

证券研究报告·行业深度

# 寻底路漫漫 政策促反弹

## 两核心因素持续压制金属价格

美联储的几轮量化宽松政策起到了提振经济的效果，今年以前美国经济复苏态势好于预期，引发市场对美联储 QE 收紧甚至退出的预期，美元指数显著走强，是基本金属震荡走弱和黄金价格破位下跌的主要原因。

就基本金属和小金属而言，供给的变化对价格影响程度在加强。2010 年以来，基本金属价格的弱势格局，很大程度上受到新增产能过大的制约，导致去库存举步维艰，并时刻制约着金属价格的上升弹性。

## 行业盈利陷入低谷，筑底之路漫长

价格下跌与产能扩张使得有色金属公司盈利能力加速下滑，特别是冶炼企业受制于原料自给率低，能源成本高企，固定资产摊销压力加大等诸多因素，盈利能力下滑更为显著，行业盈利水平已经处于 1999~2000 年和 2008 年低谷时期的水平，电解铝行业已经陷入全行业亏损。但这并不意味着景气反转即将到来。我们认为，美元流动性收紧及产能过剩将在较长的时期内压制金属价格，预计 1~2 年内难以看到趋势性反转。企业盈利则受到多重因素的挤压，筑底过程是异常艰辛的。

## 有色板块估值风险尚未充分释放

由于有色上市公司业绩更快速的下滑，板块估值仍与大盘估值存在一定差距，难以形成趋势性机会。同时，也导致有色板块上涨弹性总体弱于下跌弹性。预计二季度企业盈利空间仍难以扩张，7~8 月是中报公布期，有色金属上市公司中期业绩受价格下跌负面影响十分显著，新材料企业需求复苏低于预期，板块估值依然存在较大的压力，或是 7~8 月制约有色金属板块走势的最大负面因素。

## 下半年投资策略：关注政策推动的反弹机会

近期，李克强总理重申了政府“保增长”的政策方向不变，市场悲观预期得以缓解，引发大盘反弹。有色金属板块在稀土股引领下出现强劲上涨。稀土价格（特别是重稀土价格）反弹始于 6 月初，而稀土板块的反弹明显滞后，我们认为，这恰恰表明稀土板块，乃至有色板块反弹的直接触发因素是大盘的系统性反弹，在此基础上，基本面有改观的品种发挥了较强的弹性。下半年板块反弹驱动力在于：一是“保增长”实质性政策的出台，“十八大三中全会”是关键的时间节点。二是子行业政策性机会。如稀土板块或持续受益于行业整顿措施加码带来的价格止跌回升预期；锂、锆、铌等小金属受益于政府对新兴产业的配套政策支持。我们认为稀土永磁板块仍然是反弹的排头兵。此外，业绩反转或可持续增长的公司有望实现更大的涨幅。

## 重点上市公司推荐

- 云南锗业：资源王者定价力超群，深加工项目赢得未来
- 利源铝业：资金缺口关闭助力业务扩张，新产品开发不断打造盈利增长点
- 中科三环：技术+市场，磁材龙头长期增长潜力突显
- 赣锋锂业：募投项目达产推动业绩快速增长，锂材料多元发展实力卓越

## 有色金属

维持	增持
金属新材料	增持
小金属	增持
基本金属	中性
黄金	中性

**张芳**

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440510120002

**郭晓露**

guoxiaolu@csc.com.cn

010-85130951

执业证书编号：S1440510120010

发布日期：2013 年 7 月 15 日

## 市场表现



## 相关研究报告

- |          |  |
|----------|--|
| 13.06.04 | 创新助力中国梦系列报告之二：为有源头活水来--“城市矿山”的循环经济       |
| 13.06.03 | 有色金属行业数据库周报：短期重点关注铅锌、钨和环保板块（5.27-6.2）    |
| 13.05.20 | 有色金属行业数据库周报：金属价格整体疲弱，钨价回升值得关注（5.13-5.19） |

## 目录

寻底路漫漫 .....	1
两核心因素持续压制金属价格 .....	1
行业盈利陷入低谷，筑底之路漫长 .....	4
2013 年下半年投资策略—关注政策推动的反弹机会 .....	6
有色板块估值风险尚未充分释放 .....	6
下半年投资策略：关注政策推动的反弹机会 .....	9
重点上市公司推荐 .....	11
云南锗业：资源王者定价力超群，深加工项目赢得未来 .....	11
利源铝业：资金缺口关闭助力业务扩张，新产品开发不断打造盈利增长点 .....	13
中科三环：技术+市场，磁材龙头长期增长潜力突显 .....	15
赣锋锂业：募投项目达产推动业绩快速增长，锂材料多元发展实力卓越 .....	16
上市公司盈利预测及估值 .....	18

## 图表目录

表 1：中国 2013 年以来有色金属价格表现 .....	2
表 2：中国 2013 年以来有色金属及加工材产量（万吨，%） .....	3
表 3：有色金属采矿业盈利情况 .....	5
表 4：有色金属冶炼业盈利情况 .....	5
表 5：有色金属板块与上证综指涨跌幅对比（有色金属与上证综指数据单位：%） .....	6
表 6：主要金属品种 2012 年一季度价格涨跌幅一览 .....	6
表 7：有色金属企业月度开工率情况 .....	7
表 8：近期有色金属公司中期业绩预告（净利润单位：万元） .....	8
表 9：中国拥有海外销售专利的企业情况 .....	11
表 10：预测和比率 .....	13
表 11：预测和比率 .....	14
表 12：预测和比率 .....	16
表 13：预测和比率 .....	17
表 14：主要公司盈利预测和估值 .....	18
图 1：美国失业率与非农就业人数 .....	1
图 2：美国新屋开工折年数（千套） .....	1
图 3：美国制造业 PMI 指数 .....	1
图 4：美国耐用品订单月同比（%） .....	1
图 5：基本金属 LME 指数与美元指数走势比较 .....	2
图 6：金价与美国基础货币量走势比较 .....	2
图 7：全球铜、铝、锌供需平衡（万吨） .....	2
图 8：全球铅、锡、镍供需平衡（万吨） .....	2
图 9：中国基础建设投资增速（%） .....	4



图 10: 中国房地产开发投资增速 (%) .....	4
图 11: 中国有色金属采矿业利润总额与固投增速对比 (%) .....	4
图 12: 中国有色金属延压加工业利润总额与固投增速对比 (%) .....	4
图 13: 有色金属与上证综指走势对比 .....	6
图 14: 有色金属与上证综指估值对比 .....	6
图 15: 稀土股价与产品价格走势对比 .....	9
图 16: 目前稀土下游企业开工率 .....	10
图 17: 2013 年荧光粉价格走势 (元/公斤) .....	10
图 18: 包钢稀土存货水平 (亿元) .....	10
图 19: 广晟有色存货水平 (亿元) .....	10

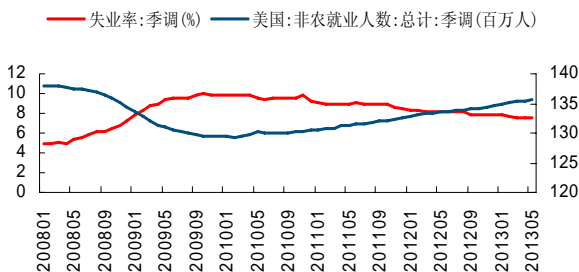
## 寻底路漫漫

### 两核心因素持续压制金属价格

#### 美元流动性收紧预期强化

去年以来，美国经济向好步伐稳健，楼市基本已经筑底成功并开始回升，失业率回落态势良好，表明美联储的几轮量化宽松政策起到了提振经济的效果。今年以来，QE 规模进一步扩大，一定程度对冲了财政紧缩带来的经济下行风险，经济复苏态势好于我们年初的预期。

