

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

景气度回落加快估值接轨

——有色金属行业 2013 年投资策略

证券研究报告-行业策略

同步大市（维持）

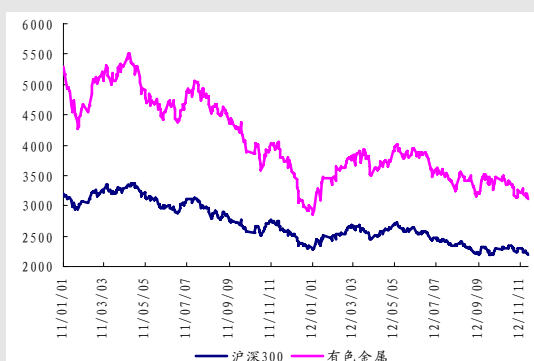
发布日期: 2012 年 6 月 8 日

盈利预测和投资评级

公司简称	12EPS	13EPS	13PE	评级
格林美	0.25	0.39	31.28	增持
江西铜业	1.60	0.80	13.02	增持
辰州矿业	0.80	1.20	21.62	增持
厦门钨业	13.02	21.62	29.12	增持

注: 股价为 2012 年 11 月 14 日收盘价

有色金属相对沪深 300 表现



相关研究

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

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:

金融危机以来, 供求背离显著扩大: 新增产能逆向增长, 未来需求增长进一步放缓。行业复苏的前提——去产能面临重重压力, 盈利能力将保持低位, 业绩增长缺乏驱动力。景气度持续回落将促使估值内外接轨, 2012 年是估值接轨元年, 2013 年仍是估值接轨年。

投资要点:

- **2012 年金属价格和股价整体先涨后跌。**2011 年末以来, 中国经济增长企稳回升预期最终演变成持续回落, 在此背景下, 有色金属价格和 A 股有色金属板块双双走出先涨后跌运行态势。其中上半年小金属领涨, 下半年美联储 QE3 行情, 贵金属领涨。
- **2012 年行业经营业绩同比下降三成, 加工行业竞争加剧。**2012 年有色金属行业特别是基本金属再一次陷入了经营困境, 1-8 月份盈利同比大幅下滑三成, 值得注意的是, 下半年以来经济疲软, 需求低迷, 加工企业竞争日趋激烈, 盈利能力较上半年大幅下降 1 个百分点。
- **景气度低迷加快估值接轨进程。**在中国后工业化和转型阶段, 去产能是必然趋势, 但面临重重阻力, 而 08 年以来的指令性产能扩张使得矛盾进一步尖锐。2012 年是行业的景气度和估值的一个分水岭。
- **投资策略: 低估值+高成长。**行业的阶段性复苏的催化剂是经济企稳回升, 关注子行业有三类: 可能实现去产能的基本金属, 同时要求公司具体低估值; 景气度有望回升的优势小金属, 比如稀土、钨和锑等等, 同时要求公司估值水平适中; 高成长性的再生金属, 同时要求公司估值水平要和成长性匹配。
- **风险提示:** 2013 年行业面临主要风险, 其一、欧洲债务危机升级、美日财政悬崖; 其二、中国经济下滑势头不减。

目录

1. 2012 年有色金属价格和股价总体是先涨后跌	4
1.1 有色金属价格整体振荡下跌	4
1.2 全年黄金板块表现最好	6
2. 2012 年有色金属行业经营面临较大困难	7
2.1 有色金属需求端低迷	7
2.2 存货剧烈调整，佐证经济下滑需求低迷	8
2.3 预计 2012 年整体利润下降三成	11
3. 去产能过程漫长，行业景气度回落	12
3.1 十二五期间中国有色金属需求个位数增长	12
3.2 后金融危机的指令性扩张加剧了去产能难度	13
3.3 去产能巨大阻力是行业复苏绊脚石	13
4. 景气度低迷加快估值接轨进程	17
4.1 银行钢铁 AH 估值接轨	17
4.2 主要周期行业景气度下滑充分反映到估值	18
4.3 有色金属已经开启接轨进程	20
5. 投资策略：低估值+高成长	21
6. 行业风险提示	21

图表目录

图 1: 主要有色金属品种自 2012 年以来截至 10 月 23 日涨跌幅	4
图 2: LME 三月期铜收盘价图	5
图 3: LME 三月期铝、铅、锌收盘价	5
图 4: LME 三月期锡、镍收盘价图	5
图 5: COMEX 黄金、白银收盘价	5
图 6: LME 金属指数	5
图 7: 有色金属行业指数	6
图 8: 小金属、铝板块指数/行业指数图	6
图 9: 铜、铅锌和黄金指数/行业指数	6
图 10: 中国 10 种有色金属产量及其增速	8
图 11: 中国铜铝铅表观消费量增速	8
图 12: 中国锌、锡和镍表观消费量增速	8
图 13: A 股上市有色金属企业存货水平和 LME 金属价格指数	9
图 14: 铜三大交易所库存	9
图 15: 中国贸易商铜库存变化	9
图 16: 中国铜冶炼企业库存天数	10
图 17: 下游加工企业库存天数	10
图 18: 中国现货铝库存/消费比	10
图 19: 伦铝和上期所铝三大交易所库存	10

图 20: 中国现货铝库存	10
图 21: 有色金属行业利润及其增速	11
图 22: 有色金属冶炼企业利润及其增速	11
图 23: 有色金属加工企业利润及其增速	11
图 24: 有色金属行业毛利率	12
图 25: 主要经济体粗钢产量增长	13
图 26: 十二五铜铝铅锌需求增长预测	13
图 27: 中国铜铝铅锌新增产能	13
图 28: 全球精铜、原铝产能利用率	13
图 29: 当前中国有色金属先进产能占比	14
图 30: 有色金属淘汰落后产能	14
图 31: 单位有色金属投资规模	14
图 32: 有色金属冶炼及加工投资及其增速	14
图 33: 全国、甘肃和青海 GDP 累计增速	15
图 34: AH 股溢价指数	18
图 35: 鞍钢股份 AH 溢价率图	18
图 36: 工商银行 AH 溢价率	18
图 37: 江西铜业 AH 溢价率	20
图 38: 行业估值水平分布	20
图 39: 截止 12 年 11 月 14 日 A 股有色金属 PE 分布	20
图 40: 截止 12 年 11 月 14 日 A 股有色金属 PE 分布	20
图 41: 国际主要有色金属企业 PE 分布	21
图 42: 国际主要有色金属企业 PB 分布	21
 表 1: 截止 2012 年 8 月全球基本金属供需平衡表(供应-需求)	7
表 2: 中国原生铅冶炼 2012 新增产能	15
表 3: 中国锌冶炼新增产能	16
表 4: 中国精炼铜新扩建项目统计	16
表 5: 中国电解铝 2012 年新扩建项目统计	17
表 6: 近几年主要周期行业净利润增长	21
表 7: 近几年主要周期估值变化	21
表 8: 重点上市公司估值分析表	21

2012年度策略《货币政策转松，市场机遇向好》提出：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。

2012年中期策略《还有一跌》提出：如果不加大刺激经济增长力度，下半年改善行业需求难度较大，部分强势品种价格向下调整空间依然存在。

展望2013年：2012年全球经济最大的变量是中国经济增速并没有企稳回升，而是持续回落，受此影响，有色金属价格和A股有色上市公司整体先涨后跌。纵观中国经济发展前景，有色金属行业需求不振现状将延续到2013年。行业的整体盈利增长缺乏驱动力，预期A股上市有色公司去估值化大趋势还将延续。

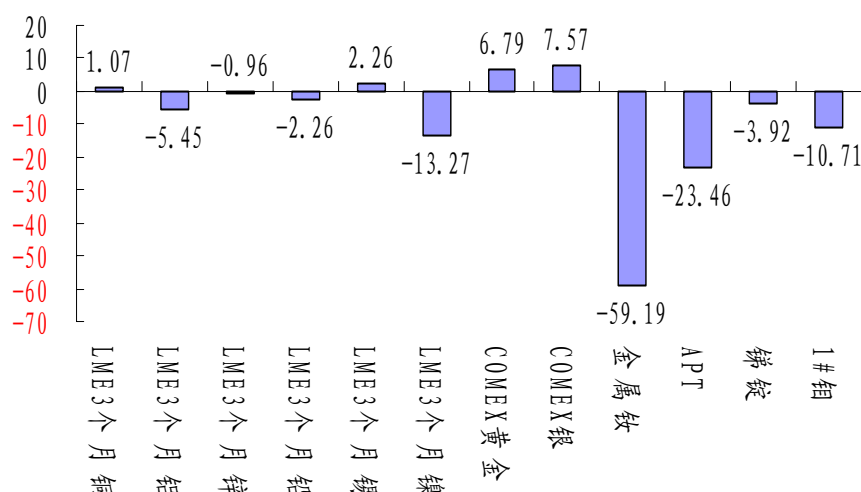
1. 2012年有色金属价格和股价总体是先涨后跌

2011年四季度市场预期中国经济增速有望在2012年一季度止跌企稳，有色金属价格和A股有色上市公司股价率先出现强劲反弹。随后中国经济增速持续回落，企稳回升预期落空，金属价格和板块单边震荡下跌，9月中旬美联储出台QE3，受此刺激，两市出现阶段性反弹，并且幅度较小。

1.1 有色金属价格整体振荡下跌

截止2012年10月23日，相比年初，贵金属出现个位数上涨，其中黄金和白银分别上涨6.79%和7.57%；小金属价格回落幅度较大，金属钨下跌近60%，APT下跌23.46%，钼跌幅近11%；基本金属方面镍和铝跌幅较大一些，分别下跌13.27%和5.45%。

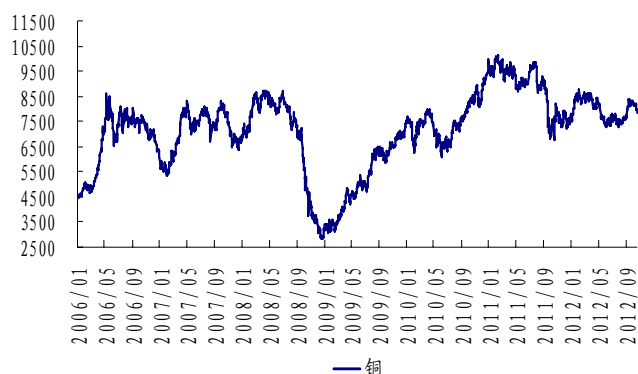
图1：主要有色金属品种自2012年以来截至10月23日涨跌幅 单位：%



资料来源：wind资讯

图2: LME三月期铜收盘价

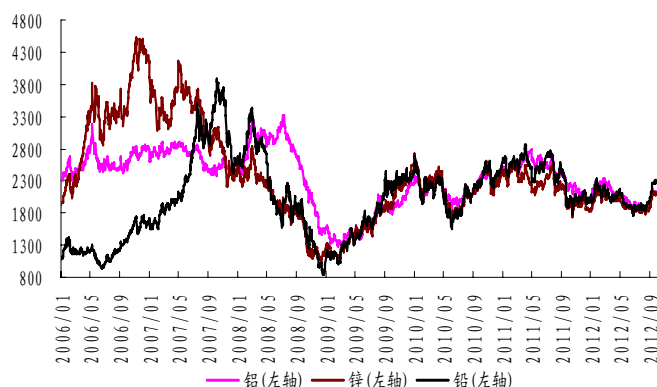
单位: 美元/吨



资料来源: wind资讯

图3: LME三月期铝、铅、锌收盘价

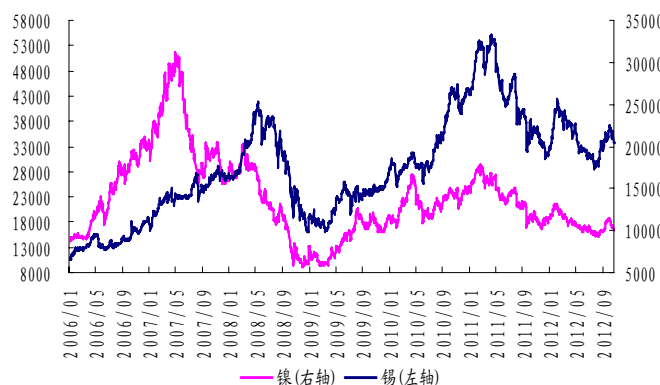
单位: 美元/吨



资料来源: wind资讯

图4: LME三月期锡、镍收盘价

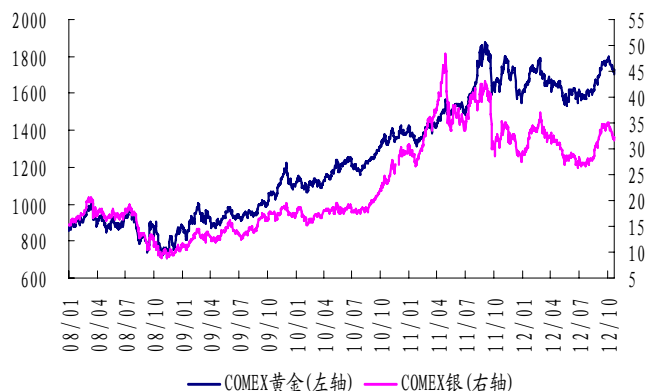
单位: 美元/吨



资料来源: wind资讯

图5: COMEX黄金、白银收盘价

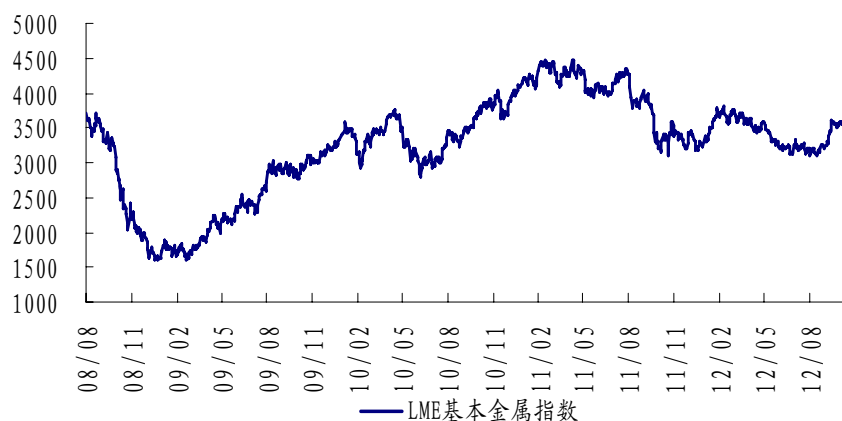
单位: 美元/盎司



资料来源: wind资讯

回顾2012年以来有色金属价格走势,大体分四个阶段,2011年末到2012年一季度上涨阶段,受中国经济增速可能在2012年一季度企稳回升预期,金属价格率先反弹,进入2012年,经济增速持续回落,行业需求持续低迷,金属价格开始强势调整,直到9月份,美联储推出无限QE3,金属价格出现阶段性反弹,期间最高涨幅为13%左右,但是幅度明显低于预期。

图6: LME金属指数



资料来源: wind资讯

1.2 全年黄金板块表现最好

2012年有色金属上市公司随着金属价格波动而波动，整体也是先涨后跌，运行趋势与金属价格大体一致。市场表现总体来说，上半年小金属表现最为突出，下半年黄金板块表现最好。

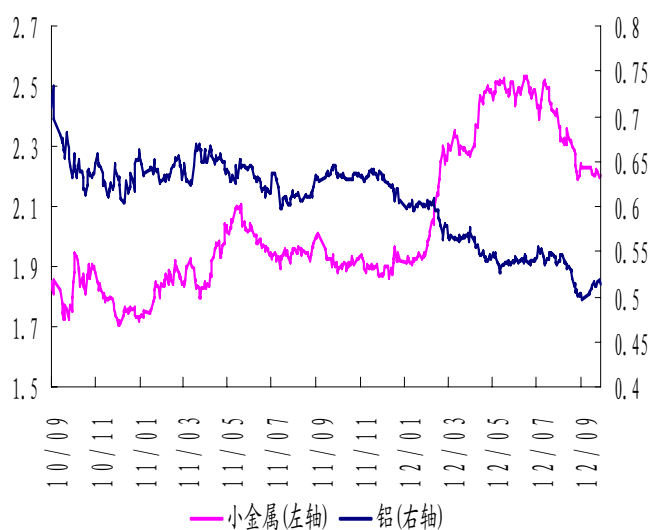
图7：有色金属行业指数



资料来源：wind资讯

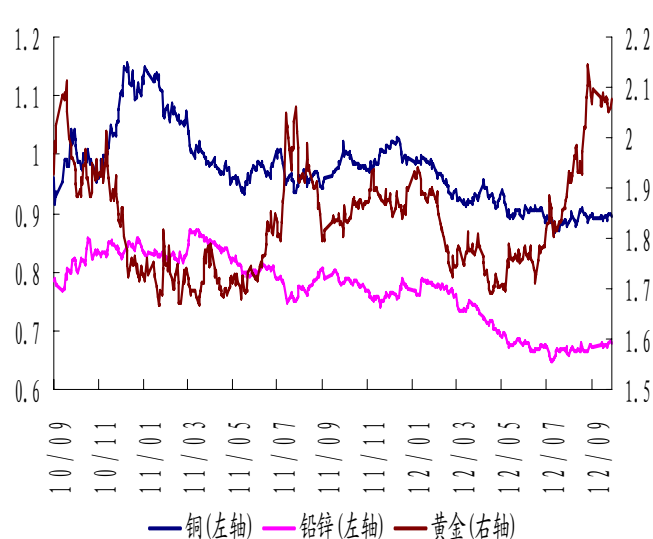
上半年小金属行情，下半年贵金属行情。受中国经济企稳回升预期影响，自2011年四季反弹以来，小金属价格指数强劲反弹，在2012年上半年达到历史新高，反弹幅度到33%。在下半年行情中，受QE3刺激，黄金个股表现最为强劲，黄金板块指数涨幅近30%。

图8：小金属、铝板块指数/行业指数



资料来源：wind资讯

图9：铜、铅锌和黄金指数/行业指数



资料来源：wind资讯

2. 2012年有色金属行业经营面临较大困难

自2008年金融危机行业整体出现亏损以来,2012年有色金属行业经营再一次陷入了经营困境,盈利同比大幅下滑,主要表现在矿山资产随着价格回落,盈利大幅萎缩;冶炼资产加工费一直偏低,长期处于微利或者亏损局面;型材加工行业竞争激烈,加工费快速下滑。

