

有色金属行业 2012 年度策略

盯需求，看风险，基本金属需求渺；新材料，重环保，经济转型政策好

原材料/有色金属

投资要点：

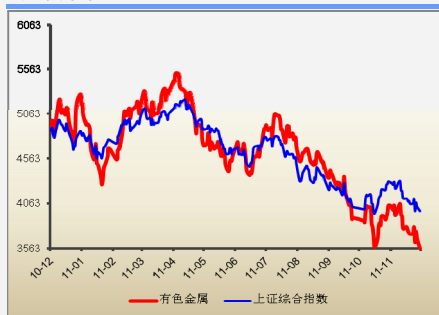
- 有色价格变脸。2011 年有色金属价格上演变脸行情，在上半年特别是一季度，基本金属和小金属价格先后走强，但下半年，欧债危机持续发酵；经济增长前景恶化；避险情绪高涨，美元指数大涨。大宗商品率先大跌 20% 多，黄金及多数小金属价格同样回落。
- 国内外经济仍极为微妙：经济增速下滑渐成定局，经济衰退风险增加；通胀与政府债务对救市政策的出台形成掣肘；在民主制度下，政府领导力的缺失，也影响了救助政策的出台与执行。在此背景下，国内外经济风险盛行：欧债危机阴魂不散，欧洲银行金融体系资产受到侵蚀；政策分歧加大，经济政策的出台更加曲折，低效；中国经济硬着陆风险增加。
- 基本金属需求增速下滑。在经济可能继续回落的影响下，我国有色金属的需求将持续放缓。铜在投机性补库后，需求前景不佳，而铝锌则有较强的成本支撑，预计，2012 年的铜均价则在 8300 美元左右。但预计铜价不会跌破 6000 美元。
- 黄金价格：市场分歧增大，2012 仍将维持高位振荡，但长期拐点或将临近，黄金股票的估值不宜参考历史值。
- 经济转型期，关注政策支持的新材料和节能环保产业。在新材料领域，依据市场需求前景、企业资源、行业竞争状况、政策有无抓手来选择细分领域，稀土材料、钨与硬质合金材料、高强轻型合金材料值得期待。在节能环保领域，关注有色金属循环利用业。
- 维持有色金属行业“同步大市”评级。重点关注，一、钨及硬质合金、钨钼材料等新材料领域，重点公司包括厦门钨业、东方钨业等。二、关注高强轻型合金材料及合金新材料公司，如利源铝业、博威股份合金、宝钛。三、关注能从环保政策不断提高、循环经济政策支持，行业准入门槛提升与行业经营模式变更中受益的一些领域，有色资源循环利用企业和再生铅冶炼行业，代表性公司有格林美和豫光金铅。同时适当把握基本金属的阶段性投资机会。

同步大势

维持评级

发布时间：2011 年 12 月 6 日

走势图



子行业	评级
新材料	优于大势
基本金属	同步大势

重要公司	评级
铜陵有色	推荐
厦门钨业	推荐
利源铝业	推荐
豫光金铅	谨慎推荐
格林美	谨慎推荐
博威合金	谨慎推荐

分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: chenbh@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目 录

一、后危机时代：政府债务恶化，政策效应消散.....	5
（一）经济形势恶化，避险风行	5
（二）基本金属上演变脸风云	6
（三）黄金价格独领风骚	7
（四）小金属价格多数走强	8
（五）有色金属股价表现低迷	8
二、宏观经济前途未卜	9
（一）全球各国经济增长前景趋暗.....	9
（二）通胀与政府债务困扰政策导向.....	10
（三）民主与领导力，救助政策该如何出台与执行.....	11
（四）政策空间小，不确定性仍占上风.....	11
（五）不确定环境中，美元仍受青睐.....	13
三、基本金属：需求前景仍不明朗.....	13
（一）铜：投机性补库之后，路在何方.....	15
（二）铝、锌：成本支撑强劲	18
（三）锡：印尼出口禁令迅速瓦解.....	19
（四）镍：产量快速增长，天平向需方倾斜.....	20
四、黄金：分歧日渐形成，长期拐点临近.....	21
五、金属新材料：十二五转型的着眼点.....	23
（一）稀土：价格寻求均衡点	23
（二）钨与硬质合金：再造稀土	25
（三）钛、铝：高强轻型合金材料齐飞天.....	27
六、节能环保：政策驱动经营模式升级.....	28
七、投资策略	29

图 表 目 录

图 1 欧洲国债收益率直高	5
图 2 希腊国债收益率跳涨	5
图 3 欧元区经济增长快速下滑	6
图 4 多数发达国家失业率居高不下.....	6
图 5 避险情绪升温，美元、美债走高.....	6
图 6 信用利差及股市不确定性增加.....	6
图 7 基本金属价格重挫，铜价跌幅近 25%	7
图 8 海外金属库存增减不一	7
图 9 黄金 3 季度表现最为突出	7
图 10 黄金价格与黄金 ETF 持仓量	7
图 11 美元攀升是 9 月黄金下挫的主因.....	8
图 12 避险引发黄金价格的 8 月攻势.....	8
图 13 多数金属自上年末以来，价格有所走强.....	8

图 14 稀土价格自上年末以来依然上扬 200%以上	8
图 15 有色金属板块表现差强人意.....	9
图 16 有色子板块多重挫，金属新材料一枝独秀.....	9
图 17 欧日 PMI 回落至 50 以下，中美略有回升.....	10
图 18 各国 OECD 领先指标都在回落.....	10
图 19 各国都面临着一定的通胀压力.....	10
图 20 发达国家面临较高的债务压力.....	10
图 21 国内 CPI 明显回落，但仍处高位	12
图 22 货币供应增速向个位数逼近.....	12
图 23 11 月中国 PMI 回落至 50 以下.....	13
图 24 美国房地产市场仍深陷低迷.....	13
图 25 欧洲工业景气回落、美国略好.....	13
图 26 中国房地产开发投资仍较高.....	14
图 27 固定资产投资增速放缓，电力投资尤甚.....	14
图 28 电力设备产量实现增长	14
图 29 汽车、空调等消费品增长较为稳定.....	14
图 30 全球铜需求增长乏力	15
图 31 镍需求强劲，但铅、锡需求回落.....	15
图 32 粗炼铜供应增长约在 2%左右	15
图 33 镍等金属产量增速较快	15
图 34 LME03 价差均有走弱.....	16
图 35 LME3-15 溢价自 6 月来走弱.....	16
图 36 国内铜期现价差走高	16
图 37 国内外铜价差转正	16
图 38 LME 亚洲注销仓单猛增	16
图 39 LME 铜亚洲库存呈降低态势	16
图 40 10 月精炼铜进口创年内新高.....	17
图 41 铝相关材料进口略有回落	17
图 42 国内精炼铜产量创新高，同比增长 29%	17
图 43 随着比价回升，铜铝材出口量急降.....	17
图 44 国内铝期现价差上升	18
图 45 国内外铝价差逐步提高	18
图 46 国内锌期现价仍然为正	19
图 47 国内外锌价差基本为正	19
图 48 主要金属价格离 90 分位边际成本的距离.....	19
图 49 锌精矿冶炼费仍处低位	19
图 50 SHFE 铝库存重新走高.....	19
图 51 SHFE 锌库存小幅回落.....	19
图 52 2010 年中国锡的消费结构	20
图 53 2009 世界锡的消费结构	20
图 54 印尼的精锡出口量居中国第一.....	20
图 55 2010 年印尼产出 9.57 万吨锡精矿，占全球的 34%	20
图 56 中国黄金需求稳步增长	22
图 57 第三季度央行净买入黄金近 150 吨.....	22

图 58 金价与 TIPS 收益率负相关	22
图 59 中重稀土价格自高点回落幅度最大	24
图 60 轻稀土自高点下跌约 50%	24
图 61 钨的消费领域	25
图 62 钨的主要消费国	25
图 63 钨的生产配额稳步增长，出口配额持平	26
图 64 钨超配额生产严重	26
图 65 钨精矿价格稳步攀升	26
图 66 镁钛价格略有下滑	26
图 67 世界钨需求稳步增长	27
图 68 2009 年度我国钛材主要用于化工、航天等	28
图 69 中国钛加工材历年产量持续快速增长	28
表 1 世界经济增长预期纷纷被调降	9
表 2 未来几个月内又面临着大额的到期债务，欧债危机面临方向性选择	11
表 3 预计 2012 年，我国经济增长速将有所下滑	12
表 4 基本金属价格展望	21
表 5 有色新材料涉及领域及主要公司	23
表 6 钨、稀土都是我国的优势战略资源，行业结构非常相似	25
表 7 我国循环经济试点企业中的资源再生企业	29
表 8 主要上市公司估值简表	30

一、后危机时代：政府债务恶化，政策效应消散

在金融危机爆发之后，全球性的救市政策赢得了全球的一致掌声，但欢心鼓舞的政策之后，留给了各国政府不断上升的债务，而逆周期的强力救市政策所引致的只是通胀，经济在强心针效应过后，依然增长乏力，被打回原形。在此背景下，有色金属价格，强势的局面，迅速变脸。

（一）经济形势恶化，避险风行

2011 年，政策救市的强心剂效应过后，各国经济仍然一片狼籍，政策的后遗症开始显现，而经济持续的低迷也使问题不断暴露：

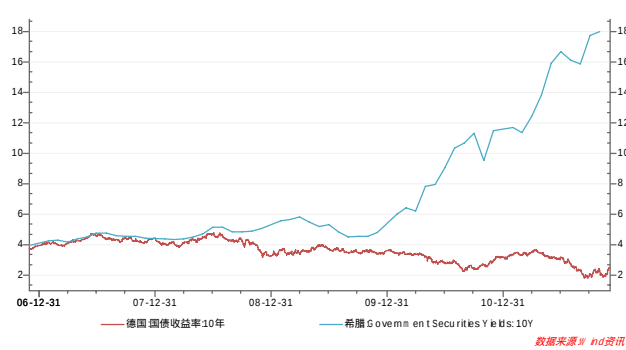
第一，欧洲主权债务危机持续恶化。2010 年开始触发的欧洲主权债务危机，今年丝毫没有解决的方案，上半年，希腊等国获得了欧盟的救助，人们对此信心满满。但下半年一到，危机就持续恶化。一来，欧洲主要赤字国家，欧猪五国，并没有拿出切实有效的措施来削减赤字，控制债务规模的扩大，而欧洲的核心国，德法等国，在国内政局压力之下，并没有出台强有力的债务风险解决措施，也没有严格、快速执行此前达成的救助协议，致使解决与控制债务危机的机遇一再延误。二来，赤字国家的国债收益率上升至不可持续水平。面对僵局，市场人士纷纷逃离欧猪五国国债市场，其二级市场收益率不断攀升，信用评级也一再调降，违约风险一再推高。人们已经不再讨论希腊是否会违约，转而开始协商希腊债务违约多少应由投资者买单。三来，主权债务违约的临近，令欧美银行资产质量进一步下降，信用评级遭遇考验，金融机构资产形成冲击，并可能导致银行业的危机，在此担忧之下，美、意、法等国多家商业银行的信用评级成为评级机构降级的重灾区。银行业风险一触即发。四来，信用风险开始由欧元区的边缘国家蔓延至核心国家。意大利、西班牙等国的长期国债收益率已经在突破 7%，达到了不可持续的水平，而德国的国债拍卖也面临需求不足的尴尬境地。

图 1 欧洲国债收益率直高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

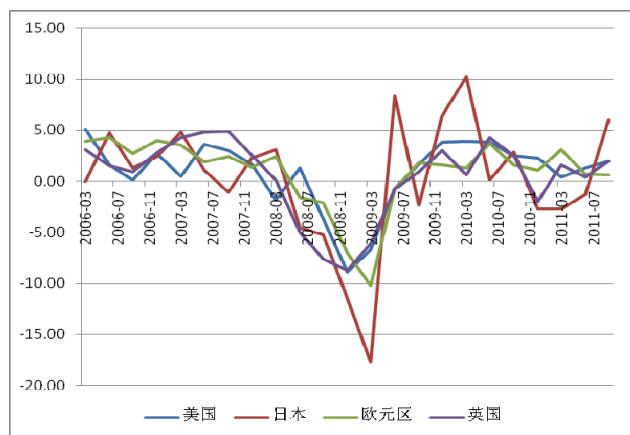
图 2 希腊国债收益率跳涨



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

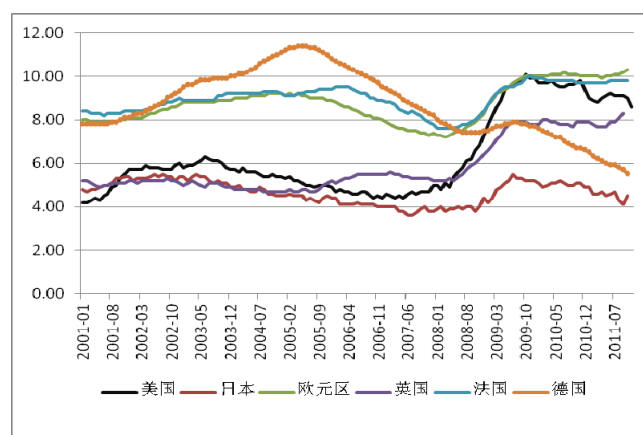
第二，经济增长前景黯淡。自今年年初以来，自 2009 年以来的救市政策效应不断减退，而世界经济增长的原动力仍然不足，以欧元区国家为代表的各国政府在债务压力之下，对经济增长的放缓并无太多举措，甚至不得不要大幅收紧政府支出，增加税收，以削减财政赤字。主要国家经济增长乏善可陈。尤其是欧洲国家，在第二、三季度经济增速下滑较大，增长乏力之势显露无遗。世界经济的疲软态势，从失业率数据的变化也可见一斑，美国失业率，持续在 9% 左右徘徊，欧元区和英国失业率甚至在 10 月份出现了上扬。

图 3 欧元区经济增长快速下滑



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

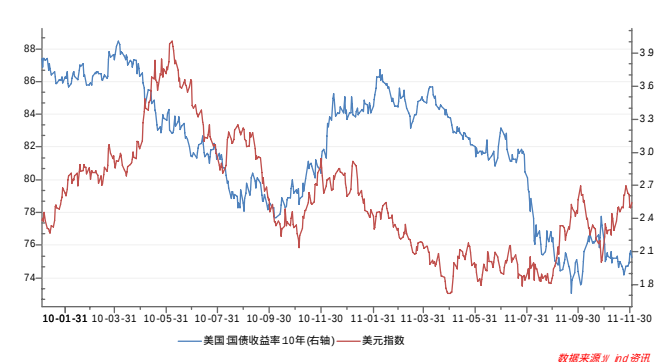
图 4 多数发达国家失业率居高不下



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

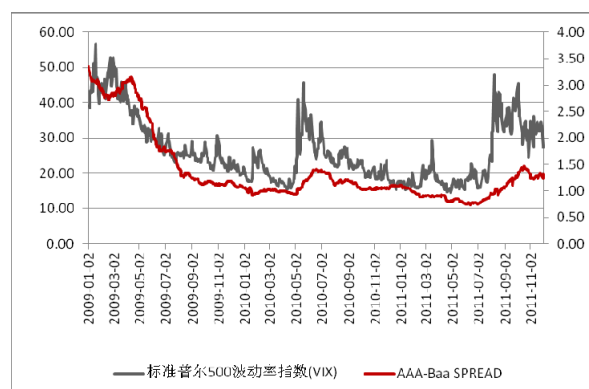
第三，避险情绪高涨。面临主权债务风险阴霾不散，金融体系风险激增，市场与经济前景不确定性提升的局面，投资者纷纷退出风险资产市场，投入到美元、高等级国债等市场寻求避险，美元指数大涨，美国国债收益率也一再走低。反映市场情绪的 VIX 指标自 7 月份以来就在高位徘徊，而反映信用风险程度的 Baa 与 Aaa 级公司债券信用利差也呈抬升之势。

图 5 避险情绪升温，美元、美债走高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 6 信用利差及股市不确定性增加

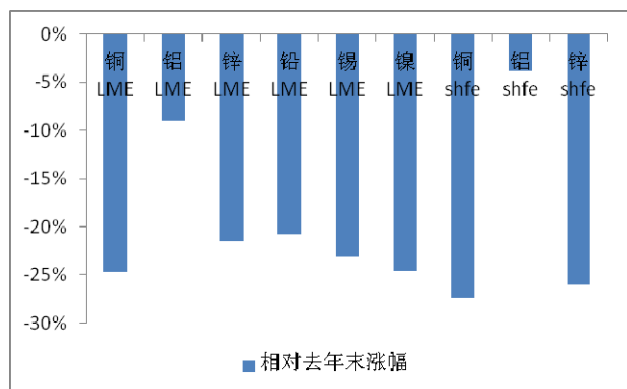


资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（二）基本金属上演变脸风云

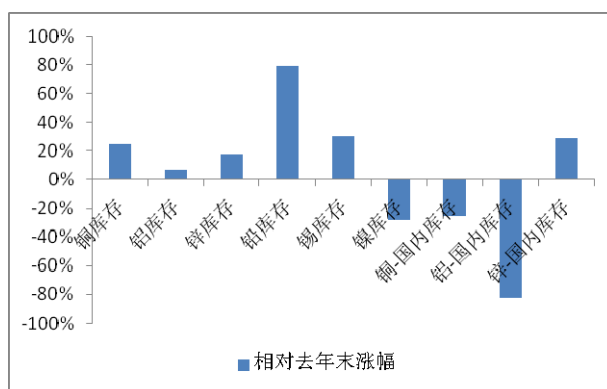
有色金属跟随欧洲危机、经济增长前景与风险情绪波动，1 季度市场对欧债危机解决的预期乐观，有色金属 ETF 推出，世界经济小幅复苏，铜等有色金属价格表现良好，铜还创了历史新高，但自二季度以来，在经济前景恶化，金融风险激增的背景下，经济前景恶化，引发市场对大宗商品未来需求的担忧；避险需求推升美元，并使投资者抛售风险资产，对商品价格形成双杀。大宗商品价格在 9 月份暴跌。与上年末相比，铜铅锡等金属价格下跌了 20% 多，LME 铝在成本的支撑之下，跌幅最小，约在 10%。

图 7 基本金属价格重挫，铜价跌幅近 25%



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 8 海外金属库存增减不一

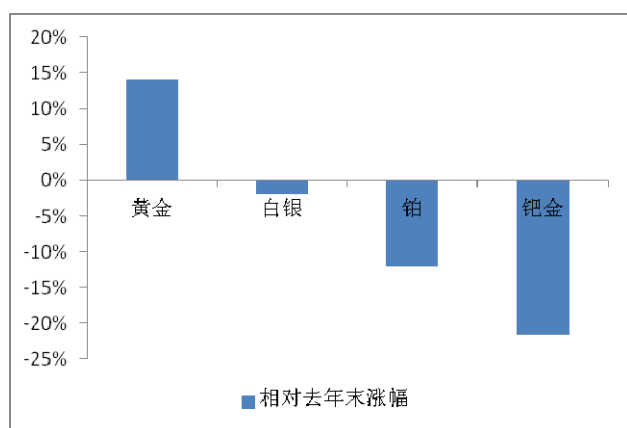


资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（三）黄金价格独领风骚

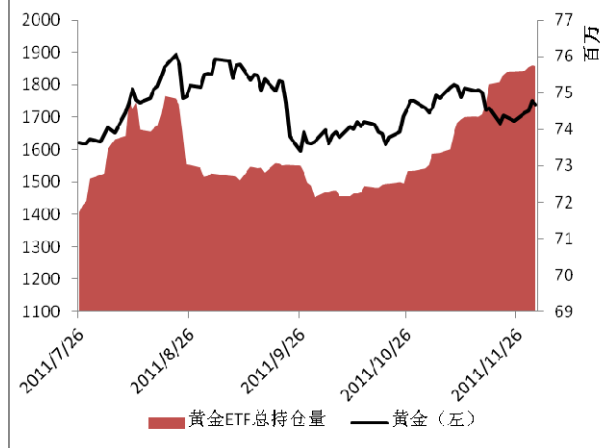
与基本金属相比，贵金属表现较好，受益于避险需求的推动，黄金价格稳步上扬，并在二季度末走出一波快速上扬的行情，并创出了新高。但是到了9月中下旬，随着欧洲金融体系风险担忧的加剧，及美元指数的快速反弹，贵金属价格也承受了回调的压力。综合一年的表现，黄金上扬了近 15%，白银小幅下跌，而工业需求需求的回落对铂和钯金价格也形成了冲击，下跌幅度在 10%以上。

图 9 黄金 3 季度表现最为突出



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

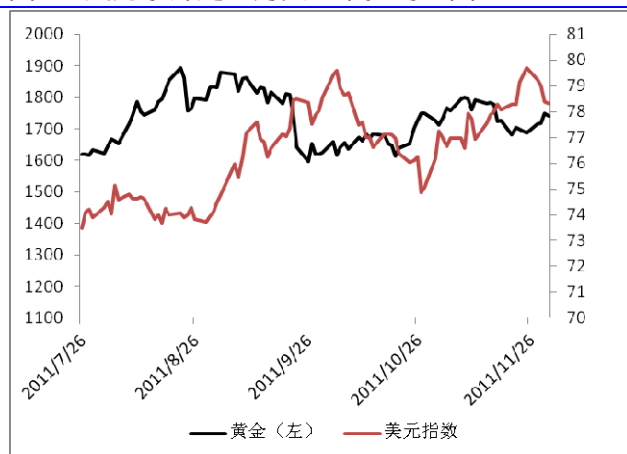
图 10 黄金价格与黄金 ETF 持仓量



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

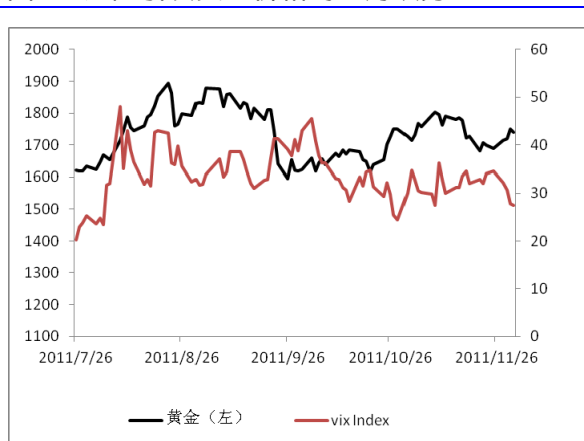
观察黄金价格与 VIX 指数的关系，便可发现，在 8 月份 VIX 指数上升之初，黄金价格也受益于避险需求升温，而出现了快速的拉升，但此后，在黄金价格大幅上扬累积了大量的获利盘（黄金 ETF 的持仓量接近了 1900 吨）之后，黄金的避险能力迅速回落。此时美元指数对黄金价格的负面作用占了上风。在美元指数飙升的过程中，黄金价格受获利盘的打击而急挫。可见在极度恐慌之下，就连黄金白银也遭到投资者的抛弃。

图 11 美元攀升是 9 月黄金下挫的主因



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 12 避险引发黄金价格的 8 月攻势



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

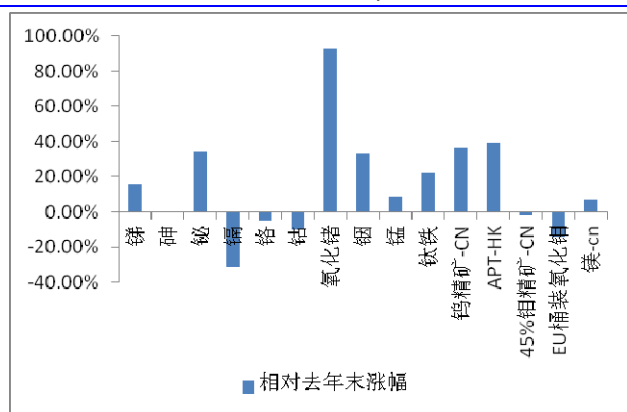
（四）小金属价格多数走强

相比去年年末，多数小金属价格仍然维持了平盘或是上扬的态势。多数小金属品种的价格受到了国家行业政策的支持，特别是一些我国具有战略优势的金属品种，行业整顿政策更为严厉，在经济前景还比较乐观时，价格上涨趋势非常明显。但三季度以来的金融和债务风险的冲击也对小金属价格利成了不利影响。但整体来看，小金属价格对经济放缓的反应要明显弱于基本金属。

在各个小金属品种当中，氧化锆的表面最好，钨、钛、铟锡等金属表现尚可。但钼、钴等金属受供求持续增加，而下游需求增长有限的影响，价格出现了一定的下滑。

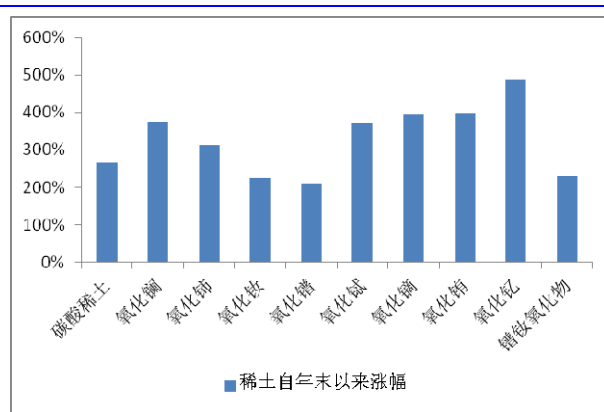
稀土是国家行业整顿的杰出代表，在国家连续的多项政策的推动之下，稀土价格在前两个季度，出现暴涨，各稀土品种，价格的涨幅在 3-8 倍之间。在第三季度，受需求回落，贸易商削减库存影响，稀土出现了较大幅度的回调，部分金属品种甚至下跌了近 50%。整年来看，多数稀土品种的价格还是走高了 200% 以上。

图 13 多数金属自上年末以来，价格有所走强



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 14 稀土价格自上年末以来依然上扬 200% 以上



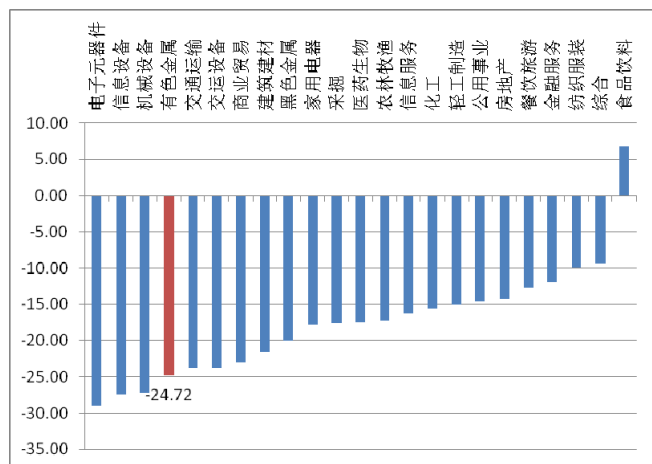
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（五）有色金属股价表现低迷

从有色公司的行情走势来看，在经济增长乏力的宏观背景下，强周期性的有色金属整体跑输了沪深 300 指数，有色金属也是所有行业当中，走势相对较差的几个板块之一。在有色金属行业的各子板块当中，只有金属新材料板块在国家新材料十二五规划等政策支持下有所上扬，其他板块均大幅下挫，铅锌及铜板块跌幅最大，分别达到了 33.16% 和

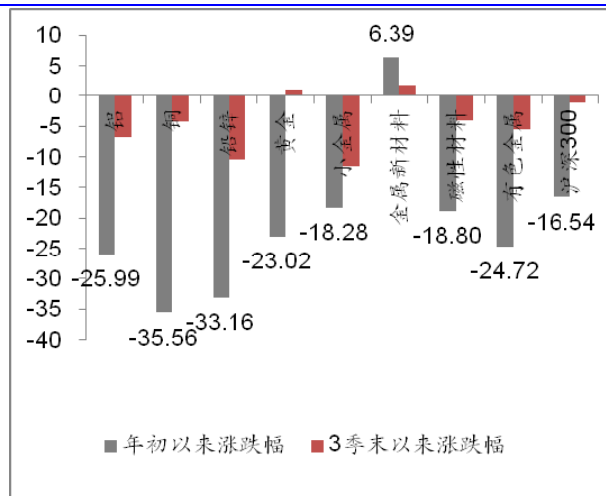
35.56%。而引人注意的是，黄金类公司的股价，在黄金价格表现较为强势的背景下仍下跌了近 23%。

图 15 有色金属板块表现差强人意



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 16 有色子板块多重挫，金属新材料一枝独秀



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

二、宏观经济前途未卜

当前的经济局势异常复杂，经济增长已有所恢复，但动能越来越弱；通胀已经有所抬头，甚至在一些国家已经较为严重；债务压力持续上升；发达国家决策当局，分歧增加。

（一）全球各国经济增长前景趋暗

自 3 季度以来，面对经济增长乏力的书面，各大经济组织或政策当局纷纷调低世界经济增长前景。全球各国的经济增长大多受到了调降，预示着世界经济增长前景日趋悲观。例如 IMF 在 9 月 20 日发布的 2011 年下半年《世界经济展望》报告，将今、明两年的全球经济增长预测分别由 4.3%和 4.5%下调至 4.0%。同时将中国今明两年经济增速预测分别下降 0.1 和 0.5 个百分点，降至 9.5%和 9.0%。

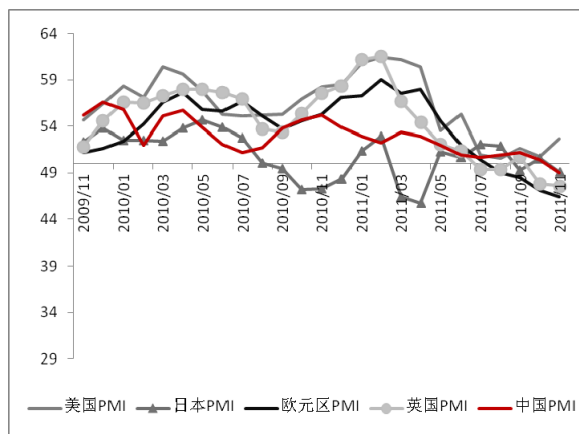
表 1 世界经济增长预期纷纷被调降

		世界银行	OECD	IMF	美联储
2011	中国	9.1	9.3	9.5(9.6)	
	美国		1.7	1.5 (2.5)	1.6-1.7 (2.7-2.9)
	欧元区		1.6	1.6	
	全球	3.2	3.8	4(4.3)	
2012	中国	8.4	8.5	9(9.5)	
	美国		2.0	1.8	2.5-2.9 (3-3.7)
	欧元区		0.2	1.1	
	全球	3.6	3.4	4(4.5)	

资料来源：世界银行，OECD，IMF，美联储，东北证券。

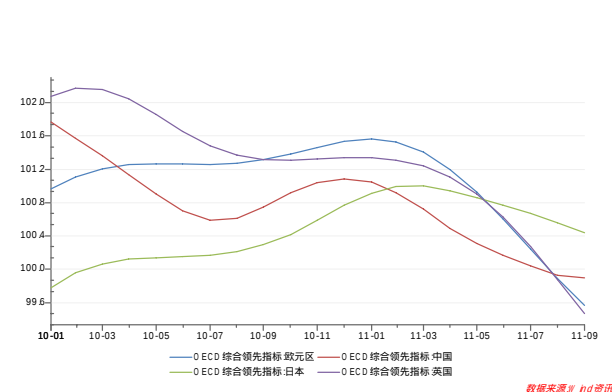
与此同时，近期公布的先行指标数据，也预示了经济前景的不断恶化。11 或 12 月制造业 PMI 数据显示，除日本外各国的 PMI 都继续下滑，中国、欧元区的 PMI 甚至已经跌落到 50 以下，表明经济处于收缩阶段。而 OECD 的经济领先指标也确认了向下的势头。

图 17 欧日 PMI 回落至 50 以下，中美略有回升



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 18 各国 OECD 领先指标都在回落

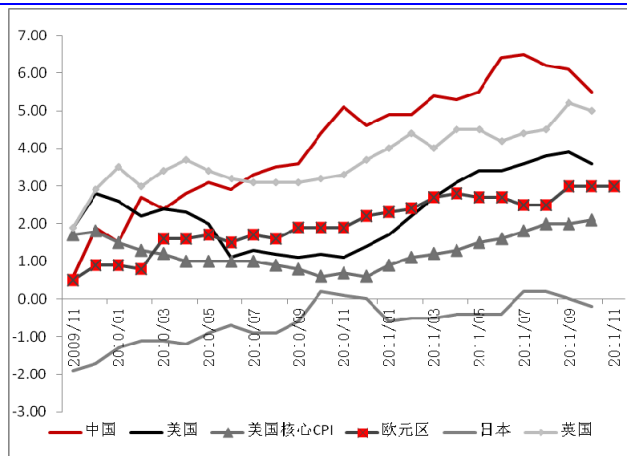


资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（二）通胀与政府债务困扰政策导向

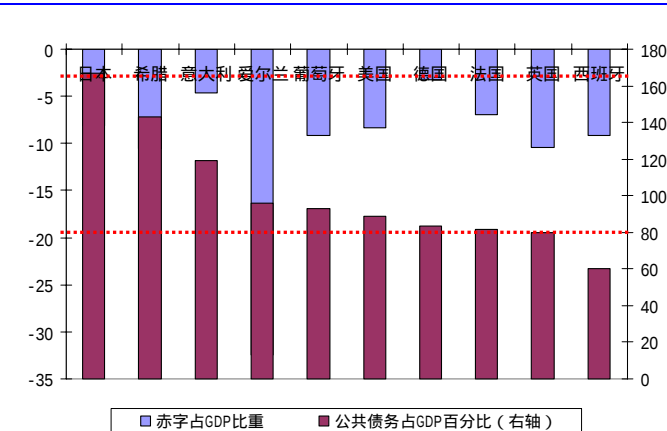
与世界主要国家的经济增长乏力形成对比，通货膨胀的上升势头却非常强劲，在全球积极的救市政策和超宽松的货币政策的刺激之下，通货膨胀快速上扬，并逐步成为掣肘各国政策的一个关键因素。欧元区的通货膨胀已经达到了 3%，已经超过了欧洲央行可容忍的范围，而美国的核心 CPI 同比上扬的幅度也在 10 月份达到了 2.1%，而 CPI 达到了 3.60%。而英国面临的局面则更为严峻，10 月份 CPI 同比涨幅已经达到了 5%。

图 19 各国都面临着一定的通胀压力



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 20 发达国家面临较高的债务压力



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

目前，多数央行对通货膨胀的走势还持相比乐观的态度，例如美联储则认为，随着能源和其他商品价格攀升所造成的影响消退，通胀将放缓至符合或低于委员会的目标水平。而欧洲央行及英格兰银行也将重心放在了经济增长的刺激方面，对通胀有更高的容忍度，英格兰银行更是推出了第二轮 750 亿英镑的量化宽松政策，欧洲央行即便面临着通胀超出目标水平的局面，也仍坚持降息，甚至于改变货币政策单目标的政策制度。经济增长的短期回落，使各国央行都适当修正了对通胀的容忍度，转而支持经济增长，但通胀的担忧，将在中长期困扰央行政策。

在 2009 年以来的全球政府大规模救市之后，发达国家的财政赤字迅速扩大，本已债务缠身的西欧外围国家在高压之下，偿债能力恶化，而德法及英美的财务压力也日渐增加，截至 2010 年，希腊、意大利、爱尔兰等国的债务规模已经远超 80% 的国际警戒线水平。而大部分发达国家当年的财政赤字占 GDP 的比重，也要远高于 3%。市场对于高债务国

的偿债能力的担忧不断提升，最终导致了部分债务国家收益率的急升和违约风险的提高。

在财务及市场压力之下，政府对于应如何协调财务赤字及经济增长的分歧逐步显现，高债务国被迫牺牲经济增长，严控赤字；美国也围绕债务规模上限及长期赤字控制进行了争议，市场影响重大。可见债务规模正成为制衡经济增长和政策的又一重大因素。

（三）民主与领导力，救助政策该如何出台与执行

面对着债务高企，各国政府通过财政紧缩来控制债务增长之时，都会面临一种困境：在民主机制之下，国家的责任，很难转化为国民的责任。在希腊，在葡萄牙还在西班牙，我们看到，财政紧缩政策作为政府获取国际援助的条件，在国内普遍不受欢迎，造就了一波又一波的罢工浪潮，财政紧缩方案，也没有得到有效的执行。在德国，这个对救助政策具有决策权的国家，在国内也承受民众不愿花巨资救助赤字国的压力，甚至在地方选举中败北。民选政府，在被迫做出有损人民当前利益的决策之时，得不到民众的支持，而被迫下台，这就是当前欧洲政府所面临的困境，体现的是政府领导力的缺失。

同样在美国，民主机制的存在也给救助政策的出台与施行增添了不小的障碍。政府债务在救市刺激政策下，不断累积，并逼近上限。共和、民主两党对于债务的控制，互不相让，债务上限的调整与赤字规模的削减，成为两党以民主的名义，进行相互攻击与做秀的舞台，他们更重视的是党派利益，而不在乎国民作为一个整体在这些争斗中所将蒙受的损失。

世界性金融危机的救助，需求权威性高、领导力强、反应迅速的政府，去引导民众，团结民众，突破短期利益的障碍，实现长期利益的优化，这正是当前一些危机国家所缺的。有理由相信，在这样的背景下，危机国家政策的出台过程，将面临着更多的不确定性，而政策的执行效果也会大打折扣。

（四）政策空间小，不确定性仍占上风

由前面的分析可见，世界各国在刺激经济增长，控制金融风险方面所能做的并不多，全球执政当局，在债务、通胀与民主机制的约束下政策空间狭小。这使我们相信，以下几个方面的风险，在短期之内仍将主导着证券与商品市场走势：

第一，欧债危机的破与立，即如何打破当前，欧债危机螺旋式恶化的怪圈，建立债务控制的长效机制；何时捅破债务国债务违约的窗户纸，建立债务控制信用风险传播的救助机制；如何破除债务国甚至于欧元区核心国国债收益率上升，建立欧洲国家可持续的融资机制。

在这些方面，我们看到欧元区国家正在作出努力，德法意这些核心国家，正在协商建立欧元区国家的财政约束机制；全球六大央行也宣布降低美元互换利率，向市场注入流动性，以缓解银行体系中的美元荒，为救助政策创造良好的流动性环境；欧洲央行也正在审视通过 IMF 来救助债务国的可能性。

表 2 未来几个月内又面临着大额的到期债务，欧债危机面临方向性选择

	2011余	2012Q1	2012	总债务	2012Q1 占年度比	2012年占 总债务比	债务占 GDP%	预算赤字占 GDP%	GDP同 比%
意大利	31,261	112,941	312,004	1,589,512	36%	20%	118.4	-4.6	0.8
希腊	8,466	22,206	44,626	278,826	50%	16%	144.9	-10.6	-5.5
西班牙	18,380	30,363	134,700	651,152	23%	21%	61	-9.3	0.8
法国	53,316	101,661	246,807	1,311,483	41%	19%	82.3	-7.1	1.6

注：单位，百万欧元。

资料来源：Bloomberg、东北证券。

但是，时间已经越来越紧迫，意大利、西班牙等债务国的国债收益率水平已经达到了不可持续的 7% 上下，希腊早已丧失了在市场上融资的可能性，法国国债的收益率也在悄然走高，借贷成本上升。而在 2012 年第一季度，主要国家都将迎来债务重置的高峰期。

他们能否在市场上得到融资，如果得不到市场融资，救助融资手段是否齐备，都将是搅动市场神经的风险因素。欧债危机的考验又将再次降临。

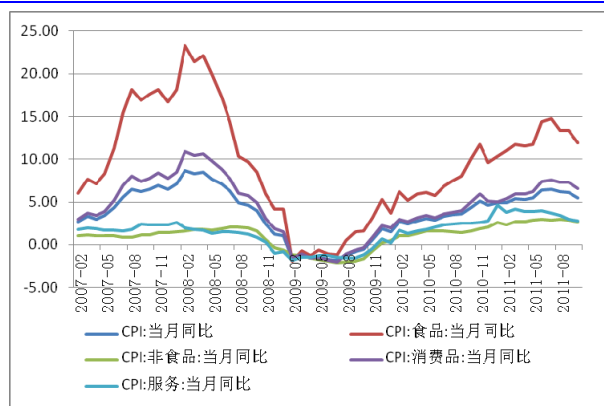
第二，美国政局混乱，博弈中，政策不确定性显著。有两方面的政策是核心，一是债务削减政策与债务规模的控制，二是货币政策的施行空间。两党在议会中就债务规模、赤字削减方案等争执不休，政治博弈当局，能否达成一致，协调政策目标，降低政策博弈的不确定性和效率损失。这对于稳定市场对美国经济前景的预期有很高的价值。在美联储的货币政策方面。在9月份的货币政策会议当中，美联储出台了被称为“扭曲操作”的售短债、购长债的政策举措，但政策效果还有等时间的检验。接下来，QE3 是否会是伯南克不得不寻求的救市举措呢？

第三，在国内，风险主要来源于，经济增长动力来自何方，经济是否会出现硬着陆；严控房地产政策导致的房价下跌的风险冲击；应对资本外逃和经济回落，货币政策放松是否会导致通胀的反弹。

在经济增长方面，在房地产业受到限购等政策打压、海外经济低迷影响出口、地方融资压力限制地方投资能力的重重约束下，我国经济增长的动力来自于哪里？而动力源的缺失，很可能导致中国经济的硬着陆。

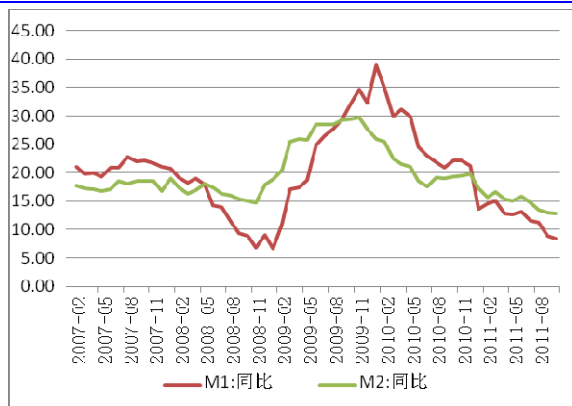
在货币政策方面，目前，M1 和 M2 的同比增速已经下滑至 8.4%和 12.9%。10 月份 CPI 同比上扬回落到 5.5%，通胀的明显回落给货币政策提供了操作空间。12 月 1 日的降准标志着政府政策导向的转向，货币政策目标中经济增长的权重增加。未来，随着 GDP 增速的回落及 CPI 的可控变化，我国仍可能会有 2-3 次的降准操作，但对中长期通胀的担忧，极可能会影响降准操作。

图 21 国内 CPI 明显回落，但仍处高位



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 22 货币供应增速向个位数逼近



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

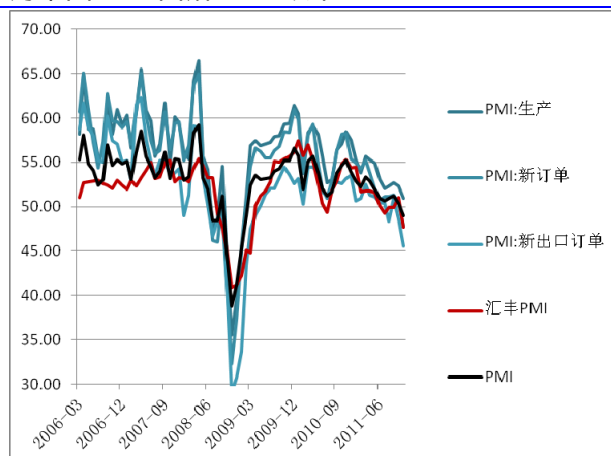
正如李克强总理所指出的，明年，我国仍将严控房地产价格，房地产价格下跌已初露端倪，并可能会形成趋势，进而会影响到个人及银行资产的缩水，或是资产质量的恶化。

表 3 预计 2012 年，我国经济增长速将有所下滑

主要经济指标		2011F	2012F	12-1Q	12-2Q	12-3Q	12-4Q
GDP	实际增速 (%)	9.2	8.5	8.3	8.3	8.5	8.6
城镇固定资产投资	名义累计增速 (%)	24	20	21.3	20.5	21.2	20.2
货币供应	M2 增速 (%)	12.8	15	13.2	14	14.5	15
	信贷 (万亿)	7.5	7.7	2.3	2.3	1.5	1.5
CPI	CPI (%)	5.4	3.1	4.1	3.3	2.2	2.5
PPI	PPI (%)	6.2	2.1	1.3	1.1	1.9	3.9

资料来源：东北证券。

图 23 11 月中国 PMI 回落至 50 以下



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

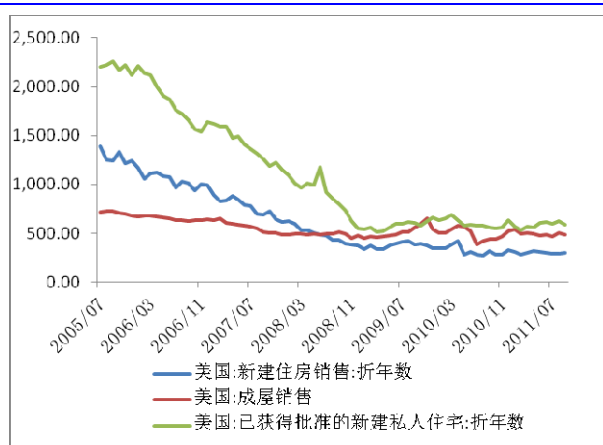
（五）不确定环境中，美元仍受青睐

面临极度不确定的世界经济与金融形势，美元仍将受到市场的青睐。首先，从避险情绪的演进来讲，在接下的第一季度，全球经济要妥善解决这些不确定性还有较大的约束，特别是对于经济下滑的不确定性风险，当局所面临的政策选择较少。第二，欧债危机的延续将进一步损害欧元价值，若隐若现的希腊等高赤字国的债务违约风险，将波动金融体系，并损害欧元。第三，美国经济的相对强劲，近来的 PMI 及就业数据表明，美国经济并不如预期的差，PMI 的反弹及就业的改善，增强了投资者对美国经济避免二次衰退的信心。

三、基本金属：需求前景仍不明朗

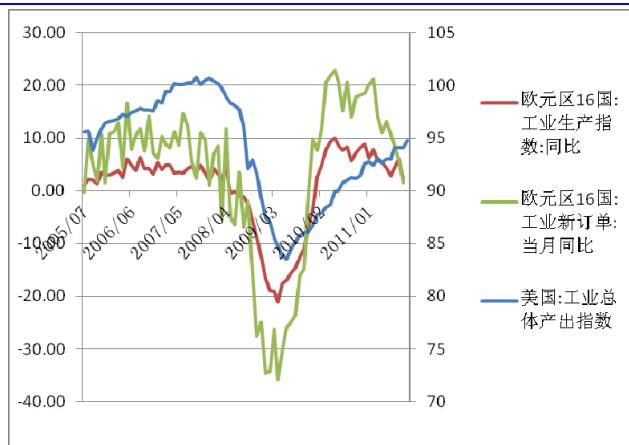
从宏观面的判断来讲，全球经济增长的动能正在减弱，虽然现在说全球经济将进入二次衰退还为时尚早，但全球经济增长增速放缓的趋势一再得到确认。在这种增速放缓的趋势当中，有色金属的需求也将慢慢受到影响，欧洲的工业生产指数增长的步伐，已经有所回落，反映工业生产前景的工业新订单，快速的回落，表面欧洲工业生产的前景会更为悲观。美国经济状况略好于欧洲，但其房地产市场依然非常低迷。

图 24 美国房地产市场仍深陷低迷



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 25 欧洲工业景气回落、美国略好

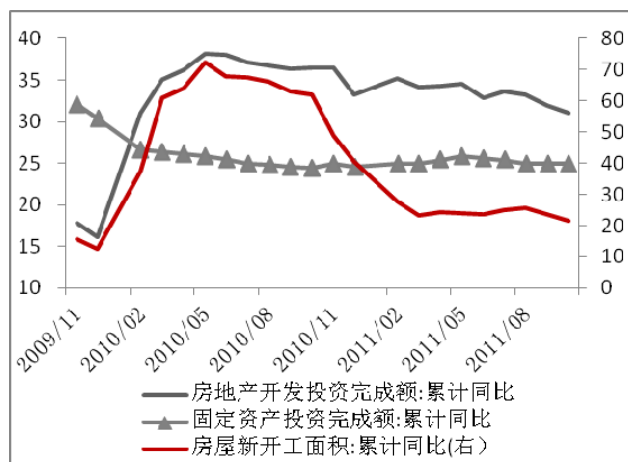


资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

在国内，经济下滑对于有色需求的打压作用将逐步显现。具体到下游各个行业来说，房地产市场仍较为活跃，房地产开发投资额的同比增速仍在 30% 之上，同时，在保障房建设进度加快推进之下，房屋新开工面积的同比增长幅度也有所回升。但是在 10 月份，

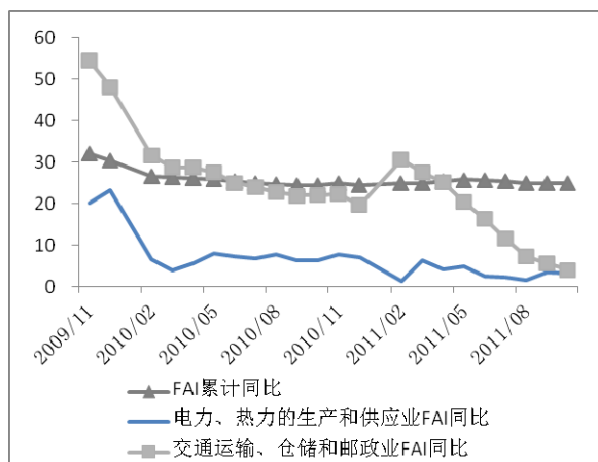
房地产投资增长的步伐已经明显放缓，单月投资额已经低于 6000 亿，房地产投资的累计同比增长，也从 7 月份的 33.60% 回落至 31.10%。

图 26 中国房地产开发投资仍较高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 27 固定资产投资增速放缓，电力投资尤其甚

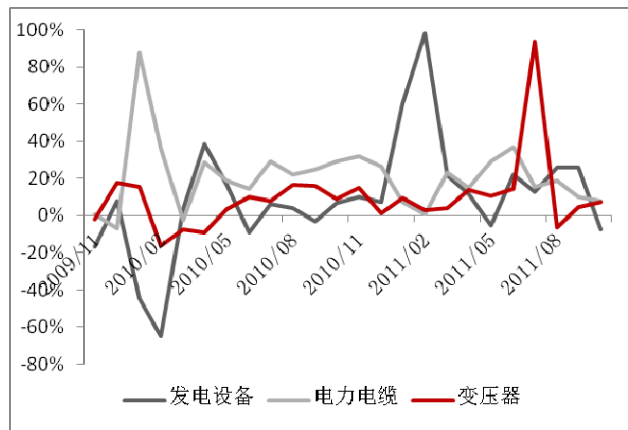


资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

预计，房地产市场中商品房市场的前景，在限购、融资困难及房产税试点在全国推行的影响，会越来越黯淡。相比之下，保障房建设作为一项政治任务，将得到地方政府的贯彻与执行，但落实的程度还要受地方政府的财务能力制约。总体来看，房地产市场的景气度会逐步下滑，但回落程度有限。

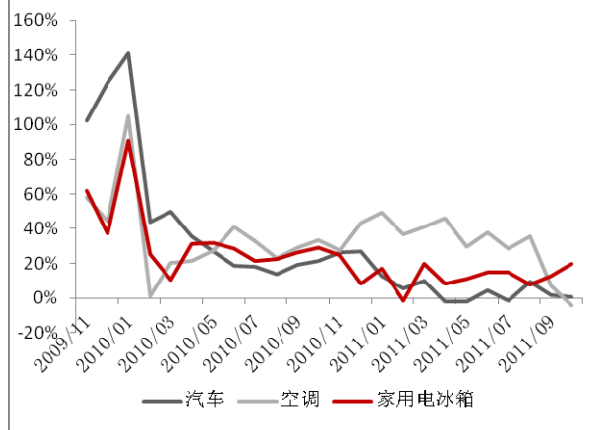
然而整个经济的固定资产投资已经显露增长疲态，全社会固定资产投资累计完成额同比增幅已经下降至 24.9%，而在 5 月的今年峰值为 25.8%，更为令人担忧的是，电力、热力的生产和供应业的投资增长幅度不但快速下滑，而且增长的比例也仅为 1.50%。与此同时，受到交通事故的影响，以铁路为代表的交通运输业的投资也迅速下降。

图 28 电力设备产量实现增长



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 29 汽车、空调等消费品增长较为稳定



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

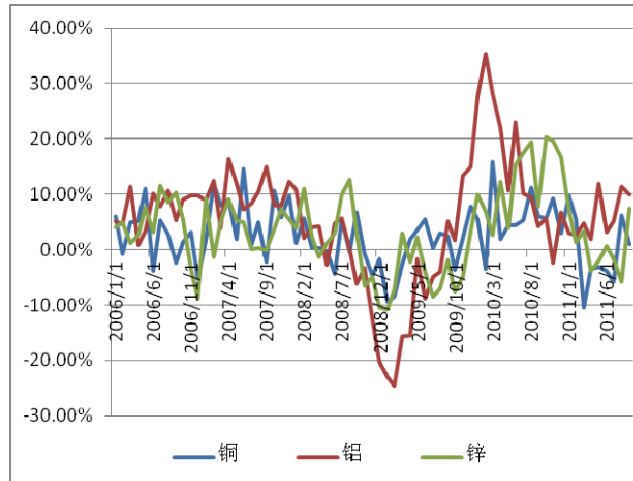
目前，发电设备、电力电缆等电力产品产量的同比增速，已经有所下滑，如电力投资及铁路等交通运输业的投资继续减少，这些投资品的需求有可能会面临再度回落的风险。

在有色下游行业的消费性产品方面，主要的产品如汽车、空调和家用电冰箱产品的产量还较为稳定。随着人民生活水平的提升，这部分产品的需求有望维持较快的增长，预计

汽车产量 2011 年的增速仍可达 5%左右，家电行业的增速在 20%左右，在 2012 年，汽车产量的增速可达 8%左右，家电行业的增速约 10%。

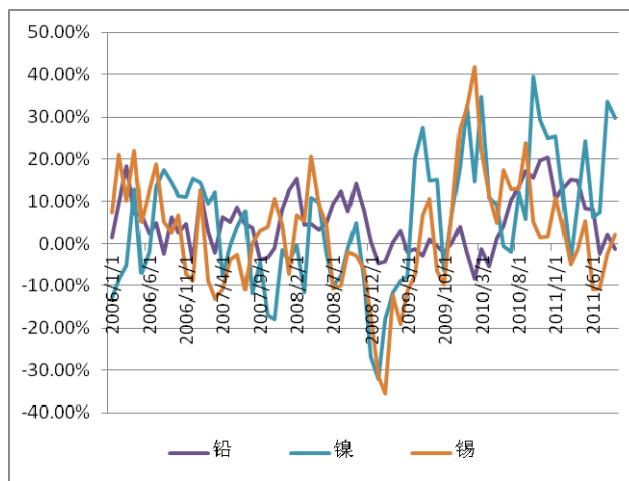
总之，我们预计从四季度开始，我国的铜等有色金属的需求将有所放缓。

图 30 全球铜需求增长乏力



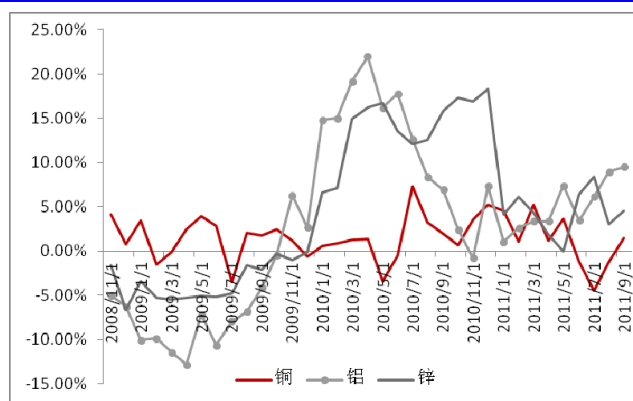
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 31 镍需求强劲，但铅、锡需求回落



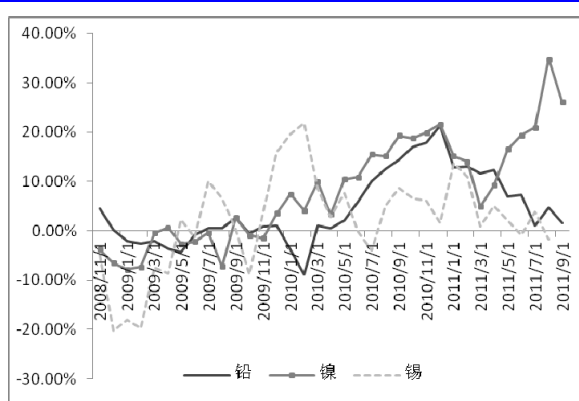
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 32 精炼铜供应增长约在 2%左右



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 33 镍等金属产量增速较快



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

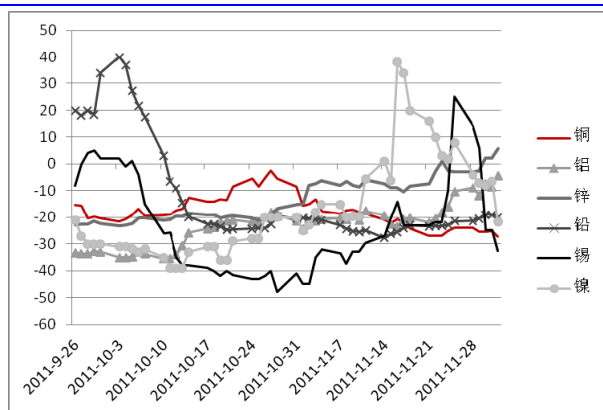
（一）铜：投机性补库之后，路在何方

从铜市场相关数据来看，随着宏观经济的走弱，铜实物需求下滑的势头正在显现。

在海外市场上，LME 市场的现货与 3 个月期货的价差多为负，即现货是贴水的，其价格要低于 3 个月期货价格。在 9 月末以来，这种贴水的局面甚至得到了进一步的强化，多数商品的价差进一步走低。这表明，经济恶化，金融体系风险的增长，海外市场的大宗商品需求低迷的状况有所恶化。而 LME3 个月与 15 个月的期货价差，也反映了这种趋势。

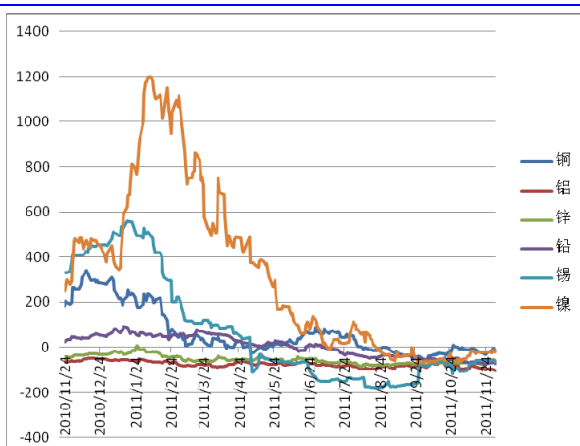
在我国，8 月份以来，海外经济的动荡与风险因素的释放使得国际铜价大幅下挫，触发了我国一些企业建立有色金属库存的需求，当时，铜基本面呈现强势，现货升水走高，与此同时，国内外的价差也转正，从而向有利于进口的方向偏转。

图 34 LME03 价差均有走弱



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 35 LME3-15 溢价自 6 月以来走弱



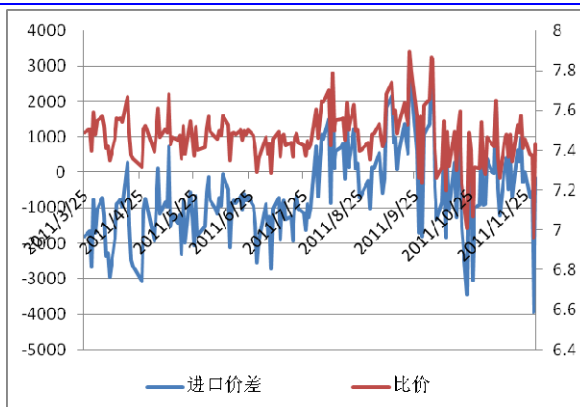
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 36 国内铜期现价差走高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

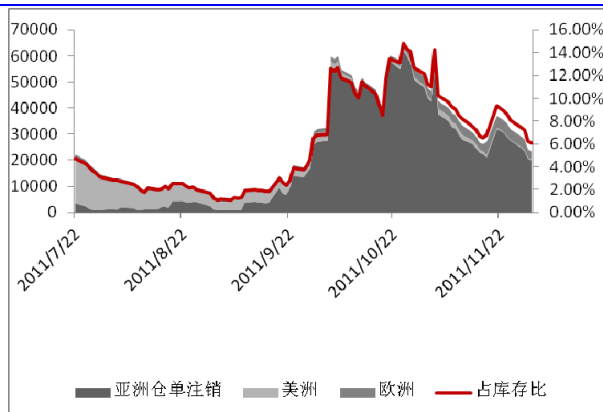
图 37 国内外铜价差转正



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

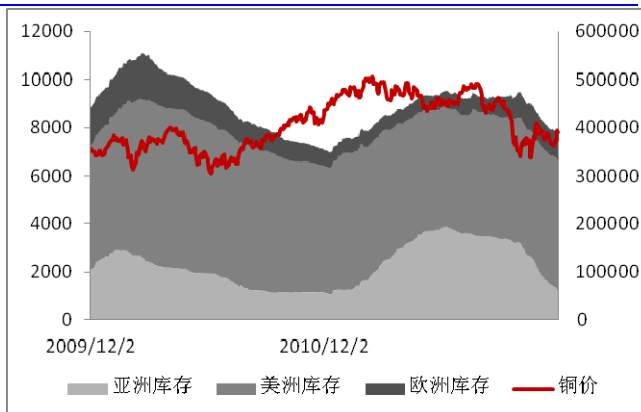
在此情况下，LME 铜库存开始减少，这主要由亚洲库存降低所引发的，而亚洲仓库注销仓单的数量则猛增，这些库存或仓单的变动表明，当时我国正在重新进口铜来建立库存。

图 38 LME 亚洲注销仓单猛增



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

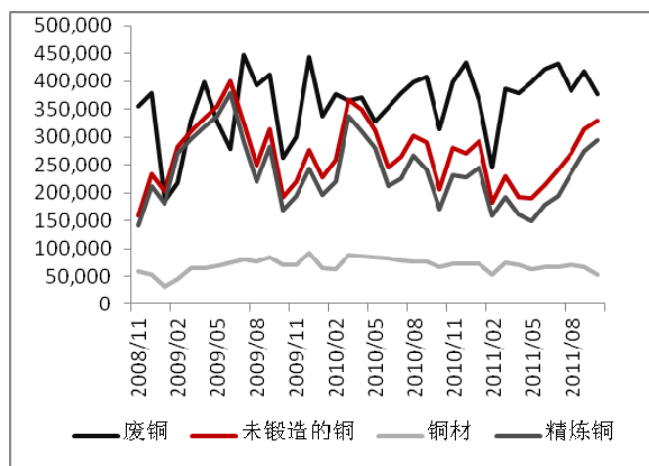
图 39 LME 铜亚洲库存呈降低态势



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

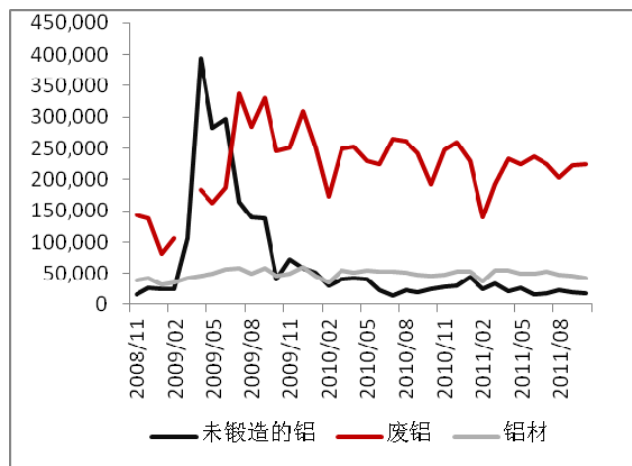
从重建库存的动机来看,我们认为国内企业进口铜具有一定的投机性,大体与经济的衰退,而铜价的下滑相关,体现了企业希望利用铜价较低的时机来重建库存的动机。而背后的逻辑则是企业主对铜价未来前景的看好,而产生的一些投机性补库。

图 40 10 月精炼铜进口创年内新高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 41 铝相关材料进口略有回落

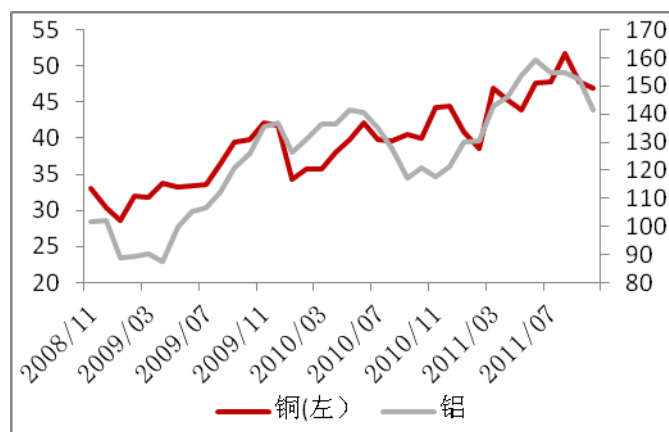


资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

到如今,我们再重新审视国内外的铜市场状况,就会发现,投机性补库存的动力越来越弱,国内铜期现价差上升的态势出现了曲折的局面。而国内外价差的变化,已令进口套利窗口关闭。

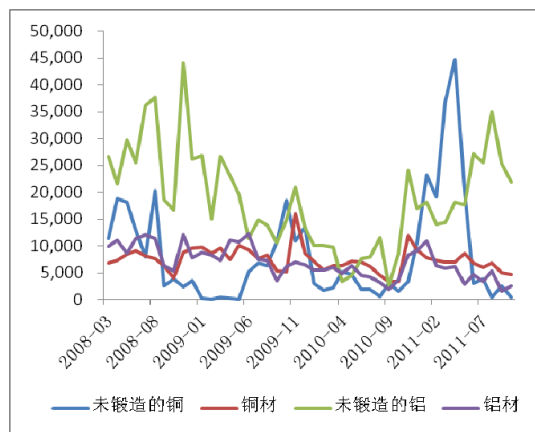
由此可见,国内外,经济增长乏力,金融风险不断上升的局面,已经对国内外基本金属市场产生了负面冲击。由铜价走低所引发的中国企业投机性补库存对铜市场的推动作用也在减弱。考虑到国内外的套利交易,通常需要 2-3 个月才会引起进出口数据的变动,因此,我们预计在今年剩余时间内,铜进口数量可能仍在年内高位。但是,我们不禁要问,在这波投机性补库之后,中国是否还有力量来对冲需求下降对铜价的冲击?

图 42 国内精炼铜产量创新高,同比增长 29%



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 43 随着比价回升,铜铝材出口量急降



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

对此,我们认为,需求下降将再次对铜价产生冲击,在对前期投机性补库存的消耗之后,市场更易形成价格回落的预期。更重要的是,在经济转型的过程之中,我国制造业、房地产业的规模化扩张之路,似乎已经接近于顶峰,而有色金属消费增长的峰值也可能会随之成为过往,今年几年,金属消费增速的中枢很可能会出现回落。我们预计,年增速的

中枢将保持 6%左右。

综合来看，我们将维持四季度对世界有色金属的需求的预估，与此同时，由于铜等有色品种短期供给增长仍较小，但市场预计到 2012 年，随着中小铜矿企不断投产，铜矿供应增速将超过自 2005 年以来的 0-3%，甚至将达到 5%以上。那么，明年铜供需状况将有明显的改善，趋向于均衡。

因此，在供需更趋于均衡，而美元指数强势将得到维持的预期之下，我们维持第四季度的均价为 7800 美元左右。2012 年的铜均价则在 8400 美元左右的预估。在现在到明年第一季度这一期间，欧债危机恶化的可能，经济增速的下滑，金融风险扩散的不确定性将可能会导致有色金属再度下挫。对于欧债危机解决方案的出台可能会在短期提振铜价，但解决方案的出台，从根本上不能解决经济增长的疲软态势，而有色消费的低迷状况，在欧债坏帐资产的消化阶段，仍将延续。

（二）铝、锌：成本支撑强劲

随着基本金属价格的急挫，铝、铅锌等基本金属品种价格纷纷接近或跌破边际成本价：

在电解铝方面，据统计，国内铝当前的市场价为 16200 元/吨左右，成本约为 16500 元/吨，随着，我国铝、锌价格低空于成本，铝、锌行业内成本较高的企业已经开始主动减产。如在电解铝方面，随着成本的走高，一些电解铝企业已经采取减少投料，降低产出的方式来降低产能利用率，2011 年 10 月份我国铝产量从 10 月份的 152 万吨，下降到 11 月份的 141 万吨。而 11 月 30 日，发改委又上调了全国的销售电价，电价平均上涨 0.03 元，将导致电解铝边际成本的进一步提升。预计未来，更多的企业将面临到成本的压力。

从需求来看，国内铝市场的消费情况也不如前期乐观，期现价差已经回落到零附近，与此同时，国内铝库存减少的趋势也已经反转。

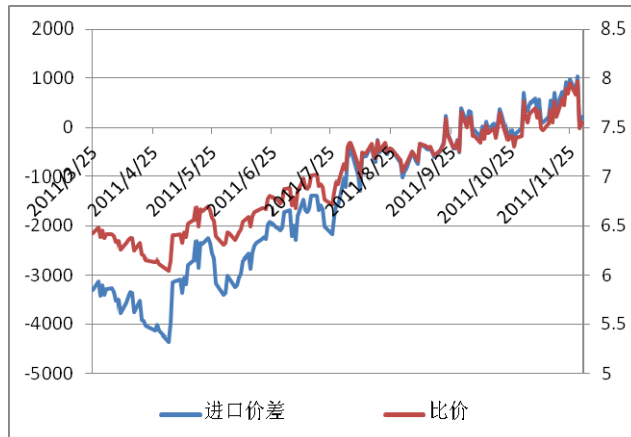
因此，铝市场更多的是成本对价格的支撑，在海外，铝由于大部分用于融资交易，这部分铝也不会进入到市场当中，因此，库存对市场的冲击并不大。

图 44 国内铝期现价差上升



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 45 国内外铝价差逐步提高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

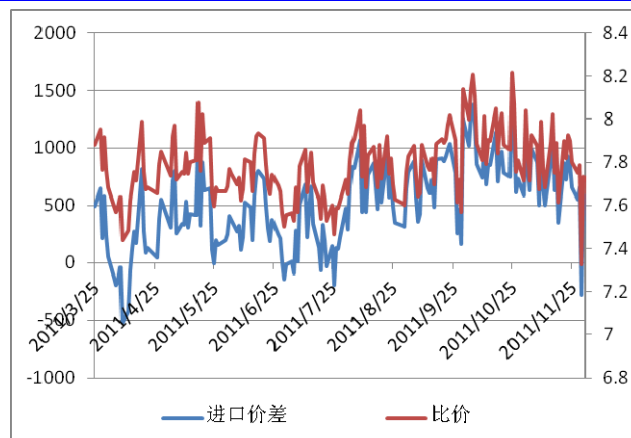
在电解锌方面，锌市场价 15400 元/吨，而中国精锌的成本约为 16000 元/吨。但是我国锌矿的生产企业多为小型矿山，其年产量小于 1 万吨，有数据显示，中国小型锌矿产量估计为 200 万吨，占全球总供给的 15%。受规模与品位的限制这些小型锌矿的边际成本都非常高，可能达到每吨人民币 17,000-18,000 元。近来，数据显示，锌精矿的供应呈紧张态势，锌精矿的冶炼费（精炼锌价-锌精矿价格）不断降低，在 9-10 月份尤甚，这反映了锌精矿市场供应的紧张态势，目前，冶炼费仍在约 5000 元/吨左右徘徊。

图 46 国内锌期现价仍然为正



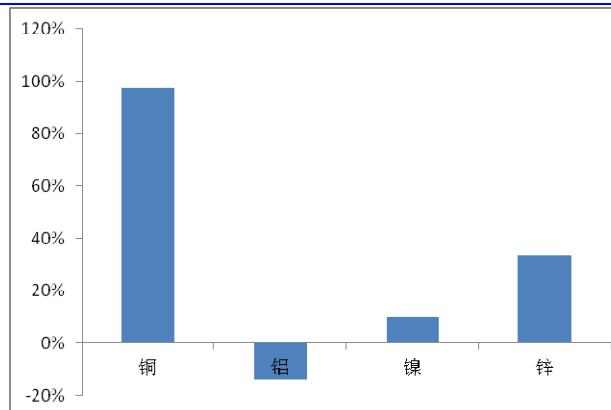
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 47 国内外锌价差基本为正



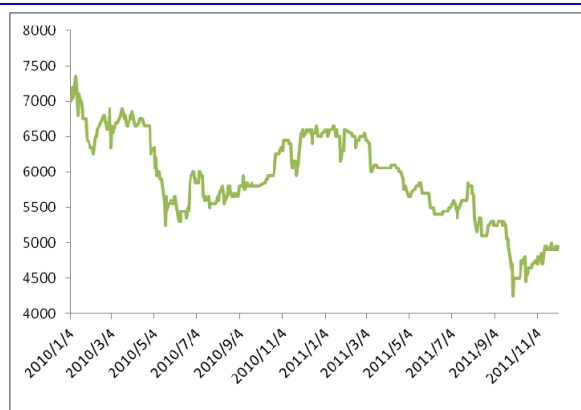
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 48 主要金属价格离 90 分位边际成本的距离



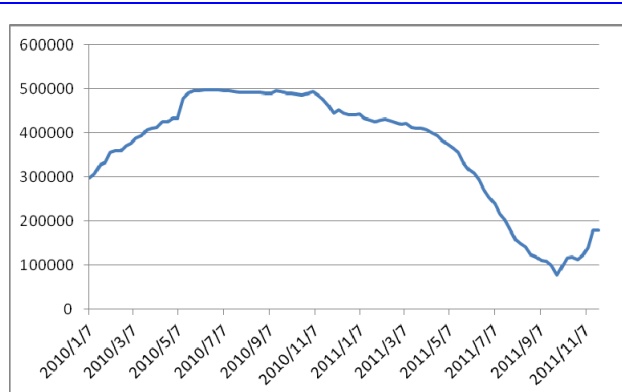
资料来源：BROOKHUNT，东北证券。

图 49 锌精矿冶炼费仍处低位



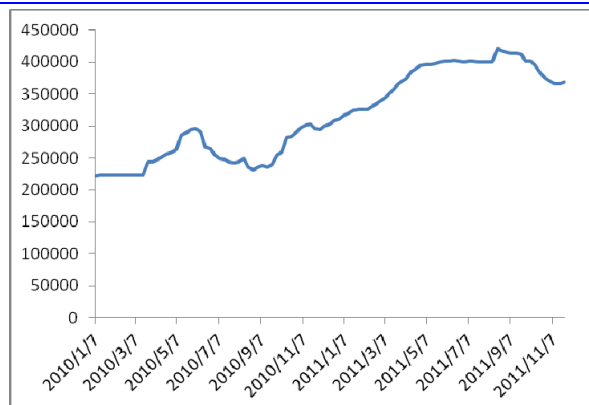
资料来源：亚洲金属网，东北证券。

图 50 SHFE 铝库存重新走高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 51 SHFE 锌库存小幅回落



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（三）锡：印尼出口禁令迅速瓦解

锡主要运用在电子焊料、马口铁和锡化工等领域，其中电子焊料是最大的应用领域，消耗了全球 50% 多的锡。今年受电子行业景气度有所回落的影响，锡的需求增速有所回落。

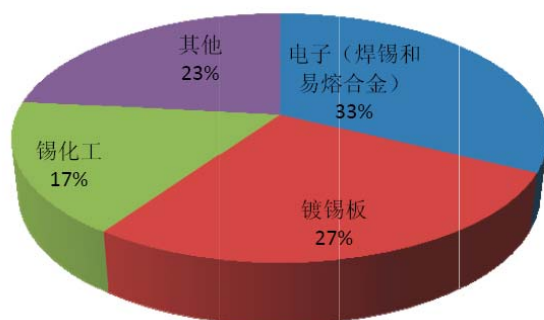
在供应方面，印尼是全球最大的锡供应国，2010 年，印尼总共生产了 9.57 万吨锡，

比中国的产量略大。同时，印尼也是全球最大的锡出口国。

面对锡价自 3 季度末以来的急剧下跌，9 月 27 日，在与班加岛政府举行会谈之后，印尼所有锡生产企业一致决定，自 10 月 1 日起，停止向客户交付锡产品，以支撑价格。该项禁令，将在锡价恢复到 230000-25000 美元/吨时取消。此后，印尼的冶炼商协商决定将禁令延长至 2011 年末。

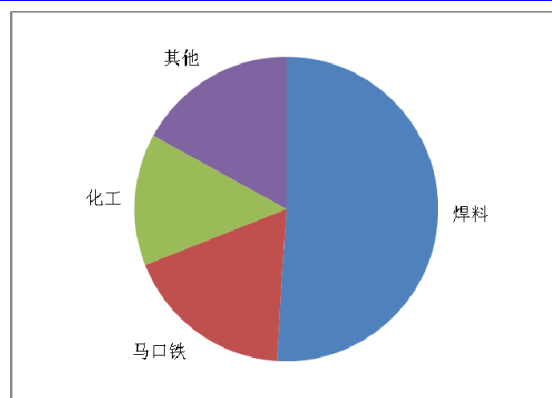
印尼是全球最大的锡生产国和出口国，2011 年 1-8 月份，印尼出口了 67990 吨锡，比上年同期增长了 13%。

图 52 2010 年中国锡的消费结构



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

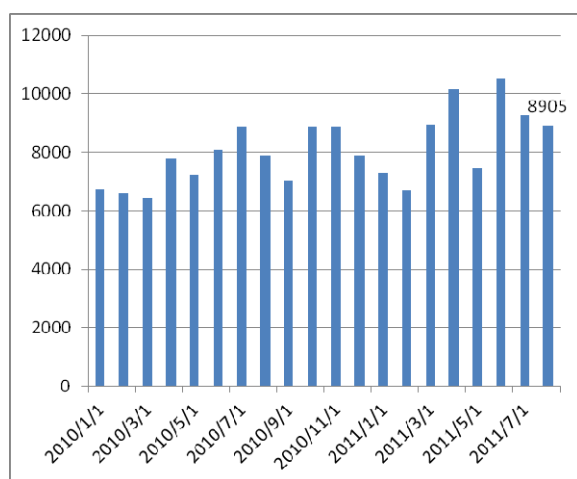
图 53 2009 世界锡的消费结构



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

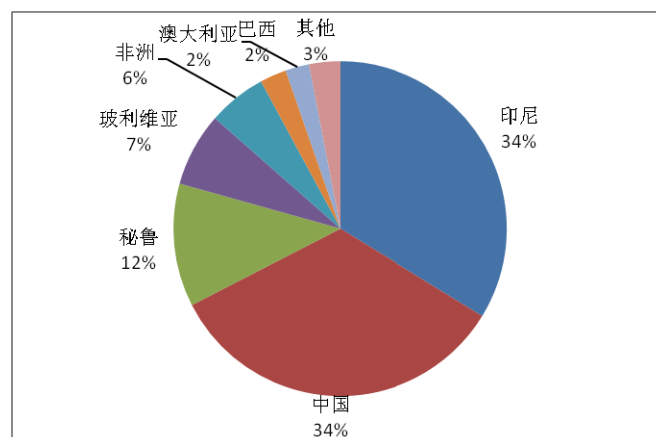
但是，自 10 月份以来，印尼并没有停止锡的出口，甚至数据表明，10 月份印尼锡的出口量增长了，主要是全球第二大的天马公司（PT Timah）一直在向客户供货。天马公司不遵守协议的态度，最终侵蚀了协议的基础，使该协议在 12 月 2 日名存实亡。当日，印尼锡协宣布，锡企将向韩国、中国等客户交付 7000 吨的锡产品。

图 54 印尼的精锡出口量居全国第一



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 55 2010 年印尼产出 9.57 万吨锡精矿，占全球的 34%



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（四）镍：产量快速增长，天平向需方倾斜

与锡形成对比，在经济缓慢复苏，特别是中国经济增长的拉动下，不锈钢的需求量逐步提升，镍金属的消费稳步增长。

在供应面上，近年来，随着镍价的走高，镍行业的供应格局发生了重大变革。在价格

走高之后，以前较少用来冶炼的红土镍矿迅速兴起，成为弥补镍金属需求缺口的关键原材料。红土镍矿的处理难度要大于硫化矿，如直接用来生产电解镍，通常采用酸浸工艺，红土镍矿也可采用电炉、矿热炉等冶炼工艺用于生产镍铁，再用于不锈钢的生产。随着，镍铁冶炼技术的升级和高镍铁的冶炼技术成熟，镍铁在不锈钢中的应用领域，也逐步从 200 系延伸至 300 系，从而进一步打开的镍铁的应用市场。

数据显示，在红土镍矿进入并主导镍矿产领域之外，红土镍矿的开采便风起云涌，大量项目迅速铺开。2012 年，瑞木等一批矿山将投产，预计 2012 年镍金属的供应量将增长 10 万吨以上。将对镍矿供应产生巨大冲击。镍价在需求增速可能回落的情况下，将进一步随镍矿供给过剩的压力。

表 4 基本金属价格展望

	铝	铜	铅	镍	锡	锌
2011Q1	2530.64	9628.63	2574.78	26927.78	29915.9	2414.37
2011Q2	2618.29	9163.37	2531.24	24191	28635.4	2270.56
2011Q3	2434.65	9022.88	2456.73	22106.33	24749.7	2253.02
10 月 10 日价	2250	7410	1996	19325	23150	1947
2011Q4E	2150	7800	2150	18600	21600	2000
2012E	2200	8400	2200	17100	22000	2100

资料来源：WIND，东北证券。

四、黄金：分歧日渐形成，长期拐点临近

随着黄金价格一步步迈向历史高位，人们对黄金价格的前景出现了分歧。简述双方的观点如下：

在看多金价的投资者看来，黄金价格仍然具有很大的潜力。主要是因为：

- 黄金价格是一种不生息资产，因此，他与生息资产之间存在竞争。在去除掉通货膨胀的影响之后，黄金价格与 TIPS 收益率所代表的实际利率呈反比关系。由于美国的货币政策仍将保持宽松，实际利率水平预计仍会在低位，因此，持有黄金所承担的代价不大，从而，提升黄金的需求。
- 在实物的消费方面，中国与印度已经成为黄金市场现货市场的最大买家，两国通胀水平都较高，投资工具又十分缺乏，黄金的保值功能将获得居民的持续认可。
- 2012 年，全球的金属风险仍处高位，欧债危机、金融体系风险依旧困扰着全球，部分国家继续宽松的货币政策，为未来更高的通货膨胀积累力量。黄金可能受益。
- 央行已经成为黄金市场上的净买主，甚至在今年第三季度总共购买了约 150 吨黄金。预计，央行的身份不会立即产生变化，特别是在发达国家债务问题悬而未决之际，新兴经济体对储备货币的信任度并不会发生根本性的变化。而中东问题又持续成为国际社会关注的焦点，从战略与安全出发，一些国家也会增持黄金。
- 全球主要储备货币国，债务高企，而又无有效的控制措施，未来很可能需要通过通胀来消化债务。同时，各国为了救助经济，创造了巨额的流动性，纸币的信用泛滥。这提升了黄金作为天然货币的价值。

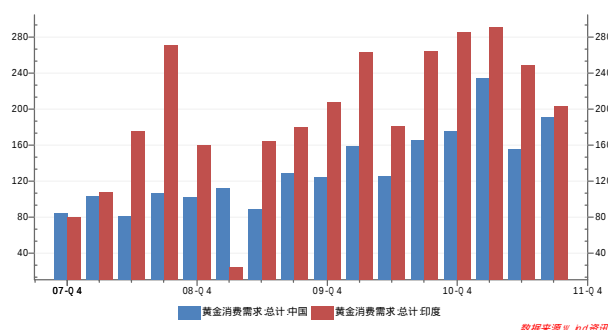
在相反的方面，黄金价格也可能就此走完 10 年的牛市：

- 黄金价格已经连续上涨 10 年，上涨了近 8 倍，巨大的涨幅意味着获利的丰厚，可能使一些投资者选择落袋为安。

- 黄金价格按通胀进行折算后，目前的价格已经接近于 80 年代初的 800 美元，在技术分析等层面来看，是一个重要的压力位。而且，80 年 800 美元的黄金价格，很难说是一个合理的价格。
- 黄金避险功能，不断弱化，近期的表现已经和风险资产相连。
- 美元非常可能步入中期反弹，对金价形成冲击。

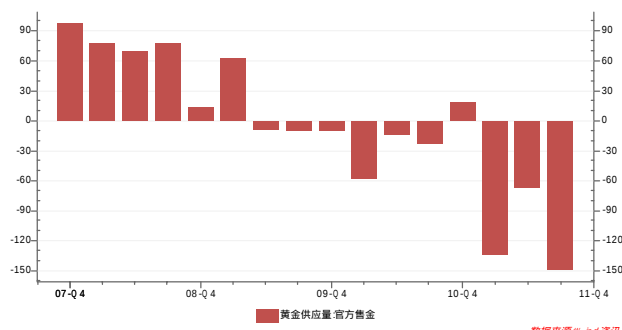
综合这些观点，我们认为在 2012 年，发达国际货币政策仍较宽松，宏观流动性和实际利率较低，金价 3 季度急挫的基础上，再度大幅回落的可能性不大，但在强势美元政策的压制之下，黄金价格要创出新高还需时日。随着，国内外投资者对黄金价格分歧的增加，金价的波动将更为频繁和剧烈。我们预计，在 2012 年，黄金价格的波动区间为 1500-1950 美元之间。如美国提前布署回收流动性，提升利率，则黄金价格可能会面临更大的回调风险。但从长期来看，我们认为黄金价格已经临近此轮上涨周期的拐点。

图 56 中国黄金需求稳步增长



资料来源：WIND，东北证券。

图 57 第三季度央行净买入黄金近 150 吨



资料来源：WIND，东北证券。

在宏观经济与政策面仍扑朔迷离的情况下，判断 2012 年金价的走势，具有很高的不确定性，但如果要让我们对比一下，在 2001 年或是 2009 年，黄金价格可能的上涨空间，和在当前价格水平下，黄金价格的上涨空间。无疑，在当前价格下再重复此前的涨幅，哪怕是 20% 的涨幅，也会面临更多的压力。如果是翻一倍，价格就已经到 3600 美元，这个价格已经接近人们预测的最高值了。也就是说，在当前价格水平下，黄金价格的获利空间已经远不如几年前。如果以此预期来投资黄金股票，我们当然没有理由继续给黄金股几年前的估值水平。

图 58 金价与 TIPS 收益率负相关



资料来源：WIND，东北证券。

五、金属新材料：十二五转型的着眼点

自金融危机爆发以来，特别是从 2010 年开始，我国就将调整经济结构，推进经济转型作为我国经济政策的核心目标之一，在这一背景下，我国出台了《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》等一系列举措，并将节能环保产业、高端装备制造产业、新能源产业、新材料产业等七大产业作为我国经济发展的新兴战略性新兴产业，力图通过财政、金融等多项举措将新兴战略性新兴产业培育成支柱和主导产业。

九月中旬，工信部在哈尔滨披露了十二五新材料规划的部分内容。根据该规划，到 2015 年，我国的新材料产业总产值将由 2010 年的 6500 亿，增加至 2 万亿元，年均增长率超过 25%。规划明确将对九大材料进行重点支持，涉及到高强轻型合金材料、稀土及稀有金属功能材料等金属新材料，包括高强铝合金及高精度铝板带，镁合金板带及压铸件、钛合金材料、稀土及稀土新材料、稀有金属材料等领域。规划指出，力争在十二五末，形成 10 家产值在 150 亿和 20 家 50 亿以上的规模化新材料企业。可以预见，在十二五期间，政府当局将加大对新材料的扶持力度，提升新材料企业的技术能力，并为其打开快速发展的大门。在这一政策背景下，相关新材料企业面临发展机遇。

表 5 有色新材料涉及领域及主要公司

领域	简介	主要公司
高强轻型合金材料	高强轻质铝合金材料 镁合金材料 钛合金材料	亚太科技、利源铝业 云海金属、 宝钛股份、西部材料
稀土及稀有金属功能材料	稀土类：磁材、发光材料、 催化材料、储氢材料。 钨钼类硬质合金、超硬难熔材料 贵金属材料 钽、铌、铍材料	包钢稀土、中科三环、宁波韵升、正海磁材、银河磁体、安泰科技、太原刚玉 厦门钨业、章源钨业、云南锗业 贵研铂业 东方钨业
先进电池材料	碳酸锂	天齐锂业、赣锋锂业、西藏矿业
高性能铜合金材料	铜合金材料	博威合金

资料来源：东北证券。

根据金属价格变化的趋势，及新材料规划的前景，我们认为，在新材料类公司投资标的的选择时可从以下几个点着手，第一，市场前景，即着眼于公司所处行业的未来发展前景。第二，企业资源，该视角着眼于挖掘公司本身所具有的资源与能力；第三，行业竞争环境，也即新材料企业所面临的外部竞争的强弱。第四，政策有无抓手，即在政策对子行业进行扶持之时，政策有着力点。根据这些选择视角，我们认为硬质合金材料及上游钨子行业，稀土子行业、钽铌子行业，高强轻型合金行业等具有较好的发展前景，这些领域中具备优势资源的企业有较大的发展空间。

（一）稀土：价格寻求均衡点

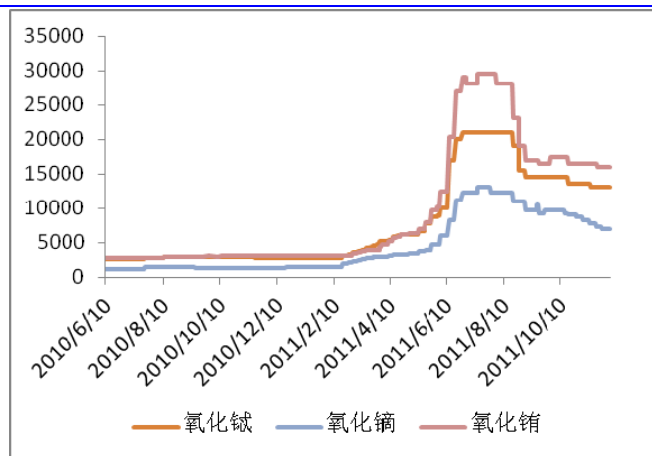
自 2010 年始，我国开展了对稀土等稀缺金属的行业专项整治行动。2011 年上半年，针对稀土行业的整合与规范发展措施深化，先是国务院专门召开常务会议，研究部署促进稀土行业持续健康发展的政策措施。此后，我国又相继出台了稀土矿石资源税调整方案、稀土矿开采总量控制指标，并在 5 月份由国务院发布了《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，大力促进行业整合，整顿行业生产秩序，推进稀土行业的大集团建设。

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，最高时，代表性稀土氧化物氧化钕等价格上涨了 4 倍左右，氧化铈、氧化钇等中重稀土价格上扬了近 8 倍。但是进入到下半年，稀土价格的暴涨给下游行业带来了极大的冲击，原来以白菜价可以拿到的原料，现在要花黄金价。价格的上扬，极大地限制了稀土在一些低端产品中的应用。与此同时，在稀土价格暴涨过程中，积极囤货的贸易商也开始逐步降低库存，这又使稀土价格在暴涨之后，又出现了暴

跌。

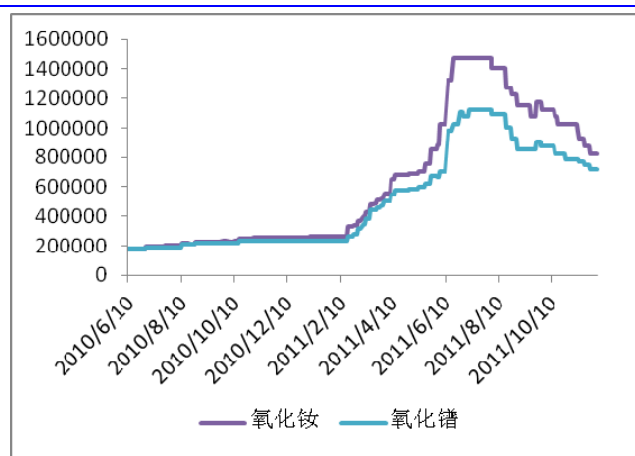
市场仍在寻找稀土价格的合理区间,在这个区间内,稀土价格既能反应资源的稀缺性,从而促进资源的合理运用,又不会损害下游稀土应用产业的生存空间,从而促进整个稀土行业的整体发展。现在我们还无法对这个合理价格做出一个定量的估计,但其价格下限无疑是确定的,那就是稀土上涨之前的水平(如果按氧化钕镨的价格进行衡量,大约在 20-30 万元/吨,目前的价格约为 60-70 万元/吨)。

图 59 中重稀土价格自高点回落幅度最大



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 60 轻稀土自高点下跌约 50%



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

确定价格的下限之后,再来看稀土行业政策。我们仍然维持稀土行业是政策关注重点的这一判断,至少有几方面的政策,仍然值得期待:

一是环保政策的强制推行,稀土行业的环境污染问题一直为人所诟病,为此国家公布了稀土行业的排放标准,并在全国范围内开展稀土行业环保的专项核查,目前,通过核查的企业还仅为 15 家。预计,稀土行业环保要求与执行力度提升,将是近两年的主导趋势。由于环保设备投资大,要求高,规模较小的企业将在环保核查当中被清理和整治。

二是大集团建设,国务院《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》要求在 1-2 年内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。内蒙古也出台了《内蒙古自治区稀土上游企业整合淘汰工作方案》,虽然遇到了不少阻力,但效果仍较显著,内蒙古自治区 23 户涉及无指令性计划企业在 8 月 31 日前停产,截至目前,14 户已经关闭,9 户正在办理相关手续。同时,中铝对广西稀土及江苏稀土冶炼企业的整合,中色集团与新威集团的联合,也表明,大集团建设正在有序推进。

三是,清理稀土矿山开采。专项整治行动以来,国土部门清理检查了稀土探矿权、采矿权,严厉打击各种违法探矿、非法开采稀土矿行为。1 至 10 月,福建累计查处稀土矿无证开采 98 起;广东累计查处稀土矿无证勘查案 1 起,无证开采 192 起,越界开采 8 起;江西赣州发现违法行为 288 起,立案 90 起;内蒙古自治区白云鄂博矿区关停和取缔 130 户小铁选厂、查处 6 起盗窃稀土资源案。江西稀土采矿权的整合也在推进。

四是增值税专用发票或将于 2012 年初推出。稀土行业增值税专用发票的推进,对理顺稀土行业的资源流动与生产经营秩序有着极高的价值。专用发票将成为稀土企业进行稀土相关业务的“准生证”,经营稀土业务的企业面临的政策约束力将强化,而违法的成本则要大幅提高。稀土矿山企业只能在配额额度内给下游企业提供原材料,而中游的冶炼企业只能从拥有配额的正规企业处获取资源。这就将打破目前,稀土配额外生产规模逼近配额额度的行业现状。

五指令性生产计划规模小幅提升，同时计划约束力增强。我们预计，指令性计划的增长幅度大约年均增长 5-10%。同时，在稀土增值税专用发票和政府严控稀土生产的帮助之下，稀土生产配额约束力的提升将是必然趋势，对于控制整个市场的供应，保障大企业的市场影响力有着积极的作用。

在稀土的需求方面，随着稀土价格的上涨，稀土的下游需求的确将受到冲击，特别是一些下游应用领域竞争激烈的，与替代品相比性价比不占优势的低端产品将被取代，例如应用于风机和中小型变频空调中的磁性材料。而稀土在抛光粉、高性能钕铁硼、储氢合金、荧光粉等领域面临的冲击较小。在价格水平已经走高的情况下，世界稀土需求的增速将有所放缓。但我们对稀土需求增长的前景仍较乐观。

综合来看，当前稀土价格的暴跌的主导因素是贸易商大量抛售前期存货，其背后的逻辑是在稀土增值税专用发票等政策继续推进的背景下，对专营体制外稀土生产与供应前景的担忧，这更说明了，未来专营体制外稀土生产与供应将日渐萎缩。而专营体制内正规生产企业的运营将受到环保、指令性计划、专用发票等重重约束，超产的可能性降低，企业的数量在环保与大集团政策的推动下将逐步减少，而产能也将不断向大型的企业集团集中。从而形成对稀土价格具有稳定作用的长效机制。我们对于长效机制的形成更为推崇。我们预计稀土增值税专用发票政策的推出，可能成为稀土价格的拐点，此后，稀土价格将趋向于稳定。

（二）钨与硬质合金：再造稀土

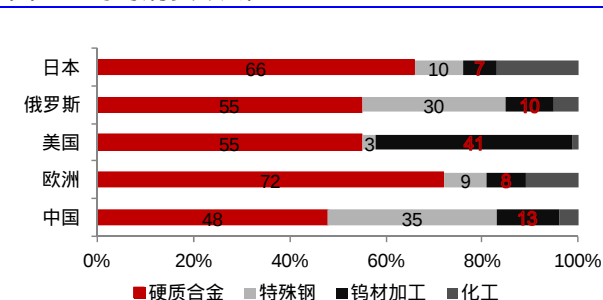
钨是我国具有战略优势的资源品种，行业竞争格局良好，市场集中度高，国内话语权高，而以厦门钨业为代表的一系列企业的技术水平也在不断进步，更重要的是国内外行业需求的对比显示，我国钨及硬质合金业仍有非常大的产品升级空间。

表 6 钨、稀土都是我国的优势战略资源，行业结构非常相似

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%。	81%	62.10%
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%	59%
锑	湖南有色第一约 35%，辰州矿业第二	87.30%	46.60%
锆	云南锆业 40%，驰宏锌锆约 20%，另有通力锆业，韵光冶炼厂，南京中锆等	71%	41%

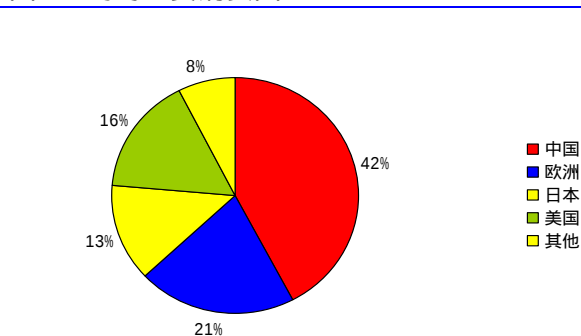
资料来源：东北证券。

图 61 钨的消费领域



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 62 钨的主要消费国



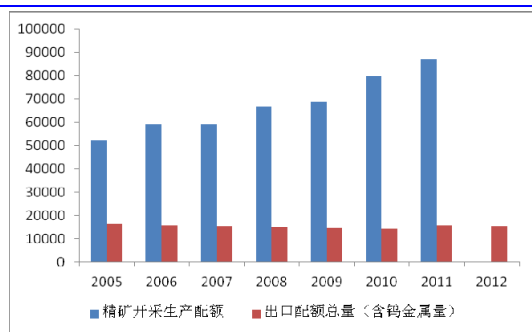
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

首先，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。

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。

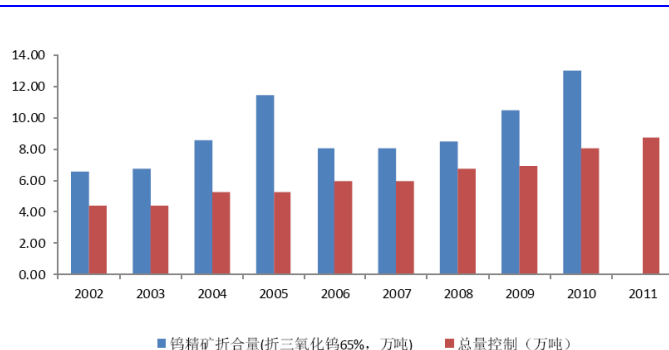
再次，钨主要用于制造硬质合金、合金钢等，但我国产业结构的升级，特别是高端制造业的发展，在劳动力成本提高及加工产品精度与质量提高的推动下，制造业的机械化和数控化程度提升，将推动硬质合金需求的增长，也将给钨带来需求的增长及结构的转换。

图 63 钨的生产配额稳步增长，出口配额持平



资料来源：WIND，东北证券。

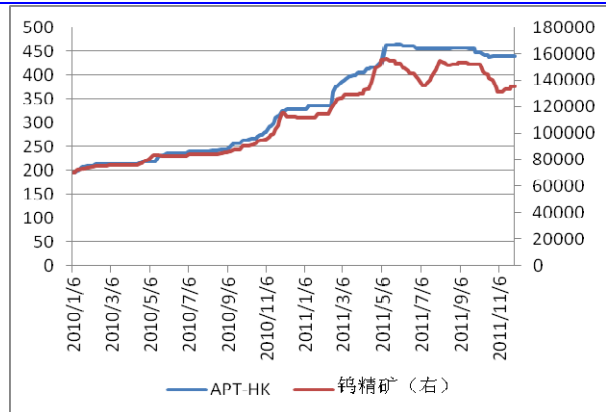
图 64 钨超配额生产严重



资料来源：WIND，东北证券。

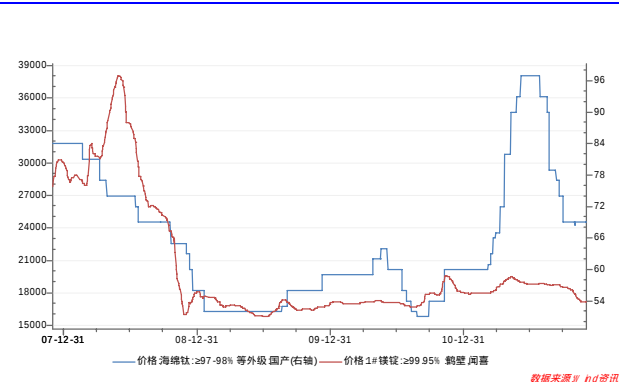
最后，国家政策对钨行业也相当的重视，钨也是最早被列为保护性开采的几种金属之一，受到政策的持续关注。但是，和稀土一样，近年来，钨的超配额生产也较为严重，在政策对稀土实行强力的整顿后，钨行业生产秩序的整顿也可能是政策的下一个着眼点。

图 65 钨精矿价格稳步攀升



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

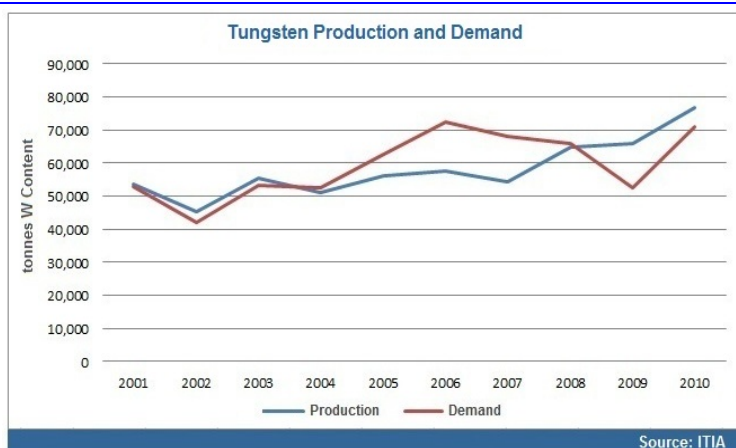
图 66 镁钛价格略有下滑



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

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 的价格上涨了约 30%。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 67 世界钨需求稳步增长



资料来源：ITIA，东北证券。

可见，从国家政策、资源稀缺性及供给结构等特征出发，钨具有接过稀土的接力棒的潜质。

（三）钛、铝：高强轻型合金材料齐飞天

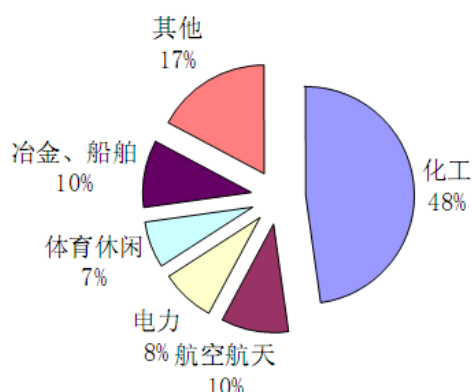
钛因具有密度小、比强度高、导热系数低、耐高温低温性能好、耐腐蚀能力强等突出的特点，最早被应用于航空航天等高科技领域，现在其应用领域已逐渐向化工、石油、电力、海水淡化、建筑、日常生活用具等行业扩展，并已成为工程技术及高科技领域中的关键材料及支撑性材料，被誉为“海洋金属”、“太空金属”、“生物金属”和“战略金属”。

目前，世界上能进行钛工业生产的只有美国、俄罗斯、日本、中国和欧洲的少数国家。随着钛加工材应用领域的拓宽和现有领域应用量的增加，全球钛行业呈现出快速发展的趋势。据统计，全世界海绵钛的生产能力约 20 万吨，钛铸锭的熔炼能力约为 22 万吨，钛加工材的生产能力约为 25 万吨。2008 年全球钛加工材产量为 117,884 吨，比 2001 年的 62,558 吨增长了 88.44%，平均年增长率为 11.05%。

钛产品的消费也主要集中于美国、俄罗斯、欧洲、中国和日本，其中，美国和欧洲的消费占比较高，分别为 36%和 26%，中国的消费量比例为 17%。美国、欧洲和俄罗斯 50% 以上的钛材需求集中在航空、航天领域，这源于这些国家都有优秀的航空航天工业，都能自主生产飞机，特别是商业飞机，而航天和飞机需要大量的钛材（空中客车、波音等生产的客机目前每架用钛量高达 100-140 吨）。随着世界航空航天事业的推进，特别是商业航空领域需求量的快速增长，预计到 2013 年全球钛材需求大约 13.7 万吨，2015 年则为 15.0 万吨。

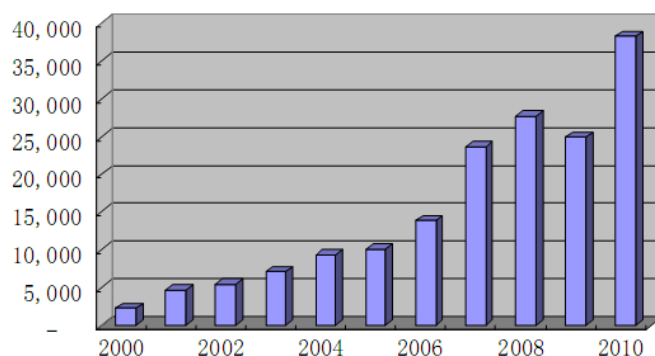
在国内，据统计，2010 年中国实现钛加工材产量 38,323 吨，比 2000 年的 2,233 吨增长了 1616.21%，平均年增长率为 146.93%。中国钛制品的销售量也达到创纪录的 35,636 吨，特别是化工用钛量已近 2 万吨，成为中国用钛的绝对第一大领域。未来随着，中国政府正在努力推进国产大飞机项目、登月计划和第四代战机等，航空用大型棒材和锻件等钛材会大幅度上升。特别是按计划，2014 年，我国的大型商用飞机 C919 将实现首飞，相关的钛材公司在 2012 年将进入到关键的技术攻关时期，技术的突破很可能实现。据预测，我国钛的需求在近期（三年内）将快速增加，上升幅度将在 30%左右，在中期（4~10 年内）将温和上涨（10%以上），对于远期来说，前景看好。据目前钛材的发展现状，预测 2015 年钛材的需求量将达到 6 万吨左右。

图 68 2009 年度我国钛材主要用于化工、航天等



资料来源：公司公告，东北证券。

图 69 中国钛加工材历年产量持续快速增长



资料来源：公司公告，东北证券。

同时，高强铝合金材料，作为可大量使用的基础原材料，在汽车、轨道交通和高铁、航空航天等领域具有较高的需求前景，同时国内企业也有较多的技术积累，行业中具有技术优势的企业，可能会在技术上率先实现突破并成功地实现产业化。

此外，钽铌，除在电子消费品中大量使用之外，也大量应用于航天军工等领域。虽然钽铌是一个小行业，但其全球竞争格局已成寡头竞争之势，企业数量与规模分布能使核心企业获益，同时，在这一领域我国企业也具有了较强的技术实力，而钽铌等新材料的开发，将推动超导、电子信息材料的技术进步，航天军工、电子消费品及超导领域的未来增长稳定，市场需求的增长空间较大。

六、节能环保：政策驱动经营模式升级

自改革开放以来，我国传统的三高一低的经济增长模式，推动了经济的增长，但增长的极限逐步显现，自然资源枯竭、生态环境恶化。高能耗、高污染、高投入的经济模式已经不可持续。节能环保产业，特别是循环利用业，响应了经济转型时代的号召，以降低能耗，防范污染为己任，塑造可持续性增长。在经济转型过程中，节能环保产业也被着重列入 7 大战略性新兴产业加以重点扶持。

循环利用业，是节能环保行业的典型代表。循环利用行业，以经济运行中产生的废弃物为原料经过循环利用、再生为可使用资源的行业，它以“减量化、再利用、再循环”为原则，推动社会废弃资源的再利用，降低对自然资源与能源的消耗，改善人类面临的废弃大量积累所引发的环境污染问题。

循环利用业受到政策的持续支持。在意识到循环经济对于资源与环境的重大意义之后，我国先后出台了大量的支持循环利用业发展的政策，并且在 2009 年出台了《中华人民共和国循环经济促进法》，为循环经济的发展奠定了基础，在此基础上，我国先后发布了《废弃电器电子产品回收处理管理条例》、《再生资源回收管理办法》等一系列规章制度，并出台了大量的鼓励循环利用业发展的优惠政策，如今年 11 月 30 日刚出台的《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》增加对部分资源综合利用产品及劳务适用增值税优惠政策。其中对以废旧电池、废感光材料、废彩色显影液、废催化剂、废灯泡(管)、电解废弃物、电镀废弃物、废线路板、树脂废弃物、烟尘灰、湿法泥、熔炼渣、河底淤泥、废旧电机、报废汽车为原料生产的金、银、钯、铈、铜、铅、汞、锡、铋、碲、铟、硒、铂族金属等有色金属系列资源综合利用产品，实行增值税即征即退 50% 的政策（生产原料中上述资源的比重不低于 90%）。

循环利用业将是政府着力推进的重点新兴产业领域之一，他独特的经营模式对整个社会都有价值，循环利用业的发展壮大，有助于解决我国资源供应紧张、对外依赖程度高；能源消耗多，环境污染重的问题。因此，未来，政策的持续关注将是必然。未来重点的政策领域还包括，重金属再生利用业的整顿与政策如再生铅企业的准入条件；理顺电子废弃物回收循环利用的政策支持机制，如电子废弃物补贴基金的运行规范；稀贵金属回收利用的政策支持等。

循环利用业，面临经营方式的重大改变。我国的循环利用业，基本上是自发形成的，在发展的初期，都是以个体或小作坊的形式进行废弃资源的回收和处理，这种经营方式，不但对废弃物资源的利用程度不高，也会造成极大的环境污染，是一种不可持续、完全达不到循环经济原则标准的经营模式。这种经营模式并不符合循环利用业的内在特征。在国家相关政策的驱动之下，循环利用业的经营模式正在发生着变革，传统的个人或作坊式经营模式，正在让位给规模化、机械化、无害化、现代化的循环经济生产模式。例如，家电以旧换新政策，就保障了规范的电子废弃物企业的原料来源，推动了电子废弃物回收与处理经营方式的变革。我们预计，随着国家更多循环利用政策的出台，我国循环利用业企业的经营模式必然进一步迈向现代化，在这一发展过程当中，环境治理好，管理水平高，大规模运作的生产企业将从行业中脱颖而出。

表 7 我国循环经济试点企业中的资源再生企业

领域	第 1 批	第 2 批
再生资源回收体系建设	中兴再生资源、石家庄物资回收、吉林再生资源市场、汨罗再生资源市场、清远再生资源市场、深圳报业	\
废旧金属再生利用	天津大通铜业、上海新格、 豫光金铅集团 、江苏春兴合金集团、深圳东江环保、广东新会双水拆船钢铁	宁波金田铜业、山东金升有色、 厦门钨业股份
废旧家电回收利用	浙江省、青岛市、广东贵屿镇	\
再制造	济南复强动力、北京金运通轮胎翻修	\
再生资源加工利用基地	\	天津子牙工业区、河南大周镇、沈阳再生资源基地、吴江再生资源、江苏再生资源投资、界首田营等
废电子、废轮胎、废电池回收利用	\	深圳格林美 、伟翔环保（上海）、青岛天盾橡胶、湖北金洋冶金
包装回收利用	\	盈创再生资源、绵阳长鑫新材料

资料来源：发改委，东北证券。

七、投资策略

综上，我们认为目前的国内外经济仍极为微妙：经济增速下滑渐成定局，经济衰退风险增加；但通胀与政府债务对救市政策的出台形成掣肘；在民主制度下，政府领导力的缺失，也影响了救助政策的出台与执行。在此背景下，国内外经济风险盛行：欧债危机阴魂不散，欧洲银行金融体系资产受到侵蚀；政策分歧加大，经济政策的出台更加曲折，低效；中国经济硬着陆风险增加。

在微妙的宏观背景之下，有色金属的需求前景并不乐观。在铜等金属的投机性补库宾，需求前景趋淡，铝锌则受成本支撑。黄金在 2012 年仍有机会，但已经临近中长期拐点。

经济结构调整与经济转型政策给了金属新材料及与新兴战略产业一次发展机遇。在经济转型背景之下，我国政府当局主要的投资方向与政策导向将是那些，即符合转型所向，又能为经济增长作出贡献的行业，例如，加大对航天军工的投资，推行节能环保政策，支持循环利用业发展等。

根据上述对于宏观经济形势及有色金属行业需求与价格的展望，我们给予有色金属行业“同步大市”评级，至于投资思路，可从以下几个方面着手：

- 第一， 布局新材料行业，在政策重点支持，市场需求稳步扩张，技术进步与产品升级的推动之下，新材料子行业将成为投资者关注的重点方向之一。在新材料子行业当中，我们关注未来市场需求增长前景较好的，行业竞争格局有利于在位企业发展的，拥有核心资源优势的新材料公司，这些公司主要分布于稀土材料、钨及硬质合金领域、钽铌材料领域，重点公司包括包钢稀土、厦门钨业、东方钽业等。
- 第二， 关注高强轻型合金材料及合金新材料公司，领域有：一是在经济下滑过程中需求较为稳定的，以消费品为主要下游产品的，产品具备升级法力及良好应用远景的公司，如利源铝业。二是，估值较低，具有技术优势，产品线具备扩张能力的公司，如博威合金。三是能从国家推进航空航天军工事业，大型商业飞机专项中受益的钛材公司，如宝钛股份。
- 第三， 节能环保产业将是我国经济政策的一大发展方向，有色资源循环利用将得到政策的更多倾斜，因此可关注能从环保政策不断提高、循环经济政策支持，行业准入门槛提升与行业经营模式变更中受益的一些领域，如有色资源循环利用企业和再生铅冶炼行业，代表性公司有格林美和豫光金铅。
- 第四， 把握铜、铝等基本金属的阶段性投资机会，特别是要捕抓到金融风险警报解除、国内货币政策刺激的投资机会。可供选择的标的有铜陵有色。

表 8 主要上市公司估值简表

代码	简称	最新 价格(元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			TTM	2011	2012	TTM	2011	2012	
000960.SZ	锡业股份	20.81	0.70	0.85	1.12	29.84	24.41	18.63	5.60
600111.SH	包钢稀土	42.89	2.70	3.46	3.86	15.86	12.39	11.11	4.37
000630.SZ	铜陵有色	18.80	0.94	1.13	1.26	19.98	16.64	14.92	6.92
002340.SZ	格林美	24.53	0.46	0.49	0.77	52.88	50.06	31.86	4.67
601137.SH	博威合金	19.01	0.63	0.68	0.88	30.35	27.96	21.60	8.41
000962.SZ	东方钽业	17.79	0.55	0.55	0.57	32.59	32.35	31.21	5.31
600549.SH	厦门钨业	35.95	1.38	1.31	1.49	26.04	27.44	24.13	4.87
600531.SH	豫光金铅	18.56	0.76	0.72	0.90	24.47	25.78	20.62	6.49
002501.SZ	利源铝业	20.52	0.75	0.82	1.17	27.42	25.02	17.54	6.56
600456.SH	宝钛股份	24.04	0.11	0.17	0.50	217.75	138.48	48.52	8.44

资料来源：WIND，东北证券。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。