

行业跟踪报告

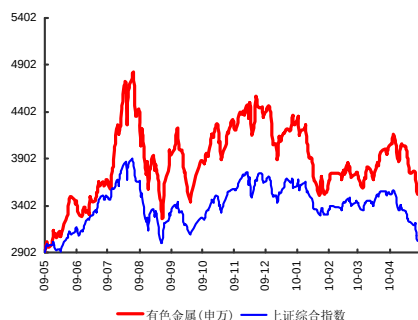
高库存催化业绩爆发

有色金属

2010年5月9日

投资评级：中性

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所综合组

组长：杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人：

曾海

电话：021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——有色金属行业 2009 年报与 2010Q1 季报分析

投资要点：

黄金业绩表现最稳定，铅锌业绩弹性最大。2009 年金属价格上涨催化行业业绩环比增长，由于 2009 年一季度大部分企业亏损，因此全年有色金属行业各子行业中，仅有黄金，铅锌的销售收入保持增长。其中黄金销售收入同比增长 21%，铅锌仅为 7.8%。铜、铅锌、黄金实现盈利，其中铅锌净利润增长 1114%，铜 829%，黄金业绩表现最稳定。2010 年一季度数据显示，行业整体业绩有所下降，主要是因为假期因素导致产能释放不足。其中铅锌环比跌幅达到 48%，业绩波动性最大。

高库存是重要的利润调节器。有色金属行业有储备库存的传统，因为：

1) 国内大多数有色金属企业以冶炼为主，为了保障生产的连续性，必须储备一定的原材料；2) 市场景气向上时，企业将存货作为利润调节器，主动囤积库存；3) 市场景气向下时，需求不振导致企业被动大量积累库存。2005-2009 年的平均存货/销售收入比为 20%，2009 年的存货收入比达到 25%，高于均值。鉴于市场高位震荡，具有快速去库存潜力的企业将存在业绩爆发的可能性，重点关注：包钢稀土，东方钽业。

估值偏高，给予“中性”评级。从历史 PE 数据来看，当前的估值水平仅次于 2007-2008 年，而经济形势和流动性不足以支撑历史重演，因此我们认为当前的有色金属行业估值水平偏高，给与“中性”评级

投资建议：希腊主权债务危机导致欧洲、乃至全球经济面临二次探底的风险，而美元的升值以及中国房地产调控政策的影响，加剧市场对于未来需求的担忧。金属价格处于历史高位震荡，继续上升缺乏强劲动力支撑，有色金属行业未来继续向下调整是大概率事件，因此我们建议投资者重点关注：1) 具有避险需求和防通胀能力，及成长性和盈利性较为稳健的黄金股，包括：山东黄金、中金黄金、辰州矿业等；2) 成长性和盈利能力发生重大变化的上市公司，如包钢稀土、东方钽业等；3) 近期跌幅较大，盈利确定性较高，同时具有估值优势的基本金属个股，如中金岭南，铜陵有色等。

目 录

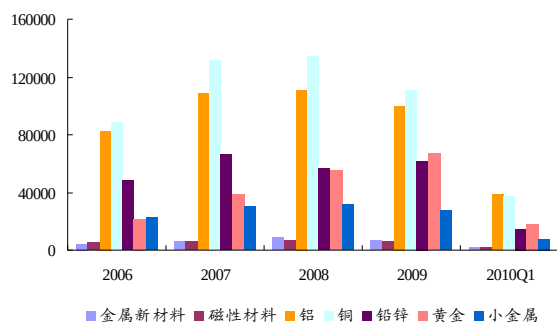
一、板块分析：黄金子行业表现最突出	3
1.1 业绩概述：黄金盈利最强	3
1.2 季度增速同比大幅增长，环比略有下降	3
1.3 黄金、小金属盈利能力居前	4
1.4 黄金、铜费用率相对较低	5
1.5 黄金存货、应收账款周转率较高	6
1.6 结论：黄金板块是长期价值投资首选标的	6
二、公司财务分析：寻找高成长性和高盈利能力标的	7
1.1 具有高成长性的公司	7
1.2 具有高盈利能力的公司	7
1.3 高库存是重要的利润调节器	8
1.4 10 年的PE估值在 25-30 倍左右	10
三、投资策略	11
3.1 估值偏高，给予“中性”评级	11
3.2 投资建议：精选个股，寻找估值洼地	11

一、板块分析：黄金子行业表现最突出

1.1 业绩概述：黄金盈利最强

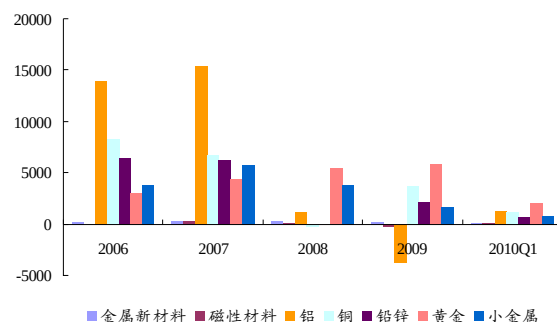
2009 年金属价格经历一轮从谷底到顶峰快速上涨行情，行业盈利整体性复苏。横向比较，铜业的销售收入最高，达到 1113 亿元，铝业次之；而黄金行业的盈利能力最强，净利润达到 58.6 亿元，铜业次之。

图 1：近四年又一期行业收入水平（单位：百万元）



数据来源：Wind，国联证券研究所

图 2：近四年又一期行业盈利水平（单位：百万元）



数据来源：Wind，国联证券研究所

1.2 季度增速同比大幅增长，环比略有下降

2009 年有色金属行业各子行业中，仅有黄金，铅锌的销售收入保持增长，其中黄金销售收入同比增长 21%，铅锌仅为 7.8%；其余子行业均为同比下降。铜、铅锌、黄金实现正盈利，其中铅锌净利润增长 1114%，铜 829%。

季度数据显示，2009 年 4 季度是行业景气程度最高的季节，一方面是因为 2008 年四季度是行业谷底；另一方面是因为 2009 年全行业保持向上运行的态势。2010 年一季度，受益于高金属价格，各子行业盈利同比均出现大幅增长，其中仍以铅锌、铜业为主。但由于季节性因素，以及价格持续上涨受挫，增速环比反而下降，其中以铅锌为主。

相对其他子行业，铅锌行业的盈利弹性最大，而黄金最为稳定。

图 3：近四年又一期行业收入同比增长率（%）

图 4：近四年又一期行业净利润同比增长率（%）

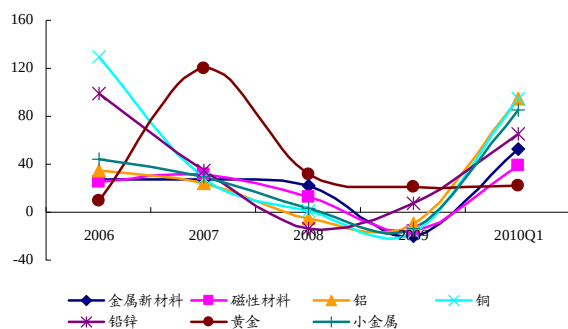


图 5: 2008Q1-2010Q1 行业收入按季同比增速 (%)

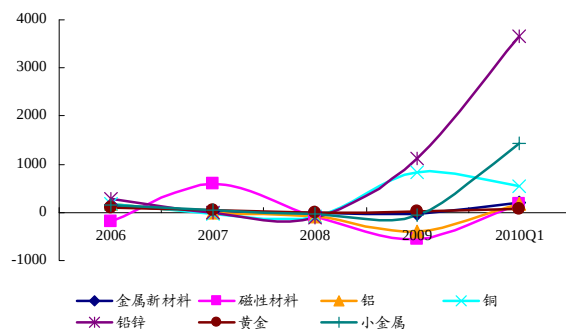


图 6: 2008Q1-2010Q1 行业收入按季环比增速 (%)

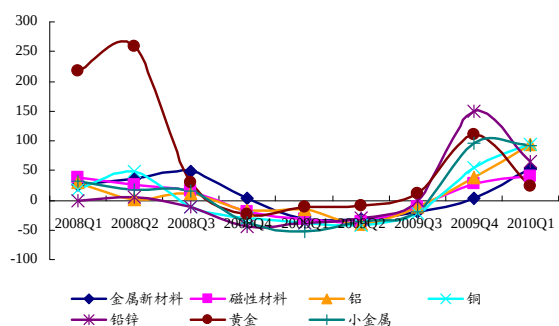


图 7: 2008Q1-2010Q1 行业利润按季同比增速 (%)

