

2011年05月20日

有色金属

证券研究报告--行业评级报告

外困内忧，基本金属承压

行业评级：弱于大市(持续)

能源材料组：王广举

执业证书编号：S0890510120010

能源材料组：李一为

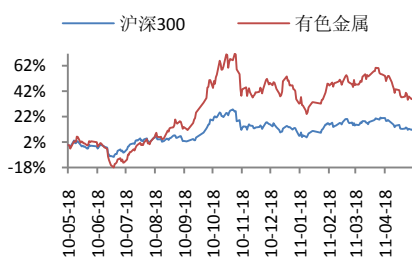
电话：021-50122157

邮箱：liyawei@cnhbstock.com

联系人：毛雪梅

电话：021-50122432

行业走势图



相关研究报告

1 《稀土资源税上调，难撼稀土牛市》，2011.03.28

2 《“乌云”当头罩，大金属应声跌》，2011.03.13

3 《大不如小，小不如少（稀有）》，2010.12.13

◎投资要点：

◆**美元指数震荡反弹，但反转时间窗口未到。**一是QE2即将于6月底如期结束，但美国经济复苏进程仍较缓慢，失业率居高不下，房地产仍疲软。二是欧元区核心国家如德国、法国经济增长强劲，但内部发展不平衡，且通胀高企。欧债危机仍阴魂不散，而且难以短时间内彻底解决。三是欧元区再次加息仍将早于美元。因此，我们预计美元在短期反弹后，后续可能维持震荡略偏强的走势，美元真正反之日应是美联储加息之时，时间窗口可能要到今年底或明年初。震荡偏强的美元指数将打压基本金属价格的走势。

◆**中国经济增速将减缓，基本金属需求堪忧。**国内通胀居高不下，货币政策还将进一步收紧，房地产调控还可能进一步从严。中国作为基本金属需求量比重超过40%的国家，经济增速放缓已是必然，中期将影响到对基本金属的需求。4月份的经济运行和行业数据已充分预示了这种趋势，4月份基本金属产量、进口量的下降进一步表明金属消费的旺季不旺。同时，日益严重的“电荒”导致的限电将直接影响金属下游需求。

◆**金属库存居高不下，二季度去库存化过程不理想。**上海金属交易所除铜、铝的库存小幅降低外，锌库存持续走高。而LME六大金属品种中除镍库存小幅降低外，其它品种持续不断上升，二季度若去库存化过程不理想的话，随着传统金属消费旺季的过去，中期消费对于金属价格的支撑作用就将减弱。

◆**中东、北非地缘政治危机短期仍无法解决，可能影响全球经济增长。**中东、北非的“茉莉花革命”如火如荼，短期仍得不到有效解决，这将可能导致原油价格维持高位震荡。高油价、地缘政治危机的扩散和解决的不确定性将拖累全球经济增长，从而造成全球对大宗金属商品需求的下降。

◆**日本311大地震重建时间将延长，短期需求难以释放。**日本政府近期重新评估了灾后重建工作，时间比当初预想的延长，推迟至6-9个月，重建需求的铜、铝、锌等基本金属的释放估计短期内难以大幅提升，经济增速放缓不可避免。

◆**短期基本金属承压，但个股估值渐入合理区间。**在当前错综复杂的多种因素影响下，未来基本金属价格的走势具有极大的不确定性。但综合起来看，我们认为短期基本金属价格进一步震荡走低的可能性更大，这将对有色金属板块（主要是基本金属）带来负面的影响，但前期的下跌已使一些有色龙头个股逐步进入了估值合理的区间，再大幅下跌的空间已不大。因此，我们建议待调整充分后再择机介入基本面较好的铜、锡类和金属深加工个股，如具有明确资产注入预期的铜陵有色、铜精矿自给率高的江西铜业、锡业龙头锡业股份、业绩成长确定的新疆众和、利源铝业、博威合金等。

正文目录

1. 美元指数震荡反弹，但反转时间窗口未到	3
2. 中国经济增速将减缓，基本金属需求堪忧	3
2.1. CPI 居高不下，紧缩政策或加码	3
2.2. 金属产量、进口量数据表明消费旺季不旺	3
2.3. “电荒”影响金属下游需求	4
3. 金属库存居高不下，二季度去库存化过程不理想	4
4. 中东、北非地缘政治危机短期仍无法解决，可能影响全球经济增长	6
5. 日本 311 大地震重建时间将延长，短期需求难以释放	6
6. 短期基本金属承压，但个股估值渐入合理区间	6

图表目录

图 1 美元指数与 LME3 个月期铜走势（至 2011 年 5 月 20 日）	3
图 2 LME 期铜价格（美元/吨）与库存（吨）走势	4
图 3 上交所期铜价格（元/吨）与库存（吨）走势	4
图 4 LME 期铝价格（美元/吨）与库存（吨）走势	5
图 5 上交所期铝价格（元/吨）与库存（吨）走势	5
图 6 LME 期锌价格（美元/吨）与库存（吨）走势	5
图 7 上交所期锌价格（元/吨）与库存（吨）走势	5
图 8 LME 期铅价格（美元/吨）与库存（吨）走势	5
图 9 LME 期镍价格（美元/吨）与库存（吨）走势	5
图 10 LME 期锡价格（美元/吨）与库存（吨）走势	6
表 1 个股估值情况	7

（本报告共有图 10 张，表 1 张）

1. 美元指数震荡反弹，但反转时间窗口未到

一是 QE2 即将于 6 月底如期结束，但美国经济复苏进程仍较缓慢，通胀小幅抬高，失业率居高不下，房地产仍疲软。二是欧元区核心国家如德国、法国经济增长强劲，但内部发展不平衡，且通胀高企。希腊、葡萄牙、爱尔兰等国债务危机仍阴魂不散，而且欧债危机难以短时间内彻底解决。三是欧元区再次加息仍将早于美元。因此，我们预计美元在短期反弹后，后续在多重因素叠加下可能仍维持震荡略偏强的走势，美元真正反转之日应是美联储加息之时，时间窗口可能要到今年底或明年初。震荡偏强的美元指数将打压基本金属价格的走势，紧缩的流动性将影响宏观经济增长，进而抑制大宗金属商品的需求，此仍外困。

图 1 美元指数与 LME3 个月期铜走势（至 2011 年 5 月 20 日）



资料来源：WIND 资讯，华宝证券研究所

2. 中国经济增速将减缓，基本金属需求堪忧

2.1. CPI 居高不下，紧缩政策或加码

国内通胀居高不下，货币政策还将进一步收紧，房地产调控还可能进一步从严。中国作为基本金属需求量比重超过 40% 的国家，经济增速放缓已是必然，中期将影响到对基本金属的需求。4 月份的经济运行和行业数据已充分预示了这种趋势，4 月份工业产值同比增长 13.4%，但环比回落 1% 并低于预期。PMI 环比回落 0.5%，其中新订单指数、新出口订单指数、进口指数和购进价格指数回落较明显。4 月份国内 15 家大型房企拿地面积同比下降 78%，环比下降 66%，显示政府房地产调控威力正在显现。另一方面的数据也印证了房地产调控的效果，4 月份工程机械销量出现了大幅度的下滑。挖掘机销量在 3 月份创新高后，4 月环比下降 38.79%；装载机 4 月份总销量同比下降 2.86%，环比下降 28.27%；推土机 4 月份销量同比增长 1.19%，环比下降 32.81%。

另外，4 月份汽车产销量环比分别下降了 15.98% 和 15.12%，与上年同期相比，分别下降 1.85% 和 0.25%，汽车产销出现自 2009 年 2 月以来 27 个月的首次负增长，中期对锌金属的需求将受到抑制。

2.2. 金属产量、进口量数据表明消费旺季不旺

4 月份基本金属产量、进口量的下降进一步表明金属消费的旺季不旺。以铜为例，4 月中国精铜产量为 45.4 万吨，环比 3 月的历史高位 47.0 万吨减少了 3.4%。根据上海有色网对中国主要铜冶炼企业调研的结果显示，4 月铜冶炼企业的开工率为 87.96%，低于 3 月的 91.94%，这与产量的变化趋势吻合。4 月进口铜 26.27 万吨，同比下降 39.8%，环比下跌近 14%。而据传上海保税区库存高企的 50-60 万吨“融资铜”也令现货市场承受压力。

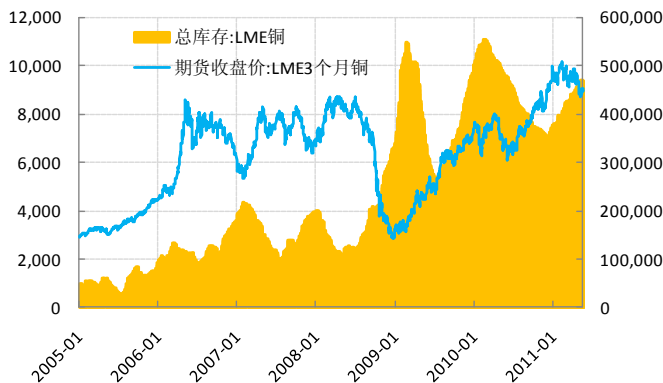
2.3. “电荒”影响金属下游需求

“电荒”导致的限电直接影响金属需求。近期江苏、浙江、河北、江西、广东等省份均出台了限电政策，而这些省份也正是金属下游加工企业集中的省份，限电将会直接影响金属消费需求。

3. 金属库存居高不去，二季度去库存化过程不理想

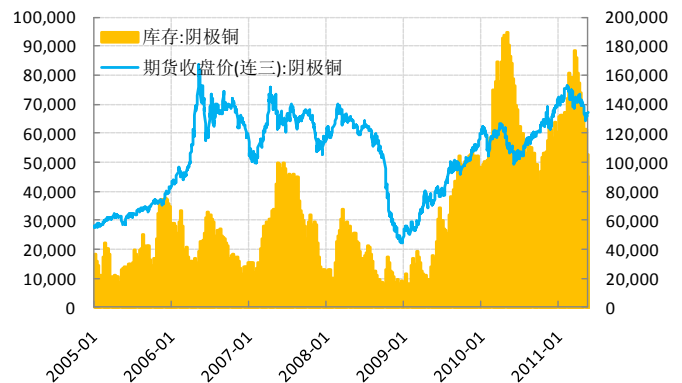
上海金属交易所除铜、铝的库存小幅降低外，锌库存持续走高。而 LME 六大金属品种中除镍库存小幅降低外，其它品种持续不断上升，二季度若去库存化过程不理想的话，随着传统金属消费旺季的过去，那么中期消费对于金属价格的支撑作用就将减弱。5 月 18 日世界金属统计局 (WBMS) 公布了最新数据，今年第一季度全球铜市场供应过剩 11.8 万吨，铝供应过剩 25.2 万吨，铅供应过剩 6.59 万吨，锌供应过剩 16.6 万吨，镍供应过剩 6,300 吨，而仅锡市场供应短缺 200 吨，短缺数量比 2010 年底的 1.83 万吨大幅减少。

图 2 LME 期铜价格 (美元/吨) 与库存 (吨) 走势



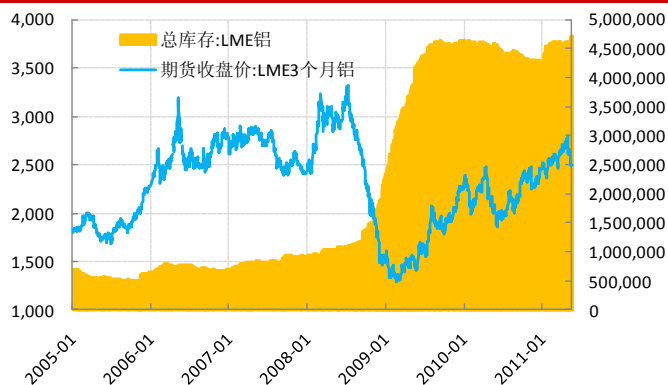
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 3 上交所期铜价格 (元/吨) 与库存 (吨) 走势



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图4 LME 期铝价格（美元/吨）与库存（吨）走势



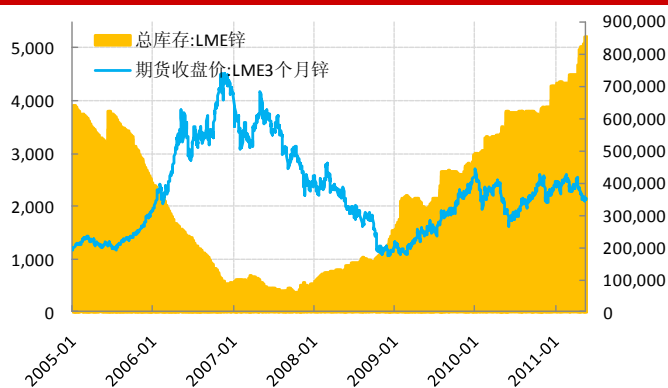
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图5 上交所期铝价格（元/吨）与库存（吨）走势



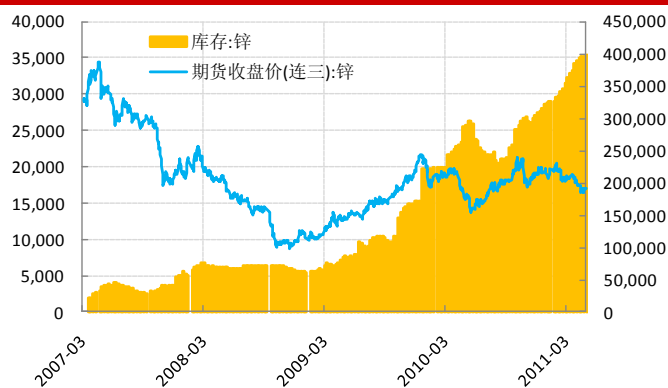
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图6 LME 期锌价格（美元/吨）与库存（吨）走势



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图7 上交所期锌价格（元/吨）与库存（吨）走势



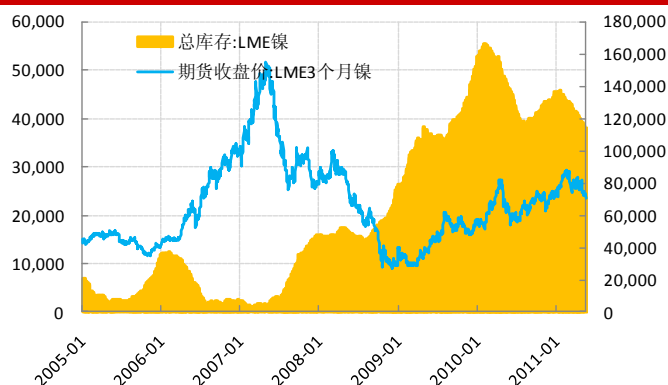
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图8 LME 期铅价格（美元/吨）与库存（吨）走势



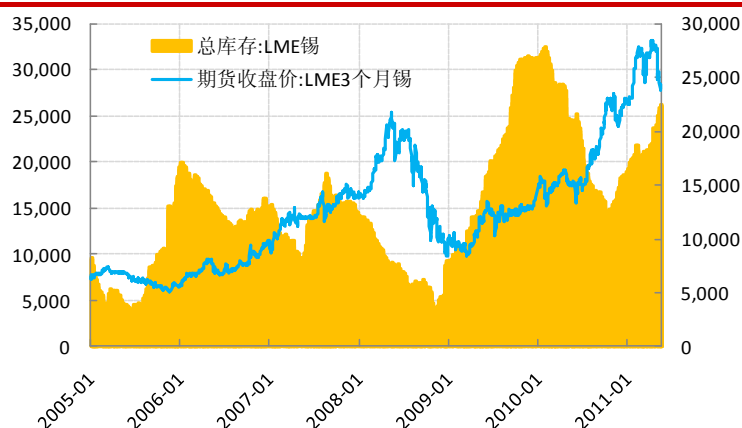
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图9 LME 期镍价格（美元/吨）与库存（吨）走势



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 10 LME 期锡价格（美元/吨）与库存（吨）走势



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

4. 中东、北非地缘政治危机短期仍无法解决，可能影响全球经济增长

中东、北非的“茉莉花革命”如火如荼，短期仍得不到有效解决，这将可能导致原油价格维持高位震荡。高油价、地缘政治危机的扩散和解决的不确定性将拖累全球经济的增长，从而造成全球对大宗金属商品需求的下降。

5. 日本 311 大地震重建时间将延长，短期需求难以释放

日本政府近期重新评估了灾后重建工作，时间比当初预想的延长，推迟至 6-9 个月，重建需求的铜、铝、锌等基本金属的释放估计短期内难以大幅提升，经济增速放缓不可避免。IMF 在 4 月份将 2011 年日本经济增速从原来的 1.6% 下调至 1.4%，而日本央行则将 1 月份预测的 1.6% 下调至 0.6%。

6. 短期基本金属承压，但个股估值渐入合理区间

在当前错综复杂的多种因素影响下，未来基本金属价格的走势具有极大的不确定性。但综合起来看，我们认为短期基本金属价格进一步震荡走低的可能性更大，这将对有色金属板块（主要是基本金属）带来负面的影响，但前期的下跌已使风险释放，一些有色龙头个股逐步进入了估值合理的区间，再大幅下跌的空间已不大。因此，我们建议待调整充分后再择机介入基本面较好的铜、锡类和金属深加工个股，如具有明确资产注入预期的铜陵有色、铜精矿自给率高的江西铜业、锡业龙头锡业股份、业绩成长确定的新疆众和、利源铝业、博威合金等。

表 1 个股估值情况

排名	代码	简称	最新日期	最新价格（元）	流通市值（亿元）	每股收益			市盈率 PE		
						TTM	11E	12E	TTM	11E	12E
行业均值（整体法）			2011-05-19	0.00	170.91	0.3537	0.6143	0.8078	50.53	28.57	21.89
行业中值			2011-05-19	22.27	75.54	0.3345	0.6571	0.8110	52.20	34.34	25.79
1	002501	利源铝业	2011-05-20	22.40	10.57	0.0000	0.6999	0.9879	42.66	32.00	22.67
2	000960	锡业股份	2011-05-20	30.55	251.77	0.5821	0.9669	1.2067	52.48	31.60	25.32
3	601137	博威合金	2011-05-20	22.29	12.26	0.0000	0.7615	1.0421	35.86	29.27	21.39
4	600888	新疆众和	2011-05-20	24.64	86.75	0.8933	1.0013	1.5006	27.58	24.61	16.42
5	000630	铜陵有色	2011-05-20	24.24	344.59	0.6841	1.0631	1.3192	35.43	22.80	18.37
6	600362	江西铜业	2011-05-20	33.86	702.68	1.6740	2.0795	2.4183	20.23	16.28	14.00

资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。