

有色行业 2011 年四季度投资策略

行业评级

持有

前次评级

无

危中寻机，继续看好黄金的避险功能

肖征 分析师

电话：0755-82528531

eMail: xz7@gf.com.cn

执业编号：S0260511010008

维持行业“持有”评级，继续看好黄金的避险功能

我们在 2011 年 6 月 25 日发布的有色金属行业 2011 年下半年投资策略《以退为进，忧中取优》中提出，黄金是我们当前最看好的子行业，建议投资者配置黄金股做防守，三季度可以考虑逢低买入估值相对较低、股性较好的铜资源企业增加组合的弹性。

由于欧债危机的影响超预期，美国也暂缓推出 QE3，而中国 PMI 持续低于 50，全球经济不确定性增大，因此我们对有色金属行业的投资策略进行调整：维持整个行业的“持有”评级；继续看好黄金的避险功能；暂时回避价格仍处于高位的铜子行业。

继续看好黄金的三个理由

- 1、黄金和美元仍然是最好的避险标的，黄金和美元有望同步上涨。
- 2、黄金 ETF 逢低加仓策略体现其对金价长期看好。
- 3、发展中国家央行黄金储备占其外汇储备总量比偏低，有望继续增持黄金。

选取低估值公司做防守是当前最好策略

我们推荐紫金矿业、山东黄金、焦作万方。其中紫金矿业是估值优势明显的黄金股，金价上涨和产量提升是推动山东黄金业绩增长的双引擎，而焦作万方的赵固能源投资收益剧增，煤炭业务价值被明显低估。

风险提示

欧债危机进一步恶化，导致全球经济二次探底，A 股估值水平进一步下降。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
紫金矿业	4.50	0.22	0.30	0.36	21.28	15.70	13.08	0.77	6.00	买入
山东黄金	39.70	0.86	1.45	1.68	49.57	29.38	25.36	1.25	58.00	买入
焦作万方	15.41	0.24	0.98	1.40	64.83	15.95	11.16	0.46	22.85	买入
中金黄金	22.49	0.61	0.77	1.04	39.57	31.35	23.21	1.29	30.80	持有
江西铜业	26.78	1.42	2.18	2.62	19.84	12.90	10.73	0.55	32.70	持有
铜陵有色	19.54	0.63	1.05	1.32	36.82	22.18	17.64	0.83	26.25	持有
中金岭南	11.08	0.34	0.43	0.54	38.34	30.56	24.33	1.50	15.05	持有
辰州矿业	26.70	0.40	1.17	1.47	81.11	27.62	21.96	0.88	35.09	持有
恒邦股份	39.15	0.84	1.32	1.57	48.29	30.61	25.74	1.31	42.24	持有
新疆众和	23.12	0.71	0.87	1.32	33.49	27.34	18.07	0.93	26.08	持有

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-8.44	-7.09	8.22
沪深 300	-5.37	-9.74	-6.58

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

本报告联系人：张晓泉 0755-23948351 zxq8@gf.com.cn

目录索引

一、有色金属行业 2011 年四季度投资策略.....	3
二、2011 年前三季度有色金属子行业回顾与展望	4
(一) 工业金属: 库存持续增长, 供需继续恶化.....	4
(二) 小金属: 短期补跌, 长期受益于政策利好.....	7
(三) 贵金属: 黄金仍是避险的最好标的.....	8
三、有色板块估值继续下降, 低估值公司价值凸显	10
(一) 紫金矿业——估值优势明显的黄金股.....	12
(二) 山东黄金——金价上涨和产量提升成为公司业绩增长双引擎.....	13
(三) 焦作万方——赵固能源投资收益剧增, 煤炭业务价值低估	13
四、风险提示	14

图表索引

图 1: 2011 年前三季度主要金属品种 LME 现货价格走势	5
图 2: 2011 年前三季度主要金属品种涨幅.....	5
图 3: 2011 年前三季度主要金属品种库存变化.....	6
图 4: LME 铜价与库存	6
图 5: LME 铝价与库存	6
图 6: LME 铅价与库存	7
图 7: LME 锌价与库存	7
图 8: LME 锡价与库存	7
图 9: LME 镍价与库存	7
图 10: 稀土氧化物价格飙涨	8
图 11: 具有代表性的小金属价格走势.....	8
图 12: 黄金、白银价格与比价	9
图 13: 金价与美元指数 (单位: 美元/吨)	10
图 14: 黄金 ETF 与金价.....	10
表 1: 有色板块 2011 上半年涨跌幅.....	3
表 2: 有色板块 2011 上半年涨跌幅.....	11

一、有色金属行业2011年四季度投资策略

我们在2011年6月25日发布的有色金属行业2011年下半年投资策略《以退为进，忧中取优》中提出，黄金是我们当前最看好的子行业，建议投资者配置黄金股做防守，三季度可以考虑逢低买入估值相对较低、股性较好的铜资源企业增加组合的弹性。

由于欧债危机的影响超预期，美国也暂缓推出QE3，而中国PMI持续低于50，全球经济不确定性增大，因此我们对有色金属行业的投资策略进行调整：**维持整个行业的“持有”评级；继续看好黄金的避险功能；暂时回避价格仍处于高位的铜子行业。**

我们继续看好黄金主要基于下列三个理由：

- 1、黄金和美元仍然是最好的避险标的，黄金和美元有望同步上涨。
- 2、黄金ETF逢低加仓策略体现其对金价长期看好。
- 3、发展中国家央行黄金储备占其外汇储备总量比偏低，有望继续增持黄金。

我们认为在当前选取低估值公司做防守仍是最好的策略，推荐紫金矿业、山东黄金、焦作万方。其中紫金矿业是估值优势明显的黄金股，金价上涨和产量提升是推动山东黄金业绩增长的双引擎，而焦作万方的赵固能源投资收益剧增，煤炭业务价值被明显低估。

表 1：有色板块2011上半年涨跌幅

子行业	行业属性	公司名称	最新价	EPS				P/E				2010PB
				2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
铜	资源类	铜陵有色	20.42	0.63	1.05	1.32	1.57	32.3	19.4	15.5	13.0	4.2
		云南铜业	18.00	0.30	0.67	0.93	1.09	59.1	26.9	19.3	16.5	6.1
		江西铜业	28.12	1.42	2.18	2.62	3.09	19.8	12.9	10.7	9.1	2.9
		平均							19.8	15.2	12.9	4.4
	加工类	海亮股份	12.89	0.59	0.68	0.79	0.89	21.8	19.0	16.3	14.5	3.3
		精诚铜业	14.82	0.25	0.32	0.40	0.49	58.2	46.4	37.2	30.0	7.1
		博威合金	18.77	0.56	0.78	1.09	1.48	33.7	24.2	17.2	12.7	11.8
		精艺股份	11.61	0.32	-	-	-	36.8	-	-	-	3.0
		平均							29.8	23.6	19.1	7.4
铝	资源类	中国铝业	8.36	0.06	0.13	0.21	0.30	145.3	64.8	40.3	27.8	2.2
		云铝股份	7.79	0.02	0.13	0.35	0.53	393.4	61.0	22.2	14.8	3.0
		平均						269	62.9	31.2	21.3	2.6
	冶炼类	焦作万方	15.63	0.24	0.98	1.40	1.99	64.8	15.9	11.2	7.9	3.7
		常铝股份	12.31	0.13	0.24	0.38	0.48	93.4	51.0	32.6	25.4	6.3
		中孚实业	8.46	0.15	0.18	0.23	-	57.9	47.7	36.2	-	4.5
		神火股份	14.70	0.69	1.00	1.37	1.67	21.3	14.7	10.7	8.8	5.5
		平均							32.3	22.7	14.0	5.0
	加工类	新疆众和	22.86	0.71	0.87	1.32	1.98	32.2	26.3	17.4	11.5	4.3
		南山铝业	8.03	0.40	0.58	0.75	1.00	19.9	14.0	10.8	8.1	1.1
		东阳光铝	13.53	0.30	0.55	0.74	0.97	45.1	24.6	18.4	14.0	5.1
		鲁丰股份	12.63	0.24	0.29	0.56	1.21	53.6	44.0	22.4	10.5	2.3
		栋梁新材	12.45	0.64	0.84	1.13	1.30	19.5	14.8	11.0	9.6	3.2
		平均						37.7	27.2	17.2	11.0	3.2
铅锌	资源类	中金岭南	11.33	0.34	0.43	0.54	0.72	33.1	26.3	21.0	15.7	5.1

		宏达股份	13.88	-0.34	0.45	0.10	0.32	-41.2	30.9	132.6	43.9	11.8
		驰宏锌锗	18.95	0.35	0.31	0.48	0.85	53.8	61.1	39.5	22.3	5.6
		西部矿业	12.94	0.42	0.58	0.66	0.81	31.2	22.4	19.5	16.0	2.8
		中色股份	25.03	0.06	0.44	0.75	0.52	389.8	57.0	33.4	48.5	9.7
		平均							39.6	49.2	29.3	7.0
	加工类	豫光金铅	22.46	0.52	0.80	0.97	1.21	43.4	28.1	23.1	18.6	3.7
		株冶集团	14.10	0.03	0.12	0.22	0.37	424.8	117.0	64.3	38.2	3.4
		ST 珠峰	12.01	-0.06	-	-	-	-205.1	-	-	-	-74.0
		罗平锌电	12.00	-0.09	0.03	0.04	0.11	-134.1	441.2	275.8	105.1	4.8
		平均							195.4	121.1	54.0	-15.5
黄金	资源类	山东黄金	42.60	0.86	1.45	1.68	1.82	49.6	29.4	25.4	23.4	15.6
		中金黄金	24.14	0.57	0.77	1.04	1.17	42.1	31.4	23.2	20.6	9.6
		紫金矿业	4.71	0.22	0.30	0.36	0.41	21.3	15.7	13.1	11.5	4.7
		恒邦股份	41.02	0.84	1.32	1.57	2.69	49.0	31.1	26.1	15.2	6.8
		辰州矿业	27.88	0.40	1.17	1.47	1.83	70.0	23.8	19.0	15.3	7.6
		平均						46.4	26.3	21.3	17.2	8.9
锡	资源类	锡业股份	24.01	0.40	0.93	1.22	1.48	59.4	25.9	19.7	16.2	4.7
镍	资源类	吉恩镍业	17.82	0.13	0.17	0.33	0.59	134.8	106.3	54.6	30.2	3.9
		格林美	23.84	0.35	0.55	0.87	1.38	67.5	43.7	27.3	17.2	5.5
		平均						101.2	75.0	40.9	23.7	4.7
稀土	资源类	包钢稀土	56.93	0.62	3.07	3.67	4.04	91.8	18.6	15.5	14.1	28.5
		广晟有色	59.51	0.15	0.52	0.63	0.76	389.3	115.1	94.5	78.1	49.7
		平均						240.6	66.8	55.0	46.1	39.1
钨钼	资源类	厦门钨业	41.87	0.51	1.36	1.57	1.88	81.6	30.8	26.7	22.2	11.2
		章源钨业	26.82	0.35	0.64	0.92	1.14	75.8	41.8	29.2	23.5	9.2
		平均						78.7	36.3	27.9	22.9	10.2
	资源类	金钼股份	15.75	0.26	0.23	0.31	0.40	60.82	68.5	50.8	39.4	3.8
钛	加工类	宝钛股份	28.59	0.01	0.23	0.56	0.92	3,558.5	123.8	51.2	31.1	3.4
		西部材料	20.88	0.23	0.24	0.46	0.60	91.1	86.2	45.9	34.7	4.1
		平均						1,824.8	105.0	48.5	32.9	3.7
镁	资源类	云海金属	13.42	0.10	0.24	0.31	0.43	137.1	56.4	43.7	31.6	4.3
锂	资源类	西藏矿业	29.84	0.10	0.18	0.39	0.95	980.9	80.7	46.1	32.2	13.7
钽	加工类	东方钽业	21.10	0.23	0.60	0.77	1.06	91.5	35.4	27.4	20.0	6.0
钽	加工类	东方锆业	39.19	0.22	0.70	1.55	2.49	178.1	56.2	25.2	15.8	13.5
锆	加工类	云南锆业	39.22	0.47	0.71	1.00	1.48	83.5	55.0	39.4	26.5	5.2

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

二、2011年前三季度有色金属子行业回顾与展望

（一）工业金属：库存持续增长，供需继续恶化

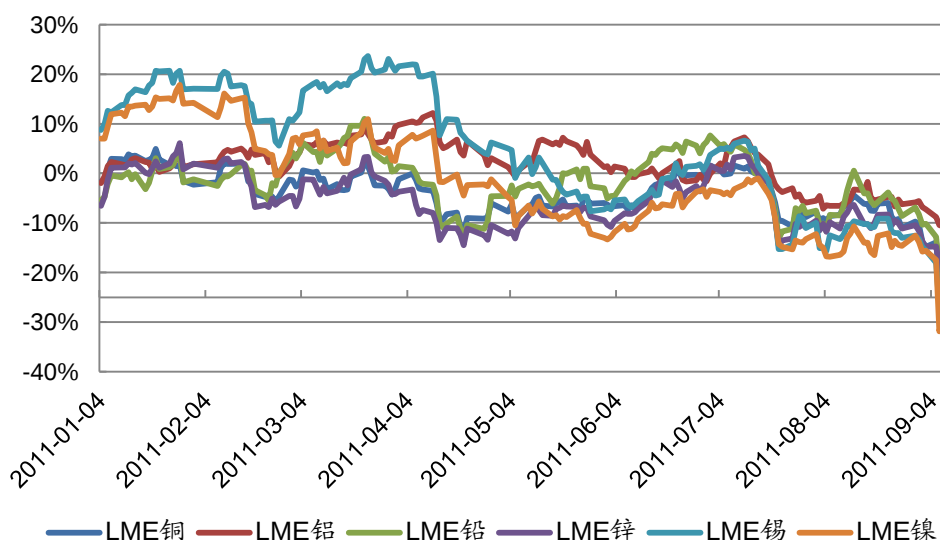
欧债危机进一步深化，国际货币基金组织下调2011~2012年全球经济增长预期，美联储未能如市场预期推出第三轮量化宽松政策，中国9月汇丰采购经理人指数为49.4再度低于荣枯线，在重重利空下，9月底大宗商品市场出现惨烈的杀跌行情。

2011年第三季度，铜、铝、铅、锌、锡、镍第三季度的跌幅分别为24.83%、10.69%、20.97%、20.05%、29.24%和28.34%。

在工业金属价格大幅回落的同时，工业金属库存继续增长，这也反映了供需情况继续恶化。其中LME铅库存比年初增长了79.58%，达到近四年最高点。

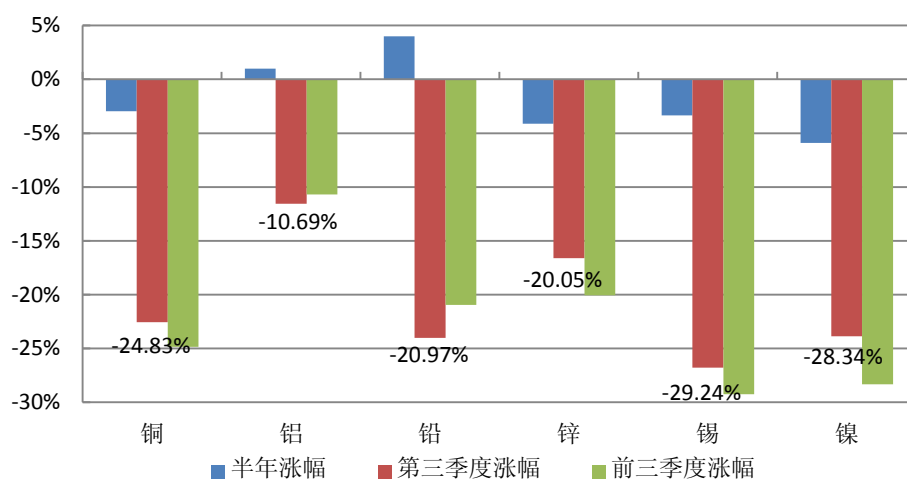
由于工业金属普遍具有较强的金融属性，因此在当前全球经济不确定性加大之时，未来价格走势仍然不容乐观。

图 1：2011年前三季度主要金属品种LME现货价格走势



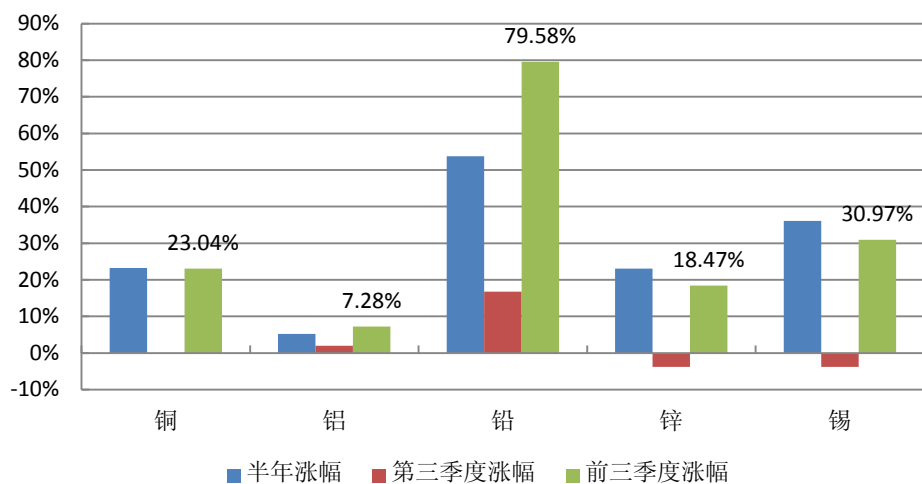
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 2：2011年前三季度主要金属品种涨幅



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 3: 2011年前三季度主要金属品种库存变化



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 4: LME 铜价与库存

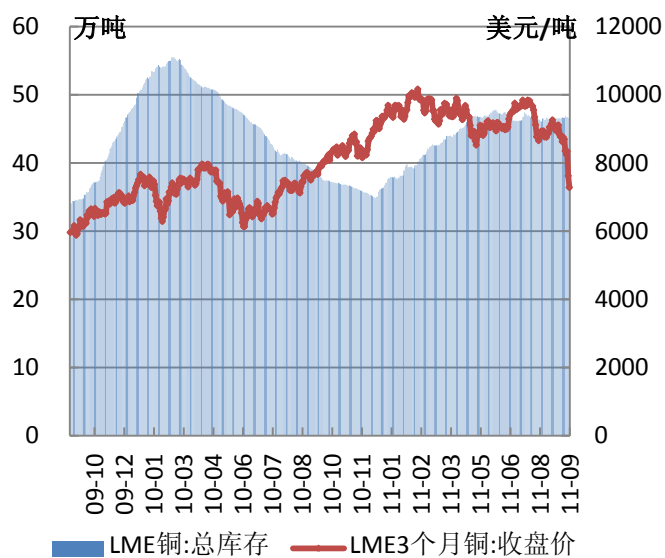
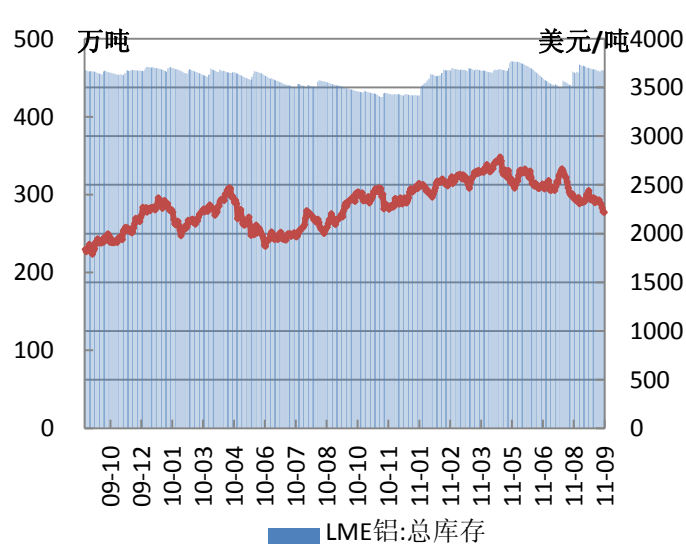


图 5: LME 铝价与库存



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 6: LME 铅价与库存

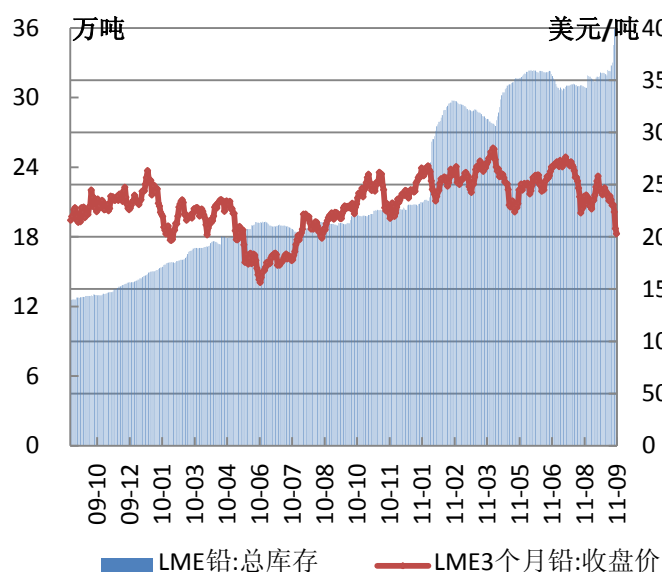
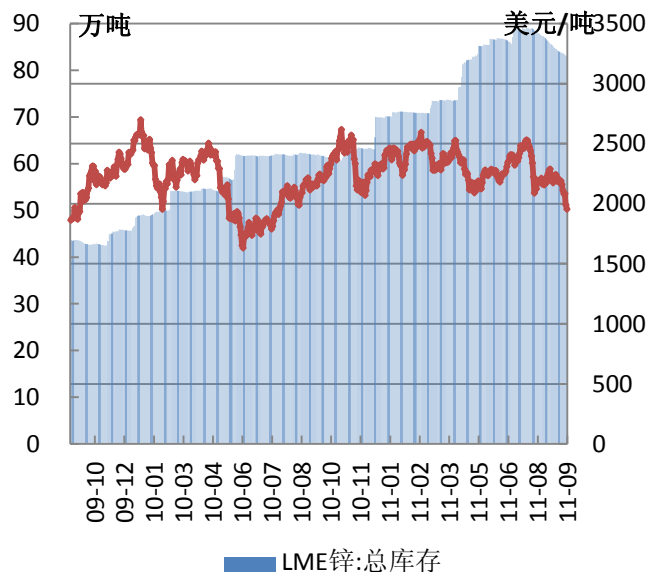


图 7: LME 锌价与库存



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 8: LME 锡价与库存

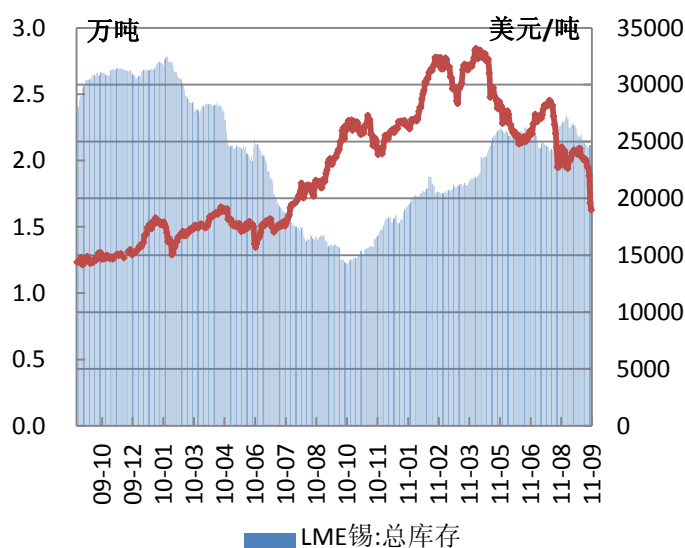
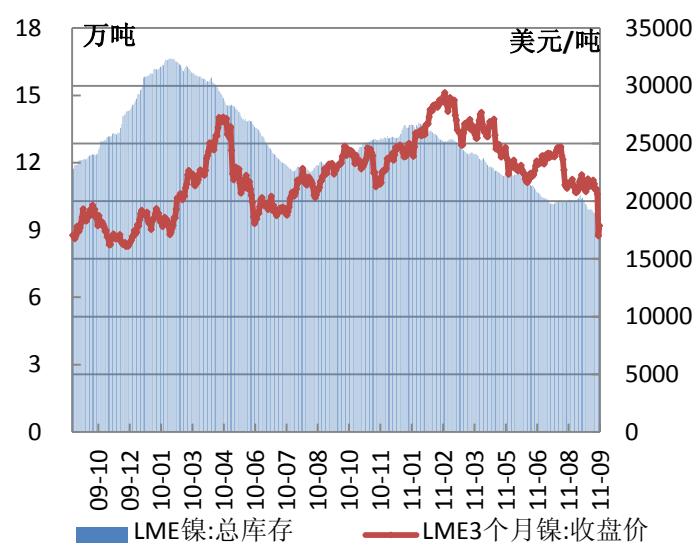


图 9: LME 镍价与库存



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

（二）小金属：短期补跌，长期受益于政策利好

2011年上半年，稀土价格在不断的政策利好刺激下飙涨，但是在进入三季度以后，价格上涨过快严重影响了下游需求，稀土价格在保持短期稳定之后，开始出现快速下跌。与年中的价格高点相比，氧化镧下跌了15%左右，氧化铈、氧化钕、氧化镨的跌幅均超过了20%。

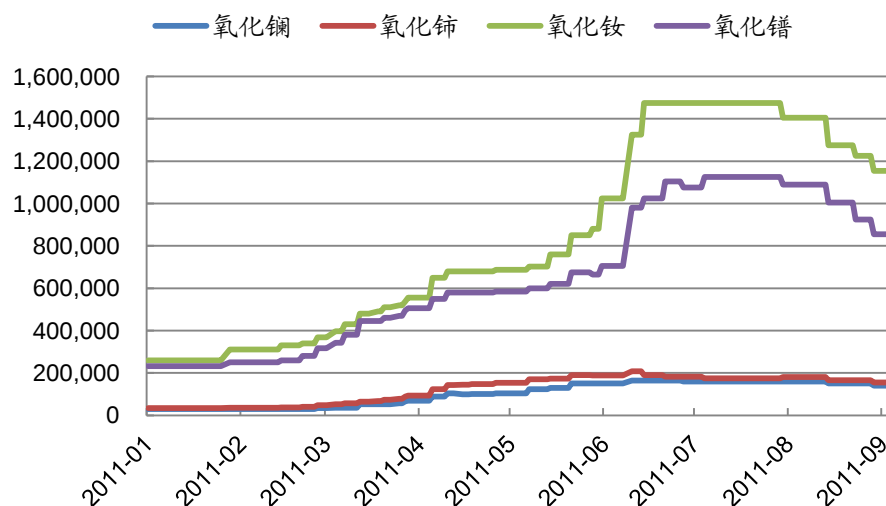
相对稀土来说，钛、锑、钨等小金属表现更为稳健，其中表现最好的钨较7月初上涨了17%。

我们认为，新材料“十二五”规划落地在即，包括高强轻型合金材料、高性能钢铁

材料、功能膜材料、新型动力电池材料、碳纤维复合材料、稀土功能材料等6类新材料将得到重点支持，我国新材料产业正处在由大变强的关键阶段，稀土、钨、钛等小金属将迎来政策利好，我们看好其长期价格走势。

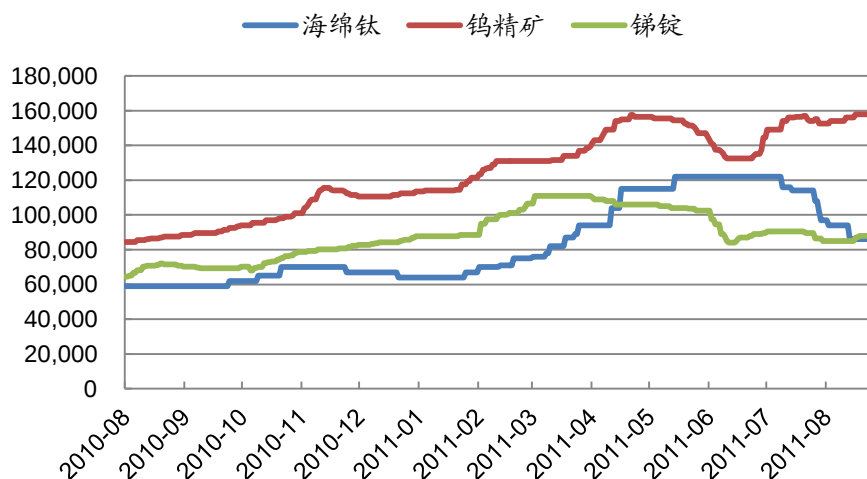
但是短期来看，对商品市场具有风向标作用的工业金属价格的迅速下跌，将给小金属市场带来压力，我们认为短期小金属价格跟随工业金属补跌将不可避免。

图 10：稀土氧化物价格飙涨



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 11：具有代表性的小金属价格走势



数据来源：广发证券发展研究中心

（三）贵金属：黄金仍是避险的最好标的

在9月22日美联储宣布实施扭转操作之前，受益于欧债危机带来的避险需求，黄金与白银稳步上涨。但在美联储公布最新货币政策扭转操作的后两个交易日，黄金白银大幅下挫，9月23日，纽约金价大跌5.9%，期银暴跌17.7%，为2006年4月以来的最大单日跌幅，黄金和白银的价格比值再度回到53.3的年度高位。

我们认为在全球经济不确定性进一步加大之时，白银将更多地表现出大宗商品的属

性，因此我们对后市银价继续谨慎。

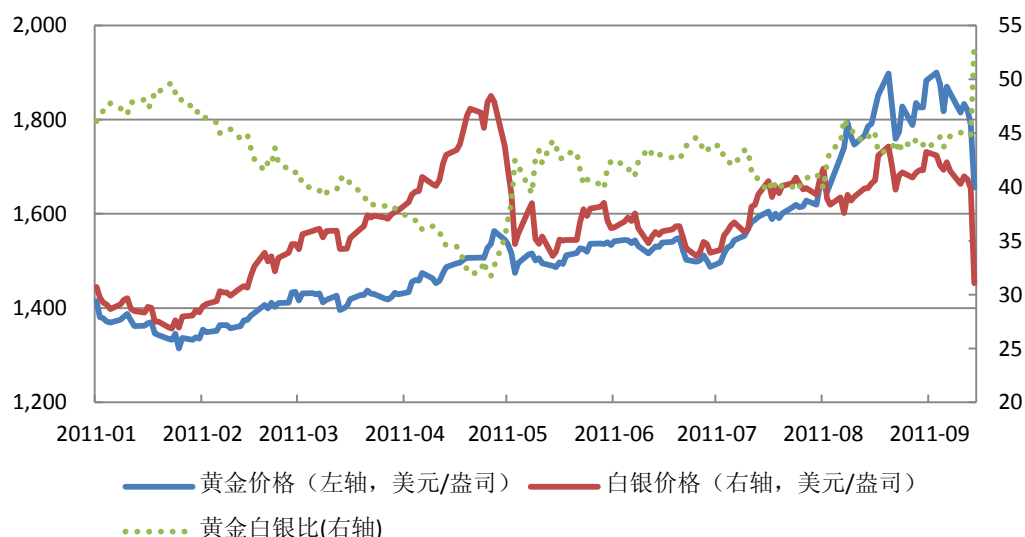
我们对黄金价格继续看好，主要基于以下三点原因：

1、**黄金和美元仍然是最好的避险标的，黄金和美元有望同步上涨。**在2008年年底次贷危机爆发之时，黄金和美元成为避险双雄，同步上涨。我们认为在当前欧债危机愈演愈烈之时，黄金和美元将会重演2008年的走势。

2、**黄金ETF逢低加仓策略体现其对金价长期看好。**全球最大的黄金ETF SPDR Gold Trust从9月初开始再度加仓，其逢低加仓的策略让我们更加坚定看好金价。

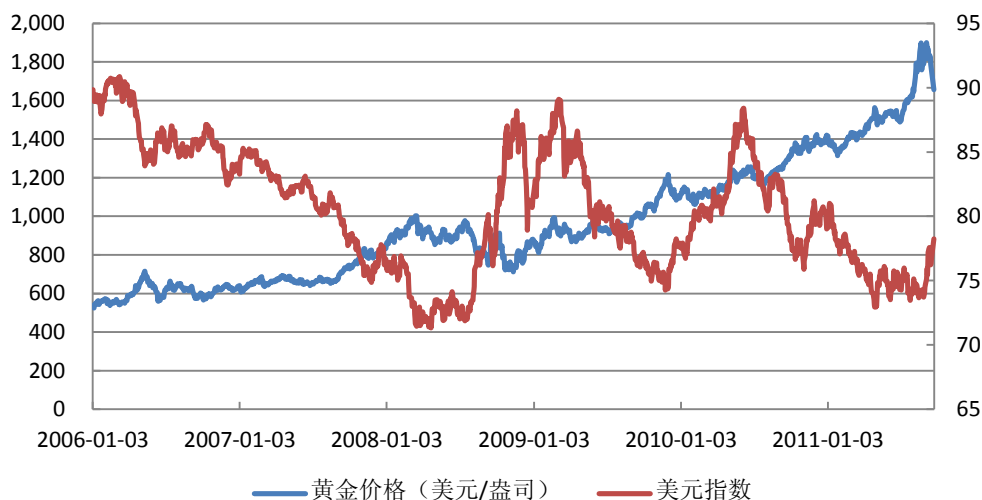
3、**发展中国家央行黄金储备占其外汇储备总量比偏低，有望继续增持黄金。**世界黄金协会(WGC)9月16日公布了最新的全球官方黄金储备报告，报告显示全球官方共计持有30,707.1吨黄金。其中，哥伦比亚官方7月份增持了2.3吨黄金，为自1998年来的首次增持，这也使得该国总的黄金储备达到了约9.2吨。俄罗斯央行7月份增加了黄金持有量，作为世界上第八大黄金官方持有者的俄罗斯，其在7月份增持了4.4吨黄金储备，致使其黄金储备总量达到841.1吨。俄罗斯的黄金储备约占其外汇储备总量的8%。中国的黄金储备量占世界第六，为1054.1吨，但是仅占外汇储备总量的1.6%。

图 12：黄金、白银价格与比价



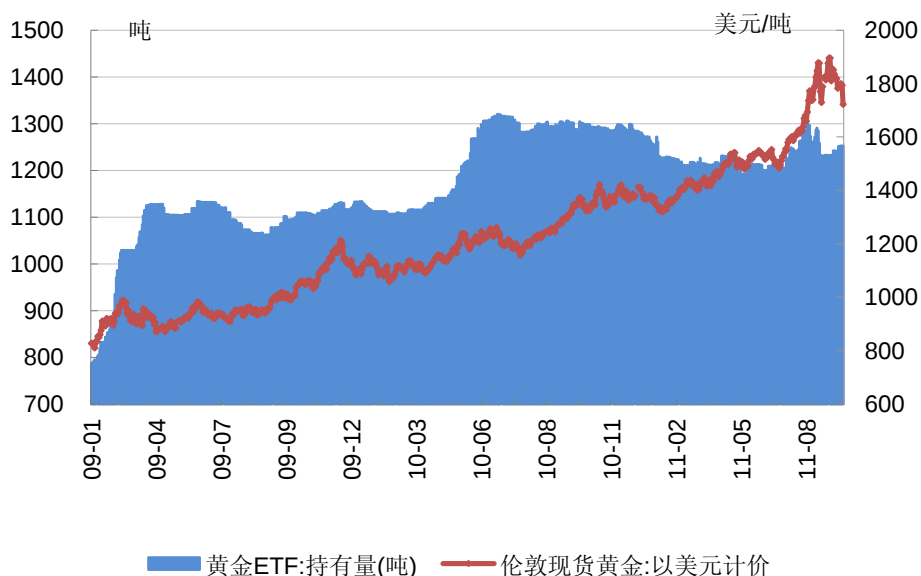
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 13: 金价与美元指数 (单位: 美元/吨)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 14: 黄金ETF与金价



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

三、有色板块估值继续下降，低估值公司价值凸显

总体来看，2011年前三季度有色板块股票走势落后金属价格，包钢稀土虽然跑赢大盘，但是涨幅也远远低于稀土价格涨幅。

业绩同比增长而股价下跌，这导致有色板块估值水平下降，目前铜、黄金和铝加工是估值最低的三个子行业，2011年平均PE分别为19.8X、26.3X和24.7X。

由于宏观经济环境不确定较大，因此我们维持整个行业的“持有”评级，仍然建议投资者选取低估值公司做防守，推荐紫金矿业、山东黄金、焦作万方。其中紫金矿业是估值优势明显的黄金股，金价上涨和产量提升是推动山东黄金业绩增长的双引擎，而焦

作万方的赵固能源投资收益剧增，煤炭业务价值被明显低估。

表 2：有色板块2011上半年涨跌幅

子行业	行业属性	简称	最新价	2010PE	2011PE	2012PE	2013PE	周涨幅	月涨幅	年初至今
铜	资源类	铜陵有色	20.42	32.3	19.4	15.5	13.0	(5.9)	(13.6)	(41.5)
		云南铜业	18.00	59.1	26.9	19.3	16.5	(5.4)	(8.8)	(34.5)
		江西铜业	28.12	19.8	12.9	10.7	9.1	(9.2)	(14.7)	(37.4)
		平均		37.1	19.8	15.2	12.9	(6.81)	(12.36)	(37.81)
	加工类	海亮股份	12.89	21.8	19.0	16.3	14.5	0.9	(4.9)	(28.4)
		精诚铜业	14.82	58.2	46.4	37.2	30.0	(4.4)	(9.5)	32.0
		博威合金	18.77	33.7	24.2	17.2	12.7	(4.1)	(9.9)	(26.5)
		精艺股份	11.61	36.8	-	-	-	3.7	7.2	(2.9)
		平均		37.6	29.8	23.6	19.1	(1.00)	(4.27)	(6.46)
铝	铝土矿	中国铝业	8.36	145.3	64.8	40.3	27.8	(3.2)	(9.0)	(17.5)
		云铝股份	7.79	393.4	61.0	22.2	14.8	(2.0)	(8.0)	(14.9)
		平均		269.4	62.9	31.2	21.3	(2.6)	(8.5)	(16.2)
	冶炼	焦作万方	15.63	64.8	15.9	11.2	7.9	(3.5)	(8.2)	(28.3)
		常铝股份	12.31	93.4	51.0	32.6	25.4	(3.1)	(5.5)	52.7
		中孚实业	8.46	57.9	47.7	36.2	-	(3.2)	(8.0)	(31.4)
		神火股份	14.70	21.3	14.7	10.7	8.8	(2.2)	(10.7)	(5.3)
		平均		59.3	32.3	22.7	14.0	(2.98)	(8.09)	(3.08)
	深加工	新疆众和	22.86	32.2	26.3	17.4	11.5	(1.6)	(10.1)	(4.6)
		南山铝业	8.03	19.9	14.0	10.8	8.1	0.4	(3.0)	(16.3)
		东阳光铝	13.53	45.1	24.6	18.4	14.0	(0.8)	(1.5)	(26.2)
		鲁丰股份	12.63	53.6	44.0	22.4	10.5	(0.8)	(1.9)	(34.1)
		栋梁新材	12.45	19.5	14.8	11.0	9.6	(4.2)	(2.0)	(4.9)
		平均		34.1	24.7	16.0	10.7	(1.41)	(3.72)	(17.22)
铅锌	资源类	中金岭南	11.33	33.1	26.3	21.0	15.7	(2.3)	(5.5)	(34.5)
		宏达股份	13.88	(41.2)	30.9	132.6	43.9	3.4	7.5	(10.5)
		驰宏锌锗	18.95	53.8	61.1	39.5	22.3	(3.3)	(6.9)	(3.0)
		西部矿业	12.94	31.2	22.4	19.5	16.0	(0.7)	(5.3)	(30.5)
		中色股份	25.03	389.8	57.0	33.4	48.5	(3.4)	(11.8)	(4.7)
		平均		389.8	57.0	33.4	48.5	(1.3)	(4.4)	(16.6)
	加工类	豫光金铅	22.46	43.4	28.1	23.1	18.6	(5.0)	(16.7)	(33.0)
		株冶集团	14.10	424.8	117.0	64.3	38.2	(7.4)	(3.8)	(21.3)
		平均		234.1	72.5	43.7	28.4	(6.2)	(10.2)	(27.2)
黄金	资源类	山东黄金	42.60	49.6	29.4	25.4	23.4	(6.7)	(11.2)	(19.0)
		中金黄金	24.14	42.1	31.4	23.2	20.6	(6.0)	(13.1)	(22.0)
		紫金矿业	4.71	21.3	15.7	13.1	11.5	(6.2)	(12.1)	(12.8)
		恒邦股份	41.02	49.0	31.1	26.1	15.2	(7.7)	(15.9)	(24.6)
		辰州矿业	27.88	70.0	23.8	19.0	15.3	(7.2)	(17.7)	(22.0)
		平均		46.4	26.3	21.3	17.2	(6.8)	(14.0)	(20.1)

锡	资源类	锡业股份	24.01	59.4	25.9	19.7	16.2	(7.0)	(14.4)	(18.9)
镍	资源类	吉恩镍业	17.82	134.8	106.3	54.6	30.2	(3.6)	(7.1)	(30.0)
		格林美	23.84	67.5	43.7	27.3	17.2	0.2	(1.9)	(24.7)
		平均		101.2	75.0	40.9	23.7	(1.7)	(4.5)	(27.4)
稀土	资源类	包钢稀土	56.93	91.8	18.6	15.5	14.1	(0.7)	(6.6)	19.6
		广晟有色	59.51	389.3	115.1	94.5	78.1	(1.8)	(4.2)	(8.4)
		平均		240.6	66.8	55.0	46.1	(1.2)	(5.4)	5.6
钨钼	资源类	厦门钨业	41.87	81.6	30.8	26.7	22.2	1.0	(7.9)	(11.6)
		章源钨业	26.82	75.8	41.8	29.2	23.5	(1.4)	(10.6)	(27.8)
		平均		78.7	36.3	27.9	22.9	(0.2)	(9.3)	(19.7)
	资源类	金钼股份	15.75	60.8	68.5	50.8	39.4	(3.2)	(9.7)	(34.2)
钛	加工类	宝钛股份	28.59	3558.5	123.8	51.2	31.1	(2.6)	(2.5)	5.9
		西部材料	20.88	91.1	86.2	45.9	34.7	1.8	20.5	(15.2)
		平均		1824.8	105.0	48.5	32.9	(0.4)	9.0	(4.7)
镁	资源类	云海金属	13.42	137.1	56.4	43.7	31.6	(3.0)	15.8	6.9
锂	资源类	西藏矿业	29.84	980.9	80.7	46.1	32.2	(3.6)	(6.4)	(20.2)
钽	加工类	东方钽业	21.10	91.5	35.4	27.4	20.0	(3.5)	(7.0)	(17.1)
锆	加工类	东方锆业	39.19	178.1	56.2	25.2	15.8	1.5	(8.2)	(16.0)
锗	资源类	云南锗业	39.22	83.5	55.0	39.4	26.5	(4.0)	(8.8)	(29.6)

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（一）紫金矿业——估值优势明显的黄金股

1、业绩稳步增长

公司2011年中报实现营业收入27.92亿，同比下降5.05%；归属于母公司所有者的净利润2.38亿，同比下降14.29%；EPS 0.495元。

2、黄金、铜价上涨抵消产量下降的负面影响

黄金和铜在2011年上半年比分别上涨20.9%和23.5%，这是公司营业收入和净利润增长的主要原因。虽然受“7.3”事件影响，2011年上半年公司黄金、铜产量分别下降8.12%、4.75%，但是黄金和铜价上涨抵消了产量下降的负面影响。

3、紫金山产量恢复可期

美国经济前景的不确定性、欧洲主权债务的持续担忧、全球通胀压力以及中东和北非的持续紧张局势将继续推动黄金上涨，。紫金山铜矿整改工程在2011 年底完成后，公司的矿产金和矿产铜产量有望逐步恢复。

4、境内外投资项目取得进展

报告期，公司围绕年初制定的工作目标，对境内外投资项目进行研究、筛选，调整了对外投资的策略。

在境外投资风险勘探公司：公司再次参与CASA 增发，出资655 万美元增持CASA 到30%的股权；出资135 万加元认购加拿大矿业公司Equitas（伊奎塔斯）约17.69%的普通股权益；出资1 亿美元认购Glencore 首发股票；出资人民币1.4 亿元收购英属维京群岛注册的公司川汇投资有限公司100%的股权，从而持有乌恰县华铨矿业有限公司100%股权，整合和统筹新疆乌拉根铅锌矿的开发。

境内投资：出资9,350 万元竞购福建金艺铜业46.5%的股权，收购完成后，福建金艺铜业成为公司全资子公司；出资1920 万元入股新疆天山铁道有限责任公司，持有12%的权益；出资15,990万收购福建宏国公司65%的股份，宏国公司拥有福建沙县一银多金属矿；通过全资子公司青海威斯特铜业有限责任公司出资 2.4 亿元，与西部矿业股份有限公司、格尔木胜华矿业有限责任公司共同设立青海铜业有限责任公司，持有30%的权益，首期已出资4800 万元，青海铜业负责建设10 万吨铜冶炼项目。

地质勘查：上半年公司共投入地勘费9400 万元，已开展工作的项目63 项，完成钻探8.98 万米，硃探0.96 万米，槽探1.11 万方。野外地勘工作总体进展顺利。阿舍勒铜矿外围、崇礼紫金东坪金矿外围、甘肃亚特杜家沟金矿、河南省洛宁县陆院沟一红娘沟金矿采区外围、水银洞金矿纳秧矿段、紫金山外围浸铜湖矿段等矿区深部和周边找矿取得良好的成果，矿山资源储量可望较大的增长。截止至2011 年6 月30 日，集团公司拥有探矿权243 个，面积4979.46km²；拥有采矿权60个，面积151.4425km²。

5、维持“买入”评级

我们预计公司2011~2013年EPS分别为0.30元、0.36元和0.41元，对应动态PE分别为19.2X、15.6X和13.7X，不管是在黄金或者铜资源类企业中估值都是最低水平，维持公司的“买入”评级。

（二）山东黄金——金价上涨和产量提升成为公司业绩增长双引擎

1、中报业绩超预期

2011年上半年山东黄金实现销售收入198.32亿元，同比增长13.51%；实现归属于上市公司股东的净利润10.49亿元，同比增长83.44%；每股收益0.74元；其中二季度EPS0.43元，环比增长38.7%。

2、金价上涨和产量提升成为公司业绩增长双引擎

2011年上半年黄金均价达到307元/克,同比上升21%；同时公司通过资源整合和技改，使矿石处理能力不断提升，从而带来矿产金产量的持续快速增长，预计2011年上半年公司矿产金产量约10吨，全年产量有望达到21吨。

3、看好公司非公开增发后带来的资源扩张和产量增长

山东黄金非公开增发完成后将分别增加储量和权益储量314.12吨和307.97吨。截至2010年末，山东黄金的黄金储量约为350吨，此次资产注入进一步增加了公司的黄金资源储量、提升了公司的核心竞争力。

随着焦家6000吨项目的达产、三山岛8000吨扩建项目及黄金精炼厂1200吨/日氰化项目的建设，公司采选规模将进一步扩大，未来产量有望持续快速增长。

4、维持“买入”评级

我们上调公司2011/2012/2013年EPS为1.45/1.68/1.82元的预测，考虑到公司较快的扩张前景以及对黄金价格的看好，维持公司“买入”评级。

（三）焦作万方——赵固能源投资收益剧增，煤炭业务价值低估

1、营业收入下降，净利润超预期

焦作万方2011年中报实现营业收入27.92亿，同比下降5.05%；归属于母公司所有者的净利润2.38亿，同比下降14.29%；EPS 0.495元。缺电导致铝产品产销量下降是公司营

业收入下降的主要原因，而由于成本上升上半年铝业务的毛利率下降9.57%至2.57%，铝业务处于亏损状态。

2、赵固能源投资收益剧增弥补公司铝业务亏损

焦作万方持股30%的赵固能源拥有优质无烟煤总储量为3.73亿吨，可采储量为1.95亿吨，2010年赵固能源采煤500万吨，收入28.79亿元，净利润7.68亿元。

2011年赵固能源已经达到600万吨/年的设计产能，2011年上半年实现净利润8.5亿元，为焦作万方贡献了2.55亿元的投资收益，占报告期内焦作万方净利润的107.46%。赵固能源利润同比大幅上升的原因是煤炭价格和产量增长，而成本随着采煤规模扩大有所下降。

我们预计未来两年，赵固能源仍是公司的主要利润来源。

3、爱依斯电厂停产加剧成本压力，新机组2013年建成后将降低成本

焦作万方年耗电约60亿度，主要有三个供电来源：A、全资子公司爱依斯电厂拥有2*125MW的电力装机容量，年发电量14.5亿度，占比25%；B、金冠嘉华电厂是焦作万方集团参股的自备电厂，年发电量17.5亿度，占比30%；C、购买网电28亿度，占比45%。

2011年2月19日公司公告，全资子公司万方电力拟上大压小投建2*300MW热电机组，建设周期约为2年。目前自备电厂原有2*125MW发电机组已经关停，预计新机组最快2013年建成投产。这也是上半年成本上升的重要原因。

新机组投产后发电成本约0.53元/度，较目前网电0.58元/度便宜0.05元，按照35亿度/年的发电量，可增加1.12亿净利润，增厚EPS约0.23元。

4、价值低估，给予“买入”评级

赵固能源仍然是公司的主要利润来源，预计赵固能源2011年~2013分别贡献4.96亿、6.82亿、7.77亿的投资收益。

公司的电解铝业务在2011、2012年可能会继续亏损，但是随着2013年自备电厂建成，公司电力成本将大幅下降，铝业务有望扭亏为盈，预计公司铝业务2011年~2013分别贡献-0.25亿、-0.09亿、1.76亿的利润。

预计焦作万方2011年~2013年的EPS分别为0.98元、1.40元和1.99元，动态PE分别为16.6X、11.6X和8.21X，低于行业平均水平。

按照目前煤炭股平均15X的估值水平，焦作万方的煤炭业务合理市值为74.4亿，对应股价15.5元。

虽然公司的电解铝业务仍处于亏损状态，但目前处于行业低谷，不管按照吨铝市值估值还是业绩估值，我们认为公司的电解铝业务至少应对应35.3亿市值。

综上，我们认为公司的合理市值为109.7亿，对应股价22.85元，给予“买入”评级。

四、风险提示

欧债危机进一步恶化，导致全球经济二次探底，A股估值水平进一步下降。

广发有色行业研究小组

肖征，分析师，北京工商大学经济学硕士，四年有色金属行业工作经历，三年证券从业经历，历任五矿实达期货研发部金属研究员、平安证券研究所有色金属行业研究员，2009 年进入广发证券发展研究中心。

张晓泉，研究助理，清华大学材料科学与工程硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zxq8@gf.com.cn，0755-23942150。

相关研究报告

有色行业 2011 年二季度投资策略_行业跟踪分析报告	肖征	2011-04-05
有色金属行业 2011 年投资策略_行业深度分析报告	肖征	2010-11-29

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。