

有色金属行业

行业研究报告

评级：中性（维持）

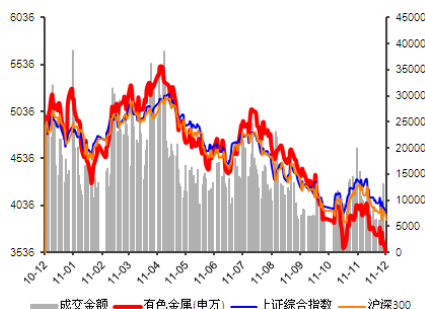
货币供给、经济增长与资源品稀缺度

——有色金属行业 2012 年投资策略

重点推荐公司

公司名称	投资评级
中科三环 (000970.SZ)	买入
银河磁体 (300127.SZ)	买入
博威合金 (601137.SH)	买入
云南锗业 (002428.SZ)	买入
贵研铂业 (600459.SH)	买入
亚太科技 (002540.SZ)	买入
南山铝业 (600219.SH)	增持
锡业股份 (000960.SZ)	增持
铜陵有色 (000630.SZ)	增持
江西铜业 (600362.SH)	增持

行业相对股价表现



相关研究

《静待金融属性风险释放 布局三类投资机会》

有色金属行业研究小组
S0120511030001

联系人

蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

孔祥鹏

8621-68761616-8591

kongxp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心

26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

报告摘要:

逻辑框架: 需求和流动性的变化共同决定了金属价格变动的方向和强度，而流动性本身也能反映需求的变动。我们着重从流动性角度分析推断其对金属价格的影响，对全球流动性的判断主要依据美国经济和政策变化的前后关系。

基本金属: 由于内生增长动力缺乏，美国经济增长路径基本取决于货币政策。根据 QE1 对经济的推动持续时间，考虑 QE2 的影响，明年上半年美国经济增长仍将保持温和复苏，但下半年由于流动性供给不足或将出现经济增长的放缓，加之通胀水平的回落，将为新的**量化宽松政策**推出提供条件。由于金属价格取决于经济增长和流动性，而美国经济增长依靠流动性的注入，所以金属价格取决于美国流动性的变化，流动性变化路径判断为今年年底至明年年初达到高点并开始缓慢下滑，2-3 个季度后美联储或推出 QE3，流动性开始上行。在新的量化宽松政策推出之前，受欧洲债务危机、美元指数变动等扰动因素的影响，金属价格将保持平衡或弱势震荡，推出之后，金属价格将出现**系统性上涨**机遇。我们认为明年 2-3 季度后出现这一局面的可能性较大。

黄金: 维持长期金价乐观判断。决定黄金价格走势的因素一是流动性充裕程度和通胀预期；二是资金避险需求。当经济处于**较快增长与较低通胀**并行时，黄金即失去了抗通胀和避险功能。目前美国经济依靠货币政策刺激，未来不会进入经济较快增长加较低通胀的环境，从这个角度看，**黄金价格具备长期持续的上涨动力**。风险在于短期流动性不足、欧债危机危机及其影响的美元指数的快速上涨。

稀土与小金属: 稀土供给增加的影响中短期仍将持续，对稀土价格中短期保持**谨慎**态度。随着下游需求和中游冶炼加工产能扩张，中长期稀土需求无虞。钕铁硼行业将向产品附加值高的高性能钕铁硼转移，具有更强研究能力以及更大规模优势的企业有望脱颖而出，**粘接钕铁硼**需求更具刚性。另一方面，随着稀土价格的强势回调，下游收到抑制的需求将会再次打开，从而一定程度上形成对磁性材料企业的利好。

投资策略: 1、维持行业整体“中性”评级。2、**系统性机会:** 美国再次出台量化宽松政策等新的流动性注入事件或将刺激行业出现系统性机会，铜、锡等金属价格有望表现优异，对应投资标的主要是江西铜业、铜陵有色和锡业股份。3、**下游深加工板块:** 我们推荐盈利能力尚未充分发挥、估值（市净率）偏低的亚太科技和博威合金。4、**新材料:** 推荐科研能力强的钕铁硼行业龙头中科三环和粘接磁体器件生产厂家银河磁体以及具有资源优势、全产业链的云南锗业。

目录

1、报告逻辑框架.....	3
2、金属价格路径判断：货币供给和经济增长的关系.....	3
流动性与经济增长.....	3
流动性路径判断.....	4
货币政策决定美国经济增长和流动性状况.....	4
美国实体经济难以提振倒逼量化宽松政策延续.....	6
流动性判断结论.....	9
流动性与金属价格.....	9
结论.....	10
3、金属价格的分化：流动性偏好稀缺品.....	10
基本金属稀缺性比较.....	10
铜.....	10
锡.....	12
铝.....	14
锌.....	16
铅.....	17
基本金属价格路径判断.....	18
黄金.....	18
4、稀土、小金属与新材料.....	19
稀土价格向价值回归，下游应用将再次打开.....	19
锆产能受限，长期前景看好.....	22
5、投资逻辑与策略.....	23

1、报告逻辑框架

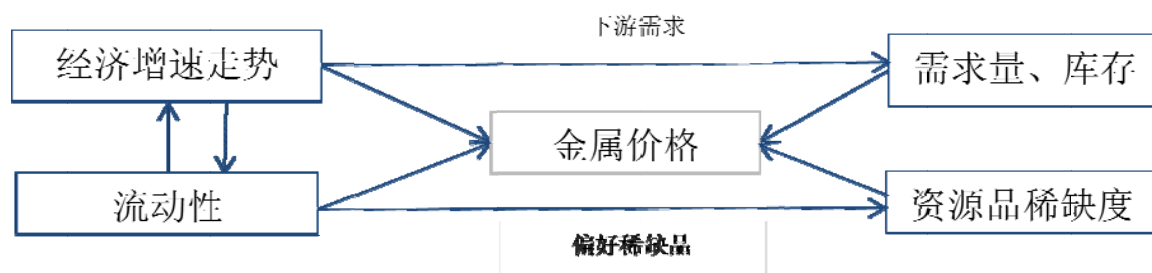
本篇报告的逻辑框架为：

需求和流动性的变化共同决定了金属价格变动的方向和强度，而用 M1 衡量的流动性本身反映了需求的变动。

不同金属的供需关系有所分化，库存、产量和需求情况也不尽相同。

流动性偏好资源的稀缺品种，在实体经济需求向上时，充裕流动性对金属价格上涨起到推波助澜的作用，而在经济需求预期较弱或者避险情绪蔓延时流动性出逃则加剧了金属价格的下跌幅度。

我们着重从流动性角度分析推断其对金属价格的影响。



我们对全球流动性的判断主要依据美国经济和政策变化的前后关系。

2、金属价格路径判断：货币供给和经济增长的关系

流动性与经济增长

货币流动性与经济增长的关系扑朔迷离，二者具备强烈的因果关系，趋势方向相对一致但步调并不统一。

我国央行对货币供应量指标分成的三个层次分别为：一是流通中现金 M0，即在银行体系外流通的现金；二是狭义货币供应量 M1，即 M0 加上企事业单位活期存款；三是广义货币供应量 M2，即 M1 加上企事业单位定期存款、居民储蓄存款和其他存款。

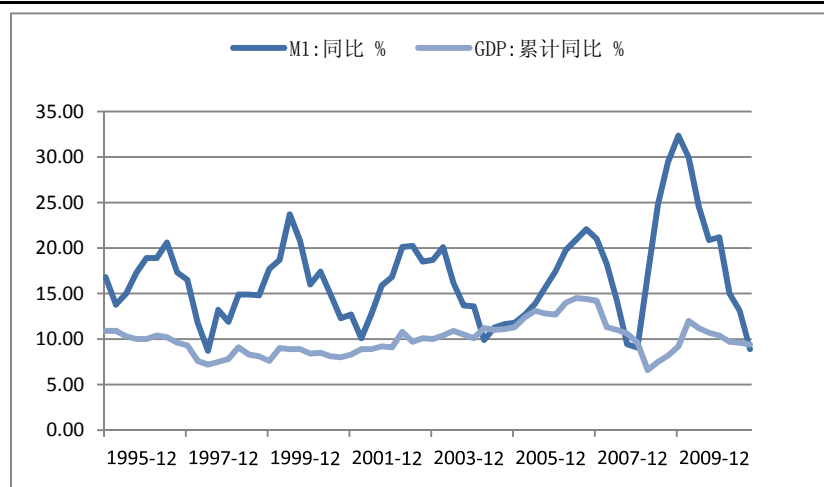
由于 M1 的构成为现金加活期存款，我们一般用该指标代表经济的活跃程度。我们认为 M1 和经济增长的关系可以解释为：如果企业预期经济回暖，即预期将增加原材料的采购和各项其他支出，则会把定期存款或其它货币形式等转化为活期存款或现金，导致当月 M1 增速的提高，这个角度可以解释 M1 是经济增长的先行指标。

同样这也可以解释股票指数（股指也领先于经济）与 M1 的大体同步一致性。同时我们也需看到，M1 和经济增长步调并不统一，一方面可能是在经济出现拐点时，企业预期出现差错造成 M1 和经济增速趋势背离，另一方面 M1 可能受到非常规扰动因素的影响。

M2 很大程度上取决于信贷数量增长，当银行的信用额度供给增加时，企业微观层面的流动性增加，将有更大的冲动将其他存款形式转化为活期存款或现金，从而间接地影响了 M1 的增长，这也解释了 M2 和 M1 的走势大

