

证券研究报告—深度报告

有色金属

有色金属行业 2011 年投资策略

谨慎推荐

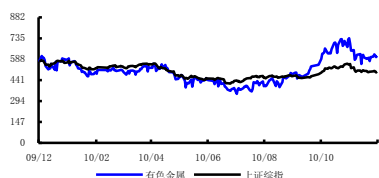
(维持评级)

2010 年 12 月 12 日

本报告的独到之处

- 对引起震荡市的三大因素进行情景分析, 提出可以作为投资节奏参考的“投资时点”
- 通过分析欧盟 14 种生死攸关原材料再探小金属投资机会

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《有色金属行业数据库周报: 钨锡小金属价格上涨态势依旧, 锡价跨越 8 万元/吨大关》——2010-12-6
《有色金属行业阶段性走势点评: 二次量化宽松预期下的有色行业投资再思考》——2010-10-18
《有色金属行业 2010 年中期投资策略: 不确定环境中寻求确定投资》——2010-05-31

证券分析师: 彭波

电话: 0755-82133909

E-mail: pengbo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980209080404

联系人: 谢鸿鹤

电话: 0755-82130646

E-mail: xiehh@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业投资策略

三大因素继续博弈, 把握投资节奏是关键

● 三大因素继续影响 2011 年有色板块行情

“中国收紧流动性预期”、“美国经济复苏与美元指数走势”以及“欧债危机”主导了 2010 年有色板块的震荡行情。在全球宏观环境可能发生的巨变面前, 我们认为, 这三大因素的博弈将继续成为有色板块未来一年行情的关键, 尤其是基于我们对美国经济增长较为乐观的判断下。

● 进行情景分析以便准确把握投资时点

我们认为在国内流动性收紧预期强化阶段, 回避该板块要坚决; 当三大因素运行到对板块投资最为契合的时点时, 介入同样需要坚决。

投资者可以参考我们在投资建议的大宗金属部分给出的“投资时点”作为投资节奏的把握。中长期黄金价格可以继续看好, 但由于全球宏观环境(主要是对美国经济复苏的考虑)的演变, 短期金价存在一定幅度回调的风险。但业绩的稳定增长及资产注入预期将对资源类黄金股股价产生支撑。

经过对《欧盟生死攸关的 14 种原材料》报告的分析, 我们更加坚定了对于符合国情发展的小金属股战略性投资机会的判断。并提出从“人无我有”、“人有我无”、“技术进步”和“高污染、低资源”四方面寻找投资机会。

● 维持对有色金属板块“谨慎推荐”的投资评级

2011 年有色板块的投资依然蕴育着值得期待的有利时点, 把握投资节奏是关键。大宗金属产业链上的细微变化同样暗藏“商机”; 而短期风险难掩贵金属长期投资价值, 中国优势资源小金属品种则存在“长牛”基石。具体推荐品种请参见投资建议部分。

● 风险提示: 美国经济复苏不达预期的风险, 中国流动性收紧超预期的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	股价(元) 2010-12-06	EPS		PE 2011E	投资评级
				2010E	2011E		
600111	包钢稀土	56,377.11	69.83	1.04	1.43	49	推荐
002155	辰州矿业	17,686.49	32.31	0.50	1.08	30	推荐
600547	山东黄金	76,077.45	53.46	1.00	1.44	37	推荐
600673	东阳光铝	14,513.77	17.54	0.35	0.50	35	推荐
600888	新疆众和	8,467.01	24.05	0.80	0.96	25	推荐
600362	江西铜业	124,935.28	36.08	1.36	1.57	23	推荐
600489	中金黄金	55,699.77	39.14	0.70	1.10	36	推荐
601899	紫金矿业	120,402.04	8.28	0.39	0.45	18	推荐
000060	云铝股份	13,521.04	11.42	0.02	0.36	32	谨慎推荐
000878	贵研铂业	42,69.39	38.21	0.57	0.88	43	谨慎推荐

资料来源: 公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

“中国收紧流动性预期”、“美国经济的复苏与美元指数走势”以及“欧债危机担忧”三大因素的交织演变将导致 2011 年有色板块的投资环境错综复杂，关键在于投资节奏的把握。而这种投资节奏在 2009 年和 2010 年其实已演绎得非常清晰，遵循此脉络，我们因此对于板块 2011 年投资相对乐观，维持对板块“谨慎推荐”的投资级别。投资节奏的操作，可以概括为在国内流动性收紧预期强化阶段，回避该板块要坚决；当三大因素运行到对板块投资最为契合的时点时，介入同样需要坚决。

我们对大宗金属板块投资环境做了情景分析，投资者可以参考我们在投资建议中给出的“投资时点”作为投资节奏的把握。中长期黄金价格可以继续看好，但由于全球宏观环境（主要是对美国经济复苏的考虑）的演变，短期金价存在一定幅度回调的风险。但这不影响国内资源类黄金股的投资价值，因为业绩的稳定增长及资产注入预期会对股价产生支撑，可以通过结合 PE 估值和 P/NAV 估值作为黄金股投资节奏的把握。

基于对《欧盟生死攸关的 14 种原材料》报告的分析，我们更加坚定了对于符合国情发展的小金属股战略性投资机会的判断。并提出从“人无我有”、“人有我无”、“技术进步”和“资源劣势且高污染耗能”四种方面寻找投资机会。稀土、钨和铋存在“长牛”基石，而铂族金、钛、铝土矿品种值得持续关注。

与市场预期的不同之处

全球宏观经济环境将发生变化，我们认为 2011 年中对于投资节奏的把握才是最为关键的。我们需要密切跟踪“美国经济的复苏”、“中国流动性收紧预期”以及“欧债危机”的演变，这对大宗金属、贵金属和小金属的投资均适用。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、美国经济复苏不达预期，甚至陷入二次探底的风险；
- 2、中国流动性收紧远超市场预期的风险。

内容目录

过去的一年：震荡是主旋律	6
金属价格年内“暴涨暴跌”	6
而金属供需表现则“平稳”得多	6
什么引起了震荡行情	7
2011 年需要继续关注的三大因素	10
美国经济的复苏与美元指数走势	10
欧债危机担忧的存在	11
中国流动性收紧预期	12
结论情景分析	12
关键的判断指标	14
大宗金属产业链上细微变化是否暗含“商机”？	14
铜加工费上涨能否延续	14
氧化铝新的定价机制	15
电极箔面临产业变革的机遇	16
再探非期货交易类金属投资机会	17
事实上，“分化”也是 2010 年的关键词	17
欧盟生死攸关的 14 种原材料	17
价格走势差别是明显的	18
给我们带来的启示	20
贵金属：不确定性波动 VS 长期趋势	21
黄金投资热情不减	21
金价可以中长期看好：两个较好的指标	22
但不确定性将加大金价短期波动及调整频率	23
投资建议：投资节奏的把握最关键，维持对板块“谨慎推荐”投资级别	25

图表目录

图 1: 铜价超过 2009 年价格高点	6
图 2: 锡价涨幅更为明显	6
图 3: 铝价则未超过 2009 年价格高点	6
图 4: 锌价亦未超过 2009 年价格高点	6
图 5: 铜供需已经达到危机前水平	7
图 6: 2010 年铜季度消费均达到近三年同期最好水平	7
表 1: 基本金属供需平衡表: 供需格局均在改善	7
图 7: 2010 年 A 股有色指数走势对比图	7
表 2: 2010 年震荡行情的关键驱动因素	9
图 8: 大宗金属库存情况: SHEF 与 LME 出现相反走势	9
图 9: 年内中国进口对国外金属需求的拉动在下降	9
图 10: 大宗金属沪伦比值: 比值下滑, 套利空间收窄	9
图 11: 铜现货进口一直处于亏损状态	9
图 12: 美国 PMI 数据筑底回升	10
图 13: 美国经济增长乐观, 超预期可能在 11 年下半年	10
图 14: 美国失业率和美联储基金利率走势相关性极强	11
图 15: 美国居住价格拖累 CPI 回升	11
图 16: 美元指数走势 K 线图 (2010/5/1-2010/11/25)	11
图 17: 2009 年欧洲各国公开赤字与 GDP 比值 (取正值)	12
图 18: 2010 年欧洲各国债务与 GDP 比值	12
图 19: 2009 年欧洲各国公开赤字与 GDP 比值 (取正值)	12
图 20: 投资不是我们担心的问题 (%)	12
图 21: 欧债危机趋缓情景分析	13
图 22: 欧债危机加剧情景分析	13
图 23: JP 摩根全球 PMI 显示 2010Q4 全球经济筑底回升	14
图 24: 中性假设下, 2011 年全球 GDP 略有下滑	14
图 25: 现货 TC/RC 与铜冶炼产能利用率相关性较强	15
图 26: 中国重点铜冶炼企业产能利用率逐步提升	15
表 3: 中国未来两年冶炼产能将增加 200 万吨	15
图 27: 8 月以来国内氧化铝价格涨幅仅为 3.7%	16
图 28: Platts 氧化铝指数推出以来已上涨近 16%	16
表 4: 国外企业在氧化铝领域具备一定的垄断地位	16
图 29: 日本从中国进口化成箔快速增长, 转移进行时	17
图 30: 中国优势企业获得腐蚀关键技术	17
图 31: 小金属股价涨势具有优势地位	17
图 32: 小金属股价涨势具有优势地位	18
表 5: 对欧盟确定 14 中生死攸关原材料态势的分析	19
表 6: 已被或尚未被市场挖掘的其他资源品态势分析	21
图 33: COMEX 净多头持仓量持续攀升	22

图 34: 黄金 ETF 持仓量维持高位	22
图 35: 历史上金价与 10 年期 TIPS 具备良好的正相关性	22
图 36: 10 年国债收益率与基准利率走势一致, 但波动大	23
图 37: 10 年国债收益率与 10 年期 TIPS 具备一致性	23
图 38: 石油黄金比价关系稳定在 17.5 左右	23
图 39: 金价和黄金股年内波动亦不小	24
图 40: 欧债危机趋缓时对金价的影响	24
图 41: 2010 年金价与 TIPS 收益率走势吻合度很好	25
图 42: 欧债危机加剧时对金价的影响	25
表 7: 大宗金属股综合评价表	26
表 8: 资源类黄金 P/NAV 估值比较	27
附表 1: 重点跟踪有色上市类公司盈利预测及评级	28

过去的一年：震荡是主旋律

金属价格年内“暴涨暴跌”

2010 年大宗金属价格走势继续演绎着“暴涨暴跌”，不过总体表现为震荡上行。但除了铜与锡以外，其他金属品种价格均未超过 2009 年高点，其中铝价走势显得尤其疲软。同时大宗金属“外强内弱”格局更为明显。

图 1：铜价超过 2009 年价格高点



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 2：锡价涨幅更为明显



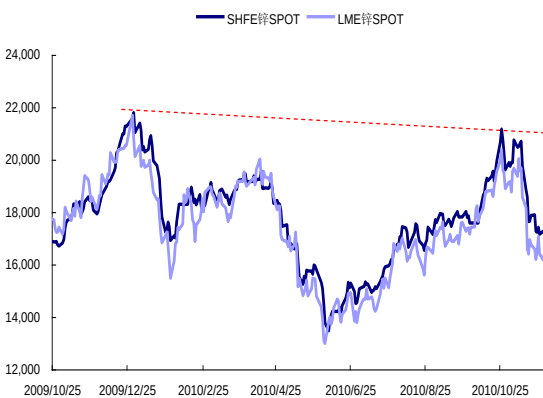
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 3：铝价则未超过 2009 年价格高点



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 4：锌价亦未超过 2009 年价格高点

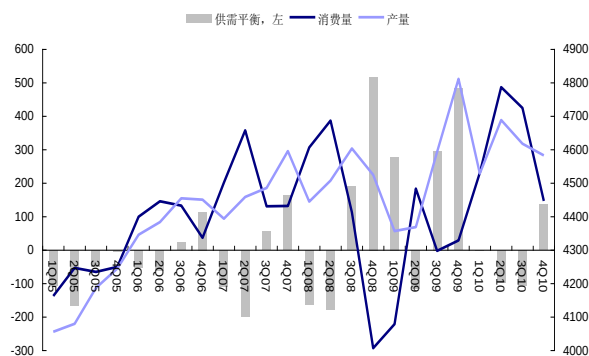


资料来源：WIND，国信证券经济研究所

而金属供需表现则“平稳”得多

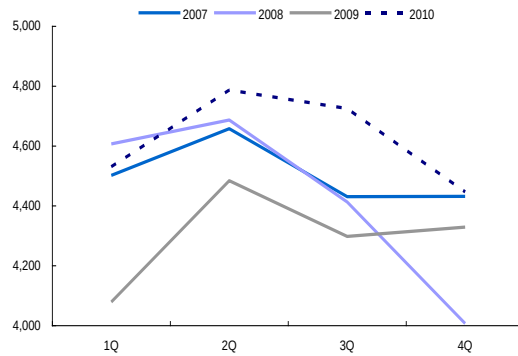
与金属价格震荡走势形成对比的是，金属供需面的表现则显得较为平稳。以铜为例，2010 年全球铜金属季度消费在 450 万吨左右，创出近三年来同期消费的最好水平，而由于供需缺口的存在，铜价创出历史新高得到了来自基本面的支撑。

图 5: 铜供需已经达到危机前水平



资料来源: CRU, 国信证券经济研究所

图 6: 2010 年铜季度消费均达到近三年同期最好水平



资料来源: CRU, 国信证券经济研究所

表 1: 基本金属供需平衡表: 供需格局均在改善

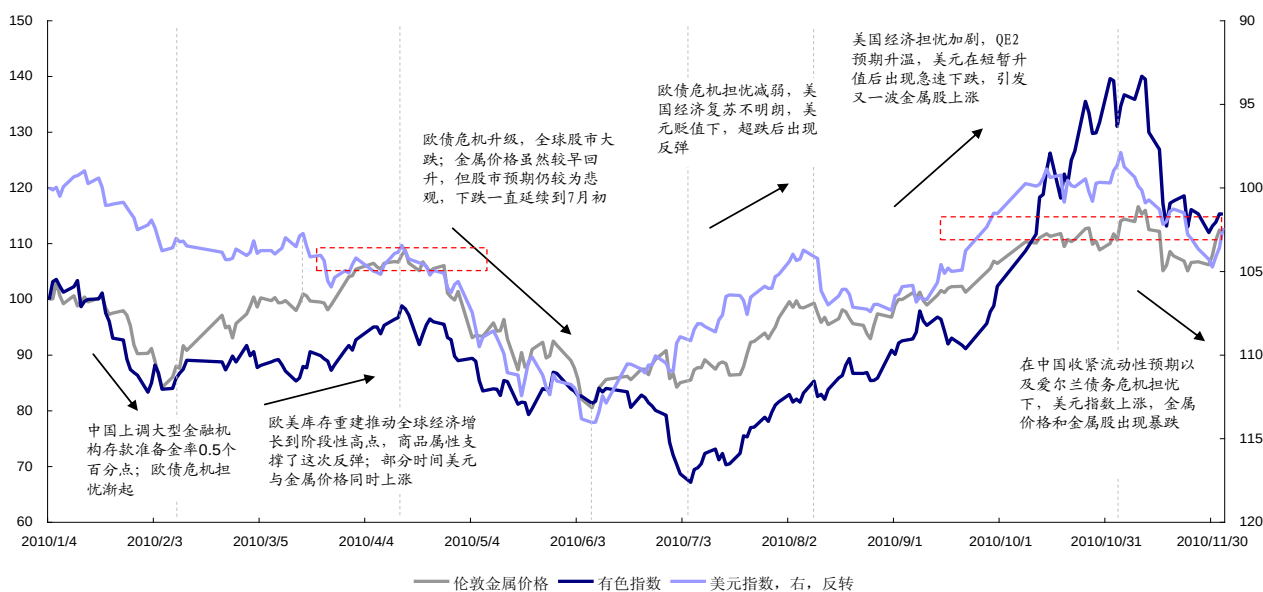
单位: 千吨	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
铜	-120	-82	382	1099	-124	-416
铝	-584	133	2712	3363	370	280
铅	-169	-85	177	136	60	-25
锌	-684	-274	283	884	400	26

资料来源: CRU, 国信证券经济研究所

什么引起了震荡行情

将 2010 年 A 股有色指数、伦敦金属价格指数以及美元指数放到一起对比后, 我们可以看到三者间依旧具备着较高的关联性。同时, 我们认为震荡行情的驱动因素主要来自于“中国元素”、“欧债危机”以及“美国经济”三个方面。

图 7: 2010 年 A 股有色指数走势对比图



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

具体来看:

- **01/01-02/08 为第一波下跌，主要由中国上调准备金率及欧债危机的发展引发：**在 4 万亿投资的拉动下，中国经济虽率先复苏但流动性过剩担忧逐渐加剧，政府分别于 1 月 18 日和 2 月 12 日两次上调存款准备金率；与此同时欧债危机由希腊蔓延至西班牙、比利时等地，债务危机引发市场恐慌；此阶段金属价格下跌 12%，美元上涨约 3%，A 股有色指数下跌 14%。
- **02/09-04/15 为第一波上涨，主要是由于欧美库存重建，前期下跌出现了修复行情：**由于欧美库存重建，全球经济在一季度达到了阶段性高点，全球铜消费在 1-2 季度累计消费近 1000 万吨，达到近 3 年来最好水平，市场对经济复苏信心有所恢复，在经济数据的刺激下对前期下跌进行了修复；此阶段金属价格上涨 24%，美元微涨，A 股有色指数上涨 14.5%。
- **04/16-07/05 为第二波下跌，主要是由于欧债危机的再次升级：**欧洲各国在援助希腊问题上无法达成一致意见，标普将希腊评级降为“垃圾级”，欧债危机进一步升级。资金避险于美元，从而再次打压金属价格及有色股；此阶段金属价格下跌 21%，美元上涨近 5%，A 股有色指数下跌 31.7%。特别的，有色指数在金属价格回升后继续延续了下跌之势，无论在下跌时间还是空间上都要更为明显，我们认为这是市场对于欧债危机的一种“自我预期加强”，存在高估之嫌。
- **07/06-08/09 为第二波反弹，市场逐渐从欧债危机的悲观预期中恢复过来，同时美国经济是否复苏成为此阶段市场的主要担忧：**欧债危机稳定基金投入运行，而欧洲银行业将进行压力测试，金融机构的自救行为使得市场对欧债危机的预期有所恢复；市场焦点转归到美国经济复苏的担忧（房地产市场持续疲软，高失业率问题严重），美元出现了急跌行情。此阶段金属价格上涨 16%，美元大跌 5%，有色指数上涨 27.1%。
- **08/10-11/03 为第三波反弹，主要是美国 QE2 预期下，流动性泛滥担忧所致：**欧债危机在银行压力测试、财政缩减计划后暂告一段落，而由于美国经济数据的持续疲软，市场预期美国将实施新一轮的量化宽松，日本为应对日元升值也将进一步释放流动性，“汇率大战”由此展开，而中国的通胀压力日益严重，抗通胀需求也增加了股市上配置资源品的需求。此阶段金属价格上涨 13.4%，美元指数下跌 5.3%，有色指数大幅上涨 58.7%（其实这一波行情可以与上一波反弹合并来看待。）
- **11/03~至今为第三波下跌，主要是中国进一步加息，收紧流动性担忧日剧；而爱尔兰危机又将欧债危机担忧推上了桌面：**在前期加息基础上，中国在 11 月 10 日和 19 日两次上调准备金率，中国进入加息周期，而高通胀压力使得中国进一步收紧流动性的担忧与日俱增。爱尔兰危机此时也爆发出来，这都导致了美元出现反弹，金属价格也在对经济的担忧下出现了 3.6% 的下跌，而本年度最大一波反弹行情也戛然而止，出现了 17% 的急跌。

表 2: 2010 年震荡行情的关键驱动因素

时间	金属价格%	美元指数%	有色指数%	关键驱动因素
01/01-02/08	-12%	3%	-14%	中国上调准备金率; 欧债危机出现端倪
02/09-04/15	24%	1%	14.5%	传统消费旺季; 全球铜消费达到近三年同期最好水平
04/16-07/05	-21%	5%	-31.7%	欧债危机升级, 避险推升美元, 全球股市大跌
07/06-08/09	16%	-5%	27.1%	欧债危机担忧趋缓, 美国经济不确定性加剧, 美元贬值下下跌反弹
08/10-11/03	13.4%	-5.3%	58.7%	美国 QE2 预期下, 流动性泛滥担忧更甚, 美元下跌, 金属价格及金属股暴涨
11/03-至今	-3.6%	1.5%	-17.4%	中国再次上调准备金率, 收紧流动性预期强烈, 爱尔兰危机出现, 金属股暴跌

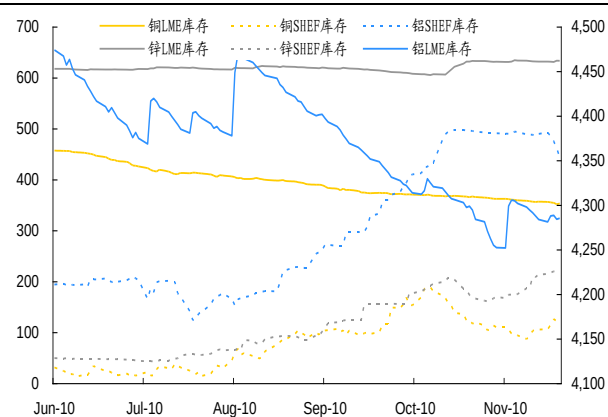
资料来源: CRU, 国信证券经济研究所

我们的结论:

1、10 年处于经济结构性转型期的中国对有色板块走势贡献“负面效应”居多:

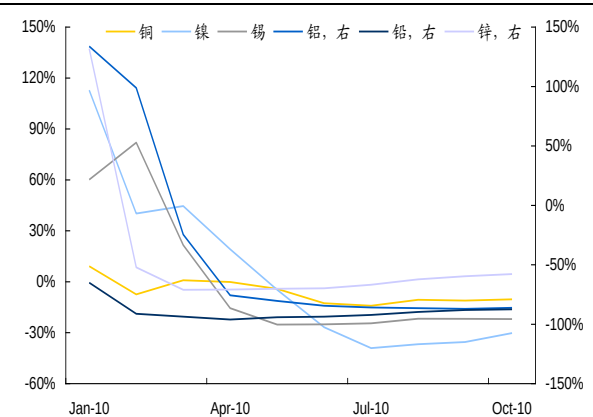
1) 一季度在中国接连两次上调存款准备金率的货币紧缩政策打压之下, 金属价格与股价齐跌; 2) 11 月份中国加息及再次提高存款准备金率, 导致本年度板块最大力度反弹的结束; 3) 同时, 中国市场对外围的拉动效应今年表现弱势: 中国金属进口增速表现出一定的下滑态势, 内强外弱下致使套利空间收窄, 而显性库存也处于高位。

图 8: 大宗金属库存情况: SHEF 与 LME 出现相反走势



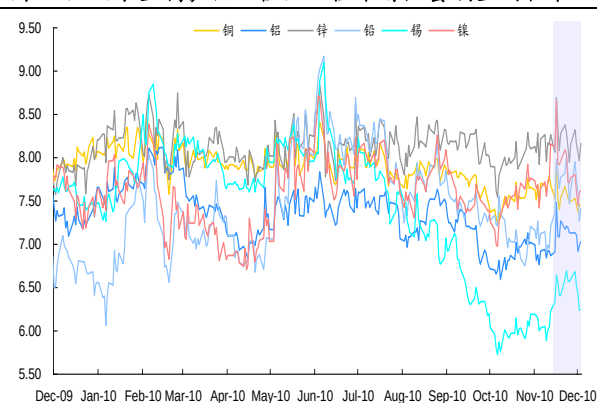
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 9: 年内中国进口对国外金属需求的拉动在下降



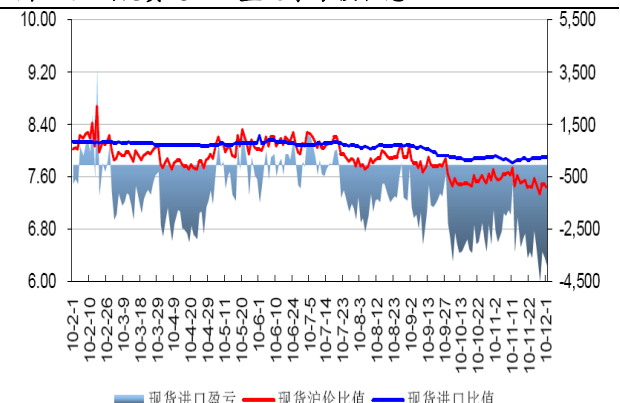
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 10: 大宗金属沪伦比值: 比值下滑, 套利空间收窄



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 11: 铜现货进口一直处于亏损状态



资料来源: SMM, 国信证券经济研究所

2、欧洲债务危机有被高估之嫌：欧洲债务危机升级期间，市场悲观预期日剧，股价与金属价格出现背离；随后股市进行了修复。

3、美国 QE2 是核心推动力，并最终引发 10 月板块上涨 62%，板块涨幅远超过金属价格涨幅。

4、目前所处阶段：金属价格在爱尔兰主权债务危机爆发及中国货币紧缩政策打压下回到基本面支撑位静候新的催化剂。目前金属价格年底回落到今年 10 月初的水平，这和今年 4 月份的金属价格水平也是一致的，我们认为这是金属价格在经历了暴涨暴跌后，对于供需基本面的一种回归。

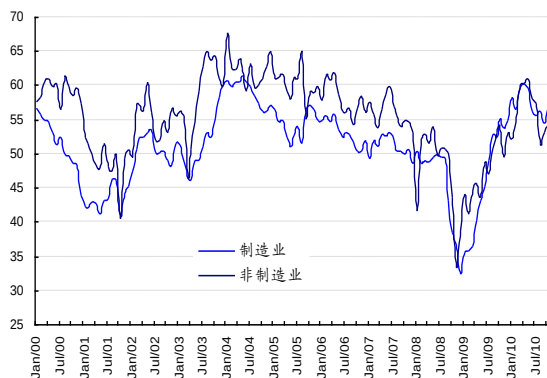
通过如上分析，我们认为市场已经较充分地反映了金属供需基本面状况，后续金属价格，尤其是有色板块将如何演绎，更多的需要从美国经济、欧债危机以及中国流动性预期三方面进行考虑。

2011 年需要继续关注的三大因素

美国经济的复苏与美元指数走势

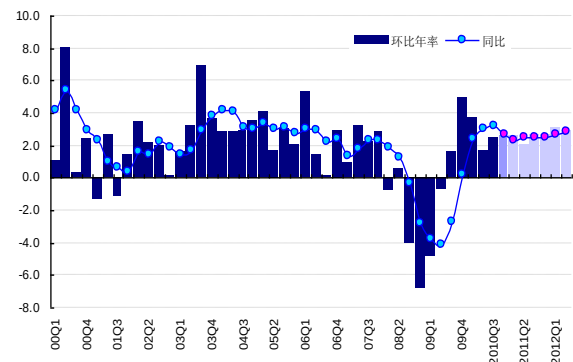
领先经济指标筑底，预计 2011 年美国经济将逐季回升。从最新公布的 PMI、就业和零售数据来看，美国国内需求在 10Q3 下滑后，动能在 10Q4 有所恢复，经济出现了筑底、稳定增长的迹象。对于 2011 年美国经济的增长我们较为乐观，根据国信海外宏观预测，整体而言，美国经济逐步向上，预计 2011 年 Q1-Q2 实际 GDP 可实现 2%-5% 的增速，Q3-Q4 增长有望加速至 2.5%-3%，不过经济增长超预期下半年有可能出现。

图 12： 美国 PMI 数据筑底回升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

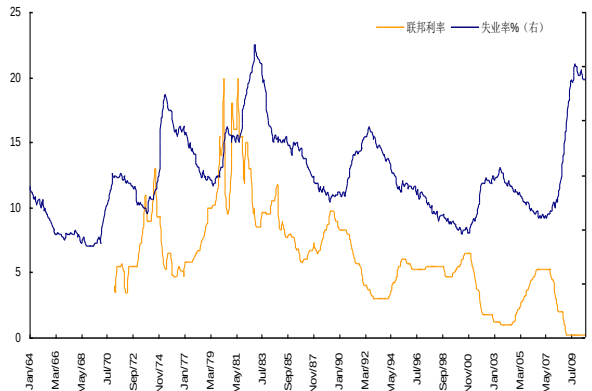
图 13： 美国经济增长乐观，超预期可能在 11 年下半年



资料来源：NAR，国信证券经济研究所

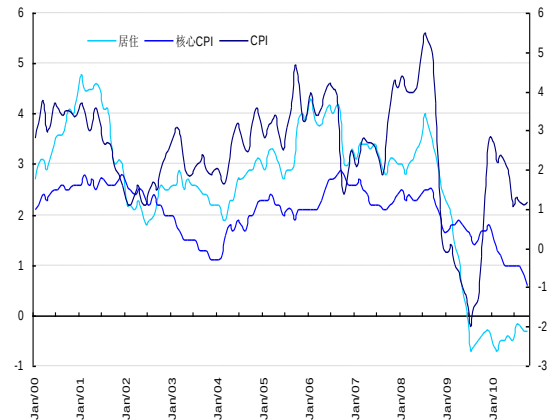
美联储基金利率将维持低位，主要是由于就业明显改善需要时间。目前具备一定领先性质的美国个人周工时持续增加，但是由于失业率需要当就业增长到一定规模后才能明显下降（据统计要实现失业率下降 1%，每月至少需要增加超过 15 万人新增就业），这意味着需要到明年 9-10 月份才可以见到失业率的明显下降。而通胀水平方面，由于美国 CPI 主要受到居住价格的影响，居住价格会随着房地产市场的企稳而出现回升，但是短期内通胀大幅走高的概率较低，这意味着美联储低利率政策将维持。

图 14: 美国失业率和美联储基金利率走势相关性极强



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 15: 美国居住价格拖累 CPI 回升



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

美元指数将在“美强欧弱”下出现趋势性走强，但是反转行情需要等待基本面和美联储政策的确认。中短期美元走势取决于两个因素 1) 美国 CPI 走强下的加息预期 2) 美国经济相对于欧元区经济走强。基于我们判断美国 CPI 明显走强需要等到 2011 年下半年，而欧洲主要国家在推行财政紧缩方面进展迟缓（这其实说明危机并没有远去，担忧犹在），未来欧盟经济强于美国的局面很难出现，2011 年上半年美元指数将趋势性走强，但是反趋势之势需要等到下半年。11 月 5 日以来美元指数的走强更多是基本面驱动的反弹行情，这证明了我们的观点。

图 16: 美元指数走势 K 线图（2010/5/1-2010/11/25）



资料来源: 国信证券经济研究所

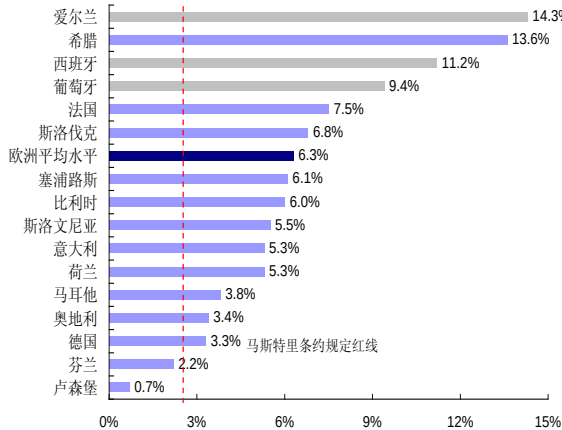
欧债危机担忧的存在

从 09 年 12 月希腊爆出债务危机到 10 年 11 月的爱尔兰救助行动，欧债危机始终困扰和牵动着市场的神经，而伊比利亚半岛上葡萄牙和西班牙的债务和赤字问题有可能成为 2011 年初我们面临的又一个问题。

通过对比我们可以看到，葡萄牙和西班牙财政赤字均要好于爱尔兰，但是葡萄牙国债/GDP 比重则要稍大于爱尔兰水平。同时，我们看到当爱尔兰危机爆发之时，欧盟应对方面已经较为从容，对市场的影响也没有希腊危机爆发时那么剧烈。但是，

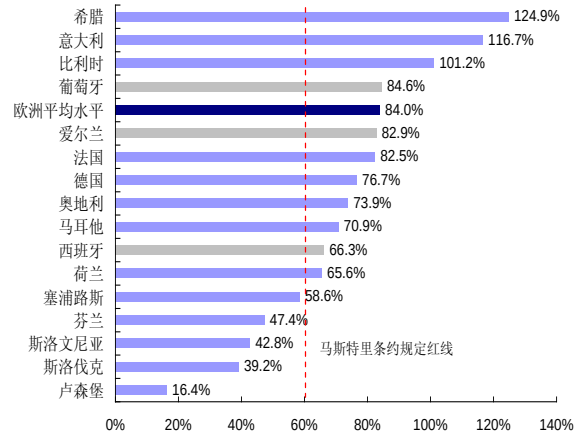
欧盟各国债务水平偏高，赤字占比过大依旧是摆在各国面前的大难题。无论是释放流动性解决目前困境，还是预计的财政缩减计划，未来欧元区债务问题可能会持续困扰着市场。从 IMF 给出的欧元区各国 GDP 增速来看，“美强欧弱”态势较为明显。

图 17：2009 年欧洲各国公开赤字与 GDP 比值（取正值）



资料来源：Eurostat，国信证券经济研究所

图 18：2010 年欧洲各国债务与 GDP 比值

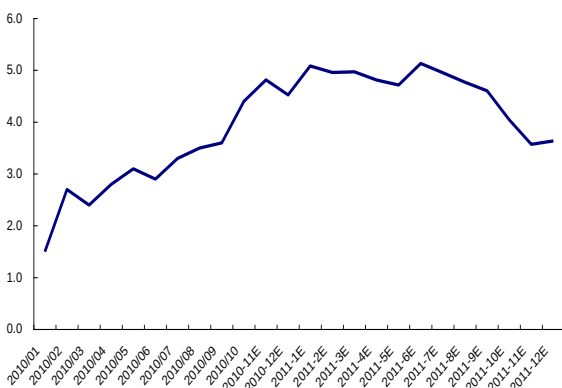


资料来源：Eurostat，国信证券经济研究所

中国流动性收紧预期

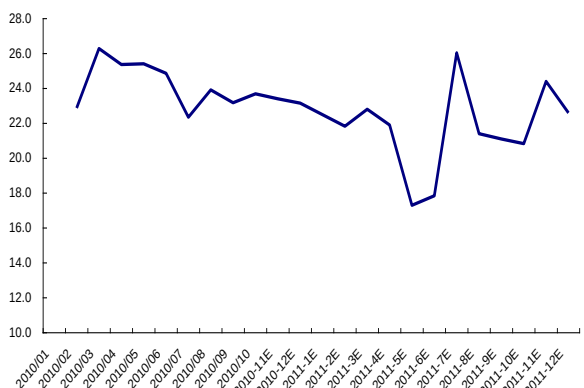
中国 CPI 持续高涨，流动性收紧预期是目前，也可能是未来相当长一段时间市场主要面临的上行压力。11 月份中国 CPI 达到 5.1%，高出市场预期 0.4 个百分点，但是在 12 月 10 日晚间央行上调存款准备金率 0.5% 后，市场流动性收紧预期有所减缓。但根据国信宏观的预测，2011 年 1 季度 CPI 可能达到 5.0，全年 CPI 约为 4.6，通胀压力仍然巨大。尽管从美国股市的经验来看，加息并不意味着金属股就下跌，但是加息预期可能导致市场的下跌，尤其对于中国可能继续采取的并且无法预期的行政命令管控流动性的措施，那么市场将在对流动性收紧不断的“自我强化”状态下而受到打压。

图 19：2009 年欧洲各国公开赤字与 GDP 比值（取正值）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所宏观小组预测

图 20：投资不是我们担心的问题（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所宏观小组预测

结论情景分析

三大因素博弈将影响着 2011 年 A 股有色板块行情，但是由于具体发生的时间

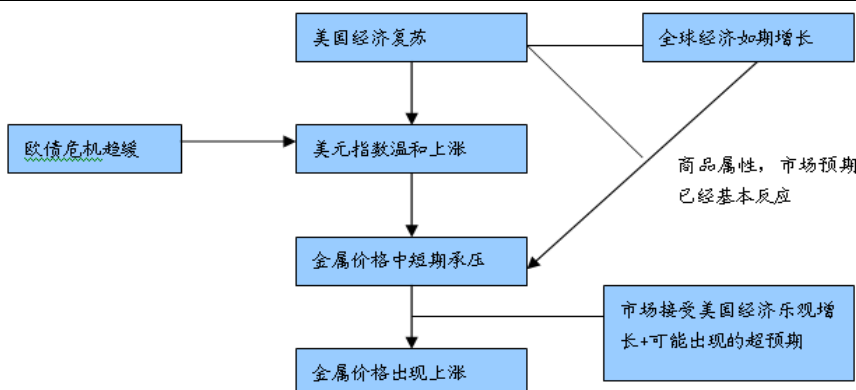
和频率目前无法判断，我们倾向于采用情景分析，以便及时把握“战机”。

中国流动性收紧预期将给市场带来巨大的压力，对于高 beta 的有色股而言是显而易见的，2010 年度板块最大的一波行情便是被中国流动性收紧预期打压下来的。如果收紧预期依旧趋紧，我们应对有色板块投资采取谨慎的态度。我们仅在中国流动性收紧预期趋缓以及我们判断 2011 年美国经济向好是较为确定的因素（这可能是市场尚未完全预期的因素）的情形下讨论市场状况的演变：

情景 1: 欧债危机趋缓

在欧债危机趋缓情景下，美国自身经济的复苏将使得美元指数温和上涨，由于市场对于大宗金属供需基本面已经较为充分地反映，金属价格中短期可能承受一定压力。之后，市场逐渐接受美国经济乐观增长，而在美国经济出现持续超预期的情况下（需要具体经济数据的确认，而根据国信海外宏观的判断，2011 年上半年是不太可能出现的），那么金属商品属性预期有可能得到修正，更乐观一点可能出现 2011 年初金属价格与美元同向上涨的情形。

图 21: 欧债危机趋缓情景分析

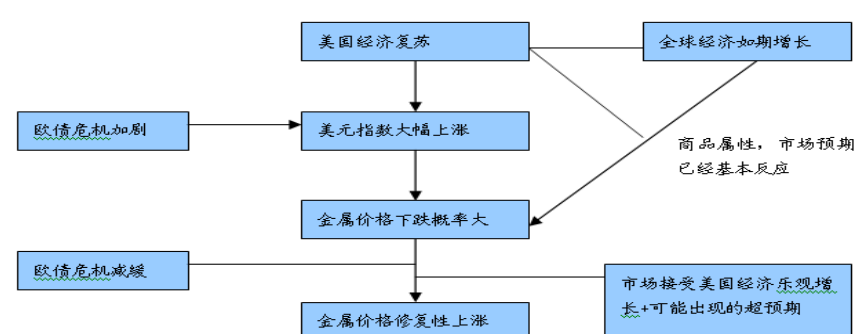


资料来源：国信证券经济研究所

情景 2: 欧债危机加剧

在欧债危机加剧情景下，避险情绪将更加青睐于美元，造成美元指数大幅上涨（这是我们在欧债危机发生时经常看到的），金属价格短期下跌概率较大，商品属性依旧将让位于金融属性对金属价格的影响。但一旦欧债危机得到减缓，将造成金属价格出现修复性上涨。同时，美国经济复苏被市场逐渐接受也有可能助推金属价格的上涨。

图 22: 欧债危机加剧情景分析

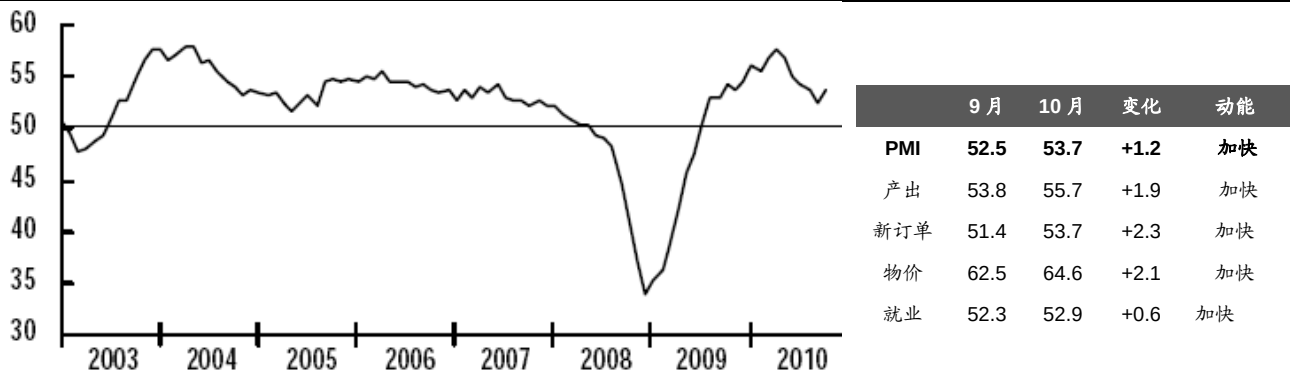


资料来源：国信证券经济研究所

关键的判断指标

通过情景分析，我们认为关键的判断指标在于欧债危机与美国经济复苏的状况，这是因为我们并没有看到可以影响明年波动的其他变量的存在，例如中国经济的大幅下滑，投资大幅萎缩等。从全球范围来看经济体基本处于筑底回升的过程中，但增速较为稳定，根据联合国最新发布的预期，中性预期下 2011 年全球 GDP 增速在 3.1% 左右，较 10 年小幅下降 0.5 个百分点。

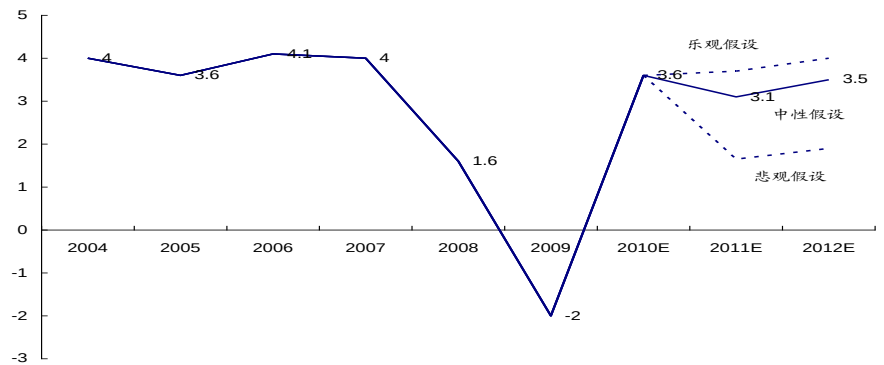
图 23: JP 摩根全球 PMI 显示 2010Q4 全球经济筑底回升



资料来源：JP Morgan，国信证券经济研究所

2010 年 11 月更新

图 24: 中性假设下，2011 年全球 GDP 略有下滑



资料来源：联合国，国信证券经济研究所

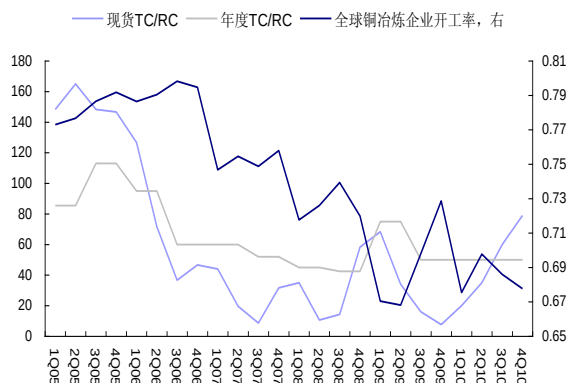
大宗金属产业链上细微变化是否暗含“商机”？

铜加工费上涨能否延续

2010 年三季度铜精矿现货加工费出现了上涨，目前铜精矿现货 TC 费用已由 09 年的 10.5 美元/公吨上涨至 87.5 美元/公吨，铜加工费的上涨将对铜冶炼企业盈利能力提升起到积极的作用。随着现货加工费的提升，2011 年度的长协 TC/RC 费用也存在提升空间，但是我们对上涨幅度保持谨慎态度。市场认为现货加工费的上涨主要是由于印度 Sterlite Industries 冶炼厂关停导致（产能 34 万吨/年），但是中国新增产能的投产将逐渐改变这一状况。

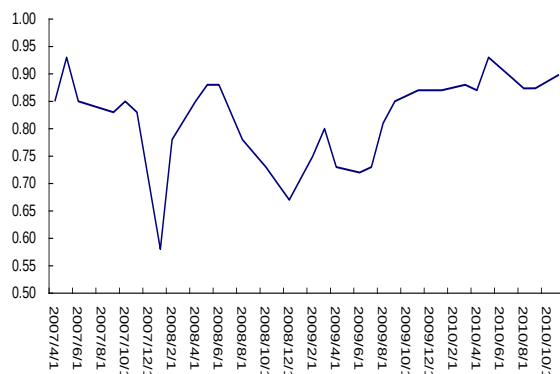
我们倾向于从全球铜冶炼产能利用率角度来分析。2010 年四季度全球铜冶炼产能利用率仅为 67.8%，低于近五年平均开工率 6 个百分点，而乐观预计，铜矿供应增长将维持在 3%左右（约 100 万吨）的水平，这就意味着铜冶炼产能释放弹性更大，这将限制加工费的上涨幅度。当然，中国“十二五规划”中控制产能的政策将影响到铜冶炼产能状况，但这对 2011 年的长协加工费不存在太大影响，更何况从目前在建的项目来看，未来两年中国铜冶炼产能有可能增加 200 万吨左右。

图 25: 现货 TC/RC 与铜冶炼产能利用率相关性较强



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 26: 中国重点铜冶炼企业产能利用率逐步提升



资料来源：国信证券经济研究所

表 3: 中国未来两年冶炼产能将增加 200 万吨

公司	新增精炼产能	新增后精炼总产能	投产年月
广西有色再生金属	30	30	2011
中条山有色	25	35	2011-2012
通辽铜业有限公司	25	25	2012
金川集团	20	60	2012
东营方圆	20	40	2011
紫金铜冠	20	20	2011
天津大通	20	23	2011
大冶有色（一期）	15	40	2010/11
湖南宝山有色金属矿业	15	15	2012
山东金升	10	20	2011
新疆阜康	10	10	2010
清远云铜	10	10	2011
富旺铜业	10	10	2010
合计	230	338	

资料来源：SMM，国信证券经济研究所

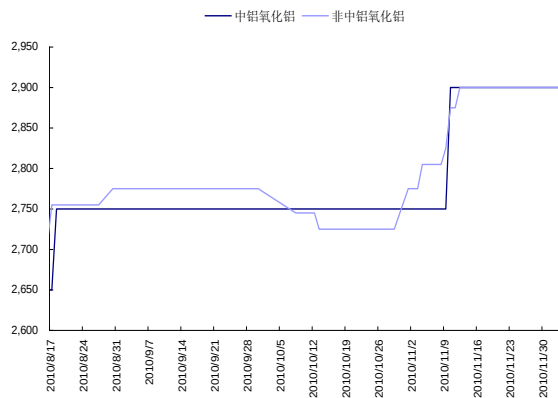
氧化铝新的定价机制

历史上氧化铝定价一般采用长单方式（1-5 年，按照三月期货电解铝价格（点价）的 11%-17%定价），并且由于氧化铝一般“附属”于电解铝企业（国外铝企多为为氧化铝-电解铝链条式生产企业），目前全球氧化铝市场中约有 40%的量用于市场交易，并不活跃。但在美铝等铝业巨头影响下，氧化铝有可能打破之前的长单方

式，倾向于“短期基准定价”的氧化铝价格机制。种种迹象表明，氧化铝的定价正在摆脱电解铝价格的影响。相比国内的氧化铝企业，国际氧化铝供应龙头力拓及美铝已经开始执行了“准现货”的指数定价机制。

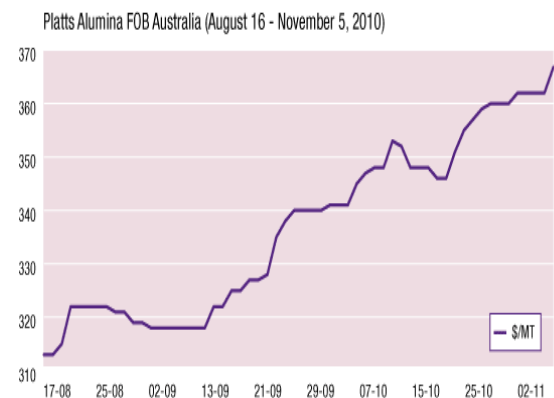
预期在氧化铝价格上涨的情况下，电解铝企业本来微薄的盈利能力也将受到挤压，但是这对于具备铝矿资源的电解铝企业或者以氧化铝销售为主的企业显然是一个利好。中长期来看，氧化铝是否会演变成未来“铁矿石”是我们需要关注的一件事情，同样这对具备铝矿资源的企业如云铝股份（000807）是一大利好。

图 27：8 月以来国内氧化铝价格涨幅仅为 3.7%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 28：Platts 氧化铝指数推出以来已上涨近 16%



资料来源：Platts，国信证券经济研究所

表 4：国外企业在氧化铝领域具备一定的垄断地位

公司	氧化铝产能	外销氧化铝	前五生产商占比
美国铝业	1700	829	30%
UC Rusal	1395	582	25%
中国铝业	1250	482	22%
力拓	840	163	15%
必和必拓	450	198	8%
合计	5635	2254	

资料来源：Brook Hunt，公司公告，国信证券经济研究所

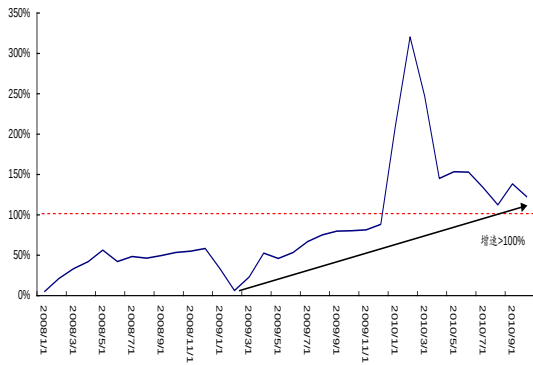
电极箔面临产业变革的机遇

铝电解电容器行业存在的结构性变革更是我们需要关注的。正如我们在《解密铝电解电容器产业链演变棋局-供需结构性调整带来的新机遇》（2010 年 09 月 01 日）中所述，铝电解电容器需求正在向中高端领域发生着结构性调整，这将给产业链上游的铝深加工企业带来深刻的影响，具体表现在市场容量的快速增长和产品结构的升级两个方面。考虑到中国铝深加工企业的技术发展状况，我们将迎来“高性能电极箔需求高速增长”、“日本退出化成箔市场”和“腐蚀箔技术提升所带来的进口替代”三大投资机遇。

技术和成本是铝电解电容器上游铝深加工企业竞争的关键。具有完整的产业链的企业，可以保证原材料性能良好的稳定性，并实现较高的成本控制水平。此外，腐蚀技术的突破，一方面即可成功解决中高端铝电容器的大容量和小型化的需求，另一方面又可满足国内厂商对高性能腐蚀箔的需求，替代昂贵的进口腐蚀箔。那么，作为中高压电极箔领域龙头企业的东阳光铝（600673）（其化成技术已达到国际先

进水平，腐蚀技术也有望取得重大突破），和作为高纯铝及电子铝箔行业领先者的新疆众和（600888）则成为我们关注和投资的重点。

图 29：日本从中国进口化成箔快速增长，转移进行时



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 30：中国优势企业获得腐蚀关键技术

腐蚀工序	腐蚀化成体系	化成工序
铬酸/硫酸体系 (铬酸+硫酸)	铬酸/硫酸+混合化成 (传统国产电板箔的生产工艺，但铬酸体系已淘汰)	(无铬/无硫酸) 混合化成体系
铬酸/硫酸体系 (铬酸+硫酸)	铬酸/硫酸+无铬化成 (中高端电板箔生产体系)	(无铬/无硫酸) 无铬化成体系
铬酸/硫酸体系 (铬酸+硫酸)	铬酸/硫酸+无铬化成 (中高端电板箔生产体系)	(无铬/无硫酸) 无铬化成体系

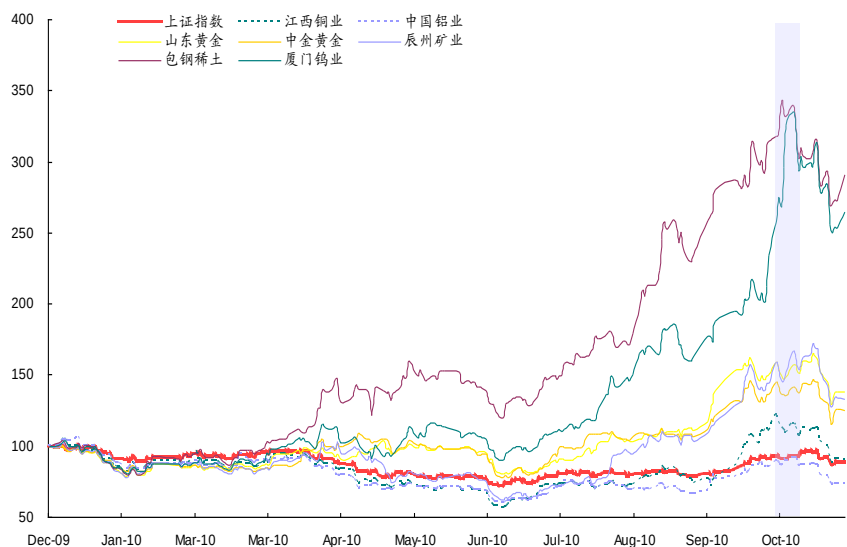
资料来源：Platts，国信证券经济研究所

再探非期货交易类金属投资机会

事实上，“分化”也是 2010 年的关键词

对比小金属、贵金属及大宗金属类股票走势，2010 年三者走势分化现象严重，稀土类小金属股票走势遥遥领先。在全球进行资源争夺愈演愈烈的今天，我们认为中国优势资源品种仍然是较好的投资标的，但中国非优势资源品种是否也存在投资机会呢？

图 31：小金属股价涨势具有优势地位



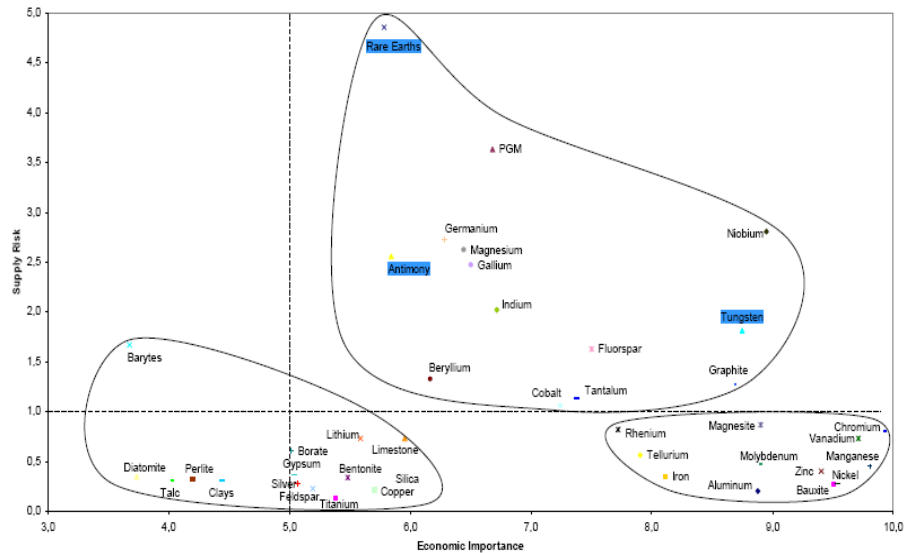
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

欧盟生死攸关的 14 种原材料

欧盟原材料供应小组于 2010 年 7 月份发布了一份名为《欧盟生死攸关的原材料

料》的报告，供应小组从 41 种原材料中选出了稀土、钨、锑、铂族金、锆、铌、钛等 14 种原材料作为“生死攸关”的品种。

图 32：小金属股价涨势具有优势地位



资料来源：EU，国信证券经济研究所

供应风险、经济重要性以及供应地环境保护带来的风险成为欧盟衡量原材料时的三个标准。具体来看：

- 1) “供应风险”主要考虑供应国家（地区）的政治经济稳定状况，供应集中度，替代品存在与否以及回收情况；
- 2) “供应国家（地区）环境保护带来的风险”主要是指环境脆弱国由于加强保护环境而停止供应对欧盟需求造成的风险，即供应国家（地区）的环境保护问题；
- 3) “经济重要性风险”是指现有技术条件下原材料的需求，以及未来技术进步条件下对某种原材料的需求。

价格走势差别是明显的

但今年以来，欧盟确定的这 14 种生死攸关原材料的价格走势差异是明显的：

首先是价格出现大幅上涨的品种。价格出现大涨的原材料均为“资源和供应”两项垄断的品种。从资源优势 and 供应垄断来看，稀土、锑和钨在中国，铂族金在南非，铌和钽则主要在美国。如此来看，在掌握市场话语权后，全球各国对于优势资源的保护存在极大共性。

其次是价格暂未出现大幅上涨的品种。多是由于暂无“双项优势”国家，或者目前经济重要性不大，亦或是存在较多替代品的品种。以锆为例，中国供应了全球的 70%，但是世界资源优势国为美国，中国因为下游加工技术较为落后，一直只能低价销售锆初级加工品。

表 5: 对欧盟确定 14 中生死攸关原材料态势的分析

品种	世界资源 优势国	资源储量 世界占比	第一大 供应国	供应世 界占比	价格	定价 权	需求领域	行业壁垒	可回 收性	与新兴产 业紧密度	替代 品
稀土 Rare Earth	中国	36.36%	中国	96.77%	大涨	正在 形成 中	功能性材料; 催化劑 (21%)、 永磁体 (18%)、玻璃 (16%) 及其他 (26%)	上游资源, 下游深加 工	较差	高, 主要与 新能源、环 保、节能相 关	基 本 无
铂族金 PGM	南非	88.73%	南非	58.71%	大涨	是	汽车尾气净化 (60%)、首饰 (22%)、玻璃、化工 (12%) 及投资 (6%)	上游资源, 下游深加 工	较好	高, 主要与 环保、节能 相关	基 本 无
锗 Germanium	美国	未知	中国	71.43%	持平	否	PET (31%)、光纤 (24%)、 红外光学 (21%) 及其他 (24%)	下游深加 工	较差	高, 主要与 通讯、军备 相关	基 本 无
铌 Niobium	美国	99.00%	美国	91.94%	大涨	是	钢铁 (铌铁形式, 85%-90%), 其他 (如原子能、航空航天、 硬质合金、超导材料和医疗领 域等)	上游资源, 下游深加 工	尚好	较高, 与装 备工业相 关	基 本 有
镁 Magnesium	全球资源丰富		中国	82.46%	持平	否	铝合金 (30%)、铸件 (26%)、 炼钢脱硫 (21%) 及其他 (20%)	基本无	较好	一般, 主要 与笔记本 等相关	有
锑 Antimony	中国	37.62%	中国	90.91%	大涨	是	阻燃剂 (50%)、铅酸蓄电池 (17%)、塑料稳定剂 (15%)、 催化劑 (10%)、玻璃澄清剂 (5%) 及其他 (3%)	上游资源	差	较高, 与环 保、新能源 等有一定 相关	基 本 有
镓 Gallium	副产于铝土矿和锌矿中		中国	50.00%	小涨	否	砷化镓主要用于太阳能电池, 磷化镓等可用于发光二极管 领域等	上游资源 下游深加 工	较差	高, 与新能 源、半导体 等相关	基 本 有
铟 Indium	全球性的稀少		中国	50.00%	持平	否	铟锡金属氧化物 (75%)、焊 料 (11%) 及其他 (14%)	上游资源 下游深加 工	较差	高, 导电玻 璃关键材 料, 新能源	基 本 无
钨 Tungsten	中国	64.29%	中国	81.03%	大涨	正在 形成 中	硬质合金 (52%)、合金钢 (30%)、钨材 (13%) 及其 他 (5%)	上游资源, 下游深加 工	较差	较高, 装备 工业、工具 等	基 本 无
Fluorspar 萤石	南非	17.83%	中国	58.82%	持平	否	氟氢酸 (>50%), 钢铁 (27%)、 氟化铝 (12%) 及其他 (11%)	上游资源 下游深加 工	差	较高, 新能 源、新材 料, 减排	基 本 无
铍 Beryllium	美国	//	美国	85.71%	大涨	是	铍铜合金 (电器接插件)、氧 化铍 (陶瓷散热器材料) 及金 属铍 (导航系统, 军品)	上游资源	较差	较高, 新能 源,	军 品 领 域 无
Graphite 石墨	中国	77.46%	中国	70.80%	持平	否	主要为电极材料、耐火材料、 耐磨润滑材料, 少部分应用于	上游资源 下游深加	差	一般, 核 电、电池等	基 本 有

							原子能工业和国防事业等	工			
钛 Titanium	中国(钛铁 矿)	29.41%	澳大利 亚	21.19%	持平	否	化工（ 34% ）、航空航 天（ 12% ）、船舶（ 3% ）及其他 （ 51% ）	下 游 深 加 工	尚好	较高,航空 工业,装备 工业	部 分 有
钴 Cobalt	刚果	51.52%	刚果	40.32%	持平	否	电池（ 锂电池正极材料， 51% ）、硬质合金（ 13% ）、 玻璃行业（ 13% ）、磁性材料 （ 5% ）及其他（ 18% ）	上 游 资 源	尚好	较高，电 池、装备工 业	部 分 有

资料来源: 国信证券经济研究所

给我们带来的启示

全球经济格局已进入到一个全新的时代,牵动经济命脉的能源与资源已上升为更高层面的国家利益,未来国家与国家之间对于资源的争夺将是一场无硝烟的白热化战争。考虑到欧盟 14 种生死攸关原材料价格走势差异的内在原因,结合中国正步入经济结构性调整的大背景,我们认为这已经为国内有色金属行业发展与投资方向带来了深刻的启示:

1) “人无我有”的资源: “定价权” 争夺将持续进行, 中国优势资源品种(稀土、钨和锑)的高价时代已经来临。我们继续看好包钢稀土(600111)、辰州矿业(002155)。

2) “人有我无”的资源: 中国劣势资源品种需要高价购买是我们无法回避的现实, 比如说钽、铂族金。我们看好具备这一类资源储备投资标的的未来成长性。从表 5 中我们可以看到, 铂族金由于被美国双垄断而出现了价格大涨, 同时因广泛应用于汽车尾气净化的需求领域又决定了其发展前景向好。中国虽然不具备铂族金资源优势, 但是由于技术突破(通过二次回收废旧的汽车尾气净化催化剂装置提取铂族金), 贵研铂业(600459)其实是具备了“准资源储备”性质的。

3) 但技术壁垒在于下游深加工的品种, 资源的位置退居其次。比如: 钛、锆、锆。我们未来的投资标的应该是针对真正具备该类领域深加工核心技术优势的企业。宝钛股份(600456)值得长期关注。

4) 11 月初, 有报道称“国家相关部门正在开展对十种金属进行战略收储的研究工作。这十种金属分别是稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锆、镓、钽和铈”。

研究计划收储的十种金属品种中, 一部分属于我国具有储量优势的品种(如稀土、钨、锑), 但在长期的开采利用过程中, 并没有做到合理有序开采和节约利用资源, 无证开采、滥采乱挖、浪费资源以及严重破坏周边生态环境的现象长期存在。且由于环保成本相对较低, 部分品种的市场价格长期低于实际价值。另一部分品种, 如钽等属于我国的稀缺资源, 对外依存度大、需要长期依赖进口, 受海外市场价格波动影响明显。

如果参照欧盟的标准制定我们国家生死攸关原材料的话, 国内的战略储备物资品种或许需要重新衡量。比如钼和锡则可能未有必要成为收储品种, 重点应放在行业整顿, 实现行业的良性发展。但作为一个发展中的大国, 国家储备在很多领域都在进行, 比如棉花, 白糖, 石油, 木材、化肥等等大宗商品, 因此国家进行储备是经济发展过程中的正常现象, 不必过分在意。

5) 逆向思维: 不应该在我们没有资源优势的品种领域, 进行高能耗、高污染

的低端产品生产并出口。可以看到中国政府已经在进行这方面的整顿。对于这类资源更应该采取整顿措施，保护“稀有资源”。以美国芒廷帕斯稀土矿关闭多年为例，存在中国低成本的冲击是一个原因，资源储备、环境保护可能也是其中重要的原因，美国的石油资源储备也说明了这个问题。

预期在不久的将来，这类产品势必因为该领域因成本的上升，产能的减少而出现价格的上涨，那么具备资源优势，环保优势和成本优势的企业将受益。可以关注如锰、铝土矿等品种。

表 6：已被或尚未被市场挖掘的其他资源品态势分析

品种	世界资源 优势国	资源储量 世界占比	第一大供 应国	供应世 界占比	价格	定价 权	需求领域	行业壁垒	可回 收性	与新兴产 业紧密度	替代 品
钼 molybdenum	中国	37.93%	中国	38.50%	持平	否	建筑钢（32%）、不锈钢（31%）、钼 化工和催化剂（14%）及其他（25%）	上游资源	尚好	较高，装 备工业	部分 有
锆 zirconium	澳大利亚	44.64%	澳大利亚	41.46%	持平	否	陶瓷（57%）、锆化学品（18%）、电 视玻璃（10%）、耐火材料（7%）及 其他（含核电站用料，9%）	下游加工	尚好	较高，核 电	基本 有
锰 manganese	乌克兰	25.93%	中国	25.00%	持平	否	主要应用于钢铁行业，亦被广泛应用于 铝合金工业、磁性材料工业、化学工业 等（含锰酸锂）	基本无	较好	一般，装 备工业	有
钒 vanadium	中国 + 俄 罗斯	76.92%	中国 + 南 非	72.22%	持平	否	钢铁行业（85%）、钛合金（10%）及 化学制品（5%）	上游资源	尚好	较高，装 备工业， 新能源	部分 有
锂 lithium	智利	75.76%	智利	41.11%	持平	否	锂电池（26%）、润滑油（13%）、陶 瓷（8%）、玻璃（7%）、医药（3%） 及其他（43%）	下游深加 工	尚好	较高，电 池	基本 无
钽 tantalum	巴西	59.09%	澳大利亚	48.28%	大涨	正在 形成 中	电容器（50%）、合金添加剂（15%）、 磨制和化学制品（15%）及其他（20%）	上游资源， 下游深加 工	一般	较高，电 容器	基本 无
铝土矿 bauxite	几内亚	27.41%	澳洲	31.34%	持平	否	氧化铝（100%）	基本无	无	无	无

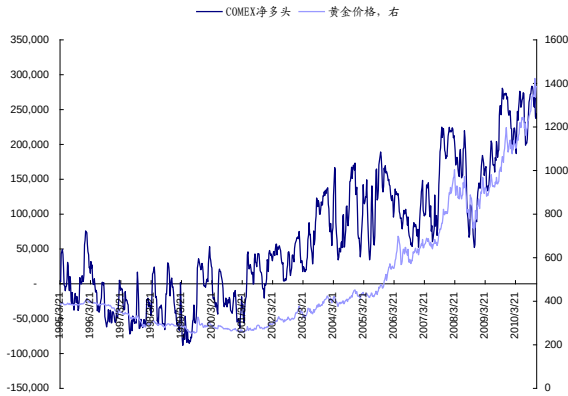
资料来源：国信证券经济研究所

贵金属：不确定性波动 VS 长期趋势

黄金投资热情不减

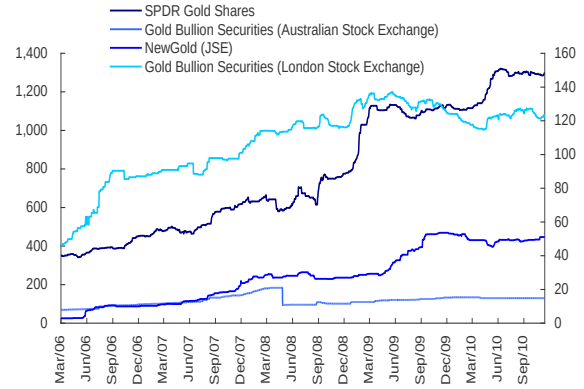
在保值避险需求下，黄金投资热情不减，COMEX 净多头持仓量震荡攀升，目前维持在 24.5 万手左右的水平。黄金 ETF 持仓量从 10 年 7 月份开始一直维持在高位，最大的 SPDR ETF 持仓量一直维持在 1298 吨。

图 33: COMEX 净多头持仓量持续攀升



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 34: 黄金 ETF 持仓量维持高位



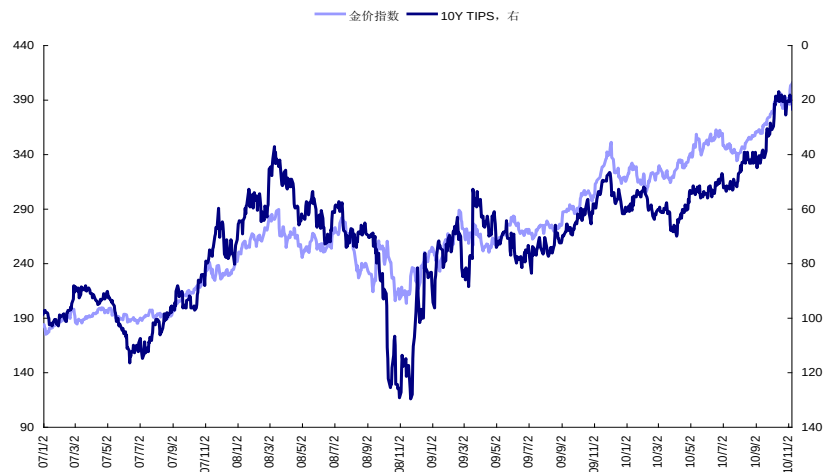
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

金价可以中长期看好: 两个较好的指标

判断金价的中长期走势依旧围绕供需(这里的需求也包含了投资需求,即保值避险所带来的需求)。但是判断金价是比较复杂的,我们倾向于选取较为直观和易操作的指标来进行跟踪。

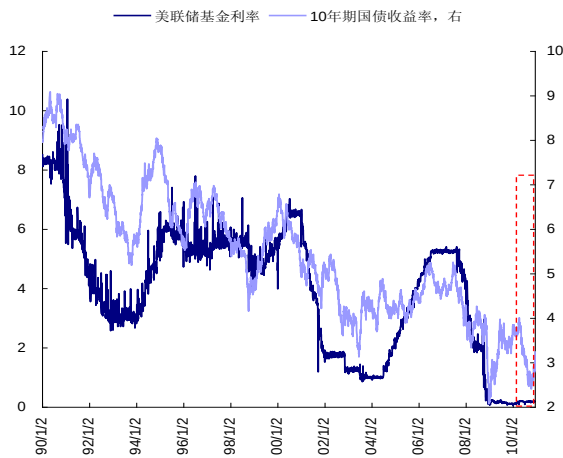
首先是美国利率环境。从历史数据来看,金价与美国 10 年期 TIPS 收益率具备良好的长期趋势一致性,在现有货币体系和经济格局下,我们预计这种趋势还将延续。如我们在上文中“美国经济复苏与美元指数”中所述,美国低利率是可以维持的,这将支持金价的走高。

图 35: 历史上金价与 10 年期 TIPS 具备良好的正相关性



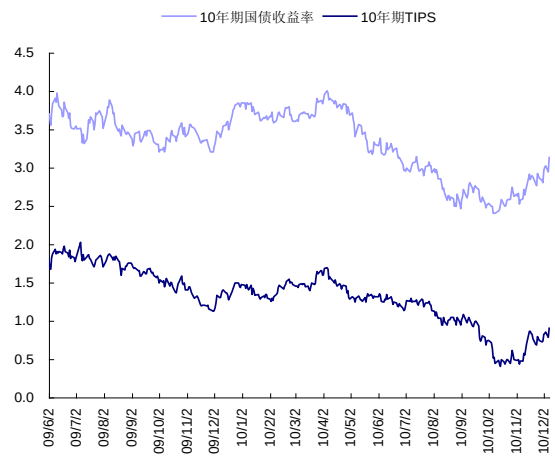
资料来源: EU, 国信证券经济研究所

图 36: 10 年国债收益率与基准利率走势一致，但波动大



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

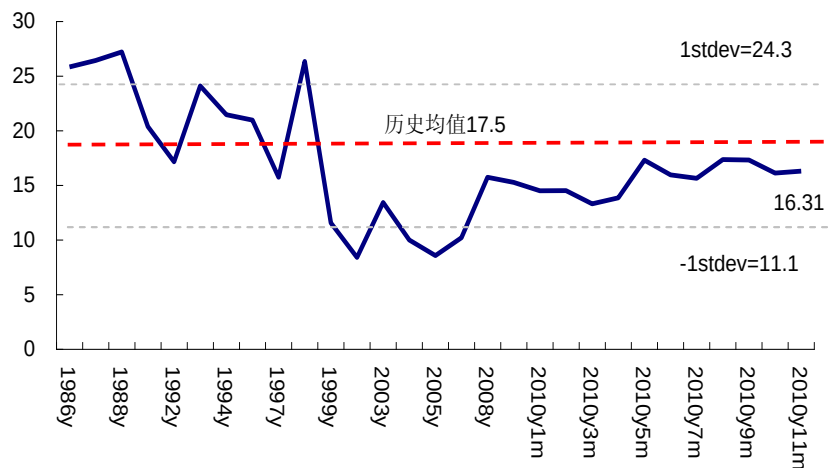
图 37: 10 年国债收益率与 10 年期 TIPS 具备一致性



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

石油黄金比亦被广泛使用。作为基础能源材料，石油价格的涨跌影响到全球经济的波动，对美国经济的波动影响也是显而易见的，从而造成美元的跌涨，进而影响黄金的价格；而石油价格上涨往往带来通胀的到来，这也从保值抗通胀角度提升黄金价格。当然，这只是易于理解的简单关系表述。从历史来看，黄金与油价格之间有着稳定的关系，一般为 1 盎司美金兑换 17.5 桶原油，期间波动也较大，例如在上世纪 80 年代两者比值曾为 1:27，而在 2000 年时则只为 1:8。目前两者比值为 1:16，低于历史均值，随着经济的复苏，石油价格上涨会中长期提升金价。

图 38: 石油黄金比价关系稳定在 17.5 左右



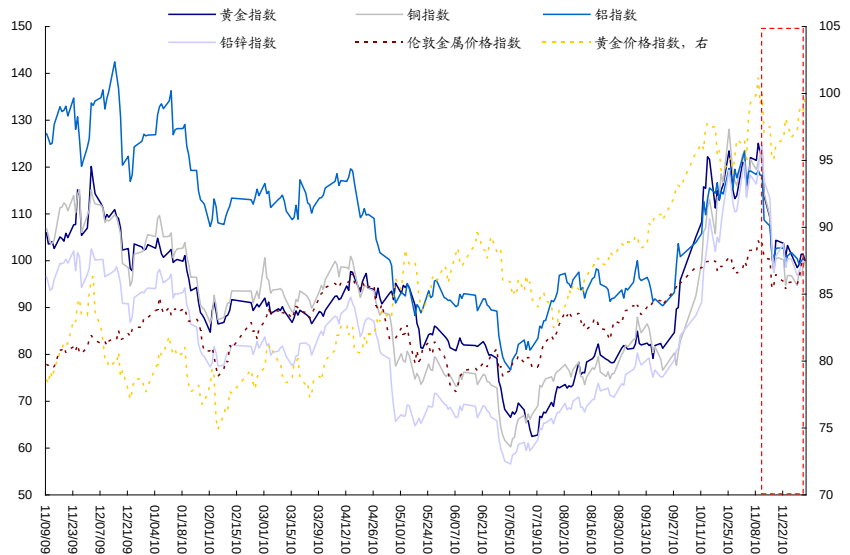
资料来源: EU, 国信证券经济研究所

但不确定性将加大金价短期波动及调整频率

中长期来看，金价上涨是一个大趋势。但是随着 2011 年全球环境的变化，金价及黄金股也会受到美国经济复苏、欧债危机以及中国收紧流动性预期的影响，其

实在过去一年中，金价和黄金股的波动并不亚于大宗金属。

图 39：金价和黄金股年内波动亦不小



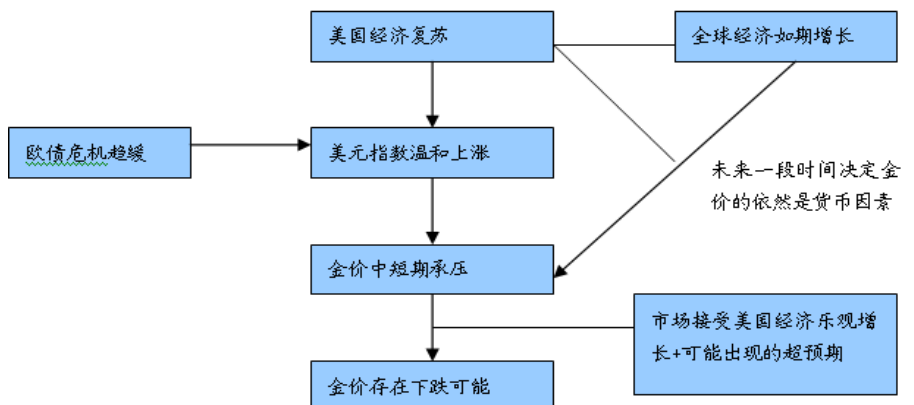
资料来源：EU，国信证券经济研究所

我们延续在大宗金属部分的情景分析，对金价可能存在的中短期演变路径做一分析。当然，这也是基于中国流动性收紧预期减弱的情况下的情景分析。

情景 1：欧债危机趋缓

欧债危机趋缓下，避险需求逐渐减弱，而美国经济复苏会导致美元指数上涨，这会对金价产生上涨压力，而在市场开始接受美国经济乐观增长的时候，“美强欧弱”则会加速货币汇率，导致美元持续上涨。同时，随着国债收益率的上升，黄金保值需求也将减弱。

图 40：欧债危机趋缓时对金价的影响

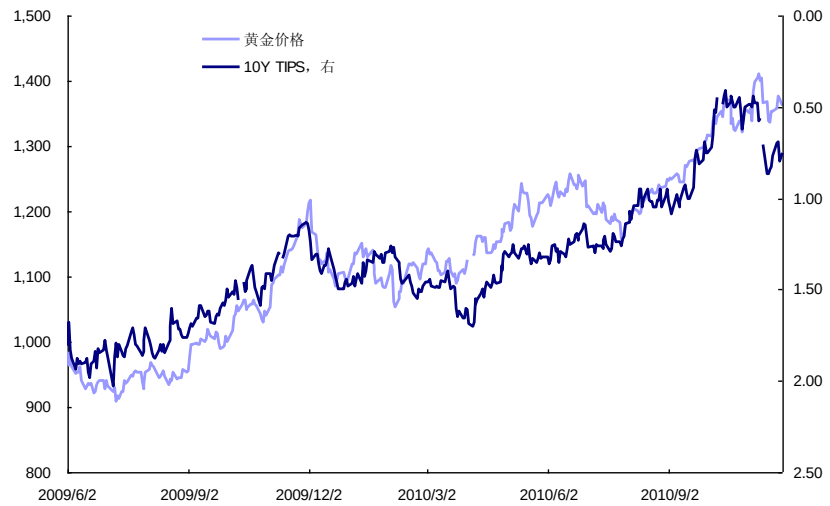


资料来源：EU，国信证券经济研究所

对于国债而言，如图 41 所示，国债收益率与美联储低利率长期走势一直，但是中间波动较大，我们可以看到 10 年底，随着美国经济的复苏国债收益率出现一

定的上涨，而金价表现亦为敏感。

图 41: 2010 年金价与 TIPS 收益率走势吻合度很好

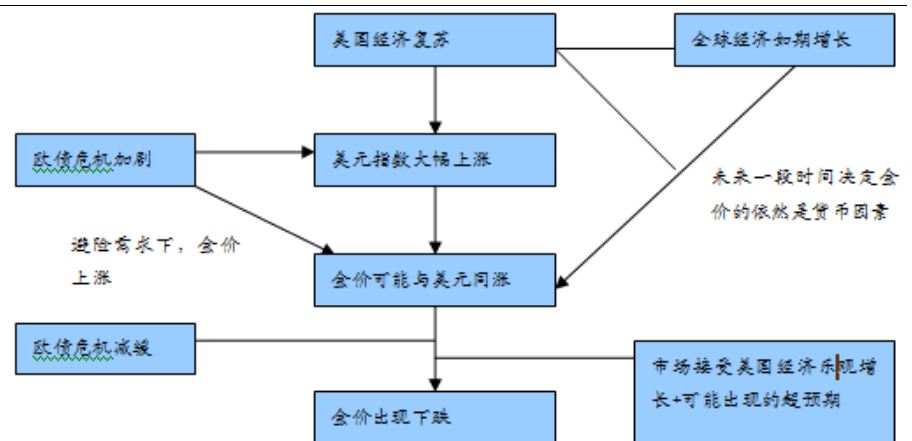


资料来源：EU，国信证券经济研究所

情景 2: 欧债危机加剧

而在欧债危机再次加剧时，金价在避险需求的推动下有可能与美元出现同向上涨，这在历史上并不少见（这也是为何我们不直接采用美元指数作为金价走势判断的原因）。而随着欧债危机的减缓，在美国经济向好的大趋势下可能会造成金价的下跌，金价此时的波动也将更大。

图 42: 欧债危机加剧时对金价的影响



资料来源：EU，国信证券经济研究所

投资建议：投资节奏的把握最关键，维持对板块“谨慎推荐”投资级别

经过前文多维度分析，投资者一定会意识到中国收紧流动性预期、美国经济的复苏与美元指数走势以及欧债危机担忧三大因素的交织演变将导致 2011 年有色板块投资环境的错综复杂，使得决策相对纠结，但关键是投资节奏的把握。而事后总结，这种投资节奏在 2009 年和 2010 年其实已演绎得非常清晰，遵循此脉络，我们因此对于板块 2011 年投资相对乐观，维持对板块“谨慎推荐”的投资级别。

大宗金属股投资节奏的把握

投资节奏的操作，可以概括为在国内流动性收紧预期强化阶段，回避该板块要坚决；当三大因素运行到对板块投资最为契合的时点时，介入同样需要坚决。理论上相对理想的“投资时点”包括：

1、情景“中国收紧流动性预期趋缓+欧债危机趋缓+美国经济温和复苏”出现时，由于市场对于大宗金属供需基本面已经较为充分地反映，而流动性预期有所回落，金属价格短期可能承受一定压力下调，导致有色板块出现调整时，属于我们定义中的“投资时点”。理由是我们对美国经济乐观增长充满信心，一旦美国经济出现持续超预期，金属价格将在其商品属性得到修正下上涨，有色板块将出现由基本面复法拉动的行情。

2、情景“中国收紧流动性预期趋缓+欧债危机加剧+美国经济温和复苏”出现时，避险情绪将更加青睐于美元，造成美元指数大幅上涨，金属价格下跌，导致有色板块出现调整时，同样属于我们定义中的“投资时点”。理由是这种商品属性依旧将让位于金融属性对金属价格造成的负面影响会在欧债危机得到减缓后消失，与此同时，美国经济复苏有可能超预期，从而造成金属价格出现修复性上涨，有色板块同样将出现由基本面复法拉动的行情。

当然，基于基本面复法拉动的板块行情上涨速度相比金融属性拉动的行情会来得稳健，因为市场希望从供需、业绩等方面看到更令人信服的数据，而这需要时间。周期性最强的大宗金属是这种“投资时点”把握下最好的投资品，弹性够大。

表 7：大宗金属股综合评价表

证券简称	总股本 (亿股)	股价 (元/股)	市值 (亿元)	资源估值 (元/股)	综合评价
江西铜业	34.63	36.08	1249.35	51.90	1、行业龙头，资源储量国内第一，海外项目将提升公司资源自给率；2、成本优势明显；3、在建工程进展顺利，未来矿产铜产量稳步增长；4、有估值优势
铜陵有色	12.94	26.35	341.06	17.63	1、资源自给率较低，但副产品保证了公司业绩稳定；2、有潜在资源注入预期
云南铜业	12.57	24.10	302.86	13.99	1、铜资源自给率较低，业绩较差；2、持续的资源注入预期，但时间难以确定
中金岭南	15.87	20.43	324.20	18.19	1、业绩稳定，2、通过澳大利亚子公司 PEM 司进行海外收购的模式避免了海外收购可能存在的政治上的阻挠，未来发展空间得到拓展；3、市场认可度高；4、但所在的铅锌行业目前尚不景气。
驰宏锌锗	10.08	24.18	243.68	15.82	1、业绩一般，2、有潜在的集团资源注入预期，3、正在进行海外资源收购；4、但所在的铅锌行业目前尚不景气。
宏达股份	10.32	16.46	169.87	17.70	1、业绩较差，2、潜在的集团资源注入预期；3、但所在的铅锌行业目前尚不景气。
锡业股份	8.02	31.30	250.95	38.11	1、锡价创历史新高，2、锡行业龙头；3、但业绩多年低于预期，市场形象较差
吉恩镍业	8.11	24.83	201.40	19.92	1、镍价不容乐观，2、业绩较差。3、但公司资源扩张势头较强

西部矿业	23.83	17.13	408.21	10.08	1、综合类矿业公司，有相对估值优势；
紫金矿业	145.41	8.28	1204.02	17.00（综合衡量）	1、综合类矿业公司，有较大的估值优势。2、但环保风险较大，且小非减持压力长期存在；3、资源扩张顶峰期已过
金钼股份	32.26	24.12	778.26	20.22	1、钼行业龙头，将受益于行业整合，2、但业绩较差，2、尚未看到钼价上涨的拐点

黄金股投资节奏的把握

我们认为黄金股投资价值在于长期，这主要是基于我们继续中长期看好黄金价格走势。但从情景分析来看，未来一年全球宏观环境的演变路径有可能导致黄金价格短期出现一定幅度调整，我们并不回避这种对于黄金股而言不利的局面。

需要提及的是，即便金价出现调整，我们认为幅度也是有限的，对国内四大资源类黄金股的业绩并不会带来明显的影响。事实上，这四大资源类黄金的资源注入预期始终存在，矿产金年产量也始终保持一定比例的稳定增长，所以我们认为这四大公司的业绩会在金价震荡中保持稳步上升，对股价产生强劲支撑。

国际上通用 P/NAV 对资源类黄金股进行估值，这个值会在 1.5~3 之间波动，从经验来看，当市场对于黄金价格走势相对不乐观时，P/NAV 会向 1.5 去寻求安全边际；反之，P/NAV 会乐观地向 3 靠拢，甚至超过 3。P/NAV 值对于黄金股投资节奏的把握有较强的引导作用。

结合 PE 估值和 P/NAV 估值对黄金投资节奏的把握，我们认为同样能在震荡的 2011 年给投资者带来可观的收益。

表 8：资源类黄金 P/NAV 估值比较

	山东黄金	中金黄金	紫金矿业(仅黄金资源估值)	辰州矿业(仅黄金资源估值)
储量(吨)	356.05	542.70	715.00	50.00
吨完全成本(万元/吨)	13,800.00	15,000.00	11,000.00	12,000.00
黄金平均售价(万元/吨)	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00
利润总额(万元)	5,768,010.00	8,140,500.00	13,585,000.00	900,000.00
所得税率	0.25	0.25	0.25	0.25
净利润(万元)	4,326,007.50	6,105,375.00	10,188,750.00	675,000.00
总股本(万股)	142,307.25	157,309.07	1,454,130.91	54,740.00
P/NAV=1.5 时的股价(元)	45.60	58.22	10.51	18.50
P/NAV=3.0 时的股价(元)	91.20	116.43	21.02	36.99
其他矿山资源估值(元/股)			5.05	11
资源估值总计(元/股)			15.56~26.07	29.5~47.99

资料来源：国信证券经济研究所

非期货交易类金属股投资机会把握

通过对欧盟 14 种生死攸关原材料价格走势差异的内在原因的分析，结合中国正步入经济结构性调整的大背景，我们认为符合国情发展的非期货交易类金属股的投资是战略性的。

1、对如稀土、铈和钨这种价格已经开始持续上涨的“人无我有”品种而言，

在行业发展方向已非常明确（“定价权”争夺将持续进行）的前提下，公司龙头地位的不断巩固、业绩稳步上升将是打造“长牛”的基石，我们认为调整就是介入的时机。

2、对中国需要高价购买“人有我无”的资源，我们看好具备这一类资源储备投资标的的未来成长性。我们将重点关注国内二次回收废旧的汽车尾气净化催化剂装置提取铂族金项目的进程，贵研铂业（600459）有成为小金属领域的“新贵”的潜力。

3、对于技术壁垒在于下游深加工的品种，资源的位置退居其次。比如：钛、锆、锗。我们未来的投资标的应该是针对真正具备该类领域深加工核心技术优势的企业。宝钛股份（600456）值得长期关注。

4、对于我们没有资源优势但进行高能耗、高污染的低端产品生产并出口的品种，我们预计未来将因国家的严厉整顿而导致该领域因成本的上升，产能的减少而出现价格的上涨，那么具备资源优势，环保优势和成本优势的企业将受益。可以关注如锰、铝土矿等品种。

附表 1：重点跟踪有色上市类公司盈利预测及评级

公司代码	公司名称	收盘价		EPS		P/E			评级
		2010/12/06	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
600111	包钢稀土	69.83	0.10	1.04	1.43	698	67	49	推荐
002155	辰州矿业	32.31	0.19	0.50	1.08	170	65	30	推荐
600547	山东黄金	53.46	1.05	1.00	1.44	51	53	37	推荐
600673	东阳光铝	17.54	0.09	0.35	0.50	195	50	35	推荐
600888	新疆众和	24.05	0.52	0.80	0.96	46	30	25	推荐
600362	江西铜业	36.08	0.78	1.36	1.57	46	27	23	推荐
600489	中金黄金	39.14	0.66	0.70	1.10	59	56	36	推荐
601899	紫金矿业	8.28	0.24	0.39	0.45	35	21	18	推荐
600456	宝钛股份	30.55	0.04	0.10	0.35	764	306	87	谨慎推荐
000807	云铝股份	11.42	0.04	0.02	0.36	286	571	32	谨慎推荐
600459	贵研铂业	38.21	0.08	0.57	0.88	478	67	43	谨慎推荐
000060	中金岭南	20.43	0.40	0.48	0.55	51	43	37	谨慎推荐
000878	云南铜业	24.10	0.30	0.30	0.56	80	80	43	谨慎推荐
000630	铜陵有色	26.35	0.47	0.66	0.89	56	40	30	谨慎推荐
600219	南山铝业	9.40	0.50	0.40	0.56	19	24	17	谨慎推荐
000960	锡业股份	31.30	0.17	0.48	0.56	184	65	56	谨慎推荐
002378	章源钨业	38.05	0.31	0.35	0.51	123	109	75	未评级
000612	焦作万方	21.90	0.40	0.68	0.50	55	32	44	中性
600595	中孚实业	13.59	0.47	0.35	0.40	29	39	34	中性
600331	宏达股份	16.46	0.17	0.24	0.41	97	69	40	中性
600497	驰宏锌锗	24.18	0.28	0.40	0.55	86	60	44	中性
601600	中国铝业	10.15	-0.34	0.24	0.26	-30	42	39	中性

数据来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晚熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	