图 1：美国失业率与非农就业人数



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 2：美国新屋开工折年数（千套）

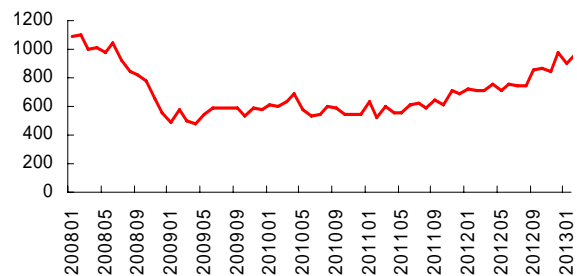
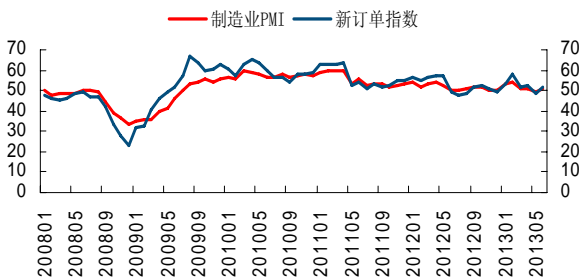
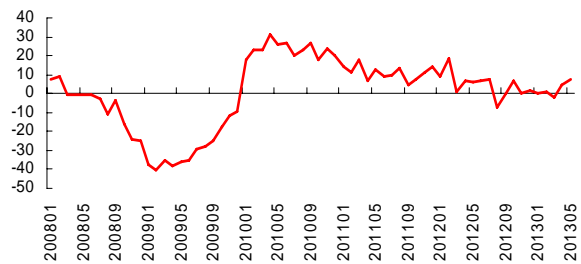


图 3：美国制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 4：美国耐用品订单月同比（%）



从而引发市场对美联储 QE 收紧甚至退出的预期，美元指数也在美国经济温和向好以及流动性紧缩预期下显著走强，这是基本金属今年以来震荡走弱的主要原因之一，也是黄金价格破位下跌，确立中期“熊市”的主要原因（今年以来，黄金价格与美国基础货币量的高度正相关关系已完全瓦解），没有之一。



图 5: 基本金属 LME 指数与美元指数走势比较



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 6: 金价与美国基础货币量走势比较



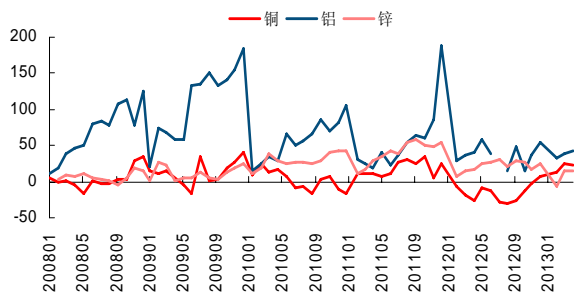
美联储在今年二季度的议息会议中释放 QE 可能收紧或退出的强烈信号, 目前市场预期在 2013 年下半年 QE 规模收缩可能性较大, 年底则可能完全退出, 预期即将变为现实, 美元指数易跌难涨, 我们预计下半年基本金属和黄金价格仍将受制于此。

### 产能过剩转化为持续的供给压力

就基本金属和小金属而言, 在流动性宽松的推动力边际递减, 甚至开始紧缩, 以及需求弱复苏的背景下, 供给的变化对价格影响程度在加强。2010 年以来, 基本金属价格的弱势格局, 很大程度上受到新增产能过大(特别是中国)的制约, 成为供给端的“定时炸弹”, 导致去库存举步维艰, 并时刻制约着金属价格的上升弹性。

今年以来, 尽管金属价格不断下行, 冶炼厂已挣扎在亏损线(铝冶炼已陷入行业性亏损), 但是基本金属产量仍在以较快的速度增长, 使供需关系进一步恶化。根据世界金属统计局的数据, 1~4 月基本金属供需总体呈过剩态势, 且有逐步加剧的趋势, 只有铅供需得到明显改善, 需求缺口持续放大。

图 7: 全球铜、铝、锌供需平衡(万吨)



资料来源: WBMS, 中信建投证券研究发展部

图 8: 全球铅、锡、镍供需平衡(万吨)

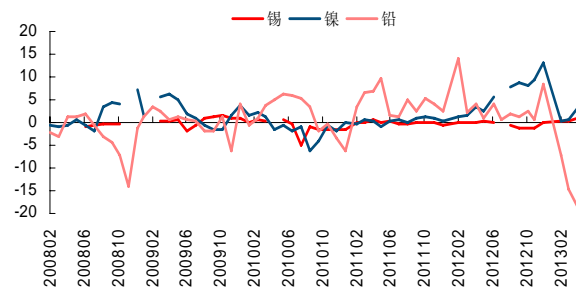


表 1: 中国 2013 年以来有色金属价格表现

	2013 年 1-6 月均价	同比涨跌幅	年初以来涨跌幅
铜(元/吨)	54983	-4.73%	-13.20%
铝(元/吨)	14637	-8.24%	-4.32%
铅(元/吨)	14338	-7.83%	-6.60%
锌(元/吨)	15407	-1.07%	-4.14%
锡(元/吨)	151542	-8.66%	-8.55%



镍(元/吨)	113679	-14.01%	-18.58%
黄金(元/克)	307.34	-8.74%	-26.84%
白银(元/公斤)	5413	-16.47%	-38.19%
钨精矿(万元/吨)	12.15	-6.82%	24.35%
钼精矿(元/吨度)	1618	-9.57%	-5.81%
铋锭(元/吨)	68053	-9.42%	-5.84%
氧化镨钕(万元/吨)	29	-29.91%	-9.68%
镨锭(元/公斤)	11051	40.01%	6.48%
钛精矿(元/吨)	1349	-41.37%	-25.81%
二氧化钽(元/公斤)	2165	10.43%	-6.59%
工业碳酸锂(元/吨)	41000	1.17%	0.00%
进口锆英砂(元/吨)	8588	-43.80%	-14.81%

资料来源: Bloomberg, 百川资讯, 中信建投证券研究发展部

表 2: 中国 2013 年以来有色金属及加工材产量 (万吨, %)

	1-5 月产量	同比
10 种有色金属	1,604.20	10.88
铜	267.15	14.33
铝	873.46	8.25
铅	185.85	16.19
锌	212.27	9.31
锡	6.19	7.35
镍	10.12	47.07
铜材	543.81	21.23
铝材	1,464.03	23.50
钨精矿	4.48	-3.23
钼精矿	10.37	-4.91
铋	11.36	24.16

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 去产能道路曲折

相对于高库存, 产能过剩是更难以根治的问题, 且非一日之功。解决的途径无非相对去产能与绝对去产能。就下半年而言, 由于金属消费大国中国在新一届政府上任后, 在着力于转型的改革路径与“保增长”的权衡中, 旧有的增长引擎主导地位虽不至于瞬间崩塌, 但是强劲的扩张也难以再现, 基建投资、房地产投资对金属消费的拉动力度可能低于我们年初的预期。



图 9: 中国基础设施建设投资增速 (%)

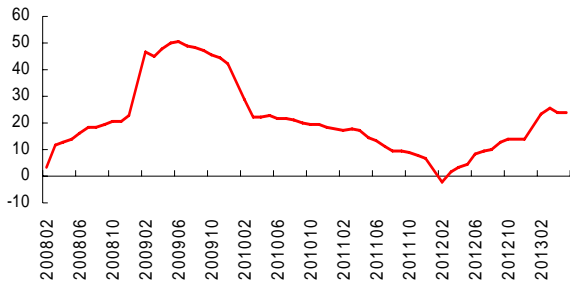
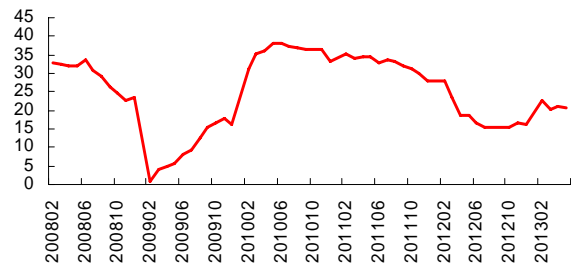


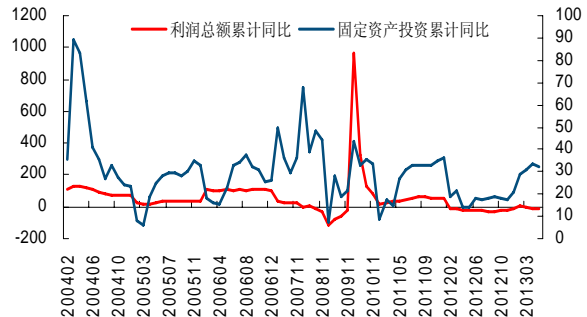
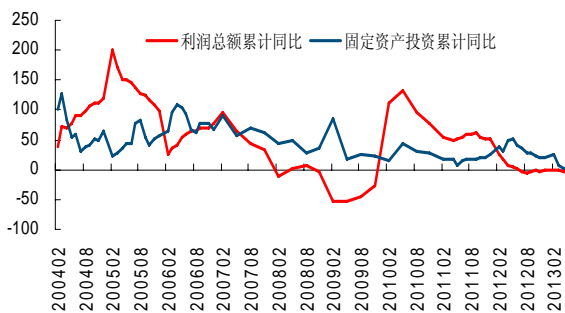
图 10: 中国房地产开发投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

绝对去产能则可能更加遥远, 甚至很难出现。从国内历年行业利润与投资的变动趋势来看, 利润变动通常先于投资变动, 且方向趋于一致, 这也反映出企业盈利对业务扩张或收缩都起到关键性作用。有色金属采矿和冶炼两个子行业情况则有较大差别。我们看到, 采矿企业业务扩张与收缩对利润变动较敏感, 反应出矿石原料供给调节能力较强。冶炼业投资则因其产业规模大, 对经济影响程度高, 受到很多非市场因素的干扰, 如地方政府保护、区域发展不均衡、政策执行不到位等等, 导致供给无法按照市场需求情况自发调节, 因而出现了我们上文所述的行业亏损, 产量却保持快速增长的情况。2012 年以来, 企业盈利继续走低, 而冶炼固定资产投资增速仍居于 30%左右的高位, 主要是西部地区冶炼投资不断加码所致。

图 11: 中国有色金属采矿业利润总额与固投增速对比 (%) 图 12: 中国有色金属延压加工业利润总额与固投增速对比 (%)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 行业盈利陷入低谷, 筑底之路漫长

价格下跌与产能扩张使得有色金属公司盈利能力加速下滑, 特别是冶炼企业受制于原料自给率低, 能源成本高企业, 固定资产摊销压力加大等诸多因素, 盈利能力下滑更为显著, 行业盈利水平已经处于 1999~2000 年和 2008 年低谷时期的水平, 电解铝行业已经陷入全行业亏损。

尽管行业已经进入低谷, 但并不意味着景气反转即将到来。根据我们上文对金属价格的分析, 全球经济复苏缓慢的背景下 (特别是金属消费占比大的中国和欧元区), 美元流动性收紧及产能过剩将在较长的时期内压制金属价格, 我们预计 1~2 年内难以看到趋势性反转。企业盈利则受到价格走弱、生产成本刚性上升、融资成本高企等多重因素的挤压, 盈利空间难以扩张, 同时较高的固定资产投资与较低的投资回报加重经营风险, 筑底过程是异常艰辛的。



表 3: 有色金属采矿业盈利情况

	收入(亿元)	同比%	成本(亿元)	同比%	利润总额(亿元)	同比%	毛利率%	销售利润率%	亏损面
1999	277	7.99	211	8.03	19	31.94	23.96	6.73	25.15%
2000	319	15.20	241	14.08	26	33.05	24.42	8.25	18.88%
2001	348	8.07	269	11.37	26	-3.24	22.67	7.54	21.23%
2002	372	8.66	287	8.86	29	6.24	22.89	7.74	18.34%
2003	496	35.75	379	34.70	46	62.99	23.67	9.31	13.26%
2004	664	42.90	482	36.53	96	112.16	27.43	14.42	11.07%
2005	951	48.63	664	41.49	181	109.45	30.21	19.05	11.54%
2006	1514	56.33	1042	54.62	317	70.71	31.20	20.94	11.57%
2007	2351	22.16	1748	30.56	364	-4.09	25.65	15.48	17.91%
2008	2341	4.87	1835	10.88	257	-26.68	21.60	10.97	19.80%
2009	3381	40.19	2593	35.97	449	76.57	23.32	13.27	14.69%
2010	4451	42.63	3364	42.21	659	52.30	24.43	14.80	7.98%
2011	5151	18.03	4048	22.58	646	-2.25	21.41	12.55	12.21%
2012	5757	17.40	4487	21.47	764	-0.21	22.06	13.28	10.51%
2013-1~5	2315	15.20	1857	18.10	254	-4.40	19.77	10.97	16.16%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

表 4: 有色金属冶炼业盈利情况

	收入(亿元)	同比%	成本(亿元)	同比%	利润总额(亿元)	同比%	毛利率%	销售利润率%	亏损面
1999	1465	12.97	1274	10.87	19	297.44	13.06	1.31	31.38%
2000	1855	26.70	1581	24.69	56	155.56	14.81	3.00	28.27%
2001	1997	6.81	1738	8.70	65	17.24	12.95	3.25	29.20%
2002	2229	12.74	1958	13.78	65	3.78	12.14	2.92	26.08%
2003	3037	31.11	2674	31.31	130	86.42	11.95	4.28	22.78%
2004	4814	49.43	4241	50.28	246	70.97	11.90	5.11	19.98%
2005	6845	35.72	6071	36.84	362	37.70	11.31	5.29	22.23%
2006	11266	61.52	9908	59.69	754	107.46	12.05	6.69	17.94%
2007	15909	40.34	14244	43.24	961	26.57	10.47	6.04	17.48%
2008	18390	15.06	16780	17.67	651	-34.10	8.75	3.54	23.82%
2009	18434	-2.02	16907	-1.37	553	-17.11	8.29	3.00	20.96%
2010	25943	44.41	23692	44.00	986	82.08	8.67	3.80	14.80%
2011	34260	37.19	31115	36.40	1455	53.09	9.18	4.25	14.73%
2012	36492	14.09	33652	15.59	1086	-18.08	7.78	2.98	20.40%
2013-1.5	17518	16.80	16320	18.50	398	-8.80	6.84	2.27	22.95%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部



## 2013 年下半年投资策略—关注政策推动的反弹机会

### 有色板块估值风险尚未充分释放

2011 年以来，有色金属指数伴随行业景气见顶回落而不断向下调整，对上证综指差距逐渐缩小，目前已经基本处于同一水平。然而，由于价格下行与成本上升使有色上市公司业绩更快速的下滑，有色板块估值仍与大盘估值存在一定差距，这也导致 2011 年以来的调整中，尽管出现过阶段性的反弹，都未形成趋势性机会。同时，由于估值压力持续存在，导致这一阶段有色板块上涨弹性总体弱于下跌弹性。

图 13：有色金属与上证综指走势对比

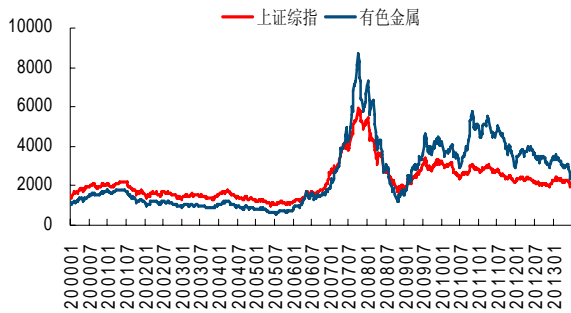


图 14：有色金属与上证综指估值对比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

表 5：有色金属板块与上证综指涨跌幅对比（有色金属与上证综指数据单位：%）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013.1-6
有色金属	62.42	-27.94	-26.93	-0.63	-17.88	-7.55	162.91	277.52	-75.85	185.52	21.40	-41.61	11.39	-29.29
上证综指	58.06	-16.41	-19.73	-2.27	-16.45	-8.97	111.60	167.80	-63.06	103.84	-11.09	-18.21	6.16	-11.75
二者比值	1.08	1.70	1.36	0.28	1.09	0.84	1.46	1.65	1.20	1.79	-1.93	2.29	1.85	2.49

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

二季度金属价格同比普遍大幅下行，环比总体持平。产品产量虽在增加，但是主要受新增产能推动，开工率总体是持平或下行的。由此可见，二季度企业收入的增长或难抵消成本刚性上涨的压力（固定资产折旧高企），企业盈利空间难以扩张。

表 6：主要金属品种 2012 年一季度价格涨跌幅一览

单位：元/吨	铜	铝	铅	锌	锡	镍	黄金(元/克)
2012Q2	59429	15908	15903	15957	178829	142474	355
2013Q1	57808	14979	14788	15743	159950	123620	336
2013Q2	57885	14681	14890	16033	159479	123567	330
Q2 同比%	-2.60%	-7.71%	-6.37%	0.48%	-10.82%	-13.27%	-6.96%
Q2 环比%	0.13%	-1.99%	0.69%	1.85%	-0.29%	-0.04%	-1.82%



单位: 万元/吨	钨精矿	钼精矿(元/吨度)	铋锭	锗锭(元/公斤)	氯氧化锆	钛精矿(元/吨)	氧化锆铪
2012Q2	13.65	1811	7.98	8424	1.85	2517	38.57
2013Q1	11.33	1716	6.85	10800	1.10	1482	30.32
2013Q2	11.32	1735	6.89	10800	1.10	1450	30.5
Q2 同比%	-17.09%	-4.20%	-13.62%	28.20%	-40.54%	-42.40%	-20.92%
Q2 环比%	-0.07%	1.10%	0.57%	0.00%	-0.44%	-2.18%	0.59%

数据来源: Bloomberg, 百川资讯, 中信建投证券研发部

表 7: 有色金属企业月度开工率情况

	201301	201302	201303	201304	201305	201306	季度环比趋势
铁合金	72.18%	70.24%	69.54%	71.6%	65.6%	69.2%	
钼精矿	45.35%	43.25%	37.70%	45.3%	50.3%	50%	
钨铁	10%	9.70%	9.50%	10.7%	10.9%	10.2%	
钛精矿	43.5%	43.50%	84.60%	43.5%	20.32%	32.4%	
硅酸锆	45.2%	34.50%	78.40%	75.6%	76.8%	72.3%	↑
镍铁	51%	56%	55%	49.5%	50.2%	48%	
稀土	30.52%	30.22%	25.60%	67.3%	79.3%	75.5%	↑
氧化铝	75.51%	77.13%	76.85%	77.09%	75.85%	77.25%	
电解铝	85.87%	85.86%	84.74%	83.84%	86.34%	83.35%	
铜	87.25%	85.46%	85.07%	86.39%	89.45%	87.33%	
氟化铝	53%	49%	41%	47.09%	53.39%	49.73%	
铝合金	64.64%	60.88%	54.50%	60.08%	73.5%	70.56%	↑
铝材	65.2%	63.38%	49.80%	65.58%	69.15%	68.33%	
铅	66.98%	60.96%	55.08%	54.33%	57.64%	55.13%	
锌	76.76%	76.00%	73.41%	70%	73%	70.82%	
镍	73.5%	74.50%	74.50%	68.3%	68.7%	65%	
锡	47.8%	58.90%	56%	56.5%	56.9%	52%	
钴	62.5%	55.60%	52.60%	55%	62.5%	76.5%	↑
铋	72%	60.50%	65.50%	75%	56.5%	65.5%	
镁	50.25%	50.25%	53.55%	50.58%	53.45%	55.4%	
锂	82.3%	70.50%	85.20%	80%	67%	78.5%	

资料来源: 百川资讯, 中信建投证券研究发展部 注: 红色箭头为环比开工率明显提升的品种

7~8 月是有色金属中报公布期, 从近期披露的有色金属上市公司中期业绩情况来看, 价格下跌对业绩的负面影响十分显著, 新材料企业需求复苏低于预期, 甚至还有走弱迹象。因此, 有色板块估值依然存在较大的压力, 或是 7~8 月制约有色金属板块走势的最大负面因素。

**表 8：近期有色金属公司中期业绩预告（净利润单位：万元）**

证券简称	公告内容	2013H 净利润 预计增幅	2013Q1 净利润	2013Q2 预 计净利润	Q2 环比	变动原因
中科三环	净利润下降 50%-70%	-60.00%	12635.53	5801.23	-54.09%	订单同比有所下降，同时原材料价格同比有较大幅度下降，导致公司产品价格同比有一定幅度下降。
中色股份	净利润下降 50%-80%	-70.00%	2159.08	-72.04	-103.34%	报告期内有色金属及稀土产品价格持续走低，公司相关业务利润大幅减少。
锡业股份	净利润亏 9.1-9.8 万元	-1325.62%	-19408.95	-75091.05	亏损加剧	主要产品销售价格较上年同期出现较大跌幅，销售产品毛利率下降，同时对铅、银、铜的产成品、原料、中间周转品按会计准则要求计提了大额的存货跌价准备，导致公司上半年出现大幅亏损。
罗平锌电	净利润亏损 5800 - 6300 万元	12.03%	-3865.17	-2184.83	减亏	1. 锌价走势一路下滑，公司经营状况低于预期。2. 受到云南省曲靖地区持续不断的干旱气候影响，公司自备电站发电量大幅减少，公司生产用电大量外购，导致产品生产成本增加。3. 公司对外投资参股单位均出现不同程度亏损，致使归属于上市公司股东的净利润比当初预计亏损额扩大。
*ST 中钨	净利润 260-350 万 元	139.03%	-266.15	571.15	314.60%	1、公司全资子公司上半年经营较好，业绩增长明显。2、上半年公司产品销售量及销售毛利较上年同期有所增加。
宜安科技	净利润下降 5.47%-19.25%	-12.36%	1012.85	1209.55	19.42%	1. 销售收入同比有所上升。2. 预计非经常性损益对净利润的影响金额约为 360 万元（收益），去年同期金额为 750 万元（收益），对净利润有一定的影响。
银邦股份	净利润下降 10%-30%	-20.00%	1928.65	3729.48	93.37%	由于产品销售价格同比去年有所下降，引起业绩同比下降。报告期内，公司预计非经常性损益对净利润的影响金额约 63 万元，与上年同期相比减少 650 万元。
*ST 锌业	净利润盈利约 7,216 万元	124.07%	676.17	6539.83	867.18%	1、公司原料采购价差同比去年有所提高、煤炭采购价格同比去年降幅较大；2、通过加强内部管理，深入开展同行业对标活动，公司冶炼加工费有所降低；3、公司处于重整期间银行贷款停息。
正海磁材	净利润下降 60%-80%	-70.00%	786.09	2040.65	159.60%	下游领域需求较去年同期有所下滑，稀土原材料价格下跌导致公司产品售价随之下调。部分产品的下游市场延续了上年度需求不足的态势，与上年同期相比客户订单下降，为保持和巩固市场占有率，对部分产品价格进行了调整，致使公司上半年毛利较上年同期下降；部分新投产项目由于产能利用不足，固定成本费用不能有效摊薄；公司在建项目较多，资金占用大，致使债务利息增幅较大
安泰科技	净利润下降 60%-70%	-65.00%	1911.08	1305.28	-31.70%	公司主要产品销售价格下降幅度大于预期
辰州矿业	净利润下降 60%-80%	-70.00%	7054.46	2352.55	-66.65%	1、报告期黄金及铜等金属价格出现较大幅度下降；2、因金属价格下跌导致产品库存价值降低，及资本市场下跌导致持仓股票价值降低，相应提取减值；3、原辅材料、人工成本等上升、安全环保投入增加以及矿山入选品位下降等导致产品成本上升；4、主体矿山紫金山金矿因加大低品位矿石利用导致产量下降。
紫金矿业	净利润下降 45%-55%	-50.00%	71950.79	47284.84	-34.28%	主要产品产量及销售数量较 2012 年上半年有所增加
赤峰黄金	净利润增长约 50%-100%	75.00%	-1689.33	1737.99	202.88%	1、公司本期银行借款减少；2、今年 2 月份春节长假后，销售大幅度提升
栋梁新材	净利润增长 0-30%	15.00%	1463.78	3568.85	143.81%	公司利息收入同比降低所致
钢研高纳		-1.52%	1806.97	1708.18	-5.47%	

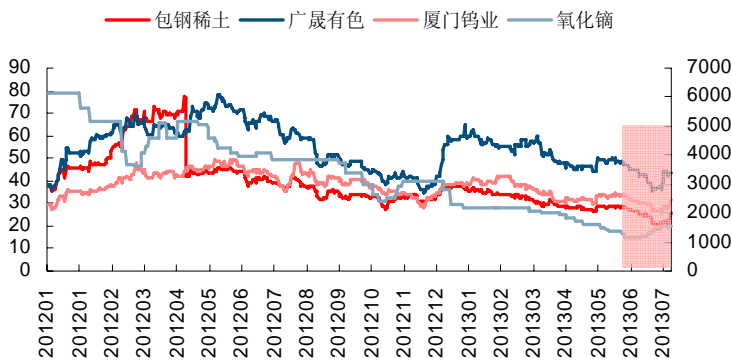
资料来源：聚源数据，中信建投证券研究发展部 注：中期业绩预告值按公司预告业绩变动范围的中值计算

## 下半年投资策略：关注政策推动的反弹机会

政府换届之后，国内基建投资未出现快速扩张的态势，制造业景气度并没有出现持续而强劲的回升，使得有色金属消费预期走低；6月初以来，国内流动性趋紧，以及经济增长可能超预期放缓等不利因素使有色板块进一步下探，跌幅显著超越大盘。

近期，李克强总理重申了政府“保增长”的政策方向不变，市场悲观预期得以缓解，引发大盘反弹。有色金属板块在稀土股引领下出现强劲上涨。稀土价格（特别是重稀土价格）反弹始于6月初，而稀土板块的反弹明显滞后，我们认为，这恰恰表明稀土板块，乃至有色板块反弹的直接触发因素是大盘的系统性反弹，在此基础上，基本面有改观的品种发挥了较强的弹性。

**图 15：稀土股价与产品价格走势对比**



资料来源：Wind，百川资讯，中信建投证券研究发展部

至于反弹能否持续，我们认为基于供需、流动性改善的支持因素在下半年很难成为板块反弹的驱动力。可能的驱动力在于：一是“保增长”实质性政策的出台，扭转市场悲观预期，引发A股系统性反弹，有色板块将从中受益，“十八大三中全会”是一个关键的时间节点。二是子行业的政策性机会。如稀土板块或持续受益于行业整顿措施加码带来的价格止跌回升预期；锂、锆、铌等小金属受益于政府对新兴产业的配套政策支持（《金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》指出加大对战略新兴产业资金支持力度）。综合基本面和政策面，我们认为稀土永磁板块仍然是反弹的排头兵。此外，业绩反转或可持续发展的公司有望实现更大的涨幅。

### 稀土永磁：政策先行提振价格，磁材景气有望率先复苏

由于非法开采屡禁不止，稀土行业供需严重失衡，价格经过了长达两年的调整，目前已回到上一轮大涨的起点。应该说，已经回到了一个较为理性的价格水平。如果从正规分离企业的成本来衡量，已经是一个较低的水平（环保成本、税费成本等均有明显的上升，相当数量分离厂已处于亏损状态）。然而，今年1~6月，稀土价格仍然不断走弱。我们认为主要是行业内非法渠道供应的低成本稀土量依然庞大，挤占正规企业市场，扰乱了价格的理性回归。

今年6月中旬，赣州开始打击私矿行动，多数私矿库存被查封，为价格不断下跌的稀土市场注入一剂强心针。重稀土价格在供应收紧预期下强劲反弹。需要指出的是，目前稀土下游开工率仍然没有大幅提升的迹象，厂商对需求的预期并未明显转暖，补库存动力不足。例如荧光粉行业需求较差，产品价格持续下调，目前已有厂商表示对近期稀土价格上涨难以接受；受需求疲弱影响，抛光粉市场价格也处于低迷运行之中，预计企业开

工率也处于较低水平。

图 16: 目前稀土下游企业开工率

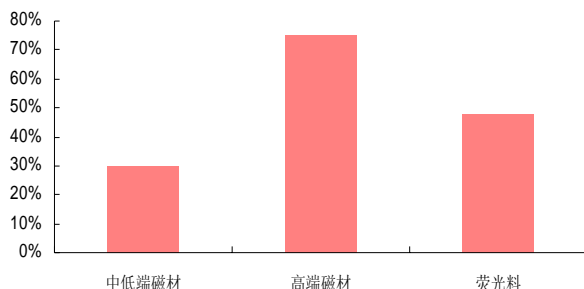
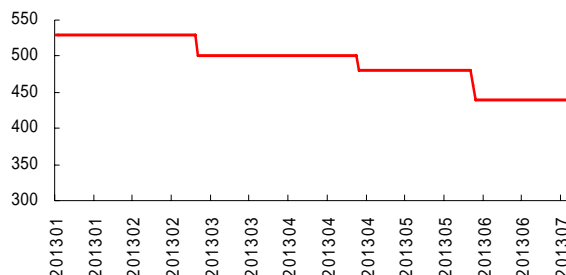


图 17: 2013 年荧光粉价格走势 (元/公斤)



资料来源: 百川资讯, 中信建投证券研究发展部

在这种需求疲弱的背景下, 我们认为稀土价格能否持续上涨取决于政策力度和延续性。基于针对中国稀土贸易的诉讼将在下半年出结果, 中国稀土出口限制可能被迫打开, 稀土价格持续下行不利于未来出口获利, 我们认为国家和企业均有动力促进稀土价格的企稳回升, 相应的治理力度可能会强于往年。因此, 我们判断稀土价格有望实现阶段性的企稳回升。

当然, 基于上文对稀土下游需求的分析, 我们认为这种阶段性走强缺乏供需实际改善的支撑, 分离企业库存水平普遍处于高位, 未来仍存在主动去库存导致价格回落的风险。此外, 我们认为稀土价格向上的弹性还受到海外稀土产能重启的制约, 这一情况将在 2013~2014 年逐步体现。因此, 我们认为, 稀土价格在中期内趋于平稳运行, 单一从事稀土开采和分离的企业盈利增长前景不宜过分乐观。

图 18: 包钢稀土存货水平 (亿元)

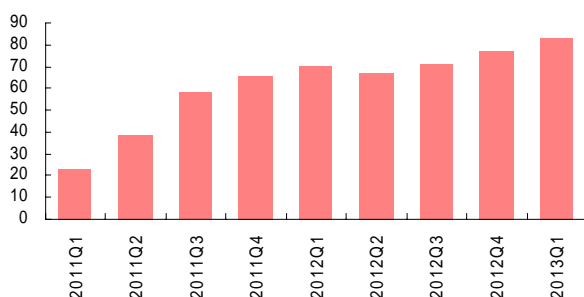
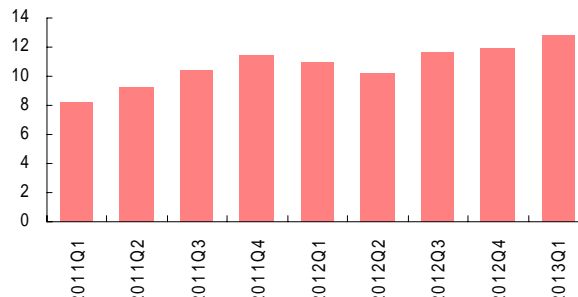


图 19: 广晟有色存货水平 (亿元)



资料来源: 聚源数据, 中信建投证券研究发展部

相对于稀土生产商, 我们认为下游的磁性材料生产商景气度有望率先复苏。主要原因: 一是随着稀土价格回归理性, 并形成中期平稳运行预期, 有利于稀土材料对传统材料的替代, 例如目前价格水平下, 节能家电用钕铁硼成本性能比已经较传统的铁氧体有优势。在总需求依旧疲弱的情况, 替代需求或成为新的推动力量, 这可以看做是行业性的机会, 预计显著的替代还需酝酿半年至一年的时间, 反应在公司股价上将早于这个时间; 二是海外高端磁材需求相对稳定, 拥有海外专利的磁材龙头企业将拥有相对稳定的市场份额和较强的议价能力, 加之较强的新产品开发能力, 都将帮助企业平稳度过行业低谷, 甚至实现跨越式的成长。

**表 9：中国拥有海外销售专利的企业情况**

企业	现有产能（吨）	专利取得时间	备注
宁波韵升	5000	2001 年 3 月	NEOMAX 和 MQI
中科三环	16000	1993 年 5 月	NEOMAX 和 MQI
北京京磁公司	1000	2000 年 3 月	NEOMAX 和 MQI
银纳金科磁技术公司	800	2000 年 9 月	NEOMAX 和 MQI
安泰科技	2300	2003 年 3 月	NEOMAX 和 MQI(继承台湾海恩金属公司 2000 年 5 月取得的专利许可)
正海磁材	4300	2013 年 5 月	NEOMAX 和 MQI
安徽大地熊	2000	2013 年 5 月	NEOMAX 和 MQI
宁波金鸡	3500	2013 年 5 月	NEOMAX 和 MQI

资料来源：中信建投证券研究发展部 注：北京京磁公司、银纳金科磁技术公司产能数据为 08 年网站公开信息中披露数据

综上，我们重点看好稀土永磁板块中上游稀土公司的短期机会和下游磁性材料的中长期机会。需要指出的是，二季度磁材上市公司业绩或将总体低于预期，股价可能在中期业绩公布期有所调整。重点推荐公司有中科三环、正海磁材、宁波韵升。

## 重点上市公司推荐

### 云南锗业：资源王者定价力超群，深加工项目赢得未来

#### 需求强劲，供给受限，锗价中长期向上

锗是一种重要的战略资源，在现代高科技工业和国防建设中极为重要，锗在光纤、红外光学、太阳能电池，以及 PET 催化剂等领域中占据重要的应用地位。德国、美国、日本等发达国家都已将锗作为战略资源储备。预计 2013~15 年，锗在全球光纤、红外、太阳能电池等新兴领域的年需求增速分别达 10%、12~15% 和 40% 以上。

世界上大多数锗生产企业都是从铅锌冶炼过程中提取锗，因此锗的产量增长受铅锌冶炼的生产规模限制。2008 年以来，金融危机和经济危机影响下，全球经济低迷，铅锌产量增速下滑，2012 年锌产量开始负增长，预计伴生锗产量也出现下降或增长缓慢的趋势。

综上，我们预计未来 3 年内，需求快速增长与供给受限将使供需缺口逐步放大，锗价中长期趋势向上。

#### 资源王者定价力超群

公司的锗资源储量全球最大，目前锗金属保有储量达 833.16 吨，较上市之初的 689.55 吨，新增资源量达 143.61 吨，资源价值有显著提升。

基于民营矿企经营不善和环保不达标等因素，临沧市政府和云南省政府已认可公司为临沧地区锗资源唯一整合主体，2011 年以来启动该地区新一轮资源收购。在近两年的四次矿山收购中，矿权交易对价持续下降，主要原因是受益政府政策支持，公司在矿权谈判中议价能力增强。

目前临沧地区还有一批待整合的锗矿资源，我们预计公司 2013 年完成收购的可能性较大，资源储量和资源价值有进一步上升的空间。

公司目前矿山采选理论产能达到 27 万吨/年，实际在运行的产能仅 6 万吨/年，每年自产锗金属 26~28 吨。产能利用率较低主要是基于可持续发展的考虑，在保证适当的经济效益基础上，倾向于更多采用外购原料，一方面减少自有资源损耗；另一方面加强对外部锗资源的控制力。公司 11 年以后收购的矿山均作为资源储备，没有生产安排。

综上所述可以看出，公司通过矿山收购和外部消耗两条路径，对区域锗资源的控制能力增强，长期来看有助于整个产品线议价能力的增强。

## 深加工项目陆续进入投产期，试产结果好于预期

### 募投项目

公司上市募投两项目“太阳能电池用锗单晶”和“红外光学锗镜头工程”一季末已经基本完工，目前正在环评审查，两项目产品均为锗的中高端应用产品，从锗锭开始计算的毛利率水平预计在 30% 左右。从二季度试产结果来看，产品质量和盈利能力都好于此预期，目前已接到订单，预计全年实现 30% 的产能释放可以达到。按照项目预计盈利水平，我们预计今年贡献的毛利增量在 3000 万元左右，这部份业绩将在下半年体现。

### 废锗回收项目

两募投项目投产后，公司将新增锗锭需求 6 吨左右。2012 年“废弃炉渣与低品位锗矿综合回收利用工程”已经新建 10 座回收炉，释放 2 吨产量，预计今年全面投产，年可综合回收锗金属 5 吨左右，回收率达到 80% 左右。此外，公司今年四月收购临沧天浩有色金属冶炼有限责任公司 100% 股权，该公司拥有 2 吨废渣回收生产线，目前回收率 70%。公司将通过技改使其回收率上升至 80% 左右。新增回收产能可以满足募投项目锗需求增量。此外，相比外购锗矿生产，废锗回收的原料成本更低，具有明显的经济性。

### 光纤四氯化锗项目

2010 年底，公司与长飞光纤光缆有限公司及北京国晶辉红外光学科技有限公司共同出资 4,500 万元人民币投资设立武汉云晶飞光纤材料有限公司，建设年产 30 吨光纤四氯化锗生产线。目前，该项目已进入投产期，并开始为长飞供货。今年 5 月，云南锗业 450 万元向烽火通信转让武汉云晶飞 10% 股权，烽火通信子公司烽火藤仓所需的四氯化锗将全部采购自云晶飞。烽火藤仓年需光纤四氯化锗在 10 吨以上，公司光纤四氯化锗业务又获稳定订单来源。目前，公司正在进行烽火通信的产品认证，通过概率较大，预计新产能负荷较为饱满。

### 砷化镓单晶材料产业化项目

2010 年底，公司开始启动对北京中科镓英半导体有限公司（简称“中科镓英”）股权的收购，目前共持有中科镓英 99.24% 股权。该公司是目前国内具有影响力的新型半导体材料的研发、生产与应用为一体的高科技企业之一。拥有完整的半导体单晶生产线，主要产品有高质量 2-6 英寸砷化镓开盒即用单晶片、2-3 英寸砷化镓外延片及 2-4 英寸磷化铟开盒即用单晶片。中科镓英现有砷化镓单晶片产能 50 万片，但是收购后一直亏损，主要原因是其关键原材料砷化镓单晶棒全部外购，但是近两年原料合格率低，导致无法生产。

2012 年，公司使用超募资金 9,547 万元在昆明新城高新技术产业基地 B-5-5 地块云南国家锗材料基地内投资实施“砷化镓单晶材料产业化建设项目”。规划建设一条年产 2”砷化镓（GaAs）抛光晶片 80 万片的单晶材料生产线。项目建成后，将实现开盒即用 2”砷化镓抛光晶片 80 万片/年和单晶材料 6373 公斤/年的生产能力。该项目最重要的意义在于打通砷化镓单晶棒原料至晶片的产品线。目前公司正在筹划中科镓英搬迁至昆明基地，最终形成协同效应。项目建设期 18 个月，目前暂未实施，预计全面建成投产在 2015 年。在此之前，砷化镓产

销量将受到厂房搬迁和原料供应的影响，具有不稳定性，2012 年公司计划产量为 16 万片，预计毛利率水平在 20~30%。

## 盈利预测和评级

公司一季度受国家收储结算的影响，净利润达到 3509 万元，同比增长 134%。二季度以来，锗价保持坚挺，同比增长达 50%，按此预计，上半年业绩增速可达到 70~80%，全年增速则有望达到 60%以上。我们预测公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.25 元/0.32 元/0.39 元，维持“增持”评级。

**表 10：预测和比率**

	2012A	2013F	2014F	2015F
营业收入（百万）	382	850	1135	1552
营业收入增长率	40.33%	122.71%	33.53%	36.68%
净利润（百万）	100	163	211	256
净利润增长率	6.76%	62.59%	29.41%	21.41%
EPS（元）	0.31	0.25	0.32	0.39
P/E	73.76	49.09	37.93	31.24
P/B	5.33	5.16	4.65	4.16

资料来源：中信建投证券研究发展部预测

## 利源铝业：资金缺口关闭助力业务扩张，新产品开发不断打造盈利增长点

### 募投项目全面投产，伴随盈利能力提升

公司一季度业绩同比增长达 52%，得益于首发募投项目的全面投产，使得产销量同比显著上升。产销规模扩大的同时，毛利率达到 25.69%，同比增加 3.3 个百分点，环比增加 0.63 个百分点，产品的盈利能力也有显著提升。这一情况充分表明，公司产能扩张建立在需求旺盛的基础上，是未来实现持续增长的重要前提。

### 增发完毕资金缺口关闭，助力业务规模扩张

公司已于 5 月底完成增发，股本新增 13104 万股，募集资金净额 14.13 亿元。本次增发项目“轨道交通车体材料深加工项目”，投资总额为 18.9 亿元。增发完成前，公司通过银行贷款和融资租赁先期筹集资金 6 亿元启动项目建设。本次增发将使资金缺口关闭，有助于项目顺利进行，并降低财务成本（预计年节省财务费用 3000~4000 万元）。

公司拥有较强的新产品和新市场开发能力，产能扩张完成后，将增强新业务的拓展空间，从而为公司不断创造新的盈利增长点。特别是借助于三井渠道优势，海外客户市场的开发前景光明，如轨道材、汽车铝材等都有望在 1~2 年内实现重大进展。



## 石油钻杆项目有望实现突破，业绩增量可观

公司从去年开始与下游企业合作开发石油钻探用变径无缝管，该产品在深井钻探方面有不可替代的优势，加工工艺要求达到航空航天铝型材标准，目前主要依赖进口，国内尚没有规模生产的铝加工企业。公司产品样品已经基本达标，生产成本较低，具备进口替代能力，今年有望实现批量供货，意味着在高端铝材加工方面拥有雄厚的技术实力和市场开拓能力。

我们预计该产品吨毛利可达 9~10 万元/吨，假设订单规模达到 500 吨，毛利润可达 5000 万元左右，对公司业绩贡献非常可观。

## 受益政策支持，轨交项目盈利前景乐观

公司增发项目重点发展轨道交通领域铝型材产品，同时向轨道材下游不断延伸，进行车体和车头大部件的开发和生产，而这部分产品国内能够生产的厂家很少，公司将通过向铝材深加工业务，向零部件生产商转型，拓展盈利空间。这一思路同样将体现在公司各产品线的发展上，目前笔记本电脑外壳深加工已经开展，未来汽车铝材也有望复制这一路径。

7 月 1 日，国务院发布《金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》中明显指出，“增强资金支持的针对性和有效性”，“积极支持铁路等重大基础设施、城市基础设施、保障性安居工程等民生工程”。在政策支持下，预计铁路投资和建设仍会稳步推进，轨道交通铝型材市场规模有提升空间，公司轨交项目一方面受益于总需求的增长，另一方面将受益于自身产品结构的高端化，盈利前景比较乐观。

## 盈利预测和评级

我们预测，公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.64 元/0.86 元/0.99 元，对应 PE 为 19.65 倍/14.59 倍/12.77 倍。本预测暂未考虑增发项目投产的业绩贡献。继续看好公司的产品开发及市场开拓带来的业绩快速增长，维持“买入”评级。

**表 11：预测和比率**

	2012A	2013F	2014F	2015F
营业收入（百万）	1523	1944	2503	2830
营业收入增长率	23.32%	27.65%	28.75%	13.06%
净利润（百万）	202	300	404	462
净利润增长率	42.58%	48.56%	34.62%	14.24%
EPS（元）	1.08	0.64	0.86	0.99
P/E	29.19	19.65	14.59	12.77
P/B	4.14	3.42	2.88	2.46

资料来源：中信建投证券研究发展部预测

## 中科三环：技术+市场，磁材龙头长期增长潜力突显

### 钕铁硼下游需求恢复不明显，公司有专利授权获取订单有优势

一季度中科三环开工率 60-70%，一季末开工率达到饱和（80%）。二季度整体开工率在 70~80%，订单保持平稳。宁波韵升、正海磁材等龙头企业在二季度也保持了较高的开工率。与此形成强烈反差的是，很多小企业仍然缺少订单，继续停产。宏观经济弱复苏背景下，钕铁硼需求仍不景气，目前多数钕铁硼企业认为下游需求恢复不明显。

钕铁硼需求疲弱有两方面原因。根本原因是宏观经济环境不好转，但是更重要的是，两年前的稀土价格暴涨对下游应用造成的致命伤害，不仅使钕铁硼使用量减少，新的应用和推广也基本停滞，如今这种负面影响还没有完全消除。

我们对钕铁硼行业整体复苏持谨慎态度。很多生产企业原料库存已见底，但补库存并不积极，反映出他们对需求的预期仍不乐观。从这个情况来判断，两、三个月之内市场需求难复苏。

我们认为公司 2013 年实现产销量增长将主要来自于市场占比提高的支撑。公司近期与日立金属签订了新的销售专利许可协议，烧结钕铁硼新的制造方法和新工艺受到新的专利限制，一方面体现为新专利的到期时间肯定要远远晚于 2014 年；另一方面在欧洲地区的销售进一步受到限制。二季度以来，公司订单明显好转，可以推断，受益于专利保护，海外客户把订单向有专利授权的公司集中。

### 龙头公司已经开始受益于节能电机磁材订单放量

此外，磁性材料行业性的增长点或来自于替代需求。众所周知，因为稀土价格暴涨推高了磁材价格，使一些下游难以承受而弃用钕铁硼。那么随着价格的回落，性价比在不断提高，这些下游势必重新考虑使用这种性能更加优异的磁材。我们了解到一些领域，例如空调、电动自行车等正在观望，预计等到稀土价格走稳之后，这部分替代需求会释放。

事实上，中科三环已经开始受益于此。今年 5 月，公司控股子公司三环乐喜与 LG 签署 2500 万美元大订单，亮点是新增节能冰箱磁材订单，我们估计其订单量占比超过 50%。由于稀土价格大涨，本该在 2011 年放量的节能冰箱、洗衣机磁材需求受到抑制，本次冰箱订单放量得益于稀土价格大幅回落，是一个好的开始。节能冰箱磁材与节能空调磁材同属于高端产品，预计毛利率水平可以达到 35% 以上，成为公司新的盈利增长点。

### 原料价格下跌导致二季度盈利低于预期

日前，公司公布 2013 年中期业绩预告，净利润同比下降 50~70%，二季度环比下降，低于市场预期。公司订单和开工率环比变动不显著，业绩下降主因是稀土价格大幅走低导致磁材价格的持续低迷。公司产品调价滞后于原料价格的变动。由于稀土价格已在 6 月止跌回升，下半年公司产品有提价预期。我们预计下半年开工率稳定在当前水平，全年业绩有望呈现前低后高态势。

### 盈利预测和评级

我们预测，公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.68 元/0.84 元/0.93 元，对应 PE 为 22.33 倍/17.99 倍/16.37 倍，公司中期业绩低于预期或引发股价的阶段性调整，不改变中期增长格局，维持“增持”评级。

**表 12：预测和比率**

	2012A	2013F	2014F	2015F
营业收入（百万）	4934	4778	5502	6184
营业收入增长率	-13.38%	-3.16%	15.15%	12.40%
净利润（百万）	648	724	899	988
净利润增长率	-15.49%	11.67%	24.12%	9.90%
EPS（元）	1.22	0.68	0.84	0.93
P/E	24.94	22.33	17.99	16.37
P/B	4.92	4.14	3.39	2.83

资料来源：中信建投证券研究发展部预测

## 赣锋锂业：募投项目达产推动业绩快速增长，锂材料多元发展实力卓越

### 锂行业 1~2 年内过剩压力可承受

锂产品主要包括基础锂产品的工业级碳酸锂和氯化锂，已经深加工产品的电池级碳酸锂、金属锂、丁基锂、氟化锂。锂产品应用于玻璃陶瓷、化工、水泥、制药、核反应、稀土冶炼以及电池等各个行业。其中金属锂在医药中间体的需求增长较快，每年会维持 20% 的增速；电池级碳酸锂、氢氧化锂、电池级氟化锂的需求增速可以达到 15%，总体上，未来几年锂需求可以保持平稳增长态势。

从供给上来看，不完全统计 2012 年、2013 年国内计划新增产能将达到 10 万吨以上。然而由于新增的产能多为卤水提工业级碳酸锂项目，受到自然条件的影响较大，同时，国内盐湖普遍为高镁锂比盐湖，提锂技术突破性进展较少，盐湖提锂的经济性未达到要求。上述原因都导致项目推进及实现的产出低于预期。因此我们认为未来 1~2 年碳酸锂会遇到一定的供给过剩压力，但程度或许没有预想的大。

从另一方面来讲，原料环节过剩，下游深加工溢价能力增加，有利于赣锋锂业这种深加工技术实力突出的公司发展。

### 募投项目达产推动业绩快速增长

公司两个募投项目在 12 年 2、3 月份均已完工，年底达产。伴随产能的释放，公司 12 年收入、利润规模均实现了快速增长，同比分别增长 32% 和 28%。另一方面，在原料成本上升，新项目投产转固的情况下，公司毛利率仍然达到 21.72%，同比增加 0.68 个百分点，主要是公司产品顺利提价，也表明产品下游需求旺盛，议价能力强。今年一季度，收入和利润同比增速分别为 9% 和 1.6%，增速有所下降，我们判断主要原因是受春节的运输安全问题影响，销售力度（主要是出口）有所下降。我们看到，一季度产品毛利率进一步提高，表明产销形势良好，利润增加完全可以覆盖固定资产摊销的上升。二季度以来，公司基本上满产，产销形势保持良好，预计业绩增长会提速。

下半年“万吨锂盐”项目进入试产期，预计今年业绩贡献较为有限，但是随着项目达产，按目前的需求状况，可以实现可观的业绩增量。

## 锂行业技术标杆企业实力卓越，深加工领域多元化突显成长性

公司技术实力雄厚，是锂行业技术标杆型企业。截至 2012 年底，公司主持和参与起草修订国家及行业产品标准共 7 项，已申请国家专利 34 项。公司自主开发的“低温真空蒸馏制备电池级金属锂技术开发及应用”被评为“全国工商联科技进步奖”二等奖；公司超薄锂带及锂合金加工技术世界先进，锂带厚度可以控制在 0.07mm 以下，“超薄锂带”、“锂铝合金”等产品荣获江西省 2011 年度“科技创新新产品”。

突出的技术实力为公司奠定了全产业链，深加工多元化发展的基础。目前，公司已发展成为国内锂系列产品品种最齐全、产品加工链最长、工艺技术最全面的专业生产商，是国内首家从卤水中直接提取电池级碳酸锂和氯化锂的企业，也是国内唯一的规模化利用含锂回收料生产锂产品的企业。公司的卤水提锂工艺符合未来重点开发盐湖资源的大方向，有望与国内众多盐湖资源企业形成战略合作；更重要是优势在于锂深加工领域多元发展，目前公司丁基锂和金属锂产量牢牢占据国内首位，而这两种产品具有相对较高的技术壁垒。

公司 11 年收购江苏优派新能源后，开始发展三元前驱体业务，目前规划产能 4500 吨。三元材料主要应用于锂电正极材料，从安全性、能量比、成本、技术成熟度等指标综合考量优于其他材料，因此目前市场需求较好。公司没有直接做三元正极材料，主要是不希望和下游客户直接竞争。一般前驱体的企业毛利率在 15% 左右。公司从硫酸镍开始做到三元前驱体，毛利率基本可以达到这个水平。公司主要为自己的电池级碳酸锂客户配套销售，将是未来发展的优势所在。

## 盈利预测和评级

我们预测，公司 2013~2015 年 E P S 分别为 0.59 元/0.86 元/1.19 元，对应 PE 分别为 38 倍/26 倍/19 倍。我们继续看好锂行业需求和公司产品盈利能力，维持“增持”评级。

**表 13：预测和比率**

	2012A	2013F	2014F	2015F
营业收入（百万）	628	795	1138	1538
营业收入增长率	32.25%	26.60%	43.10%	35.20%
净利润（百万）	69.64	89.42	132.07	181.46
净利润增长率	28.29%	28.40%	47.70%	37.40%
EPS（元）	0.46	0.59	0.86	1.19
P/E	49	38	26	19

资料来源：中信建投证券研究发展部预测

## 上市公司盈利预测及估值

**表 14：主要公司盈利预测和估值**

公司名称	收盘价	周涨幅 %	EPS			PE		
	20130712		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
铜陵有色	11.41	1.88	0.65	0.58	0.61	17.55	19.67	18.70
江西铜业	16.74	2.39	1.51	1.12	1.58	11.09	14.95	10.59
焦作万方	8.79	0.23	-0.03	0.53	0.77	--	16.58	11.42
云铝股份	3.81	0.53	0.01	0.04	0.22	423.33	95.25	17.32
罗普斯金	7.86	-0.38	0.33	0.35	0.40	23.82	22.46	19.65
新疆众和	5.57	2.01	0.29	0.30	0.48	19.30	18.57	11.60
东阳光铝	6.31	-6.38	0.19	0.17	0.28	33.21	37.12	22.54
利源铝业	12.60	3.36	1.08	0.64	0.86	11.67	19.65	14.59
中金岭南	7.10	1.00	0.21	0.15	0.21	33.81	47.33	33.81
中色股份	13.08	11.04	0.26	0.09	0.17	49.55	145.33	76.94
西部矿业	5.71	1.24	0.02	0.10	0.14	285.50	57.10	40.79
驰宏锌锗	9.69	0.73	0.27	0.39	0.41	36.50	24.85	23.63
吉恩镍业	8.73	0.23	-0.03	-0.05	0.10	--	--	87.30
中金黄金	9.55	0.10	0.53	0.50	0.62	18.02	19.10	15.40
山东黄金	22.50	-4.82	1.53	1.58	1.73	14.71	14.24	13.01
紫金矿业	2.56	-4.12	0.24	0.15	0.17	10.67	17.07	15.06
辰州矿业	8.89	0.00	0.70	0.24	0.33	12.70	37.04	26.94
恒邦股份	14.89	0.13	0.64	0.72	0.94	23.27	20.68	15.84
云海金属	7.00	-1.27	0.07	0.10	0.19	101.60	70.00	36.84
金钼股份	8.46	2.42	0.16	0.12	0.24	52.88	70.50	35.25
东方钨业	10.89	1.59	0.24	0.20	0.29	46.07	54.45	37.55
西藏矿业	13.17	2.73	-0.27	0.06	0.21	--	219.50	62.71
西部资源	6.52	4.32	0.28	0.29	0.32	23.15	22.48	20.38
包钢稀土	24.75	11.04	0.62	0.45	0.62	39.69	55.00	39.92
安泰科技	7.83	-4.16	0.09	0.10	0.22	89.38	78.30	35.59
中科三环	15.18	9.21	1.24	0.68	0.84	12.22	22.32	18.07
宁波韵升	17.00	3.85	0.88	0.89	1.26	19.43	19.10	13.49
银河磁体	18.72	7.40	0.48	0.55	0.77	39.00	34.04	24.31
正海磁材	17.80	6.08	0.62	0.52	0.92	28.71	34.23	19.35
钢研高纳	15.54	-0.06	0.33	0.40	0.54	46.74	38.85	28.78
宝钛股份	12.55	1.05	0.01	0.005	0.08	--	--	156.88
西部材料	10.10	2.33	0.13	0.06	0.13	77.69	168.33	77.69
厦门钨业	29.91	4.58	0.77	0.86	1.21	38.77	34.78	24.72
云南锗业	12.25	1.24	0.31	0.25	0.32	39.52	49.00	38.28

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部预测



## 分析师介绍

**张芳：**中国人民大学管理学硕士，有色金属行业首席分析师。基于长期的研究实践，擅长把握有色金属价格波动趋势。

**郭晓露：**中央财经大学产业经济学硕士，有色金属行业分析师。专注于行业周期变化的跟踪及影响因素的实证分析。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

李冠英 021-68821618 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

王磊 021-68821613 wangleish@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

徐一丁 0755-22663051 xuyiding@csc.com.cn

### 机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622