

报告日期：2010年3月29日

关注受益结构调整的小金属和深加工

——有色金属行业二季度投资策略

分析师

耿诺

☎ 010-88366060-8786

✉ gengn@cgws.com

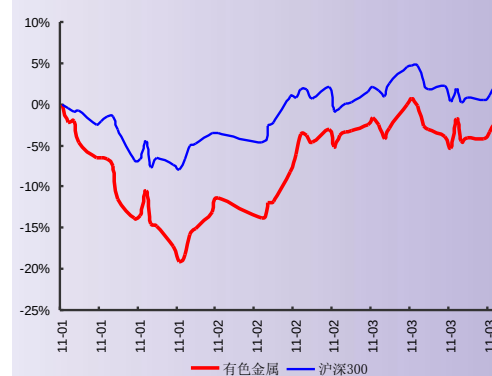
执业证书编号：S1070210080003

要点：

- **一季度延续结构分化特点。**一季度无论是金属价格还是板块表现，“大小金属结构分化”特点均得到延续，主要原因：1) 地缘政治不稳、欧债危机等因素使经济复苏前景不明朗；2) 全球流动性趋紧的环境未变；3) 大小金属行业需求前景分化，基本金属由于受制经济和需求放缓缺乏上涨支撑，而战略小金属受益政策保护和需求前景趋势性上行较为确定。
- **二季度“大小金属结构分化”特点仍将延续：**从决定一季度“结构分化”的主因来看，经济放缓、货币收紧以及需求放缓的背景仍难在二季度发生根本改变，因此大小金属分化的特点将继续呈现。基本金属由于受制流动性和需求放缓难有趋势上行的靓丽表现，尤其是中国需求迟迟未启动，“旺季不旺”特点或将成为大金属上涨空间的主要制约；而小金属方面，由于受宏观经济及流动性影响小，同时在保护政策不断深化及需求前景广阔的双重背景下行业景气度将继续提升。
- **子行业分化，关注小金属和铝深加工。**从子行业来看，我们认为 1) 铜价上涨空间有限：市场预期由供应短缺转向需求减缓、中国补库需求或将推迟；2) 铝深加工依然是关注焦点：尽管铝价在复产压力和成本上涨双重因素下难有趋势上涨机会，但下游深加工受益行业结构调整以及结构转型带来的需求前景成为关注焦点。3) 锡、镍由于过度透支供需基本面利好价格继续震荡整理；4) 贵金属延续高位运行态势，密切关注地缘政治局势变动。5) 持续关注小金属：未来需求呈高速增长、供应高度集中特点短期难改变、中国小金属行业保护政策力度持续加大。
- **投资逻辑。**我们维持基本金属“中性”、小金属行业“推荐”的投资评级不变。由于小金属景气度趋势上行未变，同时中国对优势小金属矿种整合力度不断深化也将继续推动稀有战略金属的价值回归；而基本金属方面，由于流动性收紧、库存指标居高不下以及中国需求迟迟未启动，旺季不旺可能成为二季度主基调，然而 2011 年作为“十二五”开局之年，有色金属行业的结构调整也将大力开展，我们相对看好受益结构调整的深加工类企业。
- **投资主线：**建议两条投资主线：1) 战略小金属类主线：持续关注包钢稀土、广晟有色、辰州矿业、厦门钨业、云南锗业等；2) 受益结构调整的基本金属深加工类企业，重点关注南山铝业、东阳光铝、博威合金等。
- **风险提示：**1) 大盘系统性回落风险；2) 地缘政治形势的风险；2) 中国房地产后势不确定性；

投资评级：中性（维持）

行业表现



相关报告

《从供需和政策角度把握投资机会》2009 年 12 月
-2010 年年度投资策略 “谨慎推荐” 评级

《有色金属节后迎来阶段性底部》2010 年 2 月
-行业深度报告 “中性” 评级

《震荡向上或成旺季主基调》2010. 3
2010 年二季度投资策略 “中性” 评级

《持续关注战略小金属》2010. 5
-小金属行业 “推荐” 评级

《继续关注小金属，结构分化或不再》2010. 9
有色行业 “推荐” 评级

《大小金属分化延续，小金属仍是重点》
2010. 11 有色行业 2011 年投资策略 “中性”

《结构分化特点再现，继续关注小金属》
2011. 3 有色行业周报 “中性” 评级

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、行业运行回顾及二季度展望	4
1.1 一季度行业运行结构性分化特点延续	4
1.2 宏观背景依然是结构分化的动因	5
1.3 二季度“结构分化”将延续，继续看好小金属.....	6
二、关注受益结构调整的基本金属深加工企业	8
2.1 铜：高位震荡调整，向上空间受限.....	8
2.2 铝：产业链下游产品依然是首选	10
2.3 镍、锡：价格提前透支行业供需利好.....	11
2.4 小金属：继续看好战略小金属	12
2.5 黄金：延续高位震荡格局	14
三、行业投资建议	15
3.1 估值不具备吸引力	15
3.2 投资建议	16
风险提示	16

图表目录

图 1 各板块表现对比情况	4
图 2: 板块内部结构化分化特征明显	4
图 3: LME 基本金属价格涨跌幅对比.....	5
图 4: 国内小金属价格涨跌幅对比.....	5
图 5: LME 基本金属价格变化情况	5
图 6: 国内基本金属价格变化情况	5
图 7: 全球制造业景气指数.....	7
图 8: 工业增加值变动 (%)	7
图 9: 中国 MI 与 M2 变动情况.....	7
图 10: 金属价格指数与美元指数变动.....	7
图 11: LME 铜价与库存变动情况	9
图 12: 中国铝材产量同比回升.....	10
图 13: 中国原铝产量同比回升.....	10
图 14: LME 铝价与库存变动情况	11
图 15: LME 锡价格回落整理	12
图 16: LME 镍价回落震荡整理	12
图 17: 长江现货锡价格继续高位上涨.....	13
图 18: MB 二氧化锗价格仍在上涨之中	13
图 19: 氧化镨钕价格大幅度上涨.....	13
图 20: 金属镨钕价格大幅度上涨.....	13
图 21: 黄金价格继续高位上涨.....	14
图 22: 有色金属与沪深 300 市净率 PB 比较.....	15
图 23: 有色金属与沪深 300 动态市盈率 PE 比较.....	15
图 24: 有色金属子行业市盈率 PE 比较.....	15
图 25: 有色金属子行业市净率 PB 比较.....	15
表 1 各金属品种库存变动	8
表 2 全球及中国精铜供需平衡状况	9

一、行业运行回顾及二季度展望

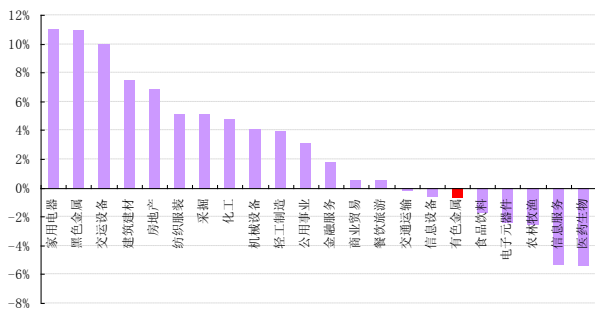
1.1 一季度行业运行结构性分化特点延续

从一季度行业运行来看，整体来看，“大小金属结构性分化”特点得到延续，无论是金属价格还是板块表现，以稀土为代表的战略小金属品种其价格和股票表现均远超基本金属。这完全符合我们前期在2011年策略报告中重点强调的在“结构分化”背景下把握两条投资主线的判断：第一，继续把握战略小金属投资主线；第二受益供需改善的基本金属类投资主线，重点关注锡、镍、铝等品种”。

➤ 板块表现结构性分化延续，小金属继续靓丽。

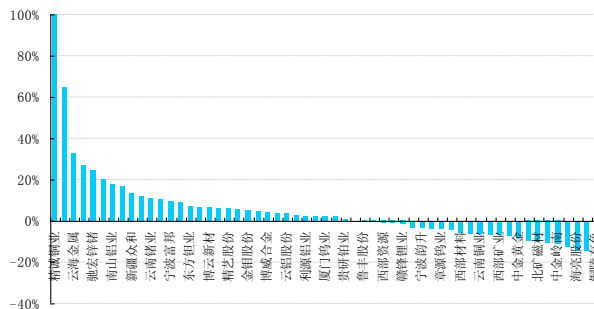
截止到3月23日，有色板块涨幅为-0.66%，远远跑输大盘（上证综指涨5%），位列各板块跌幅榜前列。从板块内部表现来看，我们前期一直强调的“大小金属结构分化”的特点得到延续，以稀土为代表的战略小金属类股票整体强于基本金属类股票，此外，受益于广阔的需求前景及产业发展方向，铝深加工类股票表现也相对较好。

图 1 各板块表现对比情况



数据来源：Bloomberg, 长城证券研究所

图 2：板块内部结构化分化特征明显

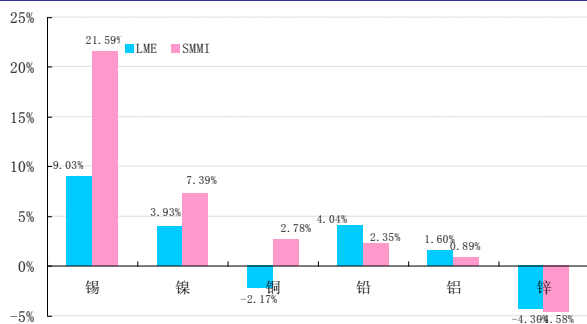


数据来源：WIND, 长城证券研究所

➤ 金属价格走势分化：基本金属震荡整理，小金属涨势延续。

自年初以来，基本金属价格整体呈现高位震荡整理的走势，其中介于大、小金属之间的锡和镍由于受供需关系影响较大价格涨幅居前，国内锡和镍涨幅分别21.59%和7.39%（略强于LME市场，两者涨幅分别为9%和3.9%）；而小金属方面，受保护政策层层推进及供应状况偏紧的影响，以稀土为代表的战略小金属涨势延续，其中稀土产品涨幅在50%以上，锆、锆、锑、钛、钨产品涨幅均在15%-30%之间。贵金属方面，由于其工业属性相对较弱，受投资需求推动黄金价格自1月份持续上涨至1447美元的历史高位后，之后上涨动能疲软，整体呈现震荡整理格局。

图 4: 国内小金属价格涨跌幅对比



元素	百分比 (%)
氧化锆	105
氧化钨	52
锆	30
钨	28
铈	25
钛	20
钨	18
钼	5
钨	5
钼	3

数据来源: Bloomberg, WIND, 长城证券研究所

图 6: 国内基本金属价格变化情况

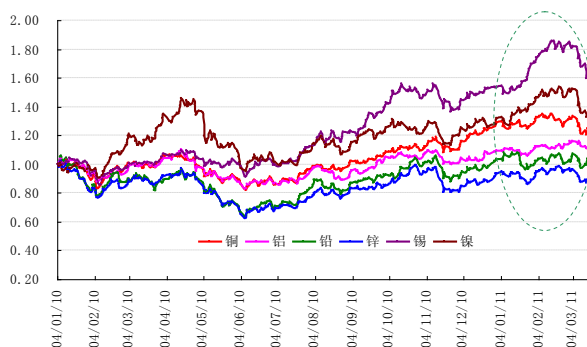


Figure 1 is a line chart illustrating the price index of six metals (Copper, Aluminum, Lead, Zinc, Tin, and Nickel) from January 2010 to April 2011. The Y-axis represents the price index, ranging from 0.40 to 1.60. The X-axis shows dates from 04/01/10 to 04/03/11. A dashed green circle highlights a period of price increase for all metals starting around late 2010/early 2011.

数据来源：WIND、长城证券研究所

1.2 宏观背景依然是结构分化的动因

我们认为导致板块整体表现不佳以及板块内部结构分化特点的原因,除了金属价格表现各异这一直接原因之外,最根本的动因仍然是宏观背景未发生改变,包括经济政治背景、流动性背景以及行业背景,这三方面均制约着基本金属趋势性上行的空间。

首先，宏观经济背景。全球经济仍在缓慢复苏当中，但当前由利空的地缘政治引发的经济复苏进程忧虑成为影响金属走势的宏观经济政治背景。一方面，由于中东北非局势仍然不稳，原油价格不明朗的走势引发了全球经济复苏前景不确定性的担忧；另一方面，欧洲通胀抬头同时欧债危机再起，经济复苏前景不明；第三方面，也是最重要的，即中国因素，经济结构转型成主基调，而经济增速放缓也已成为共识，由此带来的金属需求高速增长短期难以再现。而小金属方面，由于其金融属性不强，同时需求领域广泛并与新兴产业密切相关，相对于基本金属来说，受到地缘政治以及经济忧虑的影响较小。

第二，流动性不断收紧。我们认为流动性因素对金属的影响主要有两方面：1) 充裕的流动性是金属板块趋势性上行的充分条件。当前以中国为代表的新兴国家相继进入加息周期，并且不断高企的通胀指标使得货币紧缩预期持续增加；而西方发达经济体方面，欧洲通胀指标抬头也引发紧缩预期，



美国经济稳步复苏的经济指标使得宽松货币政策退出的预期呈现,因此,全球性流动性收紧已成主基调,基本金属趋势上行的条件并不充分。2) 不断收紧的流动性也影响了经济运行增速,尤其是金属市场上最大的需求国——中国持续收紧货币政策使得市场担忧经济将逐步放缓,进而影响全球金属需求增速大幅放缓,金属价格也失去了趋势上行的重要动能,因此由货币紧缩引致的需求预期下降使得金属价格失去了趋势上行的重要动能。

第三,行业需求背景分化。需求前景迥异是大小金属结构分化的行业背景。一方面,中国是全球金属市场上最大的需求国,由于与金属需求密切相关的房地产市场遭遇政策肃杀,“中国需求”正遭遇着前所未有的挑战。此前由2011年金属市场供应整体偏紧的乐观预期开始转向对需求放缓的担忧,这使得基本金属趋势性上行缺乏基础支撑;而另一方面,由于不存在期货品种的小金属更多的受供需关系变动主导,经济结构转型背景下,以稀土为代表的战略小金属需求充分受益行业政策及发展需求前景,同时中国“十二五”发展战略规划中将新材料及战略新兴产业列为重点发展方向,这一发展方向整体带动小金属行业步入良性快速发展轨道。

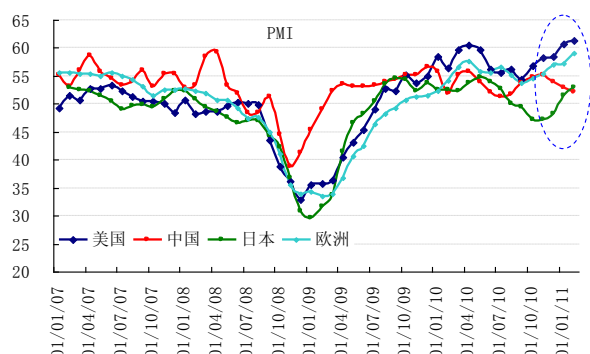
综上所述,宏观经济环境、流动性因素以及行业需求背景分化这三方面都是决定大小金属结构分化特点的背景及动因。

1.3 二季度“结构分化”将延续,继续看好小金属

我们认为二季度行业“大小金属结构分化”的特点将延续,小金属表现或将继续强于基本金属,主要的理由是决定有色金属行业运行的背景尚未发生根本变动,依然分别从宏观经济、货币政策以及行业基本面三个因素来看:宏观经济增速放缓预期未变、全球性货币收紧愈演愈烈、供需关系随着需求增速放缓而呈现缓解迹象,这三方面均无法支撑基本金属趋势性上行;而小金属行业由于其偏弱的金融属性以及相较于政策和供需关系敏感度高,一方面受到宏观经济以及流动性影响较小,另一方面持续收紧的供应以及结构转型带来的良好需求预期继续推升小金属行业步入景气期。

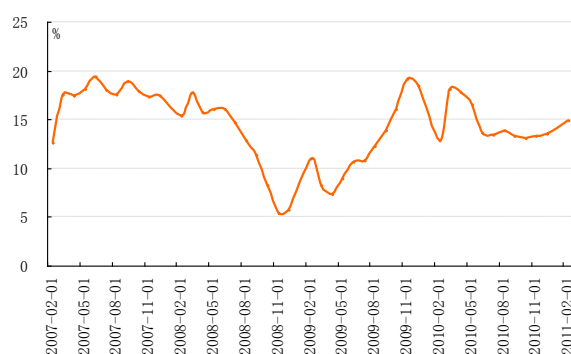
首先,经济增速预期放缓。我们认为经济增速预期放缓两自两方面,一是由于全球性货币紧缩带来经济增速放缓;另一方面中国房地产呈现出“硬着陆”迹象,作为经济重要支柱的房地产投资及销售放缓直接拉低中国宏观经济增速预期;此外,由北非中东震荡的局势推升油价持续走高,这也将成为全球经济复苏进程顺利进行的阻力。从全球制造业景气指数来看,尽管主要经济体均处于扩张区,但值得注意的是中国PMI指数已连续3个月回落,而工业增加值指标也显示增速已大幅放缓。

图 7：全球制造业景气指数



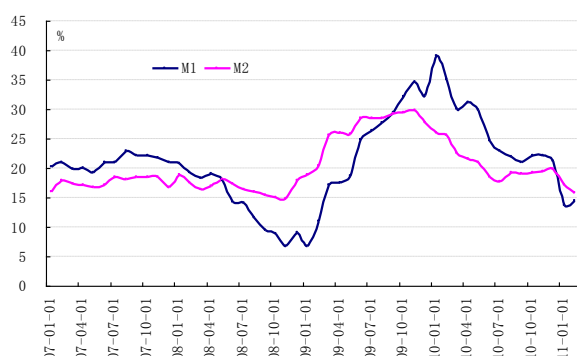
数据来源：WIND，长城证券研究所

图 8：工业增加值变动 (%)



第二，流动性收紧的主基调难放松。当前以中国为代表的新兴国家相继进入加息周期，美国也因经济指标相对稳定 QE3 推出预期逐渐消失，此外货币宽松政策退出的预期也开始增强，而英国和欧洲国家也因不断抬头的通胀指标陷入“滞涨”状态，收紧流动性预期不断上升，日本方面，尽管由于地震影响，宽松货币政策再次启动，但我们认为短期内这并不影响全球性流动性收紧的整个货币环境。

图 9：中国 MI 与 M2 变动情况



数据来源：WIND，Bloomberg 长城证券研究所

图 10：金属价格指数与美元指数变动



第三，基本金属“需求旺季”行情难超预期。我们认为“旺季不旺”或将成为二季度主基调，分国内国际两个市场来看：一方面由经济增速放慢导致全球金属需求放缓，行业供需格局逐步转向弱平衡状态，从库存角度来看，持续增长的库存显示旺季需求低于市场预期，但由日本灾后重建带来金属需求增长预期或将为基本金属带来阶段性投资机会；但另一方面，也是最重要的，我们认为“中国需求”难超预期。近年来全球金属消费增量中 80% 均来自于中国，因此，全球金属市场仍需看中国脸色，逐渐步入消费旺季，而代表需求的库存指标仍然呈现出增长态势，同时中国 1-2 月铜进口数据大幅下滑 35% 也显示目前中国需求远低于市场预期，此外，据 CRU 统计数据显示，中国铜企库存状况充裕，明显的补库需求或将在下半年或将启动，这也抑制了高价位下补库需求。整体而言，需求因素在二季度启动的动能略显不足。



表 1 各金属品种库存变动

单位：万吨	库存		变化（%）	
			近 1 个月	2011 年初以来
铜	LME	42.97	3.1%	13.8%
	SHFE	17.74	12.2%	34.5%
铝	LME	461.28	0.1%	7.9%
	SHFE	41.16	-2.9%	-6.7%
锌	LME	73.62	3.7%	5.0%
	SHFE	35.45	5.8%	14.1%
铅	LME	28.87	-2.0%	38.6%
镍	LME	12.51	-4.1%	-7.8%
锡	LME	1.82	3.2%	11.8%

数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

第四，房地产行业存在确定性。我们认为中国需求因素在二季度消费旺季中能否发挥效力在很大程度上取决于房地产行业，即房价走势若能很好体现出调控效果，后续政策（包括房地产政策及货币政策）均将呈现出“软着陆”状态，这也将使处于观望状态的金属需求市场走势相对明朗，但由于房地产市场观望气氛浓厚并为显露出明显的效果，我们认为后续调控政策仍存在较大不确定性，这也成为影响金属需求的因素之一。

二、关注受益结构调整的基本金属深加工企业

2.1 铜：高位震荡调整，向上空间受限

我们认为二季度铜价或将维持高位整理格局，突破新高的概率较小，主要原因是中国需求难超预期，市场预期也已由供应短缺转为对需求放缓的担忧，兼具金融属性及商品属性双重特征的铜，其价格在需求因素缺位的背景下，上涨空间受到了限制。

第一，市场预期转向，主要由供应短缺转向需求放缓。

当前市场对铜供需关系的预期发生改变，即由供应短缺的担忧转为由经济放缓引致的需求增速放缓的担忧，随着2010年全球铜市场供应过剩量大幅减少，市场对2011年需求持乐观态度，进而由矿山供应增速大幅减缓而带来较大的供应缺口，此前Brookunt预计2011年全球铜精矿产量约为1305万吨，消费需求将达到1315万吨，供应预计短缺10万吨，此外还有其他机构预测2011年铜市场缺口高达80万吨！然而逐步进入消费旺季，市场迟迟未现需求启动的积极信号，一方面，持续攀升的高库存数据显示需求远低于预期，另一方面中东及北非局势不断震荡再一次加剧经济放缓引致需求放缓，市场预期也开始由供应短缺的担忧转为需求放缓的担忧。



表 2 全球及中国精铜供需平衡状况

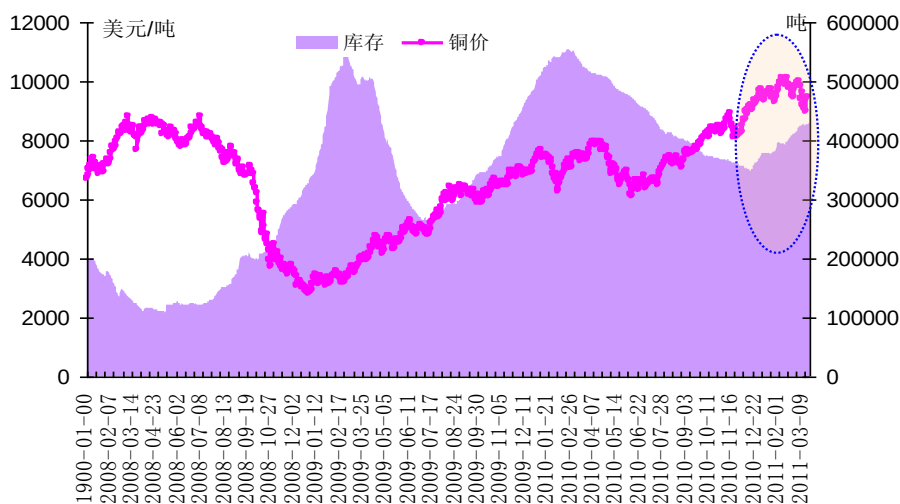
单位: 万吨		2008	2009	2010
中国	产量	377.9	412.3	457.3
	净进口量	135.9	311.2	288.3
	供应量	513.8	723.5	745.6
	消费量	510	610	680
	供需平衡	3.8	113.5	65.6
全球	产量	1842.8	1808	1853
	消费量	1831.7	1711	1849
	供需平衡	11.1	97	4

数据来源: 中国金属网, 长城证券研究所。

第二, 二季度补库需求仍难呈现。

由于受到2010年中国铜新建冶炼产能集中释放的影响, 尽管2010年铜价高位运行, 中国对铜精矿的进口需求仍呈现刚性特征, 同时, 也由于高铜价的原因引发了废杂铜大量进口以及再生铜产量快速增长。2011年以来, 由于经济增速预期放缓导致需求放缓的担忧持续攀升, 这直接影响了铜厂商对后势的判断, 现货市场上观望气氛浓厚、按需采购的特征十分明显, 此外, 我们推测相对充裕的库存也是其推迟补库需求的主要理由。

图 11: LME 铜价与库存变动情况



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

第三, 高价位下投资需求受抑制, 上涨空间受限。

铜作为金融属性最强的金属品种, 其价格有“易涨难跌”的特征。我们前期坚持认为自2010年下半年铜价一路攀升背后的原因更多的是受到投资需求的拉动, 即主导铜价上涨主要是其金融属性, 而进入2011年市场铜价走势将逐步转向供需关系为主的商品属性, 以中国为首的铜需求市场迟迟未现启动信号, 这很大程度上打击了投资信心, 价格宽幅震荡特征明显, 我们认为二季度铜价上涨空间有限, 主要是由于需求启动迹象不明, 而全球性货币

紧缩环境下，投资需求受到了抑制。

2.2 铝：产业链下游产品依然是首选

我们认为产能过剩的压力、复产产能释放以及紧缩的政策仍然是压制铝价长期上涨的重要因素，受制于较差的基本面，铝受投资者青睐程度最低。但就铝产业链而言，作为有色行业十二五规划中结构调整的重点子行业，其高附加值的铝深加工产品仍然是我们首推的关注焦点。

第一，复产压力二季度显现。

由于2010年停产的电解铝产能自3月份开始复产，同时新增产能也开始逐渐投产，毫无疑问，电解铝产能复产的压力仍将成为压制全年铝价的走高。据不完全统计数据显示，各电解铝企业自3月中下旬开始积极筹备复产，而复产的压力也将在二季度后期集中体现出来，目前河南地区（河南省原铝产量约占全国产量的1/4）电解铝厂正在积极复产，神火铝电3月中旬运行可达50万吨，焦作万方4月底可完全复产，其他一些地区电解铝企业也在积极复产当中。

图 12：中国铝材产量同比回升

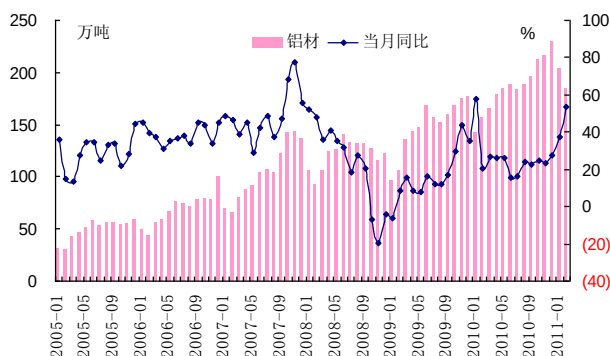
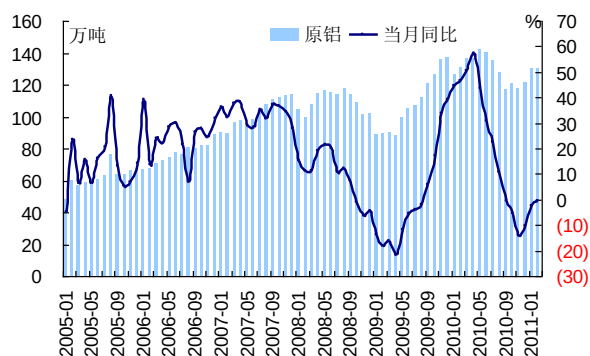


图 13：中国原铝产量同比回升



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

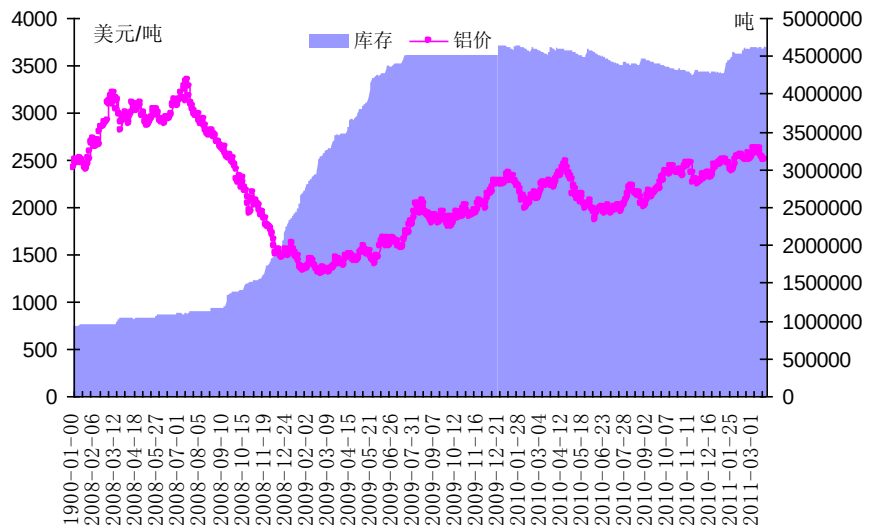
第二，需求回升、成本上涨倒逼铝价上涨。

全球性供过于求及冶炼产能过剩是铝行业的基本特点，受制于较差的基本面，铝价长期低位运行，铝也成为投资者吸引力最小的一个品种，因此铝价偏离成本最小，也是相对更体现供需关系的基本金属品种。

需求方面，市场对铝需求预测相对乐观，2010年中国电解铝消费为1700万吨左右，同比增长22%，预计2011年消费增速仍将达到15%以上。我们也持相对谨慎乐观的态度，我们认为不明朗的房地产市场依然是不确定性因素，而保障房建设以及高铁、轻轨等的建设将成为铝消费增长新的推动因素。

成本方面，原材料和能源成本持续上升倒逼铝价上涨。由于氧化铝以及辅料价格自年初以来持续上涨，受整体能源价格上涨的影响电力价格也呈现出看涨趋势，而铝价走势相对平稳，电解铝企业的利润空间不断被压缩成为铝价上行的主要动能。

图 14: LME 铝价与库存变动情况



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

第三，产业链下游依然是关注焦点

有色工业协会提出铝产业结构调整作为加快转变发展方式的主攻方向，进一步调整产品结构、技术结构、组织结构和地区布局，电解铝产业要发挥煤电铝、水电铝一体化优势，有序向能源丰富的地区转移。我们认为这与我们之前强调的判断“铝行业走出困境的最佳选择不是效果有限的减产，而是大力发展产业链下端来平衡上下游间的匹配”基本相符。一方面高成本及过剩产能导致上游毛利远低于下游深加工环节；另一方面轨道交通和轻型汽车发展趋势也是铝材广阔需求前景的支撑。此外，铝箔和铝电解电容器市场也具备广阔的发展空间，作为新一代功能材料，电极箔、电子铝箔在拓展传统应用领域的同时，也开始向新技术、新能源领域延伸，而铝电解电容器除了电视，手机等传统应用领域外，近年在汽车、航空航天、风电等领域也有广阔的应用前景，未来随着节能环保领域的不断推进，对高压电容器和高压电极箔的需求旺盛，电极箔、电子铝箔也将成为是未来发展趋势。

2.3 镍、锡：价格提前透支行业供需利好

在2010年四季度我们重点看好介于大小金属之间的锡和镍，主要理由是这两个品种金融属性弱于铜、铝等品种，其价格走势更多的受到供需关系变动的影响。由前期各品种价格变动来看，锡、镍快速上涨的价格完全符合我们的预期。

前期报告中我们提到中长期尺度上我们看好镍行业的主要理由：1）镍价对供需敏感度高，主要是中国镍综合对外依存度高，同时镍需求结构高度集中的两个主要特点决定的；2）镍原料供应仍存在隐忧，镍全球资源量少且集中度高，由于受到主要资源国印尼、菲律宾等国的出口政策收紧的影响，原料供应隐忧短期难以消除；3）镍的需求前景也是我们看好的理由。镍的

用途包括不锈钢以及镍氢电池等领域,钢铁行业产业结构升级以及新能源材料的大力发展为镍需求带来广阔前景。

图 15: LME 锡价格回落整理

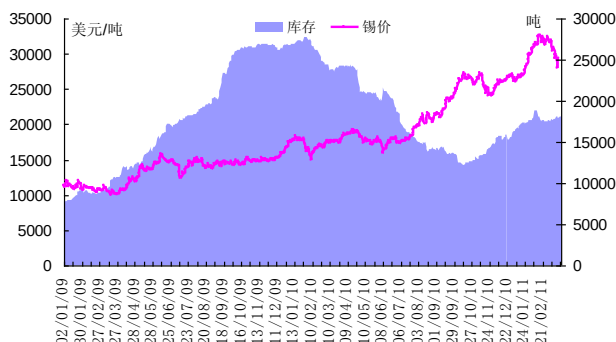
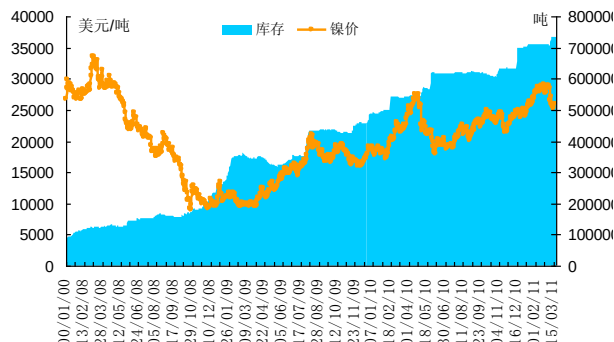


图 16: LME 镍价回落震荡整理



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

我们中长期看好锡的主要理由: 1) 印尼和中国是全球两大锡供应国, 近年来全球锡供应呈现收紧态势; 2) 锡价相对于宏观大环境变动关系敏感度要小一些, 目前电子制造业和消费类行业的稳步增长对锡的需求将起到拉动作用, 锡价长期上行态势也得到支撑; 3) 我国所需的绝大部份锡深加工产品, 如有机锡、锡材等大部份仍需进口, 中国锡进口依存度近五年已呈现攀升势头。

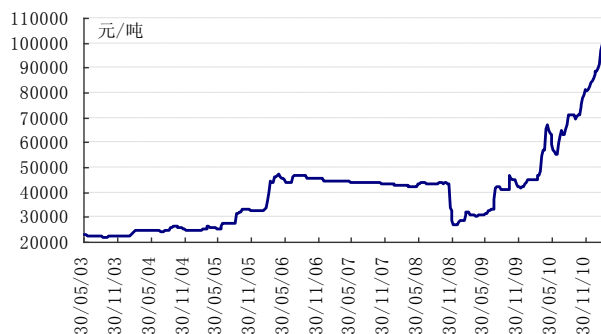
但是近期来看, 尽管主导锡、镍价格快速上涨的几大因素尚未发生根本转变, 但我们认为这两个品种的价格因提前透支行业供需变动带来的利好展开震荡整理调整的格局, 一季度基本金属品种价格涨幅最高的即锡(21%)和镍(7%)(注: LME市场两个品种价格涨幅分别为7%和4%)。当前经济形势背景下, 一旦二季度“旺季不旺”的特点呈现, 这两个品种的价格走势将继续跟随铜等其他金属品种。

2.4 小金属: 继续看好战略小金属

整体而言, 我们坚持前期看好战略小金属的观点不变。我们认为在“十二五规划”元年, 结构调整成为重中之重, 兼具稀缺性及资源性的战略小金属无疑成为结构转型中的重点和焦点, 此外, 两会结束对于小金属相关的政策配套法规出台的预期也不断增强, 一方面受益于战略小金属的特殊性能, 作为功能材料在新兴产业中应用前景广阔, 需求呈现出快速增长; 另一方面稀土、钨、锑等金属品种是中国优势矿种, 中国对优势战略矿种持续不断的行业整合及保护政策使供应有序收紧, 小金属行业步入上行通道格局十分确定。

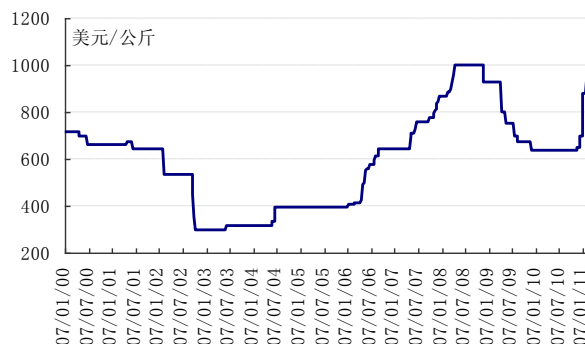
对于战略小金属品种, 我们认为占尽资源及供应和政策优势的稀土、钨、锑、钼最为典型。

图 17: 长江现货铟价格继续高位上涨



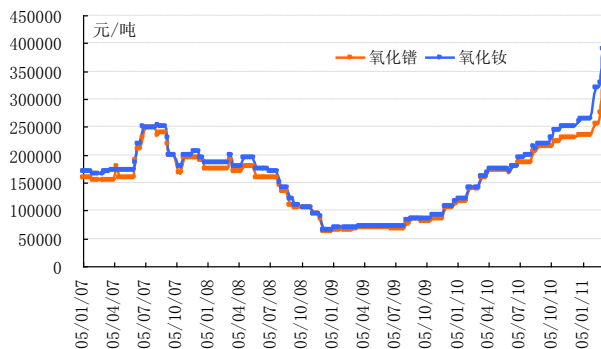
数据来源: Bloomberg, WIND, 长城证券研究所

图 18: MB 二氧化锆价格仍在上涨之中



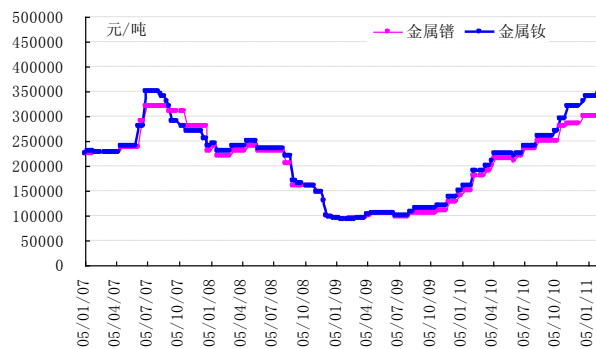
数据来源: Bloomberg, WIND, 长城证券研究所

图 19: 氧化锆钨价格大幅度上涨



数据来源: 百川资讯, 长城证券研究所

图 20: 金属锆钨价格大幅度上涨



数据来源: 百川资讯, 长城证券研究所

第一, 未来需求呈高速增长。

小金属在工业经济发展中的战略意义日益重大, 稀土用途中50%均用于新材料中, 铟作为阻燃剂的重要用途短期内也无可替代, 钨主要用作硬质合金, 需求潜力不断提升, 而锆在红外光学及太阳能电池领域的应用也呈现快速增长势头。广阔的需求前景是战略小金属景气度持续上行的重要基础。以稀土为例, 据稀土国际会议相关资料预测, 由于稀土需求持续攀升, 钕铁硼未来五年年均需求增速达到15%, 预计2020年全球稀土需求量将达到24万吨 (REO), 缺口将达到4万吨; 而中国也将成为导致全球稀土需求快速增长的主要国家。

第二, 供应高度集中特点短期难以改变。

全球小金属矿种的资源分布当中钨、稀土、铟等均是优势矿种, 中国钨矿、铟矿、稀土矿的储量、产量、消费量及产品出口量均居世界首位, 其中稀土、铟储量占全球30%以上, 钨优势更加明显占比60%; 在产量方面, 钨占比75%, 而稀土、铟占比均在90%以上。以稀土为例, 尽管由于中国稀土受政策保护因素影响, 稀土价格快速回归倒逼海外稀土矿山重新开采, 但短期内中国占全球稀土90%供应量的格局很难在短期

内得到逆转,全球小金属市场供应高度集中的特点也是价格高位运行的主要因素。

第三, 中国小金属行业保护政策力度持续加大。

行业保护政策层层推进,以稀土最为典型,自2009年开始行业整合大幅展开,政策方面也从准入、开采、冶炼、出口等各个环节层层严控,2011年新政策更是层层推进,且不断深化,从出口配额大幅减少、赣州规划重稀土规划区引发采矿权重新分配猜想,再到《稀土工业污染物排放标准》、上调稀土资源税费10倍等等,行业保护政策力度呈现持续加大的态势。

2.5 黄金: 延续高位震荡格局

我们认为由于避险需求旺盛,后势黄金价格延续高位震荡运行态势,而一旦北非局势明朗化,推升黄金价格的避险投资需求回落,黄金价格也将呈现出整理格局。

图 21: 黄金价格继续高位上涨



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

一季度黄金价格整体呈现震荡整理格局,近期由于地缘政治因素即利比亚局势紧张引发了黄金避险的投资需求,但金价运行已显示出高位上行动能逐步疲弱的态势,我们认为高位震荡及滞涨成为黄金价格运行的主要特征

第一,全球性货币紧缩以抑制不断抬升的通胀格局使黄金投资动能减弱。全球性高通胀水平是前期金价高位运行的主要原因,而随着以中国为代表的国家逐步进入加息周期,欧美地区进一步货币宽松政策也开始止步,全球性流动性收紧成为黄金投资动能减弱的主要环境。

第二,高价位下黄金投资需求仍显谨慎。黄金的季节性消费旺季已过,由投资需求增长带来的金价攀升动能也逐步疲弱,此外高价位下,黄金的投

资需求开始谨慎,从全球最大的黄金投资基金ETF SPDR Gold Shares 持仓量来看,截止到3月24日减持0.91吨黄金至1213.96吨,该基金今年以来减持66.76吨黄金,减持幅度5.21%。

第三,避险需求回落将削弱金价上行的动能。我们认为当前支撑金价运行的主要动能来自于利比亚紧张的政治格局,而随着利比亚局势明朗化金价上行也就失去了支撑动能,反之,金价高位运行概率加大。

三、行业投资建议

3.1 估值不具备吸引力

我们认为有色金属行业作为资源属性较强的行业更适用PB这一指标,从历史PB变动来看,目前有色金属行业(包含金属新材料)最新PB为5.12倍,相对沪深300最新PB值2.59来说,仍不具估值吸引力,而相对历史最低位1.6倍的PB值也有较高的溢价。从板块内部估值横向比较来看,由于小金属和金属新材料持续受到投资者的过度追捧,目前无论从PE还是PB来看都处于较高水平上,而基本金属各品种比较来看,目前低于行业平均PE的有铜(39.11)、黄金(35.67),低于行业平均PB的有铝(3.21)、铅锌(4.67)。

图 22: 有色金属与沪深 300 市净率 PB 比较

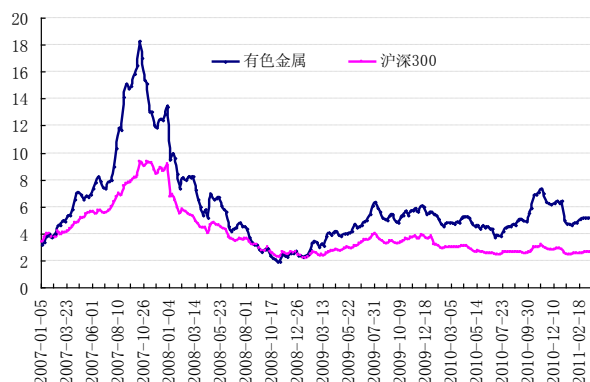


图 23: 有色金属与沪深 300 动态市盈率 PE 比较



数据来源: WIND, 长城证券研究所

图 24: 有色金属子行业市盈率 PE 比较

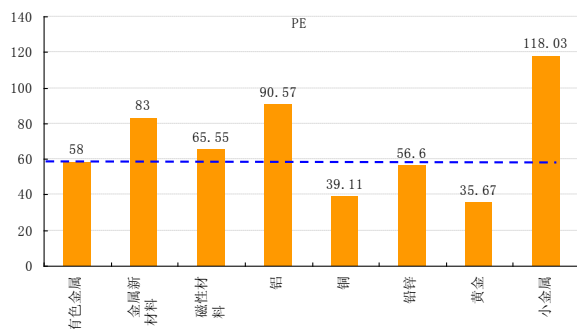
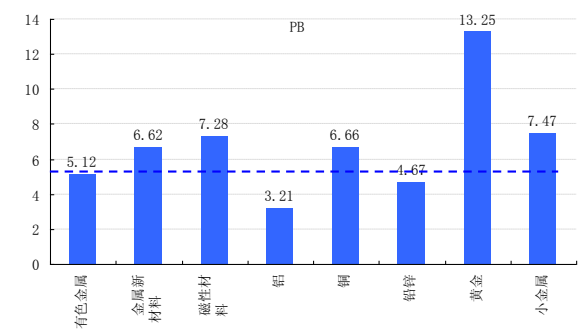


图 25: 有色金属子行业市净率 PB 比较



数据来源: WIND, 长城证券研究所



仅从估值角度来看,铜是基本金属当中相对具有估值吸引力的品种,这主要是由于铜价格持续上涨,而股价相对金属价格两者之间的联动性不断减弱,股价明显滞后于金属价格,但我们认为这一滞后性或难带来估值修复性行情,主要原因是近期中国金属市场在全球市场上的地位逐步抬升,而传统的“中国需求”效力也因包括房地产政策、严厉货币紧缩政策面临前所未有的挑战,因此股价和金属价格联动性减弱也成为我们判断投资机会的指标之一。

3.2 投资建议

我们维持有色金属行业“中性”的投资评级,维持小金属行业“推荐”的投资评级。**首先,小金属趋势上行未变。**小金属特殊的性能将受益于中国经济结构转型契机带来的广阔需求前景,同时,中国对优势小金属矿种整合力度不断深化,整个小金属行业步入上行通道的格局十分确定;**第二,基本金属价格上涨空间受限。**对于二季度基本金属的表现我们依然持谨慎态度,一方面全球性货币紧缩的主基调没有发生改变;另一方面库存指标居高不下以及“中国需求”迟迟未现启动信号使得“旺季不旺”的市场预期弥漫。然而由于“十二五”开局之年,有色金属行业的结构调整也将大力开展,我们相对看好受益结构调整类的深加工企业的发展潜力。

推荐两条投资主线:

第一,小金属类投资主线。受益于国家行业整合和下游需求爆发式增长的需求前景,小金属行业整体步入上行通道趋势十分确定,持续关注稀土、钨、锑、锆等品种。我们重点推荐包钢稀土、广晟有色、云南锆业、辰州矿业、厦门钨业。

第二,受益结构调整的基本金属深加工类企业。经济结构转向背景以及“十二五”发展规划的发展方向均支持产业结构及产品结构升级,我们认为基本金属深加工企业将迎来快速发展期,建议重点关注博威合金、南山铝业、东阳光铝等。

风险提示

- 地缘政治局势不明朗;
- 房地产后势存不确定性,金属市场“中国需求”因素不确定;
- 大盘系统性回落的风险;

研究员介绍:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士, 2008年加入长城证券, 任有色金属行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>