

有色金属行业

行业深度研究报告

评级：推荐（上调）

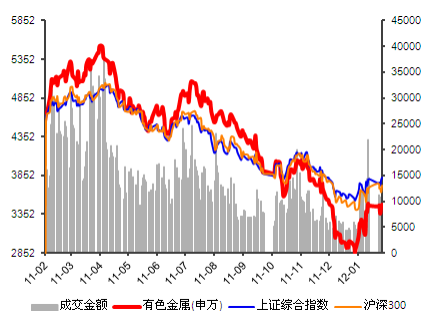
流动性推动的经济复苏支持金属价格上行

——有色金属行业二月份投资策略

重点推荐公司

公司名称	投资评级
中科三环（000970.SZ）	买入
银河磁体（300127.SZ）	买入
博威合金（601137.SH）	买入
贵研铂业（600459.SH）	买入
亚太科技（002540.SZ）	买入
锡业股份（000960.SZ）	买入
铜陵有色（000630.SZ）	买入
江西铜业（600362.SH）	买入

行业相对股价表现



相关研究

《有色金属 2012 年度投资策略：货币供给、经济增长与资源品稀缺度》

《点评报告：金属价格表现高于市场预期》

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>

报告摘要：

美国经济所处阶段：次贷危机以来美国经济复苏路径为“量化宽松注入流动性——经济复苏——注入的流动性消耗后增长动力下降、经济疲弱——再次宽松，流动性增长——经济复苏”。其特征为“流动性推动型”。借鉴 QE1 的影响时间，大致推断 QE2 可推动经济增长至 12 年中期，近阶段美国经济数据也显示其经济正处于复苏之中。目前银行超额准备金相当充裕，预示着流动性仍然充足，预计未来超额准备金将出现缓慢下降，与之对应的是信贷增加、消费复苏和经济增长，达到相当降幅后，经济动力或将衰减。而目前的经济阶段仍为复苏阶段。

工业金属：经济增长由流动性所推动，流动性方向决定了经济增长的方向，故而也决定了金属价格的趋势。对工业金属价格的判断是二月份仍处震荡上行阶段，全年为向上-向下-向上的 N 字形走势。前期的向上为缓慢震荡向上，中间阶段由于 QE2 效应结束导致需求下滑价格短期震荡向下，时间节点上关注今年中期的经济基本面。后期流动性注入使得经济增长，基本金属价格再次上涨。从库存角度来看，铜、锡库存表现远优于铝铅锌，反映了铜锡的供给更为紧缺。在整体价格的震荡上行中流动性更为偏好紧缺品种，价格表现必然更为优异。

黄金：短期价格上涨动力稍减，但牛市格局未变。历史上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，黄金即失去抗通胀功能。近期美国经济数据表现良好，同时由于大宗商品价格下跌，通过 PPI 的传导，CPI 也有所下降，预示短期黄金价格上涨动力稍减。但黄金牛市格局未变，原因在于美国此轮经济复苏的流动性驱动特征未变，未来大宗商品价格和通胀仍会上行，黄金抗通胀的属性将长期显现。

投资策略：1、近阶段美国经济复苏指标优于我们之前的判断，说明 QE2 引导的流动性特征的经济复苏动能较预期更足，预计二月份金属价格延续震荡向上，全年金属价格路径为 N 字形。上调行业评级至“推荐”。2、铜、锡等金属价格有望表现较为优异，对应投资标的主要是江西铜业、铜陵有色和锡业股份。3、下游深加工板块：总体而言，由于产品类似，中长期盈利能力（ROE）相近，下游深加工板块公司可比性较强。铜铝加工板块我们推荐盈利能力尚未充分发挥、估值（市净率）偏低的亚太科技和博威合金。4、稀土、小金属与新材料：推荐科研能力强的钨铁硼行业龙头中科三环和粘接磁体器件生产厂家银河磁体以及具有资源优势、全产业链的云南锗业。

目录

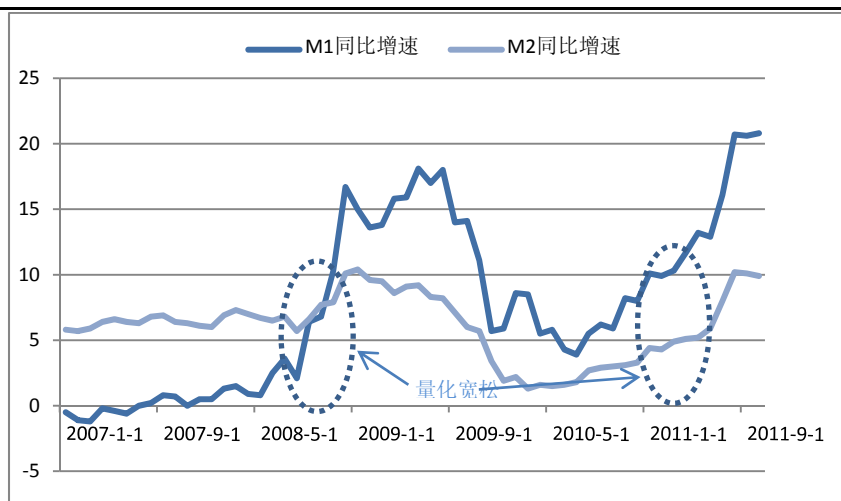
1、本轮美国经济周期的一个典型阶段：流动性推动型经济复苏正在途中	3
美国经济复苏路径	3
近阶段美国经济延续复苏，预计将持续至今年下半年.....	4
2、工业金属价格路径：二月份将延续震荡上行，全年 N 字形走势	5
3、黄金：短期价格上涨动力稍减，但牛市格局未变	7
4、投资策略.....	9

1、本轮美国经济周期的一个典型阶段：流动性推动型经济复苏正在途中

美国经济复苏路径

次贷危机以来美国经济复苏路径为“量化宽松注入流动性——经济复苏——注入的流动性消耗后增长动力下降、经济疲弱——再次宽松，流动性增长——经济复苏”。

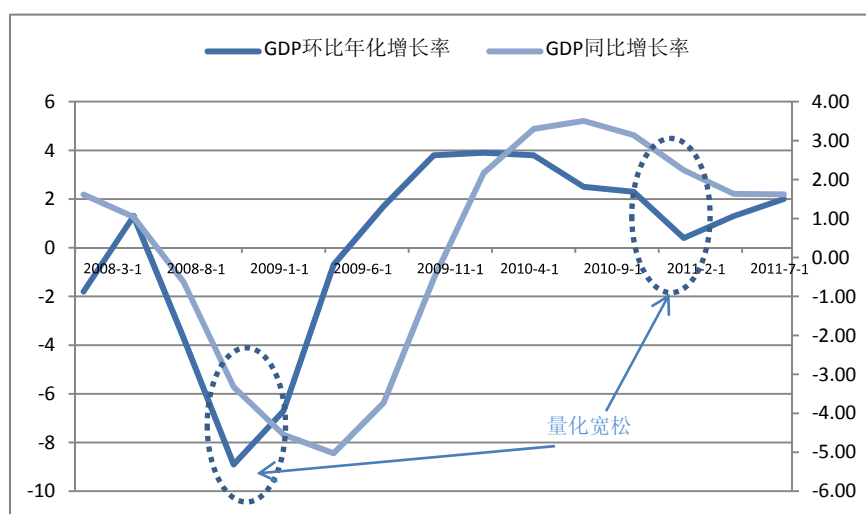
图 1 美国流动性走势



资料来源: bloomberg, 德邦研究

注入流动性后，随之经济增速开始上升，显示了此轮美国经济复苏的特征为“流动性推动型”。

图 2 美国经济增长



资料来源: bloomberg, 德邦研究

与第一次量化宽松有所差异，第二次量化宽松政策复苏进程中一定程

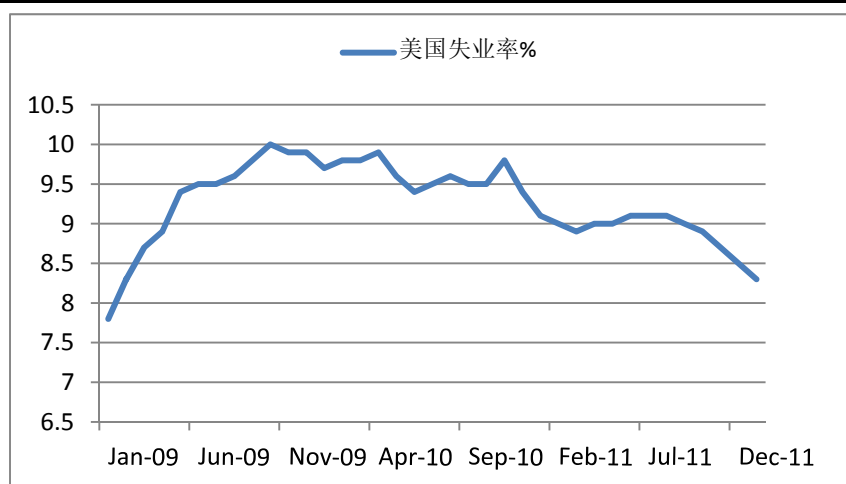
度上受到“欧洲主权债务危机”的外生冲击，但在趋势上未改变美国经济的复苏步伐。

近阶段美国经济延续复苏，预计将持续至今年下半年

08年底实施的QE1对货币供给量和经济增长的影响持续时间大概至10年中期，而QE2自10年11月份至11年6月份结束，借鉴QE1的影响时间，大致推断QE2可推动经济增长至12年中期，近阶段美国经济数据也显示其经济正处于复苏之中。

美国经济三分之二由消费组成，故就业指标尤其重要，自10年四季度以来失业率持续下滑，最新一期公布的数据12年1月份失业率为8.3%，新增非农就业人口数据表现也十分出色，就业恢复态势良好。

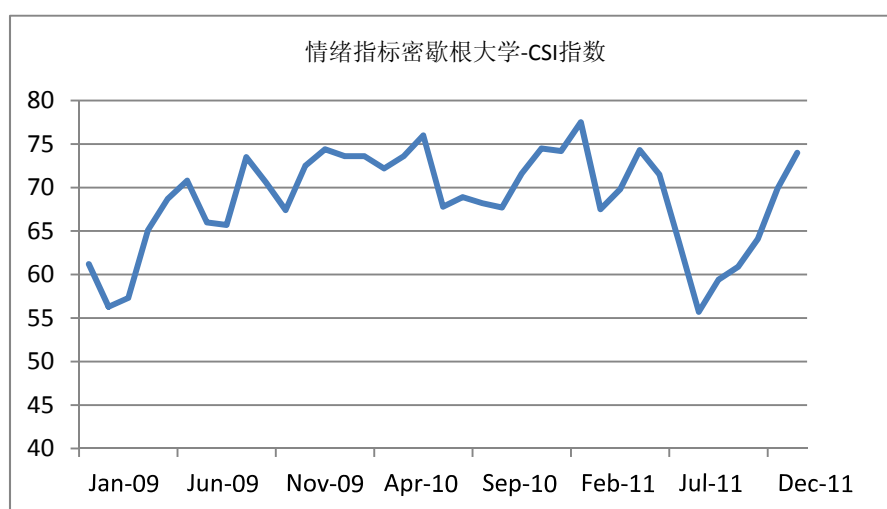
图3 失业率



资料来源: bloomberg, 德邦研究

密歇根消费情绪指标也大幅上扬。

图4 密歇根消费情绪指标

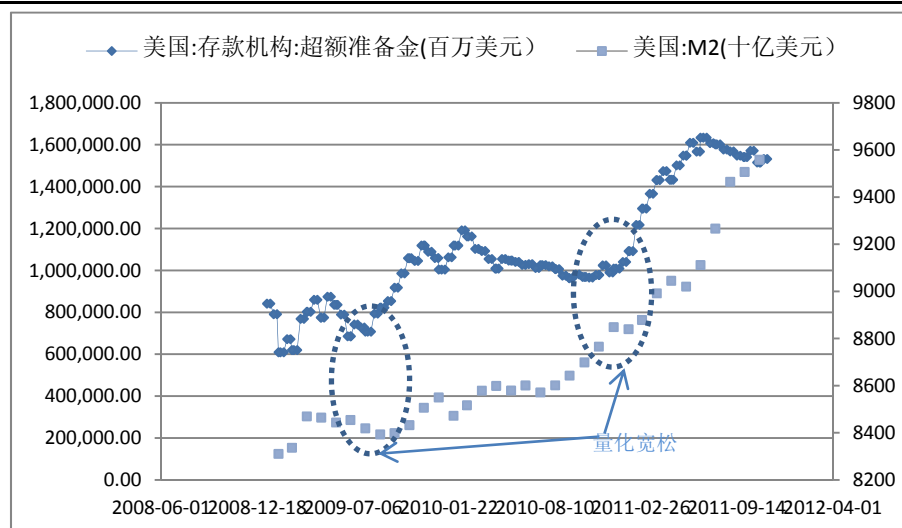


资料来源: bloomberg, 德邦研究

观察本轮周期银行超额准备金的情况，QE1 后出现大幅上升，随即随着经济增长出现缓慢下降，QE2 后同样出现大幅上升，但尚未出现相当程度的下降，说明银行能够用于信贷的资金充足，充裕的流动性也预示了未来经济增长的动力，同时这也说明了目前推出 QE3 是没有必要的，因为其注入的流动性仍将滞留在银行体系内。

预计未来超额准备金将出现缓慢下降，与之对应的是信贷增加、消费复苏和经济增长，达到相当降幅后，经济动力或将衰减。

图 5 美国银行超额准备金与 M2



资料来源: bloomberg, 德邦研究

本轮以流动性推动为特征的经济复苏何时结束，我们认为需等到失业率降到足够低的程度，其内生增长动力显现，或有新的产业体现较高的经济增长贡献率，我们认为**目前尚难实现这些条件**。

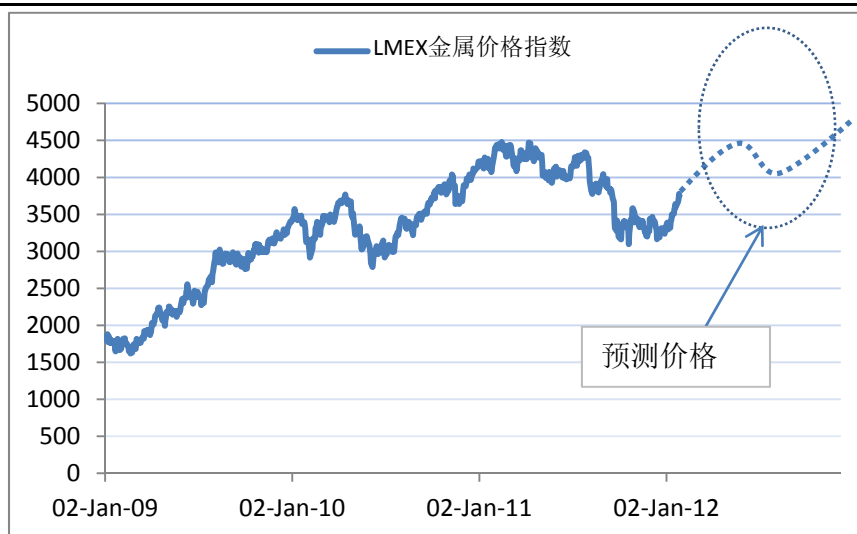
目前该阶段的经济复苏仍在重复之前的故事，预计流动性和经济增长的向上趋势将维持到今年中期。

2、工业金属价格路径：二月份将延续震荡上行，全年 N 字形走势

美国经济增长由流动性所推动，流动性方向决定了经济增长的方向，故而也决定了金属价格的趋势。

我们在年前点评报告《金属价格表现高于市场预期》中归纳了对流动性和基本金属价格的判断是向上-向下-向上的 **N 字形走势**。**前期**的向上为缓慢震荡向上，**中间阶段**由于 QE2 效应结束导致需求下滑价格短期震荡向下，时间节点上关注今年中期的经济基本面。**后期**流动性注入使得经济增长，基本金属价格再次上涨。

图 6 LME 金属价格指数预测

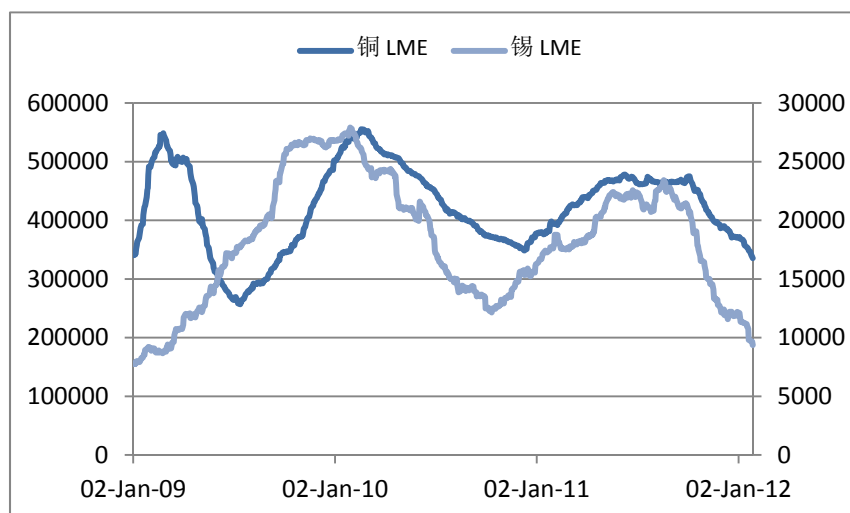


资料来源:bloomberg, 德邦研究

基于对各金属品种不同供需形势的认识,我们认为复苏过程中价格表现出色的为铜、锡品种,价格表现较弱的为铅锌铝。关于具体金属品种的行业周期在我们年度报告《经济增长、货币供给与资源品稀缺度》里已有详尽论述。

简单分析,从供需调节器库存角度来看,铜、锡 LME 库存与 09 年初基本一致,从 10 年开始则延续下降态势。

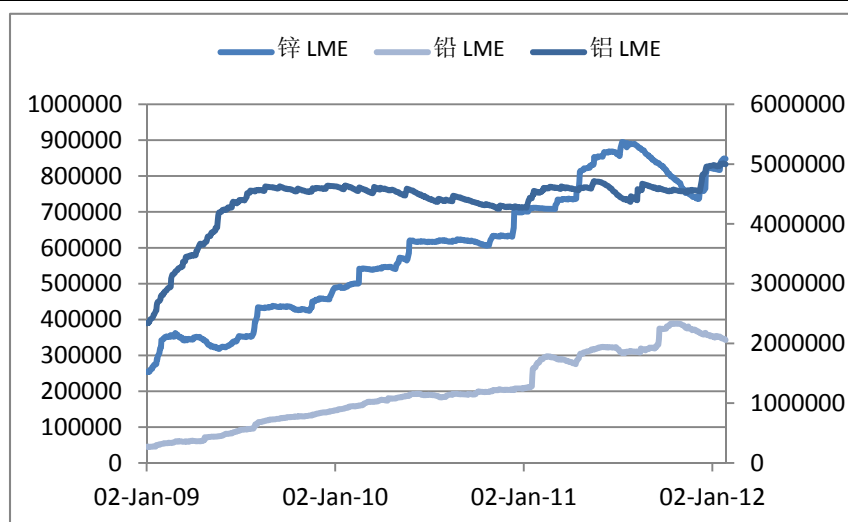
图 7 LME 铜、锡库存



资料来源:bloomberg, 德邦研究

而铝铅锌三种金属的 LME 库存自 09 年起总体趋势向上,目前库存均远高于 09 年初的水平。

图 8 LME 铜、锡库存



资料来源:bloomberg, 德邦研究

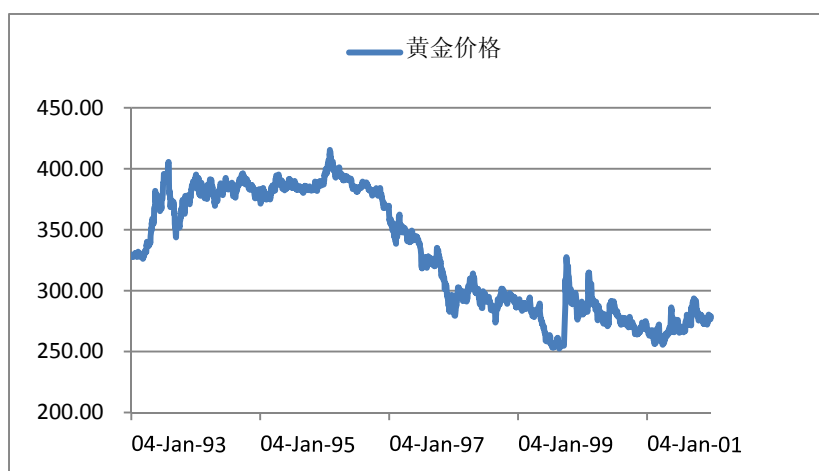
库存这一典型指标反映了铜锡的供给较铅锌铝更为紧缺。在整体价格的震荡上行中流动性更为偏好紧缺品种，价格表现必然更为优异。

3、黄金：短期价格上涨动力稍减，但牛市格局未变

对黄金价格的判断我们一直持乐观态度，主要理由在于流动性充裕和通胀预期是影响黄金价格的主要因素，而美国经济复苏则是以流动性推动为特征。

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。典型案例为克林顿政府时期经济持续高增长且维持低通胀，黄金价格走势一路向下。

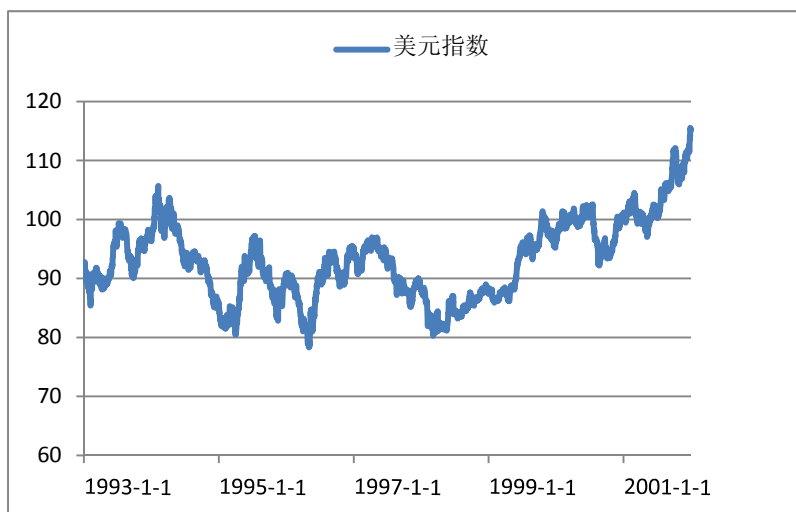
图 9 93-01 年黄金价格



资料来源:bloomberg, 德邦研究

同时，美元指数震荡上行。

图 10 93-01 年美元指数

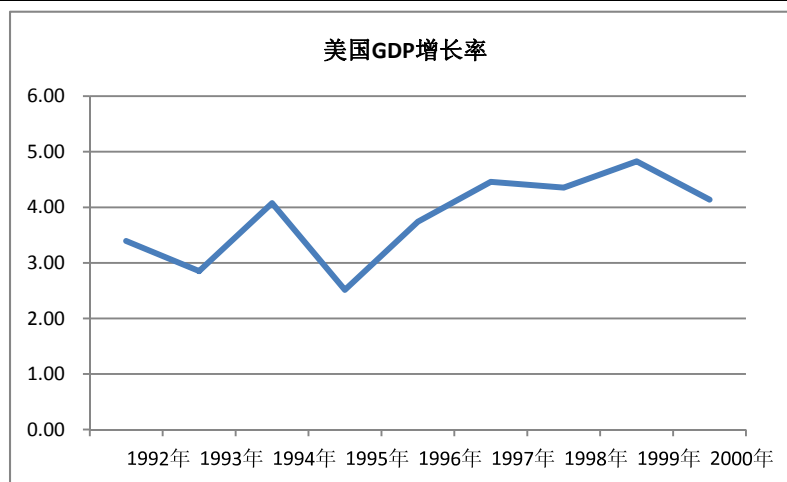


资料来源:bloomberg, 德邦研究

而究其实质，上世纪 90 年代新兴产业所带动的美国经济高增长率和低通胀率的组合决定了黄金价格的弱势和美元的强势。

90 年代美国 GDP 增长率基本维持在 3-5%的高增长区间。

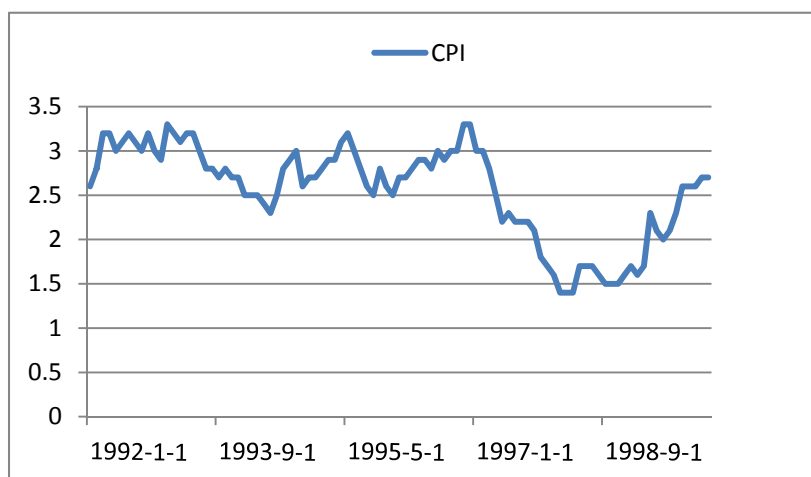
图 11 90 年代美国经济增长水平



资料来源:bloomberg, 德邦研究

而通胀水平则绝大部分时间内维持在 3%-1.5%的水平。

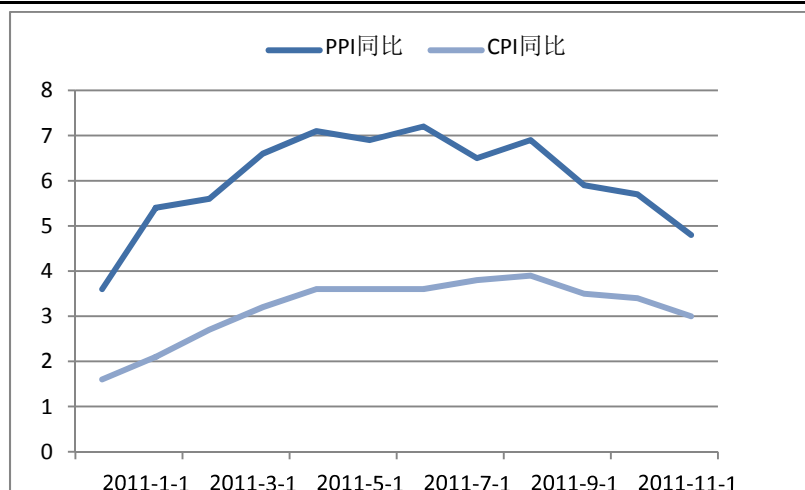
图 12 90 年代美国 CPI



资料来源:bloomberg, 德邦研究

近期美国经济数据表现良好, 同时由于大宗商品价格下跌, 通过 PPI 的传导, CPI 也有所下降, 预示短期黄金价格上涨动力稍减。

图 13 美国 CPI/PPI



资料来源:bloomberg, 德邦研究

但黄金牛市格局未变, 原因在于美国此轮经济复苏的流动性驱动特征未变, 不会出现 90 年代高增长低通胀的情形, 未来大宗商品价格和通胀仍会上行, 黄金抗通胀的属性将长期显现。

4、投资策略

1、在年度报告中我们对 QE3 之前基本金属价格走势的预测为平衡震荡, 但近阶段美国经济复苏指标优于我们之前的判断, 说明 QE2 引导的流动性特征的经济复苏动能较预期更足, 预计二月份金属价格延续震荡向上, 全年金属价格路径为 N 字形。上调行业评级至“推荐”。

2、铜、锡等金属价格有望表现较为优异, 对应投资标的主要是江西铜业、铜陵有色和锡业股份。

3、**下游深加工板块**: 总体而言, 由于产品类似, 中长期盈利能力 (ROE) 相近, 下游深加工板块公司可比性较强。铜铝加工板块, 我们推荐盈利能力尚未充分发挥、估值 (市净率) 偏低的**亚太科技**和**博威合金**。

4、**稀土、小金属与新材料**: 推荐科研能力强的钕铁硼行业龙头**中科三环**和粘接磁体器件生产厂家**银河磁体**以及具有资源优势、全产业链的**云南锗业**。

表 1 重点公司盈利预测和投资评级

代码	简称	投资评级	每股收益 (元)				市盈率			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
002540.SZ	亚太科技	买入	1.01	0.66	1.09	1.38	26.85	24.42	14.83	11.7
601137.SH	博威合金	买入	0.75	0.77	1.08	1.4	27.93	22.81	16.19	12.45
000970.SZ	中科三环	买入	0.41	1.21	1.5	1.78	18.92	15.89	12.8	10.73
300127.SZ	银河磁体	买入	0.41	0.69	0.87	1.31	35.68	39.4	31.18	20.87
002428.SZ	云南锗业	买入	0.68	0.57	0.81	1.24	64.99	61.94	44.09	28.7
600459.SH	贵研铂业	买入	0.45	0.35	0.48	0.73	77.45	49.57	35.82	23.7
000630.SZ	铜陵有色	买入	0.69	1.05	1.31	1.71	17.99	16.13	12.9	9.91
600362.SH	江西铜业	买入	1.56	2.17	2.45	2.85	10.82	10.04	8.9	7.65
000960.SZ	锡业股份	买入	0.46	0.84	1.12	1.34	25.65	20.97	15.73	13.01

资料来源:wind, 德邦研究

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。