

处变不惊，两条腿走路

有色金属 2011 年上半年投资策略

投资要点：

- ◆ **混沌的世界经济。**全球经济复苏步伐不一致，新兴国家迅速走出金融危机阴影，复苏势头强劲；发达国家依然是笼罩在经济危机的阴霾下，复苏缓慢。区域性通胀与通缩并存。货币政策博弈加剧，发达国家以美国、日本为代表继续实行宽松货币政策，释放流动性；而以中国、印度为代表的新兴国家则因为经济运行良好但通胀压力加大，而不得不实行偏紧的货币政策，收缩流动性。
- ◆ **大金属：紧跟通胀和美元这两条主线。**大金属基本面受全球宏观经济的影响较大，期货价格受投资预期和流动性的扰动也很明显。我们认为应该紧跟美元和通胀这两条主线，美元指数的强弱既是直接影响金属价格短期走势的主要因素，也是货币流动性充裕与否的表观反应；而通胀，对于资源类商品而言是利好的。综合前面分析，我们对美元中期持看淡观点，我们认为2011年金属价格仍将能维持强势，价格重心仍将继续上移。尤其看好的是铜。
- ◆ **小金属：政策红利下优势金属的发展机遇。**我们依然认为稀有小金属正处于我国特有的政策牛市中，面临前所未有的发展机遇。小金属品种众多，从政策导向、需求结构看，又以稀土、钨、铋、钼、钛、钴、锂等的前景更为广阔。因此，对于小金属应该从政策驱动因素考量投资机会。
- ◆ **把握趋势，两条腿走路。**我们维持对有色金属行业的谨慎推荐评级，2011年上半年有色金属机遇大于风险，结构性行业仍将延续。建议对大小金属区别对待，两条腿走路。给予铜、黄金、小金属和金属新材料谨慎推荐评级，给予铝、铅锌中性评级。建议重点关注铜陵有色、江西铜业、山东黄金、中金岭南、贵研铂业、包钢稀土、厦门钨业、金钼股份、格林美、西部材料、宝钛股份。

重点公司盈利预测及投资评级（2010/12/17）

股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
铜陵有色	28.85	0.47	0.71	1.20	61.43	40.37	24.09	推荐
中金岭南	21.77	0.26	0.58	0.79	83.40	37.84	27.61	推荐
厦门钨业	48.74	0.31	0.66	1.00	156.19	73.87	48.53	推荐
山东黄金	54.50	0.52	0.93	1.30	103.99	58.53	42.04	推荐
金钼股份	25.46	0.17	0.41	0.61	149.50	62.81	41.74	谨慎推荐
包钢稀土	70.57	0.07	1.01	1.41	1021.63	69.91	49.98	谨慎推荐
宝钛股份	30.10	0.04	0.25	0.75	788.44	119.92	39.97	谨慎推荐
西部材料	26.41	0.17	0.20	0.46	156.08	131.77	57.58	推荐
格林美	63.49	0.47	0.78	1.45	135.18	81.08	43.76	推荐

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

有色金属

谨慎推荐（维持）

风险评级：较高风险

2010 年 12 月 17 日

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340107081298

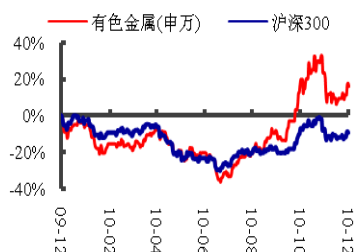
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

细分行业评级

铜	谨慎推荐
铝	中性
铅锌	中性
小金属	谨慎推荐
黄金	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

有色金属 2010 年下半年投资策略：抓小放大，伺机而动

2010 年 6 月 23 日

金属新材料专题研究：沐政策暖风，赏满园春色

2010 年 7 月 12 日

目 录

1.宏观篇：混沌的世界经济	4
1.1 全球经济复苏步伐不一致	4
1.2 区域性通胀与通缩并存	5
1.3 量化宽松 VS 货币收缩，全球货币政策博弈加剧	6
2.大金属：紧跟通胀和美元这两条主线	7
2.1 美元贬值和通胀预期是推动金属价格上涨的一个重要外因	7
2.2 金属需求持续复苏	8
2.3 铜：依然是基本面最好的工业金属	9
2.3 铝：供给过剩制约价格上行空间	11
3.小金属：政策红利下优势金属的发展机遇	12
3.1 优势金属受政策鼓励，需求前景光明	12
3.2 优势金属价格大翻身	14
4.黄金：中期继续看好	17
5.投资策略：两条腿走路	18
5.1 下半年行情总结：大小金属你方唱罢我登场	18
5.2 投资策略：把握趋势，两条腿走路	19

插图目录

图 1：美国、欧盟、日本 GDP 增长	5
图 2：中国、印度、巴西、俄罗斯 GDP 增长	5
图 3：美国、欧盟、日本 CPI 走势	5
图 4：中国、印度、巴西、俄罗斯 CPI	5
图 5：美国货币供应增速有加快趋势	6
图 6：日本货币供应量持续增加	6
图 7：中国存款准备金率和贷款利率	7
图 8：澳大利亚利率走势	7
图 9：美元走势与铜、铝价的跷跷板	8
图 10：美元汇率的权重	8
图 11：美国的 PMI	9
图 12：美国耐用品订单增速	9
图 13：中国 PMI、固投增长和工业增加值	9
图 14：金属下游行业增长情况	9
图 15：LME、COMEX 铜库存大幅下降	10
图 16：我国 SHFE 铜库存降幅明显	10
图 17：铜精矿 TC/RC 现货和长单走势	11
图 18：LME、SHFE 铜价走势	11
图 19：全球原铝月度产量攀升	11
图 20：中国原铝产量	11
图 21：LME、SHFE 铝库存走势	12
图 22：LME、SHFE 铝价格走势	12
图 23：我国稀土材料消费结构	13
图 24：我国钨需求结构	13

图 25: 钛材消费结构	13
图 26: 锡消费结构	13
图 27: 钼消费结构	13
图 28: 锑消费结构	13
图 29: 稀土氧化物价格	16
图 30: 稀土金属物价格	16
图 31: 锑、钨酸盐价格	16
图 32: 钼、钛铁价格	16
图 33: 镁、锰、锆价格	17
图 34: 锡、钽铁价格	17
图 35: SPDR Gold Shares 黄金持有量	18
图 36: 黄金需求结构	18
图 37: COMEX、SHFE 金价走势	18
图 38: 白银/黄金比值仍处于低位	18
图 39: 下半年行业涨跌比较	19
图 40: 下半年有色金属分化明显	19

表格目录

表 1: IMF10 月份对全球经济的预测	4
表 2: 2011 年主要金属价格预测与驱动因素和风险因素	8
表 3: 2011 年全球铜供给缺口将扩大至 44 万吨	10
表 4: 2010 年以来国家相关部委对中国优势金属的整治措施	12
表 5: 稀土的应用领域	14
表 6: 中国优势金属的产量和储量的全球占比	14
表 7: 2010 年主要小金属价格表现	15
表 8: 世界各国黄金储备 (2010 年 9 月)	17
表 9: 重点公司盈利预测及投资评级 (2010/12/17)	20

1.宏观篇：混沌的世界经济

1.1 全球经济复苏步伐不一致

年初至今，全球经济形势可以用“混沌”来形容，一方面是以中国、印度为代表的新兴国家迅速走出金融危机阴影，复苏势头强劲；另一方面是欧盟、日本、美国等发达国家依然是笼罩在经济危机的阴霾下，复苏缓慢，且不确定性加大。

IMF 在 10 月份《世界经济展望》中“上调 2010 年全球经济增长预期至 4.8%，此前预计为 4.6%；而下调 2011 年经济增长预期至 4.2%，此前预期为 4.3%。”该报告看好中国等新兴经济体以及欧元区主要国家经济增长，而下调美国和欧元区一些外围国家的经济增长预期。

其中，下调美国 2011 年 GDP0.6 个百分点至 2.3%，下调日本 GDP0.3 个百分点至 1.5%，但上调了欧盟 GDP0.2 个百分点至 1.5%，主要是基于德国、法国的经济复苏势头，而欧盟边缘国家如爱尔兰、希腊、葡萄牙等将继续衰退或增速放缓。维持对中国、印度、巴西等新兴国家经济快速增长的预测。

表 1：IMF10 月份对全球经济的预测

IMF 预测 (2010.10)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	变化
全球经济	5.1	5.1	3.1	-0.6	4.8	4.2	↓
先进经济体	3.0	2.7	0.8	-3.2	2.7	2.2	↓
其中：美国	2.8	2.0	1.1	-2.4	2.6	2.3	↓
欧盟	2.8	2.7	0.8	-4.1	1.7	1.5	↑
日本	2.4	2.3	-0.7	-5.2	2.8	1.5	↓
发展中国家	7.9	8.3	6	2.5	7.1	6.4	-
其中：中国	11.6	13	9	9.1	10.5	9.6	-
俄罗斯	7.4	8.1	5.6	-7.9	4	4.3	↑
非洲	6.1	6.2	5.2	2.2	5.0	5.9	-
印度	9.8	9.4	7.3	5.7	9.7	8.4	-
中东	5.7	6.3	5.2	2.4	4.5	4.9	-
巴西	3.8	5.7	5.1	-0.2	7.1	4.2	-

资料来源：东莞证券研究所，IMF

而联合国 12 月份发布的《2011 年世界经济形势与展望》，基本观点与 IMF 的基本一致，该报告认为：

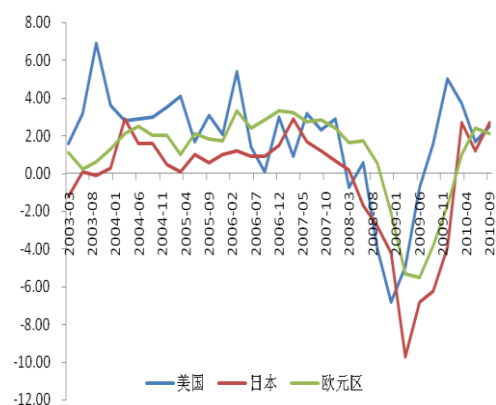
美国的经济复苏正在经历着“二战”以来所有经济周期中最疲软的阶段，2010 年美国的 GDP 增长为 2.6%，预计 2011 年将减缓至 2.2%。

欧洲和日本增长速度更为缓慢，德国经济如能继续复苏，欧元区 2011 年的增长可望维持在 1.5%，与 2010 年持平。受主权债务困扰的欧洲国家如希腊，葡萄牙，爱尔兰和西班牙的经济将继续衰退或停滞不前。日本经济在 2010 年初出现出口推动的反弹，但此后迅速下滑，2010 年全年增长为 2.7%。由于通货紧缩和数额庞大的公共债务的困扰，日本经济 2011 年增长率预计为 1.4%。

发展中国家和转型经济国家，尤其是一些新兴经济体的复苏力度远比发达国家强劲。虽然源于发达国家的全球金融危机对发展中国家造成了严重的影响，但危机之前较好的宏观经济基础，以及之后所采取的经济刺激政策促进内需增长，因而较为有效地减缓了外部冲击。如果主要发达国家的复苏脚步继续放缓，受其影响，发展中国家 2011 年经济增长可能也会从 2010 年的 7.0% 下降到 6.0%。

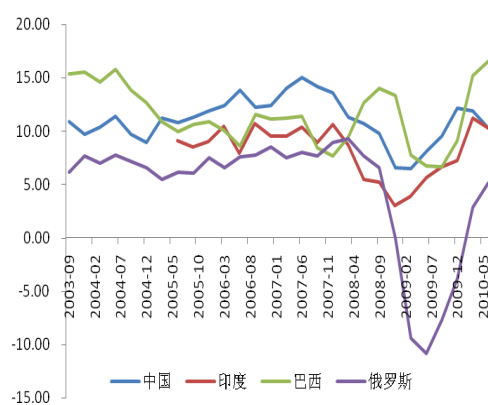
中国和印度仍将是亚洲发展中国家经济体增长的引擎。2011 年，国内宏观政策调控的效果以及主要发达国家复苏乏力的影响可能减缓中国和印度两大新兴经济体的增长速度，中国 2011 年的经济增长预期为 8.9%，印度为 8.2%。

图 1：美国、欧盟、日本 GDP 增长



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：中国、印度、巴西、俄罗斯 GDP 增长



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

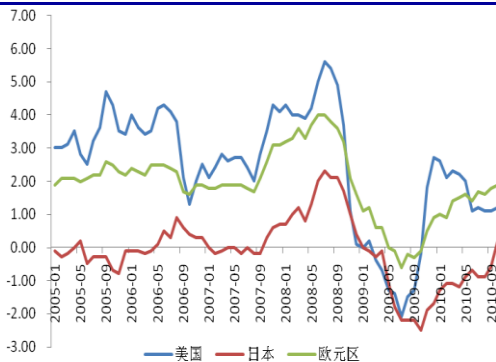
1.2 区域性通胀与通缩并存

各国的物价水平同样可以用“混沌”来形容。新兴国家的通胀压力不断加大，而发达国家却依然处于通缩水平。

新兴国家通胀压力越来越大，“金砖四国”的物价水平较高。中国，从 6 月份至今 CPI 节节攀升，11 月 CPI 高达 5.1%；印度更高，10 月份为 9.7%，虽然有所下滑，但仍维持高位；巴西 11 月份 CPI 5.63%，同样是连续 4 个月增幅扩大；俄罗斯 10 月份 CPI 7.5%，连续 3 个月攀升。

发达国家则依然处在通缩水平，美国 10 月 CPI 仅有 1.2%，核心 CPI 仅 0.6%；日本则通缩更严重，10 月 CPI 仅有 0.2%，核心 CPI 则为负值 -0.6%。欧元区 CPI 相对较高，10 月份为 1.9%，连续 3 个月上升，但离通胀还有很大距离。

图 3：美国、欧盟、日本 CPI 走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 4：中国、印度、巴西、俄罗斯 CPI



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

1.3 量化宽松 VS 货币收缩，全球货币政策博弈加剧

经济复苏步伐不一致，物价水平各异，导致了各国货币政策基调迥异。这种货币政策的博弈直接影响着全球货币流动性。

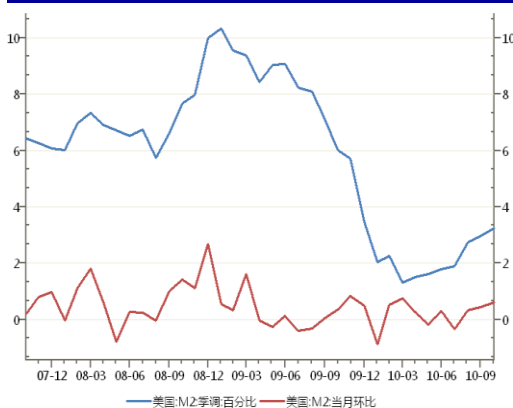
基本可以分为两个派系：发达国家以美国、日本为代表继续实行宽松货币政策，释放流动性；而以中国、印度为代表的新兴国家则因为经济运行良好但通胀压力加大，而不得不实行偏紧的货币政策，收缩流动性。

美国继续实行量化宽松货币政策，11 月份启动了第二轮的量化宽松（QE2），将在 2011 年 6 月前购买 6000 亿美元的美国长期国债，即 11 月开始平均每月注入 850 亿美元的流动性，以刺激美国经济复苏，同时宣布将联邦基金利率维持在零至 0.25% 的水平不变。而且，美国未来仍有启动第三次定量宽松政策的预期，市场预计第三次量化宽松将再次突袭全球市场，有预测称规模达 4000 亿美元。

日本面对国内低迷的经济和物价水平，也加大了宽松货币政策措施。10 月初日本央行宣布重新实行“零利率”政策，将宽松货币应用到极致；而且日本央行还将在 11 月开始实施总额为 5 万亿日元的金融资产购买计划，并以固定利率、资金供给担保等形式为市场提供 30 万亿日元流动性。

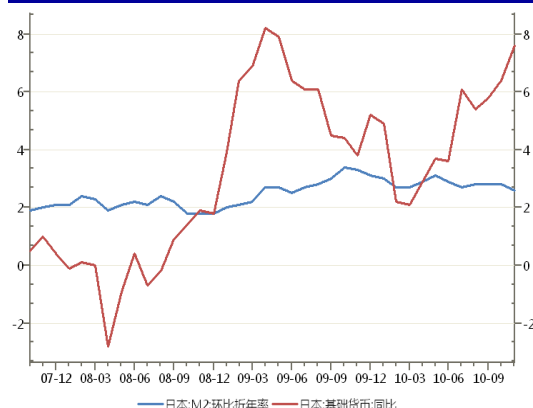
英国近期也将加入量化宽松的行列，英国央行副行长毕恩 12 月 13 日表示，经济重新恢复正常可能还需要一段时间，如果欧元区危机持续恶化并对英国造成冲击，或者英国经济出现明显下滑的迹象，英央行有可能实施进一步的量化宽松措施。

图 5：美国货币供应增速有加快趋势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 6：日本货币供应量持续增加



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

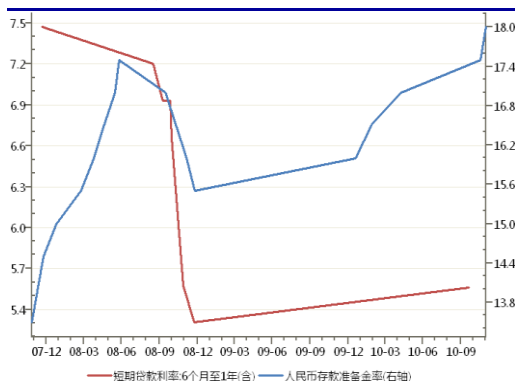
但经济形势良好而国内通胀压力较大的新兴国家却被迫开始收缩流动性，实行偏紧的货币政策。

印度是实行紧缩货币政策最为坚决的国家之一，今年 3 月将回购利率和反向回购利率上调 0.25 个百分点，至 5% 和 3.5%；11 月印度再次宣布把回购利率和反向回购利率各提高 25 个基点，至 6.25% 和 5.25%。今年，印度已经连续加息达 6 次，将回购利率和反向回购利率累计分别上调了 1.5 个百分点和 2 个百分点。

澳大利亚也多次加息，2009 年 10 月至今，已经加息达 7 次，每次上调 25 个基点，使得该国基准利率从 2009 年 10 月的 3% 升至目前的 4.75%。而且未来仍有继续加息的空间。

中国作为经济增长主要驱动力量的国家，在经济快速增长的同时也面临着越来越大的通胀压力，CPI 连续 5 个月走高，11 月更是达到了 5.1% 的高位。不得已，中国连续 6 次上调了法定存款准备金率，使准备金率达到了历史最高点，并在 10 月上调存款基准利率上调 0.25 个百分点。2011 年实行灵活的适度收紧的货币政策是主基调。

图 7：中国存款准备金率和贷款利率



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 8：澳大利亚利率走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2. 大金属：紧跟通胀和美元这两条主线

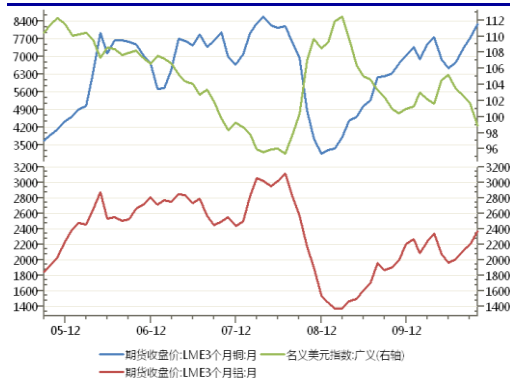
2.1 美元贬值和通胀预期是推动金属价格上涨的一个重要外因

美元走势的主要影响有：美国的贸易逆差、美国货币政策取向、他国汇率走势、全球投资风险偏好等，可以说当今全球政治界和经济界都十分关心美元走势。美国的贸易逆差依然严重、国内就业持续低迷，成为了美国大力推行量化宽松政策的主要依据，进而推动美元走弱。但是，欧元区主权债务危机的风险犹存，使欧元成为相对高风险资产而走弱，进而影响着美元的走强。

综合各种因素相互博弈的分析，我们倾向于美元当前的反弹仅是一种“下降过程中的喘息”，是欧元走弱的一个跷跷板反应，而欧债危机平息之后，美元将继续其漫漫走弱态势。

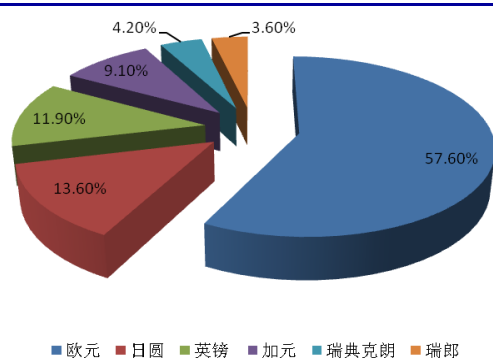
通胀方面，前面已经阐述了全球不一样的通胀水平，新兴国家面临着输入型通胀压力，而美国、日本等发达国家依然在抗通缩过程中。总体看，在发达国家持续的释放货币流动性的背景下，全球市场是有较为强烈的通胀隐忧。

图 9：美元走势与铜、铝价的跷跷板



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 10：美元汇率的权重



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

基于对美元中期的看淡，我们认为 2011 年金属价格仍将能维持强势，价格重心仍将继续上移。我们预计 2011 年上半年 LME 铜均价有望达到 9000 美元/吨，比今年下半年提升 15.18%；LME 铝价因供给过剩严重，价格上涨幅度将受到制约，上涨约 5.73% 至 2350 美元/吨；其他金属铅锌价格分别上涨 10.7%、10.37%。黄金价格仍继续看好，预计 2011 年上半年均价将达到 1400 美元/盎司，增长 8.63%。

表 2：2011 年主要金属价格预测与驱动因素和风险因素

	2010 上半年	2010 下半年	2011 上半年	增长 (%)	主要驱动因素	主要风险因素
LME 铜价 (美元/吨)	7,159	7,814	9000	15.18%	美元走弱 中国进口增加 加工费提高 供给缺口扩大 企业补库行为等	美元走强 中国收缩流动性 中国房地产或电网 投资减少等
LME 铝价 (美元/吨)	2,162	2,223	2350	5.73%	美元走弱 供给过剩缩窄	产能释放较大 美元走强 房地产投资减少等
LME 铅价 (美元/吨)	2,104	2,213	2450	10.70%	美元走弱 汽车销量增长等	美元走强 汽车和钢铁低迷 国储抛压等
LME 锌价 (美元/吨)	2,182	2,175	2400	10.37%	美元走弱 汽车销量增长等	美元走强 钢市低迷 国储抛压等
COMEX 金价 (美元/盎司)	1,155	1,289	1400	8.63%	美元走弱 央行增持黄金 ETF 增持黄金 通胀加剧等	美元走强 中国收缩流动性等

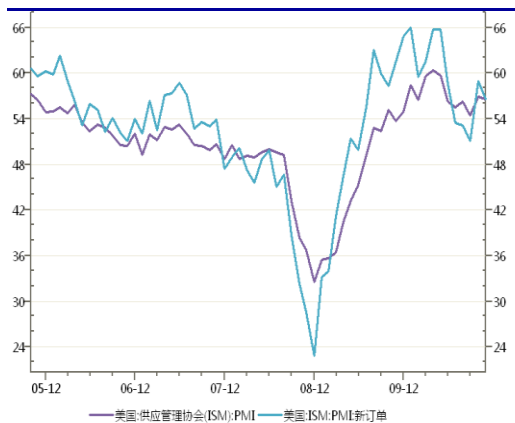
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2.2 金属需求持续复苏

尽管 2010 年全球经济复苏遇到众多考验，复苏的步伐也不一致，但总体看对金属的需求是持续复苏的，主要表现在美国的制造业景气度保持了较好的水平，耐用品订单持续增长；中国金属下游依然保持了较快的增长速度。

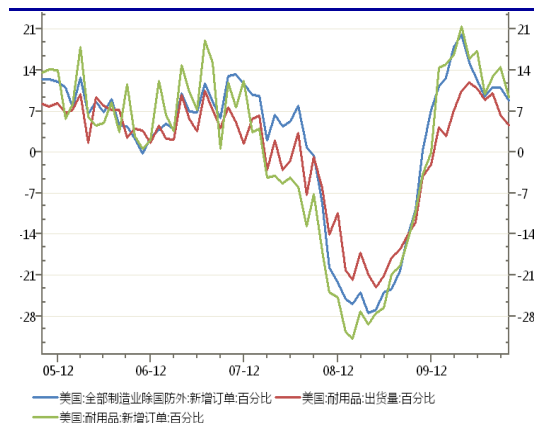
美国 11 月 PMI 指数 56.6 点，依然处于高于 50 点的较高水平，新订单 56.6 也显示了制造保持了良好复苏态势。10 月份全部制造业新增订单同比增长 8.76%，虽然增速比前几个月有所下滑，但也保持了正增长；其中耐用品的出货量和新增订单分别增长 4.59%、9.33%，也是保持了正增长。

图 11：美国的 PMI



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 12：美国耐用品订单增速

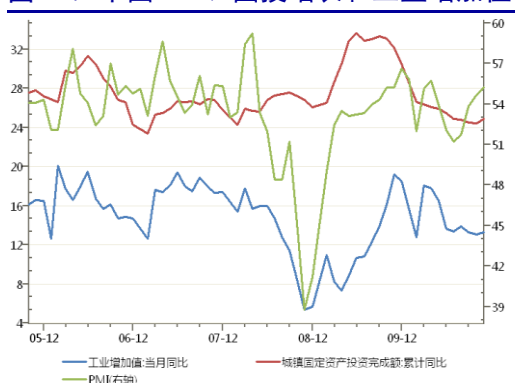


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

中国经济复苏强劲，前三季度 GDP 增速高达 10.6%，前 11 个月固定资产投资增速 24.9%。PMI 也持续保持在较高水平。

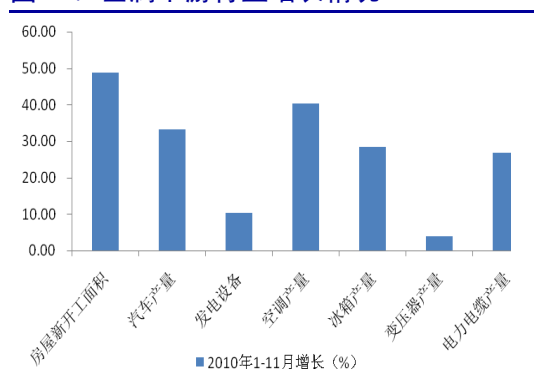
金属行业主要下游行业均实现不同幅度的增长，其中 1-11 月新屋开工面积增长 48.7%，汽车产量增长 33.12%，发电设备增长 10.37%，空调冰箱增长 40.3%、28.45%，变压器增长 3.99%，电力电缆增长 26.87%。

图 13：中国 PMI、固投增长和工业增加值



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 14：金属下游行业增长情况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2.3 铜：依然是基本面最好的工业金属

铜的金融属性仅次于黄金，是风险资金较为偏好的投资品种。2010 年铜价强势震荡上扬，LME 铜价由年初的 7500 美元/吨上涨至 12 月 14 日的 9165 美元/吨，涨幅为 22.2%；国内 SHFE 铜价由于受到人民币升值制约，涨幅较小为 11.7%。

供需方面，全球市场铜供给平稳增长，据 ICSG 统计前八个月全球铜精矿产量 1052.6 万吨，仅同比增长 1.02%；精炼铜产量 1266 万吨，增长 5.76%。而需求快速增长，前 8 个月全球精炼铜需求量达 1302 万吨，增幅为 8.3%。如此，导致了全球铜市场出现了较大缺口，前 8 个月缺口达到了 36.9 万吨，而去年同期仅缺口 4.7 万吨。

ICSG 预计 2011 年全球铜供给量 1929 万吨，增长 1.11%；预计需求量达到 1973 万吨，增长 4.49%，供需缺口进一步扩大至 44 万吨。

其中，中国 1-10 月精炼铜产量 392 万吨，同比增长 12.5%，产能利用率高达 89.4%。

表 3：2011 年全球铜供给缺口将扩大至 44 万吨

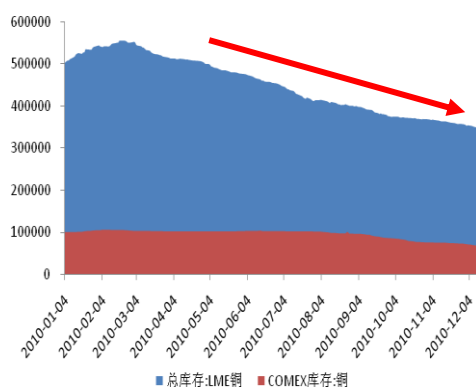
千吨	2008 年	2009 年	2010E	2011E
全球精铜产量	18200	18296	19081	19293
增长 (%)	1.48%	0.53%	4.29%	1.11%
全球精铜需求	18026	18118	19200	19729
增长 (%)	-1.00%	0.51%	5.97%	2.76%
供需平衡	174	178	-119	-436

资料来源：东莞证券研究所，ICSG

由于供给平稳而需求旺盛，导致库存量大幅下降，2010 年 3 月至今 LME 铜库存持续下降，由 2 月份最高的 55 万吨迅速下降至 12 月中的不足 35 万吨，降幅高达 45%。我国 SHFE 交易所的铜库存也是下降明显，由 4 月份的 19 万吨下降至 11.6 万吨，降幅为 39%。COMEX 铜库存更是迅速下降 50%之多。

12 月 14 日三大交易所（LME、SHFE、COMEX）铜累计库存量仅有 53.2 万吨，仅够全球市场不足 10 天的需求量，供给十分紧张。

图 15：LME、COMEX 铜库存大幅下降



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 16：我国 SHFE 铜库存降幅明显



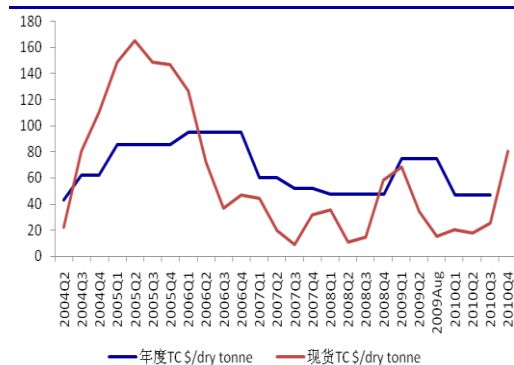
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

看好 2011 年铜的另一个重要因素是铜加工费（TC/RC）将会大幅上涨。2010 年受铜精矿供给紧张影响，长单加工费大幅下跌，TC/RC 分别为 46.5 美元/吨、4.65 美分/磅，比 2009 年大幅下跌了 38%。

而 2010 年 8 月份后, 由于铜精矿供给相对稳定而精炼铜产能受限, 导致了现货加工费在触底后大幅反弹, 由 8 月份最低点 15 美元/吨反弹至 80 美元/吨, 反弹幅度高达 433%。

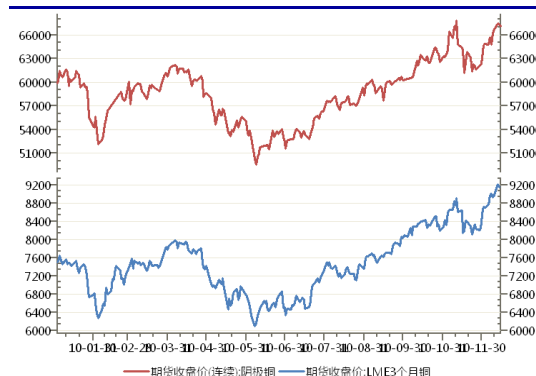
2011 年长单铜加工费谈判已经展开, 最新消息称日本、印度冶炼企业均希望明天铜精矿加工费长单 TC/RC 达到 80 美元/吨和 8.0 美分/磅, 比 2010 年上涨 70%。这将促进铜冶炼企业盈利的大幅回升。

图 17: 铜精矿 TC/RC 现货和长单走势



资料来源: 东莞证券研究所, 联合金属网

图 18: LME、SHFE 铜价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

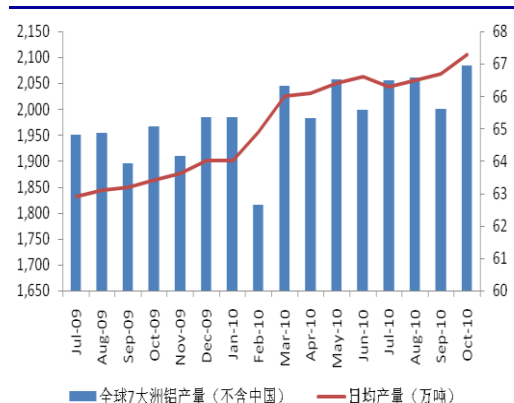
2.3 铝: 供给过剩制约价格上行空间

我们不看好未来铝价的走势, 认为其上行空间因产能过剩而受到压制。

国际铝业协会统计, 2010 年全球原铝产能达 2691 万吨 (扣除中国), 加上中国近 2000 万吨的原铝产能, 累计产能达 4691 万吨。世界金属统计局 (WBMS) 统计前 10 个月全球铝市供给过剩 28.5 万吨, 预计 2010、2011 年仍将是过剩局面。

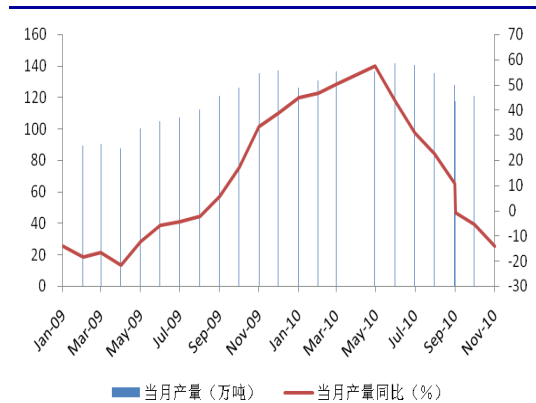
1-10 月, 全球原铝产量 3328 万吨, 同比增长 11.4%; 其中中国产量 1319 万吨, 大幅增长 27.2%, 中国产量占全球比例高达 40%。虽然中国在 9 月份开始在节能减排压力下停止了部分产能, 使 9-11 月份原铝产量大幅缩减, 但 2011 年后减排压力缓解后将出现产能集中释放风险。

图 19: 全球原铝月度产量攀升



资料来源: 东莞证券研究所, IAI

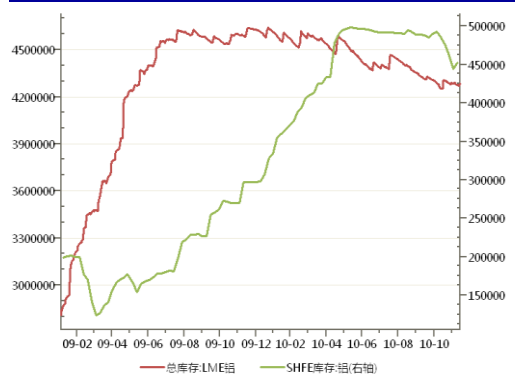
图 20: 中国原铝产量



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

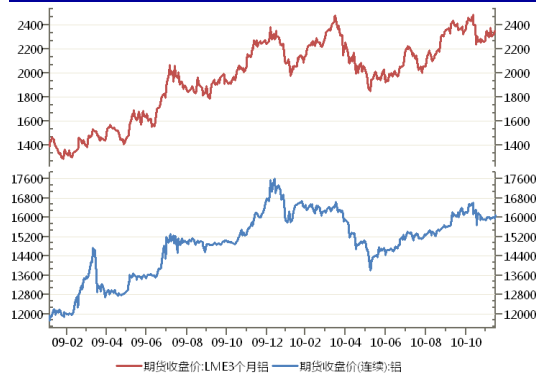
供给过剩的其中一个表现是库存居高不下，LME 铝库存虽在 6 月份开始震荡下降，但当前库存量仍有 428 万吨的历史高位；SHFE 铝库存量 45 万吨，降幅不明显。LME、SHFE 合计铝库存量高达 473 万吨，依然足够全球市场 42 天的需求量。库存的回落 2 依然是长路漫漫。

图 21：LME、SHFE 铝库存走势



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

图 22：LME、SHFE 铝价格走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3. 小金属：政策红利下优势金属的发展机遇

3.1 优势金属受政策鼓励，需求前景光明

2010 年 9 月 8 日，国务院原则上通过了《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》，提出要加快培育和发展战略性新兴产业，包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等七大新兴产业。2010 年 10 月 18 日，中共中央第十七届五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，发展战略性新兴产业纳入“十二五”规划。

小金属，因其特有的性能和用途成为新兴产业的重要原料。尤其是新能源汽车、新材料、新能源、高端装备、信息技术等这些新兴产业所用的很多上游原料涉及到稀土、钨、钛、钼、铟、锆、锂等。

今年以来，我国政府明显加大了对中国优势金属的整治力度，力图通过控制产量、限制出口、资源整合等措施发挥我国优势金属的作用。重重迹象表明，稀有金属正处于我国特有的政策牛市中，面临前所未有的发展机遇。

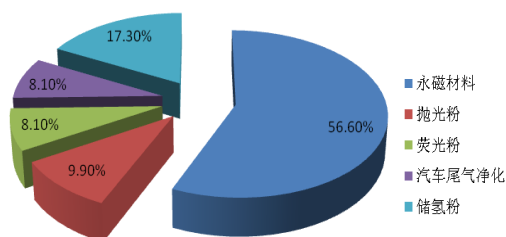
表 4：2010 年以来国家相关部委对中国优势金属的整治措施

日期	涉及金属	政策内容
2010 年 2 月 9 日	钼	工信部发布《关于公开征集钼行业准入条件意见的通知》
2010 年 3 月 15 日	稀土、钨、锑	国土资源部发布《2010 年钨矿锑矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》
2010 年 3 月 18 日	稀土、钨、锑、钼、锡	工信部发布《2010 年稀有金属矿产品和冶炼分离产品指令性生产计划》
2010 年 5 月 12 日	稀土	工信部发布《关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知》
2010 年 5 月 20 日	稀土	国土资源部发布《稀土等矿产开发秩序专项整治行动的通知》
2010 年 7 月 26 日	稀土、钨、锑、钼、锡	工信部起草稀有金属行业“十二五”规划
2010 年 10 月 28 日	钨、锡、钼、锑	商务部发布 2011 年部分稀有金属出口配额

日	钢	
2010 年 11 月	稀土、钨、锑、钼、锡等十种金属	相关部门正在开展十种稀有金属酝酿战略收储(稀土、钨、锑、钼、锡、钨、锑、钼和锆)的研究工作

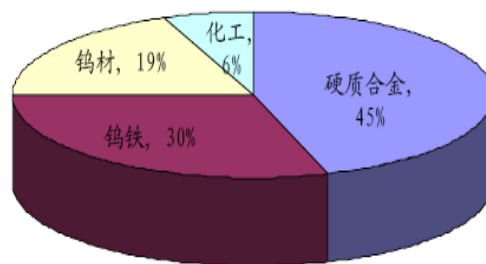
资料来源：东莞证券研究所整理

图 23：我国稀土材料消费结构



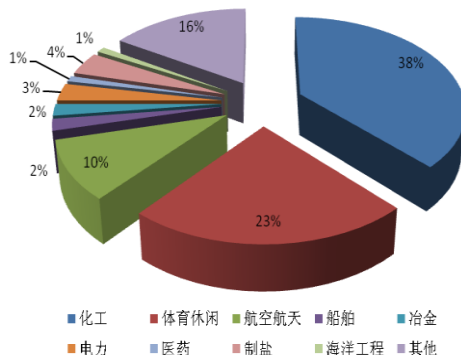
资料来源：东莞证券研究所

图 24：我国钨需求结构



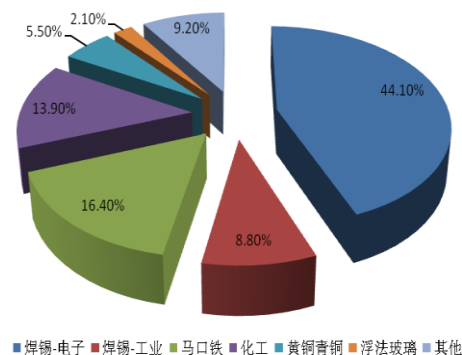
资料来源：东莞证券研究所

图 25：钛材消费结构



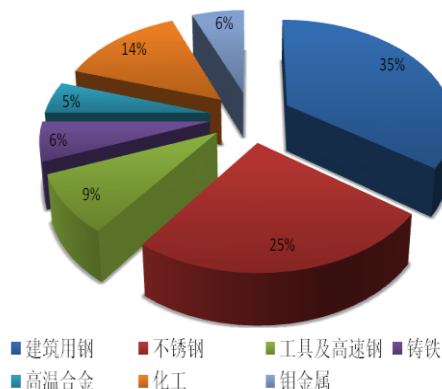
资料来源：东莞证券研究所

图 26：锡消费结构



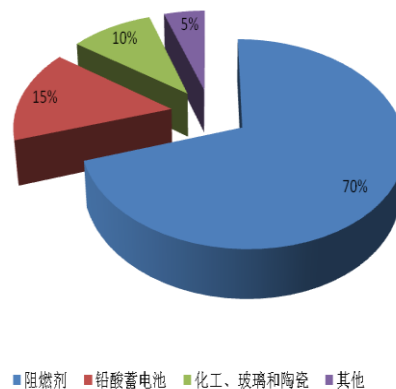
资料来源：东莞证券研究所

图 27：钼消费结构



资料来源：东莞证券研究所

图 28：锑消费结构



资料来源：东莞证券研究所

表 5：稀土的应用领域

应用领域	用途	涉及稀土品种
永磁材料	稀土钕铁硼是目前已知的磁性最高的永磁材料，被称为“永磁王”，钕铁硼具有体积小、重量轻、磁性强、节能高效的特性，广泛用于永磁电机、风机、节能家电、核磁共振等领域。	钕、钐、镨
净化催化剂	稀土催化剂具有热稳定性好、活性较高、使用寿命长特性，应用领域包括汽车尾气净化；工业废气及人居环境净化；催化燃烧；燃料电池；低值烷烃利用等。	氧化铈、氧化镨和氧化镧
发光材料	稀土三基色荧光灯是当今风靡世界的高效节能新型电光源，节能效果好，发光强度高、色彩稳定真实、使用寿命长，广泛应用在各种节能灯、弧光灯、彩色电视等，当今最热的 LED 灯也要添加稀土材料。	镧、铈、铕、钇等
玻璃添加剂	玻璃中添加不同的稀土物会产生不同颜色效果，稀土可作为脱色剂使玻璃更加晶透，提高玻璃的强度和耐热性。广泛应用在各种高档玻璃中。	镨、钕、铒
核工业的控制材料、结构材料和屏蔽材料	中子俘获截面很小的钆，比重比钨还轻，是很有前途的原子反应堆的结构材料。而中子俘获截面很大的钐、钐、钐，能够强烈吸收中子，可作为反应堆的控制棒和停堆棒，还可以用作屏蔽材料。用稀土同位素镨支撑微型原子电池，利用原子能长期发电，可以免受外界温度、压力的影响。	钐、钐、钐、钐、钐、钐等
激光材料	掺钕激光玻璃、掺钕钒石榴石单晶、掺钕硅酸氧钒晶体等是性能优良的激光器材料。	钕、钐
超导材料	在高临界温度的钕钒铜氧新型超导材料，这些材料中的钐、钐成分，就是稀土中的成员。	钐、钐
其他用途	是结构材料的合金元素，在不同的合金中添加稀土会起到特殊的功能，如在镁合金添加稀土会增强抗高温性能和可焊性，钛合金加入适当的稀土可用做高温耐热合金，铝合金中添加钐会增强耐热性和耐蚀性。这些稀土合金材料广泛应用在高端的航空航天、海洋工程、医疗器械等。	多种稀土品种

资料来源：东莞证券研究所、《金属材料科学 2006 年版》

3.2 优势金属价格大翻身

中国优势金属大多在全球市场上占据了绝大部分的产量比重，如稀土的产量全球占比高达 96.77%，几乎全球稀土供给都来自中国，而其他国家如美国、俄罗斯等虽然有稀土储备，但都实现了保护性的限制开采。其他金属，铌产量的全球占比 90.91%，钨产量的全球占比 81%，锆产量的全球占比 71.43%，铟占比 58.1%，锡占比 37.46%，钼产量的全球占比 28.21%。

中国近年来加大了对这些优势金属的整治力度，使其价格大多实现了大幅上升，达到了整治的目的。

表 6：中国优势金属的产量和储量的全球占比

金属品种	精矿产量（2009 年）			储量（2009 年）		
	中国	全球	中国占比（%）	中国	全球	中国占比（%）

稀土（万吨）	12	12.4	96.77%	2700	8800	30.68%
钨（万吨）	4.7	5.8	81.03%	180	280	64.29%
钼（万吨）	5.98	21.2	28.21%	330	860	38.37%
铋（万吨）	17	18.7	90.91%	79	210	37.62%
锡（万吨）	11.5	30.7	37.46%	170	560	30.36%
锗（吨）	100	140	71.43%	3500	8600	40.70%
铟（吨）	330	568	58.10%	6600	11360	58.10%

资料来源：东莞证券研究所，USGS

部分小金属 2010 年价格表现：

稀土价格：在自上而下的全国整治行动下，稀土价格全年一路走高，12 月份维持在高位运行。金属铈价格为 5.2 万元/吨，半年涨幅 26.83%，全年涨幅 30%；金属钕、金属镨价格半年涨幅 34.78%、33.57%，全年涨幅 85.47%、117.05%。稀土氧化物的价格同样走高，氧化铈、氧化钕、氧化镨价格全年涨幅分别 57.5%、83.58%、119.68%。

铋：铋是 2010 年表现最强势的小金属，12 月报价 12000 美元/吨，已大幅创历史新高，半年涨幅 33.33%，全年涨幅高达 106.9%。

钨：受开采量控制影响，全年价格稳步提高，12 月钨酸盐 APT 价格为 308 美元/吨度，半年涨幅 35.16%，全年涨幅达 55.7%。

钼：2010 年涨幅最大的小金属，12 月钼铁矿为 93.5 美元/磅，半年涨幅 87%，全年涨幅达 159.77%。

钼：价格上半年好于下半年。12 月价格为 16.05 美元/磅，半年涨幅为-7.65%，全年涨幅达 39.57%。

钛铁：价格上半年好于下半年。12 月价格为 7 美元/公斤，半年涨幅为 0.00%，全年涨幅达 59.82%。

锰、镁：价格震荡上扬，但幅度不大。半年涨幅分别为 17.54%、11.86%，全年涨幅分别为 21.82%、20%。

锡：作为有期货价格的小金属，走出了独立于基本金属的强势上涨态势。11 月份创下反弹新高的 27500 美元/吨，12 月价格为 25825 美元/吨，半年涨幅为 45%，全年涨幅达 48.83%。

锗：全年涨幅最小的小金属品种，12 月价格 655 美元/公斤，半年涨幅为 9.17%，全年涨幅仅有 8.26%。

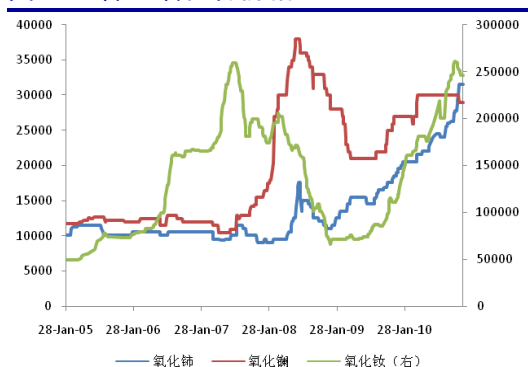
表 7：2010 年主要小金属价格表现

	1 月 1 日 价格	6 月 1 日 价格	12 月初 价格	半年涨幅 (%)	全年涨幅 (%)
金属铈（元/吨）	40,000	41,000	52,000	26.83%	30.00%
金属镨（元/吨）	48,000	53,000	53,000	0.00%	10.42%
金属钕（元/吨）	175,500	241,500	325,500	34.78%	85.47%
金属镨（元/吨）	880	1,430	1,910	33.57%	117.05%
氧化铈（元/吨）	20,000	22,000	31,500	43.18%	57.50%
氧化镨（元/吨）	27,000	30,000	29,000	-3.33%	7.41%

氧化钼（元/吨）	134,000	182,000	246,000	35.16%	83.58%
氧化镨（元/吨）	625	1,035	1,373	32.66%	119.68%
铈（99.65%，美元/吨）	5,800	9,000	12,000	33.33%	106.90%
钨酸盐（美元/吨度）	198	228	308	35.16%	55.70%
钼铁矿（30-35%，美元/磅）	36.00	50.00	93.50	87.00%	159.72%
钼（美元/磅）	11.50	17.38	16.05	-7.65%	39.57%
钛铁（美元/公斤）	4.38	7.00	7.00	0.00%	59.82%
锰（99.7%，美元/吨）	2,750	2,850	3,350	17.54%	21.82%
镁（99.9%，美元/吨）	2,750	2,950	3,300	11.86%	20.00%
锆（99.99%，美元/公斤）	605	600	655	9.17%	8.26%

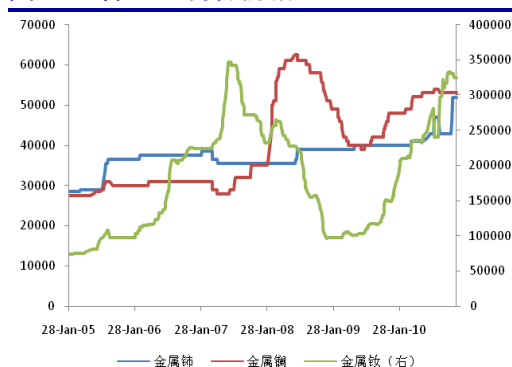
资料来源：东莞证券研究所，中国金属新闻网，wind 资讯

图 29：稀土氧化物价格



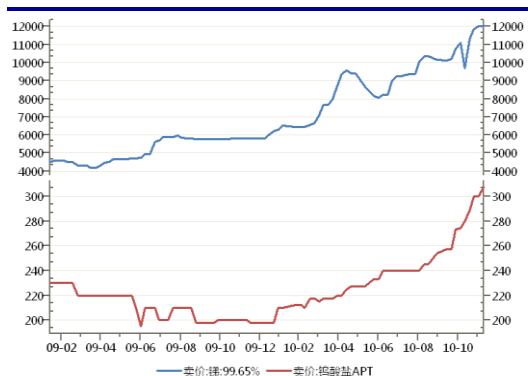
资料来源：东莞证券研究所，中国金属新闻网

图 30：稀土金属物价格



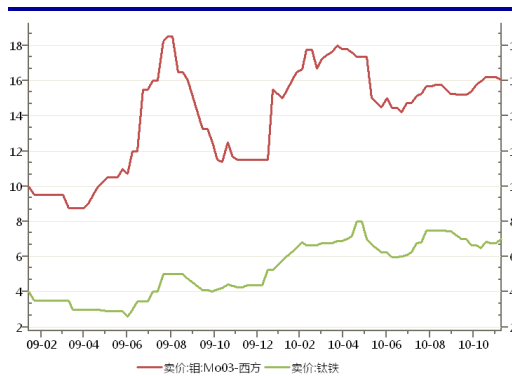
资料来源：东莞证券研究所，中国金属新闻网

图 31：铈、钨酸盐价格



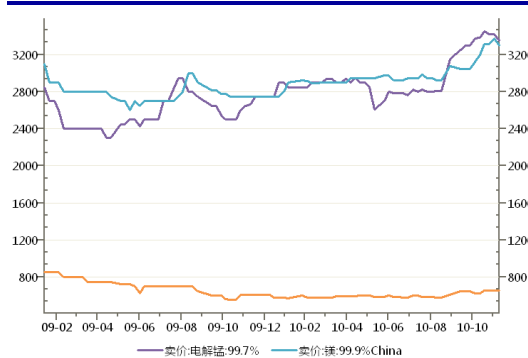
资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

图 32：钼、钛铁价格



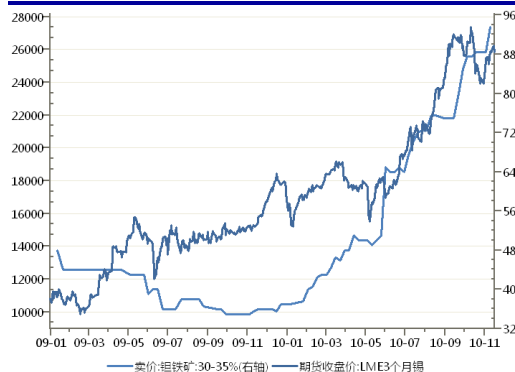
资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

图 33: 镁、锰、锆价格



资料来源: 东莞证券研究所、wind 资讯

图 34: 锡、钨铁价格



资料来源: 东莞证券研究所、wind 资讯

4. 黄金：中期继续看好

我们在中期策略报告指出：“黄金成为乱世英雄，后市金价仍能保持强势走势，中期金价有望达到 1300—1500 美元/盎司。”

今年黄金价格稳步走高符合预期，全年金价最高达到 1415 美元/盎司，距离我们预计的 1500 美元不远；全年金价 COMEX 均价为 1220 美元/盎司，同比上涨 25.2%，SHFE 金均价 266.82 元/克，上涨 24.29%。

2010 年全球市场增持黄金储备的力度明显强于过去，据世界黄金协会（WGC）统计，2010 年 9 月世界各国合计黄金储备 27113 吨，增加 816 吨增幅为 3.1%。其中中国增储 454 吨，使黄金储备增加至 1045.1 吨，但占外汇储备的比例依然很低仅有 1.5%；印度增储 200 吨，俄罗斯增储 275 吨。

表 8: 世界各国黄金储备（2010 年 9 月）

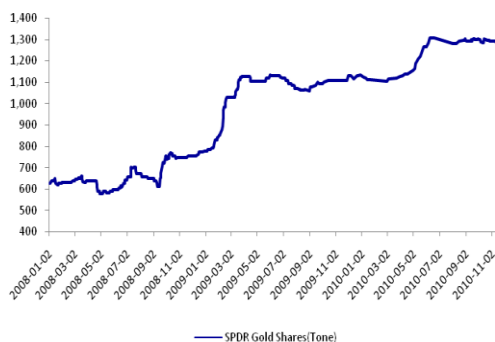
序号	国家（地区）	数量（吨）	黄金占外汇储备（%）	序号	国家（地区）	数量（吨）	黄金占外汇储备（%）
1	美国	8133.5	72.1	11	俄罗斯	726	5.7
2	德国	3402.5	67.4	12	台湾	423.6	4.1
3	IMF	3217.3		13	葡萄牙	382.5	79.6
4	法国	2435.4	65.7	14	印度	557.7	7.4
5	意大利	2451.8	66.2	15	委内瑞拉	363.9	48.5
6	瑞士	1040	15.1	16	英国	310.3	15.6
7	日本	765.2	2.7	17	黎巴嫩	286.8	25.2
8	荷兰	612.5	55.8	18	西班牙	281.6	35.9
9	中国	1054.1	1.5	19	奥地利	280	54.3
10	欧洲央行	501.4	25.9	20	比利时	227.6	33.8
	世界各国合计	27113	10.1		欧洲地区合计	10793.4	58.1

资料来源: 东莞证券研究所、中国黄金网

黄金 ETF 同样对黄金价格看好,全球最大的黄金 ETF 基金 SPDR Gold Share 在 2010 年持续增持黄金持有量,由年初的 1128.75 吨提高至 12 月份的 1298.75 吨,增持幅度为 15.06%。从 10 月份至今,SPDR Gold Share 一直维持高位的黄金持有量,并没有明显的减仓行为。

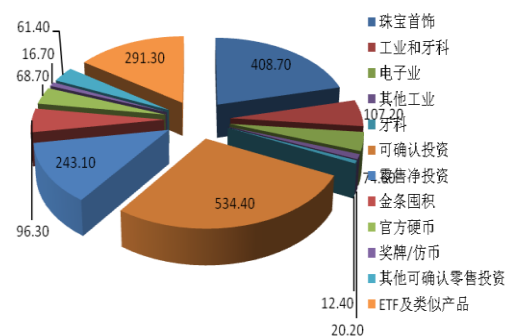
黄金需求保持旺盛,WGC 统计 2010 年第二季度黄金总需求两位 1050.3 吨,环比 1 季度增长 34.25%。其中可确认的投资需求和零售投资需求分别增长了 160%、20.6%,成为黄金需求增长的最主要因素;而其他需求如珠宝首饰、工业和牙科、电子业的需求保持稳定。

图 35: SPDR Gold Shares 黄金持有量



资料来源: 东莞证券研究所、中国黄金网

图 36: 黄金需求结构



资料来源: 东莞证券研究所、WGC

鉴于我们对美元中期的走弱判断,全球经济复苏的不确定性众多,以及对未来通胀的担忧,我们依然看好黄金的中期走势。我们认为后市金价仍能保持强势走势,中期金价有望突破 1500 美元/盎司。此外,白银/黄金的比值仍处于历史相对低位,银价继续补涨的空间更大,建议关注国内最大白银冶炼企业豫光金铅。

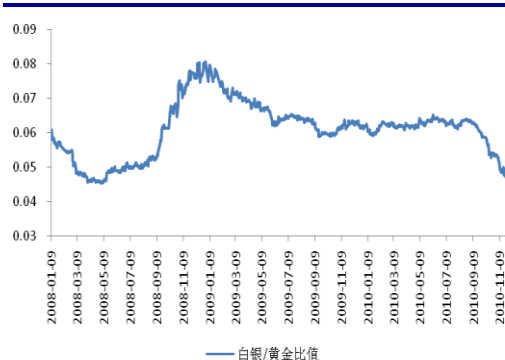
继续推荐山东黄金,谨慎推荐紫金矿业。其他黄金股中金黄金、辰州矿业、荣华实业等,以及主业即将转为黄金采选的大元股份依然值得重点关注。

图 37: COMEX、SHFE 金价走势



资料来源: 东莞证券研究所、wind 资讯

图 38: 白银/黄金比值仍处于低位



资料来源: 东莞证券研究所、wind 资讯

5.投资策略: 两条腿走路

5.1 下半年行情总结: 大小金属你方唱罢我登场

我们对前期报告主要观点做简要梳理。

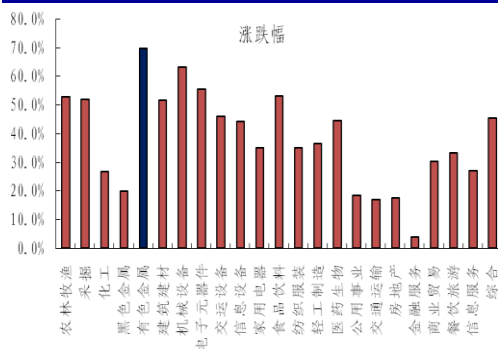
我们在中期策略报告《有色金属 2010 年下半年投资策略：抓小放大，伺机而动》（2010/6/23）中指出：“小金属尤其是稀有小金属正处于我国特有的政策牛市中，面临前所未有的发展机遇；大金属需耐心等待时机，一旦时机成熟将是很好的投资机会。”

我们在 7 月份做了个金属新材料的专题研究《金属新材料专题研究：沐政策暖风，赏满园春色》（2010/7/12），对钛、钽铌、稀土材料、硬质材料、贵金属材料等做了较为详细的阐述，提出“大浪淘沙觅真金”的投资策略，认为应该从技术和规模、需求前景、产业化程度等角度甄别股票、选择投资标的，建议积极关注贵研铂业、包钢稀土、厦门钨业、东方钽业、宝钛股份、安泰科技、中科三环等。

我们在 9 月月报《有色金属行业 9 月月报：大金属的春天是否到来了？》（2010/9/29）中指出：“我们判断由流动性推动的金属价格上涨行情或再次重演，特别是在美元不断贬值的大背景下，金属价格或将呈现“易涨难跌”的行情。我们认为后市有色金属的风格转化或将出现，后市应该重点关注风格转换后的大金属的交易机会，对于小金属则应防范短期的回落风险。”

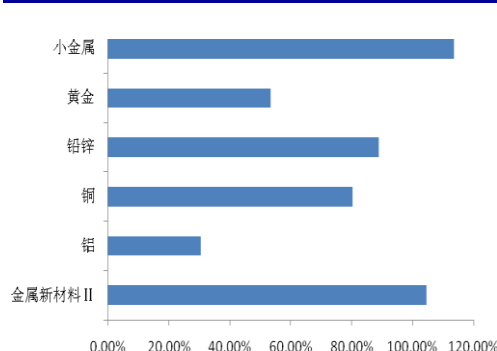
从下半年有色金属股票走势看，跟我们核心观点基本一致，符合我们的判断。

图 39：下半年行业涨跌比较



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

图 40：下半年有色金属分化明显



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

5.2 投资策略：把握趋势，两条腿走路

对于 2011 年上半年有色金属行业的投资策略，我们提出“两条腿走路”的投资策略，即区别对待大金属（工业金属）和小金属（包括新兴产业中的金属新材料）。

大金属（工业金属，铜铝铅锌等），基本面受全球宏观经济的影响较大，大多具有期货价格，受投资预期和流动性的扰动也很明显。对于大金属，我们认为应该紧跟美元和通胀这两条主线，美元指数的强弱既是直接影响金属价格短期走势的主要因素，也是货币流动性充裕与否的表观反应；而通胀，对于资源类商品而言是利好的。综合前面分析，我们对美元中期持看淡观点，我们认为 2011 年金属价格仍将能维持强势，价格重心仍将继续上移。综合分析，我们相对看好铜陵有色（铜）、江西铜业（铜）、山东黄金（黄金）、中金岭南（铅锌）、贵研铂业（贵金属加工）。

小金属（包括新兴产业中的金属新材料），我们依然认为稀有小金属正处于我国特有的政策牛市中，面临前所未有的发展机遇。小金属品种众多，从政策导向、需求

结构看，又以稀土、钨、锑、钼、钛、钴、锂等的前景更为广阔。因此，对于小金属应该从政策驱动因素考量投资机会。**建议重点关注：包钢稀土（稀土）、厦门钨业（稀土、钨）、辰州矿业（金、锑、钨）、金钼股份（钨）、锡业股份（锡）、格林美（超细钴、镍粉）、东方钽业（钽）、西部材料（钛）、宝钛股份（钛）。**

综合以上分析，我们维持对有色金属行业的谨慎推荐评级，2011 年上半年有色金属机遇大于风险，结构性行情仍将延续。给予铜、黄金、小金属和金属新材料谨慎推荐评级，给予铝、铅锌中性评级。

表 9：重点公司盈利预测及投资评级（2010/12/17）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E		
600362	江西铜业	39.83	0.68	1.35	1.69	58.71	29.61	23.60	推荐	维持
000630	铜陵有色	28.85	0.47	0.71	1.20	61.43	40.37	24.09	推荐	维持
00060	中金岭南	21.77	0.26	0.58	0.79	83.40	37.84	27.61	推荐	维持
600459	贵研铂业	39.40	0.08	0.68	0.85	482.48	57.93	46.34	推荐	维持
600549	厦门钨业	48.74	0.31	0.66	1.00	156.19	73.87	48.53	推荐	维持
600547	山东黄金	54.50	0.52	0.93	1.30	103.99	58.53	42.04	推荐	维持
601899	紫金矿业	8.46	0.24	0.31	0.39	34.74	27.20	21.76	谨慎推荐	维持
601958	金钼股份	25.46	0.17	0.41	0.61	149.50	62.81	41.74	谨慎推荐	维持
000960	锡业股份	33.21	0.16	0.53	0.71	203.66	63.06	46.62	谨慎推荐	维持
600111	包钢稀土	70.57	0.07	1.01	1.41	1021.63	69.91	49.98	谨慎推荐	维持
600456	宝钛股份	30.10	0.04	0.25	0.75	788.44	119.92	39.97	谨慎推荐	维持
002149	西部材料	26.41	0.17	0.20	0.46	156.08	131.77	57.58	推荐	维持
002340	格林美	63.49	0.47	0.78	1.45	135.18	81.08	43.76	推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中, 不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即: 权证以及衍生品市场的研究报告, 其基础风险评级为高风险; 股票、偏股型基金市场方面的研究报告, 其基础风险评级为一般风险; 债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告, 其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠, 但是本公司对这些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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 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, 并不构成对任何人的投资建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn