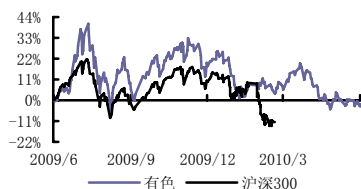


原材料 - 有色

2010 年 6 月 25 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
有色	-3.39%	-9.76%	-4.15%
沪深 300	-3.97%	-15.79%	-11.58%

代码	名称	6m%	YTD%	评级
002340	格林美	27.8	27.8	买入
600111	包钢稀土	43.3	105.9	增持
600549	厦门钨业	8.2	11.3	增持
600456	宝钛股份	-0.6	-2.7	买入

相关报告

《有色金属行业二季度投资策略》，2010.3

执业证书：S1060200010017

周宏

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，周宏，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。

多重因素并存，仍以振荡为主

—2010 年下半年有色金属行业投资策略

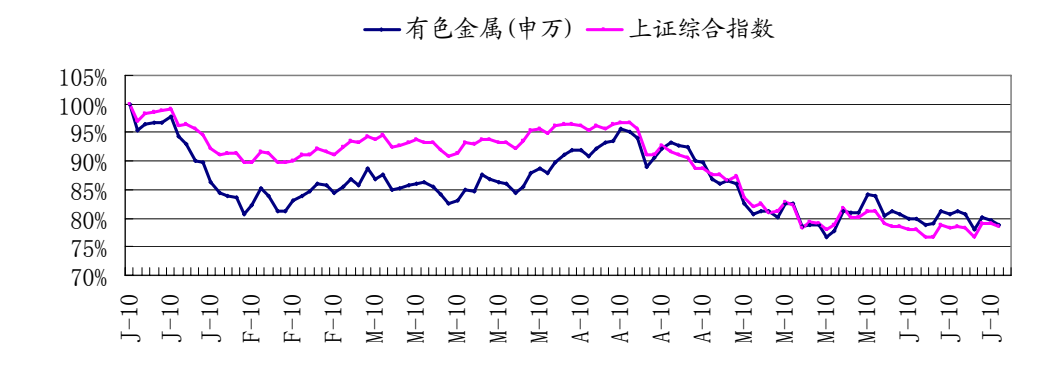
评级： 中性

- 有色股 2010 上半年整体表现基本与大盘同步。有色股的下跌先于大盘展开，在二季度初期有所反弹，随后与大盘一起下跌，整体来看下跌幅度与大盘持平。小金属（含稀土、锂等）子板块表现明显强于铜、铝等子金属板块。
- 我们认为 2010 年下半年多重因素交织，大宗金属价格会处于宽幅振荡之中。我们认为有色股表现除受金属价格影响之外，还受美元、大盘的影响。小金属品种因供给有收紧趋势，价格较为乐观。
- 不利因素主要是实物需求及流动性不支持价格的上涨。从有色金属实物需求角度来看，全球经济复苏之路并不明确，虽然美国、中国经济数据表明复苏良好，但欧元区债务危机如何演变、对其它经济体的影响如何并不明确。从国内需求来看，历年的下半年需求没有上半年旺盛，从金融需求角度来看，流动性收缩、加息预期等因素，也使金属的上涨炒作空间有限，因此预计下半年大宗金属价格处于宽幅振荡之中。
- 有利因素在于美元指数“被走高”之后，继续上涨的动力已不足，有利于有色金属价格的走高。一旦欧洲经济有起色，欧元区有好转的数据出现，技术图形上的表现欧元可能会出现戏剧性的上涨，从而拖累美元下行，而美国会因少数经济指标的下滑就可能实现美元的下跌。因此，从美元的角度来说，我们认为有色价格因以美元计价而会随美元的下跌而出现上涨。
- 重点关注小金属股。小金属没有期货因素，主要反映需求的变化，我国从战略的角度对供给有所限制，打破了原有的供给需求关系，价格表现为不断上涨。特别是与新能源有关的稀土和锂，未来的前景不可限量。重点关注个股：包钢稀土、厦门钨业、格林美、宝钛股份
- 风险因素：经济复苏进程、流动性退出政策、房地产政策

一、2010 年上半年有色股回顾

上半年有色股整体表现基本与大盘同步。从下图中可看出，有色股在一季度的下跌先于大盘展开，在二季度初期有所反弹，二季度剩余的两个月内，随大盘一起下跌，整体上下跌幅度与大盘持平，不过，反映出有色股弹性大的特点。

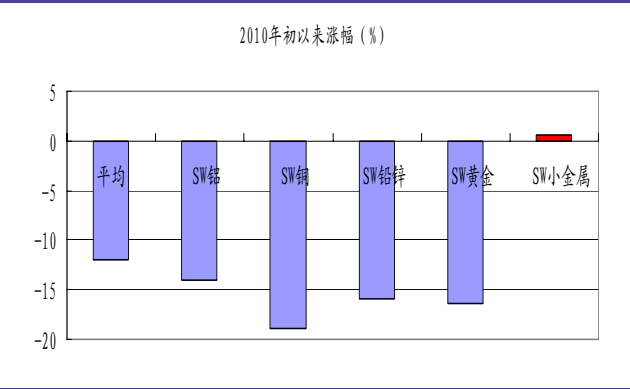
Figure 1 2010 年上半年有色股与大盘走势基本持平



资料来源: WIND

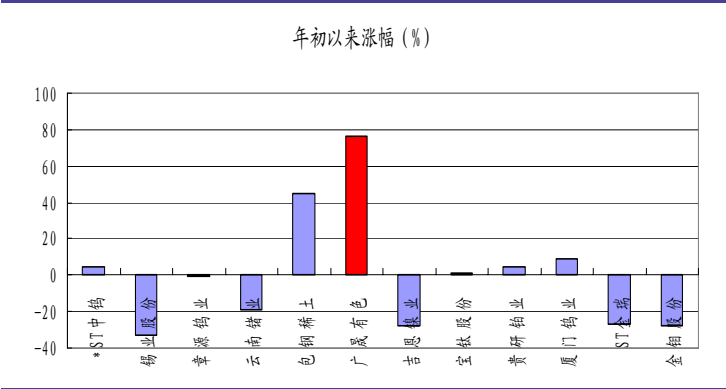
小金属（含稀土、锂等）子板块表现明显强于铜、铝等子金属板块。原因在于小金属价格走势在上半年明显好于大宗金属价格。小金属价格主要受供求关系影响，而较少有期货炒作因素干扰。随着美国、日本等在内的发达国家经济逐步走出低谷，消费回升引发小金属价格上涨；另外，一个更重要的原因在于供给关系有所改变，中国加大了对包括稀土、锑、钨等在内资源优势品种的行业整顿，资源的过度开发得到了一定控制，供应增长有限。以小金属包括稀土在内的上市公司中，稀土概念的包钢稀土和广晟有色表现最为突出。与新材料在节能环保领域的应用有较大关系。

Figure 2 小金属走势明显强于大宗金属



资料来源: WIND

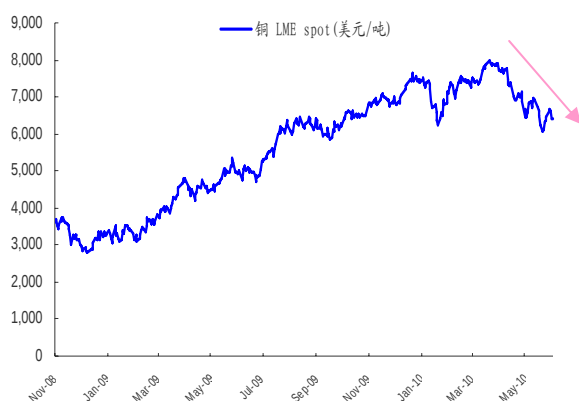
Figure 3 小金属板块中，以稀土、钨、钛的上市公司表现最好



资料来源: WIND

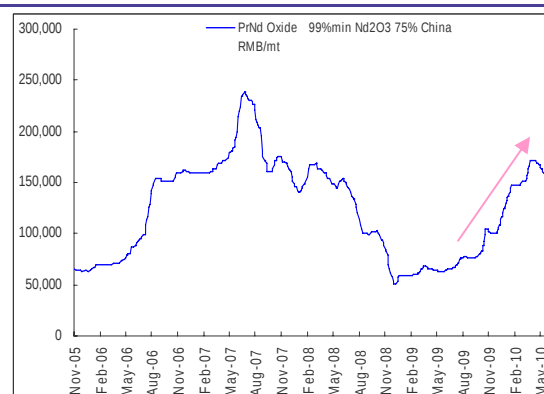
有色金属价格上半年在高位盘整，小金属价格不断走高。2009 年受宽松货币政策影响，有色金属价格大幅上涨。进入 2010 年，在 1 月中期中国央行上调三个月期央票利率以及存款准备金率政策出台后，在一片紧缩预期中，国内大宗金属价格一路下跌。2 初到 4 月初，有色金属出现超跌反弹，反弹高度未超过 2008 年高点。随后再次进入下跌。与此形成对比的是小金属价格的不断走高。

