

有色金属行业

行业研究报告

评级：推荐（维持）

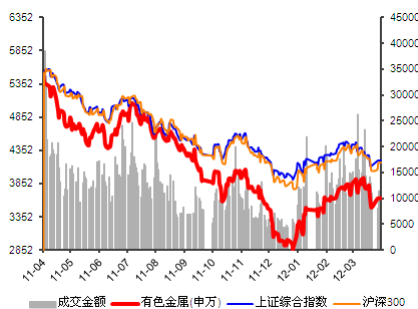
择取资源 摒弃加工

——有色金属行业二季度投资策略

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
东方钽业 (000962.SZ)	买入
云南锗业 (002428.SZ)	买入
包钢稀土 (600111.SH)	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》

《二月份策略：流动性推动的经济复苏支持金属价格上涨》

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：

经济基本面：受流动性推动影响，美国经济依然处于复苏路径之中，失业率水平自 11 年三季度后持续下滑，二月份失业率水平为 8.3%，维持了一月份的水平。密歇根大学消费者信心指数三月份数据为 74.3，虽较二月份的 75.3 略有下降，但仍处于较高位置。住房市场处于平稳复苏之中，NAHB 住房市场指数从去年七月份起持续上升。现时的通胀压力并不大。但受原油价格不确定性因素和经济增长预期的影响，通胀预期开始上升。欧洲实体经济预期仍然偏弱，但希腊债务问题得到初步解决，风险情绪降低。国内经济预计 12 年一季度经济增速继续环比下滑，低于 11 四季度的 8.9%。

工业金属：虽然今年各个经济体的经济增长尤其是政策方向不一，但决定金属价格的核心因素是美国经济增长和美元的投放，其经济增长在流动性的推动下依然较为确定，这决定了金属价格未来震荡上行的方向，但上涨力度受到其他经济体的不利干扰而明显减弱。长期而言库存这一典型指标的走势分化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。

黄金：在二月份策略中我们提出黄金价格上涨的有利环境在发生变化，美国经济处于较快增长和较低通胀的组合区间，黄金价格上涨的动力有所减缓。尤其在欧洲债务危机得到缓解之后，黄金价格出现调整。但长期来看黄金牛市格局未变，原因在于美国此轮经济复苏的流动性驱动特征未变，时间节点上，我们认为二季度后美国新的流动性注入行动发生概率较大，其引发的通胀预期将成为黄金价格上涨的催化剂。

稀土、稀土永磁与小金属：关注供给集中度高且下游需求广泛的品种：稀土、锗、钽。稀土及钕铁硼价格仍有回调空间；中国资源保护力度增强，锗矿供给将受到限制，我们看好锗价格的长期走势。在钽矿冶炼加工环节具有很高的技术壁垒和市场壁垒，看好东方钽业长期获得行业内的超额收益。

投资策略：1、维持行业整体“推荐”评级。看好资源品的价格走势。有色金属矿的投资价值远大于基本金属下游加工业。2、资源品方面，铜、锡等供给紧缺型品种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、黄金板块：短期黄金价格上涨动力缺乏，时点可关注 6 月份之后的通胀及美联储货币政策动向。4、稀土、稀土永磁材料与小金属：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、具有资源优势、全产业链的云南锗业和具有高进入壁垒的东方钽业，长期看好包钢稀土。

目录

1、经济基本面：复杂交织.....	3
美国经济复苏仍将持续	3
欧洲经济疲软，但欧债危机风险情绪大幅降低.....	6
国内经济增速下滑	7
与 09 年的差异：各经济体经济和政策分化，复杂交织.....	8
2、金属价格分化明显：关注库存的长期表现.....	9
3、黄金：等待通胀.....	11
4、稀土、稀土永磁材料及小金属：关注供给集中度高的品种	12
5、投资策略.....	14

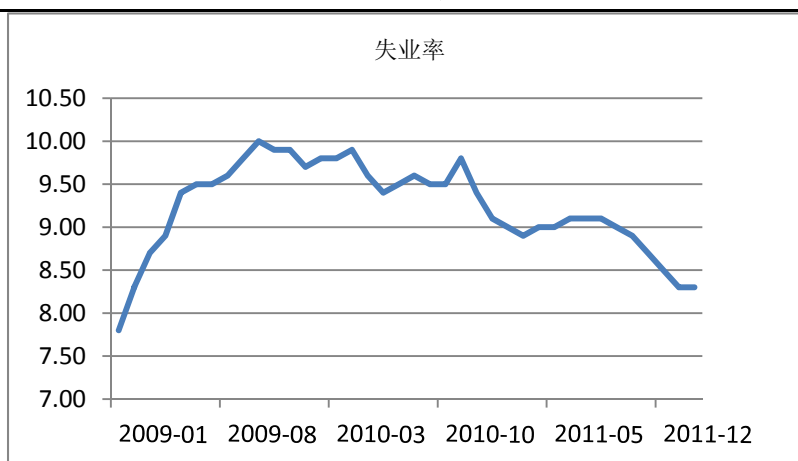
1、经济基本面：复杂交织

美国经济复苏仍将持续

在前期一系列的有色金属策略报告中我们总结了次贷危机以来美国**经济复苏路径**：“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”。

经过 QE2 的流动性注入运作，美国经济持续复苏态势明确，这从一季度各项经济数据指标中可以得到验证，而影响未来美联储货币政策走向的关键指标则为就业信贷和通胀水平。美国一季度就业数据表现较优，这对美国未来数月的经济增长预期和货币政策走向具有重要意义。

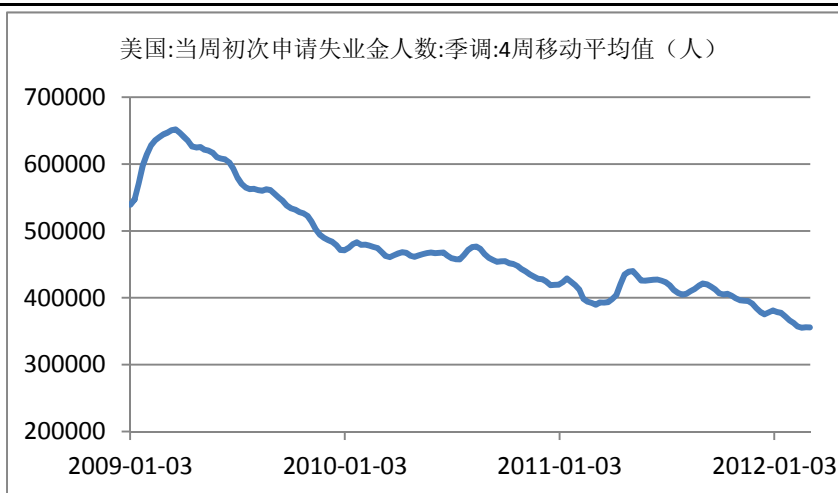
图 1 美国失业率走势



资料来源: bloomberg, 德邦研究

失业率水平自 11 年三季度后持续下滑，二月份失业率水平为 8.3%，维持了一月份的水平。除了失业率数据之外，美国当周初次申请失业金人数也稳步下滑。

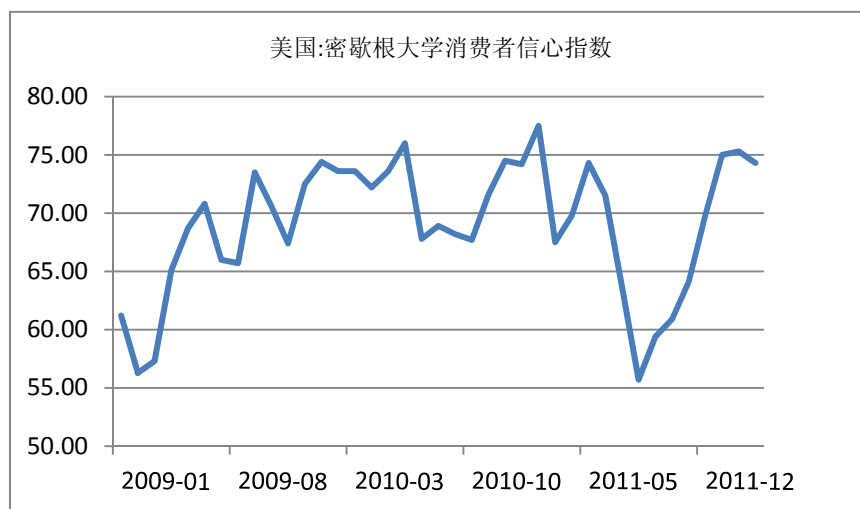
图 2 美国当周初次申请失业金人数



资料来源: bloomberg, 德邦研究

消费方面，密歇根大学消费者信心指数三月份数据为 74.3，虽较二月份的 75.3 略有下降，但仍处于较高位置，显示出不错的消费预期。

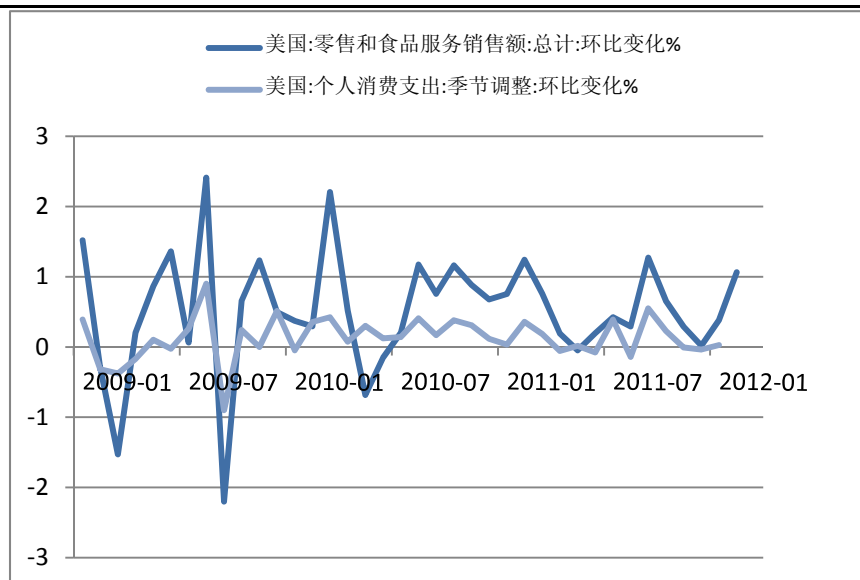
图 3 密歇根大学消费者信心指数



资料来源:bloomberg, 德邦研究

消费数据方面，零售和食品服务销售额环比持续增长。

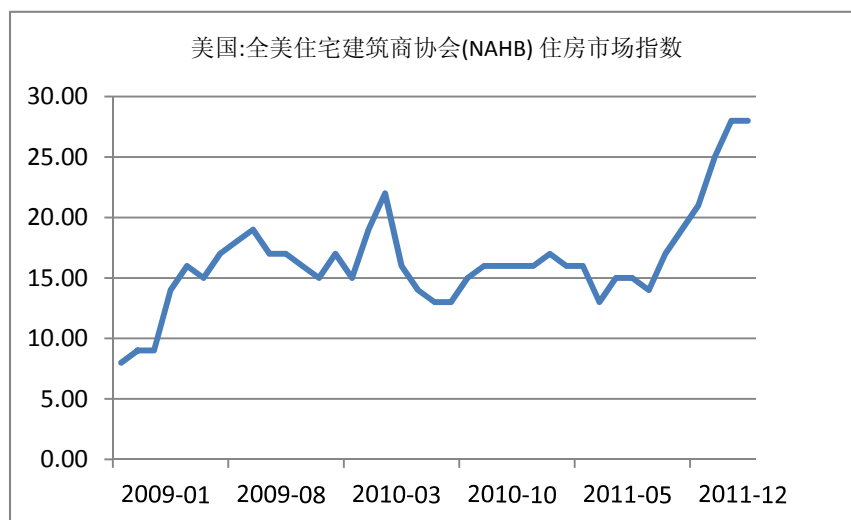
图 4 美国消费数据



资料来源:bloomberg, 德邦研究

美国住房市场处于平稳复苏之中，全美住宅建筑商协会 (NAHB) 住房市场指数三月份数据为 28，与二月份持平，该指数从去年七月份起持续上升至今。

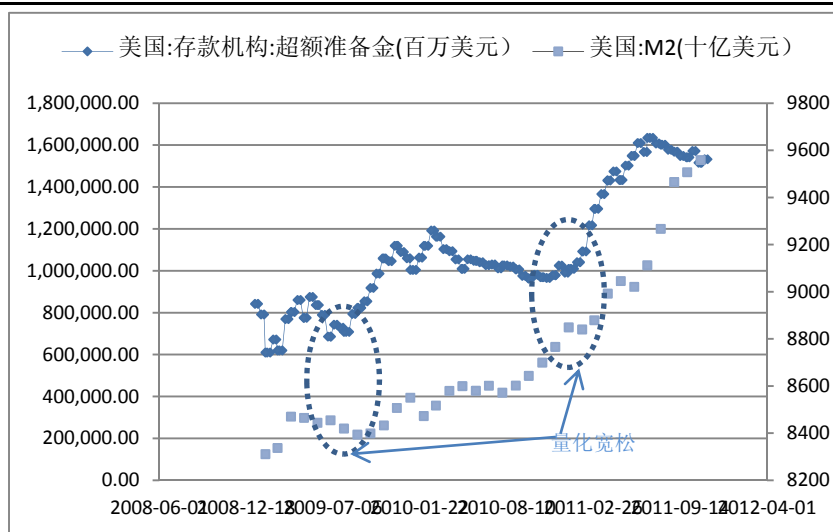
图 5 NAHB 住房市场指数



资料来源:bloomberg, 德邦研究

目前美国银行超额准备金仍然十分充足, 显示了未来向消费市场形成信贷的潜在能力, 也意味着美国当前并无必要实施新的流动性注入行动。

图 6 美国银行超额准备金与 M2



资料来源:bloomberg, 德邦研究

虽然美国通胀数据显示良好, 由于前期大宗商品价格的下跌传导至消费领域, CPI 和核心 CPI 指数表现不错, 现时的通胀压力并不大。

但受原油价格不确定性因素和经济增长预期的影响, 通胀预期开始上升。

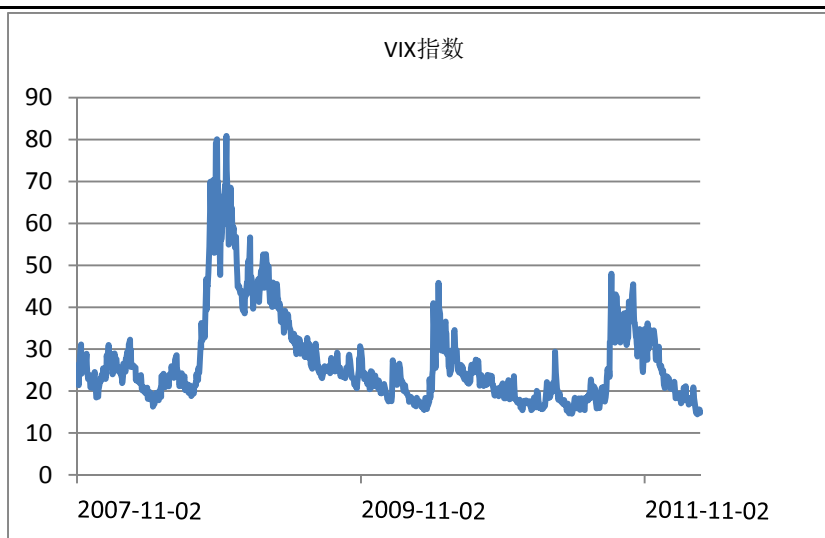
图 7 美国通胀预期



资料来源:bloomberg, 德邦研究

资本市场情绪方面，VIX 指数持续下滑，显示了市场风险偏好情绪的上升。

图 8 VIX 指数



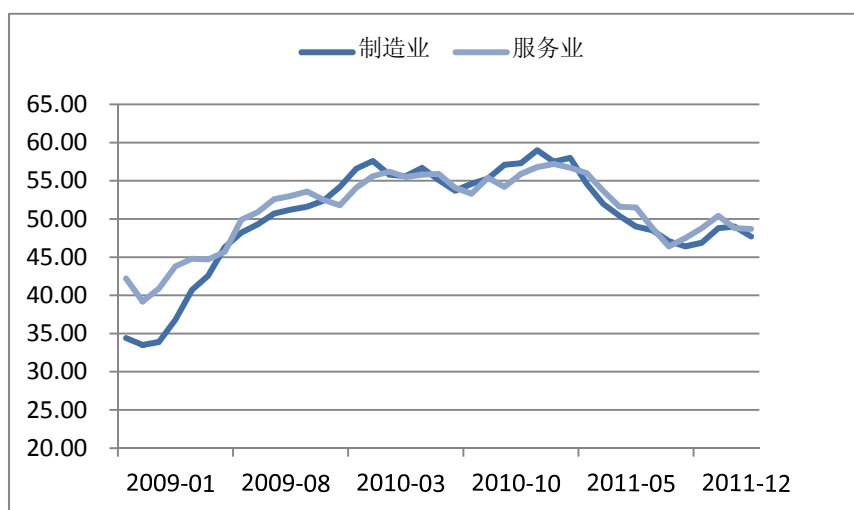
资料来源:bloomberg, 德邦研究

总体而言，根据我们上面归纳的美国经济复苏路径，美国未来经济持续复苏较为确定，我们认为未来就业、消费和信贷方面的数据仍向较好的方向前进，但由于地缘政治等因素，通胀水平的变化路径出现干扰因素，这对未来美联储的货币政策力度或造成影响。

欧洲经济疲软，但欧债危机风险情绪大幅降低

实体经济预期仍然偏弱。PMI 指数仍跌跌不休，三月份制造业 PMI 指数为 47.7，较二月份数据回落明显，三月份服务业 PMI 指数为 48.7，基本持平于上个月。

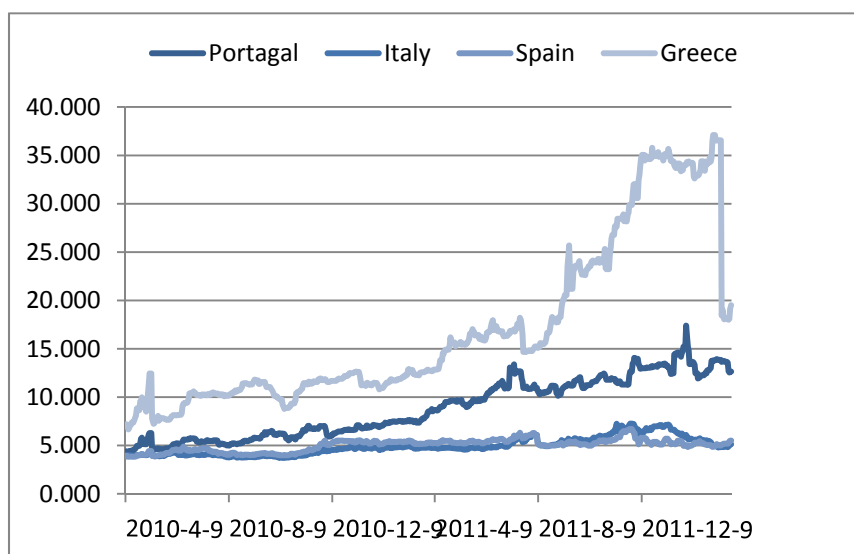
图 9 欧元区采购经理指数(PMI)，月度



资料来源:bloomberg, 德邦研究

希腊债务问题得到初步解决，国债收益率方面，希腊 10 年期国债收益率大幅下降至 19%，意大利和西班牙出现小幅上升。

图 10 国债收益率走势



资料来源:bloomberg, 德邦研究

国内经济增速下滑

国内经济增速下滑，预计 12 年一季度经济增速继续环比下滑，将明显低于 11 四季度的 8.9%。

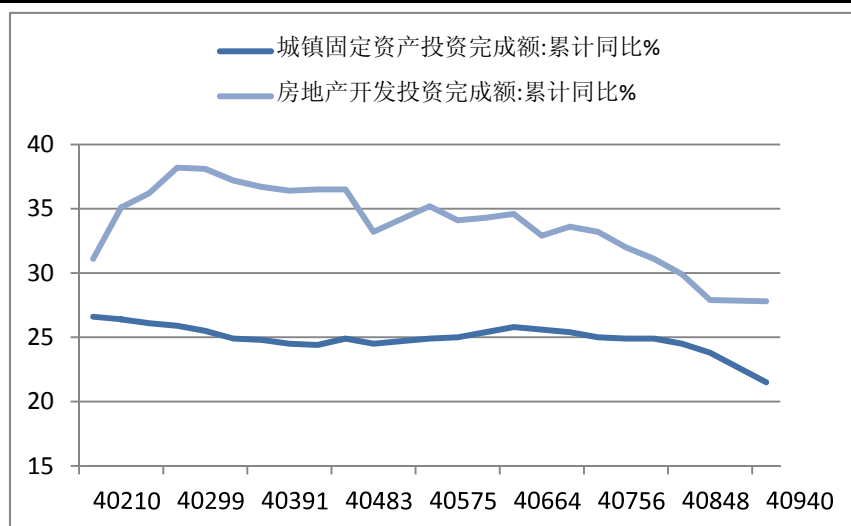
图 11 GDP 当季同比增长%



资料来源:wind, 德邦研究

国内固定资产投资增速下滑。

图 12 GDP 累计同比增长%



资料来源:wind, 德邦研究

与 09 年的差异：各经济体经济和政策分化，复杂交织

今年总体经济形势与 09 年最大的不同即为各个经济体的经济增长尤其是政策方向不一，09 年各个经济体基本上都采取极其宽松的货币政策，而目前美欧的货币政策方向仍然宽松，但国内的货币供给增速持续下滑，另一个不同点在于目前欧洲债务高企导致的政府再融资能力趋弱，影响了其财政扩张的能力。

但决定金属价格的核心因素是美国经济增长和美元的投放，这一点并未改变，我们认为美国经济增长在流动性的推动下依然较为确定，这决定了金属价格未来震荡上行的方向，但上涨力度受到其他经济体的不利干扰

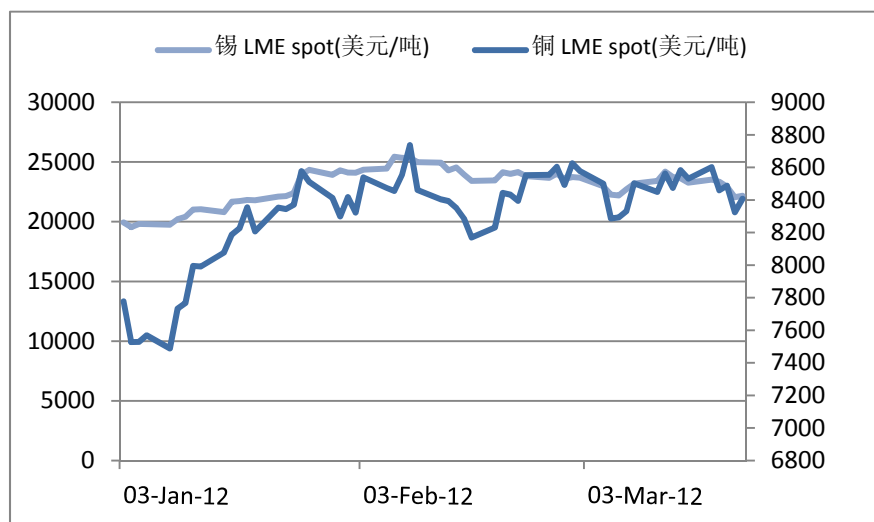
而明显减弱。

2、金属价格分化明显：关注库存的长期表现

今年一季度以来金属价格总体向上，但分化明显。

一季度以来，截止 3 月 23 日，LME 铜现货价格上涨 8%，LME 锡现货价格上涨 11%。

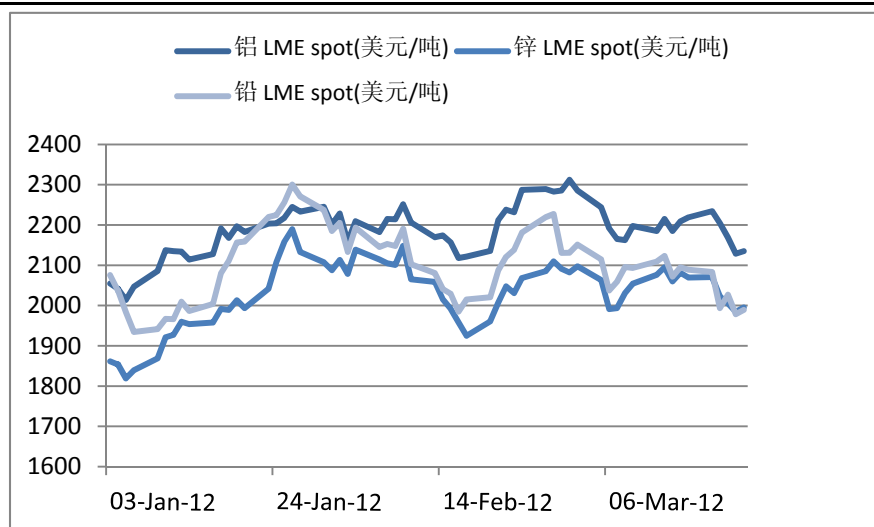
图 13 铜、锡 LME spot 价格



资料来源: bloomberg, 德邦研究

LME 铝现货价格上涨 3.7%，LME 锌现货价格上涨 7.2%，LME 铅现货价格则下跌 4.1%，

图 14 铝、锌、铅 LME spot 价格



资料来源: bloomberg, 德邦研究

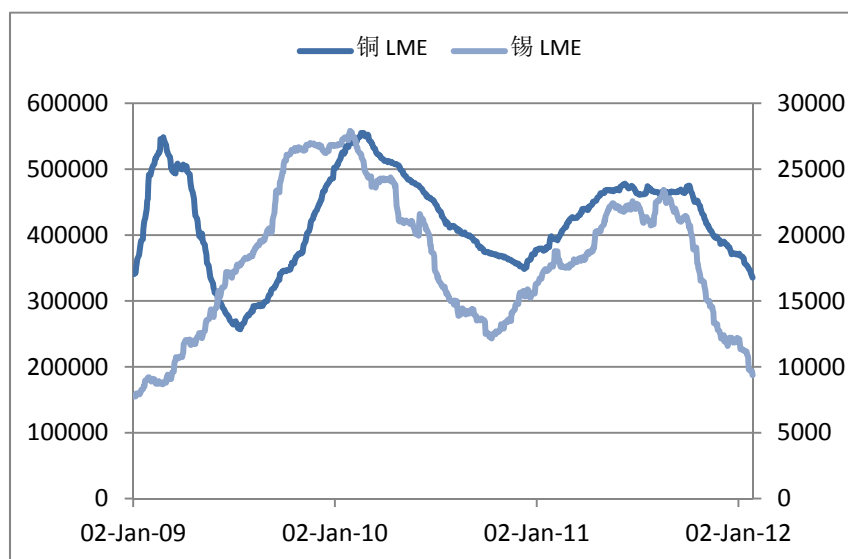
库存作为分析金属供需关系的核心指标，经常用来判断未来价格涨跌趋势，但就短期（数月）而言，其对价格判断的作用较小，原因在于库存

的变化基本反映当前供需关系，而影响金属价格的因素较为复杂，不仅包括实体经济层面的供给和需求，还包括全球流动性充裕程度、各国（特别是美国）货币政策、资本市场风险偏好以及其他影响经济预期的各类因素。典型案例为 08 年底至 09 年 5 月库存虽然大幅上升，但伦敦金属期货价格也大幅上涨，出现背离。

今年一季度至今市场争论较多的问题为**铜库存的变化**，LME 库存大幅降低，而 SHFE 库存则大幅上扬，且增加量高于 LME 的减少量。这反映了区域需求走势的分化以及国内融资需求导致的库存增加。很多研究者认为 LME 库存的降低不能作为铜价供需关系改善和价格上涨的理由，我们认为这种观点是正确的，但我们认为同样也不能用世界范围内铜库存的总体小幅上升的事实来判断未来铜价下跌的趋势。**我们认为对金属价格总体大趋势的判断应忽略库存的短期表现。**

而长期而言，库存的分化则意味着各个金属品种供需关系的不同。

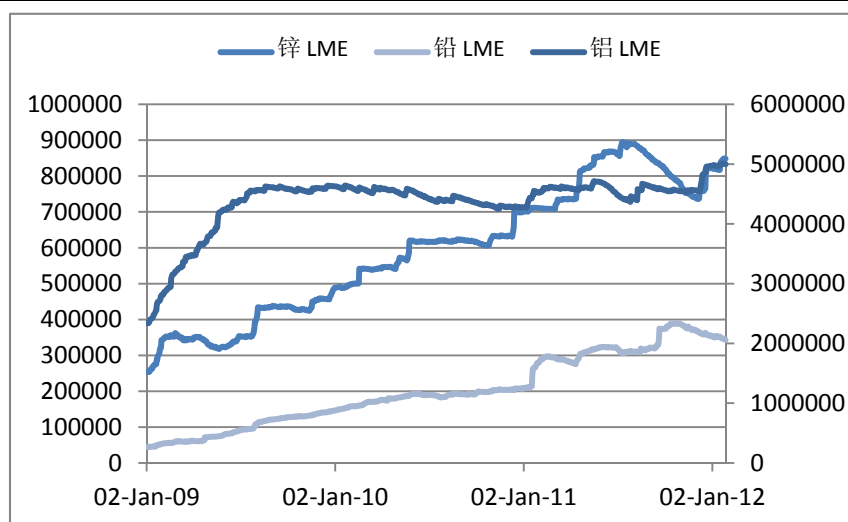
图 15 LME 铜、锡库存



资料来源: bloomberg, 德邦研究

铜、锡当前 LME 库存与 09 年初时基本接近，而铝铅锌三种金属的当前 LME 库存均远高于 09 年初的水平。

图 16 LME 铜、锡库存



资料来源: bloomberg, 德邦研究

长期而言库存这一典型指标的走势分化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：等待通胀

在二月份发布的投资策略中我们提出黄金价格上涨的有利环境在发生变化，美国经济处于**较快增长和较低通胀的组合区间**，黄金价格上涨的动力有所减缓。

近期黄金价格表现不振也印证了我们之前的观点，尤其在欧洲债务危机得到缓解之后，黄金价格出现调整，也是势在必然。

图 17 近期金价表现



资料来源: bloomberg, 德邦研究

但长期来看黄金牛市格局未变，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。

时间节点上，我们认为二季度后美国新的流动性注入行动发生概率较大，其引发的通胀将成为黄金价格上涨的催化剂。

4、稀土、稀土永磁材料及小金属：关注供给集中度高的品种

稀有金属金融属性较弱，价格对供需的敏感度更高，我们选择供给集中度高下游需求广泛的品种关注，比如稀土、锆、钽等。

稀土、稀土永磁行业短期压力大。

虽然稀土价格最近企稳并有部分反弹，我们认为稀土价格仍有回调空间。理由如下，

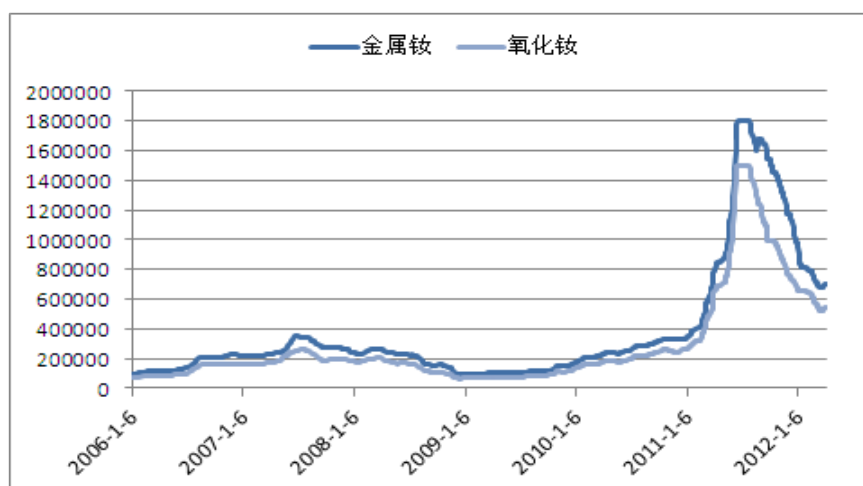
第一，一直以来稀土定价没有考虑进环境和资源的成本，而且由于中下游应用把握在国外企业手中，定价权不在中国，所以导致稀土价格过低。这也导致了国外对中国稀土的依赖，中国以不到 50% 的储量供应全球 90% 以上的需求。随着中国收紧稀土出口，稀土价格直线拉升。随着 2010 年底，世界最大的稀土矿芒廷帕斯（美国）重启开采，我们认为稀土价格已经基本进入合理价位。相比于 2010 年底的稀土价格，现在仍有很大溢价。

第二，从下游需求来说，以变频空调为例，按目前价格，一台三千元的空调用稀土永磁仍比用铁氧体成本仍要高出五六十元，虽然占比不大，但是考虑到稀土价格波动幅度比较大的机会成本，目前仍然对稀土需求又很大抑制，从格力电器了解到的情况，他们大部分中低端已经改用铁氧体。中低端应用萎靡，单纯依靠高端应用，不足以支撑目前稀土价格。

综上，不考虑市场炒作，单纯从供需来考虑，我们认为稀土价格仍有回调空间。单纯依靠限制出口这种非市场手段来保护稀土资源毕竟不是长久之计，国家计划通过稀土公司整合，把国内的稀土资源整合成为三家大型垄断公司，从而取得稀土的定价权，整合成功之后，稀土定价模式发生改变，对于上游公司有利。但是在整合的过程中，牵扯到央企和地方的利益，也非一朝一夕之事。

目前，上游上市公司主要是包钢稀土和广晟有色，广晟有色考虑到广东稀土采矿权仍有很多未进入公司，目前估值比较高。现在来看，包钢稀土将确定作为最终北方稀土整合的龙头，而广晟有色的整合则存在不确定性。考虑到稀土价格的回调，这些公司业绩 2012 年都将回落，短期压力大。但是从长期来看，确定性的看好包钢稀土。

图 18 稀土及氧化物价格走势



资料来源:亚洲金属网, 德邦研究

中游看好中科三环和银河磁体, 逻辑如下:

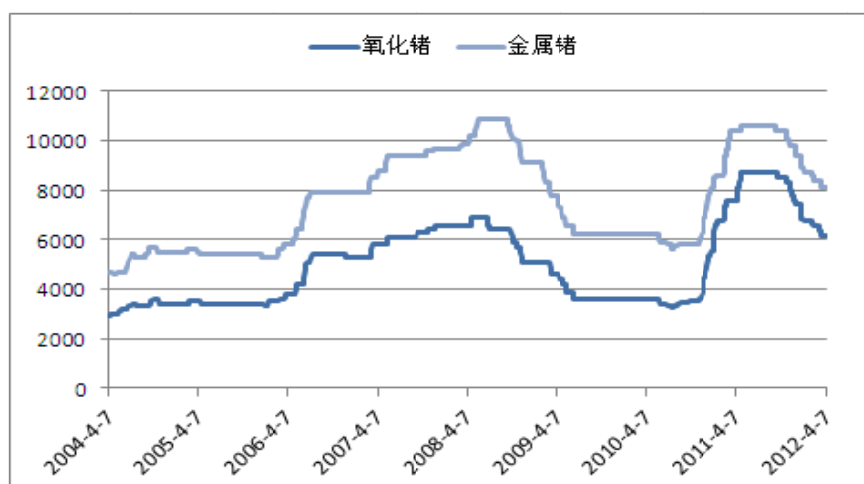
国能稀土永磁应用多集中于中低端, 日本等国外企业集中于中高端。稀土限制出口, 导致国内稀土价格低于国外, 这对于中游生产企业是一个利好, 但是像我们前面分析的, 这种非市场性的利好是不可持续的, 随着稀土价格提升, 对下游中低端需求的限制对这部分公司影响比较大。从上市公司了解到的情况, 随着低端应用的萎靡, 中游钕铁硼产能过剩, 去年产能平均利用率只有百分之五六十, 之所以业绩超预期, 是因为这部分公司一直采用毛利率稳定来定价, 随着稀土价格提升, 业绩也有大幅提升。随着需求的减少和产能的进一步释放, 高毛利率将难以维持, 而且由于稀土价格短期内回不到 2011 年的高位, 我们预计这部分公司 2012 年业绩也将大幅回落。在业绩回落过程中, 将会出现分化, 研发实力强的企业, 将研发实力强的企业, 将首先往高附加值产品转型。研发实力强的企业, 将首先往高附加值产品转型。因此我们看好科研能力最强的中科三环。另外, 银河磁体是粘结钕铁硼器件生产厂商, 其下游应用多为电子产品, 产品尺寸大小要求较高, 且稀土成本占比不高, 因此需求相对具有刚性, 我们也看好。

综上, 本板块公司短期压力都比较大, 中期看好**中科三环**和**银河磁体**, 长期看好**包钢稀土**。

小金属方面看好锆和钽。锆全球资源比较贫乏, 分布集中, 且多为铅锌伴生矿, 一方面供给受到铅锌产能的限制, 另一方面, 中国供应全球 70% 的锆需求, 随着中国资源保护力度增强, 锆矿供给也将受到限制, 目前锆价格相对处于历史低位, 我们看好锆价格的长期走势。推荐具有**资源优势全产业链的云南锆业**。

在钽矿冶炼加工环节, **卡勃特材料功能公司**、**H·C·斯达克公司**和**宁夏东方有色金属集团公司**占据了世界钽产品(钽粉、钽丝及合金等)90% 以上的市场份额, 具有很高的技术壁垒和市场壁垒, 看好**东方钽业**长期获得行业内的超额收益。

图 19 锆矿价格走势



5、投资策略

1、维持行业整体“推荐”评级。基于对美国经济及流动性这一核心因素的一贯观点，我们认为金属价格仍将震荡上行，看好资源品的价格走势。按照有色金属行业产业链的划分，由于基本金属的下游加工业的产品市场在国内，而国内需求增速下滑较为确定，未来销售增速将趋弱，同时上游原材料价格压力较高，所以在整个产业链中，该时点上我们认为有色金属矿的投资价值远大于下游加工业。二季度策略中我们推荐组合中调出基本金属加工板块标的。

2、资源品方面，铜、锡等供给紧缺型品种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、黄金板块：短期黄金价格上涨动力缺乏，时点可关注 6 月份之后的通胀及美联储货币政策动向。

4、稀土、稀土永磁材料与小金属：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、具有资源优势、全产业链的云南锆业和具有高进入壁垒的东方钽业，长期看好包钢稀土。

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。