

2006年03月27日

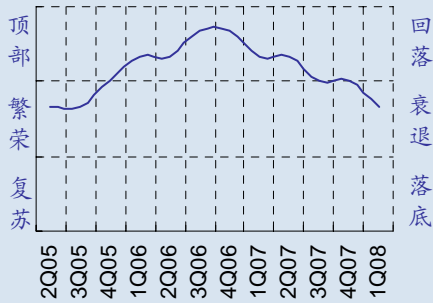
长期竞争力评级：高于市场均值

### 市场数据

行业优化平均市盈率	17.45
市场优化平均市盈率	16.32
国金有色金属	1784.54
国金A股流通指数	1347.63
上证指数	1295.92
深证成指	3445.59



### 行业景气周期预期2Q05-1Q08



# 有色金属行业 2006年2季度报告

——短期调整不影响基本趋势



### 投资要点

- 一季度主要金属品种价格虽然经历了短期调整，但总体趋势仍处于上涨态势，其中锌价涨幅最大，达到 32%左右，铝价涨幅最小，为 7%；贵金属中黄金价格表现弱于白银，黄金价格涨幅仅为 6.42%，白银价格涨幅则达到 19%。
- 从股价表现看，一季度国内有色金属行业表现显著跑赢大盘，行业指数上涨 35%，显著跑赢上证指数 11.5%的涨幅。我们重点关注的上市公司中，一季度股价表现最优的西藏矿业涨幅高达 80%，铜都铜业表现相对较弱，上涨幅度为 21%，但仍跑赢上涨指数。
- 从主要关注指标如中国工业增长、美元指数以及 PMI 指数分析，金属基本面依然健康，因此我们维持年度报告的主要观点，继续看好锌价和金价，电解铝行业有望持续复苏，具备技术和市场门槛的深加工企业值得我们长期关注。
- 从投资策略看，我们依然建议重点选择锌、黄金资源类公司，拥有较高比例氧化铝长单的电解铝企业以及拥有技术门槛或市场门槛的深加工企业。我们认为，随着金属价格的不断上涨以及股价的上涨，未来金属价格和股价波动的频率可能会越来越高，但对于基本面依然健康的各子行业来讲，短期调整可能是比较好的买入点。

图表 1 行业内重点公司投资评级

股票名称	收盘价 (元)	流通A股 (百万股)	05EPS (元)	EPS 06%05	06EPS (元)	05PE	06PE	投资评级	上期评级
中科三环	8.09	290.3	0.308	27.27%	0.392	26.27	20.64	买入	买入
驰宏锌锗	18.88	70	0.818	129.2%	1.875	23.08	10.07	买入	买入
中金黄金	11.6	100	0.295	65.76%	0.489	39.32	23.72	买入	买入
新疆众和	9.26	29.25	0.566	32.86%	0.752	16.36	12.31	买入	持有
云铝股份	6.39	201	0.259	125.1%	0.583	24.67	10.96	买入	买入
厦门钨业	18.27	60	0.714	54.3%	1.146	25.59	15.95	买入	买入
山东铝业	14.6	192	1.294	26.35%	1.635	11.28	8.93	持有	持有

来源：国金证券研究所

李追阳

(8621)61038290  
lizhuiyang@china598.com

联系人：赵莉

(8621)61038257  
zhaoli@china598.com

上海市黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

国金证券研究所

### 一季度有色金属行业回顾

#### 一季度金属价格总体呈现上涨态势

- 从一季度 LME 基本金属价格表现看，普遍呈上涨态势，其中锌价涨幅最大，达到 32%左右，铝价涨幅最小，为 7%；贵金属中黄金价格表现弱于白银，黄金价格涨幅仅为 6.42%，白银价格涨幅则达到 19%。
- 库存是影响金属价格表现的重要因素。一季度 LME 锌库存下降最快，下降幅度达 25%，目前的库存水平已经下降到 30 万吨以下，铅库存则上升最快，升幅达到 95%。

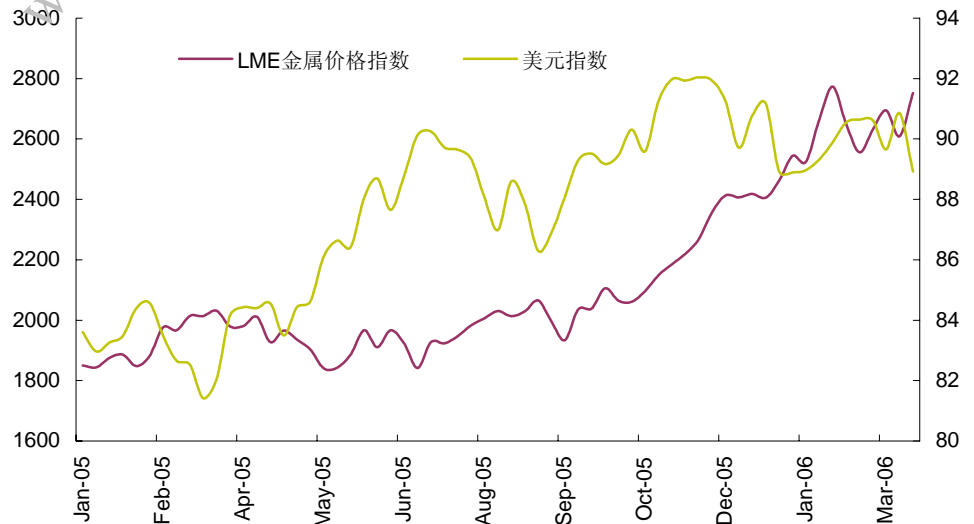
图表1：一季度 LME 金属价格及库存变动

	价格		平均价格		价格表现		LME库存(吨)		
	2006-3-22	2003	2004	2005	3月初以来	年初以来	2006-3-23库存	3月初以来变动	年初以来变动
<b>基本金属</b>									
铜(美元/吨)	5185	1780.2	2866.1	3681.3	6.12%	14.16%	126100	15.79%	40.78%
铝(美元/吨)	2442	1433.11	1719.08	1899.66	2.15%	7.09%	782075	1.64%	21.28%
铅(美元/吨)	1173	514.83	883.7	973.53	-1.10%	8.91%	85075	9.95%	95.01%
锌(美元/吨)	2514	828.7	1048.1	1380.3	7.46%	32.28%	297375	-9.80%	-24.55%
镍(美元/吨)	14795	9637.5	13843.8	14765.9	-0.24%	10.64%	32250	-7.02%	-9.77%
锡(美元/吨)	7854	4891	8481.4	7373.8	0.37%	20.96%	15145	-2.10%	-9.45%
<b>贵金属</b>									
黄金(美元/盎司)	550.2	363.32	409.17	444.45	-2.10%	6.42%	n/a	n/a	n/a
白银(美元/盎司)	10.47	4.88	6.66	7.31	7.61%	18.84%	n/a	n/a	n/a

来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 受美元因素影响，二月份起金属价格经历较大幅度的调整，2月6日到2月17日 LME 锌价下调幅度高达 15.6%，铝价下调幅度达 14%。但经过短期调整后，目前 LME 铜、锌价格再创历史新高，锡价也创下了 05 年 12 月以来的新高。

图表2：LME 金属指数和美元指数变动

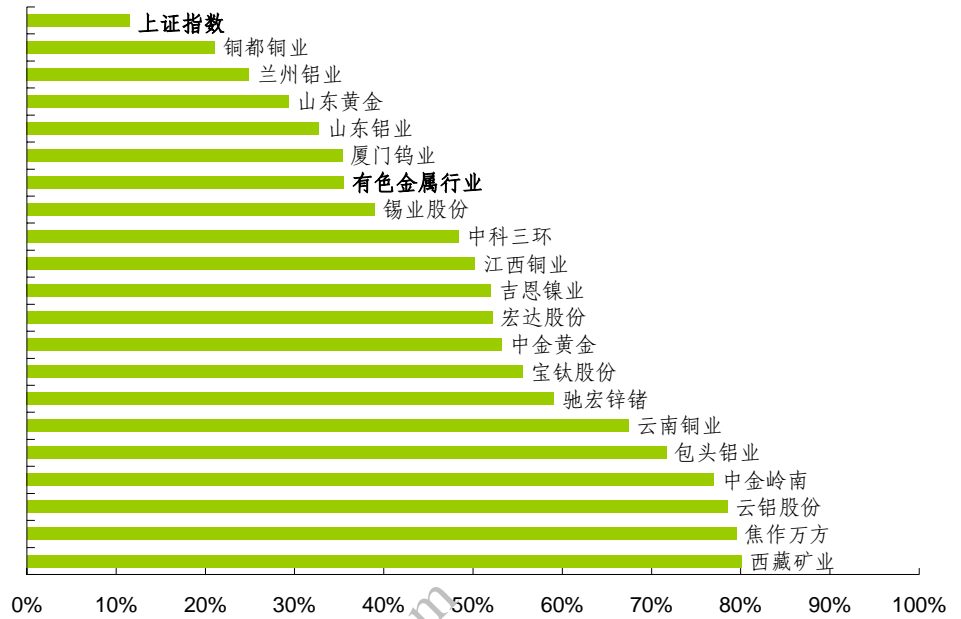


来源：Bloomberg，国金证券研究所

#### 一季度国内有色金属行业股价表现显著跑赢大盘

- 一季度有色金属行业指数上涨 35%，显著跑赢上证指数 11.5%的涨幅。我们重点关注的上市公司中，一季度股价表现最优的西藏矿业涨幅高达 80%，铜都铜业表现相对较弱，上涨幅度为 21%，但仍跑赢上证指数。

图表3: 一季度有色金属行业重点公司股价表现



来源: 国金证券研究所

一季度国内有色金属行业股价表现显著跑赢大盘。但国内有色行业表现相对较弱。

- 一季度国外同类公司股价表现相对弱于国内，锌类股票表现也相对较强，黄金类股票表现相对较弱。我们认为一季度国外有色类公司股价表现弱于国内的主要原因在国外同类股票的大幅上涨主要发生在 05 年下半年，特别是 11 月份以后，而国内股价表现相对滞后，主要发生在 06 年一季度；一季度国外黄金类股票表现较弱的主要原因在于 05 年 11 月到 06 年 1 月已经有较大幅度的上涨，06 年一季度金价总体处于调整状态。

图表4: 一季度国外有色金属代表公司股价表现

	股价		股价变动	
	2006-3-24	年初以来	3月初以来	
<b>铜</b>				
Phelps Dodge	75.14	4.46%	8.90%	
Freeport Copper	53.69	-0.20%	6.04%	
<b>铝</b>				
Alcoa	29.83	0.88%	1.74%	
Alcan	45.3	10.62%	4.09%	
<b>锌</b>				
Teck Cominco	77.07	24.21%	8.47%	
Zinifex	8.88	29.07%	14.73%	
<b>黄金</b>				
Barrick Gold	26.19	-6.03%	-4.31%	
Newmont Mining	49.46	-7.38%	-6.54%	

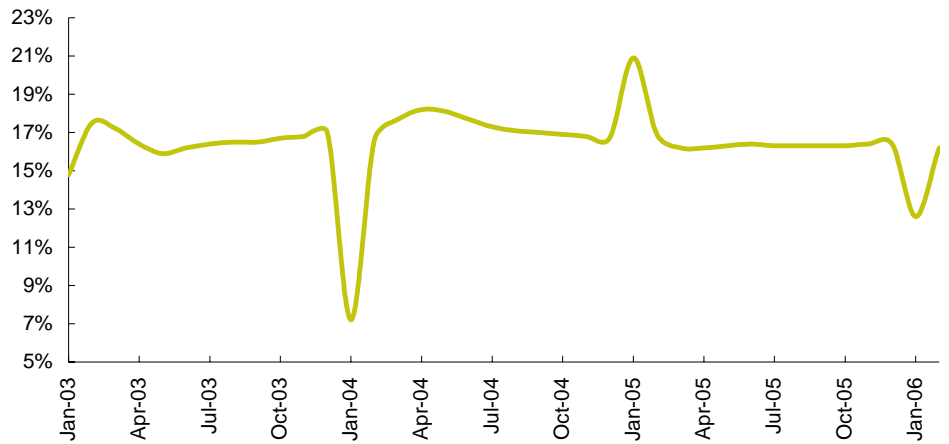
来源: Yahoo, 国金证券研究所

### 主要关注指标分析

#### 中国工业增加值增速保持较高水平

- 2 月份国内工业增加值增速达 16.2%，保持了 05 年上半年以来的较高水平，我们预计 06 年全年工业增长仍将保持较高水平，同时全球其他地区的经济数据大都保持良好水平，这将支撑金属价格的继续强势。

图表5: 中国工业增加值增速变动



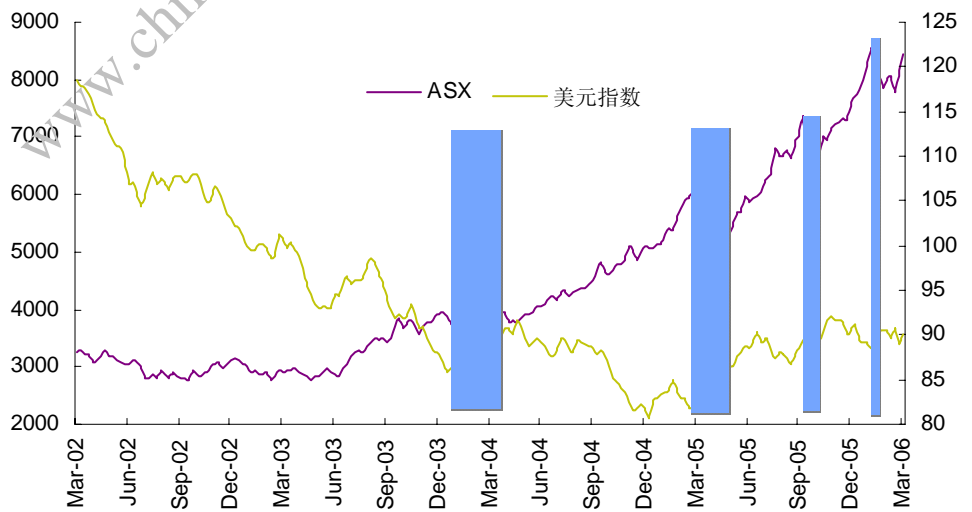
来源: 中经网, 国金证券研究所

从中国工业增长、美元指数以及 PMI 指数分析, 金属基本面依然健康。

从中长期看, 我们判断美元指数将走软

- 美元指数变动对金属价格走势有较大的影响, 从而影响资源类股价的走势。我们对照了澳大利亚证券交易所 (ASX) 资源 100 指数和美元指数变动, 发现 05 年以来资源股指数调整与美元指数的上涨有较强的相关性。
- 随着美国加息周期结束的预期逐步增强, 我们预计市场会重新关注美国的巨额双赤字, 因此我们判断从中长期看, 美元指数将重新走软。

图表6: 澳大利亚证券交易所 (ASX) 资源 100 指数和美元指数

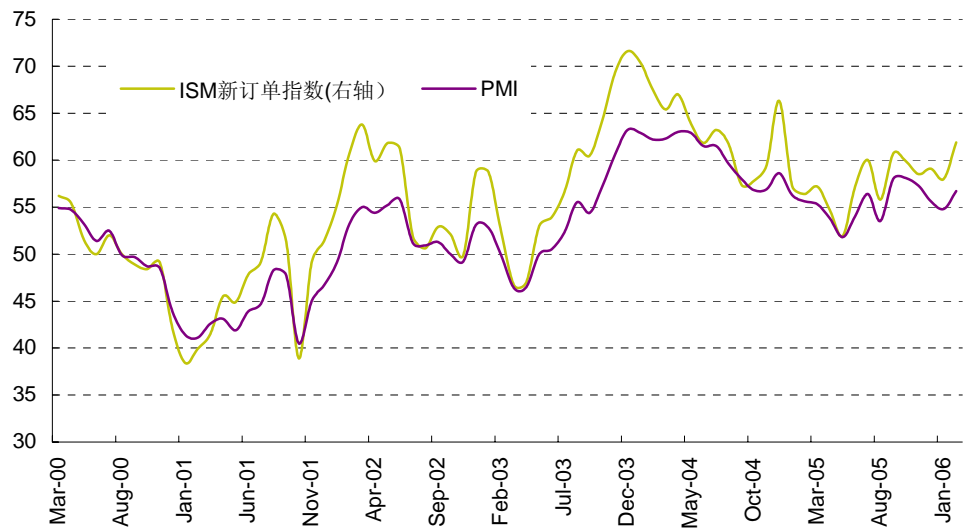


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

PMI 指数显示基本金属需求依然强劲

- PMI 指数是显示基本金属需求的关键指标, 根据美国供应链协会的历史统计, PMI 指数与实际 GDP 增长具有较强的相关性。2 月份 PMI 指数达到 56.7, 比 1 月份上升 1.9 个点, 显示基本金属需求依然强劲, 预计会对二季度的金属需求继续提供支撑。

图表7: ISM 新订单指数和 PMI 指数变动



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

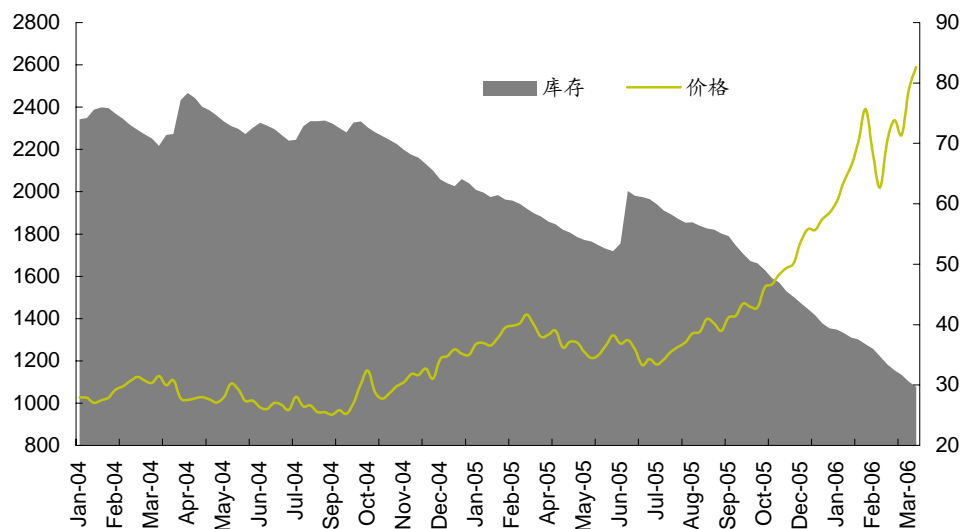
## 二季度锌价、金价依然看好, 电解铝行业有望持续复苏

看好锌价的主要原因: 锌精矿供应紧张、需求坚挺以及库存持续下降

- 最近国际铅锌研究小组认为 2006 年全球锌供应短缺量增大。该组织统计认为, 2005 年全球锌金属产量从 2004 年的 1020 万吨增长到 1030 万吨, 增幅 1%。锌金属消费量从 2004 年 1050 万吨增长到 1070 万吨, 增幅达 2.2%。当年全球锌矿产量近 1000 万吨, 2004 年产量为 966 万吨, 同比增长 3.4%。2005 年全球锌需求缺口从 2004 年 29.9 万吨增长到 43.2 万吨。从各大机构统计预测看, 2006 年市场存在较大供应缺口是共同的。这是锌市场与其他金属基本面最大的区别。
- 从锌精矿加工费变动看, 2006 年锌精矿长期合同加工费价格基础从 1000 美元/吨提高到 1400 美元/吨, 加工费基准从 2005 年的 126 美元/吨仅提高到 128 美元/吨, 上下浮动条件从+16%和-12%变为+14%和-12%, 折算为以 1000 美元/吨为基础, 加工费为 80 美元/吨, 比 2005 年下降 46 美元。

二季度锌价、金价依然看好, 电解铝行业有望持续复苏, 具备技术和市场门槛的深加工企业值得长期关注。

图表8: LME 锌价和库存变动



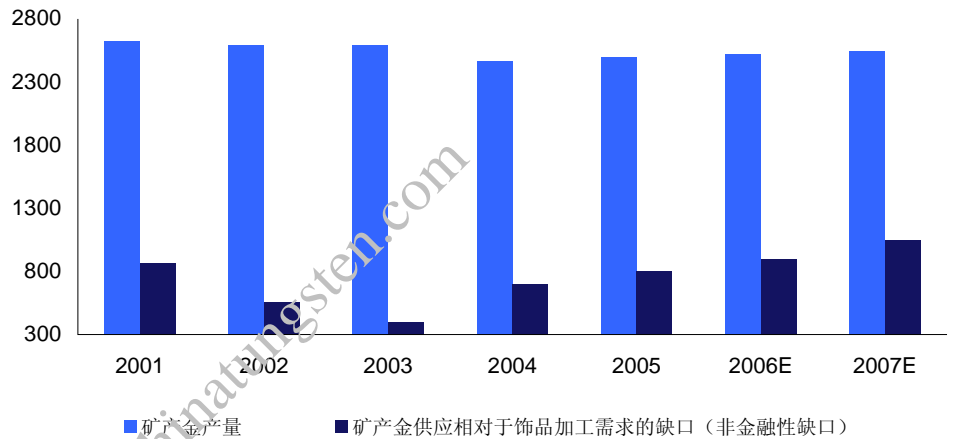
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- 锌库存下降：05 年下半年以来，LME 锌库存持续快速下降，目前库存量已经在 30 万吨以下。但我们认为目前的锌库存量不会造成现货市场的严重紧张，一旦锌库存下降到 15 万吨以下或更低，锌库存因素将能极大的支撑锌价。

**看好金价：饰品制造业需求的增长、矿产金产量增长趋缓以及对美元中期走软的判断**

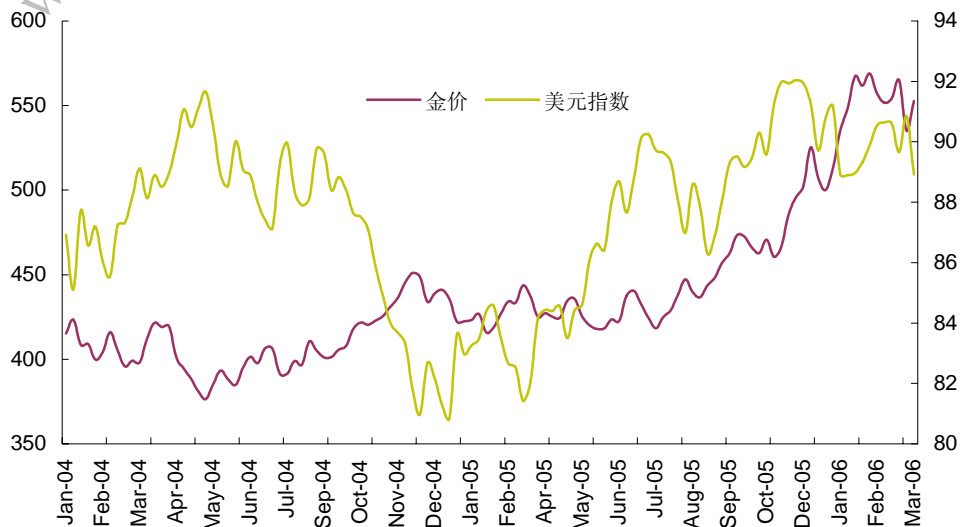
- 由于饰品制造业需求的增长以及矿产金产量增长趋缓，预计未来两年全球黄金非金融性缺口逐步扩大，2005 年全球黄金非金融性缺口达 800 吨，2007 年缺口将扩大到 1000 吨以上。
- 另外，美元的走软也将对黄金价格构成支撑。

**图表9：黄金非金融性缺口变动**



来源：国金证券研究所

**图表10：金价和美元指数变动**



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

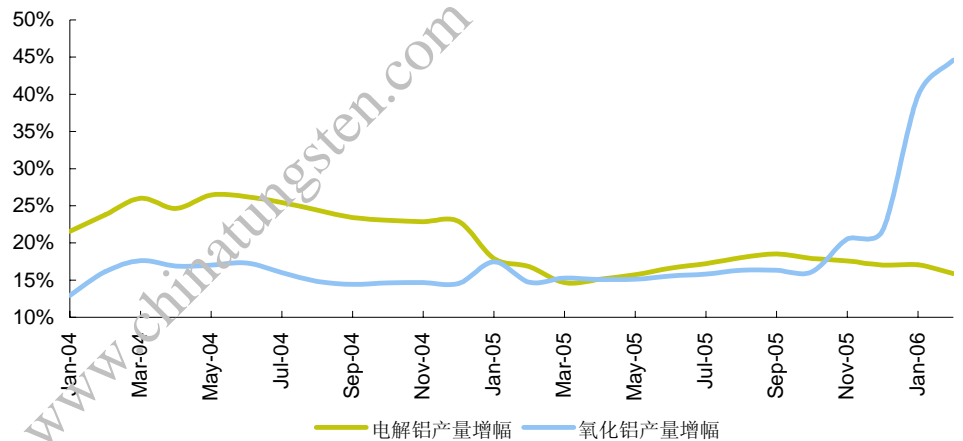
**电解铝行业面临持续复苏，但短期面临氧化铝价格和电价可能上调的风险**

- 我们认为，电解铝行业面临持续复苏的主要原因在于电解铝和氧化铝的价差有望持续扩大，07 年价差的扩大更多的依赖氧化铝价格的下降，而对

07 年氧化铝价格下降判断的主要理由是全球氧化铝产量的大幅增长。当然欧美地区部分电解铝产能的关停以及成本上升也有利于支撑电解铝价格。

- 据国家统计局数据，截至 2 月底，我国共生产氧化铝 177.6 万吨，同比大增了 44.6%，折合年产量已接近 1100 万吨。估计化工级氧化铝产量为 14 万吨。前两个月中铝公司氧化铝产量为 147.6 万吨，同比增 24.1%；荏平华宇氧化铝厂产量已达 17 万吨，折合年产量为 105 万吨；开曼铝业三门峡氧化铝厂产量为 4.5 万吨，折合年产量为 35 万吨。
- 根据安泰科的统计，2003~2004 年除中铝外，国内规划、论证、拟建氧化铝项目有 20 余个，规划产能 1900 万吨左右。随着近年来氧化铝价格持续上涨，其中 50% 产能已开工建设并于 2005 年中开始陆续投产，预计未来三年将新增产能 1000 万吨左右，其中规模较大的荏平华宇氧化铝项目 06 年产能将达到 200 万吨，山西鲁能和开曼 06 年将分别 100 万吨和 80 万吨产能，从今年前两个月产量增长看，中铝体系外的氧化铝产能已经实现快速增长。
- 从短期看，二季度中铝可能上调氧化铝现货价格，国内电价可能会略微上调，这些因素可能短期内会对电解铝行业的股价产生负面影响。

图表 11: 国内电解铝产量和氧化铝产量增速对比



来源：安泰科，国金证券研究所

### 具备技术和市场门槛的深加工企业值得长期关注

- 我们定义有竞争力的深加工企业为具备技术门槛或市场门槛的企业，有竞争力的深加工企业往往能使周期性弱化，而且具备持续的成长性。我们认为，目前国内具备上述两种门槛的深加工企业有中科三环、厦门钨业、新疆众和以及宝钛股份等公司，这些公司值得我们长期关注。

### 行业内重点公司简介

#### 中科三环 (000970)：买入

- 公司目前是全球第二大 VCM 供应商，第三大汽车部件供应商。今后公司计划在成熟应用领域（如 VCM）逐步做到全球第一，随着全球节能环保理念的盛行，不断扩大新应用领域的销售比例，使汽车领域的产品销售收入比重超过 50%，在风力发电领域获得实质性突破。公司的“11.5”规划的主要目标是产量和利润做到全球第一。
- ◆ 公司目前已经在德国的中小功率风力发电机组供货，目前 1 兆瓦的机组使用钕铁硼大致在 1 吨左右，欧洲目前已经做到 5~6 兆瓦机组。我们认为，为大功率风力发电机组大批量供应只是时间问题。风力发电目前已经在欧洲大规模实施，而在我国仅处于起步阶段，目前总容量

在 70 万千瓦左右，在能源价格高涨的背景下，大力发展风力发电已经成为各个国家的重要鼓励发展方向，我国的风力发电目标容量是 3000 万千瓦，因此该领域对钕铁硼的需求量将加速增长；

- ◆ 公司目前的混合动力车（HEV）用磁体已经被福特等厂商试用，随着国内环保压力的加大，国内如大众、奇瑞等汽车厂商都计划生产 HEV，因此一旦公司产品大批量进入 HEV 领域，业绩将再一次出现爆发性增长。我们认为中科三环在 HEV 领域的订单大幅增长也只是时间问题，目前尚未做到大批量供货的原因不在于公司的技术能力和市场开发能力，而是市场规模大幅扩大需要时间。
- 行业基本面分析：未来 5 年，行业将实现持续增长：
  - ◆ 我们定义钕铁硼行业为特殊的高科技制造业，之所以称为“特殊”，是因为钕铁硼行业属于朝阳行业，下游应用领域不断拓宽，并不断的替代传统产品，周期性因素将大大弱化，产品的定价模式也将不断变化，行业有望保持持续增长。我们判断，钕铁硼行业发展由朝阳期达到成熟期，至少需要 5 年时间；
  - ◆ 在全球高油价的压力下，以及京都议定书的生效和各国对环保节能的日益重视，环保节能正在成为各国制造业的重要考虑因素，而钕铁硼正是实现环保节能的主要原材料之一，如目前钕铁硼在汽车、压缩机、风力发电机等领域的应用正是出于环保节能的考虑。我们判断，未来 3~5 年，钕铁硼作为环保节能的功能材料，其作用将得到加速体现，如在汽车领域的应用可能将以 40% 以上的速度增长；
  - ◆ 在行业加速增长的过程中，是否会造成竞争加剧，我们认为不会，这也是钕铁硼行业有别于其他行业的特点，主要原因是该行业具有专利许可门槛，新进入即使具备生产高端钕铁硼的技术，也无法进入钕铁硼的专利覆盖市场，难以分享行业高端产品领域的超额利润。我们判断，未来全球钕铁硼市场将是 2~3 家厂商寡头垄断的市场。
- 在环保节能主题盛行的主题下，结合行业的可持续增长和公司的行业地位（我们认为，在国内上市公司中，像中科三环这样在全球高科技行业中拥有如此强的行业地位的公司极少），我们认为，应该给予公司股票相对于电子元器件行业更高的市盈率，我们相信公司在未来发展中，可能将不断给予超出市场预期的兴奋点，我们相信一个新产品的大批量订单给公司带来的业绩增长将是爆发性的，我们维持买入建议。

#### 云铝股份（000807）：买入

- 我们一直认为，在国内电解铝上市公司中，云铝业绩实现连续三年增长的可能性最大，主要原因在于云铝 08 年氧化铝项目的投产。云铝氧化铝项目的优势在于本身拥有高品质铝土矿，铝硅比大多在 6 以上，而国内非中铝系投产的氧化铝项目大多采用外购矿，因此我们判断今后铝土矿资源优势带来的成本优势越来越明显，云铝在行业中的竞争优势也将日益突出。
- 云铝氧化铝新公司的成立以及股权比例确定意味着云铝在氧化铝资源开发方面迈出了坚实的一步，使得该项目按时完成并投产的确定性大大增强，我们预计该项目将在 06 年上半年动工建设，2007 年底一条生产线 40 万吨氧化铝产能将实现投产，08 年将实现 30 万吨以上的氧化铝产量，09 年的氧化铝产能将达到 80 万吨，届时云铝的成本优势将大大增强。
- 从电力成本角度分析，目前云铝的使用电价在国内同行中属于最高，造成虽然云铝的能耗在国内属于最低水平，成本优势却不是很明显。但同时我们认为由于云南省电力供应 60% 以上都为水电，属于清洁能源，随着今后国家对环保要求的不断提高以及未来几年云南省电力供应逐步走向过剩，我们认为云铝作为云南省重点用电大户，未来几年的电力成本优势将会日益显现。
- 行业判断：我们看好 06~07 年电解铝行业的盈利增长，主要原因在于：



- ◆ 国内对电解铝产能扩张的控制以及欧美地区的部分产能的关停，使得 06~07 年全球电解铝产量增速趋缓，而需求则受全球航空业、汽车业以及建筑业带动，仍将保持强劲态势，同时考虑欧美地区电解铝企业的电力成本上升，我们判断 06~07 年全球电解铝价格将会保持在较高位；
- ◆ 氧化铝价格将会逐步趋于下降：据国家统计局数据，截至 2 月底，我国共生产氧化铝 177.6 万吨，同比大增了 44.6%，折合年产量已接近 1100 万吨。估计化工级氧化铝产量为 14 万吨。前两个月中铝公司氧化铝产量为 147.6 万吨，同比增长 24.1%；荏平华宇氧化铝厂产量已达 17 万吨，折年产量为 105 万吨；开曼铝业三门峡氧化铝厂产量为 4.5 万吨，折合年产量为 35 万吨。我们预计 06 年国内氧化铝产量将达到 1150 万吨左右，其中非中铝系氧化铝产能将达到 250 万吨左右，同时我们预计 06 年国内进口氧化铝数量较 05 年水平将趋于稳定或趋于下降，考虑到西方国家 06 年将增加 350 万吨左右的氧化铝产能，我们预计氧化铝供应紧张局面从 06 年下半年起趋于缓解，价格趋于下降。
- 我们维持买入建议。

#### 驰宏锌锗（600497）：买入

- 公司 2005 年四季度单季实现每股收益达到 0.355 元，远远高于前三季度单季的每股收益，主要原因是公司 05 年三季度末曲靖 10 万吨锌冶炼系统的投产以及达产，使得四季度电锌销量远远高于前三季度单季水平，另外四季度锌价上涨使得毛利率提高也是重要原因。
- 公司 05 年管理费用较 04 年增加 5500 万元左右，主要原因是 05 年公司人员的扩充以及工资福利标准的提高所致；公司 05 年财务费用较 04 年增加 1700 万元左右，增加幅度近 100%，主要原因是 05 年公司短期借款和长期借款较 04 年增加 3 亿元左右，以及曲靖锌冶炼系统 05 年 8 月起逐步转为固定资产造成财务费用快速上升。但我们同时看到，公司的期间费用率和管理费用率逐季下降，随着 06 年公司主营收入的继续大幅增长，我们预计公司的期间费用率有望继续下降。
- 我们认为，锌是 06 年供应最紧张的基本金属，价格上涨周期有望持续到 07 年，主要原因是锌精矿产量增长缓慢以及中国镀锌板产能的大幅上升，近期 LME 锌库存大幅下降已经部分反映出供应的紧张，目前 LME 锌库存仅能维持全球 10 天左右的消费量，较 06 年初水平已经下降 20% 左右，是 LME 基本金属中库存下降最快的金属。
- 我们维持前期对公司 06、07 年的盈利预测和投资建议，维持买入评级。

#### 中金黄金（600489）：买入

- 黄金的盈利增长主要来源于矿产金产量的增长和黄金价格的上涨，对于矿产金比重较低的企业来讲，矿产金产量变动对业绩变动的敏感性更强。因此，我们认为，关注中金黄金的业绩增长主要看其矿产金产量的变动。
- 资源扩张是中金黄金的主要经营战略，其途径不仅通过收购集团金矿，还收购集团外的金矿。05 年下半年公司收购了河北宽城华尖金矿和新疆阔尔真阔腊金矿。
- 06 年公司的业绩增长主要来源于东桐峪金矿和峪耳崖金矿的扩产、05 年收购矿产的贡献以及金价的上涨，目前东桐峪金矿的生产能力达到 1.8 吨/年，05 年三季度起开始实现盈利，预计 05 年东桐峪金矿将基本实现盈亏平衡。我们预计收购集团的另三处金矿将在 06 年完成，因此我们认为 07 年公司的矿产金产量仍有较大幅度的增长。
- 我们认为，公司的大股东中国黄金集团公司作为中央直属企业，必将在今后国内的资源整合中发挥主导作用，在国外资源开发领域也将发挥核心作用，这对中金黄金的资源扩张是非常有利的，因此我们认为未来 3~5 年中

金黄金的矿产金产量增长将是可持续性的，这是我们看好中金黄金的主要理由之一，另外从黄金价格看，由于下游首饰需求、黄金投资需求的增长以及美元因素，我们预计全球黄金价格的上涨行情将持续到 2007 年。

- 我们维持前期的买入评级。

#### 新疆众和 (600888)：买入

- 公司的主要销售产品是高纯铝、电子铝箔和电极箔，公司是国内规模最大的、质量最优的高纯铝生产企业。目前公司的高纯铝产能 12000 吨，电子铝箔产能 12000 吨，电极箔产能 1000 吨。
- 近期公司基本面有较大改善，一方面由于下游电子行业复苏，公司主导产品如电子铝箔、电极箔销量增长，另一方面主要体现在公司的竞争力在增强：
  - ◆ 公司的高纯铝获得军工武器装备许可证，这一方面说明公司的高纯铝质量获得了军工领域的认可，也为公司未来在军工领域的销售打下基础；
  - ◆ 公司的高压电子铝箔生产获得重大突破，通过自主研发突破了非铬酸体系工艺，目前是国内唯一一家用非铬酸工艺生产高压电子铝箔的企业，实现进口替代，公司 06 年电子铝箔销售价格将获得较大幅度的提高（背景：由于环保因素影响，国内电极箔生产企业如要出口，必须使用非铬酸工艺生产的电子铝箔，由于以前国内没有一家企业突破非铬酸工艺，因此都使用进口高压电子铝箔来生产电极箔，然后再出口。）
  - ◆ 公司的电极箔业务与全球第六大铝电解电容器厂商合资成立公司，一方面能使公司的电极箔规模由目前的 1000 吨上升到 2000 吨，也为公司未来的电极箔销售找到了稳定的销售渠道，今后公司的电极箔产品将全部按照市场价格销售给该电容器厂，该电容器厂年需求电极箔在 6000 吨以上，05 年公司的电极箔销量不到 300 吨。合资公司预计在 06 年 8 月份实现达产。
- 公司担保问题跟踪：公司的担保余额有了较大幅度的下降，2005 年降低担保责任金额达 1.6 亿元，近期公司又解决了新疆中收农机的 1.23 亿元的担保责任，目前只剩下新疆彩棉的 5800 万元和新中基尚未到期的 6985 万元担保，由于新疆彩棉的大股东为建设兵团国资委，而新中基是上市公司，因此我们认为公司顺利解决上述担保问题的可能性很大，公司计划在 06 年 8 月份之前解决全部担保问题。
- 公司“11.5”规划：电子新材料业务销售收入达到 12 亿元以上，在高纯铝和电子铝箔规模做到全球第一，市场占有率全球第一，电极箔做到国内前三位；在航空航天领域的高纯铝合金新材料业务销售收入达到 10 亿元以上。
- 我们预计公司 06-08 年分别实现销售收入达 7.08 亿元、8.86 亿元和 9.55 亿元，实现每股收益分别为 0.752 元、0.939 元和 1.086 元，06 年净利润同比增长 34%。
- 公司的行业属性为电子元器件新材料行业，2005 年电子新材料的销售收入已经到总收入的 80%左右，目前电子元器件行业的平均市盈率在 20 倍左右，结合公司的竞争力，我们认为给予新疆众和 18 倍的市盈率应该是合理的，即合理价位应该在 13.5 元左右，同时考虑到公司股改因素，我们认为目前价位离合理价位有较大幅度的上涨空间，另外公司的资本公积金转增股改方案也使公司股票的流动性有了一定程度的增强，我们建议买入。

#### 厦门钨业 (600549)：买入

- 由于 05 年主要原料钨精矿价格的大幅上涨，由年初的 5 万元/吨最高上涨到 13 万元/吨，而且公司 05 年 90%的原料需要外购，公司主要产品的毛利率有所下降，钨钼制品毛利率下降了 5.42 个百分点至 21.29%。公司盈利增长主要得益于产品结构的改善、产品价格上涨以及量的扩张。05 年公司深加工产品的主营利润比重已经由 04 年的 48%提高到 52.5%，产品结构初步实现了向高附加值产品转变。
- 06~07 年度公司业绩的增长主要来源于产品结构的继续改善、原料结构以及量的扩张。全球合金工具生产巨头 Sandvik 参股厦门金鹭 2.5%股权，将会加快公司高端合金工具的开发进度以及全球高端市场拓展进度；另外公司的宁化行洛坑钨矿预计在 06 年底前投产，这将极大的提高公司 07 年的资源自给率，我们预计公司 07 年的资源自给率将达到 40%，由于钨精矿的成本在 2.5 万元/吨左右，而目前的市场价格在 13 万元/吨，因此资源自给率提高将有助于公司业绩的快速增长。我们预计公司 06~07 年分别实现每股收益为 1.146 元和 1.542 元，同比分别增长 54.3%和 34.65%。
- 行业判断：我们认为由于供给面的限制和需求的持续增长，06~07 年钨制品价格大幅下跌的可能性很小，钨制品价格在高位将维持较长时间，主要理由为：
  - ◆ 中国作为钨精矿生产大国，产量在下降，我们看到在 05 年钨精矿价格大幅下跌的前提下，国内钨精矿产量仅为 7.34 万吨，下降 14%。由于钨精矿的稀缺，使得钨精矿产量难以大幅增长；
  - ◆ 钨作为战略性资源，近年来中国钨制品出口配额逐年下降，06 年的配额由 03 年的 1.81 万吨下降到 1.58 万吨；
  - ◆ 由于近年来原油价格和金属价格的大幅上涨，全球矿山投资和油井投资快速上升，这将增加对硬质合金工具的需求。
- 我们认为，厦门钨业作为全球钨行业中的一支新生力量，其未来还将有很大的发展空间，特别是在下游深加工领域。从估值上看，目前 Sandvik 和 Kennametal 的市盈率都在 15 倍左右，考虑到厦门钨业的快速成长性，我们认为给公司的钨主业 18 倍市盈率是合理的，房地产业务合理市盈率为 8 倍，因此公司股票 06 年的合理价位应该在 19 元左右，而目前公司股票股改后的自然除权价为 14.2 元左右，尚有较大的上涨空间。我们建议买入。

**公司投资评级的说明:**

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**行业投资评级的说明:**

- 增持: 预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上;
- 持有: 预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。