

大或可大，时机需等待 小未必小，经济在转型

——有色金属行业 2010年下半年投资策略

有色金属行业

评级：小金属（推荐） 大宗金属（中性）

深度报告

2010年 06月 23日 星期三

有色金属行业

分析师 靳雪翔

电话 010-59707102

邮箱 jxx@longone.com.cn

执业证书编号：S0630210050004

联系人：顾颖

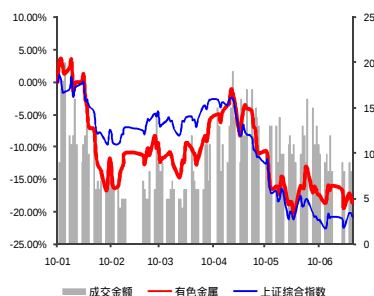
电话 021-50586660-8638

邮箱 dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-14.16	-3.00
3 个月	-22.32	6.18
6 个月	-27.96	-1.90

行业相对上证综指走势图



相关报告：

《繁柳密处拨得开，风狂雨急时立得定——黄金行业 2010年投资策略》
2009年 12月

投资要点

q 基本金属，低位震荡等待时机。

低位震荡：世界经济复苏的不确定性将制约大宗金属的表现，在全球经济形势未明朗之前，大宗金属保持低位震荡。

时机：中国宏观调控对中国需求的影响没有预期的那么悲观，可能超预期。

美国经济指标不再“打架”，表现出稳步增长的迹象。

欧洲债务危机不断缓解，发达市场需求总体超出预期，且库存水平也再次开始出现吃紧。

汇改超预期，人民币重回上升通道。

q 经济转型，小金属打开景气窗口。

小金属不是期货交易品种（或期货交易不活跃），价格主要受供求关系的影响。

中国加大了对包括稀土、锑、钨等在内资源优势品种的行业整顿，资源的过度开发得到了一定控制，供应增长有限。

经济转型，投资拉动逐步转向消费拉动，打开带来部分小金属景气窗口。

q 黄金仍有向上动力。

纸币长期贬值凸显黄金保值功能。

世界经济复苏的不确定性使得金融避险需求将长期存在。

q 投资策略。抓小等大，关注黄金。

小金属：具有资源优势，价格有望继续回升，景气窗口将长期打开的公司，如包钢稀土、章源钨业、云南锗业、格林美、金钼股份等。

大宗金属：具备资源优势，对需求回升敏感的公司，如江西铜业、中金岭南等。

黄金：受益金价上涨且有注入预期的中金黄金、山东黄金。

q 风险提示。

全球经济二次探底。

目录

1. 上半年走势回顾.....	4
1.1 大宗金属价格震荡.....	4
1.2 部分小金属价格回升明显.....	4
1.3 黄金价格迭创新高.....	5
1.4 板块整体与大盘持平，子板块和个股分化严重.....	6
2. 基本金属，低位震荡等待时机.....	7
2.1 经济增速下滑，上行暂无支撑.....	7
2.2 冶炼产能下半年增速将有所减缓，产能过剩依旧.....	8
2.3 中长期看，新的资源牛市可期，左侧交易者可以考虑入场.....	8
2.4 右侧交易者需要等待时机.....	11
3. 经济转型，小金属打开景气窗口.....	11
4. 黄金仍有向上动力。.....	12
5. 投资策略：抓小等大，关注黄金.....	13

图形目录

图 1. 铜价格走势和持仓量.....	4
图 2. 铝价格走势和持仓量.....	4
图 3. 锌价格走势和持仓量.....	4
图 4. 铅价格走势和持仓量.....	4
图 5. 锡锭价格走势.....	5
图 6. 钨精矿价格走势.....	5
图 7. 氧化铈价格走势.....	5
图 8. 氧化镨铈价格走势.....	5
图 9. 黄金价格走势.....	5
图 10. 有色金属板块 vs 沪深 300.....	6
图 11. 有色股 pe/pb 二维图.....	6
图 12. PMI.....	7
图 13. 工业增加值.....	7
图 14. 开发综合景气指数.....	7
图 15. 汽车产量月度累计同比增长.....	7
图 16. 空调月度累计同比增长.....	8
图 17. 发电设备月度累计同比增长.....	8
图 18. 有色金属冶炼及延压固定资产投资.....	8
图 19. 有色金属矿产及采选固定资产投资.....	8
图 20. 美国政府债务.....	10
图 21. 美国基础货币.....	10
图 22. 通胀预期.....	10
图 23. LIBOR.....	10
图 24. CDS 价格.....	10
图 25. 黄金持仓量.....	12
图 26. 黄金 ETF 持仓量.....	12

表格目录

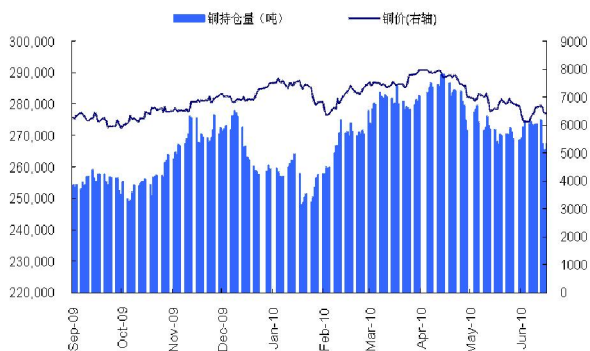
表 1.	铜：市场均衡价格预测表	9
表 2.	铝：市场均衡价格预测表	9
表 3.	上半年已经出台的相关行业政策.....	11
表 4.	小金属和新经济相关领域	12
表 5.	全球黄金供求平衡表	13
表 6.	重点公司盈利预测与投资评级	13

1. 上半年走势回顾

1.1 大宗金属价格震荡

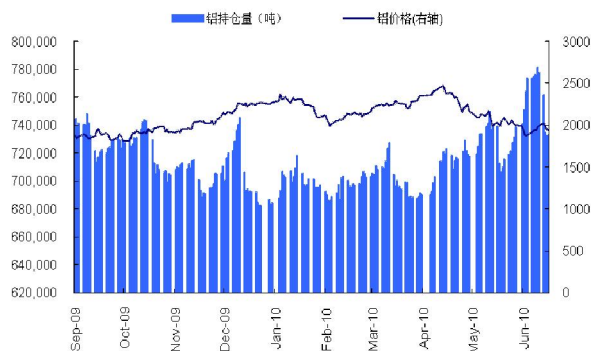
在多种因素（上调存款准备金率、旺季不旺、欧元区债务危机）的综合影响下，大宗金属未能延续去年升势，呈现震荡走势，持仓量保持高位。

图 1. 铜价格走势和持仓量



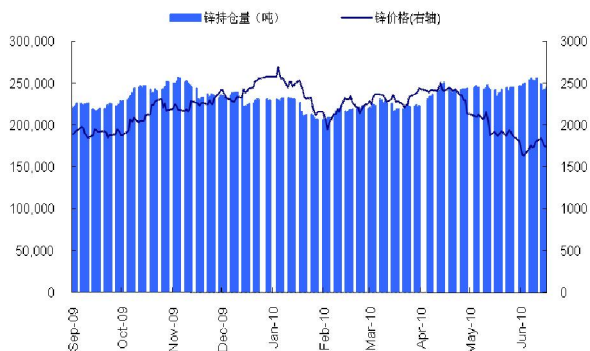
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 2. 铝价格走势和持仓量



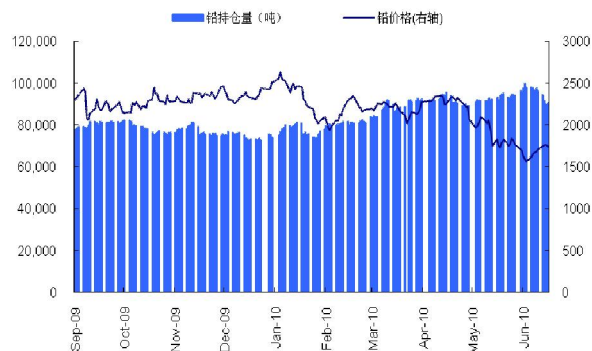
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 3. 锌价格走势和持仓量



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 4. 铅价格走势和持仓量

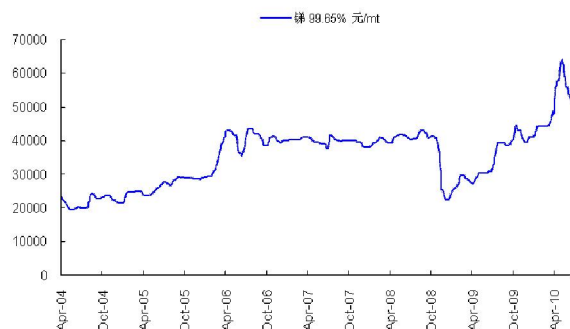


资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

1.2 部分小金属价格回升明显

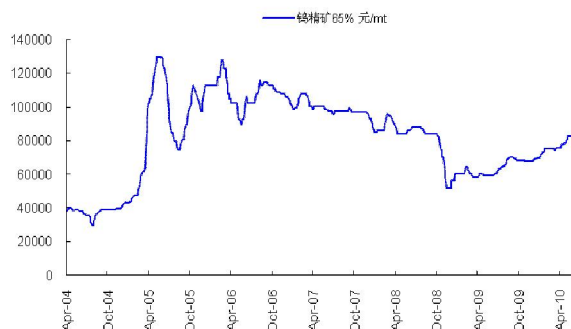
受到经济转型、资源整合的影响，部分小金属（锑、钨、多种稀土）价格回升明显，走出了相对独立的行情。

图 5. 锑锭价格走势



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图 6. 钨精矿价格走势



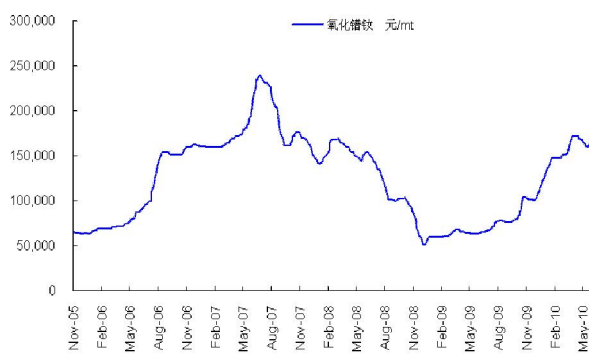
资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图 7. 氧化锑价格走势



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图 8. 氧化镨铈价格走势

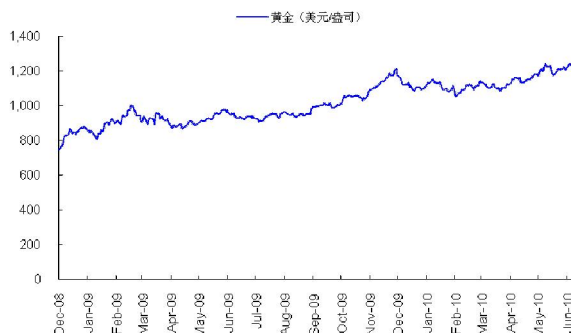


资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

1.3 黄金价格迭创新高

在经济未来相对不确定性比较大的背景下，黄金显示了其金融属性，走势平稳向上，迭创历史新高。

图 9. 黄金价格走势

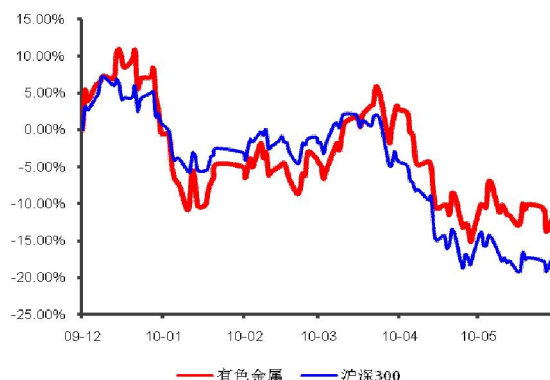


资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

1.4 板块整体与大盘持平，子板块和个股分化严重

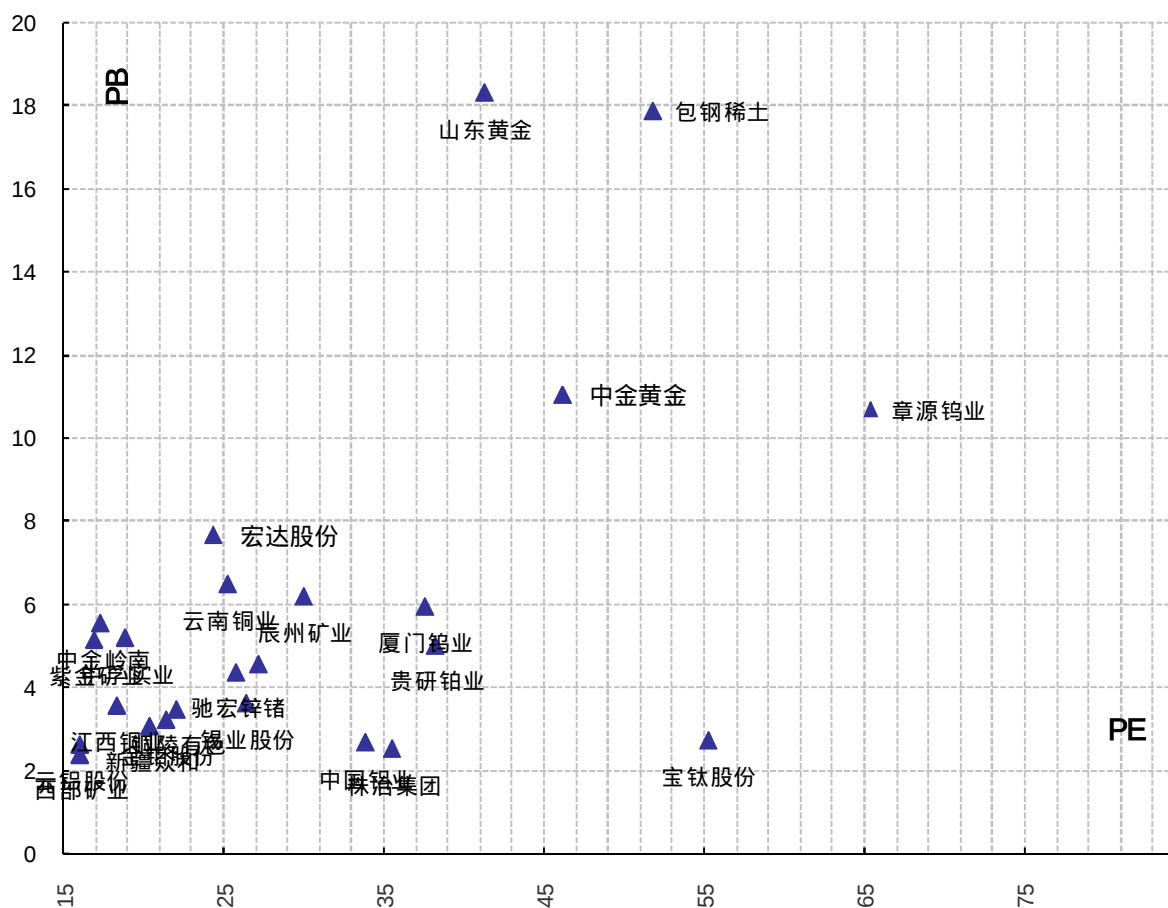
二级市场上，板块整体与大盘持平，但子板块和个股的分化十分严重。

图 10. 有色金属板块 vs 沪深 300



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 11. 有色股 pe/pb二维图



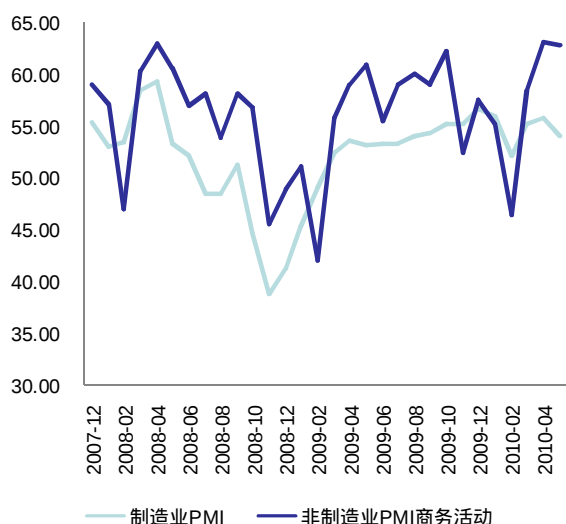
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

2. 基本金属，低位震荡等待时机

2.1 经济增速下滑，上行暂无支撑

从目前的各项数据来看，随着经济增速下滑下半年下游各行业增速都将回落，导致金属需求增速回落，部分下游需求不排除负增长的可能。

图 12. PMI



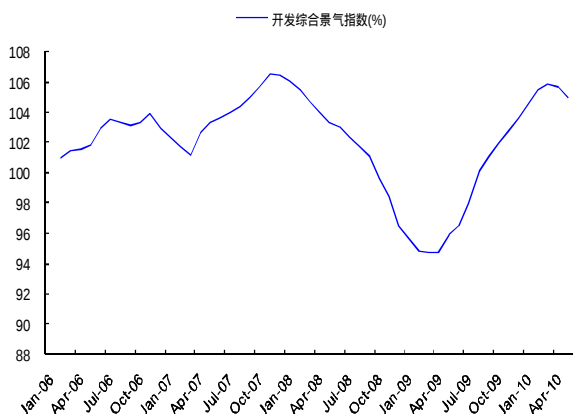
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 13. 工业增加值



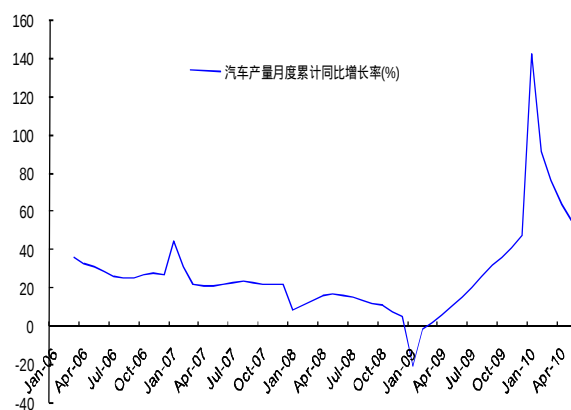
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 14. 开发综合景气指数



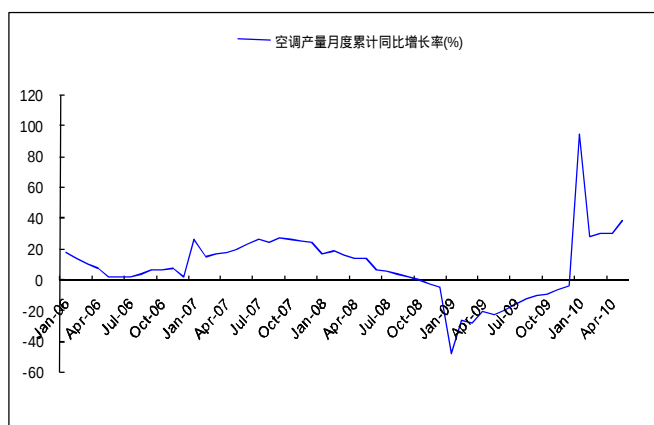
资料来源：CEIC，东海证券研究所

图 15. 汽车产量月度累计同比增长



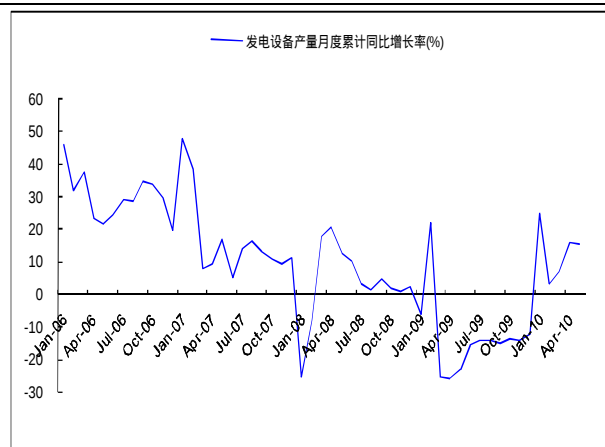
资料来源：CEIC，东海证券研究所

图 16.空调月度累计同比增长



资料来源：CEIC，东海证券研究所

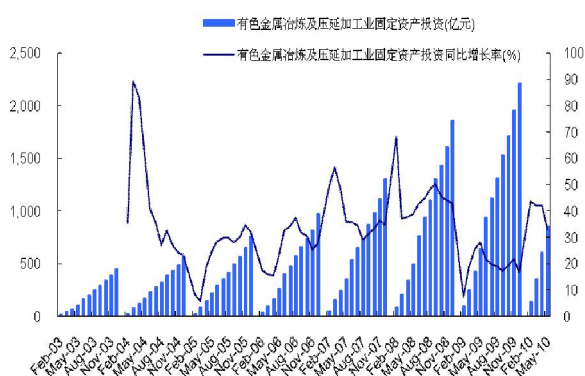
图 17.发电设备月度累计同比增长



资料来源：CEIC，东海证券研究所

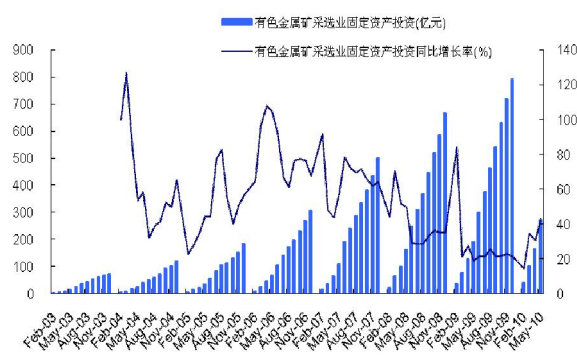
2.2 冶炼产能下半年增速将有所减缓，产能过剩依旧

图 18.有色金属冶炼及压延固定资产投资



资料来源：CEIC，东海证券研究所

图 19.有色金属矿产及采选固定资产投资



资料来源：CEIC，东海证券研究所

2.3 中长期看，新的资源牛市可期，左侧交易者可以考虑入场

表面看来，通过经济增长所带来的财政盈余增加来化解主权债务，是最佳途径，但事实上通过大量发行货币来化解主权债务危机则是最现实的途径。货币宽松、财政紧缩的趋势十分明确。主权债务危机的解决必将导致流动性的进一步泛滥，从而带来更大的全球通胀压力。随着通胀预期、通胀、通胀再预期，大宗商品价格同步上涨将是大概率事件。

中长期来看，纸币贬值，资源升值是必然事件，新一轮资源牛市必将随着经济在震荡中复苏的进程展开，考虑到新兴市场国家，特别是我国工业化进程的需求支撑，新的资源牛市完全可以期待，左侧交易者可以考虑入场。

表 1. 铜：市场均衡价格预测表

		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
消费：								
OECD 国家	('000t)	9399	9135	8466	7092	7421	7687	7770
中国	('000t)	3998	4637	4845	5499	6021	6473	6926
其他新兴市场	('000t)	3970	4235	4390	3911	4266	4462	4668
全球	('000t)	17367	18007	17701	16503	17709	18622	19364
增速		3.2	3.7	-1.7	-6.8	7.3	5.2	4
供应								
全球	('000t)	17251	17939	18100	17212	17722	18508	19243
增速		4.3	4	0.9	-4.9	3	4.4	4
过剩 / (缺口)	('000t)	-116	-68	399	709	13	-114	-121
存货消费比	(days)	12.4	11.5	14.7	31.4	29.6	25.9	22.6
年均价	(US\$/lb)	305	323	315	233	310	330	360

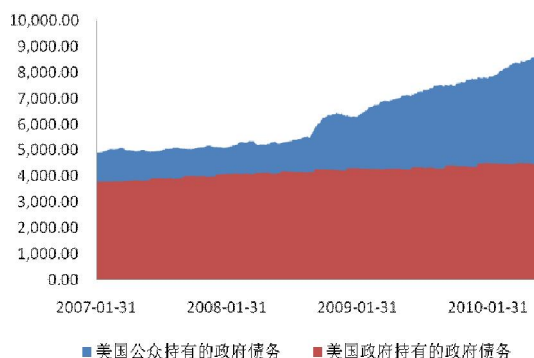
资料来源：CRU International; GSJBW Research estimates

表 2. 铝：市场均衡价格预测表

		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
消费：								
OECD 国家	('000t)	18843	18478	17502	14698	15233	15884	16230
中国	('000t)	8752	12071	12604	13423	14900	16092	17379
其他新兴市场	('000t)	6920	7406	7694	7390	7935	8420	8950
全球	('000t)	34515	37955	37668	35511	38068	40396	42559
增速		7.9	10	-0.8	-5.7	7.2	6.1	5.4
供应								
全球总量	('000t)	38468	41448	46022	47524	48997	50642	52532
使用率		88.2	92	87.2	77.5	78.9	80.2	81.1
全球产量	('000t)	33913	38120	40130	36840	38650	40600	42600
增速		6.1	12.4	5.3	-8.2	4.9	5	4.9
过剩 / (缺口)	('000t)	-602	165	2462	1329	582	204	41
存货消费比	(days)	28.2	27	44.1	60.5	62	60.2	57.5
年均价	(US\$/lb)	116	120	116	74	81	83	91

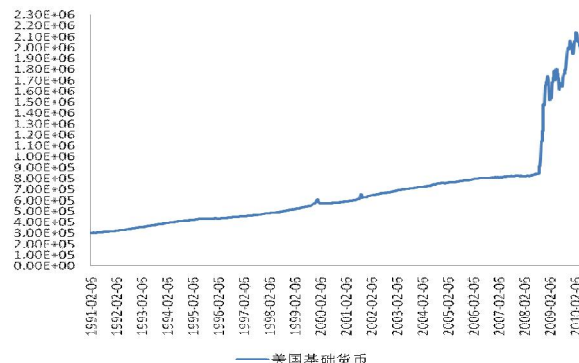
资料来源：CRU International; GSJBW Research estimates

图 20. 美国政府债务



资料来源：CEIC，东海证券研究所

图 21. 美国基础货币



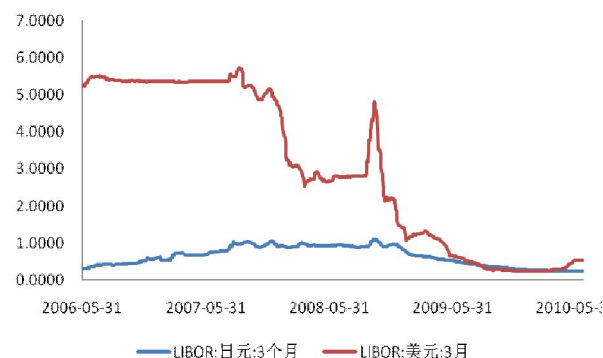
资料来源：CEIC，东海证券研究所

图 22. 通胀预期



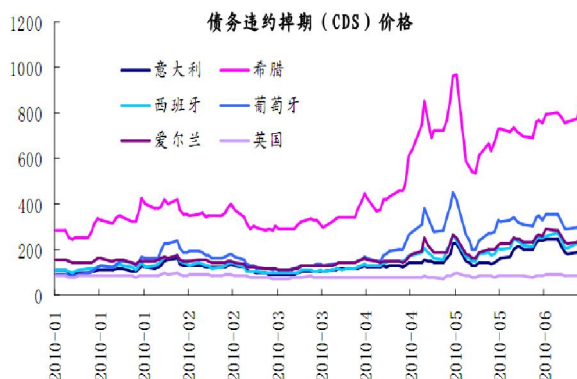
资料来源：CEIC，东海证券研究所

图 23. LIBOR



资料来源：CEIC，东海证券研究所

图 24. CDS 价格



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

2.4 右侧交易者需要等待时机

下半年可能的时机出现标志：

- 1) 中国宏观调控对中国需求的影响没有预期的那么悲观，可能超预期。
- 2) 美国经济指标不再“打架”，表现出稳步增长的迹象。
- 3) 欧洲债务危机不断缓解，每一次成功再融资都对美元形成新的下行力。
- 4) 发达市场需求总体超出预期，且库存水平也再次开始出现吃紧。
- 5) 汇改超预期，人民币重回上升通道。

3. 经济转型，小金属打开景气窗口

从金属价格走势看，具有期货价格的锡、镍价格走势跟随大金属铜价，总体趋势与铜价保持一致，但时间上有一定的滞后。和大宗金属不同，小金属不是期货交易品种（或期货交易不活跃），价格主要受宏观经济和供求关系的影响，对实体经济的反映更加真实和滞后。

供应方面：中国加大了对包括稀土、锑、钨等在内资源优势品种的行业整顿，资源的过度开发得到了一定控制，供应增长有限。

表 3. 上半年已经出台的相关行业政策

时间	涉及品种	文件
2010年2月8日	铅	江苏省环保厅《涉铅生产企业环境专项整治》
2010年2月9日	钨	工信部发布《关于公开征集钨行业准入条件意见的通知》
2010年3月15日	钨、锑、稀土	国土资源部发布《2010年钨矿锑矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》
2010年3月18日	钨、锑、锡、钼、稀土	工信部发布《2010年稀有金属矿产品和冶炼分离产品指令性生产计划》
2010年3月23日	有色金属	江西省国土资源厅发布《江西省2010年矿产资源开发整合总体实施方案》
2010年4月6日	有色金属等	国务院发布《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》，明确了包括电力、煤炭、钢铁、水泥、有色金属、焦炭、造纸、制革和印染在内的重点行业淘汰落后产能的具体目标任务。
2010年4月7日	铅、锌等	河南省环保厅、发改委、财政厅等7部门发布《河南省重金属污染防治工作实施方案》
2010年4月11日	有色金属	工信部发布《金属尾矿综合利用专项规划(2010~2015)》
2010年4月23日	镁	工信部发布《关于公开征集镁行业准入条件意见的通知》
2010年4月29日	铜、钨等	江西省人民政府发布《关于印发江西省矿产资源总体规划(2008~2015年)的通知》
2010年5月7日	高铝黏土、萤石	国土资源部发布《2010年高铝黏土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》
2010年5月12日	稀土	工信部发布《关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知》
2010年5月13日	铝	发改委、电监会、国家能源局发布《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》
2010年5月17日	稀土	国土资源部发布《稀土等矿产开发秩序专项整治行动方案》
2010年5月20日	稀土	国土资源部发布《稀土等矿产开发秩序专项整治行动的通知》

资料来源：东海证券研究所整理

需求方面：传统经济增长模式正遭遇前所未有的挑战，全球主要经济体都将发展新能源和新材料作为经济转型和结构调整的重点，望其成为未来全球经济发展的新引擎，作为其上游原料的金属业也将迎来机遇。国内经济转型，投资拉动逐步转向消费拉动，打开带来部分小金属景气窗口。

表 4. 小金属和新经济相关领域

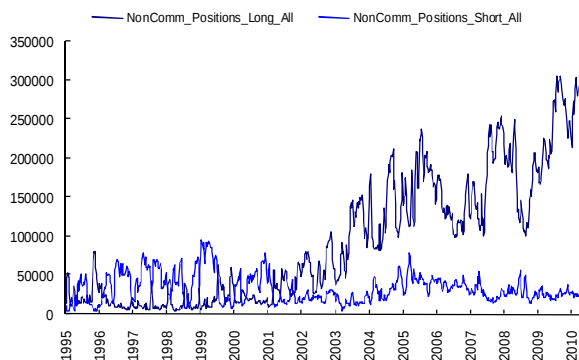
品种	新经济相关领域
稀土	风电（永磁体）、镍氢混合动力电池、稀土三基色荧光灯
钨	硬质合金、合金钢、钨材
钼	建筑钢、不锈钢、催化剂及化工、工具钢
锑	阻燃剂、蓄电池、催化剂、澄清剂、脱色剂
锡	焊锡、镀锡板、化学制品（13%）、锡合金
铟	铟锡金属氧化物、焊料
锗	PET 光纤、红外光学、生物保健
镁	铝合金、铸件、炼钢脱硫

资料来源：东海证券研究所整理

4. 黄金仍有向上动力。

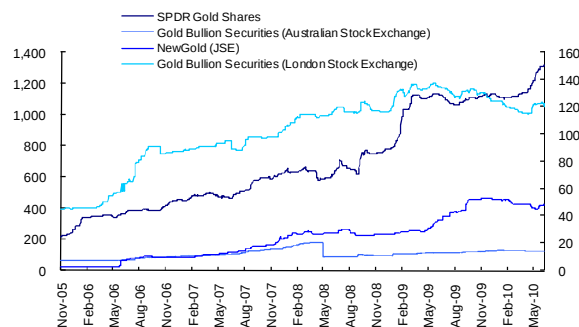
纸币长期贬值凸显黄金保值功能。世界经济复苏的不确定性使得金融避险需求将长期存在，这从黄金持仓量不断创出新高上也可以看出。

图 25. 黄金持仓量



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图 26. 黄金 ETF 持仓量



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

尽管黄金的商品属性不是很明显，但黄金作为一种稀贵资源，其自身的资源性和稀缺性也是支撑金价的重要因素。一方面成本上升，供应呈偏紧状态。近年来尽管提金技术取得较大进步，但随着能源价格的不断高攀其开发成本也不断增加，目前国际黄金生产成本已达 485 美元/盎司，国内大型矿山的综合成本平均在 380 美元/盎司左右，成本的提升导致近年来矿山产量变化基本不是太大，并且市场上的黄金存量也削弱其供应弹性。

总之，黄金仍有上行动力。

表 5. 全球黄金供求平衡表

单位: 吨	2007	2008	2009	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10
供应								
开采	2029	2057	2316	583	604	580	549	591
官方售金	484	232	41	63	-5	-13	-4	15
废旧黄金	982	1316	1668	604	366	296	402	343
合计	3494	3605	4026	1250	965	863	947	949
需求								
珠宝	2417	2193	1759	344	442	510	463	497
工业及牙科	465	439	373	79	94	97	103	103
钱币投资	444	643	472	45	141	152	134	157
ETFs	253	321	617	465	57	41	54	4
其他	-10	215	234	99	48	36	51	26
全球央行	24	64	494	-424	388	13	64	256
总需求	3593	3875	3949	1061	1169	850	869	1042
供应-需求	-99	-270	77	189	-204	13	78	-93

资料来源: WGC, 东海证券研究所

5. 投资策略：抓小等大，关注黄金

小金属：具有资源优势，价格有望继续回升，景气窗口将长期打开的公司，如包钢稀土、章源钨业、云南锗业、格林美、金钼股份等。

大宗金属：具备资源优势，对需求回升敏感的公司，如江西铜业、中金岭南等。

黄金：受益金价上涨且有注入预期的中金黄金、山东黄金。

表 6. 重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)		P/E		PB	评级
			2010E	2011E	2010E	2011E		
600111	包钢稀土	39.69	0.68	0.92	58.77	43.14	17.56	买入
002378	章源钨业	29.9	0.42	0.51	71.93	58.84	10.86	增持
002428	云南锗业	48.89	0.75	0.98	64.88	49.89	22.98	增持
002340	格林美	57.6	0.83	1.18	69.33	48.81	7.00	增持
601958	金钼股份	13.6	0.46	0.75	29.57	18.12	3.24	买入
600362	江西铜业	27.83	1.28	1.77	21.74	15.75	3.57	增持
000060	中金岭南	14.6	0.69	1.01	21.01	14.49	5.61	增持
600489	中金黄金	56.49	1.17	1.46	48.26	38.82	10.88	买入
600547	山东黄金	38.9	0.84	1.04	46.12	37.35	17.54	买入

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

附注：

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 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122