

回归基本面，回归资源和技术

——2011 年有色金属行业投资策略

有色金属

2010 年有色行业先抑后扬，小金属表现出色

在经历了 2009 年的大涨之后，有色行业 2010 年呈现先抑后扬态势，基本金属整体涨幅不大，估值得到修复；小金属在政策推动下，指数大幅上扬，其中稀土、钨、锑等个股股价涨幅与业绩增幅相匹配，但也存在部分品种股价涨幅与利润增幅相背离，比如钛、钼等。

2011 年经济复苏内强外弱，货币政策内紧外松

我国经济整体复苏平稳，实体经济运行步入常态化区域。在实体经济依然处于持续复苏、还没步入高涨阶段时，“泡沫蔓延”所触发的物价水平持续攀升使得我国提前进入“防通货膨胀”的调控时期，未来的货币政策趋紧。国外经济复苏的差异性比较大，美国最好、欧元区次之、日本最差，但都面临着增加就业的挑战，未来宽松的货币政策和财政政策仍有望持续。

2011 年行业总体供需平稳，小金属关注政策、资源、需求和技术

在经济周期中的当前复苏相对稳固阶段，有色行业供需面总体不会有大的波动。基本金属中，相对于供给，从下游需求看，铜（下游为电线电缆、空调和变压器等）恢复的较好，其次为铅（下游为铅酸蓄电池）和锌（下游为镀锌领域等），铝（下游为建筑、交通领域）仍差些，而黄金的投资需求增长加快。小金属在经历了 2010 政策的支持后，未来仍有望受益，而我国具有优势资源的品种受益更大；从需求角度看，未来看好的领域有核能、太阳能和风能发电机部件的电力金属、电子金属、用于制造高性能合金的结构金属和用于极端运行情况下的性能金属，从技术角度看，这些金属的应用仍需要一定的技术支撑。

投资策略：大金属重基本面，小金属重资源和技术

虽然有色行业 2011 年的投资环境不确定性比较大，但投资机会仍很多，我们维持 2011 年有色行业“增持”的投资评级，投资标的建议大金属回归到公司的基本面，小金属应侧重资源和技术。另外，央企整体上市是市场关注的焦点，建议关注五矿集团和中色集团旗下相关公司。公司建议关注江西铜业（600362，买入）、格林美（002340，买入）、云南锗业（002428，买入）、东方锆业（002167，增持）、西部矿业（601168，买入）、中金黄金（600489，增持）。

维持

超配

分析师：李文 张方

证书编号：s34020041917193

联系信息：

010-59707167

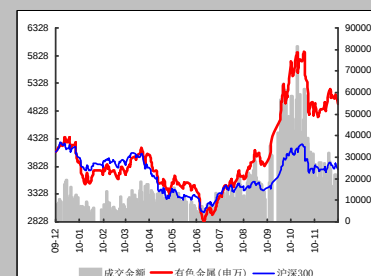
liwen@longone.com.cn

zhangfang@longone.com.cn

日期

2010 年 12 月 27 日

行业表现



行业重点公司业绩预测/EPS

	2010	2011	2012
江西铜业	1.42	1.88	2.35
格林美	0.81	1.38	1.75
云南锗业	0.68	0.92	1.42
东方锆业	0.28	0.56	0.80
西部矿业	0.49	0.79	0.99
中金黄金	0.81	1.10	1.40

正文目录

一、2010 年有色行业先抑后扬.....	4
二、经济复苏内强外弱，货币政策内紧外松	5
2.1 我国经济运行平稳，货币流动性紧缩是趋势.....	5
2.2 美、欧、日经济复苏并不稳固，宽松政策仍将持续.....	6
2.3 美元指数短期强势，中长期弱势	7
三、行业总体供需平稳	8
3.1 投资需求支撑黄金价格上行	8
3.2 基本金属中铜基本面最好，铅锌次之	10
3.3 小金属看政策、资源、需求和技术	14
四、投资策略：大金属重基本面，小金属重资源和技术.....	16
4.1 大金属相对看好铜和黄金，选股侧重基本面.....	16
4.2 小金属关注需求，选股侧重资源、技术.....	16
4.3 关注央企整合相关公司	16
4.4 重点推荐公司投资要点	17

图目录

图 1 2010 年有色细分行业指数涨幅	4
图 2 2010 年有色细分行业指数走势	4
图 3 我国工业增加值趋于平稳	5
图 4 我国 PMI 指数稳定在扩张在以上	5
图 5 我国 CPI 高位运行	6
图 6 货币供应量下降是趋势	6
图 7 美国 ISM 制造业快速复苏	6
图 8 欧洲 PMI 数据好于日本	6
图 9 美国 CPI 并无压力	7
图 10 国外及经济体失业率仍维持高位	7
图 11 美国 M1 环比供应增长	7
图 12 除我国外各国央行目标利率维持低位	7
图 13 美元指数与 LME 指数负相关	8
图 14 黄金价格驱动因素模型	8
图 15 近年全球黄金供给结构	9
图 16 近年全球黄金需求结构	9
图 17 黄金期货多头持仓高于空头	10
图 18 黄金 ETF 持仓量稳步上升	10

图 19 基本金属驱动模型	10
图 20 铜消费主要集中在电力和空调	11
图 21 铜现货加工费攀升	11
图 22 空调产量稳定	11
图 23 电力电缆产量稳步提升	11
图 24 铜产量增速有所下滑	12
图 25 铜价高位运行，库存下降	12
图 26 铅消费集中在铅酸蓄电池	12
图 27 锌消费集中在镀层领域	12
图 28 铅产量增速有所反弹 单位：吨，%	12
图 29 锌产量增速稳定 单位：吨，%	12
图 30 铅库存处于高位	13
图 31 锌库存处于高位	13
图 32 铝消费比较分散	13
图 33 铝库存处于高位	13
图 34 CRU 预测 2011 年铜短缺 单位：吨	14
图 35 CRU 预测 2011 年铝过剩下降 单位：吨	14
图 36 CRU 预测 2011 年铅短缺 单位：吨	14
图 37 CRU 预测 2011 年锌过剩下降 单位：吨	14
图 38 稀土价格稳步上扬 元/吨	15
图 39 钨精矿价格大幅上涨	15
图 40 锑价创历史新高	15
图 41 锆价近期有所反弹	15

表目录

表 1 主要小金属价格 2010 年涨幅	5
表 2 前 15 大官方黄金持有方	9
表 3 按需求归类的小金属	15
表 4 具有技术支撑的公司概况	16
表 5 五矿集团有色金属业务经营情况	17
表 6 中色集团 2009 年 1-9 月有色金属业务构成	17
表 7 中色集团拥有的资源储量	17
表 8 推荐公司盈利预测和评级	20

一、2010 年有色行业先抑后扬

有色行业在经历了 2009 年大幅反弹之后,2010 年整体波动加大,呈现前抑后扬的特点,但不乏亮点。综合来看,截至 12 月中旬,申万有色金属上涨 21.2%,其中黄金、铜、铅锌分别上涨 12%、5.2%和 22.4%,铝下跌 12.7%,而小金属(以稀土、钨、钼为代表)大幅上涨 60.6%,金属新材料则上涨 46%。

有色行业 2010 年上半年大幅下挫,除了消化 2009 年的大幅涨幅外,原因还在于 2010 年中期中国开始的房地产调控政策以及欧债危机带来的经济“二次探底”的恐慌,伴随着美元指数(作为避险资产)的上涨和有色金属价格的下挫;随着估值的逐步修复以及美国 6000 亿美元量化宽松政策的出台,有色行业在 2010 年三季度末、四季度初走出了比较好的行情,同时也伴随着美元指数的下挫以及有色金属价格的回升。

基本金属中,除了铝行业扭亏为盈外,铜和黄金上市公司 2010 年 1-9 月归属于母公司净利润分别增长 80%和 40%,使得相关公司的估值得到很好的修复,铅锌上市公司中,如果剔除宏达股份(600331)意外亏损 4.14 亿、株冶集团(600961)亏损 1.4 亿、锌业股份(000751)亏损 1.5 亿外,其他铅锌类上市公司净利润增幅也能达到 50%以上。

图 1 2010 年有色细分行业指数涨幅

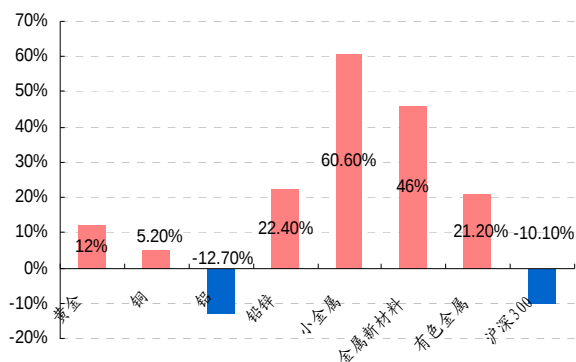
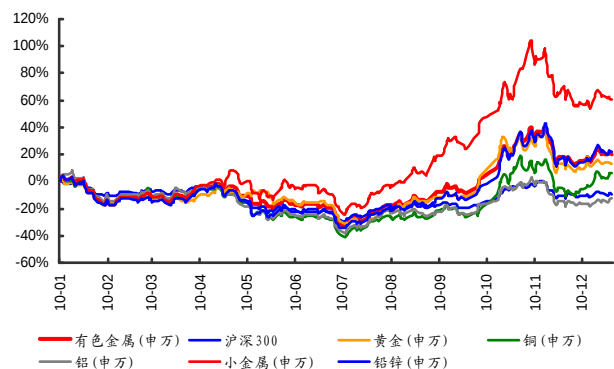


图 2 2010 年有色细分行业指数走势



资料来源: WIND, 东海证券研究所. 注: 数据截至到 12 月 22 日

小金属中股价涨幅与利润增幅匹配的有稀土、钨、铋等品种,在国家生产配额、出口配额、行业整顿等一系列政策的支持下,稀土和钨的地位提升到国家战略层面,价格大幅攀升,相关企业也从中得到巨大实惠。包钢稀土(600111)2010 年 1-9 月归属于母公司净利润达到 6.05 亿元,是 2007 年历史盈利高点的 2 倍多,厦门钨业(600549)2010 年 1-9 月归属于母公司净利润达到 3.14 亿元,同比增幅达 894%。而政策也具有双刃作用,在价格提升的背后,公司产品的量却受到了限制,未来业绩单纯寄希望价格的上涨,动力不是很足。

小金属中也存在股价涨幅与利润增幅相背离的品种,比如钛、钼等品种,其价格在 2010 年整体低迷,这与其需求不振,供给并未受限相关,相关公司的业绩并未大幅提升,如宝钛股份(600456)2010 年 1-9 月归属于母公司的净利润同比下降 88.4%。

表 1 主要小金属价格 2010 年涨幅

产品	价格	2010 年来涨跌幅	产品	价格	2010 年来涨跌幅
氧化钽(元/吨)	255000	116.1%	上海现货海绵钛(元/千克)	59.5	0.8%
氧化镨(元/吨)	232500	102.2%	上海现货海绵镨(元/千克)	150	-6.3%
长江现货锑(元/吨)	81000	91.7%	LME3 月期钼(美元/吨)	34000	-13.9%
MB 中国钨精矿(元/吨)	112500	52.5%	钼铁, 美国(美元/磅)	17.6	32.8%
MB 中国 APT(美元/吨度)	327.5	70.6%	氧化钼, 美国(美元/磅)	16.02	40.8%
MB 中国钨锭(元/千克)	3150	23.5%	上海现货金属锂(元/吨)	405000	-4.7%
MB 二氧化锗(美元/千克)	700	9.8%	上海现货碳酸锂(元/吨)	38000	-10.6%
长江现货镁锭(元/吨)	18750	8.7%	长江现货钴(元/吨)	305000	-15.9%

资料来源: Bloomberg、东海证券研究所. 注: 数据截至到 12 月中旬

2011 年基本金属中哪些品种更有机会? 小金属能否继续演绎牛市行情? 或是出现分化? 我们将在下面予以分析。

二、经济复苏内强外弱，货币政策内紧外松

2.1 我国经济运行平稳，货币流动性紧缩是趋势

在前期刺激性政策的惯性释放，外部环境恢复性改善以及市场型需求上扬等因素的作用下，我国经济整体复苏平稳，实体经济运行步入常态化区域。2010 年工业增加值同比增长稳定在 15% 左右，制造业指数震荡整固，但总体维持在 50 的扩张点上，且从 6 月份开始步入稳步上升的趋势。

图 3 我国工业增加值趋于平稳

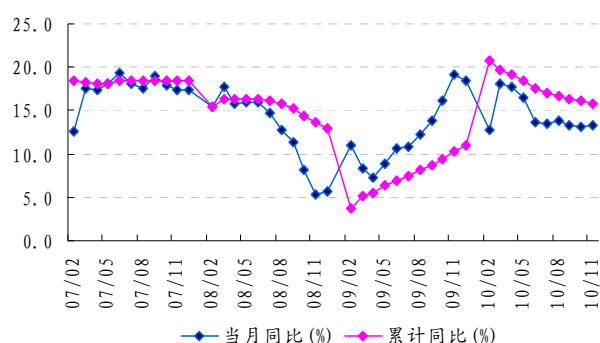
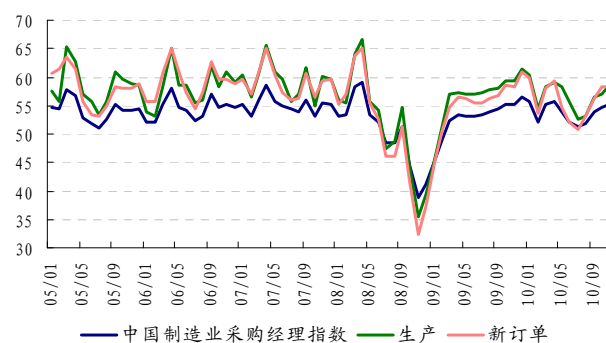


图 4 我国 PMI 指数稳定在扩张在以上



资料来源: CEIC、东海证券研究所

在实体经济依然处于持续复苏、还没步入高涨阶段时，“泡沫蔓延”所触发的物价水平持续攀升使得我国提前进入“防通货膨胀”的调控时期，2010 年 11 月 CPI 达到 5.1%，连创近期新高。

根据东海证券研究所宏观组的预测，由于信贷惯性的作用，2010 年全年信贷总额将突破 7.5 万亿，M1 增速为 19.3%，M2 增速为 18.1%，比计划调控的水平略高，流动性依然保持较为宽裕的状态。2011 年是“流动性回收年”，信贷投放将保持在 7-7.5 万亿，M1、M2 在 2011 年的增速将进一步回落，逐步实现常态化，预计为 16.9% 和 17%。

我国适度宽松的货币政策在 2011 年将转向稳健的货币政策,但仍保持积极的财政政策。2011 年是“十二五”的开局之年,新规划中所孕育的“战略性新兴产业振兴计划”、“区域发展规划”与“民生工程”刺激政策等内容将带来强烈的宏观刺激效应,因此 2011 年有色行业的外部运行环境不确定性大,但仍孕育着不错的投资机会。

图 5 我国 CPI 高位运行

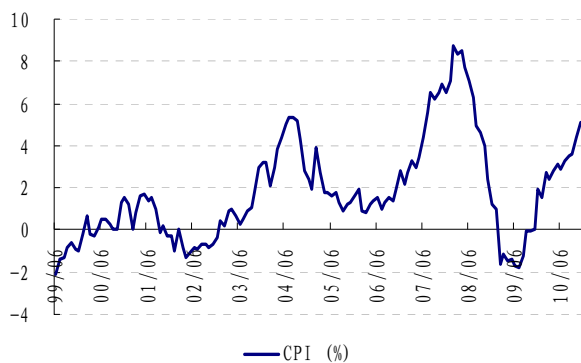
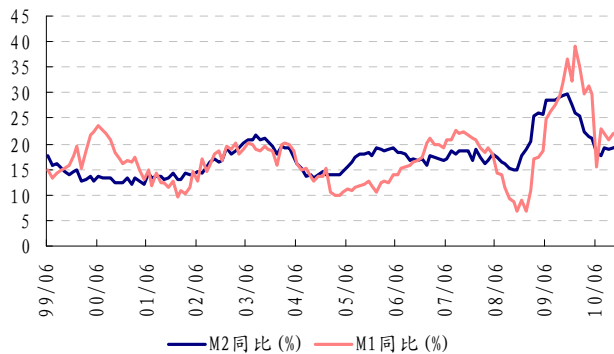


图 6 货币供应量下降是趋势



资料来源: CEIC、东海证券研究所

2.2 美、欧、日经济复苏并不稳固，宽松政策仍将持续

国外经济复苏的差异性比较大,美国最好、欧元区次之,日本最差。美国制造业指数连续稳定在 50 的扩张点以上;欧元区在德国的带动下,PMI 指数今年以来也一直处于扩张区域内;日本经济恢复情况有所反复,9 月-11 月 PMI 指数连续降到 50 点以下,表明制造业未来几个月将继续萎缩。

图 7 美国 ISM 制造业快速复苏

单位: %

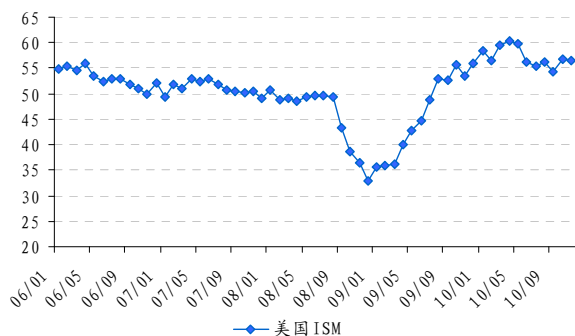
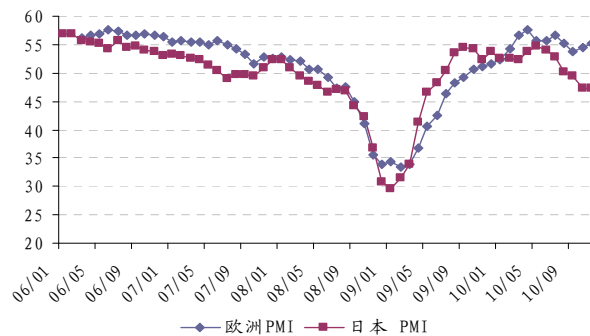


图 8 欧洲 PMI 数据好于日本

单位: %



资料来源: Bloomberg、东海证券研究所

在就业市场上,美国、欧元区、日本和英国都不容乐观,美国 11 月份失业率达到 9.8%,为今年以来相对高点,且近几个月持续攀升;欧元区、日本和英国 10 月份的失业率分别为 10.1%、5.1%和 7.9%,并无好转迹象。

图 9 美国 CPI 并无压力

单位：%

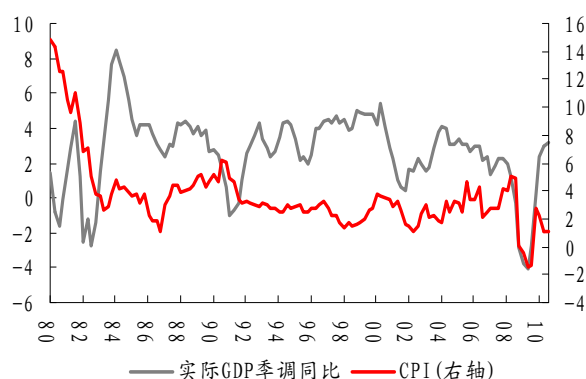
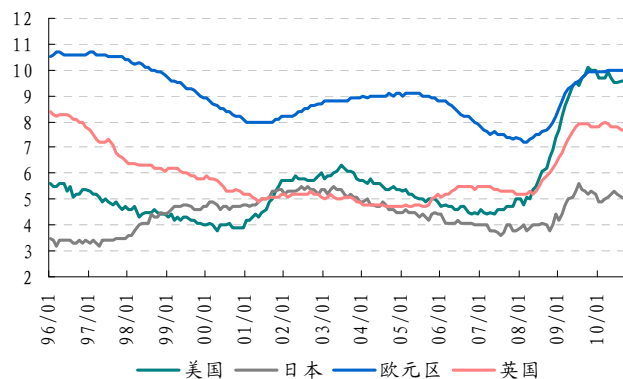


图 10 国外及经济体失业率仍维持高位

单位：%



资料来源：Bloomberg、东海证券研究所

美联储货币政策的目标是促进就业和控制通货膨胀，因此在当前通货膨胀并无压力的情况下，首要任务就是提升就业率，保证货币的供应。欧元区、日本、英国也存在同样的问题，因此 2011 年这些国家央行目标利率维持低位的可能性很大。

图 11 美国 M1 环比供应增长

单位：%

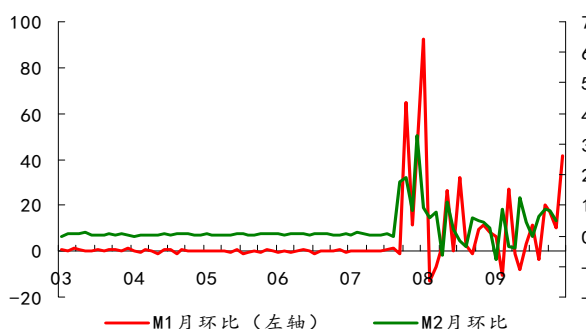
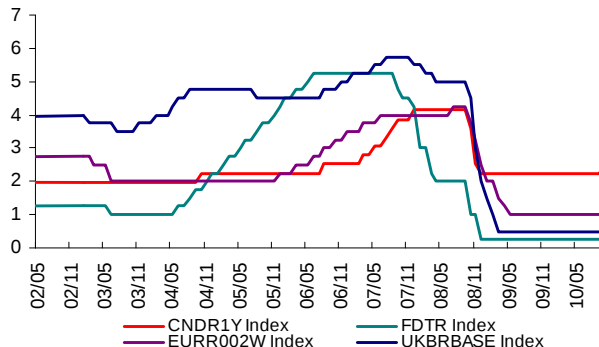


图 12 除我国外各国央行目标利率维持低位

单位：%



资料来源：Bloomberg、东海证券研究所

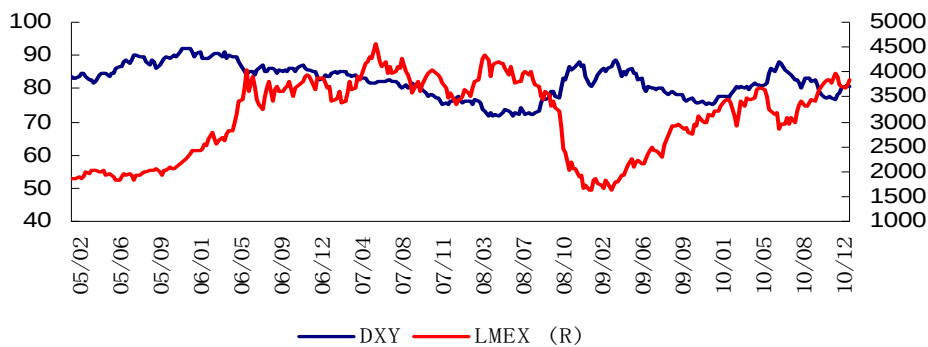
2.3 美元指数短期强势，中长期弱势

有色金属大宗商品以美元计价，有色金属的价格与美元指数存在较强的负相关性。美元指数是反映美元在外汇市场上整体强弱的指标，目前美元指数有 6 种货币构成，权重如下：欧元 0.576、日元 0.136、英镑 0.119、加拿大元 0.091、瑞典克朗 0.042、瑞士法郎 0.036。

美元作为国际储备货币的地位在下降，美元指数中长期贬值是大势所趋。但美国作为全球最重要的经济体，其货币在某一阶段仍是很好的避险港湾。近期美元指数反弹的原因主要有：欧债危机的蔓延、朝韩局部冲突以及美国恢复的情况优于欧洲、日本等。短期来看，美元指数仍会强势，但随着各因素的逐步弱化或者是美国继续扩大量化宽松规模，美元指数将会再次进入下降的通道中。

需要指出的是，虽然近期美元指数大幅上涨，而有色金属价格却涨跌互现，尤其铜、锡等价格，因此我们认为在当前阶段，有色金属受到了基本面的支撑较强，其价格呈现易涨难跌的局面。

图 13 美元指数与 LMB 指数负相关



资料来源：Bloomberg、东海证券研究所

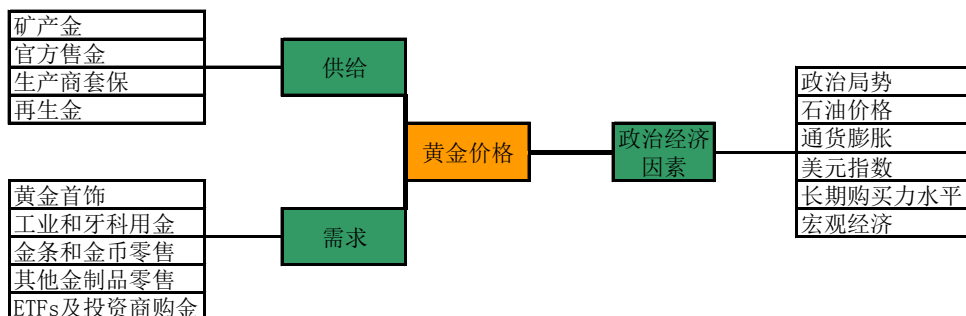
三、行业总体供需平稳

在经济周期中的当前复苏相对稳固阶段，有色行业供需面虽然会出现短期的不平衡，但总体不会有大的波动（像 2007 年经济过热需求的大爆发，2008 年下半年需求的突然消失）。基本金属中，相对于供给，从下游需求看，铜（下游为电线电缆、空调和变压器等）恢复的较好，其次为铅（下游为铅酸蓄电池）和锌（下游为镀锌领域等），铝（下游为建筑、交通领域）仍差些。而黄金作为对冲信用货币的工具，其投资价值不能仅仅从行业的供需面上考虑，还有其它政治经济因素。

3.1 投资需求支撑黄金价格上行

黄金不仅具有工业金属的属性，更是对冲信用货币的重要工具，影响其价格的因素比较复杂，除了供需关系外，宏观经济、政治局势、通货膨胀和美元指数等。近期主导黄金价格上行的因素有：供给减少（官方售金下降）、需求增长（投资需求增长、官方储备增长）、地缘政治冲突、货币发行导致的通胀、石油价格上涨等。

图 14 黄金价格驱动因素模型



资料来源：东海证券研究所

从近年黄金供给结构看，官方售金由 2008 年的 232 吨下降至 2009 年 30 吨，2010 年 1-6 月为 44 吨。IMF 计划售金总额 403.3 吨，截至 2010 年中期还剩 93.0 吨，对黄金价格的负面影响已经逐步降低。

图 15 近年全球黄金供给结构

单位: 吨

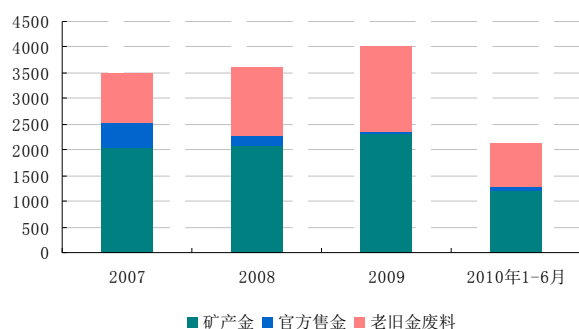
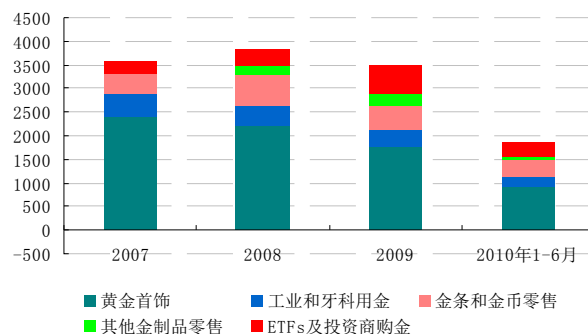


图 16 近年全球黄金需求结构

单位: 吨



资料来源: WGC、东海证券研究所

从需求结构看, 金条、金币零售业销售上升以及ETFs、投资商购金加快说明近年投资需求增长, 黄金作为投资品将更深入人心。2010年8月份, 中国人民银行、发改委、工业和信息化部、财政部、税务总局和证监会联合出台了《关于促进黄金市场发展的若干意见》, 明确了黄金市场未来发展的总体思路和主要任务, 六部委明确, 要切实加大创新力度, 积极开发人民币报价的黄金衍生产品, 丰富交易品种, 完善黄金市场体系, 进一步深化市场功能, 提高市场的规范性和开放性, 促进形成多层次的市场体系。

另外, 一些新兴国家也在不断加大黄金储备, 俄罗斯2010年购黄金储备118吨, 阿拉伯近年增加黄金储备180吨, 其它如泰国、菲律宾等国家也在不断增加黄金储备。

表 2 前 15 大官方黄金持有方

序号	国家(地区)组织	数量(吨)	黄金占外汇储备(%)
1	美国	8,134	72.1%
2	德国	3,403	67.4%
3	国际货币基金组织	2,907	
4	意大利	2,452	66.2%
5	法国	2,435	65.7%
6	中国	1,054	1.5%
7	瑞士	1,040	15.1%
8	日本	765	2.7%
9	俄罗斯	726	5.7%
10	荷兰	613	55.8%
11	印度	558	7.4%
12	欧洲央行	501	25.9%
13	中国台湾	424	4.1%
14	葡萄牙	383	79.6%
15	委内瑞拉	364	48.4%

资料来源: WGC、东海证券研究所

需要提出的是, 由于黄金价格高位运行, 不可避免的获利盘将会抛售, 这会导致黄金价格短期大幅波动, 但我们认为这不会改变黄金价格的上行趋势。

图 17 黄金期货多头持仓高于空头

单位：吨

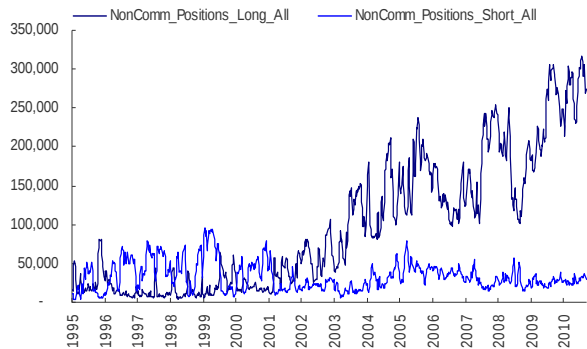
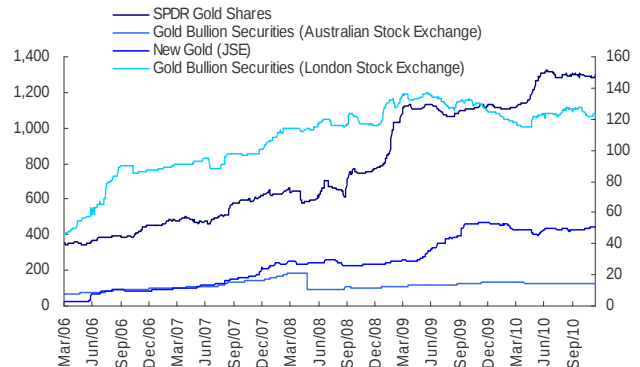


图 18 黄金 ETF 持仓量稳步上升

单位：吨



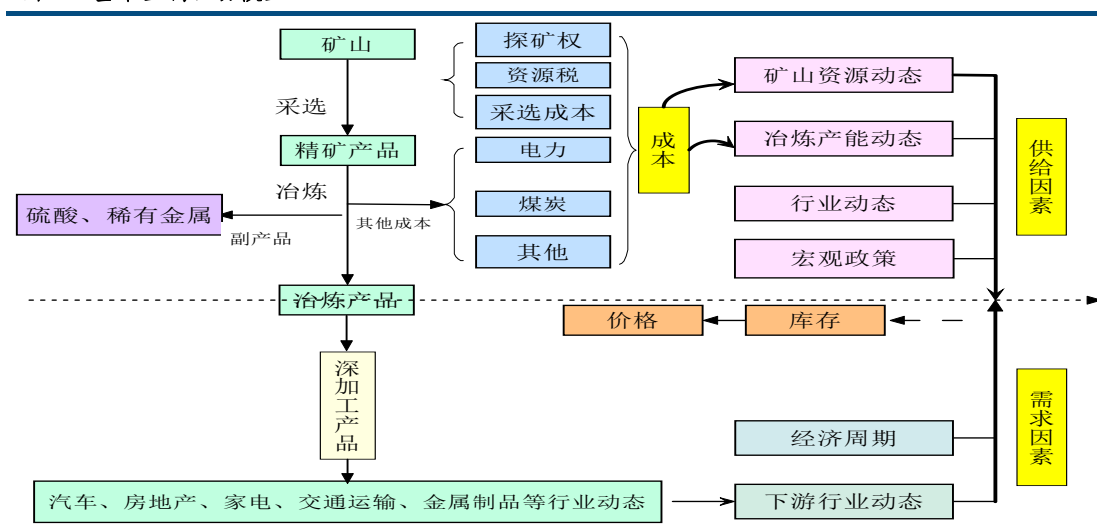
资料来源：Bloomberg、东海证券研究所

3.2 基本金属中铜基本面最好，铅锌次之

基本金属产品同质化，行业整体盈利水平取决于产品价格和加工费变化。而影响价格的因素在于宏观因素（经济周期、调控政策）、行业供给、下游需求变化等；加工费变化取决于产品价格以及矿产商与冶炼商的谈判。

公司盈利水平差异取决于成本的高低、冶炼副产品以及经营管理水平。成本高低取决于矿山品位、资源自给率、电力成本等；冶炼副产品的取得关键在于冶炼和回收技术；公司经营管理水平高低决定了公司采购原料的成本以及套期保值等的效果。

图 19 基本金属驱动模型



资料来源：东海证券研究所

3.2.1 基本金属中铜基本面较好

有利于铜行业的因素有：（1）下游需求较好，铜的下游主要集中在电力和空调制冷，电力电缆、电力设备产量的稳步增长以及空调产量的稳定是铜价持续上扬的重要因素；（2）冶炼加工费提升对铜冶炼企业是利好，我国铜精矿进口对外依存度达 60%，铜冶炼企业的主要利润来源于加工费；（3）铜矿平均品位下降，促使铜矿成本上升；（4）铜 ETF 推出增加了铜投资渠道，并将吸收一部分铜供给，根据 DeutscheBank 测算，铜 ETF 预计吸收 30 万-40 万吨的铜供应，相当于全球精炼铜需求量 2.2%；（5）库存维持低位。

不利于铜行业的因素：（1）2011 年有部分铜冶炼产能投产，增加铜的供给；（2）我国铜矿自给率 20%左右，不能充分享有铜价上涨益处；（3）铜 ETF 推出加大铜价波动幅度。

图 20 铜消费主要集中在电力和空调

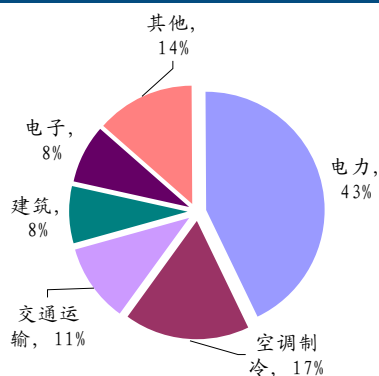
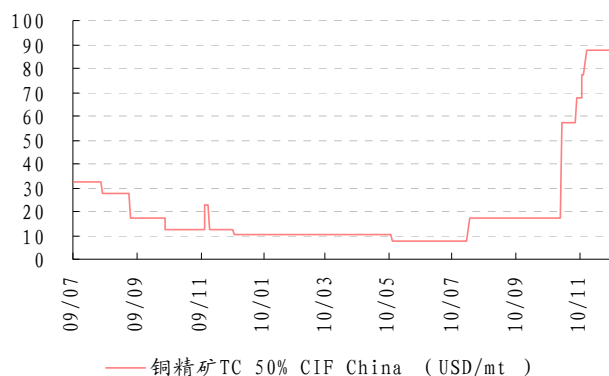


图 21 铜现货加工费攀升



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图 22 空调产量稳定

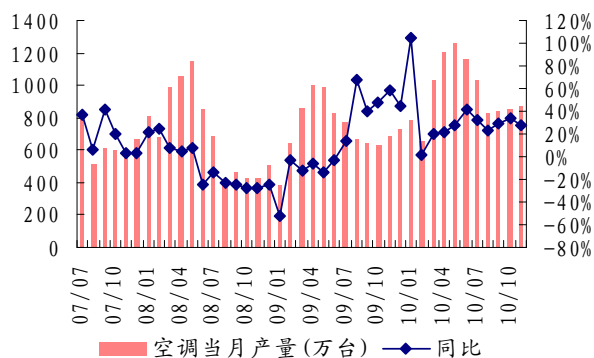
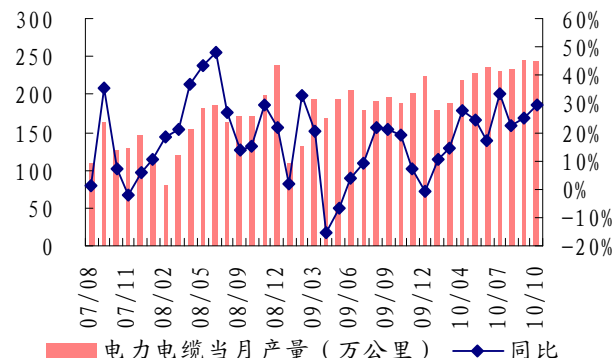


图 23 电力电缆产量稳步提升



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图 24 铜产量增速有所下滑

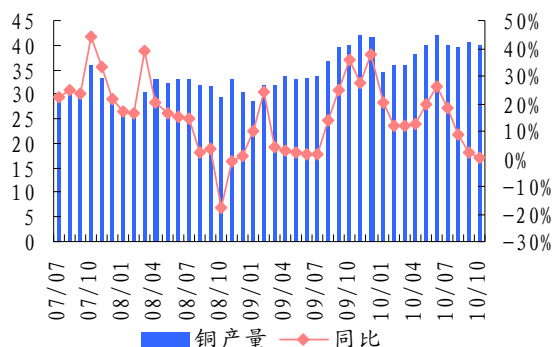
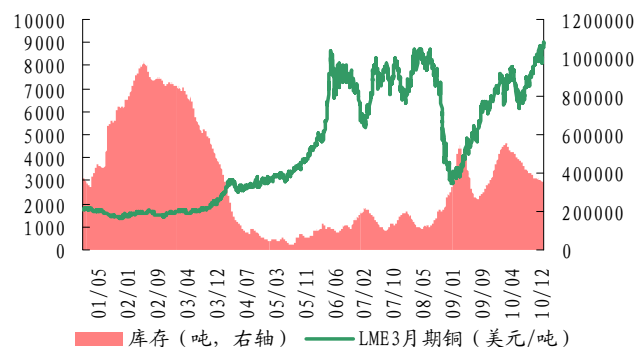


图 25 铜价高位运行，库存下降



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

3.2.2 铅锌存在阶段性机会

利于铅锌行业的因素：（1）环保对供给产生一定压力，尤其是粗铅；（2）行业整合继续，小的铅锌采矿、冶炼企业生存有压力；（3）我国铅锌行业矿自给率达到60%以上，能够充分享有价格上涨的益处。

不利于铅锌行业的因素：（1）汽车产量高速增长阶段已过；（2）库存上升，价格低位震荡。

图 26 铅消费集中在铅酸蓄电池

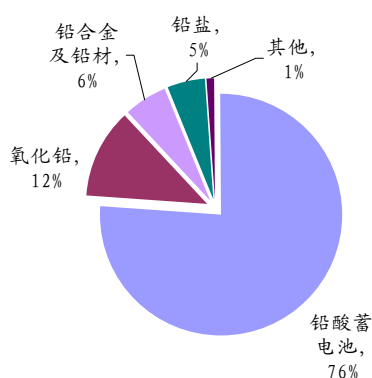
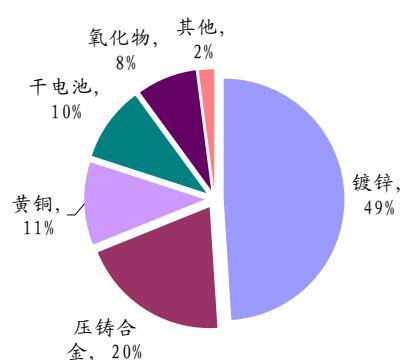


图 27 锌消费集中在镀层领域



资料来源：东海证券研究所

图 28 铅产量增速有所反弹

单位：吨，%

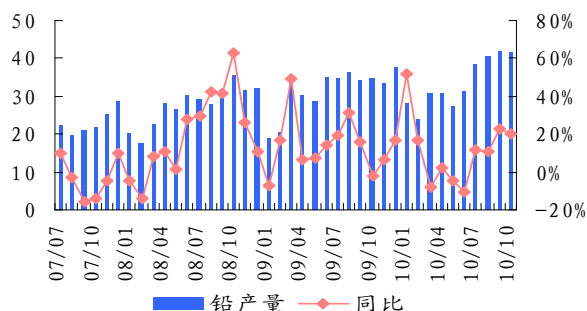
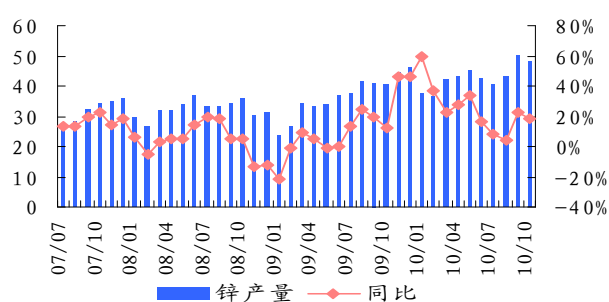


图 29 锌产量增速稳定

单位：吨，%



资料来源：产经网，东海证券研究所

图 30 铅库存处于高位

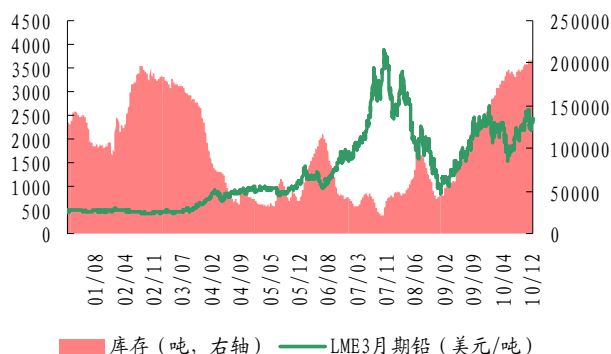
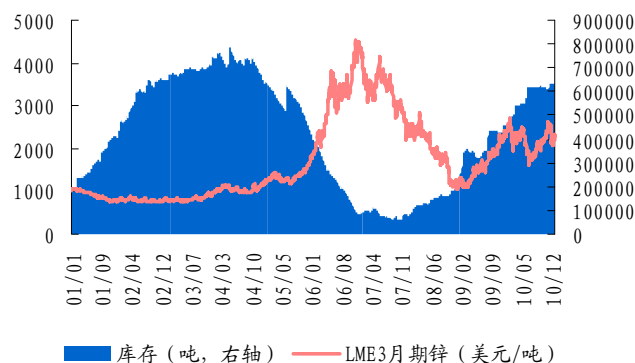


图 31 锌库存处于高位



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

3.2.3 铝行业供给过剩

利于铝行业的因素：（1）在限产的情况下，产量短期有所下降；（2）保障房的建设以及加大交通建设的力度可能部分提升需求。不利于铝行业的因素：（1）2011年初，限产的铝产能将复产；（2）库存仍在高位，仍处于消化库存的阶段；（3）铝行业消费端分散，某一方面需求恢复较好，不足以起到大的提振作用。

需要注意的是：氧化铝定价机制可能对铝行业产生重大影响，氧化铝定价由长单变成现货定价，可能引起氧化铝涨价，我国氧化铝进口比例约为45%，这对氧化铝企业以及氧化铝自给率较高的铝冶炼企业是利好。

图 32 铝消费比较分散

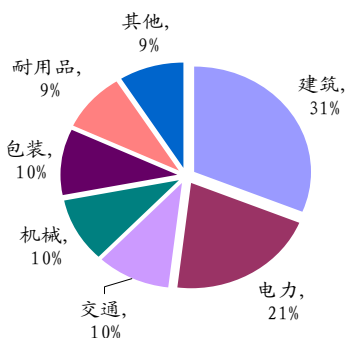
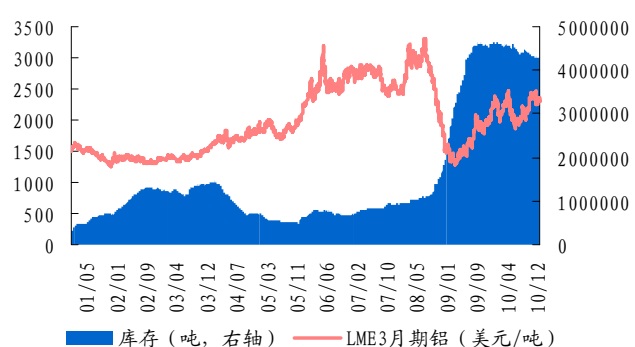


图 33 铝库存处于高位



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

根据CRU的预测，2011年铜将短缺41.6万吨，铅短缺2.5万吨，锌供需基本平衡，铝过剩量大幅下降，这将保证几种金属价格稳步向上。

图 34 CRU 预测 2011 年铜短缺

单位: 吨

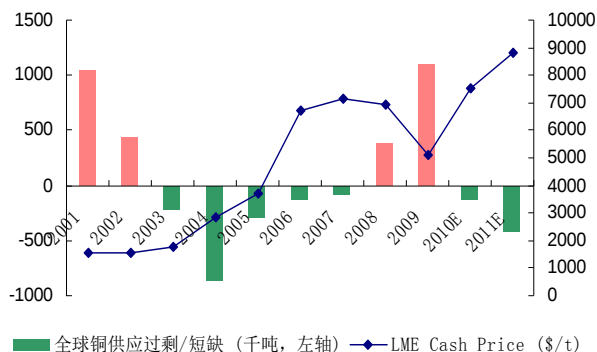
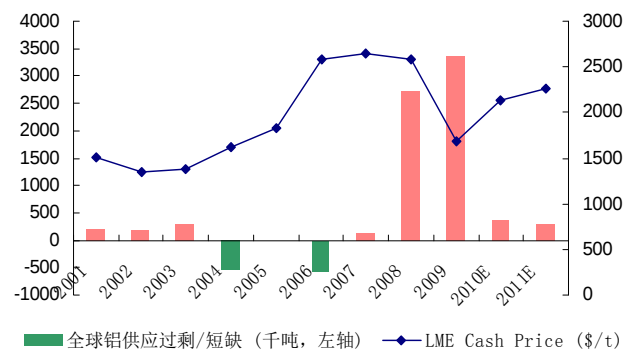


图 35 CRU 预测 2011 年铝过剩下降

单位: 吨



资料来源: CRU, 东海证券研究所

图 36 CRU 预测 2011 年铅短缺

单位: 吨

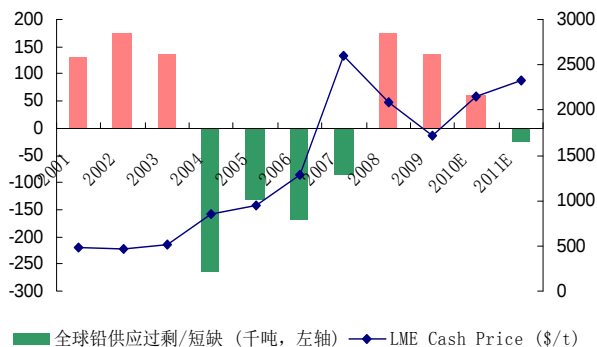
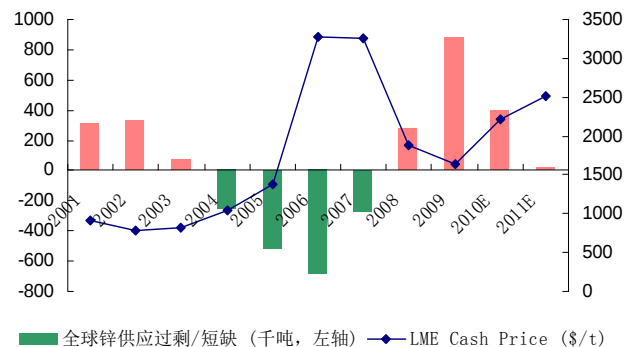


图 37 CRU 预测 2011 年锌过剩下降

单位: 吨



资料来源: CRU, 东海证券研究所

3.3 小金属看政策、资源、需求和技术

从 2010 年小金属行业相关上市公司的表现看,政策的支撑作用不容置疑。以稀土为例,在多年的政策累计效应下,今年稀土价格大幅上扬,相关上市公司盈利颇丰。而且相关部门正在开展对十种金属进行战略收储的研究工作,目前已经进入验收状态,这十种金属全部为稀有金属,分别是稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锆、镓、铽和铈。我们认为,未来国家的政策不仅会集中在行业准入、开采限制、行业整合等行业层面,还将会加大对行业下游领域的支持上,同时对相关行业上下游给予财政政策、金融政策的支撑。目前,国家级新材料产品目录正在制订,对有色金属制品的支持应该在具有加工技术的产品中。

从资源角度看,我国的优势小金属品种有稀土、钨、锑和锆,这几种小金属矿产量的比重占全球分别为 95%、80%、90%和 70%,在国家加大供给限制力度之后,这些金属的价格大幅上扬(除锆外,近期有所反弹),我们认为,不排除未来国家控制资源开采的力度继续加强,这些金属价格的上涨仍会有保障,相关资源类公司将继续受益。

图 38 稀土价格稳步上扬



元/吨 图 39 钨精矿价格大幅上涨



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图 40 锑价创历史新高

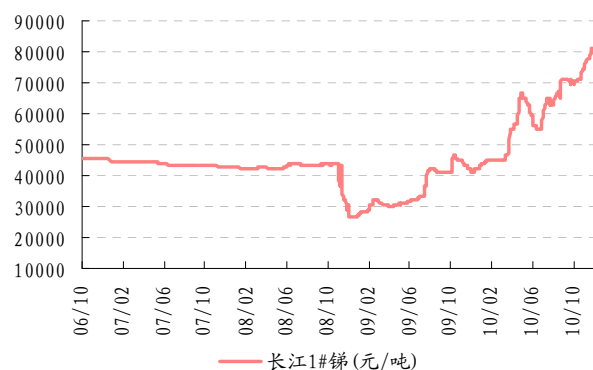


图 41 锗价近期有所反弹



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

从需求角度看,未来看好的领域有核能、太阳能和风能发电机部件的电力金属、电子金属、用于制造高性能合金的结构金属和用于极端运行情况下的性能金属,相关小金属品种主要有锆、铟、稀土(钕、镨、镱、铽、钇)、锑、钨、钒、钛等,而从技术角度看,这些金属的应用仍需要一定的技术支撑。

表 3 按需求归类的小金属

用于建造煤炭、石油、核能、太阳能和风能发电机部件的电力金属	电子金属	用于制造高性能合金的结构金属	用于极端运行情况下的性能金属
钼	硅	铬	钛
锆	锆	钒	铼
稼	稼	钨	镍
铟	铟	钼	钽
钕	稀土	锰	钇
镨	铪	镍和钴	
镉	硒		
铀	碲		

资料来源：Jack Lifton，东海证券研究所

四、投资策略：大金属重基本面，小金属重资源和技术

虽然有色行业 2011 年的投资环境不确定性比较大，但投资机会仍很多，我们维持 2011 年有色行业“增持”的投资评级，投资标的建议大金属回归到公司的基本面，小金属应侧重资源和技术。

4.1 大金属相对看好铜和黄金，选股侧重基本面

(1) 铜的需求较好，投资渠道也逐步打开，价格有望稳步上行，选取标的可侧重公司的基本面和资源，建议关注江西铜业（600362）、铜陵有色（000630）和西部矿业（601168）；

(2) 投资性需求支撑贵金属价格上行，黄金可关注中金黄金（600489）以及其它估值较低的企业。

(3) 铅锌需求恢复平稳，但我国铅锌企业资源自给率很高，上市公司可充分享受价格上涨益处，可关注行业龙头中金岭南（000060）和西部矿业（601168）。

4.2 小金属关注需求，选股侧重资源、技术

(1) 资源角度：可关注我国的储量优势品种稀土、钨和锑。稀土作为国家战略资源，受到重视的程度超乎想象，各种扶持政策的最大收益者是拥有稀土资源的上市公司，可关注包钢稀土（600111）、中色股份（000758）和厦门钨业（600549），主要风险为稀土作为战略金属，具有量产的限制；钨行业可关注厦门钨业（600549）；锑行业可关注辰州矿业（002155）。

(2) 技术角度：体现技术的小金属品种主要有钽铌、铂、锆、钛、铟、锗、钨等，可关注具有科研院所背景和本身科技实力较强的企业，这些企业或将受益于“十二五”规划减税和其他政策支持，在产业升级中扮演重要角色。

表 4 具有技术支撑的公司概况

公司	主营	技术支撑
云南锗业（002428）	锗矿、深加工产品	技术积累雄厚，与高校合作
东方钽业（000962）	钽粉、钽丝	公司是全球钽业 3 强之一，技术实力居全球前列
西部材料（002149）	钛制品、难熔金属制品	依附于西北有色金属研究院
贵研铂业（600459）	铂金属材料	依附于昆明贵金属研究所
东方锆业（002167）	锆制品	锆制品产业链完备，进军核级锆

资料来源：CRU，东海证券研究所

4.3 关注央企整合相关公司

央企整体上市是市场关注的焦点，2010 年 12 月 16 日中国五矿股份有限公司在京揭牌，其成立是中国五矿进行整体改制后迈出的关键一步，也是中国五矿最终实现整体上市的关键一步。五矿集团相关上市公司

目前有 10 家，包括 6 家 A 股上市公司五矿发展（600058）、金瑞科技（600390）、*ST 关铝（600051）、*ST 中钨（000657）、株冶集团（600961）和厦门钨业（600549），3 家 H 股上市公司五矿资源（01208.HK）、五矿建设（00230.HK）、湖南有色（02626.HK），和一家澳大利亚上市公司爱博矿业（AII.AX）。

另一家可关注的央企是中色集团，其旗下有两家上市公司中色股份（000758）和东方钽业（000962），集团整体上市的可能性也比较大。

表 5 五矿集团有色金属业务经营情况

商品名称	2007		2008		2009		2009 年各业务占比
	数量(吨)	金额(万美元)	数量(吨)	金额(万美元)	数量(吨)	金额(万美元)	
钨系	27798	46364	25141	37231	27186	27313	7.24%
氧化铝	1070000	42842	980000	40899	1420000	38334	10.16%
铝锭	101020	20903	133475	26477	335070	62250	16.50%
电解铜	98942	69926	229162	161771	317342	159602	42.31%
烧碱	3969	13674	4809	11242	9669	6451	1.71%
锑系	24996	14644	21890	11383	7149	3363	0.89%
稀土	29015	40001	22787	62167	43517	79874	21.18%

资料来源：中国五矿集团公司资料，东海证券研究所

表 6 中色集团 2009 年 1-9 月有色金属业务构成

业务分类名称	主营业务收入		主营业务成本		毛利	
	数量(亿元)	比重(%)	数量(亿元)	比重(%)	数量(亿元)	比重(%)
有色金属资源开发	53.38	31.15%	43.18	27.95%	10.2	60.50%
建筑工程承包	57.67	33.65%	52.81	34.18%	4.86	28.83%
贸易及相关服务	60.32	35.20%	58.52	37.87%	1.8	10.68%
合计	171.37	100%	154.51	100%	16.86	100%

资料来源：中色集团公司资料，东海证券研究所

表 7 中色集团拥有的资源储量

已拥有和控制资源量		正在跟踪的资源量	
铜	535 万吨	铜	2750 万吨
铅锌	200 万吨	铅锌	4500 万吨
金	100 吨	金	500 吨
铝土	1.6 亿吨	铝土	26.7 亿吨
镍	70 万吨		
钴	15 万吨		

资料来源：中色集团公司资料，东海证券研究所

4.4 重点推荐公司投资要点

江西铜业(600362):铜业龙头,攻守兼备

(1) **铜业龙头,产业链完备。**公司拥有完整的“铜矿开采-粗炼-精炼-铜材加工”产业链,并且各环节产能均居国内铜行业之首。公司精铜冶炼产能已达90万吨,位居世界前3位;铜材加工产能45万吨以上,占全国总份额的7%。

(2) **攻:矿产铜增长+冶炼加工费上升+副产品利润增长。**公司目前年产铜精矿16.7万吨,随着现有矿山的加快建设,预计2011年矿产铜产量增至21万吨,自给率由18%增至23%;年产黄金10吨,白银240吨,贵金属价格上涨。

(3) **守:储量丰富,安全边际高。**公司100%权益控制铜储量1130万吨,黄金362吨、银9600吨、钼27万吨;联合控制的权益储量为铜400万吨、黄金42吨;公司市值1400亿左右,安全边际在相关公司最高。

(4) **盈利预测和评级:**我们预计公司2010、2011年每股收益分别为1.42元、1.88元和2.35元,对应12月24日股价41.32元,PE分别为29倍、22倍和18倍,上调至“买入”评级。

(5) **风险提示:**铜价大幅波动风险;矿山进度不达预期。

格林美(002340):成长潜力巨大的循环经济楷模

(1) **循环经济的楷模。**公司依托技术积累,采用开采“城市矿山”的方式,符合循环经济的内涵。目前具有超细钴粉1500吨、镍粉700吨、塑木型材8000吨、电解铜1500吨的能力;随着首发募集项目和其他项目的建成,未来产能将扩大到1750吨、1300吨、15000吨和3000吨。

(2) **成长潜力巨大。**公司的模式易于复制,在广东、湖北、江西和江苏已经建立基地,未来还要向其它地区扩张;在法国和加拿大设立子公司,将塑木型材的销售打入欧洲和北美市场。

(3) **受益于产业政策。**作为循环经济的楷模,公司的扩张受到政府的支持,同时也会得到政府补贴。

(4) **盈利预测和评级:**我们预计公司2010、2011、2012年每股收益分别为0.81元、1.38元和1.75元,对应12月24日股价60.83元,PE分别为75倍、44倍和35倍,上调公司至“买入”评级。

(5) **风险提示:**(1)2011年1月22日解禁IPO限售股6330万股;(2)镍、钴价格大幅波动风险。

云南锗业(002428):稀缺资源+关键技术

(1) **锗资源雄厚,产业链完备。**公司是目前国内锗产业链最为完整、锗金属保有储量最大、锗产品产销量最大的锗系列产品生产商和供应商。目前具有锗资源689吨,占全国的20%。公司锗提纯加工产能39吨,正在进行8.6吨/年锗金属扩建工程。

(2) **技术优势明显。**公司在锆开采、提取、精深加工等方面具有强大的技术和研发实力，获得多项专利，起草制定了 14 项锆行业的国家标准和行业标准。另外，公司产学研结合好，多项精深加工技术逐步进入量产、小批量阶段。

(3) **国家收储，云南锆资源整合平台。**国家已经确定锆资源的战略地位，近期可能加大对锆的收储力度，将刺激锆价上涨。根据国家和地方要求，整合省内临翔区章驮乡中寨朝相煤矿等 3 个公司，其中，中寨朝相煤矿锆资源储量最大，为 47.52 金属吨，另外两个公司具有采矿权证。

(4) **盈利预测和评级：**我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.68 元、0.92 元和 1.42 元，对应 12 月 24 日股价 67.00 元，对应的动态 PE 分别为 98 倍、73 倍和 47 倍。鉴于公司资源和技术优势突出，且锆资源的地位不断提高，上调公司至“买入”评级。

(5) **风险提示：**锆产品价格大幅波动风险。

东方锆业 (002167): 上游资源+高端产品

(1) **锆产品产业完备，高端产品贡献盈利比重提升。**公司是国内重要的锆制品生产企业，主要产品包括传统锆制品（氯化氧化锆、硅酸锆、二氧化锆）和新兴锆制品（复合氧化锆及结构陶瓷），随着公司产品结构的调整，新兴锆制品的盈利占比逐步提升，公司逐步转向高端市场。另外，陶瓷市场需求巨大，保证公司产能扩张后产品的销量。

(2) **进军上游资源领域。**公司与 DCM 公司签署合作意向，合作开发澳大利亚锆矿。近期公司拟在澳大利亚设立全资子公司——澳大利亚东锆资源有限公司，也是为进军上游资源打下基础。

(3) **进军核级锆，发展高端产品。**收购朝阳百盛进入核级锆领域，公司 2010 年 6 月非公开发行用于年产 1000 吨核级海绵锆和年产 2 万吨高纯氯化氧化锆，加大对高端产品的投资。

(4) **盈利预测和评级：**我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.28 元、0.56 元和 0.80 元，对应 12 月 24 日股价 42.18 元，对应的动态 PE 分别为 150 倍、75 倍和 53 倍，维持公司“增持”评级。

(5) **风险提示：**(1) 新产品生产不达预期的风险；(2) 锆产品价格大幅波动风险。

西部矿业 (601168): 打造多金属资源平台

(1) **资源储量超预期，矿产量稳定增长，冶炼能力大幅提高。**公司目前铜、铅、锌权益储量分别达到 460 万吨、230 万吨和 340 万吨。随着获各琦、呷村矿等矿山产能的提高以及工艺的逐步成熟，公司精矿产量稳步提升。

(2) **志存高远，打造多金属资源平台。**在西矿集团的支持下，公司力争 3-5 年内发展成为国内前列且具有国际竞争力的集采、选、冶一体的金属矿产企业。集团整体上市可以预期。

(3) **原始股东减持已到尾声**，截止 2010 年 9 月底，原始股东（除西矿集团）持股合计约 2.71 亿股（占公司股本比例 11.38%），较解禁时持股 12.51 亿股（占比 52.49%）已大幅下降。现有的原始股东中，作为战略投资者的新疆塔城和海成物资（尚持有 4.13%）大幅减持的可能性比较小。

(4) **盈利预测和评级**：我们预计公司 2010-2013 年 EPS 分别为 0.49 元、0.79 元和 0.99 元，综合相对估值及绝对估值方法，给予公司 25.67 元的目标价，维持公司“买入”评级。（具体可参考我们 12 月 8 日发布的深度报告《西部矿业（601168）：志存高远，打造多金属资源平台》）

(5) **风险提示**：金属价格大幅波动风险；矿山进度不达预期。

表 8 推荐公司盈利预测和评级

公司简称	代码	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	EPS			PE			PB	评级
					09A	10E	11E	09A	10E	11E		
江西铜业	600362.SH	1,431.1	857.7	41.33	0.68	1.40	1.88	60.9x	29.5x	22.0x	4.4x	买入
格林美	002340.SZ	73.8	18.4	60.83	0.47	0.81	1.38	129.5x	75.1x	44.1x	7.2x	买入
云南锗业	002428.SZ	84.2	21.4	67.00	0.62	0.68	0.92	107.9x	98.8x	72.8x	7.0x	买入
东方锆业	002167.SZ	75.8	73.7	42.18	0.17	0.28	0.56	251.3x	150.6x	75.3x	13.1x	增持
西部矿业	601168.SH	427.3	427.3	17.93	0.25	0.49	0.79	71.0x	36.6x	22.7x	4.3x	买入
中金黄金	600489.SH	549.2	261.4	38.59	0.37	0.81	1.10	105.3x	47.4x	35.1x	11.9x	增持
中金岭南	000060.SZ	332.5	332.1	20.95	0.26	0.44	0.65	80.3x	47.7x	32.5x	7.6x	增持
铜陵有色	000630.SZ	390.6	390.6	30.18	0.47	0.62	0.95	64.3x	48.3x	31.8x	5.7x	增持
包钢稀土	600111.SH	537.2	328.1	66.54	0.07	0.98	1.41	963.3x	67.6x	47.2x	33.0x	增持
厦门钨业	600549.SH	324.8	324.8	47.62	0.31	0.66	0.95	152.6x	71.8x	50.3x	17.0x	增持
中色股份	000758.SZ	198.1	132.0	31.01	0.13	0.18	0.40	233.9x	171.8x	77.8x	10.4x	增持
东方钽业	000962.SZ	88.6	88.6	24.85	0.11	0.20	0.41	235.5x	122.5x	60.0x	7.3x	增持
贵研铂业	600459.SH	43.9	43.9	39.25	0.08	0.63	0.87	480.6x	62.0x	45.0x	7.2x	增持

资料来源：WIND，东海证券研究所。注：数据截至到 12 月 24 日

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897