

经济复苏加上宽松货币政策推动金属价格上涨

◇ 有色金属周报第 21 期 (2010.9.27-10.10)

◆ 宏观经济对有色金属的影响：全球经济脆弱复苏

楼市调控主要针对投机性购房，调控同时加大了保障房的开工数量，同时打击囤地可以保证房地产投资增速不会大幅下滑。我国 9 月份 PMI 指数为 53.8，连续两个月上升，8 月份工业增加值增速也回升。从美国数据看，尽管 9 月份制造业 PMI 指数下滑，但更重要的非制造业 PMI 指数回升。全球经济复苏的趋势基本可以确定，尽管这种趋势还是非常脆弱，美国的高失业率，中国的楼市调控带来一些不确定性，但现在看来，这些问题不会从根本上影响经济复苏趋势。

◆ 基本金属：经济复苏+宽松的货币政策

炒基本金属看经济周期。在经济周期上升阶段，金属作为工业原材料，其需求将持续上升，在宏观经济指标上表现为工业品产量指数（或工业增加值）增速上升，目前外围经济脆弱复苏，国内楼市调控不会使整体固定资产投资增速继续下滑，对金属的需求上升。另外，由于基本金属都是期货交易品种，在商品属性之外还存在金融属性，目前各国宽松的货币政策将导致全球流动性泛滥，激发金属的金融属性，甚至可能使金属价格“泡沫化”。我们调高基本金属评级至“买入”。最看好铜、锡，其次是镍、锌、铝。

铜是金属的“带头大哥”，是对宏观经济弹性最大的品种（铝弹性最小）。从库存看，LME 和上海期货交易所铜库存已持续下跌，目前合计大约 45 万吨，虽然高于历史最低水平，但也远远低于历史最高水平。具体到股票，我们首推资源最丰富的江西铜业。锡虽然也列为基本金属，但其下游涉及面较窄，主要是电子元器件行业，受电子行业景气度影响较大。而且最近供应方面的消息也推动锡价上涨。具体到股票，只有锡业股份。镍、锌、铝、铅将可能跟随性上涨，但过高的库存将拖累涨幅。具体到股票，我们看好中金岭南、吉恩镍业、焦作万方。

◆ 黄金：货币政策数量宽松的故事

我们看好黄金的逻辑在于宽松的货币政策导致纸币过度供应，金价上涨和纸币贬值是同一回事。美元一般被作为纸币的代表，因此我们经常说金价上涨的原因是美元贬值。需要注意的是，美元贬值往往是美元相对于欧元、日元、人民币的汇率波动，这是不同纸币之间相对价值的波动，而金价上涨的对立面是所有纸币（包括美元、欧元、日元、人民币等）的绝对价值的下降。

金价上涨的原因在于宽松的货币政策，而目前为了刺激经济只有货币政策，彻底终结本轮金价涨势的就是出现一次大的技术创新。从中线看，如果数量宽松一直持续，推高通货膨胀，当通胀超出央行的容忍范围，开始紧缩货币，只有紧缩到一定程度，金价才会回调，但仅仅是回调，趋势不变。总之，我们认为目前这种宽松的货币政策还会维持相当长一段时间，金价上涨趋势还会持续。我们维持黄金“买入”评级，按照业绩弹性大小排序：推荐山东黄金，中金黄金，恒邦股份，辰州矿业和紫金矿业。

◆ 小金属：本周我们调高维持小金属评级至“买入”。具体股票关注包钢稀土及稀土概念股厦门钨业、中色股份、广晟有色。

◆ 投资策略和行业评级：我们调高整体行业评级至“买入”，基本金属建议买入江西铜业、锡业股份，关注中金岭南、吉恩镍业、焦作万方，黄金股按照业绩弹性大小，推荐顺序为：山东黄金、中金黄金、恒邦股份、辰州矿业、紫金矿业。小金属关注包钢稀土和稀土概念股厦门钨业、中色股份、广晟有色。

子行业评级表：

子行业	下周评级	评级变化	原因
基本金属	买入	调高	经济复苏+宽松环保政策
黄金	买入	维持	全球宽松的货币政策
小金属	买入	调高	经济复苏

调高

买入

分析师：

汪前明 (执业证书编号：S0930210050001)

(8621) 22169122

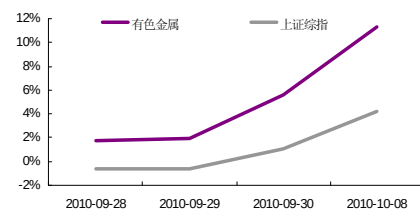
wangqm@ebcn.com

联系人：施教

(8621) 22169126

Shiyi@ebcn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

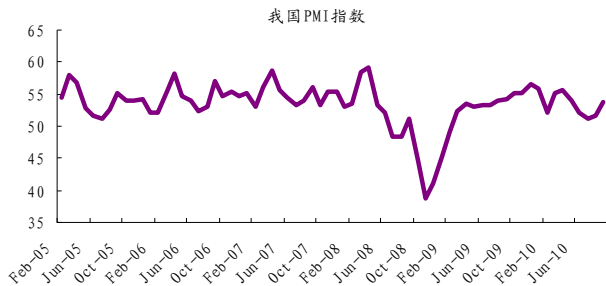
有色金属周报 1-10 期
宏观政策放松预期刺激金属价格反弹---有色金属周报 11 期 2010 年 7 月 26 日
金属价格继续反弹---有色金属周报 12 期 2010 年 8 月 2 日
7 月份 CPI 数据决定金属价格走势---有色金属周报第 13 期 2010 年 8 月 8 日
关注通胀，关注黄金---有色金属周报第 14 期 2010 年 8 月 15 日
看好黄金---有色金属周报第 15 期 2010 年 8 月 22 日
宽松货币政策利多黄金---有色金属周报第 16 期 2010 年 8 月 27 日
美国经济回暖迹象助推金属价格---有色金属周报第 17 期 2010 年 9 月 5 日
加息预期和拉闸限电影响金属价格走势---有色金属周报第 18 期 2010 年 9 月 12 日
调控政策不放松预期加剧金属需求担忧---有色金属周报第 19 期 2010 年 9 月 19 日
金价受美联储维持宽松货币政策刺激创新高---有色金属周报第 20 期 2010 年 9 月 27 日

第一部分：宏观经济对有色金属的影响：全球经济脆弱复苏

国庆假期之前，多家部委联合出台新一轮的楼市调控政策：首套住房贷款首付款比例调整至 30% 以上；二套房贷首付比例 50% 以上，贷款利率不低于 1.1 倍基准利率；暂停三套及以上房贷。楼市调控主要针对投机性购房，调控同时加大了保障房的开工数量，同时打击囤地可以保证房地产投资增速不会大幅下滑。

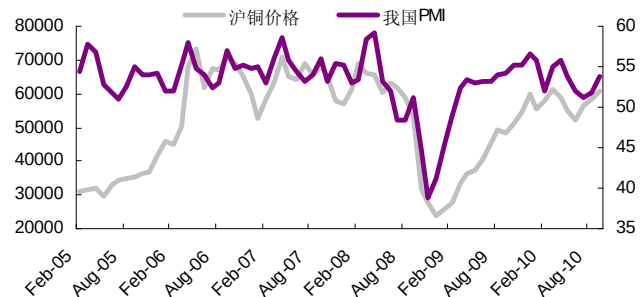
我国 9 月份 PMI 指数为 53.8，连续两个月上升，8 月份工业增加值增速也回升。从美国数据看，尽管 9 月份制造业 PMI 指数下滑，但更重要的非制造业 PMI 指数回升。全球经济复苏的趋势基本可以确定，尽管这种趋势还是非常脆弱，美国的高失业率，中国的楼市调控带来一些不确定性，但现在看来，这些问题不会从根本上影响经济复苏趋势。

图 1：我国 9 月份 PMI 指数上升至 53.8，已连续两个月回升



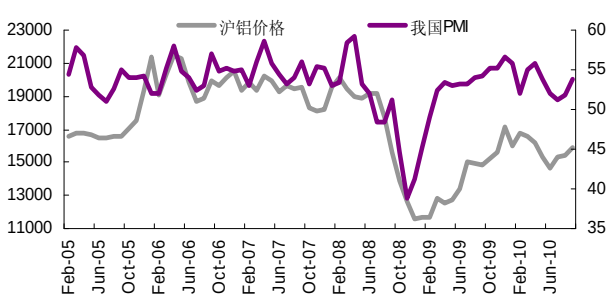
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 2：我国 PMI 指数与沪铜价格对比



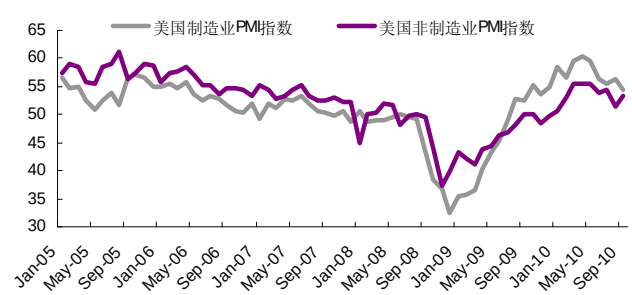
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 3：我国 PMI 与沪铝价格对比



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

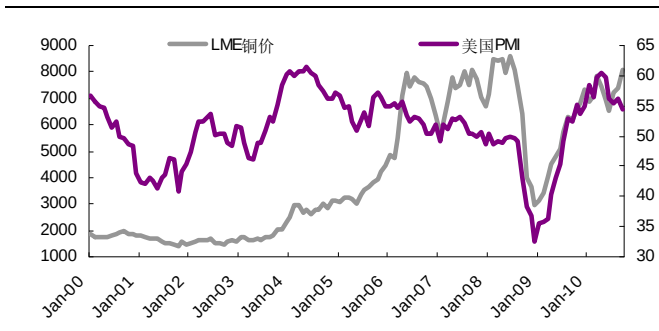
图 4：美国 9 月份制造业 PMI 指数 54.4，非制造业 PMI 指数 53.2



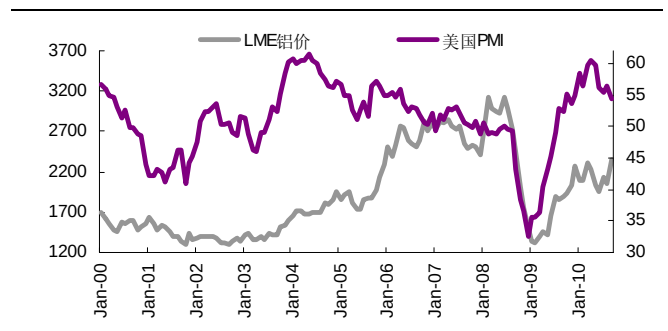
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 5：美国 PMI 指数与 LME 铜价对比

图 6：美国 PMI 指数与 LME 铝价对比

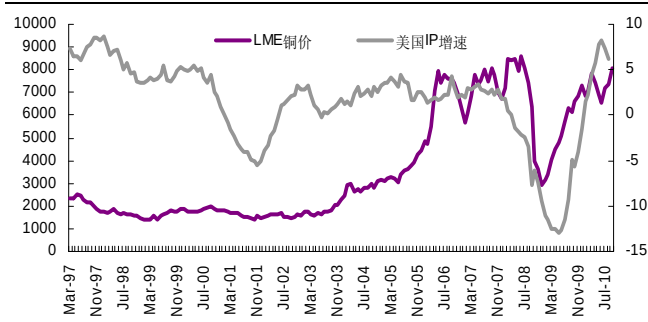


资料来源: Bloomberg、光大证券研究所



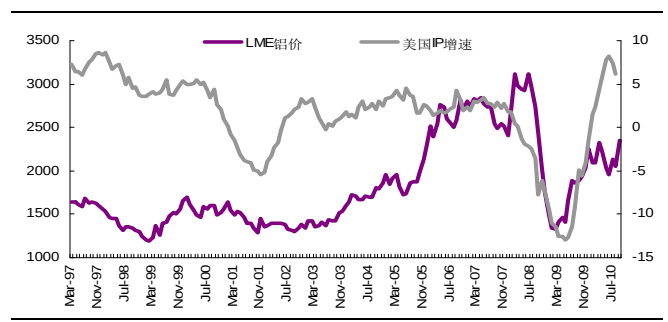
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 7: 美国工业品产量指数与 LME 铜价对比



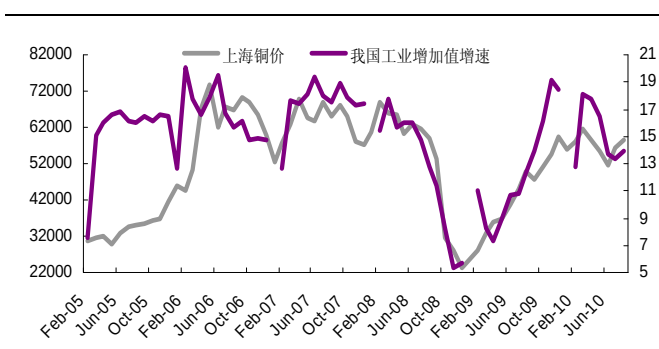
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 8: 美国工业品产量指数与 LME 铝价对比



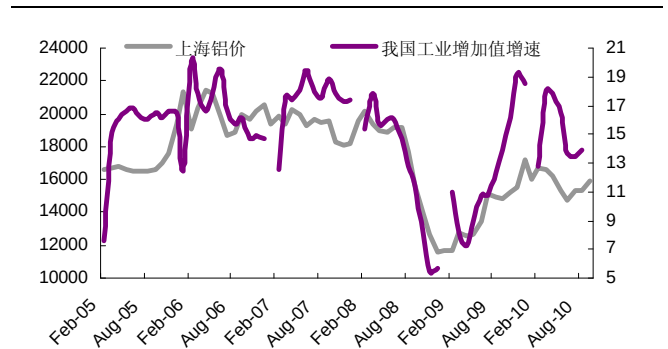
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 9: 中国工业增加值增速与铜价走势基本一致



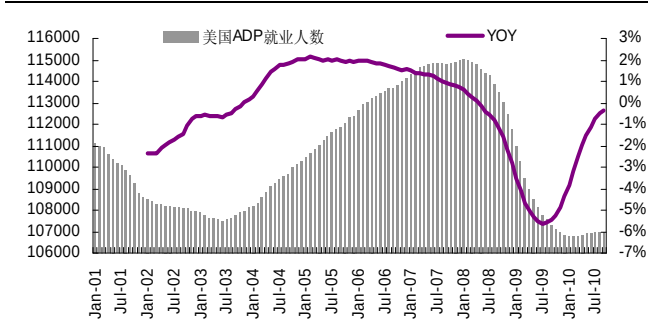
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 10: 中国工业增加值增速与铝价走势基本一致



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 11: 美国 9 月 ADP 就业人数环比减少 3.9 万人



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

第二部分：基本金属：经济复苏+宽松的货币政策

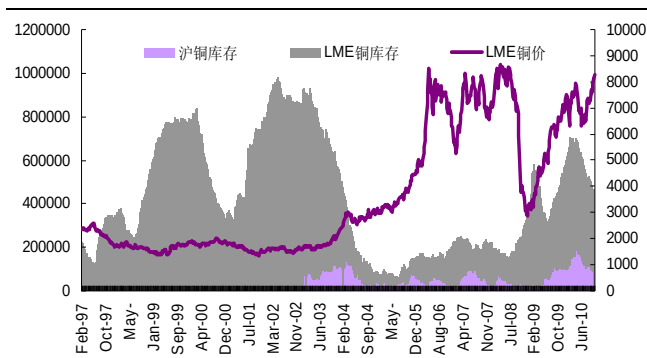
炒基本金属看经济周期。在经济周期上升阶段，金属作为工业原材料，其需求将持续上升，在宏观经济指标上表现为工业品产量指数（或工业增加值）增速上升，目前外围经济脆弱复苏，国内楼市调控不会使整体固定资产投资增速继续下滑，对金属的需求上升。另外，由于基本金属都是期货交易品种，在商品属性之外还存在金融属性，目前各国宽松的货币政策将导致全球流动性泛滥，激发金属的金融属性，甚至可能使金属价格“泡沫化”。我们调高基本金属评级至“买入”。最看好铜、锡，其次是镍、锌、铝。

铜是金属的“带头大哥”，是对宏观经济弹性最大的品种（铝弹性最小）。从库存看，LME 和上海期货交易所铜库存已持续下跌，目前合计大约 45 万吨，虽然高于历史最低水平，但也远远低于历史最高水平。具体到股票，我们首推资源最丰富的江西铜业。

锡虽然也列为基本金属，但其下游涉及面较窄，主要是电子元器件行业，受电子行业景气度影响较大。而且最近供应方面的消息也推动锡价上涨。主要有：印尼进入雨季，全年供应将较年度产量目标减少 20%；待开工的阿根廷 Pirquitas 锡矿项目因资源品质远低于预期而再度推迟开工日期，并下调年度产量预期；秘鲁明苏尔公司表示未来几月产量将下滑。具体到股票，只有锡业股份。

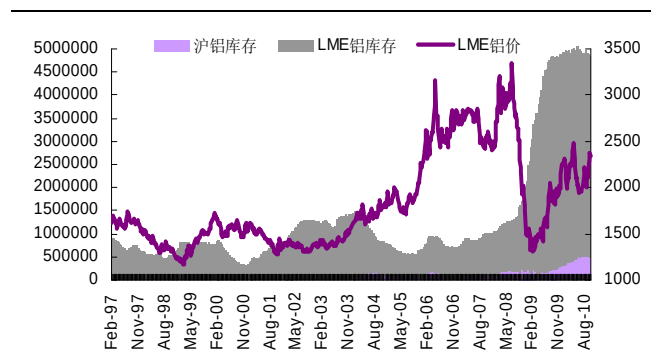
镍、锌、铝、铅将可能跟随性上涨，但过高的库存将拖累涨幅。具体到股票，我们看好中金岭南、吉恩镍业、焦作万方。

图 12:铜价与库存



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

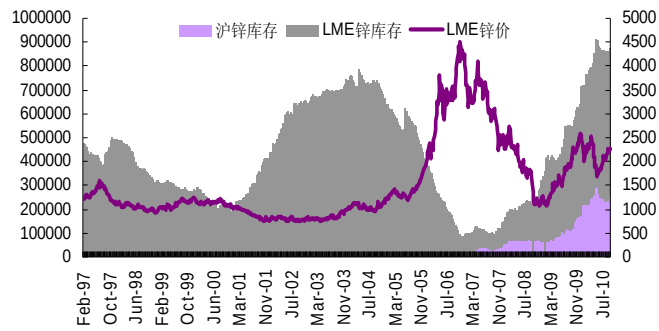
图 13:铝价与库存



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

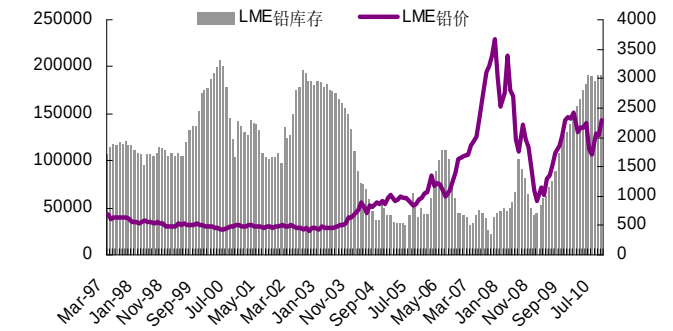
图 14:锌价与库存

图 15: 铅价与库存



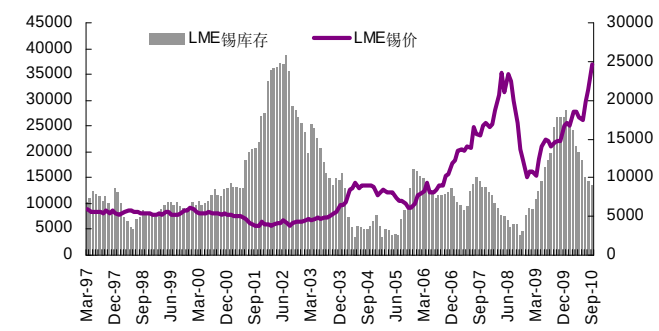
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 16: 锡价与库存



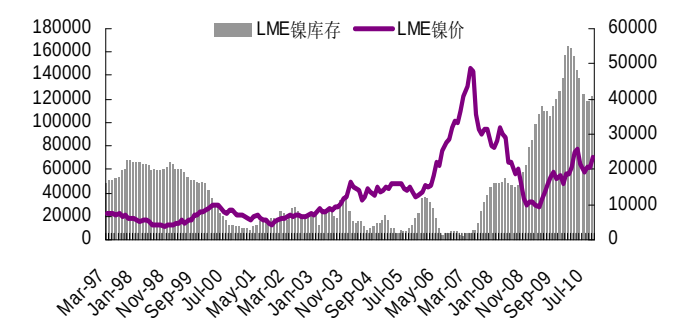
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 17: 镍价与库存



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 18: CFTC 铜净多头寸上升



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

基本金属行业与公司信息

国际铜研究小组 (ICSG) 10 月 1 日称, 预计 2010 年全球精炼铜市场供应过剩 200,000 公吨, 2011 年预计供应不足, 因预计随着经济活动的上升, 市场需求将逐渐增加。ICSG 称, 尽管预计 2010 年主要的铜消费地区的工业需求增长明显, 但预计以中国为主的亚洲市场铜需求仅小幅增长。进行调整后, 该机构预计 2010 年世界精练铜产量将增加约 4%, 至 1,908.1 万吨。预计 2011 年精练铜产量仅将增加 1.1%, 至 1,929.3 万吨。预计 2010 年世界精练铜用量增长 3.8% 至 1,888.2 万吨。预计 2011 年世界范围

内主要市场的精炼铜使用量将进一步上升，预计总需求量上升 4.5%至 1,972.9 万吨。

9 月 30 日报道，印度 Sterlite Industrie 公司应一针对环境问题的法院判决关闭了全球第九大铜冶炼厂，该公司的母公司为 Vedanta，工厂关闭导致其股价暴跌 8%。位于南部的该 Tuticorin 工厂在截至 2010 年 3 月的一年生产了逾 334,000 吨阴极铜，约为印度逾 683,000 吨总产量的一半。

美国商务部 9 月 27 日最终决定对数亿美元计的中国进口铜管征收高至 60.85%的反倾销税，为多宗导致中美贸易摩擦的争端之一。美国商务部公布，对中国铜管征收 11.25-60.85%的反倾销税，对墨西哥产铜管征收 24.89-31.43%的反倾销税。2009 年美国从中国进口总计 2.33 亿美元的铜管，从墨西哥进口铜管的总值为 1.3 亿美元。

匈牙利政府 5 日宣布，匈牙利西南部一座氧化铝厂的有毒泥浆从贮存水塘决堤外泄，至少流入七座村庄，造成四人死亡六人失踪，还有一百二十多人受伤，当局已经宣布受灾的三个县进入紧急状态。

据印度尼西亚贸易部统计，印尼 8 月出口锡锭 7974 吨，同比减少 5.6%。1-8 月，印尼累计出口锡锭 60107 吨，同比减少 11.3%。贸易部一位官员上周表示，印尼今年锡锭出口总量预计为 80000 吨，2009 年的出口量为 99287 吨。印度尼西亚是仅次于中国的全球第二大锡生产国，是锡第一大出口国。

中国商务部 28 日商务预报：近期，部分地区将上调高能耗企业差别电价，铝冶炼成本增加，预计后期国内铝价仍将小幅上涨。

湖北国土资源厅方面发布消息称，湖北省十堰市竹溪县龙坝镇发现大规模稀土矿藏。

第三部分：黄金：货币政策数量宽松的故事

目前全球央行正进行数量宽松竞赛，美国为了刺激经济降低失业率，日本为了抑制日元升值保证出口，欧洲为了挽救欧债危机。人民币虽然被迫升值，但升值幅度还需控制，央行也不敢过度紧缩。

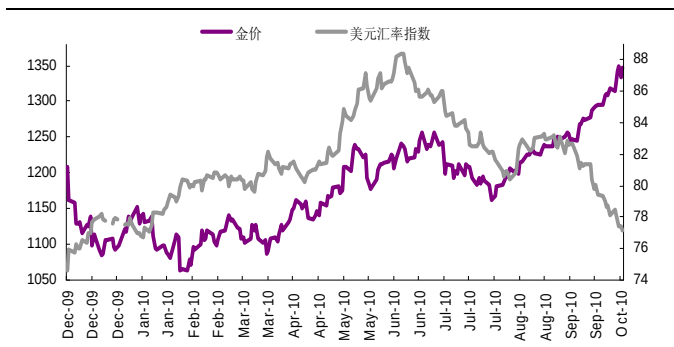
我们看好黄金的逻辑在于宽松的货币政策导致纸币过度供应，金价上涨和纸币贬值是同一回事。美元一般被作为纸币的代表，因此我们经常说金价上涨的原因是美元贬值。需要注意的是，美元贬值往往是美元相对于欧元、日元、人民币的汇率波动，这是不同纸币之间相对价值的波动，而金价上涨的对立面是所有纸币（包括美元、欧元、日元、人民币等）的绝对价值的下降。

金价上涨的原因在于宽松的货币政策，而目前为了刺激经济只有货币政策，因此试想如果发生一次技术革命，提高劳动生产率，推动经济增长，实现无通货膨胀的经济增长，金价就不会上涨，因此，彻底终结本轮金价涨势的就是出现一次大的技术创新。但目前我们处于熊彼特创新周期的中间阶段，上一轮互联网创新已经结束，新的创新尚未出现。从中线看，如果数量宽松一直持续，推高通货膨胀，当通胀超出央行的容忍范

围，开始紧缩货币，只有紧缩到一定程度，金价才会回调，但仅仅是回调，趋势不变。例如加息，每次加息 25 个基点，联邦基金利率从 0-0.25% 一直加到 5%，金价才会回调，这期间时间较长。进一步说，由于目前美国产能利用率不高，失业率高，在存在如此之多的闲置资源的背景下，货币宽松不会立即推高通胀，而且，一种可能的情况是，货币宽松只会产生资产泡沫，而不会推高 CPI，而央行的货币政策目标是紧盯 CPI 的，因此，在货币宽松已经引起资产泡沫的情况下，由于 CPI 不高，央行还是急于紧缩。总之，我们认为目前这种宽松的货币政策还会维持相当长一段时间，金价上涨趋势还会持续。

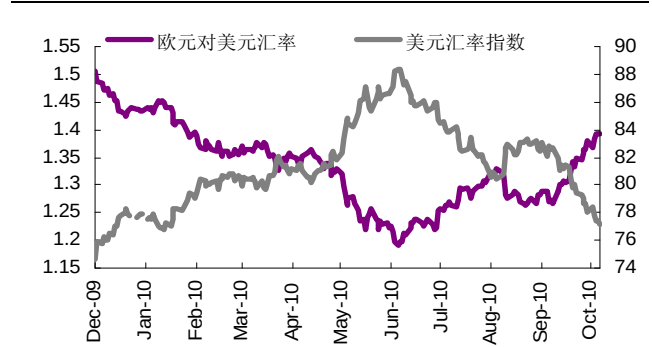
黄金股票的投资是趋势投资而不是完全意义上的价值投资（别的金属品种也一样），只要金价上涨的趋势不变，就不能因为目前估值高就卖出。因为估值是主观的，也是动态的，只要金价上涨，黄金股的业绩将跳跃性上涨，迅速降低估值。我们维持黄金“买入”评级，按照业绩弹性大小排序：推荐山东黄金，中金黄金，恒邦股份，辰州矿业和紫金矿业。

图 19：本周金价创下历史新高，美元下跌



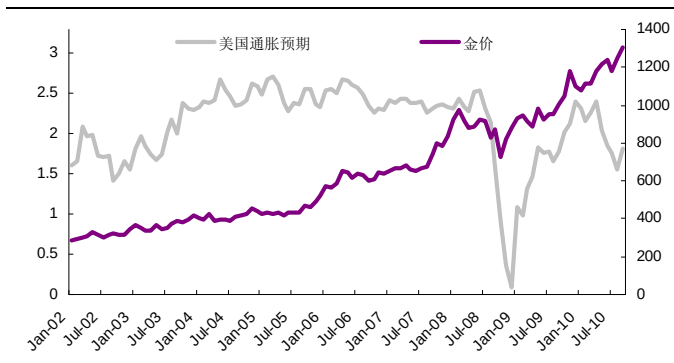
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 20：本周美元继续下跌，突破 80 关口



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 21：美国 9 月通胀预期达到 1.8174，显示流动性过剩的担忧



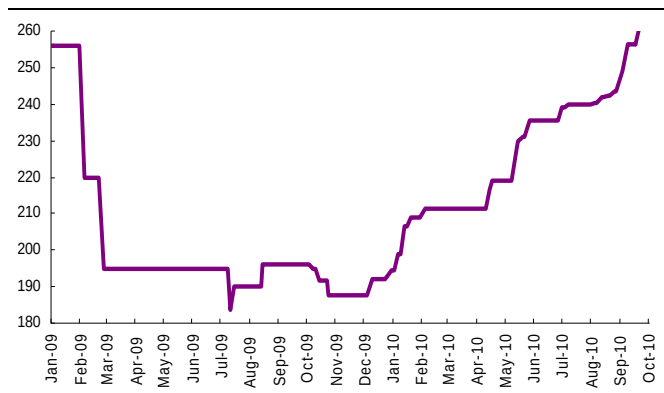
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

第四部分：小金属价格

本周小金属价格出现分化，稀土的“战略”概念仍将是其价格上升

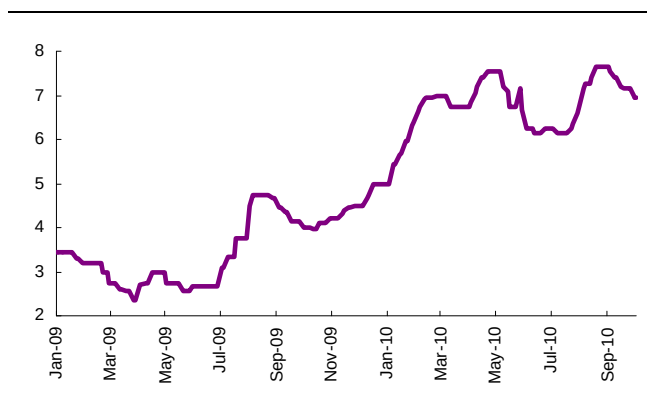
的动力。本周我们调高维持小金属评级至“买入”。具体股票关注包钢稀土及稀土概念股厦门钨业、中色股份、广晟有色。

图 22: 本周仲钨酸铵 (APT) 价格上升



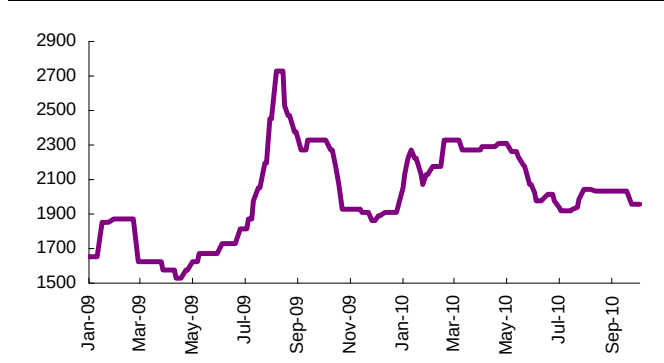
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 23: 本周海绵钛价格下跌



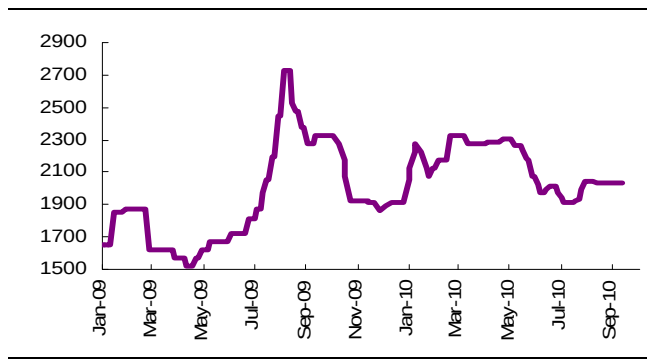
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 24 本周钼精矿价格略跌



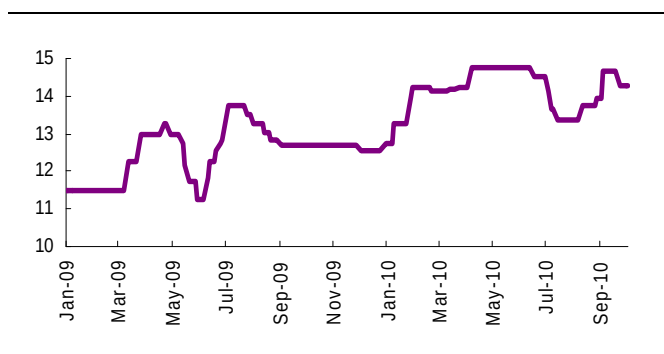
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 25: 本周锑价格维稳



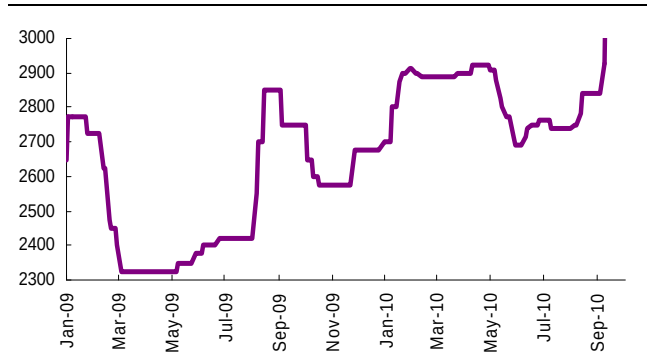
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 26: 本周钴价格略跌



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

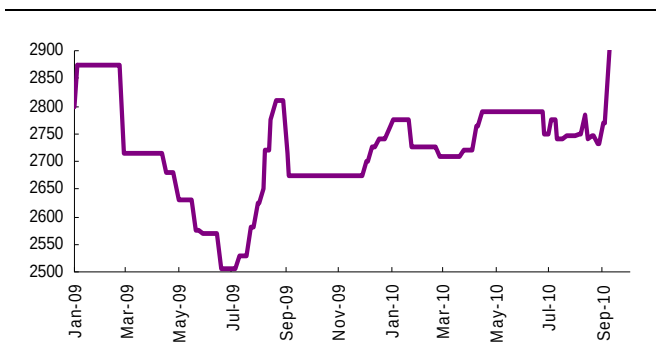
图 27: 本周锰价格上涨



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

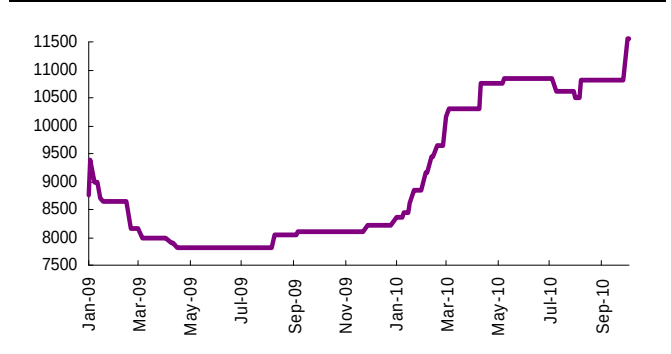
图 28: 本周镁价格大幅上涨

图 29: 本周铬价格上涨



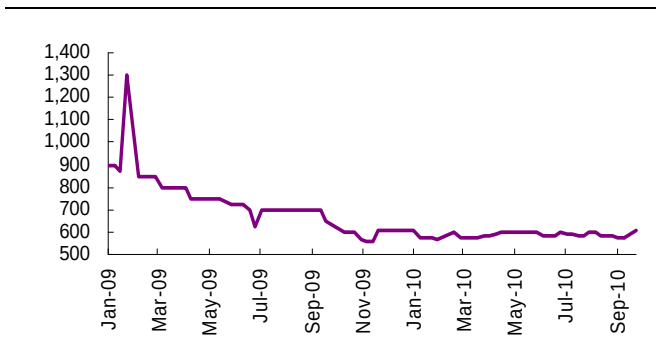
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 30：本周锆价格有所上涨



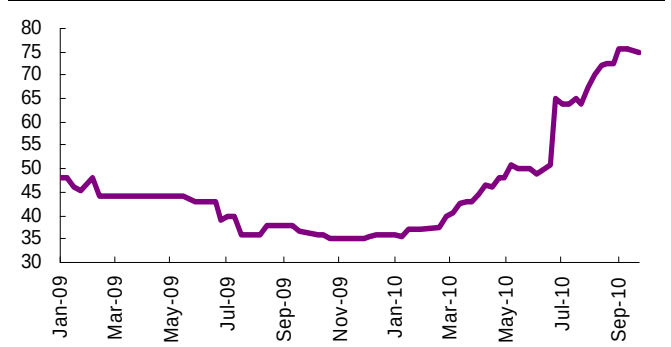
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 31：本周钽铁价格略跌



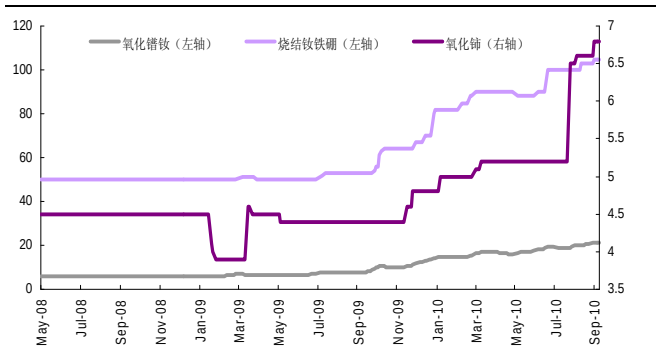
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 32：本周稀土价格普遍上涨

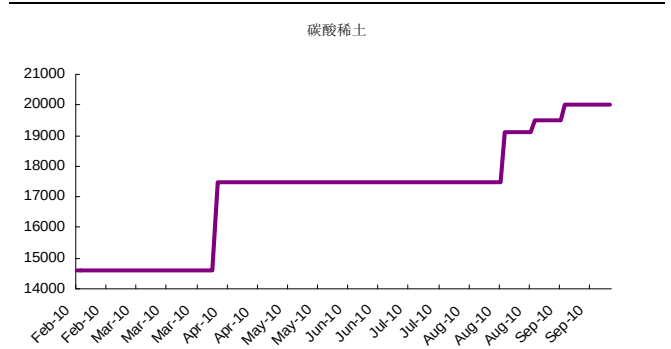


资料来源：Wind、光大证券研究所

图 33：本周碳酸稀土价格维持稳定



资料来源：全国稀土网、光大证券研究所



资料来源：全国稀土网、光大证券研究所

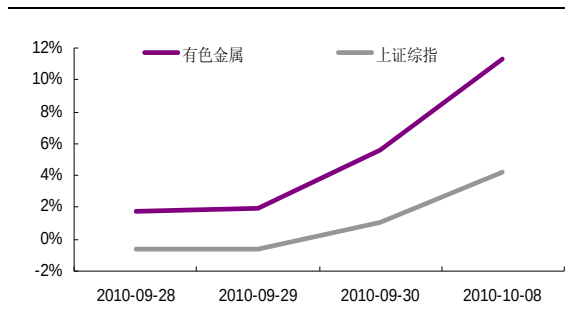
第五部分：本周有色金属板块走势及投资评级

本周有色板块大涨，黄金股、稀土股继续领涨行业。基本金属方面，受到实体锡产品价格的上漲，锡业股份涨幅位居第五位。

投资策略，我们调高整体行业评级至“买入”，基本金属建议买入江西铜业、锡业股份，关注中金岭南、吉恩镍业、焦作万方，黄金股按照业绩弹性大小，推荐顺序为：山东黄金、中金黄金、恒

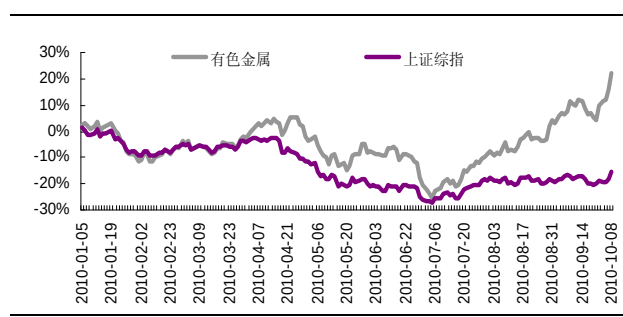
邦股份、辰州矿业、紫金矿业。小金属关注包钢稀土和稀土概念股厦门钨业、中色股份、广晟有色。

图 34: 本周有色金属大幅跑赢大盘



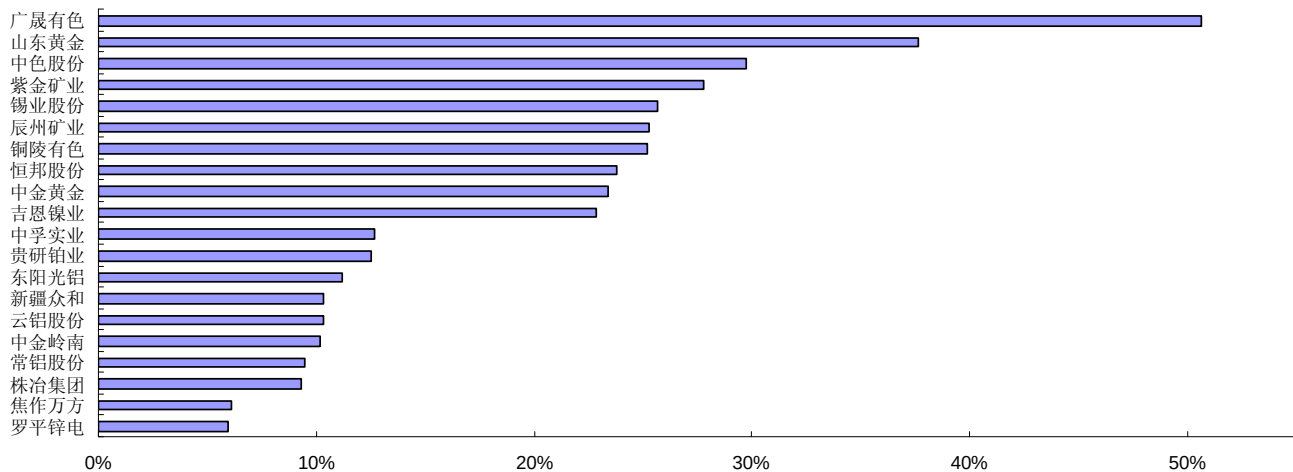
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 35: 今年以来, 有色金属行业强于大盘



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 36: 本周 A 股有色金属板块领先股和滞后股:



资料来源: Wind、光大证券研究所

表 1: 行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	总股本 (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
600547	山东黄金	1423	61.46	60	0.52	0.9	1.2	118.2	65.4	53.4	15.2	12.3	10.0	买入	买入
600489	中金黄金	1423	42.62	45	0.37	0.7	0.9	115.2	60.0	47.4	12.9	10.6	8.7	买入	买入
002237	恒邦股份	192	57.61	65	0.78	0.8	1.6	73.9	72.0	36.0	9.1	8.1	6.6	买入	买入
600362	江西铜业	3023	34.23	46	0.78	1.1	1.3	43.9	20.6	20.1	4.5	3.7	3.1	增持	买入
000960	锡业股份	434	32.67	16	0.2	0.5	0.7	163.4	69.5	44.8	8.3	7.4	6.3	增持	买入
000060	中金岭南	1590	17	22	0.26	0.4	0.5	65.4	566.7	130.8	4.5	4.4	4.3	增持	买入
002155	辰州矿业	547	32.67	30	0.18	0.4	0.4	181.5	77.8	86.0	9.8	8.7	7.9	增持	增持
600111	包钢稀土	493	78.68	60	0.07	0.7	1.1	1124	110.8	74.9	37.5	28.0	20.4	增持	增持
000612	焦作万方	480	21.77	22	0.4	1.3	1.9	54.4	17.4	11.7	5.3	4.1	3.0	增持	增持

600549	厦门钨业	682	36.54	23	0.31	0.5	0.6	117.9	81.2	66.4	10.8	9.5	8.3	增持	增持
--------	------	-----	-------	----	------	-----	-----	-------	------	------	------	-----	-----	----	----

资料来源：光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。