

有色金属

署名人: 杨国萍

执业证书编号: S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

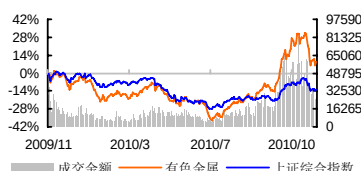
评级调整: 上调

行业基本资料

上市公司家数	62
总市值(亿元)	12698
占 A 股比例(%)	2.11%
平均市盈率(倍)	196.21

行业表现

(%)	1M	3M	6M
有色金属	-8.32	33.66	38.25
上证综合指数	-3.87	7.91	6.98



相关报告

重点关注金属价格上涨趋势形成、业绩增长确定、也超预期因素的公司 2010-10-11

重点关注小金属、优质加工类公司和基本面可能发生重大变化的公司 2010-6-8

有色金属行业 2011 年年度策略

看好

大小皆有可为

投资要点:

- 预计 2011 年欧美经济继续筑底回升、全球流动性依然相对宽裕, 国内经济放缓与固定资产投资出现回落, 判断全球金属消费继续呈现缓慢增长的态势。需求恢复和流动性宽裕情况下, 金属价格维持高位的基础并未动摇。但是, 美元与可能在下半年出现的流动性紧缩预期预计对金属价格造成一定的压力。
- 基本金属价格走势可能出现分化。在宏观环境较为复杂的情况下, 我们认为基本金属整体价格有望维持高位, 但各品种走势可能出现分化, 我们更看好资源集中度较高、供应瓶颈相对大的铜、锡、镍价格走势。
- 流动性充裕与避险需求使得黄金价格维持高位是大概率事件。
- 具有显著技术优势的加工类和小金属资源类公司仍是未来 3-5 年值得重点关注的品种。具有技术优势的加工类和小金属品种有望显著受益战略新兴产业发展: 1、战略新兴产业未来 3-5 年将会受到的政策、资金等全方位的支持, 在行业内有明显技术优势的公司将最先收益、且有望受益最大; 2、相关上游金属品种(主要是稀有小金属)的需求可能出现大幅增长; 3、大多数小金属品种资源集中度高、且国内还具有明显的资源优势; 4、相对于基本金属, 大多数小金属价格目前还处于历史较低位置, 需求增长使得价格上涨动力较强。
- 我们 2011 年有色板块的投资选择:
 - ◇ 小金属: 仍是我们建议关注的重点, 关注有业绩、有资源、有技术、受益新兴产业发展的优势品种, 推荐厦门钨业、云南锗业、云海金属;
 - ◇ 优势加工类企业: 重点推荐有估值、成本、地域优势的新疆众和;
 - ◇ 黄金: 重点推荐有估值优势、矿产金产量大幅增长确定的恒邦股份;
 - ◇ 基本金属: 关注具有估值和资源优势的品种, 如江西铜业、驰宏锌锗、云铝股份。
 - ◇ 基本面变化可能兑现的中色股份。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
002237	恒邦股份	0.66	1.03	2.33	2.70	71.62	45.89	20.29	17.51	强烈推荐
600549	厦门钨业	0.31	0.65	1.29	1.47	144.29	68.82	34.67	30.43	强烈推荐
600888	新疆众和	0.52	0.82	1.13	2.15	44.00	27.90	20.25	10.64	强烈推荐
002428	云南锗业	0.62	0.72	1.14	1.59	127.55	109.83	69.37	49.74	推荐
002182	云海金属	0.03	0.21	0.54	1.16	610.67	87.24	33.93	15.79	推荐
600459	贵研铂业	0.08	0.72	1.07	1.63	481.38	53.49	35.99	23.63	推荐
600362	江西铜业	0.78	1.26	1.60	1.91	44.02	27.05	21.38	17.96	推荐
600497	驰宏锌锗	0.26	0.48	0.75	0.92	92.65	50.19	32.12	26.18	推荐
000807	云铝股份	0.04	0.46	0.69	0.85	292.00	25.39	16.93	13.74	推荐

请务必阅读正文之后的免责条款部分

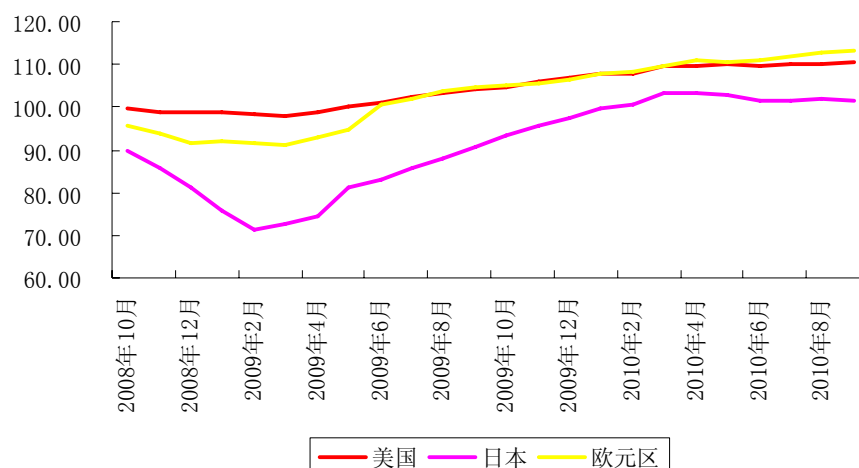
一、基本金属：需求增长与美元约束并存，看好资源集中度高、供应瓶颈大的品种

1、欧美经济筑底回升，流动性预计仍保持宽裕

2011 年预计面临着欧美经济筑底回升、全球流动性依然相对宽裕的大环境和国内经济放缓、流动性收缩的小环境。

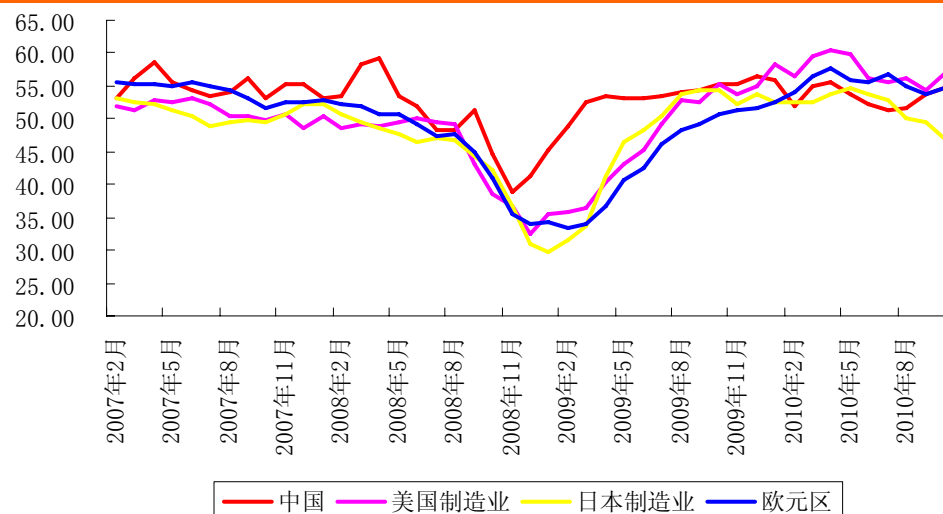
从领先经济指标来看，欧美经济体复苏趋势确立，债务危机对复苏道路造成的障碍在 2011 年还难以彻底消除。在这种经济复苏缓慢与较大的负面影响短期难以彻底消除的情况下，我们认为 2011 年全球流动性仍将保持较为宽裕的状态。

图 1 主要地区领先经济指标(LEI)走势



数据来源：WIND、中投证券研究所

图 2 2010 年以来主要经济体 PMI 处于历史正常水平



数据来源：WIND、中投证券研究所

2、国内经济增长放缓、固定资产投资增速有所回落

根据我们宏观研究成果，今年底贷款增速将回升至 19.4%，这预示三季度以来的国内经济环比增速回升态势将至少延续到 2011 年一季度。随着明年初紧信贷开始，从明年二季度开始，国内 GDP 的环比增速或将放缓。

预计 2011 年 GDP 增速将前低后高，全年在 9.2%，固定资产投资增速也预计回落至 20% 左右。

图 3 明年二季度开始，国内经济增速放缓

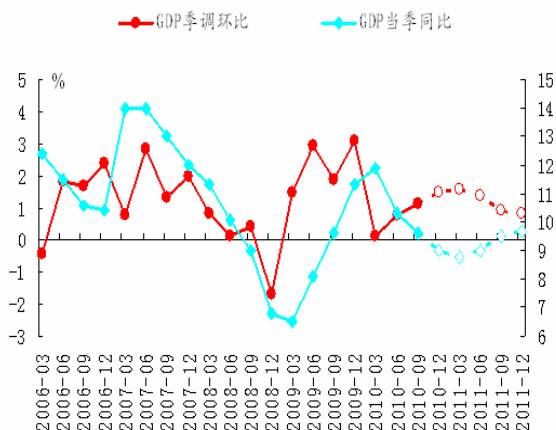
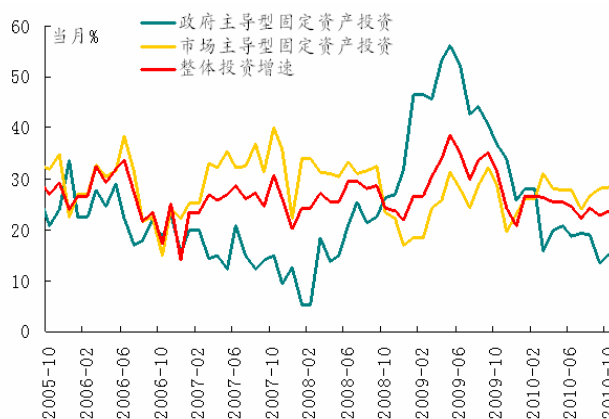


图 4 政府主导投资增速下降



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3、基本金属需求继续增长，美元走势预计在一定程度上约束金属价格上涨，建议关注供应瓶颈大的品种

随着 09 年开始欧美经济的触底回升、国内经济和固定资产投资维持较高的增速，全球基本金属消费在 09、10 年出现了明显的恢复，主要基本金属的消费量已经恢复至前期高点左右。

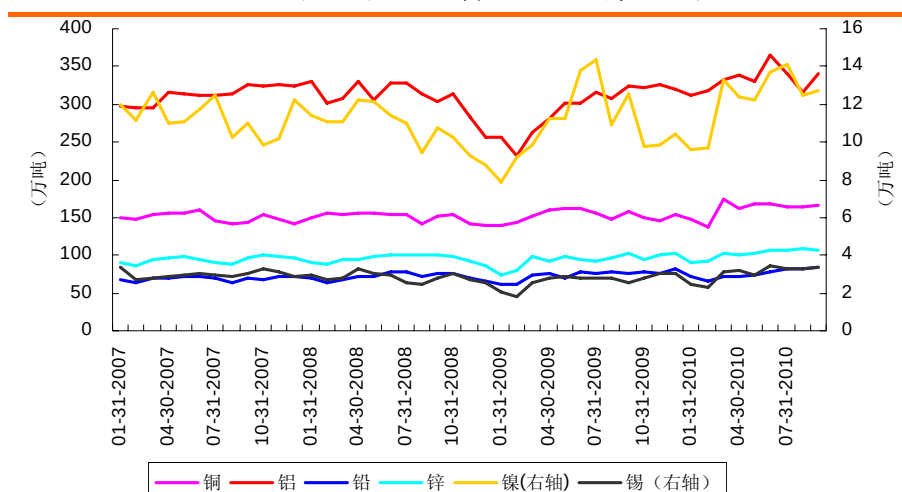
对于 2011 年金属需求，我们认为，海外经济筑底回升将继续带动金属需求增加，但国内经济放缓、固定资产投资显著回落对金属需求增长造成一定的负面影响，但整体增速仍保持在较高的速度，预计全球金属消费依然呈现缓慢性增长的态势。

2011 年，在金属价格需求继续恢复、流动性仍维持较宽松状态下，金属价格维持高位的基础并为动摇。同时，供应瓶颈较大的品种如铜、锡、镍等库存出现了持续的下降，随着需求的稳步增长，这些品种供需基本面很可能由供应过剩转向供求紧张的状态。

美元只是影响金属价格走势的因素之一，前期流动性充裕主导的金属价格在一定程度上弱化了美元的影响。但仍值得关注的是：1、在经济可持续复苏更确定和负面问题逐步解决的情况下，继续投放大量流动性的概率降低、取而代之的是有可能在下半年出现紧缩预期；2、在经济复苏进程中，美国经济相对欧元区经济更乐观，预计美元走势会对金属价格造成一定的压力。

我们判断，在需求增长和流动性依然充裕的情况下，金属价格维持高位的基础并未动摇，但各品种走势可能出现较为明显的分化，在经济复苏、需求增长的整体判断下，我们更看好资源集中度更高、供应瓶颈较大、且需求刚性较强的品种，如铜、锡、镍等。

图 5 全球基本金属月度消费接近前期高点水平（万吨）



资料来源：BLOOMBERG、WBMS、中投证券研究所

表 1 基本金属全球及主要地区消费情况（万吨）

万吨	全球铜消费量	中国	美国	日本	欧洲	美日欧 消费占比	中国 消费占比
06 年	1699	357	213	128	499	49%	21%
07 年	1805	475	214	125	480	45%	26%
08 年	1816	515	202	118	462	43%	28%
09 年	1824	714	165	88	358	33%	39%
09 年 1-9	1379	547	127	62	264	33%	40%
10 年 1-9 月	1453	568	131	78	301	35%	39%
同比增量	75	21	4	16	37	76%	29%
同比增幅	5.41%	3.89%	3.30%	25.42%	13.99%		
	全球铝消费量	中国	美国	日本	欧洲	美日欧 消费占比	中国 消费占比
06 年	3395	865	615	232	872	51%	25%
07 年	3756	1235	555	220	914	45%	33%
08 年	3702	1241	491	225	881	43%	34%
09 年	3483	1428	385	152	647	34%	41%
09 年 1-9	2550	1047	294	105	467	34%	41%
10 年 1-9 月	2994	1208	330	157	602	36%	40%
同比增量	444	161	36	52	135	50%	36%
同比增幅	17.42%	15.38%	12.34%	49.37%	28.96%		
	全球铅消费量	中国	美国	日本	欧洲	美日欧 消费占比	中国 消费占比

06 年	805.63	222.17	149.00	30.31	197.75	47%	28%
07 年	838.19	257.38	157.00	27.92	188.57	45%	31%
08 年	896.20	345.63	147.00	26.08	176.71	39%	39%
09 年	894.13	385.99	142.00	18.96	151.86	35%	43%
09 年 1-9	657.45	285.24	106.40	12.99	110.65	35%	43%
10 年 1-9 月	678.17	296.92	105.19	15.71	120.92	36%	44%
同比增量	21	12	-1	3	10	57%	56%
同比增幅	3.15%	4.09%	-1.14%	20.97%	9.29%		
	全球锌消费量	中国	美国	日本	欧洲	美日欧 消费占比	中国 消费占比
06 年	1091	313	119	59	267	41%	29%
07 年	1133	359	104	59	287	40%	32%
08 年	1156	415	100	56	267	37%	36%
09 年	1119	489	92	43	204	30%	44%
09 年 1-9	826	360	71	30	148	30%	44%
10 年 1-9 月	919	392	66	39	173	30%	43%
同比增量	94	32	-5	9	24	30%	34%
同比增幅	11%	9%	-7%	31%	16%		
	全球镍消费	中国	美国	日本	欧洲	美日欧 消费占比	中国 消费占比
06 年	137.49	24.05	14.45	18.13	48.54	59%	17%
07 年	135.38	32.69	11.85	19.60	45.38	57%	24%
08 年	129.16	30.28	11.70	18.53	42.29	56%	23%
09 年	129.89	54.13	8.49	14.76	26.35	38%	42%
09 年 1-9	99.75	44.41	6.14	10.67	19.00	36%	45%
10 年 1-9 月	111.68	40.31	9.37	13.46	27.96	45%	36%
同比增量	12	-4	3	3	9	126%	-34%
同比增幅	11.97%	-9.22%	52.66%	26.13%	47.17%		
	全球锡消费量	中国	美国	日本	欧洲	美日欧 消费占比	中国 消费占比
06 年	36.42	11.48	4.74	3.85	7.13	43%	32%
07 年	35.81	13.39	3.27	3.42	6.98	38%	37%
08 年	35.55	14.50	2.60	3.22	6.65	35%	41%
09 年	32.19	14.30	2.69	2.30	5.13	31%	44%
09 年 1-9	23.29	10.03	2.17	1.61	3.76	32%	43%
10 年 1-9 月	28.04	11.38	2.51	2.79	4.46	35%	41%
同比增量	4.76	1.35	0.33	1.18	0.70	46%	28%
同比增幅	20.42%	13.44%	15.22%	73.46%	18.53%	--	-

资料来源：BLOOMBERG、WBMS、中投证券研究所

图 6 LME 铜 3 月期价与库存走势

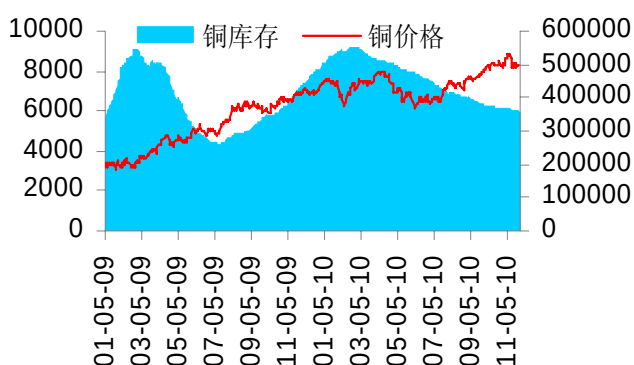
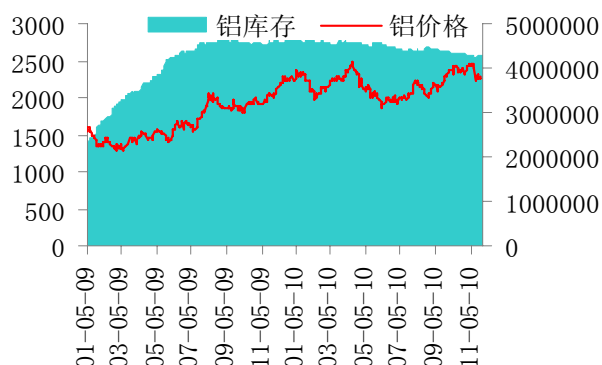


图 7 LME 铝 3 月期价与库存走势



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

图 8 LME 铅 3 月期价与库存走势

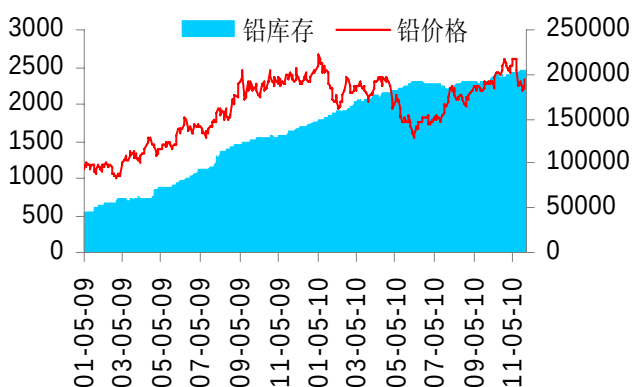
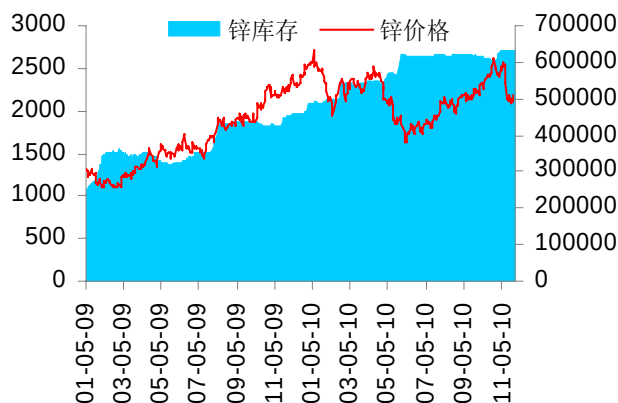


图 9 LME 锌 3 月期价与库存走势



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

图 10 LME 镍 3 月期价与库存走势

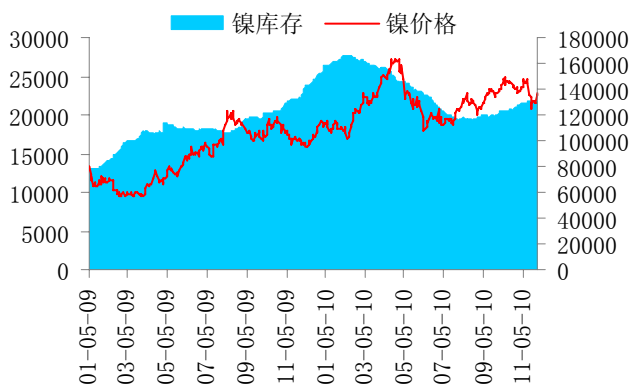
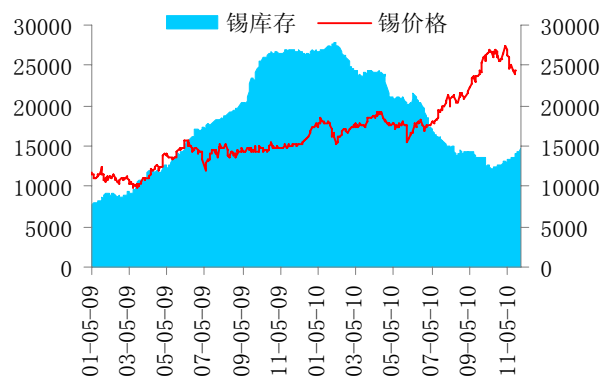
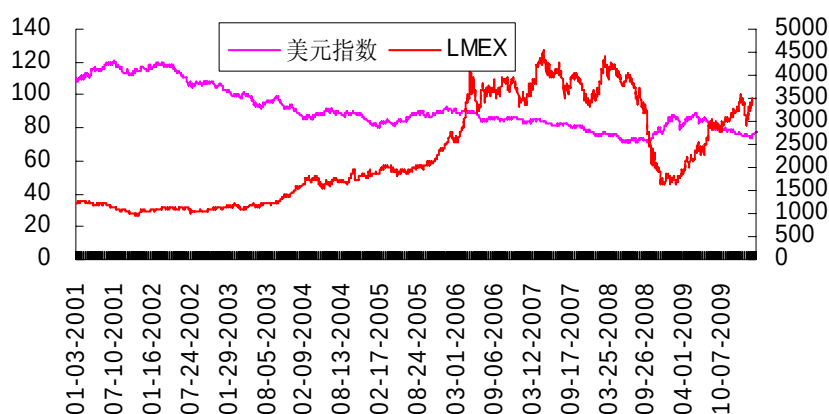


图 11 LME 锡 3 月期价与库存走势



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

图 12 美元只是影响金属价格的一个方面



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

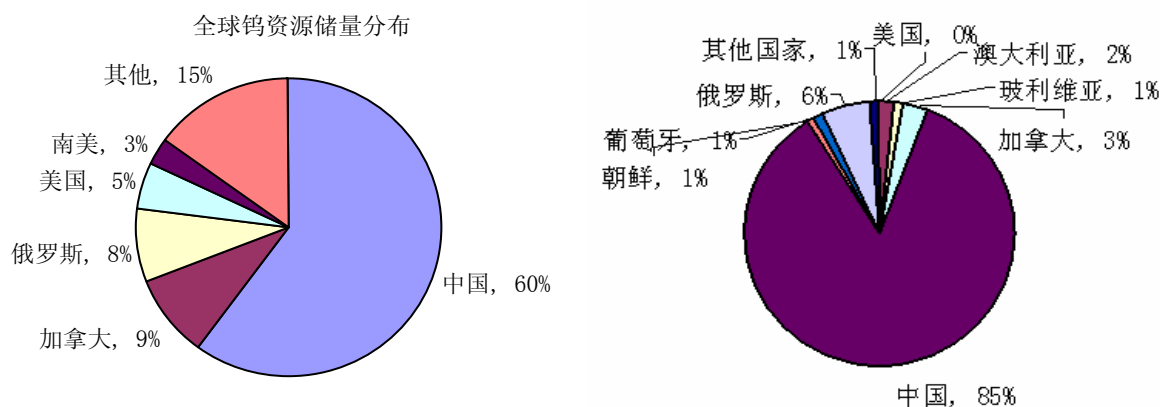
二、小金属与加工类：显著受益战略新兴产业

战略新兴产业未来 3-5 年将会受到政策、资金等全方位的支持，相关有技术优势的加工类和小金属类公司有望受益明显。

- 1、在所处行业受到全方位支持的时候，行业内有明显技术优势的公司将最先收益、且有望受益最大；
- 2、相关上游金属品种（主要是稀有小金属）的需求可能出现大幅增长；
- 3、大多数小金属品种资源集中度高、且国内还具有明显的资源优势；
- 4、相对于基本金属，大多数小金属价格目前还处于历史较低位置，需求增长使得价格上涨动力较强。

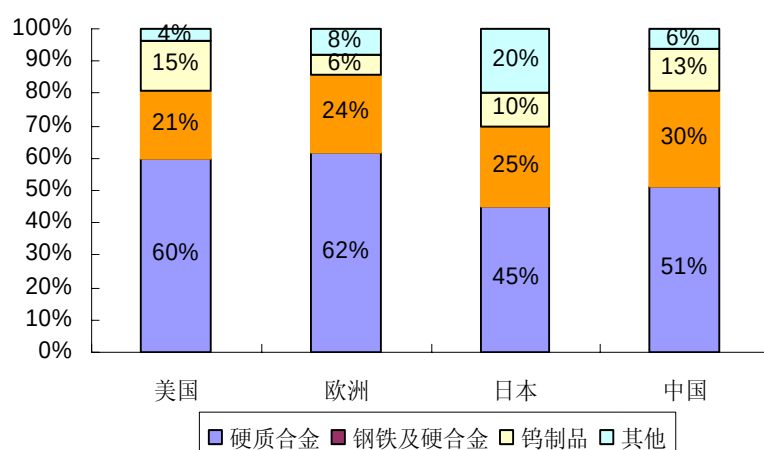
我们建议重点关注国内有明显资源优势、金属价格上涨动力强、且下游有望显著受益战略新兴产业的品种，如锆、钨等。

图 13 全球钨资源分布与钨精矿产量分布



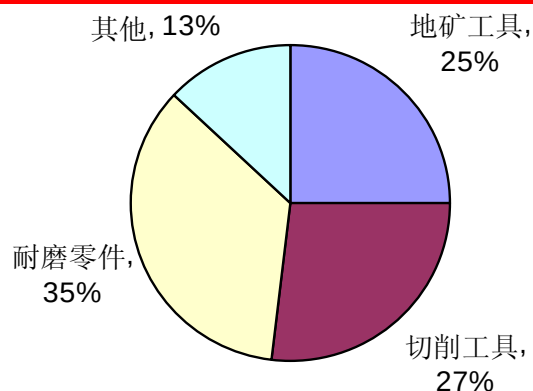
资料来源：中投证券研究所整理

图 14 主要钨消费地区的钨消费结构



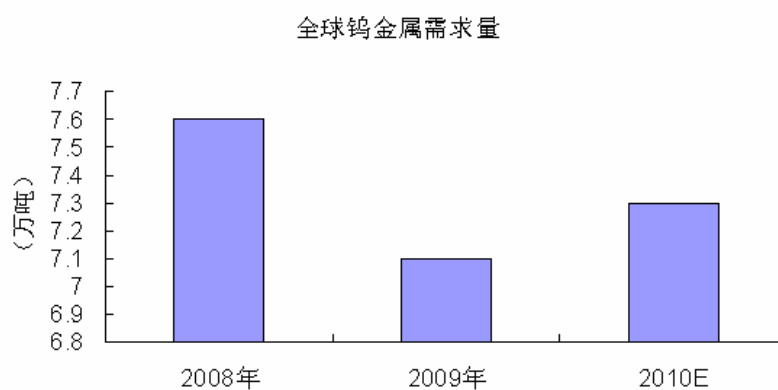
资料来源：中投证券研究所整理

图 15 中国硬质合金消费结构



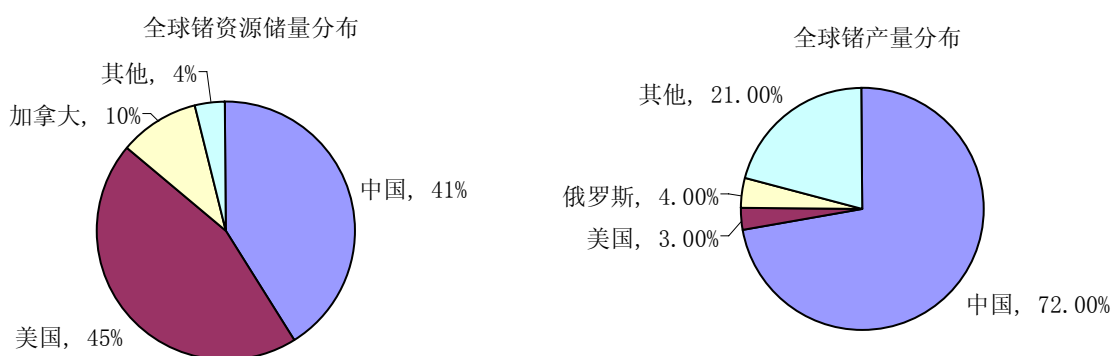
资料来源：中投证券研究所整理

图 16 全球钨消费预测



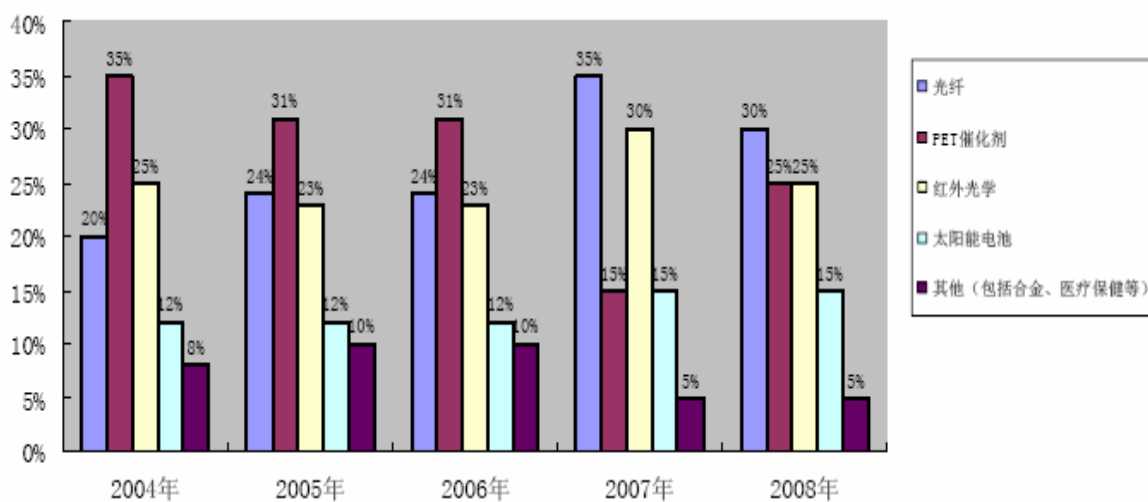
资料来源：中国金属网

图 17 全球锆资源分布与锆产量分布



资料来源：中投证券研究所整理

图 18 锆主要消费领域历史分布情况



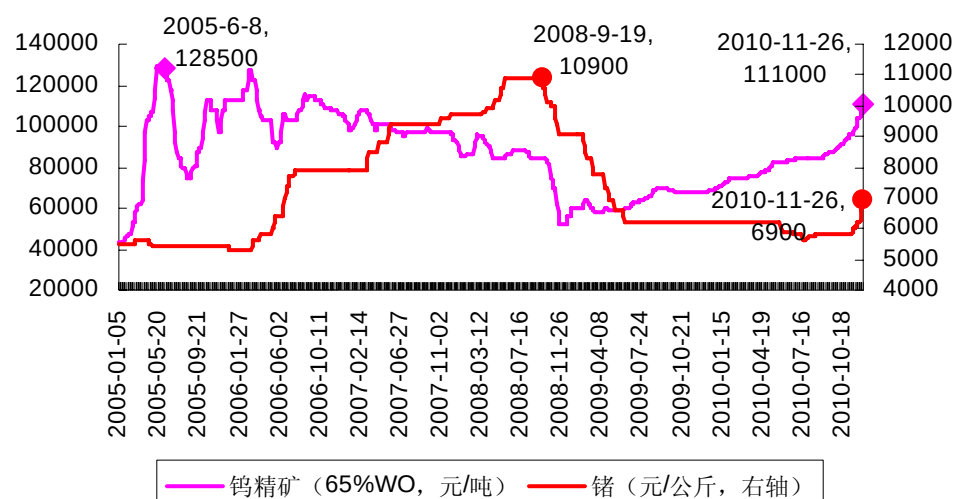
资料来源：云南锆业招股说明书

表 2 未来 5 年锆金属在潜在领域的消费预测

消费领域	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	5 年复合增长率
太阳能电池领域	6.53	9.14	15.34	22.13	31.73	50%
红外光学领域	70.32-87.90	82.66-103.32	97.88-122.35	115.28-144.10	136.30-170.38	20%
光纤领域	76.91	84.60	93.06	102.37	112.61	10%
PET催化剂领域	29.00	29.00	29.00	29.00	29.00	0%
其它领域	9.62-10.54	10.81-11.90	12.38-13.67	14.15-15.66	16.30-18.09	16%
合计	192.38-210.88	216.21-237.96	247.66-273.42	282.93-313.26	325.94-361.81	15%

资料来源：云南锆业招股说明书

图 19 钨精矿（65%WO₃）与锆价走势图



资料来源：亚洲金属网、中投证券研究所

三、投资建议：大小皆有可为

预计 2011 年欧美经济继续震荡筑底回升、全球流动性依然相对宽裕，同时国内经济放缓与固定资产投资出现回落，判断全球金属消费继续呈现恢复性增长的态势。需求恢复和流动性宽裕情况下，我们认为金属价格维持高位的基础并未动摇。但是，美元与可能在下半年出现的流动性紧缩预期预计对金属价格造成一定的压力。

基本金属价格走势可能出现分化。在宏观环境较为复杂的情况下，我们认为基本金属整体价格有望维持高位，但各品种走势可能出现分化，资源集中度较高、供应瓶颈相对大的铜、锡、镍价格相对乐观。

流动性充裕与避险需求使得黄金价格维持高位是大概率事件。

具有显著技术优势的加工类和小金属资源类公司仍是未来 3-5 年值得重点关注的品种。具有技术优势的加工类和小金属品种有望显著受益战略新兴产业发展：1、战略新兴产业未来 3-5 年将会受到的政策、资金等全方位的支持，在行业内有明显技术优势的公司将最先收益、且有望受益最大；2、相关上游金属品种（主要是稀有小金属）的需求可能出现大幅增长；3、大多数小金属品种资源集中度高、且国内还具有明显的资源优势；4、相对于基本金属，大多数小金属价格目前还处于历史较低位置，需求增长使得价格上涨动力较强

我们 2011 年有色板块的投资选择：

小金属：仍是我们建议关注的重点，关注有业绩、有资源、有技术、受益新兴产业发展的优势品种，推荐厦门钨业、云南锆业、云海金属；

优势加工类企业：重点推荐有成本、地域、市场优势的新疆众和；

黄金：重点推荐估值低、矿产金增量幅度大和确定的恒邦股份；

基本金属：注具有估值和资源优势的品种，重点关注江西铜业、驰宏锌锗、云铝股份。

基本面变化可能兑现的中色股份。

表 3 重点公司主要受益因素情况

股票名称	技术优势	资源/成本优势	主要涉及到的战略新兴产业						
			节能环保	信息技术	生物医药	高端装备制造	新能源	新材料	新能源汽车
新疆众和		✓		✓				✓	
云南锗业	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
厦门钨业	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓
云海金属		✓	✓					✓	✓
章源钨业		✓				✓		✓	
贵研铂业	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓
钢研高纳	✓		✓		✓			✓	✓
东方锆业	✓	✓	✓				✓	✓	
宝钛股份	✓							✓	

资料来源：中投证券研究所

表 4 重点公司估值表

股票名称	最新价格 (2010.11.26)	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12EPS	投资评级
恒邦股份	47.27	0.66	1.03	2.33	2.70	71.62	45.89	20.29	17.51	强烈推荐
厦门钨业	44.73	0.31	0.65	1.29	1.47	144.29	68.82	34.67	30.43	强烈推荐
新疆众和	22.88	0.52	0.82	1.13	2.15	44.00	27.90	20.25	10.64	强烈推荐
云南锗业	79.08	0.62	0.72	1.14	1.59	127.55	109.83	69.37	49.74	推荐
云海金属	18.32	0.03	0.21	0.54	1.16	610.67	87.24	33.93	15.79	推荐
贵研铂业	38.51	0.08	0.72	1.07	1.63	481.38	53.49	35.99	23.63	推荐
中色股份	29.20	0.13	0.08	0.52	0.77	224.62	365.00	56.15	37.92	推荐
江西铜业	34.21	0.78	1.26	1.60	1.91	44.02	27.05	21.38	17.96	推荐
驰宏锌锗	23.54	0.26	0.48	0.76	0.96	90.23	49.56	31.12	24.46	推荐
云铝股份	11.68	0.04	0.46	0.69	0.85	292.00	25.39	16.93	13.74	推荐
中金黄金	38.39	0.37	0.82	1.06	1.22	103.76	46.82	36.22	31.47	推荐
章源钨业	36.95	0.28	0.43	0.59	0.79	131.96	85.93	62.63	46.77	推荐
宝钛股份	30.26	0.04	0.12	0.42	1.11	756.50	252.17	72.05	27.26	推荐
云铝股份	11.68	0.04	0.46	0.69	0.85	292.00	25.39	16.93	13.74	推荐

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、重点公司介绍

新疆众和：内外兼备，未来 3-5 年快速发展

- ◇ 公司产业链两端优势在未来两年将持续显现：（1）2*15 万 KW 发电机组有望在明年下半年投产后，公司整体用电成本将得到大幅降低，同时公司还参股上游煤炭资源，公司发电原料稳定持续的来源得到保证；（2）随

着公司 08 年募投资金项目及本次募集资金项目的逐步建成投产，公司主要产品产能得到明显扩张、更重要的是产品结构得到了明显的优化。

- ◇ 同时我们判断，（1）公司地处各种资源丰富的新疆，不排除公司未来产业链继续向上游延伸；（2）公司在电极箔技术问题得到完全解决、产能逐步扩张、且市场逐步向外开拓的过程中，不排除公司未来继续对在行业内具有绝对成本优势的电极箔产品进行产能扩张；（3）公司主要产品为电子新材料是 12.5 规划的战略新兴产业，且公司地处国家重点发展和支持的新疆地区。因此，我们认为，公司目前处于国家宏观政策支撑、行业领域支持以及公司自身发展配合的完美阶段，未来有望呈现跨越式发展。
- ◇ 公司目前建设项目进展顺利，未来 2 年公司未来产业链进一步完善、扩张和结构进一步优化，且新建产能释放有望提前。未来 2 年公司将形成年发电能力 22 亿度、电解铝 2.5 万吨、高纯铝 5.5 万吨、电子铝箔 4.7 万吨、电极箔 5300 吨的产能。
- ◇ 成本优势将在明年下半年得到实质的体现。公司 2*15 万 KW 发电机组预计 11 年下半年建成，电厂投产正常运转后，公司用电成本明显下降，也是公司新增产能释放的有力保障，使公司产品保持了非常好的成本优势。
- ◇ 给予公司强烈推荐的投资评级。我们假设公司本次发行量 1 亿股、发行价格 20 元/股，我们上调公司 10-12 年全面摊薄的 EPS 至 0.64、0.88、EPS1.67 元，给予强烈推荐的投资评级。
- ◇ 风险提示：下游电子产品市场需求大幅萎缩。

云南锗业：尖端产品突破使业绩增长存在较大超预期的可能

- ◇ 云南锗业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，拥有锗矿开采、火法富集、湿法提纯、区熔精炼、精深加工及研究开发等完整的一体化的锗产业链。
- ◇ 公司拥有的优质的矿产资源和良好的资源保障力度。公司拥有的大寨锗矿和梅子箐煤矿储量丰富、品质较好，品位较高，锗金属保有储量合计达 689.55 吨，等于全国上表保有储量 3500 吨的 19.70%；公司还拥有凤庆县砚田多金属及锗矿和永德县尖山铅锌矿探矿权；公司正在申请云南省永德县乌木龙乡银厂街锗及多金属矿探矿权。资源优势非常明显，矿产资源保障年限 30 年以上。公司近期公告将整合周边三个锗矿山，资源保障能力进一步提升，不排除公司未来进一步在上游资源整合方面有所作为。
- ◇ 下游深加工产能逐步形成，产品结构进一步高端化，盈利能力进一步增强，同时能够抵抗锗价大幅波动对公司造成的不利影响。随着公司建设项目的逐步形成，公司未来两年将逐步形成年产锗精矿 40 吨、区熔锗锭 47.8 吨、高效太阳锗单晶片 30 万片以及红外光学锗镜头 3.55 万套的产能。
- ◇ 公司具有很强的技术优势和技术研发能力，未来在尖端产品的研发和产业化给公司规模、业绩带来爆发性增长的可能。公司有非常强的研发能力和技术积累，目前公司在研重点项目包括锗产业链上的尖端产品探测器级的高纯锗以及光纤用高纯四氯化锗，一旦研发成功并成功产业化，公司规模和业绩将呈现爆发性的增长。
- ◇ 给予推荐的投资评级。我们基于公司募投项目的正常建设进度和产能释放，预测公司 10-12 年 EPS 为 0.72 元、1.14 元和 1.59 元，业绩增长较为明确且有保障；考虑到下游需求存在爆发性增长的可能以及公司尖端项目突破的可能，给予推荐的投资评级。
- ◇ 风险提示：募投项目建设进度低于预期；技术突破低于预期；经济大幅下滑导致需求增长低于预期。

厦门钨业：钨产品结构迅速高端化 新能源材料业务将向两端突

- ◇ 公司未来两年有以下几个亮点：1、具有中国资源优势钨产品价格向上趋势明显；2、同时也有望受益另一具有中国资源优势的品种——稀土行业整合带来的超额收益；3、公司硬质合金前端产品产销、产销量有望继续增长；4、硬质合金高端深加工产品突破盈亏平衡点在即；5、地产业务未来 3-5 年有望持续贡献利润；6、业绩超预期的地方：高端硬质合金产品贡献盈利和中间产品产能扩张。
- ◇ 2010 年公司中间产品充分分享了产品价格上涨带来的收益，同时下游需求复苏明显带来产能满负荷运转、销量增长明显。对于中间产品，我们认为，1、具有中国资源优势的钨系类产品价格继续上涨或者维持在较高位置的可能性非常大；2、上半年以及从目前的情况来看，在全球经济复苏趋势不明显的环境下，公司下游需求及订单依然非常饱满，我们判断，随着未来全球经济复苏趋势更明显、宏观环境更加良好的情况下，不排除公司在拥有现有资源、技术、市场、客户等优势条件下，扩张中间产品产能。
- ◇ 盈利能力很强的硬质合金产品产能、产销量有望提升、产品结构也将持续向高端延伸。今年上半年，公司硬质合金产能利用也很充分。此前因受金融危机影响建设速度放缓的产能也在加紧建设；另外，公司高端硬质合金产品也突破在即。我们认为，公司硬质合金系列产品尤其是高端产品在突破技术瓶颈后，将拥有非常大的进口替代的需求空间，因此，我们同样认为，具有很强盈利能力、很大市场需求空间以及成本优势的公司硬质合金产品未来利润贡献将呈现大幅度的增长。
- ◇ 11-12 年公司地产业务贡献收益明显，且地产业务储备项目至少能后续 3-5 年的开发。预计 11 年厦门海峡国际社区 2 期进入结算，12 年 3 期进入结算。从目前 2 期销售情况来看，价格不低于 1 期、销售状况也比较好。我们预计 2 期在 11 年结算 30 亿左右的收入，贡献 EPS0.30 元左右。
- ◇ 给予强烈推荐的投资评级。我们预测公司 10-12 年盈利预测至 0.65 元、1.29 元和 1.47 元，同时公司业绩还存在继续超预期的可能，给予强烈推荐的投资评级。
- ◇ 风险提示：钨产品价格大幅下滑、经济增长明显放缓。

恒邦股份：良好的业绩保障为基础，资源扩张与冶炼优势强化并行的战略推动公司进入快速发展通道

- ◇ 恒邦股份是国内首家拥有独立矿山的黄金冶炼企业，公司的黄金生产工艺已达到世界先进水平，公司目前拥有黄金资源储量 32 吨左右，拥有的冶炼能力包括黄金 8.5 吨/年、白银 58 吨/年、铜 2000 吨/年，以及硫酸生产能力 25 万吨/年。
- ◇ IPO 项目的顺利运转大幅提升公司冶炼能力、经营规模和业绩水平。公司 IPO 项目——复杂金精矿综合回收技改工程已于今年 5 月份试生产，预计 11 年达产，届时公司黄金冶炼能力将提升至 18.5 吨/年，白银冶炼能力增加至 100 吨/年、铜冶炼能力增加至 2 万吨/年，硫酸产能增加至 48 万吨/年，公司生产规模和业绩将明显提升。
- ◇ 本次非公开增发项目使公司未来 3 年自产金由目前的 1.7 吨/年大幅增加至 4.5 吨/年左右。公司本次增发项目将全面提升公司的资源储量和采、选、冶生产能力。收购完成金兴矿业后，公司黄金资源储量由目前的 32 吨提升至 37 吨/左右；采选冶项目改造完成后自产金精矿由目前的 1.7 吨提升至 4.5 吨左右、黄金、白银的冶炼能力进一步提升至 26 吨/年和 150 吨/年，硫酸生产能力进一步提升到 56 万吨/年。增发项目建成后，公司规模、盈利能力都有望得到大幅增加。

- ◇ 公司发展战略的调整可能使资源占有和资源扩张成为未来一个阶段的发展重点。公司将发展冶炼为主的战略调整为以资源占有和发展冶炼并行的战略。我们认为，在前一阶段公司重点仍在强化冶炼优势的情况下，不排除公司一个阶段将发展重点放在资源占有和资源扩张上。
- ◇ 我们对黄金价格依然比较乐观，且公司业绩对金价波动敏感性增强。在目前经济复苏仍存在不确定性以及未来在缓慢复苏过程中仍需要适当宽松的宏观政策支持的情况下，我们认为，短期内可预见的全球流动性较为宽松状况有望持续，金融属性更强的黄金价格相对更乐观。同时，随着公司自产金的产量成几倍的增长，公司业绩将更大幅受益金价的上涨，我们按照 13 年 4.5 吨自产金、按照目前股本测算，金价上涨 10 元/克，公司业绩增加 0.18 元。
- ◇ 给予公司强烈推荐的投资评级。不考虑增发摊薄影响，我们预测公司 10-12 年 EPS 分布为 1.03、2.33 和 2.70 元，考虑到公司未来新增资源占有的可能性和参考目前贵金属板块的估值水平，我们给予公司强烈推荐的投资评级。
- ◇ 风险提示：项目建设进度低于预期、黄金价格大幅波动。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434