

有色金属

工业金属上涨乏力，建议关注低估蓝筹、深加工和小金属

原材料/普钢

投资要点:

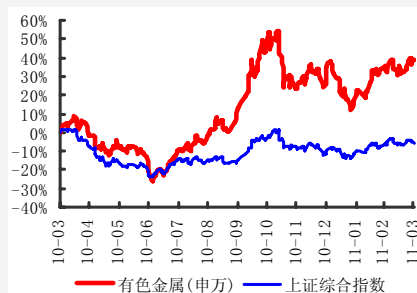
- **估计短期基本金属价格在需求前景担忧中调整，但在日本重建拉动下有望中期反弹。**受宏观货币政策收紧、库存较高和美元反弹等影响，我们对短期工业金属价格持调整看法，中期走势呈不对称 V 型。估计 3 月内期铝价格区间为 2500-2800 美元，期铜价格区间 8500-12000 美元，期铅、锌价格区间分别为 2400-2800 美元、2200-2800 美元，3 月期锡的价格区间至 3.0-3.5 万美元，期镍价格区间为 2.5 -3.2 万美元，看好锡和镍，相对看好铜。
- **黄金保值抗险功能凸现。**短期内中东政治局势紧张、灾难频繁等因素将对黄金价格形成支撑，不排除黄金价格冲刺 1500 美元/盎司的可能，估 3 个月价格区间 1300-1800 美元/盎司。
- **小金属具有持续投资机会。**持续看好小金属，尤其是和电子元器件相关的小金属品种，短期强势可能性更大，因为日本地震影响，国内电子元器件企业产量有望增大，锗、铟、稼、钛等有望从中受益。我们对未来 3 个月小金属价格持上涨看法。钨铁价格区间为 13-18 万元/吨，锗价格区间为 8000-12000 美元/公斤，稀、钨等价格有望达到 06-08 年历史高位。
- **留意板块短期调整风险，但由于我们对中期需求仍持乐观态度，调整提供了买机。**日本经济受挫和高企油价将给板块带来下行动力，投资者留意板块短期调整的风险。我们认为在灾后重建带动下，全球经济需求不成问题，板块短期调整给行业中期带来投资机会，投资者可逢低布局。
- **工业金属上涨乏力，建议关注低估蓝筹、深加工和小金属。**我们认为二季度有色金属板块投资路线遵循三条，一是产业链上，选择上游采矿行业、具有技术含量的加工行业；二是选择金属下游需求相对旺盛的金属品种如铜、镍、锡、稀缺小金属；三是选择市场估值水平低于行业水平的公司。经过我们的筛选，推荐几个具有投资价值公司：江西铜业、焦作万方、东阳光铝、云南锗业、锡业股份、西部矿业。
- **风险提示：**国内经济增速低于预期，政治经济突发事件。

优于大势

维持评级

发布时间：2011 年 3 月 30 日

走势图



子行业	评级
铜	优于大势
铝	同步大势
黄金	优于大势
其他有色金属	同步大势

重要公司	评级
锡业股份	推荐
江西铜业	推荐
东阳光铝	推荐
云南锗业	推荐
中国铝业	谨慎推荐
西部矿业	推荐

分析师：杨霞辉

执业证书编号：S0550511020003

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangxh@nescn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

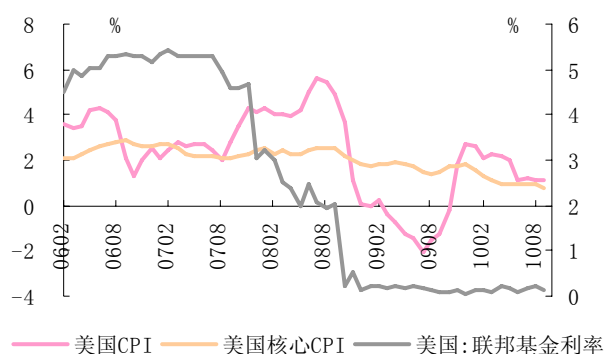
邮 编：200002

一、宏观环境使工业金属上涨乏力，建议关注小金属、稀贵金属

1、欧、美发达国家宽松货币政策有望得到改变

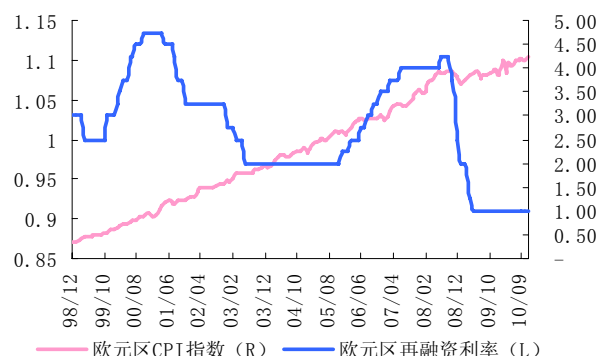
2 月份欧美经济持续复苏，欧元区、美国 2 月月份 PMI 指数分别为 58.40 和 61.40，估计没有突发事件情况发达经济体步入正道。目前美国货币环境维持宽松状态毋庸置疑，但发行 QE3 的可能性很小。欧元区经济持续复苏，CPI 指数达到 4% 以上，市场开始预期其二季度会加息。日本由于受地震影响，估计未来一年都会保持宽松货币政策，但欧美资金开始紧缩，这样宏观环境对有色金属板块造成短期利空。

图 1、美国 CPI 和利率都处于低位



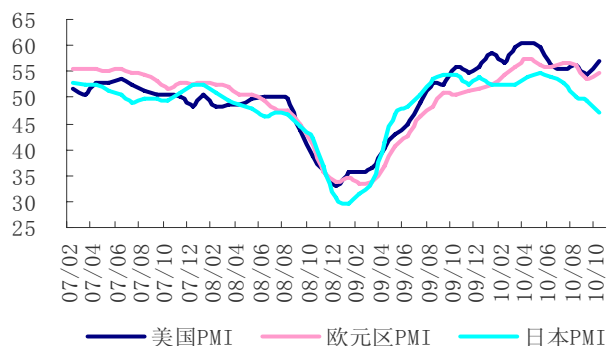
资料来源：Wind 东北证券

图 2、欧元区 CPI 超过了 4%，紧缩预期抬头



资料来源：Wind 东北证券

图 3、中美欧情况乐观，日本受地震影响经济将下滑



资料来源：Wind 东北证券

图 4、欧洲加息预期使美元指数低位整理



资料来源：Wind 东北证券

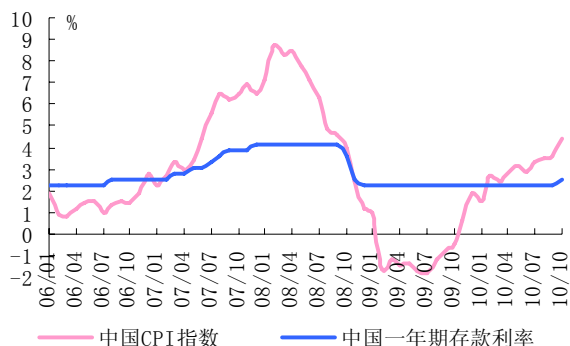
如果主要发达经济体国家开始退出宽松货币政策，届时有色金属价格将会出现小幅调整，但不会出现较大幅度调整。在退出初期，金属的投资需求将受到抑制，基本金属价格出现小幅调整，但加息证明了主要发达国家经济复苏进入正轨，市场关注的焦点将开始转向经济层面的实际需求，反而给基本价格中期上涨打开了通道。从 04 年-06 年美国加息周期中铜价表现可以看出，如果美、欧、日等国开始退出宽松货币政策，短期基本金属价格将整理挤压投资需求，但并不影响其中期走势。

2、新兴市场处于紧缩货币政策中期，油价高企

新兴市场经济形势来看，各国处于收紧货币政策中期，比如中国二季度将进入通胀高峰期，届时信贷额将持续下滑，预期二季度将有 2 次加息。另外一方面中东局势反复使油价处于 100 美元以上，在正常经济周期内油价和有色金属价格基本是正相关，但在

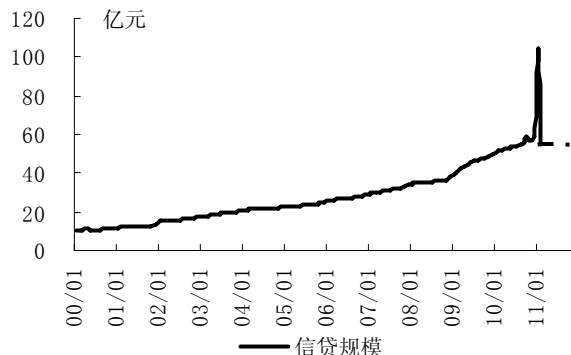
经济复苏初期如果油价就持续高位，工业成本将被拉高，市场对有色金属需求前景产生了忧虑，期货价格上涨就找不到方向。

图 5、中国 CPI 指数远高于一年期存款利率



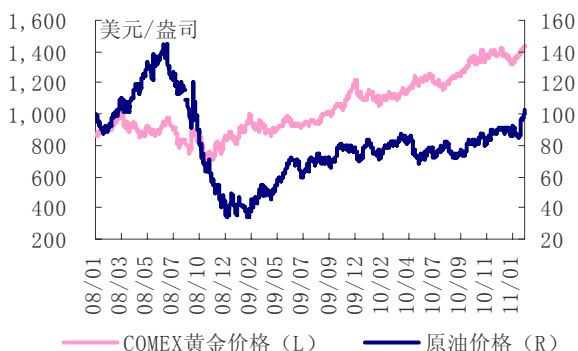
资料来源：Wind 东北证券

图 6、为了控制通胀，估计中国后期信贷额将逐渐减



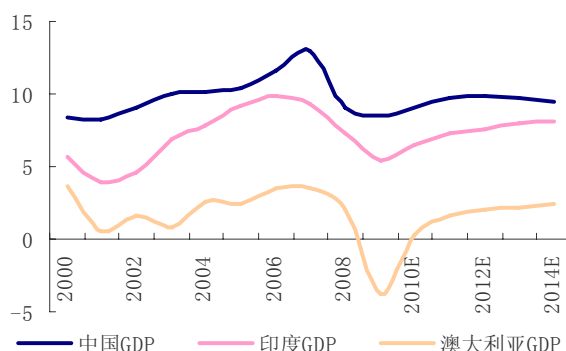
资料来源：Wind 东北证券

图 7、中东局势推动黄金、原油价格大涨



资料来源：Wind 东北证券

图 8、IMF 预期新兴市场经济体未来稳定乐观



资料来源：Wind 东北证券

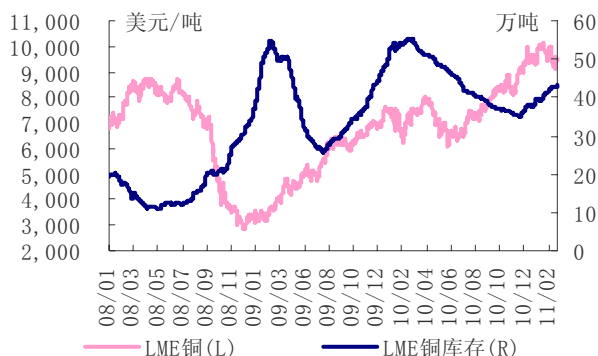
3、工业金属上涨乏力，建议小金属、稀贵金属

欧洲经济复苏和美国宽松货币政策使美元指数短期内都将处于 80 以下盘整。低位美元指数支撑有色金属价格处于高位，但中东局势的反复与国内控制通胀的一系列措施将抑制价格表现，所以我们认为二季度工业金属价格高位震荡，不排除调整的可能。而需求较为乐观的稀缺小金属估计会相对乐观，如稀土、钨、锑、锆、钼、稼、烟等。黄金作为保值避险的首选在中东动荡政局中将震荡上行。

二、估计短期内铜价以整理为主，二季度价格走势呈不对称 V 字型

我们认为影响铜价短期走势的因素是美元指数、库存、进口原料量、下游采购量。从各大期货交易所库存来看，伦敦方面铜库存量为 43 万吨，2011 年以来已经增长 13%，其中增长最大是欧洲和亚洲库存，上海期货交易所库存也接近 2010 年 4 月份高点。在原材料进口方面，2 月份废铜进口量一般都是属于高点，但今年 2 月份进口量却环比下滑了 33%，说明了下游采购量低于预期。短期铜价表现受库存压力影响较大，我们认为短期内铜价以整理为主，不排除期铜价格小幅下跌，区间 8500-10000 美元/吨，二季度价格走势呈不对称 V 字型，期铜价格区间 8500-12000 美元/吨。

图 9、LME 库存高达 43 万吨，比年初上涨了 13%



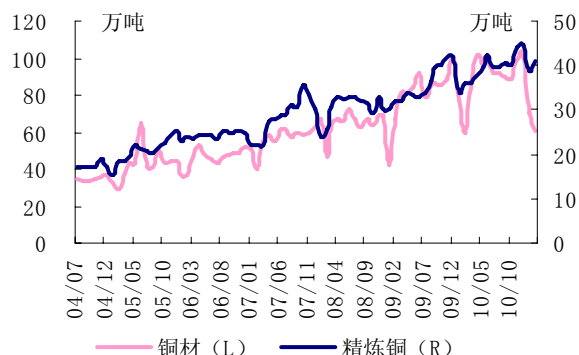
资料来源：Wind 东北证券

图 10、上期货库存达到 16 万吨，接近历史高位



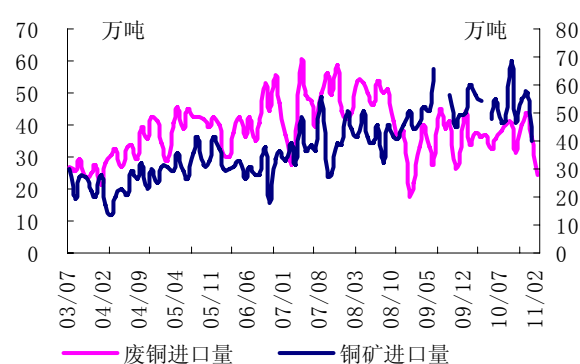
资料来源：Wind 东北证券

图 11、2 月份精炼铜、铜材产量分别下滑 13%、32%



资料来源：Wind 东北证券

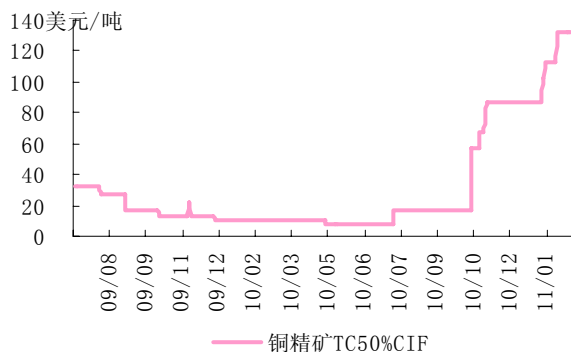
图 12、2 月废铜进口量下滑了 33%



资料来源：Wind 东北证券

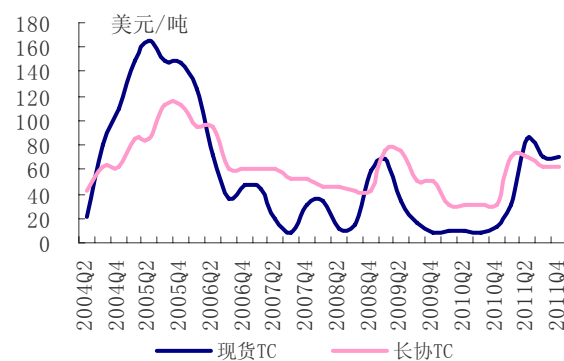
影响铜价和行业盈利水平的中期因素是美元等宏观因素、加工费水平、下游需求量。2010 年日本产铜约 140 万吨，占世界铜产量不足 10%，日本拥有日本三菱公司、古河电工及同和矿业三家铜冶炼生产商宣布，因遭遇不可抗力被迫停产。部分供应到日本的铜精矿转卖到中国。估计现货市场加工费将在 130 美元/吨左右整理，随着受灾地区冶炼产能复产，二季度加工费将前高后低，TC 均价为 85 美元/吨。总体来说二季度行业盈利水平处于相对较高的水平。

图 13、日本冶炼铜产能受地震影响将使加工费处于高位整理



资料来源：Wind 东北证券

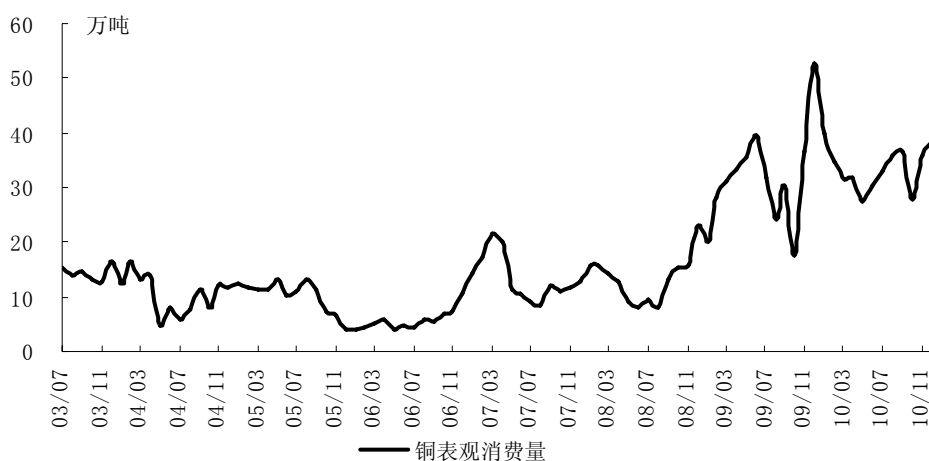
图 14、估计二季度 TC 均价为 85 美元/吨



资料来源：Wind 东北证券

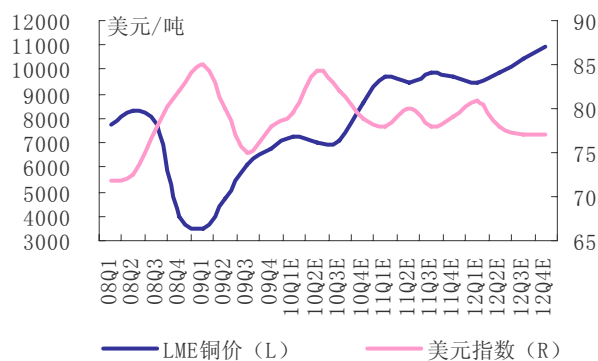
1-2 月份我国铜的表观消费量分别同比下滑了 26%和 29%，低于市场预期。从目前铜下游企业采购积极性来看，铜价短期存在上行压力。但 3-6 月份一般都是铜下游企业如电网、家电采购旺季，所以我们认为短期调整后铜价仍会继续攀升，二季度欧洲、美国经济好转也将带动出口量增加，所以我们认为二季度铜价格会有上行动力，现货价格区间为 7.0-7.5 万元/吨之间。

图 15、从历史事件来看，1-2 月表观消费都属低位，估计二季度会明显改善



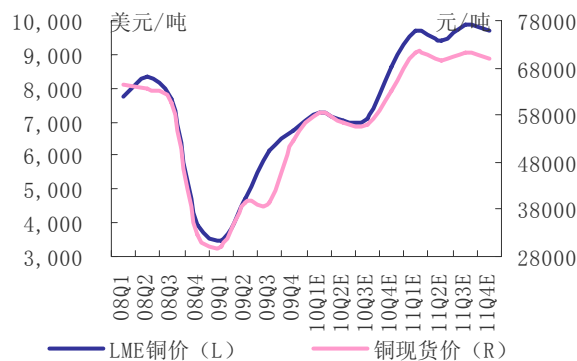
资料来源：Wind，东北证券

图 16、估计 3 个月期铜区间 8500-12000 美元/吨



资料来源：Wind 东北证券

图 17、现货价格区间为 7.0-7.5 万元/吨之间

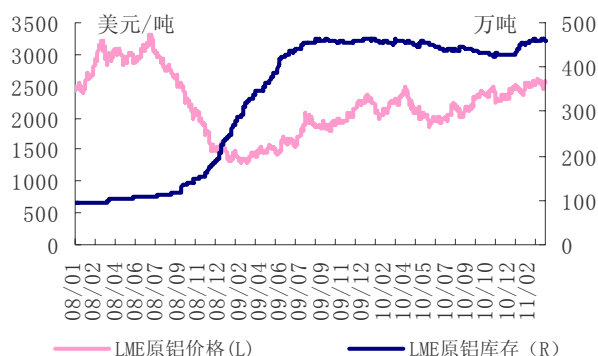


资料来源：Wind 东北证券

三、复产将给铝价反弹带来压力，短期看涨，中期整理

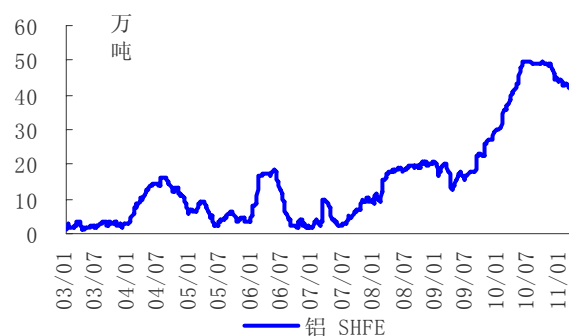
在供给层面来看，受去年四季度和今年一季度限产的影响，电解铝供给压力相对减缓，企业库存和流通环节库存都出现了下降，尤其是上海期货交易所库存下滑明显。我们估计这一趋势要维持到 4 月份，因为被停产的企业大多在 4 月份复产。所以我们对二季度产量和原材料进口量都持大幅增加的看法。据亚洲金属网统计，去年四季度到今年一季度，河南省有 127 万吨电解铝产能停产，广西有 42 万吨停产，共计 169 万吨，假如完全复产，二季度电解铝产量环比至少增长 10%。

图 18、LME 库存压力不是很大



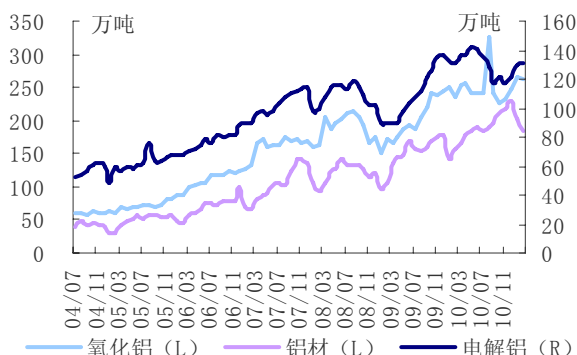
资料来源：Wind 东北证券

图 19、由于限产原因上期所库存呈现下滑趋势



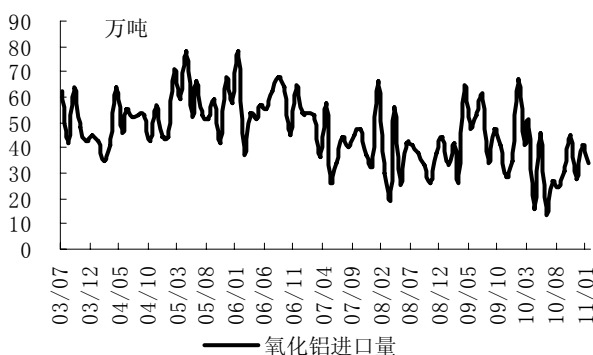
资料来源：Wind 东北证券

图 20、估计电解铝陆续复产后产量将开始走高



资料来源：Wind 东北证券

图 21、估计随着复产二季度氧化铝进口量环比大幅增加



资料来源：Wind 东北证券

表 1、估计最近复产的公司

单位：万吨

公司	产能	原停产产能
河南地区电解铝公司		
万基铝业	65	20
焦作万方	40	14
中孚实业河南林丰铝电	26	10
中孚实业	50	20
神火铝业	92	55
郑州发祥实业	13.6	2
河南中迈铝业	13	5
河南登封铝电	6	1
小计	305.6	127
广西地区电解铝产能		
中铝广西分公司	15	5
中铝贵州分公司	45	5
广西百色银海铝业	45	23
曾氏铝业安顺黄果树铝业	18	9
小计	123	42
总计		169

资料来源：国家电网，东北证券

另外 2011 年中国电解铝在建产能为 369.50 万吨，主要分布新疆、陕西、内蒙等地区，2011 年底我国电解铝产能将达到 2400 万吨。在复产启动前期企业库存保持在较低的水平，随着复产和新建产能投产，估计电解铝市场供给压力变大。

表 2、2011 年我国电解铝新投产产能分布

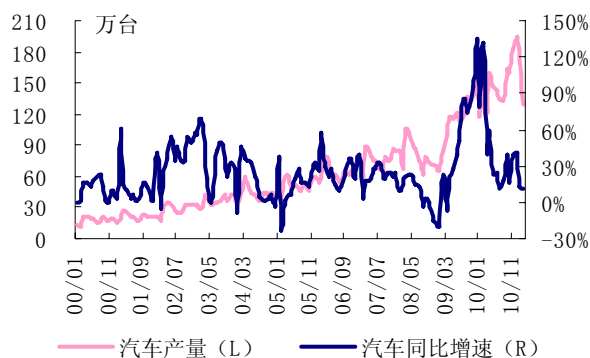
单位：万吨

省份	新建产能
新疆省	100
青海省	25
内蒙古	50
甘肃	44
陕西省	60
河南省	4.5
广西省	38
湖北省	40
山西省	8
总计	369.50

资源来源：亚洲金属网，东北证券

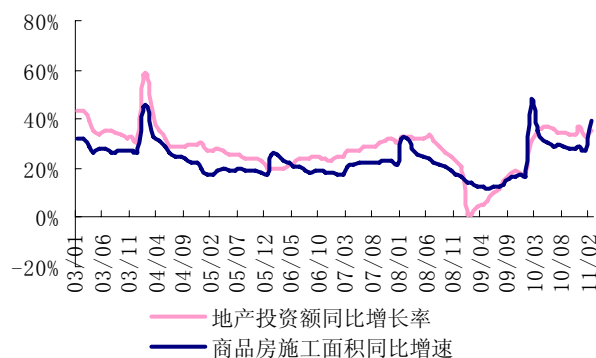
在需求层面来看，短期因素是日本地震带来的影响，2011 年 1 月，中国有近 47% 的铝合金出口到日本，主要用于汽车、轮船行业，最近发生地震对日本汽车行业影响较大，估计对铝合金短期需求有小幅影响。中期来看，铝需求的最大两个下游行业是汽车、地产。根据我们汽车研究员预测，估计 2011 年汽车产量同比增速 15% 左右，增速步入温和增长期，地产方面，由于政府大力支撑保障房建设，今年的建设目标是 1000 万套，所以今年的地产投资额增速不会出现较大下滑，估计和去年 33% 持平。所以铝需求层面没有市场预期的那么差。

图 22、估计今年汽车产量增速步入温和增长



资料来源：Wind 东北证券

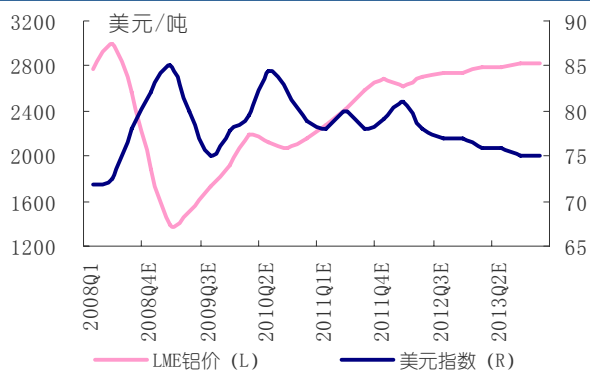
图 23、由于保障房投资加大，估计今年地产投资增速 30% 左右



资料来源：Wind 东北证券

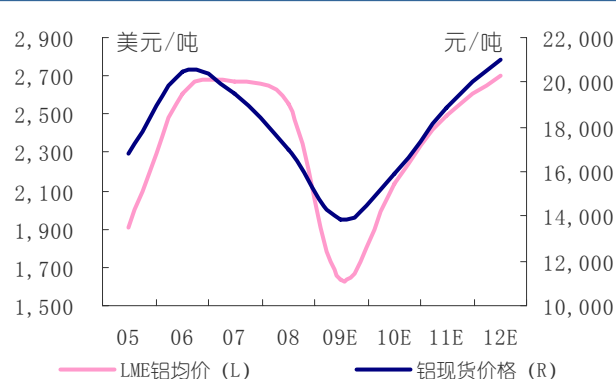
鉴于对以上供需层面的预期，估计 4 月份属于需求旺季，铝产能复产过程中，所以 4 月份铝库存压力不大，我们认为短期内铝还具有上行动力，但随着复产的完成估计铝价格难于出现大涨，以整理为主，估计 3 个月期铝价格区间为 2500-2800 美元/吨。二季度现货铝价为 1.75 万元，环比上涨 4%。

图 24、估计今年汽车产量增速步入温和增长



资料来源：Wind 东北证券

图 25、由于保障房投资加大，估计今年地产投资增速 30%左右



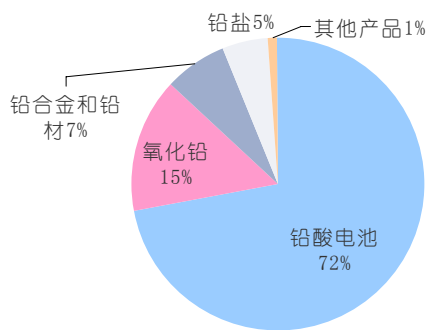
资料来源：Wind 东北证券

四、铅价短期维持强势，锌价相对弱势

1、铅酸电池企业面临很大环保风险

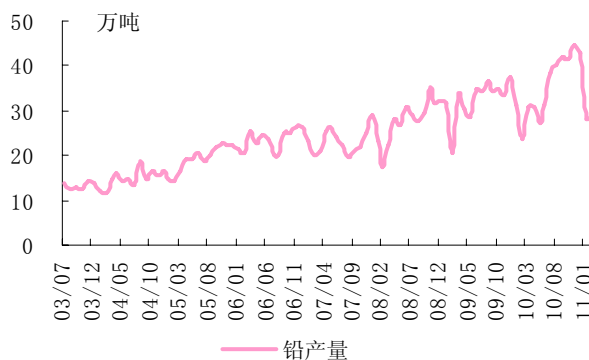
铅的 72%需要都用来生产铅酸电池，我们国家生产铅酸电池企业众多，且环保问题严重，据亚洲金属网透露 60%以上的企业在排放废物都不达标，国内频发血铅事件，对国人健康伤害很大。2010 年年环保部调度的 6 起铅污染事件中，有 3 起由铅蓄电池企业引起。从政策方面来看，政府越来越重视节能环保，比如 3 月 28 号九部委联合召开会议要求全面彻查铅蓄电池企业，重点是加大重金属排放企业排查整治力度，遏制重金属污染事件上升势头。全面彻查铅蓄电池行业企业的环境违法问题成为环保专项行动的首要任务。如果政府实施得当，关停众多铅酸电池企业，铅需求将受较大影响，今年有望出现下滑。

图 26、铅酸电池需求占铅的 72%



资料来源：Wind 东北证券

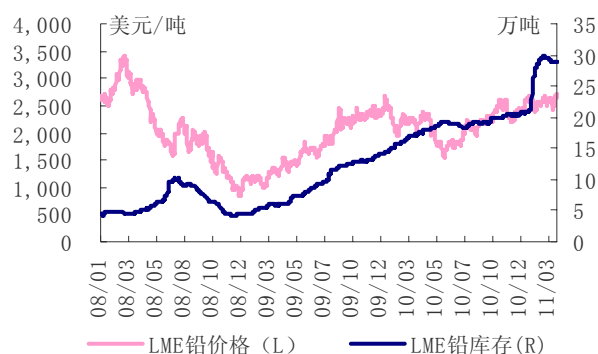
图 27、估计受环保审查影响，今年铅产量增速低于 10%



资料来源：Wind 东北证券

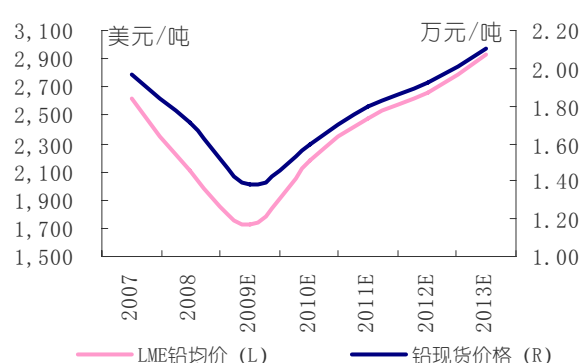
在铅上游产业链中不仅仅是下游铅酸电池企业存在环保问题，铅冶炼企业也存在不达标情况。环保部也愈加重视该类问题，从 1-2 月我们国家铅产量逐步下滑情况可以看出铅企业生产受政策影响较大。而行业内具有清洁生产优势企业，如豫光金铅竞争优势明显。对于铅价看法，我们认为短期强势，一是受铅期货影响，二是核电危机带动起来的电池需求变大。中期看温和上涨，主要是下游行业铅酸电池企业存在很大环保不达标的风险。

图 28、铅库存仍然比较高，强势铅价难于持续很长时间



资料来源: Wind 东北证券

图 29、估计 2011 年铅均价 1.80 万元/吨，同比上涨 14%

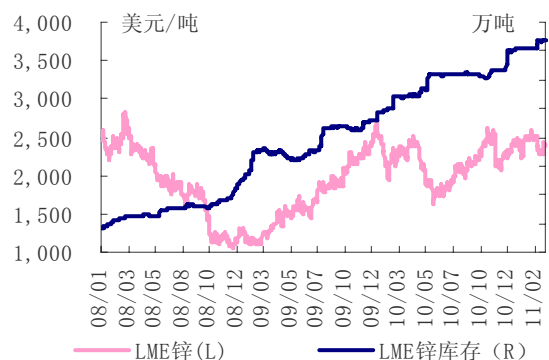


资料来源: Wind 东北证券

2、二季度锌现货价格在 1.75-1.90 万元/吨之间

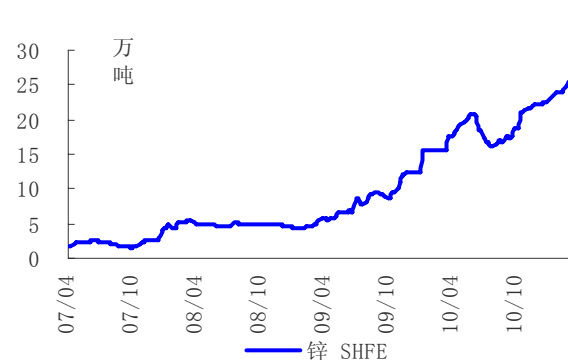
我们认为影响锌二季度投资的主要因素有下游地产、汽车行业情况，库存量，美元走势等。按照目前地产行业商品房新开工面积持续下滑情况，估计镀锌板需求受到抑制，另外汽车产量增速也难于达到 2010 年那么高水平，所以今年锌需求难于乐观，估计以 10% 左右速度增长。伦敦、上海期货交易所库存高企也反映了这一情况。另一方面，我们认为二季度美元指数有望走高，也会给锌价反弹造成压力，对于锌价格我们持整理态势看法，在有色金属品种属于相对较弱水平。估计 3 个月期锌区间为 2200-2800 美元/吨，现货价格在 1.75-1.90 万元/吨之间。

图 30、锌库存比较高，压抑锌价涨幅



资料来源: Wind 东北证券

图 31、上海期货交易所库存比年初增长 16%



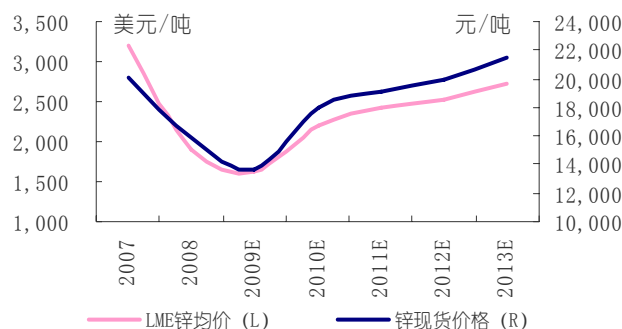
资料来源: Wind 东北证券

图 32、估计今年镀层板产量同比增长 10%左右



资料来源：Wind 东北证券

图 33、估计 2011 年锌均价 1.91 万元/吨，同比上涨 6%

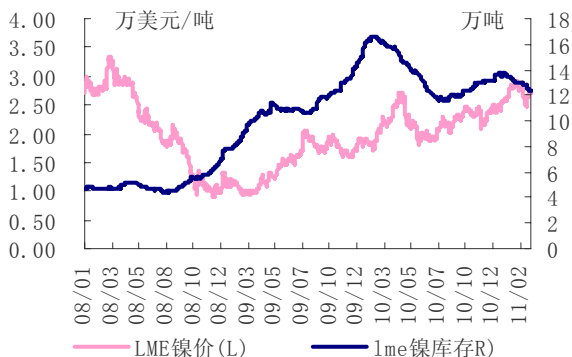


资料来源：Wind 东北证券

五、持续看好镍、锡

镍的 69%用途用于不锈钢冶炼，我国钢铁行业节能减排结束后，1-2 月份合金钢产量同比反弹了 22%，也印证我们之前的判断。估计 2011 年二季度不锈钢产量环比出现较大幅度反弹，届时镍需求得到支撑。考虑到十二鼓励高端设备等产业对镍需求有拉动作用，我们认为镍在基本金属中表现好于铝、铅、锌。预期二季度期镍价区间 2.5 万美元-3.2 万美元，现货镍均值估计为 21.19 万元/吨，环比上涨 5%。

图 34、库存下降，估计二季度期镍价区间 2.5-3.2 万美元



资料来源：Wind 东北证券

图 35、估计 3 个月期锡价格区间 3.0-3.5 万美元/吨



资料来源：Wind 东北证券

从全球来看，印尼近几年精炼锡产量都受政府影响而受到限制，估计未来两年该国产量仍将低速增长。从国内来看，环保部加强了对有色金属行业环保减排的审查，估计二季度锡产量和一季度持平或小幅反弹，全年年产量增速将保持 5% 左右。伦敦期货交易所库存显示，锡库存年内增加 12%，但出于相对较低水平，供给的减少和低位库存将推动 2011 年锡价格持续回升，我们认为锡是基本金属中表现相对乐观的子品种。估计 3 个月期锡价格区间 3.0-3.5 万美元/吨。

六、小金属具有持续投资机会

近年来我国政府越来越注意到稀有金属资源的重要性，并开始收紧出口政策，限制开

采政策，以保护我国资源。现在政府出台的政策最多就是稀土、锑、钨等几种金属。根据金属资源占全球比例来看，我国锡、钼、锆、铟占全球比例都在 20%以上，而且用途大多和新兴产业挂钩，但目前出台的政策相对较少，估计有望成为未来政府重点保护的對象。例如目前国家正在酝酿对钼、锡、铟、锆等十种稀有金属的战略收储，按照我们乐观估计，未来有望对其开采也进行限制。

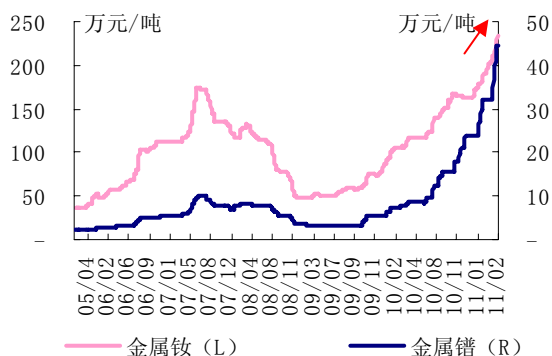
表 3、各种小金属资源情况和政策情况

	中国资源量	全球占比	政策	主要上市公司
稀土	1,773 万吨	57%	实行开采总量控制管理，不批准新的矿产项目，外资公司禁止进入矿产开采，出口配额	包钢稀土、广晟有色
钨	235 万吨	70%	控制，高税率限制上游产品出口	厦门钨业、ST 中钨
锑	74 万吨	33%		辰州矿业、宁波联合
锡	146 万吨	24%		锡业股份
钼	436 万吨	45%	不批准新的矿产项目，外资公司禁止进入矿产开采，设立开采规模进入标准，出口配额	金钼股份
锆	0.372 万吨	43%		云南锆业
铟	0.96 万吨	60%	控制，高税率限制上游产品出口	珠冶集团、中金岭南
钽	0.423 万吨	1%		东方钽业
镓	13.6 万吨	76%		中铝、南风化工

资料来源：矿产资源网，统计局，东北证券

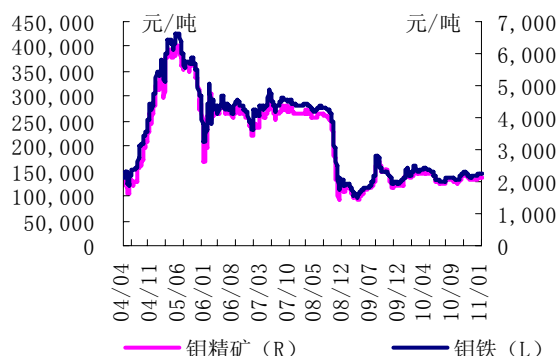
小金属如稀土、钼、锆、钨等价格表现持续乐观，尤其是锆、钼价格上涨中续，符合我们之前一再声明的观点。尤其是和电子元器件相关的小金属品种，短期强势可能性更大，因为日本地震影响，国内电子元器件企业产量有望增大，锆、铟、镓、钛等有望从中受益。锆、钼价格虽有反弹但仍处于反弹中期，如果政府像控制稀土一样控制开采，有望出现强势反弹。我们对未来 3 个月小金属价格持上涨看法。钼铁价格区间为 13-18 万元/吨，锆价格区间为 8000-12000 美元/公斤，稀、钨等价格有望达到 06-08 年历史高位。

图 36、稀土价格在供给收紧预期下有望达到 08 年新高



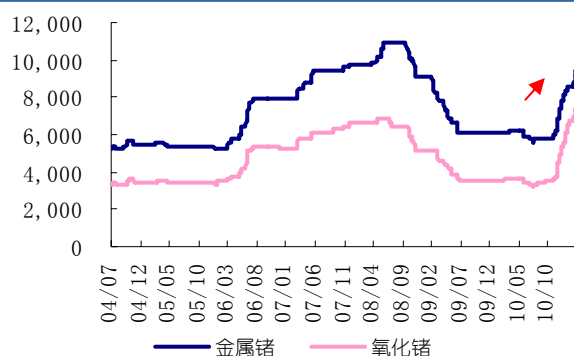
资料来源：Wind 东北证券

图 37、外围钢铁需求启动带动钼价开始走出低迷



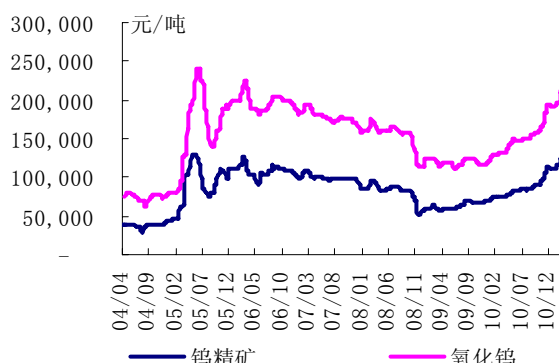
资料来源：Wind 东北证券

图 38、锆价处于反弹中期，短期有望超越 08 年高点



资料来源：Wind 东北证券

图 39、估计 3 个月内钨价处于上升通道中

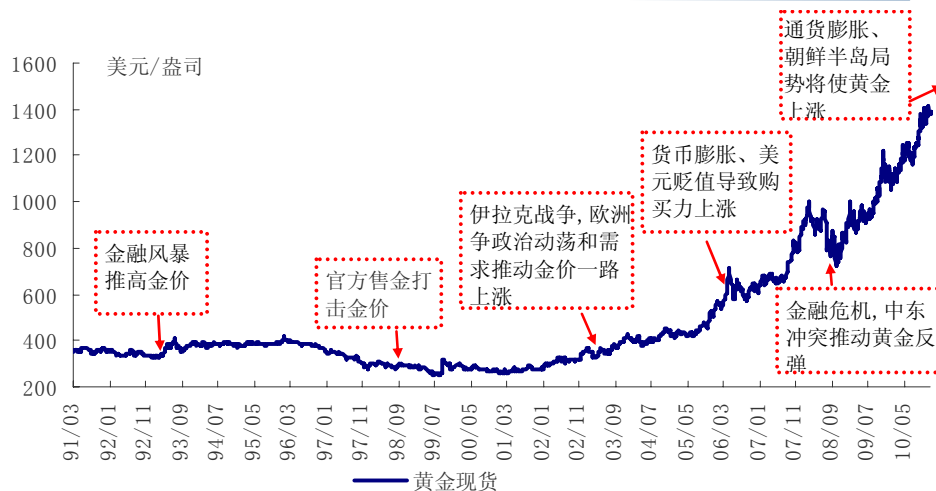


资料来源：Wind 东北证券

七、中东局势动荡不安使黄金价格持续走高

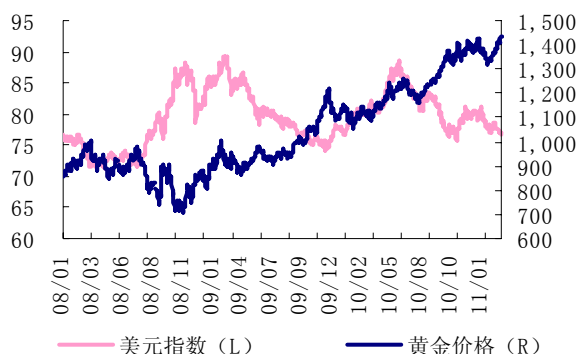
短期内中东政治局势紧张等因素将对黄金价格形成支撑，利比亚、埃及、以色列、阿富汗等国问题不断，估计短期内无望得到缓解，黄金的避险功能再次得到体现，我们不排除黄金价格冲刺 1500 美元/盎司的可能，对 3-6 个月黄金价格区间预期仍没发生改变，维持 1300-1800 美元/盎司。

图 40、历年来经济政治危机对黄金价格的影响



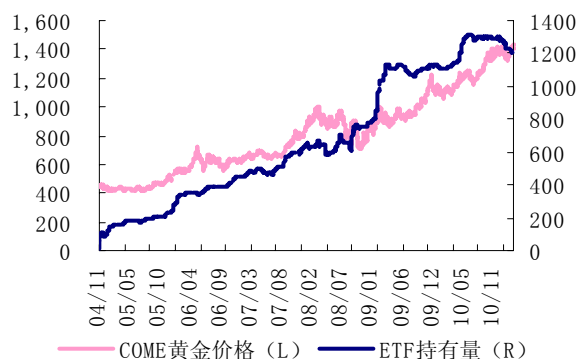
资料来源：Wind，东北证券

图 41、黄金价格和美元关系



资料来源：Wind 东北证券

图 42、ETF 持有量下滑抑制黄金价格涨幅

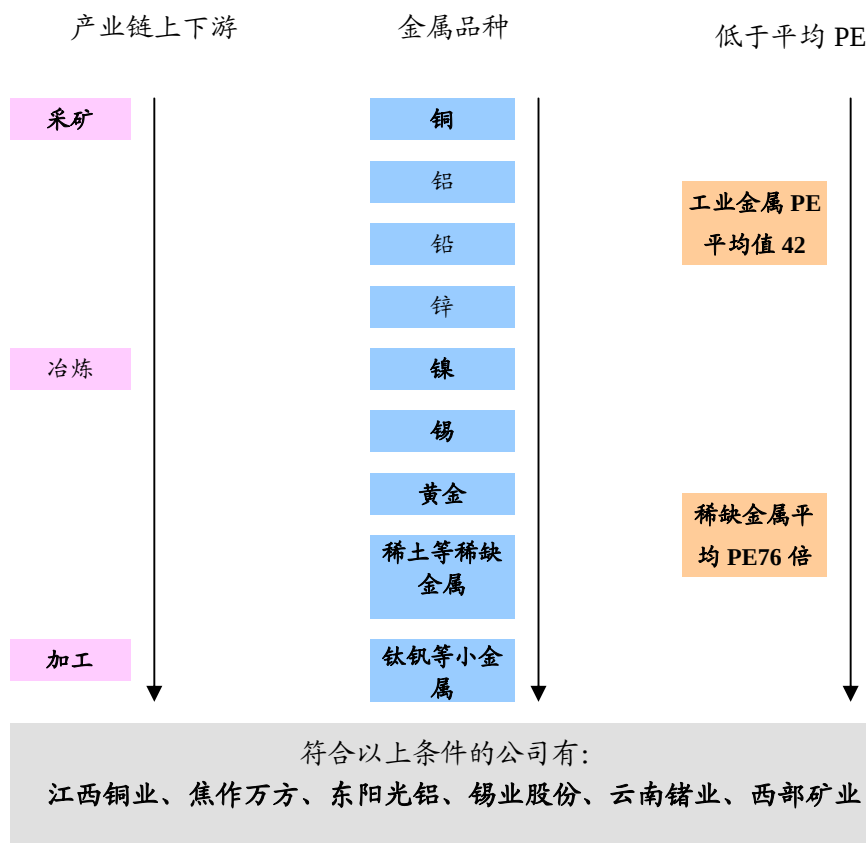


资料来源：Wind 东北证券

八、投资机会主要体现低估蓝筹和锡、镍、小金属

二季度有色金属板块投资路线遵循三条，一是产业链上，选择上游采矿行业、具有技术含量的加工行业；二是选择金属下游需求相对旺盛的金属品种如铜、镍、锡、稀缺小金属；三是选择市场估值水平低于行业水平的公司。经过我们的筛选，推荐几个具有投资价值的公司：江西铜业、焦作万方、东阳光铝、云南锗业、锡业股份、西部矿业。

图 43、选股遵循三条路线，偏向于低于行业平均估值水平的上游和深加工公司



资料来源：Wind 东北证券

目前 A 股有色金属行业 2011 年平均 PE 为 52.11 倍，平均 PB 为 6.93 倍，和 H 股平均 PE 值 23.11 倍、PB 值 1.83 倍相比，明显高估，但由于 A 股资金偏好不同于香港市场，所以市场对其估值也算合理。我们认为过半基本金属价格和稀贵金属价格在通胀过程中会持续上涨，板块未来表现好于大盘，认为短期的调整将是很好的买入时机，维持行业评级为优于大势。推荐基本金属中低估值的个股，如江西铜业、焦作万方、东阳光铝、新疆众和；铅锌行业的西部矿业；小金属的云南锗业、锡业股份。

表 4、有色金属主要跟踪公司估值比较

简称	评级	股价 (3/29)	EPS		PE		PB		ROE (%)	
			11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
基本金属										
驰宏锌锗	推荐	36.29	0.73	0.87	49.95	41.54	12.93	10.73	21.49	21.54
江西铜业	推荐	39.52	2.16	2.60	18.29	15.22	4.63	4.43	24.20	27.71
中国铝业 A	谨慎推荐	11.68	0.20	0.37	57.89	31.57	3.06	2.94	5.08	8.93
吉恩镍业	中性	26.87	0.40	1.29	67.18	20.90	7.18	6.15	9.15	23.87
新疆众和	推荐	27.17	0.87	0.94	31.30	28.85	4.42	3.89	12.42	13.47
东阳光铝	推荐	19.27	0.56	0.64	34.56	30.15	7.51	6.47	18.72	18.40
焦作万方	推荐	20.91	0.73	0.74	28.59	28.15	4.91	4.28	14.98	15.10
锡业股份	推荐	35.02	0.63	0.71	55.57	49.50	9.53	8.62	15.51	15.31
西部矿业	推荐	18.68	0.77	0.80	24.26	23.38	3.53	3.11	12.84	13.32
铜陵有色	推荐	28.63	1.13	0.84	25.39	33.96	4.63	4.36	17.19	13.43
平均值	-				42.28	30.68	5.43	4.99	14.57	17.11
小金属										
宝钛股份	谨慎推荐	31.25	0.25	0.55	126.41	56.66	3.62	3.48	2.87	6.14
贵研铂业	谨慎推荐	37.83	0.74	1.15	50.85	32.92	6.17	5.30	12.13	16.10
格林美	推荐	52.21	1.09	2.08	48.06	25.09	10.30	8.77	21.43	34.94
金钼股份	推荐	25.54	0.43	0.67	59.03	37.99	5.86	5.29	9.93	13.92
厦门钨业	推荐	50.37	0.61	0.79	82.57	63.76	11.69	10.07	14.15	15.80
云南锗业	推荐	77.50	1.46	2.36	53.18	32.85	8.16	7.12	15.35	21.69
中色股份	推荐	37.17	0.28	0.38	134.53	99.00	11.39	10.50	8.47	10.61
平均值	-				75.84	47.23	9.83	8.85	15.48	21.30
A 股行业平均水平					52.11	38.65	6.93	6.98	16.68	17.30
紫金矿业 H	-	6.19	0.50	0.55	12.38	11.25	3.71	3.60	29.95	31.99
江西铜业 H	-	24.40	2.16	2.60	11.30	9.40	2.73	2.61	17.48	23.07
中国铝业 H	-	7.50	0.20	0.37	37.17	20.27	1.89	1.81	1.45	4.87
洛阳钼业	-	6.640	0.39	0.46	17.20	14.34	1.03	1.02	4.00	5.93
H 股行业平均水平					21.69	18.78	1.87	1.81	12.48	15.05

资料来源：Wind，东北证券

九、推荐个股

1、江西铜业（600362）：受益于加工费上涨的龙头企业

- 公司铜冶炼市场占比为 20%，铜资源为 1818 万吨，国内第一，黄金储量 405 万吨，位于国内第三位。
- 在建项目有德兴 4.1 万吨铜矿扩产、城门山二期和武山二期。估计 2010-2012 年公司铜精矿量复合增长率 11%，自供比例分别为 21.86%、23.76%、24.81%，海外矿产投产自供比提升到 35%。
- 09 年副产品占毛利的 34%，年产黄金量 20 吨，储量 405 吨。预期 2010 年-2012 年副产品对毛利贡献率将在 30%以上，到 2012 年对毛利贡献率为 43%。
- 因调高加工费和铜价，相应调高公司预期。预计 2011、2012 年公司 EPS 分别为 2.12 和 2.60 元，维持推荐。

表 5、江西铜业资源市值高于国外企业，但远低于国内同类企业

	权益储量 (万吨)	总股本 (万股)	每股 (千克)	最新股价	总市值 (万元)	资源市值 (元/吨)
自由港	3,494	43,000	81.26	55.24	2,375,320	4,636
南方铜业	5,070	85,001	59.65	30.5	2,592,531	3,487
ANTO	1,030	98,586	10.45	1401.41	138,159,406	914,803
FM CN Equity		7,844	0.00	108.5	851,074	
国外公司平均			37.84		0	307,642
江西铜业	1,818	346,273	5.25	39.520	13,684,707	7,527
铜陵有色	200	129,436	1.55	28.630	3,705,753	18,529
云南铜业	184	125,669	1.46	25.530	3,208,330	17,437
国内公司平均			2.75			14,498

资料来源：公司公告，东北证券

2、焦作万方（000612）：未来业绩渐好，股价回调提供介入良机

- 针对近期不少电解铝企业陆续复产问题，我们认为对 4 月份铝价压力不大。季节消费旺季来临减弱复产影响。
- 公司采购的氧化铝价格和期铝价格挂钩，所以液铝业务盈利稳定。公司作为中铝的参股公司，氧化铝主要来自中铝，采购价格是上期所铝价的 17%，所以总体盈利空间相对稳定。复产以后，铝业务进入正轨，铝的毛利率将恢复到 10%以上。
- 估计 2011 年业绩大幅好转。由于影响 2010 年计提资产减值不具有持续性，且公司主营业务铝盈利情况稳定。参股的煤炭业务将继续对公司贡献投资收益，乐观估计为每股 0.50 元左右，估计 2011 年 EPS 为 0.71 元。另外本年公司拟投资建设 2 台 30 万千瓦热发电机组项目，未来 2-3 年公司电力成本有望降低。
- 由于估值较低，重申推荐评级。估计 2011 年业绩不会像 2010 年相差较大，预期每股收益为 0.71 元，2012 年每股收益 0.73 元。目前 PE 仅为 29 倍，属于有色金属行业较低位置，给与推荐评级，中长期看好。

表 6、公司目前 pe29.67 倍，属于行业内较低位置

	主营收入	增长率 (%)	归属母公司净 利润	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)
2009	5,103	27.12	193	-41.95	0.40	9.76	52.25
2010	5,594	9.62	116	-39.79	0.24	5.70	86.79
2011E	8,420	50.52	343	294.96	0.71	18.59	29.67
2012E	8,610	2.26	351	2.39	0.73	19.00	28.65

资料来源：公司公告，东北证券

3、东阳光铝（600673）：低估的高压铝箔龙头，产能扩张带来投资契机

- 公司亲水铝箔 4 万吨产能未来保持稳定。亲水铝箔占公司营业利润的 21%，目前公司还没扩展打算。
- 估计今年化成铝箔增长 36%，2012 年有望达到 4000 万 m³。2010 年产量 2200 万 m³ 左右，今年估计为 3000 万 m³，如果销路好，2012 年扩大产能至 4000 万 m³。扩展的产能主要是 800 伏以上的高压铝箔。
- 估计今年能贡献 1.5 万吨纤焊箔产量。公司 2 万吨纤焊箔现在已经得到日本企业认证，2011 年打算做到 1.5 万吨。每吨 8000-10000 元的加工费，悲观估计全年能对公司贡献 1.20 亿元的收益，每股贡献 0.15 元，如果销路好 2012 年有望再扩产能。
- 业务拓展上又上一个台阶，涉足新材料、新能源领域。
- 估计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.29、0.56 元，推荐评级。目前 PE 为 32.86 倍，估值较低，未来产能增长较多，推荐评级。

表 7、公司电极铝箔的主要产能情况

产能	2009	2010	2011E	2012E	2013E
化成箔（万平米）	1800	2,370	3,000	4,000	4,000
宜都中高压	1350	1920	2200	3200	3200
乳源化成低中高压	450	450	450	450	450
乳源腐蚀箔			350	350	350
在建项目					
宜都 36 条中高压生产线（每 条 2wm ³ /月）		570	280	1000	
乳源 4 条硫酸系腐蚀线		350			

资料来源：公司公告，东北证券

4、云南锗业（002428）：资源、规模、技术三重优势，12 年业绩爆发性增长

- 云南锗业具有资源、产业链、规模三大优势。公司锗产能 39 吨，全球第二，目前公司掌控的锗资源量占中国金属储量的 20%，云南省上表储量的 58%，锗资源自供率为 80%。
- 公司在研技术较多。比如 13n 探测器级锗单晶，如果研制成功，业绩迎来爆发性增长。另外还在研制有机锗、光纤锗等。估计两年内各类技术都会得到攻克。
- 受益于价格未来两年业绩迎来爆发性增长。2011-2012 年业绩主要受价格影响较大，由于我们对锗强势预期，估计未来两年爆发性增长。另外按照对主要项目于 2013 年

投产的预期，届时公司将拥有锗晶片 30 万片、中小口径锗镜头 3.50 万具、大口径 500 具、光纤四氯化锗 30 吨产能。产量迎来爆发性增长，锗晶片量增长 20 倍，锗镜头产量增加 37 倍，光纤四氯化锗 20 吨，实现从无到有转变。

- 维持推荐评级，目标价 110 元。估计 2011-2012 年 EPS 分别为 1.46、1.72 元，PE55 倍，市场对公司的估值基本合理，建议如果股价回调投资者积极配置，目标价 110 元。

表 8、估计公司未来两年业绩爆发性增长

	主营业收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司净 利润 (百万元)	增长率	EPS	ROE	PE
2009	189	-9.77	78.01	-4.18	0.84	29.99	95.57
2010	176	-6.69	79.11	1.03	0.70	9.69	126.94
2011E	498	182.47	183.04	132.56	1.46	15.07	54.86
2012E	513	3.02	216.52	18.29	1.72	15.91	46.38

资料来源：公司公告，东北证券

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。