

# 有色金属行业

## 行业研究报告

评级：推荐（维持）

## 货币角力下的价格博弈

——有色金属行业八月份投资策略

### 重点推荐公司

| 公司名称            | 投资评级 |
|-----------------|------|
| 江西铜业（600362.SH） | 买入   |
| 铜陵有色（000630.SZ） | 买入   |
| 云南铜业（000878.SZ） | 买入   |
| 锡业股份（000960.SZ） | 买入   |
| 山东黄金（600547.SZ） | 买入   |
| 中金黄金（600489.SZ） | 买入   |
| 银河磁体（300127.SZ） | 买入   |
| 南山铝业（600219.SH） | 增持   |
| 亚太科技（002540.SZ） | 增持   |
| 博威合金（601137.SH） | 增持   |

### 报告摘要：

**基本金属价格和资本市场表现：**7月份金属价格整体弱势震荡，月初工业金属价格整体反弹后步入弱势震荡整理区间。有色金属板块表现不佳，截至7月27日，本月申万有色金属指数下跌4.12%。

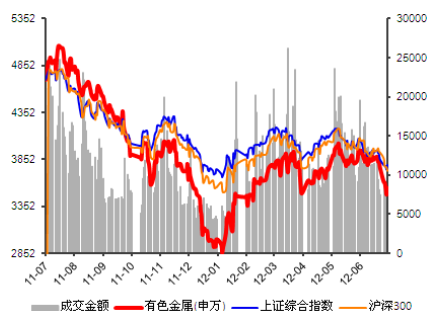
**货币角力和美元拐点：**近期一系列事件使得欧元汇率持续下跌，美元指数上涨并创出新高，美元汇率取决于美欧之间货币政策宽松程度和双方经济增长前景的比对，由于美元流动性注入依然不足加之经济趋弱，我们认为美国货币宽松化倾向加强，由此上述两点都在朝着不利于美元的方向发展，美元指数出现拐点渐行渐近。

**小金属：**钨、锆均是具备“中国储量和产量占世界比例较高、对应下游为新兴产业、未来国内政策紧缩供给预期深化”三重特征的典型代表。与稀土相比，目前在钨、锆方面的资源整合政策力度尚且不够，由于其与稀土性质一致，未来紧缩政策可期，中长期供给受限，同时钨、锆需求方兴未艾，价格看涨。

**贵金属：**黄金金融属性极强，其根本价值在于对泛滥美元的替代，中短期受欧洲危机影响美元指数持续上行，但我们认为美元指数拐点渐行渐近，内涵逻辑在于美元流动性将随着美国宽松货币政策的加强而增加，对应美国经济增长复苏和通胀回升，看好未来金价走势，时间节点关注美联储议息会议。

**投资策略：**1、维持行业整体“推荐”评级，但鉴于对美元汇率的分析，我们认为8月底后金属价格出现阶段性反转可能性较高。2、基本金属仍然优选铜、锡供给瓶颈型品种，具体上市公司为铜陵有色、江西铜业、云南铜业、锡业股份。加工类企业方面，关注估值便宜的汽车铝材龙头亚太科技、产业链完整的南山铝业以及高端铜材加工企业博威合金。3、小金属方面，钨、锆供给受限，价格看涨。中长期推荐厦门钨业和章源钨业，云南锆业若深加工产业化实现突破，也可重点关注。4、贵金属板块持“推荐”评级，继续看好下半年黄金价格的回暖行情，对黄金板块的推荐顺序依次为山东黄金、中金黄金、紫金矿业。5、新材料方面推荐粘结钕铁硼龙头企业银河磁体。

### 行业相对股价表现



### 相关研究

《2012年度投资策略：货币供给、经济增长与资源品稀缺度》

分析师：蔡培培

执业证书编号：S0120512050002

8621-68761616-8521

caipp@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>

请务必阅读正文后的免责条款部分

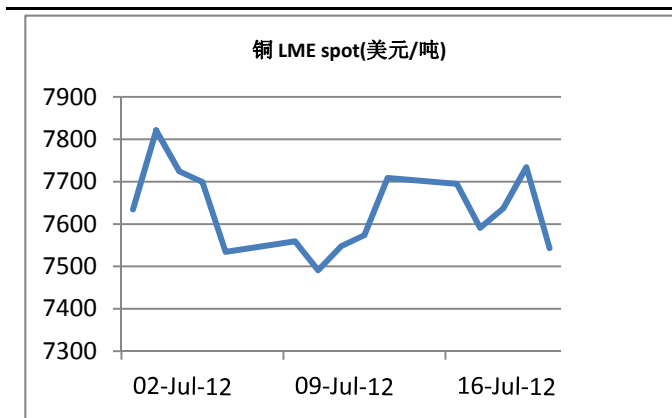
## 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1、7 月份工业金属价格持续弱势震荡，资本市场表现晦涩..... | 3  |
| 2、货币角力进入白热化：拐点渐行渐近.....          | 5  |
| 漩涡之中的欧洲 .....                    | 5  |
| 美元拐点渐行渐近 .....                   | 6  |
| 3、小金属品种： .....                   | 8  |
| 钨 .....                          | 8  |
| 锆 .....                          | 10 |
| 4、贵金属：未来表现将优于工业金属.....           | 13 |
| 5、投资逻辑与策略.....                   | 14 |

## 1、7 月份工业金属价格持续弱势震荡，资本市场表现晦涩

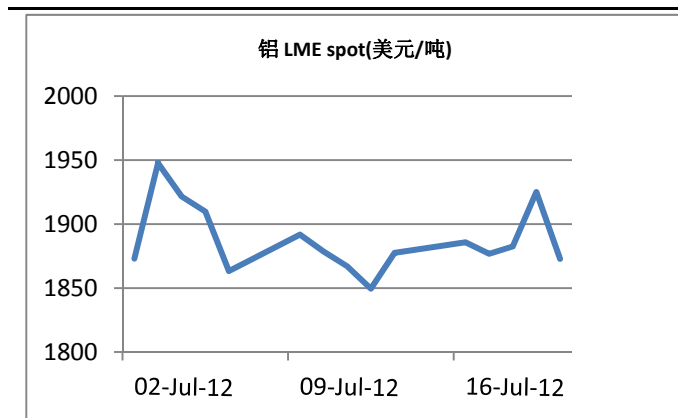
7 月份金属价格整体弱势震荡,月初工业金属价格整体反弹后步入弱势震荡整理区间。

图 1 铜价走势



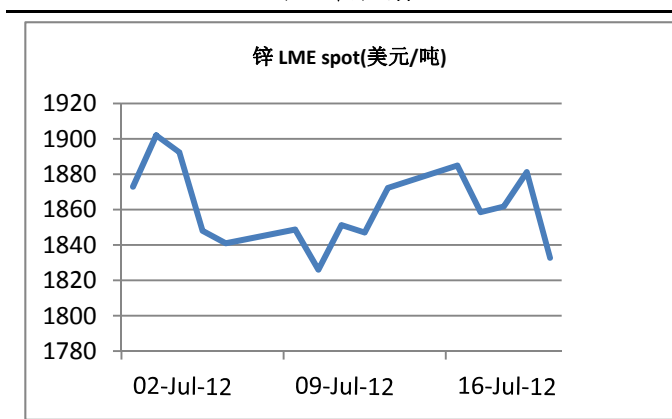
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 2 铝价走势



