

有色金属研究小组

方夏虹

执业证书编号: S0730511010006

研究支持: 何卫江

hewj@ccnew.com

先抑后扬

——有色金属行业 2011 年下半年投资策略

研究报告-行业策略

同步大市（维持）

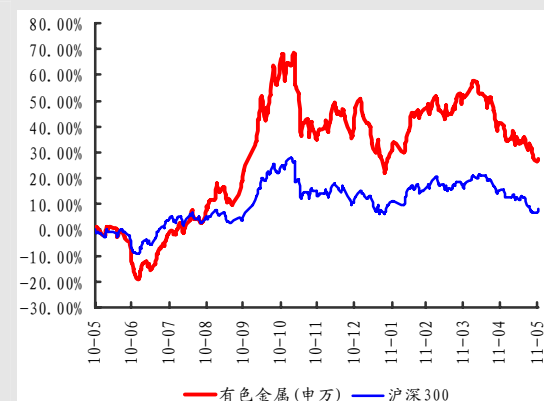
发布日期: 2011 年 5 月 31 日

盈利预测和投资评级

公司简称	11EPS	12EPS	12PE	评级
格林美	0.50	0.75	31.29	买入
焦作万方	0.52	0.82	22.61	买入

注: 股价为 2011 年 5 月 19 日收盘价

有色金属相对沪深 300 表现



相关研究

联系人: 周凯翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

价格已经偏离供需关系, 中国经济下滑势头可能超预期, QE2 后美国需要强势美元以稳定金融市场, 这将对金属价格造成较大调整压力。在这种形势下, 创历史记录的 1300 亿元的存货对当期盈利的负面影响可能超预期。

投资要点:

- 2010 年业绩基本符合预期。2010 年有色金属实现净利润 217.26 亿元, 按可同比增长 150.81%, 略低于我们 160% 预测。2011 年一季度有色金属实现净利润 70.33 亿元, 按可比公司同比增长 27.24%。
- 年内金属价格可能展开宽幅震荡。中国经济年内下滑势头可能超出市场预期; QE2 结束后, 美国需要强势美元以稳定庞大的债券市场, 这对金属价格造成较大调整压力。同时, 这种调整趋势可能出现反复, 因为美联储基准利率工具的使用, 首先考虑的是经济复苏, 之后才是通胀管理。
- 2011 年有色金属板块盈利增长预测从 30% 下调至 20% 左右。2011 年一季度整个板块存货达到 1304.40 亿元, 同比增加 33.47%, 考虑去库存和存货计提对当期盈利的负面影响, 我们下调盈利预测从 30% 至 20%, 对应净利润减少 22 亿元。
- 2011 有色金属动态 PE 仍然偏高。按照调整后盈利增长 20%, 以 2011 年 5 月 19 日收盘价计算, 2011 年有色金属板块动态市盈率为 45.11 倍, 高于历史均值 30 倍。
- 2011 年下半年投资策略: 因势利导。维持年度策略的基本观点: 市场宽幅震荡, 阶段性而非趋势性投资机会可能性更大, 结合目前市场格局, 有色金属行情可能先抑后扬。
- 先非资源, 后资源: 非资源企业与价格关联度较小, 推荐焦作万方(000612)和格林美(002340)。而资源类偏好顺序依次是小金属、基本金属、贵金属。
- 风险提示: 中国经济硬着陆, 欧洲债务危机, 美联储加息。

目录

1.2011 年以来有色金属价格走势总体向上	4
2.2011 年内有色金属价格可能宽幅震荡	7
2.1 基本金属供求现状及预测	7
2.2 中国经济放缓可能超预期是短期需求波动最大的变数	8
2.3 美元可能阶段性走强	11
2.4 年内金属价格可能展开宽幅震荡	13
3. 下调 2011 年有色金属板块盈利增长至 20% 左右	13
4.2011 年下半年有色金属投资策略：因势利导	15
4.1 2011 年以来有色金属跑输大盘近 11 个百分点	15
4.2 2011 年一季度末机构持仓比例继续创新高	16
4.3 2011 年有色金属板块动态 PE 为 45 倍左右，纵、横向比较偏高	16
4.4 2011 年下半年投资策略：因势利导	17
4.4.1 非资源属性品种的趋势机会	17
4.4.2 资源属性品种的阶段性机会	17
5. 重点公司限售解禁情况	18
6.行业风险提示	18

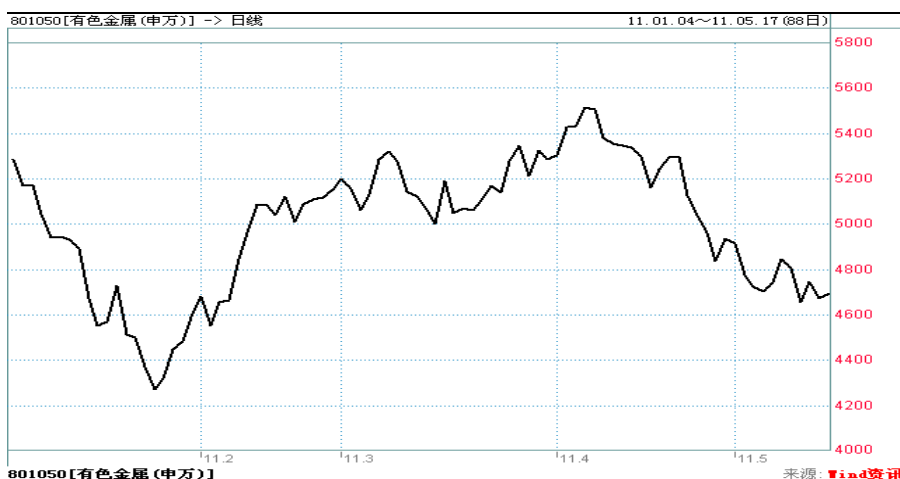
图表目录

图 1：有色金属指数走势	4
图 2：LME 三月期铜收盘价	5
图 3：LME 三月期铝、铅、锌收盘价	5
图 4：LME 三月期锡、镍收盘价	5
图 5：COMEX 黄金期货收盘价	6
图 6：COMEX 白银期货收盘价	6
图 7：国内稀土价格	6
图 8：长江有色市场 1# 铜平均价	7
图 9：欧洲自由市场 APT 价格	7
图 10：CRB 金属现货指数和全球 GDP 增速	7
图 11：OECD 和中国铝需求占全球比例	9
图 12：OECD 和中国铜需求占全球比例	9
图 13：中国 CPI 和 PPI 数据	9
图 14：商品房销售价格指数	9
图 15：大型金融机构人民币存款准备金率	10
图 16：中国一年期存款基准利率	10
图 17：规模以上工业增加值增速	10
图 18：PMI 指数	10
图 19：CRB 金属现货指数、中国 GDP 季度增长	11
图 20：Imex 指数、美元指数	11

图 21: 美联储基准利率.....	12
图 21: 美联储持有国债.....	12
图 23: 希腊、葡萄牙和西班牙 5 年期国债收益率.....	12
图 24: 美国 5 年期国债收益率.....	12
图 25: LMEX 指数.....	13
图 26: 有色金属板块收入增速.....	13
图 27: 有色金属板块毛利率.....	14
图 28: 有色金属板块三项费用率.....	14
图 29: 有色金属板块归属母公司净利润增长.....	15
图 30: 有色金属板块存货.....	15
图 31 有色金属指数走势.....	15
图 32: 有色金属板块静态市盈率.....	16
图 33: 2011 年各板块动态 PE (按 Wind 盈利预测).....	16
表 1: 2010 年累计月度基本金属供需平衡表(供应-需求).....	8
表 2: 全球基本金属供求平衡预测(供应-需求).....	8
表 3: 子行业季度净利润.....	14
表 4: 有色金属机构持仓比例.....	16
表 5: 重点上市公司估值分析表.....	17
表 6: 主要公司股份解禁时间表及解禁比例.....	18

在2011年度策略《因势利导》中，报告的基本结论是：2011年有色金属总体行情可能是宽幅震荡，投资机会可能类似于2010年，属于阶段性行情。投资策略：因势利导，催化剂主要来自内外政策的变化，特别是中美日欧的货币政策，中国的房地产政策等等。

图1：有色金属指数走势



资料来源：wind资讯

2011年以来有色金属的行情基本与年度策略判断大体一致。从走势图上看春节后的行情启动大体还是小金属、贵金属主导，这跟中国小金属政策和美国第二轮宽松货币政策密切相关。

4月份指数出现阶段性调整，与中国紧缩货币政策和房地产调控效果逐步显现有关，同时也与美国QE2之后基本确定退出量化宽松货币政策，国际流动性逐步收紧的趋势分不开。

经过四月份有色金属板块14%左右的调整，按照修正后业绩增长20%预测，2011年板块动态PE为45倍，估值水平横向和纵向比较依然偏高。站在现在这个时点上，我们想从行业基本面出发，结合内外经济、金融形势，调整2011年度投资策略，找到下半年恰当的投资思路和市场运行路径。

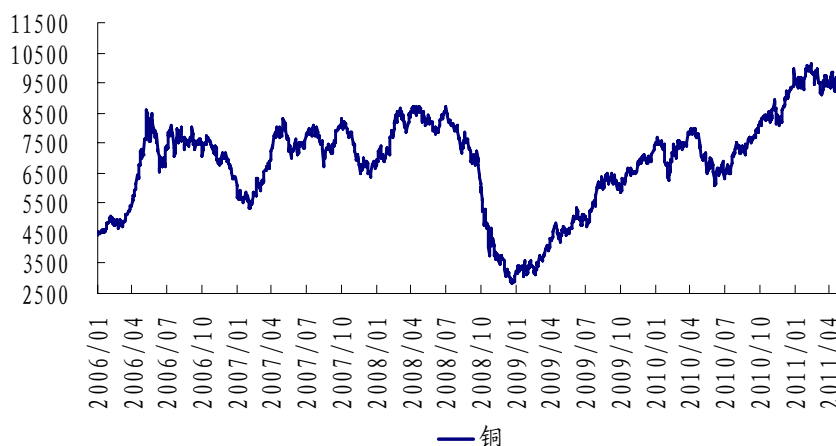
1. 2011年以来有色金属价格走势总体向上

基本金属价格总体延续2010年中期以来上涨态势。以4月份为分水岭，2011年以来有色金属价格走势出现一些分化，基本金属、贵金属价格走势先抑后扬，而以稀土、锑和钨为代表的小金属等则遭到游资炒作，价格出现非理性上涨。

截止2011年5月19日，期间金融属性最强的铜以及供应紧张的锡价格创历史新高，伦铜三月期货收盘价最高达到10160美元/吨，较年初上涨6.50%；伦锡三月期货收盘价最高达到33210美元/吨，较年初上涨26.03%。4月中旬随着紧缩政策效应逐步显现，金属价格出现较大回落，其中5月19日伦铜收于8950美元/吨，较高点回落11.91%。

图2: LME三月期铜收盘价

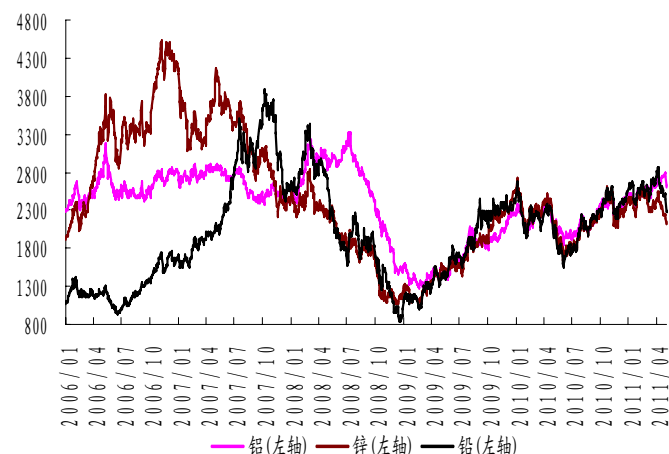
单位: 美元/吨



资料来源: wind资讯

图3: LME三月期铝、铅、锌收盘价

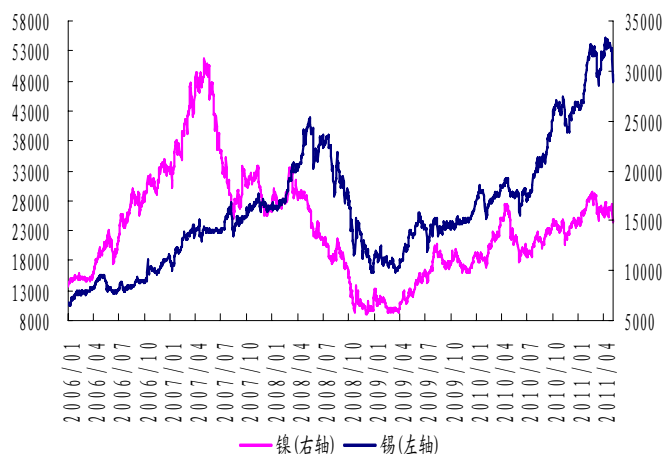
单位: 美元/吨



资料来源: wind资讯

图4: LME三月期锡、镍收盘价

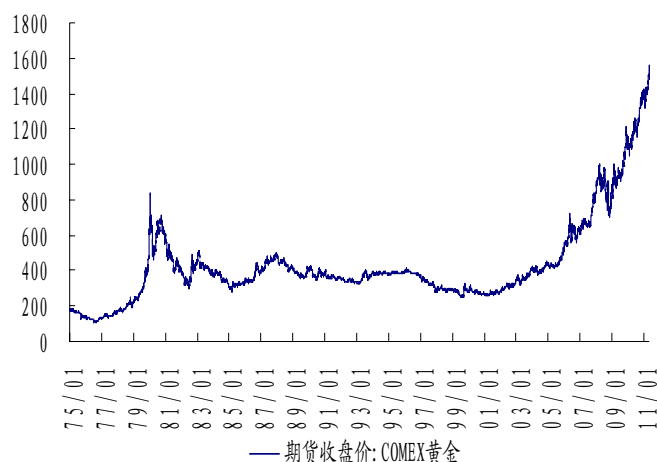
单位: 美元/吨



资料来源: wind资讯

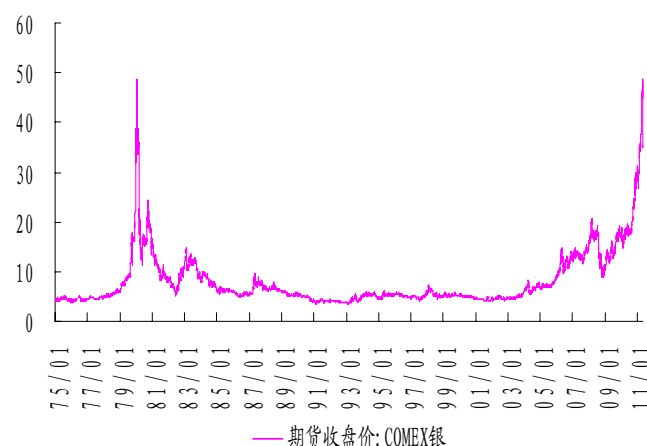
黄金和白银受到投资者热烈追捧。进入2011年黄金继续十年大牛市, 白银涨势更加凶猛, 4月末COMEX黄金和白银价格创历史新高, 分别达到1557.10美元/盎司和48.58美元/盎司。尽管近期黄金和白银价格出现不同程度波动, 特别是5月以来白银价格从最高的48.58美元/盎司, 下跌15.09美元/盎司至33.49美元/盎司, 短期跌幅达31.06%。考虑到OECD债务危机和全球通胀的严峻形势, 黄金和白银价格有望继续保持高位运行。

图5: COMEX黄金期货收盘价 单位: 美元/盎司



资料来源: wind资讯

图6: COMEX白银期货收盘价 单位: 美元/盎司



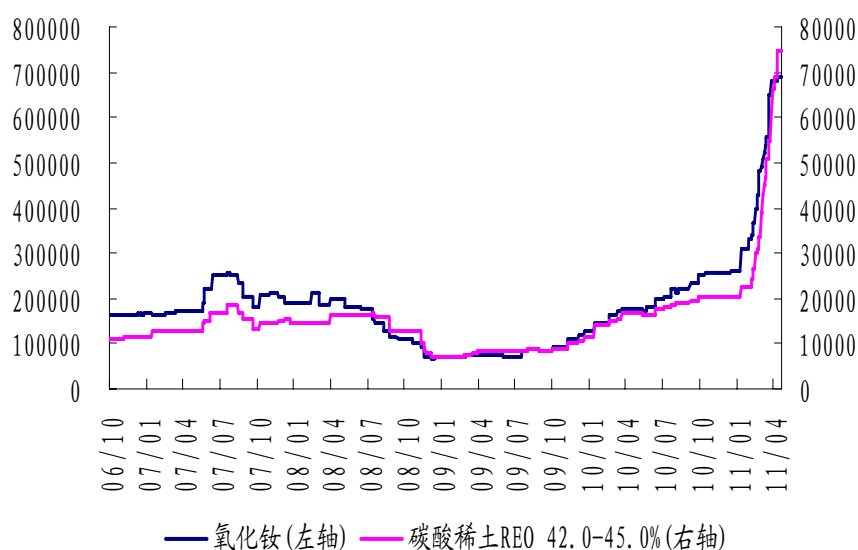
资料来源: wind资讯

小金属景气度还将持续。以稀土、锑和钨为代表的小金属价格上涨源自行业整合,彻底改变供求关系,供不应求推动了小金属价格两年来的持续上涨。其中以稀土最为突出,截止2011年5月19日,碳酸稀土(REO42%-45%)和氧化钨的报价分别为7.85万元/吨和76万元/吨,较年初价格分别上涨282.93%和192.30%。

5月19日,为确保稀土行业持续健康发展,国务院发布《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》,文件从六个方面,提出共22条意见和措施,这将加快稀土行业专项工作的实施。同时,文件明确提出用1-2年时间基本形成以大型企业为主导的稀土行业格局。

考虑到2011-2012年稀土供应仍然很紧张,2011年全球稀土供应缺口可能达到峰值,赤字达18734吨,相当于总需求的13.2%,供不应求使得价格将保持高位运行。

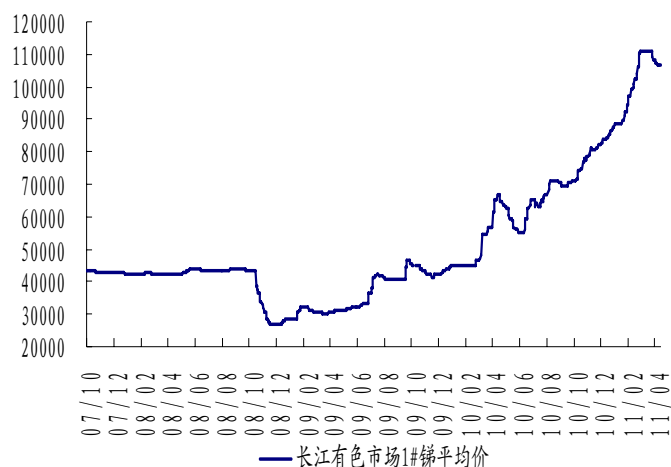
图7: 国内稀土价格 单位: 元/吨



资料来源: wind资讯

图8: 长江有色市场1#锡平均价

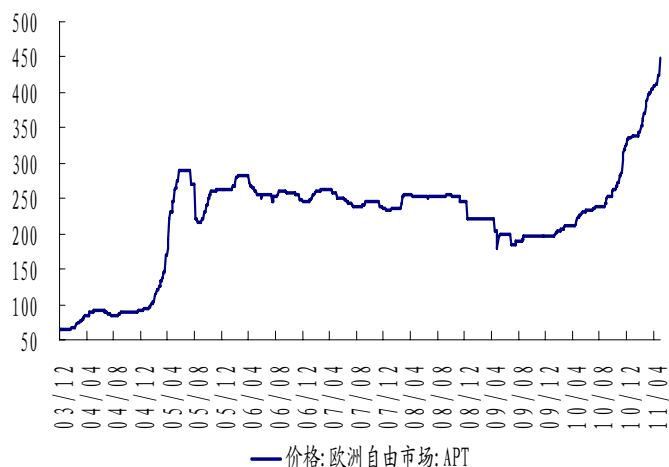
单位: 元/吨



资料来源: wind资讯

图9: 欧洲自由市场APT价格

单位: 美元/吨度



资料来源: wind资讯

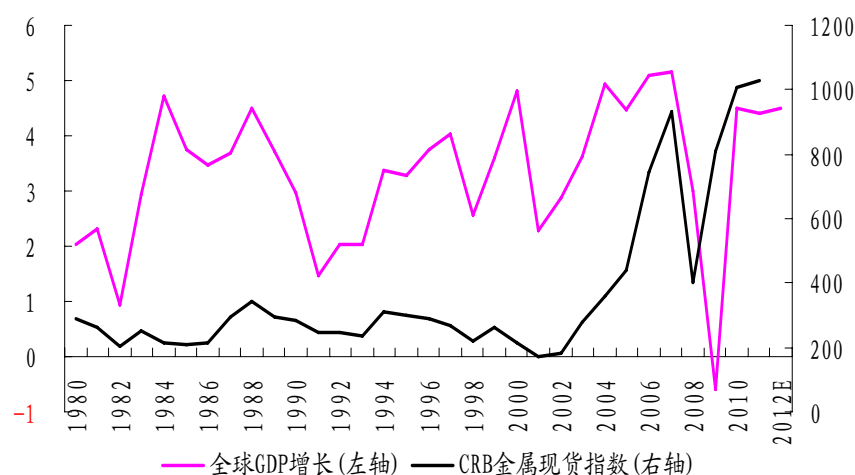
2. 2011年内有色金属价格可能宽幅震荡

从中长期来看,供求关系是有色金属价格的主导因素。2001年中国加入世贸以后,逐步摆脱98年亚洲金融危机,经济走向发展的快车道。城市化和工业化进程大大刺激了中国有色金属的需求,催生了有色金属一轮大牛市,直到2008年美国次贷引发全球金融危机,金属价格全面崩溃。危机之后,中国经济强劲反弹和美联储量化宽松政策导致金属价格创历史新高。

基于当前供求状况和未来供求关系预期,我们认为当前金属价格总水平已经偏离供求的基本面,2011年内有色金属价格可能宽幅震荡。

图10: CRB金属现货指数和全球GDP增速

单位: %



资料来源: wind资讯

2.1 基本金属供求现状及预测

目前铜和锡的短缺状况逐步得到缓解。价格高企抑制需求,中国严厉的紧缩政策使得基本金属中铜和锡紧张的供求关系得到缓解。比较2010年部分月份,铜和锡短缺状况逐步得到缓解。

世界金属统计局(WBMS)数据统计显示, 2011年1-2月全球铜消费量为299.6万吨, 1-2月供应过剩11.8万吨; 2010年全年消费量为1913万吨, 全年供应过剩3.2吨。同时另一个短缺品种锡, 全球1-2月全球锡需求量为6.03万吨, 同比增加10%, 1-2月供应短缺500吨, 2010年全年短缺1.6万吨。其他铝、铅、锌延续过剩局面, 镍供求基本平衡。

表1: 2010年累计月度基本金属供需平衡表(供应-需求) 单位: 万吨

	10(1-2)	1-3	1-4	1-5	1-6	1-7	1-8	1-9	1-10	1-11	1-12	11(1-2)
铜	25.40	13.50	17.70	7.30	-8.00	-7.00	-16.10	-11.20	6.80	-9.70	3.20	11.80
铝	26.40	29.80	29.50	29.60	31.40	17.80	43.40	28.50	31.80	44.70	57.70	30.20
铅	1.23	3.76	4.92	6.84	5.74	7.15	1.63	2.36	-0.08	3.90	-1.80	3.39
锌	19.20	29.30	28.80	24.10	31.40	26.50	25.30	29.20	36.00	43.50	40.20	11.80
锡	0.49	0.36	0.23	0.66	-0.25	-0.99	-1.09	-1.58	-1.57	-1.58	-1.60	-0.05
镍	2.30	1.10	-1.60	-0.50	-0.26	-5.10	-6.30	-4.10	-0.68	2.01	-0.10	-0.37

资料来源: WBMS

展望2012年, 从主流统计机构数据预测来看, 2012将是金属短缺年, 基本金属供不应求将扩散, 铝、锌、铅也将出现短缺, 缺口分别达到90.3万吨、10.8万吨和1.9万吨。

基于全球经济复苏继续深入, 有色金属需求不断增加, 主流机构判断需求增速快于供应增长。从目前全球经济存在的深刻、尖锐的矛盾来看, 短期复苏前景充满变数, 全面出现供不应求的前提假设不一定成立。

表2: 全球基本金属供求平衡预测(供应-需求) 单位: 千吨

供求平衡	2008	2009	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
铜	304.0	1174.0	-258.0	-425.0	-6.0	438.0	481.0	-59.0
铝	2394.0	2557.0	666.0	113.0	-903.0	87.0	-8.0	140.0
锌	--	623.0	246.0	76.0	-108.0	-34.0	70.0	39.0
铅	--	83.0	10.0	-7.0	-19.0	6.0	54.0	16.0
镍	118.0	71.0	-85.0	19.0	36.0	56.0	24.0	-8.0
锡	-7.4	13.6	-25.1	-27.5	--	--	--	--

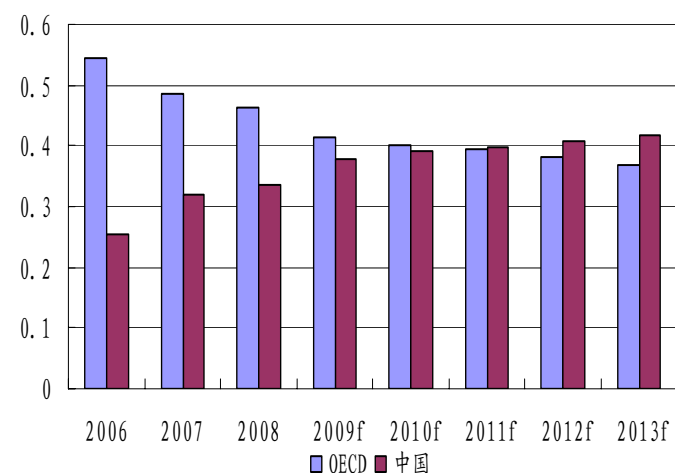
资料来源: IAI, CRU, CNIA, Macquarie Research, October 2010

2.2 中国经济放缓可能超预期是短期需求波动最大的变数

鉴于欧美日当前的经济形势, 基本金属供求关系变动的关键在于中国市场。中国经济运行态势和宏观政策的走势是判断的重要依据。中国和OECD的金属需求平分秋色合计占全球总量八成左右。

图11: OECD和中国铝需求占全球比例

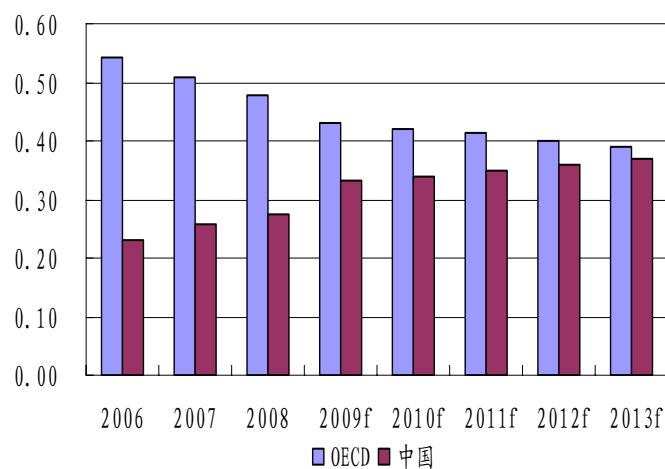
单位: %



资料来源: CRU

图12: OECD和中国铜需求占全球比例

单位: %

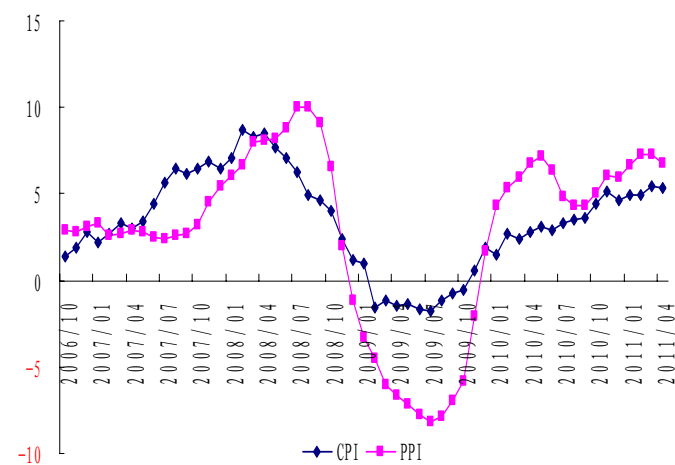


资料来源: CRU

快速攀升的物价和房价打破了中国经济平稳复苏的愿景。2011年3月份CPI、PPI同比增速分别为5.4%和7.31%，达到了阶段性高点，4月份同比增速略有回落，但是各方预期年内的高点可能在二季度出现。由于价格上涨可能引发经济系统性风险和民愤，房地产是受调控最久也是最严厉的行业，但目前也只是控制住了价格上涨增速。

图13: 中国CPI和PPI数据

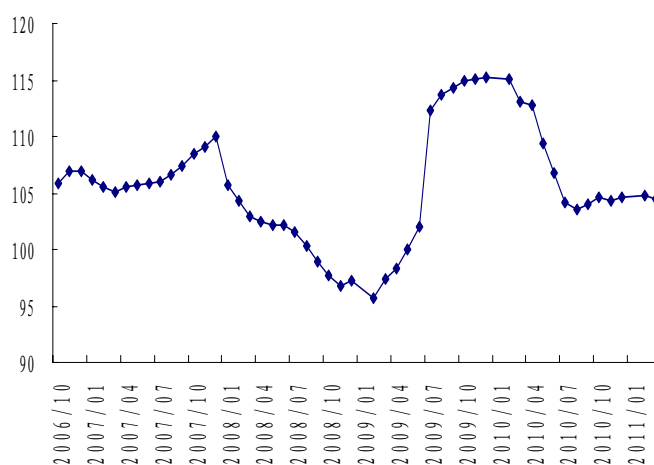
单位: %



资料来源: wind资讯

图14: 商品房销售价格指数

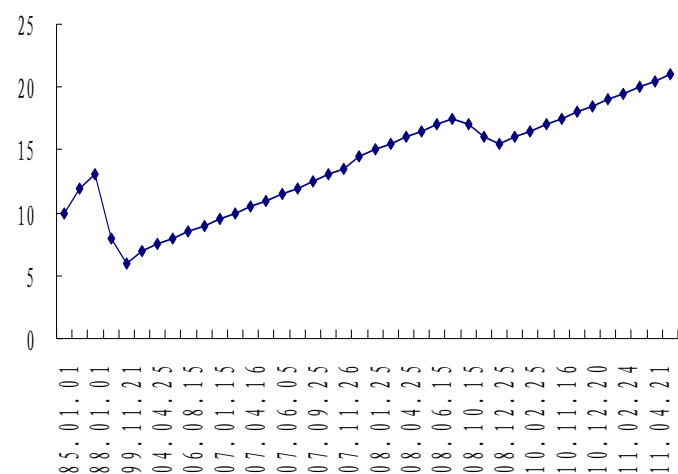
单位: %



资料来源: wind资讯

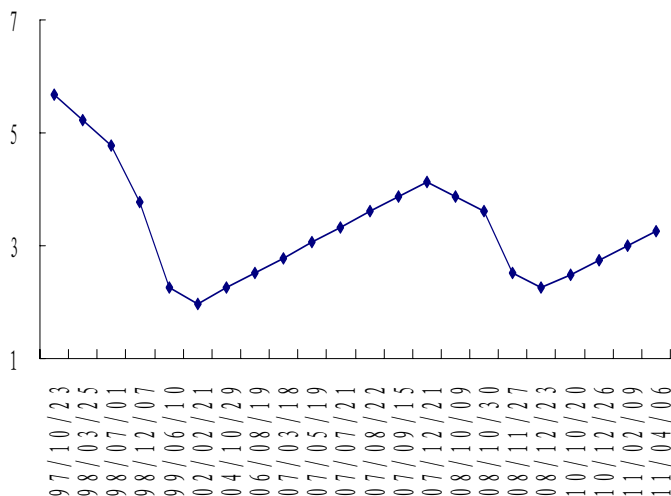
中国人民银行采取了强有力的紧缩措施。自2010年以来11次上调人民币存款准备金率，大型金融机构准备金率从15.50%累计上调5.5个百分点至21%。利率工具也有一定幅度上调，自2010年10月以来，4次上调一年期存款基准利率至3.25%，合计幅度为1个百分点。

图15: 大型金融机构人民币存款准备金率 单位: %



资料来源: wind资讯

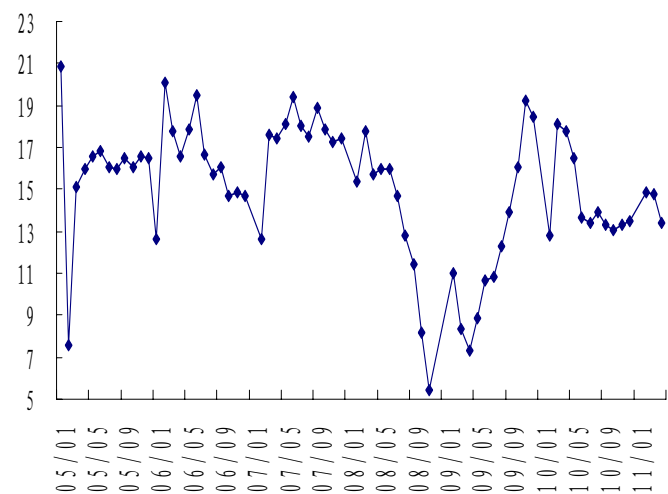
图16: 中国一年期存款基准利率 单位: %



资料来源: wind资讯

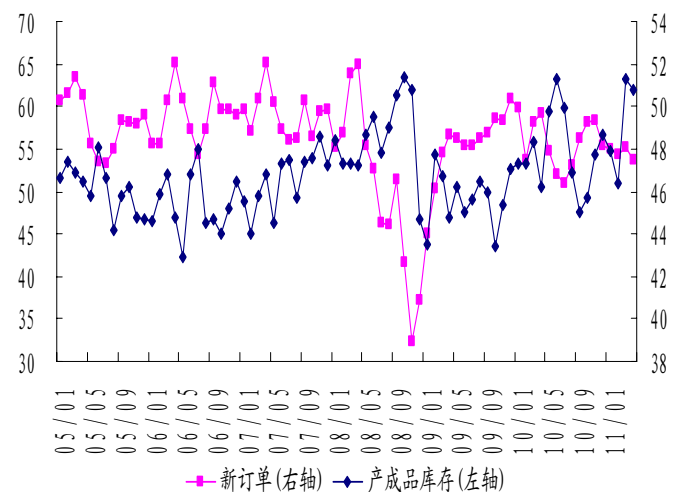
持续的紧缩最终反映在工业增加值增速和PMI指数上。工业增加值最能反映中国经济运行态势, 2011年4月份规模以上工业增加值增长13.4%, 较2月份的高点14.9%, 回落1.5个百分点。反映经济景气的PMI指数显示年内经济可能继续放缓, 4月份产成品库存指数高位回落至53.8, 新订单指数也形成阶段下降的态势。

图17: 规模以上工业增加值增速 单位: %



资料来源: wind资讯

图18: PMI指数



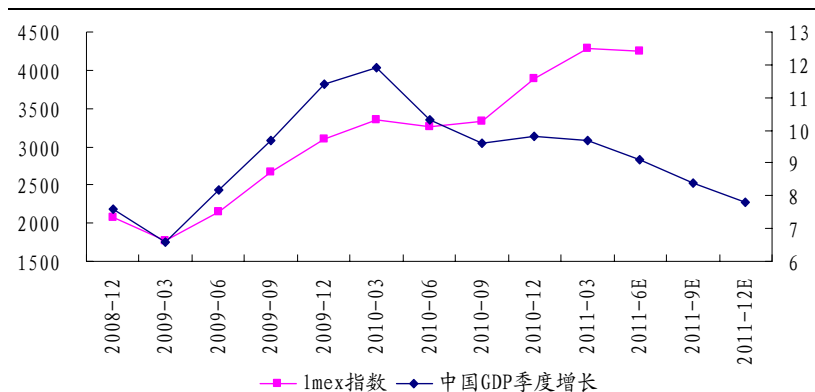
资料来源: wind资讯

2011年一季度GDP同比增长9.70%, 增速较2010年四季度回落0.1个百分点; 一季度环比增长2.1%, 增幅较四季度环比增速下降0.3个百分点。目前电荒可能会加剧经济下滑势头, 国家电网有关人士预计2011年电力缺口在4000万千瓦, 未来两年缺口还将进一步扩大。

机构预计经济下滑势头可能超出市场预期, 预计2011年二、三、四季度同比增长9.10%、8.40%和7.80%。如果经济下滑势头如市场预期, 金属价格跟随下调的可能性非常大。

图19: CRB金属现货指数、中国GDP季度增长

单位: %



资料来源: wind资讯

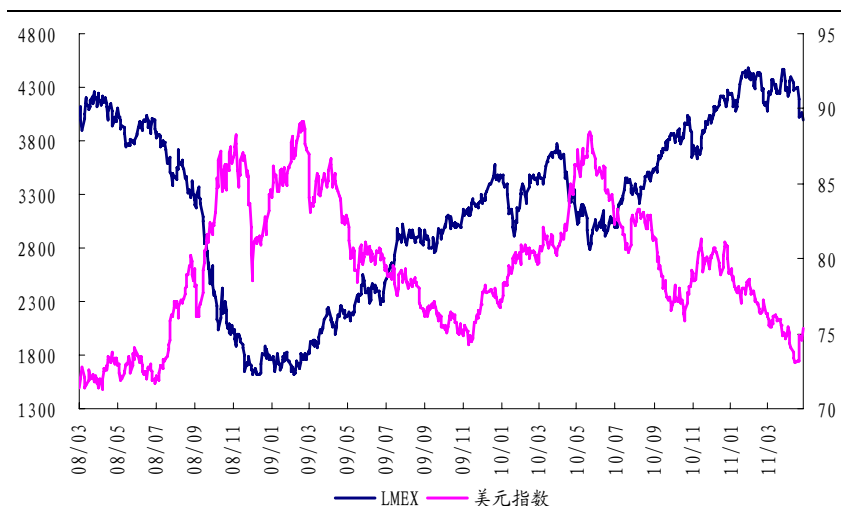
2.3 美元可能阶段性走强

美元走势是影响金属价格另一个重要因素,一方面美元是金属主要计价货币,美元涨跌直接影响到单位金属价值的变动,另一方面美元也暗含了全球经济变化趋势,间接反映金属供求变动方向。

相比供求关系,美元的中短期走势更加难以把握,从美国经济增长态势和巨额赤字情况来看,美元中长期很难趋势走强,但是相比另外两个主要储备货币欧元和日元来说,美元具有相对安全性,某个阶段美元的避险需求可能非常强劲。

近期受欧洲债务危机担忧和新兴市场持续紧缩,美元指数开始从接近底部的73附近连续反弹,如果年内美元这种反弹是一个阶段性趋势,那么对金属价格的影响比较深刻。

图20: lmex指数、美元指数



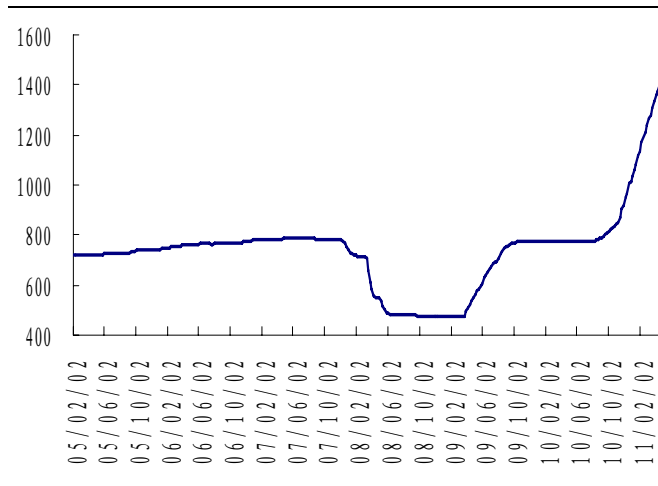
资料来源: wind资讯

尽管美元影响因素非常复杂,但是对下一阶段走势,我们预期美元将触底反弹,出现阶段性走强格局。理由是: 2011年6月末美联储结束QE2之后,美国需要强势美元,需要资金回流美国市场。

两轮量化宽松政策实施以来,美联储持有美国国债数量从08年四季度的4700亿美元,增加2倍左右到目前的1.47万亿美元,美联储成了国债市场的重要买家。当通胀水平节节攀升,美联储升息压力不断增加,同时不再追加新的资金后,国债市场有可能出现阶段性逆转,目前国债收益率一直在底部徘徊。

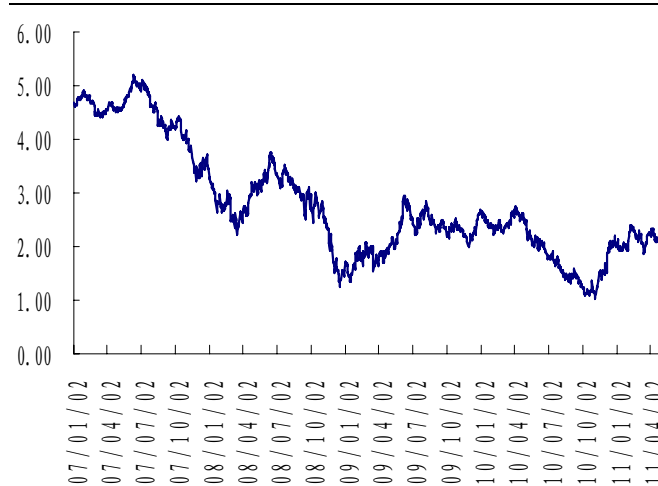
QE2之后,强势美元对稳定住美国债券市场以至整个金融市场具有重要意义。强势美元可能有几条路径,一是欧洲债务危机继续恶化,日本继续通缩,凸显美元的避险功能;二是新兴市场通胀继续深化,延续紧缩措施,对金融市场形成持续打压,刺激资金回流;三是美国两党就债务上限和预算达成广泛共识,美国经济复苏预期增强。

单位:十亿美元



资料来源:wind资讯

单位: %

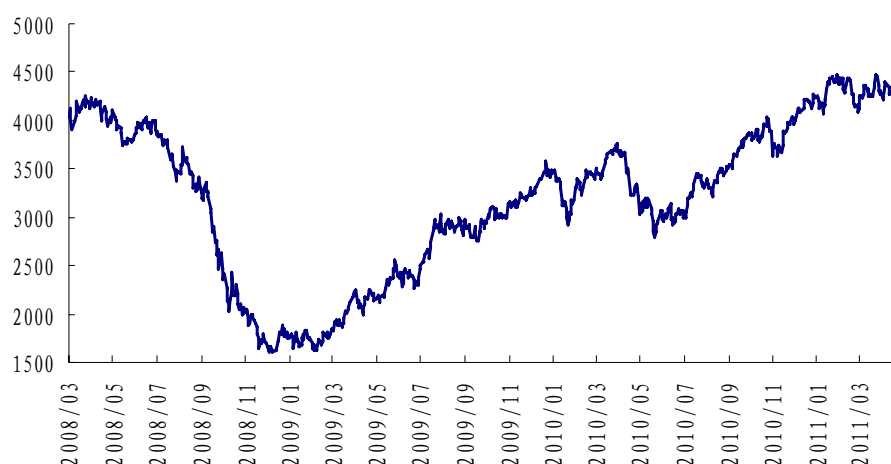


资料来源:wind资讯

2.4 年内金属价格可能展开宽幅震荡

我们认为目前有色金属价格水平已经偏离供需关系层面。中国经济年内下滑势头可能超出市场预期，这将极大影响金属短期需求；同时6月QE2结束后，美国需要强势美元以稳定庞大的债券市场。中国需求下滑和美元阶段性走强可能对金属价格造成较大调整压力。同时，很难判断年内可能出现的这种调整趋势不会出现反复，因为美联储利率工具的使用，首先考虑的是经济复苏，之后才是通胀管理。

图25: LMEX指数



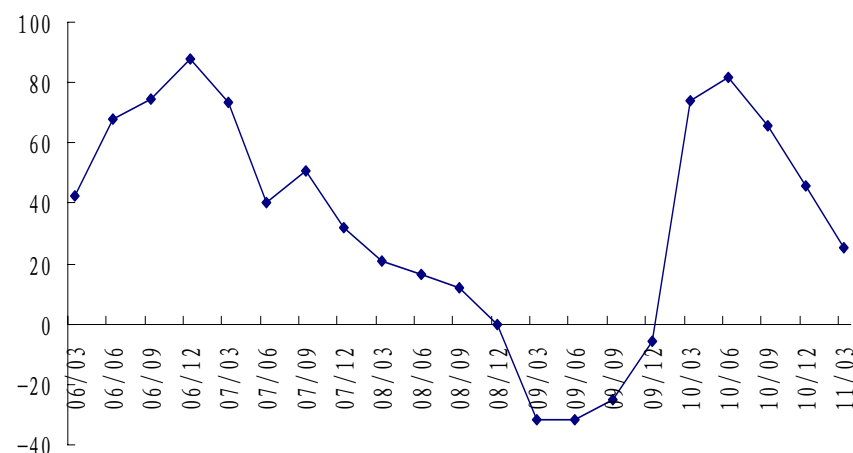
资料来源: wind资讯

3. 下调2011年有色金属板块盈利增长至20%左右

2010年和2011年一季度有色金属收入增速回归合理区间。尽管价格持续上涨，但是由于基数效应，收入增速高位回落。2010年有色金属营业收入增长45.93%，增速较2010年三季度下降19.71个百分点；2011年第一季度收入同比增速进一步下降至25.46%。

图26: 有色金属板块收入增速

单位: %

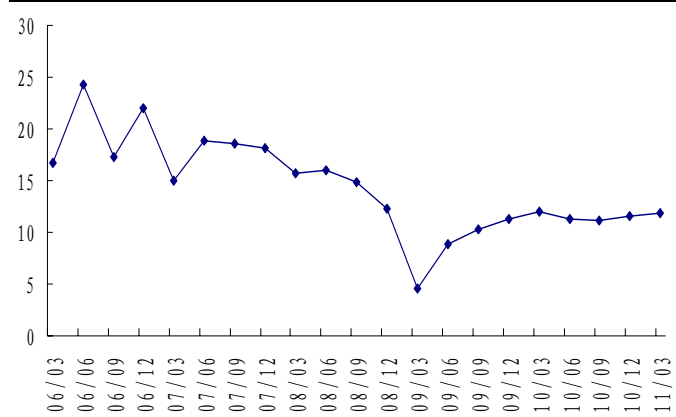


资料来源: wind资讯

有色金属板块盈利能力提升。受价格整体单边上涨，及三项费用稳中有降，板块的盈利能力有所提高。2010年有色金属板块整体毛利率为11.53%较2009年提高0.22个百分点，2011年一季度继续提高至11.88%。三项费用率也是持续下降，2010年三项费用率为5.47%，较2009年减少1.33个百分点，2011年一季度继续降至5.24%。

图27: 有色金属板块毛利率

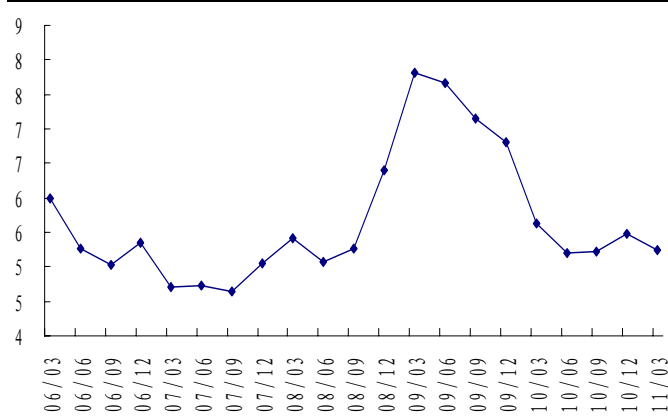
单位: %



资料来源: wind资讯

图28: 有色金属板块三项费用率

单位: %



资料来源: wind资讯

2010年有色金属净利润增长基本符合预期。2010年有色金属实现净利润217.26亿元，按可比公司，2010年净利润同比增长150.81%，略低于我们160%预测。2011年一季度有色金属实现净利润70.33亿元，按可比公司同比增长27.24%，其中铜和小金属净利润增长较快，分别达到76.71%和70.43%。

表3: 子行业季度净利润

单位: 亿元

时间	铝	铜	铅锌	黄金	小金属	有色金属
2008-03	19.87	17.47	7.88	11.77	14.83	71.83
2008-06	20.22	22.43	8.59	15.57	15.28	82.09
2008-09	5.64	13.11	5.15	11.61	11.90	47.41
2008-12	-34.51	-53.64	-24.87	5.45	-4.39	-111.97
2009-03	-20.12	0.68	-0.32	11.53	-1.09	-9.34
2009-06	-14.94	13.94	3.19	15.41	3.00	20.61
2009-09	7.13	10.10	5.52	12.82	6.11	41.68
2009-12	-8.33	11.81	9.97	10.83	6.16	30.44
2010-03	12.36	11.39	6.04	17.77	6.50	54.07
2010-06	2.52	18.29	-2.42	21.35	8.12	47.87
2010-09	2.37	15.10	4.09	19.43	7.13	48.13
2010-12	8.61	28.13	6.38	17.29	6.79	67.19
2011-03	8.75	22.95	4.38	23.17	11.08	70.33

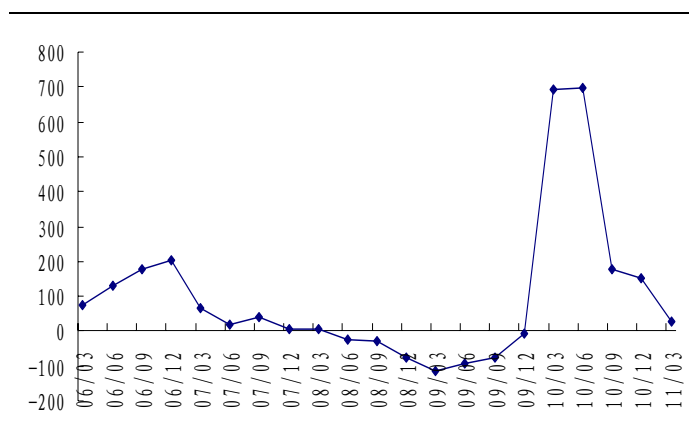
资料来源: wind资讯

2011年有色金属板块盈利增长预测从30%下调至20%左右。在2011年度策略中，根据产量、价格及盈利能力的假设，我们测算2011年有色金属盈利增长30%。之所以下调盈利预测，是因为盈利能力可能有所下降。

根据年内有色金属价格趋势,以及中国经济形势的判断,目前整个上市公司面临去库存压力。2011年一季度整个板块存货达到1304.40亿元,同比增加33.47%,其中黄金和铜存货增速高于平均水平达到52.22%和54.73%,而黄金和铜的短期调整压力较大。

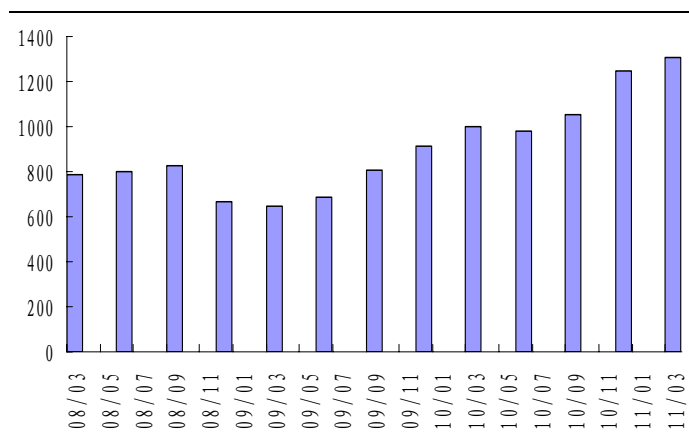
难以量化去库存和存货计提对当期盈利的负面影响,08年出现的极端情况,量化上没有借鉴意义。我们下调盈利预测从30%至20%,对应净利润下降22亿元。

图29: 有色金属板块归属母公司净利润增长 单位: %



资料来源: wind资讯

图30: 有色金属板块存货 单位: 亿元



资料来源: wind资讯

4. 2011年下半年有色金属投资策略: 因势利导

4.1 2011年以来有色金属跑输大盘近11个百分点

2011年以来有色金属指数跑输上证指数。截止2011年5月18日,有色金属板块下跌8.67%,同期上证综指上涨2.30%,跑输近11个百分点,以4月中旬为分界点,有色金属指数先涨后跌。

图31有色金属指数走势



资料来源: wind资讯

4.2 2011年一季度末机构持仓比例继续创新高

2011年一季度机构有色金属持仓比例（机构持有流通股占全部流通股比例）继续走高。2010年以来，机构总体上一路增持有色，2011年一季度有色金属持仓比例达到35.37%，较2010年末提高9.43个百分点，其中铝和小金属增持比较明显，减持了铜、铅和锌，黄金增仓不明显。从机构有色金属整体仓位来看，年内可能减持有色金属以降低持仓比例。

表4：有色金属机构持仓比例

单位：%

	2010-03	2010-06	2010-09	2010-12	2011-03
有色金属	17.75	21.15	24.42	25.94	35.37
铝	17.63	20.38	19.51	22.44	52.45
铜	14.83	16.24	40.37	33.39	28.93
铅锌	25.69	31.92	38.56	44.65	39.95
黄金	14.75	17.55	16.93	18.55	20.08
小金属	18.59	23.81	22.08	22.75	26.48

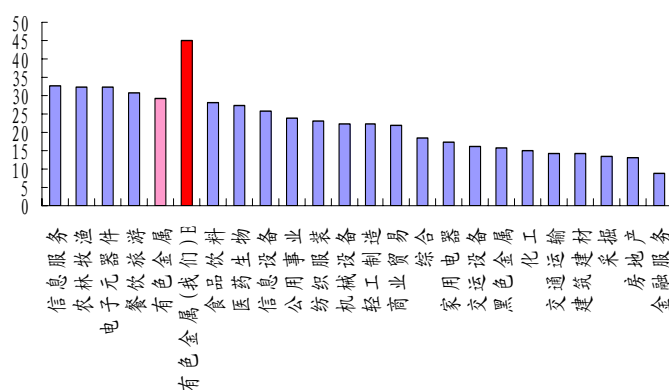
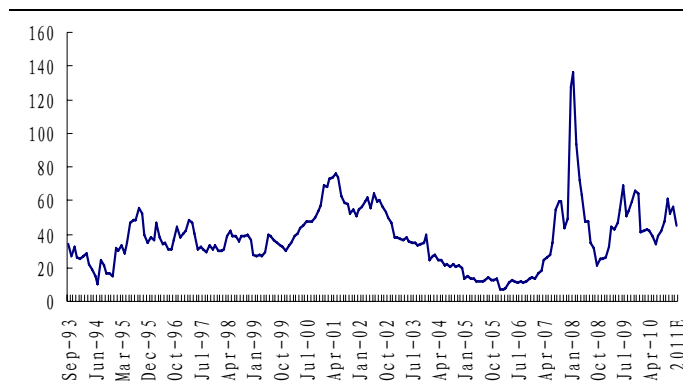
资料来源：wind资讯

4.3 2011年有色金属板块动态PE为45倍左右，纵、横向比较偏高

按照调整后盈利增长20%，以2011年5月19日收盘价计算，2011年有色金属板块动态市盈率为45.11倍，高于历史均值30倍。按照wind的盈利预测，2011年动态PE为30倍，换算成业绩增长80%，远远高于我们预测，预计市场可能进一步下调行业盈利预测。横向比较，以wind盈利预测统计，有色金属估值也偏高。

图32：有色金属板块静态市盈率

单位：倍 图33：2011年各板块动态PE（按Wind盈利预测）单位：倍



资料来源：wind资讯 注：盈利按当年年报；2011为预测盈利，价格按2011年05月16日计算

4.4 2011年下半年投资策略：因势利导

对于年内有色金属行情总体判断，我们维持年度策略的基本观点：市场宽幅震荡，阶段性而非趋势性投资机会可能性更大，催化剂主要来自内外政策的变化。

4.4.1 非资源属性品种的趋势机会

处在有色金属产业链下游的冶炼、加工企业投资价值主要是技术或者特别优势资产，与金属价格关联度较小。我们长期跟踪了焦作万方(000612)和格林美(002340)。焦作万方(000612)最大的优势资产包括赵固能源30%股权和在建的60万千瓦热电机组，目前公司股价处于价值低端。

格林美(002340)主要看点是电子废弃物，公司基本完成全国布点，2011年底是一个重要时间节点，家电以旧换新过渡到废弃电器电子产品处理基金，一旦政策推广，公司业务量可能大规模上升，从而带来业绩提振。基于电子废弃物业务的前景，目前公司股价也处在价值低端。

4.4.2 资源属性品种的阶段性机会

有色金属的投资价值根本上是考察资源价值，产品价格是核心。如果出现阶段性投资机会，按照大类，我们选择的顺序依次是小金属、基本金属、贵金属。

小金属基本趋势未变。受益中国政府收紧优势稀有金属供应，小金属价格出现非理性涨幅，尽管游资炒作非常明显，但是价格有望维持在高位运行。小金属的稀土、钨和锑是市场热点。

这里首推稀土。高盛预计2011年稀土缺口可能达到1.87万吨，相当于需求量的13.2%，严重短缺的状态将延续到2012年，预计2013年市场供需接近平衡，包钢稀土是最佳选择。

基本金属方面，铜、锡属于短缺品种，镍供求基本平衡，铅、锌和铝则供过于求。按照供需关系和金融属性，选择顺序依次是铜、锡、镍、铅、锌和铝。

短期可以适当关注铝。电荒继续深入可能导致电解铝企业限产或者停产，加上电价上调对电解铝成本的推动，有利于支持铝价反弹力度。上市公司可能从这场危机中受益。

贵金属方面，黄金和白银同样存在阶段性投资机会。如果年内贵金属价格维持高位水平，黄金类上市公司优异业绩将推动价值重估。

表5：重点上市公司估值分析表

单位：元，倍

	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率		市净率		投资评级
	2010A	2011E	2012E	2011Q1	5月19	2010A	2011E	2012E	2011Q1	
格林美	0.36	0.50	0.75	4.41	23.47	65.19	46.91	31.29	5.32	买入
焦作万方	0.24	0.52	0.82	4.37	18.54	77.25	35.65	22.61	4.24	买入

资料来源：中原证券 注：股价为2011年5月19日收盘价，格林美考虑除权

5. 重点公司限售解禁情况

表6: 主要公司股份解禁时间表及解禁比例

单位: 万股, %

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
格林美	2013-01-22	5538.21	首发原股东	29.58%	22.83%
焦作万方	全流通				

资料来源: wind资讯

6. 行业风险提示

2011年行业面临主要风险, 其一、欧美关键经济体债务危机。其二、美联储加息。其三、中国经济硬着陆。

焦作万方 (000612): 热点资产提升公司价值

买入 (首次)

市场数据 (2011 年 5 月 19 日)

收盘价 (元)	18.54
一年内最高/最低 (元)	29.51/15.41
沪深300 指数	3120.64
市净率 (倍)	4.24
流通市值 (亿元)	88.99

基础数据 (2011 年 3 月 31 日)

每股净资产 (元)	4.37
每股经营现金流 (元)	-0.12
毛利率 (%)	2.95
净资产收益率 (%)	2.90
资产负债率 (%)	49.73
总股本/流通股 (亿股)	4.80/4.80
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

关键要素:

除了赵岗能源 30% 优质资产外, 公司通过上大压小投建 60 万千瓦热电机组, 热电资产将大大提升公司电解铝成本竞争力, 经过测算, 2012 年四季度机组投建后公司用电成本约在 0.40 元/度左右, 行业平均用电成本可能从目前的 0.47 元/度提高至 0.50 元/度, 巨大的成本优势有望大幅度提高公司的盈利能力。

投资要点:

- **万方电力拆除影响 2010 年公司业绩。**2010 年公司营业收入 55.94 亿元, 同比增长 9.62%; 归属上市公司利润 1.16 亿元, 同比下降 40.07%, 每股收益 0.24 元。由于上大压小, 全资子公司万方电力需要拆除, 相应资产减值为 3.19 亿元, 减少净利润 2.39 亿元, 对应 EPS 为 0.50 元。同时四季度限产也影响全年业绩。
- **2011 年一季度公司电解铝略有亏损。**2011 年一季度公司营业收入 11.06 亿元, 同比减少 15.20%, 归属上市净利润 0.60 亿元, 同比减少 67.35%, 每股收益为 0.13 元。如果考虑赵岗能源投资收益, 电解铝略有亏损, 原因是自备电重建, 高成本网电需求量从 20 亿度左右上升到 40 亿度左右。
- **热电厂提升公司投资价值。**通过上大压小投建 60 万千瓦热电机组增强公司竞争力, 一是自备电加上金冠嘉华足够 42 万电解铝生产用电, 成本最高的网电全部消除, 二是发电效率提高 20% 左右, 大机组煤耗 310 克/度, 小机组为 370 克/度。经测算, 机组投产后公司用电成本在 0.40 元/度, 而行业平均用电成本在 0.47 元/度, 考虑到未来提价的可能性, 用电成本优势进一步加大。
- **给予“买入”投资评级。**预计 2011、2012 年每股收益为 0.52 元、0.82 元, 对应动态 PE 为 35.65 倍、22.61 倍, 估值合理, 给予“买入”投资评级。
- **风险提示:** 铝价、煤价大幅下跌。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	51.03	55.94	61.57	67.82
增长比率 (%)	(15.22)	9.62	10.06	10.16
净利润 (亿元)	1.93	1.16	2.49	3.95
增长比率 (%)	(41.96)	(40.05)	115.17	58.63
每股收益 (元)	0.40	0.24	0.52	0.82
市盈率 (倍)	46.35	77.25	35.65	22.61

格林美 (002340): 废弃电器电子产品处理基金平稳推出是契机

买入 (维持)

市场数据 (2011 年 5 月 19 日)

收盘价 (元)	46.94
一年内最高/最低 (元)	79.90/44.81
沪深300 指数	3120.64
市净率 (倍)	5.32
流通市值 (亿元)	44.12

基础数据 (2011 年 3 月 31 日)

每股净资产 (元)	8.82
每股经营现金流 (元)	-0.56
毛利率 (%)	32.70
净资产收益率 (%)	1.43
资产负债率 (%)	49.74
总股本/流通股 (亿股)	1.21/0.94
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20100319 格林美 (002340) 调研简报: 表里如一, 欣欣向荣.....2010 年 3 月 7 日

20100235 格林美 (002340) 业绩快报: 在健康发展路上前行.....2010 年 2 月 24 日

20100133 格林美 (002340) 新股点评: 后起之秀 巨头坯子.....2010 年 1 月 15 日

关键要素:

经过几年的快速发展, 公司在废弃钴镍循环再造和电子废弃物回收处理确立了领先地位。按照相关部署, 2011 年末家电以旧换新政策结束并将过渡到废弃电器电子产品处理基金, 公司这块业务大踏步发展将迎来契机, 未来几年将释放业绩。

投资要点:

- **2010 年业绩基本符合预期。**2010 年营业收入 5.70 亿元, 同比增长 55.01%, 归属上市公司净利润 0.86 亿元, 同比增长 50.38%, 每股收益 0.72 元, 产能扩张是业绩增长根本原因, 同时公司处在产能扩张、市场开拓阶段, 短期费用开支较大, 影响盈利。
- **庞大的废弃物回收架构出具规模。**公司目前产能主要包括: 超细钴粉 2000 吨, 其中 500 吨是新增产能、超细镍粉 1300 吨、镍合金 800 吨、氧化锌 500 吨, 塑木型材 2.5 万吨, 电子废弃物处理 7 万吨, 电解铜 1500 吨。以钴镍废弃物为主的金属回收是目前公司收入和利润的主要来源, 也是未来业绩一个重要支撑点。
- **电子废弃物规划产能达到 23 万吨。**公司在荆门、武汉、深圳、江西丰城、无锡和河南兰考搭建生产基地, 规划回收、处理产能 23 万吨, 并且可能将触角深入到北方和西南一带。公司电子废弃物业务是随家电以旧换新起步, 迅速在全国开展了基地布局, 占得了先机。按照相关部署, 2011 年末家电以旧换新政策结束并将过渡到废弃电器电子产品处理基金, 公司这块业务大踏步发展将迎来契机。
- **维持“买入”投资评级。**除权后预计公司 2011 年-2012 年每股收益分别为 0.50 元/股和 0.75 元/股, 参考 5 月 19 收盘价 46.94 元, 动态 PE 分别为 46.91 和 31.29 倍, 估值合理, 维持“买入”投资评级。
- **风险提示:** 公司扩张项目进展不顺, 原料供应不足。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	3.68	5.70	8.55	13.68
增长比率 (%)	20.81	54.89	50.00	60.00
净利润 (亿元)	0.57	0.86	1.21	1.82
增长比率 (%)	37.84	50.83	40.69	50.00
每股收益 (元)	0.24	0.36	0.50	0.75
市盈率 (倍)	97.79	65.19	46.91	31.29

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。