

有色金属行业

行业研究报告

评级：中性（维持）

静待金融属性风险释放 布局三类投资机会

——有色金属行业四季度投资策略

重点推荐公司

公司名称	投资评级
厦门钨业（600549.SH）	买入
宁波韵升（600366.SH）	买入
博威合金（601137.SH）	买入
海亮股份（002203.SZ）	买入
鲁丰股份（002379.SZ）	买入
亚太科技（002540.SZ）	买入
中金黄金（600489.SH）	增持
山东黄金（600547.SH）	增持
铜陵有色（000630.SZ）	增持
云铝股份（000807.SZ）	增持

报告摘要：

美欧经济：今年上半年GDP增速低于市场预期，消费贡献度大幅下滑，美国经济的三分之二由消费构成，未来消费增长前景决定其经济走向。而美国失业率高企及居民财富缩水预示未来消费复苏前景堪忧。欧元区采购经理人指数一路下滑，已跌至扩张收缩线附近，显示未来经济仍将保持疲软，欧元区经济和债务问题背后的体制问题非短期可以解决，未来欧元区经济的复苏将困难重重，具有很大不确定性。

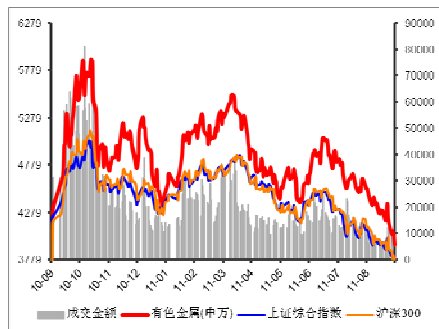
基本金属：需求面临全面下滑。根源在于（1）供需基本面持续疲软；（2）美欧主权债务问题引发全球金融资本避险需求，美国国债主权评级下调和欧洲债务危机此起彼伏，引发包括股票、大宗商品在内的全球风险资产价格大幅下跌，后者对金属价格的影响更大。我们认为这两点因素短期内难以出现较大改变，我们对四季度基本金属价格的总体评估为弱势震荡下行。

贵金属：决定黄金价格走势的因素一是流动性充裕程度和通胀预期，二是资金避险需求，取决于国际货币体系混乱程度或风险资产市场风险预期。我们认为在美国经济依靠货币政策刺激的前提下，未来不会进入经济较快增长加较低通胀的环境，两者只能选其一，黄金价格具备长期持续的上涨动力。美元下跌是长期趋势，短期汇率的上涨为未来量化宽松政策的后续推出预留了空间，流动性将再次注入市场，美元下跌，并产生通胀预期，推动黄金价格上涨。

小金属：由于资源供给受限，政策干预成为影响中长期供给曲线的重要变量，考虑到政府对小金属保护政策的确定性，短期内供给呈刚性。全球经济下滑风险加大的前提下，整体上小金属价格面临下调风险，但将会出现分化。

投资策略：维持行业“中性”评级，四季度的投资机会，归纳为下面几点：1、深加工板块。金属价格大幅下跌或刺激终端用户采购，建议关注铜加工子行业，主要涉及公司有海亮股份、鑫科材料、精艺股份、博威合金等。铝加工企业建议关注目前盈利能力尚未充分发挥、市净率较低的鲁丰股份、亚太科技等。2、黄金价格风险释放后的黄金股投资机会。3、小金属：重点推荐钨子行业龙头公司厦门钨业和估值较为合理的宁波韵升。4、长期关注品种：我们认为目前短期缺乏催化剂，但中长期具备较大增长潜力的公司有铜陵有色、云铝股份等。

行业相对股价表现



相关研究

有色金属行业研究小组

S0120511030001

联系人

蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

孔祥鹏

8621-68761616-8591

kongxp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心

26楼

<http://www.tebon.com.cn>

目录

1、美欧经济：前景堪忧.....	3
美国经济增速环比下滑	3
美国消费与就业：失业率高企预示消费仍难现实质性复苏.....	3
欧洲：债务问题难以自拔	4
2、基本金属：需求面临全面下滑风险.....	5
三季度基本金属价格大幅下跌	5
铜：资源和金融属性是一把双刃剑	6
铝：能源属性支撑价格，国内基本面不弱.....	7
铅锌：需求受阻，供给过剩	8
3、贵金属：两个主要逻辑.....	10
影响金价的主要因素	10
可能的不利因素之分析	11
白银价格	11
4、小金属：关注高潜力增长品种.....	12
钨行业分析	12
稀土永磁行业分析	12
5、投资策略.....	13

1、美欧经济：前景堪忧

美国经济增速放缓

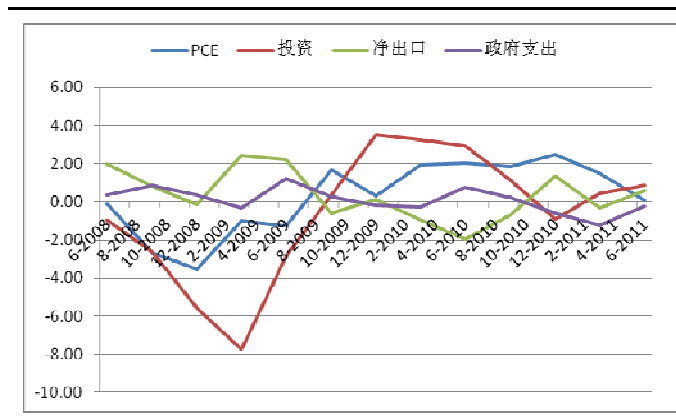
今年上半年 GDP 增速低于市场预期，从 GDP 分项贡献看，消费贡献度大幅下滑，净出口贡献度二季度环比上升，投资贡献度也稳中有升，美国经济的三分之二由消费构成，未来消费增长前景决定其经济走向。

