

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

货币政策转松，市场机遇向好

——有色金属行业 2012 年度投资策略

研究报告-行业策略

同步大市（调升）

发布日期: 2011 年 12 月 9 日

盈利预测和投资评级

公司简称	11EPS	12EPS	12PE	评级
江西铜业	2.00	2.20	11.43	增持
驰宏锌锗	0.30	0.50	31.24	增持
中金岭南	0.50	0.70	13.46	增持

注: 股价为 2011 年 12 月 7 日收盘价

有色金属相对沪深 300 表现



相关研究

联系人: 周凯翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

基于 2012 年宏观经济向下风险加大, 行业自身库存水平已经调整在低位, 随着货币政策干预力度增强, 预期金属价格创新低之后震荡上行, 投资机会较 2011 年好转, 据此调升行业评级“弱于大市”至“同步大市”。

投资要点:

- **全球经济二次探底风险提升。**意大利和西班牙 10 年期国债收益率触及 7% 的生死线使得欧债危机升级; 而中国房地产量价齐跌之后, 管理层重申了调控延续的原则, 全球经济二次衰退风险陡增。
- **预计 2012 年金属价格总水平创新低之后震荡上行。**全球宏观经济惯性地向下、供过于求扩大导致价格水平可能创新低, 部分品种价格跌破成本, 供应减少; 同时随着货币政策干预力度加大, 库存水平处在低位的生产企业将启动补库存需求, 推动价格震荡上行。
- **行业景气度下滑, 预计 2012 年净利润小幅增长。**基本金属冶炼企业业绩贡献主要来自矿产金属产量增加和加工企业产能释放, 小金属和贵金属企业受益平均价格水平高于 2011 年, 预计全行业 2012 年业绩增长 10% 左右。
- **估值水平偏高。**按照盈利增长 10%, 以 2011 年 12 月 1 日收盘价计算, 2012 年有色金属板块动态市盈率为 23.5 倍, 纵向比较, 略高于 08 年 20 倍, 低于历史均值 30 倍, 远高于 05-06 年 10 倍; 远高于外盘同类 10 倍估值水平; 也明显高于银行, 地产等大市值板块 10 倍估值水平。
- **投资策略:**基于 2012 年有色金属价格总水平可能创新低之后震荡上行, 给予行业“同步大市”投资评级。投资的主线包括两个角度: 其一是长期供需关系紧张品种铅锌; 其二是短期供应紧张, 同时可能受益电网投资的铜。
- **风险提示:**欧元崩溃, 政策干预力度低于预期。

目录

1. 货币政策向好的宏观基础.....	4
1.1 全球经济增长乏力.....	4
1.2 欧债可能继续恶化.....	5
1.3 中国房地产存在超调可能.....	6
1.4 防范系统性经济风险，货币政策向好有望继续深入.....	7
2. 有色金属价格总水平创新低之后震荡上行.....	8
2.1 需求下滑可能促使价格水平创新低.....	8
2.1.1 经济低迷下游行业需求萎缩.....	8
2.1.2 供过于求常态化.....	9
2.2 利多因素逐步积累.....	11
2.2.1 仰仗政策支持改变需求预期.....	11
2.2.2 国内生产企业库存水平处在低位.....	12
2.2.3 部分品种跌破成本价.....	14
2.3 预计 2012 年有色金属价格总水平创新低之后震荡上行.....	16
3. 行业景气度下滑，预计 2012 年盈利小幅增长.....	16
4. 投资策略.....	18
4.1 相对估值偏高.....	18
4.2 给予行业“同步上市”评级.....	18
5. 行业风险提示.....	19

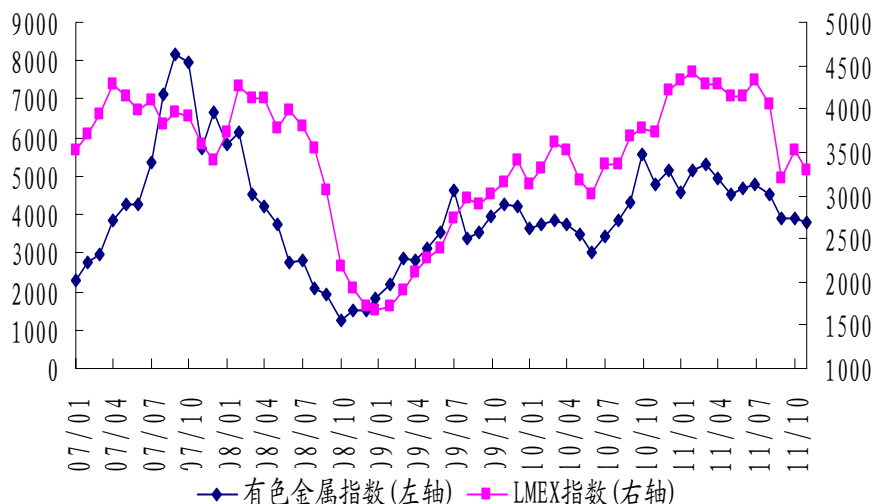
图表目录

图 1: A 股有色金属板块指数和 LME 价格指数.....	4
图 2: OECD 经济增速和综合领先指数历史对比.....	5
图 3: 希腊 10 年期国债收益率图.....	6
图 4: 2011 年西班牙和意大利 10 年期国债收益率.....	6
图 5: 部分欧洲国家未来到期债务.....	6
图 6: 商品房销售价格指数.....	7
图 7: 70 个大中城市环比涨幅分布.....	7
图 8: 商品房新开工和销售面积累计增速.....	7
图 9: 中国房地产上市公司存货.....	7
图 10: 欧洲央行隔夜拆解利率.....	8
图 11: 中国央行金融机构人民币存款准备金率.....	8
图 12: 工程机械产量增速.....	9
图 13: 空调、汽车和电力电缆产量增速.....	9
图 14: 中国十种有色金属产量同比和累计增速.....	9
图 15: 美元指数和 LME 指数.....	12
图 16: 三大交易所库存.....	12
图 17: LME 和 SHFE 铝库存.....	12
图 18: LME 和 SHFE 锌库存.....	13
图 19: LME 铅、锡和镍库存.....	13
图 20: 有色金属存货水平与 LME 价格指数水平.....	13
图 21: 铜板块存货水平.....	14
图 22: 铝板块存货水平.....	14
图 23: 铅锌块存货水平.....	14
图 24: 小金属板块存货水平.....	14
图 25: 市场价格/全球 90 分位生产成本.....	15
图 26: 市场价格/中国边际成本.....	15
图 27: LME 指数.....	16
图 28: 制造业职工工资增速和城镇居民收入增速.....	17
图 29: WTI 结算价和秦皇岛煤炭平仓价.....	17
图 30: 上市公司铜铝板块毛利率水平.....	17
图 31: 有色金属板块估值水平.....	18
表 1: 三大组织经济预测.....	10
表 2: 2011 年累计月度基本金属供需平衡表(供应-需求).....	10
表 3: 全球铜供需平衡表(供应-需求).....	10
表 4: 全球镍供需平衡表(供应-需求).....	10
表 5: 全球铝供需平衡表(供应-需求).....	11
表 6: 全球铅锌供需平衡表(供应-需求).....	11
表 7: 电价调整主要政策.....	115
表 8: 子行业季度净利润.....	17
表 9: 重点上市公司估值分析表.....	17

受欧洲债务问题持续恶化、中国为抑制通胀而出台严厉紧缩货币政策、美国经济疲软等负面因素影响，2011年有色金属总体价格水平和A股有色金属板块全年震荡下行。

总体来看，后危机时期，全球经济没有从政策刺激成功过渡到自主复苏，使得强周期有色金属行业在流动性效应释放殆尽之后得不到需求的支撑，价格水平出现大幅向下调整。

图1：A股有色金属板块指数和LMEX价格指数



资料来源：wind资讯

展望2012年，预期为防范经济二次探底风险，全球主要经济体宏观政策特别是货币政策有望继续向好，有色金属价格总水平创新低之后出现反弹，A股有色金属板块有望改变2011年单边震荡下跌局面，市场投资机遇好转。

1. 货币政策向好的宏观基础

当前欧洲债务危机是全球经济二次探底的重大风险。德国坚决反对发行欧元共同债券、欧洲央行充当最后贷款人两项措施，使得短期解决欧洲债务危机的希望变得渺茫。

欧债危机的复杂性及其对全球经济冲击的潜在风险，这是中国、美国、日本等主要经济体政策持续向好的宏观基础。

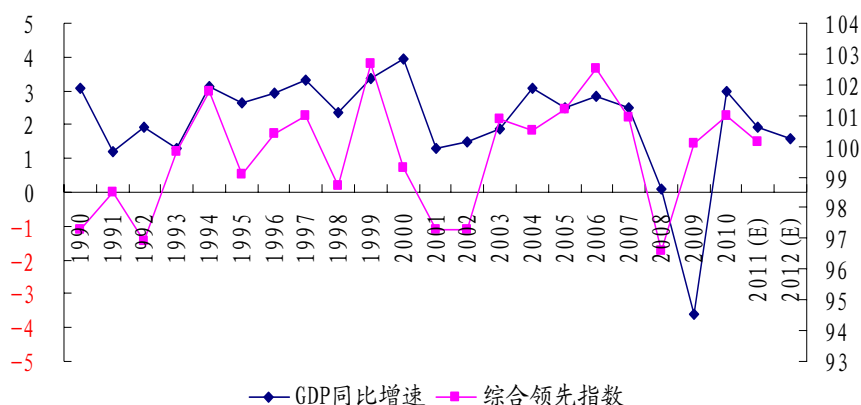
1.1 全球经济增长乏力

2011年全球经济状况确定了自主复苏愿望落空。按照不变价计算，美国、中国、日本和欧元区2011年前三季度经济增速或低于预期或出现下滑。美国前三个季度GDP环比折年率增速仅有0.40%、1.30%和2.00%，低于市场预期，而中国、欧元区前三个季度增速出现回落，日本在萎缩了两个季度之后实现了正增长。

2011年11月末，OECD公布了最新全球经济展望报告，将其34个成员国2011-2012年的经济增幅预期分别下调至1.9%和1.6%，低于5月份时的2.3%和2.8%。同时OECD综合领先指数也显示其成员国经济增长走下坡路。

图2: OECD经济增速和综合领先指数历史对比

单位: %



资料来源: wind资讯

总体来说由于经济前景恶化,国际货币基金组织IMF和经合组织OECD近期纷纷下调了全球、美国、中国、欧元区和日本2011、2012年增长预期。特别是OECD认为欧元区经济2012年只有0.2%增长,甚至不排除衰退风险。

表1: 三大组织经济预测

单位: %

	全球			美国			日本			欧元区			中国		
2005			4.48			3.05			1.93			1.70			11.30
2006			5.09			2.67			2.04			3.20			12.70
2007			5.17			2.14			2.34			3.00			14.20
2008			3.00			0.44			-0.71			0.40			9.60
2009			-0.60			-2.44			-5.20			-4.20			9.20
2010			5.01			2.83			3.94			1.80			10.40
2011Q1			--			0.40			-2.70			2.50			9.70
2011Q2			--			1.30			-1.30			1.60			9.50
2011Q3			--			2.00			6.00			1.40			9.10
	Oecd	Imf	Wbg	Oecd	Imf	Wbg	Oecd	Imf	Wbg	Oecd	Imf	Wbg	Oecd	Imf	Wbg
2011E	3.8	4.0	3.2	1.7	1.5	2.6	-0.3	-0.5	0.1	1.6	1.6	1.4	9.3	9.5	9.1
2012E	3.4	4.0	3.6	2.0	1.8	2.9	2.0	2.3	2.6	0.2	1.1	--	8.5	9.0	8.4

资料来源: wind、网站收集

1.2 欧债可能继续恶化

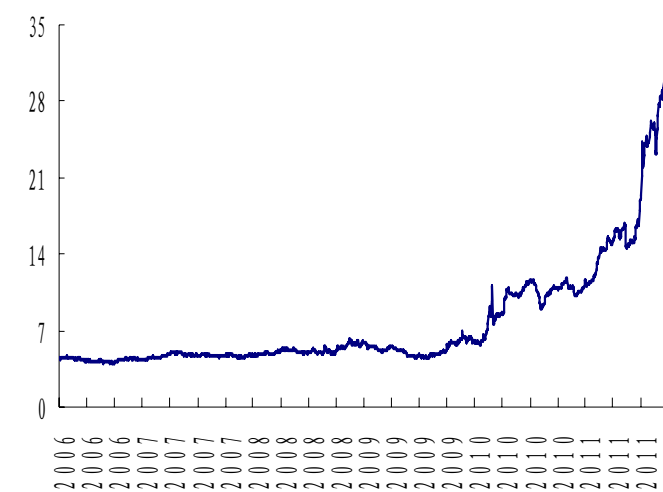
欧洲债务危机最新的动向是意大利和西班牙10年期国债收益率触及生死线。2010年4月中下旬,希腊10年期国债收益率突破7%生死线之后,迅速攀升,并宣告了希腊丧失了金融市场融资功能,目前希腊国债还在持续下跌,2011年11月28日,希腊10年期国债收益率达到了30.90%。

意大利和西班牙事关欧债危机全局。意大利和西班牙是欧元区第三、第四大经济体排在德国和法国之后,2010年经济总量分别1.6万亿欧元和1.1万亿欧元,政府债务余额分别为1.9万亿欧元和7000亿欧元,合计债务总额约为希腊的8倍左右,2012年两国到期债务分别为3100亿欧元和1300亿欧元。

2011年11月24-28日，意大利10年期国债收益率连续三天站上7%，西班牙10年期国债收益率也维持在6.7%左右高位。2012年欧债可能继续恶化，是因为德国坚决反对发行欧元区共同债券和欧洲央行作为欧元区最后贷款人的建议，而市场认为这两项措施是解决危机的根本方法。如果意大利和西班牙10年期国债收益率突破7%之后一路上行，必将引发全球危机。

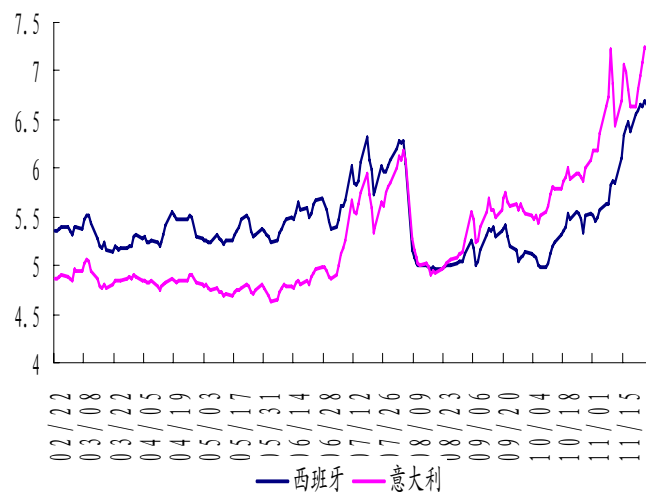
图3：希腊10年期国债收益率

单位：%



资料来源：bloomberg

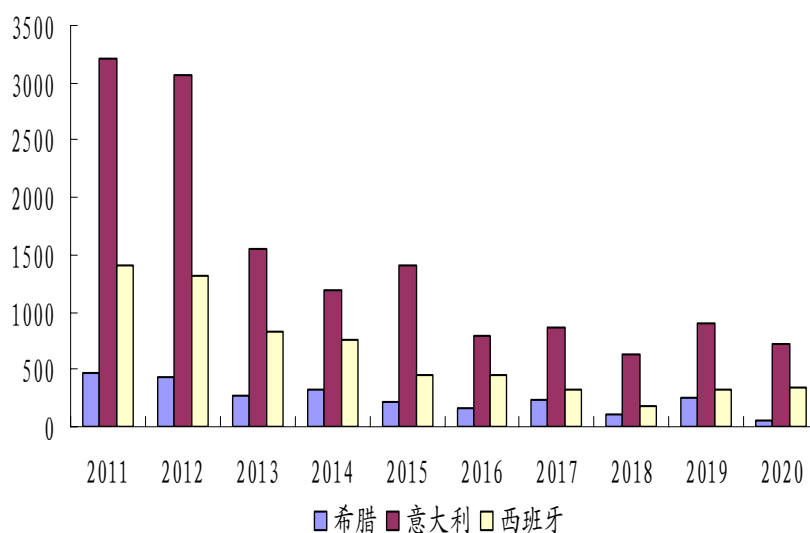
图4：2011年西班牙和意大利10年期国债收益率 单位：%



资料来源：Bloomberg

图5：部分欧洲国家未来到期债务

单位：亿欧元



资料来源：bloomberg

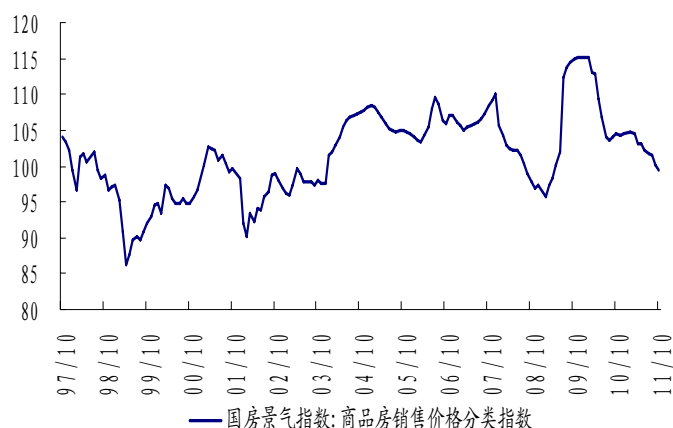
1.3 中国房地产存在超调可能

2011年下半年以来持续坚挺的房价开始出现实质性松动，一方面部分泡沫较重地区楼盘价格率先给出较大幅度折扣，个别楼盘甚至打出了5折优惠；另一方面是包括万科、保利等大型开发商开始降价促销。

房地产市场监测数据显示价量齐跌。2011年以来商品房销售价格指数连续单边下跌，10月份指数为99.43%，创这轮调整以来新低，10月份70个大中城市环比涨跌幅比例中，环比下跌的城市比例达到了新高47.14%。此外，10月份商品房销售面积累计同比增速降至9%。

中央严厉的调控措施确保了房地产价格向合理区间回归，同时也有超调的风险。一方面是房地产行业存货过多，2011年3季度末上市房地产企业存货达到8143亿元，为2000年以来新高；另一方面，欧债危机如果继续恶化，可能使得出口快速下滑和资金外流，可能加重房地产市场无序抛售。

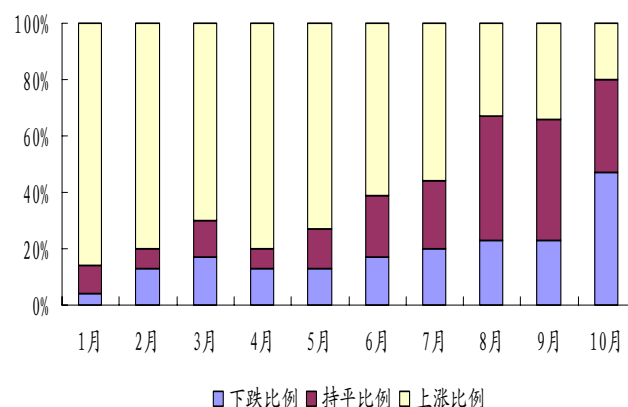
图6: 商品房销售价格指数



资料来源: wind资讯

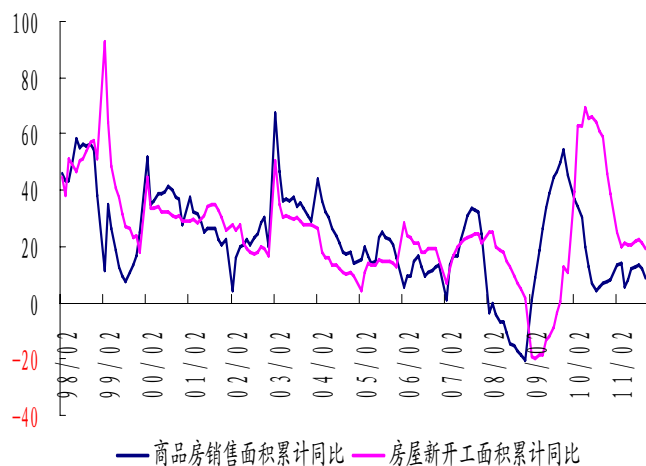
图7: 70个大中城市环比涨幅分布

单位: %



资料来源: wind资讯

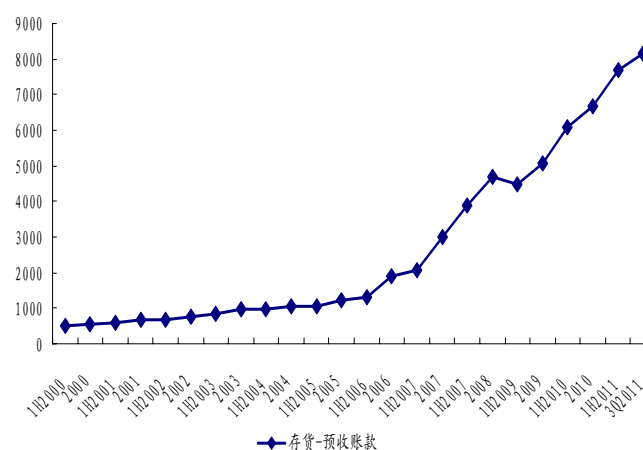
图8: 商品房新开工和销售面积累计增速 单位: %



资料来源: wind资讯

图9: 中国房地产上市公司存货

单位: 亿元



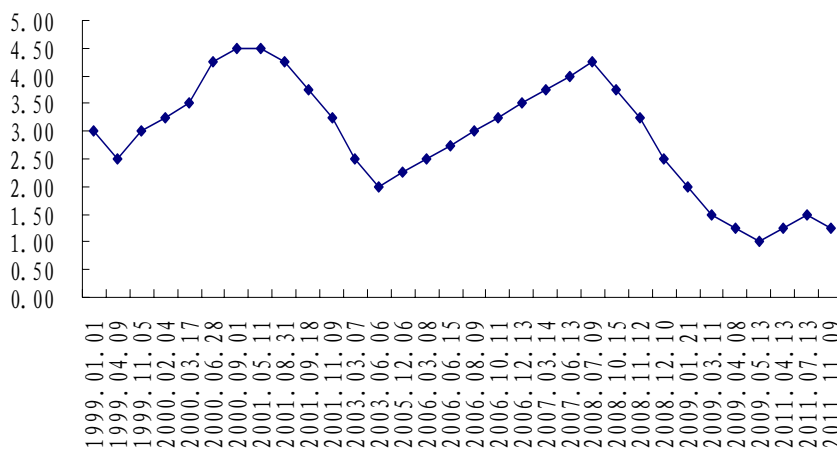
资料来源: wind资讯

1.4 防范系统性经济风险，货币政策向好有望继续深入

全球经济向下，政策干预向上。2011年四季度以来，欧洲央行下调基准利率，美联储联手欧洲、日本、英国、加拿大和瑞士央行向市场提供流动性，下调央行之间临时性美元流动性互换利率50个基点，中国人民银行下调准备金率50个基点，这一系列措施表明全球正协调一致立场以应对全球经济下滑，这或许只是政策干预经济下滑的一个开始。

图10: 欧洲央行隔夜拆解利率

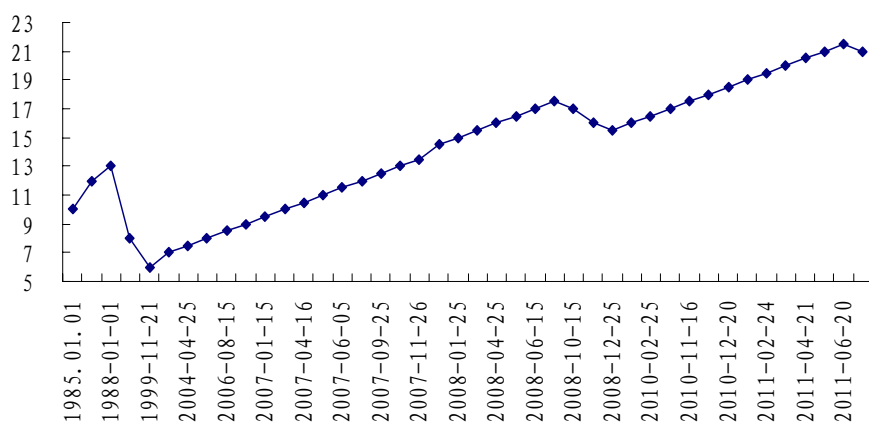
单位: %



资料来源: bloomberg

图11: 中国央行金融机构人民币存款准备金率

单位: %



资料来源: wind资讯

2. 有色金属价格总水平创新低之后震荡上行

全球经济增长放缓, 有色金属需求低迷, 2012年行业可能延续2011年供过于求的态势。与此同时, 行业部分品种价格接近或者低于成本线危及供应, 生产企业库存水平处在低位。在全球宏观政策干预经济逐步加强条件下, 可改善行业需求预期, 提升企业补库存动力。预计2012年有色金属价格总水平创本轮调整新低之后震荡上行。

2.1 需求下滑可能促使价格水平创新低

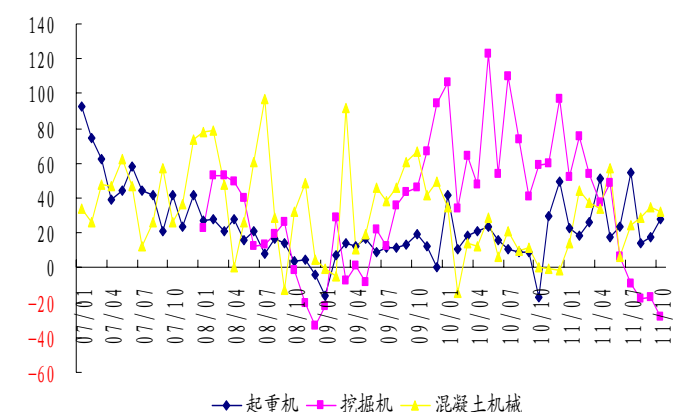
2.1.1 经济低迷下游行业需求萎缩

全球有色金属新增需求看中国, 中国有色金属下游需求行业主要是基建(包括房地产)、电力、家电、汽车等。2011年基建投资受到冲击较大, 除了房地产行业调控, 新开工面积增速下滑以外, 信贷紧缩抑制了地方大量基础设施建设进度; 日本核泄漏导致中国核电项目搁浅; 动车事故、资金短缺导致铁路建设一度大面积停工。

购置税优惠政策退出之后,汽车消费比较低迷,10月份汽车产量同比增长降至1.33%;2011年家电以旧换新和下乡优惠政策结束之后,2012年家电销售可能遭遇汽车同样情况,9-10月份家电行业已经露出疲态,空调产量增速从4.49%降为-3.83%。此外,电力电缆行业产量增长也从两位数降至个位数,10月份产量增长仅为2.58%。

图12: 工程机械产量增速

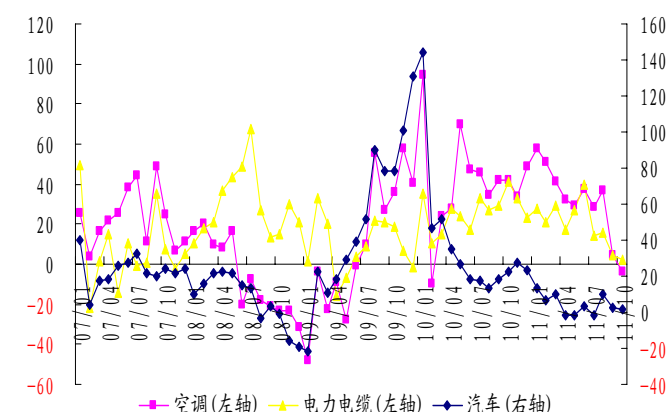
单位: %



资料来源: wind资讯

图13: 空调、汽车和电力电缆产量增速

单位: %

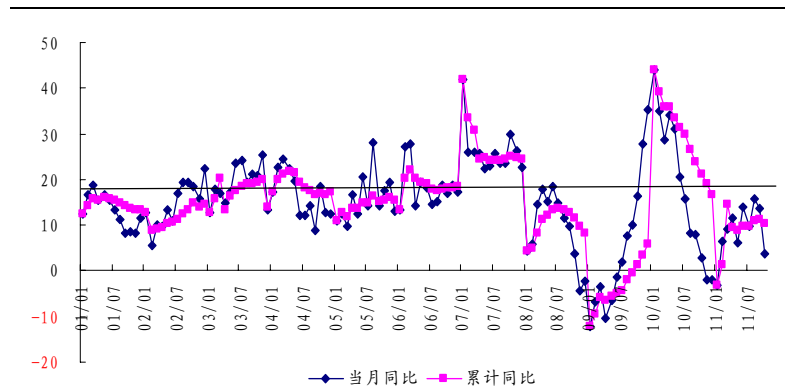


资料来源: wind资讯

下游需求行业低迷导致有色行业产出增速下滑。2011年以来中国有色金属产量增速保持在历史平均水平之下,1-10月份中国十种有色金属产量2875.97万吨,累计同比增长10.42%,10月份产量289.76万吨,同比增长3.65%增速,单月增速创2011年以来新低。

图14: 中国十种有色金属产量同比和累计增速

单位: %



资料来源: wind资讯

2.1.2 供过于求常态化

2011年全球经济低迷,全球金属市场供过于求。世界金属统计局(WBMS)最新统计数据显示,2011年1-9月全球精炼铜产量1463万吨,同比增长1.85%,铜消费量为1439.5万吨,过剩约24万吨。1-9月份中国铜表观消费量为560.2万吨,同比减少7.7万吨,降幅为1.39%,占全球总需求的38.9%。1-9月份铝、锌和镍过剩量有所扩大,铅、锌和镍同样过剩局面,而锡基本供求平衡。

表2: 2011年累计月度基本金属供需平衡表(供应-需求)

单位: 万吨

	11 (1-2)	11 (1-3)	11 (1-4)	11 (1-5)	11 (1-6)	11 (1-7)	11 (1-8)	11 (1-9)
铜	11.80	11.80	11.69	7.41	10.74	26.05	31.25	23.68
铝	30.20	25.20	29.50	39.64	22.13	37.31	55.27	63.85
铅	3.39	6.59	6.76	9.64	1.41	1.21	4.86	4.73
锌	11.80	16.60	28.40	34.10	42.70	38.50	54.10	58.10
锡	-0.05	-0.02	0.77	0.11	0.22	-0.33	-0.25	0.00
镍	-0.37	0.63	0.16	-0.82	0.41	0.49	0.09	0.80

资料来源: WBMS

咨询机构brookhant对未来两年全球基本金属市场供需关系作了全面预测。全球铜供应在2012年可能出现拐点, 随着Escondida铜矿未来开采区域品味上升、蒙古Oyu Tolgoi铜矿、秘鲁Antapaccay铜矿和其它小型铜矿扩产, 预计2012-2013年全球供应分别增长5.4%和5.7%, 高于消费需求增速, 导致2012年缺口缩小和2013年供过于求, 如果经济增速明显放缓, 2012年可能提前出现过剩。此前受到产量不足支撑, 本轮铜价调整幅度明显弱于其他品种, 2012年一旦经济下滑过大, 加上供应增加, 铜价可能面临较大压力。

表3: 全球铜供需平衡表(供应-需求)

单位: 千吨

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
全球消费:	17965	18045	17414	19288	20131	21049	22012
增速		0.4%	-3.5%	10.8%	4.4%	4.6%	4.6%
全球供应:	18035	18270	18313	19038	19926	21010	22209
增速		1.3%	0.2%	4.0%	4.7%	5.4%	5.7%
过剩/(缺口)	70	225	899	-250	-205	-39	197

资料来源: brookhant

2012年全球镍行业将改变2010-2011年供不应求局面。2012年全球主要矿山扩产, 导致产量增加10.3%左右。受制经济周期, 下游不锈钢行业产量增长低迷, 进而拖累镍需求。

表4: 全球镍供需平衡表(供应-需求)

单位: 千吨

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
全球消费:	1382	1288	1322	1538	1643	1754	1857
增速		-7%	3%	16%	7%	7%	6%
全球产能:	1429	1397	1336	1490	1671	1872	1975
增速		-2%	-4%	12%	12%	12%	6%
全球供应:	1413	1379	1330	1449	1633	1802	1928
增速		-2.4%	-3.6%	8.9%	12.7%	10.3%	7.0%
过剩/(缺口)	31	91	8	-89	-10	48	71

资料来源: brookhant

近几年电解铝行业一直供过于求, 导致2008年市场大涨以来, 电解铝表现最弱, 而本轮价格调整触及成本也未能得到有效支撑。2011年末发改委又上调了电网销售电价3分钱/度, 按照1.4万度吨铝耗电, 成本增加400元左右, 对中西部电解铝企业经营是雪上加霜, 可能加速部分企业停产。同时中国新

疆、青海等西部低成本区域规划了上千万吨电解铝产能，将迅速弥补中东部高成本产能和产量损失。总体来说电解铝价格触及成本，但是反弹动能受到新增产能压制。

表5: 全球铝供需平衡表(供应-需求)

单位: 千吨

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
全球消费:	38066	37563	35441	41296	45541	48862	52685
增速		-1%	-6%	17%	10%	7%	8%
全球供应:	38127	40039	37504	42285	45776	50431	54192
增速		5.0%	-6.3%	12.7%	8.3%	10.2%	7.5%
过剩/(缺口)	61	2476	2063	989	235	1569	1507

资料来源: brookhunt

铅锌是铝之外另两个触及成本的品种。2011年由于外部经济低迷，中国市场则受到汽车增速快速下滑，基础设施建设放缓和铅酸蓄电池行业整顿的冲击，下游铅锌需求不足。目前市场价格已经触及部分小矿山成本而减少部分供应，总体来说需求增长乏力，供过于求有所缓解。

表6: 全球铅锌供需平衡表(供应-需求)

单位: 千吨

锌	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
全球消费	11436	11198	10137	11668	12548	13317	14021
增速		-2%	-9%	15%	8%	6%	5%
精锌供应	11162	11487	11174	12683	12847	13545	14045
增速		3%	-3%	14%	1%	5%	4%
过剩/(缺口)	-274	289	1037	1015	299	228	24

铅	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
全球消费	8401	8626	8590	9273	9712	10299	10798
增速		3%	0%	8%	5%	6%	5%
精铅供应	8356	8736	8932	9508	9861	10327	10779
增速		5%	2%	6%	4%	5%	4%
过剩/(缺口)	-45	110	342	235	149	28	-19

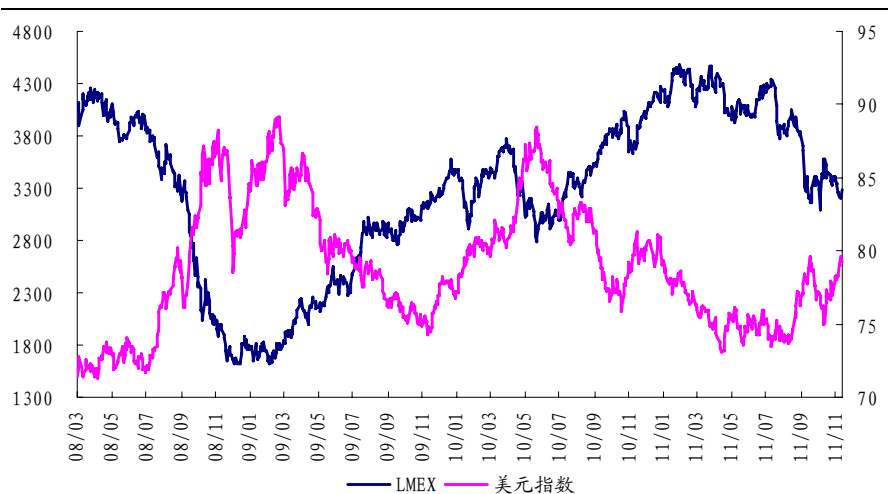
资料来源: brookhunt

2.2 利多因素逐步积累

2.2.1 仰仗政策支持改变需求预期

干预经济下滑的宏观政策包括财政和货币政策，其中外围经济体考虑到债务压力，财政政策基本没有空间，必然求助于货币政策，如果欧洲债务危及到了美国经济复苏，不排除美联储采取第三轮宽松货币政策。中国已经开启准备金率下调进程，货币政策宽松通道打开，财政政策也将发挥较大作用。预期2012年流动性仍然是左右金属价格走势的最有力因素。

图15: 美元指数和LMBX指数



资料来源: wind资讯

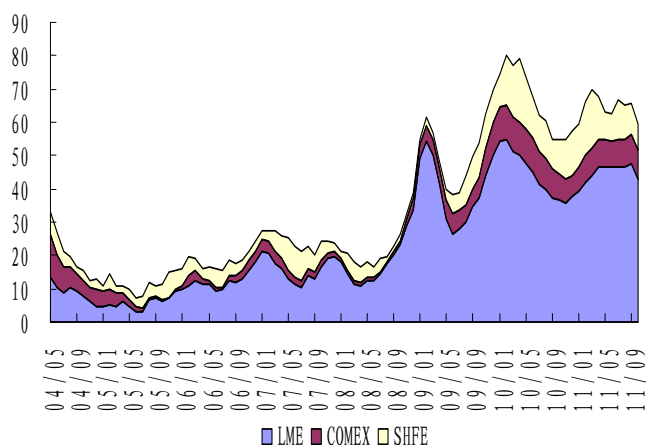
2.2.2 国内生产企业库存水平处在低位

2011年中国有色金属生产企业库存水平(存货/营业成本)已经降至地位,而用于交易的交易所库存水平仍然维持在高位。从交易所各品种库存情况来看,铜、锌、镍和锡库存均在下降过程中,反应了经济低迷需求下降,行业处在去库存阶段。此外,受到中国大力整顿铅酸蓄电池影响,铅去库存不畅,交易所库存水平较高,这一点在生产企业环节也体现出来。

铝有所不同,伦交所库存保持在高位,而上海期交所库存下降幅度较大。一方面中国铝供求平衡,进口量很小,这不像加大铜进口后,LME库存下降速度较为明显;另一方面国内用电成本上升,中国企业为节省用电成本,加大铝液生产就地给铝材加工企业,使得铝锭产量减少。

图16: 三大交易所库存

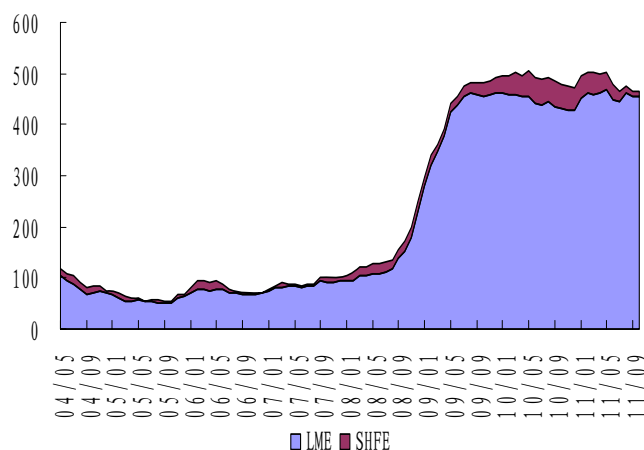
单位: 万吨



资料来源: wind资讯

图17: LME和SHFE铝库存

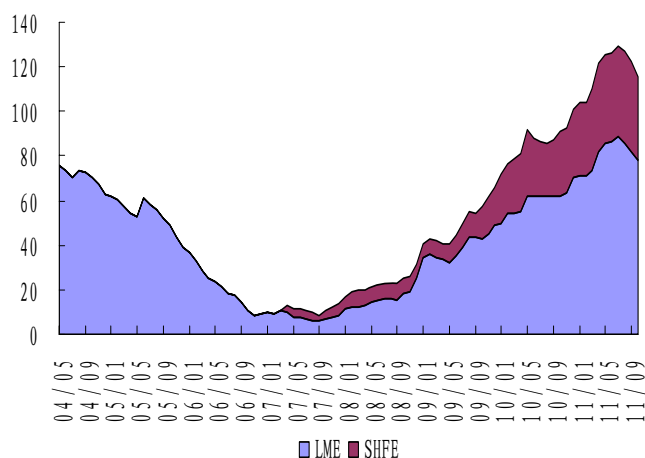
单位: 万吨



资料来源: wind资讯

图18: LME和SHFE锌库存

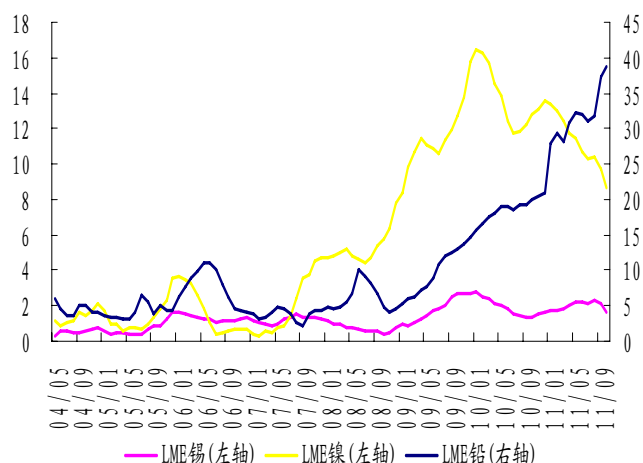
单位: 万吨



资料来源: wind资讯

图19: LME铅、锡和镍库存

单位: 万吨



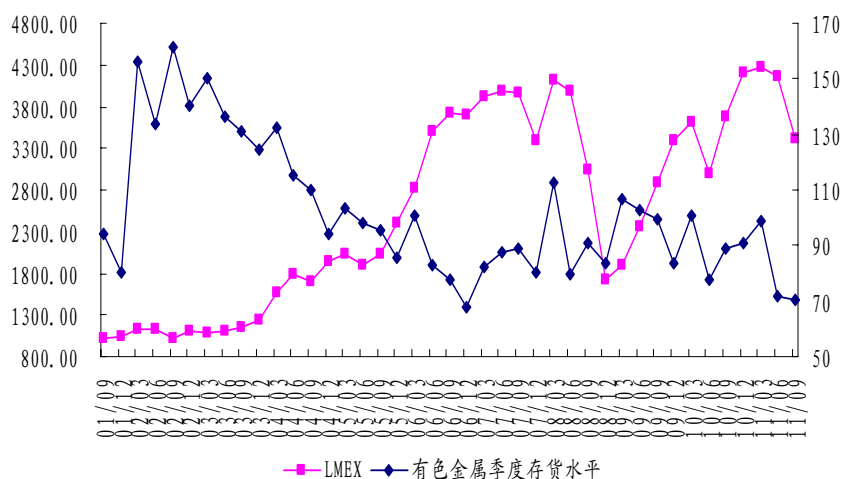
资料来源: wind资讯

国内有色金属生产企业库存水平处在低位。在美联储第二轮宽松货币政策推动下，有色金属价格总水平在2011年4月份创新高，同步上市生产企业库存水平(存货/营业成本)同样达到阶段性高点，此后价格震荡下行，企业明显加大了去库存速度。纵向比较，这轮价格调整弱于08年，但是库存水平比08年还要底，显示生产企业对未来价格走势非常谨慎。

2011年三季度末上市公司总库存水平为70.44%，较二季度末下降1.59个百分点，接近2006年最低的67.50%，预计四季度库存水平还将下降。维持正常生产需求，企业需要保持一定存货，从历史数据来看有色金属行业需要大致是70%左右。

图20: 有色金属存货水平与LMEX价格指数水平

单位: %

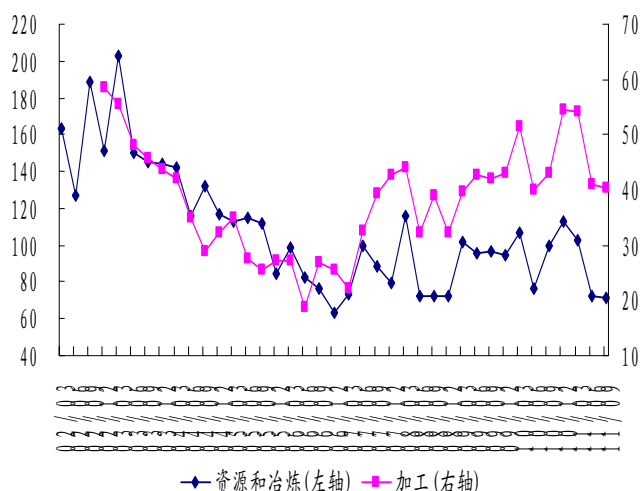


资料来源: wind资讯

从各品种来看，库存水平有些分化，一方面铜铝冶炼企业比加工企业库存水平下降的更多，另一方面铅锌和小金属下降速度较慢，其中铅锌企业与铅酸蓄电池行业整顿导致铅去库存较慢有关，而小金属受制价格水平偏高，下游需求大幅萎缩，导致去库存通路受阻，还需要更长时间来消耗过度的存货，价格回调可能是唯一途径。

图21: 铜板块存货水平

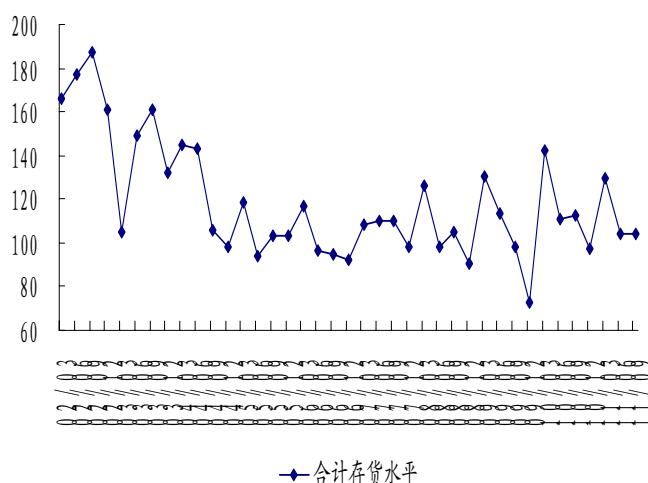
单位: %



资料来源:wind资讯

图23: 铅锌块存货水平

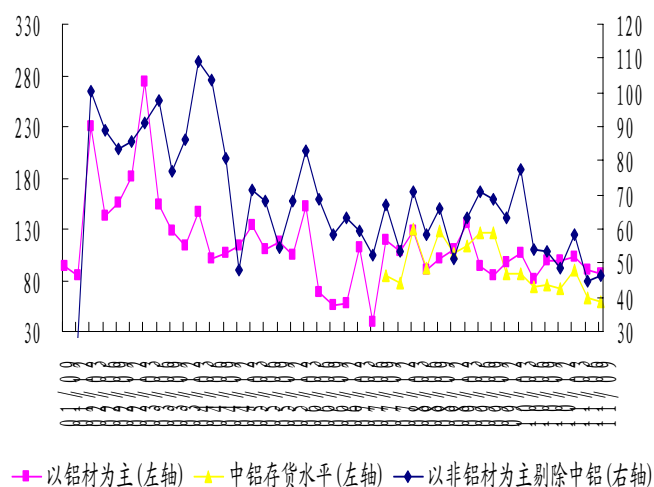
单位: %



资料来源:wind资讯

图22: 铝板块存货水平

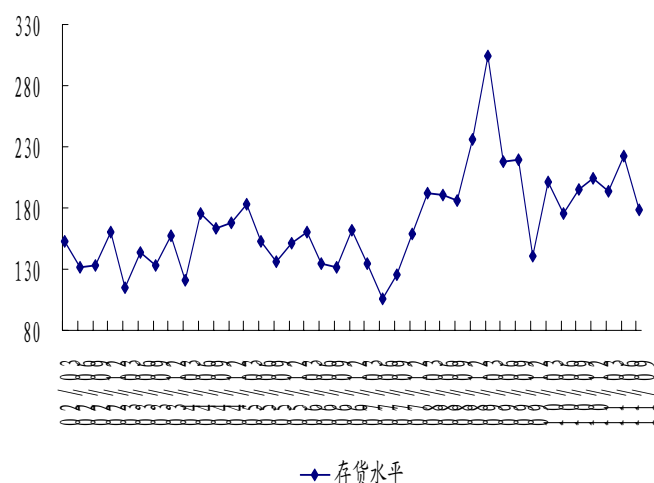
单位: %



资料来源:wind资讯

图24: 小金属板块存货水平

单位: %



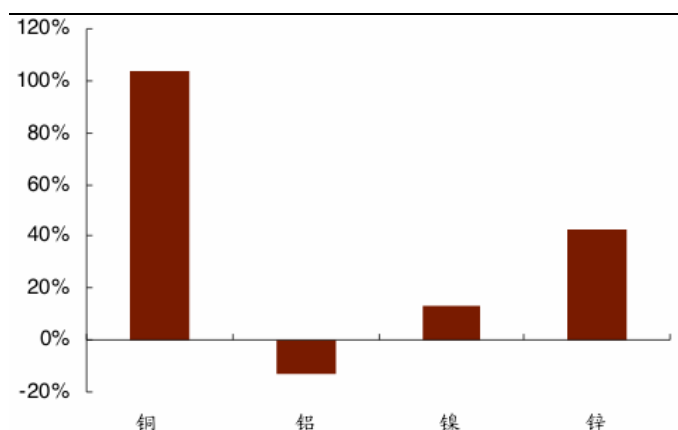
资料来源:wind资讯

总体来说,从当前全球经济状况和前景来看,下游需求的改善尚需时日,意味着短期生产企业低库存水平,但并不代表生产企业将自动进入加库存通道,加库存还需要政策外力来推动。

2.2.3 部分品种跌破成本价

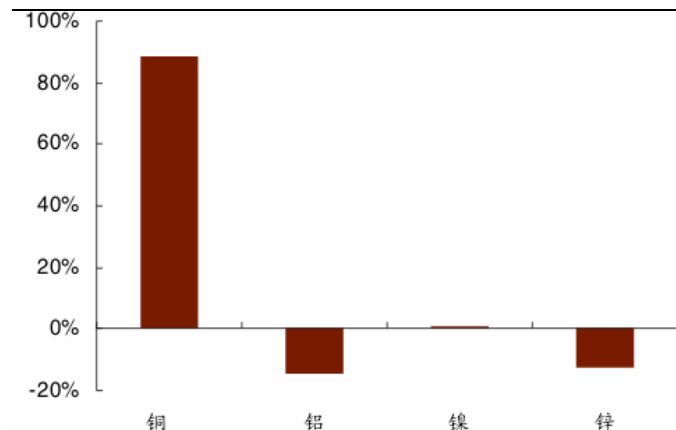
经过本轮价格较大幅度的调整,品种之间出现分化,铜、黄金、小金属价格和矿产生成本价差比例在100%以上,镍价格大致在生产成本附近。而铝、铅、锌价格跌破了成本价,特别是中国铝、铅锌行业亏损幅度更大,一方面中国矿产品品位更低,采选成本更高,另一方面中国近几年频繁调高了电力价格,大幅度提高了能耗成本。对于这部分品种来说,价格进一步下跌直接将高成本生产企业清出市场,减少市场供应有助于价格企稳。

图25: 市场价格/全球90分位生产成本-1 单位: %



资料来源: brookhant

图26: 市场价格/中国边际成本-1 单位: %



资料来源: brookhant

表7: 电价调整主要政策

电价政策	文件	主要条款
2007年9月30日	关于进一步贯彻落实差别电价政策有关问题的通知	销售电价表中单列或注明实行优惠的, 原则上在2007年内取消, 执行大工业电价下的“电石、电炉铁合金、合成氨、电炉黄磷”类价格; 若单列电价与上述电价每千瓦时大于5分钱的2007年内先取消电价优惠5分钱, 其余优惠原则上2008年内取消
2007年12月21日	国家发展改革委、国家电监会关于取消电解铝等高耗能行业电价优惠有关问题的通知	1、单列实行价格优惠, 改为执行大工业电价下的“电石、电炉铁合金、合成氨、电炉黄磷”类价格, 其中两者价差优惠幅度在5分钱及以内的, 2007年12月25日起执行“电石、电炉铁合金、合成氨、电炉黄磷”类价格, 优惠幅度在5-10分钱的, 自2007年12月25日起取消电价优惠5分钱, 自2008年7月1日起取消剩余优惠, 优惠幅度超过10分钱的, 自2007年12月25日和2008年7月1日起各取消5分钱, 2009年1月1日起每年取消优惠5分钱。2、没有单设“电石、电炉铁合金、合成氨、电炉黄磷”类价的, 按照电解铝电价比大工业电价低10%的原则取消优惠, 取消优惠电价的步骤和方法同前款
2009年12月21日	上调各大区域电网销售价格	发改委宣布上调全国非居民电价2.8分钱。
2010年5月12日	关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知	2010年6月1日起, 将限制类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时0.05元提高到0.10元, 淘汰类企业的电价加价标准由现行每千瓦时0.20元提高到0.30元
2011年4月10日、6月1日	发改委上调15省上网电价	15省上调销售平均价格为2.00分
2011年6月1日	发改委上调15省销售电价	15省上调销售平均价格为1.67分
2011年11月30日	发改委上调全国销售电价	全国销售电价每千瓦时提高3分

资料来源: 中原证券

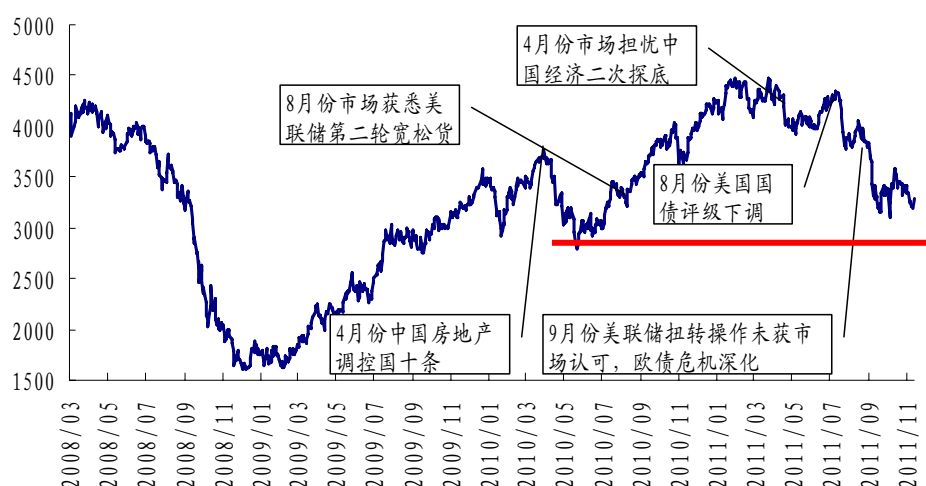
2.3 预计2012年有色金属价格总水平创新低之后震荡上行

2011年以来基本金属价格总体是振荡向下运行。受经济复苏和全球流动性推动，2月中旬LMEX金属价格指数创历史新高达到4479.40点，其中伦铜、锡纷纷创历史新高。之后4月份市场担忧中国经济增长放缓，金属价格出现第一次较大幅度调整。

8月底美国主权信用评级被下调，金属价格出现第二次较大幅度下跌，紧接着9月中美联储卖短买长扭转操作而非第三轮宽松货币政策让市场失望和欧债问题持续发酵，金属价格快速下跌，接近4月份的低点。

根据欧债危机继续发酵假设，预期全球宏观经济惯性向下、行业需求低迷，供过于求导致有色金属价格水平可能创新低，在这个过程中部分品种价格跌破成本，供应减少；同时随着宏观政策干预力度加大，特别是货币政策进一步宽松，库存水平处在低位的生产企业将启动补库存需求，推动价格震荡上行。

图27：LMEX指数



资料来源：wind资讯

3. 行业景气度下滑，预计2012年盈利小幅增长

预计2011年有色金属净利润增长60%左右。2011年前三季度有色金属行业整体实现净利润271.60亿元，同比增长77.33%，增速较上半年回落3.48个百分点。分季度来看，二季度将是全年盈利最丰厚的一个季度，对照二季度，三季度铜净利润下降最快，铅锌企业出现亏损，铝板块盈利提高是因为铝加工业务贡献净利润较多，黄金和小金属仍然保持较高盈利。各品种经过三季度快速下跌之后，四季度价格基本保持平稳，四季度小金属盈利继续回落，其他板块盈利保持稳定，预计四季净利润80-85亿元，全年净利润为351-356亿元，同比增长61.75%-64.06%。

表8: 子行业季度净利润

单位: 亿元

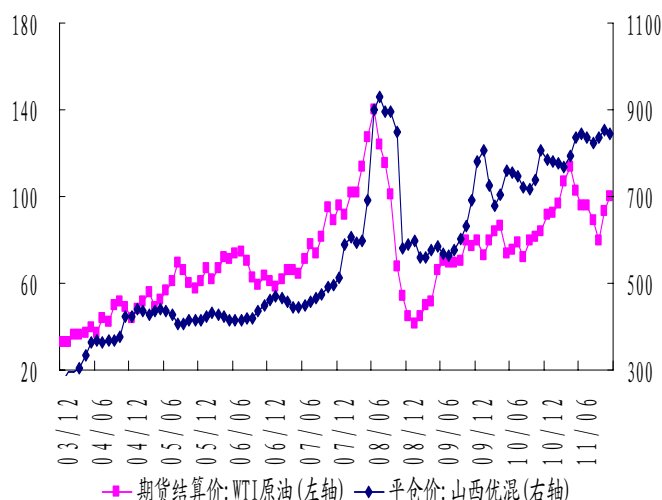
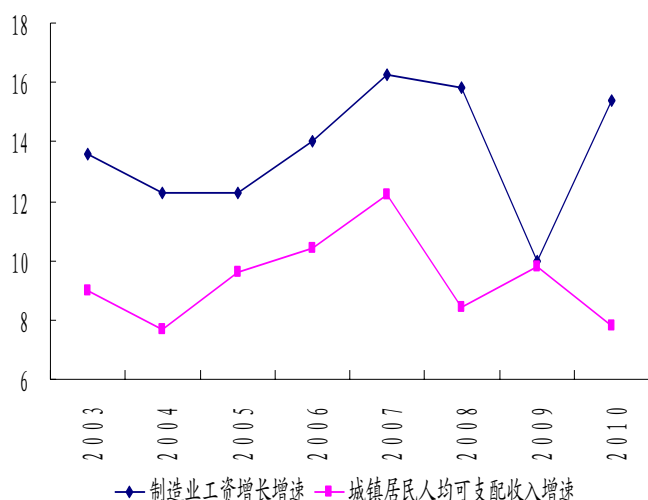
时间	铝	铜	铅锌	黄金	小金属	有色金属
2010-03	12.36	11.39	6.04	17.77	6.50	54.07
2010-06	2.52	18.29	-2.42	21.35	8.12	47.87
2010-09	2.37	15.10	4.09	19.43	7.13	48.13
2010-12	8.61	28.13	6.38	17.29	6.79	67.19
2011-03	8.75	24.37	1.99	23.15	11.16	69.41
2011-06	10.68	40.63	5.52	30.68	25.06	112.57
2011-09	19.61	21.07	-1.54	29.21	21.27	89.62

资料来源: wind资讯

09年以来国内有色金属行业受到人力成本增加和能源成本快速上升双重压力, 由于资源自给率偏低, 冶炼企业除了受制上游矿山企业苛刻的加工费, 人力和能耗成本增加不能完全转嫁, 行业毛利率维持低位。

图28: 制造业职工工资增速和城镇居民收入增速单位: %

图29: WTI结算价和秦皇岛煤炭平仓价 单位: %

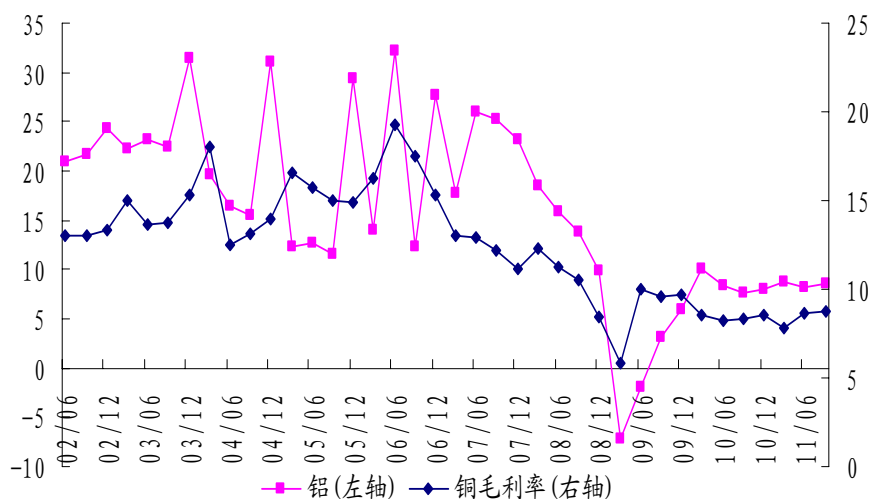


资料来源: wind资讯

资料来源: wind资讯

图30: 上市公司铜铝板块毛利率水平

单位: %



资料来源: wind资讯

行业景气度下滑，预计2012年有色金属净利润小幅增长。基于价格总水平创新低之后震荡上行的判断，预计2012年，上期铝、铅、锌均价水平分别为16500元/吨、16000元/吨、16000元/吨，全年冶炼企业盈亏基本平衡。上期铜均价6万元，国际黄金均价1600美元/盎司，小金属价格继续回落，根据净利润最大的前15家企业盈利估计，2012年整个板块盈利增长可能在10%左右。

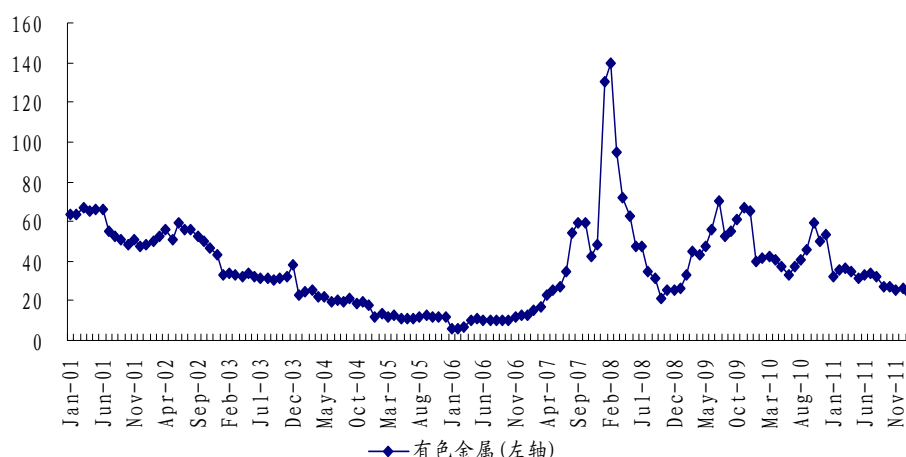
4. 投资策略

4.1 相对估值偏高

按照盈利增长10%左右，以2011年12月1日收盘价计算，2012年有色金属板块动态市盈率为23.5倍，纵向比较，略高于08年20倍，低于历史均值30倍，远高于05-06年10倍。内外比较，A股有色金属估值水平远高于外盘有色金属10倍左右估值水平。横向比较，也明显高于银行，地产等大市值板块估值水平。

图31：有色金属板块估值水平

单位：倍



资料来源：wind资讯

4.2 给予行业“同步上市”评级

基于2012年有色金属价格总水平可能创新低之后震荡上行，给予行业“同步上市”投资评级。时点选择要基于政策干预力度和经济下滑之间的博弈。一旦价格震荡上行形势确立，投资的主线包括两个角度：其一是长期供需关系紧张品种铅锌；其二是短期供应紧张，同时可能受益电网投资的铜。

表9：重点上市公司估值分析表

单位：元，倍

	每股收益			每股净资产		收盘价		市盈率		市净率		投资评级
	2010A	2011E	2012E	2011Q3	12月7	2010A	2011E	2012E	2011Q3	2011Q3		
江西铜业	1.56	2.00	2.20	11.29	25.15	16.12	12.58	11.43	2.23			增持
驰宏锌锗	0.46	0.30	0.50	4.36	15.62	33.96	52.07	31.24	3.58			增持
中金岭南	0.45	0.50	0.70	2.52	9.42	20.93	18.84	13.46	3.74			增持

资料来源：中原证券 注：股价为2011年12月7日收盘价

5. 行业风险提示

2012年行业面临主要风险，其一欧元崩溃；其二政策干预力度较弱。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。