

用“新”眼光审视有色金属

——有色金属行业 2011 年投资策略——

跟随大市

内容摘要:

- **金融属性减弱:** 2011 年美国温和复苏, 三次量化概率不大; 欧洲经济受主权债务危机拖累, 复苏进程延缓, 宽松货币政策仍将延续; 新兴经济体国家通胀问题 2010 年已然出现, 2011 年流动性将进一步收缩。全球流动性将随着经济的进一步复苏而逐步紧缩; 有色行业享受的流动性溢价将逐步下降。
- **商品属性分化:** 2011 年基本金属需求量将随全球经济温和复苏缓慢增长。欧美日基本金属消费量虽然逐步走出低谷, 但 2011 年美日经济温和复苏, 欧洲经济增速放缓, 预计消费总量增长不大; “中国因素”影响明显, 受产业升级和宏观经济政策的调控, 地产、汽车等行业的调整对部分品种需求量影响明显, 进一步加剧各品种之间供求关系分化的趋势, 相对看好铜、锡。
- **稀有金属和小金属长期看好:** 受下游刚性需求的增长和国家政策的倾斜, 短期价格虽然受流动性因素弱化引发基本金属价格下挫的影响出现震荡, 但长期上涨趋势不会发生变化。
- **行业趋势判断**
 - 基本金属: 中性, 关注交易性机会;
 - 贵金属: 中性, 关注交易性机会和资产注入主题;
 - 稀有金属和小金属: 增持, 短期估值偏高, 价格回调后可关注。
- **投资建议:** 基于对流动性和实际需求的判断, 我们认为 2011 年全球金属价格继续大幅上涨的动力明显不足, 上游矿产企业行业平均利润也将难以继续增长。建议关注位于产业链下端, 且主营产品和发展复合“十二五”国家政策导向的个股品种。
 - 金属深加工: 产业发展要求技术加工更加精细化、细分化;
 - 金属新材料: 具备永磁、节能等功能的新材料将广泛应用于新兴产业;
 - 环保循环: 进一步受到国家重视成为未来转变增长方式的突破口。
- **风险提示:** 全球再次大规模释放流动; 欧洲主权信用危机严重恶化; 美、日等国经济复苏情况低于预期; 国内宏观经济政策继续加大调控力度; 对新兴战略性产业先期投入低于预期。

研究员

刘喆
执业证号: S1250210080003
电话: 010-57631181
邮箱: liuzhe@swsc.com.cn

行业市场表现



资料来源: 西南证券研发中心

行业平均 beta 值 (最近 24 个月)

	沪深 300	有色金属板块
beta 值	1.12	1.39

资料来源: 西南证券研发中心

目 录

一、金融因素推动力减弱	1
(一) 流动性增速放缓，通胀压力短期暂无	1
(二) 美元指数上行	3
二、中国因素主导，品种需求分化	3
(一) 基本金属	3
(二) 稀有金属	7
三、货币需求博弈，价格走势分化	8
(一) 基本金属——铜锡相对看好	8
(二) 贵金属——风险大于收益	9
(三) 稀有金属——价格长期看好	9
四、投资建议	10
(一) 长期趋势：利润逐渐向产业链两端转移	10
(二) “十二五”规划引导行业发展方向	10
(三) 风险提示	12
五、重点公司介绍	12
格林美（002340）	12
鲁丰股份（002379）	12
天齐锂业（002466）	13

插图目录

图 1: 美国制造业及非制造业采购经理人指数 (PMI)	1
图 2: 美国消费者信心指数	1
图 3: 中国制造业采购经理人指数 (PMI)	2
图 4: 中国货币增速放缓	2
图 5: 全球主要经济体经济增长速度	3
图 6: 中国房地产行业基本情况 (2006 年 1 月至今)	5
图 7: 中国汽车销量及同比增长率 (2008 年 1 月至今)	6
图 8: 中国主要家电品种年度累计同比增长率	6
图 9: 中国电网投资建设情况 (2006 年至今)	6
图 10: 中国电力设备下游需求情况 (2008 年 1 月至今)	6
图 11: LME 铜铅锌锡镍库存 (2005 年至今)	7
图 12: LME 铝库存 (2005 年至今)	7

表格目录

表 1: 世界金属统计局 (WBMS) 关于主要基本金属统计	4
表 2: 中国、美国、欧洲主要基本金属消费全球占比	4
表 3: 中国基本金属消费结构	4
表 4: 中国具有资源优势稀有金属和小金属	7
表 5: 中国 2010 年主要相关行业政策	8
表 6: 主要相关个股	12

2010 年下半年，美日欧等国先后采取了第二波定量宽松货币政策。在此带动下，国际大宗商品市场价格出现了上涨，国内 A 股有色金属板块也随之走强。无可否认，随着全球金融活动对经济影响的不断深化，大宗商品中金融属性的部分表现愈发突出，但作为工业生产中的重要原材料，其必然也表现出商品属性的一面，供求关系等基本面因素决定了长期价格的走势。因而未来有色金属价格的走势必将来自多方面因素共同博弈的结果。

- 金融属性：流动性、美元指数、市场投资预期、各国政策变化
- 商品属性：供求关系、库存水平

一、金融因素推动力减弱

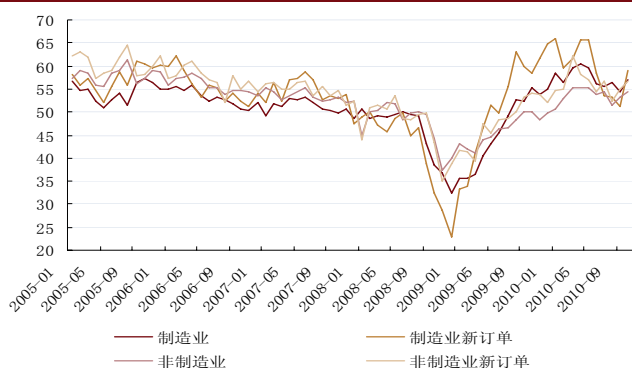
（一）流动性增速放缓，通胀压力短期暂无

金融危机后，新兴经济体各国先于美日欧传统强国走出谷底，美国经济在二次量化宽松货币政策的带动下也将延续温和复苏进程，欧洲经济则受到主权债务危机的负面影响复苏步伐再次放缓。2011 年全球经济格局由强到弱依次为新兴经济体、美国、欧洲。

1、美国经济温和复苏，三次量化概率不大

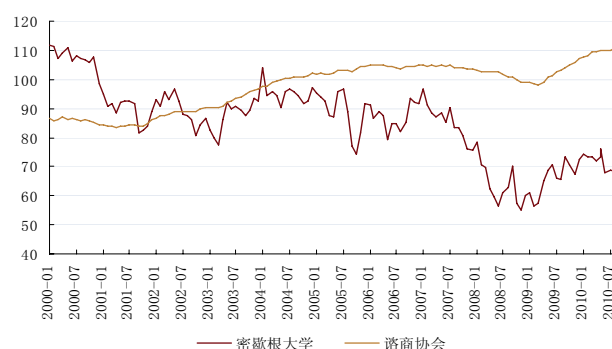
尽管此前美联储下调了 2011 年经济增长预期，并预计未来两年失业率仍将维持在高位，但我们判断美国经济事实上已经步入复苏的良性循环中。作为先行指标的制造业和非制造业 PMI 指数已分别于 2009 年 8 月和 9 月回升至 50 以上。与中国经济显著不同，在美国经济构成中，服务业占比达到 90%，消费对 GDP 贡献超过七成，因此相对于中国主要由投资拉动，快速走出经济低谷的模式不同，美国经济复苏相对需要更长的反应和传导时间。

图 1：美国制造业及非制造业采购经理人指数（PMI）



数据来源：Bloomberg，西南证券研发中心

图 2：美国消费者信心指数



数据来源：Bloomberg，西南证券研发中心

我们判断在经过二次量化宽松货币政策后，美国继续大幅释放流动性，即实施三地量化宽松货币政策的概率较低。从实施目的看，金融危机爆发后，美国金融机构为降低风险，开始“去杠杆化”过程，进而加剧信贷收缩，部分企业和消费者失去金融支持，投资和消费支出缩减，导致实体经济下滑。美联储推行的一次和二次量化宽松政策，即是希望在货币流通速度放缓的情况下，增大货币供应量，从而保证经济中的货币总量满足实际 GDP 的需要，避免通缩的出现。一旦经济复苏预期确立，消费购买力重新复活，货币流通速度将重新加快，届时继续增大

基础货币量的需求便会消失；并且，随着经济增长的预期不断强化，当货币流通速度加快到一定程度，使得货币总量大于实际 GDP 需要时，流动性收缩收紧的过程即开始启动。

2、欧洲危机放缓复苏进程，宽松货币政策仍将延续

希腊危机的爆发已经严重损害了欧元区经济的发展前景，爱尔兰危机的爆发更是加剧了这一负面影响。欧洲主权债务危机已经开始明显拖累欧元区经济的复苏进程：一方面，为应对目前高额的财政公共债务，获取欧洲央行和 IMF 的救助措施，各国不得不以降低政府赤字作为交换条件，财政政策的紧缩结果必将是放缓经济复苏进程作为代价；另一方面，尽管欧洲央行和 IMF 对陷入债务危机的国家采取了及时救助措施，但仍然重创了投资者信心。高债务国家信用成本大幅提高，进而加剧债务负担，蚕食相关国家未来的经济增长。

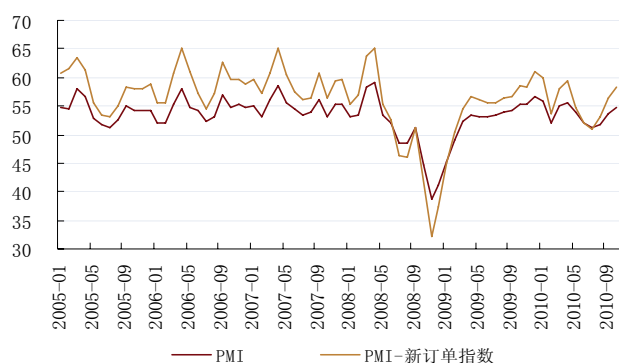
随着潜在风险的不不断暴露，救助措施的力度和时效性则不断升级，危机自身对市场整体的直接冲击正在减弱，加之欧洲货币体系重要的政治意义，我们判断本次欧洲主权债务危机最终可得到逐步解决。同时，债务危机也使得欧洲各国经济复苏速度的分化进一步加剧，德国经济复苏动能强劲，而一些直接债务危机国家复苏动能则相对疲弱，甚至停滞不前出现衰退，使得宽松货币政策的退出将更加谨慎。

3、中国经济增长放缓，紧缩趋势不变

2010 年国内经济在内生性增长迅速恢复的带动下，呈现高速增长。2011 年是“十二五”规划执行的元年，国内经济面临产业结构调整的压力，此前为应对金融危机所采取的一系列刺激性政策也已基本退出。预计全年经济增速为 9.2%，增速有所放缓，呈现温和增长状态。

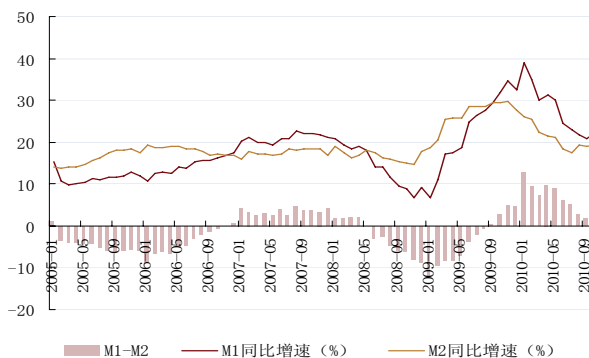
上半年通胀压力仍然较大，下半年有所回落，预计全年 CPI 为 3.9%。货币政策由前期宽松的货币政策转变为稳健的货币政策，预计全年加息两到三次，新增贷款 6.5 万亿，规模有所缩减，流动性进一步收缩。

图 3：中国制造业采购经理人指数（PMI）



数据来源：Wind 资讯，西南证券研发中心

图 4：中国货币增速放缓



数据来源：Wind 资讯，西南证券研发中心

综上所述，我们判断 2011 年全球流动性将在继续保持今年宽松的整体前提下，随着经济的进一步复苏，将略有紧缩；上半年通胀问题并不明显，下半年或将有所显现。

（二）美元指数上行

美元指数以全球各主要国家与美国之间的贸易结算量为基础,通过加权的方式计算出美元的整体强弱程度,从而综合反映美元出在国家外汇市场汇率变化情况。从构成结构看,欧元和日元在美元指数构成中所占比重最大,其对美元指数走势的影响效果最为明显。

- 美元兑欧元。如上文研究结论,我们判断 2011 年美国经济温和复苏,欧元区经济则受主权债务危机拖累继续放缓,经济增速的放缓使得欧元相对美元贬值。
- 美元兑日元。在日本经济构成中,出口所占比重较大,日元升值对经济带来的负面冲击明显,因此在国内消费完全复苏前,日本当局维持弱势日元的意愿强烈。

综上所述,虽然受到多国来自经济政治各方面因素的共同影响,2011 年美元指数难以走出单边走势,但向下空间已然不大,预计上半年将以震荡上行的走势为主。在仅考虑货币标价的情况下,国际大宗商品价格呈现反向趋势。

二、中国因素主导,品种需求分化

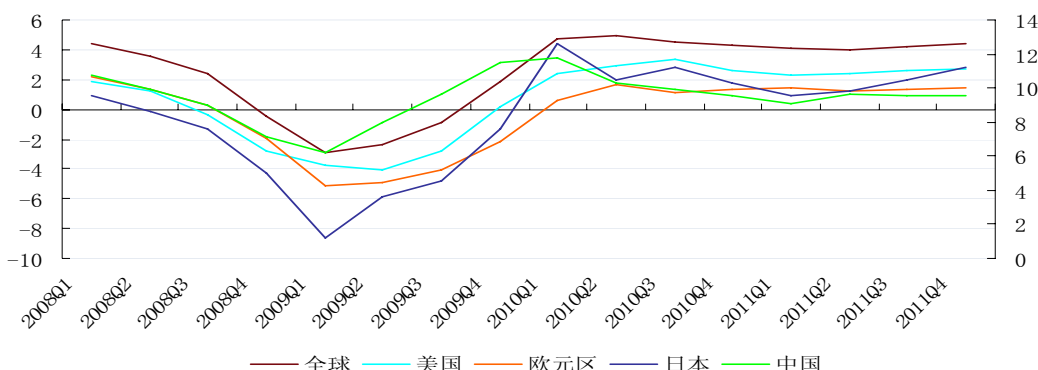
（一）基本金属

2011 年基本金属需求量将随全球经济温和复苏缓慢增长。欧美日基本金属消费量虽然逐步走出低谷,但 2011 年美日经济温和复苏,欧洲经济增速放缓,预计消费总量增长不大;“中国因素”影响明显,受产业升级和宏观经济政策的调控,地产、汽车等行业的调整对部分品种需求量影响明显,进一步加剧各品种之间供求关系分化的趋势。

1、全球经济温和复苏

2009 年全球各经济体陆续走出金融危机的阴影,尽管受欧洲主权债务危机的负面影响,部分国家经济增速放缓甚至出现再次下滑,但全球经济仍处于缓慢复苏过程中,趋势并没有发生根本性改变,这为有色金属下游需求提供了根本支撑。

图 5：全球主要经济体经济增长速度



数据来源: IMF, 西南证券研发中心

表 1: 世界金属统计局 (WBMS) 关于主要基本金属统计

	2010 年 1-9 月供求状况	2009 年 1-9 月供求状况	2010 年 1-9 月全球消费量
铜	短缺 112,000 吨	过剩 36,000 吨	1451 万吨
铝	过剩 285,000 吨	132.7 万吨	3009 万吨
铅	过剩 23,600 吨	短缺 18,000 吨	678.2 万吨
锌	过剩 292,000 吨	过剩 41,000 吨	
锡	过剩 6,500 吨		266,000 吨
镍	短缺 41,000 吨	短缺 16,500 吨	

数据来源: WBMS, 西南证券研发中心

2、“中国因素”加剧下游需求分化

随着国内工业化进程的加速, 中国已成为世界基本金属主要消费国家, “中国因素”主导世界基本金属的需求水平。

表 2: 中国、美国、欧洲主要基本金属消费全球占比

	铜	铝	铅	锌
中国	35%	41%	40%	39%
美国	9%	11%	18%	7%
欧洲	21%	19%	19%	22%

数据来源: 西南证券研发中心

2010 年是中国经济增长方式开始转型的一年, 此前以大型基础建设投资、房地产投资等为主, 通过拉动固定资产投资带动经济增长的方式正在发生变化, 2011 年这一方向将得到进一步的加强与明确。预计真实固定资产投资增速在 18%-20%, 全年经济增速为 9.2%, 增速有所放缓, 呈现温和增长状态。需要注意的是, 虽然全国经济整体增速有所放缓, 但产业结构调整使得各个行业的预期并不相同: 房地产、钢铁、水泥等国家重点调控行业收紧力度不会放松, 汽车等前期增速过快的行业逐步向历史平均增速回归, 智能电网、高端装备制造、新一代信息技术等新兴战略产业由于得到国家相关政策的支持增长速度高于全国平均水平, 家电、日用消费品等消费行业则受益于经济增速维持稳定。

表 3: 中国基本金属消费结构

主要品种	主要消费结构
铜	电力 42%, 空调制冷 17%, 交通运输 11%, 电子 9%, 建筑 8%, 其他 13%
铝	建筑 33.7%, 交通运输 17.96%, 电力 12.32%, 包装 8.48%, 机械制造 8.31%, 日用消费品 8.01%, 电子通讯 3.92%, 其他 7.3%
铅	铅酸电池 80%, 型材 7%, 铅合金 5%, 涂料 5%, 其他 3%
锌	镀锌板 45%, 压铸合金 14%, 黄铜 14%, 氧化锌 12%, 电池 13%, 其他 2%
锡	焊料-电子 44.1%, 焊料-工业 8.8%, 镀锌板 16.4%, 化学制品 13.9%, 青铜和黄铜 5.5%, 浮法玻璃 2.1%, 其他 9.2%
镍	不锈钢 69%, 电池 5%, 电镀 15%, 有色合金 5%, 其他 38%

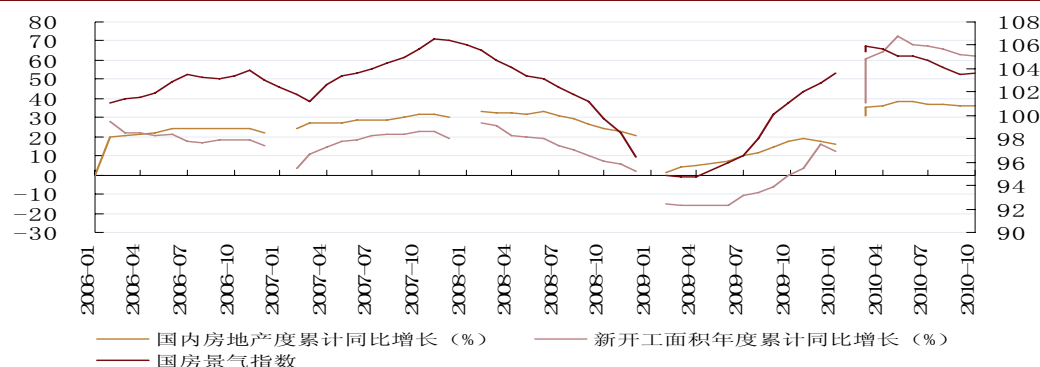
数据来源: 西南证券研发中心

(1) 房地产投资增速继续回落

年初以来,政府对地产行业调控政策频繁出台。从着重点看,可以发现国家本次对地产调控的主要目的实在遏制短期内房价的过快上涨,突出表现的一个方面即是保障性住房建设的大力推进。

按照国务院关于大幅度增加保障性安居工程建设的要求,2011 年计划安排建设保障性住房和各类棚户区改造住房 1000 万套,较 09 年 580 万套的建设规划增长一倍。虽然保障性住房数量将形成快速增长,但从已呈现效果看,其在实施过程中不可避免的存在绝对数量相对较低、对购房者资格严格控制的限定,保障性住房的增长对商品房减缓的补充作用并不完全,实际投资累计完成额与累计新开工土地面积等指标同比增速已出现放缓。预计 2011 年全年房地产投资增速将回落至 17%-21%。

图 6: 中国房地产行业基本情况 (2006 年 1 月至今)



数据来源: Wind 资讯, 西南证券研发中心

同时我们认为本轮房地产政策调整的另一个根本动因是国内产业升级的必然结果,随着以节能环保、新一代信息技术、生物等七大产业的兴起,此前以大量投资于基建、房地产、固定资产投资粗放型增长必然会逐步向“新技术、新工艺、新材料、新设备”为特征的新兴产业升级。长期来看,在本轮调控周期结束后,房地产行业也难继续长期维持此前的高速增长。

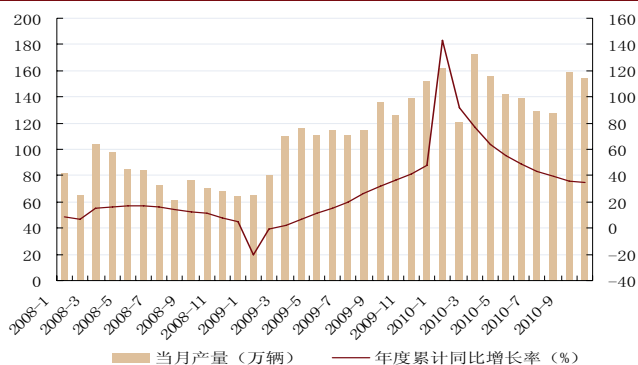
(2) 汽车市场整体降温

2009 年以来,国家先后出台多项政策以汽车行业发展。根据中汽协统计数据显示,2009 年全年汽车产量 1379 万辆,2010 年有望达到 1700 万辆,同比增速高达 23.2%。此前,国家发改委产业协调司负责人明确表示,2011 年小排量乘用车购置税优惠政策将被取消,关于汽车下乡优惠、汽车以旧换新的补贴政策也将或缩水或取消。我们估计,2010 年汽车产销量将成为近年来的高点,预计 2011 年汽车产量为 1550-1580 万辆,同比下降 8%-10%。

(3) 家电需求稳定增长

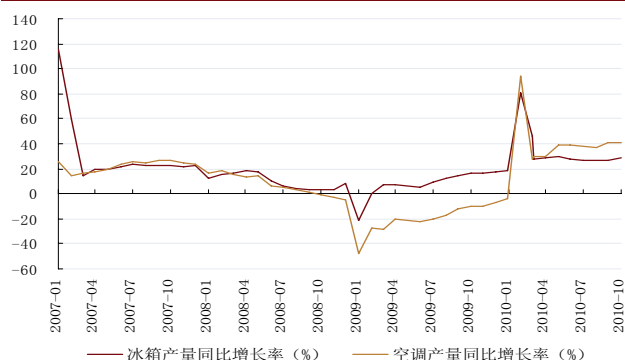
相对其他下游行业需求,家电行业所受宏观经济波动影响不大。2009 年 2 月起全国范围内实行的“家电下乡”工程暂定时间为 4 年。统计数据显示,在年初短期大幅波动后,冰箱、空调等家电产品同比增速已回归至稳定水平,鼓励政策实施的持续性有助于家电需求维持在未定水平。

图 7: 中国汽车销量及同比增长率 (2008 年 1 月至今)



数据来源: Wind 资讯, 西南证券研发中心

图 8: 中国主要家电品种年度累计同比增长率 (%)



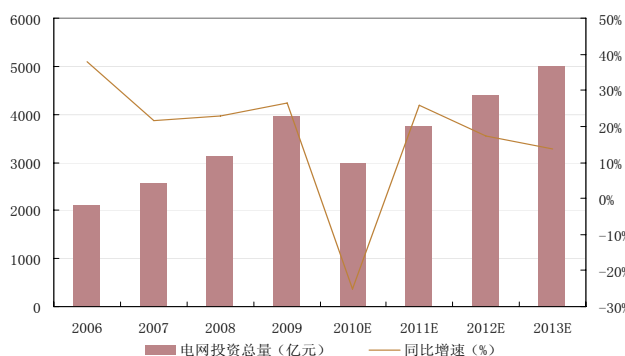
数据来源: Wind 资讯, 西南证券研发中心

(4) 智能电网建设带动电力设备增长

2010 年中国特高压电网建设进入快速增长期, 预计 2010 年底全国发电装机总容量为 9.79 亿千瓦, 2015 年将达到 14.36 亿千瓦, “十二五”期间年均增长率为 8%。在“十二五”期间, 智能电网发展将得到扶持, 主要包括以下几个方面: 一是发电环节, 重点解决新能源接入问题、标准问题, 以及大容量的储能研究和应用; 二是输电环节, 主要是输变电的监测, 而变电环节的关键是智能变电站的建设, 将新建七万以上电压等级的变电站超过 5100 座, 变电站智能化改造要 1000 座; 三是配电环节, 建立配网的智能化、一体化。

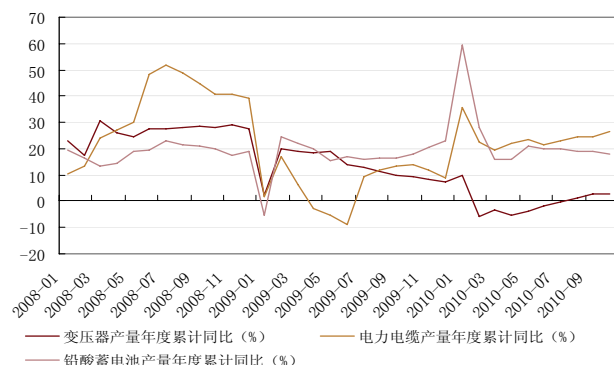
智能电网发展的高速发展同时也将带动一系列相关行业增长和原材料需求的增加。发电方面, 风力发电受益最大, 相关储能设备也将得到明显拉动; 电网建设方面, 电力电子设备将成为直接受益者; 下游用户方面, 电动汽车、分布式电力发电机、太阳能制造的需求将明显增加。

图 9: 中国电网投资建设情况 (2006 年至今)



数据来源: Wind 资讯, 西南证券研发中心

图 10: 中国电力设备下游需求情况 (2008 年 1 月至今)

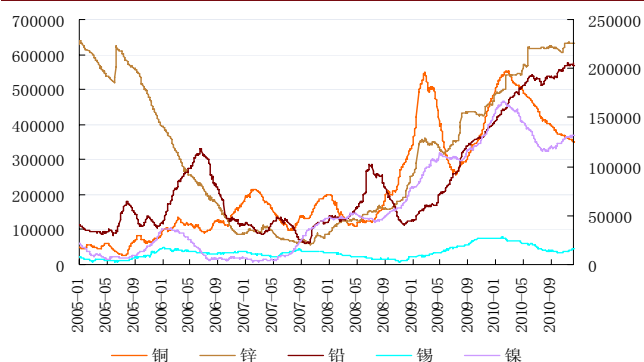


数据来源: Wind 资讯, 西南证券研发中心

3、库存水平——铜锡位于历史地位

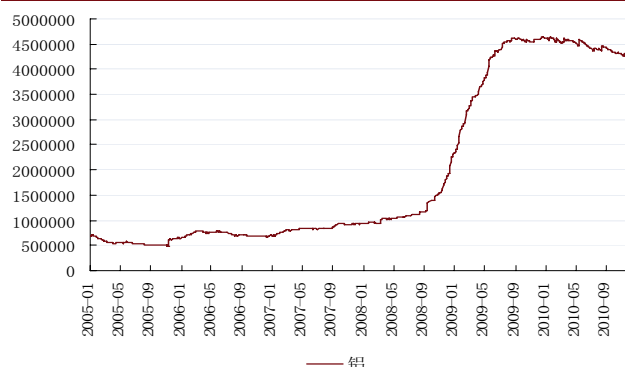
2010 年全球交易所基本金属库存水平明显分化, 铜、锡、镍库存显著回调; 铝库存变化不大, 略有下降, 但仍然维持在历史相对高位; 铅、锌库存继续大幅上升, 说明现阶段供求压力较大, 供给增速大于消费增速。

图 11: LME 铜铅锌锡镍库存 (2005 年至今)



数据来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

图 12: LME 铝库存 (2005 年至今)



数据来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

综上所述, 我们判断 2011 年基本金属中铜、锡基本面情况相对较好: 一方面从实际供求角度来看, 其受益于中国电力投资增加、全球电子产品需求复苏、印尼锡矿整合供给下降等因素; 另一方面从库存水平角度来看, 2010 年铜、锡年下降明显, 且仍在下降过程中, 库存压力较轻。铝、铅、锌、镍则受制于全球产能过剩、中国地产调控、国储抛售、汽车消费下降等因素, 存在不同程度的供求压力。

(二) 稀有金属

1、真实需求长期增长

- 供给。相对基本金属, 小金属在上游资源数量上更为稀缺, 集中度也更强。中国在稀土、钨、锆、钼、锑稀有金属和小金属领域, 仍具有明显优势。尽管此前由于滥采滥挖、出口管理不当等原因, 我国仅具有生产数量优势, 在定价上不具备话语权。但近年来, 以稀土为代表, 随着国家在采矿许可证、开采总量、出口配额等方面控制措施的陆续推出, 中国在以上具备资源优势的稀有金属和小金属方面, 定价权将不断提高。

表 4: 中国具有资源优势稀有金属和小金属

品种	主要用途	总储量全球占比	2009 年产量全球占比
稀土	催化剂 (21%)、永磁体 (18%)、玻璃 (16%)、其他 (45%)	36.40%	96.80%
钨	硬质合金 (56%)、钨材 (17%)、钨特钢 (20%)、其他 (7%)	64.30%	81.00%
锑	阻燃剂 (70%)、蓄电池 (10%)、化工 (10%)、其他 (10%)	37.60%	90.90%
钼	建筑用钢 (35%)、不锈钢 (25%)、化工 (15%)、其他 (25%)	37.90%	38.50%
锆	PET (31%)、光纤 (24%)、红外光学 (23%)、其他 (22%)	40.70%	71.40%
铟	纳米铟锡金属氧化物 (75%)、焊料 (11%)、其他 (14%)	66.70%	50.00%
镁	铝合金 (33%)、铸件 (26%)、炼钢脱硫 (21%)、其他 (20%)	17.40%	56.10%

资料来源: 西南证券研发中心

- 需求: 其一, 产业结构的整合和升级, 加之全球对环境保护和新能源的愈发重视, 使得新型金属材料的应用范围愈发广泛; 其二, 由于多数稀有金属作为工业添加剂在国防战略武器、新材料开发、信息产业、生物工程等领域应用愈发重要, 各国对

于资源的争夺和重视日趋激烈；其三，其自身特性使得多数稀有金属或小金属具有不可替代性，下游需求属刚性增长。

2、国家政策支持

为防止国内优势资源矿产品种的过度开发和流失，近年来国家对资源开采实施了严格控制，将钨、锡、锑、离子型稀土确定为保护性开采的特定矿种。先后采取了多方面保护性措施，包括对相应金属矿及制品实行出口配额制、禁止金属精矿出口、对金属精矿开采实行总量控制、暂停颁发采矿许可证、上调矿石资源税等。

同时，为了进一步加强对稀有金属资源的战略储备，防止资源流失。国土资源部表示中国战略性资源储备试点工作正在稳步推进，稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锆、镓、铌和锆十种金属战略收储的研究工作已进入验收阶段。

表 5：中国 2010 年主要相关行业政策

时间	涉及品种	文件
2010-2-9	钨	工信部《关于公开征集钨行业准入条件意见的通知》
2010-3-15	钨、锑、稀土	国土资源部《2010 年钨矿锑矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》
2010-3-18	钨、锑、锡、钼、稀土	工信部《2010 年稀有金属矿产品和冶炼分离产品指令性生产计划》
2010-4-6		国务院《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》
2010-4-11		工信部《金属尾矿综合专项规划（2010-2015）》
2010-4-23	镁	工信部《关于公开征集镁行业准入条件意见的通知》
2010-5-7	高铝黏土、萤石	国土资源部《2010 年高铝黏土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》
2010-5-12	稀土	工信部《关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知》
2010-5-13	铝	发改委、电监会、国家能源局《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》
2010-5-17	稀土	国土资源部《稀土等矿产开发秩序专项整治行动方案》
2010-5-20	稀土	国土资源部《稀土等矿产开发秩序专项整治行动的通知》
2010-7-8		财政部、国土资源部《矿产资源节约与综合利用专项资金管理办法》
2010-9-8	富铜矿、钨、锡、锑、稀土、钼、铌钽、钾盐、金刚石	国土资源部《关于进一步做好建设项目压覆重要矿产资源审批管理工作的通知》
2010-10-8	钨、锡、锑	工信部《钨锡锑冶炼企业准入公告管理暂行办法》
2010-11-22		工信部批准有色金属行业 105 项、稀土行业标准 6 项、黄金行业标准 2 项

资料来源：西南证券研发中心

三、货币需求博弈，价格走势分化

（一）基本金属——铜锡相对看好

关键因素：真实需求与通胀因素

行业判断

相对贵金属，基本金属作为重要的工业原材料，下游消费需求增加与供给能力增长的关系，决定了长期价格的基本走势；通胀预期的变化则决定了中短期价格的波动。

2011 年基本金属价格继续上涨动能不足，走势以震荡为主。受金融因素影响，上半年相对弱势，下半年或将在通胀预期的带动下有所上涨。“中国因素”对基本金属消费量影响明显，实际供求关系使品种之间价格形成一定分化，铜、锡相对看好。

投资建议：交易性机会

对于基本金属类个股，2011 年缺乏趋势性投资机会，但在国际大宗商品价格波动和国内经济政策的影响下，存在一定的阶段性交易机会。

（二）贵金属——风险大于收益

关键因素：通胀因素与避险需求

行业判断

2011 年通胀预期弱化，贵金属保值功能不如前期明显；欧洲债务危机虽未得到彻底根治，但大规模恶化的概率不大，短期内担忧情绪带动金价上行。预计上半年金价高位震荡，短期波动幅度或加大

投资建议：资产注入主题

对于黄金类个股，2011 年主要看由国家黄金价格波动带来的趋势性交易机会，以及资产注入机会。目前山东黄金集团仍有 550 吨黄金矿产资源为注入上市公司，中金黄金集团有 800 吨黄金、120 吨钼未注入上市公司，未来陆续逐步注入可能性很大。

（三）稀有金属——价格长期看好

关键因素：真实需求增长与政策支持

行业判断

相对基本金属，稀土、钨、铋、钼等小金属由于不受期货价格影响，金融属性较弱，其价格波动更能反映出真实需求的增长或减弱。

2011 年稀土、钨、铋、钼、铟、锆等稀有金属和小金属长期价格将维持上涨趋势。一方面，上游资源控制能力加强，行业集中度提高，另一方面，下游需求加大，应用范围与数量逐年递升。实际需求的增长，加之国家相关政策的倾斜形成对长期价格上涨的支撑，短期内虽然受流动性因素弱化引发基本金属价格下挫的影响出现震荡，但长期上涨趋势不会发生变化。

投资建议：短期估值偏高

稀有金属和小金属受下游刚性需求增加长期价格上涨，但目前估值水平普遍偏高，对业绩增长已形成一定透支。由于相关公司普遍直接或间接受益于“十二五”规划中关于经济结构调整、产业升级的大方向，未来仍将是市场关注的重点之一，待价格回调至合理估值水平后可关注相关个股的交易性机会。

四、投资建议

相对上游矿产企业和中游冶炼加工企业，2011 年我们更看好位于产业链下游的金属深加工企业和金属新材料企业。

首先，随着行业不断发展，产业链利润正在逐渐向两端转移，基于对流动性和实际需求的判断，2011 年全球金属价格继续大幅上涨的动力明显不足，上游矿产采选企业行业平均利润也将难以继续增长，因此我们更加关注位于产业链下端的金属深加工和金属新材料公司。

其次，“十二五”规划进一步明确了我国加速产业升级，转变经济增长模式、调整产业结构的方向，战略性新兴产业成为未来经济发展的重点。可以预见的是，符合国家未来产业发展方向的企业，一方面将受到国家产业政策的扶持，和税收、财政等多方面的优惠，另一方面，随着全国经济增长方式的转变，行业发展潜力巨大。

（一）长期趋势：利润逐渐向产业链两端转移

随着全球有色金属行业的产能不断扩大，行业利润逐渐向产业链两端转移：一方面，资源稀缺性、经济增长带来的需求增加、潜在通胀压力都促使资源类产品长期价格上涨，把握上游资源的公司可以在原材料价格上涨的过程中分享收益；另一方面，受技术或规模所限，下游深加工产品仍然短缺，特别是细分行业龙头企业，在市场中的主导地位赋予其相对客户较强的定价权。反之位于中游的冶炼初加工企业则在受制于上游原材料价格上涨带来成本增长的同时，受制于产能过剩带来的产品市场定价被动，行业平均毛利空间缩减。

（二）“十二五”规划引导行业发展方向

“十二五”规划的设定，对行业自身发展方向指引具有重要意义，这意味着：其一，未来技术加工需要更加精细化、细分化，继续向产业链后端发展；其二，具备永磁、节能等功能的新材料将广泛应用于新兴产业，需求量明显增长；其三，节能环保、资源循环利用将进一步受到国家重视成为转变增长方式的突破口。

1、金属深加工

国家政策支持。根据有色金属“十二五”规划，矿产品、冶炼产品和初级加工品将成为未来出口控制的主要方向，继续降低出口配额或提高关税概率较高；相反，技术含量较高的金属深加工企业则将进一步受到包括财政补贴、出口退税、所得税优惠在内的国家多项政策支持。

下游需求增长。从下游市场需求容量来看，未来五到十年内将是国内消费升级的加速时期，人们生活品质的提高伴随对产品需求的愈发细化，将成为拉动深加工产品发展的直接动力，市场潜在巨大。

2、金属新材料

（1）碳酸锂

可充电电池在工业中用途十分广泛，锂离子电池作为新型绿色环保产品，与以镍镉、镍氢电池为代表的传统二次电池相比，具有明显优势，广泛应用于各类手机、数码设备、笔记本电

脑等手持电子设备中，近年来电子设备的普及实现了高速增长，根据 SQM 分析，可充电锂电池 2000 年-2008 年市场需求的年复合增长率达到 22%。

从组件构成来看，锂电池主要功能材料包括正极材料、负极材料、电解液、隔离膜等部分，其中正极材料作为锂离子电池的离子源，品质和性能直接决定了锂电池的性能指标，成本也占到锂电池材料总成本的 40%以上，电池级碳酸锂是制作锂电池正极材料最关键和最主要的原材料之一。

从产业链结构来看，受生产技术限制，近年来低端工业级碳酸锂产能呈现产能相对过剩的格局，但高端电池级碳酸锂在中期内依然供不应求。随着环保要求的提高，全球主要汽车厂商已开始广泛研究以锂电池为动力的混合动力汽车，锂动力电池行业的发展空间巨大，市场需求量必将出现爆发性增长，各国陆续出台相关扶持政策也将对行业发展起到加速推进的作用。

（2）钕铁硼

我国是稀土资源大国，但在稀土深加工和稀土高科技产品开发利用上却明显欠缺。从产业链利润分布结构来看，现阶段稀土行业的利润主要集中在产业链的中后端。永磁材料钕铁硼是稀土应用领域中重要部分，从国内钕铁硼应用结构和下游需求来看，随着节能减排、新能源政策的扶持，永磁材料表现出巨大的市场需求潜力。

汽车。一方面，随着汽车在设计过程中愈发人性化，汽车用粘结钕铁硼使用范围和所占比重逐渐增减；另一方面，新能源汽车的推出更是打开了大规模应用市场。永磁材料主要用于电动汽车三大核心部件中的永磁同步电动机，其具备的一系列物理特性，是未来新能源电机的主流发展方向。

风力发点。国务院在《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中明确提出，太阳能、风能、核能、水能等新能源将成为我国未来能源开发利用重点。国家能源局表示 2015 年全国风电规划装机 9000 万 KW（含海上风电 500 万 KW），2020 年全国风电规划装机 1.5 亿 KW（含海上风电 3000 万 KW）。随着风机规模不断大型化与海上风电所占比例增加，直驱永磁风力发电机的使用呈现上升趋势，其核心钕铁硼的需求也将保持较快的增速。

节能电器。节能环保政策在我国的推进，使得应用变频电机的节能家用电器逐渐成为市场主导产品。以空调为例，此前财政部、发改委联合印发了《关于调整高效节能空调推广财政补贴政策的通知》，通过财政补贴的形式加速国内变频空调的普及。节能电器是未来家用电器发展的重要方向，随着其使用范围推广，应用领域扩大，潜在市场消费空间广阔。

3、环保循环

有色金属“十二五”规划草案中提及，“通过国内开发和国外矿产资源合作，争取到 2015 年我国铜、铝、锌矿产原料保障能力分别达到 40%、80%和 50%。再生精炼铜和再生铝、再生铅产量占当年精炼铜、电解铝、精炼锌产量比例分别达到 40%、30%和 30%以上”。

规划的内容一方面反映出，随着我国工业化进程的加速，资源瓶颈问题正在逐步成为制约国内经济发展阻碍的现状；另一方面也明确指出，通过城市中蓄积可回收金属建立“城市矿山”资源的开采体系，加大再生资源回收力度的方向性。循环经济作为可持续、享受政策红利的新兴模式，将在较长时间内受益于国家政策支持，逐步替代现行高投入、高废弃、高度依赖原生资源的增长模式，增长空间潜力巨大。

表 6: 主要相关个股

主题	相关个股	
金属深加工	铝	新疆众和、常铝股份、东阳光铝、鲁丰股份
	铜	精诚铜业、海亮股份、精艺股份
金属新材料	碳酸锂	赣锋锂业、天齐锂业
	钕铁硼	中科三环、宁波韵升、银河磁体
环保循环		格林美

资料来源: 西南证券研发中心

(三) 风险提示

- 1、全球再次大规模释放流动;
- 2、欧洲主权信用危机严重恶化;
- 3、美、日等国经济复苏情况低于预期;
- 4、国内宏观经济政策继续加大调控力度;
- 5、对新兴战略性新兴产业先期投入低于预期。

五、重点公司介绍

格林美 (002340)

公司是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,是中国规模最大的采用废弃资源循环再造超细钴镍粉体的企业,属于节能回收利用类企业。

公司前期 IPO 募投项目“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品”,项目投产后,公司超细钴镍粉体材料的生产能力为 2800 吨;此外将新增 600 吨镍合金、400 吨氧化锌和 2000 吨无铅焊料的生产能力。项目于 2010 年年底部分投产,预计 2011 年超细钴粉完全达产,2012 年超细镍粉完全达产,产能的快速释放将大幅提高公司整体业务规模。

公司关键性生产技术,原料的分离提纯、失效钴镍元素的原生化、超细钴镍粉体的制备具有自主知识产权,在国内居于领先地位。

预计公司 10 年-12 年 EPS 分别为 0.75 元、1.09 元、1.63 元,12 月 10 日收盘价格 60.40 元,对应市盈率分别为 80 (X)、55 (X) 和 37 (X),给予“买入”评级。

鲁丰股份 (002379)

铝箔具有质量轻、密闭性好、包覆性好、环保可降解等特点,目前已被广泛应用于包装(食品、药物等)、电器、散热器和建筑等国民经济各领域。

公司药用铝箔产量全国排名第一,家用铝箔产量全国位居第二。公司原有铝箔综合生产能力 4 万吨/年,铝板带生产产能 5 万吨/年,技术及装备水平居行业领先地位,

公司采用“原料成本+加工费”的定价模式，盈利能力与铝锭市场价格基本无关，受大宗商品价格波动影响较小，主要取决于产品的规格、工艺难度、市场需求等方面。公司现有产品药用铝箔和家用铝箔相对其他品种居于回款周期短，加工费相对较高的特点。

预计公司 10 年-12 年 EPS 分别为 0.54 元、1.18 元、1.84 元，12 月 10 日收盘价格为 38.49 元，对应市盈率分别为 71 (X)、32 (X) 和 21 (X)，给予“买入”评级。

天齐锂业 (002466)

公司主要产品为碳酸锂、无水氯化锂、氢氧化锂等系列化中高端锂产品，目前拥有年产能 2500 吨电池级碳酸锂、3000 吨工业级碳酸锂、1500 吨无水氯化锂、1500 吨氢氧化锂、600 吨高纯碳酸锂/磷酸二氢锂，是我国规模最大的锂产品供应商，也是国内最大的锂电池正极材料核心原材料供应商。

公司全资子公司天齐盛合拥有四川省雅江县措拉锂辉石矿的探矿权，所属区域内资源折合氧化锂含量 6% 的 SC6.0 规格锂精矿 372 万吨，折合金属锂约 10 万吨。目前该矿初步勘查工作已完成，正在采矿权申报阶段，预计 2012 年下半年开采出矿，届时公司生产成本将实现大幅降低。

公司主导产品电池级碳酸锂主要应用于锂电池正极材料，从传统需求来看，其近年来受益于手机、笔记本电脑等便携式电子设备需求量的大幅增长；从潜在需求来看，其直接受益于新能源汽车大规模商业化应用的推进，未来有望实现爆发式增长。

预计公司 10 年-12 年 EPS 分别为 0.43 元、0.75 元、0.97 元，12 月 10 日收盘价格为 59.52 元，对应市盈率分别为 138 (X)、79 (X) 和 61 (X)，给予“增持”评级。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>