

流动性与复苏的双重期许

推荐（维持）

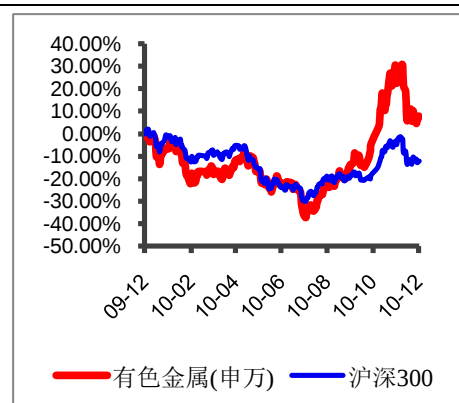
——有色金属行业 2011 年投资策略

报告摘要:

市场数据 (2010-12-03)

有色金属（申万）	4856
三个月涨跌幅	25.08%
上证综合指数	2842
沪深 300 指数	3158

行业相对股价表现



相关研究

《资源类的反弹 β 与新材料的动量 α ——有色金属行业 2010 年中期投资策略》

有色金属研究小组

胡轶喆(联系人)

8621-68761616-8516

Huyz@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

市场回顾: 由于欧洲主权债务危机的蔓延、美国经济的复苏低于预期以及中国政府不断深化经济转型, 黄金、铜等金属在年内均创历史新高。货币因素以及通胀预期成为过去一段时间有色金属价格的主导因素。而小金属在新材料、新能源等新兴产业中的重要性获得了越来越广泛的认可, 各国相继出台政策加剧小金属资源的争夺, 小金属价格 2010 年呈现普遍上升态势。

贵金属: 投资需求持续旺盛。由于欧洲债务危机、美国经济复苏迟缓以及地区间的不稳定局势频出, 美元、欧元等作为储备货币均存在的明显缺陷, 而且美债高比例持有国的黄金储备占比均严重偏低, 在新的国际货币体系形成之前, 长期看好贵金属。虽然美联储刚刚颁布第二轮量化宽松政策, 但伴随经济复苏, 大的经济体宽松货币政策可能在下半年退出, 贵金属中期拐点可能到来。相对来说, 我们更看好 2011 年黄金的表现优于白银。

基本金属: 看好资源属性较强的个股。供给过剩的确定性与需求复苏的波动性是普遍共识, 流动性泛滥带来的通胀预期与经济复苏趋缓影响基本需求演绎基本面与流动性的对冲, 美欧经济不明朗, 中国也面临着经济结构调整带来的阵痛。国外的基本金属价格主要受流动性影响, 而国内还受一部分的政策影响。预期 2011 年基本金属价格波动幅度将加大, 而波动的中值维持在目前价位左右。我们看好铜、锡价格再创新高, 以及锌价表现优于铅价。

小金属: 期待超越周期的表现。由于下游行业集中且多为新兴产业, 各国对于小金属的重视程度不断加强。小金属储量全球分布不均, 我国对于 10 种小金属进行了收储, 欧盟也开列了紧缺资源名录加以重视。因此供给的短缺导致会对小金属价格在未来很长时间内产生较大推动。另外伴随着认识的不断深化, 七大新兴产业中对于小金属不断加大的特殊需求也将进一步带动其价格的进一步上涨。小金属明年的表现将会超越基本金属和贵金属。

行业评级: 推荐。两条投资主线: 技术实力优越的金属深加工企业, 主要关注株冶集团和新疆众和; 新兴产业上游小金属和新材料企业, 主要关注云南锗业和西部材料。两条投资辅线: 着重循环经济的企业, 主要关注贵研铂业和格林美; 有资产注入预期的公司, 主要关注西部矿业和宏达股份。

目 录

1.市场回顾：流动性推动下的集体上涨.....	1
1.1. 金属价格表现：总体上涨.....	1
1.2. 行业指数表现：跑赢大盘.....	2
1.3. 2010 年总结：流动性主导市场表现.....	2
2.贵金属：仍看好投资需求.....	4
2.1. 黄金：货币属性主导本轮上涨.....	4
2.2. 白银：工业需求和投资需求双重利好.....	6
2.3. 2011 年预期：投资避险仍是主导，更看好黄金.....	8
3.基本金属：供需改善，震荡上行.....	8
3.1. 2010 年回顾：全球经济复苏，基本面向好.....	8
3.2. 国际基本金属：供给充足，需求缓步复苏.....	9
3.3. 国内基本金属：受困宏观调控政策.....	11
3.3. 2011 年预期：铅锌领涨，铜锡创新高.....	14
4.小金属：战略资源争夺引爆价格上涨.....	14
4.1. 2010 年回顾：储量全球分布不均导致资源争夺升级.....	14
4.2. 2011 年预测：政策决定短期，需求决定长期.....	15
5.投资建议.....	17
5.1. 行业评级：推荐.....	17
5.2. 投资主线：两主两辅.....	18
5.3. 重点公司.....	18
5.4. 风险提示.....	18

图 表

表 1 金属价格表现（截止 2010 年 12 月 03 日）	1
表 2 行业指数表现（%，截止 2010 年 12 月 03 日）	2
表 3 各国黄金储备统计（2009~2010）(单位：吨).....	4
表 4 全球黄金供求平衡表（单位：吨）	5
表 5 全球白银供求平衡表（单位：百万盎司）	7
表 6 2009 年世界前 20 位产银国（单位：百万盎司）	7
表 7 黄金白银比	8
表 8 小金属储量与产量	14
表 9 七大新兴产业相关金属	15
表 10 小金属下游需求构成	15
表 11 重点公司盈利预测与评级（20101203）	18
图 1 金属价格走势（年初以来，截止 2010 年 12 月 03 日）	1
图 2 一年来行业指数走势（截止 2010 年 12 月 03 日）	2
图 3 欧洲各国债务占 GDP 比重（2009 年）	3
图 4 欧洲各国财政盈余占 GDP 比重（2009 年）	3
图 5 中美两国 M2 增加情况（1998 年 6 月~2010 年 10 月）	4
图 6 黄金白银价格图（单位：美元）	6
图 7 2009 年（左）和 2010 年预测（右）的全球白银需求	6
图 8 黄金白银比	8
图 9 中美欧 PMI 指数	9
图 10 OECD 的 CLI 指数	9
图 11 基本金属库存与价格（单位：吨，美元/吨）	10
图 12 欧美金属产品新订单	11
图 13 2010 年国内基本金属价格	11
图 14 SHFE 基本金属库存情况	12
图 15 中国基本金属产量（单位：千吨）（截止 2010 年 10 月）	12
图 16 国内主要下游行业数据（截止 2010 年 10 月）	13
图 17 LME 锌价和铅价的比值	14
图 18 部分小金属价格（2010 年 12 月 3 日）	16

1. 市场回顾：流动性推动下的集体上涨

1.1. 金属价格表现：总体上涨

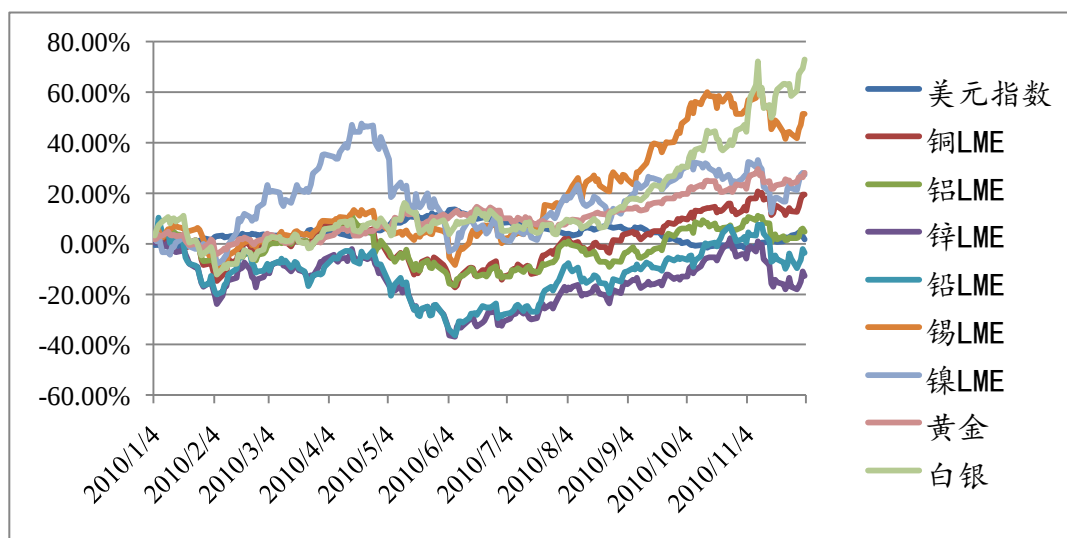
上半年作为避险资产的美元、黄金与作为风险资产的基本金属表现迥异，美元和黄金联袂实现正收益，而基本金属在 4、5 月欧洲主权债务危机蔓延和中国房地产调控政策出台后集中下跌。进入下半年来，美国经济复苏迟缓而欧洲不断爆发主权国家债务危机，全球各主要经济体量化宽松政策频出。基本金属追随贵金属集体上涨，黄金、铜以及锡甚至创下历史新高。

表 1 金属价格表现（截止 2010 年 12 月 03 日）

	最近一月	最近一季	最近半年	最近一年	今年以来
美元指数	12.00%	-3.46%	-9.22%	5.84%	1.60%
LME 铜	4.42%	13.60%	33.80%	22.79%	17.97%
LME 铝	-3.98%	8.28%	19.22%	9.38%	3.61%
LME 铅	-4.52%	6.60%	42.08%	-2.97%	-4.56%
LME 锌	-8.44%	2.77%	27.76%	-7.87%	-13.59%
LME 锡	-0.87%	20.12%	45.86%	68.48%	51.26%
LME 镍	-0.25%	8.57%	26.76%	47.66%	25.42%
黄金	4.90%	13.50%	17.13%	17.08%	28.88%
白银	18.08%	47.98%	63.04%	55.76%	73.65%
沪铜	2.68%	9.70%	22.24%	17.63%	9.61%
沪铝	-1.46%	5.04%	9.39%	33.88%	-5.23%
沪锌	-7.54%	3.69%	20.93%	-2.28%	-13.92%
沪金	3.85%	10.93%	12.81%	13.49%	22.68%

资料来源：Wind、德邦证券研究所

图 1 金属价格走势（年初以来，截止 2010 年 12 月 03 日）



资料来源：Wind、德邦证券研究所

1.2. 行业指数表现：跑赢大盘

年初以来有色金属行业指数上涨 15.73%，但仍跑赢沪深 300 指数 26.99%，在申万 23 个一级子行业中排名第 7，在所有强周期行业中表现最好。

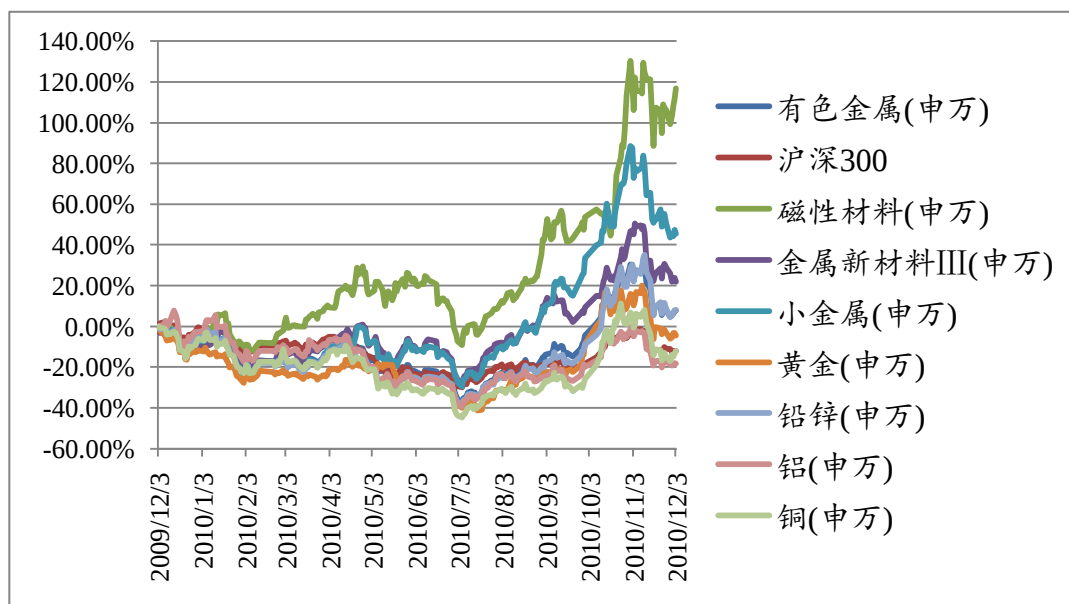
细分行业表现分化明显：与新兴产业关联度较高的磁性材料、金属新材料、小金属大幅跑赢有色金属行业指数。其中由于结合稀土、节能环保以及新能源等多重概念，磁性材料获得了 129.96% 的正收益。黄金、铜由于去年基点较高，今年即使在金价、铜价支撑下也略跑输行业指数，但是还是超越了大盘指数。而铝由于受到国家政策影响较大，是有色子行业中唯一跑输大盘指数的品种。

表 2 行业指数表现（%，截止 2010 年 12 月 03 日）

行业	最近一月	最近一季	最近半年	最近一年	今年以来
沪深 300	-8.81	8.10	14.53	-12.21	-11.26
有色金属 SW	-17.19	25.08	38.08	6.17	15.73
磁性材料 SW	-1.22	48.55	77.03	115.27	129.96
金属新材料 SW	-17.15	9.23	35.50	20.65	35.86
小金属 SW	-22.41	32.32	63.59	43.37	57.27
黄金 SW	-17.21	22.50	27.24	-7.00	8.98
铅锌 SW	-17.13	31.40	44.44	6.86	14.85
铝 SW	-18.73	8.01	11.36	-18.34	-15.87
铜 SW	-16.70	20.52	28.07	-11.90	-5.10

资料来源：Wind、德邦证券研究所

图 2 一年来行业指数走势（截止 2010 年 12 月 03 日）



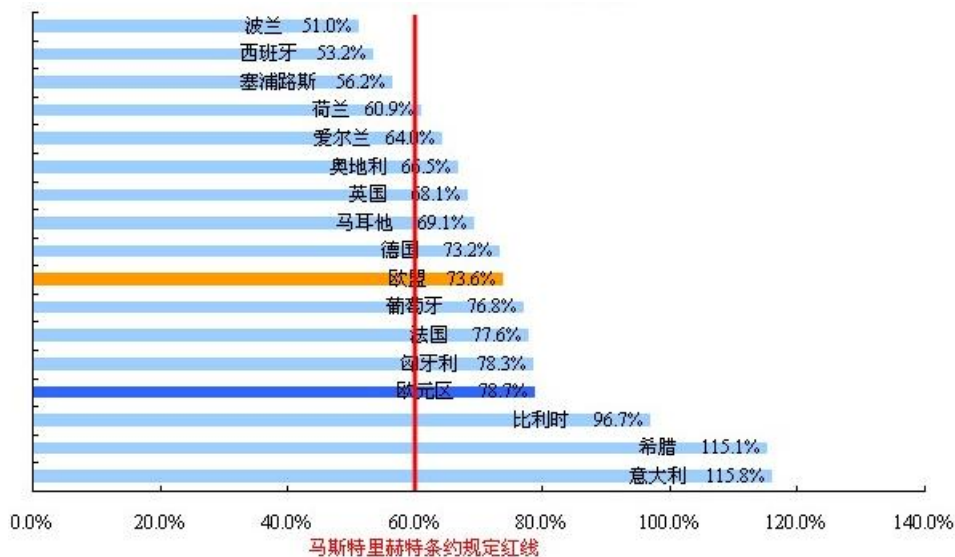
资料来源：Wind、德邦证券研究所

1.3. 2010 年总结：流动性主导市场表现

上半年，欧洲主权债务危机强化了市场对全球经济二次探底的预期，导致流动性逃

离股票市场和包括基本金属在内的商品市场等高风险资产市场，而美元和贵金属成为相对安全的避险选择。另外，国内房地产调控政策短期抑制了基本金属的需求。以上这些原因造成了上半年贵金属和基本金属之间的分化。

图 3 欧洲各国债务占 GDP 比重（2009 年）



资料来源：德邦证券研究所

图 4 欧洲各国财政盈余占 GDP 比重（2009 年）



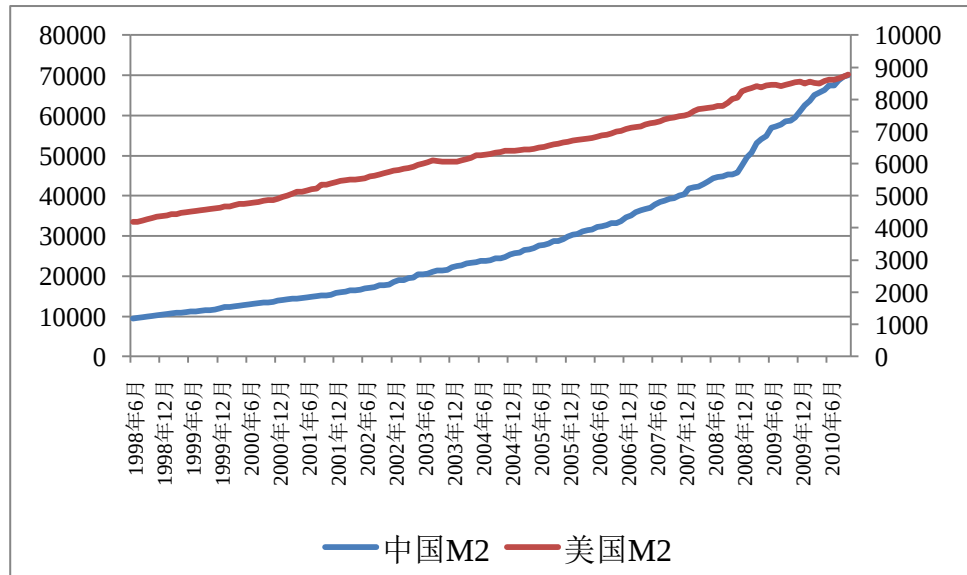
资料来源：德邦证券研究所

进入下半年，美国、欧洲和日本的经济复苏低于预期，欧洲主权债务危机也不时敲打着人们脆弱的神经。各大经济体争相抛出量化宽松政策，通胀预期使得金属价格纷纷走强。

在 11 月 2 日到 3 日举行的美联储公开市场委员会例会确认联储将进行第二次量化宽松，将在接下来的 8 个月时间里购买总量约为 6000 亿美元左右的债券。而在欧洲债务危机扩散的一片恐慌中，欧洲央行在当地时间 12 月 2 日召开理事会会议，继续将其基准利率维持在 1% 的历史最低水平。市场甚至预期，为避免债务危机向欧元区核心国家扩散，欧洲央行很可能会推出“维稳”措施，甚至可能步美联储的后尘，推出“量化宽松”的

货币政策。中国虽然面临着通货膨胀的巨大压力，但是今年 M2 总量增速超过 18%。而明年的 M2 增速大约也保持在 16% 左右。联储再次实施量化宽松以及欧洲的持续低利率政策不仅为全球市场注入了大量的流动性，也直接为明年金属价格的进一步上涨埋下了伏笔。

图 5 中美两国 M2 增加情况（1998 年 6 月~2010 年 10 月）



资料来源：德邦证券研究所

2. 贵金属：仍看好投资需求

2.1. 黄金：货币属性主导本轮上涨

黄金具有储备资产和保值资产的货币属性。2009 年黄金价格创出新高的主要原因在于其储备资产属性的回归，而今年以来助推金价再创历史新高在于欧洲主权债务危机以及地区局势危机所引发保值资产需求和流动性泛滥下急需的储备资产需求的双重体现。在新的国际货币体系形成之前，我们长期看好黄金，原因有二：一是美元、欧元、日元主权债务高企，作为国际储备货币均具有明显缺陷，黄金的货币属性重新受到关注；二是美国国债高比例持有国的黄金储备占比虽然比去年略有增长，但都低于 11.1% 的世界平均水平，而新兴国家对于黄金的需求强劲，例如美国国债的前两大持有国中国和日本的黄金储备占比分别仅为 1.7% 和 3.0%，沙特和俄罗斯今年增加的黄金量远高于其他国家。

表 3 各国黄金储备统计（2009~2010）(单位：吨)

排序	国家	黄金储备 201012	储备占比	黄金储备 200912	储备占比	期间变动
1	United States	8133.5	73.9%	8,133.5	68.7%	0
2	Germany	3401.8	70.3%	3,407.6	64.6%	-5.8
3	IMF	2,846.7		3,005.3		-158.6
4	Italy	2451.8	68.6%	2,451.8	63.4%	0
5	France	2435.4	67.2%	2,435.4	64.2%	0
6	China	1054.1	1.7%	1,054.0	1.5%	0.1

7	Switzerland	1040.1	16.4%	1,040.1	28.8%	0
8	Russia	775.2	6.7%	612.5	51.7%	162.7
9	Japan	765.2	3.0%	765.2	2.4%	0
10	Netherlands	557.7	8.1%	607.7	4.7%	-50
11	India	501.4	27.9%	557.7	6.4%	-56.3
12	ECB	501.4	27.9%	501.4	19.6%	0
13	Taiwan	423.6	4.6%	423.6	4.1%	0
14	Portugal	382.5	81.1%	382.5	83.8%	0
15	Venezuela	363.9	52.4%	356.4	35.7%	7.5
16	Saudi Arabia	322.9	3.0%	143.0	10.2%	179.9
17	United Kingdom	310.3	16.8%	310.3	15.2%	0
18	Lebanon	286.8	27.6%	286.8	26.5%	0
19	Spain	281.6	38.6%	281.6	34.6%	0
20	Austria	280.0	56.2%	280.0	52.7%	0
21	Belgium	227.5	36.8%	227.5	31.8%	0
30	Greece	111.7	78.7%	112.4	71.5%	-0.7
75	Ireland	6.0	11.8%	5.5	8.4%	0.5
	World	30,562.5		30,186.5		376.0
	All Countries	27,196.7	11.1%	27,026.8	10.0%	169.9
	Euro Area (incl. ECB)	10,792.6	60.7%	10,797.9	57.2%	-5.3

资料来源：WGC、德邦证券研究所

从全球黄金供求平衡表可以看出，在黄金供应连年增加的背景下支撑本轮金价上涨的主要要素需求结构中的金币金条需求以及黄金 ETF 持仓增加，供给中占比很小的官方黄金出售也明显减少，从 2010 年二季度开始甚至成为了黄金的需求方。这充分体现了在经济前景不明朗情况下黄金所体现出的突出的货币属性，进而成为主导金价走势的关键变量。

表 4 全球黄金供求平衡表（单位：吨）

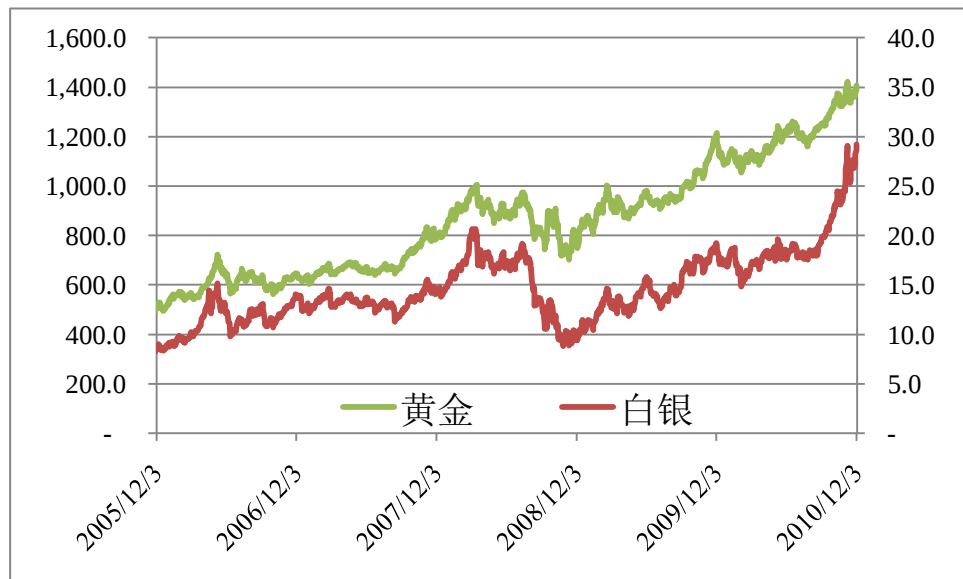
	2007	2008	2009	10Q1	10Q2	10H1
金精矿供给	2029	2057	2316	591	644	1235
官方黄金出售	484	232	41	15	-8	7
再生金	982	1316	1668	343	496	839
总供给	3494	3605	4026	949	1132	2081
金饰	2417	2193	1759	497	406	903
工业与牙科	465	439	373	103	107	210
金条金币	444	643	472	157	182	339
其他	-10	215	234	26	61	87
ETFs	253	321	617	4	291	295
总需求	3569	3811	3455	786	1047	1833
供求平衡	-75	-206	570	163	84	247

资料来源：WGC、德邦证券研究所

2.2. 白银：工业需求和投资需求双重利好

自金融危机后的调整以来，黄金白银价格持续攀升。近期的不断爆发的欧洲债务危机以及美国经济复苏缓慢加重了市场对于贵金属避险的需求，白银价格伴随黄金价格不断升高。加之 11 月朝韩冲突引发了市场避险需求，黄金、白银价格及美元指数短时间内冲高。黄金价格近期创历史高点 1424 美元盎司，白银价格今年创了自上世纪 80 年代至今近 30 年的新高 29.36 美元盎司。而从今年数据来看，白银今年上涨幅度高达 73.65%，远高于黄金今年 28.88% 的增幅。

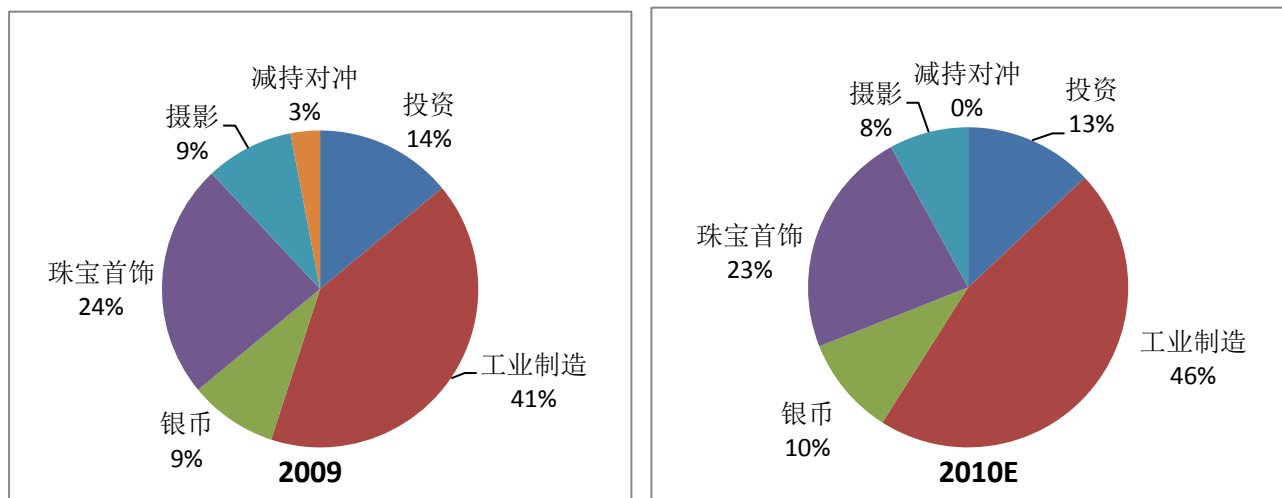
图 6 黄金白银价格图（单位：美元）



资料来源：Wind、德邦证券研究所

白银主要用于工业制造、摄影以及珠宝首饰和银币的制作。按照世界白银协会数据，截至 2009 年，工业用银量占总体消费的 41%，珠宝首饰占 24%，摄影占 9%，投资占 14%（该数字每年逐年增加）。我们预计 2010 年白银整体需求比 2009 年增加 10%，其中工业制造用银增加 18%，摄影用银持续减少 5.7%，而珠宝首饰用银略有增加 4%，银币用银大幅度增加 24%。

图 7 2009 年（左）和 2010 年预测（右）的全球白银需求



资料来源：GFMS、德邦证券研究所

表 5 全球白银供求平衡表 (单位: 百万盎司)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
矿产供给	591.0	606.2	593.9	596.6	613.0	636.8	640.9	664.4	684.7	709.6	730.9
官方出售	60.3	63.0	59.2	88.7	61.9	65.9	78.2	42.5	27.6	13.7	18.7
再生银	180.7	182.7	187.5	183.9	183.7	186.0	188.0	181.8	176.0	165.7	183.9
生产者套期保值	--	18.9	--	--	9.6	27.6	--	--	--	--	--
暗含的净出售	87.1	--	12.6	--	--	--	--	--	--	--	44.4
总供给	919.1	870.9	853.1	869.3	868.2	916.3	907.2	888.7	888.3	889.0	977.9
制 造 用	工业应用	374.2	335.6	340.1	350.8	367.6	407.0	427.0	456.1	443.4	449.8
	摄影用	218.3	213.1	204.3	192.9	178.8	160.3	142.4	104.9	82.9	78.2
	珠宝	170.6	174.3	168.9	179.2	174.8	173.8	166.3	163.5	156.6	162.9
	银饰	96.4	106.1	83.5	83.9	67.2	67.5	61.0	56.9	59.5	62.0
	银币银牌	32.1	30.5	31.6	35.7	42.4	40.0	39.8	39.7	65.2	97.8
总制造需求	891.7	859.4	828.3	842.4	830.8	848.7	836.4	842.5	828.6	729.8	840.8
生产者减持对冲	27.4	--	24.8	20.9	--	--	6.8	24.2	11.6	22.3	--
暗含的净投资	--	11.4	--	6.0	37.4	67.6	64.0	22.0	48.2	136.9	127.1
总需求	919.1	870.9	853.1	869.3	868.2	916.3	907.2	888.7	888.3	889.0	977.9

资料来源: GFMs、德邦证券研究所

供给方面, 2009 年全球银总供给达到 889 百万盎司, 其中银矿供给为 709.6 百万盎司。银的来源大部分来自于白银矿产的开采和黄金开采过程中产生的白银副产品。白银产量最多的是拉美, 2009 年秘鲁是全球最大的白银生产国, 然后依次是墨西哥, 中国位居第三。我们预计 2010 年银矿供给比 2009 年提升 3% 达 730.9 百万盎司。再生银提升 11%, 达 183.9 百万盎司。而官方出售略有增加。

表 6 2009 年世界前 20 位产银国 (单位: 百万盎司)

排名	国家	产量	排名	国家	产量
1.	Peru	123.9	11.	Canada	19.6
2.	Mexico	104.7	12.	Argentina	17.1
3.	China	89.1	13.	Turkey	14.0
4.	Australia	52.6	14.	Sweden	8.7
5.	Bolivia	42.6	15.	Morocco	8.3
6.	Russia	42.2	16.	Indonesia	7.7
7.	Chile	41.8	17.	India	7.3
8.	United States	39.8	18.	Guatemala	4.2
9.	Poland	39.2	19.	Iran	3.5
10.	Kazakhstan	21.7	20.	South Africa	2.6

资料来源: GFMs、德邦证券研究所

我们认为, 今年白银的上涨最初是由于工业需求的大幅度增加而引起的。我们预计今年白银的工业需求比去年增加 97.6 百万盎司。而白银的工业需求中, 电子电气行业需求占大约 45%, 焊接合金及焊料需求占大约 10%。由于今年电子电气行业复苏明显, 带动了工业用银的需求。而进入下半年, 欧洲债务危机的不断爆发、美国经济复苏缓慢等因素诱发了市场上强烈的避险需求, 在加上近期的地区危机和明年普遍的高通胀预期的双重刺激之下, 今年银价的突飞猛进超出了大部分市场人士的预期。

2.3. 2011 年预期：投资避险仍是主导，更看好黄金

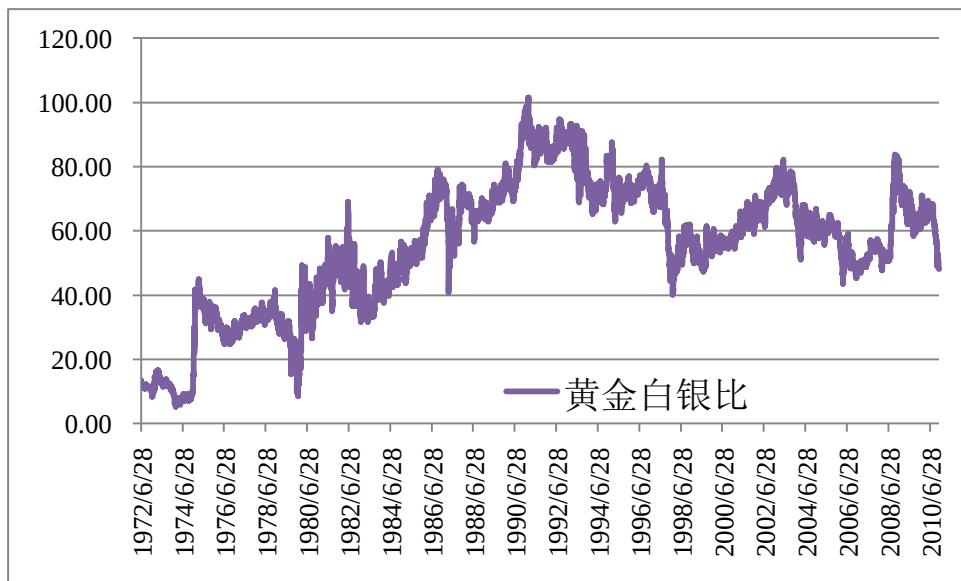
自 1972 年以来黄金和白银的比价平均水平在 55 左右,而截止至 2010 年 12 月 3 日,黄金和白银的比价为 48.1。黄金白银比低于历史平均水平。

表 7 黄金白银比

	1972 年~	2000 年~	2010 年~	2010 年 12 月 3 日
黄金白银比	55.4	61.7	63.1	48.1

资料来源：Wind、德邦证券研究所

图 8 黄金白银比



资料来源：Wind、德邦证券研究所

黄金和白银都具有优良的货币属性,但从需求上来说白银相比黄金有更为广泛的工业用途。2011 年,我们预计拉动白银需求最大的工业需求可能涨幅低于今年。其中电子行业整体需求增幅在 10~15%左右,低于今年。而摄影用银也是逐年减少。从供给来说,矿产供银连续多年大幅度增加,而由于今年银价涨幅过大,白银 ETF 手中的部分银也有减持套现的欲望。另外黄金白银比也相对处于历史低位。

在强烈的通胀预期和避险需求下,黄金白银目前价格的下降空间都不大。我们预期 2011 年黄金价格维持在 1500 美元,白银价格在 30 美元左右。基于以上的分析,我们更看好黄金 2011 年的表现会略好于白银。

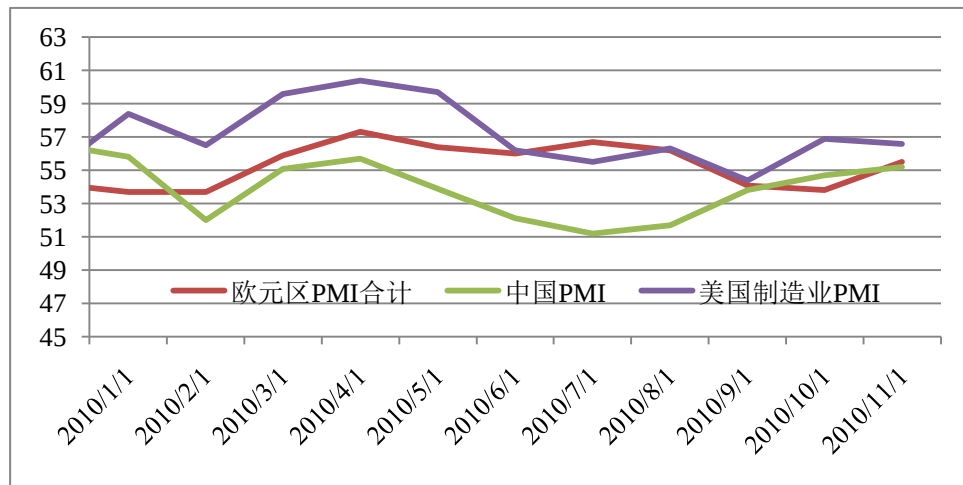
3.基本金属：供需改善，震荡上行

3.1. 2010 年回顾：全球经济复苏，基本面向好

从目前情况来看,面临重重困难的主要经济体美国、欧元区国家的经济仍然整体较为低迷,但经济已处在缓慢复苏的过程中。美国和欧元区国家的 PMI 指数也都在 50 的临界点位上方。而受困于房地产调控政策以及节能减排的重重压力,经历了年中的低

点之后，中国的 PMI 触底回升，显示了国内经济的新一轮扩张。

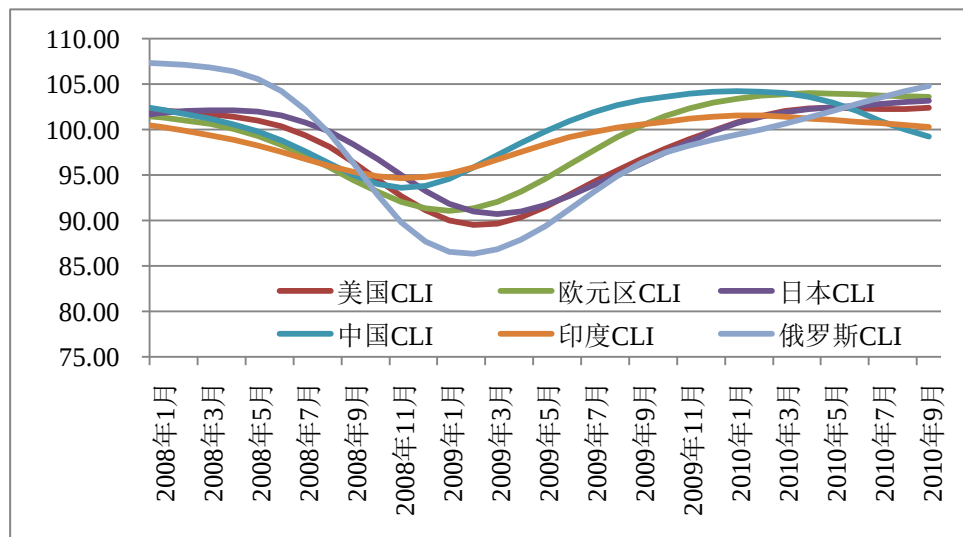
图 9 中美欧 PMI 指数



资料来源：Wind、德邦证券研究所

OECD 的 CLI 指数显示，其他新兴国家印度、俄罗斯的经济增长恢复情况良好，而日本的经济复苏情况也较为理想。

图 10 OECD 的 CLI 指数



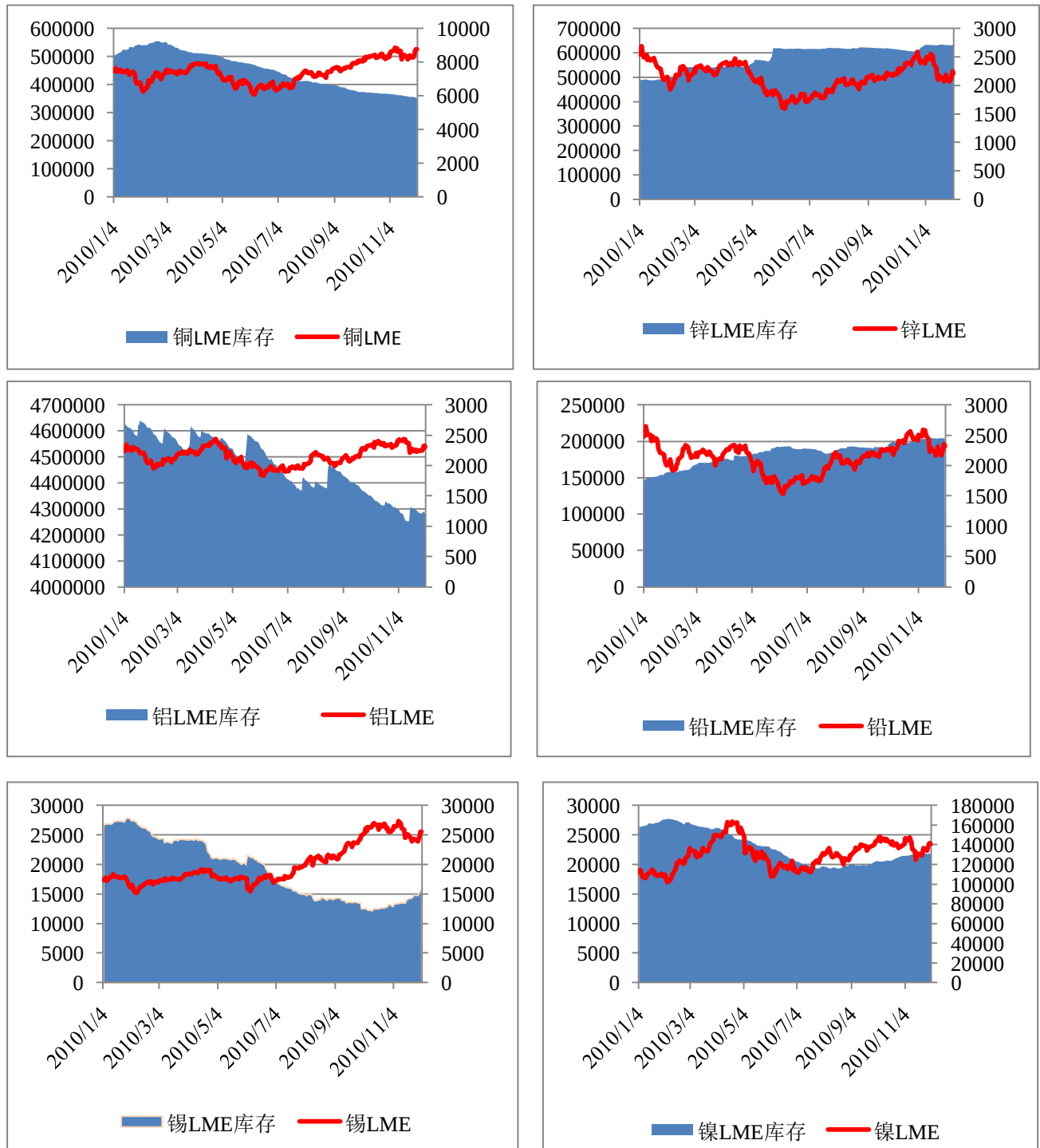
资料来源：OECD、德邦证券研究所

全球经济的缓慢复苏必将带来对金属的需求逐年增加。而其中中国及其他新兴国家的需求也将贡献了大部分的增量。这对于目前基本金属价格的稳定起到了至关重要的作用。而在不断泛滥的货币发行刺激下，总体 2011 年基本金属的价格应该维持震荡向上的格局。

3.2. 国际基本金属：供给充足，需求缓步复苏

从全球基本金属的供求来看，2010 年上半年基本金属供给处于全面过剩的状态。但伴随着全球经济复苏，下半年基本金属价格呈现全面上涨的态势。目前情况来看，铜、铝和锡的去库存化情况较为明显。从 2011 年的供给来说，我们预测除铜外的其他基本金属均属于供大于求的状态，而铜可能供给略有不足。

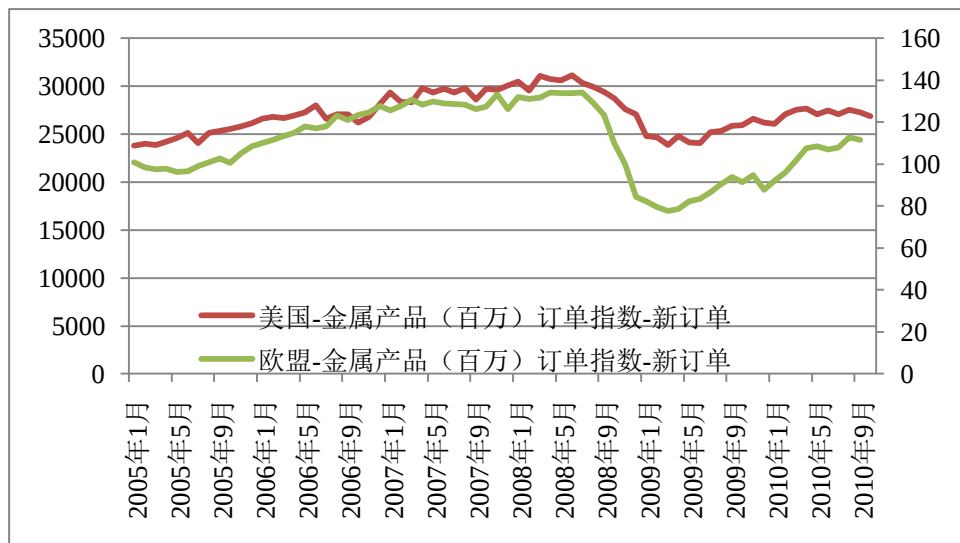
图 11 基本金属库存与价格（单位：吨，美元/吨）



资料来源：Wind、德邦证券研究所

近期支撑基本金属价格的因素主要有：通胀预期下，泛滥的流动性不断推高金属价格，特别部分 ETF 也进行了相关金属的配置进一步提升了基本金属的价格；除铅锌外，其他基本金属交易所库存已处于松动或回落趋势；欧美基本金属订单分别恢复至 05 年和 06 年水平，并呈现逐渐上升的趋势。

图 12 欧美金属产品新订单

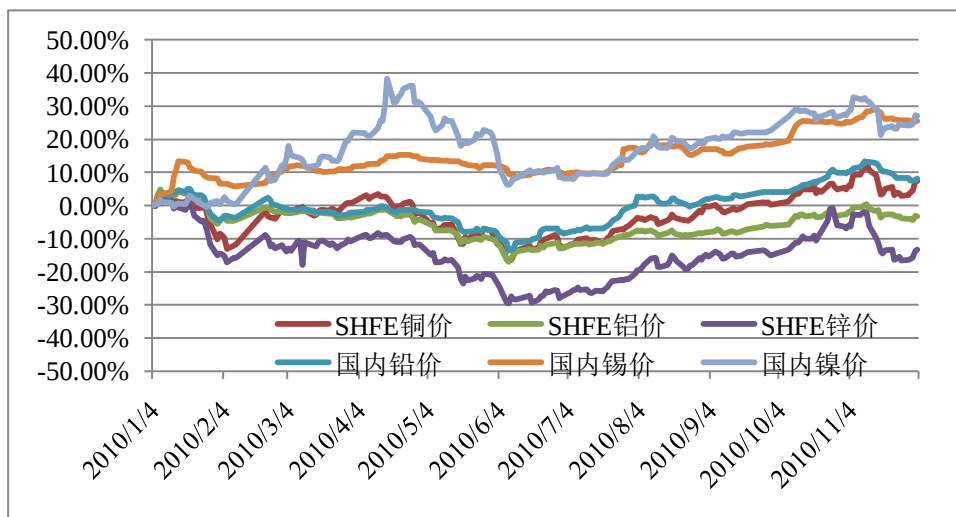


资料来源：Wind、德邦证券研究所

3.3. 国内基本金属：受困宏观调控政策

上半年受困于调控房价的宏观政策，下半年因为节能减排、国际基本金属价格上涨以及通胀预期等因素诱发上涨，但进入 11 月国家为打压通胀又使得国内金属价格受到影响。整体一年基本金属价格都呈现外热内冷的局面。国内基本金属价格的涨幅也小于国际基本金属价格。

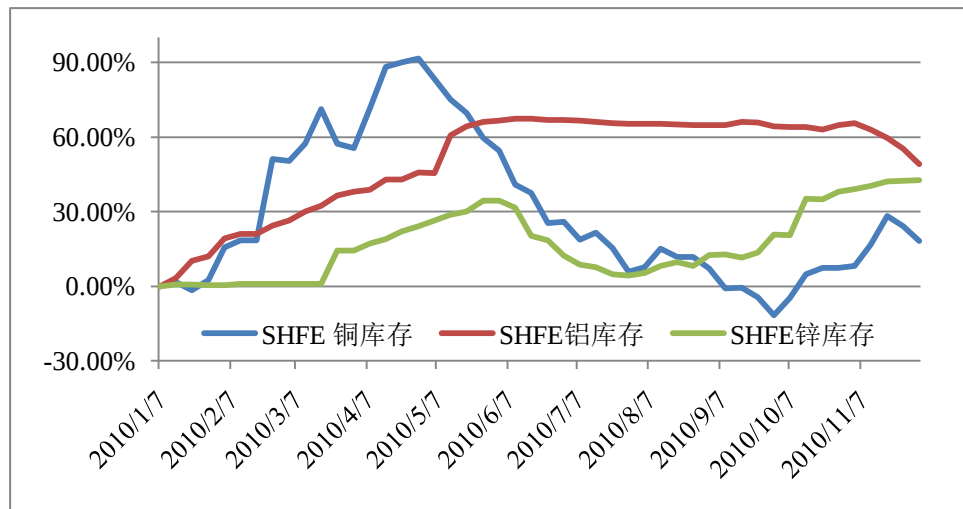
图 13 2010 年国内基本金属价格



资料来源：Wind、德邦证券研究所

从国内基本金属的库存情况来看，由于上半年受到房地产政策的打压，基本金属的库存一直处于不断增加的状态。伴随着年中经济的不断回暖，以及中国的经济适用房和廉租房政策的推进，库存有所减少。进入四季度，受到国际金属价格大涨以及国内节能减排政策影响，基本金属的价格在不断攀高的同时，市场也基本都处于观望状态。除金属铜意外，其他基本金属库存上涨明显。而由于通胀预期的不断加强，以及国家政策的不断干预，近期的价格回调也带动了库存的消减。

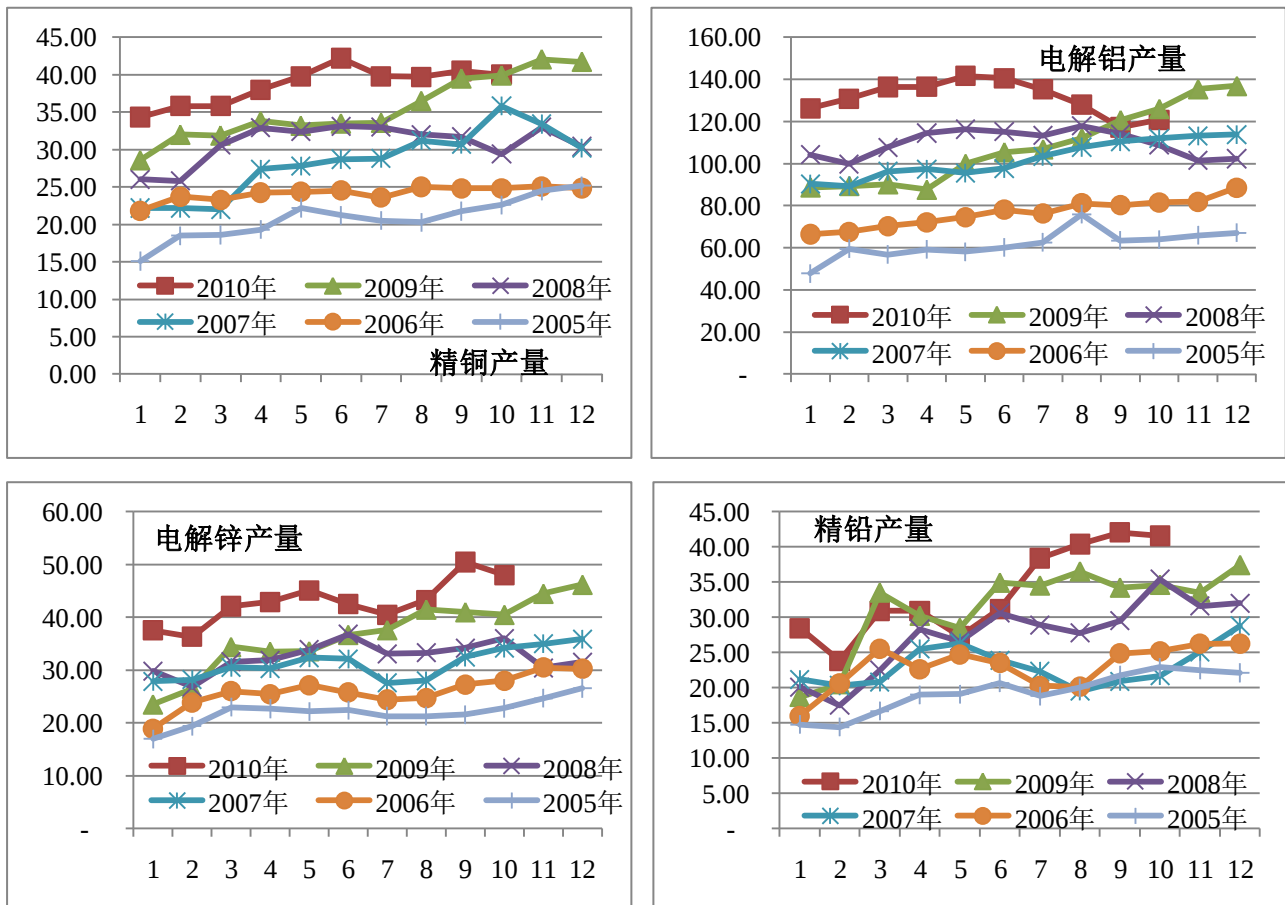
图 14 SHFE 基本金属库存情况

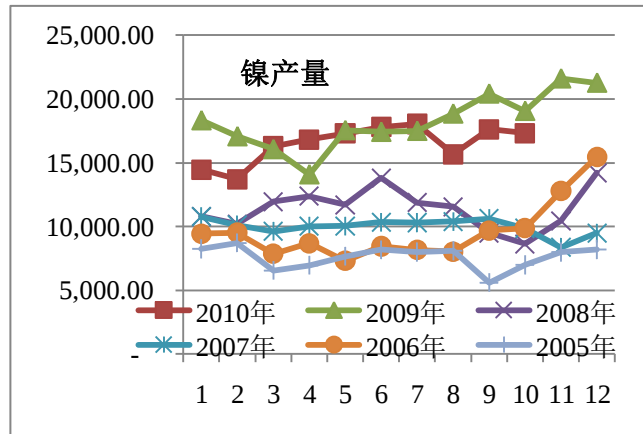
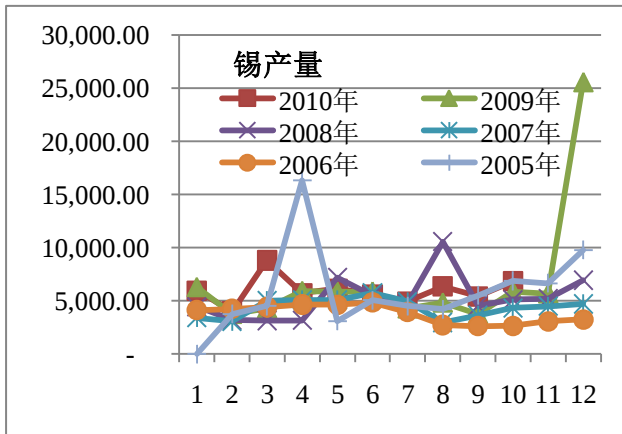


资料来源: Wind、德邦证券研究所

从国内基本金属的供给情况来看,2010 年除近期电解铝受节能减排政策影响较为明显外,其他基本金属的供给基本达到甚至超过 2005 年至 2009 年的最高水准。从 2011 年的情况来看,作为“十二五”的开局第一年,“十二五”规划中关于节能降耗以及产业结构调整的影响可能不会太大。但是目前已处于高位的基本金属价格必将刺激了新增产能的出现。2011 年基本金属的供给超过以往。

图 15 中国基本金属产量 (单位: 千吨) (截止 2010 年 10 月)



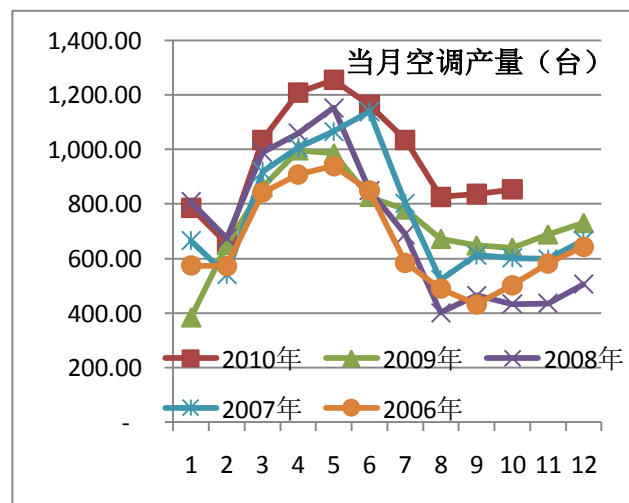
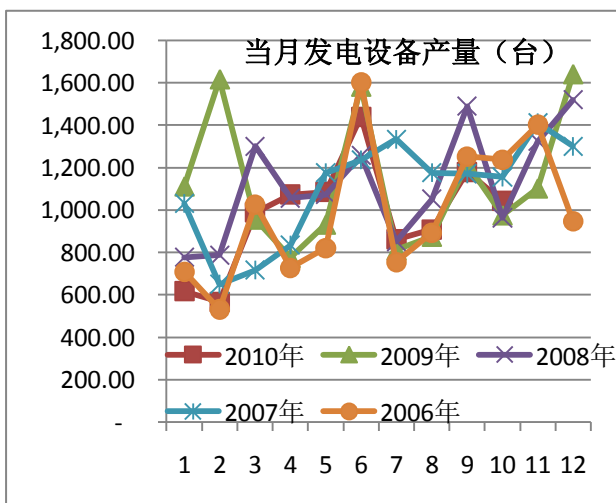
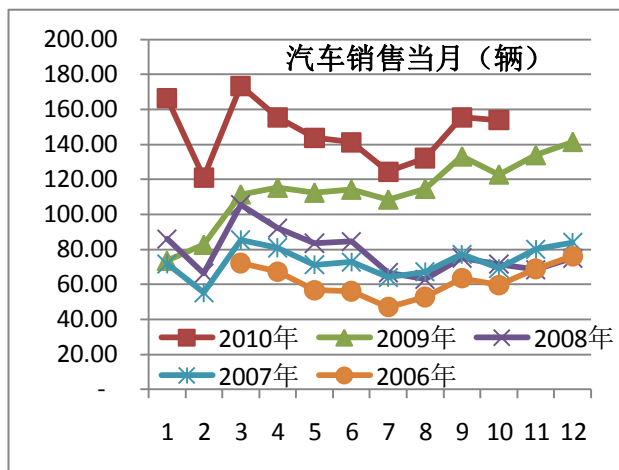
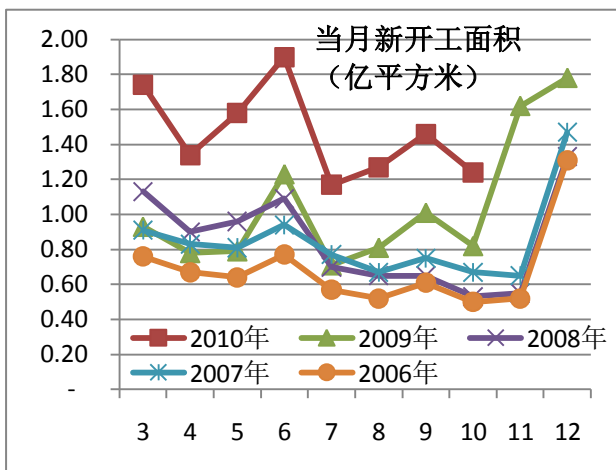


资料来源: Wind、德邦证券研究所

从国内需求来看, 房地产政策受调控影响较大; 汽车产业 2010 年呈现超预期增长; 而家电受惠于消费升级和家电下乡政策也超越了以往。

对于 2011 年, 我们认为房地产政策松动的概率较大, 另外保障型住房的建设将成为拉动基本金属需求的一大诱因。另外虽然 2009 年和 2010 年汽车行业的增长超出预期, 但是我们仍看好 2011 年汽车的销售再上一个台阶。而家电的销售也将呈现稳定增长的态势。

图 16 国内主要下游行业数据 (截止 2010 年 10 月)

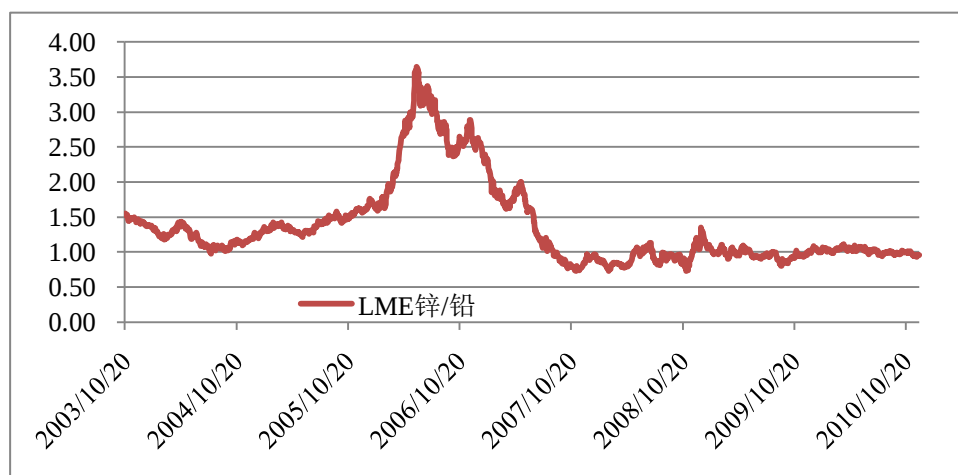


资料来源: Wind、德邦证券研究所

3.3. 2011 年预期：铅锌领涨，铜锡创新高

价格上，我们更看好 2011 年铅锌价格领涨基本金属，而比较铅锌价格，从历史上的数据显示，锌价应该略高于铅价。另外从回收的角度锌基本不能回收，而铅的回收比例在不断提升中，因此我们更看好锌价的反弹。另外我们也看好铜价、锡价再创新高，预计 2011 年铜价破万的概率很大。

图 17 LME 锌价和铅价的比值



资料来源：Wind、德邦证券研究所

4. 小金属：战略资源争夺引爆价格上涨

4.1. 2010 年回顾：储量全球分布不均导致资源争夺升级

全球范围内小金属储量分布不均匀，以我国为例，锑、锰、铟、铈、锆、钨、钼、铋、钒、稀土等小金属的储量居世界第一，其中，储量占比在 50% 以上的有铟、铈、钨、铋等，储量占比在 30%-50% 的有锑、锆、钼、钒、稀土。多年来我国多数稀有金属均由于国内恶性竞争导致贱卖。从 1991 年开始，国家就已经对钨、锡、锑、稀土实行保护性开采，采取下达开采和生产总量指标、实行出口配额和出口资质管理措施。但各地对上述特定矿种的盗采活动屡禁不止。

表 8 小金属储量与产量

品种	精矿产量 (吨)			储量 (吨)			中国		全球
	中国	全球	占比	中国	全球	占比	可采年数	储量排名	可采年数
锑	150000	165000	90.91%	790000	2100000	38.00%	5	1	13
锰	2800	14000	20.00%	40000	500000	8.00%	14	1	36
铟	330	568	58.10%	6600	11360	58.00%	20	1	20
铈	200000	512000	39.06%	6800000	10300000	66.00%	34	1	13
锆	100	140	71.43%	3500	8600	40.70%	35	1	61
钨	41000	54600	75.09%	1800000	3000000	60.00%	44	1	55
钼	59800	212000	28.21%	3300000	8600000	38.00%	55	1	41

钽	600	1825	32.88%	39800	306400	12.99%	66	5	168
铋	3000	5800	51.72%	240000	320000	75.00%	80	1	55
锂	3500	27400	12.77%	540000	4100000	13.00%	154	3	150
稀土	120000	124000	96.77%	27000000	88000000	31.00%	225	1	710
钒	20000	60000	33.33%	5000000	13000000	38.00%	250	1	217

资料来源：USGS、德邦证券研究所

近来，小金属在高新技术产业领域的应用获得了全球越来越广泛的认识。2010年6月，欧盟委员会发布题为《对欧盟生死攸关的原料》的报告，提出将14种重要矿产原料列入“紧缺”名单，这14种矿产原料是：锑、铍、钴、萤石、镓、锗、石墨、铟、镁、铌、铂族金属、稀土（包括钐、钇和镧系共17种稀有金属）、钽和钨。而“十二五规划”中提出国家产业战略转型七大新兴产业都有小金属的影子。为此，国务院近期出台多项政策加大相关产业整合力度，提升集中度，增强国际定价能力，而对稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锗、镓、钽和铈等10种稀有金属进行战略收储的工作也在展开。

表 9 七大新兴产业相关金属

七大产业	分项	相关金属
节能环保	高效节能、循环利用、IGCC、余热利用等	稀土、铂、铟、镉
新一代信息技术	物联网、三网融合、高性能集成电路等	稀土、钽、铟、镓
生物	生物医药、生物医疗设备和生物制造等	稀土、锂
高端装备制造	航空航天、海洋工程和高铁等	稀土、钛、钨、锂、锆、镓、钼
新材料	磁性材料等	稀土等
新能源	核能、太阳能、风能、生物质能和地热能等	稀土、锆、镓、铟、锑、镉
新能源汽车	混合动力汽车、纯电动汽车、电池材料、储能技术	稀土、锂、铂、镍

资料来源：USGS、德邦证券研究所

4.2. 2011 年预测：政策决定短期，需求决定长期

虽然近期由于一些事件性出发因素，导致如稀土、锑、钨钼等小金属的短期价格暴涨。但大多数小金属品种的价格主要由下游行业的需求决定。这些下游大都是需求容量大的行业。例如，第一大下游行业需求超过 50% 的主要有：铟的下游需求中电视显像管占 73%，铟的下游需求中平板显示器占 66%，锑的下游需求中阻燃剂占 55%，稀土下游需求中新材料占 50%，钽的下游需求中电容器占 50%，钨的下游需求中硬质合金占 54%，钒、锰、钼的下游需求中钢铁行业超过或者接近 50%。其他小金属的下游行业也比较集中。因此下游行业需求的小幅变化可能导致上游小金属的价格发生较大变化。我国目前以加快了战略性新兴产业政策推进，而与这些行业关系密切的稀土、锂、钽、铟、锑、铊、钨等小金属的进一步开发利用仍处于起步阶段。短期内新兴产业需求进一步的释放还需要等待。对于 2011 年，在行业整合以及政策加强管理的强烈预期下，小金属的价格仍有上涨空间。另外，我们也建议关注下游收益于电子元器件行业快速复苏的小金属，如铟、锑、钼等。

表 10 小金属下游需求构成

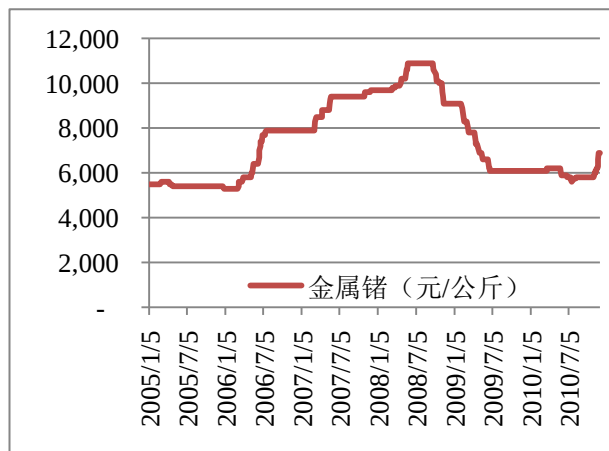
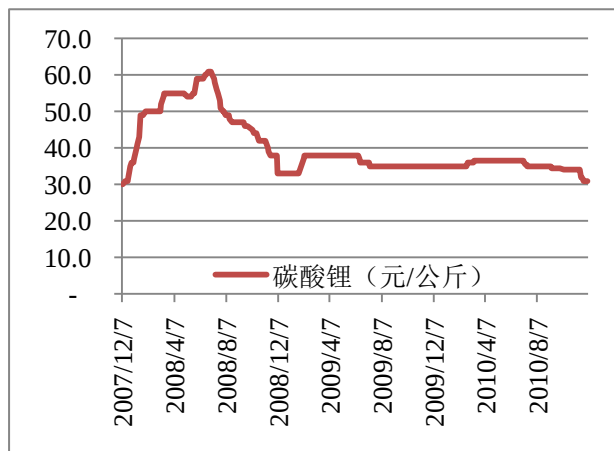
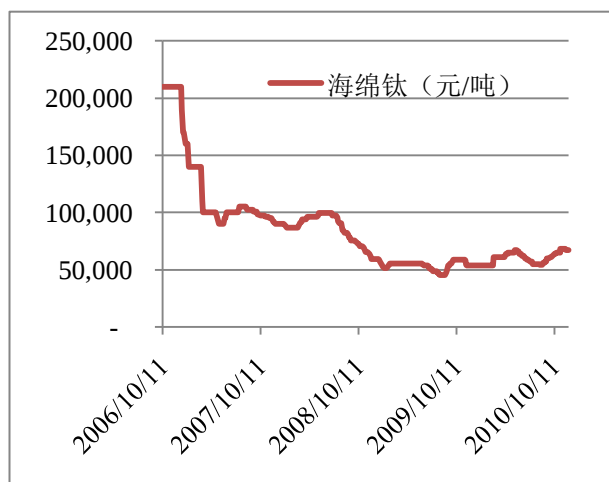
稀土		锑		锂		锆	
新材料	50%	阻燃剂	55%	军工	28%	光纤	39%
冶金	15%	交通	18%	电池	26%	红外光学	38%

石化	12%	化工	10%	玻璃陶瓷	18%	PET 催化剂	13%
玻璃	12%	其他	10%	其他材料	16%	其它	5%
其他	11%	陶瓷玻璃	7%	合金	12%	太阳能电池	4%
锆		铜		钽		铋	
电视显像管	73%	平板显示器	66%	电容器	50%	低熔点合金	46%
铁氧化物陶瓷	10%	焊料合金	15%	合金添加剂	15%	医药化工	28%
烟花及信号弹	10%	电子元器件	10%	磨制和化学制品	15%	冶金添加剂	17%
颜料	2%	研究及其他	8%	半导体薄膜	10%	化工	7%
冶金及其他	5%	其他	1%	碳化物	10%	其他	2%
钒		钨		锰		钨	
钢铁	92%	钢铁	49%	钢铁	81%	硬质合金	54%
其他合金	5%	化工及陶瓷	13%	电池	8%	钢铁及合金	28%
铸铁	2%	超耐热不锈钢	12%	化工	5%	合金	16%
超耐热不锈钢	1%	轧钢铸铁	9%	铁合金	4%	化工	1%
化工及陶瓷	1%	其他	17%	铸铁	3%	其他	1%

资料来源：USGS、德邦证券研究所

图 18 部分小金属价格（2010 年 12 月 3 日）





资料来源：Wind、德邦证券研究所

5. 投资建议

5.1. 行业评级：推荐

贵金属

给予 2011 年“中性”评级。由于欧洲债务危机、美国经济复苏迟缓以及地区间的不稳定局势频出，美元、欧元等作为储备货币均存在的明显缺陷，而且美债高比例持有国的黄金储备占比均严重偏低，在新的国际货币体系形成之前，长期看好贵金。虽然美联储刚刚颁布第二轮量化宽松政策，但伴随经济复苏，大的经济体宽松货币政策可能在下半年退出，贵金属中期拐点可能到来。相对来说，我们更看好 2011 年黄金的表现优于白银。

基本金属

给予 2011 年“推荐”评级。供给过剩的确定性与需求复苏的波动性是普遍共识，流动性泛滥带来的通胀预期与经济复苏趋缓影响基本需求演绎基本面与流动性的对冲，美欧

经济不明朗，中国也面临着经济结构调整带来的阵痛。国外的基本金属价格主要受流动性影响，而国内还受一部分的政策影响。预期 2011 年基本金属价格波动幅度将加大，而波动的中值维持在目前价位左右。我们看好铜、锡价格再创新高，以及锌价表现优于铅价。

小金属

给予 2011 年“推荐”评级。由于下游行业集中且多为新兴产业，各国对于小金属的重视程度不断加强。小金属储量全球分布不均，我国对于 10 种小金属进行了收储，欧盟也开列了紧缺资源名录加以重视。因此供给的短缺导致会对小金属价格在未来很长时间内产生较大推动。另外伴随着认识的不断深化，七大新兴产业中对于小金属不断加大的特殊需求也将进一步带动其价格的进一步上涨。小金属明年的表现将会超越基本金属和贵金属。

5.2. 投资主线：两主两辅

两条投资主线，两条投资辅线。两条投资主线：具有金属新材料研发背景的金属深加工企业，主要关注株冶集团和新疆众和；新兴产业上游小金属和新材料公司，主要关注云南锗业和西部材料。两条投资辅线：受益循环经济、打造“城市金属矿”的公司，主要关注贵研铂业和格林美；有强烈资产注入预期的公司，主要关注西部矿业和宏达股份。

5.3. 重点公司

表 11 重点公司盈利预测与评级 (20101203)

代码	简称	P		EPS		PE			评级
		101203	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
600961	株冶集团	17.57	0.13	0.14	0.40	135	126	44	增持
600888	新疆众和	24.05	0.52	0.75	0.95	46	32	25	增持
002428	云南锗业	76.28	0.83	0.68	0.92	92	109	83	增持
002149	西部材料	24.63	0.17	0.24	0.50	145	103	49	增持
600459	贵研铂业	37.79	0.08	0.65	0.89	472	58	42	增持
002340	格林美	63.00	0.81	0.85	1.30	78	74	48	增持
601168	西部矿业	16.97	0.25	0.46	0.57	68	37	30	增持
600331	宏达股份	16.46	0.17	-0.28	0.30	97	-	55	增持

资料来源：Wind、德邦证券研究所

5.4. 风险提示

(1) 欧债危机超出预期，美国经济持续疲软，基本金属需求下滑。

- (2) 货币政策退出力度和时间超出预期，流动性收缩影响金属价格价格。
- (3) 人工成本上升以及加工费大幅上升，降低行业与公司盈利能力。

投资评级

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 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。