Figure 4 LME 铜在二季度走低



资料来源：WIND

Figure 5 稀土氧化镨钕的价格年初以来不断走高



资料来源：WIND

二、2010 年下半年展望——多因素并存，仍以震荡为主

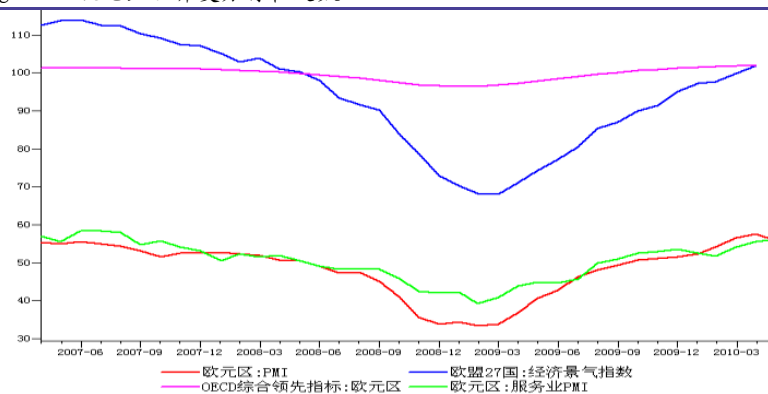
大盘下跌之后，有色板块的走势取决于有色金属价格能否出现反弹以及大盘的涨跌，而有色金属价格取决于供需、货币宽松情况以及美元。从实物需求角度来看，全球经济复苏之路并不明确，从国内规律看一般下半年需求没有上半年旺盛，从金融需求角度来看，流动性收缩、加息预期等因素，也使金属的上涨炒作空间有限，因此预计下半年大宗金属价格宽幅振荡；小金属没有期货因素，主要反映需求的变化，我国从战略的角度对供给有所限制，打破了原有的供给需求关系，价格表现为不断上涨。特别是与新能源有关的稀土和锂，未来的前景不可限量。

一、不利因素

国际上，经济复苏之路并不平坦。美国数据显示经济复苏情况较好，但是欧元区经济并不乐观。年初以来，希腊主权债务危机开始，西班牙、

葡萄牙、匈牙利等跟随，演变为欧洲主权债务危机，之后是不是还有西班牙、英国？德国会不会又出现民族性倾向？欧元区经济很难从泥坑中迅速站起。4 月份消费者信心指数出现下滑，而失业率继续上升至 10.1%，5 月 10 日欧盟最终 7500 万欧元的救助计划，使危机暂时得到一定的缓解，但是实体经济复苏将存在变数。

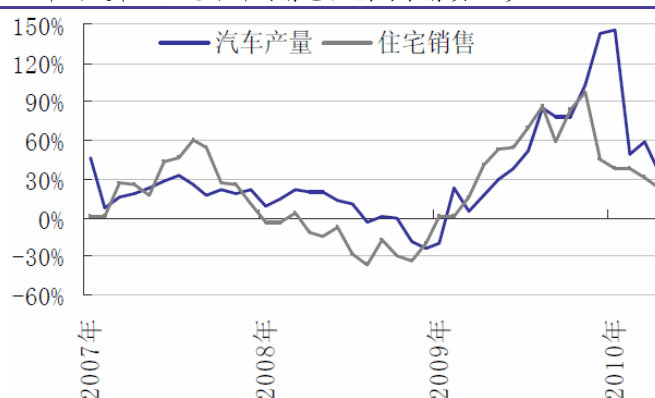
Figure 6 欧元区经济复苏存在变数



资料来源：WIND

国内下半年有色金属需求不乐观。人民币升值使出口有隐忧，基建投资不断收缩，房地产投资还处于观望状态，消费能否跟上都是未知数，而且规律来看，下半年有色金属的需求没有上半年好，春节过后，房地产、电力、汽车、家电等行业处于生产高峰，对金属的需求不断增加，进入下半年，由于冬季的临近和信贷资金的回笼，金属的需求有所下降。

