



继续关注小金属，结构分化或不再

——有色金属行业四季度投资策略

报告日期：2010年9月20日

分析师

耿诺

☎ 010-88366060-8786

✉ gengn@cgws.com

执业证书编号：S1070210080003

要点：

- **前期行业运行结构分化特点突出。**前期无论是金属价格还是二级市场板块内部表现，均呈现出“大金属表现不佳，而小金属异军突起”的运行格局，其主要原因源自于货币政策转向以及行业政策偏好，一方面全球货币政策环境收紧抑制基本金属投资需求；另一方面全球经济结构转型带来金属新材料的发展机会，而中国将优势小金属矿种供应持续收紧的保护政策使战略小金属行业整体步入上行通道，小金属类股票投资热情不断高涨。
- **四季度谨慎看好大金属：**从宏观经济、货币环境、行业基本面情况以及估值角度来看，大金属的投资环境在转好：四季度宏观经济处于经济小周期向下的尾声，总体经济运行将延续震荡走势；紧缩货币环境确定，但也由过热回归“中性”；而行业基本面需求不断释放利好信号，大金属价格的负面影响被大大削弱，同时从估值角度看，大金属相对小金属的估值吸引力大大增加。但由于房地产政策仍存在不确定性，因此我们谨慎看好四季度大金属的投资机会。
- **子行业分化，重点关注锡和黄金。**基本金属中除了领头军铜之外，我们重点看好介于大金属和小金属之间、受供需影响更大的锡和镍，尤其看好锡的投资机会，原因有：1) 锡消费受宏观经济影响偏弱，具备较高的安全边际；2) 全球锡需求平稳增长，中国锡原料进口对外依存度持续攀升；3) 受主要供应国的供应下滑影响，近五年全球锡供应呈持续偏紧状态。另外，我们看好四季度黄金的投资机会，主要理由是由于通胀及避险带来的投资需求强劲，而同时进入黄金消费旺季，需求将推动价格高位运行。
- **投资逻辑。**我们上调基本金属评级至“推荐”，维持小金属行业“推荐”的投资评级。首先从估值角度看，我们认为基本金属的估值优势显现，四季度行业内“结构分化的特点”不再突出：一方面是由于小金属类股票估值过高，估值风险存在释放需求；另一方面基本金属的投资机会由于基本面好转也在逐步到来。我们的投资建议为持续看好风险回调后的小金属类股票，同时谨慎看好基本金属类股票，相对更看好介于大小金属之间的锡和镍。
- **投资主线：**建议四条投资主线：1) 小金属类股票：重点关注包钢稀土、广晟有色、辰州矿业、厦门钨业、云南锗业；2) 大小金属之间的锡：重点关注锡业股份。3) 谨慎看好以铜为首的大金属类股票：重点关注江西铜业、云南铜业、铜陵有色。4) 黄金类：中金黄金、山东黄金。

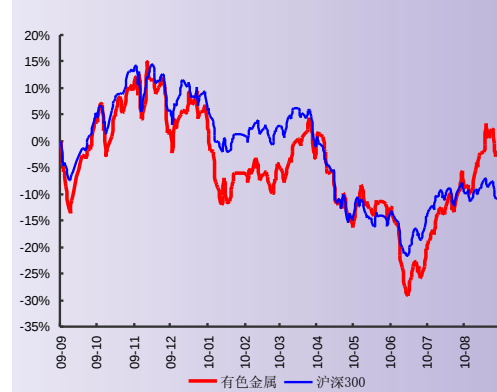
- **风险因素：**房地产二次调控政策和宏观经济运行的不确定性。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级：推荐（上调）

行业表现



相关报告

- 《“内强外弱”中国因素或成主导》2009年2月
-行业深度分析报告 “中性”评级
- 《震荡前行，静待需求效力》2009年3月
-二季度投资策略 “谨慎推荐”评级
- 《震荡或成下半年主基调》2009年6月
-半年度投资策略 “中性”评级
- 《行业在复苏，基础需巩固》2009年9月
-四季度投资策略 “中性”评级
- 《从供需和政策角度把握投资机会》2009年12月
-2010年年度投资策略 “谨慎推荐”评级
- 《有色金属节后迎来阶段性底部》2010年2月
-行业深度报告 “中性”评级
- 《持续关注战略小金属》2010年5月
-2010年半年度投资策略

正文目录

一、行业运行回顾及四季度展望	4
1.1 前期行业运行结构性分化特点突出	4
1.2 结构性分化源自政策转向及政策偏好	5
1.3 四季度谨慎看好基本金属的投资机会	6
二、子行业分化，重点关注铜和锡	9
2.1 铜：高位震荡向上，易涨难跌	9
2.2 铝：价格空间不断被压缩，将伸向产业链下游	11
2.3 镍：中长期上行趋势不变	12
2.4 锡：供应趋紧带动价格上行	13
2.5 小金属：继续看好战略小金属	14
2.6 黄金：延续高位运行	16
三、行业投资建议	16
3.1 基本金属估值显现吸引力	16
3.2 投资建议	17

图表目录

图表 1：LME 基本金属价格变化情况	4
图表 2：国内基本金属价格变化情况	4
图表 3：LME 基本金属价格涨跌幅对比	4
图表 4：国内小金属价格涨跌幅对比	4
图表 5：各板块表现对比情况	5
图表 6：板块内部结构化分化特征明显	5
图表 7：全球制造业景气指数	6
图表 8：工业增加值变动（%）	6
图表 9：十种有色金属产量情况	7
图表 10：铜铝表观消费量变动情况（单位：万吨）	7
图表 11：房地产行业市场变动情况	8

图表 12: 家用空调行业产量变动情况.....	8
图表 13: MI 与 M2 变动情况	8
图表 14: 金属价格指数与美元指数变动.....	8
图表 15: 中国铜进口情况.....	10
图表 16: 中国铜材产量变动情况.....	10
图表 17: LME 铝价与库存变动情况	11
图表 18: 中国铝材产量变化.....	12
图表 19: 中国原铝产量变动情况.....	12
图表 20: LME 镍库存及价格	13
图表 21: 中国镍进口回升势头明显.....	13
图表 22: LME 锡价与库存变动情况	14
图表 23: SPDR 持仓量不断增长	16
图表 24: 金价与美元走势变动.....	16
图表 25: 有色金属与沪深 300 市盈率 PE 比较.....	17
图表 26: 有色金属与沪深 300 市净率 PB 比较.....	17
图表 27: 有色金属子行业市盈率 PE 比较.....	17
图表 28: 有色金属子行业市净率 PB 比较.....	17
表 1 各金属品种库存变动	7
表 2 全球及中国精铜供需平衡状况	9
表 3 中国铜镍对外依存度	12
表 4 中国小金属产量及储量状况	15

一、行业运行回顾及四季度展望

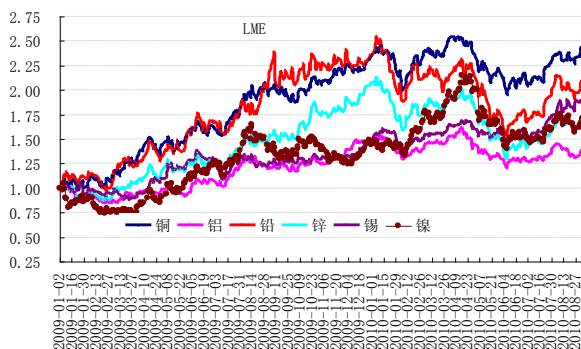
1.1 前期行业运行结构性分化特点突出

我们最早在2010年年度投资策略中重点提到的战略小金属类股票投资机会，从1-8月行业运行二级市场板块表现来看，基本符合我们的判断。

➤ 金属价格走势分化：大金属总体稳定，小金属异军突起。

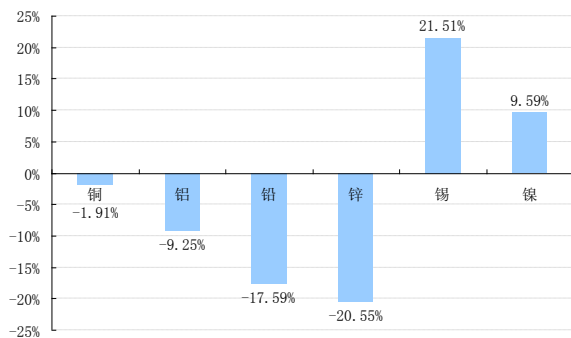
前8个月，基本金属和战略小金属价格呈现明显的结构分化特点：基本金属价格呈现“W”型走势，总体表现较稳定，除锡和镍上涨之外，其他大金属品种均呈现不同程度的下滑；而小金属独立于基本金属呈现异军突起之势，锑、稀土价格涨幅达到60%以上，仲钨酸铵（APT）价格也上涨20%以上。

图表 1：LME 基本金属价格变化情况



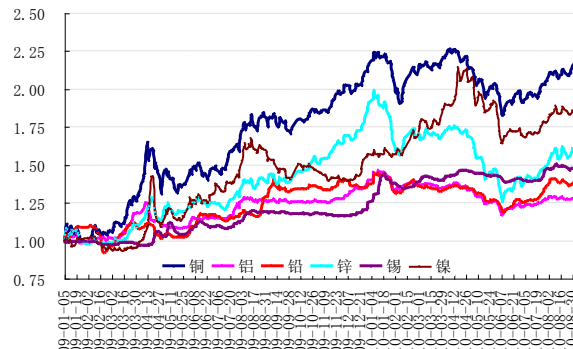
数据来源：Bloomberg, 长城证券研究所

图表 3：LME 基本金属价格涨跌幅对比



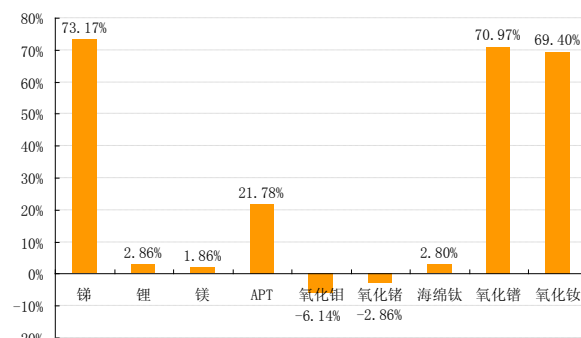
数据来源：Bloomberg, WIND, 长城证券研究所

图表 2：国内基本金属价格变化情况



数据来源：WIND, 长城证券研究所

图表 4：国内小金属价格涨跌幅对比



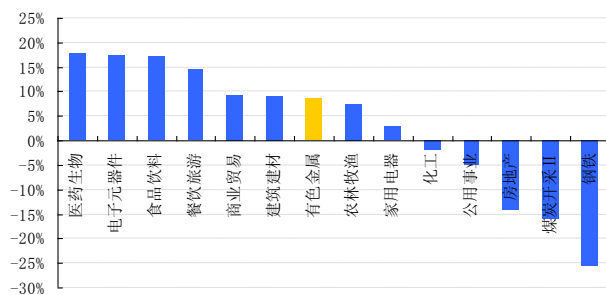
数据来源：Bloomberg, WIND, 长城证券研究所

➤ 板块表现分化，小金属表现靓丽。

二级市场上，截止到8月底，有色金属板块的表现由上半年位列各板块跌幅榜第三名，到近期位列涨幅榜前列，其中与稀有战略小金属类股票的靓丽表现密不可分，尤其是7月份以来小金属类股票表现尤为突出，板块内部大金属与小金属类股票分化现象更加明显。

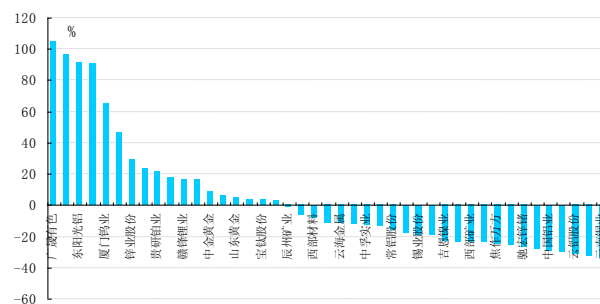


图表 5: 各板块表现对比情况



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

图表 6: 板块内部结构化分化特征明显



数据来源: WIND, 长城证券研究所

企业盈利方面,上半年整个有色行业盈利同比出现大幅好转,一方面是由于09年低基数效应,无论产量还是价格方面都出现较大的增长;另一方面全球经济逐步走出低迷的阴影,需求呈现稳步回升。但在盈利方面基本金属类企业表现也弱于小金属类企业,其中的原因除了价格表现远远弱于小金属类之外,战略新兴产业带来的小金属需求爆发性增长也是企业盈利的根本原因。

1.2 结构性分化源自政策转向及政策偏好

如果说2009年基本金属的行情来自于各国救市的刺激政策,那么2010年前三季度有色板块的结构性分化特点仍是缘于政策因素,所不同的是,2009年是大量流动性推动的行情,而2010年则是宽松政策退出同时经济结构转型带来“大金属盘整,小金属突起”的特点。

首先,“中国需求减弱”打击投资信心。金属市场上,全球矿产资源消费增量主要是由中国消费增长拉动的。在中国以抑制房地产投机需求的政策出台后,“中国需求”因素重重打击了投资者信心,市场对金属市场甚至宏观经济运行进入观望期,投资者信心滑至低点。

第二,紧缩货币政策和美元因素。09年实施的大力度刺激政策一定程度上抑制了经济大幅下滑,也使得通胀预期不断增强,同时经济后续增长乏力,全球紧缩货币政策预期的不断强化使得内外盘金属价格大幅震荡下行。同时美国经济逐步摆脱衰退,再加上欧债危机导致美元强劲反弹,使得大宗金属不断承压。

第三,保护优势矿种政策不断推出。稀土、钨、锑、锡等矿种是中国的优势矿种,自年初以来中国对保护优势矿种的政策不断推出与强化,从提高准入门槛、“总量控制+暂停扩大申请”的开采政策到配合使用出口关税制度的强化出口配额制等等各个方面,全方位保护优势矿种以争夺定价权的政策力度空前,这一供应层面的政策大大利好战略小金属行业发展。

第四,新兴战略规划带来广阔需求前景。大力发展新兴战略产业被推为解决全球中长期经济结构优化问题的最佳方案,也是目前取代旧有产

业结构使经济稳固复苏并持续发展的最好办法。因此，新材料、新能源和节能减排的热度仍将持续，而稀土、钨等小金属矿种恰是战略新兴行业的材料基础，结构转型过程中新兴战略产业的大力发展将带来新材料的广阔需求前景。

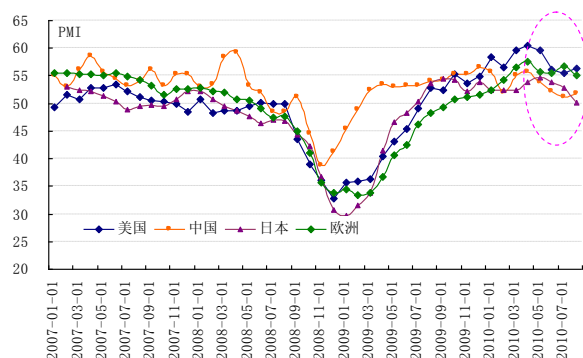
1.3 四季度谨慎看好基本金属的投资机会

我们认为四季度“政策”仍然是基本金属价格表现的关键，对基本金属谨慎看好。分别从宏观经济、行业基本面以及货币政策三个因素来看，宏观经济和行业基本面数据显示行业运行环境呈现平稳态势，货币环境的活跃度不断降低，逐步向中性回归，基本金属趋势性投资机会尚不明朗，而“政策”（尤其是房地产政策）仍然是基本金属的关键因素：

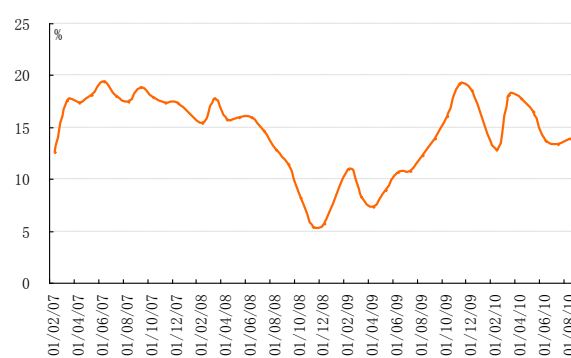
第一，宏观背景方面，略好于预期的宏观数据恢复了部分投资信心。

近期公布的宏观经济指标数据好于市场预期使不断下滑的投资信心有所恢复。首先，制造业景气度略有回升。尽管主要经济体PMI指数一直处于扩张区内，但连续几个月的持续下滑打击了投资信心。中国7月PMI回升0.5个百分点至51.7，呈现回头迹象，另外，8月份全国规模以上工业增加值同比增长13.9%，比上月加快0.5个百分点，进一步验证经济下滑势头趋稳，虽难以证明经济开始触底回升，但经济下滑势头放缓也提振了投资信心；第二，进出口数据显示外需下滑而内需增长。中国8月出口增长34.4%比上月放缓3.7%，而进口增长35.2%，比上月大幅提升12.5%。进出口数据显示外需市场疲软状态已经显现，出口形势不确定因素有所增加，但内需增长超市场预期，显示国内生产活动依然活跃，因此在一定程度上显示国内经济增长稳定趋势，同时8月CPI达到3.5%，再次创出新高，而PPI数据继续回落，在一定程度上这对于依赖原材料进口的企业来说是利好。

图表 7：全球制造业景气指数



图表 8：工业增加值变动（%）



数据来源：WIND，长城证券研究所

第二，供需基本面上，目前金属需求呈现稳定态势。

当前经济增速放慢导致全球金属需求放缓，行业供需格局逐步转向平衡

状态,除锡、镍由于上半年受供应因素影响呈现出缺口之外,其余品种均呈现不同程度的过剩,连基本面最好的铜也由于中国需求放缓,上半年出现小幅过剩。但随着经济企稳,需求方面也显示出一些积极信号,近3个月以来持续下滑的库存数据说明需求在逐步走出低迷,其中基本面各异的品种间继续呈现分化格局,铅锌库存继续增加,而锡镍库存大幅下滑。

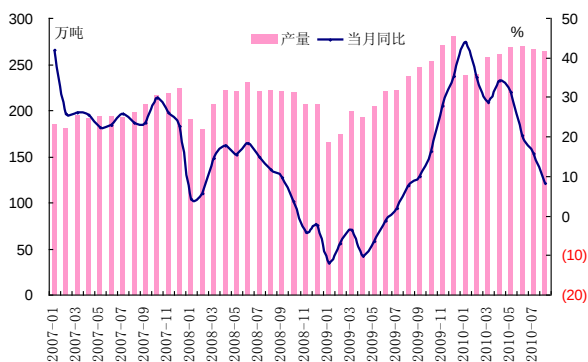
表 1 各金属品种库存变动

LME (单位: 万吨)	库存		变化 (%)	
	2010-01-01	历史最高值	近 3 个月	2010 年初以来
铜	50.24	97.8	-17.7%	-22.1%
铝	462.44	464.08	-3.30%	-4.72%
铅	14.68	36.65	-0.89%	30%
锌	48.91	123.62	0.01%	22.74%
锡	2.68	5.79	-31.35%	-47.84%
镍	15.84	14.91	-13.87%	-24.75%

数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

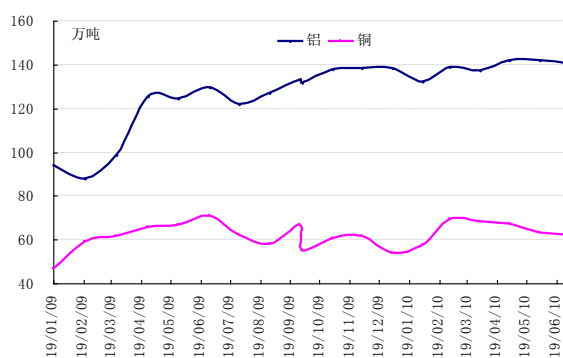
另外,随着中国经济逐步回升,占全球金属消费增量近一半份额的中国需求,对价格的负面影响已有所弱化:一方面,从上游产量来看,铜铝等十种金属产量仍呈现持续增长态势,同时国内表观消费量也呈现稳定的格局,尤其是铜,前7个月月度表观消费量基本与09年持平,若扣除2009年“国储”因素,今年表观消费增速呈持续增长态势;另一方面,从下游需求行业来看,汽车、家电、房地产等下游行业同比增速也由下滑态势逐步转向平稳,尤其是家用冰箱受家电下乡政策影响,上半年产量持续高位运行,行业增速也呈平稳变化,相对应的,铜材和铝材产量维持高位平稳运行,8月份铜材和铝材环比呈现小幅增长。

图表 9: 十种有色金属产量情况

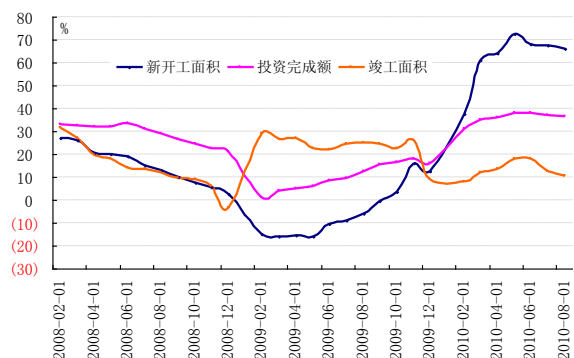


数据来源: WIND, 长城证券研究所

图表 10: 铜铝表观消费量变动情况 (单位: 万吨)

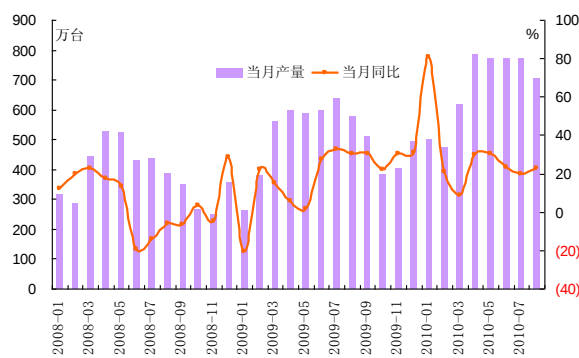


图表 11: 房地产行业市场变动情况



数据来源: WIND, 长城证券研究所

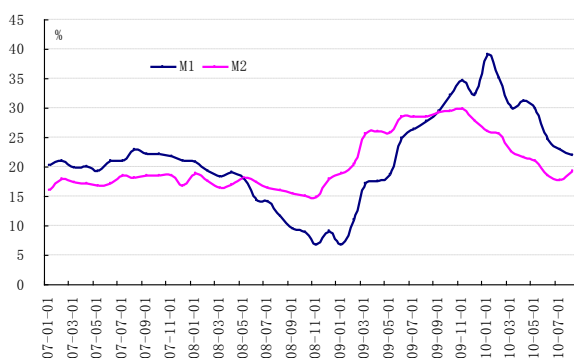
图表 12: 家用空调行业产量变动情况



第三, 政策仍然存在不确定性。

目前货币政策面临两难选择, 一方面经济尚未全方面复苏, 美联储表示仍将当前宽松的货币政策进行到底, 中国加息政策也存在较大分歧; 另一方面, 中国以农产品价格为首的物价大幅上涨导致通胀预期越来越强烈, 加息的呼声也不断提高。但我们认为加息政策出台可能性不大, 当前流动性过剩的局面毋庸置疑, 货币紧缩环境也相对确定, 货币总体处于回归“中性”的状态, 这对于大宗商品的负面影响也在逐步减弱。但是, 中国的房地产政策是大宗商品的重大不确定性因素, 房地产行业是中国经济的核心, 房地产行业在金属消费结构中占比大也是大宗商品市场上“中国需求”效力的根源, 中国28%的铜、33%的铝和49%的锌消费均是由房地产拉动的, 目前房地产市场的调控效果不及市场预期, 仍有待后续政策巩固, 因此其房地产二次调控政策也在很大程度上影响着金属价格走势, 我们认为二次调控的出台要相对谨慎些, 大宗商品的投资机会仍可谨慎看好。

图表 13: M1 与 M2 变动情况



数据来源: WIND, Bloomberg 长城证券研究所

图表 14: 金属价格指数与美元指数变动



另外, 美元走势也是影响金属金融属性的重要因素。从中长期看, 美元下行趋势确定, 对金属价格形成利好, 同时目前美国经济复苏不及预期, 人民币升值等因素也使得美元仍存下行压力。

因此, 从宏观经济来看, 四季度平稳将成为主基调; 从中观层面来看行业基本面呈现积极信号, 同时货币环境总体回归“中性”的局面, 而房地产



政策则成为有色走势的关键！我们认为四季度**基本金属价格将呈现出高位震荡向上的格局**。从基本金属金融属性和商品属性两方面来看，供需主导的商品属性处于平稳状态，而房地产政策及流动性主导的金融属性仍是金属价格走势的关键因素。一方面，按照我们宏观组的判断，宏观经济处于经济小周期下行的尾声，宏观经济走势将延续小幅震荡态势，同时行业需求呈现稳定局面，需求放缓对价格的影响已经大大弱化；另一方面，政策仍存在不确定性，CPI创出新高导致通胀担忧上行同时加息政策分歧不断，更重要的是与金属消费存在密切关联的房地产二次调控政策尚存在不确定性，我们认为房地产是中国经济的核心环节，其后续密集调控政策的出台相对谨慎，因此我们对于房产政策影响金属价格的走势的看法相对谨慎些。总体而言，四季度金属价格将呈现出高位震荡向上的格局。

二、子行业分化，重点关注铜和锡

2.1 铜：高位震荡向上，易涨难跌

铜作为金融属性最强的金属品种，尽管目前供需关系已由紧张向平稳过渡，但其作为基本金属领头军的地位没有改变，而且中长期内也不会改变。我们判断四季度铜价运行态势将呈现高位震荡向上的格局，“易涨难跌”的特征将凸显：**一方面**，宏观经济趋势向好仍不明朗，延续稳定的发展态势概率较大，稳定的需求增长将是铜价的基本支撑，尤其是9月份之后进入消费旺季，铜价将得到需求增长的支撑；**另一方面**，我们判断后两个季度通胀压力将有所缓解，当前加息的可能性不大，因此充裕的流动性背景下，铜作为金融属性最强的品种，其投资需求也进一步支撑铜价高位运行。

首先，短期内供需关系由紧张转向平稳。

表2 全球及中国精铜供需平衡状况				
单位：万吨		2007	2008	2009
中国	产量	349.7	397.46	411
	净进口量	136.8	136.3	311.2
	供应量	486.5	533.76	722.2
	消费量	456.2	514.89	714.41
	供需平衡	30.3	18.87	7.79
全球	产量	1816.5	1842.8	1859.65
	消费量	1820.2	1831.7	1835.0
	供需平衡	-3.7	11.1	24.65

数据来源：中国金属网，注：*为安泰科预测数据。

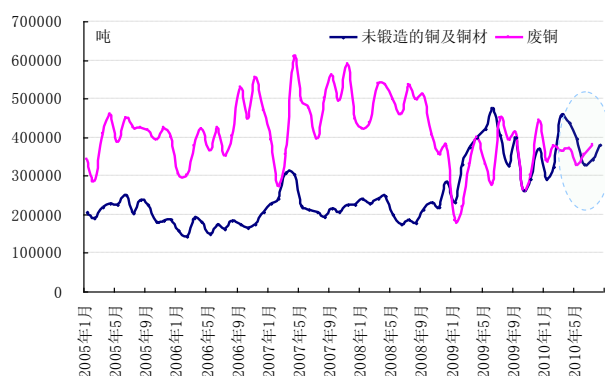
据WBMS数据显示，2010年全球1至6月铜市供应过剩达到创纪录的8万吨，而2009年同期则为短缺16万吨。这主要原因是需求放缓导致的，尤其是中国

房地产调控使市场对“中国需求”的信心大打折扣。另外，中国在未来2年冶炼产能将集中释放，预计2010年冶炼产能将增大至650万吨，目前铜矿72%的对外依存度将继续呈扩大态势，年初制定的45美元/4.5美分的粗炼精炼费用也降至历史低位，冶炼费不断走低一方面说明冶炼产能扩增导致矿产供应偏紧，另一方面大量冶炼产能快速上马也拉低了冶炼企业的利润空间。

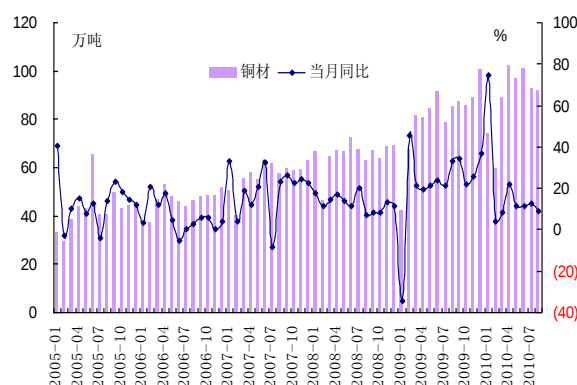
根据世界金属统计年报中公布的数据，2010年中国铜消费量增至714.41万吨，较08年增加200万吨，增幅达38.75%。我们暂对这一数据感到震惊和质疑，另一方面我们也认为在整个宏观经济速度放缓的背景下，2010年铜消费量在这一高基数的基础上呈现上涨的概率不大，我们初步预测2010年铜需求将与09年持平甚至小幅下滑。

第二，基本面释放利好信号，中国需求对铜价负面影响减弱。

图表 15：中国铜进口情况



图表 16：中国铜材产量变动情况



数据来源：WIND，长城证券研究所

从LME库存来看，自2月份以来持续下滑的态势显示了全球铜需求平稳增长，同时中国宏观数据及电力家电等行业的良好运行状况在很大程度打消了市场对中国需求的担忧。尽管2010年难现09年强劲的进口形势，但从近期掉头向上的铜进口数据以及由下游行业拉动的铜材产量平稳增长来看，中国铜需求对铜价的负面影响已经大大弱化。

第三，铜价易涨难跌。

我们认为四季度铜价将呈现易涨难跌的运行格局：一方面全球铜需求增速放缓，但仍将呈现稳步增长态势，另外，9月份之后将进入传统消费旺季，需求因素将成为价格高位运行强劲的支撑；另一方面，铜作为资源属性和金融属性最强的领头金属，在宏观数据提振市场信心的前提下，在中国通胀可控而加息政策尚难推出的判断下，我们认为当前流动性充裕将促发金融属性最强的铜的投资需求，这也将对铜价形成支撑。在商品属性和金融属性双重支撑下的铜价将呈现“易涨难跌”的格局。

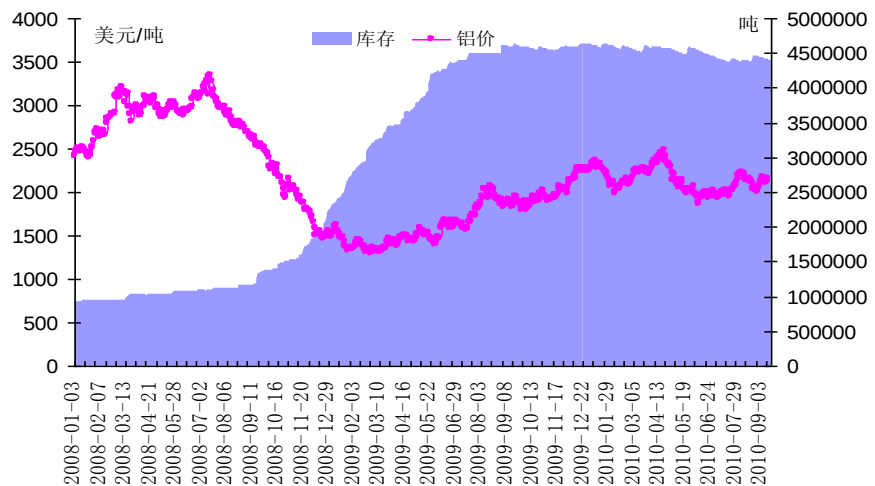
2.2 铝：价格空间不断被压缩，将伸向产业链下游

产能严重过剩、高耗能是电解铝行业的两大标志特征，这也导致铝对投资者吸引力最小。我们认为目前由于受益于产能压制政策和节能减排政策的不断推行，在一定程度上将对行业过剩局面产生短期效果，铝价存在上冲的动能，短期内铝企也存在交易性机会。但从长期来看，铝行业的发展伸向产业链下游是大势所趋，我们更看好深加工类铝企的投资机会。

首先，受制于较差的基本面，铝的投资需求最弱。

全球性供过于求及冶炼产能过剩是铝行业的基本特点，受制于较差的基本面，铝价长期低位运行，铝也成为投资者吸引力最小的一个品种。尽管目前行业政策控制下显示出一些积极的信号，但严重过剩的产能无法短期消化，过剩的局面也需要时间来发生实质改变。对于中国来说，60万吨淘汰落后的产能规模，相较于目前近700万吨的电解铝冶炼产能过剩格局来说，作用相对有限，因此较差的基本面使得铝难以成为投资最佳选择。

图表 17：LME 铝价与库存变动情况

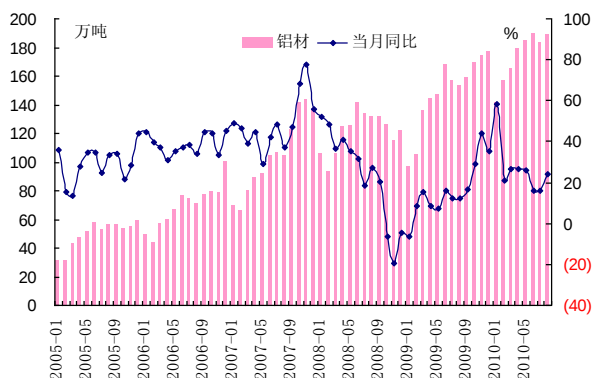


数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

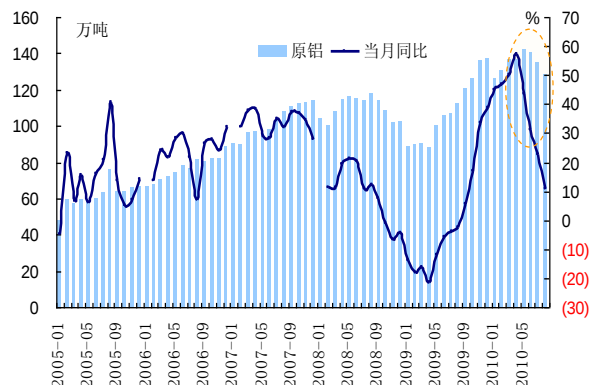
第二，政策压制及节能减排的推行引发交易性机会。

当前随着淘汰落后产能的压制政策和节能减排的持续推行，关停落后产能、取消优惠电价、拉闸限电等一系列举措致使近期中国电解铝行业出现了一些积极的利好信号，例如电解铝月度产量连续三个月环比下降，而8月份汽车及房地产数据均有不同程度的好转，“金九银十”传统消费旺季也即将来临，另外，最新数据显示中国充裕的铝行业出现了净进口的格局！铝材月度产量在旺季到来之际继续高位上行，同比增速也掉头回升。因此，我们认为短期内基本面出现的积极信号将支撑电解铝价格震荡上行。

图表 18: 中国铝材产量变化



图表 19: 中国原铝产量变动情况



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

第三, 产业链向下端环节延伸将是必然。

我们认为中国铝行业走出困境的最佳选择不是效果有限的减产,而是大力发展产业链下端来平衡上下游间的匹配,尤其是高附加值的铝产品,一方面高成本及过剩产能导致上游毛利远低于下游深加工环节;另一方面轨道交通和轻型汽车发展趋势也是铝材广阔需求前景的支撑。另外,我们看好铝箔和铝电解电容器市场,作为新一代功能材料,电极箔、电子铝箔在拓展传统应用领域的同时,也开始向新技术、新能源领域延伸,而铝电解电容器除了电视,手机等传统应用领域外,近年在汽车、航空航天、风电等领域也有广阔的应用前景,未来随着节能环保领域的不断推进,对高压电容器和高压电极箔的需求旺盛,电极箔、电子铝箔也将成为是未来发展趋势。

2.3 镍: 中长期上行趋势不变

受益与良好的基本面及消费前景,我们认为镍的长期投资需求一直存在。受供应因素影响,四季度镍价有望延续高位。

我们看好镍行业的主要理由:

首先,镍价对供需关系敏感度高。在中国,镍的基本面与铜类似:2008年综合对外依存度为74%(铜为72%),消费量全球最大,占全球镍市的30%左右(铜为30%)。同时由于不锈钢在镍的消费结构中占比达70%,不锈钢行业的景气度很大程度上影响了镍的需求,因此这一特征决定了镍是对供需状况变动敏感度较高的一个品种。

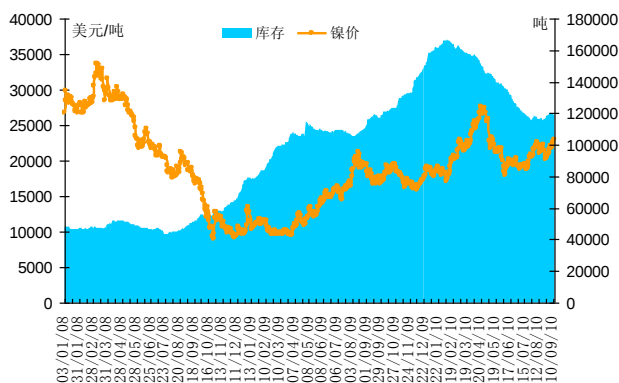
表 3 中国铜镍对外依存度		
	铜	镍
矿山产量占比	80.03% (前 30 家)	85.31% (前 20 家)
精炼企业产量占比	81.86% (前 30 家)	50% (前 17 家)
中国综合对外依存度	72%	74%

数据来源: 长城证券研究所。

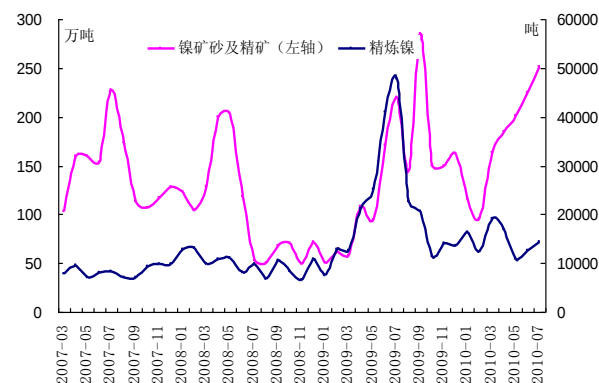
第二,从供需平衡角度来看,镍原料供应存在隐忧。镍属于基本金属

当中的小品种，全球资源分布量少且集中度高，镍价受资源国的供应影响更大些。当前原料供应方面存在较大隐忧，一方面印尼、菲律宾等国资源出口政策不断收紧；另一方面中国镍冶炼项目不断上马，原料供应也将日趋紧张。自2月份以来镍矿及精矿进口呈现出大幅度增长，截至到7月份中国镍原料进口环比增长幅度达到164%，原料需求增长态势迅猛。

图表 20: LME 镍库存及价格



图表 21: 中国镍进口回升势头明显



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

第三，需求前景广阔也将导致投资需求一直存在。一方面，镍价前两年低迷的主要原因是需求不振，尽管目前不锈钢行业存在一定程度的过剩，但是全球经济缓慢恢复，海外需求持续上涨及中国需求增长将拉动镍价重新进入上行通道；另一方面，镍是与新能源行业密切相关的品种，新能源的发展或将催生出泡沫镍的需求增长。长期来看，在产品结构升级的背景下，不锈钢需求将保持高速增长，同时由于在新材料生产当中镍占据着重要地位，未来对镍矿的争夺也将不可避免，对供应高度垄断的镍市来讲价格中长期上行是必然趋势，因此投资需求也和铜一样将长期存在。

2.4 锡：供应趋紧带动价格上行

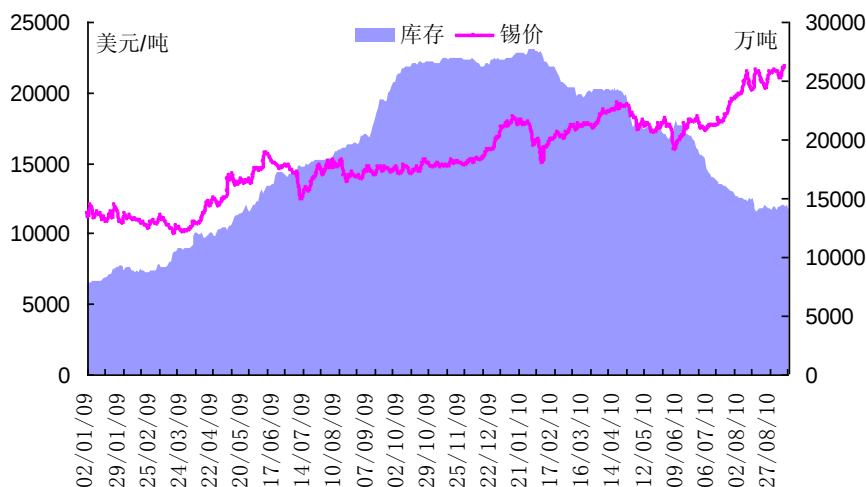
我们看好锡的发展前景，四季度在需求平稳，而供应偏紧、库存加速下滑的基本面支撑下，锡价有望高位上行。主要理由有：

首先，供应偏紧，库存加速下滑。

锡也是基本金属中的小品种，锡价受供需因素影响较大。印尼和中国是全球两大锡供应国，近年来全球锡供应呈现收紧态势：2000年-2009年，全球锡精矿产量年均增长1.2%，精锡产量年均增长2.6%，但2005年-2009年，全球锡精矿产量年均下降4.6%，精锡产量年均下降1.2%。

自09年四季度以来，印尼因为锡矿品位下滑以及政策、天气等因素的影响产量不断下滑，再加上中国最大的锡企——云锡集团停产检修，2010年全球锡供给继续偏紧，LME锡库存也持续大幅下滑，尤其7月份锡库存呈现加速态势，自年初以来锡库存下滑幅度达到48%。

图表 22: LME 锡价与库存变动情况



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

第二, 锡下游行业带来稳定需求增长。

从全球锡的消费结构来看, 锡的下游需求端均为大消费类行业, 美国锡的主要用途: 容器26%, 电力24%, 建筑10%, 运输10%; 中国的锡消费集中于: 焊料50%, 马口铁生产25%, 各种包装材料、容器及其它用途21%。因此相对于铝和铜等其他品种, 锡价相对于宏观大环境变动关系敏感度要小一些, 目前电子制造业和消费类行业的稳步增长对锡的需求将起到拉动作用, 锡价长期上行态势也得到支撑。

第三, 中国矿产锡进口对外依存度呈攀升态势。

尽管中国是锡资源大国, 但目前我国所需的绝大部份锡深加工产品, 如有机锡、锡材等大部份仍需进口, 尤其由于自身原因以及资源品位问题, 中国资源优势有所下降, 是近几年, 锡精矿产量下降令矿产锡的原料供应紧张, 价高量少, 原料紧张促使进口粗锡维持高位。近五年来, 中国锡进口对外依存度甚至由15%上升至33%, 我们认为随着未来随着经济结构逐步向三产过渡, 电子及通信设备行业的快速发展将带来锡的稳步需求增长。

2.5 小金属: 继续看好战略小金属

我们持续看好的钨、稀土、锑、锆等战略小金属在中国调整经济结构中迎来发展契机, 一方面受益于战略小金属的特殊性能, 作为功能材料在新兴产业中应用前景广阔, 需求呈现出爆发式增长; 另一方面稀土、钨、锑等金属品种是中国优势矿种, 中国对优势战略矿种持续不断的行业整合及保护政策使供应有序收紧, 小金属行业步入上行通道格局确定。

小金属在工业经济发展中的战略意义日益重大, 稀土用途中50%均用于新材料中, 锑作为阻燃剂的重要用途短期内也无可替代, 钨主要用作硬质合金, 素有“工业牙齿”的美誉。而全球小金属矿种的资源分布当中钨、稀土、

锑等均是我国优势矿种，中国钨矿、锑矿、稀土矿的储量、产量、消费量及产品出口量均居世界首位，其中稀土、锑储量占全球30%以上，钨优势更加明显占比60%；在产量方面，钨占比75%，而稀土、锑占比均在90%以上。但由于以前国家对优势矿种的保护不力及重视不足，优势地位及市场定价权不断下滑。以稀土为例，由于保护开发政策不利，大量珍贵稀土资源不断流失，我国的储量占比由1988年的80%减小到1995年43%，目前占比仅为31%。而新能源及新兴材料日趋成为重要方向的经济发展中，钨、稀土等战略金属的战略意义不言而喻。

表4 中国小金属产量及储量状况				
单位：万吨		钨	稀土	锑
产量	中国	4.1	12	15
	全球	5.46	12.4	16.5
	占比	75%	97%	91%
储量	中国	180	2700	79
	全球	300	8800	210
	占比（%）	60%	31%	38%

数据来源：USGS，长城证券研究所。

另一方面，受益于国家重点行业规划的指导下行业整合的力度不断加大，2009年稀土和钨行业整合取得重大进展，战略金属资源逐渐向少数大型国企聚集，行业集中度大幅提高。今年国家又进一步提出“对优势小金属矿种实行总量控制管理、暂停优势小金属矿种的勘察开采审批”等等从开采、加工、出口等各环节严格监管控制，另外，国务院将稀土列为六大重点行业，行业整合政策持续不断层层推进，小金属行业发展步入上行通道。

稀土：资源分布呈现“南轻北重”两大集团，随着占中国稀土资源绝对优势地位的北方稀土集团随着新成立的国贸公司正常运营后，北方稀土资源基本整合完毕，标志着我国稀土行业开始步入上行轨道，今年以来南方稀土资源整合也取得重大成效，逐步形成了以五矿和江铜为首的整合格局，整个稀土行业将迎来蜕变式发展机遇。

钨：2009年钨行业整合取得重大进展，中国五矿集团并购湖南有色，控制了全国51%的钨资源，资源集中度飞跃式提升，行业发展步入良性轨道。同时，中国近5年钨消费复合增速达15%，需求呈稳步快速发展，中国钨在硬质合金领域仍存在较大潜力，目前在消费用途中占比仅为48%，而美国这一比例则高达72%，随着机械制造、汽车、医疗等行业发展的快速发展，钨需求前景广阔。

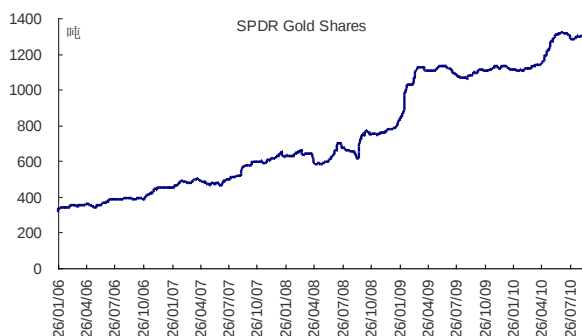
锑：中国是世界锑业中心，储量、产量、出口量及消费量均居世界首位，中国锑的供需水平直接影响全球锑价走向。长期以来资源过度开采、产能严重过剩、恶性竞争不断的行业局面在行业监管政策指导下逐步良性发展，中国在锑市场的话语权也逐渐增强。锑价自去年底以来持续高烧不断，由09

年4.1万元/吨攀升至7.6万元/吨，涨幅近85%，其核心原因是由于供应短缺，主要是受主产区湖南冷水江市涉锑企业强势整改、夏季停产检修等综合因素的影响，国内市场锑品供应紧张格局异常紧张，锑价也高位上行。

2.6 黄金：延续高位运行

我们认为后势黄金价格延续高位强势运行，但同时金价继续大幅走高也存在一定压力，我们判断四季度金价或能站稳1300美元的关口。

图表 23: SPDR 持仓量不断增长



图表 24: 金价与美元走势变动



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

首先，全球实施扩张性的货币政策导致流动性充裕，黄金投资需求持续存在。一方面，美联储近期表示要将宽松货币政策进行到底，流动性充裕带来的通胀预期依然存在，另一方面海外经济复苏仍有一段距离，国内经济走势仍不明朗，防通胀和避险情绪持续激发黄金投资需求，最大的黄金投资基金SPDR持仓量再度创出新高水平；

第二，中国外汇储备中增储黄金需求趋势确定。中国黄金储备占比偏低，抛美元增黄金的趋势确定也是金价中长期高位运行的支撑。但近年中国黄金储备已提升较大幅度，在过去不到十年的时间已大幅增长166%，自2001年的395吨增加至目前的1054吨，我们认为短期再次大幅增加黄金储备的可能性不大。短期看，9-12月是传统的黄金消费旺季，节假日对黄金首饰的需求仍是国内外金价坚挺的强劲支撑。

第三，高价位下黄金投资需求谨慎。目前黄金价格站稳1200美元，已处于历史高位，这与投资需求快速增长密不可分，二季度全球黄金投资需求同比增长逾一倍，且占全球黄金总需求的一半以上，尽管防通胀和避险情绪依然存在，但高价位下市场对于黄金的投资需求将更加谨慎。

三、行业投资建议

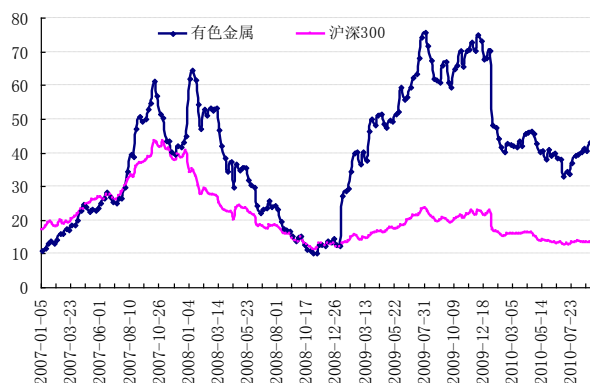
3.1 基本金属估值显现吸引力

我们认为有色金属行业作为资源属性较强的行业更适用PB这一指标，从



历史PB变动来看，目前有色金属行业（包含金属新材料）最新PB为4.6倍，相对沪深300相对较高，相对历史最低位1.6倍的PB值也已有一定溢价，基本恢复至金融危机之前的水平。从板块内部横向估值比较来看，由于小金属和金属新材料在今年以来受到投资者的过度追捧，目前无论从PE还是PB来看都处于历史高位，而基本金属则相对具备吸引力，目前低于行业平均的有铝（2.79）、铜（4.13）、铅锌（4.43）。

图表 25：有色金属与沪深 300 市盈率 PE 比较

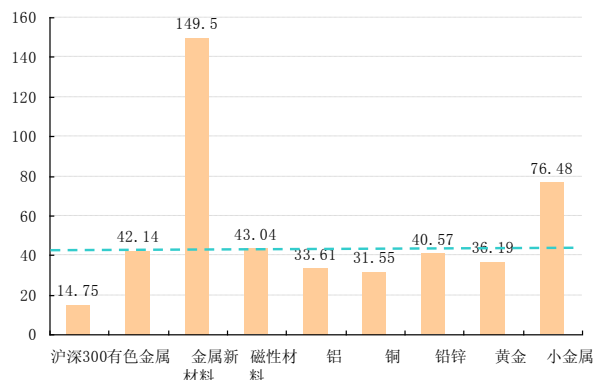


图表 26：有色金属与沪深 300 市净率 PB 比较

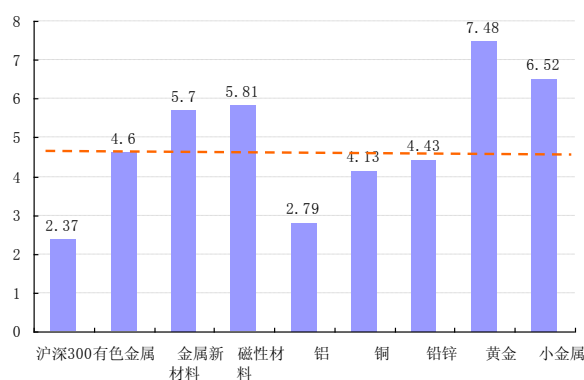


数据来源：WIND，长城证券研究所

图表 27：有色金属子行业市盈率 PE 比较



图表 28：有色金属子行业市净率 PB 比较



数据来源：WIND，长城证券研究所

结合子行业基本面，铝目前估值水平最具有吸引力，并且节能减排和产能压制政策导致铝产量减少，行业调控政策效果初具成效，长期效果仍待观察，因此结合估值和行业基本面看，短期内铝具备一定的交易性机会。目前铜行业的PE和PB都相对具备一定的估值吸引力，作为金融属性最强的品种，其投资机会长期存在，尤其是目前基本面显露积极信号的局面下，值得重点关注；从基本面和估值角度，我们对铅锌的投资机会相对谨慎。

3.2 投资建议

我们继续维持小金属行业“推荐”的投资评级，同时上调基本金属行业至“推荐”的投资评级。首先，小金属。小金属特殊的性能将受益于中国经



济结构转型契机带来的广阔需求前景，同时，中国对优势小金属矿种整合力度不断加大，整个小金属行业步入上行通道的格局十分确定；**第二，基本金属。**对于四季度基本金属的表现我们谨慎看好，除了目前从估值角度看，大金属相对小金属具备明显的吸引力之外，主要理由还有：1）从环比的角度看，我们认为后期宏观经济延续平稳走势，尽管显示出一些积极信号，但后势仍不明朗，延续震荡走势的概率较大；2）我们判断货币政策逐步收紧，货币活跃度有所降低，但总体处于中性的水平，这对于资源属性较强的有色金属而言，其金融属性也因此得以支撑；3）行业供需基本面上，产量、库存等指标显示出需求企稳回暖的积极信号，这对金属价格也起到积极的支撑作用。

在四季度行情中，我们认为可以从以下四条投资主线入手：

第一，小金属类股票。受益于国家行业整合和下游需求爆发式增长的需求前景，小金属行业整体步入上行通道趋势十分确定，持续关注稀土、钨、铋。我们重点推荐辰州矿业、厦门钨业、包钢稀土、广晟有色、云南锗业。

第二，介于大小金属之间的锡。锡和镍属于基本金属中的小品种，尽管存在期货品种，但其价格运行受供需基本面的影响相对更大些，四季度我们更看好锡的投资机会：第一，锡下游消费受宏观经济大环境影响相对较小，消费类及电子行业的需求稳步向上；第二，受印尼和中国两大供应国产量不断下滑的影响，全球锡行业的整体供应持续收紧，第三，中国锡需求呈持续攀升态势，中国需求也是锡价上行的强劲支撑。我们重点建议关注锡业股份。

第三，谨慎看好由通胀带来的以铜为首的大金属投资机会。全球宏观环境整体步入平稳状态，中国四季度处于宏观景气小周期向下的尾声，另外货币环境逐步回归中性的状态，在行业基本面需求显示积极信号的前提下，政策（尤其是房地产政策）成为大宗商品走势的关键！我们谨慎看好以铜为首的大金属投资机会，建议重点关注江西铜业、云南铜业、铜陵有色。

第四，投资需求不断上升的黄金。全球宏观经济运行趋势尚处于不明朗状态，同时通胀担忧持续上升，黄金的投资需求是金价持续高位攀升的重要支撑，而进入黄金消费旺季，黄金需求也成为金价高位运行的重要因素。建议重点关注中金黄金、山东黄金。

研究员介绍及承诺:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士, 有色金属行业分析师。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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。