



中原证券
CENTRAL CHINA SECURITIES

有色金属

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

还有一跌

——有色金属行业 2012 下半年投资策略

证券研究报告-行业策略

同步大市（维持）

发布日期: 2012 年 6 月 8 日

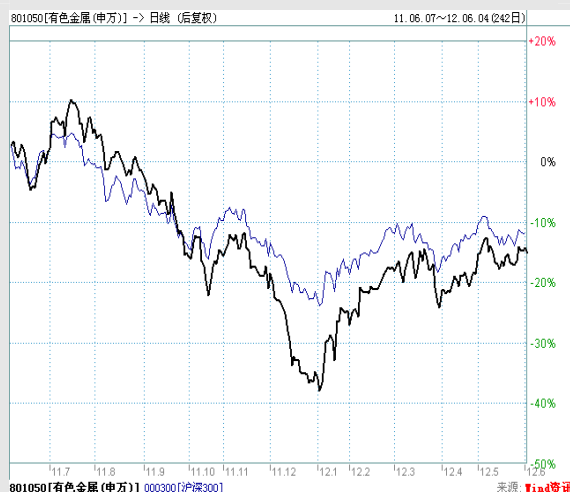
报告关键要素:

政策放松预期和经济触底,推动有色金属价格和板块双双大幅反弹,二季度以来金属价格和板块走势背离,预计有色金属A股指数将向价格趋势靠拢,阶段性趋势反弹取决于经济刺激力度。

投资要点:

- **二季度有色金属价格和 A 股板块走势背离。**二季度以来,经济形势超预期下行,金属商品市场和股票市场做出了截然相反的反应,金属价格向下,金属板块震荡上升并保持平稳态势,未来这种背离走势将修复。
- **预期二季度行业经历去库存化。**2011 年四季度价格回落至低位和预期 2012 年中国经济一季度见底回升,推动了中国有色企业加库存进程,2012 年一季度大幅上升至 91%。由于二季度经济增速继续下滑,预计上市公司整体经历一次短期去库存化进程。
- **市场预期的经济刺激规模有限,对有色需求拉动有限。**国务院部署下一步经济工作,已经把稳增长摆在更加突出的位置,加大政策预调微调力度,但是这一次只是定性的布置,没有涉及具体的投资规模,市场预期大致 2 万亿左右,明显与 2008 年比不在一个数量级别。
- **A 股有色板块还有一跌。**如果不加大刺激经济增长力度,下半年改善整体行业需求难度较大,部分强势品种价格向下调整空间依然存在,有色金属板块市场趋势整体可能先抑后扬。
- **两条投资思路。**其一利用内外铝价倒挂,加大进口改善盈利;其二部分再生企业受益行业政策利好。
- **风险提示:**中国经济下滑势头不减,欧洲债务危机深化。

有色金属相对沪深 300 表现



相关研究

联系人: 周楷翔

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

目录

1. 二季度以来基本金属价格和股价出现背离.....	4
2. 二季度旺季不旺，消化库存	5
2.1 中国经济增速一季度见底落空.....	5
2.2 全球供求随中国经济趋势波动.....	6
2.3 中国有色金属需求增速进入低档区域.....	6
2.4 预期二季度行业经历去库存化.....	7
3. 寄希望加大刺激经济增长力度	7
3.1 市场预期本轮刺激经济增长投资规模有限.....	7
3.2 已经出台的重要下游需求行业刺激政策力度有限.....	8
3.3 两个关键行业尚没有根本利好.....	9
3.4 刺激力度不加大，有色金属需求难有大的起色.....	10
4. 两条投资角度	10
4.1 铝加工、再生铝部分企业可能受益内外价格倒挂.....	10
4.1.1 内外铝价倒挂	11
4.1.2 融资成本低廉	13
4.1.3 运输费用下降	13
4.2 部分再生金属受益行业政策扶持.....	14
5. 投资策略：还有一跌	15
6. 行业风险提示	15

图表目录

图 1: A 股有色金属指数和 LME 金属价格指数.....	5
图 2: 中国季度 GDP 增速.....	5
图 3: 全社会用电量和工业增加值累计增速.....	5
图 4: 中国十种有色金属产量同比和累计增速.....	6
图 5: A 股有色金属板块存货和 LME 指数走势.....	7
图 6: 历年信贷规模.....	8
图 7: 家电下乡补贴数量和金额.....	8
图 8: 中国汽车销量.....	9
图 9: 房地产投资及其增速.....	9
图 10: 电网投资.....	9
图 11: 铜下游需求.....	10
图 12: 铝下游需求.....	10
图 13: 原铝进口.....	10
图 14: 内外铝价.....	11
图 15: 国外电解铝成本结构.....	11
图 16: 国内电解铝成本结构.....	11
图 17: 主要电解铝国家用电成本.....	12
图 18: 国内 6 个月票据直贴利率.....	13
图 19: 美国联邦基金利率.....	13
图 20: WTI 原油期货结算价格.....	13
图 21: BDI 指数.....	13
图 22: 主要再生资源行业产量.....	14
图 23: 主要再生资源行业价值量.....	14
表 1: 2011 年累计月度基本金属供需平衡表(供应-需求).....	6
表 2: 2008 年 4 万亿投资.....	7
表 3: 电价调整主要政策.....	12

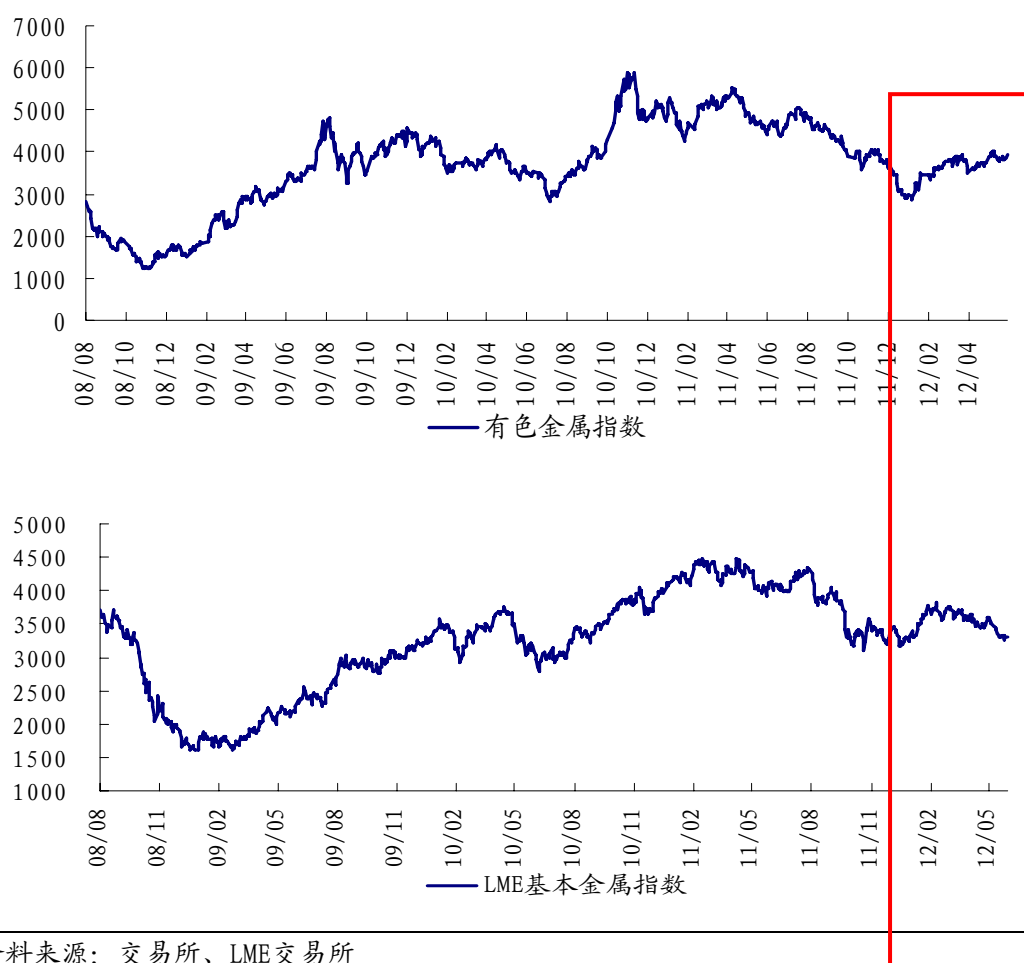
一季度中国经济增速放缓至8.1%，二季度以来宏观月度数据显示，经济进一步减速在所难免，总体来说上半年经济减速超预期。中国政府强调把稳增长放在更加重要的位置，要根据形势变化加大预调微调力度。

由于中国经济减速和外围经济恶化，有色金属行业二季度面临去库存化，金属价格仍旧得不到基本面支撑，部分强势品种还将继续调整。预期有色金属A股指数趋势向价格指数趋势靠拢。下半年一旦全球经济刺激启动，有色金属有望掀起年内第二波投资机会。

1. 二季度以来基本金属价格和股价出现背离

2011年四季度市场预期持续紧缩的货币政策将逐步放松、甚至松动严厉的房地产调控政策，宏观政策加大放松力度有助于中国经济在2012年一季度见底回升。由此推动早经济周期行业有色金属价格和有色金属A股上市公司双双反弹。二季度以来，经济形势超预期下行，金属商品市场和股票市场做出了截然相反的反应，金属价格向下，金属板块震荡上升并保持平稳态势。按照两者之间内在逻辑关系，未来这种背离走势将修复。

图1：A股有色金属指数和LME金属价格指数



资料来源：交易所、LME交易所

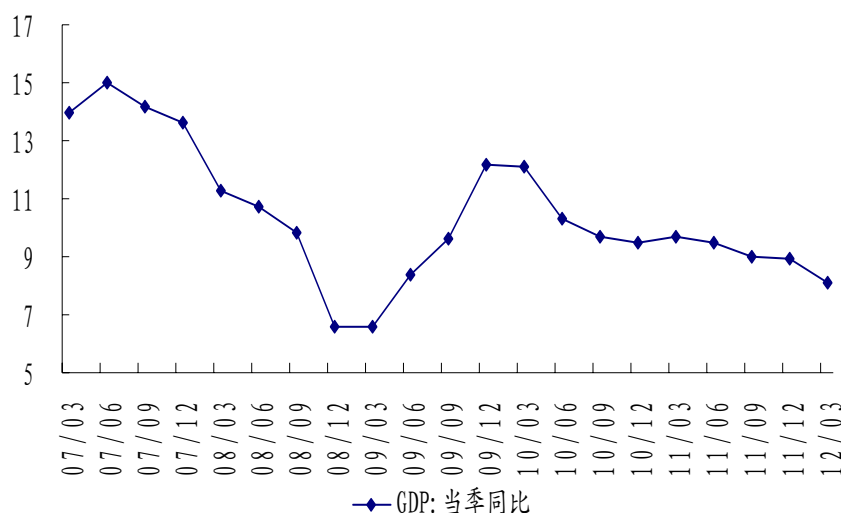
2. 二季度旺季不旺，消化库存

二季度是有色金属行业的传统消费旺季,由于中国经济疲软二季度增速可能继续下滑,有色金属行业需求明显不足,行业短期以消耗2011年四季度加库存增加的原料为主。

2.1 中国经济增速一季度见底落空

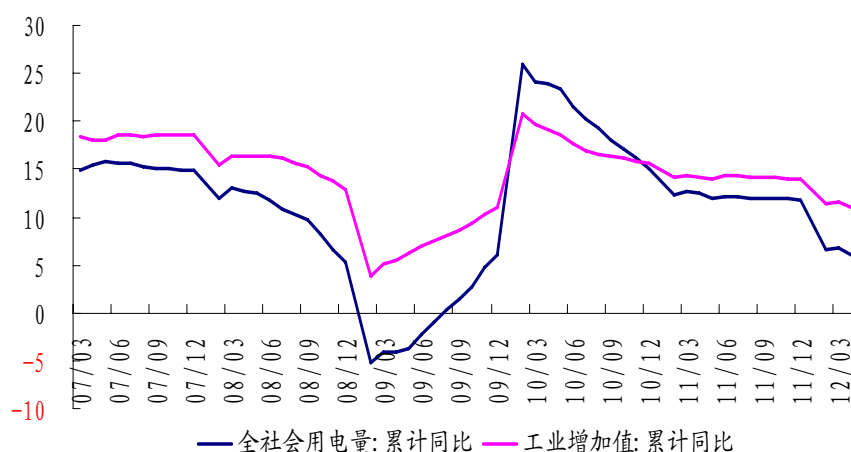
2012年一季度中国经济增长8.1%，增速较2011年四季度回落0.8个百分点，延续了2009年高点回落态势，中国经济的回落与外贸萎缩、投资下降密切相关。二季度以来，中国工业增加值和全社会用电量增速并未止跌企稳，4月份全社会用电量同比增长6%，增速较3月份下降0.8个百分点，工业增加值同比增长11%，增速较3月份下降0.6个百分点，这两项数据意味着二季度中国经济增速还将下滑，一季度见底的市场预期落空。

图2：中国季度GDP增速 单位：%



资料来源：统计局

图3：全社会用电量和工业增加值累计增速 单位：%



资料来源：统计局

2.2 全球供求随中国经济趋势波动

由于外部经济持续低迷，特别是欧洲经济不景气，全球有色金属供求关系跟中国经济趋势波动。全球有色金属供求从2011年四季度先后得到改善，这与中国经济预期2012见底回升密切相关，基于这种预期下游冶炼和加工行业加大了原料采购力度。

根据最新的世界金属统计局(WBMS)统计数据显示，全球铜从2011年11月份起，过剩从10月的34.34万吨减至4.62万吨，到2013年一季度出现短缺15.70万吨。同样，锡和镍供求关系改善是从2011年12月份开始，铅锌铝改善是从2012年开始。而中国二季度以来产量数据继续下降，这意味着向好的全球有色金属供求关系得不到延续。

表1: 2011年累计月度基本金属供需平衡表(供应-需求) 单位: 万吨

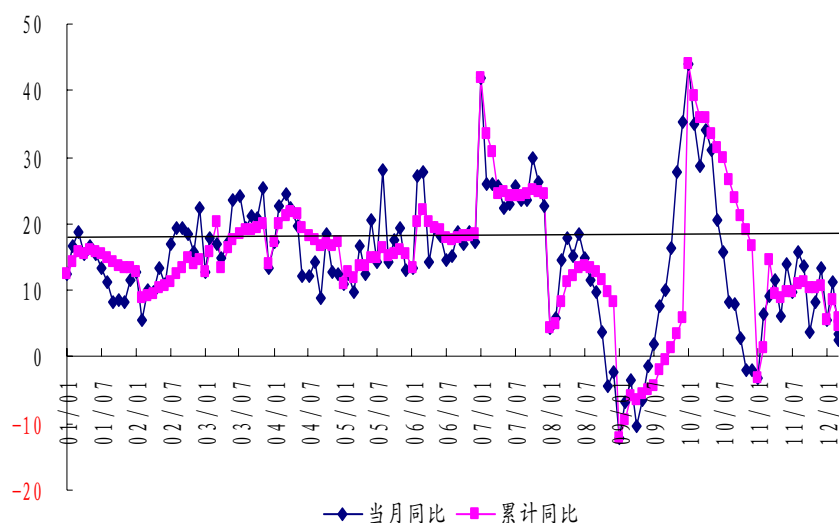
	11 (1-7)	11 (1-8)	11 (1-9)	11 (1-10)	11 (1-11)	11 (1-12)	12 (1-2)	12 (1-3)
铜	26.05	31.25	23.68	34.34	4.62	6.91	5.30	-15.70
铝	37.31	55.27	63.85	60.38	85.99	120.50	28.70	38.40
铅	1.21	4.86	4.73	5.41	4.02	5.82	-1.01	1.09
锌	38.50	54.10	58.10	50.00	48.40	51.30	15.00	16.10
锡	-0.33	-0.25	0.00	-0.10	0.08	-0.52	-0.48	-0.01
镍	0.49	0.09	0.80	1.30	0.92	-1.09	0.87	0.62

资料来源: WBMS

2.3 中国有色金属需求增速进入低档区域

经历了2009-2010年投资拉动有色金属需求高速增长之后，2012年延续了2011年低迷的态势，并且增速放缓至个位数。2012年1-4月份中国十种有色金属产量1122.87万吨，累计同比增长4.66%，较2011年10.63%下降6个百分点左右，其中4月份产量288.66万吨，同比增长2.39%增速，较上月下降1.07个百分点。

图4: 中国十种有色金属产量同比和累计增速 单位: %

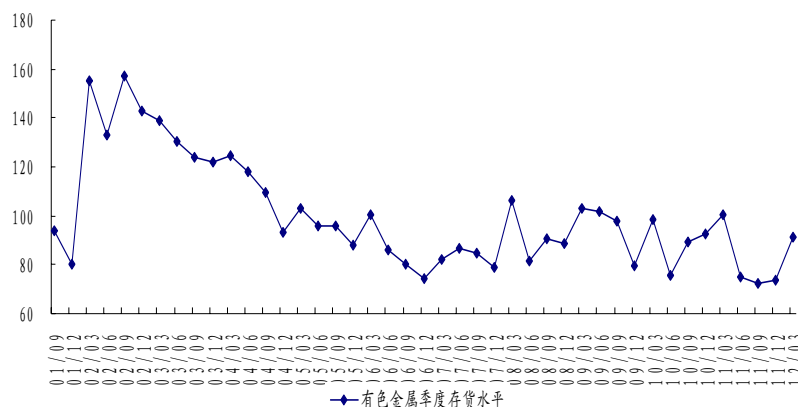


资料来源: 统计局

2.4 预期二季度行业经历去库存化

2011年四季度价格回落至低位和预期2012年中国经济一季度见底回升推动了中国有色企业加库存进程，并且延续到2012年一季度。2011年三季度末上市公司总库存水平为72.40%，四季度库存水平回升至73.80%，2012年一季度大幅上升至91%。由于二季度经济增速继续下滑，预计上市公司整体经历一次短期去库存化进程。

图5：A股有色金属板块存货和LME指数走势 单位：%



资料来源：中原证券整理

3. 寄希望加大刺激经济增长力度

从需求层面来看，拉动有色金属需求还需仰仗政策刺激。二季度以来，中国政府已经把稳增长摆在更加突出的位置，加大政策预调微调力度，并且从财政和货币两方面采取了行动。但是目前市场预期本次刺激经济增长的规模比较有限，对有色金属的需求拉动效应是结构性和阶段性的。

3.1 市场预期本轮刺激经济增长投资规模有限

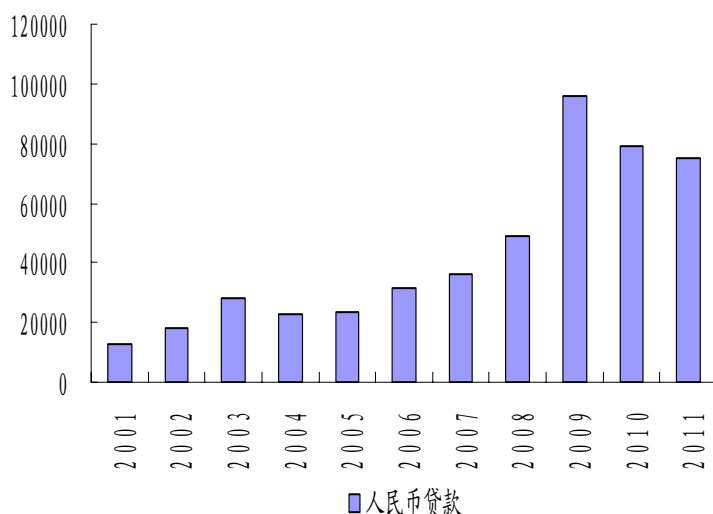
2008年为应对金融危机，中国政府果断出台大规模刺激经济增长政策。主要是推出了4万亿投资计划，以及大规模汽车、家电消费补贴等政策，更重要的是银行投放了巨额信贷，刺激了基础设施建设、房地产投资和消费。

表2：2008年4万亿投资

项目	投资规模
铁公基城乡电网	18000
灾后重建	10000
农村民生工程和基础设施	3700
生态环境	3500
安居工程	2800
自主创新	1600
医疗卫生、文化教育	400

资料来源：发改委

图6: 历年信贷规模 单位: 亿元



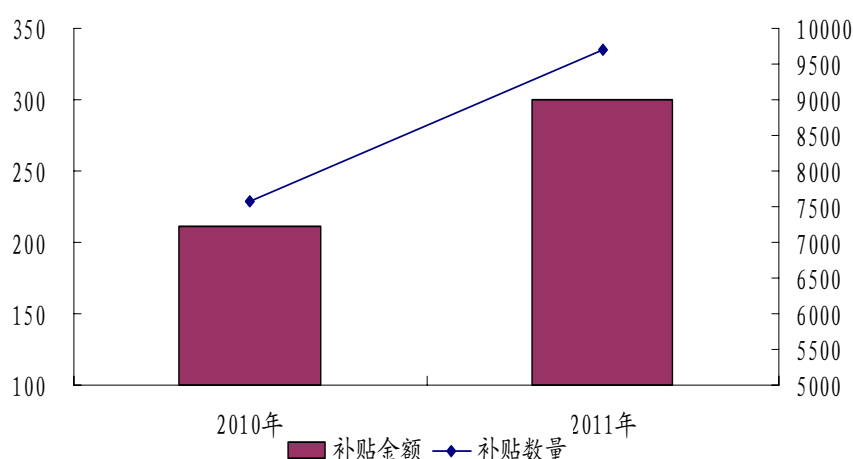
资料来源: 中国人民银行

2012年5月23日国务院常务会议分析经济形势, 部署下一步经济工作。会议要求下一阶段主要是推进“十二五”规划重大项目按期实施, 启动一批事关全局、带动性强的重大项目, 已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。认真梳理在建续建项目, 切实解决存在问题, 防止出现“半拉子”工程。但是这一次只是定性的布置, 没有涉及具体的投资规模, 市场预期大致2万亿左右, 与2008年不在一个数量级。

3.2 已经出台的重要下游需求行业刺激政策力度有限

上一轮家电下乡和以旧换新合计补贴近1000亿元, 拉动家电消费近万亿。截至2012年4月底, 全国累计销售家电下乡产品2.41亿台, 实现销售额5674.9亿元, 发放补贴661.9亿元, 2009年到2011年政府累计拨付以旧换新补贴资金约300亿元, 销售家电9248万台, 销售金额达到3420亿元。本次国务院常务会议通过 265亿元人民币的财政补贴, 推广符合节能标准的空调、平面电视、冰箱、洗衣机及热水器, 推广期暂定一年, 补贴力度明显不足。

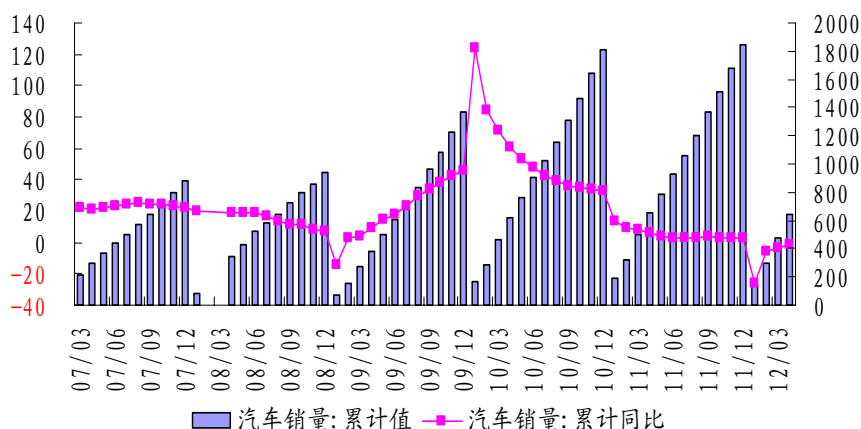
图7: 家电下乡补贴数量和金额 单位: 万台、亿元



资料来源: 商务部

2012年1-4月汽车产销643.19万辆和641.75万辆，产量比上年同期增长0.47%，销量比上年同期仍下降1.3%，汽车消费低迷。近日，国务院常务会议决定安排60亿元支持推广1.6升及以下排量节能汽车。按照每辆补贴3000元的标准，60亿元将能补贴200万辆节能汽车。这一补贴力度相对此前明显缩水。2010年6月，节能产品惠民工程安排专项补贴资金120亿元，共6批420款进入目录车型，到2011年10月政策到期为止，共补贴了357万辆汽车。

图8：中国汽车销量 单位：万台、%



资料来源：中国汽车工业协会

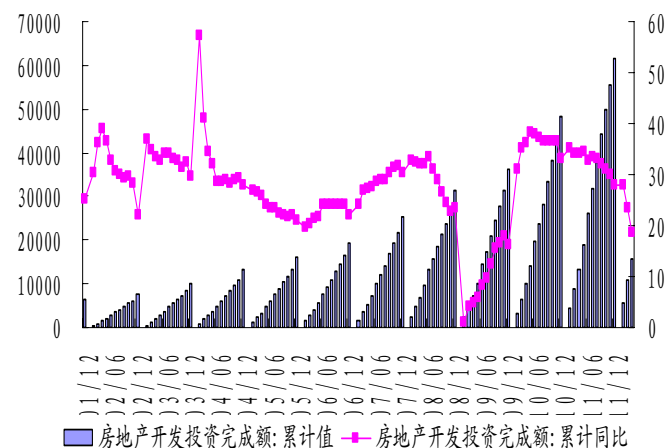
3.3 两个关键行业尚没有根本利好

作为有色金属下游需求的两个重要行业房地产和电网投资，尚没有根本性的利好政策。首先部分地区刚性需求可以获得信贷优惠以及其它优惠政策，但是政府再次强调稳定和严格实施房地产市场调控政策基调，也就是投资需求还将被严格控制，房地产消费和投资短期很难走出低潮。

此外电网投资预期没有变化。2012年国家电网公司计划完成固定资产投资3362亿元，其中电网投资3097亿元，预计2012年全国电网投资为3900亿元左右，同比增长5.9%，增速较2011年下降1个百分点左右。

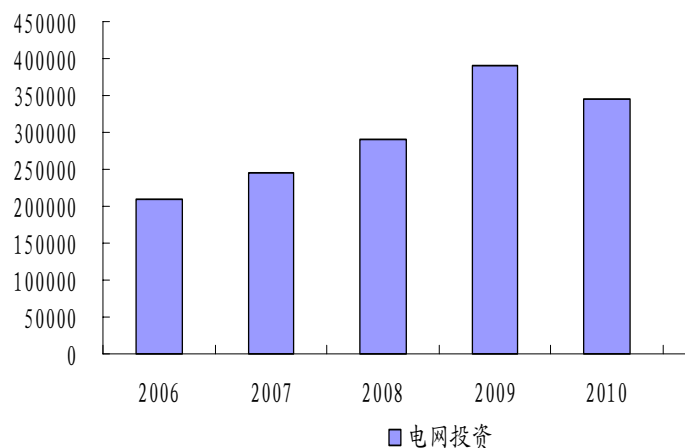
图9：房地产投资及其增速

单位：亿元、%



资料来源：统计局

图10：图14：电网投资 单位：百万元



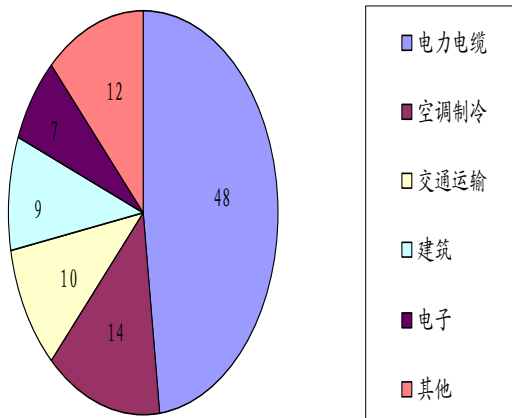
资料来源：统计局

3.4 刺激力度不加大，有色金属需求难有大的起色

无论是从宏观层面总的刺激经济规模还是具体主要下游行业的刺激政策扶持力度，远不及2008年。如果不加大刺激经济增长的力度，按照当前刺激政策估算，对下游有色金属的需求很难有大的改善。

图11: 铜下游需求

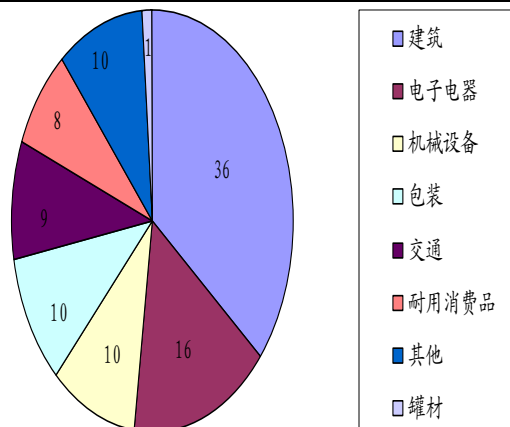
单位: %



资料来源: 中原证券整理

图12: 铝下游需求

单位: %



资料来源: 中原证券整理

4. 两条投资角度

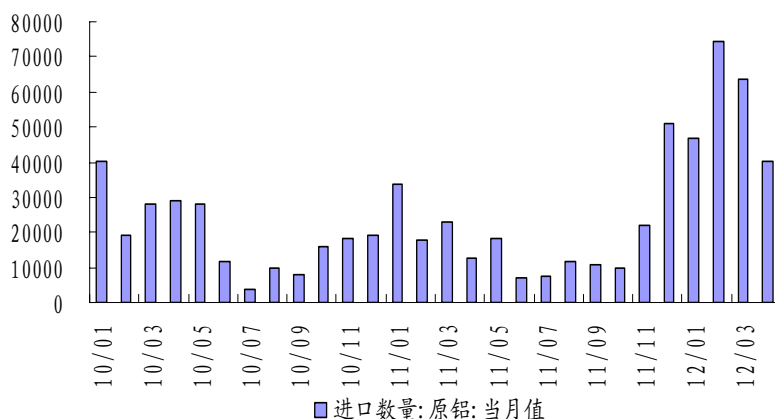
根据上述分析，预期2012下半年如果不加大刺激经济增长力度，下半年改善整体行业需求难度较大，部分强势品种价格向下调整空间依然存在。此外，还有两条投资思路可以关注。其一利用内外铝价倒挂，加大进口改善盈利；其二部分再生企业受益行业政策利好。

4.1 铝加工、再生铝部分企业可能受益内外价格倒挂

中国电解铝产能和产量位居世界第一，电解铝基本自给自足，由于电解铝是高耗能产品，政府通过征收15%出口关税限制电解铝出口。2012年以来，中国原铝进口明显提高，2012年1-4月份累计进口电解铝22.5万吨，同比增长157.36%。

图13: 原铝进口

单位: 吨

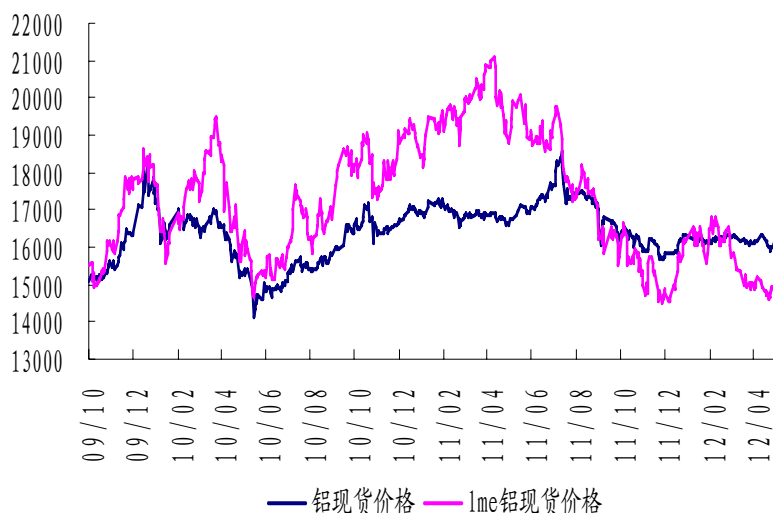


资料来源: 海关

4.1.1 内外铝价倒挂

推动中国原铝进口根本推动力是内外铝价倒挂。根据估算，2011年8月份以来，外盘铝价出现进口套利空间，并在2012年2月份以来套利空间加大，这与三个因素密切相关，其一是电价，其二是资金成本，其三是运费。

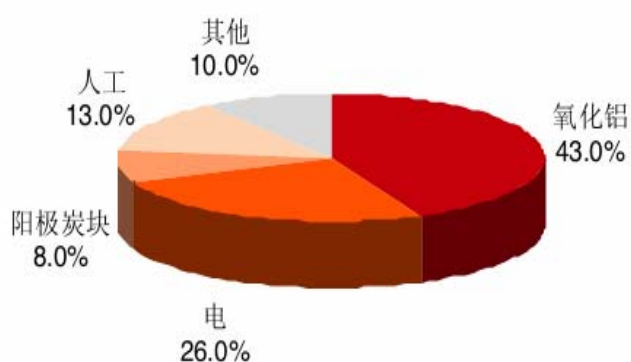
图14：内外铝价 单位：元/吨



资料来源：上期所，伦交所，中原证券整理

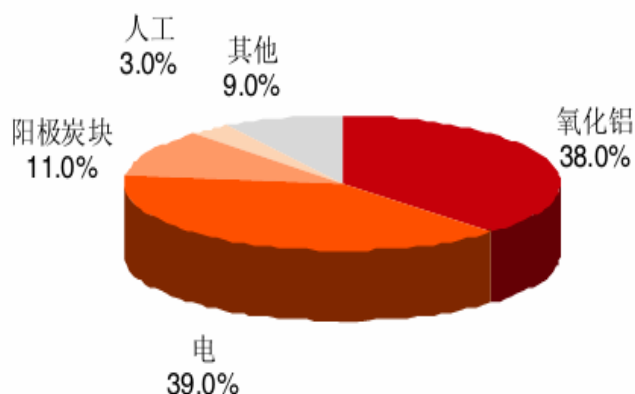
目前内外电解铝成本结构中，国内电解铝成本中用电成本占比大致39%，国外用电成本占比大致26%。中国电解铝行业的用电成本大致是海外一倍左右。2009年以来中国频繁上调电价，特别是2011年电价上调的幅度较大。

图15：国外电解铝成本结构 单位：%



资料来源：中原证券整理

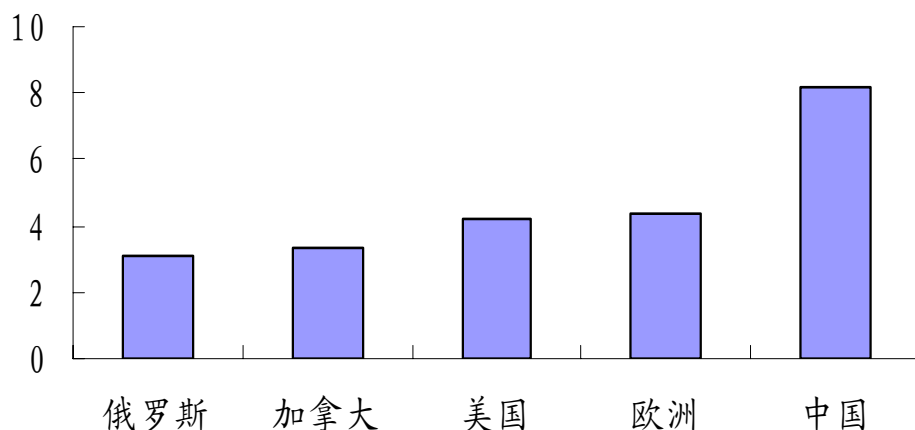
图16：国内电解铝成本结构 单位：%



资料来源：中原证券整理

图17: 主要电解铝国家用电成本

单位: 美分/度



资料来源: 中原证券整理

表3: 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

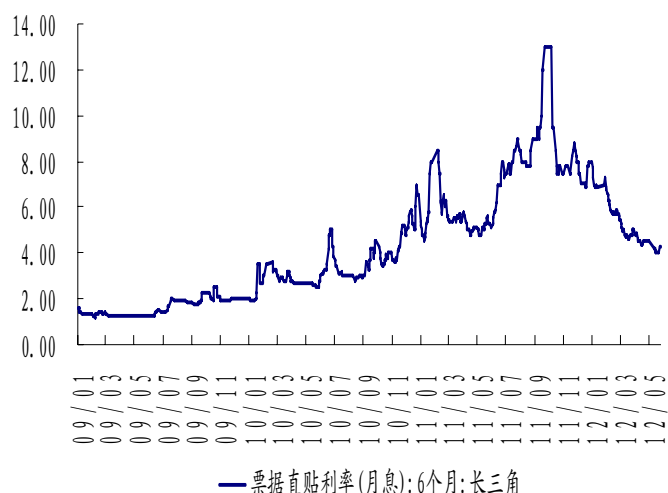
资料来源: 中原证券

4.1.2 融资成本低廉

目前进口电解铝还有一个有利条件就是融资成本低廉,国内铝加工行业回款账期大致2-3个月左右。首先2012年中国放松银根,资金成本大幅下降,国内6个月票据直贴利率月息从2011年10月份13‰下降至2012年5月末4‰。而国外开展电解铝贸易美元融资成本更加低廉,美联储隔夜拆解利率为0%-0.25%,并且维持到2013年中期。

图18: 国内6个月票据直贴利率

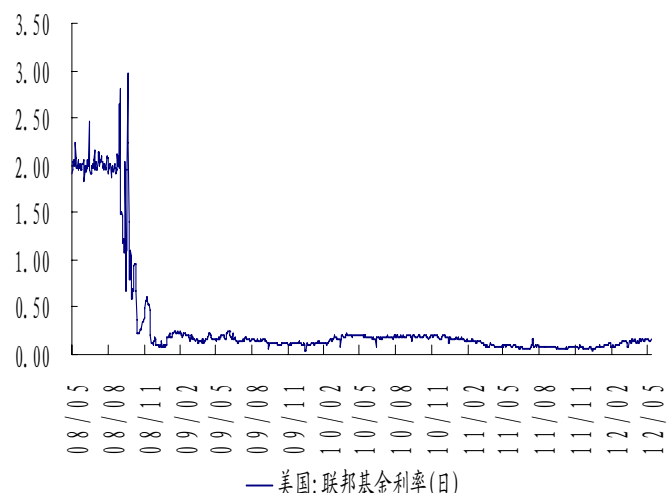
单位: %



资料来源: 中国票据网

图19: 美国联邦基金利率

单位: %



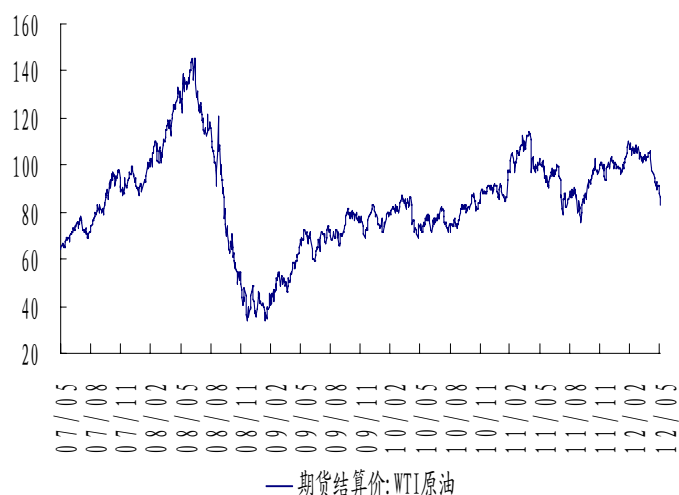
资料来源: 美联储

4.1.3 运输费用下降

内外经济不景气,油价高位回落,加上2009年以来运力大幅扩产使得进口海运费大幅降低,目前BDI指数降至1000点附近,原油价格从100美元/桶跌至83美元/桶,跌幅近20%,海运价格下跌有利于减少运输成本,目前从欧洲到中国海运费大致是150美元/吨。

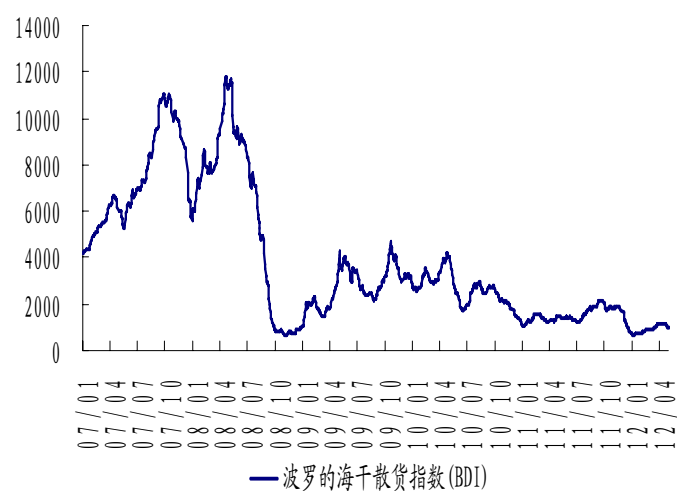
图20: WTI原油期货结算价格

单位: 美元/桶



资料来源: nymex

图21: BDI指数



资料来源: 波罗的海航运交易所

总得来说,中国中低端铝加工企业可以利用内外价差,通过进口低价原铝,销售到国内市场,可以增加盈利能力,考虑到中国铝加工原料基本由国内供应,只有用量不大的企业从中获益。此外从事再生铝企业基于同样的逻辑,可以进口廉价废铝,提高盈利能力。

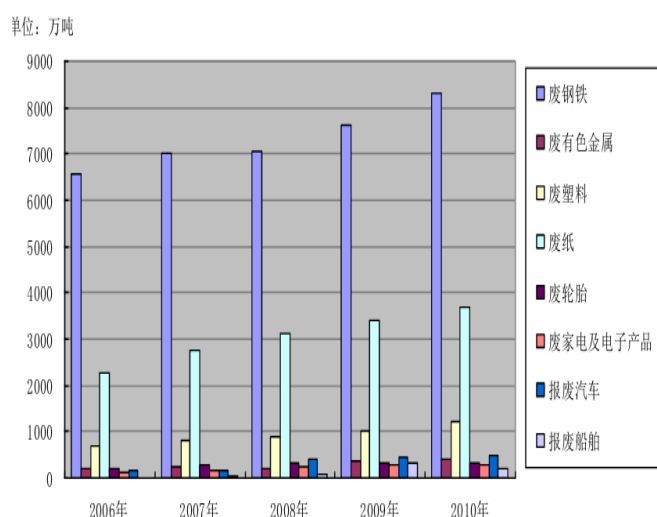
4.2 部分再生金属受益行业政策扶持

节能环保十二五发展规划中,循环利用产业占据重要地位,在资源循环利用产业方面,重点发展伴生矿产资源、大宗工业固体废物综合利用,汽车零部件及机电产品再制造,再生资源回收利用,餐厨废弃物、建筑废弃物、道路沥青和农林废弃物资源化利用,重点解决共性关键技术的示范推广。

与再生有色金属密切相关的两个政策相继发布。其一是关于《财政部 国家税务总局关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》,通知规定,以废旧电池、废感光材料、废彩色显影液、废催化剂、废灯泡(管)、电解废弃物、电镀废弃物、废线路板、树脂废弃物、烟尘灰、湿法泥、熔炼渣、河底淤泥、废旧电机、报废汽车为原料生产的金、银、钯、铑、铜、铅、汞、锡、铋、碲、铟、硒、铂族金属,即征即退 50%增值税。其二是《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》7月1日正式实施,废弃电器电子产品中富含各类有色金属。

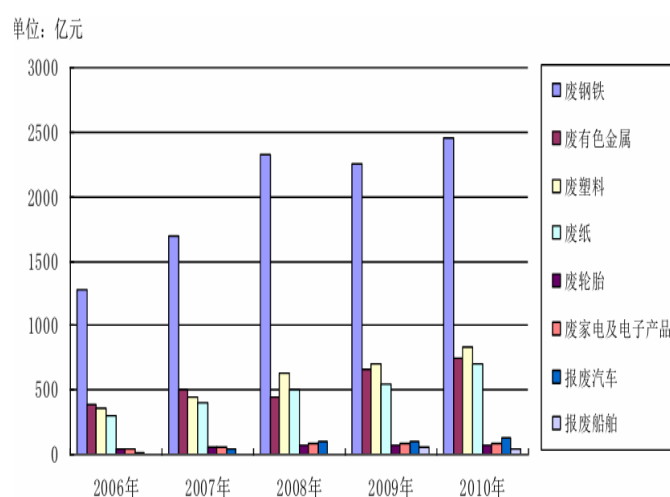
根据中国再生资源协会数据统计,截止 2010 年主要再生资源总量 1.5 亿吨,回收总价值约为 5000 亿元,较 2006 年复合增长率分别为 8%和 16%。预计未来,再生资源总量复合增长率有望继续保持超过 10%的水平,到 2015 年末回收价值总量达到 1 万元。预计随着各种扶持政策 and 再生金属自身成长空间,预计行业龙头获得难得历史发展机遇。

图22: 主要再生资源行业产量



资料来源: 华宏科技招股书

图23: 主要再生资源行业价值量



资料来源: 华宏科技招股书

5. 投资策略：还有一跌

上半年有色金属的市场表现基本符合预期。在2012年度策略《政策向好继续深入，市场机遇或好转》提出：展望2012年，预期全球主要经济体的政策向好将继续深入以降低经济二次探底风险，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。

展望下半年，主导行业需求变动因素有两个，其一是欧洲债务危机升级，其二是中国经济增速快速下滑。积极因素主要是中国准备采取措施刺激经济增长，但是刺激力度可能有限，下半年改善整体行业需求难度较大，部分强势品种价格向下调整空间依然存在。还有一个潜在积极因素，就是欧美应对欧元危机，可能出台大规模流动性刺激方案。总体来说，有色金属板块市场趋势整体可能先抑后扬。

表4：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
	2011A	2012E	2013E	2012Q1	6月4	2011A	2012E	2013E	2012Q1	
格林美	0.25	0.30	0.44	3.76	13.09	52.36	43.63	29.75	3.48	增持
怡球资源	1.00	0.55	0.80	2.74	16.11	16.11	29.29	20.13	5.88	增持

资料来源：中原证券

6. 行业风险提示

2012下半年行业面临主要风险，其一、欧洲债务危机升级；其二、中国经济下滑势头不减。

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。

免责条款

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。