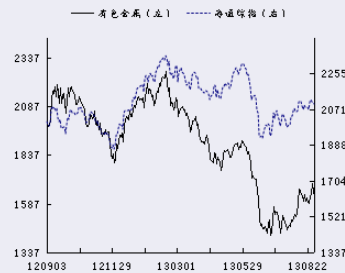


增持 维持
有色金属行业
2013年09月02日
市场表现


资料来源：海通证券研究所

相关研究

2012年年报与2013年一季度总结《自下而上看业绩 自上而下看收储》增持，维持 20130502

2012年半年报总结《2012年上半年行业先扬后抑，下半年可望先平后升》增持，维持 20120904

联系人

 钟奇
 电话：021-23219962
 Email：zq8487@htsec.com

有色金属行业分析师

 施毅
 SAC 执业证书编号：
 S0850512070008
 电话：021-23219480
 Email：sy8486@htsec.com

有色金属行业分析师

 刘博
 SAC 执业证书编号：
 S0850512080001
 电话：021-23219401
 Email：liub5226@htsec.com

2013 有色金属中报总结
—深加工业绩相对较好 资源类仍看稀土与锂

- **上半年有色金属价格运行综述：**基本金属价格环比涨跌不一，同比普遍下跌，铅与锡走势最好；金/银价环比、同比出现下跌，铂系金属走势较好；稀有金属波动较大，行业独立特性显著，其中锗、钨、钨价走势较好；钴价走势较差。
- **上半年有色金属板块运行综述：**2013年上半年有色板块是申万一级板块中环比跌幅第三的板块，环比下跌17.7%，主要因为金属价格持续下跌。个股方面，申万有色板块90家公司中仅有14家公司上涨，逊于一季度的25家公司环比上涨。
- **基本金属价格短期上升、中长期谨慎。**短期受中国、欧元区经济持续复苏影响以及9、10月份海外订单转暖影响，基本金属价格仍将上涨。然而中长期需求下降、供给增加以及金融属性减弱的基本面没有改变，所以价格仍将下行。
- **贵金属价格进入中期震荡行情。**短期价格仍将上涨，但空间有限。短期利空来自于美国QE退出，中期利空来自于美国10年期国债收益率上升。金价利好源于全球通胀压力逐步上行。
- **稀有金属板块：持续看好稀土与锂。**在全球新能源、新材料不断发展的背景下，持续看好稀土与碳酸锂：1) 看好稀土资源整合与收储预期支撑价格上涨；2) 看好永磁的高端需求；3) 看好电池级碳酸锂的需求。
- **重点推荐：看好小金属与深加工。**资源类：天齐锂业、厦门钨业；加工类：银邦股份、银河磁体、贵研铂业、正海磁材。
- **风险提示：**欧债危机反复、美国量宽提前结束、中国经济增速放缓。

代码	股票名称	EPS (元, 摊薄后)			投资评级	
		2012A	2013E	2014E	上期	本期
002340	格林美	0.18	0.22	0.28	增持	增持
002501	利源铝业	0.43	0.63	0.88	增持	增持
002466	天齐锂业	0.28	0.22	0.37	买入	买入
002428	云南锗业	0.15	0.24	0.26	增持	增持
300337	银邦股份	0.53	0.68	0.99	增持	增持
600489	中金黄金	0.53	0.41	0.59	增持	增持
600459	贵研铂业	0.19	0.33	0.47	买入	买入
002237	恒邦股份	0.64	0.60	0.68	买入	买入
600549	厦门钨业	0.77	0.85	1.24	买入	买入
600111	包钢稀土	0.77	0.69	0.84	增持	增持
000060	中金岭南	0.21	0.26	0.32	增持	增持
600497	驰宏锌锗	0.21	0.31	0.41	增持	增持
000970	中科三环	0.61	0.36	0.44	增持	增持
300224	正海磁材	0.62	0.33	0.41	增持	增持

资料来源：Bloomberg, 海通证券研究所

目 录

1. 有色金属行业运行情况综述	6
2. 有色金属板块运行情况综述	7
3. 基本金属：选业绩增长明显与主题概念	8
3.1 铜：中国经济复苏或成短期价格推动因素	9
3.2 铝：总体维持过剩格局	10
3.3 铅锌：库存下降支撑价格	14
4. 贵金属：金价进入中期震荡行情	17
5. 稀有金属：持续看好稀土及碳酸锂	19
5.1 稀土：供给紧缩+成本支撑刺激稀土价格回升	19
5.3 锂：需求向好，价格长期趋势向上	31
5.4 钨：供需面改善支撑钨价上涨	34
5.5 锆：供给偏紧，价格进入上升通道	35
6. 再生资源：金属循环利用，水到渠成时	37

图目录

图 1 上半年金属均价同比涨跌幅 (%)	6
图 2 上半年金属价格环比涨跌幅 (%)	6
图 3 2013 年上半年有色金属板块涨幅居前 10 个股 (%)	7
图 4 2013 年上半年有色金属板块跌幅居前 10 个股 (%)	7
图 5 2013 年上半年申万一级板块环比涨跌 (%) (板块涨跌幅按算术平均计算)	7
图 6 中国固定资产投资增速 (%)	8
图 7 中国 M2 同比增速 (%)	8
图 8 各国 PMI 数据	8
图 9 铜价与库存走势图	9
图 10 国内外铝价走势图	10
图 11 营业收入稳步增长 (万元)	12
图 12 毛利率持续上升 (%)	12
图 13 毛利率出现小幅下滑	13
图 14 期间费用小幅增长 (%)	13
图 15 铅锌价格走势	14
图 16 海内外锌库存及国内进口量	15
图 17 金价可能的支撑位	18
图 18 轻稀土价格走势 (氧化镨钕, 元/吨)	19
图 19 中重稀土价格走势 (氧化镝, 元/千克)	19
图 20 此次工信部联合八部门打击走私时间安排	20
图 21 2013 上半年公司营业收入分布	22
图 22 2013 上半年公司营业毛利占比图	22
图 23 烧结钕铁硼 N35 (元/公斤)	24
图 24 全球 2012-2018 年预计复合增长率 (%)	25
图 25 中科三环组织结构图	26

图 26 正海磁材营业收入、营业成本、毛利率.....	28
图 27 我国风机产成品同比增长 (%)	29
图 28 银河磁体股权结构图 (持有公司股权 5%以上)	30
图 29 天齐锂业现有资产收入与毛利率.....	32
图 30 天齐锂业现有资产毛利 (万元)	32
图 31 钨精矿 (65%) 价格走势 (元/吨)	34
图 32 我国钨精矿产量同比增速 (%)	34
图 33 我国工业增加值增速 (%)	34
图 34 区熔锆锭价格同比增长 38.20% (锆锭, 元/公斤)	36
图 35 毛利率从 2012Q4 持续下降.....	38
图 36 公司销量稳步增长	39
图 37 毛利率下滑拖累营业利润 (%)	39

表目录

表 1 铜子板块公司经营情况（归属母公司净利润）	9
表 2 铝子版块公司经营情况	11
表 3 公司产能分布情况（万吨）	14
表 4 铅锌子板块公司经营情况.....	15
表 5 公司产品产量.....	16
表 6 目前最新储量数据（驰宏锌锗由于塞尔温矿仍在勘探过程，因此未加入权益量） .	16
表 7 主营业务收入及毛利额	17
表 8 矿产品产量	17
表 9 贵金属子板块公司经营情况（归属母公司净利润）	19
表 10 稀土子板块公司经营情况（将厦门钨业归为稀土矿山公司）	20
表 11 2013H1 子公司盈利情况（万元）	22
表 12 公司近年盈利情况	23
表 13 钨精矿价格回顾	23
表 14 公司房地产开发产品.....	24
表 15 公司大股东持股比例（%）	24
表 16 被日立金属诉讼厂商名单	25
表 17 主营业务收入、毛利额以及毛利率	27
表 18 募投项目进展.....	27
表 19 历往公司前五大客户营业收入及占比	28
表 20 募投项目情况.....	29
表 21 钕铁硼磁体各地区专利期限.....	29
表 22 公司主要产品产能分布情况（吨）	31
表 23 非公开发行募资扣费后投向	33
表 24 公司产能分布情况（吨）	33
表 25 公司采矿权储量及配额	35

表 26 公司主要产品产能 (吨/年)	35
表 27 公司募投项目进展	35
表 28 公司矿山资源情况	37
表 29 稀有金属子版块公司经营情况	40

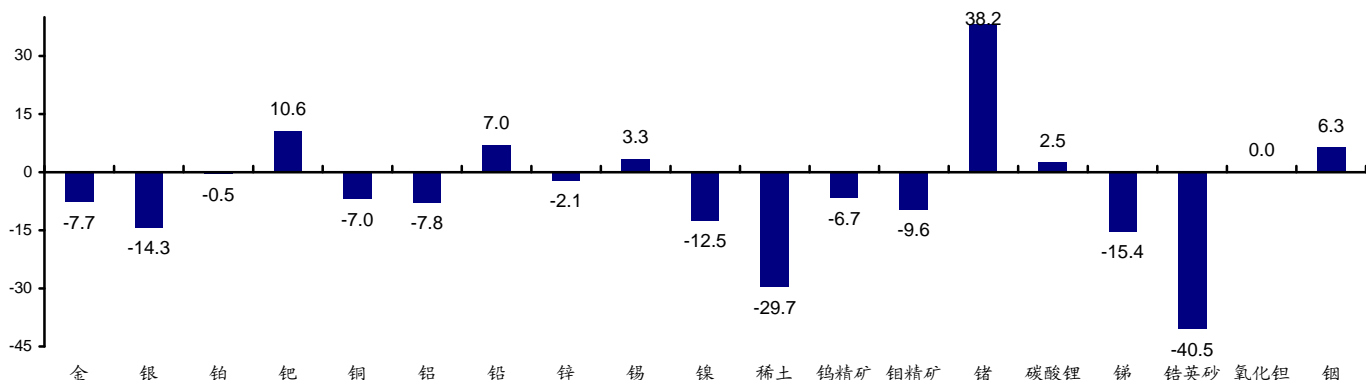
1. 有色金属行业运行情况综述

2013年上半年有色金属行业仍处于比较低迷的状态，最主要的原因仍在于需求增长乏力，虽然美国经济在上半年复苏良好，但是金属消费大国中国的消费却同比下行。金属价格方面，2013年1H价格环比上升最多的是钨价（环比上升15.1%），同比上升最多的是锆价（同比上升38.2%）；环比下跌最多的是锆英砂（环比下跌40.5%），同比下跌最多的仍为锆（同比下跌35.2%）。

从子板块分析，上半年由于美国QE退出预期突然增强导致金价同比、环比双双下跌，而基本金属中，铅、锡价格出现同比、环比上涨。小金属中，锆价上涨较多，铟的价格也出现环、同比双上升。此外值得注意的是，稀土价格环比明显好于同比，这说明上半年稀土下跌幅度要小于去年下半年。

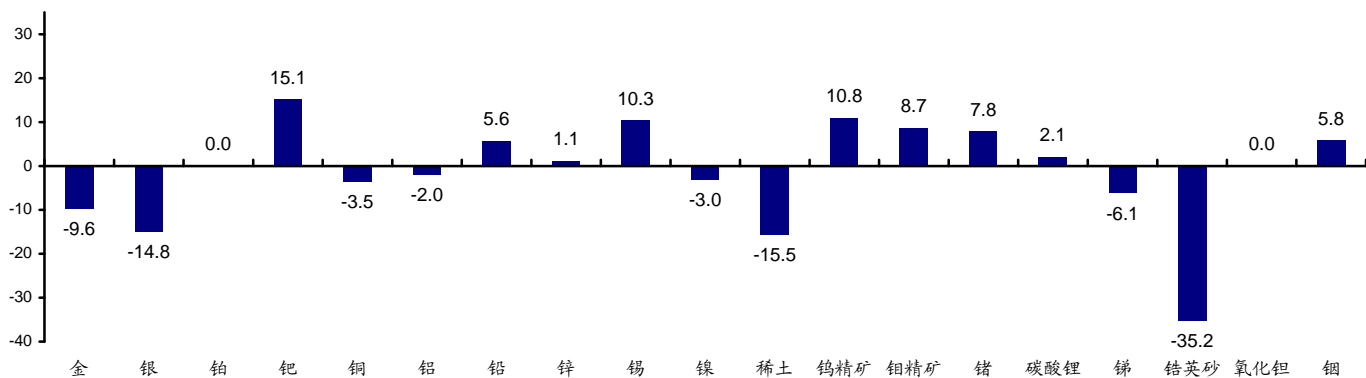
展望未来2个季度，我们认为“行业整体缺乏机会，坚持自下而上寻求个股”。大宗金属方面存在一个共同的利空：美联储退出QE。同时基本金属下游需求下半年难以大幅回升。在此背景下，金属价格的上涨对板块而言只有交易性机会。相对而言，银邦股份、贵研铂业、亚太科技、海亮股份这些有业绩、有概念的公司值得关注。稀有金属方面，仍坚持看好稀土与碳酸锂。稀土下半年打黑与收储的预期较强，价格仍有20%-30%的涨幅。碳酸锂价格虽然波动较小，但是中长期看好锂电池的需求。

图1 上半年金属均价同比涨跌幅（%）



资料来源：百川资讯，海通证券研究所

图2 上半年金属价格环比涨跌幅（%）



资料来源：百川资讯，海通证券研究所

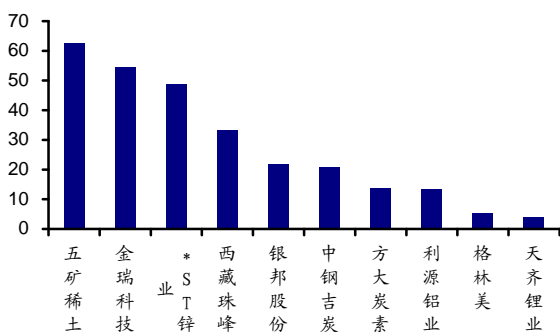
2. 有色金属板块运行情况综述

2013 年上半年有色板块是申万一级板块中环比跌幅第三的板块（2013 年 6 月收盘价与 2012 年 12 月收盘价比较），环比下跌 17.7%，较一季度环比下跌 9.0%更甚。行业缺乏整体性机会，同时金属价格在 4 月份出现大跌。个股方面，申万有色板块 90 个公司中仅有 14 家公司上涨，也逊于一季度的 25 家公司环比上涨。

上半年跌幅居前 10 的个股分别为辰州矿业、常铝股份、包钢稀土、豫光金铅、中金黄金、*ST 株冶、铜陵有色、中色股份、恒邦股份和宏达股份。从这 10 支股票分析，大多集中在贵金属与基本金属中，其中贵金属类个股有 3 支，这和金价在 4 月份大跌有关。

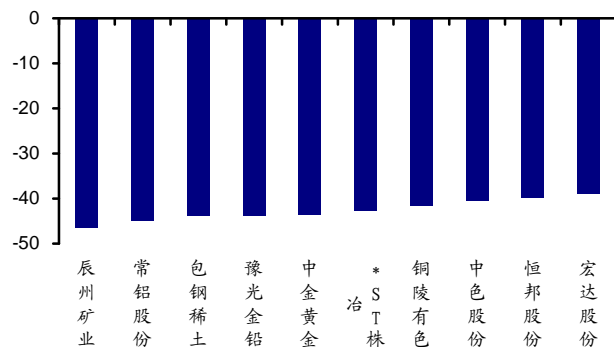
上半年涨幅居前 10 的个股分别为五矿集团、金瑞科技、*ST 锌业、西藏珠峰、银邦股份、中钢吉炭、方大碳素、利源铝业、格林美和天齐锂业。行业分布较广，这说明一季度投资策略注重自下而上的选股思路。涨幅居前的个股的共性是：重组、增再融资或者热门概念。这三点或将成为下半年有色个股的投资逻辑，在此逻辑下稀土、3D 打印、环保、新能源这些概念或将表现出较好的相对收益。

图 3 2013 年上半年有色金属板块涨幅居前 10 个股 (%)



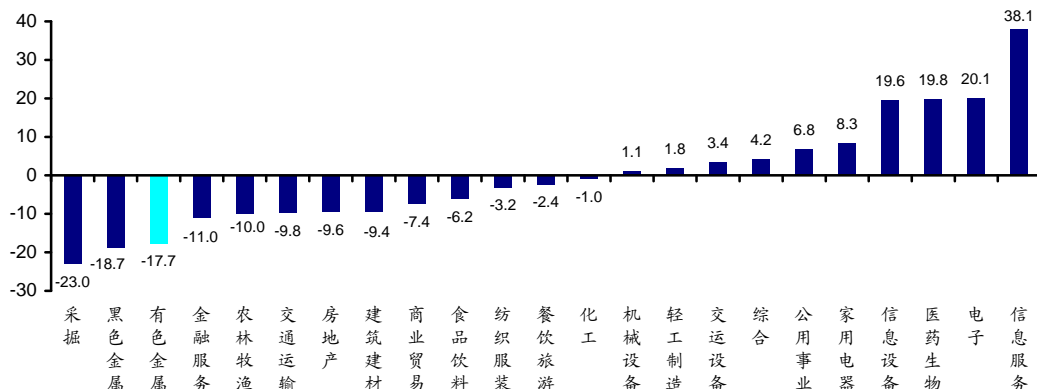
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 4 2013 年上半年有色金属板块跌幅居前 10 个股 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 5 2013 年上半年申万一级板块环比涨跌 (%) (板块涨跌幅按算术平均计算)



资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 基本金属：选业绩增长明显与主题概念

2013 年上半年，基本金属价格涨跌不一，出项分化的原因主要有两点：第一，铜价金融属性较大，在上半年美 QE 退出预期较强的情况下，铜价跌幅较大；第二，其他基本金属的金融属性较弱，去年的价格已经处于低位；第三，铅锌受上游供给偏紧影响，价格上涨。

我们维持在 2013 年 2 季度策略中对基本金属行业的评价：库存高、需求减、供给增，对于行业走势的判断是：价格持续震荡，喜忧参半。下半年利空因素主要为：1) 中国流动性不足导致基本金属终端需求不足，2) 美联储 QE 退出，3) 高油价打压复苏中的欧洲经济；利好因素：中国、美国与欧元区的经济都处于复苏的过程中，虽然复苏的程度不同。

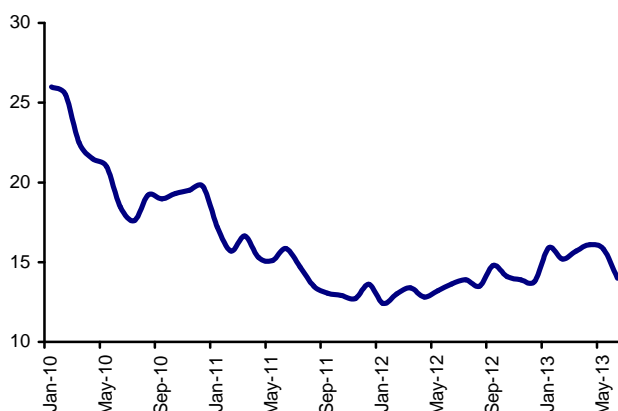
A 股的投资方面：由于需求不振，金融属性减弱等不利因素导致金属价格中期震荡。在此大背景下，基本金属板块缺乏趋势性机会，建议关注有业绩与有题材的个股：1) 海亮股份业绩增长快，估值相对较低；2) 银邦股份，热点题材；3) 亚太科技，今年业绩大幅增长，解禁概念。

图 6 中国固定资产投资增速 (%)



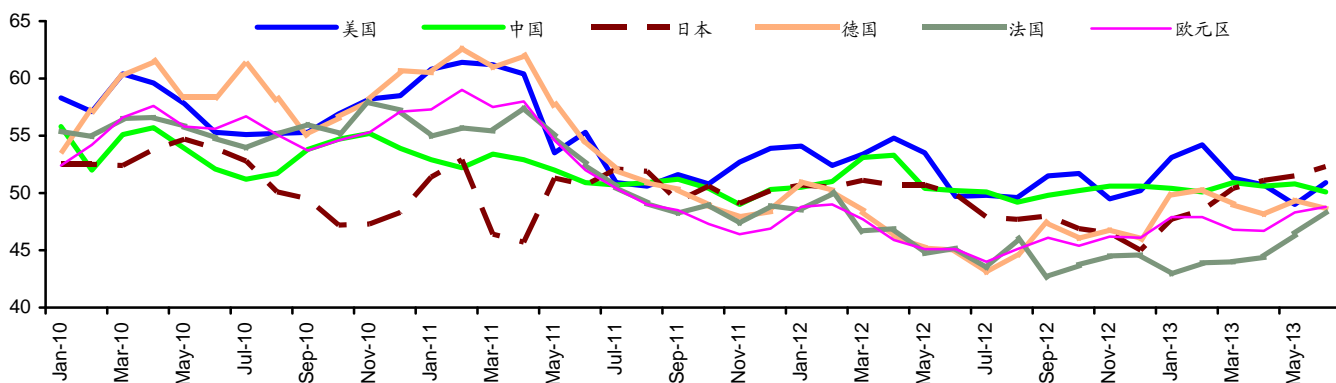
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 7 中国 M2 同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 8 各国 PMI 数据

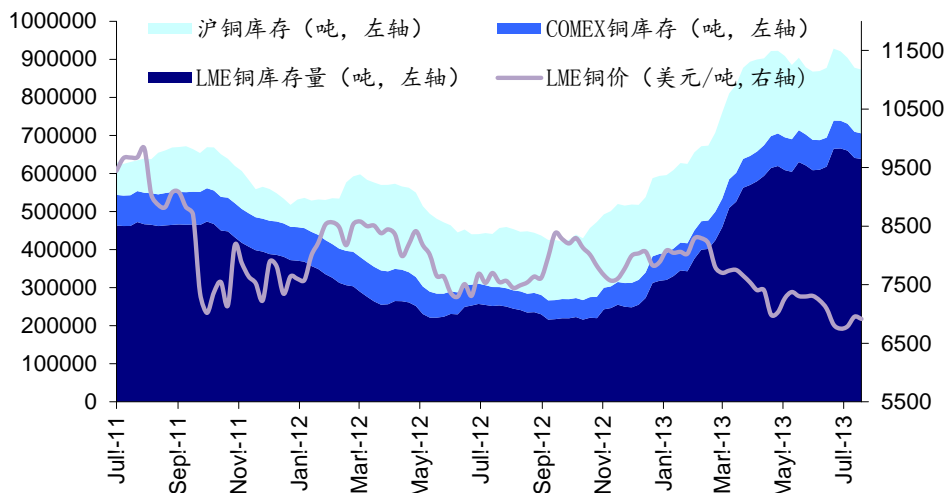


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

3.1 铜：中国经济复苏或成短期价格推动因素

进入2013年6月份后，全球铜库存出现一定程度的回落，这一方面是由于2季度中国铜需求环比上升，另一方面上由于中国铜融资在二季度放缓。我们维持铜价中期震荡下行观点，主要原因有三：需求增长放缓、全球矿山供给增长快速、金融需求逐渐下降。短期而言，铜价仍能上涨，主要因为中国、欧洲经济在3季度环比复苏良好，同时9、10月份海外订单增加。所以短期铜价仍能上涨，7500美元/吨为阻力位。

图9 铜价与库存走势图



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

A股铜企中，海亮股份值得关注。海亮股份是铜企中业绩唯同比和环比上涨的公司，此外海水淡化以及海外矿山是其潜在利好题材。

表1 铜子板块公司经营情况（归属母公司净利润）

公司	12 净利 (万元)	11 净利 (万元)	YOY (%)	13.1H 净利 (万元)	12.1H 净利 (万元)	YOY (%)	2013年1-9月业绩预告
铜陵有色	92,387	143,208	-35.49	30,179	49,764	-39.36	-
云南铜业	2,489	62,194	-96.00	-81,800	26,780	-405.45	-
精诚铜业	-5,697	2,390	-338.35	-474	-2,366	-79.97	净赚 0-500 万元
海亮股份	23,353	22,937	1.81	13,678	8,381	63.20	同比增幅 30%-80%
精艺股份	558	2,149	-74.04	-1,460	2,070	-170.52	亏损 400-1400 万元
西部资源	18,647	24,690	-24.48	1,991	7,479	-73.38	有所下降
鑫科材料	1,027	3,410	-69.88	-1,464	962	-252.15	
江西铜业	521,587	654,945	-20.36	124,041	257,618	-51.85	较大幅度下降
中科合臣	12,781	507	2418.83	3,850	-730	-627.57	
盛屯矿业	1,550	2,733	-43.29	-509	-2,418	-78.93	
博威合金	10,727	13,450	-20.24	4,327	5,326	-18.75	
西部矿业	4,253	85,871	-95.05	10,517	13,422	-21.64	
合计	683,661.49	1,018,485.09	-32.87	102,876.05	366,288.78	-71.91	

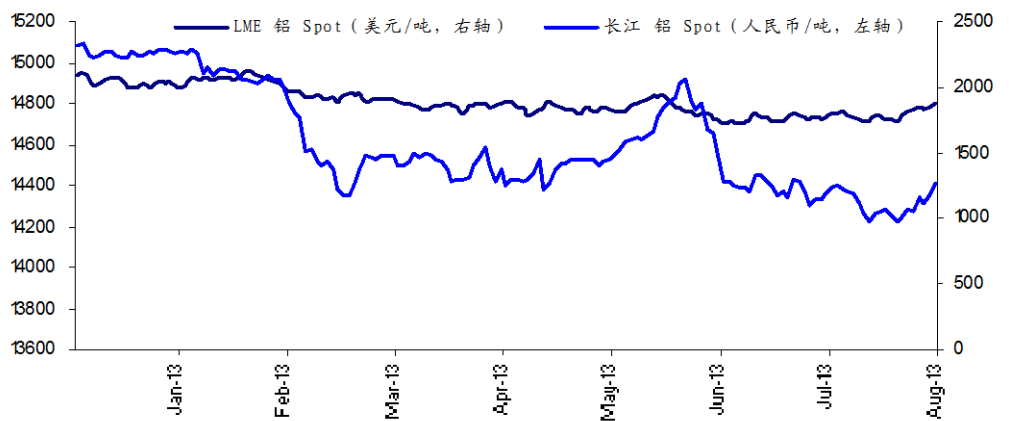
资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 铝：总体维持过剩格局

2013 年上半年，全球流动性萎缩、金价意外大跌以及最大消费源中国经济缓慢增长，国内外铝价呈现高开低走格局。2013 年 6 月，LME 现货月和三月期铝平均价分别为 1816 美元/吨和 1856 美元/吨，环比下降 0.8%和 0.3%；2013 年上半年 LME 现货月和三月期铝平均价格分别为 1918 美元/吨和 1955 美元/吨，同比下降 7.7%和 7.6%。

相对于外盘而言，国内铝价年初上行乏力，总体呈现窄幅震荡。之后随着国内铝市库存压力持续上涨，国内铝价开始下跌。得益于供需改善和收储效应，铝价开始小幅反弹。但受到美国退出宽松政策及中国银行间拆借市场利率失常的影响，铝价急转直下，大幅下探。2013 年 6 月，沪铝现货和三月期货的均价分别为 14725 元/吨和 14740 元/吨，同比均下降 7.7%和 7.7%。

图 10 国内外铝价走势图



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

2013 年上半年，中国电解铝产量 1184 万吨，同比增长 10.1%，产量增速较去年同期有所放缓；原铝累计减产规模约为 110 万吨，同期新增产能相对有限，减产效应将在以后逐步显现。虽然国内刚性需求稳定，原铝消费增速有所回升，但国内市场供过于求的局面仍难以改观，企业经营压力较大。据估计，上半年中国原铝市场过剩 25 万吨。

受需求不振，以及铝价下滑的影响，铝子行业盈利能力逐步削弱。2013 年上半年，19 家铝 A 股上市公司实现归属于母公司净利润 7641 万元，主要是受中国铝业亏损 6.24 亿元、云铝股份亏损 1.29 亿元，以及中孚实业亏损 1.97 亿元的影响。除这三家外，其余 16 家 2013 年上半年实现净利润 10.26 亿元，同比小幅下滑 3.48%。

从部分公司 2013 年 1-9 月业绩预告中可以看出，除利源铝业、亚太科技、栋梁新材等伴随有产能释放，仍保持增长外，其他企业多是业绩下滑或预亏。

表 2 铝子版块公司经营情况

公司简称	2013年1-6月净利润(万元)	2012年1-6月净利润(万元)	同比增长(%)	2013年1-9月业绩预告
中国铝业	-62,380	-325,326	-	
云铝股份	-12,868	-2,507	-	
怡球资源	7,190	9,268	-22.42	
利源铝业	15,043	10,742	40.04	增长幅度: 30%-50%
亚太科技	7,282	5,540	31.43	增长幅度: 20%-50%
银邦股份	5,040	7,073	-28.75	
鲁丰股份	602	-347	-	变动幅度: -20%-10%
新疆众和	5,802	8,432	-31.20	
明泰铝业	3,185	5,401	-41.03	
常铝股份	-2,923	-3,455	-	净利润亏损 4500-5000 万元
焦作万方	12,445	4,365	185.08	
中孚实业	-19,735	-4,299	-	
南山铝业	31,324	38,882	-19.44	
东阳光铝	4,835	8,280	-41.61	
闽发铝业	2,336	2,073	12.71	增长变动: -10%-20%
栋梁新材	5,095	4,376	16.42	增长幅度: 5%-35%
罗普斯金	4,492	3,846	16.81	增长幅度: 5%-30%
宁波富邦	-1,272	-684	-	可能为亏损
宜安科技	2,150	2,536	-15.21	
合计	7,641	-225,804	-	

资料来源: Wind, 公司公告, 海通证券研究所

3.2.1 利源铝业: 产品结构调整, 毛利率不断提升

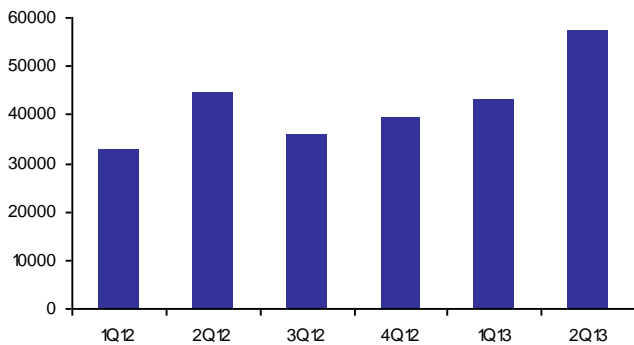
公司 8 月 13 日公布半年报, 2013 年 1-6 月实现销售收入 10.02 亿元, 同比增长 29.71%; 营业利润 1.73 亿元, 同比增长 46.95%; 利润总额 1.79 亿元, 同比上涨 41.32%; 实现归属于母公司股东的净利润 1.50 亿元, 同比增长 40.04%; 基本每股收益 0.40 元。2013 年 1-9 月公司净利润预增 30%-50%。

主要观点:

收入与毛利率不断提升。2013 年 1-6 月, 公司收入增长 29.71%, 毛利增长 44.77%, 毛利率达到历史新高 26.64%。公司通过继续提高高端品占比、延伸产业链的方式, 增加产品附加值, 同时降低产品加工过程中的各项消耗, 节约成本, 从而提高毛利率, 达到历史高点。

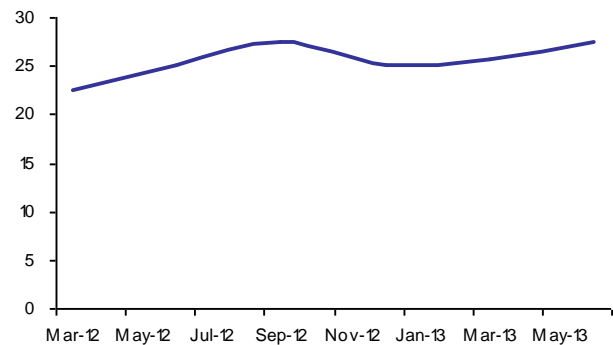
分产品来看, 深加工材毛利率同比提升 3.99 个百分点, 达到 29.92%; 工业用材毛利率也同比上涨 2.26 个百分点, 达到 26.08%; 建筑装饰用材毛利率提升较少, 也有 2.26 个百分点的提高, 达到 23.92%。

图 11 营业收入稳步增长 (万元)



资料来源：2012-2013 年定期公告，海通证券研究所

图 12 毛利率持续上升 (%)



资料来源：2012-2013 年定期公告，海通证券研究所

财务费用大幅增长侵蚀利润空间。财务费用 7212.83 万元，同比增长 81.77%，主要因为银行贷款增加，占毛利约 27%，较大程度侵蚀利润空间，增发资金已到位，下半年将得到缓解；销售费用 207.92 万元，同比下降 58.18%，源于公司负担运费的产品比重减少，相应减少了运输及物料消耗费用；管理费用 1607.12 万元，同比下降 10.01%。三项费用合计 9027.87 万元，同比增长 44.42%，与毛利增长大体同步。

维持公司“买入”的投资评级。公司作为东北、华北地区仅次于辽宁忠旺的铝型材供应商，具有明显的规模、质量、品牌和成本优势。我们认为，公司未来的业绩增长将来源于量价齐升：（量）“大截面交通运输铝型材深加工项目”逐步放量，以及增发“轨道交通车体材料深加工项目”建成投产；（价）产品结构向深加工、高附加值方向转移，加工费持续提升。

我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.63 元、0.88 元和 1.02 元。结合行业的估值水平，我们维持公司“买入”的投资评级，目标价 15.66 元，对应 2013 年 25 倍 PE。

主要不确定性。铝锭价格大幅波动；成本大幅增长；公司在建工程实施进度变化。

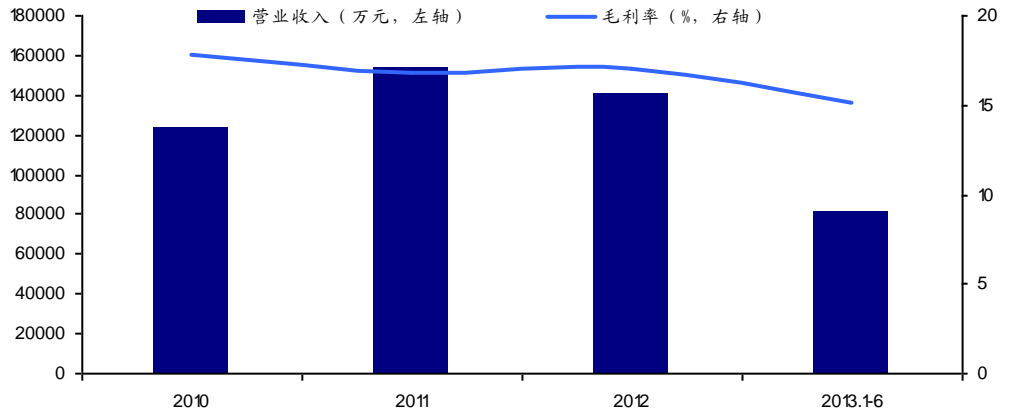
3.2.2 银邦股份：费用增长侵蚀利润空间

公司 8 月 10 日公布半年报，2013 年上半年实现营业收入 8.14 亿元，同比增长 10.15%；营业利润 5854.26 万元，同比下降 17.78%；利润总额 5928.94 万元，同比下降 25.51%；归属于上市公司股东净利润 5039.60 万元，同比下降 28.75%；基本每股收益 0.27 元。

主要观点：

营业收入增长源于销量增长。2013 年上半年，公司收入增长 10.15%，主要源于产品销售量的增长。三类主要产品收入增减不同，其中铝合金复合材料营业收入增长 23.08%，主要原因为公司对于汽车行业的销售量增加，同时公司今年调整了市场策略，根据市场和公司产能大力调整产品结构；铝合金非复合材料营业收入增长 6.02%，主要来源于下游各行业的需求增加；铝基多金属复合材料营业收入下降 21.11%，下降主要是由于原材料价格大幅下降，公司也根据市场情况适当下调了产品价格。

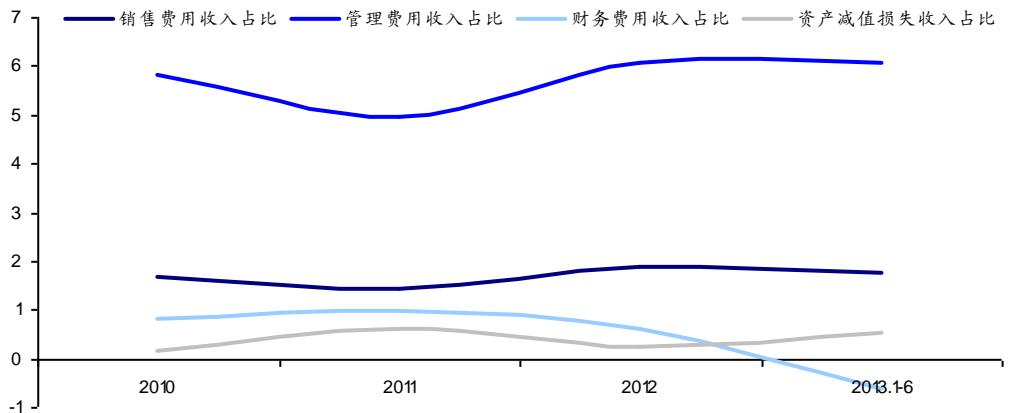
图 13 毛利率出现小幅下滑



资料来源：招股书及定期公告，海通证券研究所

营业利润下滑源于费用增长。报告期内，公司毛利仅下滑 6.89%，而营业利润同比下滑 17.78%，主因有三：1、销售量增加，产品销售费用同比增加 20.48%；2、2013 年 2 月公司建立韩国销售处，且研发投入大量增加，导致管理费用同比增长 48.25%；3、计提坏账准备同比增加 370%，源于营收账款增加，资产计提相应增加。此外，报告期内公司收到的政府补助等营业外收入同比大幅减少 87.83%，导致归属于母公司净利润下滑 28.75%。

图 14 期间费用小幅增长 (%)



资料来源：招股书及定期公告，海通证券研究所

飞而康进展顺利。2013 年上半年，参股公司飞而康（45%）实现营业收入 9.36 万元，净利润-115.79 万元。截至报告期末，飞而康各个项目进展顺利，3D 打印业务已经开始正常生产，部分产品 3 季度将开始批量生产，公司已经决定扩大 3D 打印设备的投入，增加产能规模；金属粉末设备已经调试完毕，预计 3 季度进入批量生产。

研发实力雄厚。报告期内，公司铝-不锈钢复合材料的研发已经成功，产品已经获得客户的认证，且已经开始小批量销售，预计 3 季度末进入大批量销售阶段，这将提高本年度及以后年度的营业收入和营业利润。公司下阶段将主要进行铝基轴瓦材料及铝铜复合材料的研发。

年产 20 万吨层压式金属复合材料扩建项目进展顺利。公司在现有产能设备的基础上，淘汰了目前落后的设备，扩大了层压式金属复合材料的产能。达产后公司层压式金属复合材料将由现有的年产 7.5 万吨扩大到年产 20 万吨，其中铝合金复材料 10 万吨，

铝基多金属复合材料 5 万吨，铝合金非复合材料 5 万吨，成为国内铝合金复合材料及基多属生产规模最大、技术最先进的专业企之一。

表 3 公司产能分布情况 (万吨)

产品名称	原有产能	新增产能	产能合计	注释
铝合金复合材料	3.5	6.5	10	
铝基多金属复合材料	2	3	5	项目建设期 2 年，预定可使用状态日期 2016 年 7 月 31 日，目前投资进度 23.7%。
铝合金非复合材料	2	3	5	

资料来源：招股书及相关项目建设公告等，海通证券研究所

维持公司“增持”评级。公司作为国内规模最大的钎焊用铝合金复合板带箔生产企业之一，也是国内唯一的电站空冷系统用铝钢复合带材的批量生产企业。公司利用研发和技术优势，致力于铝合金复合材料、铝基多金属复合材料以及铝合金非复合材料的研究、生产和销售。特别是年产 20 万吨层压式金属复合材料扩建项目达产后公司产能将由 7.5 万吨扩大到 20 万吨，公司产品结构将更加合理，公司在行业中的优势将愈加巩固，市场竞争力将大为增强，为长期、稳定、持续发展奠定基础。

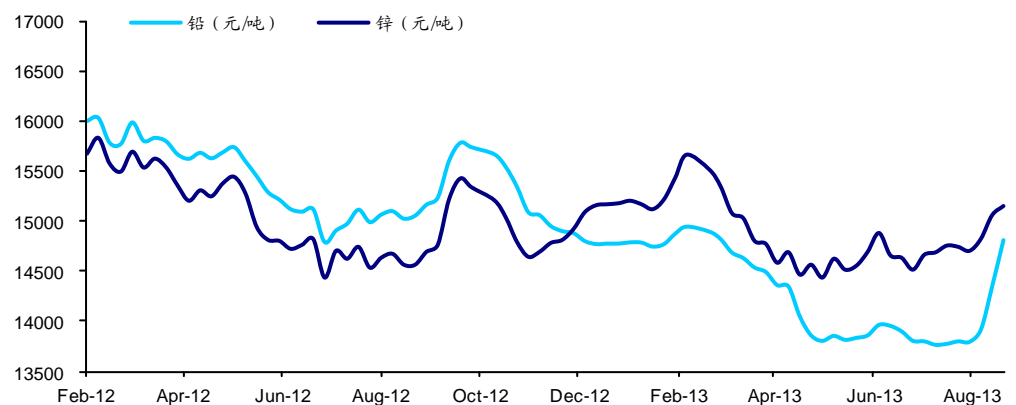
我们根据产能调整情况，给予公司 2013-2015 年 EPS 0.68 元、0.99 元和 1.21 元的盈利预测。考虑到公司的高成长性，以及成本控制能力增强，给予目标价 30.62 元，对应 2013 年 45 倍 PE。

主要不确定性。原材料价格大幅下跌风险；新产品开发和产业化失败风险；市场竞争风险；募投项目能否按时达产风险。

3.3 铅锌：库存下降支撑价格

2013 年 1-2 季度单季铅均价分别为 1.47 和 1.39 万元/吨，锌均价分别为 1.52 和 1.46 万元/吨。2 季度铅均价同比下降 9%，而锌价同比下降近 3%。而整个 8 月，铅价从月初的 1.4 万元/吨以下一路上涨回升至近 1.5 万元/吨（一季度均价），涨幅约 7%。

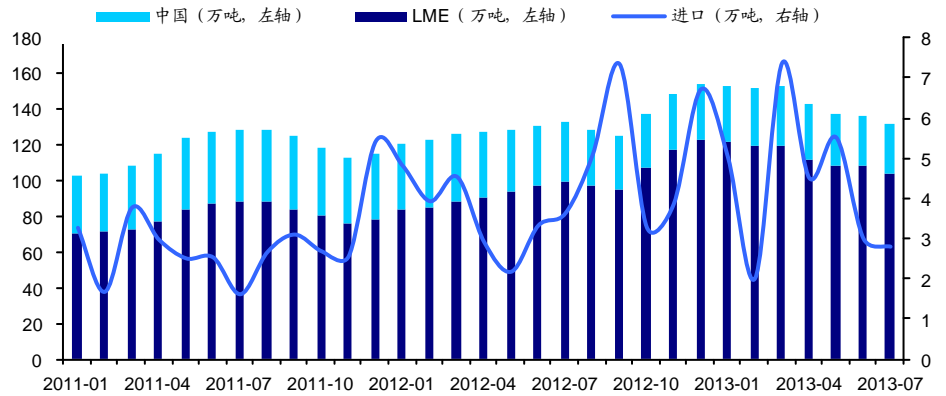
图 15 铅锌价格走势



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

结合库存，整个 2 季度呈现价格与库存同时下降局面；细化而言，无论是 LME 还是国内期交所库存均下降，有力支撑铅锌价格回暖。

图 16 海内外锌库存及国内进口量



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

由于金属价格低迷, 导致中报业绩同比均大幅下降。其中驰宏锌锗上半年业绩良好的原因是二季度公司全资子公司驰宏加拿大矿业以 5000 万加元折价并购塞尔温驰宏矿业 50% 合营权益, 折价并购形成营业外收入 2.38 亿元。

下游冶炼企业普遍续亏, 而这也正是铅锌产业走向更为健康的供需体系之前必须经理的“阵痛”。

表 4 铅锌子板块公司经营情况

类型	公司	总股本 (亿股)	EPS (元, 摊薄后)						YOY (%)	
			12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2Q	13H1	13.2Q
矿业	驰宏锌锗	16.7	0.04	0.05	0.03	0.08	0.03	0.17	117.4	226.6
	中金岭南	20.6	0.04	0.06	0.05	0.06	0.04	0.02	-42.4	-73.0
	宏达股份	10.3	0.01	-0.19	-0.08	-0.25	0.00	-0.09	续亏	续亏
	中色股份	9.8	0.04	0.03	0.02	0.11	0.02	0.00	-67.2	-95.9
	罗平锌电	1.8	0.02	-0.39	0.48	0.01	-0.21	-0.13	续亏	续亏
冶炼	ST 株冶	5.3	0.00	-0.68	-0.23	-0.27	-0.09	-0.28	续亏	续亏
	豫光金铅	3.0	0.17	-0.11	0.07	0.04	-0.13	-0.70	续亏	续亏
	*ST 锌业	11.1	-0.10	-0.17	-0.46	-2.41	0.01	0.06	扭亏	扭亏
	西藏珠峰	1.6	-0.07	-0.08	-0.10	0.71	-0.09	-0.07	续亏	续亏

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3.1 驰宏锌锗: 折价购矿增厚业绩

公司公布 2013 年中报业绩: 上半年收入 73.89 亿元, 同比上升 31.17%, 归属于上市公司股东的净利润为 3.35 亿元, 折合最新股本摊薄后 EPS 为 0.2 元。2013 年 1-2 季度单季 EPS 分别为 0.03 和 0.17 元, 2 季度 EPS 同比增长 226.6%。扣除非经常性损益后的归属上市公司股东净利润为 1.10 亿元, 折合 EPS 为 0.07 元。

主要结论: 二季度公司全资子公司驰宏加拿大矿业以 5000 万加元折价并购塞尔温驰宏矿业 50% 合营权益, 折价并购形成营业外收入 2.38 亿元。公司为 A 股铅锌龙头 (国资背景强), 地处云南, 丰富的矿产资源保障了公司长期资源储备 (未来预计国内权益铅锌储量达到 1000 万吨)。在当前价格下, 假设稳定扩产, 2013-15 年自产铅锌矿分别为 12、25 和 30 万吨, 预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.31、0.41 和 0.44 元。目标价 12.00 元, 对应 2013-2015 年动态 PE 分别为 38.7、29.2 和 27.2 倍。

海外折价购矿增厚业绩。上半年铅锌矿价格疲弱（铅精矿均价为 1.2 万元/吨，锌精矿为 1 万元/吨），铅锌精矿合计收入为 6.3 亿元，毛利率达到 43%。二季度公司全资子公司驰宏加拿大矿业以 5000 万加元折价并购塞尔温驰宏矿业 50% 合营权益，折价并购形成营业外收入 2.38 亿元。

表 5 公司产品产量

	2012	2013H1
铅锌（万吨）	19.63	8.74
其中：锌锭（万吨）	8.97	3.98
锌合金（万吨）	3.77	1.74
电铅（万吨）	6.88	3.00
银产品（吨）	78.13	32.05

资料来源：历年财报、海通证券研究所

未来公司国内权益储量预计达到 1000 万吨。2012 年公司铅锌产量为 20 万吨，银 78 吨，其中约 60% 自产（2011 年共生产铅锌量 25 万吨）。未来储量增加来源：1) 根据已有的地质资料，公司拥有的矿山厂和麒麟厂矿产资源储量大、品位高，富含价金属，远景金属资源储量预计超过 600 万吨。2) 公司在昭通市彝良县拥有 5.3185 平方公里范围内的采矿权，远景金属资源储量预计超过 300 万吨。公司还拥有整个彝良矿冶加工基地规划区 193 平方公里区域内铅锌资源的勘探、开采、精选和冶炼的具有排他性的整体开发权，正在对该区域的铅锌矿产资源进行整合。

表 6 目前最新储量数据（驰宏锌锗由于塞尔温矿仍在勘探过程，因此未加入权益量）

	驰宏锌锗	中金岭南	西部矿业	宏达股份
权益资源储量（万吨）	525	703	440	856
自给率	约 60%	约 70%	100%	约 60%
开采成本	中井开采，成本较高	中井开采，成本较高	中井开采，成本较高	露天开采，成本低
矿石品位	约 20%	约 15%	约 10%	约 8.5%

资料来源：2013 年 3 月公告，海通证券研究所整理

未来精炼产能预计扩大至 100 万吨/年。驰宏锌锗拥有探矿—选矿—冶炼完整的铅锌产业链，公司有三大冶炼基地：会泽基地、曲靖基地、呼伦贝尔基地。冶炼方面，现有铅锌精炼产能 26 万吨/年，随着会泽 16 万吨/年铅锌冶炼项目、呼伦贝尔 20 万吨/年铅锌冶炼项目的逐步投产，公司铅锌精炼产能将达 60 万吨/年，而公司“十二五”规划更是计划扩产铅锌精炼产能至 100 万吨/年。

主要不确定性。铅锌产品价格和铅锌精矿价格的大幅度波动将会影响公司利润。同时，伴随公司会泽 16 万吨冶炼项目和呼伦贝尔 20 万吨冶炼项目的逐步投产，公司将会增加锌原料（主要为锌精矿、锌焙砂）和铅原料（主要为铅精矿、粗铅）的对外采购量将增大，公司利润受铅锌价格影响明显。

3.3.2 中金岭南：贸易业务减少利好整体盈利能力

公司半年报显示上半年收入 40.50 亿元，同比下降 50.22%，归属于上市公司股东的净利润为 1.2 亿元，折合 EPS 为 0.06 元，1-2 季度单季 EPS 分别为 0.04 和 0.02 元，其中二季度 EPS 同比下降超过 70%。

盈利预测及评级。公司在铅锌企业中的盈利能力及治理能力均处于龙头地位，未来几年自产矿稳定增长，假设铅锌价格每年有 3-5% 的增长，我们预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.26、0.32 和 0.37 元。鉴于公司行业龙头地位及未来海外矿山投产预期，给予目标价 10 元，对应 2013-15 年动态 PE 分别为 37、31 和 27 倍，增持评级。

贸易收入减少导致整体收入同比大幅下降，利好公司盈利能力；同时上半年矿山及冶炼环节毛利率下降。上半年贸易收入为9亿元，同比下降80%以上，这也导致最终整体收入同比下降50%。此外，上半年精矿及冶炼合计收入为23亿元，同比增加25%，而毛利率大幅下降（合计毛利率仅约25%）。

表7 主营业务收入及毛利额

主营		2011	2012H1	2012	2013H1
营业收入 (万元)	营业收入	1866905	809657	1839955	405010
	铅锌精矿产品	403648		405535	120917
	冶炼主产品 (铅锌银)	454729	188005	240230	114307
	有色金属贸易业务	732237	486512	1072856	94407
	其它	276291	135140	121334	75379
营业毛利 (万元)	营业毛利	311960	96383	215161	75665
	铅锌精矿产品	189848		174624	41804
	冶炼主产品 (铅锌银)	38632	75497	9364	15986
	有色金属贸易业务	12	156	361	-16
	其它	83468	20730	30812	17891
营业毛利率	营业毛利率	17%	12%	12%	19%
	铅锌精矿产品	47%		43%	35%
	冶炼主产品 (铅锌银)	8%	40%	4%	14%
	有色金属贸易业务	0.00%	0.03%	0.03%	-0.02%
	其它	30%	15%	25%	24%

资料来源：公司各年财报、海通证券研究所

矿产品产量维系正常水平。国内生产精矿铅锌金属量8.75万吨，比去年同期8.54万吨增长2.46%；精矿含银50.21吨，比去年同期47.51吨增长5.68%；硫精矿36.18万吨，比去年同期32.85万吨增长10.14%。报告期，国外生产精矿铅锌金属量5.62万吨，比去年同期6.46万吨减少13.00%；生产精矿含铜金属量5320吨，比去年同期5790吨减少8.12%；精矿含金金属量271公斤，比去年同期213公斤增长27.18%；精矿含银金属量23.49吨，比去年同期31.52吨减少25.48%。

表8 矿产品产量

产品		2013H1	2012H1
国内	精矿铅锌金属 (万吨)	8.75	8.54
	精矿含银 (吨)	50.21	47.51
国外	精矿铅锌金属 (万吨)	5.62	6.46
	精矿含铜 (吨)	5320	5790
	精矿含金 (千克)	271	213
	精矿含银 (吨)	23.49	31.52

资料来源：2013年中报，海通证券研究所整理

主要不确定性。铅锌价格具有较大波动，下游需求疲软。

4. 贵金属：金价进入中期震荡行情

短期金价仍看多，前期逻辑不变：第一，受QE退出以及财政收紧影响，美经济指标出现不及预期的状况；第二，欧元区经济在三季度持续好转，打压美元，增加原油消费；第三，地缘政治问题。金价阻力位1500美元/盎司。难以大幅上涨主要在于年内QE退出的预期较强（虽然9月QE退出的预期减弱）。然而未来两年金价将以震荡为主。

下行的空间：我们认为金价难以突破1150美元/盎司的支撑区间，否则金价将进入QE1的波动范围内，即最低将跌至700美元。维持前期观点：“QE2和QE3对实体经济的帮助有限，或者说更多的是推升了通胀及金属的金融属性，所以黄金从其间获利最多，而且由于是虚拟资产，回吐相对容易。但是QE1对实体经济的拉动效果明显，而且在QE1期间通胀可控，黄金不属于最受益的资产。如果QE2和QE3带给金价较多“泡沫”，那么在QE1时期，金价难以产生很多泡沫，相应地，金价也就难以大幅下跌。”在美国QE退出后，美国将面临通胀渐起的风险，同时欧元区也逐步摆脱欧债影响，风险偏好将上升，这都利好金价。

