有色金属行业

2014年08月05日

有色大典——囊括86家公司基本面

注：首页中大量统计数据，若不重点说明即为近两年统计区间，详见正文。

贵金属：与大盘相关性强且弹性大。板块市值超1200亿，紫金、山黄及中金三巨头占80%份额，大市值白马股与大盘相关性高，而小市值股的Beta值明显强于白马股。同时，白银股（银泰资源与盛达矿业）也显示出高弹性，属于“强攻击”的品种，相对于金价，辰州矿业、中金黄金与恒邦股份显示出了高弹性。

铜板块：高Beta和高相关性个股集中在矿企。云铜、江铜及铜陵当前市值近750亿，三者上证综指的Beta值均超1，同时大多加工企业股价与大盘Beta值也超1。铜矿股走势与铜价走势相关性强且弹性高；加工股由于盈利模式的限制较铜价的Beta值偏低。

铝板块：相对于大盘Beta值高。中铝、云铝、焦作和中孚股价与大盘呈现高度相关性，其中中铝占总市值约70%。铝板块较上证综指Beta值分布在1.5，铜矿股走势与铜价走势相关性强且弹性高；加工股由于盈利模式的限制较铜价的Beta值偏低。

铝板块：相对于大盘的Beta值高。中铝、云铝、焦作和中孚股价与大盘呈现高度相关性，其中中铝占总市值约70%。铝板块较上证综指Beta值分布在1.5，铜矿股走势与铜价走势相关性强且弹性高；加工股由于盈利模式的限制较铜价的Beta值偏低。
目录

投资要点： .................................................................................................................. 15
一、贵金属 .................................................................................................................. 17
1. 黄金 ......................................................................................................................... 18
   1.1 中金黄金（600489）：龙头黄金股 ................................................................. 18
   1.2 山东黄金（600547）：黄金白马股 ................................................................. 19
   1.3 紫金矿业（601899）：优质黄金股 ................................................................. 20
   1.4 辰州矿业（002155）：坐拥稀贵资源 ............................................................. 22
   1.5 恒邦股份（002237）：自产金增长成未来看点 ............................................. 23
   1.6 赤峰黄金（600988）：矿产品位优异 ............................................................. 24
   1.7 刚泰控股（600687）：打造黄金全产业链 ..................................................... 25
2. 白银 ........................................................................................................................ 25
   2.1 银泰资源（000975）：白银龙头股，资源空间广阔 ..................................... 26
   2.2 盛达矿业（000603）：经营风格质朴的西北矿企 ....................................... 27
   2.3 金贵银业（002716）：郴州龙头冶炼企业 ..................................................... 28
3. 铂钯系—贵研铂业（600459）：贵金属深加工龙头 ............................................. 29
二、铜 ........................................................................................................................ 30
1. 上游资源 ................................................................................................................ 31
   1.1 江西铜业（600362）：铜业龙头 ................................................................. 31
   1.2 铜陵有色（000630）：资产注入预期强烈 ..................................................... 33
   1.3 云南铜业（000878）：云南铜矿巨头 ............................................................. 34
2.铜加工 ....................................................................................................................... 34
   2.1 海亮股份（002203）：上游延伸，布局金融 ................................................... 35
   2.2 精诚铜业（002171）：定增拟技改升级 ......................................................... 36
   2.3 精艺股份（002295）：完善铜加工产业链 ....................................................... 38
   2.4 博威合金（601137）：稳健发展，力拓深加工 .............................................. 39
三、铝………………………………………………………………………………………………………40
1. 电解铝…………………………………………………………………………………………………41
   1.1 中国铝业（601600）：铝业龙头 ……………………………………………………………41
   1.2 兴业铝业（000807）：铝电一体化 …………………………………………………………42
   1.3 中孚实业（600595）：电解铝产能丰富 …………………………………………………43
   1.4 焦作万方（000612）：煤电铝加工一体化 ………………………………………………43
2. 铝加工：精密制造是发展方向……………………………………………………………………44
   2.1 南山铝业（600219）：打造一体化铝产业链 ……………………………………………45
   2.2 银邦股份（300387）：深耕铝加工，加码3D打印 ………………………………………45
   2.3 亚太科技（002540）：开拓3D打印产业链 ………………………………………………46
   2.4 利源精制（002501）：铝业精密制造龙头 ………………………………………………47
   2.5 新疆众和（600888）：专攻光箔电极箔 ……………………………………………………48
   2.6 阳发铝业（002578）：海西地区龙头型铝材企业 …………………………………………49
   2.7 南方工业（000708）：着眼环保材料开发 ………………………………………………50
   2.8 宁波富邦（600768）：力争扭亏 ……………………………………………………………51
   2.9 怡球资源（601388）：铝业再生环保标兵 …………………………………………………52
四、铅&锌…………………………………………………………………………………………………52
1. 上游资源 ……………………………………………………………………………………………53
   1.1 中金岭南（000060）：铅锌龙头 ……………………………………………………………54
   1.2 银山铜业（600497）：强化国际资源战略新平台 ………………………………………55
   1.3 罗平锌电（002114）：矿、电、冶炼三联产企业 …………………………………………57
   1.4 西部矿业（601168）：自产矿丰富成本低 …………………………………………………59
   1.5 宏达股份（600331）：多元化经营 …………………………………………………………60
   1.6 中色股份（000758）：主营铅锌矿产和工程建设 ………………………………………62
   1.7 滨州矿业（600711）：矿业并购新贵 ………………………………………………………63
   1.8 兴业矿业（000426）：蒙东新贵 ……………………………………………………………64
   1.9 建新矿业（000688）：铝业再生环保标兵 …………………………………………………65
2. 冶炼标的 ……………………………………………………………………………………………67
   2.1 株冶集团（600961）：锌冶炼巨头 …………………………………………………………67
   2.2 燕光金铅（600531）：第一白银生产企业 …………………………………………………69
五、锡&镍

1. 锡

   1.1 锡业股份（000960）：全球锡业巨头

2. 镍

   2.1 吉恩镍业（600432）：镍业龙头
   2.2 华泽钴镍（000693）：镍铁开采冶炼企业

六、稀土及磁性材料

1. 稀土

   1.1 五矿稀土（000831）：强大集团下的稀土霸主
   1.2 五洲有色（600259）：广东稀土龙头
   1.3 包钢稀土（600111）：轻稀土龙头
   1.4 盛和资源（600392）：四川稀土平台

2. 磁性材料

   2.1 中科三环（000970）：钕铁硼永磁行业排头兵
   2.2 宁波韵升（600366）：上海电驱动发展的受益者
   2.3 正海磁材（300224）：高端稀土磁材龙头
   2.4 银河磁体（300127）：磁粉专利到期迎来广阔空间
   2.5 江粉磁材（002600）：拟定增涉足钛业
   2.6 北矿磁材（600980）：铁氧体生产厂商
   2.7 太原刚玉（000795）：定增拟优化产能结构

七、小金属

1. 锂

   1.1 天齐锂业（002466）：全球锂矿龙头
   1.2 赣锋锂业（002460）：锂加工优势明显

2. 钨

   2.1 厦门钨业（600549）：动力锂电电池翘楚
   2.2 章源钨业（002378）：着力下游深加工、完善产业链
   2.3 中钨高新（000657）：打造一流钨业平台

3. 钛

   3.1 西部材料（002149）：军工新材料“代言人”
3.2 宝钛股份（600456）：钛材龙头 .......................................................... 97
4. 钼 .................................................................................................................. 98
  4.1 金钼股份（601958）：钼业龙头 .......................................................... 98
  4.2 洛阳钼业（603993）：强势回归A股 ...................................................... 99
  4.3 新华龙（603399）：专注钼业深加工 ...................................................... 101
  4.4 炼石有色（000697）：主营钼精粉，铼业新秀 ..................................... 102
5. 其它小金属品种 ......................................................................................... 103
  5.1 云南锗业（002428）：锗稀缺资源霸主 ............................................... 104
  5.2 东方钽业（000962）：钽铌专业研发生产厂家 ..................................... 105
  5.3 东方锆业（002167）：与中核集团合作，战略远景广阔 ...................... 106
  5.4 云海金属（002182）：镁业龙头 .......................................................... 108
八、新能源及新材料 ..................................................................................... 108
1. 石墨烯 ......................................................................................................... 109
  1.1 烯碳新材（000511）：烯碳产业链第一股 .............................................. 109
  1.2 方大炭素（600516）：老牌炭产业投资标的 ........................................... 110
2. 新能源汽车产业链 ..................................................................................... 111
  2.1 西部资源（600139）：全产业链布局新能源汽车领域 ......................... 111
  2.2 金瑞科技（600390）：NCA 前驱体聚焦热点 ......................................... 113
  2.3 科力远（600478）：混动汽车的坚持者 ................................................. 115
3. 其它新材料 ................................................................................................. 117
  3.1 安泰科技（000969）：先进金属材料制造商 ......................................... 117
  3.2 有研新材（600206）：科研促力，引领稀土新材料 ............................... 118
  3.3 天通股份（600330）：专攻蓝宝石产业链 ............................................. 119
  3.4 格林美（002340）：再生资源全国布局 ................................................... 121
  3.5 博云新材（002297）：承载“大飞机梦” ................................................ 122
  3.6 东睦股份（600114）：国内粉末冶金市场领导者 ................................. 123
九、不确定性分析 ......................................................................................... 124
图目录

图 1 截止 2014 年 7 月底有色各子版块市值占比 .................................................. 15
图 2 贵金属股价&上证综指的 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至今） ......................... 17
图 3 贵金属股价&金属价格（金、银）Beta 值与相关性（2012 年 1 月至今） ............... 18
图 4 中金黄金 2013 年产业链 ........................................................................ 18
图 5 山东黄金 2013 年产业链 ........................................................................ 19
图 6 紫金矿业 2013 年产业链 ........................................................................ 21
图 7 辰州矿业 2013 年产业链 ........................................................................ 22
图 8 恒邦股份 2013 年产业链 ........................................................................ 23
图 9 赤峰黄金 2013 年产业链 ........................................................................ 24
图 10 盛达矿业产业链 .................................................................................. 27
图 11 金贵银业 2014 年产业链 ................................................................. 28
图 12 贵研铂业 2013 年产业链 ........................................................................ 30
图 13 铜板块股价&上证综指的 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至今） ......................... 31
图 14 铜板块个股股价&金属价格 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至今） .................... 31
图 15 江西铜业产业链 .................................................................................. 32
图 16 铜陵股份铜管铜棒产量分布 ................................................................ 35
图 17 精诚铜业 2013 年产业链 ...................................................................... 37
图 18 精艺股份产业链 .................................................................................. 38
图 19 博威合金产业链 .................................................................................. 39
图 20 铝板块股价&上证综指的 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至今） ......................... 40
图 21 铝板块个股股价&铝价 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至今） ....................... 41
图 22 银邦股份股权结构 ............................................................................. 46
图 23 闽发铝业产业链 .................................................................................. 49
图 24 鲁丰环保生产线 2013 年产业链 .......................................................... 51
图 25 铅锌块股价与上证综指的 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至至今） ........................................53
图 26 铅锌板块个股股价与锌价 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至至今） ........................................53
图 27 中金岭南产业链（2013 年产量） .......................................................................................55
图 28 罗平锌电 2013 年产业链 ................................................................................................58
图 29 宏达股份生产计划 ...........................................................................................................61
图 30 中色股份 2013 年产业链 ................................................................................................62
图 31 盛屯矿业 2013 年产业链 ................................................................................................64
图 32 兴业矿业 2013 年产业链 ................................................................................................65
图 33 建新矿业 2013 年产业链 ................................................................................................67
图 34 株冶集团产能产业链（/年，大约数） ...........................................................................68
图 35 豫光金铅 2013 年产业链 ................................................................................................69
图 36 锡镍个股股价与上证综指比对（2012 年 1 月至今） .....................................................70
图 37 锡镍个股股价与相应产品价格比对（2012 年 1 月至今） .............................................70
图 38 锡业股份产业链 .................................................................................................................71
图 39 吉恩镍业 2013 年产业链 ................................................................................................74
图 40 华泽钴镍产业链 ...............................................................................................................75
图 41 稀土板块股价与上证综指的 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至至今） .........................76
图 42 稀土板块个股股价与氧化镝价 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至至今） .....................77
图 43 稀土产业链 .......................................................................................................................78
图 44 包钢稀土生产链 ...............................................................................................................80
图 45 盛和资源 2013 年产业链 ................................................................................................82
图 46 正海磁材 2014 年产业链 ................................................................................................85
图 47 江粉磁材 2013 年产业链 ................................................................................................86
图 48 太原刚玉 2013 年产业链 ................................................................................................88
图 49 小金属股价与上证综指的 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至至今） .........................89
图 50 增发大幅提升深加工锂产品产能（吨） ........................................................................91
图 51 厦门钨业产能产业链（/年，大约数） ...........................................................................92
图 52 章源钨业 2013 年产业链 ................................................................................................94
图 53 中钨高新产业链 ...............................................................................................................95
图 54 金钼股份 2013 年产业链 ................................................................................................98
图 55 洛阳钼业 2012 年钼产业链……………………………………………………………………100
图 56 洛阳钼业 2012 年钨产业链……………………………………………………………………100
图 57 新华龙 2012 年产业链……………………………………………………………………102
图 58 炼石有色 2013 年产业链……………………………………………………………………103
图 59 东方钽业产业链………………………………………………………………………………105
图 60 东方锆业产业链………………………………………………………………………………107
图 61 新兴产业个股股价 & 上证综指的 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至今） ..........109
图 62 西部资源 2013 产业链……………………………………………………………………113
图 63 金瑞科技产业链 2013 年（此次定增拟拓展锂电产业链） ..............................115
图 64 科力远产业链………………………………………………………………………………116
图 65 安泰科技 2013 年产业链………………………………………………………………...117
图 66 公司组织构架………………………………………………………………………………118
图 67 天通股份产业链…………………………………………………………………………...120
图 68 格林美生产链………………………………………………………………………………121
图 69 博云新材生产线链…………………………………………………………………………122
表目录

表 1 黄金股黄金储量、产量比对（数值为大约数） ................................................................. 17
表 2 中金黄金 2013 年产量 ...................................................................................................... 18
表 3 中金黄金 2013 年主营业务情况 .................................................................................. 19
表 4 山东黄金 2013 年产量 .................................................................................................... 19
表 5 山东黄金 2013 年主要产品盈利情况 ............................................................................ 20
表 6 紫金矿业 2013 年产量 .................................................................................................... 21
表 7 紫金矿业 2013 年主营业务情况 .................................................................................. 21
表 8 辰州矿业销量、产量及库存量 ...................................................................................... 22
表 9 辰州矿业主营业务收入 ................................................................................................. 23
表 10 恒邦股份 2013 年产能和销量 ...................................................................................... 23
表 11 恒邦股份主营业务情况 ............................................................................................... 24
表 12 赤峰黄金主要产品产量情况 ....................................................................................... 24
表 13 吉隆矿业矿产储量情况 ............................................................................................... 24
表 14 赤峰黄金 2013 年主营业务情况 ................................................................................ 25
表 15 刚泰控股 2013 年主营业务情况 ................................................................................. 25
表 16 白银股白银储量及产量（做加权处理，为大约数） .................................................. 26
表 17 玉龙矿业花枝包特银铅矿矿石情况（单位：吨） ...................................................... 26
表 18 玉龙矿业 2011 年、2012 年及 2013 年主要产品销售情况 ....................................... 26
表 19 银泰资源 2013 年主营业务（万元） ......................................................................... 26
表 20 银都矿业资源及产量 .................................................................................................... 27
表 21 盛达集团旗下其他铅锌银资产 .................................................................................... 27
表 22 盛达矿业 2013 年主营业务情况（万元） ................................................................. 28
表 23 金贵银业当前产能......................................................................................................... 28
表 24 金贵银业 2013 年主营业务情况（万元） ................................................................. 29
表 25 贵研铂业 2011 年产能、产量及产能利用率（单位：千克） ..................................... 29
表 116 广晟有色 2013 年主营盈利情况

表 117 宝钢集团资源储量

表 118 包钢稀土 2013 年产能情况

表 119 包钢稀土 2013 年主营情况

表 120 盛和资源主要产品产量情况

表 121 盛和资源 2013 年主营盈利情况

表 122 磁材股产能比对（数值为大约数）

表 123 募投项目进展（截止 2013 年末）

表 124 中科三环主要产品产能情况

表 125 中科三环 2013 年主营盈利情况

表 126 宁波韵升主要产品产量情况

表 127 宁波韵升 2013 年主营盈利情况（万元）

表 128 上海电驱动股份有限公司盈利情况（万元）

表 129 正海磁材当前产能

表 130 正海磁材 2013 年主营情况

表 131 银河磁体 2013 年主营盈利情况

表 132 江粉磁材现有产能情况

表 133 江粉磁材 2013 年主营盈利情况

表 134 北矿磁材 2013 年主营情况（万元）

表 135 太原刚玉 2013 年主营情况

表 136 天齐锂业产能分布情况（吨）

表 137 格林布什锂矿资源量及储量情况

表 138 天齐锂业 2013 年主营盈利情况

表 139 赣锋锂业 2013 年主营盈利情况

表 140 厦门钨业矿产储量

表 141 厦门钨业产量情况

表 142 厦门钨业 2013 年主营情况（万元）

表 143 章源钨业矿山储量

表 144 章源钨业产能情况

表 145 章源钨业 2013 年主营情况
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
表 176  稀碳新村业绩承诺及履行情况
表 177  稀碳新村 2013 年主营产品盈利情况
表 178  方大炭素主要产品产量情况
表 179  方大炭素 2013 年主营盈利情况（万元）
表 180  西部资源目前矿产资源储量及产能情况（单位：万吨）
表 181  西部资源 2012-2013 年主要产品产量情况（单位：万吨）
表 182  此次募投项目
表 183  子公司 2013 年盈余情况和产品情况
表 184  西部资源 2013 年主营盈利情况
表 185  金瑞科技矿产资源情况（针对碳酸锰）
表 186  金瑞科技产品产能
表 187  金瑞科技主营盈利情况（万元）
表 188  科力远产能情况
表 189  科力远 2013 年主营情况（万元）
表 190  安泰科技主要产品 2013 年产能情况
表 191  安泰科技 2013 年主营盈利情况
表 192  公司注入资产备考业绩
表 193  天通股份主要生产线
表 194  天通股份 2013 年主营盈利情况
表 195  格林美 2013 年主营盈利情况
表 196  博云新材 2013 年主营盈利情况
表 197  东睦股份销量情况
表 198  公司定增情况
表 199  东睦股份 2013 年主营盈利情况
投资要点：

在整个有色板块中，黄金、铜、铝、铅锌、稀土永磁是五大子板块，按照7月底的市值计算，5大板块市值占比均超过10%。

图1：截止2014年7月底有色各子板块市值占比

贵金属 17%
铜矿 9%
铜加工 2%
电解铝 8%
铝加工 5%
铅锌 11%
锡镍 3%
稀土 14%
磁材 4%
小金属 17%
新材料 10%

资料来源：Wind、海通证券研究所整理

本文在当前有色金属行业投资报告中风格迥异，纯粹以基本面出发，囊括A股86家有色公司，从公司储量、产能、产量、生产链、成本五部分深度对比不同板块之间、板块内部个股的异同，提供微观投研信息。

供给端的资源禀赋赐予金属板块的弹性强；需求端与宏观经济的相关性导致其与大盘相关性强；金融属性决定了充沛的流动性是价格上涨的温床。

1. 与大盘相关性高：除了新材料和新能源个股外，大多与大盘有较强相关性。
2. 较大盘的弹性高。无论矿业股或加工股，Beta值大多超过1.5。
3. 与金属价格的相关性迥异：矿业股强，加工股弱。
4. 较金属价格的弹性高：矿业股Beta值大多超过1.5，其中铅锌、铝、稀土、磁材、锡镍为过去两年高弹性品种。
5. 新材料及新能源个股属于有色板块的成长股。

具体到当前的投资策略：贵金属：维持金价在三季度上行的观点。目前美国的地产、消费都有所下行，而地缘政治风险加大，欧元区经济回调明显，QE仍有加码预期，中国经济出现利好提升大宗商品价格从而提升通胀。同时关注南非铂系金属减产，铂钯价格可望持续上升。推荐银泰资源、贵研铂业、恒邦股份、中金黄金、山东黄金。

基本金属：维持前期观点“流动性推动、供给收缩预期以及中国地产放松加码预期成为利好”，投资策略，推荐质地好或者没有大幅上涨的板块或个股。铝板块值得推荐(云铝复牌预计表现较好，其他个股将受益)。推荐江西铜业、驰宏锌锗。中长期我们仍推荐有新兴产业概念以及业绩大幅增长的加工股：银邦股份、亚太科技、海亮股份。

小金属：中长期看好新能源汽车产业链，上海电驱动作为国内新能源汽车电机龙头的优势并未被市场完全发觉，持续推荐宁波韵升。军工概念关注未大涨的云南锗业以及前期持续推荐的东方钽业与西部材料。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>股票名称</th>
<th>EPS（元，摊薄后）</th>
<th>投资评级</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>2013</td>
<td>2014E</td>
</tr>
<tr>
<td>000975</td>
<td>银泰资源</td>
<td>0.43</td>
<td>0.47</td>
</tr>
<tr>
<td>600489</td>
<td>中金黄金</td>
<td>0.15</td>
<td>0.17</td>
</tr>
<tr>
<td>300337</td>
<td>银邦股份</td>
<td>0.20</td>
<td>0.71</td>
</tr>
<tr>
<td>002540</td>
<td>亚太科技</td>
<td>0.36</td>
<td>0.47</td>
</tr>
<tr>
<td>002203</td>
<td>海亮股份</td>
<td>0.37</td>
<td>0.60</td>
</tr>
<tr>
<td>600366</td>
<td>宁波韵升</td>
<td>0.68</td>
<td>0.78</td>
</tr>
<tr>
<td>000962</td>
<td>东方钽业</td>
<td>0.01</td>
<td>0.08</td>
</tr>
<tr>
<td>002149</td>
<td>西部材料</td>
<td>0.12</td>
<td>0.13</td>
</tr>
<tr>
<td>600459</td>
<td>贵研铂业</td>
<td>0.31</td>
<td>0.50</td>
</tr>
<tr>
<td>600497</td>
<td>驰宏锌锗</td>
<td>0.35</td>
<td>0.21</td>
</tr>
<tr>
<td>002428</td>
<td>云南锗业</td>
<td>0.19</td>
<td>0.28</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所
一、贵金属

A股黄金板块市值超过1200亿元，而以紫金矿业、山东黄金、中金黄金为首的三大巨头占据了80%的市值份额，其余的黄金股市值均在100亿元以内。

表1 黄金股黄金储量、产量比对（数值为大约数）

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>名称</th>
<th>储量（吨）</th>
<th>2013年矿产量（吨）</th>
<th>市值（亿元）</th>
<th>截止2014年7月底矿产量/市值（吨/亿元）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>600547</td>
<td>山东黄金</td>
<td>436</td>
<td>26.8</td>
<td>234</td>
<td>0.115</td>
</tr>
<tr>
<td>600489</td>
<td>中金黄金</td>
<td>601</td>
<td>26.0</td>
<td>236</td>
<td>0.110</td>
</tr>
<tr>
<td>601899</td>
<td>紫金矿业</td>
<td>1200</td>
<td>31.7</td>
<td>487</td>
<td>0.065</td>
</tr>
<tr>
<td>600988</td>
<td>赤峰黄金</td>
<td>42</td>
<td>2.3</td>
<td>38</td>
<td>0.060</td>
</tr>
<tr>
<td>002237</td>
<td>恒邦股份</td>
<td>53</td>
<td>2.3</td>
<td>63</td>
<td>0.036</td>
</tr>
<tr>
<td>002155</td>
<td>昇辉矿业</td>
<td>56</td>
<td>2.4</td>
<td>85</td>
<td>0.028</td>
</tr>
<tr>
<td>600687</td>
<td>昇辉控股</td>
<td>50</td>
<td>1.6</td>
<td>59</td>
<td>0.027</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：根据公司年报及公告整理，海通证券研究所

在过去两年多时间，相比于大盘，大市值白马股的相关性强，相关性均超过0.5，而小市值黄金股的Beta值明显强于白马股：辰州矿业、恒邦股份和贵研铂业股价相对于上证综指的Beta值均超过1.5，在白马股中，中金黄金的弹性最强。

同时，白银股（银泰资源与盛达矿业）也显示出高弹性，属于“强攻击”的品种。

图2 贵金属股价&上证综指的Beta值与相关性（2012年1月至今）

资料来源：Wind，海通证券研究所整理
注：金贵银业和银泰资源分别于近年上市和重组，因此与大盘呈负相关。

相对于金价，辰州矿业、中金黄金与恒邦股份显示出高弹性，过去两年与金价Beta值均超过1。相比之下，银泰资源和盛达矿业股价相对于银价波动的弹性较低。
1. 黄金

1.1 中金黄金（600489）：龙头黄金股

公司主营黄金产品，主要从事黄金采选、冶炼、销售，属于金矿采选行业。2013年公司全年生产标准金 122.59 吨，矿产金 25.59 吨，冶炼金 23.08 吨，矿山铜 17102.19 吨，较上年同期分别增加 11.61%、4.58%、11.18%、-1.05%。

储量情况：公司保有资源储量黄金 601.10 吨，铜金属量 53 万吨，铁矿石量 3885 万吨，拥有矿权 143 个，矿权面积达到了 955 平方公里。

表 2 中金黄金 2013 年产量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>生产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>标准金</td>
<td>123 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>矿产金</td>
<td>26 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼金</td>
<td>23 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>矿山铜</td>
<td>1.7 万吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所整理

图 4 中金黄金 2013 年产业链

公司主营产品为黄金、铜产品、白银等其他产品。其中，黄金营业收入 386 亿元（占比约 96%），营业成本 363 亿元，毛利率约 6%；铜产品营业收入 10 亿元（占比约 2%）。

请注意阅读正文之后的信息披露和法律声明
营业成本 6 亿元、毛利率约 39%；白银等其他产品营业收入 5 亿元（占比约 1%）、营业成本 4 亿元、毛利率约 18%；

表 3 中金黄金 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营（分产品）</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业成本（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>3856919</td>
<td>3628393</td>
<td>5.93%</td>
</tr>
<tr>
<td>铜产品</td>
<td>101409</td>
<td>61903</td>
<td>38.96%</td>
</tr>
<tr>
<td>白银等其他</td>
<td>49340</td>
<td>40391</td>
<td>18.14%</td>
</tr>
<tr>
<td>减：内部抵销数</td>
<td>995825</td>
<td>995764</td>
<td>0.01%</td>
</tr>
<tr>
<td>总计</td>
<td>3011844</td>
<td>2734923</td>
<td>9.19%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营（分行业）</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业成本（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>采矿</td>
<td>738586</td>
<td>452030</td>
<td>38.80%</td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼</td>
<td>3259333</td>
<td>3271648</td>
<td>-0.38%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>9750</td>
<td>7009</td>
<td>-1.72%</td>
</tr>
<tr>
<td>减：内部抵销数</td>
<td>995828</td>
<td>995764</td>
<td>0.01%</td>
</tr>
<tr>
<td>总计</td>
<td>3011844</td>
<td>2734923</td>
<td>9.19%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

盈利预测：2013 年 EPS 为 0.15 元，预计 14、15 年 EPS 分别为 0.17 元和 0.19 元，公司目标价 8.5 元，对应 14 年 PE50 倍，维持公司买入评级。

不确定性分析：金价延续整体弱势，资源分布不平衡。

1.2 山东黄金（600547）：黄金白马股

公司是一家集黄金地质勘探、采选、冶炼、精炼、科学研究等为一体的大型黄金生产企业，具有较强的规模优势和竞争力。集团拥有的国内外矿权涉及金、铁、钼、钒、铅、锌等黑色金属，有色金属及非金属矿产资源 10 余种。近年通过兼并、收购、资源整合等手段，先后拥有了烟台、青岛、内蒙、甘肃、福建等地的众多矿权，黄金保有储量实现了大幅增长。截至 2013 年末，公司黄金资源保有储量达 435.91 吨。

图 5 山东黄金 2013 年产业链

资料来源：公司评估报告 201308、2013 年报，海通证券研究所

公司 2013 年矿产金产量为 26.82 吨，外购合质金 365 亿元，当年黄金均价约 280 元/克。大致匡算外购合质金约 130 吨。

表 4 山东黄金 2013 年产量

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>2013 年产量（吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>矿产金</td>
<td>26.82</td>
</tr>
<tr>
<td>外购合质金</td>
<td>130</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年报，海通证券研究所
2013年10月18日，公司与黄加国签订《山东金石矿业有限公司股权转让协议书》补充协议，向山东金石矿业有限公司原股东黄加国支付人民币335462万元，以收购未包含在上述收购价款内的探矿权50%，收购实际完成日为2013年12月31日，2013年6月公司拟以33.72元/股的价格发行约2.96亿股股份，用于购买山东黄金集团及其他公司的99.84亿元资产，同时，还拟非公开发行募集配套资金不超过30亿元。但最终股价跌破增发价，增发流产。

从主营盈利上看，黄金盈利水平最佳，公司主营产品毛利率水平表现有所差异。

### 表5 山东黄金2013年主要产品盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>711961.31</td>
<td>323888.70</td>
<td>45.49</td>
</tr>
<tr>
<td>白银</td>
<td>15713.05</td>
<td>9504.88</td>
<td>60.49</td>
</tr>
<tr>
<td>硫精矿</td>
<td>1849.73</td>
<td>810.48</td>
<td>43.82</td>
</tr>
<tr>
<td>外购合质金</td>
<td>3655520.55</td>
<td>6145.24</td>
<td>0.17</td>
</tr>
<tr>
<td>精矿金</td>
<td>23204.60</td>
<td>4259.89</td>
<td>18.36</td>
</tr>
<tr>
<td>精矿银</td>
<td>1532.95</td>
<td>983.67</td>
<td>64.17</td>
</tr>
<tr>
<td>精矿铜</td>
<td>6475.45</td>
<td>-206.69</td>
<td>-3.19</td>
</tr>
<tr>
<td>建筑材料</td>
<td>1090.56</td>
<td>98.84</td>
<td>9.06</td>
</tr>
<tr>
<td>机砂</td>
<td>4655.86</td>
<td>982.31</td>
<td>21.10</td>
</tr>
<tr>
<td>铜精粉</td>
<td>64.16</td>
<td>-15.82</td>
<td>-24.66</td>
</tr>
<tr>
<td>铅</td>
<td>4483.66</td>
<td>53.19</td>
<td>1.19</td>
</tr>
<tr>
<td>小金条</td>
<td>180174.55</td>
<td>176.48</td>
<td>0.10</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球流动性下降压制金价。

### 1.3 紫金矿业（601899）：优质黄金股

公司是一家以黄金及有色金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团，其控股公司分布在全国二十多个省区和海外8个国家，是中国控制金属矿产资源最多的企业，中国最大黄金生产企业，中国第二大矿产铜生产企业，中国六大锌生产企业之一，目前，公司是国内最大的矿产金生产企业。

旗下矿山有福建紫金山金铜矿、吉林辉南县大南金铜矿、新疆阿拉善铜矿、黑龙江多宝山铜矿、河北平山金矿、青海德令哈铜矿、甘肃张掖金矿，内蒙龙头金矿、福建罗卜岭铜精矿、福建悦洋银多金属矿、福建龙江铜精矿、贵州水银洞金矿、贵州乌蒙山金矿、广东东坑金矿、福建华田铜精矿、云南保山铜精矿、云南曲靖铜矿、内蒙三岔口铅锌矿、新疆乌苏草坝铅锌矿、广东银岩锡矿、云南保山铜矿、新疆库赛县蒙库铁矿（东、中矿段）、新疆奇台县黑山东铁矿这个22个矿山。2013年底黄金保有资源储量1200吨，铜1362万吨，银1413万吨，拥有钼、锌、铅、锡、锡合计21202万吨，拥有铁2亿吨，煤大约5亿吨。
图 6 紫金矿业 2013 年产业链

紫金山矿→金矿产金 11742 千克
                铜矿产铜 30678 吨
珲春紫金矿→金矿产金 1793 千克
                铜矿产铜 7667 吨
贵州水银洞金矿→生产金 2101 千克
澳洲诺顿金田→生产金 5373 千克
中塔泽拉夫尚→生产金 1617 千克
蒙古金中矿业→生产金 1399 千克
冶炼生产锌锭→181312 吨
铅精矿含铅→8904 吨

阿舍勒铜矿→精矿含铜 31514 吨
                精矿含锌 10048 吨
青海德尔尼铜矿→精矿含铜 23858 吨
                生产铜 25253 吨
多宝山铜矿→生产锌 30684 吨
乌恰金旺→精矿含锌 29275 吨
乌拉特后旗紫金→矿山产银 153773 千克
                集团产银 327506 千克
铁精矿→2610000 吨

表 6 紫金矿业 2013 年产量

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>产品细分</th>
<th>2013 年产量 (吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>矿山产金</td>
<td>矿产金</td>
<td>31693</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>冶炼金</td>
<td>76847</td>
</tr>
<tr>
<td>矿产铜</td>
<td>矿产铜</td>
<td>125060</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>冶炼铜</td>
<td>207732</td>
</tr>
<tr>
<td>矿产锌</td>
<td>矿产锌</td>
<td>72076</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>冶炼锌</td>
<td>181312</td>
</tr>
<tr>
<td>铅精矿含铅</td>
<td>铅精矿含铅</td>
<td>8904</td>
</tr>
<tr>
<td>钢</td>
<td></td>
<td>327506</td>
</tr>
<tr>
<td>铁精矿</td>
<td></td>
<td>2610000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 7 紫金矿业 2013 年主营产品盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入 (万元)</th>
<th>营业利润 (万元)</th>
<th>毛利率 (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>矿山产金</td>
<td>852801</td>
<td>364553</td>
<td>42.75</td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼加工及贸易金</td>
<td>2118988</td>
<td>-6424</td>
<td>-0.30</td>
</tr>
<tr>
<td>矿山产银</td>
<td>45909</td>
<td>18208</td>
<td>39.66</td>
</tr>
<tr>
<td>矿山产铜</td>
<td>495027</td>
<td>270154</td>
<td>54.57</td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼产铜</td>
<td>944021</td>
<td>-14759</td>
<td>-1.56</td>
</tr>
<tr>
<td>矿山产锌</td>
<td>57020</td>
<td>27928</td>
<td>48.98</td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼产锌</td>
<td>233435</td>
<td>6563</td>
<td>2.81</td>
</tr>
<tr>
<td>铁精矿</td>
<td>162148</td>
<td>107442</td>
<td>66.26</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>785813</td>
<td>98799</td>
<td>12.57</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性分析：全球流动性下降压制金价。
1.4 辰州矿业（002155）：坐拥稀贵资源

公司的本部沃溪矿区属我国早期主要的黄金生产基地之一，拥有30吨/年黄金提纯生产线、2万吨/年精锑冶炼生产线、2万吨/年多品种氧化锑生产线、5000吨/年仲钨酸铵生产线等产品深加工能力。

图7 辰州矿业2013年产业链

2014年公司拟向湖南黄金集团支付现金22421.20万元，发行股份13487.63万股，每股股价9.42元/股，以支付对价13487.63万元，获得其持有的黄金洞矿区100%股权。2014年预计实现的净利润为4912.31万元，根据矿权评估机构对相关矿权的未来现金流预测结果，黄金洞采矿权和万古采矿权2014、2015、2016年扣除矿权评估时未予考虑的矿权价款摊销费用之后的净利润分别为6074万元、6074万元和7016万元，三年累计为19164万元。黄金洞矿业目前拥有的各矿权内保有金金属资源储量约70吨。2012年和2013年，黄金洞矿业含量金产量分别为1562千克和1700千克。

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2014年1-3月</th>
<th>2013年</th>
<th>2012年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>30000.00</td>
<td>30000.00</td>
<td>30000.00</td>
</tr>
<tr>
<td>产能(千克/年)</td>
<td>2939.74</td>
<td>11569.14</td>
<td>7836.08</td>
</tr>
<tr>
<td>产量(千克)</td>
<td>263.86</td>
<td>2375.58</td>
<td>2304.16</td>
</tr>
<tr>
<td>销量(千克)</td>
<td>3056.88</td>
<td>11525.64</td>
<td>7993.14</td>
</tr>
<tr>
<td>销售均价(元/克)</td>
<td>250.30</td>
<td>282.20</td>
<td>336.80</td>
</tr>
<tr>
<td>销售量（吨）</td>
<td>37000.00</td>
<td>37000.00</td>
<td>37000.00</td>
</tr>
<tr>
<td>销售均价(元/吨)</td>
<td>44100.00</td>
<td>47400.00</td>
<td>55000.00</td>
</tr>
<tr>
<td>精锑</td>
<td>3623.10</td>
<td>14401.20</td>
<td>14393.48</td>
</tr>
<tr>
<td>销量(吨)</td>
<td>4000.04</td>
<td>16346.97</td>
<td>15899.84</td>
</tr>
<tr>
<td>销售均价(元/吨)</td>
<td>41400.00</td>
<td>47400.00</td>
<td>55000.00</td>
</tr>
<tr>
<td>销售量（吨）</td>
<td>20000.00</td>
<td>20000.00</td>
<td>20000.00</td>
</tr>
<tr>
<td>销售量（吨）</td>
<td>326.71</td>
<td>8539.72</td>
<td>6279.70</td>
</tr>
<tr>
<td>销售均价(元/吨)</td>
<td>147500.00</td>
<td>150200.00</td>
<td>148600.00</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2014年1-3月</th>
<th>2013年</th>
<th>2012年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>仲钨酸铵</td>
<td>415.66</td>
<td>1859.55</td>
<td>1846.59</td>
</tr>
<tr>
<td>销量(吨)</td>
<td>300.00</td>
<td>300.00</td>
<td>300.00</td>
</tr>
<tr>
<td>销售均价(元/吨)</td>
<td>41400.00</td>
<td>47400.00</td>
<td>55000.00</td>
</tr>
<tr>
<td>销售量（吨）</td>
<td>20000.00</td>
<td>20000.00</td>
<td>20000.00</td>
</tr>
<tr>
<td>销售量（吨）</td>
<td>326.71</td>
<td>8539.72</td>
<td>6279.70</td>
</tr>
<tr>
<td>销售均价(元/吨)</td>
<td>147500.00</td>
<td>150200.00</td>
<td>148600.00</td>
</tr>
</tbody>
</table>

2013年公司主营业务中，黄金是其第一大收入来源，为32.5亿元，毛利率为10.06%；锑产品是其第二大业务，主要产品为精锑和氧化锑，主营收入为6.0亿元和7.7亿元，毛利率分别为37.36%和27.82%；钨产品在主营业务中毛利率最高为45.56%，收入为3.1亿元。
表9 辰州矿业主营业务收入

<table>
<thead>
<tr>
<th>项目</th>
<th>2013年收入(万元)</th>
<th>毛利率</th>
<th>2012年收入(万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>325302.39</td>
<td>10.06%</td>
<td>269170.70</td>
<td>19.11%</td>
</tr>
<tr>
<td>精锑</td>
<td>60178.66</td>
<td>37.36%</td>
<td>70935.11</td>
<td>40.61%</td>
</tr>
<tr>
<td>三氧化二锑</td>
<td>77500.52</td>
<td>27.82%</td>
<td>87460.87</td>
<td>33.93%</td>
</tr>
<tr>
<td>钨产品</td>
<td>31247.32</td>
<td>45.56%</td>
<td>35218.37</td>
<td>47.59%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>11980.89</td>
<td>3.22%</td>
<td>5332.02</td>
<td>15.76%</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>506209.78</td>
<td>18.06%</td>
<td>468117.06</td>
<td>27.24%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所整理

不确定性分析：全球流动性下降压制金价。

1.5 恒邦股份（002237）：自产金增长成未来看点

2013年该公司“提金尾渣综合回收利用项目”试车，截至2013年底，公司已具备黄金25吨、白银360吨、电解铜6.2万吨、硫酸81万吨、磷铵21万吨的年生产能力。

表10 恒邦股份2013年产能和销量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>产量</th>
<th>销量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>25吨</td>
<td>19.64吨</td>
</tr>
<tr>
<td>白银</td>
<td>212吨</td>
<td>175.68吨</td>
</tr>
<tr>
<td>电解铜</td>
<td>6.2万吨</td>
<td>5.86万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>电解铅</td>
<td>4万吨</td>
<td>3.99万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>81万吨</td>
<td>81万吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所整理

在资源储量方面，2013年末，公司拥有金矿采矿权14个，分别为辽上金矿、哈沟山金矿、上朱车金矿等，面积11.32平方公里；探矿权31个，面积127.02平方公里；黄金探明储量约53.27吨。

2013年公司外购原料产金、未料加工产金分别占当年黄金总产量的37.07%和53.81%。自供原料产金相对较少，2013年自供原料产金占当年黄金总产量的9.12%，约2.3吨。

图8 恒邦股份2013年产业链

公司主营产品为黄金、铜产品、白银等其中黄金、白银的毛利率较高，历年均超过10%，而其它业务毛利不高。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
表 11 恒邦股份主营业务盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>营业收入 (万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>438362</td>
<td>565459</td>
</tr>
<tr>
<td>白银</td>
<td>78657</td>
<td>104838</td>
</tr>
<tr>
<td>电解铜</td>
<td>342474</td>
<td>296263</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>15947</td>
<td>16859</td>
</tr>
<tr>
<td>磷铵及其他化肥</td>
<td>42270</td>
<td>33479</td>
</tr>
<tr>
<td>电解铝</td>
<td>--</td>
<td>--</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2011 年、2012 年、2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球流动性下降压制金价。

1.6 赤峰黄金 (600988): 矿产品位优异

ST 宝龙 2012 年发行股份购买吉隆矿业 100%股权，公司从防弹运动车等专用车制造与销售改为黄金生产与销售，同时更名为赤峰黄金。2013 年收购五龙黄金 100%股权。吉隆矿业及其子公司华泰矿业为黄金开采企业。其中，吉隆矿业的金金属量为 15 吨，华泰矿业的金金属量为 12 吨，五龙黄金的金金属量为 15 吨。五龙黄金的生产规模 10 万吨/年，属金矿地下开采。公司主营业务为黄金采选和销售，主要产品为黄金金锭。2013 年生产黄金 2.32 吨，销售黄金也为 2.32 吨。

表 12 赤峰黄金主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013 年产量(吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>黄金金锭</td>
<td>2.32</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

公司旗下的主要矿山吉隆矿业和华泰矿业金矿品位高，五龙黄金黄金储量丰富。

表 13 吉隆矿业矿产储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿名</th>
<th>储量 (吨)</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>吉隆矿业</td>
<td>15</td>
<td>约14.9克/吨</td>
</tr>
<tr>
<td>华泰矿业</td>
<td>12</td>
<td>约7.7克/吨</td>
</tr>
<tr>
<td>五龙黄金</td>
<td>15</td>
<td>约5.9克/吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2012 年 11 月收购报告、公司 2013 年年报，海通证券研究所

公司 2013 年销售黄金 2.32 吨，同比增长 40.37%。

图 9 赤峰黄金 2013 年产业链

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所整理

2013年，公司产品销量相比上年同期增加，实现营业收入58161.89万元，比上年同期增长1.33%，发生营业成本16265.24万元，比上年同期减少9.41%；实现归属于母公
司的净利润22807.50万元，比上年同期减少4.13%。

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>黄金金锭</td>
<td>57746</td>
<td>41798</td>
<td>72%</td>
</tr>
<tr>
<td>白银</td>
<td>283</td>
<td>102</td>
<td>36%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

数据来源：公司2013年年报，海通证券研究所

1.7 刚泰控股（600687）：打造黄金全产业链

2013年，公司成功实施了重大资产重组，主营业务正式由贸易、股权投资和房地产开发变更为矿业资源开发利用、贵金属制品设计和销售、勘探技术服务、贸易和股权投资。

注入标的大理矿业拥有三项采矿权和17项探矿权。采矿权为西和县大桥金矿，面积1.3平方公里，拥有黄金储量31.98吨，平均品位3.30克/吨，伴生银68.28吨，平均品位7.05克/吨；另有低品位矿带，含黄金储量20.27吨，平均品位1.08克/吨，伴生银69.36吨，平均品位3.71克/吨。大桥金矿外围122平方公里目前处于探矿阶段，已达到详查阶段，收购公告称拥有黄金储量14.85吨，平均品位3.00克/吨，伴生银7.21吨，平均品位4.41克/吨；另有低品位矿带，含黄金储量9.35吨，平均品位1.07克/吨，伴生银13.711吨，平均品位3.67克/吨。

根据当时的《业绩补偿协议》显示，2014-16年净利润预计2.2、2.8和3.3亿元。如果大冶矿业在补偿期限内未实现预测利润数，則由刚泰控股以总价人民币1元的价格回购资产购买交易对方持有的相应数量股份并予以注销。

2013年报显示预计2014年实现营业收入15.8亿元，营业成本12.8亿元，预计全年实现净利润2.25亿元。根据品位及产能设计，匡算得到2014年预计矿产金约1.6吨。

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钢铁贸易</td>
<td>31100</td>
<td>159</td>
<td>0.51%</td>
</tr>
<tr>
<td>电解铜贸易</td>
<td>7805</td>
<td>8</td>
<td>0.10%</td>
</tr>
<tr>
<td>黄金、黄金艺术品及黄金饰品销售</td>
<td>100109</td>
<td>22094</td>
<td>22.07%</td>
</tr>
<tr>
<td>勘探开发</td>
<td>1721</td>
<td>1063</td>
<td>61.79%</td>
</tr>
<tr>
<td>总计</td>
<td>140800</td>
<td>23393</td>
<td>16.61%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

数据来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球流动性下降压制金价；同时，外延式扩张经营业绩不达预期。

2. 白银

白银股的投资标的较少，银泰资源和盛达矿业均是近年通过置换重组上市企业。两家企业矿资源均属于银多铅锌矿，矿产特点为品位高，成本低，当前两家公司均为百亿市值公司，从矿产量与市值比值看，银泰资源优于盛达矿业。
表 16 白银股白银储量及产量（做加权处理，为大约数）

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>名称</th>
<th>储量(吨)</th>
<th>2013年矿产量(吨)</th>
<th>市值(亿元)</th>
<th>截至2014年7月底矿产量/市值</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>000975</td>
<td>银泰资源</td>
<td>3612</td>
<td>94</td>
<td>117</td>
<td>0.808</td>
</tr>
<tr>
<td>000603</td>
<td>盛达矿业</td>
<td>2376</td>
<td>72</td>
<td>93</td>
<td>0.773</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：根据公司年报及公告整理，海通证券研究所

2.1 银泰资源（000975）：白银龙头股，资源空间广阔

银泰资源股份有限公司是一家主要从事银、铅、锌矿的采选与销售业务的企业，公司股票于1999年在深圳证券交易所上市交易。截止2013年末，银泰资源总股本为10.86亿股，总资产为47.86亿元。公司目前于2012年12月和2013年10月取得玉龙矿业76.67%的股权。

玉龙矿业目前所拥有的西乌珠穆沁旗花敖包特银铅矿为银多金属矿，矿石中含有银、铅、锌三个金属元素。该矿山保有矿石量为3129.68万吨。按照国家矿产资源储量规模划分标准及按单一元素判定，各种金属量均达到大型矿山标准。

表 17 玉龙矿业花敖包特银铅矿矿石情况（单位：吨）

<table>
<thead>
<tr>
<th>类别</th>
<th>保有矿石量</th>
<th>可采储量</th>
<th>2013年入选品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>银</td>
<td>6008.10</td>
<td>4514.76</td>
<td>379-399g/t</td>
</tr>
<tr>
<td>铅</td>
<td>623418.00</td>
<td>475490.34</td>
<td>2.9-3.08%</td>
</tr>
<tr>
<td>锌</td>
<td>741064.00</td>
<td>557843.04</td>
<td>4.33-4.978%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：科学城重大资产出售及现金和发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）

玉龙矿业2013年全年销售铅精粉0.9万吨、锌精粉1.02万吨、白银118吨，实现营业收入约6亿元。

表 18 玉龙矿业2011年、2012年及2013年主要产品销售情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>销售量（金属吨）</th>
<th>2011年销售收入（万元）</th>
<th>平均售价（元/吨）</th>
<th>销售量（金属吨）</th>
<th>2012年销售收入（万元）</th>
<th>平均售价（元/吨）</th>
<th>销售量（金属吨）</th>
<th>2013年销售收入（万元）</th>
<th>平均售价（元/吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铅精粉</td>
<td>7071</td>
<td>7883</td>
<td>11148</td>
<td>6242</td>
<td>6815</td>
<td>10919</td>
<td>9473</td>
<td>9921</td>
<td>10473</td>
</tr>
<tr>
<td>锌精粉</td>
<td>11852</td>
<td>10557</td>
<td>8907</td>
<td>11197</td>
<td>9593</td>
<td>8567</td>
<td>10165</td>
<td>8552</td>
<td>8414</td>
</tr>
<tr>
<td>锌精粉+铅</td>
<td>80</td>
<td>46204</td>
<td>5.81元/克</td>
<td>81</td>
<td>37500</td>
<td>4.64元/克</td>
<td>118</td>
<td>40897</td>
<td>3.46元/克</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，科学城重大资产出售及现金和发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，海通证券研究所整理

公司主营铅精粉和锌精粉，毛利高。

表 19 银泰资源2013年主营业务（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>营业收入</th>
<th>营业成本</th>
<th>毛利率(%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>有色金属矿采选业</td>
<td>59372</td>
<td>7444</td>
<td>87.46%</td>
</tr>
<tr>
<td>分产品</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>铅精粉（含银）</td>
<td>50819</td>
<td>3122</td>
<td>93.86%</td>
</tr>
<tr>
<td>锌精粉</td>
<td>8552</td>
<td>4322</td>
<td>49.46%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所整理
盈利预测：预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.47 元、0.53 元，给予公司 2014 年动态 30 倍 PE，6 个月目标价 14.10 元，公司评级为“买入”。

不确定性分析：金属价格大幅波动，以及公司矿石开采量不达预期。

2.2 盛达矿业（000603）：经营风格质朴的西北矿企

2011 年底，公司成功重组，置入银都矿业 62.96%的股权，该控股子公司主营为铅、锌、银探采业务。银都矿业拥有内蒙古赤峰市克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿。

表 20 银都矿业资源及产量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量</th>
<th>匡算产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>银</td>
<td>3961 吨</td>
<td>约 120 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>铅</td>
<td>36 万吨</td>
<td>约 1.5 万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>锌</td>
<td>72 万吨</td>
<td>约 3.5 万吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 201110 公告，公司 2013 年年报，海通证券研究所整理

银都矿业拥有的银储量为 3960 吨，铅储量 36 万吨，锌储量 72 万吨；除此之外，集团还拥有丰富的铅、锌资源，而目前因为大多处于探矿阶段或者是盈利能力欠佳，尚未注入上市公司。就已探明的数据显示，集团另外拥有的探明铅、锌、银储量分别为 12 万吨、21 万吨和 1600 吨。

表 21 盛达集团旗下其他铅锌银资产

<table>
<thead>
<tr>
<th>权益</th>
<th>矿权</th>
<th>矿石储量 (万吨)</th>
<th>金属量 (吨)</th>
<th>备注</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>内蒙古金山矿业</td>
<td>92%</td>
<td>额仁陶勒盖银多金属矿</td>
<td>669</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>陕西金都矿业</td>
<td>80%</td>
<td>-</td>
<td>3</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>四川攀枝花金马矿业</td>
<td>85%</td>
<td>龙塘铅锌矿</td>
<td>61</td>
<td>56000</td>
</tr>
<tr>
<td>内蒙古赤峰矿业</td>
<td>100%</td>
<td>白音查干铅锌银多金属矿</td>
<td>767</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>内蒙古天成矿业</td>
<td>42%</td>
<td>-</td>
<td>3693</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>内蒙古五洲矿业</td>
<td>100%</td>
<td>二道河锡多金属矿</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>三河华冠资源</td>
<td>52%</td>
<td>转龙矿等 3 矿</td>
<td>594</td>
<td>-</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 201110 公告，海通证券研究所

图 10 盛达矿业产业链

银都矿业自产矿 90 万吨矿石 → 选矿 → 铅精粉：约 1.5 万吨 锌精粉：约 3.5 万吨 铅精粉含银：约 120 吨

资料来源：公司 201110 公告，海通证券研究所
公司主营产品为铅精粉和锌精粉，毛利率高。

表 22 盛达矿业 2013 年主营盈利情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>营业收入</th>
<th>营业成本</th>
<th>毛利率(%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>有色金属矿采选业</td>
<td>84250</td>
<td>14636</td>
<td>82.63%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅精粉</td>
<td>50383</td>
<td>3233</td>
<td>93.58%</td>
</tr>
<tr>
<td>锌精粉</td>
<td>33867</td>
<td>11403</td>
<td>66.33%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 23 金贵银业当前产能

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>白银 (吨/年)</th>
<th>电铅 (吨/年)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2014 年产能</td>
<td>200</td>
<td>100000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性能分析：全球流动性下降及工业需求疲弱压制银价。

2.3 金贵银业（002716）：郴州龙头冶炼企业

金贵银业是一家以生产高纯银及银深加工为主的高新技术企业。主营业务为从铅冶炼阳极泥及矿冶企业废渣废液中综合回收白银及锌、镍、铋、铜、铟等多种有色金属的清洁生产和销售。公司目前的主要产品为：高纯银、电解铅、黄金、高纯铋等有价金属。

公司于 2014 年 1 月在深交所上市，原有产能为白银 200 吨/年，电解铅 10 万吨/年，2013 年白银产量 464 吨，同比增长 38.86%；生产电解铅 73676 吨，同比增长 4.07%。IPO 募集资金用于建造白银技术升级技改工程项目、5 万 t/a 铅冰铜渣资源综合利用项目以及 5 万 t/a 氧化锌烟灰资源利用项目。建设期分别为 18、12、12 个月，完工达产后公司总产能为白银 600 吨/年、黄金 2400 公斤/年、铅 10 万吨/年、锌 2.5 万吨/年、铜 1.3 万吨/年，预计达产后年营业收入将增加 504768.51 万元，年利润总额将增加 30590.69 万元，年净利润 22943.02 万元。

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链

图 11 金贵银业 2014 年生产链
公司主营业务为有色金属冶炼，2013年营业利润34930万元，其中电银营业利润占总营业利润比重为69%，其次为金和其他综合回收品，占比分别为12%和11%。

表24 金贵银业2013年主营情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>营业利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>分产品</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>电银</td>
<td>200684.20</td>
<td>34930.68</td>
<td>17.41%</td>
</tr>
<tr>
<td>电铅</td>
<td>89569.43</td>
<td>-629.23</td>
<td>-0.70%</td>
</tr>
<tr>
<td>金</td>
<td>16073.57</td>
<td>6143.38</td>
<td>38.22%</td>
</tr>
<tr>
<td>硝酸银</td>
<td>15788.00</td>
<td>134.14</td>
<td>0.85%</td>
</tr>
<tr>
<td>洗料</td>
<td>12083.76</td>
<td>4153.66</td>
<td>34.37%</td>
</tr>
<tr>
<td>黄金摆件</td>
<td>6007.19</td>
<td>24.90</td>
<td>0.41%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他综合回收产品</td>
<td>20467.47</td>
<td>5772.76</td>
<td>28.20%</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>360673.70</td>
<td>50530.29</td>
<td>14.01%</td>
</tr>
<tr>
<td>分地区</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>国内地区</td>
<td>245641.40</td>
<td>21869.98</td>
<td>8.90%</td>
</tr>
<tr>
<td>国外地区</td>
<td>115032.20</td>
<td>28660.30</td>
<td>24.92%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：原料供应不足及金属价格暴跌。

3. 铂钯系—贵研铂业（600459）：贵金属深加工龙头

公司的主营业务为贵金属深加工、贵金属二次资源回收、贵金属贸易业务，公司主要产品分为贵金属环保及催化功能材料、贵金属特种功能材料、贵金属信息功能材料、贵金属再生资源材料四大类，共300多个品种，4000余种规格，是目前国内主要的贵金属深加工企业。公司是云南控股子公司，持有公司41.68%股权。

根据2011年我国汽车产销量统计数据及行业经验值估算，我国汽车尾气催化剂的需求量为2060万辆，其中：安装汽车尾气催化剂的乘用车为1342万辆，需使用催化剂1859万升，平均每辆乘用车使用催化剂1.38升；安装汽车尾气催化剂的客车为33.40万辆，需使用催化剂201万升，平均每辆客车使用催化剂6升。

表25 贵研铂业2011年产能、产量及产能利用率（单位：千克）

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>产能</th>
<th>产量</th>
<th>产能利用率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>贵金属环保及催化功能材料</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>其中：贵金属化合物</td>
<td>13860.00</td>
<td>11511.24</td>
<td>83.05%</td>
</tr>
<tr>
<td>汽车尾气催化剂（万升）</td>
<td>128</td>
<td>109.14</td>
<td>85.27%</td>
</tr>
<tr>
<td>贵金属特种功能材料</td>
<td>187000.00</td>
<td>63696.25</td>
<td>34.06%</td>
</tr>
<tr>
<td>贵金属信息功能材料</td>
<td>60000.00</td>
<td>39890.51</td>
<td>66.48%</td>
</tr>
<tr>
<td>贵金属再生资源材料</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>其中：铂族金属</td>
<td>2152.50</td>
<td>2145.86</td>
<td>99.69%</td>
</tr>
<tr>
<td>白银</td>
<td>15000.00</td>
<td>1851.26</td>
<td>12.34%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年配股说明书，海通证券研究所整理
公司贵金属特种功能材料营业收入 7.0 亿元（占比约 13%）；贵金属信息功能材料营业收入 1.2 亿元（占比约 2.2%）；贵金属环保及催化功能材料营业收入 11.7 亿元（占比约 22%）；贵金属再生资源材料营业收入 9.3 亿元（占比约 17%）；贵金属贸易营业收入 24.8 亿元（占比约 46%）。

表 26 贵研铂业 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入（亿元）</th>
<th>营业成本（亿元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>贵金属特种功能材料</td>
<td>7.0</td>
<td>6.6</td>
<td>5.0%</td>
</tr>
<tr>
<td>贵金属信息功能材料</td>
<td>1.2</td>
<td>1.1</td>
<td>6.6%</td>
</tr>
<tr>
<td>贵金属环保及催化功能材料</td>
<td>11.7</td>
<td>10.5</td>
<td>10.2%</td>
</tr>
<tr>
<td>贵金属再生资源材料</td>
<td>9.3</td>
<td>8.9</td>
<td>4.4%</td>
</tr>
<tr>
<td>贵金属贸易</td>
<td>24.8</td>
<td>24.7</td>
<td>0.5%</td>
</tr>
<tr>
<td>总计</td>
<td>54.0</td>
<td>51.9</td>
<td>4.0%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

盈利预测：公司处于业务快速扩张期，贵金属回收以及汽车尾气催化剂的市场前景广阔。我们看好公司管理层布局产业链上下游的一系列举措和公司业务发展，同时今年募投项目逐渐投产，业绩将大幅增长，预计 2014 年、2015 年 EPS 为 0.50、0.64。对应 14 年可比公司估值水平 PE48 倍，给予公司目标价 24 元，维持公司买入评级。

不确定性分析：公司主要风险源于贵金属价格大幅波动，募投项目进展不及预期。

二、铜

铜板块的高 Beta 和高相关性个股还是集中在矿企，铜陵、江铜和云铜在过去两年内与上证综指的 Beta 值均超过 1，显示了矿企的攻击性。铜加工方面，除了博威合金由于刚上市原因，其余铜加工企业股价与大盘 Beta 值也超过 1。
铜矿股价走势与铜价走势相关性很强，同时，资源禀赋也赐予矿业股高弹性；加工股由于盈利模式的限制（多数收取加工费以“走量”形式，同时严格控制库存，做好套期保值），与铜价的 Beta 值均偏低。

### 图 14 铜板块个股股价 & 金属价格 Beta 值与相关性（2012年1月至今）

![Beta correlation chart](image)

资料来源：Wind，海通证券研究所整理

### 1. 上游资源

得益于稀缺性及下游广泛，铜一直是有色的龙头品种。国内三大铜企：云南铜业、江西铜业以及铜陵有色当前总市值将近750亿元。从产量、储量及市值上看，江铜是绝对龙头。

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>名称</th>
<th>储量（吨）</th>
<th>2013年矿产量（吨）</th>
<th>市值（亿元）截止2014年7月底</th>
<th>矿产量/市值（吨/亿元）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>000878.SZ</td>
<td>云南铜业</td>
<td>200</td>
<td>6.5</td>
<td>128</td>
<td>0.051</td>
</tr>
<tr>
<td>600362.SH</td>
<td>江西铜业</td>
<td>1032</td>
<td>21.0</td>
<td>474</td>
<td>0.044</td>
</tr>
<tr>
<td>000630.SZ</td>
<td>铜陵有色</td>
<td>200</td>
<td>5.0</td>
<td>146</td>
<td>0.034</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：根据公司年报及公告整理，海通证券研究所

### 1.1 江西铜业（600362）：铜业龙头

请注意阅读正文之后的信息披露和法律声明
公司的阴极铜产量居全国首位，世界铜行业第二，黄金、白银产量居全国前列，此外，硒、碲、铼、氧化砷等稀贵稀散金属和铅锌、稀土精矿等产品在全国也占有较大市场份额。作为目前中国最大的铜冶炼生产企业，以及中国最大的伴生金、银、硫酸生产商之一，江铜集团主导铜金属及铜加工材的生产销售，同时利用伴生资源生产加工黄金、白银及硫酸等副产品。

六座在产矿山：德兴铜矿（包括铜厂矿区、富家坞矿区、朱砂红矿区）、永平铜矿、城门山铜矿（含金鸡窝银铜矿）、武山铜矿、东乡铜矿和银山铅锌矿。国内规模最大的粗炼及精炼铜冶炼厂-贵溪冶炼厂。三家硫酸厂：江西省江铜-瓮福化工有限责任公司、江西铜业集团化工有限公司和江西铜业（德兴）化工有限公司。

公司2013年末100%所有权的查明资源储量为：铜金属1032万吨、伴生硫及共生硫10062万吨、黄金331吨、银9386吨、钼24万吨。联合其他公司所控制资源按江铜集团所占权益计算的资源储量为铜金属407万吨、黄金42吨。

| 表28 江西铜业2013年产量及储量情况 |
|-----------------|------------|
| 品种 | 2013年产量 | 品种 | 储量（金属量） |
| 矿产铜 | 20.88万吨 | 黄金 | 373吨 |
| 黄金 | 25吨 | 铜金属 | 1439万吨 |
| 白银 | 718吨 | 伴生硫及共生硫 | 10062万吨 |
| 阴极铜 | 112万吨 | 银 | 9386吨 |
| 铜加工产品 | 83万吨 | 钼 | 24万吨 |
| 硫酸 | 298万吨 | 硫酸 | 298万吨 |
| 硫精矿 | 211万吨 | 硫精矿 | 6456吨 |
| 钼精矿 | 6456吨 |

资料来源：江铜集团2013年年报，海通证券研究所

公司2013年产量阴极铜112万吨，铜加工产品83万吨，黄金25.4吨，白银718吨，硫酸298万吨，硫精矿211万吨，钼精矿6456吨。

图15 江西铜业产业链

德兴铜业
永平铜矿
城门山铜矿
武山铜矿
东乡铜矿
银山铅锌矿
贵溪冶炼厂
硫酸厂

2013年矿产铜20.88万吨
生产黄金25吨
阴极铜112万吨
铜加工产品83万吨
硫酸298万吨
硫精矿211万吨
钼精矿6456吨

资料来源：江铜集团2013年年报，海通证券研究所

2013年，公司产品销售量比上年同期增加，实现营业收入17589019.10万元，比上年同期增长10.93%；营业成本16842291.49万元，比上年同期增长11.83%；实现归属于母公司的净利润356500.92万元，比上年同期减少31.65%。
### 表 29 江西铜业 2013 年主营盈利情况（单位：万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>营业收入</th>
<th>营业利润</th>
<th>毛利率(%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>合计</td>
<td>17537727</td>
<td>737425</td>
<td>2.40</td>
</tr>
<tr>
<td>阴极铜</td>
<td>10650629</td>
<td>299361</td>
<td>2.81</td>
</tr>
<tr>
<td>铜杆线</td>
<td>4114890</td>
<td>300044</td>
<td>7.24</td>
</tr>
<tr>
<td>电解加工产品</td>
<td>494350</td>
<td>2499</td>
<td>0.51</td>
</tr>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>741047</td>
<td>54222</td>
<td>7.32</td>
</tr>
<tr>
<td>白银</td>
<td>341340</td>
<td>7330</td>
<td>2.15</td>
</tr>
<tr>
<td>化工产品</td>
<td>134164</td>
<td>30477</td>
<td>22.72</td>
</tr>
<tr>
<td>稀散及其他有色金属</td>
<td>898906</td>
<td>25047</td>
<td>2.79</td>
</tr>
<tr>
<td>其它</td>
<td>135401</td>
<td>18445</td>
<td>13.62</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

### 不确定性分析：全球需求下行压制铜价

#### 1.2 铜陵有色 (000630)：资产注入预期强烈

公司是一家集采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型综合性铜生产企业，其生产技术水平在冶炼和加工环节水平在国内居于领先地位。主要产品有高纯阴极铜、金、银、铜线、铜板带材。2011 年，公司阴极铜产量位居国内铜精炼企业第二位，世界排名第五位；“铜冠”牌高纯阴极铜、金锭、银锭分别在伦敦金属交易所（LME）和伦敦金银协会（LBMA）注册，为国际知名品牌。

公司旗下有安庆铜矿，冬瓜山铜矿，铜山矿业，凤凰山矿业，金口岭矿业，天马山黄金矿业，句容市仙人桥矿业，权益量分别为 100%，100%，100%，100%，56.85%，46%。保有铜储量约 200 万吨，金约 20 吨，银约 370 吨，铁矿石储量 2309 万吨。2013 年公司阴极铜的产量达到 130 万吨，另外生产电铜 120 万吨，硫酸 293 万吨，黄金 13449 千克。

### 表 30 铜陵有色 2013 年产量

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>2013 年产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电铜</td>
<td>120.09（万吨）</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>293.17（万吨）</td>
</tr>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>13448.91（千克）</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所整理

公司 2014 年计划募集资金主要投向以下项目：一是收购有色控股持有的庐江矿业 100%股权，获得安徽省庐江县沙滩铜矿，其生产规模为 330 万吨/年（若成功注入，预计铜储量将增加至近 250 万吨）；二是收购有色控股下属铜冠冶化分公司经营性资产；三是铜陵铜业铜冶炼工艺技术升级改造项目；四是补充流动资金。其中，铜冶炼工艺技术升级改造项目建设期 3 年，投产期 1 年。项目全部达产后，计划年平均可实现利润总额 93740.60 万元，净利润 70305.45 万元。项目投资财务内部收益率（税后）为 13.71%。

从公司主要盈利来看，黄金及副产品，化工及其他产品的盈利水平表现较好，铜产品毛利率水准其次，化工产品是毛利率最高的贡献产品。
表 31 铜陵有色 2013 年主营盈利能力

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入 (万元)</th>
<th>营业利润 (万元)</th>
<th>毛利率 (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铜产品</td>
<td>6599668.21</td>
<td>66479.66</td>
<td>1.01</td>
</tr>
<tr>
<td>黄金等副产品</td>
<td>819935.75</td>
<td>10964.99</td>
<td>13.38</td>
</tr>
<tr>
<td>化工及其它产品</td>
<td>166652.99</td>
<td>23563.32</td>
<td>14.14</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球需求下行压制铜价。

1.3 云南铜业（000878）：云南铜矿巨头

公司生产高纯阴极铜、电工用铜线坯、工业硫酸、金锭、银锭、电工用圆铜线、硫酸铜等主产品，并能综合回收金、银、铝、铋、锡、钯、铑等多种有色金属，采用世界先进的铜冶炼技术及二合一标准体系组织生产，主要经济技术指标均为全国同行业领先水平，为中国三大铜工业有色金属企业之一。公司铜金属储量合计约为 200 万吨（权益量），目前集团还拥有 400 多万吨的铜采矿权，以及 300 多万吨的探矿权（普朗矿）。

公司 2013 年精矿含铜产量为 64655 吨，矿山电积铜为 1461 吨，精炼铜为 422592 吨；黄金为 5374 千克，白银产量为 451 吨，硫酸为 131.63 万吨，铁球团为 80.41 万吨。

表 32 云南铜业 2013 年产量

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>2013 年产量 (吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>精矿含铜</td>
<td>64655</td>
</tr>
<tr>
<td>矿山电积铜</td>
<td>1461</td>
</tr>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>5374 (千克)</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>422592</td>
</tr>
<tr>
<td>金</td>
<td>451</td>
</tr>
<tr>
<td>银</td>
<td>1316345</td>
</tr>
<tr>
<td>铁球团</td>
<td>804100</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球需求下行压制铜价。

从主要盈利来看，各产品的盈利能力参差不齐，硫酸和球团矿的盈利能力良好，硫酸是毛利率最高的产品，而铜杆和贵金属在盈利能力稍有欠缺。

表 33 云南铜业 2013 年主营盈利能力

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入 (万元)</th>
<th>营业利润 (万元)</th>
<th>毛利率 (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电解铜</td>
<td>4024530.21</td>
<td>33873.98</td>
<td>0.84</td>
</tr>
<tr>
<td>铜杆</td>
<td>2512.26</td>
<td>-184.17</td>
<td>-7.33</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>38675.85</td>
<td>14940.51</td>
<td>38.63</td>
</tr>
<tr>
<td>贵金属</td>
<td>350995.95</td>
<td>-40028.13</td>
<td>-11.40</td>
</tr>
<tr>
<td>球团矿</td>
<td>69629.77</td>
<td>19287.61</td>
<td>27.70</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>475196.37</td>
<td>11010.84</td>
<td>2.32</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球需求下行压制铜价。

2. 铜加工
在过去10年，加工企业均有一个共性，即往往倾向于外延式扩张，以不断扩大产能赚取更多加工费。但是在当前产能过剩的背景下，该路径的发展空间极其有限。加工企业的未来只能是不断深化产业链。

### 表34 铜加工企业产量比对（数值为大约数）

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>名称</th>
<th>2013年矿产量（吨）</th>
<th>市值（亿元）</th>
<th>截止2014年7月底矿产量/市值（吨/亿元）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>002171.SZ</td>
<td>精诚铜业</td>
<td>11</td>
<td>35</td>
<td>0.312</td>
</tr>
<tr>
<td>002295.SZ</td>
<td>精艺股份</td>
<td>4.8</td>
<td>18</td>
<td>0.268</td>
</tr>
<tr>
<td>002203.SZ</td>
<td>海亮股份</td>
<td>20</td>
<td>90</td>
<td>0.222</td>
</tr>
<tr>
<td>601137.SH</td>
<td>博威合金</td>
<td>6.8</td>
<td>36</td>
<td>0.189</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：根据公司年报及公告整理，海通证券研究所

### 2.1 海亮股份（002203）：上游延伸，布局金融

2013年公司实现铜加工产品销售量20.16万吨，比上年同期增长19.43%。

| 图16 海亮股份铜管铜棒产量分布 |

浙江本部14.7万吨（含4万吨棒材）
上海5万吨
越南7.1万吨
铜陵4.8万吨

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

### 表35 海亮股份产品生产情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>行业分类</th>
<th>项目</th>
<th>2013年</th>
<th>2012年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铜加工行业</td>
<td>销售量（吨）</td>
<td>206167</td>
<td>128818</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>生产量（吨）</td>
<td>201807</td>
<td>167844</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>库存量（吨）</td>
<td>7152</td>
<td>4962</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2012年和2013年年报，海通证券研究所整理

公司持有恒昊矿业62%股权，持有金川集团1.12%股权，并与MWANA共同开发刚果（金）4145平方公里的SEMHKAT矿，公司持有55.80%股权。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
### 表 36 海亮股份矿业板块资产一览

<table>
<thead>
<tr>
<th>子公司</th>
<th>股权</th>
<th>铁金属储量</th>
<th>镍金属储量</th>
<th>产能</th>
<th>备注</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>恒昊矿业</td>
<td>62%</td>
<td>42.24 万吨</td>
<td>42.03 万吨</td>
<td>年处理镍金属量 6000 吨</td>
<td>恒昊矿业上半年实现营业收入 51592 万元，实现净利润 707 万元</td>
</tr>
<tr>
<td>金川集团</td>
<td>1.12%</td>
<td>钴金属储量 1.74 万吨</td>
<td>其中镍金属量 404 万吨，铜金属量 261 万吨，钴金属量 12.5 万吨。</td>
<td>-----</td>
<td>-----</td>
</tr>
<tr>
<td>刚果（金）铜钴勘探项目</td>
<td>90%</td>
<td>钴金属储量 1.74 万吨</td>
<td>钴金属储量 12.5 万吨。</td>
<td>-----</td>
<td>正在开发</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 表 37 海亮股份 2013 年主营盈利情况（元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>营业收入 (万元)</th>
<th>营业成本 (万元)</th>
<th>毛利率 (%)</th>
<th>营业收入比上年同期增减 (%)</th>
<th>营业成本比上年同期增减 (%)</th>
<th>毛利率比上年同期增减 (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铜加工行业</td>
<td>955264</td>
<td>893892</td>
<td>6.42</td>
<td>12.83</td>
<td>13.05</td>
<td>-0.18</td>
</tr>
<tr>
<td>贸易行业</td>
<td>823</td>
<td>636</td>
<td>22.62</td>
<td>53.25</td>
<td>61.34</td>
<td>-3.88</td>
</tr>
<tr>
<td>分产品</td>
<td>铜管</td>
<td>870717</td>
<td>815783</td>
<td>6.31</td>
<td>12.62</td>
<td>12.75</td>
</tr>
<tr>
<td>海亮</td>
<td>84546</td>
<td>78109</td>
<td>7.61</td>
<td>15.1</td>
<td>16.21</td>
<td>-0.88</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>823</td>
<td>637</td>
<td>22.62</td>
<td>53.25</td>
<td>61.34</td>
<td>-3.88</td>
</tr>
<tr>
<td>分地区</td>
<td>境内销售</td>
<td>569892</td>
<td>540470</td>
<td>5.16</td>
<td>20.82</td>
<td>20.29</td>
</tr>
<tr>
<td>境外销售</td>
<td>386195</td>
<td>354060</td>
<td>8.32</td>
<td>2.85</td>
<td>3.58</td>
<td>-0.65</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 公司运营情况

公司主营产品为铜管、铜棒及其他，铜管营业收入 87 亿元（占比约 92%）、营业成本 82 亿元，毛利率约 6%；铜棒营业收入 8 亿元（占比约 8%）、营业成本 8 亿元、毛利率约 8%。此外，海亮股份控股 30%的诸暨海博小额贷款有限公司，海博小额贷款公司综合实力排名第六，竞争力排名前 100 强，2013 年营业收入 1.8 亿元，净利润 1.2 亿元。

### 盈利预测

盈利预测：公司主营稳健增长，一方面源于公司优化自身产品结构，同时拓展销售渠道。此外，海亮股份控股 30%的诸暨海博小额贷款有限公司，海博小额贷款公司综合实力排名第六，竞争力排名前 100 强，2013 年营业收入 1.8 亿元，净利润 1.2 亿元。

### 不确定性分析

不确定性分析：锌合金处于技术攻关阶段，如果出现较大问题，则可能会导致放量受限，且产品用途过于低端从而使盈利水平显著下降。同时，如果铜合金板带无法顺利提高加工费，则盈利水平可能受限。

### 2.2 精诚铜业（002171）：定增拟技改升级

2013 年，公司坚持铜板带加工主业方向，随着年产 3 万吨高精度铜板带材项目的顺利完成，公司形成低、中、高档铜板带材全面发展的格局，公司全年实现产量 11.35 万吨。
吨，比上年同期增长 20.91%。

<table>
<thead>
<tr>
<th>行业分类</th>
<th>项目</th>
<th>2013 年</th>
<th>2012 年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>加工制造业</td>
<td>销售量</td>
<td>112362</td>
<td>92148</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>生产量</td>
<td>113501</td>
<td>93872</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>库存量</td>
<td>1974</td>
<td>1816</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 38 精诚铜业 2013 年销量、产量及库存量（吨）

| 资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所整理 |

2013 年 10 月公司提出预案，12 月进而公布草案向楚江集团发行股票购买其持有的楚江合金 100％的股权、森海高新 100％的股权、楚江物流 100％的股权和双源管业 70％的股权，拟定发行价格为 6.59 元/股，发行量为 5412.25 万股。同时向楚江集团、孙昌好、姜彬、阮诗宏、袁浩杰、卢旭 6 名特定对象非公开发行股份募集配套资金用于偿还银行贷款以及楚江合金 25000 吨/年高新技术改造及新增 5000 吨/年升级产品项目，发行价格 6.59 元/股，共发行 1804.08 万股。限售期均为 36 个月。

<table>
<thead>
<tr>
<th>表 39 项目盈利预测表</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>年度</td>
</tr>
<tr>
<td>楚江合金</td>
</tr>
<tr>
<td>森海高新</td>
</tr>
<tr>
<td>双源管业</td>
</tr>
<tr>
<td>楚江物流</td>
</tr>
<tr>
<td>预测净利润合计</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年 12 月公告，海通证券研究所整理

图 17 精诚铜业 2013 年产业链

公司主营产品为黄铜带、磷铜带和紫铜，其中黄铜带营收占比最重，但纵观主营各产品，毛利率均偏低。
不确定性分析：下游需求疲弱。

2.3 精艺股份（002295）：完整铜加工产业链

目前公司主要从事金属加工设备、精密铜管和铜管深加工产品的生产和销售。

表 41 精艺股份2013年主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013年产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铜加工行业</td>
<td>48143吨</td>
</tr>
<tr>
<td>机械装备行业</td>
<td>38台套</td>
</tr>
</tbody>
</table>

精密铜管的主要原材料是电解铜，生产的精密铜管主要销售给空调制冷、通讯等下游行业，其中空调制冷厂家为公司最主要销售对象；铜管深加工业务的原材料为精密铜管，客户与精密铜管基本一样，主要是空调制冷厂家；金属加工设备业务的下游客户主要是金属加工行业企业。

公司近期拟增，但未进一步披露具体信息。

图 18 精艺股份产业链

资料来源：公司招股说明书，公司2013年年报，海通证券研究所

报告期内，公司实现营业收入262718.45万元，同比增长18.51%；营业利润
-2560.28 万元，同比下降 63.11%；实现净利润 357.75 万元，同比下降 35.90%。金属加工设备毛利率相对较高，达到 30.98%。

### 表 42 精艺股份 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>精密铜管</td>
<td>217769</td>
<td>7251</td>
<td>3.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>钢管深加工产品</td>
<td>29959</td>
<td>1549</td>
<td>5.17%</td>
</tr>
<tr>
<td>金属加工设备</td>
<td>9083</td>
<td>2814</td>
<td>30.98%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>179</td>
<td>15</td>
<td>8.66%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

### 2.4 博威合金（601137）：稳健发展，力拓深加工

博威合金致力于高精度、高精度有色金属成、线、板带新材料的研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品为铜合金棒、线、板带三大类合金材料。公司在业内率先研发成功环保无铅铜合金棒，打破了欧美国家对无铅铜合金领域的技术垄断；针对铜资源稀缺及国际铜价长期高位运行的情况，公司推出了新型铜合金替代材料—变形锌合金，在部分地区实现了低成本铜合金材料的替代。公司拥有上百家牌号、上千种规格的产品系列，是以高中档品种为主的专业铜合金棒、线、板带材的生产商，能满足下游 30 个行业、众多客户多品种、多规格、差异化的特性需求。

#### 图 19 博威合金产业链

![博威合金产业链图](image)

资料来源：公司招股说明书，历年年报，海通证券研究所

#### 表 43 博威合金产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>目前产能（万吨/年）</th>
<th>未来预计达产产能（万元/吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铜合金棒材</td>
<td>5.2</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>铜合金板带</td>
<td>1.3</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>变形锌合金</td>
<td></td>
<td>1.8</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司招股说明书，公司 2013 年年报，海通证券研究所

据 2013 年报显示，公司集中精力、集中资源，全力确保募投项目顺利投产。2013
年度公司实现销量6.72万吨，同比增长6.35%。年产2万吨高性能高精度铜合金带生产
线项目在2013年底顺利投产，当月实现销售量770余吨。基本达到预定目标。年产1万
吨无铝易切削铜棒线生产线项目已能执行大规模铜合金棒的生产，高精度产品后道生
产设备仍需进一步调试；本项目顺利投产后，可以有效缓解公司的产能瓶颈。年产1.8
万吨变形锌合金材料生产线项目正在进行进口关键设备的调试，由于变形锌合金是发明
专利产业化项目，一些设备的生产参数无现成经验可供借鉴，因此设备的带料试机时间
较长，预计该项目将在2014年10月份投产。

从主营盈利上看，铜合金棒材盈利水平最佳，占总毛利的62.23%，而该业务也是
公司后续主要的拓展点。

### 表 44 博威合金 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入 (万元)</th>
<th>毛利 (万元)</th>
<th>毛利率 (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铜合金棒材</td>
<td>169613</td>
<td>16069</td>
<td>9.47</td>
</tr>
<tr>
<td>铜合金线材</td>
<td>67705</td>
<td>9457</td>
<td>13.97</td>
</tr>
<tr>
<td>铜合金板带</td>
<td>3761</td>
<td>296</td>
<td>7.86</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>241079</td>
<td>25822</td>
<td>10.71</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

### 三、铝

中国铝业、云铝股份、焦作万方和中孚实业4只老牌电解铝企股价与大盘呈现高度
相关性。弹性方面，铝板块相对于上证综指的 Beta 值高，基本分布在1-1.5区间，白马板
块中中国铝业和云铝股份两大矿业股的弹性优势也得到显现。

![图 20 铝板块股价与上证综指的 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至今）](image)

注：金贵银业和银泰资源分别于近年上市和重组，故与大盘呈现负相关。

越往下游深加工发展的铝加工股对于铝价的相关性就低，最明显的即利源精制与
亚太科技。此外，中铝、云铝、中孚和新疆众和在过去两年时间与铝价表现出明显的相
关性，但弹性不大。

请注意阅读正文之后的信息披露和法律声明。
1. 电解铝

电解铝板块当前总市值超过700亿元，其中中国铝业市值占比近70%。具体来看，中国铝业与云铝股份为铝矿资源股，中孚实业和焦作万方是比较纯粹的电解铝企业。

表45 电解铝企业储量、产量对比（数值为大约数）

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>公司名称</th>
<th>资源储量（亿吨）</th>
<th>2013年电解铝产量（万吨）</th>
<th>2014年7月底市值（亿元）</th>
<th>产量/市值（万吨/亿元）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>000807.SZ</td>
<td>云铝股份</td>
<td>1.5</td>
<td>100（产能/年）</td>
<td>67</td>
<td>1.50</td>
</tr>
<tr>
<td>600595.SH</td>
<td>中孚实业</td>
<td>--</td>
<td>100（产能/年）</td>
<td>86</td>
<td>1.16</td>
</tr>
<tr>
<td>601600.SH</td>
<td>中国铝业</td>
<td>10</td>
<td>384</td>
<td>490</td>
<td>0.78</td>
</tr>
<tr>
<td>000612.SZ</td>
<td>焦作万方</td>
<td>--</td>
<td>42</td>
<td>73</td>
<td>0.58</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：根据公司年报及公告整理，海通证券研究所

1.1 中国铝业（601600）：铝业龙头

公司是中国最大的氧化铝生产商，是全球第二大氧化铝生产商，同时也是中国最大的原铝生产商。经营的业务主要包括铝土矿、煤矿开采、氧化铝、原铝产品的生产、销售及其他有色金属、焦煤产品贸易。

截至2013年底，中国铝业资产总额1995.07亿元，有49家分公司（子公司），分布在国内17个省自治区直辖市。2013年，公司国内自有矿山铝土矿产量1624万吨，国外自有矿山铝土矿产量89万吨，氧化铝产量1214万吨，原铝产量384万吨。

主营盈利上看，2013年，主营贸易，原铝、氧化铝，分别占总收入的60%、22%和14%，另外还经营铝加工和能源，各占2%。利润上看，均较低，最高的是能源板块，为25%。其余均低于3%，特别是在原铝板块，出现-0.3%的亏损。

图21 铝板块个股股价&铝价Beta值与相关性（2012年1月至今）

资料来源：Wind，海通证券研究所整理
表46 中国铝业2013年主要盈利情况

| 主营产品       | 收入（万元） | 毛利（万元） | 毛利率 %
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>氧化铝板块</td>
<td>3228507</td>
<td>90398</td>
<td>2.80%</td>
</tr>
<tr>
<td>原铝板块</td>
<td>4928886</td>
<td>-14787</td>
<td>-0.30%</td>
</tr>
<tr>
<td>铝加工板块</td>
<td>405116</td>
<td>1620</td>
<td>0.40%</td>
</tr>
<tr>
<td>贸易板块</td>
<td>13692950</td>
<td>150658</td>
<td>1.10%</td>
</tr>
<tr>
<td>能源板块</td>
<td>489645</td>
<td>122411</td>
<td>25.00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：铝价受到全球经济疲弱压制。

1.2 云铝股份（000807）：铝电一体化

公司地处云南，拥有得天独厚的水电铝资源优势和铝土矿资源禀赋，经过多年发展，公司形成了集铝土矿、氧化铝、电解铝、炭素制品、铝加工生产为一体的完整产业链，电解铝规模100万吨，国内前十；氧化铝现有产能80万吨，计划扩建60万吨，进一步提高自给率，降低原料采购成本。旗下文山铝土矿资源量超过1.5亿吨，权益量为92.33%，另有广西平果铝土矿，后续通过资源勘探和整合预计将增加资源量。公司2013年氧化铝产能为80万吨/年，电解铝产能100万吨/年。另有铝合金产能14万吨/年，铝杆产能4万吨/年，铝板带产能55万吨/年。从主营盈利上来看，2013年公司主营产品盈利表现平稳，其中铝锭和铝加工产品毛利率表现最佳，铝加工产品盈利最高。

表47 云铝股份矿山储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿山名称</th>
<th>种类</th>
<th>储量（万吨）</th>
<th>预计储量（万吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>文山铝土矿（92.33%）</td>
<td>铝</td>
<td>15000</td>
<td>20000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

公司目前用电的综合电价为0.51元/度（含税），而云南省水电发电成本为0.2元/度以下，0.23元/度上网电价，直购电谈判电价区间有近0.3元/度，若每度电降低1毛钱，即为公司节约成本13亿元，对公司2013年1600万净利润来讲，影响巨大。

公司2013年氧化铝产能为80万吨/年，电解铝产能100万吨/年。另有铝合金产能14万吨/年，铝杆产能4万吨/年，铝板带产能55万吨/年。从主营盈利上来看，2013年公司主营产品盈利表现平稳，其中铝锭和铝加工产品毛利率表现最佳，铝加工产品盈利最高。

表48 云铝股份2013年主要产品盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铝锭</td>
<td>710086.12</td>
<td>34333.84</td>
<td>4.84</td>
</tr>
<tr>
<td>铝加工产品</td>
<td>446093.16</td>
<td>28667.78</td>
<td>6.43</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>322694.72</td>
<td>4578.73</td>
<td>1.42</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

公司拟向冶金集团、中烟物资和阿鲁国际发行股份购买其持有的浩鑫铝箔100%股权，向冶金投资发行股份购买其持有的源鑫炭素100%股权，向冶金集团、驰宏锌锗和铁投恒维购买其持有的进出口公司88.88%股权。上述股权资产预估值约为15.78亿元，公司拟按照3.67元/股的价格向上述标的公司发行股份4.3亿股。同时公司还将非公开发行募集不超过本次交易总额的25%的资金，即按照3.3元/股发行1.59亿股募集5.26亿元配套资金来补充公司流动资金，向冶金集团、冶金投资、驰宏锌锗、阿鲁国际非公

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
开发行的股份，自新增股份发行结束之日起 36 个月内不得转让；向铁投恒维、中烟物资以及其他特定投资者非公开发行的股份，自新增股份发行结束之日起 12 个月内不得转让。

### 表 49 重组方案概况

<table>
<thead>
<tr>
<th>购买的资产标的</th>
<th>标的评估值</th>
<th>发行数量</th>
<th>发行价格</th>
<th>交易对手</th>
<th>限售转让时间</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>浩鑫铝箔 100%股权</td>
<td>6.77 亿元</td>
<td>1.27 亿股</td>
<td>3.67 元/股</td>
<td>冶金集团</td>
<td>36 个月</td>
</tr>
<tr>
<td>2411 万股</td>
<td>3.67 元/股</td>
<td>中烟物资</td>
<td>12 个月</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>3311 万股</td>
<td>3.67 元/股</td>
<td>阿鲁国际</td>
<td>36 个月</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>泉鑫炭素 100%股权</td>
<td>5.81 亿元</td>
<td>1.58 亿股</td>
<td>3.67 元/股</td>
<td>冶金投资</td>
<td>36 个月</td>
</tr>
<tr>
<td>进出口公司 88.88%股权</td>
<td>3.21 亿元</td>
<td>650 万股</td>
<td>3.67 元/股</td>
<td>阿鲁国际</td>
<td>36 个月</td>
</tr>
<tr>
<td>1387 万股</td>
<td>3.67 元/股</td>
<td>铁投恒维</td>
<td>12 个月</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>6712 万股</td>
<td>3.67 元/股</td>
<td>冶金集团</td>
<td>36 个月</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>总计</td>
<td>15.78 亿元</td>
<td>4.3 亿股</td>
<td>3.67 元/股</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

非公开发行募集配套资金 5.26 亿元，1.59 亿股，不超过 10 名特定对象，限售转让 12 个月。

不确定性分析：铝价受到全球经济疲弱压制。

### 1.3 中孚实业 (600595): 电解铝产能丰富

公司以经营电解铝及铝型材系列产品的生产和销售、火力发电为主，依托本地丰富的煤炭资源优势和氧化铝供应优势。公司以煤带电、以电促铝，以电为中间产品，铝为最终产品，成功地将电力生产和电解铝生产结合起来，煤-电-铝-铝深加工的产业链条。

公司注册资本 17.42 亿元，现有总资产 268 亿元，拥有 100 万吨以上铝及铝加工产能，配套 300 万吨原煤、900MW 火力发电和 15 万吨炭素的产业规模，整体实力位居中国铝行业前列。

主营盈利上看，2013 年，主营煤-电-铝-铝深加工产业链，其中铝及铝制品占收入为 72%，电为 18%，煤炭为 3%，蒸汽低于 1%。利润率上，铝及铝制品由于产能过剩等原因，导致亏损，利润率约为-1%，但是电和煤炭较高，分别为约 23%，19%。

### 表 50 中孚实业 2013 年主营业务情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铝及铝制品</td>
<td>980465</td>
<td>-9707</td>
<td>-0.99%</td>
</tr>
<tr>
<td>电</td>
<td>228944</td>
<td>53756</td>
<td>23.48%</td>
</tr>
<tr>
<td>蒸汽</td>
<td>2735</td>
<td>103</td>
<td>3.76%</td>
</tr>
<tr>
<td>煤炭</td>
<td>40681</td>
<td>7786</td>
<td>19.14%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性分析：铝价受到全球经济疲弱压制。

### 1.4 焦作万方（000612）：煤电铝加工一体化
公司是以电解铝生产为主的铝冶炼企业，也是河南省百强和焦作市重点骨干企业。有外贸自营权和境外期货资格，检验室为国家注册实验室。公司主要生产设备 280KA 槽铝电解系列生产线，为重点高技术生产化示范工程，它的建成投产为中国铝工业技术提升起到了示范推动作用。

目前，公司拥有铝电解产能 42 万吨，参股的赵固能源 30%股权（煤炭年产量约 500 万吨），自备发电装机容量 600MW，铝合金产品年 5 万吨，已初步形成完整的产业链。

赵固能源（30%）于 2004 年 5 月设立，赵固能源井田资源可靠，储备丰富，资源储量 3.73 亿吨，目前矿井生产能力 600 万吨/年。按照权益计算，公司相当于拥有赵固能源 180 万吨煤炭产能。

2011 年 12 月定增预案显示，公司非公开募集资金将用于 2X300WM 热电机组项目，2013 年 1 月的公告显示第一台 300MW 发电机组投产，2013 年 3 月的公告显示第二台 300MW 发电机组投产，公司煤电铝一体化基本完成。

此外，公司 2013 年 4 月，成功定向增发 16927 万股 A 股，募集资金净额 17.46 亿元，发行价 10.64 元/股。银华—中行—定向增发 1 号资产管理计划认购焦作万方非公开发行的股票 3759 万股，占其已发行股份的 5.79%。募集资金用于优化公司资产结构，减少资产负债率，节约财务费用，为公司发展提供资金保障。逐步完成煤电铝加工一体化建设，实现主营扭亏为盈的经营目标。

从主营盈利上看，依赖于电解铝产品，毛利 24596 万元，毛利率 4.45%。

<p>| 表 51 焦作万方的 2013 年主营盈利情况 |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电解铝产品</td>
<td>552218</td>
<td>24596</td>
<td>4.45%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

数据来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：铝价受到全球经济疲弱压制。

2. 铝加工：精密制造是发展方向

铝资源不稀缺，如何拓展下游生产环节盈利能力是各加工企业核心经营问题。建筑用型材、工业用型材、电梯箔、精密车用零部件、精密电子用零部件、轨道交通、汽车轻量化及 3D 打印材料均是行业关键词。

就板块市值来看，南山铝业在铝加工行业属于超大型铝加工企业。其余加工企业大多在 50 亿元市值左右，这也与铝加工的销售半径局限有关，而由于板块涉及个股众多（当前市值在 500 亿元左右），因此铝加工板块也成为有色板块中不可或缺的部分。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
表 52 铝加工企业产量比对（数值为大约数）

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>公司名称</th>
<th>2013年铝加工产品产量（万吨）</th>
<th>2014年7月底市值（亿元）</th>
<th>产量/市值（万吨/亿元）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>600219.SH</td>
<td>南山铝业</td>
<td>100</td>
<td>114</td>
<td>0.87</td>
</tr>
<tr>
<td>002379.SZ</td>
<td>鲁丰环保</td>
<td>29</td>
<td>36</td>
<td>0.80</td>
</tr>
<tr>
<td>601388.SH</td>
<td>怡球资源</td>
<td>32</td>
<td>46</td>
<td>0.70</td>
</tr>
<tr>
<td>600768.SH</td>
<td>宁波富邦</td>
<td>3.5</td>
<td>14</td>
<td>0.25</td>
</tr>
<tr>
<td>002578.SZ</td>
<td>闽发铝业</td>
<td>4</td>
<td>22</td>
<td>0.18</td>
</tr>
<tr>
<td>002501.SZ</td>
<td>利源精制</td>
<td>9.5</td>
<td>69</td>
<td>0.14</td>
</tr>
<tr>
<td>300337.SZ</td>
<td>银邦股份</td>
<td>8.2</td>
<td>56</td>
<td>0.15</td>
</tr>
<tr>
<td>002540.SZ</td>
<td>亚太科技</td>
<td>7.7</td>
<td>56</td>
<td>0.14</td>
</tr>
<tr>
<td>600888.SH</td>
<td>新疆众和</td>
<td>5</td>
<td>40</td>
<td>0.13</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：根据公司年报及公告整理，海通证券研究所

2.1 南山铝业（600219）：打造一体化铝产业链

公司是一家致力于铝产品深加工的一体化铝业公司，目前拥有从热电-氧化铝-电解铝-热轧-冷轧-箔轧及铝型材的完整铝产业链，具有较强的盈利能力及抗风险能力。公司主要产品包括上游产品电、氧化铝、电解铝，下游产品铝板带、铝箔及铝型材。

截至 2013 年末，公司已形成氧化铝产能 140 万吨，电解铝产能 13.60 万吨，铝型材产能 35 万吨，热轧卷产能 60 万吨、冷轧卷产能 60 万吨、高精度铝箔 3 万吨、扁锭产能 67 万吨，已具备显著的规模优势。

主营业务上看，2013 年，主营铝及型材，热轧卷，冷轧卷产品收入分别占收入的 49%，15%，19%。公司也经营电、汽，天然气，高精度铝箔，氧化铝产品等，分别占比 5%，2%，2%，8%。其中主营业务利润率均偏低，最大的产品线铝及型材和热轧卷利润率在 1%-2%之间，冷轧卷产品相对较高，达到 4%，利润最高的为电、汽产品达 34%，其他业务均低于 10%。

表 53 南山铝业 2013 年主营业务情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铝及型材产品</td>
<td>2298785</td>
<td>35401</td>
<td>1.54%</td>
</tr>
<tr>
<td>电、汽</td>
<td>242262</td>
<td>82466</td>
<td>34.04%</td>
</tr>
<tr>
<td>天然气</td>
<td>68581</td>
<td>5781</td>
<td>8.43%</td>
</tr>
<tr>
<td>高精度铝箔</td>
<td>103041</td>
<td>6234</td>
<td>6.05%</td>
</tr>
<tr>
<td>氧化铝产品</td>
<td>372060</td>
<td>28946</td>
<td>7.78%</td>
</tr>
<tr>
<td>热轧卷</td>
<td>694156</td>
<td>12425</td>
<td>1.79%</td>
</tr>
<tr>
<td>冷轧卷</td>
<td>894513</td>
<td>37480</td>
<td>4.19%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

2.2 银邦股份（300337）：深耕铝加工，加码 3D 打印

公司技术实力雄厚，行业占有率名列前茅。公司凭借多年的研发经验，在铝加工的生产技术和工艺上拥有多项专利，经过多年发展，公司生产的铝合金硬质材料市场占有
率稳居全国第二；多金属复合材料中销量最大的铝钢复合材料主用于电站空气冷却系统，打破了国外公司对于该产品的垄断，市场份额已经成为国内第一。

下游行业发展迅速需求旺盛。随着我国经济的持续增长，汽车制造、电站空冷系统、工程机械等行业发展迅速，对钎焊式铝热交换器的需求持续增长，进一步增加了钎焊铝轧制材的需求，市场规模迅速扩大。

3D 打印兴起对公司前景利好。公司于 2012 年 8 月 30 日注资成立飞而康快速制造科技有限责任公司，经营范围包括：高密度、高精度粉末冶金零件、粉末材料、医疗器械零部件等。由于近年来 3D 行业在海内外的迅速兴起，飞而康在中国跨出了蓝海的第一步，具有强大的技术研发能力，前景利好。

质量和品牌优势。公司遵循“坚持全面质量，不断技术创新，优化客户价值，立足全球市场”的质量方针，严格执行一套完整、严格的质量控制和管理体系，公司拥有先进的检测设备及手段，拥有一支专业的质量管理队伍，对产品质量进行严格的控制和监督，力求为客户提供“零缺陷”的产品。

技术团队实力不容小觑。公司经过多年的发展，在生产实践中培养和成长起一大批熟练掌握了铝合金复合材料、铝基多金属复合材料生产工艺的专业人才。此外，飞而康核心技术团队领导人吴鑫华，系澳大利亚国家轻合金研究中心主任、系国家教育部第八批“长江学者奖励计划讲座教授”，为公司注入新的技术活力。

募投项目达产后公司产能将由 7.5 万吨/年扩大到 20 万吨/年，优化公司产品结构，实现规模化经营，巩固公司在行业中的优势，增强市场竞争力，为长期、稳定、持续发展奠定基础。

盈利预测：根据产能调整情况，给予公司 2014-2015 年 EPS 0.71 元和 1.17 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 31.90 元，对应 2014 年 45 倍 PE。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；技术流失风险；新产品开发和产业化失败风险；募投项目市场风险。

2.3 亚太科技（002540）：开拓 3D 打印产业链

公司致力于汽车行业，主要经营汽车铝挤压材的研发、生产和销售。主要产品为铝制产品和汽车电子类产品两大块。其中铝制产品主营管材，型材和棒材等，公司是国内汽车行业铝挤压材，特别是汽车热交换系统零部件原材料的主要供应商。公司亦成为德国博世、德国大陆集团、美国德尔福等全球顶级汽车零部件供应商的合格供应商。公司产品具有“多品种、多牌号、多规格”的特点，可以满足不同客户多种需求。
行业研究·有色金属行业

表 54 亚太科技产能分布表（万吨/年）

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>IPO前</th>
<th>IPO募投项目</th>
<th>热交换平行流铝合金管项目</th>
<th>轻量化高性能铝挤压材项目</th>
<th>合计</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>精密热交换铝管</td>
<td>4.20</td>
<td>5.70</td>
<td>0.50</td>
<td>3.70</td>
<td>14.10</td>
</tr>
<tr>
<td>制动系统用铝型材</td>
<td>2.00</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>可锻高强度铝硅合金棒材</td>
<td>1.20</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>耐磨高硅铝合金棒材</td>
<td>1.50</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>4.20</td>
<td>5.70</td>
<td>0.50</td>
<td>3.70</td>
<td>14.10</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 55 亚太科技 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>管材类</td>
<td>78431</td>
<td>18839</td>
<td>24.02%</td>
</tr>
<tr>
<td>型材类</td>
<td>61536</td>
<td>11409</td>
<td>18.54%</td>
</tr>
<tr>
<td>棒材类</td>
<td>29002</td>
<td>3344</td>
<td>11.53%</td>
</tr>
<tr>
<td>铸棒类</td>
<td>21711</td>
<td>406</td>
<td>1.87%</td>
</tr>
<tr>
<td>铝锻件</td>
<td>167</td>
<td>24</td>
<td>14.38%</td>
</tr>
<tr>
<td>汽车电子类</td>
<td>1575</td>
<td>394</td>
<td>25.03%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

盈利预测：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 2014-2015 年每股收益 0.47 元和 0.52 元的盈利预测。考虑汽车铝制材市场景气度，以及涉足 3D 业务带来的广阔前景，给予目标价 14.10 元，对应 2014 年 30 倍 PE，投资评级为“买入”。

不确定性分析：合作进展存在不确定性；产能快速扩张风险；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。

2.4 利源精制（002501）：铝业精密制造龙头

公司主要从事铝型材及深加工产品的研发、生产与销售业务。公司生产多种产品，用途广泛，大致上可分为三大类，即工业铝型材、工业材深加工产品和建筑铝型材。在东北、华北地区经营，在生产技术水平、品种规格、市场份额方面均居前列的专业化供应商，成为国内工业与建筑铝型材两块业务平衡发展的综合供应商之一。

2013 年中期，公司向特定投资者发行 13104 万股人民币普通股（A 股），实际募集金额 14 亿元，用于轨道交通车辆材料深加工项目（总投入预计为 18.9 亿），具备年产铝型材产品 11000 吨和年产轨道车辆及车头大部件产品各 400 套的能力。项目达产期计划 2 年，投产第一年达产 60%，第二年完全达产。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
公司主营产品包括工业用材，建筑装饰用材和深加工材。在 2013 年，占比分别为 45%，31%和 24%。其毛利率均超过 20%，以深加工材相对较高，接近 30%。

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>2013年收入(万元)</th>
<th>2013年毛利(万元)</th>
<th>毛利率%</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>工业用材</td>
<td>68758</td>
<td>16777</td>
<td>24.40%</td>
</tr>
<tr>
<td>建筑装饰用材</td>
<td>46796</td>
<td>10300</td>
<td>22.01%</td>
</tr>
<tr>
<td>深加工材</td>
<td>36737</td>
<td>11003</td>
<td>29.95%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**2.5 新疆众和（600888）：专攻光箔电极箔**

公司主营概述。公司是全国最大的高纯铝和铝电解电容器用光箔生产企业之一、全球最大的高纯铝研发和生产企业之一。公司主营产品为高纯铝、电子箔和电极箔，目前，公司已形成以“高纯铝—电子铝箔—电极箔”为主导产品的“高纯铝—电子铝箔—电极箔”产业链。

储量情况。公司煤炭资源集中在参股的新疆天池能源有限责任公司以及特变电工新疆能源有限公司，天池能源有部分已经开采，同时持有乌什县燕泉矿业开发有限责任公司 80%的股权。

<table>
<thead>
<tr>
<th>储量(亿吨)</th>
<th>产量(万吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>新疆天池能源有限责任公司（14.22%）</td>
<td>100</td>
</tr>
<tr>
<td>特变电工新疆能源有限公司（14.22%）</td>
<td>100</td>
</tr>
<tr>
<td>乌什县燕泉矿业开发有限责任公司（80%）</td>
<td>100</td>
</tr>
</tbody>
</table>

产量/产能情况。公司主营产品为高纯铝、电子箔和电极箔，经历了大规模的扩产后（目前公司高纯铝的产能约 5 万吨/年，电子铝箔的产能约 4.7 万吨/年，电极箔产能约 2000 万平方米/年），2011 年定增 0.59 亿股，用于电子材料循环经济产业化项目（一期），从 13 年年报来看，该项目整体完成了 92%，2013 年 1200 万吨铝箔主要生产设施投入生产正在建设。而年产 1200 万吨高压电极箔生产线中的年产 800 万平方米化成箔生产线已建成，部分投入投产，其余年产能 400 万平方米的化成箔生产线、年产 1200 万平方米的腐蚀箔生产线正在建设。

盈利情况。公司 2013 年实际实现营业收入 37.22 亿元，超出目标计划的 24%；公司营业利润为 3534.90 万元，与预计目标差距较大。主要原因是：2013 年铝电解电容器用铝箔材料市场竞争激烈，产品价格下跌，公司电子铝箔等产品因设备磨合等问题，
产品成品率下降，成本上升，影响了公司铝电解电容器用铝箔材料产品的毛利率；2013年公司销售量大幅增长，疆外运费增加导致销售费用同比增长78.48%，财务费用因借款增加而同比增长34.25%。

表59 新疆众和主营情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电子铝箔</td>
<td>54257.37</td>
<td>8304.21</td>
<td>15.31%</td>
</tr>
<tr>
<td>电极箔</td>
<td>67125.20</td>
<td>11921.93</td>
<td>17.76%</td>
</tr>
<tr>
<td>高纯铝</td>
<td>28204.16</td>
<td>2433.90</td>
<td>8.63%</td>
</tr>
<tr>
<td>合金产品</td>
<td>107380.70</td>
<td>4005.68</td>
<td>3.73%</td>
</tr>
<tr>
<td>铝制品</td>
<td>39475.09</td>
<td>1102.17</td>
<td>2.79%</td>
</tr>
<tr>
<td>电力</td>
<td>43497.17</td>
<td>17499.50</td>
<td>40.23%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

2.6 闽发铝业（002578）：海西地区龙头型铝材企业

闽发铝业是海西板块的铝型材龙头企业，公司主要从事各种铝型材产品的设计研发、生产和销售。主导产品为建筑用铝合金型材，公司规划保持工业型材的持续增长，建筑用铝合金型材占比逐年下降。

据公司2011年招股说明书披露，公司原有铝型材产能约为4万吨/年，首次公开发行所募集资金用于建造4万吨/年铝合金型材生产线，据2014年5月公告披露该生产线预计于2014年12月完工，现预计产能约为4万吨/年。

表60 闽发铝业当前年产能

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>建筑铝型材、工业铝型材</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>产能</td>
<td>约4万吨/年</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司招股说明书及2013年报，海通证券研究所

公司向铝型材采购铝管，加工成为建筑铝型材和工业铝型材等产品。

图23 闽发铝业产业链

资料来源：公司招股说明书及2013年报，海通证券研究所

公司2013年生产量44384.41 吨，同比2012年增加28.28%。主要盈利来自铝型材销售，2013年铝型材营业利润占总营业利润比重达99.87%。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
不确定性分析：下游需求疲弱。

2.7 鲁丰环保 (002379): 着眼环保材料开发

公司是一家大型综合性铝板带箔加工企业，主要从事高品质铝板带箔产品的开发、生产和销售，主要产品包括家用铝箔、药用铝箔等。

公司是采购原料加工型企业。首次公开上市时具有普通铝箔产能为 4 万吨/年，高精度铝板带产能为 10 万吨/年。同时据公司 2010-2013 年年报披露，非募集资金建造完工项目有：年产 5 万吨高精度铝箔项目、年产 5 万吨铝板带扩产项目、青海鲁丰鑫恒高精度铝板带项目。首次公开上市募集资金所建造项目停产 5 万吨高精度铝板带项目、年产 3 万吨铝箔项目均于 2013 年 5 月前均达到可使用状态。公司 2013 年有色金属加工

生产量 292234 吨，同比 2012 年增加 61.11%。

公司定增预案于 2012 年 6 月获证监会审核通过，募集资金用于建造 45 万吨高精度铝板带项目冷轧部分一期工程。据公司 2013 年年报披露，该项目现已完工 63%，预计于 2014 年 3 月完工达产。
图 24 鲁丰环保产业链 2013 年产业链

普通铝箔（2013年产能7万吨/年）
高精度铝箔（2013年产能5万吨/年）
高精度铝板带（2013年产能10万吨/年）
铝板带（2013年产能5万吨/年）
2013年有色金属加工生量量292234吨

根据 2014 年 1 月公告显示，公司名称由“山东鲁丰铝箔股份有限公司”变更为“鲁丰环保科技股份有限公司”，经营范围变更为：环保新型材料的研发、生产与销售；环保及节能的技术研发服务；货物及技术的进口。公司现有主要产品是铝箔，其用途广、无污染、可降解，为环保型新材料产品。公司在保持现有业务稳定发展的基础上，计划逐步向环保节能领域探索发展。

当前主营业务中家用箔、软包装箔、容器箔盈利能力最好，2013 年营业利润占公司总营业利润比重分别为 32.82%、13.13%、34.66%，共计达到 80.61%。

