



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 12 月 29 日

金属与采掘

研究部

蔡宏宇 CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210060008

caihy@cicc.com.cn

邓贺斐

联系人

denghf@cicc.com.cn

把握结构转型, 顺应周期脉动

2011 年有色金属板块投资策略

投资提示:

在十二五开局之年“稳增长、调结构、控通胀”的主旋律下, 有色板块将出现结构性与周期性机会交替纷呈的局面。建议短期投资者顺应基本金属股的周期性特征捕捉交易性机会, 通过对金属价格和调控的判断选择波段性操作的进出时点获取超额收益, 股票方面重点关注**江西铜业 A/H、中金岭南、驰宏锌锗**。建议中长期投资者把握黄金股与新兴产业类上游股的结构性机会, 股票方面重点关注**中金黄金、山东黄金、招金矿业、东方钽业、辰州矿业、金钼股份、洛阳钼业、格林美、东阳光铝、宁波韵升、和安泰科技**(后三只尚未正式覆盖)。首次关注宝钛股份、西部材料、驰宏锌锗、格林美、金钼股份、洛阳钼业、云南锗业、鲁丰股份给予“审慎推荐”。

理由:

基本金属类股票呈现强周期性和高弹性, 总体震荡上行, 关键要把握波段进出时点。目前仍处于大的经济周期的中部阶段, 基本金属供需基本面将随海外复苏进一步好转, 同时美元虽将企稳但流动性依然较为充裕, 支持基本金属价格。另一方面, 中国对通胀和房价的调控还将在金属价格之外增加股票操作的复杂性。目前看一月基本金属股上行概率较大, 而春节后则需警惕调控加码和欧债危机的风险, 下半年需根据调控效果和海外复苏情况再进行判断。

相对基本金属股的强进攻性, 黄金类股票仍是最稳妥和最具防御性的品种。黄金股的结构性机会尚未结束, 总体而言, 在美国加息预期形成之前, 由于新兴市场通胀加剧、欧债危机继续蔓延、世界经济仍不明朗, 金价将震荡上行或至少维持高位, 而有资产注入预期和良好收购扩张记录的公司将给投资者带来超出金价涨幅的更高收益。

结构转型为与新兴产业相关的上游股票带来中长期投资机会。转型是十二五规划的主线, 并为相关基础产业带来了新的发展契机。重点在于寻找小金属、深加工和新材料类股票中直接受益于结构性机会的品种, 包括有政策催化剂(产业细则出台)、价格可能大幅上升(如资源整合)、或产量将会高速增长(产能扩张、份额增加、进口替代等)的股票, 特别是净利润三年复合增长强劲且确定性较强, 而估值仍有提升空间的公司, 将提供较高的回报。

投资建议:

调控担忧减缓时期关注基本金属股, 危机再起、通胀加剧、调控预期强烈时则关注黄金股。基本金属在上行波段可产生超额绝对收益, 当价格强劲上涨而调控预期较弱时出现波段性上涨行情几率较大, 建议择时超配高弹性的品种, 如**铜陵有色、江西铜业、云南铜业**, 同时关注基本面坚实的**中金岭南、驰宏锌锗**。黄金方面, 继续关注注入预期较强的**中金黄金、山东黄金**和收购扩张记录良好的**招金矿业**, 适当关注低估值的**紫金矿业**。一季度来看, 春节前基本金属股机会较大, 春季若调控和欧债风险加大, 则黄金股机会较大, 当然具体策略应视宏观数据和政策预期调整。

对存在结构性高增长机会的子行业的判断以及行业龙头的筛选是投资与新兴产业相关的上游股票的关键。我们对行业增速的比照挑选出三大结构性趋势, 并通过对相关行业中净利润三年复合增速和估值(PEG)的排序筛选出最为受益的标的, 包括: 1) 装备及军备制造高端化: **金钼股份及洛阳钼业**(国家可能出台钼资源整合细则、钼价的晚周期特性或随发达国家复苏开始演绎、军工/航天/工业装备方面对钼需求的拉动); 2) 消费升级: **东方钽业**(消费电子结构性增长带动钽产品涨价)、**辰州矿业**(冷水江整合继续推升锑价、钨/锑/黄金组合攻守兼备)、**东阳光铝**(家电和电器需求持续高速增长推动电极箔需求; 未正式覆盖); 3) 节能环保: **格林美**(高技术壁垒、循环利用电子废弃物和旧家电生产超细镍钴粉和塑木型材)、**宁波韵升**(稀土永磁需求的高增长; 未正式覆盖)、**安泰科技**(非晶带材配电变压器推广带来的巨大需求拉动、稀土永磁、高速工具钢; 未正式覆盖)。

风险: CPI 继续上涨致使国家出台进一步的调控政策, 金属价格出现大幅下跌, 市场风格发生转换。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

目录

经济复苏与流动性将支持基本金属价格—铜的基本面仍然最强.....	6
中国基本金属需求将在“稳增长、调结构与抗通胀”的博弈中稳步增长	6
海外经济恢复缓慢而波折，但美国对基本金属需求的拉动有望大幅增加	6
宽松流动性仍将支持基本金属价格	7
基本金属中，铜的基本面仍然最好	8
黄金的结构性趋势仍将继续	12
转型带来新契机—关注高成长的新兴产业类股票.....	13
装备及军备制造高端化将力助中国由“制造大国”向“制造强国”转变——重点关注金钼股份、洛阳钼业	14
消费升级是居民收入稳步增长和城镇化加速的必然趋势——重点关注东方钽业、辰州矿业、东阳光铝 ..	17
节能环保未来十年将进入黄金发展期——重点关注格林美、宁波韵升、安泰科技	18
2011 年选股策略：把握周期性时点与结构性机会	21
基本金属股将震荡上行，关键在于周期位置的判断和波段时点的把握	21
黄金仍是最稳妥、最具防御性的品种	23
把握三大结构性趋势，捕捉新兴产业类股票中估值仍有空间的高成长品种	23
宝钛股份（600456.CH）：国内最大的钛及钛合金生产和科研基地.....	26
西部材料（002149.CH）：稀有金属复合材料龙头涉足高端钛材加工	27
驰宏锌锗（600497.CH）：国内铅锌业巨头，未来资源与产能扩张可期	28
格林美（002340.CH）：循环经济与低碳制造的实践者与先行者.....	29
金钼股份（601958.CH）：拥有完整产业链，受益于钼行业整合与景气度回升.....	30
洛阳钼业（3993.HK）：钼资源扩张与钨产量上升保障未来业绩	31
云南锗业（002428.CH）：优厚锗资源与深加工能力，等待下游爆发式增长.....	32
鲁丰股份（002379.CH）：包装铝箔行业龙头，稳定性与成长性兼具	33

图表目录

图表 1：中金公司主要宏观及金属价格假设	4
图表 2：中金公司覆盖股票盈利预测	4
图表 3：中金公司覆盖股票估值表	5
图表 4：港股目标价	5
图表 5：中国 PMI 数据显示经济新一轮扩张存在可能（左图），国内基本金属下游需求将平稳增长（右图）	6
图表 6：美国已开工新建私人住宅增速自底部回升	7
图表 7：欧盟营建支出数据仍不容乐观.....	7
图表 8：美国失业率仍处于高位.....	7
图表 9：美国通胀率下行趋势未改	7
图表 10：06 年调控铜价调整 9 个月，累计跌幅达 40%	8
图表 11：06 年调控铝价调整 4 个月，最大跌幅 25%	8
图表 12：2011 年电网投资增速同比上升 9 个点至 13%	8
图表 13：农村家电保有量仍有巨大上升空间	8
图表 14：铜矿生产国 2011 年产能扩容大多有限.....	9
图表 15：铜供给缺口仍然存在	9
图表 16：2011 新开工面积增速仍将稳步增长—12%	9
图表 17：汽车产量同比增速从低点回升到 22%	9
图表 18：铝库存依然处于历史高位	10
图表 19：铝供应过剩情况依然存在	10
图表 20：镍价与镍库存.....	10
图表 21：镍明年小幅过剩.....	10
图表 22：锌供应明年预计继续过剩	10
图表 23：铅明年供应过剩，但 2012 年存在供给缺口	10
图表 24：中金公司基本金属与黄金季度及年度平均价格预测.....	11
图表 25：黄金价格与美元指数呈负向相关.....	12
图表 26：黄金价格与美国通胀预期呈正向相关	12

图表 27: SPDR 黄金持仓量持续攀升	12
图表 28: COMEX 黄金非商业净头寸保持高位	12
图表 29: 我国出口对 GDP 的拉动作用逐步减弱	13
图表 30: 投资总额在 GDP 占比一直超过历史平均值	13
图表 31: 十二五将以经济转型作为发展主线	13
图表 32: 美国受政策支持的信息产业板块跑赢其他板块	14
图表 33: 十年间微软、英特尔市值增加均超过 60 倍	14
图表 34: 战略新兴产业未来十年复合年均增长接近 30%	14
图表 35: 中国数控化率不及发达国家的一半	15
图表 36: 70 年代日本机床行业产值上升而就业下降	15
图表 37: 未来几年中国运输业铝型材需求 CAGR20%+	15
图表 38: 未来几年中国机电设备业铝型材 CAGR15%+	15
图表 39: 锗在红外光学的应用占锗消费量的 25%	16
图表 40: 未来十年红外市场对锗需求复合增速超过 15%	16
图表 41: 装备及军备制造高端化相关公司介绍与估值表	16
图表 42: 农村收入稳步提高, 随着城镇化推进, 未来还有大幅提升空间	17
图表 43: 美国人均 GDP 超过 3000 美元后, 人均消费支出迎来 20 年的快速增长	17
图表 44: 消费升级相关公司介绍与估值表	18
图表 45: 2015 年单位能耗降将较 2010 年下降 16%	18
图表 46: 今后 5 年煤炭在一次能源占比下降 3 个百分点	18
图表 47: 预计未来 5 年全球风电装机容量 CAGR 为 18%	19
图表 48: 预计未来五年中国风电装机容量 CAGR 为 24%	19
图表 49: 全球大型汽车厂商锂电池生产计划显著提升	19
图表 50: 全球城市矿山中稀有金属含量惊人	19
图表 51: 节能环保相关公司介绍与估值表	20
图表 52: 山东黄金、招金矿业、江西铜业 A/H、中金岭南与驰宏锌锗股价相对于金属价格具有较高贝塔值	21
图表 53: 基本金属和黄金类股票主要假设	22
图表 54: 十一五建材、有色和机械板块市值增加最快	23
图表 55: 过去几年受投资主导政策支持的产业表现更好	23
图表 56: 市场资金偏紧时 A 股中小盘股相对大盘股有较好的表现	24
图表 57: 我们看好各个结构性板块中加权后得分较高的公司	24
图表 58: 八只股票估值表	25
图表 59: 宝钛股份主要财务数据, 股票信息	26
图表 60: 西部材料主要财务数据, 股票信息	27
图表 61: 驰宏锌锗主要财务数据, 股票信息	28
图表 62: 格林美主要财务数据, 股票信息	29
图表 63: 金钼股份主要财务数据, 股票信息	30
图表 64: 洛阳钼业主要财务数据, 股票信息	31
图表 65: 云南锗业主要财务数据, 股票信息	32
图表 66: 鲁丰股份主要财务数据, 股票信息	33

¹ 特此感谢实习生严志勇对本报告的贡献

图表 1：中金公司主要宏观及金属价格假设

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
宏观经济指标											
中国GDP同比增速(%)	9.1%	10.0%	10.1%	10.4%	11.6%	13.0%	9.0%	9.1%	10.2%	9.3%	n.a
中国VAI同比增速(%)	12.6%	17.0%	16.7%	16.4%	16.6%	18.5%	12.9%	11.0%	16.0%	4.3%	n.a
中国FAI同比增速(%)	18.4%	29.5%	27.6%	27.2%	24.5%	25.8%	26.1%	30.5%	25.0%	20.0%	n.a
OECD国家GDP同比增速(%)	1.6%	1.9%	3.0%	2.6%	3.0%	2.6%	0.5%	-4.1%	*2.7%	2.2%	n.a
全球GDP同比增速(%)	2.0%	2.7%	3.9%	3.5%	4.1%	4.0%	2.0%	*-2.1%	*4.8%	4.2%	n.a
美元兑人民币汇率	8.277	8.277	8.277	8.193	7.972	7.606	6.950	6.832	6.770	6.455	n.a
铜											
LME现货价(美元/吨)	1,560	1,779	2,869	3,678	6,721	7,116	6,959	5,178	7,506	8,600	9,030
LME现货价(美元/磅)	0.71	0.81	1.30	1.67	3.05	3.23	3.16	2.35	3.40	3.90	4.10
同比增速(%)		14%	61%	28%	83%	6%	-2%	-26%	45%	15%	5%
长江现货价(元/吨, 含增值税)	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	117%
同比增速(%)			47%	26%	76%	1%	-11%	-24%	40%	11%	2%
铝											
LME现货价(美元/吨)	1,349	1,431	1,716	1,897	2,566	2,639	2,571	1,671	2,165	2,300	2,369
LME现货价(美元/磅)	0.61	0.65	0.78	0.86	1.16	1.20	1.17	0.76	0.98	1.04	1.07
同比增速(%)	-7%	6%	20%	11%	35%	3%	-3%	-35%	30%	6%	3%
长江现货价(元/吨, 含增值税)	14,977	16,188	16,823	20,393	19,519	17,019	13,974	15,700	17,370	17,370	17,370
同比增速(%)			8%	4%	21%	-4%	-13%	-18%	12%	11%	0%
锌											
LME现货价(美元/吨)	772	828	1,047	1,381	3,274	3,240	1,874	1,689	2,154	2,290	2,382
LME现货价(美元/磅)	0.35	0.38	0.47	0.63	1.49	1.47	0.85	0.77	1.02	1.16	1.16
同比增速(%)		7%	26%	32%	137%	-1%	-42%	-10%	28%	6%	4%
长江现货价(元/吨, 含增值税)	8,655	10,917	13,757	27,209	27,561	15,508	14,192	17,802	17,295	17,466	17,466
同比增速(%)			26%	26%	98%	1%	-44%	-8%	25%	-3%	1%
铅											
LME现货价(美元/吨)	452	515	884	974	1,286	2,594	2,088	1,726	2,142	2,310	2,402
LME现货价(美元/磅)	0.21	0.23	0.40	0.44	0.58	1.18	0.95	0.78	0.97	1.05	1.09
同比增速(%)		14%	72%	10%	32%	102%	-20%	-17%	24%	8%	4%
长江现货价(元/吨, 含增值税)			8,966	9,407	12,133	19,493	17,248	13,763	16,969	17,446	17,612
镍											
LME现货价(美元/吨)	6,780	9,638	13,844	14,766	24,155	37,089	21,058	14,712	21,733	23,320	24,200
LME现货价(美元/磅)	3.07	4.37	6.28	6.70	10.95	16.82	9.55	6.67	9.86	10.58	10.98
同比增速(%)		42%	44%	7%	64%	54%	-43%	-30%	48%	7%	4%
长江现货价(元/吨, 含增值税)			1,402,093	147,751	224,021	326,025	177,512	115,108	166,334	176,121	177,444
黄金											
伦敦收盘价(美元/盎司)	310	363	409	444	604	695	872	972	1,226	1,380	1,421
同比增速(%)	14%	17%	13%	9%	36%	15%	25%	11%	26%	13%	3%
上海现货价(元/克)	87	97	109	117	155	170	196	215	267	286	286
同比增速(%)		11%	13%	7%	32%	10%	15%	10%	25%	7%	0%

*表示市场一致预期

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 2：中金公司覆盖股票盈利预测

每股收益 (人民币, 元)		先前预测			最新预测			变化			同比增长		
公司名称	评级	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
黄金													
山东黄金	审慎推荐	0.89	1.11	N.A.	0.94	1.18	1.37	6.2%	6.4%	N.A.	80%	25%	17%
中金黄金	审慎推荐	0.80	0.98	N.A.	0.88	1.13	1.29	10.4%	15.6%	N.A.	141%	28%	14%
招金矿业	审慎推荐	0.82	0.95	N.A.	0.88	1.04	1.22	6.8%	9.6%	N.A.	70%	18%	17%
紫金矿业A	审慎推荐	0.35	0.46	N.A.	0.37	0.49	0.55	7.4%	5.8%	N.A.	54%	31%	13%
紫金矿业H	审慎推荐	0.35	0.46	N.A.	0.37	0.49	0.55	7.4%	5.8%	N.A.	54%	31%	13%
基本金属													
江西铜业A	推荐	1.31	1.38	N.A.	1.38	1.68	1.77	5.9%	21.9%	N.A.	78%	22%	5%
江西铜业H	推荐	1.31	1.38	N.A.	1.38	1.68	1.77	5.9%	21.9%	N.A.	78%	22%	5%
中国铝业A	中性	0.06	0.15	N.A.	0.07	0.16	0.24	5.6%	6.4%	N.A.	N.A.	131%	52%
中国铝业H	中性	0.06	0.15	N.A.	0.07	0.16	0.24	5.6%	6.4%	N.A.	N.A.	131%	52%
中金岭南	审慎推荐	0.35	0.49	0.23	0.42	0.61	0.71	21.4%	23.4%	47.6%	61%	44%	17%
驰宏锌锗	审慎推荐	N.A.	N.A.	N.A.	0.49	0.67	0.82	N.A.	N.A.	N.A.	89%	35%	23%
小金属及其他													
包钢稀土	审慎推荐	1.05	1.21	1.36	1.10	1.28	1.50	5.5%	6.0%	10.2%	1498%	16%	17%
厦门钨业	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
章源钨业	中性	0.36	0.44	0.64	0.39	0.45	0.66	7.4%	2.1%	3.1%	39%	15%	47%
东方钽业	审慎推荐	0.18	0.30	0.46	0.18	0.30	0.46	0.0%	0.0%	-0.1%	68%	72%	51%
西藏矿业	审慎推荐	0.20	0.31	0.36	0.20	0.32	0.38	0.9%	3.3%	6.3%	162%	55%	21%
辰州矿业	推荐	0.51	0.79	0.97	0.51	0.90	1.10	0.0%	13.5%	13.0%	178%	76%	22%
金钼股份	审慎推荐	N.A.	N.A.	N.A.	0.23	0.36	0.54	N.A.	N.A.	N.A.	-17%	57%	51%
洛阳钼业	审慎推荐	N.A.	N.A.	N.A.	0.16	0.23	0.29	N.A.	N.A.	N.A.	54%	44%	27%
云南锗业	审慎推荐	N.A.	N.A.	N.A.	0.67	0.84	1.09	N.A.	N.A.	N.A.	8%	25%	30%
西部材料	审慎推荐	N.A.	N.A.	N.A.	0.19	0.34	0.46	N.A.	N.A.	N.A.	9%	82%	37%
宝钛股份	审慎推荐	N.A.	N.A.	N.A.	0.05	0.20	0.46	N.A.	N.A.	N.A.	20%	317%	129%
格林美	审慎推荐	N.A.	N.A.	N.A.	0.80	1.29	1.75	N.A.	N.A.	N.A.	70%	62%	35%
普丰股份	审慎推荐	N.A.	N.A.	N.A.	0.52	1.17	1.93	N.A.	N.A.	N.A.	25%	125%	65%

