

有色金属 2011 下半年投资策略

—— 把握政策机遇

行业/有色金属

投资要点：

- 上半年行情总结：经济调整、政策紧缩之下，基本金属价格先抑后抑，贵金属价格在风险激增的宏观环境当中受到市场热捧，而以白银为甚，行业整合与需求增长刺激稀贵及稀土价格飞涨。但在股价表现上，基本金属公司全军覆没，小金属公司也出现分化，稀土类公司硕果仅存。
- 下半年，国内经济的关键因素在于通胀及货币政策的空间、保障房投资能否保障。海外经济需关注，欧债危机动态及美国货币政策影响下的美元指数变化。其中，美元指数中长期回升可能性较大。但下半年，币值将围绕欧美货币政策差异及欧债危机对策波动。
- 铜、锡供需平衡仍偏紧。一来，铜、锡供应受矿石品位下降影响，供给增长乏力，二来，国内外需求增长势头仍较确定，国内电力投资回升及美国汽车销售的恢复有望推动需求回升。
- 稀贵、稀土价格持续向好。在小金属品种中，从国家政策、资源稀缺性、供给结构及需求增长前景等特征出发，钨具有复制稀土行业整合趋势的潜质。
- 有色金属加工将从经济转型升级当中受益。顺应经济转型、产业结构升级需要的，为我国重点发展高端装备制造业，新能源等产业作配套的，产品附加价值高的有色金属加工业务与企业面临更大的发展机遇。
- 我们推荐三条投资线索：第一，布局铜等强周期股，捕抓国内货币政策转向带来的投资机会。铜在基本金属中基本面最好，同时，铜行业公司的估值水平也比较低。把握时机对铜公司的布局，以迎接在 3 季度末可能出现的货币政策转向。第二，在金属加工方面，我们看好在产业结构转型升级的背景之下，产品技术含量高、附加价值高的，为高端装备制造业配套的有色加工企业。与此同时，关注保障房建设融资取得进展，投资得到保障给上游铝型材带来的投资机会。此类标的的代表性公司是估值较低的铝加工相关企业，如南山铝业和栋梁新材。第三，关注能从环保要求不断提升、促进整合政策中受益的一些小金属行业和环保敏感性行业如钨资源与下游的整合及铅冶炼行业，如厦门钨业，章源钨业和豫光金铅。

同步大势

维持评级

发布时间：2011 年 6 月 22 日

走势图



子行业	评级
铜	优于大势
铝加工	优于大势
黄金	中性
小金属	中性

重要公司	评级
铜陵有色	推荐
南山铝业	推荐
豫光金铅	谨慎推荐
江西铜业	推荐
厦门钨业	推荐
栋梁新材	谨慎推荐

分析师：潘喜峰 联系人：陈炳辉
执业证书编号：S0550511020005
TEL: (8621)6337 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: chengbh@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20
邮 编：200002

目录

1 回顾：经济调整，行业整合力撑稀土闪耀	4
1.1 基本金属价格先扬后抑	4
1.2 宏观环境支持贵金属价格上扬	4
1.3 行业整合，刺激稀土价格暴涨	5
1.4 稀土公司股价独树一帜	6
2 展望：宏观因素多变，关注国内外货币政策及美元汇率	7
2.1 国内经济关键在于，货币政策是否转向，保障房能否放量	7
2.2 海外发达国家，政策导向开始转型	9
2.3 发展中国家仍陷紧缩，但步伐放缓	11
2.4 美元或将探底回升	12
3 展望：铜锡需求前景乐观，价格延续强势	12
3.1 国内：库存消耗，有色进口低迷	12
3.2 发达国家有色需求恢复缓慢，但值得期待	15
3.3 铜锡供需平衡仍偏紧	16
3.4 基本金属价格呈现强势振荡格局	17
4 稀贵金属、稀土价格持续向好，钨资源优势进一步发挥	18
5 有色金属加工，寻找转型升级之路	20
6 投资策略：关注货币政策转向、深加工、整合政策受益企业	21

图表目录

图 1、美指略有走弱，但对有色价格支撑有限.....	4
图 2、基本金属价格先扬后抑，锡镍特征最为明显.....	4
图 3、金价与黄金 ETF 持仓齐飞.....	5
图 4、美元指数走弱，助推金价走高.....	5
图 5、银价表现更为突出	5
图 6、银价飞涨，金银比价走弱，但 2 季度遭受重挫.....	5
图 7、锆铟等多数小金属报价走高.....	6
图 8、自年初以来，稀土价格暴涨 3-8 倍.....	6
图 9、小金属股价独树一帜	6
图 10、小金属公司分化，稀土公司硕果仅存.....	6
图 11、国内通胀水平持续位于高位。	7
图 12、我国多次动用货币政策工具控制通胀.....	8
图 13、紧缩政策导致货币供应回落.....	8
图 14、工业增加值增速放缓.....	8

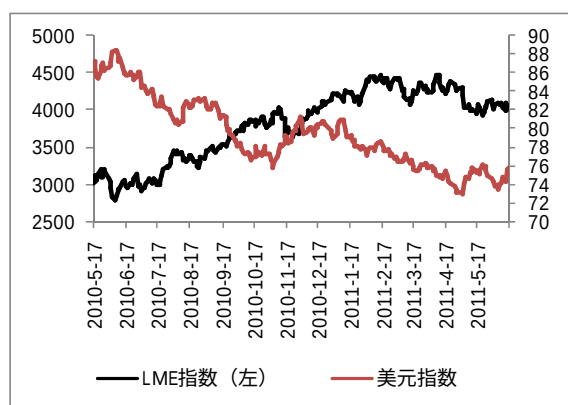
图 15、PMI 指数预示经济增速继续放缓.....	8
图 16、大宗商品公司股价在货币供应紧缩期间难有大表现.....	8
图 17、铜企股价与货币供应的相关性更为突出.....	8
图 18、美国一季度增长势头放缓，欧元区强劲.....	9
图 19、美国失业率依旧高企，但德国失业率创新低.....	9
图 20、PMI 预示经济增长略有放缓.....	10
图 21、CPI 走高，货币政策承受考验.....	10
图 22、欧洲债务国 CDS 持续走高，是否债务违约备受争议.....	10
图 23、流动性宽松局面或将改变.....	10
图 24、发展中国家经济增长突出.....	11
图 25、发展中国家通胀高企.....	11
图 26、铜沪伦比价低迷，进口处于亏损状态.....	13
图 27、铝价伦强沪弱格局更为明显.....	13
图 28、多数铜原料及产品进口同比大降.....	13
图 29、铝原料或产品进口同比持平.....	13
图 30、汽车销量增长低迷，家电略有回落.....	13
图 31、电力设备需求整体保持增长.....	13
图 32、近两年我国电力投资增速放缓.....	14
图 33、自 2006 年以来，我国新增装机容量持续下降.....	14
图 34、十二五电网投资将达 2.55 万亿.....	14
图 35、房地产投资增速不减.....	14
图 36、美国房地产市场仍陷泥潭.....	15
图 37、发达国家工业生产稳定复苏.....	15
图 38、美国汽车销售恢复势头良好.....	15
图 39、美国汽车批发库销比靠近历史低位.....	15
图 40、今年 1 季度世界铜供应增长不及 2%.....	16
图 41、今年 1 季度世界镍铅锌供应增长迅速.....	16
图 42、路透调查显示多数分析师认为铜、锡供应存在缺口，铝、锌等过剩.....	17
图 43、LME 多数有色金属品种库存增长.....	18
图 44、SHFE 有色金属品种库存近来大减.....	18
图 45、LME 有色金属 03 价差为负，但铜有好转.....	18
图 46、国内金属基差转正，预示现货紧张.....	18
图 47、中国钨需求结构有待升级.....	20
图 48、铝消费结构表明升级空间大.....	21
图 49、铝型材产品结构面临升级需求.....	21
表 1 钨、锑等稀贵金属有望接过稀土的接力棒.....	19
表 2 主要上市公司估值简表.....	22

1 回顾：经济调整，行业整合力撑稀土闪耀

1.1 基本金属价格先扬后抑

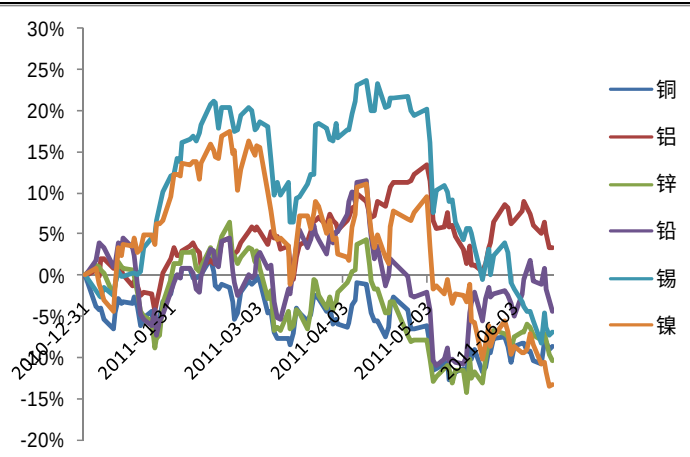
上半年，基本金属价格先扬后抑。在第一季度，在市场对海外经济复苏前景比较乐观，铜等基本金属供需紧张，而有色金属 ETF 等产品推出将大幅占用库存等因素的推动之下，铜等代表性基本金属品种创出了历史新高。但自 1 季度末始，风云突变，国内通胀高企，紧缩政策不断，经济增长亦受打压，企业纷纷消减库存，金属需求一再受到打压，进口增长乏力；在海外，美国经济增长明显放缓，失业仍高居不下，欧洲债务危机阴霾不散，再加上日本地震震撼全球，中东危机导致油价飞涨，世界经济增长前景阴沉，金属消费增长前景日趋黯淡；美元指数虽略有回荡，但支撑力量疲弱，基本金属价格回落，铜则从新高一度回落至 8500 美元，至今仍在 9000 美元上下振荡。

图 1、美指略有走弱，但对有色价格支撑有限



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

图 2、基本金属价格先扬后抑，锡镍特征最为明显



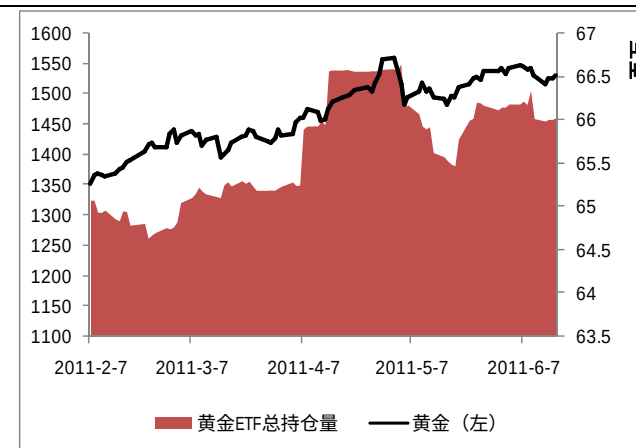
资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

1.2 宏观环境支持贵金属价格上涨

宏观经济环境，复杂多变：欧债危机阴霾不散，间歇性发飙，多个债务国国债评级屡遭调降，希腊甚至可能债务重组；美国经济增长的不确定性不断显现，失业率居高，通胀则持续走高，货币政策分歧与争议加，而美国债务规模已触上限，两党就扩大债务规模争议不断，美债评级甚至存在被调降的风险。主权国家信用风险持续恶化。

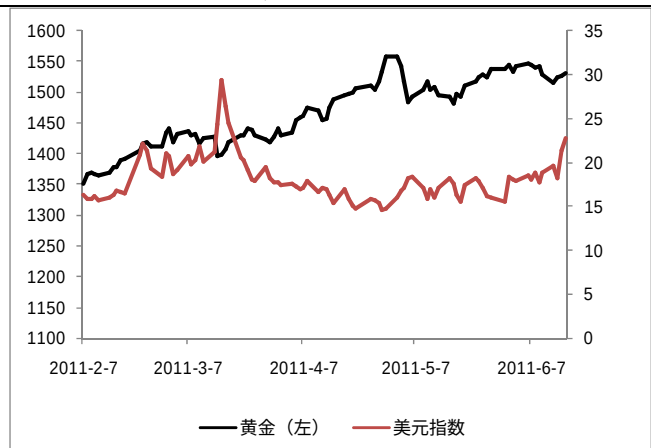
物价快速回升，通货膨胀近在眼前。在海外日美等国超级宽松的货币政策的推动之下，流动性泛滥恶果，在经济复苏之初，物价便呈快速上涨势头，通货膨胀一再升温。

图 3、金价与黄金 ETF 持仓齐飞



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

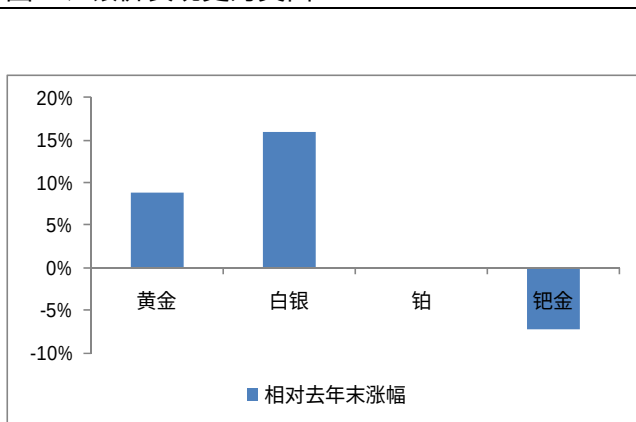
图 4、美元指数走弱，助推金价走高



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

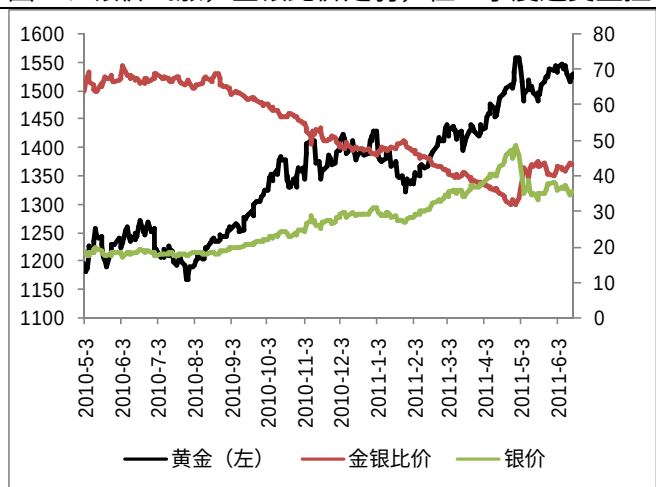
在信用风险恶化、通胀逐日升温，世界经济增长不确定性增加的宏观环境之中，贵金属受到了投资者的追捧，黄金 ETF 持仓量，一再升高，黄金价格保持了旺盛的上扬势头，在上半年涨幅已达 10%。同时，受白银工业需求将持续增长预期及投机资金的大幅介入的推动，白银价格上涨之势更不可挡，金银比价一再走弱。但自 5 月始，受美国对白银期货提高保证金控制投机及投机资金散去的影响，银价快速重挫 20%，回落到 35 美元/盎司附近。

图 5、银价表现更为突出



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

图 6、银价飞涨，金银比价走弱，但 2 季度遭受重挫



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

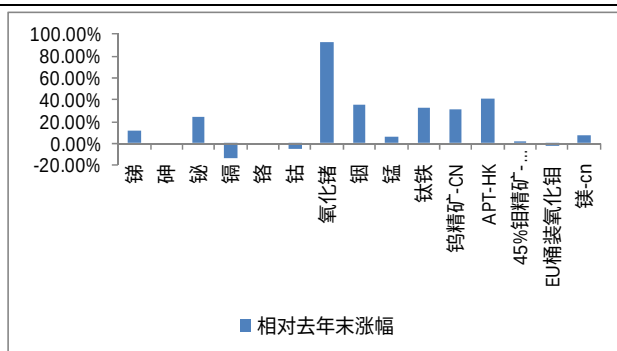
1.3 行业整合，刺激稀土价格暴涨

自 2010 年始的对小金属特别是稀土等稀缺金属的行业整合措施继续推进，功效也不断显现。上半年，针对稀土行业的整合与规范发展措施深化，先是国务院专门召开常务会议，研究部署促进稀土行业持续健康发展的政策措施。此后，我国又相继出台了稀土矿石资源税调整方案、稀土矿开采总量控制指标，并在 5 月份由国务院发布了《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，大力促进行业整合，整顿行业生产秩序，推进稀土行业的大集团建设。

在国家大力推进稀土行业重组，理顺稀土资源品价格，促进行业健康发展的一系列政策之下，稀土价格自年初以来持续飞涨，到目前为止，代表性稀土氧化物氧化钕等价格已经上涨了 4 倍左右。而在南方稀土整合有序推进的背景之下，氧化铈、氧化钇等中重稀土价格上扬了近 8 倍。

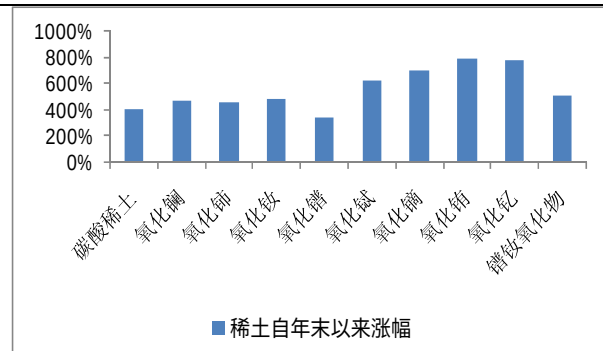
其他小金属，特别是我国具有资源优势的金属品种如锆、铟、钨等，在上半年，也随着我国对资源品的保护性开采、行业集中度的改善和需求的持续回升，价格也有较大涨幅，如氧化锆上半年涨近一倍，铟、钨等涨幅居前，而多数小金属价格走强。

图 7、锆铟等多数小金属报价走高



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

图 8、自年初以来，稀土价格暴涨 3-8 倍

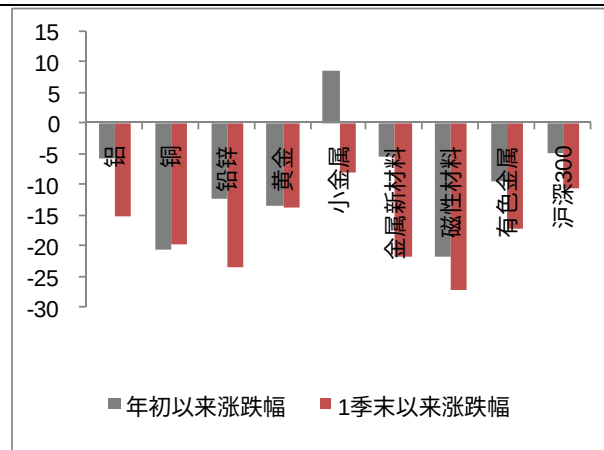


资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

1.4 稀土公司股价独树一帜

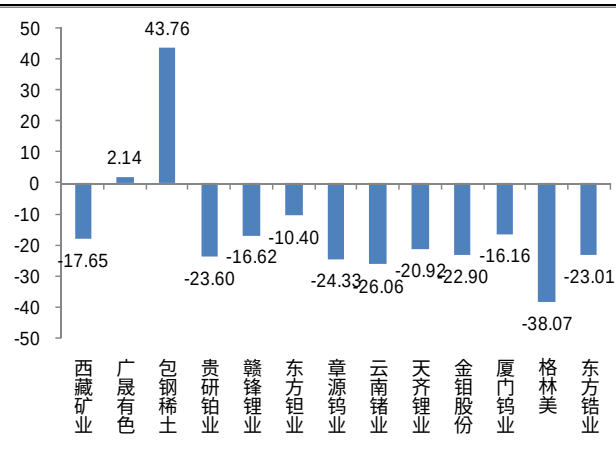
从上半年，有色公司的行情走势来看，强周期性的有色金属整体跑输了沪深 300 指数，各子板块当中，除小金属板块之外的其他板块均下挫，尤以磁性材料及铜板块跌幅最大，并且跌幅主要是在第二季度实现的。而引人注意的是，黄金类公司的股价，在黄金价格表现较为强势的背景下仍下跌了近 15%。

图 9、小金属股价独树一帜



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

图 10、小金属公司分化，稀土公司硕果仅存



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

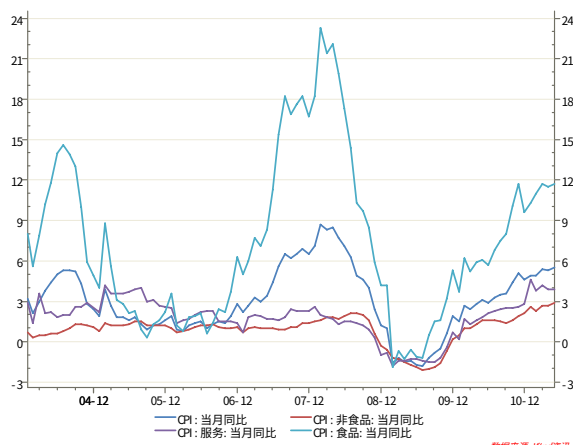
去年，小金属板块整体性上扬，表现抢眼，今年，这种状况没有得到延续，小金属品种公司走势分化，稀土行业的几家公司表现延续强势，尤其是包钢稀土上涨近 50%，而广晟有色也有所上扬，同时，厦门钨业的跌幅也明显低于其他小金属公司。

2 展望：宏观因素多变，关注国内外货币政策及美元汇率

2.1 国内经济关键在于，货币政策是否转向，保障房能否放量

自 2008 年全球金融危机以来，我国积极启动了 4 万亿投资计划，银行信贷迅速膨胀，货币供应快速增长。进入到 2010 年后，居民物价水平迅速增长超过了 2%，进入到今年之后，CPI 迅速增长至 5% 以上，在 3 月份达到了 5.4%，而 5 月份的数据更是达到了 5.5%。而此轮物价上涨，不仅仅只是食品价格的驱动，我们也看到了非食品价格、服务价格在劳动力供应紧张，工资上涨的驱动下，呈现上扬势头。我们的宏观研究员预计，今年的通胀形势不如乐观。食品价格的上涨在去掉翘尾和季节性因素后，会有所回落。通胀膨胀也将在 6-7 月份达到顶峰，此后逐步回落。

图 11、国内通胀水平持续位于高位。

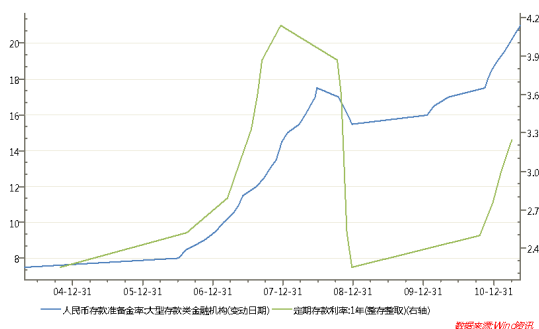


资料来源：东北证券，WIND。

我国的货币政策导向进入到 2011 年后，主要是以控通胀为主，针对通胀的上扬，国家已经多次采取货币政策措施回收流动性。进入到 2011 年的，我国加息了 2 次，达 0.5%，调整存款准备金 6 次，达 3%。

在货币政策的收紧的影响之下，货币供应量快速回落，目前，M2 的同比增长已经回落至 15.1%，而 M1 向下穿过 M2 回落到 12.7%。

图 12、我国多次动用货币政策工具控制通胀



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

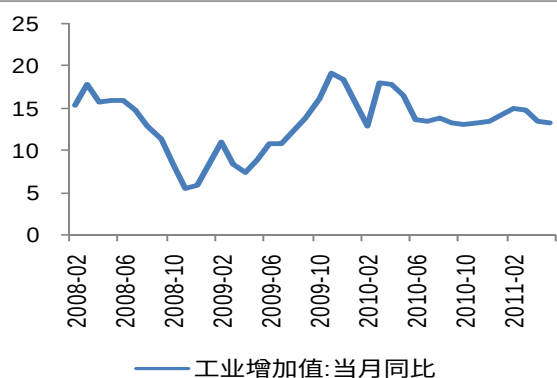
图 13、紧缩政策导致货币供应回落



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

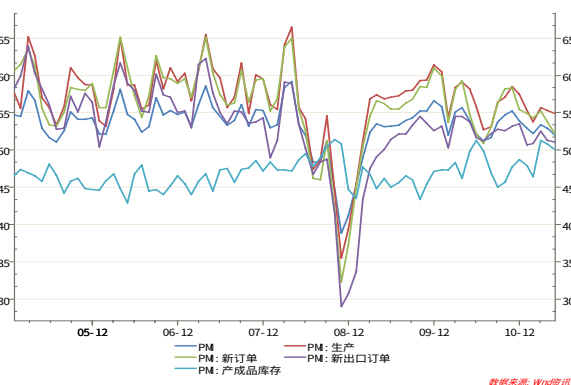
与此同时，国内工业增加值的增速回落至 13.4%，经济领先指标 PMI 也显示疲态，特别是新订单或新出口订单指数有较大幅度的回落，经济增长前景堪忧。

图 14、工业增加值增速放缓



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

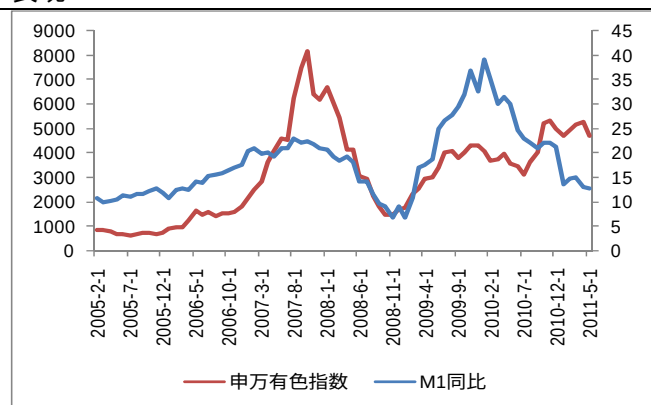
图 15、PMI 指数预示经济增速继续放缓



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

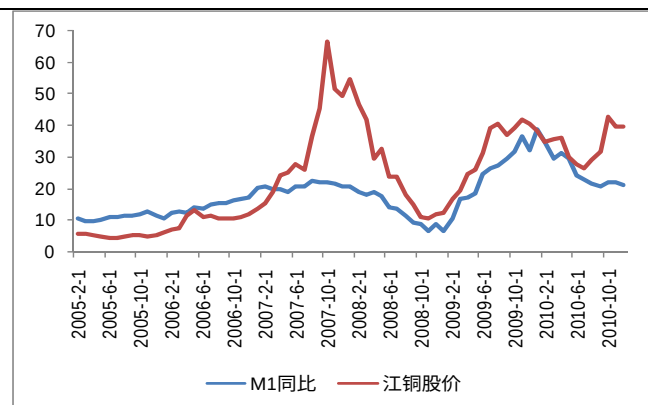
我们的宏观组预计，今年下半年，央行仍可能采取较为紧缩的政策，其中再加息 1-2 次，在未来的半年中将提存款准备金 2 次左右，合计 1%。可以预计，货币供应仍将保持目前这种下行趋势，而整个经济层面都将面临着信贷紧张的束缚。历史数据，大宗商品公司股价在货币供应同比增速下滑期间难有特别好的表现。

图 16、大宗商品公司股价在货币供应紧缩期间难有大表现



资料来源：东北证券，WIND。

图 17、铜企股价与货币供应的相关性更为突出



资料来源：东北证券，WIND。

但我们也注意到，在政策紧缩之下，货币供应量快速回落，M1 的同比增速已经回落至 12.7%，而在历史上只要在经济比较低迷的 2008 年末，以及 2004 年底 2005 年才到达过更低水平，货币供应量，离底部已经不远。随着货币供应量的收紧，实体经济面临的信贷环境将更加紧张，经济增长也将受到货币收紧的进一步压制。因此，从保增长角度出发，货币政策面临的压力也会越来越大。下半年，存在货币政策调整的可能。其概率随着未来通胀的回落与日俱增。

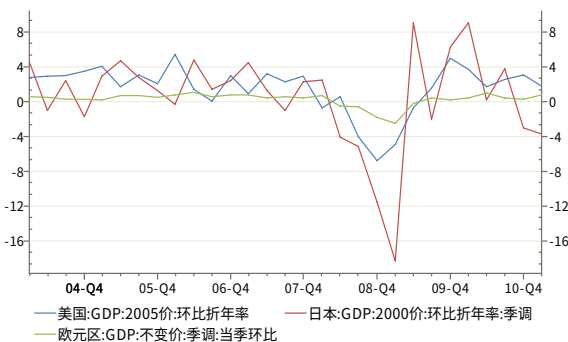
房地产特别是保障房投资是下半年的另一个关键经济变量。尽管我国政府当局在年初就制定了保障房建设的宏大目标，今年将开工建设 1000 万套保障房，在十二五期间将开工建设 3600 万套保障房。但上半年保障房的执行情况令人担忧，多数省份保障房的开工率仅为今年目标的 30%。制约保障房建设的一个重要原因就在于地方政府除了土地财政之外缺乏有效的财政收入来源，而依靠银行债务融资在当前开始清理银行平台贷的背景之中，也力不从心。目前，保险资金介入及发改委研究地方融资平台发债建保障房等，可能会给这一领域带来一定的新鲜血液，但地方保障房建设资金的问题仍将是下半年经济运行的一大变量。

2.2 海外发达国家，政策导向开始转型

2.2.1 发达国家经济缓慢复苏

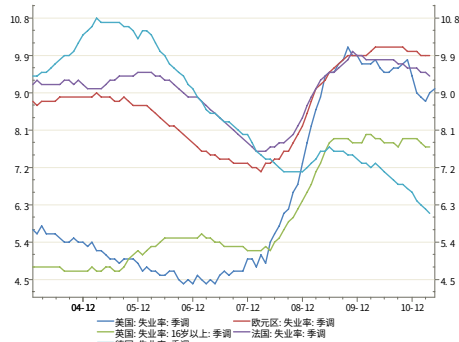
进入 2011 年，主要发达经济体的经济增长呈现分化。美国一季度经济增长回落到 1.8%；美国的失业率高位徘徊，房地产市场仍然低迷；但是美国金融机构的资产负债表得到了修复，金融机构的贷款标准正在放松，信贷市场有望解冻，同时制造业也明显好转。

图 18、美国一季度增长势头放缓，欧元区强劲



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

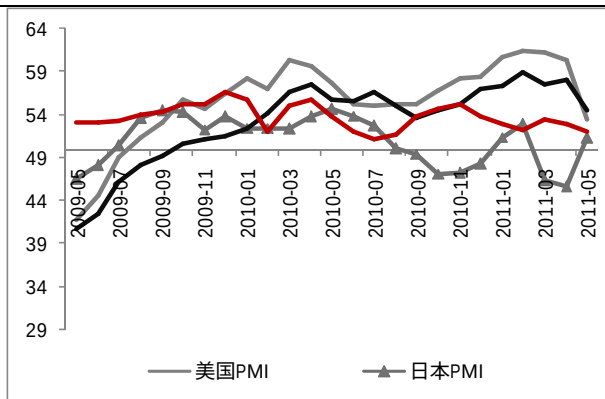
图 19、美国失业率依旧高企，但德国失业率创新低



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

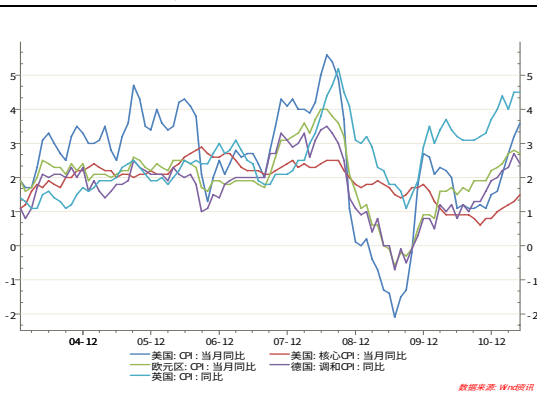
欧洲经济增长保持了健康的发展势头，但是这主要是由欧元区少数核心国家如德国和法国的增长实现的，受益于中国需求的增长及日本地震对日本经济和制造业的打压，这些国家经济稳步增长，失业率有序降低，特别是德国失业率已经创历史新低，降至 6.3% 下方。但边缘的高债务国家的经济增长仍非常乏力，失业率的数据并没有太多的改善，债务问题又是悬在他们头上的一把剑，对政府赤字的控制又将使这些国家的经济增长承担额外压力。

图 20、PMI 预示经济增长略有放缓



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

图 21、CPI 走高，货币政策承受考验



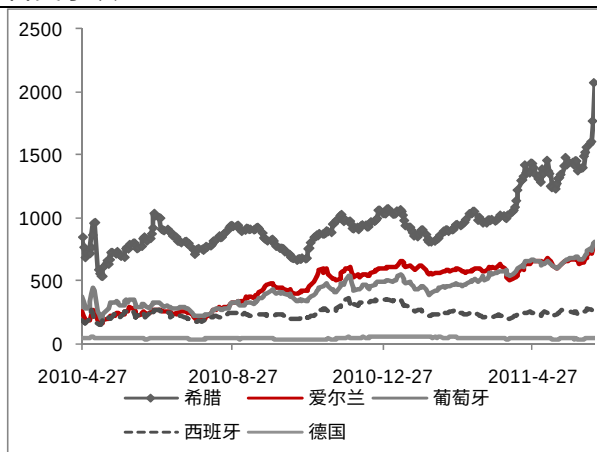
资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

不过，从 PMI 指标的变化来看，下半年，欧美发达国家的经济增长率有可能会有所放缓，与此同时，IMF 等国家机构或国际投行也纷纷降低对美国等国的经济增长预期。

2.2.2 欧债危机迷团待解

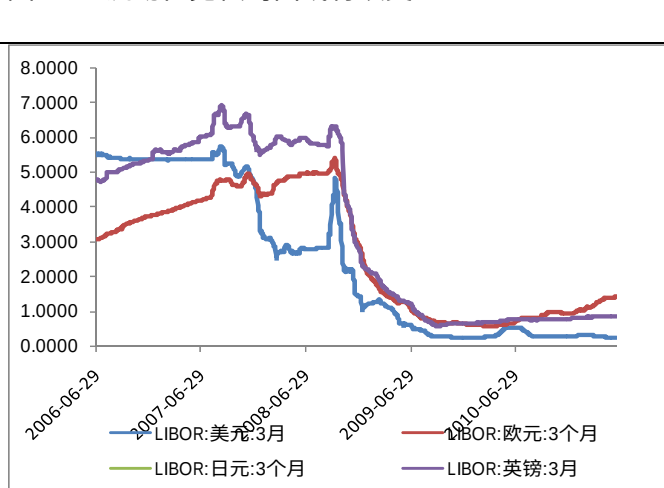
近一年多来，欧洲债务危机始终成为全球市场关注的焦点，欧洲债务国特别是希腊等国的债务违约互换自去年以来不断走高，目前已经高达 2000 点，债务国国债收益率与德国国债的利差同期扩大，以至于这些债务国丧失了在金融市场上的再融资能力，甚至于开始讨论希腊等国的债务要如何违约。时至今日，欧洲仍没有将其控制，一方面说明了欧元体制所存在的诸多缺陷，但以欧洲的整体经济实力而言，要迅速地救助债务国，并无难事，但久拖不决，只能说明另有其因。从欧洲核心国的角度来看，欧债危机不时复燃，可以有效地控制欧元升值的步伐，从而对核心国的出口与经济增长形成正面刺激。在这一意义上，欧债危机可以理解为欧洲对抗美国持续量化宽松、控制币值变动的一种政策工具。

图 22、欧洲债务国 CDS 持续走高，是否债务违约备受争议



资料来源：东北证券，WIND。

图 23、流动性宽松局面或将改变



资料来源：东北证券，WIND。

如果把欧债危机放在整个欧元区的版图和历史进程中来看，花钱去救济边缘的小国所花费的代价大呢，还是任由其债务违约、重组，并重挫欧元形象和储备货币地位，让辛苦建立起来的欧元区分裂，宣告欧洲经济政治一体化所做出努力的付之东流，这样的代价更

大呢？

2.2.3 通胀形势不容乐观，政策能否转型

与发达国家经济增长的乏力相对，通货膨胀的增长显然更加迅速，这使发达国家面临的经济调控局面越来越复杂。目前，欧元区的 CPI 同比上涨最高已经达到了 2.8%（5 月为 2.7%），早超过其目标通胀水平 2%。美国的 CPI 涨幅更是达到了 3.6%，但美国的货币政策主要盯住核心 CPI，该指标仍只有 1.5%。同时，欧洲央行，更偏重的政策目标甚至可以目标是控制通货膨胀，但美联储更多的要兼顾经济增长与通货膨胀两个方面。

因此，面临通胀高企、经济增长乏力的局面，欧美出现了不同的应对表现：欧洲央行已在 4 月份加息 25 个基点，而美国仍然没有加息的举动。未来随着通胀的进一步抬头，市场预期欧洲可能会继续在 7 月份加息，后续的加息步伐则要根据经济增长、欧债危机的解决程度和通胀的情况决定。

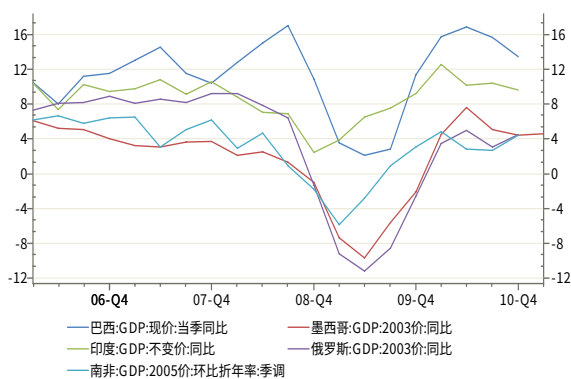
6 月份底，美国 QE2 到期，在 QE2 到期后，美国货币政策的走向也引人关注，目前，最可能的情况是，美国不会实施所谓的 QE3，但美国不会很快进入到加息通道，直到美国的失业率有了明显的好转，而这种情况应该在近期或 6 个月内不太可能会出现。

不论欧美加息节点的选择，有一种趋势是确认无疑的，那就是流动性超级宽松的局面将一去不复返。在 QE2 到期后，美联储至少会随着资产负债表上的债券到期而逐步从经济中回收货币，流动性回收的局面正在形成。如果经济出现低迷状况，美联储最低也只是会暂时保持市场流动性规模。

2.3 发展中国家仍陷紧缩，但步伐放缓

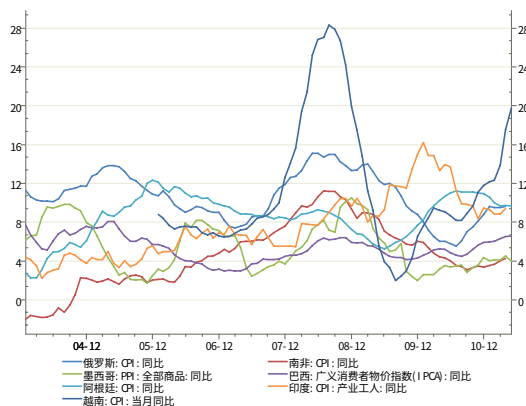
与发达国家相比，发展中国家经济增长势头更为强劲，但也更早地面临着通胀高企的局面。面对通胀压力，印度、巴西等发展中国家先后多次调整了基准利率，对经济增长产生负面影响。但印度等国通胀依然高企，墨西哥等国的通胀水平也不断抬头。预计这些国家仍旧会延续加息等货币紧缩政策，以调节通胀，但加息的步伐或将放缓。

图 24、发展中国家经济增长突出



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

图 25、发展中国家通胀高企



资料来源：东北证券，WIND，Bloomberg。

2.4 美元或将探底回升

自今年以来，在欧洲债务危机恶化的驱动之下，美元上涨，但此后欧元区加息预期升温，而美国加息则遥遥无期，美元再度疲软，一度下跌至前期历史低点 71 附近、但此后在本拉登被击毙，希腊债务再次触发欧债危机忧虑的背景下，美元迅速回升到 75 的上方。今年下半年，影响美元走势的主要因素包括：

欧债危机能否持续发飙，特别是对希腊的债务重组问题是不是依旧被市场所炒作，不过我们的预计是，希腊债务重组、退出欧元区等言论，多只是政策当局的工具及投机者做空欧元的一个由头，其发生的可能性，退出欧元区要远小于债务重组，债务重组的可能性也不是特别大，而且并不会在近期发生。

货币政策调整的先后顺序及国债利差的变化。从目前的情况来看，欧元区很可能在 7 月份之后再次升息，在基本处理完欧债危机之后，欧洲央行的主要精力将放在对抗通胀之上。但我们并不预期，欧元区会连续的多次升息，或快速进入升息通道，以此为债务国在债券市场融资创造出较为宽松的利率环境。相比之下，美国的货币政策不确定性更大，预计美联储在 6 个月内不升息，也不会有 QE3 的方案，如果失业率与房地产市场好于预期，而通胀恶化快于预期，FED 升息的步伐可能提前，如果经济数据仍较疲软 FED 开始升息的时间可能要推迟到明年中期，FED 可能会有强烈的升息预期。同时，在 FED 结束 QE2 之后，美国国债市场利率曲率的倾斜度将减少，近期国债的收益率将有所回升，这对美元也有一定的利好。

从经济增长的前景来看，我们预计美欧都将维持目前的复苏势头，欧洲的核心国特别是德国的增长步伐依旧要快于边缘国家，而双方的经济差异将进一步拉大，这对于欧元区的长期稳定并不是一件好事。

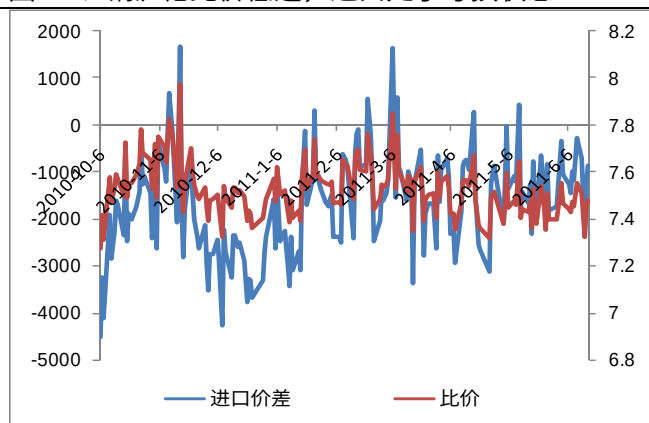
总体上，我们预计今后 6 个月内，美元指数的走势是在目前水平震荡，债券危机的有效解决及欧元区升息预期，可能会使其回落，随着美国国债收益率的回升，吸引力增强及美联储加息预期的出现，将有所反弹。总体上来说，美元指数的波动区间在 73-78 之间，基本上，美元指数已经在前期探明了中期的底部，中长期有望回升。

3 展望：铜锡需求前景乐观，价格延续强势

3.1 国内：库存消耗，有色进口低迷

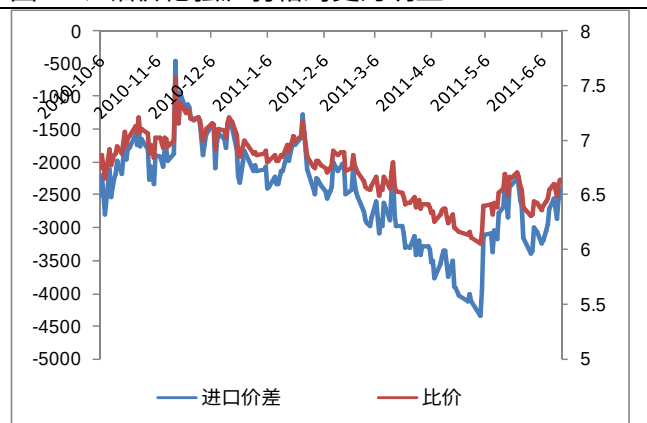
在国内货币政策紧缩，融资困难加大，成本提高的背景下，国内基本金属相关企业选择了消耗自 09 年以来建立的大量库存的方法加以应对，有色金属的表观消费状况不太乐观，基本金属需求状况不佳。而海外市场，交易所库存持续增长，但有色消费明显恢复，使得有色金属呈现出外强内弱的特征，沪伦比价较低，并不存在什么像样的进口获利空间。

图 26、铜沪伦比价低迷，进口处于亏损状态



资料来源：东北证券，WIND。

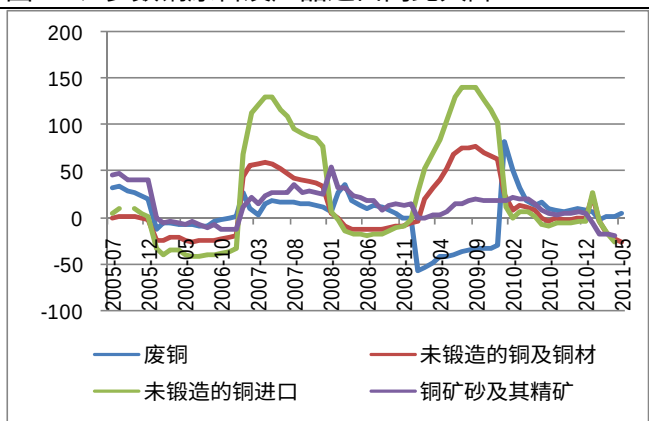
图 27、铝价伦强沪弱格局更为明显



资料来源：东北证券，WIND。

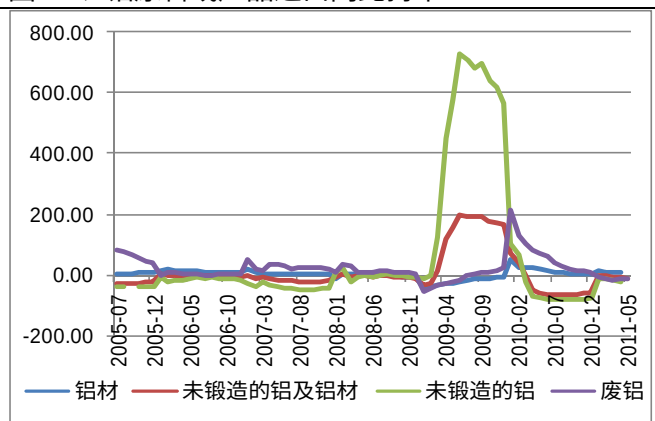
在此影响下，企业进口的积极性不高，铜、铝等金属品种的进口量一直不高，到 5 月份，未锻造铜及铜材累计进口量更是同比降低了 25%。

图 28、多数铜原料及产品进口同比大降



资料来源：东北证券，WIND。

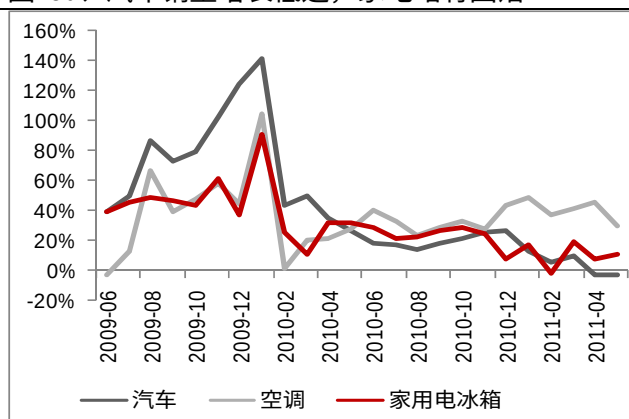
图 29、铝原料或产品进口同比持平



资料来源：东北证券，WIND。

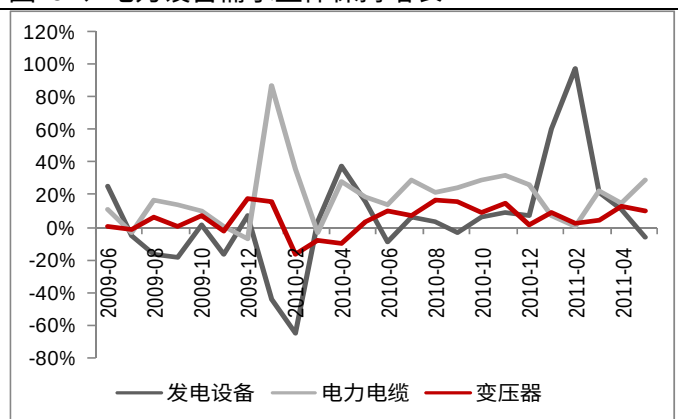
对于 2011 年的国内基本金属需求，我们仍较为乐观。据相关行业研究员估计，汽车销量今年可能会面临一些问题，但全年的增速仍可达 10% 左右，家电行业的增速在 20% 左右，房地产投资的增速则在 30% 左右。

图 30、汽车销量增长低迷，家电略有回落



资料来源：东北证券，WIND。

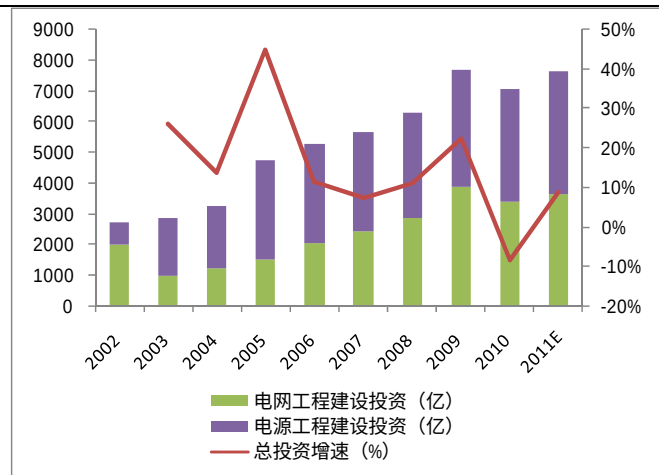
图 31、电力设备需求整体保持增长



资料来源：东北证券，WIND。

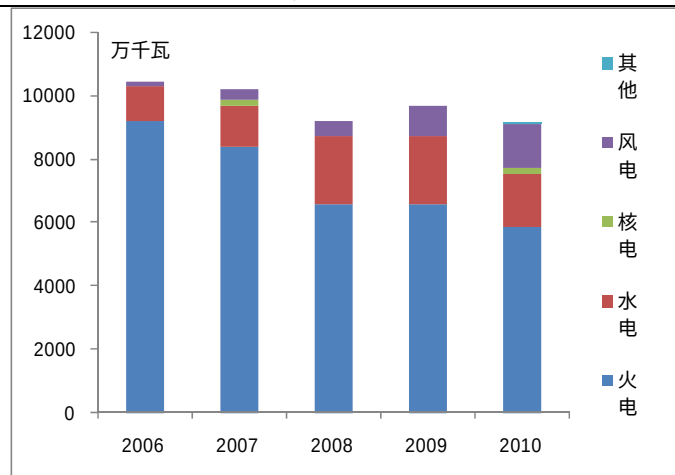
需要特别强调的是，近几年我国电力投资增速放缓，特别是在 2010 年甚至同比下滑超过了 8%，预计 2011 年电力投资的增长约为 10%。