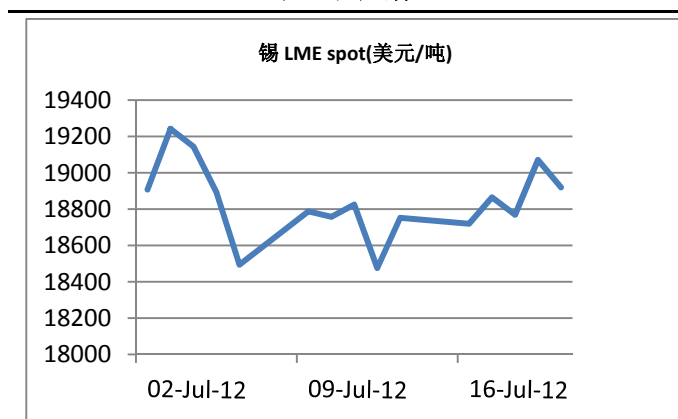
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 3 锌价走势



资料来源: bloomberg, 德邦研究

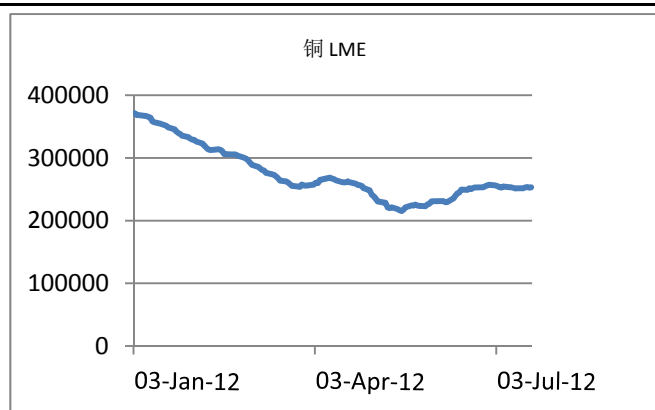
图 4 锡价走势



资料来源: bloomberg, 德邦研究

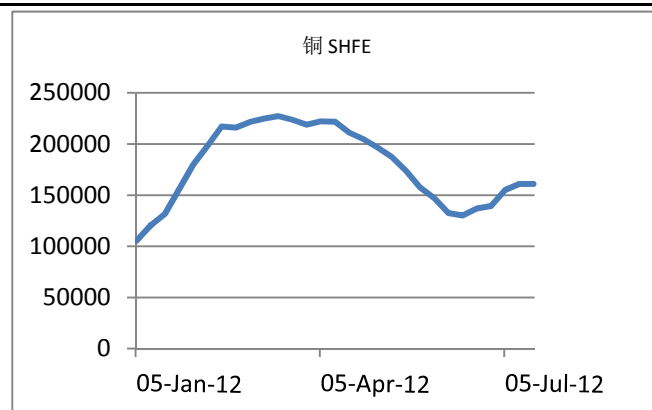
库存方面,铜库存延续缓慢上升、铝库存持续下滑之后开始企稳反弹, LME 锌库存持续上升, 而铅和锡金属的库存情况表现较好。

图 5 铜 LME 库存



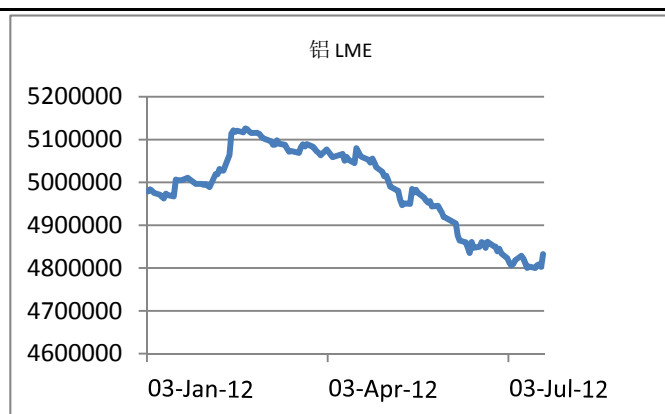
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 6 铜 SHFE 库存



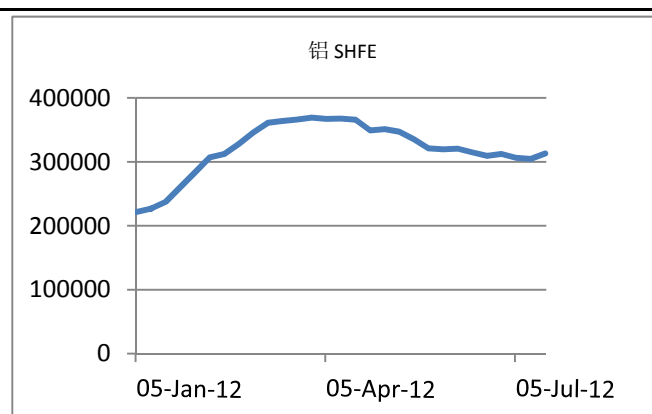
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 7 铝 LME 库存



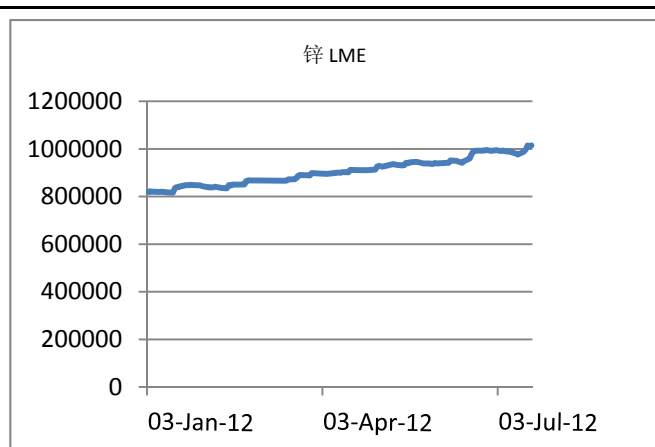
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 8 铝 SHFE 库存



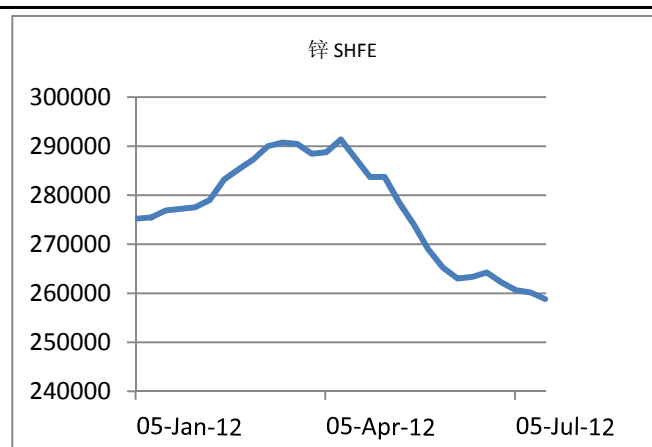
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 9 锌 LME 库存



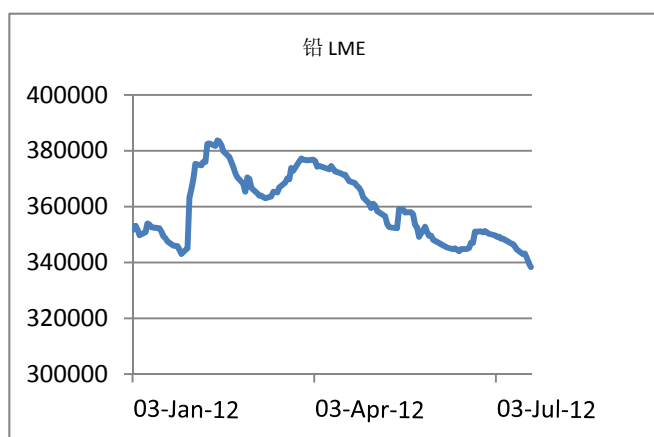
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 10 锌 SHFE 库存



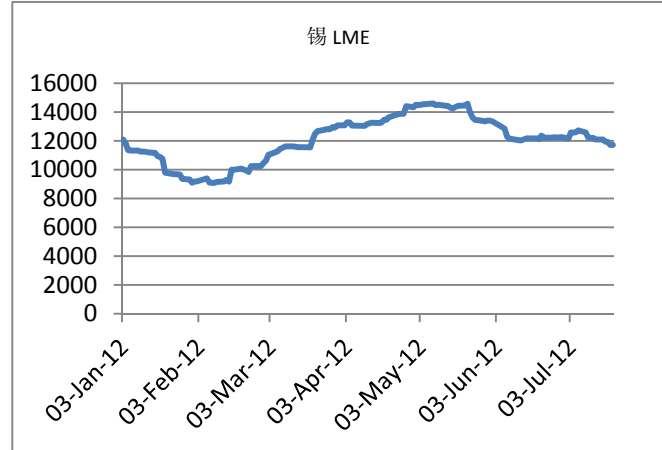
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 11 铅 LME 库存



资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 12 锡 LME 库存



资料来源: bloomberg, 德邦研究

与金属价格弱势震荡对应，7 月份有色金属板块表现不佳，截至 7 月 27 日，本月中万有色金属指数下跌 4.12%。

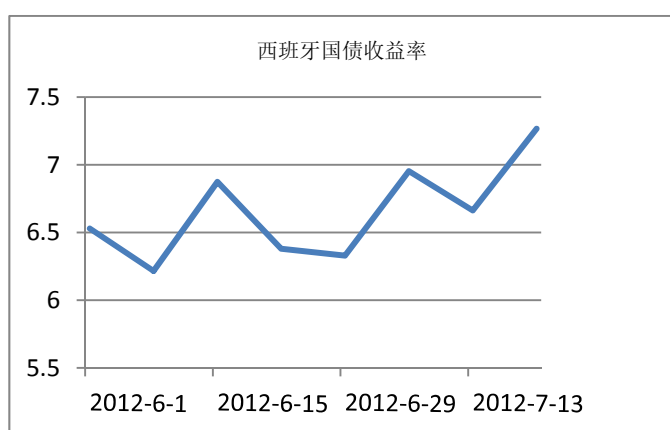
## 2、货币角力进入白热化：拐点渐行渐近

### 漩涡之中的欧洲

7 月下旬欧洲问题迭出，欧洲央行 (ECB) 7 月 20 日表示，现阶段欧元区成员国央行及欧洲央行在执行货币政策操作时将不会接受由希腊政府发行或担保的债券作为抵押品。西班牙国债收益率则持续上升，稳定在 7% 以上，反映市场对其国内问题解决前景的悲观预期。

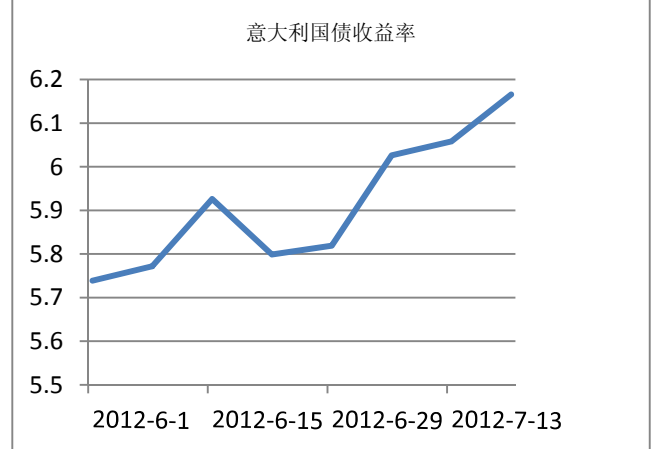
西班牙政府 7 月 20 日发布声明称，西班牙东部自治区瓦伦西亚已向中央政府在 19 日通过的 180 亿欧元地方财政援助计划提交援助申请。

图 13 西班牙国债收益率



资料来源: bloomberg, 德邦研究

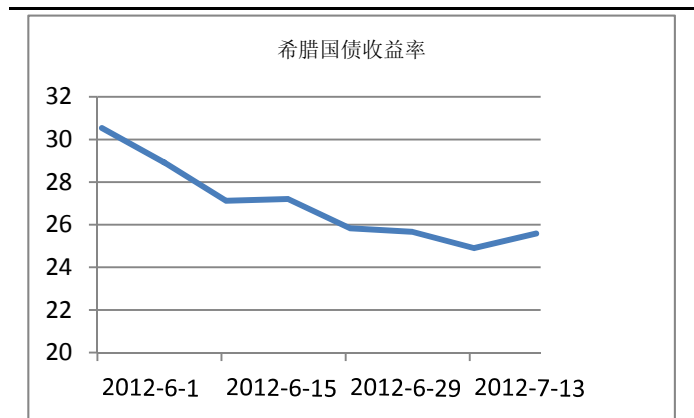
图 14 意大利国债收益率



资料来源: bloomberg, 德邦研究

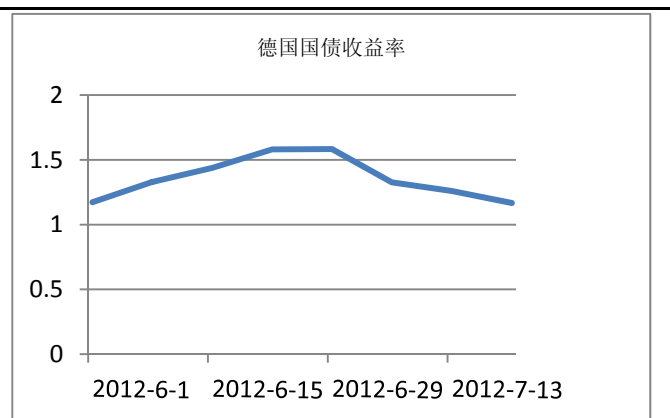
评级公司穆迪将德国欧元区拥有最高信誉的德国、荷兰和卢森堡的信用评级前景从“稳定”调为“负面”。

图 15 希腊国债收益率



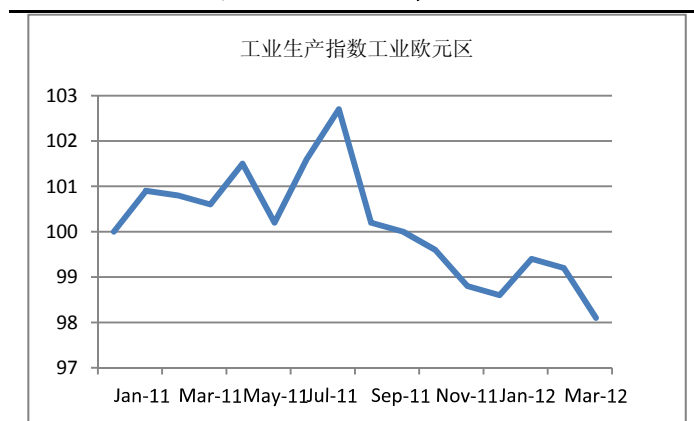
资料来源: wind, 德邦研究

图 16 德国国债收益率



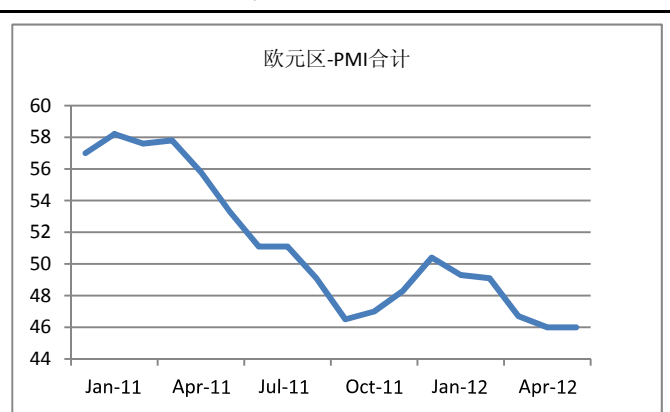
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 17 欧元区工业生产指数



资料来源: wind, 德邦研究

图 18 欧元区 PMI



资料来源: bloomberg, 德邦研究

近期一系列的事件使得欧元汇率持续下跌, 美元指数上涨并创出新高。

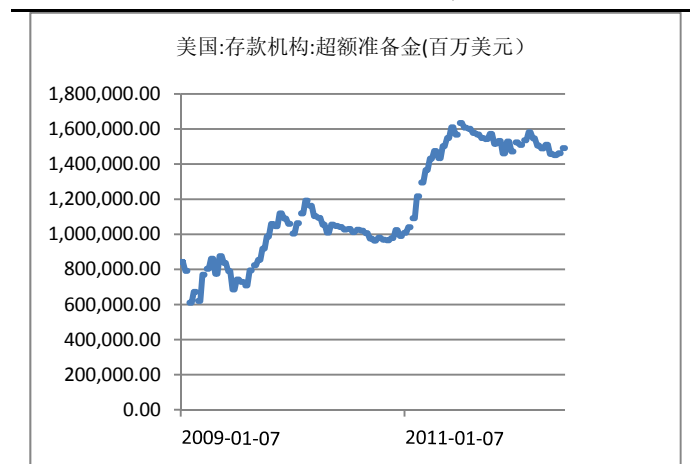
### 美元拐点渐行渐近

欧洲央行 (ECB) 行长德拉吉 7 月 26 日发表讲话, 誓言将尽一切可能防止欧元区瓦解, 包括对抗不合理的政府债券收益率。其强硬言论, 提振欧元、澳元等风险资产大幅飙升, 美元指数指周四大幅下挫。

美元拐点何时出现, 是市场中最关心的问题, 其意味着金属价格阶段性反转趋势的出现。结合美国经济走势和欧洲问题演进, 我们认为美元拐点渐行渐近, 8 月或是震荡筑顶阶段。

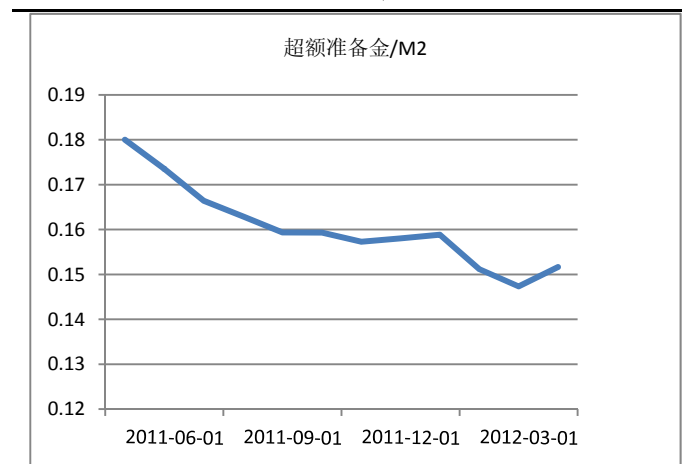
判断美元拐点即是对美欧经济区域及货币政策的对比判断, 美国经济方面我们认为下滑态势不可避免, 原因在于我们一直强调的美元流动性注入已然不足。

图 19 美国存款机构超额准备金



资料来源: bloomberg, 德邦研究

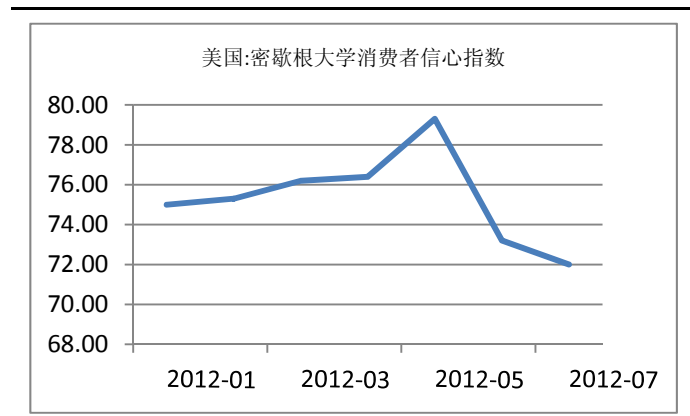
图 20 美国超额准备金/M2



资料来源: bloomberg, 德邦研究

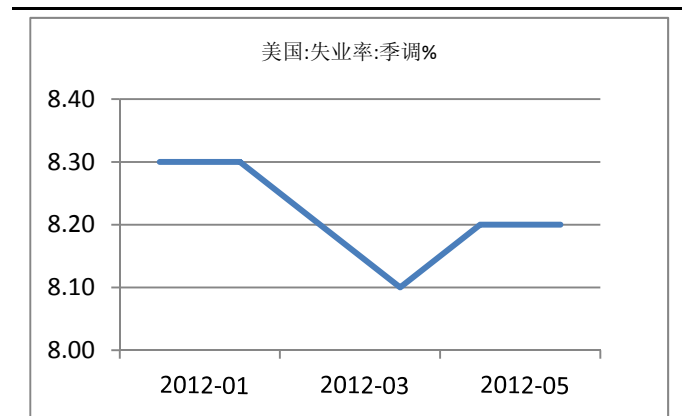
从各项经济数据来看, 经过一季度的良好表现后开始出现疲软态势, 密歇根消费者信心指数调转向下回落至 72 附近, 失业率不再持续下降, 维持在 8.2% 的较高位置。

图 21 密歇根大学消费者信心指数



资料来源: wind, 德邦研究

图 22 美国失业率

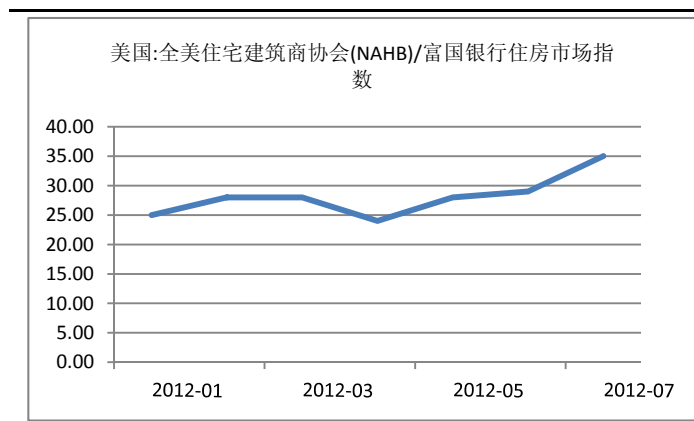


资料来源: wind, 德邦研究

美国经济投资、消费、就业领域均不容乐观, 但房地产市场持续复苏, NAHB 指数持续上升, 7 月份已飙升至 35, 但 6 月份的成屋销售环比下降 5% 以上, 显示房地产市场仍有较大不确定性。

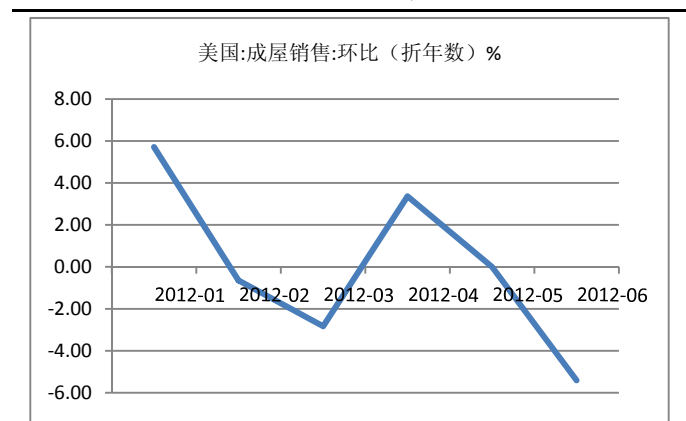
从伯南克的讲话中可以分析, 未来房地产市场指标至关重要, 如果房地产市场指标出现恶化, 意味着美国经济较有信心的增长点出现危机, 则 QE3 的尽快出台可能性较高。

图 23 美国 NAHB 指数



资料来源: wind, 德邦研究

图 24 美国成屋销售环比



资料来源: bloomberg, 德邦研究

从流动性角度和目前经济指标的综合情况来看, 我们认为美国经济向下趋势确定性较高, 房地产市场状况有所趋缓的话, 则美国出台新的宽松货币政策可能性高, 美元汇率取决于美欧之间货币政策宽松程度和双方经济增长前景的比对, 我们认为这两点都在朝着不利于美元的方向发展, 美元指数出现拐点渐行渐近。

### 3、小金属品种:

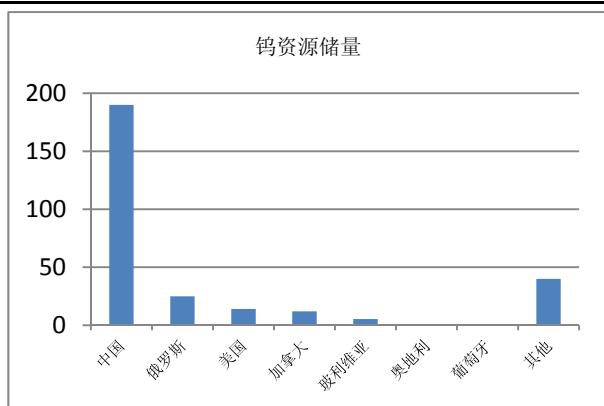
#### 钨

小金属品种中, 稀土、钨、锆均是具备“中国储量和产量占世界比例较高、对应下游为新兴产业、未来国内政策紧缩供给预期深化”三重特征的典型代表, 中长期供给受限, 价格看涨。

上述三个品种中, 我们认为轻稀土国外供给加大趋势明显, 世界轻稀土供给格局将有所改变, 且资本市场对稀土板块的热捧基本反映了国内对稀土供给紧缩政策的预期。所以我们相对更看好未来钨、锆的供给紧缩和长期价格表现。

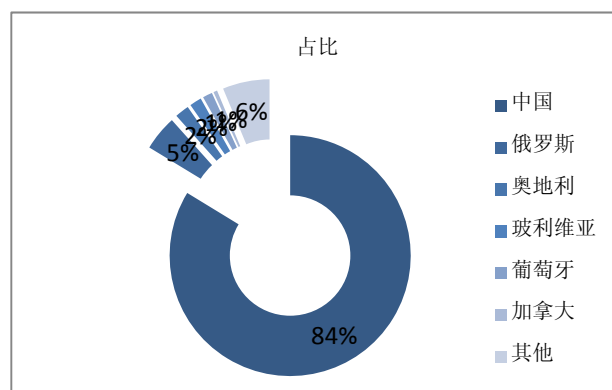
根据 USGS 的统计, 世界钨储量为 287.7 万吨, 中国钨储量为 190 万吨, 占比达 66%以上, 钨精矿的产量占比则更高, 2010 年为 83.7%。

图 25 世界钨资源储量分布



资料来源:USGS, 德邦研究

图 26 2010 年世界钨精矿产量占比



资料来源:USGS, 德邦研究

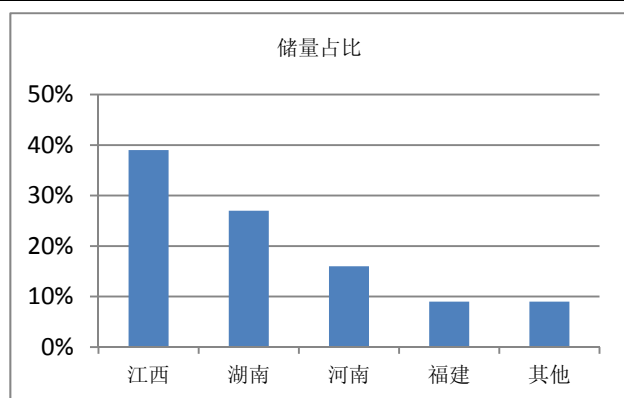
国内钨资源主要分布于南方,江西和湖南储量分别占全国 39%和 27%,其他主要分布与河南、福建。2010 年江西和湖南钨精矿产量分别占到全国的 37%和 24%以上,区域集中度非常高。

图 27 钨资源储量分布



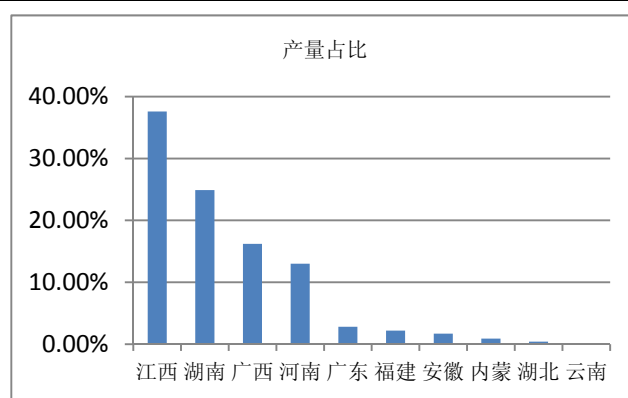
资料来源:德邦研究

图 28 国内钨资源储量分布



资料来源:德邦研究

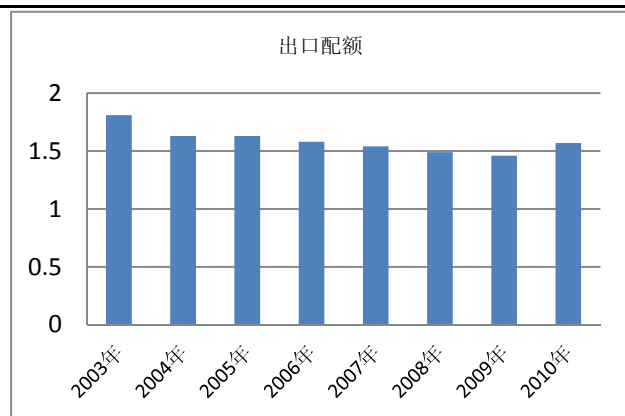
图 29 国内各地区钨精矿产量分布



资料来源:德邦研究

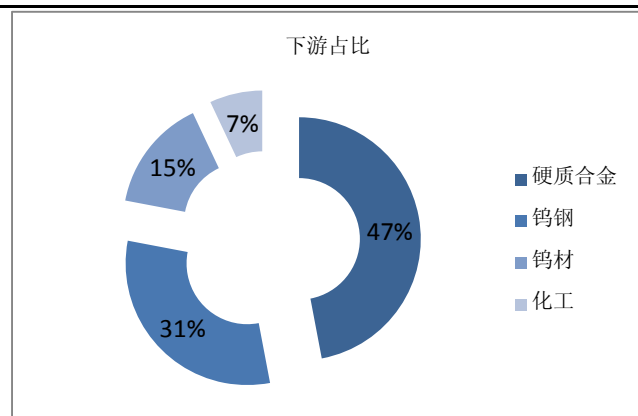
国内钨行业整合持续进行, 2002 年《关于下达钨精矿总量控制指标, 加强钨矿开采企业监督管理》的文件出台, 开始对钨精矿开采实行总量控制。06 年开始国家多次停发新采矿证。

图 30 钨出口配额 (万吨)



资料来源:德邦研究

图 31 钨金属下游占比



资料来源:USGS, 德邦研究

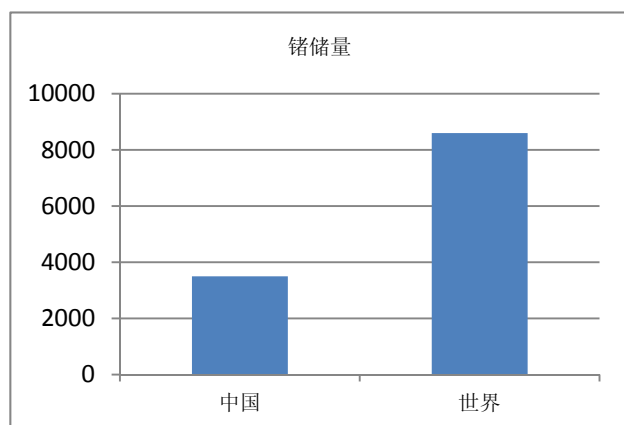
国家调整出口政策, 主要包括下调钨出口配额, 2010 年出口配额为 1.43 万吨, 并提高钨产品的出口税率政策。钨下游方兴未艾, 硬质合金替代工具钢乃势在必然, 无论从供给还是需求角度看, 钨精矿价格长期看涨。

## 锆

锆是典型的稀散元素, 丰度与硼砷锡铋相当, 由于在地壳中的分布极其分散而被列入稀散金属。

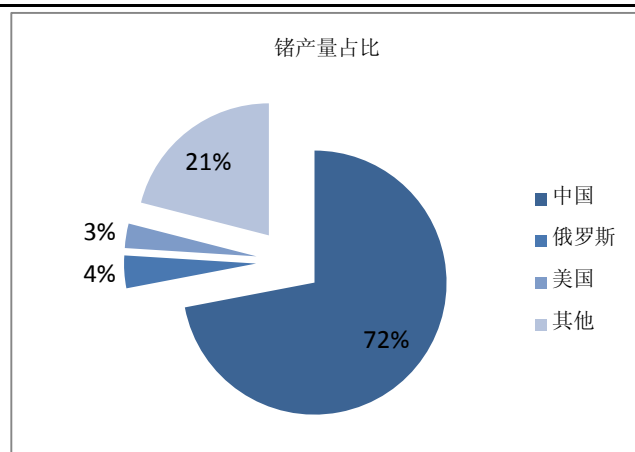
世界锆资源储量为 8600 吨, 中国为 3500 吨, 占比为 40.7%, 美国锆储量为世界第一, 但由于以铅锌伴生矿为主, 锆的产量受制于铅锌的产量。

图 32 锗资源中国储量占比



资料来源:德邦研究

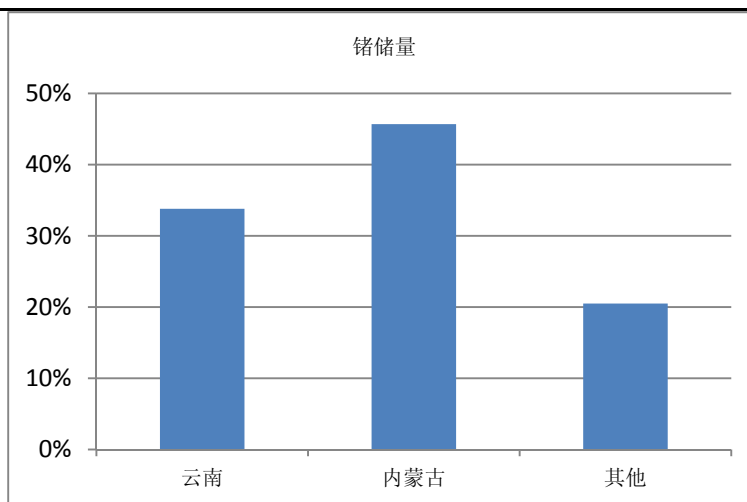
图 33 锗产量地区分布



资料来源:德邦研究

我国锗资源储量主要分布于云南和内蒙等地,其中云南锗业占国内比例达 20%左右。

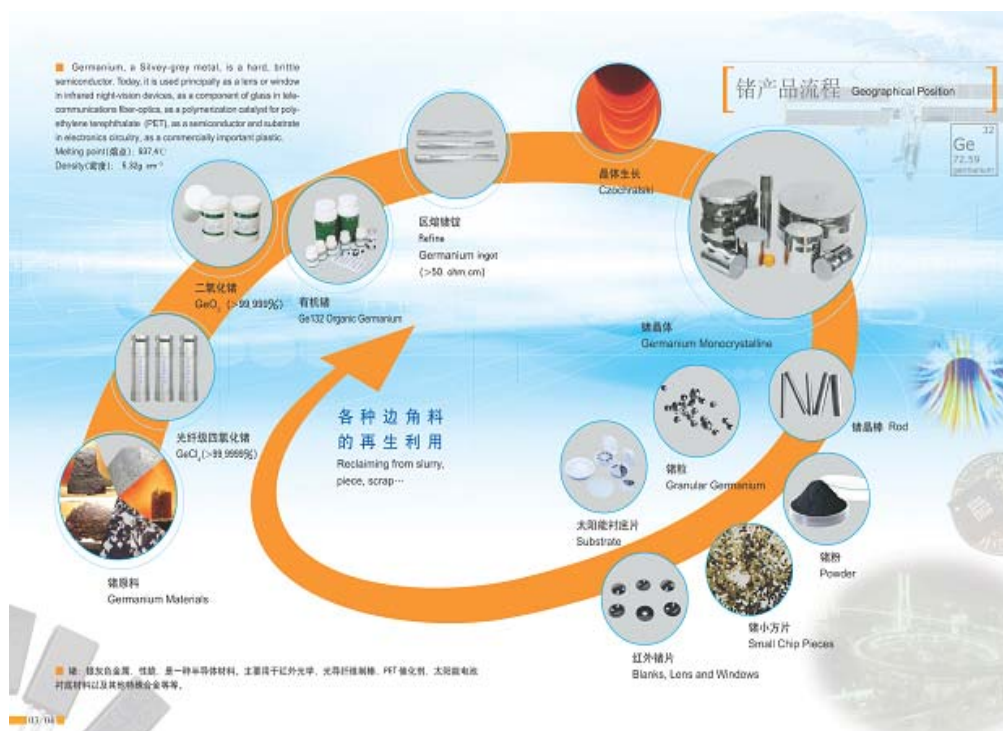
图 34 锗资源地区占比



资料来源:德邦研究

锗产业链主要为锗矿石、二氧化锗、锗锭、四氯化锗、锗单晶、红外光学器件、太阳能用锗等。

图 35 锗产业链



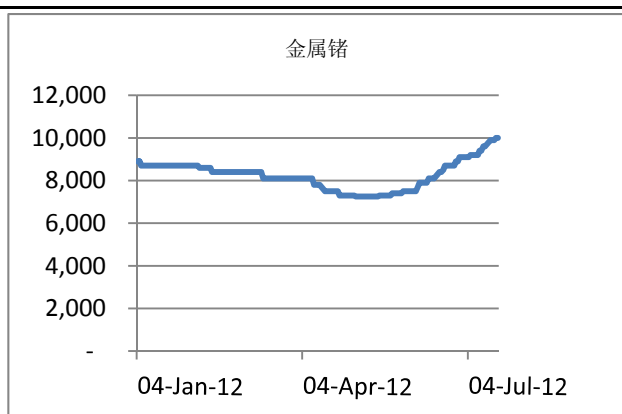
资料来源:中锗科技网站;德邦研究

锗下游主要为光纤、PET 催化剂、太阳能和红外光学器件。

锗衬底太阳能电池转换效率高，使用寿命长，成本较高，目前使用量不多，但未来锗应用若有爆发式增长，最大可能就在太阳能的民用这一领域，用于聚光太阳能电池传统。从产品层面的增速来看，红外光学器件增速不错，年增速约 20% 左右，民用领域主要包括机场、码头、电力等。光纤四氯化锗的需求增长也较快，但是国内主要以进口为主。

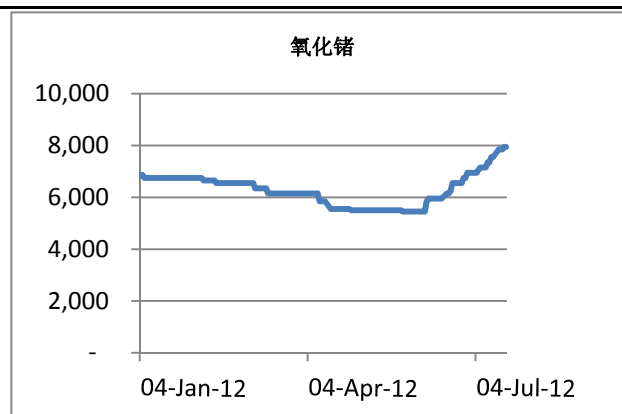
今年锗价先抑后扬，其中逻辑在于一方面前期由于部分炒作因素锗价高企有回调要求，另一方面国内经济增速下滑，导致前半期锗价调整，但由于供给不足，锗价强劲反弹。

图 36 锗金属价格



资料来源:亚洲金属网;德邦研究

图 37 氧化锗价格



资料来源:亚洲金属网;德邦研究

我们认为锗金属供给紧缩为未来趋势，锗价长期看涨，但我们认为锗

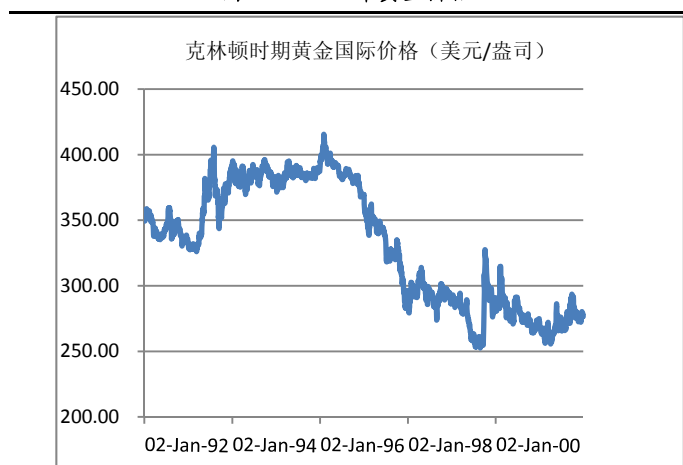
深加工产品的产业化技术壁垒较高，非一时之功，对惟一上市公司品种云南锗业持“增持”评级。

#### 4、贵金属：未来表现将优于工业金属

我们认为未来贵金属价格表现将优于工业金属，根本逻辑在于工业金属在实体经济需求层面短期难以逆转，且 QE3 的出炉与否取决于美国经济的形势，美国经济趋弱，QE 政策才可能出台，QE 带动金属价格上涨的逻辑在于流动性推动，但需求层面需等待流动性对经济增长形成推动，贵金属则不然，金融属性极强，美元流动性是其价格上涨的根本动力。

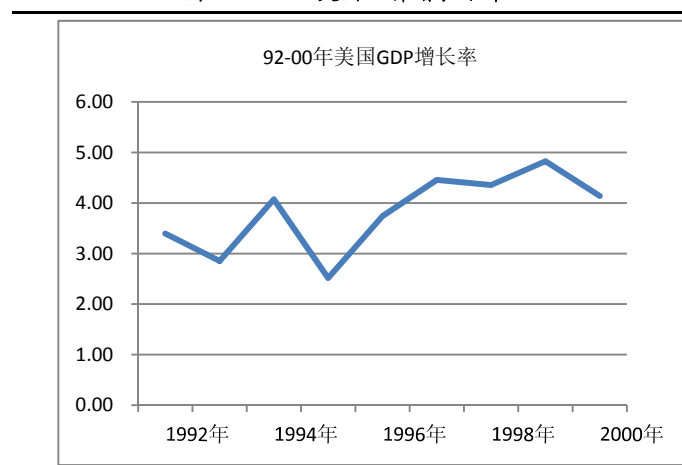
历史上，美国经济处于较快增长与较低通胀并行时，资金偏好投资于实体经济中，黄金即失去了抗通胀的功能。

图 38 92-00 年黄金价格



资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 39 92-00 年美国经济增长水平



资料来源:bloomberg, 德邦研究

而从另一个侧面思考，美国经济较低通胀的原因在于美元发行程度有限，根本因素在于当时的经济靠网络科技推动，不需滥发美元。

图 41 黄金国际价格



资料来源:bloomberg, 德邦研究

图 42 美元指数



资料来源:bloomberg, 德邦研究

所以黄金最大的价值所在是对美元的替代，这也解释了美元指数的快

速上涨严重抑制金价表现的原因所在。

在上面对美元的分析中，我们认为美元指数拐点渐行渐近，看好未来金价走势。黄金板块推荐成长性良好的山东黄金，我们对未来三年的金价预测为 340 元、360 元、380 元/克，矿产金产量假设为 26 吨、30 吨、34 吨，对公司未来三年的营业收入预测分别为 441、482、524 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 29、36.9、45.3 亿元，对应每股收益分别为 2、2.59、3.18 元，对应市盈率分别为 16.4、12.6、10.3 倍。维持“买入”评级。

## 5、投资逻辑与策略

1、维持行业整体“推荐”评级，但鉴于对美元汇率的分析，我们认为 8 月底后金属价格出现阶段性反转可能性较高。

2、基本金属仍然优选铜、锡供给瓶颈型品种，具体上市公司为**铜陵有色、江西铜业、云南铜业、锡业股份**。加工类企业方面，关注估值便宜的汽车铝材龙头**亚太科技**、产业链完整的**南山铝业**以及高端铜材加工企业**博威合金**。

3、小金属方面，钨、锆均是具备“中国储量和产量占世界比例较高、对应下游为新兴产业、未来国内政策紧缩供给预期深化”三重特征的典型代表，中长期供给受限，价格看涨。中长期推荐厦门钨业和章源钨业，云南锆业若深加工产业化实现突破，也可重点关注。

4、贵金属板块持“推荐”评级，继续看好下半年黄金价格的回暖行情，对黄金板块的推荐顺序依次为**山东黄金、中金黄金、紫金矿业**。

5、新材料方面推荐粘结钕铁硼龙头企业**银河磁体**。

## 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

本公司具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。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。