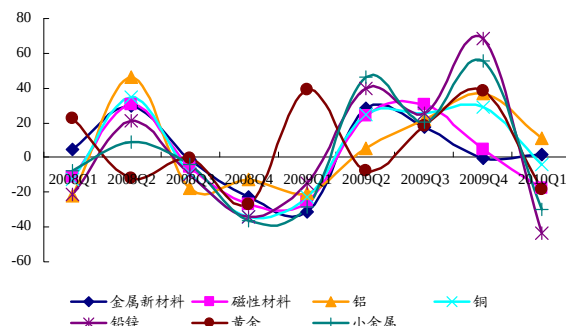
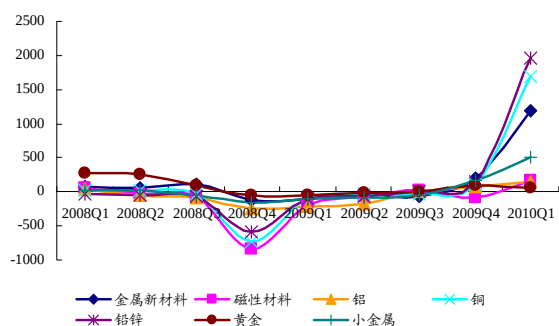
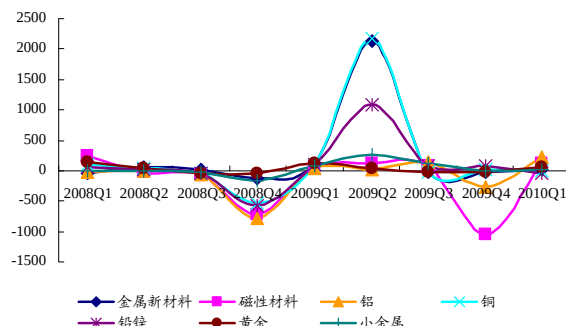


图 8: 2008Q1-2010Q1 行业利润按季环比增速 (%)



数据来源: Wind, 国联证券研究所



数据来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 黄金、小金属盈利能力居前

行业复苏导致各子行业的盈利能力得到改善，毛利率和净利率均出现稳中求升的态势。特别是黄金、小金属，由于资源自给率较高，且产品单位价值较大，盈利能力居行业前列。此外2010年一季度，永磁材料和铝行业的盈利均出现扭亏为盈，行业基本面得到改善，潜在投资价值凸现。

图 9: 近四年又一期行业销售毛利率 (%)

图 10: 近四年又一期行业销售净利率 (%)

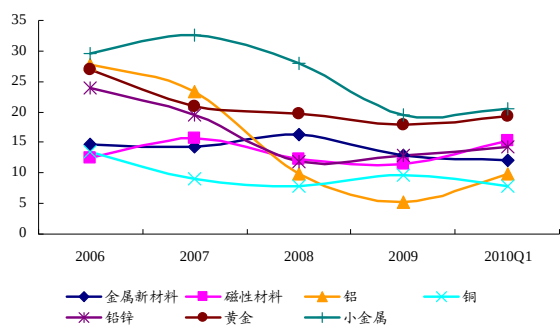


图 11: 2008Q1-2010Q1 行业按季销售毛利率 (%)

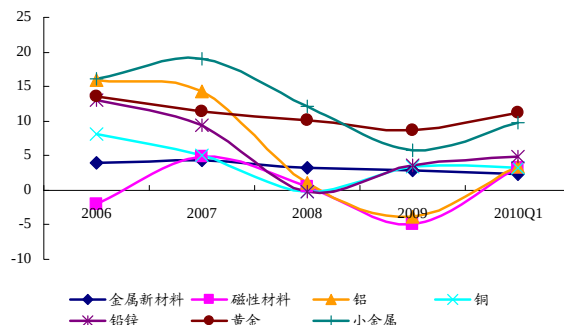
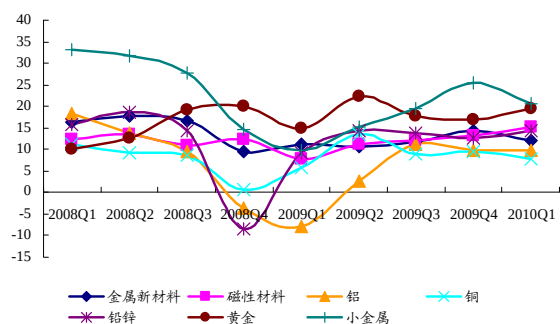
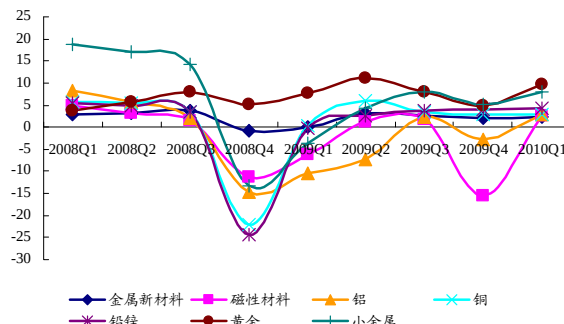


图 12: 2008Q1-2010Q1 行业按季销售净利率 (%)



数据来源: Wind, 国联证券研究所



数据来源: Wind, 国联证券研究所

1.4 黄金、铜费用率相对较低

基于产品的同质性，基本有色金属企业的产品销售费用通常较小，其中铜、黄金的销售费用占收入比较低，维持在 0.5% 左右的水平。这两个行业的管理费用、财务费用占收入比也较低，且呈稳中向下趋势。这也进一步反映公司产品单位价值相对较高的特点。

图 13: 近四年又一期行业销售费用占比 (%)

图 14: 近四年又一期行业管理费用占比 (%)

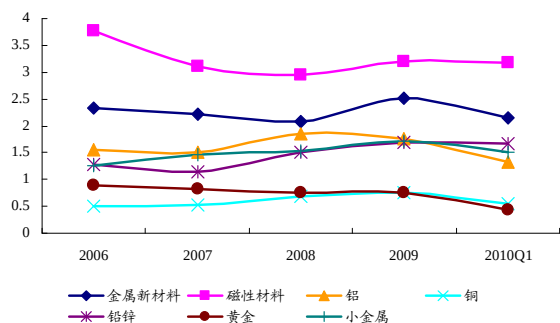
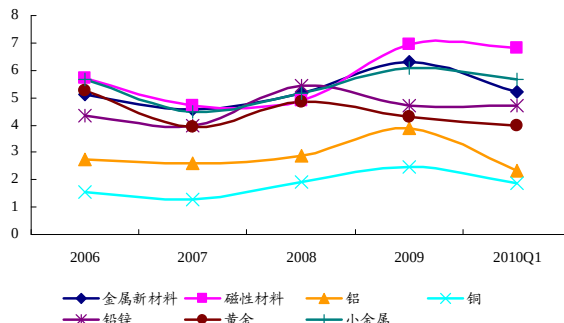
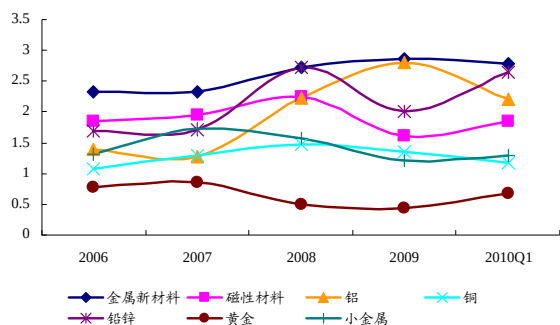


图 15: 近四年又一期行业财务费用占比 (%)



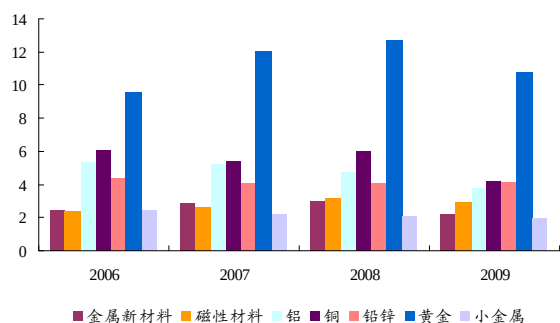


数据来源: Wind, 国联证券研究所

1.5 黄金存货、应收账款周转率较高

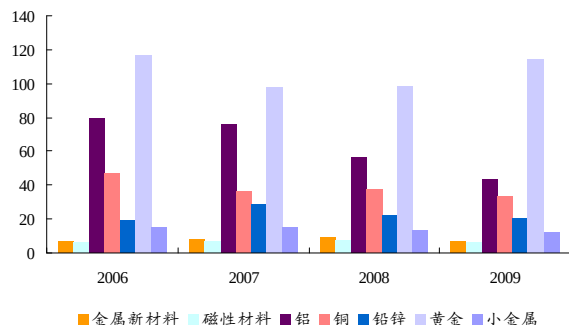
有色金属行业的平均存货周转率为 4.3 次, 应收账款转率 33.6 次, 其中黄金、铜、铝等行业的营运能力较强, 尤其是黄金的存货周转率达到 10.8 次, 应收账款周转率达到 114 次, 属于资金使用效率最高的子行业。

图 16: 近四年又一期行业存货周转率



数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 17: 近四年又一期行业应收账款周转率



数据来源: Wind, 国联证券研究所

1.6 结论: 黄金板块是长期价值投资首选标的

综合以上财务数据分析, 有色金属板块中, 黄金子行业的表现最突出, 主要是因为经济动荡时期, 黄金的保值增值需求增加, 导致黄金价格在 2009 年强势上涨。考虑到目前的经济形势和市场情况, 黄金股仍是长期价值投资的首先标的。

二、公司财务分析：寻找高成长性和高盈利能力标的

由于有色金属属于强周期性行业，公司业绩和盈利增长均受经济周期波动影响，公司获取长期稳定或者高正增长的可能性比较小，因此我们选取申万有色金属行业分类上市公司 2009 年和最新公布的 2010 年一季度财务数据进行分析，寻找短期，特别是 2010 年具有高增长和高盈利能力的投资标的。

1.1 具有高成长性的公司

根据营业收入和归属于母公司股东净利润同比增速分析，有色金属行业营业收入平均同比增速 2009 年为-9%，2010Q1 为 98%；归属母公司股东净利润同比增速 2009 年为-927%，2010Q1 为 262%。根据成长性指标可以选出重点关注标的如下：

图表 18：2009/2010Q1 营业收入同比增速前十

代码	简称	2009年营业收入同比增长率	2010Q1营业收入同比增长率
600961.SH	株冶集团	41%	000602.SZ 金马集团 570%
601168.SH	西部矿业	34%	600576.SH 万好万家 556%
002114.SZ	罗平锌电	31%	600338.SH ST珠峰 327%
600549.SH	厦门钨业	28%	600980.SH 北矿磁材 258%
002155.SZ	辰州矿业	25%	600139.SH 西部资源 218%
601899.SH	紫金矿业	23%	002295.SZ 精艺股份 214%
600489.SH	中金黄金	23%	000878.SZ 云南铜业 213%
002378.SZ	章源钨业	22%	601958.SH 金钼股份 205%
002340.SZ	格林美	21%	002075.SZ *ST张铜 188%
600547.SH	山东黄金	18%	600111.SH 包钢稀土 161%

图表 19：2009/2010Q1 归属公司股东净利润同比增速前十

代码	简称	2009同比增速	代码	简称	2010Q1同比增速
000960.SZ	锡业股份	471%	600497.SH	驰宏锌锗	4665%
600961.SH	株冶集团	264%	600549.SH	厦门钨业	2265%
600714.SH	ST金瑞	195%	002057.SZ	中钢天源	1643%
002171.SZ	精诚铜业	194%	000060.SZ	中金岭南	1077%
600331.SH	宏达股份	129%	000612.SZ	焦作万方	690%
002057.SZ	中钢天源	125%	600595.SH	中孚实业	684%
600255.SH	鑫科材料	118%	601168.SH	西部矿业	611%
002114.SZ	罗平锌电	115%	600331.SH	宏达股份	434%
000878.SZ	云南铜业	113%	600362.SH	江西铜业	360%
600459.SH	贵研铂业	111%	600459.SH	贵研铂业	338%

数据来源：Wind，国联证券研究所

1.2 具有高盈利能力的公司

根据毛利率、净利率和 ROE 分析，有色金属行业的平均毛利率 2009 年为 16%，2010Q1 为 15%；行业平均净利率 2009 年-5%，2010Q1 为-7%；表明虽然行业处于历史较好事情，但是行业整体的盈利水平有所恶化。ROE 指标 2009 年为 4%，2010Q1 位 2%，表明投资回报率有所回升。根据此三个指标，刷选出以下重点关注对象。

图表 20: 2009/2010Q1 毛利率前十

代码	简称	2009毛利率	代码	简称	2010Q1毛利率
600139.SH	西部资源	82%	600139.SH	西部资源	84%
600576.SH	万好万家	51%	600111.SH	包钢稀土	41%
600714.SH	ST金瑞	40%	002297.SZ	博云新材	37%
600432.SH	吉恩镍业	37%	601899.SH	紫金矿业	34%
002340.SZ	格林美	34%	002340.SZ	格林美	33%
002297.SZ	博云新材	34%	600714.SH	ST金瑞	31%
601899.SH	紫金矿业	34%	600888.SH	新疆众和	29%
000602.SZ	金马集团	32%	600432.SH	吉恩镍业	29%
002155.SZ	辰州矿业	30%	600576.SH	万好万家	28%
600549.SH	厦门钨业	28%	600331.SH	宏达股份	26%

图表 21: 2009/2010Q 净利率前十

代码	简称	2009净利率	代码	简称	2010Q1净利率
600139.SH	西部资源	60%	600139.SH	西部资源	44%
601899.SH	紫金矿业	19%	601899.SH	紫金矿业	23%
600888.SH	新疆众和	17%	600111.SH	包钢稀土	21%
002297.SZ	博云新材	16%	002297.SZ	博云新材	17%
002340.SZ	格林美	15%	601958.SH	金钼股份	16%
601958.SH	金钼股份	12%	600432.SH	吉恩镍业	16%
600714.SH	ST金瑞	12%	600888.SH	新疆众和	15%
600219.SH	南山铝业	12%	000612.SZ	焦作万方	14%
600338.SH	ST珠峰	11%	600549.SH	厦门钨业	11%
002378.SZ	章源钨业	11%	002340.SZ	格林美	11%

图表 22: 2009/2010Q1ROE 前十

代码	简称	2009ROE	代码	简称	2010Q1ROE
600139.SH	西部资源	43%	600547.SH	山东黄金	9%
600547.SH	山东黄金	29%	000612.SZ	焦作万方	9%
002340.SZ	格林美	22%	600595.SH	中孚实业	7%
601899.SH	紫金矿业	21%	600111.SH	包钢稀土	7%
002378.SZ	章源钨业	20%	601899.SH	紫金矿业	7%
600714.SH	ST金瑞	18%	600489.SH	中金黄金	5%
002379.SZ	鲁丰股份	15%	600139.SH	西部资源	5%
600489.SH	中金黄金	13%	000878.SZ	云南铜业	4%
002237.SZ	恒邦股份	13%	000630.SZ	铜陵有色	4%
002203.SZ	海亮股份	12%	000060.SZ	中金岭南	3%

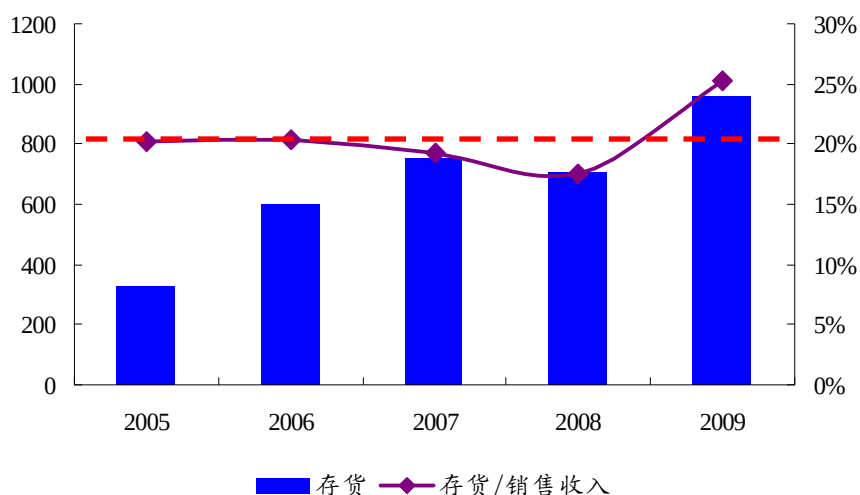
数据来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 高库存是重要的利润调节器