图 1 美国实际 GDP 同比增长



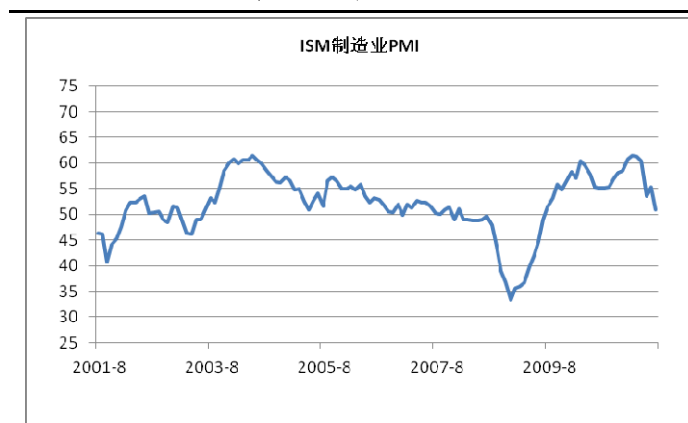
资料来源:CEIC, 德邦研究

图 2 美国 GDP 分项贡献



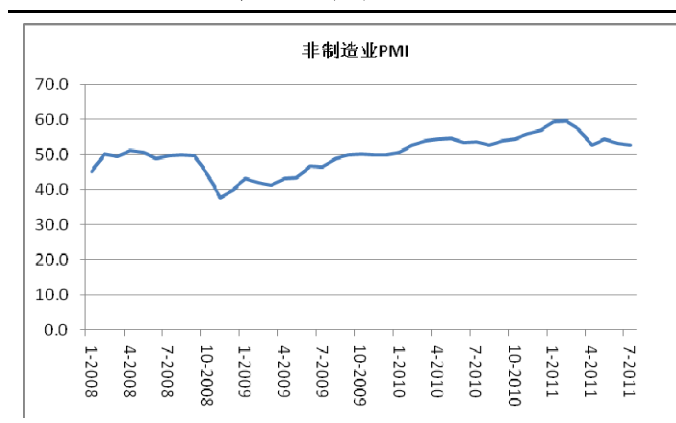
资料来源:CEIC, 德邦研究

图 3 ISM 制造业 PMI



资料来源:CEIC, 德邦研究

图 4 ISM 非制造业 PMI



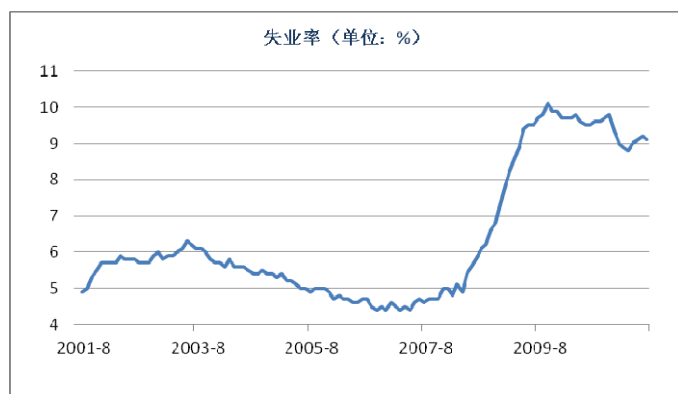
资料来源:CEIC, 德邦研究

美国消费与就业：失业率高企预示消费仍难现实质性复苏

美国失业率经 08、09 年大幅攀升之后在 9% 到 10% 的区间徘徊，目前失业率维持在 9.1% 的水平，依然处于高位。当周申请失业救济人数维持在四十万人以上，依然不容乐观。

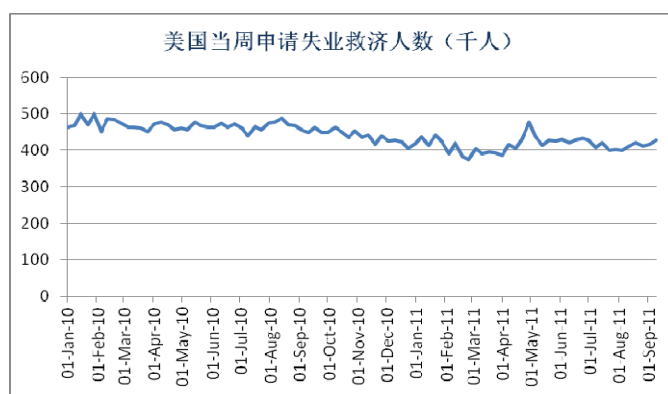
房地产价格近期有所反弹，但仍在低位盘整，而股票等风险资产价格大幅下跌，居民财富缩水。失业率高企及居民财富缩水预示未来消费复苏前景堪忧。

图 5 失业率



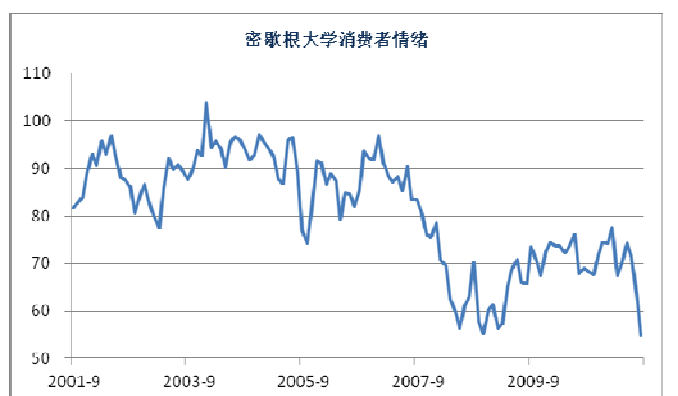
资料来源:CEIC, 德邦研究

图 6 美国当周申请失业救济人数



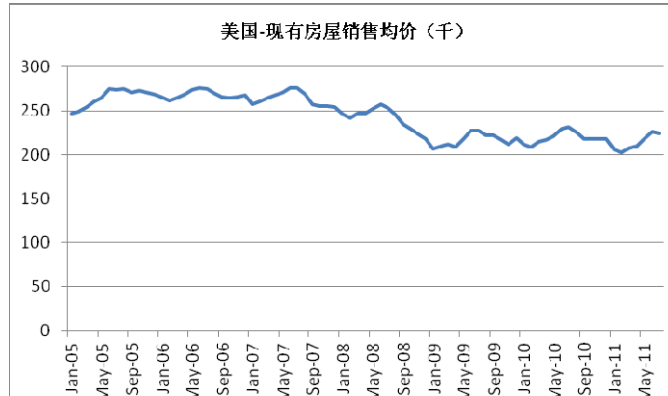
资料来源:CEIC, 德邦研究

图 7 密歇根大学消费者情绪指数



资料来源:CEIC, 德邦研究

图 8 美国现有住房销售均价

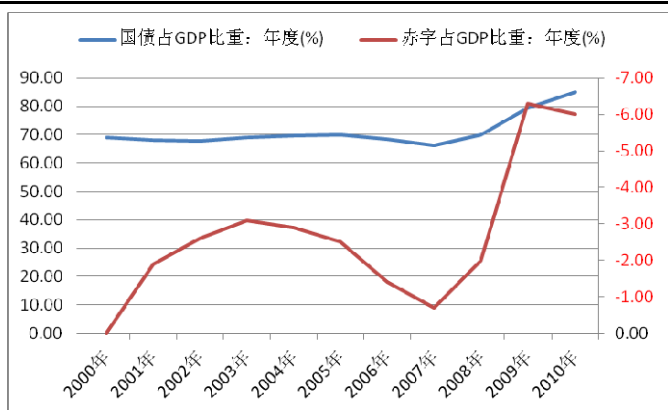


资料来源:bloomberg, 德邦研究

欧洲：债务问题难以自拔

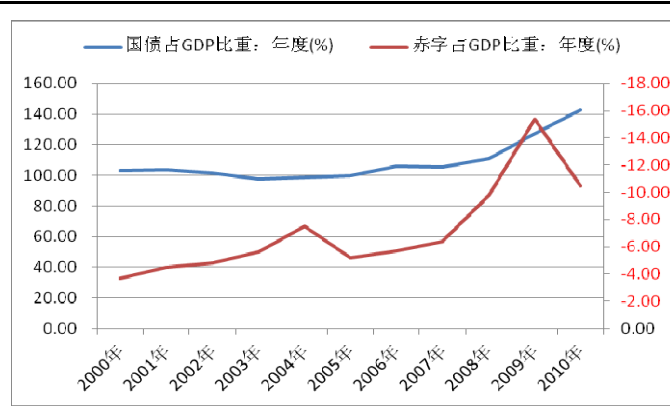
目前欧洲政府财政赤字和债务积累规模庞大,2010年欧元区国债占GDP比例已升至85%以上,财政赤字占比6%,主权债务危机此起彼伏。实体经济方面,欧元区采购经理人指数一路下滑,已跌至扩张收缩线附近,显示未来经济仍将保持疲软,目前失业率较峰值略有下滑,但仍达9.9%,且无改善迹象,就业不足预示消费难以提振。在政府债务不断提高的同时实体经济出现下滑,并且欧元区除了欧洲央行具备一定独立性,其财政政策各自为战,在利益的分配和调和上将面临众多挑战。而欧元区经济和债务问题背后的体制问题非短期可以解决,未来欧元区经济的复苏将困难重重,具有很大不确定性。

图 9 欧元区国债/赤字占 GDP 比重



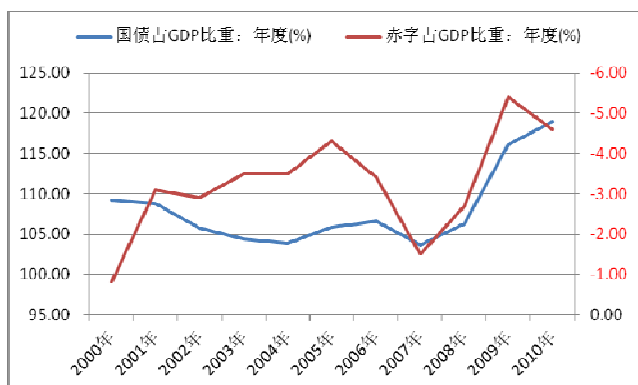
资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 10 希腊国债/赤字占 GDP 比重



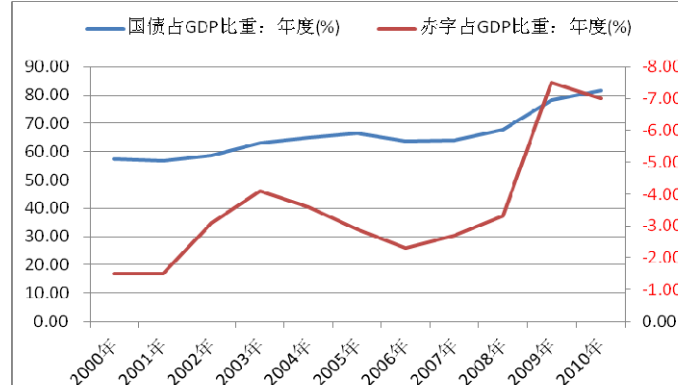
资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 11 意大利国债/赤字占 GDP 比重



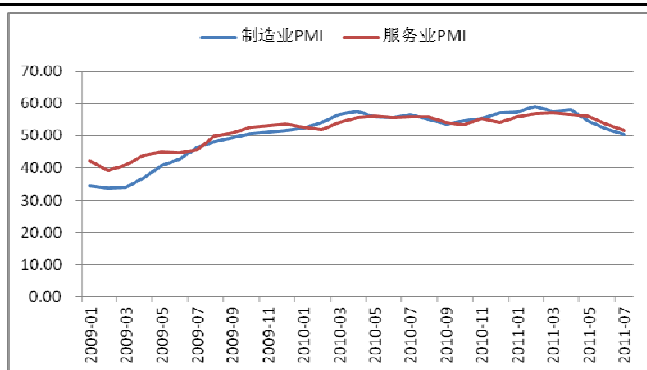
资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 12 法国国债/赤字占 GDP 比重



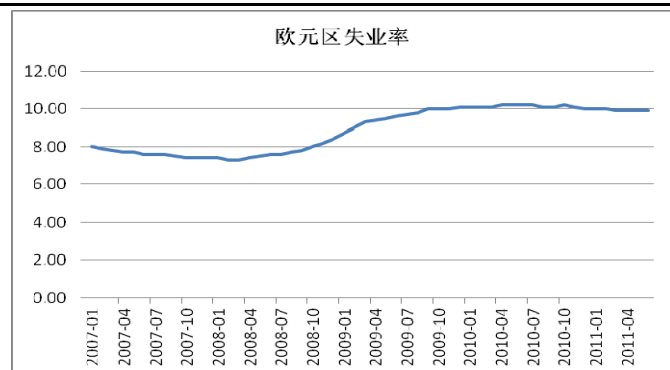
资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 13 欧元区采购经理人指数



资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 14 欧元区失业率



资料来源:bloomberg, 德邦研究

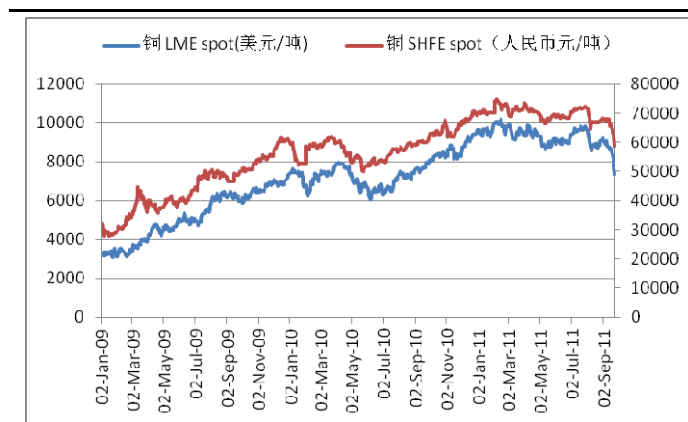
2、基本金属：需求面临全面下滑风险

三季度基本金属价格大幅下跌

截至九月二十四日，三季度LME铜累计下跌22%，沪铜累计下跌15.8%；

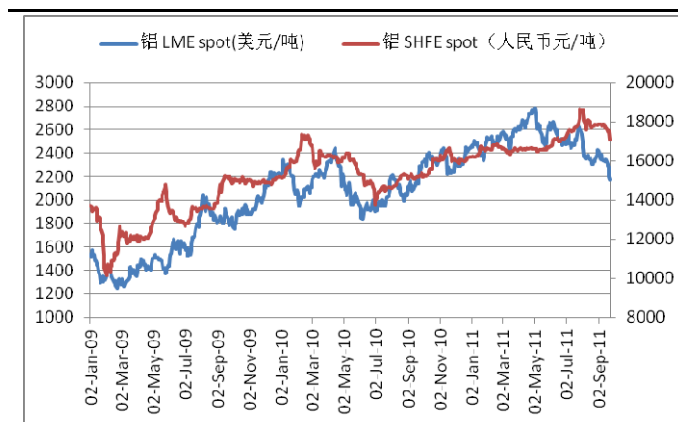
LME 铝累计下跌 13%，沪铝累计下跌 0.87%；LME 锌累计下跌 19.4%，沪锌累计下跌 6.54%；LME 铅累计下跌 26%，沪铅累计下跌 8.2%。

图 15 LME/SHFE 铜价



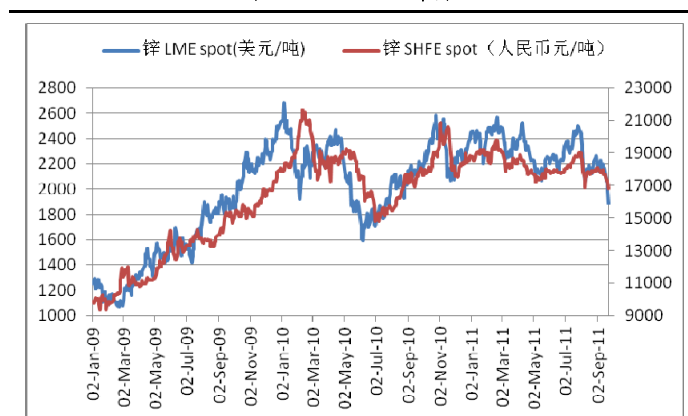
资料来源：亚洲金属网, 德邦研究

图 16 LME/SHFE 铝价



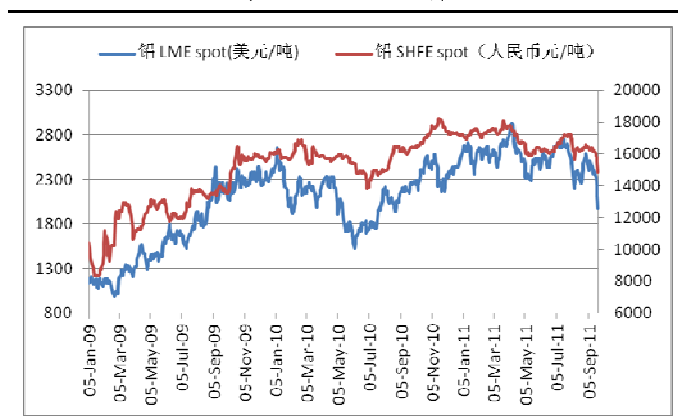
资料来源：亚洲金属网, 德邦研究

图 17 LME/SHFE 锌价



资料来源：亚洲金属网, 德邦研究

图 18 LME/SHFE 铅价



资料来源：亚洲金属网, 德邦研究

三季度基本金属价格大幅下跌的原因有两点，第一是供需基本面持续疲软，今年二季度开始全球经济增速放缓，需求基本面表现疲弱；第二是美欧主权债务问题引发全球金融资本避险需求，美国国债主权评级下调和欧洲债务危机此起彼伏，引发包括股票、大宗商品在内的全球风险资产价格大幅下跌。金融属性的释放风险对金属价格的影响更大。

根据以上我们对欧美经济和债务问题前景的分析，我们认为这两点因素短期内难以出现较大改变，我们对四季度基本金属价格的总体评估为弱势震荡下行。

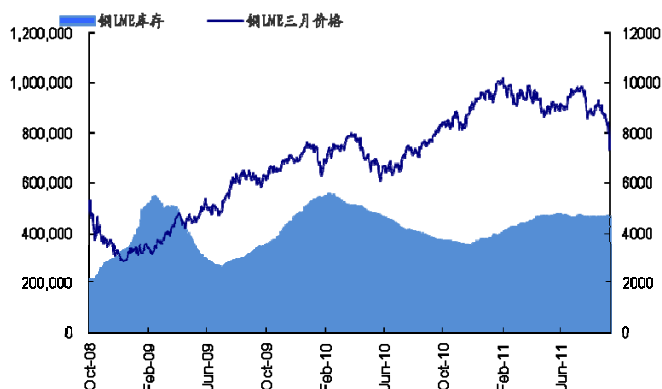
铜：资源和金融属性是一把双刃剑

铜金属价格波动性最大，原因在于铜精矿资源供给长期紧缺，供给增长预期较弱，在下游需求快速增长或资金流动性持续充裕的情况下，铜金属价格上涨幅度最大，但一旦下游需求回落或金融资本避险需求增加，远

高于其采选和冶炼成本的铜价亦将大幅回落。

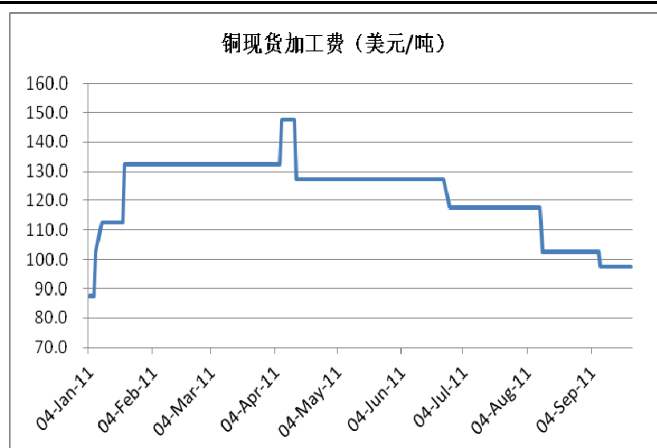
从09年初至10年初，在流动性和下游需求的双重助力下，铜价大幅上涨，但随着全球通货膨胀的上行，各国提高利率，资金流动性状况逐渐趋紧，10年二季度开始全球经济增速放缓，铜下游需求也受到波及，美国国债评级下调和欧洲债务问题持续出现，金融资本撤出风险较大的期货市场的意愿也愈发强烈，尤其是金融属性最强且没有成本支撑的铜金属价格面临更大的下跌风险。

图 19 LME 铜三月价格/库存



资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 20 铜现货加工费



资料来源: 亚洲金属网, 德邦研究

在上述两点因素（供需基本面和资本避险需求）中，我们认为金融市场动荡引发资本避险需求的影响更大。虽然需求面低于预期，明年铜精矿供给增速或高于今年，但铜精矿供给总体依然紧缺，二三季度铜精矿现货加工费大幅下跌也印证了铜精矿供给的短缺，预计2012年的铜精矿供给依然存在缺口，铜价依然具备供给面的支撑，我们对四季度的铜价总体判断为弱势震荡，但下跌空间有限。

铝：能源属性支撑价格，国内基本面不弱

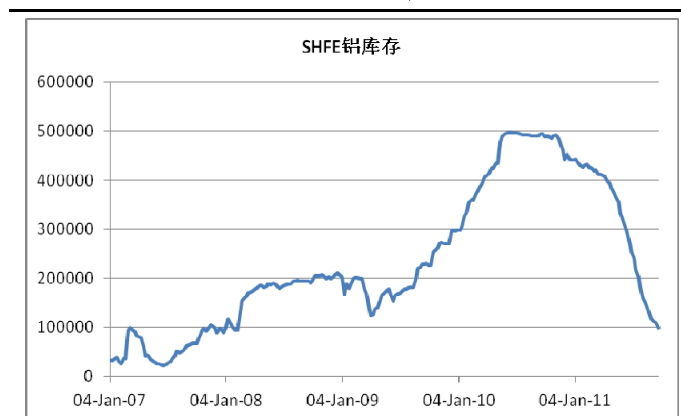
今年国内铝行业景气度的表现高于市场预期，一直被认为产能过剩的电解铝行业今年供需基本面呈现良好态势，库存出现大幅下滑。主要原因在于今年铝材生产增长快速，8月份国内累计产量达1823万吨，同比增长31.4%，大幅高于电解铝产量同比增速。

虽然供需关系不弱，但受系统性风险影响，近期电解铝价格依然出现大幅下跌，重新回归其成本线附近，考虑铝的能源属性，我们认为铝的金融属性较弱，目前现货升水较高，显示供需关系不弱，未来铝价下跌空间不大。

中国西部电解铝未来投放产能较大，但今年释放产量较少，我们预计四季度供给压力不大。

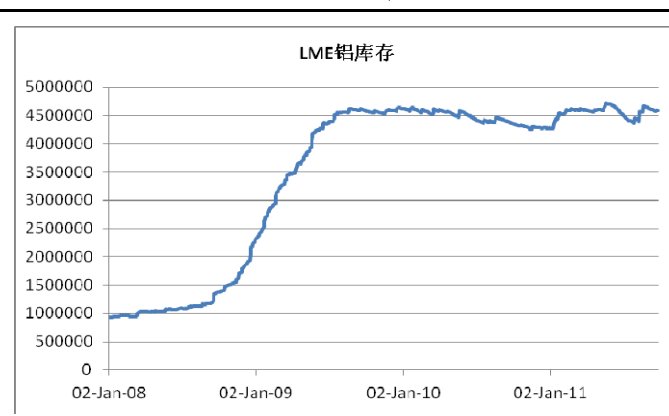
中长期电解铝则难以改变产能过剩的格局，其价格上涨的动力和持续性较弱。

图 21 SHFE 铝库存



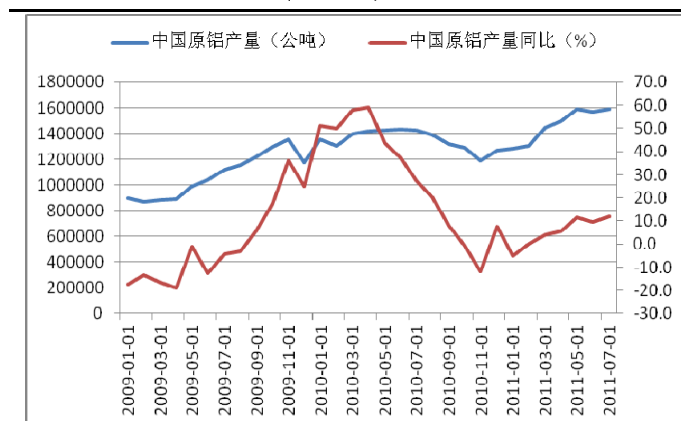
资料来源：亚洲金属网；德邦研究

图 22 LME 铝库存



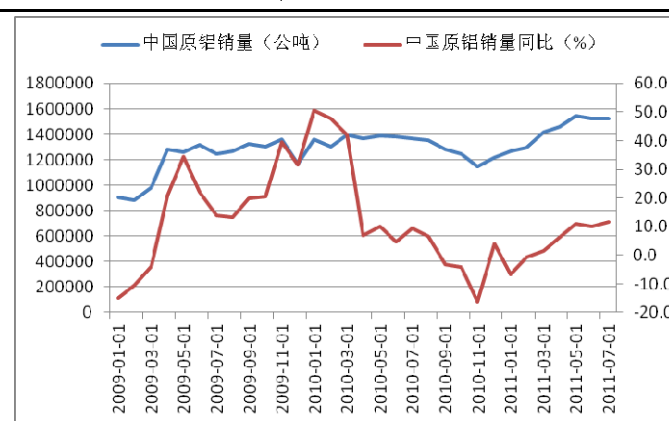
资料来源：亚洲金属网，德邦研究

图 23 中国原铝产量/同比



资料来源：WBMS，德邦研究

图 24 中国原铝销量/同比



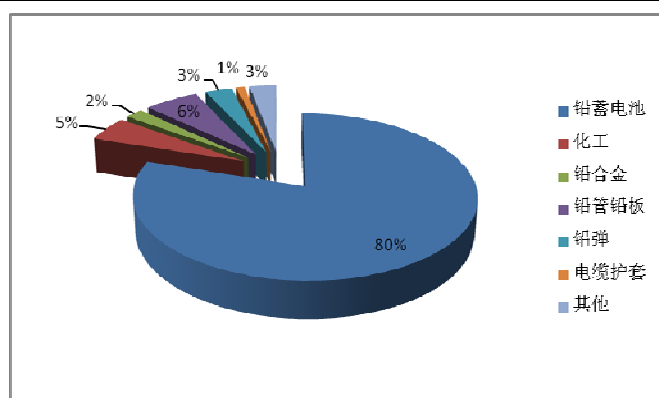
资料来源：WBMS，德邦研究

铅锌：需求受阻，供给过剩

铅的下游主要为铅蓄电池，铅蓄电池的景气度取决于汽车产量。综合国内汽车年度累计销售数据和美国三大汽车厂商销量数据，汽车销售增速不容乐观，国内过去两年的汽车消费刺激政策严重透支了需求增长潜力，增速出现急速下跌，国际方面全球经济增速放缓、居民财富缩水、失业率高企等因素决定了汽车销售增长水平难以乐观。

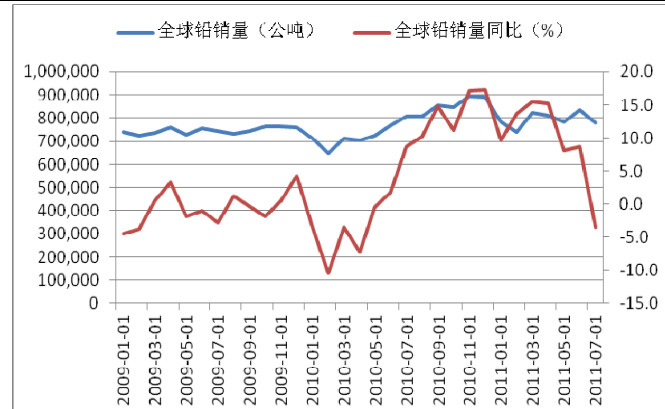
从供给角度看，预计2011年全球精炼铅的供给量达990万吨以上，需求量为960万吨左右，过剩达30万吨左右。

图 25 铅下游需求比例



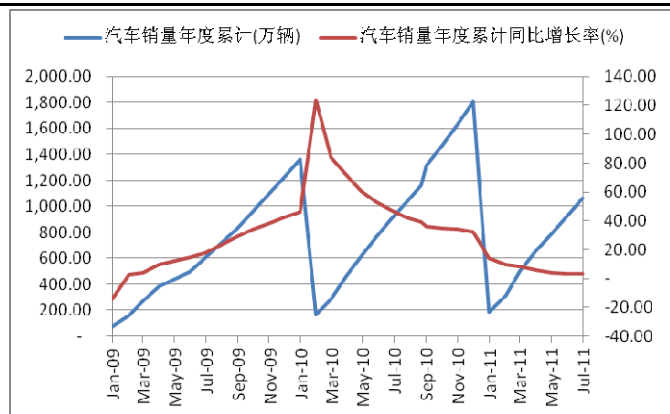
资料来源:德邦研究

图 26 全球铅销量/同比



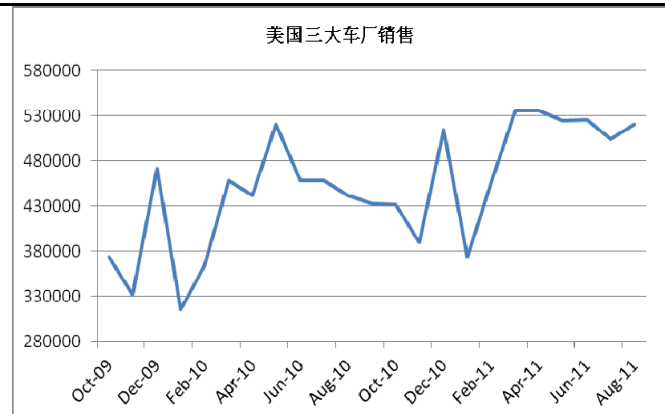
资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 27 国内汽车年度累计销量/同比



资料来源:wind, 德邦研究

图 28 美国三大汽车厂商月度销售数据



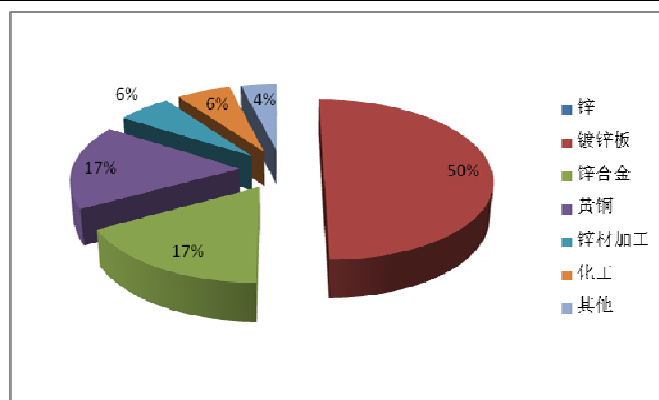
资料来源:bloomberg, 德邦研究

锌有一半左右用于镀锌板，镀锌板用于汽车、家电等，受下游需求不振影响，板材价格持续低迷，供给过剩是主要矛盾，未来板材产量提升空间不大，我们对镀锌板的需求前景保持谨慎观点。

预计 2011 年全球精炼锌的供给量达 1290 万吨，需求量为 1230 万吨左右，过剩达 60 万吨左右。

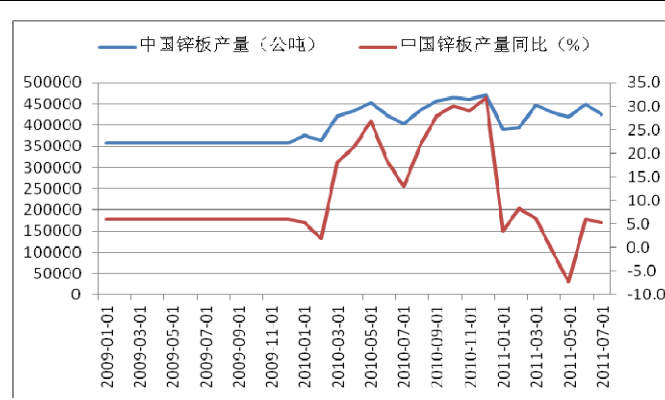
预计四季度铅锌价格仍是弱势震荡不断寻底的走势。

图 29 锌下游需求比例



资料来源:德邦研究

图 30 中国锌板产量/同比



资料来源:WBMS, 德邦研究

3、贵金属：两个主要逻辑

影响金价的主要因素

决定黄金价格走势的因素主要有两点，一是**流动性充裕程度和通胀预期**；当全球货币流动性充裕时，一般出现美元汇率下降，黄金价格上涨，各类风险资产（大宗商品、股票等）在流动性的推动下也可能出现上涨，黄金、风险资产价格与美元汇率呈反向关系。

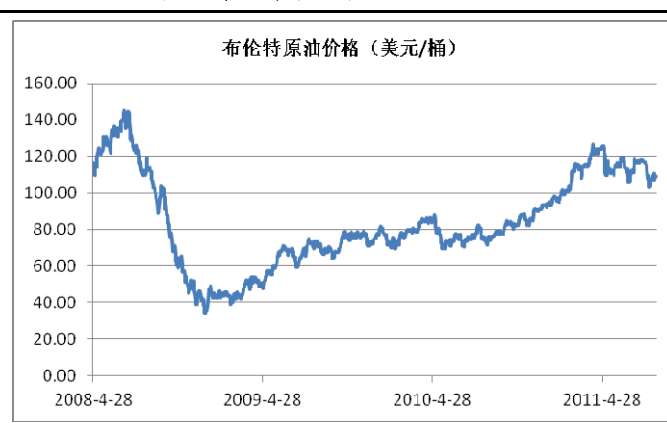
二是**资金避险需求**，取决于国际货币体系混乱程度或风险资产市场**风险预期**。全球金融市场出现危机的情况下，一般而言，美元、美国国债和黄金将成为良好的避险投资品种，美元汇率上涨、美国国债收益率下行和金价上涨同时发生，并且风险资产包括大宗商品和股票价格出现大幅下滑。这两类资产呈现明显反向关系。值得注意的是，**当市场极度恐慌时**，美国国债避险性质更甚于黄金，包括黄金在内的所有被认为有风险的资产均将出现下跌，但一般属于**短期阶段性市场行为**。

图 31 美元指数



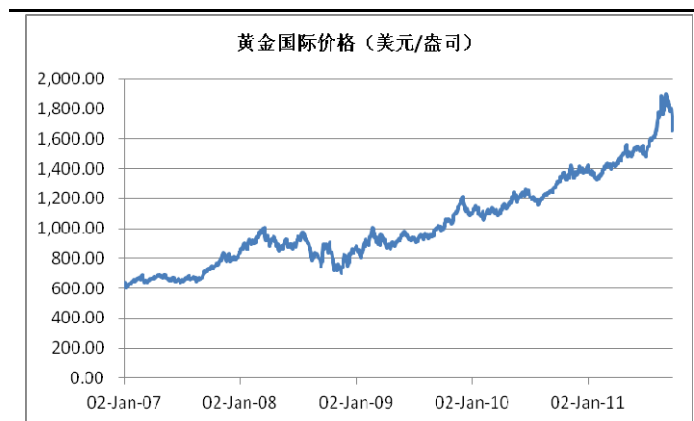
资料来源：wind, 德邦研究

图 32 布伦特原油价格（美元/桶）



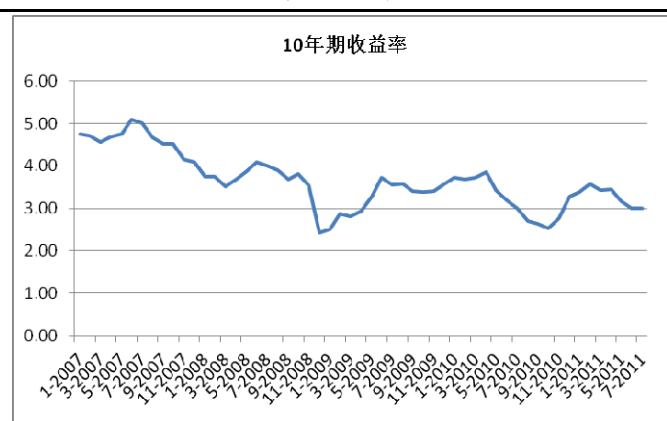
资料来源：wind, 德邦研究

图 33 黄金国际价格走势



资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 34 债券收益率曲线



资料来源：bloomberg, 德邦研究

可能的不利因素之分析

我们再来讨论对**金价不利**的因素有哪些,从这些不利因素讨论未来金价的走势如何,不利因素主要有两点:

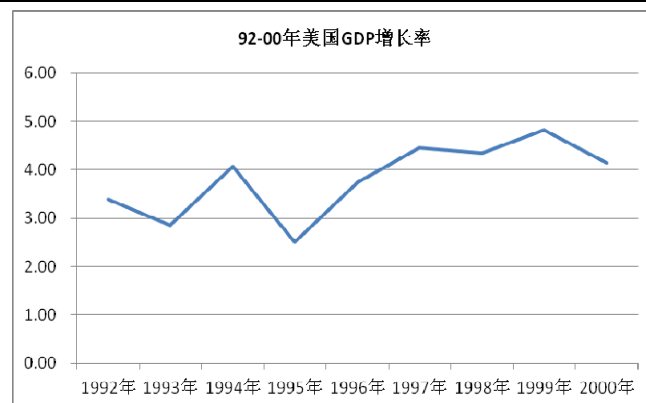
第一,一般来说,当经济处于**较快增长与较低通胀**并行时,资金偏好投资于实体经济中,黄金即失去了抗通胀的功能,同时经济状况良好,避险功能也不存在。但我们认为在美国经济依靠货币政策刺激的前提下,未来不会进入经济较快增长加较低通胀的环境,两者只能选其一,从这个角度看,黄金价格具备长期持续的上涨动力。

图 35 克林顿政府时期金价不振



资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 36 92-00 年美国 GDP 维持高增长



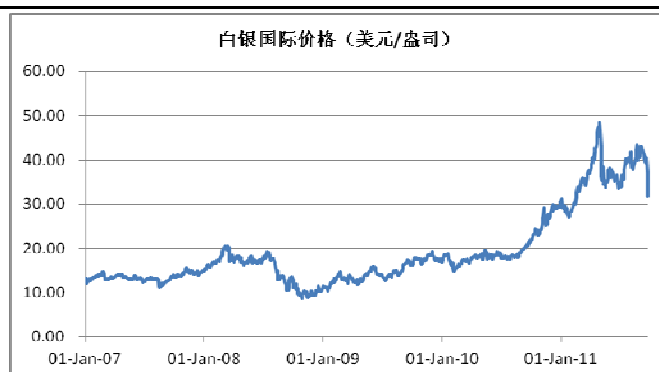
资料来源:bloomberg, 德邦研究

第二,美元指数大幅上行抑制金价表现,近期美元表现较优,与金融市场恐慌尤其是欧洲债务危机有关。但我们认为美元下跌是长期趋势,短期汇率的上涨为未来量化宽松政策的后续推出预留了空间,流动性将再次注入市场,美元下跌,并产生通胀预期,推动黄金价格上涨。

白银价格

白银在工业应用中较为广泛,未来将受累于工业投资增速放缓,其金融投资功能逊于黄金,且目前国际黄金白银比处于合理水平,我们认为白银的上涨潜力远逊于黄金,且面临一定的下跌风险。

图 37 白银国际价格走势



资料来源:wind, 德邦研究

图 38 国际黄金白银比



资料来源:bloomberg, 德邦研究

4、小金属：关注高潜力增长品种

小金属用量较小，其在终端产品中的成本敏感性较低，导致其价格对供需变化非常敏感。

由于资源供给受限，政策干预成为影响中长期供给曲线的重要变量，考虑到政府对小金属保护政策的确定性，短期内供给呈刚性，在全球经济下滑风险加大的前提下，整体上小金属价格面临下调风险，但将会出现分化。

战略新兴产业规划将带来确定性的成长机遇，根据规划到 2015 年战略性新兴产业增加值约 4.3 万亿元，2020 年将达到 11.4 万亿元。为实现国务院提出的上述发展目标，预计战略性新兴产业在 2011 年至 2015 年间要实现 24.1% 的年均增速，2016 至 2020 年要实现 21.3% 的年均增速。这将会给部分小金属带来需求的爆发式增长，重点关注钨和稀土。

钨行业分析

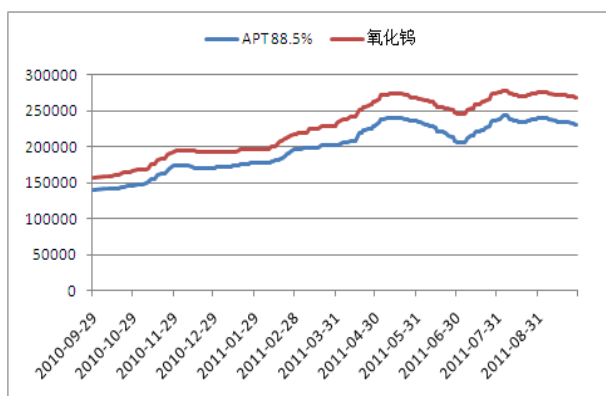
钨是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，用钨制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件，被誉为“工业的牙齿”，硬质合金广泛应用于军工、航天航空、机械加工、冶金、石油钻井、矿山工具、电子通讯、建筑等领域，钨丝是照明、电子等行业的关键材料。目前，全球钨探明总储量仅为 289.8 万吨，属极其稀缺资源，作为一种重要的不可再生的稀缺战略资源，美国、俄罗斯等大国先后建立了钨的战略储备。中国的钨资源储量丰富，在全球探明的钨矿产资源储量中占比近 70%，居全球首位。

高端装备制造业进入黄金期，钨产品需求有可能迎来爆发式增长。

稀土永磁行业分析

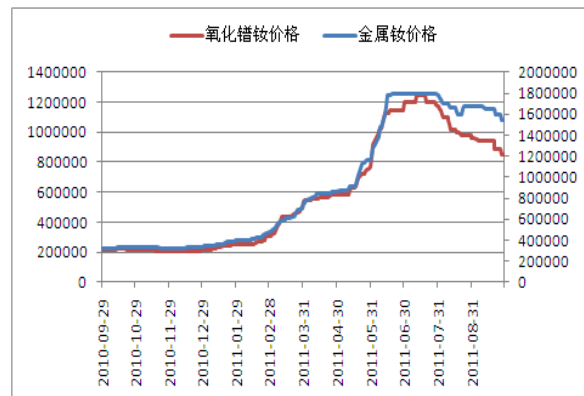
稀土永磁材料在新能源行业、新材料、新一代信息技术中都得到广泛应用，随着国家稀土出口政策的收紧以及国内稀土资源的整合，稀土价格出现一波急速拉升，随着价格提升催生的不合理开采以及出口的限制，使得国内稀土出现供大于求的现状从而使得价格回调，由于稀土的广泛应用以及供应的约束，长期仍然看好稀土价格，中短期内，由于上游成本压力变小，下游应用范围广泛而且部分需求呈现刚性以及国内外稀土价差的存在，将会使中游加工企业受益。

图 39 钨价格走势



资料来源：亚洲金属网；德邦研究

图 40 稀土价格



资料来源：亚洲金属网；德邦研究

5、投资策略

由于对四季度基本金属价格保持谨慎态度，我们维持行业“中性”评级，四季度的投资机会，我们归纳主要有下面几点：

1、关注下游深加工板块：由于我们认为导致金属价格下跌的最大因素为金融资本的避险需求，实体经济层面需求放缓的程度远不如金属价格的变动，所以金属价格的快速下跌将缓解下游终端用户的成本压力，提高了其采购意愿。我们认为铜子行业最为明显，铜价高企时，下游用户倾向于以铝等其他材料替代，而铜价下跌将大大缓解其成本压力。目前国内电线电缆企业9月份的平均开工率达91.3%，与8月份相比基本不变，电子行业预计将有一定程度的影响，家电等仍保持较高产量，总体下游需求仍在，我们认为随着铜金属价格的下跌，铜加工产品价格将大幅下降，有利于铜加工企业的产品销售。**主要涉及公司有海亮股份、鑫科材料、精艺股份、博威合金等。**铝加工企业建议关注目前盈利能力尚未充分发挥、市净率较低的**鲁丰股份、亚太科技等。**

2、黄金价格风险释放后的黄金股投资机会：基于上述对黄金价格走势的详细分析，我们认为黄金中长期牛市的格局并未改变，中金黄金和山东黄金等龙头公司仍值得关注。

3、小金属：建议关注战略新兴产业规划将带来确定性的成长机遇，重点推荐钨子行业龙头公司**厦门钨业**和估值较为合理的**宁波韵升**。

4、长期关注品种：我们认为目前短期缺乏催化剂，但中长期具备较大增长潜力的公司有**铜陵有色、云铝股份**等。具体可参照我们的公司深度报告《铜陵有色：矿产资源可持续获取途径+全产业链布局》和《云铝股份：把握公司产业链一体化战略的周期时点》。

表 1 重点公司盈利预测和投资评级

证券代码	简称	投资评级	每股收益 (元)			市盈率 PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600549.SH	厦门钨业	买入	0.51	1.36	1.57	79.36	29.93	25.92
600366.SH	宁波韵升	买入	0.51	0.69	0.93	39.82	29.89	22.1
601137.SH	博威合金	买入	0.75	0.78	1.11	25.31	24.45	17.07
002203.SZ	海亮股份	买入	0.59	0.65	0.78	21.37	19.56	16.16
002379.SZ	鲁丰股份	买入	0.5	0.29	0.56	25.22	43.92	22.34
002540.SZ	亚太科技	买入	1.01	0.69	1.07	19.02	27.76	18.04
600489.SH	中金黄金	增持	0.79	0.9	1.1	28.68	25.17	20.55
600547.SH	山东黄金	增持	0.86	1.45	1.69	46.65	27.59	23.74
000630.SZ	铜陵有色	增持	0.69	1.08	1.34	28.71	18.3	14.77
000807.SZ	云铝股份	增持	0.03	0.13	0.35	295.77	60.17	21.87

资料来源: wind。德邦研究

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。