*中金岭南盈利预测未包含全球星部分

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

图表 3: 中金公司覆盖股票估值表

代码		评级	2010-12-24		货币	上涨	市值	YTD表现		3M日均成交额			P/B(x)			P/E(x)			BPS			EPS			EPS增长率		PEG
			收盘价			空间	百万元				百万元	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	
指数																											
上证综指		SHCOMP INDEX	2835.2				17,991,890	-15%	169910			2.3			15.8												
香港国企指数		HSCEI INDEX	12516.5				4,645,211	-3%	17770			2.0			12.4												
基本金属																											
中国铝业H		2600.HK	中性	7.1	港币	15%	141,009	-18%	279			1.6	1.5	1.5	90.8	37.4	23.8	4.3	4.7	4.7	0.08	0.19	0.30	143%	57%	n.a.	
目标价			8.1		港币							1.9	1.7	1.7	104.3	43.0	27.4										
中国铝业A		601600.CH	中性	10.3	人民币		120,172	-30%	845			2.7	2.6	2.6	152.0	65.6	43.1	3.8	3.9	3.9	0.07	0.16	0.24	131%	52%	n.a.	
江西铜业H		358.HK	推荐	24.7	港币	30%	114,134	33%	506			2.3	1.9	1.7	15.3	12.3	11.7	10.6	13.2	14.9	1.61	2.01	2.11	25%	5%	0.36	
目标价			32.0		港币							3.0	2.4	2.2	19.9	16.0	15.2										
江西铜业A		600362.CH	推荐	41.3	人民币		97,269	4%	2552			4.5	3.7	3.3	29.8	24.5	23.3	9.1	11.1	12.5	1.38	1.68	1.77	22%	5%	0.78	
中金岭南		000060.CH	审慎推荐	21.0	人民币		32,531	14%	1174			6.2	5.3	4.6	49.9	34.6	29.7	3.4	3.9	4.6	0.42	0.61	0.71	44%	17%	0.88	
驰宏锌锗		600497.CH	审慎推荐	24.9	人民币		24,388	-9%	618			5.3	4.8	4.2	50.5	37.3	30.3	4.7	5.2	5.9	0.49	0.67	0.82	35%	23%	0.80	
黄金																											
紫金矿业H		2899.HK	审慎推荐	7.1	港币	21%	124,631	-6%	282			4.0	3.2	2.6	16.2	12.1	11.0	1.8	2.2	2.7	0.44	0.58	0.64	34%	10%	0.37	
目标价			8.5		港币							4.8	3.8	3.1	19.5	19.5	13.2										
紫金矿业A		601899.CH	审慎推荐	8.1	人民币		106,214	-19%	2180			5.4	4.3	3.5	21.6	16.5	14.6	1.5	1.9	2.3	0.37	0.49	0.55	31%	13%	0.52	
招金矿业		1818.HK	审慎推荐	32.3	港币	21%	46,638	106%	87			8.2	7.0	6.1	31.9	26.7	22.8	3.9	4.6	5.3	1.01	1.21	1.41	19%	17%	0.67	
目标价			39.0		港币							9.9	8.5	7.3	38.6	32.3	27.6										
中金黄金		600489.CH	审慎推荐	38.6	人民币		54,206	18%	1396			11.3	9.1	7.4	43.8	34.2	30.0	3.4	4.3	5.2	0.88	1.13	1.29	28%	14%	0.66	
山东黄金		600547.CH	审慎推荐	51.8	人民币		71,538	25%	1778			18.6	13.9	10.7	54.9	44.0	37.7	2.8	3.7	4.8	0.94	1.18	1.37	25%	17%	1.16	
小金属及加工类																											
*厦门钨业		600549.CH	N.A	47.6	人民币		30,982	140%	1196			11.0	9.0	7.4	71.8	50.3	42.6	4.3	5.3	6.4	0.66	0.95	1.12	43%	18%	0.95	
章源钨业		002378.CH	中性	37.6	人民币		15,407	n.a	215			12.2	10.6	9.0	96.5	83.3	57.2	3.1	3.5	4.2	0.39	0.45	0.66	16%	46%	2.48	
西藏矿业		000762.CH	审慎推荐	38.2	人民币		9,903	62%	460			15.9	14.0	12.3	187.2	120.9	99.7	2.4	2.7	3.1	0.20	0.32	0.38	55%	21%	1.72	
东方钽业		000962.CH	审慎推荐	24.9	人民币		8,564	86%	398			7.2	6.9	6.5	140.6	81.5	54.1	3.4	3.6	3.8	0.18	0.30	0.46	72%	51%	1.29	
包钢稀土		600111.CH	审慎推荐	66.5	人民币		52,825	139%	2395			23.2	17.7	13.8	60.3	52.1	44.4	2.9	3.8	4.8	1.10	1.28	1.50	16%	17%	0.29	
辰州矿业		002155.CH	推荐	34.9	人民币		18,174	30%	864			9.5	8.3	7.2	68.3	38.9	31.8	3.7	4.2	4.9	0.51	0.90	1.10	76%	22%	0.48	
金钼股份		601958.CH	审慎推荐	23.4	人民币		73,534	20%	1609			5.5	5.0	4.5	102.1	65.0	43.1	4.3	4.6	5.2	0.23	0.36	0.54	57%	51%	1.38	
洛阳钼业		3993.HK	审慎推荐	6.6	港币	19%	31,890	5%	154			2.6	2.3	2.0	35.9	24.9	19.6	2.5	2.8	3.2	0.19	0.27	0.34	44%	27%	0.60	
目标价			7.9		港币							3.1	2.8	2.4	42.7	42.7	23.3										
西部材料		002149.CH	审慎推荐	24.0	人民币		4,069	-3%	94			4.8	4.6	4.3	129.2	71.0	51.8	5.0	5.2	5.6	0.19	0.34	0.46	82%	37%	1.78	
宝钛股份		600456.CH	审慎推荐	27.3	人民币		11,738	12%	469			3.1	3.1	3.0	570.4	136.9	59.8	8.7	8.8	9.2	0.05	0.20	0.46	317%	129%	1.06	
云南锗业		002428.CH	审慎推荐	67.0	人民币		8,666	n.a	138			6.5	6.0	5.5	100.1	80.0	61.5	10.3	11.2	12.3	0.67	0.84	1.09	25%	30%	3.88	
格林美		002340.CH	审慎推荐	60.8	人民币		7,194	n.a	78			7.8	6.4	5.3	76.2	47.2	34.8	7.8	9.5	11.6	0.80	1.29	1.75	62%	35%	0.86	
鲁丰股份		002379.CH	审慎推荐	38.7	人民币		2,914	n.a	32			3.3	3.0	2.6	74.7	33.0	20.0	11.8	13.0	14.9	0.52	1.17	1.93	126%	65%	0.49	
* 中金岭南盈利预测未包含全球星部分； 厦门钨业数据为市场一致预期																											
* 本报告股价均采用2010年12月24日收盘价																											

*中金岭南盈利预测未包含全球星部分；厦门钨业数据为市场一致预期

*本报告股价均采用2010年12月24日收盘价

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 4: 港股目标价

公司	代码	目标价(港币)	目前价格(港币)	上涨空间	评级	估值方法
基本金属						
中国铝业H	2600.HK	8.1	7.1	15%	中性	以2011年预测BPS为基础,给予1.8倍市净率
江西铜业H	358.HK	32.0	24.7	30%	推荐	以2011年预测EPS为基础,给予16倍市盈率
黄金						
紫金矿业H	2899.HK	8.5	7.1	21%	审慎推荐	以2011年预测EPS为基础,给予15倍市盈率
招金矿业	1818.HK	39.0	32.3	21%	审慎推荐	以2011年预测EPS为基础,给予32倍市盈率
小金属						
洛阳钼业	3993.HK	7.9	6.6	19%	审慎推荐	以2011年预测EPS为基础,给予30倍市盈率

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

经济复苏与流动性将支持基本金属价格—铜的基本面仍然最强

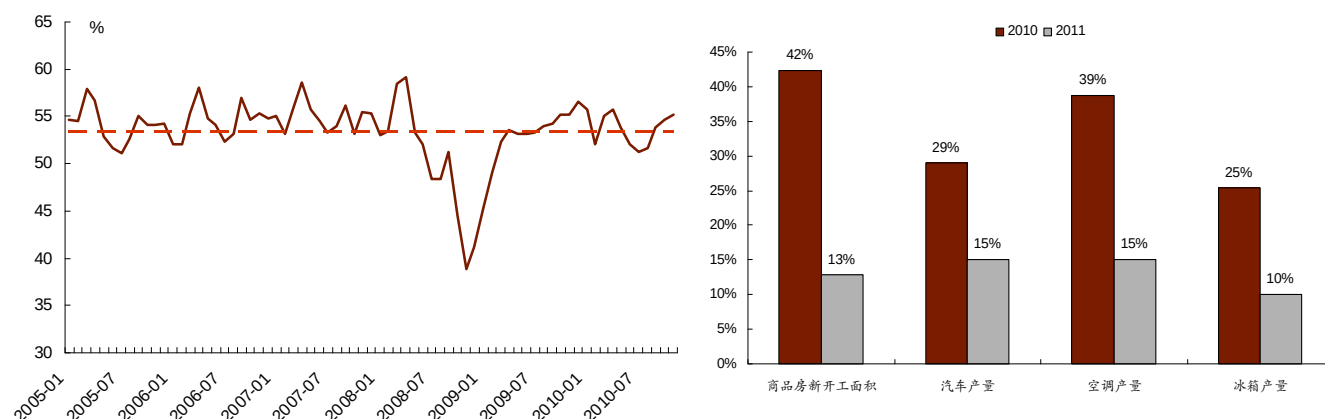
中国基本金属需求将在“稳增长、调结构与抗通胀”的博弈中稳步增长

经济将保持强劲增长，但通胀风险有所加剧。12月中闭幕的中央经济工作会议对明年经济工作的主旋律进行了定调——“稳增长、调结构、抗通胀”三位一体。与以往相比，政府更强调经济的健康运行，显示其对经济增速下滑的容忍度提高，对控制通胀的问题更加重视。近期宏观数据显示内需逐步企稳回升，但是通胀压力依然严峻，难以在短期内消除，因此目前政府政策重心倾向于控制通胀，而未来一段时间也将在稳增长与控通胀之间寻求平衡。中金公司宏观组预计2011年GDP同比放缓0.9个百分点至9.3%，FAI同比放缓5个百分点至20%，而CPI同比上升1个百分点至4.3%。

转型为主攻方向，但投资增速仍将保持稳健。未来几年经济要素的结构性变化，包括劳动力成本上升、居民收入水平提高、部分低附加值产业产能过剩、以及海外经济不明朗、人民币升值等，使得转变经济发展模式、谋求结构转型成为我国经济工作的重点，也是维持经济可持续发展的关键。转型将以调整优化需求结构、促进消费、推动产业升级、鼓励节能减排等为重要内容，将成为贯穿十二五规划的主线。尽管如此，城市化进程将继续推进，重工业会逐步向内陆和西部转移，而固定资产投资的增速仍将保持稳健。

国内基本金属下游需求将平稳增长。历史表明，五年计划的开局之年投资增长通常较快。投资在明年仍将起到对经济的重要推动作用。基本金属下游行业，增速虽然不会保持2010年受益于低基数的高速增长，但仍能实现比较稳定的增幅。中金房地产组与汽车组预测明年商品房新开工面积与汽车产量分别同比增长12%与15%。另外，PMI九月后已触底回升，10月环比又提高0.9%，并未出现传统的季节性回落，11月PMI达到55.2，为近7个月来的新高。从绝对水平来看，也处于历史同期最高水平附近，显示经济有望迎来新一轮的扩张。

图表5：中国PMI数据显示经济新一轮扩张存在可能（左图），国内基本金属下游需求将平稳增长（右图）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

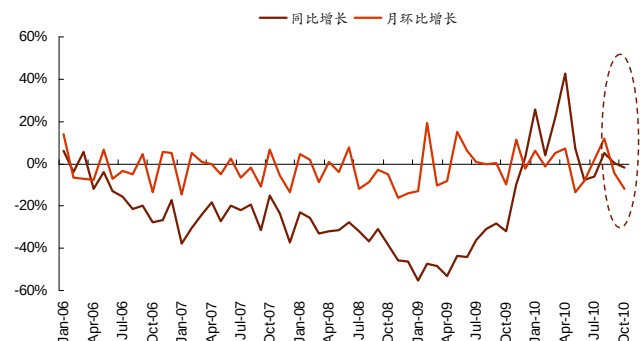
海外经济恢复缓慢而波折，但美国对基本金属需求的拉动有望大幅增加

美国经济已自底部复苏，但无就业复苏是其面临的首要问题。美国近期经济数据向好，制造业以及服务业正在复苏，房市有改善迹象，PMI指数也位于50分界线的上方，但就业市场依然疲软。中金公司宏观组认为无就业复苏是美国最大的政策挑战，美国经济中长期将温性复苏，但危机中增加了约200万的长期结构性失业人口，令宽松的货币政策两年难变。预计美国2011年GDP放缓0.7个百分点至2.0%，CPI下降0.6个百分点至1%，高失业率和低通胀给美联储提供了进一步量化政策空间。尽管如此，制造业的复苏有望使美国对基本金属需求的拉动较2010年有较大的提升。

欧洲经济仍将面临重重挑战。目前欧洲还没有从危机中走出来，区内经济体分化日趋严峻，核心经济体增速放缓，希腊、爱尔兰尚未见底。虽然在欧盟和IMF的双重救助下，爱尔兰银行危机得到了缓解，但根本问题尚未彻底解决。中期来看，PIIGS国家的融资压力和经济增长的放缓均会令债务危机重新升级，而债务危机向其它欧猪国家扩散的迹

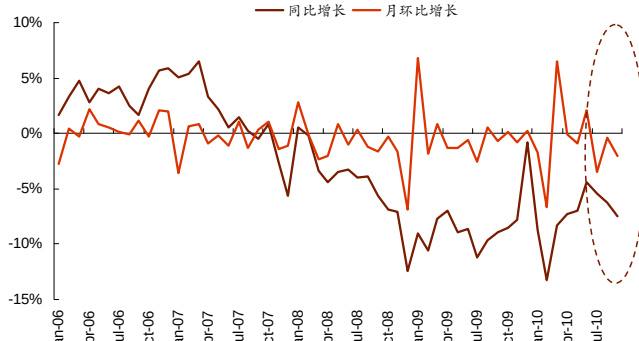
象也十分明显。中金公司宏观组预计欧元区 2011 年 GDP 增速将放缓 0.2 个百分点至 1.2%，通胀下降 0.1 个百分点至 1.3%，欧洲明年将在防危机、保欧元中面临重重挑战。相对美国而言，欧洲对基本金属需求增长的拉动 2011 年仍将较为疲弱。

图表 6：美国已开工新建私人住宅增速自底部回升



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 7：欧盟营建支出数据仍不容乐观



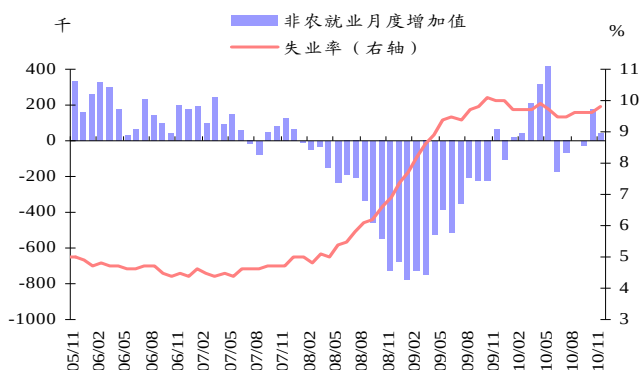
资料来源：Wind，中金公司研究部

基本金属供给增加缓慢，铜的供给瓶颈依然存在。由于新项目上产困难以及不断下降的铜矿品味，铜的产量预计仍将受到影响。而节能减排的继续以及环保成本的提升，也会在一定程度上对高能耗的电解铝和电解锌产能进行限制，从而有利于缓解相关金属供过于求的局面。另外，“十二五”期间，中国将对铜、铝、铅、锌等在内的十种有色金属进行总量控制，总产能控制在 4100 万吨以内，有助于改善未来基本金属供求关系。

宽松流动性仍将支持基本金属价格

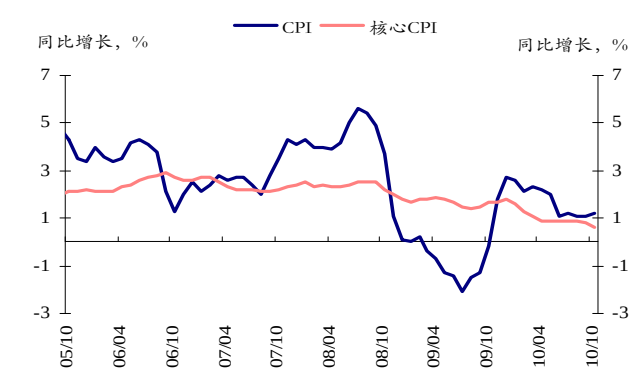
美国的宽松流动性将继续推动基本金属价格上涨。美联储在今年最后一次召开的议息会议中，决定维持现行基准利率以及债券收购计划的规模不变。目前就业是美联储最担心的问题，也是决定联储政策走向的主要催化剂。中金宏观组预计在未来两年中，美国就业增速前慢后快，非农就业每月平均将增加 10 万人，至 2012 年底失业率仍将高达 8%，因此宽松货币政策长期难变。充裕流动性及弱势美元将支撑明年基本金属价格。

图表 8：美国失业率仍处于高位



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 9：美国通胀率下行趋势未改

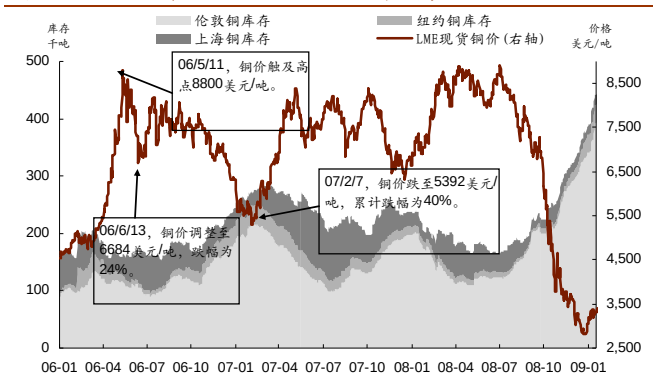


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

债务危机依然困扰欧洲，欧央行流动性支持有望延续。在欧盟与 IMF 的双重救助下，爱尔兰银行危机暂时得到缓解；而欧央行也重申继续提供特别长期流动性支持以稳定欧债危机。虽然欧央行不会轻易实行量化宽松，但由于近期希腊、葡萄牙受到标普可能降级的警告，加上中期内 PIIGS 国家的融资压力和经济增长的放缓均可能令债务危机重新升级，并向其它欧猪国家扩散，因此欧洲提供流动性以缓解债务危机在未来一段时间仍有望得以维持。

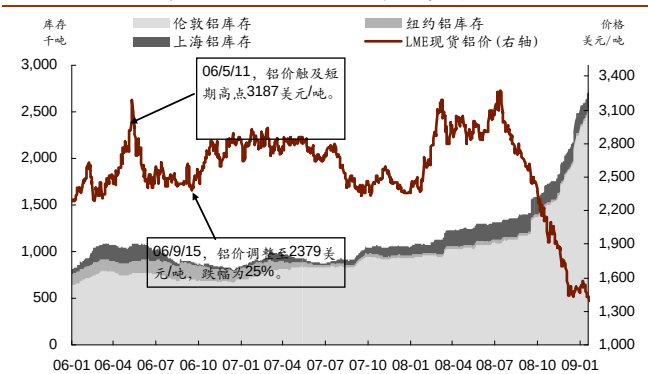
中国控通胀的紧缩政策在上半年可能压制金属价格。中国目前政策重心在于控制通货膨胀，11月份CPI达到高点5.1%，食品价格继续攀升，同时房租等非食品价格环比也超出预期。中金公司宏观组认为明年通胀前高后低，2011年底前加息1-2次，每次25个基点，2011年上半年加息可能性高，同时2011年M2增长目标为16%。作为金属消费大国，中国宏观调控将引起基本金属价格的较大波动。历史表明，大的宽松期之后的首次紧缩调控影响较大，但2011年调控已经距2010年首次调控有一年时间，而且具体影响也需视调控措施和力度来判断。总体来看，政府本意绝非希望经济硬着陆，主要还是控制通胀和房价，一旦经济有大幅放缓风险，调执行控力度将再次放松。

图表 10: 06 年调控铜价调整 9 个月，累计跌幅达 40%



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 11: 06 年调控铝价调整 4 个月，最大跌幅 25%



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

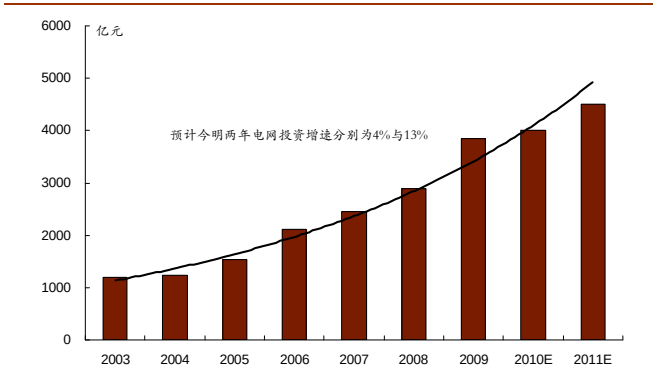
新兴市场 2011 年将延续抗通胀与抵泡沫的政策，但对金属价格影响相对有限。数据显示，新兴国家广义货币大多保持较快增长，而通货膨胀也将继续上升。中金公司宏观组认为由于多数国家还是低利率或负利率，因此新兴市场的加息周期尚未结束，但同时新兴市场也很小心地避免经济硬着陆的风险。

基本金属中，铜的基本面仍然最好

供给瓶颈存在支撑铜价未来上涨。中国是铜最大的消费国家，预计于 2011 年占比达到 40%，中国需求对于全球而言至关重要。虽然国外市场需求恢复缓慢，但中国铜下游需求预计仍将维持稳步增长，加上美国复苏可能超预期，支撑铜的消费。而由于铜矿减产以及建设进度可能慢于预期，劳工谈判和罢工也可能加剧铜供应紧张的局面，因此铜有望成为基本金属中表现最好的品种。

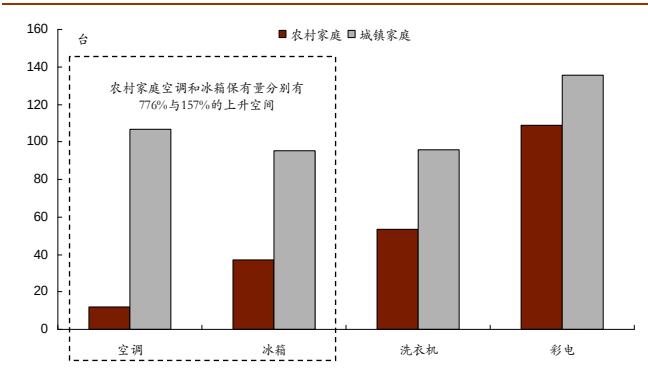
- 中国铜的下游需求增速有所放缓，但仍稳步增长。中国铜下游需求主要是电力和白电行业。根据中金电力设备研究员的预测，我国电网投资在 2011 年的增速将较 2010 年提高 9 个百分点达到 13%。受益于家电下乡与以旧换新政策的延续、中国农村消费升级以及保障性住房的大力推行，中金家电行业研究员预测 2011 年我国空调和电冰箱产量增速虽然相对 2010 年 39% 和 25% 高增速有所放缓，但仍将维持 15% 和 10% 的较高增长。

图表 12: 2011 年电网投资增速同比上升 9 个点至 13%



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

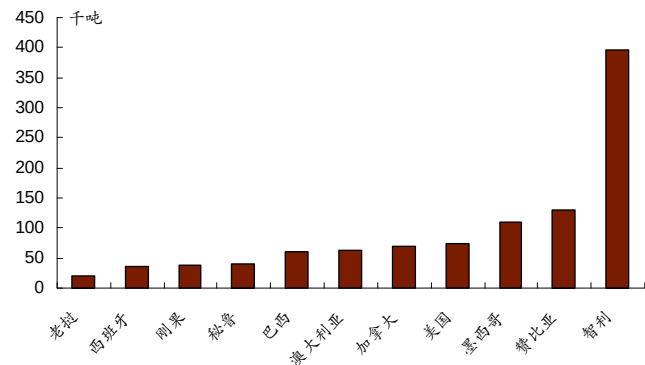
图表 13: 农村家电保有量仍有巨大上升空间



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

- **铜的供应瓶颈依然存在。**由于 2011 年印度尼西亚两个铜矿产量将大幅下滑：Grasberg 产量将减少 10.5 万吨，Batu Hijau 将减少 9 万吨，加上现有铜矿扩建以及智利新建产能的进度有可能慢于预期，所以铜矿的供应瓶颈预计仍将存在。另外，劳工谈判以及罢工也可能发生从而影响矿山生产，根据 BrookHunt 的数据，2005 至 2008 年停产率平均达到 6.3%，矿山停工将加剧供应紧张的局面。

图表 14：铜矿生产国 2011 年产能扩容大多有限



资料来源：Brook Hunt，中金大宗商品研究组，中金公司研究部

图表 15：铜供给缺口仍然存在

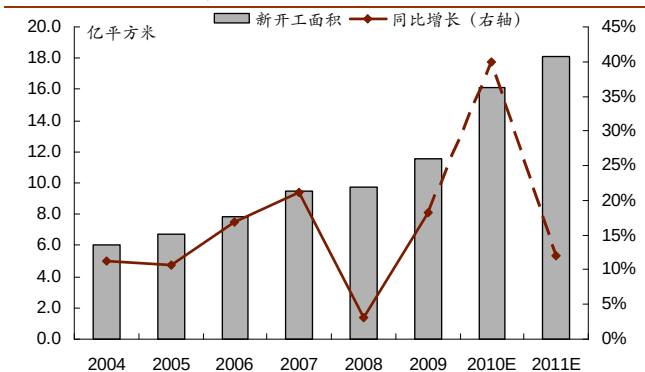
(千吨)	2009	2010E	2011E	2012E
全球总需求	17357	19266	19962	20707
增速 (%)		11%	4%	4%
全球总产量	18328	18988	19549	20646
增速 (%)		4%	3%	6%
库存	1001	573	242	193
供求平衡	965	-278	-413	-61

资料来源：中金大宗商品研究组，中金公司研究部

铝价或受成本上升支撑。房地产与汽车行业是国内外铝需求的两大支柱。明年中国房地产和汽车行业稳步上升，海外需求也自底部缓慢恢复。虽然供应增加和高企库存仍将制约铝价上升，但由于铝价已经临近成本线附近，下行空间不大，而且成本逐步抬升有望推动铝价上行。

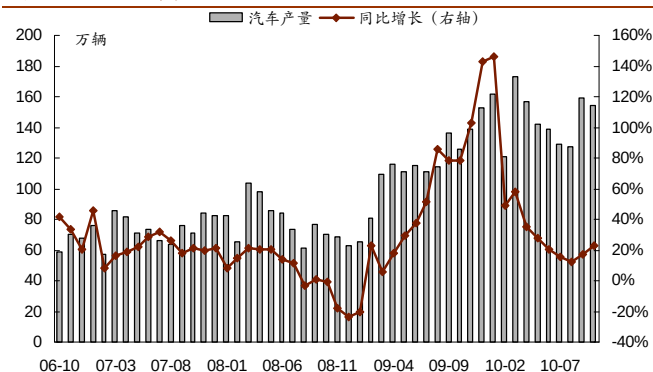
- **中国依然是推动铝需求增长的重要力量。**产业向内陆转移和大规模铁路建设为中西部城市的房地产发展带来了机遇，另外东部城市群中三线城市的地产发展以及保障房的推出有望弥补一二线城市商品房市场可能出现的投资下降。中金地产组预计虽然 2011 年房屋新开工面积增速将较 2010 年的 40%有所放缓，但仍将保持 12%的稳定增长，且保障房的占比将逐步上升。而汽车产量也将维持稳步增长，中金汽车组预计在消费升级和城镇化的推动下，2011 年汽车产量增速虽然将相对 2010 年的 29%有所放缓，但仍将保持 15%的增速。

图表 16：2011 年新开工面积增速仍将稳步增长—12%



资料来源：CEIC，中金地产组，中金公司研究部

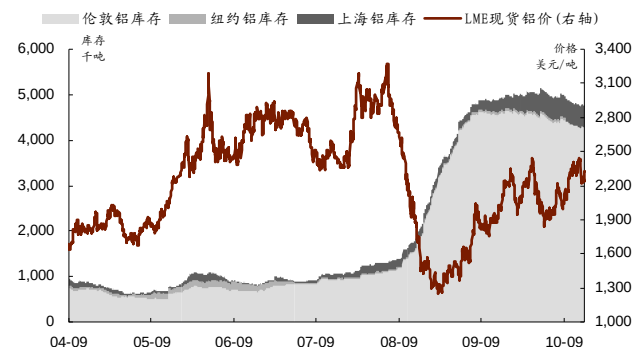
图表 17：汽车产量同比增速从低点回升到 22%



资料来源：CEIC，中金公司研究部

- **国外房地产与汽车行业处于底部，未来可能缓慢上升。**西方国家的铝消费在汽车和房地产行业分别为 31%和 18%。国外汽车行业在今年初经历了一轮高速增长后，近期增速明显放缓；而美国房地产行业在经济危机后则一直徘徊于底部。随着国外二次刺激经济的政策逐步出台并显现成效，西方国家的经济有望从底部缓慢抬升。
- **供应增量与库存高企依然是铝价的制约因素。**根据中金大宗商品组的预测，2011 年铝的新增产量将主要来自中东地区，印度、挪威和委内瑞拉的产量恢复历史峰值水平也将进一步增加铝的供应量，而 2011 年中国铝产量将增长 200 万吨至 1,830 万吨的水平。另外铝库存尽管缓步下降，但依然处于高位，交易所库存消费天数仍达 44 天，远高于历史平均水平。
- **成本上升将在一定程度上支撑铝价。**虽然铝的供需基本面不尽如人意，但由于铝价接近成本线，所以下行空间并不大。另外，由于电力以及其他能源的消耗占电解铝生产成本的比重超过 50%，电解铝成本对能源价格敏感性较高。随着节能减排的推进以及电力和原材料价格的上涨，电解铝的生产成本将逐步提升，从而支撑铝价。

图表 18：铝库存依然处于历史高位



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

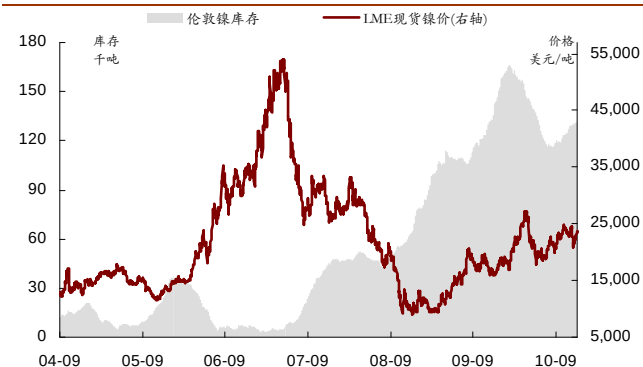
图表 19：铝供应过剩情况依然存在

(千吨)	2009	2010E	2011E	2012E
全球总需求	35685	40681	43005	45827
增速 (%)		14%	6%	7%
全球总产量	36996	41509	44345	46908
增速 (%)		12%	7%	6%
库存	6135	4862	5934	6799
供求平衡	1776	828	1340	1081

资料来源：Brook Hunt，中金大宗商品组，中金公司研究部

镍或出现小幅过剩。2011 年加拿大复产后镍产量将有所回升，全球矿山镍产量预计显著增长，中金大宗商品组预计 2010 年矿山镍供应增加 2.3%，2011 年增加 11.2%。另一方面，2011 年中国奥氏体不锈钢行业对镍的需求将较为旺盛，且美国和欧洲经济可能缓慢恢复，带动发达国家镍需求，预计 2010 和 2011 年镍需求分别同比增长 10% 和 5%。总体而言，镍市场维持基本平衡，小幅过剩的局面。

图表 20：镍价与镍库存



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 21：镍明年小幅过剩

(千吨)	2009	2010E	2011E	2012E
全球总需求	1309	1445	1521	1592
增速 (%)		10%	5%	5%
全球总产量	1351	1382	1537	1680
增速 (%)		2%	11%	9%
库存	389	124	138	208
供求平衡	129	-63	17	88

资料来源：Brook Hunt，中金大宗商品组，中金公司研究部

锌基本面持续低迷。2011 年中国小规模矿山的产量将继续增加，而来自印度和墨西哥的产量也值得关注。在需求方面，白色家电的需求增长仍然强劲，而来自基建和工程建设的需求亦不太可能大幅下滑，所以明年锌需求仍将保持旺盛。但由于中国产量的大幅增加以及交易所库存的回升，预计 2011 和 2012 年仍将维持供应过剩的局面。

铅 2011 年小幅过剩，但 2012 年有望转为紧缺。铅在未来两年老项目扩产和新项目上马的规模都比较小，但烧结矿和废铅供应的回升可能导致供应过剩。需求方面，中国未来两年汽车电池的更换将拉动铅的需求；随着环保要求提高，光伏市场的发展也将催生出大量的铅需求。虽然明年铅的供需有小幅过剩，但有望于 2012 年转为紧缺。

图表 22：锌供应明年预计继续过剩

(千吨)	2009	2010E	2011E	2012E
全球总需求	10383	11421	12058	12665
增速 (%)		10%	6%	5%
全球总产量	11188	12117	12349	12907
增速 (%)		8%	2%	5%
库存	1029	947	1179	1373
供求平衡	309	696	291	242

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 23：铅明年供应过剩，但 2012 年存在供给缺口

(千吨)	2009	2010E	2011E	2012E
全球总需求	8284	8657	9136	9609
增速 (%)		5%	6%	5%
全球总产量	8489	8854	9330	9539
增速 (%)		4%	5%	2%
库存	431	224	378	322
供求平衡	126	197	193	-70

资料来源：Brook Hunt，中金大宗商品组，中金公司研究部

图表 24：中金公司基本金属与黄金季度及年度平均价格预测

金属	单位	CICC							YoY growth (%)		
		2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10E	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
铜	(美元/吨)	5178	7235	7075	7213	8500	7506	8600	-26%	45%	15%
铝	(美元/吨)	1671	2163	2112	2077	2327	2165	2300	-35%	30%	6%
锌	(美元/吨)	1689	2284	2033	2004	2308	2154	2290	-10%	28%	6%
铅	(美元/吨)	1726	2211	1956	2039	2374	2142	2310	-17%	24%	8%
镍	(美元/吨)	14712	20096	22365	21226	23477	21791	23320	-30%	48%	7%
黄金	(美元/盎司)	972	1103	1196	1228	1366	1226	1380	11%	26%	13%

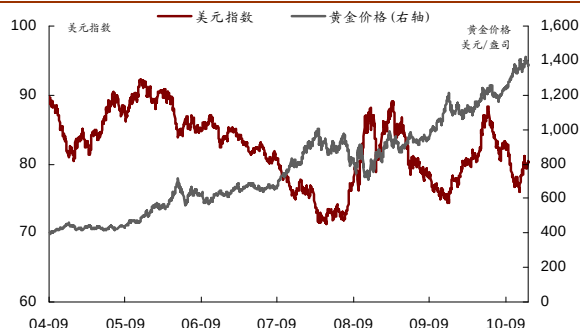
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

黄金的结构性趋势仍将继续

海外宽松政策将持续，充裕流动性和弱势美元利好黄金价格。危机以来发达国家先后多次出台经济刺激政策，美国两次量化宽松，以求推动经济上行与降低失业率；日本继续维持零利率及购买国债资产规模，而欧央行也继续提供流动性以缓解债务危机。另外，弱势美元有利美国推动出口从而拉动本国经济增长。海外各国经济复苏难以一帆风顺，宽松货币政策可能将在较长时间内持续，充裕流动性及弱势美元将推升金价。

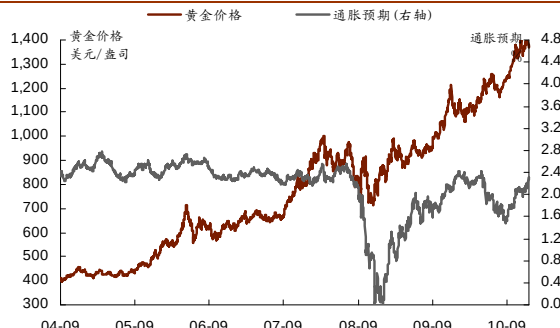
通胀威胁依然存在，黄金抗通胀的特性将继续得到青睐。目前新兴市场国家通胀压力普遍高企，香港、新加坡、越南、马来西亚等国CPI保持上升态势，甚至创出新高。欧美地区虽然面临通缩风险，但其政府正积极推行相关措施以扭转态势。美国的QE2已经初见成效，虽然通胀率下行趋势未改，但通胀预期已经有所改善。而近期国际大宗商品价格的高涨，包括农产品与金属、燃料等，可能在未来逐渐渗透到下游商品及服务中，成为推动通胀上升的重要原因。而黄金的硬通货特性在世界货币体系动摇，远期通胀风险加剧的背景下将得到彰显。

图表 25：黄金价格与美元指数呈负向相关



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 26：黄金价格与美国通胀预期呈正向相关



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

欧债危机风险可能继续扩散，经济不确定性有望支撑金价。虽然欧盟与IMF将出资850亿欧元救助爱尔兰，但爱尔兰财政和经济情况仍然堪忧，而其危机的风险还可能蔓延，希腊政府已经将国债总额上调至GDP的144%，并预测其GDP在2010年和2011年分别萎缩4.2%和3%；而西班牙三季度GDP环比零增长，导致债务恶性循环的风险上升。部分高债务国遭标普降级，未来国债再融资难度增加，而2011年PIIGS五国再融资需求相当于欧元区GDP的7%，可能成为又一大风险。欧元区债务危机绵延不断，投资者的避险需求有望对金价形成支持。

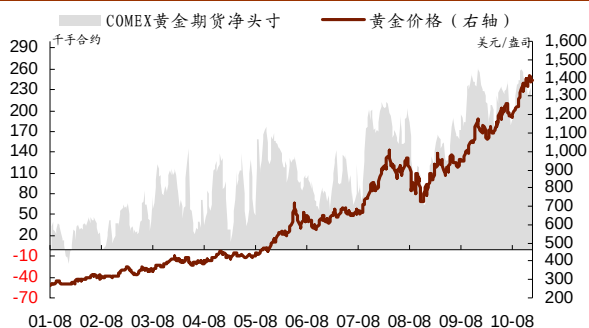
官方售金量减少继续支持金价。由于美元储备货币地位的动摇和全球货币体系的紊乱，加上CBGA对黄金出售数额的限定，预计未来央行净售金量将继续下降。去年生效的新一期售金协议规定签约央行每年黄金出售量限制在400吨以下，较前一期售金数额减少100吨。而2010年由于央行惜售，前三季度实际售金量远小于售金协议的限制额度。

图表 27：SPDR 黄金持仓量持续攀升



资料来源：www.exchangetradedgold.com，中金公司研究部

图表 28：COMEX 黄金非商业净头寸保持高位



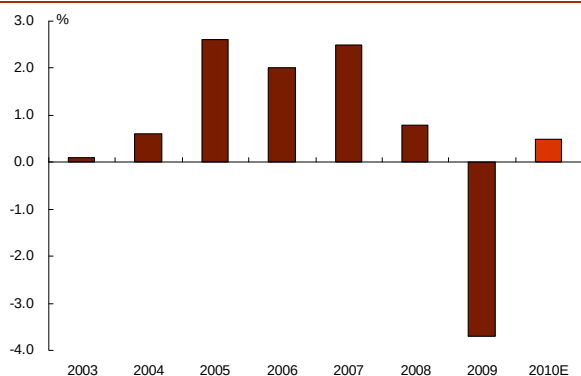
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

得益于明年工业领域复苏以及投资需求，白银预计将有良好表现。作为贵金属，白银除了具有与黄金相似的投资功能外，还被广泛运用于工业领域之中，尤其是电器电子行业。随着未来电子产品行业的复苏，白银的消费需求将有更大的增长，从而推动白银价格上涨。

转型带来新契机—关注高成长的新兴产业类股票

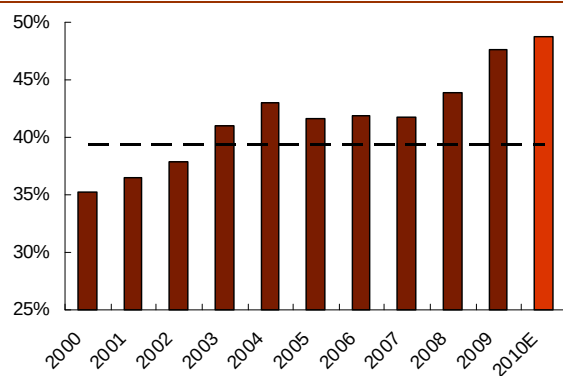
我国自身发展阶段和海外经济环境的变化使经济结构转型日益迫切。“十二五”期间，中国的经济结构、经济环境和政策将会出现重大的变化。人口老龄化、劳动力成本上升、环境成本提高将是我国未来面临的主要挑战，与此同时，随着我国投资支出占 GDP 比重的逐年提高，部分基础设施和低附加值行业已出现产能过剩，人民币升值以及海外需求复苏缓慢使出口形势也不容乐观，因此依靠投资和出口带动经济保持高速增长的模式将面临越来越多的挑战。从投资和出口拉动增长向消费和内需带动转变，发展高附加值新兴产业，实现经济转型将是保证我国经济中长期可持续发展的必要条件。

图表 29：我国出口对 GDP 的拉动作用逐步减弱



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 30：投资总额在 GDP 占比一直超过历史平均值



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

结构转型是未来五年的发展主线。未来五年，我国经济发展将进入转型深化的攻坚期，我国经济将在稳增长、调结构和抗通胀的博弈中前行，加快创新创造、重视节能环保、发展生产服务业、消费升级、中西部地区经济发展提速将成为经济社会发展的主题。在此背景下加快传统产业升级、大力发展新兴产业显得尤为重要，实现结构转型将是未来五年的发展主线。

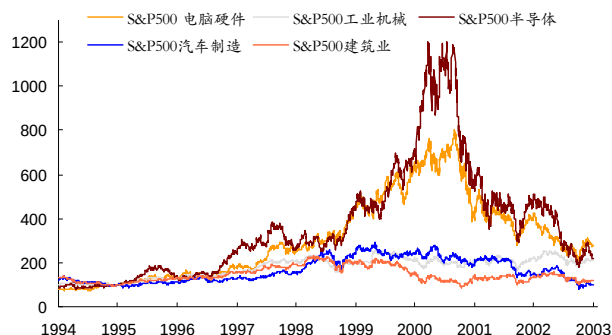
图表 31：十二五将以经济转型作为发展主线

时间	内容
1987年十三大	要从粗放经营为主逐步转上集约经营为主的轨道
1995年十四届五中全会	提出经济体制要从传统的计划经济体制向社会主义市场经济体制转变， 经济增长方式从粗放型向集约型转变
1997年十五大	积极推进经济体制和经济增长方式的根本转变 ，建立市场体制
2002年十六大	推进 产业结构优化升级 ，走新型工业化道路
2005年十六届五中全会	强调必须把 加快转变经济增长方式 作为“十一五”时期的战略重点，努力取得突破性进展，使经济增长建立在提高人口素质、高效利用资源、减少环境污染、注重质量效益的基础上
2007年十七大	十七大报告指出，实现未来经济发展目标，关键要在 加快转变经济发展方式 、完善社会主义市场经济体制方面取得重大进展。“经济发展方式”的表述，首次见诸党代会的政治报告，并被提到重中之重的位置。
2010年十七届五中全会	审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，以科学发展为主题， 以加快转变经济发展方式为主线

资料来源：中金公司研究部

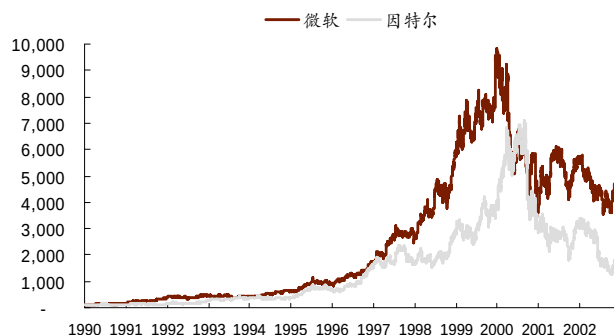
历史证明，转型中受产业政策支持的行业和公司将得到快速发展。90年代初美国出台《国家信息基础设施的行动纲领》，明确宣布实施“信息技术产业政策”、建设“信息高速公路”，随后美国信息科技产业得到迅速发展，涌现出了微软、英特尔、戴尔等高成长性的公司；同样日本转型期间，受产业政策支持的电子、科技等新兴产业表现远好于传统行业；中国在“十一五”期间的政策以投资和城镇化为重，强调西部大开发，期间有色金属、机械设备和建筑建材等行业得到了快速发展，市值增长最快的上市公司也大多集中在以上几个板块。

图表 32：美国受政策支持的信息产业板块跑赢其他板块



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

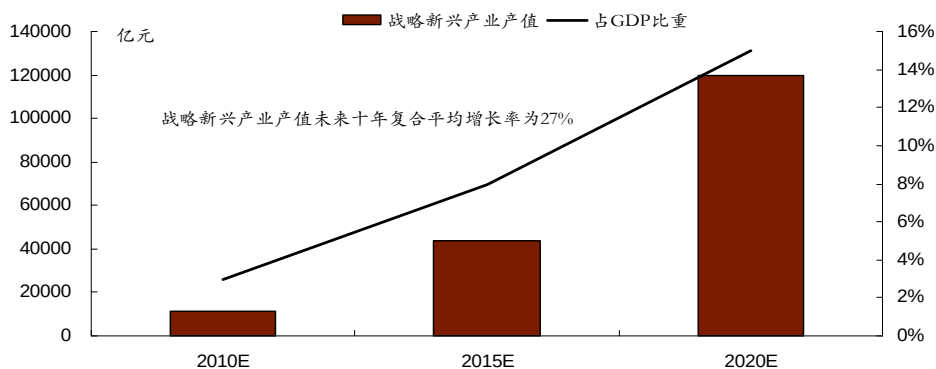
图表 33：十年间微软、英特尔市值增加均超过 60 倍



资料来源：Bloomberg，中金公司研究

战略新兴产业是引导未来经济社会发展的重要力量。中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十二个五年规划的建议中明确指出改造提升制造业和培育战略性新兴产业，包括重点发展新一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等七大新兴产业。同时，《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》制定了到 2015 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右（目前只有 3%），到 2020 年达到 15% 的目标。以这一目标估算，今后 10 年新兴产业的年均复合增长率将接近 30%。

图表 34：战略新兴产业未来十年复合年均增长接近 30%



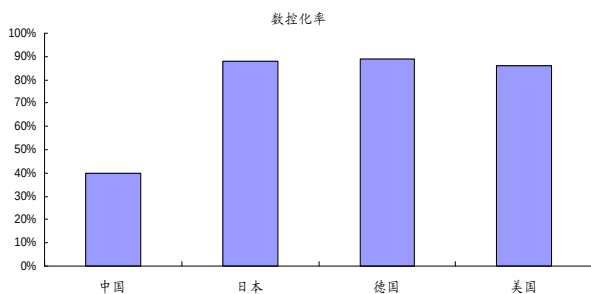
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

历史很可能会重演，受“十二五”政策大力支持的新兴产业将迎来最佳的发展契机。我们建议投资者把握经济转型中的三大结构性趋势，从中寻找净利润复合增长强劲同时估值仍有提升空间的龙头类股票：1) 装备及军备制造高端化：金钼股份、洛阳钼业；2) 消费升级：东方钽业、辰州矿业、东阳光铝；3) 节能环保及循环经济：格林美、宁波韵升、安泰科技。其中，东阳光铝、宁波韵升和安泰科技我们尚未正式覆盖。

装备及军备制造高端化将力助中国由“制造大国”向“制造强国”转变——重点关注金钼股份、洛阳钼业

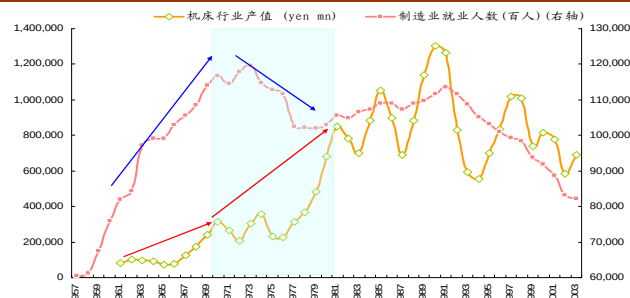
装备制造高端化是我国由“制造大国”转为“制造强国”的必经之路。高端装备制造业是装备制造业的高端领域，具有技术水平、附加值高及处于价值链高端和产业链核心部位的特点，其发展水平决定了产业链的整体竞争力。我国虽然是“制造大国”，但高端装备或零部件仍主要来自境外，国内的装备制造企业缺乏核心的竞争力。在当前全球竞争加剧、环境资源约束日趋严峻的情况下，发展高附加值的高端装备制造业便显得迫在眉睫，可以带动整个制造业产业升级，助力我国向“制造强国”转变，并能为其他新兴产业发展提供支撑。

图表 35：中国数控化率不及发达国家的一半



资料来源：《日本通商产业政策史》，中金公司研究部

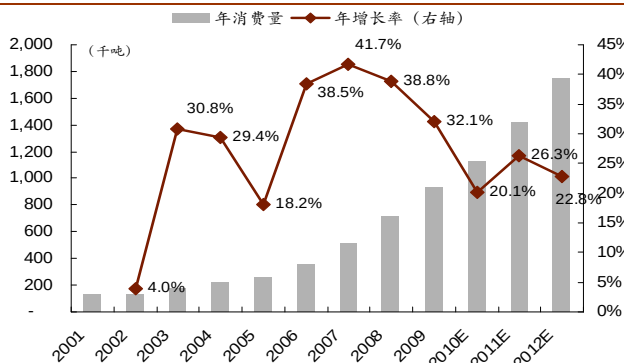
图表 36：70 年代日本机床行业产值上升而就业下降



资料来源：《机械工业的支柱性地位和作用》，中金公司研究部

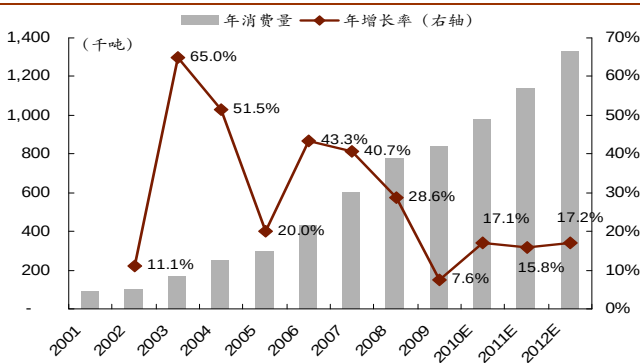
- **产业升级和机械化将推升硬质合金的市场需求。**硬质合金主要用作切削刀具和矿用工具，广泛应用于机械行业的数控机床和挖掘机中。随着劳动力成本上升，劳动力密集型行业有望通过机械替代人工，逐步实现产业升级和机械化。根据机床行业的市场分析报告，未来五年我国数控机床的平均增速将保持在 30% 以上，而且中金机械组看好对挖掘机进口替代市场，我们判断未来五年硬质合金的需求增长率将达到 30% 以上。具有中高端硬质合金生产能力的公司将在市场份额提升和进口替代方面有广阔的发展空间。（涉及公司：厦门钨业、章源钨业）。
- **我国高铁和城市轨道交通建设以及机电设备升级将促进高端铝型材的需求增长。**过去 10 年我国交通运输业铝型材消费年复合增长率超过 25%，但目前我国交通运输用铝型材仍仅占铝型材总消费量的 10%，与北美 30%、欧洲 18%、日本 15% 相比还有较大差距，发展潜力巨大。随着未来中国高速铁路、城市轨道交通的快速发展，交通用铝型材的需求将会大幅增加，预计“十二五”期间我国交通用铝型材需求的年复合增速将超过 20%。此外，我国机电设备升级也是未来铝型材需求增长的重要驱动，预计未来几年机电设备用铝型材需求复合增速将超过 15%。（涉及公司：中国忠旺、利源铝业）。

图表 37：未来几年中国运输业铝型材需求 CAGR20%+



资料来源：利源铝业招股说明书，中金公司研究部

图表 38：未来几年中国机电设备业铝型材 CAGR15%+

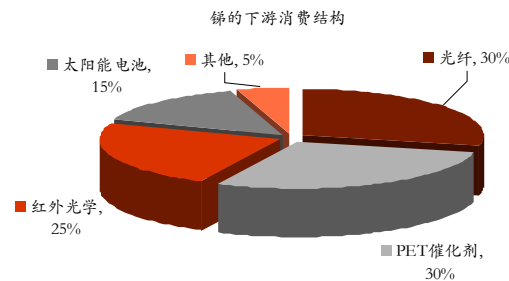


资料来源：利源铝业招股说明书，中金公司研究部

- **国际航空业复苏、中国大飞机项目以及军用飞机的发展将推动高端钛材的需求上升。**国际航空业伴随着全球经济的复苏而逐步回暖，对客机的需求也在逐渐增加，且钛材消耗量更大的双通道宽体机将成为主要趋势，未来增速将远超过单通道窄体机。据中国商用飞机有限责任公司预计，到 2029 年全球双通道客机新机累计交付量将达 6916 架（目前全球服役数量约 3200 架），对航钛的需求将持续增长。同时，中国大飞机项目也在稳步推进，预计未来 20 年累计总产量将达 2300 架，平均每年带动国内新增航钛需求 4600 吨（09 年国内航钛消费仅为 4000 吨）。此外，中国军用飞机进入了加速发展阶段，对军工钛材需求日益增加。（涉及公司：宝钛股份、西部材料）。
- **合金钢以及工具钢未来的增长有助于提高钼在高端工业和军工装备制造中的应用。**钼由于硬而且坚韧，可作为钢铁的添加剂提高其高温强度、耐磨性和抗腐蚀性，也可以与钨、镍、钴、钽、钒、铌等组成高级合金。除工业用高端装备外，钼合金在高端军工装备中的应用也逐渐兴起，可用于战机、军舰、坦克、枪炮、火箭、卫星的合金构件和零部件。根据 CPM Group 预测，全球合金钢、工具钢、高强度低合金钢和超级合金市场 2009 年至 2014 年复合年均增速都接近 10%，但我们认为中国装备制造的高端化有望使该子行业实现高于全球的平均增速。（涉及公司：金钼股份、洛阳钼业）。

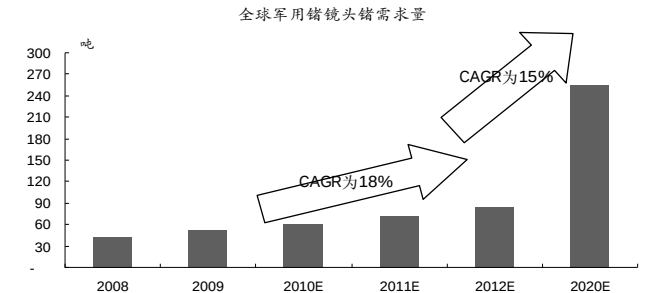
- **军用红外产品需求的增加将带动锑消费量的提升。**红外产品、太阳能电池以及光纤是高端锑材需求增长的三大重要支柱，锑在红外光学领域的年需求量占到整个锑消费量的 25%，军用装备的日益现代化将对红外热像设备产生大量的需求，从而带动锑的市场需求扩大，我们预计未来十年红外产品对锑的需求复合增长率将超过 15%，到 2020 年全球锑总消费量将达到 1200 吨，约是目前的 6 倍。（涉及公司：云南锑业、驰宏锌锑）。

图表 39：锑在红外光学的应用占锑消费量的 25%



资料来源：云南锑业招股说明书，中金公司研究部

图表 40：未来十年红外市场对锑需求复合增速超过 15%



资料来源：云南锑业招股说明书，中金公司研究部

图表 41：装备及军备制造高端化相关公司介绍与估值表

公司	代码	公司简介	主要产品
厦门钨业	600549.SH	公司拥有从钨矿山→冶炼→深加工的完整产业链。钨冶炼产品产能达12,000吨，硬质合金产能达2000吨，钨钼丝材的产销量占全国的60%以上，新能源材料钨钼合金粉和钨酸锂产销量居国内前三位。	钨冶炼产品、钨粉末、硬质合金、钨钼丝材
章源钨业	002378.SZ	国内钨产品主要生产商之一，具备年产仲钨酸铵10,000吨、钨粉5,000吨、碳化钨粉4,000吨、硬质合金系列1,500吨的生产能力。	钨冶炼产品、钨粉末、硬质合金
中国忠旺	1333.HK	公司是亚洲及中国领先的专注于交通运输领域的工业铝型材产品制造商，并具备强大的研究及开发能力。公司审计产能超过54万吨，主要生产工业铝型材和建筑铝型材产品。	高精密铝型材产品，以及门窗框及室内装修材料
宝钛股份	600456.SH	宝钛主要从事钛及钛合金材料的生产、加工和销售。钛材国内市场占有率在40%以上，高档钛材和军工钛材市场占有率则达到了90%以上。	钛及钛合金材料
西部材料	002149.SZ	西部材料主要从事稀有金属材料的板、带、箔、丝、棒、管及深加工产品、复合材料及其制品和贵金属等新型材料的开发、生产和销售。稀有金属复合材料和金属纤维毡产能居全国第一。	钛钢复合板、钛材、金属纤维等
金钼股份	601958.SH	亚洲最大的钼业公司之一，拥有采选、焙烧、钼化工和钼金属加工的完整产业链，业务分为钼炉料、钼化工、钼金属三大系列。公司的钼权益储量138万吨，年采选能力1.4万吨钼金属量，资源自给率高	氧化钼、钼铁、钼酸铵及钼金属等深加工产品
洛阳钼业	3993.HK	公司是中国最大的钼、钨生产商之一，涉及钼的开采、浮选、焙烧、冶炼以及深加工。公司拥有三道庄以及上房沟矿山，资源量丰富。另外，副产品钨未来也有望成为新的增长点	钼精矿、氧化钼、钼铁、钨精矿
云南锑业	002428.SZ	云南锑业是国内第一，亚洲最大的锑产品生产企业。公司具备锑金属产能39吨/年，红外级锑单晶产能10吨/年，红外级光学产能180具锑镜头/年、10000片锑晶片/年，高效太阳能电池用锑单晶及晶片产业化建设项目产能5000片锑晶片/年。	区熔锑锭、高纯二氧化锑、锑单晶、锑晶片、锑镜头
驰宏锌锑	600497.SH	公司主营业务为铅锌产业，是国家第一批循环经济试点企业。公司原料自给率在70%以上，十二五期间国内铅锌资源储量有望达到1000万吨，加那大塞尔温项目也有望新增储量500万吨，公司“十二五”期间铅锌产能目标为100万吨。	锌、铅、锑和硫酸等

公司	代码	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)				EPS (元)			净利增长			PE			PEG
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2011E	
厦门钨业	600549.SH	325	452	645	762	0.66	0.95	1.12	112%	43%	18%	71.8	50.3	42.6	0.95	
章源钨业	002378.SZ	160	163	193	281	0.39	0.45	0.66	38%	18%	46%	96.5	83.3	57.2	2.48	
*中国忠旺	1333.HK	206	3891	3955	3399	0.69	0.73	0.63	16%	2%	-14%	5.5	5.2	6.1	n.a	
宝钛股份	600456.SH	117	21	86	196	0.05	0.20	0.46	25%	317%	129%	570.4	136.9	59.8	1.06	
西部材料	002149.SZ	42	32	59	81	0.19	0.34	0.46	10%	82%	37%	129.2	71.0	51.8	1.78	
金钼股份	601958.SH	754	738	1159	1749	0.23	0.36	0.54	34%	57%	51%	102.1	65.0	43.1	1.38	
洛阳钼业	3993.HK	273	776	1120	1424	0.16	0.23	0.29	54%	44%	27%	35.9	24.9	19.6	0.60	
云南锑业	002428.SZ	84	84	105	137	0.67	0.84	1.09	8%	25%	30%	100.1	80.0	61.5	3.88	
驰宏锌锑	600497.SH	251	497	696	830	0.49	0.67	0.82	89%	40%	19%	50.5	37.3	30.3	0.80	

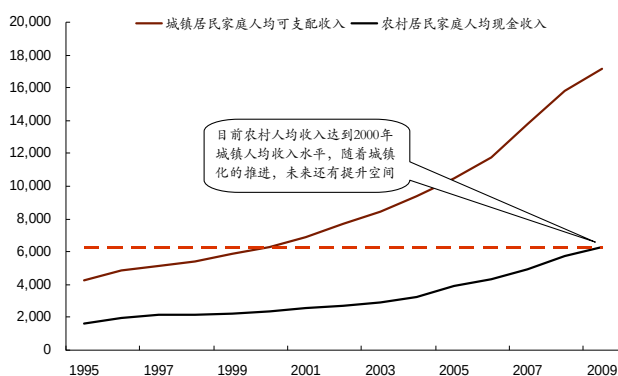
*表示该CICC尚未正式覆盖，表中数据使用市场一致预期；厦门钨业采用市场一致预期。

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

消费升级是居民收入稳步增长和城镇化加速的必然趋势——重点关注东方钽业、辰州矿业、东阳光铝

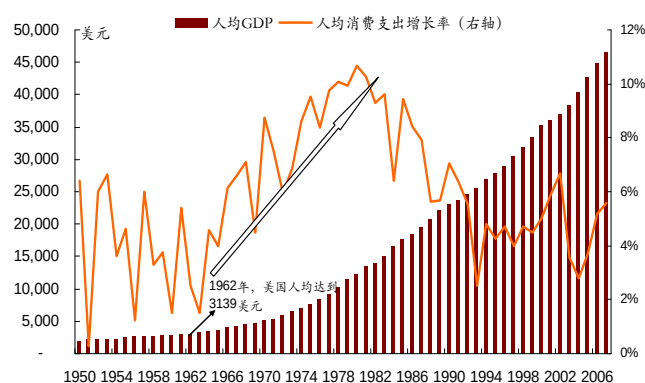
收入水平的提高与城镇化进程的推进有助于推动消费扩大与升级。经验表明当一个国家人均 GDP 达到 3000 美元时，其消费支出增长率将会出现一波大幅提升，而 2008 年我国人均 GDP 已达到 3000 美元，居民消费迎来了十年的黄金增长期，消费结构将日益高档化和多元化，从穿衣保暖、低档家用电器向汽车、住房、IT 等产品和服务过渡。另一方面，随着国家对农村扶持政策的加大，农村人均收入将会快速增长，消费水平也将快速提升。我国的城镇化水平只有 47%，远低于发达国家 85% 的平均水平，随着城镇化的不断深入，居民消费将继续扩大和升级。

图表 42：农村收入稳步提高，随着城镇化推进，未来还有大幅提升空间



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 43：美国人均 GDP 超过 3000 美元后，人均消费支出迎来 20 年的快速增长



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

- 消费升级将刺激包装用铝箔需求的快速增长。**目前欧洲有 70% 以上的铝箔应用于各类包装品，美国则高达 75%，而我国仅有 17%，包装用铝箔的发展空间巨大。我们认为伴随着中国的经济转型、消费升级的不断推进、健康环保和循环经济理念的推广以及技术的成熟和成本的降低，包装用铝箔将会渐渐替代纸制、塑料制和薄膜制包装，其需求将会持续快速增长。我们估计家用与药用包装铝箔今后 5 年均将保持 30% 以上的年均复合增速。（涉及公司：鲁丰股份）。
- 电子、电器消费升级将带动电子箔需求的较快增长。**电子铝箔主要用于铝电解电容器中，铝电解电容器广泛应用于家电、消费电子、通信、电脑、仪器仪表、自动控制、汽车、光电、高铁、航空及军事装备中。中国电子元件行业协会信息中心预计 2010-12 年我国铝电解电容器市场规模将保持 5%-9% 的增长速度，到 2012 年市场规模将达到 122 亿。我们认为技术水平高、创新能力强的行业龙头有望实现远高于行业平均增速的增长。（涉及公司：东阳光铝、新疆众和）。
- 作为电子产品行业不可替代的焊料，锡将受益于消费电子的高速发展。**电子产品中的焊锡是锡最大的下游消费，约占 44%，且焊锡的作用不可替代。锡将受益于消费电子产品更新换代的加快和不断扩张，我们预计未来几年我国锡的需求增速将保持在 25% 左右。此外，锡作为战略性金属，其价格将会继续受益于国家整合政策的支撑。（涉及公司：锡业股份）。
- 智能化与便携化将是未来消费电子行业的发展趋势，高端钽产品将因此受益。**智能化和便携化是未来电子产品的发展方向，钽电容器在小型高端电子产品中不可或缺。据市场预测，未来几年智能手机出货量复合增速将会维持在 30% 以上，笔记本电脑出货量增速也将维持在 15% 以上，这将带动高端钽丝、钽粉的消费增长。（涉及公司：东方钽业）。
- 随着生活水平和消防安全意识的提高以及相关法律法规的完善，阻燃剂需求将大幅增加。**上世纪 60 年代欧美发达国家通过立法在主要行业推行阻燃材料应用，经过 40 多年的发展，阻燃剂在发达国家已非常普遍。目前我国阻燃剂市场规模仍然很小，但我们认为随着生活水平和消防安全意识的提高以及相关法律法规的完善，阻燃剂将会得到更广泛的使用，利好长期锑的需求。同时，锑还将继续受益于国家整合，近期环保不达标产能的关停也有望继续推升锑价。（涉及公司：辰州矿业）。

图表 44：消费升级相关公司介绍与估值表

公司	代码	公司简介	主要产品
鲁丰股份	002379.SZ	鲁丰股份的主要生产家用铝箔与药用铝箔。其中，公司的药用铝箔产量全国排名第一，家用铝箔产量在全国位居第二，是包装铝箔细分行业的龙头企业。	家用铝箔、药用铝箔、铝板带以及其它铝箔
东阳光铝	600673.SH	公司目前具备产能为空调素箔6万吨，亲水箔4万吨，化成箔2200万平方米，是国内亲水箔和化成箔的主要生产基地。另外公司在建的辉铝箔项目设计产能为2万吨。	亲水箔、电极箔、辉铝箔及化工产品
新疆众和	600888.SH	公司作为国内最大的高纯铝和电子铝箔生产企业，目前产能为高纯铝2.8万吨、电子铝箔2万吨、电极箔400万平米。2012年随着新募投项目的投产，产能将分别达到5.3万吨、4.7万吨和2100万平米。	高纯铝、电子铝箔、电极箔
东方钽业	000962.SZ	东方钽业是全球第一大钽丝生产商，全球市场份额达60%，技术水平和综合质量均居世界第一位；也是全球第二大钽粉供应商，市场份额达25%。此外，公司还开拓碳化硅刃料、氢氧化镍、钛材等业务	钽粉、钽丝、刃料级碳化硅、钛材和氢氧化镍等
辰州矿业	002155.SZ	辰州矿业是全球第二大锑矿公司，也是国内十大黄金矿山开发企业之一和主要锑矿企业。公司对外积极进行资源扩张，对内注重加强勘探开发力度；资源自给率较高，金、锑与钨分别达到50%、70%与	黄金、精锑、三氧化二锑、仲钨酸铵
锡业股份	000960.SH	公司是目前国内最大的锡产品生产商，也是锡矿资源最丰富的企业；具备年产6.5万吨锡、2.4万吨铅、2.4万吨锡化工产品、2.5万吨锡材产品的生产能力；拥有锡资源56.9万吨、铜57.5万吨以及铅38.6万吨。	锡锭、锡化工及锡材

公司	代码	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)				EPS (元)			净利增长			PE		PEG
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
鲁丰股份	002379.SZ	30	40	91	150	0.52	1.17	1.93	25%	126%	65%	74.7	33.0	20.0	0.49
*东阳光铝	600673.SH	156	284	419	545	0.34	0.51	0.66	297%	47%	30%	54.7	37.1	28.6	0.38
*新疆众和	600888.SH	81	264	325	418	0.75	0.92	1.19	45%	23%	29%	30.8	25.0	19.4	0.78
东方钽业	000962.SZ	89	63	109	164	0.18	0.30	0.46	68%	72%	51%	140.6	81.5	54.1	1.29
辰州矿业	002155.SZ	191	280	491	600	0.51	0.90	1.10	178%	76%	22%	68.3	38.9	31.8	0.48
*锡业股份	000960.SH	257	376	569	724	0.47	0.71	0.90	180%	51%	27%	66.5	43.9	34.5	0.58

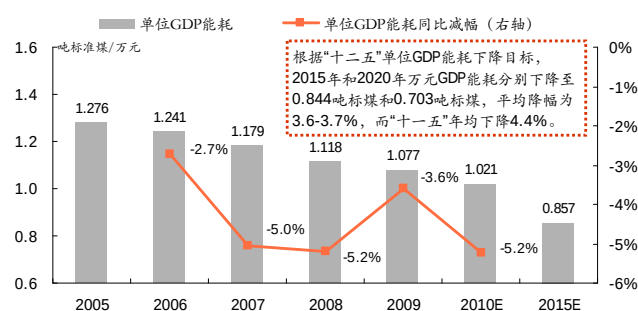
*表示该公司CICC尚未正式覆盖，表中数据使用市场一致预期

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

节能环保未来十年将进入黄金发展期——重点关注格林美、宁波韵升、安泰科技

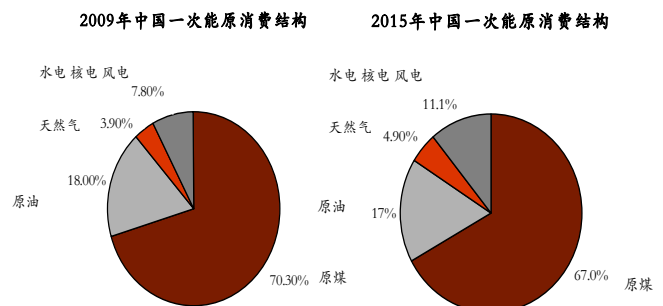
节能环保是可持续发展的保证，未来发展潜力巨大。节能环保作为重要的国家战略被列入了七大战略性新兴产业之首，我国也明确了到 2015 年单位 GDP 能耗较 2010 年下降 16% 的节能目标。目前中国的总体能源利用效率为 33% 左右，比发达国家低约 10 个百分点，因此节能产业有着很大的发展空间。根据发改委预测数据，2012 年我国节能环保产业总产值将达 2.8 万亿元；另有市场预测数据显示到 2015 年，节能环保产业总产值将达 5 万亿元，相当于同期 GDP 的 10% 左右，中国将步入节能环保产业的黄金时期。

图表 45：2015 年单位能耗降将较 2010 年下降 16%



资料来源：CEIC，中金公司研究部

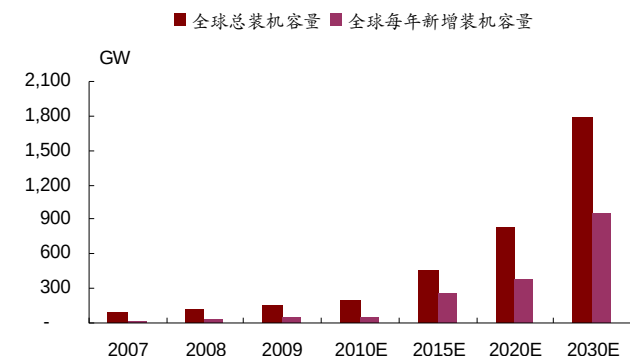
图表 46：今后 5 年煤炭在一次能源占比下降 3 个百分点



资料来源：CEIC，中金公司研究部

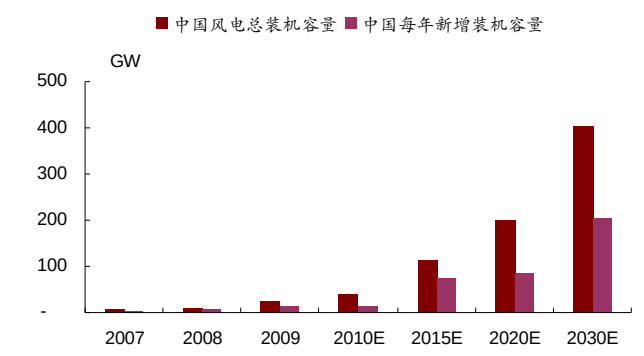
- 风电、节能电机和新能源汽车将不断推动稀土永磁需求。据 GWEC 预测，到 2015 年我国风电总装机容量将达到 1.15 亿千瓦，风电建设平均每年将带动钕铁硼消费 12000 吨；节能电机方面，我国电机系统容量约 7 亿千瓦，每年新增 1.5 亿千瓦，但高效节能电机份额不到 3%，未来五年如果节能电机渗透率达到 15%，每年钕铁硼平均需求将达到 4000 吨；新能源汽车方面，2020 年我国新能源汽车保有量预计达到 500 万辆，平均每年将带动钕铁硼需求约 1500 吨。综合考虑，未来几年我国钕铁硼需求复合增长率将超过 20%。（涉及公司：包钢稀土、中科三环、宁波韵升、安泰科技）

图表 47: 预计未来 5 年全球风电装机容量 CAGR 为 18%



资料来源: GWEC, 中金公司研究部

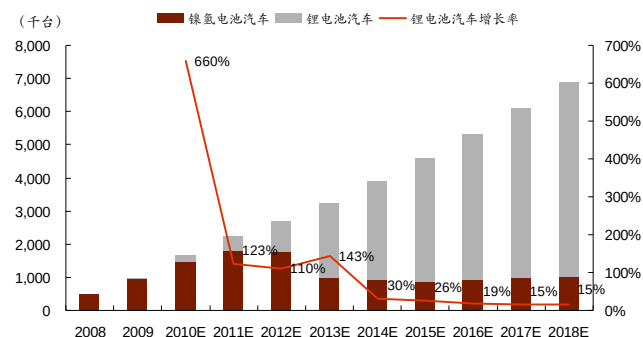
图表 48: 预计未来五年中国风电装机容量 CAGR 为 24%



资料来源: GWEC, 中金公司研究部

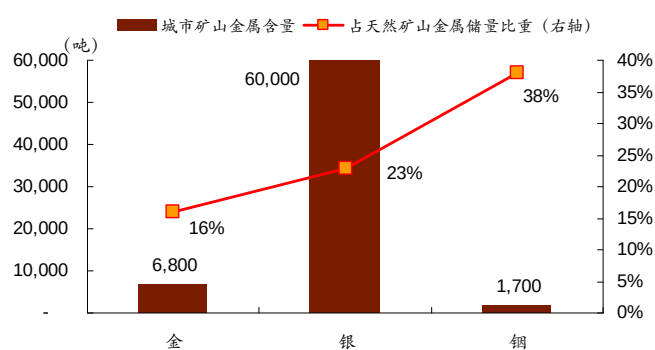
- 非晶变压器的推广将推动非晶带材需求的高速增长。**非晶态合金具有高饱和磁感应强度和低损耗等优异物理性能,使用非晶态合金做成的非晶变压器比传统的硅钢变压器空载损耗少 80% 以上,在节能方面优势巨大。我国广大的农村和中西部地区负载率较低,空载损耗较大,而目前我国非晶变压器的比例不到 2%,因此随着城市和农村电网改造工程的推进,非晶变压器将迎来高速增长期。粗略测算,如果我国存量变压器每 1% 升级为非晶变压器,对非晶带材的需求将超过 5 万吨;新增配网使用的非晶变压器(以变压器每年 10% 增幅,新增部分的 20% 为非晶变压器计)每年非晶带材的需求约为 1.5 万吨。(涉及公司:安泰科技)。
- 新能源汽车将推动锂电池市场快速发展。**尽管我国 2010 年上半年汽车产销量均位居世界第一,但人均保有量仅为每千人 48 辆,远低于全球的 140 辆。与此同时,能源短缺和污染问题逐步成为我国汽车工业发展所面临的重大问题,发展新能源汽车显得尤为重要。我国《节能与新能源汽车产业发展规划(11~20 年)》即将出台,将提出到 2020 新能源汽车保有量达到 500 万辆的具体目标,新能源汽车行业将迎来快速发展期。我们预计未来 3-5 年全球新能源汽车带动的动力锂电池需求复合增长将达到约 50%。(涉及公司:西藏矿业、天齐锂业、赣锋锂业)。
- 我国核电的快速发展将带动高端锆材需求的大幅增加。**锆是发展原子能工业不可缺少的材料,可作反应堆芯结构材料。目前中国核能发电占比很小,发展空间巨大,根据即将出台的《新兴能源产业发展规划》,2020 年我国核电装机容量将达到 8600 万千瓦,复合增速达到 24%。预计未来 10 年我国核电产业对核级锆材的需求总量将达到 3000 吨,而随着国内核级锆生产工艺的逐渐成熟,将会摆脱长期以来对国外核级锆的依赖,利好国内的核级锆生产企业。(涉及公司:东方锆业)。
- 政策支持推动循环经济步入快车道,相关行业有望进入高速发展期。**德国《循环经济和废物管理法》、日本《建设循环经济基本法》等法规的实施使欧洲和日本的各种资源平均循环利用率在 5—6 年内从低于 20% 迅速提高到 70% 以上。如德国废旧电池回收循环率从 1998 年的零上升到 2003 年的 70%,家庭废弃物利用率从 1996 年的 25% 上升到 2003 年的 60%。我国也已颁布鼓励循环经济的一系列法规,尤其是 2008 年发布的《循环经济促进法》,有望推进我国再生资源循环利用行业的迅速发展。随着十二五期间其它相应政策和法规的出台,再生资源循环利用行业有望进入高速发展期。(涉及公司:格林美、贵研铂业)。

图表 49: 全球大型汽车厂商锂电池生产计划显著提升



资料来源: IIT, 中金公司研究部

图表 50: 全球城市矿山中稀有金属含量惊人



资料来源: 日本《金属时评》, 中金公司研究部

图表 51：节能环保相关公司介绍与估值表

公司	代码	公司简介	主要产品
包钢稀土	600111.SH	公司是中国乃至世界上最大的稀土产业基地；母公司包钢集团是全球稀土资源储量最大的公司，公司获得资源成本低廉。公司积极推动稀土行业联合重组，向下延伸稀土产业链，形成了以钕铁硼永磁材料、储氢材料、抛光材料及荧光材料为主的四大产业链。	稀土氧化物、稀土金属、储氢合金、钕铁硼等
中科三环	000970.SZ	公司是一家从事钕铁硼永磁材料及其应用产品研发，生产和销售的高新技术企业。公司烧结钕铁硼和粘结钕铁硼磁体产能分别达到了10000吨和1500吨，总产能规模居国内首位，全球第二。	烧结及粘结钕铁硼磁体，钕铁氧体和电动自行车
宁波韵升	600366.SH	公司目前已具备高性能钕铁硼永磁体、风电/混合动力车电机、传统汽车电机等多元化业务的磁机电一体化企业。目前钕铁硼是公司的核心业务，产能约为5000吨，收入占公司总收入的70%以上。	钕铁硼永磁材料、八音琴、电机产品
安泰科技	000969.SZ	安泰科技以先进金属材料为主导产业，非晶带材产能为4万吨，位居全球第二，另外4万吨高速工具钢产能也属于全球业内领先水平。	钕铁硼、非晶带材、超硬及难熔材料等
西藏矿业	000762.SZ	公司拥有扎布耶盐湖这一全球第三大锂盐资源和号称“铬都”的西藏罗布萨铬铁矿，公司的尼木铜矿未来也有可能成为一个大型铜矿，因此公司的资源条件得天独厚，长期发展前景具有吸引力。	铬矿石、碳酸锂、氢氧化锂及电解铜
天齐锂业	002466.SZ	公司是公司是中国最大、世界第四的锂系列产品生产商，也是全球最大的矿石提锂企业。公司拥有四川雅安措拉锂辉石的探矿权，截至09年底，措拉矿氧化锂储量22.34万吨。	工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂
赣锋锂业	002460.SZ	公司是国内卤水提锂的主要生产商，锂深加工行业的龙头企业之一。公司产品基本覆盖了锂深加工行业的全部产品，其中金属锂、丁基锂、氟化锂市场份额居国内第一，电池级碳酸锂处于国内领先行列	金属锂、丁基锂、氟化锂、电池级碳酸锂和金属锂
东方锆业	002167.SZ	东方锆业是国内锆产品线最全的企业。公司完成对朝阳百盛收购后，核级海绵锆产能达150吨，工业级海绵锆产能600吨。东方锆业与DCM公司共同开采澳大利亚锆矿，该矿储量达到350万吨。	高纯氟氧化锆、高纯二氧化锆、超微细硅酸锆等
格林美	002340.SZ	公司主业是回收利用废旧电池、电子废弃物等废弃资源循环再造高技术产品。公司利用自主开发的专利技术实现资源循环再造塑木型材和钴镍行业中的超细钴粉、超细镍粉等高附加值产品，形成了超细钴粉、超细镍粉、钴镍电池材料、塑木型材、无铅焊料等多种高技术材料系列	超细钴粉、超细镍粉、塑木型材等
贵研铂业	600459.SH	贵研铂业主营业务包括金、贵金属特种功能材料、贵金属高纯功能材料、贵金属信息功能及贵金属环境及催化功能材料。公司通过定向增发实施的贵金属二次资源综合利用产业化项目增强了公司原料来源保障、有效延伸公司贵金属产业链。	贵金属特种功能材料、贵金属高纯功能材料、贵金属信息功能及环境催化功能材料

公司	代码	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)				EPS (元)			净利增长			PE			PEG
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2011E	
包钢稀土	600111.SH	537	891	1031	1210	1.10	1.28	1.50	1498%	16%	17%	60.3	52.1	44.4	0.29	
*中科三环	000970.SZ	138	175	232	291	0.34	0.46	0.57	137%	33%	25%	78.9	59.3	47.4	1.02	
*宁波韵升	600366.SH	102	216	288	413	0.55	0.73	1.04	140%	34%	43%	47.4	35.5	24.8	0.54	
*安泰科技	000969.SZ	197	275	406	573	0.32	0.47	0.67	61%	47%	41%	71.7	48.7	34.5	0.98	
西藏矿业	000762.SZ	105	56	87	106	0.20	0.32	0.38	162%	55%	21%	187.2	120.9	99.7	1.72	
*天齐锂业	002466.SZ	55	47	70	95	0.48	0.71	0.97	30%	47%	36%	117.1	79.5	58.3	2.11	
*赣锋锂业	002460.SZ	51	44	62	79	0.44	0.62	0.79	31%	40%	28%	115.1	82.3	64.5	2.53	
*东方锆业	002167.SZ	76	49	107	169	0.27	0.60	0.94	62%	120%	57%	155.1	70.7	44.9	0.91	
格林美	002340.SZ	74	97	157	212	0.80	1.29	1.75	70%	62%	35%	76.2	47.1	34.8	0.86	
*贵研铂业	600459.SH	44	71	98	124	0.63	0.87	1.11	676%	38%	27%	62.0	45.0	35.3	0.32	

*表示该公司CICC尚未正式覆盖，表中数据使用市场一致预期

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

2011 年选股策略：把握周期性时点与结构性机会

基本金属股将震荡上行，关键在于周期位置的判断和波段时点的把握

目前仍处于大的经济上行周期的中部阶段，整体趋势将呈现宽幅震荡上行。从全球经济周期来看，我们目前仍处于一个大的上行经济周期的中部阶段，中国和一些新兴市场处于周期中部略偏上的位置，而发达国家则处于周期中部略偏下的位置。由于发达国家复苏进程缓慢，本轮经济上行周期到达顶部可能需要较长的时间。而基本金属类股票在周期从中部发展到顶部的过程中将主要呈震荡上行的态势。当然由于强周期性和高弹性，以及经济增长与宏观调控的博弈，震荡幅度将较大，把握好调控节奏和进出时点的波段性操作将可以带来短期的超额受益。

拥有资源的企业在通胀上升中后期能提供较好的盈利保障。将有色金属采选业与冶炼业的利润率水平与前两个周期的 CPI 进行比照，可以发现高通胀会降低企业的盈利能力。通胀形成初期（CPI 小于 3%）采选业与冶炼业盈利能力较强；当通胀达到较高水平时（CPI 介于 3%至 4%），采选业与冶炼业利润率达到高点。在通胀上升后期（CPI 大于 4%），采选业与冶炼业利润率都会受到负面影响，但冶炼业盈利下降幅度更大。高通胀环境下，成本相对稳定而拥有资源的采选企业的盈利能力远远超过冶炼企业。目前通胀水平处于 4—5%的关口，如果继续上升会对有色企业的利润率造成一定影响，但拥有资源的采选企业会有相对的盈利保障。

通胀大幅攀升以及严厉调控的出台是造成板块上行趋势阶段性扭转的主要风险。目前我国通胀压力明显，政策重心更倾向于控通货。中金公司宏观组预期 2011 年有 1—2 次加息，发生在明年上半年的可能性较大。历史表明，紧缩的宏观政策，特别是较长时间的宽松政策之后的第一次调控往往会导致有色板块的大幅调整：04 年调控的出台导致 A 股有色板块调整 1 年多，调整幅度达 57%（当然也有股权分置改革的因素）；06 年调控时，A 股有色板块调整 1-2 个月，幅度达 30%。10 年 1 月的紧缩以及后续 4 月的地产调控和 5 月的欧债危机使有色板块上半年基本呈现震荡下行。尽管本次调控周期已开始了一段时间，但如果通胀迅速攀升，不排除政府出台严厉调控措施的可能。当然，出台后假使调控效果明显而经济又出现大幅放缓的趋势，政府必将再次放松。

一季度以及下半年可能迎来交易性机会。十一月 CPI 创出年内新高 5.1%，央行上调存款准备金率并加息以控制通胀，一定程度上缓解了市场对于紧缩政策的担忧。中金公司宏观组预计 12 月通胀将有所回落，降至 4.5%左右。另一方面，季节性需求将随节假日到来上升，而冬季食品供给难以迅速增加，将推高一季度通胀，预计 2011 年全年通胀前高后低。从现在至明年春节前（即 1 月份），政策调控压力相对较小，基本金属可能在这个时间窗口会出现一波上涨行情，特别是在金属价格强劲的情况下。3 月中发布的 1、2 月的高通胀数据可能会导致市场对政府出台更加严厉的紧缩政策的担忧，加之欧债危机可能再度显现，将对基本金属板块造成一定压力。预计后期紧缩效果的逐步显现将使通胀在下半年有所回落，紧缩压力的降低和发达国家的复苏将使基本金属类股票迎来又一波上涨行情。

从金属基本面、资源优势、盈利确定性以及股价弹性着手，江西铜业 A/H、中金岭南以及驰宏锌锗具有较好的投资价值。从基本面看，铜是我们明年最看好的基本金属品种，价格上涨幅度预计最大，因此江西铜业 A/H 业绩有望受益于明年的铜价上涨；从资源优势看，中金岭南海外资源扩张的策略有望取得进一步深化，而驰宏锌锗不仅已有矿山可能取得资源增量，而且集团矿山也有注入的可能；从盈利确定性看，这三家公司盈利一直保持稳定，我们预计江西铜业、中金岭南以及驰宏锌锗明后年盈利增速分别为 22%/5%、44%/17%及 12%/40%；从股价弹性看，江西 A/H、中金岭南与驰宏锌锗股价相对于金属价格的贝塔值分别为 1.70/1.75、1.78 与 1.83，在基本金属类股票中处于较高水平。

图表 52：山东黄金、招金矿业、江西铜业 A/H、中金岭南与驰宏锌锗股价相对于金属价格具有较高贝塔值

	黄金类股票					铜业类股票			
	山东黄金	中金黄金	紫金矿业A	紫金矿业H	招金矿业	江西铜业A	江西铜业H	铜陵有色	云南铜业
R-Square	86%	74%	78%	90%	94%	74%	93%	83%	71%
贝塔	3.40	2.37	3.00	2.64	3.33	1.70	1.75	2.53	1.34

	铝业类股票					铝锌类股票		锡业类股票	镍业类股票
	中国铝业A	中国铝业H	云铝股份	焦作万方	中孚实业	中金岭南	驰宏锌锗	锡业股份	吉恩镍业
R-Square	57%	81%	71%	62%	69%	79%	82%	95%	66%
贝塔	1.12	1.12	2.12	1.34	1.41	1.78	1.83	2.21	1.66

*计算贝塔值的时间段为 2010 年 7 月 5 日至今

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 53：基本金属和黄金类股票主要假设

	价格/成本	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
山东黄金	上海金价(元/克)	196	215	267	286	286	10%	25%	7%	0%
	国际金价(美元/盎司)	872	972	1,226	1,380	1,421	11%	26%	13%	3%
	单位现金成本(元/克)	74	84	113	116	119	14%	35%	2%	3%
	产量(千吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	金锭	101,050	107,351	119,671	126,580	133,928	6%	11%	6%	6%
	矿产金	15,550	17,668	18,515	20,367	22,403	14%	5%	10%	10%
	自给率	15%	16%	15%	16%	17%				
招金矿业	净利润(百万元)	637	746	1,342	1,666	1,961	17%	80%	24%	18%
	价格/成本	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	上海金价(元/克)	196	215	267	286	286	10%	25%	7%	0%
	国际金价(美元/盎司)	872	972	1,226	1,380	1,421	11%	26%	13%	3%
	单位现金成本(元/克)	65	60	65	68	70	-8%	9%	5%	2%
	产量(千吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	矿产金	7,753	9,296	11,120	12,935	15,037	20%	20%	16%	16%
紫金矿业	外购金	2,072	2,038	2,939	3,233	3,556	-2%	44%	10%	10%
	自给率	79%	82%	79%	80%	81%				
	净利润(百万元)	534	754	1,281	1,512	1,781	41%	70%	18%	18%
	价格/成本	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	上海金价(元/克)	196	215	267	286	286	10%	25%	7%	0%
	国际金价(美元/盎司)	872	972	1,226	1,380	1,421	11%	26%	13%	3%
	矿产金单位现金成本(元/克)	67	58	61	62	63	-14%	5%	2%	2%
中金黄金	长江铜价(元/吨, 含增值税)	55,484	41,952	58,700	64,950	66,211	-24%	40%	11%	2%
	国际铜价(美元/吨)	6,959	5,178	7,506	8,600	9,030	-26%	45%	15%	5%
	矿产铜单位现金成本(元/吨)	10,942	9,092	12,998	13,648	14,057	-17%	43%	5%	3%
	产量(吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	矿产金	27	28	30	31	32	6%	7%	1%	3%
	加工金	29	45	33	34	51	55%	-26%	3%	50%
	自给率	48%	39%	48%	47%	38%				
江西铜业	矿产铜	51,403	70,914	85,481	100,000	110,000	38%	21%	17%	10%
	净利润(百万元)	3,005	3,531	5,440	7,137	8,046	18%	54%	31%	13%
	价格/成本	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	上海金价(元/克)	196	215	267	286	286	10%	25%	7%	0%
	国际金价(美元/盎司)	872	972	1,226	1,380	1,421	11%	26%	13%	3%
	单位现金成本(元/克)	95	100	109	120	122	5%	9%	10%	2%
	产量(千吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
中国铝业	金锭	67,430	81,897	80,000	83,160	86,200	21%	-2%	4%	4%
	矿产金	11,630	17,000	20,490	24,000	26,500	46%	21%	17%	10%
	自给率	17%	21%	26%	29%	24%				
	净利润(百万元)	479	521	1,254	1,604	1,832	9%	141%	28%	14%
	价格/成本	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	长江铜价(元/吨, 含增值税)	55,484	41,952	58,700	64,950	66,211	-24%	40%	11%	2%
	国际铜价(美元/吨)	6,959	5,178	7,506	8,600	9,030	-26%	45%	15%	5%
驰宏锌锗	自产铜精矿生产成本(元/吨)	19,400	18,000	18,150	19,000	20,000	-7%	1%	5%	5%
	产量(千吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	阴极铜	702	802	915	942	1,012	14%	14%	3%	7%
	铜精矿	159	167	172	202	222	5%	3%	17%	10%
	自给率	23%	21%	19%	21%	22%				
	净利润(百万元)	2,285	2,349	4,796	5,833	6,139	3%	104%	22%	5%
	价格/成本	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
中金岭南	氧化铝价格(元/吨, 含增值税)	3,709	2,376	2,669	2,953	2,953	-36%	12%	11%	0%
	长江铝价(元/吨, 含增值税)	17,019	13,974	15,700	17,370	17,370	-18%	12%	11%	0%
	国际铝价(美元/吨)	2,571	1,671	2,165	2,300	2,369	-35%	30%	6%	3%
	氧化铝单位现金成本(元/吨)	2,351	1,927	2,126	2,265	2,377	-18%	10%	7%	5%
	电解铝单位现金成本(元/吨)	13,368	11,088	12,167	12,988	13,688	-17%	10%	7%	5%
	产量(千吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	外销氧化铝	4,265	4,437	6,349	7,232	6,704	4%	43%	14%	-7%
中金岭南	电解铝	3,250	3,440	3,784	3,973	4,172	6%	10%	5%	5%
	净利润(百万元)	9	(4,646)	918	2,124	3,236	n.a.	n.a.	131%	52%
	价格/成本	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	长江锌价(元/吨, 含增值税)	15,508	14,192	17,802	17,295	17,466	-8%	25%	-3%	1%
	国际锌价(美元/吨)	1,874	1,689	2,154	2,290	2,382	-10%	28%	6%	4%
	自产锌精矿生产成本(元/吨)	3,650	3,300	3,651	3,870	4,064	-10%	11%	6%	5%
	长江铝价(元/吨, 含增值税)	17,248	13,763	16,969	17,446	17,612	-20%	23%	3%	1%
中金岭南	国际铝价(美元/吨)	2,084	1,721	2,142	2,310	2,402	-17%	24%	8%	4%
	自产铝精矿生产成本(元/吨)	2,900	2,500	2,837	3,007	3,157	-14%	13%	6%	5%
	产量(千吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	锌产品	182	184	190	204	224	1%	4%	7%	10%
	自产锌精矿	112	112	111	122	134	1%	-1%	10%	10%
	自给率(锌)	61%	61%	58%	60%	60%				
	铅产品	91	89	97	104	115	-2%	10%	7%	10%
中金岭南	自产铅精矿	39	40	45	47	52	3%	12%	4%	10%
	自给率(铅)	43%	45%	46%	45%	45%				
	净利润(百万元)	154	263	497	696	830	71%	89%	40%	19%
	价格/成本	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	长江锌价(元/吨, 含增值税)	15,508	14,192	17,802	17,295	17,466	-8%	25%	-3%	1%
	国际锌价(美元/吨)	1,874	1,689	2,154	2,290	2,382	-10%	28%	6%	4%
	自产锌精矿生产成本(元/吨)	3,959	3,560	4,121	4,368	4,587	-10%	16%	6%	5%
中金岭南	长江铝价(元/吨, 含增值税)	17,248	13,763	16,969	17,446	17,612	-20%	23%	3%	1%
	国际铝价(美元/吨)	2,084	1,721	2,142	2,310	2,402	-17%	24%	8%	4%
	自产铝精矿生产成本(元/吨)	3,300	3,000	3,473	3,681	3,865	-9%	16%	6%	5%
	产量(千吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
	锌及锌产品	240	247	236	271	298	3%	-4%	15%	10%
	自产锌精矿	117	119	136	148	160	2%	14%	9%	8%
	自给率(锌)	49%	48%	58%	55%	54%				
中金岭南	铅产品	120	122	114	129	144	1%	-6%	13%	12%
	自产铅精矿	55	59	65	74	80	8%	10%	14%	8%
	自给率(铅)	46%	49%	57%	57%	56%				
	净利润(百万元)	346	414	666	975	1,119	20%	61%	46%	15%

注：中金岭南经营数据假设未包括佩里亚和全球星部分，盈利假设未包括全球星部分

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

黄金仍是最稳妥、最具防御性的品种

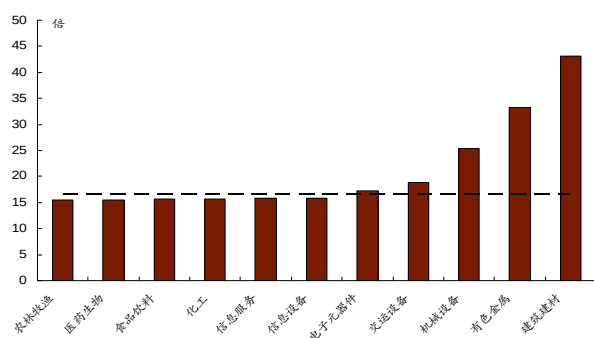
全年来看，如果美国加息预期在 2011 年底前不会形成（目前来看形成的可能性不是没有，但较小）则黄金股将是有色板块中最稳妥的品种。虽然黄金股的弹性不及基本金属和小金属股，但黄金股的收益稳定可期。而考虑到春季紧缩调控出台和欧债危机复燃的可能性较大，特别提示关注黄金股在 1 季度末和 2 季度的行情。

对于黄金类股票，我们从盈利增速、股价弹性以及资源扩张着手，首选中金黄金、山东黄金以及 H 股的招金矿业，另外适当关注估值便宜的紫金矿业 A/H。从盈利增速看，中金黄金 2010 年矿产金预计大幅增长到 20 吨，2011—2012 年有望维持 10% 以上年均增速；招金矿业矿产金产量未来几年的增速也将达到 15% 以上；而山东黄金近期矿产金增长有限。我们预计中金黄金、山东黄金与招金矿业 2011 和 2012 年盈利增速分别为 28%/14%、25%/17% 与 18%/17%。从股价弹性看，山东黄金与招金矿业股票价格相对于金价的贝塔值分别为 3.4 与 3.3，在黄金类股票中最高。从资源扩张预期来看，山金集团预计控制黄金储备达 800 吨，随着条件逐步成熟将会注入到上市公司；中金黄金近年不仅加大矿山基地勘探，而且控股股东中国黄金集团未注入股份公司的黄金储量约 700 吨（不包括中金黄金此次拟通过非公开发行人募集资金收购的集团黄金资源），未来有望放入中金黄金；招金矿业则一直没有停止对外收购黄金资产的步伐，未来几年公司黄金储量仍将保持稳步增长。

把握三大结构性趋势，捕捉新兴产业类股票中估值仍有空间的高成长品种

政策导向将为新兴产业类相关的品种提供长期投资机会。有色板块的结构性机会主要来自于与战略新兴产业相关的新材料、新能源和节能环保类股票。结构转型是“十二五”规划的主线，相关产业将得到国家资金与政策上的扶持，有望迎来快速发展。从历史经验来看，得到产业政策支持的行业与公司都有较好市场表现，为投资者带来长期投资机会。“十二五”期间，重点应把握与转型相关的、具有较大发展空间的三大结构性趋势——1) 装备及军备制造高端化；2) 消费升级；3) 节能环保。在此基础上，建议挑选三年复合盈利增速高于行业增速的公司，并通过 PEG 进行估值比较，最后筛选出收益风险比最高的品种。

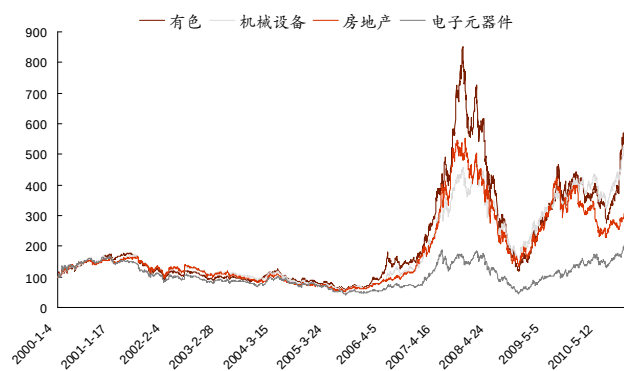
图表 54：十一五建材、有色和机械板块市值增加最快



注：银行板块增长 276 倍；采掘板块增长 162 倍，未纳入本图

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

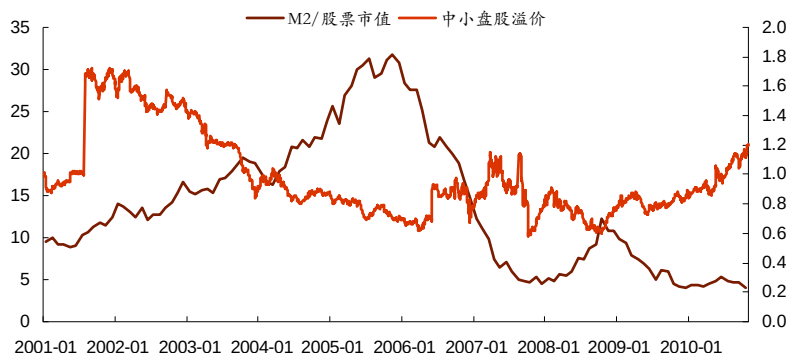
图表 55：过去几年受投资主导政策支持产业表现更好



资料来源：Wind，中金公司研究部

市场资金偏紧时中小盘股多有较好表现，关注调控期和行业细则出台期的行情。我们用 M2 与股票流通市值的比值代表市场资金，历史表明当比值下降的时候，即市场资金偏紧时，A 股中小盘股相对于大盘股的溢价往往会有扩大的趋势。中金宏观组认为 2011 年货币政策较 2010 年将适度从紧，M2 目标增速为 16% 左右，低于历史平均值。全年来看，当紧缩政策出台的可能性加大时（如春季的高通胀时期），如果恰逢十二五战略新兴产业行业规划细则的出台，则可能会给与新兴产业相关的上游品种带来一波大幅上涨的行情。当然，总体来讲，我们更看好的是这类股票的结构性长期投资机会，特别是大幅回调后带来的介入机会。

图表 56：市场资金偏紧时 A 股中小盘股相对大盘股有较好的表现



资料来源：Wind，中金公司研究部

新兴产业类金属股票中，关注行业前景好、盈利增长迅速以及估值较低的龙头企业。与新兴产业相关的行业有望受到国家政策扶持，行业需求前景良好，将为相关的小金属、深加工以及新材料类股票带来中长期投资机会。我们分别在三大结构性趋势中，从行业需求增速、公司未来三年净利润复合增速以及估值水平（PEG）三个方面对股票进行排序，挑选出**东方钽业、辰州矿业、东阳光铝、金钼股份、洛阳钼业、格林美、宁波韵升以及安泰科技**八只股票。它们的共同特点是行业增速较快，而公司作为行业龙头通过扩张或进口替代实现三年净利润复合增速高于 40%，而 PEG 均低于 1.4。

具体而言，**东方钽业**和**辰州矿业**的催化剂短期最为明确。**东方钽业**作为全球最大的三家钽产品生产商之一有较多的话语权将钽价上涨传递给下游，推升钽产品价格及盈利。**辰州矿业**作为全国第二大锑生产商将受益于冷水江地区再度加大整合力度而导致的锑价上涨，而其黄金、钨、锑的组合也较为稳健。**金钼股份**与**洛阳钼业**的催化剂将来自钼行业整合的细则出台以及钼价随发达国家复苏而实现的晚周期阶段性的上涨。**格林美**作为回收利用废旧电子和家电的循环企业具有独特的技术壁垒和盈利模式，将显著受益于循环经济的推广。其催化剂将来自新产能的释放以及与美心谈判合作的进展。**东阳光铝**作为铝电极箔的行业龙头将继续受益于家电和电器设备的高速增长。**宁波韵升**作为国内稀土永磁的第二大生产商将受益于需求的持续增长（特别是来自电子和节能家电行业）。**安泰科技**作为国内唯一拥有非晶带材技术的企业在电网开始规模化推广非晶变压器之后将迎来稀土永磁和高速工具钢之外的新增长点。

