



投资要点：

- 1 **流动性复苏推动金属价格反弹。**09年一季度基本金属价格出现了一定程度的上涨。但我们认为在一季度金属基本面并未出现明显好转的情况下，金属价格上涨更多的归咎于流动性不断复苏背景下的超跌反弹。
- 1 **美元走弱推高金属价格：**随着美联储开启印钞机功能，美元出现了大幅下跌，也加剧了市场对未来通胀的预期，这一定程度上推动基本金属价格的上扬。但我们认为，实体经济对基本金属的供求关系是决定未来基本金属价格走势的主要力量（基本金属不同与黄金），在下游实体对基本金属需求没有明显回升的背景下，基本金属价格很难走出持续性上涨行情。从品种来看，铅、铜的基本面稍好，可能最先走出困境，而铝的基本面最差。
- 1 **我国经济或先于世界经济复苏。**我国前2个月实际固定资产投资增速超过30%，出现大幅上扬；制造业采购经理人信心指数也在近两月出现反弹，显示在4万亿经济政策刺激下，我国经济有见底回暖迹象。但同时我们认为作为国民经济一个重要支柱的房地产行业的风险并没有完全释放，这是我国未来经济发展的一个重要不确定性。
- 1 **欧美房地产及制造业或许处于底部区域：**从美国最新公布的数据来看，美国2月份新屋销售达到27万套，是连续8个月下跌之后的首次环比上升。而2月份成屋销售达到472，出现了5.12%的环比上涨。新屋销售和成屋销售出现一定程度的反弹，显示美国经济有见底回暖的迹象。但从欧美日的领先指标变化看，欧洲、美国采购经理人指数在35左右，远低于50的经济繁荣/衰退分界线，消费者信心指数也处于下降通道。显示欧美经济要走出低谷，通向复苏仍有很长一段路要走，对金属的需求短期内仍难以提振。
- 1 **黄金：经济最动荡时期已过去，黄金避险需求减弱。**尽管世界经济走出低谷尚需时日，但最动荡，最恐慌的时期已过去，而黄金价格已处于历史高位，其避险功能已经受到削弱。尽管通胀预期与美元贬值使得黄金价格依然有向上空间，但促使金价下行的势力或者说不确定性也同样存在。首先，新一轮的央行售金协议（2009-2014）即将开始签署，若该协议规定的签约国央行在未来5年可向市场抛售黄金总量大幅度提高，将对目前金价构成较大利空。其次，目前黄金ETF投资机构持有的黄金总量已达到历史新高，这意味着未来黄金的抛压沉重，这同样对金价上行构成压力。而目前黄金类股票的估值对金价上行的预期反映过度，而对金价下行的不确定性反映不足，因此，我们调低黄金类股票的评级至“中性”。
- 1 **投资策略：**有色板块自年初以来已有90%左右的涨幅，已基本反映了未来金属价格上涨预期。我们认为目前的估值水平已不具有安全边际，若2季度金属价格上涨低于预期，则对目前的估值水平构成压力，我们给予整个板块“中性”评级。

行业评级 中 性

市盈率(TTM):	37.78
市净率:	3.90

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	33.42	-53.49	-35.78
相对表现 (%)	15.90	34.45-	-5.89

资料来源：Wind 资讯

重点公司评级

证券简称	EPS			每股净资产	评级
	2008	2009	2010		
宝钛股份	0.70	0.6	0.75	8.88	推荐
金钼股份	1.12	0.75	1.05	5.11	推荐
中科三环	0.19	0.22	0.39	2.36	推荐

张志鹏 行业研究员

邮箱 zhangzhipeng@ajzq.com
电话 021-32229888-3502

相关报告

动荡经济世界凸显黄金避险价值
2008-12-20

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

1 回顾与思考	3
1.1 流动性复苏，金属价格止跌回稳	3
1.2 有色金属类股票表现优异的背后逻辑	4
2. 二季度展望	5
2.1 美元贬值、通胀预期与金属价格走势	5
2.2 经济数据有所改善，二季度需求有望回暖	6
2.2.1 欧美经济有企稳迹象，但走向复苏任重道远	6
2.2.2 中国经济或先于世界经济复苏	7
3 重点子行业分析	9
3.1 铜	9
3.1.1 次发达地区铜需求是亮点	9
3.1.2 铜精矿产能过剩，利好冶炼企业	11
3.2 铝—供给过剩局面未明显改善	12
3.3 铅—刚性需求促使铅价持续上涨	13
3.5 黄金：经济最动荡时期已过去，黄金避险需求减弱	15
4、投资策略建议	16
5.重点公司推荐	17
5.1 宝钛股份	17
5.2 金钼股份	17
5.3 中科三环	18

图 表 目 录

图 1TED 价差走势	3
图 2 基本金属价格止跌反弹	4
图 3 年初以来有色金属板块涨幅居前	5
图 4 有色类股票具有高 Beta 值特性	5
图 5 美元指数与金属价格走势	6
图 6 美国新屋、成屋销售数据止跌回稳	7
图 7 欧美经济走出低谷任重道远	7
图 8 发电量回升	8
图 9 PMI 指数回升	8
图 10 流动性大幅增强	8
图 11 房屋销售面积/新开工面积	9
图 12 2008 年铜消费结构-分地区	10
图 13 我国铜消费结构	11
图 14 全球铜精矿产能利用率下降	12
图 15 LME 铝库存创出历史新高	13
图 16 内外盘铝价比攀升	13
图 17 铅的需求构成	14
图 18 美元指数与黄金价格	16
图 19 黄金 ETF 持仓量创历史新高	16
图 20 估值水平大幅提高	16

表格 1 美元指数与金属价格相关性 (%)	5
表格 2 铜供求平衡	10
表格 3 国网、南网新“十一五”规划 (08-10 年) 投资额 (万亿)	11
表格 4 铝供求平衡表	12
表格 5 铅供求平衡表	14

1 回顾与思考

1.1 流动性复苏，金属价格止跌回稳

在经过始于2008年中期的一轮暴跌之后，进入2009年有色金属价格开始止跌企稳。从LME金属价格来看，年初以来，大部分金属品种价格均出现了一定程度上涨：截至2009年3月底，铜涨幅最大达到32.38%，其次铅为27.63%，锌为10.76%，锡2.35%，然而镍和铝分别出现超-17.12%和-9%的下滑。我们认为在一季度金属基本面并未出现明显好转的情况下，金属价格上涨更多的归咎于流动性不断复苏背景下的超跌反弹。

我们用TED价差为主要指标来衡量世界流动性的变化(是指欧洲美元利率与美元3个月国库券利率的差距)。TED价差可用来衡量市场对于信用风险的重视程度，亦可用来衡量美元的流动性。美国国库券利率被认为无风险利率，而LIBOR反映了英国各主要银行间借贷利率，隐含风险贴水。当TED价差增加的时候，亦即市场风险贴水扩大，市场资金趋紧，银行间借贷成本提高，也连带提高企业借贷成本，反之亦然。从图1可以看到，从2008年年底，TED价差有急剧下降，显示市场风险厌恶程度大幅降低，市场流动性有所复苏，这与金属价格反弹的时间节点基本一致。

图 1TED 价差走势

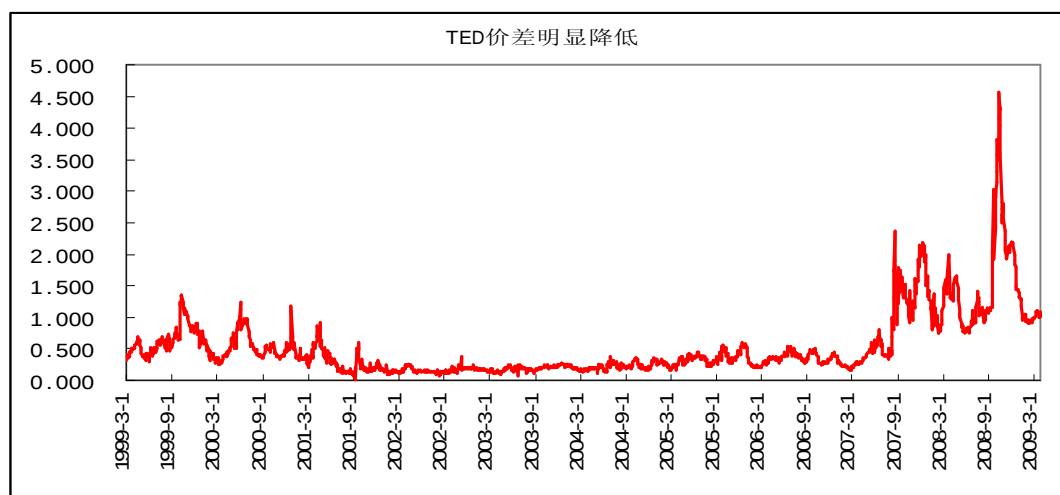
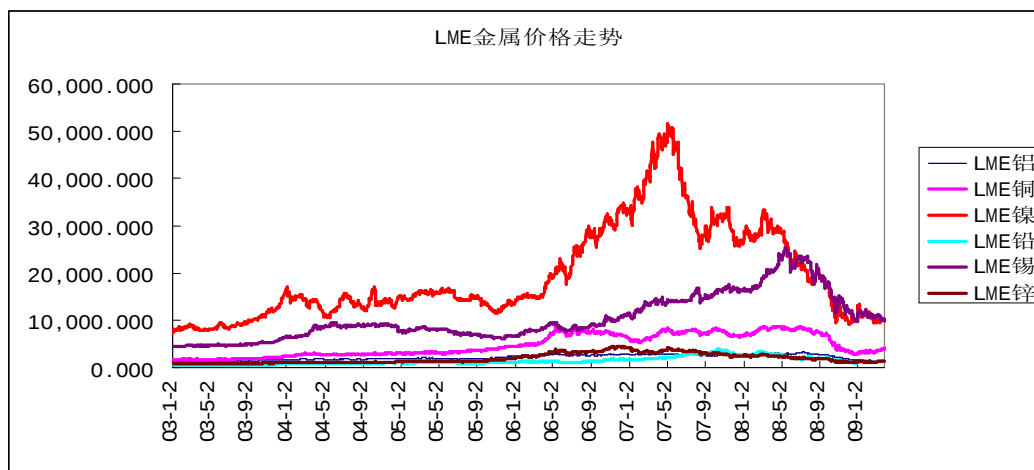


图 2 基本金属价格止跌反弹



1.2 有色金属类股票表现优异的背后逻辑

年初以来有色板块表现抢眼，年初以来累计涨幅达到90%，涨幅远远超过大盘上涨幅度，更是在各行业中排名第一。考虑有色金属价格第1季度上涨幅度并不明显，有色金属板块的基本面并没有明显改善迹象，有色板块的大幅上扬多少有些出人意料。有色板块倍受投资者青睐的原因背后隐藏着更深层次的投资逻辑：

首先，有色板块具有较高的安全边际，通胀预期及流动性复苏促成有色金属股票超跌反弹。有色金属类股票是从2007年年中调整以来，跌幅最深的一个板块，最低时的股价不到最高价位的2折，风险已经得到充分释放。在目前全球经济下滑趋势基本得到遏制而有见底迹象，有色金属价格触底，市场流动性水平不断复苏而出现通胀预期的背景下，有色金属类股票客观上有超跌反弹需求。

其次，有色金属板块的业绩改善空间巨大。与有色板块股价大幅回落一致，有色板块的业绩在2008年也出现了大幅跳水，与2007年盈利高峰时相比，2008年业绩出现了60%-80%的大幅回落，但这同时也暗示着有色板块未来业绩改善的空间很大。尽管目前有色金属行业的复苏迹象仍不明显，但其他行业也大体一样。在流动性开始复苏背景下，投资者对于有色板块在2007年景气高点时的盈利能力记忆犹新，而毫无疑问成为投资者的优先选择。

第三，有色类股票具有强周期性、高Beta值特性。从有色类股票的历史表现来看，有色类股票的Beta值居于所有行业的前例，前24个月的Beta统计值为1.37，在所有行业（申万行业分类）中排名第2；而前60个月Beta统计值为1.24，排名第一。有色类股票的高Beta值特性是由其强周期性特点决定，这意味着股市下跌，其跌幅更深，而经济回暖、股市复苏时，其涨幅也最大。

图 3 年初以来有色金属板块涨幅居前

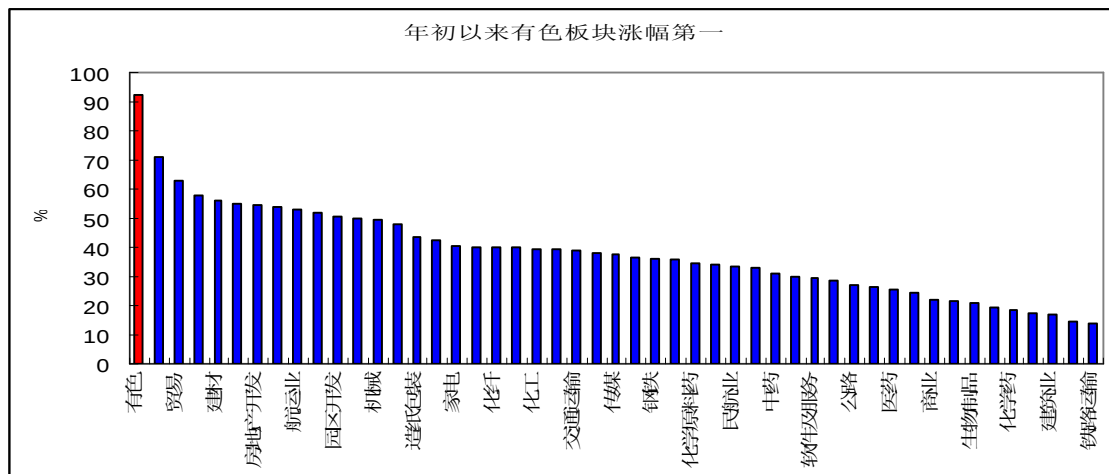
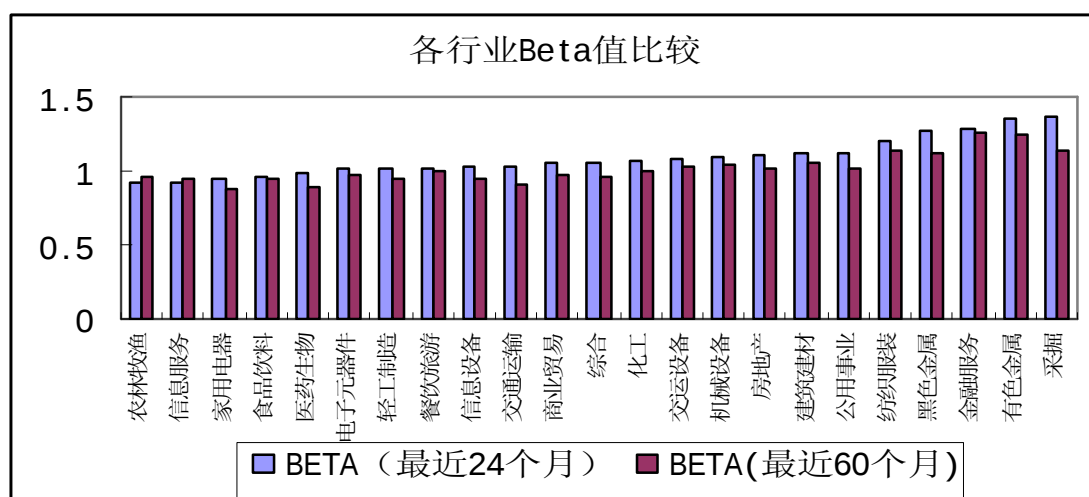


图 4 有色类股票具有高 Beta 值特性



2. 二季度展望

2.1 美元贬值、通胀预期与金属价格走势

3月18日，美联储宣布，将在未来6个月内购买3000亿美元长期国债，并准备再次购买8500亿美元机构债。这无疑向市场表明美联储将开启印钞机功能以向市场注入流动性，这引爆了市场对未来通货膨胀的担忧。当天，美元指数暴跌2.95%，而铜、铝等基本金属以及黄金则大幅上扬，而尤以黄金表现突出，大涨7.84%。

从历史统计数据来看，以美元计价的铜、铝、铅锌等基本金属以及黄金与美元指数有较强的负相关关系，而已黄金与美元指数的相关性最为突出，接近 -80%。

表格 1 美元指数与金属价格相关性 (%)

	铝	铜	铅	锌	锡	镍	黄金
美元指数	-0.536	-0.630	-0.582	-0.458	-0.637	-0.513	-0.78

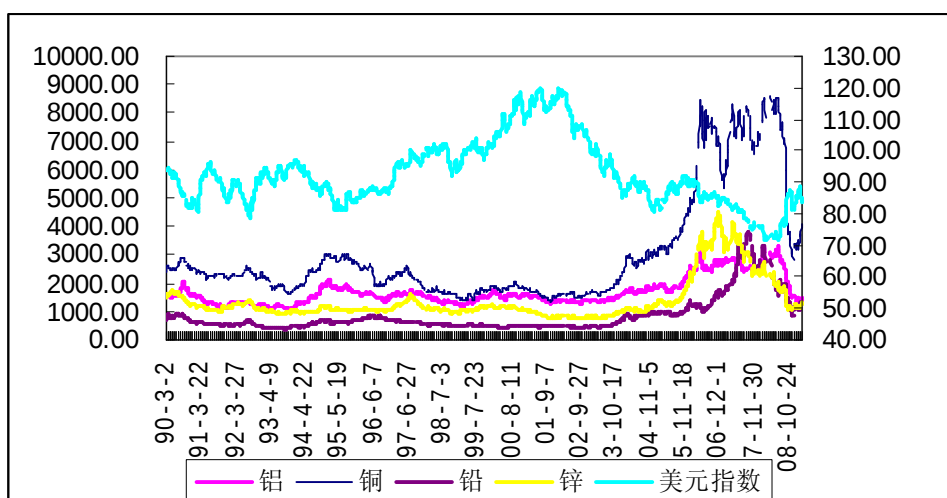
显然，在预期美元进一步贬值的背景下，以美元计价的金属价格将获得一定的上涨动

力。不过需要注意以下几点:

首先,我们目前为止讨论美元贬值或升值其实主要是针对欧元来讲的(美元指数构成中,超过50%是欧元)。尽管美国经济低迷,短期内难见复苏迹象,但欧洲经济面临的问题似乎更大。在此背景下,美元相对欧元持续贬值的空间有限(亦即美元指数持续下跌的空间有限)。

其次,对基本金属而言,决定其价格走势的最主要力量还是实体经济的供求关系,美元贬值对其价格的影响作用其实有限。这点不同与黄金,后者完全是一个金融品种。在实体经济仍处于低迷状态下,基本金属价格很难走出持续上涨行情。

图 5 美元指数与金属价格走势



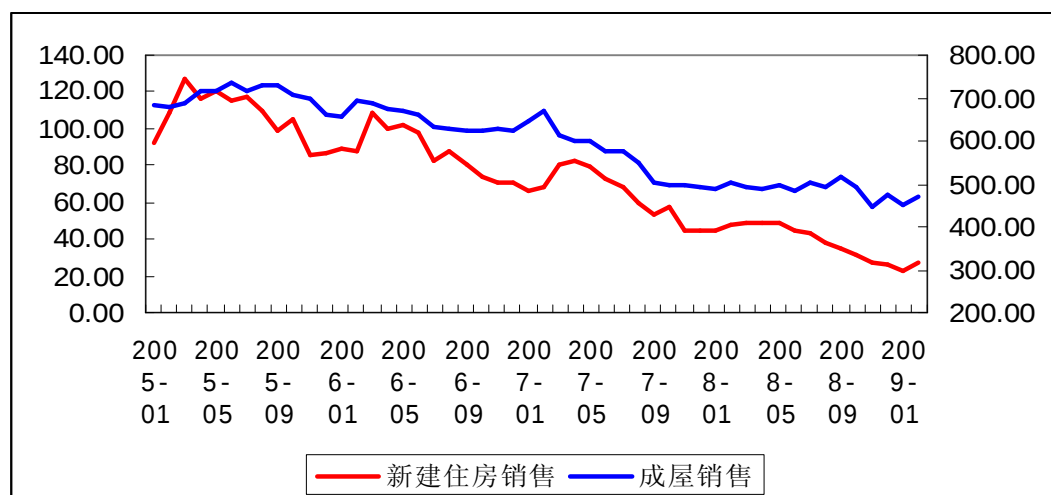
2.2 经济数据有所改善, 二季度需求有望回暖

2.2.1 欧美经济有企稳迹象, 但走向复苏任重道远

欧美发达国家是世界上主要的有色金属消费大国,以铜为例,最大的是中国占到26%其次是美国占到铜消费的11%,而欧盟国家消费占比也在10%左右。

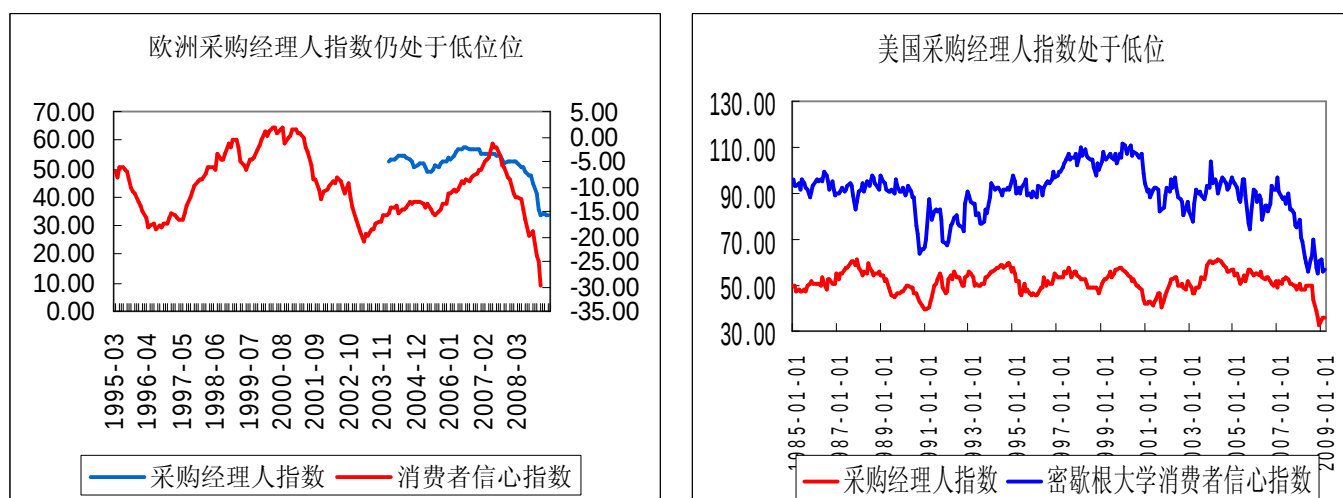
在欧美发达国家中,有色金属消费比重最大的是建筑业。从美国最新公布的数据来看,美国2月份新屋销售达到27万套,是连续8个月下跌之后的首次环比上升。而2月份成屋销售达到472,出现了5.12%的环比上涨。从美国住房价格走势看,美国房地产依然低迷,但在房价持续下跌中,新屋销售和成屋销售出现一定程度的反弹,显示美国经济有见底回暖的迹象。

图 6 美国新屋、成屋销售数据止跌回稳



建筑行业以外，制造业是有色金属消费的另一重要领域，因此工业产值变化趋势是判断有色金属消费趋势的重要指标。从欧美日的领先指标变化看，欧洲、美国采购经理人指数在 35 左右，远低于 50 的经济繁荣/衰退分界线，消费者信心指数也处于下降通道。显示欧美经济要走出低谷，通向复苏仍有很长一段路要走。

图 7 欧美经济走出低谷任重道远



数据来源：Wind 资讯

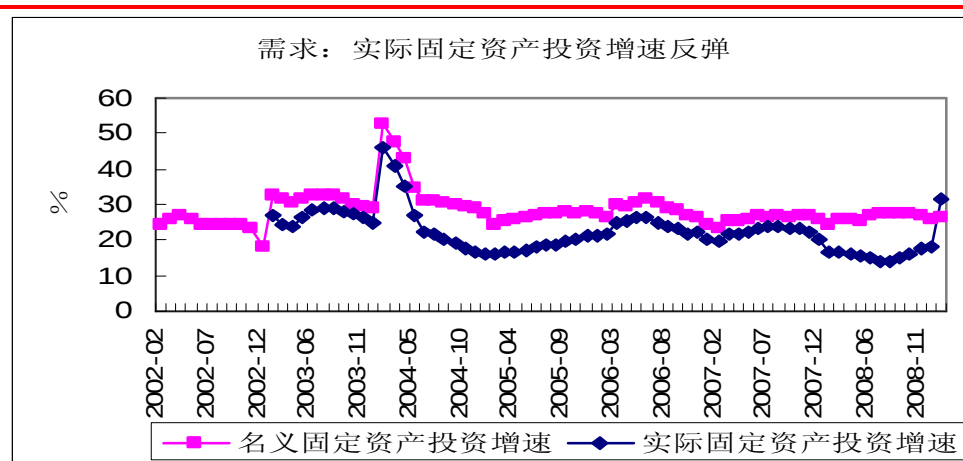
2.2.2 中国经济或先于世界经济复苏

中国经济回暖。受政府 4 万亿财政经济政策刺激，固定资产投资增速 2009 年以来强劲回升。国家统计局公布的最新数据显示，2009 年前两个月，实现固定资产投资 20276 亿元，同比增长 26.50%，增速比去年同期提高 2.2 个百分点。考虑到前两个生产资料价格指数同比出现下降（-3.9%），实际固定资产投资增速在 30%，高于去年同期将近 14 个百分点。固定资产增速的大幅提高有望带动对有色金属的消费。

新增信贷在过去几个月出现了大幅回升，2009 年前两个月新增贷款超过 1 万亿元，较去年同期有大幅提高，货币供应量也有明显反弹，显示市场流动性在不断复苏。市场流动性

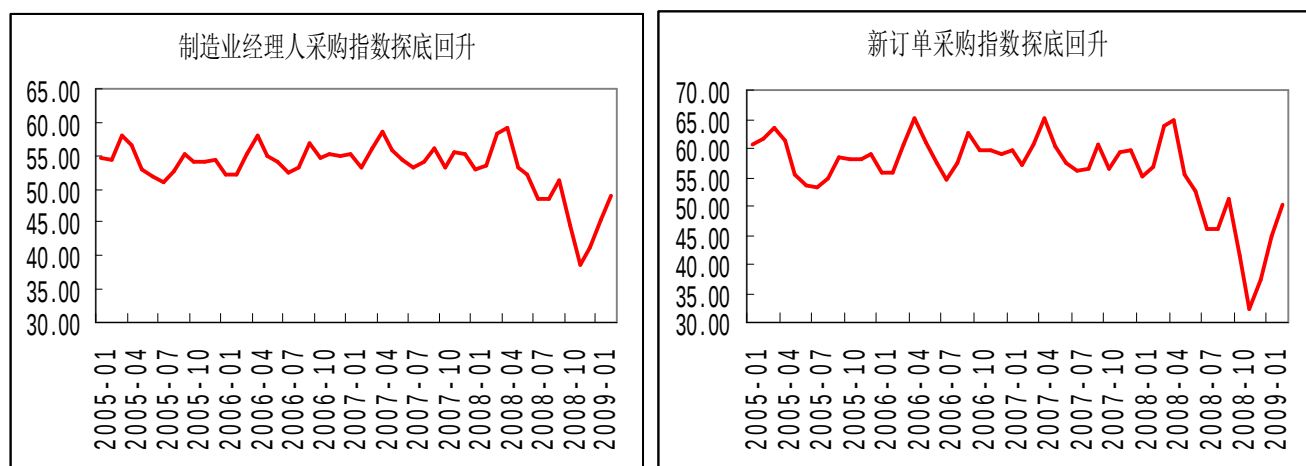
的大幅增强促使社会经济活动的活跃程度有明显提高，制造业采购经理人指数和订单指数在最近两个月出现了大幅反弹，表明我国制造业有见底回升的趋势。总体看来，我国经济仍处于底部区域，但在相关经济政策的刺激下，有望先于欧美经济复苏。

图 8 固定资产投资增速大幅提高



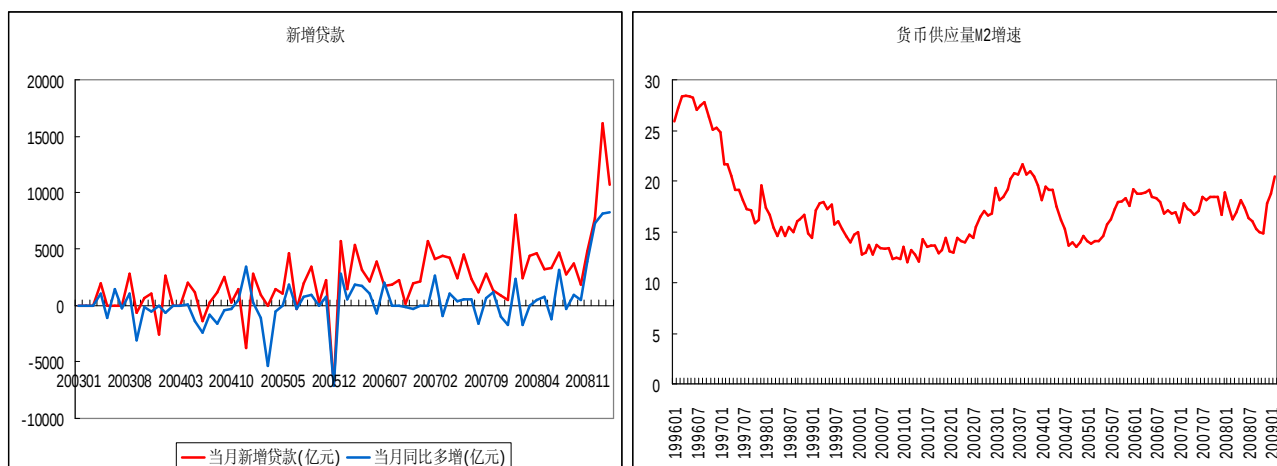
数据来源：Wind 资讯

图 9 PMI 指数回升



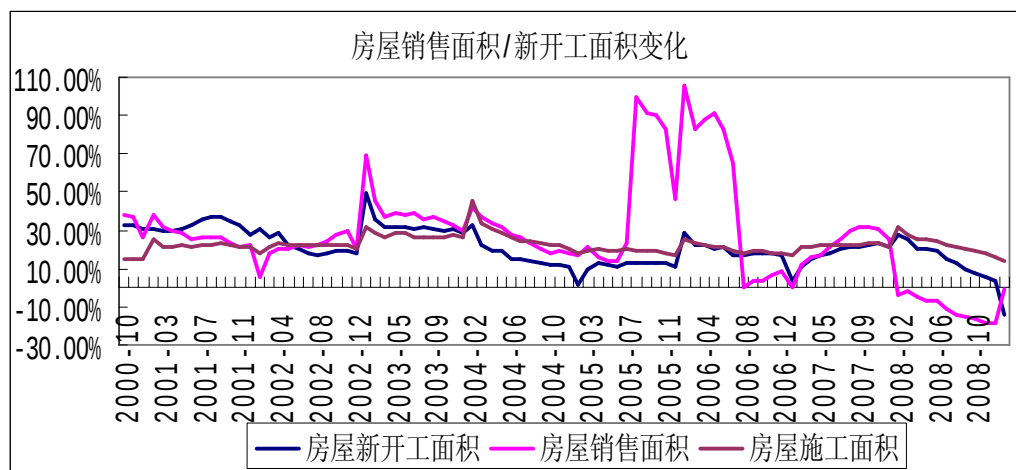
数据来源：Wind 资讯

图 10 流动性大幅增强



房地产仍具有不确定性。进入 2009 年以来，房屋销售面积有明显回暖，但房屋新开工面积降幅明显，前两个月同比下降幅度达到 -14.82%，首次出现负增长，而房屋空置面积已达到历史新高，房屋价格仍有下降空间。我们认为，房地产行业的风险并没有充分释放，继续下行的空间更大，这也是未来中国经济未来最大的不确定性因素。而房地产行业景气度的下降不仅直接减少对有色金属的需求，也将带动基建、工程机械、家电、水泥、玻璃等相关行业的需求萎缩，我们应对房地产所引起的联动效应给予关注。

图 11 房屋销售面积/新开工面积



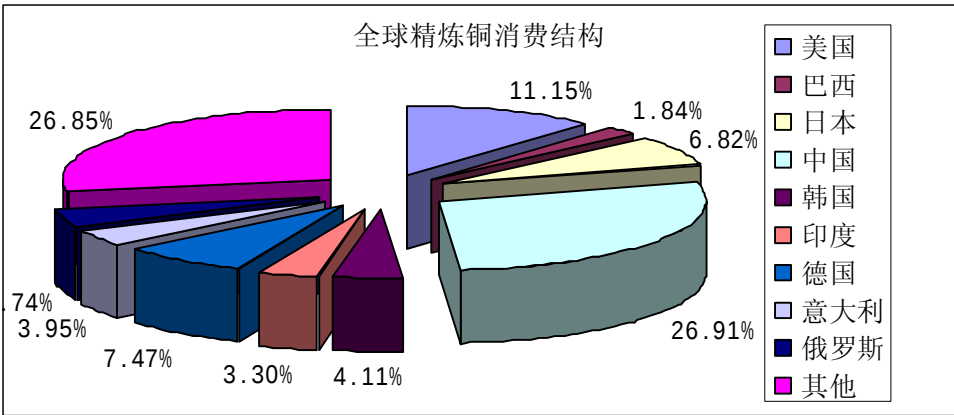
3 重点子行业分析

3.1 铜

3.1.1 次发达地区铜需求是亮点

我国是铜消费第一大国，08年我国铜消费占全球消费比重在26.91%，美国、德国、日本等国家也是铜消费大国，铜消费量在100万吨以上。2008年受经济危机影响，中国铜消费同比增长微涨5.35%，而北美、欧盟27国等主要铜消费地区出现了负增长，北美下滑-3.47%，欧盟27国下降-0.32%。不过非洲、独联体等地区对铜的消费仍保持旺盛，带动了全球2008年铜消费增长2.98%。

图 12 2008 年铜消费结构-分地区



表格 2 铜供求平衡

	产量				消费				
	2006	2007	2008	2009E	2006	2007	2008	2009E	2008/2007
非洲	553	637	748	1,015	237	267	292	357	9.36%
北美洲	2,117	2,140	2,184	2,470	2,782	2,650	2,558	2,644	-3.47%
拉丁美洲	3,565	3,595	3,878	4,225	548	535	566	581	5.79%
亚洲10国	499	522	510	567	772	749	763	786	1.87%
亚洲（不包括独联体）	5,979	6,620	6,962	7,290	7,156	8,107	8,583	8,975	5.87%
亚洲－独联体	520	496	492	535	116	121	137	140	13.22%
欧盟27国	2,473	2,426	2,570	2,673	4,199	4,058	4,045	4,055	-0.32%
欧洲其他国家	1,158	1,139	1,151	1,172	1,068	1,087	1,157	1,187	6.44%
大洋洲	429	442	501	550	143	148	149	150	0.68%
世界	17,292	18,016	18,359	19,153	17,020	17,722	18,250	18,876	2.98%
中国	299.9	349.7	374	402	380	456.2	480.6	490.6	5.35%

数据来源：国际铜研究小组网站

我国铜消费主要领域集中在电力及空调制冷领域，消费占比分别达到42%，17%。近年来，随着我国经济的高速发展，用电量日益增加。而我国电网建设远落后于电源建设，电网已成为“瓶颈”，使得富电地区和贫电地区不能够高效地互供互送。国家在“十一五”期间将加大对电网建设的投资，使得各区域电网之间、区域电网内部的各省之间能够实现电力的统一调配。按照原“十一五”规划，国网和南网投资额为12150亿、2341亿元，合计14491亿元。而2008年11月，为落实中央进一步扩大内需、促进经济增长的部署，国网和南网均制定了新规划。根据新规划，08-10年，国网和南网分别比原规划增加45%和42%，合计增加44%，其中09-10年实现投资超万亿。以国网为例：

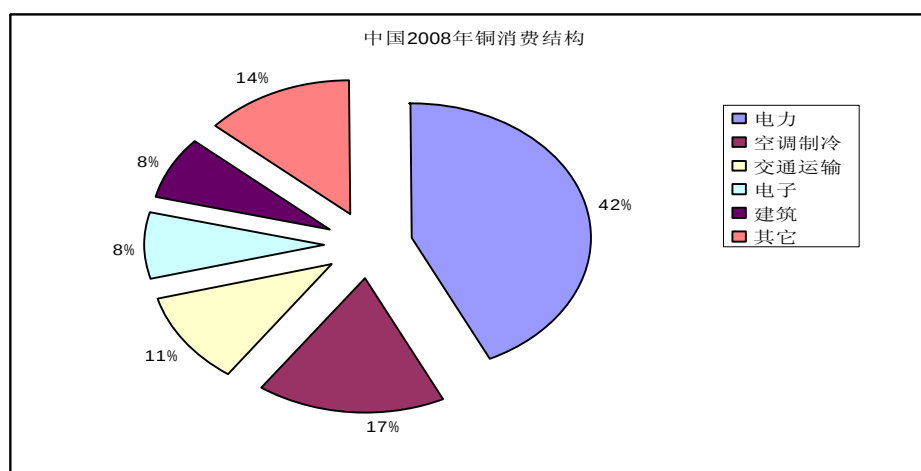
与十一五初期规划总投资9000亿相比，新规划增长74%，CAGR在30%左右。电网建设巨大投入将极大拉动作作为电力行业中输变电路基础材料的铜需求量的快速增长。

表格 3 国网、南网新“十一五”规划（08-10年）投资额（万亿）

		08E	09-10E	合 计
原规划	国 网	2520	5483	8003
	南 网	448	1096	1544
	合 计	2968	6579	9547
新规划	国 网	2640	8960	11600
	南 网	490	1700	2190
	合 计	3130	10660	13790

（数据来源：国网 南网 爱建证券）

图 13 我国铜消费结构



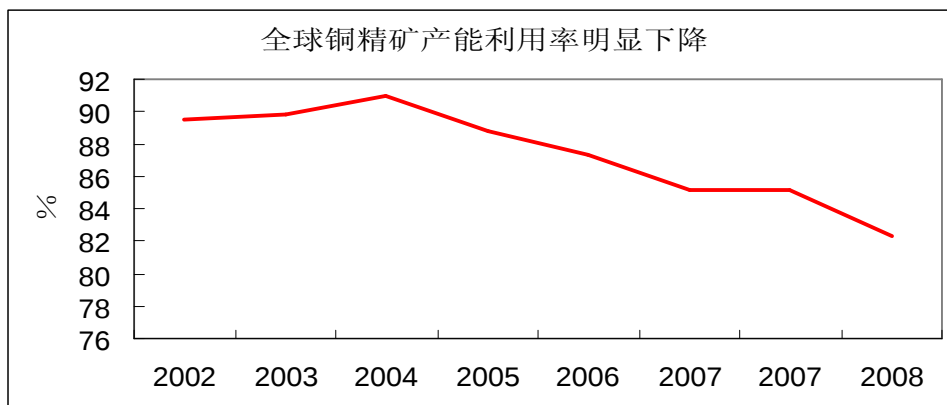
受房地产行业低迷影响，制冷用铜在08年出现了同比下滑，我们认为09年制冷用铜可能仍会出现下滑，拖累我国消费增速。

欧盟地区和美国是除中国外最大的铜消费地区，建筑以及汽车行业占欧洲铜消费量的大约50%，消费主要集中在包括铜水管，铜门，铜屋顶等领域。经济危机造成各国房地产行业陷入低迷，欧洲多家大型房地产公司倒闭，美国房地产开工数也大幅下滑，全球最大的铜合金生产商欧洲金属1-2月的海外订单较去年同期下滑近三分之一。我们认为09年欧洲及美国房地产难以回暖，铜消费仍将下滑，而非洲、独联体等一些欠发达国家铜消费仍保持一个快速增长。

3.1.2 铜精矿产能过剩，利好冶炼企业

受全球金融危机影响，08年下半年国内外各大冶炼厂相继减产，明显减少了对铜精矿的需求，铜精矿一改过去供不应求的局面，而出现一定程度的过剩。2008年铜精矿产能利用率为82.3%，较2007年有明显下滑（为85.1%）。

图 14 全球铜精矿产能利用率下降



数据来源：国际铜研究小组网站

我国是全球最大的铜精矿进口国，铜精矿自给率很低，目前铜精矿出现过剩，导致加工费水平出现大幅反弹。国内九大铜冶炼企业与供应商谈妥的铜冶炼加工费为粗炼费75美元/吨和精炼费7.5美分/磅，较2007年的水平有了较大幅度提升，铜冶炼加工费的提高有助于提高整个行业的盈利能力。但从长期来看，我国铜冶炼产能扩张速度远高于世界铜矿山建设产能，未来铜精矿供应仍将紧张。

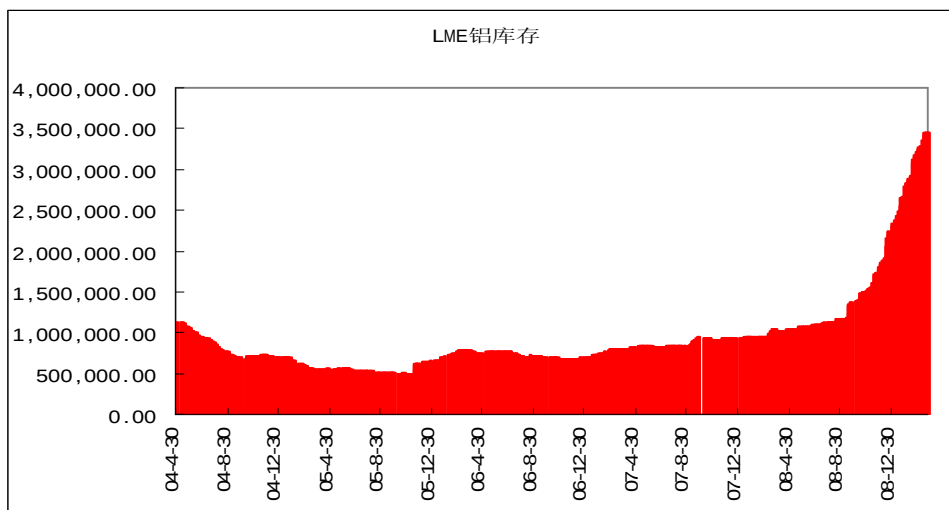
3.2 铝—供给过剩局面未明显改善

从全球铝市供求关系来看，供给过剩局面仍是主旋律。2008年全球供需过剩达195万吨。随着减产停产的继续进行，而在全球经济尚未明显回暖的背景下需求依旧低迷，供需过剩局面短期难以扭转。不断攀升的库存数据也可充分说明过剩仍在继续，截至2009年3月底LME铝库存接近350万吨，创出历史新高。高企的库存消耗尚需很长一段时间，尤其是需求没有明显大幅回升的情况下，过剩仍将持续。

表格 4 铝供求平衡表

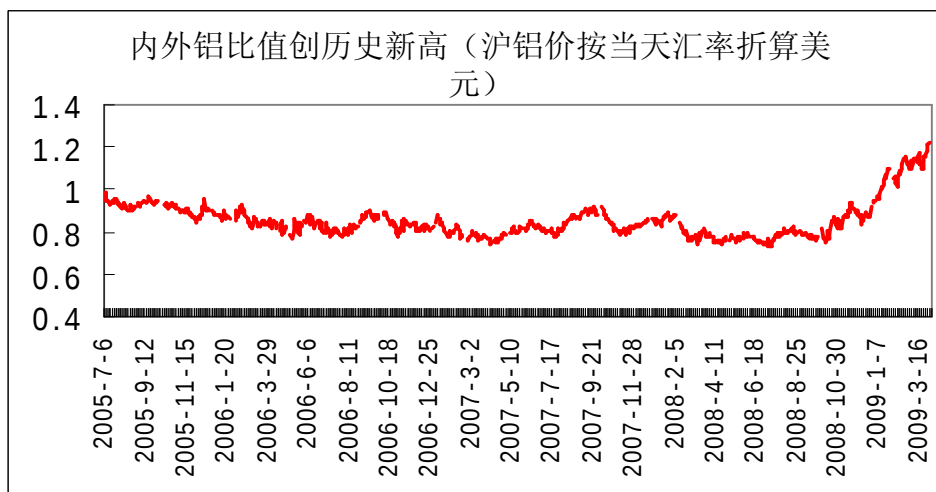
	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年E	08/07 %
全球供应	3193	3397	3814	4005	3785	-5.5
全球消费	3197	3433	3784	3810	3709	-2.7
供需平衡	-4	-36	30	195	76	
中国电解铝产量	780.6	940	1259	1360	1260	-7.4
中国电解铝净进口量	-68.2	-70	-26	-58	-30	-48.3
中国消费量	710.5	867	1200	1250	1266	-1.9
供需平衡	1.9	3	33	52	4	

图 15 LME 铝库存创出历史新高



受内外盘铝价比大幅攀升的影响，国内进口原铝大幅增加。1月份中国进口原铝17138吨，同比增加19%，而2月份进口12651吨，几乎与去年持平，1-2月份共进口原铝29789吨，同比增加9.7%，这在一定程度上对供需局面造成较大压力，也加剧了库存消耗的难度。

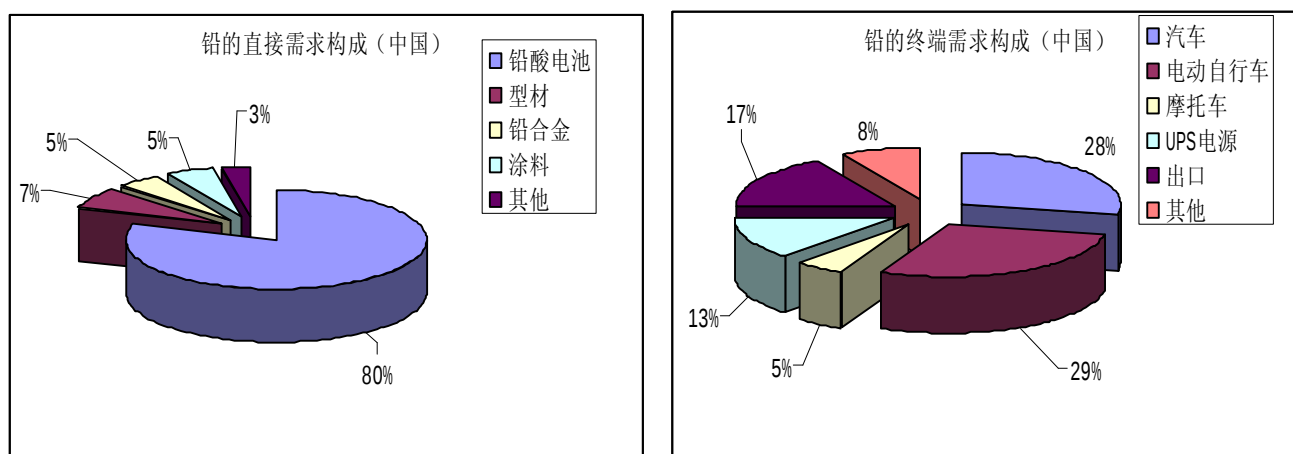
图 16 内外盘铝价比攀升



3.3 铅—刚性需求促使铅价持续上涨

在铅的需求构成中，铅酸电池占有最大比例。以中国为例，铅酸电池对铅的消费量占到整个铅消费总量的 80%。中国是铅酸电池的生产和消费大国：中国铅酸蓄电池产量平均以每年高达 20% 的速度增长，铅酸蓄电池产量约占世界产量的 1/3。

图 17 铅的需求构成



汽车用铅酸电池是最重要的终端需求，汽车用铅酸电池年产量的三分之二用于更新替换，三分之一用于配套汽车生产。基于全球汽车市场庞大的保有量，用于更换替代用的铅酸电池的需求将保持稳定。另外，电动自行车的迅速发展也拉动了铅酸电池需求，电动自行车用铅酸蓄电池每隔 12 至 14 个月就得更换，以 2007 年我国电动自行车产量为 2240 万辆计算，年配套电池用量可望达到 432 万 KWH。

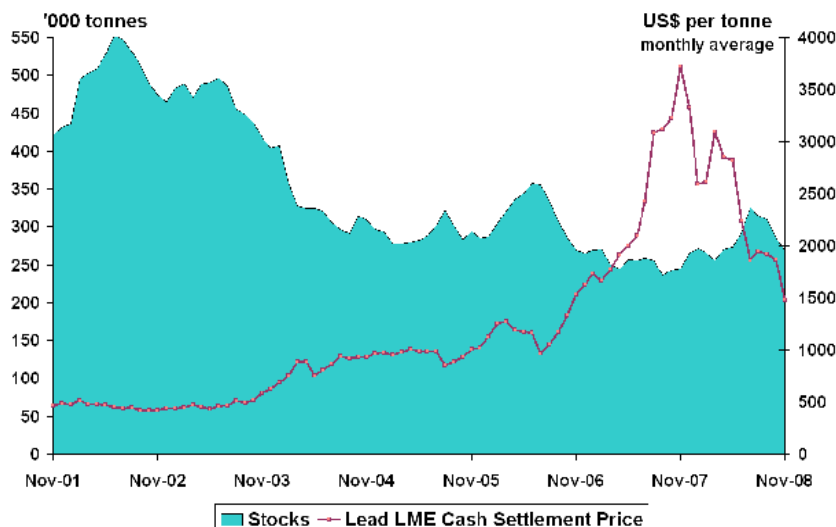
受全球经济危机影响，下游行业需求疲弱导致基本有色金属消费需求减弱，但是对于铅来说，在一定程度上不受经济下滑的影响。每辆车都有一只铅酸蓄电池，铅酸电池的替换是不与经济状况相挂钩的。相反，在经济衰退的背景下，人们会延长对旧车的使用寿命，从而增加对铅酸电池更新替换的需求。虽然电池也受到新增汽车产量、玩具、电话行业萎缩的拖累，但是相比于受房地产和汽车行业影响最大的铜和铝，铅的基本面受经济状况的影响要较其它金属小很多。

从铅的库存来看（包括LME库存，贸易商库存，生产商库存），库存处于一个较低的历史水平，与铜、铝等金属相比，库存压力要小很多；而LME铅价从2009年初以来，已上涨28%，是所有基本金属品种中，涨幅明显。在当前经济形势下，铅需求的“刚性”特性决定了铅是熊市中的良好品种。

表格 5 铅供求平衡表

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
世界精铅产量	6980	7638	7969	8112	8540	8670
世界精铅消费量	7465	7831	8158	8180	8290	8360
精铅供需平衡	-485	-93	-189	168	250	310
中国精铅产量	1930	2390	2710	2758	3053	3180
消费量	1670	1990	2290	2489	2750	2860
净出口量	420	400	500	210	120	150
市场平衡	-160	0	-80	59	183	170

图 18 铅库存



资料来源：国际铅锌研究小组

3.5 黄金：经济最动荡时期已过去，黄金避险需求减弱

2008年第4季度到09年年初是世界经济最黑暗、最动荡的一段时期，投资者对经济前景感到极度悲观和恐慌，在这一背景下，促使投资者把资金转向更为安全的黄金以及美元投资上。在这期间，黄金价格从不到700美元/盎司上涨到1000美元正是这一恐慌心态的真实写照。

同时我们注意到：传统上黄金作为美元的对冲品种，两者有很强的负相关关系，而在此期间，黄金和美元一改传统的负相关关系，而表现为很强的正相关关系。原因在于由于世界经济的不明朗和动荡，黄金传统上具有的美元对冲功能已退居次要地位，而避险功能占据主要地位，与美元一起（美元也是避险品种）受到投资者追逐。同时我们认为：..尽管世界经济走出低谷尚需时日，但最动荡，最恐慌的时期已过去，而黄金价格已处于历史高位，其避险功能将逐渐丧失，而沦为一个简单的投资品种。在此推理下，黄金价格仍有下跌空间。

黄金与美元传统上的负相关关系被改变，未来一段时间美元下跌将不再是金价上涨的理由，而是金价下跌的讯号。但是我们同时认为黄金与美元的正相关关系将不会维持太久，两者的关系最终将回到正常轨道。

另外，尽管通胀预期与美元贬值使得黄金价格依然有向上空间，但促使金价下行的势力或者说不确定性也同样存在。首先，新一轮的央行售金协议（2009-2014）即将开始签署，若该协议规定的签约国央行在未来5年可向市场抛售黄金总量大幅度提高，将对目前金价构成重大利空。其次，目前黄金ETF投资机构持有的黄金总量已达到历史新高，这意味着未来黄金的抛压沉重，这同样对金价上行构成压力。而目前黄金类股票的估值对金价上行的预期反映过度，而对金价下行的不确定性反映不足，因此，我们调低黄金类股票的评级至“中性”。

图 19 美元指数与黄金价格

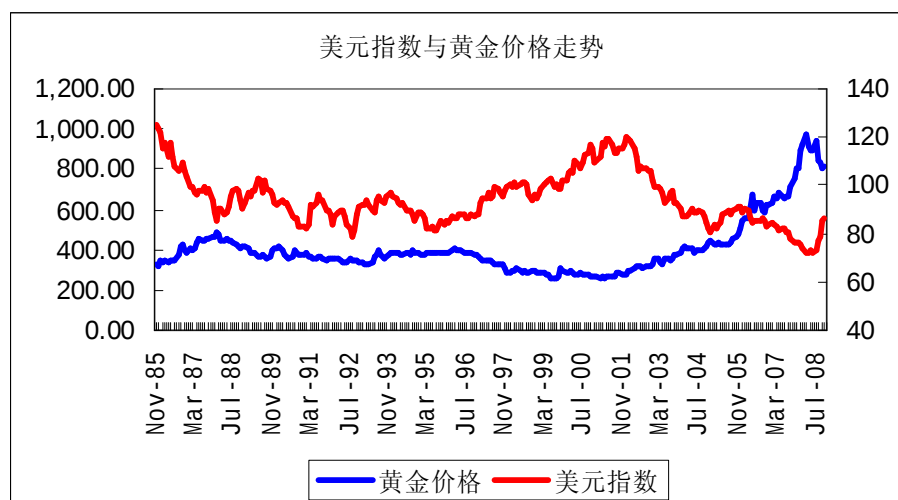


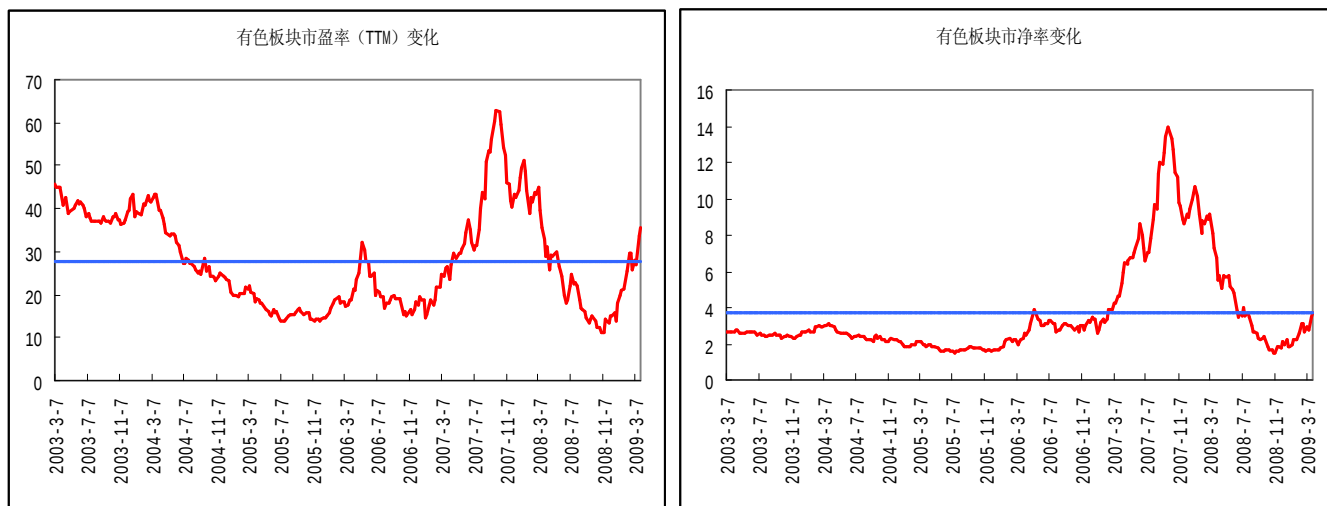
图 20 黄金 ETF 持仓量创历史新高



四、投资策略建议

有色板块自年初以来已有90%左右的涨幅，已基本反映了未来金属价格上涨预期。我们认为目前的估值水平已不具有安全边际，若2季度金属价格上涨低于预期，则对目前的估值水平构成压力，我们给予整个板块“中性”评级。从品种上看，我们选择周期性较弱的宝钛股份，以及我国具有资源优势的一些小品种金属上市公司，如金钼股份、厦门钨业。具有新能源概念，未来成长空间巨大且估值相对便宜的中科三环。

图 21 估值水平大幅提高



5. 重点公司推荐

5.1 宝钛股份

■ 2008 年公司实现钛材销售量 8349.91 吨, 同比增长 14.29%; 营业收入 22.7 亿元, 同比下降了 2.06%; 净利润 3.10 亿元、归属于上市公司股东的净利润 3.01 亿元, 同比下降了 40.92%; 实现每股收益 0.70 元。

■ 公司的营业收入构成仍然是钛产品, 占营业总收入的 83%。报告期内公司的钛产品的毛利率为 18.07%, 同比下降了 11.5 个百分点。

■ 毛利率下降的主要原因是 08 年海绵钛价格大幅下降, 供应量充足, 钛材价格也随之大 幅回落, 产品价格下降幅度达到两成。其中新产品价格下降 22.70%; 民品价格下降 23.679%; 出口产品下降 23.43%, 价格下降幅度大于成本下降的幅度。同时, 产品结构变化 对毛利率下降也产生影响。公司钛材销售量为 8349.91 吨, 同比增长 14.29%, 航钛产品销 售量同比增加 8.66%; 收入下降 16.01%, 影响利润 1669.85 万元。净利润下降的除了毛利 率下降以外, 还受到了人民币升值和出口退税下降的影响。

■ 我们预测公司 2009、2010 年每股收益将分别达到 0.60 元、0.75 元。考虑公司是国 内高端钛材领域的领先企业, 给予公司“推荐”的投资评级。

5.2 金钼股份

■ 公司资源储量丰富。公司所拥有的金堆城钼矿是世界六大原生钼矿床之一, 钼金 属量约 786,551 吨, 平均品位 0.099%。公司拥有 65% 股权的汝阳公司钼金属量达到 69.68 万吨, 公司拥有的权益份额达到 45.29 万吨。公司合计拥有的钼金属量达到 123.95 万吨, 在全国的 份额达到 37%。

■ 目前公司收入结构中, 低端的钼炉料品种占有很高比例 (达到 65%), 该品种全部为

出口配额限制品种。公司08年初IPO所募集资金89.14亿元投入到产业技术升级改造、支持公司可持续发展、资源保障共11各项目中，这对于拓展公司产业链、改善产品结构、规避出口配额限制风险、加强资源保障具有重要意义。不过从这些在建项目的时间进度来看，在建项目的产能要到2010年之后才有较大程度的释放。

■ 公司所需钼原材料全部自给，生产成本相对固定，而钼产品价格的波动对公司利润水平有较大影响。把公司钼产品全部折算成含钼60%的钼铁计算，公司09年利润水平对钼铁价格变化高度敏感，钼价波动是公司面临的主要经营风险。

■ 2008年公司前后获得的钼精矿及钼炉料合计出口配额为11357.14吨，占全国配额比例34.69%；钼化工产品获得配额1781.43吨，占比41.18%；钼金属制品获得配额1251.43吨，占比30.06%。根据国家政策，从2008年以后，出口配额总量将会逐年降低，这将对公司经营造成一定压力。由于出口配额管制政策，限制了公司的资源优势的发挥。

■ 我们预计公司在建项目产能要到2010年后才有实质性释放，而受钼产品价格大幅下跌影响，公司08年第四季度业绩将会明显下滑，而09年业绩将会出现同比负增长。我们预测2008年、2009年、2010年每股收益在1.19元、0.75元、1.05元，市盈率分别为12.61、20、14.29。综合来看，我们给与公司“推荐”评级。

5.3 中科三环

■ 以钕铁硼为代表的永磁材料在新能源浪潮中亦扮演重要角色，其核心作用是提高能量转换效率。混合动力汽车的最主要关键部件是锂离子动力电池和永磁同步电机。由于钕铁硼相对于永磁铁氧体而言磁性强很多，使其成为应用于永磁同步电机最为适合的磁性材料，另外风力发电中使用的直驱永磁机组和新能源汽车使用的驱动电机都要大量使用钕铁硼。

■ 公司目前是国内最大，世界第二大钕铁硼生产企业。随着混合动力车的快速发展，我们认为未来公司所产钕铁硼在这一领域的应用前景广阔；中科三环拥有年产8000吨烧结钕铁硼和800吨粘结钕铁硼的产能。

■ 公司正在积极推进钕铁硼磁体在风力电机和混合动力汽车的应用。预计随着1.5MW风力发电机组和混合动力汽车的普及，从10年起收入可望进入快速增长期。

■ 08、09年是收入增长和盈利的低潮，10年之后恢复快速增长。预计08、09、10和11年每股收益分别为0.22、0.22、0.39和0.58元。鉴于钕铁硼在新能源领域的应用前景以及公司2010年以后较快的成长速度，首次评级为“推荐”。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发,需注明出处为爱建证券研究发展总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

