

2012-01-04

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

有色金属

中性/维持评级

分析师

刘晓
SAC 执业证书编号:S1000511070001
(0755)8236 4269
liuxiao@mail.htlhsc.com.cn

王茜
SAC 执业证书编号:s1000510120021
(0755)8236 4392
wangqianys@mail.htlhsc.com.cn

联系人

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

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

行业底部的整合机遇

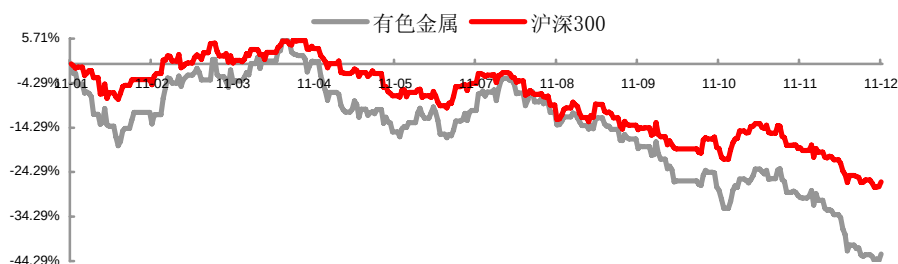
一周动态

- 本周圣诞假期后意大利虽国债标售结果较好,但欧元区银行公布资产负债创纪录新高,市场风险情绪再次激增,贵金属整体遭遇抛售。中国央行周二(12月27日)表示,除上海黄金交易所和上海期货交易所外,其他任何地方、机构、个人不得设立黄金交易所或中心,也不得在其他交易场所或中心内设立黄金交易平台,加剧了市场抛售力度。本周金属价格涨跌互现,铝、铅、镍分别上涨 0.20%、0.74%、1.11%;铜、锌、锡分别下跌 0.54%、0.54%、0.52%;Comex 期金价格周下跌 2.44%。

本周专题: 行业底部的整合机遇

- 我们认为在某行业需求不振,企业利润率普遍滑落背景下,小企业可能退出,大企业推动行业集中度提升,大企业在未来同时获得更高市场份额与更高议价能力的机遇在逐渐显现。
- 几个前提
 - 行业的成本曲线明显是陡峭的,小企业成本明显高于大企业成本,这一特征更多出现在重资产、规模效应明显的行业中。
 - 大企业逐步通过规模领先、或技术领先建立起行业壁垒,阻挡小企业在行业景气复苏后重回市场。这一壁垒可能体现在结构性的高端细分市场中。
 - 实际观察到小企业逐步退出市场,大企业在规划整合或底部逆市扩张。
 - 长期看需求仍保持增长,下一轮行业景气高点大企业可以获得超额利润。
- 我们观察到金刚石这一新材料子行业部分符合这些前提假设,在经历过 2010-2011 年的高速扩张后,行业的上中游都进入了整合重构阶段,豫金刚石等行业龙头企业有望在本轮整合中充分受益。
- 风险提示:**如本轮经济调整的幅度较深较长,我们判断金刚石行业目前仍未见底,各标的企业仍将面临一轮业绩预期与估值的下滑调整。对行业整合机遇需要足够的耐心去等待与把握。

最近 52 周行业表现



目 录

本周专题 — 行业底部的整合机遇	4
周金属数据图表	6
重点覆盖公司估值	8

图表目录

图 1: 金刚石单晶材料年产量统计	4
图 2: 美元指数与 LME 价格指数变动	6
表格 1: 公司经营性资产折旧占收入比例	5
表格 2: 基本金属价格一览表 单位: 美元/吨、盎司/吨	6
表格 3: 主要稀土和小金属价格	7
表格 4: 华泰联合重点覆盖 A 股有色金属上市公司估值 单位: 元/股、倍	8

本周专题 — 行业底部的整合机遇

整合机遇会否到来

我们认为在某行业需求不振，企业利润率普遍滑落背景下，小企业可能退出，大企业推动行业集中度提升，大企业在未来同时获得更高市场份额与更高议价能力的机遇在逐渐显现。

几个前提

- ◇ 行业的成本曲线明显是陡峭的，小企业成本明显高于大企业成本，这一特征更多出现在重资产、规模效应明显的行业中。
- ◇ 大企业逐步通过或者规模领先、或者技术领先建立起行业壁垒，阻挡小企业在行业景气复苏后重回市场。这一壁垒可能体现在结构性的高端细分市场中。
- ◇ 实际观察到小企业逐步退出市场，大企业在规划整合或底部逆市扩张。
- ◇ 长期看需求仍保持增长，下一轮行业景气高点大企业可以获得超额利润。

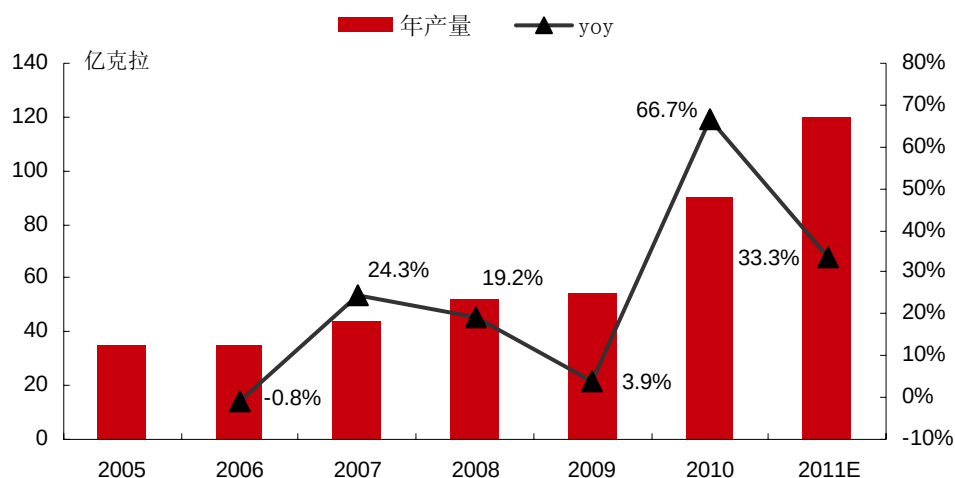
金刚石材料行业可望出现整合机遇

我们观察到金刚石这一新材料子行业部分符合这些前提假设，在经历过 2010-2011 年的高速扩张后，行业的中上游都进入了整合重构阶段，豫金刚石等行业龙头企业有望在本轮整合中充分受益。

行业经历了高速增长与部分产能过剩

金刚石产业，特别是单晶与微粉环节在 2010-2011 年出现了高速扩张。2010 年主要受益于在陶瓷等建材打磨领域对碳化硅材料替代的突破性进展，行业产量由 2009 年的 54 亿克拉猛增至 2010 年的 90 亿克拉，并预计在 2011 年达到约 120 亿克拉。

图 1： 金刚石单晶材料年产量统计



资料来源：超硬材料协会，华泰联合证券研究所

我们推断 2010-2011 年间行业 3 家龙头企业中南钻石、黄河旋风、豫金刚石产量增长了约 20 多亿克拉；而小企业的产量则相应大幅扩张了约 40 多亿克拉，且扩张产能多集中在 I、II 型较低端市场。

行业的成本曲线差异较为明显

虽然缺乏直接的数据证明，但由金刚石产业的重资产特征我们推论企业间存在着明显的成本差异。

- ◇ 公司经营性资产折旧占收入比例高，即便是龙头公司折旧收入占比也远高于普通制造业 4-5% 水平，且我们推断公司间差异很大，其背后是公司设备技术能力、运营管理效率的差异。

表格 1：公司经营性资产折旧占收入比例

公司	2009	2010	2011 1H
黄河旋风	14.3%	11.4%	10.1%
豫金刚石	7.6%	8.3%	7.2%

数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

- ◇ 据业界反馈，2011 年 9 月以来，在经历低端产品降价约 30% 以上的冲击后，目前小企业已进入盈亏边缘，但如豫金刚石这样的龙头企业仍能保持 40% 以上的毛利率能力。

行业技术进步特征明显，行业壁垒逐步巩固

金刚石产业从其发展之初，就呈现由技术进步、成本降低降价开拓下游需求的发展特征。在经历十年的发展后，成本已降低 90%。未来产业进一步技术研发、扩张规模所需的资本投入与研发能力积累要求都显著提升。

且行业下游由起初集中于建材切割打磨领域，逐步向机械加工、油田矿山开采、乃至光伏电子等新兴领域扩张，相应领域更易产生技术壁垒，限制小企业进入。

行业整合已然启动，豫金刚石有望领跑

我们观察到行业龙头如豫金刚石已分别在单晶-微粉-金刚石线环节落子布局，凭借其业已积累的技术实力与可借助资本市场的融资能力，力图进一步扩大单晶领域的市场份额，实现微粉市场的初步整合。

目前微粉市场结构极为分散，尚存在大量的作坊式手工制造企业，同时微粉材料高端市场如线锯用微粉、聚晶复合材料用微粉将在未来出现高速增长，我们判断行业整合前景极具吸引力。

看好金刚石材料行业的广阔应用前景

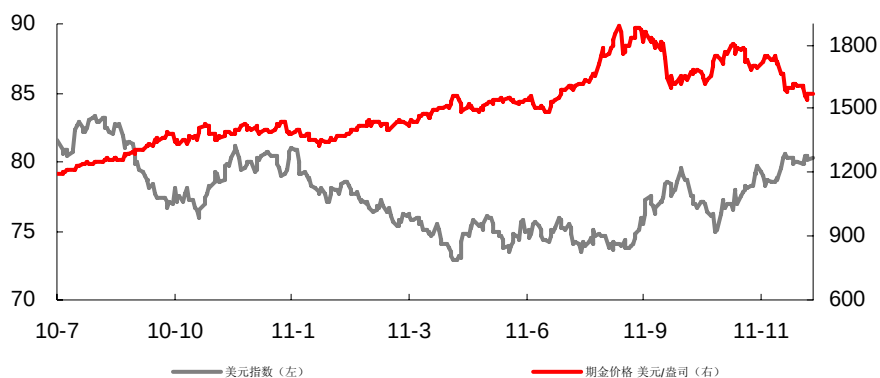
参见行业研究报告《“钻石”引领制造业新革命》中的详细论述。

风险提示

如本轮经济调整的幅度较深较长，我们判断金刚石行业目前仍未见底部，各标的企业仍将面临一轮业绩预期与估值的下滑调整。对行业整合机遇需要足够的耐心去等待与把握。

周金属数据图表

图 2： 美元指数与 LME 价格指数变动



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

表格 2：基本金属价格一览表

单位：美元/吨、盎司/吨

品种	价格	周变动%	年初至今%	2010 年均价	年初至今均价	涨跌幅%
LME3 月铝价	2020	0.20	-18.2	2202	2414	9.6
LME3 月铜价	7600	-0.54	-20.8	7570	8714	15.1
LME3 月锌价	1845	-0.54	-24.8	2188	2182	-0.3
LME3 月铅价	2035	0.74	-20.2	2173	2368	9.0
LME3 月镍价	18710	1.11	-24.4	21910	22398	2.2
LME3 月锡价	19200	-0.52	-28.6	20448	25665	25.5
Comex 期金价	1567	-2.44	9.9	1232	1605	30.3

数据来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

表格 3：主要稀土和小金属价格

名称	单位	最新价	上周价	年至今均价	2010 年均价
氧化铈（99%）	万元/吨	12.55	12.85	13.31	2.48
氧化镧	万元/吨	12.60	12.70	11.27	2.93
氧化镨钕	万元/吨	49.2	51.2	70.6	18.1
氧化镱	元/公斤	6093	6293	6932	1175
氧化铽	元/公斤	10000	10100	10855	2669
碳酸锂（99%）	元/公斤	36	36	32.9	35
高碳铬铁	美元/磅	1.1	1.1	1.22	1.26
镉 99.99%	美元/磅	1.325	1.325	1.57	2.12
钴:RUIng99.3%	美元/磅	14	14	16.69	19.07
锆:Diox99.99%	美元/公斤	1300	1300	1230	891
镁:99.9%China	美元/吨	3150	3150	3241	2988
电解锰:99.7%	美元/吨	2900	2900	3369	2975
钼:MoO3-西方	美元/磅	13.75	13.75	16	16.0
钼铁:65%西方	美元/公斤	32	32	38	39.8
海绵钛:99.6%	万元/吨	7.5	7.4	9	7.94
钨酸盐 APT	万元/吨	20.9	21	21.5	13.3
钒铁:80%T2	美元/公斤	24	24	29	30.96
铋 99.65%	万元/吨	7.1	7.2	9.1	6.1
硅金属块	美元/吨	2300	2300	2426	2365
钽铁矿(30-35%)	美元/磅	130	130	126	62.6
铟	元/公斤	3450	3500	4340	3530

数据来源：Wind，亚洲金属网，华泰联合证券研究所

重点覆盖公司估值

表格 4：华泰联合重点覆盖 A 股有色金属上市公司估值

单位：元/股、倍

公司名称	收盘价	PB	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	评级
基本金属、贵金属									
中国铝业	6.42	1.7	0.10	0.05	0.08	63.2	139.9	79.3	中性
焦作万方	10.87	2.2	0.91	0.68	0.88	12.0	15.9	12.4	中性
云铝股份	4.92	1.9	0.08	0.08	0.14	64.0	63.2	34.3	增持
江西铜业	21.93	2.0	1.98	1.92	2.48	11.1	11.4	8.8	中性
铜陵有色	16.81	2.4	0.90	0.87	1.05	18.7	19.3	16.0	中性
云南铜业	16.10	3.2	0.67	0.60	0.63	24.0	26.8	25.6	中性
紫金矿业	3.82	5.4	0.29	0.34	0.41	13.2	11.2	9.3	中性
山东黄金	28.39	7.4	1.64	1.70	1.72	17.3	16.7	16.5	中性
中金黄金	17.51	4.0	1.10	1.26	1.39	15.9	13.9	12.6	中性
驰宏锌锗	13.07	4.9	0.25	0.35	0.45	52.5	36.9	28.9	中性
中金岭南	8.23	3.3	0.48	0.46	0.56	17.0	17.8	14.8	中性
西部矿业	9.37	2.0	0.44	0.38	0.38	21.3	24.7	24.7	中性
宏达股份	8.32	6.5	0.10	0.04	0.07	83.3	236.7	115.4	增持
中国中冶	2.64	1.1	0.20	0.27	0.30	13.2	9.8	8.8	中性
小金属、新材料									
厦门钨业	29.67	6.1	1.63	1.84	2.37	18.2	16.1	12.5	增持
宝钛股份	18.22	2.2	0.16	0.59	0.80	113.9	30.9	22.9	增持
锡业股份	17.81	3.2	0.76	0.80	1.08	23.4	22.3	16.5	增持
东方钨业	14.25	3.5	0.72	1.03	1.35	19.8	13.8	10.6	增持
西藏矿业	19.98	3.3	0.21	0.35	0.69	95.1	57.1	29.0	增持
ST 偏转	10.65	5.9	0.05	0.09	0.11	198.0	123.9	100.9	买入
南山铝业	6.33	0.8	0.53	0.68	1.05	11.9	9.3	6.0	增持
新疆众和	14.28	1.7	0.77	1.04	2.06	18.6	13.7	6.9	增持
东阳光铝	7.35	2.5	0.40	0.63	0.75	18.3	11.6	9.8	增持
安泰科技	16.56	4.4	0.40	0.57	0.77	41.8	29.1	21.5	增持
东睦股份	9.15	2.8	0.39	0.58	0.85	23.5	15.8	10.8	增持
格林美	19.50	4.2	0.54	0.82		36.1	23.8		未评级
黄河旋风	10.11	1.7	0.46	0.75	1.13	22.0	13.5	8.9	增持
豫金刚石	15.46	4.1	0.48	0.98	1.46	32.2	15.8	10.6	增持
新华锦	7.26	6.5	0.08	0.28	0.30	90.8	25.9	24.2	增持
包钢稀土	37.63	8.6	3.39	3.90	4.26	11.1	9.6	8.8	中性
中色股份	17.23	6.1	0.29	0.31	0.34	60.1	56.0	50.0	中性
金钼股份	11.38	2.8	0.20	0.32	0.46	56.0	35.4	24.7	中性
中信国安	6.69	1.8	0.10	0.10	0.15	66.9	66.9	44.6	中性
云海金属	10.39	3.3	0.11	0.20	0.31	94.5	52.0	33.5	中性
常铝股份	8.53	4.2	0.11	0.26	0.40	80.9	32.3	21.1	中性
桂东电力	12.98	1.6	0.47	0.86	1.38	27.6	15.1	9.4	中性

栋梁新材	8.76	2.1	0.75	1.03	1.12	11.7	8.5	7.8	中性
平均值		3.6				44.1	37.0	25.0	

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所;

注: 1、收盘价取 12 月 30 日; 2、P/E 平均值为剔除 100 以上异常值水平; 盈利预测和评级较上周都有更新

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门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，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。