图表 57：我们看好各个结构性板块中加权后得分较高的公司

装备制造高端化	PEG	CAGR	行业前景	业绩确定性	评分	消费升级	PEG	CAGR	行业前景	业绩确定性	评分
厦门钨业	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	鲁丰股份	3.0	3.0	4.0	1.0	2.9
章源钨业	2.0	2.0	6.0	2.0	4.0	*东阳光铝	6.0	6.0	3.0	4.0	3.9
*中国忠旺	1.0	1.0	4.0	1.0	2.5	*新疆众和	2.0	1.0	3.0	3.0	2.7
宝钛股份	6.0	6.0	3.0	2.0	3.3	东方钽业	2.0	2.0	3.0	6.0	3.7
西部材料	2.0	3.0	3.0	2.0	2.6	辰州矿业	5.0	5.0	3.0	6.0	4.3
金钼股份	5.0	5.0	2.0	6.0	3.8	*锡业股份	3.0	4.0	3.0	3.0	3.1
洛阳钼业	6.0	5.0	2.0	6.0	3.9	节能类公司	PEG	CAGR	行业前景	业绩确定性	评分
云南锗业	1.0	1.0	3.0	4.0	2.9	包钢稀土	6.0	6.0	3.0	5.0	4.2
驰宏锌锗	4.0	2.0	3.0	4.0	3.3	*中科三环	4.0	4.0	3.0	3.0	3.2
环保类公司	PEG	CAGR	行业前景	业绩确定性	评分	*宁波韵升	6.0	6.0	3.0	4.0	3.9
*东方锆业	1.0	3.0	3.0	2.0	2.5	*安泰科技	6.0	4.0	4.0	4.0	4.2
格林美	3.0	1.0	6.0	4.0	4.3	西藏矿业	1.0	6.0	4.0	1.0	3.0
*贵研铂业	6.0	6.0	2.0	2.0	2.5	*天齐锂业	1.0	2.0	4.0	2.0	2.9
*表示该公司CICC尚未正式覆盖，表中数据使用市场一致预期						*赣锋锂业	1.0	2.0	4.0	2.0	2.9

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 58: 八只股票估值表

公司	主营业务	总市值 (亿元)	未来3-5年 行业增速	EPS			PE		09-12年净利 CAGR	2011年 PEG	YTD表现
				2010	2011	2012	2011	2012			
*东阳光铝	电极箔	156	15%	0.34	0.51	0.66	37	29	97%	0.38	135%
辰州矿业	黄金、锑、钨	191	10%	0.51	0.90	1.10	39	32	81%	0.48	45%
东方钽业	钽丝、钽粉	89	10%	0.18	0.30	0.46	82	54	63%	1.33	89%
金钼股份	钼产品	754	10%	0.23	0.36	0.54	65	43	50%	0.98	35%
洛阳钼业	铜、钨	273	10%	0.16	0.23	0.29	25	20	41%	0.60	9%
*安泰科技	钨铁硼，非晶带材等	197	25%	0.32	0.47	0.67	49	34	50%	1.02	70%
*宁波韵升	钨铁硼	102	20%	0.55	0.73	1.04	36	25	66%	0.54	82%
格林美	超细镍、钴粉，塑木型材	77	30%	0.80	1.29	1.75	47	35	55%	0.86	40%

*表示该公司CICC尚未正式覆盖，表中数据使用市场一致预期

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

提示参阅我们 2010 年 7 月的经济转型深度主题报告。关于东方钽业、辰州矿业、章源钨业、包钢稀土、西藏矿业和中金岭南请详见我们与 2010 年 7 月 20 日出版的深度行业报告《转型带来结构性变化—走在传统与新兴之间》；以及三部专题报告：《便携化与智能化的受益者—东方钽业首次关注》、《资源整合与深加工提升钨企业价值—钨金属主题报告》、《锂需求扩张将带来长期增长—西藏矿业首次关注》。

宝钛股份 (600456.CH) :国内最大的钛及钛合金生产和科研基地

投资提示:

宝钛股份是我国最大的钛及钛合金生产和科研基地,公司的钛材产量在全国占比超过 40%,其中高档钛材和军工钛材市场占有率高达 90%以上。公司产品结构较为完整,是国内唯一具有铸-锻-钛材加工完整产业链的企业。公司将是国家大飞机战略、核电大发展的最大受益者。我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.05/0.20/0.46 元,对应的市盈率为 570/137/60 倍,我们从中金小盘股小组承接公司覆盖,并维持审慎推荐的评级。

图表 59: 宝钛股份主要财务数据, 股票信息

(人民币百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	宝钛股份
主营业务收入	2,315	2,231	2,743	3,185	3,223	股票代码 600456.CH
(+/-%)	1.9%	-3.7%	22.9%	16.1%	1.2%	当前股价(元) 27.28
主营业务利润	366	16	22	106	249	日成交量(百万股) 4.92
(+/-%)	-39.6%	-95.7%	37.5%	390.1%	135.0%	52周最高价/最低价 40.48/16.9
净利润	301	16	21	86	196	发行股数(百万股) 174.6
(+/-%)	-40.9%	-94.5%	25.3%	316.7%	128.9%	其中:流通股(百万股) 137.1
每股收益(元)	0.70	0.04	0.05	0.20	0.46	主要股东(持股比例) 宝钛集团有限公司(52.93%)
(+/-%)	-40.9%	-94.5%	25.3%	316.7%	128.9%	
每股经营现金流(元)	-0.10	0.25	0.57	-0.24	0.23	
市盈率(倍)	39	715	570	137	60	
市净率(倍)	3.07	3.15	3.13	3.08	2.98	
股价/经营现金	-263	109	48	-114	118	
EV/EBITDA(倍)	9	59	41	25	14	
净资产收益率(%)	7.9%	0.4%	0.5%	2.3%	5.0%	
已动用资本回报率(%)	7.1%	0.4%	0.5%	1.9%	4.3%	
股息收益率(%)	0.92%	0.92%	0.05%	0.22%	0.50%	



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

理由:

全球航空业的复苏将推动公司航空钛材出口提升。作为国内最大的钛材出口商,07 年公司就与波音公司、古德里奇公司分别签署了钛材供应合同。其中为波音 2007-2009 年供应钛材 4300 吨,总价值 10 亿元以上;与古德里奇公司签订每年最低需求将超过 1000 吨的合同(2007-2011 年),但是金融危机爆发使得合同难以执行。随着全球经济的复苏、航空业的回升以及公司技术水平的提升,公司的出口规模将会逐步恢复到危机前水平。我们预计公司 2010-2012 年航空钛出口将分别达到 1400, 1680 吨和 2016 吨,同比增速分别为 75%, 20%和 20%。

中长期核电规划拓宽公司钛凝汽器市场。原子能发电厂的汽轮机叶片及凝汽器和管板均需使用钛,多年来他们占据了国内加工钛材行业出货量的 20%以上。据统计,核电站凝汽器平均每万千瓦用钛量为 1.4 吨,按照我国《核电中长期发展规划》,到 2020 年底核电总装机容量将提高到 8600 万千瓦左右,新增核电用钛材需求量达到 10500 吨。公司作为国内钛行业的龙头,势必能更多获益。

大飞机项目为公司提供长期发展保障。近期,国产 C919 大型客机获得国内外 100 架启动订单,标志着国产大飞机项目进入了冲刺阶段,从中长期来看,其必将推动钛需求快速增长。我们预计未来 20 年大飞机产量有望达到 2300 架,按照平均每架用钛 40 吨计算,共需要 9.2 万吨钛材,若按 20 年均分配,相当于每年增加钛需求 4600 吨,与 09 年 4000 吨的中国航钛消费相比,增长十分惊人。

募集资金项目产能逐渐释放。2008 年公开增发的募资项目大幅提升了钛材加工能力、完善了公司的产业链条、优化了产品结构,募集项目合计增加钛材加工能力 8200 吨,提升比例 123%。公司的钛带生产线建设项目、钛棒材生产线技术改造项目及钛合金扩能技术改造项目都已基本完成,明年可以贡献产量。我们预计明年公司钛材产量为 9160 吨。

估值与建议:

受益于国际航空业的逐步复苏、中国大飞机项目的快速推进,国内钛材市场正在稳步复苏,预计公司业绩将会大幅提高。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.05/0.20/0.46,对应的 PE 为 570/137/60 倍,建议投资者积极关注。

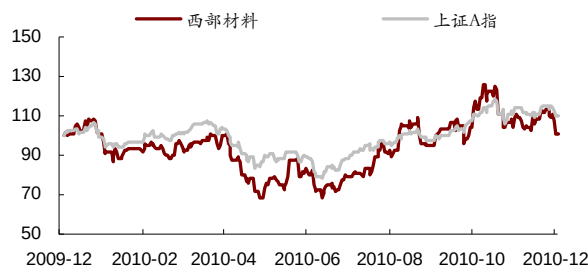
西部材料 (002149.CH) : 稀有金属复合材料龙头涉足高端钛材加工

投资提示:

公司稀有金属复合材料产能位居世界第三、全国第一, 金属纤维毡产能居世界第二、全国第一。公司通过非公开发行收购西部钛业后成功进入了高端钛材加工领域, 在高毛利的军工钛产品市场扩张方面有明显的竞争优势。同时公司也是国内核电站用核级银-铟-镉控制棒和核电冷凝器唯一合格的生产商, 将能够显著获益于未来 10 年中国核电产业的加速发展, 我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.19/0.34/0.46 元, 对应的市盈率为 129/71/52 倍, 我们从中金小盘股小组承接公司覆盖, 并维持审慎推荐的评级。

图表 60: 西部材料主要财务数据, 股票信息

(人民币百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	西部材料
主营业务收入	782	1,148	1,472	1,736	1,933	股票代码
(+/-%)	5.7%	46.7%	28.2%	17.9%	11.4%	002149.CH
主营业务利润	41	25	32	74	109	当前股价(元)
(+/-%)	-8.9%	-38.7%	26.4%	133.9%	47.0%	23.99
净利润	29	30	32	59	81	日成交量(百万股)
(+/-%)	0.8%	1.5%	9.7%	81.9%	37.0%	4.59
每股收益(元)	0.17	0.17	0.19	0.34	0.46	52周最高价/最低价
(+/-%)	0.8%	1.5%	9.7%	81.9%	37.0%	32.65/15.35
每股经营现金流(元)	-0.21	0.05	1.04	1.08	1.39	发行股数(百万股)
市盈率(倍)	144	142	129	71	52	174.6
市净率(倍)	6.23	4.93	4.81	4.59	4.32	其中: 流通股(百万股)
股价/经营现金	-115	505	23	22	17	137.1
EV/EBITDA(倍)	74	68	33	10	5	主要股东(持股比例)
净资产收益率(%)	4.3%	3.5%	3.7%	6.5%	8.3%	西北有色金属研究院(38.16%)
已动用资本回报率(%)	4.2%	1.9%	2.1%	3.6%	4.6%	
股息收益率(%)	0.00%	0.42%	0.23%	0.42%	0.58%	



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

理由:

钛材将是公司未来重点发展的业务。09 年公司通过非公开发行收购西部钛业 98% 的股权, 10 年 5 月完成了对其剩余 2% 的股权收购, 西部钛业成为全资子公司。未来公司计划形成 8000 吨熔炼、3000 吨板材、1000 吨锻件、和 1000 吨管材的生产能力, 对公司的盈利贡献将会逐步增大。此外, 公司第二大股东西安航天在航空、军工领域具有领先地位, 其实际控制人为国资委, 势必为公司在高毛利的军工产品市场扩张带来机会。我们预计 2011 年钛材产量为 3000 吨。

钛钢复合板业务为公司业绩增长提供又一引擎。钛钢复合板产品下游包括核电冷凝器、火电烟囱以及化工冶金的设备, 三个部分各占 1/3 的销售收入, 其中前两个领域将成为该板块业务增长的主要来源。其中, 核电冷凝器子行业将受益于国家的核电大发展, 而火电烟囱子行业将受益于电厂的脱硫改造。目前公司产能为 1.5 万吨, 未来将会达到 2 万吨。我们预计钛钢复合板 2011 年产量分为 13000 吨。

金属纤维发展前景看好。金属纤维在节能环保领域具有广泛的应用前景, 主要应用于汽车尾气过滤、太阳能以及化工、钢铁等领域的烟气除尘, 公司目前产能约为 5 万平米, 未来将会扩产到 8-10 万平米, 公司占国内市场份额的 60% 以上。随着国家和社会对节能环保的日益重视, 金属纤维的需求领域会逐步拓展, 我们看好此项业务的发展前景。预计 2011 年公司金属纤维毡的产量为 5 万平米。

核电产品未来 10 年前途光明。公司在核电站用核级银-铟-镉 (AgInCd) 控制棒产品上取得了显著进展, 成为国内唯一一家合格的控制棒生产商, 性能达到或接近法国法马通 (Framatome) 公司和美国西屋电气 (Westinghouse Electric) 公司产品的先进水平。目前客户已在小批量试用, 未来经过 800 支现场试验后有望获得资格认证, 并有可能在新建核电项目中实现进口替代。预计该项产品在未来十年内可为公司带来合计约 7~8 亿元销售收入。

估值与建议:

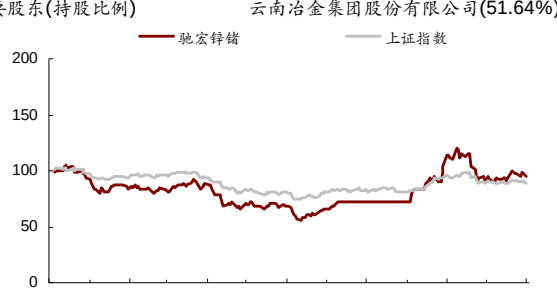
我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.19/0.34/0.46, 对应的 PE 为 129/71/52 倍, 建议投资者积极关注。

驰宏锌锗 (600497.CH)：国内铅锌业巨头，未来资源与产能扩张可期

投资提示：

驰宏锌锗是中国最大的铅锌生产商之一和国家第一批循环经济试点企业，铅锌资源自给达到 55%。公司十二五期间国内铅锌资源储量有望达到 1000 万吨，加拿大塞尔温项目也有望新增储量 500 万吨，相比现有储量增加 700 万吨，133%。公司“十二五”期间铅锌产能目标为 100 万吨，相比现有产能增加 72 万吨，增幅达到 157%。此外，公司还将加强尾矿综合回收和产品深加工力度，为业绩带来补充。我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.49/0.67/0.82 元，对应市盈率为 51/37/30 倍，首次关注给予审慎推荐的评级。

图表 61：驰宏锌锗主要财务数据，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	A 股
主营业务收入	6,111	4,644	3,824	5,005	5,636	6,299	股票代码 600497.CH
(+/-%)	37%	-24%	-18%	31%	13%	12%	当前股价(元) 24.92
主营业务利润	2,070	990	945	1,224	1,447	1,620	日成交量(百万股) 8.14
(+/-%)	40%	-52%	-5%	29%	18%	12%	52周最高价/最低价 33.5/14.31
净利润	1,317	152	263	497	696	830	发行股数(百万股) 1007.77
(+/-%)	27%	-88%	73%	89%	40%	19%	其中：流通股(百万股) 939.45
每股收益(元)	1.31	0.20	0.26	0.49	0.67	0.82	主要股东(持股比例) 云南冶金集团股份有限公司(51.64%)
(+/-%)	27%	-85%	30%	89%	35%	23%	— 驰宏锌锗 — 上证指数
每股经营现金流(元)	0.92	1.27	0.52	0.05	0.77	0.76	
市盈率(倍)	19.1	124.6	95.5	50.5	37.3	30.3	
市净率(倍)	8.2	10.7	5.9	5.3	4.6	4.0	
股价/经营现金流	27.0	19.6	47.6	480.9	32.3	32.6	
EV/EBITDA(倍)	14.4	47.1	41.2	26.9	21.4	18.2	
净资产收益率	43.1%	6.5%	6.2%	10.5%	12.7%	13.3%	
投入资本回报率	40.5%	7.6%	7.5%	10.5%	24.1%	25.1%	
股息收益率	3.7%	0.6%	1.2%	1.4%	1.9%	2.3%	

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

理由：

国内与国外资源扩张并举。公司“十二五”国内资源目标是铅锌资源储量达到 1000 万吨，其中内蒙古乌拉和呼伦贝尔地区资源增储后将达到 300 万吨；会泽矿到 2015 年保有金属储量可望达到 300 万吨；昭通铅锌矿到 2015 年也将实现铅锌资源增储 300-350 万吨的目标；公司东川、宁南“十二五”的目标是 50 万吨。此外，集团公司控制的荣达公司远景储量不低于 200 万吨，未来也有可能放到上市公司来。国外方面，公司和加拿大赛尔温签署了资源开发框架协议，占资源公司 50% 的股权，来自加拿大地区的新增权益资源储量将达 500 万吨以上。

产能扩张迅速，2015 年铅锌冶炼规模将达到 100 万吨。目前，公司铅锌冶炼能力 28 万吨，在建项目则包括：昭通 10 万吨正在做环评，会泽 16 万吨，呼伦贝尔 20 万吨，此外公司计划，通过新建或者兼并收购的方式来实现 26 万吨的产能目标，到 2015 年公司的铅锌冶炼生产规模将达到 100 万吨。十二五期间公司锌产量将达到 70 万吨，铅 30 万吨。而铅锌资源原来对外依存度比较高的情形也将得到显著改善。我们预计 2011 年公司铅锌产量分别为 20 万吨和 10 万吨。

公司将加强尾矿回收和产品深加工力度。如果公司产能规模扩大到 100 万吨，所有废渣物料将集中到综合回收公司进行处理，包括将近 500 吨白银，还有黄金等其它金属。仅综合回收这一项，销售初级产品就可以实现销售收入 30—40 亿元，再加上深加工产品，附加值将进一步提升。目前，公司已经在建设一些深加工的项目，如光纤四氯化锗、单晶锗等，这将为公司业绩增长带来有力的补充。

估值与建议：

我们认为明年全球铅锌过剩的局面将会有所改善，受中国需求增加及美欧宽松货币政策的影响，铅锌平均价格将会维持在较高的位置。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.49/0.67/0.82，对应的 PE 为 51/37/30 倍，首次关注给予审慎推荐的评级，建议投资者积极关注。

格林美 (002340.CH) : 循环经济与低碳制造的实践者与先行者

投资提示:

格林美主营业务是回收利用电子废弃物、废旧电池等废弃资源并循环再造高技术产品, 主营产品包括超细钴粉、超细镍粉、钴镍电池材料、塑木型材等, 是中国循环经济与低碳制造的实践者与先行者。公司新颖的循环经济模式将得到国家政策支持, 且“城市矿山”原材料供应充分。公司短期受益经济结构转型, 钴镍资源需求空间广阔, 中长期来看, 塑木型材有望成为公司利润的快速增长点。我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.80/1.29/1.75 元, 对应的市盈率为 76/47/35 倍, **首次关注给予审慎推荐的评级。**

图表 62: 格林美主要财务数据, 股票信息

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E	A 股	
主营业务收入	304	368	595	781	963	股票代码	002340.CH
(+/-%)	39%	21%	62%	31%	23%	当前股价(元)	60.83
主营业务利润	85	123	207	280	348	日成交量(百万股)	1.04
(+/-%)	39%	46%	68%	36%	24%	52周最高价/最低价	71.077/24.615
净利润	41	57	97	157	212	发行股数(百万股)	121.32
(+/-%)	10%	38%	70%	62%	35%	其中: 流通股(百万股)	34.40
每股收益(元)	0.34	0.47	0.80	1.29	1.75	主要股东(持股比例)	深圳市汇丰源投资有限公司(30.40%)
(+/-%)	10%	38%	70%	62%	35%		
每股经营现金流(元)	0.43	0.61	1.10	1.66	2.34		
市盈率(倍)	178.5	129.5	76.2	47.1	34.8		
市净率(倍)	32.1	26.1	7.8	6.4	5.2		
股价/经营现金	142.1	100.2	55.3	36.6	26.0		
EV/EBITDA(倍)	115.3	74.5	44.1	28.3	21.2		
净资产收益率(%)	18.0%	20.1%	10.2%	13.6%	15.1%		
投入资本回报率(%)	15.1%	12.9%	16.8%	12.6%	14.2%		
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.9%		

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

理由:

新颖的循环经济模式将受益国家政策支持, 助推公司快速成长。公司遵循“资源有限, 循环无限”的理念, 在国家推出《循环经济促进法》以及将循环经济列入战略新兴产业规划, 鼓励建设资源节约型和环境友好型社会的大力支持下, 我们认为公司将在“十二五”期间受益政策扶持而快速成长。

“城市矿山”原材料供应充分, 钴镍业务毛利率稳中有升。公司目前已建成深圳、湖北、江西三大循环产业园, 并与无锡签署了框架协议, 城市矿山扩张步伐不断加速, 保障了公司原材料的供应, 而近期废物回收准入门槛的提高也利好行业龙头企业。公司钴镍废料价格按产品市场价格的比例确定(根据金属含量), 因此保证了公司毛利率的稳定。而随着公司处理废料复杂程度的提高, 有望使原材料成本降低而提升毛利率。

短期受益经济结构转型, 钴镍资源需求空间广阔。钴镍广泛应用于硬质合金和电池行业。随着我国产业升级和机械化, 硬质合金未来 5 年将保持 30% 以上的增长率; 新能源汽车的发展则促进了对新型动力电池(含镍、钴、锰、锂等)的需求。我们认为未来 5 年再生钴镍有望部分替代原矿进口(我国镍钴资源极其缺乏), 需求增长前景广阔。