Figure 7 中国汽车、住宅下降对有色金属需求有负面影响



资料来源：WIND

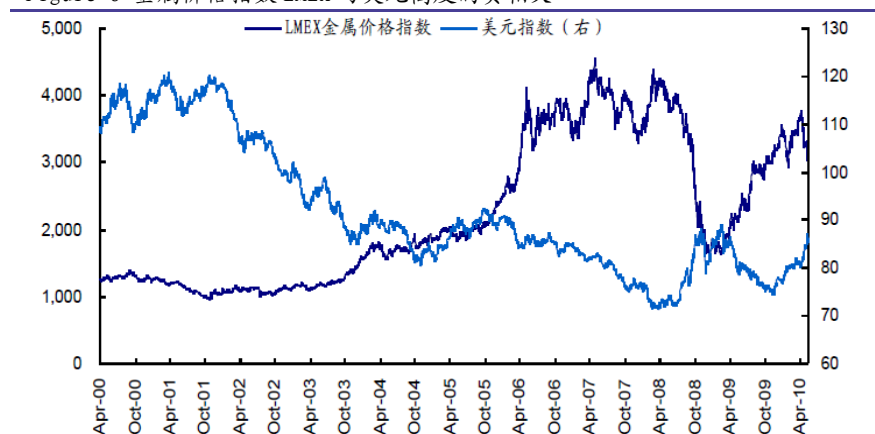
加息越行越近。3 月份以后，由于翘尾因素的迅速抬升，再加上食品、居住、服务价格的持续性上涨，我国的月度 CPI 将会出现持续性的快速上涨；近期租房市场价格也开始出现上涨，预计 5 月份 CPI 将超过 4%，而 6、7 月份的 CPI 可能接近 5%。从管理和控制通胀预期的角度考虑，

CPI 连续几个月超过 3%就存在加息的可能。另外，目前，大行的存款准备金率经过连续三次上调之后已经达到 17%的高位，离最高点仅有 0.5 个百分点，继续上调空间很小。

二、有利因素

美元指数“被走高”之后，继续上涨的动力已不足，有利于有色金属价格的走高。因为欧元太弱，美元指数“被走高”，美元指数已经进入近年的高位区，我们预期随后的一段时间，随着欧元区危机的淡化，美元指数有可能出现戏剧性的下跌。从而有利于有色金属价格反弹，进入宽幅振荡。从另外一个角度来看，美元上涨与美国利益不一致，奥巴马上台后的新政中提到增加出口以期促进就业人数的增长，并把它当作一项重要措施，美元的走强不利于美国的出口，美国希望美元下跌以渡过目前这段艰难的时期。而美元的下跌，会出现在何种情况下？一旦欧洲经济有起色，欧元区有好转的数据出现，技术图形上的表现欧元可能会出现戏剧性的上涨，从而拖累美元下行，而美国会因少数经济指标的下滑就可能实现美元的下跌。因此，从美元的角度来说，我们认为有色价格因以美元计价而会随美元的下跌而出现上涨。

Figure 8 金属价格指数 LMEX 与美元高度的负相关



资料来源：WIND

中国对房地产的刚性需求总有一天要释放，“中国需求”仍可再次成为炒家的借口。从需求方面来看，中国需求被当作国际炒家最重要的砝码，历史上有色金属价格会因“中国需求”而被热炒出现暴涨。中国为抑制房价过高，目前对房地产采取从紧政策，然而从中国处于经济发展阶段来看，工业化、城市化仍是主要的推动力。可以想象有着巨大人口的国家，消费潜力同样也是巨大的。房地产价格出现泡沫，是因为过多的资

金追逐相对少的供给，未来资金收紧趋势存在，但是刚性需求的存在，使未来对有色金属的需求前景仍会是可观的。“中国需求”仍会存在，只是没有那么快。需求存在，对有色金属价格的拉动作用就存在。中国需求仍可再次成为炒家的借口。

中国对部分小金属采取保护性开采，供给受到控制，有利于小金属价格的上涨。虽然中国的铜、镍、铝土矿等矿产资源较少，但在钨、锆、钼、铋、稀土等稀有金属和小金属领域，仍具有较好的资源优势。为防止中国优势矿产资源的过度开采与流失，国家将钨、铋、稀土列为国家保护性开采的特定矿种。近年来更是不断出台保护措施，包括：对相应金属矿及制品实行出口配额、禁止金属精矿出口、对金属精矿开采实行总量控制、暂停颁发采矿许可证和上调矿石资源税等。

Figure 9 近期国家密切出台对稀土、钨、钼等小金属的保护政策

2010 年 2 月 9 日	工信部发布《关于公开征集钼行业准入条件意见的通知》
2010 年 3 月 15 日	国土资源部发布《2010 年钨矿铋矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》
2010 年 3 月 18 日	工信部发布《2010 年稀有金属矿产品和冶炼分离产品指令性生产计划》
2010 年 4 月 29 日	江西省人民政府发布《关于印发江西省矿产资源总体规划(2008~2015 年)的通知》
2010 年 5 月 12 日	工信部发布《关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知》
2010 年 5 月 17 日	国土资源部发布《稀土等矿产开发秩序专项整治行动方案》
2010 年 5 月 20 日	国土资源部发布《稀土等矿产开发秩序专项整治行动的通知》

资料来源：WIND

三、不确定因素

房地产政策是否变化？本次对地产的政策是“前所未有的严厉”，目前国内对房地产行业态度已经上升到政治层面，随着国十条的出台，各地政府也不断的出台当地政策，以期与中央精神相符，这种趋紧的态度不转变的话，房地产的负面影响将会是持续性的，将会带来惯性的下跌，但政策的连贯持续性如何？二季度大盘走跌是房地产惹的祸。政策本意是为控制房价，但是价量之间的连带关系，使投资者对房地产的需求产生怀疑，而与房地产相关联的钢铁、水泥、建材等也遭到市场的抛弃。如果相关行业受到的负面影响太大，不排除对目前的政策进行调整。我们预想的情形如下，美元下跌，有色金属价格上涨，或许不足以使有色股强烈反弹，而一旦中国需求因地政策的松动而被市场旧事重提，有色股将迎来一波强烈的上涨。

三、重点关注公司

我们维持有色金属行业“中性”的投资评级。我们猜想，经过此次的下跌，如果有反弹，未来什么品种会较快的反弹？我们认为首先是普涨，仍以铜为首，铝为末的次序。其中反弹最快最长的仍是与新经济、节能环保行业有关的小金属品种矿产类，如锂矿、稀土矿，有此类资产注入的公司如西藏矿业、包钢稀土、ST 有色、厦门钨业仍会受到热捧。而黄金股仍是值得持有的选择。

黄金作为货币体系不稳定的最佳武器，金价在近期不断创出新高。近期欧洲债务风险不断，欧元大幅走低，美元指数走强，市场避险情绪再度升温，欧洲政府前所未有的救市计划没有完全缓解市场的焦虑。4月CPI及PPI高于市场预期，加上欧洲政府数量型宽松政策的推出，使得市场对中长期通胀的担忧进一步加剧，这些都将利好金价。

与新经济、节能环保行业有关的小金属品种矿产类，其下游行业广泛，需求受宏观经济冲击小，没有期货市场的干扰，钨、稀土、锂等战略金属需求前景广阔，在中国保护政策力度不断出台下，小金属行业已步入上行通道。

重点关注个股：格林美、包钢稀土、厦门钨业、宝钛股份

格林美——回收钴镍的先行者：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。

包钢稀土——稀土龙头，最受益于行业景气上升。全球最大的稀土生产企业，拥有得天独厚的资源优势，矿产品生产能力占全国的约 65%。公司基本实现了从稀土选矿、冶炼、分离、科研、深加工到应用的完整生产体系，具备了稀土永磁材料、贮氢材料、抛光材料、发光材料等新材料产品的生产能力，并在逐步拓展到高附加值的终端产品领域。背靠自治区政府，公司通过统购统销的销售模式和建立原料战略储备的手段整合了北方稀土市场，垄断地位进一步凸显。我们预测公司 2009-2011 年 EPS 为 0.06、0.31 和 0.47 元/股，维持“增持”评级。

厦门钨业——新能源材料及稀土资源的新贵：目前拥有 5000 吨/年稀土分离能力和 3000 吨贮氢合金粉生产能力。公司在福建长汀建设的稀土三基色荧光粉、永磁材料等下游产品项目，未来将使公司形成电池材料以及节能灯的完整产业链。公司于去年与龙岩工贸发展集团合资成立稀土开发公司，未来有望成为福建省龙岩地区稀土资源的整合者，而当地稀土资源主要是价值较高的中重型稀土。我们预计公司 2010-2011 年每股收益为 0.45 元/股、0.60 元/股。公司的核心业务钨及相关产品市场价格呈现复苏迹象，需求正在逐步恢复；随着国家对稀土资源控制的加强，稀土行业景气度正在不断提升，公司的能源新材料业务有望迎来快速增长。我们认为，公司金属业务趋势向好，前景乐观，维持“增持”评级。

宝钛股份——国防及航空发展最受益者。公司钛材国内市场占有率在 40%以上，其中高档钛材和军工钛材市场占有率高达 90%以上，是波音、空客、古德里奇等国际知名公司的重要钛材供货商。公司已经形成从海绵钛到钛材（铸锭、棒材、板材、带材、丝材）的产业链，具备海绵钛产能 10000 吨，熔铸能力 15000 吨，钛材加工能力近 10000 万吨。我

们预测公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.16、0.60、1.02 元/股。由于民品竞争的日趋加剧，宝钛股份的产品结构向高附加值的航空钛材、军工钛材转化是迟早的事。考虑到中国军事工业的发展、实施大飞机战略的信心以及波音空客公司合同的持续性，我们长期看好宝钛股份，给与“买入”评级。

四、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.