表 63 鲁丰环保 2013 年主营情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>营业利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>家用箔</td>
<td>70597.00</td>
<td>8523.48</td>
<td>12.07%</td>
</tr>
<tr>
<td>药用箔</td>
<td>22853.04</td>
<td>3409.98</td>
<td>14.92%</td>
</tr>
<tr>
<td>铝卷</td>
<td>16018.90</td>
<td>953.67</td>
<td>5.95%</td>
</tr>
<tr>
<td>软包装箔</td>
<td>54424.45</td>
<td>9000.77</td>
<td>16.54%</td>
</tr>
<tr>
<td>空调箔</td>
<td>11829.72</td>
<td>464.05</td>
<td>3.92%</td>
</tr>
<tr>
<td>复合用铝箔</td>
<td>385.58</td>
<td>4.37</td>
<td>11.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>容器箔</td>
<td>14549.37</td>
<td>2392.30</td>
<td>16.44%</td>
</tr>
<tr>
<td>热封箔</td>
<td>1639.59</td>
<td>201.50</td>
<td>12.29%</td>
</tr>
<tr>
<td>涂油容器箔</td>
<td>6587.42</td>
<td>882.31</td>
<td>13.39%</td>
</tr>
<tr>
<td>PS 版基</td>
<td>598.79</td>
<td>97.86</td>
<td>16.34%</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>199483.89</td>
<td>25969.59</td>
<td>13.02%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性分析：下游需求疲弱。

2.8 宁波富邦（600768）：力争扭亏

公司主营概述：公司主要经营有色金属复合材料、新型合金材料、铝及铝合金板、带、箔及制品、铝型材产品的制造、加工；塑料制品及汽车配件加工；机电设备、装卸机械、车辆配件、纺织原料、五金交电、建筑材料、金属材料、化工原料等。

产量/产能情况：报告期内，公司完成产品产量 34752 吨，同比下降了 0.74%。根据年报显示，2014 年经营目标为：计划实现主要产品产量 3.5 万吨，营业收入 9 亿元，争取 10 亿元，全力扭亏。
盈利能力。2013年公司的铝锭铝材毛利率均接近1%，加工服务为16.78%，仓储及其他板块高达91%。

### 表64 宁波富邦2013年主营情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铝锭</td>
<td>140</td>
<td>1</td>
<td>0.81%</td>
</tr>
<tr>
<td>铝材</td>
<td>87550</td>
<td>802</td>
<td>0.92%</td>
</tr>
<tr>
<td>加工服务</td>
<td>1125</td>
<td>189</td>
<td>16.78%</td>
</tr>
<tr>
<td>仓储及其他</td>
<td>267</td>
<td>244</td>
<td>91.26%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

### 2.9 怡球资源（601388）：铝业再生环保标兵

主营业务是利用所回收的来源于废旧汽车、建材、电器、机械、包装、设备等及生产过程中产生的铝渣、边角料等各方面的废铝资源，制造出替代原铝的再生铝产品，以达到铝金属资源循环利用的目的。

公司IPO前拥有铝合金产能32万吨/年，随着产能逐步释放，预计将达到53.88万吨/年。

主营盈利上看，2013年，主营铝锭销售，占其总收入的90%以上，还经营边角料和其他。利润上看，主营铝锭约为6%，边角料约为1%，其他业务则较高，约为37%，但体量较小。

### 表65 怡球资源2013年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铝锭销售</td>
<td>441674</td>
<td>25573</td>
<td>5.79%</td>
</tr>
<tr>
<td>边角料</td>
<td>45082</td>
<td>415</td>
<td>0.92%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>948</td>
<td>346</td>
<td>36.54%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：原料供应不足风险。

### 四、铅&锌

自然界中铅锌多为伴生。铅锌的金融及工业属性使得铅锌板块（主要是矿企）成为与大盘高相关性及强弹性的板块；在过去两年内，铅锌股价与上证综指的Beta值大多接近1.5。
与金属价格的对比中，铅锌板块的供给性显示无疑，过去两年多时间里，矿业股与锌价的 Beta 值大多接近 2。

1. 上游资源

铅锌板块为大板块，当前所有矿企市值接近 900 亿元。中金岭南、驰宏锌锗、罗平锌电从矿产量/市值的角度看，无疑是板块内最佳投资标的（盛屯矿业在近年内不断拓展新矿种，包括金、铜、钨）。
### 表 66 铅锌矿企储量、产量比对（数值为大约数）

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>公司名称</th>
<th>储量（万吨）</th>
<th>2013年矿产量(万吨)</th>
<th>2014年7月底总市值（亿元）</th>
<th>矿产量/市值 (万吨/亿元)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>000060.SZ</td>
<td>中金岭南</td>
<td>980</td>
<td>30</td>
<td>171</td>
<td>0.18</td>
</tr>
<tr>
<td>600497.SH</td>
<td>驰宏锌锗</td>
<td>430（国内储量）</td>
<td>30</td>
<td>177</td>
<td>0.17</td>
</tr>
<tr>
<td>002114.SZ</td>
<td>罗平锌电</td>
<td>77</td>
<td>7</td>
<td>48</td>
<td>0.15</td>
</tr>
<tr>
<td>000426.SZ</td>
<td>兴业矿业</td>
<td>135</td>
<td>6</td>
<td>66</td>
<td>0.09</td>
</tr>
<tr>
<td>601168.SH</td>
<td>西部矿业</td>
<td>400</td>
<td>13</td>
<td>147</td>
<td>0.09</td>
</tr>
<tr>
<td>000758.SZ</td>
<td>中色股份</td>
<td>717</td>
<td>8</td>
<td>112</td>
<td>0.07</td>
</tr>
<tr>
<td>000688.SZ</td>
<td>建新矿业</td>
<td>170</td>
<td>5</td>
<td>75</td>
<td>0.07</td>
</tr>
<tr>
<td>600711.SH</td>
<td>盛屯矿业</td>
<td>65</td>
<td>2.2</td>
<td>60</td>
<td>0.04</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源: 根据公司年报及公告整理，海通证券研究所

### 1.1 中金岭南（000060）：铅锌龙头

中金岭南主要经营范围包括：有色金属矿产品、冶炼产品、深加工产品、综合利用产品及电池材料、铝型材、幕墙工程、出租车营运、房地产开发等。

#### 表 67 中金岭南主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013年产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>国内矿山铅锌精矿</td>
<td>18.77万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>国内矿山硫精矿</td>
<td>75.09万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>国内精矿含银</td>
<td>102.13吨</td>
</tr>
<tr>
<td>国外矿山铅锌精矿</td>
<td>11.66万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>国外精矿含银</td>
<td>48.24吨</td>
</tr>
<tr>
<td>国外铜精矿含铜</td>
<td>1.04万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>国外黄金金属量</td>
<td>455公斤</td>
</tr>
<tr>
<td>铅锌冶炼产品</td>
<td>30万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼白银产品</td>
<td>49.09吨</td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼硫酸</td>
<td>17.53万吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

公司国内矿山有凡口矿和盘龙矿。权益量分别为100%和83%。2013年底，公司通过香港矿业公司全面收购了保利维克（香港）矿业外的普通流通股和已授予的管理层业绩股票，进一步拓展了海外矿山资源。保利亚公司目前矿山资源有布罗肯山矿、芒特欧赛铜钴矿、穆鲁鲁高品位氧化锌矿、塞罗-德-迈蒙铜金矿、堪派山镍矿和摩布朗锂矿。
表 68 中金岭南矿产储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铅、锌</td>
<td>984.98 万吨</td>
<td>11.38%</td>
</tr>
<tr>
<td>金</td>
<td>10.40 吨</td>
<td>0.73 克/吨</td>
</tr>
<tr>
<td>铜</td>
<td>41.00 万吨</td>
<td>1.45%</td>
</tr>
<tr>
<td>银</td>
<td>4861.80 吨</td>
<td>76.71 克/吨</td>
</tr>
<tr>
<td>氧化锂</td>
<td>20.00 吨</td>
<td>1.41%</td>
</tr>
<tr>
<td>镍</td>
<td>9.30 万吨</td>
<td>1.50%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2014 年投资者交流书，2014 年定增可研报告，海通证券研究所整理

图 27 中金岭南产业链（2013 年产量）

<table>
<thead>
<tr>
<th>内容</th>
<th>数量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>国内矿山铅锌精矿 18.77 万吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>国内矿山铅锌含银 102.13 吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>国外矿山铅锌精矿 11.66 万吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>国外矿山含银 48.24 吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>国外铜精矿含铜 1.04 万吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>选矿、冶炼</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>铅锌冶炼产品 30 万吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>洗选、冶炼</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>洗选白银产品 49.09 万吨</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

公司 2013 年营业收入 211.62 亿元，相比上年同期增长 14.76 %，精矿产品的毛利率为 29.63%，冶炼产品的毛利率为 8.33%。

表 69 中金岭南 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入 (万元)</th>
<th>毛利 (万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>精矿产品</td>
<td>268055.69</td>
<td>79432.72</td>
<td>29.63%</td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼产品</td>
<td>437265.10</td>
<td>36402.51</td>
<td>8.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>铝型材</td>
<td>33021.78</td>
<td>4405.50</td>
<td>13.34%</td>
</tr>
<tr>
<td>幕墙门窗</td>
<td>45438.17</td>
<td>6364.09</td>
<td>14.01%</td>
</tr>
<tr>
<td>电池材料</td>
<td>25531.99</td>
<td>2817.13</td>
<td>11.03%</td>
</tr>
<tr>
<td>商品房销售</td>
<td>28867.37</td>
<td>9078.77</td>
<td>31.45%</td>
</tr>
<tr>
<td>有色金属贸易</td>
<td>1293296.76</td>
<td>922.76</td>
<td>0.07%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>22500.60</td>
<td>3707.46</td>
<td>16.48%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球经济疲弱压制铅锌价。

1.2 驰宏锌锗（600497）：强化国际资源战略新平台

公司主营概述。公司主要产品为铅、锌、锗精矿等 20 多个品种，拥有矿山厂、麒麟厂两座自备矿山、曲靖和会泽两个生产基地，其中麒麟厂矿山资源储量大、品位高。
储量情况。公司铅、锌、锗、银储量丰富，自有矿品位高。同时一直致力于海外扩张，收购海外子公司。

表 70 驰宏锌锗矿产储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>海内储量</th>
<th>海外储量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铅</td>
<td>约 150 万吨</td>
<td>约 1000 万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>锌</td>
<td>约 280 万吨</td>
<td>约 53 万吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：201305，201110，201109，201004，201003 公司公告，海通证券研究所

产量/产能情况。公司主要产品为铅锌产品，具有年产锌产品 17 万吨、铅产品12万吨、锗产品 15 吨、硫酸 33.8 吨、褐煤 10 万吨的综合生产能力。2014 年底公司会泽冶炼 16 万吨铅锌项目预计将达产，届时公司将新增 10 万吨的电锌和 6 万吨的粗铅。2013 年公司累计完成产品产量：铅加锌产量 19.54 万吨，其中：电锌 9.028 万吨、锌合金 3.525 万吨、电铅 6.986 万吨、银锭 73.606 吨；硫酸 32.82 万吨。公司累计完成销售量（自产）：锌锭 9.026 万吨、锌合金 3.432 万吨；电铅 7.091 万吨；硫酸 28.33 万吨；银锭 67.80 吨。

表 71 驰宏锌锗产品产量

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2012</th>
<th>2013</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铅锌（万吨）</td>
<td>25.33</td>
<td>19.54</td>
</tr>
<tr>
<td>其中：电锌（万吨）</td>
<td>11.21</td>
<td>9.03</td>
</tr>
<tr>
<td>锌合金（万吨）</td>
<td>4.40</td>
<td>3.52</td>
</tr>
<tr>
<td>电铅（万吨）</td>
<td>9.72</td>
<td>6.98</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸（万吨）</td>
<td>31.35</td>
<td>32.82</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2012 年、2013 年年报，海通证券研究所

盈利能力。公司产品分为金属产品和精矿类，矿产品毛利率高，硫精矿的毛利率高达 90%。2013 年公司外售了很多精矿，直接提升了其当年的盈利水平。会泽新建项目于 2013 年底进入试生产，预计将对 2014 年底达产，对公司 2014 年度盈利产生较大影响。同时如果呼伦贝尔 20 万吨项目 2015 年进入试产，产能快速扩张对驰宏整体生产经营会有一压力。
盈利预测：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）。目前铅锌价格上涨趋势明显，假设稳定扩产且产品价格在当前价位以年均 10%的幅度上涨，2014-16 年自产铅锌矿分别为 35、40 和 45 万吨。公司预计 14-16 年 EPS 分别为 0.21、0.25 和 0.31 元。参照可比公司 70 倍 PE，给予 15.00 元目标价，买入评级。

不确定性分析：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。

1.3 罗平锌电（002114）：矿、电、冶炼三联产企业

公司主营业务为水力发电、铅锌等有色金属的开采、锌冶炼及其延伸产品的生产与销售，是目前国内锌冶炼行业唯一的矿、电、冶炼 三联产企业，公司产品主要为锌锭、铅精矿、锌精矿、超细锌粉、电、锌精矿、银精矿、镉锭。

盈利预测：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）。目前铅锌价格上涨趋势明显，假设稳定扩产且产品价格在当前价位以年均 10%的幅度上涨，2014-16 年自产铅锌矿分别为 35、40 和 45 万吨。公司预计 14-16 年 EPS 分别为 0.21、0.25 和 0.31 元。参照可比公司 70 倍 PE，给予 15.00 元目标价，买入评级。

不确定性分析：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。

1.3 罗平锌电（002114）：矿、电、冶炼三联产企业

公司主营业务为水力发电、铅锌等有色金属的开采、锌冶炼及其延伸产品的生产与销售，是目前国内锌冶炼行业唯一的矿、电、冶炼 三联产企业，公司产品主要为锌锭、铅精矿、锌精矿、超细锌粉、电、锌精矿、银精矿、镉锭。

盈利预测：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）。目前铅锌价格上涨趋势明显，假设稳定扩产且产品价格在当前价位以年均 10%的幅度上涨，2014-16 年自产铅锌矿分别为 35、40 和 45 万吨。公司预计 14-16 年 EPS 分别为 0.21、0.25 和 0.31 元。参照可比公司 70 倍 PE，给予 15.00 元目标价，买入评级。

不确定性分析：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。

1.3 罗平锌电（002114）：矿、电、冶炼三联产企业

公司主营业务为水力发电、铅锌等有色金属的开采、锌冶炼及其延伸产品的生产与销售，是目前国内锌冶炼行业唯一的矿、电、冶炼 三联产企业，公司产品主要为锌锭、铅精矿、锌精矿、超细锌粉、电、锌精矿、银精矿、镉锭。

盈利预测：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）。目前铅锌价格上涨趋势明显，假设稳定扩产且产品价格在当前价位以年均 10%的幅度上涨，2014-16 年自产铅锌矿分别为 35、40 和 45 万吨。公司预计 14-16 年 EPS 分别为 0.21、0.25 和 0.31 元。参照可比公司 70 倍 PE，给予 15.00 元目标价，买入评级。

不确定性分析：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。

1.3 罗平锌电（002114）：矿、电、冶炼三联产企业

公司主营业务为水力发电、铅锌等有色金属的开采、锌冶炼及其延伸产品的生产与销售，是目前国内锌冶炼行业唯一的矿、电、冶炼 三联产企业，公司产品主要为锌锭、铅精矿、锌精矿、超细锌粉、电、锌精矿、银精矿、镉锭。
2013 年度以定向增发股份的方式实施重大资产重组工作, 成功获取了贵州泛华矿业集团有限公司所属向荣、德荣两个矿山 100% 的股权。向荣矿业现拥有芦茅林铅锌矿采矿权和鑫诚铅锌采矿权, 芦茅林矿区主要为锌矿和铅矿, 保有锌金属资源储量 363727 吨; 鑫诚铅锌矿区面积 1.9168 平方公里, 资源储量未作进一步勘探, 尚未投入生产。德荣矿业现拥有金坡铅锌采矿权, 保有锌金属资源储量 412034.41 吨。

针对此次定增, 泛华矿业承诺: 1) 2013 年度、2014 年度、2015 年度向荣矿业和德荣矿业经审计的扣除非经常性损益后的净利润合计数分别不低于 2439.94 万元、5330.63 万元和 8551.36 万元。实际利润数与承诺数的差额部分由泛华矿业以现金方式在罗平锌电 2015 年年度报告出具之日起三个月内一次性补偿。2) 2016 年度、2017 年度芦茅林铅锌矿区实际产量分别不低于 40 万吨、50 万吨。若无法达产, 泛华矿业将自罗平锌电相应年度审计报告出具之日起 10 个工作日内以现金方式向公司补偿。

本次交易完成后, 泛华矿业将成为公司的第二大股东, 其控制下的从事铅锌矿产资源开发的公司还拥有 3 个采矿权证, 分别为宏泰矿业落水岩矿区、宏泰矿业砂岩矿区、玉和矿业矿区。上述矿区或需要进一步勘查探明储量或处于矿山设计、建设阶段, 尚未取得合法经营的全部证照, 不符合注入上市公司的条件。

表 74 罗平锌电矿产储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量 (吨)</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铅锌</td>
<td>771329.96</td>
<td>3.83%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源: 公司 2013 年年报, 海通证券研究所整理

公司具有“矿-电-冶”一体化的产业链, 公司在“电、矿、冶炼”相结合的主导产品产业链下实现了生产经营模式的优化。

图 28 罗平锌电 2013 年产业链

公司 2013 年主营业务收入 80552.12 万元, 同比下降 31.25%; 实现营业利润-5266.60 万元, 同比下降 1271.21%; 实现利润总额 -4951.92 万元, 同比下降 -354.23%; 实现归属于母公司所有者的净利润 -5105.95 万元, 同比下降 344.73%; 2013 年主营业务成本 73340.85 万元, 同比下降 31.62%。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
表 75 罗平锌电 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入 (万元)</th>
<th>毛利 (万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锌锭</td>
<td>70701.80</td>
<td>4121.34</td>
<td>5.83%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅精矿</td>
<td>2130.21</td>
<td>1535.31</td>
<td>72.07%</td>
</tr>
<tr>
<td>锂精矿</td>
<td>697.41</td>
<td>453.87</td>
<td>65.08%</td>
</tr>
<tr>
<td>超细锌粉</td>
<td>3591.08</td>
<td>-28.31</td>
<td>-0.79%</td>
</tr>
<tr>
<td>电</td>
<td>54.67</td>
<td>44.17</td>
<td>80.79%</td>
</tr>
<tr>
<td>锌精矿</td>
<td>1915.35</td>
<td>529.29</td>
<td>27.63%</td>
</tr>
<tr>
<td>银精矿</td>
<td>563.94</td>
<td>495.20</td>
<td>87.81%</td>
</tr>
<tr>
<td>钴</td>
<td>897.67</td>
<td>60.41</td>
<td>6.73%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球经济疲弱压制铅锌价。

1.4 西部矿业（601168）：自产矿丰富成本低

公司主营概述。公司以矿产开发为主，公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务。

储量情况。旗下主要经营 7 座矿山和 6 家冶炼厂，公司全资拥有或控股 7 座矿山：锡铁山铅锌矿（分公司），内蒙古贺各琦铅矿（巴彦淖尔西部铜业，100%），四川呷村银多金属矿（鑫源矿业，76%），玉龙铜矿（玉龙铜业，58%），赛什塘铜矿（赛什塘铜业，51%），夏赛银矿（夏赛银业，51%），双利铁矿（内蒙古双利矿业，50%）。

表 76 西部矿业矿产储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铅（万吨）</td>
<td>157.88</td>
</tr>
<tr>
<td>锌（万吨）</td>
<td>246.75</td>
</tr>
<tr>
<td>铜（万吨）</td>
<td>689.68</td>
</tr>
<tr>
<td>银（吨）</td>
<td>2448.12</td>
</tr>
<tr>
<td>金（吨）</td>
<td>22.52</td>
</tr>
</tbody>
</table>

产量/产能情况。公司自产矿分为锌精矿、铅精矿和铜精矿。其中铅锌主要来自锡铁山矿（也是公司主力矿山）和呷村银多金属矿，年产量大约合计在 13 万吨左右；自产的铜精矿产量大约为 3 万吨。至于未来增量，来自各大主力矿山的技改扩建（每年预计增加 5-10%左右产量），更加主要的扩产来自玉龙铜矿铜精矿。
表 77 西部矿业 2013 产量

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2013 产量</th>
<th>2014 年计划产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铅精矿 (金属吨)</td>
<td>51683</td>
<td>47129</td>
</tr>
<tr>
<td>钛精矿 (金属吨)</td>
<td>76916</td>
<td>67110</td>
</tr>
<tr>
<td>铜精矿 (金属吨)</td>
<td>28899</td>
<td>31087</td>
</tr>
<tr>
<td>精矿合金 (千克)</td>
<td>175.01</td>
<td>135.23</td>
</tr>
<tr>
<td>精矿合银 (千克)</td>
<td>102300</td>
<td>97870</td>
</tr>
<tr>
<td>镍高品位氧化铜 (实物吨)</td>
<td>58552</td>
<td>--</td>
</tr>
<tr>
<td>锰精矿 (实物吨)</td>
<td>125021</td>
<td>100000</td>
</tr>
<tr>
<td>铅锭 (吨)</td>
<td>55635</td>
<td>81811</td>
</tr>
<tr>
<td>粗铅 (吨)</td>
<td>38905</td>
<td>56000</td>
</tr>
<tr>
<td>电解铅 (吨)</td>
<td>26114</td>
<td>24000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

盈利能力。公司 2013 年度实现营业收入 253 亿元，较上年同期增长 27%，实现利润总额 5.35 亿元，较上年同期增长 521%，实现净利润 3.79 亿元，较上年同期增长 398%，其中归属于母公司股东的净利润 3.50 亿元，较上年同期增长 723%。

表 78 西部矿业 2013 年主营情况 (万元)

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铅类产品</td>
<td>170554</td>
<td>38699</td>
<td>22.69%</td>
</tr>
<tr>
<td>锌类产品</td>
<td>261756</td>
<td>24631</td>
<td>9.41%</td>
</tr>
<tr>
<td>铜类产品</td>
<td>1167631</td>
<td>53361</td>
<td>4.57%</td>
</tr>
<tr>
<td>铝类产品</td>
<td>224831</td>
<td>4654</td>
<td>-2.07%</td>
</tr>
<tr>
<td>银精</td>
<td>4455</td>
<td>504</td>
<td>-11.32%</td>
</tr>
<tr>
<td>锌</td>
<td>513601</td>
<td>103</td>
<td>-0.02%</td>
</tr>
<tr>
<td>锡精</td>
<td>20194</td>
<td>41</td>
<td>0.20%</td>
</tr>
<tr>
<td>阳极泥</td>
<td>6223</td>
<td>429</td>
<td>-6.89%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>109010</td>
<td>6988</td>
<td>-6.41%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球经济疲弱压制铅锌价。

1.5 宏达股份 (600331)：多元化经营

公司主营有色金属、化工业务，控股子公司金鼎锌业拥有的兰坪铅锌矿是我国迄今探明储量最大的铅锌矿床，也是亚洲排名第一，世界排名第四大的铅锌矿床。

表 79 宏达股份资源储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>采矿许可证号</th>
<th>采矿权人</th>
<th>矿山名称</th>
<th>有效期限</th>
<th>区面积(平方公里)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>5300000420210</td>
<td>金鼎锌业</td>
<td>兰坪铅锌矿</td>
<td>自 2004 年 8 月至 2022 年 8 月</td>
<td>2.755</td>
</tr>
<tr>
<td>5300000510370</td>
<td>金鼎锌业</td>
<td>金顶铅锌矿山矿段</td>
<td>2005 年 12 月至 2015 年 12 月</td>
<td>1.1036</td>
</tr>
<tr>
<td>5300000520850</td>
<td>金鼎锌业</td>
<td>金顶跑马坪铅锌矿</td>
<td>2005 年 11 月至 2015 年 11 月</td>
<td>0.76</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 200903 公告，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
未来将向铜、钼领域发展。公司正在积极筹备开发西藏大型铜钼矿（除了有色矿产外，还积极筹备开发攀枝花大型钒钛磁铁矿、坦桑尼亚姆处处玛煤矿和林钢嘎铁矿）。

2012年7月，公司公告显示拟投资设立西藏宏达多龙矿业（勘查面积共计132.8平方公里），公司投资1亿元，持股30%（宏达集团持有21%股份），合资公司设计年产11万吨铜金属采选项目。

<table>
<thead>
<tr>
<th>表80 多龙矿业资源情况</th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>矿名</td>
<td>探矿证</td>
<td>勘探面积（平方公里）</td>
</tr>
<tr>
<td>多不杂铜矿</td>
<td>T54120080502007937</td>
<td>6.66</td>
</tr>
<tr>
<td>波龙铜矿</td>
<td>T54120090202024166</td>
<td>23.81</td>
</tr>
<tr>
<td>多不杂西铜矿</td>
<td>T54120090202024175</td>
<td>100.33</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| 资料来源：公司2012年公告，海通证券研究所 |

公司2014年经营计划为生产锌锭（含锌合金）150000吨，磷酸一铵310000吨，磷酸氢钙70000吨，复合肥35000吨，碳酸氢铵150000吨，液氨50000吨。

<p>| 表81 宏达股份2014年生产计划 |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>锌锭（含锌合金）</th>
<th>磷酸一铵</th>
<th>磷酸氢钙</th>
<th>复合肥</th>
<th>碳酸氢铵</th>
<th>液氨</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2014年计划产量</td>
<td>150000（吨）</td>
<td>310000（吨）</td>
<td>70000（吨）</td>
<td>35000（吨）</td>
<td>150000（吨）</td>
<td>50000（吨）</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| 资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所 |

图29 宏达股份生产计划

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>收购</th>
<th>自有矿山开采</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锌锭（含锌合金）</td>
<td>150000吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>磷酸一铵</td>
<td>310000吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>磷酸氢钙</td>
<td>70000吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>复合肥</td>
<td>35000吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>碳酸氢铵</td>
<td>150000吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>加工</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>液氨</td>
<td>50000吨</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

| 资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所 |

2013年公司营业收入341384.38万元，营业利润59614.02万元，毛利率17.46%。

<table>
<thead>
<tr>
<th>表82 宏达股份2013年主营盈利情况</th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>产品名称</td>
<td>营业收入（万元）</td>
<td>营业利润（万元）</td>
</tr>
<tr>
<td>铅产品</td>
<td>189730.71</td>
<td>30869.77</td>
</tr>
<tr>
<td>硫化铅精矿</td>
<td>10585.99</td>
<td>6772.35</td>
</tr>
<tr>
<td>硫化锌精矿</td>
<td>16754.83</td>
<td>9479.03</td>
</tr>
<tr>
<td>碳铵</td>
<td>7702.15</td>
<td>-1131.39</td>
</tr>
<tr>
<td>磷酸铵</td>
<td>72088.84</td>
<td>6500.13</td>
</tr>
<tr>
<td>磷酸氢钙</td>
<td>14028.95</td>
<td>1181.42</td>
</tr>
<tr>
<td>复合肥</td>
<td>7016.07</td>
<td>-184.45</td>
</tr>
<tr>
<td>其他产品</td>
<td>20273.46</td>
<td>4123.83</td>
</tr>
<tr>
<td>酒店服务</td>
<td>2220.34</td>
<td>1774.27</td>
</tr>
<tr>
<td>物业管理</td>
<td>879.47</td>
<td>463.38</td>
</tr>
<tr>
<td>工程设计服务</td>
<td>103.56</td>
<td>-235.32</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>341384.38</td>
<td>59614.02</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| 资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所 |

不确定性分析：全球经济疲弱压制铅锌价。
1.6 中色股份（000758）：主营铅锌矿产和工程建设

中色股份产品包括铜、镍、锌、铅、金等有色金属，业务涉及有色金属的资源的勘探、开发、冶炼、深加工、工程建设及相关贸易。

2013年9月公司发布定增预案，拟发行不超过14500万股（含14500万股），预计募集不超过17.85亿元。发行价不低于12.31元/股。募集资金主要用于中色南方稀土（新丰）有限公司7000吨/年稀土分离项目和中国有色（沈阳）冶金机械有限公司新厂区建设项目。

表83 中色股份主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013年产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锌锭及锌合金（吨）</td>
<td>210486</td>
</tr>
<tr>
<td>精矿含铅锌（吨）</td>
<td>81930</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土氧化物（吨）</td>
<td>1648</td>
</tr>
<tr>
<td>制铝设备（台、套）</td>
<td>126</td>
</tr>
<tr>
<td>冶金设备（台、套）</td>
<td>53</td>
</tr>
<tr>
<td>隔腊泵（台、套）</td>
<td>78</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所整理

公司已经建成投产的的境内外有色金属项目有赞比亚谦比希铜矿、缅甸达贡山镍矿、蒙古国图木尔廷敖包锌矿、吉尔吉斯斯坦金矿、帕鲁特金矿等。国内矿山资源主要依托红透山铜矿、大冶有色矿山、内蒙的白云鄂尔多斯金矿。

表84 中色股份矿产储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量（万吨）</th>
<th>品种</th>
<th>储量（万吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铜</td>
<td>1157</td>
<td>氧化铝</td>
<td>4800</td>
</tr>
<tr>
<td>金</td>
<td>469 吨</td>
<td>钙</td>
<td>25</td>
</tr>
<tr>
<td>银</td>
<td>7751 吨</td>
<td>锡</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>镉</td>
<td>545</td>
<td>锌</td>
<td>12</td>
</tr>
<tr>
<td>锌</td>
<td>37</td>
<td>铁矿石</td>
<td>3500</td>
</tr>
<tr>
<td>锡</td>
<td>68</td>
<td>硫化矿</td>
<td>84000 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>铅</td>
<td>172</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年主体和债项信用评级报告，海通证券研究所整理

公司2013年生产铅锌矿81930吨，销售48869吨；生产锌锭及锌合金210486吨，销售锌锭及锌合金212834吨。

图30 中色股份2013年产业链

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的披露和法律声明
公司 2013 年实现主营业务收入 1773142.97 万元，较上年同期上升 23.56%；主营业务成本 1655849.91 万元，较上年同期上升 26.06%；主营业务毛利润 117297.06 万元，较上年同期下降 3.51%。

表格 85 中色股份 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>合计</td>
<td>1773141</td>
<td>117297</td>
<td>6.62%</td>
</tr>
<tr>
<td>承包工程</td>
<td>123945</td>
<td>13362</td>
<td>10.78%</td>
</tr>
<tr>
<td>有色金属产品</td>
<td>1508909</td>
<td>76107</td>
<td>5.04%</td>
</tr>
<tr>
<td>冶金机械</td>
<td>137557</td>
<td>27269</td>
<td>19.82%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>2730</td>
<td>559</td>
<td>20.46%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>分地区</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>境内</td>
<td>1670551</td>
<td>106676</td>
<td>6.39%</td>
</tr>
<tr>
<td>境外</td>
<td>102591</td>
<td>10620</td>
<td>10.35%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定因素分析：全球经济疲弱压制铅锌价。

1.7 盛屯矿业（600711）：矿业并购新贵

公司主营概述。公司是一家以有色金属矿山采掘、有色金属贸易、IT 设备贸易和技术服务业为主营业务的多元化发展的大型集团。公司主营业务向有色金属采选行业战略转型始于 2007 年（收购三富矿业），确立了有色金属矿采选为公司的业务重点。公司利用国家政策关于保理行业开放试点的机遇，结合公司在有色金属采选及矿产品贸易积累的经验和优势，于 2013 年 12 月底在上海浦东注册成立上海盛屯商业保理有限公司，注册资本 2 亿元，到资 4000 万元，第一笔金属保理业务 3000 万元已在 2014 年 3 月份投放，保理公司当季已实现盈利。

储量情况。公司于 2007 年收购三富矿业，2008 年、2010 年及 2013 年，公司相继收购了鑫盛矿业、银鑫矿业、风驰矿业、埃玛矿业，目前主营矿山为银鑫矿、埃玛矿。公司于 2013 年 8 月 20 日发布的定增预案中拟收购的华金矿业质地优良。公司拟以不低于 7.14 元/股的价格定向增发不超过 1.61 亿股，募资不超过 11.51 亿元，其中 6.22 亿元用于收购盛屯投资 85.71%的股权及贵州华金 3%的股权，4400 万元用于增加贵州华金勘探项目，1.86 亿元用于补充公司流动资金，目前股票发行已经完成。从目前已有矿山看，公司未来自产矿增量在于：1）埃玛矿铅锌年产量约 3 万吨，2）此次定增收购的华金矿业年产量黄金 1 吨（预计 2014-16年逐渐达标）。

表格 86 盛屯矿业矿产储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铜</td>
<td>20 万吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>金</td>
<td>25 吨</td>
<td>0.23 克/吨</td>
</tr>
<tr>
<td>锌</td>
<td>43 万吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>铅</td>
<td>21.5 万吨</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

产量/产能情况。根据年报显示，2013 年公司锌精矿产量 17313 吨，铜精矿产量为 2034 吨，铅精矿为 5077 吨。
表 87 盛屯矿业自产矿产品产量销量（吨）

<table>
<thead>
<tr>
<th>自产矿产品</th>
<th>2012</th>
<th>2013</th>
<th>产销率</th>
<th>年末库存</th>
<th>2012</th>
<th>2013</th>
<th>产销率</th>
<th>年末库存</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钨锡混合矿</td>
<td>196</td>
<td>196</td>
<td>100%</td>
<td>0</td>
<td>196</td>
<td>195</td>
<td>99%</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>铜精矿、银精矿</td>
<td>1530</td>
<td>1522</td>
<td>99%</td>
<td>9</td>
<td>2034</td>
<td>2035</td>
<td>100%</td>
<td>8</td>
</tr>
<tr>
<td>锡精粉</td>
<td>7</td>
<td>7</td>
<td>100%</td>
<td>0</td>
<td>89</td>
<td>83</td>
<td>93%</td>
<td>6</td>
</tr>
<tr>
<td>钨精粉</td>
<td>65</td>
<td>65</td>
<td>100%</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>锌精矿</td>
<td>1670</td>
<td>1670</td>
<td>100%</td>
<td>0</td>
<td>5077</td>
<td>5022</td>
<td>99%</td>
<td>55</td>
</tr>
<tr>
<td>铅精矿</td>
<td>4538</td>
<td>4300</td>
<td>101%</td>
<td>238</td>
<td>17313</td>
<td>17487</td>
<td>101%</td>
<td>64</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所整理

图 31 盛屯矿业 2013 年产业链

盈利能力和主营盈利能力较好，自产矿产品毛利率达 76.70%，矿产品贸易为 5.35%。

表 88 盛屯矿业 2013 年主营盈利情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率%</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>自产矿产品</td>
<td>33593</td>
<td>25767</td>
<td>76.70</td>
</tr>
<tr>
<td>矿产品贸易</td>
<td>9579</td>
<td>513</td>
<td>5.35</td>
</tr>
<tr>
<td>大宗金属商品贸易</td>
<td>148023</td>
<td>404</td>
<td>0.27</td>
</tr>
<tr>
<td>基础资源产品</td>
<td>11608</td>
<td>352</td>
<td>3.03</td>
</tr>
<tr>
<td>IT 设备及技术服务</td>
<td>642</td>
<td>276</td>
<td>42.97</td>
</tr>
<tr>
<td>咨询服务</td>
<td>225</td>
<td>225</td>
<td>100.00</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>87</td>
<td>75</td>
<td>85.83</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：全球经济疲弱压制铅锌价。

1.8 兴业矿业（000426）：蒙东新贵

公司于内蒙古赤峰市，主营业务范围为：有色金属采、选、冶炼等。主要产品为铁精粉、锌精粉，毛利率较高。

公司旗下主要子公司有锡林矿业、蒙盾矿业、巨通矿业、华金矿业和储源矿业。分别权益量为 100%、100%、100%、100%、51%。合计拥有储量为锌 129.72 万吨、铅 4.71
万吨，钼 1.55 万吨。

表 89 兴业矿业矿产储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>锌</th>
<th>铅</th>
<th>钼</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>储量（万吨）</td>
<td>129.72</td>
<td>4.71</td>
<td>1.55</td>
</tr>
<tr>
<td>品位</td>
<td>3.50%</td>
<td>3.18%</td>
<td>0.08%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2010 年度富龙热电重大资产重组及发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案），海通证券研究所

表 90 兴业矿业产量情况（吨）

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2013 年产量</th>
<th>2012 年产量</th>
<th>产品</th>
<th>2013 年产量</th>
<th>2012 年产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锌精粉</td>
<td>58829.8</td>
<td>59688.14</td>
<td>锡精粉</td>
<td>--</td>
<td>225.9</td>
</tr>
<tr>
<td>铁精粉</td>
<td>520314.8</td>
<td>492194.4</td>
<td>锌精粉</td>
<td>323.2</td>
<td>1452.8</td>
</tr>
<tr>
<td>铬精粉</td>
<td>152.14</td>
<td>332.54</td>
<td>锗精粉</td>
<td>103.49</td>
<td>69.24</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年度报告，海通证券研究所

图 32 兴业矿业 2013 年产业链

公司的主要赢利来自锌精粉和铁精粉，分别占总盈利收入的 62.3%和 36.6%，由于公司没有下游冶炼资产，毛利率较高。

表 91 兴业矿业 2013 年主营情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>采矿行业</td>
<td>80544.45</td>
<td>35629.58</td>
<td>44.24%</td>
</tr>
<tr>
<td>冶炼行业</td>
<td>2015.40</td>
<td>60.07</td>
<td>2.98%</td>
</tr>
<tr>
<td>分产品</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>铁精粉</td>
<td>47659.38</td>
<td>22222.06</td>
<td>46.63%</td>
</tr>
<tr>
<td>铝精粉</td>
<td>30015.32</td>
<td>13053.70</td>
<td>43.49%</td>
</tr>
<tr>
<td>锑精粉</td>
<td>1151.08</td>
<td>404.22</td>
<td>35.12%</td>
</tr>
<tr>
<td>铬精粉</td>
<td>446.19</td>
<td>-4.46</td>
<td>-1.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>铜精粉</td>
<td>2015.40</td>
<td>60.07</td>
<td>2.98%</td>
</tr>
<tr>
<td>钨精粉</td>
<td>1272.48</td>
<td>-45.94</td>
<td>-3.61%</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>82559.85</td>
<td>35689.65</td>
<td>43.23%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年度报告，海通证券研究所

不确定性分析：全球经济疲弱压制铅锌价。

1.9 建新矿业（000688）：重组铅锌矿企

2013 年，公司成功通过实施重大资产重组，使得建新集团、赛德万方和智尚合力
所持的东升庙矿业成为公司的全资子公司，从而将主营业务确立为铅锌矿采选及相关产品生产、经营业务。公司由此获得铅锌矿采选相关优质资产，资产质量得到根本改善，盈利能力大幅提高，从而恢复了持续经营能力，实现了公司股票恢复上市。

目前，铅锌矿采选的生产能力为年采选矿石95万吨/年（含子公司金鹏矿业），此外，公司正在建设50万吨/年铅锌矿的采选系统，预计2015年采选能力将扩大到145万吨；工业硫酸及次铁精粉的生产能力均为10万吨/年。

### 表92 建新矿业主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2011年产量(吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锌精矿</td>
<td>40018.87</td>
</tr>
<tr>
<td>铅精矿</td>
<td>7293.46</td>
</tr>
<tr>
<td>硫精矿</td>
<td>128990.08</td>
</tr>
<tr>
<td>工业硫酸</td>
<td>97863</td>
</tr>
<tr>
<td>次铁精粉</td>
<td>90423</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：朝华科技关联交易报告书，海通证券整理

东升庙矿业及全资子公司金鹏矿业分别取得了东升庙硫铁矿采矿权、中家山铅锌（金银）矿采矿权和大王府矿山采矿权。

### 表93 建新矿业矿产储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量(吨)</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>硫</td>
<td>911.31万吨</td>
<td>21.16%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅、锌</td>
<td>172.84万吨</td>
<td>大约3%</td>
</tr>
<tr>
<td>铜</td>
<td>44871.51</td>
<td>0.05%</td>
</tr>
<tr>
<td>铁</td>
<td>278万吨</td>
<td>39.31%</td>
</tr>
<tr>
<td>银</td>
<td>1396吨</td>
<td>16.8克/吨</td>
</tr>
<tr>
<td>金</td>
<td>142.71千克</td>
<td>3.05克/吨</td>
</tr>
<tr>
<td>钴</td>
<td>17177.30</td>
<td>0.25%</td>
</tr>
<tr>
<td>锰</td>
<td>2339.90</td>
<td>0.13%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：朝华科技关联交易报告书，海通证券研究所整理

公司及其实际控制人刘建民先生2013年重组时承诺，为进一步丰富上市公司产品品种，提高盈利能力和抗风险能力，建新集团拟将其所持钨钼铜板块七家企业的股权注入上市公司。朝华集团重组完成并恢复上市后，甘肃新洲矿业有限公司1年内注入上市公司；山西金德成信矿业有限公司、丹凤县皇台矿业有限公司和内蒙古中西矿业有限公司在其建成投产后2年内注入上市公司；乌拉特后旗欧布拉格铜矿有限责任公司、新疆宝盛矿业开发有限责任公司、新疆托里润新矿业开发有限责任公司在探矿取得明显成果的前提下，均在其建成投产后2年内注入上市公司。
图 33 建新矿业 2013 年产业链

公司 2013 年铅锌精矿营业收入分别占 2014 年总营业收入的 16.6% 和 53.5%，毛利率分别为 60.74% 和 54.07%。

表 94 建新矿业 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入 (万元)</th>
<th>毛利 (万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锌精矿</td>
<td>34921</td>
<td>18882</td>
<td>54.07%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅精矿</td>
<td>10812</td>
<td>6567</td>
<td>60.74%</td>
</tr>
<tr>
<td>铜精矿</td>
<td>3989</td>
<td>2874</td>
<td>72.07%</td>
</tr>
<tr>
<td>硫精矿</td>
<td>2081</td>
<td>2070</td>
<td>99.49%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅精矿含银</td>
<td>3979</td>
<td>3979</td>
<td>100.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>铜精矿含银</td>
<td>2912</td>
<td>2912</td>
<td>100.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>1445</td>
<td>-508</td>
<td>-35.17%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅合金</td>
<td>804</td>
<td>804</td>
<td>100.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>铁精矿含银</td>
<td>80</td>
<td>80</td>
<td>100.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>次铁精粉</td>
<td>4169</td>
<td>2206</td>
<td>52.93%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 95 铅锌冶炼企业产量比对（数值为大约数）

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>公司名称</th>
<th>2013 年产量（万吨）</th>
<th>2014 年七月底总市值（亿元）</th>
<th>产能/市值 (万吨/亿元)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>600961.SH</td>
<td>株冶集团</td>
<td>72</td>
<td>50</td>
<td>1.43</td>
</tr>
<tr>
<td>600531.SH</td>
<td>豫光金铅</td>
<td>37</td>
<td>39</td>
<td>0.95</td>
</tr>
</tbody>
</table>

2. 冶炼标的

当前 A 股中，单纯的铅锌冶炼股只有株冶集团和豫光金铅两家。在产能过剩的背景下，冶炼股的投资逻辑大多在于铅锌价格上涨的板块轮动机会。

表 95 铅锌冶炼企业产量比对（数值为大约数）

2.1 株冶集团（600961）：锌冶炼巨头

公司主营概述。公司位于中国"有色金属之乡"的湖南省株洲市，是国内铅锌冶炼龙头，公司以生产火炬牌铅、锌及其合金产品为主，为纯粹的冶炼企业，自身没有矿山资源，主营铅锌及其合金产品，并综合回收镍、金、银、铋、镉、铟、锗等稀有贵金属和硫
酸。

产量/产能情况。2013年完成铅锌总产量61.75万吨，为年目标的97.24%，较上年增长9.73%。全年电铅、电锌产量分别较上年增长16.91%、8.44%，合金产量创历史最好水平。综合回收水平进一步提高，粗铜、电银、精铟产量分别较上年增长74.50%、48.56%、21.30%，有效改善了公司的盈利能力。

表96 株冶集团产能/年

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2013年产能</th>
<th>备注</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电锌</td>
<td>50万吨</td>
<td>2013年铅锌总产61.75万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>电铅</td>
<td>10万吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>43万吨</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>银</td>
<td>50吨</td>
<td>全国最大铟生产商</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司招股说明书，历年年报，海通证券研究所整理

图34 株冶集团产能产业链（/年，大约数）

资料来源：公司招股说明书，历年年报，海通证券研究所整理

盈利情况。2013年主营业务收入比上年增加388584.68万元，增长31.89%，主要原因因各子公司扩大了营业规模，创新了经营模式，使自营业务收入较上期增加263262.26万元，增长103.32%。报告期，公司实现主营业务毛利40051.16万元，较上年增加24509.76万元，毛利率2.49%，较上年增长1.21个百分点。

表97 株冶集团2013年主营情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锌产品</td>
<td>726186</td>
<td>40367</td>
<td>5.56%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅产品</td>
<td>128898</td>
<td>1259</td>
<td>0.98%</td>
</tr>
<tr>
<td>稀贵产品</td>
<td>204804</td>
<td>2729</td>
<td>1.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>7048</td>
<td>-1464</td>
<td>-20.78%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>22261</td>
<td>-2806</td>
<td>-12.60%</td>
</tr>
<tr>
<td>自带</td>
<td>518068</td>
<td>-33</td>
<td>-0.01%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：行业产能过剩压低盈利空间。
2.2 豫光金铅 (600531): 第一白银生产企业

公司主营概述。公司是全国最大的电解铅和白银生产企业，主要从事电解铅、白银、黄金等有色金属及贵金属产品的冶炼及进出口贸易。产品有铅、黄金、白银、硫酸、铜、锑、铋、氧化锌等。

储量情况。公司持有阿鲁科尔沁旗龙钰矿业25%股份，该公司主营矿产的勘探及开发。2010年4月份，公司与澳大利亚KIMBERLEY METALS LIMITED (KBL) 公司签署合作协议，KBL为澳大利亚上市公司，旗下拥有 Sorby Hills 铅银锌矿、Mineral Hill金属矿项目以及 Constance Rang 铁矿项目。

表98 豫光金铅资源储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铅</td>
<td>约10万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>银</td>
<td>约25万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>锌</td>
<td>约1000吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：201004公司公告，201012 公司配股说明书，海通证券研究所整理

产量/产能情况。报告期内，公司完成电解铅产量37.28万吨，比去年同期减少5.9%，黄金2675.33公斤，比去年同期减少8.58%，白银700.5吨，比去年同期增长13.46%，硫酸26.93万吨，比去年同期减少2.13%。

表99 豫光金铅主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2013年产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电解铅</td>
<td>37.28万吨</td>
</tr>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>2675.33公斤</td>
</tr>
<tr>
<td>白银</td>
<td>700.5吨</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>26.93万吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，201012公司配股说明书，海通证券研究所

盈利能力。2013年主营业务收入比上年减少117624.89万元，减少9.58%，主要是由于产品价格下降，收入较上期减少。报告期，公司实现主营业务毛利4149.54万元，较上年减少38351.56万元，毛利率为0.37%，较去年同期下降3.09个百分点。毛利下降的主要原因是公司主要产品电解铅、黄金、白银价格均有不同幅度下降，毛利减少，其中：电解铅毛利率比上年同期下降0.45个百分点，黄金毛利率比上年同期下降6.59个百分点，白银毛利率比上年同期下降7.66个百分点；副产品硫酸毛利率比上年同期下降37.49个百分点，主要是硫酸销售价格下降所致。
表 100 豫光金铅主营盈利情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>收入</th>
<th>毛利</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电解铅</td>
<td>349707.31</td>
<td>-4371.34</td>
<td>-1.25%</td>
</tr>
<tr>
<td>黄金</td>
<td>79422.92</td>
<td>-3931.43</td>
<td>-4.95%</td>
</tr>
<tr>
<td>白银</td>
<td>321018.82</td>
<td>-6099.36</td>
<td>-1.90%</td>
</tr>
<tr>
<td>黑铜</td>
<td>26667.89</td>
<td>7280.33</td>
<td>27.30%</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>86309.39</td>
<td>5049.10</td>
<td>5.85%</td>
</tr>
<tr>
<td>氧化锌</td>
<td>11705.43</td>
<td>4655.25</td>
<td>39.77%</td>
</tr>
<tr>
<td>自营贸易</td>
<td>182632.35</td>
<td>-1808.06</td>
<td>-0.99%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>134045.74</td>
<td>8149.98</td>
<td>6.08%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：行业产能过剩压低盈利空间。

五、锡 & 镍

在基本金属中，锡镍属于小品种，而相对应的投资标的也比较单一：镍板块中有吉恩镍业和华泽钴镍；锡板块只有唯一的投资标的锡业股份。

在过去两年多时间内，锡镍与大盘的相关性强，而资源的稀缺性也造成了高弹性，锡业股份与吉恩镍业股价与上证综指的 Beta 值均超过 1.5，此外，股价与产品价格的相关性相当强，而弹性相对偏弱。

图 36 锡镍个股股价与上证综指比对（2012年1月至今）

图 37 锡镍个股股价与相应产品价格比对（2012年1月至今）

资料来源：Wind，海通证券研究所

1. 锡

1.1 锡业股份（000960）：全球锡业巨头

2013年，公司完成了非公开发行股票的工作，成功募集资金40.76亿元，用于勘探及新增冶炼产能。
### 表 101 锡业股份 2013 年销量、产量及库存量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>销售量</th>
<th>生产量</th>
<th>库存量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锡锭</td>
<td>5.0 万吨</td>
<td>4.4 万吨</td>
<td>3903 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>锡材</td>
<td>2.3 万吨</td>
<td>2.3 万吨</td>
<td>2307 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>锡化工</td>
<td>1.7 万吨</td>
<td>1.8 公斤</td>
<td>987 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>铅锭</td>
<td>6.9 万吨</td>
<td>5.5 万吨</td>
<td>—</td>
</tr>
<tr>
<td>银锭</td>
<td>210 吨</td>
<td>165 吨</td>
<td>26 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>阴极铜</td>
<td>6.6 万吨</td>
<td>6.9 万吨</td>
<td>3128 吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所整理

公司目前拥有探明储量锡 54.7 万吨，铜 77.5 万吨，铅 14.2 万吨，公司保有及关联方控制的锡储量世界第一。公司通过非公开发行股票的方式收购卡房采矿权剩余资产及采矿业务相关资产，将新增资源储量铜 12.03 万吨，品位 1.65%，钨 2.53 万吨，品位 0.26%。公司还将投资 8.39 亿元用于个旧矿区矿产资源勘查项目，预计将获得资源储量锡 24.48 万吨，铜 55.24 万吨和钨 3.13 万吨。

图 38 锡业股份产业链

资料来源：公司 201208 公告，海通证券研究所

公司主营产品为锡锭、锡材、锡化工、铅产品、铜产品、银产品、阴极铜，同时开展锡锭、铜产品和电解镍、铝的贸易。其中，贸易方面毛利率均不高，锡锭和铅锭的贸易甚至为负值。在产品方面，因有色金属价格下滑严重，铅产品、铜产品、银产品的毛利率均为负值，锡产品的毛利率更是高达 -62.78%。
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

### 表 102 锡业股份 2013 年主营业务情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>营业收入</th>
<th>营业成本</th>
<th>毛利率(%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>分行业</td>
<td>2170594</td>
<td>2167775</td>
<td>0.13%</td>
</tr>
<tr>
<td>分产品</td>
<td>643600</td>
<td>595579</td>
<td>7.46%</td>
</tr>
<tr>
<td>锡锭</td>
<td>273036</td>
<td>245601</td>
<td>10.05%</td>
</tr>
<tr>
<td>锡材</td>
<td>112625</td>
<td>100680</td>
<td>10.61%</td>
</tr>
<tr>
<td>锡化工</td>
<td>85222</td>
<td>96048</td>
<td>-12.70%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅产品</td>
<td>291868</td>
<td>323171</td>
<td>-10.73%</td>
</tr>
<tr>
<td>银产品</td>
<td>78519</td>
<td>127812</td>
<td>-62.78%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅产品</td>
<td>7933</td>
<td>7226</td>
<td>8.91%</td>
</tr>
<tr>
<td>铁产品（贸易）</td>
<td>536382</td>
<td>535962</td>
<td>0.08%</td>
</tr>
<tr>
<td>锡锭（贸易）</td>
<td>48629</td>
<td>48952</td>
<td>-0.66%</td>
</tr>
<tr>
<td>电解镍（贸易）</td>
<td>16182</td>
<td>16180</td>
<td>0.01%</td>
</tr>
<tr>
<td>铅锭（贸易）</td>
<td>9951</td>
<td>9985</td>
<td>-0.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>66645</td>
<td>60579</td>
<td>9.10%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>分地区</th>
<th>营业收入</th>
<th>营业成本</th>
<th>毛利率(%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>国内</td>
<td>1910291</td>
<td>1920216</td>
<td>-0.52%</td>
</tr>
<tr>
<td>国外</td>
<td>260303</td>
<td>247560</td>
<td>4.90%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 不确定性分析：全球需求不足压制价格。

### 2. 锂

板块中，吉恩镍业是国内绝对龙头；而华泽钴镍由于重组上市，流通盘小，因此在 2014 年“镍疯狂”行情中也受到资本市场青睐。

#### 表 103 锌矿储量、产量对比（数值为均值数）

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>公司名称</th>
<th>储量（万吨）</th>
<th>2013年产量（吨）</th>
<th>2014年七月底总市值（亿）</th>
<th>矿产量/市值（吨/亿元）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>000693.SZ</td>
<td>华泽钴镍</td>
<td>9.3</td>
<td>2500</td>
<td>128</td>
<td>19.46</td>
</tr>
<tr>
<td>600432.SH</td>
<td>吉恩镍业</td>
<td>14.84（国内）</td>
<td>5900</td>
<td>135</td>
<td>43.61</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 2.1 吉恩镍业（600432）：镍业龙头

#### 公司主要概述

吉恩镍业是集采矿、选矿、冶炼、化工于一体的大型有色企业，公司主要从事电镀锌、化学镀等行业用的镍、铜、钴盐以及有色、化工产品的生产。公司主营硫酸镍以及电解镍，是国内第一大镍盐生产基地，国内第二大镍金属生产基地，硫酸镍在国内市场占有率第一。

#### 储量情况

目前公司国内镍矿有 6 个，合计镍储量 14.84 万吨，伴生铜储量 5.7 万吨，年产镍精矿约 5500 吨。富家矿、大岭矿以及通化吉恩矿为主要矿山，本部的富家矿和大岭矿是老矿，镍储量合计达到 4 万吨，合计产量在 4000 吨。通化吉恩矿是
公司于2007年收购的集团矿山，持有其84.586%的股权。矿山拥有镍储量4.75万吨，年产量金属量在1500吨，逐渐成为主力矿山。和龙长仁铜镍矿是公司2007年通过定向增发收购的矿山，拥有镍储量4.7万吨，镍产量达到800吨/年。

公司于2007年收购的集团矿山，持有其84.586%的股权。矿山拥有镍储量4.75万吨，年产量金属量在1500吨，逐渐成为主力矿山。和龙长仁铜镍矿是公司2007年通过定向增发收购的矿山，拥有镍储量4.7万吨，镍产量达到800吨/年。

根据财报匡算以及公告显示，公司年自产镍精矿产能约5500-6000吨，硫酸镍为4万吨，电解镍为6500吨。

2014年3月，加拿大皇家矿业Nunavik铜镍项目已经投产，由于建设期转入正式生产期，Nunavik铜镍项目矿山为露天及井下开采，设计采矿量为148.5万吨/年，选矿厂年处理矿石量148.5万吨/年，选矿厂年处理矿石量148.5万吨/年，项目达产后平均年生产镍精矿10.95万吨，镍品位11%，年产铜精矿5.66万吨，铜品位25%，年产钻金属量400吨，金金属量3500盎司，金金属量3500盎司，铜金属量13700盎司，钯金属量81500盎司，钯金属量81500盎司。目前该项目镍精矿产品的平均品位超过11%，平均月产量超过5500吨，镍金属的回收率达到了70%左右，铜精矿产品的平均品位超过28%，平均月产量超过3400吨，铜金属的回收率超过了80%；钯、铂贵金属的品位和回收率也达到了预期目标。随着生产流程的进一步理顺，预计该项目实际产量会进一步提高。随着项目产能的逐步释放，原料保障率将得到大幅提升，进一步提升吉恩镍业的竞争力和可持续发展能力。
行业研究·有色金属行业

表 106 吉恩镍业产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2013 年产能（吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>高冰镍（含镍）</td>
<td>13000</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸镍</td>
<td>40000</td>
</tr>
<tr>
<td>电解镍</td>
<td>6500</td>
</tr>
</tbody>
</table>

来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所整理

图 39 吉恩镍业 2013 年产业链

表 107 吉恩镍业 2013 年主营情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>硫酸镍</td>
<td>98483.65</td>
<td>26078.47</td>
<td>26.48%</td>
</tr>
<tr>
<td>电解镍</td>
<td>47769.60</td>
<td>13012.44</td>
<td>27.24%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

盈利能力。硫酸镍和电解镍作为公司的主要产品，毛利率基本持平，2013 年盈利能力比上年都有增长，其中电解镍的增幅高达 18 个百分点。

表 108 华泽钴镍矿产储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钴金属量</td>
<td>9.3 万吨</td>
<td>0.90%</td>
</tr>
<tr>
<td>伴生铁金属量</td>
<td>236 万吨</td>
<td>22.60%</td>
</tr>
<tr>
<td>伴生钴金属量</td>
<td>4893.8 吨</td>
<td>0.05%</td>
</tr>
<tr>
<td>单独铁矿金属量</td>
<td>62.31 万吨</td>
<td>28.71%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

来源：公司 201305 重组草案，海通证券研究所
表 109 华泽钴镍产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2012 年产量 (吨)</th>
<th>2011 年产量 (吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电解镍板</td>
<td>4292.17</td>
<td>4503.76</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸镍</td>
<td>11146.83</td>
<td>9795.30</td>
</tr>
<tr>
<td>氯化钴</td>
<td>215.23</td>
<td>263.97</td>
</tr>
<tr>
<td>铁精粉</td>
<td>95701.25</td>
<td>44510.00</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 201305 重组草案，海通证券研究所

公司的两大产品电解镍板和硫酸镍拥有两条生产线。陕西华泽电解镍项目采用三段选择性浸出、化学净化和萃取净化、电解生产技术生产电解镍板和氯化钴，主要原材料来自海外采购。平安鑫海采用湿法冶炼技术中的还原焙烧-氨浸法生产硫酸镍和铁精粉，主要原材料来自矿山冶炼。

图 40 华泽钴镍产业链

公司潜在的两大产品电解镍板和硫酸镍拥有两条生产线。陕西华泽电解镍项目采用三段选择性浸出、化学净化和萃取净化、电解生产技术生产电解镍板和氯化钴，主要原材料来自海外采购。平安鑫海采用湿法冶炼技术中的还原焙烧-氨浸法生产硫酸镍和铁精粉，主要原材料来自矿山冶炼。

华泽钴镍的主要盈利来源为硫酸镍和镍铁精粉，营业利润分别为总盈利利润为 67.51%、39.54%，毛利率较高，公司主营业务的总毛利率为 27.06%，仍然较高。
表 110 华泽钴镍 2013 年主营情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>有色金属冶炼</td>
<td>80118.80</td>
<td>21700.75</td>
<td>27.09</td>
</tr>
<tr>
<td>国内贸易</td>
<td>356915.76</td>
<td>3750.97</td>
<td>1.05</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>镍板</td>
<td>33314.60</td>
<td>-924.44</td>
<td>-2.77</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸镍</td>
<td>36023.63</td>
<td>14649.74</td>
<td>40.67</td>
</tr>
<tr>
<td>钴铁精粉</td>
<td>9755.53</td>
<td>8579.79</td>
<td>87.95</td>
</tr>
<tr>
<td>氯化钴</td>
<td>953.18</td>
<td>-628.62</td>
<td>-65.95</td>
</tr>
<tr>
<td>镍铁矿石</td>
<td>71.86</td>
<td>24.28</td>
<td>33.79</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>80118.80</td>
<td>21700.75</td>
<td>27.06</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年度报告，海通证券研究所

不确定性分析：印尼供给重启。

六. 稀土及磁性材料

受益于资源整合，稀土磁材板块成为 2010 年以后炙手可热的并购、重组、IPO 项目，在供给端收缩的背景下，稀土板块反映了强攻击性：过去两年多时间，股价与大盘相关性高，但 Beta 值大多在 2 附近；尤其以盛和资源与广晟有色的弹性最高，Beta 值接近 2.5。

图 41 稀土板块与大盘的相关性 (2012 年 1 月至今)

资料来源：Wind，海通证券研究所整理

2012 年初至今，稀土价格整体处于下跌过程，稀土及磁材板块与价格的相关性强，但 Beta 值不高。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
1. 稀土

目前几大稀土股合计市值超过 1100 亿元，其中包钢稀土占据 50%的市值份额。从矿产属性而言，中重稀土优于轻稀土。中重稀土中，按照冶炼配额/市值排序，分别是广晟有色、五矿稀土和厦门钨业。

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>公司名称</th>
<th>性质</th>
<th>冶炼配额（吨/年）</th>
<th>总市值（亿元）</th>
<th>冶炼配额/市值（吨/亿元）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>600111.SH</td>
<td>包钢稀土</td>
<td>轻稀土</td>
<td>35000</td>
<td>526</td>
<td>67</td>
</tr>
<tr>
<td>600392.SH</td>
<td>盛和资源</td>
<td>轻稀土</td>
<td>5000</td>
<td>80</td>
<td>62</td>
</tr>
<tr>
<td>600259.SH</td>
<td>广晟有色</td>
<td>中重稀土</td>
<td>3000</td>
<td>116</td>
<td>26</td>
</tr>
<tr>
<td>000831.SZ</td>
<td>五矿稀土</td>
<td>中重稀土</td>
<td>3500</td>
<td>248</td>
<td>14</td>
</tr>
<tr>
<td>600549.SH</td>
<td>厦门钨业</td>
<td>中重稀土</td>
<td>2500</td>
<td>220</td>
<td>11</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：根据公司年报及公告整理，海通证券研究所

1.1 五矿稀土（000831）：强大集团下的稀土霸主

2012 年，公司进行了重大资产重组及发行股份购买资产交易，公司主营业务由电解铝及铝加工业务变更为稀土冶炼分离及稀土技术研发。

公司稀土冶炼产能达到 9000 吨，2013 年实际产量为 3569.83 吨，销售量为 3873.89 吨。2010 年定南大华和赣县红金两者的冶炼产量合计达到了 7000 吨，产能利用率为 80%；而在 2011 年，产能利用率不到 50%。此外，五矿稀土（赣州）公司（本部）无生产能力，通过贸易采购方式实现销量。
五矿稀土目前旗下主要为冶炼资产，包括赣县金红稀土公司和定南大华新材料公司（两者均为全资子公司）。集团目前矿资产有福建三明（70%）、五矿稀土江华（51%）、陇川云龙（100%）。2013 年第一批开采配额分别为 30 吨、40 吨和 1000 吨，冶炼资产有定南南方稀土（江钨集团控股，2013 年第一批配额为 515 吨）、寻乌南方稀土（江钨集团控股，2013 年第一批冶炼配额为 500 吨）、五矿江华（权益不详，2013 年第一批冶炼配额为 50 吨）和广州建丰（75%，2013 年第一批冶炼配额为 850 吨，拟注入）。

五矿集团已作出承诺：在公司重大资产重组完成后三至五年左右，在操作符合法律法规、法定程序的前提下，通过股权并购、资产重组、业务重组或放弃控制权等方式避免同业竞争。公司 2013 年底公告称拟现金收购五矿建丰，属大股东兑现前次重组中的承诺，解决同业竞争问题。

根据 2014 年 5 月的投资者交流会信息，2014 年公司稀土分离量预计数为 2870 吨，营业收入预计数为 15 亿元。

图 43 稀土产业链

资料来源：国土资源部，海通证券研究所

2013 年实现营业收入 170543.28 万元，较去年 401839.26 万元下降了 57.56%；营业成本 129307.66 万元，较去年 324929.22 万元下降了 60.20%；归属于母公司所有者的净利润 22419.86 万元，较去年 28210.88 万元下降了 20.53%；实现经营性活动现金流量净额-55149.25 万元，低于去年同期的 4424.54 万元。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
表 113 五矿稀土 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入(万元)</th>
<th>毛利(万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>稀土氧化物</td>
<td>169406</td>
<td>40765</td>
<td>24.06%</td>
</tr>
<tr>
<td>试剂收入</td>
<td>47</td>
<td>22</td>
<td>47.05%</td>
</tr>
<tr>
<td>技术服务收入</td>
<td>334</td>
<td>285</td>
<td>85.31%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：稀土行业整合不达预期。

1.2 广晟有色（600259）：广东稀土龙头

公司主要从事钨和稀土产品的生产。根据 2012 年发债说明书及相关评级报告显示，公司拥有 8 个稀土项目公司的控股权，具备 7500 吨/年稀土分离冶炼能力，目前已经拥有广东省内全部 4 张稀土采矿证，是国内唯一合法的稀土采矿权人，探矿权区域内共有离子型稀土氧化物 35.59 万吨，稀土精矿年产能约 2160 吨，但深加工业的稀土产品盈利能力有限。此外，广晟有色还控制广东省韶关石人嶂、梅子窝等 5 座钨矿，共有钨金属量 3.54 万吨，钨精矿年产量约 1300 吨。

表 114 广晟有色资源储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>稀土氧化物</th>
<th>钨金属量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>储量</td>
<td>35.59 万吨</td>
<td>3.54 万吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2012 年度第一期中期票据评级报告及跟踪评级安排，海通证券研究所

表 115 广晟有色钨和稀土产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2009年</th>
<th>2010年</th>
<th>2011年</th>
<th>2012年 1-3月</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钨精矿（吨）</td>
<td>1286</td>
<td>1505</td>
<td>1473</td>
<td>318</td>
</tr>
<tr>
<td>钼精矿（吨）</td>
<td>94</td>
<td>103</td>
<td>115</td>
<td>36</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土矿（吨）</td>
<td>137</td>
<td>805</td>
<td>340</td>
<td>153</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2012 年度第一期中期票据评级报告及跟踪评级安排，海通证券研究所

公司 2014 年 4 月发布非公开发行股票预案（二次修订稿），发行对象为包括公司控股股东广晟公司在内的不超过十名的特定对象，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的百分之九十，即不低于 31.94 元/股，发行数量不超过 1565.4351 万股，募集资金总额不超过 50000 万元，扣除发行费用后全部用于收购德庆兴邦 88%的股权、收购清远嘉禾 44.5%的股权，收购瑞金矿业 61.464%的股权，收购有色集团拥有的一批红岭矿业实际使用的固定资产和偿还银行借款。

公司 2013 年营业利润 26267.56 万元，毛利率 16.56%，稀土及相关产品营业利润 20741.06 万元，占总营业利润比重 78.96%，毛利率 15.16%。
表 116 广晟有色 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>工业</td>
<td>74572.18</td>
<td>20143.79</td>
<td>27.01</td>
</tr>
<tr>
<td>商业</td>
<td>84024.59</td>
<td>6123.77</td>
<td>7.29</td>
</tr>
<tr>
<td>分产品</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>锡及相关产品</td>
<td>18930.41</td>
<td>5119.75</td>
<td>27.05</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土及相关产品</td>
<td>136785.34</td>
<td>20741.06</td>
<td>15.16</td>
</tr>
<tr>
<td>其他商品贸易</td>
<td>2881.01</td>
<td>406.75</td>
<td>14.12</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>158596.77</td>
<td>26267.56</td>
<td>16.56</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：稀土行业整合不达预期。

1.3 包钢稀土（600111）：轻稀土龙头

公司是我国乃至全世界最大的稀土生产、科研、贸易基地，生产稀土原料（精矿、碳酸稀土、氧化物与盐类、金属）、稀土功能材料（抛光材料、贮氢材料、磁性材料、发光材料）、稀土应用产品（镍氢动力电池、磁共振仪）等稀土产品。

截至 2012 年末，集团旗下白云鄂博矿稀土资源保有储量为 2900.00 万吨，包钢集团尾库矿稀土储量 1000.00 万吨，合计 3900.00 万吨，占中国总储量的 70.91%。

表 117 宝钢集团资源储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿山名称</th>
<th>控制比例（%）</th>
<th>储量（万吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>白云鄂博矿</td>
<td>100</td>
<td>2900</td>
</tr>
<tr>
<td>尾库矿库</td>
<td>100</td>
<td>1000</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>-</td>
<td>3900</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年度第一期短期融资券跟踪评级报告，海通证券研究所

2012 年，公司生产稀土精矿 18.00 万吨（50%品位），占世界总产量的 50.00% 以上。因此，公司在稀土精矿的供给方面仍处于世界主导地位。

表 118 包钢稀土 2013 年产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>稀土分离化合物</th>
<th>稀土金属</th>
<th>钕铁硼永磁产品</th>
<th>贮氢合金粉</th>
<th>抛光材料</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>产能（万吨/年）</td>
<td>6.5</td>
<td>1</td>
<td>1.5</td>
<td>0.225</td>
<td>0.3</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年度第一期短期融资券跟踪评级报告，海通证券研究所

图 44 包钢稀土生产链

包钢稀土 2013 年营业收入 780830.68 万元，营业利润 300098.72 万元，毛利率
38.43%，稀土原料产品营业利润 257962.84 万元，占总营业利润比重 85.96%，各产品的毛利率均较高。

<table>
<thead>
<tr>
<th>行业</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>稀土原料产品</td>
<td>607939.32</td>
<td>257962.84</td>
<td>42.43</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土功能材料</td>
<td>222195.67</td>
<td>47281.96</td>
<td>21.28</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土氧化物</td>
<td>437000.76</td>
<td>193842.46</td>
<td>44.36</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土金属</td>
<td>110105.51</td>
<td>35771.31</td>
<td>32.49</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土盐类产品</td>
<td>60833.05</td>
<td>28349.07</td>
<td>46.60</td>
</tr>
<tr>
<td>磁性材料</td>
<td>172891.36</td>
<td>42135.88</td>
<td>24.37</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 119 包钢稀土 2013 年主营情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013 年产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>稀土氧化物</td>
<td>5852.86 吨</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土盐类</td>
<td>750.06 吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 120 盛和资源主要产品产量情况

不确定性分析：稀土行业整合不达预期。

1.4 盛和资源 (600392)：四川稀土平台

公司 2012 年进行重大资产重组，成为主营稀土冶炼与分离及深加工的上市公司。公司大股东是综合研究所，实际控制人为财政部，因此在稀土开采、冶炼方面拥有技术优势。

盛和稀土主要产品包括稀土氧化物和稀土盐类产品，其中稀土盐类产品为中间品，不计入产品产能。公司每年的冶炼配额大约为 5000 吨，占据四川省总量的 50% 左右。而出口配额为 1500 吨左右（中重稀土比轻稀土大约 1:9）。

2014 年 3 月公司发布定增预案，发行价格为 17.37 元/股，发行股数为 3500 万股，共募集资金 60795.00 万元，扣除发行费用后全部用于补充流动资金。本次发行完成后，综合研究所仍处于控股地位，不会导致公司控制权发生变化。

公司采购模式长期以来坚持以冕宁县耗牛坪矿区为主，以德昌大陆槽矿区、冕宁县冕里矿区和木洛矿区为辅。

公司和阿拉弗拉于 2013 年 9 月 9 日签订一份《谅解备忘录》，涉及其位于澳大利亚北领地的诺兰博雷（Nolans Bore）地区的稀土矿山，备忘录有效期 24 个月。根据《资源概算报告》，按 1.0% 的边际品位，诺兰博雷矿产稀土氧化物储量 67 万吨，REO 品位 2.8%，含有放射性物质铀。
2013年，公司实现营业收入137469.97万元，与上年同期增加了83.36%，实现归属于上市公司股东的净利润14784.96万元，与上年同期下降了4.33%。

表121 盛和资源2013年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入(万元)</th>
<th>毛利(万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>稀土氧化物</td>
<td>76475.86</td>
<td>16237.69</td>
<td>21.23%</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土盐类</td>
<td>4669.38</td>
<td>1511.76</td>
<td>32.38%</td>
</tr>
<tr>
<td>稀有稀土金属</td>
<td>49789.89</td>
<td>3726.76</td>
<td>7.48%</td>
</tr>
<tr>
<td>金属催化配剂及分子筛</td>
<td>63972.12</td>
<td>13777.54</td>
<td>21.54%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：稀土行业整合不达预期。

2. 磁性材料

由于稀土单价高且波动大，因此库存红利对业绩的影响大，反应在股价与金属价格比对方面，则是两者的相关性强。稀土磁材投资点在于：1) 上游供给端整顿导致稀土价格暴涨，直接增强库存红利；2) 下游需求好转增加开工率。而从长期看，新能源汽车产业链、变频设备和风电领域的需求为行业增长的主要推动力。

表122 磁材股产能比对（数值为大约数）

<table>
<thead>
<tr>
<th>代码</th>
<th>公司名称</th>
<th>性质</th>
<th>当前产能（吨/年）</th>
<th>总市值（亿）</th>
<th>截止2014年7月底市值/产能(吨/亿元)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>000970.SZ</td>
<td>中科三环</td>
<td>烧结钕铁硼</td>
<td>14000</td>
<td>141</td>
<td>99</td>
</tr>
<tr>
<td>300224.SZ</td>
<td>正海磁材</td>
<td>烧结钕铁硼</td>
<td>4300</td>
<td>60</td>
<td>72</td>
</tr>
<tr>
<td>600366.SH</td>
<td>宁波韵升</td>
<td>烧结钕铁硼</td>
<td>5500</td>
<td>96</td>
<td>57</td>
</tr>
<tr>
<td>300127.SZ</td>
<td>银河磁体</td>
<td>粘结钕铁硼</td>
<td>2000</td>
<td>45</td>
<td>44</td>
</tr>
<tr>
<td>000795.SZ</td>
<td>太原刚玉</td>
<td>钕铁硼</td>
<td>5000</td>
<td>25</td>
<td>201</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：根据年报及公告整理，海通证券研究所

2.1 中科三环（000970）：钕铁硼永磁行业排头兵

中科三环是国内最大、全球第二大的钕铁硼材料生产商，主营业务是稀土永磁和新型磁性材料及其应用产品的研究开发、生产和销售，钕铁硼永磁产品是新能源汽车的关键材料，新一轮的新能源风潮使公司受益。
2012年公司非公开发行所募集的资金全部用于公司的主营业务稀土永磁材料的生产扩建和技术改造工程，项目分别为北京新能源汽车、节能家电用高性能稀土永磁材料技术改造项目；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和宁波信息产业用高性能稀土永磁材料技术改造项目。项目建设期为3年。项目建成投产后，公司的烧结钕铁硼磁体毛坯产能由12000吨/年增加到18000吨/年。

表123 募投项目进展（截止2013年末）

<table>
<thead>
<tr>
<th>项目名称</th>
<th>增加毛坯产能</th>
<th>实施主体</th>
<th>总投资(万元)</th>
<th>进度</th>
<th>预计投产时间</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>北京新能源汽车、节能家电用高性能稀土永磁材料技术改造项目</td>
<td>家电用：1000吨/年 汽车用：800吨/年</td>
<td>中科三环（100%）</td>
<td>23325</td>
<td>11.38%</td>
<td>2015年04月20日</td>
</tr>
<tr>
<td>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</td>
<td>家电用：600吨/年 风电用：1600吨/年</td>
<td>三环乐喜（66%）</td>
<td>15000</td>
<td>73.33%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>宁波信息产业用高性能稀土永磁材料技术改造项目</td>
<td>信息产业用：2000吨/年</td>
<td>科宁达（100%）</td>
<td>20000</td>
<td>39.82%</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：2012年1月公告，2013年年报，海通证券研究所整理

公司子公司(控股70%)上海爱普生拥有1500吨/年的粘结钕铁硼产能，全球年产能预计在6000-8000吨之间。

表124 中科三环主要产品产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013年产能</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>烧结钕铁硼磁体毛坯</td>
<td>14000吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>粘结钕铁硼</td>
<td>1500吨/年</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表125 中科三环2013年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>磁材产品销售</td>
<td>361593.99</td>
<td>103225.64</td>
<td>28.55%</td>
</tr>
<tr>
<td>电动自行车</td>
<td>1194.45</td>
<td>73.85</td>
<td>6.18%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表125  中科三环2013年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>磁材产品销售</td>
<td>361593.99</td>
<td>103225.64</td>
<td>28.55%</td>
</tr>
<tr>
<td>电动自行车</td>
<td>1194.45</td>
<td>73.85</td>
<td>6.18%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表125  中科三环2013年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入</th>
<th>毛利</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>磁材产品销售</td>
<td>361593.99</td>
<td>103225.64</td>
<td>28.55%</td>
</tr>
<tr>
<td>电动自行车</td>
<td>1194.45</td>
<td>73.85</td>
<td>6.18%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性分析：下游需求疲弱。

2.2 宁波韵升（600366）：上海电驱动发展的受益者

公司主营概述。公司主要生产和经营钕铁硼永磁材料、八音琴、汽车电机、启动马达等，从事机电产品的批发和零售。

公司为生产加工制造企业，原材料基本全部外购，无自有矿。公司烧结钕铁硼磁性材料产能为5500吨/年，粘结钕铁硼磁性材料产能为250吨/年，能够批量生产50多种不同牌号、30000多种不同规格的高性能永磁体，是国内少数能够批量生产N52系列高性能钕铁硼永磁体的企业之一。产品以中高端为主，2012年中高端产品的比重已超过80%。
表126 宁波韵升主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>类别</th>
<th>产品类型</th>
<th>2012年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>烧结钕铁硼（万元）</td>
<td>磁钢类</td>
<td>111520.00</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>KPM类</td>
<td>80550.00</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>磁纽件</td>
<td>3216.00</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>汽车类</td>
<td>1821.20</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>IT类</td>
<td>65.49</td>
</tr>
<tr>
<td>粘结钕铁硼（万元）</td>
<td>电动工具类</td>
<td>7.48</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>家电类</td>
<td>1964.66</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>发电机</td>
<td>560200</td>
</tr>
<tr>
<td>轿车类电机（台）</td>
<td>启动机</td>
<td>218000</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>启动机</td>
<td>124619</td>
</tr>
<tr>
<td>商用电类（台）</td>
<td>发电机</td>
<td>8320</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>电机高达</td>
<td>40500</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：2013年度韵升集团第一期短期融资券募集说明书，海通证券研究所

盈利能力。主营业务中钕铁硼产品占比最高，收入较上年同期减少的主要原因是，2013年稀土原材料价格下降幅度较大，公司钕铁硼产品销售价格随原材料价格而联动下降。电机的收入占比和毛利率都远低于钕铁硼产品。

表127 宁波韵升2013年主营业务利润情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钕铁硼</td>
<td>141720.50</td>
<td>51715.32</td>
<td>36.49%</td>
</tr>
<tr>
<td>电机</td>
<td>46067.71</td>
<td>7209.47</td>
<td>15.65%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

公司持有上海电驱动股份有限公司26.46%股权，具有表决权，而电驱动所属的新能源汽车行业也成为公司今后发展的亮点。

表128 上海电驱动股份有限公司盈利情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>2013年</th>
<th>2012年</th>
<th>2011年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>收入</td>
<td>20162.63</td>
<td>17352.12</td>
<td>10406.06</td>
</tr>
<tr>
<td>净利润</td>
<td>28.15</td>
<td>2937.66</td>
<td>1857.01</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2011年、2012年、2013年年报，海通证券研究所

盈利预测：预计14-15年EPS分别为0.78元、0.98元，公司目标价23.40元，对应14年PE30倍，“买入”评级。

不确定性分析：公司没有稀土原材料资源，国家整合稀土行业，导致准入门槛提高；产品存在替代品的威胁；同时公司产能利用率不足，产品订单低于预期也是较大的风险点。

2.3 正海磁材（300224）：高端稀土磁材龙头

公司位于山东烟台，是国内新能源和节能环保领域高性能钕铁硼永磁材料的主要供应商，主营业务为高性能钕铁硼永磁材料的研发、生产、销售及服务。产品主要应用于新能源和节能环保领域以及传统的VCM、手机和其他消费类电子产品等领域。
公司目前产能为 4300 吨，在建产能 2000 吨，均为烧结钕铁硼，在建产能计划于 2014 年 12 月达产。公司二季度开工率目前在 85% 左右，2013 年钕铁硼磁性材料产量 1694.94 吨，同比 2012 年增加 15.99%。

<table>
<thead>
<tr>
<th>表 129 正海磁材当前产能</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>产品</td>
</tr>
<tr>
<td>高性能钕铁硼</td>
</tr>
</tbody>
</table>

公司向涉外采购钕、镨钕和镝铁等稀土金属及稀土合金，经熔炼、烧结等工艺加工成高端钕铁硼永磁材料。

公司主要销售成品，2013 年总营业利润为 13277.45 万元，毛利率为 24.64%，成 品营业利润占总营业利润比重达 98.7%。

<table>
<thead>
<tr>
<th>表 130 正海磁材 2013 年主营情况</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>分行业</td>
</tr>
<tr>
<td>钕铁硼永磁材料</td>
</tr>
<tr>
<td>分产品</td>
</tr>
<tr>
<td>成品</td>
</tr>
<tr>
<td>机加工产品</td>
</tr>
<tr>
<td>毛坯</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
</tr>
<tr>
<td>分地区</td>
</tr>
<tr>
<td>内销</td>
</tr>
<tr>
<td>外销</td>
</tr>
</tbody>
</table>

2.4 银河磁体 (300127): 磁粉专利到期迎来广阔空间

公司主营粘结钕铁硼 (Bonded NdFeB) 稀土磁体元件或部件的研发、设计、生产和销售。公司粘结钕铁硼磁体包括：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、节能家电、汽车、办公自动化设备等多种领域。截至报告期末，公司仍然是全球粘结钕铁硼磁体销量最大的厂家。

主营盈利上看，2013 年，主营各种磁体，其中硬盘驱动器用磁体占当年收入的约 33%，其次为光盘驱动器用磁体约 26% 和汽车用磁体约 23%，其他磁体约 18%。
表 131 银河磁体 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入(万元)</th>
<th>毛利(万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>光盘驱动器用磁体</td>
<td>9032</td>
<td>2062</td>
<td>22.83%</td>
</tr>
<tr>
<td>硬盘驱动器用磁体</td>
<td>11495</td>
<td>2396</td>
<td>20.84%</td>
</tr>
<tr>
<td>汽车用磁体</td>
<td>8190</td>
<td>3026</td>
<td>36.95%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他磁体</td>
<td>6308</td>
<td>2203</td>
<td>34.92%</td>
</tr>
<tr>
<td>钕钴磁体</td>
<td>43</td>
<td>5</td>
<td>11.63%</td>
</tr>
<tr>
<td>磁体配套件</td>
<td>200</td>
<td>80</td>
<td>40.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>热压磁体</td>
<td>1</td>
<td>0</td>
<td>0.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>磁粉</td>
<td>42</td>
<td>3</td>
<td>7.14%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 132 江粉磁材现有产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2013 年产能 (吨/年)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>永磁材料</td>
<td>50000.00</td>
</tr>
<tr>
<td>硬磁材料</td>
<td>9000.00</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 131 银河磁体 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入(万元)</th>
<th>毛利(万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>光盘驱动器用磁体</td>
<td>9032</td>
<td>2062</td>
<td>22.83%</td>
</tr>
<tr>
<td>硬盘驱动器用磁体</td>
<td>11495</td>
<td>2396</td>
<td>20.84%</td>
</tr>
<tr>
<td>汽车用磁体</td>
<td>8190</td>
<td>3026</td>
<td>36.95%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他磁体</td>
<td>6308</td>
<td>2203</td>
<td>34.92%</td>
</tr>
<tr>
<td>钕钴磁体</td>
<td>43</td>
<td>5</td>
<td>11.63%</td>
</tr>
<tr>
<td>磁体配套件</td>
<td>200</td>
<td>80</td>
<td>40.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>热压磁体</td>
<td>1</td>
<td>0</td>
<td>0.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>磁粉</td>
<td>42</td>
<td>3</td>
<td>7.14%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表 132 江粉磁材现有产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2013 年产能 (吨/年)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>永磁材料</td>
<td>50000.00</td>
</tr>
<tr>
<td>硬磁材料</td>
<td>9000.00</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性分析：下游需求疲弱。

2.5 江粉磁材（002600）：拟定增涉足钛业

公司自设立以来一直专注于磁性材料的研发、生产和销售，产品主要为永磁铁氧体元件和软磁铁氧体元件，主营业务和主要产品没有发生重大变化。

公司 2011 年招股说明书披露公司原有永磁材料年产能为 3 万吨，软磁材料年产能为 9000 吨，首次公开发行所募集资金计划用于建造 3 条共计有 23000 吨年产能的永磁材料生产线。公司 2013 年年报显示，其中两 topics 共计有 2 万吨年产能的生产线已于 2013 年底完工，另外一条 3000 吨年产能的生产线将于 2014 年 6 月完工，据此公司年产能约为 6 万吨/年。

2.5 江粉磁材（002600）：拟定增涉足钛业

公司自设立以来一直专注于磁性材料的研发、生产和销售，产品主要为永磁铁氧体元件和软磁铁氧体元件，主营业务和主要产品没有发生重大变化。

公司 2011 年招股说明书披露公司原有永磁材料年产能为 3 万吨，软磁材料年产能为 9000 吨，首次公开发行所募集资金计划用于建造 3 条共计有 23000 吨年产能的永磁材料生产线。公司 2013 年年报显示，其中两条共计有 2 万吨年产能的生产线已于 2013 年底完工，另外一条 3000 吨年产能的生产线将于 2014 年 6 月完工，据此公司年产能约为 6 万吨/年。

公司向上游企业采购铁红、铁鳞、碳酸锶、四氧化三锰、氧化锌及其它辅料，经烧结、粘结等工艺加工成为永磁材料及软磁材料，其中主要产品为永磁材料，其次为软磁材料。
全相结合的方式购买其持有的五环钛业 100%股权，其中以发行股份方式购买五环钛业 85.09%股权，以支付现金方式购买 14.91%股权，拟发行价格为 10.55 元/股。

五环钛业产能为 2000 吨/年，2012-13 年产量分别为 2095 和 2338 吨，营业收入分别是 34479.10 万元和 37679.98 万元，净利润分别为 4423.23 万元和 3619.56 万元，五环钛主营业务持续扩大，呈现良好的发展趋势。

根据《利润补偿协议》，预计注入资产 2014-16 年净利润分别不少于 5000、6000 和 7000 万元。

公司主要盈利来自永磁材料，其中永磁铁氧体、软磁铁氧体和稀土永磁 2013 年的营业收入占总营业收入的比重分别为 55.57%、25.52%、8.46%，共计 89.55%。

### 表 133 江粉磁材 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>永磁铁氧体</td>
<td>67151.61</td>
<td>11885.23</td>
<td>17.70</td>
</tr>
<tr>
<td>软磁铁氧体</td>
<td>22927.83</td>
<td>5457.43</td>
<td>23.80</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土永磁</td>
<td>12419.24</td>
<td>1808.86</td>
<td>14.56</td>
</tr>
<tr>
<td>电机</td>
<td>8721.51</td>
<td>828.28</td>
<td>9.50</td>
</tr>
<tr>
<td>电线电缆</td>
<td>21313.89</td>
<td>542.67</td>
<td>2.55</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>6706.82</td>
<td>865.40</td>
<td>12.90</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>139240.90</td>
<td>21387.87</td>
<td>15.36</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

#### 2.6 北矿磁材 (600980): 铁氧体生产厂商

公司主导产品高性能永磁材料（以粘结铁氧体、烧结铁氧体为主）属于新材料范畴，其服务的行业主要有自动控制、计算机及其外围设备和微特电机等。

根据 201406 公告显示，本次非公开发行股份数量不超过 4000 万股，募集资金总额不超过 4 亿元，发行价为 11.41 元/股。本次交易收购标的为北矿机电 100%股权，矿冶集团（持有公司 40%的股份，为公司控股股东）也参与此次认购。北矿机电 2012 年产品产量 1608 台，销量 1371 台，营业收入 32970.34 万元，净利润 3678.84 万元。

盈利能力，公司主营业务收入 25204.92 万元，同比减少 2153.92 万元，降低 7.87%。其中，磁性材料收入较去年增加 1033.63 万元，提高 4.28%。公司烧结铁氧体毛利率为 8.85%，粘结铁氧体毛利率高达 23.28%。
### 表 134 北矿磁材 2013 年主营情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>烧结铁氧体</td>
<td>13692.33</td>
<td>1211.77</td>
<td>8.85</td>
</tr>
<tr>
<td>粘结铁氧体</td>
<td>10373.01</td>
<td>2414.84</td>
<td>23.28</td>
</tr>
<tr>
<td>粘结磁器件</td>
<td>182.25</td>
<td>-78.09</td>
<td>-42.85</td>
</tr>
<tr>
<td>烧结磁器件</td>
<td>6.93</td>
<td>0.72</td>
<td>10.40</td>
</tr>
<tr>
<td>其他产品收入</td>
<td>404.77</td>
<td>58.04</td>
<td>14.34</td>
</tr>
<tr>
<td>技术收入</td>
<td>545.64</td>
<td>342.71</td>
<td>62.81</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

### 不确定性分析：下游需求疲弱

#### 2.7 太原刚玉 (000795)：定增拟优化产能结构

公司的主营业务为稀土永磁材料与制品、物流设备与控制和信息系统等。

公司在向主导业务采购原材料，通过自有设备和技术冶炼、加工，形成自己的产品，目前钕铁硼毛坯产能约 5000 吨/年。公司非公开发行股票预案于 2014 年 1 月获证监会审核通过，拟募集资金总额不超 57500 万元，发行数不超过 7500 万股（含本数），发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%，即发行价格不低于 8.56 元/股。大股东横店控股承诺认购不低于定增总量的 5%，募集资金主要用于建造低稀土总量高性能钕铁硼永磁体生产技术装备改造项目 1100 吨，由于为技改项目，因此不增加现有产能。根据可研报告显示，建设期预计 2 年，达产后预计新增年收入 55000 万元，净利润 6795 万元。

### 图 48 太原刚玉 2013 年产业链

![产业链示意图](image)

资料来源：公司招股说明书及历年年报，海通证券研究所

受国内外市场需求不旺的影响，产品销售价格同比下，毛利率降低，公司钕铁硼和金刚石制品的盈利能力最强，传统棕刚玉产业属于高能耗、重污染、低收益行业，根据公司发展战略，将淘汰棕刚玉产业，目前生产棕刚玉的冶炼工序已停产。公司主要盈利来自钕铁硼，2013 年营业利润中钕铁硼的营业利润占总营业利润比重达 92.4%。公司产品总毛利率较低，2013 年只有 5.54%。

### 表 135 太原刚玉 2013 年主营情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钕铁硼</td>
<td>62684.99</td>
<td>4246.56</td>
<td>6.77</td>
</tr>
<tr>
<td>棕刚玉系列</td>
<td>2273.00</td>
<td>-174.64</td>
<td>-7.68</td>
</tr>
<tr>
<td>物流立体库</td>
<td>5308.10</td>
<td>-173.06</td>
<td>-3.26</td>
</tr>
<tr>
<td>金刚石制品</td>
<td>1859.55</td>
<td>174.87</td>
<td>9.40</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>10912.13</td>
<td>524.06</td>
<td>4.80</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>83037.77</td>
<td>4597.79</td>
<td>5.54</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所
不确定性分析：下游需求疲弱。

七、小金属

小金属普遍与大盘相关性强，需要特别指出的是天齐锂业和赣锋锂业在过去两年中与大盘呈现负相关，核心原因在于新能源电动车产业蓬勃发展催生上游锂电的投资行情，因此锂矿股走势强劲。在弹性方面，小金属的稀缺性造就其高弹性，过去两年多时间，小金属股价与上证综指的 Beta 值普遍超过 1.5。

图 49 小金属股价&上证综指的 Beta 值与相关性（2012 年 1 月至今）

1. 锂

1.1 天齐锂业（002466）：全球锂矿龙头

天齐锂业是全球最大的矿石提锂企业，是国家级高新技术企业，主要从事锂系列产品的研发、生产和销售，主要产品为“锂坤达”牌工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、无水氟化锂、氢氧化锂等系列锂产品。2013 年公司收购集团全资子公司天齐集团在香港持有的文菲尔德 51%权益，以及集团持有的天齐矿业 100%股权。2014 年拟收购银河锂业 100%股权，银河锂业于 2012 年开始生产，已建成产能 17000 吨/年，主要产品为电池级碳酸锂。

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>原有产能</th>
<th>新增产能</th>
<th>产能合计</th>
<th>注释</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电池级碳酸锂</td>
<td>3000</td>
<td>5000</td>
<td>8000</td>
<td>5000 吨募投项目已投产。</td>
</tr>
<tr>
<td>工业级碳酸锂</td>
<td>3000</td>
<td>3000</td>
<td>6000</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>单水氢氧化锂</td>
<td>2000</td>
<td>5000</td>
<td>7000</td>
<td>日前雅安搬迁，2000 吨产能暂时关闭。</td>
</tr>
<tr>
<td>无水氯化锂</td>
<td>1500</td>
<td>1500</td>
<td>3000</td>
<td>1500 吨中试线主要用于金属锂原料的供给。</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸酸化锂</td>
<td>600</td>
<td>600</td>
<td>1200</td>
<td>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并开始试生产，具备年产 100 吨金属锂生产能力，二期项目正在进行。</td>
</tr>
<tr>
<td>金属锂</td>
<td>200</td>
<td>200</td>
<td>400</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：Wind，海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
文菲尔德的全资子公司为泰利森，锂矿储量全球最大。澳大利亚格林布什锂矿是目前探明的全球最大的锂辉石矿，产出的锂精矿占全球锂资源年供应量约 30%的市场份额。格林布什锂矿经营项目包括开采和加工两个部分，首先从锂矿中开采锂辉石并进行选矿，再通过两个初级加工工厂将锂精矿初步加工成主要产品：技术级锂精矿和化学级锂精矿，产量比例约 33%：67%。化学级锂精矿最重要的销售市场在中国，技术级锂精矿销往欧洲、北美、中国以及其他亚洲国家。

### 表 137 格林布什锂矿资源量及储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>分类</th>
<th>数量 (万吨)</th>
<th>氧化锂品位 (%)</th>
<th>碳酸锂当量 (万吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铁矿资源量（Mineral Resources）</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>测定锂矿资源量</td>
<td>60.00</td>
<td>3.20</td>
<td>4.00</td>
</tr>
<tr>
<td>指示锂矿资源量</td>
<td>11790.00</td>
<td>2.40</td>
<td>710.00</td>
</tr>
<tr>
<td>推断锂矿资源量</td>
<td>210.00</td>
<td>2.00</td>
<td>10.00</td>
</tr>
<tr>
<td>预测锂矿资源总量</td>
<td>12060.00</td>
<td>-</td>
<td>724.00</td>
</tr>
<tr>
<td>铁矿资源量（Mineral Reserves）</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>探明锂矿储量</td>
<td>60.00</td>
<td>3.20</td>
<td>4.00</td>
</tr>
<tr>
<td>推断锂矿储量</td>
<td>6100.00</td>
<td>2.80</td>
<td>420.00</td>
</tr>
<tr>
<td>探明及控制储量总计</td>
<td>6160.00</td>
<td>2.80</td>
<td>424.00</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司拟收购文菲尔德65%涉及权益评估报告，海通证券研究所

公司 2013 年销售碳酸锂 8603.84 万吨，同比增长 4.82%；生产碳酸锂 5745 吨，同比下降 1.92%。公司销售其他锂衍生物产品 1901.89 万吨，同比下降 32.88%；生产其他锂衍生物产品 2326.14 万吨，同比下降 25.48%。

2013 年，公司主营收入增长稳定，实现营业收入 41497.60 万元，比上年增长 4.57 %；公司 2013 年利润总额 13901.36 万元，归属于上市公司股东的净利润 13236.14 万元，扣除非经常性损益影响因素后，归属于上市公司股东的净利润为 1409.14 万元，较上年减少 2144.85 万元，主要原因是报告期净利润增长因素的影响。公司综合毛利率为 14.86%，同比下降 6.55 %。

### 表 138 天齐锂业 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入 (万元)</th>
<th>毛利 (万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>碳酸锂</td>
<td>29882</td>
<td>4821</td>
<td>16.13%</td>
</tr>
<tr>
<td>其它衍生物产品</td>
<td>10309</td>
<td>1021</td>
<td>9.91%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>1131</td>
<td>360</td>
<td>31.85%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

### 1.2 赣锋锂业 (002460)：锂加工优势明显

公司属于有色金属冶炼及压延加工业，是国内锂系列产品品种最齐全、产品加工链最长、工艺技术最全面的生产商，也是国内唯一的规模化利用含锂回收料生产锂产品的公司，公司再次被国家科技部认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”。全资设立“锂电池新材料国家地方联合工程研究中心”、“国家博士后科研工作站”。
此外，公司 2012 年 9 月获得国际锂业公司在爱尔兰 Blackstair 锂矿项目不高于 51%权益，2012 年底收购安池锂能 100%股权。2012 年下半年与公司参股的加拿大国际锂业签署爱尔兰锂辉石矿 Blackstair 的期权协议，公司与加拿大国际锂业在 2013 年签署了可转债协议，公司有权选择将 228.9 万美元的可转债转为加拿大国际锂业全资控股的阿根廷 Mariana 锂钾盐湖的 51%的直接股权，根据目前披露的勘探数据，该盐湖具有较高的钾锂比，具有较高的潜在经济价值。公司已经决定行权入主 Blackstair 矿，上述两个矿目前均处于初探阶段。

2013 年公司主营收入增长稳定，核心竞争力持续增强，实现营业收入 68626.7 万元，比上年同期增长 9.25%；利润总额 8609.54 万元，比上年同期增长 4.87%；归属于上市公司股东的净利润 7412.35 万元，比上年同期增长 6.43%。其中金属锂系列产品实现主营业务收入 29961.24 万元，同比增长 8.87%，碳酸锂系列产品实现主营业务收入 16465.93 万元，同比增长 7.04%。公司主营业务毛利率为 23.22%，同比增加 1.5%。

表 139 赣锋锂业 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>金属锂系列</td>
<td>29961</td>
<td>7945</td>
<td>26.52%</td>
</tr>
<tr>
<td>碳酸锂系列</td>
<td>16466</td>
<td>2774</td>
<td>16.84%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他产品</td>
<td>22177</td>
<td>5212</td>
<td>23.5%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性分析：下游需求疲弱。

2. 钨

2.1 厦门钨业（600549）：动力锂电池翘楚

公司主营概述。公司现主要从事钨精矿、钨钼中间制品、粉末产品、硬质合金、各种稀土氧化物、稀土金属、稀土发光材料、磁性材料和锂电池材料等其他能源新材料的生产、销售与研发和稀土投资，兼营房地产开发与经营。

储量情况。公司拥有两家钨矿企业，其中宁化行洛坑钨矿（公司股权占比 98.95%）是混合混合钨矿，可采储量为 29.5 万吨金属量，钨原矿品味 0.228%；康锋矿是公司与洛阳永丰合资建立的控股子公司（公司股权占比 60%），已探明的钨储量为 51 万吨。
金属量，钨原矿品位 0.145%。公司收购江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司阳储山钨钼矿采矿权。

表 140 厦门钨业矿产储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量(万吨)</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>宁化行洛坑钨矿(98.95%)</td>
<td>29.5</td>
<td>0.228%</td>
</tr>
<tr>
<td>峨眉矿脉(60%)</td>
<td>51</td>
<td>0.145%</td>
</tr>
<tr>
<td>阳储山钨钼矿(60%)</td>
<td>9.6</td>
<td>0.206%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 201108 债券募集说明书，201302 阳储山评估，海通证券研究所

产量/产能情况，公司目前具备 5000 吨镍氢合金粉、4000 吨钴酸锂、5000 吨三元材料、1000 吨锰酸锂、500 吨磷酸铁锂的生产规模。由于 2013 年主要原料价格下跌影响，产能未完全发挥。根据公司 2014 年 3 月发布的定增预案，发行价为 19.98 元/股，发行股本 1.5 亿股，此次募投资金在扣除发行费用后的资金净额将全部用于补充流动资金，用于增加公司在钨钼材料、硬质合金、稀土和新能源材料等精深加工业务领域以及上游原材料资源领域的投入，以有效提升公司未来业务发展的核心竞争力和盈利能力。

表 141 厦门钨业产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2013 年产量(吨)</th>
<th>2017 年预计产能(吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>镍氢合金粉</td>
<td>3000</td>
<td>8000</td>
</tr>
<tr>
<td>钴酸锂</td>
<td>1580</td>
<td>8000</td>
</tr>
<tr>
<td>三元材料</td>
<td>1670</td>
<td>15000</td>
</tr>
<tr>
<td>锰酸锂</td>
<td>60</td>
<td>4000</td>
</tr>
<tr>
<td>磷酸铁锂</td>
<td>20</td>
<td>2000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 201404 关于投资者交流会召开情况的公告，海通证券研究所

盈利能力，2013 年钨产品销售收入价格总体保持平稳，毛利率比上年增加 3.32 个百分点；稀土产业延续低迷状态，需求及产品价格下滑，毛利率不高。电池材料方面，锂离子材料受益于消费类电子产品的高速增长，毛利率比去年增加 0.5 个百分点。房地产业务高居公司各板块毛利率之首，由于厦门海峡国际社区项目三期交房确认收入，项目售价较高，毛利率同比大幅增长。
表 142 厦门钨业 2013 年主营业收入 (万元)

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钨钼等有色金属制品</td>
<td>569559.72</td>
<td>163322.00</td>
<td>28.68%</td>
</tr>
<tr>
<td>稀土业务</td>
<td>74611.10</td>
<td>724.00</td>
<td>0.97%</td>
</tr>
<tr>
<td>电池材料</td>
<td>70051.10</td>
<td>1217.95</td>
<td>1.74%</td>
</tr>
<tr>
<td>房地产及配套管理</td>
<td>250186.68</td>
<td>130106.64</td>
<td>52.00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

2.2 章源钨业 (002378)：着力下游深加工、完善产业链

公司专业致力于钨的采选、冶炼及精深加工产品的研发、生产与销售。主要产品有仲钨酸铵（APT）、氧化钨、钨粉、碳化钨粉、硬质合金系列。

公司拥有四个采矿权矿山，截至 2008 年 12 月 31 日，公司所辖矿区在开采范围内保有钨储量 9.60 万吨，占全国总量的 5.33%，四矿山钨品位平均为 2.104%，按照静态计算，公司钨储量能确保在现有条件下约 30 年的开采能力。

表 143 章源钨业矿山储量

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿山</th>
<th>矿种</th>
<th>金属量 (吨)</th>
<th>品位</th>
<th>矿种</th>
<th>金属量 (吨)</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>淘锡坑钨矿</td>
<td>WO3</td>
<td>76843.10</td>
<td>2.17%</td>
<td>Sn</td>
<td>1689.20</td>
<td>0.05%</td>
</tr>
<tr>
<td>新安子钨锡矿</td>
<td>WO3</td>
<td>4425.10</td>
<td>1.76%</td>
<td>Sn</td>
<td>1232.00</td>
<td>0.49%</td>
</tr>
<tr>
<td>大余石雷钨矿</td>
<td>WO3</td>
<td>14630.80</td>
<td>1.30%</td>
<td>Sn</td>
<td>6675.70</td>
<td>0.59%</td>
</tr>
<tr>
<td>天井窝钨矿</td>
<td>WO3</td>
<td>147.79</td>
<td>0.66%</td>
<td>Sn</td>
<td>148.00</td>
<td>0.66%</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>WO3</td>
<td>96046.79</td>
<td>1.94%</td>
<td>Sn</td>
<td>9744.90</td>
<td>0.20%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：章源钨业招股说明书，海通证券研究所

2013 年公司拟定向增发，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%，即不低于 16.84 元/股。发行股票不超过 61000 万元，扣除发行费用后拟投资如下项目：（1）新安子钨锡矿深部延伸及技术改造工程；（2）年产 400 吨高性能整体硬质合金钻具（毛坯）技改项目；（3）技术创新平台建设项目（技术中心二期）；（4）偿还银行贷款。新安子钨锡矿深部延伸及技术改造工程预计建设期为 30 个月，完工投产后新安子钨锡矿的年均营业收入可达 9343.30 万元（含税），预计年均净利润 4327.42 万元，年产 400 吨高性能整体硬质合金钻具（毛坯）技改项目建设期为 22 个月，本项目达产后，预计项目年销售收入 27071.29 万元（含税），年均净利润 5734.74 万元。

表 144 章源钨业产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>APT</th>
<th>氧化钨</th>
<th>钨粉</th>
<th>碳化钨粉</th>
<th>硬质合金系列</th>
<th>涂层刀片</th>
<th>钨锡毛砂</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>产能（吨/年）</td>
<td>10000</td>
<td>8000</td>
<td>5000</td>
<td>4000</td>
<td>10000</td>
<td>300</td>
<td>6000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司招股说明书及 2013 年年报，海通证券研究所
图 52 章源钨业 2013 年产业链

探矿、采矿 选矿 冶炼 精深加工
APT (2013年产能 10000吨/年)
氧化钨 (2013年产能 8000吨/年)
钨粉 (2013年产能 5000吨/年)
硬质合金 (2013年产能 10000吨/年)
碳化钨粉 (2013年产能 4000吨/年)
涂层刀片 (2013年产能 300吨/年)
碳化钨粉 (2013年产能 4000吨/年)

资料来源: 公司招股说明书及 2013 年年报，海通证券研究所

公司主要盈利来源为碳化钨粉。2013 年碳化钨粉营业利润占总营业利润的 54.12%，其他产品营业利润占比不超过总营业利润的 15%。

表 145 章源钨业 2013 年主营情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>仲钨酸铵（APT）</td>
<td>23322.72</td>
<td>4231.08</td>
<td>18.14</td>
</tr>
<tr>
<td>氧化钨</td>
<td>16491.97</td>
<td>3360.75</td>
<td>20.38</td>
</tr>
<tr>
<td>钨粉</td>
<td>20309.39</td>
<td>4488.48</td>
<td>22.10</td>
</tr>
<tr>
<td>碳化钨粉</td>
<td>86764.57</td>
<td>20398.38</td>
<td>23.51</td>
</tr>
<tr>
<td>硬质合金</td>
<td>29417.23</td>
<td>5333.11</td>
<td>18.13</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>179022.61</td>
<td>37694.45</td>
<td>21.06</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：2013年年度报告，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

2.3 中钨高新（000657）：打造一流钨业平台

中钨高新 2013 年向湖南有色股份非公开发行股份，购买其持有的株硬公司 100%股权、自硬公司 80%股权，主营业务为钨精矿冶炼及硬质合金等钨制品的加工及销售。湖南有色持有公司 60.94%股份，为第一大股东，而实际控制人为五矿集团。五矿集团是国务院国资委监管的中央企业，其在钨资源、硬质合金产业链以及资源调配方面具有强大优势，这也为公司未来资产扩张提供保障。

株硬公司是中国最大的硬质合金生产企业，拥有硬质合金 6000 吨/年的生产能力，产品涵盖 APT、钨粉、碳化钨粉、各类硬质合金及其工具、钨钼制品、钽铌制品。

自硬公司是中国目前第三大硬质合金生产企业、第二大切削刀片生产企业，与株硬公司同属湖南有色股份控制，拥有年产约 2000 吨/年硬质合金的生产能力，产品涵盖钨粉、碳化钨粉、各类硬质合金、钨钼制品等。

2014 年中钨高新配套融资 1 亿股，发行价格为 9.02 元/股，募集资金净额为 88755.16 万元，配套资金拟用于数控刀片技改项目及偿还长期借款。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
### 表 146 中钨高新主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2012年产量（吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>硬质合金</td>
<td>6654</td>
</tr>
<tr>
<td>钨冶炼品</td>
<td>13235</td>
</tr>
<tr>
<td>硬面材料</td>
<td>905</td>
</tr>
<tr>
<td>耐磨零件</td>
<td>2884</td>
</tr>
<tr>
<td>矿用合金</td>
<td>1378</td>
</tr>
<tr>
<td>切割刀片</td>
<td>2359</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：2013年公司发行股份购买资产交易报告书，海通证券研究所整理

五矿集团承诺：在未来三年内通过并购重组等方式使公司形成集钨矿山、钨冶炼、钨粉末、硬质合金及深加工的完整钨产业链。资源方面，五矿集团拥有江钨、香炉山及湖南有色下属湖南柿竹园有色金属有限责任公司等矿山，合计钨资源量288万吨（来自2012年11月五矿集团发债融资说明书），其中可采储量76万吨。2011年生产钨精矿1.9万吨。加工资产方面，江钨（持股51%）年产2000吨钨粉和碳化钨粉的新厂已于2010年正式投产，南硬公司（五矿集团通过中国五矿股份有限公司持有五矿有色控股100%的股权，五矿有色控股持有五矿有色93.6%的股权，五矿有色持有南硬公司63%的股权，同时五矿有色股份持有南硬公司4%的股权）新的硬质合金车间2010年正式建成；除了中钨高新，五矿集团每年合计的硬质合金产量达到8000吨。

2014年6月，中钨高新全资子公司株洲硬质合金集团有限公司和山特维克公司签署了《项目合作意向书》，通过设立合资公司，在切削刀具领域开展合作。

### 图 53 中钨高新产业链

![中钨高新产业链图](image)

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所整理

2013年，公司相比2012年主营业务收入增加138959.38万元，其它业务收入增加135813.40万元，实现净利润20324.47万元，较2012年增加2088.07万元，归属母公司净利润15846.96万元，比2012年增加351.99万元，2013年硬质合金和钨及化合物的收入占到总营业收入的84.9%，毛利率分别为17.61和7.38%。
表 147 中钨高新 2013 年主营业务情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>硬质合金</td>
<td>393133</td>
<td>69223</td>
<td>17.61%</td>
</tr>
<tr>
<td>钨及其化合物</td>
<td>410695</td>
<td>30315</td>
<td>7.38%</td>
</tr>
<tr>
<td>钼及其化合物</td>
<td>23216</td>
<td>1632</td>
<td>7.03%</td>
</tr>
<tr>
<td>钽铌及其化合物</td>
<td>20929</td>
<td>3062</td>
<td>14.63%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游需求疲弱。

3. 钛

3.1 西部材料（002149）：军工新材料“代言人”

公司主要从事稀有金属复合材料及制品、金属纤维及制品、难熔金属制品、贵金属制品等领域的生产和销售业务，是国内规模较大、品种齐全的金属材料深加工生产基地之一。

公司 2013 年产量如下：铁制品产量为 3355.4 吨，稀有金属复合材料及制品为 20422 吨，金属纤维为 66325 平米，难熔金属制品为 49.7 吨，贵金属制品为 25.3 吨。

公司钛制品产能为 5000 吨/年，具体产品包括板、棒、管材，其中板材设计产能为 3000 吨/年。金属纤维及制品：目前产能是 300 吨纤维和 5 万平米毡产能（大约 60-70 吨纤维对应 5 万平米毡的产能）。该产品目前的主要市场在于聚酯化工，新的应用领域在高温气体除尘。

复合材料的原材料是钛板和钢板，钛板的用量大概在 2000 吨/年。具体的量比方式：1 吨钛板对应 10 吨钢板。成本方面，若钛板按照 12 万/吨计算，钢板按照 6000 元/吨计算，加工费在 6000-7000 元/吨，则复合材料的价格约在 2 万/吨。
表 149 西部材料子公司 2013 年盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>子公司名称</th>
<th>主营产品及服务</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>净利润（万元）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>西部钛业</td>
<td>钛制品</td>
<td>45692.55</td>
<td>-4431.69</td>
</tr>
<tr>
<td>天力公司</td>
<td>钛板钛钢复合板</td>
<td>32860.21</td>
<td>3311.04</td>
</tr>
<tr>
<td>西诺公司</td>
<td>贵金属制品</td>
<td>18770.9</td>
<td>2502.02</td>
</tr>
<tr>
<td>菲尔特公司</td>
<td>金属纤维及纤维毡</td>
<td>5627.61</td>
<td>1355.11</td>
</tr>
<tr>
<td>优耐特公司</td>
<td>稀有金属装备</td>
<td>10219.69</td>
<td>671.85</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

从主营盈利上看，总体盈利水准呈现向好，难熔金属制品和金属纤维及制品盈利水平最好，其中金属纤维及制品毛利约 43.63%，钛制品表现欠佳。

表 150 西部材料 2013 年主要产品盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钛制品</td>
<td>36797.40</td>
<td>-1166.99</td>
<td>-3.17</td>
</tr>
<tr>
<td>稀有金属复合材料及制品</td>
<td>48291.56</td>
<td>10145.78</td>
<td>21.01</td>
</tr>
<tr>
<td>金属纤维及制品</td>
<td>5574.99</td>
<td>2432.36</td>
<td>43.63</td>
</tr>
<tr>
<td>难熔金属制品</td>
<td>8758.98</td>
<td>3056.16</td>
<td>34.89</td>
</tr>
<tr>
<td>贵金属制品</td>
<td>11989.59</td>
<td>2254.91</td>
<td>18.81</td>
</tr>
<tr>
<td>检测加工费等其他</td>
<td>2287.64</td>
<td>560.74</td>
<td>24.51</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

盈利预测：按照定增后约 2.1 亿股计算，预计 2014-15 年 EPS 分别为 0.13 和 0.17 元，给予 18 元目标价，对应 2014-15 年 PE 分别为 139 和 107 倍估值，增持评级。

不确定性分析：军工需求低于预期。

3.2 宝钛股份（600456）：钛材龙头

公司专业从事钛加工业务，目前已经成为国内规模最大的钛材加工企业。公司产品结构较为完整，产品涵盖了板材、管材、棒材、丝材等，是国内唯一具有铸-锻-热加工完整产业链的企业。公司所生产钛材产品广泛应用于化工、建筑、航空航天、舰船、医疗等领域。

2013 年钛产品销售量 16658 吨，其中钛材 8112 吨。注：钛粉、钛铁合金、钛锭并非钛材。产能分细上，板材：约 5000 吨/年，管材：约 2500-2600 吨/年，丝材：约 250 吨/年（产量不大），精制厂生产的是最终产品，包括钛铁合金、钛材以及各种钛产品，约 250 吨/年。

另一种口径来看，产品分类为航钛产品（也叫新产品，包括大客机上的使用产品），民用产品，出口产品（包括出口的航钛产品）。

主营盈利上看，2013 年主营钛产品和其他金属产品，占收入比为 77%和 23%。利润率上，钛产品利润率较高，达 21%；其他金属产品较低，仅约 2%。
表 151 宝钛股份 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入 (万元)</th>
<th>毛利 (万元)</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钛产品</td>
<td>172419</td>
<td>36915</td>
<td>21.41%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他金属产品</td>
<td>52287</td>
<td>821</td>
<td>1.57%</td>
</tr>
<tr>
<td>总计</td>
<td>237256</td>
<td>38668</td>
<td>16.30%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

数据来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：军需需求低于预期。

4. 钼

4.1 金钼股份（601958）：钼业龙头

公司是世界领先、亚洲最大的钼业公司，主要从事钼系列产品生产、科研、贸易等业务，生产钼炉料、钼化工、钼金属深加工三大系列二十多种品质优良的各类产品，公司拥有钼采矿、选矿、冶炼、化工和金属深加工上下游一体化的完整产业链条；拥有亚洲最大的露天钼矿山、钼选厂和冶炼厂以及先进的钼化工和钼金属深加工生产线。

旗下有金堆城钼精矿钼金属储量为 50.4 万吨，权益量为 100%；东沟钼矿钼金属 68.98 万吨，权益量为 100%。

表 152 金钼股份矿山储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿山名称</th>
<th>种类</th>
<th>储量 (万吨)</th>
<th>品位 (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>金堆城钼矿 (100%)</td>
<td>钼</td>
<td>50.40</td>
<td>0.099</td>
</tr>
<tr>
<td>东沟钼矿 (100%)</td>
<td>钼</td>
<td>68.98</td>
<td>0.110</td>
</tr>
</tbody>
</table>

数据来源：2013 陕西有色融资融券报告，海通证券研究所

图 54 金钼股份 2013 年产业链

金堆城钼矿年产 1.3 万吨钼金属

3 万吨 45% 钼精矿折 1.35 万吨钼金属

钼精矿产 3.6 万吨/年，含 1.1 万吨钼金属

外购 8000 吨

钼酸铵产 4200 吨

钼铁产 3276 吨

钼酸铵产 3500 吨

钼精矿产 12000 吨

钼精矿产约 1.5 万吨

钼精矿 39000 吨/年，钼酸铵产已增加至 16600 吨/年，
钼铁产增加到 32000 吨/年。

表 153 金钼股份 2013 年产能

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>2013 年产能 (吨/年)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钼精矿</td>
<td>39000</td>
</tr>
<tr>
<td>钼酸铵</td>
<td>16600</td>
</tr>
<tr>
<td>钼铁</td>
<td>32000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

数据来源：公司 2013 年年报，公司 2008 年招股说明书，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
从主营盈利来看，钼炉料和钼化工产品盈利表现较佳，钼金属盈利能力稍显不足。钼化工产品毛利率最高，约 35%。

### 表 154 金钼股份 2013 年主要产品盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钼炉料</td>
<td>226035.34</td>
<td>48138.01</td>
<td>21.30</td>
</tr>
<tr>
<td>钼化工</td>
<td>50232.33</td>
<td>17482.12</td>
<td>34.80</td>
</tr>
<tr>
<td>钼金属</td>
<td>55656.56</td>
<td>4416.19</td>
<td>7.93</td>
</tr>
<tr>
<td>硫酸</td>
<td>6891.34</td>
<td>-6722.06</td>
<td>-97.54</td>
</tr>
<tr>
<td>铁粉</td>
<td>11471.42</td>
<td>843.34</td>
<td>7.35</td>
</tr>
<tr>
<td>电解铜</td>
<td>352514.80</td>
<td>738.51</td>
<td>0.21</td>
</tr>
<tr>
<td>铅锌</td>
<td>100199.10</td>
<td>641.42</td>
<td>0.64</td>
</tr>
<tr>
<td>钨合金型材</td>
<td>1864.64</td>
<td>0.31</td>
<td>0.00</td>
</tr>
<tr>
<td>钨粉</td>
<td>12447.55</td>
<td>-13.01</td>
<td>-0.70</td>
</tr>
<tr>
<td>电解镍</td>
<td>10988.21</td>
<td>0.78</td>
<td>0.01</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>23453.65</td>
<td>3761.02</td>
<td>16.04</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游续期疲弱压制价格。

### 4.2 洛阳钼业（603993）：强势回归 A 股

洛阳钼业主要从事钼、钨及黄金等稀贵金属的采选、冶炼、深加工、贸易、科研等，拥有世界级一体化采矿、选矿设施，世界领先的焙烧冶炼能力，以及钼采矿、选矿、焙烧、钼化工和钼金属加工上下游一体化的完整产业链，以产量计，洛阳钼业是国内最大、全球排名第四的钼生产商，同时也是国内最大的钨精矿生产商之一。

公司旗下主要矿山有三道庄矿山钼钨矿、上房沟矿山钼矿、新疆矿山钼矿、洛宁金矿、NPM 铜矿，其中除上房沟矿山钼矿权益为 55%，合计拥有储量约为 172 万吨。

### 表 155 洛阳钼业矿山储量&资源量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿山名称</th>
<th>种类</th>
<th>储量（万吨）</th>
<th>储量品位</th>
<th>资源量（万吨）</th>
<th>资源量品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>三道庄矿山钼钨矿</td>
<td>钼</td>
<td>35.73</td>
<td>0.11(%)</td>
<td>60.7</td>
<td>0.10(%)</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>三氧化钨</td>
<td>40.93</td>
<td>0.11(%)</td>
<td>54.63</td>
<td>0.09(%)</td>
</tr>
<tr>
<td>上房沟矿山钼矿（55%）</td>
<td>钼</td>
<td>7.46</td>
<td>0.243(%)</td>
<td>64.36</td>
<td>0.139(%)</td>
</tr>
<tr>
<td>新疆矿山钼矿</td>
<td>钼</td>
<td>19.98</td>
<td>0.141(%)</td>
<td>50.8</td>
<td>0.115(%)</td>
</tr>
<tr>
<td>洛宁金矿</td>
<td>合金</td>
<td>3.79（吨）</td>
<td>3.92(g/t)</td>
<td>56.92（吨）</td>
<td>4.3(g/t)</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>钢</td>
<td>68.22</td>
<td>0.62(%)</td>
<td>275.5</td>
<td>0.57(%)</td>
</tr>
<tr>
<td>NPM 铜矿</td>
<td>合金</td>
<td>89.83（万盎司）</td>
<td>0.26(g/t)</td>
<td>284.41（万盎司）</td>
<td>0.19(g/t)</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>银</td>
<td>805.15（万盎司）</td>
<td>2.35(g/t)</td>
<td>2696.68（万盎司）</td>
<td>1.78(g/t)</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所
公司 2013 年产量如下表所示，钼精矿产量 32436 吨，氧化钼产量 36788 吨，钼铁产量 28036 吨，钨精矿产量 6984 吨；北帕克斯铜金矿铜、金、银的产量分别为 55400 吨、6.72 万盎司、58.23 万盎司。
表 156 洛钼业 2013 年产量

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>2013 年产量（吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钼精矿（含 47%Mo）</td>
<td>32436</td>
</tr>
<tr>
<td>氧化钼（含 51%Mo）</td>
<td>36788</td>
</tr>
<tr>
<td>钼铁（含 60%Mo）</td>
<td>28036</td>
</tr>
<tr>
<td>钼精矿（含 65%WO3）</td>
<td>6984</td>
</tr>
<tr>
<td>北帕克斯铜金矿铜（80%）</td>
<td>55400</td>
</tr>
<tr>
<td>北帕克斯铜金矿金（80%）</td>
<td>6.72（万盎司）</td>
</tr>
<tr>
<td>北帕克斯铜金矿银（80%）</td>
<td>58.23（万盎司）</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

此外，经公司于 2013 年 11 月 25 日召开的 2013 年度第一次临时股东大会审议通过，同意将公司首次公开发行 A 股并上市的募集资金净额及其孳息全部用于收购 North Mining Limited 拥有的 Northparkes Joint Venture 80% 的权益及相关权利和资产项目。

从主营盈利上看，钼相关产品盈利水平最佳，钨相关产品作为公司主营产品毛利率水平也较为稳定。

表 157 洛钼业 2013 年主要产品盈利

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钼相关产品</td>
<td>256536.03</td>
<td>75397.12</td>
<td>29.39</td>
</tr>
<tr>
<td>钼相关产品</td>
<td>111188.58</td>
<td>97513.73</td>
<td>87.70</td>
</tr>
<tr>
<td>金银相关产品</td>
<td>71650.87</td>
<td>366.57</td>
<td>0.51</td>
</tr>
<tr>
<td>电解锌</td>
<td>50416.40</td>
<td>-10356.74</td>
<td>-20.54</td>
</tr>
<tr>
<td>铜精矿</td>
<td>17219.34</td>
<td>10655.75</td>
<td>61.88</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>34138.64</td>
<td>4091.70</td>
<td>11.99</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游续期疲弱压制价格。

4.3 新华龙（603399）：专注钼业深加工

公司为国内大型钼业企业，主要从事钼炉料、钼化工、钼金属等钼系列产品的生产、加工、销售业务，具有焙烧、冶炼、钼化工、钼金属深加工一体化的生产能力，同时拥有采矿权和探矿权，随着安图县双山钼铜多金属矿选厂技改项目的完成，生产能力将向钼矿采选方向延伸，逐步形成完整的产业链。

公司 2014 年 5 月非公开发行股票募集的资金拟收购的标的资产拥有“内蒙古乌拉特前旗沙德盖苏木西沙德盖钼矿”100% 采矿权。该矿区钼资源储量为 8.42 万吨金属吨，平均品位达 0.107%，公司旗下另有吉林省安图县双山地区金、多金属矿，安图双山钼铜多金属矿，和龙市石马洞地区钼、多金属矿。

表 158 新华龙拟收购矿山储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿山名称</th>
<th>品位 (%)</th>
<th>储量（万吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>西沙德盖钼矿</td>
<td>0.107</td>
<td>8.42</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司公告 201405，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
图 57 新华龙 2012 年产业链

*图示内容未直接转写，根据上下文推断为新华龙的产业链图。

资料来源：公司 201207 招股说明书，海通证券研究所

公司 2012 年产能如下，焙烧钼精矿产能为 30300 吨，钼铁产能为 15200 吨，钼酸铵产能为 3000 吨，高纯氧化钼产能为 500 吨，钼金属制品产能为 500 吨。2014 年的生产经营目标是：实现销售收入 22 亿元，生产钼铁 16000 吨。

表 159 新华龙 2012 年产能

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>2012 年产能（吨）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>焙烧钼精矿</td>
<td>30300</td>
</tr>
<tr>
<td>钼铁</td>
<td>15200</td>
</tr>
<tr>
<td>钼酸铵</td>
<td>3000</td>
</tr>
<tr>
<td>高纯氧化钼</td>
<td>500</td>
</tr>
<tr>
<td>钼金属制品</td>
<td>500</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 201207 招股说明书，海通证券研究所

新华龙向中国证监会申请向特定对象非公开发行不超过 10638.30 万股股票，募集资金部分将用于收购西沙德盖钼业 100%股权。

从主营盈利上看，钼化工产品盈利能力最佳，钼化工产品表现较为稳定。

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钼炉料</td>
<td>201210.95</td>
<td>13699.97</td>
<td>6.81</td>
</tr>
<tr>
<td>钼化工</td>
<td>14033.39</td>
<td>1556.38</td>
<td>11.09</td>
</tr>
<tr>
<td>钼金属</td>
<td>4473.32</td>
<td>-49.95</td>
<td>-1.12</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游续期疲弱压制价格。

4.4 炼石有色（000697）：主营钼精粉，制业新贵

炼石有色为有色金属矿采选业，主要产品为钼精粉，属有色金属矿采选子行业。公司目前拥有矿山一座及两个选矿厂，分别为上河钼矿山及石幢沟矿业有限公司（炼石矿业持股 91%）选矿厂。上河钼矿山选矿厂于 2005 年 9 月建成投产，年采选能力为 30 万吨。目前正在停产技改。石幢沟矿业选矿厂年采选能力合计 5000 吨，年采选能力 130 万吨。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
2014年公司定增7858.5461万股，定增价格为10.18元/股，募集资金净额为78921.14万元，项目主要运用于航空发动机含铼高温合金叶片项目建设和补充流动性，计划新建一条80吨/年含铼高温合金生产线和一条55000片/年单晶叶片生产线，项目建设期间为2013年4月至2015年6月，本项目经营主体为炼石有色控股子公司成都航宇（80%），项目达产后成都航宇将实现年平均利润总额27650.36万元。

表161 炼石有色主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013年产量(吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钼精粉</td>
<td>2402</td>
</tr>
</tbody>
</table>

来源：公司2013年年报，海通证券研究所

公司矿产品中含有稀有金属铼，约占到世界已开采储量的7%。铼金属的全球需求量正在逐年增长。含铼镍基高温合金具有优良的高温性能，是目前制造先进航空发动机和工业气轮机叶片的主要材料。

表162 炼石有色矿产储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量(万吨)</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钼矿</td>
<td>12.85</td>
<td>0.09%</td>
</tr>
<tr>
<td>铼矿</td>
<td>33.48</td>
<td>0.27%</td>
</tr>
<tr>
<td>硫矿</td>
<td>346.83</td>
<td>2.80%</td>
</tr>
<tr>
<td>钼矿</td>
<td>176.11</td>
<td>0.000142%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

来源：2011年咸阳偏转关联交易说明书，海通证券研究所

公司2013年销售钼精粉2500吨，生产钼精粉2402吨，相比2012年下降4.15%。

图58 炼石有色2013年产业链

图示说明：自有矿山钼矿产量2402吨，采选、销售，钼精粉销售量2500吨

来源：公司2013年年报，海通证券研究所整理

2013年，公司产品销量比上年同期增加，实现营业收入22620.10万元，比上年同期增长6.68%；发生营业成本10682.02万元，比上年同期增长6.96%；实现归属于母公司的净利润6385.86万元，比上年同期增长43.57%。

表163 炼石有色2013年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钼精粉</td>
<td>22296</td>
<td>11614</td>
<td>52.09%</td>
</tr>
<tr>
<td>铼精粉</td>
<td>324</td>
<td>324</td>
<td>100.00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：下游续期疲弱压制价格，新材料研发低于预期。

5. 其它小金属品种

小金属品种多，且大多一个公司代表一个产业。
5.1 云南锗业（002428）：锗稀缺资源霸主

云南锗业是国内产业链最完整、锗金属保有储量最大、最具实力的锗系列生产商，锗系列产品销量占全国总销量的50%左右，居亚洲之首。公司成立以来依托优质的锗矿资源，经历了锗矿开采、高纯二氧化锗、区熔锗锭、红外锗单晶、红外锗镜片、红外锗镜头、太阳能电池用锗单晶片的产品延伸，技术创新能力不断提升。

公司拥有的锗金属保有储量国内最大，大寨锗矿、梅子箐煤矿、勐旺昌军，以及中寨朝相煤矿合计锗金属保有储量达943.50吨，等于全国上表保有储量3500吨的26.96%。其中，大寨锗矿是公司的主力矿山，锗金属量613.19吨，属于超大型锗矿床，总出矿能力达到9万吨/年，品位0.0361%；梅子箐、勐旺昌军和中寨属于储备矿山，是公司未来新的原料基地。

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿山名称</th>
<th>许可证类型</th>
<th>考察面积（平方公里）</th>
<th>品位（％）</th>
<th>收购总额（万元）</th>
<th>收购单价（元/公斤）</th>
<th>备注</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>大寨锗矿</td>
<td>主力矿山</td>
<td>25.69</td>
<td>0.0361</td>
<td>9.00</td>
<td>613.19</td>
<td>3500 900 主力矿山，9万吨采选能力，可满足年生产锗金属40吨。</td>
</tr>
<tr>
<td>梅子箐煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td>17.63</td>
<td>0.0241</td>
<td>3.00</td>
<td>76.36</td>
<td>3500 808 储备矿，设计年产能3万吨储备矿。</td>
</tr>
<tr>
<td>中寨朝相煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td>21.98</td>
<td>0.0233</td>
<td>3.00</td>
<td>38.89</td>
<td>3500 808 储备矿，设计年产能3万吨储备矿。</td>
</tr>
<tr>
<td>勐旺昌军煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td>16.14</td>
<td>0.0177</td>
<td>6.00</td>
<td>3.33</td>
<td>3500 808 储备矿，设计年产能3万吨储备矿。</td>
</tr>
<tr>
<td>306华军煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td></td>
<td>0.226</td>
<td>3.00</td>
<td>18.88</td>
<td>1 60 720 备注：地下开采。</td>
</tr>
<tr>
<td>励托文强煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td></td>
<td></td>
<td>3.00</td>
<td>42.51</td>
<td>3000 706 地下开采。</td>
</tr>
<tr>
<td>呈菜顶矿</td>
<td>采矿</td>
<td></td>
<td></td>
<td>3.00</td>
<td>110.34</td>
<td>14635 1326 地下开采。</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>943.50</td>
<td>3500 900 主力矿山，9万吨采选能力，可满足年生产锗金属40吨。</td>
</tr>
</tbody>
</table>

注：锗金属量未扣除近两年的消耗量。

2013年公司实现营业收入82407.20万元，同比增长115.87%，实现利润总额15138.15万元，同比增长27.82%，实现归属于上市公司股东的净利润12311.06万元，同比增长22.82%。其中区熔锗的毛利和毛利率相对较高，占营业利润的90.82%。

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿山名称</th>
<th>许可证类型</th>
<th>品位（％）</th>
<th>收购总额（万元）</th>
<th>收购单价（元/公斤）</th>
<th>备注</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>大寨锗矿</td>
<td>主力矿山</td>
<td>25.69</td>
<td>9.00</td>
<td>613.19</td>
<td>3500 900 主力矿山，9万吨采选能力，可满足年生产锗金属40吨。</td>
</tr>
<tr>
<td>梅子箐煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td>17.63</td>
<td>3.00</td>
<td>76.36</td>
<td>3500 808 储备矿，设计年产能3万吨储备矿。</td>
</tr>
<tr>
<td>中寨朝相煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td>21.98</td>
<td>3.00</td>
<td>38.89</td>
<td>3500 808 储备矿，设计年产能3万吨储备矿。</td>
</tr>
<tr>
<td>勐旺昌军煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td>16.14</td>
<td>6.00</td>
<td>3.33</td>
<td>3500 808 储备矿，设计年产能3万吨储备矿。</td>
</tr>
<tr>
<td>306华军煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td></td>
<td>3.00</td>
<td>18.88</td>
<td>1 60 720 备注：地下开采。</td>
</tr>
<tr>
<td>励托文强煤矿</td>
<td>采矿</td>
<td></td>
<td>3.00</td>
<td>42.51</td>
<td>3000 706 地下开采。</td>
</tr>
<tr>
<td>呈菜顶矿</td>
<td>采矿</td>
<td></td>
<td>3.00</td>
<td>110.34</td>
<td>14635 1326 地下开采。</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>943.50</td>
<td>3500 900 主力矿山，9万吨采选能力，可满足年生产锗金属40吨。</td>
</tr>
</tbody>
</table>

注：锗金属量未扣除近两年的消耗量。

2013年公司实现营业收入82407.20万元，同比增长115.87%，实现利润总额15138.15万元，同比增长27.82%，实现归属于上市公司股东的净利润12311.06万元，同比增长22.82%。其中区熔锗的毛利和毛利率相对较高，占营业利润的90.82%。

盈利预测：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，我们预计公司2014-2015年EPS分别为0.28元和0.36元，考虑到锗下游需求弹性巨大，目标价16.80元，对应2014年60.00倍PE，给予“买入”评级。

不确定性分析：锗产品价格波动；汇率风险；募投项目市场开拓风险。
5.2 东方钽业（000962）：钽铌专业研发生产厂家

东方钽业是中国最大的钽铌专业研发生产厂家，主要从事钽、铌金属及铍合金的冶炼、粉末冶金、人工晶体和制品以及化合物等产品的研究开发和生产，产品品种、规格、质量居国内同行业之首。公司是电子功能材料——电容级钽粉和电容器用钽丝的世界三大供应商之一，和美国 Cabot集团、德国 HCST集团同居世界钽业三强地位。

公司2011年配股募集资金投资项目有四个，分别为年产3000吨钛及钛合金高技术产业化示范工程项目、600吨/年一氧化铌高技术产业化项目、铌及铌基材料高技术产业化示范工程项目和极大规模集成电路用靶材高技术产业化示范工程项目，截至2013年末投资进度分别是48.07%、47.8%、100%、100%。四个项目均没有在2013年内实现效益。

<table>
<thead>
<tr>
<th>功能</th>
<th>产品</th>
<th>产能（吨）</th>
<th>备注</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>一分厂</td>
<td>工业级氟钽酸钾（K2TaF7）</td>
<td>650</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>工业级五氧化二铌（Nb2O5）</td>
<td>200</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>二分厂</td>
<td>电容级电钽粉</td>
<td>300</td>
<td>公司电容级电钽粉占全球市场25%以上</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>冶金级电钽粉</td>
<td>250</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>三分厂</td>
<td>电容级钽粉</td>
<td>80</td>
<td>公司电容级钽粉占全球市场60%以上</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>钼制品</td>
<td>140</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>四分厂</td>
<td>以工业级五氧化二铌作为原料</td>
<td>140</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

表166 东方钽业传统业务分工及产能分布（吨）

资料来源：公司2011年报，海通证券研究所整理

在1999年上市之初便参股了福建南无钽铌矿业公司20%股权，每年作为投资收益贡献业绩。据招股说明书资料显示，当时该矿业公司拥有氧化钽储量4227吨，品位达到万分之三。

表167 东方钽业矿产储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>权益储量</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>氧化钽</td>
<td>845.4吨</td>
<td>0.0303%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：招股说明书，海通证券研究所整理

钽行业的生产链简化而言：矿石-中间产品（钽铌合金-钽粉-钽丝）-终端下游（主要为钽电解电容）。而公司的业务集中在中间产品环节，原料全部依靠外购。

图59 东方钽业产业链

2013年公司实现营业收入28.73亿元，比2012年同期增长27.79%。实现利润总额979.13万元，比2012年同期下降91.87%，实现净利润372.95万元，比2012年...
同期下降 96.37%，实现每股收益 0.008 元，比 2012 年同期下降 96.62%。

### 表 168 东方钽业 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钽铌及其合金制品</td>
<td>121593.84</td>
<td>20152.54</td>
<td>16.57%</td>
</tr>
<tr>
<td>碳化硅</td>
<td>23999.59</td>
<td>403.16</td>
<td>1.68%</td>
</tr>
<tr>
<td>能材材料</td>
<td>6867.06</td>
<td>-439.11</td>
<td>-6.39%</td>
</tr>
<tr>
<td>钽及钛合金制品</td>
<td>17473.13</td>
<td>-2326.77</td>
<td>-13.32%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>109013.08</td>
<td>1452.84</td>
<td>1.33%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

盈利预测：14-16 年 EPS 预计为 0.08 元和 0.12 元，由于钽价上涨，且有军工需求，给予目标价 15 元，对应 2014 年动态 PE 为 187.5，增持评级。

不确定性分析：下游续期疲弱压制价格。

### 5.3 东方锆业（002167）：与中核集团合作，战略远景广阔

2013 年，（我国唯一的核燃料元件供应商）中核集团与公司原控股股东陈潮钿先生通过股份置换成功进驻东方锆业，本次股份置换是中核集团核燃料元件业务的进一步延伸发展，使东方锆业能发挥自身的技术、市场等优势参与到中核集团核燃料（核级锆）产业体系的建设当中。置换之后，中核集团持有公司 15.66%股权，成为实际控制人。

公司 20000 吨高纯氯氧化锆项目在乐昌公司实行，项目建成后，公司将有年产 35000 吨高纯氯氧化锆的生产能力；公司年产 2700 吨复合氧化锆项目建设已基本完成，项目正进入后期试产阶段，如复合氧化锆项目达产，届时公司复合氧化锆年产能将提升至 5000 吨；公司 2010 年非公开增发推进 1000 吨核级海绵锆项目。经调整后，该项目由朝阳东锆承担其中年产 350 吨核级海绵锆生产项目，剩下的 650 吨核级海绵锆生产项目由东方锆业公司实施，形成核级海绵锆南北销售网络布局。截至 2013 年底，年产 350 吨核级海绵锆生产项目建设进度达到 68.42%，年产 650 吨核级海绵锆生产项目达到 46.81%。

### 表 169 东方锆业主要产品 2013 年产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013 年产能</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锆英砂</td>
<td>12万吨/年重矿砂</td>
</tr>
<tr>
<td>硅酸锆</td>
<td>1800吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>高纯氯氧化锆</td>
<td>35000吨/年（包括在建项目）</td>
</tr>
<tr>
<td>二氧化锆</td>
<td>7000吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>电熔锆</td>
<td>3000吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>复合氧化锆</td>
<td>5000吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>工业级海绵锆</td>
<td>450吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>核级海绵锆</td>
<td>1150吨/年（包括在建项目）</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：2014 年 6 月投资者来访记录表，海通证券研究所
东方锆业在澳洲的资产主要包括两个部分，铭瑞锆业（持股 65%）及其控制的原 AZC 持有的 Murray Basin 矿区，另一个就是 WIM150 矿区的权益。目前铭瑞锆业共拥有 9 个采矿权，11 个勘探地权及 6 个正在申请的勘探地权。2013 年 12 月 2 日，公司全资子公司澳洲东锆就与 AZC 公司关于 WIM150 项目运营合作事宜做出如下选择：继续持有 WIM150 项目合作制公司权益，即 AZC 公司占 80%权益，澳洲东锆占 20%权益。未来双方按权益比例投资项目的开发和建设，产品权利按公司权益比例分配。同时，澳洲东锆还拥有项目全部各项产品总额的 30%的包销权利。

铭瑞锆业资源总量约 9928 万吨，含 22 万吨锆、21 万吨高钛矿物及 52 万吨钛铁矿等资源。本次新资源的发现使得铭瑞锆业的资源保有量相比原有资源保有量（包括探明级别、控制级别、推测级别）增加了 60%，达到了 2.65 亿吨。WIM150 项目矿区拥有可采储量（Proved 级别）及预可采储量（Probable 级别）的矿产储量总计 5.52 亿吨，平均重矿物平均品位 4.3%，重矿砂中含锆 21.6%、金红石 11.7%、白钛石 5.9%、钛铁矿 31.70%、独居石 2.3%、磷钇矿 0.4%，其它矿物 26.4%。

在整个产业链中，氧化锆是生产和加工其他锆产品的基础原料，我国盛产氧化锆。而复合氧化锆与金属锆（核级锆）属于深加工产品，目前我国在两块产业的技术均偏低，多需进口。

对应比例如下：1 吨锆英砂大致对应 1 吨硅酸锆（合计含有二氧化锆约 65%）；0.6 吨锆英砂对应 1 吨氯氧化锆；2.5-2.7 吨锆英砂生产 1 吨二氧化锆与 1 吨复合氧化锆；1.5-2 吨锆英砂生产 1 吨电熔锆；5 吨锆英砂生产 1 吨金属锆。

表 170 东方锆业 2013 年主营业务盈亏情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>氯氧化锆</td>
<td>4941.61</td>
<td>-230.99</td>
<td>-4.67%</td>
</tr>
<tr>
<td>二氧化锆</td>
<td>14493.92</td>
<td>-191.12</td>
<td>-1.32%</td>
</tr>
<tr>
<td>复合氧化锆</td>
<td>14421.01</td>
<td>5751.27</td>
<td>39.88%</td>
</tr>
<tr>
<td>硅酸锆</td>
<td>5626.30</td>
<td>131.29</td>
<td>2.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>结构陶瓷</td>
<td>3742.65</td>
<td>1272.5</td>
<td>34.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>海绵锆</td>
<td>2483.56</td>
<td>-186.14</td>
<td>-7.49%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

2013 年，公司实现营业收入 57821.89 万元，较 2012 年同期增长 3.66%；利润总额 9937.91 万元，较 2012 年同期增长 683.25%；归属于上市公司股东的净利润 -6863.71 万元，较 2012 年同期下降 881.64%。复合氧化锆和结构陶瓷是公司深度加工产品；海绵锆由于其还未形成规模效应，目前仍然处于亏损状态。

不稳定性分析：下游需求疲弱压制价格，海外矿产量过剩。
5.4 云海金属（002182）：镁业龙头

云海金属为有色金属冶炼和压延加工业，主要产品为镁合金、铝合金、金属锶、中间合金和压铸件等。2010年3月，控股子公司巢湖云海镁业取得了镁矿、冶金用白云岩矿的采矿权，规模为150万吨/年，保证10万吨镁合金项目原材料的稳定供应。2010年8月投资设立全资子公司——惠州云海镁业有限公司，投资年产30000吨镁合金和3000吨压铸件生产线项目。2014年6月公告显示，云海金属拟收购南京云海镁业有限公司剩余股权，使之成为全资子公司。公司2013年一共生产产品304210吨，销售300904吨。

表171 云海金属主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>行业</th>
<th>2013年产量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>有色金属冶炼及压延加工</td>
<td>304210吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表172 巢湖市青苔山镁矿及冶金用白云岩矿2010年矿产储量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>储量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>镁矿+冶金用白云岩矿</td>
<td>3300万吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表173 云海金属2013年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>镁合金产品</td>
<td>94575.4</td>
<td>8902.32</td>
<td>9.41%</td>
</tr>
<tr>
<td>铝合金产品</td>
<td>209129.64</td>
<td>6518.66</td>
<td>3.12%</td>
</tr>
<tr>
<td>金属铝</td>
<td>4436.31</td>
<td>1277.75</td>
<td>28.80%</td>
</tr>
<tr>
<td>中间合金</td>
<td>16824.69</td>
<td>2343.98</td>
<td>13.93%</td>
</tr>
<tr>
<td>锌合金</td>
<td>95.42</td>
<td>6.90</td>
<td>7.24%</td>
</tr>
<tr>
<td>压铸件</td>
<td>12214.45</td>
<td>4144.06</td>
<td>33.93%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>9583.48</td>
<td>3940.49</td>
<td>41.12%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性分析：下游续期疲弱压制价格。

八、新能源及新材料

在政策向下游拓展的引导下，有色金属作为上游原材料，催生出很多新材料、新能源个股，主要集中在新能源汽车产业链（电池、锂电或电机）、蓝宝石、再生资源、石墨烯和粉末冶金等板块。

这类个股大多属于成长型个股，股价与大盘的相关性不强，但Beta值高。
1. 石墨烯

1.1 烯碳新材（000511）：烯碳产业链第一股

银基发展于 2014 年 1 月 14 日更换简称为烯碳新材。主营为石墨类产品，石墨烯及纳米碳、碳素类产品、耐火材料、活性碳类产品、烯碳新材料、稀土碳基复合材料、矿产品、金属和非金属材料销售，烯碳新材料技术开发和技术转让，城市基础设施投资。

2013 年公司将战略重点放在奠定烯碳基础产品上，通过（1）置入海城三岩矿业有限公司 40%股权，（2）置入奥宇集团有限公司 51%股权和黑龙江牡丹江农垦奥宇石墨深加工有限公司 51%股权，（3）投资参股连云港市丽港稀土实业有限公司基本完成了石墨碳、耐火碳和活性碳之基础产品布局。

旗下海城三岩有马风镇祝家菱镁矿，其中氧化镁储量为 2934.17 万吨，氧化钙储量为 73.74 万吨，二氧化硅储量为 73.74 万吨，共有可采储量 6356.51 万吨。

<table>
<thead>
<tr>
<th>矿山名称</th>
<th>种类</th>
<th>储量（万吨）</th>
<th>品位 (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>辽宁海城市乌马镇祝家菱镁矿（40%）</td>
<td>氧化镁</td>
<td>2934.17</td>
<td>46.16</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>氧化钙</td>
<td>73.74</td>
<td>1.16</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>二氧化硅</td>
<td>73.74</td>
<td>1.16</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司公告 201304，海通证券研究所

奥宇集团&奥宇深加工产能为鳞片石墨 20000 吨，球形石墨 2000 吨，膨胀石墨 3000 吨，石墨纸及制品 2000 吨，权益为 51%；海城三岩菱镁矿石 1100000 吨，电熔镁 70000 吨，高纯镁 150000 吨，权益为 40%；丽港稀土有高纯氧化铈。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
### 表 175 埃伦建材 2013 年产能

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品名称</th>
<th>2013 年产能（吨/年）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>鳞片石墨（51%）</td>
<td>20000</td>
</tr>
<tr>
<td>球型石墨（51%）</td>
<td>2000</td>
</tr>
<tr>
<td>膨胀石墨（51%）</td>
<td>3000</td>
</tr>
<tr>
<td>石墨粉及制品（51%）</td>
<td>2000</td>
</tr>
<tr>
<td>夏威夷石（40%）</td>
<td>1100000</td>
</tr>
<tr>
<td>电熔镁（40%）</td>
<td>70000</td>
</tr>
<tr>
<td>高纯镁（40%）</td>
<td>1500000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 201304 公告，201311 公告，海通证券研究所

### 表 176 埃伦建材业绩承诺及履行情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>事项类型</th>
<th>权益量</th>
<th>2014 年</th>
<th>2015 年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>丽港稀土</td>
<td>40%</td>
<td>不低于 12000 万人民币</td>
<td>不低于 15000 万人民币</td>
</tr>
<tr>
<td>海城镁和</td>
<td>40%</td>
<td>8000 万人民币</td>
<td>10000 万人民币</td>
</tr>
<tr>
<td>奥宇集团</td>
<td>51%</td>
<td>不低于 5000 万人民币</td>
<td>不低于 7000 万人民币</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2014 年 2 月公告，海通证券研究所

公司于 2013 年 11 月提出了非公开发行股份预案，拟募集 13.2 亿资金全部用于烯碳新材料产业。2014 年，公司工作重点全力推进非公开发行方案实施，并通过自筹、银行贷款和其它方式融资，满足现有项目运作的需要。

2013 年 12 月公告显示，公司拟与全资子公司沈阳银基新材料科技有限公司在江苏省连云港市成立全资子公司：江苏烯碳科技有限公司，江苏烯碳注册资本为人民币 1000 万元，其中公司投资 900 万元，占注册资本 90%，银基新材料投资 100 万元，占注册资本 10%。

从主营盈利上看，房地产盈利水平最佳，公司后续立足于此进行产业布局转移，通过布局烯碳新材料产业链，把握新商机。

### 表 177 埃伦建材 2013 年主营产品盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率（%）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>房地产</td>
<td>28749.32</td>
<td>11550.94</td>
<td>40.18</td>
</tr>
<tr>
<td>贸易产品</td>
<td>33827.32</td>
<td>159.88</td>
<td>0.47</td>
</tr>
<tr>
<td>策划服务</td>
<td>377.96</td>
<td>-234.10</td>
<td>-61.94</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：产学研结合低于预期。

#### 1.2 方大炭素（600516）：老牌炭产业投资标的

公司主营业务为石墨及炭素制品的生产加工、批发零售。主导产品有石墨电极、高炉用微孔炭砖、半石墨质炭砖、铝用普通阳极炭砖、大截面半石墨质阴极炭砖、石墨化阳极炭砖，各种矿热炉用内衬炭砖、高档化肥等。公司的主要产品分炭素制品和铁精粉。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
表 178 方大炭素主要产品产量情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013 年产量(万吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>炭素制品</td>
<td>16.5</td>
</tr>
<tr>
<td>铁精粉</td>
<td>102.5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

1）公司处于炭素行业产能亚洲第一、世界第三的国内龙头地位，产量和营业收入仅次于德国 SGL、美国 UCAR，石墨电极和炭砖等主要产品在国内的市场占有率均在 22% 以上，规模优势明显。2）主营高端炭素产品科技含量较高，成功攻克了高温气冷炭堆内构件项目技术难题，取得了国家《民用核安全机械设备制造许可证》；公司低温辐射电热膜、锂电池负极材料等炭素新材料已陆续投放市场；在炭素制品领域已获得多项专利。3）公司及子公司主要分布于中国东北的抚顺、华东的合肥、西南的成都和西北的兰州，与许多客户建立了长期战略合作关系。

盈利能力。2013 年收入和毛利率比去年都有降低，只有铁精粉的毛利率比 2012 年上升 2.8 个百分点。

表 179 方大炭素 2013 年主营盈利情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>炭素行业</td>
<td>245147.58</td>
<td>56004.46</td>
<td>22.85%</td>
</tr>
<tr>
<td>采掘业</td>
<td>75293.09</td>
<td>48872.89</td>
<td>64.91%</td>
</tr>
<tr>
<td>分产品</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>炭素制品</td>
<td>229675.29</td>
<td>57717.40</td>
<td>25.13%</td>
</tr>
<tr>
<td>铁精粉</td>
<td>86309.39</td>
<td>49049.63</td>
<td>56.83%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>4455.99</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

数据来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：产学结合低于预期。

2. 新能源汽车产业链

2.1 西部资源（600139）：全产业链布局新能源汽车领域

公司位于四川绵阳，2008 年 12 月，公司发行股票收购甘肃阳坝铜业有限责任公司 100% 股权，公司主营业务从地方基础设施辅助建设转变为以铜矿石开采为主营业务的有色金属采选业，主营业务为铜矿石、铜精矿和锂辉石矿采选及销售。

公司转变主营之后，积极兼并收购矿业公司，经过几年的发展，已具备一定的储量规模和生产能力。
公司主要产品为铜精粉、铅精粉、锌精粉和硫精矿，2013年硫精矿年产量约23万吨，其余主要产品产量在1万吨左右。

### 表181 西部资源2012-2013年主要产品产量情况（单位：万吨）

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2012年</th>
<th>2013年</th>
<th>变化情况</th>
<th>开采能力</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>铜精粉</td>
<td>1.88</td>
<td>1.37</td>
<td>-26.90%</td>
<td>18万吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>铅精粉</td>
<td>1.1</td>
<td>0.97</td>
<td>-11.60%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>锌精粉</td>
<td>1.83</td>
<td>1.41</td>
<td>-22.95%</td>
<td>35万吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>硫精矿</td>
<td>23.69</td>
<td>23.31</td>
<td>-1.61%</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 表182 此次募投项目

<table>
<thead>
<tr>
<th>序号</th>
<th>项目名称</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>收购深圳市五洲龙汽车有限公司 80%股权并增资</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>收购重庆恒通客车有限公司 59%股权</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>收购重庆市交通设备融资租赁有限公司 57.55%股权</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>收购重庆恒通电动客车动力系统有限公司 35%股权</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>补充流动资金</td>
</tr>
</tbody>
</table>

公司2014年公布定增预案：发行价为6.89元/股，不超过5.25亿股（含本数），发行对象为控股股东四川恒康、国艺投资、海莲投资和阳红彬，四者权益分别为80%、10%、6.19%和3.81%，锁定期36个月，募投项目拟收购的五洲龙汽车、恒通客车和恒通电动是具有较强整车生产能力的客车生产企业；拟收购的交融租赁将为公司新能源汽车销售提供融资平台。
### 2.2 金瑞科技 (600390): NCA 前驱体聚焦热点

公司主营概述：公司主营锰矿和新能源电池材料两大业务板块，主导产品有四氧化三锰、电解金属锰等电子基础材料系列产品及合成人造金刚石用触媒合金、粉末一体化。
块、高品级人造金刚石等系列产品。

**储量情况。** 公司拥有 3 个矿山的采矿权，2 个矿山探矿权：3 个矿山自给自足不足，故于 2012 年中与 103 地质大队共同勘探 2 个锰矿。

### 表 185 金瑞科技矿产资源情况（针对碳酸锰）

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>位置</th>
<th>权益</th>
<th>储量（万吨）</th>
<th>品位</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>白石溪</td>
<td>贵州</td>
<td>100%</td>
<td>247</td>
<td>17%</td>
</tr>
<tr>
<td>黄塘坪</td>
<td>贵州</td>
<td>55%</td>
<td>170</td>
<td>17%</td>
</tr>
<tr>
<td>桃江锰矿</td>
<td>湖南</td>
<td>100%</td>
<td>835</td>
<td>18%</td>
</tr>
<tr>
<td>太平锰矿</td>
<td>贵州</td>
<td>60%</td>
<td>勘探中</td>
<td>勘探中</td>
</tr>
<tr>
<td>平土锰矿</td>
<td>贵州</td>
<td>60%</td>
<td>勘探中</td>
<td>勘探中</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：2012 年 2 月公告，2012 年 7 月公告，海通证券研究所整理

**产量/产能情况。** 公司于 2013 年 4 月初顺利完成非定向增发工作，共发行股票 0.35 亿股，总股本增至 1.95 亿股，发行价格 11.48 元/股，募集资金 4 亿元。主要用于金丰锰业年产 3 万吨电解金属锰技改扩产项目和收购桃江锰矿及其技改扩建项目。电解金属锰是金瑞科技的主导产业，定增后公司电解锰产能达到 6 万吨/年，2014 年 6 月 30 日公布定增预案，发行不超过 5000 万股，定增价格不低于 9.54 元/股，募集资金不超过 4.7 亿元，用于 1）金驰材料年产 1 万吨正极材料生产基地建设项目；2）金瑞科技年产 7000 吨锂离子动力池多牌正极材料项目。

### 表 186 金瑞科技产品产能

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>当前</th>
<th>设计产能（部分项目有在建工程，细笼情况见报告所示）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锰矿</td>
<td>18 万吨/年</td>
<td>28 万吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>电解锰</td>
<td>6 万吨/年</td>
<td>6 万吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>四氧化三锰</td>
<td>3 万吨/年</td>
<td>3 万吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>氯化镍</td>
<td>3000 吨/年</td>
<td>3000 吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>三元前驱体</td>
<td>500 吨/年</td>
<td>500 吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>二元前驱体</td>
<td>4000 吨/年</td>
<td>4000 吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>钴酸锂</td>
<td>2000 吨/年</td>
<td>2000 吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>锰酸锂</td>
<td>1200 吨/年</td>
<td>1200 吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>三元电池材料</td>
<td>2000 吨/年</td>
<td>5000 吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>二元材料</td>
<td>--</td>
<td>4000 吨/年</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：2012 年 12 月公告，2014 年 6 月公告，海通证券研究所整理
盈利能力。2013年公司的主营业务中，电池材料的毛利率远高于锰系产品。各类产品中，镍氢正极材料和锂电正极材料高居10%-11%。

### 表187 金瑞科技主营盈利情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>锰及锰系产品</td>
<td>61268.85</td>
<td>1952.59</td>
<td>3.19%</td>
</tr>
<tr>
<td>电池材料</td>
<td>39833.30</td>
<td>4189.29</td>
<td>10.52%</td>
</tr>
<tr>
<td>分产品</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>电解锰</td>
<td>33839.95</td>
<td>221.94</td>
<td>0.66%</td>
</tr>
<tr>
<td>四氧化三锰</td>
<td>20757.54</td>
<td>980.77</td>
<td>4.72%</td>
</tr>
<tr>
<td>锂电正极材料</td>
<td>28120.89</td>
<td>2805.32</td>
<td>9.98%</td>
</tr>
<tr>
<td>镍氢正极材料</td>
<td>11712.41</td>
<td>1383.97</td>
<td>11.82%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性分析：产学研结合低于预期。

### 2.3 科力远（600478）：混动汽车的坚持者

**公司主营概述**：公司主营业务为镍系列电池、混合动力汽车（HEV）用电池以及镍产品的产销业务，主要产品为镍系列电池、混合动力汽车（HEV）用电池和连续化带状泡沫镍。另外，公司还兼营相关材料贸易业务。

**产量/产能情况**：公司是世界最大的泡沫镍生产厂家，年产能约250万平方米/年，2010年10月公告，以14.96元/股完成定向增发2854万股，募集资金3.99亿元。全部用于对子公司科霸公司增资（目前持股比例100%）。根据2013年12月《关于对外投资签订科力美汽车动力电池有限公司合营合同的公告》，公司与常熟新中源创业投资有限公司、Primearth EV Energy株式会社、丰田汽车（中国）投资有限公司及丰田通商株式会社就设立以开发、制造、销售搭载于汽车的镍氢蓄电池单体、模块并为其提供售后服务为目的的中外合营企业“科力美（中国）汽车动力电池有限公司”。公司
力美公司注册资本总额为544000万日元，其中公司现金出资217600万日元，占注册资本的40%。

动力电池由单体组成，单体的功率比传统的电池大很多。汽车电池规格一般是6.5安时、7.2伏、6个电池为一个模块，例如普锐斯20个模块为一个电池能量包，因此一个能量包中大约有120个电池。相比之下，越野车就是要用模块就更多。就排量而言，普锐斯是2.3排量，包括燃油系统1.5排量以及电力系统的0.8排量。2011年初公司以502380025日元（相当于4000万元人民币）收购Panasonic株式会社内部分公司Energy公司在湘南工厂开展的车载用镍氢电池事业所需的生产设备、销售、研发部门及客户资源在内的资产，并向科力远授予工业相关的知识产权使用权，向科力远转让湘南Energy株式会社的100%股权。

表188 科力远产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>产品</th>
<th>2013年产能</th>
<th>未来产能扩展计划</th>
<th>备注</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>泡沫镍（万平方米/年）</td>
<td>250</td>
<td>2015年计划达到350万平方米（一期）</td>
<td>1平方米大约有0.5千克</td>
</tr>
<tr>
<td>锂电池（亿只/年）</td>
<td>5.28</td>
<td>2016年可达600万平方米</td>
<td>基本不变</td>
</tr>
<tr>
<td>动力电池模块（万台套）</td>
<td>6</td>
<td>未来拟扩至20万台套</td>
<td>科霸公司</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>7</td>
<td>基本不变</td>
<td>日本湘南工厂</td>
</tr>
</tbody>
</table>

备注：1、泡沫镍：1平方米大约为380-550克；2、1.6L的混合动力车电池组大约需要泡沫镍6平方米；3、一台套混合动力汽车电池包含20-40个单体电池模块组成；4、镍电池中含有33%的稀土（60%的镧，4%镨，9%钕，27%钕）。

图64 科力远产业链

图64 科力远产业链

盈利能力。公司2013年电池和镍产品的毛利率均在20%以上，且比2012年均有不同幅度的上升。贸易业务处于亏损状态。

表189 科力远2013年主营情况（万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入</th>
<th>利润</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>电池</td>
<td>76824.25</td>
<td>15526.18</td>
<td>20.21%</td>
</tr>
<tr>
<td>锂产品</td>
<td>15490.14</td>
<td>3626.24</td>
<td>23.41%</td>
</tr>
<tr>
<td>贸易</td>
<td>19445.65</td>
<td>-386.97</td>
<td>-1.99%</td>
</tr>
<tr>
<td>总计</td>
<td>113071.14</td>
<td>19633.87</td>
<td>17.36%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

不确定性分析：产学结合低于预期。
3. 其它新材料

3.1 安泰科技（000969）：先进金属材料制造商

安泰科技以先进金属材料为主导产业，在“非晶/纳米晶带材及制品、特焊材料及制品、难熔材料及制品、粉末材料及制品、粉末冶金制品、焊接材料及制品、生物医用材料及制品、工程技术及装备、高速工具钢及人造金刚石工具”等十个材料领域，为全球高端客户提供先进金属材料、制品及解决方案。


### 表190 安泰科技主要产品2013年产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>品种</th>
<th>2013年产能</th>
<th>备注</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>高速工具钢</td>
<td>约4万吨/年</td>
<td>主要产品5万吨，其他产品从2万多吨到20多万/吨不等</td>
</tr>
<tr>
<td>钢丝工具</td>
<td>约500-800 万吨/年</td>
<td>平均价格约40-60元/片</td>
</tr>
<tr>
<td>锻件</td>
<td>约2500吨/年</td>
<td>2013年销售额约7个亿元</td>
</tr>
<tr>
<td>锻件</td>
<td>约500-600吨/年（计划至2000吨/年）</td>
<td>2013年销售额约5-6个亿元</td>
</tr>
<tr>
<td>焊芯焊丝</td>
<td>约8万吨/年</td>
<td>2013年产量约5.6万吨，9500-10000元/吨</td>
</tr>
<tr>
<td>电极材料</td>
<td>约1500吨/年（计划至5000吨/年）</td>
<td>平均价格1.5万元/吨</td>
</tr>
<tr>
<td>非晶带材</td>
<td>约4万吨/年</td>
<td>2013年产量1.7万吨，约2万吨</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司招股说明书及历往年报，海通证券研究所

2013年公司加快推进投资项目建设进度，“LED半导体配套难熔材料”、“高端粉末冶金制品”、“高性能纳米晶超薄带及制品”和“高性能特种焊接材料”四个产业化项目，土建、市政辅助设施全部完工，均进入工艺设备安装和试生产阶段，预计2014年6月底投产。

### 图65 安泰科技2013年产业链

- 外购稀有金属 → 加工、冶炼 → 2013年铁硅铝产能约2500吨/年
- 2015年上半年新增产能铁硅铝500吨/年
- 2013年钛铁产能约500-600吨/年
- 2014年下铜材料产品至2000吨/年
- 外购金刚石 → 切割、打磨 → 2013年金钢石工具产能约500-800万片/年
- 高速钢产能为4万吨/年
- 2013年非晶带材产能为4万吨/年

资料来源：公司招股说明书，公司2013年年报，海通证券研究所

公司2013年实现营业收入384845万元，实现归属于母公司所有者的净利润6296万元。特种材料、制品及装备（钛铁硼、焊丝、粉末冶金和钨化制粉）和超硬材料及工具（高速工具钢和金刚石铝片）毛利率相对较高。能源用先进材料主要为非晶带材及制
表 191 安泰科技 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>能源用先进材料及制品</td>
<td>53842.26</td>
<td>1855.1</td>
<td>3.45%</td>
</tr>
<tr>
<td>特种材料、制品及装备</td>
<td>196715.69</td>
<td>32062.59</td>
<td>16.30%</td>
</tr>
<tr>
<td>超硬材料及工具</td>
<td>127392.71</td>
<td>19407.01</td>
<td>15.23%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：产学研结合低于预期。

3.2 有研新材（600206）：科研促力，引领稀土新材料

2013 年 4 月，公司启动重大资产重组，2014 年 1 月公司重大资产重组项目取得中国证监会核准并实施完成。本次资产重组完成后，公司主营业务从原来的“半导体硅材料的研发、生产和销售”扩大到“半导体材料、稀土材料、光电材料、高纯/超高纯金属材料等新材料的研发、生产和销售”。

有研稀土与有研光电两块业务盈利能力超预期。有研稀土（85%）产品的业务板块分为稀土金属、稀土合金、碘化物、荧光粉及轻稀土等。近三年来看，每年稀土合计年销量约在 3000 吨。在 2013 年稀土价格整体疲弱的市场行情下，公司仍超额完成利润实属不易。有研光电（100%）主要从事光电材料的研发、生产和销售，主要产品可分为晶体材料和光纤材料，其中锗价走势强劲也反映行业景气度较强。
<table>
<thead>
<tr>
<th>注入资产</th>
<th>权益</th>
<th>实际盈利 (万元)</th>
<th>重组方案预测数 (万元)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>有研稀土</td>
<td>85%</td>
<td>6795</td>
<td>5594</td>
</tr>
<tr>
<td>有研亿金</td>
<td>100%</td>
<td>752</td>
<td>1514</td>
</tr>
<tr>
<td>有研光电</td>
<td>100%</td>
<td>309</td>
<td>71</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td></td>
<td>7857</td>
<td>7180</td>
</tr>
<tr>
<td>备考合计</td>
<td></td>
<td>8325</td>
<td>7375</td>
</tr>
<tr>
<td>归属于母公司净利润</td>
<td></td>
<td>7016</td>
<td>7290</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所整理

2014 年规划：保证存量，拓展新业务。1）已有存量方面，公司将重点抓好大直径硅单晶、8 英寸硅片、白光 LED 等产品、高纯金属靶材、镓氮化硅单晶、稀土金属及合金等市场基础好、利润水平高的重点产品的市场开拓，确保公司基本盈利目标的达成。2）增量方面：重点突破稀土粘结磁粉、大直径高纯金属靶材、高抗磁晶体制材料、单晶硅部件等新产品的产业化和市场开拓，争取年内完成市场布局，实现利润增量。

具体到资本开支，1）公司拟启动有研亿金高纯金属靶材产业化项目，初步预算总投资约 2.0 亿元，其中基建和固定资产投资约 1.4 亿元，2014 年度计划投资 8500 万元，项目建设资金来源为自有资金，流动资金通过银行借款解决；2）公司拟启动并购稀土材料企业、光电材料企业的计划，预计年内投资约 2.0 亿元，资金来源为自有资金，不需对外融资。未来重大资本支出计划涉及的项目均处于探讨论证阶段，仍存较大不确定性。

不确性分析：产学研结合低于预期。

3.3 天通股份（600330）：专攻蓝宝石产业链

公司主导电子功能材料产业（包括磁性材料和蓝宝石材料）、智能装备产业及电子部品产业。作为磁性材料行业的龙头公司，可生产 32 大类材料、2000 多种规格的 MnZn 和 NiZn 铁氧体磁芯。产品广泛用于现代通讯、计算机及外部设备、抗电磁干扰、开关电源、液晶显示器（LCD）、军工等新兴电子领域。在蓝宝石材料方面，公司通过引进国际先进技术和新型材料，在引进、消化、吸收、再创新的基础上，率先实现 90KG 级的晶体量产。上游全资子公司天通吉成自主研发的采用微抛挖掘制备的长基片，生法长成蓝宝石晶体工艺的晶体生产炉量产，为公司快速发展蓝宝石事业奠定了坚实的基础。通过装备所公司的管理及制造技术对外拓展，为磁性材料产品的升级换代和自动化改造提供了规模和设备上的优势。产业链下游的电子制造服务业（EMS）子公司，可以为客户提供产品设计、供应链、电子制造、售后服务。为公司的电子功能材料产业共享部分行业资源和客户资源，不同产业之间形成了一定的协同效应。

近期定增拟拓展 LED 蓝宝石业务，公司 2013 年 8 月公布定增预案，2014 年 3 月完成发行，发行 6000 万股，发行价格 5.15 元/股，拟投入建设“年产 115 万片 4 英寸 LED 蓝宝石衬底材料技改项目”，预计项目建成后，年销售收盘（不含税）为 29723 万元，年均税后利润为 6836 万元。
表 193 天通股份主要生产线

<table>
<thead>
<tr>
<th>主要生产线</th>
<th>产能</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>磁性材料制造生产线</td>
<td>4 万吨/年</td>
</tr>
<tr>
<td>蓝宝石晶体材料生产线</td>
<td>250 万片 4 英寸/年</td>
</tr>
<tr>
<td>专用装备制造及安装生产线（电子专用装备、数控专用装备、环境工程装备）</td>
<td>500 台套/年</td>
</tr>
<tr>
<td>电子部品制造生产线</td>
<td>54 亿元/年</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司增发 A 股招股书及公司历年年报、海通证券研究所

公司 2014 年 6 月发布定增预案，拟发行不超过 2.1 亿股（含本数），发行价格不低于 9.66 元/股，募集资金总额不超过 20 亿元（含本数）。天通高新集团有限公司承诺认购不低于本次发行总股数的 5%，且不超过本次发行总股数的 10%。拟建设“智能移动终端应用大尺寸蓝宝石晶片投资项目”，并分前端晶体生长和后端晶片加工分别在宁夏银川和浙江海宁实施，预计建设期两年，建设期满一年后实现大部分产能，达产后年均销售收入（不含税）为 33.6 亿元，年均税后利润为 71087.51 万元。

图 67 天通股份产业链

图 67 为天通股份产业链图，展示了公司主要业务领域的分布和关联。

资料来源：公司网站、海通证券研究所

公司 2013 年主营业务收入 115569.2 万元，营业利润 23988.54 万元。

表 194 天通股份 2013 年主营业务盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>行业</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>分行业</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>磁性材料制造</td>
<td>56708.55</td>
<td>11370.39</td>
<td>20.05%</td>
</tr>
<tr>
<td>电子部品制造</td>
<td>25672.88</td>
<td>5710.15</td>
<td>22.24%</td>
</tr>
<tr>
<td>专用装备制造及安装</td>
<td>26933.93</td>
<td>7825.24</td>
<td>29.05%</td>
</tr>
<tr>
<td>太阳能光伏产业</td>
<td>3446.58</td>
<td>-146.65</td>
<td>-4.25%</td>
</tr>
<tr>
<td>蓝宝石产业</td>
<td>2807.26</td>
<td>-770.60</td>
<td>-27.45%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>分产品</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>开关电源磁性材料</td>
<td>38016.01</td>
<td>7774.26</td>
<td>20.45%</td>
</tr>
<tr>
<td>电子表面贴装产品</td>
<td>25672.88</td>
<td>5710.15</td>
<td>22.24%</td>
</tr>
<tr>
<td>专用设备及定制产品</td>
<td>26067.14</td>
<td>7564.57</td>
<td>29.02%</td>
</tr>
<tr>
<td>滤波磁性材料</td>
<td>10224.18</td>
<td>2248.02</td>
<td>21.99%</td>
</tr>
<tr>
<td>锴锌磁性材料</td>
<td>5926.89</td>
<td>960.57</td>
<td>16.21%</td>
</tr>
<tr>
<td>太阳能光伏产品</td>
<td>3435.86</td>
<td>-152.53</td>
<td>-0.04%</td>
</tr>
<tr>
<td>蓝宝石产品</td>
<td>2807.26</td>
<td>-770.60</td>
<td>-27.45%</td>
</tr>
<tr>
<td>加工服务</td>
<td>339.51</td>
<td>118.42</td>
<td>34.88%</td>
</tr>
<tr>
<td>磁性粉料</td>
<td>1986.34</td>
<td>716.45</td>
<td>36.07%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>1093.12</td>
<td>-180.77</td>
<td>-16.54%</td>
</tr>
<tr>
<td>合计</td>
<td>115569.20</td>
<td>23988.54</td>
<td>20.76%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报、海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
不确定性分析：产学研结合低于预期。

3.4 格林美（002340）：再生资源全国布局

公司成立于2001年，2010年1月登陆深圳证券交易所中小企业板，是中国开采城市矿山资源第一支股票、再生资源行业和电子废弃物回收利用行业的第一支股票。2012年3月，格林美被授予国家循环经济教育示范基地，为中国政府首批向社会和世界开放的9家循环经济企业之一。2012年7月，受国家商务部委托，建立了国家循环经济研究基地。2013年9月，荆门格林美城市矿产资源循环产业园被认定为国家循环经济示范基地。公司通过多年持续的研发投入，构建了包括国家工程中心、广东省省级工程中心、国家工程中心在内的一大批研发平台，成为再生资源行业重要的公共服务平台，技术人员总数超过300人，展示出公司行业领先的创新能力。

此外，2014年4月和5月公告显示，公司以非公开发行股票的方式向汇添富基金管理股份有限公司、嘉兴长元投资合伙企业（有限合伙）、东海基金管理有限责任公司、华夏人寿保险股份有限公司和深圳市汇丰源投资有限公司等共计5名特定对象共发行17038万股人民币普通股（A股），发行价格为10.32元/股。

公司4月22日发布2013年钴镍粉末销售3055.60吨，同比增长2.04%；四氧化三钴销售6798.13吨，同比增长88.46%；三元电池材料销售800.63吨，同比增长53.13%；电解铜销售9878.49吨，同比增长66.44%；塑木型材销售12323.94吨，同比增长27.46%；碳化钨销售1202.04吨，同比增长43.17%；电子废弃物业务实现销售收入45225.08万元，同比增长139.18%。

2013年，格林美废旧家电的拆解总量突破200万台，成为国内废旧家电拆解的主力军，电子废弃物业务销售收入同比增长139.18%，对毛利贡献率为21.09%。2013年，格林美江西报废汽车循环产业园已完成建设，年综合处理报废汽车与各种复杂金属废料能力可达30万吨（其中报废汽车10万吨，各种金属复杂废料20万吨）。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
### 表 195 格林美 2013 年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>钴粉</td>
<td>33296</td>
<td>9944</td>
<td>29.87%</td>
</tr>
<tr>
<td>四氧化三钴</td>
<td>93797</td>
<td>11486</td>
<td>12.25%</td>
</tr>
<tr>
<td>三元材料</td>
<td>4987</td>
<td>529</td>
<td>10.62%</td>
</tr>
<tr>
<td>镍片</td>
<td>7914</td>
<td>299</td>
<td>3.78%</td>
</tr>
<tr>
<td>钴粉</td>
<td>14603</td>
<td>2944</td>
<td>20.16%</td>
</tr>
<tr>
<td>碳化钨</td>
<td>29280</td>
<td>6476</td>
<td>22.12%</td>
</tr>
<tr>
<td>电子垃圾</td>
<td>45225</td>
<td>12183</td>
<td>26.94%</td>
</tr>
<tr>
<td>电解铜</td>
<td>49777</td>
<td>9831</td>
<td>19.75%</td>
</tr>
<tr>
<td>塑木型材</td>
<td>6906</td>
<td>1676</td>
<td>24.28%</td>
</tr>
<tr>
<td>贸易</td>
<td>56221</td>
<td>866</td>
<td>1.54%</td>
</tr>
<tr>
<td>其他</td>
<td>4919</td>
<td>1101</td>
<td>22.39%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：产学研结合低于预期。

### 3.5 博云新材（002297）：承载“大飞机梦”

博云新材的前身为中南工业大学粉末冶金研究所，是由中国工程院院士、国家“863”计划新材料领域首席科学家、博士生导师黄伯云教授发起成立，长江学者、博士生导师熊翔教授等国内顶尖的粉末冶金复合材料专家团队组建的集产学研为一体的高科技企业。强大的科研背景打造公司成为粉冶中心的产业化平台。

图 69 博云新材生产链

<table>
<thead>
<tr>
<th>主营业务</th>
<th>目前产能（/年）</th>
<th>IPO新增产能（/年）</th>
<th>单位用量</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>粉末冶金飞机刹车副</td>
<td>5000套</td>
<td>2500套</td>
<td>每架飞机每年12套</td>
</tr>
<tr>
<td>碳/炭复合材料刹车副</td>
<td>6000盘</td>
<td>4000盘</td>
<td>每架飞机每年36盘</td>
</tr>
<tr>
<td>航天及民用碳/炭复合材料</td>
<td>3000kg航天用, 5000kg民用</td>
<td>1000kg航天用, 5000kg民用</td>
<td>消耗品</td>
</tr>
<tr>
<td>环保型高性能汽车</td>
<td>2500万片</td>
<td>2000万片</td>
<td>消耗品</td>
</tr>
<tr>
<td>高性能模具材料</td>
<td>300-320吨</td>
<td>120吨</td>
<td>消耗品</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司年报、招股说明书，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
此外，公司于 2014 年 5 月公告显示，原定增 7500 万股（至 4.7 亿股）收购伟徽新材 100%股权，发行价 8.38 元/股。该公司主要产品为碳化钽、碳化铬、碳化钒、碳化钛等一元碳化物，以及钨钛固溶体、钽铌固溶体、钨钛钽铌固溶体等多元复合碳化物。收购目的在于完善产业布局及延伸产业链，实现从高性能模具零部件供应商向产品方案解决商的转变。

从主营盈利上看，炭/炭复合材料盈利水平最佳，而该业务也是公司后续主要的拓展点。

<p>| 表 196 博云新材 2013 年主营盈利情况 |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th>主营产品</th>
<th>收入（万元）</th>
<th>毛利（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>飞机刹车材料</td>
<td>5333</td>
<td>1458</td>
<td>27.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>航天及民用炭/炭复合材料</td>
<td>3398</td>
<td>1670</td>
<td>49.15%</td>
</tr>
<tr>
<td>环保型高性能刹车材料</td>
<td>1416</td>
<td>2161</td>
<td>15.26%</td>
</tr>
<tr>
<td>高性能模具材料</td>
<td>1342</td>
<td>3716</td>
<td>27.69%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年年报，海通证券研究所

不确定性分析：产学研结合低于预期。

3.6 东睦股份（600114）：国内粉末冶金市场领导者

公司目前是国内最大的粉末冶金机械零件制造企业之一，拥有一整套国际先进粉末冶金生产设备和技术，主营产品为粉末冶金制品，广泛应用于轿车、摩托车、冰箱和空调压缩机、电动工具、家用电器等行业。

<p>| 表 197 东睦股份销量情况 |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th>时间</th>
<th>汽车配件</th>
<th>摩托车配件</th>
<th>压缩机配件</th>
<th>电动工具配件</th>
<th>其他配件</th>
<th>合计</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2012 1-6月</td>
<td>销量（吨）</td>
<td>6380.7</td>
<td>1140.6</td>
<td>9526.8</td>
<td>158.8</td>
<td>443.3</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>金额（万元）</td>
<td>23645.0</td>
<td>2431.7</td>
<td>17218.9</td>
<td>647.4</td>
<td>3797.3</td>
</tr>
<tr>
<td>2013 1-6月</td>
<td>销量（吨）</td>
<td>7073.5</td>
<td>1131.0</td>
<td>11453.0</td>
<td>208.9</td>
<td>395.3</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>金额（万元）</td>
<td>27461.7</td>
<td>2580.7</td>
<td>23252.4</td>
<td>872.2</td>
<td>2279.3</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年中报，海通证券研究所

公司向上游企业采购铁粉及合金钢粉末，加工成为公司主要产品。公司定向增发方案于 2014 年 1 月获证监会审核通过，并于 2014 年 3 月完成增发，发行 0.46 亿股，发行价格 13.05 元/股，共募集资金总额约 6 亿。所募集资金用于建造年产 7000 吨高效节能粉末冶金汽车关键零件生产线项目、年产 5000 吨节能家电和汽车零件生产线技改项目、广东东睦新材料生产基地项目以及补充流动资金。

<p>| 表 198 公司定增情况 |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th>项目名称</th>
<th>投资额（万元）</th>
<th>新增产能（吨）</th>
<th>建设周期（年）</th>
<th>新增收入（万元）</th>
<th>新增利润（万元）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>年产 7000 吨高效节能粉末冶金汽车关键零件生产线项目</td>
<td>40000</td>
<td>7000</td>
<td>2.5</td>
<td>57015</td>
<td>8463</td>
</tr>
<tr>
<td>年产 5000 吨节能家电和汽车零件生产线技改项目</td>
<td>10000</td>
<td>5000</td>
<td>1.5</td>
<td>15000</td>
<td>1950</td>
</tr>
<tr>
<td>广东东睦新材料生产基地项目</td>
<td>31875</td>
<td>2.5</td>
<td>45000</td>
<td>5550</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司 2013 年度非公开发行股票预案，海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
公司2013年营业收入111594.00万元，营业利润31598.12万元，毛利率28.32%。其中主要盈利来自粉末冶金产品，营业利润31755.19万元，占总营业利润比重100.5%。电机产品则处于轻微亏损状态。

### 表199 东睦股份2013年主营盈利情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>分行业</th>
<th>营业收入（万元）</th>
<th>营业利润（万元）</th>
<th>毛利率</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>制造行业</td>
<td>111594.00</td>
<td>31598.12</td>
<td>28.32%</td>
</tr>
<tr>
<td>分产品</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>粉末冶金产品</td>
<td>110506.60</td>
<td>31755.19</td>
<td>28.74%</td>
</tr>
<tr>
<td>电机产品</td>
<td>1087.40</td>
<td>-157.07</td>
<td>-14.44%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司2013年年报，海通证券研究所

不确定性分析：产学研结合低于预期。

### 九、不确定性分析

有色板块盈利情况直接受到金属价格影响且波动性大。而金属自身的供需轮动无法逃离周期束缚。除了供需面，金属的金融属性也增加了流动性层面的考量。因此1）大盘系统性风险；2）供过于求；3）流动性下降均会成为板块的投资风险。
信息披露

分析师声明
钟奇：有色金属行业
施毅：有色金属行业
刘博：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）、盛达矿业（000603.SZ）、铜陵有色（000630.SZ）、贵研铂业（600459.SH）、中金岭南（000060.SZ）。

投资评级说明
1. 投资评级的比较标准

<table>
<thead>
<tr>
<th>类别</th>
<th>评级</th>
<th>说明</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>股票</td>
<td>买入</td>
<td>个股相对大盘涨幅在 15% 以上；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>增持</td>
<td>个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>中性</td>
<td>个股相对大盘涨幅介于-5% 与 5% 之间；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>减持</td>
<td>个股相对大盘涨幅介于-5% 与-15% 之间；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>卖出</td>
<td>个股相对大盘涨幅低于-15%；</td>
</tr>
<tr>
<td>行业</td>
<td>增持</td>
<td>行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>中性</td>
<td>行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>减持</td>
<td>行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。</td>
</tr>
</tbody>
</table>

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“公司”）的客户使用。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。任何情况下，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，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，海通证券及其附属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公司的商标、服务标记及标志。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范围包括证券投资咨询业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

海通证券股份有限公司机构业务部

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明