2.1 有色金属需求端低迷

2012年全球经济最大的变数是中国增速持续放缓,与此同时,欧美日经济并没有出现超预期表现,有色金属需求端整体表现低迷。

根据最新的世界金属统计局(WBMS)统计数据显示,全球铜从2012年3月份出现短缺,并且持续到了2012年的8月份,缺口扩大至30万吨,短缺并没有推动价格大幅走高,但是对铜价维持高位运行提供了支撑。其他铝、铅、锌和镍仍然是维持过剩,尽管过剩量缩小,但是对价格的冲击较大,2012年中前后价格纷纷创09年以来新低。

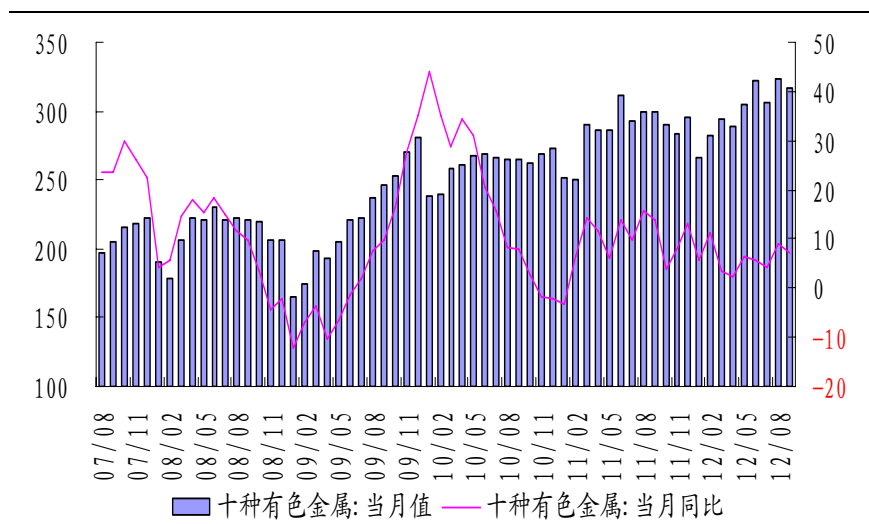
表1: 截止2012年8月全球基本金属供需平衡表(供应-需求) 单位: 万吨

	铜	铝	铅	锌	锡	镍
2011-02	11.80	30.20	3.39	11.80	-0.05	-0.37
2011-03	11.80	25.20	6.59	16.60	-0.02	0.63
2011-04	11.69	29.50	6.76	28.40	0.77	0.16
2011-05	7.41	39.64	9.64	34.10	0.11	-0.82
2011-06	10.74	22.13	1.41	42.70	0.22	0.41
2011-07	26.05	37.31	1.21	38.50	-0.33	0.49
2011-08	31.25	55.27	4.86	54.10	-0.25	0.09
2011-09	23.68	63.85	4.73	58.10	0.00	0.80
2011-10	34.34	60.38	5.41	50.00	-0.10	1.30
2011-11	4.62	85.99	4.02	48.40	0.08	0.92
2011-12	6.91	120.50	5.82	51.30	-0.52	-1.09
2012-2	5.30	28.70	-1.01	15.00	-0.48	0.87
2012-3	-15.70	38.40	1.09	16.10	-0.01	0.62
2012-4	-27.70	48.20	-6.30	20.70	0.05	0.87
2012-5	-9.40	59.20	0.98	25.30	0.21	2.60
2012-6	-12.90	38.10	4.08	26.40	0.14	5.60
2012-7	-27.90	17.80	0.66	30.40	-0.99	6.60
2012-8	-29.90	15.00	1.72	21.70	-0.78	7.70

资料来源: WBMS

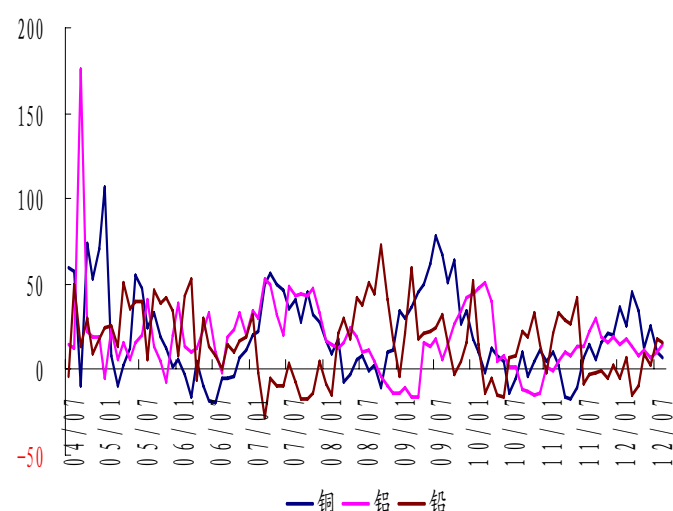
需求端低迷集中体现在中国有色金属需求增速放缓。应对2008年金融危机，中国推出大规模经济刺激2年后，有色金属需求增速大幅回落，2011年勉强实现两位数增长，2012年以来有色金属需求增速大体是个位数增长，其中2012年9月份十种有色金属产量316.90万吨，同比增长7.10%，按照中国经济发展阶段和转型趋势，未来个位数增长可能是常态。

图10：中国10种有色金属产量及其增速 单位：万吨、%



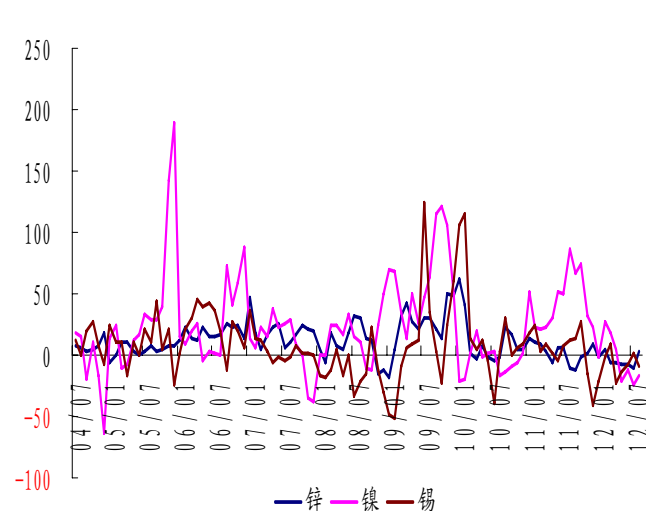
资料来源：wind资讯

图11：中国铜铝铅表观消费量增速 单位：%



资料来源：wind资讯

图12：中国锌、锡和镍表观消费量增速 单位：%

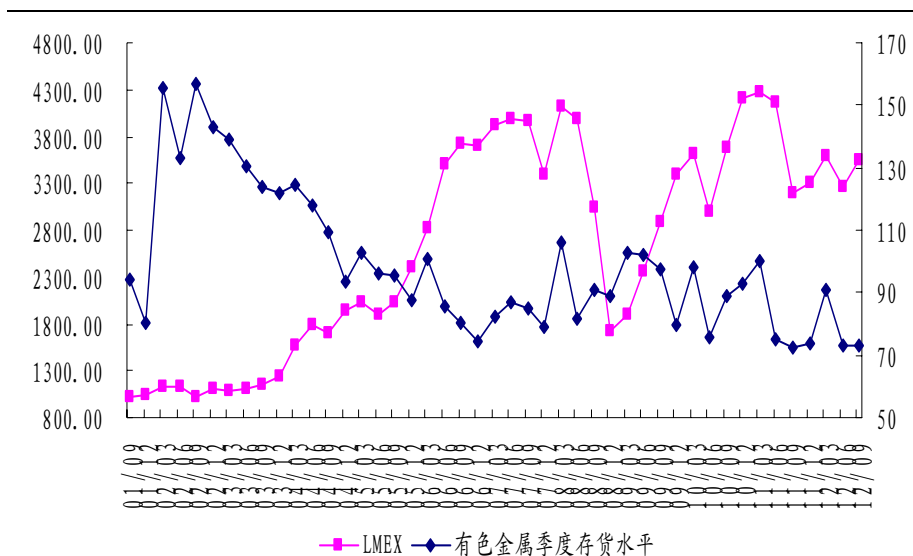


资料来源：wind资讯

2.2 存货剧烈调整，佐证经济下滑需求低迷

关注存货变化，可以追踪行业需求变动趋势，以帮助判读价格未来运行轨迹，在历史上某些阶段，存货可能是价格的先行指标。我们统计了整个A股有色上市公司的存货水平（存货/营业成本）。指标显示2011年末以来存货剧烈调整，反映了行业对经济回落的恐慌。2011年三季度末上市公司总库存水平为72.40%，四季度回升至73.80%，2012年一季度大幅上升至91%。由于2012年二、三季度经济增速继续下滑，存货水平分别回落至73.3%和72.94%。

图13: A股上市有色金属企业存货水平和LMEX金属价格指数

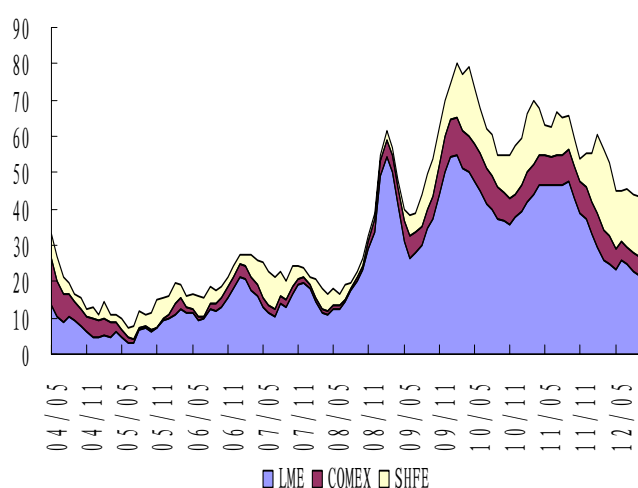


资料来源：中原证券整理、wind资讯

具体看一下铜库存情况。自2012下半年以来，中国铜贸易商和下游加工企业铜库存水平逐步走高，其中9月份贸易商铜库存接近10万吨，加工企业库存天数接近6天。而同期三大交易所总库存降至43万吨，冶炼企业库存天数从4月份的6天，降至9月份4天。

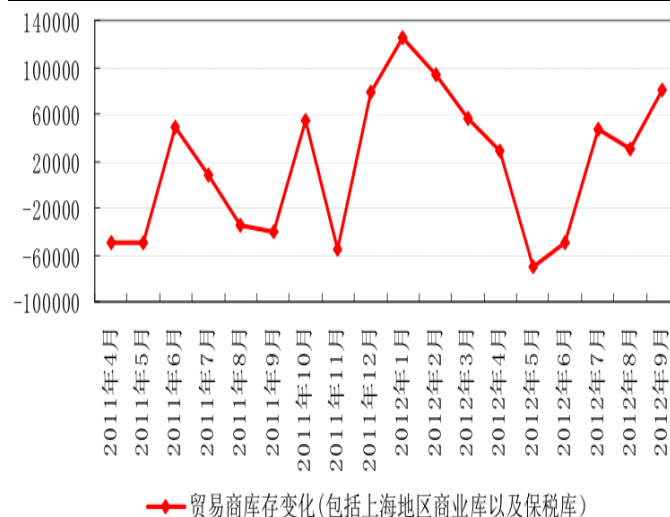
前后两组反映库存变化指标，同期出现相反趋势并不矛盾。贸易商和加工更加贴近需求端，一旦需求放缓，其库存自然上升更快，而冶炼企业和交易所更靠近前端，并且承担了较大经营风险，一旦先导指标显示需求不足，去库存更加迅速。总得来说，下半年以来铜需求情况有所恶化。

图14: 铜三大交易所库存 单位: 万吨



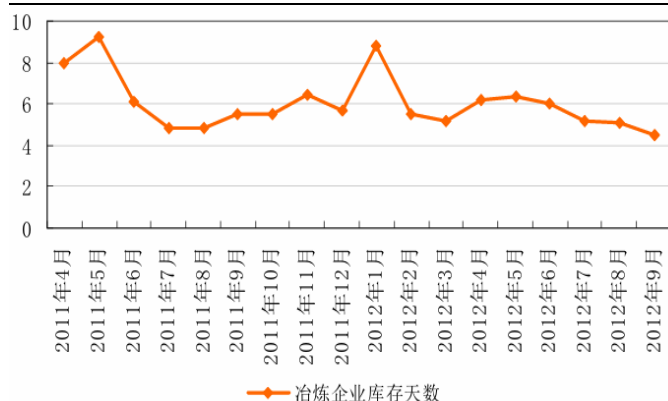
资料来源：wind资讯

图15: 中国贸易商铜库存变化 单位: 吨



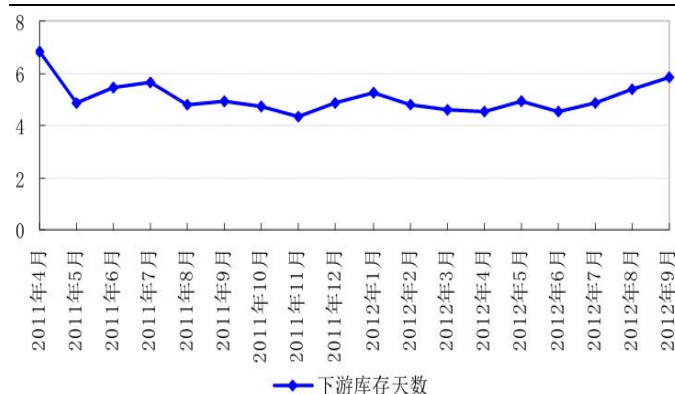
资料来源：SMM

图16: 中国铜冶炼企业库存天数 单位: 天



资料来源: SMM

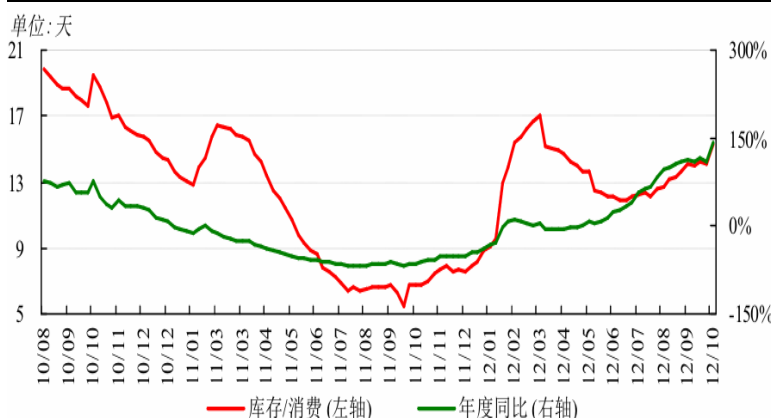
图17: 下游加工企业库存天数 单位: 天



资料来源: SMM

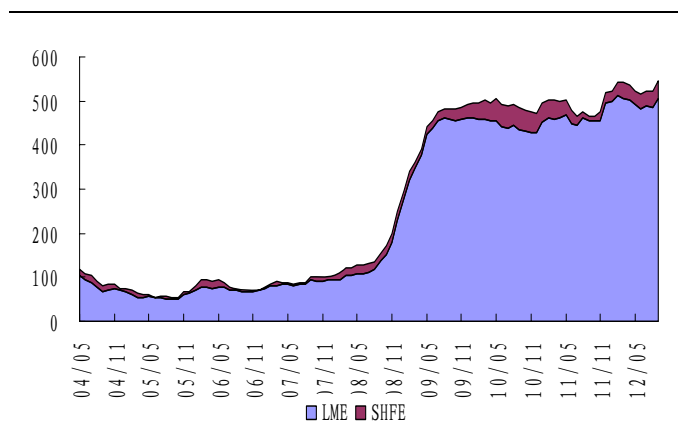
与铜相比, 铝存货情况大致相当, 2012下半年以来靠近终端消费需求的下游现货库存水平快速上升, 上海、无锡、南海和杭州总库存近100万吨, 现货库存消费比从低点的12天上升至16天附近。交易所库存有所不同, 由于中国铝供求平衡进口量少, 而外围经济体铝需求下降更快, 影响了伦交所铝去库存, 伦交所库存保持在高位。

图18: 中国现货铝库存/消费比



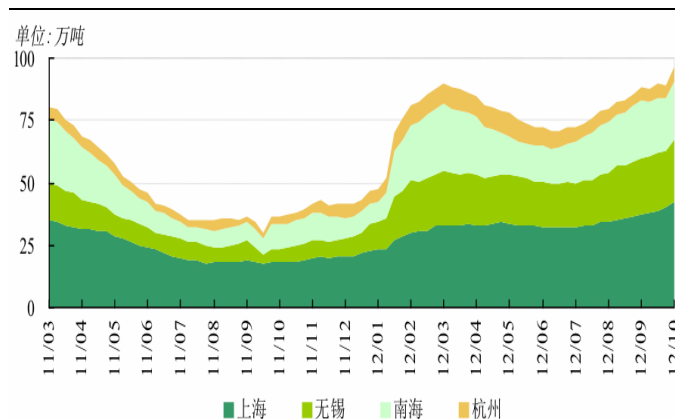
资料来源: SMM

图19: 伦铝和上期所铝三大交易所库存 单位: 万吨



资料来源: wind资讯

图20: 中国现货铝库存 单位: 万吨

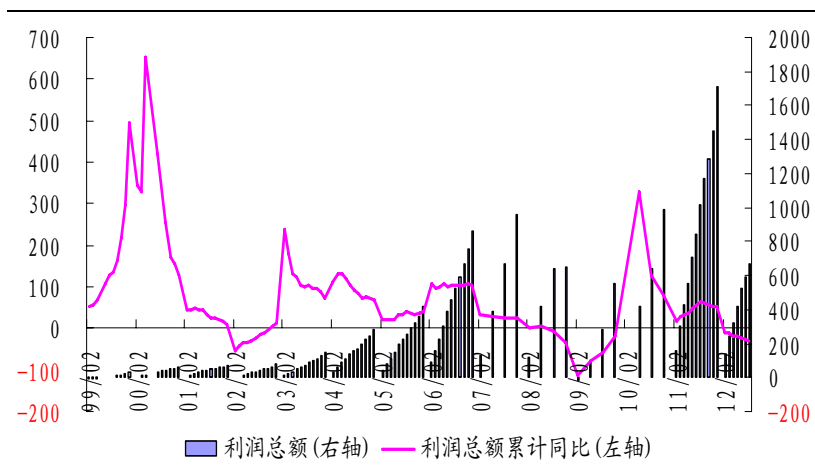


资料来源: SMM

2.3 预计2012年整体利润下降三成

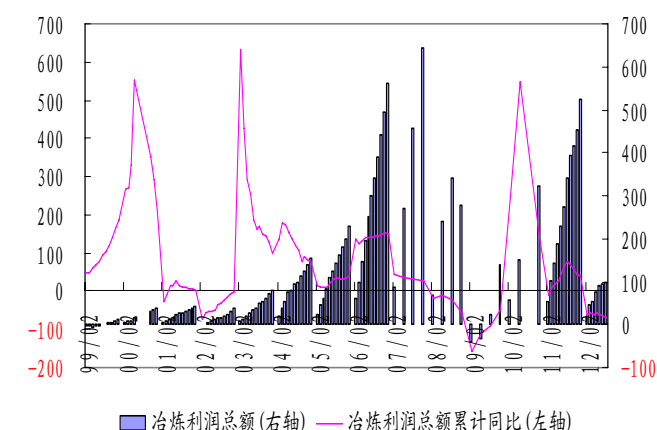
从2012年整体经营成果来看，有色金属面临较大困难。2012年1-8月累计实现利润671.44亿元，同比下降29%，其中冶炼企业实现利润为99.16亿元，同比下降70.23%，加工企业实现利润336.87亿元，同比增长1.33%。

图21: 有色金属行业利润及其增速 单位: 亿元、%

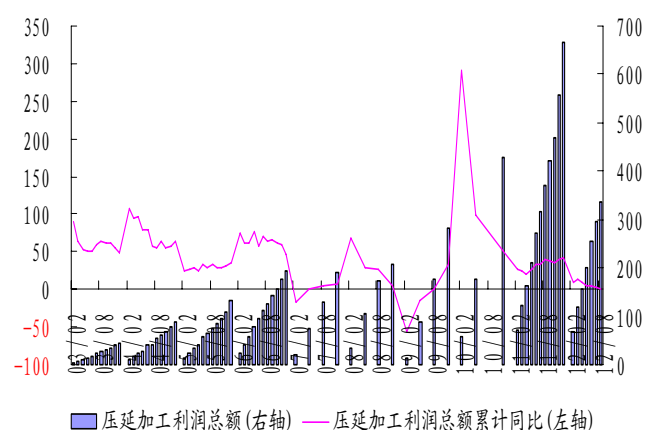


资料来源: wind资讯

图22: 有色金属冶炼企业利润及其增速 单位: 亿元、% 图23: 有色金属加工企业利润及其增速 单位: 亿元、%



资料来源: wind资讯

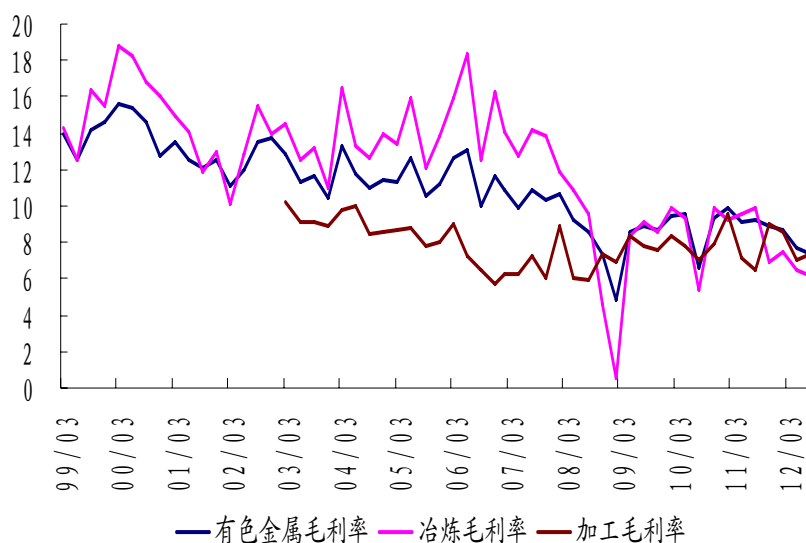


资料来源: wind资讯

从盈利能力来看，剔除2008年金融危机的极端影响，自1999年以来，整个行业的综合毛利率水平单边震荡下跌。截止2012年1-8月份，行业综合毛利率水平为7.37%，较1-5月份下降0.35个百分点；其中冶炼综合毛利率1-8月份为6.51%，较1-5月份下降0.36个百分点；加工综合毛利率1-8月份为7.38%，较1-5月份提高0.33个百分点。

相比而言，加工企业盈利是成本加成，尽管盈利能力较低，但是波动不大，相对稳定。而冶炼企业由于产能扩张，原料竞争激烈，盈利能力逐年下滑，与加工企业基本相当。值得注意的是，下半年以来终端需求低迷，加工企业竞争日趋激烈，利润增速快速回落，盈利能力较上半年下降1个百分点。

图24：有色金属行业毛利率 单位：%



资料来源：wind资讯

3. 去产能过程漫长，行业景气度回落

中国有色金属行业整体产能过剩是拖累行业盈利能力提升的最大阻力。在中国后工业化和转型阶段，去产能是必然趋势，问题在于过程可能漫长。产能过剩一直都存在，2012年可能是有色金属行业的一个分水岭，这也意味着有色金属行业正在重复钢铁行业路，漫长去产能过程导致盈利能力长期处在低位。

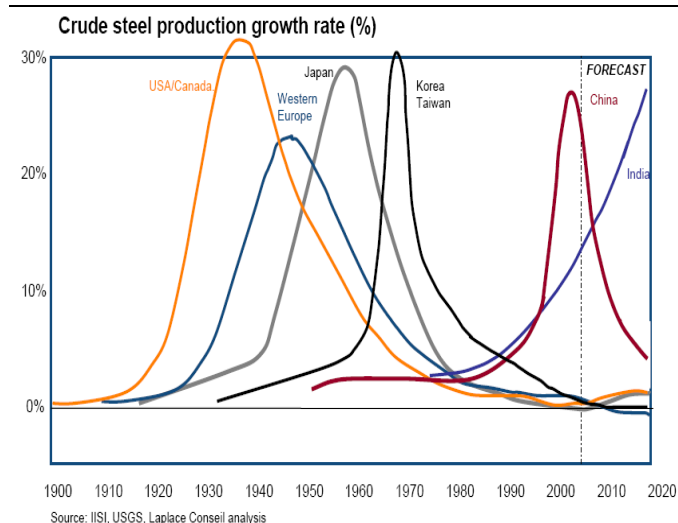
3.1 十二五期间中国有色金属需求个位数增长

中国已经进入重工业化后期。历史上发达国家粗钢产量增速是判断重工业化阶段的重要指标。一般来说粗钢产量增速呈现倒V型分布，图形左边是重工业化开始，右边是重工业化逐渐结束。2004-2005年中国粗钢产量增速的出现峰值之后进入回落通道，中国的重工业化也即将步入后期。

在2001-2010年的“十五”和“十一五”期间，中国工业化进入快速发展阶段，中国有色金属需求得到了充分释放。据统计，2005年中国十种有色金属表观消费量为1670万吨，“十五”期间年均增长率为16.2%，其中铜、铝、铅和锌表观消费量分别为374万吨、712万吨、198万吨和325万吨，年均分别增长14%、14%、25%和17%。2010年10种有色金属表观消费量约3430万吨，“十一五”期间年均分别增长15.5%，其中，铜、铝、铅、锌属表观消费量分别为753万吨、1592万吨、424万吨和560万吨，年均分别增长15%、17.5%、16.5%和11.5%。

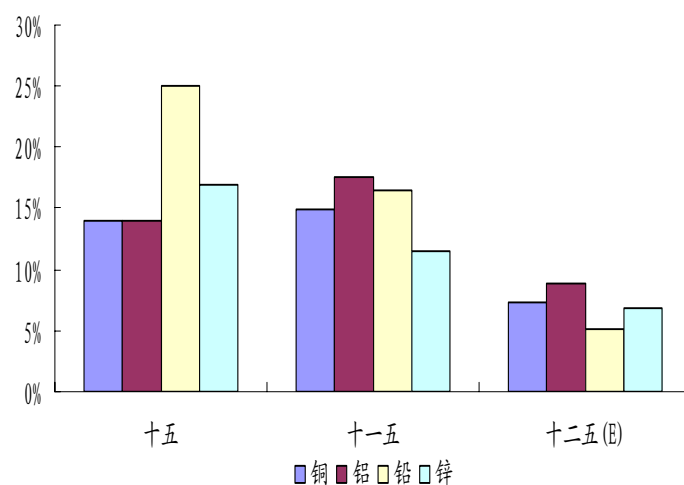
《有色金属工业十二五发展规划》预计，十二五期间中国十种有色金属表观消费量控制在4900万吨左右，年均增长率为7.4%，其中精炼铜、电解铝、铅、锌表观消费量分别控制在970万吨、2400万吨、620万吨和720万吨，年均增长率分别为5.2%、8.6%、7.9%和5.2%。与前十年相比，“十二五”期间中国有色金属需求增速将回落一个台阶。

图25: 主要经济体粗钢产量增长 单位: %



资料来源: IISI, USGS, Laplace Conseil analysis

图26: 十二五铜铝铅锌需求增长预测 单位: %

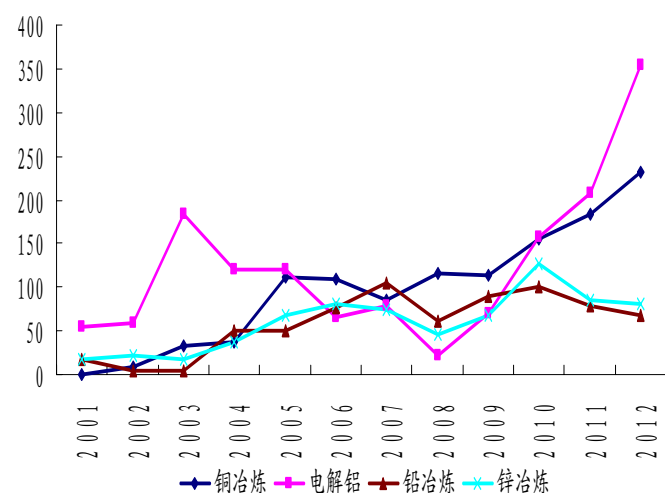


资料来源: wind资讯、《有色金属十二五规划》

3.2 后金融危机的指令性扩张加剧了去产能难度

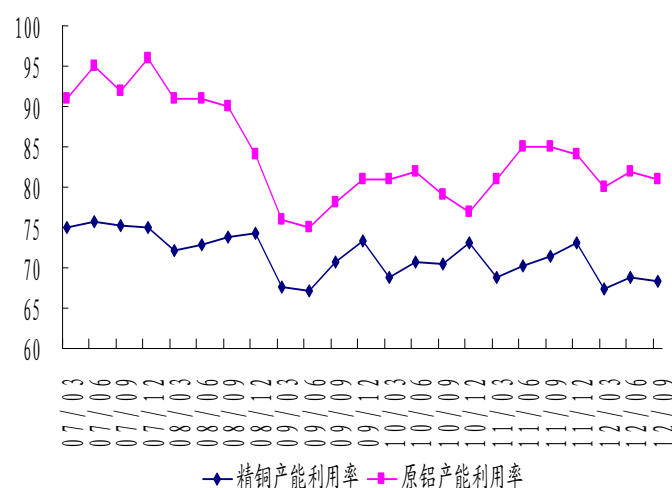
应对2008年金融危机,中国推出了大规模刺激经济增长方案,有色金属产能迎来了第二轮大幅扩张,2008-2012年主要品种铜铝铅锌累计新增产能达到2400万吨,尤其铜铝产能大幅上升,铜冶炼和电解铝产能分别累计增加800万吨和810万吨。考虑到需求放缓和偏低的产能利用率,08年以来新增产能多半是指令性扩张,而非市场驱动。

图27: 中国铜铝铅锌新增产能 单位: 万吨



资料来源: wind资讯

图28: 全球精铜、原铝产能利用率 单位: %



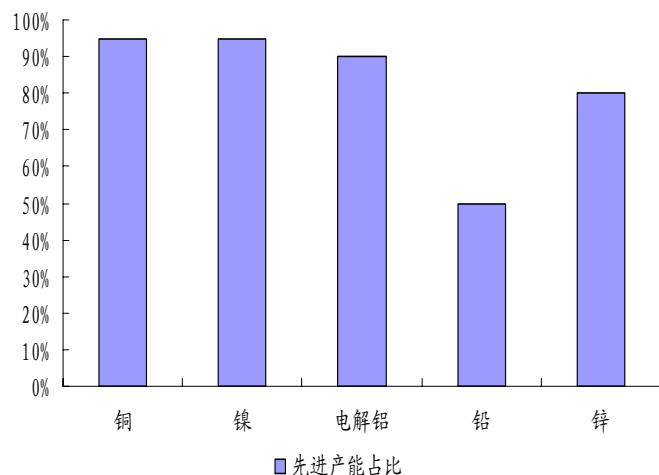
资料来源: wind资讯

3.3 去产能巨大阻力是行业复苏绊脚石

未来需求增长明显放缓,现有产能利用率偏低,而新增产能大幅扩张,需求和产能不匹配的出路是去产能化,这个过程可能面临几方面的阻力。首先,目前现有产能是近10年左右时间建成,装备已经具备国际先进水平,铜冶炼、电解铝先进产能占比达到95%和90%,锌冶炼先进产能占比达到80%,铅冶炼先进产能也有50%。

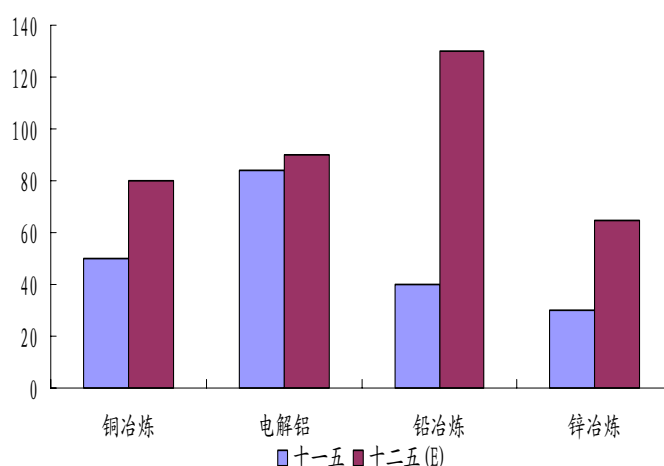
也就说很难通过淘汰落后产能实现去产能，十一五铜冶炼、电解铝、铅锌冶炼淘汰落后产能仅有50万吨、84万吨和70万吨，而十二五制定淘汰铜冶炼、电解铝、铅锌冶炼落后产能计划分别只有80万吨、90万吨和195万吨。

图29: 当前中国有色金属先进产能占比 单位: %



资料来源:《有色金属工业十二五发展规划》

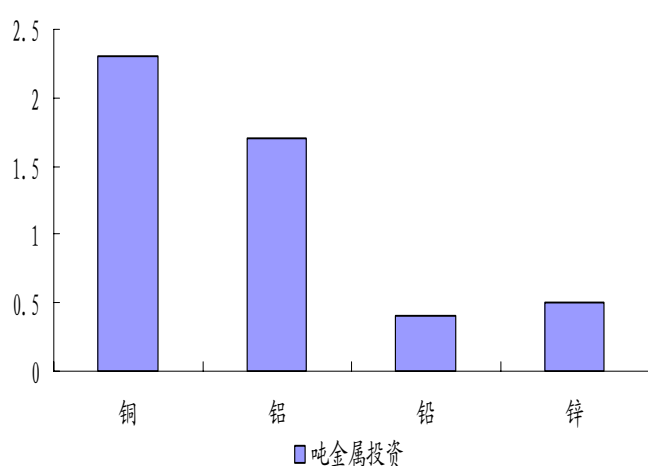
图30: 有色金属淘汰落后产能 单位: 万吨



资料来源:《有色金属工业十二五发展规划》，锌是估算

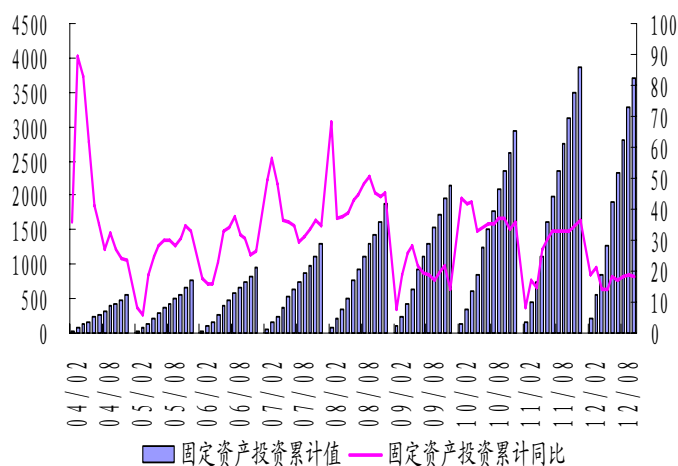
其次，有色金属投资项目规模大，单位投资金额高，信贷资金占比高等特点，关停已经运行的产能带来坏账压力较大。单吨铜冶炼、电解铝、铅锌的投资金额大致在2.3万元/吨、1.7万元/吨和4000元/吨，单个项目产能大致在10万吨以上，单个项目投资规模可能高达数十亿。统计局数据显示，有色金属冶炼及压延加工2008年至2012年前十月，累计投资规模达到1.45万亿，其中2012年1-10月份投资近3708亿元，同比增长18.33%，接近2011年全年投资规模。

图31: 单位有色金属投资规模 单位: 万元



资料来源: 中原证券

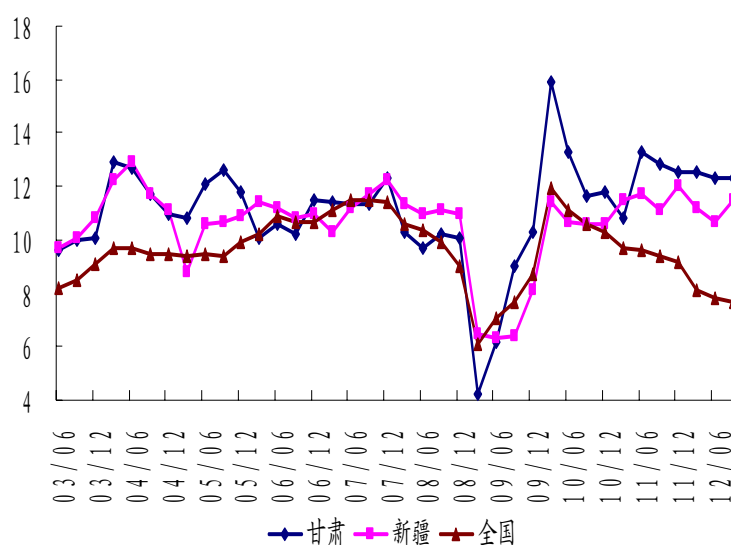
图32: 有色金属冶炼及加工投资及其增速单位: 亿元、%



资料来源: wind资讯

最后，地方保护盛行。有色金属新增产能集中分布在西北、西南等经济落后地区，对当地的经济增长起到了重要作用，以甘肃和青海为例，自2009年以来两省经济增长保持较高水平，并未出现全国经济增速持续回落的局面。难以想象中西部地区主动减产甚至关停有色金属产能，今年以来部分省市为了扶持有色金属生产，主动提供各种优惠措施，比如河南电解铝企业获得的临时电价优惠政策。简而言之，集中在中西部的有色金属企业事关当地政府经济发展，事关当地的就业，地方保护难以避免。

图33：全国、甘肃和青海GDP累计增速 单位：%



资料来源：wind资讯

表2：中国原生铅冶炼2012新增产能 单位：万吨

公司名称	新增产能	预计投产时间	目前现状
乌拉特后旗瑞峰铅冶炼有限公司	8	第一季度	电解延迟至明年
江西铅锌有限公司	10	第一季度	2月底投产
株洲冶炼集团股份有限公司	10	第一季度	5月投产
伊春金林铅冶炼有限公司	8	第二季度	延迟至2013年
山东恒邦冶炼股份有限公司	10	第二季度	延迟
湖南华信有色金属有限公司	10	第二季度	6月份投产
呼伦贝尔驰宏矿业有限公司	6	第二季度	延迟
永州福嘉有色金属有限公司	6	第二季度	电解延迟至12月
小计	68		

资料来源：smm

表3: 中国锌冶炼新增产能 单位: 万吨

公司名称	2012新增产能	新增之后总产能	投产时间
云南金鼎	10	24	2012年投产
云南蒙自	5	10	延迟
柳州华锡	5	10	延迟
湖南轩华锌业	5	8	延迟
广西金山铜锳	10	16	延迟
甘肃宝徽	10	16	延迟
贵州水城县仙劲锌	3	11	现已停产、计划搁置
西昌合力锌业	4	10	延迟
甘肃白银	15	34	延迟
驰宏锌锳	14	32	已建成
小计	81	171	

资料来源: smm

表4: 中国精炼铜新建项目统计

公司名称	新增精炼产能	新增后精炼总产能	生产使用原料	投产时间
广西有色再生金属	20	20	废杂铜	2012年4月
山东恒邦冶炼	27	42	废杂铜、铜精矿	2012下半年
云锡股份	10	10	铜精矿	2012年
大冶有色	30	60	铜精矿、废杂铜	2012年10月
中条山有色	5	15	铜精矿、废杂铜	2013年
金川集团	40	100	铜精矿	2013年
铜陵有色	40	118	铜精矿	2013年
湖南华洋铜业	30	30	铜精矿	2013年
白银有色	20	40	铜精矿	2014年12月
小计	232	451		

资料来源: smm

表5：中国电解铝2012年新扩建项目统计

公司名称	区域	新增产能	新增后总产能	投产时间
连城铝业	西北	20	94	1、11月
曾氏天山	西北	44	58	1、11月
甘肃酒泉	西北	50	65	1、6月
新疆信发	西北	30	140	1、7月
南山铝业	华东	10	85	1月
新疆希铝	西北	40	63	2、9、11月
魏桥铝电	华东	30	180	3月
陕西有色	华北	5	5	7月
抚顺铝业	东北	7	30	8月
云南铝业	西南	14	64	8月
新疆其亚	西北	5	5	8月
新疆神火	西北	13	13	9月
遵义玉隆	西南	10	13	9月
霍煤鸿钧	华北	11	80	9月
青海鑫业	西北	12	67	10月
天龙矿业	西北	9	14	10月
新疆嘉润	西北	15	15	12月
小计		354	866	

资料来源：smm

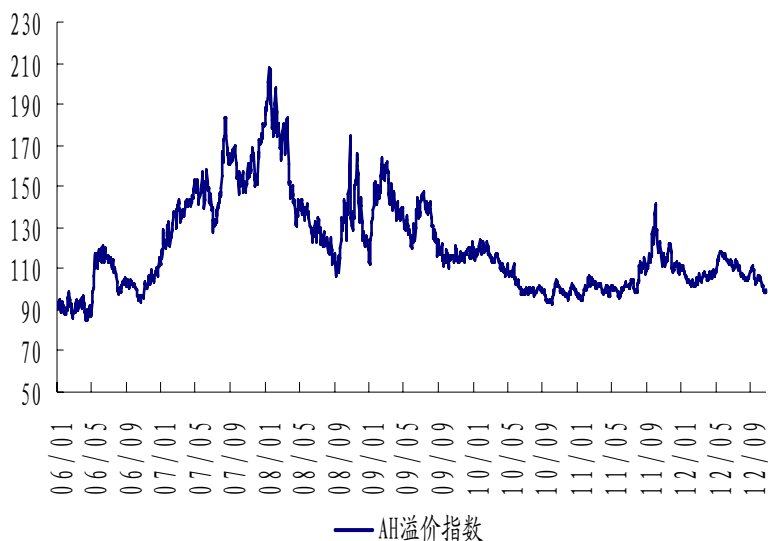
4. 景气度低迷加快估值接轨进程

2012年是中国经济转型的开端，或许同时开启了资本市场大开放的进程，至少A股估值水平逐渐与海外市场接轨，以银行和钢铁为代表的权重股已经与港股全面接轨。钢铁是最接近有色金属的周期行业，钢铁估值全面接轨为有色金属提供了示范。

4.1 银行钢铁AH估值接轨

2012年5月中旬以来，中国经济增速持续回落，A股市场单边振荡下跌，AH溢价指数从高点118.24降至100以下出现折价，其中权重板块银行和钢铁出现折价，截止2012年10月21日，工商银行折价5.76%，鞍钢股份折价5.34%。

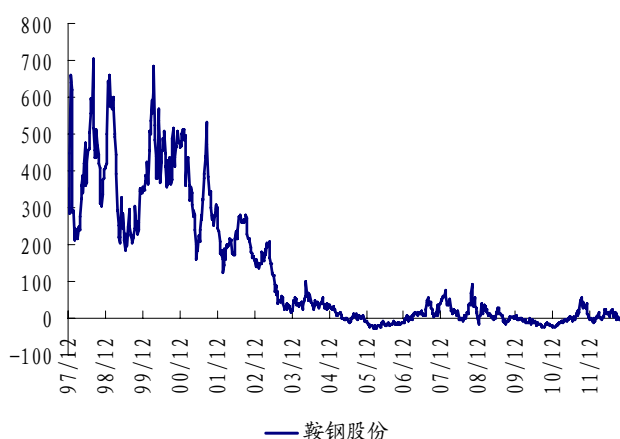
图34: AH股溢价指数



资料来源: wind资讯

图35: 鞍钢股份AH溢价率

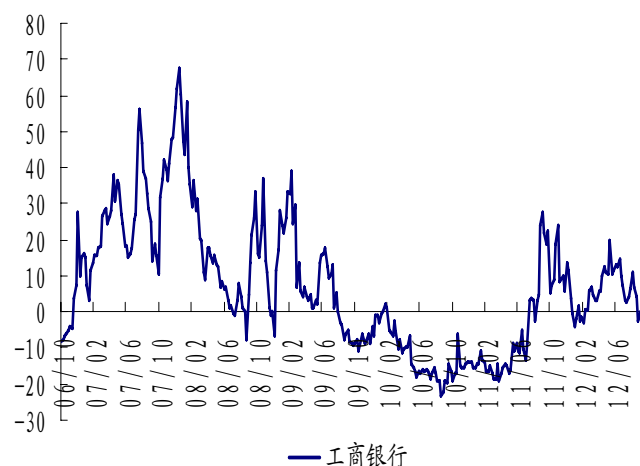
单位: %



资料来源: wind资讯

图36: 工商银行AH溢价率

单位: %



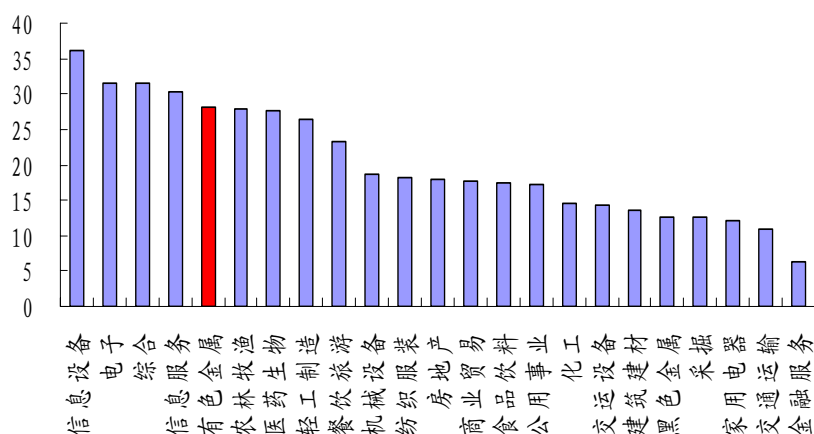
资料来源: wind资讯

银行板块估值水平大幅度回落,与其当前甚至未来一段时间盈利增长没有关系,重挫其估值的根本原因是银行潜在的不良资产风险;而钢铁板块估值水平降至历史低位,根本原因是行业景气度进入衰退阶段,去产能困难重重,导致行业盈利能力低下,盈利增长乏力。

4.2主要周期行业景气度下滑充分反映到估值

从国内横向比较来看,主要周期行业估值水平大幅下降,按照2012年三季报估算,普遍低于20倍,唯独有色金属整体估值28倍,位居前列,与电子信息、生物医药、餐饮旅游等非周期性行业处在20倍以上区间。

图37：行业估值水平分布 单位：倍



资料来源：wind资讯，以2012年三季报核算

主要周期性行业估值水平大幅回落主要与行业的景气度明显回落密切相关，比如钢铁、汽车和交运行业均出现产能过剩、盈利能力长期处在低位、去产能进程止步不前等共性问题。而在政府调控下房地产景气度高位回落，盈利能力和利润增长大幅下滑，银行虽然业绩和盈利能力稳定，但是资产质量隐患突出。

从时间上来看，2011年政府刺激效应消失后，这几个主要周期行业业绩惯性下滑，对估值水平造成严重冲击，并且低估值延续到2012年。对比其他几个周期行业，有色金属在2012年估值水平反弹，换句话说，2012年有色金属行业估值水平可能并没有充分反应行业景气度的下滑。

表6：近几年主要周期行业净利润增长 单位：%

时间	钢铁	有色金属	汽车	交通运输	房地产	银行
2008	-55.91	-71.48	-54.31	-66.64	5.14	31.05
2009	-52.32	-16.25	157.41	14.81	39.59	17.43
2010	129.50	147.83	79.27	203.38	26.67	33.48
2011	-40.65	40.32	-1.52	-36.29	12.05	29.18
2012-03	-124.64	-22.03	-7.32	-51.12	-2.06	19.73
2012-06	-81.06	-51.66	-3.57	-38.25	-1.94	18.24
2012-09	-114.75	-55.47	-4.34	-25.06	2.38	17.43

资料来源：wind资讯

表7：近几年主要周期估值变化 单位：倍

	钢铁	有色金属	汽车	交通运输	房地产	银行
2007	25.77	47.56	42.24	65.77	97.81	38.41
2008	6.06	14.62	12.17	9.5	19.84	9.55
2009	-37.56	-175.1	60.15	-113.9	42.05	16.8
2010	18.55	73.53	13.58	18.65	22.4	9.51
2011	16.61	23.35	12.23	12.9	13.9	6.91
2012 (Q3)	-87.23	50.86	10.93	15.14	19.58	6.24

资料来源：wind资讯

4.3 有色金属已经开启接轨进程

2012年有色金属整体是先涨后跌，自5月中旬以来，单边振荡下跌，估值水平大幅回落，部分龙头公司估值率先降至较低区间。比如铜业龙头江西铜业基于最近12个月业绩的静态PE为15倍，铝业龙头南山铝业基于最近12个月业绩的静态PE为15倍。此外江西铜业AH溢价率也大幅度回落，目前溢价率大致在30%左右，而5月份左右溢价率一度接近100%。

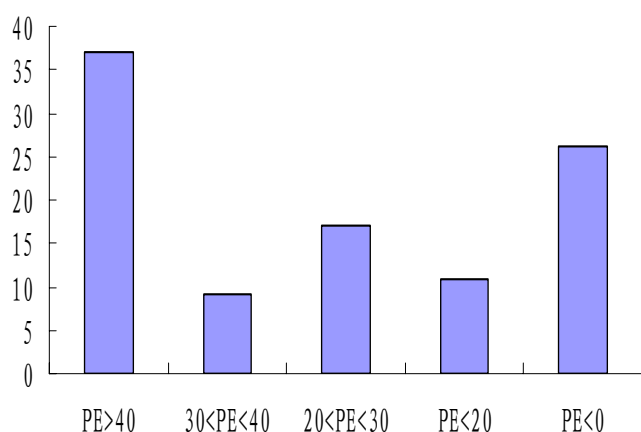
图38：江西铜业AH溢价率 单位：%



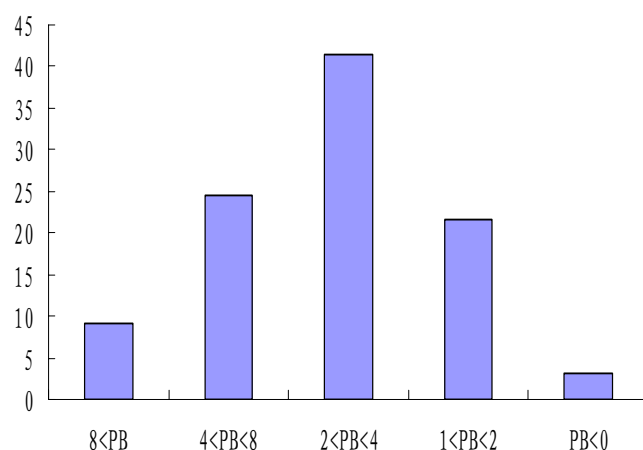
资料来源：wind资讯

相比国外同行业，A股有色金属估值水平长期处于高估。按照最近12个月业绩估算，静态PE小于20倍的只占11%左右(剔除亏损企业)，相应国际主要同行静态PE都没有超过20倍(剔除亏损企业)，小于10倍PE公司数量占比55%。按照2012年三季报估算，静态PB小于2倍的只占22%，而国际主要同行静态PB小于2倍的占比90%。

图39：截止12年11月14日A股有色金属PE分布 单位：倍 图40：截止12年11月14日A股有色金属PB分布 单位：倍

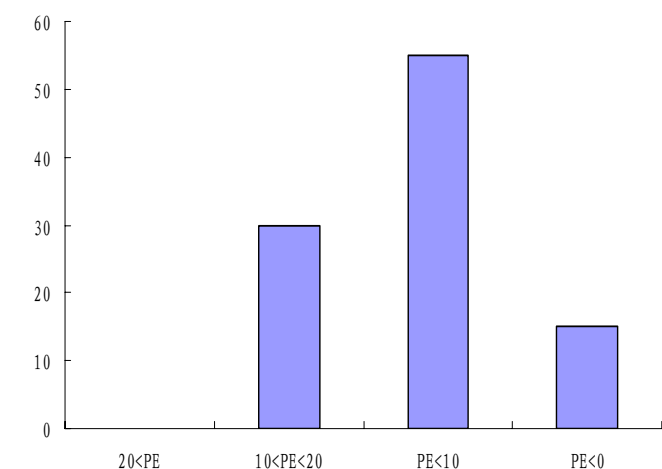


资料来源：wind资讯



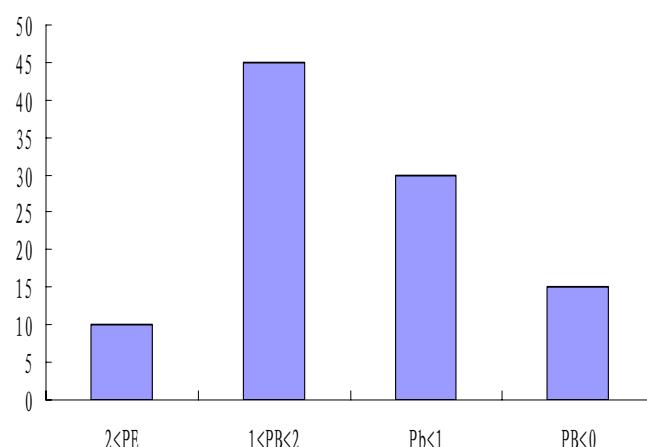
资料来源：wind资讯

图41: 国际主要有色金属企业PE分布 单位: 倍



资料来源: bloomberg

图42: 国际主要有色金属企业PB分布 单位: 倍



资料来源: bloomberg

有色金属是属于全球市场, 估值水平接轨大势所趋。A股有色板块已经开启估值接轨进程, 主要的理由是, 中国进入后工业化阶段, 经济转型势在必行, 有色金属总体需求增速明显回落, 于此同时, 过剩产能关停面临诸多困难, 导致行业盈利能力长期处在低位水平, 盈利增长缺乏驱动力。

5. 投资策略: 低估值+高成长

由于行业景气度低迷, 基本面缺乏驱动力, 维持行业“同步大市”投资评级。2013年, 要求结合行业和估值的趋势, 选择合适的投资机会。首先, 密切跟踪中国经济运行, 中国经济增速阶段性企稳反弹意味着需求阶段性改善, 有利于金属价格反弹。其次, 行业层面关注可能实现去产能的基本金属品种, 不受产能约束景气度仍处在高位的优势小金属, 比如稀土、钨和锑等等, 以及关注高成长性的再生金属部分企业。最后, 估值方面考虑, 传统金属要求低估值, 小金属估值水平要适中, 再生金属估值水平要和成长性匹配。

表8: 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		11月14	2011A	2012E	2013E	2012Q3	
格林美	0.21	0.25	0.39	3.82	12.20	58.10	48.80	31.28	3.19	增持
江西铜业	1.89	1.40	1.60	11.98	20.83	11.02	14.88	13.02	1.74	增持
辰州矿业	0.99	0.80	0.90	3.73	19.46	19.66	24.33	21.62	5.22	增持
厦门钨业	1.50	0.80	1.20	5.53	34.94	23.29	43.68	29.12	6.32	增持

资料来源: 中原证券

6. 行业风险提示

2013年行业面临主要风险, 其一、欧洲债务危机升级、美日财政悬崖; 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。