



布局新兴产业，享受周期繁荣

市场回顾：总体走势先抑后扬，震荡市场中再度胜出

2010 年有色金属在市场中依然是领涨的板块，总体走势先抑后扬，小金属投资机会凸现。有色金属行业高估值和煤炭、钢铁等周期性行业低估值进一步分化。与市场观点不同，我们认为有色板块估值溢价合理。资源稀缺性、在新兴产业中需求持续增长以及公司自身技术提升和产业延伸是行业高估值的主要原因。

行业盈利：小金属和磁性材料表现突出

基本金属毛利率近年来呈现下降趋势，小金属和磁性材料盈利能力明显改善。磁性材料板块的盈利水平接近 07 年行业盈利最好的时期。目前有色金属行业整体盈利能力处于十年平均水平之下，而金属价格水平处于相对高位。我们认为原因是，尽管全球金融危机过去已经两年，但很多生产企业还没有完全摆脱金融危机的负面影响。2011 年在金属价格继续上涨，成本压力缓解的情况下，行业盈利持续向好。

今年有色金属行情由供需格局主导

我们认为今年有色金属行情主要由供需格局主导，金属价格走势分化，与供需状况变化保持一致。尽管流动性对金属市场的影响全年贯穿始终，使金属价格短期波动更加频繁。

2011 年通胀预期和弱势美元有望支撑金属价格高位运行

在经济复苏缓慢，失业率居高不下的背景下，美国启动第二轮量化宽松政策，如果未来几个月美国的就业数据和通缩改善程度低于预期，量化宽松规模有可能进一步扩大；欧洲债务危机的风波使欧元区经济增长速度进一步放缓，欧洲央行的货币政策取向很可能是在较长时间内保持目前的低利率。发达经济体流动性宽松推动资源品价格上涨，而作为主要资源消费国的新兴经济体可能继续蒙受“输入通胀”之苦，全球通胀预期或将呈逐步抬升趋势。

08 年以来总体在 75-88 区间震荡，原因来自两方面：一是在此期间欧洲经济形势恶化，欧债危机及欧元与美元货币发行速度的相对变化导致美元指数波动。第二，02-07 年各种资产价格大幅上涨，而美元持续贬值，相对价值被低估，当金融市场动荡不安时，美元的避险价值显现，从而触发阶段性的上涨行情。我们认为，美元中期走势仍以弱势震荡为主。

继续看好小金属行业投资机会

钨：优势资源地位更加突出，钨价长期上升通道形成

钼：资源整合站在起点

钛：走向全面复苏

重点上市公司分析

东方锆业—核锆项目赢得未来

厦门钨业—钨业优势稳固，稀土新材料是新增长点

中科三环—分享政策红利与周期繁荣

铜陵有色—行业景气渐入佳境，资源储量有望提升

西部矿业—向综合型矿业公司迈进

有色金属

维持

增持

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010--85130961

执业证书编号：S1440207030182

郭晓露

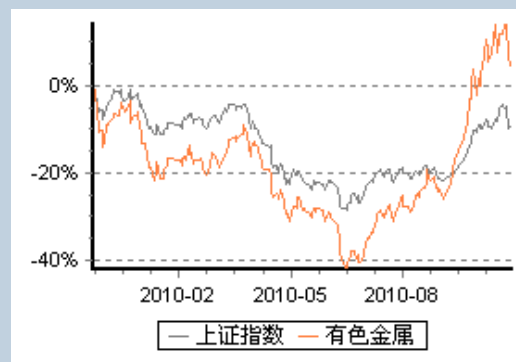
guoxiaolu@csc.com.cn

010-85130951

执业证书编号：S1440208040203

发布日期：2010 年 12 月 20 日

股价表现



相关研究报告

2010.8.3 下半年投资策略：大浪淘沙，乘势而上

2010.6.17 小金属深度报告：小金属 大乾坤

2010.4.20 二季度投资策略：在曲折中延续复苏



目录

主要观点	1
市场回顾：总体走势先抑后扬，震荡市场中再度胜出	2
行业盈利：小金属和磁性材料表现突出	3
资源稀缺性是行业高估值的主要原因	6
金属价格：供需有差异，涨跌各不同	8
复杂经济形势和流动性变化导致金属价格震荡加剧	8
供需格局不同，金属价格分化	9
通胀预期和弱势美元有望支撑金属价格高位运行	16
二次刺激与前次政策影响比较	16
美元指数：避险需求上升，以震荡走势为主	17
重点子行业分析	19
钨：优势资源地位更加突出，钨价长期上升通道形成	19
钼：资源整合站在起点	22
钛：走向全面复苏	26
重点上市公司分析	30
东方锆业—核锆项目赢得未来	30
厦门钨业—钨业优势稳固，稀土新材料是新增长点	32
中科三环—分享政策红利与周期繁荣	37
铜陵有色—行业景气渐入佳境，资源储量有望提升	42
西部矿业—向综合型矿业公司迈进	48

表格目录

表 1：有色板块子行业财务指标比较（%，元）	5
表 2：小金属及新材料公司毛利率	6
表 3：有色板块和上证综指涨幅比较（%）	6
表 4：LME 库存涨跌幅	10
表 5：2010 年 1-5 月有色金属主要下游行业产量情况	12
表 6：世界钨资源储量（万吨，2007 年）	19
表 7：钨行业主要产业政策	20
表 8：我国钨品生产能力大幅提升	21
表 9：钨下游应用领域和主要产品	21
表 10：世界钼资源储量（万吨钼，2007 年）	22
表 11：钛公司经营业绩指标	27
表 12：美国钛市场供需情况（吨）	27
表 13：日本钛市场供需情况（吨）	27
表 14：近期波音、空客新机交付情况	29
表 15：主要国家锆资源储量（2009 年，百万吨）	31
表 16：东方锆业盈利预测和比率	32
表 17：厦门钨业主要产品及产能情况	33



表 18: 国内主要硬质合金企业产量及产能情况.....	35
表 19: 2008 年国内合金制造企业收入和利润排名.....	36
表 20: 厦门钨业盈利预测和比率	37
表 21: 中科三环盈利预测和比率	41
表 22: 铜陵有色阴极铜冶炼产能分布 (万吨/年)	42
表 23: 铜陵有色资源建设情况一览	42
表 24: 铜陵有色深加工业务板块情况	43
表 25: 铜陵有色现有采矿权矿山情况	43
表 26: 铜陵有色现有探矿权情况	44
表 27: 铜陵有色主要产品产量预测	47
表 28: 铜陵有色盈利预测和比率	47
表 29: 我国铜、铅、锌矿产资源分布	48
表 30: 西部矿业主要矿山资源情况	48
表 31: 西部矿业冶炼产能情况 (万吨)	50
表 32: 西部矿业主要产品产量预测	51
表 33: 西部矿业盈利预测和比率	52

图表目录

图 1: 有色金属板块和上证综指走势对比	2
图 2: 中国 PMI 自 8 月起已经连续四个月回升	2
图 3: 国内工业增速继续回落 (%)	2
图 4: 有色金属板块季度经营业绩 (亿元)	3
图 5: 小金属板块季度经营业绩 (亿元)	3
图 6: 2010 年有色金属产量月环比	3
图 7: 2010 年三季度子行业收入、净利润同比(%).....	4
图 8: 三季度各子行业每股收益 (元)	4
图 9: 小金属行业毛利率明显高于基本金属 (%)	4
图 10: 目前有色行业毛利率都处于 10 年平均水平之下.....	4
图 11: 有色行业亏损面的变化.....	4
图 12: 原材料和燃料、动力类价格指数	5
图 13: 有色板块和沪深 300 指数市盈率	6
图 14: 有色块和沪深 300 市盈率之比	6
图 15: 主要行业市盈率比较	7
图 16: 有色各子行业市盈率比较	7
图 17: LME 指数及主要影响因素	8
图 18: 铜铝锡与价格历史高点比较	8
图 19: 铅锌镍与价格历史高点比较	8
图 20: 金属价格涨跌幅 (%)	9
图 21: LME 铜和铝价格走势比较	9
图 22: LME 铅锌价格走势比较	9
图 23: LME 锡镍价格走势比较	9



图 24: 铜供需缺口 (千吨)	9
图 25: 铝供需缺口 (千吨)	9
图 26: 铅供需缺口 (千吨)	10
图 27: 锌供需缺口 (千吨)	10
图 28: 锡供需缺口 (千吨)	10
图 29: 镍供需缺口 (千吨)	10
图 30: 铜价格和库存 (美元/吨, 万吨)	10
图 31: 铝价格和库存 (美元/吨, 万吨)	10
图 32: 铅价格和库存 (美元/吨, 万吨)	11
图 33: 锌价格和库存 (美元/吨, 万吨)	11
图 34: 锡价格和库存 (美元/吨, 万吨)	11
图 35: 镍库存和库存 (美元/吨, 万吨)	11
图 36: 我国商品房销售面积及同比增长 (万平米, %)	11
图 37: 我国商品房新开工面积 (万平米, %)	11
图 38: 我国汽车产量三季度出现回升	12
图 39: 费城半导体指数	12
图 40: 铜铝锌进口量 (千吨)	13
图 41: 铅锡镍进口量 (千吨)	13
图 42: 铜精矿和废铜进口量 (吨)	13
图 43: 我国电解铝月度产量环比下降 (万吨)	14
图 44: 近几个月铜材产量增长超过精铜的增长	14
图 45: 我国铝行业新增产能情况 (万吨)	14
图 46: 我国铅锌采选、冶炼新增产能情况 (万吨)	14
图 47: 有色金属行业负债率变化情况 (%)	14
图 48: 有色金属采选业和冶炼业固定资产投资增速 (%)	14
图 49: 有色金属下游固定资产投资增速维持在高位 (%)	15
图 50: 钢铁行业固定资产投资低速增长 (%)	15
图 51: 通讯、计算机行业固定资产投资增速 (%)	16
图 52: 2010 年前三季度电子、通讯各子行业投资增长 (%)	16
图 53: 09 年 3-12 月股票指数和商品市场涨幅比较	16
图 54: 美、日、欧元区等发达经济体通胀水平较低 (%)	17
图 55: 中国通胀水平上升 (%)	17
图 56: 2001-2007 年美元指数趋势向下	17
图 57: 2008 年以来美元指数呈现震荡走势	17
图 58: 2000-2007 年美国联邦基准利率 (%)	18
图 59: 2008 年美国联邦基准利率 (%)	18
图 60: 美国和欧元区 M2 增速 (%)	18
图 61: 美元指数走势	18
图 62: 中国钨资源分布	19
图 63: 钨开采总量控制指标 (吨)	20
图 64: 钨出口配额逐年减少 (吨)	20



图 65: 中国钨消费结构	21
图 66: 我国硬质合金产量(吨)	21
图 67: 主要钨产品价格走势图(万元/吨)	22
图 68: 我国钼资源储量分布	22
图 69: 主要钼产品价格走势图(元/吨度, 万元/基吨)	23
图 70: 2010 年国内氧化钼价格走势(元/吨度)	23
图 71: 2010 年小金属价格涨幅比较	23
图 72: 我国钼消费结构	24
图 73: 我国钼精矿出口量(吨)	25
图 74: 我国钼铁出口量(吨)	25
图 75: 钼材及金属制品出口量(吨)	25
图 76: 钼酸铵出口量(吨)	25
图 77: 我国钼精矿产量(吨)	26
图 78: 宝钛和 RTI 公司股价走势比较	26
图 79: 我国海绵钛消费量同比增长(吨)	28
图 80: 我国钛材消费量同比增长(吨)	28
图 81: 我国钛消费结构(2009 年)	28
图 82: 我国海绵钛产销量和缺口(吨)	29
图 83: 我国钛材产销量和缺口(吨)	29
图 84: 国内海绵钛价格(万元/吨)	29
图 85: 波音各机型钛合金用量(%)	30
图 86: 空客各机型钛合金用量(%)	30
图 87: 公司年毛利率(%)	31
图 88: 初级和高端锆产品毛利率差距较大(%)	31
图 89: 2005-2009 年我国二氧化锆产量(吨)	31
图 90: 公司历年二氧化锆产量(吨)	31
图 91: 厦门钨业产业链结构示意图	33
图 92: 厦门钨业组织结构示意图	34
图 93: 硬质合金生产工艺流程	35
图 94: 中国数控机床月度产量(台)	35
图 95: 中科三环季度净利润及毛利率(百万元, %)	37
图 96: 2010 年金属镨钕价格走势(元/吨)	38
图 97: 四季度国内手机生产旺季特征明显(万台)	38
图 98: 四季度国内笔记本电脑生产旺季特征明显(万台)	38
图 99: 四季度国内数码相机生产旺季特征明显(万台)	38
图 100: 中科三环季度预收款情况(百万元)	38
图 101: Seagate 季度净利润及毛利率(百万美元, %)	38
图 102: Western digital 季度净利润及毛利率(百万美元, %)	38
图 103: Vertas 季度净利润及毛利率(百万美元, %)	39
图 104: 金风科技季度净利润及毛利率(百万元, %)	39
图 105: Dell 季度净利润及毛利率(百万美元, %)	39



图 106: Motorola 季度净利润及毛利率(百万美元, %)	39
图 107: 中科三环 2010 年钕铁硼销售结构预测 (%)	39
图 108: 中国变频空调产量及增速 (万台, %)	40
图 109: 国内新能源汽车产量及高端钕铁硼需求量预测	40
图 110: 公司历年毛利率结构 (%)	41
图 111: 2009 年底国内铜业公司储量比较 (万吨金属量)	44
图 112: 中国地区铜精矿加工费 TC (美元/吨)	45
图 113: 泛太平洋地区铜加工费 TC (美元/干吨)	45
图 114: 历年加工费 TC(美元/吨)与铜陵有色铜冶炼毛利率 (%)	45
图 115: 铜陵有色 2009 年毛利结构及毛利率	46
图 116: 铜陵有色 2010 年上半年毛利结构及毛利率	46
图 117: 国内金银价格走势 (金: 元/克; 银: 元/千克)	46
图 118: 铜陵有色金银产量及预测 (吨)	46
图 119: 国内硫酸 (98%) 价格走势 (元/吨)	47
图 120: 国内铁精粉 (66%) 价格走势 (元/吨)	47
图 121: 西部矿业精矿产量及预测 (万吨)	49
图 122: 各地区历年平均销售电价水平 (元/千千瓦时)	50
图 123: 2010 年中期各项业务收入占比	51
图 124: 2010 年中期各项业务毛利占比	51
图 125: 西部矿业历年综合毛利率	51
图 126: 2010H 同类公司综合毛利率比较	51



主要观点

市场表现：2010 年有色金属在市场中依然是领涨的板块，但是与往年不同，今年的有色行情呈现以下三个主要特征。第一，总体走势先抑后扬，机会主要在下半年，这和经济复苏的步伐保持一致；第二，铜铝等大金属的投资机会比较少，小金属投资机会凸现，这符合经济转型的规律，小金属在新兴产业中有着更广阔的应用前景；第三，有色金属行业高估值和煤炭、钢铁等周期性行业低估值进一步分化。

估值：与市场观点不同，我们认为有色板块估值溢价合理。首先资源稀缺性是行业高估值的主要原因。其次，经济转型固然会抑制金属在建筑、交通运输等基础设施建设领域的消费增长，但是新兴产业的蓬勃发展又为金属创造了新的需求，尤其是具有特殊性能和用途的小金属品种。因此，有色金属行业有望继续保持高成长。第三，目前很多小金属公司凭借资源和技术优势向下游延伸从事新材料开发和生产，从传统意义的矿业和冶炼公司成长为新材料公司，实现自身产业升级，估值也应该有相应的提升。

行业盈利：各子行业盈利情况的比较是，除铅锌行业利润下滑外，其他子行业均大幅增长，小金属板块增速最大，铝行业的高增长低盈利在预期之内。毛利率的变化是，基本金属毛利率近年来呈现下降趋势，小金属和磁性材料盈利能力明显改善。磁性材料板块的盈利水平接近 07 年行业盈利最好的时期，这说明磁材行业景气度已经迅速回升到周期最高点附近。

目前行业整体盈利能力处于十年平均水平之下，而金属价格水平处于相对高位。我们认为原因是，尽管全球金融危机过去已经两年，但很多生产企业还没有完全摆脱金融危机的负面影响。对冶炼企业来讲，在此期间逐步消耗了前期高价库存。2011 年在金属价格继续上涨，成本压力缓解的情况下，行业盈利持续向好。

金属价格：相对于 08 年 10 月金融危机爆发之前普遍已上涨 30% 左右。其中，锡价表现最为抢眼，已经创下历史新高。铜价也突破 9000 美元/吨的历史高点。铝、铅、锌和镍与价格最高点差距仍高达 30-50% 不等。我们认为今年行情是由供需格局主导的，有色金属价格走势与供需状况变化保持一致。尽管流动性对金属市场的影响全年贯穿始终，使金属价格短期波动更加频繁。

流动性：为应对通缩，推动美国经济全面复苏。11 月 3 日美国启动第二轮量化宽松政策，宣布在 2011 年 6 月底前购买 6000 亿美元美国长期国债。2009 年 3 月，美国宣布收购 1.15 万亿美元国债。由于流动性释放，促使了股票指数和商品价格的大幅上涨。本次流动性注入对市场影响可参照前一轮量化宽松政策的所产生的效果。当然目前政策实施的经济背景已与前次相比发生了很大变化。我们认为美国 QE2 将对商品市场产生较大影响，但效果不如前次显著。

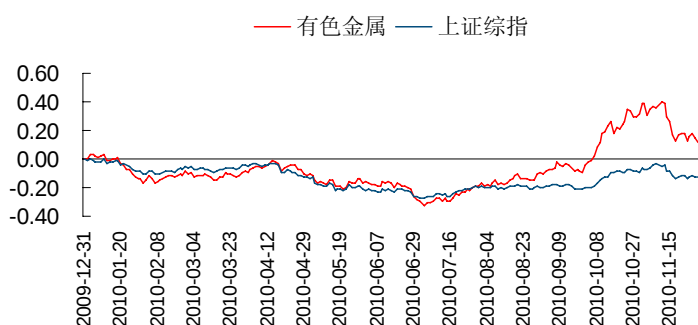
美元：2008 年以来美元总体上是震荡走势，在 75-88 区间波动。2008 年开始美国联邦基准利率不断下降，近两年时间一直维持在 0.25% 的历史低点。美元并没有出现市场所预期的持续走低，而呈现出宽幅震荡走势。我们认为主要有两方面原因：第一，在此期间欧洲经济形势恶化。美元指数是由它和其他货币，尤其是和欧元的相对价值决定，进而由美国和欧元区经济相对强弱所决定。如两者货币发行速度的变化，以及 2010 年浮出水面的欧元区债务危机都会影响到美元指数。第二，美元的避险需求上升，这也是美元并没有形成趋势性下跌的原因所在。经过了 2002-2007 年的商品牛市，几乎所有的商品、股票市场以及各种资产的价格都有较大涨幅，价格处于高位，存在不同程度的泡沫。而在此期间持续贬值的美元相对其他资产来讲，价值被低估，有一定的“升值空间”。因此，当金融市场动荡不安时，投资者往往会选择被低估的美元作为一种理想的短期避险工具。这触发了美元的阶段性上涨行情。



市场回顾：总体走势先抑后扬，震荡市场中再度胜出

2010 年 A 股市场整体呈现宽幅震荡走势。上半年有色板块随市场整体回落出现了深幅回调，与上证指数基本同步。下半年在全球经济复苏趋势延续、欧洲债务危机问题缓解以及美国二次宽松政策启动等利好因素作用下，有色板块强劲上扬，自 7 月 5 日底部起涨幅高达 67%，同期上证综指涨 21%。截至 12 月 10 日，有色板块全年涨幅 20%，而上证综指下跌了 13%，在震荡市场中再度胜出。

图 1：有色金属板块和上证综指走势对比

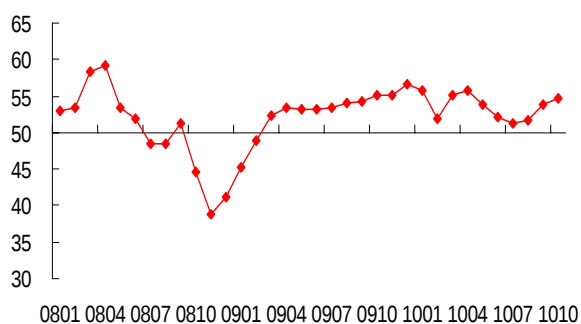


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

7-8 月，经济数据的好转是市场整体反弹的根本原因，有色板块和大市同步。从 7、8 月份数据显示出宏观经济阶段性向好，尤其是中国 PMI 自 8 月起已经连续四个月回升。当然从固定资产投资增速和发电量和工业增加值增速等指标的持续回落反映出当前经济总体需求依然偏弱。在金属市场上表现为过去几个月基本金属的现货价格低于期货价格。

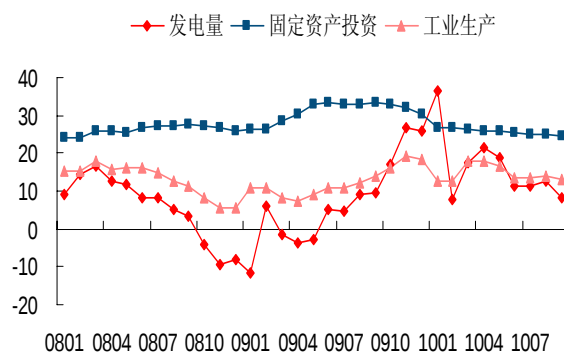
我们认为 8 月中开始，美国二次定量宽松政策取向引发市场对流动性再度放宽的预期是有色板块加速上扬行情的触发点，在此之后我国有色金属收储预期、节能减排实施等利好因素也对行情上涨推波助澜。

图 2：中国 PMI 自 8 月起已经连续四个月回升



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 3：国内工业增速继续回落（%）





行业盈利：小金属和磁性材料表现突出

规模扩张以求利润最大化的盈利模式在转变

2010 年有色行业收入利润同比大幅增长早已是定局，原因是 09 年行业盈利呈现逐步提升态势，基数较低。因此今年业绩增长主要看环比，而不是同比。环比变动反映趋势，我们认为对股价影响较大。二季度金属价格走低，但产量增加较快，导致收入环比大幅增长，盈利水平回落。有色板块第三季度情况是：行业收入同比增长 40%，环比下降 8%；行业净利润同比增长 18%，环比增长 1%。产量和收入出现回落，盈利却有所回升，有色金属行业依靠规模扩张来实现利润最大化的盈利模式正在发生改变，价格上升是对减产做出的积极反映使生产企业利润得到补偿。2010 年小金属行业主要看点在于价格持续上涨所带来的盈利改善，因此主要看同比变化。小金属板块第三季度情况是：收入同比增长 34%，环比下降 3%；净利润同比增长 17%，环比下降 14%。

图 4：有色金属板块季度经营业绩（亿元）

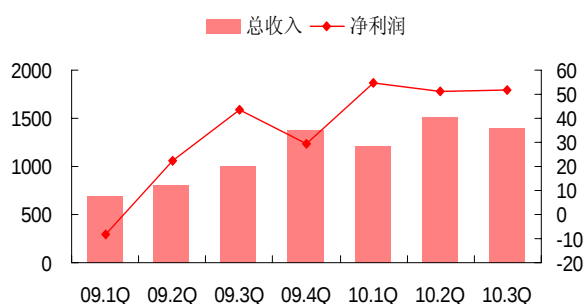
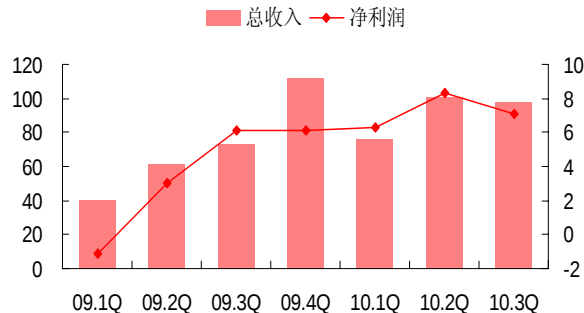
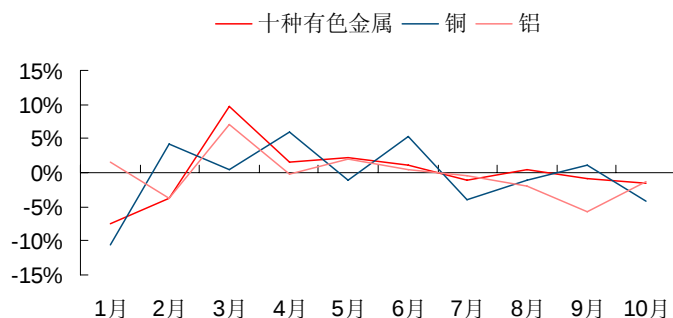


图 5：小金属板块季度经营业绩（亿元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 6：2010 年有色金属产量月环比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

磁材行业景气度已经迅速回升到周期最高点附近

各子行业的比较：除铅锌行业利润下滑外，其他子行业均大幅增长，小金属板块增速最大，铝行业的高增长低盈利在预期之内。毛利率的变化是，基本金属毛利率近年来呈现下降趋势，小金属和磁性材料盈利能力明显改善。磁性材料板块的盈利水平比较接近 07 年行业盈利最好的时期，这说明磁材行业景气度已经迅速回升到周期最高点附近。



图 7： 2010 年三季度子行业收入、净利润同比(%)

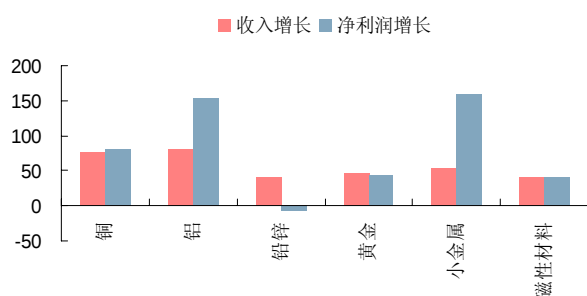
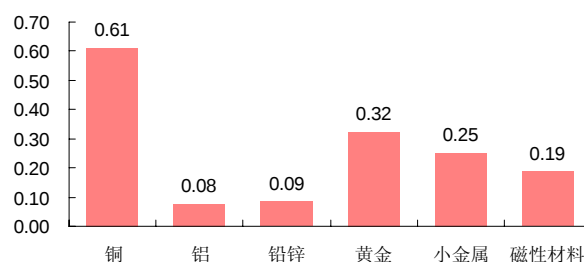
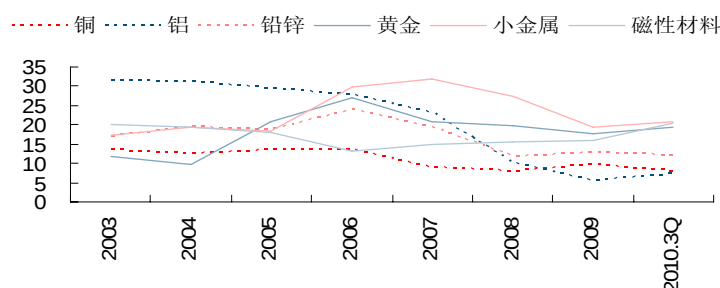


图 8： 三季度各子行业每股收益（元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 9： 小金属行业毛利率明显高于基本金属（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

生产成本上升对盈利的影响比较显著

过去十年里，有色行业的平均毛利率是：矿山 26%、冶炼 12%，整体毛利率 38%，目前行业的盈利能力处于十年平均水平之下。而目前的价格水平处于高位，可见生产成本上升对盈利的影响比较显著。我们认为原因是，尽管全球金融危机过去已经两年，但很多生产企业还没有完全摆脱金融危机的负面影响。对冶炼企业来讲，在此期间逐步消耗了前期高价库存。2011 年在金属价格继续上涨，成本压力缓解的情况下，行业盈利持续向好。

但是自 09 年 8 月以来，行业亏损面在持续下降，这与企业数量增速放缓，行业竞争格局改善，行业集中度提升有很大关系。

图 10： 目前有色行业毛利率都处于 10 年平均水平之下

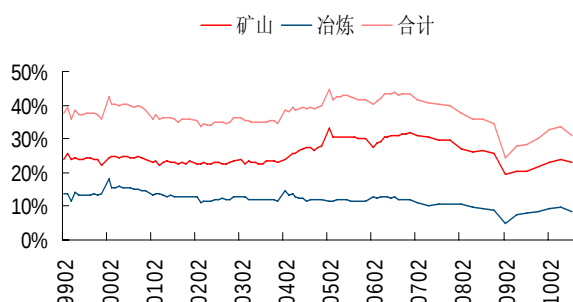
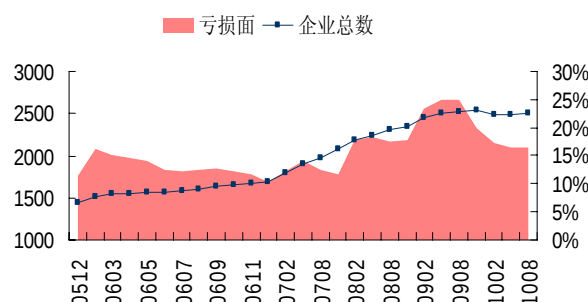


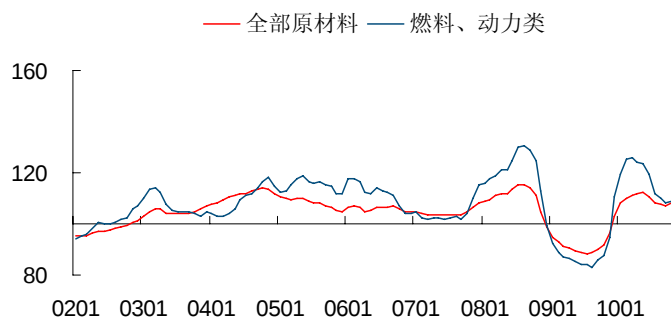
图 11： 有色行业亏损面的变化



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部



图 12：原材料和燃料、动力类价格指数



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

表 1：有色板块子行业财务指标比较（%，元）

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010.3Q
铜	毛利率	13.62	12.33	13.49	13.42	9.14	7.93	9.57	7.92
	净利率	5.50	6.34	6.89	8.07	5.09	-0.22	3.37	3.62
	收入增长	40.43	85.02	48.61	129.77	27.98	0.65	-17.31	77.46
	净利润增长	158.34	121.49	61.28	144.64	-15.62	-102.31	-	81.21
	每股收益	0.19	0.39	0.59	1.41	0.90	-0.02	0.48	0.61
铝	毛利率	31.43	31.14	29.34	27.63	23.26	10.01	5.59	7.41
	净利率	13.81	15.32	13.81	15.87	14.18	1.16	-3.62	1.70
	收入增长	31.08	44.41	17.33	35.31	23.90	-4.34	-9.56	80.98
	净利润增长	103.96	63.26	6.53	201.35	5.59	-93.41	-508.75	154.02
	每股收益	0.36	0.28	0.16	0.40	0.77	0.05	-0.19	0.08
铅锌	毛利率	16.90	19.36	18.67	23.97	19.43	11.87	12.78	12.05
	净利率	1.28	6.26	6.34	13.03	9.39	-0.14	3.55	2.25
	收入增长	20.11	41.31	47.11	99.37	34.29	-13.93	7.80	41.40
	净利润增长	-70.22	664.57	39.10	274.15	-4.14	-106.20	626.57	-7.94
	每股收益	-0.05	0.20	0.27	1.01	0.78	-0.04	0.22	0.09
黄金	毛利率	11.78	9.67	20.78	27.05	20.95	19.75	17.84	19.32
	净利率	3.08	2.73	9.33	13.64	11.34	10.04	8.72	10.36
	收入增长	115.91	99.51	64.90	9.27	119.71	31.16	20.95	47.88
	净利润增长	22.34	25.44	59.58	85.26	53.88	23.99	12.81	43.62
	每股收益	0.18	0.22	0.35	0.65	0.71	0.28	0.30	0.32
小金属	毛利率	17.34	19.40	18.35	29.81	31.77	27.27	19.39	20.96
	净利率	4.70	18.70	23.03	16.34	18.89	12.24	6.01	9.75
	收入增长	21.43	43.31	24.11	45.53	33.68	3.03	-12.71	54.78
	净利润增长	302.20	74.57	-85.51	1155.61	54.49	-36.95	-67.42	158.95
	每股收益	0.13	0.20	0.03	0.32	0.77	0.51	0.15	0.25
磁性材料	毛利率	20.23	19.42	18.06	13.14	15.00	15.47	16.04	20.44
	净利率	8.10	7.38	3.76	1.63	5.05	3.04	5.62	7.74
	收入增长	52.51	44.06	33.79	39.01	20.57	-14.75	-22.72	41.98
	净利润增长	17.01	27.91	-38.25	-59.16	419.28	-58.88	95.15	41.32
	每股收益	0.19	0.21	0.11	0.04	0.21	0.08	0.16	0.19

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部



表 2：小金属及新材料公司毛利率

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010.3Q
锂	赣锋锂业					27.45	30.05	25.7	22.85
	天齐锂业					29.56	23.79	20	22.63
	西藏矿业	25.32	36.99	33.69	43.63	43.40	40.60	51.14	41.73
钨	厦门钨业	26.5	26.37	20.59	18.52	15.63	20	28.49	23.86
	章源钨业				20.07	26.65	24.09	18.89	20.46
钼	金钼股份		67.61	77.75	68.78	74.35	69.54	19.2	17.68
钛	宝钛股份	25.07	23.02	28.17	25.38	31.8	23.74	8.35	9.04
	西部材料		16.67	13.85	12.74	14.45	13.32	13.35	9.92
磁性材料	中科三环	29.15	28.79	28.3	26.33	25.04	23.3	23.38	24.95
	宁波韵升	15.03	13.45	12.95	8.68	8.95	16.93	29.08	27.78

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

资源稀缺性是行业高估值的主要原因

2000-2006 年国内经济呈现平稳持续的上升势头，多数行业的盈利水平都保持了较快增长，在此期间有色金属板块的走势总体上基本与大盘同步，并没有超越市场的突出表现。

表 3：有色板块和上证综指涨幅比较（%）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010.1-11
上证	51.73	-20.62	-17.52	10.27	-15.4	-8.33	130.43	96.66	-65.39	79.98	-12.53
有色	75.34	-30.55	-23.29	10.38	-20.62	-8.32	144.07	262.55	-77.3	180.03	11.74

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

2007 年之后有色板块估值开始持续超越市场平均水平，商品牛市以及市场对资源稀缺性的逐步认可使有色板块高估值得以确立。我们比较了 2002 年以来有色板块与沪深 300 市盈率之比，最小值是 0.6 倍，出现在 06 年初；最大值是 4.26 倍，出现在今年 10 月底，平均值是 1.77 倍。目前有色板块相对于市场指数的估值处于近 10 年来的新高，当市场开始系统性向下，有色板块估值将面临较大回落风险。

图 13：有色板块和沪深 300 指数市盈率

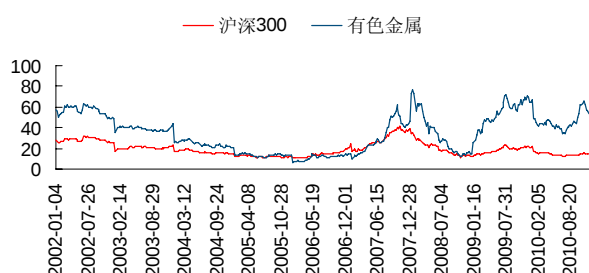
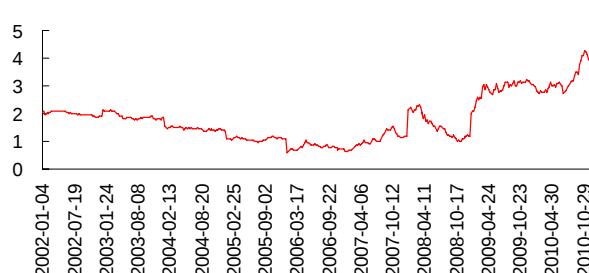


图 14：有色块和沪深 300 市盈率之比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

目前有色板块市盈率 55 倍，2011 年动态市盈率 34 倍，在 A 股市场所有行业中处于较高水平，与医药、通讯等高成长行业的估值相当，显著高于钢铁、煤炭等周期性行业 15-20 倍左右的估值。所以可见有色行业估值高并不是来源于经济增长对其需求前景的预期，而主要在于其稀缺性。在各子行业中，小金属和新材料估值是



基本金属的两倍，差异加大符合经济转型趋势。经济转型为小金属提供了良好的发展契机，小金属在新兴产业中应用非常广泛，需求有望出现爆发性增长。我们认为小金属上市公司比重的增加，也可抬升有色行业整体估值水平。

图 15：主要行业市盈率比较

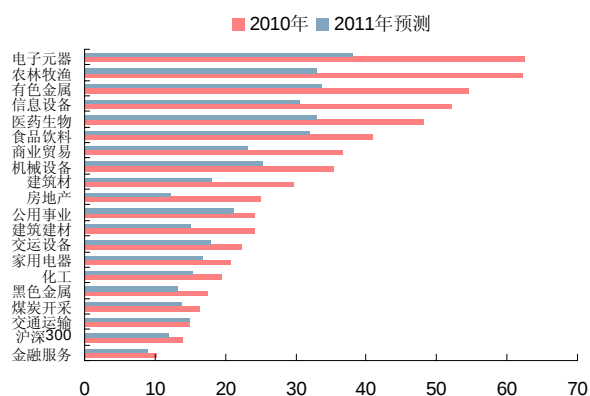
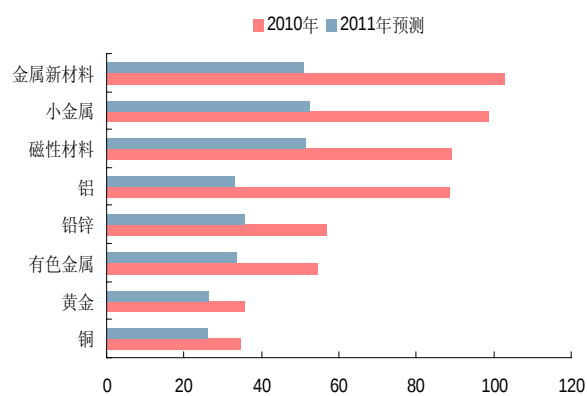


图 16：有色各子行业市盈率比较



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部



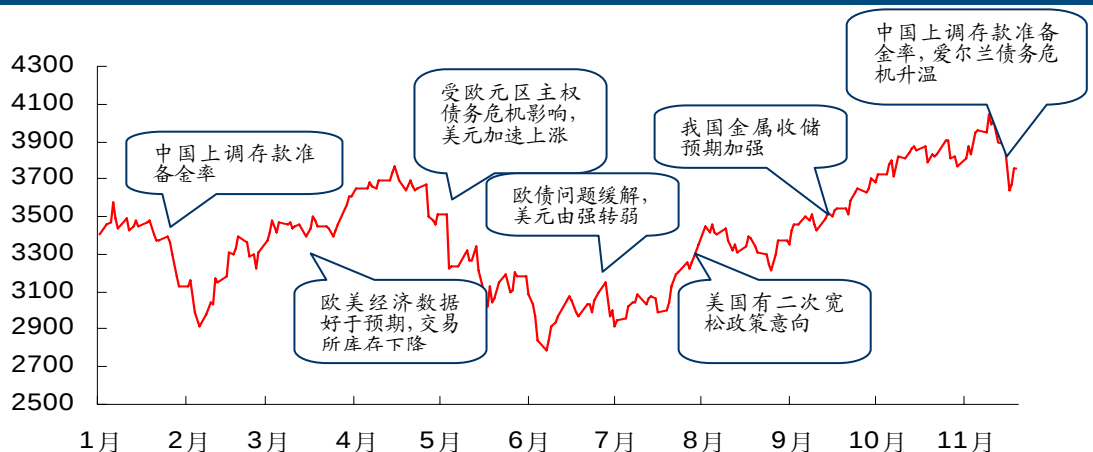
金属价格：供需有差异，涨跌各不同

复杂经济形势和流动性变化导致金属价格震荡加剧

2010 年以来，世界经济在曲折中延续复苏，持续稳定增长的态势尚未形成。中国经济持续向好，前三季度 GDP 同比增长 10.6%。美日欧三大经济体增长依然比较缓慢。欧元区主权债务危机浮出水面，为欧美经济复苏前景增加了更多的不确定性，金属市场也受到严重冲击。

流动性对金属市场的影响在今年贯穿始终。中国央行六次上调存款准备金率，并于 10 月 19 日宣布加息，发出紧缩信号。美联储为刺激经济推动了二次量化宽松政策，在流动性改善的预期下商品价格整体走高。由于世界各国经济复苏程度不同，经济刺激计划的实施或退出的步调难以统一，受此影响，金属价格短期波动更加频繁。

图 17：LME 指数及主要影响因素



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

目前金属价格相对于 08 年 10 月金融危机爆发之前普遍已上涨 30% 左右。其中，锡价表现最为抢眼，屡创历史新高。铜价也突破 9000 美元/吨的历史高点。铝、铅、锌和镍与价格最高点差距仍高达 30-50% 不等。

图 18：铜铝锡与价格历史高点比较

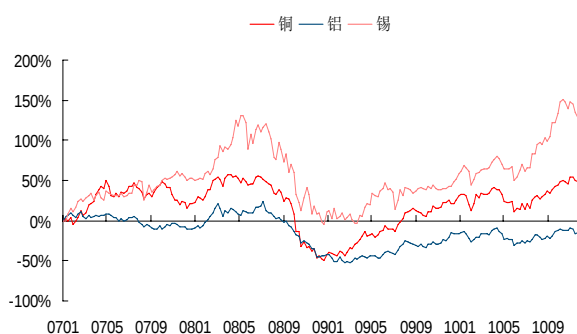
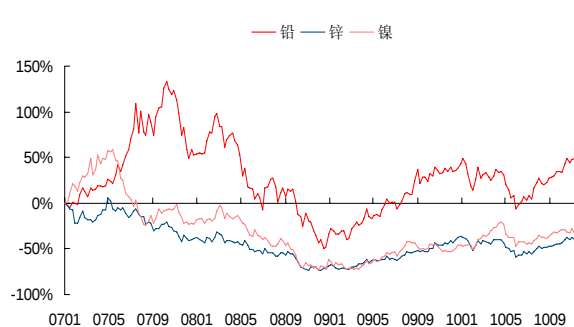


图 19：铅锌镍与价格历史高点比较



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部



供需格局不同，金属价格分化

有色金属价格总体走势：上半年震荡走低，下半年涨势强劲，截至 12 月 10 日 LME 价格指数上涨 16.15%。基本金属之间由于供需格局不同，价格涨跌明显分化。锡价涨幅超过 50% 表现最突出，镍、铜、铝涨幅依次是 29%、21%、3.5%，铅、锌价下跌了 1.73% 和 11%。

图 20：金属价格涨跌幅（%）

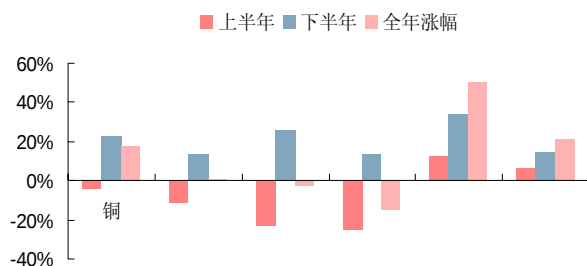
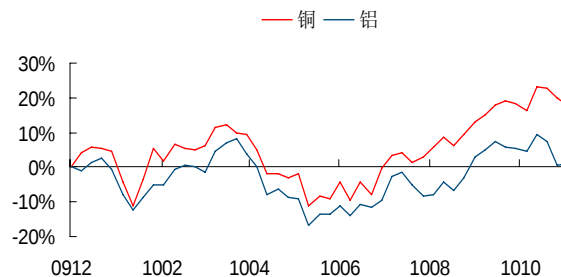


图 21：LME 铜和铝价格走势比较



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

图 22：LME 铅锌价格走势比较

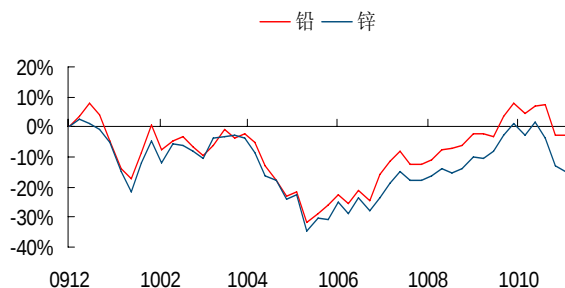
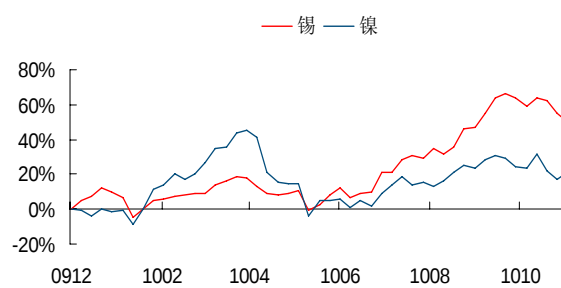


图 23：LME 锡镍价格走势比较



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

1. 金属供需数据

世界金属统计局的数据显示，2010 年 1-9 月铜、锡和镍存在供需缺口，铝和铅少量过剩，锌过剩量处于近年高位。可以看到，有色金属价格走势与供需状况变化保持一致。所以今年以来的行情是由供需主导的，金属价格的涨落主要是其商品属性的体现。

图 24：铜供需缺口（千吨）

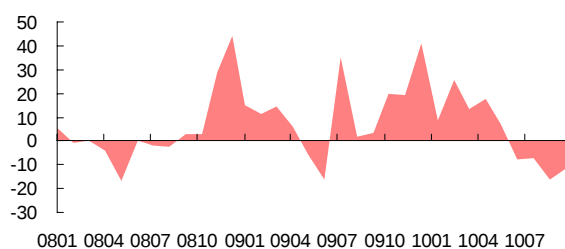


图 25：铝供需缺口（千吨）

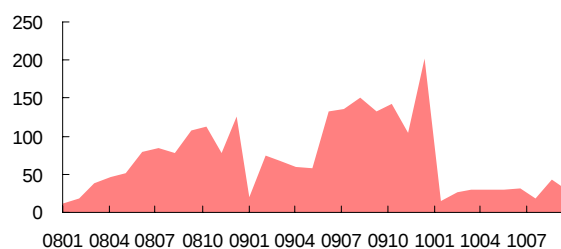




图 26: 铅供需缺口 (千吨)

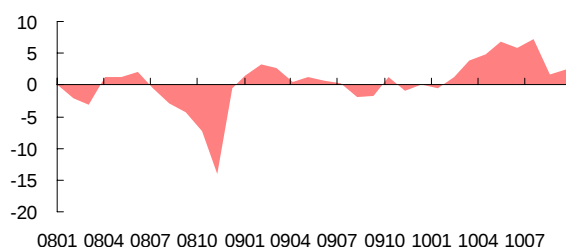


图 27: 锌供需缺口 (千吨)

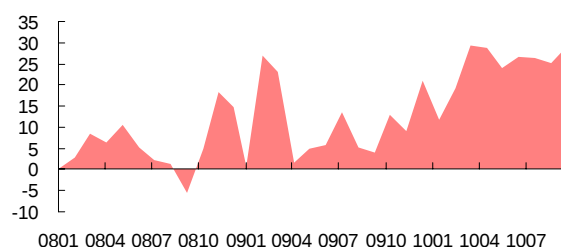


图 28: 锡供需缺口 (千吨)

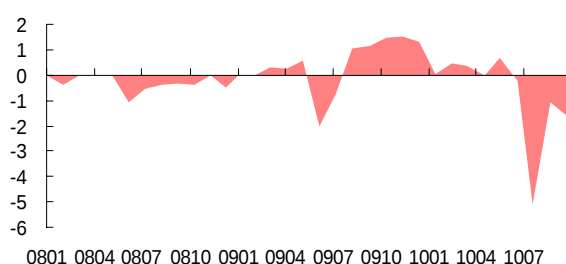
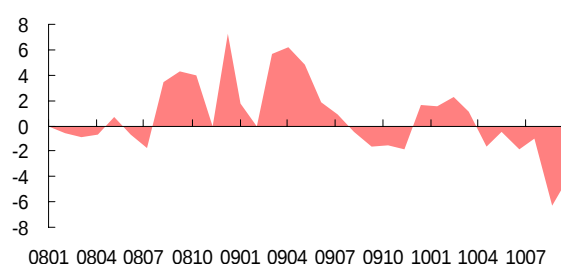


图 29: 镍供需缺口 (千吨)



资料来源: WBMS, 中信建投证券研究发展部

2. 库存

09 年下半年由流动性所驱动的价格上涨行情中库存同时出现了大幅增加。在今年上半年流动性预期改变的背景下, 高库存压力也加速了金属价格的回落。2010 年下半年, 交易所库存增加不明显, 这与 09 年下半年的库存大幅增加截然不同。预计目前的库存水平不会对明年上半年金属价格走势构成压力。

表 4: LME 库存涨跌幅

	铜	铝	铅	锌	锡	镍
09 年上半年	-21.73%	88.86%	98.73%	39.48%	118.29%	39.36%
09 年下半年	88.88%	5.24%	63.28%	38.03%	57.39%	44.64%
10 年上半年	-10.20%	-4.34%	29.66%	26.43%	-31.23%	-21.51%
10 年下半年	-21.14%	-3.16%	7.41%	2.39%	-18.23%	5.51%

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 30: 铜价格和库存 (美元/吨, 万吨)

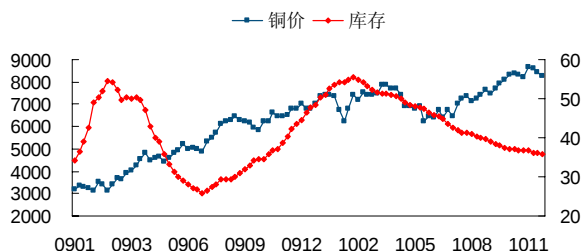


图 31: 铝价格和库存 (美元/吨, 万吨)

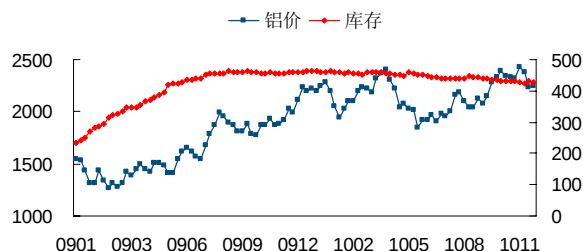




图 32：铅价格和库存（美元/吨，万吨）

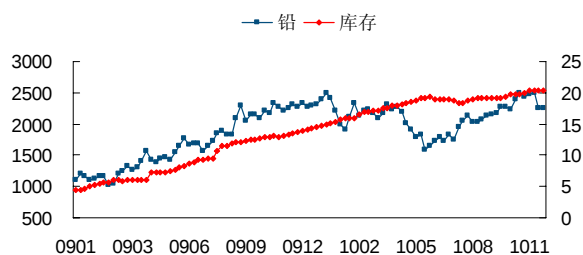


图 33：锌价格和库存（美元/吨，万吨）

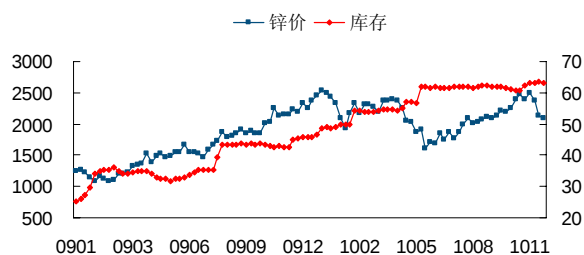


图 34：锡价格和库存（美元/吨，万吨）

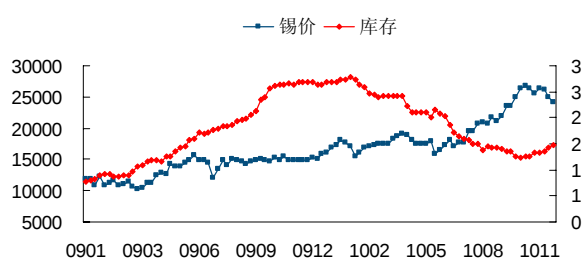
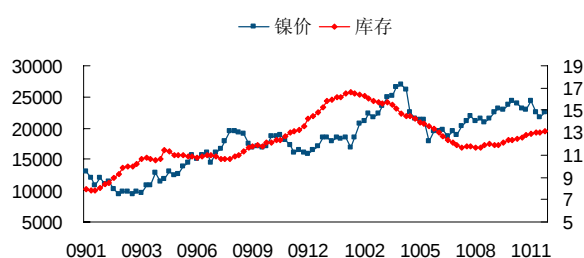


图 35：镍库存和库存（美元/吨，万吨）



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

3. 下游需求情况

- **房地产行业新房开工率没有明显回落：**2010 年 1-10 月，我国商品房销售面积达 72429 万平米，同比增长 9.1%；商品房销售额达 36992 亿元，同比增长 17.3%。受到调控政策的影响，今年 5 月，房地产行业出现拐点，商品房销售面积和销售额同比开始下降。销售的持续下滑必然导致新房开工率的回落，但是由于房价比较坚挺开工率降幅并不大。

图 36：我国商品房销售面积及同比增长（万平米，%）

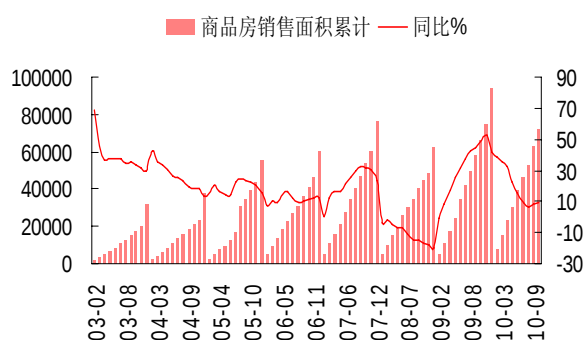
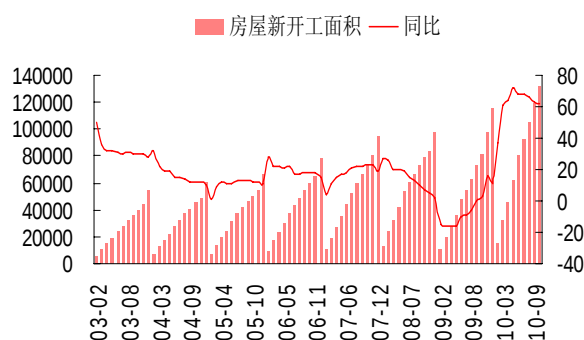


图 37：我国商品房新开工面积（万平米，%）

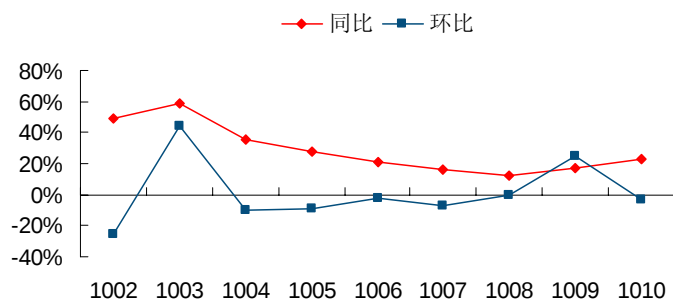


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

- **汽车行业产销情况出现阶段性好转：**从 9 月份开始汽车产销量出现了显著回升。前十个月我国汽车产量达到 1462.38 万辆，同比分别增长 34.5%。一般情况下，年底是销售旺季，汽车产销量有望维持在目前的高位。预计全年产量在 1750-1760 万吨左右，同比增长 30%左右。



图 38：我国汽车产量三季度出现回升



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

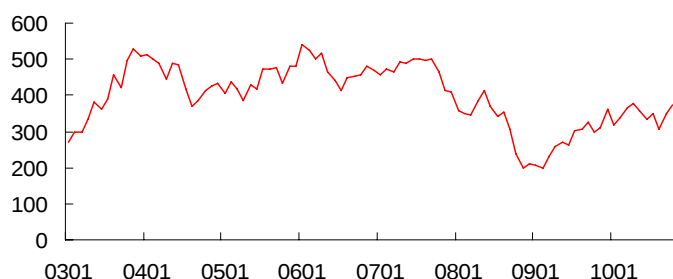
- **家电和电子行业：**以旧换新和家电下乡政策的实施使得 2010 年家电行业产销两旺，同时保障性住房也部分抵消了房地产调控对家电需求的负面影响。从美国费城半导体指数的走势看，自 09 年初开始电子行业已经进入新一轮上升周期。目前消费电子的高增长是可持续的，随着智能手机、平板电脑、智能电视等新产品的推出，电子行业有望维持稳步上升态势。

表 5：2010 年 1-5 月有色金属主要下游行业产量情况

		产量	同比			产量	同比
汽车(万辆)		1462	34.81%	电子产品 (万台, 百万块)	手机	69403	43.66%
钢铁(千吨)	镀层板	2321.1	49.85%		笔记本	15396	32.29%
	不锈钢日用 制品	202.7	23.09%		集成电路	53300	32.32%
	铁合金	2006	13.52%		电子元件	1864540	45.61%
家电(万台)	彩电	9407	15.44%	电力设备	变压器	1091683	4.25%
	空调	9655	29.80%		电力电缆	22052	25.57%
	家用电冰箱	6543	28.49%		铅酸蓄电池	114647	22.75%
	家用洗衣机	4892	29.92%		电力电容器	258228	38.94%

资料来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

图 39：费城半导体指数



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部



4. 进出口

中国是有色金属消费大国，中国的进口量已经成为衡量金属市场需求状况的重要指标。回顾 2009 年中国的大量进口推动了金属价格的大幅上涨。我们对目前进口情况的看法是中性偏乐观。以铜为例，10 月精铜进口量环比回落。原因一方面是前几个月进口量比较大，另一方面是 10 月份铜价上涨较快，短期内抑制了进口需求。铜精矿和废铜进口量依然在高位，铜需求总体上保持旺盛。

图 40：铜铝锌进口量（千吨）

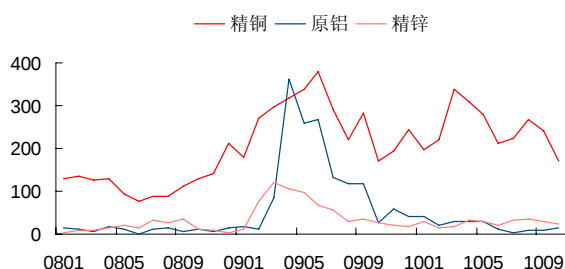
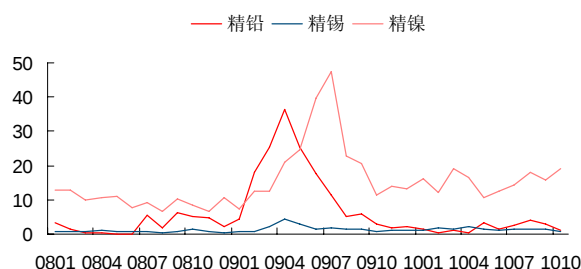
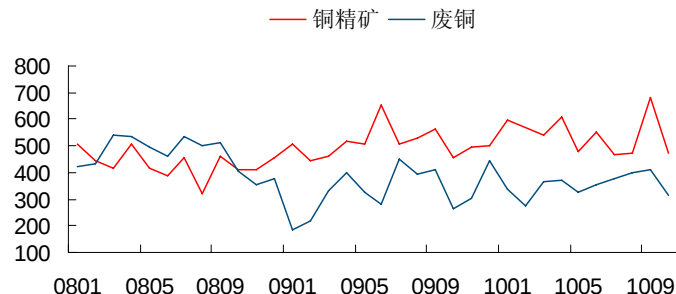


图 41：铅锡镍进口量（千吨）



资料来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

图 42：铜精矿和废铜进口量（吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

5. 产量：节能减排促使有色金属产量回落

有色金属是高耗能行业之一，因此也是节能减排的重点。电解铝行业是用电大户，从 9 月起电解铝企业限电减产的范围不断扩大，铝产量出现环比下降，对铝价的影响立竿见影。自 8 月底以来，铝价最高涨幅超过 20%。相对于其他工业金属而言，我们认为铝的金融属性偏弱，因此铝价上涨主要是受基本面的推动。节能减排是长期目标，对产量的控制作用也是长期的。节能减排的持续推进可缓解目前电解铝产能过剩问题，中长期利好铝价。

同样受到限电的影响，近期铜材开工率回落，产量增速放缓，市场担心这种趋势如果延续会使铜的需求放缓。但我们看到，自 7 月以来铜材产量增长连续超过精铜产量的增长，在铜产业链中精铜供给的缩减更快。



图 43：我国电解铝月度产量环比下降（万吨）

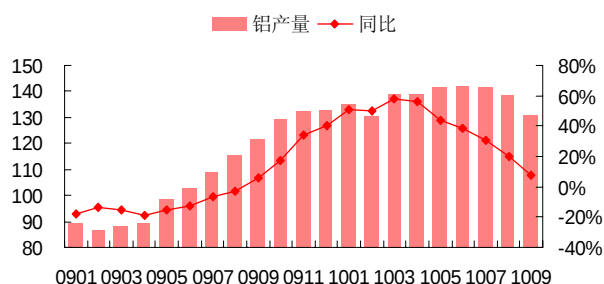
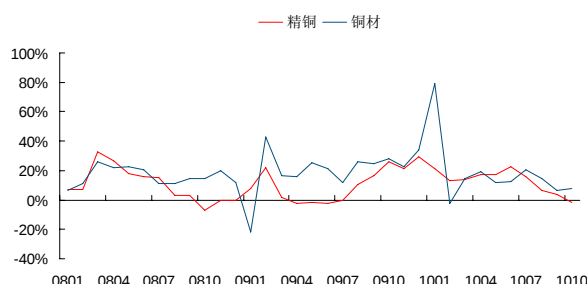


图 44：近几个月铜材产量增长超过精铜的增长



资料来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

图 45：我国铝行业新增产能情况（万吨）

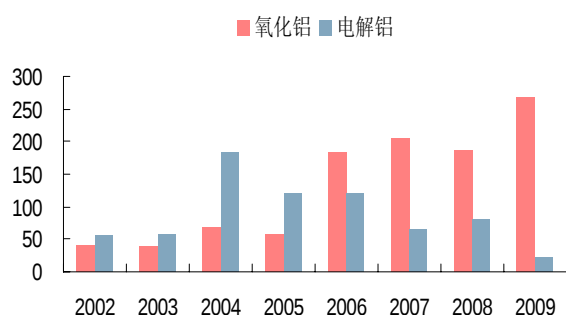
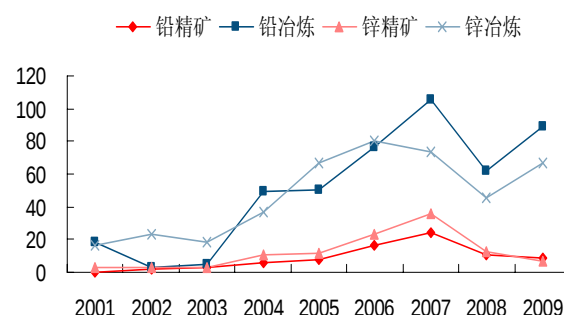


图 46：我国铅锌采选、冶炼新增产能情况（万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

6. 投资

有色金属冶炼业固定资产投资增速依然处于较高水平，但趋势向下

有色金属冶炼业产能扩张速度更快，且对资金需求量大，因此资产负债率一直处于高位。矿山采选业的资产负债率近几年持续在下降，矿山的投资增速总体上低于冶炼投资增速，同时矿山现金流充裕，融资需求低。

尽管目前冶炼业投资增长依然高企，但我们判断趋势是向下的。原因是在流动性收紧的预期下，负债率高的冶炼业固定资产投资增速会受到更大的制约。

图 47：有色金属行业负债率变化情况（%）

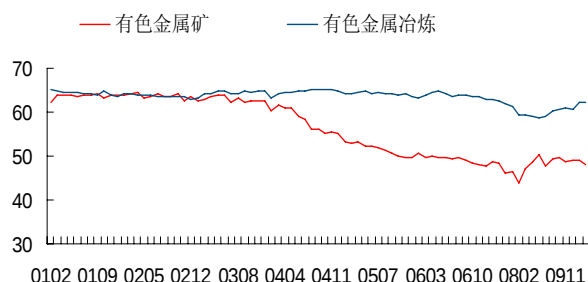
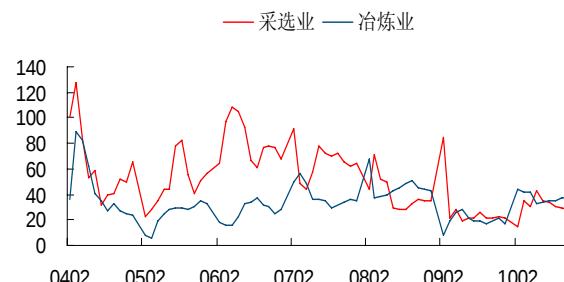


图 48：有色金属采选业和冶炼业固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部



另外从行业投资周期来看，矿山投资高峰期出现在 06 年，冶炼业的高峰期在 08 年。目前有色金属行业固定资产投资增速依然高于行业平均水平，但与历史数据相比实际上已经形成了逐步向下的趋势。

下游投资增长情况

我们把有色金属下游大致分为三大领域：制造业（包括金属制品、通用设备、交运设备和钢铁等）、基础设施建设（建筑、房地产和铁路运输业）和新兴产业（以通信设备、计算机及其他电子设备制造业为例）来观察下游的固定资产投资变化情况。

图 49：有色金属下游固定资产投资增速维持在高位（%）

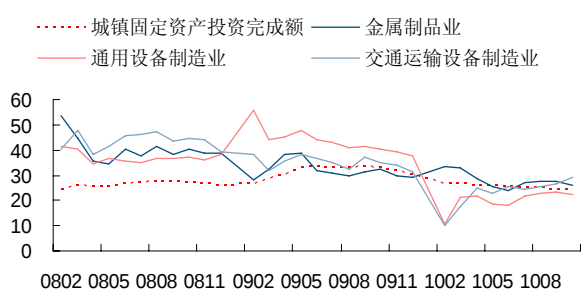
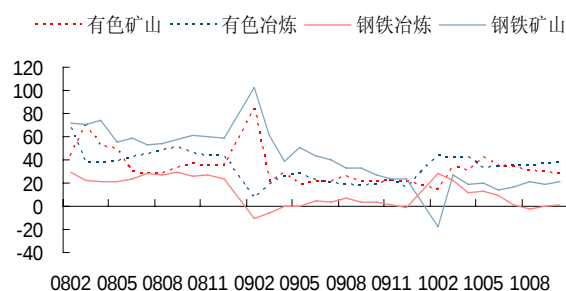


图 50：钢铁行业固定资产投资低速增长（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

设备制造业固定资产投资增速高于平均水平，2009 年制造业受到政策刺激和投资拉动的影响较小，较高固定资产投资增速主要原因是行业自身处于景气度高点。可以看到，今年初受到流动性收紧的影响，通用设备和交运设备投资大幅回落。通用设备的投资回落与行业产能过剩，盈利能力下降也有很大关系，目前制造业正在面临产业升级的历史机遇，新的投资亮点尚未形成，资金必然从老的产业中退出流向新兴领域，我们看好高端制造业的广阔发展前景。

在制造业中，钢铁工业的固定资产投资比较低迷，年初在需求好转的情况下出现了短暂的反弹。之后受铁矿石价格高企影响，冶炼业投资又重新回到低迷状态，甚至出现负增长。当然我们看到从 09 年起钢铁行业的投资一直处于低速增长中，除了受到金融危机的影响之外，也与钢铁行业加快产业升级和结构调整的总体目标是一致的。

钢铁行业是一个典型的案例，表明了我国固定资产投资已经完全转向以盈利为导向，顺应产业结构调整的大方向。有色金属行业的盈利情况和资源状况都要好于钢铁，因而投资增速依然保持了 30% 左右的较快增长。我们认为在有色金属各子行业中与钢铁具有相似特征的产能过剩、原料对外依存程度高的行业投资下滑的趋势更加确定。

基础设施领域在 09 年受益于财政政策的拉动投资快速增长。2010 年铁路建设固定资产投资计划是 8235 亿元，同比增长 37%。由于去年基数高，今年增速回落比较正常。根据《中国铁路中长期发展规划》，国家将继续加大铁路建设投入，提升装备水平。总体来看，基础设施领域投资将保持持续快速的增长。

战略新兴产业的快速发展已经初露端倪。以信息产业为例，2010 年以来通讯设备等电子设备制造业固定资产投资呈现出爆发性增长的态势。小金属和金属新材料在七大战略新兴产业中有着广阔的应用前景，长期受益于需求增长和政策扶持。



图 51：通讯、计算机行业固定资产投资增速（%）

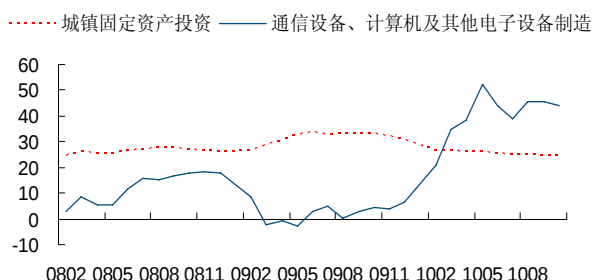
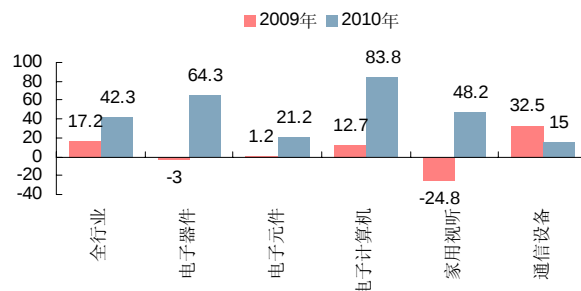


图 52：2010 年前三季度电子、通讯各子行业投资增长（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

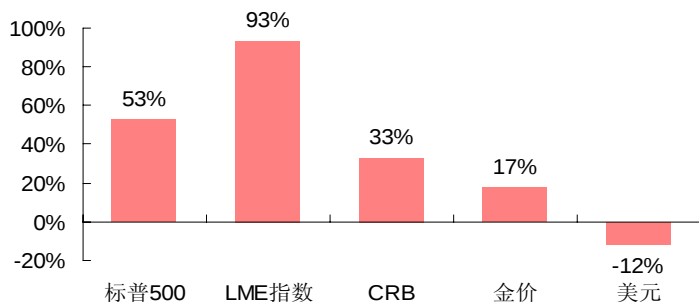
通胀预期和弱势美元有望支撑金属价格高位运行

二次刺激与前次政策影响比较

在经济复苏缓慢，失业率居高不下的背景下，11月3日美国启动第二轮量化宽松政策，宣布在2011年6月底前购买6000亿美元美国长期国债，同时将联邦基金利率维持在0-0.25%的水平不变，以应对通缩，推动美国经济全面复苏。如果未来几个月美国的就业数据和通缩改善程度低于预期，量化宽松规模有可能进一步扩大。

2009年3月，美国宣布收购1.15万亿美元国债。由于流动性释放，促使了股票指数和商品价格的大幅上涨。本次流动性注入对市场影响可参照前一轮量化宽松政策所产生的效果。当然目前政策实施的经济背景已与前次相比发生了很大变化。我们认为美国QE2将对商品市场产生较大影响，但效果不如前次显著。

图 53：09 年 3-12 月股票指数和商品市场涨幅比较



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

欧洲债务危机的风波使欧元区经济增长速度进一步放缓。欧洲央行的货币政策取向很可能是在较长时间内保持目前的低利率水平不变。日本目前通缩压力仍较大，日本央行于10月5日将利率目标从0.1%调降至0-0.1%接近零的水平。该国央行认为长期通胀率在1%左右较合适，因此预计在物价企稳回升之前宽松的货币政策不会改变。

目前发达经济体普遍存在低增长和通缩的风险，而新兴经济体复苏势头强劲，经济增长率高，但与此同时也伴随着通胀上升的风险。中国11月CPI攀升至5.1%，10月19日，央行近三年来首次加息，发出货币政策趋



于紧缩的信号。如果 CPI 数据继续创新高，近期再次加息的可能性随之增加。除中国之外，其他新兴经济体例如俄罗斯、巴西和印度等国家通胀也处于较高水平。目前俄罗斯央行依然维持着历史低点的利率，预计该国 2010 年通胀率 6-7% 左右。通胀率高企是新兴经济体经济复苏中的隐忧，不排除一些国家央行有进一步收紧货币政策的倾向。

图 54：美、日、欧元区等发达经济体通胀水平较低（%）

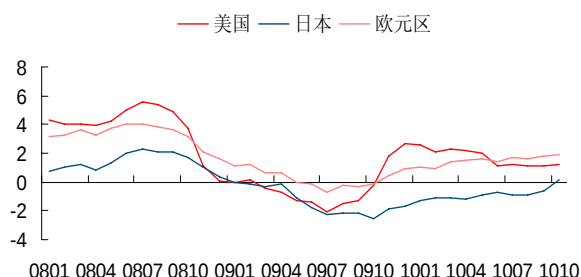
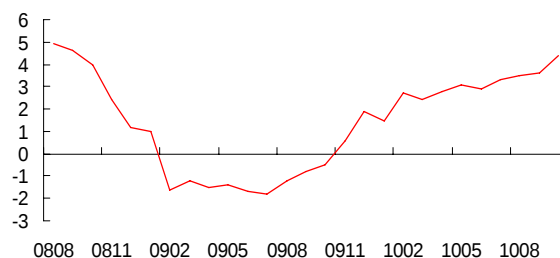


图 55：中国通胀水平上升（%）



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

美元指数：避险需求上升，以震荡走势为主

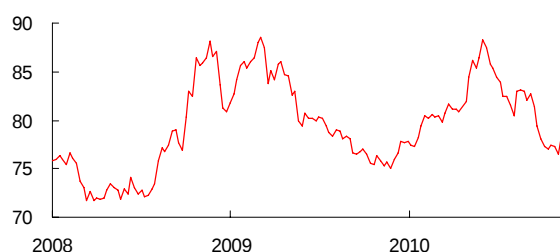
美元指数呈现出周期性变化。1995-2001 年美国处于繁荣期，美元持续上涨，之后随着互联网泡沫的破裂，美国经济增长缺乏新引擎，导致美元指数从 2001 年开始逐步走弱。同期大宗商品价格以及其他资产价格大幅上涨。

2008 年以来美元总体上是震荡走势，在 75-88 区间波动。2008 年开始美国联邦基准利率不断下降，近两年时间一直维持在 0.25% 的历史低点。美元并没有出现市场所预期的持续走低，而呈现出宽幅震荡走势。我们认为主要有两方面原因：第一，在此期间欧洲经济形势恶化。美元指数是由它和其他货币，尤其是和欧元的相对价值决定，进而由美国和欧元区的经济相对强弱所决定。如两者货币发行速度的变化，以及 2010 年浮出水面的欧元区债务危机都会影响到美元指数。第二，美元的避险需求上升，这也是美元并没有形成趋势性下跌的原因所在。经过了 2002-2007 年的商品牛市，几乎所有的商品、股票市场以及各种资产的价格都有较大涨幅，价格处于高位，存在不同程度的泡沫。而在此期间持续贬值的美元相对其他资产来讲，价值被低估，有一定的“升值空间”。因此，当金融市场动荡不安时，投资者往往会选择被低估的美元作为一种理想的短期避险工具。这触发了美元的阶段性上涨行情。

图 56：2001-2007 年美元指数趋势向下



图 57：2008 年以来美元指数呈现震荡走势



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部



图 58: 2000-2007 年美国联邦基准利率 (%)

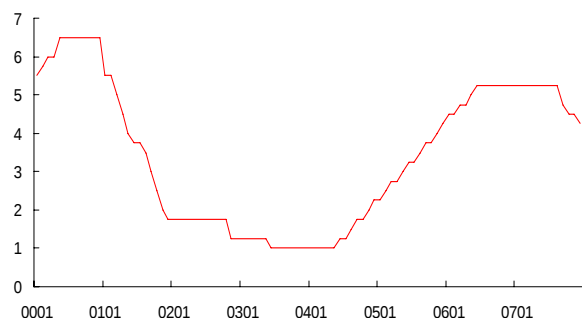
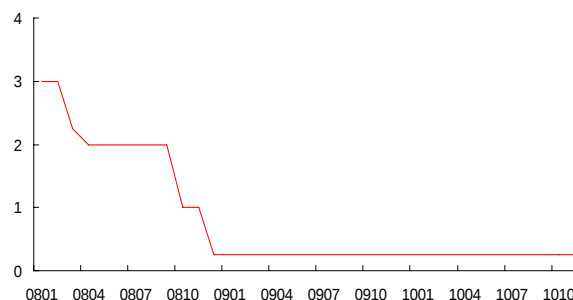


图 59: 2008 年美国联邦基准利率 (%)



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 60: 美国和欧元区 M2 增速 (%)

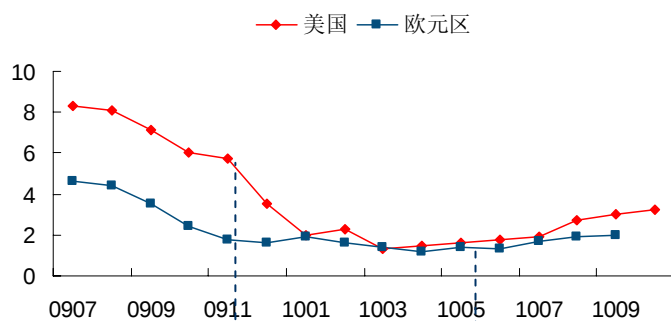
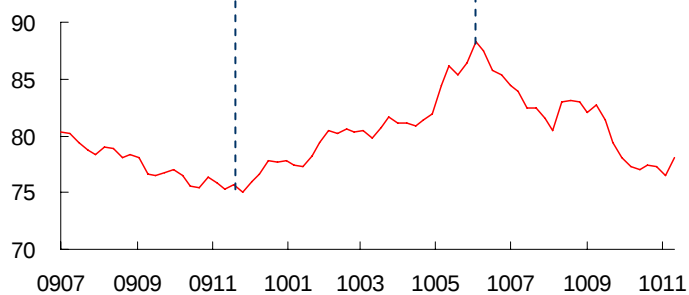


图 61: 美元指数走势



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部



重点子行业分析

钨：优势资源地位更加突出，钨价长期上升通道形成

1. 雄厚的资源基础，重要的战略地位

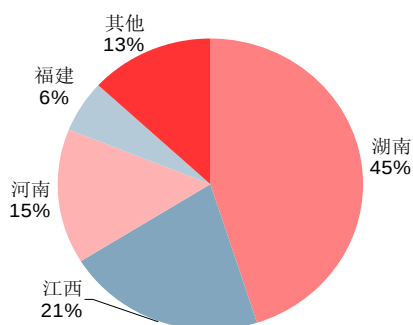
中国钨储量和产量均位居世界首位，是优势矿产品种。根据美国地质调查局 2007 年统计数据，我国钨储量基础占全球总量 68%，相比加拿大、俄罗斯和美国等国家具有绝对垄断优势。在我国所有的优势资源矿产品中，钨的资源地位也是十分突出的，并且储量分布集中度高，在湖南、江西、河南和福建四省合计占比高达 87%。储量分布集中有利于资源整合的顺利推进。

表 6：世界钨资源储量（万吨，2007 年）

	探明储量	占比	储量基础	占比
中国	180	62.1	420	67.9
加拿大	26	9	49	7.9
俄罗斯	25	8.6	42	6.8
美国	14	4.8	20	3.2
玻利维亚	5.3	1.8	10	1.6
世界总计	189.8	100	618.5	100

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 62：中国钨资源分布



资料来源：中信建投证券研究发展部

上世纪 90 年代初我国就已经明确提出了对钨资源保护性开采的发展战略。1991 年国务院将钨与其他优势矿种锡、锑、离子型稀土共同列为保护性开采的特定矿种，并且在《矿产资源法》中明确规定。之后关于保护性开采的政策不断强化和出台。在《“十五”工业结构调整规划纲要》指出：“对钨、锡、锑、稀土等金属实行保护性开采，加强宏观调控。”国土资源部颁布的《全国矿产资源规划 2008-2015 年》中，再次明确了对于优势性矿产钨、锡、锑、稀土等实行保护性开采和严格市场准入的政策。保护性开采的核心内容是产量控制。自 2006 年开始国家对于钨和稀土下达总量控制指标，09 年新增锑金属。钨矿、锑矿和稀土矿的探矿权、采矿权申请也暂停受理。

同时税收手段积极配合，包括出口退税取消、增加关税以及上调钨矿石资源税标准等。通过提高生产和出口企业成本来实现调控目标。



表 7：钨行业主要产业政策

时间	文件	主要内容
2005 年 7 月	《关于加强钨锡铋行业管理的意见》	治理整顿钨矿山开采秩序和经营秩序
2006 年 12 月	钨行业的准入条件	规定生产企业生产规模、能耗和环保等指标上达到规定的要求。对于新设立企业，在布局、生产规模和工艺装备、资源回收利用及能耗，环境保护、产品质量等多个方面做了严格的规定，极大提高了钨行业的准入门槛。
2007 年 4 月	《关于加强钨行业综合治理有关问题的通知》	对钨矿开采、钨品生产总量和出口总量全面控制
2009 年 1 月	《全国矿产资源规划 2008-2015 年》	限制开采钨、锡、铋、稀土等矿产，严格控制开采总量；加强出口总量的调控
2007 年 8 月	国土资源部信息中心发布，财政部和国家税务总局联合通知	07 年 8 月 1 日起上调钨矿石资源税适用税额标准
2007 年 12 月 29 日	商务部发布《(2008 年钨品、铋品出口供货企业资格标准》	

资料来源：中信建投证券研究发展部

出口总量控制取得预期效果。从 2000 年以后，钨精矿迅速下降为零，仲钨酸铵等初级产品出口量也逐年递减，而硬质合金、钨制品出口量却出现节节攀升。可见出口配额政策对资源保护和提高钨企产品深加工能力都起到了促进作用。

图 63：钨开采总量控制指标（吨）

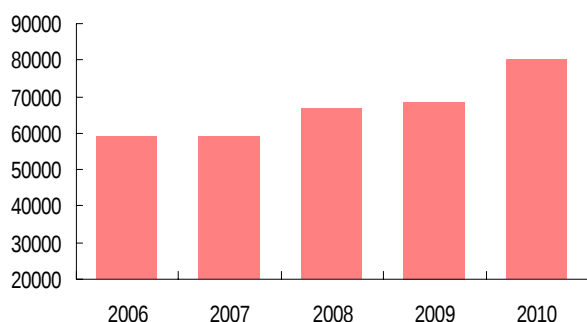
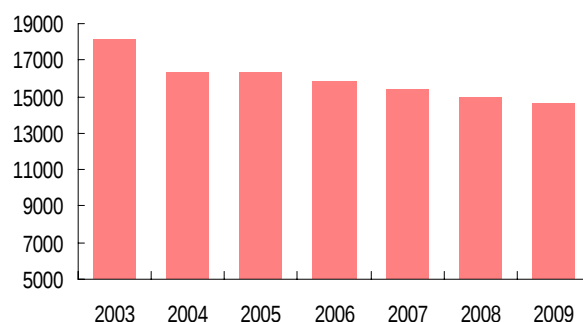


图 64：钨出口配额逐年减少（吨）



资料来源：中信建投证券研究发展部

2. 钨行业重组进程稳步推进

近年来，四家实力雄厚的大型钨业集团在业内脱颖而出，它们的发展壮大都离不开企业间的联合重组，集团化的经营模式已经成为行业特征。1、江西钨业集团，由五矿有色与江西稀有稀土金属钨业集团共同出资组建。旗下拥有南昌硬质合金厂以及多个钨矿山；2、厦门钨业，周期底部时收购成都虹波、上海虹广等公司巩固了在钨丝领域的绝对优势地位；3、株洲硬质合金集团以合资方式设立了郴州钻石钨制品公司、株洲钻石刀具公司等，逐步向集团化方向发展。4、2006 年，湖南有色集团以增资扩股的方式，投入 4 亿元控股自贡硬质合金公司 80% 股权。至此国内两大硬质合金公司全部纳入旗下。

在政策支持下，国内钨行业整合层层深入，不断稳步向前推进。2009 年底五矿集团出资 55.9 亿元实现了对湖南有色的控股，至此将近一半的国内钨资源纳入五矿旗下。2010 年 3 月，中国铝业与江钨集团签署了战略合作框架协议，拟通过增资、收购、项目投资等方式，获得江钨集团的控股权。由大型央企主导的钨行业整合，



在短时间内使行业集中度和钨市场话语权的提升成为现实。

3. 深加工能力显著上升

近年来在钨价高企和旺盛需求的推动下，钨行业产能实现了迅速扩张。目前我国主要钨产品的产能产量均已位居世界第一位。尤其是一些钨企技术上的突破使高附加值产品硬质合金和钨丝的产能得到大幅提升。

表 8：我国钨品生产能力大幅提升

	APT（吨）	钨粉（吨）	硬质合金（吨）	钨铁（吨）	钨丝（亿 m）
2000	85000	29000	9000	21600	100
2008	180000	61600	34900	35600	400

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 65：中国钨消费结构

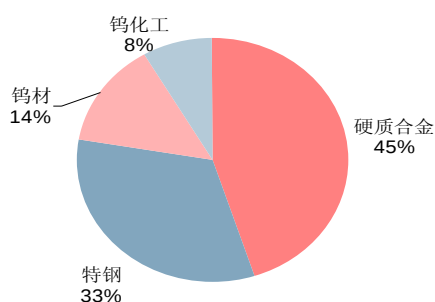
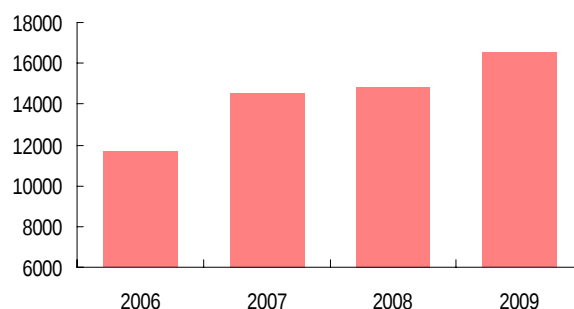


图 66：我国硬质合金产量（吨）



资料来源：中华商务网，中信建投证券研究发展部

表 9：钨下游应用领域和主要产品

应用领域	普通产品	高端产品
特钢	普通特钢	优质高速钢，向高强韧性、高纯净度方向发展
钨材、钨丝及钨制品	冶金类钨条、普通钨杆、钨板坯、普通钨丝	高性能特种钨丝、高性能大尺寸板材、纳米钨合金材料、钨基复合材料、钨基高比重合金
钨化工	钨酸、磷钨酸、硅钨酸、钨酸铵、钨酸钙、钨酸钴，是冶金工业、电子电气工业、化学工业的中间体和原料	钨催化剂在石油化工、垃圾处理、环保工程等方面更广泛的应用；二次资源（废钨、废含钨催化剂、废钨渣等）为原料，生产钨酸钠、APT 等钨化工产品。
硬质合金	普通焊接刀片、普通矿用合金、铸造碳化钨硬面材料	高精度高性能研磨涂层合金及配套工具，高性能超细和纳米硬质合金，功能梯度硬质合金，金属陶瓷、非金属陶瓷等无钨和少钨超硬工具材料。

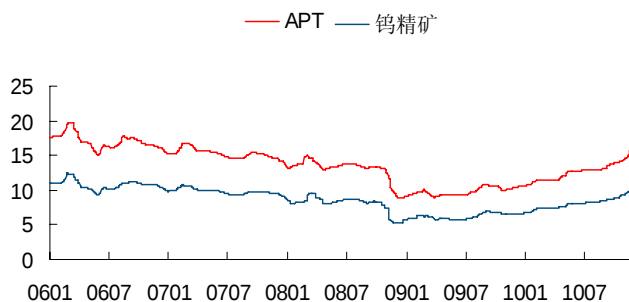
资料来源：中信建投证券研究发展部

4. 钨价长期上升通道已经形成

回顾过去几年，钨价呈现了大幅飙升、持续回落和触底回升三个阶段走势。钨价的起落与经济发展状况、钢铁行业景气度密切相关。过去几年也是钨行业加强治理整顿、政策密集出台和加速整合的关键时期。11 月以来，由于供应偏紧，以钨精矿、APT 为代表的钨产品价格强劲上涨。预计 2011 年全球钨市场供应紧张的局面将持续，目前钨价面临向上突破。



图 67：主要钨产品价格走势图（万元/吨）



资料来源：中华商务网，中信建投证券研究发展部

钼：资源整合站在起点

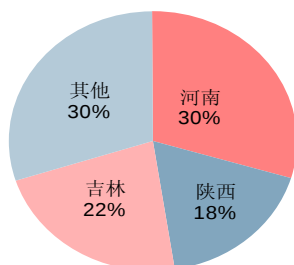
与钨金属不同，我国钼资源分布相对来讲集中度并不高，在 28 个省区都有已探明储量。根据国土资源部的统计数据，截至 08 年全国已开采的钼矿区有 165 处，占全国基础储量的 68%。主要分布在陕西、河南、吉林、辽宁等省区。并且一个矿区有多个采矿权，小企业众多，资源整合存在诸多障碍。

表 10：世界钼资源储量（万吨钼，2007 年）

国家	储量	占总量%	储量基础	占总量%
中国	330	38.2	830	43.6
美国	270	31.3	540	28.4
智利	110	12.7	250	13.2
加拿大	45	5.2	91	4.8
俄罗斯	24	2.8	36	1.9
亚美尼亚	20	2.3	40	2
秘鲁	14	1.7	23	1.2
世界总计	863.5	100	1905	100

资料来源：Mineral Commodity Summaries, 中信建投证券研究发展部

图 68：我国钼资源储量分布



资料来源：中信建投证券研究发展部

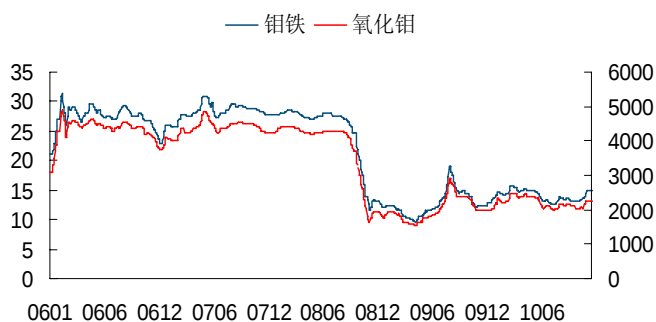


1. 钼价短期和长期趋势都是上升的

国际钼价在 05 年达到了顶峰，06-08 年由于全球经济持续向好和钢铁需求旺盛，钼价继续保持在高位运行。09 年钼价从底部开始回升，其间在钢厂补充库存的推动下也出现过阶段性上涨行情，但高库存使得价格涨幅受限。资源稀缺性和经济转型将推动小金属价格进入长期上升周期，迄今为止，锑、稀土等金属价格均已经创下历史新高，并且涨势仍在持续。与其它小金属相比，今年以来钼价上涨明显滞后。

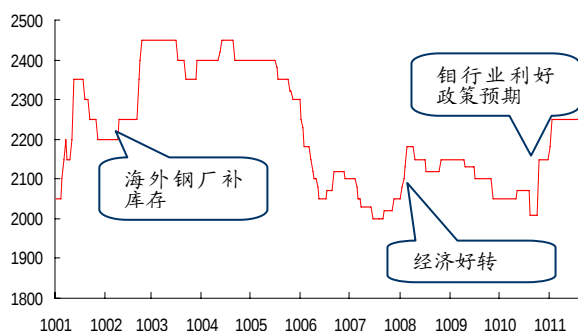
相比 06 年的历史高点，钼价已经下跌超过 50%，所以从较长周期来看钼价处于底部区域。短期走势是：2010 年钼价出现了三次上涨。年初受益于海外钢厂补库存钼价涨 20%，8 月经济好转助推钼价涨 10%，11 月上涨原因则是受到钼有望成为继稀土、钨、锑、锡等之后下一个推行开采总量控制指标的优势矿种的市场预期所鼓舞。从价格上涨速度之快可见产业政策的影响力已是越来越大。

图 69：主要钼产品价格走势图（元/吨度，万元/基吨）



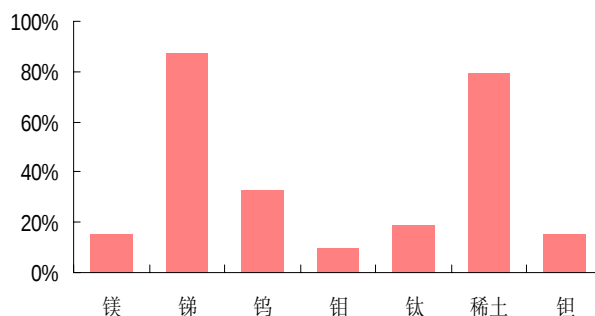
资料来源：中华商务网，中信建投证券研究发展部

图 70：2010 年国内氧化钼价格走势（元/吨度）



资料来源：中华商务网，中信建投证券研究发展部

图 71：2010 年小金属价格涨幅比较

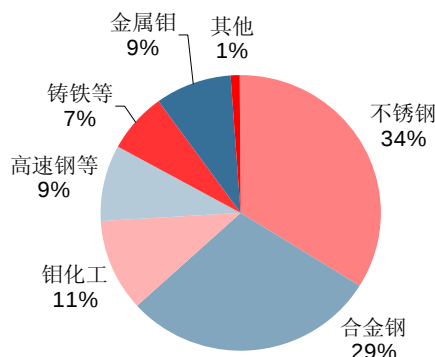


2. 新兴消费领域有望异军突起

钼金属具有高熔点、耐腐蚀、耐磨性的性质，并且也有较好的导电性、导热性和延展性。钼在钢铁领域消费量占比高达 80%，不锈钢、耐热钢和各种结构钢等都需要添加钼来提高钢材性能。国内大型钢厂宝钢、太钢每年钼消费量均在 1 万吨左右。所以钼的需求与钢铁行业的景气度息息相关，钼价与钢价走势基本保持一致。



图 72：我国钼消费结构



资料来源：中信建投证券研究发展部

化工和催化剂领域是钼第二大消费领域，目前全球催化剂钼消费量约 5000 吨左右。尽管从绝对量上看，与钢铁用钼量差距较大，但钼在化工领域的消费已经出现迅猛增长的势头。钼化工产品中最主要的品种是钼催化剂，被广泛应用于石化行业中的煤油、汽油、循环油、脱沥青油、柴油提炼方面。钼化工的其他应用方向还有润滑剂、油漆、抗腐蚀性的外层涂料和着色剂等。

钼在催化剂领域的增长受益于环保标准的日益提高。受节能减排的推动，钼化工在国内市场拥有更广阔的发展空间。海外钼行业巨头已开始瞄准钼化工领域的商机进行战略布局。力拓公司位于美国的焙烧项目于 2012 年投产，此项目是作为钼催化剂产品的配套生产线。据我们了解，金钼股份也非常注重在钼化工领域的市场开拓，目前公司已经开始与国内知名的大型石化企业建立长期合作的计划。

由于具有良好的导电性、导热性和延展性，钼金属及钼基合金被广泛地应用于电光源材料、电子管和集成电路等电子工业、模具制造、高温元件、航空航天工业以及核工业等领域。2010 年由于美国、日本等国家航空和电子工业的强劲复苏，金钼股份的钼金属产品来自于海外的订单出现了明显增加。

总结起来，钼化工产品具有节能减排和低碳概念，未来发展会受到更多政策支持。钼金属的应用大都集中在电子、航空航天、核工业等高端领域，使其具有了新材料的属性。近年来，在新材料领域关于钼的研究和应用已经引起广泛关注。显然，传统的钢铁领域中钼需求在萎缩，但新兴领域的消费增长已经呈现异军突起之势。

3. 政策利好逐步释放，资源整合在提速

产业政策—保护性开采是长期实质性利好

我国钼行业的产业政策主要有：自 05 年起先后采取了下调和取消出口退税，上调出口关税，07 年将钼精矿列入禁止类加工贸易产品目录中，开始对钼制品实行出口配额许可证管理。一系列限制性措施提高了钼出口门槛。但是，2010 年海外市场需求好转之时，我国钼产品出口又出现大幅反弹，尤其钼精矿出口量同比增加高达 80%。从保护资源角度出发，进一步加强政策调控力度具有必要性。



图 73: 我国钼精矿出口量 (吨)

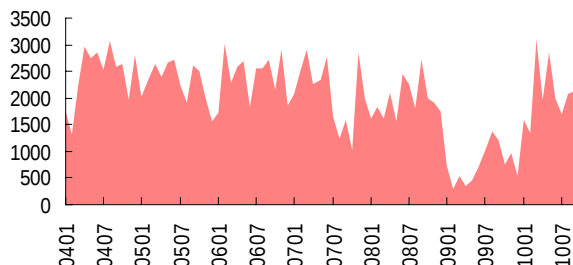


图 74: 我国钼铁出口量 (吨)

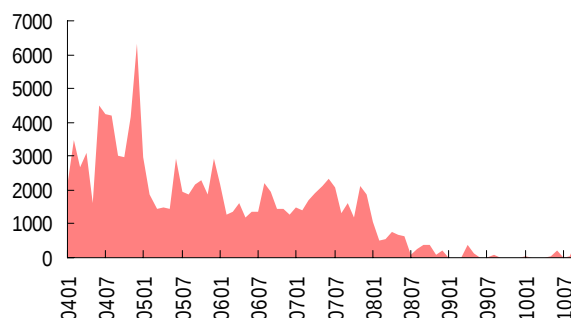


图 75: 钼材及金属制品出口量 (吨)

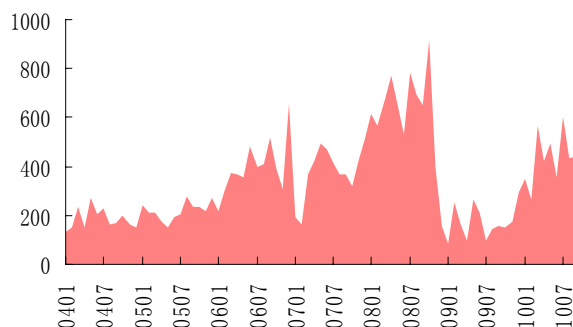
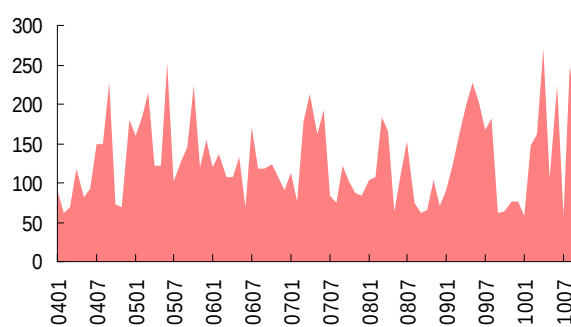


图 76: 钼酸铵出口量 (吨)



资料来源: CEIC, 中信建投证券研究发展部

近年来钼行业产业政策主要集中在出口环节，因此在行业准入条件以及开采总量控制等方面政策的运用还有很大提升空间。

- 今年 2 月工信部公布了《钼行业准入条件》征求意见稿，对采选、冶炼企业的资源条件、最低生产规模和技术装备等各方面都进行了明确规定。

点评: 众多小矿山因此面临着政策风险。目前我国钼精矿生产企业有上百家，90% 以上是小矿山，其中一些存在规模小、工艺落后、污染严重等问题的生产企业，必然成为治理整顿的重点。

- 国家已经把离子型稀土、钨、锡、锑列为保护性开发的矿种，钼也将被列为保护性开发的矿种。

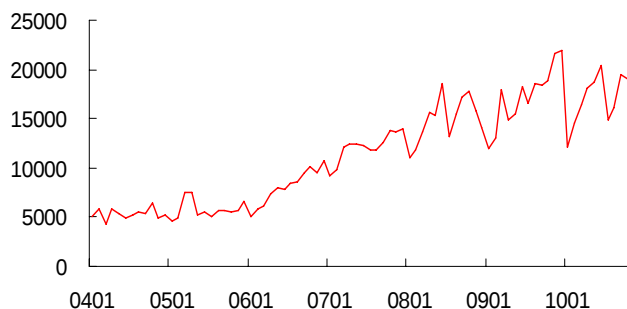
点评: 产量将得到控制，库存也因此下降。目前制约价格上涨的因素逐渐消退。

- 2010 年工信部表示，配合有关部门加大资源保护力度，建立稀有金属储备制度。目前国家正在完善稀有金属储备机制。

点评: 美国、日本和欧洲一些国家都将钼列为战略金属加以储备。建立稀有金属国家战略储备制度意义重大，对于小金属市场是长期利好。



图 77：我国钼精矿产量（吨）



资料来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

资源整合—趋势向好，有望提速

通过与国外相比，我国钼行业集中度的提升已经十分迫切。美国和智利是全球两大钼生产国。美国占全球钼产量 30% 左右，只有三家大型钼公司。智利占全球钼产量 20% 左右，同样也只有三家公司。以上产业政策的落实对钼行业是长期实质性利好。一般来讲，产业政策有助于引导行业内资源整合的提速。

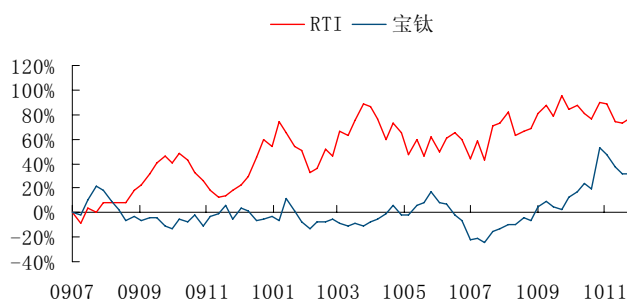
我们认为钼资源整合更多地可能是以区域内的联合重组为主。河南省和陕西省是我国主要的钼矿成矿区，因此这两个省的钼矿整合倍受关注。河南省起步较早，2007 年 12 月，河南省政府发布了《河南省钼矿资源整合实施意见》。总体原则是一个矿区只设一个矿权，鼓励和支持资源向优势企业集中，就近整合钼矿探矿权和采矿权。目前陕西省尚未针对于钼矿提出明确的整合方案，但是一个矿区只设一个矿权是国家政策的导向，资源必然向大型企业集团集中。

钛：走向全面复苏

1. 海外市场率先复苏，国内市场逐步回暖

2009 年是钛工业非常艰难的一年。经济低迷和航空业萧条影响到钛行业的生产和消费都出现严重滑坡。2010 年初海外市场率先走出底部开始回升。从 RTI 和 Timet 两家公司一季度钛材交货量大幅上升以及股价表现可以感受到钛行业强劲复苏的势头。

图 78：宝钛和 RTI 公司股价走势比较



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部



表 11：钛公司经营业绩指标

		08.1Q	08.2Q	08.3Q	08.4Q	09.1Q	09.2Q	09.3Q	09.4Q	10.1Q	10.2Q	10.3Q
RTI	收入（百万美元）	151	160	151	149	106	104	100	97	108	107	103
	净利润（百万美元）	22	19	11	4	-1	0	-9	-57	11	10	-17
	每股收益（美元）	0.97	0.82	0.49	0.16	-0.06	0.01	-0.35	-1.91	0.38	0.34	-0.56
宝钛	收入（百万元）	564	604	635	464	491	674	515	622	580	614	710
	净利润（百万元）	104	109	72	16	20	11	-7	-8	3	3	-3
	每股收益（元）	0.24	0.25	0.17	0.04	0.05	0.03	-0.02	-0.02	0.01	0.01	-0.01

资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

海外市场情况

美国是市场上最大的钛生产国和消费市场。目前美国钛锭产能 6 万吨，加工材产能 4 万吨，07 年和 08 年产量达到高峰。美国重点发展航空钛材，在这一领域拥有绝对优势，从消费结构看航空航天用钛占比 50%以上。09 年美国钛材表观消费仅下降 9%，低于钛材产量 20%的降幅，说明美国国内钛市场受金融危机影响并不大。原因是航钛需求相对平稳，飞机制造业虽然有所下滑，但是订单基本维持不变。

相比之下，09 年日本钛市场需求出现严重萎缩。日本钛消费以民用为主，一直以来大力发展民品钛材，在汽车、高尔夫球杆、眼镜架、船舶用钛、石化行业等领域大量用钛。这些领域受金融危机冲击较大。

表 12：美国钛市场供需情况（吨）

		2008	2009	同比
钛锭	产量	58600	35600	-39.25%
	进口量	1340	531	-60.37%
	出口量	725	776	7.03%
	表观消费	59215	35355	-40.29%
加工材	产量	39700	31900	-19.65%
	进口量	8010	6660	-16.85%
	出口量	18980	12463	-34.34%
	表观消费	28730	26097	-9.16%

资料来源：中国钛业协会，中信建投证券研究发展部

表 13：日本钛市场供需情况（吨）

		2006	2007	2008	2009	2010E
海绵钛	产量	36995	38533	38826	25000	26500
	国内消费	24328	27108	27184	15686	
	同比		11.43%	0.28%	-42.30%	
	出口	12667	11425	11642	9314	
			-9.81%	1.90%	-20.00%	
钛锭	产量	24241	25292	26999	13808	16500
加工材	产量	17317	19087	19727	11999	12500
	国内消费	9577	10984	10164	4194	
	同比		14.69%	-7.47%	-58.74%	
	出口	7740	8103	9563	7805	
	同比		4.69%	18.02%	-18.38%	

资料来源：Japan Titanium Society，中信建投证券研究发展部



国内市场情况

09 年国内市场海绵钛销售量 41860 吨，同比增长 5.3%；钛加工材销售量 23306 吨，同比下降 3.2%，情况好于海外市场。但受海外市场需求低迷的影响出口大幅下滑。海绵钛和的出口仅 441 吨，同比下降 93%；钛加工材出口 4470 吨，同比下降 48%。

图 79：我国海绵钛消费量同比增长（吨）

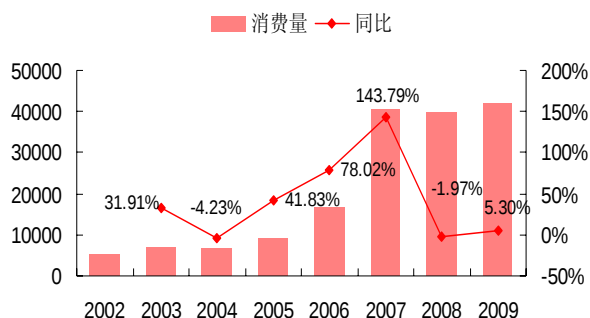
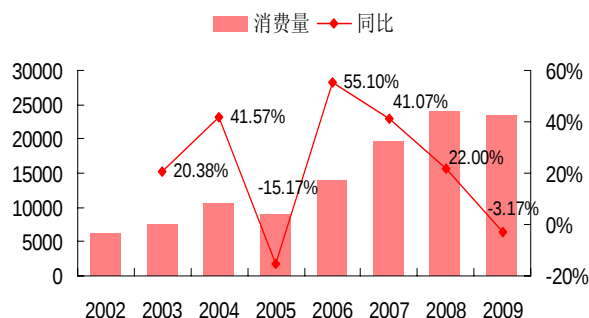
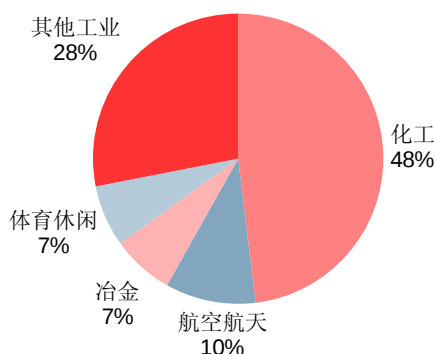


图 80：我国钛材消费量同比增长（吨）



资料来源：中国钛业协会，中信建投证券研究发展部

图 81：我国钛消费结构（2009 年）



资料来源：中国钛业协会，中信建投证券研究发展部

国内钛市场继续保持产销两旺。中国经济的持续快速增长，以及消费升级的来临都促进了钛需求，尤其是化工行业用钛量的大幅增加。钛价低位运行实际上有利于钛的推广和使用。在金融危机不利影响下，良好的销售形势也说明我国目前钛消费水平依然偏低，提升空间很大。

2. 钛价底部徘徊，静待需求好转

06 年起海绵钛开始出现过剩，08 年由于经济下滑需求海绵钛需求严重萎缩导致价格一度跌至成本线以下。从 09 年产消数据来看，海绵钛出现 1000 吨缺口，而钛材仅过剩量有所下降。生产企业大量减产使海绵钛供需好转。钛材过剩表明需求仍然比较低迷。2010 年海绵钛价格涨幅 20% 左右，价格上涨主要是为成本所推动。目前钛价在 6-7 万元/吨区间平稳运行，说明市场供需基本平衡。未来需求的启动将直接对价格产生强有力的推升作用。



图 82: 我国海绵钛产销量和缺口 (吨)

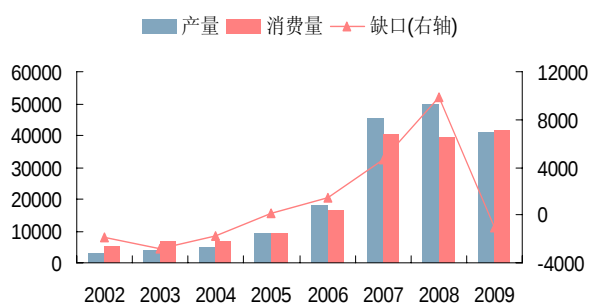
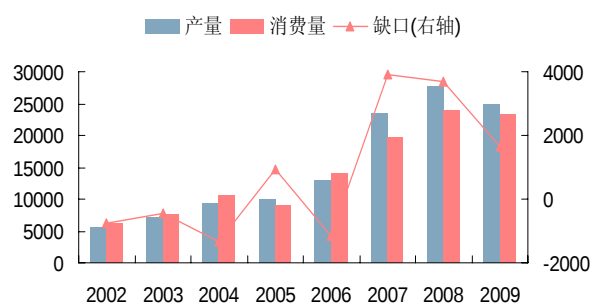
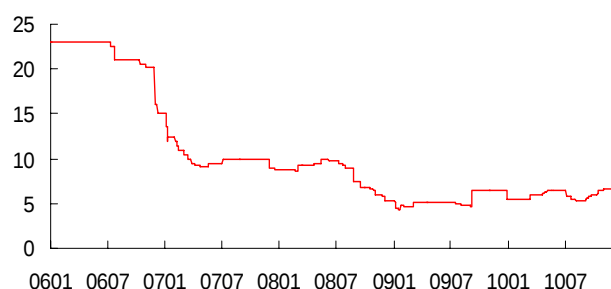


图 83: 我国钛材产销量和缺口 (吨)



资料来源: 中国钛业协会, 中信建投证券研究发展部

图 84: 国内海绵钛价格 (万元/吨)



资料来源: 中国钛业协会, 中信建投证券研究发展部

3. 需求前景展望

航空钛材需求将呈现快速增长势头

预计 2011 年飞机制造业将延续复苏态势, 并且增长有望加快, 对钛需求拉动作用增加。波音 B787 和空客 A380 生产交付量开始大幅增加。飞机发展趋势是采用更多新型材料 (钛合金、复合材料等) 来提高性能, 钛合金用量已经成为衡量飞机先进性的重要标准之一。新机型的钛及钛合金用量比原有机型有显著提升, A380 钛合金用量占结构材料总量 10% 左右, 波音 B787 更是达到 15%, 对钛需求拉动作用进一步增强。

表 14: 近期波音、空客新机型交付情况

新机型	交付情况
空客 A380	09 年交付 10 架, 2010 年计划交付 20 架
空客 A350	2013 年开始交付
波音 B787	在 2010 年第四季度首次交付 4 架, 预计 2011 年月产量 7 架。
波音 B747-8	货机首次交付在 2010 年第三季度, 客机首次交付在 2011 年。
庞巴迪 C 系列	2013 年开始交付

资料来源: 中信建投证券研究发展部



图 85: 波音各机型钛合金用量 (%)

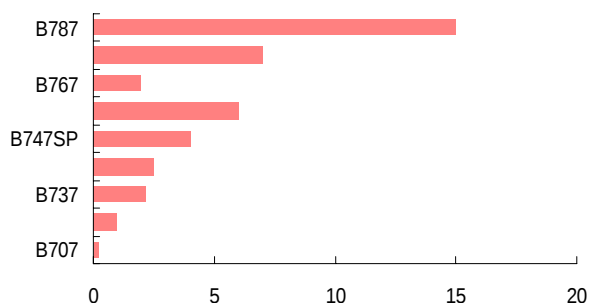
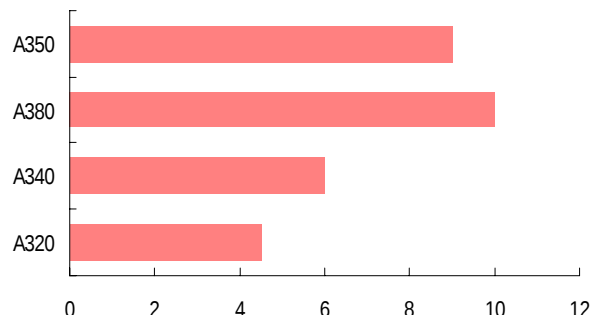


图 86: 空客各机型钛合金用量 (%)



资料来源: 中信建投证券研究发展部

中国将成为全球钛需求增长最快的市场

➤ 中国大飞机项目对钛需求的拉动有望超预期

2008 年中国“大飞机”项目正式启动，按计划国产大飞机 C919 将在 2014 年首飞，2016 年交付航线使用，产能可达到 100-150 架/年，目前累计订单 100 架。每架飞机钛用量 30-40 吨左右，正常生产情况下钛需求量可达 3000-4000 吨/年左右。中国大飞机项目对钛需求的拉动有望超出市场预期。

➤ 未来二十年是我国航空业发展的黄金时期

未来二十年是我国航空业发展的黄金时期。过去十年中国民航的旅客运输量增长了一倍，民航拥有飞机数量 2000 年不到 1000 架，2008 年已经接近 2000 架。空客公司最新预测，亚太区在未来 20 年将需要 8010 架 100 座以上的新飞机，包括 880 架超大型飞机、2570 架宽体飞机和 4560 架单通道飞机。其中约三分之一来自于中国需求。

➤ 性价比优势可拓展民用钛材发展空间

价格高曾经是制约钛金属广泛应用的最主要原因，随着近年来钛价格的走低，钛相对于其它铜铝等金属的性价比提高，对于其他金属的替代效应已经逐步显现。在民用领域，钛消费将迎来一个崭新的、快速增长时期。

重点上市公司分析

东方锆业—核锆项目赢得未来

产品结构优化，毛利率提升初见成效

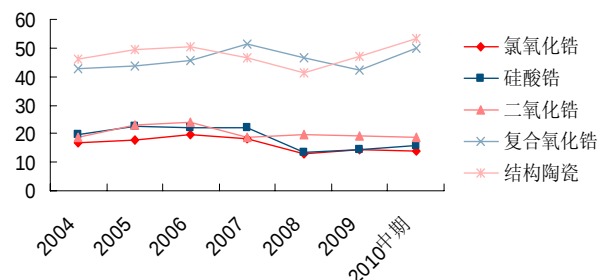
公司是目前国内产业链最为完整的锆产品制造商，拥有氯化锆、硅酸锆、二氧化锆、复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷五大类产品。上市以来，公司大幅提升二氧化锆、复合氧化锆等高附加值产品比重，有效规避了低端锆制品市场毛利率因竞争加剧而逐步走低的风险。募集资金项目将陆续在今明两年建成投产。2010 年是公司产品结构发生较大变化的一年。



图 87：公司年毛利率（%）



图 88：初级和高端锆产品毛利率差距较大（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

向上游资源进军，志在长远

今年 10 月公司发布对外投资公告，拟出资 2200 万澳元在澳大利亚设立全资子公司东锆资源公司，具体投资计划尚需取得中、澳两国政府各主管部门的审批。这一举措表现出公司向上游资源延伸的意图非常明确，我们认为不排除公司进一步在当地收购矿山的可能性。公司有望成为国内锆行业第一家拥有资源的生产企业。

表 15：主要国家锆资源储量（2009 年，百万吨）

	美国	澳大利亚	巴西	中国	印度	南非	乌克兰	世界总计
储量	3.4	9.1	2.2	0.5	3.4	14	4	38
储量基础	5.3	30	4.6	3.7	3.8	14	6	72

资料来源：中国钛锆协会，中信建投证券研究发展部

澳大利亚锆资源储量在世界位居第一位，占世界总量 24% 左右。并且品位高，开采条件成熟。近几年国内企业对锆矿需求十分旺盛，年进口量超过 40 万吨，我国已经成为世界最大的锆砂进口国，带动锆英砂价格走出持续上涨的行情。原料成本的增加对公司盈利能力的负面影响已经显现。我们认为，向上游进军打通产业链有助于提高公司的资源保障程度，进而可极大地提升公司核心竞争力，是其中长期发展的坚实基础。

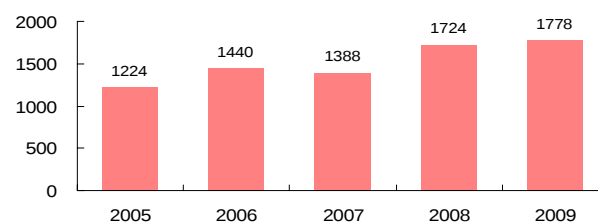
主要产品各具特色

我国二氧化锆年产量超过 2 万吨，且销售十分旺盛。由于公司产能较低，难以满足市场不断增长的需求。09 年公司增发募资投入 1.2 亿元的 6000 吨高纯二氧化锆项目已于今年 9 月底建成投产。公司原有二氧化锆产能 1000 吨，新项目投产一举突破产能瓶颈，使市场份额迅速上升。高纯二氧化锆和工业级二氧化锆的应用领域不同。高纯二氧化锆主要用在陶瓷电容器、电子材料、玻璃添加剂等，以及制造人造宝石和光学玻璃等高附加值领域。因此公司在产能扩张的同时，也实现了产品盈利空间的提升。

图 89：2005-2009 年我国二氧化锆产量（吨）



图 90：公司历年二氧化锆产量（吨）



资料来源：中国钛锆协会，中信建投证券研究发展部



国内现有复合氧化锆生产企业 10 余家，普遍规模较小。东方锆业上市募集资金投入的 2000 吨高性能 AL-Y 复合氧化锆项目，是公司自主研发成果的产业化，05 年获国家发改委批准，已经于 09 年 7 月建成投产，使复合氧化锆产能提升至 2300 吨。成为国内唯一规模化生产复合氧化锆的企业，充分分享行业的高成长。09 年产量 800 吨左右，预计 10 年可达到 1300 吨。

核级海绵锆项目提升公司长期投资价值

公司 6 月 21 日公布增发募资预案，拟通过增发募资投入“年产 1000 吨核级海绵锆”和“年产 20000 吨高纯氯化锆”项目，投资总额 8.2 亿元。根据公告的数据测算，1000 吨海绵锆将增厚 EPS0.38 元。目前我国核级海绵锆工业几乎处于空白，发展潜力巨大。我们认为，项目实施后将为公司带来较高和确定的利润率，并且可大幅提升公司估值水平。

盈利预测

现有锆制品产销量的提升可以支撑公司 2010-2012 年业绩年平均增速达到 70%。我们按照如下假设条件，预测结果是：2010-2012 年公司主营收入分别是 35840 元、57967 万元和 75995 万元，增长率是 33.82%、61.74% 和 31.10%。2010-2012 年公司净利润分别是 3989 万元、10559 万元和 14990 万元，增长率是 32.25%、164.71% 和 41.96%。

我们预测，2010-2012 年公司 EPS 为 0.22 元、0.59 元和 0.83 元，按 12 月 13 日收盘价 39.67 元计算，对应动态市盈率倍 179 倍、67 倍和 48 倍。

表 16：东方锆业盈利预测和比率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	190.41	267.82	358.40	579.67	759.95
主营收入增长率	18.50%	40.66%	33.82%	61.74%	31.10%
EBITDA（百万元）	39.78	54.69	87.49	163.30	216.16
EBITDA 增长率	13.37%	37.49%	59.98%	86.65%	32.37%
净利润（百万元）	25.33	30.16	39.89	105.59	149.90
净利润增长率	21.24%	19.07%	32.25%	164.71%	41.96%
ROE	10.67%	5.48%	5.81%	13.70%	16.83%
EPS（元）	0.390	0.370	0.222	0.588	0.834
P/E	101.72	107.22	178.69	67.47	47.57
P/B	6.65	5.15	8.26	7.35	6.36
EV/EBITDA	42.49	53.61	64.48	34.37	25.63

资料来源：中信建投证券研究发展部

厦门钨业—钨业优势稳固，稀土新材料是新增长点

各项业务协同发展

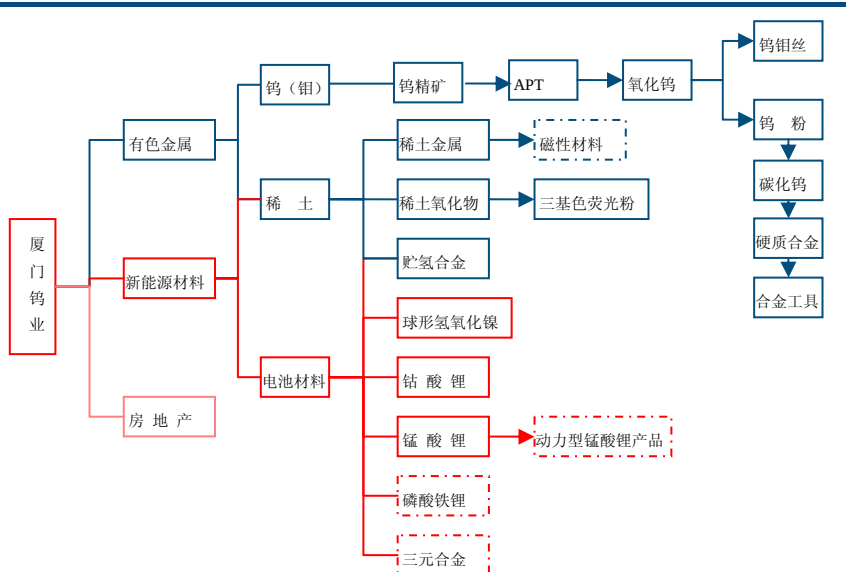
公司是国内最大的钨钼产品生产与出口企业，拥有从钨矿采选、冶炼到钨材深加工的完整产业链，钨丝、



钨粉、硬质合金等产品占有较高的市场份额。近年来，公司充分发挥资源、技术双重优势，继续向新能源材料（电池材料）和稀土领域拓展，为长期发展寻找新的盈利增长点。房地产业务也是公司的传统业务之一，目前在厦门、重庆、成都等地区市场开发比较成熟，是公司重要的盈利来源。公司“以钨为主业，以钼系列产品和能源新材料为两翼，以房地产为一个时期的利润增长点”的战略定位清晰明确。

公司的钨深加工产品品种齐全，通过不断的技改和扩建，产能规模持续上升，优势地位更加明显。稀土产业链发展迅速，冶炼环节进入大规模投产期，上下游产业开发已见成效，对公司的盈利贡献度将显著提升。新能源业务借助公司有色金属资源和技术优势，重点开发镍氢电池和锂离子电池原材料，并逐步向下游产品领域渗透。

图 91： 厦门钨业产业链结构示意图



资料来源：中信建投研究发展部 注：虚线框为已开发成功尚未产业化项目

表 17： 厦门钨业主要产品及产能情况

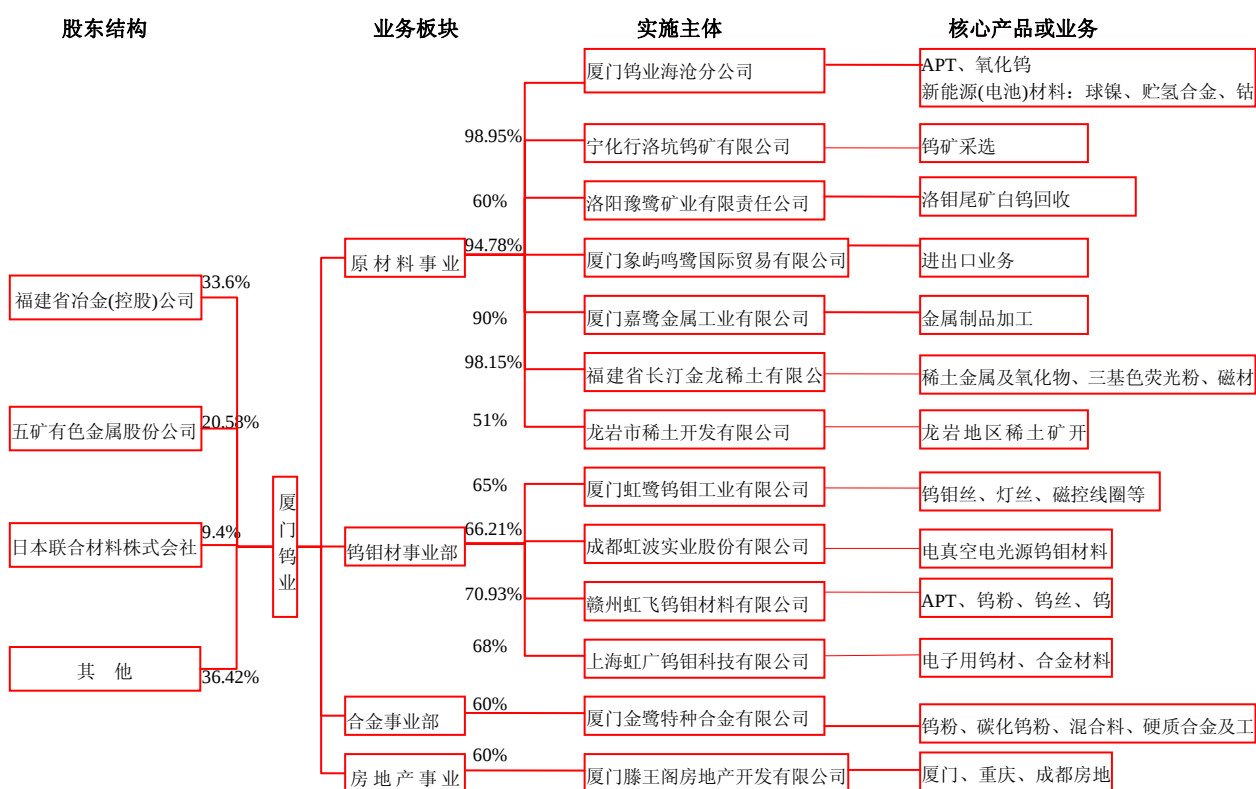
产品分类	主要产品及产能情况
冶炼产品	仲钨酸铵(APT)12000 吨、氧化钨 5000 吨
粉末产品	钨粉和碳化钨粉 5000 吨
硬质合金及合金工具	总产能 2000 吨(含混合料)、PCB 工具 550 万支(规划 1000 万支)/整体刀具 50 万支(规划 100 万支)/数控刀片万片(规划 300 万片)
钨钼材	粗钨丝 1500 吨、丝钨丝 150 亿米、粗钼丝 1000 吨、细钼丝 10 亿米
稀土产品	稀土分离 4000 吨/高纯氧化物 2000 吨/稀土金属 1000 吨
新能源材料	贮氢合金粉 3500 吨 / 钴酸锂 2000 吨 / 锰酸锂 1000 吨 / 球型氢氧化镍 500 吨 / 三基色荧光粉 1000 吨 / 钕铁硼磁性材料(规划 3000 吨)
房地产	厦门 / 重庆 / 成都 / 漳州 / 泸州

资料来源：公司资料，中信建投研究发展部

公司采取集团控股的管理模式，旗下控股子公司 12 家及其下属公司 11 家。按照产业链和业务种类划分为原材料、钨钼材、合金、房地产四个板块。宁化行洛坑公司和洛阳豫鹭公司从事钨矿采选和回收；海仓分公司和长汀金龙负责钨和稀土冶炼以及新能源材料业务（电池材料、磁材、荧光粉等）；四“虹”公司从事钨钼深加工产品的生产，其中虹鹭公司是世界三大钨丝制造商之一，国际市场占有率 15%以上，国内占有率 40%以上，

节能灯钨丝国内占有率达 80%以上；厦门金鹭是硬质合金产品线的生产基地，硬质合金产能在国内名列前茅；滕王阁房地产公司从事房地产业务。

图 92：厦门钨业组织结构示意图



资料来源：中信建投研究发展部

钨钼板块：资源与深加工并举

1. 原材料：多渠道保证冶炼原料供应

公司自产钨原料方面主要从三个途径获取，第一个途径是钨矿采选。公司拥有宁化行洛坑钨矿采矿权。该矿为白钨、黑钨共生矿，储量 29.5 万吨，品位 0.21%，是国内规模最大的单体钨矿山，目前钨精矿生产能力为 4000 吨/年。

第二个途径是尾矿回收。公司的控股子公司豫鹭矿业为公司与洛阳钼业合资设立，从事钼矿尾矿的白钨回收。洛阳钼业所属的三道庄矿区保有钼金属量 67.2 万吨、伴生白钨 45.75 万吨，品位 0.06%-0.08%。初始设计白钨回收规模为 4500 吨/日，扩建后规模达 14500 吨/日，按此计算年回收产能在 3000 吨左右。

第三个途径是废钨回收。海仓分公司拥有国际先进水平的废钨综合回收生产线，产能 4000 吨/年。以上三种途径可保障公司原料自给率最高可达 50%以上。

2. 深加工：高端产品是长期增长点

公司在规模和市场优势的基础上加大研发力度和新产品的开拓，已经取得可喜的成果，产品结构正在

向高端转化。07年增发募资开始投建“厦门钨材料工程技术研究中心”，目标是建成我国钨行业最高水平、国际一流的科研中心。2009 年主要建设项目已完成，于2009 年8月份投入使用，并在硬质合金工艺技术研究和高档精密设备的研制上取得显著成果。

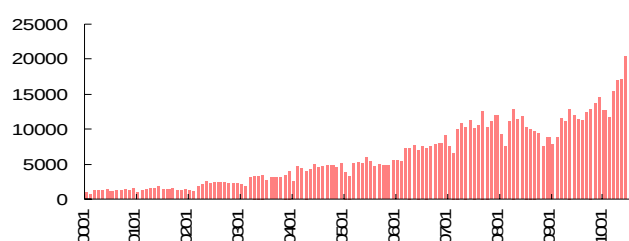
图 93：硬质合金生产工艺流程



资料来源：中信建投研究发展部

09 年成功开发并批量生产高研磨、超粗晶粒度合金用超粗碳化钨粉，使我国的粗晶粒度合金的晶粒度从 3.4 μm ，提高到 7~9 μm 。粗晶粒硬质合金是按照 Sandvik 公司有关硬质合金的分类标准，合金中 WC 晶粒度为 3.5~4.9 μm 、5.0~7.9 μm 、8.0~14.0 μm 的硬质合金分别为粗晶粒、超粗晶粒和特粗晶粒硬质合金。超粗、特粗晶粒硬质合金在国外尚属于新型硬质合金，国内此前不能生产。公司此项技术填补了国内空白，将获得较高的附加价值。另一项技术突破是数控刀片，共开发 8 个牌号的合金基体并成功应用、批量生产。数控刀片主要应用于数控机床。

图 94：中国数控机床月度产量（台）



资料来源：wind，中信建投研究发展部

厦门金鹭是公司硬质合金产品生产企业，目前硬质合金总产能 2000 吨左右，09 年产量 1000 吨左右。从产能和收入规模上属于国内第二集团的重点企业，但盈利能力领先于其他硬质合金企业，2008 年利润位居所有合金制造企业首位，同时也是公司有色金属业务中盈利能力最强的子公司。今年以来制造业强劲复苏，国内数控机床产量出现爆发性增长，直接拉动了数控刀片的需求。受益于此，公司订单饱满，产销量有望再上新台阶。

表 18：国内主要硬质合金企业产量及产能情况

企业名称	2007 年产量（吨）	目前产能（吨）	所在地
株洲硬质合金集团有限公司	3475	6000	湖南株洲
自贡硬质合金有限责任公司	2175	4000	四川自贡
株洲长江硬质合金工具有限公司	935	1000	湖南株洲
浙江天石粉末冶金有限公司	828		浙江乐清
厦门金鹭特种合金有限公司	807	2000	福建厦门
济南市冶金科学研究所	704		山东济南
崇义章源钨业股份有限公司	535	1000	江西赣州
河北六隆硬质合金集团有限公司	506		河北清河
苏州江钻新锐硬质合金有限公司	423		江苏苏州
南昌硬质合金有限责任公司	373		江西南昌

资料来源：中信建投研究发展部



表 19：2008 年国内合金制造企业收入和利润排名

收入排名	企业名称	利润排名	企业名称
1	上海新格有色金属有限公司	1	厦门金鹭特种合金有限公司
2	自贡硬质合金有限责任公司	2	上海新格有色金属有限公司
3	株洲硬质合金集团有限公司	3	河北立中有色金属集团有限公司
4	无锡新光大钢铁制品有限公司	4	宁波博威有色合金材料有限公司
5	厦门金鹭特种合金有限公司	5	重庆润际远东合金有限公司
6	江阴市电工合金有限公司	6	洛阳双瑞特钢科技有限公司
7	秦皇岛开发区美铝合金有限公司	7	春保材料科技（厦门）有限公司
8	宁波博威有色合金材料有限公司	8	怡球金属太仓有限公司
9	中镁科技（上海）有限公司	9	尉氏县德意金属有限公司
10	南昌硬质合金有限责任公司	10	宜兴市远航合金厂

资料来源：中信建投研究发展部

金鹭公司对接钨材料工程技术研发中心的高性能硬质合金精密刀具产业化项目，建成后将形成每年 1000 万支 PCB 工具、100 万支整体刀具、300 万片数控刀片的生产能力，产品结构的优化将带来综合盈利能力的显著提升。

稀土：有望成为区域整合的龙头

公司 06 年底投资控股长汀金龙稀土有限公司，开始涉足稀土业务，通过不断增资，目前持股比例已达 98.15%。根据国土资源部统计，2008 年国内探明的离子型稀土矿共计 805 万吨，福建省储量约 120 万吨，占比 15%左右。主要集中在龙岩、三明两地，其中以龙岩市属的长汀、上杭、连城三县资源量较大，主要为中钇富铈稀土矿床。金龙公司依托区域资源优势，2008 年建成 4000 吨稀土分离、1000 吨稀土金属、2000 吨高纯稀土氧化物的高标准生产线，2009 年开始为公司贡献收入。

09 年，福建龙岩与厦门钨业签订《稀土产业战略合作协议》。双方和长汀县政府共同建设福建稀土工业园，打造稀土永磁材料、发光材料、储氢材料、中重稀土合金以及其他新材料五条生产线，并在此基础上向下游延伸，形成五大稀土新材料产业集群。公司稀土下游产业链的发展空间很大。公司 1000 吨三基色荧光粉生产线正在试车，3000 吨钕铁硼磁性材料生产线 2010 年第三季度开工建设，预计 2011 年可以建成投产。

随着稀土分离产能的建成投产，厦门钨业开始着力开发上游稀土资源。2009 年投资设立了龙岩市稀土开发有限公司，持股 51%，从事当地稀土矿的开发，目前已经取得两张稀土矿开采证。在当地政府的支持下，公司有望成为龙岩地区稀土资源整合的龙头。

盈利预测

09 年公司房地产业务在总收入中占比达 60%，是业绩保持较快增长的主要来源。2010 年房地产结算收入有所减少，影响到公司收入同比出现下降。但是，随着公司硬质合金刀具等深加工产品的量产和毛利率的提升，钨加工主业的收入利润快速回升，推动了公司全年业绩大幅增长。

我们预测，2010-2012 年公司 EPS 为 0.66 元、0.96 元和 1.15 元，按 12 月 13 日收盘价 50.30 元计算，对应动态市盈率 76 倍、52 倍和 44 倍。



表 20：厦门钨业盈利预测和比率

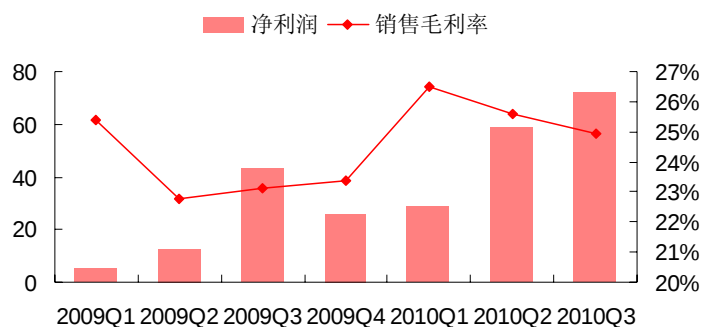
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	4947	6338	5732	6682	7074
主营收入增长率	6.96%	28.12%	-9.57%	16.58%	5.87%
EBITDA（百万元）	448	766	852	1,209	1,433
EBITDA 增长率	3.02%	71.03%	11.24%	41.80%	18.56%
净利润（百万元）	199.17	212.82	448.85	656.40	787.50
净利润增长率	-0.63%	6.85%	110.91%	46.24%	19.97%
ROE	10.08%	9.21%	19.97%	23.67%	23.14%
EPS（元）	0.292	0.312	0.658	0.962	1.155
P/E	172.26	161.17	76.43	52.26	43.56
P/B	17.36	14.84	15.26	12.37	10.08
EV/EBITDA	79.73	44.43	39.44	26.98	21.67

中科三环—分享政策红利与周期繁荣

淡化不利因素，三季度业绩再创新高

受益于全球经济复苏，公司今年业绩持续快速增长，二、三季度净利润环比增速分别达 200%和 82.5%，接连创下历史同期新高。由于稀土价格的大幅度上涨，综合毛利率水平较一季度略有回落，这同时也反映出利润规模的大幅提升来自订单的实质性恢复。

图 95：中科三环季度净利润及毛利率（百万元，%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

下半年基本面风险因素加大，一方面是空调生产进入淡季影响公司节能电机业务的增长；另一方面人民币开始升值及欧美经济复苏放缓对出口业务构成威胁；第三是稀土价格仍持续上涨，原材料成本压力加大。从实际情况来看，国内外需求的持续恢复抵消了不利因素的影响。基于这种需求的恢复，公司产品议价能力增强，有效地转嫁了稀土价格上涨的风险。

我们预计公司四季度业绩仍将平稳运行，原因在于：第一，稀土价格经过前期的大幅上涨，目前已经有企稳的迹象，后市涨幅可能趋于平缓，有利于原材料成本控制；第二，四季度是电子产品消费的旺季，公司电子产品销售占比在 40%以上，预计会成为重要的业绩增量。



图 96：2010 年金属锆钨价格走势(元/吨)

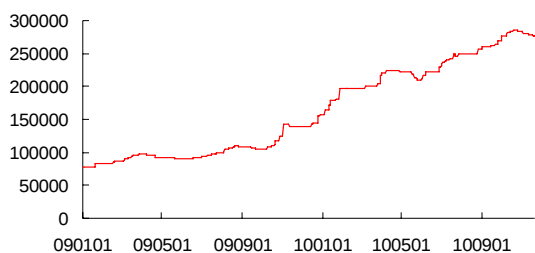


图 97：四季度国内手机生产旺季特征明显（万台）

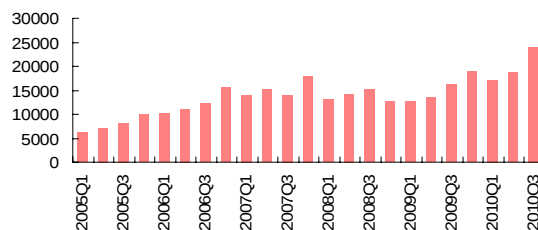


图 98：四季度国内笔记本电脑生产旺季特征明显（万台）

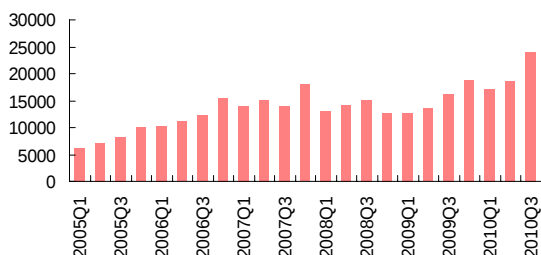
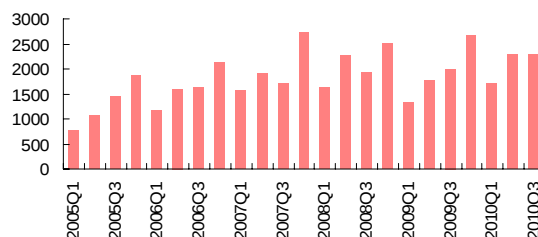


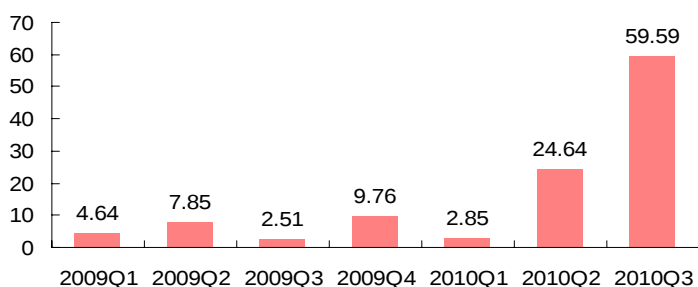
图 99：四季度国内数码相机生产旺季特征明显（万台）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

公司今年以来预收款项持续增加，第三季度达到 5959 万元，较中期增长 1.4 倍。通常订单周期为 3-5 个月，因此增量很可能是四季度结算的订单。根据公司国内外主要客户（估计）季度业绩表现，手机、电脑、电脑硬盘厂商都将迎来全年业绩高峰，公司必将从中受益。

图 100：中科三环季度预收款情况（百万元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 101：Seagate 季度净利润及毛利率(百万美元，%)

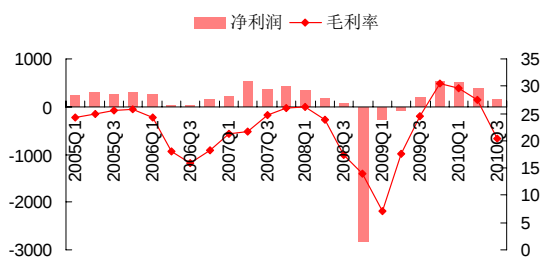


图 102：Western digital 季度净利润及毛利率(百万美元，%)

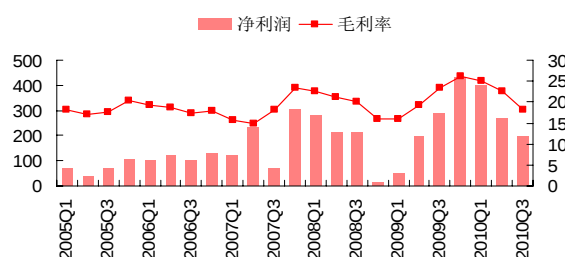




图 103: Vertas 季度净利润及毛利率(百万美元, %)

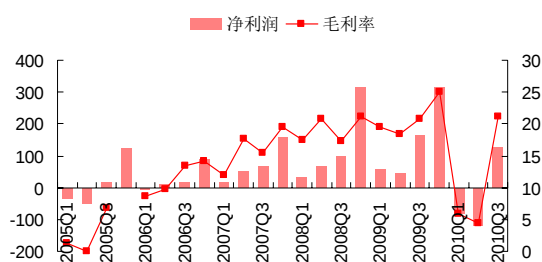


图 104: 金风科技季度净利润及毛利率(百万元, %)

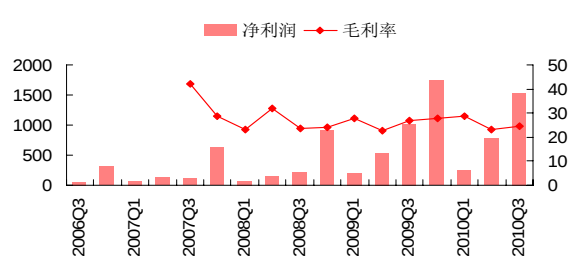


图 105: Dell 季度净利润及毛利率(百万美元, %)

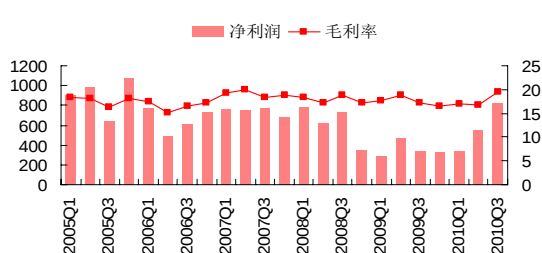
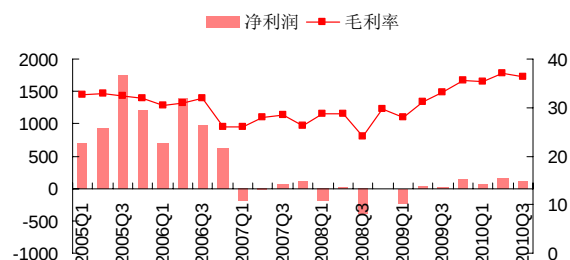


图 106: Motorola 季度净利润及毛利率(百万美元, %)

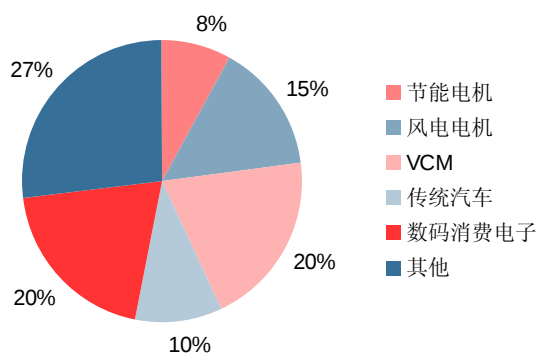


资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

节能电机业务增长明显，受益政策支持成长空间大

公司近两年在空调节能电机领域取得突破，是目前国内唯一有能力生产节能电机磁材的企业，作为市场最早的进入者，将享受较高的毛利空间。公司 09 年底具备批量生产能力，今年上半年在空调生产旺季的推动下，取得了快速增长，预计全年收入可达 2 亿元左右，销售占比在 8% 左右。

图 107: 中科三环 2010 年钕铁硼销售结构预测 (%)



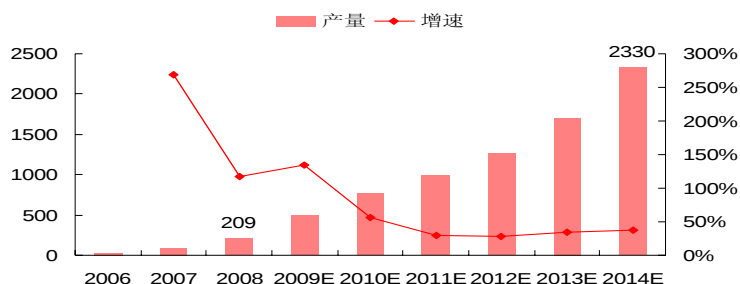
资料来源: 中信建投证券研究发展部

2010 年中期，财政部、国家发改委联合出台《关于印发节能产品惠民工程高效电机推广实施细则的通知》，决定将高效电机纳入节能产品惠民工程实施范围，采取财政补贴方式进行推广。具体为：对能效等级为一级和二级、额定功率为 0.55 千瓦至 315 千瓦的低压三相异步电机给予每千瓦 15—40 元补贴；对损耗比现行准入标准低 20%、额定功率为 355 千瓦至 25000 千瓦的高压三相异步电机给予每千瓦 12 元补贴；对额定功率为 0.55 千瓦至 315 千瓦的稀土永磁电机给予每千瓦 40—60 元补贴。现阶段补贴政策有利于稀土永磁电机进一步加强市场推广。



自去年国家对高效节能空调实施财政补贴政策之后，今年 6 月将补贴标准从 300-850 元下降为 150-250 元，同时开始对上游电机制造企业实施补贴，并且稀土永磁电机给予最高的补贴额度。表明国家对节能产品的政策扶持正在向产业链上游纵深发展，旨在降低各生产环节的制造成本，从而为整个产业链增添活力。公司大力发展节能电机磁材具备积极的政策基础，成长空间巨大。

图 108：中国变频空调产量及增速（万台，%）



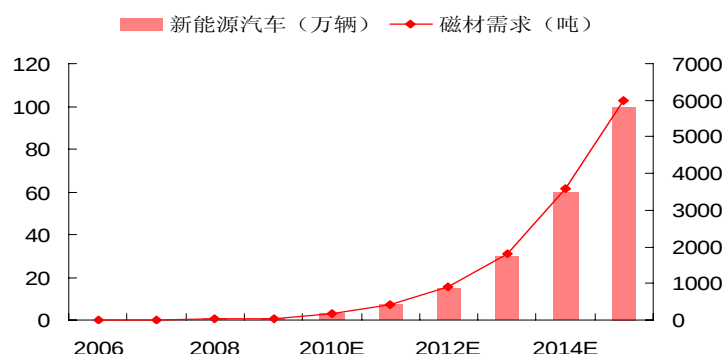
资料来源：中信建投证券研究发展部

新能源汽车业务：万事俱备，只欠东风

新能源汽车是“十二五”规划的战略战略性新兴产业之一，政策支持将进入一个密集推动时期。继今年陆续出台补贴政策之后，最近科技部牵头的《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》已制订完毕，最迟明年正式对外公布。根据《规划》，小型化和汽车电气化是中国汽车未来发展的两大方向，2015 年中国电动汽车保有量计划达到 100 万辆。按照 6 公斤的单位用量计算，总共需要高性能钕铁硼 6000 吨，约占目前国内产量的 60% 以上。

国内新能源电机磁材厂商均没有形成批量订单，公司与下游电机、汽车厂商合作开发已进行多年，技术储备充足，客户市场比较成熟，将是新能源汽车产业化的第一批受益者之一。公司高端钕铁硼国内市场份额在 50% 以上，预计新能源汽车份额不少于 30%，乐观估计在 50% 以上。根据业内对新能源汽车产业化进程的预测，产量的爆发式增长将始于 2012 年之后，届时公司亦将步入新一轮高增长时期，估值水平将随之大幅提升。

图 109：国内新能源汽车产量及高端钕铁硼需求量预测



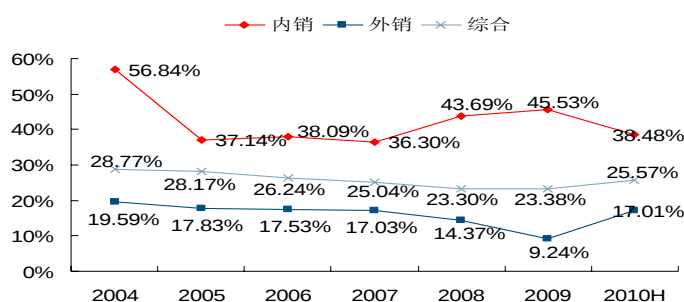
资料来源：中信建投证券研究发展部



海外市场如期走出低谷，明年全面享受周期繁荣

我们在今年4月的调研报告《中科三环：研发尖兵 后劲十足》中指出，历年国内外市场毛利率的变化显示，国内市场对生产成本的变化比较敏感，05-07年稀土价格处于高位，毛利率下降；08年稀土价格大幅下降，毛利率明显回升。海外市场则对下游需求更为敏感，05-07年毛利率比较平稳，而08-09年在海外需求回落的情况下毛利率显著下降。2010年，稀土价格有望持续在高位运行，受制于成本上涨的压力，公司的国内业务盈利能力难有超预期的表现。海外市场则受益于需求的复苏，有望快速走出低谷。今年上半年公司的业绩表现完全验证了我们的判断。可以看到，海外市场的恢复也带动了综合毛利率提升。公司的海外市场繁荣远未结束，即使不考虑新能源汽车的拉动，未来3-5年内都将保持稳步增长的势头。

图 110：公司历年毛利率结构（%）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

盈利预测及评级

鉴于公司业绩恢复进程超出市场预期，我们上调2010-2012年盈利预测至0.40元、0.48元和0.56元，三年净利润复合增长率达57%。按照29.72元股价，对应动态市盈率分别为71倍、59倍和51倍。公司客户市场优势显著，业务发展方向符合国家政策导向及产业升级的大趋势，行业景气也逐渐进入全面繁荣阶段，中长期成长性突出，应该给予较高的估值溢价。我们认为，2011年市盈率在60~65倍比较合理，对应价格区间28.80~31.20元。

需要说明的是，我们的盈利预测依然未包含新能源汽车业务的贡献。新能源汽车产业化进程中每一重要进展，都可能成为公司股价快速上涨的刺激因素，政策密集推动时期表现尤为突出。据此，我们继续看好公司明年的股价上涨潜力，维持“增持”评级。

表 21：中科三环盈利预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	1566	2509	2927	3381
主营收入增长率	-24.68%	60.21%	16.67%	15.50%
EBITDA（百万）	203.88	375.83	435.17	489.79
EBITDA 增长率	-32.08%	84.34%	15.79%	12.55%
净利润（百万）	74	203	244	285
净利润增长率	-24.83%	175.49%	20.17%	17.20%
ROE	5.91%	14.01%	14.41%	14.45%
EPS（元）	0.140	0.399	0.480	0.562



P/E	212.29	74.49	61.92	52.88
P/B	11.64	10.01	8.57	7.33
EV/EBITDA	71.04	38.25	32.53	28.38

铜陵有色—行业景气渐入佳境，资源储量有望提升

产业链完整的大型铜公司

公司是国内第二大阴极铜冶炼商，同时也是华东地区主要的阴极铜供应商，全国市场占有率 17% 左右，华东地区销售占比达 90% 以上。

公司拥有采、选、冶、深加工的完整产业链，通过不断收购和技改扩产，已经形成了 86 万吨阴极铜、6.03 万吨铜精矿、18.95 万吨深加工材的生产能力。根据在建项目的情况，产能提升空间较大。

阴极铜冶炼方面，赤峰金剑铜业 12 万吨技改项目已近尾声，预计明年可以建成投产，公司总产能将达到 90 万吨；今年可转债募投的“铜冶炼工艺技术升级改造项目（双闪项目）”进入实施阶段，预计 2013 年建成投产，总产能将大幅提升至 130 万吨。

表 22：铜陵有色阴极铜冶炼产能分布（万吨/年）

冶炼厂	产能	权益比例	原料	在建产能
金隆铜业	40	61.40%	进口铜精矿	
金昌冶炼厂	18	100%	自产精矿及进口精矿	
赤峰金剑铜业	8	51%	进口或国内采购铜精矿	12 万吨铜冶炼技改，预计明年全部建成投产
张家港联合铜业	20	85%	粗铜、废杂铜	
合计	86			

资料来源：公司资料，中信建投研究发展部

精矿原料方面，公司的资源量和采选规模与庞大的冶炼规模并不匹配，原有矿山储量和品位的下降都将制约盈利能力的提升。为此，公司加强了原有矿山的深部探矿和采选规模扩张。冬瓜山矿的新老矿区深度开拓和安庆矿的深部开拓项目，将使精矿产能维持在原有水平；铜山矿 09 年新增 23.54 万吨储量，正在建设 66 万吨/年配套采选能力，预计 2012 年产能规模将由目前的 2000 吨上升至 7000 吨左右。另一重要增量来自“铜冶炼炉渣资源综合利用项目”的投产，精矿年产能将增加 2.8 万吨，我们估计目前已经开始贡献收益。

表 23：铜陵有色资源建设情况一览

投资项目	投资内容及目的	实施主体	总投资额 (万元)	09 年底 投资进度
冬瓜山 60 线以北开拓探矿工程	对冬瓜山 60 线以北矿段进行开拓探矿，维持新区 10000 吨/日 (330 万吨/年) 的矿石处理能力。	冬瓜山铜矿分公司	11,700	29.63%
冬瓜山老区-580 米以下开拓、探矿工程	利用矿山老区原有工程和设施，对大团山、桦树坡-580 米以下进行开拓，维持老区 3000 吨/日 (99 万吨/年) 的矿石处理能力。	冬瓜山铜矿分公司	7,500	18.30%
冬瓜山尾矿库	新增总库容 1938.86 万方，有效库容 1804.70 万方	冬瓜山铜矿分公司	25,000	61.99%
安庆铜矿深部开采项目	对安庆矿深部进行开拓，维持铜(铁)矿石处理能力 3500 吨/日 (115.5 万吨/年)，经过选矿处理每年获 22% 铜精砂 36364 吨 (含铜金属量 8000 吨)；60% 铁精砂 21.76 万吨。	安庆铜矿分公司	37,200	37.37%
铜山矿深部开采项目	开拓铜山矿深部资源，在原有矿山保有储量的基础上新增铜	铜山矿业公司	43,388.57	0



目	资源储量 23.54 万吨（可采储量），铜品位 1.07%。建设规模：年处理 66 万吨矿石。服务年限 21 年。		
铜冶炼炉渣资源综	可年处理熔炼炉渣 97.55 万吨，年产铜精矿含铜 2.8 万吨，		
合利用项目	副产含铁尾矿 94.75 万吨（含铁品位 35-40%）。	金昌冶炼厂	25,200 73.29%

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

深加工方面，公司是全国最早发展铜材加工的企业，目前主要产品为电线电缆、漆包线。06 年以来，陆续投资设立了多家深加工子公司及下属公司，并不断对原有加工板块进行增资。至今深加工板块已有 8 家公司，产品品种也由单一的电线电缆扩展到铜板带、棒材、箔材等。新建项目 6 万吨铜板带从 07 年开始试生产，7.5 万吨黄铜棒材项目 09 年进入试生产阶段，1 万吨高精度电子铜箔项目预计明年建成投产。

然而，公司深加工业务一直受困于设备和技术原因未能实现量产，主要产品仍为低端材料，加工费水平低，目前还处于亏损状态。今年由于高精度铜箔项目部分投产，且需求旺盛，深加工业务已经实现了同比减亏。从提升综合竞争力以及我国产业升级的大趋势来看，我们认为公司仍会将深加工业务作为未来重点发展的方向之一。

表 24：铜陵有色深加工业务板块情况

加工类	股权比例	产品及产能	建设进度
铜冠电工	100%	1.3 万吨磷铜球	正常生产
线材公司	100%		正常生产
芜湖铜冠电工	100%		正常生产
芜湖金奥微细漆包线	75%		正常生产
金威铜业	75%	6 万吨铜板带	07 年开始试生产
铜冠黄铜棒材	75%	7.5 万吨黄铜棒材	09 年进入试生产
合肥铜冠国轩铜材	88.75%	1 万吨高精度电子铜箔	10 年 5000 吨，11 年 1 万吨
铜加工机械研发	100%		尚未正式生产经营

资料来源：公司资料，中信建投研究发展部

集团矿山注入渐行渐近，资源劣势正在扭转

公司的资源战略是在集团的支持下，通过海外、国内、省内及周边三条路径实现资源扩张计划。07 年开始进入集中收购和探矿阶段。目前拥有七座铜矿和一座硫金矿的采矿权，以及 51.55 平方公里的探矿权，铜资源储量约 200 万吨。

表 25：铜陵有色现有采矿权矿山情况

矿山名称	开采矿种	生产规模(万吨/年)	矿区面积(平方公里)
铜陵有色铜山矿	铜矿	99	2.2988
铜陵市凤凰山矿区药园山铜矿	铜矿	67.3	1.792
铜陵有色狮子山铜矿	铜矿	66	2.9285
铜陵有色冬瓜山铜矿	铜矿	新区 330+老区 99	2.8515
安庆铜矿	铜铁	115.5	3.0611
安庆铜矿	铜、铁矿	115.5	1.0885
铜陵市铜官山区金口岭铜矿	铜矿	15	0.9288
天马山矿业-天马山硫金矿	硫铁矿、金	23.1	0.5668



天马山矿业-黄狮涝石灰石矿

水泥用石灰岩

30

0.4303

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

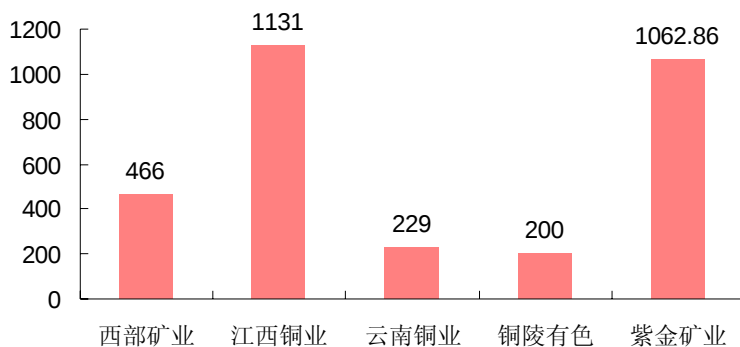
表 26：铜陵有色现有探矿权情况

勘查项目名称	勘察面积(平方公里)	有效期限
铜陵市铜山矿区及外围铜金矿详查	11.88	至 2010 年 10 月 30 日
铜陵市凤凰山铜矿周边部铜金矿详查	6.38	至 2010 年 12 月 17 日
安徽省怀宁县乌珠尖铜、金矿普查	7.45	至 2011 年 12 月 23 日
安徽铜陵有色股份安庆铜矿外围铜、金普查	16.12	至 2011 年 12 月 23 日
安徽省安庆铜矿补充勘探	2.44	至 2011 年 2 月 12 日
安徽省铜陵市天马山金矿接替资源勘察	1.39	至 2010 年 8 月 26 日
安徽省岳西县老鸦冲铜铁矿详查	5.89	至 2010 年 5 月 25 日
探矿权面积合计	51.55	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

与国内几家大型铜企相比，公司的铜资源量处于劣势。随着集团公司几个资源项目相继进入成熟阶段，这一劣势正在扭转之中。沙溪金铜矿和赤峰国维矿很有可能在明年注入上市公司。沙溪矿铜储量约 60 万吨，品位 0.65%；国维矿一期探明储量约 100 万吨，品位 0.2-0.3%。注入后，上市公司铜资源量将扩大至 360 万吨。

图 111：2009 年底国内铜业公司储量比较（万吨金属量）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

同时，集团在南美资源开拓上也取得了实质性进展，与中铁建合资设立的中铁建铜冠投资有限公司完成了对加拿大 Corriente 公司 100% 股权的收购。该公司主要资产为位于厄瓜多尔东南部 Corriente 铜矿带的矿权资产和权益。按照已经完成的初步技术调研，以铜边界品位 0.4% 计算，该矿区的铜金属量约为 1154 万吨，集团可获得的权益储量约 577 万吨。这为公司后续的资产注入及资源价值提升提供了更多的想象空间。

明年长单加工费形势乐观，冶炼环节盈利有望回升

今年前三季度，铜矿山供应持续偏紧，现货加工费低迷，TC 价一度跌至 10 美元/吨以下。10 月中旬开始，加工费出现快速拉升，最高触及 90 美元/吨。本轮行情的动力一方面来自印度 Sterlite Industries 公司 9 月底关闭



了其全球第九大铜冶炼厂，以及江西铜业 10 月份开始检修，导致短期内精矿供应宽松；另一方面由于今年现货加工费低迷，国内大型铜冶炼厂长单比例较高，备货也比较充足，未能及时消化这部分增量。2011 年度加工费谈判已经临近，历史经验上，现货加工费的持续性上涨以及对铜价的乐观预期都将使冶炼商拥有更多话语权，我们预计 2011 年长单加工费回升可能性较大。

图 112：中国地区铜精矿加工费 TC（美元/吨）

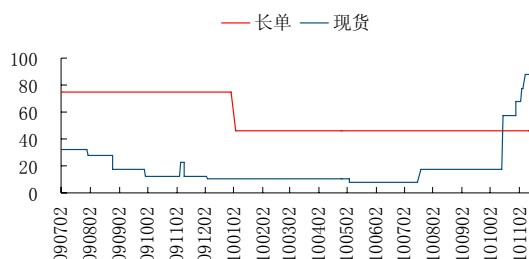
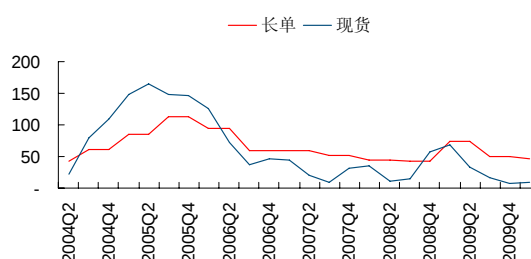


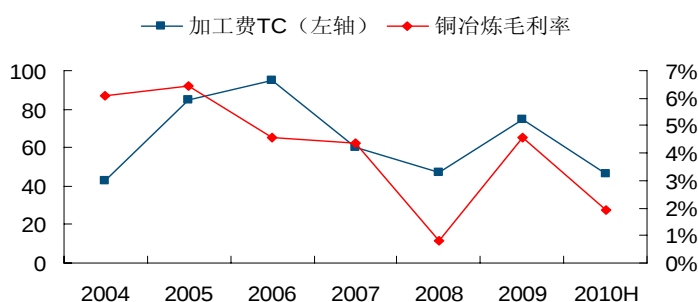
图 113：泛太平洋地区铜加工费 TC（美元/千吨）



资料来源：中信建投证券研究发展部

公司精矿自给率不超过 6.5%，进口铜精矿比例达 60%，因而加工费是冶炼环节盈利的决定因素。今年以来，尽管铜价持续上涨，但加工费水平低导致进口精矿冶炼无利可图，拖累铜冶炼毛利率。

图 114：历年加工费 TC(美元/吨)与铜冶炼毛利率（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

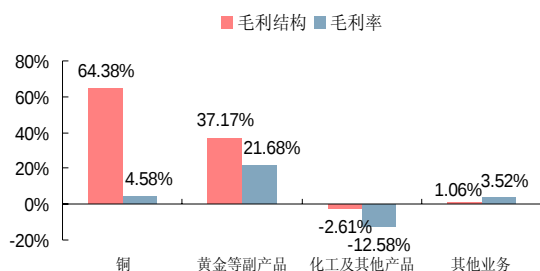
我们按照 2010 年铜价、产量及加工成本水平，分别测算 TC 价格在 60 美元/吨、70 美元/吨和 80 美元/吨情景下对铜冶炼综合毛利率的影响。可以看到，TC 价格每上涨 10 美元，毛利率上升 0.44 个百分点。

副产品景气全面向好，明年业绩仍旧不俗

公司主要副产品包括黄金、白银、铁精砂和硫酸，2010 年铜加工费大幅下降，铜产品盈利能力受到严重冲击，副产品则逐步走出周期底部，毛利占比从 09 年的 37%提升至 64%，有效弥补了铜冶炼的业绩下滑。

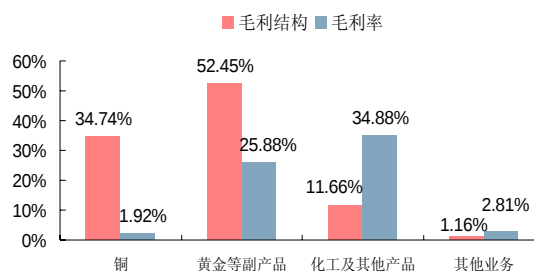


图 115: 铜陵有色 2009 年毛利结构及毛利率



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 116: 铜陵有色 2010 年上半年毛利结构及毛利率

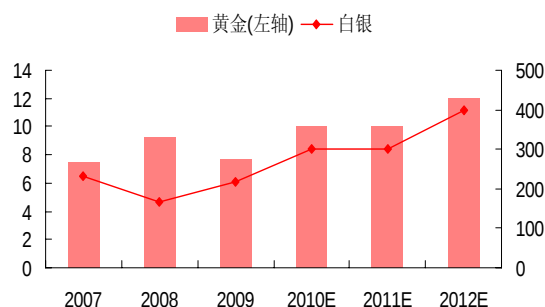
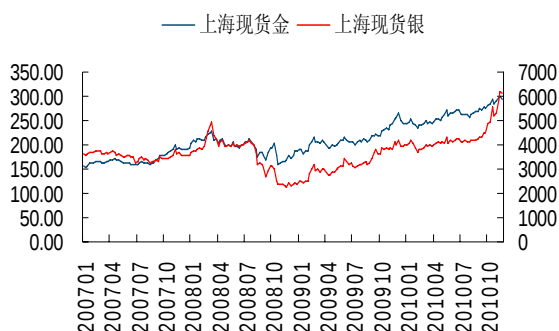


黄金、白银: 受益价格上涨和产能提升

随着 2008 年下半年稀贵金属分公司“阳极泥资源综合利用技术改造工程”建成开始试生产, 公司黄金、白银产量逐步增加。2009 年稀贵金属分公司的黄金、白银产能分别达到 12 吨/年和 351 吨/年, 预计今年开始逐步释放产量。公司目前阴极铜产能 86 万吨, 3-5 年内将扩大至 130 万吨, 采购和自产的铜精矿原料必将快速增长, 伴生的金、银金属量也将呈显著上升的趋势。

另一方面, 金价中长期上涨趋势比较明朗, 银价长期趋势与金价比较吻合, 预计明年还将呈稳步上升的格局。因此, 无论从产量还是价格上, 公司的金、银产品收入和利润规模都将继续扩大。

图 117: 国内金银价格走势 (金: 元/克; 银: 元/千克) 图 118: 铜陵有色金银产量及预测 (吨)



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

硫酸、铁精砂: 行业景气走出低谷

随着需求的复苏, 化工行业已经逐步走出底部。硫酸价格目前接近 700 元。公司的制酸成本在业内处于较低水平, 金昌冶炼厂为 180-190 元, 当前毛利率达 72%; 金隆冶炼厂成本仅 100 元左右, 当前毛利率达 86%。预计 2011 年化工行业将总体上保持景气回升态势, 硫酸价格具备进一步走强的基础。

铁矿石方面, 中国海外依存度在 70% 以上, 相当长的时期内这一局面难以根本扭转, 国际铁矿石巨头对价格的控制有逐渐收紧的趋势, 如缩短长协价格谈判周期。因此, 我们认为铁矿石价格在未来年度将保持总体强势, 公司铁精砂业务也将实现较好的收益。



图 119: 国内硫酸（98%）价格走势（元/吨）

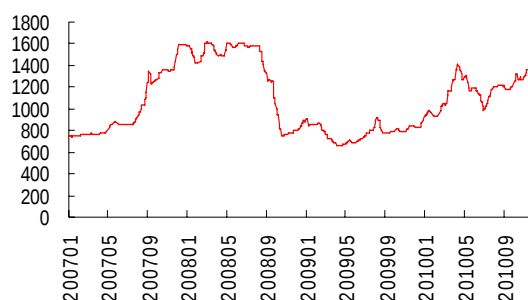
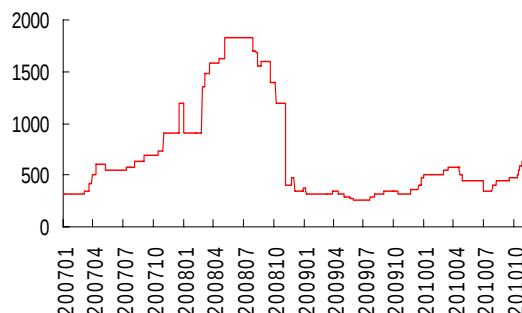


图 120: 国内铁精粉（66%）价格走势（元/吨）



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

盈利预测及评级

我们对公司各类产品产量预测如下:

表 27: 铜陵有色主要产品产量预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
阴极铜（万吨）	71.86	83	90	90
铜精矿（万吨）	4.43	4.71	5.7	7.5
铜加工材（万吨）	5.34	8	11	16
黄金（吨）	7.68	10	10	12
白银（吨）	218.66	300	300	400
硫酸（万吨）	175.23	170	200	220
铁精矿折含量（万吨）	60.92	60	60	60

资料来源: 中信建投证券研究发展部预测

我们预测, 公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.56 元、1.23 元和 1.59 元, 三年净利润复合增长率为 50%。按照 28.41 元股价, 对应动态市盈率 51 倍、23 倍和 18 倍。目前铜板块 2011 年预测市盈率 27 倍, 有色金属板块市盈率 35 倍。鉴于 2011 年加工费上涨、人民币继续升值以及集团矿山资产注入的多重利好, 我们认为可以给予公司 2011 年 30-35 倍市盈率, 对应价值区间为 36.90-43.05 元, 上调评级为“买入”。

表 28: 铜陵有色盈利预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	30,755	48,889	56,886	66,917
主营收入增长率	-17.64%	58.97%	16.36%	17.63%
EBITDA（百万）	1,772	2,085	3,243	3,682
EBITDA 增长率	0.20%	17.65%	55.51%	13.54%
净利润（百万）	608	724	1,585	2,062
净利润增长率	1.10%	19.04%	119.07%	30.07%
ROE	10.64%	11.42%	20.01%	20.66%
EPS（元）	0.47	0.56	1.23	1.59
P/E	60.45	50.82	23.20	17.83
P/B	6.43	5.80	4.64	3.68
EV/EBITDA	24.82	21.35	12.67	10.47

资料来源: 中信建投证券研究发展部预测



西部矿业—向综合型矿业公司迈进

依托区域优势，资源储量稳步提升

公司是我国西部地区以矿产资源综合开发为主业的大型矿业公司。依托西部铜、铅、锌矿资源优势，公司通过持续的探矿增储和收购，资源量稳步提升。截至 2008 年底，公司铜储量 466.01 万吨、锌 343.13 万吨、铅 251.55 万吨、白银 3510.69 吨、黄金 26.07 吨（含采矿权及经有关部门审定的探矿权储量），分别较上市之初增加 29.64 万吨、47.99 万吨、38.44 万吨、98.69 吨和 6.1 吨。根据安泰科统计数据，公司为我国 2008 年第一大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商和 2007 年第八大铜精矿生产商。

表 29：我国铜、铅、锌矿产资源分布

	铜	铅	锌
东部	7%	22.1%	19.5%
中部	27.9%	23.2%	21.7%
西部	65.1%	54.6%	58.8%

资料来源：国土资源部

公司主要矿区包括锡铁山铅锌矿、获各琦铜矿、赛什塘铜矿、呷村银多金属矿和玉龙铜矿（探矿权），分布在青海、内蒙、四川和西藏。以每年选矿量计算，锡铁山矿是中国最大的铅锌矿；获各琦铜矿储量排名全国第六；呷村银多金属矿是四川省储量最大的多金属矿；而玉龙铜矿有潜力成为中国铜储量最丰富的矿山，远景储量有望达到 1000 万吨。公司的资源勘探和收购重点以主矿区辐射周边，便于采选贯通和集中管理。从资源开发和布局的角度，也具有重要的战略意义。2008 年底收购的大柴旦镇中间沟-断层沟铅锌矿、双利矿业旗下的获各琦 2 号铁铜矿和 3 号铁矿分别位于锡铁山矿和获各琦矿周边，同期收购的夏塞银业多金属矿与呷村矿位于同一成矿带。

表 30：西部矿业主要矿山资源情况

矿山名称	权益比例	采选规模 (万吨/年)	所在地	储量（金属量） 铜、铅、锌为“万吨”；银、金为“吨”					备注
				铜	铅	锌	银	金	
获各琦 1 号铜矿	100%	矿石处理：200 选矿：400	内蒙	50.32	61.29	70.46			采矿权
赛什塘铜矿	51%	75	青海	57.96					采矿权
玉龙铜矿	58%	100	西藏	320.02					探矿权
锡铁山铅锌矿	100%	120	青海		99.77	137.64	1549	19.97	采矿权
呷村银多金属矿	76%	50	四川	8.07	52.05	87.04	1863		采矿权
大柴旦镇中间沟-断层沟铅锌矿	100%	140	青海		56.52	30.01	886.57	7.6	探矿权，2008 年，储量未经评审
金子沟一大坡沟多金属矿	100%		青海	金子沟金矿铜平均品位为 0.47%-0.36%，金平均品位 4.16 克/吨，伴生银的平均品位 120.1 克/吨；大坡沟金矿点圈定两条金矿体金的平均品位在 1.01-3.99 克/吨，最高 11.63 克/吨。					探矿权，2009 年
没确桑昂地区铅铜矿	100%		青海	14.97 吨	7273.72 吨	142.23 吨	1249.3 吨		探矿权，2009 年，储量未经评审
夏塞银铅锌多金属矿	51%	13.5	四川	总储量 132.6 万吨，可采储量 116.68 万吨					1 个采矿权及 1 个探矿权，2008 年

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

注：公司 08 年收购双利矿业 50% 股权，最终确认为合营企业，旗下的获各琦 2 号铁铜



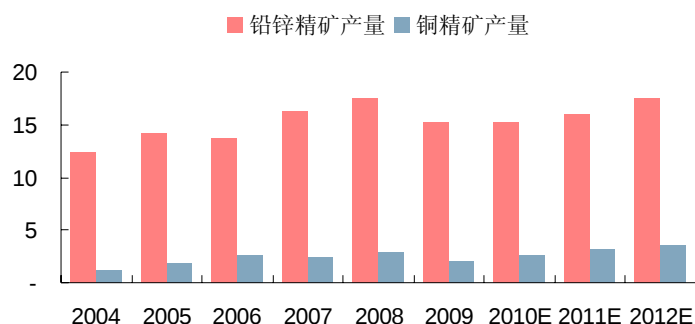
矿及 3 号铁矿储量不计入公司资源量。

原有矿山扩建进行时，矿产品产量将逐步提升

近两年受地质条件的影响，锡铁山铅锌矿年采选规模由原来的 150 万吨下降至 120 万吨，铅锌精矿产量由原来的 13 万吨下降至 11 万吨左右，导致铅锌精矿总产量呈逐年下降趋势。09 年底锡铁山深部衔接工程竣工，目前处于收尾阶段，采选规模有望恢复到 150 万吨的水平，产量下降的状况会得到改善。

铜矿山方面，3-5 年内产量增量主要来自获各琦矿采选规模的扩大。该矿目前采选规模 200 万吨/年，按出矿品位 1.11% 计算，产量在 2.2 万吨左右。未来采选规模扩大至 300 万吨/年，产量可达 3.3 万吨左右。玉龙铜矿目前建设思路是冶炼为主，配套采选。一期 1 万吨电解铜及配套采选工程虽已完工，并开始试产，但随着西藏地区“生态屏障”产业政策的落实，玉龙矿建成采、冶一体还是纯矿山单位存在较大变数，这将制约后续工程的建设进度，产量释放会比较缓慢。

图 121：西部矿业精矿产量及预测（万吨）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

会东铅锌矿，注入无悬念

公司近日发布公告，控股股东西部矿业集团参与四川省中型铅锌矿山会东铅锌矿国有产权转让与股份制改造事项，并被最终确定为该矿改制的参与方和股权转让的受让方，受让股权比例为 80%，价款为人民币 21.76 亿元。会东铅锌矿是四川省最大铅锌矿，本次受让采矿权锌金属量 114.06 万吨，铅金属量 8.8 万吨，伴生组份银 556.34 吨、镉 15674 吨、镓 151 吨、锗 173 吨、硫 61.75 吨。该矿具备日处理原矿 1350 吨、电锌 4 万吨和硫酸 6.5 万吨的年生产能力。转让完成后，集团金属资源量和冶炼能力进一步提升。

除会东铅锌矿外，集团控制和在开发的矿产资源还包括盐湖、煤、锡、黄金等。根据与集团签订的不竞争协议，公司拥有购买集团锌、铅和铜业务和资源方面权益的优先选择权。因此，我们认为会东矿优先注入上市公司可能性较大。届时，公司在四川的资源基地将继续扩大，铅锌总储量将由 594.68 万吨上升至 717.54 万吨，幅度达 20.66%，同时获得价值量较高的伴生金属。该矿目前正在恢复生产阶段，注入上市公司未有明确的时间表，预计 1-2 年内不会对业绩产生实质性影响。

冶炼服务于资源，产能快速提升

公司一直致力于成为采、选、冶一体的综合型矿业企业，并以 A 股上市募资为契机，积极发展冶炼业务。目前运行的冶炼产能已达 41.9 万吨，较上市之初增长 46.5%。从在建项目来看，未来三年仍处于快速扩张时期。



公司现有粗铅产能 15 万吨，电铅产能 5 万吨，上市募投的 5.5 万吨粗铅冶炼项目也进入竣工收尾阶段，铅冶炼总产能达到 25.5 万吨。公司的铅冶炼采用瑞典引进的卡尔多炉-电解铅工艺，虽然环保指标领先，但成本较高，09 年至今因铅价无法覆盖成本而停产。公司正在进行调试，我们预计明年可以重启产能。

锌业分公司目前电锌产能 6 万吨，上市募投的 10 万/年电锌氧压浸出工程曾因规划投资额不足而延迟建设，现已进入收尾阶段，预计明年将重点推进，2012 年可以建成投产，公司电锌总产能将提升至 17.4 万吨。

在运行的铜冶炼产能主要为天津大通的 3 万吨电解铜以及 5 万吨阳极板（电解铜原料），未来没有扩产的计划。巴彦西部铜材公司 5 万吨电解铜生产线已经完工，尚未投产，是未来年度的主要增量来源。

表 31：西部矿业冶炼产能情况（万吨）

金属类别	相关主体	现有产能	备注	在建或未投产产能(万吨)	备注	产能合计
铜	巴彦西部铜材	0		5	建成未投产	5
	天津大通	3	废铜冶炼,另有 5 万吨阳极板产能	0		3
	玉龙铜业	0	试生产阶段	1	一期试生产阶段, 存在变数	1
粗铅	铅业分公司	5		0		5
	西豫有色	10	50%供应豫光金铅	0		10
电铅	西部铝业	5		5.5	收尾阶段	10.5
电锌	锌业分公司	6		10	收尾阶段	16
锰片	保靖锌锰冶炼	1.4		0		1.4
	保靖锌锰冶炼	1.5		0		1.5
电铝	百河	10	另有 1.2 万吨落后产能已淘汰	0		10
合计		41.9		21.5		63.4

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

电价低，生产成本有优势

公司的冶炼产能主要分布在青海、内蒙等西部地区，电价水平全国最低，生产成本优势明显。按照电价 0.3 元/千瓦时估算，公司 2010 年不含税的自产锌精矿成本在 9860 元左右，电解铝成本在 11540 左右；较业内平均水平分别低 11.6%和 20%。

图 122：各地区历年平均销售电价水平（元/千千瓦时）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部



贸易及冶炼业务占比高，综合毛利率处于较低水平

公司低毛利率的贸易业务收入占比较高，08 年开始比例上升至 50%以上。另一方面，毛利率较低的冶炼业务规模增速远快于高毛利率的矿山业务。

图 123：2010 年中期各项业务收入占比

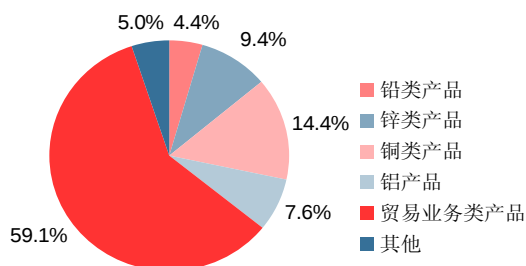


图 124：2010 年中期各项业务毛利占比

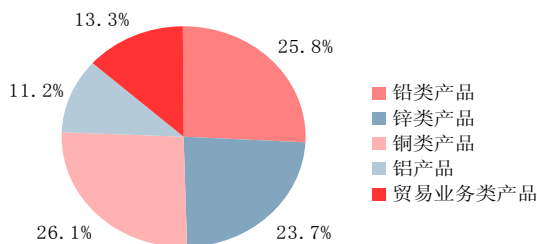


图 125：西部矿业历年综合毛利率

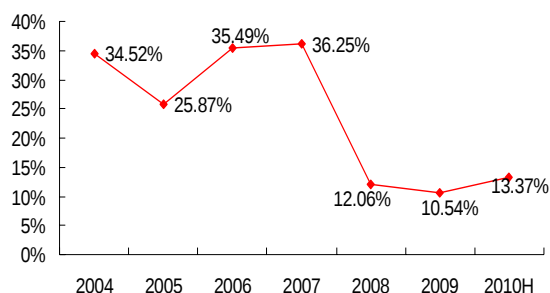
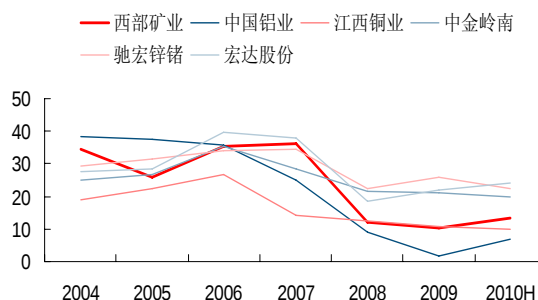


图 126：2010H 同类公司综合毛利率比较



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

盈利预测及评级

我们对公司各类产品产量预测如下：

表 32：西部矿业主要产品产量预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
锌精矿（万吨）	8.54	8.53	9	10
铅精矿（万吨）	6.66	6.67	7	7.5
铜精矿（万吨）	1.96	2.6	3.1	3.6
电解铝（万吨）	9.92	9.9	9.9	9.9
锌锭（万吨）	6.16	6.66	6.66	10
粗铅和电铅（万吨）	0	0	15	18
电解铜（万吨）	2.75	3	5	8
阳极板（万吨）		1.5	1.5	1.5
精矿所含银（吨）	109.96	110	110	110



精矿所含金（千克）	200.58	200	200	200
电解锰（万吨）	1.63	1.5	1.5	1.5

资料来源：中信建投证券研究发展部预测

我们预测，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.44 元、0.63 元和 0.85 元，进入新一轮业绩快速增长周期。按照 19.74 元股价，对应动态市盈率 37 倍、26 倍和 19 倍。目前铜板块 2011 年预测市盈率 27 倍，铅锌板块对应市盈率 60 倍，有色金属板块市盈率 35.10 倍。我们认为可以给予公司 2011 年 30-35 倍市盈率，对应价值区间为 18.90~22.05 元，给予“增持”评级。

表 33：西部矿业盈利预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	16887	19107	25268	30863
主营收入增长率	33.82%	13.15%	32.25%	22.15%
EBITDA（百万）	1461	2196	2819	3542
EBITDA 增长率	15.97%	50.28%	28.37%	25.64%
净利润（百万）	602	1055	1507	2026
净利润增长率	7.99%	75.38%	42.85%	34.40%
ROE	5.81%	9.33%	11.76%	13.65%
EPS（元）	0.250	0.443	0.632	0.850
P/E	78.96	44.56	31.23	23.22
P/B	3.78	3.47	3.06	2.64
EV/EBITDA	27.66	17.86	13.49	10.24

资料来源：中信建投证券研究发展部预测



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

张芳，中国人民大学管理学硕士，有色金属行业首席分析师。基于长期的研究实践，擅长把握有色金属价格波动趋势。

郭晓露，中央财经大学产业经济学硕士，有色金属行业分析师。专注于行业周期变化的实时跟踪及行业影响因素趋势变动的实证分析。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。