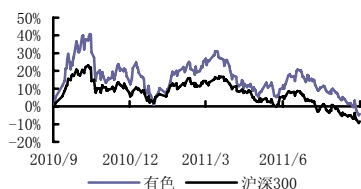


## 原材料 - 有色

2011 年 9 月 28 日

行业相对沪深 300 表现



| 表现     | 1m      | 3m      | 12m    |
|--------|---------|---------|--------|
| 有色     | -12.91% | -13.03% | -1.49% |
| 沪深 300 | -9.08%  | -13.13% | -9.20% |

| 代码     | 名称   | 6m%   | YTD   | 评级 |
|--------|------|-------|-------|----|
| 000758 | 中色股份 | -30.3 | 38.0  | 买入 |
| 002340 | 格林美  | -19.3 | -16.0 | 增持 |
| 600547 | 山东黄金 | -28.5 | -27.0 | 增持 |
| 600456 | 宝钛股份 | -14.8 | 6.5   | 增持 |
| 002149 | 西部材料 | -27.4 | -19.9 | 增持 |

## 相关报告

周宪

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

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，周宪，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。

## 大宗商品价格暴跌，随“政策放松”预期或有反弹

—2011 年四季度有色金属行业投资策略

评级： 中性

- 有色金属价格在三季度出现暴跌，金融属性一览无余；年初以来，有色板块平均跌幅 25%，其中包钢稀土一支独秀，上涨 18%，铜、铅锌子板块下跌 30% 以上。有色价格在整个三季度整体呈下滑态势，受联储会议 QE3 无果、欧美经济数据不利的影响，9 月下旬更是出现暴跌。向来与大宗商品价格反向的黄金价格也在短期内快速下跌，金属的金融属性一览无余。
- 预计 2011 年四季度大宗有色金属价格总体走弱，会有技术性反弹；黄金价格会卷土重来，回到高位；稀土价格止跌回稳。黄金价格由于欧债、美债、全球经济二次探底的担忧、地缘政治风险、通胀预期、即将到来的实物消费需求旺季等因素而存在支撑；稀土由于中国减少供给，而需求预期旺盛，重稀土价格将止跌回稳。
- 对于有色金属板块走势，最重要的是有色金属价格的预期，市场普遍预期不乐观，因此有色金属板块难有大机会，不过随着近期有色价格的快速下跌，反弹的动能在增加。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、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，欧美经济复苏步伐缓慢，中国经济结构调整，对有色金属需求总体负面。不过，流动性方面随 CPI 下降，面对经济下滑，流动性放松的预期在增加，可能会引发有色金属的反弹。
- 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，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；关注节能环保的格林美。
- 维持行业“中性”评级。可能的反弹机会存在于“政策放松预期”之中。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。美国经济乃至全球经济复苏迟滞、欧债危机持续恶化。

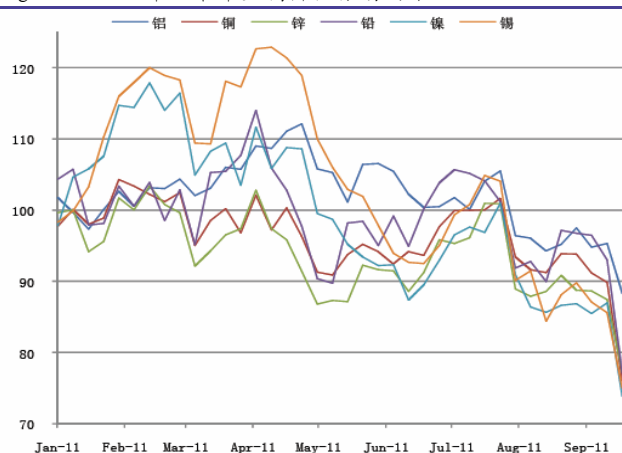
## 一、2011 年前三季度有色板块回顾

2011年前三季度基本金属价格的走势——一季度、二季度大体持平，进入三季度开始下跌，三季度末快速下跌20%左右；与年初相比，LME 基本金属分别下降12%、24%、23%、23%、26%和25%，整体价格水平下浮已逾两成。回顾金融危机以来有色金属走势，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3000美元/吨左右，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。进入9月份，随着联储会议、欧美经济数据恶化和欧债危机持续，基本金属更是全线暴跌，铝、铜、锌、铅、镍、锡一周内分别狂跌 7%、15%、12%、17%、15%和12%。

黄金价格8月份之前上涨47%，三季度末快速下跌18%。黄金作为避险工具，在今年三季度前表现突出，然而9月中下旬开始，随着欧美经济数据恶化、欧债不断延续，美联储QE3预期的落空，更加上芝加哥商业交易所（CME）宣布将黄金交易保证金上调21%，金价出现了暴跌。

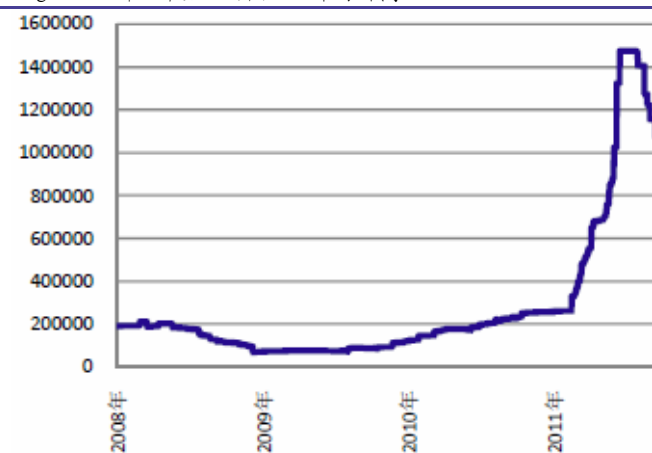
稀土价格和黄金走势相当。由于占全球产出97%的中国采取收紧供应措施，镨钕氧化物的价格由2010年初的7万元/吨，上涨到2010年底的21万元/吨，并在2011年上半年急涨到目前的140万元/吨左右。进入三季度后价格下跌，目前在110万元/吨左右。

Figure 1 2011 年上半年金属价格振荡向下



资料来源：WIND

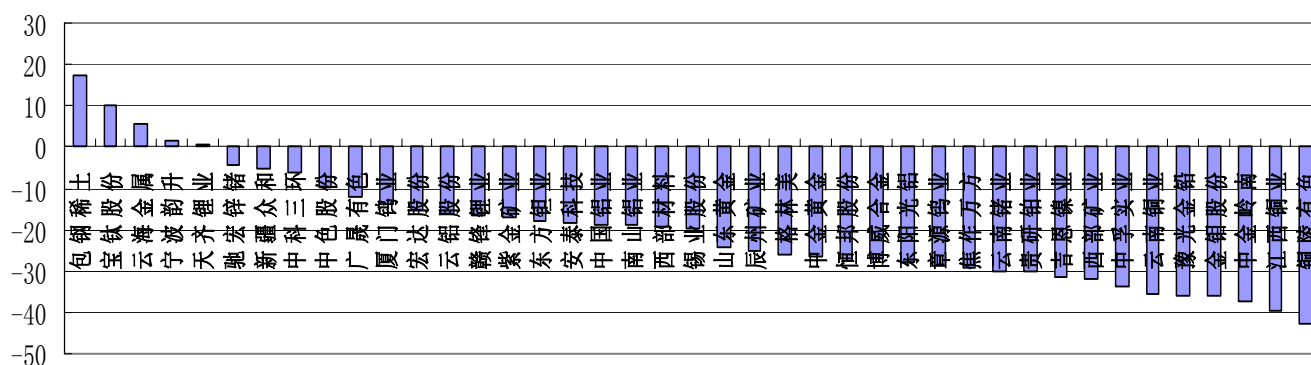
Figure 2 稀土氧化钕价格不断创新高



资料来源：WIND

2011年前三季度有色金属板块：平均跌幅25%左右，其中包钢稀土、宝钛股份居涨幅前列，江西铜业、铜陵有色跌幅居前，下跌幅度达40%。可以看出铜业股的股价下跌幅度远高于铜价的下跌，特别是黄金价格创下新高时黄金股并没有同步跟上，说明投资者对有色金属板块的谨慎态度。各子板块中，跌幅最大的为铜板块，平均下跌35%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。值得一提的是，排名靠前的上市公司均涉及新材料新能源，如稀土（包钢稀土）、锂（天齐锂业）、永磁新材料（中科三环、宁波韵升）、新型合金的镁钛等（宝钛股份、云海金属）。

Figure 3 2011 前三季度有色金属公司走势



资料来源：WIND 世纪证券研究所

## 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，表现在经济增速、供应收紧等，二是投资需求，则表现在流动性上。考虑到全球经济增长放缓趋势、货币增速低位徘徊、国际大宗商品价格高位回落，在“防通胀”与“保增长”中，政策将向保增长倾斜，流动性上或有所放松，有利于A股走势，作为A股先锋的有色股或有反弹。

### 1、全球经济增长放缓、美元走强不利于金属价格

国际货币基金组织下调全球经济增长。IMF在9月20日发布的2011年下半年《世界经济展望》报告预测，今年全球经济增长为4.0%，比6月

份预测低 0.3 个百分点，显示全球经济复苏遭遇新挑战。2012 年全球经济也将增长 4.0%，较 6 月份的预测下调 0.5 个百分点。报告指出，中国等新兴经济体将继续保持较为强劲的经济增势，其中，中国今明两年经济增速比 6 月份预测分别下降 0.1 和 0.5 个百分点，降至 9.5% 和 9.0%；印度今明两年的经济增速比 6 月份预测分别下降 0.4 和 0.3 个百分点，降至 7.8% 和 7.5%。

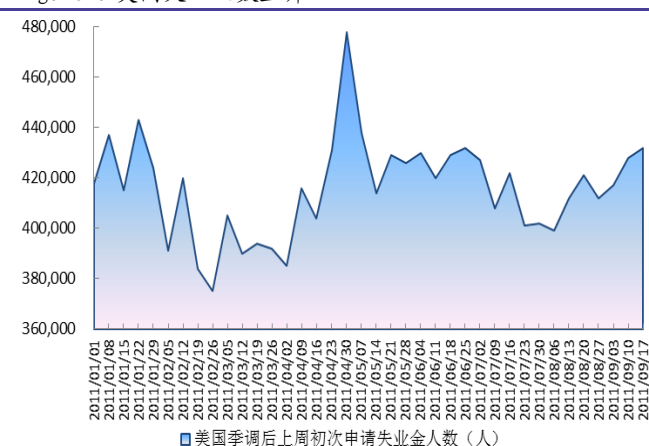
**美国调低经济增长预期。**9 月末 IMF 年内第三次下调美国今明两年经济增速预期，预计 2011 年美经济仅增长 1.5%，下调幅度达 1%，跌幅为全球经济体中最高；同时，今明两年全球经济增速预期亦被分别下调 0.3% 和 0.5%，均降至 4% 的水平。美联储议息会议尘埃落定，QE3 暂无迹象，“扭曲操作”符合预期，但在去杠杆化进程仍未结束的背景下，“卖短买长”营造的低利率环境能否真正拉动内需，让人怀疑。

Figure 4 美国 PMI 指数出现下滑



资料来源：WIND 世纪证券研究所

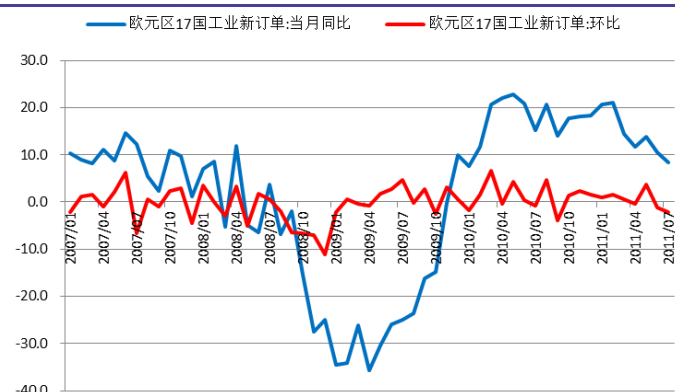
Figure 5 美国失业人数上升



资料来源：WIND 世纪证券研究所

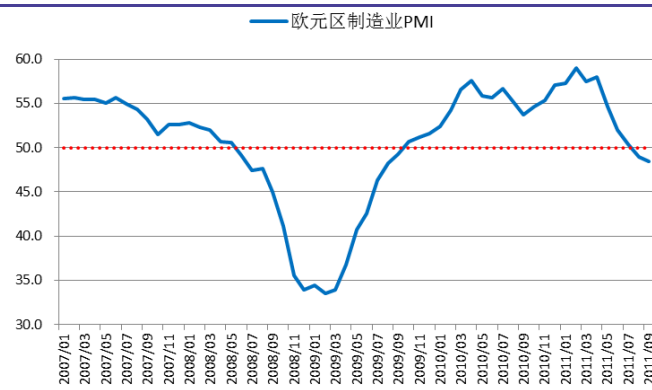
**欧元债务危机不断。**标普近期接连下调意大利长期主权信用评级和七家意大利银行的信用评级，前景展望为负面。欧元区工业订单增速低于预期，且较上期有较大程度的下降，创 2009 年 11 月以来新低；欧元区及其主要国家（德、法）9 月制造业采购经理人指数均低于预期，欧元区 9 月份制造业 PMI 跌至两年来谷底 48.4，服务业 PMI 则降至 49.1，远低于 8 月时的 51.5，欧元区市场景气度持续下降，经济复苏继续看淡。受欧元区悲观情绪及希腊违约预期增强影响，欧洲股市持续走低，法国和德国股市领跌。欧元区核心国家德国 9 月份综合 PMI 亦降至 50.8 低点。前瞻性数据的恶化暗示二线国家的问题可能蔓延至核心国家，甚至正在蚕食全球经济的成长。

Figure 6 新订单指标显示欧元区经济将放缓



资料来源: WIND 世纪证券研究所

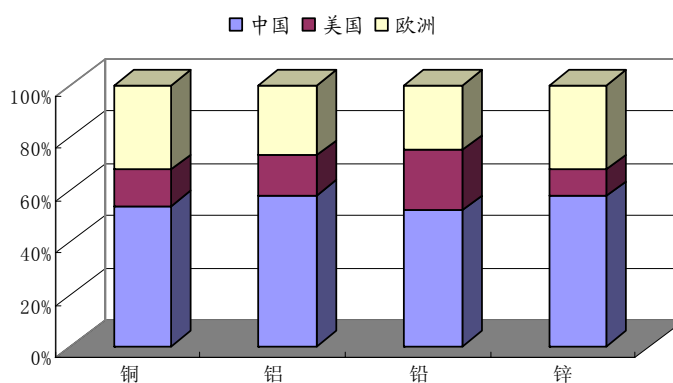
Figure 7 欧元区制造业 PMI 持续走低



资料来源: WIND 世纪证券研究所

**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。进入 2011 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 8 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

**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。美元走强将直接压制有色金属价格。

Figure 9 美元指数走势



资料来源：WIND 世纪证券研究所

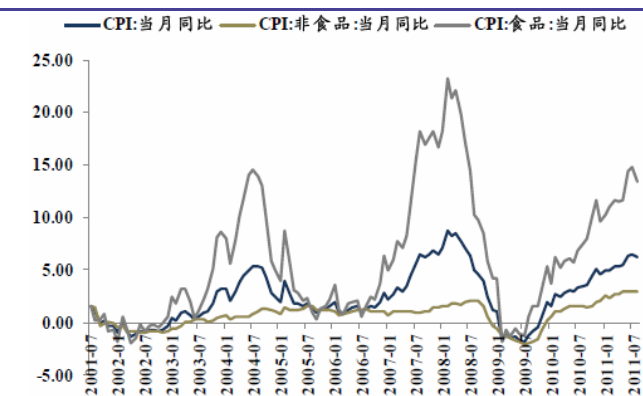
## 2、政策放松预期增强，有利于有色股的反弹

**美国新一轮量化宽松政策仍有可能推出。**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。在此背景下 QE3 不敢贸然出台，而是出台了“扭曲操作”计划，即在 2012 年 6 月底以前买入 4000 亿美元的美国国债，其剩余到期时间在 6 年到 30 年之间；同时出售等量的美国国债，其剩余到期时间为 3 年或以下。这种“卖短买长”的操作方法，达到了提高短期利率，压低长期利率的目的，但对拉动内需、经济增长的刺激效果预计有限。奥巴马继续在财政政策方面着力，周一公布 3.6 万亿美元的赤字削减计划，但由于包括 1.5 万亿美元的增税，该计划会遭到国会中共和党的巨大阻力，预计难有作为，QE3 推出的可能性仍存在。

**我国政策在“防通胀”和“保增长”之间，或向后者倾斜。**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。市场之所以对 CPI 高度关注，最终还是希望通过其走势来推断未来政策的走向。随着经济增速回落和货币供给增速屡创新低，7 月 CPI 6.5% 的同比增速或为此轮通胀峰值。政策变化的时间窗口或在 11 月中央经济工作会议前后打开，而政策基调需要视经济与通胀的下行程度而定。如果经济硬着陆，可能采用积极财政和适度宽松货币政策组合，政策将向战略性新兴产业、水利建设、民生和消费倾斜，在刺激经济新一轮增长中实现结构转型。如果经济软着陆，则积极财政、稳健货币政

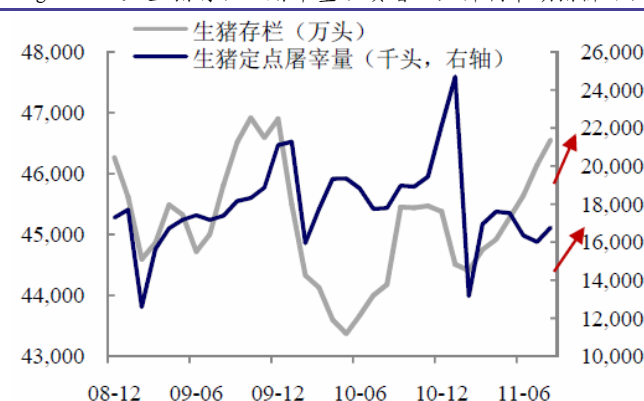
策将贯穿四季度，但在资金紧张的中小企业和政策支持的水利建设等方面或实行定向宽松。我们认为流动性在四季度出现改善可能性较大，市场在 11 月底或迎来一波反弹。而市场反弹的高度取决于政策的取向，如果经济温和下滑，物价仍处高位，紧缩总基调不变，那么流动性的改善不具备可持续性，市场反弹高度有限。

Figure 10 7 月份 CPI 6.5% 的同比增速或为此轮通胀峰值



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 11: 生猪存栏、屠宰量继续增加，抑制中期猪价涨幅



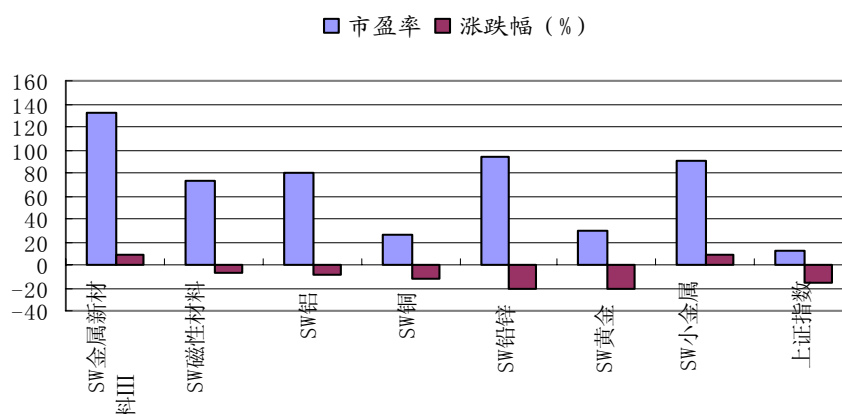
资料来源：WIND 世纪证券研究所

### 三、2011 年四季度关注板块和公司

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，或有的反弹可能存在于中国宏观调控放松之时，特别是有色股存在一波较大的下跌之后，有色股作为大盘的先锋，可能存在着一波反弹。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 12 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

**黄金价格或会卷土重来。**虽然在三季度末黄金价格与基本金属一样出现快速下跌现象，但是由黄金对冲不确定性的特征，判断黄金价格会卷土重来。由于全球局势来看，欧债、美债、全球经济二次探底的担忧、地缘政治风险、通胀预期、即将到来的实物消费需求旺季等因素存在，预计黄金价格将会在经历此轮下跌后再重新来过，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 13 美国黄金价格 2003 年以来的走势

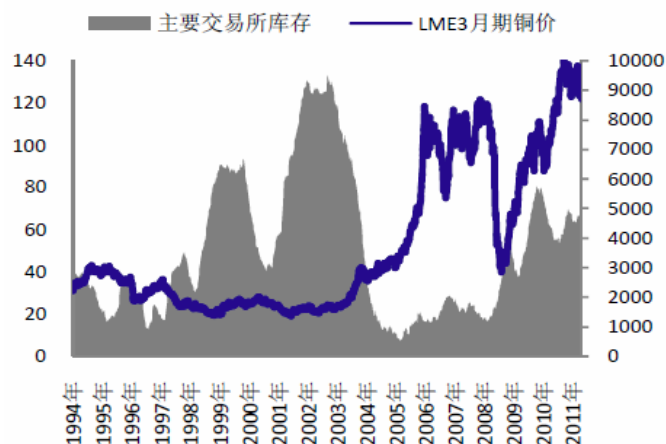


资料来源: WIND 世纪证券研究所

**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%

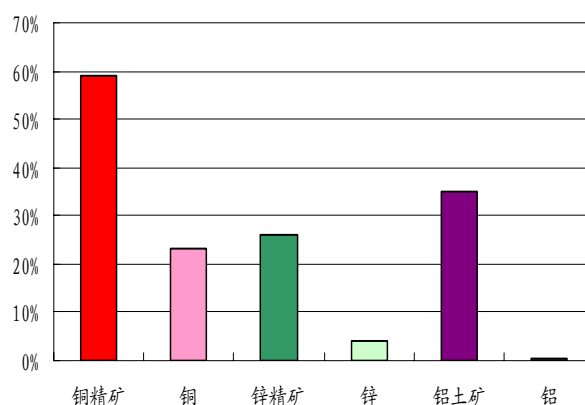
需要从国外进口，我国有色金属中，铜的对外依存度最高。需求方面，中国保障房下半年密集建设等因素，或给铜带来反弹机会。重点推荐江西铜业、铜陵有色。

Figure 14 LME 铜库存及铜价



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 15 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。

对稀土产品整体止跌企稳的判断，并预计随着“十二五”时期新材料产业对稀土功能材料的需求趋强，供给又持续受限，稀土产品有望重拾升势。氧化钕的涨价印证了我们对下游钕铁硼永磁材料需求旺盛的判断，基于稀土永磁在新能源和节能减排方面的需求不可替代，以及高端稀土永磁产能向中国的转移，预计相关稀土产品价格会持续走强

**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。

Figure 16 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、<br>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、<br>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 17 重点关注公司 EPS 及 PE 预测

|      | 股价    | 09   | 10   | 11E  | 12E  | 10PE | 11E<br>PE | 12E<br>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.