

2010年12月10日星期五

有色金属行业

评级: 看好

研究员

汪华春

证书编号

S0070209060030

010-88086830-711

wanghc@rxzq.com.cn

参考报告:

《有色金属行业: 流动性驱使及中国重新备库需求——铜价将步入新高之旅》2010.10.18

《四季度有色金属行业投资策略: 中国因素为主, 以政策导向做指引》2010.9.20

《有色金属行业: 新材料发展正当时, 稀有金属资源战略地位提升》2010.5.31

全球再平衡中商品为赢家, 中国优势金属持续向好

——2011年有色金属行业投资策略

投资要点:

- **全球经济筑底向上, 全球再平衡中商品为赢家。**全球经济已经筑底向上, 预计 2011-2012 年全球 GDP 增速分别为 4.1%、4.8%。美日等国维持宽松货币政策, 而新兴市场进入紧缩货币政策周期, 全球经济面临着再平衡, 但是, 这个再平衡过程对于商品需求将是极其正面的。
- **美元指数或与金属市场走势脱钩。**未来一段时间内影响美元指数的主要因素是美国的量化宽松政策和欧债危机, 欧债危机支撑美元走强, 但出现趋势性的美元升值可能性较小。比较分析了 2008 年底至今美元指数和 CRB 金属现货指数, 欧债、美元指数对金属市场影响并非负相关, 预计 2011 年原油、金属等价格走势可能与美元指数脱钩。
- **基本金属——供需面决定强弱。**全球经济向好和通胀预期决定基本金属中期趋势向上, 而供需面则决定各金属走势的强弱。我们分析了六种基本金属未来 1-2 年的供需面及下游行业变化, 认为铜、锡基本面最强劲, 而中国的节能减排力度对电解铝的供需结构影响较大。
- **贵金属——易涨难跌。**无论是美日等国的宽松货币政策将持续, 抑或是欧债问题的暴露, 贵金属的避险和抵御通胀功能都将引起关注, 预计 2011 年贵金属板块易涨难跌。但不同于以往的看法是, 我们认为白银将受益于全球总体上强劲的工业增长及投资需求, 未来的表现将好于黄金。
- **小金属——战略性新兴产业规划下的中长期优势金属投资。**根据我国“十二五规划”, 包括节能环保、生物技术、新一代信息技术、高端装备制造、能源、新材料和新能源汽车等七大战略性新兴产业将成为未来国民经济的支柱产业或先导产业。小金属作为新能源、新材料等新兴产业的重要原材料, 尤其是稀土、锂、钛、锆、钼、钨等品种所应用的新能源汽车、核能、航天军工及高端装备制造领域在“十二五”期间有望得到快速发展, 部分小金属的需求存在爆发性增长的可能。
- **投资策略:**我们维持行业“看好”评级, 在基本面向好和流动性宽松的情况下, 关注资源价值的重估以及中国经济的结构转型带来的稀有金属中长期投资机会, 重点推荐江西铜业、铜陵有色、锡业股份, 以及包钢稀土、中科三环、厦门钨业、金钼股份、云南锗业、宝钛股份、东方锆业和辰州矿业。
- **风险提示:**欧债重组引发金融危机; 美国货币政策转向; 国内紧缩政策导致流动性拐点。

1、宏观背景：全球经济筑底向上，全球再平衡中商品为赢家

1.1 再平衡过程对于商品需求是极其正面的

- **全球经济复苏筑底向上。**根据三季度 OECD 综合经济先行指标和各国 PMI 指数来看，市场对于全球经济硬着陆的担忧正在逐渐消退，但是全球经济复苏放缓的迹象更加明显，主要发达经济体和主要亚洲经济体的经济增长可能在近期已经达到峰值。但是，总的来看，经历了 2008 年的金融危机后，全球经济已经筑底向上，预计 2011-2012 年全球 GDP 增速分别为 4.1%、4.8%，而这意味着，全球对金属的需求增速也将增加。

图 OECD 领先指标

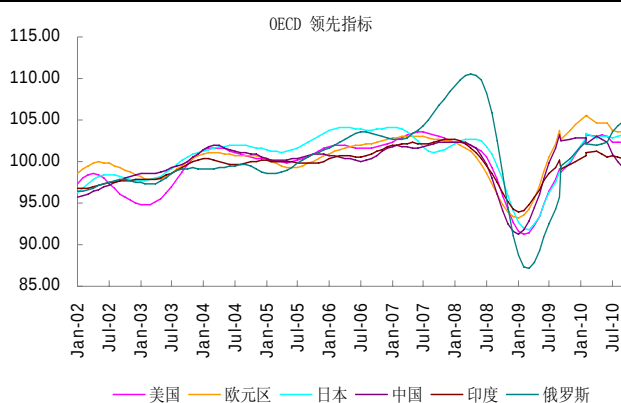


图 主要经济体 PMI 指数

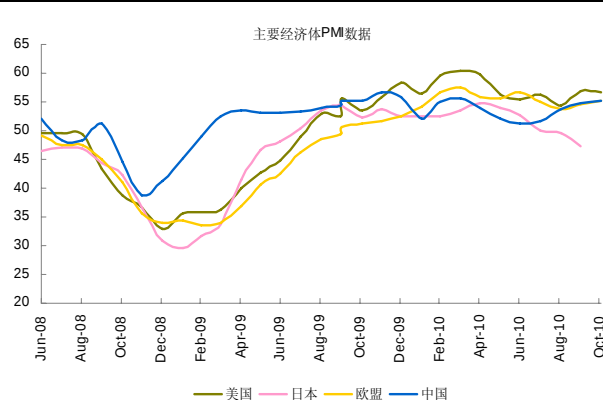


表 发达国家 GDP 增速预测

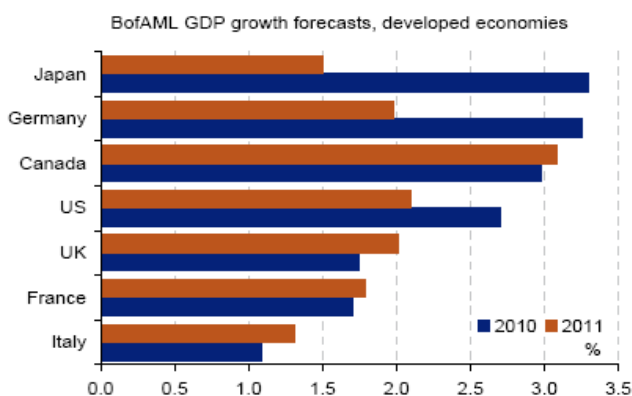
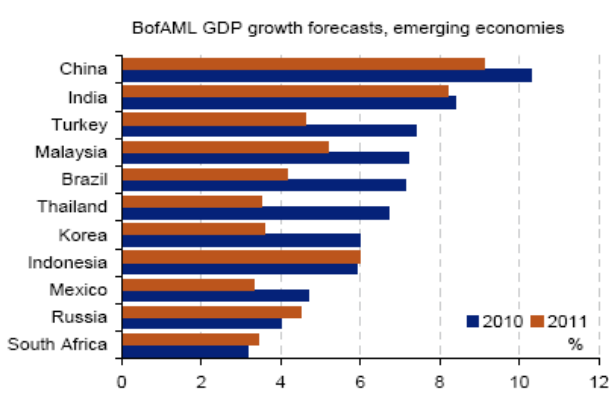


表 新兴市场 GDP 增速预测



来源：日信研究，Merrill Lynch

- **工业国家和新兴市场的再平衡过程对于商品需求将是极其正面的。**经历了 2008 年的金融危机，世界各国都采取了宽松货币政策，但各经济体恢复的进展不同，因此出现了当前以美国、日本为代表的经济体，低通胀、维持宽松货币政策，以及以巴西、中国、俄罗斯等新兴市场为代表的经济体，高通胀、进入紧缩货币政策周期，全球经济面临着再平衡。**但是，我们认为，这个再平衡过程对于商品需求将是极其正面的：**（1）西欧、美国和日本的商品消费水平已经达到了较为固定的水平，任何经济的改善对于商品需求都是利好；（2）我们研究过去十年里新兴市场的商品人均消费趋势后发现，新兴市场尽管流动性偏紧，但经济活动却在回升，未来五年内，新兴市场对商品的消费需求仍将维持 7% 左右的增速，成为世界商品消费需求的最大动力。

图 美国成屋签约销售指数反弹



图 美国零售总额快速回升

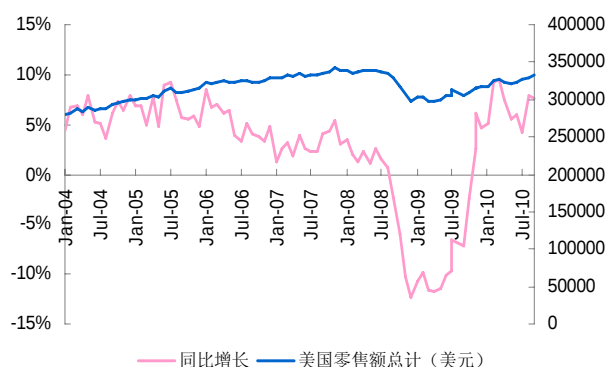


图 美国、欧元区和日本的工业生产指数缓慢向好

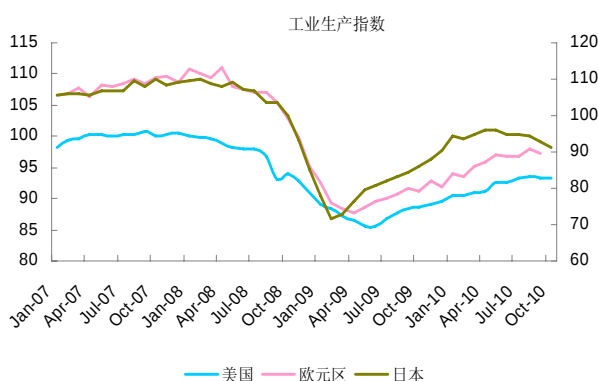
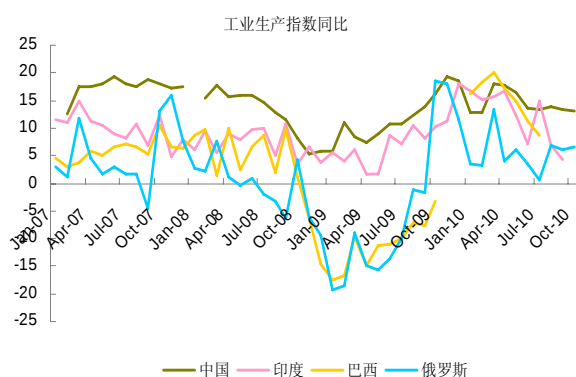


图 新兴经济体工业生产同比增长



来源：日信研究

表 巴西、中国、印度和中东地区商品的人均消费预测

	年人均消费				年均增长率		
	2000	2008	2015	2020	2000-2008	2008-2015	2015-2020
基本金属 (千克/人)							
铝	1.8	5.2	9.3	12	14%	9%	5%
铜	1.1	2.2	3.7	4.6	10%	7%	4%
镍	0.0	0.2	0.3	0.4	18%	7%	6%
铅	0.4	1.3	2.0	2.7	14%	7%	6%
锌	1.1	2.9	4.7	6.2	12%	7%	6%
能源 (千克原油/人)							
原油	213	341	421	488	6%	3%	3%
天然气	81	145	200	246	7%	5%	4%
煤炭	304	573	754	930	8%	4%	4%
天然能源	678	1111	1523	1866	6%	5%	4%

来源：Barclays Capital, Brook Hunt

1.2 商品价格或与美元指数走势脱钩

- **QE2.0: 被高失业率绑架的不得已之选。**根据我们的宏观策略研究, 美联储推出二轮量化宽松货币政策的背景是高失业率下的总统选举, 以及对于陷入日本式通缩的恐惧使得推出刺激政策非常困难, 而量化宽松货币政策实在乃不得已之选, 美国希望推升资产价格、以及或许可能存在的美元贬值诉求以减轻国民负债——这种潜在动因并不支持美元指数上行。

图 美国失业率维持高位

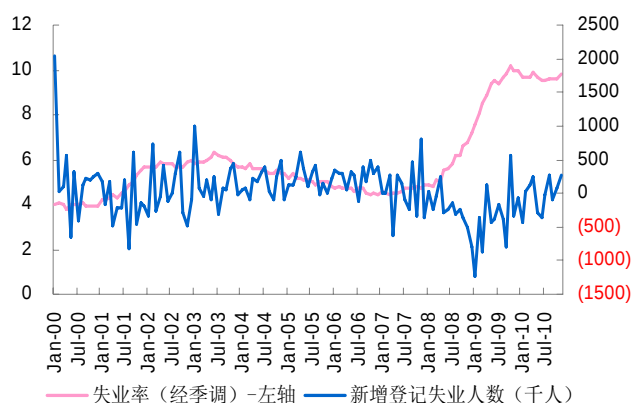
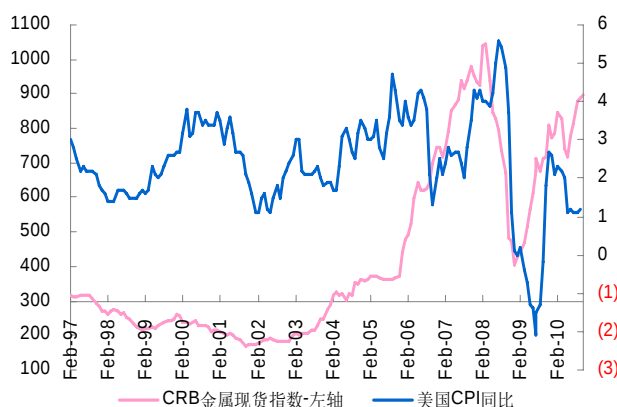


图 美国 CPI 维持相对低位



来源: wind, 日信研究

- **量化宽松货币政策退出的时间或许比想象的久。**根据 11 月美国推出二次量化宽松, 到 2011 年 6 月底以前美联储将购买 6000 亿美元的美国长期国债, 然而, 伯南克日前表示, 根据实际经济效果及通胀情况, 美联储第二轮量化宽松政策的规模可能会超过 6000 亿美元。我们的宏观经济研究认为, 明年美国经济可能是逐季向上的走势, 下半年 GDP 增速可能达到 2.6%-3.0%, 即美联储所认为的经济潜在增速。我们并不确定, 美国政府认可的经济切实好转的信号或者指标, 但可以肯定的是, 美国不可能愿意承担三次放缓所带来的代价, 尤其是在 2012 年总统选举的压力之下, 这意味着, 美国量化宽松货币政策最终退出的时点将比那些中性的投资者所预期的要晚, 新兴市场的泡沫和大宗商品价格上升的压力持续时间也很可能比目前想的要长。

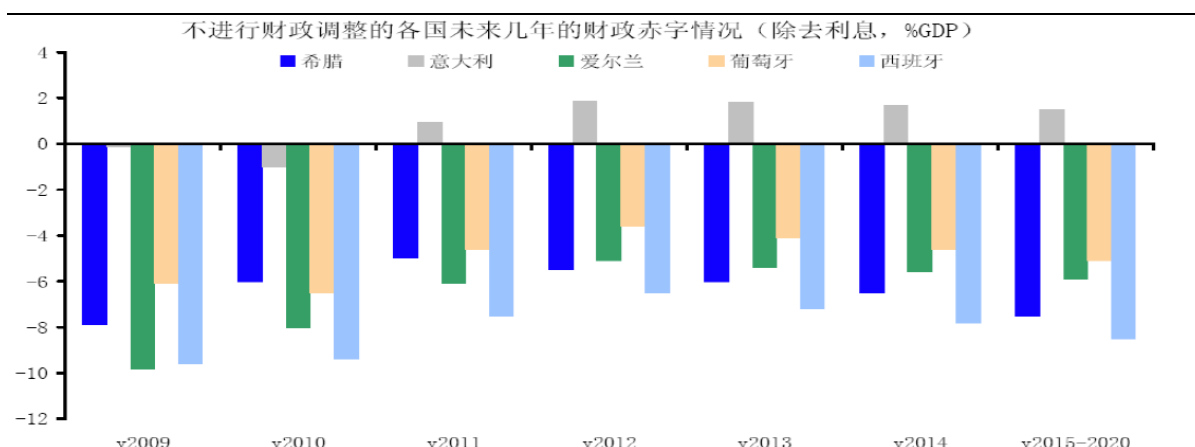
表 中期选举到总统选举年间失业率下降幅度回顾

中期选举年份	候选人	党派	中期选举结果	总统选举结果	中期选举时失业率	总统选举时失业率	中期选举后一年失业率变化
1982 年	里根	共和党	失败	连任	10.8	7.2	-2.3
1994 年	克林顿	民主党	失败	连任	5.6	5.4	0
2002 年	布什	共和党	成功	连任	5.9	5.4	-0.1
2010 年	奥巴马	民主党	失败	?	9.6	?	?

来源: 日信研究

- **欧债问题: 债务重组代价过大, 不排除再次量化宽松。**自 2009 年以来, “欧猪五国”中的希腊和爱尔兰都相继爆出了主权债务危机问题。根据巴克莱今年 5 月份进行的一项估计, “欧猪五国”中只有意大利可以在不进行主动削减支出的情况下, 从明年开始逐渐实现财政的小幅盈余, 而其他四个国家若不进行痛苦改革, 财政赤字在可见的将来都将一直维持在 5%以上的水平。然而, 我们认为, 欧盟为避免经济动荡传导至西班牙 (欧洲第四大经济体), 进而影响欧洲的核心金融机构, 引发第二次金融危机, 必要时欧央行可能会采取再次量化宽松。

图 不进行财政调整的各国未来几年的财政赤字情况（除去利息）



来源：莫尼塔

- **商品价格走势或与美元指数脱钩。**未来一段时间内影响美元指数的主要因素是美国的量化宽松政策和欧债危机，不同阶段，这两种因素分别主导美元指数的走势，**我们认为，欧债危机支撑了美元，但出现趋势性的美元升值可能性较小。**我们比较分析了 2008 年底至今美元指数和 CRB 金属现货指数，发现欧债、美元指数对金属市场影响并非负相关：（1）2009 年 3-4 月冰岛债务危机和 2009 年 12 月希腊债务危机在较短的时间内刺激了美元指数的快速反弹，然而这两段时间 CRB 金属现货指数亦稳步上涨；（2）2010 年 3-5 月，希腊债务危机传导至西班牙，美元指数冲至 1 年来的新高，而原油价格一度上冲至 90 美元附近，当时美国经济复苏前景向上，主要国际投行纷纷上调美国经济预期。我们认为，2011 年美国将好转，意味着美元缺乏继续下跌的动力、金属需求将好转，然而全球流动性宽松的环境极有可能推升大宗商品价格，原油、金属等价格走势可能与美元指数脱钩。

图 美元指数与 CRB 现货金属指数走势对比

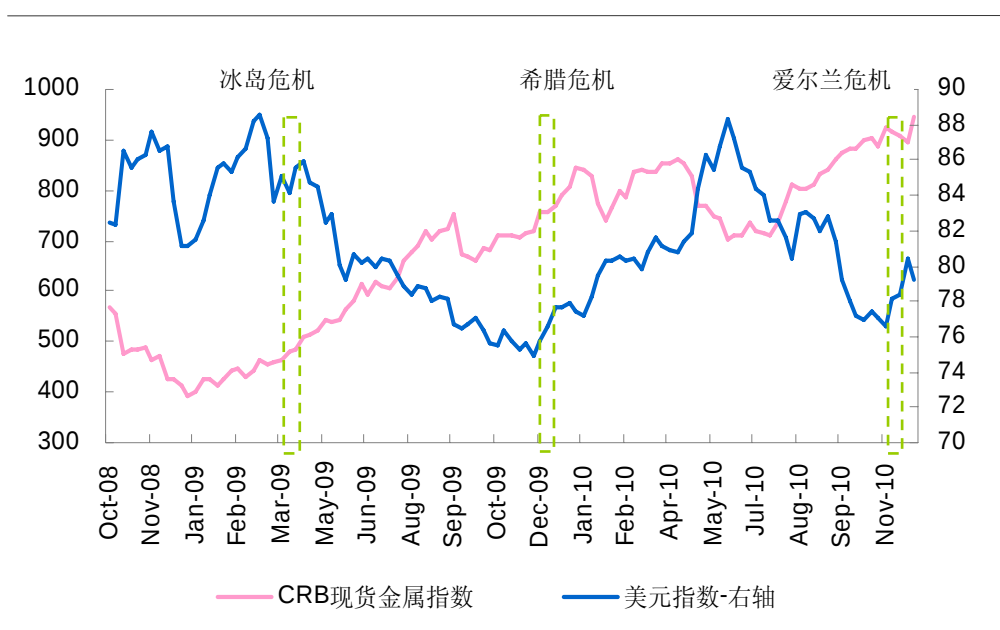
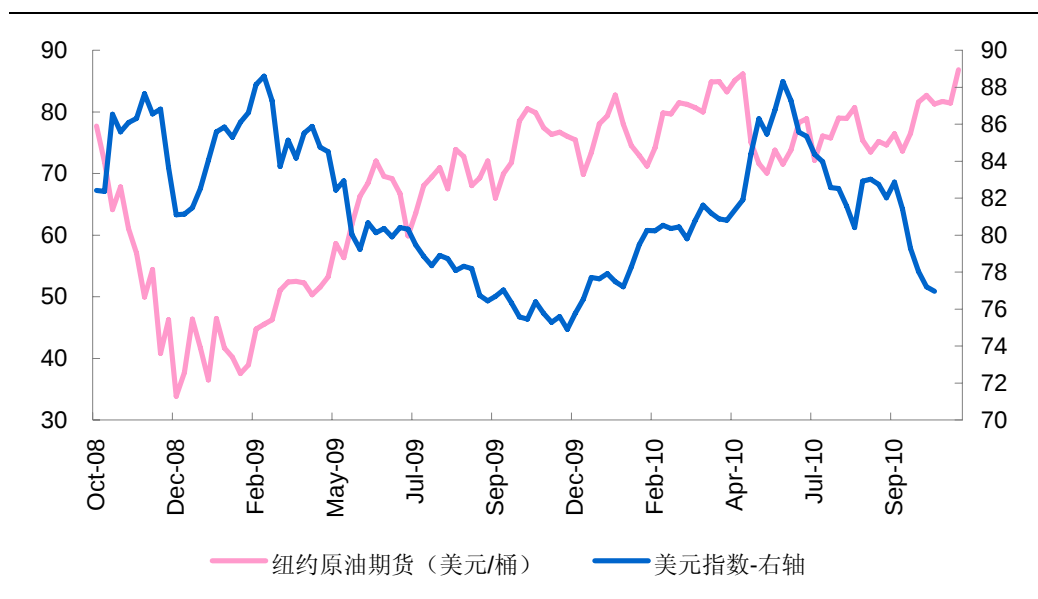


图 原油价格与美元指数走势对比



2、基本金属——供需面决定强弱

- 基于前述的宏观背景分析，我们认为 2011 年全球经济向好和通胀预期决定基本金属中期趋势向上，而供需面则决定各金属走势的强弱。我们分析了六种基本金属未来 1-2 年的供需面及下游行业变化，认为铜、锡基本面最强劲。

表 全球各金属的贡献平衡情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
铜	-1098	-347	-154	-170	187	456	-132	-386
铝	-663	-90	-455	284	1641	1128	881	866
铅	119	415	187	236	-99	234	6	5
锌	-255	-390	0	106	508	780	460	239
锡	-5	22	2	-3	-14	21	-8	-20
镍	-9	29	-51	97	152	97	-32	-3

来源：日信研究，CRU，Brook hunt，Barclays Capital

表 基本金属的驱动力和风险分析

	现价	2010	2011E	未来 6 个月行业驱动力	主要风险
铜	8725	7438	11250	中国重新备库需求 铜矿和废铜供应紧缺 铜 ETF 的实物和投资需求	中国房地产投资大幅紧缩
铝	2319	2185	2600	中国节能减排力度改善供给 汽车和交通领域铜需求大幅增加	电价上调 国储抛售打压铝价
铅锌	2340/	2153/	2775/	铅酸蓄电池消费回升	汽车消费大幅下滑

	2219	2173	2750	镀锌板消费复苏
				中国冶炼产能限产有效
				电子需求持续向好
锡	25550	19981	29830	印尼锡矿供应紧缩
				出口配额减少
镍	23500	21663	25750	全球镍矿供应紧缩
				中国镍生铁产量增加
				不锈钢需求回升

来源：日信研究

图 LME 三月期货价格走势

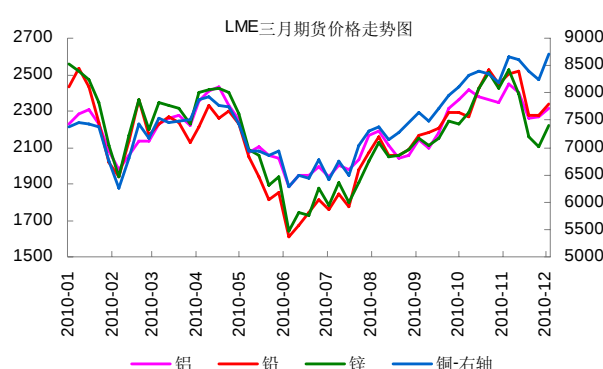


图 LME 三月期锡和镍价格走势

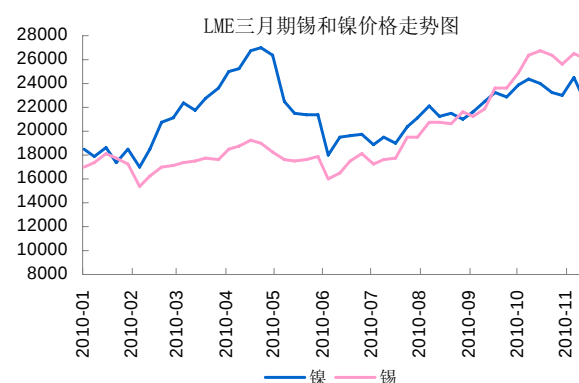


图 LME 基本金属库存变化

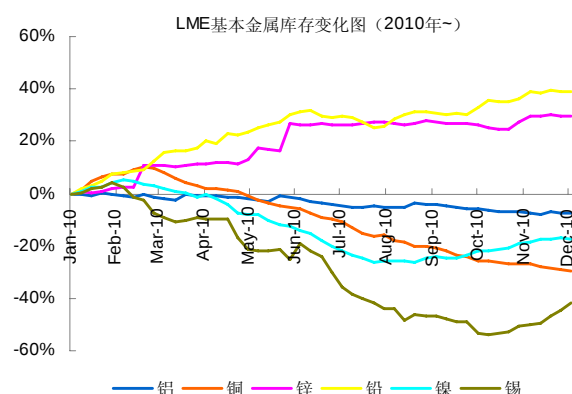
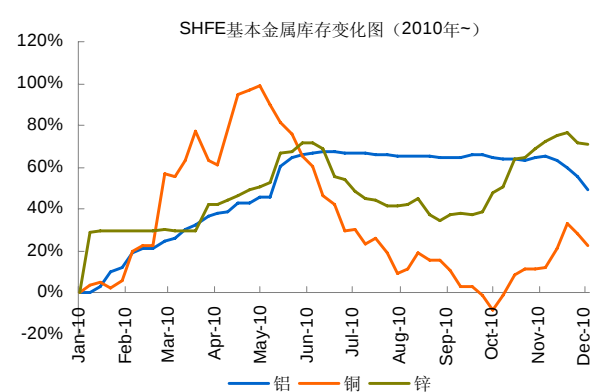


图 SHFE 基本金属库存变化



来源：日信研究

2.1 铜：步入新高之旅

- **中国重新备库支撑铜价新高。**在《流动性驱使及中国重新备库需求——铜价将步入新高之旅》（2010.10.18）报告中，我们指出，今年至明年铜市场平衡逐渐缩小甚至出现供不应求，其中，中国铜需求受农村电网改造和高铁工程等领域推动，未来将保持 9%左右的增速。另一方面，铜矿供应在 2011 年是一个关键的挑战因素，因为主要的铜矿面临矿品味下降、劳资纠纷等问题。我们认为，中国进入重新备库阶段，将对铜价的下一轮上涨起决定性作用，期铜价格创历史新高是早晚的事。而此后两个月时间里，期铜价格走势印证了我们的判断，我们认为，2011 年铜价将不断挑战新高。

- **铜 ETF 增加需求。**今年 10 月以来，已有三家机构向美国证交会申请推出现货铜交易 ETF 基金。摩根大通的现货铜基金将得到 6.18 万吨实物铜的支持；贝莱德的 iShares Copper Trust 将持有 12.12 万吨铜；ETF Securities 亦会建立一只基金，但未说明将持有多少吨铜。此外，高盛和德意志银行也有意推出现货铜 ETF 基金的计划。我们认为，现货铜 ETF 基金允许散户投资于存放在伦敦金属交易所仓库的现货铜，这意味着 ETF 交易必须有实物铜作为后盾，而这可能会引起铜价的大幅波动。

图 中国铜消费结构

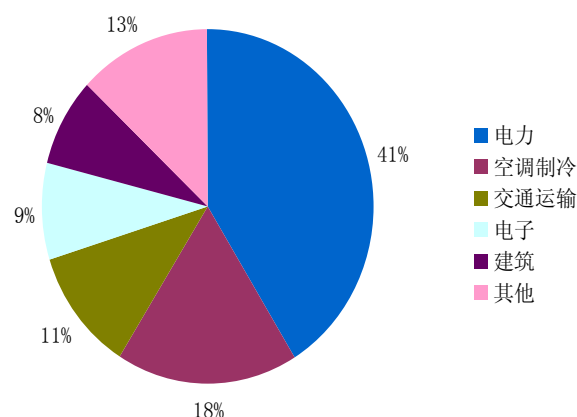


图 美国铜消费结构

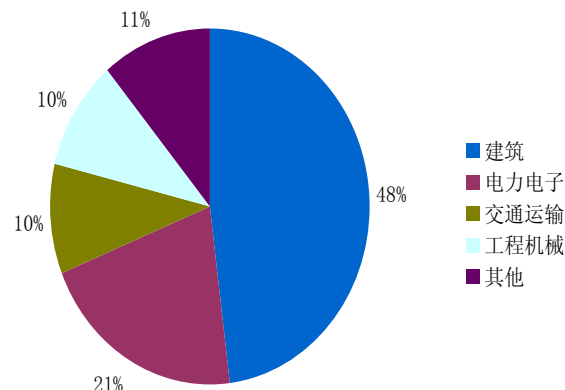


图 近十年铜矿产量呈下降趋势

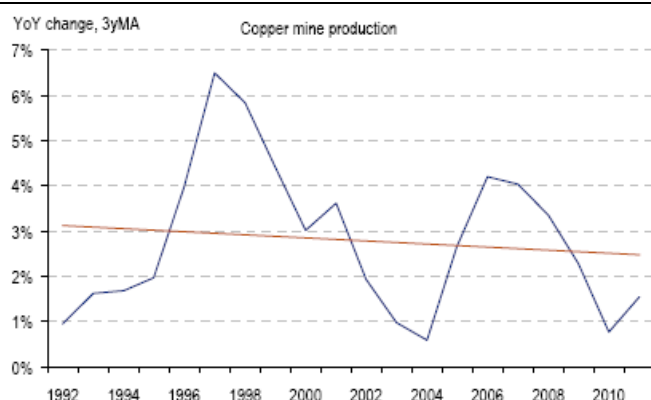


图 中国实际铜消费增速



来源：日信研究，Merrill Lynch

表 全球及中国铜精矿、铜供需情况（单位：千吨）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
全球铜精矿产量	14942	15139	15575	15582	15976	15907	16851
YOY%		1.32%	2.88%	0.04%	2.53%	-0.43%	5.93%
全球产量	16597	17310	18040	18364	18336	18564	19482
YOY%		4.30%	4.22%	1.80%	-0.15%	1.24%	4.95%
全球消费量	16959	17500	18047	18019	17302	18240	19449
YOY%		3.19%	3.13%	-0.16%	-3.98%	5.42%	6.63%
全球产量-消费	-362	-190	-7	345	1034	324	33
	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E

中国产量	2600	3003	3540	3836	4110	4981	6286
YOY%		15.50%	17.88%	8.36%	7.14%	21.19%	26.20%
中国消费量	3815	3967	4670	5100	6520	7107	7676
YOY%		3.98%	17.72%	9.21%	27.84%	9.00%	8.01%
中国产量-消费	-1215	-964	-1130	-1264	-2410	-2126	-1390
中国产量占比	15.67%	17.35%	19.62%	20.89%	22.41%	26.83%	32.27%
中国消费占比	22.50%	22.67%	25.88%	28.30%	37.68%	38.96%	39.47%

来源：安泰科，日信研究

2.2 锡：供需两旺，明年仍存缺口

- 受电子产品供应链重新备库的需求支撑，2010年上半年全球焊接用锡的发货量年比上升50%。而印尼作为全球最大的锡出口国，今年锡供应量受到了政府对非法锡矿开采的打击、环境问题、矿石的可行性、新的采矿税以及恶劣的天气条件的影响，且预计明年印尼的锡矿供应仍然受限。
- 中国锡需求占全球的40%左右，目前已经是一个稳定的锡净进口国，尽管国内锡矿供应有所改善，但是电子、家电等需求的需求旺盛，足以支撑未来焊锡需求。

图 2009 年全球锡精矿供应结构

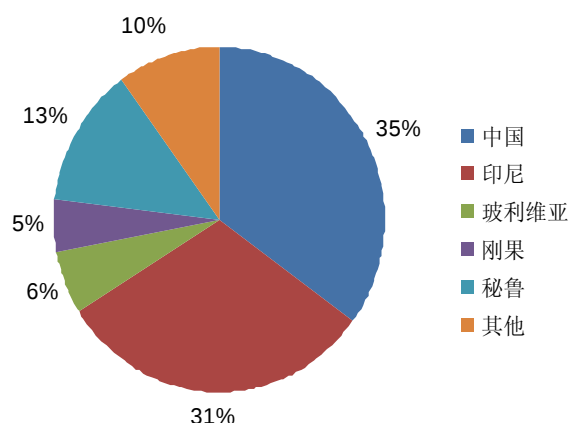


图 中国锡下游需求结构

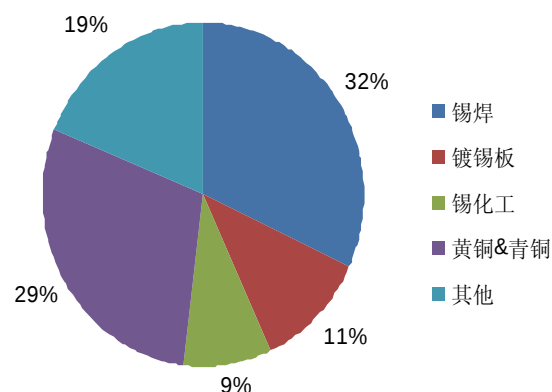


图 我国锡精矿产量及同比增长

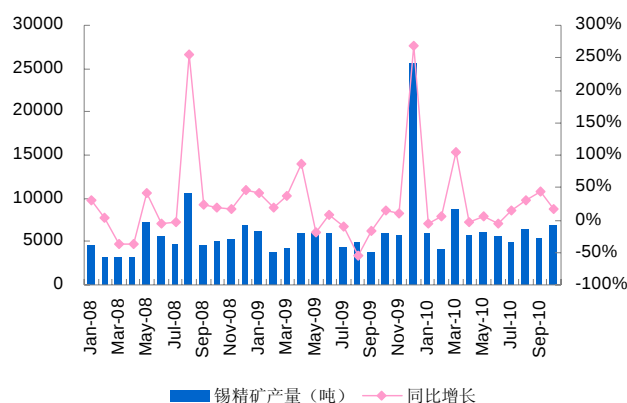
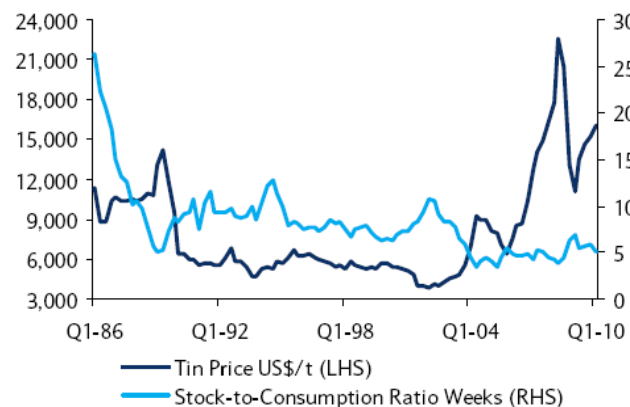


图 锡库存/消费比率处于近十几年的底部



来源：日信研究，Barclays Capital

表 全球锡供需平衡情况

(单位: 千吨)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
全球产量	308	347	355	345	322	326	325	328
YOY (%)	11.7%	12.5%	2.3%	-2.7%	-6.8%	1.4%	-0.6%	0.9%
全球消费	322	333	362	356	340	305	333	349
YOY (%)	8.6%	3.4%	8.8%	-1.7%	-4.5%	-10.3%	9.2%	4.8%
美国库存销售	9	8	9	8	4	0	1	2
供需平衡	-5	22	2	-3	-14	21	-8	-20
库存	31	52	54	51	36	58	50	31
库存/消费(wks)	5.0	8.2	7.8	7.4	5.5	9.8	7.8	4.5

来源: 日信研究, Barclays Capital

3、贵金属：中期可期，易涨难跌

- 无论是美日等国的宽松货币政策将持续，抑或是欧债问题的暴露，贵金属的避险和抵御通胀功能都将引起关注，预计2011年贵金属板块易涨难跌。不同于以往的看法是，我们认为白银将受益于全球总体上强劲的工业增长及投资需求，未来的表现将好于黄金。

图 中国铜消费结构



图 美国铜消费结构



图 SPDR 黄金 ETF 持有量与黄金价格走势对比

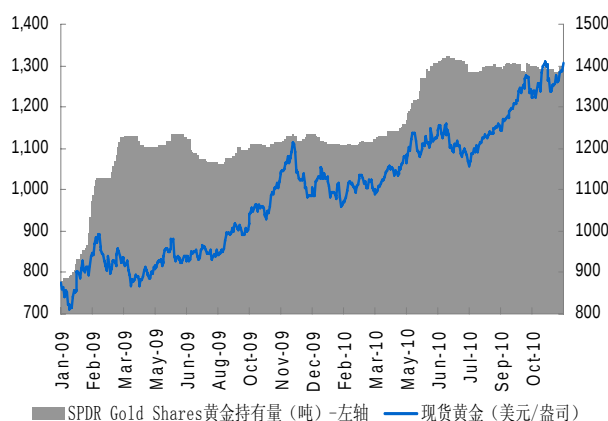


图 主要国家和地区黄金占外汇比例

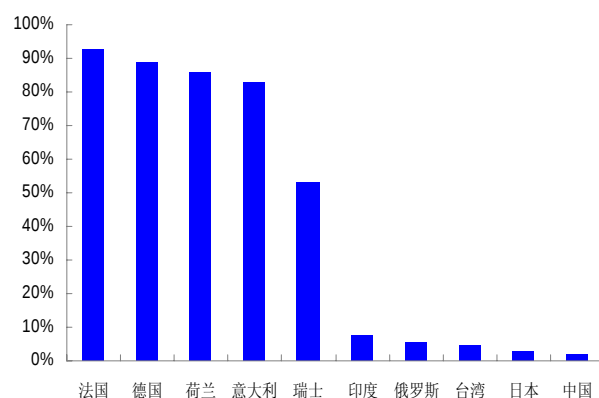


图 白银用途结构

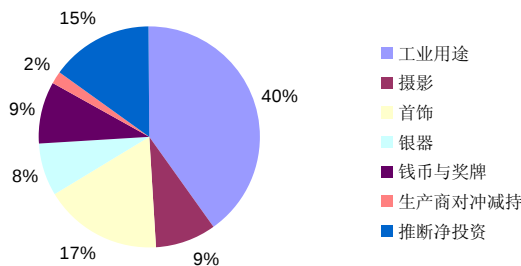


图 黄金/白银比价

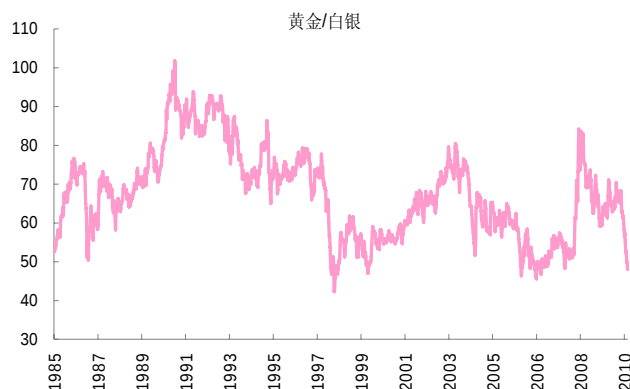


图 白银需求和世界工业产值增速的比较

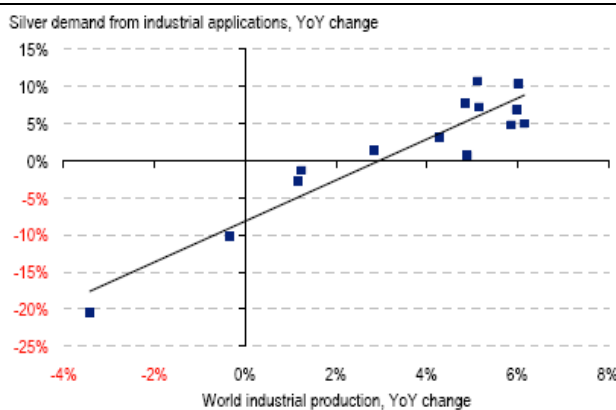
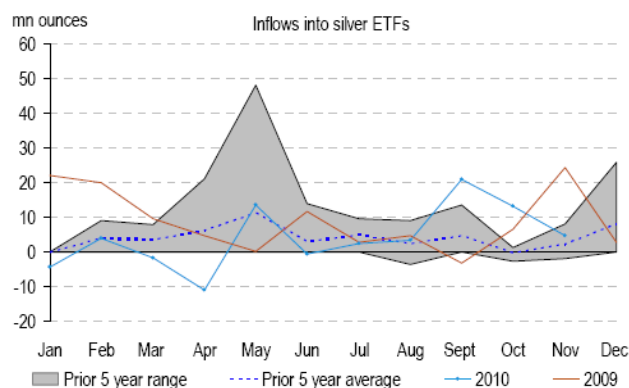


图 资金持续流入黄酒 ETF



来源：日信研究，Merrill Lynch

4、经济转型背景下稀有金属的中长期投资

- 近年来，国家对矿产资源的重视程度和控制力不断增强，并陆续出台针对稀土、锑、钨、锡、钼等品种的保护性开采政策，有利地控制了无序开采和供给的扩张，这是2010年以稀土为首的小金属强势上涨的主要动力。

图 2010 年申万小金属指数远超越上证综指

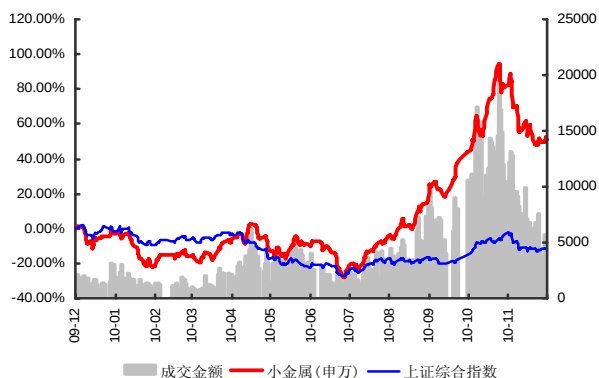
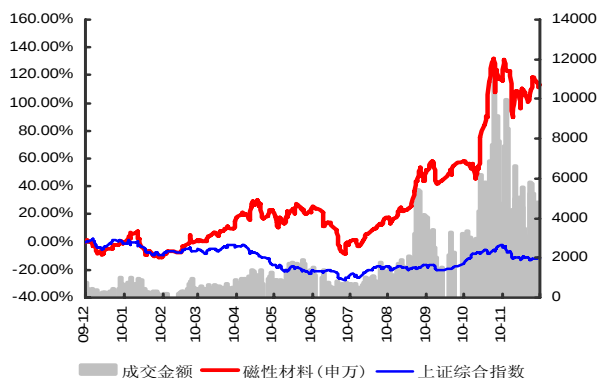


图 2010 年申万磁性材料指数远超越上证综指



来源：wind，日信研究

- 我们认为，未来几年，战略性新兴产业是引导未来经济社会发展的重要力量，在产业升级、经济转型的大背景下，稀有金属的向好趋势将持续，与战略性新兴产业相关联的新型功能材料或更值得关注。

4.1 优势金属

- 媒体报道，相关部门正在开展对十种金属进行战略收储的研究工作，目前研究工作已经进入验收状态。这十种金属全部为稀有金属，分别是稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锆、镓、钽和铈。我们比较这十种金属的下游需求，中国的储量及产量占比，最看好稀土、钨、锑、钼和锆。

表 十种金属的主要用途及中国的储量、产量占比

品种	主要用途	中国占比	
		储量	产量
稀土	催化剂 (21%)，永磁体 (18%)，玻璃 (16%)，其他 (45%)	36.4%	96.8%
钨	硬质合金 (56%)，钨材 (17%)，钨特钢 (20%)，其他 (7%)	64.3%	81.0%
锑	阻燃剂 (70%)，蓄电池 (10%)，化工 (10%)，其他 (10%)	37.6%	90.9%
钼	建筑用钢 (35%)，不锈钢 (25%)，化工 (15%)，其他 (25%)	37.9%	38.5%
锡	焊料 (53%)，镀锡板 (17%)，化工 (14%)，其他 (16%)	30.4%	37.5%
铟	纳米铟锡金属氧化物 (75%)，焊料 (11%)，其他 (14%)	66.7%	50.0%
锆	PET (31%)，光纤 (24%)，红外光学 (23%)，其他 (22%)	40.7%	71.4%
钽	电容器用粉 (61%)，加工材 (18%)，其他 (21%)	9%	8%
铈	陶瓷 (54%)，难熔金属 (14%)，铈化学品 (15%)，其他 (17%)	0.5%	

表 几种小金属的行业集中度及下游应用行业

品种	行业集中度	下游行业
稀土	北方资源集中，南方较为分散，正形成包钢稀土、中铝与五矿三足鼎立的局面	风电、电机、节能环保、新能源汽车、照明、LED、玻璃/陶瓷、石油/化工
钨	资源集中在江西、湖南、广西、福建等地，但资源集中度较低	航天军工、矿山开采、石油、化工
锑	资源和生产集中在湖南省，但冶炼企业多达 300 多家	阻燃剂、电池
钼	金钼股份、栾川钼业合计占国内产量一半以上，但小企业较多	特钢
锆	生产以南京锆厂、云南锆业与锡林格勒通力锆业为首	太阳能、红外光学、光线、PET 催化

4.2 新型功能材料

- 根据我国“十二五规划”，包括节能环保、生物技术、新一代信息技术、高端装备制造、能源、新材料和新能源汽车等七大战略性新兴产业将成为未来国民经济的支柱产业或者先导产业，国家预计到2015年和2020年，这些产业占GDP的比重将从目前的5%提高到8%和15%。
- 小金属是新能源、新材料等新兴产业的重要原材料，尤其是稀土、锂、钛、锆、钼、钨等品种所应用的新能源汽车、核能、航天军工及高端装备制造领域在“十二五”期间有望得到快速发展，部分小金属的需求存在爆发性增长的可能。

表 七大战略性新兴产业所需的小金属原材料

七大产业	分项	相关金属
节能环保	高效节能、先进环保、循环利用	稀土、铂
新一代信息技术	下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路和高端软件	稀土、钽
生物	生物医药、生物农业、生物制造	稀土、锂
高端装备制造	航天航空、海洋工程装备、高端智能装备	钛、锆、镓、钨、钼、钴
新材料	特种功能和高性能复合材料	稀土、钨、钴、钼、钛、钽
新能源	核能、太阳能、风能、生物质能	稀土、锆、镓、铟、锗
新能源汽车	插电式混合动力汽车、纯电动汽车	锂、稀土、铂、镍

5、投资策略

- 我们认为，2011年全球经济筑底向上，全球再平衡中商品将为赢家：（1）基本金属中期趋势向上，建议投资铜、锡子板块，而中国节能减排的力度或为电解铝板块带来交易性投资机会。（2）贵金属仍是抵御通胀的好标的，未来白银的表现或好于黄金。（3）因国家对矿产资源的重视及“十二五”规划中对战略性新兴产业的扶持，我们认为，稀土等小金属的前景持续改善，最看好稀土、钨、锑、钼和锆等优势金属。
- 重点推荐的公司：江西铜业、铜陵有色、锡业股份，以及包钢稀土、中科三环、厦门钨业、金钼股份、云南锗业、宝钛股份、东方锆业和辰州矿业。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。