

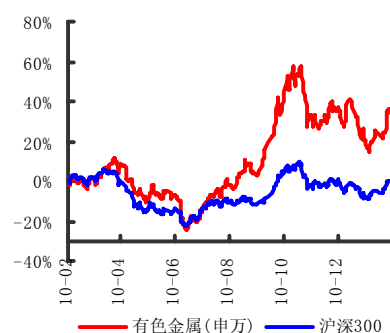
有色金属

投资评级 看好

2011 年 02 月 17 日

消费旺季支撑金属价格上涨

行业研究/深度报告



投资要点：

●行业回顾：2011 年以来基本金属价格表现为先抑后扬，结束了去年 12 月普涨的格局，板块内出现了较大的分化。铜、铝、锌暂时调整，锡和镍继续大幅上涨，有色金属市场总体继续保持牛市行情；美元指数在 2011 年 1 月保持冲高回落的弱势整理。从二级市场走势来看，1 月份有色金属板块跌幅居 A 股板块前列；从细分行业来看，除新材料板块外，其他子金属板块全线下跌，其中黄金板块跌幅最大。

●宏观经济：欧、美、日国经济从 2010 年底开始复苏明显加速，尤其是美国。中国的经济增长已进入放缓持稳阶段。2010 年 GDP 同比增长 10.3%，其中第四季度国内生产总值同比增长 9.8%，结束了前三季度经济增速连续下降的局面。通胀蔓延引来加息潮，欧元区通胀连续 2 月超过目标，英国通胀在 3% 以上已一年有余。新兴市场体纷纷开启加息周期，亚洲主要新兴国家中仅菲律宾仍未加息，中国已 3 次加息。

●行业展望：海外流动性仍保持宽松状态。美元反弹有限，当前对金属价格最为利空的因素为中国央行的货币紧缩政策。近几次央行加息或上调存款准备金对金属价格仅造成小调整，没有导致较大幅度的调整或趋势反转。据以往加息与金属市场走势的关系，初期流动性收紧措施仅仅导致价格的短暂承压。随着旺季的到来，金属消费量的增加将使得金属价格的上涨更具备实物支撑，期价仍处于上涨通道中。

●投资策略：基本金属和黄金将保持上涨通道，新材料是“十二五”国家重点发展领域。建议关注具备较高的资源壁垒或技术壁垒和涉及新材料领域深加工的企业，给予铜陵有色、西部矿业、锡业股份、宝钛股份和厦门钨业买入的投资评级。

分析师：熊晓云

执业证书编号：S0760108060750

电话：010-82190377

邮箱：xiongxiaoyun@sxzq.com

联系人：

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

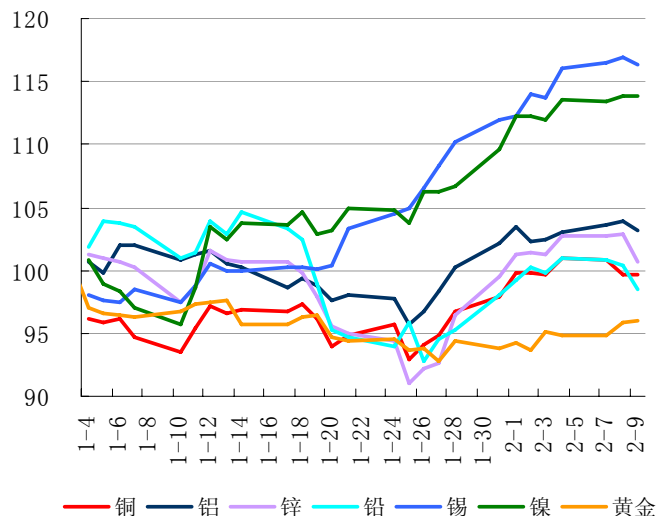
1. 市场回顾：先抑后扬，金属走势分化

1 月的基本金属价格表现为先抑后扬，市场结束了去年 12 月普涨的格局，板块内出现了较大的分化。铜、铝、锌暂时调整，锡和镍继续大幅上涨，有色金属市场总体继续保持牛市行情；美元指数在 2011 年 1 月保持冲高回落的弱势整理。

图 1：LMEX 与美元指数走势



图 2：LME、COMEX 金属价格变动（以 20101231 价格为基数）



资料来源：Bloomberg、山西证券研究所

图 3：2011 年以来国外交易所金属期货价格变化

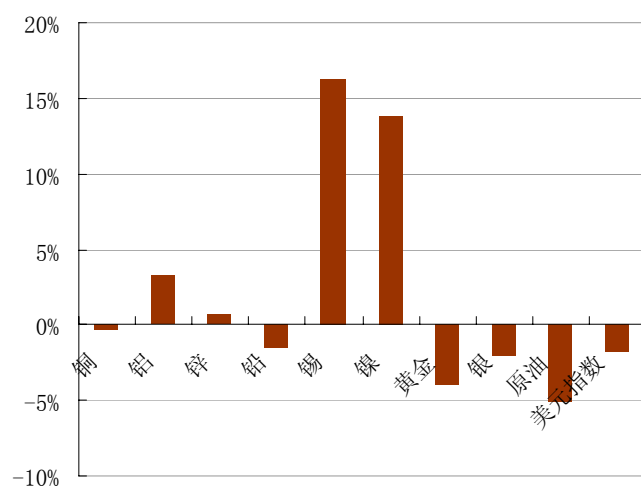
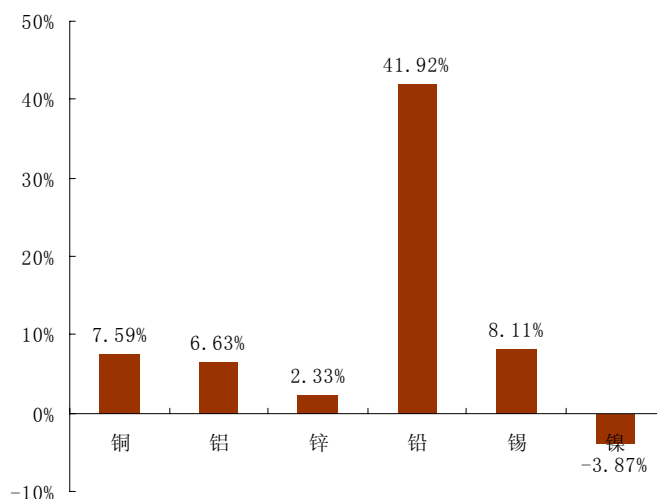


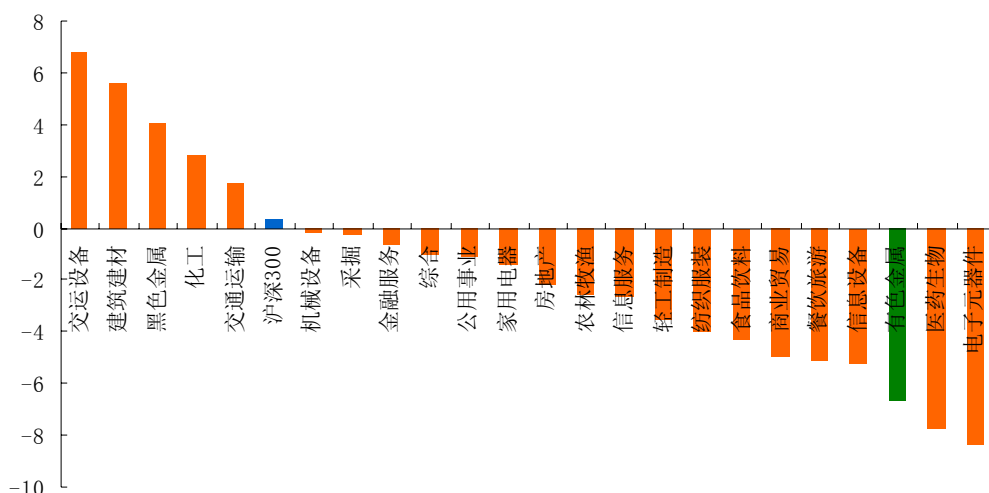
图 4：全球交易所库存变化



资料来源：Bloomberg、山西证券研究所

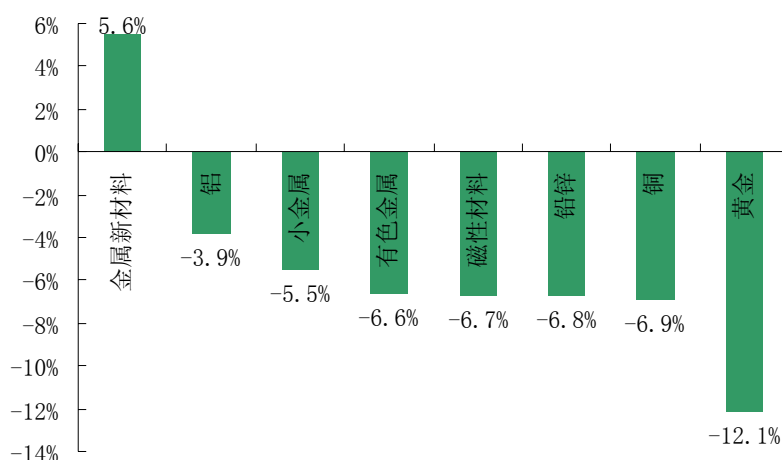
从二级市场走势来看，1 月份有色金属板块跌幅居 A 股板块前列；从细分行业来看，除新材料板块外，其他子金属板块全线下跌，其中黄金板块跌幅最大。

图 5：2011 年以来 A 股板块涨跌幅排名



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：2011 年以来有色金属行业子板块涨跌幅排名



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 宏观经济面

2.1 全球经济增长稳定

发达经济体经济复苏加速。欧、美、日国经济从 2010 年底开始复苏明显加速，尤其是美国。美国 1 月芝加哥采购经理人指数 (PMI) 为 68.8, 为 1988 年 7 月来最高。欧元区 1 月份综合采购经理人指数 (PMI) 为 56.3 点，高于去年 12

月份的 55.5 点，为 6 月以来最高。其中服务业 PMI 由去年 12 月的 54.2 点上升至 55.2 点，但制造业 PMI 由去年 12 月的 57.1 点下降至 56.9 点。

美国 GDP2010 年第四季度增长 3.2%，高于第三季度的 2.6%；失业率继 2010 年 12 月下降 0.4 个百分点之后，2011 年 1 月再降 0.4 个百分点至 9%，2009 年 4 月以来的最低水平，为连续第 2 个月下降，劳动力市场继续回暖。2010 年 12 月美国消费信贷环比增长 3%，连续第 4 个月上升。

欧洲经济复苏较好。2010 年全年德国经济增长 3.6%，增速为近 20 年来最快，第 4 季度 GDP 初值季率增长 0.5%，年率上升约 4%，欧元区内的国家近期表现也较好。6 国发债总额超过 200 亿欧元，葡萄牙，西班牙，意大利等二线国家发债也成功。欧元区外围国家，其债券收益率上行局面仍不可避免，融资成本的不断增加将增加这些国家的经济压力，且违约风险也可能持续扩大。但总体来说，欧元区的经济复苏形势依旧尚好。

日本汽车产销量、领先指数、同步指数等经济指数均已见底回升，表明日本经济将持续恢复；日本消费恢复落后于工业恢复的进程，受日本工业见底回升的影响，日本消费的下滑即将见底；在日本经济恢复的背景下，货币政策的力度有所减弱。

在西方蓬勃复苏的同时，中国的经济增长已进入放缓持稳阶段。2010 年 GDP 同比增长 10.3%，2009 年为 9.2%。其中第四季度国内生产总值同比增长 9.8%，结束了前三季度经济增速连续下降的局面。2010 年规模以上工业增加值同比增长 15.7%，增速比去年同期加快 4.7 个百分点。2010 年 12 月全社会固定资产投资 278140 亿元，累计增长 23.8%，增速比去年同期回落 6.2 个百分点，扣除价格因素，实际增长 19.5%。2010 年社会消费品零售总额 154554 亿元，比上年增长 18.4%；扣除价格因素，实际增长 14.8%。

中国 1 月 PMI 为 52.9，比上月回落 1.0 个百分点，但仍然保持在 50 水平之上，显示出当前经济增长态势基本平稳。制造业 PMI 由上月的 53.9 降至 52.9，为该指数连续第二个月下降。

图 7：主要经济体 PMI 指数走势

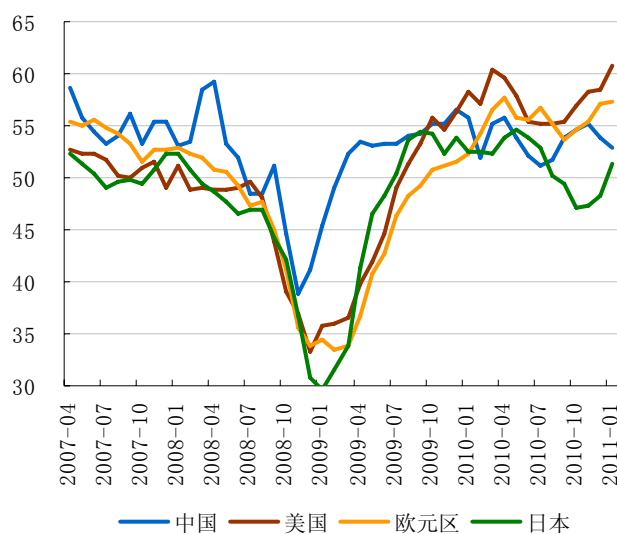
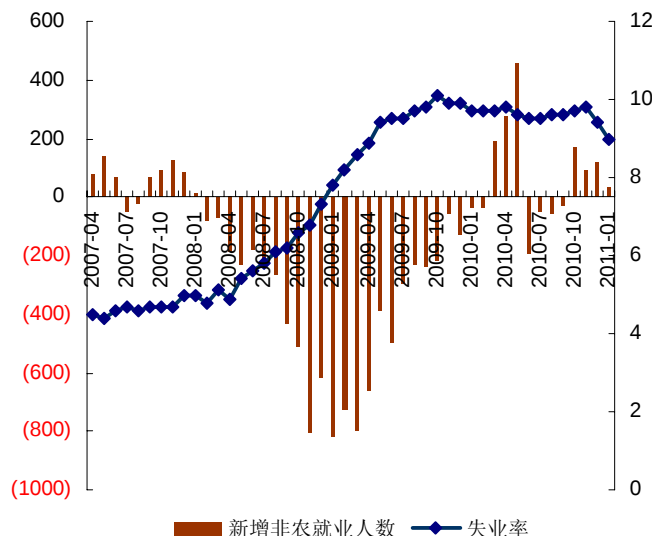


图 8：美国劳动力市场数据（万人，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 通胀蔓延引来加息潮

欧元区通胀连续 2 月超过目标，英国通胀在 3% 以上已一年有余。拖累经济增长的财政整顿再加上高企的通货膨胀，欧元区陷入滞胀的风险已经加大。美国通胀压力较小，核心通胀率仅为 1%，低于美联储 2% 的通胀目标，并不存在通胀之忧。但美国经济复苏的动力已从补库存切换到消费拉动，必然会导致美国通胀水平提高。加之 QE2 并无退出之意，泛滥的流动性可能进一步助推通胀，美国通胀“远虑”犹存。

新兴经济体通胀愈演愈烈。中国 1 月份 CPI 同比上升 4.9%，环比上升 1%。韩国今年 1 月份的 CPI 升幅达到 4.1%，是去年 10 月份以来的最大单月升幅。1 月份越南的通胀率达到了 12.17%，创两年以来的新高，2010 年越南全年通胀为 9.19%。印度去年 12 月的 CPI 涨幅为 8.43%，今年 1 月份有所回落，到 8.23%。巴西今年 1 月的 CPI 水平在去年 12 月增长 0.63% 的基础上再度攀升 0.83%，创下 6 年来新高。印尼今年 1 月份 CPI 较上年同期劲升 7.02%，远超出央行设定的目标区间 4%-6%。同时，俄罗斯央行预计 2010 年通货膨胀率将达 8%，而其央行对今年的通胀目标预计值为 7%。新兴市场纷纷开启加息周期，亚洲主要新兴国家中仅菲律宾仍未加息。中国已 3 次加息；1 月 12 日，韩国宣布加息 25 个基点至 2.75%，同一天泰国央行升息 0.25 个百分点。之后几天，巴西将基准利率上调 50 个基点至 11.25%。1 月 25 日，印度央行自去年 3 月以来第七次加息，

将指标利率上调 25 个基点至两年新高。2 月 4 日，印尼实施了两年以来的首次加息，将基准利率上调 25 个基点至 6.75%。

图 9：主要发达经济体 CPI 走势

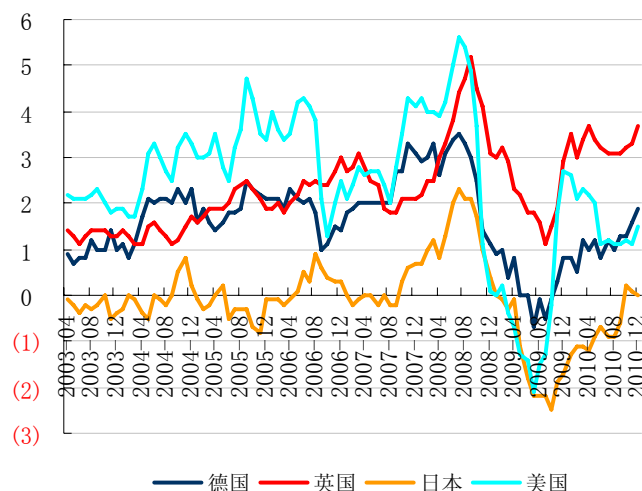
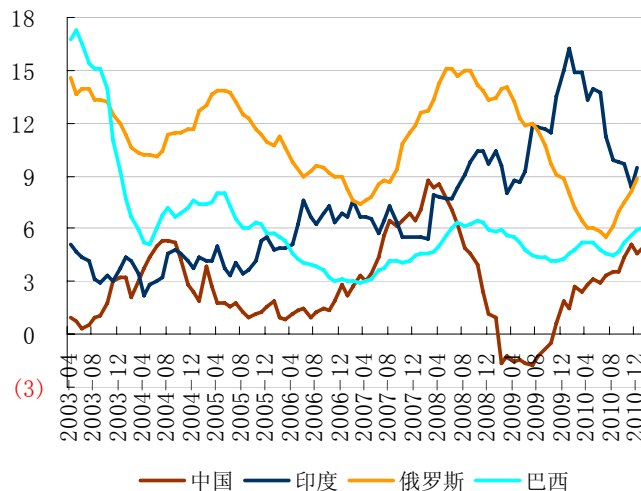


图 10：新兴市场经济体 CPI 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 行业产需两旺

2010 年有色金属工业累计完成固定资产投资 3627.9 亿元，同比增长 33.5%。2010 年上半年有色行业生产稳步增长，下半年小幅回调。十种有色金属产量 3135 万吨，同比增长 20.4%。其中，精炼铜 457.4 万吨，同比增长 11.3%；原铝 1619.5 万吨，同比增长 26.1%；铅 419.9 吨，同比增长 13.3%；锌 516.4 万吨，同比增长 18.5%；镍 17.1 万吨，同比增长 4.0%；锡 14.9 万吨，同比增长 11.1%；锑 18.7 万吨，同比增长 13.1%。

全年有色行业增加值比上年增长 12.7%，增速同比回落 1.4 个百分点。2010 年 1-11 月，规模以上有色金属工业企业（不包括独立黄金企业）实现主营业务收入 27122.4 亿元，同比增长 45.1%；实现利润 1145.5 亿元，同比增长 89.1%。

图 11：2010 年金属产量及同比增速（万吨，%）

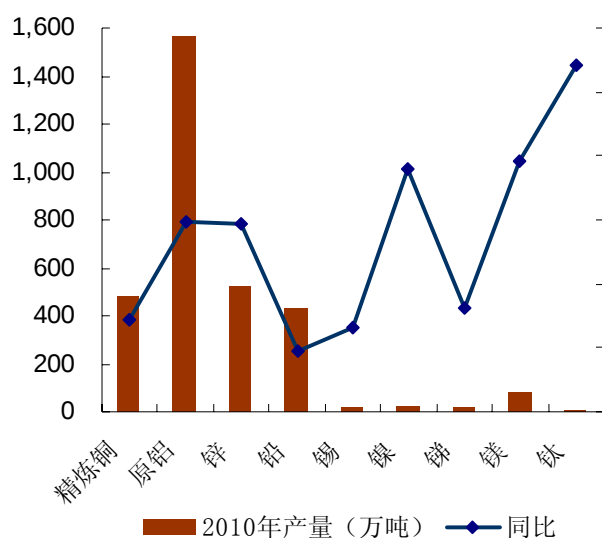
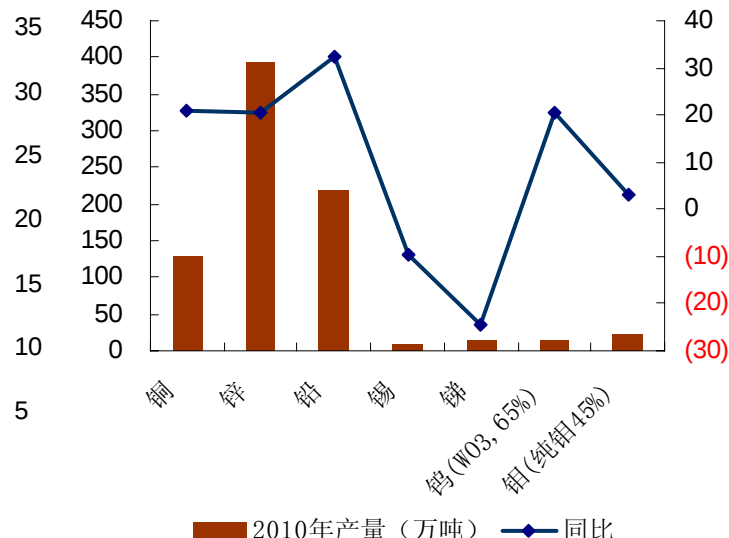


图 12：2010 年矿产品折金属含量（万吨，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2010 年我国有色金属进出口贸易总额创历史新高，达到 1203.4 亿美元，同比增长 43.7%。其中进口额 920.8 亿美元，同比增长 38.5%；出口额 282.6 亿美元，同比增长 63.7%。2010 年进出口贸易逆差额为 638.2 亿美元，同比增长 29.7%。

2010 年铜进口量先升后降保持高位震荡，铝进口量保持低位。据海关快报统计，全年进口未锻造铜及铜材 429 万吨，进口量与去年同期持平，进口额为 327 亿美元，同比增长 44.4%；进口未锻造铝及铝材 95.5 万吨，同比下降 58.8%，进口额为 39.3 亿美元，同比下降 26.5%；进口氧化铝 431 万吨，同比下降 16.1%，进口额为 15 亿美元，增长 14.9%。

1 月份有色金属进口数据强劲。1 月份中国进口未锻造铜 36.42 万吨，同比增长 24.7%，环比增长 5.7%。废铜进口 36 万吨，同比上升 9.09%，但环比下降 16.28%。未锻造铝进口 96.28 万吨，同比下滑 1.38%，环比大幅上升 16.1%，呈现连续 4 个月增长。显示尽管近期政策收紧，中国经济增长仍未受影响，金属需求依然强劲。

图 13：进口（万吨）

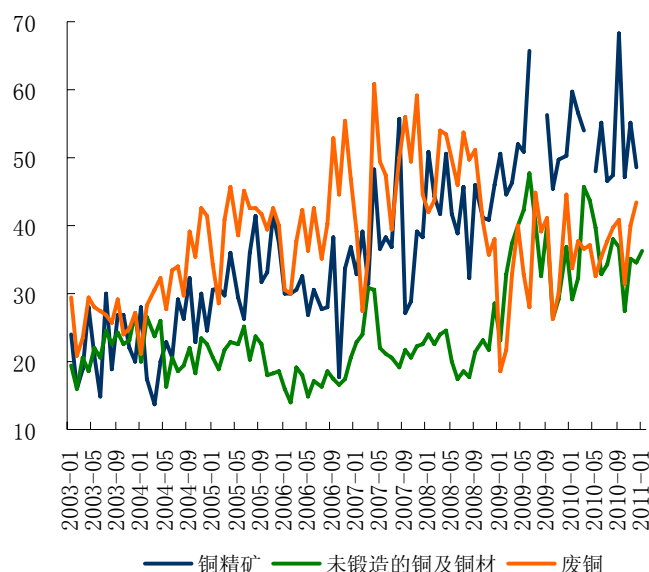
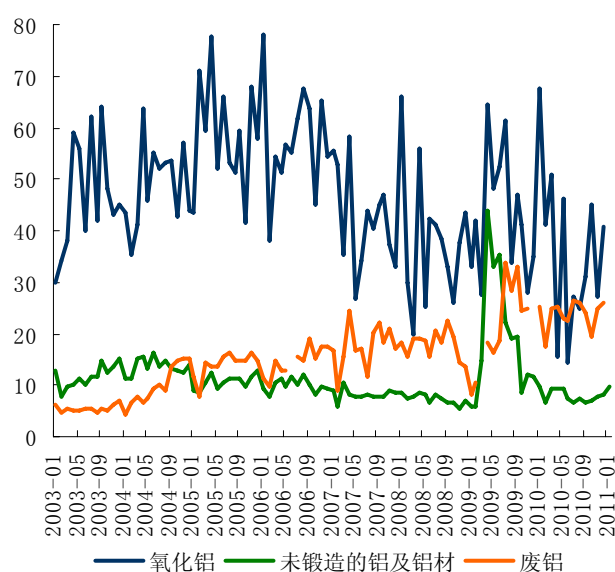


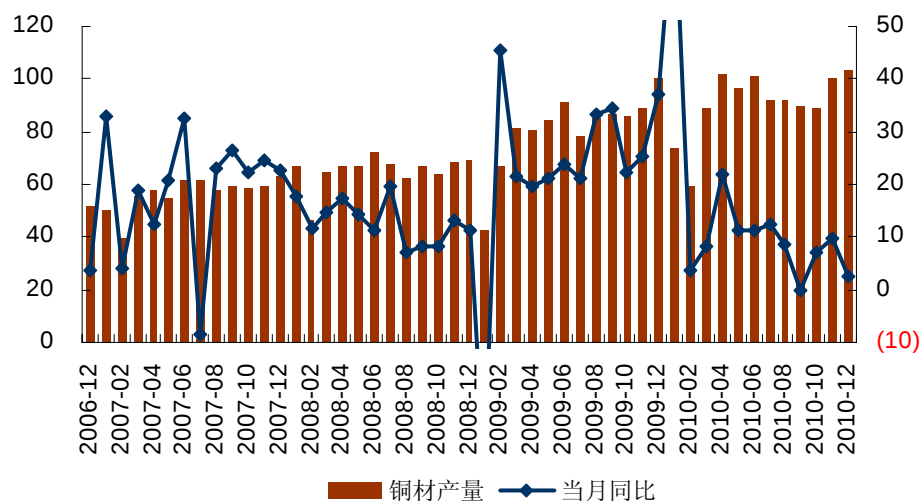
图 14：进口（万吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

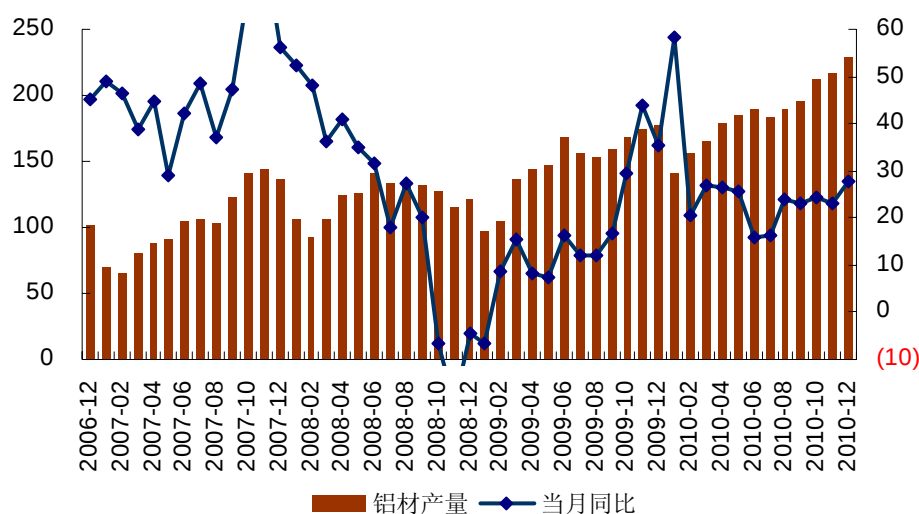
有色金属下游产品产量保持了稳定增长，下游需求稳健，有色金属供需基本面大为改善。国内铝材和铜材产量保持在高位，2010 年铜材和铝材累计产量同比分别增长 10.83%和 24.46%。

图 15：国内铜材产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：国内铝材产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2010 年全国房地产开发投资高速增长，增速达 33.2%，为 1998 年以来最高。全国房地产开发企业房屋施工面积和新开工面积分别同比增长 26.6% 和 40.7%，全国商品房销售面积同比增长 10.1%。

随着“新国八条”的出台和部分城市房产税的落地，中国楼市迎来力度空前的第三轮调控。继上海、青岛、济南等地率先出台楼市限购细则后，春节过后各地限购细则将密集出台。在未来数天内，限购政策将在多个城市密集铺开，楼市将迎来前所未有的限购大潮。由于受“新国八条”、新盘供应减少和假期因素的共同作用，一线和二三线城市春节两周成交量相比节前均出现了大幅缩水，市场进入速冻期。近期将迎来新一波全国限购的高潮，严厉的限购政策将抑制需求，对成交量影响较大，预计未来两月销售量将快速回落至低点。

保障房将是未来市场的关键词，大规模公租房将贯穿“十二五”，弥补商品房市场可能出现的投资下降。

图 17：房屋新开工面积及同比增速（万平方米，%）

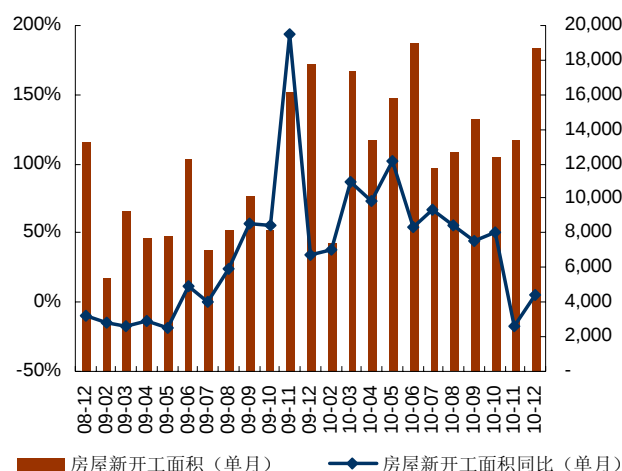
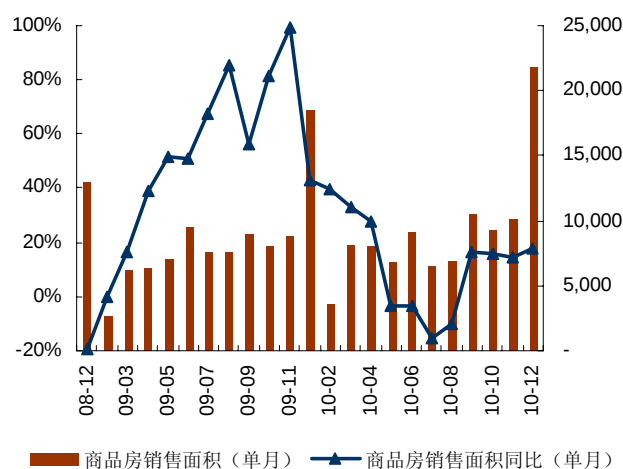


图 18：商品房销售面积及同比增速（万平方米，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：房地产开发投资完成额及同比增速（亿元，%）

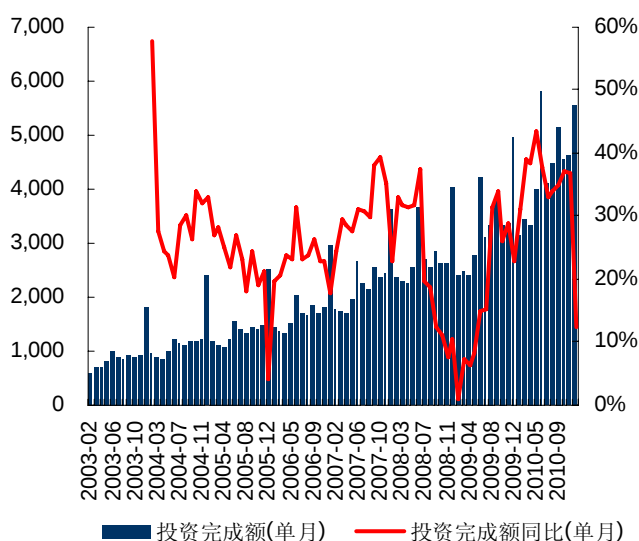
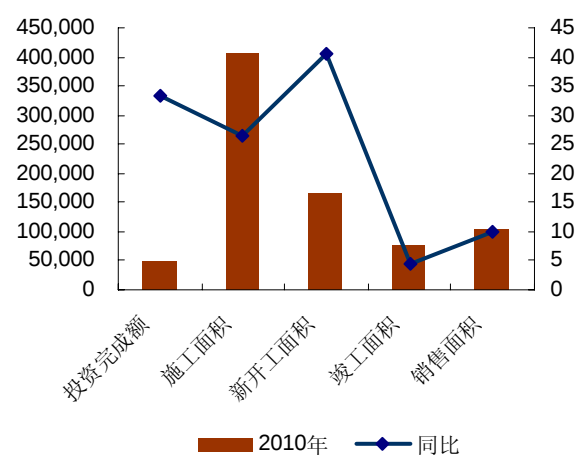


图 20：2010 年房地产行业数据（亿元，万平方米，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2010 年家电行业实现高增长，空调及冰箱内销增速大超预期。空调 12 月内外销增长均在 40% 以上。12 月空调出口 342.9 万台，同比增长 62.53%，环比增长 28.5%；内销 415.97 万台，同比增长 42.7%，环比增长 9.09%，主要在于 12 月国内南方大部分地区气温较往年偏低，使终端空调销售持续向好。2010 年空调出口 4339.08 万台，同比增长 53.91%；内销 5156.52 万台，同比增长 36.89%。冰箱内销表现好于出口。12 月冰箱出口 127.75 万台，同比增长 -5.79%，；内销 359.63 万台，同比增长 11.97%，而去年同期冰箱同比增速处于较高位置。2010

冰箱出口共 1828.06 万台，同比增长 6.36%；内销共 5128.96 万台，同比增长 30.5%。洗衣机 2010 年内外销同比增长超过 25%。12 月份洗衣机出口 159.16 万台，同比增长 20.62%；内销 364 万台，同比增长 47.37%。2010 年洗衣机出口 1692.43 万台，同比增长 30.48%；内销 3389.66 万台，同比增长 27.44%。

三四级市场为家电行业最大增量点，一季度将延续高速增长。农村需求快速增长，销售占比不断提高。2011 年 1 月份全国家电下乡产品销售 1049 万台，月销量首超千万台，实现销售额 254 亿元，同比分别增长 80%和 123%，环比分别增长 6%、11%。

长期看家电产品中空调行业持续增长的时间最长。国内市场城市和农村家庭的空调保有量都还有很大提升空间，受到中低收入人群收入上升、中西部地区投资加快引致的城镇化加快、保障房比率上升的带动，国内县、镇级市场的消费能力还会有进一步的超预期表现。

图 21：家用电器行业（万台，%）

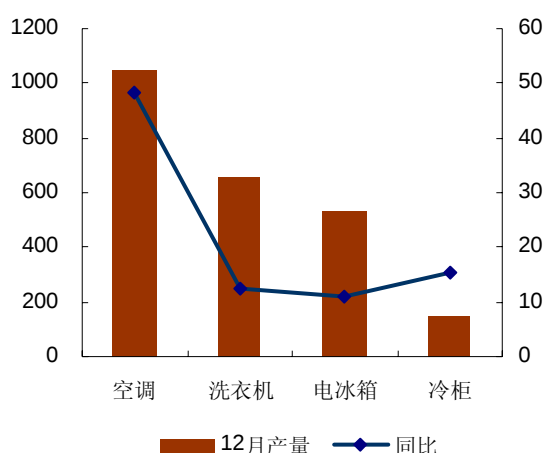
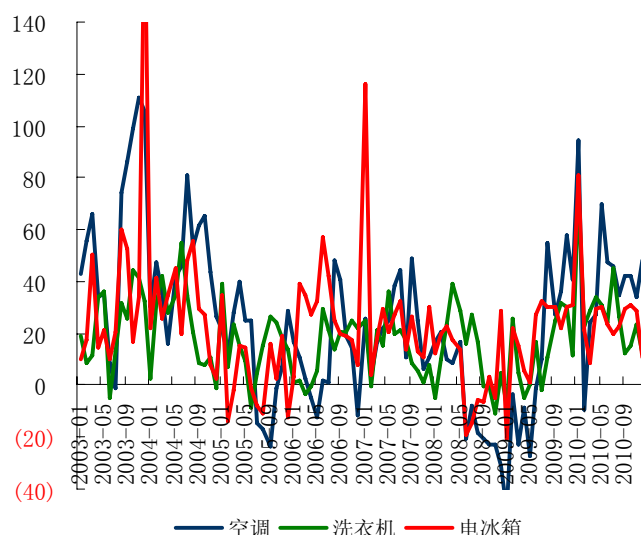


图 22：家电行业产品产量同比增速 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

2010 年全球汽车行业强劲复苏，中国汽车产销两旺，增长幅度远高于预期；发达国家的汽车生产复苏相对缓慢。我国汽车工业延续了上年发展态势，在购置税优惠、以旧换新、汽车下乡、节能惠民产品补贴等多种鼓励消费政策叠加效应的作用下，汽车产销再创新高，但增速逐月回落。2010 年汽车销量 1806 万辆，同比增长 32.4%，创全球历史新高，再次蝉联全球第一。为继 2009 年之后，又是一个快速增长年份。

各汽车集团和企业纷纷公布了“十二五”期间的产量和销量目标，经粗略统计，“十二五”期间，国内主要车企产量预估相加后，其总产量已经突破 4000

万辆，如果汽车产能的利用率能始终保持在 80% 的行业高位，按照 4000 万辆的产量计算，实际产能规划将达到 5000 万辆。

图 23：交运设备行业产量（万辆，辆，万立方米，%）

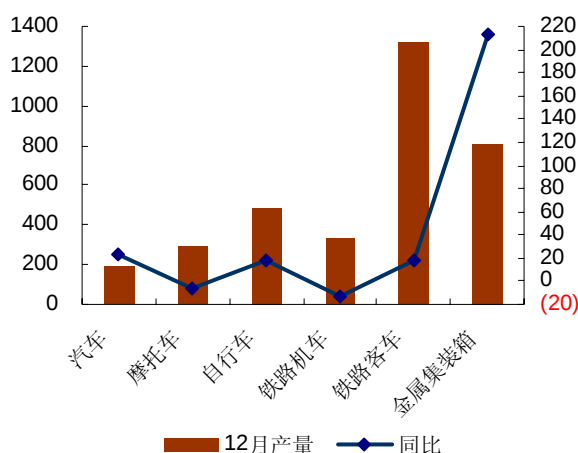
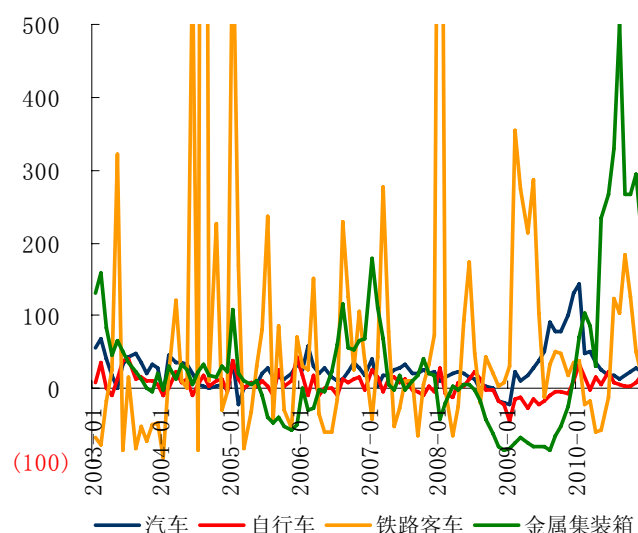


图 24：交运设备行业行业产品产量增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

“十二五”是我国智能电网全面建设的五年。国家电网总经理刘振亚透露，未来五年我国电网飞速发展的四大重点是特高压、智能电网、新一轮农网改造、国际化。其中，发展特高压是“十二五”电网发展的重中之重。未来 5 年我国将投资超过 5000 亿元，建成“三纵三横”特高压交流骨干网架和 11 项特高压直流输电工程，特高压输电线路总长将达 4 万公里，形成交直流协调发展的坚强电网网架。

在经历了 2010 年投资数量和频率的大幅下滑以后，随着电力装机容量的稳定增加和城市化进程对电力输送需求的持续增长，电网投资总量有望恢复。国家对于电网建设的速度正在逐渐加速，很可能在“十二五”期间电网建设伴随着特高压、智能电网和农村电网改造进入新一轮的景气周期。

图 25：电力电子行业产品 2010 年产量同比增速（%）

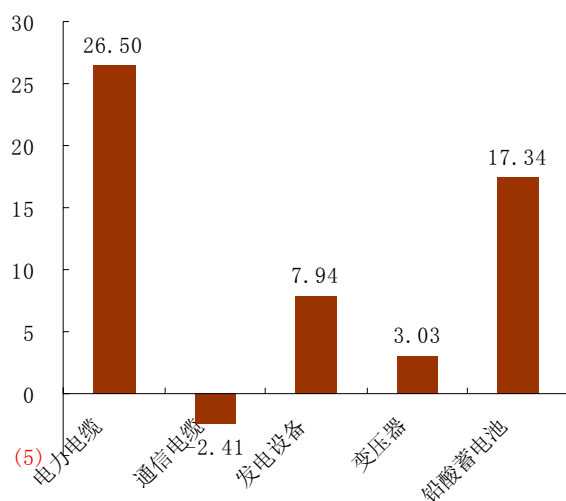
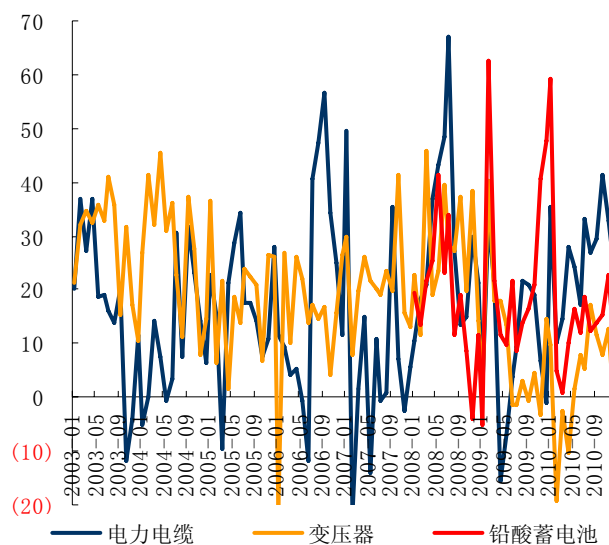


图 26：电力电子行业产品当月产量同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 消费旺季将至，支撑金属价格上涨

当前对金属价格最为利空的因素为中国央行的货币紧缩政策。2011 年通胀压力不容忽视。调控物价成为今年各宏观调控部门工作中的重中之重。

截至 2010 年末，国内 M2 余额 72.58 万亿元，同比增长 19.7%，超出央行设定的 17% 的目标。2010 年全年人民币贷款增加 7.95 万亿元，较调控目标多出 4500 亿元。2011 年 1 月 M1 与 M2 增速分别为 13.60% 和 17.20%，增速有所下降。前期充裕的流动性导致 CPI 将继续保持高位，且地方政府投资热情高涨，存在经济过热风险，目前利率水平低于正常水平未来政策将进一步收缩。调整存款准备金率是央行的首选工具。当前大型商业银行存款准备金率已达到 19%，创历史新高，但仍有上调空间，未来存款准备金率最高可能上调至 23% 左右，央行也将运用差别存款准备金率对商业银行放贷进行动态调整。“负利率”依然存在且呈扩大趋势，未来央行继续加息势在必行。同时，社会融资规模总量控制将加强。今年央行工作会议并未对外公布 2011 年货币供应量增长目标，也未对信贷规模目标提出具体要求，这意味着央行货币政策调控目标已不仅仅是货币供应量增长与新增信贷规模。2011 年货币政策调控范围将会扩大至基础货币及银行信贷之外的股市、债市等其他融资领域。央行新推出“社会融资增速指标”，侧重描述社会融资规模，与 M2 共同构成货币政策制定的参考指标体系。

图 27: PMI 指数

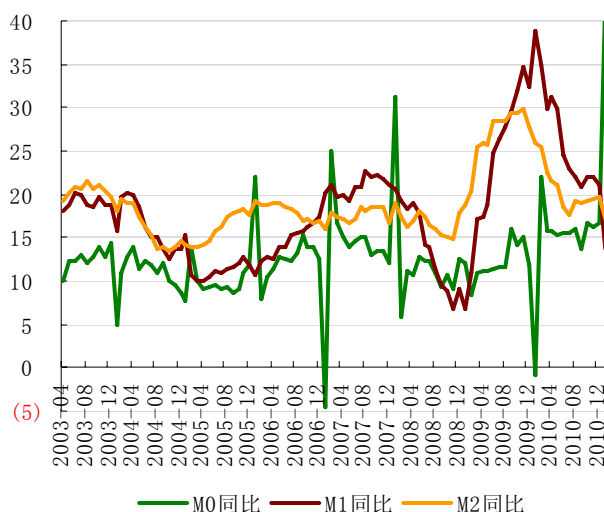
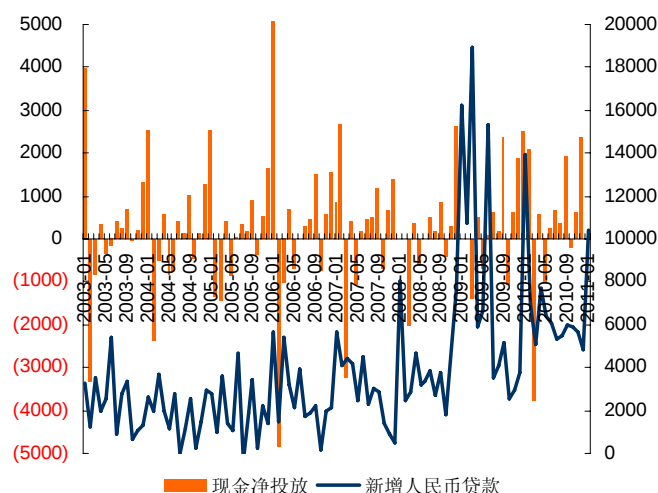


图 28: 央行现金净投放及新增贷款额 (亿元)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

近几次央行加息或上调存款准备金对金属价格仅造成小调整，没有导致较大幅度的调整或趋势反转。据以往加息与金属市场走势的关系，流动性收紧措施仅仅导致价格的短暂承压，特别是中国市场仍未进入第二季度的传统制造业旺季。因此，近期的流动性收紧措施对市场的整体影响有限。刚刚发布的 1 月份中国市场精炼铜采购数据表明，在套利窗口关闭的阶段，中国市场依然保持强劲的采购力度。

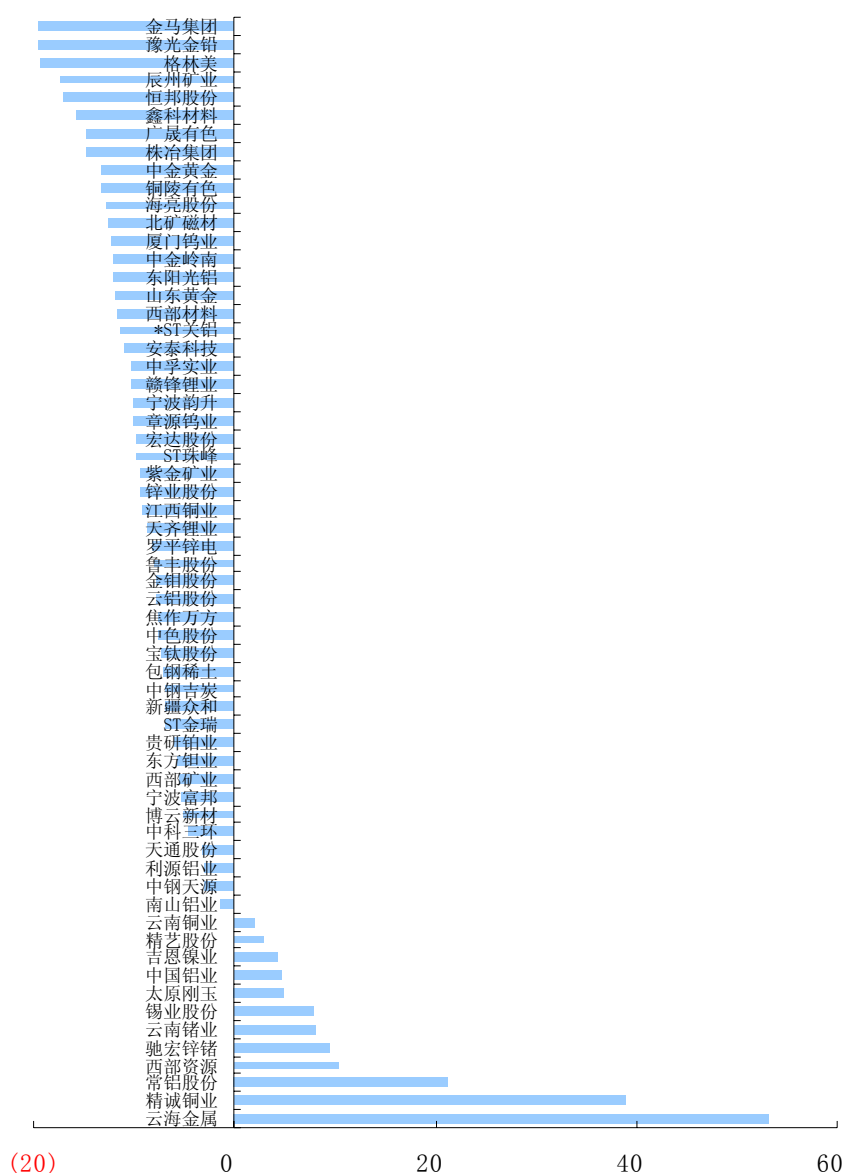
海外流动性仍保持宽松状态。美联储主席伯南克 2 月 9 日表示，美国并未面临现实的通胀压力，就业市场状况仍有待进一步改善，因此美联储对继续执行宽松货币政策抱有信心。欧元区欧央行对通胀问题的担忧加剧，但欧元区的失业率仍然为 10.0%，处于历史高位，四季度 GDP 季环比为 0.4%，零售环比下降 0.61%，为连续两个月下滑，同比下降 0.96%。面对经济前景的不确定、欧洲债务危机的悬而未决，虽然食品、能源、税率上调引发的通货膨胀上升，但是欧洲央行维持基准利率不变，维持宽松货币政策立场，确保欧元区经济复苏。

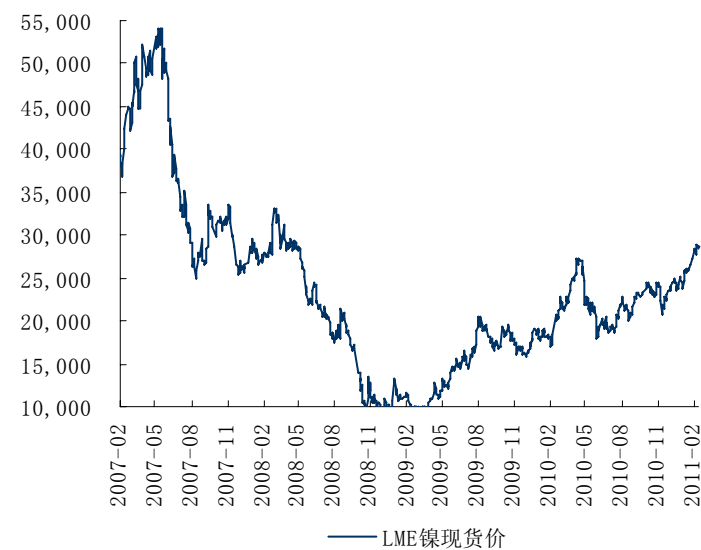
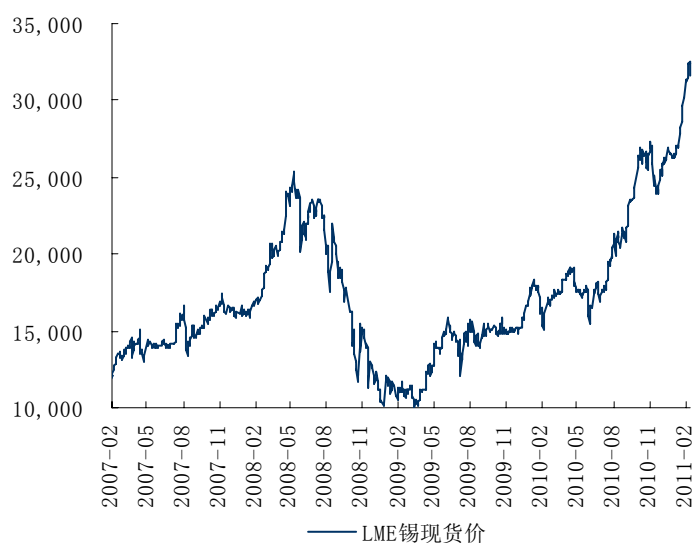
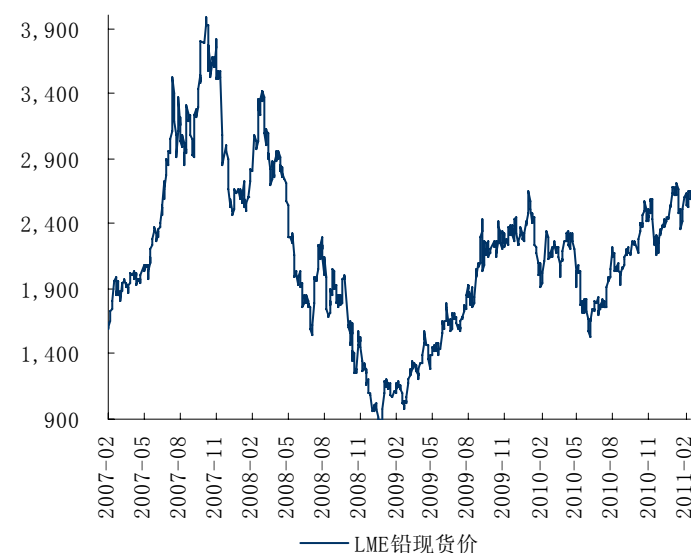
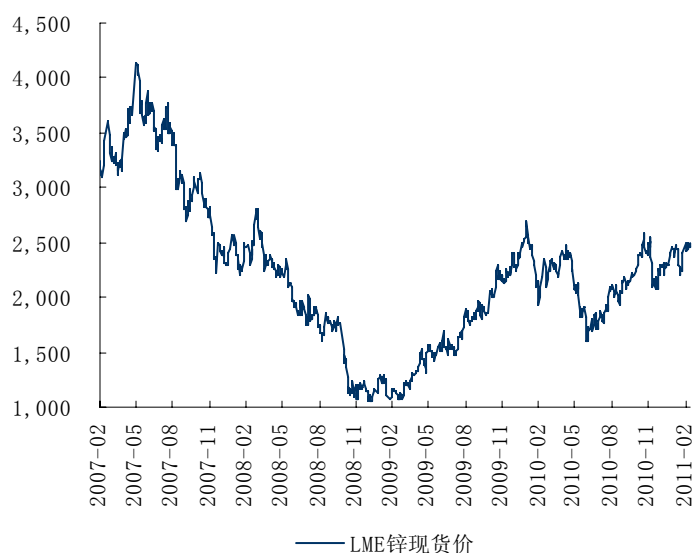
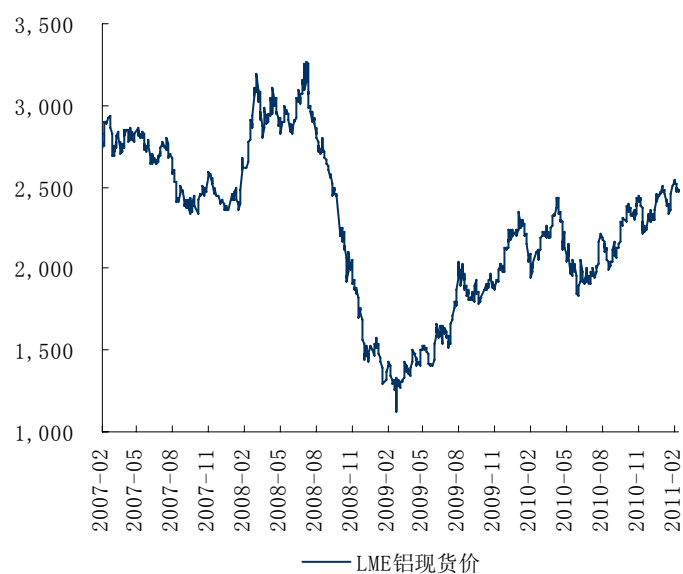
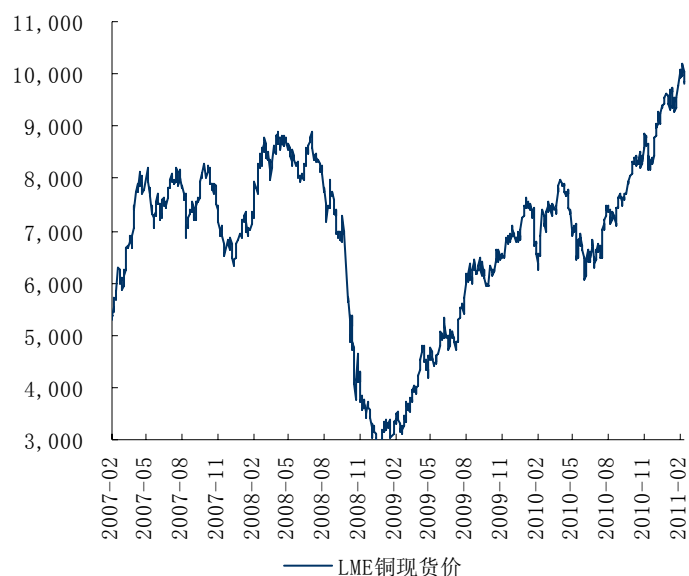
美元指数一度因欧洲债务问题再度成为市场关注的焦点和埃及局势动荡而上行。葡萄牙 10 年期公债收益率触及纪录高位，令市场对欧元区外围国家融资成本的担忧再度浮现。另外，葡萄牙和西班牙未来数月的国债发行规模将不断增加，更是增添了市场的忧虑。随着欧债问题的缓解，美元指数反弹有限，对金属价格压制的作用不大。

随着旺季的到来，金属消费量的增加将使得金属价格的上涨更具备实物支撑，期价仍处于上涨通道中。农历春节后，下游行业需要在 5 月生产高峰前补充库存，因此三、四月份，中国将进入金属上半年的消费旺季。

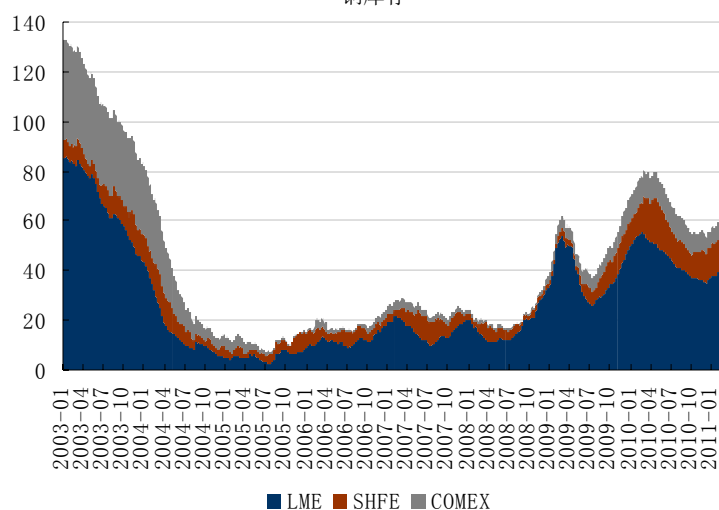
鉴于流动性依然宽裕与消费旺季的来临，基本金属和黄金将保持上涨通道，新材料是“十二五”国家重点发展领域。建议关注具备较高的资源壁垒或技术壁垒和涉及新材料领域深加工的企业，给予铜陵有色、西部矿业、锡业股份、宝钛股份和厦门钨业买入的投资评级。

图 28：2011 年以来金属行业股票涨跌幅对比（%）

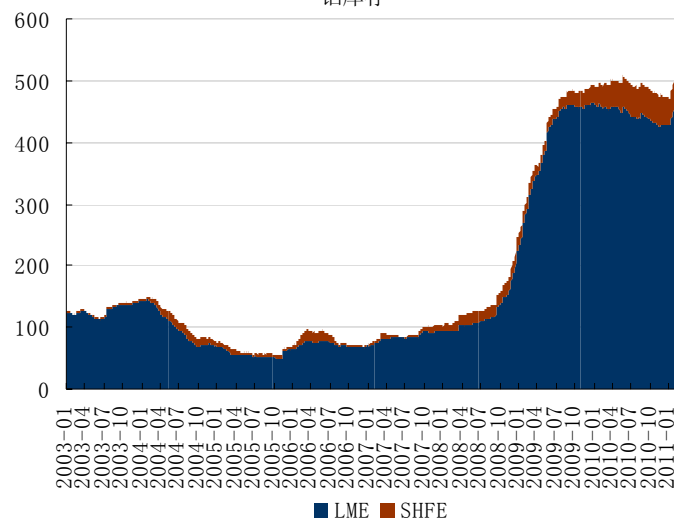




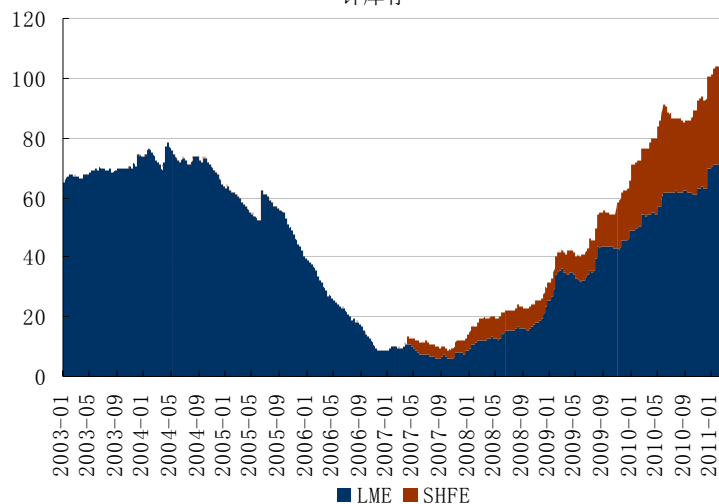
铜库存



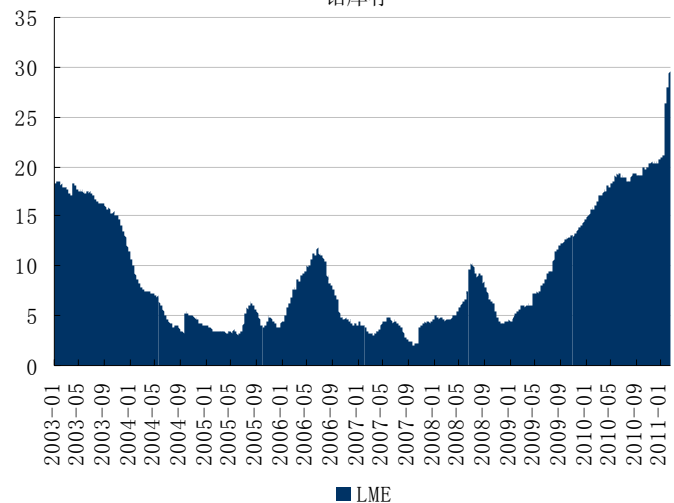
铝库存



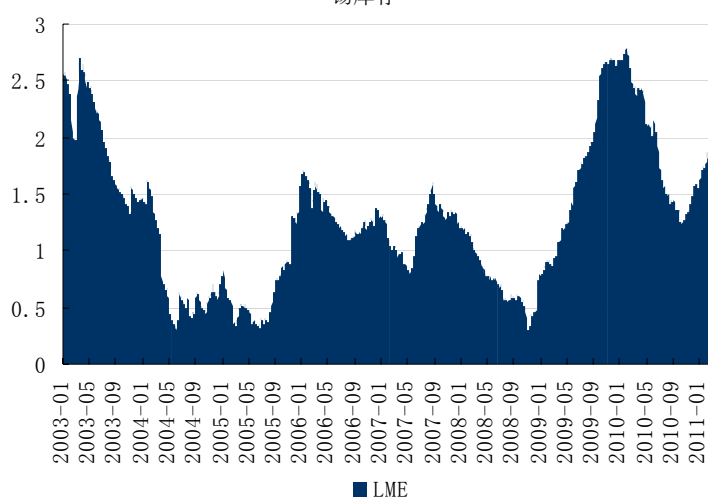
锌库存



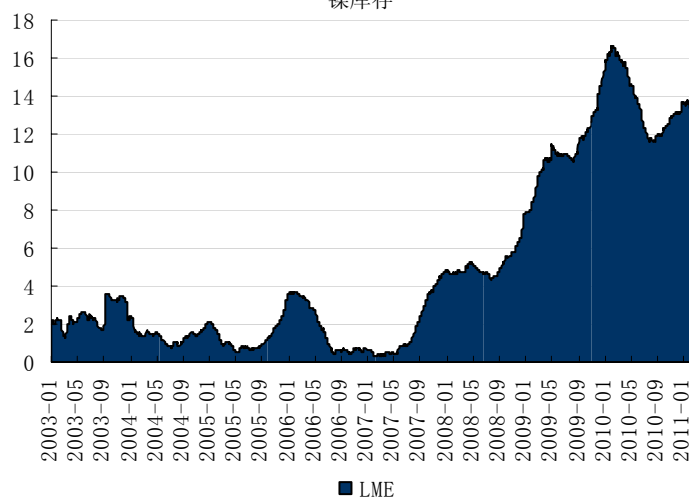
铅库存

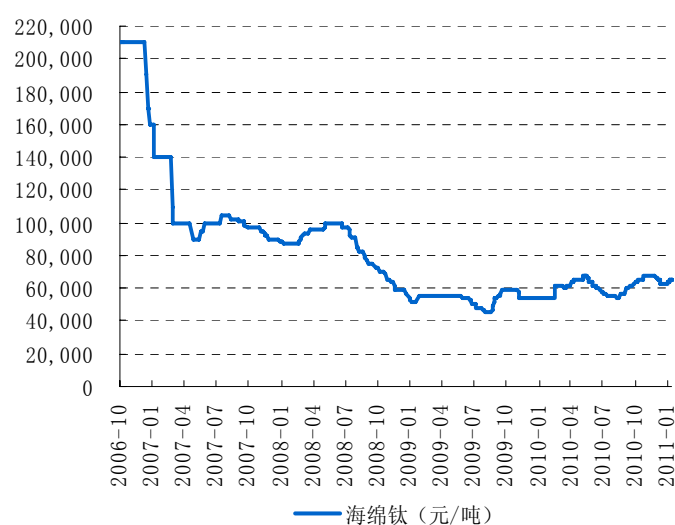
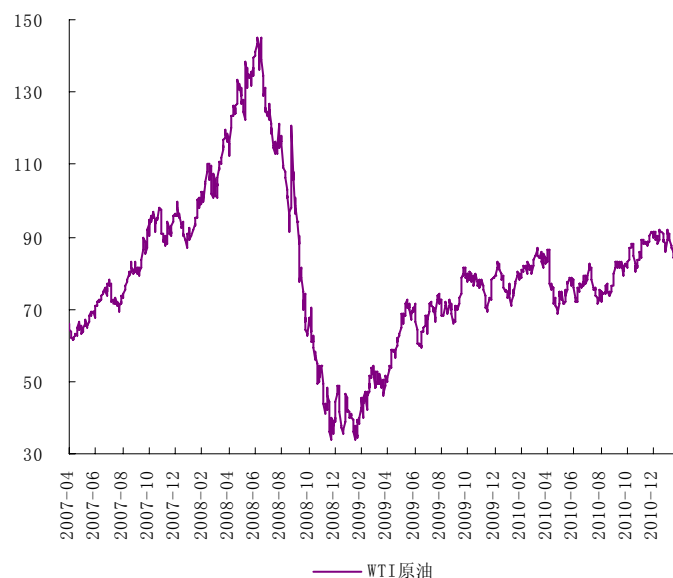
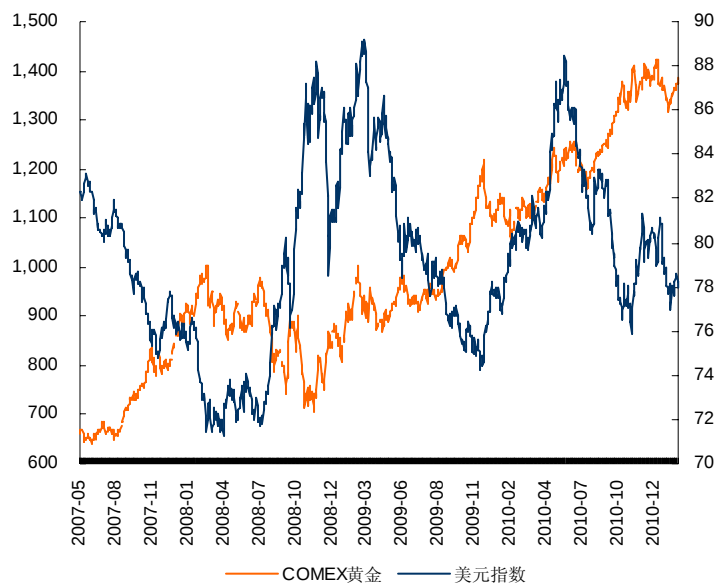


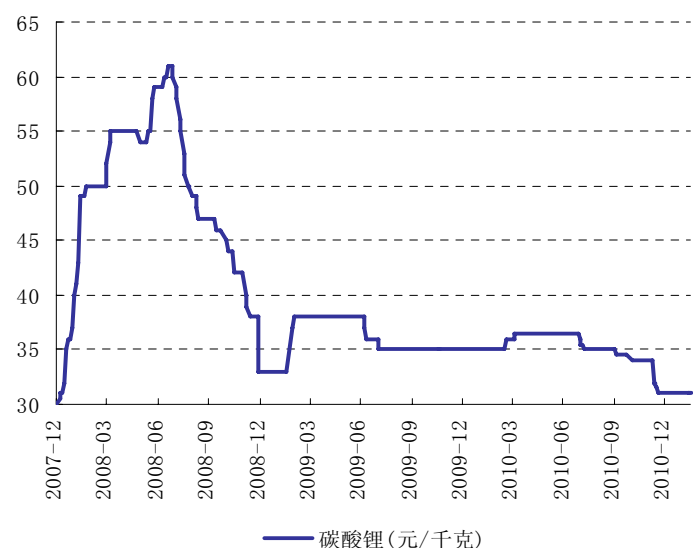
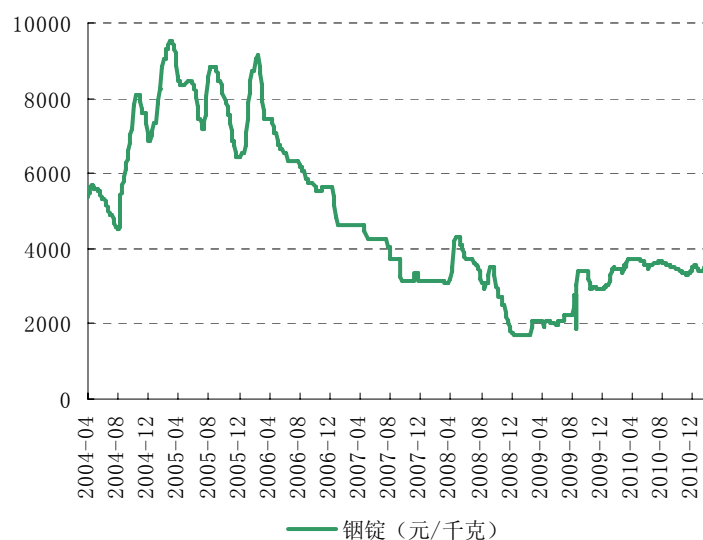
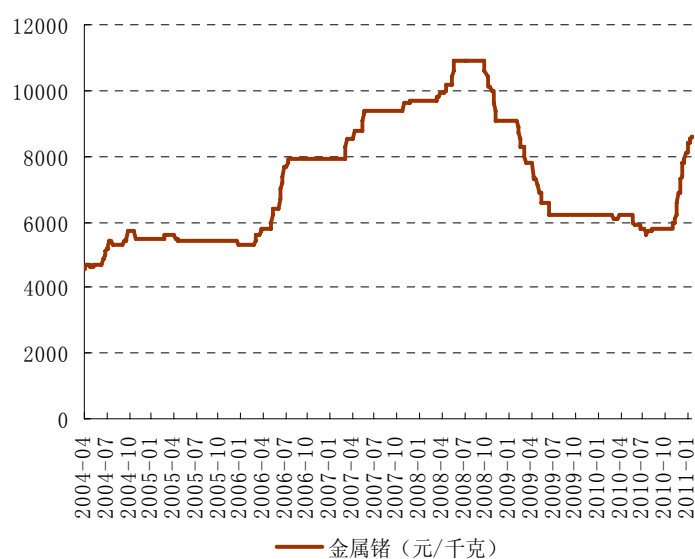
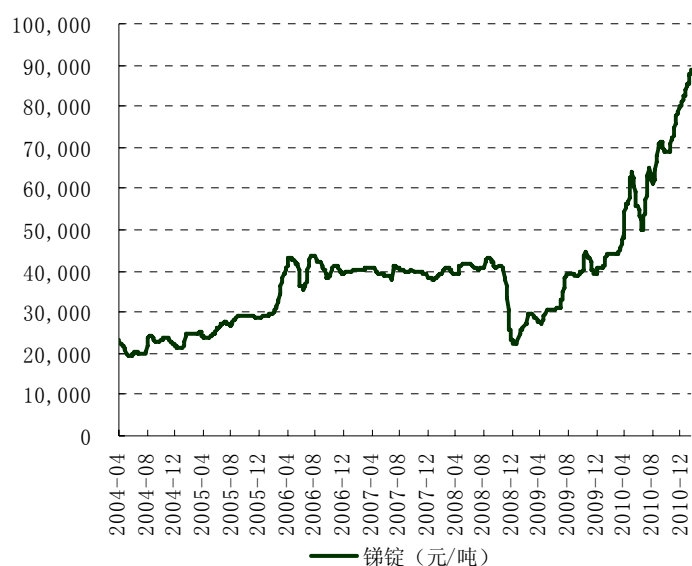
锡库存

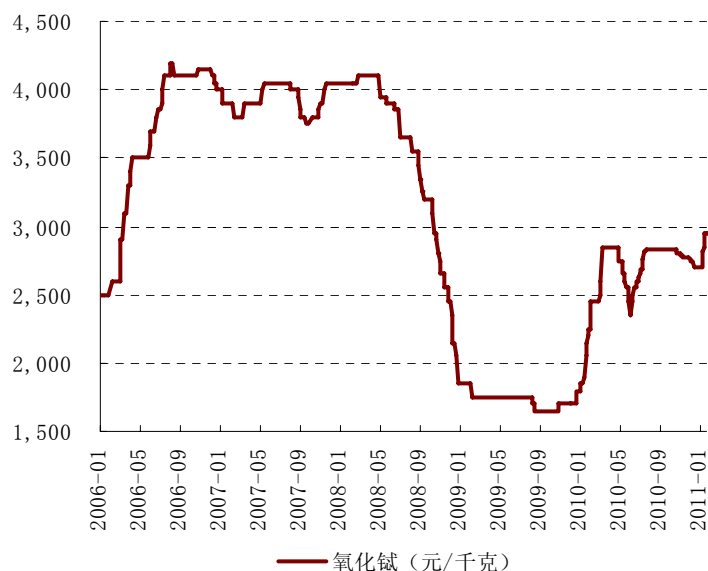
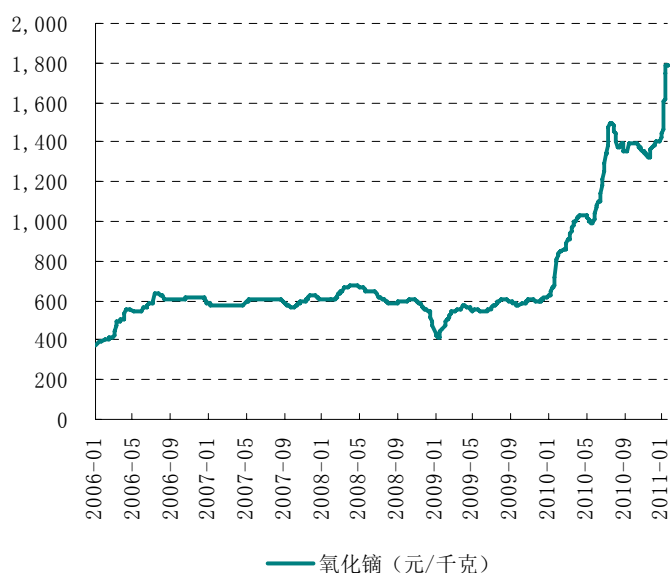
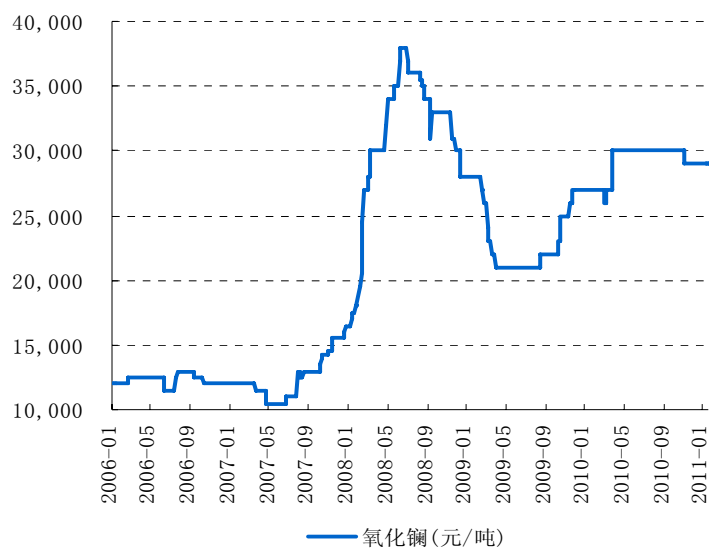


镍库存









数据来源: Wind、Bloomberg

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本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、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。