历史数据分析来看, 有色金属行业有建立高库存的传统, 主要是因为: 1) 国内大多数有色金属企业以冶炼为主, 为了保障生产连续性, 必须储备一定的原材料, 存货周期通常一个季度为主; 2) 市场景气向上时, 企业将存货作为利润调节器, 主动囤积库存; 3) 市场景气向下时, 需求不振导致企业被动大量积累库存。

近几年, 随着市场容量和价格的增长, 有色金属行业的存货总额也逐年增长, 但相对水平变化不大。2005-2009 年的平均存货/销售收入比为 20%, 2008 年由于经济危机, 整个行业经历了去库存化时期; 2009 年行业回暖, 市场预期金属价格将保持增长, 导致当年存货/销售收入达到 25%, 超过行业平均水平。由于 2009 年的存货成本相对较低, 如果 2010 年金属价格能保持高位震荡或持续向上, 行业盈利能力将大幅增长; 如果金属价格下跌, 则可能导致 2008 年下半年大量计提资产减值损失的情形再现, 因此我们认为高库存对行业和企业、特别是冶炼类企业有利有弊, 是重要的利润调节器。

图表 23: 有色金属行业的存货总值及库存水平



数据来源: Wind, 国联证券研究所

由于存货能够有效调节企业盈利能力, 从行业数据可知, 当前的库存水平高于平均水平, 因此能够有效实施去库存化是 2010 年业绩爆发增长前提。通过对库存/销售收入比以及 2010 年一季度的库存变化, 得到以下重点公司, 其中*st 张铜、万好万家由于是重组题材, 不具有参考意义, 东方钨业、包钢稀土同时入选前十, 我们认为其业绩 2010 年具有爆发潜力。

图表 24: 2009 年有色金属行业存货/销售收入比前十

代码	简称	2009年存货金额(百万元)	2009年销售收入(百万元)	存货/销售收入
002075.SZ	*ST张铜	104.4	35.2	297%
600576.SH	万好万家	400.7	319.1	126%
000962.SZ	东方钨业	962.0	1198.9	80%
000795.SZ	太原刚玉	388.9	522.4	74%
600549.SH	厦门钨业	4647.7	6338.1	73%
000878.SZ	云南铜业	10979.1	16184.3	68%
000928.SZ	中钢吉炭	884.8	1391.8	64%
600331.SH	宏达股份	2461.8	3986.8	62%
600111.SH	包钢稀土	1453.7	2593.0	56%
002237.SZ	恒邦股份	1372.9	2490.0	55%

图表 25: 2010Q1 与 2009 年存货比较, 去库存化前十

代码	简称	2009年存货金额(百万元)	2009年销售收入(百万元)	增速
600547.SH	山东黄金	394.2559	268.7695	-32%
600576.SH	万好万家	400.7288	295.4844	-26%
002155.SZ	辰州矿业	301.2122	263.0323	-13%
000962.SZ	东方钨业	962.0147	855.9681	-11%
600330.SH	天通股份	199.0247	178.1683	-10%
600111.SH	包钢稀土	1453.6588	1302.0085	-10%
600489.SH	中金黄金	1564.3486	1412.6591	-10%
600531.SH	豫光金铅	1971.5992	1876.666	-5%
600497.SH	驰宏锌锗	1260.1278	1204.1286	-4%
002075.SZ	*ST张铜	104.3822	99.8839	-4%

数据来源: Wind, 国联证券研究所

1.4 10 年的PE估值在 25-30 倍左右

有色金属行业上市公司合理估值通常围绕在 30 倍 PE 上下波动。在行业景气程度较高时，金属价格处于高位，继续上升缺乏动力，虽然盈利情况良好，但是成长性相应较差，因此通常给与较低的估值水平。2009 年有色金属行业上市公司的 PE 普遍在 40 倍左右，根据 2010 年一季度业绩测算的 2010 年动态 PE 在 35 倍左右。根据排名筛选的投资标的如下：

图表 26：2009 历史 PE 与 2010PE (E)

代码	简称	2009PE	代码	简称	2010Q1PE (E)
600219. SH	南山铝业	27	000612. SZ	焦作万方	14
002203. SZ	海亮股份	29	600595. SH	中孚实业	15
601899. SH	紫金矿业	34	601899. SH	紫金矿业	23
000630. SZ	铜陵有色	34	002295. SZ	精艺股份	25
600362. SH	江西铜业	38	000630. SZ	铜陵有色	25
600888. SH	新疆众和	38	601168. SH	西部矿业	26
600595. SH	中孚实业	39	000751. SZ	*ST 锌业	26
600531. SH	豫光金铅	41	600531. SH	豫光金铅	30
002295. SZ	精艺股份	42	600362. SH	江西铜业	32
601168. SH	西部矿业	45	000060. SZ	中金岭南	35

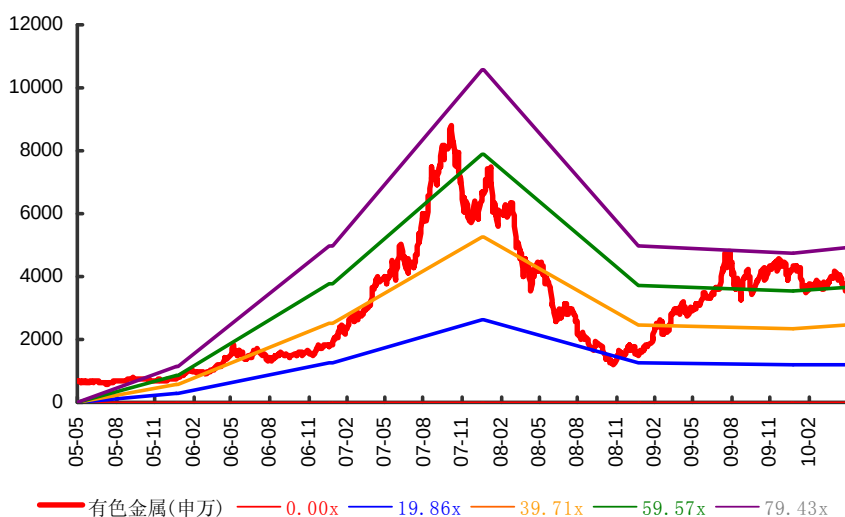
数据来源：Wind，国联证券研究所

三、投资策略

3.1 估值偏高，给予“中性”评级

2009 年的金属价格上涨，使得市场对其业绩预期大幅上升，资本市场经过 2009 年行业整体性大幅上涨，已经完全透支 2010 年的业绩。从历史 PE-Band 数据来看，当前的估值水平仅次于 2007-2008 年，而目前的经济形势和流动性不足以支撑历史重演，因此我们认为当前的有色金属行业估值水平偏高，给与行业“中性”评级

图表 27：行业估值水平（市盈率，整体法，剔除负值）



数据来源：Wind，国联证券研究所

3.2 投资建议：精选个股，寻找估值洼地

希腊主权债务危机导致欧洲、乃至全球经济面临二次探底的风险，而美元的升值以及中国房地产调控政策的影响，加剧市场对于未来需求的担忧。金属价格处于历史高位震荡，继续上升缺乏强劲动力支撑，有色金属行业未来继续向下调整是大概率事件，因此我们建议投资者重点关注：1) 具有避险需求和防通胀能力，及成长性和盈利性较为稳健的黄金股，包括：山东黄金、中金黄金、辰州矿业等；2) 成长性和盈利能力发生重大变化的上市公司，如包钢稀土、东方钽业等；3) 近期跌幅较大，盈利确定性较高，具有估值优势的基本金属个股，如中金岭南，铜陵有色等。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。