

有色金属行业 2011 年策略策略

短期小金属为主结构化行情，加息忧虑减缓后有望出现反弹

原材料/有色金属

投资要点:

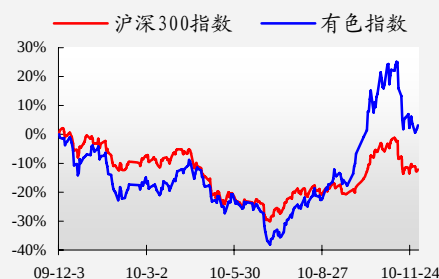
- **估计 2011 年期铜区间 8500-9500 美元。**明年铜供需结构继续改善，预期价格区间为 8500-9500 美元，均价上涨 20%，自产铜量增多有望推动 2011 年加工费小幅上涨 30%，TC 达到 60 美元/吨水平，依靠外购的公司短期受益，盈利改善空间加大，比如铜陵有色、江西铜业、云南铜业。
- **估计明年电解铝盈利能力改善,毛利率 10%左右。**地产行业受“国十条”调控影响，估计新开工增速将出现明显回落，铝价表现仍将差于铜、锡。估计期铝价格区间为 2000-2600 美元。盈利状况比 2010 年有所改善，摆脱盈亏平衡状况困境。
- **维持对铅、锌同步大势评级。**在全国展开节能减排、减少环境污染的背景下铅需求不容乐观，锌的需求也受钢铁产量低速增长影响表现相对较弱。期铅价格区间 2100-2800 美元/吨，期锌区间为 2000-2900 美元。
- **给予镍、锡优于大势评级。**估计在供给低速增长和需求旺盛下锡依然是表现乐观品种，预期 2011 年期锡价格区间 2.0-3.0 万美元/吨，同比增长 28%。另外受益于十二五规划支持高端设备产业大幅发展，估计镍需求有望得到支撑，我们估计期镍价格区间为 2.0 -2.9 万美元。
- **短期品种分化比较严重，依然看好小金属及稀有金属。**短、中期推荐钼、锆、黄金。预期 2011 年钼、锆价格进入上升通道，价格反弹幅度较大。在政策上，政府有望出台整治小金属资源政策。估计黄金价格区间 1300-1800 美元，建议继续关注资产注入等投资主题。
- **市场对紧缩政策担忧减缓后，基本金属有望找到上行动力。**短期内工业金属方面投资机会以短期交易性为主，市场对收紧货币政策担忧减缓后，基本金属板块有望找到上行动力，时间点为一季度末左右。依然看好基本面稳健的铜、锡和镍品种，
- **推荐江铜、新疆众和、金钼股份、中金黄金等。**基本金属方面推荐基本稳健的江西铜业、新疆众和和格林美，稀贵金属方面推荐受益于新能源的云南锗业、中金黄金、金钼股份、锡业股份。
- **风险提示。**美元大幅升值，国内加息。

同步大势

维持评级

发布时间：2010 年 12 月 6 日

走势图



子行业	评级
铜	优于大势
铝	同步大势
黄金	优于大势
其他有色金属	同步大势

重要公司	评级
锡业股份	推荐
江西铜业	推荐
驰宏锌锗	中性
新疆众和	推荐
金钼股份	推荐
中金黄金	推荐

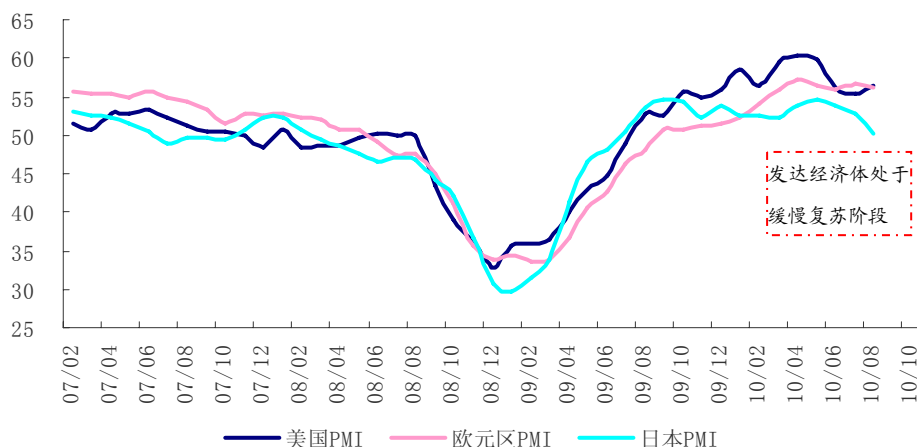
分析师：周思立 联系人：杨霞辉
执业证书编号：S0550207100075
TEL: (8621)6337 3590
FAX: (8621)6337 3209-319
Email: yangxh@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

一、货币政策趋紧决定有色短期价格震荡，中长期仍看好

1、未来欧、美、日等发达国家延续宽松政策

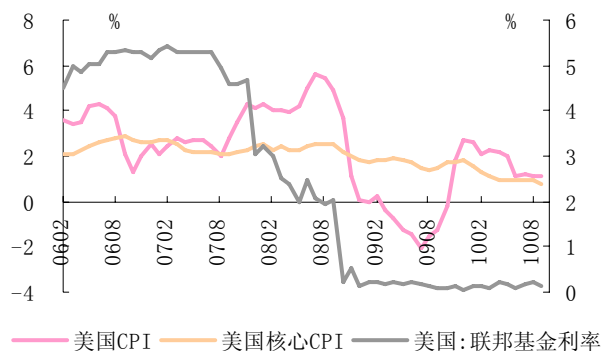
2010年7月份以来欧、美、日等发达经济国家纷纷表示延续当前宽松货币政策不变，其中美国、日本还开始第二轮刺激经济计划。目前美、欧、日三经济体 PMI 指数显示经济处于缓慢复苏阶段，CPI 和基准利率水平都处于低位，处于通缩阶段，按照我们宏观预期，6 个月内估计美、欧、日都将保持货币流动性来拯救经济。

图 1：发达经济体处于缓慢复苏阶段，需要宽松货币维持经济



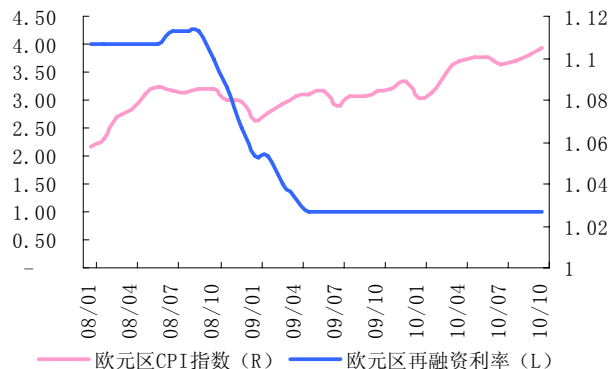
资料来源：Wind，东北证券

图 2、美国 CPI 和利率都处于低位



资料来源：Wind 东北证券

图 3、欧元区 CPI 和利率都处于低位

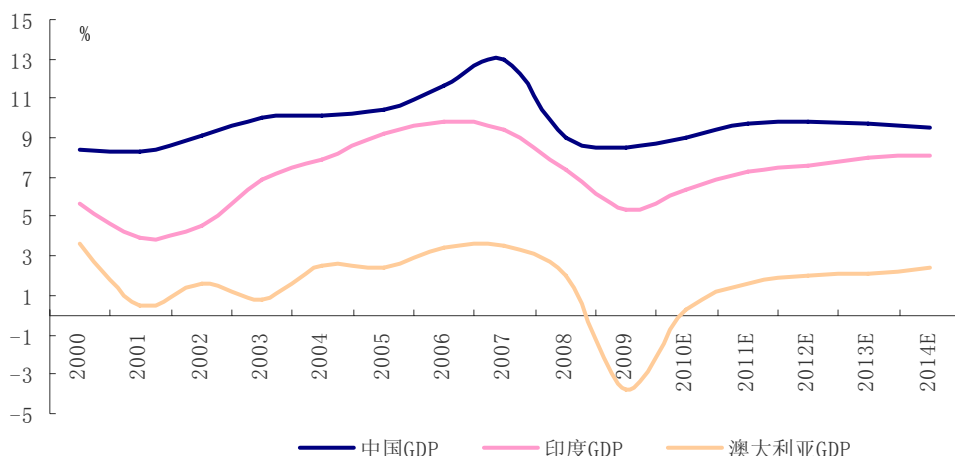


资料来源：Wind 东北证券

2、亚太国家继续缩紧货币政策，板块短期继续盘整，加息后有望反弹

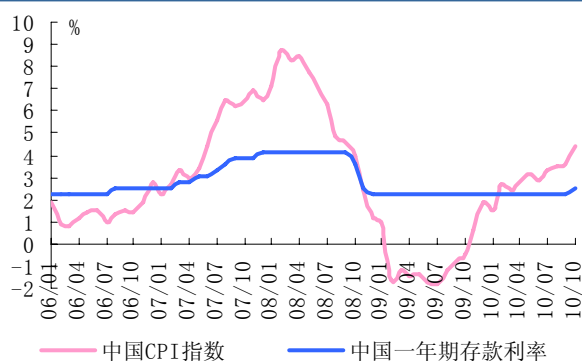
以中国为代表的新兴市场由于发展阶段原因，经济增速较快。按照 IMF 预测，估计明年中国 GDP 增速达到 9.73%，印度增速为 7.28%，澳大利亚 1.59%。受利率水平较高，发达经济体热钱流入等因素影响，目前新兴国家通胀水平越来越高。从 2010 年 2 月份开始，中国一年期的存款利率开始低于 CPI 指数，估计全年 CPI 指数 3.3% 左右，明年 CPI 指数为 3.8% 左右。政府为了控制通胀，估计 11-12 月信贷额都将大幅减少，市场预期 2011 年整年的信贷额 7 万亿左右，明显少于 2010 年。

图 4、以中国为代表的亚太国家经济增长可观



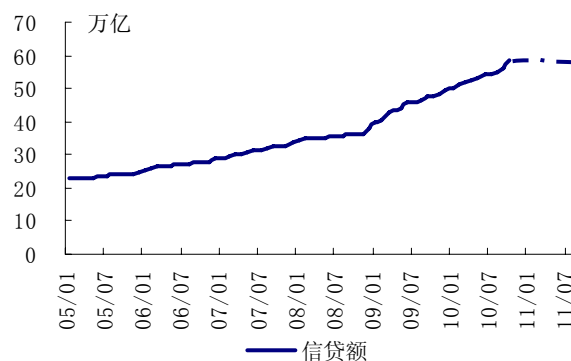
资料来源: Wind, 东北证券

图 5、中国 CPI 指数远高于一年期存款利率



资料来源: Wind 东北证券

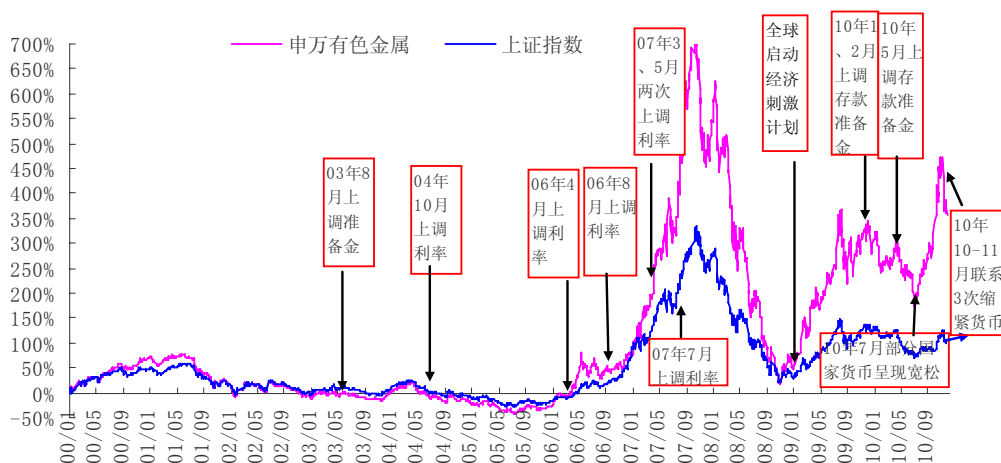
图 6、为了控制通胀，估计中国后期信贷额将逐渐减少



资料来源: Wind 东北证券

11月3号美国宣布购买6000亿国债后，欧洲债务危机再次被市场重提，美元指数开始出现利好兑现后的反弹；市场焦点开始转向货币政策趋紧的国内形势，10月18号到现在央行连续两次提高存款准备金率，并开始首次加息，板块出现了大幅回调。我们在10月19日点评和11月份月报都已经明确表示有色金属板块短期有调整的风险。按照明年信贷收紧，有望多次加息的预期，估计有色金属板块走势应该是先低后高。短期我们认为仍然是小金属为主导的结构化行情；等加息政策担忧减缓后，板块有望超跌反弹。

图 7、宏观政策对板块影响较大，估计短期继续调整

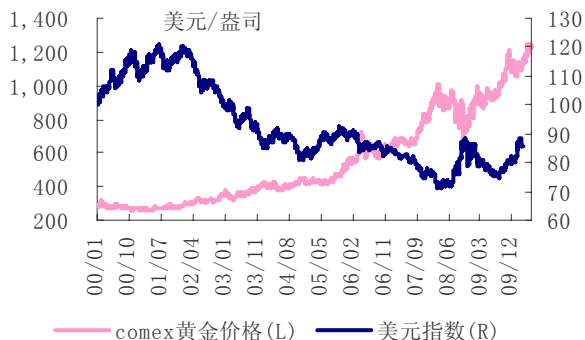


资料来源：Wind，东北证券

3、估计 2011 年美元指数均值 79，有色金属价格先低后高

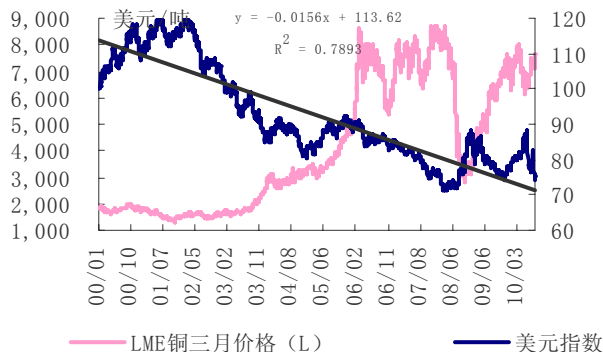
由于金属多以美元计价，所以美元指数和有色金属价格表现关系很大，如铜价和美元相关系数为-0.80，有效性高达 0.79。铝和美元指数相关系数为-0.67，铅、锌和美元相关系数也在-0.60 左右，锡价和美元指数相关系数为-0.82。根据我们宏观对美元后期看法，估计美元指数突破 85 的可能性不大，走势是先高后低，区间为 75-85。有色金属价格受到短期美元继续反弹的利空，短期回落，等欧洲债务危机减缓和中国加息忧虑舒缓时有色金属价格有望出现反弹。

图 8、黄金和美元指数相关系数为-0.90



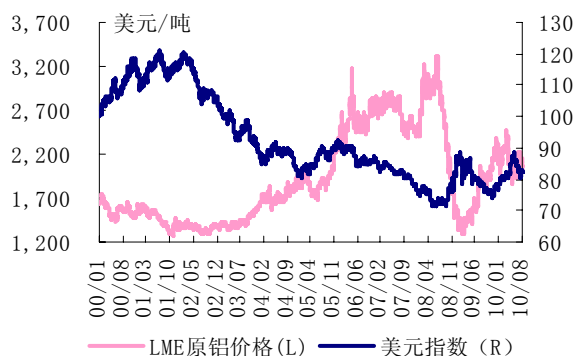
资料来源：Wind 东北证券

图 9、铜和美元指数相关系数为-0.80



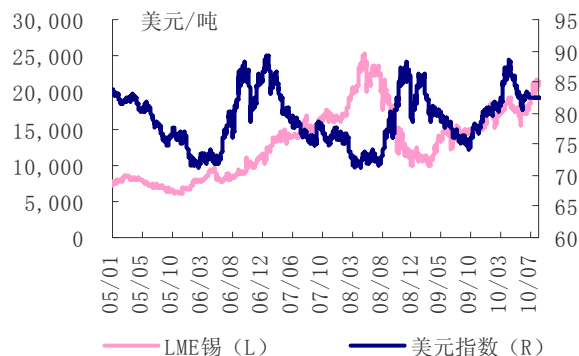
资料来源：Wind 东北证券

图 10、铝和美元指数相关系数为-0.67



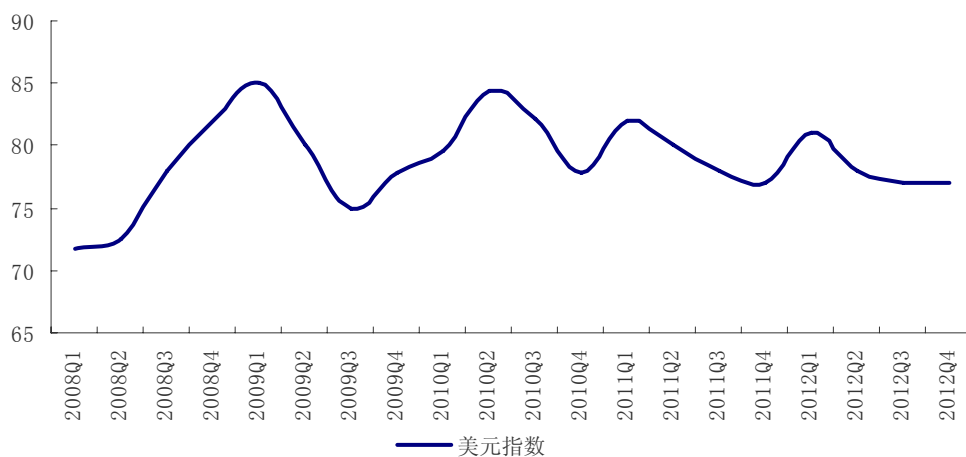
资料来源: Wind 东北证券

图 11、锡和美元指数相关性为-0.82



资料来源: Wind 东北证券

图 12、估计 2011 年美元指数均值为 79



资料来源: Wind, 东北证券

二、估计明年铜价先低后高，期铜价格同比上涨 20%

1、估计 2011 年铜需求增长 10%

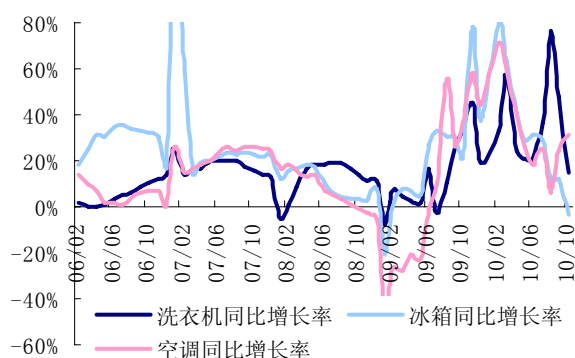
55%以上的铜用在电力行业，1-10 月我国电缆线产量同比增长 21%，假设 11-12 月产量和 10 月份持平，全年来看电缆线产量增长率也将保持在 20%左右。按照国家对 2011 年电网投资预算来看，估计投资额反弹 10%，电缆产量增速肯定高于今年的 20%。另外家电轻工行业占去了铜 20%的需求，受拉动消费政策影响，估计 2011 年产量同比增速为 12%左右。综合来看 2011 年铜需求将同比增长 10%左右，高于 2010 年的增速。

图 13、2011 年电缆产量增速高于 20%



资料来源: Wind 东北证券

图 14、估计 2011 年家电产量同比增长 12%



资料来源: Wind 东北证券

表 1、估计明年电力投资额同比增长 9%

单位: 亿元

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
国网	1,893	2,254	2,400	3,059	2,641	2,905	3,050
南网	199	197	485	915	950	1,000	1,000
电网建设投资	2,092	2,451	2,885	3,974	3,591	3,905	4,050
电网投资 YOY	37%	17%	18%	38%	-10%	9%	4%
电源建设投资	3,195	3,226	2,879	3,711	3,300	3,630	3,993
电源投资 YOY	-1%	1%	-11%	29%	-11%	10%	10%
总计	5,287	5,677	5,764	7,685	6,891	7,535	8,043
总计 YOY	11%	7%	2%	33%	-10%	9%	7%

资料来源: 国家电网, 东北证券

表 2、估计明年铜需求同比增长 10%

单位: 万吨

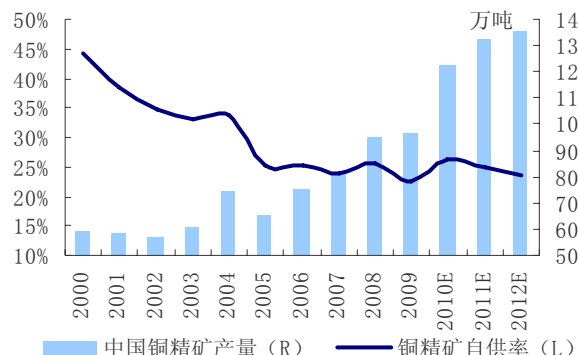
下游行业	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电力行业	209	212	282	253	277	296
YOY%	7%	2%	33%	-10%	9%	7%
家电轻工	87	87	100	117	131	145
YOY%	18%	-1%	16%	17%	12%	10%
交通运输	15	15	19	23	25	28
YOY%		4%	26%	20%	10%	10%
建筑行业	28	26	29	34	37	41
YOY%	21%	-6%	12%	15%	10%	10%
其他行业	89	87	80	86	94	102
YOY%		-3%	-8%	8%	9%	9%
合计需求	427	427	511	514	565	611
YOY%		0%	20%	0%	10%	8%

资料来源: 国家电网, 东北证券

2、估计 2011 年铜产量增长 15%，供需结构进一步改善

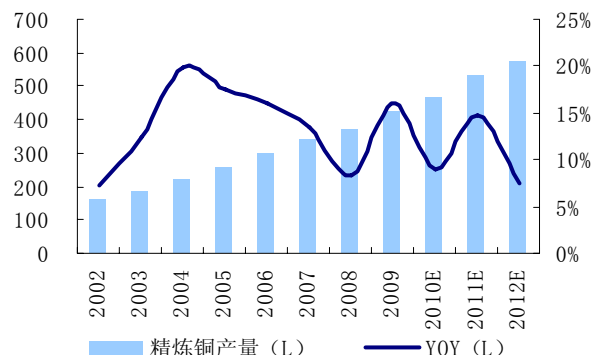
目前铜冶炼行业仍处于去库存中，LME 库存比年前下滑 25%。根据我们对铜材和精铜开工率调查，铜材开工率较低，而精铜行业开工率 80%以上，短期产量进一步提升的空间不大。按照 1-10 月份精炼铜产量增速，估计 2010 年精炼铜产量达到 466 万吨，同比增长 19%左右。根据在建项目估计明年产量增速达到 15%。综合精炼铜的供给需求形势，明年中国市场铜供给过剩量逐渐减少，供需结构进一步改善。

图 15、估计 2010 年铜精矿产量增长 27%，明年放缓到 8%



资料来源: Wind 东北证券

图 16、估计 2010 年精炼铜产量增加 9%，明年增长 15%



资料来源: Wind 东北证券

由于近年来全球新探明的世界级的铜矿数量极少，加上当前铜矿品位的不断下滑，预计矿铜供应在未来 3-5 年时间内仍将维持偏紧的局面。这将从根本上对铜价维持高位运行形成有力的支撑。国际铜业研究小组表示 2009-2013 年全球铜矿年产能每年将增加 4.3%左右。由于 09 年铜精矿基数较低，铜价反弹后 2010 年铜精矿产量大幅增长，按照前 10 月产量估计全年产量达到 123 万吨，同比增长 27%，自供率为 26%，由于没大铜矿投产，未来两年自供率将逐步降低。

3、估计明年加工费上涨 30%，期铜价格区间 8500-9500 美元

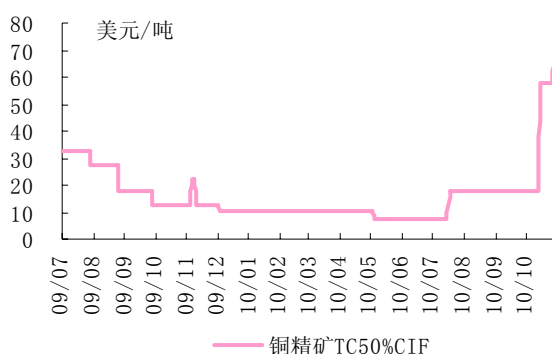
10 月份 15 日以来 TC/RC 出现大幅上涨，截至到目前上涨 3.85 倍，达到 80 美元/吨，主要原因一是印度 33.4 万吨产能被政府关停；二上半年加工费处于低位，国内加大矿产开采，1-10 月份铜矿产量增长 22%。国内 2011 年铜精矿年度加工费的谈判正在进行中，由于预期未来两年全球铜矿产量平均增速为 4.3%，低于精炼铜增速，所以年度谈判结果大幅提升的可能性较小，预期在 55-65 美元之间。估计在国内矿产铜继续增产，智利矿工结束等因素推动 2011 年加工费小幅上涨 30%，TC 达到 60 美元/吨水平，依靠外购的公司短期受益，盈利改善空间加大，比如铜陵有色、江西铜业、云南铜业。

表 3、铜类主要公司产量、矿产资源和外购比例情况

	铜精炼产能	铜精炼产量	自产铜量	外购比例
单位	万吨	万吨	万吨	-
江西铜业	90	80	17	79%
云南铜业	65	29	6	78%
铜陵有色	83	72	4	94%
总计	496	427	96	78%

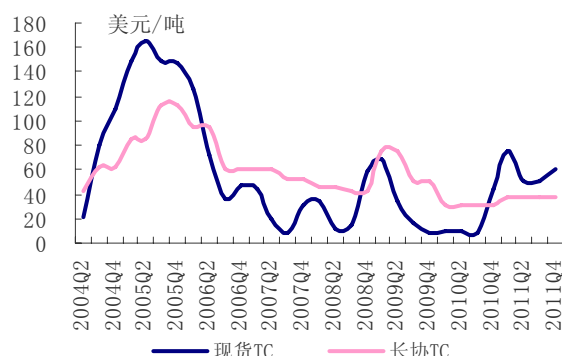
资料来源: 公司公告, 东北证券

图 17、10 月份以来加工费大幅上涨到 80 美元



资料来源：Wind 东北证券

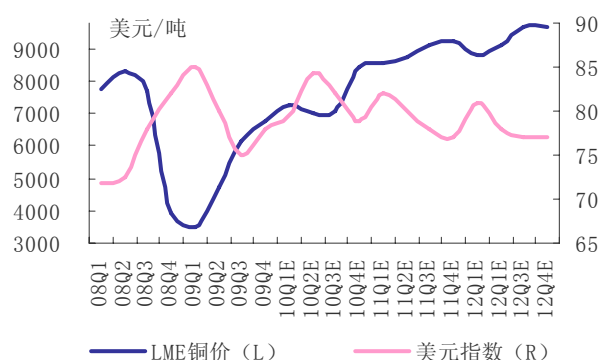
图 18、估计 2011 年加工费用小幅反弹 30%



资料来源：Wind 东北证券

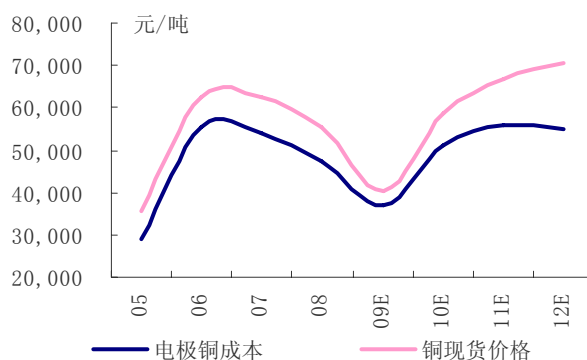
根据我们对影响铜价的因素美元指数、供需形势的分析，估计 2011 年期铜价格区间为 8500-9500 美元/吨，下半年价格高于上半年，现货均价 6.68 万元/吨，同比上涨 14%。届时阴极铜冶炼成本上升到 5.35 万元/吨，利润空间 13000 元左右，平均毛利率 19%，上半年盈利能力低于下半年。在公司方面，如果资源自供率高于行业平均水平，利润空间则更大。

图 19、估计 2011 年期铜均价 8927 美元/吨，增长 20%



资料来源：Wind 东北证券

图 20、估计 2011 年现货铜价环比上涨 14%，毛利率 19%



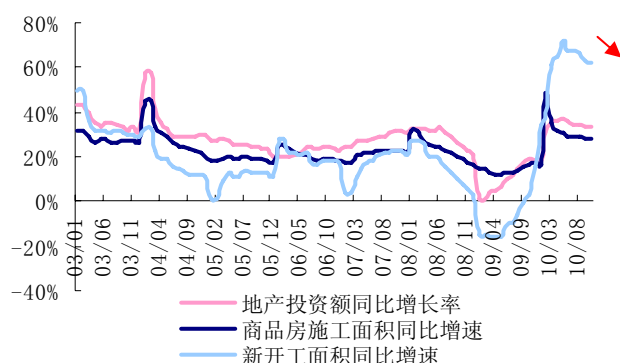
资料来源：Wind 东北证券

三、估计明年电解铝盈利能力改善，毛利率 10%左右

1、2011 年铝需求和今年相比增速明显放缓

铝的 31%需求用于门窗，22%用于交通运输业。地产行业受“国十条”调控影响，估计四季度新开工增速将出现明显回落，2011 年新开工面积增速将从今年的 60%回落到 18%左右，投资增速将下滑到 20%左右。由于很多优惠政策取消明年汽车产量增速回落到 15%左右。综合来看 2011 年铝需求和今年相比增速明显放缓。

图 21、受政策影响 2011 年地产投资和施工面积增速将下滑



资料来源：Wind 东北证券

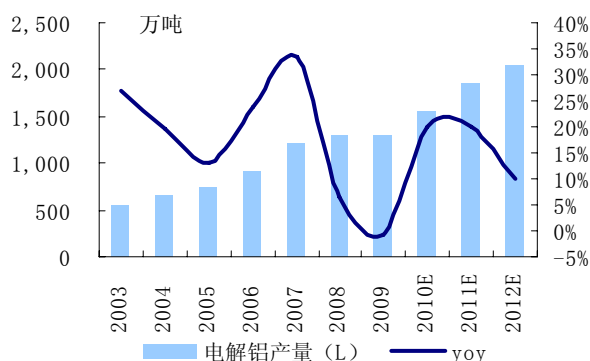
图 22、优惠政策结束后估计 2011 年汽车产量增速放缓到 15%



资料来源：Wind 东北证券

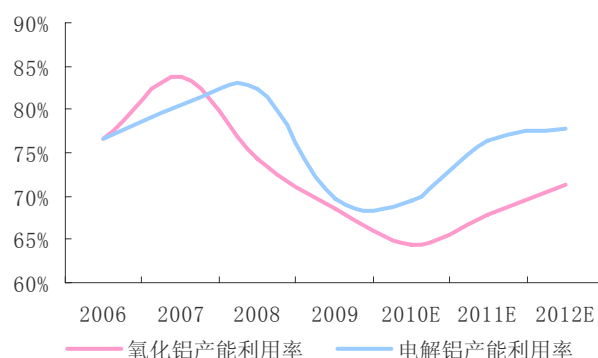
电解铝行业过剩程度较为严重，据了解 2010 年有 790 万吨氧化铝、460 万吨电解铝项目投产，目前的产能利用率 69%，四季度限电结束后 2011 年铝产量将大幅增长，预期增速和今年持平，为 20% 左右。2011 年在建产能约 400 万吨，约有一半可在当年运行，2011 年产能利用率将达到 76%，比去年提高 7 个百分点。

图 23、估计限电结束明年产量大幅增长，估计增速为 20%



资料来源：Wind 东北证券

图 24、2011 年电解铝产能利用率为 76%，提高 7 个百分点

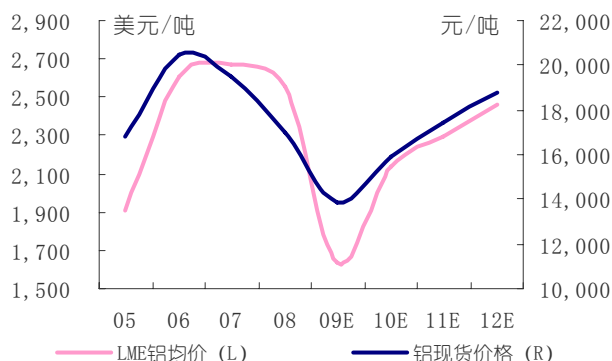


资料来源：Wind 东北证券

2、明年电解铝企业盈利能力明显增强，毛利率 10%

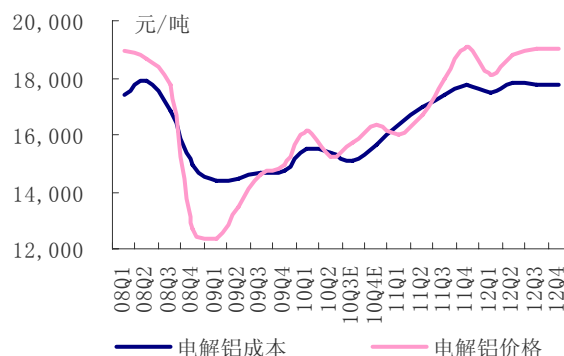
根据我们对明年一季度美元走高的预期，估计一季度铝价有可能下探 1.6 万元/吨，下半年价格高于上半年。估计期铝价格区间为 2000-2600 美元/吨，现货价格区间 1.54-1.90 万元/吨，全年均价为 1.74 万元/吨，同比增长 10%。电解铝行业平均成本 1.56 万元，毛利率 10% 左右，盈利状况比 2010 年有所改善，摆脱盈亏平衡状况困境。但个体差异也较大，具有电力成本优势和具有耗能技术优势的公司盈利情况更可观些。

图 25、估计期铝价格先低后高，区间为 2000-2600 美元/吨



资料来源：Wind 东北证券

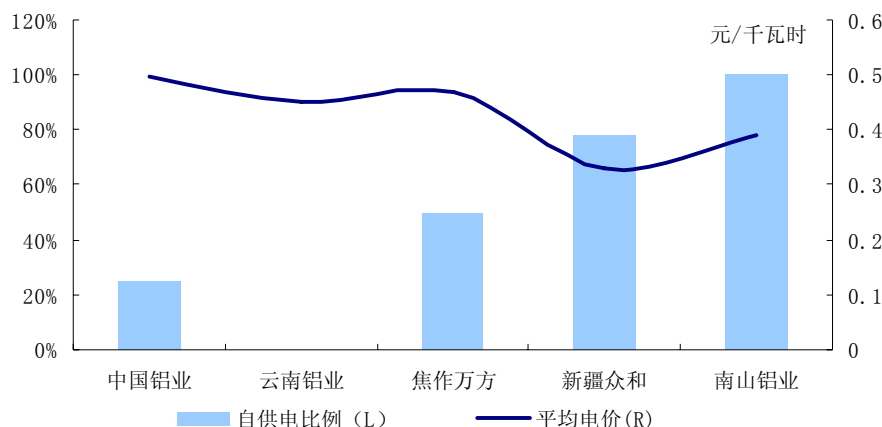
图 26、估计 2011 年行业盈利性增强，毛利率 10%左右



资料来源：Wind 东北证券

规模较大电解铝企业大都具有自有发电厂，如中国铝业的比例为 25%，焦作万方为 50%，南山铝业为 100%，新疆众和为 78%，而云南铝业完全靠外购。在电力成本上，焦作万方、新疆众和、南山铝业综合成本都低于全国平均销售电价 0.53 元，在盈利能力上高于平均水平。

图 27、跟踪的公司中新疆众和、南山铝业、焦作万方自供电比例较大



资料来源：Wind，东北证券

四、维持对铅、锌同步大势评级

1、估计期铅价格区间 2100-2800 美元，下半年价格高于上半年

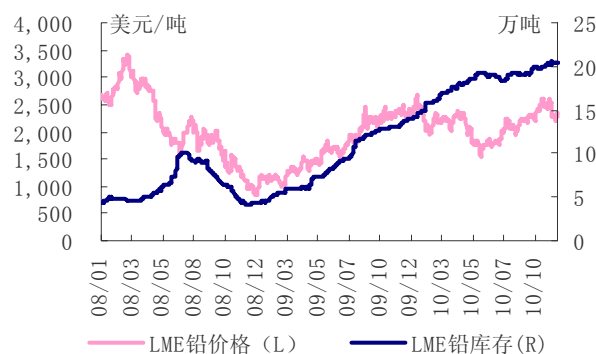
铅的 72%用途是制作铅酸蓄电池，后期铅酸电池产量也决定了铅需求的好坏。铅酸电池的主要用途是汽车、电动车等。由于政府鼓励使用新能源电池，部分铅酸电池的使用被镍氢电池、锂电池所取代。按照 2011 年汽车产量上涨 15% 的假设，估计明年铅酸电池产量将以低于 15% 的速度增长。估计 2011 年现货铅均价 1.81 万元/吨，同比上涨 15%，期铅价格区间 2100-2800 美元/吨。

图 28、估计明年铅酸电池产量增速低于 15%



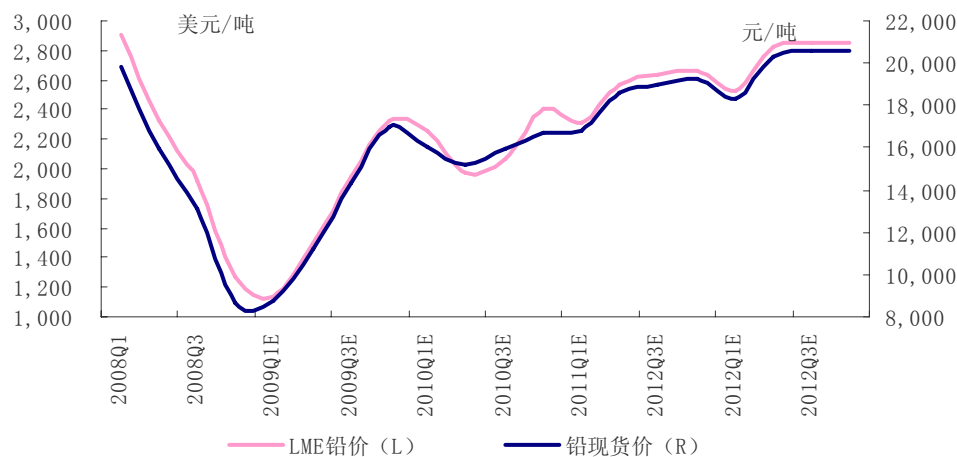
资料来源: Wind 东北证券

图 29、由于库存仍高, 估计短期铅价震荡为主



资料来源: Wind 东北证券

图 30、估计 2011 年现货铅均价 1.81 万元/吨, 期铅价格区间 2100-2800 美元

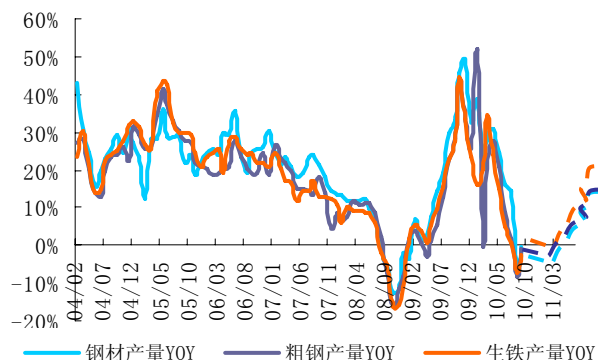


资料来源: Wind, 东北证券

2、钢铁限产结束后锌需求触底反弹, 全年来看增速下滑

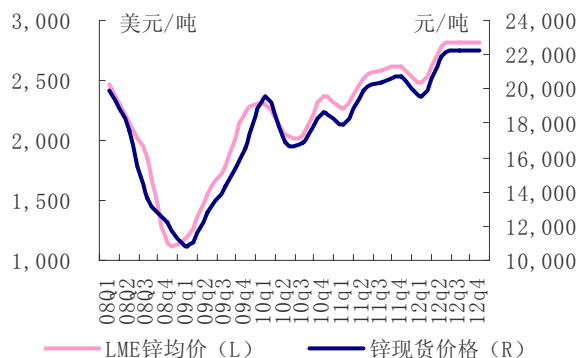
锌的 50%用途用在镀锌板上, 主要用于建筑、汽车、家电等, 受地产政策影响较大。预期 2010 年房地产新开工面积增速将下降到 18%左右; 钢铁节能减排结束后, 2011 年一季度产量将触底反弹, 估计全年产量增速在 5%-10%之间。锌需求受以上因素影响估计一季度需求出现较大反弹, 但由于预期钢铁产量低速增长, 锌明年需求增长情况不如今年。

图 31、估计限产结束后钢铁产量底部反弹



资料来源: Wind 东北证券

图 32、预期 2011 年期锌价格区间 2000-2900 美元/吨



资料来源: Wind 东北证券

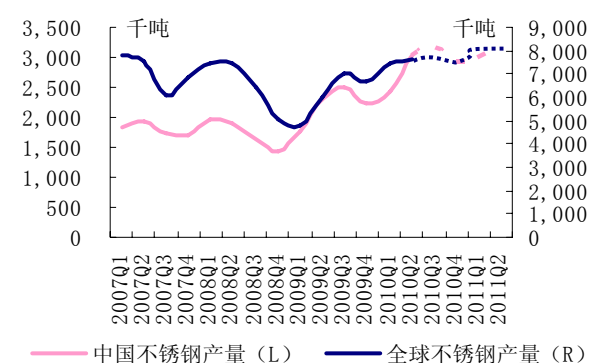
从宏观形势和下游需求来判断期镍价格区间估计为 2000-2900 美元/吨, 全年现货平均价格在 2 万元/吨左右, 同比增长 10%。对外采购镍精矿的冶炼企业生产成本主要包括精矿成本以及冶炼成本, 分别大约在 1.2 万元/吨和 5000 元/吨左右, 合计生产成本大约在 17000 元/吨, 目前毛利空间 3000 元, 毛利率 15%, 行业盈利情况明显改善, 自备矿山的冶炼企业成本优势较大。

五、给予镍、锡优于大势评级

1、估计 2011 年镍价同比上涨 15%，表现相对乐观

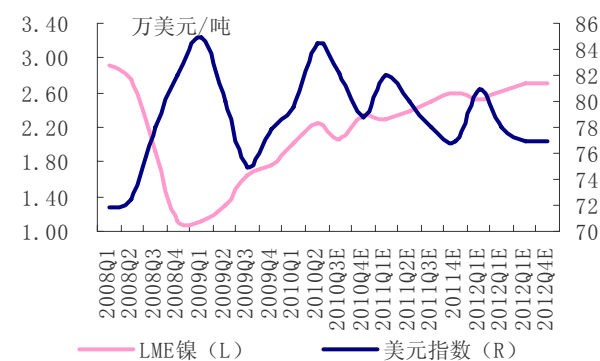
镍的 69%用途用于不锈钢冶炼, 我国钢铁行业节能减排结束后, 估计 2011 年一季度不锈钢产量环比出现较大幅度反弹, 届时镍需求得到支撑。估计 2011 年镍价走势基本是逐步上涨势态。考虑到十二鼓励高端设备等产业对镍需求有拉动作用, 我们认为镍在基本金属中表现好于铝、铅、锌。预期 2011 年期镍价格区间 2.0 万美元-2.9 万美元, 年内有望创下今年新高。现货镍均值估计为 18.86 万元/吨, 上涨 15%。

图 33、估计明年一季度不锈钢产量环比出现较大幅度反弹



资料来源: Wind 东北证券

图 34、预期 2011 年期镍价格区间 2.0 万元-2.9 万元

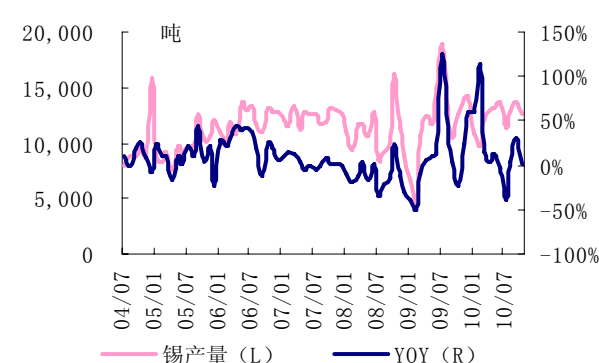


资料来源: Wind 东北证券

2、供给减少、需求旺盛推动锡价继续上涨

从全球来看, 印尼近几年精炼锡产量都受政府影响而受到限制, 估计未来两年该国产量仍将低速增长。从国内来看, 环保部加强了对有色金属行业环保减排的审查, 估计三、四季度锡产量将持续下滑, 明年产量增速也将保持 5% 左右。伦敦期货交易所库存显示, 锡库存年内已经减少了 43%, 供给的减少和低位库存将推动 2011 年锡价格持续回升, 我们认为锡是基本金属中表现最为乐观的子品种。

图 35、行业面临环保严审, 估计三、四季度产量持续下滑



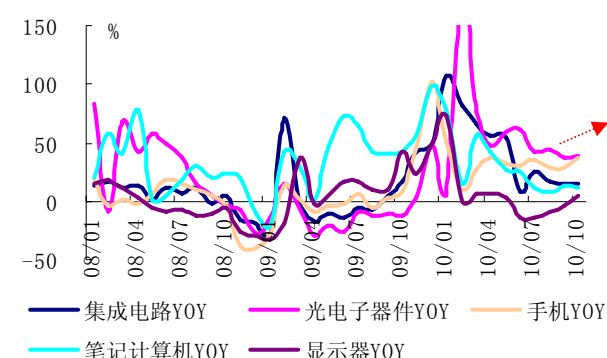
资料来源: Wind 东北证券

图 36、库存年内下滑 43%



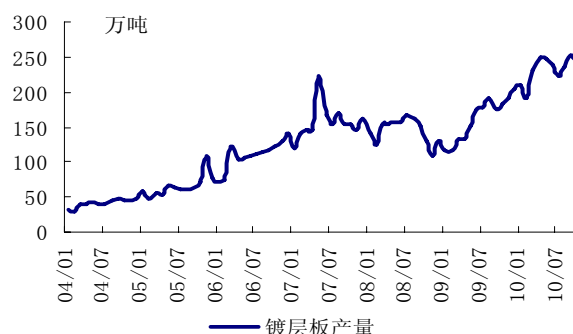
资料来源: Wind 东北证券

图 37、电子产品增速都在回升



资料来源: Wind 东北证券

图 38、1-10 月镀层板产量以 50%速度增长



资料来源: Wind 东北证券

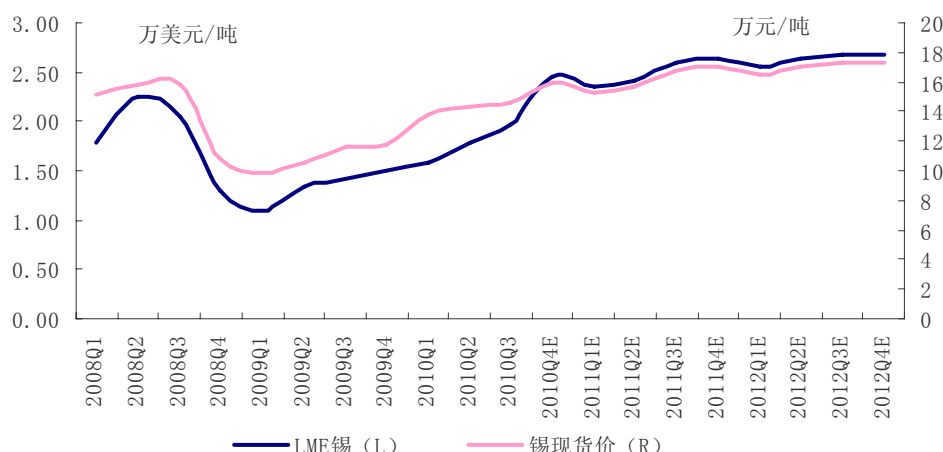
锡的近半用途是焊锡,其次是镀锡板。根据我们电子行业研究员预期,2011 年全球电子产品销量将同比生长 10%,中国增长 20%。1-10 月份镀层板产量增速高达 50%,虽然估计 2011 年产量增速会出现回落,但由于镀锡板属于高档产品,预期会高于钢材平均产量增速 5%-10%。所以锡 2011 年的需求不存在问题。估计 2011 年锡价将逐步上涨,期锡价格区间 2.0-3.0 万美元/吨,同比增长 28%。

表 4、估计 2011 年全球主要电子产品销量增长 10%

全球 (百万)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
笔记本电脑	成长率	--	34.53%	27.88%	32.28%	21.67%	-0.33%	21.67%	21.67%
	销量	47	63	81	107	131	130	158	193
Desktop PC	成长率	--	8.76%	1.49%	4.15%	-4.93%	-26.93%	4.80%	4.80%
	销量	136	148	150	157	149	109	114	119
液晶电视	成长率	--	206.03%	74.00%	69.81%	32.41%	22.41%	32.41%	32.41%
	销量	9	27	47	79	105	129	170	225
路灯	成长率	--	8.65%	7.46%	6.94%	6.49%	5.49%	6.97%	6.97%
	总量	185	201	216	231	246	260	278	297
电子显示屏	成长率	--	10.26%	7.06%	8.23%	5.73%	1.73%	1.73%	1.73%
	销量	14.38	15.85	16.97	18.37	19.42	19.75	20.09	20.44
信号灯	成长率	--	1.93%	1.89%	2.17%	1.82%	1.50%	2.00%	2.00%
	销量	311	317	323	330	336	341.04	347.86	354.81
汽车	成长率	--	21.33%	10.89%	9.43%	8.05%	3.05%	5.55%	8.05%
	销量	38.25	46.41	51.47	56.32	60.85	62.71	66.19	71.52
手机	成长率	--	17.02%	20.12%	13.02%	5.36%	-0.64%	9%	9%
	销量	705	825	991	1,120	1,180	1,172	1,280	1,398
全球合计销售量		1,446	1,644	1,877	2,099	2,227	2,223	2,434	2,679
YOY%			13.69%	14.17%	11.84%	6.09%	-0.17%	9.52%	10.04%

资料来源: Wind 东北证券

图 39、估计 2011 年期锡价格区间 2.0-3.0 万美元/吨, 同比增长 28%



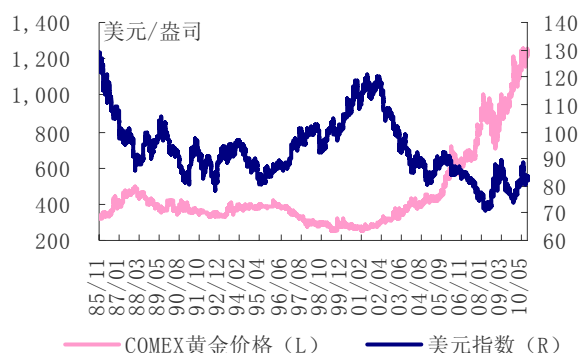
资料来源: Wind, 东北证券

六、短、中期看好黄金, 金价区间 1300-1800 美元

1、欧债危机再次成为市场焦点推高黄金价格

影响黄金价格的因素有很多, 宏观层面有美元指数、货币发行量、利率、PMI 等, 微观层面有原油价格、供需形势、冶炼成本等。美、日等发达国家保持宽松的政策环境, 欧洲债务危机重提, 黄金保值价值显现, 2009 年 12 月到 2010 年 6 月欧洲债务危机爆发期间, 黄金相对于有色金属乐观, 避险功能得到体现。短期内欧洲债务危机不会得到缓解, 估计 2011 年一季度将出现黄金价格和美元指数背离, 同涨的现象, 全年价格区间为 1300-1800 美元/盎司, 均值 1531 美元/盎司。

图 40、黄金价格和美元指数相关系数为-0.90



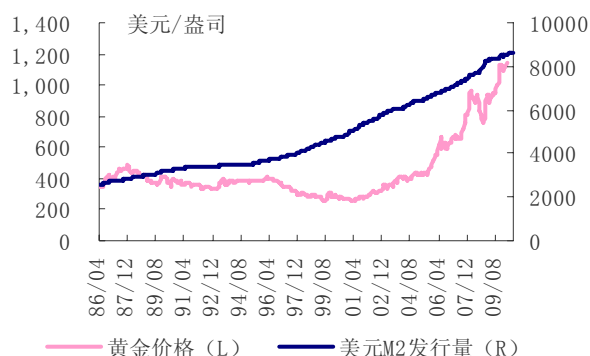
资料来源: Wind 东北证券

图 41、黄金价格和原油价格相关系数为 0.72



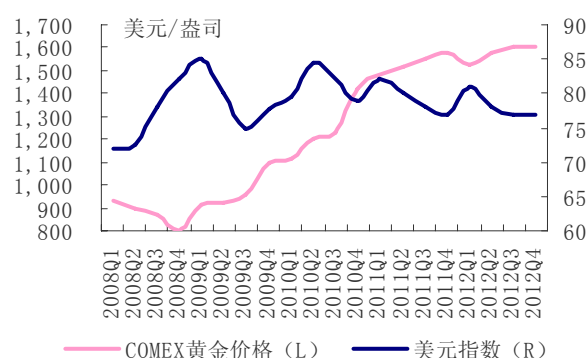
资料来源: Wind 东北证券

图 42、货币发行量和黄金价格相关系数为 0.97



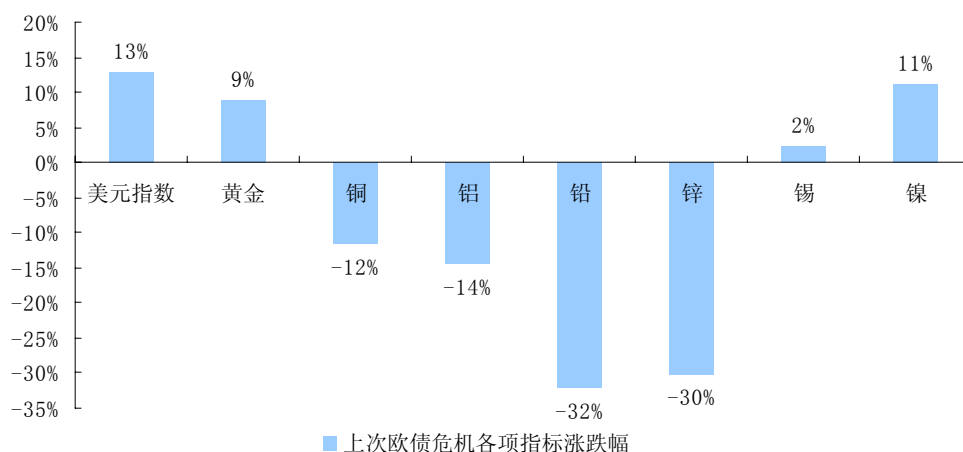
资料来源: Wind 东北证券

图 43、估计 2011 年金价区间 1300-1800 美元



资料来源: Wind 东北证券

图 44、09 年 12 月 8 日-10 年 6 月 7 日上轮欧债危机有色金属涨跌幅度



资料来源: Wind, 东北证券

2、资产注入仍是黄金投资主题

黄金子行业的盈利主要来源是矿产金，业内主要公司近年来都一直海内外购买资源。如山东黄金高层承诺将逐年注入矿产，提高上市公司盈利能力。中金黄金上市时仅有东桐峪金矿与峪耳崖金矿，之后每年陆续收购集团矿产资源。估计未来几年资产注入仍然是黄金板块的一个主要投资主题，目前山东黄金集团仍有 550 万吨的黄金矿资源未注入上市公司，中金黄金集团有 800 吨黄金，120 吨钼未注入上市公司，给未来的黄金板块留下了很大想象空间。

表 5、山东黄金和中金黄金最近两年资产注入情况

公司	注入时间	注入和购买矿产	储量	集团未注入的矿储量
山东黄金	2009年	三山岛外围	12.76	
	2009年	新立金矿	33	550 吨黄金储量
	2010 年 8 月前	青岛鑫莱矿业投资有限公司 46%股权	14.33	
		河北金厂峪矿业	8.55	
中金黄金		秦岭金矿	5.16	
		镇安县黄金矿业	1.90	
	2009 年	吉林夹皮沟	4.60	
		河北石湖	10.00	
		新疆金滩	9.00	黄金 800 吨
		嵩县前河	4.80	, 钼 120 万吨
		嵩县金牛	153.25 吨,	
		河北东梁	权益储量 92.87	
	2010 年 8 月前	江西金山公司	吨	
		甘肃省两当县龙王沟金矿探矿权	6.02	

资料来源：公司公告，东北证券

七、政策倾斜于小金属,短中期看好我国资源较丰富的锗、钼

近年来我国政府越来越注意到稀有金属资源的重要性,并开始收紧出口政策,限制开采政策,以保护我国资源。现在政府出台的政策最多就是稀土、锑、钨等几种金属。根据金属资源占全球比例来看,我国锡、钨、锗、钼占全球比例都在 20%以上,而且用途大多和新兴产业挂钩,但目前出台的政策相对较少,估计有望成为未来政府重点保护的對象。例如目前国家正在酝酿对钨、锡、钨、锗等十种稀有金属的战略收储,按照我们乐观估计,未来有望对其开采也进行限制。

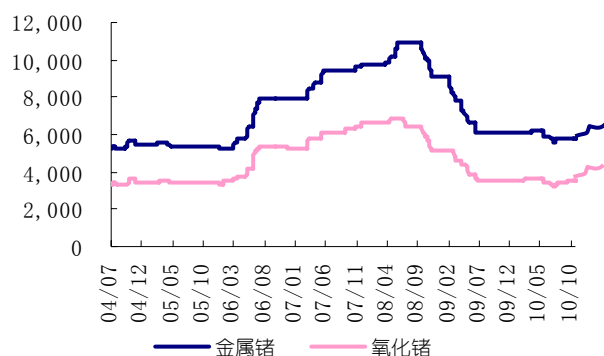
表 6、各种小金属资源情况和政策情况

	中国资源量	全球占比	政策	主要上市公司
稀土	1,773 万吨	57%	实行开采总量控制管理,不批准新的矿产项目,外资公司禁止进入矿产开采,出口配额	包钢稀土、广晟有色
钨	235 万吨	70%	控制,高税率限制上游产品出口	厦门钨业、ST 中钨
锑	74 万吨	33%		辰州矿业
锡	146 万吨	24%		锡业股份
钼	436 万吨	45%	不批准新的矿产项目,外资公司禁止进入矿产开采,设立开采规模进入标准,出口配额	金钼股份
锗	0.372 万吨	43%	控制,高税率限制上游产品出口	云南锗业
钨	0.96 万吨	60%		中金岭南
钽	0.423 万吨	1%		东方钽业
镓	13.6 万吨	76%		中铝、南风化工

资料来源：矿产资源网，统计局，东北证券

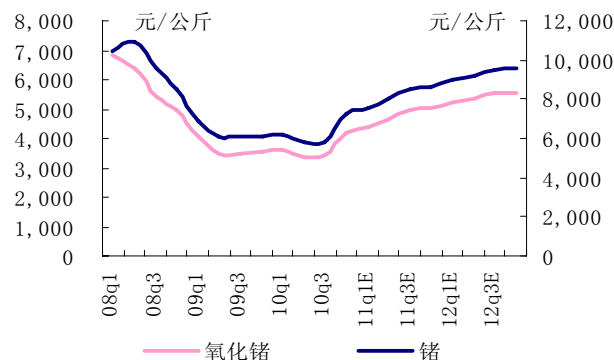
锆是重要的半导体材料，被广泛应用于光纤通讯、PET（高聚合物）催化剂、红外光学、太阳能电池、航空航天等领域。根据二氧化锆历史价格偏离度及周期性分析可知，10月份是02年开始的第二个长周期下跌周期末，估计新一轮价格上涨已经来临。根据锆价格和美元指数关系，我们认为2011年锆价格具有上行动力，全年锆价格呈上扬形态。估计二氧化锆价格均值为4761元/公斤，大幅反弹31%，金属锆均价为8189元/公斤。

图 45、11 月份开始锆价开始反弹，符合之前判断



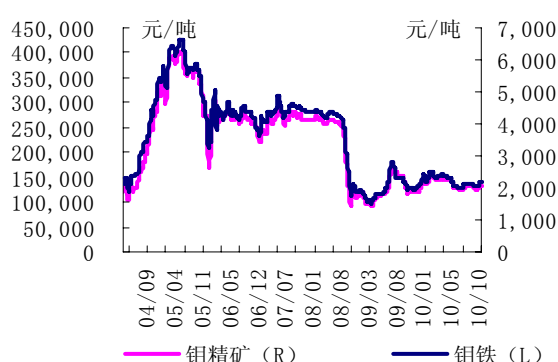
资料来源：Wind 东北证券

图 46、2011 年锆价进入上涨通道，估计大幅反弹 31%



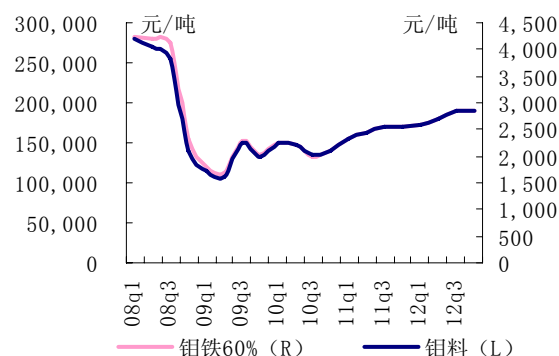
资料来源：Wind 东北证券

图 47、四季度钼铁价格出现小幅反弹



资料来源：Wind 东北证券

图 48、预期 2011 年钼价上涨 15%，钼铁均价 16.4 万元/吨



资料来源：Wind 东北证券

据对钢铁限产结束和资源有望受到保护的预期，估计 6 个月钼价区间为 15-20 美元/磅钼，上涨概率远高于下探的概率。预期 2011 年钼价上涨 15%，钼铁均价 16.4 万元/吨。金钼股份资源占比全国第一，约占全球钼炉料产量的 9.51%，钼化工占全球的 12%，将是重点受益于钼价上涨。

八、短期维持结构化行情判断，加息忧虑减缓后板块有望出现反弹

1、有色金属竞争优势体现在资源和高端深加工业上

政府明显表示十二五期间重点控制产量和鼓励高端深加工业发展，在产业链环节上，仍认为资源和技术是中长期投资主题。采矿业仍将保持高毛利率情况，2011 年铜、铅、锌冶炼加工费有望小幅增长，估计反弹幅度在 20%-30%左右，不具有技术含量的加工业盈利能力仍远差于采矿业和高端加工企业。资源企业和高端深加工业受政策和需求利好仍是二级市场主角。

图 49、有色金属竞争优势体现在资源和高端深加工上

采矿业 1. 缺少大型矿产投产，冶炼环节产能过剩决定了资源价格维持高位； 2. 采矿业继续维持高毛利率状况，资源将继续是有色金属中长期竞争优势之一。	冶炼业 1. 冶炼环节产能过剩严重，中长期来看加工费仍维持低位； 2. 副产品价格回升将改善冶炼业盈利情况； 3. 具有技术优势和资源冶炼企业更具有成本优势。	深加工 1. 原材料价格仍处于周期中低位，成本不会出现大幅拉升； 2. 不具有技术含量的加工业微利状态，高端深加工工业受政策和需求利好将成为二级市场主角。
---	---	--

资料来源：东北证券

2、稀贵金属推荐钼、锆、黄金，基本金属推荐铜、镍、锡

估计 2011 年一季度有色金属行情品种分化比较严重，依然看好小金属及稀有金属，短、中期推荐钼、锆、黄金。预期价格低迷的钼、锆将在 2011 年进入上升通道，价格反弹幅度较大。在政策上，政府有望出台整治小金属资源政策。估计黄金价格区间 1300-1800 美元，建议继续关注资产注入等投资主题。

表 7、有色金属价格假设

单位：美元/吨

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
LME 铝均价 (L)	2,557	1,639	2,134	2,297	2,466
YOY	-4%	-36%	30%	8%	7%
LME 铜价格	6930	5272	7458	8927	9313
YOY	-5%	-24%	41%	20%	4%
LME 铅价格	2,104	1,725	2,174	2,502	2,764
YOY	-13%	-19%	16%	14%	10%
LME 锌价格	1,904	1,633	2,191	2,499	2,720
YOY	-40%	-14%	34%	14%	9%
LME 锡价格	18,412	13,401	19,504	25,003	26,339
YOY	143%	-27%	46%	28%	5%
LME 镍价格	21,709	14,460	21,634	24,410	26,161
YOY	-40%	-33%	50%	13%	7%
黄金价格	874	974	1,239	1,531	1,576
美元指数	81	74	81	79	78

资料来源：东北证券

短期内工业金属方面投资机会以短期交易性为主，估计政府二次或三次加息后，市场对收紧货币政策担忧减缓后，基本金属板块有望找到上行动力，时间点为一季度末左右。依然看好基本面稳健的铜、锡和镍品种，估计期铜价格有望突破 2011 年创下高点，价格区间估计为 8500-9500 美元/吨，期锡价格区间 2.0-3.0 万美元/吨，同比增长 28%。另外受益于十二五期间政策支持高端设备产业大幅发展，估计镍需求有望得到支撑，我们估计期镍价格区间为 2.0 万元-2.9 万元。

目前 2011 年 A 股有色金属行业平均 PE52.14 倍, 平均 PB7.04 倍, 和 H 股平均 PE21.25 倍、PB 2.10 倍相比, 明显高估。由于中国内地经济发展前期更为乐观, 应该享受较大溢价。经过 11 月到现在板块挤泡, 我们认为当前行业估值基本合理, 维持同步大势评级。基本金属方面推荐基本稳健的江西铜业、高端加工业新疆众和, 稀贵金属方面推荐受益于新能源的云南锗业、中金黄金、金钼股份、锡业股份。

表 8、有色金属主要跟踪公司估值比较

简称	评级	股价 (12/03)	EPS		PE		PB		ROE (%)	
			10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E
宝钛股份	谨慎推荐	30.55	0.01	0.25	3231.57	123.58	3.56	3.54	0.11	2.87
江西铜业	推荐	36.08	1.30	1.89	27.81	19.06	4.35	3.64	15.64	19.10
中金黄金	推荐	39.14	0.80	1.43	49.13	27.40	10.09	7.93	20.54	28.95
吉恩镍业	中性	24.82	0.73	1.11	34.10	22.26	6.63	5.68	19.44	25.51
格林美	推荐	63.00	0.65	0.72	96.92	87.50	13.82	12.61	14.25	14.41
驰宏锌锗	中性	24.18	0.37	0.73	66.04	33.28	8.61	7.15	13.04	21.49
中国铝业	中性	10.15	0.07	0.39	149.37	26.23	2.75	2.61	1.84	9.97
新疆众和	推荐	24.05	0.76	0.87	31.60	27.71	3.91	3.44	12.38	12.42
焦作万方	中性	21.90	0.96	1.01	22.70	21.68	4.94	4.79	21.75	22.09
锡业股份	推荐	31.30	0.46	0.68	68.61	46.07	9.09	8.08	12.78	17.55
金钼股份	推荐	23.77	0.21	0.43	111.58	55.34	5.18	5.18	4.64	9.36
西部矿业	中性	16.97	0.52	0.77	32.68	22.04	3.20	2.83	9.80	12.84
铜陵有色	推荐	26.35	0.75	1.13	34.92	23.37	4.26	4.26	12.19	18.22
厦门钨业	-	46.82	0.51	0.61	91.80	76.75	12.32	10.86	13.42	14.15
山东黄金	-	53.46	0.83	0.82	64.26	65.54	19.10	15.43	29.72	23.54
云南锗业	推荐	76.28	0.61	0.70	124.05	109.13	29.23	23.18	23.56	21.24
中色股份	-	27.63	0.20	0.65	136.04	42.50	8.22	7.00	6.04	16.47
A 股行业平均水平	-	-	-	-	71.38	52.14	8.09	7.04	16.94	17.90
紫金矿业 H	-	7.31	0.39	0.50	18.74	14.62	4.69	4.38	25.00	29.95
江西铜业 H	-	24.2	1.30	1.89	18.66	12.79	2.92	2.44	15.64	13.09
中国铝业 H	-	7.12	0.07	0.39	104.78	18.40	1.93	1.83	1.84	1.75
洛阳钼业	-	6.47	0.26	0.39	25.18	16.76	1.05	1.01	4.16	4.00
湖南有色	-	3.2	0.20	0.25	16.00	12.80	0.91	0.85	5.70	5.32
H 股行业平均水平	-	-	-	-	42.46	21.25	3.26	2.10	11.55	12.00

资料来源: Bloomberg, 东北证券

3、重点推荐公司

中金黄金 (600489): 受益于金价高涨和矿产金产量增长

- 公司是中国第一家专业从事黄金生产的上市公司, 中国黄金总公司年产黄金约占全国黄金总产量的 20%, 控制的黄金储量占全国黄金总储量的 30%以上。
- 资产注入和内部挖潜大幅提升公司产能。通过 09 年收购和挖潜, 公司 2010 年

矿产金产量将达到 20 吨以上, 同比增长 17%。2011 年在暂时不考虑收购母公司矿产的情况下将达到 29 吨产能。集团公司储量为 1200 吨, 还有 800 吨注入空间。

- 2010、2011 年公司每股收益为 0.80 元、1.43 元, 推荐评级。

新疆众和 (600888): 西部铝深加工龙头

- 公司作为中国最大的高纯铝和电子铝箔生产企业, 公司盈利来源主要集中在下游深加领域。由于高纯铝、电子铝箔和电极箔的技术含量高而且很难被替代, 而且公司自供电比例 70%, 电力成本 0.34 元。
- 2010 年高纯铝产能将达到 3.5 万吨, 同比提高 17%; 公司新增电子铝箔一期开始贡献产能, 估计 2010 年电子铝箔产量将达到 1.8 万吨, 同比增加 50%, 除去下游电极箔耗量, 铝箔销量也将同比增加 58%。估计 2011 年底公司有望达到 2.7 万吨总产能提高 35%。
- 估计 2010-2012 年每股收益分别为 0.76、0.87、0.93 元, 维持对公司推荐评级。

金钼股份 (601958): 业绩渐好, 股价回调提供介入佳机

- 如果钼被保护, 公司将重点受益。根据对钢铁限产结束和资源有望受到保护的预期, 估计 6 个月钼价区间为 15-20 美元/磅钼。上涨概率远高于下探的概率。公司资源占比全国第一, 约占全球钼炉料产量的 9.51%, 钼化工占全球的 12%, 将是该政策的重点受益公司。
- 公司成本低于行业平均水平, 和洛钼相比具有较多优势。按照中报公司现金成本 8.28 美元/磅钼, 低于行业平均水平 12-14 美元, 和国际平均成本持平。公司除了吨矿开采成本高于洛钼 2 美元, 在资源、产品质量、技术和股权上都具有较大优势。钼储量是洛阳钼业的 2 倍, 自给率高于洛钼 30 个百分点, 享受着 15% 的税收优惠, 吨矿资源补偿费低于洛钼 2 元。
- 估计 2011-2012 年公司业绩逐渐转好。预计 2010、2011、2012 年公司每股收益分别为 0.21 元、0.43 元和 0.67 元, 维持推荐评级。

格林美 (002428): 成长性确定的资源循环利用产业领头羊

- 属于节能回收利用类公司, 受益于“十二五”规划。格林美是国内规模最大的采用废弃资源循环再造超细钴镍粉体的企业, 国际上采用废弃钴镍资源生产超细钴镍粉体材料的先进企业, 中国钴镍粉体材料与循环技术的产业基地之一。超细钴粉占公司毛利的 74%, 镍粉占 12%。
- 超细钴、镍粉具有很强的表面效应和体积效应, 在磁性、内压、热阻、光吸收、化学性等方面显示出独特的物理化学性质。随着下游行业的产品和技术升级, 超细钴粉、超细镍粉正在逐步替代普通钴粉和普通镍粉, 具有良好的市场前景。
- 公司二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品项目陆续释放产能, 估计到 2011 年超细钴粉完全达产, 达到 1500 吨, 2012 年 1000 吨镍粉完全达产。
- 维持对公司推荐评级。估计 2010 全年 EPS 为 0.65 元预期, 考虑到未来两年公司超细镍粉产量大幅增长, 估计 2011、2012 年 EPS 分别 0.72、1.35 元, 维持推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。