



资源为主，成长相辅

增持维持

投资要点:

- 经济增速放缓，紧缩预期持续，基本金属承压
- 政策护航，需求强劲，部分稀有金属前景看好
- 战争、危机与通胀，决定黄金价格高位震荡

报告摘要:

- 经济增速放缓，紧缩预期持续，基本金属承压。流动性收紧还将继续，欧美加息及收紧渐行渐近，我国提准与加息预期尚存；全球经济增速放缓已成定局，房地产、汽车、家电等下游需求领域均不乐观，因此我们预计短期基本金属仍面临压力。作为典型的强周期行业，在货币收紧与经济放缓的双重不利背景下，除非美国启动新一轮 QE3，否则难以出现趋势性投资机会。期待下半年通胀预期缓和带来的反弹机会。建议关注估值较低，存在资源注入预期的公司。
- 政策护航，需求强劲，部分稀有金属前景看好。进入 2011 年，国家对稀有战略金属的重视和支持力度依然不减，行业整合的加速以及加快培养和发展战略性新兴产业的政策倾斜，都将在“十二五”开局之年给稀有金属带来良好的发展机遇和发展空间。我们重点看好需求强劲和复苏在即的钨、钛和钽。
- 战争、危机与通胀，决定黄金价格高位震荡。自美国开启第二轮定量宽松的大幕，全球通胀预期就不断升温。另外，近期不断爆发的中东和北非等地的地缘政治动荡，也让全球避险情绪不断升温，支撑了黄金价格维持高位。但中长期来看，随着通胀趋缓、经济复苏以及欧债危机消除，美元的弱势格局终将改变，进而对黄金长期价格构成抑制。
- 维持行业“增持”评级。维持行业“增持”评级。基本金属中驰宏锌锗、铜陵有色和锡业股份可低位适度参与；稀贵金属建议关注安泰科技、东方钽业、宝钛股份和厦门钨业；加工类建议关注新疆众和。

重点公司	股价	11EPS	12EPS	13EPS	PEG	评级	变动
驰宏锌锗	20.08	0.54	0.62	0.88	1.3	买入	持平
安泰科技	18.18	0.34	0.45	0.60	1.7	买入	上调
新疆众和	21.73	0.97	1.32	1.98	0.55	买入	持平
铜陵有色	21.75	1.07	1.29	1.54	1.02	买入	上调
东方钽业	22.30	0.70	0.92	1.26	1.01	买入	首次
宝钛股份	25.01	0.29	0.55	0.80	1.31	增持	持平
锡业股份	26.24	0.85	1.02	1.24	1.54	增持	持平

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

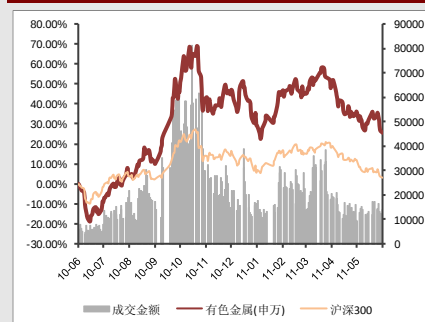
Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	70
总市值 (亿元)	1276.04
流通市值 (亿元)	853.2
重点公司 (家)	32
重点公司占行业市值比重	80.5%

相关研究

宏源证券*行业报告*政策+技术，关注小金属与深加工 03.31

宏源证券*行业报告*五年规划促稀土行业健康发展 02.14

目录

一、经济增速放缓，紧缩预期持续，基本金属承压	4
(一) 流动性收紧还在继续	4
(二) 经济增速放缓已成事实	4
二、政策护航，需求强劲，部分稀有金属前景看好	6
(一) 钨—产品技术升级与朱格拉周期启动	6
(二) 钛—需求复苏明显，行业拐点已现	8
三、战争、危机与通胀，决定黄金价格高位震荡	9
四、投资建议及个股推荐	10
(一) 投资建议	10
(二) 个股推荐	10
1. 驰宏锌锗 (600497): 资源产能同步扩张	10
2. 安泰科技 (000969): 做强传统业务，瞄准战略新兴	11
3. 新疆众和 (600888): 能源优势得天独厚、技术优势无与伦比	11
4. 铜陵有色 (000630): 长协加工费提高大幅提升公司业绩	11
5. 东方钽业 (000962): 钽制品与新材料双成长	12
6. 宝钛股份 (600456): 备战军工与航空业爆发式增长	12

图目录

市场表现	1
图 1: 中国货币供应量与 LME 指数	4
图 2: 美国货币供应量与 LME 指数	4
图 3: 美国和德国 GDP 与 LME 铜价	5
图 4: 中国 GDP 与 LME 指数	5
图 5: LME 基本金属价格走势图	5
图 6: LME 基本金属库存 (单位: 吨)	5
图 7: 全球钨资源分布	7
图 8: 中国钨精矿产量 (单位: 吨)	7
图 9: 欧洲钨消费结构	7
图 10: 中国钨消费结构	7
图 11: 欧洲钨铁 (75%W) 价格走势 (单位: 美元/公斤)	7
图 12: 海绵钛价格 99.6% (单位: 美元/公斤)	7
图 13: 钛消费结构	9
图 14: 中国钛产量 (单位: 万吨)	9
图 15: 黄金与美元走势	10
图 16: 全球黄金的消费结构	10

表目录

表 1: IMF 全球经济增速预测	5
表 2: 钨精矿开采总量指标 (单位: 万吨)	6
表 3: 金属钛的需求领域	9

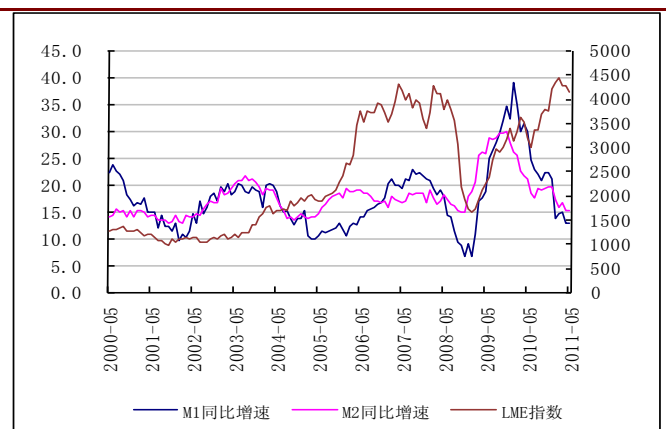
一、经济增速放缓，紧缩预期持续，基本金属承压

（一）流动性收紧还在继续

流动性是影响基本金属价格走势的重要因素之一，观察全球流动性与基本金属价格走势可见，不管是美国的货币供应量还是中国的货币供应量，都与 LME 指数走势表现出了高度正相关性，金融危机之前，LME 指数与中国货币供应量的走势更加一致，金融危机之后，特别是最近一年，LME 指数与美国货币供应量表现的更加一致，因此我们认为货币供应量是影响有色金属价格走势的重要因素，这一点毋庸置疑。

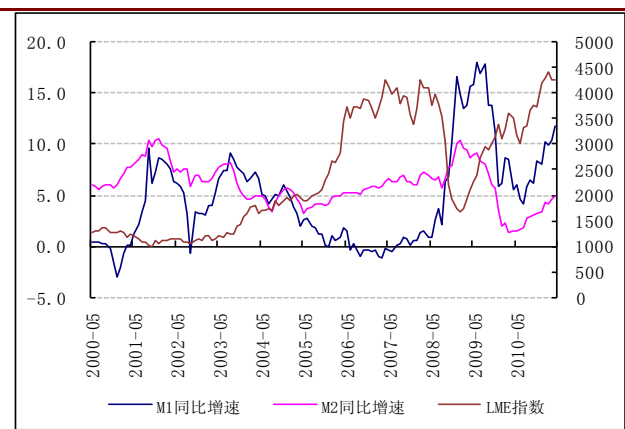
进入 2011 年，流动性收紧的担忧一直笼罩着基本金属，持续高企的 CPI，让我国在短短的 6 个月的时间里已经上调了 6 次存款准备金率，达到 21.5% 的历史高位，并加息 2 次；尽管如此，三季度上调存款准备金率和加息的预期依然存在。除此之外，欧洲加息预期也逐渐强烈；美国 QE2 在本月底也即将结束；QE3 是否推出，何时推出，仍存在较大不确定性。由于全球的紧缩都正在进行中或仍在继续中，因此我们认为全球流动性将逐步收紧，基本金属价格继续承压。但考虑到中国 5 月份的 M1 和 M2 同比增速已分别降至 12.7% 和 15.1%，纵观历史数据，不难发现这一数据已基本处于历史低位水平，因此我们预计未来我国流动性收紧的速度将放慢，目前离底部已经不远。

图 1：中国货币供应量与 LME 指数



资料来源：Bloomberg, Wind, 宏源证券

图 2：美国货币供应量与 LME 指数



资料来源：Bloomberg, Wind, 宏源证券

（二）经济增速放缓已成事实

经济增长是拉动基本金属需求量的重要力量，2011 年全球主要经济体的经济增速都将放缓已是不争的事实，IMF 预计 2011 年世界经济增长约为 4.3%，略低于 2010 年的 4.75%，其中发达经济体经济 10 年增长 3.0%，11 年增长 2.5%；新兴和发展中经济体 2011 年将继续保持较快增长，增速预计为 6.5%，低于 2010 年 0.5 个百分点。其中，中国经济 10-11 年的增速分别为 10.3% 和 9.6%；印度经济今明两年的增速分别为 9.7% 和 8.4%，经济增速放缓已成定局。

实体经济方面，美国房地产业复苏尚不理想，剔除季节性因素后，2011 年前几个月新屋开工数还不及 2009 年；美国 5 月非农就业人数增加 5.4 万，失业率较前月回升 0.1

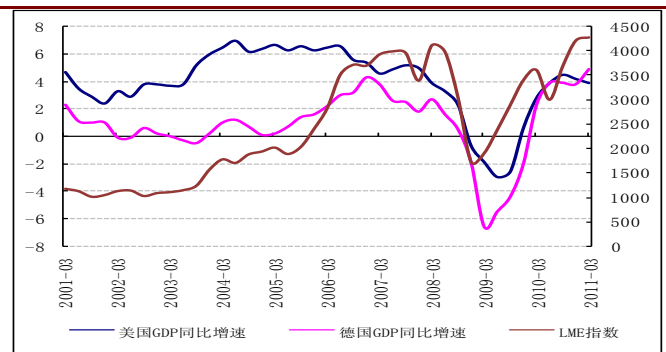
个百分点，升至 9.1%，为连续第二个月上升，显示美国经济复苏尚显疲态。我国目前处于转型中期，重工化的二阶拐点已现，特别是自 2010 年 4 月份开始的房地产调控，致使我国房屋新开工面积同比出现大幅回落，我们认为未来房地产行业的投资增速必然放缓；年初至今，汽车月产量同比增速已经连续 5 个月下滑，特别是 4 月和 5 月，更是出现负增长，显示我国经济增速放缓已成事实。经济下滑直接导致基本金属需求增速放缓，进而对价格形成压力。同时资金成本不断提高，导致去库存压力增大，多种金属库存仍在高位。

综上所述，我们预计基本金属价格将维持弱势震荡。作为典型的强周期行业，在货币收紧与经济放缓的双重不利背景下，除非美国启动新一轮 QE3，否则难以出现趋势性投资机会。在缺少趋势性投资机会的情况下，我们建议关注估值合理，存在资源注入预期的公司，如驰宏锌锗、铜陵有色和锡业股份可低位参与。

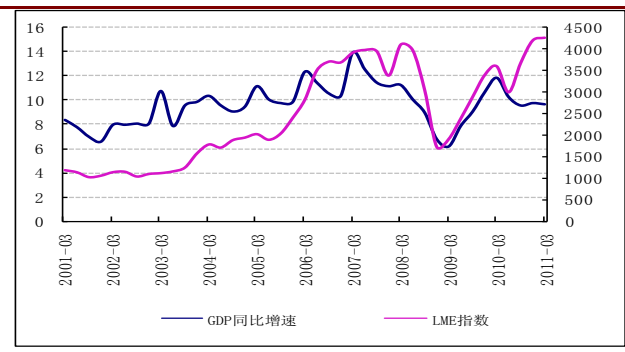
表 1: IMF 全球经济增速预测

国别	2010	2011E
全球	4.75%	4.3%
发达国家	3.0%	2.5%
新兴和发展中经济体	7.0%	6.5%
中国	10.3%	9.6%
印度	9.7%	8.4%
美国	2.9%	2.5%
欧元区	1.7%	2%
日本	1.8%	-0.7%

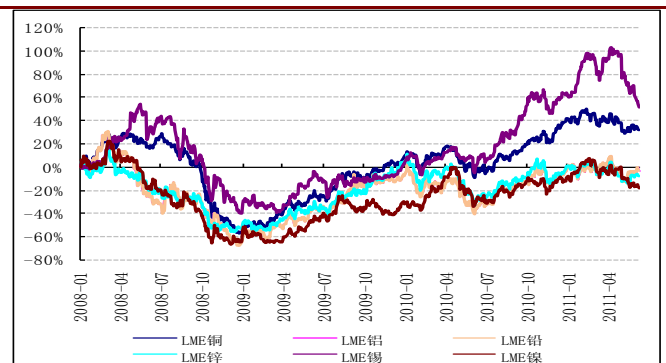
资料来源: IMF, 宏源证券

图 3: 美国和德国 GDP 与 LME 铜价


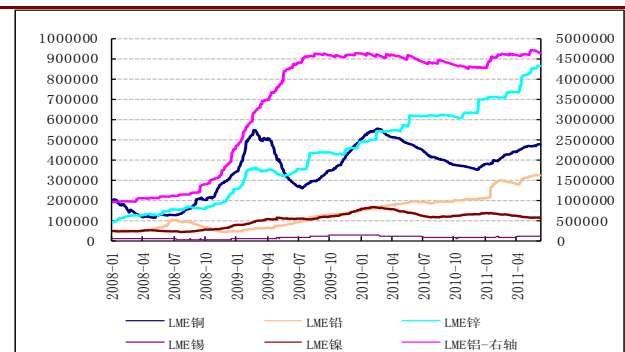
资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 4: 中国 GDP 与 LME 指数


资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 5: LME 基本金属价格走势


资料来源: Wind, 宏源证券

图 6: LME 基本金属库存 (单位: 吨)


资料来源: Wind, 宏源证券

二、政策护航，需求强劲，部分稀有金属前景看好

随着经济转型的推进以及结构调整的深入，特别是“十二五”稀有金属规划，将稀有战略金属未来的发展提至了战略高度，未来国家将逐渐把主要稀有金属的开采、冶炼、加工、销售和进出口管理纳入法制化轨道，分别从总量控制、配额管理、准入条件、政策支持以及鼓励发展方向等方面对稀有战略金属的供给层面和需求层面展开全方位、多角度的指导和管理。我们相信，有政策护航，需求强劲的稀有金属品种，未来价格依然具有上涨空间，重点看好钨和钛。

（一）钨—产品技术升级与朱格拉周期启动

钨与稀土有很多类似点，它是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，在合金中添加少量钨，可以有效提高合金的硬度和耐磨性，被誉为“工业牙齿”。目前，全球探明钨总储量为 290 万吨，可供开采年限不足 40 年，其中中国探明的基础储量约为 180 万吨，占全球总量的 62.1%，处于绝对的优势地位，主要分布在湖南、江西、河南和福建。钨主要用于生产硬质合金和照明产品，具体应用于军工、航空航天、机械加工、冶金、石油钻井、矿山、电子和建筑等领域。作为一种不可或缺的战略资源，美国和俄罗斯等军事大国先后建立了钨的战略储备。

作为世界第一大钨生产国和消费国，国家对钨行业也实行了总量控制和配额管理。2010 年我国的钨精矿产量（折合为三氧化钨 65%）约为 12.76 万吨，同比增加 13.02%，显示了良好的需求前景。根据国际钨业协会（ITIA）2008 年的统计数据，欧洲国家硬质合金的钨消费占到总消费量的 72%，我国仅占 48%。近几年我国硬质合金的产能和产量均有所增长，已经占到全球硬质合金产量的三分之一，但产品技术含量较低，高技术含量和高附加值的产品，如高性能合金、研磨涂层合金、特异性制品和精密工具等产品所占份额很小，且质量与国外同行存在较大差距，导致这些产品的价格往往只有高档产品的几分之一甚至几十分之一。未来随着我国钨硬质合金刀具产品技术突破和质量升级，盈利能力有望得到逐步提升。

目前全球经济正在相继实现朱格拉周期的切换，根据宏源证券首席经济学家房四海教授的分析结论，美国朱格拉周期继续而强劲，是全球最早启动朱格拉周期的国家，目前，中国的朱格拉周期尚未成功切换，未来全球经济增长的动力主要来自朱格拉周期的启动。朱格拉周期理论是针对资本主义经济中一种为期约 10 年的周期性波动而提出的理论，一般从设备投资占 GDP 的比例看出。对设备投资占 GDP 的名义上的比例、以及 2 年后的投资收益先行指数（投资收益指总资本付息前利润率，简单地说就是从企业的收益率减掉有利息负债利息率或金融成本）进行比较，可以看出投资收益的走势预示着设备投资占 GDP 的比例。由此可见，朱格拉周期一旦启动，设备投资和设备更新将大幅增加，作为装备制造业加工辅具的钨硬质合金深加工和钨基高性能合金有望迎来广阔的发展空间，高精度高性能硬质合金的进口替代空间巨大；另外，在钨的主要应用领域，目前尚未发现有效的替代金属，作为一种重要的不可再生稀缺金属，钨行业正在迈入新一轮景气周期。今年以来，欧洲小金属市场钨铁价格涨幅已经高达 43.15%，并且上涨趋势还在继续，我们预计未来价格向上的趋势有望延续。

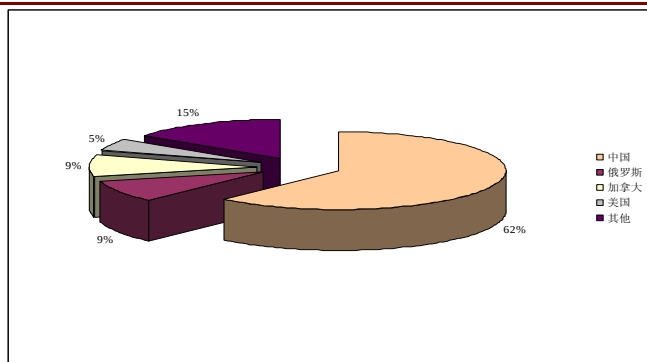
表 2：钨精矿开采总量指标（单位：万吨）

年份	总量配额	增速（%）	出口配额	增速（%）
----	------	-------	------	-------

2003	4.366		1.81	
2004	5.20	19.1	1.63	-9.94
2005	5.20	0.0	1.63	0.0
2006	5.906	13.58	1.58	-3.07
2007	5.93	0.41	1.54	-2.53
2008	6.685	12.73	1.49	-3.25
2009	6.855	2.54	1.46	-2.01
2010	8.00	16.7	1.43	-2.05

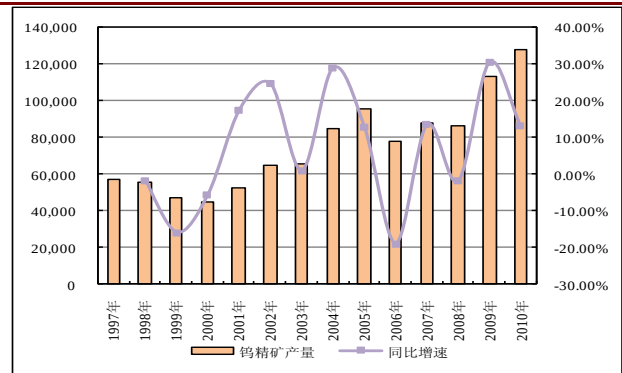
资料来源：国土资源部，宏源证券

图 7：全球钨资源分布



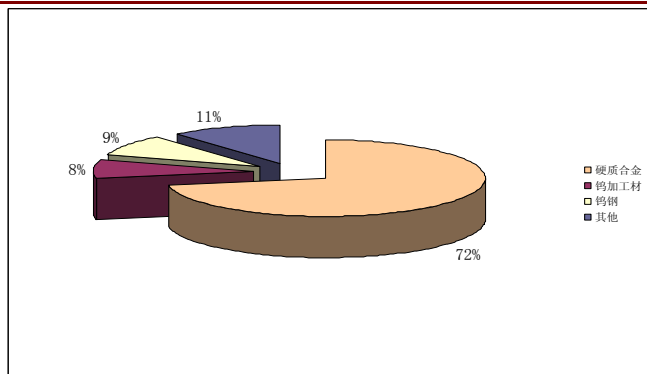
资料来源：USGS，宏源证券

图 8：中国钨精矿产量（单位：吨）



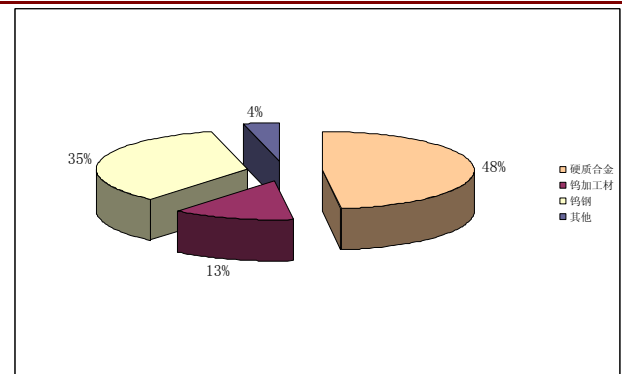
资料来源：Wind，宏源证券

图 9：欧洲钨消费结构



资料来源：ITIA，宏源证券

图 10：中国钨消费结构



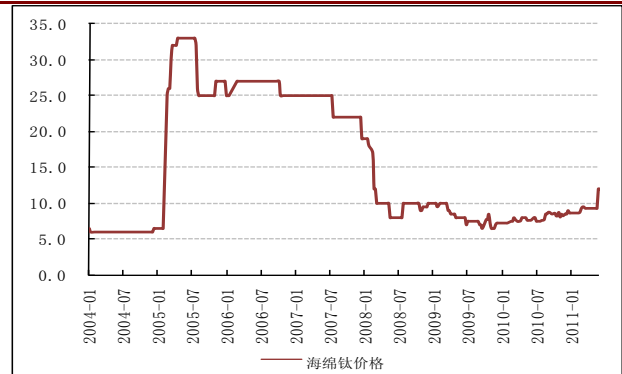
资料来源：ITIA，宏源证券

图 11：欧洲钨铁（75%W）价格走势（单位：美元/公斤）



资料来源：Bloomberg，宏源证券

图 12：海绵钛价格 99.6%（单位：美元/公斤）



资料来源：Bloomberg，宏源证券

（二）钛—需求复苏明显，行业拐点已现

金属钛具有比强度高、耐腐蚀性强、生物相容性好、无磁性等优点，在航空航天、军工、船舶制造、化工、汽车、海洋工程和体育用品等方面具有广泛的应用，被称为“太空金属”、“海洋金属”和“万能金属”。

全球范围内，钛产品的消费主要集中在美国、欧洲、中国、日本、俄罗斯，其中美国 and 欧洲占比分别达 36%和 26%，中国消费量占钛全部消费量的 17%。发达国家和我国在钛产品的应用领域方面也存在着较大的差异，美国和欧洲的钛材主要应用于航空航天领域，约占 55%；而我国的钛材主要应用于化工和体育休闲领域，约占 60%。2008 年随着航空航天业的快速发展，我国钛产量大幅增长至 8.1 万吨，增速高达 167.33%；09 年在全球金融危机的影响下，钛产量较 08 年回落 25.93%，但总产量依然大大高于 2007 年水平。10 年随着全球航空业的逐步复苏，我国钛产量小幅增长 13.3%，达到 6.8 万吨。

军用与航空领域是未来钛材的主要应用领域。飞机使用钛材的比例将直接标志着飞机的先进性，以国外先进战斗机为例，其使用钛材的占比可达到 30%甚至更高，而我国战斗机的这一数据仅为 10%-20%。近几年随着我国军费开支的增加以及自主研发的成功突破，推动了战斗机的更新换代，并启动了大飞机项目；特别是我国自主研发的发动机，如果安全性和稳定性可以完全达标，将实现爆发式的增长。据悉目前国产发动机的有效飞行小时为 500 小时，一架歼 10 或者歼 11 战斗机一年需要使用 5 台发动机，每台发动机用钛材 1.5 吨，目前我国保有的歼 10 和歼 11 战斗机约 200-300 架，未来每年预计可新增 80-100 架，按此计算每年可增加钛材需求量 600-750 吨，如果再考虑到大型战机和大型运输机的批量化生产，军用钛材增长空间较大。

近期，随着全球航空业的逐步复苏，波音和空客未来两年交货量均有望逐步增加，进而对钛材的需求量产生明显拉动。此前波音公司宣布，由于航空业需求逐步复苏，公司计划于 2012 年初将其 737 客机的月产量由目前的 31.5 架提高至 34 架。作为其最大竞争对手空客公司也表示其 A320 客机的月产量在 2010 年末将上升到 36 架。另外波音 787 客机和空客 A380 客机的订单将逐步增加，目前空客接到的 A380 客机的全球订单共 234 架，其中中国 5 架，A380 客机区别于以往客机的主要特点是噪音小、空间大，使旅途更舒适更安全。未来伴随人们生活质量的提高，会对舒适度提出越来越多的要求，因此我们对该类型的客机的增长前景非常看好。一架 787 或者 A380 型客机用钛量约为 100-150 吨左右，占飞机总重的比重在 25%以上。

国内方面，民用支线飞机和大飞机的推广是未来发展的主要方向。目前，从机型上看，国内只能生产新舟 60 系列、CRJ、ERJ、以及未来中航工业的 ARJ 系列支线飞机。《全国民用航空布局规划》中提到，到 2020 年国内将新建 97 个机场，主要为支线机场，民航管理总局对支线机场的补贴进一步点燃了地方政府投资兴建支线机场的热情，为支线航空的发展提供了广阔的空间。未来国内支线航空的发展更多将使用国产飞机，这主要是由于国内生产的支线飞机采购成本和维护成本均大大低于国外进口，因此进口替代空间较大。目前西飞每年大约生产 20 架支线飞机。民用大飞机项目是当前和未来我国重点发展和推广的项目，但受配套零部件生产的制约，预期短期内还很难推广开来。

未来随着战略新兴产业规划的推出，钛在航空航天、海洋工程、核电、汽车以及新材料领域也都具有良好的发展前景，军工和航用钛材依然是拉动钛需求的主要力量，受此影响，今年欧洲海绵钛价格上涨幅度达到 38.73%，主要钛材价格上涨接近 30%，结束了多

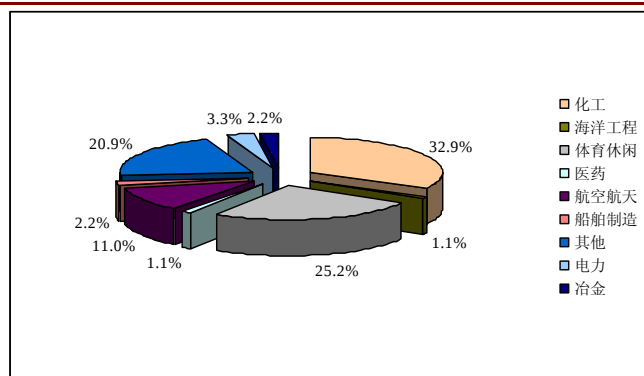
年的底部徘徊，恢复至 2008 年初的水平，我们认为钛行业的拐点已基本形成，看好钛价未来增长空间。

表 3: 金属钛的需求领域

应用领域	用途
航空航天	飞机发动机叶片、防护板、肋、翼、起落架等
船舶制造	潜艇的耐压壳、舰船上水翼、行进器等
石化	冷凝器、空气冷却换热器、钛阳极、电解槽结构件
冶金	管道、泵、阀和加热盘等
医疗器械	医疗器械、外科矫形材料，如心脏内瓣、心脏内瓣隔膜、骨关节等
体育休闲	高尔夫球头、球杆
核电	核电冷凝器
汽车	汽车动力阀等
其他	眼镜架等

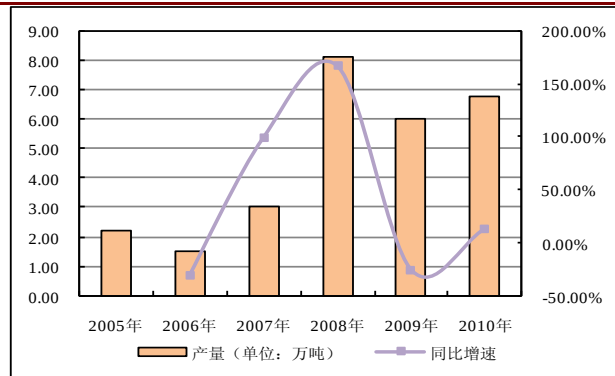
资料来源：宏源证券

图 13: 钛消费结构



资料来源：宏源证券

图 14: 中国钛产量（单位：万吨）



资料来源：Wind，宏源证券

三、战争、危机与通胀，决定黄金价格高位震荡

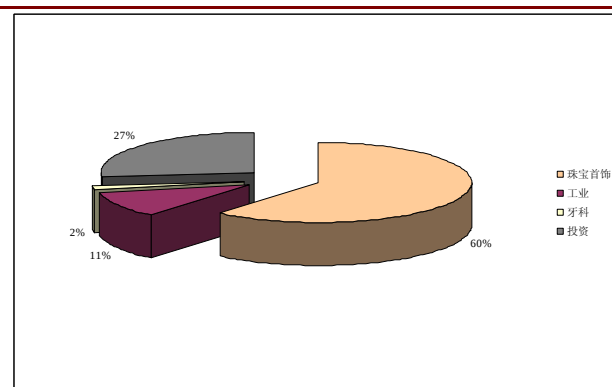
作为一种避险和保值最优选择的贵金属，在市场风险上升亦或通胀预期升温时，都不可避免地推高黄金价格水平。自美国开启第二轮 6000 亿美元定量宽松的大幕，全球通胀预期就不断升温，2011 年我国 CPI 连续创出新高，通胀形势不容乐观。除此之外，近期不断爆发的中东和北非等地的地缘政治动荡，也让全球的避险情绪不断升温，支撑了黄金价格维持高位，也凸显了黄金的避险需求。我们预计全年黄金价格有望维持 1500 美元/盎司。但中长期来看，随着通胀趋缓、经济复苏以及欧债危机消除，美元的弱势格局终将改变，进而对黄金长期价格构成抑制。

图 15: 黄金与美元走势



资料来源: Wind, 宏源证券

图 16: 全球黄金的消费结构



资料来源: Wind, 宏源证券

四、投资建议及个股推荐

(一) 投资建议

基本金属方面: 流动性收紧还将继续, 欧美加息及收紧渐行渐近, 我国提准与加息预期尚存; 全球经济增速放缓已成定局, 房地产、汽车、家电等下游需求领域均不乐观, 因此我们预计短期基本金属仍面临压力, 期待下半年通胀预期缓和带来的反弹机会。建议关注估值合理, 存在资源注入预期的公司, 如驰宏锌锗、铜陵有色和锡业股份可低位参与。

稀有金属方面: 进入 2011 年, 国家对稀有战略金属的重视和支持力度依然不减, 行业整合的加速以及加快培养和发展战略性新兴产业的政策倾斜, 都将在“十二五”开局之年给稀有金属带来良好的发展机遇和发展空间, 有利于进一步推升其价格水平, 我们重点看好需求强劲和复苏在即的钨、钛和钽。建议关注安泰科技、东方钽业、宝钛股份和厦门钨业。

深加工方面: 随着战略新兴产业的发展, 我国整体技术和装备水平将不断进步和升级, 进口替代的空间有望逐步被打开, 建议关注新疆众和。

维持行业 “增持” 评级。

(二) 个股推荐

1. 驰宏锌锗 (600497): 资源产能同步扩张

公司近年来在资源储量与生产能力两方面同步扩张, 在收购控股股东永昌铅锌矿、澜沧铅锌矿、大兴安岭矿业股权后, 现有铅锌金属资源储量保守估计在 450 万吨以上。未来随着在昭通周边地区与内蒙古呼伦贝尔地区资源勘探与行业整合力度的不断加大, 在不考虑加拿大海外资源的情况下, “十二五” 期间金属资源总储量可达到 1000 万吨。公司现有电解铅锌产能约为 32 万吨, 在建产能 50 万吨, 会泽和呼伦贝尔铅锌冶炼项目陆续投产后公司可实现铅锌冶炼产能 70-80 万吨, “十二五” 期间最终达到 100 万吨年产能; 同时昭通铅锌矿及周邊地区、呼伦贝尔铅锌精矿采选能力也将得到逐步提高, 2013 年后铅锌精矿产能大幅释放, 届时资源自给率可达到 55% 以上。公司锗产品设计产能 30 万吨/年, 预

计 2013 年产量可由现有的 10 万吨提升至 20 万吨，目前公司正在积极向锗深加工方向扩展。另外澜沧铅矿及拟收购的金欣矿业预计存在大量的钼资源，储量丰富、经济价值巨大，锗、钼项目有望成为公司未来重要的盈利增长点。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.54 元、0.62 元和 0.88 元，以 6 月 20 日收盘价格 20.08 元计算，对应转增摊薄后动态 PE 分别为 37 倍、32 倍和 23 倍，考虑到公司作为云冶集团铅锌资产的唯一上市平台，未来集团资产注入与省内行业整合的预期较为明确，维持“买入”评级。

2. 安泰科技 (000969): 做强传统业务, 瞄准战略新兴

公司以先进金属材料为主导产业，产品覆盖非晶、纳米晶材料、太阳能等先进能源材料，粉末冶金制品，金属磁性材料，焊接材料，金刚石工具，高速工具钢等 6 个产业领域，依靠领先的综合技术，多年来研发出的很多关键材料在我国航空、航天、信息、电力、电子、冶金、化工、石化、建筑、交通、生物医药、新能源和环保等产业领域得到了广泛应用。目前超硬及难熔材料制品是公司的主要营业收入和利润来源。未来公司在继续保持超硬及难熔材料等传统业务良好发展势头的时候，结合国家战略性新兴产业规划，积极探索新的领域。今年，公司主要增长点来自于高速工具钢、焊接材料、非晶带材和磁性材料领域，这四个领域的增长均有望接近甚至超过 100%，特别是市场比较期待的非晶带材，今年有望实现 1.5-2.0 万吨产量，未来随着非晶带材一致性问题的彻底解决，产能仍有望继续扩张。“十二五”期间，公司将重点转变其增长方式，即由“内涵式”发展向“以内涵式为主，内涵式+外延式”发展模式转变，通过横向扩张做强、做优、做大主体业务。同时围绕国家战略性新兴产业规划，重点发展包括非晶、纳米晶带材及制品、LED 产业配套材料等在内的能源用先进材料业务，打造具有竞争优势的新业务板块。我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.35 元、0.46 元和 0.59 元，以 6 月 21 日收盘价计算 18.18 元计算，对应的动态 PE 分别为 52 倍、39 倍和 31 倍，我们看好公司长期发展潜力，上调至“买入”评级。

3. 新疆众和 (600888): 能源优势得天独厚、技术优势无与伦比

公司目前产能为高纯铝 2.8 万吨、电子铝箔 2 万吨、电极箔 400 万平米，2011 年三种产品的产能将分别增长 17.86%、35%和 125%。2012 年随着新募投项目的投产，产能再度实现跨越式增长，达到 5.3 万吨、4.7 万吨和 2100 万平米。公司地处新疆，拥有丰富的煤炭资源，目前自供电量比例可达 54.55%，其余外购，平均电力成本 0.33 元/度。明年下半年公司新的发电机组即可投入使用，年发电量可达 16.2 亿度，公司的电力成本将逐年下降 13.64%和 24.24%，达到 0.285 元/度和 0.25 元/度，电力优势非常明显。作为国内最大的高纯铝和电子铝箔生产企业，国内的市场占有率一直维持在 50%以上，特别是高纯铝，我国军工行业所需的全部高纯铝都仅从公司采购，具有绝对的领先优势。电子铝箔和电极箔产品质量已基本达到日本的最好水平，其研发成功的高附加值环保型电子铝箔技术，有效填补国内电子铝箔技术空白，实现为环保型电容器生产提供低碳环保材料，龙头地位不容撼动。未来随着消费类电子产品和以 3G 为代表的通讯领域的升级换代，以及变频技术、高效节能灯具、风力发电、高速铁路和电动汽车为代表的绿色节能领域的逐步拓展和快速发展，都将拉动高压电容器和高压电极箔的需求量，电极箔、电子铝箔的高压化和环保化必将成为未来发展的主要趋势。预计公司 11-13 年每股收益分别为 0.97 元、1.32 元和 1.98 元，以 6 月 20 日收盘价 20.73 元计算，对应 PE 为 23 倍、19 倍和 15 倍，维持“买入”评级。

4. 铜陵有色 (000630): 长协加工费提高大幅提升公司业绩

作为国内最大的铜冶炼企业之一,公司的盈利水平主要取决于铜加工费和铜价走势是不争的事实,但由于公司冶炼回收率全球领先,可达到 98.5%,较铜精矿定价时采用的 96.5% 高出两个百分点,冶炼成本处于国内最低水平,随之而来的不仅是铜冶炼部分的盈利能力优于纯冶炼企业,更重要的是黄金和硫酸等副产品对业绩贡献度较大,且价格变动更为敏感。2011 年铜加工费改为半年确定一次,上半年铜加工冶炼费为 72.0/7.20 (TC/RC),下半年更是达到 90/9 (TC/RC),对增厚公司利润具有重要影响;另一方面,对于市场普遍担心的铜资源自给率偏低的瓶颈,未来集团矿产资源的注入预期已相当明确,权益金属储量有望大幅提升。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.07 元、1.29 元和 1.54 元,以 6 月 20 日收盘价格 21.75 元计算,对应动态 PE 分别为 20 倍、17 倍和 14 倍,上调至“买入”评级。

5. 东方钽业 (000962): 钽制品与新材料双成长

公司专注于钽铌钨的研发和生产,至今已近 50 年。业务以钽制品为主,2010 年钽制品业务的收入和毛利占比分别为 68%和 82%,伴随着 2010 年钽价格的快速上涨,公司钽制品毛利率大幅上涨至 25%,可见公司业绩对钽价格上涨比较敏感。公司研发实力突出,技术水平先进,打破了国外在钽、铌等稀有金属深加工领域的技术垄断,成为全球电容器级钽粉生产企业的三甲之一,也是国内唯一生产草酸铌、电容器级氧化铌、超导铌材、铍材等重要战略材料的企业,产品广泛应用于核电、航空和军工项目等多个领域,竞争优势突出。刃料碳化硅业务以及与此相配套的 12000 吨/年的光伏钢丝切割线项目使公司该块业务产业链更为完整。除此之外,公司本次获得国家高技术产业链的 6 个项目涉及细直径钽丝项目、极大规模集成电路用靶材项目、200 吨一氧化铌项目、10 吨高纯铌材、30 吨化工防腐铌基合金管棒材、30 吨电光源铌钨合金管丝材项目、年产 3000 吨钛及钛合金项目和新型锂离子电池正极材料项目,符合国家战略发展规划,为公司未来发展提供巨大的想象空间,长期发展前景值得期待。预计公司 11-13 年每股收益分别为 0.70 元、0.92 元和 1.26 元,以 6 月 20 日收盘价格 22.3 元计算,对应动态 PE 分别为 32 倍、24 倍和 18 倍,估值偏低,首次给予“买入”评级。

6. 宝钛股份 (600456): 备战军工与航空业爆发式增长

公司是国内最大的钛及钛合金生产企业,产销量位居国内第一,市场占有率约为 20% 以上,其中军用钛材和航用钛材的市场占有率均在 90%左右。目前拥有 10000 吨海绵钛、25000 吨熔铸和 16000 吨钛材的生产能力,具有从海绵钛-熔铸-钛材深加工的完整产业链。按其应用领域分,大体为民用占比为 50-60%,军用和航用各占 20-25%。由于航空业的逐步复苏,波音和空客公司在未来均有提高产量的计划,特别是随着波音 787 的试飞成功以及空客 A380 的交付使用,以及国内支线飞机和大飞机项目的不断推进,将开启钛行业新的景气周期。军工行业作为钛行业的重要应用领域,虽然绝对用量并不大,但毛利率高一直是它吸引投资者关注的焦点。随着我国军费开支的增加和自主研发成功,预计未来军用钛材的增速可以保持 40%以上。前期公司募投的优质项目将陆续在今明两年投产,届时公司的钛材将逐步向高端钛材转变,实现产品结构的不断优化,从而提高公司的核心竞争力。此外,锆材市场进口替代空间较大,前景乐观。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.29 元、0.55 元和 0.80 元,以 6 月 20 日收盘价格 25.01 元计算,对应动态 PE 分别为 84 倍、44 倍和 30 倍。我们判断钛行业拐到已现,公司未来业绩增速较快,维持“增持”评级。

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业研究员, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、中金岭南、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、驰宏锌锗、辰州矿业等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。