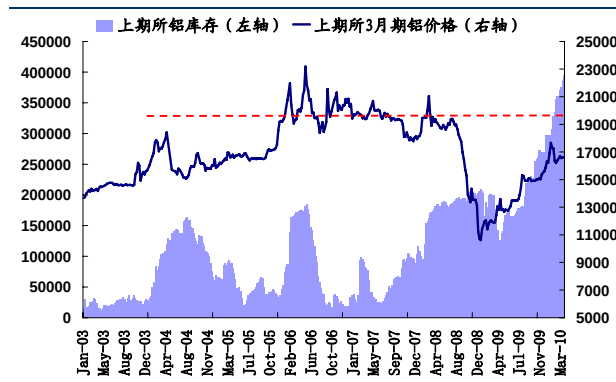
的概率不大，但随着实体经济需求的进一步恢复，基本金属价格有望呈现震荡向上的趋势。

图表 19：上期所 3 月期铜价格和历史高位比较



资料来源：SHFE 东北证券金融与产业研究所

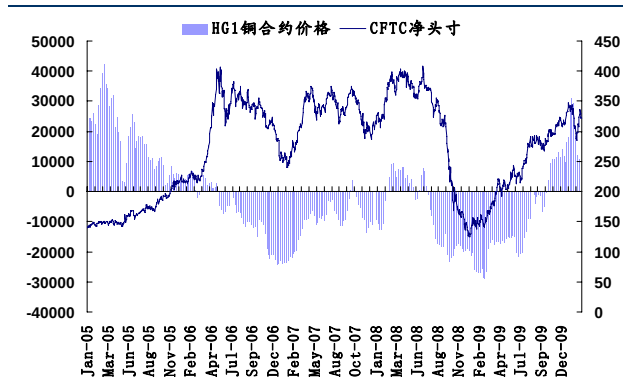
图表 20：上期所 3 月期铝价格和历史高位比较



资料来源：SHFE 东北证券金融与产业研究所

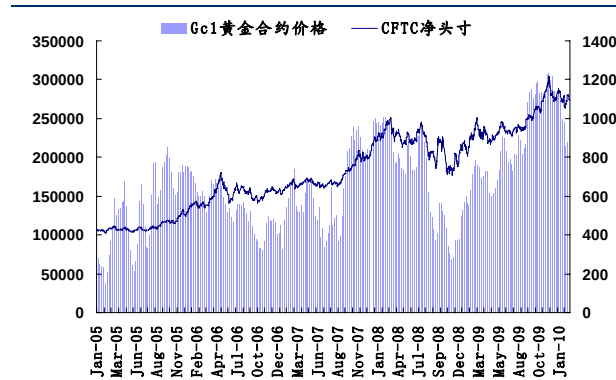
从 CFTC 公布的数据来看，2009 年 2 月份开始，铜投机性资金便开始尝试做多，非商业净空头寸开始减少，目前铜非商业净多头仍然阶段性高位，从中长期来看，基金对于铜价的走势仍然比较乐观。黄金情况和铜相似，黄金的金融属性强于工业金属，投机资金对于金价的影响更加明显，央行对于黄金储备作用的重视将支撑金价，美元继续大幅的升值可能性也不大，因此预计金价将继续保持高位振荡。

图表 21：CFTC 铜净多头寸



资料来源：CFTC 东北证券金融与产业研究所

图表 22：CFTC 黄金净多头寸



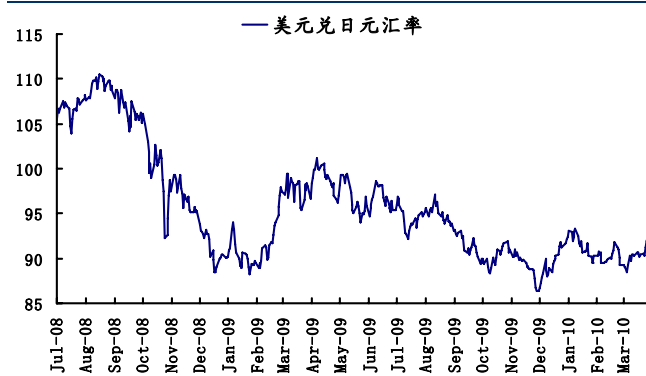
资料来源：CFTC 东北证券金融与产业研究所

3. 美元指数继续上升的空间不大

美国 2009 年 4 季度 GDP 增速回到 5.7%，高于之前的预期，对于美国经济复苏的预期导致资金流入美元市场，而与此同时欧元区国家主权债务危机导致欧元走势偏弱，美元指数阶段性走强使基本金属价格承压。

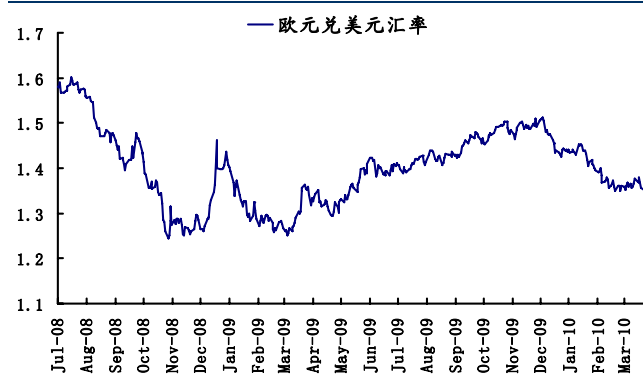
目前美元指数已经接近 82，美国失业率仍旧维持在高位，美元进一步升值将打击美国的出口业，另外欧洲债务进一步升级演变成“二次次贷危机”的可能性也不大。因此美元指数继续向上空间不大。

图表 23: 美元兑日元



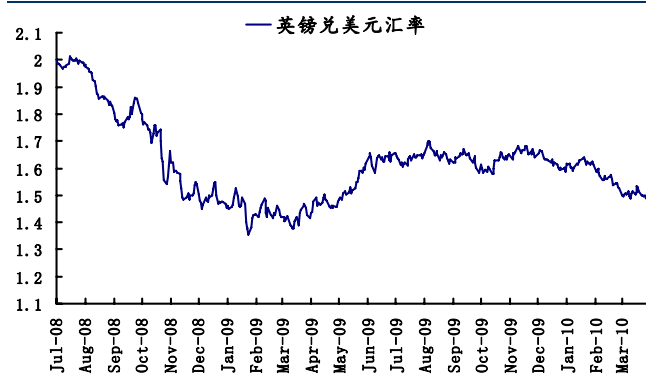
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 24: 欧元兑美元



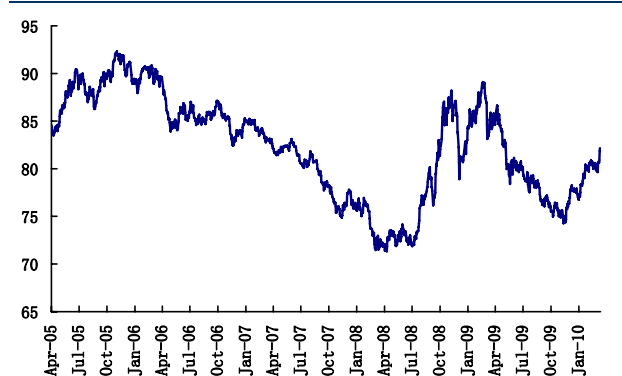
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 25: 英镑兑美元



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

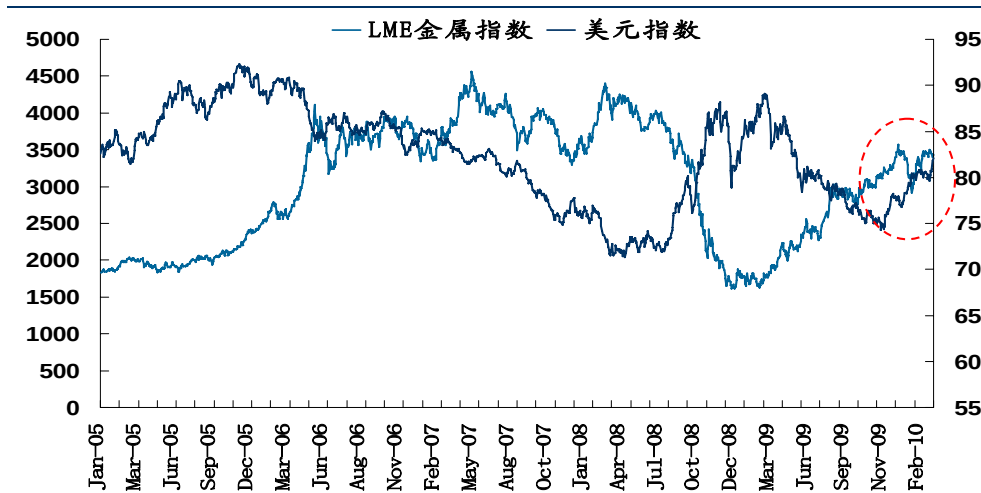
图表 26: 美元指数



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

由于基本金属价格以美元计价,一般美元指数走势和基本金属价格走势相反,但 2010 年一季度美元指数和 LME 金属价格指数同步上涨,这主要是由于全球经济复苏预期强烈,在下游需求好转的情况下,工业金属价格和美元指数出现了同步上涨。

图表 27: LME 金属价格和美元指数变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

而贵金属方面（特别是黄金），由于工业用途在整个黄金消费中所占比例较小，其和美元指数的反向关系更为明显，因此美元走强使黄金价格出现了较大幅度的调整。

4. 策略：看好有色金属行业在 2 季度的表现

中国基本金属的需求具有比较明显的季节性，一般一季度是需求的低点，二季度开始下游生产商开始补库生产，需求明显回升，开始进入旺季。经过之前的大幅调整，有色类股票的调整基本到位，看好有色金属行业在 2 季度的表现。

4.1. 万好万家

公司 2009 年 8 月 5 日公告将通过资产置换由连锁酒店型公司转为以黄金和钨为主要业务的矿业型公司。万好万家原有酒店连锁业务资产将全部从股份公司转出，置入资产包括古田天宝，陈旗天宝等在内的八个矿业公司的股权。

表格 2. 置入主要矿山情况

主要矿山	权益		查明的			预测的资源量		
			矿石量（万吨）	金属量（吨）	平均品位	矿石量（万吨）	金属量（吨）	平均品位
西朝钼矿	100%	钼矿	3077.41	47549.00	0.154%	524.60	7702.00	0.147%
坪地钼矿	100%	钼矿	120.73	1871.00	0.155%	72.12	890.00	0.082%
上西坑钼矿	75%	钼矿	489.85	10195	0.208%	40.05	1189	0.297%
三道湾子金矿	49%	金矿	48.38	4.321	8.93g/t	—	—	—
金家坞金矿	60%	金矿	76.8	2.822	3.67g/t	—	—	—
谢尔塔拉铁锌矿	100%							
		铁矿	5927.72	19547662	32.98%	1643.74	578.76	35.21%
		铁锌矿（铁）	1023.72	3137702	30.65%			
		锌矿	882.17	172756	1.96%	3.02	654	2.17%
		铁锌矿（锌）	1023.72	114434	1.12%			
马坑铁矿	10%							
		铁矿	35348.87	135739661	38.4%	—	—	—
		铁钼矿石（铁）	9324.23	31991433	34.3%	—	—	—
		钼矿	3926.67	48486	0.052%	—	—	—
		铁钼矿石（钼）	9324.23	34162	0.087%	—	—	—
合计	钼金属量	平均品位	金金属量	平均品位	铁金属量	平均品位	锌金属量	平均品位
	65331.05	0.149%	3.81	6.59	39459052	34.8%	287190	1.6%

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

储量方面，根据原有地质报告，公司钨矿的保有储量在 6.5 万吨左右，黄金保有储量 3.8 吨，铁 3900 万吨左右，锌 28 万吨左右。根据公司最新的资产评估报告公司钨保有储量为 7.5 万吨，黄金 7.4 吨，白银储量 25 吨，铁矿石储量 3700 万吨，锌储量 28 万吨。公司矿产资源储量丰富，并且公司大股东旗下还有很多探矿权，多个在建矿山，如果未来公司资产置换成功，公司未来资源扩张的前景看好。

公司主要看点有：1. 公司资产盈利能力强，2009 年预计能做 1.7 个亿的净利润，2010 年能做到 2.5 个亿左右，2011 年 3.3 个亿，每股收益分别为：0.34 元、0.5 元和 0.67 元，

无论是在有色整个行业中还是黄金行业中，市盈率上都具有一定优势。2.股本比较小，目前是有色行业中少有的纯矿山型企业，加工方面，天宝钼业目前仍旧在建设期，预计在2010年6月投产。3.大股东手中还有大量的资源，一旦重组成功，资产注入预期上升。

表格 3. 公司主营业务预测

重要子公司	产品	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产量							
古田天宝（100%）	钼精矿	1415	2680	3824	3000	3500	3500
五夫天宝（100%）	钼精矿	107	758	269	350	400	400
武夷天宝（75%）	钼精矿	873	1255	928	1000	1200	1200
江西天宝（60%）	金精矿	3462	6023	3920	4704	5645	5927
三道湾子（49%）	金精矿	0	5994	15362	16130	16937	17783
马坑矿业（10%）	铁精矿（万吨）	42.2	37.71	30.91	35	45	60
陈旗天宝（100%）	铁精矿（万吨）	0	0	0	0.0	15.0	30.0
	锌精矿（万吨）	0	0	0	0.0	1.0	1.5
主营业务收入(万元)							
古田天宝	100%	11084	32753	32241	16830	24990	27370
五夫天宝	100%	1263	8730	2326	1964	2856	2856
武夷天宝	75%	9331	16493	8469	5610	8568	8568
江西天宝	60%	2373	4360	4086	5402	6316	6632
三道湾子	49%	0	32243	44512	51491	52679	55313
马坑矿业	10%	21071	24804	28723	15900	21000	36000
陈旗天宝	100%	0	0	15	15	20000	36000
合计		22876.15	74748.22	68068.53	53077	85974	107334
净利润（万元）							
古田天宝	100%	4985	15452	14711	3622.5	6930.0	8190.0
五夫天宝	100%	276	3395	-138	-76.1	282.0	252.0
武夷天宝	75%	2230	6197	1865	-292.5	846.0	666.0
江西天宝	60%	-321	-34	-182	706.4	747.9	654.5
三道湾子	49%	-253	16364	22454	26735.5	26200.8	27510.8
马坑矿业	10%	8775	9300	11056	2925.0	5250.0	6750.0
陈旗天宝	100%	0	-300	-460	-138.8	3562.5	6075.0
天宝钼业	100%						4000.0
合计		7494.43	32122.71	27510.61	17005	25221	33564

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司2009-2011年每股收益分别为0.34元、0.5元和0.67元，考虑到公司的增长性和未来大股东的资产注入预期，给予推荐评级。

4.2. 金钼股份

金钼股份是目前亚洲最大的钼金属采选、冶炼、加工、外贸的一体化联合企业，2008年钼精矿产量预计在30000吨左右，产品包括钼精矿、氧化钼、钼铁、二硫化钼、钼酸铵、钼制品等，钼业务整体规模亚洲第一，是我国钼行业的龙头企业。虽然洛阳钼业2008

年的钼精矿产量已经超过金钼,约为 34400 吨,但在钼金属深加工方面,仍然偏弱。

金钼股份目前旗下有两个大型钼矿,其中金堆城钼矿是世界六大原生钼矿之一,钼矿质量较好,有害成分少,适合做钼金属深加工产品。金堆城钼矿目前保有储量在 78 万吨左右,平均品位 0.1%,按照目前的开采速度可以开采 50 年以上。目前公司刚刚进入矿体的富矿区,平均品位在 0.14%左右,同时为了扩大矿山的工作面,公司正逐步推进南露天项目,未来几年金堆城钼矿的产出量有望保持稳定增长。公司收购的汝阳钼矿整体品位在 0.11%,储量 69 万吨,和金堆城一样,也是世界级的特大型钼矿,公司目前的权益为 65%。公司未来精矿产量的增长将主要来自于汝阳钼矿,汝阳矿目前年矿石处理量约为 100 万吨左右,金属量 1000 吨,预计 3-5 年内,矿山矿石年处理量将逐步扩大到 660 万吨,金属量达到 8000 吨左右。

表格 4. 公司主营收入和毛利率情况预测

种类	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销量							
钼炉料	14338	15700	16500	19000	20000	21000	22000
钼化工	1664	1800	1800	3200	3800	4500	5500
钼金属	1808	2315	2800	3400	3600	4000	4200
平均售价							
钼炉料	23.27	26	23	12	16.3	20.1	21.9
钼化工	23	26	24	12	14.0	17.0	18.0
钼金属	52.57	51	42	23	28.0	34.0	37.0
销售收入							
钼炉料	333645	408200	376919	228000	325161	422710	481913
钼化工	38272	45900	42854	38400	53200	76500	99000
钼金属	95047	119043	121144	78200	100800	136000	155400
其他		24993	48149	130000	136500	150150	165165
总计	466964	598136	589067	474600	615661	785360	901478
毛利率							
钼炉料	72.0%	79.3%	73%	34%	50%	58%	60%
钼化工	71.0%	62.1%	76%	37%	44%	53%	54%
钼金属	71.9%	75.5%	67%	34%	44%	53%	55%
其他		9.5%	53%	4%	10.0%	15.0%	15.0%
合计		74.3%	70.2%	26.0%	39.6%	48.5%	50.5%
成本							
钼炉料	6.5	5.4	6.3	7.9	8.2	8.4	8.7
钼化工	6.7	9.7	5.8	7.6	7.8	8.0	8.3
钼金属	14.8	12.6	13.7	15.2	15.6	16.1	16.6
钼铁价格 (MB)	59.0	70.0	70.0	31.0	42.0	52.0	56.6
60%钼铁	40	48	48	21	29	35	38

数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司资源储量丰富,矿山自给率达到 100%,未来主要产品产量将保持较快增长。钼价方面随着钢铁行业的回暖,钼价也将逐步回升。按 2009 年 MB 钼铁平均价格为 21 万

元/吨，2010 年 29 万元/吨，2011 年 35 万元/吨测算，公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.22 元、0.50 元和 0.81 元，给予推荐评级。

4.3. 云铝股份

公司年产 4 万吨耐热，高强度铝合金园杆项目目前已经投产，8 万吨宽幅铝合金板项目预计 7 月份便可投产。铝加工业务加工毛利率比较低，但盈利较为稳定，新建的 8 万吨铝板带项目的附加值较高，吨产品的毛利率有望有所上升。

公司文山氧化铝项目进展顺利，预计 2010 年内投产，2011 年便可基本达产，公司氧化铝采用拜耳法工艺，其成本主要由铝土矿，煤，烧碱，电费等几部分构成，公司氧化铝完全达产后预计其生产成本仅 2000 元/吨左右，随着铝价的逐步抬升，氧化铝价格也有望同步上涨，公司未来在氧化铝成本上的优势有利于增强公司的竞争力。

电费方面，目前云南处于枯水期，因此公司用电价格较高，随着丰水期的到来公司电价有望有所下降，公司属于直购电试点单位之一，未来电价有望进一步下降。

公司未来盈利最主要的增长来自于文山氧化铝项目，文山氧化铝项目的投产将大幅度降低公司电解铝的成本，未来两年内，文山氧化铝项目的经济效益将逐步体现，预计公司 2010-2012 年每股盈利分别为 0.4 元，0.54 元和 0.7 元，维持推荐评级。

4.4. 驰宏锌锗

公司未来可预见的扩产项目比较多，包括会泽 6 万吨/年粗铅、10 万吨/年电锌及渣综合利用项目；昭通铅锌矿 2000 吨/日选矿厂项目以及呼伦贝尔 20 万吨/年铅锌冶炼项目等。随着这些项目的陆续投产，公司未来几年冶炼产能将有大幅提升。

公司上游资源扩张前景良好，一方面公司对于昭通地区的铅锌矿正在整合之中，昭通矿公布的铅锌储量在 30 万吨左右，但远景储量预计在 100 万吨以上，公司未来昭通矿的出矿量有望得到大幅度的提高。另一方面公司在呼伦贝尔地区仍在进行资源的勘探，以保证公司未来冶炼产能投产后铅锌精矿的供应。此外公司和赛尔温资源公司达成框架协议，未来资源扩张有可能走出国门。

公司大股东下面仍有一定储量的铅锌矿资源，包括澜沧铅矿以及永昌铅锌矿等，从减少潜在同业竞争的角度来讲，这块资产存在着注入预期。

随着全球经济的进一步复苏，铅锌价格有望继续振荡向上，公司业绩也将逐步提升。预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.51 元，0.82 元和 0.96 元，维持公司谨慎推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。