

流动性支撑金属价格回升

——有色金属行业 2012 年下半年投资策略

报告摘要：

宏观经济风险叠起，债务风险、金融体系风险、政治风险交织。在此背景下，基本金属、贵金属价格随风险而动，一季度回升，二季度回落。小金属价格也多表现低迷。但有色金属板块受到了表现抢眼的小金属与磁性材料板块推动而延续强势。

世界经济面临宽松的流动性环境：美国经济从一季度的强劲复苏中回落，但 QE3 仍若隐若现；欧洲债务风险连绵不绝，政治风险再将希腊退出推至风口浪尖，并引燃西班牙银行体系及债务风险和意大利债务风险，未来，欧洲央行可能推出降息或 LTRO3 等政策；中国经济也在寻底的过程中，包括降息在内的逆周期政策逐步落实。

有色金属的需求改善迹象渐现。其中，国内有色需求改善的势头有所展露，5 月份铜进口环比回升，期现价差转正，国内外的价差也有所改善；海外需求，特别是美国需求增长态势或可延续。出于对我国延续逆周期政策，推动投资与经济环比回升的预期，我们认为铜价将从目前的低位反弹，预计 Q2 的均价为 7900 美元/吨，2012 年的均价为 8300 美元/吨。

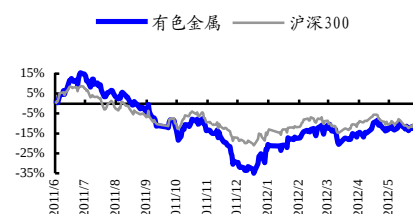
金价短多长空。基于对世界主要货币当局将掀起新一轮政策宽松浪潮的预期，我们认为黄金价格在三季度存在反弹机遇。但考虑到中长期真实利率走低趋势可能会面临转变，因此，我们仍未改变对黄金中长期偏空的观点。

小金属亮点颇多。中国战略优势资源品种，受到了我国行业整合政策、环保政策、产量控制政策和出口配额制度的持续支持，未来仍会受益于大集团建设及战略收储政策。但替代风险、海外投产风险上升。我国对外依存高的金属品种，受海外资源国家民族主义政策趋势的影响，而可能产生供给冲击，利好该产业链上的企业。

投资策略。一是，捕捉国内货币政策持续刺激、中国经济有望恢复增长，推动铜、锡等基金金属与黄金反弹的机遇，优先选择行业基本面最好，同时具有外生性增长机会的公司如：铜陵有色、锡业股份和中金黄金，铝则关注能从海外资源控制政策中受益的公司，如云铝股份等，铅锌类的企业可关注资源类的中金岭南和驰宏锌锗等公司。二是适当关注政策鼓励、行业整合逐步推进的小金属、稀土材料、稀有金属材料领域，重点公司包括包钢稀土、厦门钨业、东方钽业等。三是，关注高强轻合金材料领域，重点公司有利源铝业和宝钛股份。四是，关注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。

风险提示：流动性政策不及预期，金属价格不及预期，欧债风险恶化等。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	1.16%	3.95%	-17.43%
相对收益	3.04%	4.63%	-4.10%

重点公司

投资评级

铜陵有色	推荐
厦门钨业	推荐
利源铝业	推荐
中金黄金	推荐
云铝股份	谨慎推荐
包钢稀土	谨慎推荐
驰宏锌锗	谨慎推荐

相关报告

《可重点关注核电股的介入机会》

2012-06-11

《新材料行业周报（20120604）：短期可关注碳酸锂涨价受益股》

2012-06-04

《有色金属行业动态跟踪报告：稀土增值税专用发票 6 月实行》

2012-05-24

《新材料行业动态周报-仍以观望和择机低吸为主要策略》

2012-05-21

证券分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

(021)20361131 chenbh@nesc.cn

目 录

1. 经济走势扑朔迷离，有色结构化特点突出.....	3
1.1. 宏观背景：风险叠起.....	3
1.2. 基本金属价格振荡回落.....	4
1.3. 贵金属价格，先涨后跌.....	4
1.4. 小金属价格表现低迷.....	5
1.5. 有色金属板块延续强势.....	6
2. 宏观经济：流动性政策渐成风潮.....	6
2.1. 美国经济模棱两可，QE3 预期时隐时现	6
2.2. 欧洲债务：此恨绵绵无绝期.....	7
2.3. 中国经济：逆周期政策逐步兑现.....	9
2.4. 美元指数：寻求政策指引.....	9
3. 基本金属：国内需求改善趋势渐现.....	9
3.1. 国内需求改善迹象初现.....	10
3.2. 海外需求增长或可延续.....	12
3.3. 铜、锡供需基本面最好.....	14
3.4. 微调金属预估价格.....	16
4. 黄金：三季度黄金价格有机遇	16
5. 小金属：政策驱动，风险并存	18
5.1. 中国战略优势资源品种：行业政策逐步兑现，风险有所累积.....	18
5.2. 对外依存度高的金属品种受制于海外资源政策.....	19
6. 金属新材料	20
6.1. 金属新材料迎来发展机遇.....	20
6.2. 稀有、稀土材料迎来发展机遇.....	21
6.3. 高强轻合金材料为战略新兴产业贡献力量.....	21
7. 投资策略.....	21

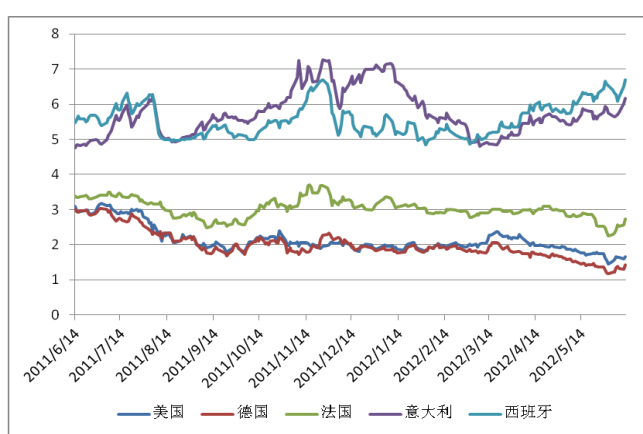
1. 经济走势扑朔迷离，有色结构化特点突出

2012 年，欧元区应对欧债危机的救助政策屡有创新，但风险源却层出不穷，一波未平一波又起。美国经济渐有起色，但力度也有所趋弱，QE3 若隐若现。中国经济面临困境，但逆周期政策纷纷出台。市场流动性仍非常充裕，而避险情绪则随着欧债等风险而动，先降后升。美元指数先抑后扬，并创出了近几个月来的新高。

1.1. 宏观背景：风险叠起

欧债危机浮与沉。在一季度，欧洲当局通过多种举措按住了欧债危机，如，欧洲央行通过长期再融资协议（LTRO）向金融体系注入了 1 万多亿欧元；就新的欧元区财政协议达成一致；扩大欧元区两大援助基金——欧洲稳定机制(ESM)和欧洲金融稳定基金(EFSF)总体放贷规模至近 8000 亿欧元；希腊成功实现债务重组，获得第二轮救助基金，避免了债务违约。但二季度，希腊、法国的选举中，选民对现任政府投出了不信任票，不得人心的以财政紧缩为核心的政策受到了抨击。特别是在希腊，激进党派对第二轮救助计划的否定，令市场重燃对希腊违约的担忧。担忧还蔓延到西班牙与意大利等国，如在西班牙，银行资产质量恶化引发的银行体系与国家债务问题的担忧，西班牙 10 年期国债的收益率上升至 6.8%，欧洲危机再度占据市场焦点。

图 1：西班牙国债收益率走势



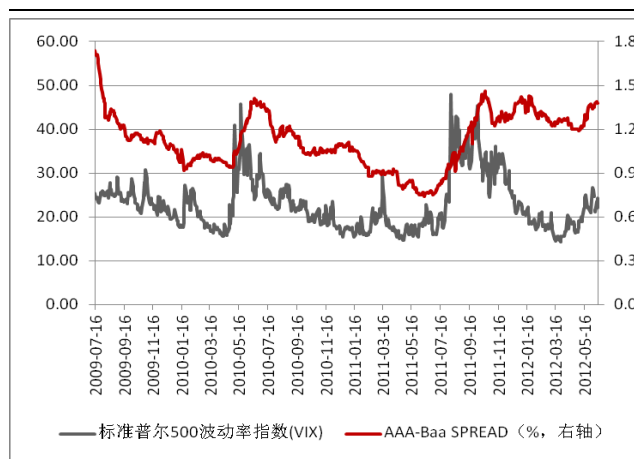
数据来源：WIND, BLOOMBERG, 东北证券

美德经济增长仍强劲。在欧洲，债务约束对经济增长的牵制作用显现，欧元区的经济增长尽现疲态，核心国德国独力支撑经济，在一季度增长了 1.9%。美国经济数据仍较为强劲，但在第二季度，非农就业、失业率、收入与支出等指标显示，复苏势头又有所放缓。

消费者信心持稳，避险情绪先降后升。在美国经济状况回升，失业改善的带动之下，消费者信心指数回升；但英美的消费者信心并没有太多变化。在金融市场上，一季度，在多方合力控制欧债危机，美国经济数据利好之时，避险情绪明显回落，但到了二季度，希腊与法国的选举激起政治风险，政策风险与欧债危机再重回焦点，避险情绪再度上扬。

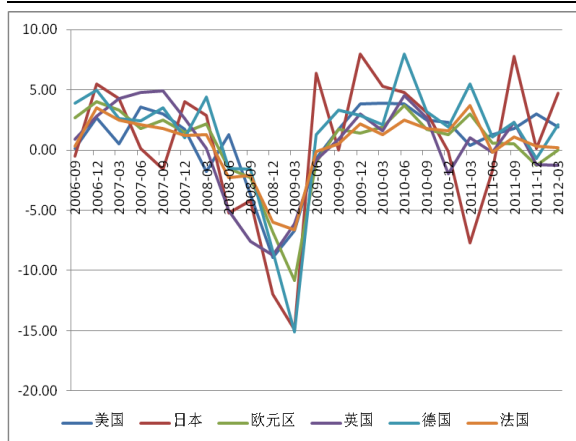
美元指数大幅攀升。一季度，美元指数，在欧洲债务问题得到缓解，避险情绪回落之时，美元指数承受了下滑的压力。但在第二季度，欧洲债务与政治风险的浮现给欧元造成了打压，美元指数在 6 月初一度上冲至 83 的上方。

图 2：金融市场避险情绪回升



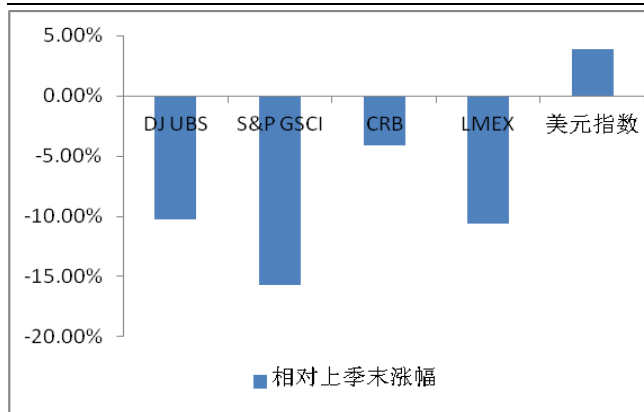
数据来源：WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 3: 欧元区经济增长快速下滑



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 5: 二季度美元指数走强, 商品价格纷纷回落

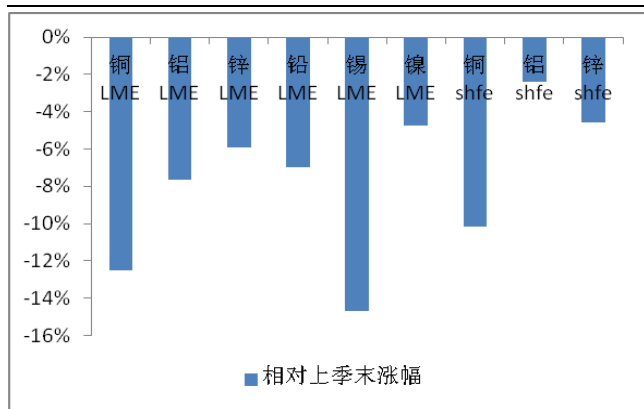


数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

1.2. 基本金属价格振荡回落

自年初以来, 避险情绪的降温和经济数据的走强, 同时国内铜等进口数据良好, 支持基本金属价格呈走强态势。但近月以来, 美国经济复苏势头有所放缓, 中国经济与有色金属消费走弱的态势非常明显, 同时, 市场的风险因素层出不穷, 避险情绪也高涨, 美元指数上扬, 这都打压了基本金属价格, 使其在第二季度出现了较大幅度的回落, 其中铜和锡的跌幅较大, 达到了 10% 以上。

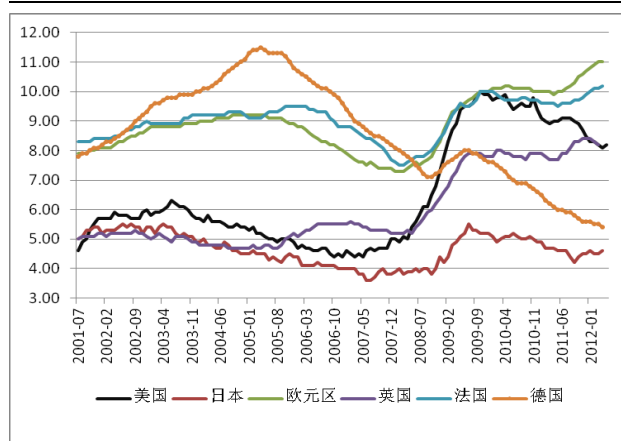
图 7: 二季度, 基本金属价格回落, 锡价跌幅居前



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

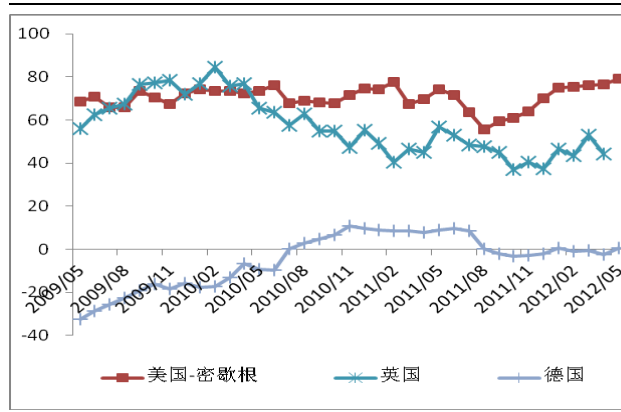
1.3. 贵金属价格, 先涨后跌

图 4: 欧元区失业率居高不下



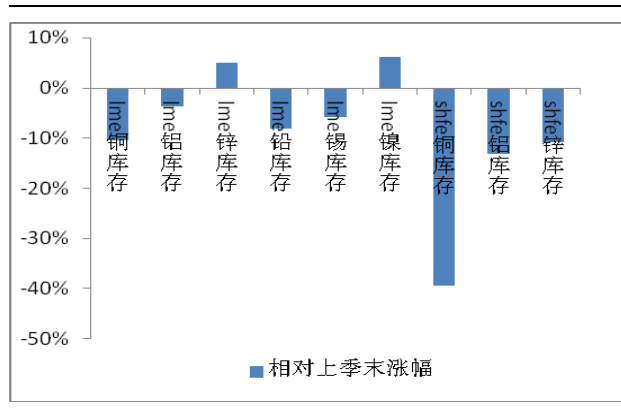
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 6: 美国消费者信心指数上升, 英德持平



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

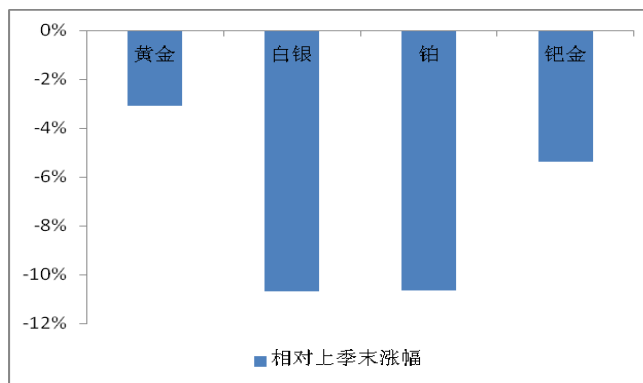
图 8: 二季度, 多数品种交易所库存下降



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

贵金属价格大幅波动。年初，在避险情绪缓解，及美元指数回落的推动下，黄金价格反弹到 1800 美元左右，但随后美国经济数据的强劲，使市场对 QE3 的预期降温，而美国的长期国债收益率也有所上升，及欧债危机风潮再起，使黄金价格再度重挫至 1520 多美元。整个季度，黄金价格下挫约 3%。

