

投资评级：推荐

有色金属

策略研究报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

电话：0755-25832951

邮件：juguoxian@fcsc.cn

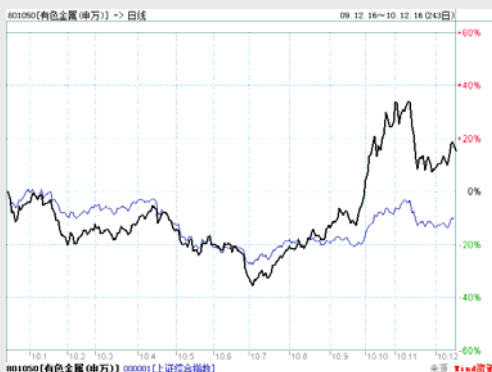
交易数据

当年行业指数涨跌	21.97%
年内指数最高涨幅	46.33%
年内指数最低涨幅	-34.64%

资产负债表摘要(09/09)

流通市值(亿元)	8639
总市值(亿元)	13441
行业平均 PE	31.3

行业与沪深 300 指数比较



相关报告

货币的诱惑 转型的纠结

—— 2011 年有色金属行业投资策略

摘要：

- **纸币泛滥，大金属与贵金属货币属性逐步展现；小金属与新材料得益于中国经济转型；我们认为 2011 年上半年将以大宗金属的上行为主旋律，间或出现小金属与新材料的主题投资机会，给予行业“推荐”投资评级。**
- **纸币泛滥，金属称王。**2011 年纸币仍将是不断泛滥，金属价值逐步显现的过程，货币仍是影响金属价格的主要因素。美元指数之类的纸币间对价已无法反映纸币的真实价值，金属将成为货币的心理之“锚”。美联储由于忧虑国内通缩而向市场释放流动性，货币会通过利差交易等方式进入新兴市场，美国的通缩忧虑和发展中国家的通胀忧虑交织在一起并形成恶性循环，金属称王条件逐渐成熟。
- **工业金属：需求增长明显，供给增长不大。**金属 ETF 推出拓宽了消费渠道，也加强了成为货币心理之“锚”的可能性，考虑到 3 月份传统消费旺季来临、中国市场铅期货的推出等因素，需求增长明显。而供给层面多年未有铜矿投产、印尼政策的波动和中国锡业没有大的扩产造成锡供给偏紧，铅锌矿虽有不断新增但铅锌比有下降的趋势。综合来看，工业金属价格上涨概率更大。
- **贵金属：均有机会，金不如银。**贵金属的价格波动主要受投资因素的影响，纸币泛滥的情况下贵金属价格仍将上行。考虑到过去两年黄金 ETF 已经在全球较大范围内开始出售并形成规模，白银的货币属性逐步被市场关注的现实，我们认为贵金属行业均有机会，白银机会会更好。
- **小金属与新材料：转型中的纠结。**在中国产业转型中，小金属和新材料受益于核电、风电、太阳能、环保等产业发展。目前小金属和新材料估值较高，2011 年将在支持产业转型相关政策文件出台及落实前后，出现阶段性交易机会。
- **外延式增长：精彩纷呈。**外延式增长主要涵盖集团资产注入、外部收购矿山、资产重组。这些公司数量较多，仅 2010 年已经公布的资产重组类就有约 10 家。假设这些重组都能够完成的话，ST 威达、万好万家、富龙热电、ST 朝华等均是我们比较看好的品种。
- **我们推荐投资者超配有色金属行业，推荐五大五小的投资组合。**五大：江西铜业、铜陵有色、云南铜业、驰宏锌锗、西部矿业；五小：ST 威达、ST 雄震、西部材料、西部资源、辰州矿业。



目 录

1、纸币泛滥，金属称王	3
1.1、美联储：货币要开闸放水	3
1.2、中国央行：池子应对水龙头	6
1.3、其他新兴市场：快来慢来，水都在来	7
2、工业金属：大机会来临	8
2.1、需求：活力来自货币	8
2.2、供给：没有大增量	10
2.3、精矿自给率高的企业收益	11
3、贵金属：均有机会，金不如银	12
3.1、黄金：乱世的黄金	12
3.2、白银：小弟也要有春天	13
4、小金属与新材料：转型的基础	13
4.1、小金属：个子小，作用不小	13
4.2、新材料：说我能，我就能	16
5、外延式增长：有内有外有借壳	19
5.1、内部外延式增长：控股股东注入预期	19
5.2、外部外延式增长：外部收购有预期	19
5.3、借壳或转型：新星闪耀的崎岖之路	20
6、投资策略：货币、转型与外延	24
6.1、行业评级：推荐	24
6.2、货币超发：自给率高的矿业股	24
6.3、结构转型：小金属与新材料	24
6.4、外延增长：兼并重组蕴良机	24
6.5、外延增长：兼并重组蕴良机	24



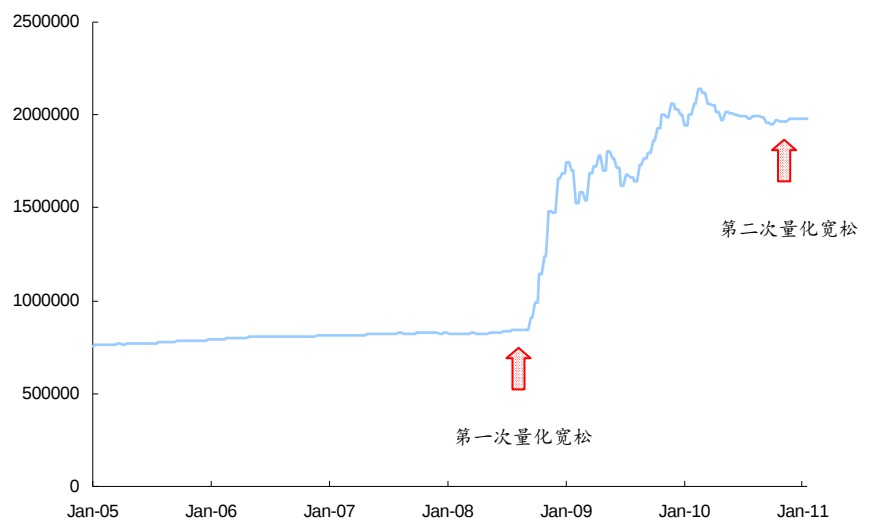
1、纸币泛滥，金属称王

1.1、美联储：货币要开闸放水

美联储第一次量化宽松：挽救经济

美联储第一次量化宽松是挽救经济于危难。2008年9月雷曼兄弟倒闭，银行间流动性趋紧，为防止连锁反应引发更大规模的金融危机，美联储决定实施量化宽松的货币政策。这种政策尽管对全球美元持有人不利，对美元债券持有人不利，但出于经济长期发展的角度，投资者对美联储的政策抱以理解的态度。

图表 1：美联储基础货币供应

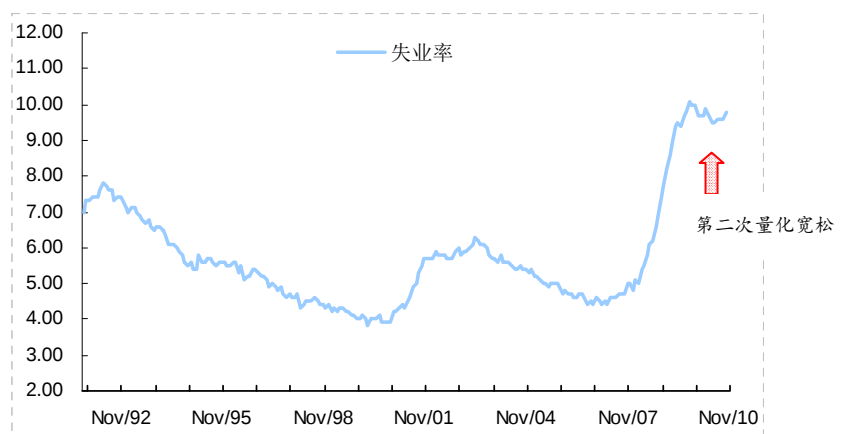


数据来源：第一创业研究所

美联储第二次量化宽松：无法忍受高失业率

美联储第二次量化宽松是因为无法忍受高失业率。失业率在2010年4月以来不断创出新高，显示经济复苏乏力。美联储在经济复苏乏力时为了刺激经济实施了二次量化宽松。

图表 2：美联储第二次量化宽松起因：高失业率



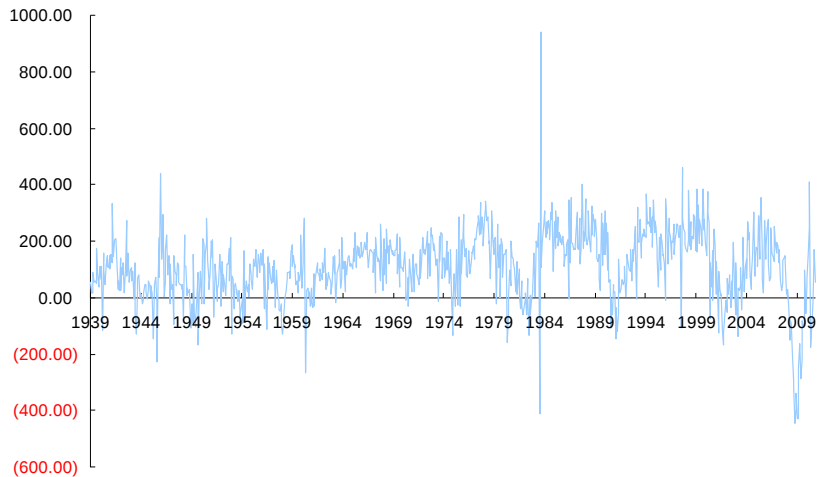
数据来源：第一创业研究所



美国经济不再强劲，高失业率必然不断触及

美国失业率将长期高企。美国制造业就业岗位流失仍在继续，服务业的繁荣时期早已过去，因此未来美国失业率长期高企的状态难以改变。这将遏制美国人收入的增长，以及消费支出的增加，消费拉动型经济面临较大压力。

图表 3：美国月度新增就业人数

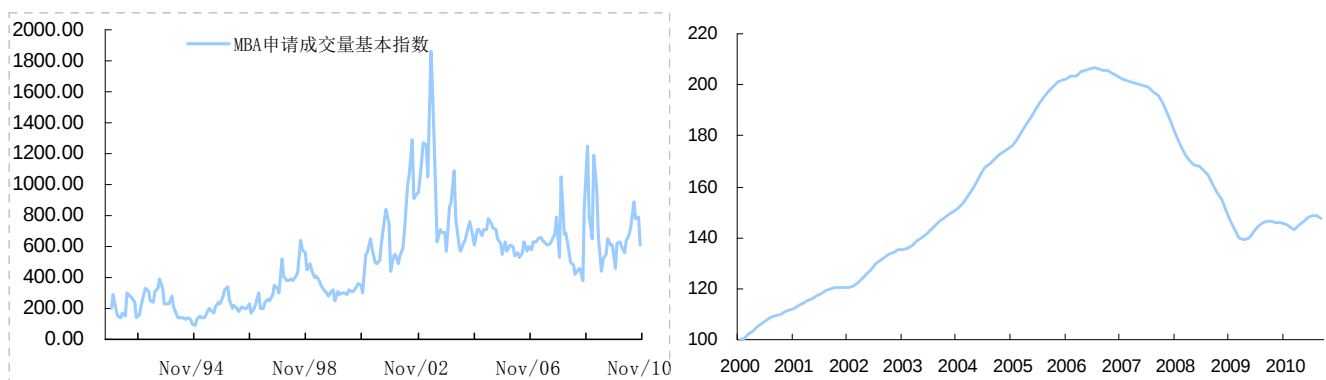


数据来源：第一创业研究所

靠技术巨大差距推动经济增长举步维艰。无论是通用、可口可乐还是微软，都曾经靠美国与全球的技术差距来推动美国经济快速增长。随着全球一体化进程的加快，技术的差距逐渐缩小，美国靠技术的巨大差距来推动经济增长的动力不再强劲。

靠地产泡沫提升消费能力不能形成正反馈。地产泡沫之后，低利率依旧，但美国信贷萎靡、房价乏力，已不能推动房价进入正反馈。

图表 4：美国房地产市场：MBA 申请成交量基本指数、标普/CS 房价指数（20 城市）



数据来源：第一创业研究所

综合以上三方面来看，美国的经济复苏将是长期低水平复苏，失业率高企将会不断触及。



美联储将长期实施定量宽松货币政策

既然高失业率可以引发美联储的第二次定量宽松,那么未来的高失业率必将引发美联储的第三次、第四次定量宽松。

图表 5: 美联储基础货币释放及趋势



数据来源: 第一创业研究所

美联储在全球开闸放水

美元的定量宽松引发全球流动性泛滥。美元和韩元、越南盾、泰国铢有着截然不同的运行机理,因为前者是一种全球货币,而后者是一种区域性货币。美联储实施的定量宽松货币政策,不仅仅是对美国这个区域造成了流动性泛滥的影响,而是会因为美国经济低迷和投资回报率低、可以通过利差套利等原因流向全球。

图表 6: 香港外汇头寸现货资产、远期买入额



数据来源: 第一创业研究所



1.2、中国央行：池子应对水龙头

应对美联储的水龙头，中国有池子

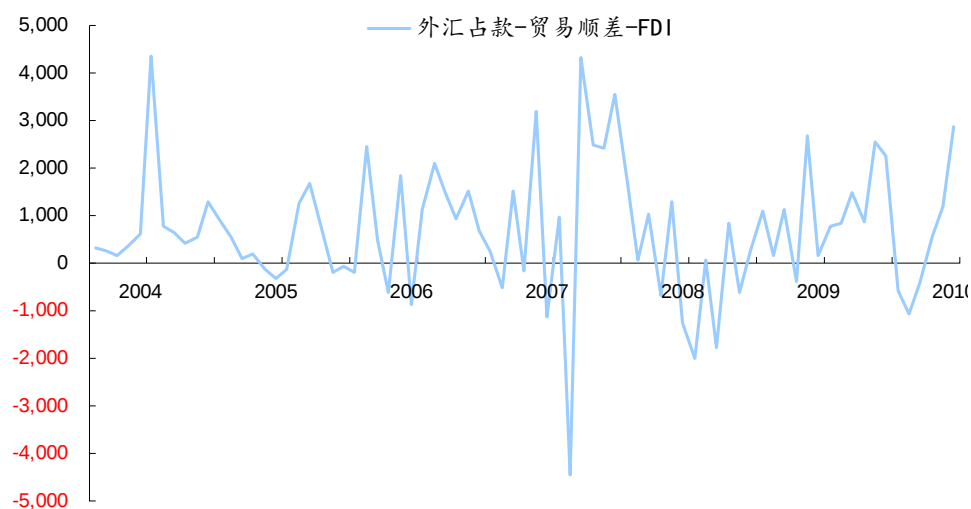
中国央行行长周小川在财新会议上描述了应对 QE2（美国第二次量化宽松的货币政策）的方式，其一是资本项目管理，其二是总量对冲（即池子理论）。池子理论的核心是，如果短期的投机性资金要进来的话，就把它放在一个池子里，并通过对冲不使它泛滥到中国的实体经济中去。等到它需要撤退的时候，我们再把它从池子里放出去让它走。这将在很大程度上对冲掉资本异常流动对中国宏观经济的冲击。

池子的无奈：他进我退？

池子理论有个很无奈的地方，就是会造成外资进而民资退。由于外资融资成本较低以及融资渠道通畅的便利性，外资以及和资企业拥有融资的优势。内资企业可能会因池子收紧融资渠道受阻，因此，池子可能会造成外资进民资退的格局，而这种格局却是央行不愿意看到的。

池子的无奈也表现在不断提高的外汇储备和人民币政治上升值的压力。由于中国经济增长较好，低成本的美元无论通过利差交易还是通过别的方式，都会寻求进入中国。在进入中国寻求套利的同时，中国的外汇储备会不断提高，这也带来全球范围内人民币升值的政治压力。

图表 7：热钱流入，升值预期加强



数据来源：第一创业研究所

池子在纠结：下重手还是见招拆招

央行明确了池子思路，却在实施时遇到困难，究竟是先下手为强，还是见招拆招？如果先下手，则可能误伤经济的快速发展，如果见招拆招，略有迟疑则可能因流动性而引发通胀。我们倾向于认为央行会见招拆招，毕竟经济发展，稳字优先。从最近屡次提高存款保证金可以看出，中国央行是在热钱涌入的大背景下逐步开始动作。我们倾向于认为，中国央行会在稳字优先的基础上开始构建池子。因此，中国央行政策会略晚于美联储流动性的释放。

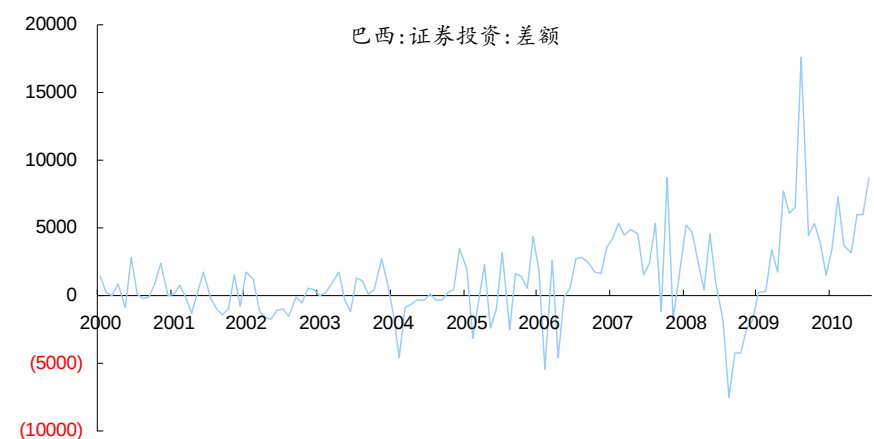


1.3、其他新兴市场：快来慢来，水都在来

巴西：水正在悄悄的来

从国际资金在巴西证券投资差额来看，国际资金进入巴西也较为明显。这符合我们总体上对于资金从美国市场外出寻找更多投资机会的判断，也是我们需要重点关注的区域之一。

图表 8：巴西证券投资差额

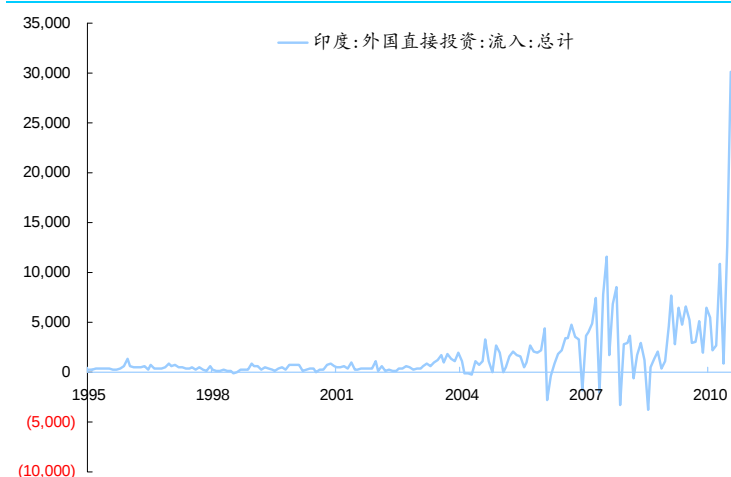


数据来源：第一创业研究所

印度：滔滔江水滚滚来

印度外国直接投资快速增长。在美联储 QE2 之后，印度外国直接投资额翻倍增长，我们暂未看到印度官方的政策出台，但这种剧增的外国直接投资金额使得我们相信，低成本的美元资金可能会在这种情况下寻求利差套利或者别的套利方法。

图表 9：印度外国直接投资额



数据来源：第一创业研究所



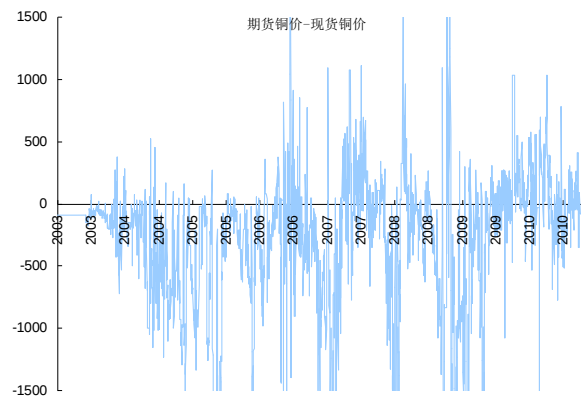
2、工业金属：大机会来临

2.1、需求：活力来自货币

2009 年以来的上涨，货币是主动力

2009 年以来金属价格更多地体现为货币属性。金属货币属性的特点主要是期货价格高于现货价格。从 2009 年下半年以来，期货价格高于现货价格现象就一直存在，至今仍是如此。这种现象说明，此轮金属价格波动的主要影响因素是货币因素。

图表 10：金属期货价格高于现货价格

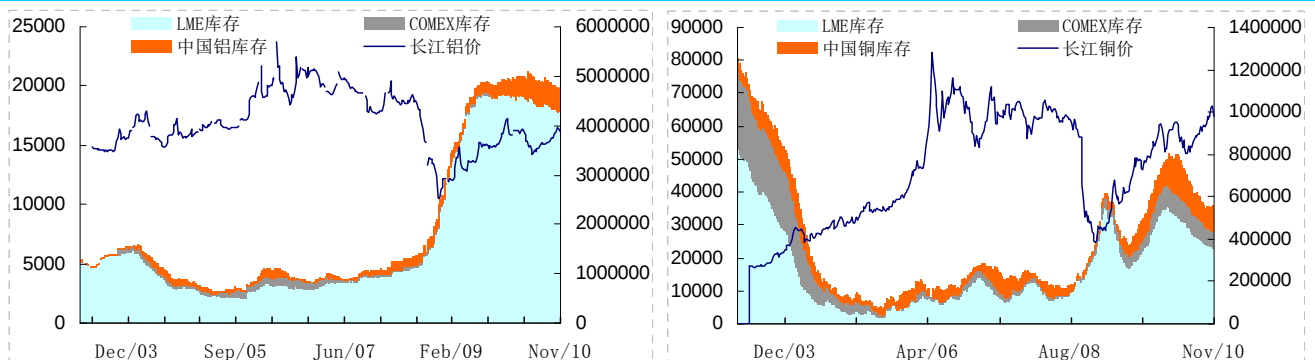


数据来源：第一创业研究所

货币催生的牛市将持续

纸币催生的牛市仍将持续。我们前面已经论述了美联储必将长期采取定量宽松的货币政策，这主要基于其经济是低水平且为了防止失业率过高所采取的一种措施。而由于美联储的这种措施造成的全球美元泛滥，而美元作为全球硬通货，其泛滥又引发其他货币跟随贬值，这种背景下由货币催生的金属牛市时机成熟。

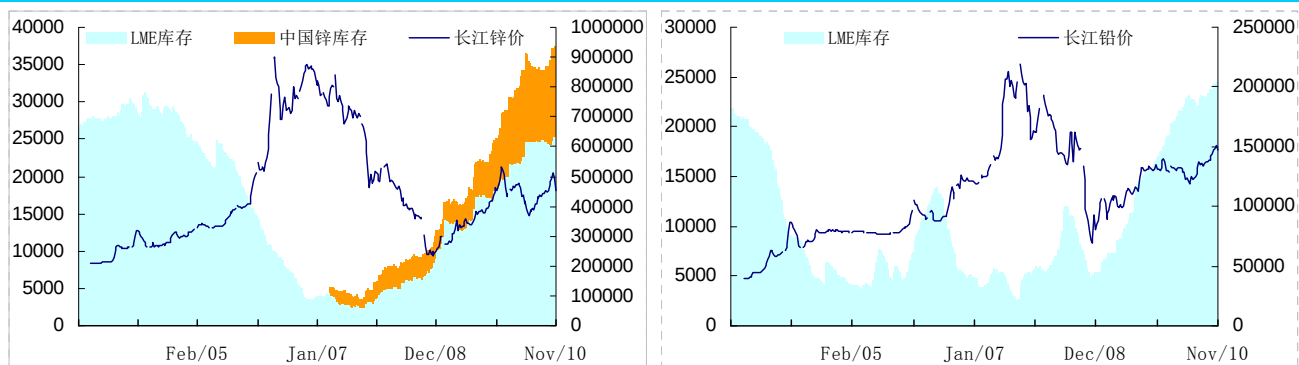
图表 11：金属期货价格



数据来源：第一创业研究所

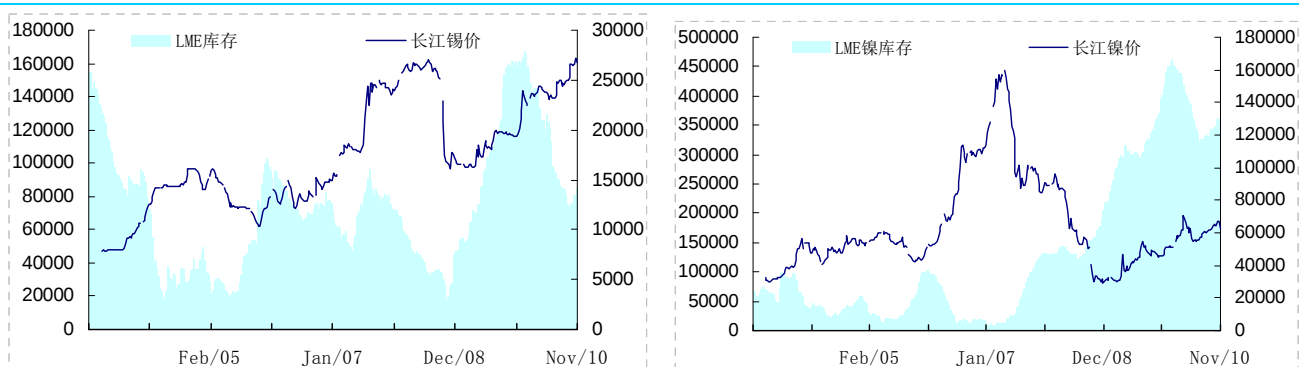


图表 12: 金属期货价格



数据来源：第一创业研究所

图表 13: 金属期货价格



数据来源：第一创业研究所

ETF 是工业金属价格上行的新动力

2011 年大宗金属的 ETF 会大量推出。12 月 7 号，ETF Securities 的铜现货 EFT 申请被欧洲监管机构批准。ETF securities 推出的实物支持的铜、镍、锡 ETPs 将在周五开始交易。ETF Securities 同时表示明年将在伦敦首先推出铝、铅、锌支持的 ETF。该公司推出的工业金属 ETCs 按照“栓定”LME 的定价，交割和规则。稍早前 ScotiaMocatta 也表示要推出铜现货 ETF。期货市场不断有传闻称高盛、德意志银行等机构有意推出现货铜 ETF 基金的计划。

工业金属的 ETF 推出为金属牛市增添了新动力。ETF 的投资为金属拉开了另外一扇需求的大门。由于 ETF 投资的便捷性和直观性，投资者在全球货币市场不断波动的情况下很可能会进行一定比例的大宗金属 ETF 配置。考虑到目前铜、锡等金属的紧平衡状态，这种 ETF 的推出对铜、锡等品种的价格上涨增加了新动力。

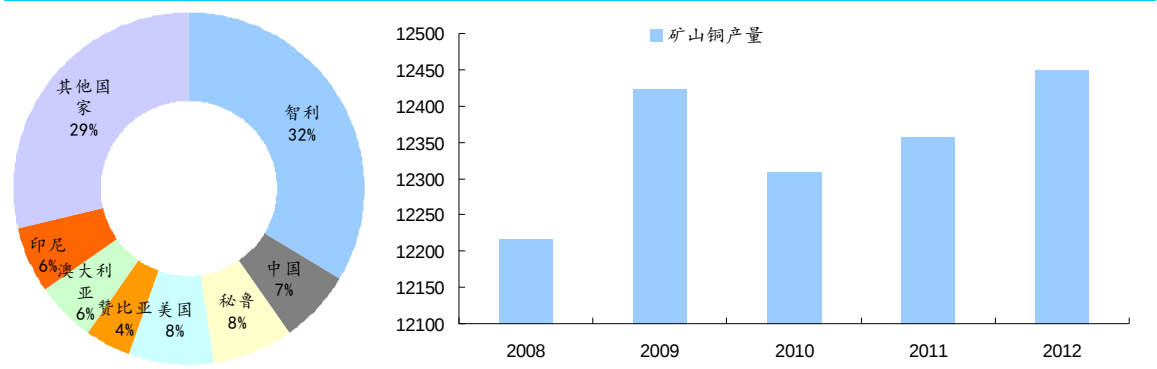


2.2、供给：没有大增量

大金属全球供给基本稳定

多年没有大的铜矿投产，原铜矿产出也较为稳定。目前世界范围内的铜矿产出基本稳定，尽管未来有蒙古的陶勒盖铜矿值得期待，但目前仍未有投产的具体日程。

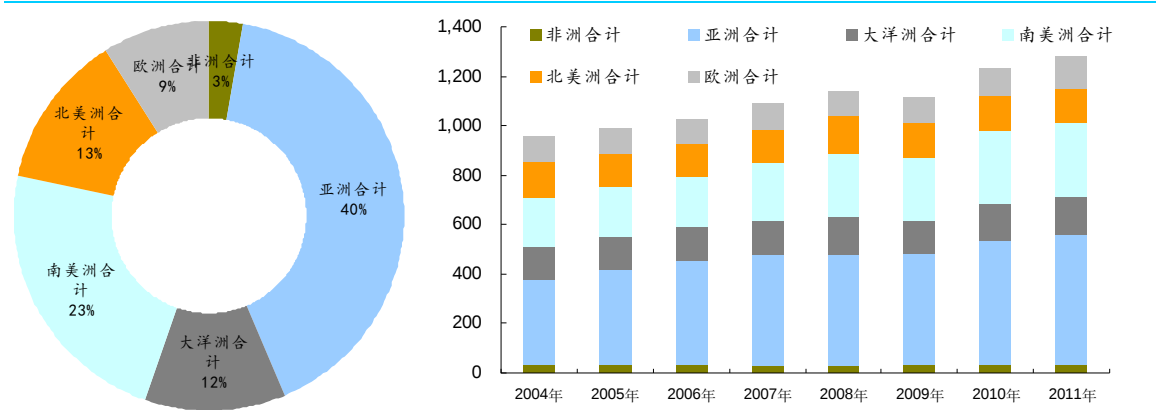
图表 15：铜矿生产基本稳定



数据来源：第一创业研究所

锌矿生产略好于铜矿，主要源自亚洲和南美洲的增长。锌矿分布较散，中小矿较多。随着锌价逐步走好，很多中小矿山重新开始开采，造成供应较为平衡的局面。这种开采的增长主要源自于亚洲和南美洲。

图表 16：锌矿生产略好于铜矿



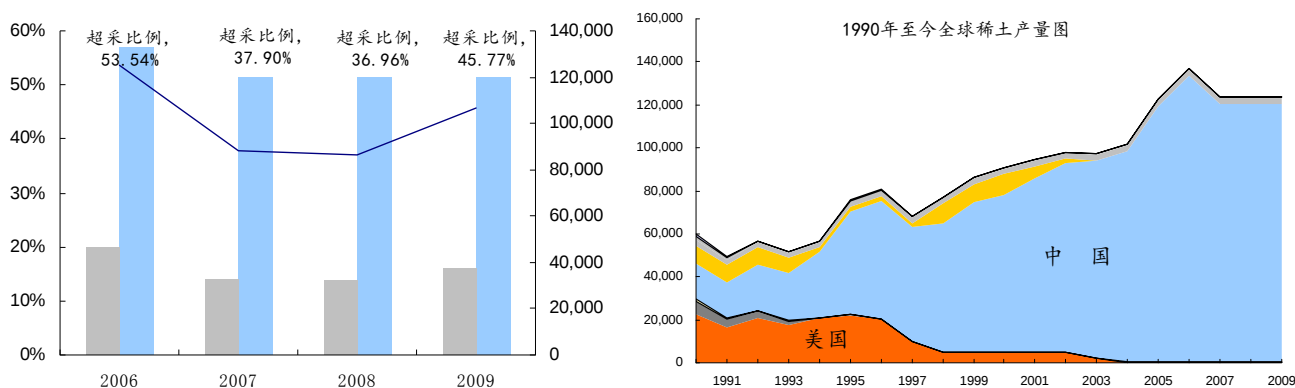
数据来源：第一创业研究所

特色小金属供给略有收紧

中国特色的部分小金属供给略有收紧。由于环保问题、私挖滥采造成资源浪费问题等原因，中国对全国范围内的矿山进行了九部委的联合检查。在此之后，中国特色小金属由于其私挖滥采太过严重而被国家严厉调控。稀土、钨、钼、锡等小金属进入限制性开采名录，政府用强有力的手开始对这些小金属进行供给的管控。



图表 17: 稀土产量结构及生产情况

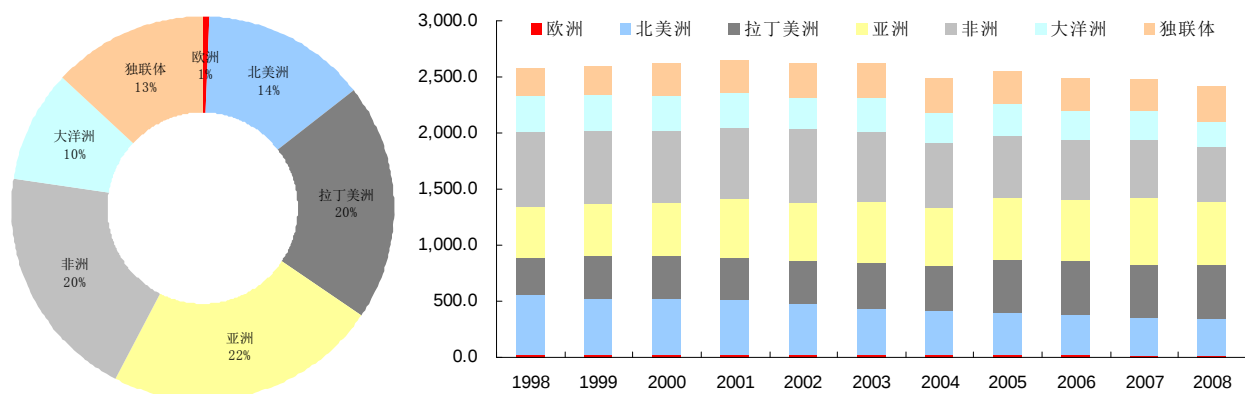


数据来源: 第一创业研究所

贵金属矿山供给平稳, 央行收紧

历年矿产金供给一直较为平稳, 2010 年开始的央行停止售金使得供给偏紧。黄金的供给一直是矿山和央行售金两个主要来源。从近 3 年的情况来看, 全球矿产金供给一直较为平稳甚至略有下降。2010 年开始, 欧洲央行售金协定各国开始自发的不再出售黄金, 因此这个第二大来源受到了压制。矿产金平稳甚至略有下降、央行售金的停止加剧了货币波动中黄金的供需矛盾, 因此黄金在 2011 年也有望走强。

图表 18: 全球黄金供给比例、矿产金供给平稳甚至略有下降



数据来源: 第一创业研究所

2.3、精矿自给率高的企业收益

金属价格上涨矿业自给率高的企业受益。无论是货币因素还是供需因素所引发, 金属价格的上行主要利润均体现在矿业开采环节。因此上, 上市公司中精矿自给率高的公司必然受益。



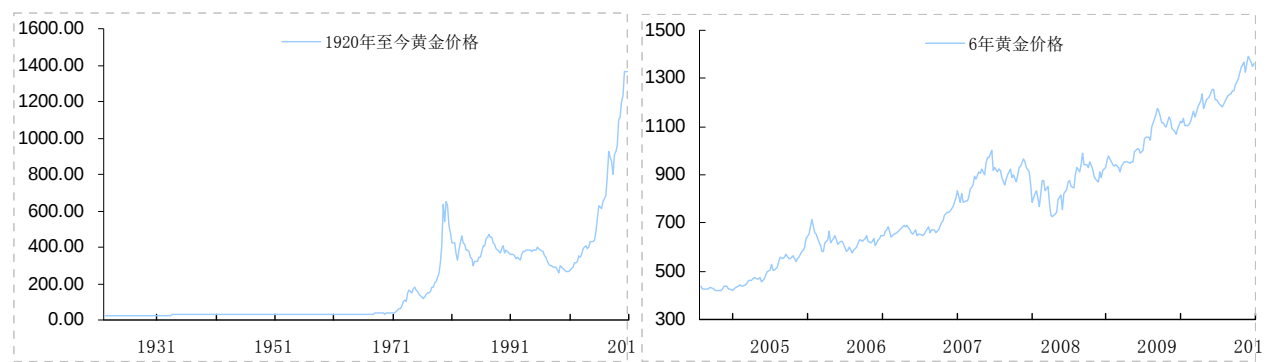
3、贵金属：均有机会，金不如银

3.1、黄金：乱世的黄金

黄金在金融风暴中远胜其他资产

黄金价格稳步上行，工业金属大幅波动。金融危机中，由于工业生产受到了巨大的打击，因此工业用金属产生了暴跌、逐步上涨的行情，但黄金主要受到货币因素的影响，因此价格走势远超其他资产。

图表 19：黄金价格情况



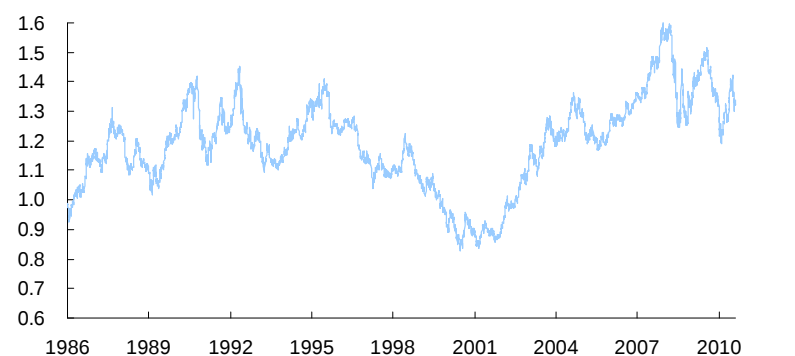
数据来源：第一创业研究所

全球范围内纸币波动仍将持续

美元不断释放货币。美元释放货币是其深刻的经济背景所决定的，因此这种趋势一定会在长时间内存在。

欧元债务没有形成非常好的解决模式。欧元区有统一的货币政策而缺乏统一财政政策，这种矛盾始终没有很好的解决模式。伴随着评级机构的推波助澜，全球货币的稳定格局。

图表 20：欧元汇率情况



数据来源：第一创业研究所

黄金需求在纸币波动中波动

纸币的波动造成投资者风险厌恶者选择黄金。纸币的缺陷在风险厌恶者眼中逐渐放大，美元的释放货币、欧元的债务问题、日元的经济增长乏力、人民币的区域不可兑换性等因素促使风险厌恶者选择黄金作为规避风险的工具，加大黄金需求量。



3.2、白银：小弟也要有春天

白银：货币属性增强

白银货币属性增强。 纸币的波动造成黄金的投资需求快速增长，而白银却在近两年和工业金属一起波动。显然，白银价格走势中货币属性并未被市场所充分接受。目前，在工业金属逐渐推出 ETF 的情况下，白银的货币属性有望进一步增强，造成其价格涨幅超越黄金。

图表 21：白银价格走势



数据来源：第一创业研究所

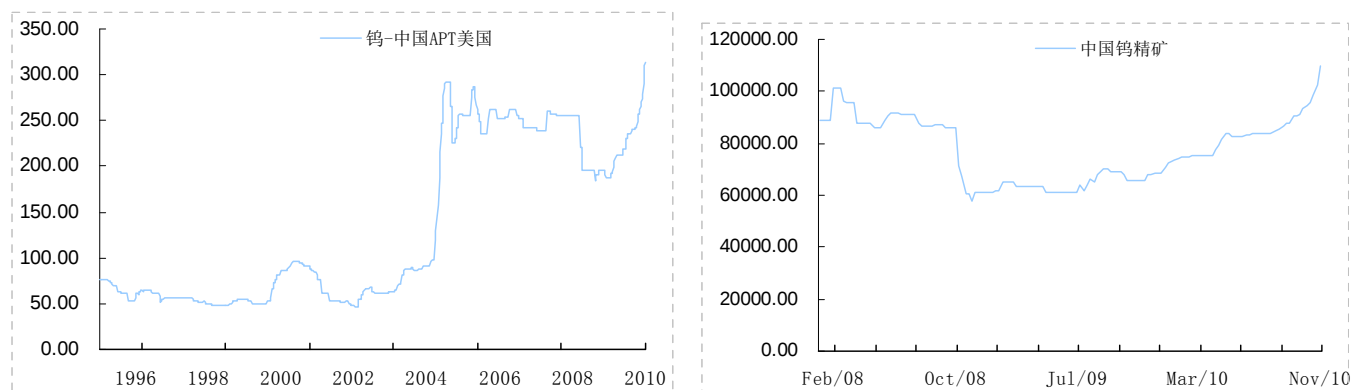
4、小金属与新材料：转型的基础

4.1、小金属：个子小，作用不小

钨：供需矛盾更加突出

钨的供给逐步受到控制，需求仍在上升。 钨是一种中国产量占比较高的金属。随着中国对于环保、矿产开采秩序等的严查，供给逐步受到控制。钨的需求主要集中在节能灯、刀具等领域。节能灯的大规模应用逐步展开，刀具下游（汽车、飞机制造）需求也逐步转好，因此需求仍在上升。这种矛盾造成钨价持续上扬。

图表 22：钨价不断创新高



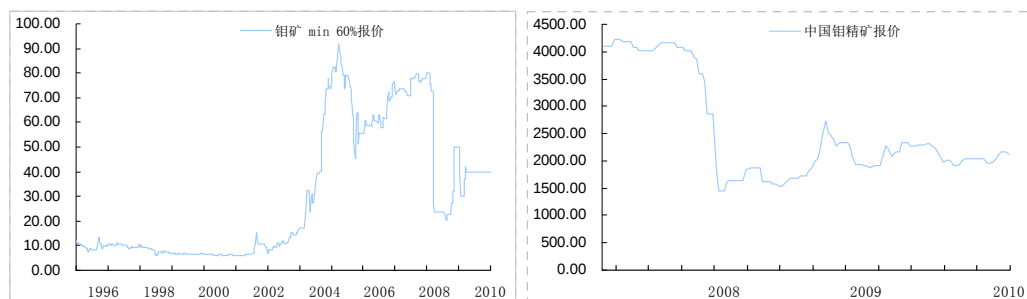
数据来源：第一创业研究所



钼：难回到从前

钼价难以回到从前。尽管钼产业也面临整顿矿产开采秩序、限制性开采的措施，但下游钢铁产业发展平稳，因此需求无法拉动其价格回到从前。

图表 23：钼价走势图

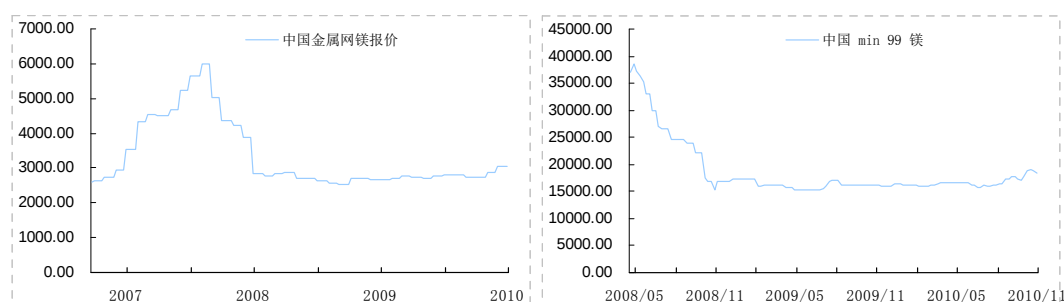


数据来源：第一创业研究所

镁：平稳是主趋势

尽管镁合金是未来发展的一种重要材料，但并不缺乏的镁（地壳元素排行第8）使得其价格难以回到从前。

图表 24：镁不再美

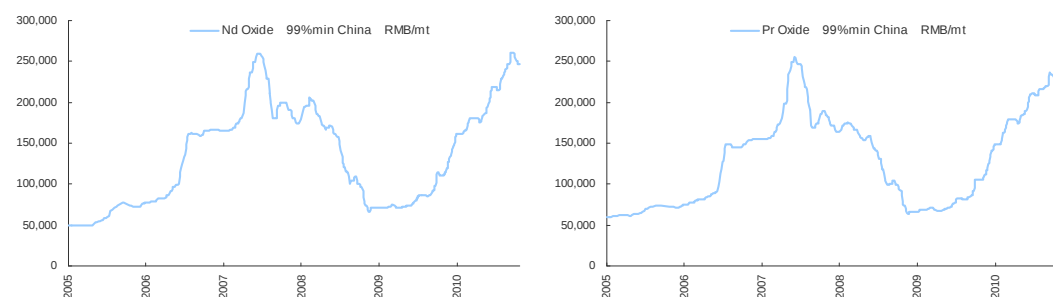


数据来源：第一创业研究所

稀土：限制开采持续，价格稳步走高

稀土产量主要来自中国，中国对稀土开采的逐步规范化将带动价格的大幅上扬。

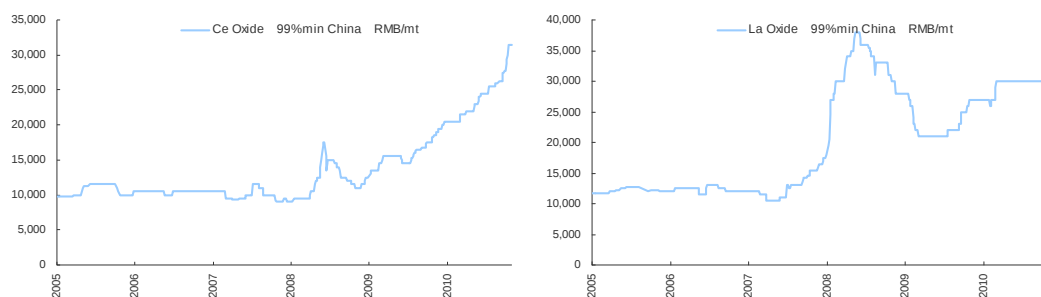
图表 25：稀土产品价格（氧化钕、氧化镨）



数据来源：第一创业研究所

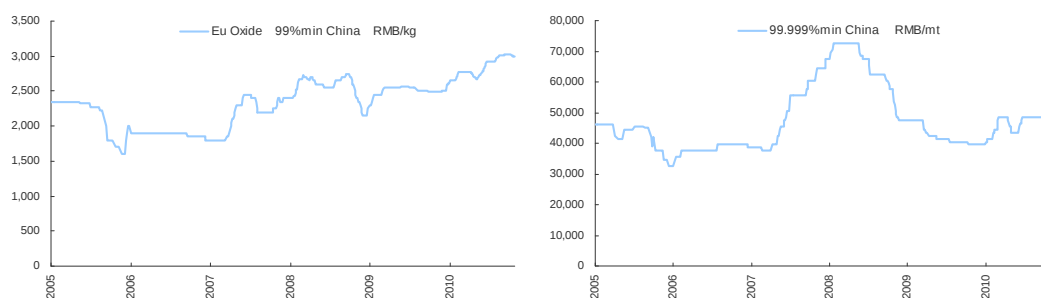


图表 26: 稀土产品价格（氧化铈、氧化镧）



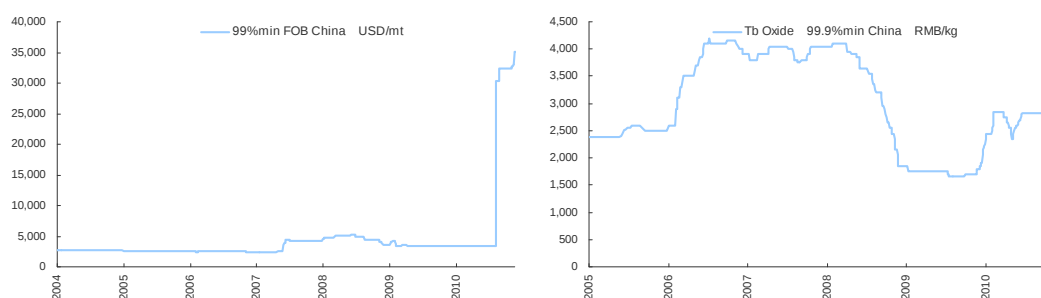
数据来源：第一创业研究所

图表 27: 稀土产品价格（氧化铕、氧化钕）



数据来源：第一创业研究所

图表 28: 稀土产品价格（氧化钐、氧化铥）

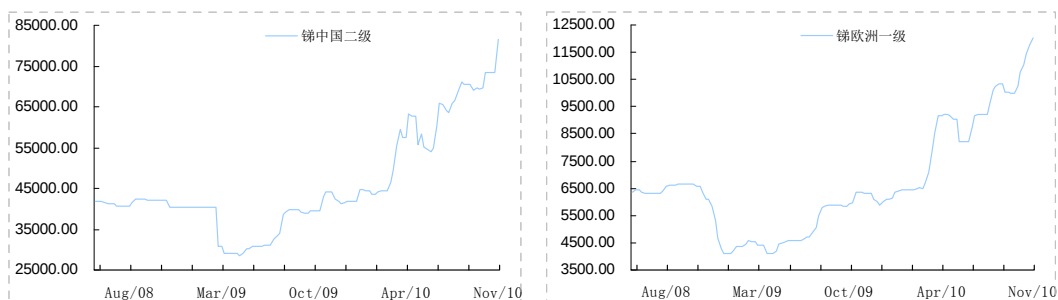


数据来源：第一创业研究所

铈：供给仍将收紧

中国产量较大的铈也在限制性开采的情况下价格逐步走高, 由于供给的限制仍将收紧, 因此未来价格上涨趋势仍存。

图表 29: 铈价不断创新高



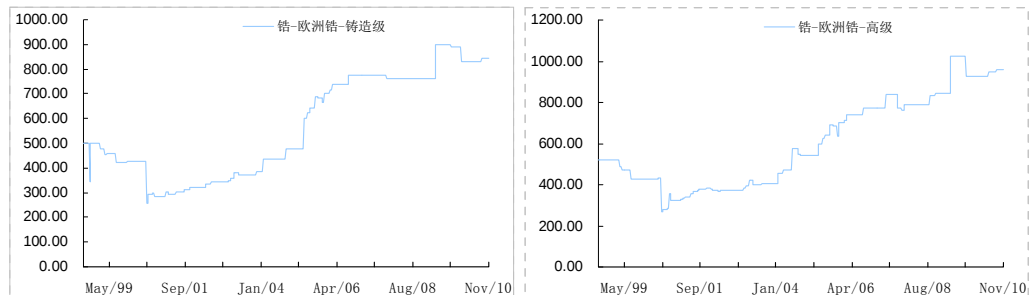
数据来源：第一创业研究所



锆：科技是第一生产力

锆材价格和其产品的科技含量有较为密切的关系，尽管目前国内有 3 家企业和锆材有关，但目前产品仍然集中在中低端，产品升级换代是最值得关注的事情。

图表 30：GDP 增长减缓可能带来就业人数的下滑



数据来源：第一创业研究所

锆：受益移动互联网，受益太阳能

锆的一个重要应用领域是光纤，移动互联网的发展对锆有较强的拉动作用。另外，云南锆业的产品 VGF 法生产锆单晶将受益于第三代聚光太阳能产业的发展。

图表 31：GDP 增长减缓可能带来就业人数的下滑



数据来源：第一创业研究所

4.2、新材料：说我能，我就能

核电新材料

未来中国核电产业将迅速发展，其中核电用锆材的制造、核电控制棒所用的银铟复合棒均是值得关注的领域。核级锆产品主要相关的上市公司有：东方锆业、嘉宝集团、升华拜克。核电控制用银铟复合棒生产企业主要是西部材料。



图表 32：各国核电发电量占比、中国核电发展计划

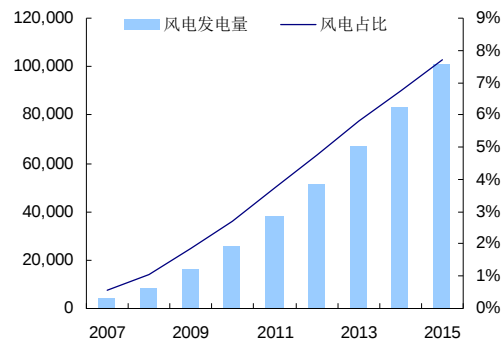


数据来源：第一创业研究所

风电新材料

风电快速发展中磁性材料最受益。和磁性材料相关的上市公司主要有：包钢稀土、广晟有色、中色股份、厦门钨业、中科三环、宁波韵升、安泰科技。

图表 33：GDP 增长减缓可能带来就业人数的下滑

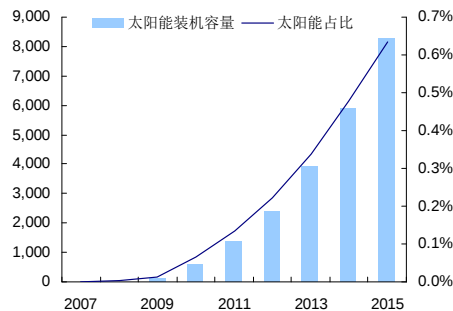


数据来源：第一创业研究所

太阳能新材料

太阳能行业发展主要相关的上市公司有云南锗业。其主要关注点在于三代聚光太阳能电池用的 VGF 法生产的锗单晶。

图表 34：GDP 增长减缓可能带来就业人数的下滑



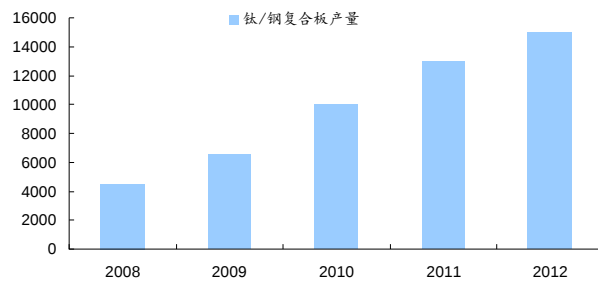
数据来源：第一创业研究所

环保新材料

环保是中国调结构的重要领域。和环保新材料相关的主要是西部材料、宝钛股份的钛钢复合板，还有格林美回收垃圾制造金属。



图表 35：西部材料钛钢复合板生产情况



数据来源：第一创业研究所

节能新材料

节能环保是中国政府对世界的庄严承诺,和这个行业相关的上市公司主要是生产非晶带材的安泰科技。

图表 36：各国节能减排计划

国家或地区	2020年减排计划
美国	2020年在2005年基础上减排17%。
中国	到2020年，单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降40%-45%。非化石能源占一次能源消费的比重达到15%左右，森林面积增加4000万公顷，森林蓄积量比2005年增加13亿立方米
印尼	2020年减少26%。
巴西	在2020年时减少36.1%-38.9%的排放量
俄罗斯	减排15%-25%
印度	GDP的碳排放强度比2005年降低20%-50%
日本	减排25%
加拿大	在2005年基础上减排17%
澳大利亚	根据不同条件，减排5%-15%-25%
欧盟及成员国	在1990年的基础上减排20%-30%

数据来源：第一创业研究所



5、外延式增长：有内有外有借壳

5.1、内部外延式增长：控股股东注入预期

云南铜业：

云南铜业集团拥有普朗等铜矿，由于存在同业竞争等原因，这些矿山的注入可以说是预期之中的事情，尽管时间上有不确定。展望 2011 年，云南铜业集团逐步注入铜矿可以说是控股股东注入预期中比较值得关注的的一个。

西部矿业：

西部矿业集团收购了会东铅锌矿。由于存在着同业竞争，因此会东铅锌矿的资产注入也值得期待。

山东黄金

山东黄金集团仍然拥有不少金矿，可以预期未来将不断对山东黄金股份公司进行资产注入，山东黄金上市公司在 2011 年外延式增长中值得关注。

中金黄金

中金黄金集团在除上市公司之外仍然拥有大量的金矿，这种资产注入的依旧存在，中金黄金上市公司在 2011 年外延式增长中值得关注。

铜陵有色

铜陵有色集团在海外拥有铜矿，在国内拥有钼矿，考虑到铜陵有色是铜陵有色集团旗下唯一的上市公司平台，其资产注入也值得期待。

驰宏锌锗

驰宏锌锗控股股东云冶集团拥有金鼎等铅锌矿山权益，2010 年因驰宏锌锗环保问题资产注入未能实施。考虑到驰宏锌锗新生产线的投产以及投产老生产线将逐步停产，未来注入值得期待。

5.2、外部外延式增长：外部收购有预期

西部资源

西部资源上市后不断进行矿业收购，无论是锂矿、银铅锌矿均有涉及。考虑到公司做大做强的强烈愿望，2011 年对外展开收购值得期待。

ST 雄震

ST 雄震从 2007 年转型做矿以来不断进行矿业收购，积累了丰富的矿业收购经验和人才队伍，考虑其做大做强的愿望，预计未来收购仍会继续。

中金岭南

中金岭南把握了金融危机带来的机遇，通过收购 PEM、全球星的公司逐步成长为全球视野的多金属矿业巨子。考虑到其国际化进程刚刚起步，我们预期中金岭南未来仍将在国际矿业市场展开收购。



恒邦股份

恒邦股份计划进行定向增发收购栖霞山金兴矿业 55%权益，这种矿业收购预计在 2011 年实施，金兴矿业采矿权范围内黄金金属量 2.57 万吨。

图表 37：金兴矿业各矿区储量情况

矿区	保有资源储量（吨）	金金属量（kg）
山城金矿后乔金矿区	221,925	1,225
盘马金矿杨家乔矿区	89,646	269
盘马金矿马家窑金矿区	39,226	205
盘马金矿东庵金矿区	38,602	199
流口金矿台前矿区	86,970	276
苏家庄金矿区	28,934	110
庄子金矿1号带	37,341	288

数据来源：第一创业研究所

5.3、借壳或转型：新星闪耀的崎岖之路

*ST 威达

交易方案：上市公司与银都矿业进行资产置换，置出资产为截至评估基准日合法拥有的全部构成业务的资产，置入资产为由北京盛达、红烨投资、王彦峰、王伟合计持有银都矿业 62.96%的股权。置入与置出资产之间的差额 274,928.13 万元，由*ST 威达向北京盛达、红烨投资、王彦峰、王伟以 7.54 元/股的价格发行 364,626,167 股股份进行支付。

图表 38：公司所做的盈利预测

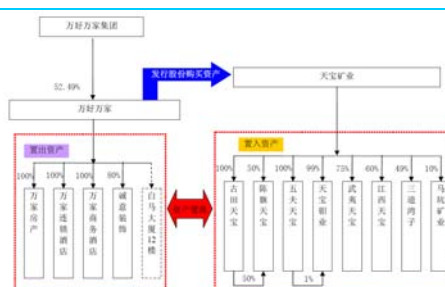
会计年度	2009	2010E	2011E
营业收入	9,987,141.89	742,177,848.28	740,090,253.22
营业成本	12,875,583.34	108,147,071.55	111,672,537.86
利润总额	-3,347,932.67	541,076,290.12	543,981,946.23
净利润	-3,650,948.52	404,094,924.33	407,326,624.23
EPS（元）	-0.03	0.50	0.51

数据来源：第一创业研究所

万好万家

交易方案：上市公司与天宝矿业进行资产置换，资产差额以上市公司向天宝矿业发行股份进行支付。发行价 7.05 元，数量为 274,742,688 股。置出资产为上市公司除交易性金融资产之外的全部资产和负债，置入资产为天宝矿业 7 家矿业公司股权和 1 家钼加工企业股权。置入与置出资产之间的差额 193,693.60 万元，由万好万家向天宝矿业发行股份进行支付。

图表 39：交易方案



数据来源：第一创业研究所



该公司未来增长可期，目前进展是资料上报证监会过程中。详情见我们的深度报告《增长靠钼金，爆发有铁锌》。

图表 40：公司所做的盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E
营业收入	454,445,800.00	259,783,300.00	551,012,800.00
营业成本	164,351,900.00	142,827,100.00	297,392,600.00
利润总额	320,614,700.00	183,961,800.00	239,872,800.00
净利润	266,316,400.00	169,803,500.00	205,421,300.00
EPS（元）	0.53	0.34	0.39

数据来源：第一创业研究所

富龙热电

交易方案：上市公司与兴业集团进行资产置换，资产差额以上市公司向兴业集团发行股份进行支付。置出资产为上市公司除包商银行 0.75%股权及中诚信托 3.33%的股权外的全部资产负债，置入资产为兴业集团有色金属采选及冶炼类资产。置入与置出资产之间的差额 25,307.38 万元，由富龙热电向兴业集团以 14.5 元/股的价格发行 17,453,363 股股份进行支付。

图表 41：公司所做的盈利预测

会计年度	2008	2009	2010E
营业收入	574,894,932.32	391,422,003.25	790,561,900.00
营业成本	563,104,720.26	361,011,328.71	655,294,300.00
利润总额	9,106,282.19	28,878,942.61	135,267,600.00
净利润	6,585,391.95	13,865,637.14	101,450,700.00
EPS（元）	0.06	0.08	0.23

数据来源：第一创业研究所

大元股份

交易方案：上市公司向自然人郭文军非公开发行股票购买其持有的阿拉善左旗珠拉黄金开发有限责任公司 100%的股权，用于开展珠拉黄金低品位含金矿石堆浸二期项目及补充流动资金。本次非公开发行股票的发行底价为 19.49 元/股，非公开发行股票的数量不超过 11,000 万股。

图表 42：募集资金流向方案

序号	项目名称	募集资金投入金额（万元）
1	收购珠拉黄金100%的股权	167,500.00
2	珠拉黄金低品位含金矿石堆浸二期项目	30,000.00
3	补充流动资金	12,500.00
	合计	210,000.00

数据来源：第一创业研究所

天山纺织

交易方案：上市公司拟发行股份购买新疆凯迪矿业投资股份有限公司持有的新疆西拓矿业有限公司 50%的股权以及青海雪驰科技技术有限公司持有的新疆西拓矿业有限公司 25%的股权。本次非公开发行股份发行价格为 5.66 元/股，拟发行 81,977,594 股购买 50%的西拓矿业股权，作价 463,993,182 元。拟发行 40,988,797 股购买 25%的西拓矿业股权，作价 231,996,591 元。



本次董事会召开的时间为 2010 年 6 月 17 日，若根据法规要求提供盈利预测，则盈利预测期间为 2010 年和 2011 年。由于本次拟注入资产西拓矿业的投产于 2012 年投产，投产前拟注入资产并不产生盈利，本次上市公司拟援引《上市公司重大资产重组管理办法》第十七条第二款不出具拟注入资产盈利预测和上市公司盈利预测。

ST 玉源

交易方案：上市公司以 7.45 元/股的价格分别向北京路源世纪投资管理有限公司，盱眙银信投资服务有限公司，江苏中韩国际经贸有限公司，天津富禾矿业投资中心，盱眙金泰产业服务有限公司以及杭州蓝海投资有限公司非公开发行发行 1500 万，1500 万，1500 万，1000 万，800 万以及 500 万股。募集资金净值 48,460 万元，将用于收购西昌市菜子地联营金矿并对其增资进行项目扩改建，投资额 11600 万元；对其下属公司金矿矿权进行勘探、普查、详查等工作，投资额 4250 万元；偿还公司债务 18000 万元；其余部分用于补充公司流动资金约 14610 万元。

盈利预测数据将在发行预案补充公告中予以披露，目前尚未公布。

ST 珠峰

交易方案：上市公司以 12.33 元/股的价格向公司的控股股东新疆塔城国际资源有限公司、符合中国证监会规定的机构投资者及自然人等不超过十名的特定对象非公开发行 4,000 万股。其中新疆塔城国际资源有限公司拟认购不超过 800 万股（含 800 万股）本次非公开发行股票。拟募集资金净额 48,000 万元分别投入控股股东新疆塔城国际资源有限公司在塔吉克斯坦的选矿厂项目及解决公司债务问题和补充流动资金。

图表 43：募集资金流向方案

序号	项目名称	募集资金投入 金额（万元）
1	收购在塔吉克斯坦的选矿厂业务和资产及铺底流动资金投入	26,000.00
2	解决债务问题	14,000.00
3	补充流动资金	8,000.00
	合计	48,000.00

数据来源：第一创业研究所

盈利预测将在发行预案补充公告中予以披露，目前尚未披露。控股股东承诺收购的选矿业务未来三年年均净利润不少于人民币 5,000 万元。

SST 秋林

上市公司第一大股东黑龙江奔马实业集团有限公司（以下简称“奔马集团”）拟将所持公司 59,913,695 股（占公司总股本比例为 24.5987%）转让给与黑龙江奔马投资有限公司（以下简称“奔马投资”）。股份转让总价款为 359,482,170 元人民币，每股 6 元人民币。

奔马投资的控股股东颐和黄制品有限公司（以下简称“颐和黄”）将其拥有的黄金存货资产 26,600 万元和现金 8,200 万元，合计共 34,800 万元赠与上市公司，用于支付全体非流通股股东支付股改对价的成本。全体非流通股股东按每 10 股送 2.2 股比例向颐和黄定向送股。颐和黄承诺将在本次股权分置改革方案实施完成之日起 12 个月内向上市公司整



体注入颐和黄金的优质黄金珠宝设计、生产、批发、零售业务，以保证上市公司的持续发展和利润增长。

S*ST 聚友

本次资产重组拟注入资产为陕西华泽镍钴金属有限公司 100%股权。

公司尚未披露详细的资产重组方案及盈利预测。

*ST 朝华

上市公司向特定对象甘肃建新实业集团有限公司、建银国际投资咨询有限公司、深圳市港钟科技有限公司定向发行股份，3 家公司以其持有内蒙古东升庙矿业有限责任公司 80%的股权、凤阳县金鹏矿业有限公司 100%的股权、内蒙古临河新海有色金属冶炼有限公司 100%的股权、甘肃建新进出口贸易有限公司 100%的股权认购上市公司发行的股份。本次非公开发行的发行价格为 2.56 元/股，共发行股份 541,698,351 股。

图表 44：公司所做的盈利预测

会计年度	2008	2009	2010E
营业收入	-	678,246,784.83	804,908,203.20
营业成本	15,306,477.56	375,424,179.64	406,825,856.41
利润总额	-15,434,894.95	243,116,887.54	335,709,456.66
净利润	-15,434,894.95	206,285,147.72	285,083,742.00
EPS（元）	-0.04	0.18	0.24

数据来源：第一创业研究所



6、投资策略：货币、转型与外延

6.1、行业评级：推荐

在货币超发的背景下，任何时候都是买入有色的良机。考虑到 2011 年工业金属逐步推出 ETF 的事实，我们推荐投资者提高该行业的配置比例。具体的配置思路演着货币、转型与外延三方面进行。

我们推荐五大五小的投资组合。五大：江西铜业、铜陵有色、云南铜业、驰宏锌锗、西部矿业；五小：ST 威达、ST 雄震、西部材料、西部资源、辰州矿业。

6.2、货币超发：自给率高的矿业股

货币超发会带来金属价格的上扬，上扬的利润绝大多数归属矿业企业，因此矿产自给率高的品种值得重点关注。

由于铜、锡、镍等 ETF 的推出造成需求上升的影响，我们建议投资者重点关注铜类上市公司，自给率比较高的有：江西铜业、云南铜业、铜陵有色、西部资源、ST 雄震。除这些以外，部分企业主业为其他矿产，但也对铜矿有所涉及的有：西部矿业、紫金矿业。

6.3、结构转型：小金属与新材料

中国的结构转型将推动小金属和新材料产业的发展，其中重点值得关注的公司有：包钢稀土、西部材料、东方锆业、云南锆业、中色股份、东方钽业等。

6.4、外延增长：兼并重组蕴良机

外延式增长是矿业企业发展的一个重要途径，值得关注的相关上市公司有：云南铜业、铜陵有色、西部矿业、驰宏锌锗、中金岭南、山东黄金、中金黄金、西部资源、ST 雄震、ST 威达、万好万家、富龙热电等。

6.5、外延增长：兼并重组蕴良机

外延式增长是矿业企业发展的一个重要途径，值得关注的相关上市公司有：云南铜业、铜陵有色、西部矿业、驰宏锌锗、中金岭南、山东黄金、中金黄金、西部资源、ST 雄震、ST 威达、万好万家、富龙热电等。



盈利预测及估值表:

公司名称	股票代码	评级	股价(元)			总市值 (百万元)	流通市值 (百万元)	每股收益(元)				市盈率(x)			PEG
			2010/12/15	一月	YTD			09	10E	11E	10/09	09	09E	10E	
002149.SZ	西部材料	审慎推荐	26.54	8.0	10.6	4,635	3,639	0.18	0.23	0.34	1.45	147.5	113.0	78.1	3.70
002182.SZ	云海金属	中性	18.87	18.9	17.8	3,623	2,609	0.03	0.21	0.29	1.37	629.0	89.3	65.1	0.15
600478.SH	科力远	中性	17.58	2.9	3.9	5,535	3,492	0.07	0.20	0.32	1.62	251.1	89.2	54.9	0.49
600516.SH	方大炭素	中性	12.29	47.9	20.4	15,720	7,581	0.01	0.30	0.45	1.48	824.8	40.9	27.6	0.02
000969.SZ	安泰科技	中性	25.30	20.0	72.2	21,628	21,599	0.39	0.23	0.35	1.52	65.2	110.0	72.3	-2.70
000970.SZ	中科三环	审慎推荐	30.59	65.4	233.3	15,527	12,429	0.14	0.35	0.45	1.31	218.5	88.6	67.7	0.60
002056.SZ	横店东磁	中性	43.48	37.3	195.4	17,866	17,866	0.40	0.86	1.38	1.62	108.7	50.8	31.4	0.44
600390.SH	金瑞科技	中性	21.35	26.7	57.4	3,417	3,417	-0.96	0.19	0.34	1.77	-22.3	111.0	62.8	-0.92
000612.SZ	焦作万方	中性	22.37	8.3	-19.5	10,742	10,741	0.40	0.95	1.05	1.11	55.6	23.7	21.3	0.18
000807.SZ	云铝股份	中性	11.59	21.0	-14.4	13,722	7,562	0.04	0.06	0.35	5.74	276.0	190.6	33.2	4.26
600219.SH	南山铝业	中性	9.59	1.2	-26.7	18,549	7,947	0.50	0.32	0.43	1.34	19.2	30.0	22.3	-0.83
600595.SH	中孚实业	中性	13.67	1.0	-5.1	16,172	16,172	0.47	0.32	0.49	1.53	29.1	43.0	28.0	-1.33
600888.SH	新疆众和	中性	24.63	18.9	57.2	8,671	8,425	0.52	0.75	0.92	1.23	47.6	32.9	26.7	0.74
601600.SH	中国铝业	中性	10.39	-6.7	-28.2	140,519	40,846	-0.34	0.05	0.09	1.80	-30.2	207.8	115.4	-1.81
000630.SZ	铜陵有色	强烈推荐	29.64	62.9	34.6	38,365	38,364	0.47	0.63	1.03	1.65	63.1	47.4	28.8	1.43
000878.SZ	云南铜业	强烈推荐	25.45	14.1	-16.9	31,983	31,982	0.30	0.38	0.61	1.58	84.8	66.2	41.8	2.35
002171.SZ	精诚铜业	中性	19.43	30.6	27.0	3,167	3,128	0.25	0.31	0.37	1.21	77.7	63.7	52.5	2.90
002203.SZ	海亮股份	中性	17.42	35.5	20.5	6,970	3,122	0.44	0.49	0.55	1.12	39.7	35.5	31.7	2.98
600362.SH	江西铜业	强烈推荐	40.86	31.3	2.1	141,487	84,795	0.78	1.25	2.05	1.64	52.4	32.6	19.9	0.54
000060.SZ	中金岭南	审慎推荐	22.35	31.5	24.4	35,467	35,430	0.40	0.44	0.65	1.47	55.9	50.4	34.3	4.66
000758.SZ	中色股份	审慎推荐	31.79	48.8	105.3	20,310	13,537	0.13	0.22	0.58	2.62	239.0	143.5	54.8	2.16
600331.SH	宏达股份	审慎推荐	16.34	8.0	-9.6	16,863	13,203	0.17	-0.28	0.30	-1.08	96.3	-58.4	54.1	0.22
600497.SH	驰宏锌锗	审慎推荐	25.83	18.8	-0.7	26,031	24,266	0.28	0.44	0.70	1.58	92.7	58.2	36.8	0.98
600531.SH	豫光金铅	审慎推荐	39.45	87.1	87.8	9,005	9,005	0.45	0.55	0.76	1.38	87.7	71.7	52.0	3.23
600961.SH	株冶集团	中性	17.67	34.1	11.0	9,320	4,565	0.13	0.14	0.37	2.64	132.9	126.3	47.9	24.35
601168.SH	西部矿业	强烈推荐	18.95	40.8	30.3	45,158	45,158	0.25	0.48	0.72	1.51	75.8	39.8	26.3	0.44
002155.SZ	辰州矿业	审慎推荐	36.57	23.1	44.2	20,018	20,013	0.18	0.54	0.90	1.66	199.0	67.8	40.8	0.35
002237.SZ	恒邦股份	审慎推荐	54.29	0.9	3.4	10,402	3,652	0.78	0.78	1.02	1.30	69.6	69.3	53.2	#####
600489.SH	中金黄金	审慎推荐	40.53	3.3	25.6	57,678	27,457	0.66	0.79	1.06	1.33	61.4	51.1	38.3	2.55
600547.SH	山东黄金	审慎推荐	54.93	-1.7	37.0	78,169	38,007	1.05	0.89	1.20	1.35	52.3	62.0	45.9	-3.96
601899.SH	紫金矿业	审慎推荐	8.66	19.1	-8.9	125,928	54,774	0.24	0.36	0.45	1.25	36.1	24.1	19.2	0.48
000960.SZ	锡业股份	审慎推荐	34.03	14.6	28.4	28,044	15,518	0.21	0.46	0.69	1.51	164.8	74.6	49.3	0.62
600111.SH	包钢稀土	审慎推荐	71.38	-7.1	160.6	57,629	35,202	0.07	0.98	1.41	1.43	1034.5	72.6	50.6	0.05
600432.SH	吉恩镍业	审慎推荐	26.08	6.1	-10.9	21,154	19,908	0.16	0.35	0.52	1.46	163.0	73.5	50.2	0.60
600456.SH	宝钛股份	中性	30.73	16.6	35.3	13,222	6,439	0.04	0.13	0.25	1.96	768.3	240.5	122.9	1.10
600459.SH	贵研铂业	中性	39.84	5.5	51.3	4,452	4,452	0.08	0.63	0.87	1.38	498.0	62.9	45.6	0.09
600549.SH	厦门钨业	审慎推荐	49.90	41.0	165.6	34,031	34,031	0.31	0.60	0.97	1.62	159.9	83.2	51.4	0.90
601958.SH	金钼股份	审慎推荐	25.86	39.8	38.1	83,440	20,016	0.17	0.30	0.46	1.53	152.1	85.9	56.0	1.11
000933.SZ	神火股份	中性	25.49	24.3	-2.0	26,765	26,762	0.80	1.35	1.69	1.26	31.9	18.9	15.1	0.28
000655.SZ	金岭矿业	审慎推荐	24.65	42.9	30.8	14,675	10,225	0.38	0.85	1.02	1.20	64.9	28.9	24.1	0.23
600673.sh	东阳光铝	中性	18.20	18.3	123.0	15,060	14,961	0.09	0.34	0.51	1.47	202.2	53.0	35.9	0.19
002082.SZ	栋梁新材	中性	13.69	8.7	-2.7	3,258	2,139	0.51	0.63	0.77	1.22	26.8	21.9	17.9	0.96
002167.SZ	东方锆业	审慎推荐	42.88	54.7	149.1	7,706	7,492	0.37	0.27	0.53	1.95	115.9	157.7	80.9	-5.95

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P. R. China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL: 010-68059588 FAX: 010-68059099

P. R. China: 100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P. R. China: 200120