

行业研究 / 深度研究

2016年09月09日

行业评级:

有色金属	中性 (维持)
基本金属及冶炼 II	中性 (维持)

陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

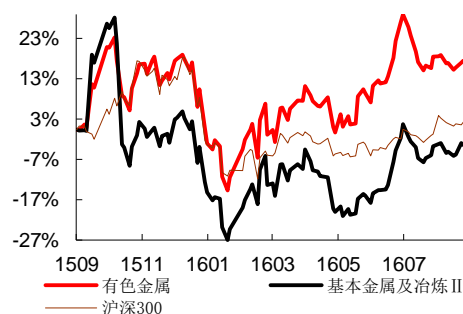
杨欧雯 010-56793972
联系人 yangouwen@htsc.com

孙雪琬
联系人 sunxuewan@htsc.com

相关研究

- 1《金钼股份(601958):参与核电关键材料研发,转型升级再下一城》2016.09
- 2《基本金属及冶炼 II/有色金属:有色金属行业日报 (20160907)》2016.09
- 3《基本金属及冶炼 II/有色金属:有色金属行业日报 (20160906)》2016.09

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

周期去复来, 看向锌铝待磁材

有色金属行业 2016 年中报总结

上半年业绩改善明显, 降本价升各有因

华泰证券有色池中有 99 家上市公司, 2016 年上半年共实现归母净利润 79.097 亿元, 同比大幅增长 51.5%。单从上半年看, 十大金属的产量同比去年略有下降, 价格端虽有回暖但中枢水平仍弱于去年同期, 说明成本端的下降是业绩转暖的主要原因, 这一现象或与过往金属行情不好, 低端产能陆续退出有关。

估值待供给侧政策验证, 产品分化回归供需

在货币宽松边际效应递减的当下, 我们认为有色板块将渐渐回归对实体供需的探讨, 整体估值层面的上行主要来自于供给侧改革带动风险偏好的提振, 铝板块为直接受益板块。其他板块的逻辑则有所分化, 主要机会在于嘉能可复产预期差 (锌)、固定资产投资预期差 (铜)、联储加息预期差 (贵金属)、新能源汽车产销预期差 (磁材、锂) 和锂资源产能释放进程预期差 (锂)。

基本金属: 电解铝似否极泰来, 锌还有下半场

铝: 华泰股票池内铝业公司上半年共实现归母净利润 20.73%, 同比增长高达 221%, 供给侧改革加码下, 电解铝行业正显现结构性改善, 铝加工企业实现增长的路径则多依赖产品结构升级。锌: 受到嘉能可减产及海外部分矿山停产影响, 2016 年全球锌精矿短缺已成定局, 锌价自年初以来一改低迷态势, 出现反弹并持续上涨。由于上半年锌均价仍低于去年同期, 版块内上市公司业绩同比未有明显改善, 但环比呈现上升趋势。下半年锌价上涨的逻辑仍将维持, 相比将面临加工费下行压力的单一冶炼企业, 建议关注拥有精矿资源、盈利有望显著提升的矿山型企业。

贵金属: 金价推升业绩飙涨, 加息踟蹰莫过悲观

金价中枢价格升高, 企业业绩大幅增长情理之中, 由于下半年整体金价水平高于上半年更高于去年, 贵金属企业下半年业绩或会更好。股价估值层面, 龙头企业山东黄金 PE 来到 55 倍, 近期市场已有所迟疑, 我们认为鉴于美国经济仍缺稳定表现, 联储 9 月加息基本落空, 贵金属仍有阶段性行情, 估值言顶尚早, 维持推荐。

小金属: 锂业抢眼, 后涨价时代关注细分产品

由于供需缺口的存在, 上半年锂价一路上涨, 电池级碳酸锂最高摸至 17 万元/吨, 均价同比去年涨幅超过 200%, 相关企业业绩飙涨并无悬念。进入下半年, 由于新增供给正逐步释放, 而新能源汽车产销略低预期, 供需缺口有所缩窄, 价格下行较快, 但细分领域氢氧化锂前景被看好, 市场关注焦点有望渐从宏观价格面转向细分领域。

磁材: 稀土价格波动, 磁材企业盈利改善

2016 年上半年稀土价格下降幅度明显放缓, 甚至一度出现持续小幅反弹, 但反转未成形。资源型企业继续亏损, 短期的价格反弹使得以利润率定价的磁材企业受益, 普遍盈利改善。股价方面, 收储及打黑政策预期支撑稀土价格反弹预期, 资源型企业股价涨幅大于加工类企业, 然而随着几次收储流标, 市场信心受挫, 板块股价下跌。下半年随着涨价逻辑的削弱, 业绩估值再次回归, 磁材部分新兴应用领域如新能源汽车和智能制造电机具有较高的业绩增量, 关注涉猎这些领域的磁性材料企业。

风险提示: 美联储加息节奏超预期; 下游需求不达预期; 供给侧改革进程不及预期。

正文目录

经营改善显著，供需各有亮点.....	5
降本降费可记头功，价格回暖助力改善	6
金属观金银锌铝，材料看锂电磁材.....	8
贵金属：金价推升业绩飙涨，加息踟蹰莫太悲观.....	9
实际业绩比纸面要好	9
下半年业绩或更好	10
估值：金价为纲，12 月之前勿需悲观.....	11
基本金属：需求亮点暂难觅，供给收缩予催化	11
铅锌：供给内因驱动，资源企业受益	11
精矿短缺催化，锌价持续上涨	11
盈利不及同期，环比持续改善	12
上半年股价下跌为主，后续行情升温可期	14
精矿短缺持续，矿山企业受益	15
铝：过去否极，今日泰来	16
电解铝成最大亮点，行业结构性向好	17
下半年铝价或走平，业绩仍续增长	18
铜：价格低位徘徊，加工毛利企稳.....	19
汇兑费用拖累，整体利润下跌	19
股价下跌为主，贬值压力持续	22
小金属及新材料：格局分化，亮在锂和磁材	23
锂：万千宠爱于一身，该从宏观到细分	23
锂价飙涨，业绩向好无悬念.....	23
后涨价时代，细分锂盐渐成焦点.....	24
电池材料：原材料价格波动，政策存在不确定性.....	26
新能源汽车销量倍增略低预期，动力锂电市场空间广阔	26
电池材料结构性过剩，企业经营状况各异	27
估值从主题向业绩倾斜，绩优股价格回调显示投资机会	28
磁性材料：稀土价格波动，磁材企业盈利改善.....	29
稀土价格底部反转未成趋势，资源企业亏损加工企业盈利改善	29
稀土企业股价超额收益超过磁材企业	31
下半年关注业绩增速快的磁材标的	32
钛合金：民钛底部徘徊，期待航钛放量	34
民钛产能过剩拖累行业低迷整体亏损，目前供求持续改善库存下降	34
公司积极调整经营策略，二季度相比一季度盈利改善	35
钨钼：利润有所改善，市场持续低迷	36
价格弱势震荡，整体利润提升	36
股价下跌为主，后续增长乏力	38
风险提示	39

图表目录

图 1: 华泰股票池有色金属板块营业总收入变化.....	6
图 2: 华泰股票池有色金属板块总毛利润变化	6
图 3: 中国铝业净利润对比 (2015H VS 2016H)	7
图 4: 华泰股票池内有色板块整体财务费用变化.....	8
图 5: 华泰股票池内有色板块整体资产负债率变化	8
图 6: 华泰股票池有色金属上半年净利同比增长率排序	9
图 7: 华泰股票池有色金属上半年净利同比增长排序	9
图 8: 华泰股票池有色金属上市公司涨幅排名 (春节后至今)	9
图 9: 华泰股票池有色金属上市公司跌幅排名 (春节后至今)	9
图 10: 贵金属价格走势.....	10
图 11: 2016 年山东黄金股价和黄金现价走势	11
图 12: 山东黄金市盈率和黄金价格历史走势	11
图 13: LME 锌价格及库存	12
图 14: 上期所锌价格及库存	12
图 15: LME 铅价格及库存	12
图 16: 上期所铅价格及库存	12
图 17: 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司整体营收和成本	12
图 18: 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司整体盈利情况.....	12
图 19: 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司上半年收入及毛利增减	13
图 20: 华泰股票池内铅锌上市公司上半年净利润环比增减	14
图 21: 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司上半年股价涨跌幅	14
图 22: 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司 7 月-8 月股价涨跌幅	15
图 23: 国内锌矿进口数量.....	15
图 24: 上半年锌产量与消费量.....	15
图 25: 国内汽车产量及同比增速	16
图 26: 锌精矿进口与国内加工费.....	16
图 27: 电解铝上市公司毛利率变化	17
图 28: 氧化铝价格同比去年降幅较大.....	17
图 29: 云铝股份电力采购成本变动情况 (元/度)	17
图 30: 2016 年 6 月电解铝开工产能综合电价区间分布 (元/度)	17
图 31: 2013 年末电解铝在产产能现金成本与铝价 (元/吨)	18
图 32: 2016 年 8 月电解铝产能成本分布图.....	18
图 33: 电解铝企业资产负债率普遍偏高	19
图 34: 电解铝企业财务费用不断下行.....	19
图 35: LME 铜现货价格与库存数量	20
图 36: 国内铜加工精炼费.....	20
图 37: 华泰股票池铜板块 12 家上市公司整体营收和成本.....	20
图 38: 华泰股票池铜板块 12 家上市公司整体盈利情况	20
图 39: 华泰股票池铜板块 12 家上市公司上半年收入及毛利增减.....	21
图 40: 华泰股票池铜板块 12 家上市公司二季度净利润环比增减.....	22
图 41: 华泰股票池铜板块 14 家上市公司上半年股价涨跌幅	22
图 42: 美元兑人民币汇率变化.....	23
图 43: 全球与中国 GDP 同比增长速度	23
图 44: 华泰股票池锂板块部分相关上市公司锂业务毛利率变化.....	24
图 45: 电池级碳酸锂价格下半年有所回落.....	24
图 46: 2014 年至 2016 年新能源乘用车销量	26
图 47: 2012-2020 年正极材料销量统计	27
图 48: 2015 年至 2016 年碳酸锂价格走势.....	27
图 49: 华泰股票池电池材料板块 5 家上市公司营业收入	28

图 50:	华泰股票池电池材料板块 5 家上市公司销售毛利率	28
图 51:	华泰股票池电池材料板块 5 家上市公司上半年股价	28
图 52:	华泰股票池电池材料板块 5 家上市公司 6-8 月股票价格	28
图 53:	2015 年至 2016 年稀土市场价格走势	29
图 54:	华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司上半年普遍拥有超额收益	32
图 55:	华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司 6-8 月股票价格涨跌幅	33
图 56:	2015 年国内高性能钕铁硼下游市场分布	34
图 57:	2020 年国内高性能钕铁硼下游市场分布预测	34
图 58:	2010-2015 年主要企业海绵钛产量	35
图 59:	2010-2015 年主要企业钛锭产量	35
图 60:	2015 年至 2016 年海绵钛、钛铁价格走势	35
图 61:	2015 年初至 2016 年上半年市场钨钼价格变化	36
图 62:	华泰股票池钨钼板块 7 家上市公司整体营收和成本	37
图 63:	华泰股票池钨钼板块上市公司整体毛利情况	37
图 64:	华泰股票池钨钼板块 7 家上市公司二季度净利润环比增减	38
图 65:	华泰股票池内钨钼板块上市公司上半年股价涨跌幅	38
表格 1:	华泰股票池有色金属上市公司净利润变动情况	5
表格 2:	主要金属价格及产量变化	7
表格 3:	部分有色上市公司资产减值变动 (2015H VS 2016H, 单位: 百万元)	8
表格 4:	华泰股票池贵金属板块归母净利润变动情况 (单位: 百万)	10
表格 5:	华泰股票池铅锌板块 14 家企业净利润变化幅度及原因	13
表格 6:	华泰股票池铝板块归母净利润变化 (2015H VS 2016H, 单位: 百万元)	16
表格 7:	2016 年新增产能详细数据 (单位: 万吨)	19
表格 8:	华泰股票池铜板块 12 家上市企业归母净利润变化幅度及原因	21
表格 9:	华泰股票池锂板块归母净利润 (2015H VS 2016H, 单位: 百万)	23
表格 10:	2016-2017 年主要矿山盐湖投产情况 (单位: 吨)	25
表格 11:	今年来各大锂企的氢氧化锂项目扩产计划	25
表格 12:	华泰股票池电池材料板块 4 家上市公司净利润变化幅度及原因	28
表格 13:	华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司营业收入、营业成本	30
表格 14:	华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司净利润变化幅度及原因	30
表格 15:	华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司二季度营业收入和利润环比变化	31
表格 16:	国内高性能钕铁硼需求测算	33
表格 17:	华泰股票池钛板块 2 家上市公司利润总额变动情况	36
表格 18:	华泰股票池钛板块 2 家上市公司二季度营业收入和利润环比变化	36
表格 19:	华泰股票池钨钼板块 7 家上市公司净利润变化幅度及原因	37

经营改善显著，供需各有亮点

华泰证券有色金属股票池共有 99 家有色金属及新材料行业上市公司，总体来看，99 个上市公司 2016 年上半年共实现归母净利润 79.097 亿元，同比增长 51.5%，其中 58 家上市公司净利润同比去年实现增长，62 家上市公司今年第二季度净利润同比去年有所提升，上市公司业绩改善明显。而根据国家统计局数据，2016 年上半年有色金属采选业以及冶炼加工业共实现利润总额 880.5 亿元，同比增长 12.8%，说明即使在更宽的口径上，有色及新材料企业业绩表现亦可圈可点。

表格1： 华泰股票池有色金属上市公司净利润变动情况

代码	公司	板块	净利润			代码	公司	板块	净利润		
			2015H	2016H	同比				2015H	2016H	同比
600980	北矿科技	磁性材料	0.3	12.4	4009.1%	600338	西藏珠峰	铅锌	-29.7	263.6	扭亏
300073	当升科技	电池材料	1.0	36.5	3715.8%	600331	宏达股份	铅锌	-0.6	25.3	扭亏
002466	天齐锂业	锂	41.0	746.8	1722.5%	002378	章源钨业	钨	-28.3	-21.6	亏损缩减
002600	江粉磁材	磁性材料	4.1	51.6	1168.4%	002167	东方锆业	锆	-42.9	-12.9	亏损缩减
600547	山东黄金	贵金属	48.1	554.0	1051.8%	002114	罗平锌电	铅锌	-37.8	-23.6	亏损缩减
002460	赣锋锂业	锂	51.0	278.2	445.2%	000962	*ST 东钽	钽	-156.1	-137.9	亏损缩减
600531	豫光金铅	铅锌	7.1	35.9	408.6%	603399	新华龙	钨钼	-66.0	-47.2	亏损缩减
601069	西部黄金	贵金属	13.8	64.9	371.1%	600768	宁波富邦	铝	-18.4	-12.1	亏损缩减
002182	云海金属	镁	15.1	69.9	363.0%	002237	恒邦股份	贵金属	116.6	111.2	-4.7%
600330	天通股份	磁性材料	20.5	92.9	353.3%	000762	西藏矿业	锂	11.3	10.6	-6.5%
600489	中金黄金	贵金属	51.7	194.1	275.3%	000969	安泰科技	磁性材料	14.2	13.0	-8.5%
600366	宁波韵升	磁性材料	227.4	742.2	226.4%	600219	南山铝业	铝	298.3	245.4	-17.7%
002176	江特电机	锂	34.6	107.0	208.9%	002160	常铝股份	铝	47.9	38.3	-20.1%
002155	湖南黄金	贵金属	16.4	48.1	193.2%	002082	栋梁新材	铝	48.1	38.3	-20.4%
002171	楚江新材	铜板带材	36.9	79.0	114.1%	300224	正海磁材	磁性材料	95.7	72.9	-23.8%
601600	中国铝业	铝	27.6	57.4	108.3%	601168	西部矿业	铅锌	41.6	30.7	-26.3%
600549	厦门钨业	钨	34.0	68.4	101.1%	600888	新疆众和	铝	27.6	20.3	-26.3%
000612	焦作万方	铝	48.3	91.6	89.7%	600673	东阳光科	铝	49.4	35.6	-27.8%
002295	精艺股份	铜加工	2.9	4.5	56.0%	600988	赤峰黄金	贵金属	125.1	89.0	-28.8%
300064	豫金刚石	新材料	51.1	77.8	52.3%	000878	云南铜业	铜	15.6	10.7	-31.3%
600711	盛屯矿业	铅锌	36.0	54.1	50.2%	300489	中飞股份	铝	16.0	10.9	-31.9%
002333	罗普斯金	铝	97.8	145.3	48.7%	601020	华钰矿业	铅锌	74.1	48.2	-35.0%
601677	明泰铝业	铝	94.7	135.6	43.1%	000688	建新矿业	铅锌	95.0	61.3	-35.5%
300127	银河磁体	磁性材料	36.8	52.6	42.8%	000758	中色股份	铅锌	194.7	123.8	-36.4%
002056	横店东磁	磁性材料	148.2	206.8	39.6%	000603	盛达矿业	贵金属	134.9	75.9	-43.8%
601137	博威合金	铜材	37.3	49.2	31.9%	600110	诺德股份	铜箔	35.7	19.8	-44.6%
002340	格林美	电池材料	132.0	171.9	30.2%	600362	江西铜业	铜	896.4	473.4	-47.2%
000751	锌业股份	铅锌	47.5	56.6	19.0%	600516	方大炭素	新材料	29.8	15.0	-49.7%
300395	菲利华	新材料	37.3	43.6	17.1%	002578	闽发铝业	铝	15.1	6.9	-54.7%
000426	兴业矿业	铅锌	20.2	23.4	15.8%	600490	鹏欣资源	铜	44.8	18.9	-57.8%
000970	中科三环	磁性材料	131.9	152.6	15.7%	601899	紫金矿业	贵金属	1341.2	538.3	-59.9%
002501	利源精制	铝	247.8	275.6	11.2%	000060	中金岭南	铅锌	160.0	43.5	-72.8%
002716	金贵银业	贵金属	72.2	80.1	10.9%	600497	驰宏锌锗	铅锌	65.2	16.8	-74.3%
603993	洛阳钼业	钨钼	463.0	511.9	10.6%	000630	铜陵有色	铜	263.9	46.2	-82.5%
002203	海亮股份	铜加工	267.7	295.2	10.3%	600111	北方稀土	稀土	260.7	31.3	-88.0%

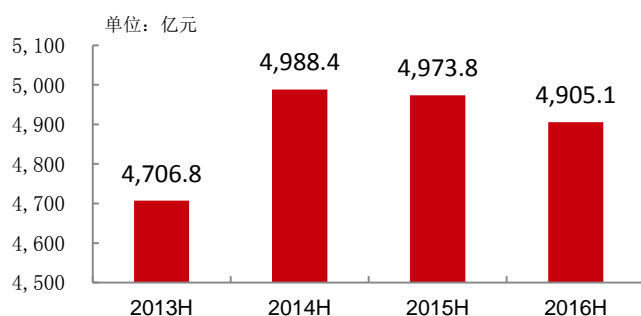
代码	公司	板块	净利润			代码	公司	板块	净利润		
			2015H	2016H	同比				2015H	2016H	同比
000975	银泰资源	贵金属	80.7	88.6	9.7%	601388	怡球资源	铝	39.4	-11.9	-130.2%
600459	贵研铂业	贵金属	39.3	41.0	4.2%	000697	炼石有色	钨钼	24.0	-10.3	-143.2%
002540	亚太科技	铝	139.2	144.1	3.5%	002428	云南锗业	锗	56.1	-36.5	-165.0%
002057	中钢天源	磁性材料	4.0	4.1	3.2%	600392	盛和资源	稀土	21.9	-23.1	-205.2%
300337	银邦股份	铝	-30.2	2.3	扭亏	603799	华友钴业	钴	14.2	-31.3	-320.2%
002379	*ST 鲁丰	铝	-64.8	7.3	扭亏	000813	天山纺织	铜	5.6	-22.1	-496.3%
002192	融捷股份	锂	-18.8	1.1	扭亏	600139	西部资源	铜	7.5	-115.8	-1637.8%
002149	西部材料	钛	-53.1	5.0	扭亏	601958	金钼股份	钨钼	5.6	-96.9	-1837.8%
000960	锡业股份	锡	-562.2	6.2	扭亏	000831	*ST 五稀	稀土	1.5	-36.1	-2575.4%
000933	*ST 神火	铝	-288.4	646.0	扭亏	600478	科力远	电池材料	-35.7	-64.5	亏损扩大
000807	云铝股份	铝	-75.2	51.0	扭亏	600456	宝钛股份	钛	-50.0	-90.4	亏损扩大
000795	英洛华	磁性材料	-45.8	22.5	扭亏	600432	*ST 吉恩	镍	-350.0	-519.5	亏损扩大
000657	中钨高新	钨钼	-133.9	5.0	扭亏	600259	广晟有色	稀土	-35.0	-100.9	亏损扩大
600961	株冶集团	铅锌	-109.4	11.7	扭亏	600255	鑫科材料	铜	-34.2	-59.5	亏损扩大
600595	中孚实业	铝	-75.4	145.3	扭亏	合计			5,219.4	7,909.7	51.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

降本降费可记头功, 价格回暖助力改善

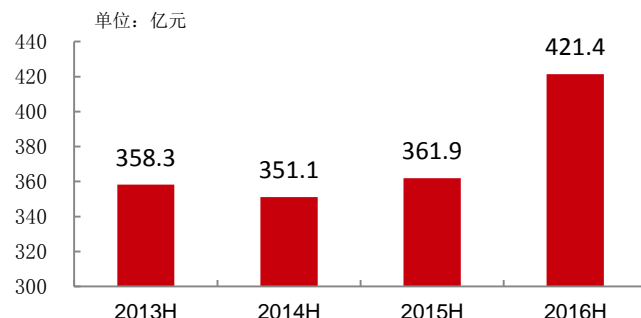
有色金属板块的业绩向好很大部分源于经营端改善。今年上半年 99 家有色上市公司共实现毛利润 421.38 亿元, 同比增长 16.4%, 其中有 61 家上市公司毛利润实现正增长。尽管今年上半年金属价格有所回暖, 但同比而言, 营收端上升并不明显。由此知上半年有色板块整体经营改善主要源于成本、费用端的下降。

图1: 华泰股票池有色金属板块营业总收入变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图2: 华泰股票池有色金属板块总毛利润变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

金属价量同比并无显著上升。2016 年上半年华泰股票池有色金属板块内 99 家上市公司共实现营业收入 4905.1 亿元, 同比微幅下降 1.4%。事实上, 不论是从价格还是从产量端, 2016 年上半年同比并无显著提高。据国家统计局数据显示, 2016 年上半年全国十种有色金属产量共 2512 万吨, 同比下降 0.57%, 而在价格方面, 除黄金和铅之外, 上半年价格均值同比亦无明显上升。

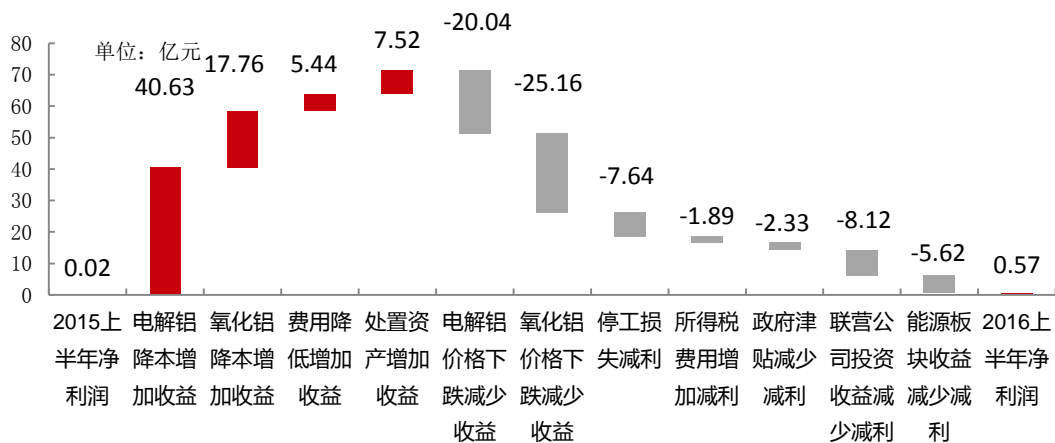
表格2: 主要金属价格及产量变化

品种	2015H		2016H		价格同比	产量同比
	价格(含税)	产量	价格(含税)	产量		
黄金	242.1 元/克	228.7 吨	256.8 元/克	229.1 吨	6.1%	0.2%
铅	12965.9 元/吨	191.6 万吨	13240.3 元/吨	197.0 万吨	2.1%	2.8%
原铝	12927.8 元/吨	1561.7 万吨	11674.7 元/吨	1532.0 万吨	-9.7%	-1.9%
锡	120885.6 元/吨	7.9 万吨	107161.8 元/吨	7.3 万吨	-11.4%	-7.0%
锌	16187.3 元/吨	305.8 万吨	14243.0 元/吨	303.0 万吨	-12.0%	-0.9%
铜	43311.4 元/吨	374.5 万吨	36245.0 元/吨	403.0 万吨	-16.3%	7.6%
氧化铝	2601.4 元/吨	2909.6 万吨	1847.0 元/吨	2863.0 万吨	-29.0%	-1.6%
镍	102748.3 元/吨	10.8 万吨	68402.1 元/吨	8.3 万吨	-33.4%	-23.4%

资料来源: 亚洲金属网, 上海黄金交易所, 华泰证券研究所

华泰股票池内有色企业总毛利上升, 同时营业收入却无增长, 暗示企业成本端有所下降。事实上由于原料价格相比去年仍处低位, 以及企业本身降本降耗的举措, 企业成本确有下降, 这一现象在电解铝行业尤为明显, 原料成本(氧化铝)和用电成本的同比下降是今年上半年业绩同比实现大幅增长的关键, 电耗以及人力成本的下降也起到一定效果, 从中国铝业的业绩表现中亦可窥斑见豹, 公司上半年实现净利润 5700 万, 同比增加 5500 万, 而其中因为降本降耗带来的收益增量即为 40.63 亿。

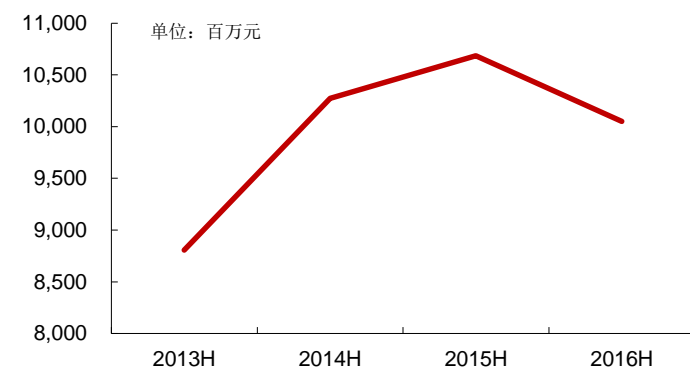
图3: 中国铝业净利润对比 (2015H VS 2016H)



资料来源: 中国铝业中报, 华泰证券研究所

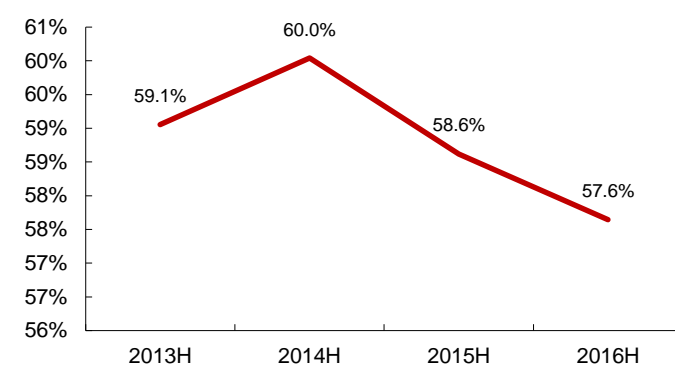
财务费用降低。有色企业普遍资产负债率较高, 因而财务费用较高, 2016 年上半年华泰股票池内有色企业整体的财务费用同比减少 5.9%, 这与债务和借款的兑付有关, 也与现金流改善进而借款规模有所下降有关, 后者一定程度上可认为是经营改善的二阶效果。未来经营端若能够持续改善, 财务费用则有望进一步下滑。

图4: 华泰股票池内有色板块整体财务费用变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图5: 华泰股票池内有色板块整体资产负债率变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

价格回暖助资产减值损失下降。过往由于金属价格持续下跌，企业针对性地计提了存货减值损失，今年上半年由于金属价格回暖，企业转回了部分存货跌价损失，资产减值损失相应有所减少。

表格3: 部分有色上市公司资产减值变动 (2015H VS 2016H, 单位: 百万元)

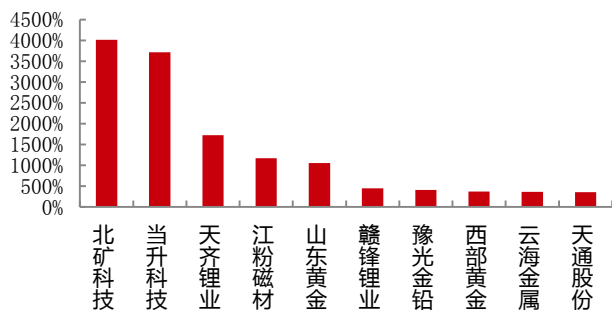
公司	2015H	2016H	变动量	变动原因
中国铝业	567.5	-100.8	-668.3	本期转回存货跌价准备以及收回部分已计提坏账的应收账款
云铝股份	29.1	-86.7	-115.8	本期产品单价较年初回升，转销存货跌价准备
铜陵有色	198.8	41.4	-157.4	计提存货跌价准备减少
洛阳钼业	167.4	21.5	-145.9	计提存货跌价准备减少，其他减值损失减少
株冶集团	121.5	12.9	-108.6	期末铅、锌等产品价格上涨，对应计提的存货减值准备减少
有色企业合计	2311.0	436.3	-1874.6	

资料来源: 华泰证券研究所

金属观金银锌铝，材料看锂电磁材

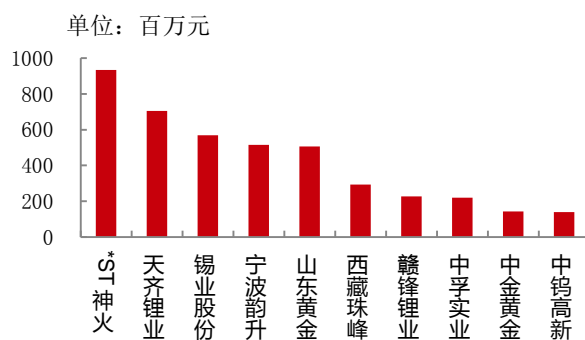
对华泰股票池有色金属板块内股票的业绩表现进行排名，同时考虑到基数影响等综合影响，**业绩表现较好的企业多集中于贵金属、铝、锂、磁材等板块。**从净利润同比增长（绝对值）来看，前十位的公司中有 2 家电解铝企业，2 家锂加工企业，2 家黄金企业，1 家铅锌企业，1 家锡业公司，1 家磁材公司和 1 家钨加工企业。

图6： 华泰股票池有色金属上半年净利同比增长率排序



资料来源：Wind，华泰证券研究所

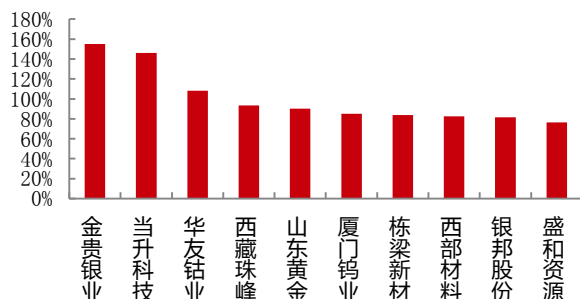
图7： 华泰股票池有色金属上半年净利同比增长排序



资料来源：Wind，华泰证券研究所

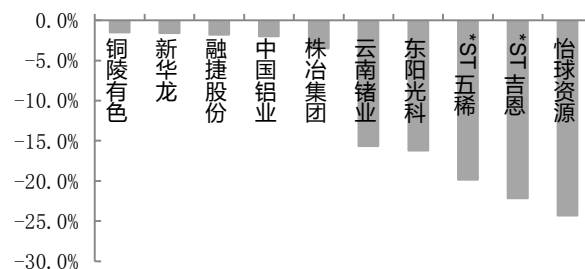
股价表现方面，涨幅居前的公司集中于贵金属、锂电、新材料、铝加工、稀土等板块。再结合业绩表现，我们认为贵金属、锂电、铝加工板块的股价已部分反应了业绩端的成长，而稀土、钴板块股价则已先于预期而动。展望未来，金属端方面，黄金、锌、铝的下半年业绩预计仍会保持较高的同比，从延续上而言，铝及下游加工的远景较好，逻辑在于行业本身的结构性改善以及下游产品的优化升级。新材料端，磁材的需求端仍能看到增量空间，相对看好。

图8： 华泰股票池有色金属上市公司涨幅排名（春节后至今）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图9： 华泰股票池有色金属上市公司跌幅排名（春节后至今）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

贵金属：金价推升业绩飙涨，加息踟蹰莫太悲观

贵金属是今年上半年业绩表现最好同时也是股价表现最好的有色品种之一。我国贵金属企业多集采掘、冶炼为一体，在成本、产量较为稳定的情况之下，黄金价格成为左右公司业绩以及股价的重要因素。由于下半年整体金价水平高于上半年更高于去年，贵金属企业下半年业绩或会更好，但这一预期目前已藉由金价变化反应于当前的股价之中。展望未来，鉴于美国经济仍缺乏稳定表现，联储9月加息基本落空，贵金属仍有阶段性行情，维持推荐。

实际业绩比纸面要好

全行业看，华泰股票池内贵金属板块2016年上半年总体实现营业收入978.7亿元，同比增长5.2%，实现归母净利润18.85亿，同比减少7.6%，但板块内公司实际业绩远比纸面上要好，主要是因为贵金属板块集中度较高，前三家公司（紫金矿业、山东黄金、中金黄金）的

营业收入和利润占比对整个板块影响较大，而紫金矿业今年上年由于套期保值和黄金租赁业务造成 11.76 亿元的亏损，公司本身主业经营情况较好，毛利增长了 12.5%。若抛去紫金矿业，贵金属板块整体实现归母净利润 12.7 亿元，同比增长 125%。

表格4： 华泰股票池贵金属板块归母净利润变动情况（单位：百万）

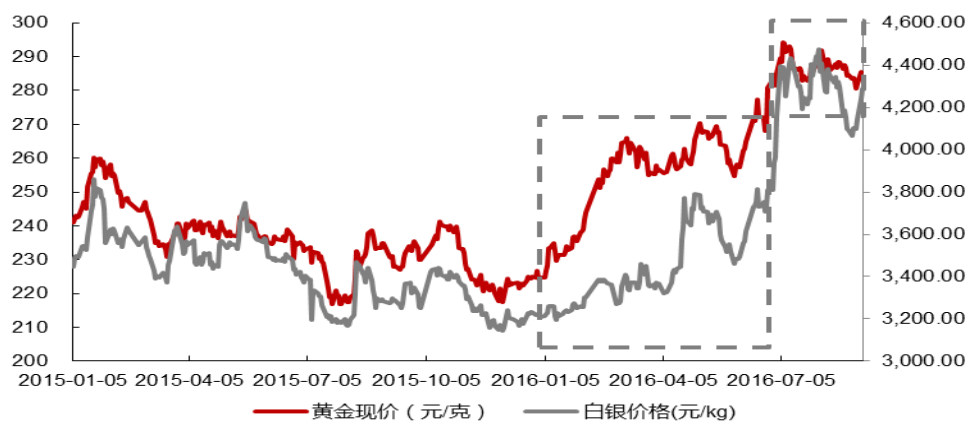
代码	公司	2015H	2016H	同比	原因分析
000975	银泰资源	80.7	88.6	10%	收入增长驱动业绩
002716	金贵银业	72.2	80.1	11%	收入增长驱动业绩
600459	贵研铂业	39.3	41.0	4%	收入增长驱动业绩
601899	紫金矿业	1341.2	538.3	-60%	毛利增长 12.5%，但套期保值和黄金租赁业务亏损 11.76 亿
600547	山东黄金	48.1	554.0	1052%	价量双升，营收大幅增长
600489	中金黄金	51.7	194.1	275%	冶炼厂搬迁影响营收，但金价上行助主营业务毛利率上升
601069	西部黄金	13.8	64.9	371%	收入增长驱动业绩
002155	湖南黄金	16.4	48.1	193%	收入上升，三费下降
600988	赤峰黄金	125.1	89.0	-29%	设备检修，产量下降；黄金租赁业务公允价值变动损失增加
002237	恒邦股份	116.6	111.2	-5%	营业收入增长，但公允价值变动收益减少较多
整体		1905.1	1809.2	-5%	
整体（去除紫金矿业）		564.0	1270.8	125%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

下半年业绩或更好

今年以来贵金属自低位一路上涨，黄金上半年均价达到 256.7 元/克，相比去年同期水平上涨 6.2%，且自 7 月之后仍在不断上涨。反观去年，黄金价格整体呈先高后低之态，这就意味着今年下半年黄金价格同比大幅上涨基本确定，事实上三季度以来黄金价格均值在 287 元/克左右，同比去年同期已有 25% 的涨幅，这一同比高价之下，下半年贵金属板块业绩继续保持高速增长成大概率事件。

图10： 贵金属价格走势



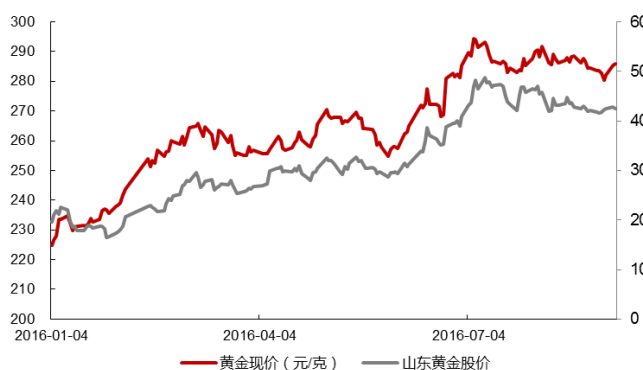
资料来源：上海黄金交易所，华泰证券研究所

估值：金价为纲，12 月之前勿需悲观

贵金属板块是上半年整个有色板块表现最好的板块，截止目前 Wind 贵金属指数上半年涨幅达 27.2%，龙头企业如山东黄金股价已然翻倍，区间内最大涨幅达 219.4%，而伴随着业绩的放量，2016 年 EPS 或达 0.9，估值则被消化到 50 倍之下。

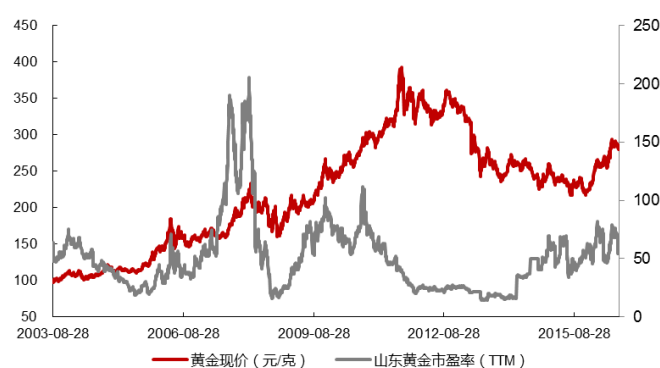
回顾历史，金价与黄金股估值存在较强相关性，估值的高点一般先于金价高点回落，或与之同时，这与股价对预期的敏感性更大有关。纵向比较，目前山东黄金 PE 与历史高点仍有一定距离，而美国 8 月非农就业不达预期，9 月加息预期落空，此时言估值之顶还为时尚早。但鉴于美联储前期释放的对美国经济形势的乐观言论，以及考虑到当下的预期管理框架，年内加息概率不低，大概率会是在 12 月，届时黄金价格或会受到一定冲击，而黄金股估值或在这一时点之前予以部分反应，但站在当下这一时点，我们依然对贵金属板块维持“推荐”评级。

图11： 2016 年山东黄金股价和黄金现价走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图12： 山东黄金市盈率和黄金价格历史走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

基本金属：需求亮点暂难觅，供给收缩予催化

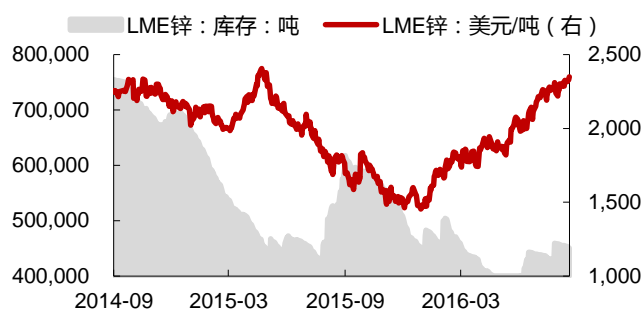
中国需求一直是影响基本金属供需结构的重要因素，自今年来我国宏观经济数据均有不同程度下滑，GDP 增速落入“6 区间”，固定资产投资下落到个位数增长，而权威人士对“L”型经济的判断以及政策端由货币转向财政等一系列政策动向也都似在昭示，未来需求难有较大改善，需将目光转移至供给侧的变化。基本金属中不同产品供给方面的变化是分化的，相对而言，锌、铝的供给侧已出现较为积极的变化，这一变化有望持续改善相关企业业绩以及催化股价。

铅锌：供给内因驱动，资源企业受益

精矿短缺催化，锌价持续上涨

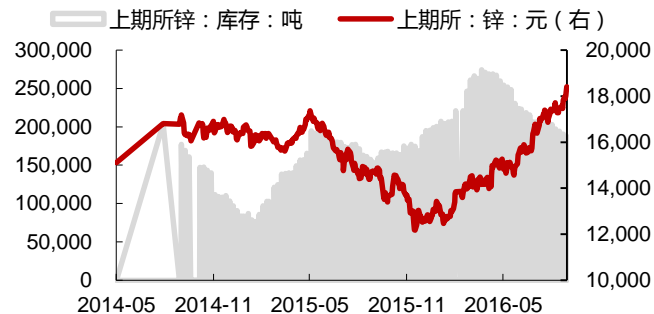
2016 年上半年，受全球锌精矿短缺预期影响，锌价持续走高。锌价区间涨幅达到 40% 左右，上半年 LME 锌现货平均价格为 1799 美元/吨，仍低于去年同期均价 2142 美元/吨。上半年铅金属价格波动较大，但价格与年初基本持平。上半年 LME 铅现货均价为 1732 美元/吨，低于去年同期 1881 美元/吨的平均价格。

图13: LME 锌价格及库存



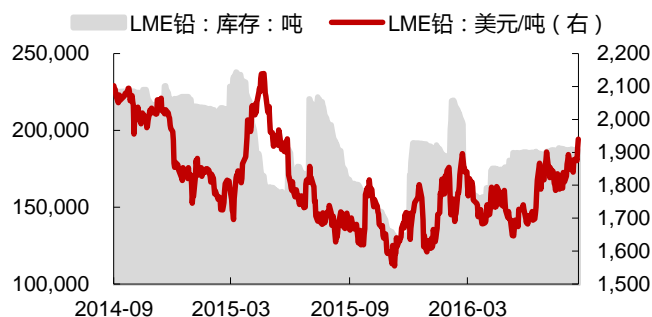
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图14: 上期所锌价格及库存



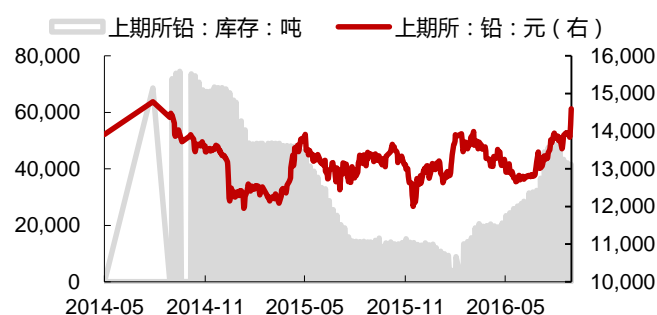
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图15: LME 铅价格及库存



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图16: 上期所铅价格及库存

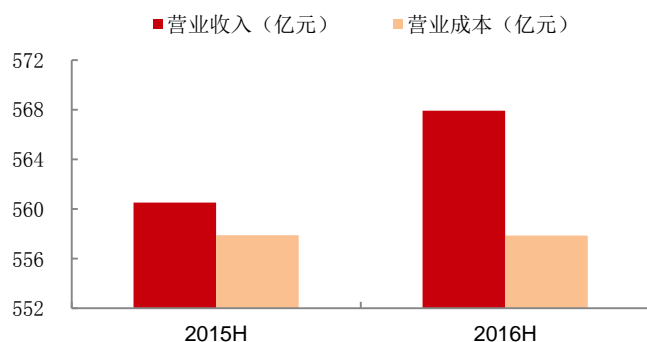


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利不及同期，环比持续改善

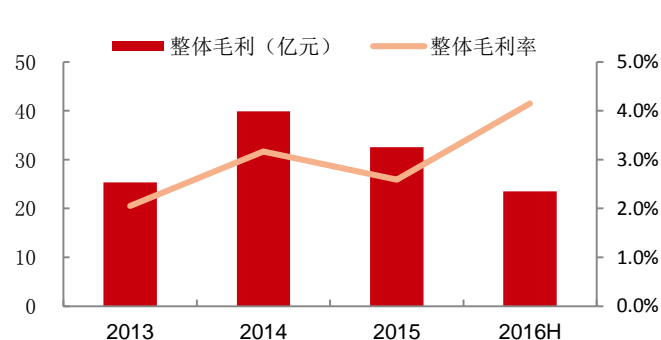
整体来看，上半年板块内公司营业收入总额为 567.9 亿元，同比增长 1.3%；营业成本总额 557.9 亿元，与上年同期持平。上半年板块内 14 家上市公司毛利总和为 23.47 亿元，同比增长 7.45 亿元；整体毛利率达到 4.2%，较 2015 年整体提高 1.6 个百分点。

图17: 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司整体营收和成本



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

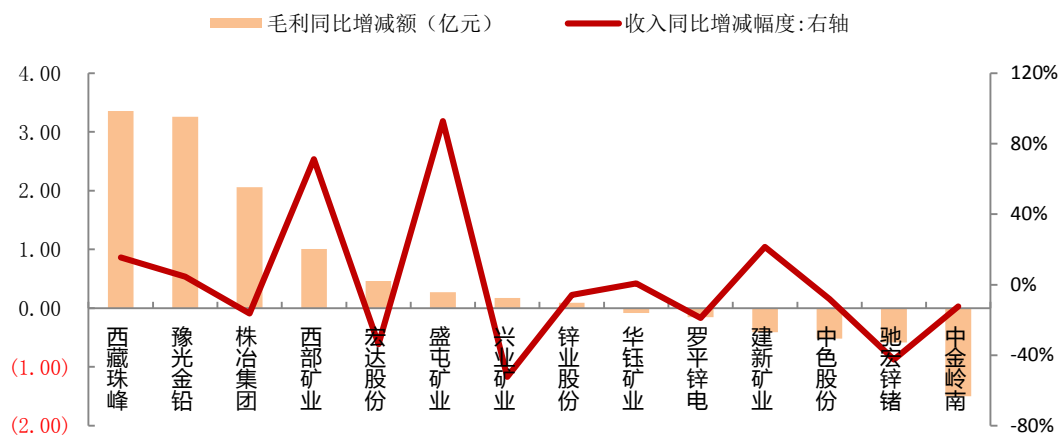
图18: 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司整体盈利情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

尽管整体毛利提升，但板块内大部分上市公司的盈利状况并没有明显改善，主要原因是期间铅锌的平均价格仍然低于去年同期值。华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司中，有 9 家上半年营业收入低于去年同期，其中以兴业矿业收入下降最多，跌幅达到 52.3%。

图19： 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司上半年收入及毛利增减



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2016 年上半年，铅锌板块上市公司归属于母公司股东的净利润涨跌不一，由于西藏珠峰于 2015 年实现资产重组，主营业务变更，因此净利润同比增长幅度较大，拉动整体板块净利润增长。剔除西藏珠峰来看，板块内大部分公司利润同比下降，主要由于产品销售价格下降以及金融工具投资损失等因素，少数企业利润上涨主要由于资产重组或其它业务的增长。

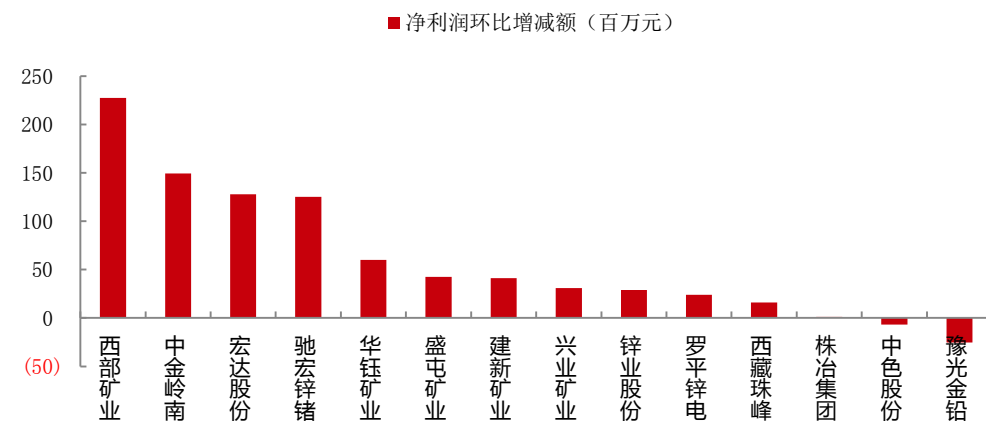
表格5： 华泰股票池铅锌板块 14 家企业净利润变化幅度及原因

证券代码	证券简称	类型	净利润总额 (百万元)				变动原因
			2015H	2016H	同比增减额	同比增减幅度	
600338	西藏珠峰	矿山	(29.68)	263.62	293.29	扭亏	资产重组，并购优质塔中矿业
601020	华钰矿业	矿山	74.10	48.17	(25.94)	-35.0%	拉屋矿山停产，铅锌销售均价低于同期
600711	盛屯矿业	矿山	36.02	54.12	18.09	50.2%	金属金融业务大同比幅增长
600331	宏达股份	矿山、冶炼	(0.57)	25.27	25.84	扭亏	铅锌销售均价低于去年同期
000426	兴业矿业	矿山、冶炼	20.22	23.41	3.19	15.8%	冶炼业务成本大幅下降
002114	罗平锌电	矿山、冶炼	(37.81)	(23.63)	14.19	-37.5%	公允价值变动净收益增加
000758	中色股份	矿山、冶炼	194.70	123.82	(70.88)	-36.4%	铅锌销售均价低于去年同期
000688	建新矿业	矿山、冶炼	95.03	61.31	(33.72)	-35.5%	铅锌销售均价低于去年同期，成本上升
601168	西部矿业	矿山、冶炼	41.63	30.69	(10.93)	-26.3%	铅锌销售均价低于去年同期
000060	中金岭南	矿山、冶炼	160.03	43.55	(116.48)	-72.8%	铅锌均价低于去年同期
600497	驰宏锌锗	矿山、冶炼	65.18	16.77	(48.41)	-74.3%	铅锌销售均价低于去年同期
000751	锌业股份	冶炼	47.53	56.58	9.04	19.0%	冶炼业务成本大幅下降
600531	豫光金铅	冶炼	7.06	35.88	28.83	408.6%	利息支出减少，财务费用下降
600961	株冶集团	冶炼	(109.39)	11.75	121.14	扭亏	各类税费同比下降
合计			564.1	771.3	207.24	36.7%	

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

尽管同比来看大部分企业业绩表现低于去年同期，但受到锌价格上涨和矿山生产季节性等因素影响，板块内大部分公司 2016 年二季度盈利情况较一季度出现较大改善，净利润同比提升，部分企业环比出现扭亏为盈。

图20： 华泰股票池内铅锌上市公司上半年净利润环比增减

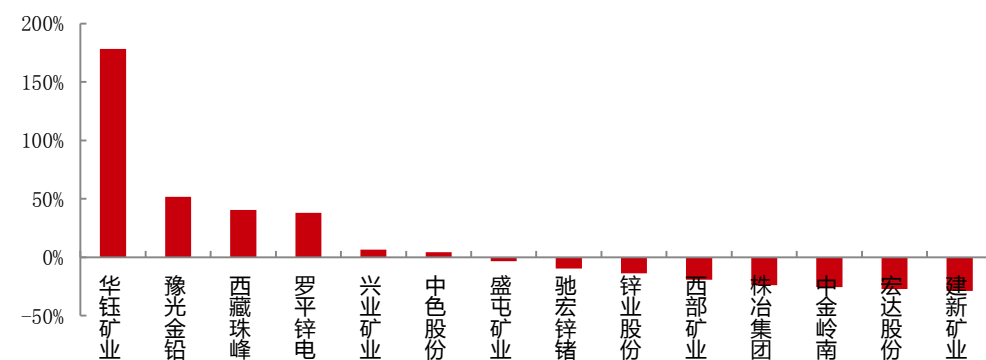


资料来源：Wind，华泰证券研究所

上半年股价下跌为主，后续行情升温可期

从市场表现来看，由于业绩等原因，上半年铅锌板块的个股以下跌为主，涨幅前五的铅锌板块上市公司股票为华钰矿业、豫光金铅、西藏珠峰、罗平锌电和兴业矿业，跌幅前五的上市公司股票为建新矿业、宏达股份、中金岭南、株冶集团和西部矿业。

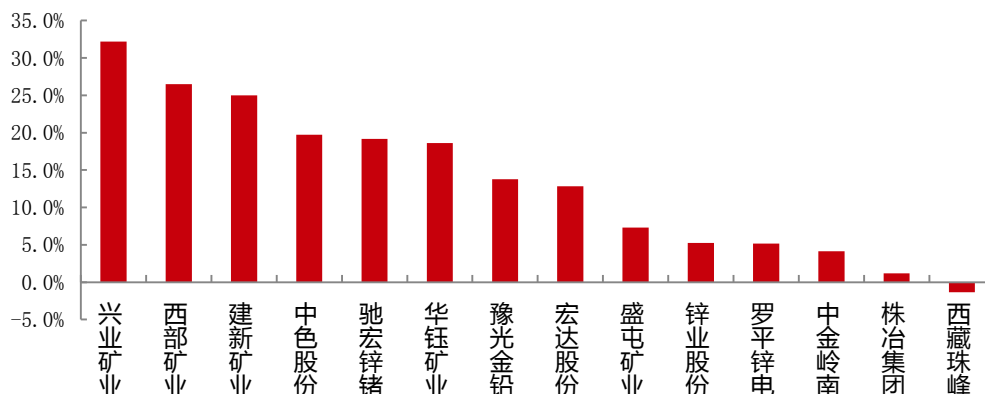
图21： 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司上半年股价涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

下半年以来，随着锌精矿供应短缺的逻辑逐渐清晰，并通过锌精矿加工费和进口量等数据得到印证，市场对于锌价上涨的信心进一步反映到股票市场上。7 月初以来，铅锌板块股价基本呈现上涨态势，较上半年表现有较大好转。

图22: 华泰股票池铅锌板块 14 家上市公司 7 月-8 月股价涨跌幅

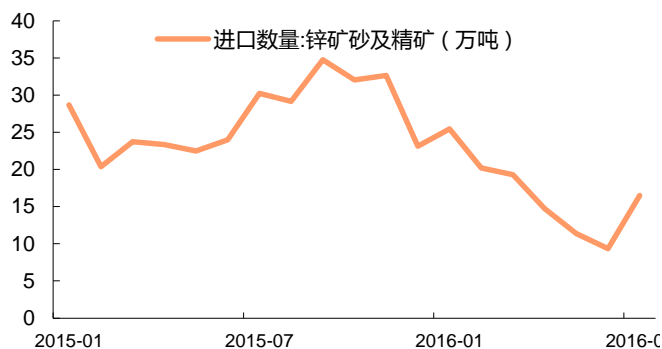


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

精矿短缺持续, 矿山企业受益

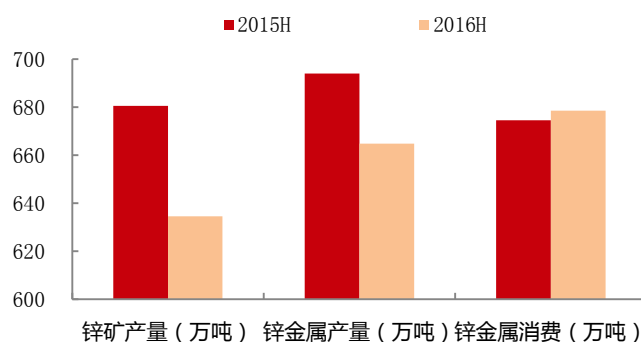
根据嘉能可上半年公布的数据, 澳大利亚地区实际锌产量较上年同期减少约 16 万吨, 公司全年计划生产锌约 109 万吨。国际铅锌研究小组公布数据, 上半年全球锌供需缺口达到 13.8 万吨, 2016 年内锌矿供应紧缺的现状仍将持续。从国内供应情况看, 上半年国内锌精矿及矿砂进口量共计 100.04 万吨, 同比下滑 29.5%, 澳大利亚和秘鲁等地的产量下滑对国内精矿供应影响较大。

图23: 国内锌矿进口数量



资料来源: 亚洲金属网, 华泰证券研究所

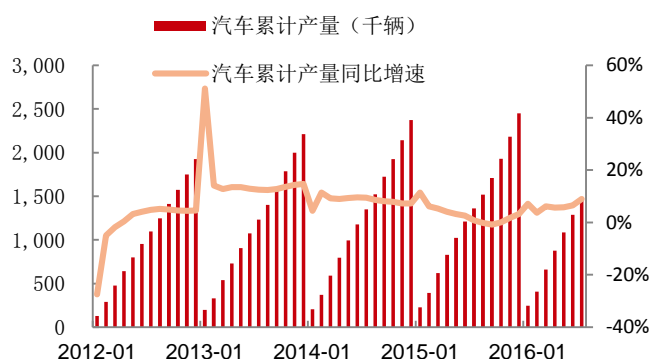
图24: 上半年锌产量与消费量



资料来源: ILZSG, 华泰证券研究所

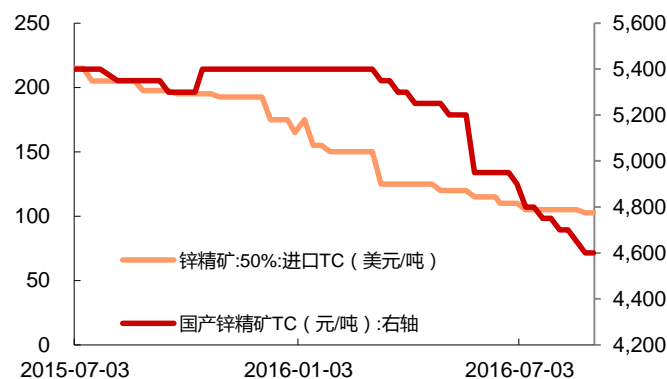
需求层面上, 全球 50% 以上的精炼锌应用在镀锌领域, 在地区分布上中国消费占全球比重较大。今年全年国内镀锌需求受到汽车、基建等行业增长的拉动, 整体来看消费将保持稳定的增速。在供应紧张的局面下, 锌精矿加工费持续走低。从年初到 7 月份, 国产锌精矿加工费已经下跌近 1000 元/吨, 在锌精矿和锌锭价格持续上涨的市场行情下, 拥有矿山资源的采选和冶炼企业将从中受益, 但下游单一加工企业的业务盈利将面临压力。

图25: 国内汽车产量及同比增速



资料来源: 中国汽车工业协会, 华泰证券研究所

图26: 锌精矿进口与国内加工费



资料来源: ILZSG, 华泰证券研究所

铝: 过去否极, 今日泰来

铝企业业绩改善毫无疑问是今年有色板块最大的亮点, 华泰有色股票池中有 20 家铝业公司, 2016 年上半年合计贡献净利润 20.73 亿元, 同比增长 221%。结构上来, 电解铝企业的盈利改善情况最好, 主要是受成本下降和铝价回暖双方面的影响, 铝加工企业的业绩表现则稍逊一些, 在下游需求在无明显好转的情况之下, 其实现增长的路径则多是靠产品结构升级。

表格6: 华泰股票池铝板块归母净利润变化 (2015H VS 2016H, 单位: 百万元)

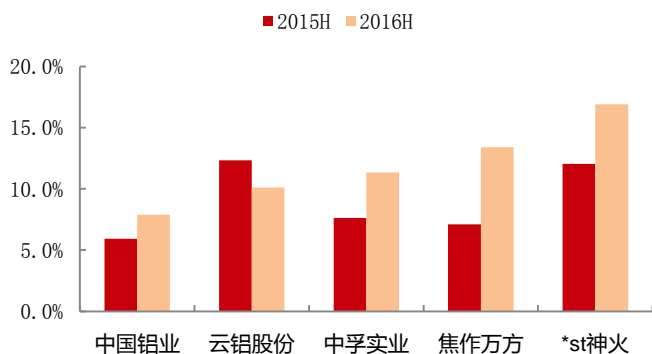
代码	公司	主要业务	2015H	2016H	同比增加	原因分析
601600	中国铝业	采选冶炼	27.6	57.4	29.9	降本降耗; 铝价回暖
000807	云铝股份	采选冶炼	-75.2	51.0	126.2	铝价回暖; 电价下降
600595	中孚实业	冶炼	-75.4	145.3	220.6	铝价回暖; 电价下降
000612	焦作万方	冶炼	48.3	91.6	43.3	铝价回暖; 电价下降
000933	*ST 神火	冶炼	-288.4	646.0	934.3	铝价回暖; 电价下降
002501	利源精制	加工	247.8	275.6	27.8	营收增长; 产品结构化调整带来毛利率提升
601388	怡球资源	加工	39.4	-11.9	-51.4	产销量减少; 汇率波动导致有价证券公允价值变动收益减少
002540	亚太科技	加工	139.2	144.1	4.8	产能释放; 产品结构优化
601677	明泰铝业	加工	94.7	135.6	40.8	产品结构优化, 毛利率提升
002160	常铝股份	加工	47.9	38.3	-9.6	医疗业务季节性因素
002333	罗普斯金	加工	97.8	145.3	47.6	毛利率提升, 非流动资产处置收益增加
600888	新疆众和	加工	27.6	20.3	-7.3	产量有所减少
002082	栋梁新材	加工	48.1	38.3	-9.8	营收下降
002578	闽发铝业	加工	15.1	6.9	-8.3	
002379	*ST 鲁丰	加工	-64.8	7.3	72.0	
600768	宁波富邦	加工	-18.4	-12.1	6.3	
300337	银邦股份	加工	-30.2	2.3	32.5	
300489	中飞股份	加工	16.0	10.9	-5.1	
600673	东阳光科	加工	49.4	35.6	-13.7	
600219	南山铝业	加工	298.3	245.4	-52.9	
整体			644.8	2,073.1	221%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

电解铝成最大亮点，行业结构性向好

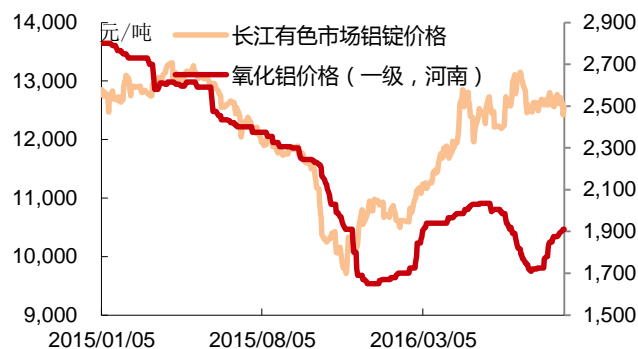
铝价反弹，成本不增。推动这轮铝企盈利的关键在于去年年末部分电解铝产能退出之后，铝价开始反弹，与此同时成本端涨幅却弱于铝价，盈利的区间持续拉大。根据百川资讯数据，2016 年 6 月中国电解铝完全成本按照运行产能加权平均值为 11269.7 元/吨，按此计算，6 月国内电解铝平均吨利润为 1163.8 元/吨，而亏损产能（完全成本大于 12500 元/吨）占运行产能的 12%弱。

图27： 电解铝上市公司毛利率变化



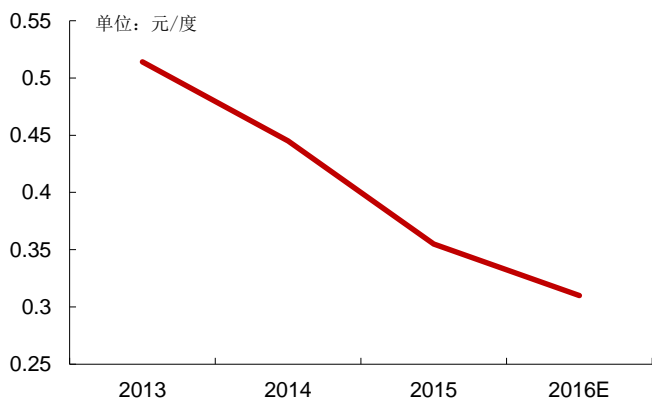
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图28： 氧化铝价格同比去年降幅较大



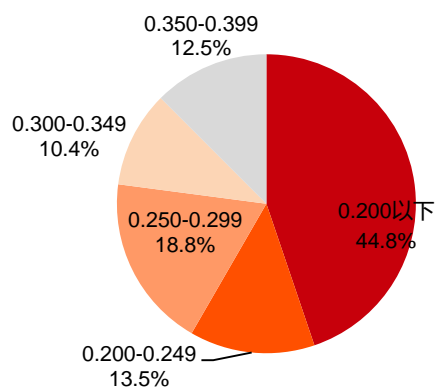
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图29： 云铝股份电力采购成本变动情况（元/度）



资料来源：云铝股份公告，华泰证券研究所

图30： 2016 年 6 月电解铝开工产能综合电价区间分布(元/度)

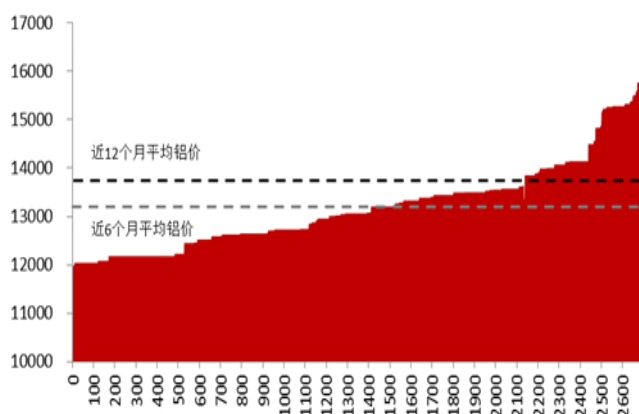


资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

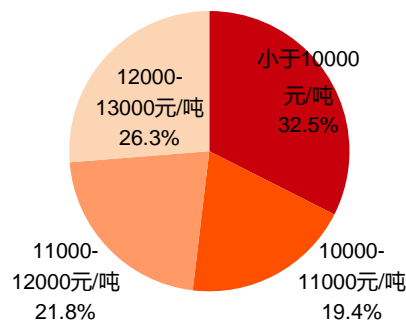
政策端遭“点名”，莫低估其影响。今年 6 月份，国务院办公厅印发了《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》，其中点名了电解铝的过剩问题，对此一是着重强调要加快退出过剩产能，二是要严控新增产能，三是明确提出了产能利用率需达到 80%以上的量化目标。从文件出台后市场的反应来看，市场对这一政策未来带来的实际执行效果并不那么乐观，而这一不乐观曾经也存在于煤炭、钢铁供给侧政策的看法之中，但最后煤炭、钢铁领域的供给侧进程远超市场预期。因此我们认为，同为产能过剩、供给侧改革重点着力的行业，市场仍需相信供给侧改革对电解铝的后续催化。

数据层面来看，上半年电解铝行业的结构性向好局面较为明显。首先是 2015 年关停产能 427 万吨，减产规模为近年最大，与 2008 年金融危机时期基本相当。其二，高成本产能退出之后，行业的产能成本构成趋于合理，相比之前业内动辄半数亏损的情况，现在情况有较大好

转。其三，复产产能屡屡低于市场预期，根据中铝网数据，今年上半年国内电解铝复产产能约 50 万吨，远低于此前市场预期的 100 万吨量级。根据卓创资讯最新数据，8 月电解铝运行产能 3380.5 万吨，加权平均生产成本 10664.75 元/吨，相比目前 12600 左右的铝锭价格有 1500 元的吨盈利。电解铝亏损产能为 115.5 万吨，亏损产能占比仅 3.42%，亏损比例之低恰是结构改善之最佳注脚。

图31： 2013 年末电解铝在产产能现金成本与铝价（元/吨）


资料来源：华泰证券研究所

图32： 2016 年 8 月电解铝产能成本分布图


资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

下半年铝价或走平，业绩仍持续增长

在这个时点往后看，我们认为电解铝企业业绩仍会持续增长，同比增长将扩大，环比则稳中有升。主要是去年铝价前高后低，尤其是进入第四季度铝价出现断崖式下降，今年则是前低后高，因此下半年业绩同比有较大增长问题不大。

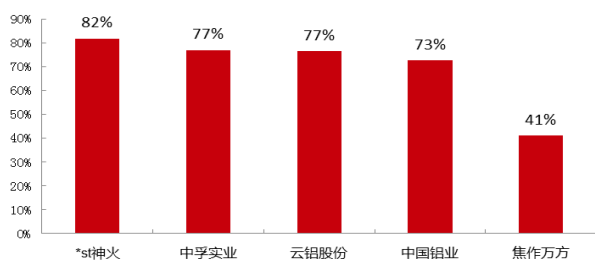
现在市场分歧在于，新增产能和复产产能陆续投放之后，以及动力煤价格持续业绩环比是否会有所下滑？我们认为不太会，理由有二，**首先铝价或有压力，但空间不大**。目前铝锭价格停留在 12500 元/吨左右，4 月末就已达至此高度，若此点位复产的经济利益较大，那近端时间我们应该能看到大量的复产产能，事实上，根据亚洲金属网数据截止 8 月初全国的复产产量约 83 万吨，相比 6 月新增复产量约在 20-30 万吨，量级并无显著放大，按此进度全年复产产能约在 112 万吨。新增方面，根据亚洲金属网预计，上半年有 105 万吨新增产能投建，下半年将会有 170 多万吨的新增产能投产，但考虑到政策端的管控，我们认为新增产能的释放进度难以大规模提速。

表格7： 2016 年新增产能详细数据（单位：万吨）

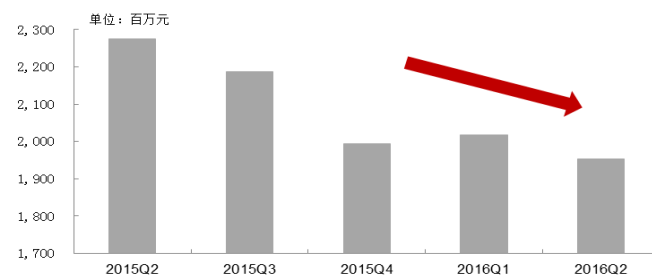
公司名称	现运行产能	2016 年计划新增产能	已投产产能	剩下产能投放时间
山东魏桥集团	580	80	60	陆续投放
山东信发集团	143	66	33	7 月
新疆天山铝业	120	20	0	9 月
新疆嘉润铝业	45	15	0	6 月底
山西华泽铝业	42	7	7	无
内蒙古锦联铝材	80	10	0	年底
新疆天龙矿业	15	10	0	9 月
内蒙古霍煤鸿骏铝业	81	5	0	10 月
广西百色铝业	5	10	5	陆续投放
广西苏源铝业	0	5	0	7 月
贵州登高铝业	0	5	0	7 月
辽宁忠旺集团	43	43	0	第四季度
总计	1154	276	105	

资料来源：亚洲金属网，华泰证券研究所

其次，现金流改善将有助于改善资本结构，进而削减财务费用。电解铝行业资产负债率普遍较高，进而财务费用较高。反过来这就意味着，即使铝价不涨，盈利会通过改善现金流进而改善债务进而削减财务费用的路径助力业绩继续回暖。

图33： 电解铝企业资产负债率普遍偏高

资料来源：Wind，华泰证券研究所

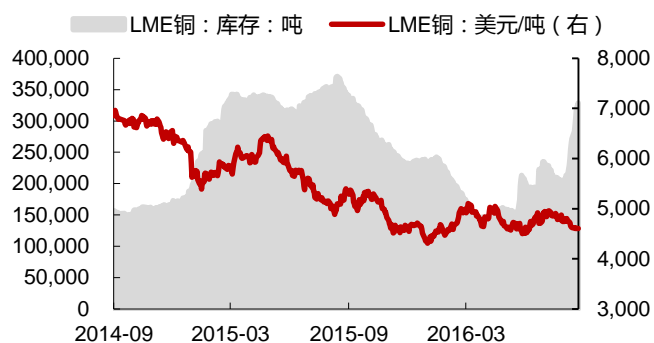
图34： 电解铝企业财务费用不断下行

资料来源：Wind，华泰证券研究所

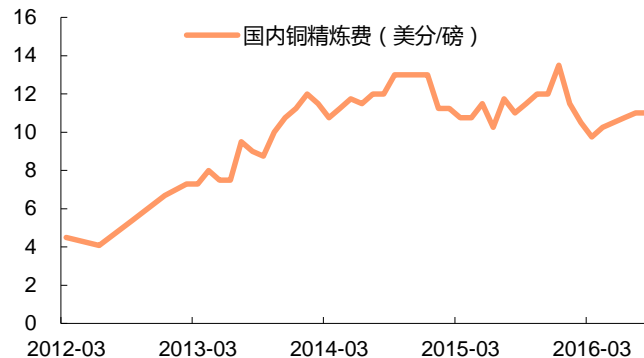
铜：价格低位徘徊，加工毛利企稳

汇兑费用拖累，整体利润下跌

2016 年上半年，国内外经济增长趋缓，大宗商品价格低位震荡，铜价进一步下滑，一度跌至近 7 年最低水平。2016 年 1 月至 6 月 LME 铜现货平均价格为 4700 美元/吨，较去年同期均价 5929 美元/吨大幅下跌。铜加工费自 2012 年以来持续增长，上半年维持在高水平震荡，下游加工企业经营情况较为稳定。

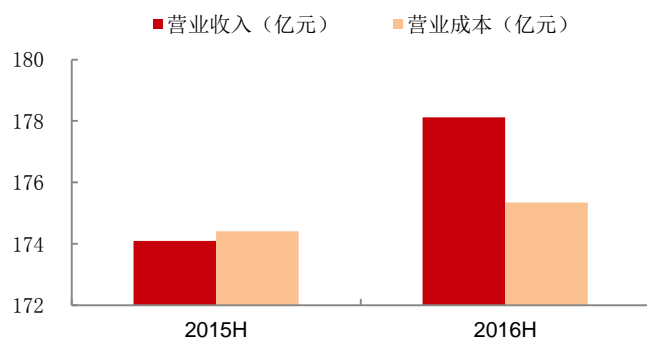
图35: LME 铜现货价格与库存数量

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

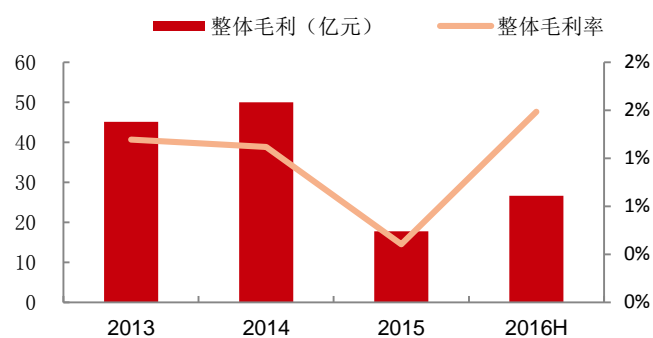
图36: 国内铜加工精炼费

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

整体来看，上半年板块内公司营业收入总额为 178.1 亿元，同比增长 2.3%；营业成本总额 175.3 亿元，同比增长 0.5%。上半年板块内 14 家上市公司毛利总和为 26.6 亿元，整体毛利率达到 1.6%，较 2015 年整体提高 1.1 个百分点。

图37: 华泰股票池铜板块 12 家上市公司整体营收和成本

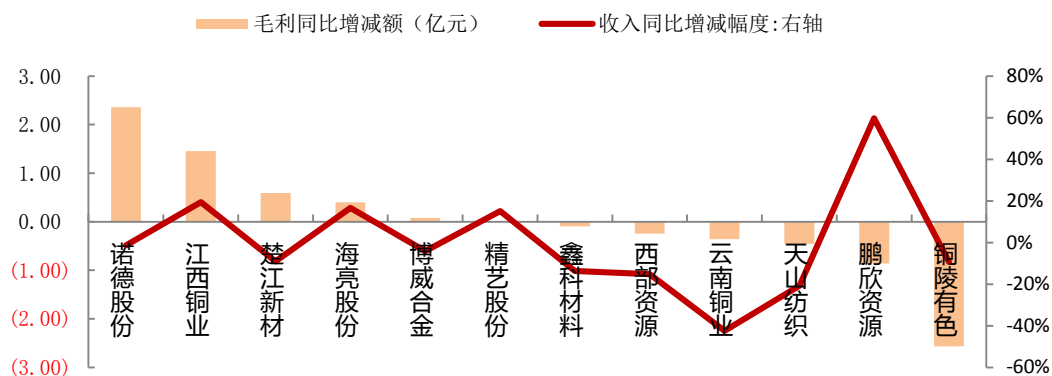
资料来源: win, 华泰证券研究所

图38: 华泰股票池铜板块 12 家上市公司整体盈利情况

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

华泰股票池内，铜相关业务的上市企业共有 12 家，上半年共有 4 家企业营业收入同比增长，涨幅最高的为精艺股份。共有 5 家企业毛利同比增长，增长值最高的为诺德股份，毛利同比下跌最多的公司是铜陵有色。

图39: 华泰股票池铜板块 12 家上市公司上半年收入及毛利增减



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

根据中报数据显示,上半年国内 12 家上市铜冶炼企业的归属上市公司净利润大部分同比下降,主因铜价长期处于多年低点震荡,拖累铜行业利润;部分公司利润下滑因上半年人民币汇率大幅波动造成财务损失,以及公司从事的金融业务带来的营业外损失。4 家企业净利润额同比增长,分别为楚江新材、博威合金、海亮股份和精艺股份。12 家企业的净利润总额同比减少 8150 万元,同比下降 23%。

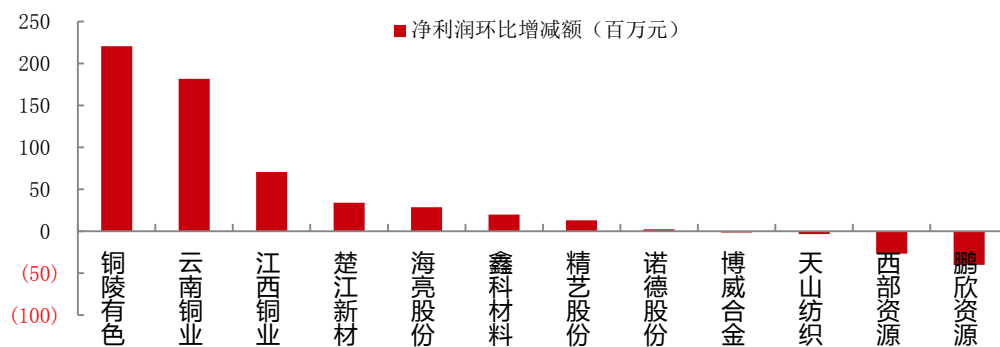
表格8: 华泰股票池铜板块 12 家上市企业归母净利润变化幅度及原因

证券代码	证券简称	类型	利润总额 (百万元)			变动原因
			2015H	2016H	同比增减额	
000813	天山纺织	铜	5.59	(22.14)	-27.7	转亏 铜产品销量和价格同比下降
600362	江西铜业	铜	896.36	473.38	-423.0	-47.2% 金融工具价值波动
000630	铜陵有色	铜	263.89	46.23	-217.7	-82.5% 利息支出和汇兑损失增加
000878	云南铜业	铜	15.60	10.72	-4.9	-31.3% 人民币贬值, 财务费用增加
600490	鹏欣资源	铜	44.78	18.91	-25.9	-57.8% 铜价下跌, 销售价格下降
600255	鑫科材料	铜	(34.15)	(59.53)	-25.4	74.3% 产品销售规模下降
600139	西部资源	铜	7.53	(115.81)	-123.3	转亏 其它业务收入同比下降
002171	楚江新材	铜板带材	36.90	78.98	42.1	114.1% 生产成本下降
600110	诺德股份	铜箔	35.71	19.78	-15.9	-44.6% 部分电缆生产线关停
601137	博威合金	铜材	37.35	49.25	11.9	31.9% 新材料产品销量增加
002203	海亮股份	铜加工	267.69	295.25	27.6	10.3% 主要产品销量增加
002295	精艺股份	铜加工	2.85	4.45	1.6	56.0% 产品销售增加
合计			353.9	272.4	-81.5	-23.0%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从环比来看，二季度铜板块内上市公司营业收入较一季度有所好转，除西部资源外，其余企业收入环比均为增长，板块整体收入总额环比增加 23.9 亿元，增长幅度为 30.9%。大部分企业归属于母公司股东净利环比有所提升，共有 8 家企业出现环比增长，板块整体净利润环比增加 6867 万元，增长幅度为 67.4%。

图40： 华泰股票池铜板块 12 家上市公司二季度净利润环比增减

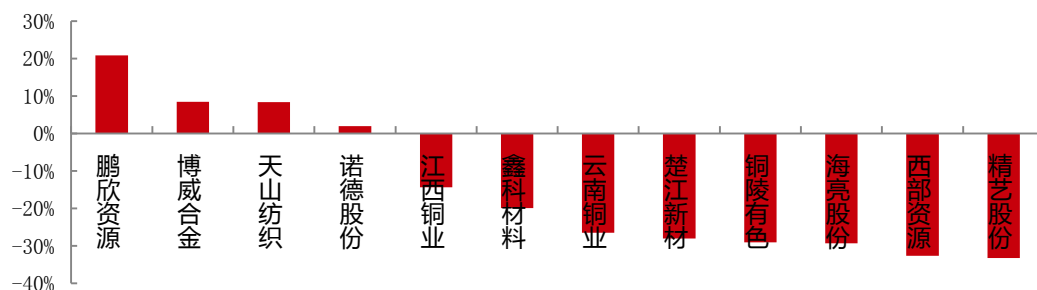


资料来源：Wind，华泰证券研究所

股价下跌为主，贬值压力持续

市场表现来看，上半年铜板块内上市公司股票以下跌为主，14 支股票中共有 4 支股票上涨，分别为鹏欣资源、博威合金、天山纺织和诺德股份，分别上涨 21%、8%、8%和 2%；下跌的股票有 8 支，跌幅最大的为精艺股份，下跌幅度为 33%。

图41： 华泰股票池铜板块 14 家上市公司上半年股价涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

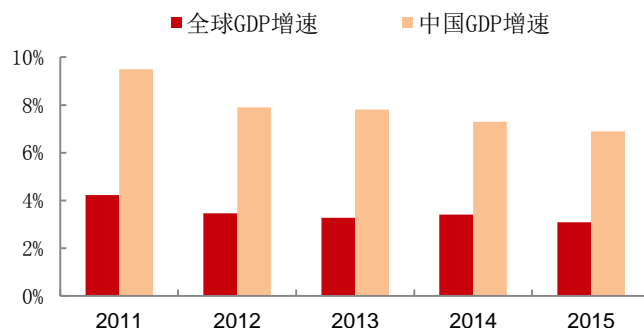
作为工业应用范围广泛的基本金属，铜价与宏观经济走势有密切关联，铜矿企业经营利润受到价格波动影响较大。而对于国内铜加工企业而言，由于大量铜矿原料需要从国外进口，人民币汇率持续下跌将造成公司汇兑成本增加，减少公司净利润。

图42: 美元兑人民币汇率变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图43: 全球与中国 GDP 同比增长速度



资料来源: 世界银行组织, 华泰证券研究所

小金属及新材料: 格局分化, 亮在锂和磁材

锂: 万千宠爱于一身, 该从宏观到细分

作为新能源汽车产业链最上游的环节之一, 锂板块一直备受市场关注。由于供需缺口的存在, 上半年锂价一路上涨, 电池级碳酸锂最高摸至 17 万元/吨, 均价同比去年涨幅超过 200%, 相关企业业绩飙涨几无悬念。进入下半年, 由于新增供给正逐步释放, 而新能源汽车产销略低预期, 供需缺口有所缩窄, 价格下行较快, 但细分领域氢氧化锂前景被看好, 市场关注焦点渐从宏观价格面转向细分领域。

锂价飙涨, 业绩向好无悬念

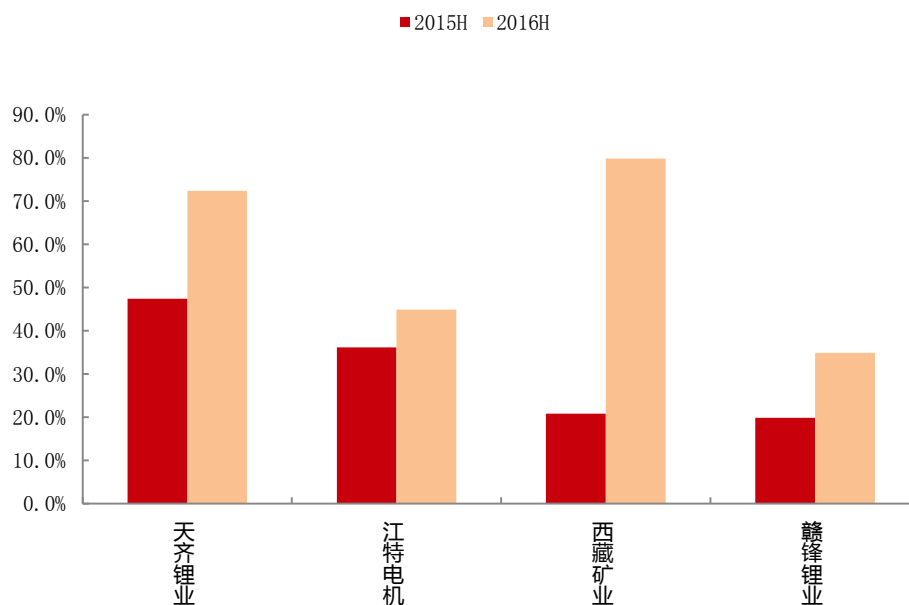
锂资源上游高度集中于四家寡头之手, 去年下半年在新能源汽车超预期增长的推动之下, 锂需求出现较大的边际增长, 在供给端因季节性收缩背景之下, 供需缺口被拉大, 价格随之出现大幅上涨。由于锂资源开发的特殊性, 这一缺口直到今年上半年也未能补上。锂价上涨对相关企业业绩提升是明显的, 资源类企业如天齐锂业受益与此自不必说, 主做锂盐加工如赣锋锂业也因为下游需求过旺因而能将上游涨价顺利传导至下游, 在毛利率不降的情况下, 大幅放大自身盈利。

表格9: 华泰股票池锂板块归母净利润 (2015H VS 2016H, 单位: 百万)

代码	公司	2015H	2016H	同比	原因分析
002466	天齐锂业	41.0	746.8	1722%	锂价上涨推升公司业绩
002460	赣锋锂业	51.0	278.2	445%	锂价上涨推升公司业绩
002176	江特电机	34.6	107.0	209%	并购增厚业绩
002192	融捷股份	-18.8	1.1	扭亏	锂电设备业务增长
000762	西藏矿业	11.3	10.6	-6%	锂业务向好, 但铬铜产品产量大幅下滑
整体		119.1	1,143.6	860%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图44： 华泰股票池锂板块部分相关上市公司锂业务毛利率变化

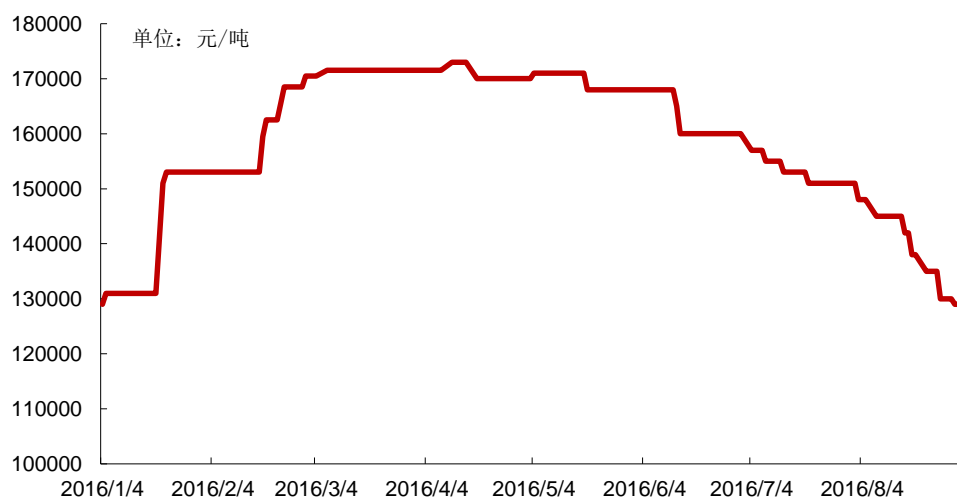


资料来源：Wind，华泰证券研究所

后涨价时代，细分锂盐渐成焦点

电池级碳酸锂价格自6月以来有所回落，主要是受供给侧新增产能影响所致。Orocobre 位于阿根廷的盐湖项目去年年末完成投产，年产能约 1.75 万吨，今年以来 Orocobre 产能爬坡进展较为顺利，第二季度实现碳酸锂生产 2971 万吨，公司预计 2016 年 11 月份将达到满产水平。此外银河资源位于澳大利亚的 Mt Cattlin 锂矿今年也开始复产，明年达产后将新增 1.9 万吨的供给，国内方面，资源企业如江特电机和蓝科锂业均有新增产能的释放。总体而言，下半年后供需缺口有逐步缩小之势，碳酸锂价格也自高位有所回落。

图45： 电池级碳酸锂价格下半年有所回落



资料来源：亚洲金属网，华泰证券研究所

表格10: 2016-2017 年主要矿山盐湖投产情况 (单位: 吨)

					产量预测	
公司	矿山盐湖	资源属性	新增产能（设计）	预计投产时间	2016 年	2017 年
国内						
赣锋锂业	河源锂辉石矿	锂辉石	6000	2016 年初	1500	4000
融捷股份	甲基卡	锂辉石	10000	2016 年 Q4	1000	3000
众和股份	党坝锂辉石矿	锂辉石	15000	2016 年初	3000	8000
江特电机	宜春矿	锂云母	6000	2016 年初	2000	4000
蓝科锂业	青海盐湖	盐湖	10000	2016 年初	3000	6000
国外						
银河资源	Cattlin	锂辉石	19000	2016 年 Q3	3000	8000
雅宝	La negra	盐湖	20000	2016 年初	8000	15000
赣锋锂业	Mt Marion	锂辉石	29000	2016 年 Q4	500	20000
Orocobre	Olaroz	盐湖	17500	2015 年末	8000	16000
年新增产量合计（吨）					30000	54000

资料来源: Orocobre 公告, 银河资源公告, 华泰证券研究所

市场普遍看好三元材料前景, 氢氧化锂成业内焦点。三元材料的理论能量密度能达到 170Wh/kg, 优于磷酸铁锂, 因而在乘用车领域和专用车领域, 三元材料更受欢迎, 渗透率逐步提高。作为全球最博眼球的电动汽车商, 特斯拉一直选用的是三元电池路径。今年 3 月 31 日, 特斯拉发布了旗下新车型 Model 3, 售价仅 3.5 万美金, 与此前的 Model s 和 Model X 相比, 这个价格已进入“寻常百姓家”, 甫一推出订单量就达到 37 万, 市场预计在特斯拉的推动之下, 新能源汽车的内生性需求将被释放, 三元路径的优势地位也将逐步确立, 而这将极大拉动对氢氧化锂原材料的需求, 因此自今年以来各大厂商也纷纷公布氢氧化锂扩产计划。

表格11: 今年来各大锂企的氢氧化锂项目扩产计划

公司	时间	事件
FMC	2016 年 5 月	公司计划在 2017-2019 年分三期新增 2 万吨氢氧化锂产能, 公司氢氧化锂总产能将扩至 3 万吨/年
赣锋锂业	2016 年 7 月	公司称拟以自有资金 3.02 亿元投资建设年产 2 万吨单水氢氧化锂项目
天齐锂业	2016 年 9 月	公司审议通过项目议案, 拟在澳洲投资建设年产 2.4 万吨电池级氢氧化锂项目

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

机会常有, 同时关注氢氧化锂投产进程。根据市场的一致预期, 天齐锂业 2016 年 PE 已被消化至 24 倍左右, 说明市场对其后续成长并不是太乐观, 隐隐有“见顶”之意, 主要隐含的预期就是对新供给的担忧以及对新能源汽车未来需求增量的不确定。尽管纸面上新增供给较多, 但回顾历史不难发现, 受制于锂资源开发的特殊性和电池级锂盐技术验证的苛刻, 供给端实际扩张情况往往不及计划预期, 因此仍需观察, 并不排除阶段性缺口的出现。同时, 近年来氢氧化锂作为锂电池基础原料的市场份额有较大提高, 越来越多的企业选择使用氢氧化锂制备三元材料, 且未来仍将呈现上升的趋势, 细分产品领域存较好投资机会, 锂盐加工龙头天齐锂业、赣锋锂业仍不缺后续催化因素。

电池材料：原材料价格波动，政策存在不确定性

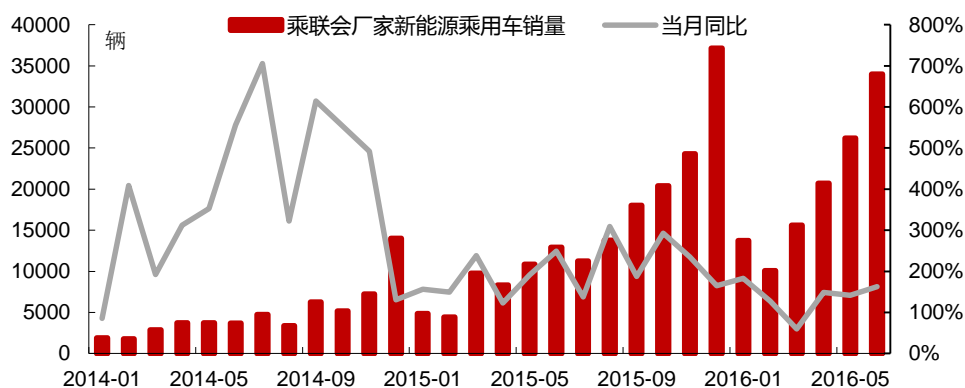
2015 年新能源汽车市场爆发，销售同比增加 2.4 倍，电池企业纷纷扩大产能以应对爆发的动力电池需求。然而受到部分补贴政策迟迟未出台的影响，2016 年上半年新能源汽车实际销售 19 万辆。尽管其中新能源乘用车销量同比增加 135.17%，离全年 70 万辆的计划推广量仍有一定差距。加之从去年 10 月起电池级碳酸锂价格持续上涨，今年上半年电池级碳酸锂价格从 10.5 万元/吨涨至 12.5 万元/吨，电池生产企业腹背受敌。6 月以来电池级碳酸锂价格持续下降，如果今年四季度新能源汽车补贴政策落实，则可能出现一轮电池及电池材料的消费旺季，给公司业绩进一步改善带来可能。

新能源汽车销量倍增略低预期，动力锂电市场空间广阔

2015 年，中国新能源汽车产业取得突破性进展，据中国汽车工业协会数据显示，新能源汽车生产 340,471 辆，销售 331,092 辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍。其中纯电动汽车产销分别完成 254,633 辆和 247,482 辆，同比分别增长 4.2 倍和 4.5 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 85,838 辆和 83,610 辆，同比增长 1.9 倍和 1.8 倍；纯电动商用车产销分别完成 102,461 辆和 100,763 辆，同比分别增长 10.4 倍和 10.6 倍。

2016 年上半年乘用车销量同比增加 135.17%。2016 年发改委计划推广新能源汽车 70 万辆，同比增长一倍以上，但年初“骗补”风波迟迟未平，地方新能源补贴具体措施迟迟未能落实，导致 1-7 月实际销量 19 万辆，尽管单月同比仍基本保持了 150% 以上的增速，但四季度新能源汽车推广压力仍很大。考虑到 2015 年新能源汽车单月销量并不均匀分布，尤其第四季度出现“抢装”现象，销量激增，且新能源汽车销量受政策影响较大，而今年具体政策迟迟未能落实，2016 年第四季度新能源汽车销量仍有可能大幅增长，但增幅可能会不及预期。

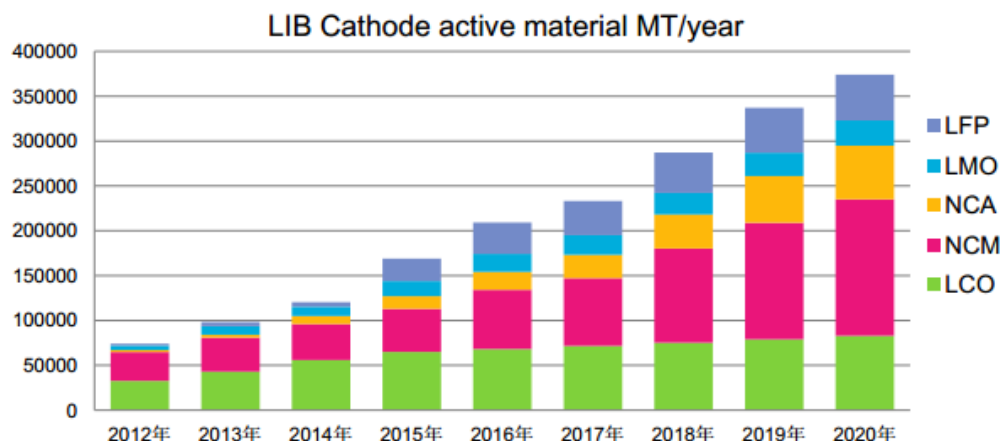
图46： 2014 年至 2016 年新能源乘用车销量



资料来源：乘联会，华泰证券研究所

动力锂电池市场空间巨大。国内新能源汽车产业的快速发展，造就了锂电池巨大的需求。据统计，2014 年国内正极材料的产量在 7 万吨，产值约 110 亿，全球总产量约 12 万吨，2015 年正极材料出货量超过 15 万吨。目前仍市场上然以钴酸锂（LCO）和多元材料（NCM）为主，约占市场比例 70%，得益于车用市场的快速发展，近两年磷酸铁锂（LFP）增长速度较快，后续 NCM、镍钴铝（NCA）将有较大的增长幅度。预计未来 3~5 年，锂电正极材料市场仍将保持稳定增长，尤其是多元材料体系（NCM+NCA），到 2020 年将占市场总量的 60%。

图47： 2012-2020 年正极材料销量统计

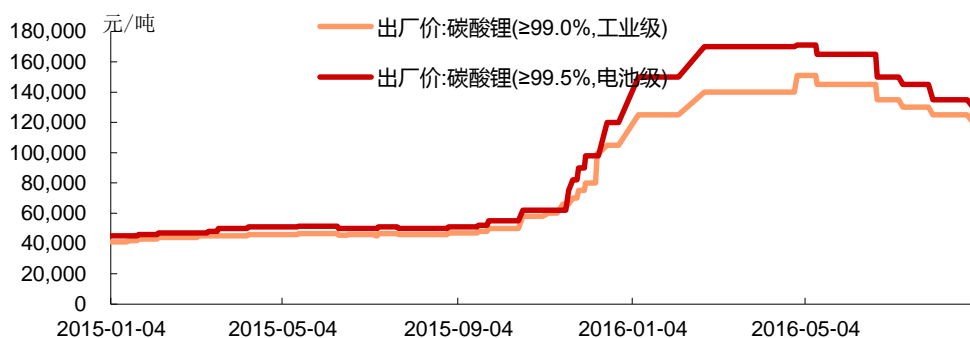


资料来源：日本 B3 公司 2015 年市场报告，华泰证券研究所

电池材料结构性过剩，企业经营状况各异

电池企业上半年经营略感压力。锂电池，尤其是动力电池市场确定性的快速增长使得动力电池生产企业也在全力以赴加速扩产步伐。然而上半年先是碳酸锂价格快速增长，继而销售量迟迟未达预期，在各方极力扩产的情况下销售价格承压，导致电池企业生产经营腹背受敌，上半年需求向好的情况下仍有不小的经营压力。

图48： 2015 年至 2016 年碳酸锂价格走势



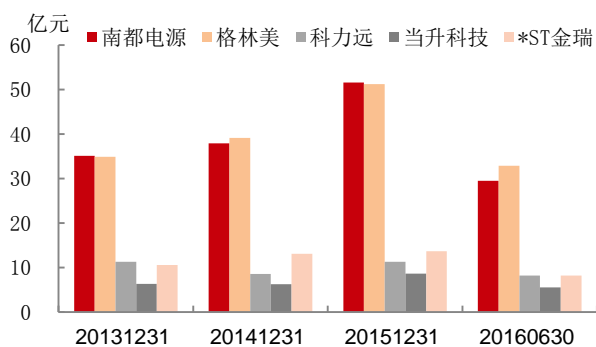
资料来源：Wind，华泰证券研究所

华泰股票池电池材料板块有 5 支股票，其中南都电源主营阀控密封电池产品、再生铅产品和锂电产品；格林美主营包括四氧化三钴和三元材料在内的电池材料、电子废弃物循环再造及超细钴镍粉体等；科力远主营电池产品、贸易及镍矿产品；当升科技主营正极材料、负极材料和智能设备；*st 金瑞主营电解锰、锂电正极材料并拟注入金融资产短期内改善业绩。

从 2016 年上半年公司的营业收入和销售毛利率对比看来，南都电源和格林美的业务品种相对较多，体量大，销售毛利率相对稳定；科力远营业收入和销售毛利率持续下滑；当升科技由于具备技术优势，动力三元材料在 2015 年以后持续放量，产品结构向好，营业收入和销

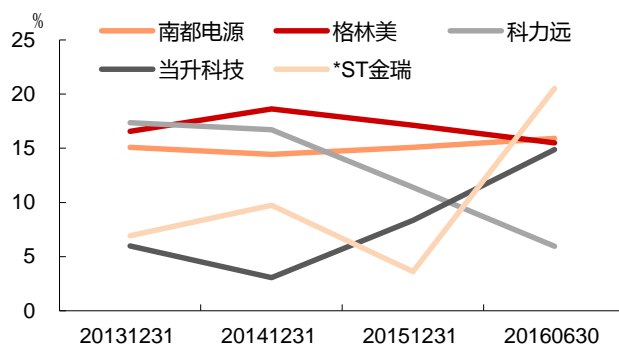
售毛利率都得到显著改善；*st 金瑞则在进行业务调整。

图49： 华泰股票池电池材料板块 5 家上市公司营业收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图50： 华泰股票池电池材料板块 5 家上市公司销售毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

表格12： 华泰股票池电池材料板块 4 家上市公司净利润变化幅度及原因

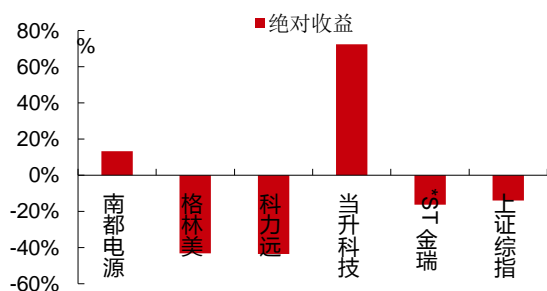
证券代码	证券简称	类型	利润总额 (百万元)				变动原因
			2015H	2016H	同比增减	同比增减幅度	
300068	南都电源	后备、动力、储能电源	80.34	153.86	73.53	91.5%	控股子公司纳入合并报表，动力锂电池业务大幅增长
002340	格林美	废弃资源综合利用	132.00	171.90	39.90	30.2%	产能全面释放
600478	科力远	动力电池+系统总成	(35.65)	(64.48)	(28.83)		费用上涨幅度高于收入
300073	当升科技	正极材料+智能制造	0.96	36.53	35.57	3715.8%	三元正极材料放量

资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值从主题向业绩倾斜，绩优股价格回调显示投资机会

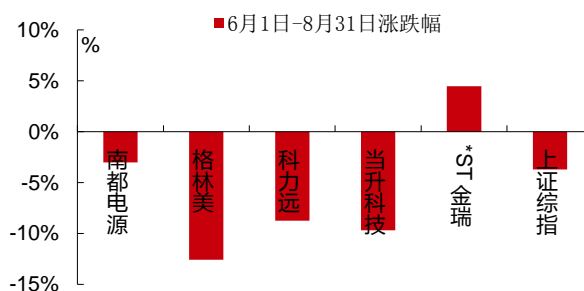
从市场表现看，以 2016 年年初第一周标的的收盘价均价和 6 月末最后一周收盘价均价计，上半年当升科技受益于三元材料放量、南都电源受益于非定向增发，而获得绝对收益；另外三支股票价格悉数下跌。而 6-8 月*st 金瑞宣布重组方案，股价补涨；当升科技基本面继续改善，受大盘影响股价回调。

图51： 华泰股票池电池材料板块 5 家上市公司上半年股价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图52： 华泰股票池电池材料板块 5 家上市公司 6-8 月股票价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所

磁性材料：稀土价格波动，磁材企业盈利改善

2016 年上半年稀土价格下降幅度明显放缓，甚至一度出现持续小幅反弹，但反转未成形。资源型企业继续亏损，短期的价格反弹使得以利润率定价的磁材企业受益，普遍盈利改善。股价方面，收储及打黑政策预期支撑稀土价格反弹预期，资源型企业股价涨幅大于加工类企业，然而随着几次收储流标，市场信心受挫，板块股价下跌。下半年随着涨价逻辑的削弱，业绩估值再次回归，磁材部分新兴应用领域如新能源汽车和智能制造电机具有较高的业绩增量，关注涉猎这些领域的磁性材料企业。

稀土价格底部反转未成趋势，资源企业亏损加工企业盈利改善

稀土价格底部徘徊，下跌空间有限。经历了 2012 年以来的连续且持续的下跌，稀土价格目前已经处于周期底部，甚至已经低于部分正规生产的稀土企业的平均成本线。与 2015 年同期相比，2016 年上半年稀土的价格下跌趋势明显放缓，BOCE 稀土镨钕现货结算价格连续近 5 个月波动区间不到 5%。

收储及打黑政策支撑稀土价格反弹。受到国务院收储决心加强、打黑力度加大等利好消息的影响，4 月以后稀土价格出现一波持续强势反弹，磁性材料主要原料稀土氧化镨在 BOCE 的现货结算价在一个月内价格上涨超过 10%，在但随后由于收储的几次流标，市场信心受到打击，稀土价格再次向下。

图53： 2015 年至 2016 年稀土市场价格走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

磁性材料板块我们重点跟踪了 13 支股票，其中 10 支主营磁性材料，3 支主营稀土资源。在 10 支磁性材料生产企业囊括了烧结钕铁硼业务、粘结钕铁硼业务、铁氧体业务以及下游的伺服电机、驱动电机等业务。

磁材行业上半年整体产能过剩，企业通过改善自身经营，维持收入稳定。磁性材料是电能和机械能转化的关键材料，应用在消费电子、风力发电、汽车、空调、电梯、工业及智能机器人等方方面面，增速与宏观经济息息相关。2016 年上半年传统硬盘、光盘等领域配套 VCM 产品需求继续下降，而新兴的新能源、汽车电子、工业自动化、云计算服务器等配套的磁性材料需求继续增加，给磁性材料企业带来了新的利润增长点。企业钕铁硼业务经营收入稳定，部分企业通过拓展产业链及发展其他业务，总营业收入大幅增长。磁材体量最大的企业中科三环受 VCM 等传统市场需求低迷的影响营业收入小幅下降；安泰科技受高品质特钢业务拖累，收入下降，磁材业务收入同比增长约 6%；江粉磁材由于收购项 2015 年第三季度并入帝晶科技、2016 年第二季度并入东方亮彩，营业收入同比大幅增长 155.5%；英洛华由于

2016 年 5 月发行股份购买赣州市东磁稀土有限公司 100% 股权、浙江横店英洛华进出口有限公司 100% 股权，营业收入同比增加 155.1%。

稀土价格下行，资源型企业经营压力仍在。尽管稀土价格出现一波反弹，但均价同比仍下调明显。2016 年第一季度 BOCE 稀土镨钕平均现货结算价同比下降 14.09%、稀土氧化镨平均现货结算价格同比下降 28.89%；第二季度稀土镨钕价格同比下降 5.39%，氧化镨价格同比下降 20.39%，盛和资源、*ST 五稀在 2016 年上半年的收入同比下滑幅度较大。

表格13： 华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司营业收入、营业成本

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）				营业成本（亿元）				收入较成本增速
		2015H	2016H	同比增减额	同比增减幅度	2015H	2016H	同比增减额	同比增减幅度	
000970	中科三环	17.3	16.7	-0.6	-3.6%	15.4	14.5	-1.0	-6.3%	大于
600366	宁波韵升	7.1	7.5	0.4	5.4%	6.4	6.8	0.4	6.6%	小于
300224	正海磁材	6.2	7.2	1.0	16.7%	5.2	6.6	1.5	28.7%	小于
000795	英洛华	3.0	7.7	4.7	155.1%	3.4	7.6	4.2	120.6%	大于
300127	银河磁体	1.8	1.9	0.1	8.1%	1.4	1.4	0.0	1.9%	大于
000969	安泰科技	19.7	19.2	-0.4	-2.3%	19.5	18.8	-0.8	-4.0%	大于
600330	天通股份	6.4	8.2	1.8	28.3%	6.4	7.5	1.1	17.8%	大于
002056	横店东磁	18.0	23.6	5.5	30.8%	16.5	21.4	5.0	30.2%	大于
002600	江粉磁材	16.2	41.3	25.1	155.5%	16.2	40.4	24.2	149.8%	大于
600980	北矿科技	1.0	1.4	0.4	41.8%	1.0	1.3	0.3	27.3%	大于
600259	广晟有色	14.1	13.2	-0.9	-6.7%	14.9	14.5	-0.5	-3.1%	小于
600392	盛和资源	5.4	4.0	-1.4	-26.3%	5.2	4.2	-1.0	-18.4%	小于
000831	*ST 五稀	3.3	0.8	-2.4	-74.6%	3.2	1.2	-1.9	-60.8%	小于

资料来源：Wind，华泰证券研究所

稀土企业亏损，磁材企业盈利改善。上半年稀土价格仍在低点，资源型企业如广晟有色、盛和资源及*ST 五稀的利润总额都出现了不同程度的下滑。上半年钕铁硼售价基本保持稳定，企业的钕铁硼业务受稀土价格短期快速反弹和长期均价下跌的双重影响，销售毛利率得到显著改善，故而利润总额以上升为主。利润总额增幅在 15%-50% 之间的企业大多进行了产品结构调整，增加了高利润率的产品产量占比；利润总额增速在 50% 以上的多为其他主营业务利润大幅增加，或者报告期内有新收购的资产并表。

表格14： 华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司净利润变化幅度及原因

证券代码	证券简称	类型	利润总额（百万元）				变动原因
			2015H	2016H	同比增减额	同比增减幅度	
000970	中科三环	钕铁硼	131.92	152.64	20.72	15.7%	产品结构调整
600366	宁波韵升	钕铁硼+伺服电机	227.39	742.21	514.83	226.4%	非经常性股权投资收益
300224	正海磁材	钕铁硼+驱动电机	95.69	72.89	(22.80)	-23.8%	驱动电机业务利润下滑
000795	英洛华	钕铁硼+智能电机	(45.77)	22.48	68.26	-149.1%	产品结构调整及增发
300127	银河磁体	粘结钕铁硼	36.81	52.55	15.74	42.8%	汽车用磁材占比大幅提高
000969	安泰科技	磁材+金刚石+其他	14.18	12.98	(1.20)	-8.5%	高品质特钢业务利润下滑
600330	天通股份	磁性材料	20.50	92.94	72.44	353.3%	电子部品制造及蓝宝石产业利润增加
002056	横店东磁	铁氧体	148.17	206.83	58.66	39.6%	太阳能光伏产业利润增长
002600	江粉磁材	铁氧体	4.06	51.56	47.49	1168.4%	收购资产并表

证券代码	证券简称	类型	利润总额（百万元）				变动原因
			2015H	2016H	同比增减额	同比增减幅度	
600980	北矿科技	铁氧体	0.30	12.44	12.14	4009.1%	收购资产并表
600259	广晟有色	稀土	(35.00)	(100.90)	(65.90)	N/A	稀土价格下滑
600392	盛和资源	稀土	21.95	(23.09)	(45.04)	-205.2%	稀土价格下滑
000831	*ST 五稀	稀土	1.46	(36.08)	(37.53)	-2575.4%	稀土价格下滑

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

从环比来看，二季度磁性材料板块内上市公司业绩较一季度有所好转。受益于二季度稀土价格小幅反弹，二季度稀土资源企业盈利状况得到改善，广晟有色、盛和资源的亏损都得以减少；磁材企业中中科三环、银河磁体这两家主营业务较为单一的磁材企业的净利润改善也均在 30% 以上。

表格15： 华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司二季度营业收入和利润环比变化

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）				归属于母公司股东净利润（百万元）			
		2016S1	2016S2	环比增减额	环比增减幅度	2016S1	2016S2	环比增减额	环比增减幅度
000970	中科三环	7.9	8.8	0.9	11.3%	62.58	90.06	27.48	44%
600366	宁波韵升	3.4	4.1	0.6	18.4%	631.54	110.67	(520.87)	-82%
300224	正海磁材	3.4	3.9	0.5	15.3%	31.79	41.11	9.32	29%
000795	英洛华	2.6	5.1	2.6	99.0%	7.02	15.46	8.44	120%
300127	银河磁体	0.9	1.0	0.1	10.4%	22.47	30.08	7.61	34%
000969	安泰科技	9.3	9.9	0.5	5.8%	15.67	(2.70)	(18.37)	-117%
600330	天通股份	4.3	3.9	-0.4	-9.0%	50.06	42.89	(7.17)	-14%
002056	横店东磁	11.1	12.4	1.3	12.1%	95.48	111.35	15.88	17%
002600	江粉磁材	15.9	25.3	9.4	58.9%	7.43	44.13	36.70	494%
600980	北矿科技	0.7	0.7	0.0	6.6%	5.73	6.71	0.97	17%
600259	广晟有色	5.1	8.0	2.9	56.8%	(65.54)	(35.36)	30.19	46%
600392	盛和资源	1.4	2.6	1.1	80.0%	(15.18)	(7.91)	7.27	48%
000831	*ST 五稀	0.6	0.2	-0.4	-66.3%	(15.47)	(20.60)	(5.13)	33%

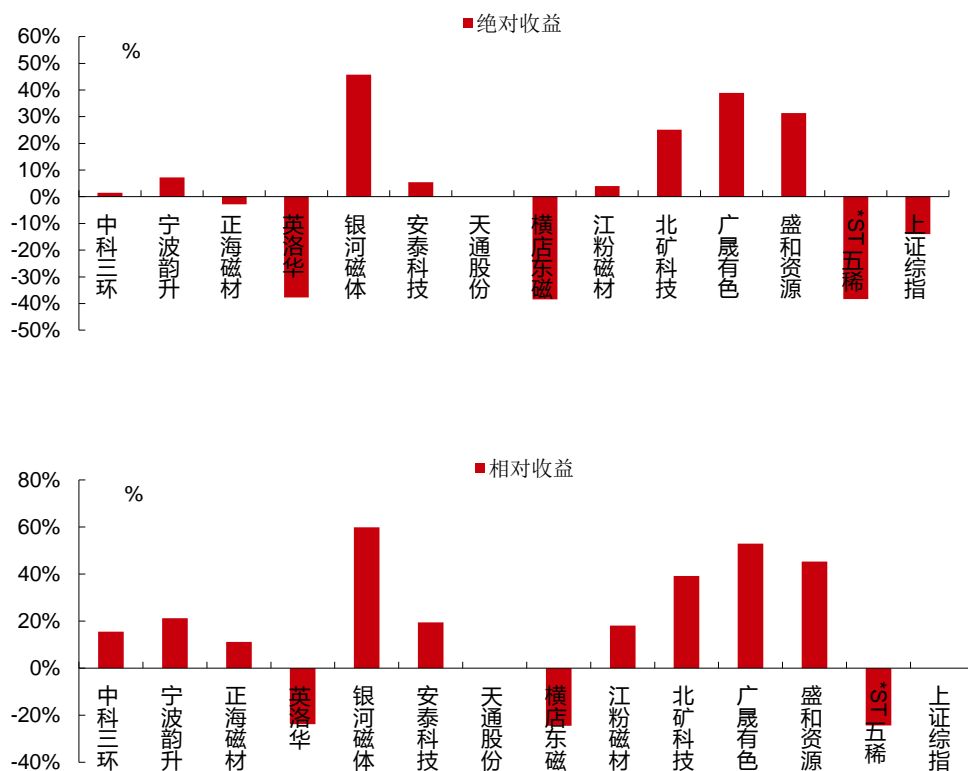
资料来源：WIND，华泰证券研究所

稀土企业股价超额收益超过磁材企业

从市场表现看，以 2016 年年初第一周标的的收盘价均价和 6 月末最后一周收盘价均价计，上半年磁性材料企业以上涨为主，除去业务重组中的英洛华、连续亏损的*ST 五稀、筹划向公司股东定向增发的正海磁材以及月末最后一周尚处在停牌中的天通股份，仅横店东磁一支股票下跌，而同期上证综指下跌 14%，故而 2016 年上半年仅英洛华、横店东磁、*ST 五稀的相对收益为负。

磁材板块与稀土板块比较看来，尽管磁材板块的业绩相对较好，但稀土板块的股价表现较好。一方面反映出市场对于资源品涨价逻辑的认同大过于加工企业业绩改善；另一方面也反映出业绩改善对股价反应的滞后性。

图54： 华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司上半年普遍拥有超额收益

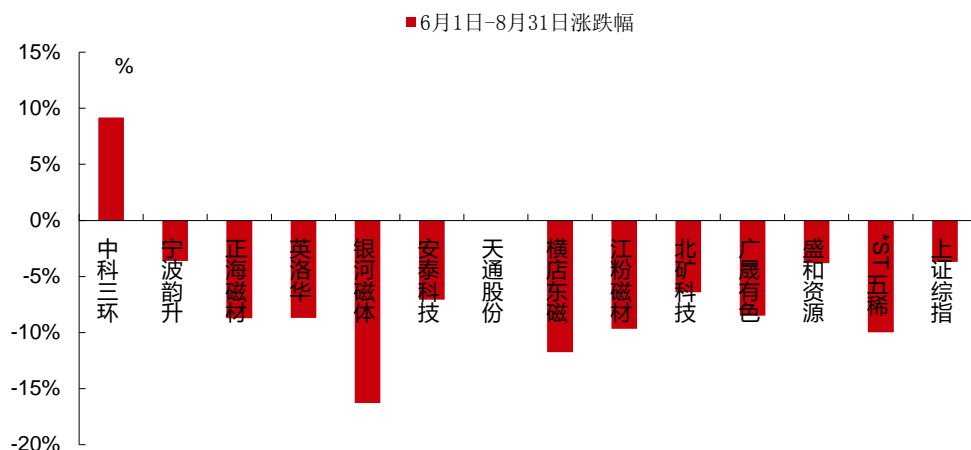


资料来源：Wind，华泰证券研究所

下半年关注业绩增速快的磁材标的

6月-8月磁性材料企业股票价格回调，幅度在10%左右，显示稀土价格上涨支撑的板块上行逻辑渐弱。尽管收储尚未完成，考虑到稀土下游整体需求低迷，价格上行缺乏长期有力支撑，下半年建议关注具备业绩增速的磁材标的，主要是涉及新能源汽车驱动电机以及智能制造伺服电机的磁材标的企业中科三环、宁波韵升。

图55: 华泰股票池磁性材料板块 13 家上市公司 6-8 月股票价格涨跌幅



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

过去数年间磁性材料的需求结构逐渐发生变化, 新能源汽车将成为拉动磁性材料需求增长的主要驱动力。从钕铁硼磁性材料的下游应用领域的发展进程来看, 可以大致分为传统应用领域和新兴领域。传统应用领域包括 VCM、硬盘驱动器、磁盘驱动器等消费电子市场, 新兴领域包括新能源汽车和机器人等领域。风力发电新增装机量增速放缓, 智能机器人等智能制造领域产业化仍需时日, 新能源汽车将成为拉动磁性材料需求增长的主要驱动力。考虑到钕铁硼材料主力消费的变化, 我们测算未来国内钕铁硼需求复合增长率最快的领域是机器人领域、新能源汽车领域、车载电机、EPS 领域等; 其中车载电机和 EPS 领域增量较大基数也较大, 复合增长率约为 17.11%; 新能源汽车领域技术相对较小, 复合增长率可达 46.61%。

表格16: 国内高性能钕铁硼需求测算

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	复合增长率
扫地服务机器人 (吨)	104.00	416.00	915.20	2013.44	4429.57	9745.05	147.94%
工业机器人 (吨)	6297.50	7745.93	9295.11	11406.96	13232.07	15084.56	19.09%
新能源汽车 (吨)	2175.59	3578.46	5138.73	7191.21	10032.91	14734.22	46.61%
车载电机、EPS (吨)	17998.66	22841.20	26542.31	30600.92	34723.06	39648.24	17.11%
空调 (吨)	6809.19	8223.02	9764.34	11519.42	12494.55	14512.74	16.34%
电梯 (吨)	4224.00	4536.00	4868.64	5167.64	5484.36	5819.84	6.62%
VCM 等消费电子 (吨)	4764.06	4793.27	4907.31	4849.55	4910.68	4825.88	0.26%
风力发电 (吨)	11842.35	11866.07	12326.86	13482.99	13448.69	14185.32	3.68%
总计	47813.84	55838.02	63548.18	72811.73	81094.26	93726.24	14.41%

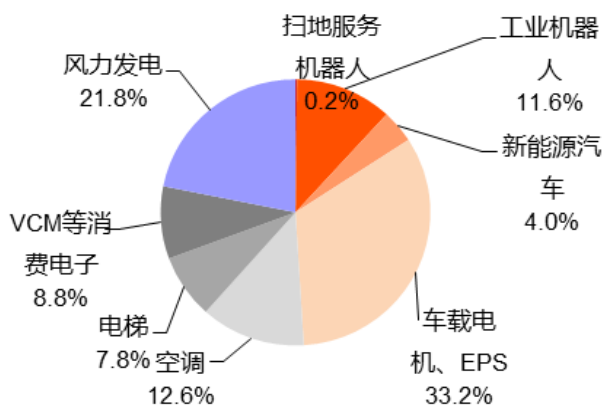
资料来源: 华泰证券研究所

新能源汽车驱动电机壁垒高, 龙头企业中科三环受益。从产品看, 新能源汽车电机驱动具有单车磁性材料用量大, 行业增速快, 技术壁垒高的特点: 乘用车驱动电机单车用量在 2-3kg, 显著高于微电机 5-10g 的单体用量; 新能源汽车 50%-80% 的增速也显著高于宏观经济增速; 此外, 驱动电机的设计复杂、运行时的工作温度高, 对材料企业的技术水平提出很高要求, 提供样件以后又需要电机和车辆企业对材料企业的资格和样品寿命进行检查核查, 认证周期

长，龙头企业具备一定优势。建议从长期逻辑关注中科三环的投资机会。

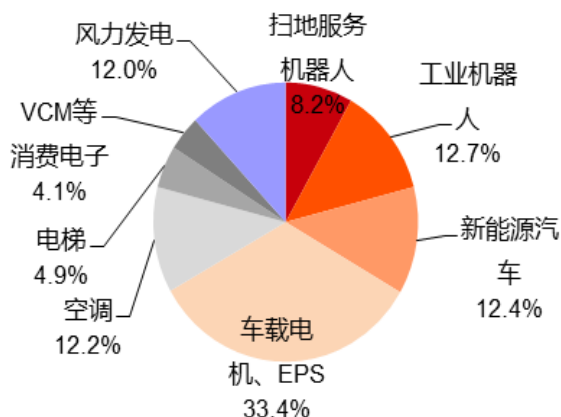
智能制造推动伺服电机消费增长，相关企业宁波韵升受益。在工业 4.0 和智能制造的大背景下，工业设备由低成本向高效、节能、性价比高的产品升级。伺服电机作为高效电机在工业升级的大背景下渗透率不断提升，使得磁材在这一领域的消费不断增长，2016 年上半年，抓住伺服电机在节能降耗与工业化应用领域应用的宁波韵升业绩改善明显。随着工业升级的进一步推进，公司将从中持续受益。

图56： 2015 年国内高性能钕铁硼下游市场分布



资料来源：华泰证券研究所

图57： 2020 年国内高性能钕铁硼下游市场分布预测



资料来源：华泰证券研究所

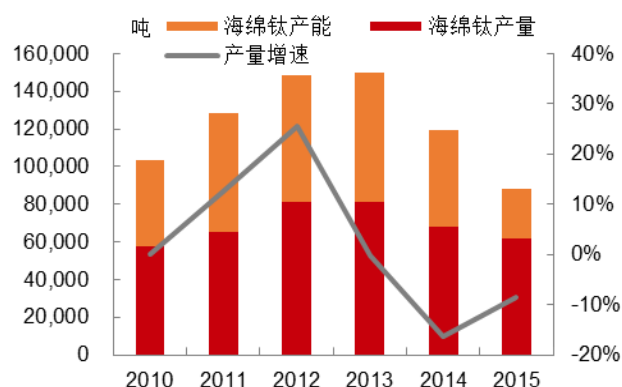
钛合金：民钛底部徘徊，期待航钛放量

钛材由海绵钛经钛锭加工而成，其下游可以简单分为民用和军用两部分。民品钛材多使用纯钛锭加工，应用在化工制盐、制碱等领域；军用钛材多使用合金锭加工，应用在航空航天、船舶等领域。民用钛材连续多年供大于求，行业整体亏损，拖累上市公司业绩。军用钛合金技术及认证壁垒高、利润率高，但与民用钛材相比体量较小。随着运 20、歼 20、C919 机型的陆续下线，军用钛合金中的航钛产品迅速放量，航钛在龙头企业中的占比提高，显著改善公司业绩。上半年板块标的的股价随军工及航空航天题材板块涨跌，随着公司自身业绩改善，下半年存在潜在投资机会。

民钛产能过剩拖累行业低迷整体亏损，目前供求持续改善库存下降

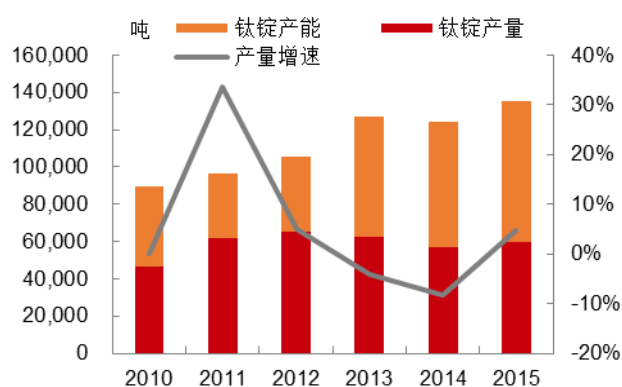
2007 年钛产量仅千余吨，需求相对旺盛，造成供不应求，价格飙升。大量海绵钛和钛加工企业在积极扩大产能，到 2010 年，海绵钛冶炼产能达到 15 万吨，产能过剩，钛价下跌。2015 年，经历了连续几年产能过剩价格下滑，海绵钛产能开始大批出清，当年产能同比下降近 50%，降至 8 万吨，产量为 6.2 万吨，钛锭产量 5.9 万吨。以遵义海绵钛厂为例，2000 年公司产能从 2000 吨扩大至 3 万吨，2015 年由于订单不足，产量不足 8000 吨，今年预计不足 7000 吨。钛材，尤其是民钛产品产能过剩，钛价处于历史底部，行业普遍亏损。

图58: 2010-2015 年主要企业海绵钛产量



资料来源: 中国有色金属工业协会钛锆铪分会, 华泰证券研究所

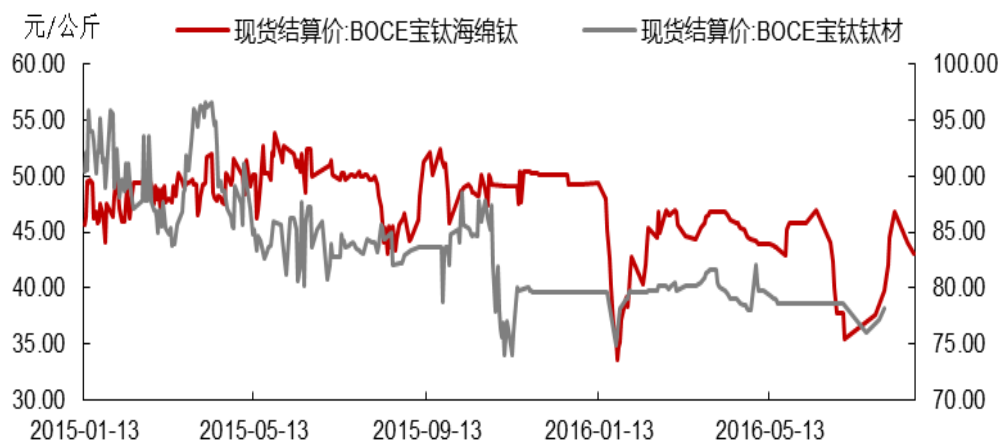
图59: 2010-2015 年主要企业钛锭产量



资料来源: 中国有色金属工业协会钛锆铪分会, 华泰证券研究所

海绵钛不能以稳态贮存，放置 6 个月以上会吸氢降低材料品质，故而会被加工成钛锭储存。长期的产能过剩造成大量的钛锭库存积累，估计库存存在 5 万吨左右，给钛材价格反弹带来巨大阻力。目前低端钛锭价格 4-5 万元/吨，钛板材价格 7-8 万元/吨，管材价格 10-11 万元/吨。尽管目前海绵钛价格已经在大部分企业成本线之下，但考虑到海绵钛的生产使用氯气还原，停产对生产线有极大腐蚀性，复产困难，故而部分海绵钛企业仍在坚持亏损生产。2016 年海绵钛价格出现两拨持续的反弹，显示库存状况在部分转好。

图60: 2015 年至 2016 年海绵钛、钛材价格走势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司积极调整经营策略，二季度相比一季度盈利改善

受民钛产品持续亏损的影响，宝钛股份大量减少了其民用钛材的订单和销售。2016 年上半年宝钛股份实现 9.1 亿元营业收入，同比减少 10.8%。西部材料拥有钛、复合材料、稀有金属、钨钼等业务，2016 年上半年，公司通过产品结构的调整，实现 5.6 亿元的营业收入，同比增加 6.7%，利润总额由负转正。

表格17: 华泰股票池钛板块 2 家上市公司利润总额变动情况

证券代码	证券简称	类型	利润总额 (百万元)				变动原因
			2015H	2016H	同比增减	同比增减幅度	
600456	宝钛股份	钛产品	(50.01)	(90.43)	(40.42)		- 钛产品市场供过于求, 价格低位徘徊
002149	西部材料	稀有金属压延加工	(53.05)	5.01	58.07	-109.5%	产品结构持续优化, 持股比例发生变化

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从环比来看, 二季度上市公司业绩较一季度有所好转。钛材价格目前已经处于周期低点, 从供给端看, 部分企业长期亏损, 今年陆续出清; 从需求端看, 随着运 20、C919 机型的陆续下线, 以及蛟龙号等船舶设备下水, 航钛产品今年逐渐放量。从公司在 2016 年第一、第二季度的经营数据上也可以看出, 第二季度的营业收入高于第一季度, 净利润上宝钛股份的亏损在减少, 西部材料实现了扭亏, 行业内企业业绩逐渐恢复, 尤其体量小、产品结构中航钛占比较高的企业, 以及航钛龙头企业的业绩改善会率先好转。

表格18: 华泰股票池钛板块 2 家上市公司二季度营业收入和利润环比变化

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)				归属于母公司股东净利润 (百万元)			
		2016S1	2016S2	环比增减额	环比增减幅度	2016S1	2016S2	环比增减额	环比增减幅度
600456	宝钛股份	3.5	5.5	2.0	56.0%	(49.75)	(40.67)	N/A	-18%
002149	西部材料	2.6	3.3	0.7	26.3%	(6.55)	11.56	18.11	-277%

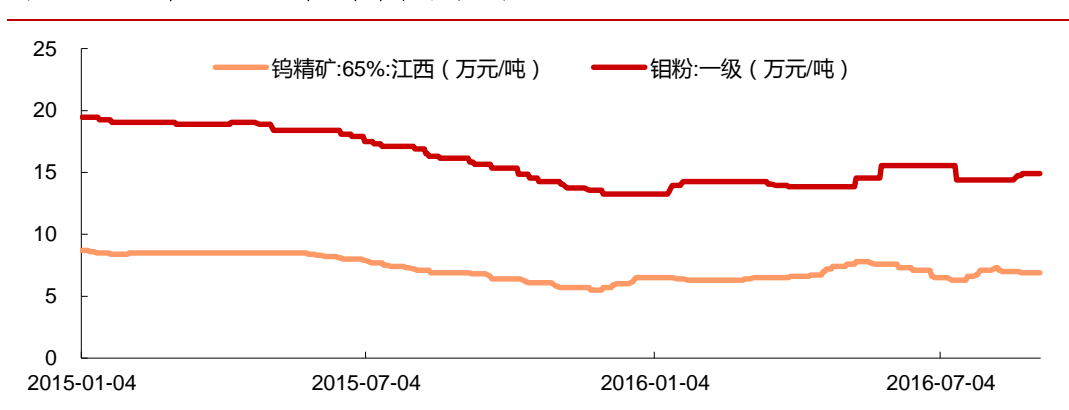
资料来源: WIND, 华泰证券研究所

钨钼: 利润有所改善, 市场持续低迷

价格弱势震荡, 整体利润提升

2016 年上半年, 在大型钨生产企业控产限销和国家钨收储政策实施等因素的支撑下, 加之国内钨矿山明显开工不足, 钨现货供应出现短缺, 钨产品上下游价格均呈现明显上涨趋势。二季度内, 国家两次启动收储, 钨市场再获反弹利好, 且钨生产企业坚持控产限销促使市场现货供应更加趋紧。但由于总体上需求仍然弱势, 市场交易行情平淡, 价格在区间内形成震荡态势。

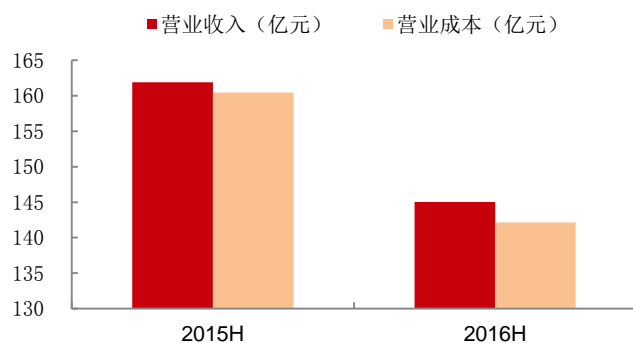
图61: 2015 年初至 2016 年上半年市场钨钼价格变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

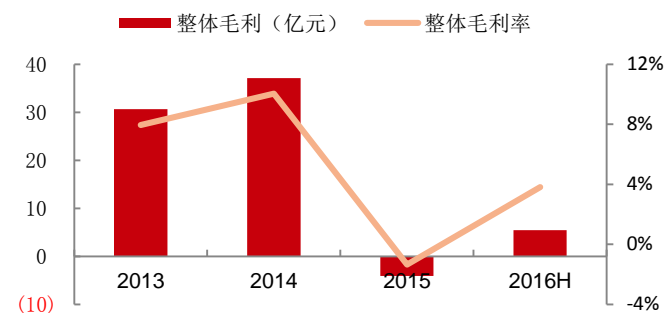
华泰股票池内，钨钼相关业务的上市企业共有 7 家，其中仅有金钼股份营业收入同比增加，其余企业收入均低于去年同期。板块整体收入同比下跌 10.4%，低于小于整体营业成本同比下跌幅度。营业收入下降主要是由于钨钼产品销售价格低于同期，同时由于下游市场需求疲软，部分企业减少产销量所致。

图62: 华泰股票池钨钼板块 7 家上市公司整体营收和成本



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图63: 华泰股票池钨钼板块上市公司整体毛利情况



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

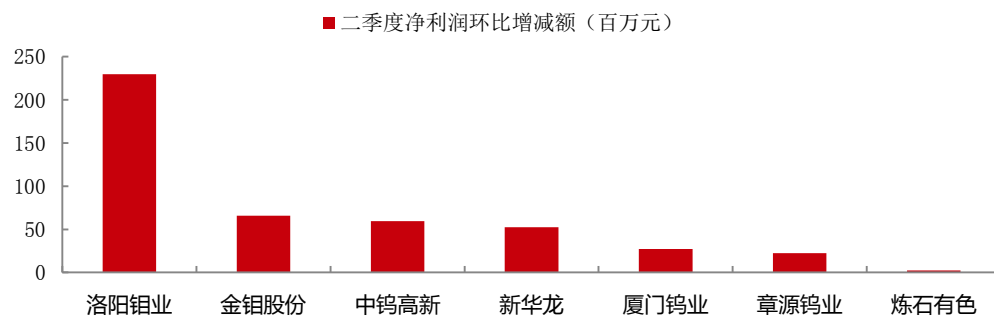
上半年钨、钼板块上市企业归属于母公司股东的净利润大部分有所增长，但部分企业利润正增长主要由于主营业务外的费用变动。板块整体净利润同比增长 1.1 亿元，同比增长幅度为 37.2%。

表格19: 华泰股票池钨钼板块 7 家上市公司净利润变化幅度及原因

证券代码	证券简称	类型	利润总额 (百万元)			变动原因	
			2015H	2016H	同比增减额	同比增减幅度	
600549	厦门钨业	钨	34.03	68.42	34.40	101.1%	坏账损失及存货跌价减少
002378	章源钨业	钨	(28.30)	(21.55)	6.75	-23.8%	资产减值损失及管理费用下降
000657	中钨高新	钨	(133.91)	5.00	138.91		扭亏 产品毛利增加，“三费”下降
603993	洛阳钼业	钨钼	463.02	511.91	48.88	10.6%	单位生产成本减少，“三费”下降
601958	金钼股份	钼	5.58	(96.89)	(102.46)		转亏 钼产品销售价格下降
000697	炼石有色	钼	23.96	(10.35)	(34.31)		转亏 报告期暂停生产
603399	新华龙	钼	(66.05)	(47.24)	18.81	-28.5%	自产业务成本下降
合计			298.3	409.3	110.98	37.2%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

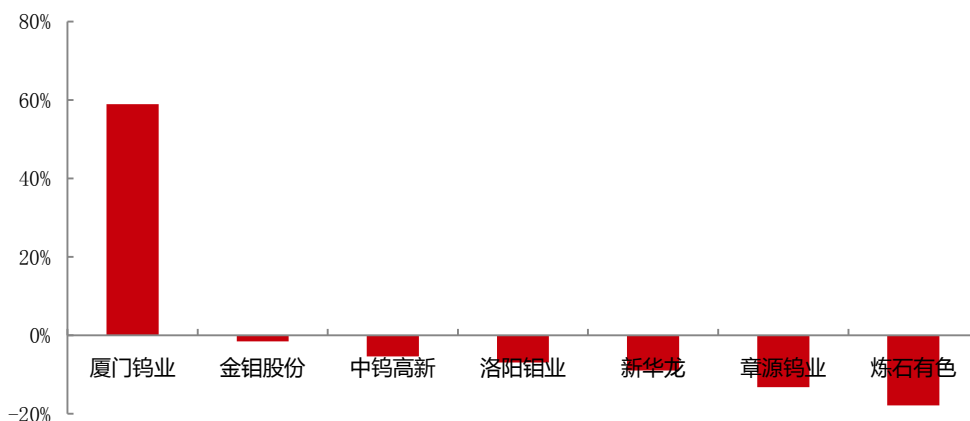
从环比来看，二季度钨钼板块内上市公司业绩较一季度有所好转，除洛阳钼业和新华龙外，其余企业营业收入均有所增加。板块营业收入总额环比增长 22%，净利润实现环比扭亏为盈。

图64： 华泰股票池钨钼板块 7 家上市公司二季度净利润环比增减

资料来源：Wind，华泰证券研究所

股价下跌为主，后续增长乏力

市场表现来看，上半年钨钼相关企业只有厦门钨业一支股票上涨，涨幅为 59%；其余 6 支股票股价区间内均下跌。其中炼石有色个股下跌幅度最大，跌幅达到 18%。

图65： 华泰股票池内钨钼板块上市公司上半年股价涨跌幅

资料来源：Wind，华泰证券研究所

钨受到供应过剩的影响价格持续低迷，下游需求难有较大改善，上半年行业内收储及政府环保督查等行为短期内对价格起到一定支撑，但长期来看还有待供需格局改善。钼金属由于供应过剩局面持续，基本面短期内改善难度较大，价格预期仍将在当前价位震荡。

风险提示

美联储加息节奏超预期

联储加息若超预期，金属价格将承压，A 股估值方面也将承压。

下游需求不及预期

需求下滑将影响基本金属和小金属价格进而影响业绩和估值。

供给侧改革不及预期

供给侧改革进度和规模慢于预期将对基本金属价格产生一定压力，同时打压有色板块风险偏好。

新产品研发不及预期

产品在航空航钛船舶等领域的研发进度不及预期可能导致公司业绩增速不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999 / 传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86 755 82493932 / 传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166 / 传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098 / 传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com