

有色金属行业

关注政策基调变化，有色板块有望迎来估值修复行情

研究结论

基本金属国内外价格：本周 IEA 宣布释放 6000 万桶原油储备，彰显美国政府抑制油价飙升的决心，油价及商品价格当日普遍大跌，同时美联储本周议息会议宣称低利率还将维持很长一段时间，显示宽松货币政策继续维系，对大宗商品带来支撑。综合而言，LME 基本金属涨跌互现，其中铜和铝下跌 1.5%和 1.4%，其余铅锌镍锡上涨 4.0%/3.3%/2.3%/0.8%。国内基本金属除镍下跌 1.9%外，其余涨跌幅都在 1%以内。本周全球交易所金属库存中除了锡上升 0.7%外，其余铜/铝/铅/锌/镍分别下跌 0.6%/1.4%/0.3%/0.2%/1.6%，今年以来除 LME 镍库存同比下降 19%外，其余金属库存同比均出现上升，其中铜和锡上升 10.3%和 37.8%。

贵金属方面：本周 COMEX 黄金受 IEA 宣布释放原油储备，通胀预期回落影响，收于 1521 美元/盎司，下跌 1.2%。投资需求方面，我们跟踪的主要黄金 ETF 持金量持平于上周，总量在 1386.97 吨。

小金属方面：受 5 月 19 日《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》出台及近期出台一系列明显化政策影响，以及海外 LYNAS 在马来西亚的分离厂受环保压力停建，投产日期推后，稀土价格继续飙升。本周碳酸稀土矿维持高位不变，中钇富铈矿继续上涨 6%，年初来累计已经上涨 392%和 243%。游分离产品价格也普遍大幅上涨，其中氧化镨、氧化铈本周上涨超过 10%，氧化镱涨幅超过 30%，年初来重稀土氧化镱、氧化铈和氧化铽累计涨幅高达 600-900%。本周我们跟踪的其余小金属中铈大跌 9.2%，钨精矿下跌 0.3，钼精矿下跌 0.2%，电解锰下跌 1%，其余金属价格不变。

我们的观点：本周国家发改委和国务院总理先后发表国内通胀预期总体可控，6 月预期将达到年内高点，后期将高位稳步回落言论，A 股触底反弹，有色板块也闻声大涨。发改委称由于去年下半年来价格上涨较快，对今年的翘尾影响很大，今年前五个月的翘尾因素占当月 CPI 同比涨幅的 75.3%、52.6%、59.4%、58%和 58%。而新涨价影响的环比涨幅趋势则逐渐收敛。下半年由于翘尾的快速回落，新涨价因素继续得到遏制，居民消费价格同比涨幅将高位回落。今年来受通胀水平持续高企，国内货币政策持续超预期紧缩，A 股尤其是有色金属板块估值持续回落。当前国家高层部门对下半年通胀预期将高位回落的定调，将推动 A 股和有色板块迎来估值修复行情。建议关注前期跌幅较大，基本面尚佳的板块或个股。如铜，锡，黄金，稀土，钽铌钨等。

投资标的：江西铜业（买入），中金黄金（买入），山东黄金（买入），包钢稀土（买入），东方钽业（买入），宝钛股份（买入），东方钨业（增持），中金岭南（买入），金瑞科技（买入），贵研铂业（买入），明星电力（买入），焦作万方（增持）。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

联系人

徐建华

8621-63325888 × 6090

xujianhua@orientsec.com.cn

张镭

zhanglei@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

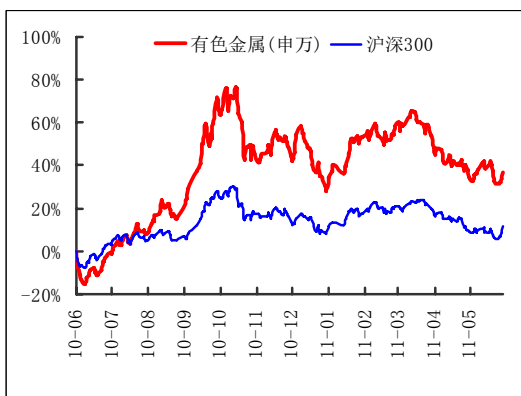
行业

金属

报告发布日期

2011 年 6 月 27 日

行业表现



重点覆盖公司盈利预测和估值表

	评级	EPS			PE		
		2010	11E	12E	2010	11E	12E
包钢稀土	买入	0.91	3.05	3.76	76	23	19
江西铜业	买入	1.56	2.23	2.73	22	16	13
中金岭南	买入	0.50	0.90	1.03	26	15	13
中金黄金	买入	0.99	1.19	1.38	27	22	19
山东黄金	买入	0.86	1.30	1.46	53	35	31
东方钽业	买入	0.26	0.55	0.65	91	43	37
宝钛股份	买入	0.01	0.47	1.13	2680	57	24
金钼股份	买入	0.36	0.60	0.92	53	32	21
贵研铂业	买入	0.63	0.93	1.27	37	25	18
金瑞科技	买入	0.17	0.97	1.87	106	19	10
明星电力	买入	0.47	1.29	0.75	34	12	21
东方钨业	增持	0.25	0.68	1.59	152	56	24

(一) 行业动态

- 6月23日温家宝在《金融时报》上撰文指出，中国限制物价上涨的政策使总体价格水平目前处于一个可控的区间，而且预计将稳步下降。温家宝称我国粮食产量已经连续7年增长，中国现在有充分的供应。此外，工业产品还存在供大于求，进口快速增长。“我们有信心今年可以控制住物价上涨。”
- 6月22日国家发展改革委价格司负责人就价格形势答记者问时称，翘尾因素推高当前物价 后期走势总体可控。预计6月份价格总水平同比涨幅将高于5月份，这也是因为翘尾将比5月份增加0.5个百分点，达到3.7个百分点的全年最高值造成的。由于去年下半年价格总水平上涨较多，对今年的翘尾影响很大，这是今年价格总水平同比涨幅较高的主要原因。今年前五个月的翘尾分别为3.7、2.6、3.2、3.1和3.2个百分点，占当月CPI同比涨幅的75.3%、52.6%、59.4%、58%和58%。今年以来，新涨价因素尽管也在增加，但由于反映新涨价影响的环比涨幅从1、2月份的1%、1.2%回落到-0.2%、0.1%和0.1%，趋势是收敛的。这说明国家稳定物价的各项政策措施正在逐步发挥作用，价格较快上涨的势头得到一定程度的遏制。下半年由于翘尾的快速回落，新涨价因素继续得到遏制，居民消费价格同比涨幅将高位回落，全年价格将在可控区间运行。
- 6.22-23 美联储议息会议结束，发布声明称联邦基金利率仍将在0-0.25%的水平上继续维持一段时间。联储将于6月底结束第二次“定量宽松”，即按计划执行完6000亿美元的国债购买计划。6月之后，联储仍将把从到期债券回笼的资金用于再投资，维持联储资产负债表的规模，流动性宽松的局面将继续维持。伯南克表示如果“必要的话”，联储将采取额外的刺激政策以刺激经济增长，手段包括购买更多的债券以及降低银行超额准备金利率。
- IMF 下调全球经济增长预期，欧美疲弱成心头大患。国际货币基金组织（IMF）17日发布更新后的《全球经济展望》报告，将今年全球经济增长预期小幅下调0.1%至4.3%。IMF表示，欧洲债务危机和美国经济增长意外疲软给全球经济复苏带来的危险要大于最初预期。其中，IMF将美国今年的经济增长预期下调0.3%至2.5%，并将对美国明年的经济增长预期下调0.2%至2.7%。IMF称，其将下调美国经济增长预期部分归因于以下几大临时性因素，其中包括大宗商品价格高企、全球天气状况恶劣、日本地震灾害等因素。欧洲方面，IMF调高2011年欧元区GDP增长率预估至2%，4月时的预估为1.6%，但将2012年增长率预估从1.8%调降至1.7%。IMF同时认为，多数新兴市场将保持强劲的增长势头。其中，IMF对中国2011年GDP预期依然维持4月预测的9.6%。但IMF同时指出，不少新兴经济体的过热迹象正日趋明显。
- 欧元区6月制造业PMI继续下降。市场研究机构MarkitEconomics6月23日公布初步数据显示，欧元区6月制造业和服务业扩张速度进一步放缓。数据显示，欧元区6月制造业采购经理人指数（PMI）初值为52.0（预期53.8），服务业PMI初值为54.2（预期55.3）。6月综合PMI初值为53.6，创2009年10月以来最低水平。欧元区5月制造业PMI为54.6，服务业PMI为56.0，综合PMI为55.8。
- 巴克莱将明年中国GDP增长预期下调至8.7%，维持今年9.3%增长率不变。巴克莱银行（Barclays）周四（6月23日）表示，中国当局若要控制通胀，则经济增速需放慢，因此该行将2012年中国国内生产总值（GDP）增长，预测由9%下调至8.7%。巴克莱中国及香港地区经济学家常健指出，以中国的经济结构和投资带动增长的模式，要于1-2年内转型较为困难，而当中产生由结构性成本推动的通胀压力，需要靠调控经济增速来缓和。“要把CPI控制在4%-5%的可控水平，不管货币政

策是收紧还是维持现状，都需要经济增长放缓。”与此同时，该行仍维持今年中国 GDP 增长 9.3% 的预测不变，并认为年内经济会“软着陆”，因为消费需求没有大幅下滑，而且下半年保障性住房建设将拉动经济保持相对较快增长。该行同时将今年中国居民消费价格(CPI)涨幅预测由 4.6% 上调至 4.8%。国际投行对于中国经济增长的乐观程度明显滑坡，高盛(GoldmanSachs)此前将 2011 年、2012 年的中国经济增长预期分别从此前的 10.0%、9.5% 下调至 9.4% 和 9.2%；瑞士信贷(CreditSuisse)更为悲观，将今明两年中国经济增长预期由此前的 8.8%、8.9% 下调至 8.7% 和 8.5%。

- **国际能源署(IEA)6月23日宣布，将在未来一个月内释放 6000 万桶战略石油储备，弥补由利比亚原油停产产生的供应缺口，以平抑油价，保护世界经济脆弱的复苏势头。**消息公布后当日国际原油期货大幅下跌 5%。IEA 在声明中说，28 个成员国同意采取联合行动，动用各自战略石油储备，初定在未来 30 天内将平均每天向市场投放 200 万桶原油。释放的 6000 万桶石油储备中约有一半来自美国，30% 来自欧洲，20% 来自亚洲国家。IEA 预计到今年 5 月底，利比亚动荡将造成国际轻质低硫原油供应减少 1.32 亿桶。利比亚是石油输出国组织成员国，其石油产出占全球总产出的 2%，但目前由于局势动荡，利比亚原油供应基本中断。
- **俄铝预计明年铝价或攀 3000 美元，最低不会低于 2500 美元。**俄铝副行政总裁兼金融市场部总监 OlegNukhamedshin 预计，明年国际铝价将会攀升至每吨 2700 至 3000 美元，最少不会低于 2500 美元。升价的原因主要是全球经济复苏，电价、油价及运输费用均有上升，再加上国际环境对铝材的需求亦持续增加。当被问及澳洲建议征收资源税，他坦言，若澳洲资源税一经确定，公司的生产成本将会增加 20% 至 25%。
- **日本年中铜精矿加工精炼费为每吨 85 美元和每磅 8.5 美分。**6 月 23 日消息人士称，日本第三大铜冶炼商—三菱材料公司 (Mitsubishi Materials Corp) 已经与必和必拓商定年中铜精矿加工精炼费分别为每吨 85 美元和每磅 8.5 美分。该消息人士称，至少有一家日本铜冶炼厂同意自 7 月 1 日开始的两年期合同中接受上述加工精炼费水平。
- **海关：中国 5 月基本金属进出口数据一览：精炼铜进口 5 月同比继续大幅下滑 46%，出口大幅增长 3 倍以上。1-5 月我国精炼铜进口同比下滑 32.7%，出口同比增长 788%。**

	5 月	同比%	年初迄今	同比%
进口：				
精炼铜	149,235	-46.71	905,434	-32.69
原铝	18,135	-35.34	105,608	-26.82
未锻压镍（精炼镍+合金）	18,735	74.79	85,421	13.56
精炼铅	1,640	-47.86	1,062	-37.11
精炼锌	25,101	-18	141,955	15.46

锌合金	13,662	-8.76	59,728	-0.9
精炼锡+锡合金	857	-47.39	3,947	-58.05
出口:				
精炼铜	20,175	330.84	143,890	788.58
原铝	14,863	-41.17	26,224	-70.83
精炼铅	1,470	10.09	5,665	-46.41
精炼锌	2,723	-35.91	29,819	1.06
未锻压镍（精炼镍+合金）	5,125	-28.00	18,791	-36.63
精炼锡+锡合金	75	3440.49	736	1047.03

- **世界锰协发布 2010 年全球锰矿石产量：**世界锰协公布的数据显示：2010 年全球锰矿石产量（按湿吨计算）达 4700 万吨，和 09 年相比增加了 32.4%，有了显著的提高，同时也超过了 08 年 4550 万吨的水平。从 6 大矿商 2010 年公布的结算数据来看，他们在 2010 年共计生产锰矿 1710 万吨左右，占全世界总产量的 36.4%。6 大矿商一直在生产高品位的锰矿石。另一方面来看，中国对锰矿的消耗量也左右着世界锰矿的供给状况。通过国内海关的数据显示，2010 年国内共进口 1160 万吨（按干吨算）锰矿石，占全世界总交易量（2000 万吨）的 58%。相比之下，除中国外，其他国家锰矿石进口量占总交易量的百分比大致如下：日本 5%、挪威 6%、韩国 5% 和印度 5%。除了中国从国外进口的锰矿石外，国内生产的锰矿石在 2010 年也达到了 310 万吨（按去除杂质后，锰的净含量来算），而当年国内进口 1160 干吨，按锰的净含量来算，相当于 510 万吨。因此，中国的锰需求大概在 820 万吨，且 62% 依赖于进口。但国内生产的锰矿石大多都是低品位的，锰含量在 15~25%，而那些 50% 以上的高品位矿石都被用于生产电解锰。08 年中国生产 340 万吨锰矿石。为确保矿井的安全运行和控制环境污染，中央政府对锰矿生产采取强有力的规范措施，因此，国内锰矿生产有很大可能性减产。此外，国内锰矿生产多集中于锰含量较低的厂区且矿产储量正日益枯竭。国内锰矿石码头库存在 2011 年 5 月中旬增至 3,950,000 吨，接近 400 万吨，但在 5 月末下降了 280,000 吨。因此，国内锰矿石库存的大方向是下降的。在 2011 年上半年，主要矿商对中国曾两次降价。结果是，6 月份中等品位的锰矿石（块状，锰含量在 43-44%）跌至 5.30 美元/Mn 1%（CIF，中国）。

（二）一周有色金属价格和库存/库需比变化

本周 IEA 宣布释放 6000 万桶原油储备，彰显美国政府抑制油价飙升的决心，油价及商品价格当日普遍大跌，同时美联储本周议息会议宣称低利率还将维持很长一段时间，显示宽松货币政策继续维系，对大宗商品带来支撑。综合而言，LME 基本金属涨跌互现，其中铜和铝下跌 1.5% 和 1.4%，其余铅锌镍锡上涨 4.0%/3.3%/2.3%/0.8%。国内基本金属除镍下跌 1.9% 外，其余涨跌幅都在 1% 以内。COMEX 黄金受 IEA 宣布释放原油储备，通胀预期回落影响，本周下跌 1.2%。

本周全球交易所金属库存中除了锡上升 0.7%外，其余铜/铝/铅/锌/镍分别下跌 0.6%/1.4%/0.3%/0.2%/1.6%，今年以来除 LME 镍库存同比下降 19%外，其余金属库存同比均出现上升，其中铜和锡上升 10.3%和 37.8%。

受 5 月 19 日《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》出台及近期出台一系列明显化政策影响，以及海外 LYNAS 在马来西亚的分离厂受环保压力停建，投产日期推后，本周稀土价格继续飙升。本周碳酸稀土矿维持高位不变，中钇富铈矿继续上涨 6%，年初来碳酸稀土矿累计已经上涨 392%，下游分离产品价格也普遍大幅上涨，其中氧化镨、氧化铈本周上涨超过 10%，氧化镱涨幅超过 30%，年初来重稀土氧化镱、氧化铈和氧化铽累计涨幅高达 600-900%。本周我们跟踪的其余小金属中铈大跌 9.2%，钨精矿下跌 0.3，钼精矿下跌 0.2%，电解锰下跌 1%，其余金属价格不变。

表 1：国内外有色金属价格和库存变动 / 小金属价格变动

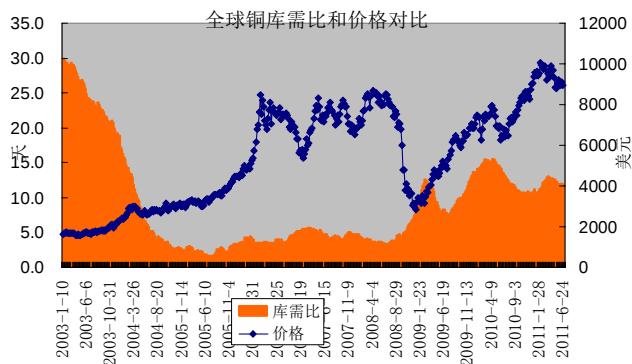
国内长江	最新价	一周变动	一月变动	三月变动	今年变动	距历史最高点
铜	68700	-0.5%	-0.4%	-5.1%	-0.9%	83.3%
铝	17130	0.9%	2.7%	2.9%	5.3%	72.0%
铅	16175	0.2%	-1.1%	-9.9%	-5.7%	61.5%
锌	17775	-0.3%	-0.7%	-4.8%	-6.7%	49.4%
镍	164500	-1.9%	-5.9%	-18.0%	-10.8%	37.0%
锡	192500	-0.8%	-7.5%	-4.9%	18.6%	88.7%
黄金	317.9	-0.3%	-0.5%	4.6%	5.3%	98.8%
LME 三月期						
铜	8960	-1.5%	-2.6%	-7.5%	-6.7%	89.2%
铝	2509	-1.4%	-4.4%	-5.0%	1.6%	75.6%
铅	2549	4.0%	1.8%	-4.5%	0.0%	66.7%
锌	2260	3.3%	-0.6%	-4.9%	-7.9%	50.1%
镍	22125	2.3%	-4.2%	-18.2%	-10.6%	42.9%
锡	25200	0.8%	-8.4%	-20.8%	-6.3%	76.1%
黄金 (Comex)	1521	-1.2%	-1.0%	6.4%	7.1%	97.3%
交易所库存						
铜	626270	-0.6%	0.3%	-8.9%	10.3%	48.6%
铝	4826045	-1.4%	-4.2%	-3.8%	2.3%	95.1%
铅	321775	-0.3%	-0.1%	13.3%	54.5%	99.4%
锌	1269074	-0.2%	1.1%	15.5%	25.4%	99.8%
镍	109614	-1.6%	-4.2%	-11.8%	-19.2%	65.9%
锡	22435	0.7%	1.0%	22.5%	37.8%	80.4%

小金属	最新价	一周变动	一月变动	三月变动	今年变动	距统计最高点
碳酸稀土矿	100900	0.0%	12.4%	115.6%	392.2%	100.0%

中钨富铋矿	437500	6.1%	29.6%	104.4%	243.1%	100.0%
氧化钨	1499000	0.0%	61.9%	191.6%	474.3%	100.0%
氧化锆	999000	11.1%	57.6%	124.0%	328.8%	100.0%
氧化镧	161000	1.3%	11.8%	198.1%	455.2%	100.0%
氧化铈	12493	31.6%	150.2%	339.4%	787.6%	100.0%
氧化铽	20850	16.8%	127.9%	329.9%	669.4%	100.0%
氧化铈	27975	12.0%	180.5%	554.4%	840.3%	100.0%
铋	89000	-9.2%	-15.6%	-19.8%	6.0%	80.2%
钨精矿	145000	-0.3%	-4.9%	12.4%	30.0%	92.9%
钼精矿	2075	-0.2%	-2.8%	-3.5%	0.5%	44.9%
钽铁矿	135	0.0%	3.8%	17.4%	28.6%	100.0%
锆英砂	20500	0.0%	0.0%	18.8%	78.3%	100.0%
欧洲钛铁	9.3	0.0%	0.9%	5.1%	33.1%	28.7%
美国废钛	2.8	0.0%	0.0%	2.2%	26.4%	38.3%
锆	1600	0.0%	0.0%	2.9%	36.2%	100.0%
钢	830	0.0%	0.0%	25.8%	47.6%	77.6%
电解锰	20450	-1.0%	0.0%	-2.9%	4.1%	73.8%

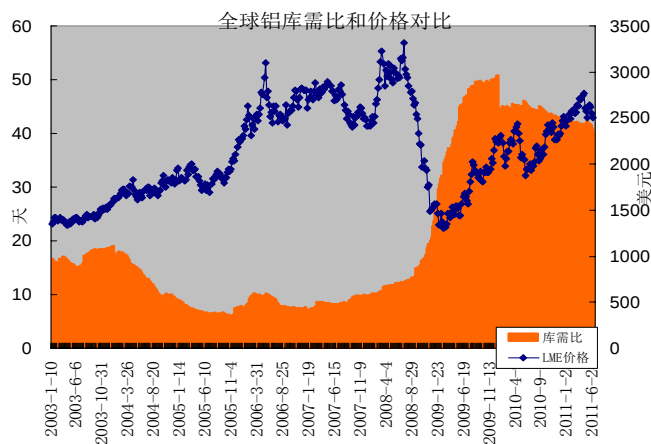
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 1：铜交易所库存可供全球消费 11.9 天，环比降 0.1 天



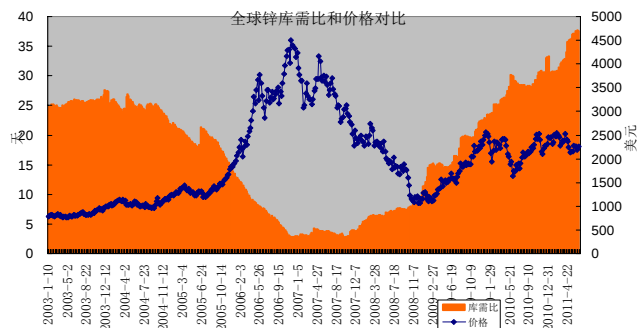
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 2：铝交易所库存可供全球消费 40.4 天，环比降 0.6 天



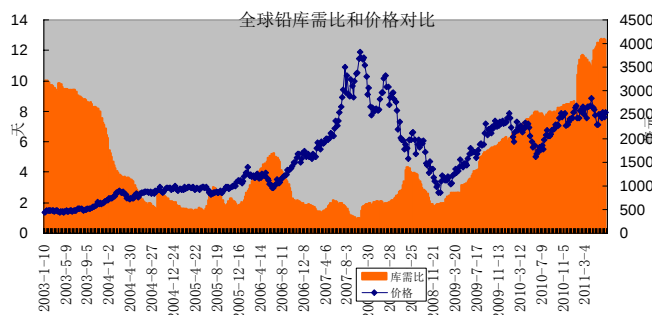
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 3：锌交易所库存可供全球消费 37.6 天，环比持平



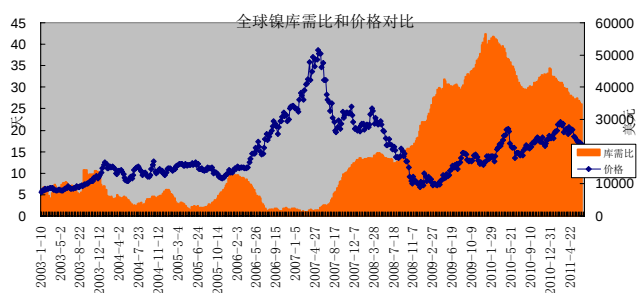
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 4：铅交易所库存可供全球消费 12.7 天，环比降 0.1 天



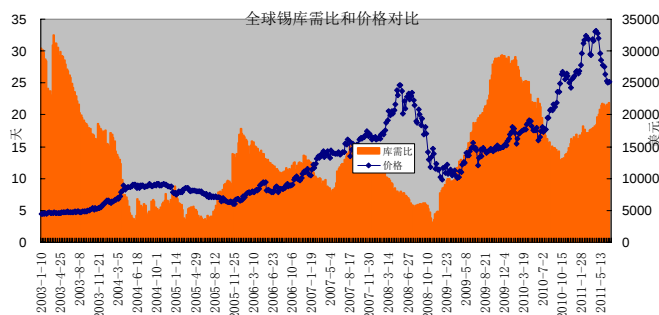
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 5：镍交易所库存可供全球消费 26.1 天，环比降 0.4 天



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 6：锡交易所库存可供全球消费 21.8 天，环比增 0.2 天



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

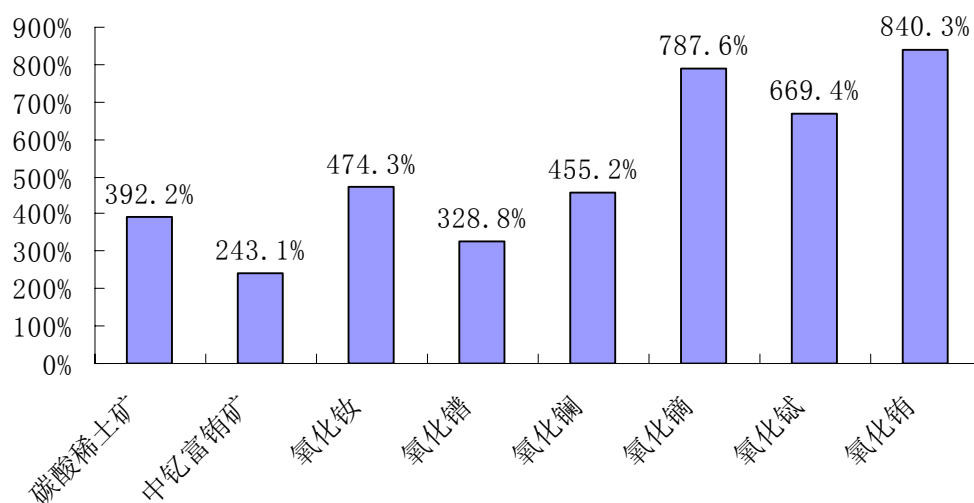
（三）稀土行业健康发展意见出台，价格继续飙升

《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》出台，《意见》指出，将大幅提高稀土资源税征收标准，抑制资源开采暴利。改革稀土产品价格形成机制，加大政策调控力度，逐步实现稀土价值和价格的统一。明确表示要按照国家储备与企业（商业）储备、实物储备和资源（地）储备相结合的方式，建立稀土战略储备。此外，积极推进行业兼并重组，工业和信息化部要会同有关部门尽快制定推进稀土行业兼并重组的实施方案。《意见》对提高稀土集中度明确要求，用 1-2 年时间，基本形成以大型企业为主导的稀土行业格局。南方离子型稀土行业排名前三位的企业集团产业集中度达到 80% 以上。根据《意见》，“十二五”期间，除国家批准的兼并重组、优化布局项目外，将停止核准新建稀土冶炼分离项目，禁止现有稀土冶炼分离项目扩大生产规模。

《意见》明确将稀土储备上升到国家战略储备层面，并且明确提出“实物储备和资源（地）储备相结合”，意味着国家有可能将部分稀土资源封存，不被允许开采。另外《意见》明确要求在 1-2 年内提高稀土集中度，势必加速稀土行业的整合进程。《意见》出台仅一周时间，本周内蒙政府即下发文件同意由包钢稀土公司牵头在包头组建稀土交易所。

受 5 月 19 日《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》出台及近期出台一系列明显化政策影响，以及海外 LYNAS 在马来西亚的分离厂受环保压力停建，投产日期推后，本周稀土价格继续飙升。本周碳酸稀土矿维持高位不变，中钇富铈矿继续上涨 6%，年初来碳酸稀土矿累计已经上涨 392%，下游分离产品价格也普遍大幅上涨，其中氧化镨、氧化铈本周上涨超过 10%，氧化镱涨幅超过 30%，年初来重稀土氧化镱、氧化铈和氧化铽累计涨幅高达 600—900%。预计在国家政策不断细化量化，行业整合加速推动下，预计稀土价格仍将维持强势上涨势头。作为北方稀土龙头，包钢稀土预计将是行业整合及国家稀土战略收储的直接受益者，我们维持包钢稀土的买入评级。

图 7：今年以来主要稀土品种价格变动



资料来源：中华商务网，东方证券研究所

(四) 黄金：受 IEA 释放原油储备，通胀预期回落，金价下跌

本周受 IEA35 年来第三次释放原油储备，彰显美国控制高油价和通胀预期决心，黄金价格回落。COMEX 黄金收于 1521 美元/盎司，跌幅 1.2%。投资需求方面，我们跟踪的主要黄金 ETF 持金量和上周持平，总量在 1386.97 吨。

2011 年一季度全球黄金需求为 981.3 吨，同比增长 11%。分项看，首饰需求同比增长 7%，投资需求同比增长 26%。中国一季度首饰需求同比增长 21%，达到 142.9 吨，同期香港地区首饰销售增长 32%，印度一季度需求为 206.2 吨，同比增长 12%，供应方面，一季度全球矿产金达到 654 吨，同比增长 9%；回收金下降 6%，为 348 吨。一季度合计黄金供应量为 872 吨，同比下降 4%。

表 2：2011 年一季度黄金需求超过供应

(吨)	2009	2010	YOY	2010 一 季度	2011 一 季度	YOY
-----	------	------	-----	--------------	--------------	-----

矿产金	2,353	2,586	10%	602	654	9%
官方售金	34	-76	-	-59	-129	-
回收金	1,695	1,645	-3%	369	348	-6%
黄金供应	4,081	4,155	2%	912	872	-4%
首饰	1814	2017	11%	521	557	7%
电子	410	466	14%	114	114	0%
投资	1395	1487	7%	246	311	26%
黄金需求	3,618	3,971	10%	881	981	11%
OTC 及存货调整	463	185	-60%	7	-128	-
London PM fix, \$/oz	972	1,225	26%	1,109	1,386	25%

资料来源：WGC, 东方证券研究所

我们对黄金持续看好主要因素是 1) 地缘政治因素、欧债危机、本·拉登支持者可能进行报复行动都将推动黄金避险求; 2) 粮食、原油、基本金属等大宗商品价格维持高位, 造成通胀压力加大; 3) 新兴经济体央行及民间购买需求增长。

黄金股估值合理 黄金股经过前期调整后目前整体估值在 32 倍左右, 前期的高估值压力已经部分消化。我们认为目前黄金板块有比较好的投资机会, 建议投资者逢低吸纳。推荐顺序为中金黄金 (买入), 山东黄金 (买入)。同时建议关注紫金矿业 (未评级)。

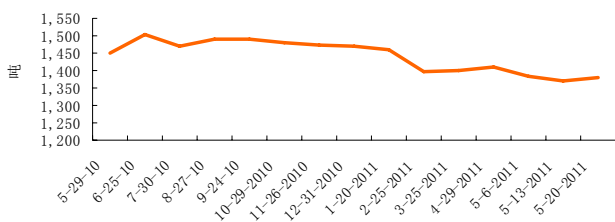
表 3: 12 个月黄金 ETFs 投资情况 (纽约, 伦敦, 悉尼, 新加坡, 约翰内斯堡)

	总量 (吨)	环比%	变化 (吨)	金价 (US\$/oz)	环比%
5-29-10	1,450.36	3.4%	47.89	1214.3	3.2%
6-25-10	1,503.79	3.7%	53.43	1255.5	3.4%
7-30-10	1,468.37	-0.4%	-6.61	1181.1	-0.7%
8-27-10	1,488.48	0.0%	-0.67	1238.1	0.9%
9-24-10	1,489.53	0.0%	-0.21	1296.2	1.7%
10-29-2010	1,481.42	-0.4%	-6.08	1357.7	2.3%
11-26-2010	1,472.73	-0.2%	-3.19	1363.5	0.7%
12-31-2010	1,469.32	-0.3%	-4.23	1409	1.9%
1-20-2011	1,458.57	0.9%	12.45	1342.96	-1.2%
2-25-2011	1,397.70	-0.8%	-11.42	1410	1.6%
3-25-2011	1,399.28	-0.9%	-12.44	1429.8	0.8%
4-29-2011	1,408.59	0.0%	0.00	1564	3.6%
5-6-2011	1,384.30	-1.7%	-24.28	1486	-5.0%
5-13-2011	1,371.55	-0.9%	-12.76	1494.05	0.5%
5-20-2011	1,381.25	0.7%	9.70	1513.15	1.3%
5-27-2011	1,392.46	0.8%	11.22	1536.00	1.5%
6-3-2011	1,390.32	-0.2%	-2.14	1535.20	-0.1%
6-10-2011	1,378.66	-0.8%	-11.66	1530.80	-0.3%

6-17-2011	1,386.97	0.6%	8.30	1538.98	0.5%
6-24-2011	1,386.97	0.0%	0.00	1521.00	-1.2%

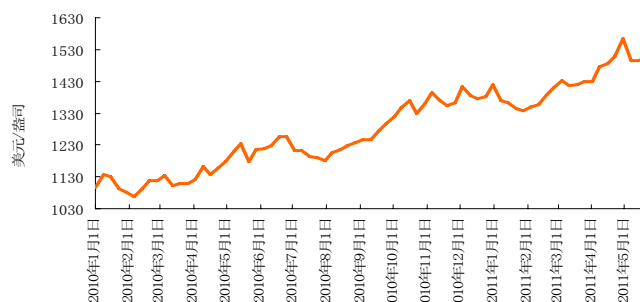
资料来源：Exchange Traded Gold, 东方证券研究所

图 7：黄金主要 ETF 持金量



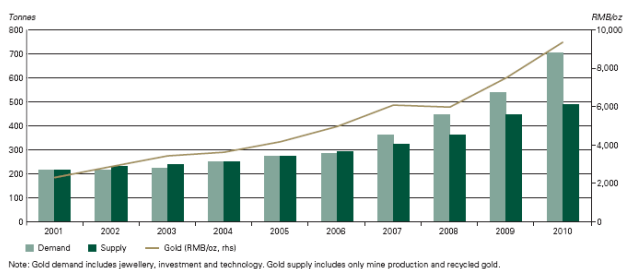
资料来源：Exchange Traded Gold, 东方证券研究所

图 8：黄金价格走势



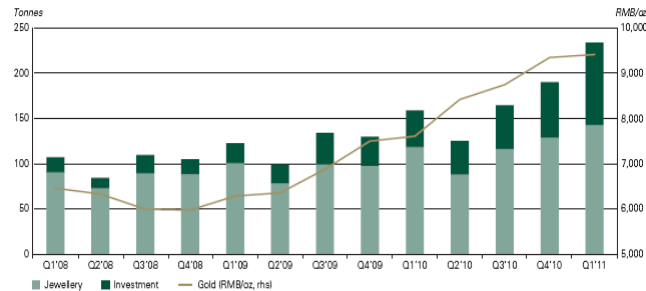
资料来源：BLOOMBERG, 东方证券研究所

图 9：中国黄金供需和价格情况



资料来源：Bloomberg, GFMS, WGC, 东方证券研究所

图 10：中国黄金首饰及投资季节性需求



资料来源：Bloomberg, GFMS, WGC, 东方证券研究所

（五）我们的观点

本周国家发改委和国务院总理先后发表国内通胀预期总体可控，6 月预期将达到年内高点，后期将高位稳步回落言论，A 股触底反弹，有色板块也闻声大涨。发改委称由于去年下半年来价格上涨较快，对今年的翘尾影响很大，今年前五个月的翘尾分别为 3.7、2.6、3.2、3.1 和 3.2 个百分点，占当月 CPI 同比涨幅的 75.3%、52.6%、59.4%、58%和 58%。而新涨价影响的环比涨幅从 1、2 月份的 1%、1.2%回落到-0.2%、0.1%和 0.1%，趋势是收敛的。下半年由于翘尾的快速回落，新涨价因素继续得到遏制，居民消费价格同比涨幅将高位回落，全年价格将在可控区间运行。今年以来受通胀水平持续高企，国内货币政策持续超预期紧缩，A 股尤其是有色金属板块估值持续回落。当前国家高层部门对下半年通胀预期将高位回落的定调，有色板块有望迎来估值修复行情。关注前期跌幅较大，基本面尚佳的板块或个股。如铜，锡，黄金，稀土，钨钛锆等。

投资标的：江西铜业（买入），中金黄金（买入），山东黄金（买入），包钢稀土（买入），东方钽业（买入），宝钛股份（买入），东方锆业（买入），中金岭南（买入），金瑞科技（买入），贵研铂业（买入），明星电力（买入），焦作万方（增持）。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年一季报，我司持有东方钽业（000962.SZ）股票1503192股，占总股本0.42%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn