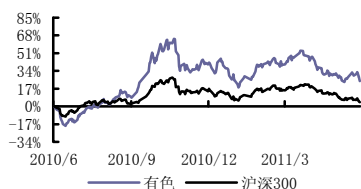




原材料 - 有色

2011 年 6 月 24 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
有色	-4.97%	-10.87%	23.82%
沪深 300	-7.18%	-9.54%	5.45%

代码	名称	6m%	YTD	评级
00075	中色股份	11.0	143.8	买入
60036	江西铜业	-15.7	26.0	增持
60054	山东黄金	-14.7	18.3	增持
00234	格林美	-35.0	-29.5	增持
60045	宝钛股份	-5.7	19.9	增持

相关报告

《中色股份调研报告》，2011.6

周宽

执业证书号: S1030210040001
0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 周宽, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

可能的反弹机会存在于“国内宏观调控政策放松预期”之中

—2011 年下半年有色金属行业投资策略

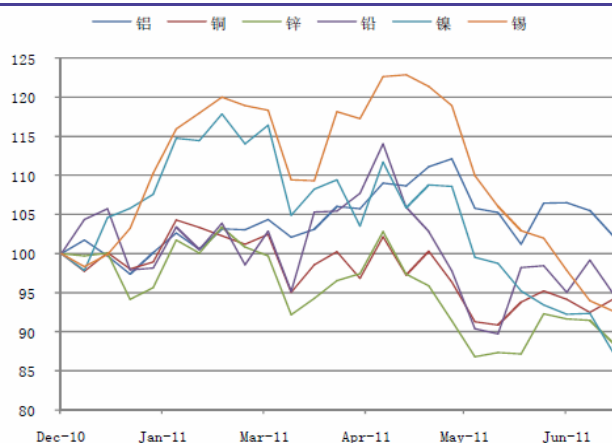
评级: 中性

- 对于有色金属板块, 最重要的是有色金属价格的预期, 以此判断有色股未来一两年内没有大机会。价格预期却是由两个重要影响因素决定, 一是商品供需关系, 表现在经济是否向好带动需求、供应是否收紧, 二是投资需求, 主要表现在流动性上。商品需求方面, 欧美经济复苏将步入正常, 但中国经济结构调整是趋势, 对有色金属需求总体负面。流动性方面, 收紧仍是未来大方向。美国经济复苏预期下降, 考虑到通胀, QE3 推出的可能性不大; 欧元区可能因债务危机恶化而加大流动性, 不过, 即便如此, 我们认为与日本因地震及核危机而投放货币的效果相仿, 对有色金属价格的推升有限。
- 美元走强不利于金属价格。美国经济方面, 在 QE2 刺激下, 连续数月数据好转, 但 5 月份的数据失业率再次上升, 同时高企的油价和大宗商品价格对经济增长的危害, 使我们倾向于美国不会推出 QE3 计划。与此同时, 欧元区债务危机不断, 极端情况下, 危机恶化再引发金融危机, 美元将会更强。
- 预计 2011 年下半年大宗有色金属价格继续走弱; 黄金高位或维持到明年; 重稀土价格维持高位, 轻稀土价格或有回调。黄金在货币体系不稳定的情况下, 受到追捧, 下半年欧元区经济不乐观, 极端情况债务危机恶化, 将引发再次金融危机, 在这种背景下, 预计黄金价格维持高位。稀土由于中国减少供给, 而需求预期旺盛, 特别是重稀土价格将维持高位。
- 预计高端装备制造业、新材料、新能源等新兴产业所需稀土、锂等小金属仍受追捧。在政府的大力支持下, 将始终是市场的热点。在“业绩现实”与“前景预期”之间, 股价会反复波动。关注南方稀土归属权的中色股份、广晟有色、厦门钨业等; 锂电池产业链的西藏矿业、路翔股份、中信国安; 近期国外巨头拟对碳酸锂提价将有利于沉寂许久的碳酸锂板块。关注节能环保的格林美。
- 维持行业“中性”评级。下半年可能的反弹机会存在于“国内宏观调控政策放松预期”之中。普遍预期国内 CPI 将在 6、7 月份达到峰值, 随着 CPI 的下降, 宏观调控有可能会放松, 对 A 股形成利好, 有色金属股作为 A 股先锋或有整体反弹的机会。铜、黄金估值较低, 关注江西铜业、山东黄金; 重稀土概念的中色股份。
- 风险因素。美元持续贬值。

一、2011年上半年有色板块回顾

2011年上半年基本金属价格：除了铝外，其它金属价格与年初相比，都有所下降，其中镍、锌下降幅度最大，约为12%左右；黄金价格创出新高；稀土价格创新高。随着08年8月份美国金融危机发生，金属价格暴跌，LME铜价由接近9000美元/吨，在四个月内暴跌到不到3000美元/吨，但是随着各国政府刺激政策的出台，尤其是中国政府4万亿投资以及基本金属收储措施实施，金属价格在底部开始反弹，09年全年大体呈现出单边上扬态势，LME金属价格指数上涨了93%。2010年上半年除镍上涨（由于镍氢电池概念的炒作），其它金属均表现下跌，到2010年下半年，随着5月底欧洲债务危机的结束，美元大幅走弱，金属价格再现上涨，锡、铜价在此区间创下新高。进入2011年一季度，镍、锡表现较好，出现20%的上涨，但进入四月份后，随同其它金属进入普跌状态。铝的走势相对较强，是因为能源价格上涨带来的成本推动所致。稀土则由于占全球产出97%的中国采取收紧供应措施，镨钕氧化物的价格由2010年初的7万元/吨，上涨到2010年底的21万元/吨，并在2011年上半年急涨到目前的140万元/吨左右。

Figure 1 2011年上半年金属价格振荡向下



资料来源：WIND

Figure 2 稀土氧化钕价格不断创新高



资料来源：WIND

2011年上半年有色金属板块：稀土板块是上半年的明星。涉稀土板块的包钢稀土、中色股份、广晟有色，包括中国铝业上半年都有正收益。其它大多数金属股都出现下跌，最大跌幅达35%。各子板块中，跌幅最大的为铜板块，平均下跌26%左右，铝板块下跌幅度较小，主要是能源价格上涨，对铝价格形成支撑所致。子板块表现最好的是小金属板块，

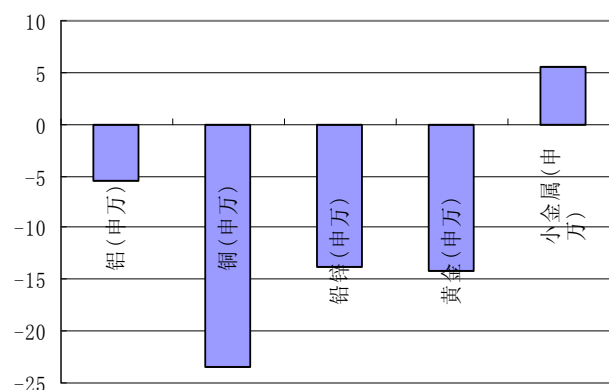
与经济结构转型新能源新材料的热点相呼应。

Figure 3 包钢稀土走势明显强于其它金属股及大盘



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 4 2011 年上半年有色金属子板块走势



资料来源: WIND

二、有色金属板块的走势分析

对于有色金属板块,最重要的是有色金属价格的预期。而价格却是由两个重要影响因素决定,一是商品供需关系,表现在经济是否向好、供应是否收紧,二是投资需求,则表现在流动性上。

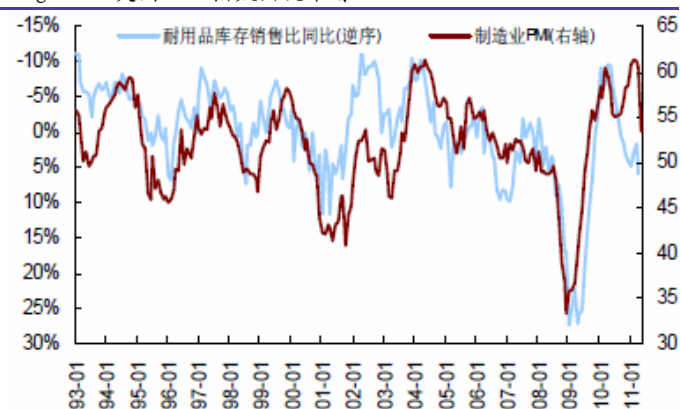
一、商品需求方面——与全球经济增长情况相关。美联储下调了美国的经济增长预期,欧元区经济正全力对应债务危机,有可能会拉低其增长动能,特别是中国,对全球金属需求增量贡献最大的是中国,由于中国经济结构调整,经济增速放缓是可预期的事情,对金属需求的拉动作用下降。

1、美国调低经济增长预期

去年以来,美国就业情况曾一度好转,失业率自去年 12 月以来连续下降,3 月份曾下降到 8.8%。但今年 5 月份就业数据再次恶化,失业率上升到 9.1%。22 日,美联储公开市场委员会召开议息会议,将联邦基金利率维持在零至 0.25% 的历史低位不变,并决定按计划于今年 6 月底结束去年推出的第二轮量化宽松货币政策。美联储还将 2011 年经济增长预期从 4 月底时预测的 3.1%-3.3% 下调至 2.7%-2.9%,将 2012 年增长预

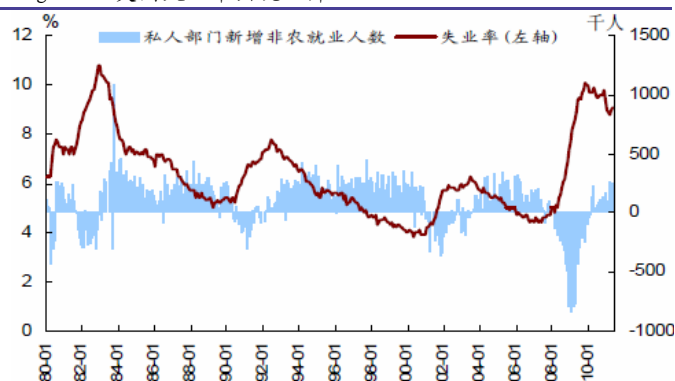
期从 3.5%-4.2%下调至 3.3%-3.7%。

Figure 5 美国 PMI 指数出现下滑



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 6 美国失业率出现回升

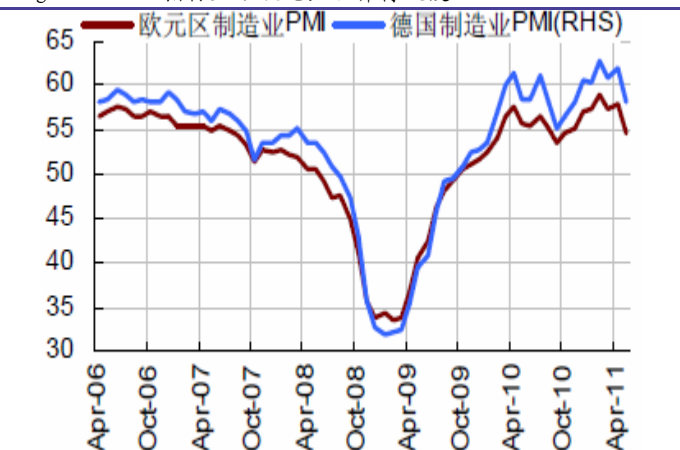


资料来源: WIND 世纪证券研究所

2、欧元区经济放缓，全力处理债务危机

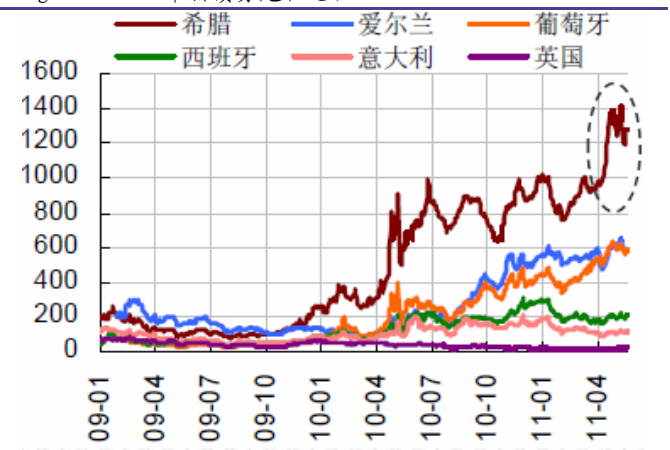
从 2010 年上半年，欧元区主权债务便开始出现较大危机，以希腊为代表的部分欧元区国家债台高筑，整体公共预算赤字占 GDP 的比例大幅提高，相应国家的国债 CDS 价格也出现大幅飙升，种种不利因素引发了投资者对欧元区经济以及欧元本身的担忧，随后伴随着葡萄牙、西班牙和意大利国债的成功拍卖，亚洲两大经济体中国和日本力挺欧元，欧元区债务危机暂时告一段落。近期，欧债危机卷土重来，6 月 13 日标普公司将希腊主权信用评级连降三级，降至全球最低 CCC 水平，希腊债务总额接近 3400 亿欧元，相当于其国内生产总值的 150%，隐藏的危机可能一触即发。

Figure 7 PMI 指标显示欧元区经济将放缓



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 8 CPI 希腊债务危机恶化

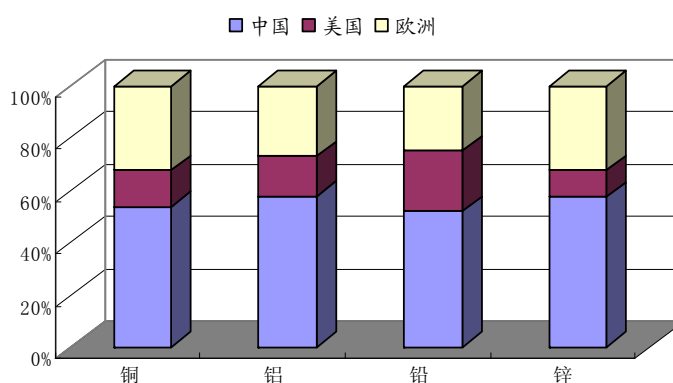


资料来源: WIND 世纪证券研究所

3、中国经济结构调整对金属需求拉动作用减弱

中国作为全球最大的有色金属消费国，经济增长速度的放缓，对有色金属的需求拉动力度会减弱。从 2009 年情况来看，在大规模经济刺激计划的推动下，消费出现强劲复苏，并一度带动基本金属价格大幅上涨。但这种趋势未能在 2010 年延续，今年以来，随着经济刺激计划的减弱，加上对房地产等行业政策的逐渐收紧，有色金属消费增速逐渐回落。2011 年上半年房地产、汽车等行业增速均出现下降，对有色金属需求的带动作用将减弱。不过，随着近几年有色金属价格的上涨，有色金属的战略地位不断被政策制定者意识到，因此供给的收紧，可能会为有色金属价格的高位提供支撑。

Figure 9 三大经济体中，中国在基础金属消费中全球占比最高



资料来源：WIND 世纪证券研究所

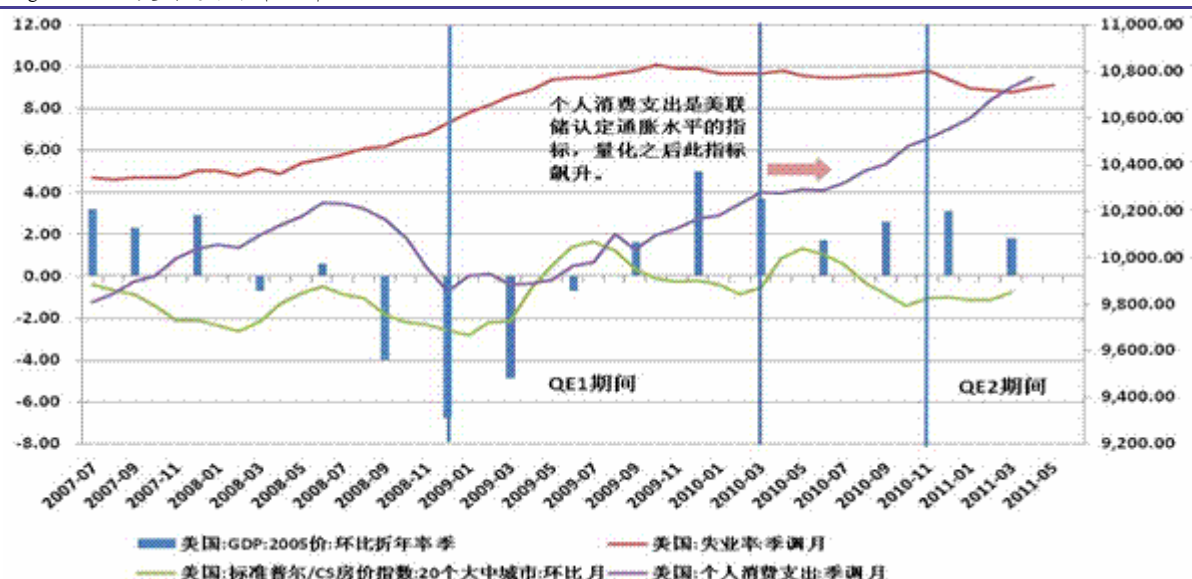
二、流动性上，收紧是大趋势（看主要经济体的货币政策，包括美国是否有 QE3、中国宏观调控是否放松、欧元区是否为刺激经济而放松货币），但可能没有我们设想的那么快，特别是欧美经济数据出现反复的情况下，美国 QE2 之后的通胀抬头以及失业率的反复、欧元区债务危机的不断出现，使宽松货币的政策仍将大行其道，甚至不排除欧洲债务危机恶化引发的新一轮货币宽松政策。但是我们看到日本地震及核危机之后，对市场投入大量货币，并没有推升有色金属价格，因此，我们倾向于认为欧元区如果再次宽松货币对金属价格的影响有限。

1、美国下半年流动性——不松也不紧。

美国财政政策将“不作为”，面对经济放缓、通胀上升，不说推出 QE3 刺激经济，也不说收紧货币应对通胀。用放出战备储备石油来平抑油价

应对通胀，等待经济数据的好转。经济放缓和失业率上升的形势下，美联储面临两难，QE2 的实施八个月以来美国各项经济指标如经济增速、就业增长和房市复苏等多项指标均没有有效的好转，QE2 实施至今反而因能源价格上升、恶劣天气以及日本地震中断全球供应链等影响，通胀水平显著上升，我们判断 QE3 出台的可能性较小，更多的是继续实施证券到期资金再投资计划，将资产规模维持在现有水平，等待经济数据的好转。但是美联储即便不推出 QE3，也不意味着其量化宽松政策的结束。一方面，美联储继续保持现在利率政策依然不会做出改变；另一方面美联储已明确表示将利用总额 2.6 万亿美元的证券投资组合所得收益进行再投资，意味着其创造出的天量流动性仍将继续留在系统内。

Figure 10 美国通胀水平上升

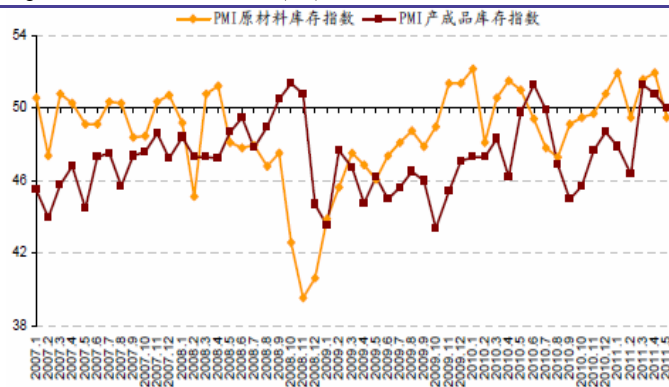


资料来源：WIND

2、中国下半年流动性——或有放松。

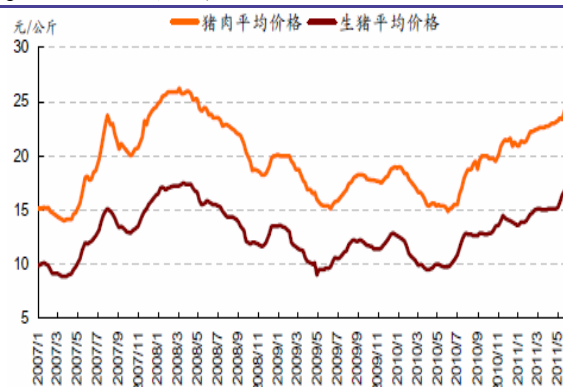
中国宏观调控是否放松，普遍认为看到国内 CPI 数据下行以及经济增长不利，就会放松调控。自 2010 年下半年起，我国 CPI 屡创新高，国内通胀压力与日俱增。为了吸收流动性控制通货膨胀，央行采取加息以及上调存款准备金率等措施。进入 2011 年，央行货币政策由“适度宽松”转为“稳健”。随着今年 5 月 CPI 数据创历史新高，央行年内第六次上调存款准备金率。但随着原油价格、大宗商品价格的走弱，以及 CPI 的核心猪肉价格的周期走低，预计 CPI 将在 7 月份左右见顶。而同时出口下滑、汽车销量下滑、社会零售品总额下滑等数据都显示经济增长放缓，预计，当通胀控制住后，稳增长将成为重心，因此流动性方面或有放松。

Figure 11 PMI 指数反映经济减速



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 12 猪肉价格将见顶回落



资料来源：WIND 世纪证券研究所

3、欧元区下半年流动性——或将开始放松。

2011 年上半年欧元区整体保持经济复苏的势头，一季度 GDP 增长年化 2.5%，为 3 年半新高，不过，欧元区复苏分化明显，德国、法国经济增长强劲，而陷于主权债务的几个国家增长疲软。欧元区在 08 年金融危机之后，增长较为正常，成为较早为抑制通胀而加息的经济体。然而近期德法等国的数据显示经济增速下滑，而希腊债务危机或关系到欧元的存亡，欧元区目前全力应对债务危机。可是结构松散、经济水平不均等的先天不足，使欧元信用面临极大的危机，不排除极端情况，由经济增长强劲、较早收紧货币最终演变为依靠推出天量货币刺激经济来应对危机。

4、流动性对有色价格的推动作用总结——影响力度在减小。

结合 2008 年经济危机之后的流动性对有色金属价格的推动作用，我们看到，经济危机之初各国推出的经济刺激计划，致有色金属价格出现单边上涨的态势，LME 铜价由最初的不足 3000 美元/吨单边上涨到 9000 美元/吨，期间，澳大利亚加息、欧元区加息、中国加息等流动性收缩的信号都对金属价格造成太大的影响，直到美国 2010 年 11 月推出第二轮宽松刺激计划，铜价由 9000 美元/吨左右推升到 2011 年 2 月的最高 10184 美元/吨，2011 年 3 月的日本地震再次出台经济刺激计划，铜价也没能再次上升，一方面，我们看到，与其它经济体相比，美国作为全球第一大经济体，其财政政策的出台对世界的影响力最大，另一方面，也可以看出，经济刺激计划对有色金属价格的影响力度在减小。

三、美元走强对有色金属价格不利。

美元指数是相对于六种主要货币的加权汇率，其中欧元约占 58%，日元 14%，英镑 12%，因此其走势将主要取决于美元兑欧元汇率的变化，是一

个相对值的概念。在欧元区债务危机不断扩大，黄金、美国国债等都将因其所具备的避险属性而大获投资者的青睐，从而导致大量资金从欧洲乃至全世界其他国家纷纷回流至美国。美国 10 年期国债收益率和 30 年期国债收益率均创下 5 个月低点，美国国债受到超额认购，一定程度上反映出资本回流现象。预计美元将在下半年开始反转。

Figure 13 美元指数走势



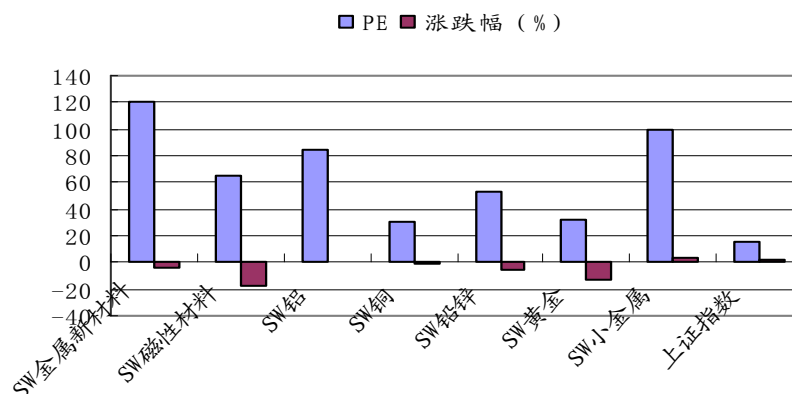
资料来源：WIND 世纪证券研究所

三、2011 年关注板块和公司

中国流动性放松或会推动有色股的反弹，估值较低的黄金、铜以及新能源新材料类的个股或有机会。我们认为流动性和基本面都是有色板块的影响因素。从这两个方面来看，都不太支持有色股的大行情。不过，有的反弹可能存在于中国宏观调控放松之时，有色股作为大盘的先锋，可能存在着一波反弹。特别是保障房建设，可能是有色发力的诱因。中国 2010 年新开工面积近 13 亿平米，按规划保障房建设带来的新开工面积将在 3 亿平米左右，新开工下降不超过 30%，房地产投资对有色金属的拉动作用就不会出现明显下降。

下图为年初以来的有色子行业涨幅及估值，可以看到平均估值 50 倍左右，虽然存在着上面我们所述的不利因素，但是如果从技术分析层面，有色股在上半年没有表现，风险一定程度上有所释放，如果大盘有机会，我们认为有色或有反弹机会，铜、黄金子行业的估值较低，成为我们推荐的理由。

Figure 14 有色子板块年初以来的涨跌幅及 PE 估值



资料来源: WIND 世纪证券研究所

1、估值较低的黄金、铜，重点推荐山东黄金、江西铜业

下半年黄金价格有继续走高的可能性。虽然我们认为美元明后年走强的概率大会，黄金受追捧的程度会下降，而随着各国经济不断的好转，流动性收缩是趋势，黄金价格将面临下跌的风险。特别是美国拥有最大的黄金储备数量达 8000 多吨，如果希望筹集更多复苏经济的资金同时又不扩大财政赤字，出售黄金是一个可选之路。但是从下半年全球局势来看，欧债危机愈演愈烈，存在发生世界性金融危机的可能性，黄金避险功能将再现，有可能再走出新高。下半年或可以看到黄金价格和美元同时走强的现象。重点推荐山东黄金。

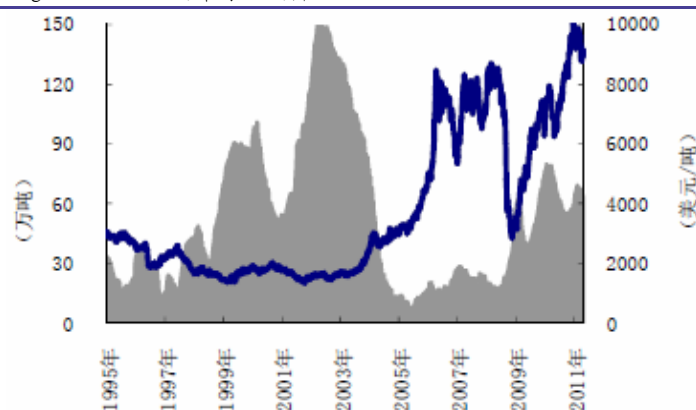
Figure 15 美国黄金价格 2003 年以来的走势



资料来源: WIND 世纪证券研究所

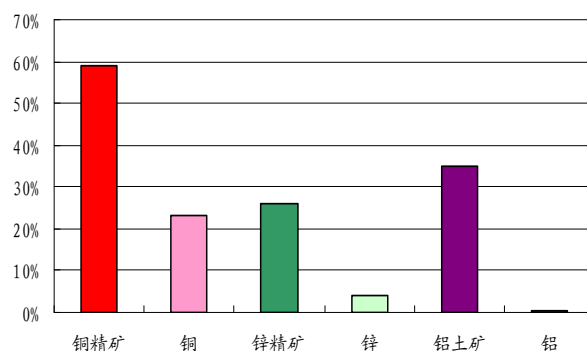
中国保障房政策或给铜带来新的需求：世界铜矿生产商的集中度较高，前 5 位厂商的占比达 43.5%，前 10 位厂商的占比达 60%。从供应的角度来看，中国因铜矿山数量及储量较小，铜生产所需要的铜精矿有近 60% 需要从国外进口，我国有色金属中，铜的对外依存度最高。需求方面，中国保障房下半年密集建设等因素，或给铜带来反弹机会。重点推荐江西铜业、铜陵有色。

Figure 16 LME 铜库存及铜价



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 17 有色金属中铜的对外依存度最高



资料来源：WIND 世纪证券研究所

2、高端装备制造业、新材料、新能源等新兴产业所需的稀土、锂等小金属，仍会受到追捧。虽然目前估值水平普遍偏高，对业绩增长已形成一定透支。不过，相关公司普遍直接或间接受益于“十二五”规划中关于经济结构调整、产业升级的大方向，我们预计在“业绩现实”与“前景预期”之间，股价会反复波动，有交易性机会。

南方重稀土归属概念下的中色股份、广晟股份、厦门钨业值得关注。2011 年南方离子型重稀土开采指标为 1.34 万吨。然而江西省工信委数据显示，江西单一稀土金属产量 1-4 月份为 5694 吨，同比增长 30.15%，折合稀土氧化物产量在 6600 吨左右，已经接近全国全年指标的 50%。由此我们预计下半年产量将受到严格控制，离子型稀土价格可能会因供应量的下降而继续上涨，对中色股份、厦门钨业、广晟有色形成利好。而轻稀土则随着稀土“国 22 条”的出台，政策预期的高点已过，整体价格走势有望回归理性。

全球碳酸锂提价或对沉寂许久的碳酸锂板块有提振作用。据亚洲金属网

消息，美国 FMC、德国 Chemtall 7 月 1 日全球碳酸锂联合提价，或对碳酸锂板块有提振作用。目前全球锂行业集中度非常高，主要产能集中在 SQM、FMC 和 Chemtall 三家手中。以 2009 年度为例，SQM、FMC 和 Chemtall 三家锂产品在全球的市场份额约为 70%，我国锂产品在全球的市场份额约为 29%。

Figure 18 新兴产业受益有色股

	涉及金属	相关上市公司
核电、风能、太阳能	铀、硅、锗	云南锗业、安泰科技、东方锆业
稀土永磁	稀土	包钢稀土、广晟有色、厦门钨业、中色股份、
节能、环保回收		格林美、贵研铂业
电动汽车、混合动力车	镍氢电池、 锰电池	吉恩镍业、红星发展、金瑞科技、科力远
新能源汽车	锂电池	西藏矿业、赣锋锂业、天齐锂业、佛山照明、路翔股份、盐湖集团、 杉杉股份、江苏国泰
高端装备、航天航空	钛、铝、镁	宝钛股份、西部材料、利源股份、云海金属

资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 19 重点关注公司 EPS 及 PE 预测

	股价	09	10	11E	12E	10PE	11E PE	12E PE	评级
中色股份	34.16	0.13	0.08	0.23	0.70	-	114	49	买入
宝钛股份	25.84	0.04	0.01	0.28	0.63	-	92	41	增持
西部材料	17.63	0.18	0.23	0.46	0.68	77	38	26	增持
博威合金	19.84	0.60	0.75	0.75	1.04	26	26	19	增持
格林美	19.96	0.81	0.72	0.57	0.80	28	35	25	增持
江西铜业	33.83	0.78	1.56	2.13	2.50	22	16	14	增持
山东黄金	44.55	1.05	0.86	1.20	1.47	52	37	30	增持

资料来源：WIND 世纪证券研究所

四、风险因素

全球经济复苏情况低于预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.