

关注铜和黄金，挖掘新兴产业受益小金属

—— 2011 年有色金属行业年度投资策略



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **流动性：**以美联储为首的发达国家继续执行宽松货币政策，而以中国为首的新兴市场国家则开始有序收缩。我们认为不同货币政策取向本质原因在于经济复苏程度不同。经历金融危机后，新兴市场发展中国家经济快速复苏，并再次呈现强劲增长，目前总产出水平远超金融危机前水平；而发达国家受金融危机后复苏缓慢，目前总产出水平远低于金融危机前水平。我们认为只要以中国为首的新兴市场经济体流动性紧缩政策未严重损害经济成长，则受益于以美联储为首的全球宽松流动性和基金分散化配置的需求，商品价格将维持高位运行态势；但国内流动性紧缩政策，恐带来国内股票整体估值中枢下移。
- **基本金属：**我们看好 2011 年基本金属板块投资机会，首推铜板块。理由主要有二：首先，看好未来基本金属价格表现，受益于全球宽松流动性和强劲供需基本面推动，我们尤其看好后期铜、锡价走势，其他基本金属如铅、锌、铝、镍，随着基本面逐渐改善，未来也有望震荡走高。第二，估值优势。目前基本金属板块，铜子板块估值最低。对于铅锌板块我们也较看好，主要受益于上市公司较高的铅锌矿自给率。此外，集团持有相关资产，存在资产注入预期的相关上市公司，估值可享有一定溢价。
- **避险、投资需求上升 黄金连续 10 年牛市有望持续** 我们看好黄金价格的主要逻辑：1) 在当前阶段，宏观经济的不确定性和朝鲜半岛局势紧张使得黄金的货币属性和避险作用受到了激发，2) 以农产品价格上涨为首的通胀预期，上一轮粮食价格大幅上涨阶段（07 年 6 月—08 年 3 月）黄金价格在这段期间上涨 49%。我们预期受拉尼娜气候影响，全球范围的粮食减产导致的价格上涨仍将持续。3) 新兴经济购买黄金带来的需求上升。韩国、泰国、越南近期都开始增加黄金储备的迹象。随着今年中国开放黄金供应渠道，中国对黄金的投资需求将大幅增长。今年 1—10 月中国黄金进口量已经同比上涨 480%。4) 从供给面看产量下降而需求上涨，过去近 10 年间，世界黄金产量下降 9.6%，8 个主要黄金生产国中有 6 个国家产量下滑。而需求面看，主要黄金 ETF 持金量今年上涨了 13%。
- **关注中国有资源优势而下游受益于新兴产业的小金属品种** 我们认为在资源稀缺持续，下游新兴产业需求增长，公司自身技术提升和延伸的行业趋势下，2011 年小金属板块有望继续走强。我们尤其关注中国有优势的品种，钨、锑、锰；以及下游受益于新兴产业需求旺盛的品种：钽和铌。
- **风险：**流动性紧缩超出预期，恐导致金属价格下跌，国内整体估值中枢下移。

张镭

有色金属行业资深分析师

8621—63325888 × 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060035

徐建花

有色金属行业分析师

8621—63325888 × 6090

xujianhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121342

杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

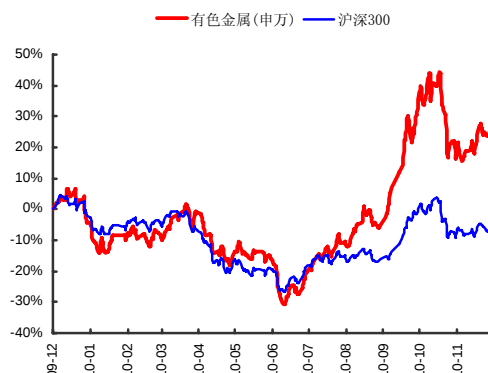
行业

金属

报告日期

2010 年 12 月 28 日

行业表现



重点覆盖公司盈利预测和估值表

	评级	EPS				PE		
		09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E
江西铜业	买入	0.78	1.44	2.06	2.45	29	20	17
山东黄金	买入	1.05	0.9	1.3	1.49	58	40	35
中金岭南	买入	0.47	0.6	0.85	0.91	35	25	23
东方钨业	买入	0.11	0.18	0.45	0.54	138.1	55.2	46
宝钛股份	买入	0.04	0.19	0.69	1.31	144	40	21
贵研铂业	买入	0.08	0.63	0.89	1.22	62	44	32
金瑞科技	买入	-0.96	0.20	0.97	1.87	114.5	23.6	12.2

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

投资要点:	5
流动性	6
以美联储为首的发达国家继续执行宽松货币政策	6
以中国为首的新兴市场国家则开始有序收缩	7
商品市场话语权已经进入基金主导的时代。	8
基本金属	9
铜供需基本面强劲	9
铜生产成本上升显著，将推动价格上涨	14
估值分析	16
避险+投资需求上升 黄金 10 年牛市有望持续	18
以中国为首的新兴经济对黄金的需求高涨	19
供应 —— 矿产金过去 10 年下降 9.6%	20
黄金仍有很大上升空间	21
关注中国有优势/下游受益于新兴产业的小金属品种	22
钽:	22
美国禁止从刚果冲突地区进口钽矿将大幅推升钽价	22
以平板电脑、智能手机为首的下游电子产品需求火爆	23
钛:	25
钨:	26
供应紧张 中国需求增长	26
锰:	27
行业整合推升锰价	27
下游需求平稳增长	28
锑:	31
看好中国阻燃剂需求增长	31
投资建议	32
风险因素	32

图表目录

图 1：欧美日央行利率降低至史无前例低位	6
图 2：三月期美元 LIBOR 和 TED 利差仍处于历史极低位	6
图 3：金融危机过后，新兴市场国家经济迅速复苏并再次呈现强劲增长，而发达国家复苏缓慢 ...	7
图 4：当前美国失业率居高不下，维持在近 10% 水平	7
图 5：当前美国核心通胀率日渐走低至 1% 水平	7
图 6：中国 11 月 CPI 再次超过 5%	8
图 7：中国通胀水平迅速回升	8
图 8：当前基金份额占商品市场交易量达到 60% 以上，而 2000 年仅仅为 15%	9
图 9：2000 年以来全球铜库存和库需比图	10
图 10：2000 年以来全球铜库存分布结构	10
图 11：前 8 大国家铜矿产量占全球 76%，智利占 1/3	10
图 12：全球前 6 大铜业公司产量占全球 45%	10
图 13：过去 5 年全球铜矿产量复合增长率 1.47%	11
图 14：过去 5 年智利（占全球产量 1/3）产量陷于停滞	11
图 15：目前在产的前十大铜矿，最新得是 1996 年投产的 Antamina 铜矿	11
图 16：铜矿平均品位逐年下降（智利为例）	12
图 17：智利矿业历史投资额和未来 5 年预测 单位：百万美元	12
图 18：2000 年来全球精铜消费复合增长率 2.1%	13
图 19：全球精铜消费分布情况	13
图 20：2000 年来中国精铜消费复合增长率高达 15.7%	14
图 21：2000 年来印度精铜消费复合增长率高达 10%	14
图 22：2008 年全球主要国家人均精铜消费量	14
图 23：主要国家不同人均 GDP 阶段的铜消费量	14
图 24：过去 5 年全球精炼铜生产成本上升 1 倍有余	15
图 25：全球主要地区生产成本均显著上升，尤其是非洲	15
图 26：1990 年以来 CODELCO 营业利润率情况	15
图 27：1990 年来 CODELCO 净利率和铜价/生产成本对比图	15
图 28：2005 年至今有色金属分类指数 PE 跟踪图	17
图 29：各国债务占 GDP %	19
图 30：欧洲各国赤字占 GDP %	19
图 31：中国累计黄金供应和需求	20
图 32：世界央行黄金储备	20
图 33：世界黄金产量在 2001 年达到顶峰后逐步下滑	21
图 34：世界钽储量	23

图 35: 2009 世界钽产量（不包括锡渣提取）	23
图 36: 钽矿价格飙升全年涨幅 192%	24
图 37: 钽的下游用途主要是电子产品	24
图 38: 全球钛消费结构	25
图 39: 我国钛消费结构	25
图 40: 欧洲钛铁价格（Ferrotitanium 70% MB free market \$/kg Ti d/d Europe）	26
图 41: 美国废钛 CIF 价格（Titanium Scrap Turnings Unprocessed）	26
图 42: 世界钨储量	27
图 43: 世界钨产量	27
图 44: 钨消费结构	27
图 45: 硬质合金应用	27
图 46 全球锰资源储量	28
图 47 2009 年全球锰矿石开采情况	28
图 48 世界电解锰供应	29
图 49 主要电解锰出口国	29
图 50 中国电解锰产能分布	29
图 51 锰的下游需求	30
图 52 不同钢铁产品中含锰量	30
图 53 全球不锈钢产量分系列	31
图 54 钢铁生产中的单位锰用量在提高（公斤/吨钢）	31
图 55: 中国锑资源为全球最多	31
图 56: 中国锑产量占全球 91%	31
表 1: 我们对未来两年国内基本金属价格预测 单位: 元/吨	16
表 2: 国内基本金属板块估值情况	17
表 3: 国内基本金属主要上市公司自给率情况 单位: 万吨	18
表 4: 受金融环境不稳定影响 近年来黄金投资需求大幅增长	19
表 5: 世界前 8 名黄金生产国的黄金产量自 2001 年以来已经下降 16%	21
表 6 钽电容器用途:	24
表 7 主流厂商平板电脑推出情况:	24
表 8: 重点覆盖公司盈利预测和投资建议	32

投资要点：

- **流动性：**以美联储为首的发达国家继续执行宽松货币政策，而以中国为首的新兴市场国家则开始有序收缩。不同货币政策取向本质原因在于经济复苏程度不同。经历金融危机后，新兴市场发展中国家经济快速复苏，并再次呈现强劲增长，目前总产出水平远超金融危机前水平；而发达国家受金融危机影响复苏缓慢，目前的总产出水平远低于金融危机爆发前水平。我们认为只要以中国为首的新兴市场经济体流动性紧缩政策未严重损害经济成长，则受益于以美联储为首的全球宽松流动性和基金分散化配置的需求，商品价格将维持高位运行态势。
- **基本金属：**我们看好 2011 年基本金属板块投资机会，首推铜板块。理由主要有二：首先，看好未来基本金属价格表现，受益于全球宽松流动性和强劲供需基本面推动，我们尤其看好后期铜、锡价走势，其他基本金属如铅、锌、铝、镍，随着基本面逐渐改善，未来也有望震荡走高。第二，估值优势。目前基本金属板块，铜子板块估值最低。对于铅锌板块我们也较看好，主要受益于上市公司较高的铅锌矿自给率。此外，集团持有相关资产，存在资产注入预期的相关上市公司，估值可享有一定溢价。
- **黄金：**我们看好黄金价格的主要逻辑：**1）**我们认为欧元区债务危机还需要相当一段时间来进行调整和化解，对全球经济的影响仍将持续，加上朝鲜半岛局势紧张导致**黄金的避险需求长期存在**，**2）以农产品价格上涨为首的通胀预期**，上一轮粮食价格大幅上涨阶段（07 年 6 月-08 年 3 月）黄金价格在这段期间上涨 49%。我们预期受拉尼娜气候影响，全球范围的粮食减产导致的价格上涨仍将持续。**3）新兴经济购买黄金带来的需求上升。**韩国、泰国、越南近期都开始增加黄金储备的迹象。随着今年中国开放黄金供应渠道，中国对黄金的投资需求将大幅增长。今年 1-10 月中国黄金进口量已经同比上涨 480%。**4）从供给面看产量下降而需求上涨**，过去近 10 年间，世界黄金产量下降 9.6%，8 个主要黄金生产国中有 6 个国家产量下滑。而需求面看，主要黄金 ETF 持金量今年上涨了 13%。
- **关注中国有资源优势而下游受益于新兴产业的小金属品种** 我们认为在资源稀缺持续，下游新兴产业需求增长，公司自身技术提升和延伸的行业趋势下，2011 年小金属板块有望继续走强。我们尤其关注中国有优势的品种，钨、锑、锰；以及下游受益于新兴产业需求旺盛的品种：钽和钛。

流动性

以美联储为首的发达国家继续执行宽松货币政策，而以中国为首的新兴市场国家则开始有序收缩。不同货币政策取向本质原因在于经济复苏程度不同。经历金融危机后，新兴市场发展中国家经济快速复苏，并再次呈现强劲增长，目前总产出水平远超金融危机前水平；而发达国家受金融危机影响复苏缓慢，目前的总产出水平远低于金融危机爆发前水平。我们认为只要以中国为首的新兴市场经济体流动性紧缩政策未严重损害经济成长，则受益于以美联储为首的全球宽松流动性和基金分散化配置的需求，商品价格将维持高位运行态势。

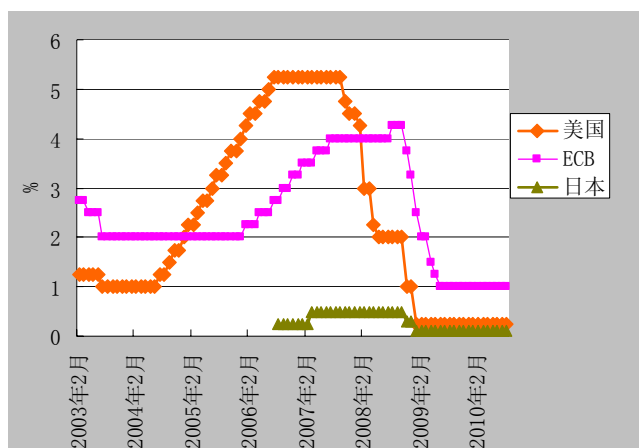
以美联储为首的发达国家继续执行宽松货币政策

2008年10月金融危机爆发以后，欧美央行开始实施史无前例的定量宽松货币政策，美联储在危机爆发后短短三个月内将基准利率自2%下降至创历史新低的0.25%，欧元区央行将基准利率降低至历史最低1%，日本央行利率也降至历史最低水平0.1%，如此低利率自2009年2-3月已经维持了近两年时间，而我们预计未来1年美欧日央行上调利率可能性也极小。

以美联储为例，当前0.25%的超低利率将有望维持近3年时间，而2000年网络危机泡沫破灭后，美联储将低利率至1.5%以下也仅维持了1年半时间。从这个角度，我们认为本轮以美联储为首释放的全球流动性凶猛泛滥，不仅体现在当前史无前例的低利率，还体现在极低利率维持的时间将相当长。

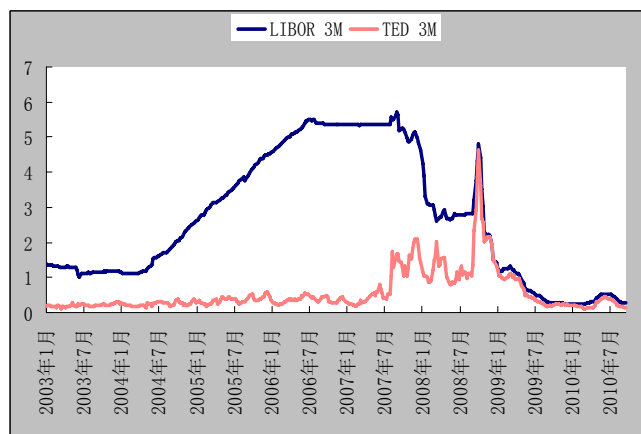
史无前例的定量宽松货币政策造就当前极其宽裕的流动性，反映货币资金成本的三月期美元LIBOR只有0.28%，三月期TED利差仅0.15%，均维持在历史极低位。

图1：欧美日央行利率降低至史无前例低位



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

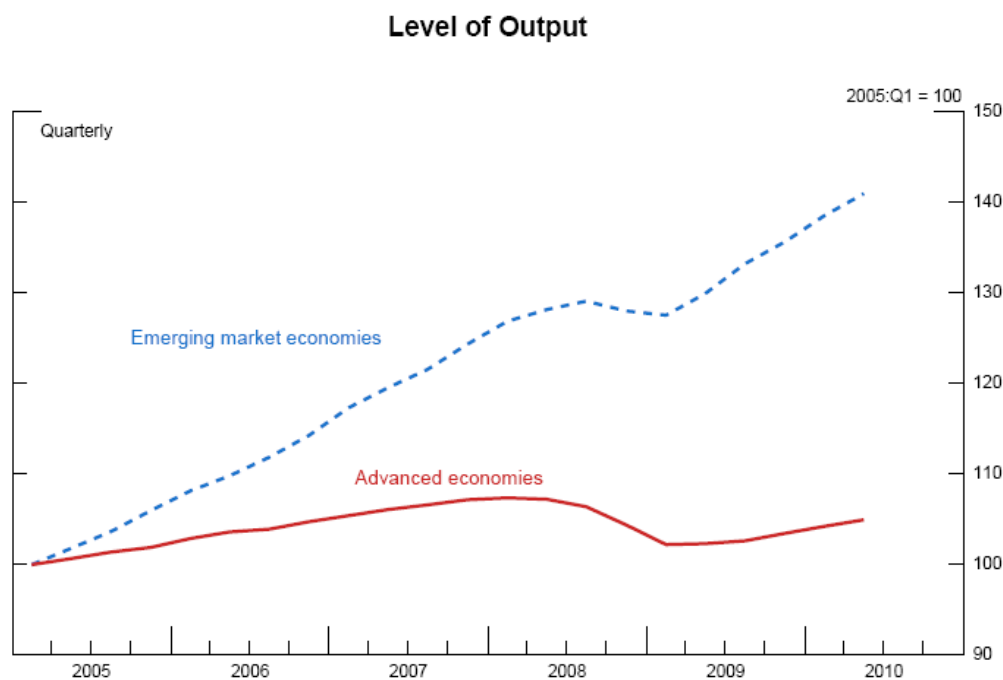
图2：三月期美元 LIBOR 和 TED 利差仍处于历史极低位



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

我们认为当前美欧日将在相当长时间维持低利率，最本质的原因在于经济复苏缓慢。从下图我们看到，在经历金融危机后，新兴市场发展中国家经济快速复苏，并再次呈现强劲增长，目前总产出水平远超金融危机前水平，增长率也仅较危机前的趋势增长率低1.5个百分点。而发达国家受金融危机影响复苏异常缓慢，目前的总产出水平较金融危机爆发前水平尚有一段距离，其增长率仅较危机前的趋势增长率更是低8个百分点。

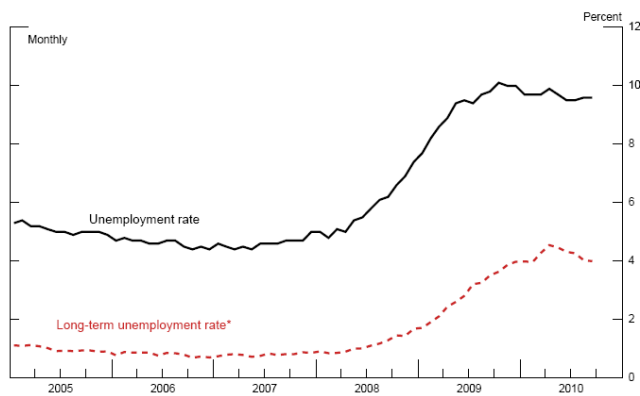
图 3：金融危机过后，新兴市场国家经济迅速复苏并再次呈现强劲增长，而发达国家复苏缓慢



资料来源：美联储、东方证券研究所

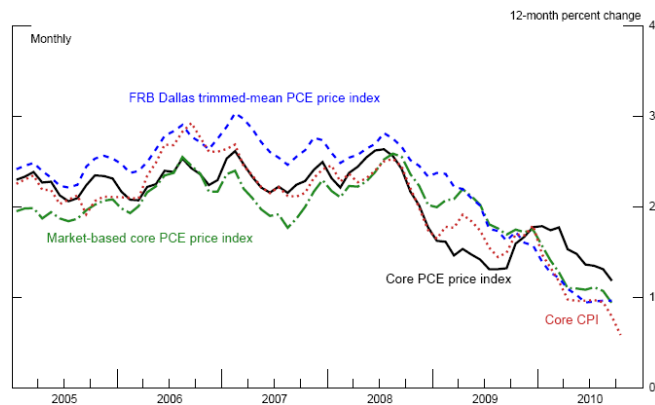
发达国家经济复苏缓慢，是其央行维持低利率的最本质原因。以美联储最关注的两个指标——充分就业情况和物价水平，如果没有经济的快速复苏增长，当前极高的失业率局面难以好转，产能利用率不足也将导致核心通胀率低下，目前只有 1% 左右，低于美联储认为有利于经济长期增长的 2% 的通胀率水平。

图 4：当前美国失业率居高不下，维持在近 10% 水平



资料来源：美联储、东方证券研究所

图 5：当前美国核心通胀率日渐走低至 1% 水平

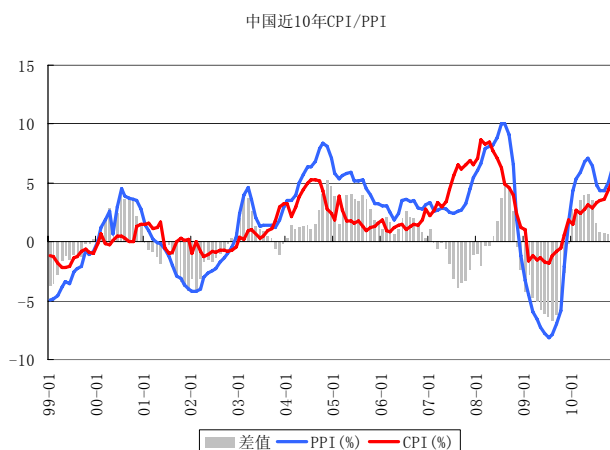


资料来源：美联储、东方证券研究所

以中国为首的新兴市场国家则开始有序收缩

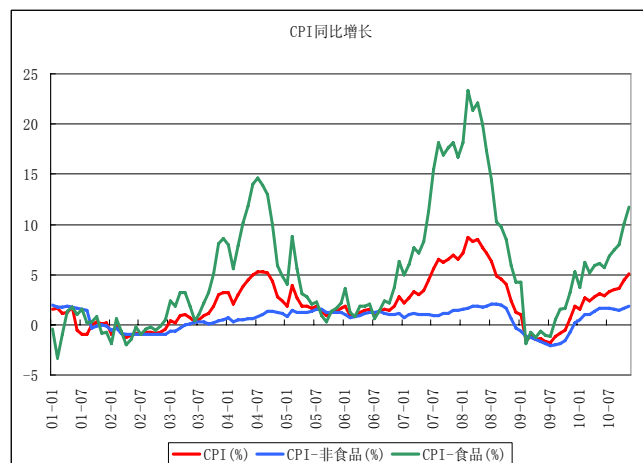
如前所述，在经历金融危机后，以中国为首的新兴市场发展中国家经济快速复苏，并再次呈现强劲增长，目前总产出水平远超金融危机前水平，增长率也仅较危机前的趋势增长率低 1.5 个百分点。相比较 2005 年，目前中国实际总产出增长已经超过 70%，印度也超过 55%。

图 6：中国 11 月 CPI 再次超过 5%



资料来源：WIND 东方证券研究所

图 7：中国通胀水平迅速回升



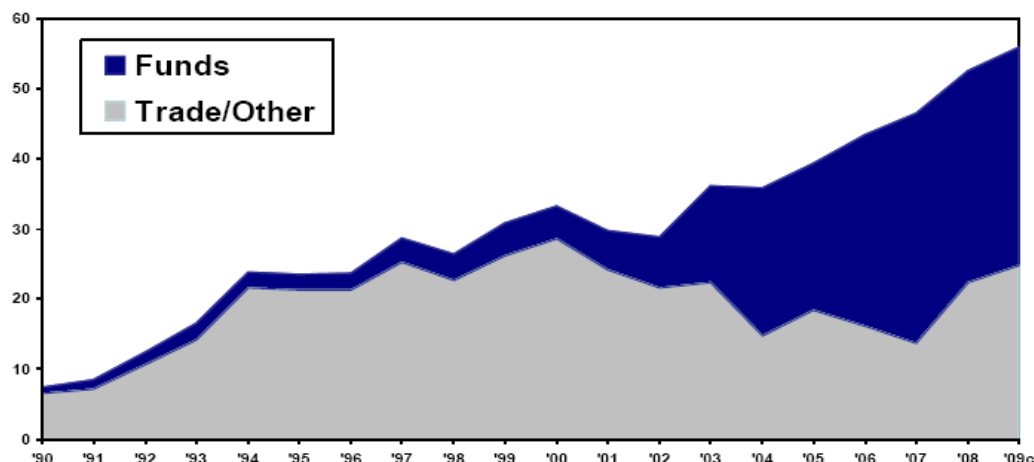
资料来源：WIND, 东方证券研究所

在 CPI 持续走高，通胀压力日渐加大压力下，中国开始出台措施收缩流动性。过去两个多月，中国央行三次上调准备金率，两次加息（包括最新 12 月 26 日最新上调存贷款利率 25BP）。2011 年中国货币政策基调也从 2010 年的“适度宽松”转向“稳健”。我们认为只要以中国为首的新兴市场经济体流动性紧缩政策未严重损害经济成长，则受益于以美联储为首的全球宽松流动性和基金分散化配置的需求，商品价格将维持高位运行态势。但国内流动性紧缩政策，恐带来国内股票整体估值中枢下移。

商品市场话语权已经进入基金主导的时代。

据全球最大的商品经纪公司曼氏金融期货经纪公司（Man Financial Global Commodities Desk）统计，目前基金交易份额已经占到商品市场的 60% 以上，而 2000 年仅仅为 15%，可见商品市场的定价权已经逐渐步入基金主导的时代。尽管如此，目前投资在商品市场的资金规模占全球养老金规模不到 1%，全全球金融市场的资金规模仍只有 0.1-0.15%。只要原先配置传统资产的资金，如股票和债券，分出一部分到商品市场，则足以在商品市场掀起波涛海浪，或至少使商品价格维持历史较高位。我们认为商品市场吸引场外资金，未来提升的空间还很大。

图 8：当前基金份额占商品市场交易量达到 60%以上，而 2000 年仅仅为 15%



资料来源：MF Global Commodities Desk、东方证券研究所

总体而言，我们认为宽松流动性和基金分散化配置的需求，将支撑商品价格高位运行。

基本金属

我们看好 2011 年基本金属板块投资机会，首推铜板块。理由主要有二：首先，看好未来基本金属价格表现，受益于全球宽松流动性和强劲供需基本面推动，我们尤其看好后期铜、锡价走势，其他基本金属如铅、锌、铝、镍，随着基本面逐渐改善，未来也有望震荡走高。第二，估值优势。目前基本金属板块，铜子板块估值最低。对于铅锌板块我们也较看好，主要受益于上市公司较高的铅锌矿自给率。此外，集团持有相关资产，存在资产注入预期的相关上市公司，估值可享有一定溢价。

铜一直是基本金属的领头羊，下面我将以铜为代表，分析其供需基本面情况。

铜供需基本面强劲

当前全球精铜的库需比大约 20 天（约 3 周），虽然较 2004-2007 年 2 周左右的库需比有所提高，但依然低于牛熊分界线的 4 周水平，且我们预期未来 1-3 年库需比仍将处于低位。一方面，供应增长缓慢，过去 5 年全球精铜产量复合增长 1.47%，全球前 10 大铜生产国，有 7 个国家的供应增长陷入停滞。从全球最大铜生产国智利的近年矿业投资看，未来几年产量增长依然不容乐观。另一方面，需求增长依然相对稳健。在当前低库存水平下，我们认为只要全球精铜需求年均增速不低于 1.5%，就足以使得全球铜库存处于历史低位。我们看到目前中国的铜需求增长依然较为稳健，而印度的工业化进程，铜消费增长才刚刚开始起步。据 IMF 预测，未来几年全球经济增长率有望维持在 3-4%，在这样的经济增速下，我们认为全球精铜需求年均增长率达到 1.5%并不困难。而一旦需求增速超预期，供需矛盾可能再次激化。

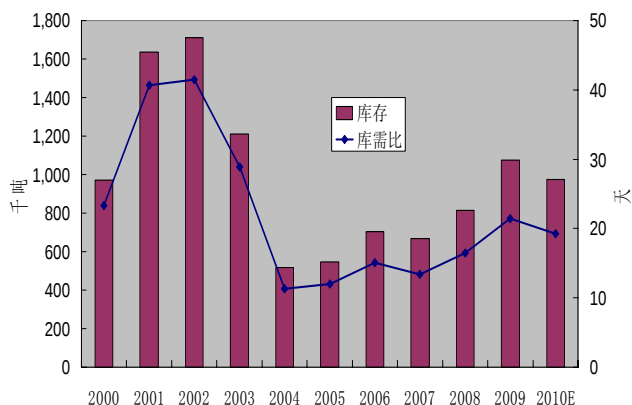
全球精铜库需比仍处于历史较低位

全球精铜库需比自 2002 年的 42 天快速下降至 2004 年底的 12 天，并在 2005-07 年维持在 2 周以内的超低水平，上轮铜的超级牛市应运而生。2008-09 年受金融危机影响，欧美铜需求大幅下降，

全球铜库存和库需比有所回升，2009 年底为 21.4 天。2010 年来随着全球经济回暖，需求从底部复苏，库需比趋于下降，目前为 19.2 天，仍低于牛熊分界线 30 天的水平。

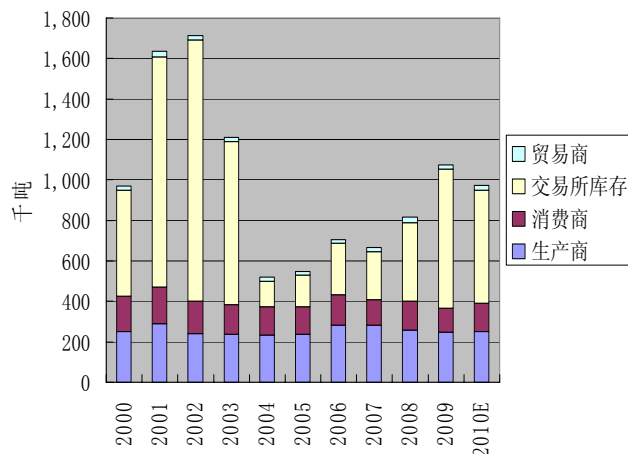
通过下文对供需层面的分析，我们预期未来 1-3 年库需比仍将处于低位。

图 9：2000 年以来全球铜库存和库需比图



资料来源：Brookhant、库存包括生产商，消费商，贸易商和交易所库存合计，
东方证券研究所

图 10：2000 年以来全球铜库存分布结构

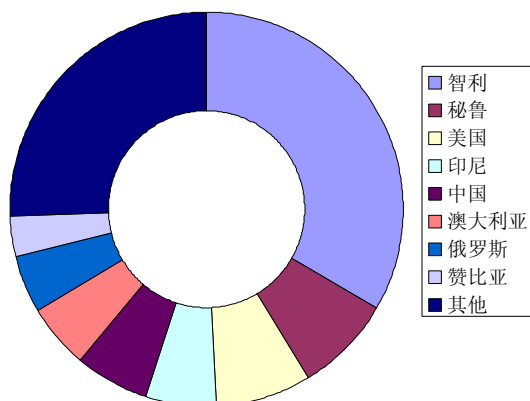


资料来源：公司资料、东方证券研究所

全球铜矿产量增长缓慢，且未来几年仍不容乐观

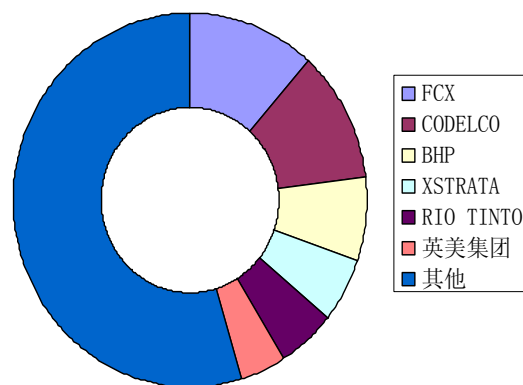
全球铜矿供应集中度很高。按国家来分，智利占全球产量的三分之一，全球前 8 大国家铜矿产量合计占全球 76%。按公司来分，全球前三大公司产量占全球 30%，前 6 大产量占全球 45%。

图 11：前 8 大国家铜矿产量占全球 76%，智利占 1/3



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 12：全球前 6 大铜业公司产量占全球 45%

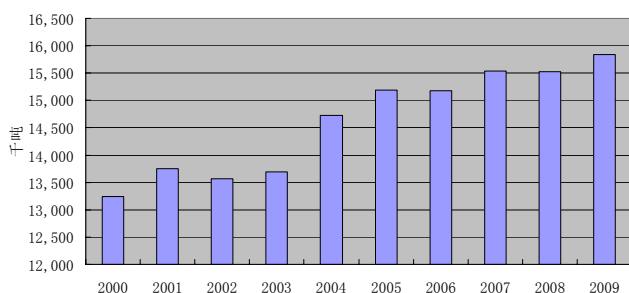


资料来源：公司资料、东方证券研究所

铜矿供应增长缓慢。2000 年以来全球铜矿产量年均复合增长率为 2.01%，2004 年以来的 5 年间复合增长率降至 1.47%。全球前十大铜生产国，有七大生产陷入停滞或下滑，只有三个国家（秘鲁，中国和赞比亚）产量趋于上升。

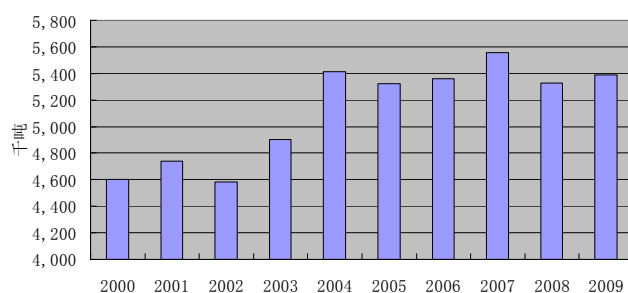
全球最大的铜生产国智利，产量占全球三分之一，过去 5 年间，受铜矿品味持续下降和罢工不断等因素，铜矿产量陷于停滞。2004 年该国铜产量 541.25 万吨，2009 年产量只有 538.96 万吨。今年前 7 个月智利铜产量 307.43 万吨，增长依然缓慢，同比增长仅 1.7%，

图 13：过去 5 年全球铜矿产量复合增长率 1.47%



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

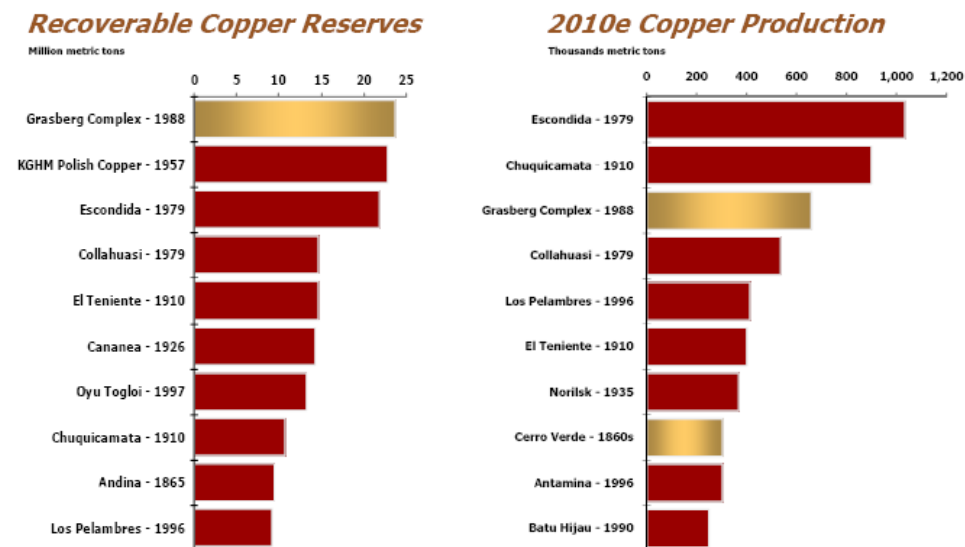
图 14：过去 5 年智利（占全球产量 1/3）产量陷于停滞



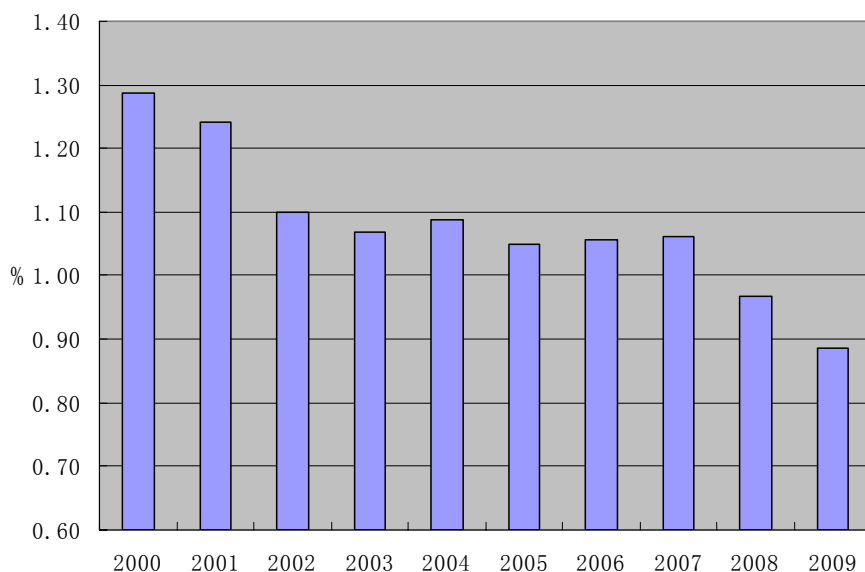
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

我们认为全球铜矿产量增长缓慢的最主要原因，在于过去 10 多年来，没有新的大型铜矿发现，也没有新的大型铜矿投产。目前已发现的全球储量排名前十铜矿中，最新的是 1997 年发现的蒙古 Oyu Togloi 铜矿，在产的前十大铜矿，最新得是 1996 年投产的 Antamina 铜矿。由于在产的铜矿大都是老的铜矿，随着不断开采，品味日渐下降。