体是一致的。

图 1 M1 与经济增速



资料来源:wind, 德邦研究

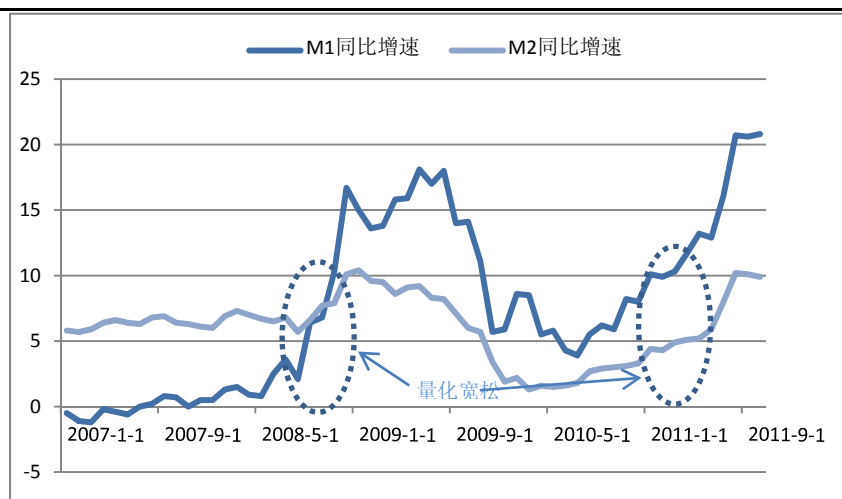
虽然国外对 M1、M2 的口径规定不一，但均代表了狭义货币供给和广义货币供给的概念，越是狭义的货币供应其流动性越强，即 M1 的流动性强于 M2。对经济走势和其他指标的参考意义大体一致。

流动性路径判断

货币政策决定美国经济增长和流动性状况

由于美国经济本身动力不足，所以金融危机之后政府的货币政策决定了 M1 的表现。观察美国 07 年至今的货币供应增速情况，07 年美国爆发次贷危机，至 08 年三季度雷曼兄弟倒闭引致巨大偿付和流动性风险，美联储于 08 年底推出量化宽松政策为市场注入巨大流动性，随即 M1、M2 增速大幅抬升。但随着第一次量化宽松政策的结束，货币供给量增速再次大幅下滑，去年下半年再次启动二次量化宽松政策，M1、M2 增速再次抬升。

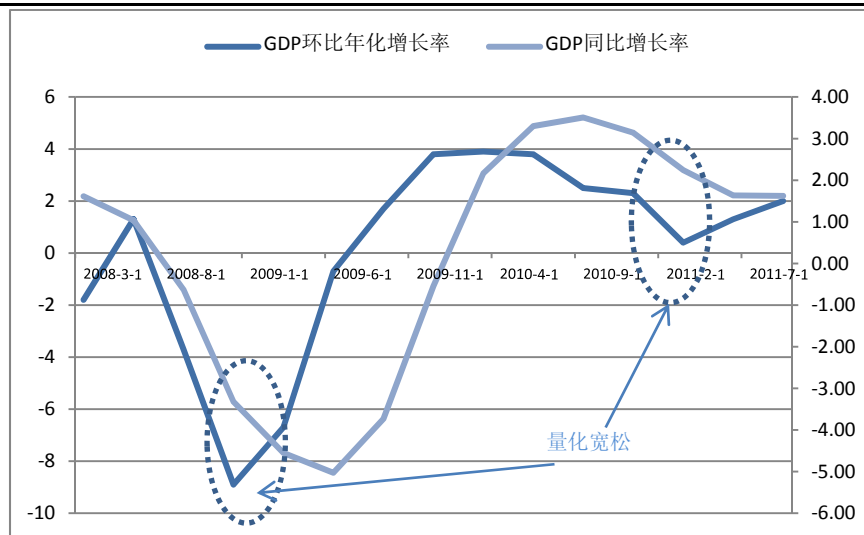
图 2 美国 M1/M2 同比增速



资料来源:bloomberg, 德邦研究

与此同时，09年美国GDP增速随着货币刺激政策的实施逐渐恢复，经济增长明显，GDP环比年化增长率和同比增长率均大幅上升。去年下半年增长开始环比下滑，二次量化宽松实施后，效果慢慢体现。

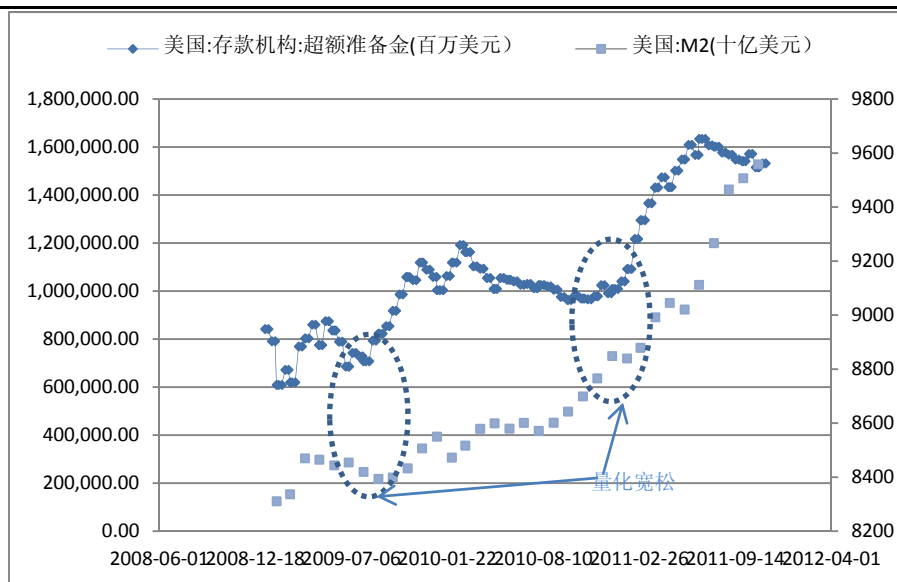
图3 美国GDP增长水平



资料来源:bloomberg, 德邦研究

但二次量化宽松政策效果逊于第一次，观察美国存款机构超额准备金增长情况，随着美联储注资行动的进行，超额准备金大幅上升，第二次量化宽松后增长更为明显。

图4 美国银行超额准备金/M2

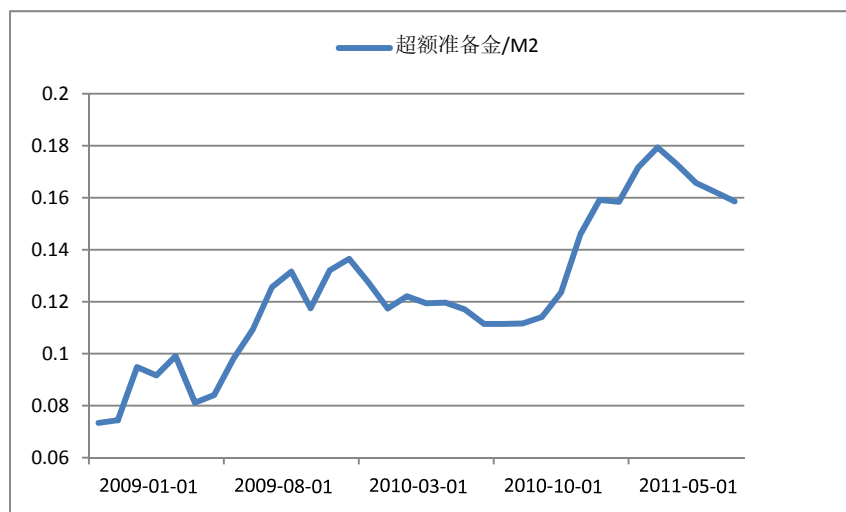


资料来源:bloomberg, 德邦研究

我们对比存款机构超额准备金与M2的比例，09年初约为0.07，中间经历两次量化宽松政策一路上涨到目前近1.16，第一次量化宽松政策起见比例分布在0.07-0.13区间，平均大概为0.09-0.11；第二次量化宽松政策到目前其比例分布在0.11-0.17区间，平均大概为0.14-0.15，我们认为这表明美联储的注资中流入信贷等市场的比例在减小，量化宽松政策的边际

效用逐渐减弱。

图 5 美国银行超额准备金/M2 比例



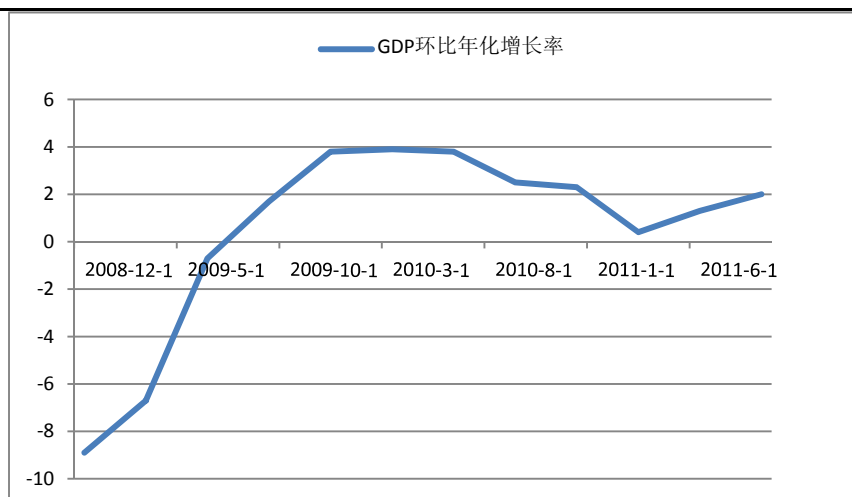
资料来源:bloomberg, 德邦研究

同样，由于注入的流动性释放至信贷和其他市场的边际比例在减小，其对经济的刺激作用也在减弱，二次量化宽松政策对金属价格的影响也较第一次偏弱。

美国实体经济难以提振倒逼量化宽松政策延续

每一次量化宽松政策均能促进市场流动性和实体经济复苏，但量化宽松政策结束之后经济又将陷于疲弱，二次量化宽松政策结束后，经济暂时惯性获得些许动力，但中期缺乏新的刺激因素，实体经济难以提振。

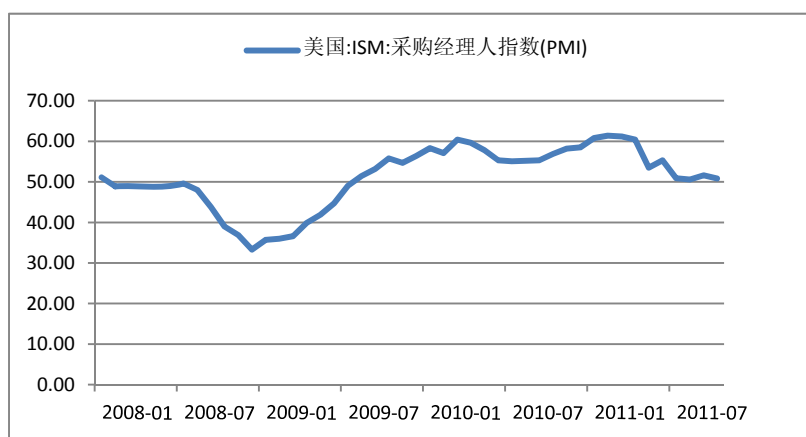
图 6 美国 GDP 环比年化增长率



资料来源:bloomberg, 德邦研究

PMI 先行指标也预示未来美国经济的前景不容乐观。

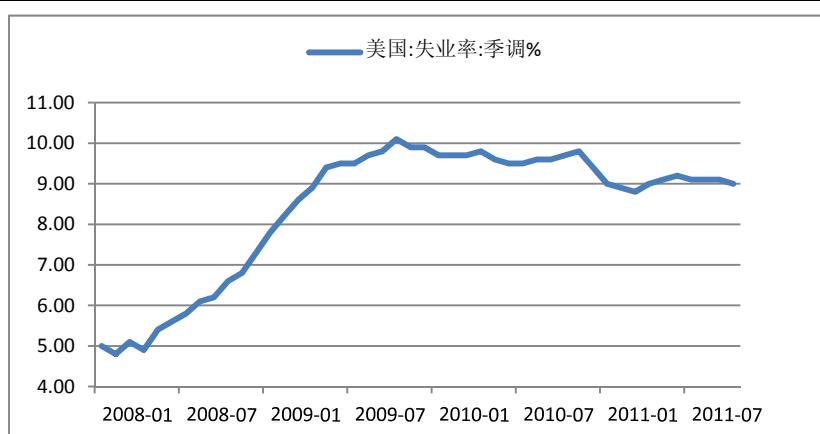
图 7 美国 ISM 采购经理人指数



资料来源:wind, 德邦研究

美国经济三分之二由消费组成，而失业率居高不下，对消费增长形成最大的制约，从近期的就业市场数据来看，失业率在缓慢下降，但仍位于高位。

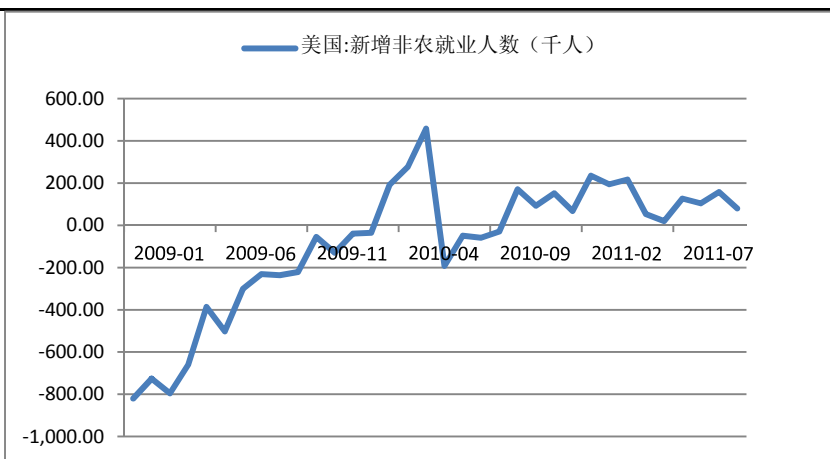
图 8 美国失业率



资料来源:bloomberg, 德邦研究

新增非农就业人数去年中期起一直位于 0-200 的区间震荡,没有太大起色。

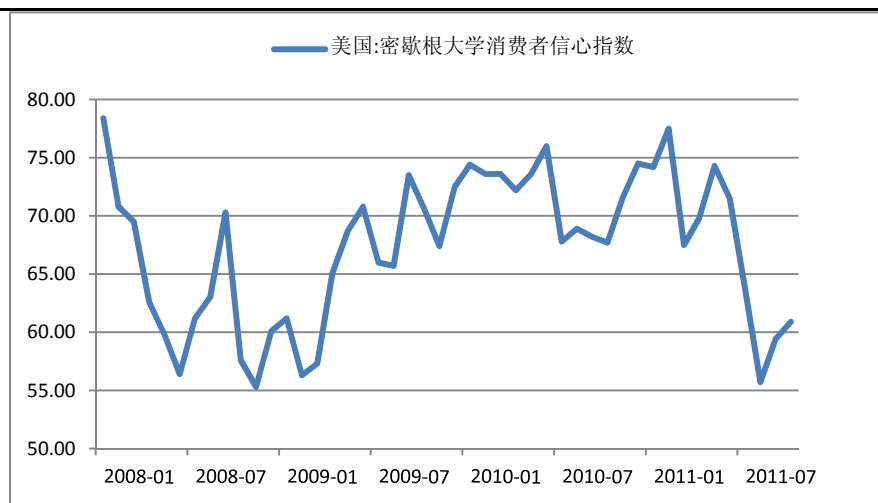
图 9 美国新增非农就业人数



资料来源:bloomberg, 德邦研究

与就业市场相对应，消费者信心不振。

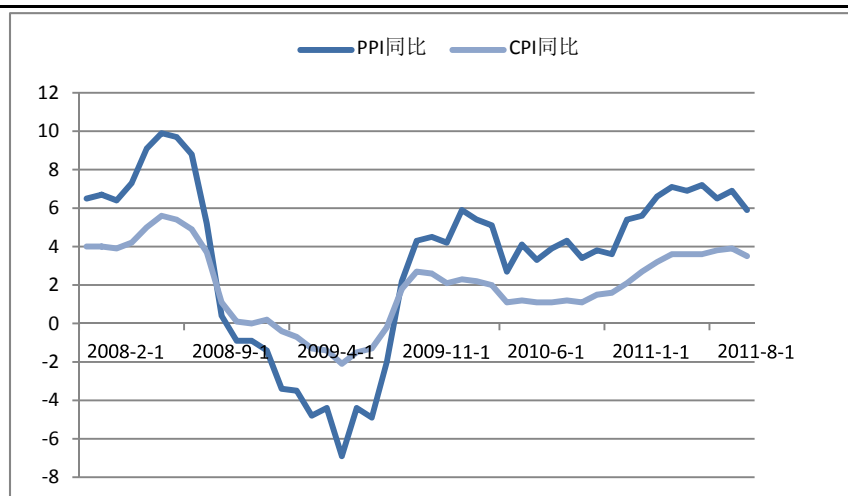
图 10 密歇根大学消费者信心指数



资料来源:bloomberg, 德邦研究

从通胀指标来看，由于大宗商品价格下跌，目前 PPI 环比开始下滑，CPI 经过了 9 月底的 3.9% 之后开始下滑，目前的通胀指标总体居于较高位置。

图 11 美国通胀指标



资料来源:wind, 德邦研究

但通胀预期开始下滑，一方面国际大宗商品价格的下跌带动的 PPI 下降预示着 CPI 压力减轻，另一方面美国经济缺乏新的刺激因素，消费者信心不足，也使得通胀预期有所减弱。

图 12 美国通胀预期减弱



资料来源:bloomberg, 德邦研究

概括美国实体经济和通胀的情况，由于美国就业市场长期疲弱，消费市场难以提振，虽然 QE2 对经济的刺激动力或将维持一段时间，但长期经济增长仍需货币流动性的注入刺激，虽然目前的通胀水平对新的量化宽松货币政策的推出形成一定制约，但未来通胀下行，从而为新的量化宽松政策推出做好铺垫。

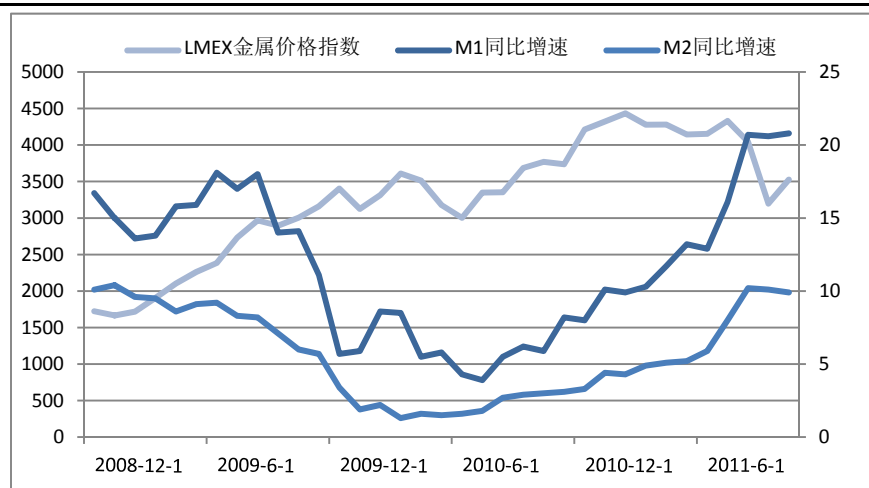
流动性判断结论

观察 QE1 对 M1、M2 增速的影响时间，08 年底 M1、M2 增速开始环比上升，至 09 年 6-8 月份达至高点，随后开始下滑，到 10 年 11 月份推出 QE2，QE2 规模比第一次小，但持续至今年 6 月份，据此我们对流动性的路径判断为今年年底至明年年初达到高点并开始缓慢下滑，2-3 个季度后美联储或推出 QE3，流动性开始上行。

流动性与金属价格

从金属价格和流动性的对比来看，二者走势契合度较高。

图 13 美国 M1/M2 同比增速与 LME 金属价格指数



资料来源:wind, 德邦研究

其中的逻辑在于，金属价格取决于两点因素，一为实体经济中用于消费形成的需求增长水平；二为市场剩余资金的各类投资需求。而这两点因素都能够反映于流动性的变化之中。大部分时间，二者是一致的，但在预期发生改变时，或者实体经济良好但金融市场出现扰动因素时可能出现不一致的情形。

结论

（1）新的量化宽松政策：

金融危机以来美国经济增长路径基本取决于货币政策，其内生增长动力缺乏。而未来由于缺乏新的货币流动性供给，经济增长动力堪忧，QE1对经济的推动持续时间一年多，我们以此类推 QE2 对经济的推动或将持续至明年下半年以后，按此逻辑，明年上半年美国经济增长仍将保持温和复苏，但明年下半年由于流动性供给不足或将出现经济增长的放缓，加之通胀水平的回落，将为新的量化宽松政策推出提供条件。

（2）金属价格路径：

金属价格取决于经济增长和流动性，而美国经济增长依靠流动性的注入，所以金属价格取决于美国流动性的变化，流动性变化路径判断为今年年底至明年年初达到高点并开始缓慢下滑，2-3 个季度后美联储或推出 QE3，流动性开始上行。

在新的量化宽松政策推出之前，金属价格将保持平衡或弱势震荡（取决于欧洲债务危机深化程度），推出之后，金属价格将出现系统性上涨机遇。我们认为明年 2-3 季度后出现这一局面的可能性较大。

3、金属价格的分化：流动性偏好稀缺品

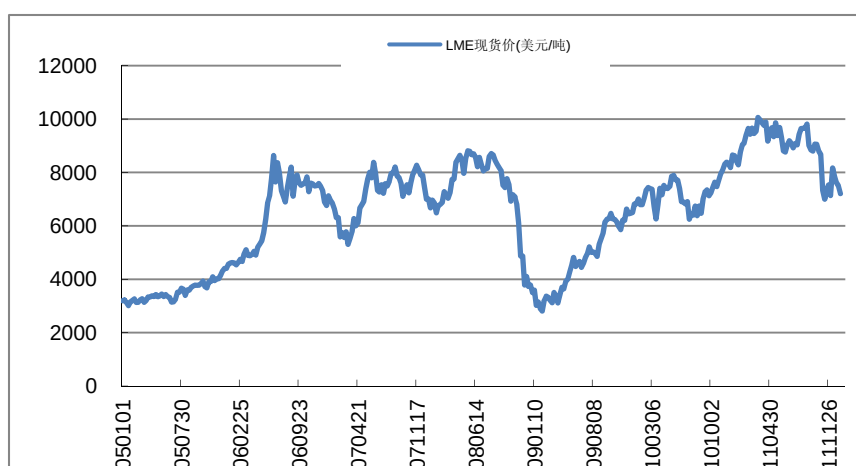
基本金属稀缺性比较

总体而言基本金属供需关系相对稳定，突发事件或政策变化在一定程度上影响供需但较难出现逆转，影响其供需关系的根本因素仍是产能与需求的相对量。在铜铝铅锌锡中，根据它们目前产能和需求的对比状况，我们将铜和锡划归为稀缺品种，而将铝、铅、锌划归为非稀缺品种。

铜

导致铜稀缺的因素主要是铜矿品位长期持续下降、大型矿山持续开采产量增长缓慢、金融危机使得铜精矿产能投资放缓以及其他诸如自然灾害罢工之类的不可抗力因素等。品位因素、成本上升因素和不可抗力因素具有持续性或随机性，而最大的变数则来自于未来矿山的产能投资。矿山的产能投资及投达产数量一直较难准确评估，原因在于现有数据显示的企业计划投资与实际投资及投达产进度会出现较大偏差。

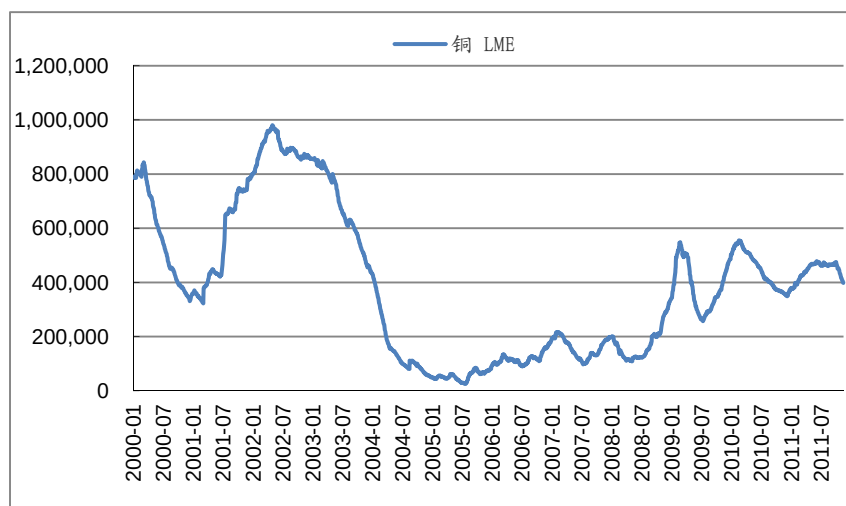
图 14 LME 现货铜价走势



资料来源: bloomberg, 德邦研究

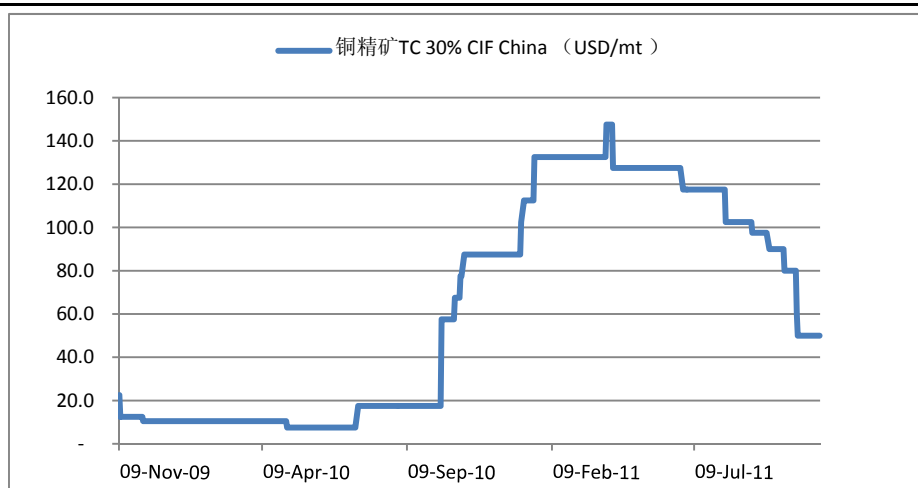
我们从矿山产能投资周期大致推断铜精矿未来供给增长形势，06 年至今 08 年大部分时间铜价在 6000-8000 美元之间波动，08 年经历了经济周期的外生冲击后短期大幅下跌随后迅速反弹，我们认为 06 年至今一直在铜精矿紧缺的产能周期之中，06-07 年开始铜精矿产能即具备扩充的冲动，产能建设周期大概为七年时间，中间经历了 08 年的负面冲击对产能建设有所滞缓，保守估计铜精矿产能大大增加也要等到 13-14 年，当然该过程中铜精矿供给或逐步增加。

图 15 LME 铜库存



资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 16 铜精矿 TC



资料来源: bloomberg, 德邦研究

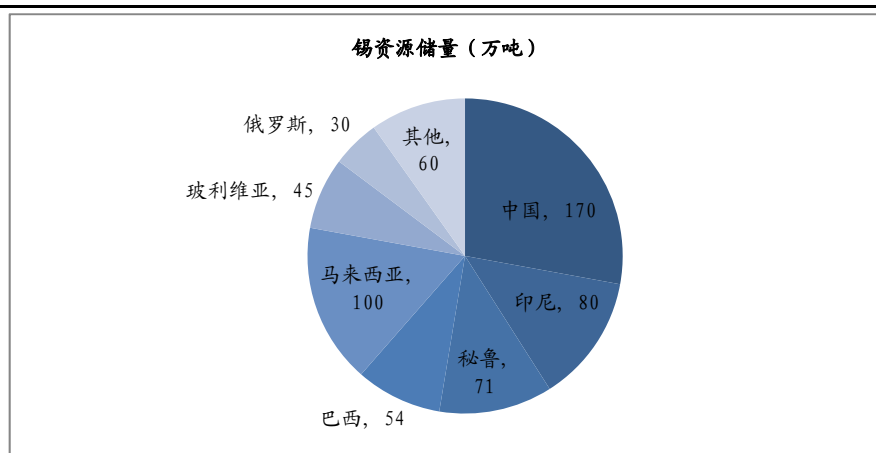
铜精矿加工费受一些干扰因素影响大幅上涨，但回归平衡后加工费再次大幅下跌，显示了铜精矿供给的紧缺。

总体评估我们认为就明年而言铜仍是一个稀缺品种，但稀缺程度或逐渐缓解，考虑到大型矿山持续开采产量增长缓慢也导致小型矿山陆续开采带来的边际成本上升，铜精矿的供给数量也有一定限制。

锡

锡储量总体贫乏，目前储量与产量之比不足二十，锡资源分布比较集中，主要分布在太平洋地区，亚洲国家锡资源最丰富，其次是南美洲、非洲、澳洲及欧洲。中国、马来西亚、印尼和秘鲁四国锡资源储量合计占世界总储量的 69%，其中中国占世界总储量的 28%，是世界第一大锡资源国。储量集中度较高。

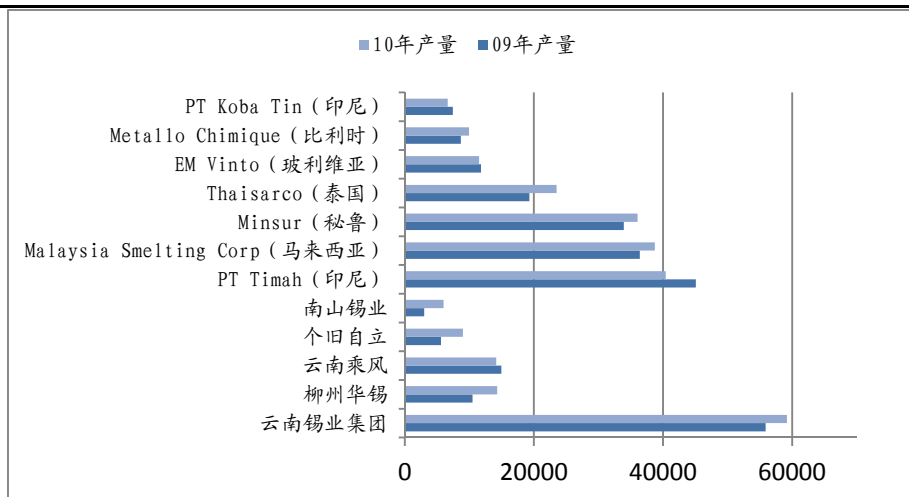
图 17 锡资源储量分布



资料来源: 锡业股份公司公告; 德邦研究

锡的行业集中度超过大部分金属，前 10 家生产企业精锡产量超过世界总产量 70%。企业之间的竞争呈现寡头竞争格局，同时前十大企业大都为中国和东南亚国家（主要为印尼），区域集中度也很高。

图 18 世界主要锡生产企业产量（09 年/10 年）



资料来源: ITRI, 德邦研究

06 年之前锡价处于低迷期, 行业景气度不高, 导致矿山投资减少, 最近几年价格回升, 也使得矿山投资有所增加, 但按照上面对铜的分析逻辑, 13 年之前锡产能很难大幅增加。

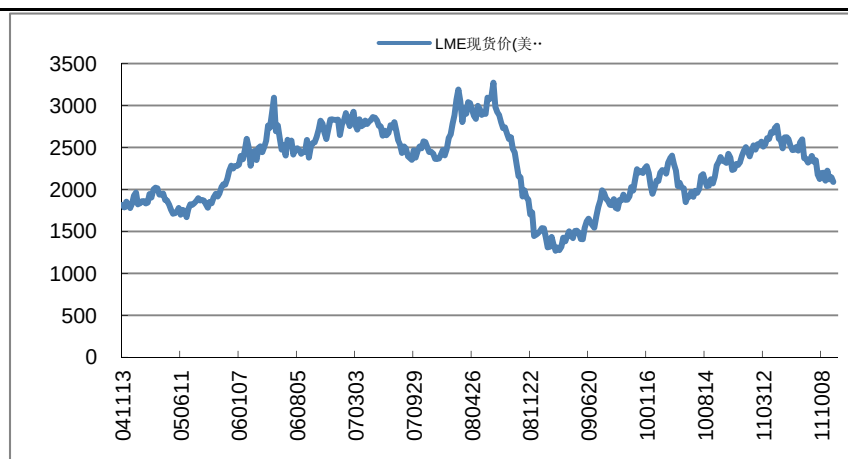
表 1 锡市场平衡预测

单位 (千吨)	2008	2009	2010	2011f
产量	337.1	338.1	335.2	343.5
DLA 抛销量	3.9	0	0	0
消费量	348.4	320.2	360.3	370
市场平衡	-7.4	13.6	-25	-28

资料来源: ITRI, 德邦研究

今年 9 月底印尼锡行业协会称, 锡主产区邦加岛冶炼商将暂停当地全部锡锭出口, 若价格回归至 25,000 美元/吨, 则重新出口。印尼是全球第一大精炼锡出口国, 全球锡消费约 30% 由印尼提供。近期虽然出口禁令取消, 但也显示了单个国家对锡供应的影响力。

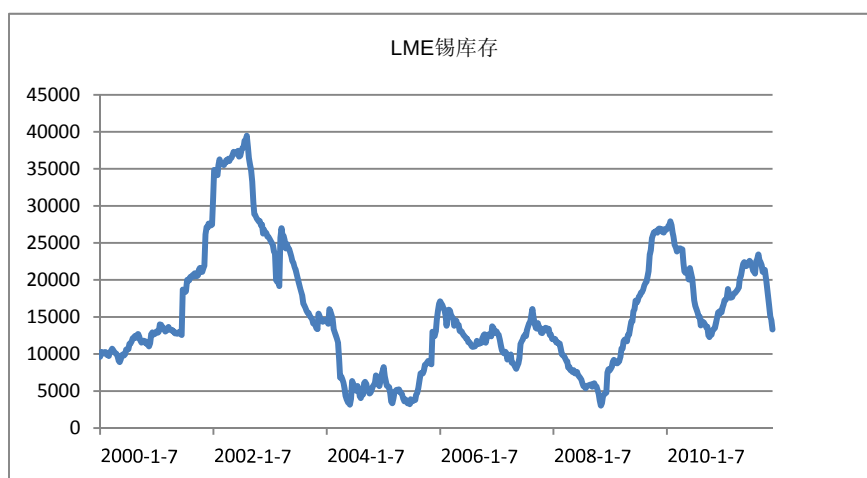
图 19 LME 锡价



资料来源: bloomberg, 德邦研究

近期受金融市场动荡和对欧美经济形势预期趋差的影响，锡价大幅下跌，但同时库存随即迅速下滑，也显示了供给形势趋向紧缩，

图 20 LME 锡库存



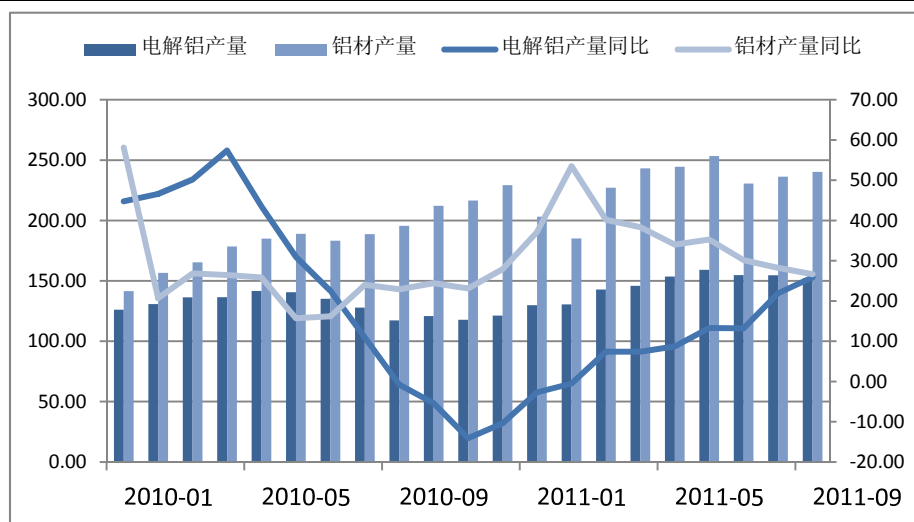
资料来源: bloomberg, 德邦研究

综合而言锡资源的区域和生产企业集中度较高，单个国家限制政策即对供给产生重大影响，加上近些年产能增加缓慢且明后年产能难以大幅增加，锡的稀有性质未变。

铝

今年国内铝行业景气度的表现高于市场预期。由于国内铝材加工产能大增，今年铝材产量增长快速，月度铝材产量同比增速均高于电解铝，近期增速开始趋同一致。

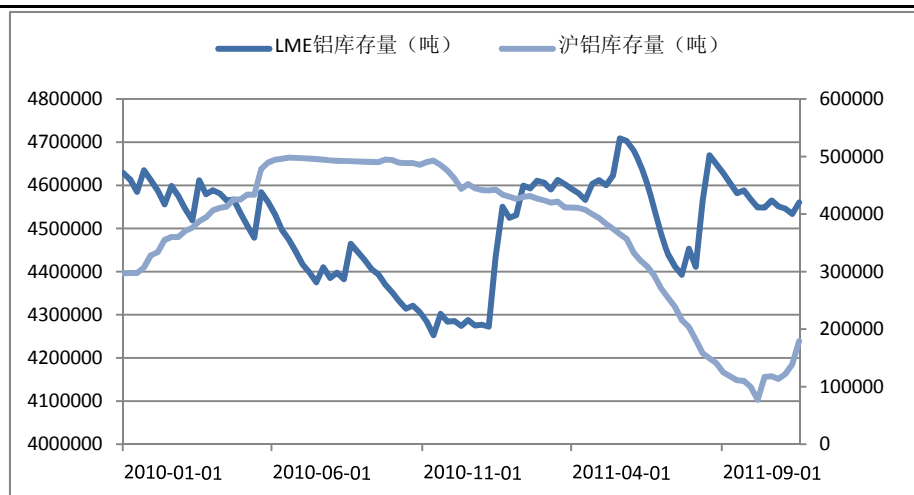
图 21 国内电解铝/铝材产量



资料来源: bloomberg, 德邦研究

与铝材、电解铝产量对比形势一致，随着铝材产量大增，国内电解铝库存出现大幅下滑，最近开始有所反弹。

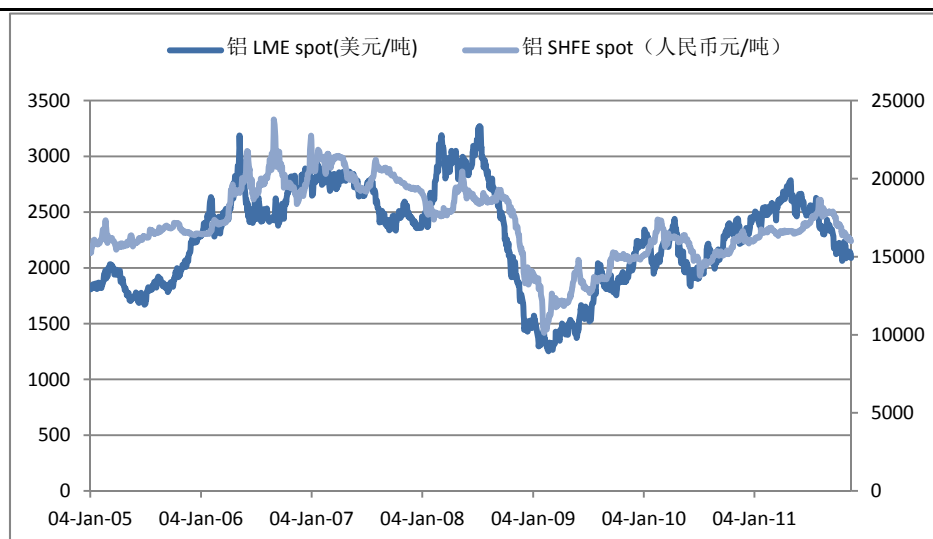
图 22 LME/SHFE 铝库存



资料来源: bloomberg, 德邦研究

国内供需关系不弱，但受海外系统性风险影响，下半年电解铝价格出现大幅下跌，重新回归其成本线附近，考虑到铝的能源属性，受成本支撑，铝价下跌空间不大。

图 23 LME/SHFE 铝价



资料来源: bloomberg, 德邦研究

产能过剩将是铝行业的常态，一方面铝土矿并不稀缺，原料供应充足，另一方面国内冶炼产能仍有较大增长。

表2 电解铝市场平衡预测

千吨	2008	2009	2010	2011E	2012E
全球消费:	37569	35421	41157	44467	48223
全球供应:	40039	37504	42286	45471	50324
过剩/(缺口)	2470	2083	1129	1004	2101

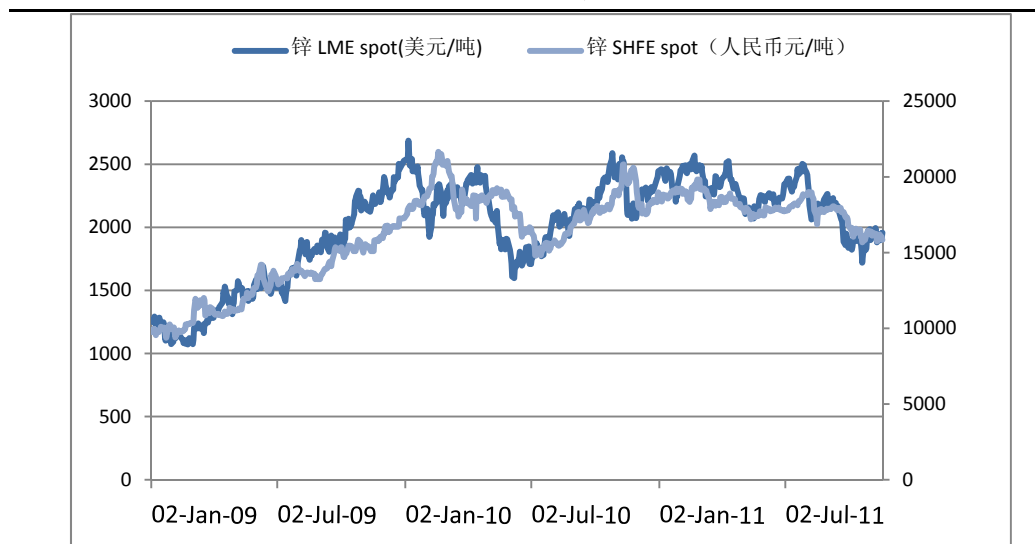
资料来源: Brookhunt, 德邦研究

我们认为铝是典型的“过剩”品种，且该种性质长期不会改变

锌

锌金属一半左右用于镀锌板，其他用于锌材、化工、合金等。镀锌板下游为汽车、家电行业等，受整体需求不振和供给过剩的影响，今年锌价弱势震荡下行。

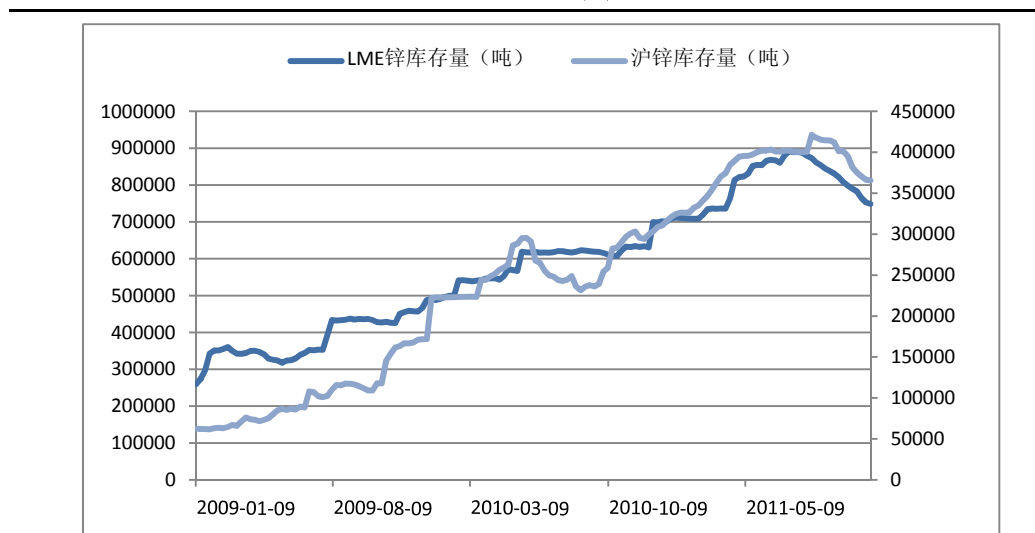
图 24 LME/SHFE 锌价格



资料来源: bloomberg, 德邦研究

与供需形势对应，09 年至今 LME/SHFE 锌库存延续上升态势，库存压力较大。

图 25 LME/SHFE 锌库存



资料来源: bloomberg, 德邦研究

明年锌市场过剩是大概率事件，中长期则取决于锌精矿产能投放大小。

表 3 锌市场平衡预测

单位 (千吨)	2009	2010	2011E	2012E
全球消费	10140	11638	12379	13159
全球精炼锌供应	11174	12645	12811	13602

过剩/(缺口)

1034

1007

432

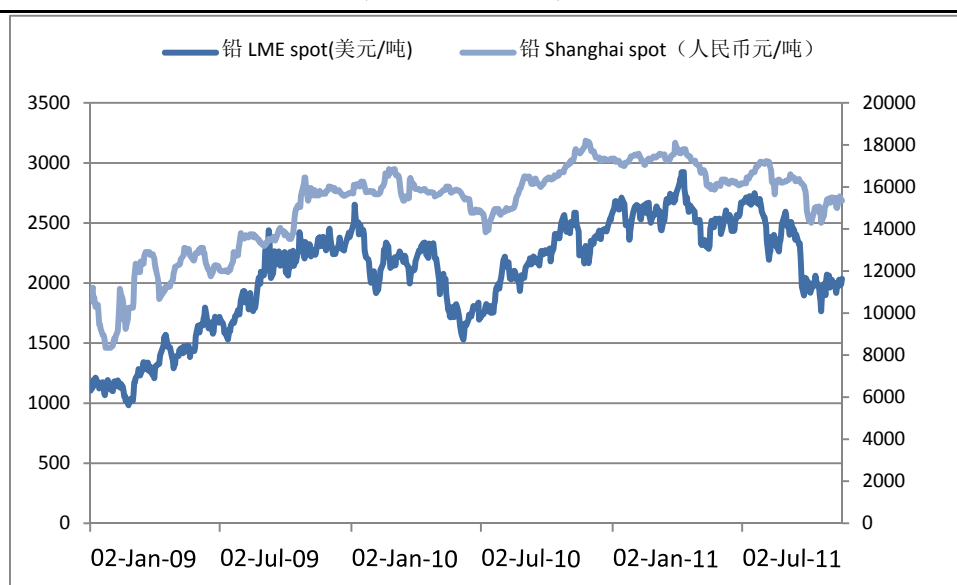
443

资料来源:Brookhant, 德邦研究

铅

铅的下游主要为铅蓄电池，铅蓄电池的景气度则取决于汽车产量，消费增速基本取决于整体经济走势。

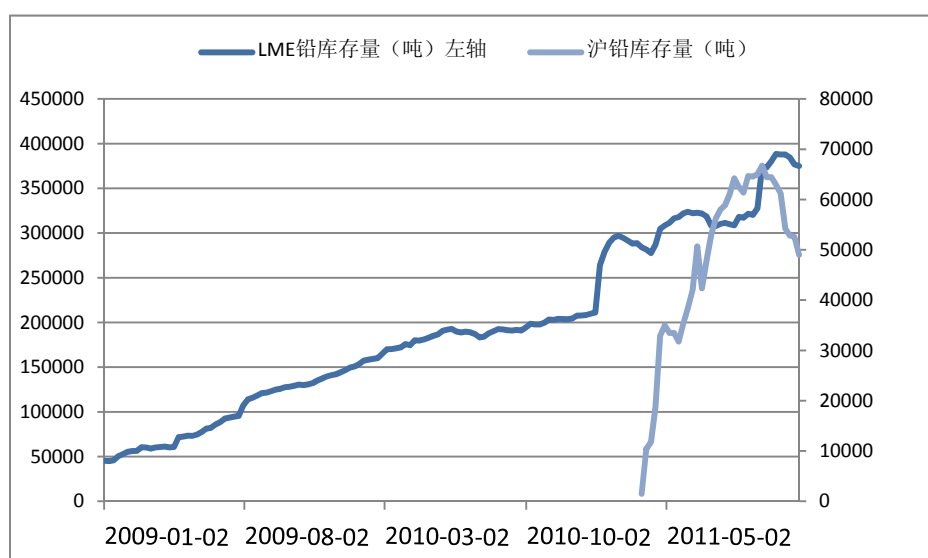
图 26 LME/SHFE 铅价格



资料来源:bloomberg, 德邦研究

下半年在避险情绪笼罩和缺乏流动性支撑的情况下，铅价处于持续下行状态。但 LME 铅库存依然保持持续上升态势，库存压力较大，显示供给明显过剩。

图 27 LME/SHFE 铅库存



资料来源:bloomberg, 德邦研究

预计明年精炼铅锌过剩 10 万吨，过剩性质明显。

表 4 铅市场平衡预测

单位 (千吨)	2009	2010	2011E	2012E
全球消费:	8615	9197	9738	10330
精炼铅供应:	8899	9400	9966	10433
过剩/(缺口)	284	203	228	103

资料来源:Brookhant, 德邦研究

基本金属价格路径判断

根据以上对流动性和不同金属供需关系的分析, 总体走势判断为美国新的量化宽松政策推出之前, 受欧洲债务危机等扰动因素影响, 金属价格维持弱势或平衡震荡走势, 各金属品种价格走势分化预计不大, 其中, 铝的波动率预计较小; 新的量化宽松政策推出之后, 金属价格将具备系统性上涨机会, 预计铜、锡的价格走势强于铝铅锌。

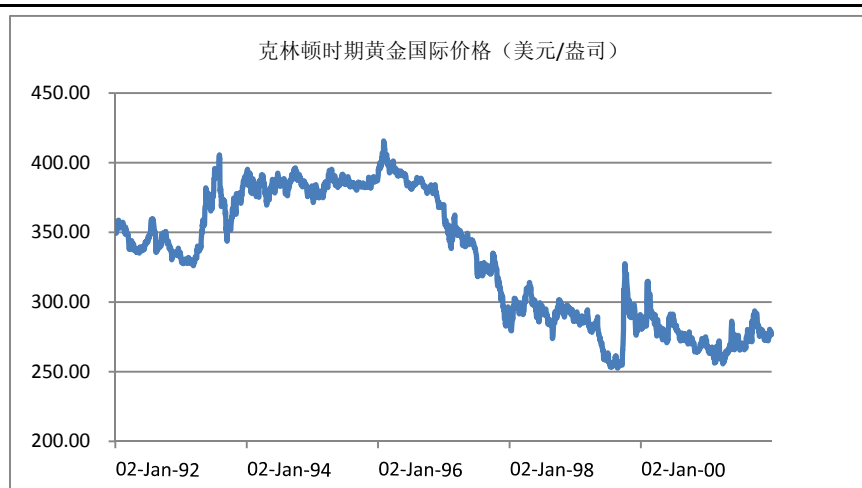
黄金

对黄金的判断我们坚持 11 年度四季度策略中的逻辑。决定黄金价格走势的因素一是流动性充裕程度和通胀预期; 二是资金避险需求, 取决于国际货币体系混乱程度或风险资产市场风险预期。

当市场极度恐慌时, 美国国债避险性质超过黄金, 包括黄金在内的所有被认为有风险的资产均或出现下跌, 但一般属于阶段性市场行为。

当经济处于**较快增长与较低通胀**并行时, 资金偏好投资于实体经济中, 黄金即失去了抗通胀的功能, 同时经济状况良好, 避险功能也不存在。

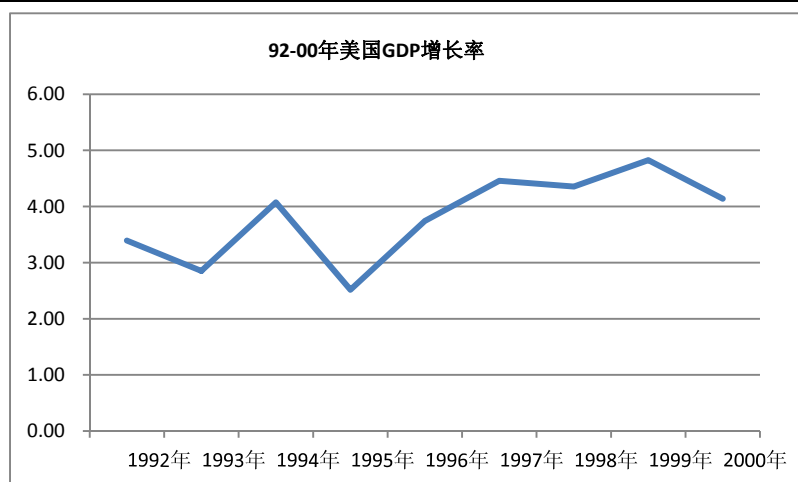
图 28 92-00 年黄金价格



资料来源: bloomberg, 德邦研究

上世纪90年代美国经济高增长率和低通胀率的组合决定了黄金价格的弱势。

图 29 92-00 美国经济增长水平



资料来源: bloomberg, 德邦研究

但目前在美国经济依靠货币政策刺激的前提下，未来不会进入经济较快增长加较低通胀的环境，两者只能选其一，从这个角度看，**黄金价格具备长期持续的上涨动力。**

我们对黄金价格维持长期看好的观点，短期风险在于美元指数的快速上涨。

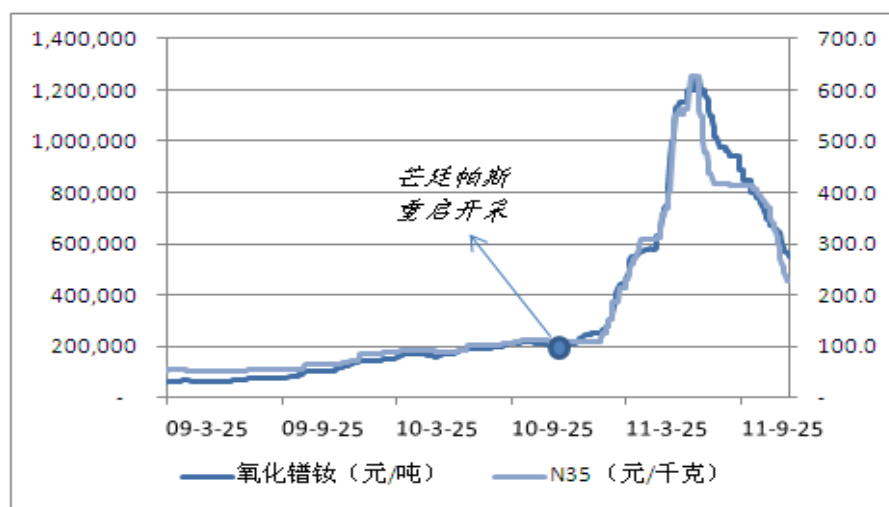
4、稀土、小金属与新材料

与基本金属不同，新材料成长性较优，经济周期性偏弱。所以对稀土及小金属我们更侧重于行业周期角度的研究。

稀土价格向价值回归，下游应用将再次打开

稀土是重要的战略资源，在军事、化工、新材料等方面都有着不可替代的作用，同时稀土开采是高污染的行业，对环境造成了极大的破坏。长期以来，前期中国大量廉价稀土出口，其定价并未考虑环境和资源的成本，国外稀土矿亦纷纷停产。近几年随着我国对稀土市场的整顿以及下游新材料市场应用范围的不断扩大，稀土价格连续上涨，随着稀土价值的回归，国外稀土矿也纷纷重启开采，但出于对国内供给紧缩政策的持续预期，市场对其价格继续上涨预期强烈，投机行为盛行，稀土价格一路飙升至天价。

图30 稀土原料价格走势和N35钕铁硼价格走势



资料来源:亚洲金属网, 德邦研究

今年7月份开始稀土价格大幅回调,主要原因在于:(1)随着国外稀土矿的开采,稀土的供应方面将会逐渐增加。(2)在高价利润的驱使下,国内稀土盗采现象严重,增加了稀土供给,给国家稀土整治工作带来很大的困难。(3)稀土价格高企给下游企业带来了极大的成本压力,一些领域内减少了对稀土的需求。(4)经济周期性影响。

我们认为供给增加的影响中短期仍将持续,对稀土价格中短期保持谨慎态度。随着下游需求和中游冶炼加工产能的扩张,中长期稀土需求无虞。

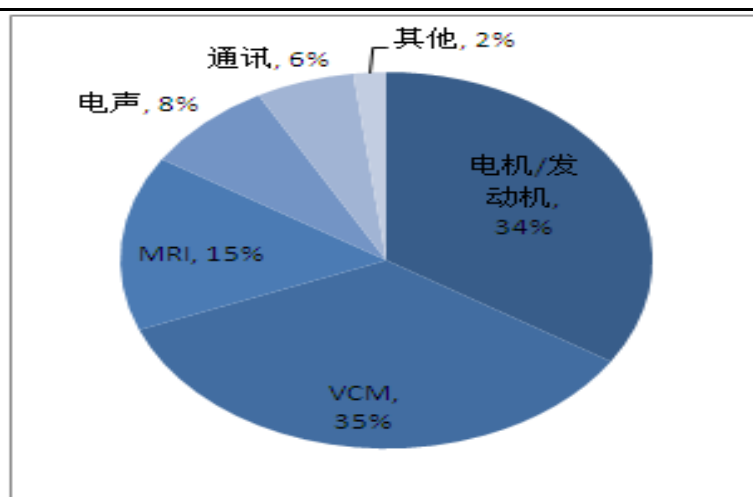
钕铁硼是目前性能最高的磁体,也是稀土下游最大的应用领域,在新材料方面具有重要的应用。

钕铁硼磁体按其制造工艺可分为粘结钕铁硼磁体和烧结钕铁硼磁体。烧结和粘结钕铁硼磁体有各自广泛的应用领域。

烧结钕铁硼磁体与粘结钕铁硼磁体工艺相比,其产品尺寸公差较大,目前大量应用于尺寸公差要求较低、磁能积高、尺寸较大的电机领域,包括:大中型电动机、风力发电机、高保真扬声器和核磁共振成像仪等方面。

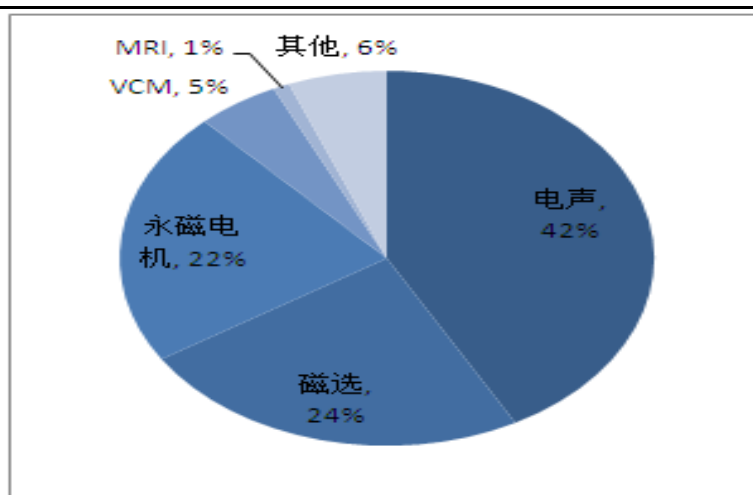
粘结钕铁硼磁体可加工性好,尺寸精度高,生产能耗较烧结钕铁硼磁体小,特别适应了电子信息整机“轻薄短小化”的要求,因此大量应用于性能要求高、尺寸公差小、外形不规则的各种微型尺寸电机领域,包括:硬盘驱动器、光盘驱动器以及汽车、数码产品、各种音像器材、工厂自动化、办公设备、家用电器中的微型尺寸电机。

图31 钕铁硼应用领域（日本）



资料来源:德邦研究

图32 钕铁硼应用领域（中国）



资料来源:德邦研究

虽然前期稀土价格上涨过快，但高端钕铁硼仍显示出了极高的成本转嫁能力，保持了稳定的毛利率水平，这反映了高端钕铁硼生产企业产能的相对不足。因此，大部分钕铁硼生产企业对其进行了产能扩张。

表5 我国钕铁硼主要生产企业产能状况

公司名称	现有总产能（吨）	在建产能（吨）	其中粘接钕铁硼（现有）产能
中科三环	12000	6000	1500
宁波韵升	5000	1000	500
太原刚玉	4440	0	0
包钢稀土	6000	12000	0
安泰科技	1300	1000	300
正海磁材	3300	2000	0
厦门钨业	0	3000	0
银河磁体	790	800	790

随着钕铁硼产能的扩张，产能不足的状况将有所缓解，从而使得全行业的高毛利率或难以持续，行业将向产品附加值高的高性能钕铁硼转移，从而使得中国的钕铁硼消费领域更加合理，在这一转化过程中，具有更强研究能力以及更大规模优势的企业有望脱颖而出。

相比于烧结钕铁硼磁体，粘接钕铁硼磁体由于其大多应用于一些小型器件，需求具有较强的刚性，从而更有利于加工企业转嫁成本获得高的毛利率。

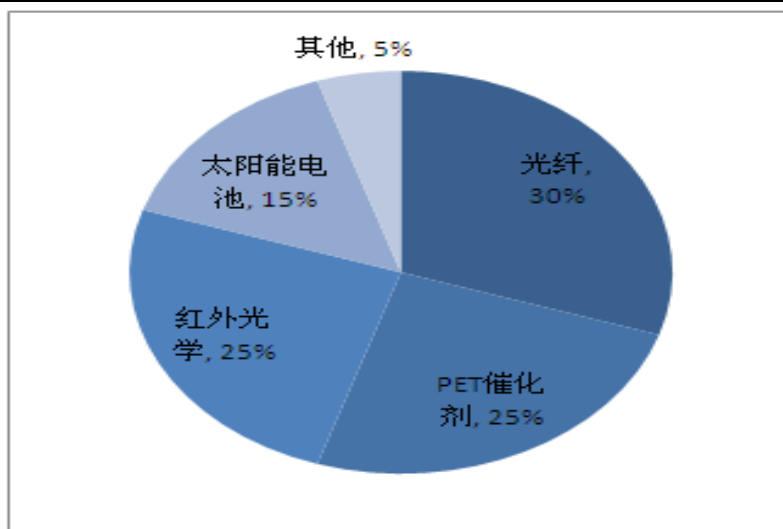
另一方面，随着稀土价格的强势回调，下游收到抑制的需求将会再次打开，从而一定程度上形成对磁性材料企业的利好。

根据上述分析我们推荐科研能力强的行业龙头中科三环和粘接磁体器件的生产厂家银河磁体。

锆产能受限，长期前景看好

锆有着广泛的用途，在军事工业和红外光学、光导纤维、超导材料、催化剂、医药、半导体等方面的需求量与日俱增。

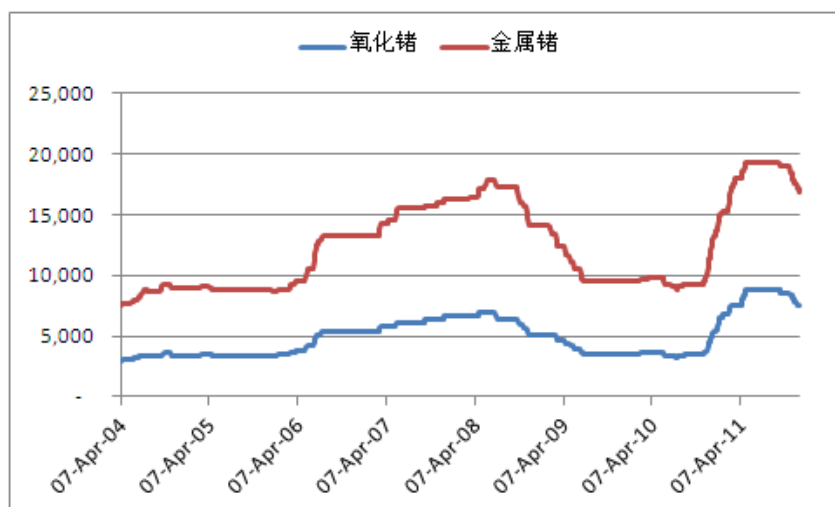
图33 锆终端消费领域



资料来源:德邦研究

世界锆的资源比较贫乏，全球已探明的锆保有储量仅为8600金属吨，资源量最大的国家是美国，保有储量3870吨，占全球含量的45%，其次是中国，占全球锆储量的41%，全球分布非常集中。由于以铅锌伴生矿为主，因此锆的产量受制于铅锌的产量，中国是锆产量最大的国家，占全球锆产量的72%，尤其是2008年以后，中国锆产量激增到100吨，占全球锆供应量的72%左右，中国锆产量影响着全球锆的总供应量。

图34 锆价走势



资料来源:德邦研究

锆的需求总体呈现稳定增长态势,但是受铅锌产能的限制和中国的资源保护力度逐渐加强的影响,供给受限。我们预计今年下半年以来成本上涨和经济放缓导致的市场需求疲软只是暂时性的,经过调整,锆价将会处于一个长期的上升通道。建议关注具有资源优势、全产业链的云南锆业。

5、投资逻辑与策略

1、维持行业整体“中性”评级,新的流动性注入事件发生前较难发生整体性机会,欧洲债务危机及其影响的美元指数成为较大的风险因素。

2、**系统性机会**: 美国再次出台量化宽松政策等新的流动性注入事件或将刺激行业出现系统性机会,铜、锡等金属价格有望表现优异,对应投资标的的主要是江西铜业、铜陵有色和锡业股份。

3、**基本金属下游深加工板块**: 总体而言,由于产品类似,中长期盈利能力(ROE)相近,下游深加工板块公司可比性较强。铜铝加工板块,我们推荐盈利能力尚未充分发挥、估值(市净率)偏低的亚太科技和博威合金。

4、**稀土、小金属与新材料**: 推荐科研能力强的钕铁硼行业龙头中科三环和粘接磁体器件生产厂家银河磁体以及具有资源优势、全产业链的云南锆业。

重点公司盈利预测和投资评级

代码	简称	投资评级	每股收益(元)				市盈率			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
002540.SZ	亚太科技	买入	1.01	0.66	1.09	1.38	26.85	24.42	14.83	11.7
601137.SH	博威合金	买入	0.75	0.77	1.08	1.4	27.93	22.81	16.19	12.45
000970.SZ	中科三环	买入	0.41	1.21	1.5	1.78	18.92	15.89	12.8	10.73
300127.SZ	银河磁体	买入	0.41	0.69	0.87	1.31	35.68	39.4	31.18	20.87

002428.SZ	云南锗业	买入	0.68	0.57	0.81	1.24	64.99	61.94	44.09	28.7
600459.SH	贵研铂业	买入	0.45	0.35	0.48	0.73	77.45	49.57	35.82	23.7
600219.SH	南山铝业	增持	0.42	0.56	0.7	0.91	11.78	11.65	9.23	7.18
000630.SZ	铜陵有色	增持	0.69	1.05	1.31	1.71	17.99	16.13	12.9	9.91
600362.SH	江西铜业	增持	1.56	2.17	2.45	2.85	10.82	10.04	8.9	7.65
000960.SZ	锡业股份	增持	0.46	0.84	1.12	1.34	25.65	20.97	15.73	13.01

资料来源:wind, 德邦研究

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。