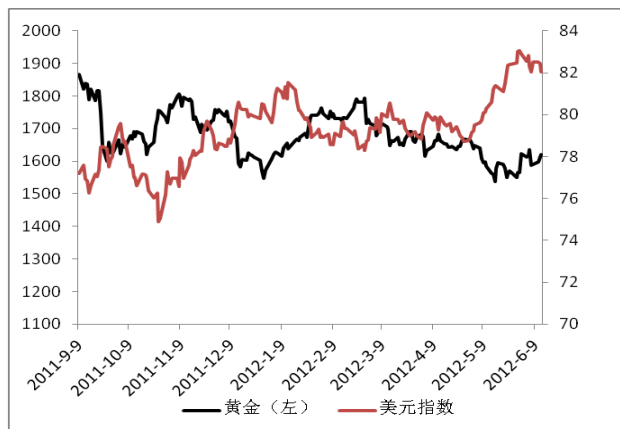
图 9: 贵金属价格普遍回落，铂、白银幅度最大



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

铂和白银表现更差。与黄金相比，白银和铂，实物消费占比更高，同时白银和铂的投资性和波动性更大，这使得白银价格的跌幅要高于金价，达到了 10% 以上。

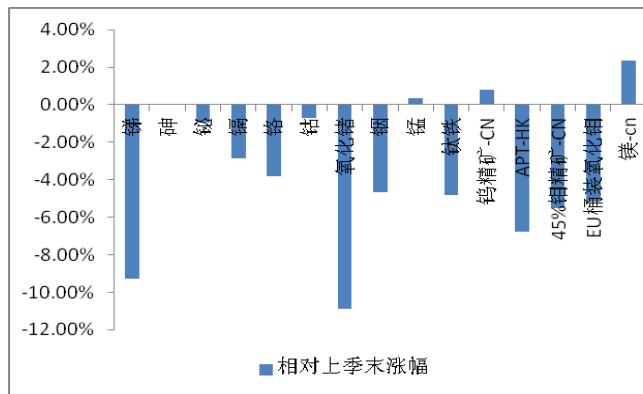
图 11: 美元与金价负相关



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

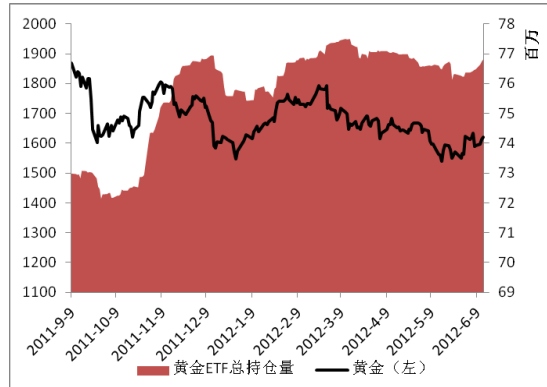
1.4. 小金属价格表现低迷

图 13: 二季度，多数小金属价格走弱



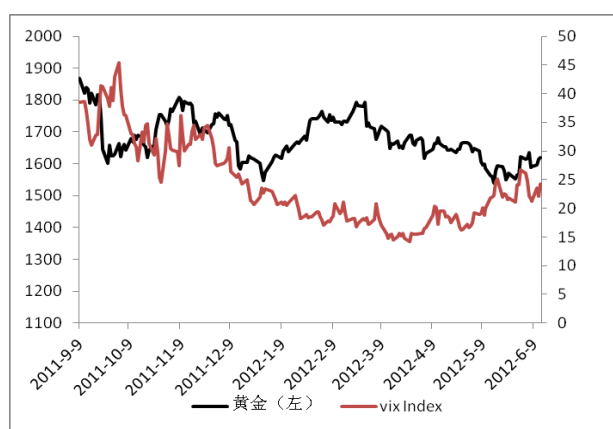
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 10: 黄金价格与黄金 ETF 持仓量



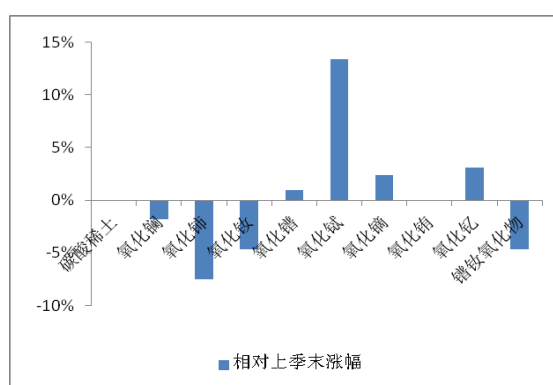
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 12: 黄金的避险价值有所改善



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 14: 中重稀土价格表现较强



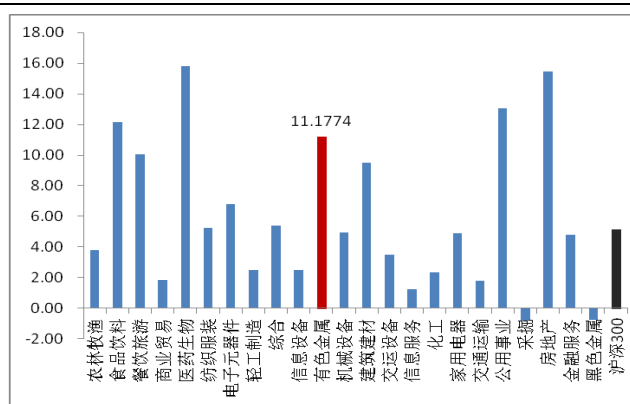
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

二季度，小金属价格的表现低迷。只有，国内的钨精矿价格及镁锭价格有所上扬，而其他则均告回落，特别是氧化锆、锑、钼等金属价格下挫幅度较大。在稀土价格方面，在下游补库和政策预期的推动下，稀土氧化物价格曾迎来一波反弹，但此后，价格仍然不济，最终中重金属的价格保持了上升态势，最高的涨幅达到了10%。

1.5. 有色金属板块延续强势

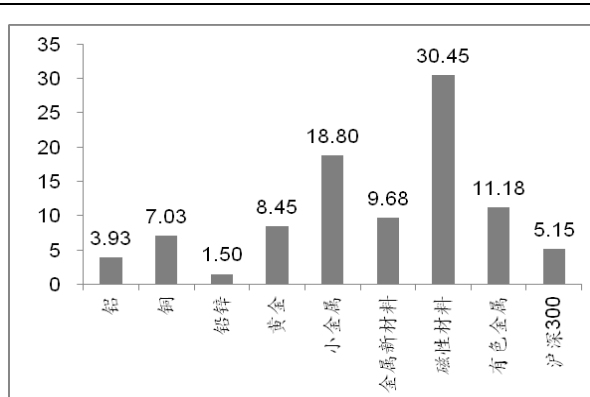
估值修复，流动性改善，推动股票市场上涨，有色金属板块涨幅居首。一季度，估值修复，流动性改善推动股票市场上涨了近9%，在此过程中有色金属板块表现出色，涨幅近24%，居各板块之首。二季度，虽然金属价格多有回落，但逆周期政策的出台，提升了市场估值，作为先导的周期性行业，在行业政策的支持下，有色金属仍小幅上扬。有色金属板块的上扬，主要由小金属和磁性材料板块领涨，而铝和铅锌板块涨幅较小。小金属板块的强劲表现除了受到了估值修复与流动性的推动之外，还受益于对稀土、钨钼等行业整合政策的乐观预期。

图 15: 二季度，有色金属板块表现依旧抢眼



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 16: 二季度，小金属及磁性新材料板块领涨



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

2. 宏观经济: 流动性政策渐成风潮

2012 年，世界的宏观经济地域特征较为突出。美国的经济或将延续自去年末以来的强势复苏势头，而财政赤字削减对欧洲经济的打击效应将越来越明显，同时欧洲较高的失业率，也将打击经济增长，甚至于使得欧洲经济陷入负增长。

2.1. 美国经济模棱两可，QE3 预期时隐时现

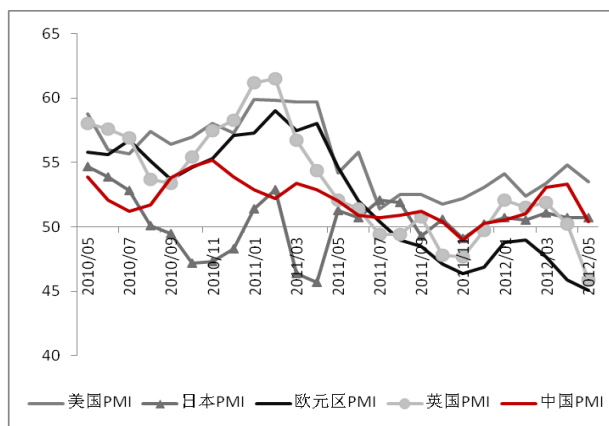
美国经济数据模棱两可。从 2011 年末以来，美国经济数据逐步好转，在失业方面，非农就业人数持续增加，市场对于美国经济增长持续向好预期高涨，但进入到 3 月份以来，美国的非农就业数据持续低于预期，3 月份非农就业人数增加 12 万（后被调整为 15.4 万），4 月份只增加 11.5 万人，而 5 月份增加数量更是减少到了 6.9 万人。与此同时，随着准备就业人数的增长，失业率终止了连续多月下降的态势，在 5 月份，从 8.1% 回升到了 8.2%。非农就业数据显示，美国的就业状况的改善情况已经接近中止。但随后公布的美联储褐皮书和首次申请失业救济金人数反馈的信息是，就业状况并不如非农数据所显示的那么悲观：在 6 月 2 日，美国初请失业金人数从 38.9 万人，下降到了 37.7 万人，结束了多周来的上升态势（6 月 9 日的数据又有所反复）。

通胀隐忧淡化。在通胀方面，美国的 4 月份核心 CPI 同比增长还仅为 2.3%，而 CPI 的增幅也从 2.9% 回落至 2.3%。

PMI 等数据显示，美国经济仍在扩张。我们看到美国的制造业 PMI 数据在 5 月份有所下滑，从 4 月份的 54.8 下降至 53.5，但同期的服务业 PMI 指标则从 53.5 上升至 53.7，表明美国经济仍在扩张，尤其是经济的核心服务业。类似地 OECD 的领

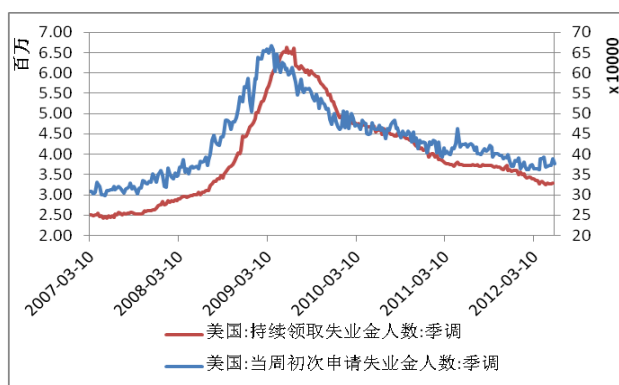
先指标也显示，美国经济仍在扩张之中。

图 17: 欧日 PMI 回落至 50 以下，中美略有回升



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 19: 美国申请失业救助的人数现波折



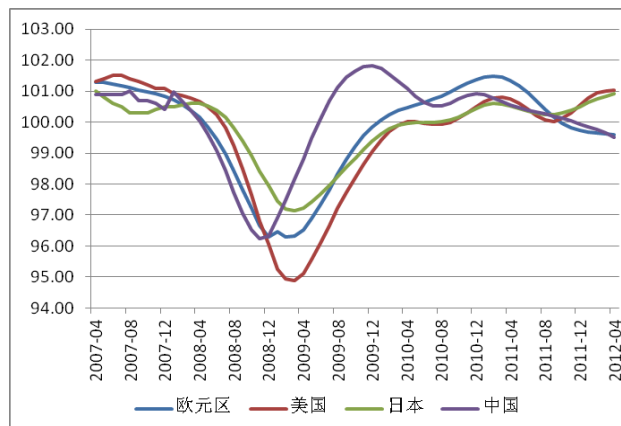
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

争议 QE3。美国非农就业数据连续多月不及预期，使市场对 QE3 的预期又重新升温。但美联储主席伯南克 6 月 8 日在国会的讲话，并没有透露任何关于 QE3 的信息，却仍保留了它作为政策选项之一。经济数据的波动，引来 QE3 预期的大幅波动。扭曲操作在 6 月到期，美联储的货币政策前景引起了诸多争议。我们预计，不论美联储是采用 QE3，通过购买国债或 MBS 债券来压供市场利率，为金融与房地产市场提供良好环境；还是诉诸于 OT2，即扩大扭曲操作的规模、处长交易时间；抑或采取冲毁式 QE3。但联储的目标不会有什么改变，就是在通胀可控的条件下，继续维持低利率的市场环境，激活投资与经济。目前可接受的通胀水平，为低利率市场环境的维持准备好了政策空间。

2.2. 欧洲债务：此恨绵绵无绝期

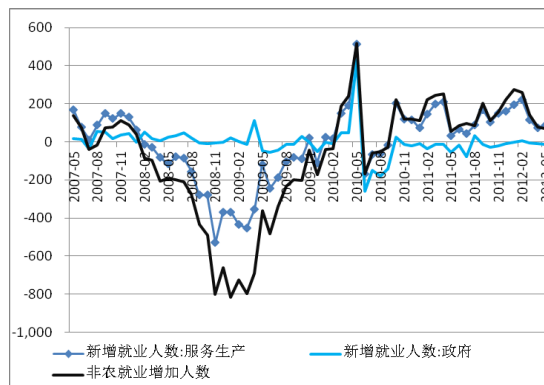
图 21: 通胀不再是一个重要问题

图 18: 美国 OECD 领先指标正在回升



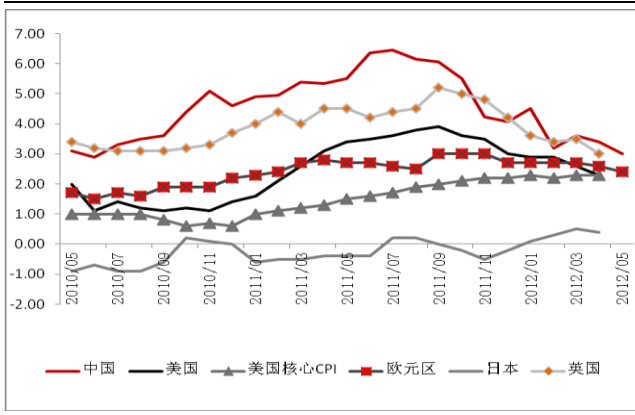
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 20: 美国非农就业增加人数不及预期

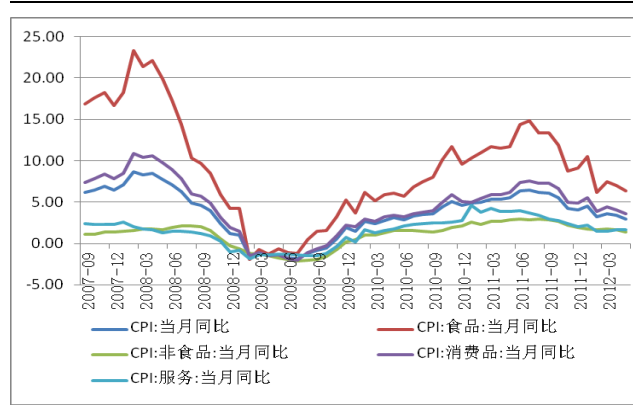


数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 22: 国内 CPI 明显回落



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

希腊债务危机: 不死鸟再掀风潮。自 2011 年末以来, 欧洲央行进行了两次 LTRO 操作, 向市场注入了万亿欧元的流动性。欧元区安然度过了债务到期的高峰期, 希腊也成功地达成了第二轮救助计划, 欧洲救助基金的总体规模也得到扩大。但一场选举再度打破了这向好的局面。希腊选举中, 反对财政紧缩的党派大受欢迎, 打乱了政局, 希腊无法实现组阁, 6 月 17 日重新的结果显示, 新民主党即接受财政紧缩的党派获胜。但希腊是否遵守财政紧缩计划, 是否债务违约, 乃至退出欧元区等问题并非已全部解决。

西班牙危机一触即发。西班牙的房地产泡沫破灭, 银行资产质量急剧下降, 在金融体系风险与日俱增的环境下, 无力救助的西班牙只得向欧盟救助, 让外部资金来救助西班牙的银行业。但欧盟承诺的 1000 亿欧元的救助资金, 并没有减轻市场的担忧情绪。若这些救助资金还款责任是由西班牙承担, 将使西班牙的债务状况恶化。这强化了市场对西班牙国债的担忧, 西班牙的债券评级连遭调降, 西班牙的国债收益率已经达到了 6.8%, 与不可持续的 7% 的水平近在咫尺。随后又有 20 余家西班牙银行评级遭到调降, 银行体系的融资成本与风险再度上升。

欧元区救助政策前景不确定性。自 5 月份以来, 欧洲的政治风险就开始急度上升, 除了希腊选举导致的去留不确定性外, 法国总统与议会选举的结果也打破了欧元区核心国已经达成的政策默契。在这两次选举当中, 左翼的社会党都获得了胜利。社会党的奥朗德问鼎总统宝座, 而社会党也在议会中占绝大多数席位。法国左翼所提出的通过欧元区共同债券来刺激经济增长, 及由欧央行采取更加积极主动的欧元支持政策, 降低问题国家从救援基金借款的门槛, 以及强势国家更多放款等措施, 而非一味追求财政紧缩的政策导向, 打乱了此前德国与法国所形成的以财政紧缩为主要条件的救助政策方案。这一方案无疑在欧元区债务国有着巨大的吸引力, 奥朗德在欧元区中的地位正在冉冉升起。但这些政策又触及了德国对欧元区共同债券的反对底线。德国国内对此也持强烈的怀疑态度。德国的领导人, 也面临着在国内选举中失利的风险。此前, 默克尔所在基督教民主党在北莱茵-威斯特法伦州选举中已然败北。默克尔不论是在德国国内还是在欧元区都面临着巨大的压力。欧元区核心国对于欧元主导政策的巨大分歧, 使得欧元区政策面临着痛苦的协调过程, 而一体化救助政策的出台, 在时间上也要延后, 并面临着诸多挑战。

欧元区经济前景并不乐观。各国在财政紧缩的约束之下, 欧元区经济增长的动力也日趋不足。先行指标, 如欧元区的制造业 PMI 一直处于 50 以下徘徊, 在 5 月份甚至还下降到了 45.10, 而服务业 PMI 也一直回落到 46.70。欧元区的 OECD 的经济领先指标也呈下行态势。同时, 欧元区的失业率已经上升到了 11.0%, 甚至在希腊和西班牙, 失业率已经超过了 20%。

通胀压力回落。在通胀方面, 目前, 欧元区的通胀水平已从年初的最高 3%,

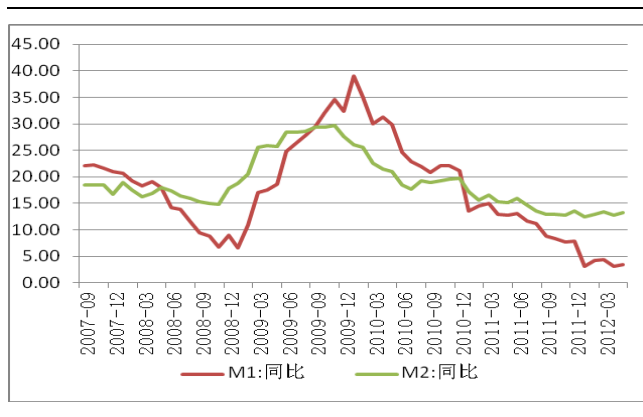
出现了回落，到 5 月份，CPI 同比已经回落到了 2.40%，虽然这已经超出了欧元区的目标水平，但通胀压力有了明显的改善。货币政策的空间也有所提高。