图 32、近两年我国电力投资增速放缓



资料来源：东北证券，WIND。

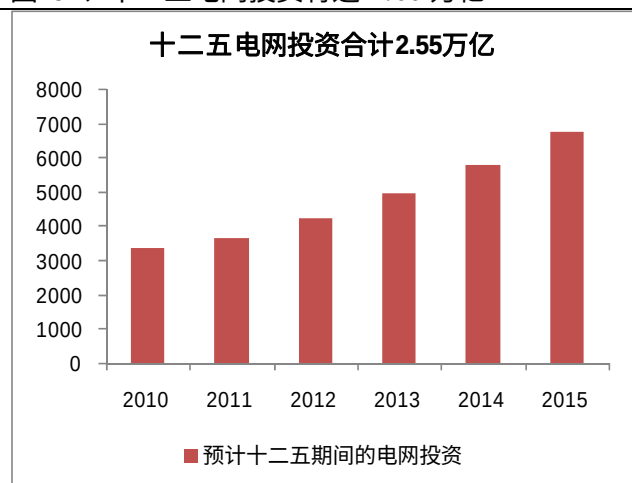
图 33、自 2006 年以来，我国新增装机容量持续下降



资料来源：东北证券，WIND。

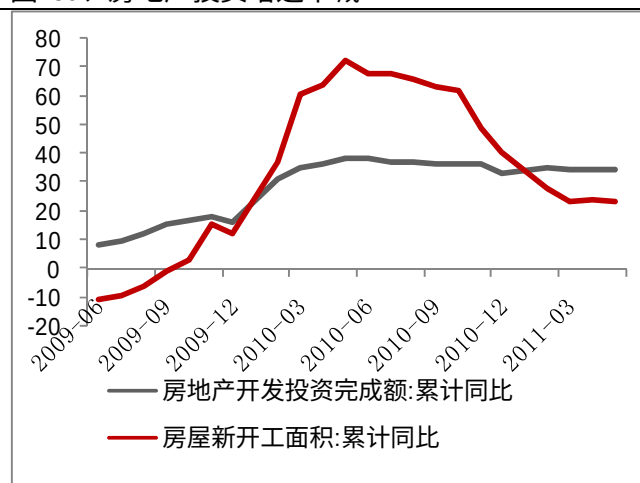
在十五末的电力建设高峰之后，我国的电源建设就呈回落态势，自 2006 年以来，我国新增装机容量的规模呈下降态势。随着人们生活水平的提高，用电需求快速增长，已使得十五末、十二五初期间建设装机容量捉襟见肘。自今年 3 月份以来，我国中部及东部省份就出现了电力紧张的局面，浙江、江苏、湖南、湖北、江西、河南等全国多省地相继出现百万千瓦级的用电缺口，拉闸限电呈蔓延之势。4 月底，中电联预警“迎峰度夏期间电力供应缺口可能进一步扩大，预计缺口在 3000 万千瓦左右”。

图 34、十二五电网投资将达 2.55 万亿



资料来源：东北证券，WIND。

图 35、房地产投资增速不减



资料来源：东北证券，WIND。

经历了此轮电力紧缺之外，我们预计电源及电网的建设步伐将进一步加快。近期的政策去向也印证了这一趋势。例如近期，发改委和能源局将集中审核一批符合电力产业政策、上大压小的火电和电网项目，以能够迅速缓解浙江、江苏、重庆、广东、福建、山东、上

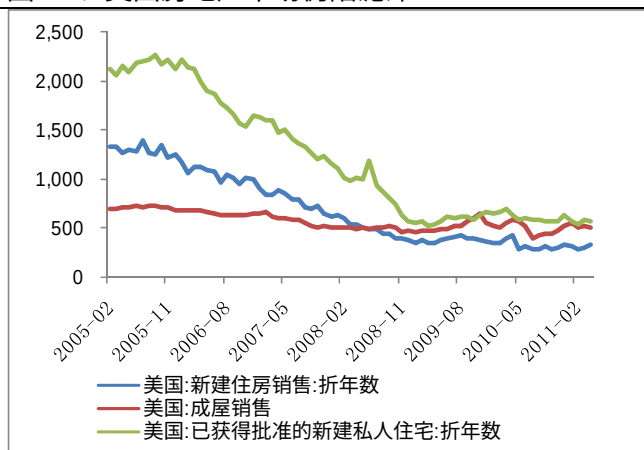
海的电力供应矛盾。面对明后年可能更为紧张的供电态势，国家电网和发改委也正在谋划、推进多条特高压线路项目建设。例如，哈密-郑州、锡蒙-南京两条特高压输电项目已获发改委批条。淮南(皖南)—上海，溪洛渡—浙西，蒙西—长沙、靖边—连云港等特高压工程也正在开展前期工作。

由此可见，今后几年，电力投资将一改近几年增长乏力的局面，有可能会成为推动基本金属需求增长的一大亮点。

3.2 发达国家有色需求恢复缓慢，但值得期待

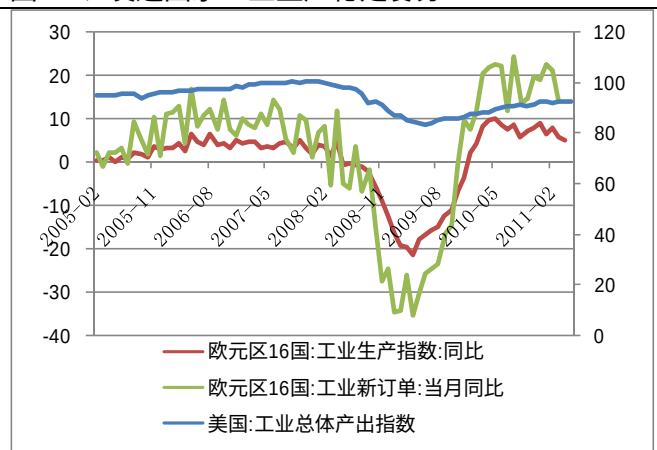
在海外发达国家，经历了金融危机重创的工业、制造业等行业正在缓慢恢复，欧元区16国工业生产指数同比增长势头在今年得到延续，更重要的是工业新订单的增长维持在15%左右。而美国的工业总产出指数也从金融危机当中稳步回升，目前势头良好，并不断向危机前水平迈进。

图 36、美国房地产市场仍陷泥潭



资料来源：东北证券，WIND。

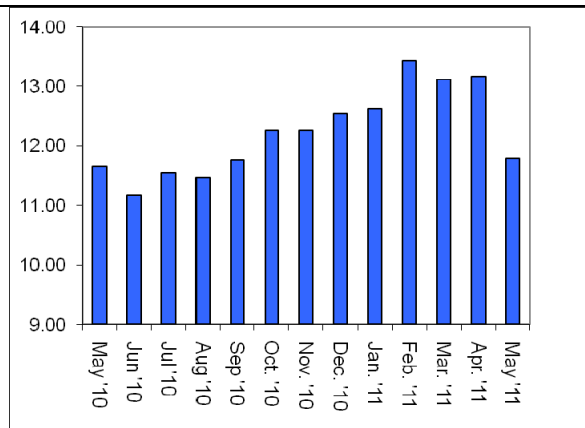
图 37、发达国家工业生产稳定复苏



资料来源：东北证券，WIND。

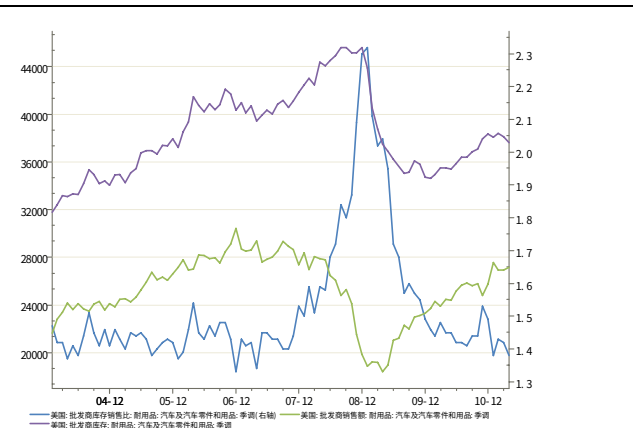
只是美国的房地产市场仍然非常低迷，住房销售及营建许可等指标仍然在低位徘徊。但这也表明，一旦美国房地产市场好转，美国经济及有色需求将获得更加强劲的支撑。

图 38、美国汽车销售恢复势头良好



资料来源：东北证券，WIND。

图 39、美国汽车批发库销比靠近历史低位



资料来源：东北证券，WIND。

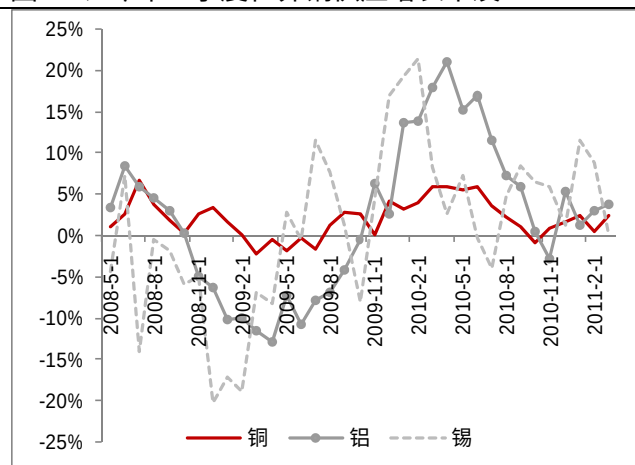
与房地产市场的低迷相比，浴火重生的美国汽车业则呈现出了良好的恢复势头，前 5 个月，美国共销售了 530 万辆轻型汽车（light vehicle），同比增长了 14%。虽然在今年 5 月份，美国的汽车销售遭遇到了大的下滑，但引起下滑的原因并不在于，下游需求的悲观，实际情况是，伴随着 5 月汽车销售的下滑，汽车行业的批发商库存销售比再度下降，批发商库存一再被消耗，这表明，汽车销售下滑的原因更多的来自于汽车产量的下降（这根源源于日本地震对美国汽车产业供应链形成的冲击），批发商甚至在动用库存满足需求。随着日本国内汽车零部件厂商的逐步复产，供应链冲击问题将得到妥善解决。此外，油价近来也出现了积极变化，汽油价格回落，也将降低汽车的使用成本，从而提升汽车的吸引力。因此，我们对美国汽车行业的下半年销售情况仍然非常乐观，增速可能将达到 15% 左右。无疑，这将带动基本金属特别是铜铝的消费。

3.3 铜锡供需平衡仍偏紧

在供给方面，世界金属统计局（WBMS）的统计数据表明，今年 1 季度，镍铅锌等基本金属品种的供应量保持了自金融危机以来的增长势头，特别是镍在国外多个大型矿山复产的推动下，供应增长最为迅猛，而国内镍生铁的产能扩张亦非常巨大。

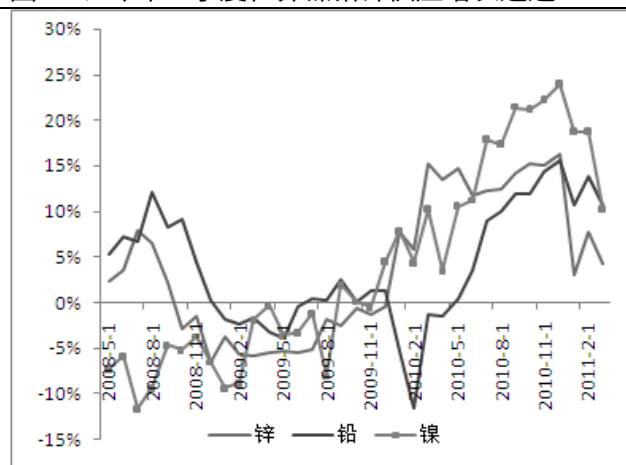
与镍、铅锌相比，精炼铜的增长不温不火，今年 1 季度全球共生产精炼铜 475.93 万吨，仅较去年同期的 467.75 万吨增长了不到 2%。主要原因是现有矿山品位的下降，同时新建矿山要到 2012 年才会陆续贡献产量。此外，锡的产量增长也较为乏力，主要原因在于印尼等国锡矿山随着开采年限的延长，矿石品位下降，开采难度上升等。

图 40、今年 1 季度世界铜供应增长不及 2%



资料来源：东北证券，WIND。

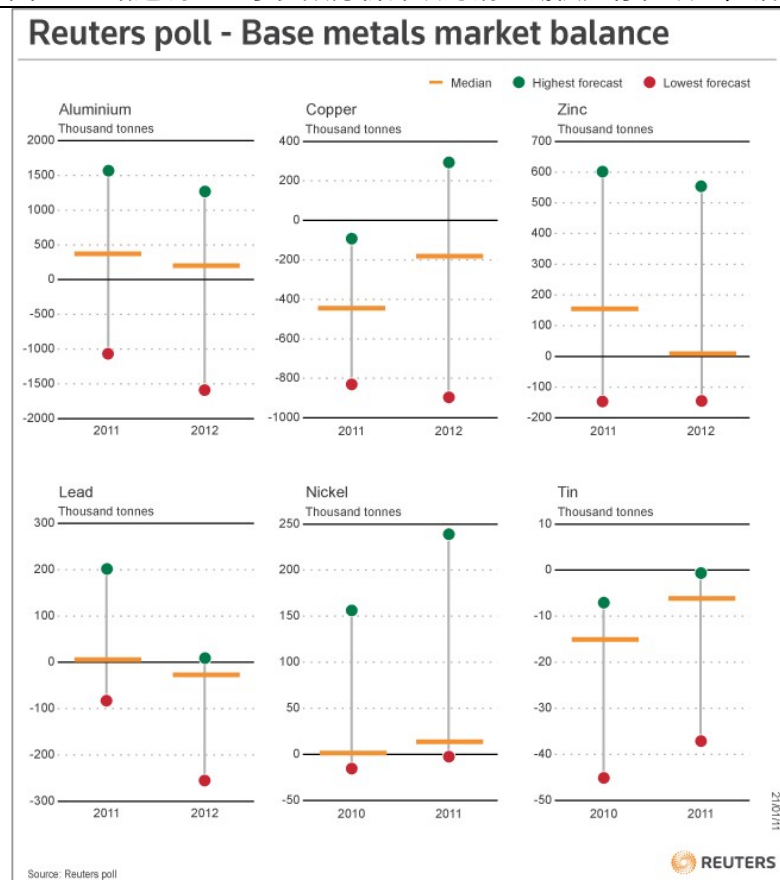
图 41、今年 1 季度世界镍铅锌供应增长迅速



资料来源：东北证券，WIND。

在矿山产能投放不同的格局下，基本金属品种的供需平衡态势存在着很大的差异。据路透社年初对 30 多位金属分析师的调查数据显示，分析师一致预期，今年铜、锡将出现供应缺口，而铝、铅锌、镍等则将出现供应过剩的局面。虽然这一调查是在年初做的，但基本金属的基本面并没有太大的变化，变化的只是过剩或紧缺数字规模的微调（如 icsg 预计铜 2011 年的缺口约为 30 万吨，而镍的过剩规模可能会扩大）。

图 42、路透调查显示多数分析师认为铜、锡供应存在缺口，铝、锌等过剩



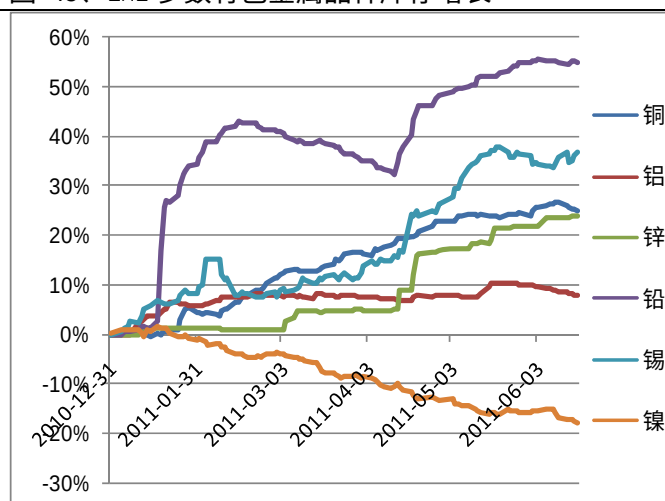
资料来源：东北证券，路透。

3.4 基本金属价格呈现强势振荡格局

从两个方面着手，我们认为基本金属价格在未来的 6 个月将呈现振荡格局，随货币政策变动，可能会呈现阶段性的强势，预计全年铜均价估计位于的区间为 9100-9500 之间。第一方面，主要的基金金属如铜的确面临着较为紧张的供需基本面，国内外多数投资和研究机构对 2011 年铜供需基本面的预测是，今年铜会紧缺 20-60 万吨。铜供需紧张的局面，在世界经济整体呈复苏态势的环境中，不会可能会出现实质性的改变。

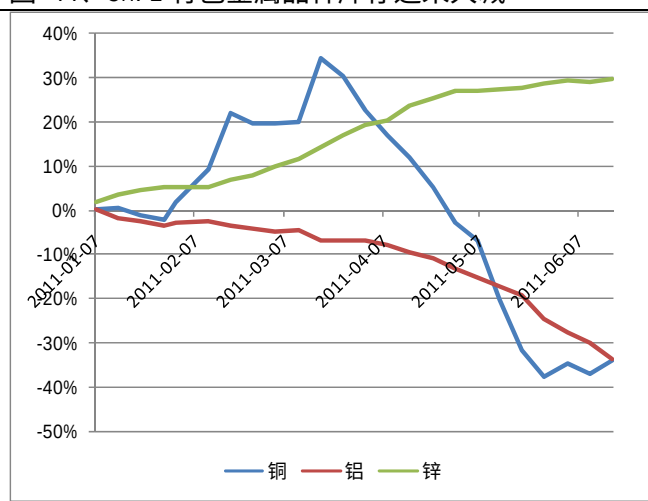
第二方面，美国 QE2 的到期有可能会使许多投资者了结套利交易，从高风险的商品投资中退出，但我们也要重视在通胀来袭的环境中，商品投资作为一种保值的工具，可能仍会受到投资者的青睐。对于美元指数的反弹，如前所述，我们的预计是在未来的 6 个月来，美元指数更可能的是震荡格局，反弹幅度不会很大，而且需求说明的是，美元指数的反弹有一个重要的前提就是，美国经济的康复，特别是失业率的好转，而这也会带动美国经济走强和对基本金属消费的升高，从而改善供需基本面。

图 43、LME 多数有色金属品种库存增长



资料来源：东北证券，WIND。

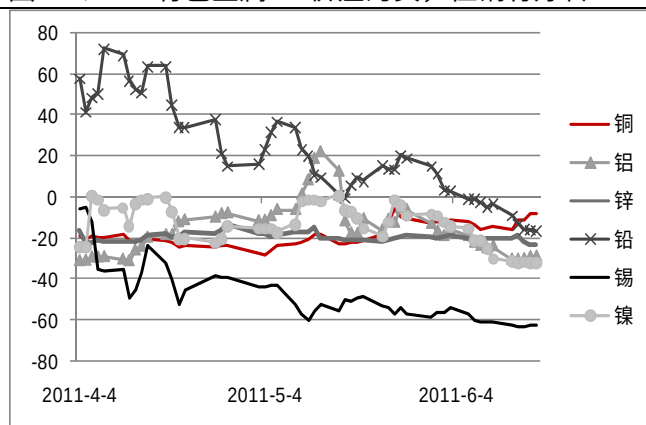
图 44、SHFE 有色金属品种库存近来大减



资料来源：东北证券，WIND。

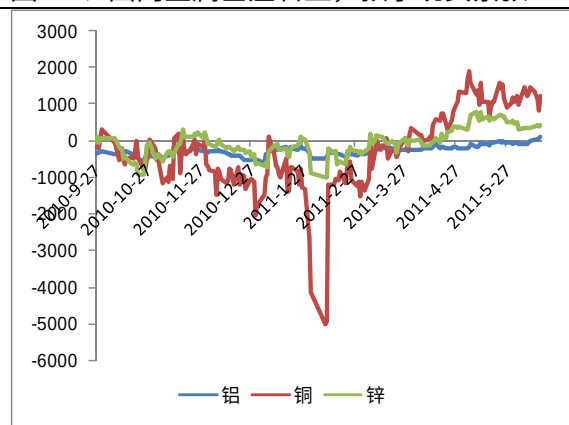
另外，我们注意到，基本金属的库存水平自年初以来不降反升，一点也没有消费旺季的势头，在一定程度上反映了以中国为代表的发展中国家和发达国家有色金属消费疲软。如前所述，目前中国仍处在有色金属的去库存阶段，这是对09年有色大量进口和囤积的一种赎罪。从近期国内外的库存变化态势来看，海外的需求状况仍然不容乐观，但国内的需求正在好转，交易所库存减少，而期现价差走高。CRU、中金等机构的数据也表明保税区及企业的隐性库存正在按每月10万吨左右的速度降低。这些都表明，铜去库存的节奏还是非常快的，下半年有可能出现补库存需求。

图 45、LME 有色金属 03 价差为负，但铜有好转



资料来源：东北证券，WIND，bloomberg。

图 46、国内金属基差转正，预示现货紧张



资料来源：东北证券，WIND，bloomberg。

4 稀贵金属、稀土价格持续向好，钨资源优势进一步发挥

我们预计，黄金价格在下半年将维持高位强势振荡的态势，主要的支撑因素有世界通胀问题可能愈演愈烈，欧洲债务危机阴霾不散，美元指数的涨幅有限，央行成为黄金的净买方，实物消费情况依然强劲。然而，如果美元指数快速反弹，通胀水平不及预期，国债收益率提升，避险需求回落，如欧洲债务问题得到妥善解决等，黄金价格可能会有所回落。

我们预估的金价波动区间为 1450-1600 之间。

其他稀有、稀土价格在国家不断推进行业整合，规范生产秩序的政策推动下，稀有、稀土金属的生产与经营将更加规范，这些金属品种的国内生产规模和出口配额将得到更严格的控制。与此同时，稀土等金属在新能源、新材料等领域有广泛应用前景，国家对于新兴产业的推动政策，将促进这些金属品种需求的快速扩张，从而形成稀有、稀土价格不断走强的上升性趋势。

在各种稀有金属当中，哪些金属品种有望接过稀土的接力棒呢？从国家政策、资源稀缺性及供给结构等特征出发，钨具有这样的潜质。

首先，钨与稀土一样都是我国的优势金属品种，我国钨储量占世界的比重约为 62%，但供应了世界 83% 的钨产量。而且黑钨矿是我国较为特色的钨矿品种，具有品位高、性能好等优点，集中分散于中国江西等省，但黑钨矿经过多年的开采之后，储量下降很快。黑钨矿很可能复制稀土的整合经历。

表 1 钨、铋等稀有金属有望接过稀土的接力棒

金属	国内集中情况	我国产量占世界的比重	储量占世界比重
钨	五矿控制了全国 50% 以上的钨资源，其中湖南有色 14.2%，江钨集团 36%，厦门钨业 7.5%，章源钨业 5.3%。	83%	62%
钼	金钼股份、洛阳钼业储量占全国 50% 以上，产量比例约为 50%。	40%	39%
稀土	包钢集团控制的白云鄂博矿储量占全国的 83%	95%	46%
铋	湖南有色第一，约 35%，辰州矿业第二	87%	47%
锆	产量当中，云南锆业占 40%，驰宏锌锆约 20%，另有通力锆业，韵关冶炼厂，南京中锆等	71%	41%

资料来源：usgs, 东北证券。

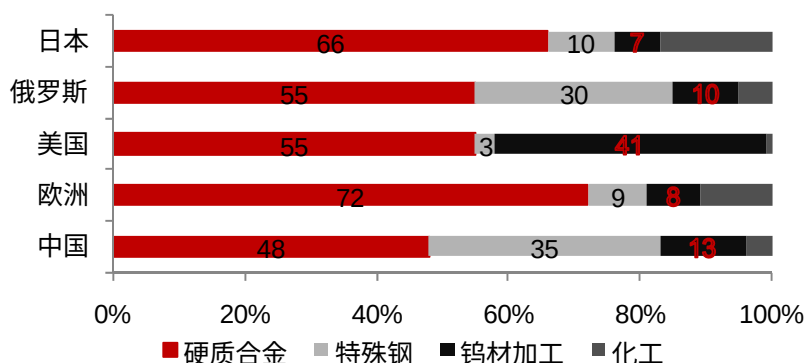
其次，从当前我国钨相关产品供应与资源控制的行业结构来看，近几年来，通过行业整合，钨行业也正在形成大集团化的运营特征，其中由五矿控制了国内 50% 以上的钨资源和产品。

再次，钨主要用于制造硬质合金、合金钢等，虽然与稀土广阔的新材料应用领域和未来需要的强劲增长相比，略显潜力不足，但我国产业结构的升级，特别是高端制造业的发展，及制造业的机械化和数控化，也将给钨带来需求的增长及结构的转换。

同时，国家政策对钨行业也相当的重视，钨也是最早被列为保护性开采的几种金属之一，受到政策的持续关注。

金融危机之后，在保护性开采及行业生产秩序整顿政策的推动之下，钨价也有尚佳的表现。2011 年以来，钨精矿和 APT 的价格上涨了近 40%。相对于稀土的暴涨，钨产品价格的上扬更为扎实，同时也更具有持续性。

图 47、中国钨需求结构有待升级



资料来源：东北证券，itia。

5 有色金属加工，寻找转型升级之路

随着我国居民生活水平的提高、环保政策的日趋严格和能源资源约束不断显现，传统的高投入、高能耗、高污染、低效益的“三高一低”经济增长方式急待转型，方向主要是投资驱动型经济需要向消费拉动型经济转型，出口导向也需转向内需拉动型经济。同时，占制造业主要的低附加值的产业，需要向高附加值的高端制造业升级。在涉及经济全局的转型升级之中，有色金属加工业面临着一次发展良机。一来，在转型升级过程中，有色金属的需求将进一步释放，二来，高端装备制造业等高附加值产业的发展需要上游提供技术更高、品质更为优良的基础材料，而这些产品具有高附加值、高毛利的特征。三来，有色金属的消费结构在转型过程中将发生深远的变化，不断地与国际水平接轨，从而促进一些领域的加工企业发展壮大。

以我国的铝材行业为例，目前，我国铝需求结构当中，建筑行业消费了 28% 的铝材，交通运输行业仅消费 18%，而国外发达国家，两个行业的需求占比刚好对调。深入到我国铝型材行业目前的产品结构，工业型材与建筑型材的比例约为 7：3，在转型升级过程中，工业型材的使用量将持续提升，并向更为均衡的产品结构迈进。由此可见，我国金属消费结构与国外成熟的发达国家相对仍有较大的差距，国外同行的结构状况为我国有色金属行业的发展指明了方向。

在经济的转型升级过程当中，符合转型升级方向的企业将获得更大的发展空间。我国的新兴产业发展规划及十二五纲要表明，未来我国将重点发展高端装备制造业，如高铁和城际轨道交通设备、航空航天器等，及新能源汽车等行业。因此，我们更看好相关配套的有色金属加工公司的发展前景。

经济转型升级，对于有色加工业，并非意味对低端金属材料或低毛利业务的彻底淘汰，而是拓展高端材料的发展空间，提高金属材料的加工深度，因此市场增量的份量更重，也意味着转型是通过高低两端不同的增长速度，来实现消费结构的优化。

同时受到财政政策对保障房建设的支持，一些以房地产、建筑为主要下游来源的行业也会从前期较为悲观的需求前景中得到改善，而在中期存在一定的业绩增长空间。

图 48、铝消费结构表明升级空间大

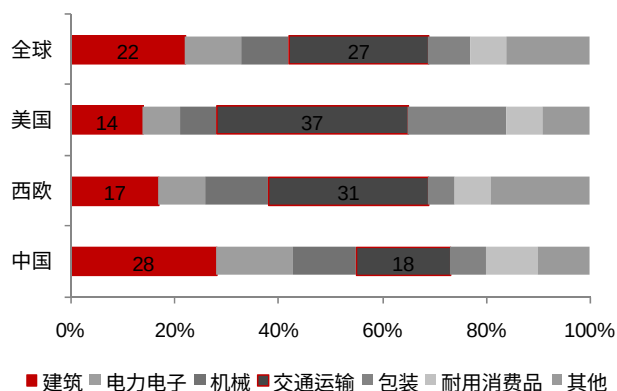
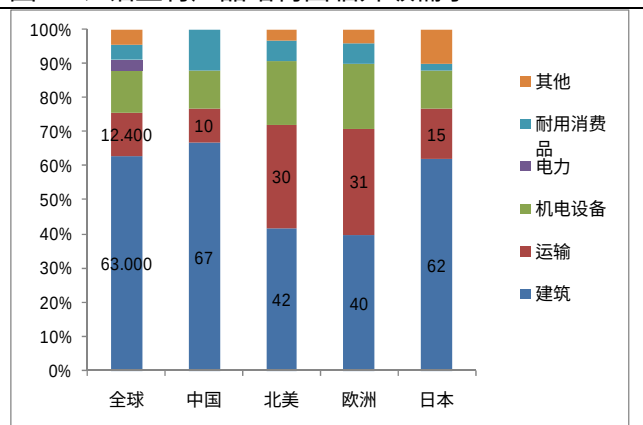


图 49、铝型材产品结构面临升级需求



资料来源：东北证券，WIND。

6 投资策略：关注货币政策转向、深加工、整合政策受益企业

综合而言，我们认为在货币政策紧缩持续，而国内经济增长乏力的背景之下，有色金属的行业性投资机会还需要等待。在国内至少有两个因素特别关键，一是，通胀能否如期回落，货币政策何时转向。二是，保障房等投资能否保障。在国外的，核心的因素是在欧美汇率及货币政策博弈当中。

据出发，有色金属行业的投资需采用针对性的操作策略：

第一，布局铜等强周期股，捕抓国内货币政策转向带来的投资机会。我们预计，关键的时点将出现在 3 季度末，首先这个时点将印证，国内的通胀水平是否会在 6-7 月份达到顶峰，并随后出现回落，其次，货币紧缩带来的货币供应的增速下滑也大概将在这个节点上接近历史底部。对此，我们认为铜业类股是较好的投资选择，如江西铜业和铜陵有色。理由在于，铜行业是基本金属中基本面最好的品种，供需紧张的态势并没有出现实质性的变化，同时，铜行业公司的估值水平也比较低。

当欧美汇率博弈偏向于美元贬值，甚至于采取 QE3 等措施之时，第一条投资思路将进一步强化，但需要留意情况相反时存在的风险。

第二，在金属加工方面，我们看好在产业结构转型升级的背景之下，产品技术含量高、附加价值高的，为高端装备制造业配套的有色加工企业。与此同时，关注保障房建设融资取得进展，投资得到保障给上游铝型材带来的投资机会。此类标的代表性公司是估值较低的铝加工相关企业，如南山铝业和栋梁新材。

根据政策走向的变动，我们的第三条投资主线是，关注能从环保要求不断提升、促进整合政策中受益的一些小金属行业和环保敏感性行业如钨资源与下游的整合及铅冶炼行

业，如厦门钨业，章源钨业和豫光金铅。

表 2 主要上市公司估值简表

代码	简称	最新价格 (元)	流通市值 (亿)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
				TTM	2011	2012	TTM	2011	2012	
000630.SZ	铜陵有色	21.75	309.19	0.68	1.10	1.24	31.79	19.77	17.54	3.42
600219.SH	南山铝业	9.16	101.87	0.46	0.58	0.74	20.04	15.88	12.31	1.19
600531.SH	豫光金铅	23.24	68.62	0.63	0.71	1.00	36.97	32.83	23.24	3.69
600362.SH	江西铜业	33.39	692.93	1.67	2.08	2.42	19.95	16.06	13.81	3.23
600549.SH	厦门钨业	39.70	270.75	0.56	1.01	1.31	70.78	39.39	30.27	10.19
002082.sz	栋梁新材	12.90	19.28	0.67	0.87	1.17	19.37	14.80	11.04	3.22
600547.SH	山东黄金	44.51	339.82	0.98	1.27	1.50	45.31	35.67	29.33	15.10

注：最新价格引用 2011-6-21 收盘价。

资料来源：WIND，东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。