图 15：目前在产的前十大铜矿，最新得是 1996 年投产的 Antamina 铜矿



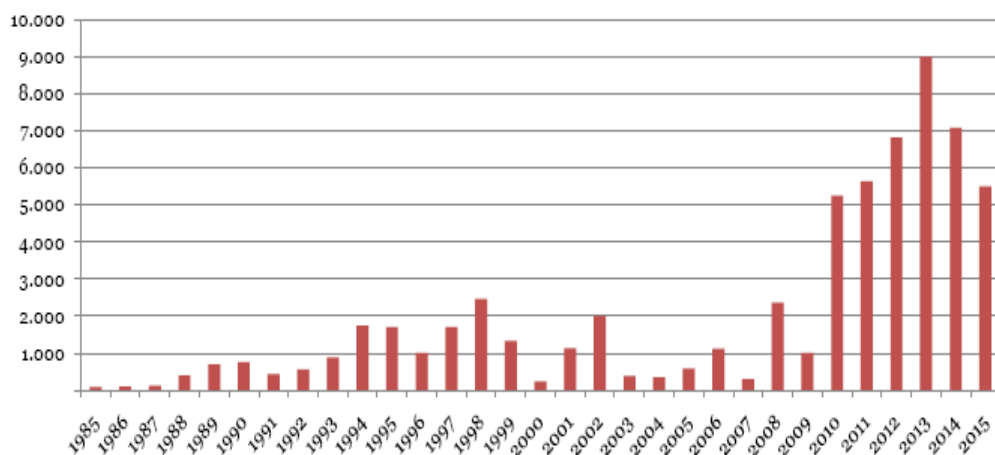
资料来源：Brookhant、东方证券研究所

图 16：铜矿平均品位逐年下降（智利为例）


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

展望未来，我们认为未来 1-2 年，全球铜矿增长依然缓慢。

从智利矿业投资额——矿产量增长的先行指标可以看出，如果投资顺利，智利铜矿产量有较快增长至少到 2013 年。下图智利矿业投资额历史图看，和近年智利铜矿产量增长停滞，可以相呼应。我们看到尽管从 2003 年以来，全球铜牛市风生水起，但智利矿业投资额一直没有较低迷。目前数据预测，2010 年以后智利矿业投资额将有较大幅度增长，从铜矿投资的周期来说，从投资到产出，周期至少 2-3 年，也即如果投资顺利，至少到 2013 年，智利铜矿产量有较大幅度增长。

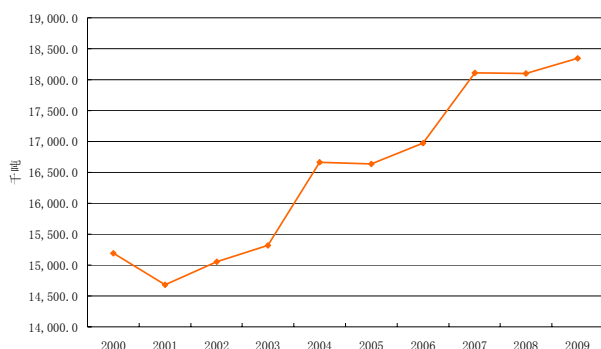
图 17：智利矿业历史投资额和未来 5 年预测 单位：百万美元


资料来源：ICSG、东方证券研究所

全球精铜消费依然较为稳健

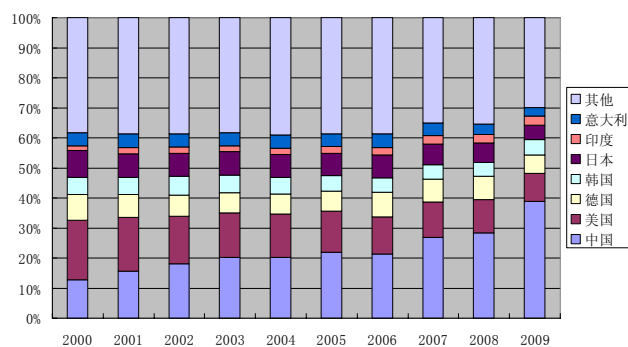
2000 年以来全球铜矿产量年均复合增长率为 2.1%，2004 年以来的 5 年间复合增长率为 1.9%。当前低库存水平下，我们认为只要全球精铜需求年均增速不低于 1.5%，高于铜矿产量的增速，就足以使得全球铜库存处于历史低位。据 IMF 预测，未来几年全球经济增长率有望维持在 3-4%，在这样的经济增速下，我们认为全球精铜需求年均增长率达到 1.5% 并不困难。我们看到目前中国的铜需求增长依然较为稳健，而印度的工业化进程，铜消费增长才刚刚开始起步。

图 18：2000 年来全球精铜消费复合增长率 2.1%



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

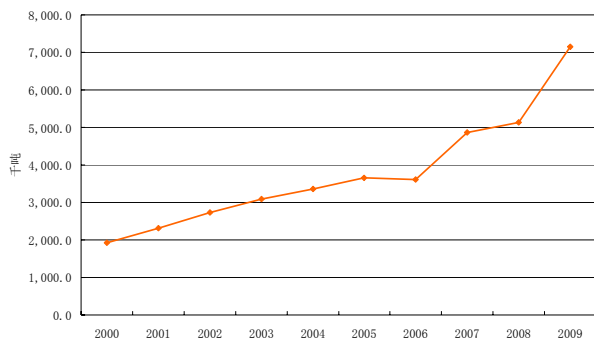
图 19：全球精铜消费分布情况



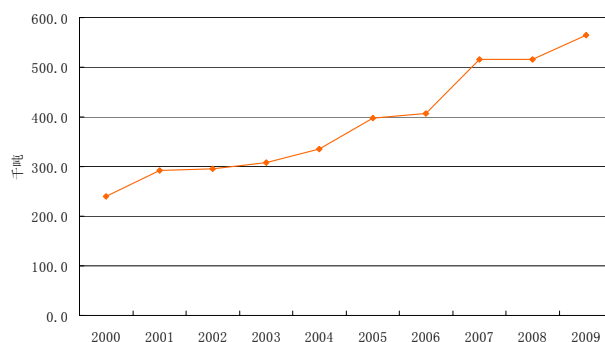
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

中国在精铜消费市场一枝独秀。2000 年以来复合增长率高达 15.7%，自 2000 年不到 200 万吨上升至 2009 年超过 700 万吨，在全球消费市场的份额自 2000 年的 12.7% 上升至 38.9%。其他发达国家地区的精铜消费比例持续下滑，如日本、韩国、美国和德国等。需要指出的是，中国精铜的表现消费量虽然占了近全球的 40%，但部分精铜通过成品方式出口至国外，例如占精铜消费 5% 以上的空调市场，2009 年我国生产 8100 万台空调，出口超过 3000 万台。

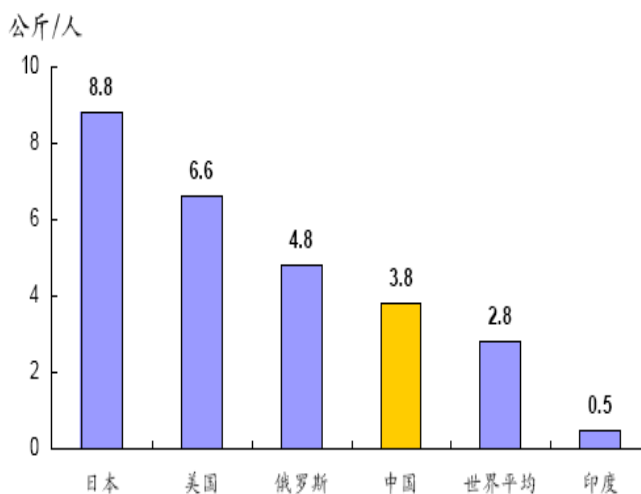
另外值得注意得是印度，虽然目前精铜消费总量较小，但增长也相当快，过去 9 年复合增长率高达 10%，目前精铜消费总量不到 60 万吨，从人均铜消费量对比看，印度的精铜消费才刚刚开始起步。印度拥有全球第二大人口，目前人均铜使用率仅 0.5 公斤，较世界平均水平低 82%，较中国人均用量低 87%。我们预计随着印度经济的增长，工业化进程的展开，印度精铜消费的成长空间很大。

图 20：2000 年来中国精铜消费复合增长率高达 15.7%


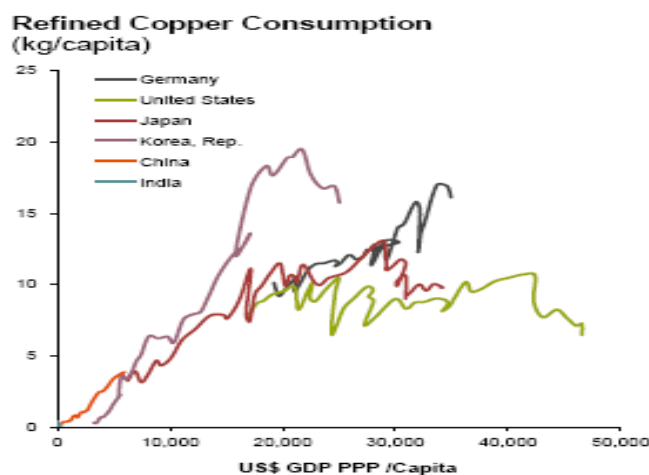
资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 21：2000 年来印度精铜消费复合增长率高达 10%


资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

图 22：2008 年全球主要国家人均精铜消费量


资料来源：Brookhant、东方证券研究所

图 23：主要国家不同人均 GDP 阶段的铜消费量


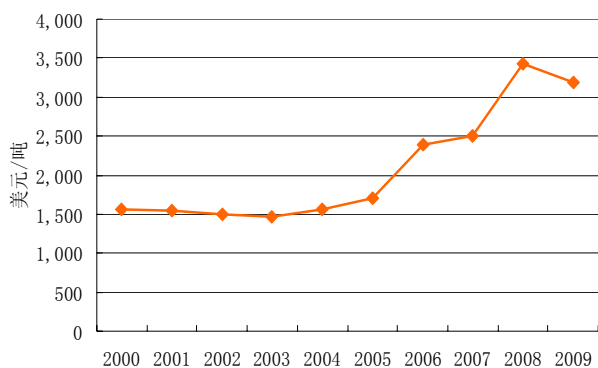
资料来源：BHP、东方证券研究所

铜生产成本上升显著，将推动价格上涨

近年来铜市场，除了价格经历大起大落后，又再次回到历史高点之外，非常重要得一点是，精铜的生产成本显著增长。全球精铜的平均生产成本已经从 2004 年的 1560 美元/吨上升到 2009 年的 3195 美元/吨。尤其是近年来产量增长最快的非洲地区，包括赞比亚和刚果等，也是成本上升最为显著的地区，2009 年非洲生产成本超过 4500 美元/吨。另外产铜最多的拉美地区，包括智利和秘鲁，占全球铜矿产量 40%，成本一直稳中有升，即使 2009 年全球其他地区生产成本下降，它依然在上升。

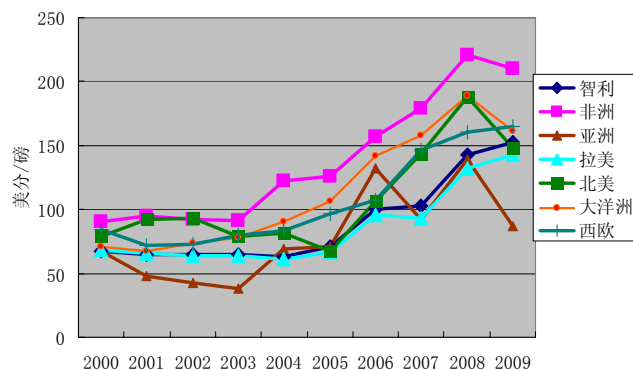
因此尽管当前铜价处于历史高位，但大型铜生产商的毛利率并不如 2006、2007 年高。我们认为，在目前全球铜供需基本面依然紧张，铜市场供应集中度仍相当高的情况下，生产商为维持高毛利率，来自成本的持续上涨，将推动铜价持续上涨。

图 24：过去 5 年全球精炼铜生产成本上升 1 倍有余



资料来源：Brookhant, 东方证券研究所

图 25：全球主要地区生产成本均显著上升，尤其是非洲

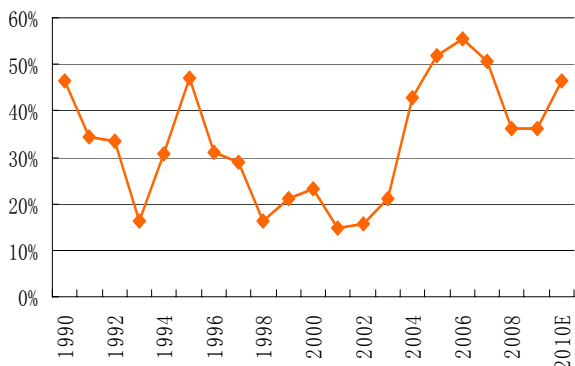


资料来源：Brookhant, 东方证券研究所

尽管当前铜价处于历史高位，但由于成本的持续上升，大型铜生产商的毛利率还不如 2005-2007 年期间高。我们下图采集到的是 CODELCO 完全生产成本数据，对应得是营业利润率情况（毛利率=营业利润率+三项费用率），即使 2010 年 LME 铜均价达到 7000 美元，预计 CODELCO 的营业利润率为 46%，较 2007、2008 年的 36%有所提高，但仍低于 2005-2007 年的 52%、55%和 51%。净利率的预测结果情况类似。

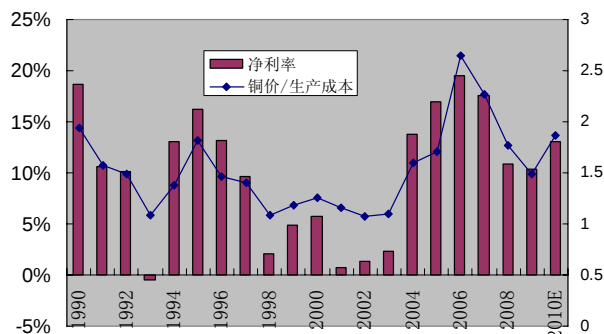
我们对于 6000 美元预期获得强支撑的逻辑来自于：如果铜均价位于 6000 美元或以下，则按照目前 CODELCO 的生产成本，则营业利润率将低于 2008、2009 年的 36%，我们认为在供需基本面趋于好转情况下，这种情况发生可能性较小。

图 26：1990 年以来 CODELCO 营业利润率情况



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、10 年铜价预测 7000 美元，东方证券研究所

图 27：1990 年来 CODELCO 净利率和铜价/生产成本对比图



资料来源：2009 年智利铜业年鉴、东方证券研究所

我们认为，在目前全球铜供需基本面依然紧张，铜市场供应集中度仍相当高的情况下，生产商为维持高毛利率，来自成本的持续上涨，将推动铜价持续上涨。中长期我们坚定看好铜价走势，目前 LME 铜价已创新高，短期受国际投行拟推实货支撑的铜 ETF 基金，我们预计未来 3-6 个月 LME 铜价有望上冲 10000-11000 美元。后期即使铜价向下调整，我们认为 6000 美元一带有望获得强支撑，主要逻辑来自于：如果铜均价位于 6000 美元或以下，则按照目前 CODELCO 的生产成本，则营业利润率将低于 2008、2009 年的 36%，我们认为在供需基本面趋于好转情况下，这种情况发生可能性较小。

基本金属中，供应面最紧张的锡、铜均已创历史新高。其他基本金属，如铅、锌、镍和铝，随着基本面逐渐改善，未来价格有望震荡走高。

表 1：我们对未来两年国内基本金属价格预测 单位：元/吨

	2008	2009	2010E	涨幅	2011E	涨幅	2012E	涨幅
铜	54967	42518	59000	39%	68000	15%	72000	6%
铝	16923	13974	15800	13%	17000	8%	17500	3%
铅	16977	13811	16200	17%	18000	11%	18500	3%
锌	15725	14318	18200	27%	19500	7%	20500	5%
镍	174332	116276	165000	42%	178000	8%	185000	4%
锡	143269	109798	146000	33%	160000	10%	170000	6%

资料来源：东方证券研究所

估值分析

当前基本金属板块具备相对较好投资机会，从过去三年估值角度分析：

2008 年初，基本金属（申万有色金属冶炼指数）和小金属（申万新材料指数）的 PE 均处于较高位置，伴随当年的大熊市，无论基本金属还是小金属，都经历了大熊市，估值也大幅度下移。

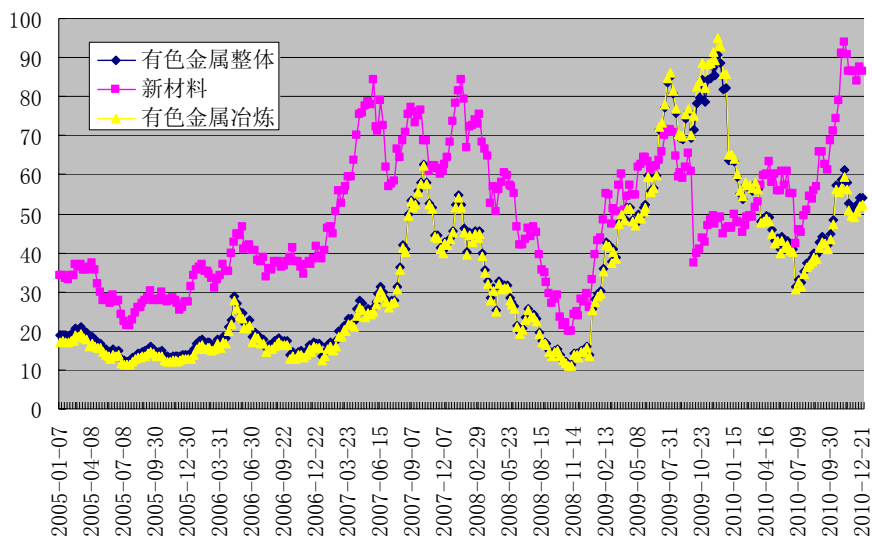
2009 年初，无论基本金属还是小金属新材料板块，估值都处于历史较低位，伴随着国内外宽松的货币政策和国内 4 万亿的投资刺激，无论基本金属还是小金属，都经历了大牛市，估值也大幅度上移。

2010 年初，基本金属板块估值高于小金属新材料板块，随着国家号召经济结构转型，战略性新兴产业政策的提出，全年受益于经济结构转型和战略性新兴产业的小金属新材料板块估值得到了大幅提升，在 11 月甚至创下历史新高。而基本金属的估值全年则经历了先跌后涨的过程，全年估值水平基本维持不变。

再次站在岁末年初，当前小金属新材料板块估值高出基本金属板块甚多，我们认为从估值角度看，目前基本金属板块具备相对较好投资机会。而小金属新材料板块，我们认为受益于国际经济结构转

型和战略新兴产业未来 10-20 年的大发展，短期鉴于估值总体水平较高或许有待估值修复，或者以时间换空间等待业绩增长跟进，长期看板块投资机会依然显著。

图 28：2005 年至今有色金属分类指数 PE 跟踪图



资料来源：WIND，东方证券研究所

从基本金属板块内部看，目前具备较好资源属性的铜、铅锌、锡镍看，铜子板块估值最低，2011 年板块主要上市公司平均估值 33 倍，而铅锌主要公司平均估值 38 倍，镍 39 倍，锡 48 倍。

表 2：国内基本金属板块估值情况

证券代码	证券简称	2009	2010E	2011E	2012E
600362.SH	江西铜业	52	33	26	22
000630.SZ	铜陵有色	60	49	32	25
000878.SZ	云南铜业	103	66	41	28
	铜板块	72	49	33	25
601168.SH	西部矿业	123	39	29	25
000060.SZ	中金岭南	82	49	33	26
600497.SH	驰宏锌锗	90	58	37	30
600331.SH	宏达股份	65	-57	52	23
	铅锌板块	90	49	38	26
600595.SH	中孚实业	44	43	28	46
000612.SZ	焦作万方	43	23	19	16
000807.SZ	云铝股份	855	192	34	21
	铝板块	314	86	27	28
600432.SH	吉恩镍业	160	72	39	29
000960.SZ	锡业股份	136	73	48	38

资料来源：WIND，东方证券研究所

表 3：国内基本金属主要上市公司自给率情况 单位：万吨

铜板块	自有矿铜产量	冶炼产量	自给率
江西铜业	17.2	90	19%
铜陵有色	5	83	6%
云南铜业	6	35	17%
锡板块	自有锡矿产量	冶炼产量	自给率
锡业股份	1.8	9	20%
铅锌板块	自有铅锌矿产量	冶炼产量	自给率
中金岭南	26.6	42	63%
驰宏锌锗	14	28	50%
西部矿业	15	17	88%
镍板块	自有镍矿产量	冶炼产量	自给率
吉恩镍业	0.54	1.65	33%

资料来源：公司资料，东方证券研究所。（蓝色字体标注的上市公司，集团持有相关资产）

综上所述，我们看好 2011 年基本金属板块投资机会，首推铜板块。理由主要有二：首先，看好基本金属未来价格表现：受益于全球宽松流动性和基本面改善推动，我们尤其看好未来铜价走势，其他基本金属如锡、铅、锌、铝、镍未来也有望震荡走高。第二，估值优势。目前基本金属板块，铜子板块估值最低。

对于铅锌板块，我们也较看好，首先相关上市公司铅锌矿自给率高，其次，尽管基本面不如铜强劲，但随着铅锌基本面逐渐改善以及全球宽松流动性推动，我们预计未来 1 年铅锌价格也有望震荡走强。

最后，存在资产注入预期的相关上市公司，估值可享有一定溢价。上表蓝色字体标注的上市公司，集团持有相关资产，未来可能存在资产注入预期。

避险+投资需求上升 黄金 10 年牛市有望持续

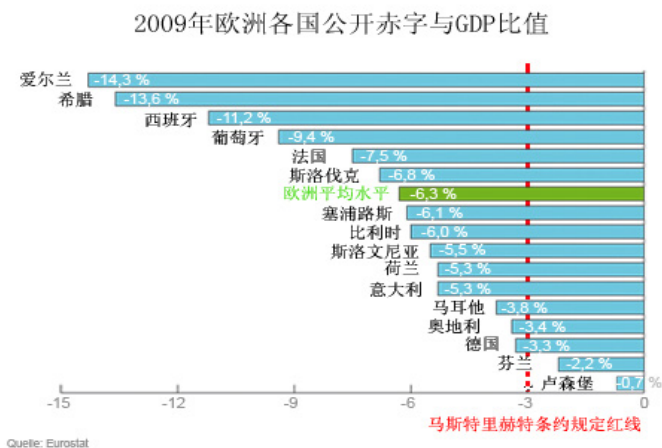
在当前阶段，宏观经济的不确定性和朝鲜半岛局势紧张使得黄金的投资需求和避险需求受到了激发，主要黄金 ETF 黄金持有量较年初增加 161 吨，增长 12%，最大的黄金 ETF SPDR（GLD）黄金持有量连创新高，持金量年初至今已增加 17%。显示出投资者对黄金投资前所未有的需求。ETF 持金量的上涨通常会伴随着黄金价格的上涨，反之 ETF 持金量的下降对应着金价的调整。显示投资需求的上升带动的黄金价格的上涨。

我们认为从次贷危机引发的金融危机到欧元区的债务危机对全球经济的影响还需要相当一段时间来进行调整和化解。OECD 国家债务高企。以美国为例，目前的财政赤字为 1.43 万亿美元，占 GDP 9.9%，美国的国债已达到 13 万亿美元的惊人数字，占 GDP 61%，美国的人口老龄化带来

的医疗社保支出的增长将超越其 GDP 增长，近期的经济数据显示美国的经济复苏缓慢，预期美联储将继续维持当前的低利率政策。而长期看美国有可能使用贬值来降低债务压力。

图 29：各国债务占 GDP %


资料来源：东方证券研究所

图 30：欧洲各国赤字占 GDP %


资料来源：EuroStat 新浪财经 东方证券研究所

表 4：受金融环境不稳定影响 近年来黄金投资需求大幅增长

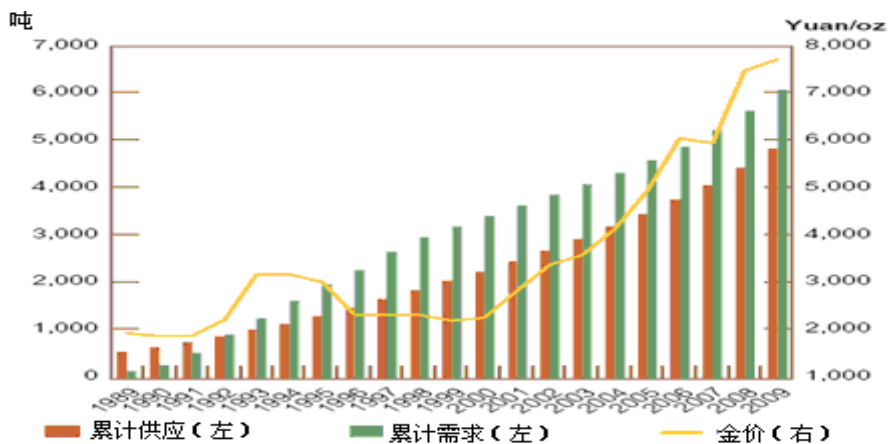
	2004	2009		
	吨	吨	% 占比	变化
欧洲	18	293	71	1528%
北美	21	121	29	476%
合计	3	414	100	13700%

资料来源：GFMS，东方证券研究所

以中国为首的新兴经济对黄金的需求高涨

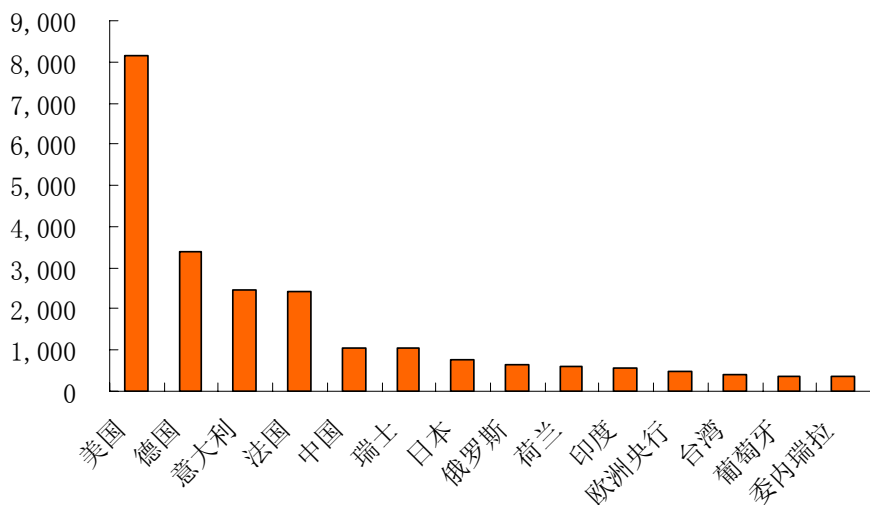
2009 年中国黄金消费量达到 423 吨，达到世界产量的 10%。而 09 年中国黄金的总产量为 314 吨。按照世界黄金协会的预测，中国的黄金需求将在未来 10 内增长一倍。我们预期 2010 年中国黄金需求增长速度将超过供应。今年中国六部委联合发文促黄金市场发展给市场，拓宽黄金供给渠道，扩大有进出口黄金资格的银行数量，进一步允许商业银行在境外对冲境内黄金交易头寸。预期中国对黄金的需求将大幅增长。

图 31：中国累计黄金供应和需求



资料来源：GFMS, 东方证券研究所

图 32：世界央行黄金储备



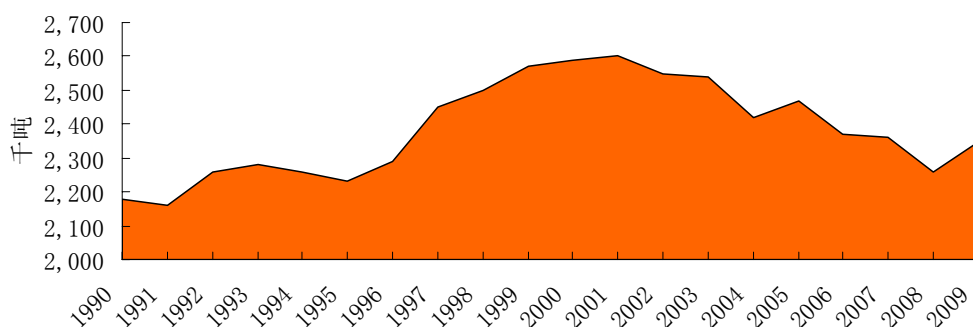
资料来源：世界黄金协会, 东方证券研究所

供应 —— 矿产金过去 10 年下降 9.6%

世界黄金产量在 2001 年达到顶峰 2600 吨。2009 年的产量比 08 年增长 3.9%，达到 2,350 吨，从 2001 年以来，每年平均而言，金价从每盎司 271 美元上升到 871 美元，上涨 321%，而产量下降了 9.6%。在世界前 8 大黄金生产国中，有 6 个国家已处于其巅峰时期黄金产量水平之下。这些国家自 2001 年以来的黄金产量已经下降了 16%。而这 8 个国家生产了世界三分之二的黄金，他们黄金产量下降对世界黄金供应的影响更大。

从历史上看黄金产量下降都有重大的原因，第一次世界大战让黄金产量下降了 6 年，第二次世界大战让黄金产量下降了 5 年，金本位的结束让黄金产量下降了 5 年。而 2001 年以来黄金产量的下跌并没有明显的政治原因。我们认为金价从 1980 年的 859 美元/盎司下落 到 90 年代的 252 美元/盎司，低迷的黄金价格和愈加严格的环境保护标准使得矿产公司减少了在寻找新黄金资源上的开支。低价时期缺少投资使得新矿开采减少，而原有的大型矿床产量已经达到顶峰后下落，是近年来黄金产量下降的主要原因。

图 33：世界黄金产量在 2001 年达到顶峰后逐步下滑



资料来源：USGS 东方证券研究所

表 5：世界前 8 名黄金生产国的黄金产量自 2001 年以来已经下降 16%

国家	产量排名	产量分析
中国	1	中国的黄金产量从 2008 的 285 吨上涨到 2009 年的 314 吨，自 2001 年以来中国的黄金产量增加了 62%，而世界产量同期下跌了 9.6%
澳大利亚	2	澳大利亚 2009 年黄金产量为 215 吨，比 2008 年下降了 2.3%，澳大利亚的黄金产量自 1998 年见顶以来一直在逐步下降
南非	3	南非在 2007 年失去了其头号黄金生产国地位，目前和美国并列世界第三大生产国。2009 年南非黄金产量 210 吨，低于 08 年的 213 吨。南非的黄金产量自 2001 年 (402 吨) 以来几乎减少了一半。09 年的产量下降和 08 年一样，可以部分归因于电力生产方面的问题，但 39 年来，南非的黄金产量下降主要还是因为其最佳矿床的损耗
美国	3	09 年黄金产量和南非一样为 210 吨，产量自 1998 年达到顶峰以来一直在下降
俄罗斯	4	俄罗斯 2009 年生产了 185 吨黄金，同比增长 5.1%，正处在苏联解体以来的最高水平，但仍低于前苏联在 1955 年和 1984 年间所创造的产量纪录。同中国一样，黄金产量仍有增长潜力。
秘鲁	5	秘鲁 09 年黄金产量为 180 吨，和 08 年持平，比其 05 年的纪录 208 吨低 15.5%。
加拿大	6	加拿大 09 年黄金产量为 95 吨，同比增长 5.2%，自 1991 年以来已经下跌 43%
印尼	7	印尼 09 年生产了 100 吨黄金，比 08 年增加了 66%，但比 2001 年下降了 23%

资料来源：World Gold Council 东方证券研究所

黄金仍有很大上升空间

如果我们回去看之前历史高点 1980 年的最高价位为\$850/oz，用通货膨胀折算后相当于 2010 年的美元价格为 \$2,245/oz，1980 年平均金价为\$613/oz，相当于 2010 价格 \$1619/oz。目前最高价位是\$1412/oz，仍有很大上升空间。

关注中国有优势/下游受益于新兴产业的小金属品种

- 1、**钽**：钽的下游 60%拥有电子行业。我们看好以平板电脑和智能手机等高端电子产品对钽电容器的需求，而上游受美国证券交易委员会提案禁止美国公司和交易中间商从刚果金进口钽矿石影响，钽矿供应紧张。而金融危机时期关闭的澳洲钽矿要复产的成本在 120 美元/磅。在上游供应紧张，下游需求旺盛情况下，我们看好未来钽价走势。
- 2、**钛**：钛的下游 50%以上应用于航空业，分地区看欧美地 70%以上钛应用于航空业，亚太地区 70%应用于工业领域，包括化工、医药、电力等。历史上看，钛行业每次大的周期轮回均和航空业冷暖相关。目前从需求看，领军板块——全球航空业正重新迈入新的景气周期，而工业和新兴领域需求，包括化工能源、核电工程、体育休闲、医疗汽车、海洋工程、建筑领域，也将伴随全球经济复苏和中国经济结构转型，呈现快速增长。从供应看，受行业低迷影响，新增供应非常有限，主要是原有扩产项目的延续。展望未来我们认为，1-2 年伴随着需求逐渐回暖，产能利用率缓步提升，价格有望逐渐回升。中长期看，钛行业尚处于长期景气周期起点。
- 3、**钨**：中国钨产量占全球供应 81%。受中国出口配额限制供应一直比较紧张。我们看好中国机械设备制造业投资加大对钨钢和硬质合金刀具的需求。目前中国钨使用在硬质合金方面仅 40%，而欧美比例为 60-70%。章源钨业的募投项目涂层刀具预计将于 2011 年四季度投产，将能够替代目前主要依靠进口的高端数控机床所需硬质合成刀具。
- 4、**锰**：中国是全球电解锰主要供应国，占全球产量的 60%，电解锰属于高耗能行业，生产 1 吨电解锰需要 6000-7000 度电。国家为了节能减排，更合理的利用有效资源，提高了行业准入门槛。按照新的准入标准，很多民营小企业不能达到标准而将面临关闭。而矿石供应方面，受气候和愈加严格的环保要求，矿石产量持续下降。我们认为节能减排和行业整合是长期趋势，随着锰矿供应下降，落后产能关闭，未来电解锰价格还会持续上涨。
- 5、**锑**：中国锑资源占全球 37%。供应占全球 91%。锑的 70%下游用途是阻燃协效剂。我们看好中国阻燃剂需求。我们认为上海大火带来的影响深远，预期中国消防标准提高将是大概率事件。以湖南冷水江地区为首对锑行业的整合导致锑行业供应面收紧局面预期将不会改变，而下游需求预期将随着消防意识提高而增长。同时由于锑的不可回收性导致锑资源极度稀缺。我们认为锑价继续上涨趋势仍可持续。

钽：

美国禁止从刚果冲突地区进口钽矿将大幅推升钽价

美国证券交易委员会12月16日宣布提案要求美国公司停止使用来自刚果的包括钽在内的矿

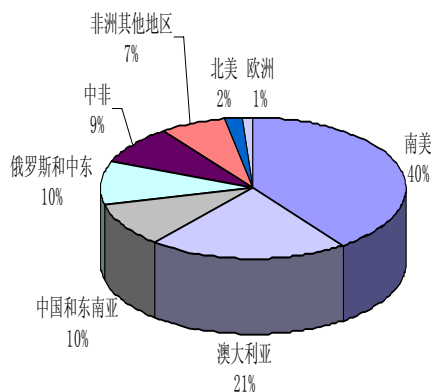
石，标志着未来美国公司将只能从成本更高的其他国家进口钽矿，钽价从年初37美元/磅上涨到105美元/磅，全年涨幅191.7%，成为今年涨幅最大金属品种。这项提案是多德弗兰克改革法案的一部分，呼吁美国公司禁止使用刚果地区的资源。根据这项提案美国公司必须公布其生产使用的资源是否是从冲突资源产地，也必须公布是否与使用冲突资源的生产商存在合同关系。在去年全球最大钽矿供应商澳洲的Wodgina矿受金融危机影响关闭后，刚果地区一直是钽矿主要供应源，

提案标志着未来美国公司将只能从成本更高的其他国家进口钽矿。据了解目前小批量高品位钽粉价格已经超过100美元/磅，而大宗货物的价格区间是110—120美元/磅，且很难找到货源。120美元/磅是市场预计澳大利亚矿恢复生产的成本线。澳大利亚的钽供应占全球供应40%以上。之前依赖从刚果进口钽矿的生产商目前只能从西非，北非和巴西的等地区寻求货源。我们对中长期钽矿价格非常看好，目前钽矿价格距离历史高点的265美元/磅还有很大距离，我们认为当前的供应紧张形势下钽矿超越120美元/磅是很确定的。

以平板电脑、智能手机为首的下游电子产品需求火爆

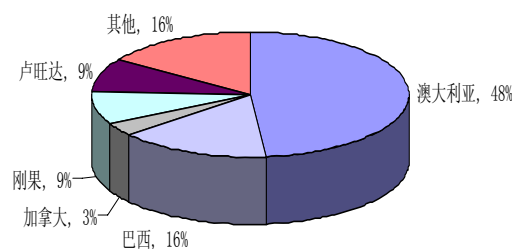
超过60%的钽是用于电子产品。其最大用途是钽电容器。钽电容具有体积小，稳定性好且电容大的特点，当前的高端电子产品都是走小型化，智能化路线，对电容器的要求很高。在高端电子产品领域，其他电容要替代钽电容器在目前是不可能的。尤其是今年来，在iPad平板电脑，智能手机、笔记本电脑、电子书等便携式产品的拉动下，片式钽电解电容器的需求旺盛。目前价格从年初的36美元/磅已经上升到105美元/磅（距离历史高点的268美元/磅还有很大距离）。据了解东方钽业具有较强的成本传导能力，钽矿价格上升公司的产品价格也会随之上升。目前公司钽丝、钽粉的国际市场占有率达到60%和25%，有比较高的议价能力，公司钽制品价格继续提升的概率很高。

图 34：世界钽储量



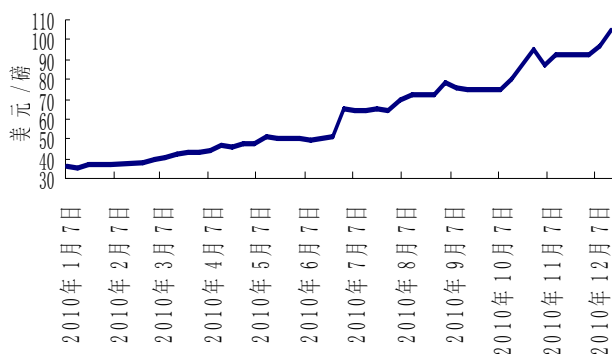
资料来源：TIC，东方证券研究所

图 35：2009 世界钽产量（不包括锡渣提取）



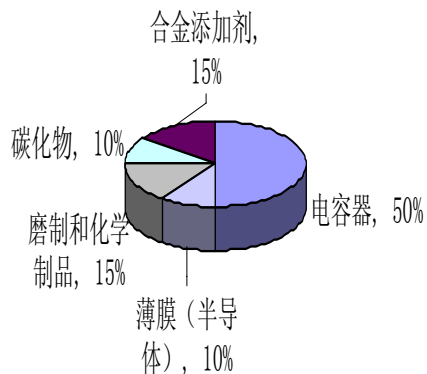
资料来源：USGS，东方证券研究所

图 36：钽矿价格飙升全年涨幅 192%



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 37：钽的下游用途主要是电子产品



资料来源：USGS，东方证券研究所

表 6 钽电容器用途：

应用领域	应用举例
通讯	程控机、专用交换机、手机、传呼机、无绳电话、传真机
计算机	主机、芯片、硬盘驱动器、软盘驱动器、传真解码器、其它插入式卡片
汽车	发动机控制、燃料控制、尾气排放控制、噪声控制、刹车装置、空气袋、避碰装置、音响系统、汽车电视、汽车随机故障诊断系统、汽车结构优化设计系统、汽车性能计算机化测试系统
家用和办公用电器	平板电脑、手机，笔记本电脑，游戏机，彩电、液晶电视、录像机、立体声音响系统、CD 唱机、DVD 影碟机、摄像机、传真机、复印机
仪器仪表	石油勘探用仪器仪表，其它各种实验与生产用仪器仪表
航空航天	航天飞机、民用航空飞机、卫星发射
国防军工	现代军事武器和装备

资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 7 主流厂商平板电脑推出情况：

主流厂商平板电脑推出情况	
2010 年 4 月	苹果推出 iPad 。
2010 年 9 月	黑莓推出 Playbook 平板电脑。

2010 年 9 月	三星推出 7 英寸的平板电脑。
2010 年 11 月 23 日	宏基将推出价位在 299-699 美元的平板电脑。
2010 年	联想确认年内推出乐 pad 。
2011 年 1 季度	华硕将推出 Eee Pad EP101TC 。
2011 年	惠普将推出贴牌 PALM 的平板电脑 PalmPad。
2011 年	戴尔将推出一款 10 英寸屏幕的平板机产品。

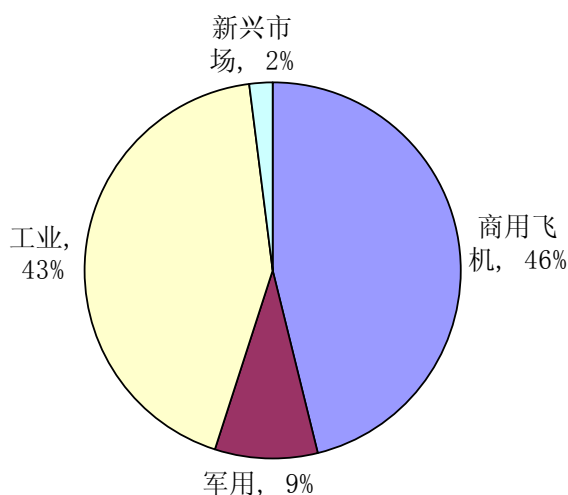
钛:

钛的下游 50%以上应用于航空业，分地区看欧美地 70%以上钛应用于航空业，亚太地区 70%应用于工业领域，包括化工、医药、电力等。

历史上看，钛行业每次大的周期轮回都和航空业冷暖相关。目前从需求看，领军板块——全球航空业全球航空业触底回升态势非常明显，波音公司今年来多次公告将在未来两年对旗下多款机型生产提速，以及单位耗钛量极大的梦幻 787 将于 2011 年交付使用，都将带来钛需求的强劲回升。中国大飞机 C919 项目正式起航，预期 2014 年实现首飞，2016 年完成适航取证并投放市场。未来 20 年计划售出 2000 架。工业和新兴领域需求，包括化工能源、核电工程、体育休闲、医疗汽车、海洋工程、建筑领域，也将伴随全球经济复苏和中国经济结构转型，呈现快速增长。从供应看，受行业低迷影响，新增供应非常有限，主要是原有扩产项目的延续。

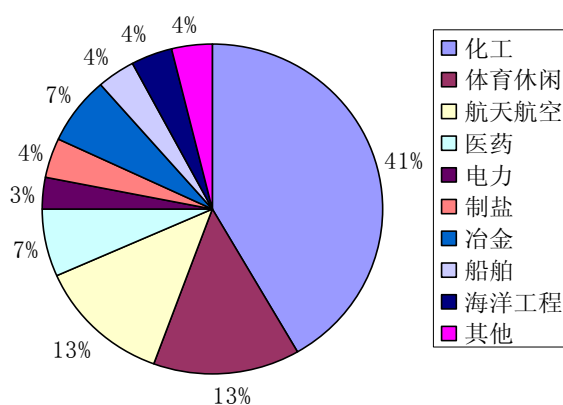
展望未来，我们认为短期 1-2 年伴随着需求逐渐回暖，产能利用率缓步提升，价格有望逐渐回升。中长期看，钛行业尚处于长期景气周期起点。

图 38：全球钛消费结构

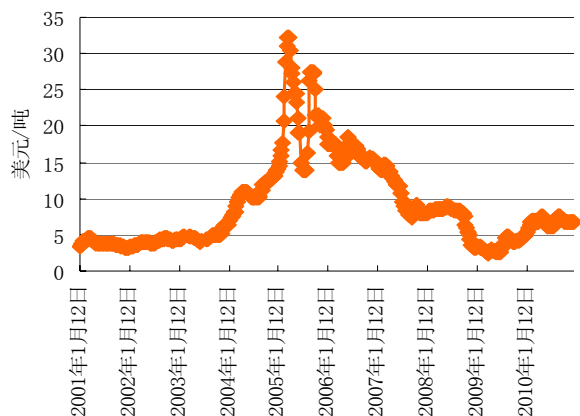


资料来源：TIMET

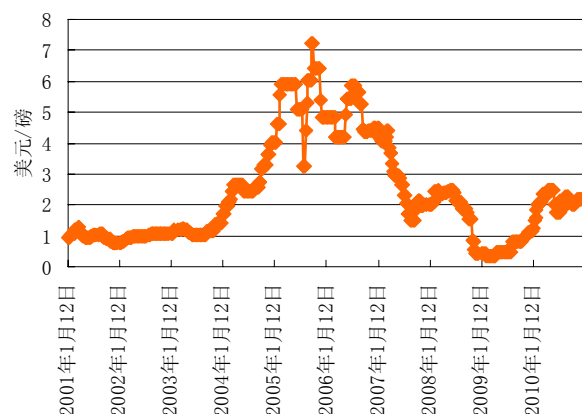
图 39：我国钛消费结构



资料来源：中国有色金属工业协会钛锆分会

图 40：欧洲钛铁价格（Ferrotitanium 70% MB free market \$/kg Ti d/d Europe）


资料来源：BLOOMBERG

图 41：美国废钛 CIF 价格（Titanium Scrap Turnings Unprocessed）


资料来源：BLOOMBERG

钨：

供应紧张 中国需求增长

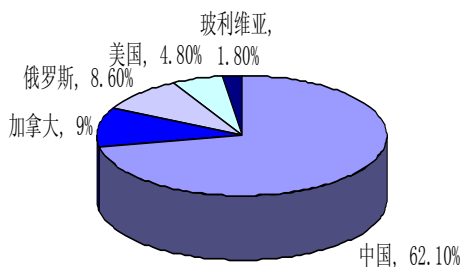
全球钨探明总储量仅为 289.8 万吨（目前全球钨矿探明储量可供开采年限已不足 40 年，其中黑钨矿更为稀缺）。作为一种重要的不可再生的稀缺战略资源，美国、俄罗斯等大国先后建立了钨的战略储备。由于钨对经济的重要性和供应紧张风险，所以欧盟今年将钨列入稀缺性矿产原料。中国的钨资源储量丰富，在全球探明的钨矿产资源储量中占比 62%，居全球首位。2009 年中国钨产量为 4.7 万吨，占全球产量 81%，具有绝对垄断地位。

国家对钨矿实行开采总量控制管理。开采配额过去 5 年来逐年递减。2011 年 6 月 30 日前原则上暂停受理新的勘察、开采登记申请。近年来出口配额也逐年减少。2011 年钨精矿出口配额从 10 年的 16,000 吨降低到 15,700 吨。近年来中国钨内需消费已经超越了出口量，据 CRU 预测，中国在未来几年自产钨精矿将无法满足中国自己的消费需求。由于经济回暖导致钨需求增加，钨出口量逐步恢复。加上中国对钨矿产量，出口量控制。国际其他钨供应渠道也减少：自 2009 年 10 月至今年 10 月，中国之外最大的钨矿生产商北美钨业一直处于关闭状态。俄罗斯钨矿惜售，以及禁止从刚果冲突地区进口矿石等原因导致全球钨精矿供应紧张。目前钨价进入上升轨道后，北美钨业 Cantung 矿区逐步复产，预计年产量可达 3000 金属吨左右白钨，但 Mactung 矿区投产还需要 2 年时间。受欧美复苏，中国需求强劲影响，预期钨精矿供应紧张局面仍将持续。

我们看好中国机械设备制造业投资加大对钨钢和硬质合金刀具的需求。钨行业的下游行业范围较广，主要包括航天、军工、装备制造、机械加工、冶金矿山和电子通讯行业等。全球金属工具市场价值 1358 亿元，其中硬质合金工具约 1068 亿元，而高速钢工具约 291 亿元。其他硬质合金领域市场约 30 亿元。全球硬质合金市场最近数年以 3%-4% 的年增速在增长。中国的钨消费中 48% 用于硬质合金而欧洲为 72%。目前，我国高档刀具中，80%—85% 依赖进口，而模具制造使用的

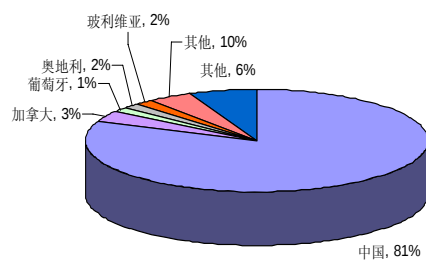
刀具。进口比例更高达 90%以上，我国目前主要钨生产企业都在进行硬质合金的研制。预期 2011 年末章源钨业的钨精密涂层刀具将要投产。国产刀具不能满足机床主机和制造业发展的局面将有所改善。我们看好十二五期间工程机械投资增长将带动中国对钨钢和硬质合金刀具的需求大幅增长。

图 42：世界钨储量



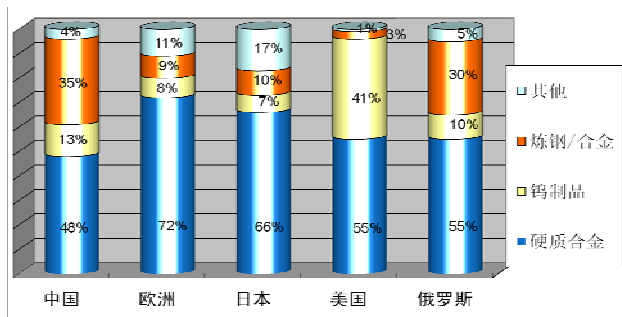
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 43：世界钨产量



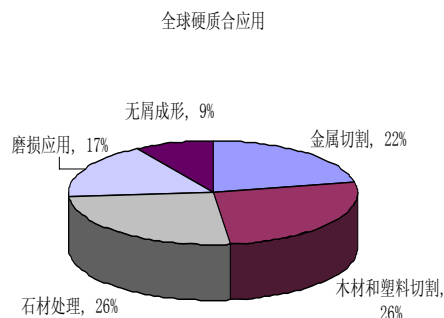
资料来源：USGS，东方证券研究所

图 44：钨消费结构



资料来源：AsianMetal，东方证券研究所

图 45：硬质合金应用



资料来源：东方证券研究所

锰：

行业整合提升锰价

电解锰属于高耗能行业，生产1吨电解锰需要6000—7000度电。国家为了节能减排，更合理的

利用有效资源，提高了行业准入门槛。目前的行业标准是单条生产线要1万吨以上，总量达到3万吨以上才能获得批准，环保标准也愈加严格。目前行业内已形成了新企业需按照行业准入条件进入、已经进入的企业需要按照行业准入条件进行改造的格局。国家政策鼓励优势企业做大做强，形成一批现代化的大型锰业集团，淘汰那些缺乏新技术开发能力，锰矿资源利用率低下，环境污染严重的小企业，从而提高电解金属锰行业的产能集中度。

按照现行标准，很多民营小企业不能达到标准而将面临关闭。据了解，占全国产能 21% 的广西地区已经有超过 50% 的电解锰产能关闭。受此影响，电解锰价格大幅上涨。现货价格从年初的 15700 元/吨上升到目前的 19750 元/吨，涨幅 25%。而矿石供应方面，受气候和愈加严格的环保要求，矿石产量持续下降。我们认为节能减排和行业整合是长期趋势，随着锰矿供应下降，落后产能关闭，未来电解锰价格还会持续上涨。

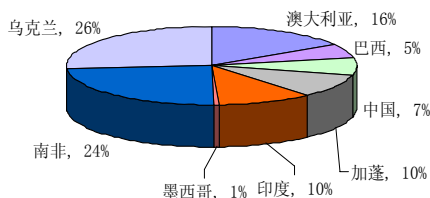
锰具有增强合金材料硬度的功效，广泛应用于锰钢、锰铝和锰铜合金中，是钢铁工业、磁性材料行业、铝合金行业、化学工业不可或缺的重要元素之一。电解锰 75% 用于下游钢铁行业，其中 200 系不锈钢约占 43%，特钢约占 32%。200 系不锈钢在部分领域替代 300 系的含镍铬不锈钢。随着镍价的上涨，添加锰的 200 系不锈钢用量会有所上升。近年来，不仅钢铁工业对电解金属锰的需求保持增长的趋势，新的应用领域也正在不断扩展，尤其是随着锰酸锂在锂离子电池中用量的逐年递增，推动了锰需求的逐年增长。因此，电解金属锰行业具有较好的发展前景，未来市场需求巨大。

下游需求平稳增长

电解锰能增加合金材料的硬度，广泛应用在锰铜合金、锰铝合金以提高其强度、韧性、耐磨性和耐腐蚀性。锰及锰合金是钢铁工业、铝合金工业、磁性材料工业、化学工业等不可缺少的重要原料之一。电解锰加工成粉状后还是生产四氧化三锰的主要原料，广泛使用于磁性材料和电子工业。电解锰应用领域广泛，200 系不锈钢约占 43%，特钢约占 32%，低、微碳锰铁和锰合金约占 12%，一些催化剂、添加剂等约占 7%，电池行业约占 6%。200 系不锈钢在部分领域替代 300 系的含镍铬不锈钢。随着镍价的上涨，添加锰的 200 系不锈钢用量会有所上升。

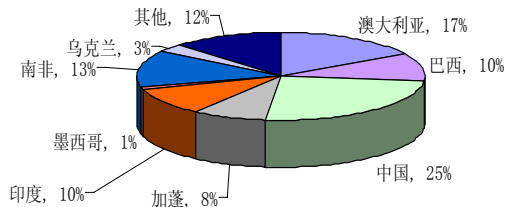
同时随着节能减排要求的不断提高，汽车生产商为了不断提高燃料效率和减少废气排放，降低汽车自重，从而从现有的低碳钢板（含锰 0.4%）向高强度汽车板（含锰 0.9%）过渡。对锰金属需求会不断增长。

图 46 全球锰资源储量



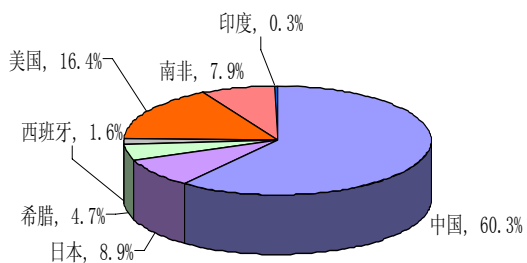
资料来源：USGS、东方证券研究所

图 47 2009 年全球锰矿石开采情况



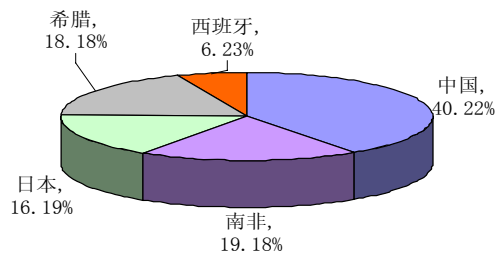
资料来源：东方证券研究所

图 48 世界电解锰供应



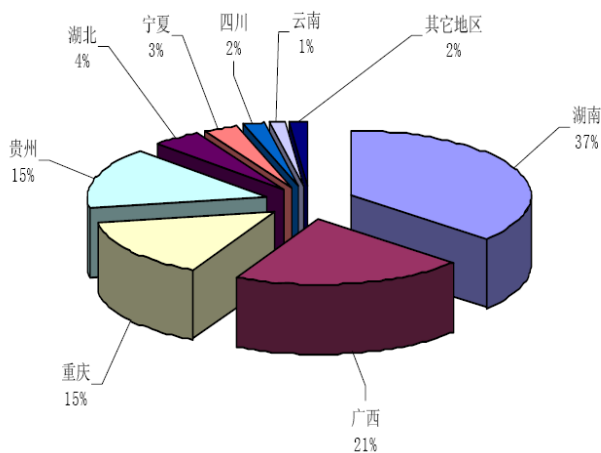
资料来源：东方证券研究所

图 49 主要电解锰出口国



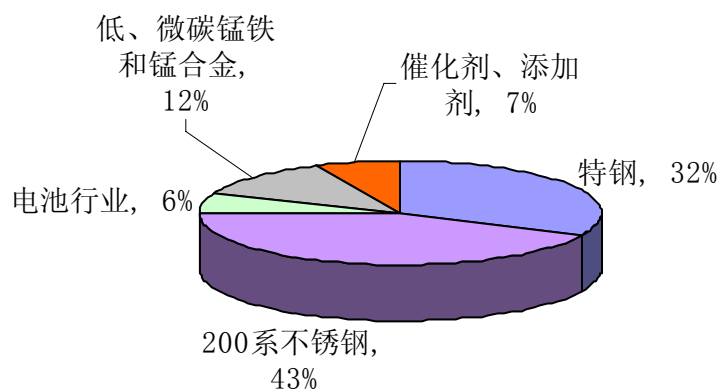
资料来源：东方证券研究所

图 50 中国电解锰产能分布



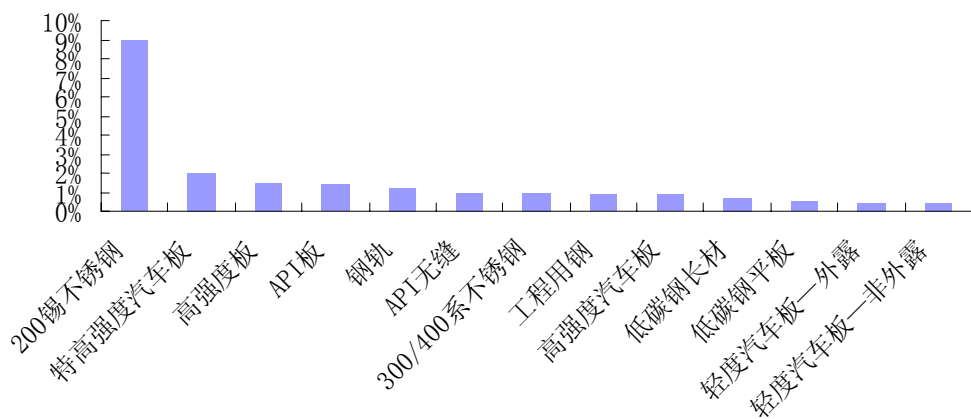
资料来源：东方证券研究所

图 51 锰的下游需求



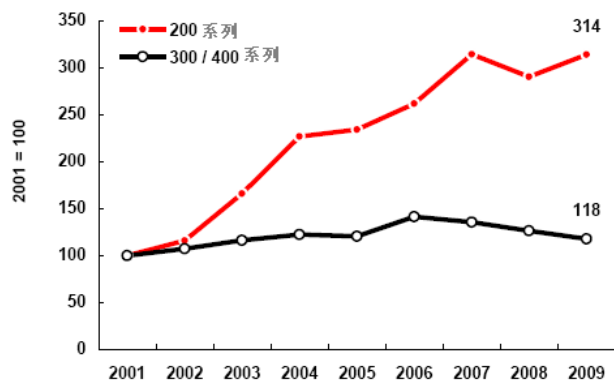
资料来源：东方证券研究所

图 52 不同钢铁产品中含锰量



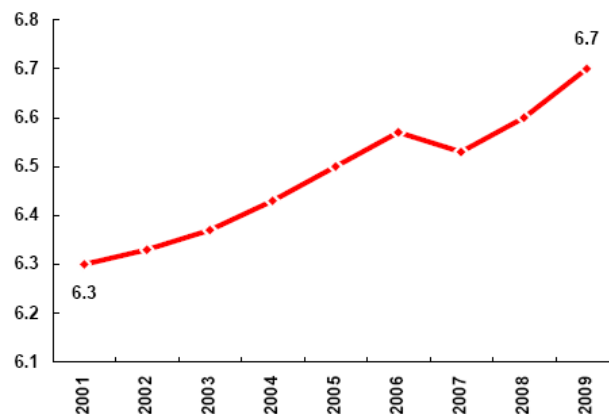
资料来源：东方证券研究所

图 53 全球不锈钢产量分系列



资料来源：ISSF，东方证券研究所

图 54 钢铁生产中的单位锰用量在提高（公斤/吨钢）



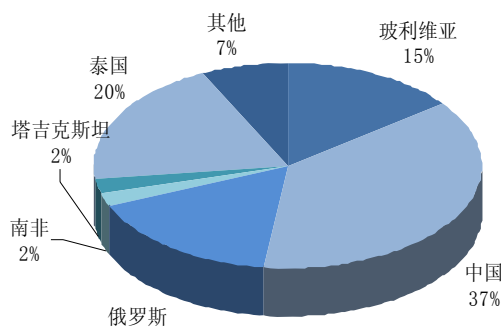
资料来源：IMnI, world steel, 东方证券研究所

铋：

看好中国阻燃剂需求增长

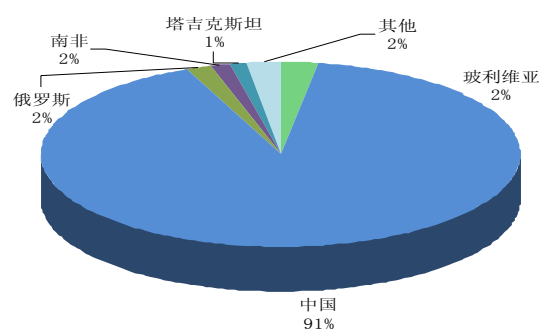
中国铋资源占全球 37%。供应占全球 91%。铋的 70%下游用途是阻燃协效剂。我们看好中国阻燃剂需求。我们认为上海大火带来的影响深远，预期中国消防标准提高将是大概率事件。以湖南冷水江地区为首对铋行业的整合导致铋行业供应面收紧局面预期将不会改变，而下游需求预期将随着消防意识提高而增长。同时由于铋的不可回收性导致铋资源极度稀缺。我们认为铋价继续上涨趋势仍可持续。

图 55：中国铋资源为全球最多



资料来源：USGS 东方证券研究所

图 56：中国铋产量占全球 91%



资料来源：USGS 东方证券研究所

投资建议

结合估值因素，从未来 6 个月角度，我们认为目前基本金属板块具备相对较好投资机会。而小金属新材料板块，我们认为在资源稀缺持续，下游新兴产业需求增长，公司自身技术提升和延伸的行业趋势下，2011 年小金属板块有望继续走强。我们尤其关注中国有优势的品种，钨、锑、锰；以及下游受益于新兴产业需求旺盛的品种：钽和钛。推荐江西铜业、中金岭南、山东黄金、东方钽业、金瑞科技、贵研铂业和宝钛股份。

风险因素

- 1、国内流动性紧缩超预期。目前市场对于明年国内流动性主流预期，加息 3-4 次，M2 增长率 16%，若流动性紧缩超预期，恐带来国内股票整体估值中枢下移。此外，可能导致中国对金属需求受到较大抑制，对金属价格不利。
- 2、全球流动性收缩超预期。目前我们预计未来 6-12 个月，以美联储为首的发达国家将继续执行宽松货币政策，对商品价格高位运行构成支撑。若发达国家收缩流动性早于预期，恐带来金属价格下跌。
- 3、部分子行业估值水平较高。目前国内市场对部分小金属的稀缺性和未来成长性抱有较乐观预期，后期若业绩迟迟未跟进，恐导致股价下跌风险。

表 8：重点覆盖公司盈利预测和投资建议

		EPS				PE		
		09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E
江西铜业	买入	0.78	1.44	2.06	2.45	29	20	17
山东黄金	买入	1.05	0.9	1.3	1.49	58	40	35
中金岭南	买入	0.47	0.6	0.85	0.91	35	25	23
东方钽业	买入	0.11	0.18	0.45	0.54	138.1	55.2	46
宝钛股份	买入	0.04	0.19	0.69	1.31	144	40	21
贵研铂业	买入	0.08	0.63	0.89	1.22	62	44	32
金瑞科技	买入	-0.96	0.20	0.97	1.87	114.5	23.6	12.2

资料来源：东方证券研究所

受益于铜价屡创新高

- 我们坚定看好未来铜价走势，理由有三：第一，全球宽松流动性支撑；第二，铜市场供需基本面依然非常强劲；第三，铜生产成本快速上升。在目前全球充裕流动性环境下，铜供需基本面依然紧张、铜市场供应集中度相当高的情况下，生产商为维持高毛利率，来自成本的持续上涨，将推动铜价的持续上涨。近期铜价上涨的催化剂，来自于国际投行筹备拟推出 ETF 铜基金。由于 ETF 的发行需要实货铜做支撑。可以想象，一旦铜 ETF 正式推出，投资需求的铜将名正言顺地被储存在仓库，铜的金融属性将更加突出。我们预计未来 3-6 个月 LME 铜价有望上冲 10000 美元。
- 公司未来几年自产铜矿增长率高：预计未来 2 年自产铜矿产量增长 30%，未来 5 年包括海外铜矿的投产，权益铜矿产量有望翻番。我们看好公司的理由主要三点：1) 公司是国内最大的铜业公司，拥有国内铜储量的三分之一，国内铜矿产量的 17% 以及精铜产量的 20%。无论从市值/储量看，还是铜矿自给率看，公司均是国内最具投资价值的铜业公司。2) 公司成长性较高。预期未来 2 年自产铜矿增长 30%，未来 5 年权益自产铜矿产量有望翻番，将推动公司未来几年利润大幅增长。3) 看好公司附属板块。我们强烈看好未来几年贵金属价格，也非常看好公司的贵金属和稀有金属板块，此外化工板块——硫酸价格正走出行业低谷。
- 上调铜价和盈利预测，维持买入评级。2011 年铜价自 62600 元/吨上调至 68000 元/吨，2012 年铜价自 67600 元/吨上调至 73500 元/吨。按照 2011 年国内铜价、金价、银价和硫酸均价为 68000 元/吨、290 元/克、5.6 元/千克和 500 元/吨，2012 年对应价格分别为 73300 元/吨、320 元/克和 6.7 元/千克，580 元/吨；铜 TC/RC2011-12 年分别为 70 美元/7 美分，60 美元/6 美分。经测算，2010-2012 年公司摊薄 EPS 为 1.41/1.98/2.42，当前股价对应 2010-12 年 PE 为 30/21/17 倍。铜价每波动 1000 元，影响公司 EPS 约 0.031 元；黄金价格每波动 10 元/克，影响 EPS 约 0.014 元；硫酸价格每波动 50 元/吨，影响 EPS 约 0.023 元。考虑到我们对未来铜价坚定看好，以及公司未来几年良好的成长性，给予 2011 年 30 倍 PE，目标价 60 元。维持买入投资评级。
- 风险因素。1、国内流动性收缩强于预期，系统性风险导致有色金属估值整体下移。2、公司海外铜矿投产进度低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐建花

有色金属行业分析师

8621-63325888 × 6090

xujianhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121342

张镭

执业证书编号：S0860110060035

杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 12 月 27 日) 41.80 元

目标价格 60 元

总股本/A 股 (万股) 207500/346300

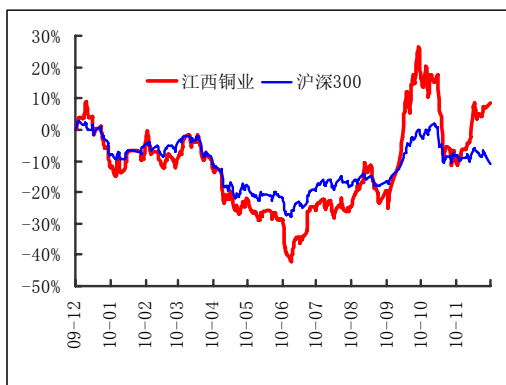
A 股市值 (百万元) 143115

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告日期 2010 年 12 月 28 日

最近一年股价表现



财务预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	-4%	76%	26%	18%
EBITA 同比	-17%	75%	43%	20%
ROE	10.30%	14.80%	17.84%	18.03%
ROIC	9.24%	12.57%	15.88%	16.97%
EPS	0.78	1.44	2.04	2.44
每股净资产	7.55	9.71	11.45	13.52
P/E (X)	53.2	28.7	20.2	17.0
P/B (X)	5.5	4.3	3.6	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《江西铜业首次报告——五年再造一个江铜》 2010.9.27

《有色金属行业深度报告——未来铜价有望震荡上行，不排除创新高可能》 2010.9.27

《江西铜业季报点评——盈利增长强劲》 2010.10.27

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	20587	38530	46456	56497	营业总收入	51715	90789	113987	134992
现金	3600	15385	17623	22422	营业总成本	48288	84433	105111	124084
应收票据	736	1362	1710	2025	营业成本	46148	81504	101234	119538
应收账款	1729	3178	3990	4725	销售费用	296	409	547	648
预付账款	1356	489	607	717	管理费用	1083	1600	2123	2514
存货	11490	16301	20247	23908	财务费用	367	318	447	510
非流动资产	17448	16526	17195	18017	其他经营收益	-318	107	224	235
长期投资	406	426	448	470	投资净收益	-255	107	224	235
固定资产	12405	11713	11976	11713	营业利润	3109	6462	9099	11143
在建工程	2762	2762	2859	3659	营业外收入减支出	67	100	125	148
无形资产	1104	1214	1336	1469	利润总额	3176	6562	9225	11291
资产合计	38034	55056	63651	74514	减：所得税	830	1641	2306	2823
					净利润	2347	4922	6918	8469
应付项目	5008	6520	8099	9563	少数股东损益	-3	49	69	85
付息负债	7609	10854	11487	13564	归属母公司净利润	2349	4872	6849	8384
短期借款	2531	2859	2105	2484	EPS	0.78	1.41	1.98	2.42
长期付息负债	5078	7995	9382	11081					
其他负债	2242	3598	4067	4148	成长能力				
负债合计	14859	20973	23653	27275	营业收入同比	-4%	76%	26%	18%
所有者权益	23016	34083	39998	47239	EBITA 同比	-17%	75%	40%	23%
实收资本	3023	3463	3463	3463	归属母公司净利润同比	3%	107%	41%	22%
资本公积	5319	11628	11628	11628	利润水平				
留存收益	14314	18455	24277	31403	销售毛利率	11%	10%	11%	11%
少数股东权益	361	537	630	744	销售净利率	5%	5%	6%	6%
负债和权益合计	38034	55056	63651	74514	整体绩效				
					ROE	10%	15%	17%	18%
经营活动现金流	1192	1639	3784	5746	ROIC	9%	13%	15%	17%
净利润	2347	4922	6918	8469	运营效率				
折旧摊销	943	844	851	974	应收账款周转率	33.5	37.0	31.8	31.0
营运资金变动	-2083	-4869	-3762	-3462	存货周转率	5.6	6.5	6.2	6.1
投资活动现金流	-2225	184	-1297	-1561	偿债能力				
资本支出	-2009	-262	-1333	-1644	流动比率	2.7	4.1	4.6	4.7
长期投资	-136	86	203	213	速动比率	1.2	2.4	2.6	2.7
筹资活动现金流	493	9962	-249	615	EBITA / I	12.7	47.7	41.5	46.5
短期借款	-432	328	-754	379	资产负债率	39%	38%	37%	37%
长期借款	-218	2916	1387	1698	每股指标				
普通股增加	0	440	0	0	EPS	0.78	1.41	1.98	2.42
资本公积	-37	6309	0	0	每股净资产	7.55	9.69	11.37	13.43
其他	1179	-33	-882	-1463	P/E	53.8	29.7	21.1	17.3
现金净增加额	-540	11785	2238	4799	P/B	5.5	4.3	3.7	3.1

资料来源：东方证券研究所

稳健扩张的行业翘楚

- **成功收购全球星矿业公司。**公司 12 月 13 日公告，已经完成对全球星矿业 97.77% 股份的邀约收购，超过加拿大公司法定要约收购成功比例 90% 的比例，标志着公司已经成功收购全球星矿业。全球星矿业 2009 年净利润 203 万美元，2010 上半年净利润 950 万美元。截至 2009 年底，全球星矿业公司所有探矿区域的资源量合计约为：64 万吨铜、42.57 吨黄金、443 吨白银、9.3 万吨镍以及 8 万吨氧化锂。2010 年全球星矿业计划产量为：铜金属量 9500 吨，黄金 529 公斤，白银 16 吨。我们认为本次收购价格相当便宜，静态看，按照 2010 上半年全球星矿业公司净利润，本次收购的 PE 仅约 10 倍，远低于目前国内同类有色上市公司。
- **我们看好公司的中长期投资价值，理由主要有三：**第一，看好铅锌、铜、黄金和白银中长期价格走势。第二，公司铅锌自给率高。包括 PEM 公司权益产量，公司铅锌矿自给率约 63-66%。第三，公司海外资源扩张持续进行中。2009 年初以超低价格收购澳洲 PEM 公司；2009 年底和 TECK 公司合资，共同勘探爱尔兰波利纳拉克项目（Ballinalack—目前铅锌探明储量约 56 万吨）；目前控股子公司 PEM 已成功收购加拿大全球星矿业。
- **维持买入投资评级。**按照 2011-12 精炼铅锌均价每吨 18000/19500 元和 9000/20500 元，经测算公司 2010-12 年可持续经营铅锌业务 EPS 分别为 0.50 /0.73 /0.91 元，天津房地产项目 11/12 年贡献 EPS 预估为 0.17/0.12 元。给予 2011 年铅锌业务 30 倍 PE 和地产项目 12 倍 PE，对应股价为 19.44 元。我们认为公司优秀的管理能力和卓越的海外业务扩张能力，可以给予 20% 溢价。维持买入投资评级，目标价 24 元。
- **风险因素。**（1）流动性收缩强于预期（2）本次海外收购失败



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐建花

有色金属行业分析师

8621-63325888 × 6090

xujianhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121342

张镭

执业证书编号：S0860110060035

杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **（维持）**

股价（2010 年 12 月 27 日） 20.35 元

目标价格 24 元

总股本/A 股（万股） 158500/158700

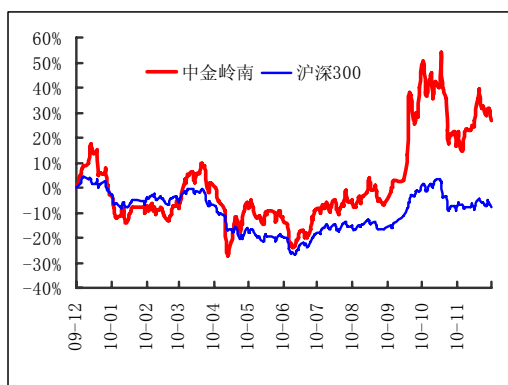
A 股市值（百万元） 33245

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告日期 2010 年 12 月 28 日

最近一年股价表现



财务预测

(单位：百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	2%	30%	20%	15%
EBITA 同比	-15%	73%	52%	28%
ROE	12.27%	15.32%	18.82%	19.63%
ROIC	6.16%	9.10%	11.96%	13.83%
EPS	0.47	0.50	0.73	0.91
每股净资产	3.82	3.24	3.86	4.63
P/E(X)	44.7	42.2	28.8	23.0
P/B(X)	5.5	6.5	5.4	4.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5620	6300	7110	8154	营业总收入	7583	9865	11812	13614
现金	1359	1559	1614	1938	营业总成本	6954	8862	10238	11558
应收票据	136	148	177	204	营业成本	5945	7594	8766	9888
应收账款	322	345	413	477	销售费用	286	296	354	408
预付账款	735	759	877	989	管理费用	628	708	848	977
存货	3025	3417	3945	4450	财务费用	8	103	103	94
非流动资产	5748	7254	7653	7907	其他经营收益	50	34	51	51
长期投资	171	171	171	171	投资净收益	50	34	51	51
固定资产	3861	5256	5302	5266	营业利润	680	1037	1625	2108
在建工程	183	295	395	445	营业外收入减支出	9	11	13	15
无形资产	1378	1447	1520	1596	利润总额	689	1048	1638	2123
资产合计	11368	13554	14763	16061	减：所得税	103	63	197	318
					净利润	586	985	1442	1804
应付项目	1284	1215	1403	1582	少数股东损益	106	197	288	361
付息负债	4065	5252	4992	4577	归属母公司净利润	480	788	1153	1443
短期借款	2098	3050	2372	1346	EPS	0.47	0.50	0.73	0.91
长期付息负债	1967	2201	2621	3231					
其他负债	1295	1427	1630	1593	成长能力				
负债合计	6643	7893	8025	7752	营业收入同比	2%	30%	20%	15%
所有者权益	4725	5661	6739	8309	EBITA 同比	-15%	73%	52%	28%
实收资本	1024	1587	1587	1587	归属母公司净利润同比	20%	64%	46%	25%
资本公积	1058	1058	1058	1058	利润水平				
留存收益	1831	2501	3481	4708	销售毛利率	22%	23%	26%	27%
少数股东权益	812	515	613	956	销售净利率	8%	10%	12%	13%
负债和权益合计	11368	13554	14763	16061	整体绩效				
					ROE	12%	15%	19%	20%
经营活动现金流	-150	1405	1973	1701	ROIC	6%	9%	12%	14%
净利润	586	985	1442	1804	运营效率				
折旧摊销	96	990	1122	461	应收账款周转率	30.9	29.6	31.1	30.6
营运资金变动	-860	-537	-539	-513	存货周转率	3.1	3.1	3.2	3.2
投资活动现金流	-1412	-2463	-1469	-664	偿债能力				
资本支出	-1561	-2567	-1340	-551	流动比率	1.7	1.5	1.9	2.8
长期投资	54	34	51	51	速动比率	0.8	0.7	0.8	1.3
筹资活动现金流	2062	1258	-449	-713	EBITA / I	-5264.7	13.0	20.8	32.0
短期借款	1108	952	-678	-1026	资产负债率	58%	58%	54%	48%
长期借款	456	235	419	611	每股指标				
普通股增加	0	563	0	0	EPS	0.47	0.50	0.73	0.91
资本公积	-3	0	0	0	每股净资产	3.82	3.24	3.86	4.63
其他	501	-492	-190	-298	P/E	44.7	42.2	28.8	23.0
现金净增加额	500	200	55	323	P/B	5.5	6.5	5.4	4.5

资料来源：东方证券研究所

资源优势明显的纯黄金公司

- **集团注入预期明确 资源增长可期** 我们估计加上今年收购的金石矿业腾家金矿 71 吨储量，公司目前拥有 390 吨左右黄金储量。集团目前拥有采矿权及探矿权 208 个，矿权面积合计约 1716.29 平方公里。集团在上上市公司以外还有 700 余吨黄金储量。公司作为集团旗下唯一的上市公司，将在适当时间获得集团资产的注入。
- **产能增长迅速 规模效应扩大** 公司目前正在建设焦家金矿 6000 吨/日采选厂和三山岛金矿 8000 吨/日采选厂。焦家金矿工程已逐步建成，但井下采矿配套设施还未完成。三山岛工程建设和精炼厂 1200 吨/日金精矿综合回收利用项目也正在逐步展开，预期 2-3 年内将逐步达产。公司采取分区采集中选的管理格局，采选规模效应进一步扩大，规模优势也将更为明显。整合后的矿石处理量和黄金产量将大幅增长，管理和成本费用有望出现下降。预计 2010-2012 年的矿产金产量为 19.5 吨和 21.5 吨。
- **国内唯一纯黄金上市公司** 公司 99% 的收入来自于黄金开采冶炼。比重高于其他 A 股黄金上市公司。业绩对金价上涨的弹性较大。
- **我们看好黄金价格的主要逻辑** :1) 我们认为欧元区债务危机还需要相当一段时间来进行调整和化解，对全球经济的影响仍将持续，加上朝鲜半岛局势紧张导致黄金的避险需求长期存在，2) 以农产品价格上涨为首的通胀预期，上一轮粮食价格大幅上涨阶段（07 年 6 月-08 年 3 月）黄金价格在这段期间上涨 49%。我们预期受拉尼娜气候影响，全球范围的粮食减产导致的价格上涨仍将持续。3) 新兴经济购买黄金带来的需求上升。韩国、泰国、越南近期都开始增加黄金储备的迹象。随着今年中国开放黄金供应渠道，中国对黄金的投资需求将大幅增长。今年 1-9 月中国黄金零售已经同比上涨 70%。4) 从供给面看产量下降而需求上涨，过去近 10 年间，世界黄金产量下降 9.6%，8 个主要黄金生产国中有 6 个国家产量下滑。而需求面看，主要黄金 ETF 持金量今年上涨了 13%
- **估值和投资建议**：我们假设 2010-2012 黄金均价为 1220/1350/1480，矿产金产量为 19/20/22 吨。预期山东黄金 10-12 年每股收益分别为 0.90，1.30 和 1.49 元。基于集团未来资产注入预期和公司储量产量提升空间，我们看好公司的长期投资潜力，维持公司买入评级。
- **风险因素**：金价涨幅低于预期，集团资产注入低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060035

徐建花

执业证书编号：S0860109121342

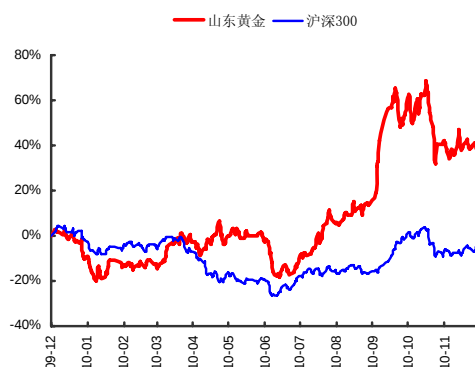
杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 12 月 27 日)	50.27 元
目标价格	67.00 元
总股本/A 股 (亿股)	14.23/6.92
A 股市值 (亿元)	736.87
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告日期	2010 年 12 月 28 日

股价表现



资料来源：WIND

盈利预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	23360	28750	32442	35418
同比	18%	23%	13%	9%
净利润	814	1396	2022	2320
同比	24%	75%	45%	15%
ROE	25.90%	29.14%	30.60%	26.67%
ROIC	13.29%	24.23%	35.62%	37.64%
EPS	1.05	0.90	1.30	1.49
P/E (X)	59.6	69.6	48.0	41.8
P/B(X)	15.4	20.3	14.7	11.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1392	2463	4290	10912	营业总收入	23360	28750	32442	35418
现金	401	2112	3647	5350	营业总成本	22297	26889	29747	32326
应收票据	5	14	16	4	营业成本	21299	25743	28461	30925
应收账款	15	49	65	71	销售费用	28	35	39	43
预付账款	456	5	6	928	管理费用	854	1009	1139	1244
存货	394	309	342	4330	财务费用	81	80	83	88
非流动资产	4871	3955	3943	3274	其他经营收益	24	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	20	0	0	0
固定资产	2477	2154	2095	2024	营业利润	1087	1861	2696	3092
在建工程	1065	1437	1417	531	营业外收入减支出	7	0	0	0
无形资产	1227	288	324	708	利润总额	1094	1861	2696	3092
资产合计	6263	6419	8234	14186	减：所得税	280	465	674	773
应付项目	541	515	569	4175	净利润	814	1396	2022	2319
付息负债	2161	1168	1087	1265	少数股东损益	68	117	169	194
短期借款	1790	468	162	149	归属母公司净利润	746	1279	1852	2125
长期付息负债	371	570	786	1035					
其他负债	372	9	13	8	成长能力				
负债合计	3074	1692	1670	5448	营业收入同比	18%	23%	13%	9%
所有者权益	3188	4857	6703	8821	EBITA 同比	24%	75%	45%	15%
实收资本	712	1423	1423	1423	归属母公司净利润同比	17%	71%	45%	15%
资本公积	464	108	108	108	利润水平				
留存收益	1704	2855	4522	6435	销售毛利率	9%	10%	12%	13%
少数股东权益	309	470	649	854	销售净利率	3%	5%	6%	7%
负债和权益合计	6263	6548	8372	14267	整体绩效				
					ROE	26%	29%	31%	27%
					ROIC	13%	24%	36%	38%
经营活动现金流	1020	2126	2307	1154	运营效率				
净利润	814	1396	2022	2319	应收账款周转率	644.3	899.2	570.4	521.9
折旧摊销	355	278	298	159	存货周转率	72.6	81.8	99.8	15.2
营运资金变动	-129	453	-13	-1325	偿债能力				
投资活动现金流	-2038	638	-286	509	流动比率	0.6	2.3	5.1	2.5
资本支出	-2037	614	-256	413	速动比率	0.4	2.1	4.7	1.5
长期投资	20	0	0	0	EBITA / I	-576.5	-306.8	-187.2	-165.6
筹资活动现金流	1132	-1222	-263	40	资产负债率	49%	26%	18%	37%
短期借款	812	-1322	-306	-13	每股指标				
长期借款	290	198	217	248	EPS	1.05	0.90	1.30	1.49
普通股增加	356	712	0	0	每股净资产	4.05	3.08	4.25	5.60
资本公积	-375	-356	0	0	P/E	59.6	69.6	48.0	41.8
其他	48	-455	-174	-195	P/B	15.4	20.3	14.7	11.2
现金净增加额	114	1711	1535	1703					

资料来源：东方证券研究所

钽矿价格预期将持续上涨

- **血矿禁令预计将大幅推升钽价** 美国证券交易委员会 12 月 16 日公布提案要求美国公司停止使用来自刚果的包括钽在内的矿石,在全球最大钽矿供应商澳洲的 Wodgina 矿受金融危机影响关闭后,刚果地区一直是钽矿主要供应源。提案标志着未来美国公司将只能从成本更高的其他国家进口钽矿。据了解目前小批量高品位钽粉价格已经超过 100 美元/磅,而大宗货物的价格区间是 110-120 美元/磅,且很难找到货源。120 美元/磅是市场预计澳大利亚矿恢复生产的成本线。澳大利亚的钽供应占全球供应 40%以上。之前依赖从刚果进口钽矿的生产商目前只能从西非,北非和巴西的等地区寻求货源。我们预计 2011 年全球钽需求量将恢复到金融危机前水平(2007 年全球消费量为 600 万磅)。在当前的供应紧张形势下我们对钽矿价格非常看好。
- **下游需求强劲将带动钽制品价格和毛利率上升** 由于钽的下游主要是电子行业,钽精矿的价格走势和电子行业紧密相关。受包括 iPad 平板电脑,智能手机等下游电子产品需求旺盛影响,钽精矿价格从年初的 36 美元/磅已经上升到 105 美元/磅(距离历史高点的 268 美元/磅还有很大距离)。据了解公司具有较强的成本传导能力,钽矿价格上升公司的产品价格也会随之上升。公司钽丝、钽粉的国际市场占有率达到 60%和 25%,有比较高的议价能力,我们认为在上游供应紧张,下游需求火爆情况下,公司钽制品价格继续上涨的概率很高。
- **盈利预测** 我们假设 2011-2012 年钽制品平均价格涨幅 15%/5%。钽粉产量 550 吨,钽丝 80 吨,刃料级碳化硅产量 1.5 万吨。我们预期公司 2011-2012 年 EPS 为 0.63/0.74 元。受益于下游电子行业需求旺盛,上游供应紧张,加上近期公布的钽列入国家十种稀有金属战略性收储,我们认为东方钽业作为世界级钽制品供应商,拥有技术壁垒,市场占有率很高,且公司作为钽行业唯一标的可以享受一定溢价。另外公司新增新材料项目未来盈利前景广阔。维持公司买入评级。
- **风险因素:** 1) 钽精矿供应紧缺风险 2) 人民币升值对出口产品影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860110060035

徐建花

执业证书编号: S0860109121342

杨宝峰

执业证书编号: S0860207100115

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010 年 12 月 27 日) 24.03 元

目标价格 32.00 元

总股本/A 股(亿股) 3.56/3.56

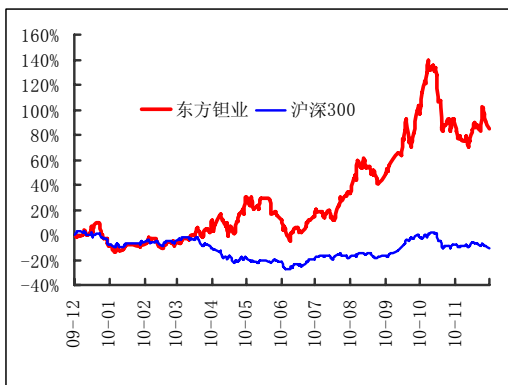
A 股市值(亿元) 87

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告日期 2010 年 12 月 28 日

股价表现



百万	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1199	1503	2561	2569
营业总成本	1188	1373	2331	2293
净利润	35	127	222	262
ROE	3%	10%	15%	16%
EPS	0.11	0.36	0.62	0.74
每股净资产	3.35	3.61	4.08	4.63
P/E(X)	227.7	67.6	38.5	32.6
P/B(X)	7.2	6.7	5.9	5.2

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1859	1513	2227	2603	营业总收入	1199	1503	2561	2569
现金	408	215	21	425	营业总成本	1188	1373	2331	2293
应收票据	19	15	26	26	营业成本	1065	1216	2065	2027
应收账款	246	255	435	437	销售费用	20	24	41	41
预付账款	217	61	103	101	管理费用	61	88	150	150
存货	962	960	1632	1601	财务费用	25	30	50	49
非流动资产	1022	1109	1218	1299	其他经营收益	14	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	14	0	0	0
固定资产	701	756	811	866	营业利润	26	130	229	276
在建工程	258	278	298	318	营业外收入减支出	17	19	32	32
无形资产	30	30	51	51	利润总额	43	149	261	309
资产合计	2881	2621	3446	3902	减：所得税	8	22	39	46
应付项目	784	486	826	811	净利润	35	127	222	262
付息负债	670	828	1145	1224	少数股东损益	-3	0	0	0
短期借款	80	597	883	759	归属母公司净利润	38	127	222	262
长期付息负债	590	231	261	466					
其他负债	225	0	0	0	成长能力				
负债合计	1679	1314	1971	2035	营业收入同比	15%	25%	70%	0%
所有者权益	1202	1307	1476	1866	EBITA 同比	-79%	1177%	74%	18%
实收资本	356	356	356	356	归属母公司净利润同比	-45%	237%	76%	18%
资本公积	390	390	390	390	利润水平				
留存收益	446	541	708	905	销售毛利率	11%	19%	19%	21%
少数股东权益	10	19	22	215	销售净利率	3%	8%	9%	10%
负债和权益合计	2881	2621	3447	3901	整体绩效				
					ROE	3%	10%	15%	16%
经营活动现金流	371	40	-272	371	ROIC	1%	6%	7%	9%
净利润	35	127	222	262	运营效率				
折旧摊销	76	63	64	93	应收账款周转率	5.6	6.0	7.4	5.9
营运资金变动	275	-149	-558	15	存货周转率	1.4	1.6	2.0	1.6
投资活动现金流	-455	-149	-173	-174	偿债能力				
资本支出	-473	-138	-160	-169	流动比率	2.2	1.4	1.3	1.7
长期投资	10	0	0	0	速动比率	1.0	0.5	0.3	0.6
筹资活动现金流	131	-84	252	209	EBITA / I	#DIV/0!	9.6	10.6	13.0
短期借款	-340	517	285	-124	资产负债率	58%	50%	57%	52%
长期借款	380	-359	30	206	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.11	0.36	0.62	0.74
资本公积	-61	0	0	0	每股净资产	3.35	3.61	4.08	4.63
其他	153	-243	-64	127	P/E	227.7	67.6	38.5	32.6
					P/B	7.2	6.7	5.9	5.2

现金净增加额	47	-193	-194	404
--------	----	------	------	-----

资料来源：东方证券研究所

金瑞科技 600390.SH

资源产能大幅扩张

- **本次定向增发收购资源质优价廉** 公司 12 月 25 日公告将以不低于 18.27 元/股的价格非公开发行数量不超过 2336 万股。本次融资不超过 4.27 亿元，募集资金的计划投向为 1) 收购桃江锰矿及其技改扩建项目、2) 金丰锰业年产 3 万吨电解金属锰技改扩产项目。本次收购的桃江县响涛源锰矿保有资源储量为 661.1 万吨，平均品味 17.18%。占湖南锰储量的 9%，且周边储量发展空间巨大。其碳酸锰矿石含二价锰 92% 以上，浸出率高，重金属含量低，适合生产电解锰。本次收购采取协议转让的方式，收购价为 2735.03 万元。公司收购后将技改扩建，完成后矿山设计生产规模为年产 22 万吨矿石。为金丰 3 万吨电解锰扩建项目提供了有力资源支持。
- **自给率将大幅提高** 公司已有白石锡和黄塘坪两个矿山，资源储量约 400 万吨。平均品味 17% 左右。2 个矿山的设计产能为年产 12 万吨。本次收购完成后公司锰资源储量达到 1000 万吨以上，年矿石产能 34 万吨。在募投项目顺利投产后将大幅提高公司电解锰业务收入，锰矿自给率从现有的 20% 大幅提升到 70% 以上。
- **产能翻番 市场份额提升** 公司是国内最大的电解锰供应商之一，公司现有电解锰产能 3 万吨。金丰锰业年产 3 万吨电解锰技改扩建项目已经在建设中，第一批 1 万吨产能预计在 2011 年四季度可望投产。其余 2 万吨新增产能预计到 2012 年完全投产，届时公司电解锰产能将达到 6 万吨。有效地提升公司电解锰市场份额与行业地位。
- **五矿对公司发展规划明确** 公司是五矿旗下唯一一锰平台。依据五矿集团对公司的战略定位和发展规划，公司未来三至五年内，要进一步做大做强电解锰。目前金瑞科技已经拥有从碳酸锰矿→电解金属锰→三氧化二锰的锰系列产业链。根据公司规划，将根据发展需要和区域市场的需求，考虑进一步投资新建高纯硫酸锰、高纯醋酸锰等锰盐生产线。最终目标是打造完整的锰系产业链，争取将锰业务做成公司实际控制人五矿集团的又一个优势产业之一。
- **盈利预测和估值区间** 假设 10-12 年电解锰产量 3/3.3/6 万吨，锰矿产量 5/12/20 万吨。电解锰价格 1.7/2.2/2.3 万元/吨，预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.20/0.97/1.87 元。考虑到公司在电解锰行业地位提升，资源优势明显，未来锰深加工前景广大，我们维持公司买入评级。
- **风险因素**：公司产品主要应用于钢铁行业，宏观经济下滑导致钢铁需求下滑风险。由于市场对有色金属公司资源价值高增长性的乐观判断，目前其整体估值水平较高，但是市场如果出现波动，估值中枢存在下移风险，但是我们仍然认为公司是其中基本面较为优质的公司之一。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060035

徐建花

执业证书编号：S0860109121342

杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 12 月 27 日)

21.55 元

目标价格

30 元

总股本/A 股 (亿股)

1.6/1.6

A 股市值 (亿元)

35.24

国家/地区

中国

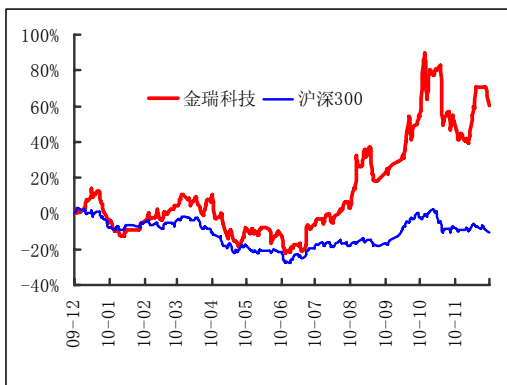
行业

有色金属

报告日期

2010 年 12 月 28 日

股价表现



资料来源：WIND

盈利预测

(百万元人民币)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,012	1,212	1,384	2,038
税前利润	(4)	6.27	27.96	53.51
归属母公司净利润	(153)	32	154	299
EBITDA	(102)	145	295	466
每股收益(元)	(0.96)	0.20	0.97	1.87
净资产收益率	-24.49%	5.70%	24.19%	34.90%
每股经营现金(元)	0.43	0.32	2.17	1.11
市盈率(X)	(22.56)	109.36	22.33	11.53
EV/EBITDA	(43.91)	26.46	12.15	7.56

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

损益表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1012	1212	1384	2038	经营活动现金流	69	52	348	177
营业成本	900	1012	1020	1439	税后利润	(153)	32	154	299
主营业务税金及附加	5	8	9	13	经常性非现金支出	213	104	109	112
销售费用	36	40	46	67	非经常性现金支出	(7)	0	0	0
管理费用	69	73	83	122	营运资金变动	14	(87)	80	(238)
财务费用	29	35	38	35	少数股东损益	2	4	4	4
资产减值损失	135	3	2	4	投资活动现金流	(64)	(101)	(64)	(65)
投资收益	5	0	0	0	资本开支	(40)	(68)	(68)	(68)
营业利润	(159)	42	186	357	投资与投资收益	(24)	(33)	4	3
非经常性损益	4	0	0	0	筹资活动现金流	(2)	168	(135)	(48)
税前利润	(155)	42	186	357	贷款增加	34	200	(100)	0
所得税	(4)	6	28	54	支付股利利息	(36)	(32)	(35)	(48)
净利润	(151)	36	158	303	其他融资	0	0	0	0
少数股东损益	2	4	4	4	现金净流量	3	119	149	64
归属母公司净利润	(153)	32	154	299	现金期初余额	142	145	264	413
EPS (元/股)	(0.96)	0.20	0.97	1.87	现金期末余额	145	264	413	477

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	591	827	903	1,299	增长能力				
货币资金	145	264	413	477	营收增长率(%)	-21.80%	19.79%	14.22%	47.20%
应收账款及票据	224	248	284	426	EBITDA 增长率(%)	-171.52%	-242.36%	103.69%	57.88%
存货	195	285	175	353	EBIT 增长率(%)	-264.42%	-152.73%	181.05%	73.37%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	-462.64%	-123.53%	345.85%	91.38%
非流动资产合计	675	679	674	664	盈利能力				
长期投资	50	50	50	50	毛利率(%)	11.01%	16.52%	26.29%	29.40%
固定资产	460	477	485	486	净利率(%)	-14.93%	2.93%	11.45%	14.88%
在建工程	37	29	26	25	EBITDA 利润率(%)	-10.06%	11.95%	21.31%	22.86%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	-11.31%	2.56%	10.28%	17.13%
无形资产	87	91	87	83	ROE(%)	-24.5%	5.7%	24.2%	34.9%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	-14.38%	5.17%	14.16%	20.31%
资产总计	1,266	1,507	1,577	1,964	偿债能力				
流动负债合计	552	783	692	788	资产负债率(%)	50.4%	57.3%	49.1%	44.5%
循环借款	367	567	467	467	流动比率(倍)	1.07	1.06	1.30	1.65
应付账款及票据	111	124	126	177	速动比率(倍)	0.72	0.69	1.05	1.20
预收账款	4	8	10	14	营运能力				
其他应付款	54	61	61	86	总资产周转率	0.76	0.87	0.90	1.15

非流动负债合计	86	86	86	86	应收账款周转率	2.10	2.42	2.46	2.75
长期贷款	81	81	81	81	存货周转率	3.79	4.22	4.43	5.45
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	7.71	8.59	8.16	9.51
负债合计	638	869	778	874	价值评估				
股本	160	160	160	160	P/B(倍)	6	6	5	3
资本公积	422	422	422	422	P/E(倍)	(23)	109	22	12
未分配利润	(59)	(47)	92	345	EV/收入(倍)	4	3	3	2
股东权益合计	627	647	805	1,092	EV/EBITDA(倍)	(44)	26	12	8
负债和股东权益	1,265	1,516	1,583	1,966	EV/EBIT(倍)	(29)	47	16	9

资料来源：东方证券研究所

2011 年募投项目集中投产

- **2010 年公司经营情况跟踪：**公司产品线可分为国内民品、军品和出口，产量占比约 70%、16%和 14%。尽管近年来国内工业领域对钛材需求增长强劲，预期总体增速高达近 30%，公司民品订单也高度饱和，但民品市场竞争依然白热化，公司民品总体毛利率情况依然很不理想。军品毛利率情况保持较为稳定，但销售量没有明显增长。出口的毛利率情况改善较为显著，今年预计全年 10%以上，去年仅 2%。
- **2011 年募投项目集中投产：**明年上半年募投项目一万吨锻压机、5000 吨钛带项目的竣工投产，将显著提升公司高端产品的比重。工业级钛材作为公司 09 年新产品，毛利率高达 40%以上，也是公司利润贡献的生力军。预期最晚明年下半年可以看到公司收入和利润齐增长的好景象。
- **中长期看，钛行业尚处于长期景气周期起点。**目前从需求看，领军板块——全球航空业正重新迈入新的景气周期，而工业和新兴领域需求，包括化工能源、核电工程、体育休闲、医疗汽车、海洋工程、建筑领域，也将伴随全球经济复苏和中国经济结构转型，呈现快速增长。从供应看，受行业低迷影响，新增供应非常有限，主要是原有扩产项目的延续。展望未来我们认为，1-2 年伴随着需求逐渐回暖，产能利用率缓步提升，价格有望逐渐回升。中长期看，钛行业尚处于长期景气周期起点。
- **维持买入投资评级。**尽管 2010 年我国钛行业复苏势头明显，需求增长强劲，产能利用率逐步提高（海绵钛产能利用率自 2009 年 40-50%提升至当前 70-80%），但下游钛材民品领域竞争激烈，公司 70%产量集中于民品领域，盈利状况不佳。随着需求继续回暖，产能利用率继续提升，预计未来行业和公司盈利状况都将有所改善。鉴于近年来行业盈利改善程度低于我们预期，我们下调未来两年海绵钛价格及公司盈利预测，按照 10-12 年海绵钛每吨 6 万、7.5 万和 9 万的价格预测，经测算 10-12 年 EPS 分别为 0.04 元、0.48 元和 1.14 元。鉴于目前钛行业依然处于长期景气周期的起点，公司作为国内钛行业的龙头，我们认为未来仍将充分受益于未来行业复苏回暖，且公司 2011 年募投项目全面投产，预计将显著提升公司高端产品的比重，提升公司整体毛利率水平。展望未来，我们认为伴随国内钛行业持续复苏和盈利逐步改善，宝钛股份的 PB 也有望回到 2008 年上半年金融危机爆发前水平，即 4 倍左右。维持公司买入投资评级，目标价格 33 元
- **风险因素。**国内外钛行业复苏慢于预期；流动性收缩力度强于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐建花

有色金属行业分析师

8621-63325888 × 6090

xujianhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121342

张镭

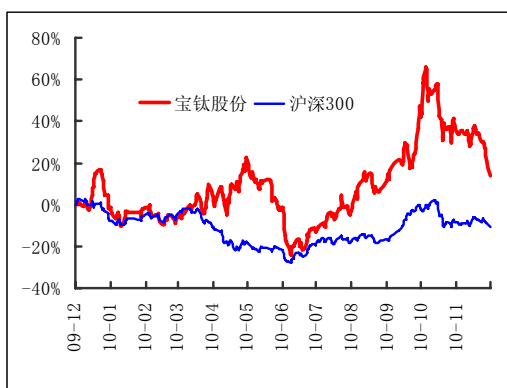
执业证书编号：S0860110060035

杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 12 月 27 日)	25.74 元
目标价格	33.00 元
总股本/A 股 (万股)	43000/21000
A 股市值 (百万元)	11068
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告日期	2010 年 12 月 28 日

最近一年股价表现



财务预测

(单位：百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	2%	14%	50%	47%
EBITA 同比	-98%	884%	420%	121%
ROE	0.44%	0.41%	5.33%	11.97%
ROIC	0.14%	1.43%	5.18%	9.36%
EPS	0.04	0.04	0.48	1.14
每股净资产	8.67	8.70	9.06	9.51
P/E(X)	714.6	766.1	56.5	24.0
P/B(X)	3.15	3.14	3.01	2.87

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3278	3239	4497	6472	营业总收入	2315	2640	3964	5814
现金	1157	982	1256	1878	营业总成本	2306	2634	3724	5216
应收票据	259	238	357	523	营业成本	2122	2375	3328	4626
应收账款	526	528	793	1163	销售费用	29	32	48	70
预付账款	169	166	233	324	管理费用	138	154	231	338
存货	1152	1306	1830	2544	财务费用	-5	58	93	148
非流动资产	2051	2484	2798	3131	其他经营收益	6	9	10	10
长期投资	90	93	97	101	投资净收益	6	9	10	10
固定资产	701	961	1649	2127	营业利润	16	16	250	608
在建工程	1184	1349	949	749	营业外收入减支出	6	6	10	14
无形资产	68	79	99	145	利润总额	22	22	260	622
资产合计	5329	5723	7295	9603	减：所得税	3	3	39	93
应付项目	734	142	200	624	净利润	19	19	221	529
付息负债	670	1782	3139	4352	少数股东损益	3	4	13	38
短期借款	270	1112	2441	3196	归属母公司净利润	16	15	208	490
长期付息负债	400	670	698	1156	EPS	0.04	0.04	0.48	1.14
其他负债	80	0	0	1	成长能力				
负债合计	1484	1925	3339	4978	营业收入同比	2%	14%	50%	47%
所有者权益	3845	3798	3956	4626	EBITA 同比	-98%	884%	420%	121%
实收资本	430	430	430	430	归属母公司净利润同比	-95%	-7%	1255%	136%
资本公积	2371	2371	2371	2371	利润水平				
留存收益	930	941	1097	1293	销售毛利率	8%	10%	16%	20%
少数股东权益	114	56	58	532	销售净利率	1%	1%	6%	9%
负债和权益合计	5329	5723	7295	9603	整体绩效				
经营活动现金流	725	-655	-480	-92	ROE	0%	0%	5%	12%
净利润	19	19	221	529	ROIC	0%	1%	5%	9%
折旧摊销	60	84	117	153	运营效率				
营运资金变动	652	-749	-808	-763	应收账款周转率	4.8	5.0	6.0	5.9
投资活动现金流	-891	-508	-421	-475	存货周转率	1.8	2.1	2.5	2.7
资本支出	-891	-520	-424	-477	偿债能力				
长期投资	2	6	6	6	流动比率	3.3	2.6	1.7	1.7
筹资活动现金流	66	988	1176	1188	速动比率	2.1	1.5	1.0	1.0
短期借款	-50	842	1329	755	EBITA / I	-3.2	1.1	2.9	3.8
长期借款	300	270	28	458	资产负债率	28%	34%	46%	52%
普通股增加	0	0	0	0	每股指标				
资本公积	0	0	0	0	EPS	0.04	0.04	0.48	1.14
其他	-184	-124	-181	-25	每股净资产	8.67	8.70	9.06	9.51
现金净增加额	-100	-175	274	621	P/E	714.6	766.1	56.5	24.0
					P/B	3.15	3.14	3.01	2.87

资料来源：东方证券研究所

转制成就行业领跑者

事件:

- 2010 年 11 月 25 日 CCTV 新闻联播栏目, 介绍了我国“十一五”期间科研院所改制的成果, 贵研铂业作为科研院所成功转型的楷模。在栏目的开篇予以重点介绍。报道称, 未来 5 年, 国家将继续出台政策, 深化科技体制改革, 加快创新体系建设, 并进一步加大对转制院所的支持, 使其在战略新兴产业领域突破一批核心关键技术。

研究结论:

- 公司是国内贵金属行业领先的高科技企业, 以贵金属汽车尾气催化剂为首的新材料板块异军突起, 将引领未来 2-3 年公司利润大幅增长。近期公司刚通过严格审核认证, 正式宣告进入跨国公司的全球采购体系, 未来 1-2 年销量有望呈现高速增长。除催化剂之外, 公司围绕金属材料研发制造了近 400 个种类, 4000 多种规格产品, 每年向市场推出的新产品占销售额的 20%。
- 国内铂系金属二次资源整合的先行者。7 月底公司发布定向增发预案, 拟进军贵金属二次资源回收业务, 用于 5 吨贵金属二次资源综合利用产业化项目建设。目前该项目仍在有序推进中。此项目建设期 2.5 年, 建成后预计每年增加公司营业收入 8.3 亿元, 年平均净利润 5990 万元, 按照本次发行后股本测算, 将增加 EPS0.47 元, 2013 年后贵金属二次资源回收项目有望逐步贡献业绩。当前国内铂系金属二次资源回收仍处于初级阶段, 前景远大。从国外经验看, 贵金属二次资源综合回收利润率很高。我们认为公司凭借技术优势、原料优势和先发优势, 有望在成为国内铂系金属二次资源回收整合的领头羊。
- 上调贵金属价格和盈利预测, 维持买入投资评级。我们预测 2011 年铂金、白银和黄金均价为 1700 美元/盎司、26 美元/盎司和 1350 美元/盎司, 2012 年价格分别为 1780/30/1485 美元/盎司, 经测算, 公司 2010-2012 年 EPS 为 0.63/0.93/1.27 元, 未来两年复合增长率高达 48%。给予 2011 年 35 倍 PE, 对应股价为 33 元。我们认为公司作为贵金属加工领域的领军企业, 国内铂系金属二次资源整合的先行者, 以及科研院所成功转型的楷模未来有望获得国家政策支持进一步扶持, 可以给予 20%溢价。维持买入投资评级, 12 个月目标价 40 元。
- 风险因素。国内流动性收缩强于预期; 汽车销售, 尤其是交叉型乘用车市场销售低迷; 贵金属价格大幅下跌。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐建花

有色金属行业分析师

8621-63325888 × 6090

xujianhua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860109121342

张镭

执业证书编号: S0860110060035

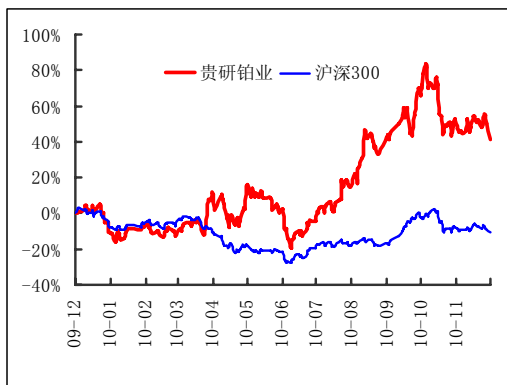
杨宝峰

执业证书编号: S0860207100115

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 12 月 27 日)	36.97 元
目标价格	40 元
总股本/A 股 (万股)	12000/12000
A 股市值 (百万元)	4464
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告日期	2010 年 12 月 28 日

最近一年股价表现



财务预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	-21%	75%	44%	47%
EBITA 同比	-128%	157%	54%	35%
ROE	1.58%	11.26%	14.66%	18.54%
EPS	0.08	0.63	0.93	1.27
每股净资产	5.16	5.63	6.33	6.84
P/E (X)	452.7	63.0	43.0	31.5
P/B(X)	7.2	7.1	6.3	5.8

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《进军二次资源回收, 打造贵金属一体化产业链》首次覆盖报告 2010.8.15

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	616	703	1063	1551	营业总收入	1093	1909	2746	4044
现金	156	124	255	358	营业总成本	1075	1840	2643	3906
应收票据	102	115	165	243	营业成本	972	1755	2521	3735
应收账款	80	130	187	275	销售费用	11	13	15	17
预付账款	37	53	76	112	管理费用	68	45	64	95
存货	196	263	353	523	财务费用	28	18	32	44
非流动资产	367	439	522	424	其他经营收益	-14	2	3	3
长期投资	46	48	51	53	投资净收益	-14	2	3	3
固定资产	274	284	304	214	营业利润	5	72	105	141
在建工程	4	54	104	84	营业外收入减支出	13	21	30	44
无形资产	38	51	61	71	利润总额	18	93	136	185
资产合计	983	1142	1585	1975	减：所得税	6	14	20	28
应付项目	102	158	227	336	净利润	12	79	115	157
付息负债	231	323	615	837	少数股东损益	3	8	12	16
短期借款	74	103	368	570	归属母公司净利润	9	71	104	142
长期付息负债	157	220	248	267	EPS	0.08	0.63	0.93	1.27
其他负债	47	0	0	0	成长能力				
负债合计	380	481	842	1173	营业收入同比	-21%	75%	44%	47%
所有者权益	602	661	743	802	EBITA 同比	-128%	157%	54%	35%
实收资本	112	112	112	112	归属母公司净利润同比	-111%	677%	46%	37%
资本公积	361	361	361	361	利润水平				
留存收益	104	157	235	291	销售毛利率	11%	8%	8%	8%
少数股东权益	26	31	35	38	销售净利率	1%	4%	4%	4%
负债和权益合计	983	1142	1585	1975	整体绩效				
经营活动现金流	13	-4	78	87	ROE	2%	11%	15%	19%
净利润	-90	12	79	115	ROIC	5%	8%	9%	10%
折旧摊销	31	40	53	84	运营效率				
营运资金变动	73	-70	-51	-109	应收账款周转率	13.1	18.2	17.3	17.5
投资活动现金流	-129	331	-123	-165	存货周转率	5.7	8.3	8.9	9.2
资本支出	-109	374	-126	-164	偿债能力				
长期投资	0	-59	0	0	流动比率	2.9	2.7	1.8	1.7
筹资活动现金流	150	-400	13	209	速动比率	1.9	1.7	1.2	1.1
短期借款	-28	-131	29	265	EBITA / I	2.5	6.5	5.4	5.3
长期借款	87	-133	63	27	资产负债率	39%	42%	53%	59%
普通股增加	26	0	0	0	每股指标				
资本公积	-17	56	0	0	EPS	0.08	0.63	0.93	1.27
其他	82	-192	-80	-84	每股净资产	5.16	5.63	6.33	6.84
现金净增加额	34	-74	-32	131	P/E	489.2	63.0	43.0	31.5
					P/B	7.7	7.1	6.3	5.8

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止 2010-12-26)



资金流向

(截止 2010-12-26)





资金流向

(截止 2010-12-26)



资金流向

(截止 2010-12-26)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn