

2011年3月15日

广晟有色

冉冉升起的稀土、钨业希望之星

A
未有评级

600259.SS - 人民币 68.19

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	5	19	(5)	297
相对新华富时A50指数(%)	1	20	(4)	307

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	249.4
流通股(%)	49.98
流通股市值(人民币 百万)	8,500
3个月日均交易额(人民币 百万)	467
主要股东(%)	
广东省广晟资产管理公司	73.84

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

广晟有色金属股份有限公司(广晟有色)主营业务为稀土和钨的采选冶炼。公司自 2008 年借壳上市后大举进军稀土和钨产业链。公司现拥有广东省仅有的 4 张采矿证中的 2 张, 公司亦渗入我国中重稀土之乡江西建立分离基地。此外公司还控制粤东地区的 5 座钨矿资源。稀土和钨是我国具有得天独厚资源优势的稀贵金属矿藏, 同时稀土和钨是战略新兴产业发展基石之一。基于对稀土和钨未来下游需求趋好, 以及我国政府持续收紧供给的预期, 我们有理由相信公司盈利将随稀土和钨的价格上升而进一步改善。

主要发现

- 据 2008 年公告, 公司探矿权区域内共有稀土矿权益保有储量 611 万吨(折合稀土氧化物约近 1 万吨)。
- 公司在粤北拥有 5 个钨矿山, 权益保有储量近 100 万吨。
- 政府有可能进一步收紧稀土和钨的开采指标和出口配额。
- 稀土下游高附加值类贮氢合金, 稀土永磁和稀土发光材料等产品是节能环保、新能源汽车、新能源和新材料产业等战略新兴产业发展基石之一。
- 装备制造业的发展会推动钨的需求上升。

风险

- 稀土和钨矿非法开采可能仍未绝迹, 或将影响公司未来发展。
- 公司资产负债率较高。

图表 1. 投资摘要(市场预测)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	563	680	1,020	1,477	1,942
变动(%)		20.8	50.0	44.8	31.5
净利润(人民币 百万)	12.9	28.3	37.4	99.1	144.52
变动(%)		119.4	32.2	165.0	45.8
全面摊薄每股收益(人民币)	0.05	0.113	0.15	0.40	0.58
变动(%)		22,500.0	32.7	166.7	45.0
市盈率(倍)	1,363	603	455	170	118
市净率(倍)	77	65	59	46	35
净资产收益率(%)	11.36	11.68	14.02	15.21	20.3

资料来源: 公司数据及万得咨询

公司背景

广晟有色是广东省国资委下属大型稀土和钨等有色金属采选冶炼平台，企业现下属 8 家稀土企业和 5 个钨业子公司。

广晟有色目前拥有广东省内 4 张稀土采矿证中的 2 张，分别归属于公司平远分公司旗下黄畬矿和仁居矿两座稀土矿。根据公司公告信息，公司 2008 年共有稀土矿石权益保有储量 611 万吨(折合稀土氧化物约近 1 万吨)。

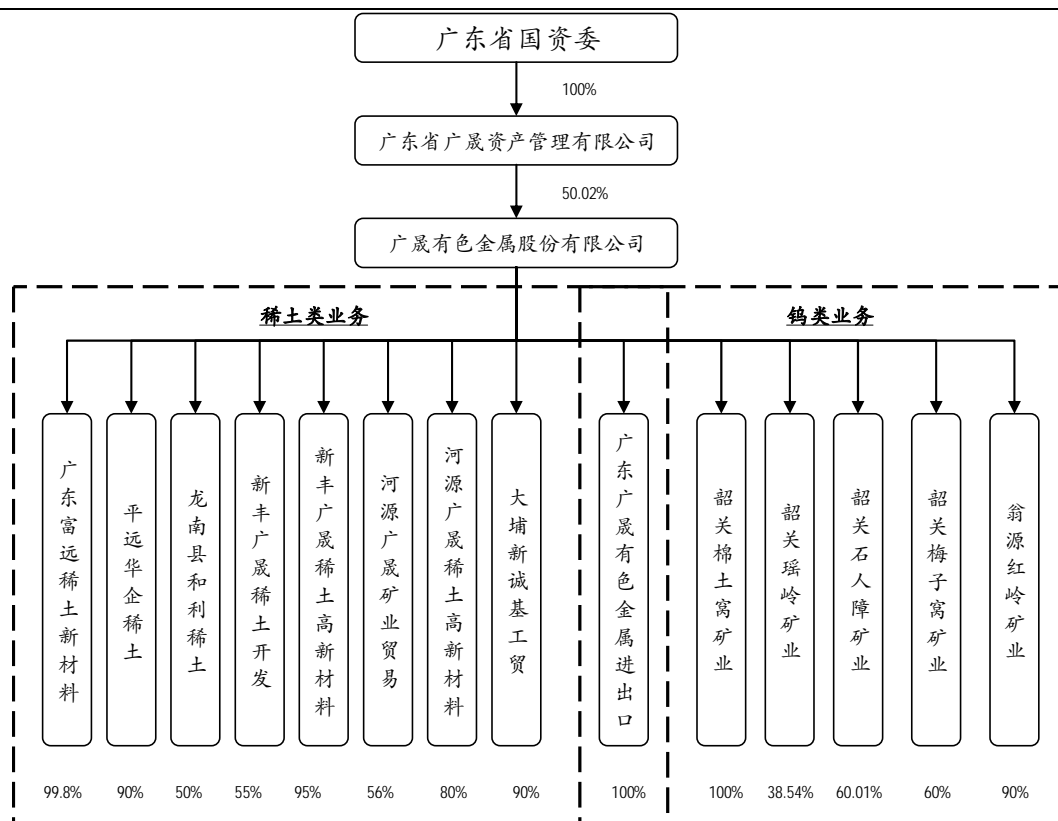
同时为在争夺中重稀土这一经济价值相对轻稀土更高的资源战中占据先机，公司已在我国中重稀土之乡江西龙南建立了稀土分离基地。

此外公司在粤北尚拥有石人嶂钨矿、梅子窝钨矿、瑶岭钨矿、棉土窝钨矿和翁源红岭钨矿 5 个钨矿山，钨矿权益保有储量近 100 万吨。

据公司 2010 年中报数据，公司稀土和钨相关产品分别贡献 83.0%和 10.7%的营收，以及 78.7%和 18.5%的毛利。

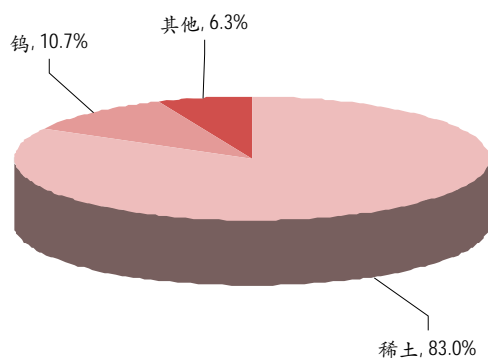
公司控股股东广东广晟资产管理公司持有公司 50.02%的股权，公司实际控制人为广东省国资委。

图表 2. 公司股权和主要控股公司结构图



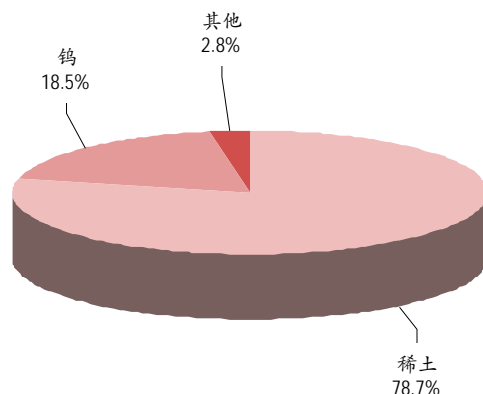
资料来源：公司数据

图表 3. 2010 年上半年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 4. 2010 年上半年毛利润构成



资料来源：公司数据

稀土和钨是我国具有资源优势的战略金属

稀土和钨是我国具有得天独厚资源禀赋优势的战略金属，我国稀土和钨储量不仅高居全球领先地位，且产量也常年位列全球首位。

目前已发现的经济可采的稀土矿石主要包括独居石和氟碳铈矿。氟碳铈矿主要分布在中国和美国，占世界稀土资源的大部分；独居石储量次之，主要产于澳大利亚、巴西、中国、印度和马来西亚。

根据 2010 年 USGS 统计数据，世界稀土总储量约为 11,400 余万吨，储量排名依次为中国、独联体、美国、印度和澳大利亚。

虽然 2010 年中国稀土储量仍荣膺全球总储量占比第一的位置，但全球储量占比却在逐年下降。这主要是因为我国在过去的 20 多年中大量开采稀土资源，而同时西方国家出于保护战略金属、环境保护和成本等因素考虑，有意识地大幅降低开采量甚至停产，从而导致西方各国稀土资源份额近年呈现逐年上升的趋势。

就 2010 年数据来看，我国以全球 48% 的稀土储量廉价提供了全球近 97% 的稀土产量，我国稀土产业对全球的贡献不言而喻。

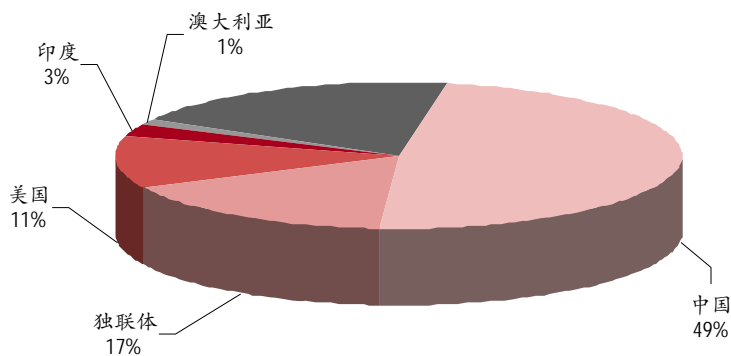
图表 5. 2010 年稀土矿产工业储量和产量(REO)

国家	储量(万吨)	储量占比(%)	产量(万吨)	产量占比(%)	主要稀土矿
中国	5,500	48	13.0	97.3	白云鄂博混合型轻稀土矿，四川冕宁氟碳铈轻稀土和以南方中重离子稀土矿
独联体	1,900	17	NA	0	主要从磷灰石矿石中回收稀土资源。
美国	1,300	11	0	0	主要有氟碳石矿和独居石(位于加利福尼亚的 Mountain Pass 矿，是世界最大的单一氟碳石矿，品位高达 9.2%)
印度	310	3	0.27	2.04	主要是独居石，分布在海滨砂矿和内陆砂矿中
澳大利亚	160	1	0	0	离子型稀土矿品位优于我国，且放射性物质(钍、铀)含量较低，采选更为方便。
其他	2,230	19	0.09	0.68	
合计	11,400	100.00	13.26	100.00	

资料来源：USGS，中银国际研究部

我国稀土资源中轻稀土占绝对比重，而我国独有且尤为珍贵的中重稀土储量相对而言较为稀少。我国混合型轻稀土占全国稀土总量的 53%，离子型稀土占 29%，剩余 18%为氟碳铈轻稀土矿。轻稀土基本分布在内蒙古白云鄂博和四川冕宁两地。中重稀土则主要分布在江西、广东、福建、广西、云南等南方五省。

图表 6. 全球稀土矿储量分布

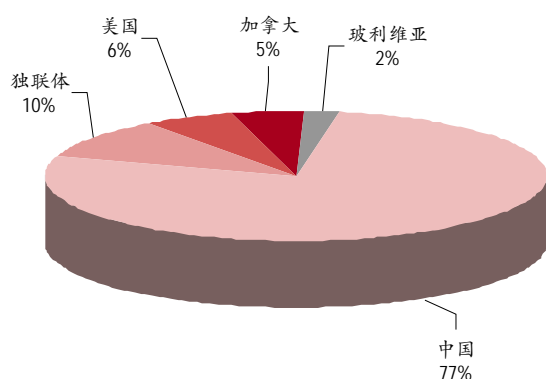


资料来源：中银国际研究部，USGS

和稀土相仿，钨也是全球范围内我国储量和产量占绝对优势的稀贵金属之一，同时我国也是全球主要钨产品出口国。

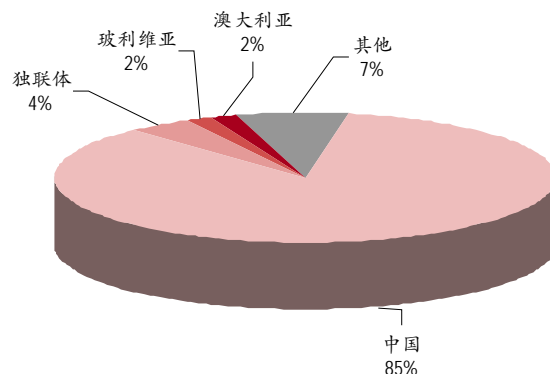
据 USGS 统计，2010 年我国钨金属储量达 190 万吨，全球占比 65%；同年我国共生产钨矿 5.2 万吨金属量，占全球总量的 85%。

图表 7. 2010 年全球钨矿储量占比



资料来源: USGS, 中银国际研究

图表 8. 2010 年全球钨矿生产产量占比



资料来源: USGS, 中银国际研究

稀土和钨 - 战略新兴产业之基石

稀土和钨的下游产品和战略新兴产业密切相关。

稀土产业链的下游产品, 例如贮氢合金材料、稀土永磁材料、稀土催化剂材料以及各类稀土发光材料等是节能环保、新能源汽车、新能源和新材料这四大战略新兴产业发展必不可少的组成部分, 在新兴产业中有着广泛的应用。

图表 9. 稀土在战略新兴产业中的应用

稀土新材料	涉及的战略新兴产业	主要应用领域	主要下游产品	主要稀土元素
稀土永磁材料	新能源产业、节能环保产业、新能源汽车、	新能源汽车、风力发电直驱发电机和节能家电中的永磁电机	变频家电(空调、冰箱等)、直驱永磁风力发电机、新能源汽车稀土永磁电机音圈电机等	钕、镨、钐、镝、铽
贮氢合金材料	新能源汽车	镍氢、燃料电池	混合动力汽车、电动自行车等	铈、镧、镨、钕
稀土催化剂材料	新材料产业	裂化催化、净化催化、燃烧助催化剂	汽车尾气净化器、石油催化裂化剂等	铈、镧、钕
稀土发光材料	节能环保产业	稀土荧光粉	各类节能照明源、3C 产品产品显示器(液晶、平板电视等)	铕、钇、铽、镨铈、镧、镨、钕

资料来源: 中银国际研究部

钨的产品主要包括硬质合金、仲钨酸铵、氧化钨、钨粉、钨条、钨丝及钨铁等。其中硬质合金是钨的首要消费领域, 约占钨总消费量的 40-60%。

硬质合金不仅硬度高，而且其耐磨、强度和韧性等指标十分出色，同时它还具有较好的耐热和耐腐蚀等性能。硬质合金被广泛用作刀具材料，如车刀、铣刀、刨刀、钻头、镗刀等，是切削铸铁、有色金属、塑料、化纤、石墨、玻璃、石材和普通钢材的首选工具。更为吸引人的是硬质合金尤其擅长切削耐热钢、不锈钢、高锰钢、工具钢等难加工材料。可以说硬质合金是汽车、飞机、建筑、电子制造、机械加工和钻矿等领域不可或缺的关键工具和材料。

稀土和钨供给收紧大势所趋

我国长期以低价对外供应稀土和钨的初级产品，虽然获取了一定的利益，但付出了惨重的环境污染和资源量急剧减少的代价。

此外我国虽然稀土和钨量大，但过去却处于丧失价格话语权的尴尬局面。这主要源于产能十分分散，地方私营企业乱开乱挖，政策难以集中调控。

所以不管是从国家安全战略考虑，还是从争取稀有金属定价权方面考虑，政府都必须对拥有资源优势的稀有金属进行强力整合，以保护珍贵资源的过度开采，淘汰落后产能以争取更多利益。

自 2007 年以来我国政府陆续出台了相关的稀土和钨开采指标和出口配额政策。

尤其是我国稀土出口配额持续下滑。2010 年全年出口配额锐减近四成，2011 年第一批出口配额更是同比大幅下调近 35%。

图表 10. 稀土出口配额

1Q08	2Q08	2008	1Q09	2Q09	2009	1Q10	2Q10	2010	1Q11
22,780	11,376	39,117	21,728	26,427	48,155	22,283	7,976	30,259	14,446

资料来源：中银国际研究部

此外据 2010 年 11 月《上海证券报》消息，中国政府正在酝酿对稀土、钨、铋、钼、锡、铟、锆、镓、钽和铪等十种稀有金属的战略收储计划。

就目前情况来看，我国政府已经针对稀土颁布了一系列产业扶持政策，受此影响稀土价格自 2010 年起一路高飞。我们认为针对钨的系统性政策也将有望陆续出台。

稀土和钨价牛气冲天－需求旺盛、供给趋紧

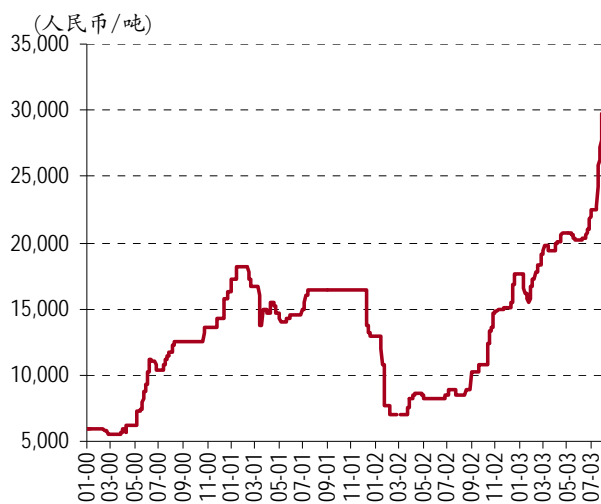
2011 年初以来，在我国政府将长期持续收紧稀土和钨开采和出口的预期下，稀土和钨价犹如脱缰的野马一日千里。

例如，我国混合碳酸稀土价格在 2010 年均价同比大涨 106% 的基础上，2011 年年初至今短短 3 个月内已上扬近 30%。而重稀土元素中具有代表性的氧化镨价格更是飙涨 84%。

钨价也基本复制稀土，走出了波澜壮阔的牛市。2010 年大陆钨精矿现货均价同比上涨 32%，2011 年年初至今攀升了 13%。

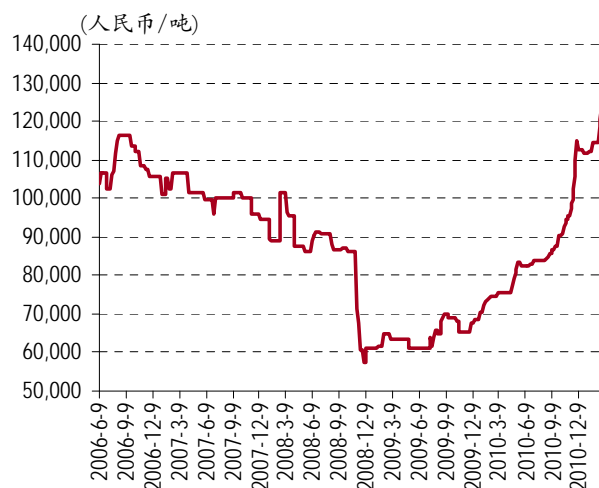
如考虑到我国于 2010 年提出的大力发展“战略新兴产业”政策，以及近期西方国家经济强劲复苏，我们相信稀土和钨的价格有望在目前的基础上持续攀升。

图表 11. 混合碳酸稀土价格 (45%Reo)



资料来源：中华商务网，中银国际研究

图表 12. 大陆钨精矿现货价格



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

矿藏资源雄厚，增长潜力喜人

公司目前在广东平远县内拥有 2 张稀土采矿证，即隶属于广晟平远华企分公司的黄畬矿和仁居矿。据公司 2008 年资产置换报告，该年公司探矿权区域内共有稀土矿石权益保有储量 611 万吨(折合稀土氧化物约近 1 万吨)。值得注意的是公司华企两矿附近离子型中重稀土储量前景十分喜人，作为当地唯一拥有合法采矿证的企业，公司未来有望整合平远地区所有稀土资源。

同时公司正在争取广东省新丰县的稀土采矿证。目前新丰县尚未有合法的采矿证，我们估计在新丰稀土资源争夺战中，如考虑广东省国资委背景和公司目前手握的广东省内仅有的4张稀土采矿证中的2张等优势，公司有可能获得广东省内第三张采矿证。

2008年公司控制的石人障等5座粤东地区钨矿共有钨矿石权益保有储量近100万吨。

再者公司2009年本拟以非公开增发的方式收购珠江矿业锯板坑钨锡多金属矿，虽目前由于珠江矿业能否继续经营锯板坑钨锡多金属矿存在不确定性而暂停收购，然而一旦该问题得到解决后，公司有可能重启该项收购，公司钨矿资源量将获得可观的提升。

引人注目的是，广晟有色母公司在国内尚拥有阳春石茛铜矿、潮州厚婆坳银矿、大宝山铜钨多金属矿、红岭矿业、陆丰县甲子钴矿等各类丰富的矿产资源。我们估计这可能会为公司未来的资产收购埋下伏笔。

图表 13. 广晟有色矿产资源

	矿山名称	股权 (%)	矿区面积 (平方千米)	保有矿石储量 (万吨)	权益保有矿石储量 (万吨)
稀土	平远华企黄畬矿	90	0.7031	99.95	59.96
	平远华企仁居矿	90	0.7065	613.2	551.9
	合计		1.4096	713.2	611.35
钨矿	石人障钨矿	60	2.8162	39.4	23.64
	梅子窝钨矿	50	5.6101	34.01	17.01
	广东瑶岭钨矿	38.54	0.4358	21.06	8.12
	棉土窝钨矿	100	2.0129	22.97	22.97
	翁源红岭钨矿	90	3.4835	30.9	27.81
	合计		14.3585	148.34	99.55

资料来源：2008年公司资产置入报告书，中银国际研究部

初步结论

自公司借壳上市后，盈利情况得到改善。2010年前三季度每股盈利0.09元，同比激增140%。

公司盈利增长主要来自于稀土以及钨产品价格的暴涨所带来的营收和毛利的大幅提升。基于对稀土和钨未来下游需求趋好，以及我国政府持续收紧供给的预测，我们有理由相信公司盈利将随稀土和钨的价格上升而进一步改善。

主要風險

虽然我国政府和广东省当地政府早已取缔稀土和钨矿非法采矿业，但受利益驱动，平远当地非法采矿问题是否解决还有待观察，未来公司矿山在当地的资源扩张可能会受到一定的负面影响。

我们也注意到公司自借壳以来资产负债率一直维持在较高水平，未能得到明显的改观。目前的高股价可能会影响公司从资本市场融资，而较高的负债率也会阻碍公司通过贷款等其他方式进行扩张，公司未来发展或面临一定的局限和风险。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371