光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究报告

有色金属周报

日本灾后重建将支撑金属价格

维持

买入

分析师：
汪前明（执业证书编号：S0930510120001）
（8621）22169122
wangqm@ebscn.com

联系人：施毅
（8621）22169126
Shiyi@ebscn.com

◇有色金属周报 2011 年第 11 期（总第 43 期，2010.03.14-03.18）

◆日本央行注入大量流动性

周五，中国央行宣布自 3 月 25 日，存款类金融机构存款准备金率上调 50 个基点，至 20%历史高位，凸现通胀压力依旧严峻。

为了缓解地震造成的担忧情绪，日本央行于本周连续 5 日向金融市场注入流动性，截止 3 月 18 日，共注入 40 万亿日元。同时，日本央行决定将基准利率维持在 0 至 0.1％不变，扩大资产购买计划至 40 万亿日元。另一方面，重建资金以及保险资金回流，导致日元持续大幅飙升。为了稳定全球金融市场，周五，七国集团（G7）承诺干预外汇市场，压低日元，干预的具体规模没有对外透露。该消息一经传出，日元下降 3.6%，创 2008 年以来的最大降幅。

美国 2 月份 CPI 值为 2.1，核心 CPI 为 1.1。2 月份 CPI 创下 2009 年中以来的最大升幅，主要受能源和食品价格继续上涨推动。Fed 维持宽松货币政策不变，以防止企稳的美国经济复苏步伐被打乱。

日本央行注入 40 万亿日元，相当于美联储 QE2 规模，短期内庞大的流动性带来的财富效应将刺激经济恢复；但同时可以预见，未来 1-2 年内，流动性泛滥加剧全球通胀问题。我们认为，在全球一系列大事件影响下，美国宽松货币政策将持续相当长一段时间；中东危机以及日本核辐射危机则成为金价有力的支撑。推荐同时受益于金价和锑价上涨的辰州矿业。

◆日本灾后重建将支撑金属价格

本周我国公布 2 月份流动性数据。2 月新增贷款 5356 亿元，同比减少 1929 亿元，信贷规模回落超预期；M2 同比增长 15.7%，M1 同比增长 14.5%。前期紧缩政策效果正在逐渐显现，周五央行继续提高存款准备金率至 20%。我们认为，2011 年央行使用货币工具以抑制通胀将成为常态，全年经济增速维稳。相当于加息，调高存款准备金率对短期金属价格走势的影响要小得多。

美国 2 月份新屋开工数环比下降 22.5%，创下了 1984 年 3 月份以来的最大月度降幅。2 月份新增建筑许可环比下降 8.2%，是该数据有纪录 40 多年来的最低水平。陷入困境的建筑行业仍是美国经济疲软的一个重要因素。

近期基本金属价格波动围绕着日本地震以及核泄漏问题。我们认为，此次地震并不会改变全球经济复苏的趋势。相反，日本长期内需不足，GNP 大于 GDP，灾后重建将导致海外资金回流将刺激本国投资与消费。

由于地震以及核泄漏造成的能源供应短缺，部分有色金属冶炼企业以及下游需求产能将关闭。综合冶炼产能及下游需求行业受损情况，我们认为对铜价和镍价走势影响更大。

铜：此次日本受损铜冶炼产能达到 20%，短期内，冶炼产能下降将导致铜现货加工费上升；中期下游需求重启刺激铜价上涨。

镍：目前日本关闭的镍冶炼产能约 27%。下游的钢铁工业集中在东南部，地震对其影响较小。在供给减少将近 30%的情况下，利好的基本面将刺激镍价上涨。此外，灾后重建首先是建筑，届时，大量的钢材需求也将刺激镍的需求。

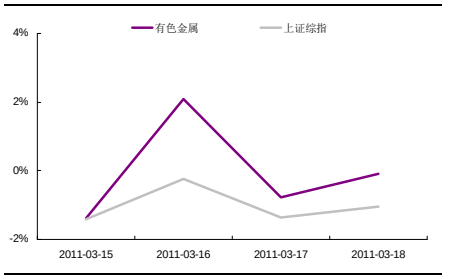
◆投资评级

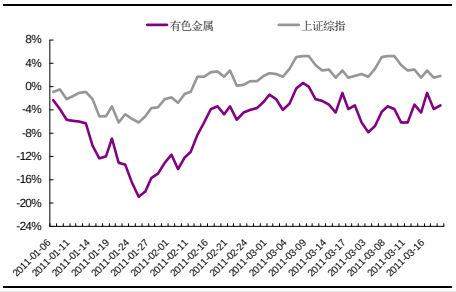
继续维持行业投资评级为“买入“，品种上最看好铜、锡；个股重点推荐铜陵有色、锡业股份、江西铜业

子行业评级表：

子行业	下周评级	评级变化	原因
基本金属	买入	维持	经济复苏
黄金	买入	维持	美国宽松的货币政策、地缘危机

行业与上证指数对比图（周、年数据）





相关报告：

有色金属周报 1-39 期
有色周报第 40 期—地缘危机刺激金价走高（2011-2-27）
有色周报第 41 期—欧美复苏超预期支撑金属价格
有色周报第 42 期—中国贸易数据疲弱暂时拖累金属价格

第一部分：黄金

日本央行注入大量流动性

周五，中国央行宣布自 3 月 25 日，存款类金融机构存款准备金率上调 50 个基点，至 20%历史高位，凸现通胀压力依旧严峻。

为了缓解地震造成的担忧情绪，日本央行于本周连续 5 日向金融市场注入流动性，截止 3 月 18 日，共注入 40 万亿日元。同时，本周召开的货币政策会议，日本央行决定将基准利率维持在 0 至 0.1％不变，扩大资产购买计划至 40 万亿日元。

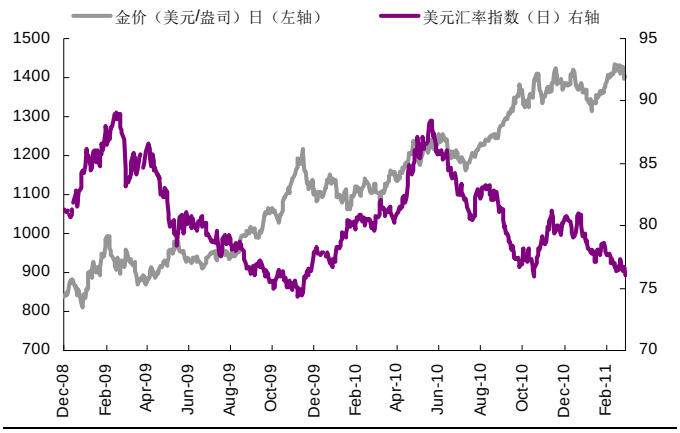
另一方面，重建资金以及保险资金回流，导致日元持续大幅飙升。为了稳定全球金融市场，周五，七国集团（G7）承诺干预外汇市场，压低日元，干预的具体规模没有对外透露。该消息一经传出，日元下降 3.6%，创 2008 年以来的最大降幅。

美国 2 月份 CPI 值为 2.1，核心 CPI 为 1.1。2 月份 CPI 创下 2009 年中以来的最大升幅，主要受能源和食品价格继续上涨推动。Fed 维持宽松货币政策不变，以防止企稳的美国经济复苏步伐被打乱。

中东政局没有缓和，利比亚卡扎菲军队对反对派驻守的班加西实施了空袭。联合国安理会则于周四授权对卡扎菲部队实施军事打击。

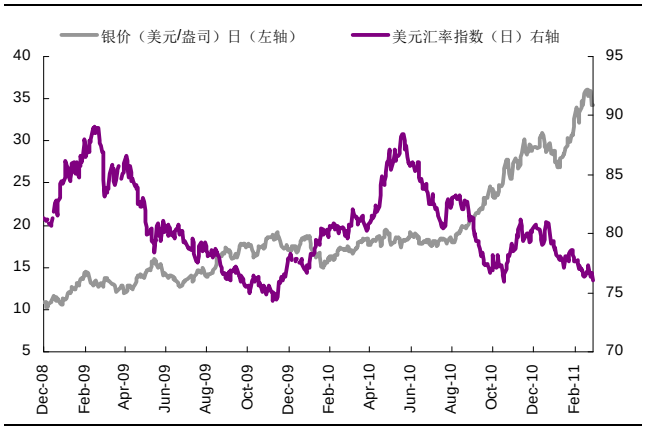
日本央行注入 40 万亿日元，相当于美联储 QE2 规模，短期内庞大的流动性带来的财富效应将刺激经济恢复；但同时可以预见，未来 1-2 年内，流动性泛滥加剧全球通胀问题。我们认为，在全球一系列大事件影响下，美国宽松货币政策将持续相当长一段时间；中东危机以及日本核辐射危机则成为金价有力的支撑。推荐同时受益于金价和锑价上涨的辰州矿业。

图 1：本周金价略升、美元下降



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 2：本周白银价格下降



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 3：本周欧元走强，金价略升

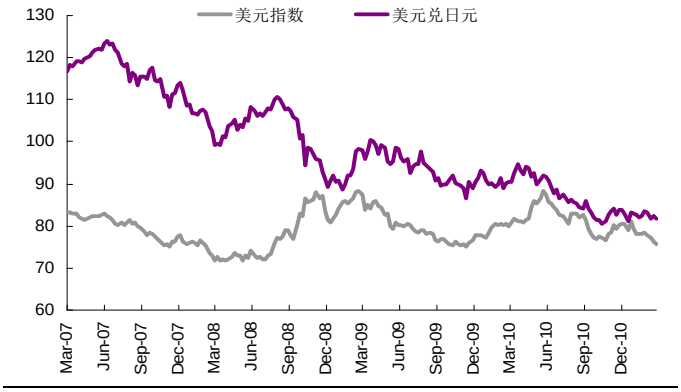
图 4：本周美元走弱，欧元走强

资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 5：日元与美元走势

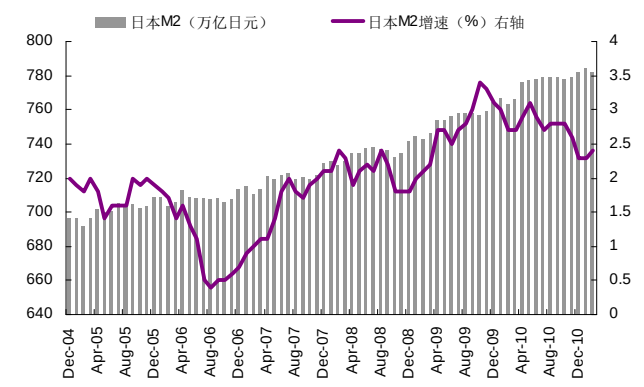
本周美元走弱，日元走强



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 6：日本 M2 及增速

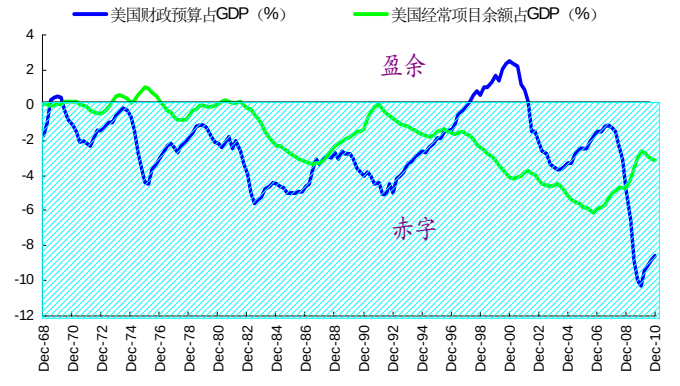
金融危机后，日本持续注入大量流动性



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 7：美国经常性项目账款占 GDP 比重

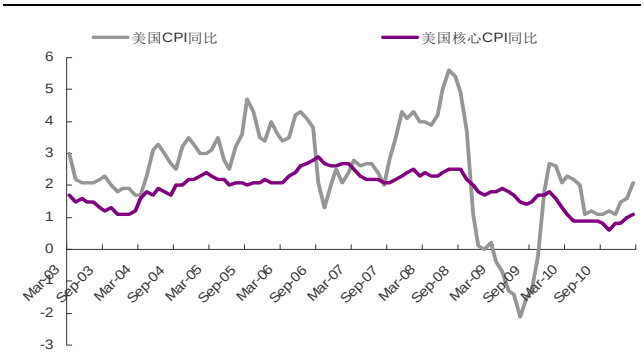
美国 2010 年四季度经常项目赤字占 GDP3.16%



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 8：美国 2 月份 CPI

美国 2 月份 CPI 值为 2.1，升幅大；核心 CPI 为 1.1，低于目标利率水平 2



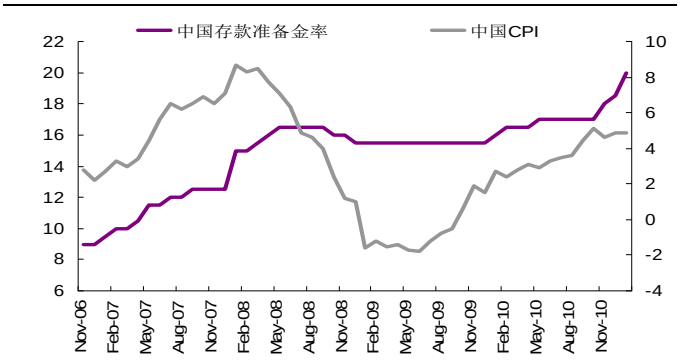
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 9：中国央行再次上调存款准备金率 50 个基点

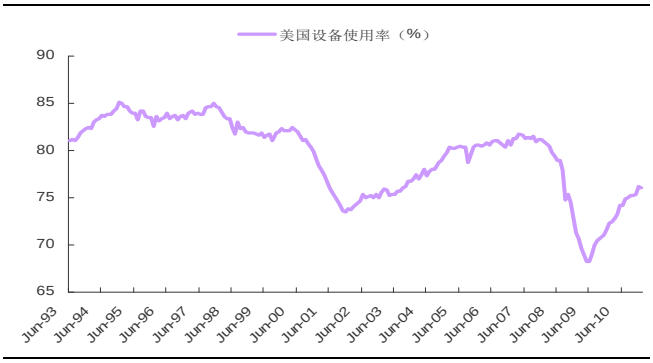
存款准备金率达到 20%历史高位，凸现通胀压力

图 10：美国 2 月份设备使用率

2 月份设备使用率为 76.3%，低于此前普遍预期的 76.5%



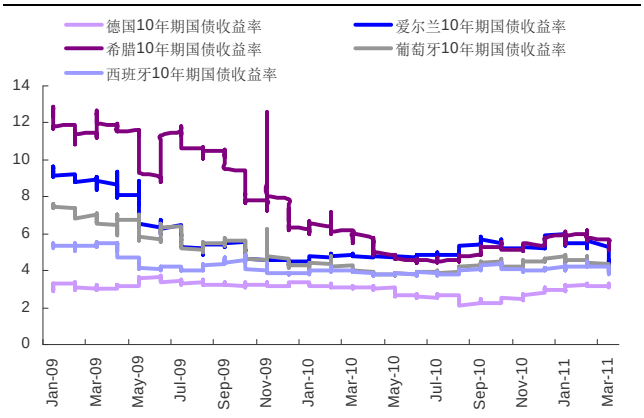
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 11：欧元区外围国家 10 年期国债收益率比对

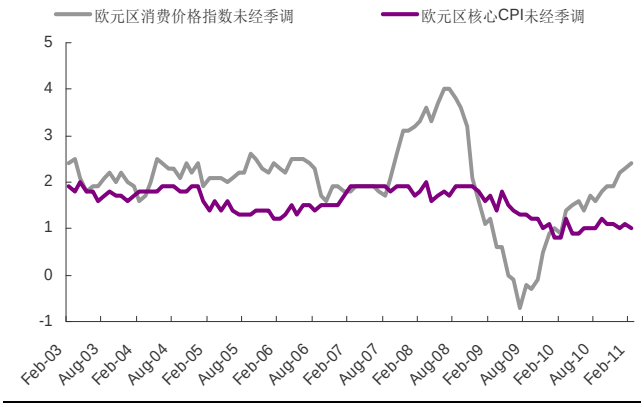
本周穆迪下调葡萄牙国债评级，该国融资成本上升



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 12：2 月份欧元区 CPI 值（终值）

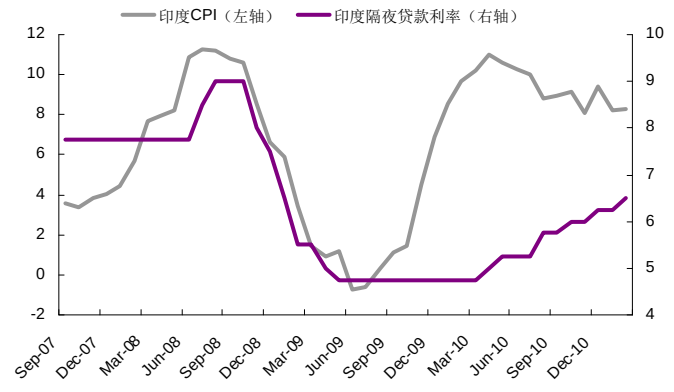
欧元区 2 月 CPI 值 2.4，创 2008 年 10 月份以来的最高升幅



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 13：印度央行于本周四上调基准利率 25 个基点

旨在抑制高企通胀问题



资料来源：Wind、光大证券研究所

表 1：本周日本央行注入大量流动性（截止 3 月 18 日）

为缓解震灾造成的金融市场资金不足，日本央行注入大量流动性

时间	日本央行举动
3 月 14 日（周一）	向金融系统注资 18 万亿日元（其中 3 万亿于 15 日注入）
3 月 15 日（周二）	向短期金融市场注资 8 万亿日元

3 月 16 日（周三）	向短期市场注入额外 5 万亿日元
3 月 17 日（周四）	再次向金融系统注入 6 万亿流动资金
3 月 18 日（周五）	注入 3 万亿日元
总计	40 万亿

资料来源: 光大证券研究所

第二部分：基本金属

日本灾后重建将支撑金属价格

本周我国公布 2 月份流动性数据。2 月新增贷款 5356 亿元，同比减少 1929 亿元，信贷规模回落超预期；M2 同比增长 15.7%，M1 同比增长 14.5%。前期紧缩政策效果正在逐渐显现，周五央行继续提高存款准备金率至 20%。我们认为，2011 年央行使用货币工具以抑制通胀将成为常态，全年经济增速维稳。相当于加息，调高存款准备金率对短期金属价格走势的影响要小得多。

美国 2 月份新屋开工数环比下降 22.5%，创下了 1984 年 3 月份以来的最大月度降幅。2 月份新增建筑许可环比下降 8.2%，是该数据有纪录 40 多年来的最低水平。陷入困境的建筑行业仍是美国经济疲软的一个重要因素。

近期基本金属价格波动围绕着日本地震以及核泄漏问题的进展而波动。我们认为，此次地震并不会改变全球经济复苏的趋势。相反，日本长期内需不足，GNP 大于 GDP，灾后重建将导致海外资金回流将刺激本国投资与消费。

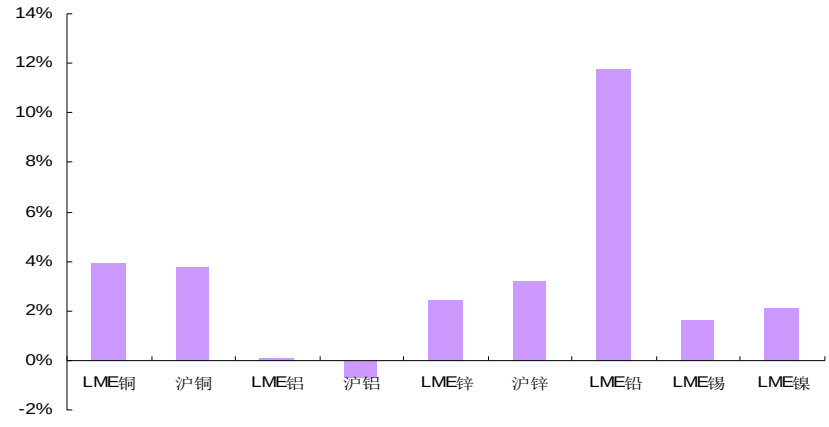
由于地震以及核泄漏造成的能源供应短缺，部分有色金属冶炼企业以及下游需求产能将关闭。综合冶炼产能以及下游需求行业的受损情况，我们认为对铜价和镍价走势影响更大。

铜：此次日本受损铜冶炼产能达到 20%，短期内，冶炼产能下降将导致铜现货加工费上升；中期下游需求重启刺激铜价上涨。在全球经济复苏的基本面并未出现转折的情况下，我们仍旧维持铜“买入”评级。具体看好铜陵有色以及江西铜业。

镍：目前日本关闭的镍冶炼产能约 27%。下游的钢铁工业集中在东南部，地震对其影响较小。在供给减少将近 30%的情况下，利好的基本面将刺激镍价上涨。此外，灾后重建首先是建筑，届时，大量的钢材需求也将刺激镍的需求。我们看好镍价走势，关注吉恩镍业。

图 14：本周基本金属价格涨幅

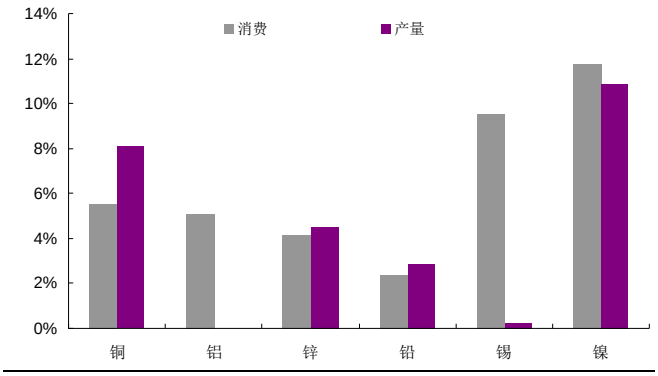
受到日本灾后重建预期，本周基本金属反弹



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 15:2010 年日本各基本金属产量与消费量占全球比重情况

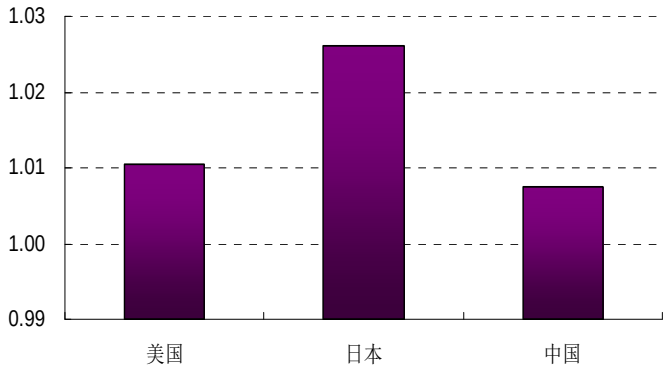
关注产量与需求占全球比重较大的品种



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 16：中美日三国 GNP/GDP 比对

日本大量的海外资产导致 GNP 大于 GDP

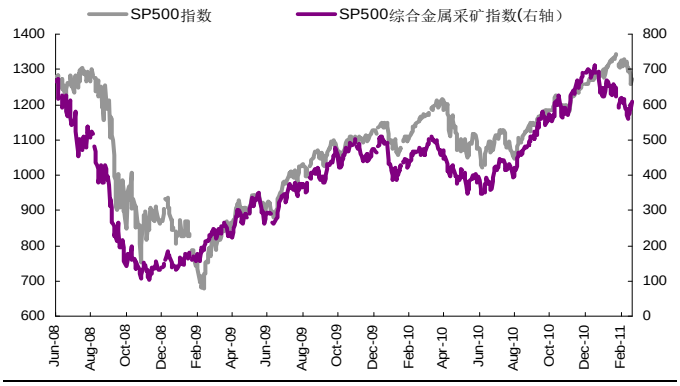


资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

注：由于 GNP 公布时间不同，中、美数据采用 2009 年数据比对；日本采用 2010 年数据比对

图 17：SP500 与 SP 金属采矿综合指数比对

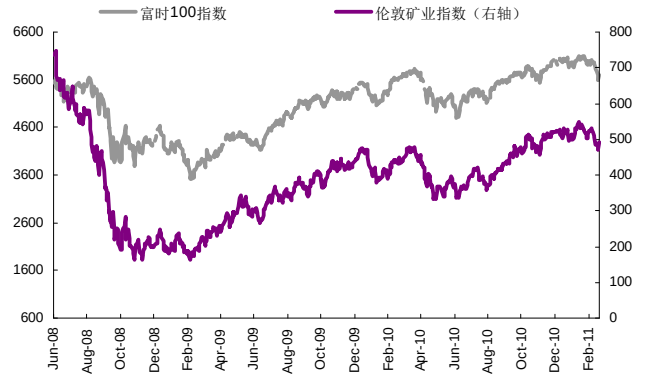
SP 金属采矿综合指数本周反弹



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 18:富时 100 指数与伦敦矿业指数比对

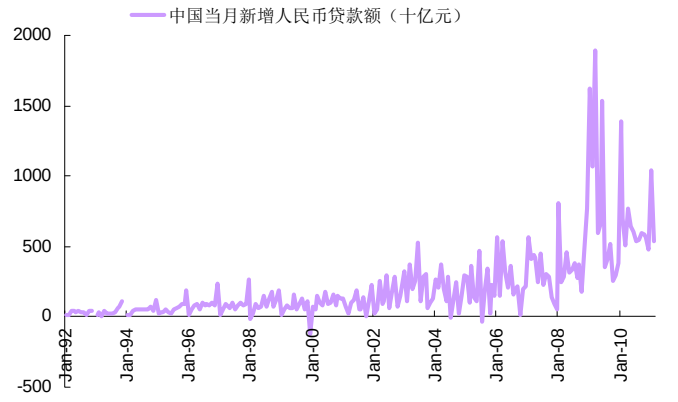
本周伦敦矿业指数反弹



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 19：中国 2 月新增贷款 5356 亿元

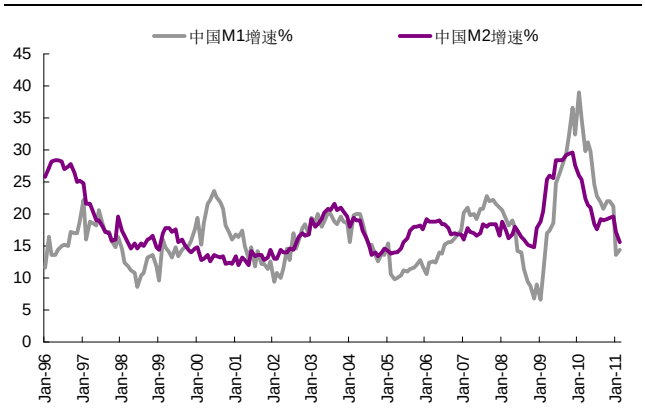
相比去年同期减少 1929 亿元，信贷规模回落超预期



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 20:中国 2 月份 M1，M2 增速比对

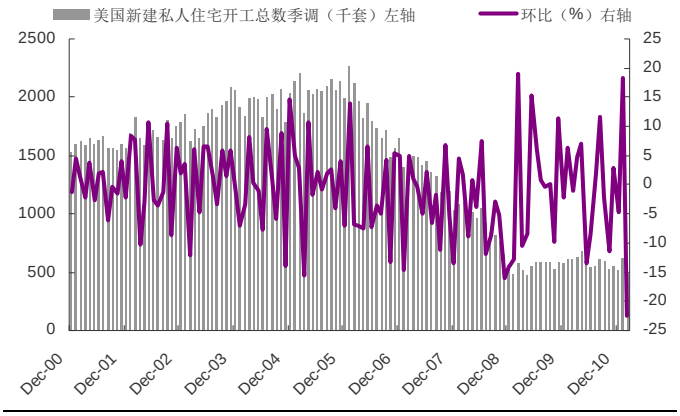
M1，M2 增速差距缩窄，资金活性有所恢复



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 21：美国 2 月份新屋开工情况

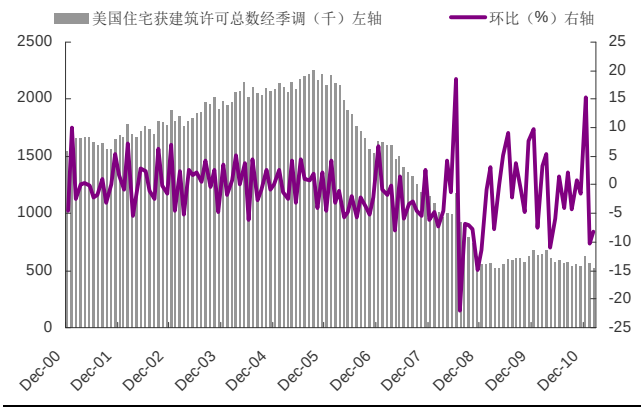
2 月份新屋开工数环比下降 22.5%，降幅显著



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 22： 美国 2 月份新增建筑许可情况

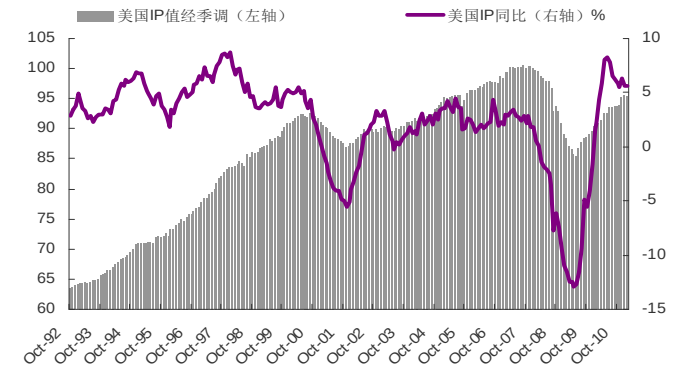
2 月份新增建筑许可环比下降 8.2%，建筑行业仍显疲弱



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图:23：美国 2 月 IP 值

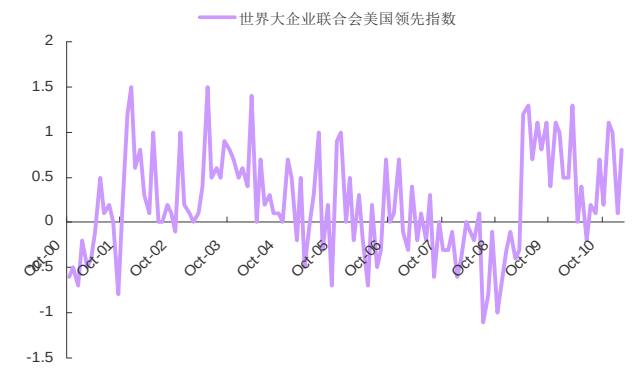
2 月 IP 值同比增加 5.6%，环比下降 0.1%，主要受暖冬天气影响



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 24:美国世界大型企业研究会 2 月份领先指标

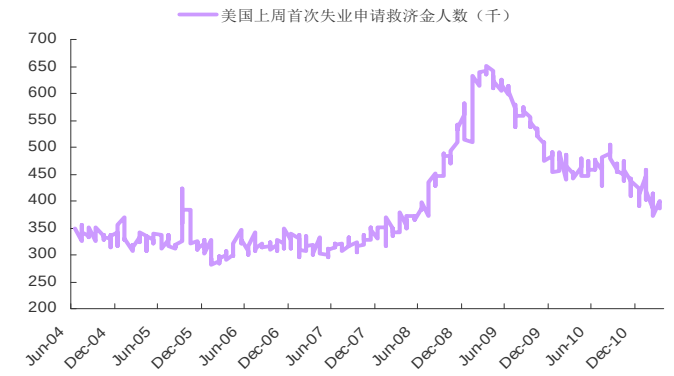
2 月份领先指标上升 0.8%，此前预期为 1%。



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 25：上周美国首次失业申金人数

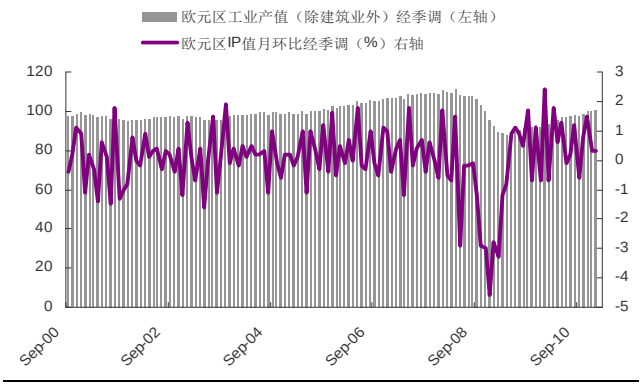
降幅高于预期，表明随着经济持续复苏，就业市场持续好转



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 26：欧元区 1 月份 IP 值

1 月 IP 值环比上升 0.3%，同比上升 6.6%，略高于预期



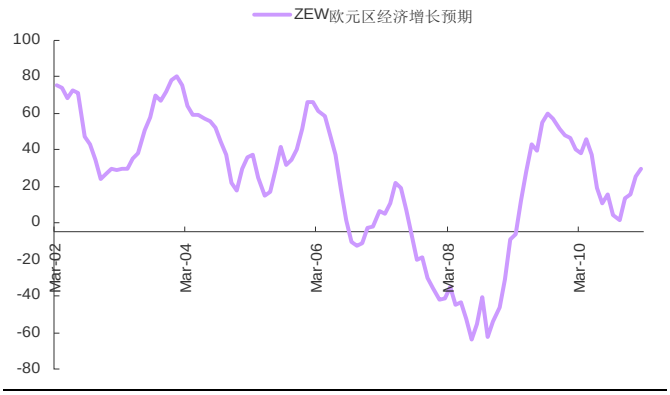
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 27：欧元区 3 月份 ZEW 经济景气指数

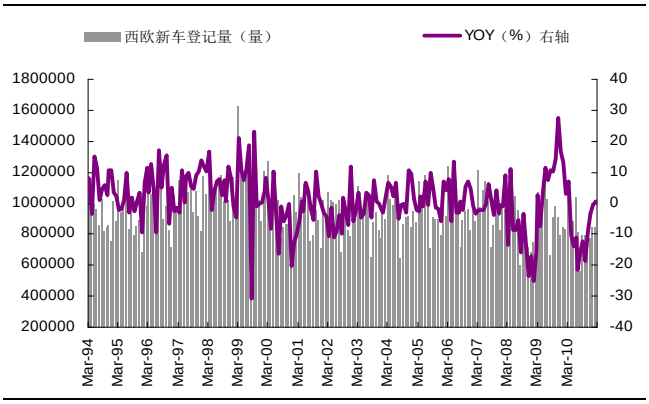
欧元区 3 月份经济景气指数上行

图 28:西欧 2 月份新车注册情况

西欧 2 月份新车注册量同比增长 0.6%至 84 万辆

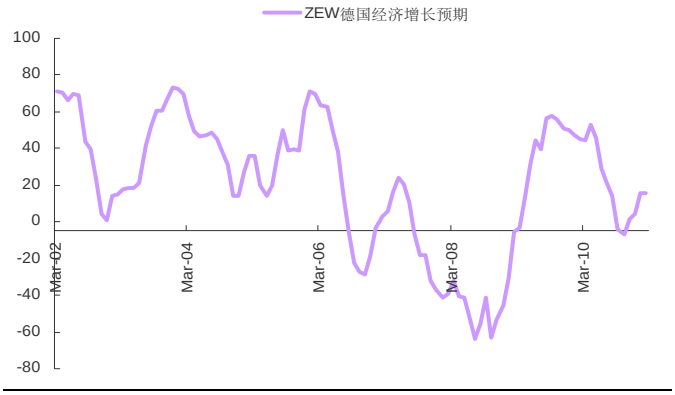


资料来源：Bloomberg、光大证券研究所



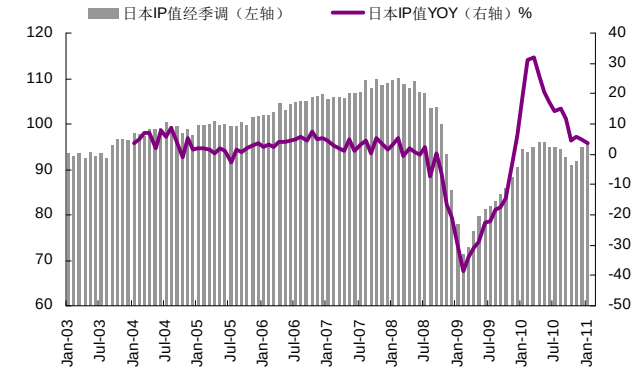
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 29：德国 3 月份 ZEW 经济景气指数



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 30：日本 1 月份工业产值（终值）



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

铜

WBMS 于本周三（3 月 16 日）显示，2010 年全球铜市场供应修正后为短缺 1.4 万吨，初步数据显示，2010 年全球铜市场供应过剩 2 万吨。WBMS 表示，全球铜市场在 2008 和 2009 年出现大规模供应过剩的局面后，在 2010 年出现了小规模供应短缺。2008 与 2009 年分别供应过剩 34.3 吨和 41 吨。WBMS 对 2010 年的修正数据显示，2010 年全球精炼铜消费量为 1920 万吨，而 2009 年为 1824.3 万吨。2010 年全球精炼铜产量为 1918.6 万吨，高于 2009 年的 1865.3 万吨。

ICSG 于本周三称，基于现存的设备产能以及公布的扩产项目，2011-2014 年铜矿产能将每年平均增长约 4.9%，到 2014 年铜矿产能将达到 2410 万吨，较 2010 年增加 21%（或 410 万吨）。在扩产项目中，由于此前项目推迟，71%的产能（将近 300 万吨）将在 2013-2014 年投产。细化来看，铜精矿产能在 2014 年将达到 1890 万吨，年复合增长率为 5.2%；电积铜（SX-EW）产能将达到 510 万吨，复合增长率为 3.6%。

大多数新矿项目及扩张计划是在巴西、智利、中国、刚果、蒙古、秘鲁、美国及赞比亚，合计约占矿产能计划增幅的 76%，相当于 310 万吨。智利及秘鲁分别占总增量的 16%和 20%。

熔炼产能年增长预期将落后于精矿的增长速度，到 2014 年预计达到 2060 万吨，年复合增长率为 3%，较 2010 年增加 12%（或 230 万吨）。几乎所有的增长都将发生在亚洲，占总增幅的 97%。中国的熔炼产能扩产以及新项目投产将贡献全球总增量的 58%，而印度、伊朗以及哈萨克斯坦熔炼产能总增量将占全球总量的 39%。届时，产能利用率也将提升，2010 年熔炼产能利用率为 82%。

到 2014 年，全球精炼产能将达到 2750 万吨，相比 2010 年增加 360 万吨。其中 290 万吨增量来自电解铜，67.5 万吨来自于电积铜增量。电解铜产能扩增的 50%来自于中国，30%来自于印度、印度尼西亚、伊朗以及哈萨克斯坦。

日本地震影响分析

日本 2010 年精铜产量为 155 万吨，消费量 106 万吨，占全球总量比例分别为 8%和 5.5%。产能主要集中在四大铜冶炼厂。从此次地震影响的范围看，三菱矿业下属的 Onahama 铜冶炼厂直接受到影响，该冶炼厂冶炼产能为 32.2 万吨，占全国总产能的 21%。

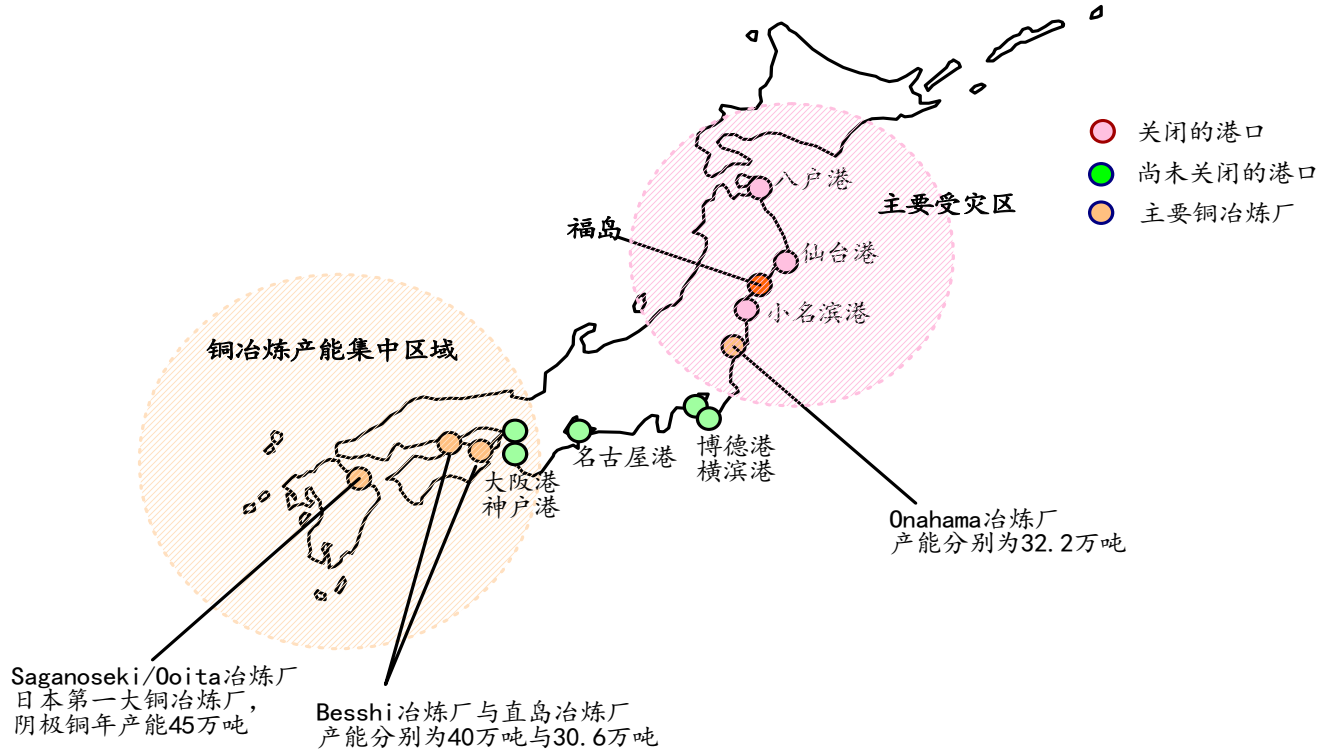
日本由于本身铜矿资源贫瘠，精矿主要来自进口。在全球范围的作用在于铜冶炼，精铜 40%用于出口。截止目前为止，东海岸主要 8 个港口有 3 个已经关闭。其余 5 个靠近铜冶炼区，仍旧保持正常运行。

我们认为，短期内，受到铜冶炼产能下降影响，全球铜材供应略显紧张；而从中期看，灾后大量房屋以及公共设施重建将需求大量的铜材。

短期内，我们看好因铜冶炼产能下降而导致铜加工费上升；中期看好下游需求重启带来的铜价上涨。在全球经济复苏的基本面并未出现转折的情况下，我们仍旧维持铜“买入”评级。具体看好铜陵有色以及江西铜业。

图 31：此次日本地震影响铜冶炼产能情况

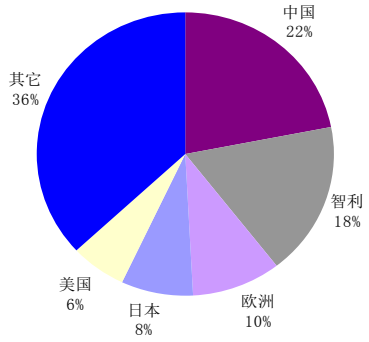
受影响的铜冶炼产能达到 20%，东海岸 8 个主要港口有三个已经关闭



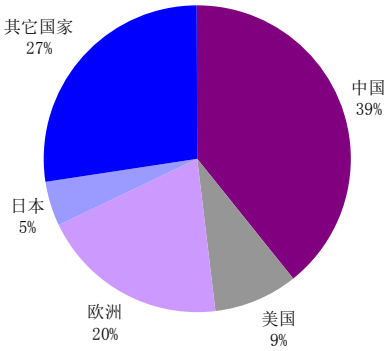
资料来源：ICSG，光大证券研究所

图 32：2010 年日本精铜产量占全球总量的 8%

图 33：2010 年日本精铜消费量占全球总量的 5%



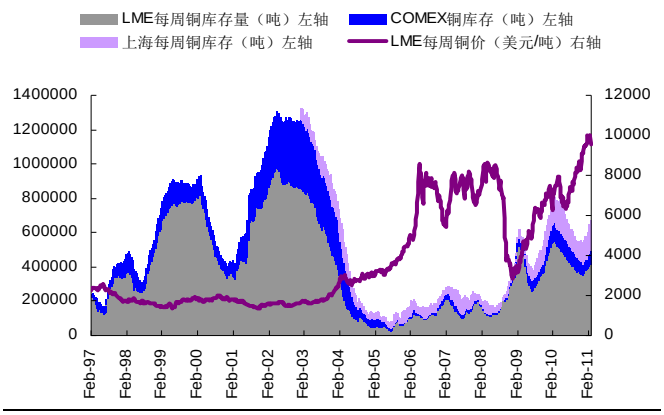
资料来源：WBMS、光大证券研究所



资料来源：WBMS、光大证券研究

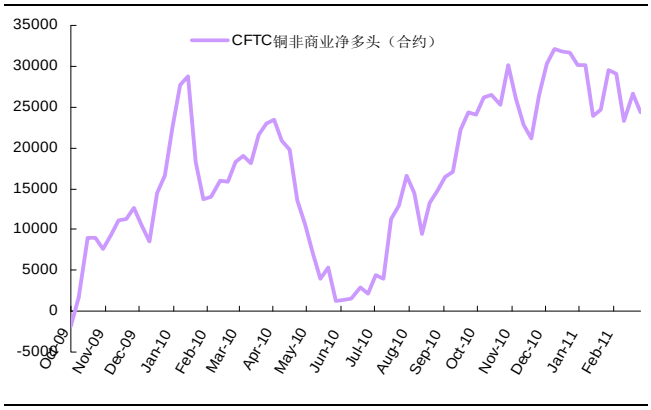
图 34：铜价及库存比对

本周铜价上涨，库存略增



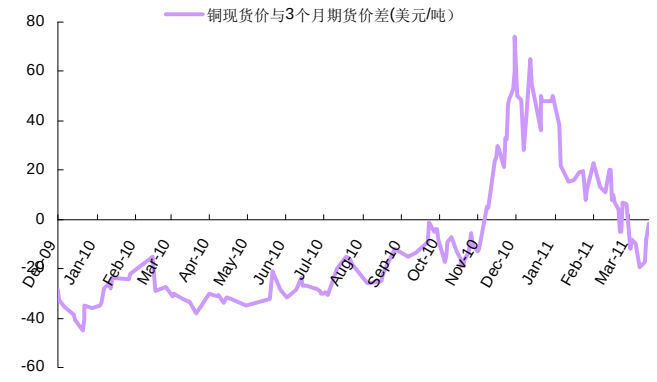
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 35：本周 CFTC 铜非商业净多头继续下降



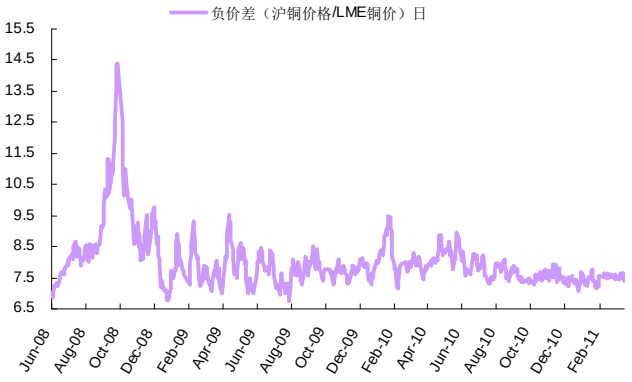
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 36：本周 LME 铜期货升水扩大



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

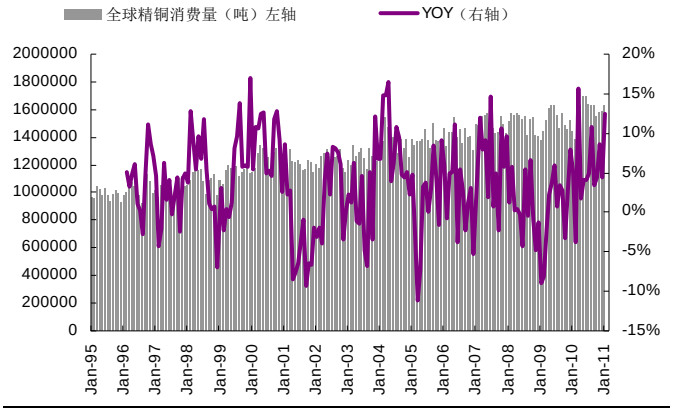
图 37：本周两市铜价负价差小幅震荡



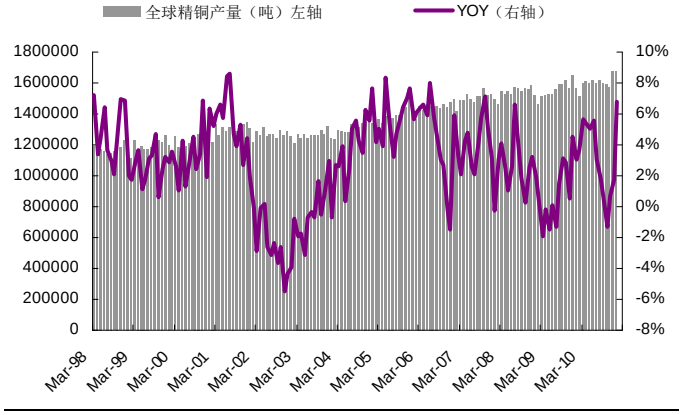
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 38：WBMS 2010 年全球精炼铜消费量为 1920 万吨

图 39：WBMS2010 年全球精炼铜产量为 1918.6 万吨

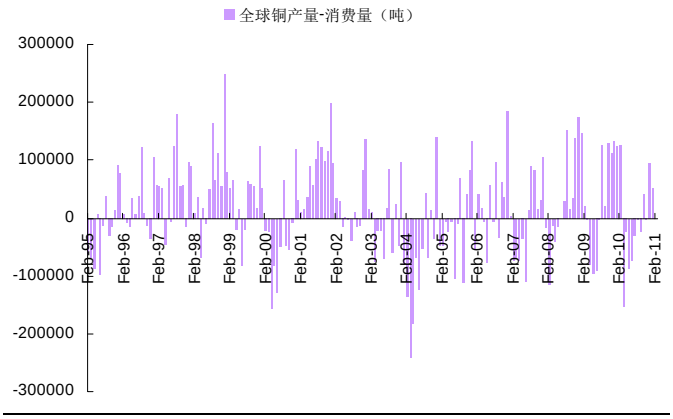


资料来源：WBMS、光大证券研究所



资料来源：WBMS、光大证券研究所

图 40：WBMS 2010 年全球铜市场供应修正后为短缺 1.4 万吨



资料来源：WBMS、光大证券研究所

表 2：ICSG 2010-2014 年全球铜产能预测

精炼产能增速不及铜矿产能增速

单位：（万吨）	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	总增量	年复合增速
电积铜	446	460	472	487	513	15%	3.6%
铜精矿	1544	1574	1638	1748	1891	22%	5.2%
矿产量	1990	2034	2109	2235	2404	21%	4.8%
总熔炼产能	1828	1870	1929	1997	2055	12%	3.0%
电解精炼产能	1874	1923	2018	2112	2167	16%	3.7%
总精炼产能	2391	2459	2562	2672	2752	15%	3.6%

资料来源：ICSG，光大证券研究所

注：总精炼产能包括电解精炼产能与电积精炼（SX-EW）产能

铝

WBMS 数据显示，2010 年全球铝市供应过剩 57.70 万吨，此前公布的初步数据显示铝市供应过剩 55.8 万吨。

2010 年全球原铝消费量增至 4021.8 万吨，2009 年为 3507.3 万吨。2010 年全球

原铝产量为 4079.5 万吨，高于 2009 年的 3697.4 万吨。

日本地震分析

根据 WBMS 数据显示，2010 年日本电解铝消费量为 202 万吨，占全球总量 4%。由于自身电解铝产能低，需求基本依靠进口，进口国集中在澳大利亚、俄罗斯以及巴西。

从收集的信息显示，日本目前的铝加工产能在 200 万吨，此次地震对铝加工厂的生产线以及设备并未构成重要影响。但由于限电问题，部分产能将关闭。

下游需求方面，丰田、本田以及日产三大汽车巨头的核心零部件企业位于地震灾区，导致工厂停产。其中，丰田汽车影响最大。宫城县是丰田汽车重要零部件配套中心，包括电子制动器、悬架、车轴等。按照目前大概匡算，本次地震将影响丰田汽车 40%的产能，合占日本总量的 20%。

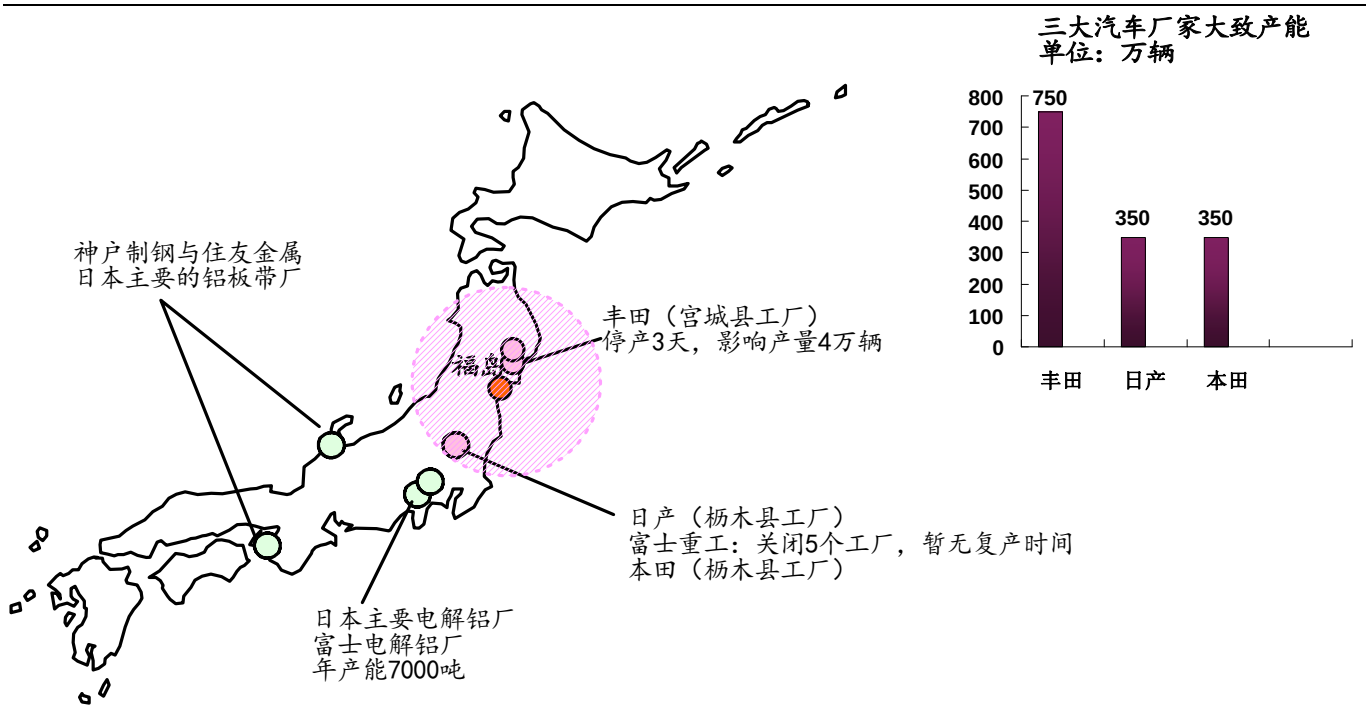
大规模的汽车减产将导致电解铝短期内价格受到影响。目前三大汽车巨头具体的复产时间尚未公布。我们也将关注由于复产而带来的下游需求上升的进程。

行业信息：

◆国有控股的印度国家铝业公司(NALCO)3 月 14 日称，截止至 3 月末，氧化铝年度产能将增至 210 万吨，而目前其年度产能约为 157 万吨；铝土矿年度产能将增至 630 万吨，而目前其年度产能为 480 万吨。

图 41：此次日本地震影响电解铝加工产能情况

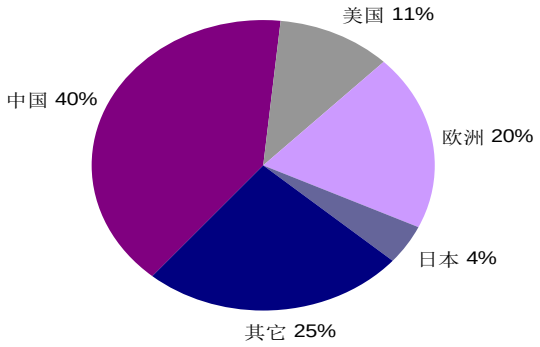
三大汽车厂家产量减产，短期内减弱对电解铝的需求



资料来源：光大证券研究所

图 42：2010 年全球主要经济体电解铝消费量

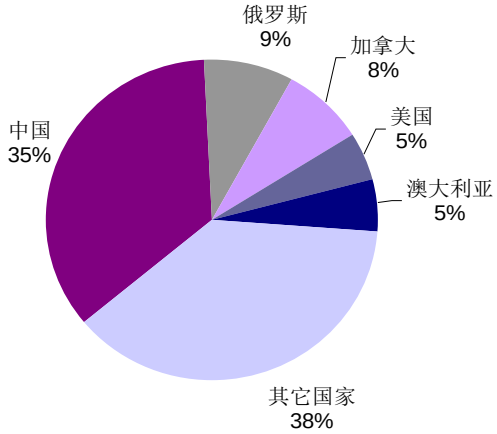
日本全年电解铝消费量占全球总量的 4%



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 43：2010 年全球主要国家电解铝产量

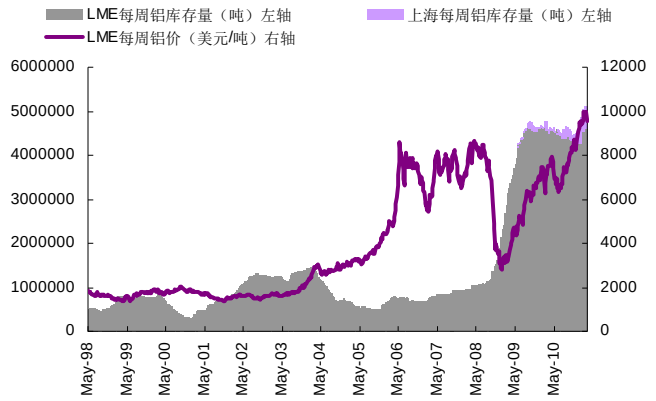
日本电解铝产量占全球总量比重很小，基本靠进口电解铝



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

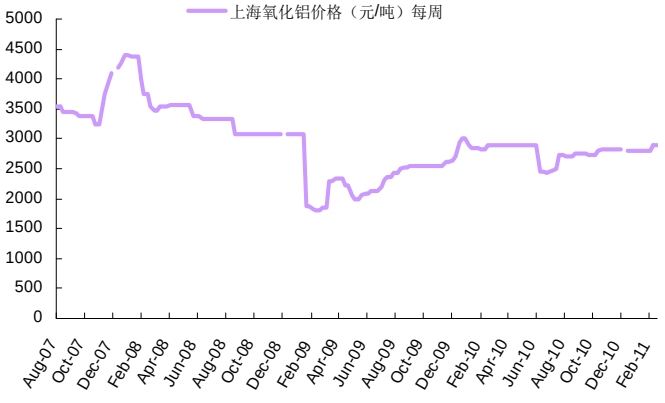
图 44：铝价及库存

全球铝库存保持高位，LME 铝价略升



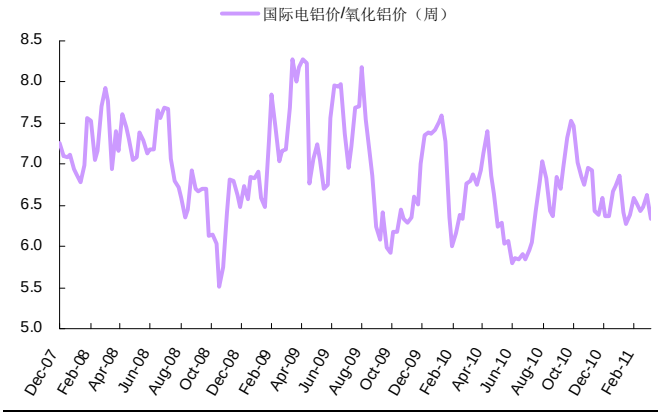
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 45：本周氧化铝价格保持稳定



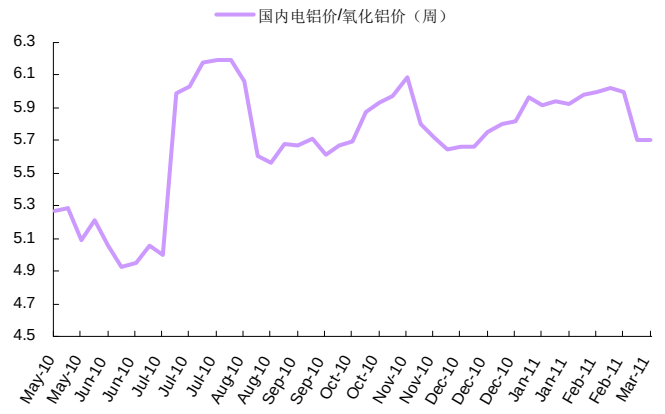
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 46：国际电解铝价与氧化铝价价差基本保持稳定



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 47：国内电解铝价与氧化铝价价差基本保持稳定

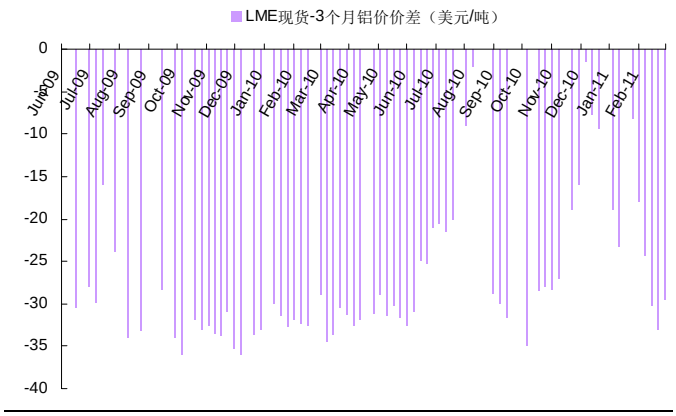


资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 48： 本周 LME3 月与 15 月合约价差减少

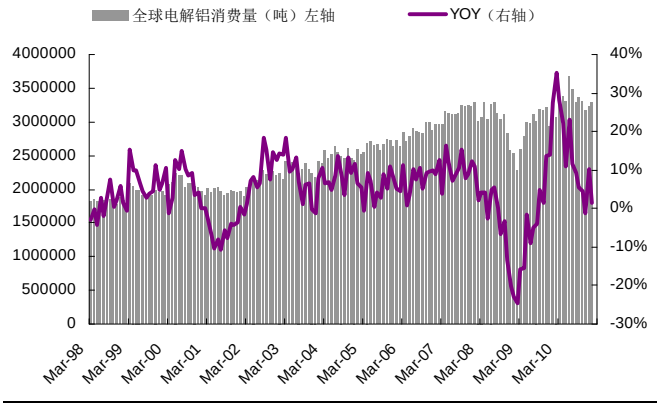
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 49：近期 LME 电解铝现货贴水缩窄



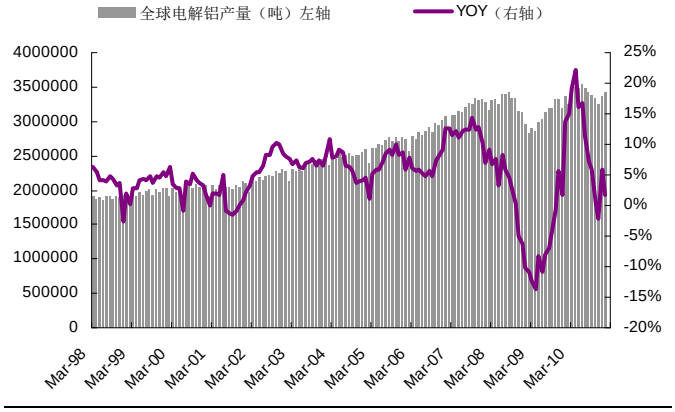
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 50：WBMS 数据 2010 年全球原铝消费量增至 4021.8 万吨



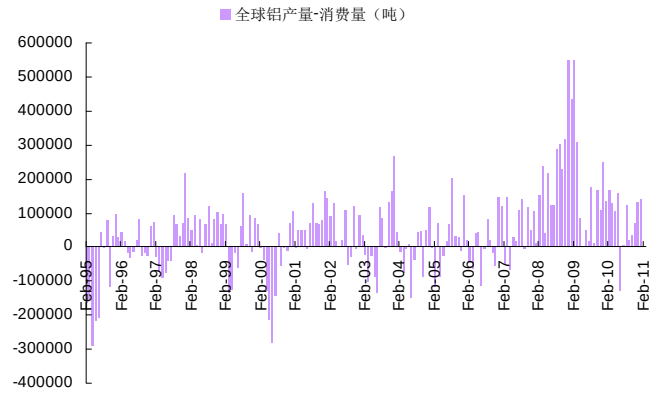
资料来源：WBMS、光大证券研究所

图 51：WBMS 数据 2010 年全球原铝产量为 4079.5 万吨



资料来源：WBMS、光大证券研究所

图 52：WBMS 数据 2010 年全球铝市供应过剩 57.70 万吨



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

锌

WBMS 周三数据显示，2010 年全球锌市供应剩余 40.20 万吨。此前公布的初步数据显示，2010 年全球锌市供应剩余 34.1 万吨。2009 年全球锌市供应剩余量从 24.8 万吨上修至 25.4 万吨。2010 年全球矿山锌产量总计 1212 万吨，较 2009 年提高了 6.9%。2010 年全球精炼锌产量同比上升 12.2%至 1278 万吨，全球精炼锌消费量增加 11.2%，至 1237 万吨。

日本地震分析

根据 WBMS 数据显示，2010 年日本锌产量为 57 万吨，占全球总量的 4.5%；消费量达到 52 万吨，占全球总量的 4%。由于占比均较小，地震对全球锌市影响并不明显。

目前由于受到能源限制，已经关闭的产能占总量的比例达到 65%。具体的复产时间仍不确定。

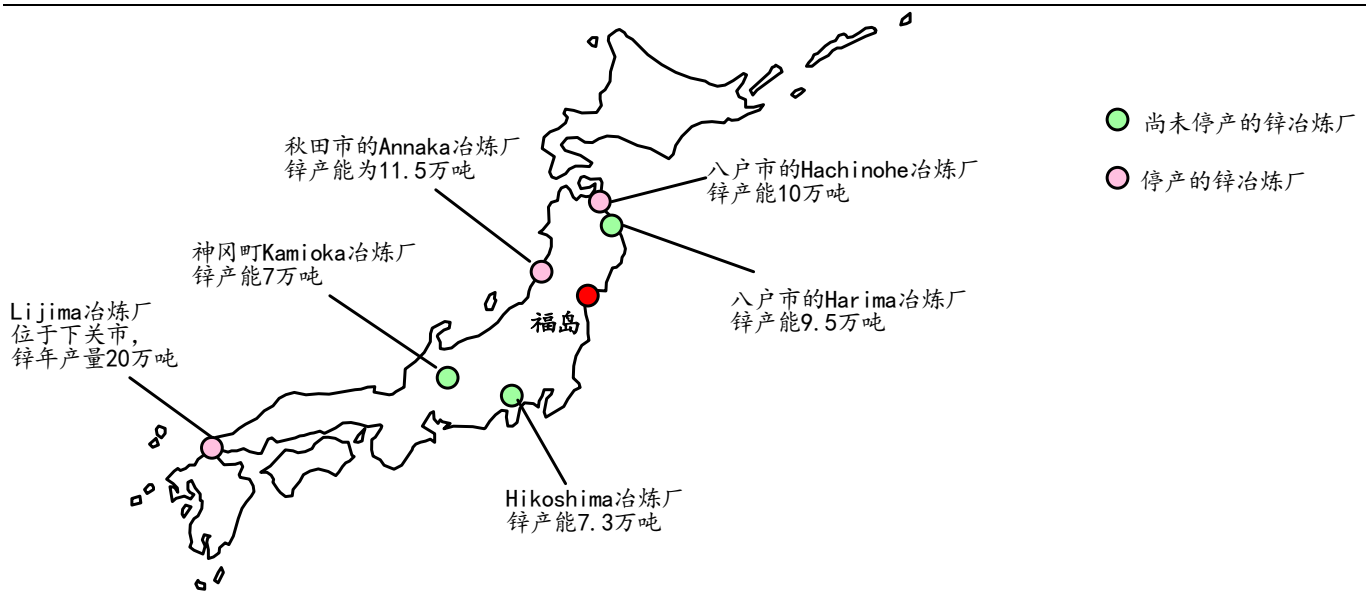
行业信息：

◆澳大利亚 Perilya 公司已决定开发位于澳大利亚 Broken Hill 矿区 Potosi 和 Silver Peak 地下矿山项目。两个矿床合计推断储量约为 199 万吨，矿石品位分别为锌：12.3%，铅：4.5%，银：52 克/吨。项目投产之后年处理量为 45-55 万吨/年，Broken Hill 选厂不仅要继续处理南矿区 150 万吨/年的原矿，还要处理前者生产的原矿。该项目总耗资 5800 万美元，预计 2012 年底建成投产。投产后三年 Broken Hill 矿山增产锌 3.2 万吨/年，锌总产量约为 10.5 万吨/年；增产铅 1.3 万吨/年，铅总产量为 6.8 万吨/年。Perilya 认为该项目有增加储量的潜力，且两个矿山寿命至少延长 6 年。

点评：中金岭南持有其 52%的股权。目前的公司总的权益锌年产能约 17 万吨，铅 9 万吨。此次扩产后，公司年产锌量增加 1.66 万吨，铅 0.68 万吨。增幅分别为 10%和 8%，并不显著。投产到达产时间在 5 年以上，短期内对于公司业绩影响不大。

图 53：此次日本地震影响精锌产能情况

受到能源供应限制，目前关闭的精锌产能为 42 万吨，占全国总量的 65%



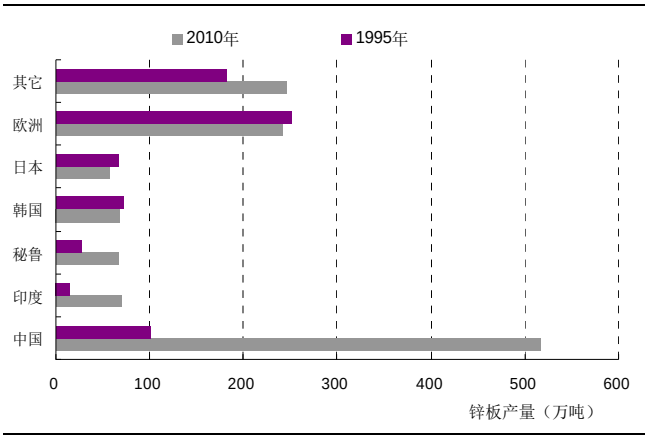
资料来源：安泰科，光大证券研究所

图 54：1995-2010 年全球主要经济体锌板产量比对

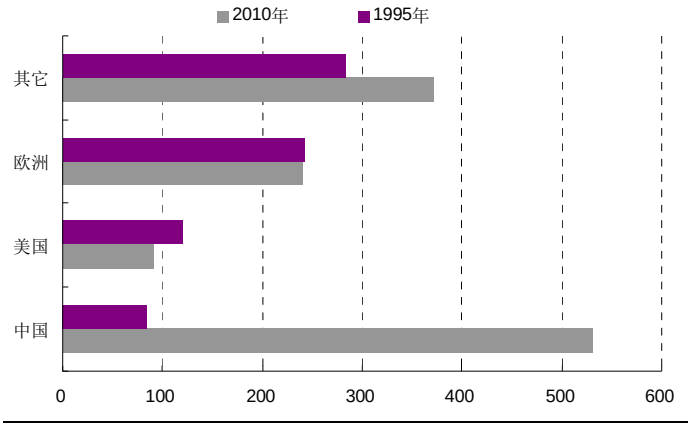
2010 年日本锌板产量占全球总量的 4.5%

图 55：1995-2010 年全球主要经济体锌板消费量比对

日本锌消费量占全球比重很小，约为 4%



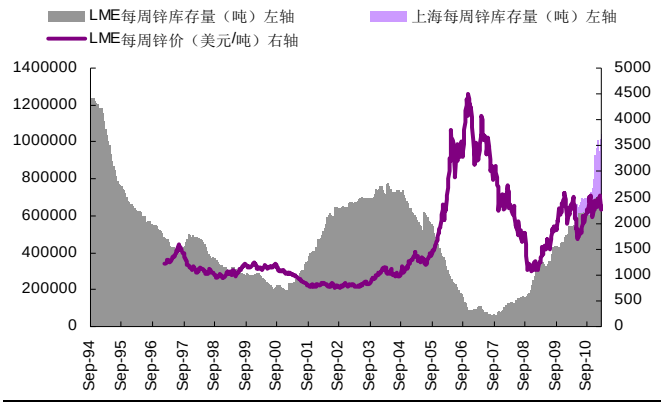
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 56：锌价及库存

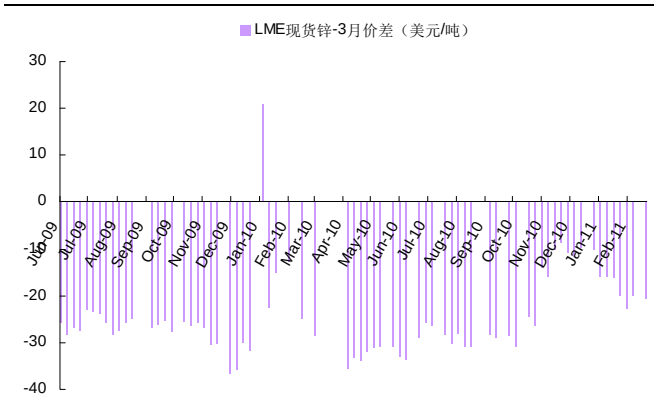
本周锌价上升，库存维持高位



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

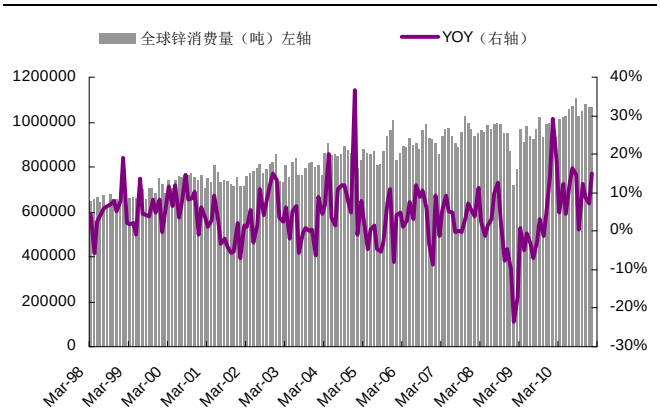
图 57：LME 锌价及 3 月升贴水

本周现货贴水有所扩大



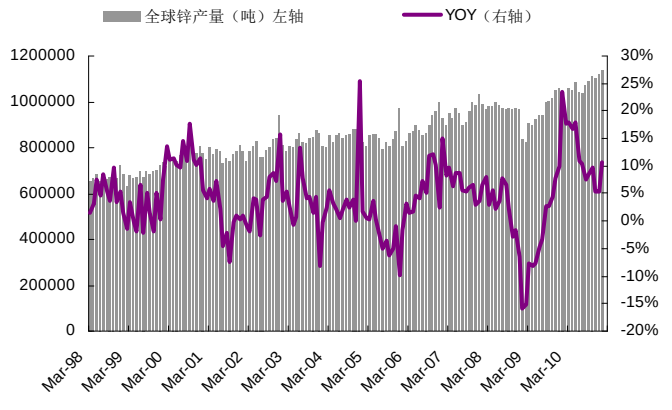
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 58：WBMS 数据 2010 年全球精炼锌产量为 1278 万吨



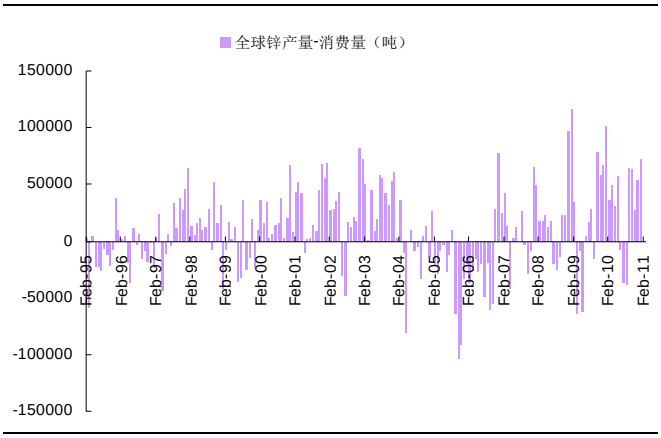
资料来源：WBMS、光大证券研究所

图 59：WBMS 数据 2010 年全球精炼锌消费量为 1237 万吨



资料来源：WBMS、光大证券研究所

图 60：WBMS 数据 2010 年全球锌市供应剩余 40.20 万吨



资料来源：WBMS、光大证券研究所

第三部分：其它金属

铅

WBMS 数据显示，2010 年全球铅市供应短缺 1.8 万吨，此前公布的初步数据显示，2010 年全球铅市供应短缺 1.9 万吨。

近期铅价大幅上涨，主要受益于基本面的改善。自 2010 年 11 月起，全球铅市一直处于供不应求。2010 年四季度矿山产量同比大幅下降。1 月份全球铅市供应短缺 2.15 万吨。我们预计随着铅价的上涨，矿山产能也将逐渐上升。

日本地震影响

2010 年日本电解铅消费量为 22 万吨，占全球总量的 2.4%；产量为 26 万吨，全球占比 2.87%。铅的有毒性导致发达国家使用量逐渐减少，因此从量上看，日本此次地震对于全球铅的影响并不大。