中长期新型金属产品和塑木型材有望成为公司利润的快速增长点。电子废弃物中蕴含各种金属, 尤其是稀贵金属潜力巨大, 随着公司分离技术的提高, 分离金属达到量产, 将为公司增添新型金属产品。由废旧家电和电子废弃物中的塑料制成的塑木型材可以部分替代木材, 广泛应用于园林及建筑材料。公司 30,000 吨塑木型材产能的建成(2012 年)有望为业绩提供补充。

估值与建议:

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.80/1.29/1.75 元, 对应市盈率为 76/47/35 倍。考虑到公司盈利模式符合国家战略新兴产业规划和循环经济的概念; 未来原材料渠道拓展空间广阔; 钴镍还原技术先进, 市场需求坚挺; 及塑木型材为公司带来中长期快速利润增长, 我们预计公司盈利未来三年将保持 40% 以上的复合增长率。首次关注给予审慎推荐的投资评级。

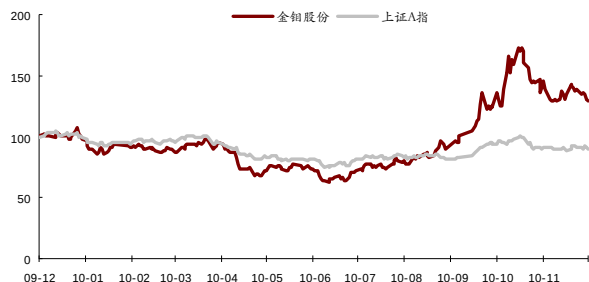
金钼股份 (601958.CH)：拥有完整产业链，受益于钼行业整合与景气度回升

投资提示：

公司是全球主要钼业公司之一，拥有采选、焙烧、钼化工和钼金属加工的完整产业链，业务分为钼炉料、钼化工以及钼金属三个系列。公司钼权益储量约 120 万吨，基本能实现原料自给。公司有望受益于钼资源保护性开采以及钼价上涨，随着汝阳公司扩建项目逐步投产，钼金属产量增长将提升公司未来业绩。我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.23/0.36/0.54 元，对应的市盈率为 102/65/43 倍，首次关注给予审慎推荐的评级。

图表 63：金钼股份主要财务数据，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	金钼股份
主营业务收入	5,961	4,586	6,387	7,903	11,031	股票代码 601958.CH
(+/-%)	-100%	-23%	39%	24%	40%	当前股价(元) 23.36
主营业务利润	3,453	802	1,145	1,760	2,671	日成交量(百万股) 2.53
(+/-%)	-100%	-77%	43%	54%	52%	52周最高价/最低价 34.3/11.21
净利润	2,734	549	738	1,159	1,749	发行股数(百万股) 3226.60
(+/-%)	-100%	-80%	34%	57%	51%	其中：流通股(百万股) 774.00
每股收益(元)	0.85	0.17	0.23	0.36	0.54	主要股东(控股比例) 金堆城钼业集团有限公司(76%)
(+/-%)	-10%	-80%	34%	57%	51%	
每股经营现金流(元)	0.82	0.04	0.30	0.35	0.46	
市盈率(倍)	27.6	137.2	102.1	65.0	43.1	
市净率(倍)	5.5	5.7	5.5	5.0	4.5	
股价/经营现金	28.4	639.8	78.5	67.6	50.8	
EV/EBITDA(倍)	20.3	97.3	69.8	41.0	27.1	
净资产收益率(%)	20.0%	4.1%	5.3%	7.7%	10.5%	
投入资本回报率(%)	31.1%	3.0%	4.4%	6.9%	9.8%	
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

理由：

国内钼矿保护性开采以及整合势在必行。钼是我国优势矿产，资源储量占世界 38%。国土资源部正准备将钼列入保护性开采矿种，从 2011 年开始实行开采总量管理，下达开采总量指标，使钼成为继黄金、钨、锑、锡、稀土后第六个被列入保护性开采的特定矿种。另外，国家也将对小钼矿乱开采、偷挖资源等行为进行整顿，并鼓励大型钼业公司整合区域内的小矿山。这些举措有利于规范钼行业的开采秩序，提升行业集中度，对于行业龙头企业形成利好。

2011 年钼价表现乐观。由于 2011 年国内经济增长见底回升，海外经济缓慢复苏，钢铁业也恢复到危机前水平，从而带动钼的下游消费。而钼的供给增加可能性不大，一方面因为中国限制钼的开采生产，另一方面 2011 年铜的供应趋紧将影响伴生品钼的产量。此外，发达国家量化宽松政策提供的充足流动性及弱势美元也将支持钼价上涨。2010 年氧化钼年均价为 15.8 美元，同比增长 38%；我们预计明年氧化钼年均价达到 18 美元，同比增长 14%。

公司拥有丰富的钼资源与完整的产业链。公司拥有金堆城矿山，保有储量 70 万吨；另外汝阳公司探明储量为 68.9 万吨，公司资源自给率在国内矿山公司中处于较高水平，原料基本实现完全自给。另外，公司实现产业纵向一体化，发展下游深加工产业链，提高产品附加值，是全球第二大钼化工加工企业和全球最大的钼金属加工企业。

产量增长是未来业绩的另一增长点。目前汝阳公司建设项目正在进行，如果顺利的话，汝阳公司矿石日处理能力在明年有望从目前的 2000 吨提高到 5000 吨，而且未来几年仍有增长空间。而公司也在不断地对设备及工艺进行改进，浮选率以及生产环节的回收率得到提高。我们预计 2011 年公司钼金属产出量为 1.6 万吨，2012 年为 1.8 万吨，同比增长 14%和 10%。

估值与建议：

我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.23/0.36/0.54 元，对应的市盈率为 102/65/43 倍。公司拥有丰富的钼资源，并且向下游拓展深加工产业链，涉及钼炉料、钼化工以及钼金属等多项业务。作为国内钼行业龙头，公司有望受益于钼资源整合以及明年钼行业景气度回升，而汝阳公司产能扩张也为公司提供业绩增长的可能，因此首次关注给予审慎推荐的投资评级。

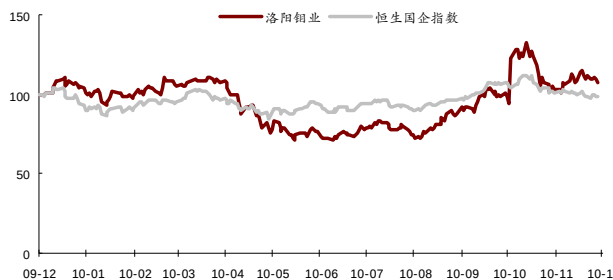
洛阳钼业 (3993.HK) : 钼资源扩张与钨产量上升保障未来业绩

投资提示:

公司是中国两大钼业龙头之一, 主要从事上游资源的开采和冶炼。公司发展以钼为主体, 以钨和贵金属为两翼, 致力于成为全国领先的钼业公司。同时, 公司注重在国内与海外寻找资源, 资源收购成为公司未来业绩增长的主要推动力。我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.16/0.23/0.29 元, 对应的市盈率为 36/25/20 倍, **首次关注给予审慎推荐的评级。**

图表 64: 洛阳钼业主要财务数据, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	洛阳钼业
主营业务收入	5,563	3,046	3,564	4,264	5,051	股票代码
(+/-%)	-6%	-45%	17%	20%	18%	3993.HK
主营业务利润	2,720	830	1,156	1,584	2,007	当前股价(元)
(+/-%)	-25%	-69%	39%	37%	27%	6.64
净利润	1,641	503	776	1,120	1,424	日成交量(百万股)
(+/-%)	-27%	-69%	54%	44%	27%	2.89
每股收益(元)	0.34	0.10	0.16	0.23	0.29	52周最高价/最低价
每股收益(港币)	0.39	0.12	0.19	0.27	0.34	8.69/4.27
(+/-%)	-27%	-69%	54%	44%	27%	发行股数(百万股)
每股经营现金流(元)	0.29	0.21	0.75	0.24	0.32	4876.17
市盈率(倍)	17.0	55.3	35.9	24.9	19.6	其中: 流通股(百万股)
市净率(倍)	3.4	3.4	3.5	3.2	2.8	1191.96
股价/经营现金	22.9	31.1	8.8	27.2	20.5	主要股东(控股比例)
EV/EBITDA(倍)	12.3	52.7	24.0	17.3	13.2	洛阳矿业集团有限公司(50.4%)
净资产收益率(%)	14.6%	4.6%	7.2%	9.4%	10.7%	
投入资本回报率(%)	15.9%	3.6%	5.5%	7.5%	8.6%	
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

理由:

高资源自给率使公司较大程度上受益于钼价上涨。目前公司三道庄矿山钼金属资源量约 48 万吨; 另外公司刚刚收购了上房沟矿山 55% 的股权, 上房沟矿拥有钼金属资源量 65.6 万吨。因此现阶段公司权益资源量达到 84 万吨, 资源自给率为 100%。预计 2011 年钼价仍有上涨空间, 公司充足的资源储量与高自给率使其能完全受益于钼价的上涨。

钨精矿业务是公司未来一大看点。公司三道庄矿山是钼钨伴生, 钨储量达到 70 万吨左右, 资源量全球第二。钨通常是作为钼的副产品生产出来, 由于现在开采越来越靠近矿山的中心地区, 钨的品位有所上升, 所以钨精矿的产量未来两年将有所上升, 达到 8000 至 10000 吨水平, 产量处于全国前三。

上房沟矿有望在明年为公司带来增量。公司于今年下半年收购了上房沟 55% 的股权, 该矿为钼与磁铁伴生, 目前具备 8000 至 10000 吨矿石年处理能力。上房沟矿明年将进行产能扩建, 如果公司于明年能将剩下的 45% 股权收购过来合并报表, 将利好公司未来业绩提升。

拟进行 A 股发行收购资源。近期公司董事会决定申请 A 股发行, 股份数不超过 5.42 亿股面值为 0.2 元的 A 股, 所募集资金 (估计约 37.88 亿元) 主要用于收购位于新疆哈密东戈壁的一座钼矿的探矿权、收购徐州环宇 (经营钼矿开采) 50% 股权、与河南地勘局合作进行探矿活动以及实施年产能 4 万吨的钼精矿转化工程二期等项目。据公司介绍, 新疆与富川的资源与公司本部差不多, 新疆的钼矿是一个多金属矿, 而富川则是钼铁伴生。如果将这两个矿收购过来, 公司的钼资源量可以达到全球第一。

估值与建议:

我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.16/0.23/0.29 元, 对应的市盈率为 36/25/20 倍。我们认为上房沟矿的扩产以及钨产量逐步提升将为公司未来业绩带来增量, 而公司一直致力于资源的对外扩张, 保障公司的持续发展。另外国家明年有可能出台钼资源保护性开采措施, 也有利于提升钼行业的景气度。因此首次关注给予审慎推荐的投资评级。

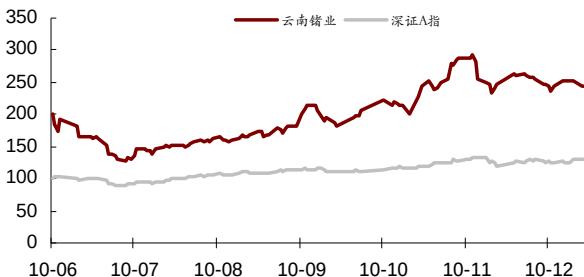
云南锗业（002428.CH）：优厚锗资源与深加工能力，等待下游爆发式增长

投资提示：

云南锗业是目前国内锗产业链最为完整、锗金属保有储量最大、锗产品产销量最大的锗生产商，锗产品的生产和销售均居国内第一位。公司拥有完整的一体化产业链，不仅能确保原料供应与成本控制，而且下游产品的高附加值也为公司带来业绩提升。我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.67/0.84/1.09 元，对应的市盈率为 100/80/62 倍，首次关注给予审慎推荐的评级。

图表 65：云南锗业主要财务数据，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	云南锗业
主营业务收入	209	189	205	293	376	股票代码 002428.CH
(+/-%)	26%	-10%	9%	43%	28%	当前股价(元) 67
主营业务利润	112	102	107	153	201	日成交量(百万股) 0.71
(+/-%)	25%	-10%	5%	44%	31%	52周最高价/最低价 92.2/30
净利润	81	78	84	105	137	发行股数(百万股) 125.60
(+/-%)	17%	-4%	8%	25%	30%	其中：流通股(百万股) 32.00
每股收益(元)	0.65	0.62	0.67	0.84	1.09	主要股东（控股比例） 临沧飞翔冶炼有限责任公司(27.88%)
(+/-%)	17%	-4%	8%	25%	30%	
每股经营现金流(元)	0.50	0.82	0.78	(0.07)	1.04	
市盈率(倍)	103.4	107.9	100.1	80.0	61.5	
市净率(倍)	43.0	33.3	6.5	6.0	5.5	
股价/经营现金	133.4	81.4	86.0	(923.7)	64.1	
EV/EBITDA(倍)	81.4	87.9	81.6	47.7	33.6	
净资产收益率(%)	41.6%	30.9%	6.5%	7.5%	8.9%	
投入资本回报率(%)	30.5%	17.9%	7.6%	6.7%	7.7%	
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

理由：

锗的下游行业将迎来高速发展期，锗价自底部逐渐抬升。锗的下游需求主要应用在红外市场、太阳能电池以及光纤市场，这三个市场有望迎来快速发展。长期来看，锗产品可能持续保持供不应求的态势。随着装备现代化以及新技术的应用发展，红外产品市场、太阳能电池以及光纤市场未来将迎来快速发展，未来十年复合增长率有望达到 41%、18%以及 10%。随着锗需求较快的增长，全球锗供给可能短缺，从而推升锗价。国内氧化锗价格自金融危机之后一直处于 3400-3600 元/吨的低位，但在今年 10 月末已经开始逐步上升。我们预计 2011 年与 2012 年氧化锗价格分别为 4135 元/吨与 4342 元/吨，同比增长 15%与 5%。

公司拥有的优质的矿产资源和良好的资源保障力度。公司拥有的大寨锗矿和梅子箐煤矿储量丰富、品质较好，品位较高，锗金属保有储量合计达 689.55 吨，等于全国地表保有储量 3500 吨的 19.70%（全国锗储量占全球约 40%）；公司还拥有凤庆县砚田锗及多金属矿和永德县尖山铅锌矿探矿权；公司正在申请云南省永德县乌木龙乡银厂街锗及多金属矿探矿权。云南锗业资源优势明显，保障年限在 30 年以上。同时公司还通过东昌金属进行锗废料回收业务，补充原料的需求。

公司拥有一体化的完整产业链。公司拥有从锗矿开采-四氯化锗-二氧化锗-区熔锗锭到下游太阳能电池晶片与红外镜头等深加工产品。目前公司资源自给率达到 80%，不仅能保证上游原料的供给，而且可以有效控制成本。另外公司深加工产品的高附加值有望为公司带来丰厚的利润，而且增强公司对上游锗价波动的抵御能力。

公司募投项目为中长期业绩爆发式增长带来可能。公司正在扩建的锗金属生产线项目产能 8.60 吨/年，到 2012 年公司锗金属产能将达到 47.60 吨/年。另外，公司将运用募投资金到下游深加工项目，使太阳能电池用锗晶片产能从目前的 1 万片/年扩到 30 万片/年，红外光学锗镜片从 1 万片/年增加到接近 2 万片/年，红外光学锗镜头从现在的 360 套/年扩展到 3.55 万套/年。随着产能的逐步释放投入，公司将有望享受下游需求快速增长所带来的业绩提升。

估值与建议：

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.67/0.84/1.09 元，对应的市盈率为 100/80/62 倍。我们认为公司拥有得天独厚的锗资源以及下游完整产业链，未来下游需求增长以及深加工产能扩张将有利于公司中长期发展，因此首次关注给予审慎推荐的投资评级。

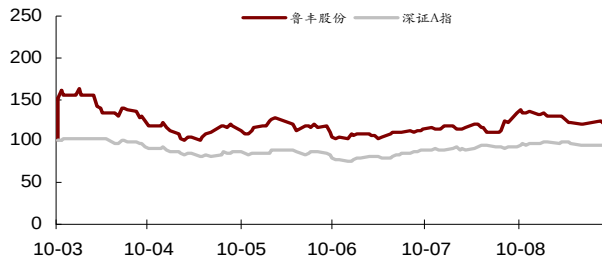
鲁丰股份 (002379.CH) : 包装铝箔行业龙头, 稳定性与成长性兼具

投资提示:

鲁丰股份是国内家用与药用铝箔的领先企业。公司主导产品为家用与药用铝箔。家用铝箔主要用于出口, 国内市场份额排行第二, 而药用铝箔的市场份额居全国首位。公司将受益于消费升级带来的食品与药用包装市场的快速增长, 新建产能的逐步释放将带领公司步入成长期。我们预测公司 2010-2012 年的每股收益为 0.52/1.17/1.93 元, 对应的市盈率为 75/33/20 倍, **首次关注给予审慎推荐的评级。**

图表 66: 鲁丰股份主要财务数据, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	鲁丰股份
主营业务收入	827	781	1,084	1,939	3,086	股票代码 002379.CH
(+/-%)	11%	-6%	39%	79%	59%	当前股价(元) 38.71
主营业务利润	116	127	148	300	467	日成交量(百万股) 1.10
(+/-%)	8%	9%	17%	102%	56%	52周最高价/最低价 55/32.78
净利润	30	32	40	91	150	发行股数(百万股) 77.50
(+/-%)	-33%	6%	25%	126%	65%	其中: 流通股(百万股) 19.50
每股收益(元)	0.39	0.42	0.52	1.17	1.93	主要股东(控股比例) 于荣强(50.52%)
(+/-%)	-33%	6%	25%	126%	65%	
每股经营现金流(元)	1.50	0.40	3.39	0.23	1.98	
市盈率(倍)	98.9	93.1	74.7	33.0	20.0	
市净率(倍)	15.1	13.0	3.3	3.0	2.6	
股价/经营现金	25.8	96.1	11.4	168.8	19.5	
EV/EBITDA(倍)	37.8	36.4	26.9	14.7	10.4	
净资产收益率(%)	15.2%	13.9%	4.4%	9.0%	13.0%	
投入资本回报率(%)	8.7%	6.9%	4.8%	6.7%	8.9%	
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

理由:

食品铝箔未来十年复合年均增速约 30%。铝箔在食品包装中的应用主要有铝箔保鲜膜、铝箔餐盒以及利乐包装。随着铝箔对塑料保鲜膜与一次性塑料餐盒的替代, 我们预计铝箔在保鲜膜市场有望新增需求 54 万吨, 而在餐盒市场有望新增需求 4.5 万吨; 而下游饮料行业维持快速增长, 加上中西部地区以及农村地区潜在发展空间, 将新增 10.5 万吨的利乐包装铝箔需求。由此, 食品包装铝箔在未来十年的新增需求估计约 70.5 万吨, 约为目前消费量的 13.5 倍, 未来十年复合年均增速达到 31%。

药用包装铝箔未来有望保持 25% 至 30% 的增速。铝箔在药用包装中的应用主要是泡罩包装, 而我国铝箔包装仅占药品包装材料的 25% 左右。据中金医药组预测, 国内医药市场发展迅速, 未来几年将保持 25% 的增速, 而且随着药用铝箔对其他包装材料的替代, 我们估计未来十年药用铝箔需求增速将有望保持在 25% 至 30%。

公司的盈利模式使其毛利水平保持稳定。铝箔属于深加工产品, 位于铝加工产业链的末端, 消费属性较强。尤其是公司主要产品为家用和药用铝箔, 面向日常消费群体, 对经济周期及上游行业周期波动的敏感度不高。另外, 公司产品定价采取“发货前一段时间内铝锭平均价格+加工费”的模式, 其利润主要来自于加工费与加工成本之间的差额, 而且公司在细分行业中处于领先地位, 拥有一定的定价权, 所以加工费水平比较稳定。

新建产能释放在即, 公司步入快速成长期。目前公司铝箔在建产能有 8 万吨, 还有最近筹划建设的 10 万吨高精度铝箔项目; 另外公司在建的铝板带项目有助于公司产业链纵向延伸, 加强原料品质和成本的控制。我们预计公司 2010 年至 2012 年铝箔产能分别为 4 万、12 万与 17 万吨, 产量分别为 4.0 万、8.4 万以及 13.4 万吨, 铝箔产量的年均复合增长率达到 56%; 而 2010 年至 2012 年铝板带产量分别为 5.0 万、7.5 万以及 9.5 万吨, 铝板带产量的年均复合增长率达到 62%。

估值与建议:

我们预计 2010-2012 年的每股收益为 0.52/1.17/1.93 元, 对应的市盈率为 75/33/20 倍, 高于 A 股可比公司 PE 平均值。由于公司处于高成长期, PEG 仅为 0.67, 低于 A 股可比公司 PEG 均值 0.75, 因此我们认为高成长性使其在铝加工行业中具有相对较好吸引力。虽然近期可能由于大盘盘整而给股价带来一定压力, 但我们看好公司未来产能释放带来的增长机会。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED