

有色金属行业

行业研究报告

评级：推荐（维持）

金属价格的三重催化剂值得期待

——有色金属行业 2012 年中期投资策略

重点推荐公司

公司名称	投资评级
江西铜业（600362.SH）	买入
铜陵有色（000630.SZ）	买入
云南铜业（000878.SZ）	买入
锡业股份（000960.SZ）	买入
山东黄金（600547.SZ）	买入
中金黄金（600489.SZ）	买入
银河磁体（300127.SZ）	买入
南山铝业（600219.SH）	增持
亚太科技（002540.SZ）	增持
博威合金（601137.SH）	增持

报告摘要：

基本金属价格半年回顾：上半年金属价格先涨后跌，主要因素依次为美国经济增长和欧债问题。上半年美国经济总体表现良好，在流动性的推动下，实体经济增长有所恢复，失业率总体呈明显下降趋势，房地产市场持续复苏。下半年随着欧洲债务危机的演进，欧元汇率大幅下滑，美元指数迅速上升，实体经济数据表现持续低迷，金属价格出现大幅调整。

基本金属价格趋势：期待阶段性 V 型反转。目前正处于美国经济流动性刺激效果减弱到新的刺激政策出台之前的尴尬期，金属价格压力较大。我们认为未来金属价格出现阶段性反转的催化剂有三个，一是美国经济步入下滑阶段后新的货币刺激政策的出台；二是欧债危机下半年或有阶段性平息，欧元汇率上升带动的美元指数下降；三是国内政策放松、GDP 增速环比小幅增长带来的需求层面回暖。

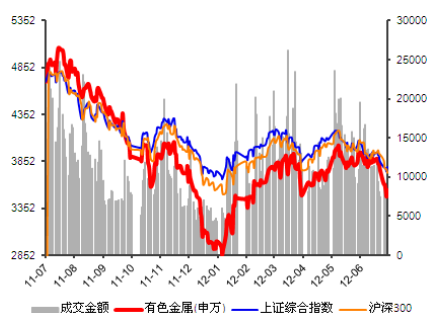
优选供给瓶颈型品种：金属供给端相对刚性，下半年可能出现的阶段性行情中，供给具备瓶颈的铜和锡表现将会更好。全球铜矿开采品位持续下降，加上其他干扰因素，铜矿供给一直较为紧缺。铜库存长期明显下降、铜精矿加工费一直在低位徘徊也说明铜精矿的稀缺程度。锡精矿产量增速缓慢，其区域和生产企业集中度较高，单个国家限制政策即对供给产生重大影响，未来产能亦难以大幅增加，锡的供给瓶颈特征明显。

贵金属：下半年黄金价格有所表现的必要条件是美国新的流动性注入事件或欧债危机有所平息。我们认为发生概率较高。

新材料：相比烧结钕铁硼，我们更为看好粘结钕铁硼的应用前景，主要原因在于：由于成本端的优势，粘结钕铁硼在一些磁能积要求不高的领域产生替代；粘结钕铁硼标准化程度低，规格繁多，对生产企业的技术积累要求高，简单利用国外生产线难以形成突破，其产能速度受限并且实施产能的主体受限。

投资策略：1、维持行业整体“推荐”评级。2、基本金属优选铜、锡供给瓶颈型品种，具体上市公司为**铜陵有色**、**江西铜业**、**云南铜业**、**锡业股份**。加工类企业方面，我们看好部分上市公司的估值修复行情。关注估值便宜的品种，具体为汽车铝材龙头**亚太科技**、产业链完整的**南山铝业**以及高端铜材加工企业**博威合金**。3、贵金属板块，我们看好下半年黄金价格的回暖行情，对黄金板块的推荐顺序依次为**山东黄金**、**中金黄金**、**紫金矿业**。4、新材料方面我们推荐粘结钕铁硼龙头企业**银河磁体**。

行业相对股价表现



相关研究

《2012 年度投资策略：货币供给、经济增长与资源品稀缺度》

分析师：蔡培培

执业证书编号：S0120512050002

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心

26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

请务必阅读正文后的免责条款部分

目录

1、金属价格先涨后跌：主导因素依次为美国经济与欧债问题	3
美国经济复苏主导前期金属价格表现.....	3
欧洲债务问题演进致金属价格大幅调整.....	5
2、金属价格未来走势：期待 V 型阶段性反转	5
目前处于“尴尬期”	5
未来金属价格阶段性反转的“催化剂”	6
3、基本金属：优选供给瓶颈型品种	10
4、贵金属：美元汇率决定黄金价格	12
5、新材料：看好粘结钕铁硼应用前景	13
6、投资逻辑与策略	14
7、重点公司推荐	15
银河磁体（300127）具备多个盈利增长点，热压磁体具备想象空间	15
山东黄金（600547）金价看涨，公司资源增长动力强劲	16

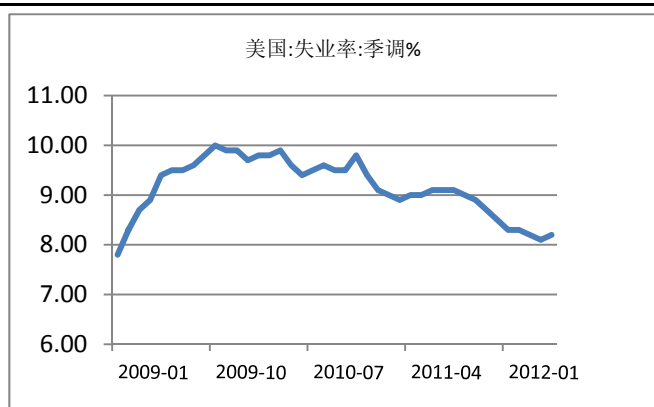
1、金属价格先涨后跌：主导因素依次为美国经济与欧债问题

美国经济复苏主导前期金属价格表现

去年底的年度投资策略中我们的总体观点是：在新的量化宽松政策推出之前，金属价格将保持平衡或弱势震荡（取决于欧洲债务危机深化程度），推出之后，金属价格将出现系统性上涨机遇，之后的策略报告指出美国经济增长将推动金属价格有所表现。如我们所料，美国经济在流动性的推动下表现不俗，支撑了金属价格的一轮表现，但欧洲债务问题的深化使得我们所提示的主要风险即美元指数大幅上涨的情形出现，导致了金属价格的大幅调整。

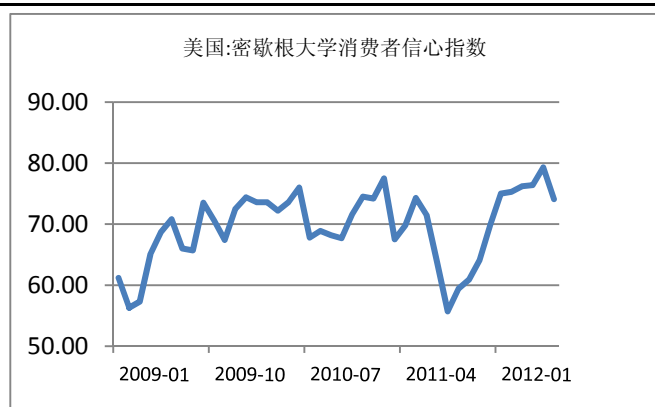
今年上半年美国经济总体表现良好，虽然五月份之后部分经济数据低于预期，但总体上在流动性的推动下，实体经济增长有所恢复，失业率总体呈明显下降趋势。

图 1 美国失业率数据



资料来源：bloomberg, 德邦研究

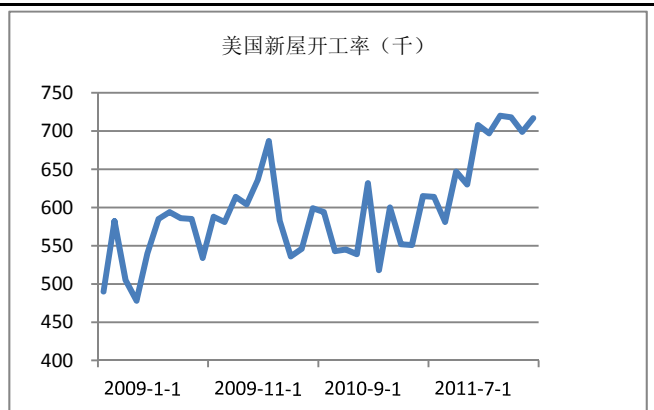
图 2 美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：bloomberg, 德邦研究

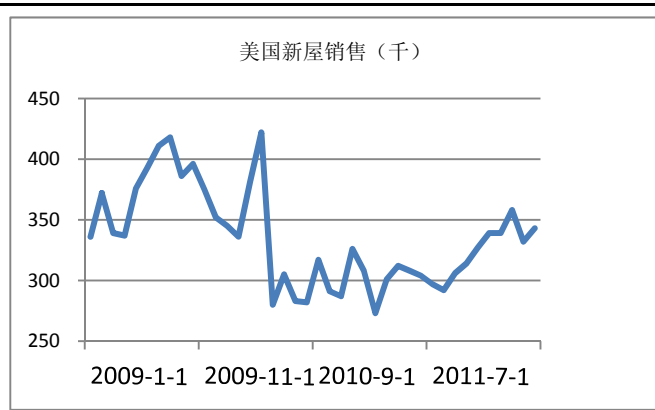
实体经济方面，美国房地产市场不断复苏，NAHB 住宅市场指数从年初的 21 持续上升至 29，新屋和成屋销售月环比也大体呈上升趋势。

图 3 美国新屋开工率（千）



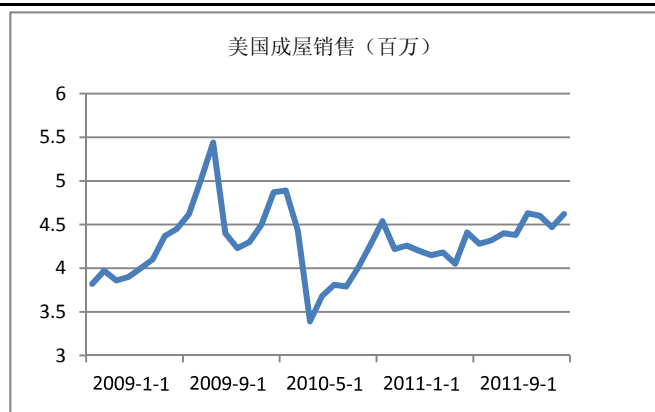
资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 4 美国新屋销售（千）



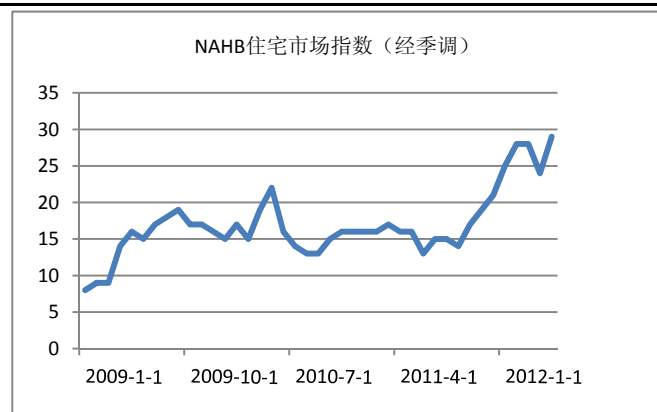
资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 5 美国成屋销售



资料来源：bloomberg, 德邦研究

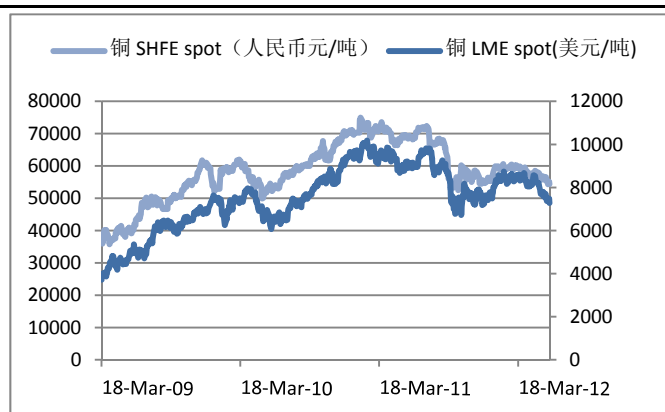
图 6 NAHB 住宅市场指数



资料来源：bloomberg, 德邦研究

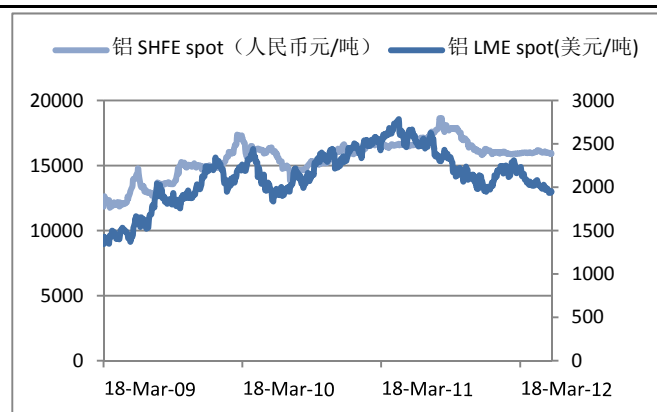
由于美国经济复苏势头明显,尤其是5月份之前的经济数据表现出色,失业率持续下降,消费者信心指数大幅攀升,金属价格大幅反弹,在今年年初出现一轮上涨行情。

图 7 铜价走势



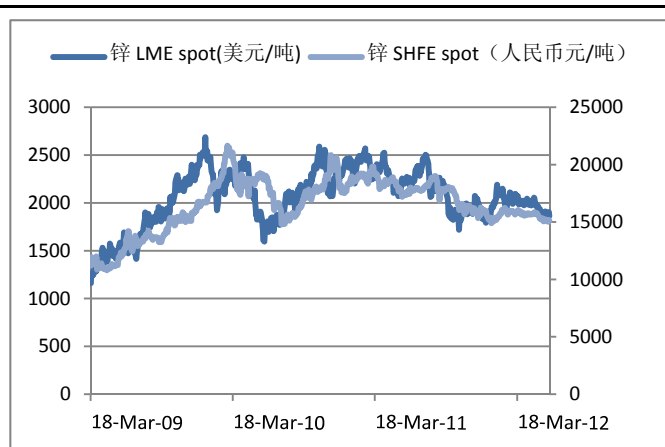
资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 8 铝价走势



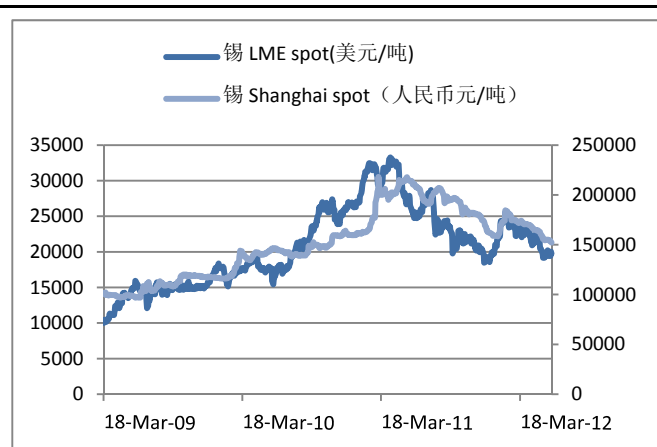
资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 9 锌价走势



资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 10 锡价走势

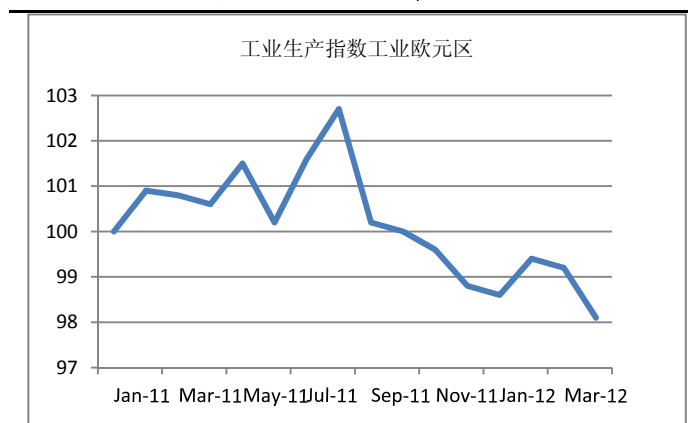


资料来源：bloomberg, 德邦研究

欧洲债务问题演进致金属价格大幅调整

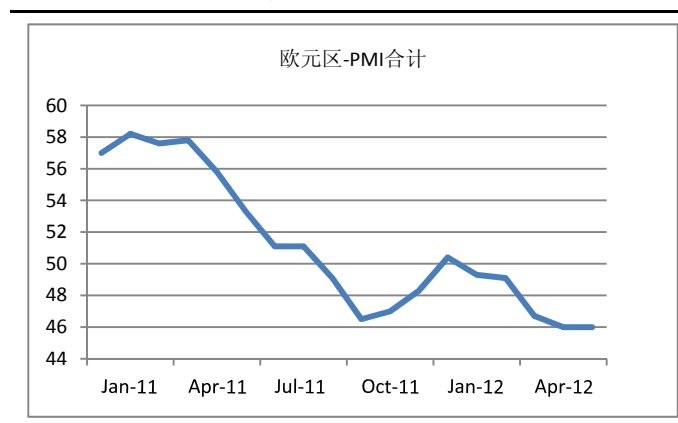
但随着欧洲债务危机的演进，市场对解决欧债问题的预期趋于悲观，欧元汇率大幅下滑，美元指数迅速上升，与此同时，欧洲实体经济数据表现持续低迷，更是加剧了欧元的下跌和美元汇率的上升。欧元区工业生产指数延续了去年的下跌趋势，而欧元区 PMI 指数更是由年初的 50 以上下滑至 46。

图 11 欧元区工业生产指数



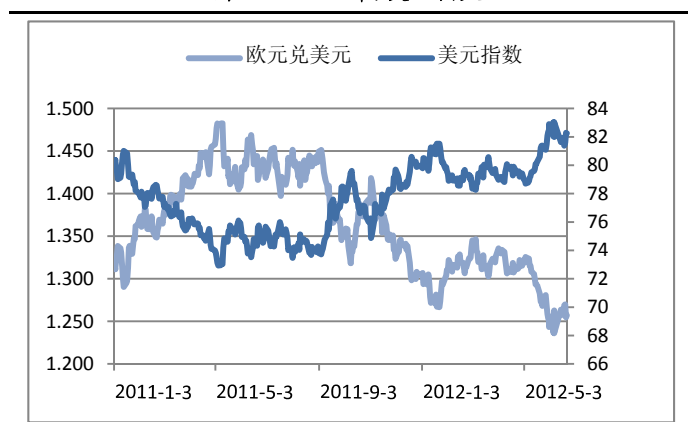
资料来源: wind, 德邦研究

图 12 欧元区 PMI



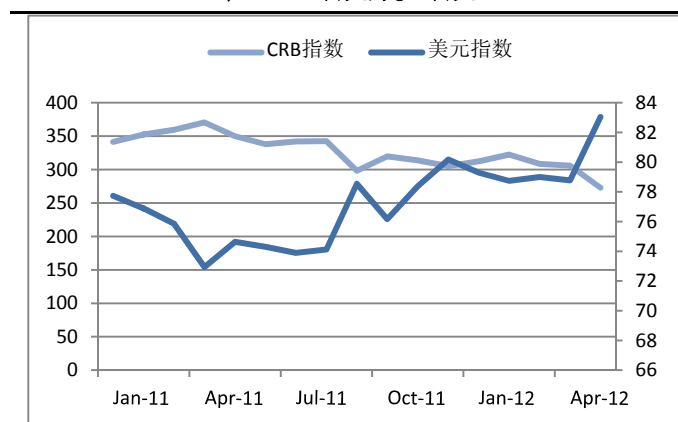
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 13 欧元汇率/美元指数



资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 14 CRB 指数/美元指数



资料来源: bloomberg, 德邦研究

美元汇率的快速上涨严重抑制了基本金属价格，加之实体经济层面金属需求增速放缓，价格出现大幅调整。同时，贵金属也不例外，美元指数的快速上升也反映了该阶段市场在选择避险资产时对美元的青睐。

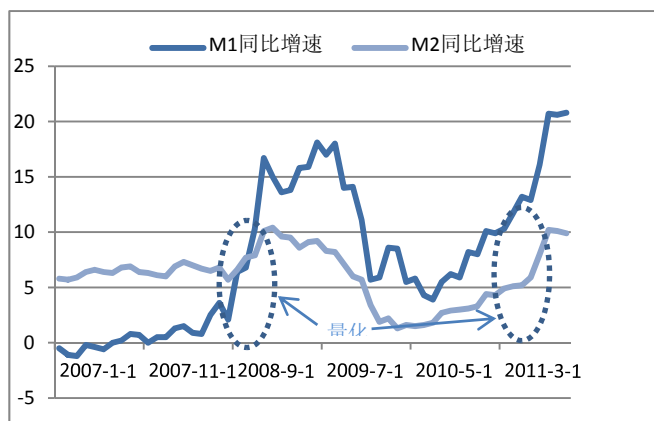
2、金属价格未来走势：期待 V 型阶段性反转

目前处于“尴尬期”

目前正处于较为尴尬的时期，一方面美国经济复苏不足以大幅拉动全球基本金属需求，另一方面美国经济复苏虽然反复，但尚未跌落至不得不

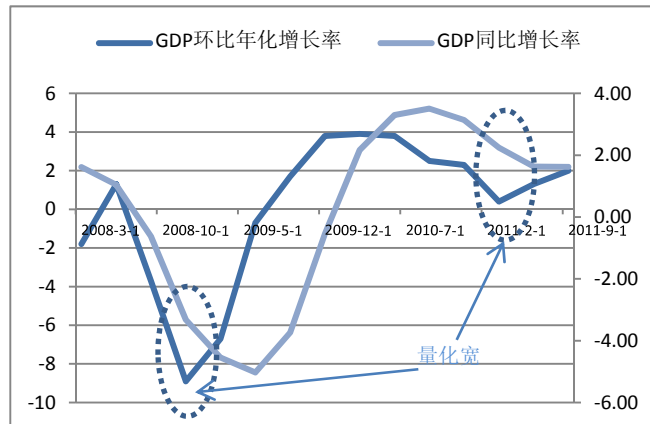
推出 QE3 的区间。在这个时点上，基本金属市场缺乏催化剂，既无实体经济需求旺盛带来的实质性景气度回升，亦无 QE3 带来的流动性推动行情。该时点也是我们在年度策略报告中提出的美国经济流动性刺激效果减弱到新的刺激政策出台之前的时间区间，该区间也即是金属价格承压较大的时间段。

图 15 美国两次 QE 致货币供应大幅增长



资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 16 QE 之后经济增长加快



资料来源：bloomberg, 德邦研究

前两次量化宽松政策均出现于流动性刺激效应减弱后由于内生增长动力不足经济增速出现下滑的情况下，未来新的刺激政策也不例外。而目前的时点或正处于经济态势不明朗带来的政策纠结期。

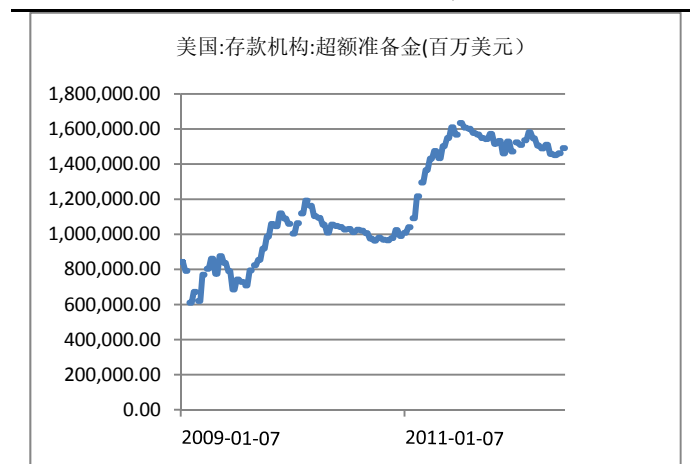
未来金属价格阶段性反转的“催化剂”

我们认为未来金属价格出现阶段性反转的催化剂有三个，一是美国经济步入下滑阶段后新的货币刺激政策的出台；二是欧债危机下半年或有阶段性平息，欧元汇率上升带动的美元指数下降；三是国内政策放松、GDP 增速环比小幅增长带来的需求层面回暖。

次贷危机以来美国经济依靠流动推动实现增长，其内生增长动力不足，QE2 之后，美国流动性供给大幅增长，但经过了一年多时间之后，其流动性逐渐开始下降，这从美国存款机构超额准备金及其与货币供给量的比例即可看出。

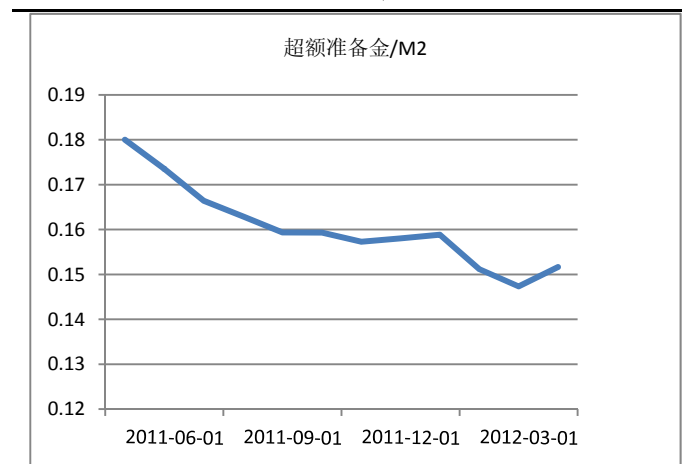
从这个角度看，由于流动性充裕程度不足，二季度后美国经济增速放缓概率较高，同时我们观察美国的通胀水平已下降至较低区间，而美元指数上涨至较高区间，美国出台 QE3 的制约因素已然明显减弱，我们认为随着流动性逐渐侵蚀，在经济增速放缓同时通胀下降美元指数尚处于高位的情况下，美联储出台 QE3 等形式的新的流动性注入行动的概率在逐渐增加，这也将成为促发基本金属系统价格上涨的催化剂。

图 17 美国存款机构超额准备金



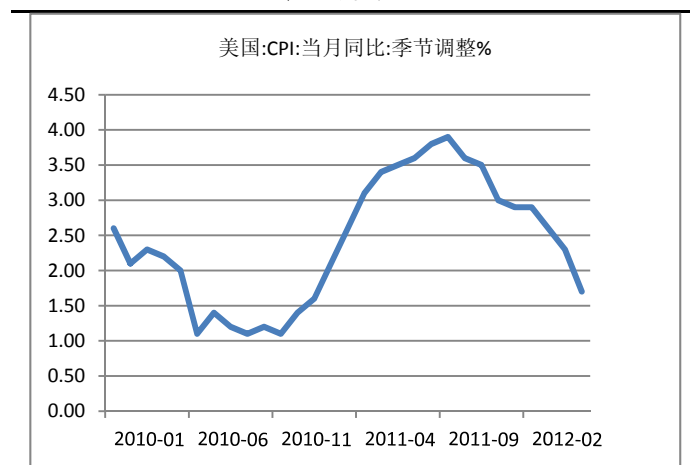
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 18 美国超额准备金/M2



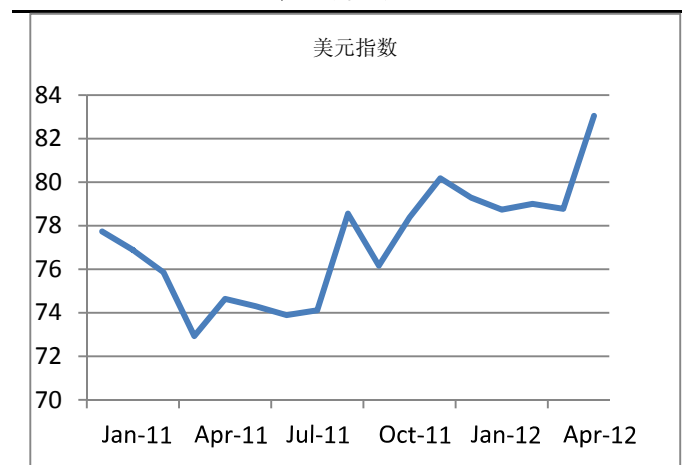
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 19 美国 CPI



资料来源: wind, 德邦研究

图 20 美元指数

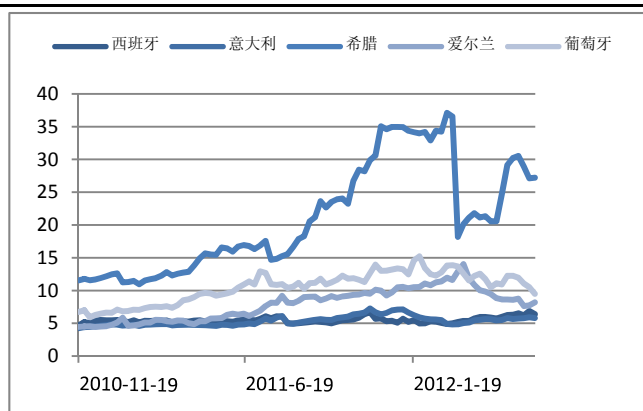


资料来源: wind, 德邦研究

欧洲债务问题错综复杂，欧猪五国的债务和经济问题各有其不同的源头，希腊问题在大选结束之后将有所平息，且我们认为希腊退出欧元区可能性较小，最大的可能仍是在核心国家救助和欧猪五国财政缩减之间找到平衡点，并在时间的拖延中逐渐实现财政政策的协同性。

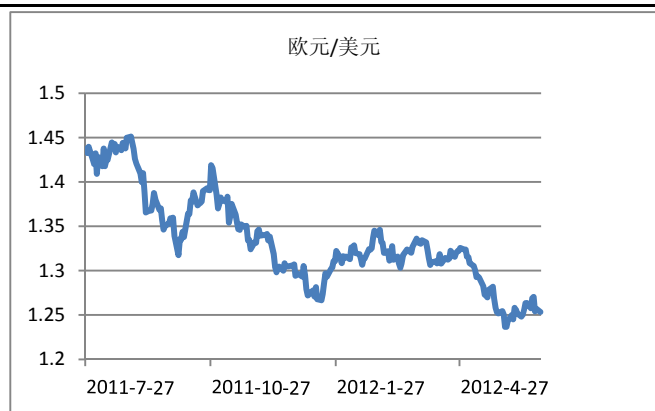
虽然欧元区经济继续衰退可能性较高，在欧洲危机的解决进程中也将一波三折，但欧元区崩溃可能性较小，我们认为下半年欧洲债务危机阶段性平息可能性较高。这也将给美元下跌及金属价格上扬带来刺激因素。

图 21 欧猪五国国债收益率走势



资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 22 欧元/美元

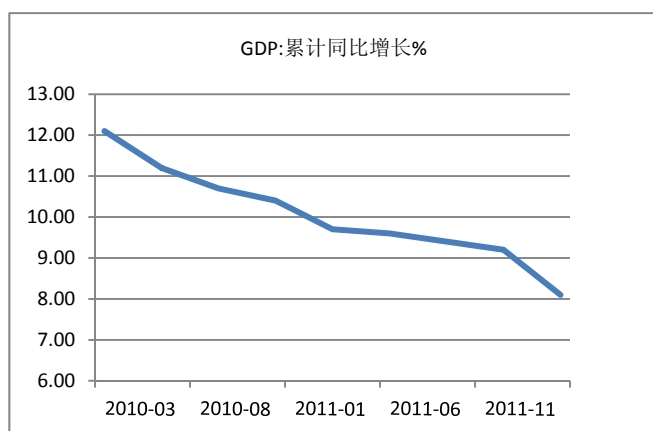


资料来源: bloomberg, 德邦研究

虽然基本金属价格走势与国际流动性、风险偏好及经济预期关系甚高，但毕竟国内经济对基本金属的实际需求占比较高，这也是我们必须考虑的重要变量。上半年国内经济增速下滑，基本金属需求不振。

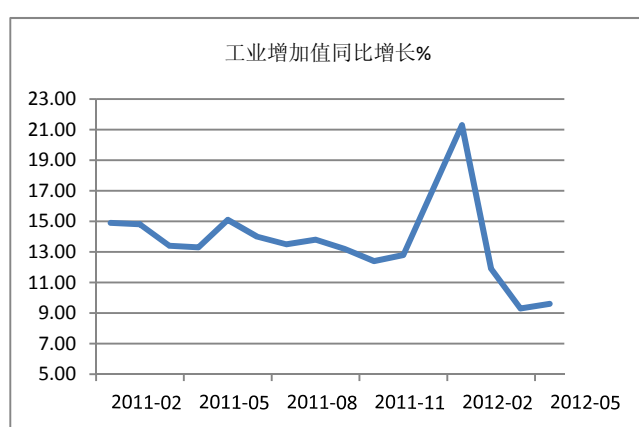
一季度国内 GDP 增速由去年四季度的 9.2% 下滑至 8.1%，五月份工业增加值同比增速则由去年的 12.8% 下滑至 9.6%。

图 23 国内 GDP 累计同比增速



资料来源: wind, 德邦研究

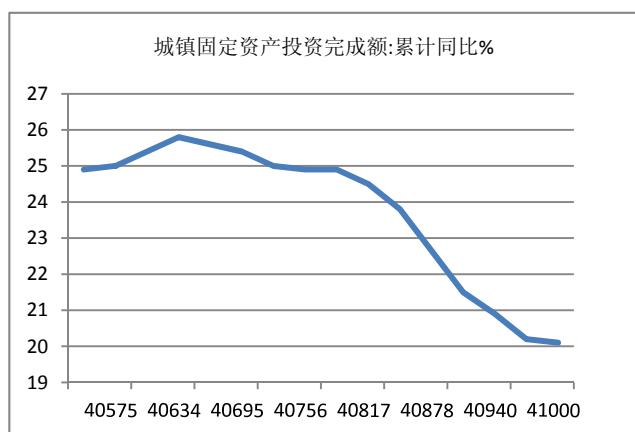
图 24 工业增加值同比增速



资料来源: wind, 德邦研究

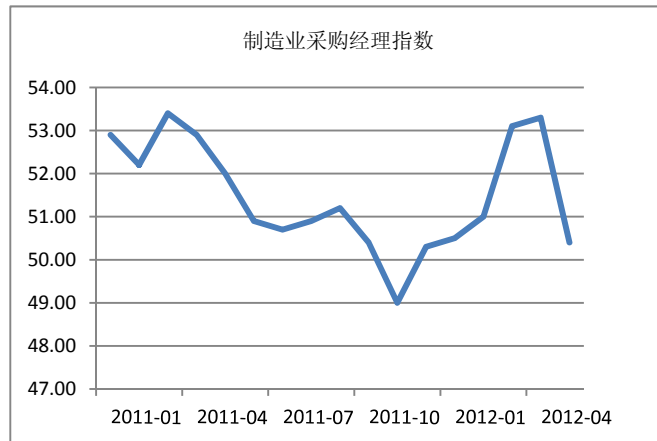
五月份城镇固定资产投资完成额累计同比增速由去年底的 23.8% 下降至 20.1%，同时，国内制造业采购经理人指数五月份也下降至接近枯荣分界线的 50.4%。

图 25 城镇固定资产投资完成额累计同比增速



资料来源: wind, 德邦研究

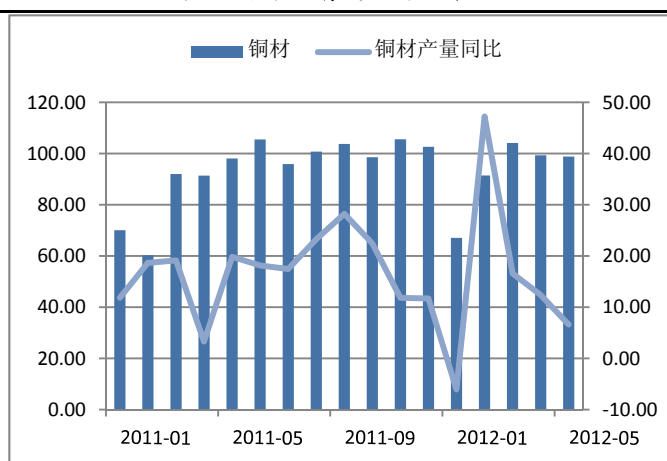
图 26 制造业 PMI



资料来源: wind, 德邦研究

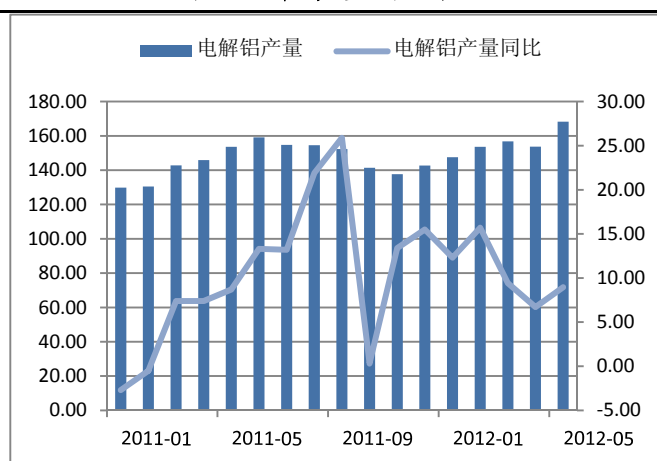
与宏观数据相对应, 国内基本金属最具代表性的铜铝需求增速明显下滑, 国内铜材产量同比增速二月份起开始环比大幅下降, 五月份数据位 6.6%。五月份电解铝产量增速由去年十二月份的 15.5% 下滑至 8.9%。

图 27 国内铜材产量/同比增速



资料来源: wind, 德邦研究

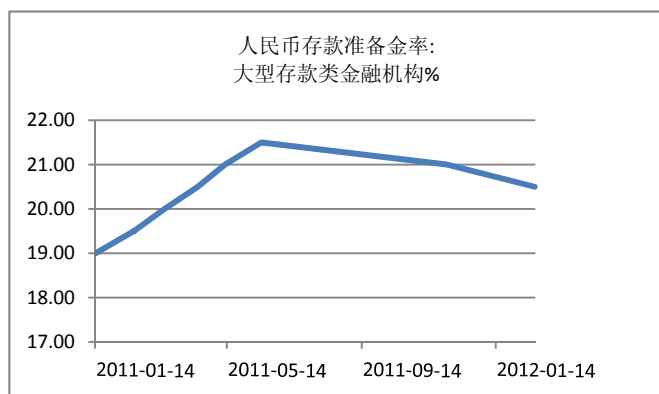
图 28 电解铝产量/同比增速



资料来源: wind, 德邦研究

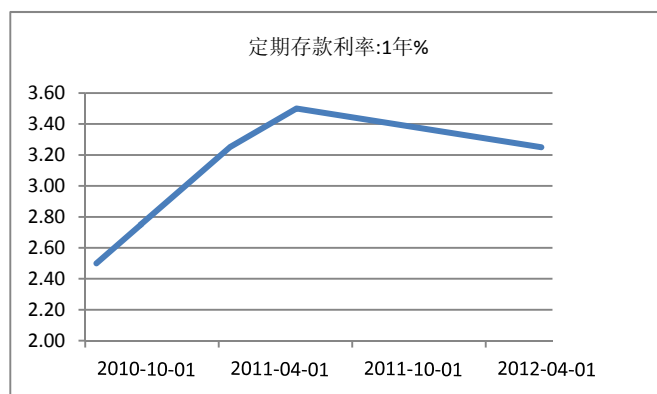
经济增长明显放缓导致国内政策取向开始宽松化, 国内货币政策开始调整, 尤其是 08 年底以来首次降息显示了利率政策的调整, 未来存款准备金率下调空间和预期仍然很大, 我们认为随着政策宽松效应的积累, 将带动经济环比小幅增长, 下半年基本金属需求或有回升, 这将是基本金属价格 V 型阶段性反转的第三个催化剂。

图 29 存款准备金率



资料来源: wind, 德邦研究

图 30 一年期定存利率



资料来源: wind, 德邦研究

3、基本金属：优选供给瓶颈型品种

根据以上我们自上而下对基本金属未来价格走势影响因素的分析,我们认为金属价格走出“尴尬期”之后可能出现一轮反转行情,具体催化剂将是美国新的流动性注入和经济增长、欧洲危机阶段性平息导致的美元指数下降、国内宏观政策放松带来的经济增速环比小幅回升。

由于金属供给端相对刚性,我们认为下半年可能出现的三个催化剂或将带来价格的阶段性行情中,供给具备瓶颈的品种表现将会更好,且这些品种也是金融属性更强的标的。

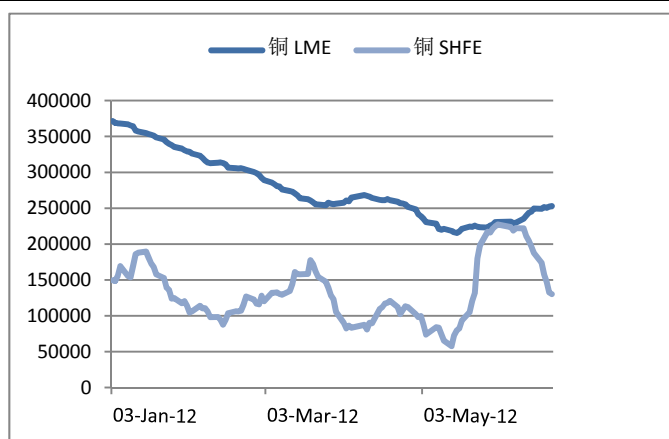
在基本金属中,我们认为铜、锡的供给瓶颈最大,下半年的阶段性行情中我们最看好这两个金属的价格表现。

铜一直是充裕流动性最为亲睐的品种,根本原因在于其供给弹性低,长期以来,全球铜矿开采品位持续下降,再加上天气、罢工、产能建设迟滞等其他干扰因素,铜矿供给一直较为紧缺。

虽然多家国际金属研究机构认为铜精矿的供给在增加,未来供需缺口将缩窄,但我们认为阶段性的供需关系缓慢调整不能改变铜作为一个稀缺品种的属性。

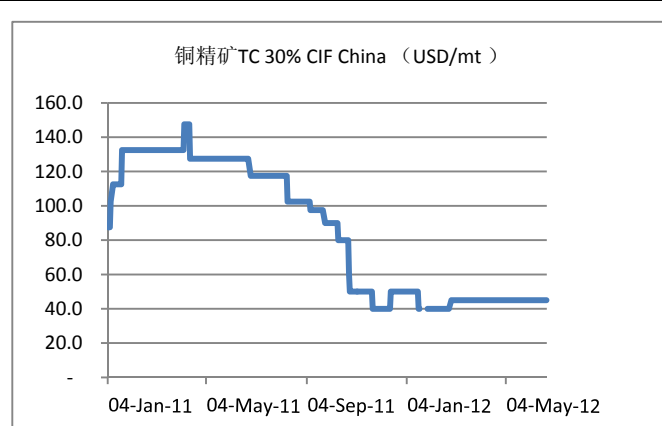
铜精矿加工费能够反映出铜精矿供给稀缺程度,今年以来一直在低位徘徊也说明铜精矿的稀缺性尚未在根本上得到改变。

图 31 铜库存表现



资料来源: bloomberg, 德邦研究

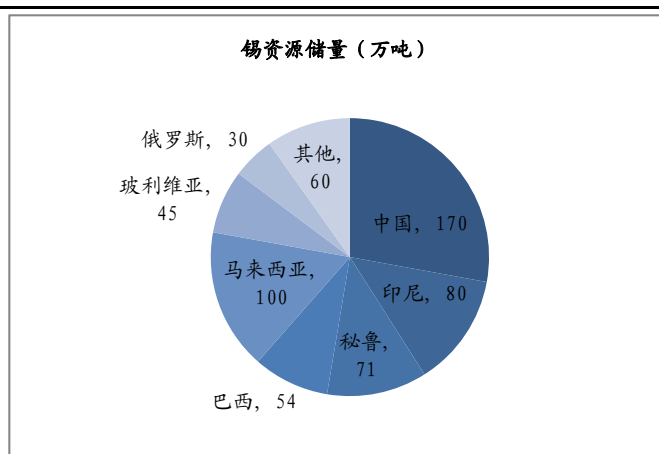
图 32 铜精矿加工费



资料来源: bloomberg, 德邦研究

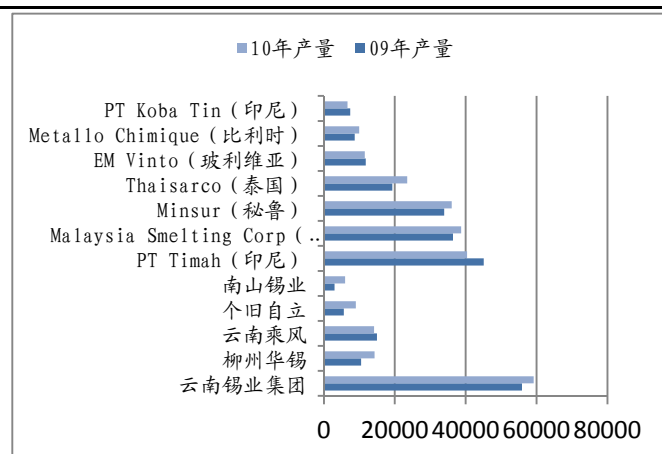
锡储量贫乏, 目前储量与产量之比不足二十, 且分布比较集中, 主要分布在太平洋地区, 中国、马来西亚、印尼和秘鲁四国锡资源储量合计占世界总储量的 70% 左右, 其中中国占世界总储量的 28%, 是世界第一大锡资源国。储量集中度很高。

图 33 锡资源储量分布



资料来源: 德邦研究

图 34 主要企业产量

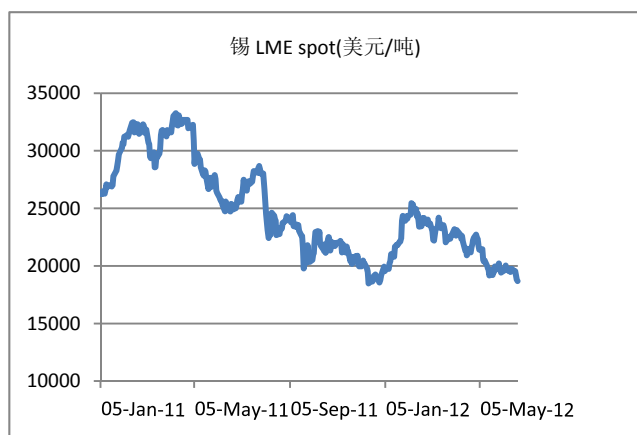


资料来源: 德邦研究

锡金属的产业集中度超过大部分金属, 前 10 家生产企业精锡产量超过世界总产量 70%。企业之间的竞争呈现寡头竞争格局, 同时前十大企业大都为中国和东南亚国家 (主要为印尼), 区域集中度也很高。

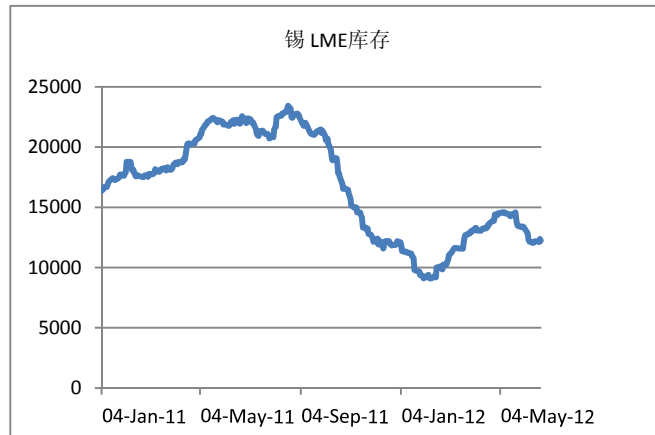
2007 年全球锡精矿产量开始出现下降, 2011 年锡精矿产量较 07 年减少了 13%, 与此对应, 精炼锡产量增速也十分缓慢。

图 35 锡 LME 现货价格



资料来源:德邦研究

图 36 锡 LME 库存



资料来源:德邦研究

锡库存整体持大幅下降趋势,反映了其近年来的供需缺口,虽然近期价格表现不佳,但究其根本原因在于流动性撤离时稀缺品种所受冲击更大。

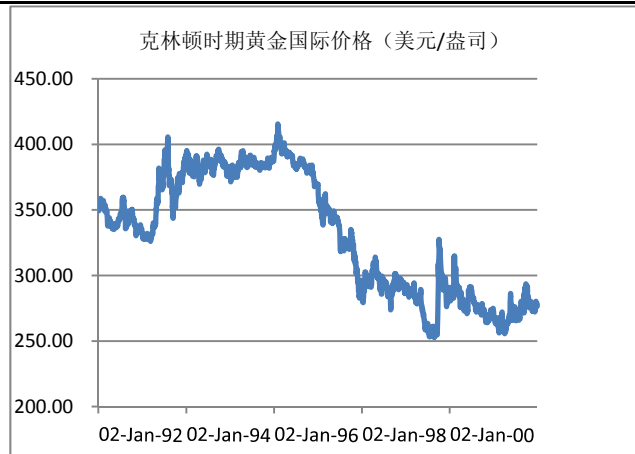
综合而言锡资源的区域和生产企业集中度较高,单个国家限制政策即对供给产生重大影响,未来产能难以大幅增加,锡的供给瓶颈特征明显。

4、贵金属: 美元汇率决定黄金价格

今年上半年黄金价格表现不佳,主要影响因素有两个,前期金价表现震荡的原因在于美国经济表现强劲且通胀率较低,这种经济环境下最不利于黄金价格的上涨,上半年后期金价下跌的原因在于美元指数的快速上涨,并在欧洲问题甚嚣尘上之时美元及美国国债等避险资产形成了对黄金的替代,风险偏好的变化及美元指数的抑制作用导致金价出现了一波调整。

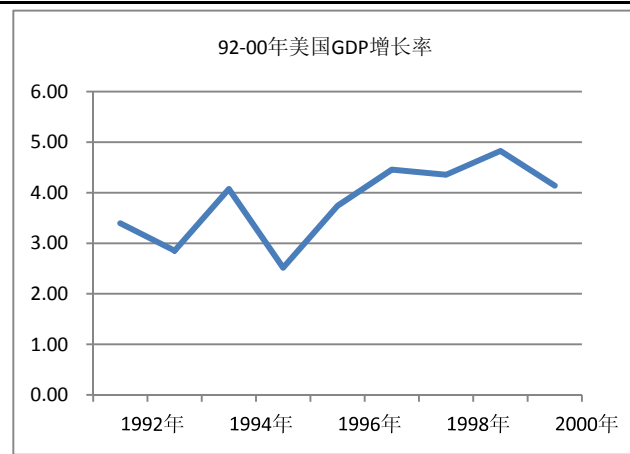
当经济处于较快增长与较低通胀并行时,资金偏好投资于实体经济中,黄金即失去了抗通胀的功能,同时经济状况良好,避险功能也不存在。

图 37 92-00 年黄金价格



资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 38 92-00 美国经济增长水平



资料来源:bloomberg, 德邦研究

上半年后期的欧洲问题导致的美元指数快速上涨严重抑制金价表现。

图 39 黄金国际价格



资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 40 美元指数



资料来源:bloomberg, 德邦研究

从上半年的两大因素看，我们认为下半年黄金价格有所表现的必要条件是美国新的流动性注入事件和欧债危机有所平息两者至少有一件发生。我们对上面宏观环境的分析认为这种情形的概率较高，下半年黄金价格值得期待。本质上即美元汇率决定了黄金价格，而美元汇率降低的实现路径可能是欧洲危机阶段性平息或者美元新的流动性注入。

5、新材料：看好粘结钕铁硼应用前景

钕铁硼按生产工艺主要分为烧结钕铁硼和粘结钕铁硼。烧结钕铁硼磁体是应用钕铁硼稀土永磁粉末冶金工艺，将预烧料制成微粉，压制成型制成毛坯，再进行烧结而制成的磁体。而粘结钕铁硼磁体是用可塑性物质粘结剂与钕铁硼纳米微晶永磁粉末相混合制成磁性可塑性粒料，再通过各种可塑性材料的成型工艺而获得复合磁体。

由于生产工艺的不同，烧结钕铁硼磁体其产品尺寸公差较大，大量用于尺寸公差要求较低、磁能积高、尺寸较大的电机领域诸如大中型电动机、风力发电机、高保真扬声器和核磁共振成像仪等。

与烧结不同，粘结钕铁硼磁体可加工性好，尺寸精度高，适应了电子信息整机“轻薄短小化”的要求，大量应用于性能要求高、尺寸公差小、外形不规则的各种微型尺寸电机领域包括硬盘驱动器、光盘驱动器以及汽车、数码产品、各种音像器材、工厂自动化、办公设备、家用电器中的微型尺寸电机。

图 41 硬盘驱动器具体应用领域



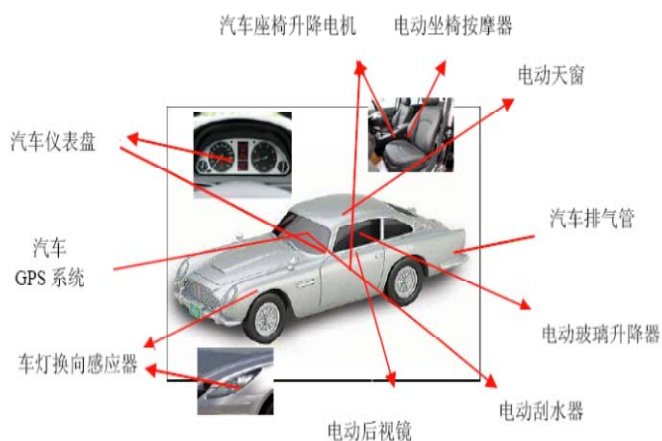
资料来源：银河磁体招股书，德邦研究

图 42 光盘驱动器具体应用领域



资料来源：银河磁体招股书，德邦研究

图 43 汽车具体应用领域



资料来源：银河磁体招股书，德邦研究

图 44 信息设备和数码产品具体应用领域



资料来源：银河磁体招股书，德邦研究

相比烧结钕铁硼，我们更为看好粘结钕铁硼的应用前景，主要原因在于：1、为了提高矫顽力，烧结钕铁硼中需要掺入非常稀有的重稀土DY和Tb，随着重稀土价格的走高，烧结钕铁硼成本方面的劣势也日渐显现，从而为粘结钕铁硼在一些磁能积要求不高的领域产生替代，例如手机的震动马达等。2、烧结钕铁硼标准化程度较高，国内生产厂家引进国外标准成套设备和生产线在较短时间内可实现生产，但粘结钕铁硼标准化程度低，规格繁多，对生产企业的技术积累要求高，简单利用国外生产线难以形成突破，这也导致了烧结钕铁硼产能增加较快以及实施产能的主体迅速增多。烧结钕铁硼产能过剩的风险远高于粘结钕铁硼。

6、投资逻辑与策略

1、维持行业整体“推荐”评级，鉴于以上分析可能出现的三重催化剂，未来金属价格出现阶段性反转可能性较高。

2、基本金属优选铜、锡供给瓶颈型品种，具体上市公司为**铜陵有色**、**江西铜业**、**云南铜业**、**锡业股份**。加工类企业方面，我们看好部

分上市公司的估值修复行情。关注估值便宜的品种，具体为汽车铝材龙头**亚太科技**、产业链完整的**南山铝业**以及高端铜材加工企业**博威合金**。

3、贵金属板块持推荐评级，我们看好下半年黄金价格的回暖行情，对黄金板块的推荐顺序依次为**山东黄金**、**中金黄金**、**紫金矿业**。

4、新材料方面我们推荐粘结钕铁硼龙头企业**银河磁体**。

7、重点公司推荐

银河磁体（300127）具备多个盈利增长点，热压磁体具备想象空间

公司主要从事粘结钕铁硼磁体元件及部件的研发、设计、生产和销售，是全球粘结钕铁硼磁体行业的最大厂家。公司主要产品包括：光盘驱动器主轴电机磁体、硬盘驱动器主轴电机磁体、汽车微电机磁体、步进电机磁体以及各类永磁无刷直流电机转子组件等磁体零部件，产品广泛应用于信息技术、消费类电子、通信、家用电器、汽车、办公自动化设备等多种领域。其中硬盘驱动器主轴电机磁体产品附加值高，技术难度大，随着募投项目的进展，其在营业收入占比逐渐增大。

公司未来盈利增长点主要有以下几个方面：

1、募投项目产能逐渐释放。

公司根据市场需求逐步释放募投项目产能，目前公司两个募投项目高精度、高洁净度硬盘用粘结钕铁硼磁体扩建项目和高性能汽车用粘结钕铁硼磁体扩建项目产能释放分别为 51% 和 29%。公司预计募投项目产能完全释放将在 2013 年 6 月。随着募投项目产能的达产，公司盈利能力将进一步提升。

表 1

项目	募投项目前产能 (吨)	目前产能(吨)	项目完成后产能(吨)
硬盘用粘结钕铁硼磁体	150	457	750
汽车用粘结钕铁硼磁体	40	97	240

资料来源：公司公告，德邦研究

2、MQ 磁粉专利到期后成本下降，且公司具备向上游磁粉业务的拓展预期。

MQ 磁粉的专利为美国麦格昆磁公司（MQI）独家垄断拥有，专利覆盖范围主要为日本、美国和欧洲地区，即凡是在这些国家和地区生产、销售的粘结钕铁硼磁体所用的原材料磁粉必须为 MQ 磁粉。

粘结钕铁硼磁体成本中 MQ 磁粉的占比一直较大，目前大约仍占 70% 左右。MQI 公司凭借专利垄断，其原料磁粉长期保持高垄断价位，从磁粉销售中获得暴利。其行为限制了粘结钕铁硼磁体成本的下降，制约了粘结钕铁硼磁体有效需求的增长，极大损害了粘结钕铁硼磁体产业的正常发展。

MQ 磁粉的专利中最重要的具有四方晶体结构的专利将于 2014 年 7 月到期。在 MQ 磁粉专利逐步到期失效后，国内低成本磁粉将能够进入日本、欧美等主要消费市场，磁粉价格必将出现较大程度下降，粘结钕铁硼磁体性价比将更为突出，得到更为广泛的应用。粘结钕铁硼磁体全球粘结钕铁硼磁体制造业将迎来更快的增长。

公司近期公告与夹江县园通稀土永磁厂就合作投资“钕铁硼微晶磁粉建设生产项目”事项签订了《合作意向书》，我们推测公司很有可能通过合资或者收购的方式向上游磁粉制造方面发展。

3、热压磁体想象空间颇大。

公司已储备了专门从事热压钕铁硼磁体的技术人才，具备了热压钕铁硼磁体的生产技术，拟用超募资金 3,800 万元首期投资 300 吨热压磁体项目。与公司交流的过程中，我们了解到公司磁能积能够做到 50MG0 左右，成本控制上将不会高于烧结钕铁硼成本。鉴于热压磁体的光明前景，我们相信一旦项目顺利进行，那么随着市场开拓的进行，公司一定会加大在这方面的投入，不只是完善产品结构，甚至有可能给公司带来跨越式的发展。

表 2

产品类型	优点	缺点
烧结钕铁硼	性能高	尺寸精度一般
粘结钕铁硼	可加工性好，尺寸精度高	性能一般
热压钕铁硼	性能好	工艺复杂

在未考虑向上游磁粉业务拓展和保守估计热压磁体产能增长的情况下，我们预计银河磁体 2012-2014 年营业收入分别为 6.22, 8.06, 和 10.04 亿元，实现净利润 1.23, 2.23 和 3.05 亿元。EPS 分别为 0.76、1.38 和 1.89 元。对应 14 年 PE 为 14 倍，给予“买入”评级。

山东黄金（600547） 金价看涨，公司资源增长动力强劲

山东黄金延续公司上市以来的高成长特性，黄金储量持续增长，公司发展战略极其重视通过各种途径扩大其黄金资源储备，未来资源储量仍具备较大扩张空间。

目前公司黄金储量达四百吨左右，定增完成后将增加储量至 700 吨，预计 2015 年公司黄金储量将达 1000 吨，主要途径包括集团资产的有序注入、加强深度探矿、通过招拍挂等形式收购其他在产企业等。

公司生产经营主体主要为新城金矿、焦家金矿、三山岛金矿、玲珑金矿、沂南金矿和平度鑫汇金矿。11 年公司并无新增矿山产能，但原有矿山产能依然实现了较快增长，公司通过技术革新工艺改造内部挖潜的途径对三山岛、焦家、玲珑、新城等矿山进行改造升级，挖掘生产潜能，平均日处理矿石量达到 31,388 吨/日，同比增加 4,161 吨/日，相当于增加一个玲珑金矿的产能。

未来公司产能仍将持续增长，主要增长点在焦家、新城和三山岛金矿，其中今年焦家金矿原矿日处理量增加至 12000 吨；明年三山岛金

矿将新增日原矿处理量 16000 吨；2014 年新城金矿将新增原矿处理量至 10000 吨。

资源扩张战略上，一方面公司重视自身探矿，11 年累计共新增地质储量 1424 万吨、金金属量 36.78 吨，同比分别增长 21.3%、18.6%；另一方面公司重视收购合适标的，11 年相继收购了赤峰柴矿周边 4.76 平方公里的探矿权、金石公司其余 25% 的股权。近期公司完成对甘肃西和县中宝矿业公司的股权收购，增加黄金储量 32 吨。

公司 11 年矿产金达 22 吨以上，同比增长 14.57%。我们对未来三年的矿产金产量及价格预测为：

	2012 年	2013 年	2014 年
黄金均价（元/克）	340	360	380
矿产金产量（吨）	26	30	34
矿产金克金成本（元/克）	150	160	170

我们对公司未来三年的营业收入预测分别为 441、482、524 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 29、36.9、45.3 亿元，对应每股收益分别为 2、2.59、3.18 元，对应市盈率分别为 16.4、12.6、10.3 倍。给予“买入”评级。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本公司具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。