锡

锡是一种银白色金属，具强光泽，质软延展性好。在地壳中含量仅为百万分之三，常与铜伴生。

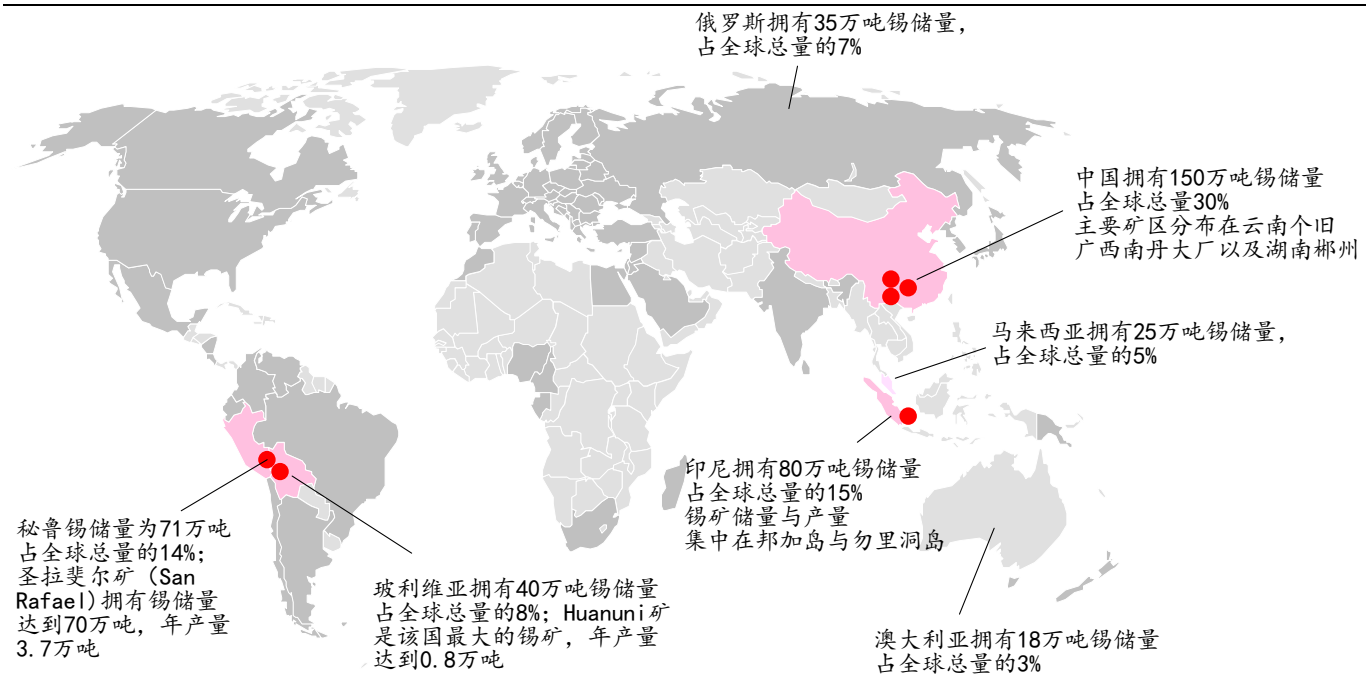
根据 USGS 数据显示，截止 2010 年，全球锡可采储量在 520 万吨。中国、印度尼西亚以及秘鲁是前三大锡储量国。三个国家锡储量占全球总量比例分别达到 30%、15%和 14%。

我国的锡矿资源集中分布在云南以及广西。云南个旧矿以及广西南丹大厂矿锡储量均在 50 万吨以上，属于超大型锡矿。

产量方面，根据 WBMS 数据显示，2010 年全球锡精矿产量为 31.2 万吨，其中中国锡精矿产量为 13.4 万吨，占全球总量比例 43%；印度尼西亚以及秘鲁锡精矿产量分别占全球总量比例的 27%和 11%。

图 61：全球主要锡矿资源分布

中国及印尼拥有主要的锡矿资源



资料来源：USGS，WBMS，光大证券研究所

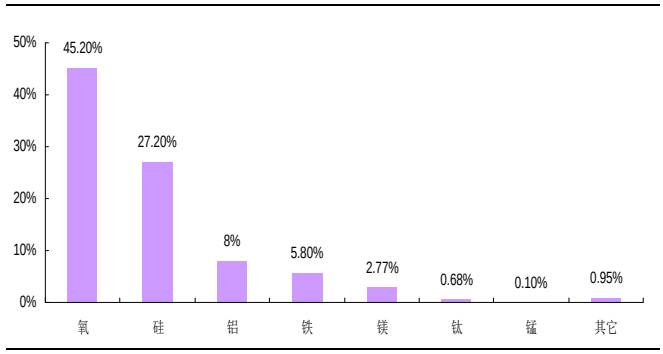
表 3：全球主要大型锡矿情况

名称	所属国家	锡储量（万吨）	2010 年产量（万吨）
圣拉斐尔锡矿	秘鲁	70	3.6
云南个旧矿	中国	57	4
邦加-勿里洞岛	印度尼西亚	56	5
广西大厂矿	中国	50	3.5
Huanuni 矿	玻利维亚	39	0.78

资料来源：ITRI，光大证券研究所

图 62：各金属在地壳中占比

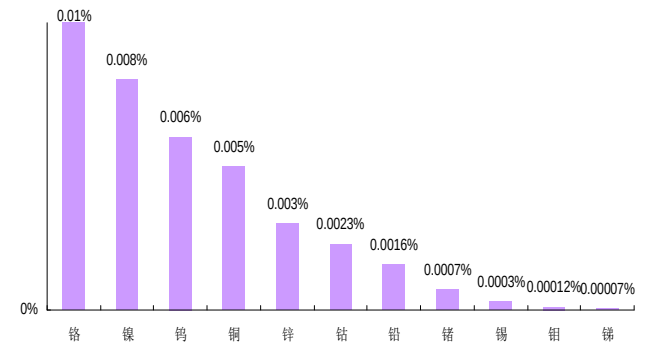
锡含量明显小于基本金属含量



资料来源：光大证券研究所

图 63：其它金属（小金属）在地壳中占比

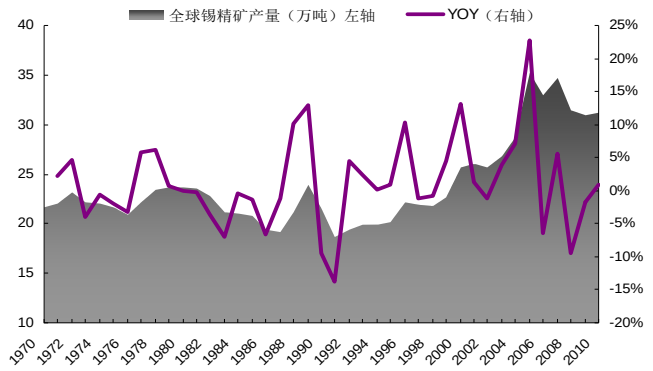
锡占比仅为万分之三



资料来源：光大证券研究所

图 64：1970-2010 年全球锡精矿产量情况

1970 年全球锡精矿产量为 21.6 万吨， 2010 年全球锡精矿产量为 31.2 万吨，复合增速为 0.9%



资料来源：ITRI，WBMS，光大证券研究所

图 65：1995-2010 年全球主要国家锡精矿产量比对

1995-2010 年，中国锡精矿产量净增加 7.2 万吨，复合增速达到 5%；印尼年产量增加 3.8 万吨，复合增速 3.8%

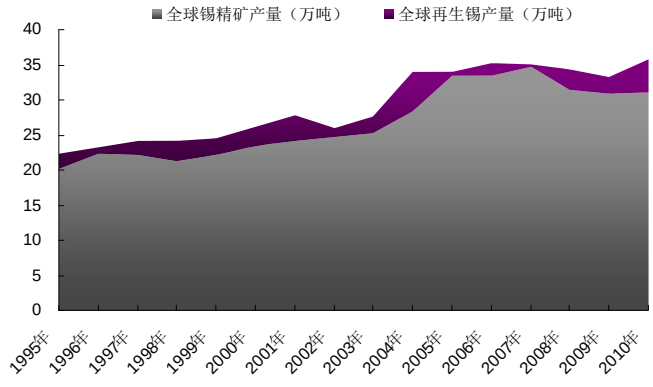
资料来源：WBMS，光大证券研究所

根据 WBMS 数据显示，2010 年全球精锡产量达到 35.8 万吨，相比 1995 年增加 13.4 万吨，复合增速 3%。近 16 年，再生锡平均占比达到 8%。

从具体国别看，中国集中主要的冶炼产能。2010 年中国精锡产量为 14.9 万吨，相比 1995 年增加 8.2 万吨，16 年复合增速达到 5.1%，占全球总增量的 61%。

图 66：1995-2010 年，再生锡产量占精锡产量平均值为 8%

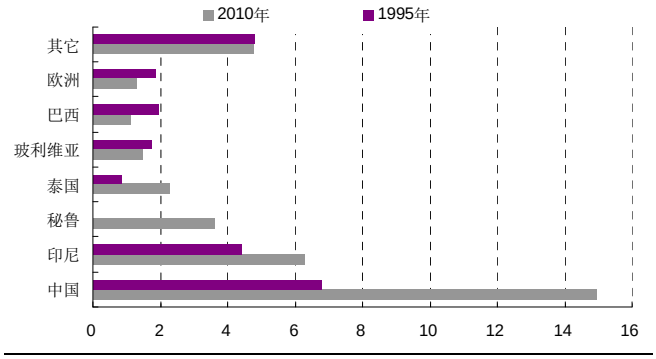
近 16 年，全球精锡产量复合增速为 3%



资料来源：WBMS，光大证券研究所

图 67：1995-2010 年各国精锡产量比对

近 16 年，中国精锡产量增加 8.2 万吨，复合增速达到 5.1%；中国精锡产量增量贡献全球总增量的 61%



资料来源：WBMS，光大证券研究所

表 4：全球主要锡冶炼厂

产能集中在中国

	公司	国家	产量（吨）		同比增幅
			2009	2010	
1	云南锡业	中国	55898	59180	5.9%
2	印尼天马公司	印尼	45086	40413	-10.4%
3	马来西亚冶炼公司	马来西亚	36407	38737	6.4%
4	明苏尔矿业（Minsur)	秘鲁	33920	36052	6.3%
5	泰沙克公司（Thaisarco)	泰国	19300	23505	21.8%
6	柳州华锡集团	中国	10500	14300	36.2%

7	云南乘风	中国	14947	14155	-5.3%
8	EM Vinto	玻利维亚	11805.4	11520	-2.4%
9	Metallo Chimique	比利时	8690	9945	14.4%
10	个旧自立矿冶	中国	5600	9000	60.7%
11	科巴锡业（PT Koba Tin）	印尼	7455	6644	-10.9%
12	江西南山锡业	中国	3000	6000	100.0%

资料来源：ITRI，光大证券研究所

中国因素仍旧是全球总量的主要力量。

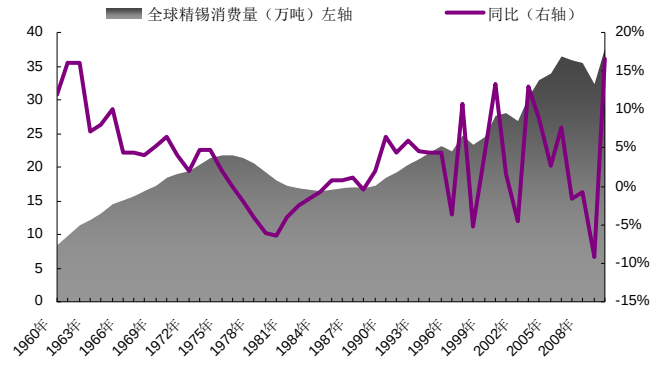
根据 WBMS 数据，2010 年全球精锡需求量为 37.6 万吨，其中中国、美国、欧洲以及日本是主要的消费主体，需求占比分别为 41%，9%，16%和 10%。

具体来看，2010 年中国精锡需求量为 15.3 万吨，相比 1995 年需求量增加 11 万吨，复合增速为 8.2%，对全球增量贡献达到 81%。

精锡的消费增速与各国的工业发展水平有很大关系，具体到经济指标包括工业产值、PMI 值与 OECD 领先指标。

图 68：1960-2010 年全球精锡消费量

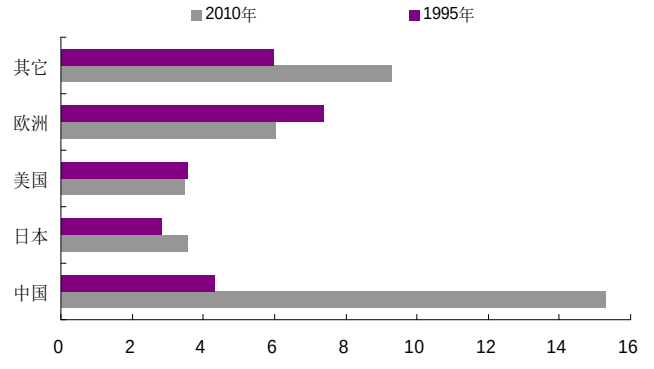
1960 年全球精锡消费量为 8 万吨，2010 年精锡消费量为 37.6 万吨，复合增速达到 3.2%



资料来源：ITRI，WBMS，光大证券研究所

图 69：1995-2010 年各国精锡消费情况

近 16 年，中国精锡消费量增加 11 万吨，复合增速达到 8.2%；中国精锡消费量增量贡献全球总增量的 81%



资料来源：WBMS，光大证券研究所

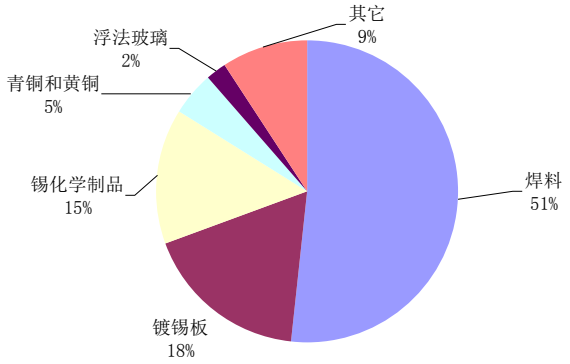
从全球角度看，焊料（电子与工业）是精锡主要的下游需求行业。2009 年焊料需求占比 51%，镀锡板需求占比 18%。

从各国的下游需求看，亚洲国家（主要是中国与日本）发达的电子工业刺激大量的焊料需求，2009 年亚洲焊料需求占比高达 66%。

欧美国家的精锡除了焊料外，还大量用于镀锌板以及锡化工制品。

图 70:2009 年全球精锡下游消费结构

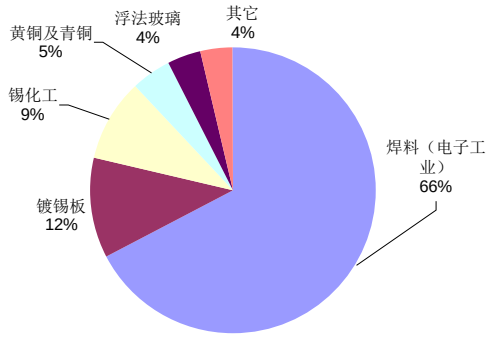
焊料（电子与工业）是精锡最主要的下游行业



资料来源：ITRI，光大证券研究所

图 71：2009 年亚洲精锡下游消费结构

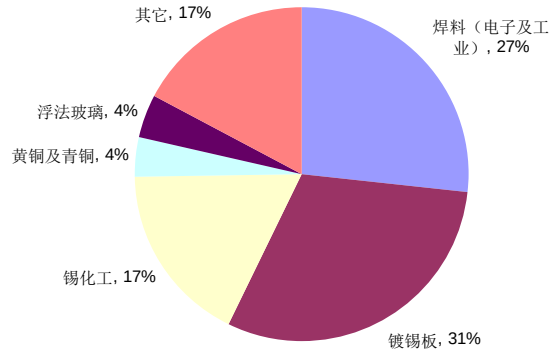
中国与日本的电子工业是精锡主要的下游需求



资料来源：ITRI，光大证券研究所

图 72:2009 年欧洲精锡下游需求结构

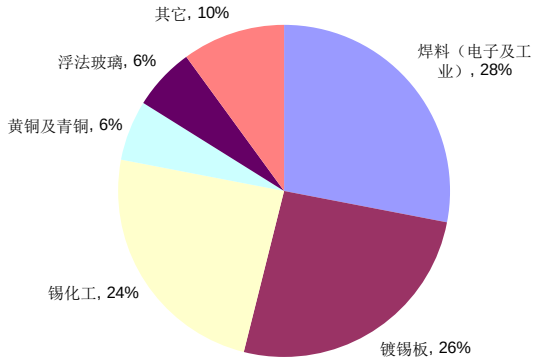
镀锡板与焊料是欧洲精锡主要的下游需求行业



资料来源：ITRI，光大证券研究所

图 73：2009 年美国精锡下游消费结构

焊料、镀锡板以及锡化工占美国精锡下游消费绝大比重



资料来源：ITRI，光大证券研究所

日本地震影响

日本发达的电子工业导致其需求大量的精锡。2010 年日本锡消费量为 3.6 万吨，占到全球消费量总量的 9.5%。相比下，日本的锡产能极低，占全球总量的 0.23%。

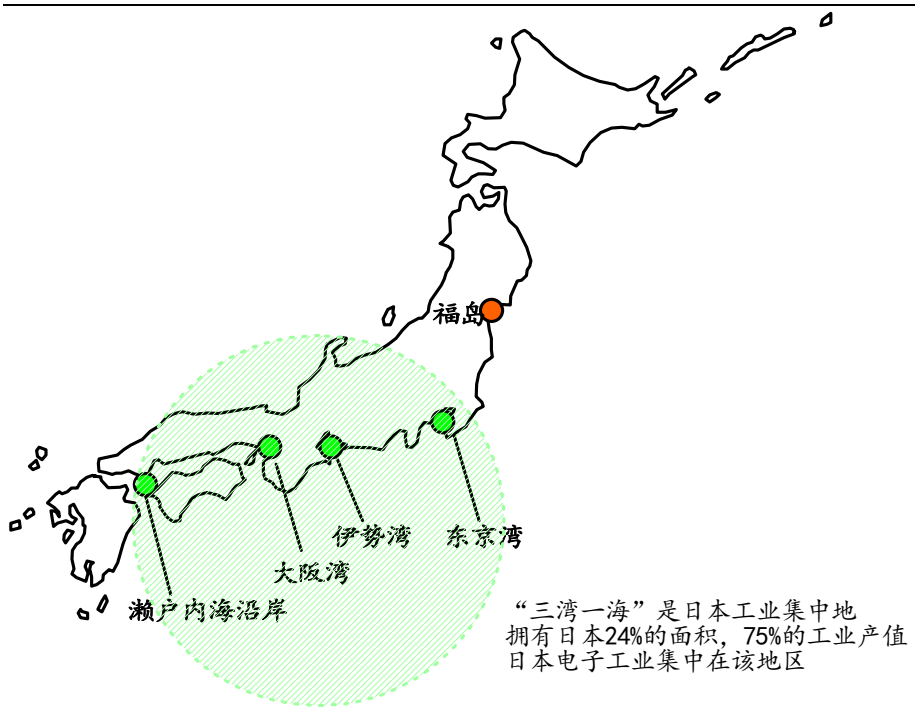
从地理分布看，日本电子工业集中在东南部的“三湾一海”地区，位置距离地震较远，因此对于锡的下游需求的影响并不大。

行业信息：

◆印尼 2 月精炼锡出口较上年同期减少近 12%，至 6181 吨，去年同期出口为 6994 吨。

图 74：日本地震对于锡影响

电子工业集中在日本东南部，对于锡的需求影响不大



资料来源：光大证券研究所

镍

WBMS 数据显示，2010 年全球镍市供应短缺 1,000 吨。此前公布的初步数据显示，2010 年全球镍市供应短缺 3,000 吨。

2009 年全球镍市供应剩余量从 3.66 万吨修正至 2.20 万吨。2010 年全球矿山镍产量总计 153.6 万吨，较 2009 年产量提高了 12.6%。去年全球精炼镍产量增长 14.3%，至 151.7 万吨，全球精炼镍消费量增加 16.3%至 151.8 万吨。

日本地震影响

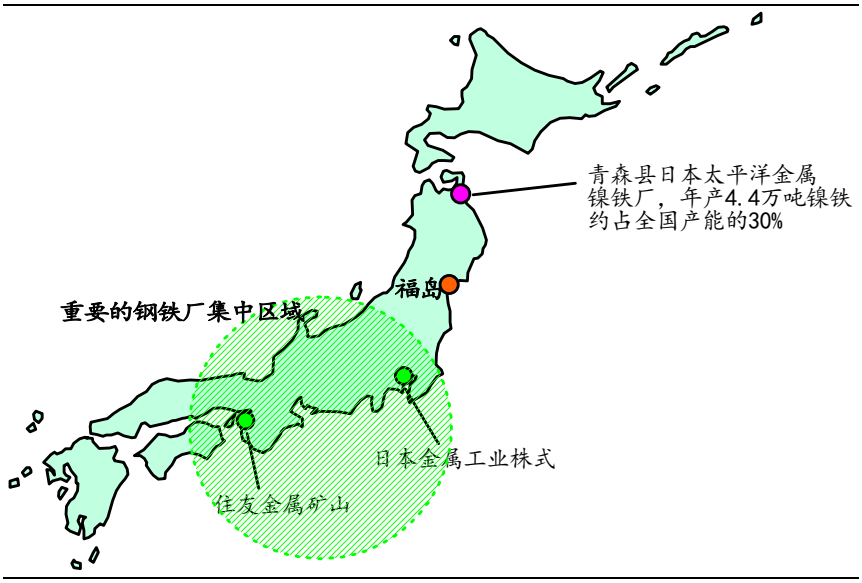
根据 WBMS 数据显示，2010 年日本镍消费量、产量分别为 16 万吨和 16.5 万吨，占全球总量比重分别为 11.7%与 10.9%。

日本主要有三家镍铁冶炼厂，日本太平洋金属镍铁厂、住友金属矿山和日本金属工业。目前只有日本太平洋金属镍铁厂受地震和海啸影响已经被迫停产。关闭产能占日本总产能的 27%。

日本钢铁集中区域位于东南部，地震对钢铁影响较小。在供给减少将近 30%的情况下，利好的基本面将刺激镍价上涨。此外，灾后重建首先是建筑，届时，大量的钢材需求也将刺激镍的需求。我们看好镍价走势，关注吉恩镍业。

图 75：日本地震对于镍影响

镍的冶炼产能减少 30%，供需面利好佳



资料来源：光大证券研究所

稀土

近期，商务部部长陈德铭表示，2011 年的第二批稀土出口配额将会公布，全年配额与去年相比增减幅度尚不确定，仍处在最后研究阶段。

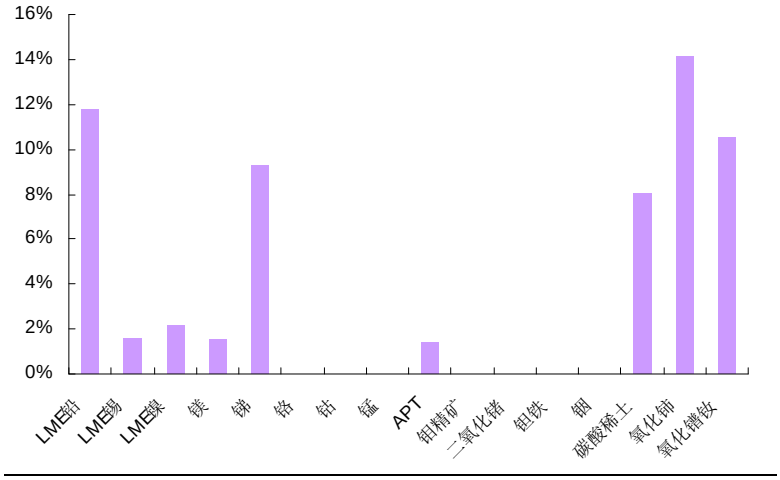
日本地震影响

日本是稀土的主要需求国，2010 年占全球需求总量的 11%。此次地震对电子、建筑以及汽车行业都造成了影响，但是从相对量上并不显著，其对于稀土需求的影响也是短暂的。

投资稀土的策略，中国政策层面影响大于基本面的影响。因此，在国家战略性规划的大背景下，稀土价格将得到有力支撑。关注包钢稀土及稀土概念股广晟有色、中色股份、厦门钨业。

图 76：其它金属价格涨跌幅

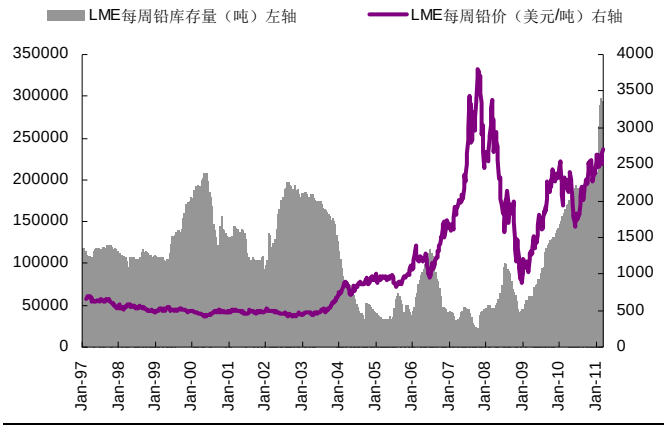
稀土与锑价格继续大幅度上涨



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 77：铅价及库存量比对

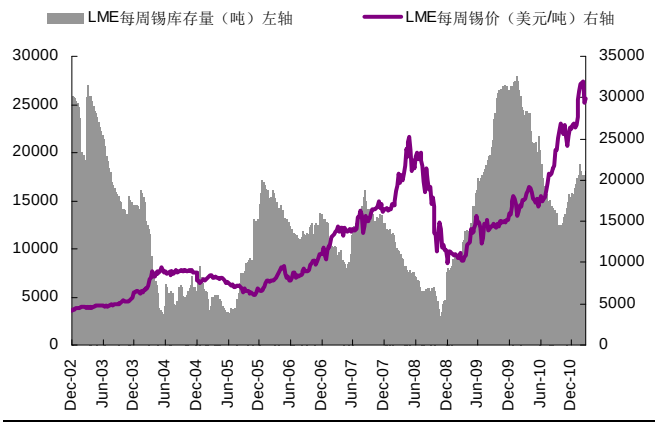
本周铅价上升，库存略降



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 78：锡价及库存比对

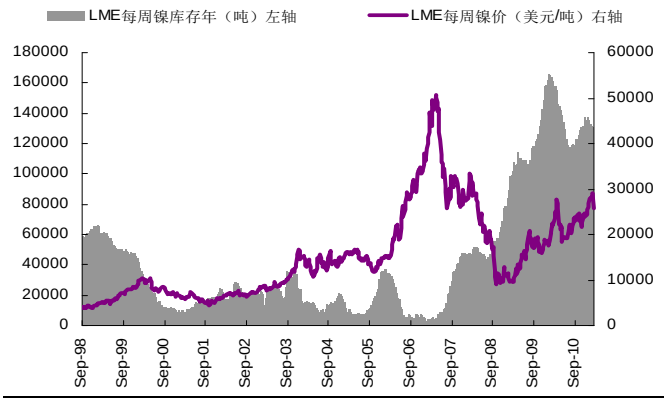
本周锡价略升，库存略降



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

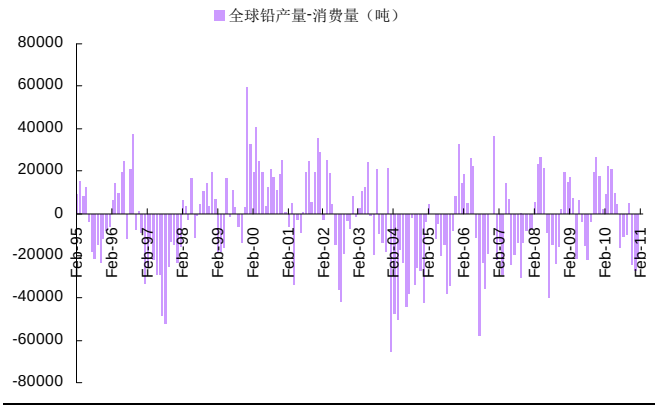
图 79：镍价及库存比对

本周镍价略升，库存略降



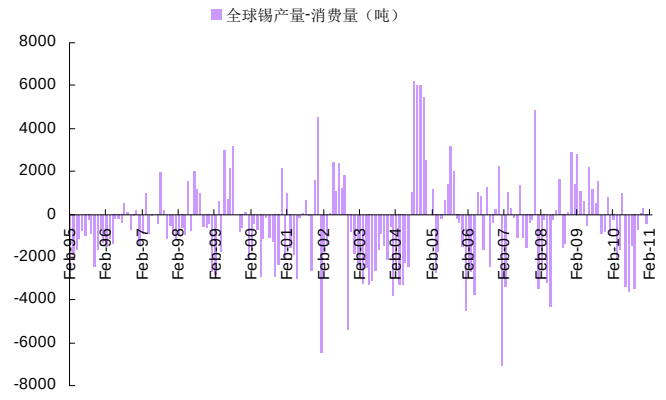
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 80：WBMS 数据显示，2010 年全球铅市供应短缺 1.8 万吨



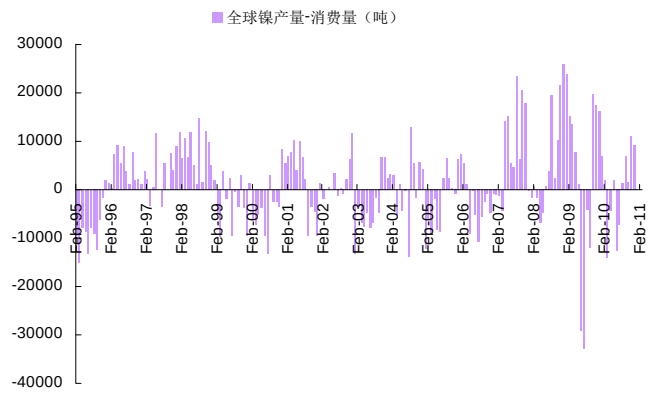
资料来源：WBMS、光大证券研究所

图 81：WBMS 数据显示，2010 年全球锡市供应短缺 1.6 万吨



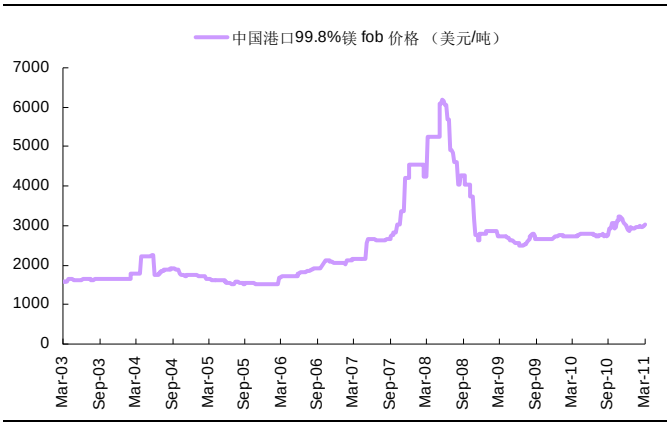
资料来源：WBMS、光大证券研究所

图 82：WBMS 数据显示，2010 年全球镍市供应短缺 1,000 吨



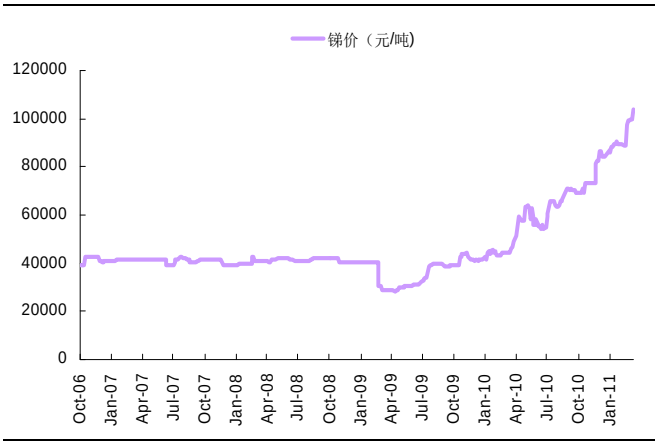
资料来源：WBMS、光大证券研究所

图 83：本周镁价略涨



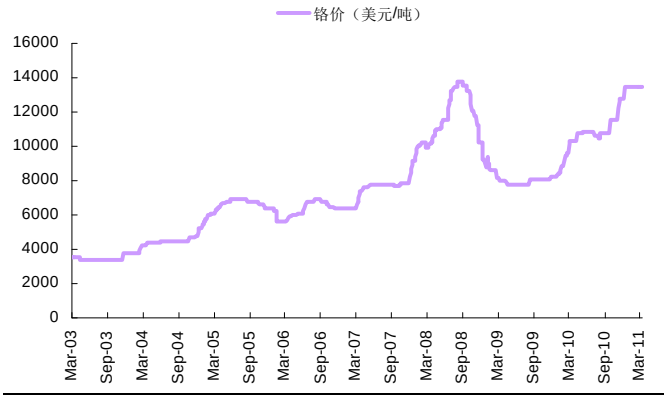
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 84：本周锑价大幅上涨



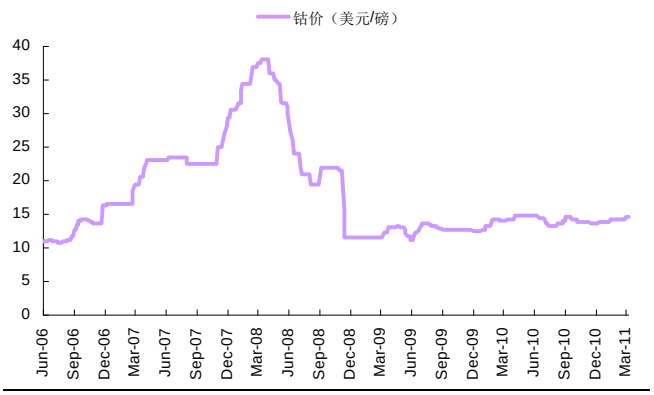
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 85：本周铬价保持稳定



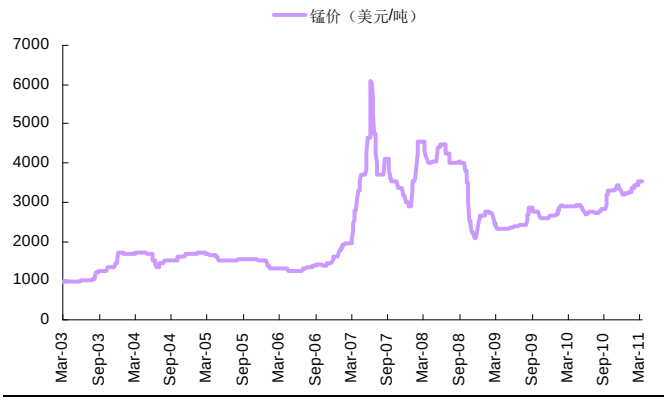
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 86：本周钴价略涨



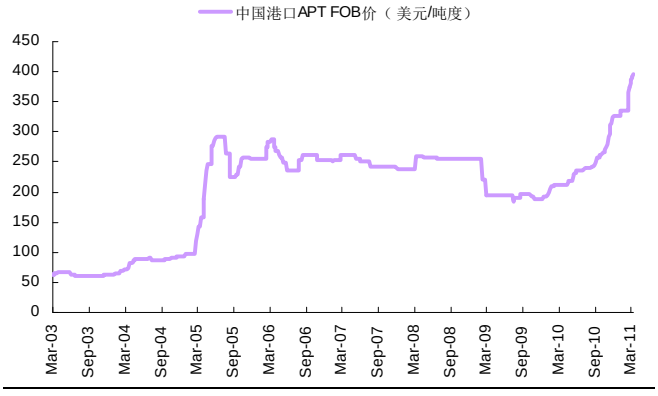
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 87：本周锰价保持稳定



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

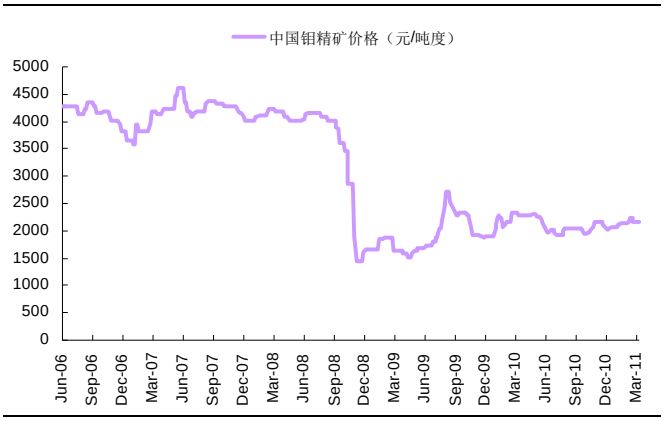
图 88：本周 APT（仲钨酸铵）价格继续上涨



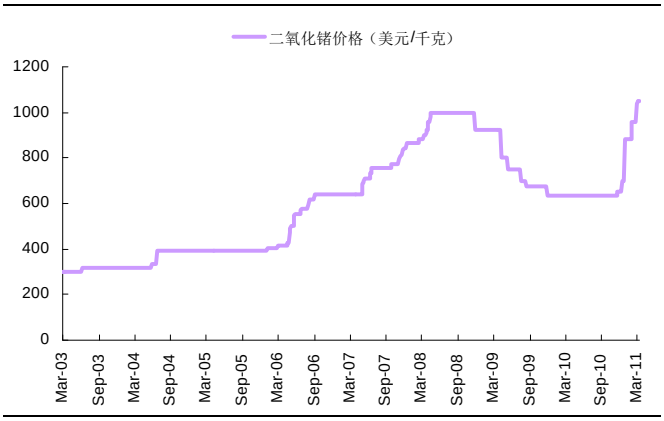
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 89：本周钼精矿价格保持稳定

图 90：本周二氧化锗价格略涨

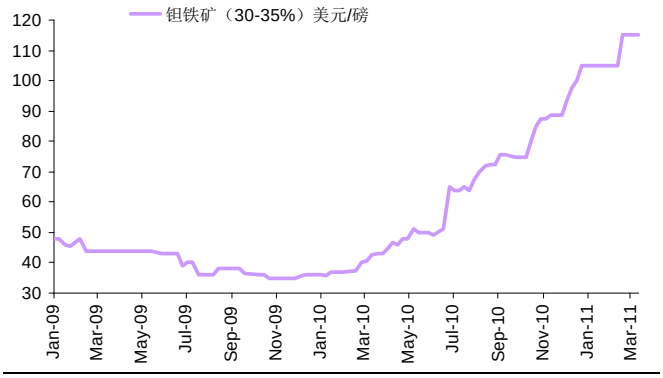


资料来源：Bloomberg、光大证券研究所



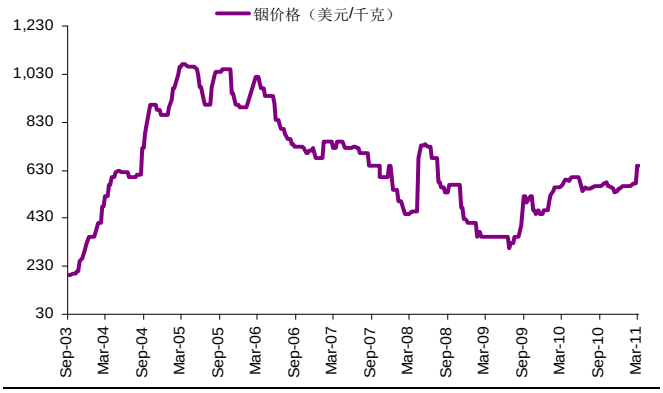
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 91：本周钼铁价格保持稳定



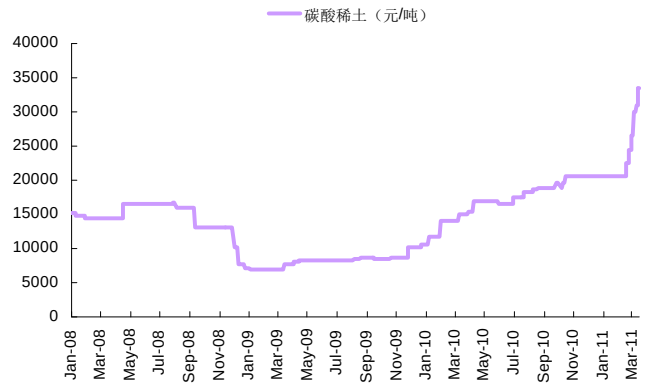
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 92：本周铟价上涨



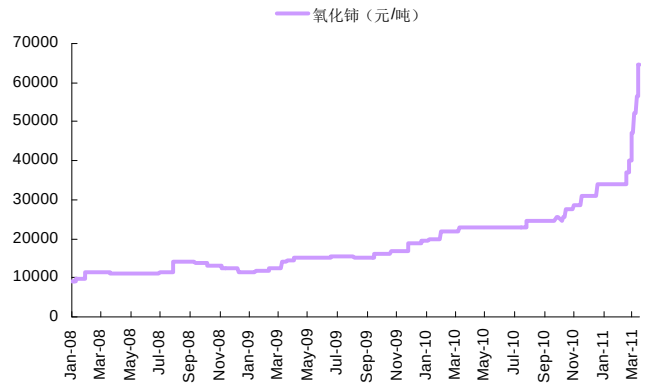
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 93： 本周碳酸稀土价格大幅上涨



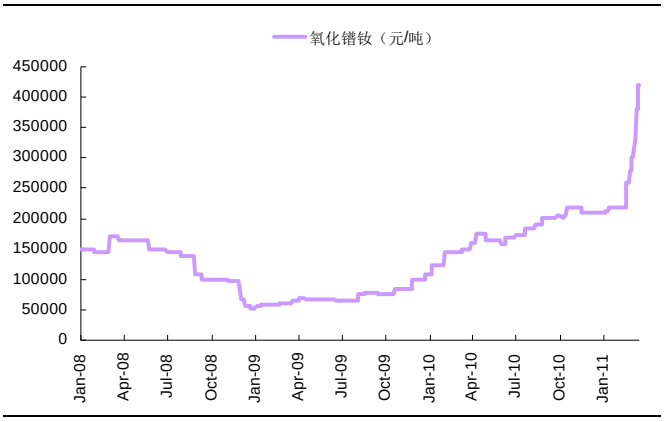
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 94：本周氧化铈价格大幅上涨



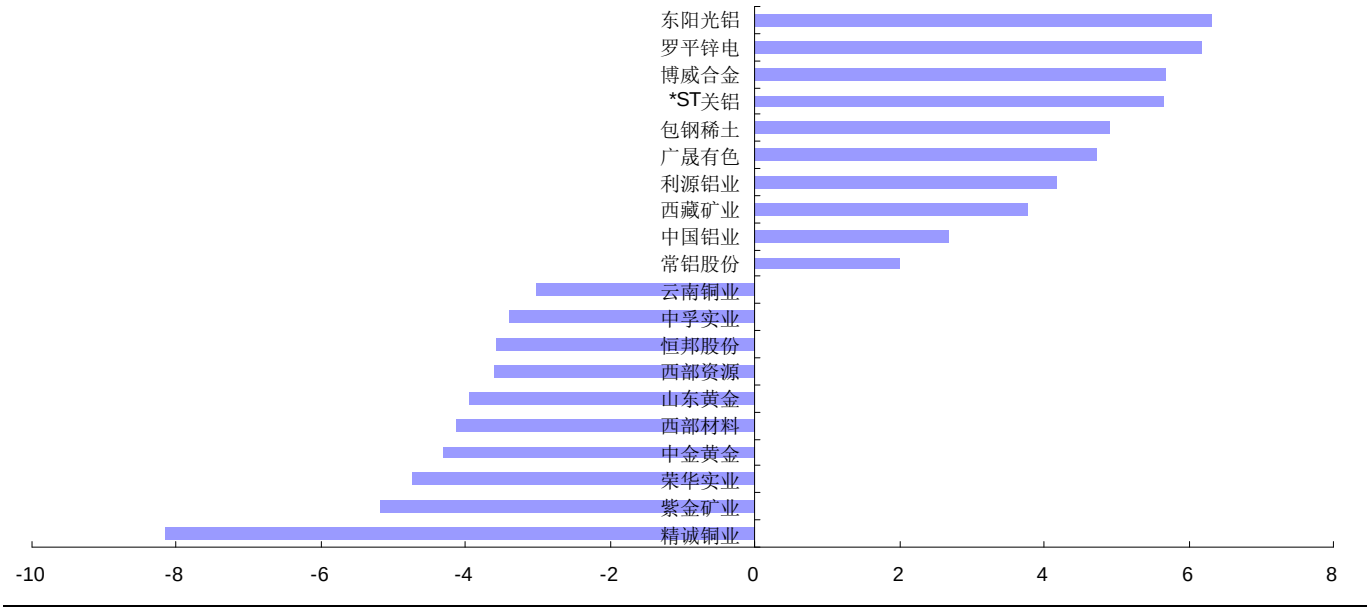
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 95： 本周氧化镨钕价格大幅上涨



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 96：上周 A 股有色金属板块领先股和滞后股：



资料来源：Wind、光大证券研究所

行业信息

◆商务部官员表示，出口退税今年有可能会有所调整，种类仍以高耗能、高污染、资源性“两高一资”产品为主，尤其是将重点放在“一资”上面，而且很可能会涉及到去年没有调整过的新种类的产品。

点评：由于节能减排压力，2010 年 6 月 22 日，财政部、税务总局下发《关于取消部分商品出口退税的通知》，决定从 2010 年 7 月 15 日起取消部分钢材、有色金属加工材等 406 个税号的退税率。大多有色加工型企业利率也由此摊薄，对于行业格局而言，这是促进行业整合必须的经历，继续看好高附加值的加工类企业。

◆本周工信部印发了铜冶炼、铅锌冶炼、造纸、皮革、制糖 5 个行业清洁生产技术推行方案的文件，要求各地对使用清洁生产技术的企业加大支持力度，并进行政策资金引导。

到 2013 年，通过铜冶炼清洁生产技术的推广，可增收铜金属 0.75 万吨/年，增加硫酸产量 2.3 万吨/年，减少二氧化硫排放 1.5 万吨/年等。氧气底吹—液态高铅渣直接

还原铅冶炼技术适用于铅冶炼企业，主要解决污染物排放量、提高金属回收率等问题。铅锌冶炼废水分质回用集成技术，适用于铅冶炼企业用水调控和处理回用。富氧直接浸出湿法炼锌技术，适用于锌冶炼企业，主要解决锌精矿焙烧过程中产生的二氧化硫、烟尘、铅尘污染、提高有价金属的综合回收率、解决部分地区硫酸难以外运问题。到 2013 年，通过铅锌冶炼行业清洁生产技术的推广，可节约标准煤 35 万吨/年，削减二氧化硫排放量 21.3 万吨/年，减少铅尘排放量 0.2 万吨/年，废水减排铅 60 吨/年、镉 7.5 吨/年、砷 27 吨/年等。

◆本周三（3 月 16 日），新华社受权发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年（2011－2015 年）规划纲要》。《纲要》共分十六篇：转变方式，开创科学发展新局面；强农惠农，加快社会主义新农村建设；转型升级，提高产业核心竞争力；营造环境，推动服务业大发展；优化格局，促进区域协调发展和城镇化健康发展；绿色发展，建设资源节约型、环境友好型社会；创新驱动，实施科教兴国战略和人才强国战略；改善民生，建立健全基本公共服务体系；标本兼治，加强和创新社会管理；传承创新，推动文化大发展大繁荣；改革攻坚，完善社会主义市场经济体制；互利共赢，提高对外开放水平；发展民主，推进社会主义政治文明建设；深化合作，建设中华民族共同家园；军民融合，加强国防和军队现代化建设；强化实施，实现宏伟发展蓝图。

◆国家统计局局长马建堂表示，中国 4 月份将发布今年一季度国内生产总值(GDP)的环比数据。还将公布一些主要指标的月度环比数据，包括工业增加值、固定资产投资和社会消费零售总额等。

表 5：行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	总股本(百万)	当前股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
000630	铜陵有色	1294	28.45	45	0.47	0.60	1.12	61	47	25	6	6	5	买入	买入
600362	江西铜业	3463	39.26	54	0.68	1.35	1.81	58	29	22	5	4	4	买入	买入
600547	山东黄金	1423	46.61	95	0.52	0.87	1.39	89	54	34	12	9	7	买入	买入
600489	中金黄金	1423	35.54	60.5	0.37	0.80	1.20	97	44	30	7	6	5	买入	买入
601899	紫金矿业	14541	7.66	13.8	0.24	0.33	0.46	31	23	17	6	5	4	买入	买入
002237	恒邦股份	192	46.43	65	0.78	0.96	1.60	59	48	29	7	6	5	买入	买入
600311	荣华实业	666	15.85	30	-0.17	0.07	0.60	-91	226	26	12	11	8	买入	买入
000060	中金岭南	1590	19.70	30	0.26	0.42	0.53	75	47	37	5	5	4	买入	买入
002155	辰州矿业	547	35.23	30	0.18	0.40	0.68	192	88	52	11	9	8	增持	增持
600111	包钢稀土	807	86.20	60	0.07	0.92	1.90	1247	94	45	41	29	18	增持	增持
000612	焦作万方	480	20.20	30	0.40	0.90	1.20	50	22	17	5	4	3	增持	增持
600549	厦门钨业	682	48.69	55	0.31	0.52	0.96	156	94	51	14	12	10	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报

告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平坷(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决