上行的空间：我们认为 1500-1550 美元/盎司将是金价的阻力位。第一，1550 美元/盎司是金价 QE3 的启动点位（或者说 1530 美元/盎司）；第二，1500-1550 美元/盎司是前期金价的较强阻力位。从基本面而言，短期金价最大的利空在于美国 QE 退出，中期利空是 10 年期国债收益率的上升。

图 17 金价可能的支撑位



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

A 股贵金属公司中，我们认为银泰资源、恒邦股份和贵研铂业值得关注。

1) 银泰资源转型成功，依靠优质的银矿资源将大幅提升业绩，此外公司储量的增加也较为明显，目前公司股价不高，具有投资价值。

2) 恒邦股份主要是由于对金价的 Beta 最大，适合波段操作。所以在贵金属存在交易性机会时，值得参与恒邦股份。不过需要关注公司高库存带来的计提。

3) 贵研铂业属于贵金属加工型公司，与环保概念和汽车概念的相关性较高。2013 年公司贵金属回收产量持续扩大将支撑公司业绩，维持“买入”评级。

表 9 贵金属子板块公司经营情况 (归属母公司净利润)

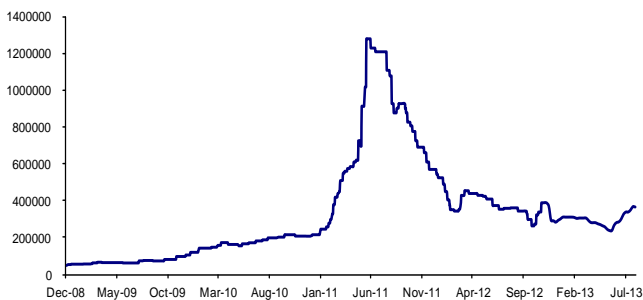
公司简称	12 年净利 (万元)	11 年净利 (万元)	YOY (%)	13.1H 净利润 (万元)	12.1H 净利 (万元)	YOY (%)	2013.1-9 月业绩预告
盛达矿业	34,423	35,122	-1.99	15,034	14,930	0.70	
银泰资源	1,618	2,997	-46.01	20,229	851	2276.86	
辰州矿业	53,686	54,052	-0.68	7,862	31,357	-74.93	下滑 50%-80%，
恒邦股份	29,031	24,486	18.56	13,732	14,185	-3.19	预计-20%-10%。
大元股份	1,106	-6,206	-117.82	-1,111	1,373	-180.98	
荣华实业	1,099	1,719	-36.06	359	115	213.24	
贵研铂业	2,997	3,719	-19.42	3,754	2,812	33.51	
中金黄金	155,744	181,665	-14.27	57,959	82,441	-29.70	
山东黄金	217,115	190,244	14.12	96,742	140,563	-31.18	
赤峰黄金	23,790	42	56483.82	4,482	28	16019.78	
紫金矿业	521,121	571,257	-8.78	109,805	238,471	-53.95	
合计	1,041,731.76	1,059,096.99	-1.64	328,847.56	527,124.03	-37.61	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 稀有金属: 持续看好稀土及碳酸锂

5.1 稀土: 供给紧缩+成本支撑刺激稀土价格回升

稀土价格在 2013 年 2 季度末(集中在 5 月份)大幅下跌, 氧化镨价格从月初近 200 万元/吨一路下跌至 110 万元/吨; 而后从 6 月初至今, 氧化镨价格一路回升并稳定在 200 万元/吨以上。

图 18 轻稀土价格走势 (氧化镨钕, 元/吨)


资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

图 19 中重稀土价格走势 (氧化镨, 元/千克)


资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

稀土板块盈利情况: 上游矿山及冶炼企业除了包钢稀土以外, 其余企业 2 季度业绩均呈现大幅缩减态势, 这主要与稀土价格及需求疲弱有关。而细化到下游磁材类公司, 正海磁材 2 季度业绩环比上升, 主要由于国内外风电及空调市场的回暖。中科三环 2 季度业绩环比下降, 宁波韵升 2 季度业绩环比基本保持稳定。而三者 2 季度单季业绩同比均下降在 60-75%。

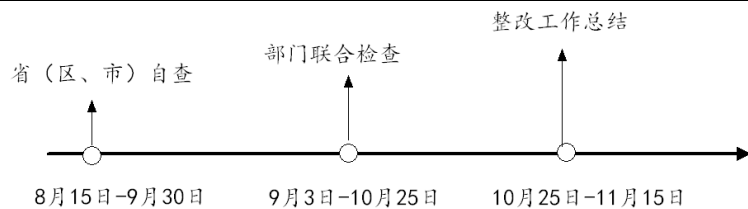
表 10 稀土子板块公司经营情况（将厦门钨业归为稀土矿山公司）

类型	公司	总股本（亿股）	EPS（元，摊薄后）						YOY（%）	
			12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2Q	13H1	13.2Q
矿山类	五矿稀土	9.8	-0.07	-0.10	-0.10	0.56	0.03	-0.02	-106.0	-82.7
	包钢稀土	24.2	0.50	0.15	0.05	-0.07	0.10	0.33	-33.0	122.2
	广晟有色	2.5	0.01	0.03	0.11	0.09	-0.12	-0.16	-835.6	-719.5
	厦门钨业	6.8	0.16	0.32	0.16	0.13	0.02	0.09	-78.2	-72.8
	盛和资源	3.8	-0.04	-0.29	-0.05	0.79	0.03	0.04	-121.2	-114.9
磁材类	中科三环	10.7	0.23	0.20	0.10	0.08	0.12	0.05	-60.9	-75.0
	宁波韵升	5.1	0.21	0.37	0.20	0.11	0.15	0.14	-49.1	-60.8
	正海磁材	2.4	0.18	0.21	0.17	0.06	0.03	0.09	-68.6	-57.3

资料来源：Wind，海通证券研究所

工信部联合八部委联合打击稀土盗采走私刺激稀土板块大幅上涨。8月7日，工信部原材料工业司发函表示：八部门将组织开展打击稀土行业违法违规行为专项行动。要求为地方政府对本地区稀土行业管理负总责，自2013年8月15日至11月15日开展打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动。

无论是省（区、市）还是部门联合检查，参照的依据均为2011年7月《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》（见附录），相比两年前的《若干意见》，此次专项活动所涉及的稀土开采、生产、流通整体产业链的规范内容更为详细。此外，本次专项行动的责任主体是稀土生产地地方人民政府，责任归属清晰，有利于加强地方打击力度。

图 20 此次工信部联合八部门打击走私时间安排


责任主体是稀土生产地地方人民政府

资料来源：工信部，海通证券研究所整理

由于该事件对于稀土行业意义重大，因此我们特意将具体的工作方案进行叙述：

（1）主要任务：一是检查地方各级政府落实《若干意见》精神及属地监管责任情况，执行指令性生产计划、开采总量控制指标、环保核查、安全生产、增值税专用发票等规章制度落实情况。二是对辖区内稀土矿山、冶炼分离和贸易企业（含中央企业）逐一进行核查。摸清稀土矿山企业生产量、销售量及流通情况；冶炼分离企业矿产品来源及数量，生产量、销售量；贸易企业稀土矿和冶炼分离产品来源及数量，销售量及下游客户，填写核查表。三是清理从废旧产品中回收利用稀土的企业，查清原料来源及数量、销售量。四是核查非法开采、生产的举报线索。五是在上述工作基础上，集中查办一批违法违规典型案件。

（2）工作重点和要求：一是重点查处非法盗采、无证勘查和开采等违法行为，严厉查处稀土矿山生产存在的越界开采、超指标开采行为，取缔非法开采（回收）矿点，依法没收矿产品及违法所得，并予以处罚；清理建设项目中违规回收稀土资源行为，对

未按要求回收稀土资源行为的，立即责令停产整改。二是整顿违规生产行为，重点核查冶炼分离企业矿产品来源、执行指令性计划和相关政策情况。依法没收其收购的非法开采和无法说明来源的稀土矿产品及违法所得，并予以处罚。对无计划、超计划生产企业，立即责令停产。对无环评、安评批复文件的，责令停产整改。对2011年5月10日《若干意见》发布后，未经国家有关部门批准新建的冶炼分离企业（项目）一律责令停产（停建）。三是打击流通环节的违法违规行为，重点检查贸易企业购销的稀土矿产品，对买卖非法开采和无法说明来源的稀土矿产品，依法没收矿产品及违法所得，并予以处罚。对稀土贸易企业将收购的合法矿产品销售给无计划生产企业及购销无计划冶炼分离企业产品的，责令停止贸易行为。引导稀土矿山企业将矿产品直接销售给有计划指标的冶炼分离企业。四是清理稀土废旧产品回收及综合利用企业，查清与生产数量对应的原料来源、数量及库存原料，并予以核实。对以“资源综合利用”为名，变相收购加工非法稀土矿产品的，立即责令停产整改，依法没收非法稀土矿产品及违法所得，并予以处罚。检查项目立项、土地、环评等批复文件，对手续不全的，责令停产整改。五是打击黑色利益链，各地要认真核查举报的违法开采、生产、销售、走私稀土产品等线索，凡存在违法违规行为的，依法进行查处。有关重点稀土产区要建立举报奖励制度，设立举报电话。六是检查稀土监管责任落实情况，各地要对照《若干意见》要求，检查各级政府落实稀土管理责任，执行指令性生产计划、开采总量控制指标、环保核查、安全生产、增值税专用发票等规章制度落实情况，对发现的问题，要立即进行整改，进一步明确加强监管的措施，落实责任单位和责任人。充分发挥增值税专用发票在稀土监管中的作用，研究落实增值税专用发票与生产计划的挂钩政策措施。工业主管部门将会同国土、税务、工商等有关部门定期到冶炼分离企业检查矿产品来源情况，及时纠正违法违规行为。

（3）进度安排：开展专项行动时间为2013年8月15日至11月15日。分为三个阶段：一是省（区、市）自查：8月15日至9月30日，由各省（区、市）人民政府组织相关部门，对稀土矿山、冶炼分离和贸易企业自2012年6月1日至2013年7月30日以来的生产、销售数据等资料，要到企业现场进行逐一核查，填写核查表，并将查处情况及整改措施于9月30日前函告工业和信息化部。二是部门联合检查：9月30日至10月25日，工业和信息化部会同有关部门及专家组成联合检查组，检查各地落实《若干意见》和专项行动进展情况，指导督促有关地区深入开展专项行动，落实监管责任，建立长效机制，加强稀土行业管理工作。三是整改工作总结：10月25日至11月15日，各地对本次专项行动要进行认真总结，针对发现的问题，研究提出有针对性的整改措施。工业和信息化部将会同有关部门认真总结专项行动开展情况、取得的成效及促进稀土行业健康发展的措施建议，上报国务院。

（4）组织保障：一是加强组织领导，明确责任分工，这次专项行动由相关省（区、市）人民政府统一负责，有关部门按分工开展工作，国土资源部门负责查处稀土非法开采、超指标开采等违法违规行为；工业主管部门会同国土、税务、工商等相关部门整治稀土冶炼分离企业、稀土废旧产品回收利用企业及贸易企业的违法违规行为，检查无计划、超计划生产、增值税专用发票使用情况；环境保护部门负责整治环境污染问题；安监部门负责整治安全生产问题；海关负责打击走私行为；公安部门负责打击专项行动中发现的涉嫌犯罪行为。稀土生产地地方人民政府是本次专项行动的责任主体，特别是稀土主产地地方人民政府，要层层落实监管责任制，切实解决存在的突出问题，确保专项行动取得实效。二是加强监督检查，严格责任追究，要根据专项行动的内容，逐级开展监督检查，确保整治工作取得成效，防止走过场。对整治效果显著的地方，要给予表扬；对问题突出、工作不力的，要督促整改或通报批评；对有关部门不认真整治，甚至支持、纵容违法违规行为，以及瞒案不报、有案不查、查处不力的，由监察部门依法依规严肃追究有关单位和人员的责任。三是加强宣传引导，通报典型案件，充分发挥新闻媒体的舆论导向和监督作用，大力宣传专项行动工作的成效，宣传正面典型，推广先进经验，营造良好舆论氛围；主动通报和曝光典型违法违规案件。

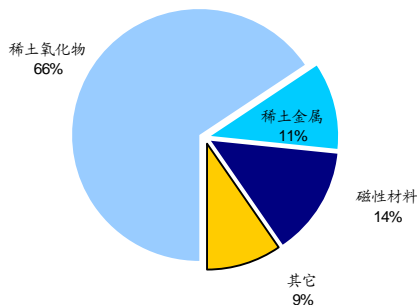
5.1.1 包钢稀土：中报业绩超市场预期

公司公布 2013 年中报，2013 年 1-6 月实现营业收入 48.3 亿元，同比减少 23.27%；归属于上市公司股东净利润 10.5 亿元，同比减少 33.03%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 10.2 亿元，同比减少 34.17%；基本每股收益 0.434 元，同比减少 33.03%，1-2 季度单季 EPS 分别为 0.101、0.333 元。

主要结论。公司中报超过市场预期，且正值稀土板块受到打击走私利好，我们提高 2013-15 年稀土价格年均增幅假设至 15%，预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.69、0.84 和 1.01 元。给予目标价 36.00 元，对应动态市盈率分别为 52、42 和 36 倍，增持评级。

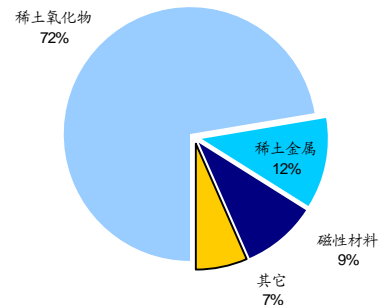
中报业绩大超预期。从主营业务上来看，稀土氧化物占据了营业收入及营业毛利的大部分，分别为 66%及 72%。在 2012 年报中，公司计划 2013 年度实现营业收入 75 亿元，营业成本 51.9 亿元，期间费用 13.6 亿元。报告期，公司实现营业收入 48.32 亿元，完成全年计划的 64.43%；营业成本 31.99 亿元，期间费用 6.29 亿元；利润超预期。

图 21 2013 上半年公司营业收入分布



资料来源：2013 年中报，海通证券研究所

图 22 2013 上半年公司营业毛利占比图



资料来源：2013 年中报，海通证券研究所

国贸公司亏损 15 亿元导致少数股东权益为负。从主要子公司盈利能力看，全南包钢晶环稀土公司盈利能力较强，而国际贸易公司以及淄博包钢灵芝稀土公司上半年亏损严重。其中国际贸易公司（合计权益 62.97%）上半年营业收入 43 亿元，净利润-15.3 亿元，亏损原因主要为经营成本上升，产品销售价格下跌，并计提了大额资产减值损失。国贸公司组建于 2008 年 8 月，少数股东分担的当期亏损超过了少数股东在该公司期初所有者权益中所享有的份额，导致合并损益表中少数股东权益近-6 亿元。

表 11 2013H1 子公司盈利情况（万元）

子公司	权益	总资产	净资产	收入	净利润
国贸公司	62.97%	1118768	216739	429847	-153051
包头华美高科	100.00%	91677	55973	92398	6465
和发稀土	51.00%	54275	36858	32141	-295
淄博包钢灵芝稀土高科	36.05%	77304	41450	39685	-2382
京瑞新材料	39.30%	29568	21751	12571	-1360
全南包钢晶环稀土	49.00%	100023	23552	28671	534
信丰县包钢新利稀土	48.00%	50940	18906	13472	-270
天骄清美稀土	60.00%	26210	23909	6647	-330
包钢稀土磁性材料	100.00%	84015	29727	21707	251

资料来源：2013 年中报，海通证券研究所

不确定性分析。稀土产品价格未来可能继续下跌，会压缩公司产品的盈利空间。

5.1.2 厦门钨业：稀土价反弹为动力，集团增持作催化

公司公布 2013 年中报情况：上半年收入 36.5 亿元，同比下降 19.32%，归属于上市公司股东的净利润为 0.7 亿元，同比下降 77.69%；对应 EPS 为 0.1044 元，同比下降 77.69%。2013 年 1-2 季度单季 EPS 分别为 0.0177、0.0867 元，2 季度 EPS 同比减少 72.86%，2012 年 1-2 季度单季 EPS 分别为 0.1588 和 0.3194 元。

表 12 公司近年盈利情况

	2012.1Q	2012.2Q	2013.1Q	2013.2Q
营业收入 (亿元)	18.5	26.8	15.1	21.4
归属于母公司的净利润 (亿元)	1.1	2.2	0.1	0.6
对应 EPS (元)	0.16	0.32	0.02	0.09

资料来源：公司各年公告，海通证券研究所整理

主要结论：上半年钨价一路上涨，刨除稀土计提 1.1 亿元减值准备，上半年主业 EPS 约 0.25 元。而稀土价格大跌也是公司股价在上半年疲弱的主因。目前稀土价格呈现全线反弹态势，而且我们认为氧化钨价格受到成本支撑及供给受限等多重利好将继续走强，预计 2013 年稀土新材料板块能够扭亏。在钨价稳定上涨、能源新材料业务扭亏及公司房地产业务释放的假设下，我们预计 2013-15 年 EPS 分别为 0.85、1.24 和 1.57 元。

估值方面，福建省稀土整合平台及大股东自身经营信心（自 2012 年 12 月至今，集团累计增持上市股份 0.95%）赋予了公司高估值。给予 2013 年 EPS47 倍市盈率（过去三年公司平均市盈率为 45-50 倍，钨行业平均估值 50 倍，稀土平均估值 70 倍），对应目标价 40 元，买入评级。

钨板块：上半年钨精矿价格一路上涨，钨主业盈利丰厚。上半年的钨业务收入为 27 亿元，同比下降 10%，主要原因在于均价同比下降，产量方面没有明显变化。目前钨精矿价格稳定在 14 万元/吨上方，整个上半年钨市场呈现一路上涨态势。1 季度同比下降 16%，2 季度同比基本持平，环比上涨 13%；整体上半年的钨精矿价格同比下降 10%。在盈利能力上反应为：一季度需求冷清，盈利能力同比下降；二季度，钨产品国内外需求回暖，销售价格逐步上涨，盈利水平好转。

表 13 钨精矿价格回顾

	2012.1Q	2012.2Q	2013.1Q	2013.2Q
钨精矿价格 (万元/吨)	13.4	12.5	11.3	12.8

资料来源：百川资讯、海通证券研究所整理

稀土板块：稀土计提导致上半年业绩同比大幅下滑。能源新材料业务是公司最大的亏损项。上半年的收入为 6 亿元，虽然稀土价格持续下跌，但是电池材料的需求有所增长；导致最终的收入同比基本保持稳定。而从 2013 年 7 月份公布的业绩快报中显示：报告期公司稀土产品延续低迷状态，销售价格及销售销量同比大幅下降，公司下属福建省长汀金龙稀土有限公司因经营亏损及计提存货准备亏损 1.1 亿元。展望下半年，稀土价格触底反弹，工信部全国性打击走私力度增强及国家收储预期增加将利好稀土板块股价。

房地产业务：下半年海峡国际社区三期贡献业绩。上半年公司房地产业务收入为 2.4 亿元（2012 年上半年收入为 8.1 亿元），主要由于上半年没有房地产项目集中交房；毛利率方面，房地产业务一直保持在 25-30% 水平。根据公司房地产项目竣工计划（海峡国际社区三期项目预计于年底竣工），下半年房地产业务将贡献业绩。

表 14 公司房地产开发产品

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	13年初 (万元)	截止13年中 (万元)	备注
漳州原石滩国际社区项目	2011年12月	2018年12月	44.5亿	77364	94416	
都江堰项目	2012年12月	2015年	2.9亿	13909	14051	目尚未开工, 期末余额主要是土地出让款
海峡国际社区三期项目	2009年12月	2013年12月	11.2亿	45890	59847	
海峡国际社区四期项目	2011年9月	2014年12月	7亿元	29012	34434	
海峡国际社区后期项目	2009年12月	2015年10月	6亿	26980	27483	
东山腾丰项目	2013年7月	2018年7月	9亿元	1784	1811	目尚未开工, 期末余额主要是土地出让款
合计				194939	232042	

资料来源: 2013年中报, 海通证券研究所整理

大股东不断增持股份, 显示经营信心。福建稀土集团最早于2012年12月4日通过上交所交易系统增持了0.175%股份, 投入3360万元, 均价28.13元/股。当时集团认为公司股价具备长期投资价值, 因而决定增持, 同时公布后续一年增持计划: 增持比例大于0.5%、小于2% (含本次已增持股份)。截止2013年2季度末, 集团共增持上市股份0.95%。

表 15 公司大股东持股比例 (%)

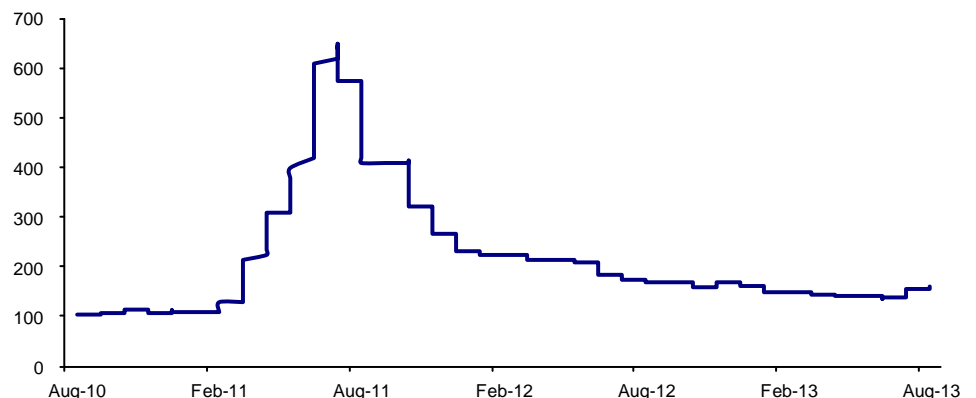
	截止至今	2013年1季报	2012年报	2012年3季报
福建省稀有稀土(集团)有限公司	34.55	33.88	33.78	33.60
五矿有色金属股份有限公司	15.58	15.58	15.58	20.58
日本联合材料株式会社	9.37	9.37	9.37	9.37
日本三菱商事株式会社	0.62	0.62	0.62	0.62
福建省潘洛铁矿有限责任公司	0.51	0.51	0.51	0.51

资料来源: 各财务期财报, 海通证券研究所整理

不确定性分析。钨下游需求疲弱导致钨价疲弱。稀土下游需求疲弱。

5.2 磁材板块: 稀土板块投资轮动+日本专利问题催生投资机会

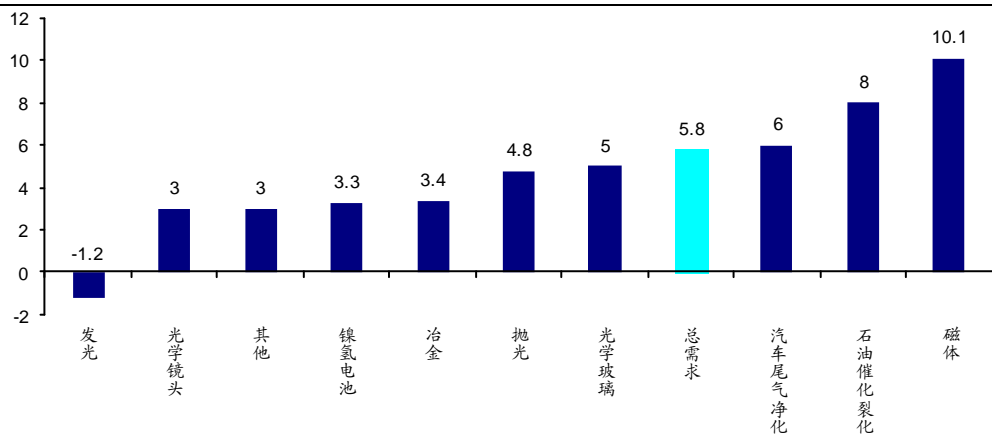
由于公司牌号众多 (目前最高批量生产牌号为N54), 百川资讯的N35磁材仅供投资者更加直观了解价格趋势变化: 2012年上半年均价为21万/吨, 2013年上半年的均价为14万/吨, 同比下滑33%。

图 23 烧结钕铁硼 N35 (元/公斤)


资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所整理

根据稀土协会的预测, 未来五年上述稀土应用领域中, 增长速度较快的依次是磁体 (10.1%)、石油催化剂 (8%)、汽车尾气催化剂 (6%), 稀土总需求的复合增速将达到5.8%。

图 24 全球 2012-2018 年预计复合增长率 (%)



资料来源：稀土协会，海通证券研究所

中国企业联合起诉日立专利聚焦产业目光，若失败利好国内高端磁材产业。2013年7月11日，由山西磁材联盟发起，多家磁材厂在沈阳召开了中国稀土永磁产业发展促进会（名称暂定）成立大会。会议成立了钕铁硼稀土永磁国内专利专案组和国际专利专案组。会议选举中北通磁为促进会会长单位，拟联合行业兄弟单位，发起针对日立金属的已于2003年到期的钕铁硼专利官司，预计该机构年内递交专利诉讼材料。

目前每年8万吨的钕铁硼产量中，有2万到3万吨的量是不能正常出口的。若能够在该场诉讼中取胜，那么有助于企业开拓国际市场。但与此同时，也可能产生新的问题：如果专利问题解决，非专利授权企业与专利授权企业之间的争夺将更加激烈，不但对有授权专利的企业造成冲击，一旦客户完全抛弃专利限制的理念，价格恶性竞争、群雄割据的复杂局面将不可避免。

如果官司打输，意味着日立金属的专利延续，未来十几年可能更长时间，除获得专利授权的8家国内企业外，其他钕铁硼企业生产的产品都变成了不合法出口，只能在国内销售，国内高端市场的供给格局得到维护。

回顾2012年8月17日，日本日立金属及其在美建立的烧结钕铁硼磁体工厂日立金属北卡罗来纳公司，向美国国际贸易委员会(ITC)申请，对包括中国4家钕铁硼企业在内的全球29家企业发起“337调查”。其中，涉及到的中国3家企业分别为正海磁材、宁波金鸡和安徽大地熊，此后，由于成功应诉，三家企业在2013年5月与日立金属签订了和解协议，并同时获得了日立金属的专利授权。这一事件也导致正海磁材股价在5月份大幅上涨（上涨逻辑在于日立专利打开新的需求市场）。

表 16 被日立金属诉讼厂商名单

烟台正海磁材有限公司	AKG Acoustics GmbH
宁波金鸡钕铁硼强磁材料有限公司	Harman International Industries
安徽大地熊新材料股份有限公司	Maxon Precision Motors, Inc.
Skullcandy, Inc.	Dr. Fritz Faulhaber GmbH & Co. KG
Beats Electronics, LLC	Micromo Electronics, Inc.
Monster Cable Products, Inc.	TELEX Communications, Inc.
Bose Corp.	Bosch Security Systems, Inc.
Callaway Golf Co.	Electro-Optics Technology, Inc.
Taylor Made Golf Co.	Nexteer Automotive Corp
Adidas America, Inc	Bunting Magnetics Co.
Milwaukee Electric Tool Corp.	Viona Corp.
Techtronic Industries Co. Ltd.	Allstar Magnetics LLC
DeWALT Industrial Tool Corp.	Dura Magnetics Inc.
Electro-Voice, Inc.	Integrated Magnetics, Inc.
Shure Inc.	-

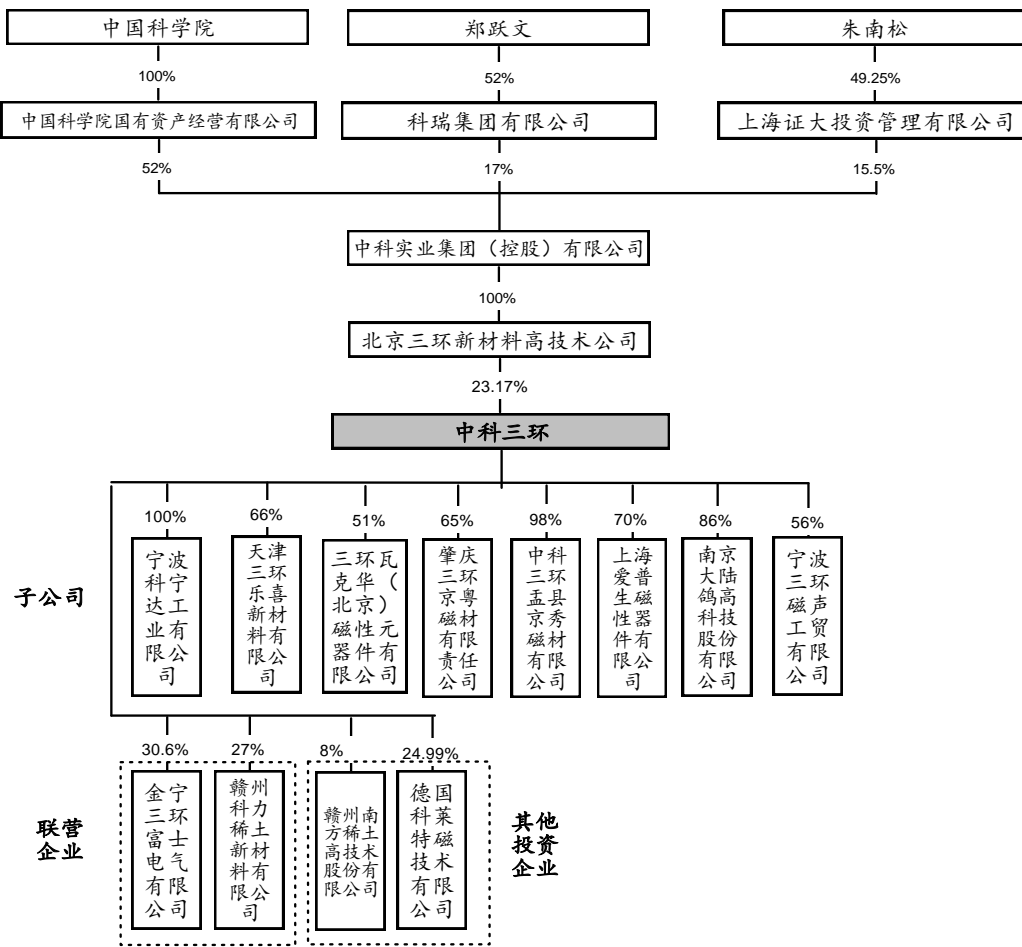
资料来源：日立金属网站，海通证券研究所整理

5.2.1 中科三环：稀土价格反弹利好下半年盈利

近期 2013 年中报显示，2013 年上半年实现营业收入 17.3 亿元，同比减少 39.2%，归属于上市公司股东的净利润为 1.8 亿元，同比减少 60.92%，折合 EPS 为 0.17 元，同比减少 62.22%。1-2 季度单季 EPS 分别为 0.12、0.05 元。

盈利预测及评级。公司主营集中，已开拓出了庞大的客户群体。假设磁材产品以年均 20% 增长且稀土价格平稳，预计 2013-15 年 EPS 分别为 0.36、0.44 和 0.51 元，鉴于目前稀土价格反弹，板块存在自上游资源向下游加工轮动的投资机会，目标价位 18 元，对应动态 PE 分别为 49.8、41.2 和 35.1 倍，增持评级。

图 25 中科三环组织结构图



资料来源：最新年报、海通证券研究所整理

稀土价格下跌导致收入下降，磁材毛利率维持在 30% 水平。上半年稀土原材料价格下降导致本产品销售价格下降(根据百川资讯显示，上半年 N35 磁材均价同比下降 33%)和订单下降。目前公司工厂开工率维持在 70% 左右。从主营细项看，磁材产品仍旧占据公司业绩主体，毛利率保持在 30% 以上水平。

表 17 主营业务收入、毛利额以及毛利率

主营	2011H1	2011	2012H1	2012	2013H1	
营业收入 (万元)	总营业收入	178089	569584	284543	493384	173006
	磁材产品	176022	566515	282970	490017	171710
	电动自行车	781	1312	970	2213	577
	其他	1286	1757	603	1154	719
营业毛利 (万元)	营业毛利	42095	167879	99475	163158	53127
	磁材产品	41178	181126	99373	162234	52771
	电动自行车	194	197	17	329	24
	其他	723	-13444	85	595	332
营业毛利率	总营业毛利率	24%	29%	35%	33%	31%
	磁材产品	23%	32%	35%	33%	31%
	电动自行车	25%	15%	2%	15%	4%
	其他	56%	-765%	14%	52%	46%

资料来源：公司各年财报，海通证券研究所

募投项目尚未实现效益。公司在定向增发前是全球第二（仅次于日本 NEOMAX）钕铁硼永磁材料生产企业，拥有钕铁硼产能 14000 吨/年，包括烧结钕铁硼磁体 12000 吨/年，粘结钕铁硼磁体 1500 吨/年；募投项目建设进展顺利。

表 18 募投项目进展

募投项目	新增毛坯产能	实施主体	总投资 (万元)	进度	预计投产时间
北京新能源汽车、节能家电用高性能稀土永磁材料技改扩产项目	家电用：1000 吨/年 汽车用：800 吨/年	中科三环 (100%)	23325	0.75%	2015 年
天津风力发电、节能家电用高性能稀土永磁材料技术改造项目	家电用：600 吨/年 风电用：1600 吨/年	三环乐喜 (66%)	15000	61.19%	04 月 20 日
宁波信息产业用高性能稀土永磁材料技术改造项目	信息产业用：2000 吨/年	科宁达 (100%)	20000	30.90%	

资料来源：2012 年 1 月公告，2013 年中报，海通证券研究所整理

注：(1) 北京新能源汽车、节能家电用高性能稀土永磁材料技改扩产项目：建成后新增节能家电用烧结钕铁硼毛坯产品 1000 吨/年（成品产量 550 吨/年），新增新能源汽车用烧结钕铁硼毛坯产量 800 吨/年（成品产量 480 吨/年），公司预计此项目新增营业收入 40000 万元/年，净利润 5400 万元/年，税后内部收益率 25.6%，回收期 5.7 年。

(1) 天津风力发电、节能家电用高性能稀土永磁材料技术改造项目：建成后新增节能家电用烧结钕铁硼毛坯产量 600 吨/年（成品产量 330 吨/年），新增风力发电用烧结钕铁硼毛坯产量 1600 吨/年（成品产量 1152 吨/年），公司预计此项目新增营业收入 40000 万元/年，新增净利润 4500 万元/年，税后内部收益率 28%，回收期 5.4 年。

(1) 宁波信息产业用高性能稀土永磁材料技术改造项目：建成后新增信息产业用烧结钕铁硼毛坯产量 2000 吨/年（成品产量 1200 吨/年），公司预计此项目新增营业收入 39000 万元/年，净利润 4400 万元/年，税后内部收益率 28%，回收期 5.2 年。

不确定性分析。稀土产品价格未来可能继续下跌，会压缩公司产品的盈利空间。

5.2.2 正海磁材：日立“和解”扩大市场空间

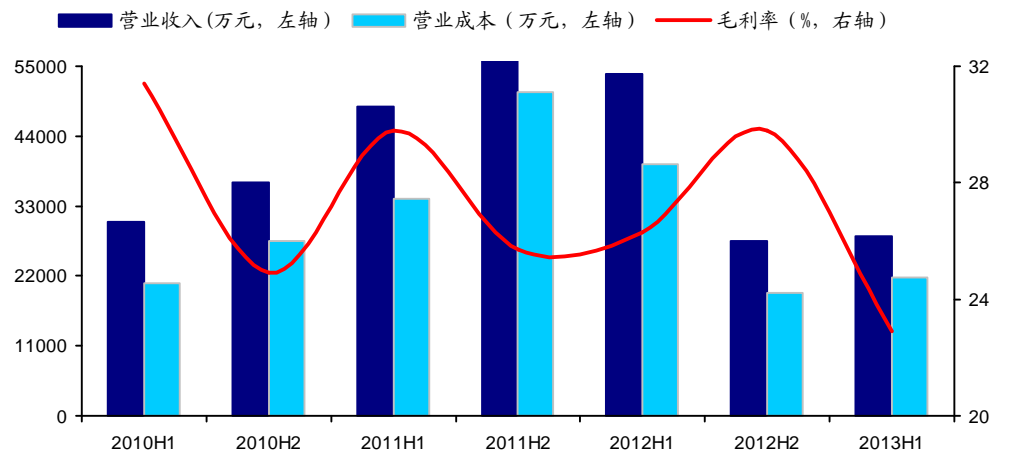
公司近日公布 2013 年上半年财报，上半年公司共实现营业收入 2.83 亿元，同比减少 47.41%；实现归属于上市公司股东净利润 2960.73 万元，同比减少 68.58%；实现摊薄后每股收益 0.12 元，同比减少 69.23%。预计 13-15 年 EPS 分别为 0.33、0.41 和 0.50 元。

盈利预测及评级：与日立就专利问题“和解”后，公司市场空间扩大；假设按照募投项目产能平稳增长（目前产能为 4300 吨/年，3 年后产能预计扩大至 5800 吨/年），稀土价格保持稳定，毛利率维系在 20-25% 水平，我们预计 2013-15 年 EPS 分别为 0.33、

0.41 和 0.50 元。目标价为 20 元，对应三年动态 PE 分别为 60.4、49.2 和 39.8 倍，增持评级。

多重原因导致上半年业绩大幅下滑：公司上半年业绩同比大幅下滑出于多重原因叠加造成，其中部分原因属于暂时因素，部分则正处于环比改善当中：1) 稀土原材料价格下跌导致产品售价随之下调，从而影响销售收入。上半年公司主要原材料氧化镨钕价格同比下跌 29.3%，以钕铁硼 N35 计（百川数据）则同比下跌 31.8%；2) 下游需求不振，由于去年下半年格力电器钕铁硼生产线全部转为采用铁氧体，公司节能空调领域基本失去下游客户，这一情况延续到了今年一季度，同时公司最大下游领域风电 2011 年以来受装机容量下滑等原因订单逐年萎缩，上半年原第一大客户金风科技已滑落至第四名，业务占比从上一年度的 29.99% 下降至 8.19%；3) 上半年稀土价格大幅下跌，公司高价库存计提跌价准备，上半年公司共计提资产减值损失 616 万元，另外海外专利诉讼导致管理费用同比大幅走高。

图 26 正海磁材营业收入、营业成本、毛利率



资料来源：定期公告，海通证券研究所

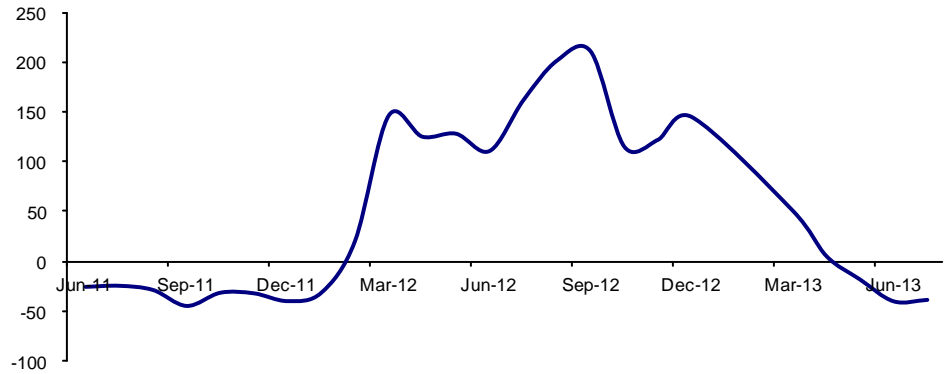
表 19 过往公司前五大客户营业收入及占比

公司	2012 年		前五大客户	2013H1	
	营业收入 (万元)	占公司全部收入比例 (%)		营业收入 (万元)	占公司全部收入比例 (%)
金风科技	24363	29.99	三菱电梯	4976	17.61
三菱电梯	11339	13.96	德国 TKM	3202	11.33
德国 TKM	8656	10.66	湘潭电机	2785	9.86
格力电器	5910	7.27	金风科技	2314	8.19
三菱电机	5386	6.63	三菱电机	2039	7.22
合计	55657	68.51	合计	15317	54.21

资料来源：2012 年报，2013 中报、海通证券研究所整理

风力发电领域应用未来发展方面，由于目前风电基数较大，使得公司未来将逐步缩减风力这块占比，增加压缩机及汽车 EPS 占比。

图 27 我国风机产成品同比增长 (%)



资料来源：国家统计局、海通证券研究所整理

二季度公司业绩已现拐点：随着政府打击稀土私矿盗采力度的逐渐加大，下游企业补库存的展开，以及供应商的囤货惜售，导致稀土及钕铁硼价格呈现筑底回升态势。同时下游需求逐步回暖，二季度开始风电行业开始筑底回升，同时稀土价格回归理性，公司开始接到空调订单，二季度公司产能利用率已回到 70% 左右。随着基本面的改善，公司经营情况也逐渐走出谷底，二季度公司营业利润环比实现大涨 225%，下半年开工率还有进一步提高的可能。

募投项目情况：预计 2014 年产能达到 6300 吨/年。目前公司拥有产能约为 4300 吨/年，从中报可以看出，2000 吨/年的钕铁硼扩建项目大约完成总计划的 20%。

表 20 募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	建设期	最新进度
2000 吨钕铁硼	22287	2 年	17.7%
高性能钕铁硼改造	12803	2 年	19.8%

资料来源：2013 年中报、海通证券研究所整理

海外专利胜诉打开中期想象空间。公司技术实力与中科三环、宁波韵升相当，但之前受专利权限制，经营范围局限在国内风电、空调、电梯等领域，专利胜诉将使公司能够改善经营结构，提升毛利率水平，VCM、消费电子及新能源汽车等领域将渐次打开，同时公司 2014 年 6 月新建 2000 吨/年产能将能投产，中期不存在产能瓶颈问题。

表 21 钕铁硼磁体各地区专利期限

	主要成分专利	日本	美国	欧洲
日立金属公司	RE-Fe-B 基本成分	2003	2003	2003
	RE-Fe, Co-B 成分	2008	2003	2007
	Nd, Dy-Fe, Co-B 成分	2003	2010	2003
	RE-Fe-B 化合物	2003	2014	
	RE-Fe, Co-B 化合物	2003	2014	
Magnequench	RE-Fe-B 基本成分	2003	2006	2004
	含有 Co	2004	2012	

资料来源：钢铁研究总院，海通证券研究所整理

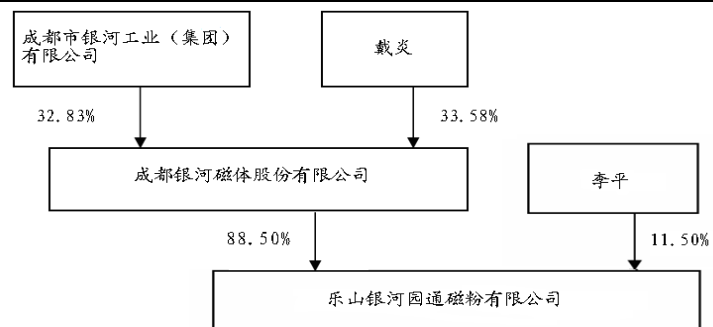
风险提示：稀土下游疲弱压制价格。

5.2.3 银河磁体：粘结钕铁硼和烧结钕铁硼的领军企业

公司制造的粘结钕铁硼磁体 80%以上销往日本、韩国、欧洲、美国和台湾等发达国家和地区，主要客户有 Nidec、Samsung、Sony、Mitsumi、LG、Minebea、Delta、Johnson Electric 等国际知名品牌公司及大洋、雷利、祥明、唯真等国内知名企业，多次被 Nidec、Samsung、LG、雷利等客户评为优秀供应商。

截止目前，公司有控股公司一家——“乐山银河园通磁粉有限公司（简称“银河磁粉”）”。该公司于 2012 年 9 月 5 日成立，注册资本 4520 万元，其中，银河磁体出资占注册资本的 88.5%，银河磁粉主要从事稀土金属材料、磁粉以及磁性材料的应用产品的研究、生产、销售和相关咨询服务。

图 28 银河磁体股权结构图（持有公司股权 5%以上）



资料来源：2013 年半年报，海通证券研究所

产品扩产进展。公司主要产品为粘结钕铁硼磁体，产品主要用于光盘驱动器和硬盘驱动器，目前已具备年 1550 吨左右的生产能力。目前，募投项目“高精度、高洁净度硬盘驱动器磁体扩建项目”建设已完成，已实现效益 391.93 万元；“高性能汽车用粘结钕铁硼磁体扩建项目”建设已基本完成，个别检测设备尚在定制中，已实现效益 379.93 万元。

2012 年 3 月公司开始实施年产 200 吨钕铁硼磁体项目和年产 300 吨热压钕铁硼磁体项目。目前钕铁硼磁体项目部分产品已进入小批量认证阶段，预计 2014 年 3 月 31 日完成；热压磁体项目处于样品试制阶段，目前已有少量样品供客户认证，预计 2014 年 3 月 31 日完成。2012 年 8 月，公司投资设立控股子公司“银河磁粉”承担“钕铁硼微晶磁粉生产项目”，产能 600 吨，此项目为公司向纵向发展迈出的重要一步。

表 22 公司主要产品产能分布情况 (吨)

项目	原有产能	新增产能	合计产能	备注
硬盘用粘结钕铁硼磁体扩建项目	150	600	750	硬盘驱动器用粘结钕铁硼需求 3 年后将会出现增长。
光盘驱动器用磁体项目	420	0	420	主要应用于汽车内各种微电机, 属于新领域、高端领域, 随着汽车小型化、轻量化、节能方向发展, 汽车用粘结钕铁硼应用快速增加。
高性能汽车用粘结钕铁硼磁体扩建项目	40	200	240	
其它磁体	140	0	140	镨、钕含量少、原料损耗小, 成本优势在稀土价格回升是将会凸显; 主要用于在部分领域替代烧结钕铁硼, 主要是汽车 EPS。在稀土价值回归周期, 成本优势将显现。
热压钕铁硼项目	0	300	300	
钕钴磁体项目	0	200	200	
小计	750	1300	2050	公司向上游扩张, 600 吨磁粉产能在建, 可以实现部分替代, 2-3 年可以达产, 拓展新的利润来源。
磁粉	0	600	600	

资料来源: 公司投资相关公告, 海通证券研究所

盈利能力分析。公司 2013 年 1-6 月实现营业收入 1.68 亿元, 同比下降 40.48%; 营业成本 1.21 亿元, 同比下降 42.41%; 营业利润 2970.92 万元, 同比下滑 46.00%; 归属于上市公司股东净利润 2510.94 万元, 同比下降 47.54%; EPS 0.16 元。

收入下降源于价格与需求下滑。报告期内, 稀土永磁体总体需求同比下滑, 公司主营粘结钕铁硼磁体订单减少, 同时原材料价格及产品售价同比下滑, 导致收入大幅下降。订单细分看, 汽车用磁体和其他磁体有一定增加, 光盘驱动器用磁体和硬盘用驱动器磁体则有较大下滑。

募投项目开始逐步投产。IPO 项目“高精度、高洁净度硬盘驱动器磁体扩建项目”建设已经完成; “高性能汽车用粘结钕铁硼磁体扩建项目”建设已基本完成, 个别检测设备尚在定制中。2012 年 3 月公司开始实施 200 吨钕钴磁体项目和 300 吨热压钕铁硼磁体项目。目前钕钴磁体项目部分产品已进入小批量认证阶段; 热压磁体项目处于样品试制阶段, 目前已有少量样品供客户认证。这两个项目预计 2014 年 3 月达到预定可使用状态, 其实施将进一步巩固公司在磁性材料行业中的地位、提高公司在行业中的竞争力。

子公司银河磁粉 (88.5%) 进展顺利。银河磁粉承担“钕铁硼微晶磁粉生产项目”, 是公司向纵向发展迈出的重要一步, 于 2012 年 10 月展开正常生产经营业务, 报告期实现收入 1459.61 万元, 净利润 165.20 万元。

风险提示。下游市场需求下滑风险; 热压和钕钴磁体项目投资进度低于计划风险。

5.3 锂: 需求向好, 价格长期趋势向上

2013 年上半年, 碳酸锂价格波动不大, 工业级碳酸锂以及电池级碳酸锂价格分别稳定在 3.9-4.2 万元/吨和 4.2-4.4 万元/吨。受到供应影响, 5 月碳酸锂价格出现小幅下滑, 调整幅度有限。6 月份, 碳酸锂价格继续保持平稳, 盐湖碳酸锂产品的价格保持在 3.7-3.8 万元/吨, 矿石加工的工业级碳酸锂价格稳定在 3.9 万元/吨。随着旺季的逐步逼近, 电池级碳酸锂价格有望维稳、回升。

2013 年上半年, 我国碳酸锂贸易继续保持 2012 年走势, 进口持续增加, 出口持续减少。据统计, 2013 年 1-4 月份, 我国进口碳酸锂 4488 吨, 比上年同期增长 41%, 出

口 453 吨，同比减少 63%。我国碳酸锂主要进口国是智利和阿根廷。

在需求方面，小型锂电仍然是拉动需求增长的主要动力。受益于智能手机和平板电脑需求旺盛，锂电池产量大幅增长。此外，美国电动汽车公司特斯拉的成功为新能源汽车产业化带来了希望，也有望大幅提升锂电池需求。采用约 7000 块松下 18650 电池的特斯拉 Model S 销量超出预期，有望拉动以三元材料为主的锂电池正极材料需求，为锂市场需求注入新的活力。

5.3.1 天齐锂业：控股股东追加 3 年限售承诺彰显企业信心

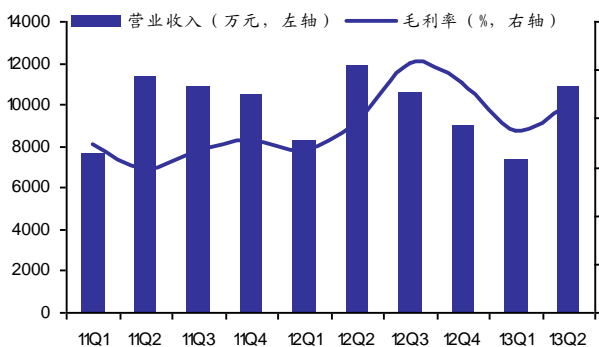
公司 8 月 28 日公布 2013 年半年报，实现营业收入 1.82 亿元，同比下降 9.62%；营业利润 454.03 万元，同比下降 80.41%；利润总额 869.53 万元，同比下降 66.51%；归属于上市公司股东净利润 731.73 万元，同比下滑 66.37%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润 378.70 万元，同比下降 80.46%；基本每股收益 0.05 元。1-9 月预计归属于上市公司股东净利润变动幅度-90%--60%，主要是为收购泰利森增加银行借款，财务费用增加。

主要观点：

产量下降导致收入下滑，成本控制得当毛利率提升。 收入下滑源于产量下降：1、全资子公司雅安华汇自 2012 年 9 月 1 日起全面停产搬迁，氢氧化锂产量相应下滑，导致 2013 年 1-6 月产品产量同比下滑；2、新增产能电池级碳酸锂和氢氧化锂产能尚未能大量投产。但是公司成本控制力度加强，生产成本逐步降低，综合毛利率同比提高 1.84 个百分点；毛利在收入下滑 9.62%的情况下，仅小幅下滑 0.02%。

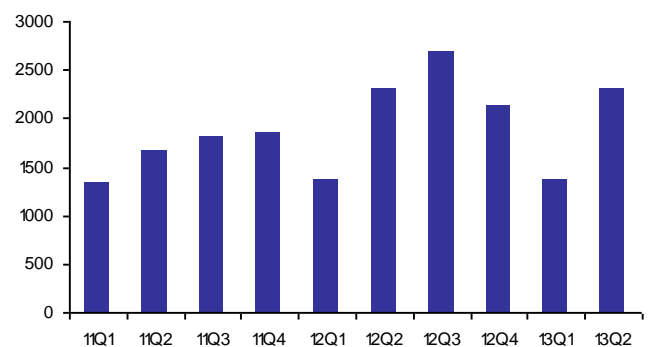
财务费用大涨侵蚀利润空间。 报告期内，毛利 3687.51 万元，小幅下降 0.02%，但净利润大幅下滑 66.37%，主要源于公司收购 6.64%泰利森股权增加银行贷款导致财务费用大幅增加至 1345.60 万元，（去年同期财务费用为-232.45 万元），占毛利的 36.49%，较大幅度侵蚀利润空间。此外，销售费用 374.05 万元，同比下降 11.88%；管理费用 1321.40 万元，同比增长 23.58%；三项费用合计 3041.05 万元，同比增长 141.10%。

图 29 天齐锂业现有资产收入与毛利率



资料来源：定期公告，海通证券研究所

图 30 天齐锂业现有资产毛利 (万元)



资料来源：定期公告，海通证券研究所

项目建设扎实推进。 “年产 5000 吨电池级碳酸锂技改扩能项目”建设接近尾声，大部分项目已交付使用，剩下部分项目目前处于收尾阶段，预计 2013 年 9 月竣工；“5000 吨氢氧化锂项目”正在进行试生产；雅江锂辉石采选一期工程于 2013 年 7 月 16 日取得四川省发改委《关于核准四川天齐盛合锂业有限公司雅江锂辉石矿采选一期工程项目批复》，项目建设用地手续正在办理中，项目进展进度 22.68%。

增发颇具吸引力。公司本次非公开发行股票数量不超过 17000 万股，发行底价 24.6 元/股，总募资不超过 40 亿元，用于收购泰利森 65% 股权以及天齐矿业 100% 股权。若按照上限发行，公司总股本将由发行前的 14700 万股增加到 31700 万股，实际控制人蒋卫平实际控制公司股权比例将由 73.74% 下降至 34.20%，仍为公司实际控制人，本次发行不会导致公司控制权发生变化。结合 2013 年 8 月 27 日收盘价 36.16 元，公司增发底价 24.60 元折价 31.97%，因此本次增发颇具吸引力。

表 23 非公开发行募资扣费后投向

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投入额 (万元)
1	收购泰利森 19.99% 或 65% 的股权	不超过 370000	不超过 370000
2	收购天齐矿业 100% 的股权	10000	10000
合计		不超过 380000	不超过 380000

资料来源：非公开发行预案，海通证券研究所

控股股东追加 3 年限售承诺，彰显企业信心。公司总股份 14700 万股，本次 IPO 限售股解禁数量为 10840.5 万股，占总股本的 73.74%，其中天齐集团 9371.7 万股，张静 1468.8 万股，可上市流通日为 2013 年 9 月 2 日。目前天齐集团持有股份中的 9336.8 万股，以及张静持有股份中的 1468.3 万股处于质押、冻结状态，本次解除限售后质押、冻结状态不变。基于对公司未来发展的信心、利于公司长期稳定发展，控股股东天齐集团追加承诺：本次解除限售的 9371.7 万股限售期延长至 2016 年 8 月 30 日，其他承诺不变。因天齐集团追加承诺，实际可上市流通股份数量为 1468.8 万股，占总股本的 9.99%。

维持“买入”的投资评级。我们预计天齐原有资产 2013-2015 年 EPS 分别为 0.22 元、0.37 元和 0.49 元；2013 年合并备考扣非后 EPS 为 0.60 元。公司自 2012 年以来，估值区间在 80-110 倍之间。公司本次收购泰利森完成国际巨头的华丽蜕变，斩获定价权，且考虑到未来市值增大，估值中枢下移的可能性，我们给予 2013 年 80 倍 PE，结合 EPS 0.60 元，得出目标价 48.00 元，维持“买入”的投资评级。

主要不确定性。政策风险；项目达产风险；汇率波动风险；业务整合风险。

表 24 公司产能分布情况 (吨)

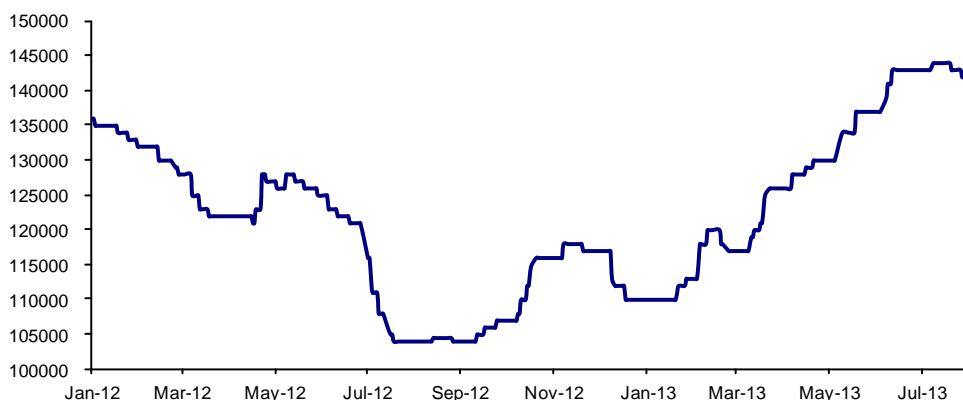
产品名称	原有产能	新增产能	产能合计	注释
电池级碳酸锂	3000	5000	8000	
工业级碳酸锂	3000		3000	5000 吨募投项目预计 2013 年 9 月投产。
单水氢氧化锂	2000	5000	7000	目前雅安搬迁，2000 吨产能暂时关闭。
无水氯化锂	1500		1500	1500 吨中试线主要用于金属锂原料的供给。
高纯碳酸锂\磷酸二氢锂	600		600	目前两种产品共用一条生产线，小批量生产。
金属锂		200	200	公司利用自有资金建设年产 200 吨金属锂项目，2010 年底已经完成一期工程建设和开始试生产，具备年产 100 吨金属锂生产能力，二期项目正在进行。

资料来源：公司招股说明书及相关项目建设公告等，海通证券研究所

5.4 钨：供需面改善支撑钨价上涨

2013 年 1-2 季度单季钨精矿均价分别为 11.3 和 12.8 万元/吨，目前钨精矿价格稳定在 14 万元/吨上方，整个上半年钨市场呈现一路上涨态势。1 季度同比下降 16%，2 季度同比基本持平，环比上涨 13%；整体上半年的钨精矿价格同比下降 10%。

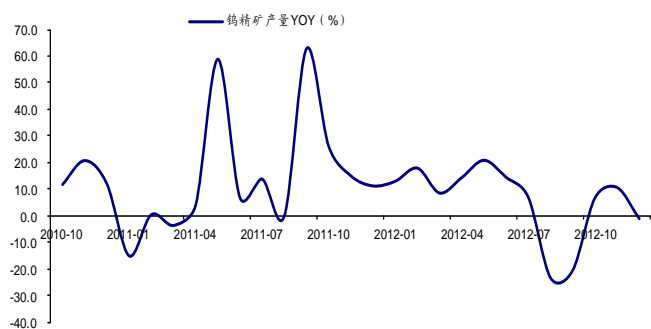
图 31 钨精矿（65%）价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

钨的下游需求集中在硬质合金（约 50%）与特钢（约 30%），而硬质合金应用的耐磨工具、刀具及机床的终端需求状况取决于工业发展状态。

图 32 我国钨精矿产量同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 33 我国工业增加值增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

5.4.1 章源钨业：钨价同比下降导致业绩下滑

上半年实现营业收入 9.49 亿元，同比增长 7.75%；归属于上市公司股东的净利润 0.59 亿元，同比下降 34.12%；折合 EPS 为 0.14 元，同比下降 33.33%。

盈利预测与投资建议。根据 2012 年报显示，公司计划 2013 年实现销售收入 20 亿元。未来的增量主要在于钨产品价格上涨带动。假设下游需求缓慢复苏，给予公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.38、0.39 和 0.41 元。钨资源稀贵，市场给予其过高估值(TTM 市盈率超过 70 倍)，我们暂不给予目标价，暂不评级。

收入增长来自产品销量增长。2013 年上半年，钨产品国内外需求逐渐回暖，公司钨产品销量增长。公司 2012 年钨产品产量为 8210 吨（折合 APT），同比下降 10%，销量为 7500 吨，同比下降近 25%。库存水平基本保持在 2700 吨水平。资源方面，公

司可采钨储量为 10 万吨，钨精矿配额在 4000 吨以内。

表 25 公司采矿权储量及配额

	矿石储量 (万吨)	储量 (吨)		处理量万吨	WO3 (65%) 生产配额 (吨) 2009 年
		WO3	Sn		
淘锡坑钨矿	354	76843	1689	48	2500
新安子钨锡矿	25	4425	1232	30	600
大余石雷钨矿	113	14631	6676	45	800
天井窝钨矿	2	148	148	4.5	50
合计	494	96047	9745		3950

资料来源：公司 2010 招股说明书，海通证券研究所

表 26 公司主要产品产能 (吨/年)

	APT	氧化钨	钨粉	碳化钨粉	硬质合金系列
产能	10000	8000	5000	4000	1000

资料来源：公司 2010 招股说明书，海通证券研究所

钨价下降导致利润减少。1-2 季度单季 EPS 分别为 0.06 元和 0.08 元，2 季度 EPS 同比下降 26%。公司钨产品销量增长，目前钨精矿价格稳定在 14 万元/吨上方，整个上半年钨市场呈现一路上涨态势。1 季度同比下降 16%，2 季度同比基本持平，环比上涨 13%；整体上半年的钨精矿价格同比下降 10%。

募投项目完工，2013 年贡献业绩。公司募投项目中“高性能、高精度涂层刀片技术改造工程(一期)”已于 2012 年 12 月完工。该项目预计可形成年产涂层刀片 100 吨(对应 1000 万片/年)的生产能力；当时预计项目达产可实现年收入 1.9 亿元，净利润 0.7 亿元。

表 27 公司募投项目进展

项目名称	计划投资总额 (万元)	备注
高性能、高精度涂层刀片技术改造工程(一期)	31000	
淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目	3093	意义在于提高回收率
研发中心技术改造项目(一期)	2150	
合计	36243	

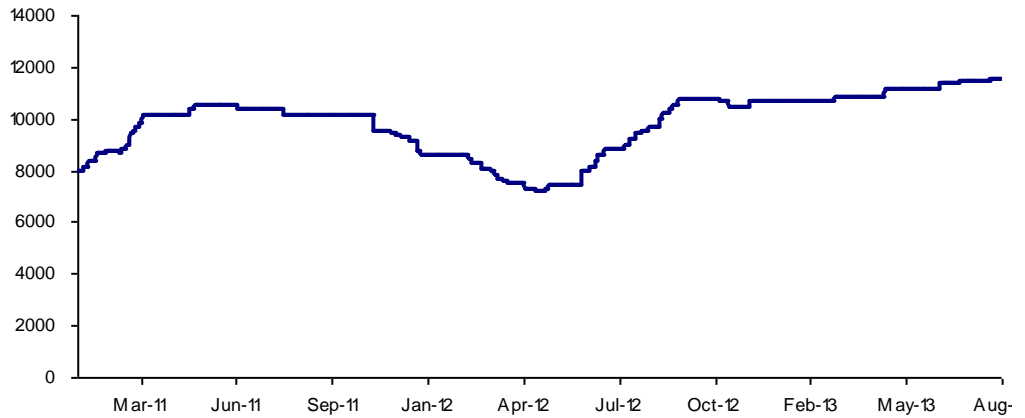
资料来源：公司 2012 年报，海通证券研究所

主要不确定因素。全球经济下行导致钨精矿价格疲弱。

5.5 锆：供给偏紧，价格进入上升通道

2013 年上半年，锆价保持上涨趋势，涨幅较 2012 年大幅回落，逐渐趋于稳定。锆锭价格从年初的 10650 元/公斤小幅上涨至 6 月底的 11350 元/公斤，涨幅 6.6%。在需求方面，军事上红外产品的需求旺盛，太阳能电池领域对锆的需求也保持稳定。此外，光纤光缆行业的发展将有可能创造强劲需求。而在供给方面，原料供应商投入大，成本高，难以在短期内扩大产能，因此我们认为，在近期内锆市场仍然是卖方市场，供应总体偏紧，锆价将保持高价稳定状态。

图 34 区熔锗锭价格同比增长 38.20% (锗锭, 元/公斤)



资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

5.5.1 云南锗业: 产品销售量价齐升

公司 8 月 29 日公布半年, 2013 年 1-6 月实现销售收入 5.15 亿元, 同比增长 345.13%; 营业利润 6938.72 万元, 同比上涨 103.18%; 利润总额 7815.20 万元, 同比上涨 43.13%; 归属于上市公司股东的净利润为 6717.16 万元, 同比上涨 51.93%; 基本每股收益 0.103 元。2013 年 1-9 月业绩预计, 归属于上市公司股东净利润变动幅度 20%-60%。

主要观点:

收入大幅增长源于产品量价齐升。公司营业收入同比大涨 345.13%, 源于锗系列产品销售呈现量价齐升的态势。其中, 新增产品系光纤用四氯化锗和太阳能电池用锗晶片; 销量和价格同向增长幅度最大的产品系锗单晶、二氧化锗、区熔锗、有机锗、红外光学锗镜头。而毛利同比增长 127.42%, 增幅低于收入增幅源于: 1、公司增加了外购原料比例, 成本上升; 2、报告期公司开采锗矿品位较去年下降, 开采成本上升。

生产指标完成方面, 公司矿山开采及从废弃炉渣和酸渣中回收锗金属量总量为 12.89 吨, 完成全年自有矿山开采量的 39.06%; 生产区熔锗锭 23.91 吨, 完成全年计划的 59.78%; 锗单晶产量 2.98 吨, 完成全年计划的 82.55%。

三项费用增长较快。财务费用增长 1319.52 万元, (去年同期-1022.20 万元), 源于公司增加银行贷款, 利息费用增加; 管理费用增长 51.40%, 至 2692.50 万元, 源于员工扩张, 以及薪酬水平提高; 销售费用下降 49.20%是因为报告期公司未在昆明泛亚有色金属交易所交易产品, 未发生平台服务费。三项费用合计 3116.80 万元, 同比增长 209.75%。

募投项目进展顺利。公司两个募集资金投资项目“高效太阳能电池用锗单晶及晶片产业化建设项目”和“红外光学锗镜头工程建设项目”已进入设备安装、调试阶段, 开始试生产, 目前试生产产品已经检验合格, 公司正在向主管部门申请办理消防、环保、安全生产等行政审批事项, 待审批完成后将尽快投入正式生产。“年产 30 吨光纤四氯化锗项目”已于 2013 年 4 月正式投入生产。

“砷化镓单晶材料产业化建设项目”引进技术及管理人员。公司拟使用超募资金 6683 万元设立控股子公司云南鑫圆新材料有限责任公司(暂定名), 实施砷化镓项目, 公司持股 70%, 李苏滨持股 30%。鑫圆新材料将建设一条年产砷化镓抛光晶片 80 万片的单晶材料生产线。此次引进技术人员后, 将对原设计生产线进行升级改造, 进一步提

高产品规格，项目建成后，将具备 2—6 英寸砷化镓抛光晶片生产能力，建设周期 10 个月。

股东减持。盛桥投资于 2013 年 8 月 21-27 日减持 1420 万股，占公司股本的 2.17%，减持前持有股权 7.17%，减持后持有 4.99% 股权。

维持“增持”的投资评级。公司集锗矿开采、冶炼及深加工为一体，是国内唯一一家拥有完整产业链的锗行业上市公司，锗产品销量全国第一。近年临沧市政府主导锗资源整合，公司作为整合主体有望继续在锗产业整合中增加资源储备，增强综合竞争力。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.24 元、0.26 元和 0.32 元，对应的动态 PE 分别为 60.83 倍、54.44 倍和 45.55 倍。考虑到锗行业基本面向好，我们维持公司“增持”的投资评级，目标价 15.34 元，对应 2013 年 65.00 倍 PE。

主要不确定性。锗产品价格波动；公司在建工程实施进度变化；政策风险。

表 28 公司矿山资源情况

矿山名称	许可证类型	采矿产能 (万吨)	锗金属量 (吨)	品位 (%)	收购总额 (万元)	收购单价 (元/公斤)	备注
大寨锗矿	采矿	9.00	613.19	0.0361			主力矿山, 现有 9 万吨采选能力, 可满足年生产锗金属 40 吨。
梅子箐煤矿	采矿	3.00	76.36	0.0241			储备矿, 设计年产能 3 万吨
中寨朝相煤矿	采矿	3.00	38.89	0.0233	3500	900	储备矿, 3 万吨采选能力主要用来采煤。
勐旺昌军煤矿	采矿	6.00	43.33	0.0250	3500	808	
306 华军煤矿	采矿	3.00	18.88	0.0226	1360	720	
勐托文强煤矿	采矿	3.00	42.51	0.0177	3000	706	地下开采
合计			833.16				
矿山名称	许可证类型	勘察面积 (平方公里)					
砚田多金属及锗矿	探矿	25.69					
尖山铅锌矿	探矿	17.63					
乌木龙乡银厂街锗及多金属矿	探矿	21.98					
章耿乡勐旺铅锌锡多金属矿	探矿	16.14, 另拥有 4 万吨锗渣 (锗金属量为 5.39 吨), 收购价格 2223 万元。					

注：锗金属量未扣除近两年的消耗量。

资料来源：公司招股书及矿山收购公告，海通证券研究所

6. 再生资源：金属循环利用，水到渠成时

科技发展与生活水平提高促使我国成为世界最大的家电生产国和消费国，催生了庞大的资源再生行业。在美国，再生资源产业年产值与汽车业相当，昭示了其巨大的发展潜力。近期节能环保政策频繁出台，逐步规范、引导再生资源市场。市场内因与政策外力共同为再生资源行业打开一片发展的蓝天。

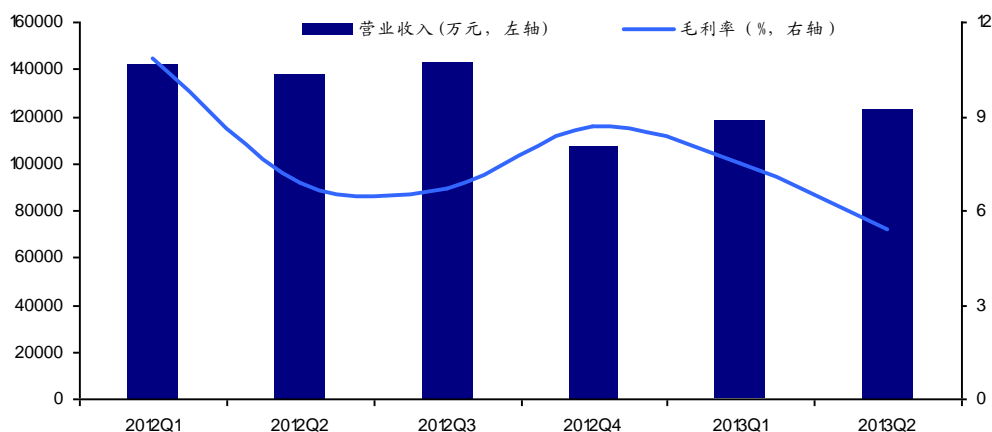
6.1.1 怡球资源：市场低迷压缩利润空间

公司 8 月 27 日公布半年报，上半年实现营业收入 24.05 亿元，同比下降 13.91%；营业利润 9553.71 万元，同比下滑 11.69%；利润总额 9622.91 万元，同比下滑 16.29%；归属于母公司股东的净利润 7190.12 万元，同比减少 22.42%；基本每股收益 0.18 元。

主要观点：

市场低迷压缩利润空间。2013 年上半年，国内经济增速持续放缓，铝合金锭产品市场依旧低迷。此外，行业竞争加剧、运营成本不断上升。报告期，公司收入下降 13.91%；成本下降 11.62%；毛利率从 2012 年四季度开始出现下滑态势，从 8.69% 下滑至 2013 年一季度的 7.50%，一直至 2013 年二季度的 5.39%；毛利同比下滑 37.52%；归属于母公司股东的净利润同比减少 22.42%。

图 35 毛利率从 2012Q4 持续下降



资料来源：招股书及定期公告，海通证券研究所

三项费用大幅减少。2013 年上半年，公司的三项费用大幅减少：销售费用 2571.49 万元，比去年同期下降 15.58%；管理费用同比减少 11.66%，达到 7236.38 万元；财务费用 -4007.54 万元，同比减少 287.82%，即 6141 万元，主要因为外汇汇率的变动产生 4428 万元，利息支出因 2013 年 1-3 月比同期多了募集资金而减少了 1665 万元。三项费用合计 5800.33 万元，同比减少 56.62%，成本控制能力增强。

产能瓶颈逐步解决。母公司现有铝合金锭产能 26.90 万吨，子公司马来西亚怡球产能 5.10 万吨，合计 32 万吨。未来公司将不断改良工艺，推进马来西亚怡球“年产 21.88 万吨再生铝合金锭扩建项目”建设，同时推进 IPO 募投项目“异地扩建年产 27.36 万吨废铝循环再生铸造铝合金锭项目”的建设。两项目建成投产后，公司总产能将达到 81.24 万吨，将有效解决产能瓶颈，紧跟再生铝行业的快速成长趋势，维持行业领先地位。

向上游拓展提升盈利能力。公司积极部署国际化的原材料采购体系，计划在美国设立“铝废碎料分选厂”，直接就地采购、就地分选、直接将已分选、分类完成的铝废碎料进口至生产用，大大降低成本，全面提升公司的营运能力与盈利能力。美国是全世界主要废铝原材料主要来源国，每年铝原材料总产量及铝制品消费均占世界前列，且就全世界废旧金属的回收体系建设而言，美国对于废旧金属的回收利用体系管理非常成熟，再生金属产业的法律法规和监督机制也十分完善。因此公司在美国设立“铝废碎料分选厂”将有效确保公司产能扩充后的原料需求，提升盈利能力。

拓展产品营销能力。公司将继续拓展产品营销能力，计划在维持现有国内客户群的基础上，重点开拓国内汽车及配套零部件、家电和电子电器行业的市场。公司仍将以华东的江浙沪地区及华南深圳、东莞地区为主，同时兼顾东北地区和中南部地区。在国际市场方面，公司计划利用马来西亚的地理优势，在巩固当地市场的同时，也将加大周边印度尼西亚、泰国及越南市场的开发力度。

行业规范区分再生铝与原铝，利于享受政策扶持。2013 年 7 月 18 日，工信部公告 2013 年第 36 号《铝行业规范条件》，与原《铝行业准入条件》相比，此次规划最大的

亮点在于将再生铝与氧化铝、电解铝区分开，明确再生铝地位。该《规范条件》的颁布，表示政府已将再生铝与氧化铝、电解铝等高耗能行业区分开，从行业法规上明确了再生铝行业属于再生资源绿色产业的地位，使其可以享受相关政策扶持，利于其保持较高的发展增速。

维持公司“增持”的投资评级。由于国内外宏观经济疲软，市场需求低迷，暂不考虑美国“铝废碎料分选厂”的影响，我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元和 0.57 元。作为唯一一家再生铝上市公司，我们给予 11.75 元的目标价，对应 2013 年 PE32.00 倍。

主要不确定性。原材料价格波动风险；募投项目能否按时达产的风险；税收政策变化风险；汇率风险。

6.1.2 格林美：三费挤压利润空间

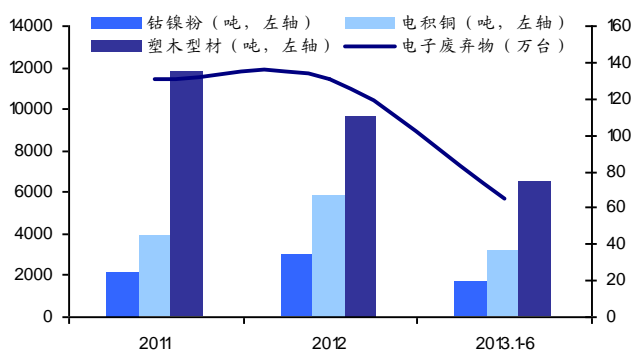
公司于 2013 年 8 月 19 日公布半年报，实现营业收入 13.28 亿元，同比增长 140.62%；营业利润 6062.18 万元，同比增长 0.04%；归属于上市公司股东的净利润 7143.17 万元，较上年同期增长 11.71%；归属于上市公司股东扣非净利润 4304.51 万元，同比下降 13.93%；基本每股收益 0.09 元。2013 年 1-9 月份净利润预增 0%-50%。

主要观点：

营收大幅增长源于销量增长以及凯力克并表。报告期内，公司收入同比增长 141%，钴镍铜钨金属、塑木型材、电子废弃物回收处理等各项业务实现稳步增长。其中，钴镍粉体销售 1,645.35 吨，电积铜销售 3,185.44 吨，塑木型材销售 6,502.09 吨，碳化钨销售 545.29 吨。

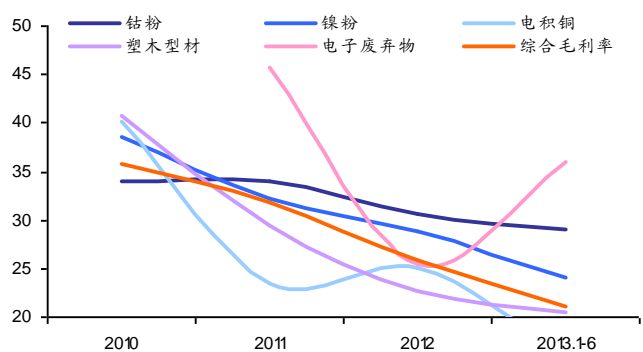
综合毛利率受宏观经济等因素影响，仍然处于下降通道，下降 8.88 个百分点，达到 20.96%。分产品环比来看，电子废弃物业务得益于募投项目投产并初步实现经济效益，毛利率出现反弹；此外，其他主要产品毛利率均出现不同程度的下滑，其中镍粉、电积铜的毛利率下降幅度较大，主要源于期间镍和铜的价格疲软。

图 36 公司销量稳步增长



资料来源：公司定期公告，海通证券研究所

图 37 毛利率下滑拖累营业利润 (%)



资料来源：公司定期公告，海通证券研究所

募投项目进入试运行，产能逐步释放。募投项目“废旧电路板中稀贵金属、废旧五金电器（铜铝为主）、废塑料的循环利用项目”进展顺利，截止 2013 年 6 月 30 日，已完成工程总量的 85%；项目进入试运行阶段，初步实现经济效益。公司湖北、江西的电子废弃物产业基地全面运行，废旧家电的拆解总量达 65 万多台；公司江西报废汽车处理基地的建设进展顺利，将于 9 月份进入试运行；湖北武汉城市矿产资源循环利用产业园已积极推进土地征用、环评审批与项目备案、相关设计与设备调查工作，为年内

开工建设提供了条件。江西、湖北、天津的城市矿产循环产业园项目的建设，进一步实施公司从废旧电池到电子废弃物再到报废汽车的城市矿产资源产业链建设。公司投资建设年产 3000 吨动力电池用镍钴锰前驱体材料生产线，充分发挥与凯力克协同效应，进行低成本产业链的整合。

孙公司获得汽车回收资质。孙公司江西格林美报废汽车循环利用有限公司获得报废企业回收企业的资格认定，有效期 2013 年 8 月-2015 年 8 月，为其开展报废汽车回收拆解业务，进一步推动公司报废汽车循环利用项目提供了有力支撑。

三项费用快速增长。报告期，管理费用 9361.10 万元，同比增长 64.48%，源于公司经营规模扩张、凯力克并表；财务费用同比增长 209.16%，高达 9677.06 万元，源于计提公司债券利息及银行贷款增加；仅有销售费用小幅下滑 4.45%。三项费用合计 2.03 亿元，同比增长 100.59%，占毛利的 72.57%，较大程度压缩利润空间。

政府补助大幅增厚利润。2013 年上半年公司营业外收入 3750.14 万元（同期营业利润 6062.18 万元），同比增长 136.24%。其中，政府补助 3745.69 万元，同比增长 135.96%，占利润总额的 38.42%，对业绩增厚作用显著。

维持公司“增持”评级。公司近期业绩增长点来自于产能继续投放，包括电子废弃物拆解、碳化钨、电积铜，以及凯力克并表。结合公司产能投放进度以及对未来经济的判断，我们给予公司 2013-2014 年每股收益 0.22 元和 0.28 元的盈利预测。考虑电子废弃物业务超预期的可能性，给予目标价 12.22 元，对应 2013 年 55 倍 PE。

主要不确定性。产能快速扩张面临原料采购风险；政策执行具有不确定性；金属价格具有不确定性；成本大幅增长风险。

表 29 稀有金属子版块公司经营情况

公司简称	2013 年上半年 净利润 (万元)	2012 年上半年净利 润 (万元)	同比增长 (%)	2013 年 1-9 月 业绩预告
天齐锂业	732	2,176	-66.37	下降幅度: 60%-90%
赣锋锂业	3,488	3,261	6.98	增长幅度: 0%-30%
路翔股份	-497	101	-591.39	
章源钨业	5,962	9,049	-34.12	下降幅度: 10%-40%
新华龙	2,839	5,134	-44.71	
洛阳钼业	60,489	72,067	-16.07	
金钼股份	12,098	30,625	-60.50	比上年同期大幅下降
云海金属	1,071	544	97.00	增长幅度: 10%-60%
云南锗业	6,717	4,421	51.93	增长幅度: 20%-60%
格林美	7,143	6,395	11.71	增长幅度: 0-50%
宝钛股份	127	84	50.21	
银河磁体	2,511	4,787	-47.54	
西部材料	-412	-1,516	-	净利润亏损 (万元) 1500 -2000

资料来源: Wind, 海通证券研究所

6.1.3 银河磁体: 业绩下滑源于价格与需求同比下降

2013 年上半年，公司实现营业收入 1.68 亿元，同比下降 40.48%；营业成本 1.21 亿元，同比下降 42.41%；营业利润 2970.92 万元，同比下滑 46.00%；归属于上市公司股东净利润 2510.94 万元，同比下降 47.54%；EPS 0.16 元。

收入下降源于价格与需求下滑。报告期内，稀土永磁体总体需求同比下滑，公司

主营粘结钕铁硼磁体订单减少，同时原材料价格及产品售价同比下滑，导致收入大幅下降。订单细分看，汽车用磁体和其他磁体有一定增加，光盘驱动器用磁体和硬盘用驱动器磁体则有较大下滑。

募投项目开始逐步投产。IPO 项目“高精度、高洁净度硬盘驱动器磁体扩建项目”建设已经完成；“高性能汽车用粘结钕铁硼磁体扩建项目”建设已基本完成，个别检测设备尚在定制中。2012 年 3 月公司开始实施 200 吨钐钴磁体项目和 300 吨热压钕铁硼磁体项目。目前钐钴磁体项目部分产品已进入小批量认证阶段；热压磁体项目处于样品试制阶段，目前已有少量样品供客户认证。这两个项目预计 2014 年 3 月达到预定可使用状态，其实施将进一步巩固公司在磁性材料行业中的地位、提高公司在行业中的竞争力。

子公司银河磁粉（88.5%）进展顺利。银河磁粉承担“钕铁硼微晶磁粉生产项目”，是公司向纵向发展迈出的重要一步，于 2012 年 10 月展开正常生产经营业务，报告期实现收入 1459.61 万元，净利润 165.20 万元。

风险提示：下游市场需求下滑风险；热压和钐钴磁体项目投资进度低于计划风险。

信息披露

分析师声明

刘博：有色金属行业
施毅：有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：厦门钨业（600549.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、格林美（002340.SZ）、云南锗业（002428.SZ）、宝钛股份（600456.SH）、怡球资源（601388.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、辰州矿业（002155.SZ）、紫金矿业（601899.SH）、盛达矿业（000603.SZ）、铜陵有色（000630.SZ）、贵研铂业（600549.SH）、利源铝业（002501.SZ）、东阳光铝（600673.SH）、新疆众和（600888.SH）、西部资源（600139.SH）、云铝股份（000807.SZ）、宜安科技（300328.SZ）、东方锆业（002167.SZ）、东方钽业（000962.SZ）、包钢稀土（600111.SH）、中金岭南（000060.SZ）。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

李迅雷
海通证券副总裁
海通证券首席经济学家
研究所所长
(021) 23219300
lxl@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021)23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021)23219422
kljiang@htsec.com

姜超 所长助理
(021)23212042
Jc9001@htsec.com

赵晓光 所长助理
(021)23212041
zxg9061@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042
陈勇(021)23219800
曹阳(021)23219981
高远(021)23219669

jc9001@htsec.com
cy8296@htsec.com
cy8666@htsec.com
gaoy@htsec.com

联系人

周霞(021)23219807
顾潇啸(021)23219394

zx6701@htsec.com
gxx8737@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658
陈瑞明(021)23219197
吴一萍(021)23219387
汤慧(021)23219733
王旭(021)23219396

联系人

李珂(021)23219821

xyg6052@htsec.com
chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
tangh@htsec.com
wx5937@htsec.com

lk6604@htsec.com

金融产品研究团队

姜静(021)23219450
单开佳(021)23219448
倪韵婷(021)23219419
罗震(021)23219326
唐洋运(021)23219004
王广国(021)23219819
孙志远(021)23219443
陈亮(021)23219914
陈瑀(021)23219645
伍彦妮(021)23219774
联系人
桑柳玉(021)23219686
曾逸名(021)23219773
陈韵骋(021)23219444

luying@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
szy7856@htsec.com
cl7884@htsec.com
chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com
cyc6613@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴(021)23219449
丁鲁明(021)23219068
郑雅斌(021)23219395
冯佳睿(021)23219732
朱剑涛(021)23219745
杨勇(021)23219945

wuwx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
yy8314@htsec.com

联系人

张欣慰(021)23219370
周雨舟(021)23219760
祇飞跃(021)23219984

zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com
dfy8739@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042
姜金香(021)23219445
徐莹莹(021)23219885
李宁(021)23219431

联系人

倪玉娟(021)23219820

jc9001@htsec.com
jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com
lin@htsec.com

nyj6638@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434
陈久红(021)23219393
陈峥嵘(021)23219433
联系人
朱蕾(021)23219946

lml@htsec.com
chenjihong@htsec.com
zrchen@htsec.com
zl8316@htsec.com

计算机行业

陈美凤(021)23219409
蒋科(021)23219474
联系人
安平(021)23219950

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com
ayp8320@htsec.com

煤炭行业

朱洪波(021)23219438

zhb6065@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖(021)23219403
潘鹤(021)23219423
汪立亭(021)23219399
李宏科(021)23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

赵健(021)23219472
联系人
张显宁(021)23219813

zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404
联系人
王晓林(021)23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华(021)23219411
熊哲颖(021)23219407
联系人
胡宇飞(021)23219810
黄威(021)23219963

longh@htsec.com
xzy5559@htsec.com
hyf6699@htsec.com
hw8478@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405
夏木(021)23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

联系人
杨艺娟(021)23219811

yyj7006@htsec.com

非银行金融行业

丁文韬(021)23219944
李欣(010)58067936
联系人
黄颀(021)23219638
吴绪越(021)23219947

dwt8223@htsec.com
lx8867@htsec.com
hm6139@htsec.com
wxy8318@htsec.com

电子元器件行业

赵晓光(021)23212041
张孝达(021)23219697
联系人
郑震湘(021)23219816

zxg9061@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业

刘佳宁(0755)82764281
白洋(021)23219646
薛婷婷(021)23219775

ljn8634@htsec.com
baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业

黄金香(021)23212081
钱列飞(021)23219104
虞楠(021)23219382

hjsx9114@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦(021)23219473
冯梓钦(021)23219402
联系人
陈鹤辉(021)23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业

赵勇(0755)82775282
联系人
马浩博(021)23219822

zhaoyong@htsec.com
mhb6614@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391
联系人
任玲燕(021)23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业 刘宇(021)23219608 联系人 刘杰(021)23219269 冯皓琪(021)23219709 郑琴(021)23219808	liuy4986@htsec.com liuj5068@htsec.com fhq5945@htsec.com zq6670@htsec.com	有色金属行业 施毅(021)23219480 刘博(021)23219401 联系人 钟奇(021)23219962	sy8486@htsec.com liub5226@htsec.com zq8487@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 联系人 张瑞(021)23219634 朱睿(021)23219957	caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com zr8353@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 联系人 宋伟(021)23219949	chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	建筑建材行业 联系人 张显宁(021)23219813	zxn6700@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩(021)23219383 牛品(021)23219390 房青(021)23219692 联系人 徐柏乔(021)23219171	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣(021)23219415 汤砚卿(021)23219768	lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 戴志锋(0755)23617160 刘瑞(021)23219635	dzf8134@htsec.com lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389	lzy6050@htsec.com
房地产业 涂力磊(021)23219747 谢盐(021)23219436 贾亚童(021)23219421	tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳(021)23219767	xl6048@htsec.com	通信行业 联系人 侯云哲(021)23219815	hyz6671@htsec.com
中小市值 邱春城(021)23219413 钮宇鸣(021)23219420 何继红(021)23219674 孔维娜(021)23219223	qiucc@htsec.com ymniu@htsec.com hejh@htsec.com kongwn@htsec.com				

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 (021)63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 (021)23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755)82775962 刘晶晶 (0755)83255933 辜丽娟 (0755)83253022 高艳娟 (0755)83254133 伏财勇 (0755)23607963 邓欣 (0755)23607962	ctq5979@htsec.com liuji4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com fcy7498@htsec.com dx7453@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021)23219386 姜 洋 (021)23219442 季唯佳 (021)23219384 胡雪梅 (021)23219385 黄 毓 (021)23219410 朱 健 (021)23219592 黄 慧 (021)23212071 卢 倩 (021)23219373 孙 明 (021)23219990 孟德伟 (021)23219989	gaoqin@htsec.com jy7911@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zhuj@htsec.com hh9071@htsec.com lq7843@htsec.com sm8476@htsec.com mdw8578@htsec.com	北京地区销售团队 赵 春 (010)58067977 郭文君 (010)58067996 隋 巍 (010)58067944 张广宇 (010)58067931 江 虹 (010)58067988 杨 帅 (010)58067929 张 楠 (010)58067935	zhc@htsec.com gwj8014@htsec.com sw7437@htsec.com zgy5863@htsec.com jh8662@htsec.com ys8979@htsec.com zn7461@htsec.com
--	--	---	--	--	---

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021)23219000

传真: (021)23219392

网址: www.htsec.com