

有色复归平淡，等待趋势性投资机会

——有色金属行业 2010 年年报及 1 季报业绩综述

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2011 年 5 月 17 日

联系人

刘勇

010-68784265

liuyong712@gmail.com

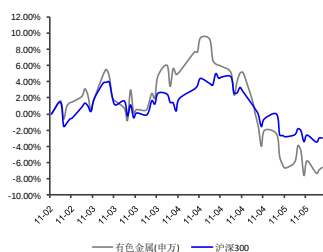
子行业评级

黄金	看好
基本金属	中性
小金属	看好

月度股票池

山东黄金	推荐
中金黄金	推荐
云南锗业	推荐

最近一季度行业相对走势



相关研究报告

2010.11.30 《有所为，有所不为-有色金属年度投资策略》

投资要点：

● 有色行业2010年盈利大幅好转

2010，按照申万分类标准，有色金属板块实现营业总收入同比增长50.43%；其中新材料板块增长50.50%；铜铝铅锌增长56.53%；小金属板块增34.34%；黄金板块增长33.22%。有色金属板块实现归属于母公司所有者净利润增长75.99%，而同期沪深300实现归属于母公司所有者净利润同比增长35.29%。

● 一季度板块业绩有所下降

2011年一季度，有色金属板块实现营业总收入同比增长25.82%；其中新材料板块增长34.98%；铜铝铅锌增长28.42%；小金属板块增60.56%；黄金板块增长18.41%。有色金属板块实现归属于母公司所有者净利润增长27.56%，而同期沪深300实现归属于母公司所有者净利润同比增长23.72%。

● 各子行业业绩呈明显差异化

铜行业营收和净利同比均出现较大幅度回落，从高库存角度和铜价下跌风险出发，我们认为铜公司业绩可能面临进一步环比下降的可能。铝行业尽管由于铝价上涨，但过剩产能严重，整个铝行业受益并不明显，倒是铝深加工的盈利强劲，黄金价格的异常强劲使得黄金行业的盈利基本上处于历史上最好的时期，营收和净利呈稳步上升态势，销售毛利率也是持续攀升。小金属的供需基本面发生了翻天覆地的变化，控制最严的小金属其价格也涨的最欢。也正因此，小金属行业的营收和净利润逐季上升

● 投资策略

目前我们的投资观点是，紧缩政策加码的预期会持续较长一段时间，这种背景下，基本金属的个股表现不应乐观，投资机会不明显，基本金属“中性”评级。同时尽管近段时间，黄金和白银都遭遇了较大幅度的调整，但基于欧债危机的持续发酵和全球通胀形势仍往上走的背景下，我们仍然给予黄金“看好”评级，建议逢低吸纳黄金股。

从稀有金属品种本身的行业集中度，储量优势，产量优势，以及下游行业的产业政策扶持和产业发展方向，比较看好的品种是稀土、钨、钨和锗。给予“看好”评级。但是需要注意的是，在行业整体中性的环境下，即使小金属价格上涨小金属股票也不太可能走出强势的独立行情，因此建议参考估值和价格上涨空间选择投资标的，比较看好的股票是山东黄金、中色股份、株冶集团、厦门钨业和云南锗业。

图表目录

表 1: 2010 年有色金属各板块及沪深 300 营收及净利情况.....	3
表 2: 2010 年有色金属各板块和沪深 300 业绩增幅情况.....	3
表 3: 2011 年一季度有色金属各板块及沪深 300 营收及净利情况.....	4
表 4: 2011 年一季度有色金属各板块和沪深 300 业绩增幅情况.....	4
图 5: 铜行业营业收入及净利润.....	5
图 6: 铜行业销售毛利率低位不前.....	5
表 7: 铜行业个股 2010 年收入和净利润情况.....	6
表 8: 铜行业个股 2011 一季度收入和净利润情况.....	6
图 9: 铝行业营业收入及净利润.....	7
图 10: 铝行业销售毛利率触底回升.....	7
表 11: 铝行业个股 2010 年收入和净利润情况.....	7
表 12: 铝行业个股 2011 一季度收入和净利润情况.....	7
图 13: 黄金行业单季度营业收入及净利润.....	8
图 14: 黄金行业单季度销售毛利率维持高位.....	8
表 15: 黄金行业个股 2010 年收入和净利润情况.....	9
表 16: 黄金行业个股 2011 一季度收入和净利润情况.....	9
图 17: 小金属行业营业收入及净利润.....	10
图 18: 小金属行业销售毛利率持续攀升.....	10
表 19: 小金属行业个股 2010 年收入和净利润情况.....	10
表 20: 小金属行业个股 2011 一季度收入和净利润情况.....	10

1、有色行业盈利大幅好转

1.1、2010 年年度业绩显示有色行业大幅好转

2010 年，按照申万分类标准，有色金属板块实现营业总收入 5864.33 亿元，同比增长 50.43%；其中从细分行业来看，有色金属新材料板块实现收入 220.05 亿元，同比增长 50.50%；铜铝铅锌基本金属板块实现收入 4362.04 亿元，同比增长 56.53%；小金属板块实现收入 386.89 亿元，同比增长 34.34%；黄金板块实现营业收入 895.36 亿元，同比增长 33.22%。沪深 300 实现营业总收入 13.1 万亿，同比增长 35.35%。

再看盈利表现，申万有色金属板块实现归属于母公司所有者净利润 227.79 亿元，同比增长 155.07%；其中有色金属新材料板块实现归属于母公司所有者净利润 11.05 亿元，同比增长 75.99%；铜铝铅锌基本金属板块实现归属于母公司所有者净利润 112.87 亿元，同比增长 267.54%；小金属板块实现归属于母公司所有者净利润 28.55 亿元，同比增长 101.33%；黄金板块实现归属于母公司所有者净利润 75.84 亿元，同比增长 49.90%。沪深 300 实现归属于母公司所有者净利润 1.42 万亿，同比增长 35.29%。

表 1：2010 年有色金属各板块及沪深 300 营收及净利情况

板块名称	2010年度		
	营业总收入（亿元）	归属于母公司股东的净利润（亿元）	净利率
有色金属	5864.33	227.79	11.77%
有色新材料	220.05	11.05	18.04%
铜铝铅锌	4362.04	112.87	8.88%
小金属	386.89	28.55	21.67%
黄金	895.36	75.84	20.09%
沪深300	131028.33	14255.09	10.82%

资料来源：wind 渤海证券研究所

表 2：2010 年有色金属各板块和沪深 300 业绩增幅情况

板块名称	营业总收入同比（%）	营业利润同比（%）	利润总额同比（%）	归属于母公司股东净利润同比（%）
有色金属	50.43	143.34	132.02	155.07
有色新材料	50.50	64.68	58.15	75.99
铜铝铅锌	56.63	362.11	312.51	267.54
小金属	34.34	115.75	98.86	101.33
黄金	33.22	65.79	57.69	49.90
沪深300	35.35	35.51	35.81	35.29

资料来源：wind 渤海证券研究所

1.2、2011 年一季度子行业盈利分化继续，增幅大幅缩窄

2011 年一季度，申万有色金属板块实现营业总收入 1574.63 亿元，同比增长 25.82%；其中从细分行业来看，有色金属新材料板块实现收入 59.28 亿元，同比增长 34.98%；铜铝铅锌基本金属板块实现收入 1174.53 亿元，同比增长 28.42%；小金属板块实现收入 124.74 亿元，同比增长 60.56%；黄金板块实现营业收入 217.32 亿元，同比增长 18.41%。沪深 300 实现营业总收入 3.68 万亿，同比增长 28.67%。

再看盈利表现，申万有色金属板块实现归属于母公司所有者净利润 72.25 亿元，同比增长 27.56%；其中有色金属新材料板块实现归属于母公司所有者净利润 2.02 亿元，同比增长 22.70%；铜铝铅锌基本金属板块实现归属于母公司所有者净利润 36.09 亿元，同比增长 21.10%；小金属板块实现归属于母公司所有者净利润 11.08 亿元，同比增长 70.43%；黄金板块实现归属于母公司所有者净利润 23.17 亿元，同比增长 37.19%。沪深 300 实现归属于母公司所有者净利润 4249.19 亿，同比增长 23.72%。

表 3：2011 年一季度有色金属各板块及沪深 300 营收及净利情况

板块名称	2011年一季度		
	营业总收入（亿元）	归属于母公司股东的净利润（亿元）	净利率
有色金属	1574.63	72.25	5.24%
有色新材料	59.28	2.02	3.99%
铜铝铅锌	1174.53	36.09	3.05%
小金属	59.28	11.08	11.22%
黄金	217.32	23.17	12.30%
沪深300	36833.09	4249.19	10.82%

资料来源：wind 渤海证券研究所

表 4：2011 年一季度有色金属各板块和沪深 300 业绩增幅情况

板块名称	营业总收入同比（%）	营业利润同比（%）	利润总额同比（%）	归属于母公司股东净利润同比（%）
有色金属	25.82	32.48	32.24	27.56
有色新材料	34.98	20.26	22.92	22.7
铜铝铅锌	28.42	15.93	15.69	18.61
小金属	60.56	91.17	98.86	70.43
黄金	18.41	38.29	40.36	37.19
沪深300	28.67	25.58	25.33	23.72

资料来源：wind 渤海证券研究所

从有色金属各子行业的业绩表现来看，一个最显著的特征就是分化较大，尤其是 2011 年一季度以来呈现出强者恒强，弱者趋弱的特征。小金属和黄金板块，无论是营业收入增速还是净利润增速都继续维持较高的水平，这与黄金价格和小金属价格一季度以来的涨幅超出铜铝铅锌基本金属价格涨幅有关，这符合 2010 年下半年以来我们一贯的投资主张，即对黄金和小金属板块看好，基本金属板块中性的观点。

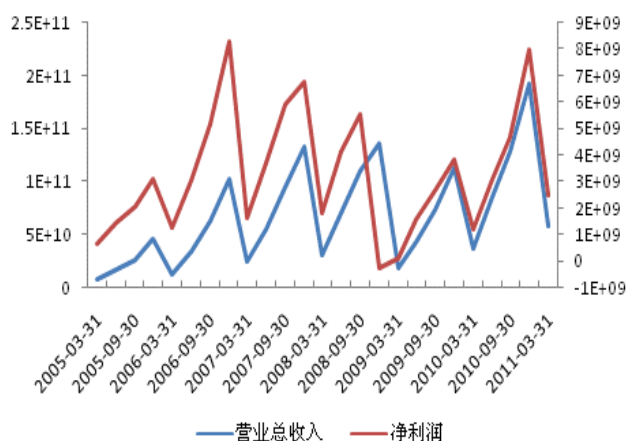
2、个股业绩增速分析

2.1、基本金属板块增速明显下降

铜行业：一季度业绩低于预期。

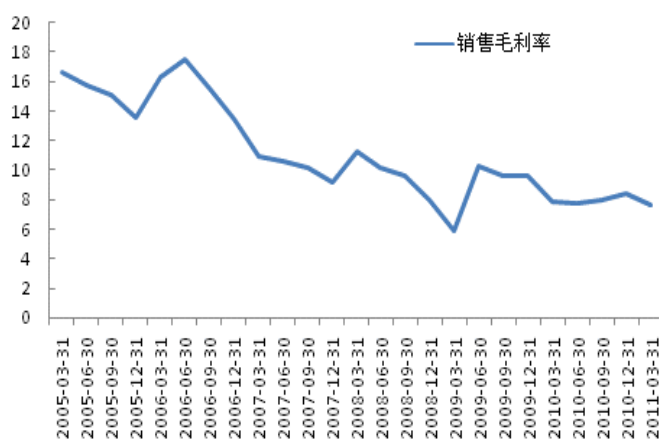
由于 2010 年的铜价高涨，铜行业营业收入大幅飙升，同比增长 42.06%，净利润也相应得到较大程度地提升，全年增长 76.71%。净利润增长幅度明显高于营收增长幅度，我们认为主要与公允价值变动净损益有关。但尤其注意的是，在铜价高企的时候，铜行业的销售毛利率却维持在低位，很大程度上是由于铜上市公司的资源储量、自产矿产量占比小有关。铜业公司可能更大程度上是以赚取稳定的冶炼费为主。即使三大铜业龙头的盈利能力环比也出现了一定程度的下滑。随着今年一季度铜价的见顶回落，铜行业营收和净利同比均出现较大程度回落，从高库存角度和铜价下跌风险出发，我们认为铜公司业绩可能面临进一步环比下降的可能。

图 5：铜行业营业收入及净利润



资料来源：wind 渤海证券研究所

图 6：铜行业销售毛利率低位不前



资料来源：wind 渤海证券研究所

表 7: 铜行业个股 2010 年收入和净利润情况

证券代码	证券简称	2010年度		
		营收(百万)	净利润(百万)	净利率
601137.SH	博威合金	2016.08	119.70	6.26
002295.SZ	精艺股份	2583.24	66.79	2.57
002171.SZ	精诚铜业	2937.66	83.08	3.26
600255.SH	鑫科材料	3668.59	54.43	1.90
002203.SZ	海亮股份	9052.59	236.86	2.51
000878.SZ	云南铜业	31712.72	431.40	1.85
000630.SZ	铜陵有色	51303.78	899.21	1.91
600362.SH	江西铜业	76440.86	4907.14	6.83

资料来源: wind 渤海证券研究所

表 8: 铜行业个股 2011 一季度收入和净利润情况

证券代码	证券简称	2011年一季度		
		营收(百万)	净利润(百万)	净利率
601137.SH	博威合金	512.03	36.16	6.26
002295.SZ	精艺股份	682.12	24.14	2.57
002171.SZ	精诚铜业	777.86	24.73	3.26
600255.SH	鑫科材料	1151.89	27.58	1.90
002203.SZ	海亮股份	2497.37	25.36	2.51
000878.SZ	云南铜业	5988.22	174.34	1.85
000630.SZ	铜陵有色	16883.72	280.70	1.91
600362.SH	江西铜业	25198.58	1587.26	6.83

资料来源: wind 渤海证券研究所

铝行业: 电解铝扭亏为盈, 铝制品是其中亮点

对于铝来说, 由于供需基本面不如其它金属好, 铝价在 2010 年度上涨幅度明显弱于其它基本金属。即使如此, 拥有过剩产能的电解铝子行业也成功的在今年一季度成功扭亏为盈, 但整体盈利幅度仍处低位, 从营收与盈利的背离程度来看, 即使在 09 年和 10 年铝价上涨的时候, 由于产能过剩特别严重, 典型的增收不增利。由于这两年电解铝新增产能受到抑制, 老产能逐渐消耗, 行业的产能利用率逐渐上升, 相对应的铝行业的销售毛利率也触底回升。

分公司来看, 我们能发现铝制品深加工的企业的净利率明显高于铝冶炼加工企业, 如亚太科技、闽发铝业、新疆众和, 东阳光铝。因为铝深加工产品的定价模式是铝价+加工费, 铝价上涨和加工费上升同时刺激铝加工企业的盈利, 其中汽车用铝在汽车行业高速发展的背景下, 获利能力大幅飙升, 而电子铝箔、消费铝箔的快

速发展也带动了相关上市公司的业绩，我们认为铝深加工的前景在新兴产业大发展和进口替代趋势愈加明显的背景下还拥有比较广阔的空间，看好它们的高盈利能力持续性。

图 9: 铝行业营业收入及净利润

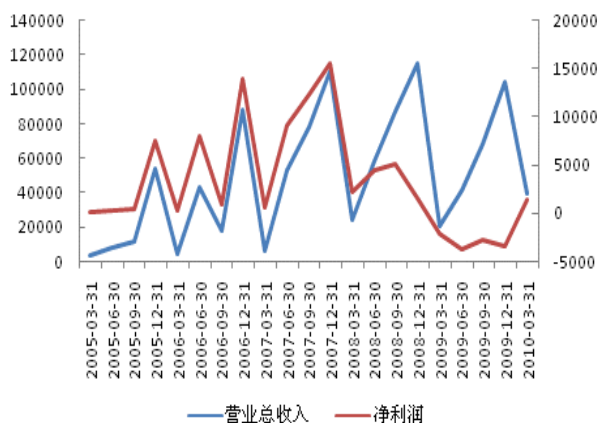
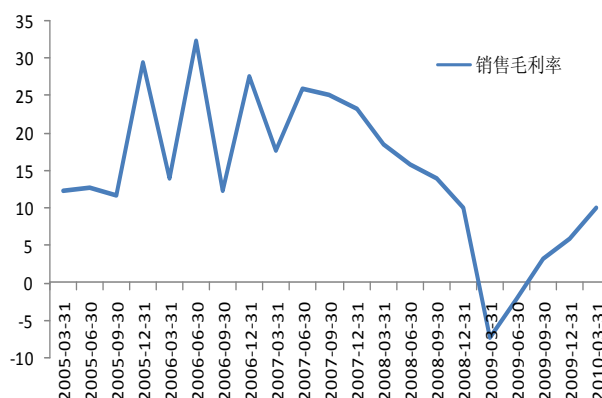


图 10: 铝行业销售毛利率触底回升



资料来源: wind 渤海证券研究所

资料来源: wind 渤海证券研究所

表 11: 铝行业个股 2010 年收入和净利润情况

证券代码	证券简称	2010年度		
		营收(百万)	净利润(百万)	净利率
000612.SZ	焦作万方	5593.9701	115.7731	-0.1499
000807.SZ	云铝股份	7325.7878	30.4779	0.3346
000831.SZ	*ST关铝	2759.3224	-223.0068	-7.2747
002160.SZ	常铝股份	1949.3389	44.8175	2.6967
002379.SZ	鲁丰股份	1021.8856	36.5168	3.4838
002501.SZ	利源铝业	1025.6267	93.381	9.1959
002540.SZ	亚太科技	1136.349	121.1757	11.0518
002578.SZ	闽发铝业	595.3406	52.3025	9.3751
600219.SH	南山铝业	9174.1368	781.1712	10.9504
600595.SH	中孚实业	10826.249	221.4627	0.4377
600673.SH	东阳光铝	3762.9335	248.164	9.2153
600768.SH	宁波富邦	858.1784	20.8695	2.2135
600888.SH	新疆众和	1605.8623	291.7236	17.9184
601600.SH	中国铝业	120994.85	778.008	0.5576

资料来源: wind 渤海证券研究所

表 12: 铝行业个股 2011 一季度收入和净利润情况

证券代码	证券简称	2011年一季度		
		营收(百万)	净利润(百万)	净利率
000612.SZ	焦作万方	1106.3136	60.0467	-0.1499
000807.SZ	云铝股份	1950.189	2.9219	0.3346
000831.SZ	*ST关铝	689.6023	-7.939	-7.2747
002160.SZ	常铝股份	549.3259	15.4345	2.6967
002379.SZ	鲁丰股份	272.5515	10.3714	3.4838
002501.SZ	利源铝业	230.2476	25.9757	9.1959
002540.SZ	亚太科技	303.6572	31.7042	11.0518
002578.SZ	闽发铝业	119.4919	10.0974	9.3751
600219.SH	南山铝业	2827.1497	220.3819	10.9504
600595.SH	中孚实业	3083.4906	47.7545	0.4377
600673.SH	东阳光铝	1148.1312	71.2509	9.2153
600768.SH	宁波富邦	247.8114	0.628	2.2135
600888.SH	新疆众和	459.9077	70.2232	17.9184
601600.SH	中国铝业	28233.536	331.174	0.5576

资料来源: wind 渤海证券研究所

黄金行业: 处于历史上最好时期

黄金价格的异常强劲使得黄金行业的盈利基本上处于历史上最好的时期, 营收和净利呈稳步上升态势, 销售毛利率也是持续攀升。今年一季度的黄金行业的综合毛利率高达 21.91%, 净利率为 12.2%。虽然最近国际金价在投机基金大举抛售, 泡沫之声不绝于耳的背景下出现了较大幅度的下调, 但我们认为在欧债危机持续发酵和全球通胀水平往上升的背景下, 黄金的上涨动力犹存, 最起码我们认为 2011 年的黄金均价可能仍会维持相当高的水平, 这对黄金上市公司来说显然具有正面的影响, 也即它们的高盈利能力得到保持。

从个股来看, 具有较大资源储量、自产矿金比例提升和具有资源注入潜力的黄金股是值得逢低吸纳的, 比如山东黄金和中金黄金。

图 13: 黄金行业单季度营业收入及净利润

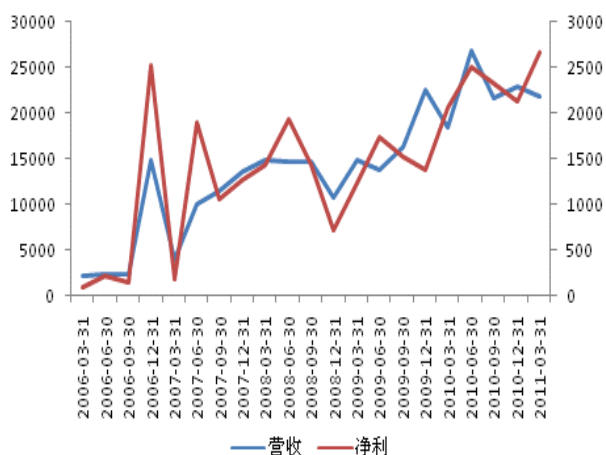
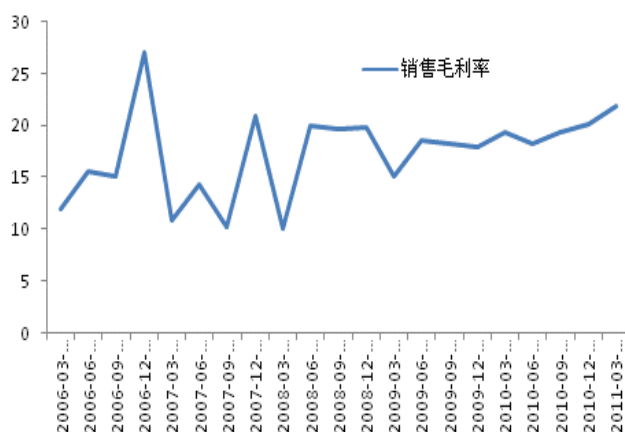


图 14: 黄金行业单季度销售毛利率维持高位



资料来源: wind 渤海证券研究所

资料来源: wind 渤海证券研究所

表 15: 黄金行业个股 2010 年收入和净利润情况

证券代码	证券简称	2010年度		
		营收(百万)	净利润(百万)	净利率
002155.SZ	辰州矿业	2879.4998	217.9774	6.6378
002237.SZ	恒邦股份	4954.5209	190.4404	3.8438
600489.SH	中金黄金	21647.386	1124.8347	7.4268
600547.SH	山东黄金	31514.702	1223.045	4.1147
601899.SH	紫金矿业	28539.579	4827.9167	20.1676

资料来源: wind 渤海证券研究所

表 16: 黄金行业个股 2011 一季度收入和净利润情况

证券代码	证券简称	2011年一季度		
		营收(百万)	净利润(百万)	净利率
002155.SZ	辰州矿业	846.3519	109.9197	12.9807
002237.SZ	恒邦股份	1688.8026	59.628	3.5308
600489.SH	中金黄金	3827.7581	309.7763	11.2824
600547.SH	山东黄金	7905.7777	442.8866	5.8159
601899.SH	紫金矿业	7463.1484	1394.4338	21.5861

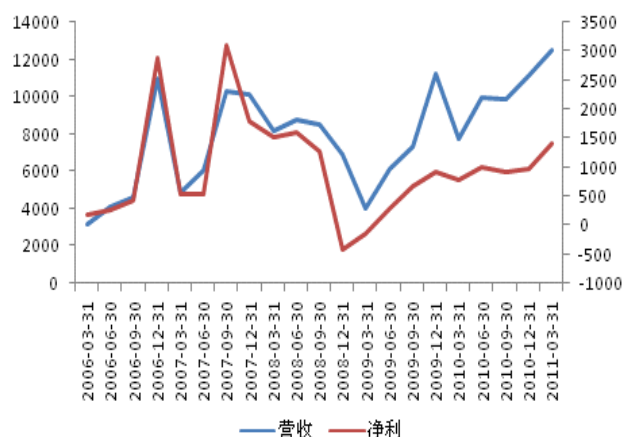
资料来源: wind 渤海证券研究所

小金属行业: 一季度业绩低于预期。

小金属行业是有色金属行业中 2010 年及 2011 年一季度表现最好的行业, 我们认为这与具有明显优势资源的中国政府限制供给有明显关系, 在这种大环境下, 小金属的供需基本面发生了翻天覆地的变化, 控制最严的小金属其价格也涨的最欢。也正因此, 小金属行业的营收和净利润逐季上升, 且上升速度还有加快的趋势, 但从整体来看, 行业的销售毛利率还没有达到历史高点, 这主要是因为其它小金属的价格上涨幅度不一, 拉低了整体毛利率。

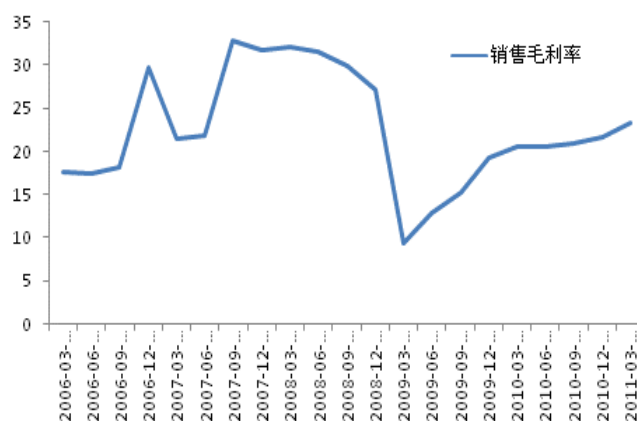
分公司来看, 云南锗业、包钢稀土、厦门钨业、天奇锂业的销售毛利率均超 20%, 远远高于其它小金属品种。

图 17: 小金属行业营业收入及净利润



资料来源: wind 渤海证券研究所

图 18: 小金属行业销售毛利率持续攀升



资料来源: wind 渤海证券研究所

表 19: 小金属行业个股 2010 年收入和净利润情况

证券代码	证券简称	2010年度		
		营收(百万)	净利润(百万)	净利率
000657. SZ	*ST中钨	1157. 70	7. 66	0. 66
000960. SZ	锡业股份	9266. 96	366. 47	3. 95
002378. SZ	章源钨业	1379. 11	151. 44	10. 98
002428. SZ	云南锗业	176. 19	76. 65	43. 83
002460. SZ	赣锋锂业	359. 72	42. 64	11. 86
002466. SZ	天齐锂业	294. 26	38. 88	13. 21
600111. SH	包钢稀土	5257. 94	750. 74	26. 08
600259. SH	广晟有色	1119. 68	38. 12	4. 91
600432. SH	吉恩镍业	2249. 57	107. 20	3. 69
600456. SH	宝钛股份	2564. 10	3. 46	0. 48
600459. SH	贵研铂业	1884. 32	50. 40	3. 03
600549. SH	厦门钨业	5538. 32	349. 86	9. 31
600714. SH	金瑞矿业	377. 93	34. 81	9. 21
601958. SH	金钼股份	7062. 86	835. 62	11. 88

资料来源: wind 渤海证券研究所

表 20: 小金属行业个股 2011 一季度收入和净利润情况

证券代码	证券简称	2011年一季度		
		营收(百万)	净利润(百万)	净利率
000657.SZ	*ST中钨	293.80	1.69	0.58
000960.SZ	锡业股份	3195.63	185.08	5.80
002378.SZ	章源钨业	405.65	49.42	12.18
002428.SZ	云南锗业	53.75	17.71	33.59
002460.SZ	赣锋锂业	94.69	12.26	13.14
002466.SZ	天齐锂业	76.26	8.84	11.59
600111.SH	包钢稀土	2116.01	483.86	34.32
600259.SH	广晟有色	452.01	18.20	5.25
600432.SH	吉恩镍业	563.77	31.27	5.33
600456.SH	宝钛股份	766.90	3.29	0.70
600459.SH	贵研铂业	845.55	17.07	2.34
600549.SH	厦门钨业	1655.95	102.53	8.57
600714.SH	金瑞矿业	114.48	4.76	4.16
601958.SH	金钼股份	1839.15	172.59	9.38

资料来源: wind 渤海证券研究所

3、投资策略

目前我们的投资观点是,作为核心的美元单边下跌和单边上涨的时机都不成熟,而新兴经济体的通胀越来越高,紧缩政策加码的预期会持续较长一段时间,这种背景下,基本金属的个股表现不应乐观,投资机会不明显,我们给予基本金属“中性”评级。同时尽管近段时间,黄金和白银都遭遇了较大幅度的调整,但基于欧债危机的持续发酵和全球通胀形势仍往上走的背景下,我们仍然给予黄金“看好”评级,建议逢低吸纳黄金股。

稀有金属受流动性的影响明显不如工业金属和黄金大,即金融属性不强,供需关系的变化才是主要因素,因此只要全球经济不发生大的系统性危机,稀有金属的价格维持高位甚至上涨的概率较大。面对不同的稀有金属对应的下游几乎不相同,下游景气度的高低则成了判断稀有金属价格的指针,从稀有金属品种本身的行业集中度,储量优势,产量优势,以及下游行业的产业政策扶持和产业发展方向,我们提出了二季度比较看好的品种是稀土、钨、钨和锗。仍给予“看好”评级。但是需要注意的是,在行业整体中性的环境下,即使小金属价格上涨小金属股票也不太可能走出强势的独立行情,因此建议参考估值和价格上涨空间选择投资标的,比较看好的股票是山东黄金、中色股份、株冶集团、厦门钨业和云南锗业。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分