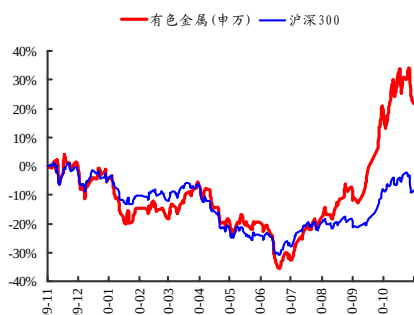


2010 年 11 月 16 日

评级：优异

最近 52 周走势：

相关研究报告：

《耐心潜伏，择机而动》——2010 年中期策略报告——2010/6/11

《金属价格上行，牛市行情延续》——2010 年年度策略报告——2009/11/30

《行业回升，关注盈利复苏先行者》——2009 年中期策略报告——2009/5/27

报告作者：

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

曾海

电话：021-38991500-821

Email: zengh@glsc.com.cn

徐慧侃

执业证书编号：S0590210100005

电话：0510-82832380

Email: xuhk@glsc.com.cn

独立性声明：

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 2011 年度投资策略
摘要：

- **周期性波动是有色金属行业基本特征。**作为工业原材料的提供商，有色金属行业与经济周期密切相关。在资本市场上，其波动更频繁，因此把握趋势至关重要。2009 年的五个完整周期和 2010 年前三季度三个完整周期，表明震荡市中，有色金属板块仍有趋势性机会。
- **短期调整不改行业中期向好趋势。**2010 年有色金属板块表现优异既有基本面因素，也有金融属性因素，其中流动性过剩和通胀预期是最主要的推动力。虽然紧缩控通胀预期和美元反弹等因素短期内会影响金属价格走势，但由于经济持续向好，需求复苏和供给受限等因素将促使行业中期基本面好转。此外消费旺季到来之前，行业二次补库存将拉动金属需求，有利于金属价格持续向好。
- **子行业判断：基本金属>贵金属>小金属。**受益于价格上涨和需求旺盛，基本金属业绩快速回升，一旦盈利能力恢复至最优状态，估值优势明显；贵金属价格创新高后调整压力加大，关注黄金、白银的长期投资机会；刺激小金属行业的政策利好仍然存在，但上市公司的估值已经透支未来业绩成长性，关注调整后的介入机会。
- **“进攻+主题+防御”三种风格主线选股。**1) 进攻路线：价格受益，寻找具备资源优势，业绩价格弹性大的标的，如西部矿业、金钼股份等；2) 主题路线：整合受益，寻找央企整合大背景下，存在资产注入预期的标的，如五矿系的株冶集团、金瑞科技等；3) 防御路线：消费受益，寻找与消费品密切相关的有色金属深加工标的，如南山铝业、鲁丰股份等。
- **投资策略：“略做休整，积极介入”。**经济进一步恶化的可能性降低，行业基本面持续向好；虽然存在紧缩预期、美元反弹等不利因素，但当不确定性消失后，有色金属行业仍具有投资机会，给与行业“优异”的投资评级。根据我们三种风格主线的选股标准，建议重点关注：安泰科技(000969.SZ)、西部矿业(601168.SH)、金瑞科技(600390.SH)、南山铝业(600219.SH)等。

目 录

引言:	4
1. 回顾: 金属价格震荡上行、市场表现火爆	4
1.1 金属价格震荡上行, 符合预期	4
1.2 板块涨幅第一, 个股表现抢眼	5
2. 2011 年价格判断: 短期调整不改中期向好趋势	6
2.1 全球经济增长仍有压力, 但向好趋势不变	6
2.2 流动性泛滥导致通胀加剧, 紧缩预期加强	7
2.2 美元指数接近历史低位, 欧洲二次债务危机推动美元反弹	9
2.3 供求关系趋于紧张, 基本面向好	10
2.4 二次补库存, 拉动金属需求	11
3. 子行业: 基本金属产销两旺, 小金属估值过高	11
3.1 基本金属: 产销两旺, 期待盈利能力复苏	11
3.2 贵金属: 通胀背景下, 关注黄金、白银长期机会	13
3.3 小金属: 政策利好仍在, 唯估值偏高	14
4. 投资策略: 略做休整, 积极介入	15
5. 重点公司	16
5.1 安泰科技(000969.SZ): 高效节能材料, 全国唯一生产企业	16
5.2 金钼股份(601958.SH): 行业政策向好, 需求复苏提升业绩	16
5.3 西部矿业(601168.SH): 资源优势显著, 冶炼产能稳步扩张	17
5.4 金瑞科技(600390.SH): 五矿集团整合急先锋	17
5.5 南山铝业(600219.SH): 增长明确, 估值优势显著	18

图表目录

图表 1: 2010 年 LME 基本金属价格运行趋势	4
图表 2: 有色金属行业指数跑赢大市(截至 2010/11/12)	5
图表 3: 行业涨幅居首位 (截至 2010/11/12)	5
图表 4: 有色金属子行业表现(截至 2010/11/12)	6
图表 5: 有色金属上市公司涨幅前十 (截至 2010/11/12)	6
图表 6: 领先指数已经恢复至 2007 年水平	6
图表 7: 各国制造业景气度持续回升	6
图表 8: 中国 M2 供应量及同比增速	7
图表 9: 美国 M2 供应量及同比增速	7
图表 10: CPI 同比增速持续上升, 全球面临通胀压力	8
图表 11: 各国利率水平	8
图表 12: 我国大型金融机构存款准备金率	9
图表 13: 美元指数接近历史低点, 存在反弹压力	10
图表 14: 基本金属全球供需平衡表(万吨)	10
图表 15: 2010LME 基本金属库存变化情况 (单位: 万吨)	11
图表 16: 国内十种有色金属产量及增速	12
图表 17: 基本金属子行业收入同比增速	12

图表 18: 基本金属子行业净利润同比增速	12
图表 19: 基本金属子行业毛利率表现	13
图表 20: 2010 年国际黄金、白银价格走势 (截至 2011/11/12)	14
图表 21: 2010 年 SPDR 黄金 ETF 持仓量 (截至 2011/11/12)	14
图表 22: 稀土产品价格上涨明显	14
图表 23: 重点公司评级 (基于 2010 年 11 月 15 日收盘价)	16

引言:

2010 年是动荡的一年，经济基本面经历“复苏—再平衡—二次探底—再复苏”的几个阶段，与宏观经济密切相关有色金属行业同样经历强烈震荡。另一方面，“流动性过剩”和“通胀预期”作为 2010 年的两大主题，推动金属价格阶段性上涨，趋势投资成为有色金属板块的主要选择。

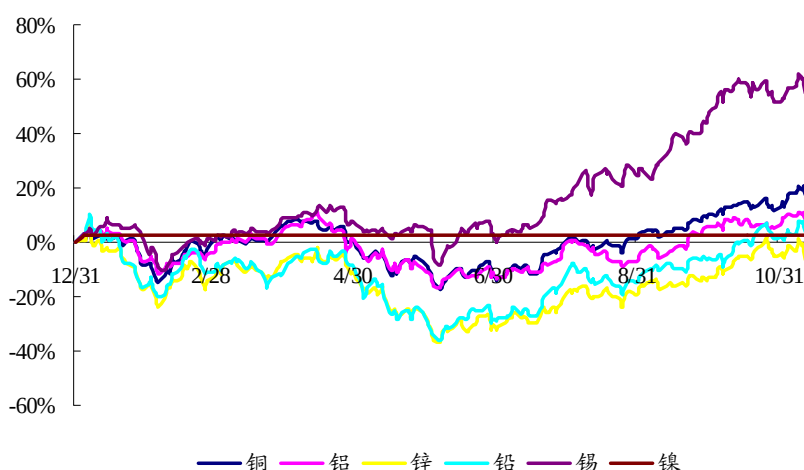
在 10 年年度策略报告和 10 年中期策略报告中，我们基于行业变革式发展和避险需求，重点突出小金属和贵金属的投资机会，市场已经基本应证了我们的判断。从 2010 年三季度开始，基本金属价格在弱势美元与宽松流动性的推动下上涨，从而推动一轮基本金属行情。

1. 回顾：金属价格震荡上行、市场表现火爆

1.1 金属价格震荡上行，符合预期

2010 年年度策略报告中，我们预计 2010 年金属价格将呈震荡上行的运行趋势，截至 2010 年 11 月 12 日，LME 基本金属价格的运行基本符合我们的判断。整个 2010 年基本金属价格表现整体呈现震荡向上的趋势，上半年 1-2 月份小幅下跌后，3-4 月份呈现横盘整理，但是 5-6 月份金属价格大幅下跌，6 月份以后金属价格逐步震荡向上，金属价格接近年内新高。其中铜、锌、铅、锡的价格波动幅度较大，铝和镍的价格波动性较小。

图表 1：2010 年 LME 基本金属价格运行趋势



注：以上数据为 LME 基本金属每日价格相对于 2009 年 12 月 31 日的涨跌幅

数据来源：国联证券研究所、WIND

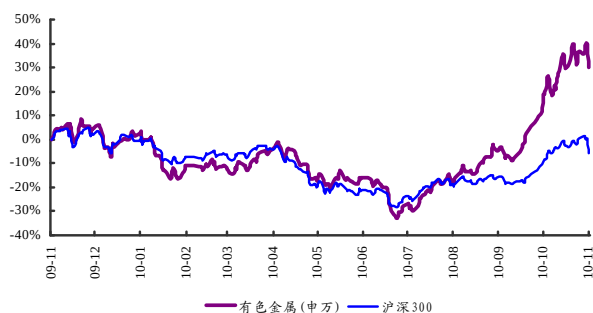
上半年由于市场担心经济二次探底和欧洲债务危机，所以金属价格也处

于大幅震荡走低趋势，2010 年三季度美国经济慢慢开始恢复，美联储重启定量宽松政策，美元指数持续下行，而欧洲经济则比较平稳的经受住了欧洲债务危机的冲击。全球经济二次探底的预期将不会实现，促使基本金属价格连续上涨。

1.2 板块涨幅第一，个股表现抢眼

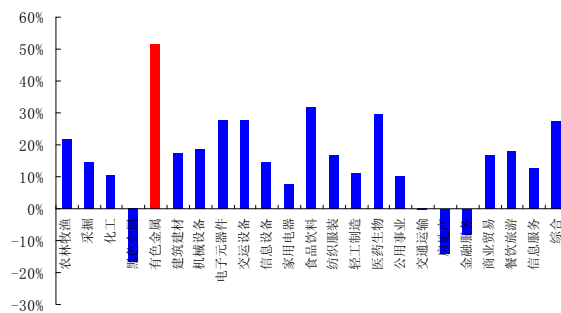
作为强周期性行业，有色金属板块在市场中的表现总是走在大盘前面，由于 2010 年经济总体形势趋好，金属价格在外部因素的刺激下，虽有震荡，但上行趋势未变，因此 A 股市场有色金属表现最为抢眼的板块，整体涨幅排第一，涨幅远远超出其他行业。

图表 2: 有色金属行业指数跑赢大市(截至 2010/11/12)



数据来源：国联证券研究所、WIND

图表 3: 行业涨幅居首位 (截至 2010/11/12)

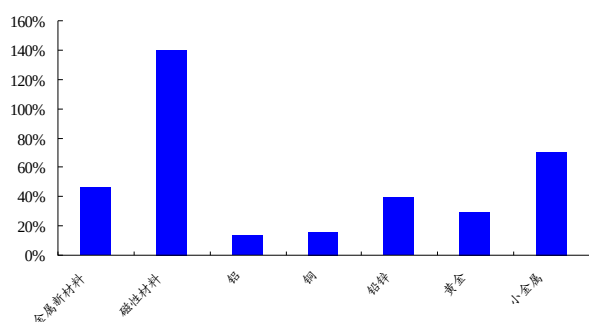


数据来源：国联证券研究所、WIND

从子行业表现来看，总体上普遍上涨，其中涨幅最大的为磁性材料，其次是小金属，金属新材料涨幅排第三，基本金属涨幅靠后。磁性材料涨幅居前主要是受益于两方面因素：1）国家大力推动新能源产业的发展，风电、新能源汽车，节能减排等政策的出台打开磁性材料的应用空间；2）国家严格控制上有稀土原材料的供给，造成结构性的供需矛盾，原材料价格大幅上涨，推动产品价格也持续上涨。小金属板块涨幅居前的主要原因是国家对稀缺资源采取保护性措施以及进行战略收储，如我国对稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锆、镓、铽和铈等十种稀有金属的战略收储。

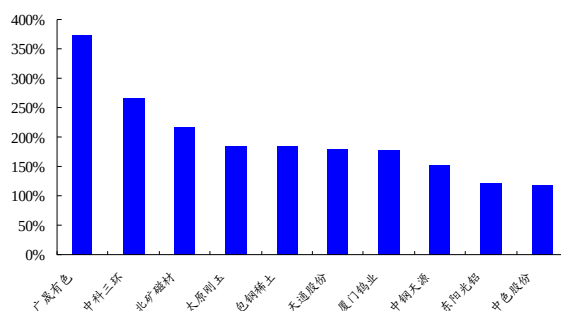
个股方面，截至 2010 年 11 月 12 日，有色金属板块中涨幅前十的个股中，与稀土磁性材料相关的个股达到 70%，因此可以确定 2010 年为“稀土磁性材料年”。其余表现强劲的个股或属于小金属或属于新型材料，下游行业具备政策扶持的大背景。

图表 4: 有色金属子行业表现(截至 2010/11/12)



数据来源: 国联证券研究所、WIND

图表 5: 有色金属上市公司涨幅前十 (截至 2010/11/12)



数据来源: 国联证券研究所、WIND

2. 2011 年价格判断: 短期调整不改中期向好趋势

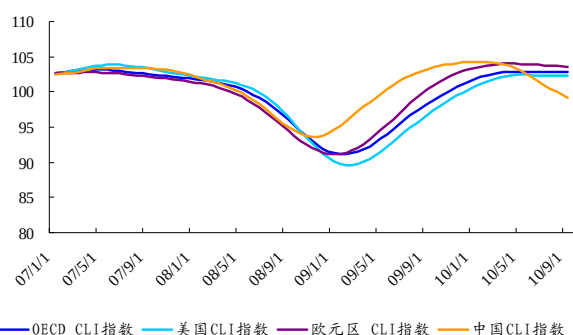
2010 年金属价格总体呈上升趋势, 特别是三季度, 在美国再次启动量化宽松货币政策制造流动性, 通胀预期以及美元指数持续疲软等多重因素作用下, 金属价格出现一轮大幅上涨, 以铜、锡为代表的基本金属价格达到, 甚至超过了 2008 年以来的历史新高。我们判断 2011 年的宏观经济基本面与 2010 年相差不大, 甚至可能有所改善, 而金融属性不确定性将加大金属价格的波动性, 预计 2011 年的金属价格在经过调整之后, 将维持上升趋势不变。

2.1 全球经济增长仍有压力, 但向好趋势不变

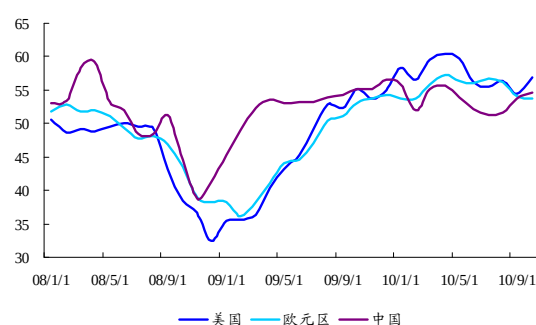
金融危机的转折点是在 2009 年, 但是 2010 年全球经济的表现表明复苏将是一个缓慢的过程, 全球各国的经济增长都面临的巨大的压力, 如美国失业率仍维持高位, 房地产依旧低迷; 欧洲, 爱尔兰重新燃起债务危机的导火索, 并存在进一步扩散的风险; 日本, 量化宽松的货币政策并未取得实质性的效果; 中国, 面临着通胀和经济转型的双重压力。

尽管面临着巨大的压力, 但由于这些因素已经在预期之中, 如果没有新的推动基本面继续恶化的因素, 经济持续向好将是大概率事件。制造业景气度持续回升, 表明实体经济依然再复苏过程中, 将进一步支撑全球经济增长

图表 6: 领先指数已经恢复至 2007 年水平



图表 7: 各国制造业景气度持续回升



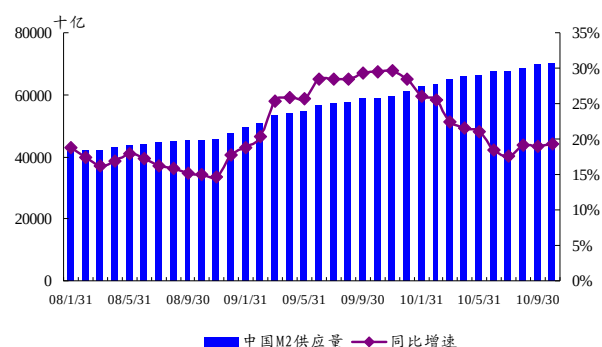
数据来源：国联证券研究所、OECD

数据来源：国联证券研究所、WIND

2.2 流动性泛滥导致通胀加剧，紧缩预期加强

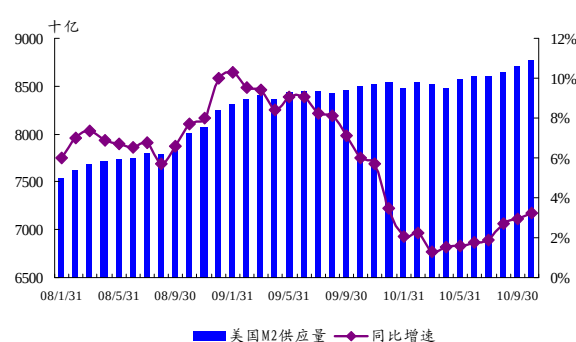
2008 年的经济危机是依靠宽松的货币政策走出困境，不管是美国的 7000 亿美元救市方案，还是中国四万亿的经济刺激措施，一方面阻止了经济进一步恶化，另一方面也向市场投放了大量的流动性。从 M2 的供应量增速来看，在 2008 下半年至 2009 年上半年期间，美国、中国的 M2 供应量都经历了一个快速增长时期，显而易见，市场流动性泛滥已经不可避免的。

图表 8：中国 M2 供应量及同比增速



数据来源：国联证券研究所、WIND

图表 9：美国 M2 供应量及同比增速

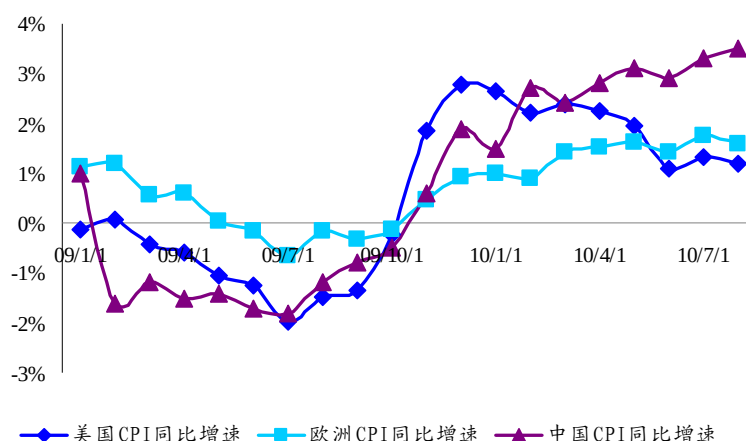


数据来源：国联证券研究所、WIND

由于目前经济处于复苏阶段，为巩固前期成果，部分国家仍在向市场注入流动性，并启动“二次量化宽松货币”政策。如 2010 年 10 月，日本央行宣布将指标利率目标调降至 0-0.1% 的区间，为近两年来首次降息，并且宣布设立一项约 600 亿美元的基金，以够买进公债、商业本票和公司债等资产；2010 年 11 月美国推出第二轮量化宽松货币政策，决定到 2011 年 6 月底前购买 6000 亿美元的美国长期国债，预计 2011 年可能实施第三轮量化宽松的货币政策。流动性的泛滥将推动全球通胀上升，金属价格上涨。

CPI 高涨，通胀已成事实。流动性泛滥的直接后果是物价的上涨，通胀形成。以 CPI 指数衡量，按 GDP 进行加权，目前全球通胀率略高于 3%，这意味着全球实际政策利率是负值，约为 -0.6% 左右。全球已经步入高通胀时代，预计 2011 年全球的通胀率仍将有所上升。

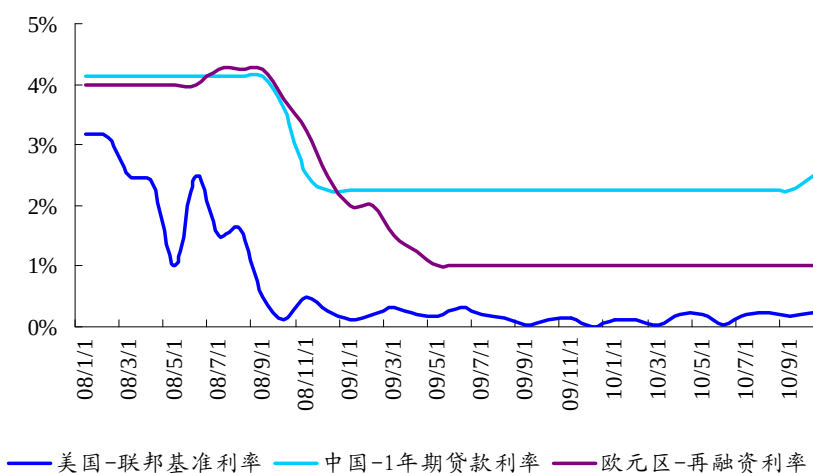
图表 10: CPI同比增速持续上升, 全球面临通胀严力



数据来源: 国联证券研究所、WIND

紧缩预期逐渐增强。央行制造流动性的手段包括调整利率、存款准备金率、回购票据等形式, 其中降低利率是最主要的方法。为应对 2008 年的金融危机, 各国将宽松的货币政策发挥到极致, 大幅降息成为共同选择, 从此美国步入零利率时代, 欧洲、中国等的利率水平相对于前期高点也大幅下挫。由于目前全球主要央行的基准利率水平均已较低, 因此只能通过维持低利率来扩大流动性, 如日本央行和美联储相继宣布将维持低利率状态。

图表 11: 各国利率水平



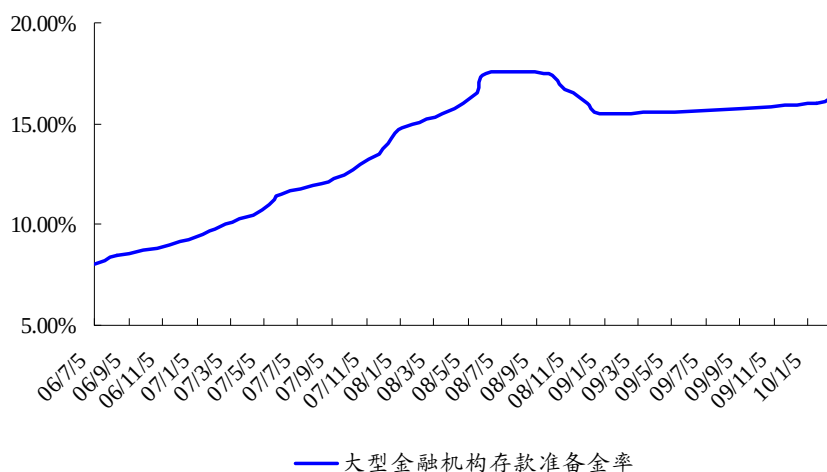
数据来源: 国联证券研究所、WIND

虽然都是注入流动性, 但是不同的国家由于经济环境和承受力的不同, 在高通胀环境下, 迫于通胀的压力, 将不得采取紧缩措施。实际上在 2009 年, 受益于资源价格上涨的澳大利亚, 印度等国已经开始了紧缩行动; 2010

年下半年越来越多的国家提高了利率，如澳大利亚、挪威、马来西亚、加拿大、巴西、新西兰、智利、瑞典、印度。2010 年 10 月，中国人民银行宣布上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点，步入实行紧缩政策行列，预计未来加息将成为主流。

此外中国人民银行还通过上调大型金融机构的存款准备金率等手段来降低流动性，以期改善越来越严重的通胀问题。

图表 12: 我国大型金融机构存款准备金率



数据来源：国联证券研究所、WIND

2.2 美元指数接近历史低位，欧洲二次债务危机推动美元反弹

2010 年上半年，由于欧洲债务危机导致避险情绪上升，美元汇率出现大幅上扬，但到 2010 年 6 月，欧洲债务危机有所缓解，美元指数触顶回落。由于普遍担心美国情况恶化，资金寻找农产品、黄金及大宗商品作为避风港，导致美元汇率大幅下挫，至 2010 年 11 月，美元指数已经接近历史低位。

虽然在危机过程中，采取弱势美元有利于美国经济的恢复，但从政治的角度，美国不会漠视美元作为唯一的全球货币地位被弱化，甚至出现第二种全球性货币。事实上，从历史的角度来看，美国善于利用美元作为维护其利益的武器，从与日本的广场协议，到现在要求人民币升值等。因此只要美国仍是全球最大的经济体，美元就不可能过度疲软，超跌反弹是必然事件。

近期爱尔兰爆发的债务危机或将导致欧洲陷入二次债务危机，所有情况与年初希腊、冰岛债务危机非常相似，据此判断美元将迎来阶段性的反弹。

图表 13: 美元指数接近历史低点, 存在反弹压力



数据来源: 国联证券研究所、WIND

目前全球经济仍处于再复苏阶段, 还存在众多不确定性, 因此强势美元对于美国经济复苏并不是好事, 因此未来美元将延续宽幅震荡的态势, 短期触底反弹, 中期继续疲软。受此影响, 我们认为金属价格长期仍将继续上涨。

2.3 供求关系趋于紧张, 基本面向好

作为资源品, 大多数金属都存在供给瓶颈, 包括新增矿山少、在产矿山老化以及市场低迷导致的限产、停产。在经济危机时期, 作为工业品的金属需求必将大幅下降, 同时导致高成本生产者推出市场; 在市场复苏、繁荣时期, 需求快速上升, 而供给受瓶颈限制, 增长缓慢, 从而出现供需矛盾。

虽然 2010 年总体情况未如预期中那么理想, 但是经济持续向好的趋势没有改变, 金属需求持续增长也没有改变, 由于供给的原因, 预计到 2011 年全球金属供需将出现失衡, 特别是铜、铝、镍等品种。

图表 14: 基本金属全球供需平衡表(万吨)

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
电解铜	供给	1793.9	1810	1721.2	1772.2	1850.8
	需求	1800.7	1770.1	1650.3	1770.9	1862.2
	过剩/缺口	-6.8	39.9	70.9	1.3	-11.4
电解铝	供给	3812	4013	3684	3865	4060
	需求	3795.5	3766.8	3551.1	3806.8	4039.6
	过剩/缺口	16.5	246.2	132.9	58.2	20.4
电解锌	供给	1140.6	1166.6	1095	1120	1140
	需求	1126.1	1120.9	1044.7	1095.1	1140
	过剩/缺口	13.8	45.7	50.3	24.9	0
电解铅	供给	813.5	836.6	825.4	864.4	886.6

	需求	823.4	845	821.2	853.3	890.5
	过剩/缺口	-9.9	-8.3	4.2	11.1	-3.8
电解镍	供给	143.1	137.8	127.5	135.5	146.6
	需求	134	127.6	127.2	135.3	147.3
	过剩/缺口	9.1	10.2	0.3	0.3	-0.7

数据来源：国联证券研究所 CRU

实际上，统计数据显示部分品种的过剩已经成为事实，如世界金属统计局表示 2010 年 1-8 月铜供应短缺 16.1 吨；国际铜业研究小组（ICSG）预测，因为国际经济的复苏带动的需求上升，2011 年全球精炼铜市场将出现 40 万吨的缺口。供给相对不足也将使得 2011 年金属价格有上升的空间。

2.4 二次补库存，拉动金属需求

2010 年金属价格的大幅上涨，一方面有金融属性的原因，另一方面也有基本面的原因。从金属库存变化情况可以看到，价格上涨幅度较快的品种，其库存水平相应出现较大水平的下降。LME 六大基本金属中，铜、锡、镍的库存下降明显，其余三种库存仍维持在高位，没有明显下降的趋势。

图表 15：2010LME基本金属库存变化情况（单位：万吨）

品种	年初库存 (2010/1/4)	本期末库存 (2010/11/12)	变化
LME 铜	36.3	50.2	-28%
LME 铝	425.3	462.4	-8%
LME 锌	63.2	48.9	29%
LME 铅	20.3	14.7	38%
LME 锡	1.4	2.7	-50%
LME 镍	13.0	15.4	-15%

数据来源：国联证券研究所 CRU

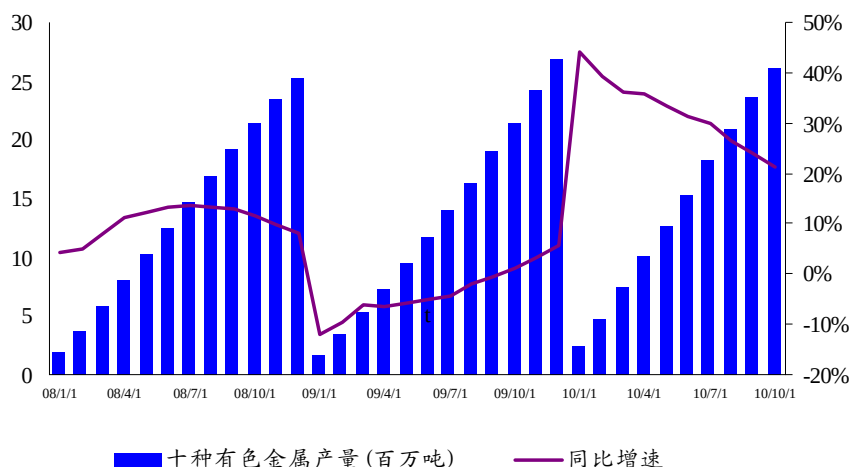
由于有色金属行业普遍存在备货，规避价格波动风险的经营理念，因此在消费旺季到来之前，二次补库存将成为推动需求上升，价格上涨的新动力。

3. 子行业：基本金属产销两旺，小金属估值过高

3.1 基本金属：产销两旺，期待盈利能力复苏

受益于经济持续好转，下游需求旺盛，有色金属企业的经营呈产销两旺的局面。国内十种有色金属的总产量高于往年同期产出，同比增速超过 20%以上，增速已经恢复至 2007-2008 年水平。

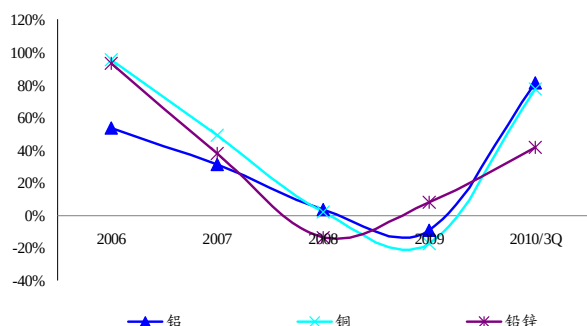
图表 16: 国内十种有色金属产量及增速



数据来源: 国联证券研究所、WIND

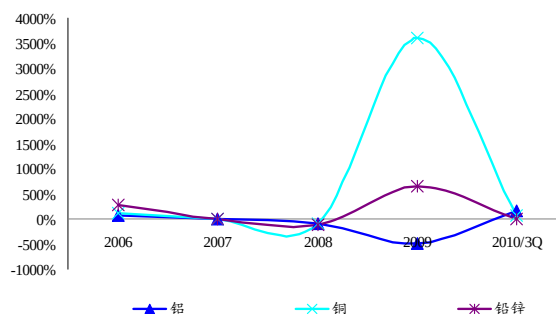
价、量齐升，业绩增长迅速。由于下游需求旺盛和金属价格上涨，2010 年前三季度有色金属行业整体经营业绩大幅改善，增长迅速。2010 年中期申万有色金属行业分类上市公司整体营业收入到达 2719.68 亿元，同比增长 80.36%，增速恢复到 2006 年的水平。分品种来看，铜、铝子行业的收入同比增速恢复最快，2010 年前三季度的增速达到 80% 左右，铅锌相对较弱。净利润方面，铝行业的增速相对较快，达到 150%，铜行业次之，但也达到 80% 的增长水平，铅锌行业不增反降，2010 年前三季度的净利润下降 8%，这主要是因为由于发生多起污染事件，国家加大调控力度，产能释放不完全所致。另一方面产能控制有利于资源集中，优化结构，同时解决供给过剩问题，推动产品价格继续上涨。

图表 17: 基本金属子行业收入同比增速



数据来源: 国联证券研究所、WIND

图表 18: 基本金属子行业净利润同比增速



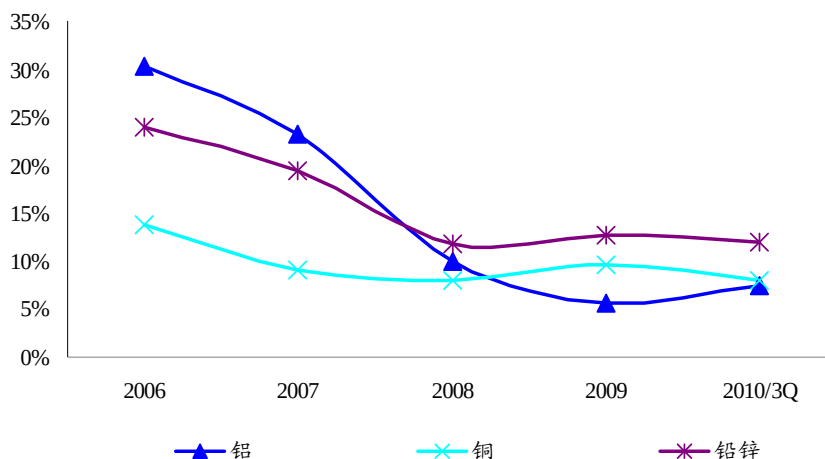
数据来源: 国联证券研究所、WIND

盈利能力缓慢回升，期待再次复苏。虽然基本金属子行业的收入和利润增速由于价格和产量的增长达到 2007-2008 年的水平，但是企业盈利能力增

长缓慢，这主要是因为：1）我国有色金属企业的资源自给率较低，无法分享到价格上涨带来的全部超额收益；2）2010 年前三季度，冶炼加工费上涨缓，而冶炼加工成本因通货膨胀上升，抵消了部分价格上涨的优势。

随着供需关系趋于紧张，金属价格和冶炼加工费仍将维持向好趋势，预计未来有色金属企业的盈利能力将出现较大幅度的改善。

图表 19：基本金属子行业毛利率表现



数据来源：国联证券研究所、WIND

基本金属价格受基本面和金融属性等多重因素影响，其中基本面因素主导长期趋势，金融属性主导短期波动。虽然基本金属供求关系随着全球经济再复苏将日趋紧张，长期金属价格呈上升态势，但是由于短期金融属性对金属价格存在向下压力，因此需要规避短期波动风险。从投资的角度来看，基本金属中资源自给率高、资源储备丰富、弹性大的上市公司更具有投资价值。

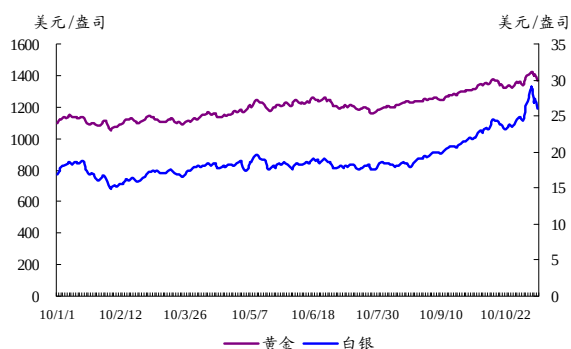
重点公司：西部矿业、锡业股份、中金岭南、江西铜业等。

3.2 贵金属：通胀背景下，关注黄金、白银长期机会

贵金属的货币属性决定其具有一定的抵御通胀能力，由于强烈的通胀预期以及大量流动性，2010 年的贵金属价格呈快速上涨态势，其中国际黄金价格一度超过 1450 美元/盎司，创历史新高，年初至 2010 年 11 月 12 日，国际黄金价格上涨 24.4%；同期国际白银价格上涨 54.7%。随着通胀逐渐由预期走向现实，贵金属价格仍将延续前期的走势。

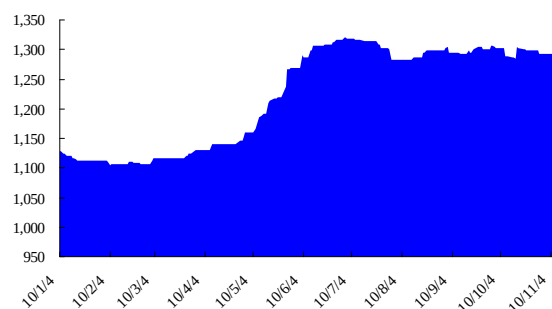
由于黄金、白银等贵金属的投资属性大于工业属性，因此短期价格会因外部因素变化而产生波动。密切关注宏观经济以及黄金 ETF 的持仓情况，能够有效规避波动风险。

图表 20: 2010 年国际黄金、白银价格走势 (截至 2011/11/12)



数据来源: 国联证券研究所、WIND

图表 21: 2010 年 SPDR 黄金 ETF 持仓量 (截至 2011/11/12)



数据来源: 国联证券研究所、BLOOMBERG

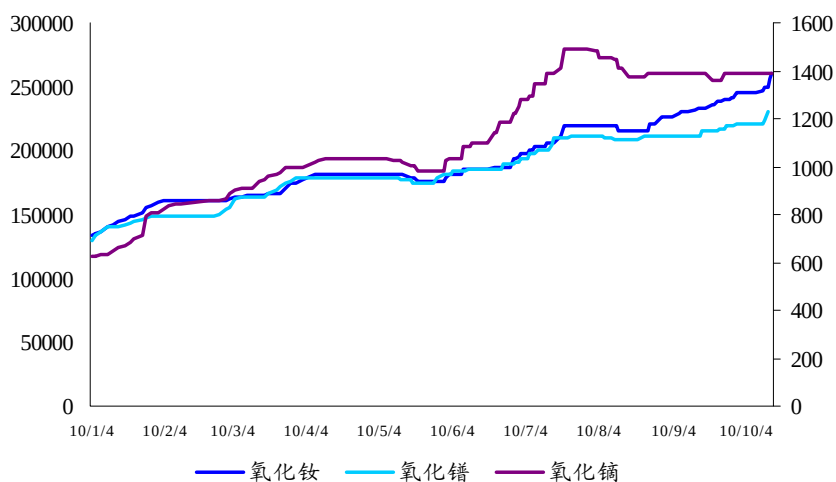
黄金已经延续了十年的牛市行情, 预计未来仍将持续, 建议重点关注龙头品种。白银是本轮通胀周期中另一个重要品种, A 股市场缺乏以白银为主业的上市公司, 由于铅锌冶炼的副产品包括白银, 因此可以重点关注对白银业务依赖度高的相关标的。

重点公司: 山东黄金、中金黄金、辰州矿业、豫光金铅等。

3.3 小金属: 政策利好仍在, 唯估值偏高

2010 年前三季度, 小金属价格及上市公司股价表现出众, 特别是涉及新能源、新材料的小金属, 如稀土、锂、钨等。这主要是因为: 1) 国家大力发展新兴产业为相关小金属打开市场空间; 2) 国家严格控制我国具有资源优势的小品中的供给, 造成结构性供求关系紧张; 3) 国家推出稀有金属收储政策。政策性限制因素导致小金属价格暴涨, 其中以稀土材料价格涨幅最大, 氧化镨、氧化钕、氧化镱等价格上涨幅度均超过 100%。

图表 22: 稀土产品价格上涨明显



数据来源: 国联证券研究所、稀土信息

政府已经意识到未来的全球竞争是资源的竞争，因此对于我国具有资源优势品种，政府相继制定措施控制供给，重视高附加值产品的发展。国土资源部 10 月 11 日公告年内要完成 78 个稀有矿区整合，这些政策有利优化国内小金属的供应结构，巩固龙头企业的地位。

另一方面，2010 年前三季度小金属行业个股均大幅上涨，虽然政策利好对于改善行业基本面仍就有效，但是供给限制措施不利于企业规模的扩大，因此业绩爆发式增长的持续性不强，相对于未来几年的业绩，目前小金属板块的估值相对较高。我们看好小金属，特别是涉及新兴产业小金属的长期趋势，建议等待估值回调后积极介入。

重点公司：包钢稀土、金钼股份、金瑞科技、安泰科技等。

4. 投资策略：略做休整，积极介入

有色金属作为强周期性投资品种，宽幅波动是其最重要的特性之一。特别是在经济复苏期，由于众多的不确定性因素存在，震荡是唯一的确定性。历史数据统计，2009 年有色金属板块经历过五次上涨及下跌，2010 年前三季度经历了三次上涨及下跌，因此选择合适的介入时机，趋势投资至关重要。

2011 年全球宏观经济仍将延续震荡格局，但总体仍显乐观，因此有色金属行业的基本面仍将持续向好；流动性过剩和通货膨胀仍将推动金属价格上涨。虽然部分金融属性如货币紧缩预期，美元反弹等因素会对金属价格造成不利影响，但是在不确定因素消失后，有色金属板块仍具有投资机会，因此给与行业“优异”的投资评级。

基于对于 2011 年宏观经济、行业基本面及市场情绪的判断，我们选定三条逻辑选择投资标的：

1) “价格线路”：有色金属行业的业绩与金属价格走势高度相关，特别是资源自给率高的上市公司，其业绩弹性相对较大。行业景气度提升时期，价格上涨有利于此类公司业绩的回升，估值优势明显。建议重点关注：西部矿业、辰州矿业、金钼股份、中金黄金等。

2) “整合线路”：作为国家重点调控产业，产能淘汰和横向整合是有色行业发展的主旋律之一，国务院央企整合规划将加快行业兼并重组，看好五矿系整合的潜力。建议重点关注：金瑞科技、宏达股份、中色股份等。

3) “消费线路”：中国的经济发展模式由投资拉动转向消费拉动已成必然趋势，受此影响，与消费相关有色金属深加工产业将迎来新的发展契机。由于金属深加工企业通常采用收取加工费的盈利模式，能够一定程度上规避价格波动风险，具有防御性。建议重点关注：云海金属、南山铝业、鲁丰股份。

图表 23: 重点公司评级 (基于 2010 年 11 月 15 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			评级
		2010/11/15	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E		
000969.SZ	安泰科技	25.14	0.36	0.54	0.75	69.8	46.6	33.5	强烈推荐	
601958.SH	金钼股份	28.81	0.17	0.22	0.43	169.5	131.0	67.0	推荐	
601168.SH	西部矿业	20.50	0.25	0.48	0.63	82.0	42.7	32.3	强烈推荐	
600219.SH	南山铝业	10.45	0.50	0.43	0.57	20.9	24.1	18.3	推荐	
600390.SH	金瑞科技	24.59	-0.96	0.19	0.59	N/A	129.8	41.9	推荐	

数据来源: 国联证券研究所 WIND

5. 重点公司

5.1 安泰科技(000969.SZ): 高效节能材料, 全国唯一生产企业

受益节能减排的行业龙头。在节能环保领域, “十二五”规划中提出重点开发高效节能技术装备及产品。公司非晶合金材料制造的非晶合金变压器相比较普通硅钢变压器具有非常好的节能效果, 空载损耗可以下降 80% 左右。节能后将少建电厂, 少向大气排放温室气体, 这样会大大地减轻对环境的直接污染, 完全符合国家“十二五”规划中提出的重点开发高效节能技术装备。

技术、规模优势显著, 产能继续扩张。公司技术壁垒高 竞争者较难进入, 公司不仅在技术上具有绝对的优势, 而且更具有规模优势。目前已经具备 4 万吨生产线, 占全球产量 31%。根据 2009 年报披露, 公司正在做二期 6 万吨的可行性计划, 未来将具备 10 万吨的生产线。

三大因素推动公司业绩爆发。公司是全国唯一非晶合金材料生产企业, 业绩催化剂: 1) “十二五”规划重点开发高效节能技术装备产品; 2) 我国电网改造, 国家推广非晶合金节能变压器; 3) 国外房地产形势向好, 促使公司超硬金刚石业务出口增加。公司处于新材料业务领域, 产品具有很高的附加值, 想象空间巨大。

5.2 金钼股份(601958.SH): 行业政策向好, 需求复苏提升业绩

具备五大优势的钼业龙头。公司是国内钼业龙头之一, 拥有五大优势: 1) 引进宝钢、太钢等大客户作为战略投资者, 构建战略性的股权结构, 从而稳定下游需求; 2) 收购汝阳矿, 扩大资源储量, 形成储量规模优势确保长期发展; 3) 以资源为核心, 构建上下游产业一体化链, 实现利润全面化和多元化; 4) 强劲的盈利能力实现利润最大化; 5) 稳健的财务管理为公司扩张提供增长动力。同业比较, 公司质地更优良。

政策扶持为公司提供良好的外部环境。工信部今年 2 月 9 日发布《钼行

业准入条件(征求意见稿)》，提高了行业准入条件；国土资源部 10 月 11 日公告年内要完成包括钼矿在内的 78 个稀有矿区整合。这些政策有利于行业龙头，为公司创造了良好的外部环境

下游需求复苏是提升业绩的关键。公司募投项目已经完成，钼金属产能扩张 20%以上，但由于钢铁行业景气度不高，因此该项目尚不能产生效益。目前国内、国际钼精矿和钼铁价格较年初已出现上涨，表明实际下游需求正缓慢复苏。随着需求，特别是国际需求的复苏，公司将回归高盈利能力状态。

募投项目将相继投产，为公司成长提供保障。公司多项募投项目将于 2010 年期间投产，钼金属产能有望提升 20%左右，产能释放为公司成长提供有力的保障。

5.3 西部矿业(601168.SH): 资源优势显著，冶炼产能稳步扩张

资源优势显著。公司是国内最大的多金属矿业公司之一，拥有丰富的铜、铅、锌、铁矿石资源，其中铜金属储量已达 436.4 万吨，锌金属储量约 340 万吨，铅金属储量 227.7 万吨，黄金储量 26 万吨以及 1.3 亿吨铁矿石储量。公司主要产品包括铜精矿、铅精矿及锌精矿，是国内第一大铅精矿生产商和第四大锌精矿生产商。

冶炼产能稳步扩张。公司充分利用资源优势，积极拓展下游产业链，目前拥有铝冶炼产能 11.2 万吨/年，铅冶炼产能 5 万吨/年，锌冶炼产能 7.4 万吨/年。未来公司仍将建设 5.5 万吨铅冶炼和 10 万吨锌冶炼产能，以匹配公司的精矿业务，实现从矿石企业向综合性资源企业转型。

期待集团资源注入。2010 年 11 月 6 日，公司实际控制人西部矿业集团收购四川省中型铅锌矿山会东铅锌矿 80%国有产权，该矿保有矿石资源储量为 1155.9 万吨，其中锌金属量 114.06 万吨，铅金属量 8.8 万吨。根据证监会避免同业竞争规则，一旦该矿收购整合完成，注入上市公司是必然事件，届时上市公司的铅锌矿产资源量将增加 20%以上。

5.4 金瑞科技(600390.SH): 五矿集团整合急先锋

母公司资产注入是最大看点。公司实际控制人为五矿集团，作为五矿的锰业平台，在央企大整合过程中必将受益。根据已有信息推测，目前最有可能注入的资产是湖南桃江锰矿。此外如果大股东将控股的长远锂科注入上市公司，公司将具备锂电池概念，估值中枢将上移。

供给受限导致锰产品价格快速上涨。根据节能减排政策，锰行业进入门槛提高至每条生产线必须要 1 万吨以上，总量达到 3 万吨以上，部分中小型锰企业处于淘汰序列中。各地拉闸限电措施导致行业性减产，及电价上升导致成本上升，推动国内电解锰三季度价格上升 30%，公司盈利能力大幅改善。

氢氧化镍业务盈利能力复苏。公司氢氧化镍产品主要用于传统的小型镍氢电池，随着行业的复苏，市场的开拓，公司氢氧化镍业务盈利能力开始复苏，2010 年中报显示，该业务的毛利率达到 20%，达到历史最好水平。

5.5 南山铝业(600219.SH): 增长明确，估值优势显著

公司拥有完整的铝加工产业链。公司已形成从热电－氧化铝－电解铝－熔铸－热轧－冷轧－箔轧的完整生产线，是一家致力于铝深加工的铝业公司。公司目前有 72 万千瓦热电、90 万吨氧化铝、15.6 万吨电解铝、17 万吨铝型材，15 万吨熔铸，20 万吨热轧、20 万吨冷轧及 3 万吨铝箔产能。此外公司还在计划扩建其他铝深加工产能，如 2010 年 10 月公告公司将投资建设 40 万吨铝板带项目。

增发募资建设轨道交通铝型材项目，分享高铁溢价。公司 2010 年 3 月通过定向增发募集近 25 亿资金，计划投资建设年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目，以此进军工业型材领域，分享我国高铁时代的高溢价。

铝深加工龙头，估值优势显著。公司铝深加工产能居行业前列，并且拥有产业链优势，产品线丰富。相对于同类上市公司，公司的价值被严重低估。

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: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

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。