

2011-06-10

证券研究报告
行业研究 / 中期策略

有色金属

增持/维持评级

分析师

叶洮
SAC 执业证书编号:S1000510120008
(0755)8249 2171
yetao@mail.htlhsc.com.cn

张勇
SAC 执业证书编号:S1000510120020
(0755)8212 5160
zhangyong@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孙浩中
(021)6849 8635
sunhz@mail.htlhsc.com.cn

刘晓
(0755)8236 4269
liuxiao@mail.htlhsc.com.cn

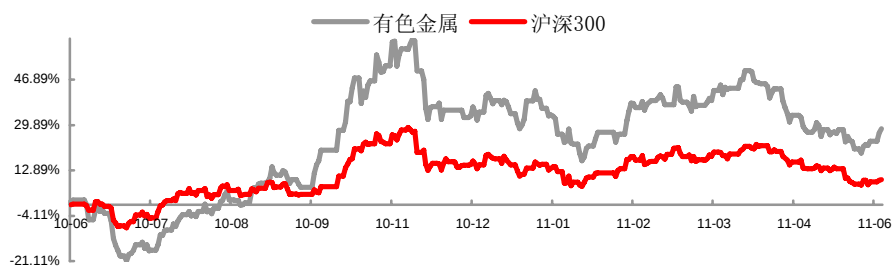
陆冰然
(0755)2380 5914
lubr@mail.htlhsc.com.cn

祁禾
(0755)82492290
qihe@mail.htlhsc.com.cn

把振荡当作节奏

- 中国货币紧缩政策影响渐显，经济减速、需求下降初现端倪。金属的下游需求同样受到一定影响，汽车、地产、家电等产业均出现放缓迹象，金属消费不及年初预期。新兴国家是金属需求主要增量所在，中国需求的下滑将削弱金属价格上涨的动力。
- 全球经济复苏趋势未改，虽然波折难免。以美国为代表的发达经济体复苏虽然缓慢，但我们判断趋势却在向好，不致构成金属需求增长的负面因素。但美国 QE2 即将淡出，欧债问题的仍在影响市场，短期波动难以避免。
- 货币紧缩近期料难松动，贱金属期待转机。通胀至今难言可控，紧缩政策仍将继续。需求、资金和去库存压力渐进，股票估值承压。在此背景下，暂难出现趋势性机会。但我们期待未来通胀受控、紧缩预期出现松动时的反弹机会。届时以锡、铜领衔的贱金属类公司或将展现较大的弹性。
- 贵金属近期虽不悲观，中长期却不乐观。近期金价在欧债及中东问题影响下仍处高位震荡。但中长期，随着通胀趋缓、全球经济进入新一轮上升周期，资本收益率逐步抬升，避险需求渐失；而且美国经济相对欧、日的强势或改变美元的弱势格局；这些均构成了未来贵金属价格的抑制因素。
- 小金属关注供给收缩，新材料期待需求扩张。城镇化和经济结构转型将带动新兴产业的发展。受益于新兴产业发展的稀有金属、新材料，顺应政策导向、长期趋势向好，具备抗周期的特征。转型逻辑下，稀有金属向好趋势不改，而与战略性新兴产业相关联的新型功能材料或更值得关注。建议关注存在供应收缩预期的钨行业以及需求明显拓展的新型铝材、钛材、稀土永磁材料等。
- 跨越不确定性的精准打击。我们认为，供给收缩的小金属、需求扩张的新材料，以及政策和经济环境两相宜的资源整合，有望在 2011 年下半年跨越市场的不确定性。基于上述投资脉络，我们重点关注：宝钛股份、锡业股份、宏达股份、*ST 偏转、厦门钨业。
- 风险提示：1、国内紧缩政策导致的经济下滑和流动性拐点。2、美国货币政策变化。

最近 52 周行业表现



目录

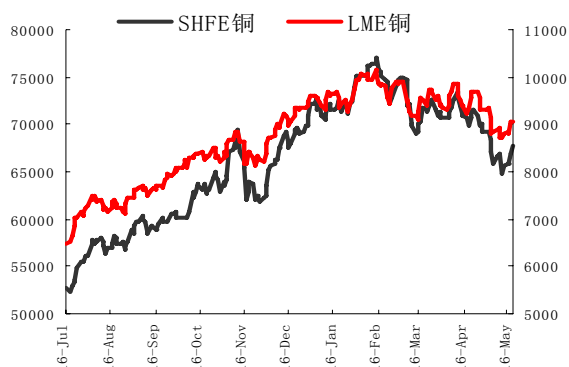
紧缩效果初显，行业景气回落.....	3
全球经济复苏趋势未改	4
美、欧复苏仍在继续	4
美国低利率料将维持	4
欧债问题仍困扰市场	4
国内紧缩效果逐渐发酵	5
宏观经济增速回落	5
下游需求出现疲态	5
进口数据印证下滑	6
去库存压力渐增强	7
转机源自通胀可控	8
小金属和新材料跨越不确定性.....	9
稀有金属关注供给收缩	9
钨：被低估的中国优势	10
新型材料期待需求扩张	10
稀土永磁：新能源引擎	11
钛材：可揽月也可捉鳖	11
铝材：从粗放走向精深	12
顺应结构转变，追求精准打击.....	13
贱金属期待转机	13
贵金属趋于平淡	13
小金属延续景气	13
新材料后来居上	14
整合不再是浮云	14
重点关注公司	14
宝钛股份：欲与大飞机一起飞	15
锡业股份：觊觎省内资源整合	15
宏达股份：矿业巨头孕育之中	16
*ST 偏转：偏转不转 钨铼赚	16
厦门钨业：钨业龙头稀土新贵	16
风险提示	17

紧缩效果初显，行业景气回落

2011 年上半年，金属价格呈现高位震荡走势，但国内外金属价格走势略有分化。受到国内紧缩政策和人民币升值等因素的共同影响，国内金属价格相比国外略显疲弱，对国内企业进口冶炼加工业务的盈利侵蚀较大。整体来看，供需结构较好的铜、锡的价格依然处于高位，相关公司的盈利情况较好，其他金属如电解铝的价格处于较低水平，受到生产成本的支撑，价格出现较大幅度下跌的概率较低。

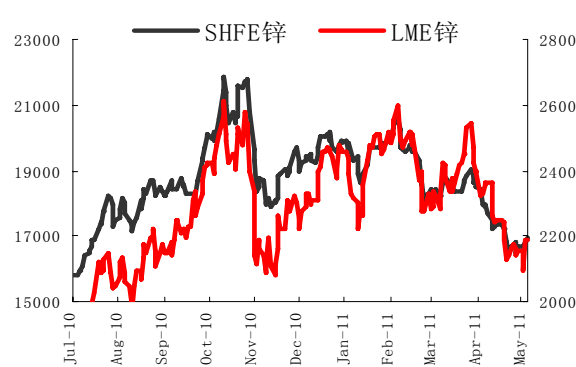
我们注意到紧缩政策对有色板块的影响正在逐步显现，一方面紧缩政策导致实体部门收缩、金属需求下降，另一方面，加息、提高准备金率等措施提高金属存储和采购的资金成本，也相应削弱了金属的金融属性。作为典型的强周期行业，在此紧缩背景下，估值难以出现趋势性提升。总体来看，政策的累积效应已逐渐显现，在需求增速下滑，而紧缩持续的大环境下，无论是金属价格还是股票估值均存在一定的压力。

图 1： 铜价走势



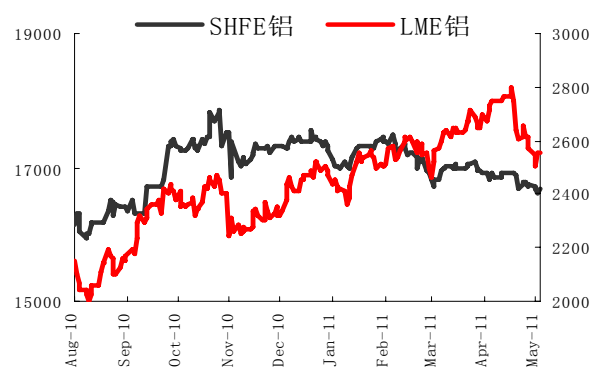
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 2： 锌价走势



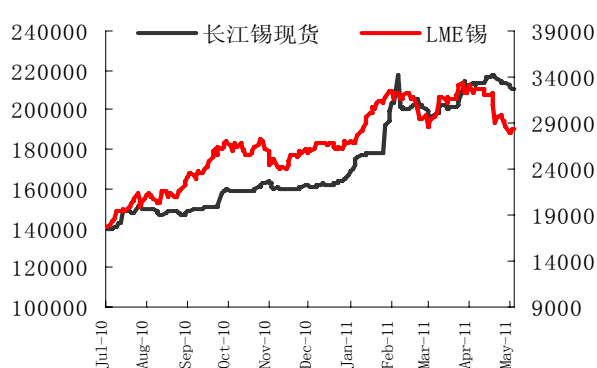
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 3： 铝价走势



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 4： 锡价走势



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

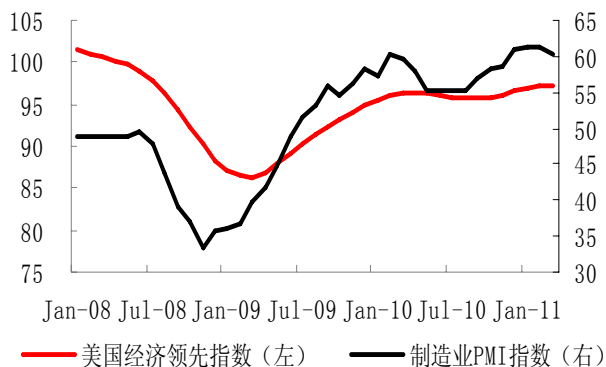
全球经济复苏趋势未改

美、欧复苏仍在继续

发达经济体复苏趋势未改，但欧债危机是近期扰动因素

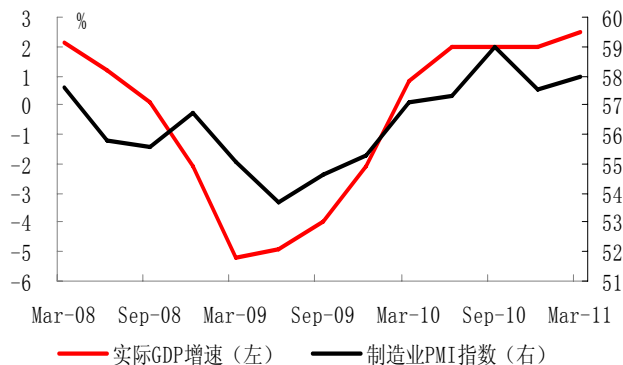
金融危机以来，在各国扩张政策的推动下，全球经济逐步走出低谷，金属需求也恢复上行。2010年，美国和欧元区实际GDP分别实现2.9%和1.7%的增长，就业和产能利用水平逐渐回升。当然，近期数据显示美国经济增速下滑，加之欧债问题再度抬头，令金属价格承压。但我们相信全球经济复苏并未发生趋势性变化。

图 5： 美国经济领先指数及制造业 PMI 指数



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 6： 欧元区实际 GDP 增速及制造业 PMI 指数

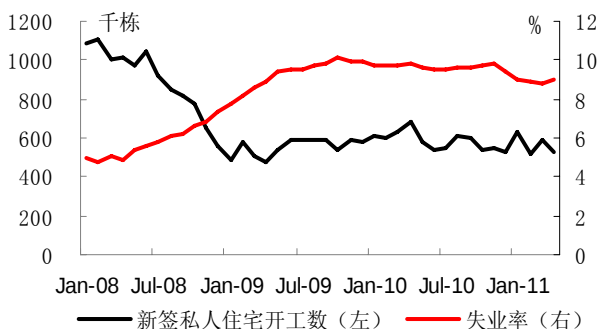


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

美国低利率料将维持

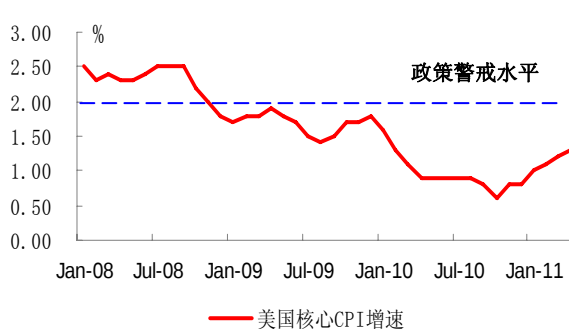
在4月的公开市场会议上，美联储表示未来将继续维持较低的基准利率；这意味着中短期美国货币政策的方向不会明显变化；即使QE2到期结束，美联储仍有可能会通过其他政策工具，来维持较为宽松的货币环境。当然，QE2终止期间，美联储货币工具的转换仍可能对货币市场造成阶段性冲击，加大金属价格的短期波动。

图 7： 美国失业率和住宅开工状况



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 8： 美国核心通胀率

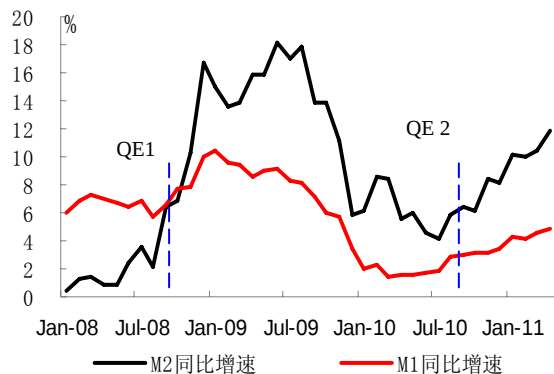


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

欧债问题仍困扰市场

近期，欧债问题随着希腊债务危机的加剧有所升级，在其债务重组问题悬而未决的背景下，市场对欧洲信用体系风险的担忧很难消除，对希腊债务重组预期的任何变化都可能加剧金属市场的波动。

图 9： 量化宽松政策对市场流动性影响巨大



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 10： 欧元区 PIIGS 五国 5 年期国债 CDS 报价



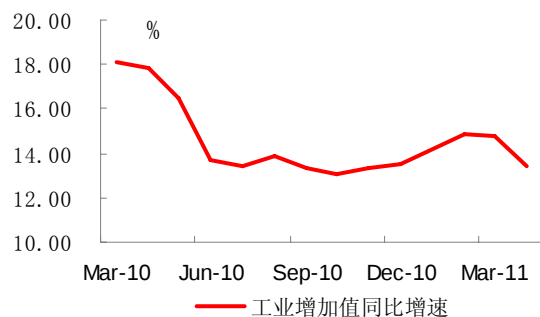
资料来源：Bloomberg，CEIC，华泰联合证券研究所

国内紧缩效果逐渐发酵

宏观经济增速回落

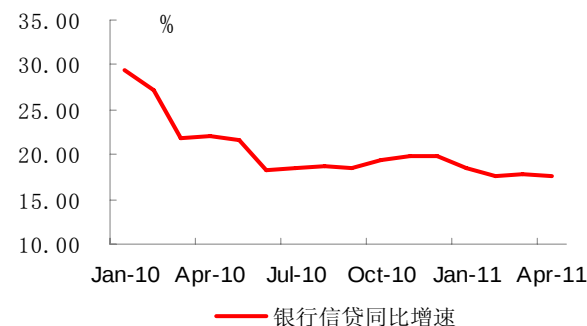
自 2010 年 10 月以来，人民银行连续 4 次上调基准利率，11 次上调法定准备金率；并通过控制信贷投放的速度来抑制总需求过快增长；以期达到控制通货膨胀的目的。今年以来调控效果逐渐显现，一季度实际 GDP 和工业增加值增速出现下降。经济下滑引致金属需求增速的放缓，进而对价格形成压力。

图 11： 工业增加值同比增速



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 12： 银行信贷同比增速



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

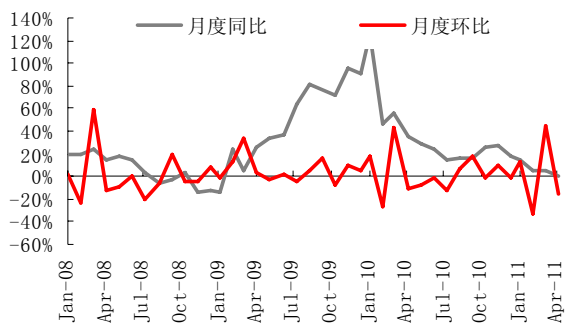
下游需求出现疲态

紧缩效果渐显，需求回落初见端倪

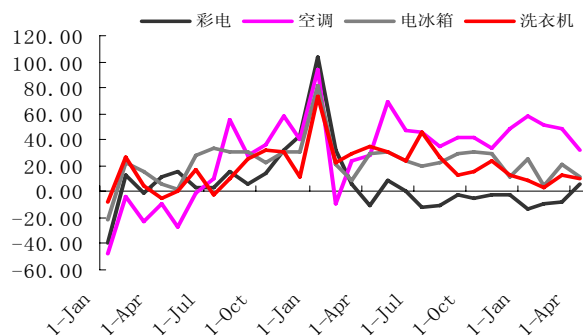
从有色金属消费的主要下游行业来看，汽车、地产等行业均出现放缓迹象，家电行业增速也高位回落，因此金属的实体总需求增速下滑似也难免。今年以来汽车产销量持续下滑，4 月的月度销售同比出现负增长，为 08 年以来首次。家电行业增长虽平稳，但预计其增速将回归常态。房地产政策调控严厉，未来投资增速和新开工的下滑将是大概率事件，保障房建设能否成为有效抵补尚待观察。

图 13： 汽车月度销量逐渐回落

图 14： 家电产量增速同比回落

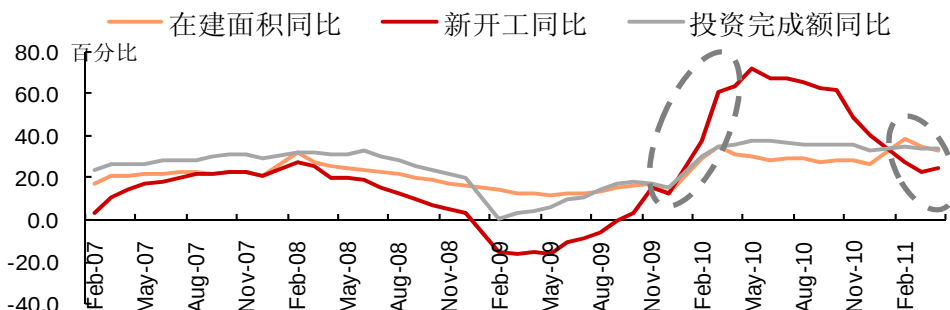


资料来源: wind, 华泰联合证券研究所



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 15: 2010 年新开工大幅增长使 2011 年投资增速保持高位, 投资增速下滑将在明年体现

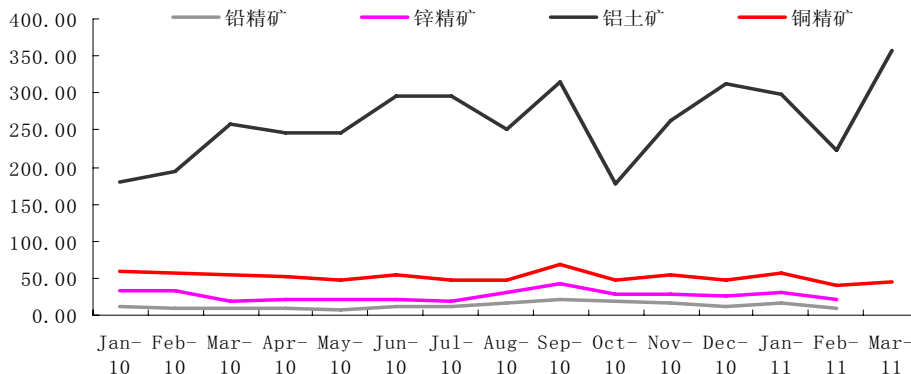


资料来源: CREIS, 华泰联合证券研究所,

进口数据印证下滑

作为全球最大金属消费国和进口国,中国的精矿进口量是反映国内需求景气程度的重要参考。今年前几个月金属原料的进口量,相比去年,呈现出逐步下滑的态势,显示国内需求低于年初市场预期,总体表现稍显平淡。

图 16: 中国金属精矿进口量



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

表 1：基本金属供需平衡表

单位：千吨

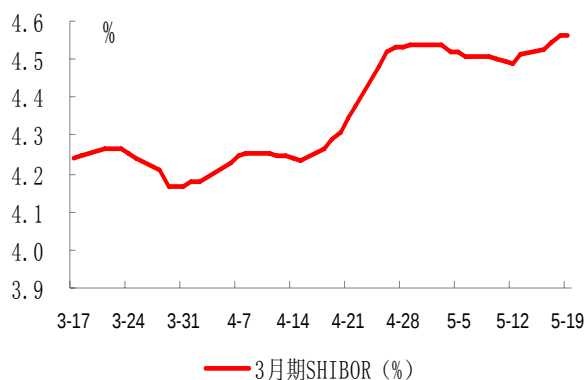
	2008	2009	2010	2011F	2012F
世界精铜产量	18086	18555	18615	19432	20408
世界精铜消费	17723	17381	18873	19757	20635
平衡	363	1174	-258	-325	-227
世界原铝产量	40133	37496	40929	43685	46479
世界原铝消费	37419	34878	39604	43483	46214
平衡	2714	2618	1205	202	265
世界精锌产量	11666	11250	12000	12600	12922
世界精锌消费	11186	10627	11754	12524	12925
平衡	480	623	246	76	-3
世界精铅产量	8608	8336	8950	9300	9660
世界精铅消费	8431	8183	8940	9307	9669
平衡	177	153	10	-7	-9
世界镍产量	1381.2	1311.5	1394	1575	1673
世界镍消费	1277	1277.1	1473	1561	1655
平衡	104.2	34.4	-79	14	18
世界锡产量	338	339	338	354	374
世界锡消费	340	325	351	362	376
平衡	-2	14	-13	-8	-2

数据来源：INSG, IAI, ICSG, ILZSG, WBMS, Macquarie, CRU, EIU, 华泰联合证券研究所

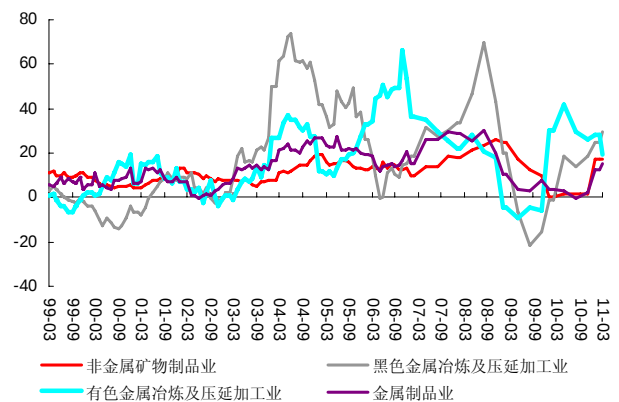
去库存压力渐增强

资金成本提高，去
库存压力增大

货币紧缩致资金成本抬升，对金属生产商和消费商的造成资金链压力，压缩库存是提高资金周转率的现实选择。而我们更关注资金成本抬升对中间商库存的挤出。资金成本是金属持有成本的重要构成，在价格上涨动力缺失的背景下，中间商对持有成本的敏感性增强，其容忍度正随着资金成本的抬升而递减。

图 17：近两个月银行间市场拆借利率


资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 18：产品库存同比：金属及非金属加工


资料来源：wind，华泰联合证券研究所

表 2：中国市场铜库存

（单位：千吨）

	2010	2011Q1	Apr 2011	Q1 平均变动	Apr 平均变动
上期所库存	132	162	128	30	-34
国家储备	950	950	950	0	0
撤销仓单	920-1180	990-1230	960-1200	60	-25
生产商库存	130	130	130	0	0
生产商库存、周生产	1.4	1.4	1.4	-	-
销售商库存	250	110	105	-140	-5
销售商库存、周消费	1.7	0.8	0.7	-	-
上海保税仓库	340-360	550-600	530-580	225	-20
贸易商	230-290	260-370	250-360	55	-10
质押库存	70-110	230-290	220-280	170	-10
投机者	80-250	80-200	80-200	-25	0
其他库存	120-190	120-190	120-190	0	0
总库存	2002-2262	2102-2342	2043-2283	90	-59

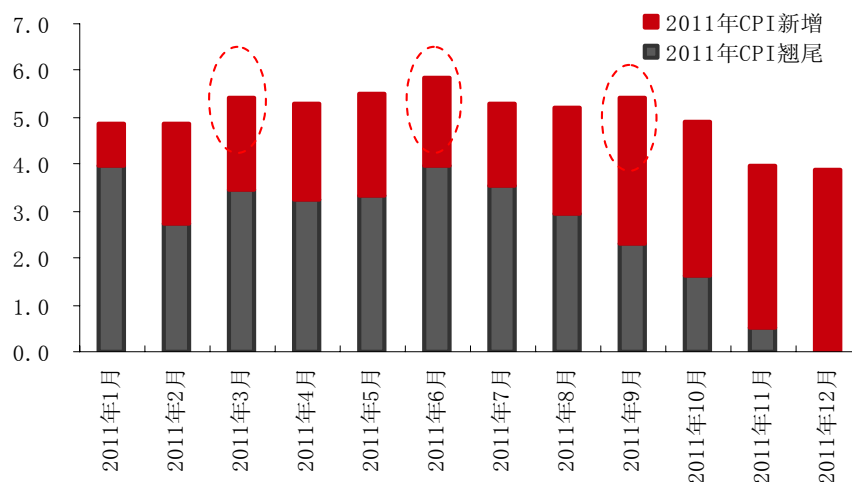
资料来源：CRU、华泰联合证券研究所

转机源自通胀可控

经济惯性与输入性通胀的叠加，导致国内通胀水平维持高位，至今难言可控，故紧缩政策此时难以缓解。根据华泰联合宏观研究团队的判断，4 季度在通胀压力略趋缓和的背景下，货币紧缩将进入政策观察期，经济有望出现转机。

与宏观经济关系密切的基本金属或藉此迎来投资机会，届时市场对基本金属的实体和投资性需求有望同时转向正面，商品价格和股票估值也将重新获得动力。

通胀维持高位，紧缩政策暂难缓解，4 季度或有转机。

图 19： 国内价格水平变动


资料来源：华泰联合证券研究所

小金属和新材料跨越不确定性

城镇化和结构转型
共同推动新兴产业
发展，打开小金属、
新材料需求空间。

中国经济正在步入转型期，制造业升级成为必然的趋势。其核心推动力是正在加速的城镇化需求和以内需提升为主的经济结构的转变，及由此带来的产业的国际化转移。在此过程中，政策的作用不容小觑。在内外条件具备的前提下，政策的推动对产业的发展起到催化剂和助燃剂的作用。

城镇化的提速将拉动包括交通基础设施建设、电子信息产业及新能源产业的发展。十二五规划中明确提出：推进大中小城市交通、通信、供电、给排水等基础设施一体化建设和网络化发展。这些新兴领域的发展将拓展小金属、新材料产品的需求空间，我们认为其将不再局限于以往的传统产业和低附加值产品，巨大增长空间已经打开。

过去以出口拉动经济增长的模式已难以持续，未来国内消费需求升级在经济增长中的地位将逐渐显现。在此背景下，通过制造业升级带动进口产品替代是一条可行的路径。在这个过程中，拥有较高技术门槛的行业龙头企业将充分受益于海外产业转移和国内市场份额的拓展，值得保持乐观。

同时我们注意到，中国至今未摆脱在原油、铁矿石、铜等短缺资源上受绑架的境遇，而在稀有金属等优势资源领域却不能充分实现资源优势向定价权优势的转化。值得欣慰的是，正如我们预期的那样，近两年在稀土、锑等领域的良性变化已经出现。相信这种趋势在未来能得到延续，并伸展到其它优势资源领域。

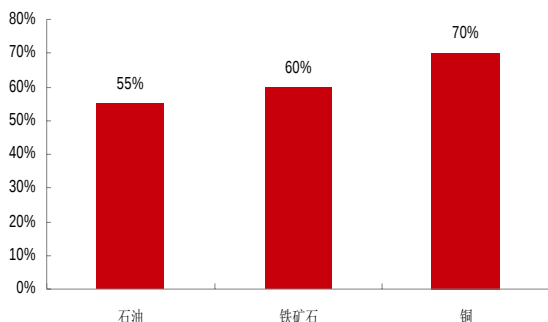
稀有金属关注供给收缩

行业集中度较高的品种，在历史价格波动中表现出明显的强势，如铜、锡之相对于其它基本金属。原因在于较高的行业集中度同时包含了资源垄断和供应有序等更深层次的内涵。大宗商品中，原油、铁矿石是很好的例子，近两年稀有金属领域稀土、锑、锡的价格表现相信也是这种规律使然。

近年来，政府对矿产资源的重视程度不断提高，控制力不断加强。已陆续出台针对稀土、锑、钨、锡、钼等品种的保护性开采政策。明确开采配额，对无证开采、超限开采行为给予严厉打击，同时伴以出口配额和关税政策，明显控制了供给的无序扩张。

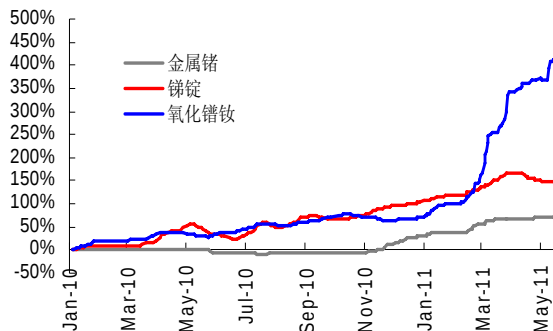
循着中国优势资源（中国的储量和产量居前）和政策限制供应扩张的逻辑，我们认为，小金属中的钨是未来值得关注的品种。

图 20： 中国铁矿石、铜、原油对外依存度



资料来源：华泰联合证券研究所

图 21： 去年以稀土为代表的“中国优势”金属表现靓丽



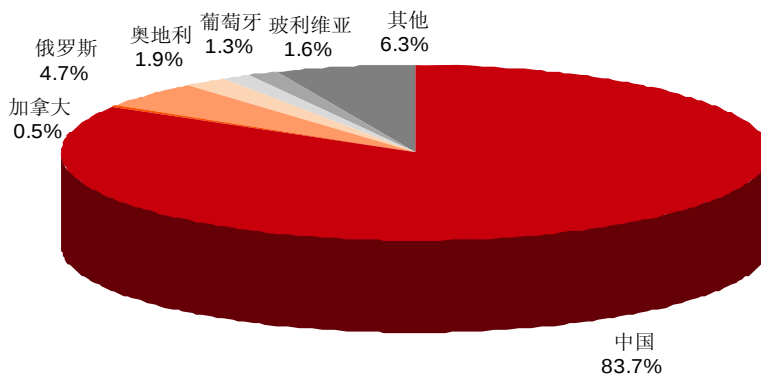
资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

钨：被低估的中国优势

中国钨储量丰富，在全球探明的钨矿产资源储量中占比达 66.04%，居世界首位。2000 年以来，中国钨精矿年产量稳居全球 80% 以上。中国钨精矿的供应，对全球钨市场和相关行业至关重要。

中国钨资源储量、
产量均世界第一

图 22： 中国钨精矿产量世界第一（2010 年）



资料来源：安泰科，华泰联合证券研究所

钨行业无序竞争即
将成为历史

我们认为，作为典型的“中国优势”金属，钨行业在过去数年经过整合重组，集中度明显提升，供应逐渐趋于有序。2011 年以来，钨精矿和 APT 的价格上涨了 39% 和 37%。我们判断，钨行业正迈入新一轮长景气周期，钨价向上的趋势有望延续。

图 23： 钨精矿价格走势



资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

图 24： APT 价格走势



资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

钨主要应用于硬质合金、钢铁添加剂、钨轧制品等领域，虽然不如稀土的下游增长强劲，而且在照明、光伏切割等领域还存在被替代的风险。但我们相信，硬质合金领域等领域对钨的需求在转型期仍有望迎来高增长。我们认为，在供应收缩的预期下，需求的平稳增长已足以支撑钨价。

新型材料期待需求扩张

经济转型催生新兴产业，新兴产业需要新材料。十二五规划中，明确提出了未来重点发展的七大新兴产业：新能源、节能环保、新能源汽车、新材料、生物、高端装备制造

造、新一代信息技术等。相信未来数年，在城镇化的内在需求以及国家政策的共同推动下，相关行业有望实现跨越式发展，其核心原材料产业也将充分受益。

据推算，中国新材料产业未来五年年均增速有望达到 20% 以上，至 2015 年，市场规模有望从目前的 800 亿提升至 2000 亿元左右，存在显著的增长空间。

铝材、钛材、稀土 永磁材料等增长前 景乐观

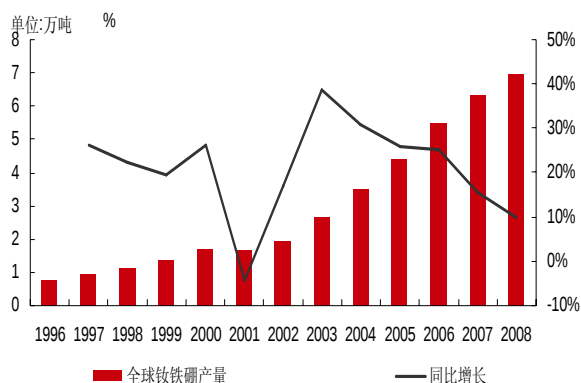
与七大新兴产业相关的新型功能材料，其需求空间已经打开，未来增长将跨越经济的周期性波动、跨越不确定性，相关股票业绩和估值有望得到持续提升。在金属新材料诸多细分领域中，我们建议重点关注：1) 受益于交通基础设施相关设备和电子信息产业的铝深加工材；2) 受益于航空航天设备及军工设备的钛材、钛合金等；3) 受益于新能源及新能源汽车发展的稀土永磁材料、铝材等。

稀土永磁：新能源引擎

钕铁硼作为发展最快的稀土功能材料，在风力发电、电动汽车、节能电梯等新能源节能领域得到广泛应用，需求量快速提升，而在音圈电机、扬声器、核磁共振等传统领域，实现稳步增长。

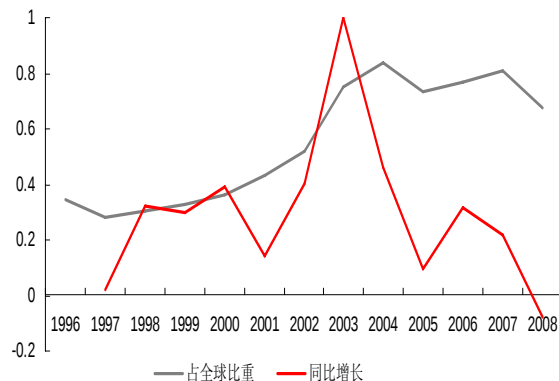
近几年全球的钕铁硼总产量始终保持高增长，而中国产量占全球的份额逐渐提升。目前中国已经成为全球第一的钕铁硼生产国。

图 25： 全球钕铁硼产量与增速



资料来源：华泰联合证券研究所

图 26： 中国产量增速及占全球比重



资料来源：华泰联合证券研究所

中国特殊的稀土资源禀赋造就了钕铁硼产业明显的资源优势，而政府对稀土初级产品的出口限制，可望驱使围绕永磁材料的国际先进产能迅速向中国转移。未来中国的稀土永磁材料产业实现量和质的跨越值得期待，其在全球的主导地位将日益稳固。

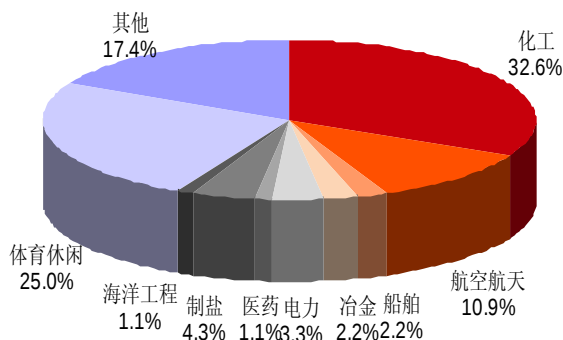
钛材：可揽月也可捉鳖

我们判断钛材业的 拐点已经出现

钛金属具有比强度高、耐蚀性强、生物相容性好、无磁性等优点，在航空航天、舰船制造、化学工业、交通车辆、建筑装饰、海洋工程、体育用品、生活用品等方面得到了广泛的应用，被称为“万能金属”。

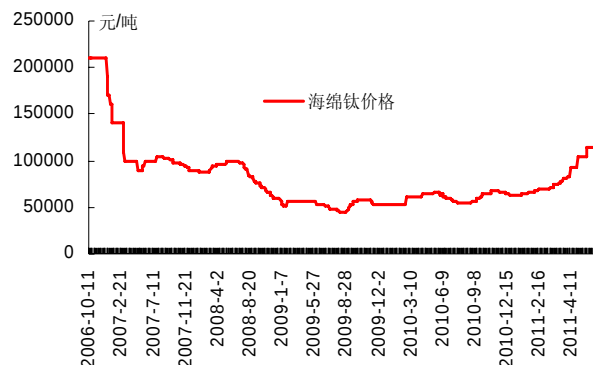
钛的传统民用领域未来可望实现平稳增长，显著的增量将来自于航空钛材、军用钛材等领域。今年以来海绵钛价格上涨约 70%，主要钛材价格上涨近 30%，我们判断钛材业的拐点已经出现。

图 27： 我国钛材主要应用领域



资料来源：有色协会钛锆分会，华泰联合证券研究所

图 28： 海绵钛价格走势



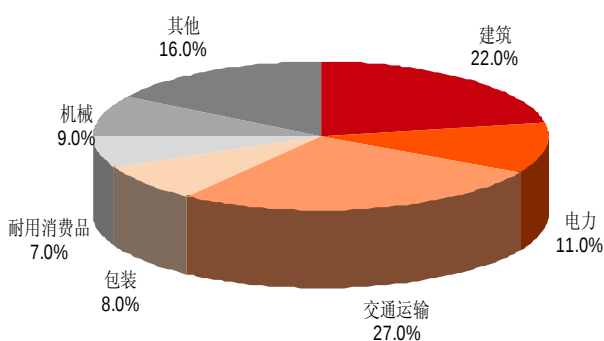
资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

从国际航空制造业的周期来估算，2012 年有望再次迎来订单高峰。而随着国产大飞机项目的实质性推进，国内航钛的需求空间将被打开。在军工领域，新型战机发动机的国产化量产值得期待，而舰船、潜艇领域对钛的应用无疑更具潜力。

铝材：从粗放走向精深

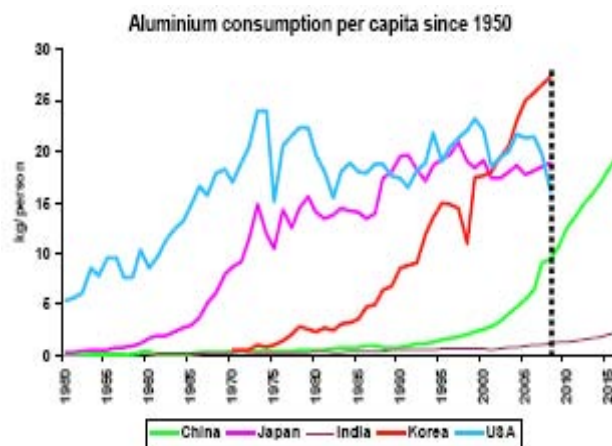
铝作为一种年轻金属，因具有密度小、导热导电性、抗蚀性等特点，其应用领域不断拓宽与延伸。与发达国家相比，我国人均用铝量仍较低，但随着我国城镇化率的进一步提升、经济结构转型中伴随的消费与产业升级持续深化，我们认为未来中国铝消费内生性增长空间依然十分广阔。

铝的应用领域



资料来源：CRU，华泰联合证券研究所

人均用铝量



资料来源：麦格理，华泰联合证券研究所

无论从经济增长的宏观层面、行业演变的中观视角、企业发展的微观行为等各种角度衡量，铝行业从初级电解铝的冶炼步入精深加工都是一种必然的趋势。下游产业的发展也对铝材的性能提出了更高的要求。未来铝加工业、特别是高端铝材领域，将是铝行业发展的重点。

相比较而言，我们更看好受益于高铁和城际轨道交通设施的工业型材，以及受益于电子信息产业发展的铝箔类相关公司，尤其是受益于节能电机、电动汽车发展的电极箔子行业。

顺应结构转变，追求精准打击

贱金属期待转机

贱金属期待紧缩松动带来的转机

全球经济复苏趋势没有改变，从中长期看，基本金属需求依然可以期待。但近期，在国内货币紧缩的背景下，实体和投资性需求均将承压，估值压力一时难以缓解。

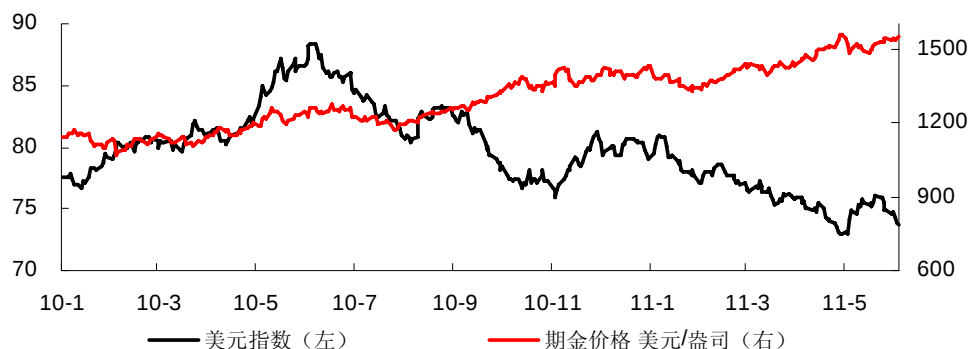
若4季度通胀压力略趋缓和，货币紧缩将进入政策观察期，经济则有望出现转机。与宏观经济关系密切的基本金属或藉此迎来投资机会，届时市场对基本金属的实体和投资性需求预期有望同时转向正面，商品价格和股票估值也将重新获得动力。

我们认为，资本市场或在3季度提前作出反应，锡、铜领衔的贱金属类公司有望展现较大的弹性。

贵金属趋于平淡

贵金属近期虽不悲观、中长期却不乐观。近期，黄金价格在欧债及中东问题的影响下仍处高位震荡。但中长期来看，随着通胀趋缓、全球经济进入新一轮上升周期，资本收益率逐步抬升，避险需求渐失；而且美国经济相对欧、日的强势或将改变美元的弱势格局；这些均构成了未来贵金属价格的抑制因素。

图 29： 黄金价格、美元指数走势



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

小金属延续景气

小金属的兴起受益于新兴产业，但我们认为供应收缩是价格上涨的主导因素。近几年资源价值开始得到重视，政策引导下的整合提升了行业集中度，有利于供应从无序向有序转化，行业平均利润因此得以提高，优势企业的行业地位和市场份额正趋于强化。

正如我们预期的那样，以稀土为代表的小金属领域近两年持续处于高景气之中。但考虑到新兴产业的发展才刚刚开始，供应收缩的努力仍在进行中，我们认为小金属的景气可望延续。

结合供应格局、商品价格和 Related 公司股价几个方面考虑，综合来看钨和锡（我们更多时候将其视为小金属）两种中国优势金属未来值得关注。目前 A 股市场相关公司有：锡业股份、厦门钨业、章源钨业。

新材料后来居上

同样受益于新兴产业，不同的是，金属新材料的驱动力来自需求端。需求显著提升、新应用领域和进口替代是我们自上而下寻找该类标的主要线索。

今年以来新材料类的公司获得了市场的广泛认同，在我们推荐的该类公司中，如常铝股份、东睦股份、新疆众和、东阳光铝、桂东电力等，其共同的微观特征是领先的技术工艺能力、成本控制能力和渠道优势。

新兴产业的发展是长期愿景，经济结构转型也非朝夕之功，在这个过程中，新材料类公司的投资机会或将层出不穷。

整合不再是浮云

整合也是一种调结构的方式。

企业通过整合改善内部经营环境，提升自身行业地位和市场份额，是一种有效的跨越不确定性的手段。整合并非单纯企业行为，也影响在行业层面。当行业内的企业整合成为一种趋势时，行业集中度和平均利润水平的提升将水到渠成。

我们相信，无论是经济还是政策环境，仅从整合的可行性而言，均已胜过历史其它时期。不确定的宏观经济环境，虽不利于企业生产经营，却提升了整合成功的概率。而利于整合的政策环境，于近两年被着力营造，相信这一点，可被稀土、钨、锡等行业内已发生的整合所印证。

整合是资本市场的长期关注点，在宏观不确定性的背景下，其受关注度可望提升。

重点关注公司

表 3：华泰联合研究覆盖 A 股有色金属上市公司估值

公司	收盘价	PB	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE
包钢稀土	72.77	30.33	0.62	2.86	3.17	117.4	25.4	23.0
厦门钨业	40.48	10.39	0.51	1.00	1.23	79.4	40.5	32.9
宝钛股份	25.07	2.97	0.01	0.62	1.28	3133.8	40.4	19.6
西藏矿业	31.11	12.20	0.12	0.20	0.31	259.3	155.6	100.4
中信国安	10.55	2.81	0.16	0.75	0.75	65.9	14.1	14.1
云海金属	12.64	4.06	0.15	0.27	0.53	84.3	46.8	23.8
金钼股份	20.22	4.79	0.26	0.36	0.56	77.8	56.2	36.1
中金黄金	33.44	9.07	0.79	1.10	1.37	42.3	30.4	24.4
山东黄金	44.84	15.21	0.86	1.22	1.45	52.1	36.8	30.9
紫金矿业	7.12	4.75	0.33	0.43	0.54	21.6	16.6	13.2
锡业股份	29.88	5.10	0.40	0.90	1.19	74.7	33.2	25.1
云南铜业	21.10	5.83	0.34	0.58	0.81	62.1	36.4	26.0
江西铜业	33.09	3.36	1.57	2.41	2.86	21.1	13.7	11.6
铜陵有色	23.34	3.34	0.60	0.99	1.09	38.9	23.6	21.4
中金岭南	12.99	5.70	0.45	0.72	0.87	28.9	18.0	14.9
宏达股份	15.00	12.40	-0.28	0.30	0.70	N.A.	50.0	21.4

西部矿业	14.48	3.04	0.42	0.70	0.87	34.5	20.7	16.6
驰宏锌锗	26.80	5.99	0.46	0.90	1.10	58.6	29.8	24.4
中色股份	37.68	11.82	0.04	0.41	0.59	942.0	91.9	63.9
常铝股份	13.87	6.98	0.26	0.75	0.98	53.3	18.5	14.2
云铝股份	11.33	3.40	0.03	0.14	0.59	435.8	80.9	19.2
焦作万方	17.33	3.96	0.24	1.04	1.30	72.2	16.7	13.3
中国铝业	10.03	2.63	0.06	0.10	0.15	167.2	100.3	66.9
东阳光铝	15.89	5.83	0.33	0.47	0.57	48.2	33.8	27.9
桂东电力	16.94	3.94	0.90	1.15	1.50	18.8	14.7	11.3
新疆众和	22.50	3.54	0.74	0.90	1.27	30.4	25.0	17.7
南山铝业	9.40	1.22	0.48	0.53	0.63	19.6	17.7	14.9
新华锦	12.78	11.66	-0.04	0.08	0.28	N.A.	159.8	45.6
ST 偏转	15.03	7.95	-0.39	0.09	0.16	N.A.	167.0	93.9
中国中冶	3.88	1.65	0.28	0.35	0.44	13.9	11.1	8.8
栋梁新材	13.48	3.36	0.64	0.84	1.13	21.1	16.0	11.9
格林美	21.00	4.83	0.72	2.11	2.70	29.2	10.0	7.8
东睦股份	17.74	5.76	0.24	0.39	0.59	73.9	45.5	30.1
安泰科技	20.42	5.64	0.26	0.40	0.57	78.5	51.1	35.8
黄河旋风	15.74	3.69	0.20	0.41	0.64	78.7	38.4	24.6
豫金刚石	16.78	4.48	0.25	0.40	0.58	67.1	42.0	28.9
平均值		6.5				49.9	28.0	20.8

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所。注: 收盘价取 6 月 3 日

宝钛股份: 欲与大飞机一起飞

国内钛材行业的龙头企业, 产品整体市场占有率约 40%, 军品市场占有率达 90%以上。2011 年将新增 5000 吨钛锭熔铸产能, 5000 吨/年钛带项目有望于中期投产, 产品毛利率预计约 30%; 3000 吨/年的万吨自由锻项目预计于年底投产, 今年年底综合钛材加工能力将达到近 20000 吨/年。

国际航空制造业正迈入新一轮景气周期, 公司出口订单有望显著改善。而随着国产大飞机项目的实质性推进, 国内航钛的需求空间将被进一步打开。在军工领域, 新型战机发动机的国产化量产值得期待, 而舰船、潜艇领域对钛的应用无疑更具潜力。

我们预测 2011-13 年 EPS 分别为 0.62、1.28、1.54 元/股。公司是国内钛材加工业绝对龙头, 享有领先的市场份额和较高技术壁垒, 未来产能释放将进一步提升动态盈利, 而行业景气回升带来的存货重估价值不容忽视。

锡业股份: 觊觎省内资源整合

全球锡资源相当集中, 供应收缩的效果明显。近年来, 虽锡价长期处于高位, 全球范围内却未见大型锡矿的发现, 凸显锡资源的稀缺性。今年, 最大的锡出口国印尼预计产量减少, 而中国对锡资源的保护性开采日趋严格, 全球供给总体偏紧, 赋予锡价较强的支撑力。

公司目前锡精矿自给率低于 30%, 原料的 70%来自外购, 而外购原料中大部分来自云南省内。作为云南省重点有色企业, 我们认为公司占据明显整合优势, 有理由对其

整合省内锡资源的努力始终保持乐观。

公司的锡锭、焊料锡材、镀锡板等业务伴随经济复苏态势良好，锡化工市场潜力较大。10 万吨铅冶炼项目一季度已投产，10 万吨铜冶炼项目预计今年末正式投产，公司业务正向多金属品种不断拓宽。未来围绕这些品种的资源整合同样值得期待。

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.90、1.19 和 1.47 元/股。作为全球锡业龙头，在行业景气提升过程中，有望充分受益。

宏达股份：矿业巨头孕育之中

目前公司兰坪铅锌矿锌金属量 1180、铅 240 万吨；假设 30 年开采年限，公司权益资源现值约 220 亿元；公司目前市值约 160 亿元，股价具备明显的安全边际。

钼铜冶炼项目建成后，公司将成为具备年产 4 万吨钼、40 万吨铜、20 万吨锌冶炼产能大型综合性矿业公司，钼冶炼国内第一、铜冶炼第四、锌冶炼第六。以铜为例，按照铜行业准入条件推断，公司未来自给铜精矿至少 10 万吨/年，20 年服务年限，则相应的铜资源储量应不低于 200 万吨。

近期大股东数度减持，我们推断，或因上述大型铜钼冶炼项目建设的启动而造成的资金紧张所致。

在 2011-13 年锌价 19000、20000、20500 元/吨的假设下，我们预测 2011-13 年 EPS 分别为 0.22、0.50、0.96 元/股。近期地产业务的剥离为公司未来再融资扫清障碍，前期未果的重大资产重组，相信其预期始终存在，且与日俱增。

*ST 偏转：偏转不转 钼铼赚

*ST 偏转的重组方案已经公告，目前待证监会核准。若能成功重组，将转型为钼铼多金属矿业公司，其钼储量 12.85 万吨，铅 33.486 万吨，硫元素量 346.831 万吨，铼金属量 176.11 吨。重组方炼石矿业地处商洛市洛南县，该地区钼铼资源丰富，若其成功借壳上市，将占尽商洛地区钼资源整合先机。

铼的高熔点、高沸点和高温下的抗蠕变特性，使其成为航天、航空和军事装备中不可或缺的材料。炼石矿业的铼资源具有高富集、高价值、低成本的特点，目前探明储量约占全球 8%、中国的 40%，未来有望成为国内最大的铼生产和加工商。

我们预测 2011-13 年炼石矿业净利润分别为 4566、7762、9972 万元，对应 EPS 分别为 0.09、0.16、0.21 元/股（按重组完成后*ST 偏转最终股本 4.82 亿股计）。随着铼金属的成功开发利用，将致公司盈利与估值均显著提升。

厦门钨业：钨业龙头稀土新贵

钨的供给端在政策引导的行业整合中，集中度明显提升，供给逐步走向有序，今年以来钨精矿价格上涨明显。另一方面，国内产业升级促进高品级硬质合金工具需求，钨产品线盈利因此提高。我们测算公司钨事业部 2009-2011 年业绩贡献分别为每股 0.10/0.36/0.51 元，上升趋势明显。

公司有望成为福建地区稀土资源的整合主导企业；公司通过一系列自建、收购，进军如稀土贮氢合金、稀土三基色荧光粉、稀土 LED 荧光粉、稀土永磁材料等主要下游应用领域；新能源材料事业部有望自 2011 年开始对公司业绩提升产生实质贡献。

我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.00 /1.23 /1.39 元/股，钨、稀土和新能源材料有望于 2011 年同步进入业绩明显增长阶段。作为钨业龙头、稀土新贵，公司有望成为国家发展高附加值新材料和优势资源品种产业的领军企业，长期发展前景乐观。

风险提示

全球经济复苏的进程并不平坦，国内外经济形势愈发复杂。国内仍在争论是否会出现经济硬着陆。欧洲债务问题始终难以彻底解决，加上美国 QE2 退出，下半年全球市场的波动可能超出市场预期。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn