

# 有色行业 2011 年下半年投资策略

## 以退为进，忧中取优

肖征 分析师

电话：0755-82534784

eMail: xz7@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511010008

### 维持行业“持有”评级

虽然上半年有色金属板块股票和金属价格走势背离，板块估值回落，但仍然高于煤炭、地产、钢铁等周期性行业，而且由于全球经济复苏缓慢且中国暂时还难以放松调控，我们认为目前仍不是投资有色行业的最好时机，我们维持行业的“持有”评级。

### 忧中取优，黄金和铜是行业首选

由于发达国家经济复苏缓慢，美国 QE2 以及随后的宽松货币政策使全球的通胀水平短期难以降低，黄金的避险保值功能仍然凸显；铜仍然是工业金属中基本面最好的品种，稳定的需求给铜价足够支撑，一旦中国紧缩政策放松或者美国变相启动 QE3，铜板块仍会是反弹急先锋。电解铝价格虽然有所反弹，但是冶炼企业仍然利润微薄，相对来说电解铝深加工企业前途更加远大；铅、锌行业短期缺乏利好，需要时间来消耗大量库存。

### 2011 年下半年投资策略

我们建议投资者采取“以退为进”的投资策略，在当前时点配置黄金股做防守，如山东黄金、紫金矿业、中金黄金；三季度可以考虑逢低买入估值相对较低、股性较好的铜资源企业增加组合的弹性，如江西铜业和铜陵有色。

### 风险提示

中国通胀继续上升，中国政府为了对抗通胀实施更严厉的紧缩政策，从而影响整个大宗商品市场价格及股票的估值水平。

### 重点公司业绩预测与估值

| 简称   | 股价    | EPS  |      |      | PE    |       |       | PEG  | 目标价   | 评级 |
|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|----|
|      |       | 10   | 11E  | 12E  | 10    | 11E   | 12E   |      |       |    |
| 山东黄金 | 45.26 | 0.86 | 1.45 | 1.68 | 52.66 | 31.21 | 26.94 | 1.32 | 58.00 | 买入 |
| 中金黄金 | 26.59 | 0.61 | 0.77 | 1.04 | 43.73 | 34.53 | 25.57 | 1.42 | 30.80 | 买入 |
| 紫金矿业 | 7.01  | 0.33 | 0.46 | 0.67 | 21.11 | 15.21 | 10.46 | 0.50 | 9.22  | 买入 |
| 江西铜业 | 34.79 | 1.42 | 1.98 | 2.41 | 24.55 | 17.57 | 14.44 | 0.81 | 49.50 | 买入 |
| 铜陵有色 | 23.29 | 0.63 | 1.05 | 1.32 | 36.82 | 22.18 | 17.64 | 0.83 | 26.25 | 持有 |
| 东阳光铝 | 14.93 | 0.30 | 0.57 | 0.71 | 49.78 | 26.34 | 21.02 | 0.92 | 19.84 | 持有 |
| 新疆众和 | 23.77 | 0.83 | 0.99 | 1.54 | 28.69 | 23.93 | 15.47 | 0.79 | 29.80 | 持有 |
| 中金岭南 | 13.14 | 0.34 | 0.61 | 0.79 | 38.34 | 21.62 | 16.58 | 0.74 | 15.19 | 持有 |
| 辰州矿业 | 32.30 | 0.40 | 1.08 | 1.43 | 81.11 | 29.89 | 22.64 | 0.91 | 32.41 | 持有 |
| 恒邦股份 | 40.41 | 0.99 | 1.31 | 1.34 | 40.66 | 30.85 | 30.16 | 2.52 | 39.30 | 持有 |

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

### 行业评级

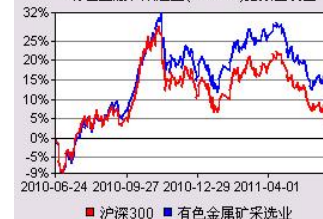
持有

前次评级

持有

### 行业走势

有色金属矿采选业(010207)指数走势图



| 市场表现   | 1 个月  | 3 个月   | 12 个月  |
|--------|-------|--------|--------|
| 行业指数   | 0.49% | -8.24% | 16.24% |
| 沪深 300 | 0.04% | -6.89% | 9.79%  |

## 目录索引

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、有色金属行业 2011 年下半年投资策略 .....         | 4  |
| 二、2011 年上半年有色金属行业回顾 .....            | 6  |
| (一) 工业金属: 价格高位震荡, 库存压力依然高企 .....     | 6  |
| (二) 小金属: 稀土领涨 .....                  | 8  |
| (三) 贵金属: 白银冲高回落, 黄金表现稳健 .....        | 8  |
| (四) 有色板块股票走势落后金属价格 .....             | 9  |
| 三、经济复苏缓慢, 有色金属需求增长任重道远 .....         | 12 |
| (一) 美国复苏进程放缓: QE2 对实体经济的帮助不明显 .....  | 12 |
| (二) 欧洲经济表现低迷, 主权债务危机高企 .....         | 13 |
| (三) 中国通货膨胀控制成效决定行业拐点 .....           | 14 |
| 四、下半年有色金属子行业走势分析 .....               | 15 |
| (一) 铜基本面优于其它工业金属, 中国需求恢复有望推高铜价 ..... | 15 |
| (二) 电解铝厂商利润微薄, 深加工企业前途远大 .....       | 17 |
| (三) 高位库存拖累价格, 铅锌短期难有表现 .....         | 17 |
| (四) 黄金: 把握短期机会, 长期受制于美元走强 .....      | 18 |
| 五、风险提示 .....                         | 19 |

## 图表索引

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 2011 年上半年主要金属品种 LME 现货价格走势 ..... | 6  |
| 图 2: 2011 年上半年主要金属品种涨幅 .....          | 6  |
| 图 3: LME 铅价与库存 .....                  | 7  |
| 图 4: LME 锌价与库存 .....                  | 7  |
| 图 5: LME 铜价与库存 .....                  | 7  |
| 图 6: LME 铝价与库存 .....                  | 7  |
| 图 7: 稀土氧化物价格飙涨 .....                  | 8  |
| 图 8: 具有代表性的小金属价格走势 .....              | 8  |
| 图 9: 2011 上半年金、银国际价格 .....            | 8  |
| 图 10: 上半年只有包钢稀土取得了超额收益 .....          | 9  |
| 图 11: 美国 PMI 数据放缓 .....               | 12 |
| 图 12: 美国失业率数据与 CPI .....              | 12 |
| 图 13: 美国新建住宅开工经季调 (同比) .....          | 12 |
| 图 14: 美国汽车月度销售额 .....                 | 12 |
| 图 15: 联邦基准利率维持在极低的水平上 .....           | 13 |
| 图 16: 欧元区的经济恢复状况也不理想 .....            | 13 |
| 图 17: 欧洲主要经济体 CDS 利差 (基点) .....       | 14 |
| 图 18: 欧洲主要经济体十年期国债与德国利差 .....         | 14 |
| 图 19: 中国 CPI 创新高 .....                | 14 |
| 图 20: 中国 PMI 指数下滑 .....               | 14 |
| 图 21: 中国工业增加值增幅放缓 .....               | 15 |
| 图 22: 房地产固定资产投资增速放缓 .....             | 15 |
| 图 23: 2011 年中国精炼铜进口大幅下降 .....         | 16 |

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 24: 中国铜产量开始稳步回升 .....     | 16 |
| 图 25: SHFE 铜库存大幅减少 .....    | 16 |
| 图 26: LME 库存变化不大 .....      | 16 |
| 图 27: 汽车生产较去年基本无增长 .....    | 17 |
| 图 28: LME 铅分地区库存 .....      | 18 |
| 图 29: LME 锌分地区库存 .....      | 18 |
| 图 30: CFTC 非商业性持仓量 .....    | 19 |
| 图 31: SPDR ETF 持仓量 .....    | 19 |
| 图 32: 黄金价格与美元走势反相关 .....    | 19 |
| <br>                        |    |
| 表 1: 有色金属企业业绩预测与估值 .....    | 4  |
| 表 2: 有色板块 2011 上半年涨跌幅 ..... | 10 |
| 表 3: 铜供需平衡表 .....           | 16 |

## 一、有色金属行业2011年下半年投资策略

虽然上半年有色金属板块股票和金属价格走势背离，板块估值回落，但仍然高于煤炭、地产、钢铁等周期性行业，而且由于全球经济复苏缓慢且中国暂时还难以放松调控，我们认为目前仍不是投资有色行业的最好时机，我们维持行业的“持有”评级。

由于发达国家经济复苏缓慢，美国QE2以及随后的宽松货币政策使全球的通胀水平短期难以降低，黄金的避险保值功能仍然凸显，我们认为黄金股短期内仍有投资机会。而铜仍然是工业金属中基本面最好的品种，稳定的需求给铜价足够支撑，一旦中国紧缩政策放松或者美国变相启动QE3，铜板块仍会是反弹急先锋。

电解铝价格虽然有所反弹，但是冶炼企业仍然利润微薄，相对来说电解铝深加工企业前途更加远大；铅、锌行业短期缺乏利好，需要时间来消耗大量库存。由于稀土价格涨幅超预期，我们认为海外稀土矿山提前释放产量可能给稀土价格带来较大冲击，建议对稀土板块谨慎对待。

我们建议投资者采取“以退为进”的投资策略，在当前时点配置黄金股做防守，如山东黄金、紫金矿业、中金黄金；三季度可以考虑逢低买入估值相对较低、股性较好的铜资源企业增加组合的弹性，如江西铜业和铜陵有色。

表 1：有色金属企业业绩预测与估值

|   |            | 公司名称 | 最新价   | EPS  |       |       |       | P/E   |       |       |       | PB   |
|---|------------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|   |            |      |       | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |      |
| 铜 | 资源类        | 铜陵有色 | 23.29 | 0.63 | 1.05  | 1.32  | 1.57  | 36.8  | 22.2  | 17.6  | 14.8  | 4.8  |
|   |            | 云南铜业 | 21.06 | 0.34 | 0.61  | 0.81  | 0.97  | 61.3  | 34.5  | 26.1  | 21.8  | 6.4  |
|   |            | 江西铜业 | 34.79 | 1.42 | 1.98  | 2.41  | 2.65  | 24.5  | 17.6  | 14.4  | 13.1  | 3.5  |
|   |            | 平均   |       |      |       |       |       |       | 24.7  | 19.4  | 16.6  | 4.9  |
|   | 加工类        | 海亮股份 | 14.85 | 0.59 | 0.68  | 0.79  | 0.89  | 25.1  | 21.8  | 18.8  | 16.7  | 3.8  |
|   |            | 精诚铜业 | 17.10 | 0.25 | 0.31  | 0.40  | 0.50  | 67.1  | 55.6  | 43.2  | 34.5  | 8.2  |
|   |            | 博威合金 | 20.35 | 0.56 | 0.75  | 1.04  | 1.48  | 36.6  | 27.0  | 19.5  | 13.8  | 12.8 |
|   |            | 精艺股份 | 10.35 | 0.32 | 0.56  | —     | —     | 32.8  | 18.6  | —     | —     | 2.6  |
|   |            | 平均   |       |      |       |       |       |       | 34.8  | 27.2  | 21.6  | 8.3  |
| 铝 | 资源类（自有铝土矿） | 中国铝业 | 10.72 | 0.06 | 0.18  | 0.31  | 0.37  | 186.4 | 59.0  | 34.9  | 29.0  | 2.8  |
|   |            | 云铝股份 | 10.81 | 0.03 | 0.23  | 0.55  | 0.84  | 419.9 | 46.0  | 19.5  | 12.9  | 3.2  |
|   |            | 平均   |       |      |       |       |       | 303   | 52.5  | 27.2  | 20.9  | 3.0  |
|   | 电解铝生产      | 焦作万方 | 17.19 | 0.24 | 0.70  | 0.85  | 1.23  | 71.3  | 24.6  | 20.3  | 14.0  | 4.0  |
|   |            | 常铝股份 | 13.35 | 0.13 | 0.31  | 0.44  | 0.51  | 101.3 | 42.6  | 30.6  | 26.4  | 6.9  |
|   |            | 中孚实业 | 10.02 | 0.15 | 0.22  | 0.24  | —     | 68.5  | 45.1  | 41.2  | —     | 5.3  |
|   |            | 神火股份 | 14.80 | 0.69 | 0.97  | 1.29  | 1.58  | 21.5  | 15.2  | 11.5  | 9.3   | 5.5  |
|   |            | 平均   |       |      |       |       |       |       | 31.9  | 25.9  | 16.6  | 5.4  |
|   | 电解铝加工类     | 新疆众和 | 23.77 | 0.83 | 0.99  | 1.54  | 2.25  | 28.7  | 23.9  | 15.5  | 10.6  | 3.9  |
|   |            | 南山铝业 | 9.33  | 0.40 | 0.58  | 0.74  | 1.03  | 23.1  | 16.2  | 12.5  | 9.0   | 1.2  |
|   |            | 东阳光铝 | 14.93 | 0.30 | 0.57  | 0.71  | 0.94  | 49.8  | 26.3  | 21.0  | 16.0  | 5.7  |
|   |            | 鲁丰股份 | 14.68 | 0.24 | 0.49  | 0.87  | —     | 62.3  | 29.7  | 16.8  | —     | 2.6  |
|   |            | 栋梁新材 | 13.95 | 0.64 | 0.87  | 1.17  | 1.35  | 21.8  | 16.0  | 11.9  | 10.3  | 3.6  |

|    |     |       |       |       |      |      |      |         |       |       |      |       |
|----|-----|-------|-------|-------|------|------|------|---------|-------|-------|------|-------|
|    |     | 平均    |       |       | 1.03 |      |      | 41.0    | 24.0  | 16.5  | 11.9 | 3.3   |
| 铅锌 | 资源类 | 中金岭南  | 13.14 | 0.34  | 0.61 | 0.79 | 0.95 | 38.3    | 21.6  | 16.6  | 13.8 | 5.9   |
|    |     | 宏达股份  | 13.71 | -0.35 | 0.73 | 0.50 | 0.97 | -39.5   | 18.7  | 27.3  | 14.2 | 11.5  |
|    |     | 驰宏锌锗  | 21.12 | 0.35  | 0.56 | 0.76 | 0.97 | 60.0    | 37.5  | 27.9  | 21.8 | 6.3   |
|    |     | 西部矿业  | 14.50 | 0.42  | 0.64 | 0.78 | 0.96 | 34.9    | 22.8  | 18.5  | 15.0 | 3.1   |
|    |     | 中色股份  | 34.76 | 0.08  | 0.41 | 0.75 | 0.55 | 451.1   | 84.7  | 46.6  | 63.6 | 11.2  |
|    |     | 平均    |       |       |      |      |      |         | 37.0  | 27.4  | 25.7 | 7.6   |
|    | 加工类 | 豫光金铅  | 24.42 | 0.52  | 0.71 | 1.00 | —    | 47.2    | 34.5  | 24.4  | —    | 4.0   |
|    |     | 株冶集团  | 16.83 | 0.03  | 0.14 | 0.26 | 0.44 | 507.0   | 117.7 | 65.5  | 38.3 | 4.1   |
|    |     | ST 珠峰 | 14.34 | -0.06 | —    | —    | —    | -244.8  | —     | —     | —    | -88.3 |
|    |     | 罗平锌电  | 13.79 | -0.09 | 0.21 | —    | —    | -154.1  | 66.8  | —     | —    | 5.5   |
|    |     | 平均    |       |       |      |      |      |         | 73.0  | 45.0  | 38.3 | -18.7 |
| 黄金 | 资源类 | 山东黄金  | 45.26 | 0.86  | 1.45 | 1.68 | 1.82 | 52.7    | 31.2  | 26.9  | 24.9 | 16.6  |
|    |     | 中金黄金  | 26.59 | 0.61  | 0.77 | 1.04 | 1.17 | 43.7    | 34.5  | 25.6  | 22.7 | 10.0  |
|    |     | 紫金矿业  | 7.01  | 0.33  | 0.46 | 0.67 | 0.79 | 21.1    | 15.2  | 10.5  | 8.8  | 4.7   |
|    |     | 恒邦股份  | 40.41 | 0.99  | 1.31 | 1.34 | 2.79 | 40.7    | 30.8  | 30.2  | 14.5 | 5.7   |
|    |     | 辰州矿业  | 32.30 | 0.40  | 1.08 | 1.43 | 1.94 | 81.1    | 29.9  | 22.6  | 16.6 | 8.8   |
|    |     | 平均    |       |       |      |      |      | 47.9    | 28.3  | 23.2  | 17.5 | 9.1   |
| 锡  | 资源类 | 锡业股份  | 28.04 | 0.40  | 0.96 | 1.20 | 1.41 | 69.4    | 29.3  | 23.3  | 19.8 | 5.5   |
| 镍  | 资源类 | 吉恩镍业  | 21.55 | 0.13  | 0.27 | 0.49 | 0.73 | 163.1   | 80.7  | 44.1  | 29.6 | 4.8   |
|    |     | 格林美   | 20.62 | 0.35  | 0.58 | 0.84 | 1.39 | 58.4    | 35.8  | 24.4  | 14.8 | 4.7   |
|    |     | 平均    |       |       |      |      |      | 110.7   | 58.3  | 34.3  | 22.2 | 4.8   |
| 稀土 | 资源类 | 包钢稀土  | 69.60 | 0.62  | 2.32 | 3.03 | 3.41 | 112.3   | 30.0  | 22.9  | 20.4 | 34.9  |
|    |     | 广晟有色  | 67.82 | 0.15  | 0.42 | 0.52 | 0.79 | 443.7   | 163.4 | 130.7 | 85.8 | 56.7  |
|    |     | 平均    |       |       |      |      |      | 278.0   | 96.7  | 76.8  | 53.1 | 45.8  |
| 钨钼 | 资源类 | 厦门钨业  | 41.21 | 0.51  | 1.01 | 1.31 | 1.66 | 80.3    | 40.9  | 31.4  | 24.9 | 11.0  |
|    |     | 章源钨业  | 28.88 | 0.35  | 0.63 | 0.92 | 1.28 | 81.7    | 45.5  | 31.5  | 22.5 | 9.9   |
|    |     | 平均    |       |       |      |      |      | 81.0    | 43.2  | 31.5  | 23.7 | 10.5  |
|    | 资源类 | 金钼股份  | 19.10 | 0.26  | 0.39 | 0.55 | 0.71 | 73.75   | 49.4  | 34.7  | 26.7 | 4.6   |
| 钛  | 加工类 | 宝钛股份  | 26.80 | 0.01  | 0.35 | 0.74 | 1.29 | 3,335.7 | 76.3  | 36.4  | 20.8 | 3.2   |
|    |     | 西部材料  | 18.48 | 0.23  | 0.43 | 0.69 | 0.62 | 80.6    | 43.1  | 27.0  | 29.7 | 3.6   |
|    |     | 平均    |       |       |      |      |      | 1,708.1 | 59.7  | 31.7  | 25.3 | 3.4   |
| 镁  | 资源类 | 云海金属  | 12.54 | 0.10  | 0.31 | 0.53 | 0.53 | 128.1   | 40.6  | 23.9  | 23.8 | 4.1   |
| 锂  | 资源类 | 西藏矿业  | 31.74 | 0.10  | 0.18 | 0.25 | 0.45 | 918.1   | 50.1  | 27.8  | 24.5 | 14.6  |
| 钽  | 加工类 | 东方钽业  | 23.73 | 0.23  | 0.49 | 0.68 | 0.93 | 102.9   | 48.0  | 35.1  | 25.5 | 6.7   |
| 钼  | 加工类 | 东方锆业  | 38.00 | 0.25  | 0.56 | 0.98 | 1.34 | 149.9   | 67.9  | 38.8  | 28.3 | 11.4  |
| 锆  | 加工类 | 云南锆业  | 42.70 | 0.47  | 0.89 | 1.18 | 1.73 | 91.0    | 48.1  | 36.3  | 24.6 | 5.7   |

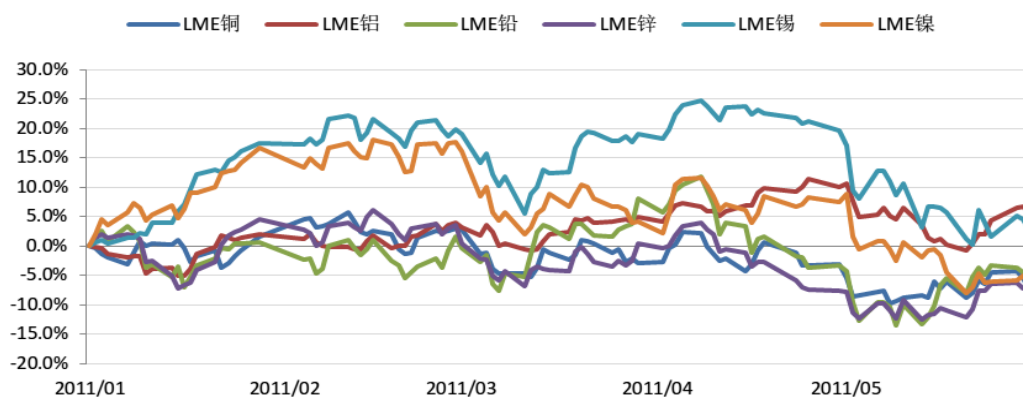
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 二、2011年上半年有色金属行业回顾

### （一）工业金属：价格高位震荡，库存压力依然高企

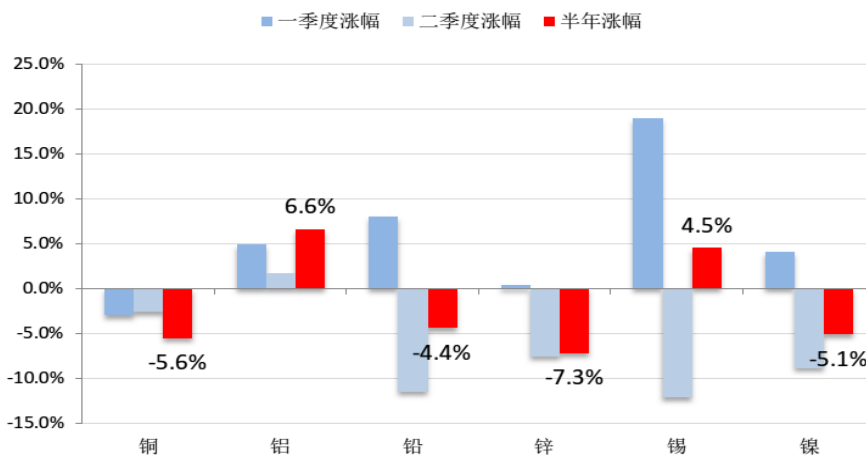
整体来看，工业金属价格在2011年上半年的走势为高位震荡。锡、铅、铝、镍一季度微涨，其中锡表现最好，涨幅超过20%；铜、锌小幅下跌。二季度，受日本地震及欧洲主权债务危机的影响，工业金属价格纷纷走低，只有电解铝因为成本推动和中国电荒保持涨势。

图 1：2011年上半年主要金属品种LME现货价格走势



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 2：2011年上半年主要金属品种涨幅



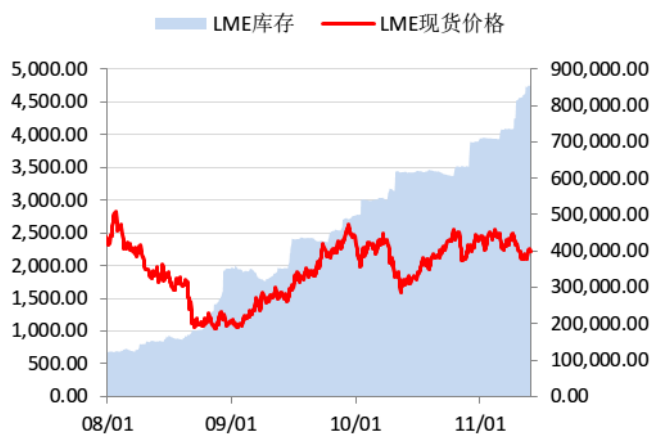
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

在工业金属价格高位震荡的同时，工业金属库存依然高企。LME铅锌库存已经达到4年来的高点，分别达到32万吨和85万吨。LME铝库存在450万吨的高位上徘徊了近两年，供给过剩的局面并未变化。LME铜的库存从年初的378万吨增加了25%，达到了474万吨。但铜的基本面可能随着中国需求的改善得到好转，我们将在后文中详细论述。

图 3: LME 铅价与库存



图 4: LME 锌价与库存



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 5: LME 铜价与库存

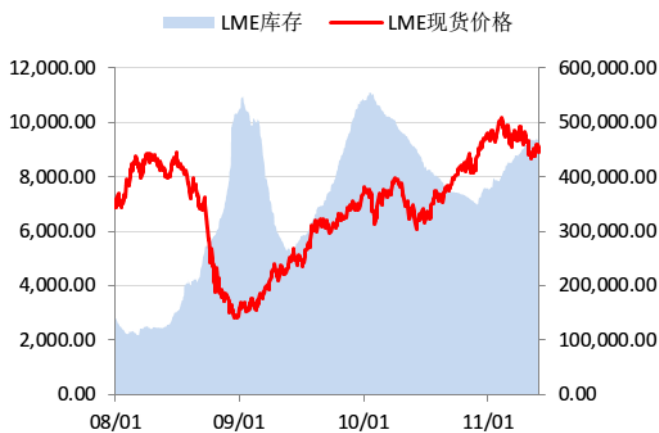
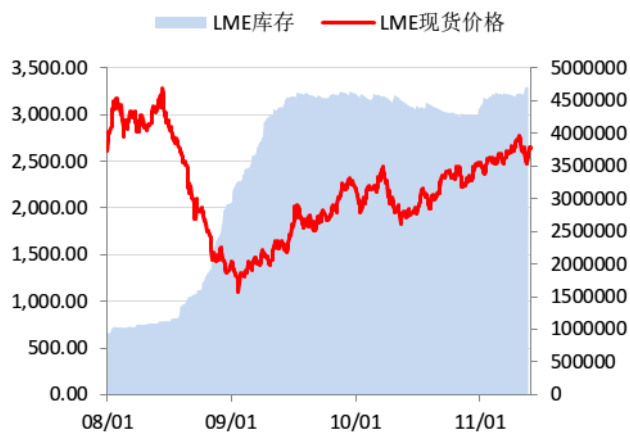


图 6: LME 铝价与库存



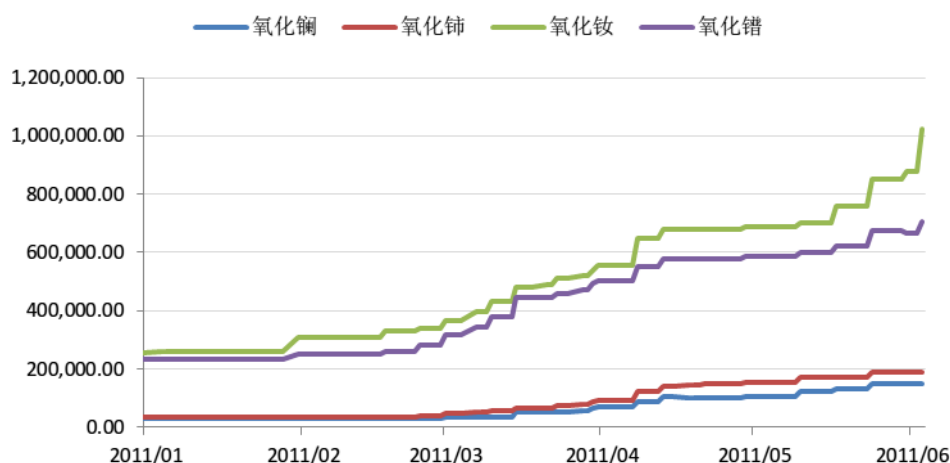
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

## (二) 小金属：稀土领涨

2011年上半年，稀土价格在不断的政策利好刺激下飙涨。氧化镧、氧化铈等涨幅均超过500%，氧化钕、氧化镨的涨幅也超过了300%。稀土概念股份也表现远超大盘，如包钢稀土、中色股份、西藏发展等。

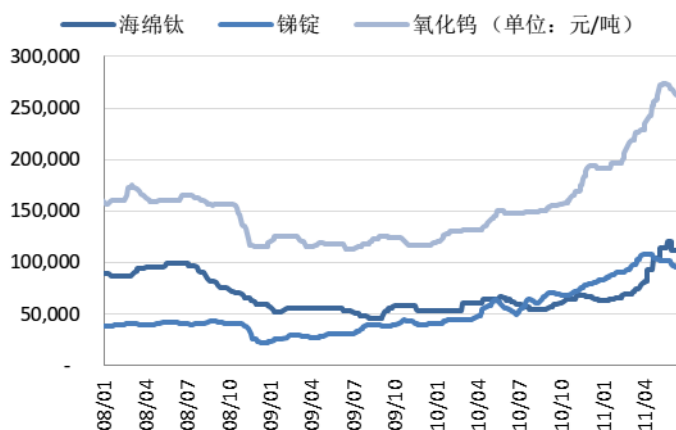
小金属如钛、锑、钨等在2011年的表现也很显眼。海绵钛的价格从年初的63000元每吨63000元上升到112000元，涨幅近80%；锑的价格从84750元上涨了12.9%；氧化钨的价格从176000元上涨到229000元。

图 7：稀土氧化物价格飙涨



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 8：具有代表性的小金属价格走势



数据来源：广发证券发展研究中心

## (三) 贵金属：白银冲高回落，黄金表现稳健

2011年上半年，白银冲高回落，金价表现稳健。银价从年初的34.7美元/盎司急速飙升，最高达到47.9美元/盎司，涨幅超过56%。5月份银价开始回落。随着银价攀升，金银比价再度回落至40左右的低位。

图 9：2011上半年金、银国际价格

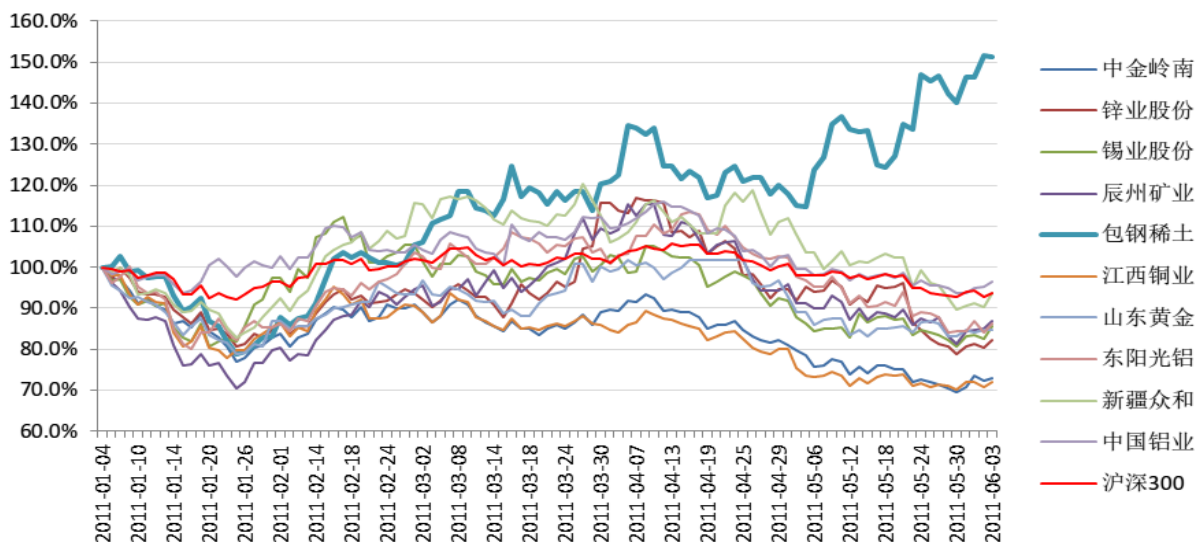


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

#### （四）有色板块股票走势落后金属价格

总体来看，2011年上半年有色板块股票走势落后金属价格，包钢稀土虽然跑赢大盘，但是涨幅也远远低于稀土价格涨幅。业绩同比增长而股价下跌，这导致有色板块估值水平下降，目前铜、黄金和铝深加工是估值最低的三个子行业，2011年平均PE分别为23X、27X和21X。

图 10：上半年只有包钢稀土取得了超额收益



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 2：有色板块2011上半年涨跌幅

| 子行业 | 行业属性 | 简称   | 最新价   | 2010PE | 2011PE | 2012PE | 2013PE | 周涨幅   | 月涨幅   | 年初至今    |
|-----|------|------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|
| 铜   | 资源类  | 铜陵有色 | 23.29 | 36.8   | 22.2   | 17.6   | 14.8   | 6.1   | 1.5   | (33.3)  |
|     |      | 云南铜业 | 21.06 | 61.3   | 34.5   | 26.1   | 21.8   | 3.1   | (0.6) | (23.4)  |
|     |      | 江西铜业 | 34.79 | 24.5   | 17.6   | 14.4   | 13.1   | 6.9   | 5.2   | (23.0)  |
|     |      | 平均   |       | 40.9   | 24.7   | 19.4   | 16.6   | 5.40  | 2.04  | (26.55) |
|     | 加工类  | 海亮股份 | 14.85 | 25.1   | 21.8   | 18.8   | 16.7   | 11.6  | 8.9   | (18.2)  |
|     |      | 精诚铜业 | 17.10 | 67.1   | 55.6   | 43.2   | 34.5   | 6.3   | 4.7   | 52.3    |
|     |      | 博威合金 | 20.35 | 36.6   | 27.0   | 19.5   | 13.8   | (2.7) | (7.4) | (20.3)  |
|     |      | 精艺股份 | 10.35 | 32.8   | 18.6   | —      | —      | 2.3   | (1.3) | (13.4)  |
|     |      | 平均   |       | 40.4   | 30.8   | 27.2   | 21.6   | 4.38  | 1.19  | 0.09    |
| 铝   | 铝土矿  | 中国铝业 | 10.72 | 186.4  | 59.0   | 34.9   | 29.0   | 1.1   | 10.2  | 5.7     |
|     |      | 云铝股份 | 10.81 | 419.9  | 46.0   | 19.5   | 12.9   | 5.0   | 0.4   | (9.5)   |
|     |      | 平均   |       | 303.1  | 52.5   | 27.2   | 20.9   | 3.0   | 5.3   | (1.9)   |
|     | 冶炼   | 焦作万方 | 17.19 | 71.3   | 24.6   | 20.3   | 14.0   | 2.7   | (1.3) | (21.1)  |
|     |      | 常铝股份 | 13.35 | 101.3  | 42.6   | 30.6   | 26.4   | 0.0   | 5.5   | 65.6    |
|     |      | 中孚实业 | 10.02 | 68.5   | 45.1   | 41.2   | —      | 1.4   | (1.4) | (18.7)  |
|     |      | 神火股份 | 14.80 | 21.5   | 15.2   | 11.5   | 9.3    | 2.6   | (0.4) | (4.7)   |
|     |      | 平均   |       | 65.6   | 31.9   | 25.9   | 16.6   | 1.68  | 0.61  | 5.26    |
|     | 深加工  | 新疆众和 | 23.77 | 28.7   | 23.9   | 15.5   | 10.6   | 9.6   | 9.3   | (0.8)   |
|     |      | 南山铝业 | 9.33  | 23.1   | 16.2   | 12.5   | 9.0    | 3.6   | 1.7   | (2.8)   |
|     |      | 东阳光铝 | 14.93 | 49.8   | 26.3   | 21.0   | 16.0   | 3.4   | (3.9) | (18.5)  |
|     |      | 鲁丰股份 | 14.68 | 62.3   | 29.7   | 16.8   | —      | 3.4   | (3.8) | (23.5)  |
|     |      | 栋梁新材 | 13.95 | 21.8   | 16.0   | 11.9   | 10.3   | 7.6   | 4.7   | 5.4     |
|     |      | 平均   |       | 37.1   | 22.4   | 15.6   | 11.5   | 5.53  | 1.60  | (8.02)  |
| 铅锌  | 资源类  | 中金岭南 | 13.14 | 38.3   | 21.6   | 16.6   | 13.8   | 4.9   | 4.3   | (24.0)  |
|     |      | 宏达股份 | 13.71 | (39.5) | 18.7   | 27.3   | 14.2   | 4.6   | (7.2) | (11.6)  |
|     |      | 驰宏锌锗 | 21.12 | 60.0   | 37.5   | 27.9   | 21.8   | 3.7   | 3.8   | 8.1     |
|     |      | 西部矿业 | 14.50 | 34.9   | 22.8   | 18.5   | 15.0   | 3.4   | (0.9) | (22.1)  |
|     |      | 中色股份 | 34.76 | 451.1  | 84.7   | 46.6   | 63.6   | 2.8   | (6.9) | 10.2    |
|     |      | 平均   |       | 451.1  | 84.7   | 46.6   | 63.6   | 3.9   | (1.4) | (7.9)   |
|     | 加工类  | 豫光金铅 | 24.42 | 47.2   | 34.5   | 24.4   | —      | 5.6   | (1.6) | (27.2)  |
|     |      | 株冶集团 | 16.83 | 507.0  | 117.7  | 65.5   | 38.3   | 6.9   | 4.1   | (6.1)   |
|     |      | 平均   |       | 277.1  | 76.1   | 45.0   | 38.3   | 6.2   | 1.3   | (16.6)  |
| 黄金  | 资源类  | 山东黄金 | 45.26 | 52.7   | 31.2   | 26.9   | 24.9   | 2.0   | 1.0   | (13.9)  |
|     |      | 中金黄金 | 26.59 | 43.7   | 34.5   | 25.6   | 22.7   | 2.2   | 5.6   | (14.1)  |
|     |      | 紫金矿业 | 7.01  | 21.1   | 15.2   | 10.5   | 8.8    | 3.4   | (1.7) | (14.6)  |
|     |      | 恒邦股份 | 40.41 | 40.7   | 30.8   | 30.2   | 14.5   | 3.6   | 2.3   | (25.7)  |
|     |      | 辰州矿业 | 32.30 | 81.1   | 29.9   | 22.6   | 16.6   | 6.2   | 4.4   | (9.7)   |
|     |      | 平均   |       | 47.9   | 28.3   | 23.2   | 17.5   | 3.5   | 2.3   | (15.6)  |
| 锡   | 资源类  | 锡业股份 | 28.04 | 69.4   | 29.3   | 23.3   | 19.8   | 8.9   | 6.9   | (5.3)   |
| 镍   | 资源类  | 吉恩镍业 | 21.55 | 163.1  | 80.7   | 44.1   | 29.6   | 2.6   | (3.0) | (15.8)  |

|    |     |      |       |        |       |       |      |       |       |        |
|----|-----|------|-------|--------|-------|-------|------|-------|-------|--------|
|    |     | 格林美  | 20.62 | 58.4   | 35.8  | 24.4  | 14.8 | 6.6   | (1.8) | (34.9) |
|    |     | 平均   |       | 110.7  | 58.3  | 34.3  | 22.2 | 4.6   | (2.4) | (25.3) |
| 稀土 | 资源类 | 包钢稀土 | 69.60 | 112.3  | 30.0  | 22.9  | 20.4 | 0.3   | (1.1) | 46.3   |
|    |     | 广晟有色 | 67.82 | 443.7  | 163.4 | 130.7 | 85.8 | (1.6) | 9.2   | 4.4    |
|    |     | 平均   |       | 278.0  | 96.7  | 76.8  | 53.1 | (0.7) | 4.0   | 25.3   |
| 钨钼 | 资源类 | 厦门钨业 | 41.21 | 80.3   | 40.9  | 31.4  | 24.9 | 3.6   | 2.7   | (13.0) |
|    |     | 章源钨业 | 28.88 | 81.7   | 45.5  | 31.5  | 22.5 | 2.0   | (6.4) | (22.3) |
|    |     | 平均   |       | 81.0   | 43.2  | 31.5  | 23.7 | 2.8   | (1.9) | (17.6) |
|    | 资源类 | 金钼股份 | 19.10 | 73.8   | 49.4  | 34.7  | 26.7 | 3.1   | (2.8) | (20.2) |
| 钛  | 加工类 | 宝钛股份 | 26.80 | 3335.7 | 76.3  | 36.4  | 20.8 | 10.0  | 10.1  | (0.7)  |
|    |     | 西部材料 | 18.48 | 80.6   | 43.1  | 27.0  | 29.7 | 1.3   | 0.4   | (25.0) |
|    |     | 平均   |       | 1708.1 | 59.7  | 31.7  | 25.3 | 5.6   | 5.2   | (12.9) |
| 镁  | 资源类 | 云海金属 | 12.54 | 128.1  | 40.6  | 23.9  | 23.8 | 4.5   | 1.5   | (0.1)  |
| 锂  | 资源类 | 西藏矿业 | 31.74 | 918.1  | 50.1  | 27.8  | 24.5 | 6.9   | 3.2   | (15.1) |
| 钽  | 加工类 | 东方钽业 | 23.73 | 102.9  | 48.0  | 35.1  | 25.5 | 7.1   | 6.2   | (6.7)  |
| 锆  | 加工类 | 东方锆业 | 38.00 | 149.9  | 67.9  | 38.8  | 28.3 | 7.4   | 9.4   | (18.6) |
| 锗  | 资源类 | 云南锗业 | 42.70 | 91.0   | 48.1  | 36.3  | 24.6 | 1.6   | (1.7) | (23.3) |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### 三、经济复苏缓慢，有色金属需求增长任重道远

#### （一）美国复苏进程放缓：QE2对实体经济的帮助不明显

总的来说，我们认为宏观经济还是处于一轮长期复苏过程中，但不可否认复苏的道路中出现了很多波折。

受产出拖累，美国的PMI连续三个月下滑。5月份美国的PMI指数从4月份的60.5大幅下滑至53.5，这一水平亦低于市场一致预期的57.7，创下了09年9月份之后的最低点。就业方面的数据也不理想：美国5月份失业率达到9.1%，已经连续三个月上升，创下年内新高，这与QE2之后的整体趋势大相径庭。

图 11：美国 PMI 数据放缓

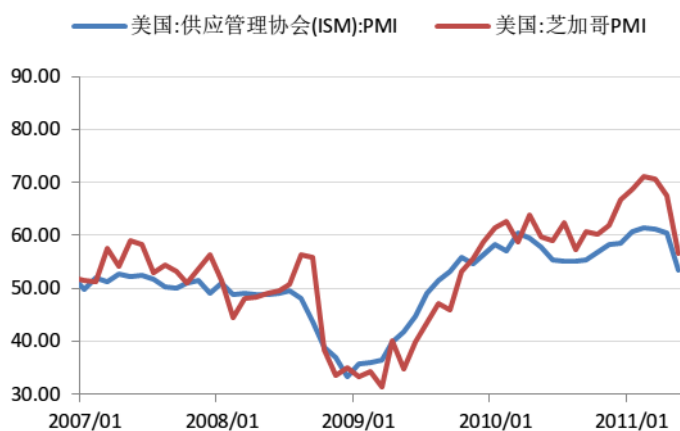
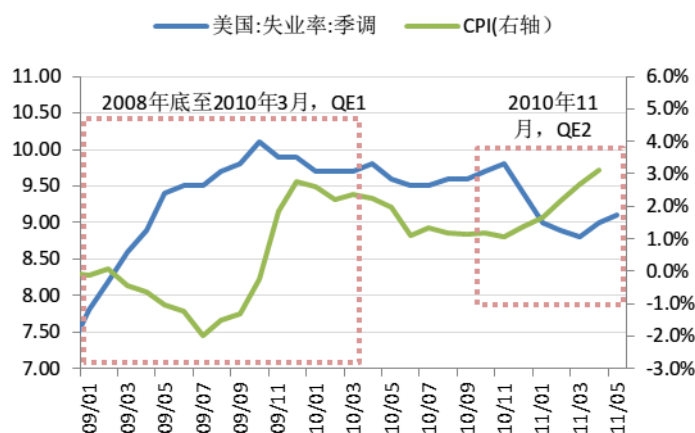


图 12：美国失业率数据与CPI



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

美联储希望借QE2来刺激美国地产市场。但事实上，并未如愿以偿。可以看到，美国的房价有呈现二次探底的趋势，美国的新建住宅开工数同比增长也连续三个月为负值：四月份新建住宅开工同比下降24.5%，创下两年最低。汽车的销量表现同样亦不尽人意。

图 13：美国新建住宅开工经季调（同比）

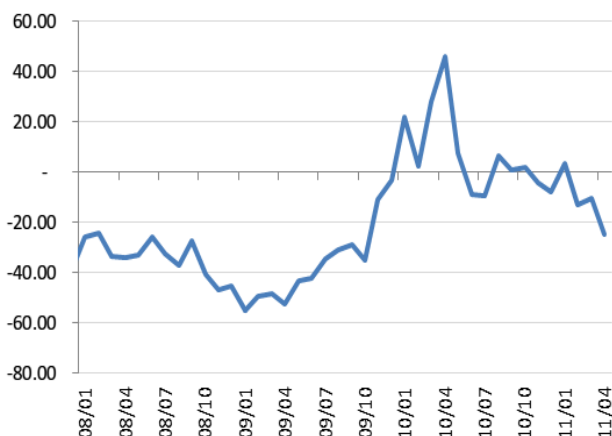
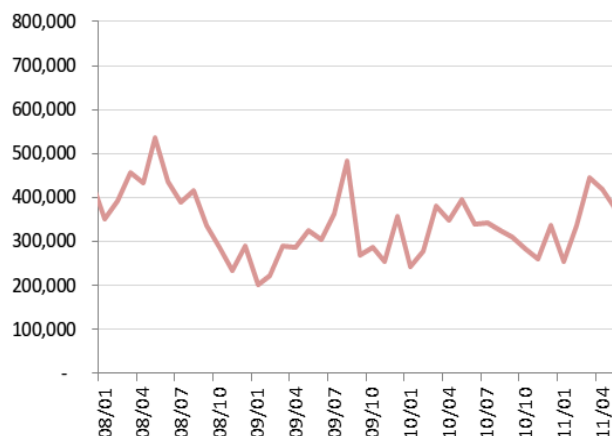


图 14：美国汽车月度销售额

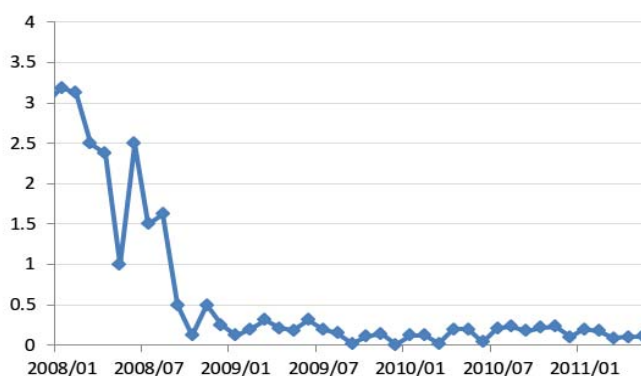


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

我们认为，由于美国宏观经济复苏缓慢，美国仍将维持宽松的货币政策。伯南克的最新讲话提到，QE2即将于6月结束，但到期资金和利息的再投资计划并未停止（该计划的规模可能也高达4000亿美元），与此同时，联邦基准利率也将继续低位一段时间。

从QE1到QE2，美联储所持有的国债数量已经从08年末的4700亿美元增加至现在的近1.5万亿美元。每轮量化宽松政策所带来的通货膨胀水平上扬使得美国必须考虑未来的加息等调控预期，再次追加流动性的可能性并不强。尽管美国现在失业率仍然处于高位，但并不意味着美国可以通过量化宽松在短期的菲利普斯曲线上自由移动，通货膨胀的增加对于改善失业率没有太大的帮助。

图 15：联邦基准利率维持在极低的水平上



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

## （二）欧洲经济表现低迷，主权债务危机高企

欧洲区的经济恢复状况同样不尽理想，欧元区5月份的PMI指数由上月的57.8下滑至55.8，工业需求疲软。

图 16：欧元区的经济恢复状况也不理想



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

欧洲区除了工业需求方面的压力外，更主要的是主权债务危机。标准普尔已经下调希腊信用评级三个等级，由B降至CCC，前景展望调至“负面”，而穆迪也将希腊

的信用评级从B1连降三级到Caa1，这使得希腊成为了世界上信用等级最低的国家。欧盟与国际货币基金组织的救助计划执行风险大幅上升，同时希腊无法通过市场融资来满足其资金需求，希腊的经济衰退很可能持续较长时间。目前，希腊的CDS利差已经高达约1400个基点，希腊的十年期国债收益率已经达15.88%，与德国的利差超过12%。如果欧洲各方最终无法成功地向希腊提供新一轮的援助，则欧元将面临下行风险。

总的来说，美欧经济的不明朗性给大宗商品的价格带来了相当的阻力。尽管我们相信长期的复苏前景，但短期内宏观经济所带来的结构性机会并不多。

图 17: 欧洲主要经济体 CDS 利差 (基点)

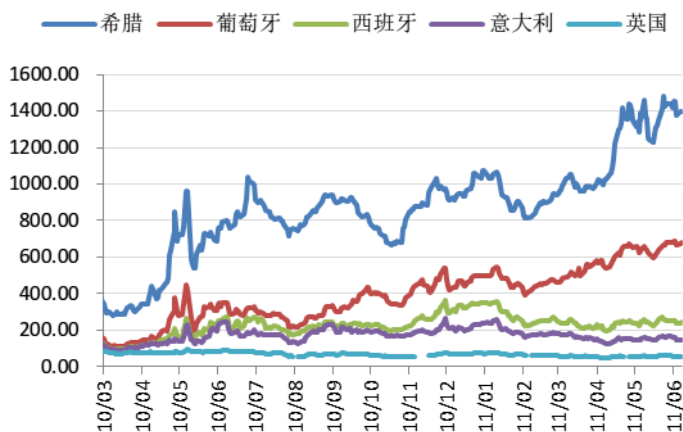
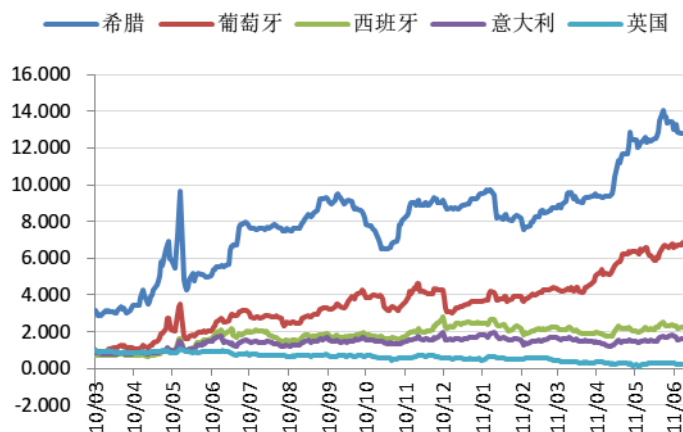


图 18: 欧洲主要经济体十年期国债与德国利差



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

### (三) 中国通货膨胀控制成效决定行业拐点

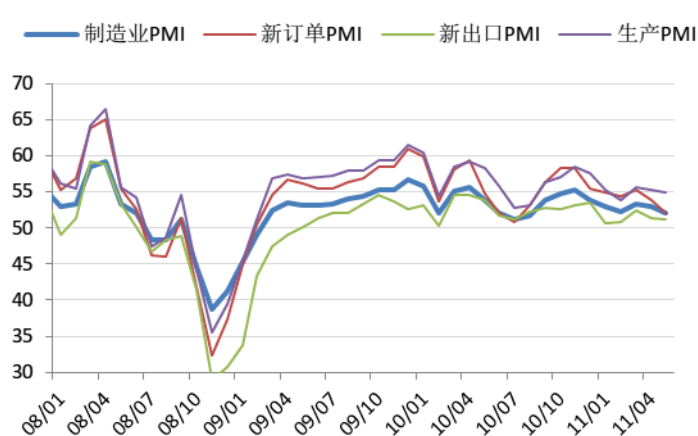
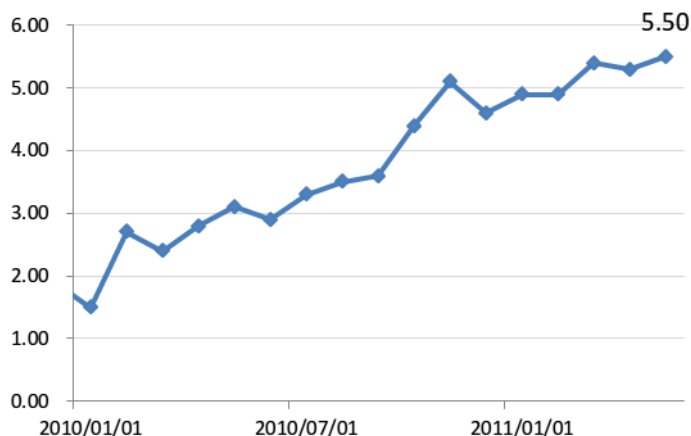
从宏观层面上来看，中国经济最需要关注的地方就是通货膨胀与相应的政策。从五月份公布的CPI数据来看，CPI一直攀升，并没有已经见顶回落的迹象。五月份CPI同比增长5.5%，较四月份的5.3%继续上扬，达到了36个月的最高点。从商务部和农业部最新的高频物价数据来看，物价上涨势头还在延续。截至6月5日，商务部监测的食用农产品价格已经连续4周上涨。

尽管M2增速在5月份已经降到15.1%，相较4月份的15.3%继续减少，M2增速已连续两个月低于央行16%的预期目标，并创出30个月来新低，但央行还是坚持加息和提高准备金率。这代表着只要物价还存在上涨压力，政府的紧缩政策就不会止步。

广发的宏观认为，在10月份以前，CPI涨幅难以从当前的5%以上回落到4%左右的政府调控目标，GDP增速也难以从当前的9.7%回落到8%左右的政府调控目标，因此10月份以前紧缩政策放松的可能性较小。在此前提下，我们判断三季度有色金属行业缺乏行业性机会。

图 19: 中国 CPI 创新高

图 20: 中国 PMI 指数下滑



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 21: 中国工业增加值增幅放缓

图 22: 房地产固定资产投资增速放缓



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

## 四、下半年有色金属子行业走势分析

### （一）铜基本面优于其它工业金属，中国需求恢复有望推高铜价

2011年上半年，中国铜需求有所放缓，但是来自于世界其他地区的铜需求增加。中国出现了明显的去库存趋势：上海期货交易所的库存已经从三月份的高位177365吨下降了53.1%至六月份的83725吨；保税仓库的库存也有所下降。虽然上海期货交易所的库存相比于中国的总隐形库存来说很少，但是可以作为一个方向性的参考）。

库存的下降有多种原因，一方面是因为国内主要铜下游需求空调和电力需求仍然保持较高增速，另一方面也是因为高昂的资金压力下，企业有去库存减轻资金链压力的需要。中国铜进口量同比大幅下滑也从侧面证明了中国正在消耗库存。四月份精炼铜进口量为16万吨，我们预测五月份的铜进口量将在15-16万吨。与这一数据对比，2010年5月精炼铜进口为28万吨，2011年1季度精炼铜月均进口额为20万吨。

虽然中国铜进口大幅下降，但我们观察到LME和Comex库存变化不大，这表明中国的进口不足被其他地区的需求提升所弥补。事实上，2011年铜市场的一个主要惊喜

就是中国之外地区铜需求量大幅增加。从目前所能得到的一、二月份数据来看，需求较同期增长约10%，而即使是在2007年、2008年一季度顶峰时这一增长率也仅有5%。

图 23: 2011 年中国精炼铜进口大幅下降

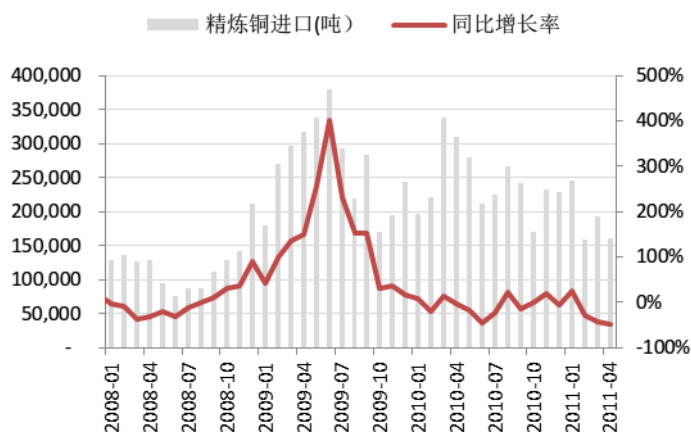
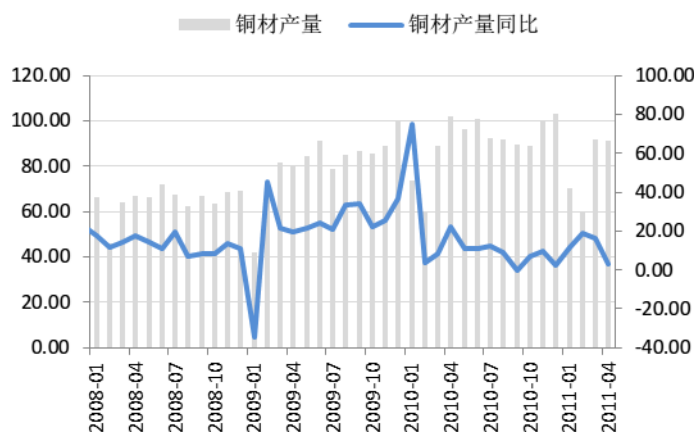


图 24: 中国铜产量开始稳步回升

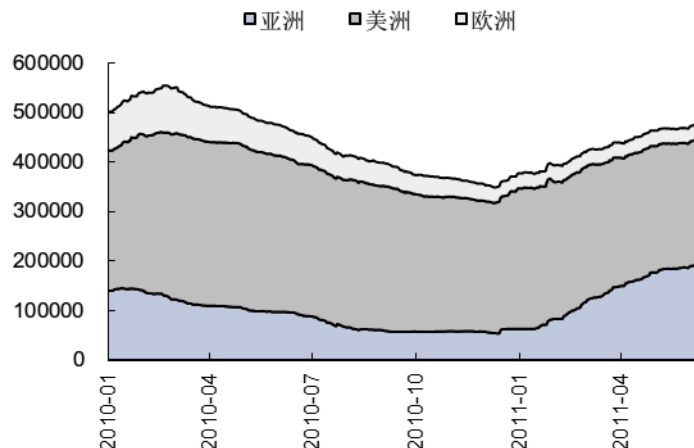


数据来源：中国海关、CEIC、广发证券发展研究中心

图 25: SHFE 铜库存大幅减少



图 26: LME库存变化不大



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

我们认为中国的库存减少将不会持续太久，我们预期在9~10月份，随着国内库存的减少，国内旺盛的铜需求将推动中国的铜进口量上扬。故未来我们需要紧密关注LME在亚洲的库存。中国未来的进口预期和中国以外地区今年旺盛的铜需求使我们对铜的中长期基本面依然充满信心。短期内，产量居世界第五的智利El Teniente铜矿仍在罢工，产量仅维持在40%左右，使得秘鲁铜产量同比缩减12.61%。这对铜的基本面也是一个短期的利好。

表 3: 铜供需平衡表

| 年份     |         | 2008  | 2009  | 2010  | 2011E |
|--------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 全球消费   | ('000t) | 17953 | 17177 | 18581 | 19432 |
| 增速     | %       | -0.6  | -4.3  | 8.2   | 4.6   |
| 全球供应   | ('000t) | 18075 | 18134 | 18707 | 19287 |
| 增速     | %       | 1.2   | 0.3   | 3.2   | 3.1   |
| 过剩/缺口  | ('000t) | 122   | 957   | 126   | -145  |
| 全球库存   | ('000t) | 749   | 1026  | 862   | 852   |
| LME 现价 | (USD/t) | 6951  | 5164  | 7539  | 10985 |

数据来源：CRU、广发证券发展研究中心

## （二）电解铝厂商利润微薄，深加工企业前途远大

2011年上半年铝价走势优于其他基本金属品种，我们认为铝价的上升主要是成本因素推动和产能限制问题。2011年出现的电荒以及相应的上网电价的上调，对电费占总成本40%以上的电解铝行业形成了支撑。然而，电解铝厂商受益并不大，电解铝行业仍处于微利经营。以中铝为例，其2011年一季度原铝业务的毛利率仅1%，而具有采选属性的氧化铝业务毛利率有4%。在这样的毛利水平下，单纯的铝冶炼厂商投资价值并不大。

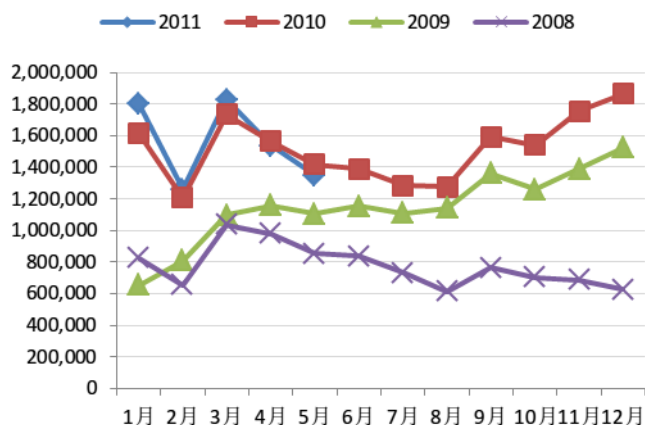
我们更关注具有产业链下游具有高毛利率的铝深加工企业。电极箔、电子铝箔、钎焊箔等铝深加工产品的毛利率往往可以高达40%。在日本地震后，日本本土的电极箔行业受到了很大的冲击，能源供应不足和产能受损使得电极箔的产能加速向中国转移，加剧了供不应求的局面。

## （三）高位库存拖累价格，铅锌短期难有表现

短期看来，铅锌行业缺乏短期的利好。需求方面：汽车的产量基本没有增长、铅酸蓄电池行业的严厉整顿等都对铅的需求不利。同时，房地产行业在目前资金链紧张的情况下表现平平，保障房建设的开工进度也不尽人意。我们认为，尽管目前房地产行业政策再度收紧的可能性不大，但鉴于目前的客观条件，也很难出现放松。故锌的需求也比较疲软。

LME和SHFE铅、锌的库存已经攀至了四年来的高位。供大于求的局面并未得到改善，库存消耗压力巨大。在这样的情况下，短期来看铅锌价格并不会太大的空间。长期来说，铅的基本面比较好：受益于至2013年全球大约有10%的矿山产能减产以及中国对于过剩冶炼产能的整顿，铅的供求可能在2012年达到平衡并在之后转向短缺。故我们判断铅价格短期震荡长期利好。锌的基本面则不是特别理想且并没有太多改善的空间。

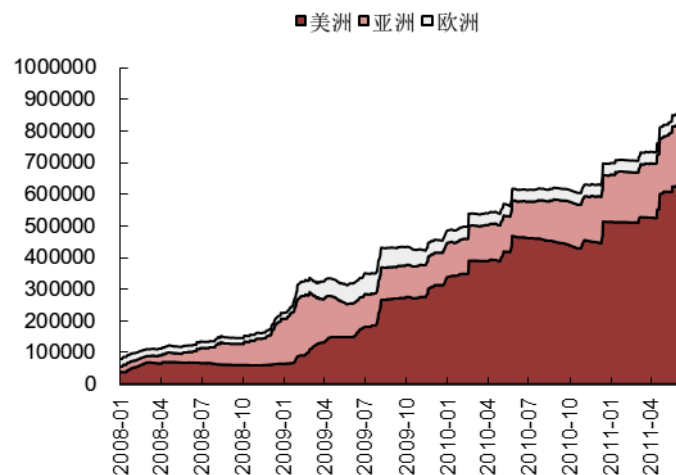
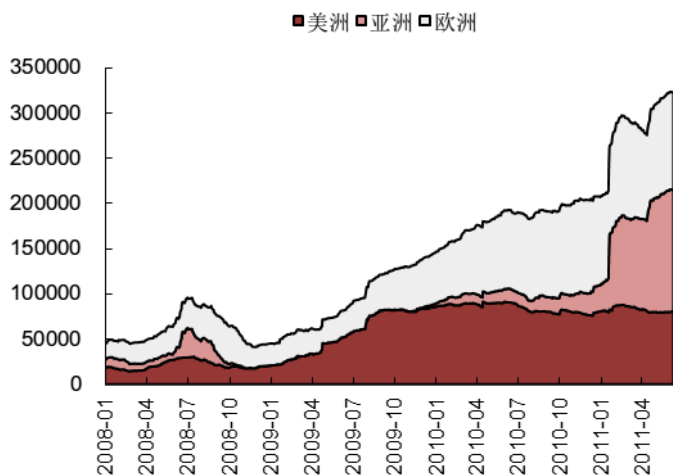
图 27：汽车生产较去年基本无增长



数据来源：CEIC

图 28: LME 铅分地区库存

图 29: LME 锌分地区库存



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

#### (四) 黄金：把握短期机会，长期受制于美元走强

依照世界黄金协会的数据，2011年一季度黄金需求总计达981.3吨，比去年同期的881.0吨增长了11.4%。如果按照美元计算，则一季度黄金需求额为437亿美元，比去年同期的314亿美元增长了39.2%。从CFTC的非商业性持仓量数量可以看出市场对黄金短期走势的认可。非商业性多头数量已经从2月份的222390张增加了20%到265739张。

我们认为黄金目前的价值主要在于其避险需求。短期来说，美国QE2以及随后的宽松货币政策使得美元走弱，新兴国家高位的通货膨胀也使得黄金的保值属性凸显，黄金股短期内仍有投资机会。

但从长期来看，世界经济的复苏是一个必然的过程。随着通货膨胀逐步得到控制、实体经济复苏、资本报酬率逐渐上升，黄金的避险需求将渐渐褪色。另外，美元的走势也值得关注；但结合欧洲主权债务危机高企、日本地震重建、人民币尚未国际化等因素，长期来看随着宏观经济的复苏，美元仍将走出低谷并维持其在国际货币市场上对欧元等的强势，这将对金价形成压力。

图 30: CFTC 非商业性持仓量

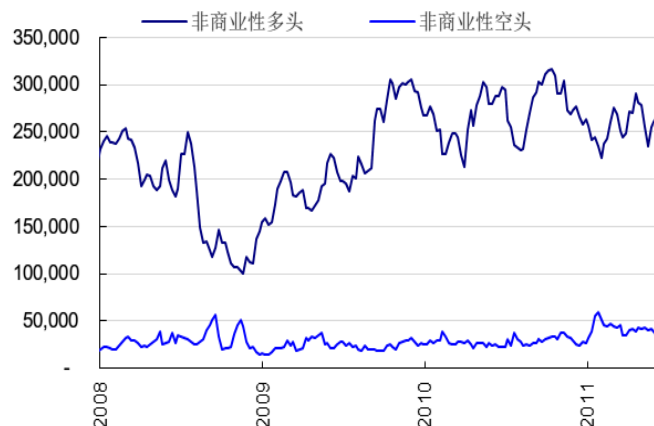
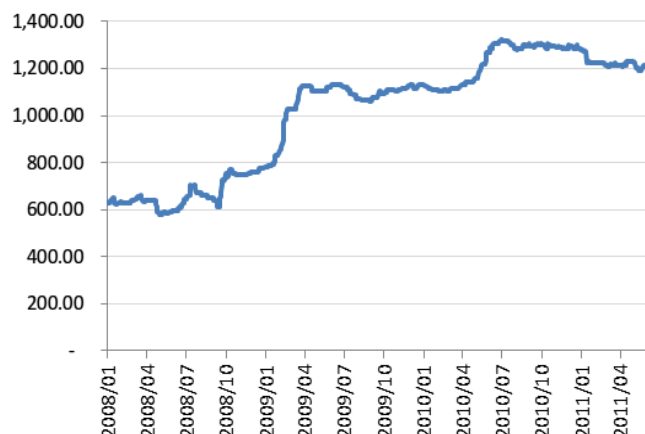


图 31: SPDR ETF持仓量



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 32: 黄金价格与美元走势反相关



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

中国通胀继续上升,中国政府为了对抗通胀实施更严厉的紧缩政策,从而影响整个大宗商品市场价格及股票的估值水平。

## 广发有色行业研究小组

肖征，分析师，北京工商大学经济学硕士，四年有色金属行业工作经历，三年证券从业经历，历任五矿实达期货研发部金属研究员、平安证券研究所有色金属行业研究员，2009 年进入广发证券发展研究中心。

## 相关研究报告

|                             |    |            |
|-----------------------------|----|------------|
| 有色行业 2011 年二季度投资策略_行业跟踪分析报告 | 肖征 | 2011-04-05 |
| 有色金属行业 2011 年投资策略_行业深度分析报告  | 肖征 | 2010-11-29 |

## 广发证券——行业投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。