欧元区的货币政策前景，以宽松为主。在欧元区各国仍然面临较高的债务约束、而通胀水平回落的背景之下，预计，欧洲央行将维持宽松的政策基调，甚至于可能在救助政治难产之际承担对欧元区的救助职责，而出台降息及 LTRO3。

2.3. 中国经济：逆周期政策逐步兑现

中国经济面临困境，但并不悲观。近期，国内的经济数据并不理想，在先行指标上，5 月 PMI 指标再度回落，工业增加值等指标也还在低位徘徊。但也要看到，经济活动呈现出一定的好转趋势，例如，货币供应已较上月反弹，信贷已有所增长。固定资产投资和工业增加值从环比来看，都有小幅的回升。

图 23: 国内货币供应仍处低位



数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

通胀为宽松政策提供了环境。5 月份，国内 CPI 的同比涨幅已经回落到了 3%，而全年，通胀膨胀水平，甚至都有可能在 3% 以下，这为宽松的货币政策提供了良好的环境。

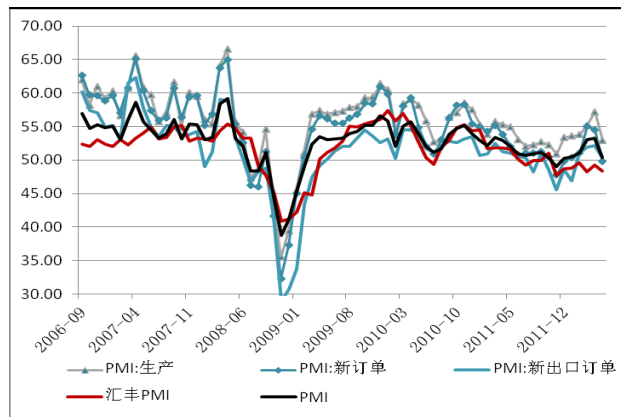
逆周期政策逐步发力。进入到第二季度特别是从 5 月份以来，经济数据的下行预示，经济需要政策的支持，对此，政策当局给予了积极的回应。发改委等部门审批通过了数千亿元的投资项目，高铁等工程建设已经逐步恢复。在货币政策方面，央行更是在 5 月份降准的基础上，再推出了降息 0.25% 的货币政策。逆周期政策的接连出台，反映了政策当局对于经济下行的担忧，在通胀压力减轻的条件下，政策当局可能继续出台有利的政策，例如在今年下半年维持偏松的政策导向，降准降息可能性较高。

2.4. 美元指数：寻求政策指引

经过了自 5 月份以来的强势攀升之后，美元指数在 81.5 到 83 之间振荡。在接下来的半年当中，美元指数的波幅可能较大，其影响因素有：一是欧债危机的进展。我们预计，希腊仍将留在欧元区内，不管是德国还是希腊做出妥协，希腊留在欧元区对于整个欧元区有着重要的意义。而西班牙的银行体系与债务危机，则还需要欧元区综合的债务解决方案的明确。但这是一个相互妥协，也是一个相当反复的过程。二要看美国的经济趋势和量化宽松政策前景。预计，美国经济数据缓慢向好的趋势可以延续，同时，在通胀压力减小的背景下，美国继续推行量化宽松政策的可能性较大。此外，在第四季度，美国的债务问题和选举也可能带来一些不确定性。因此，美元指数，总体上要视这些政策的而定，但这些政策都具有非常大的不确定性。我们倾向于认为美元指数会维持当前的振荡区间。

3. 基本金属：国内需求改善趋势渐现

图 24: 11 月中国 PMI 回落至 50 以下



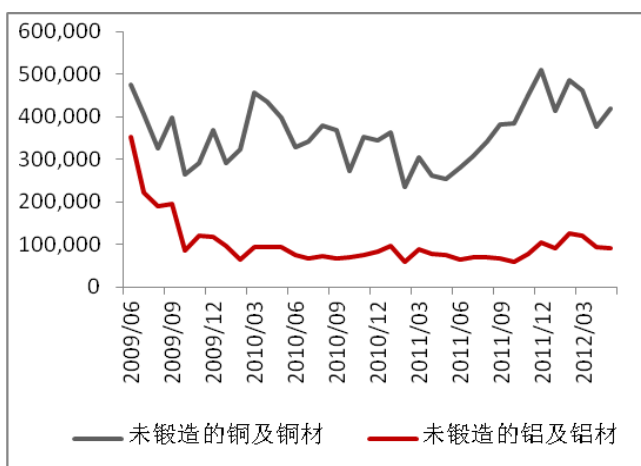
数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

3.1. 国内需求改善迹象初现

上半年，国内的有色金属需求不旺，对有色金属价格形成了下行压力，不过近年基本金属的消费开始呈现出一些积极的迹象。

国内铜进口保持高位。进入到今年以来，国内铜进口量维持在高位，其中2月份未铸造铜及铜材的进口量达到了48.57万吨，其中精炼铜37.58万吨，创出了近年来的新高。此后未铸造铜及铜材进口量回落至4月份的37.53万吨，但5月份未铸造铜及铜材的进口量重新达到了41.97万吨。

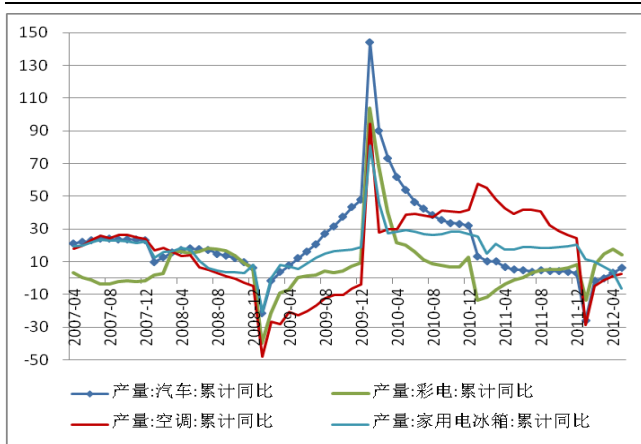
图 25: 未铸造铜及铜材进口量维持高位



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

国内铜库存逐步消化。一季度，海外铜纷纷向国内搬家，从去年年末开始，LME库存水平下降了约12万吨，同期，上海期货交易所的库存就增加了近10万吨，而保税区库存最高达到了60万吨。但在二季度，上海期货交易所的铜库存开始呈下降态势，从3月30日的21万吨，下降到最近的13万吨，下降了40%，而与此同时，保税区的库存水平也有所下降，目前约为50万吨。

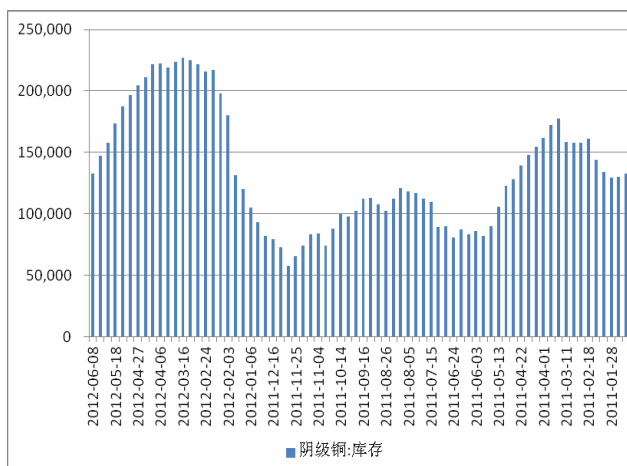
图 27: 汽车、空调等消费品增速回升



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

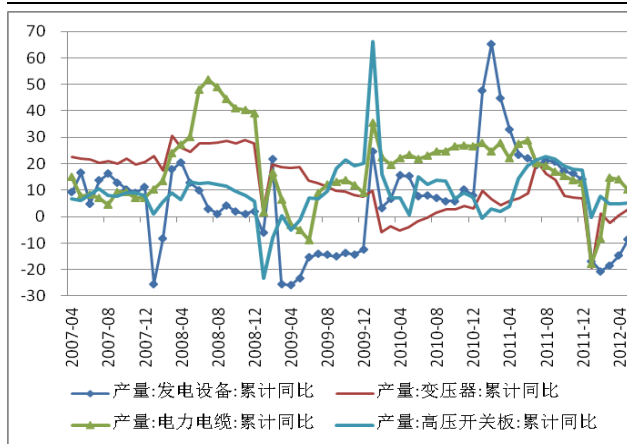
有色需求下游产品有所起色。在主要的有色金属下游消费行业中，相关产品生产量的同比增速多有所回升，例如5月份汽车产量的累计增速已从年初的大幅下降25%多，回升至同比增长6.17%，其中5月份单月产量就实现了21%的同比增长。同时，空调的产量增速也有所回升。在电力设备方面，5月份单月发电设备的产量同比增长了20%，此前几个月还是有大幅度的下滑。类似地变压器等产品的同比增

图 26: 国内铜库存持续减少



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 28: 电力设备产量增速环比改善

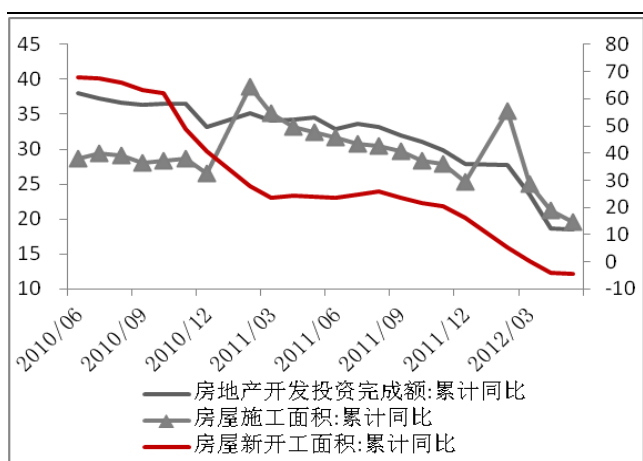


数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

速也有所上升。主要有色金属下游消费行业产量增速的恢复，表明有色金属的需求开始有所起色。

固定资产投资增速放缓，但环比回升。延续了去年我国固定资产投资增速放缓的势头，今年前四个月，固定资产的增速进一步下降到了 20.20%，2011 年为 23.80%。前 5 个月，固定资产投资的累计增速仍呈回落态势，同比增速下降至 20.10%，但从环比上看，固定资产投资已经有所增长。交通运输、仓储和邮政业的固定资产投资同比仍呈负增长态势，前五个月同比下降了 6.45%，但同比增速的下滑程度已经有所收窄（4 月份为-7.99%）。电力、热力方面的投资仍然维持了较高的增速，前五个月同比增长了 17.22%。

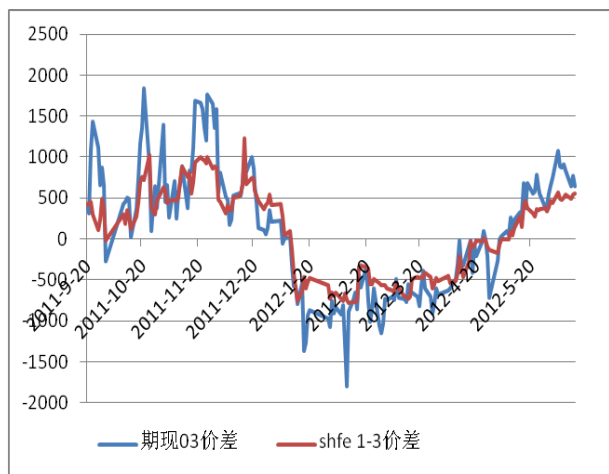
图 29: 中国房地产开发投资仍较高



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

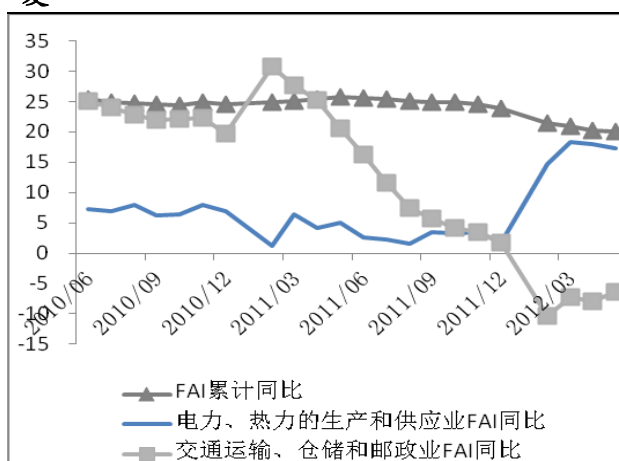
价格信号显示，实物需求正在改善。近一个月以来，在国内的期货市场上，基本金属的期货品种，其期现价差都呈升水态势，即现货价格要高于期货价格，表明基本金属现货需求不旺的态势正在改观。再来看，国内外的价差，在铜市场上，随着以江西铜业为代表的生产商向海外出口了数万吨的铜，铜的国内外价差开始有明显的好转，价差已经缩窄至约-1000 元左右。在铝市场上，国内也呈现货升水态势，铝的国内外价差已经快速回升到了 1000 元的上方。锌国内期现价格和国内外价差都为正。

图 31:国内铜期现价差为负



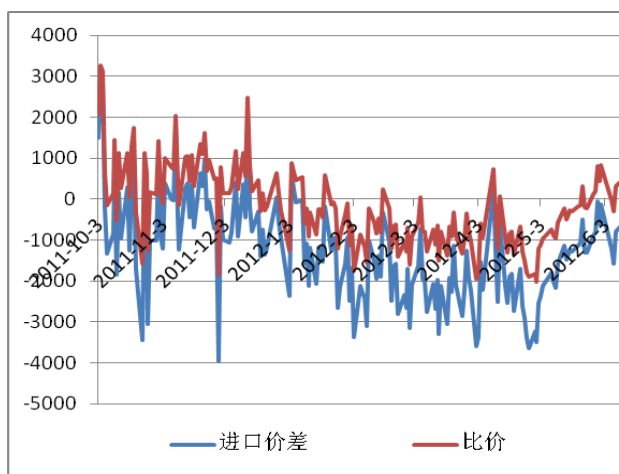
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 30: 固定资产投资增速放缓，电力投资有所恢复



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 32:国内外铜价差持续为负



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 33: 国内铝期现负价差持续



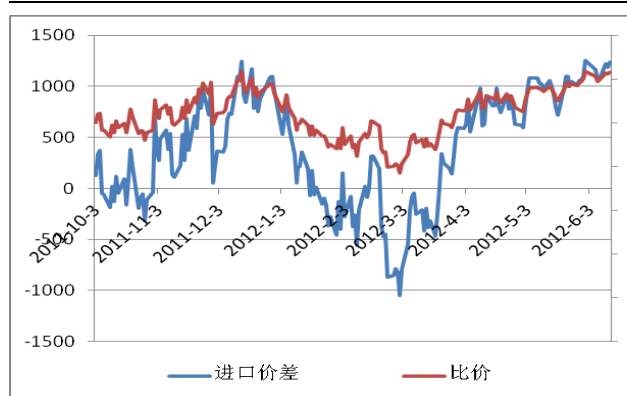
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 35: 国内锌期现价仍然为正



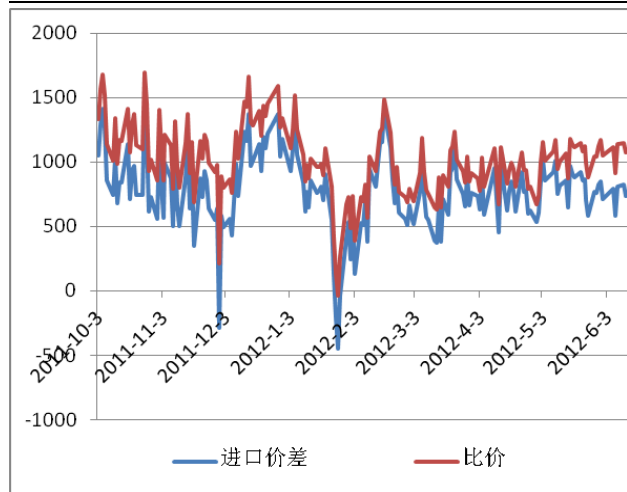
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 34: 国内外铝价差回升



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 36: 国内外锌价差基本为正



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

国内有色需求改善状况被市场低估。以铜为例,铜市场出现了一些积极的变化,对于5月份铜进口的回升,市场纷纷解释为铜融资交易导致的。我们认为,从融资交易的成本来看,铜国内外价差的收窄,是有利于增加融资交易量的,因此,也不能排除铜融资交易对进口量回升的贡献。但我们认为,铜融资的增加没有得到现货市场的印证,融资铜通常要在到岸后在现货市场上出售,但我们并没有看到铜现货市场的价格升水态势并没有受到融资铜的冲击。很可能情况是,融资铜的数量并不像前几个月那么大。而给5月份的铜进口增长贡献力量的,有实物需求或补库存方面的原因。

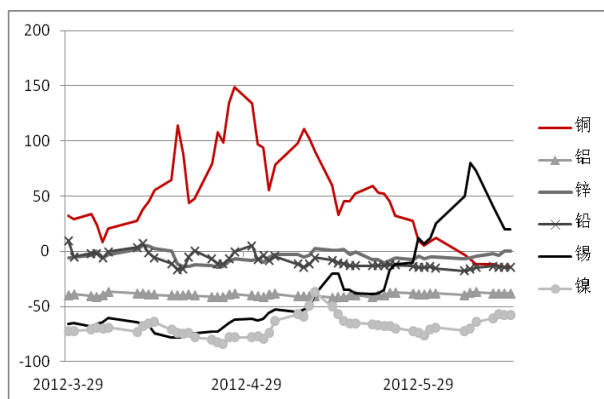
逆周期货币政策与电力、交通、核电等领域的投资回升提升国内有色金属市场需求前景。自进入到2012年以来,我国的货币政策就逐步宽松,我国已经连降两次准备金,同时还在6月份调降了利率,在通货膨胀压力继续减弱的背景下,货币政策在保增长中发挥的空间就越来越大。与此同时,进入到二季度以来,发改委等部门也集中审核了一批投资项目,包括湛江与防城港的钢铁项目,及大量的节能环保项目,涉及投资多达数千亿。虽然发改委等部门领导已经指出此次项目的审批并非4万亿的2.0版,但在项目建设与投资方面的政策的确呈开放与恢复态势。保增长相关政策的逐步发力,将给我国的有色金属消费回升提供持续的动力。

3.2. 海外需求增长或可延续

自今年年初以来,海外市场就为有色金属需求增添了一缕亮色。例如,从年初

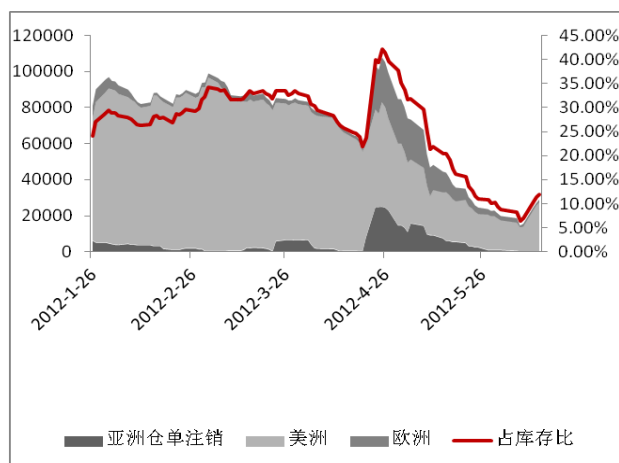
到 4、5 月份，LME 铜的现货与 3 月期货合约的价差一直维持在较高水平，甚至于在 4 月末创出了 150 美元的高价差。

图 37: LME03 价差铜为正，其余为负



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 39: LME 注销仓单以美洲为主



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

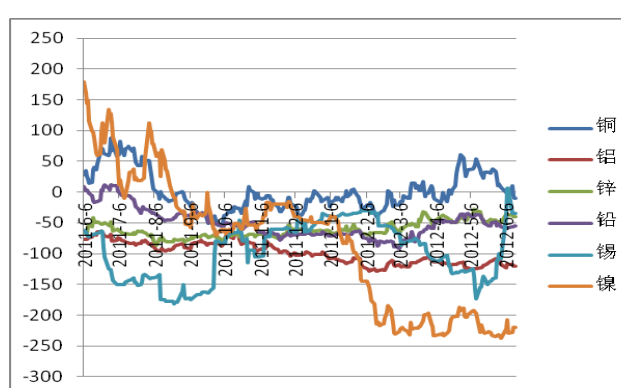
5 月以来，海外铜现货供应紧张态势有所缓解。自 5 月份以来，海外 LME03 价差有减少的态势，这得益于我国的铜冶炼商出口的精炼铜到 LME 仓库，打压了 LME 的现货市场价差。同期，LME3-15 个月的溢价先升后降。与此同时，LME 注销仓单占库存的比例也从约 40% 以下回落到 10% 左右，均表明，近来海外的铜现货市场紧张态势有所缓解。

锡现货紧张态势初现。与铜的价差变化相反，LME 锡现货与 3 月期货价差在 5 月份回升至正数以上，而同时 LME 锡的 3-15 个月期货的价差也快速回升到正数附近，表明现货市场上锡供应紧张态势有所抬头。

美国的有色金属消费需求持续改善。在各大洲的库存变化来看，进入到 2012 年之后，LME 亚洲铜库存变化主要由我国的铜进出口变化所驱动。美洲成为铜库存持续减少的又一主要原因，自年初以来，美洲的铜库存迅速减少，目前，LME 的铜注销仓单也基本上都来自于美洲。这预示美洲库存降低的态势仍将得到延续。

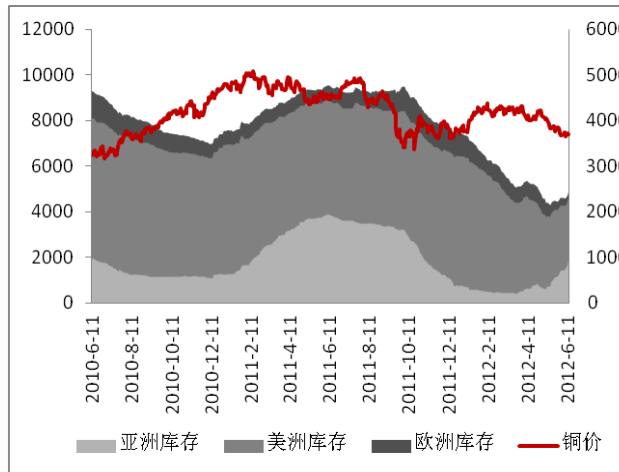
美国有色消费增长，源自于房地产与汽车市场改善。数据显示，美国房地产市场最为低迷的时期已经过去，营建许可和营建支出同比都增长较大，而已开工的新建私人住宅也已稳步回升至 80 万户。同时，汽车销售数据改观明显，近几个月来，汽车销售量折年率都约 1400 万辆。美国的工业生产指数也在不断回升，表明工业生产走出低迷。

图 38: LME3-15 溢价维持弱势



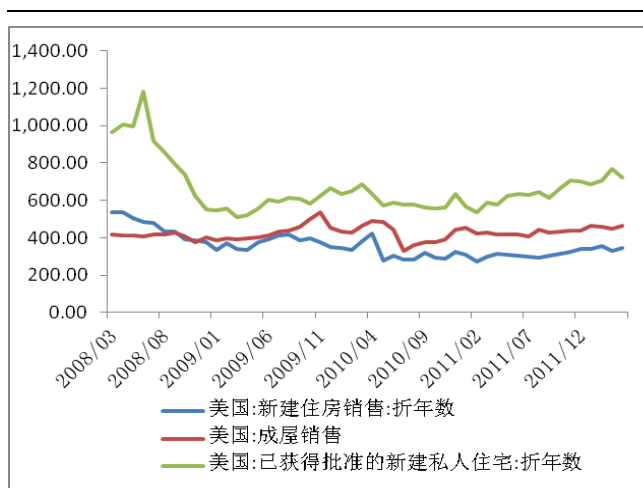
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 40: LME 库存减少



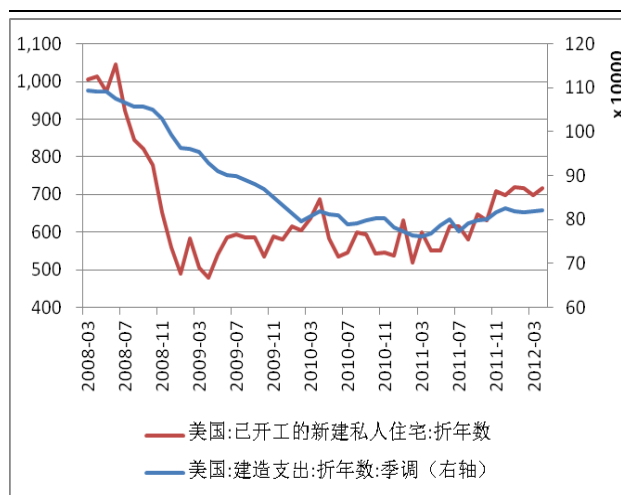
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 41: 美国房地产市场销售状况改善



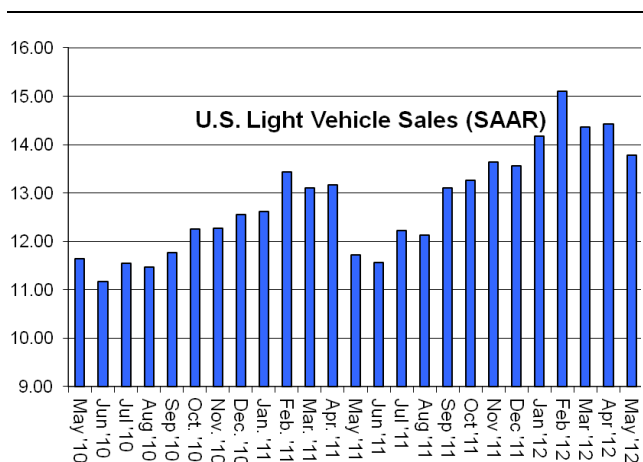
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 42: 美国房地产市场建造支出回升



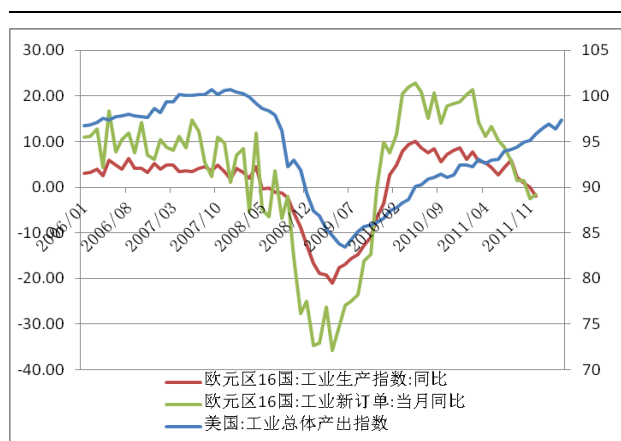
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 43: 美国汽车市场显著改善



数据来源: motorintelligence, 东北证券

图 44: 欧洲工业景气回落、美国略好



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

预计,美国的有色金属消费仍将增长。近来,美国的经济数据呈现出疲态特征,失业与失业率的改善趋势出现了一些反复,而消费者支出的增长也有所放缓。但我们预计,美国在货币政策方面仍将通过 QE3 或者 OT2 等其他政策,维持较低的长期利率。相信这些政策会给房地产市场和汽车等市场提供需求动力,促进有色金属消费的增长。

3.3. 铜、锡供需基本面最好

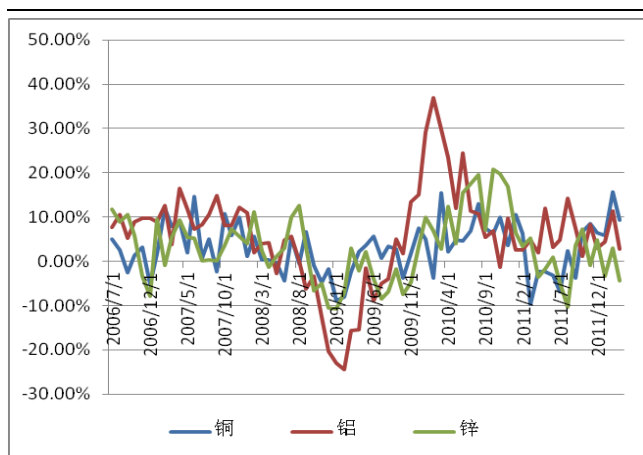
在有色金属的供应方面,铜、锡面临着较强的资源约束。铜和锡都是资源非常稀缺的金属品种,特别是锡近年来没有发现大的矿床,同时两种金属都面临着资源枯竭、品位下降,成本上升等问题。资源限制了他们的产量的中长期增长。在 2012 年,在一些矿山投产的推动之下,铜产量增长约在 3%左右。但近年铜价居高,铜矿的生产经营,越来越多地面临着工人罢工的影响,铜矿经营的干扰率一直较大,从而使铜产量的实际增长产生较大的偏差。同时,今年,我国铜的消费需求增长率预计约为 6%。在此推动下,全球铜需求与供应大体均衡。锡的供应情况类似,最大的锡矿生产国印尼,锡资源趋于枯竭、品位下降,而成本也在上升,加上天气的影响,锡产量增长乏力。

镍产能步入释放期。在镍价高企之下，将镍生铁用于生产不锈钢的生产工艺获得了不锈钢企业的接受与推广，红土镍矿逐步被纳入到镍的原材料范围，镍可用资源迅速扩张。资源约束得到破解之后，大量企业涉及到镍生铁业务，或者采用高压酸浸的工艺来制备电解镍，镍的产能与供应迅速扩张，2012 年镍的产能投放最为集中的一年。镍由此也可能成为供给最为宽松的一个品种。但也需要特别注意的是，如果镍价持续低于镍生铁企业的边际成本，镍的供需基本面可能会发生逆转。同时，印尼对红土镍矿出口的紧缩政策也将给镍市场供需带来冲击。据预测，印尼征税加配额的出口政策将使我国的镍生铁减产 10%以上，即数万吨镍金属量，而可能给镍市场供需形成冲击。

铝成本压力高，产能无瓶颈，盈利能力不高。当前，我国铝产能利用率并不高，而且近两年在西部地区，我国电解铝产能仍将迅速扩张；与此同时，在铝价低迷之际，海外的电解铝企业也关停了不少的电解铝产能，海外电解铝的产能利用率也有所下降。另一方面，电价是电解铝生产成本的主要构成之一，在我国数次调升电价之后，电解铝面临的成本压力越来越大，成本上升将电解企业处于亏损的边缘。在电解铝需求有明显回升的情况下，电解铝企业可以很快地释放产能来满足，而没有办法在价格上获得持续的益处，因此，电解铝企业很难有较好的盈利能力。

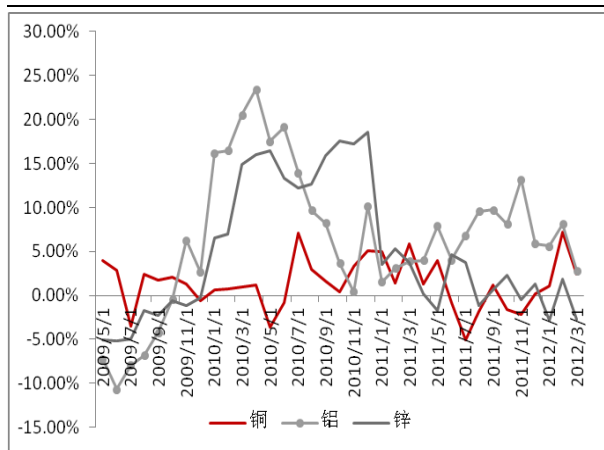
综合供需两个方面，我们预计，铜、锡的供需趋向于均衡，如下半年需求好转，甚至可能向供求偏紧的方向演进。其他金属的基本面状况要略差些。

图 45: 全球铜铝需求小幅增长



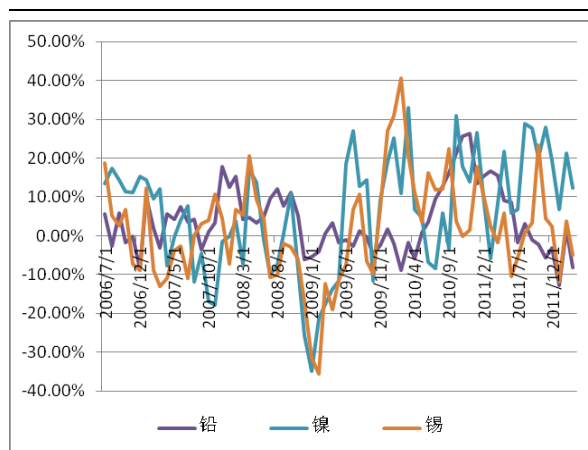
数据来源: motorintelligence, 东北证券

图 47: 铜面临资源约束及罢工干扰，供应增幅小



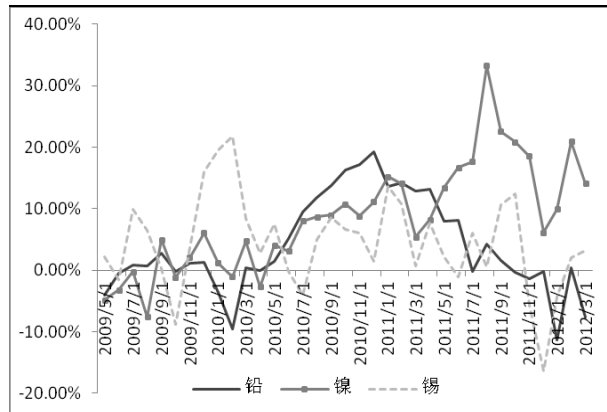
数据来源: motorintelligence, 东北证券

图 46: 镍需求强劲，锡需求回落



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 48: 镍产量增速快



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

3.4. 微调金属预估价格

表 1 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
2011Q4	2114.52	7529.77	2009.22	18395.56	20912.2	1917.14
2012Q1	2218.91	8328.57	2117.16	19708.52	22995.7	2042.18
6 月 15 日价	1933	7510	1923	16850	19505	1904
2012Q2E	2020	7900	2080	17600	19800	1960
2012E	2110	8300	2100	17600	21000	2000
2012E (原预测)	2200	8500	2200	17800	22000	2100

资料来源: WIND, 东北证券。

根据前述对基本金属供需均衡状况及宏观、美元指数的分析, 我们预计, 2012 年, 特别是在第三季度, 有色金属价格, 将仍有上扬机会。具体来说, 我们认为, 不应欧元区经济与政治局势太过于悲观, 美元指数可能维持强势, 可能会给有色金属带来一定的不利影响, 但美国的量化宽松政策可能会给对冲部分负面影响。预计, 中国在三季度或此后, 仍将推出逆周期的货币政策, 相关投资也有望有所提升, 有色金属价格有望从低谷回升。

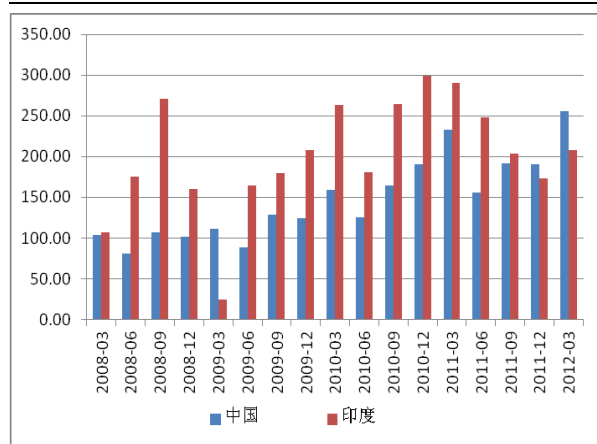
4. 黄金: 三季度黄金价格有机遇

金价在今年上半年的表现呈现出一些特点, 包括:

第一, 黄金的避险价值有所降低。今年上半年, 特别是前 5 个月, 黄金价格与风险资产的相关性有着较大的提升, 并没有体现出太多的避险价值。

第二, 黄金价格的表现与 QE3 预期的变化紧密相连。围绕着 QE3 的预期变动, 金价曾多次出现巨幅的震荡。这表明美元等主权货币的流动性政策对于黄金价格有非常大的影响力。黄金作为非主权货币, 其价值就在于对抗流动性得不到节制的信用货币。

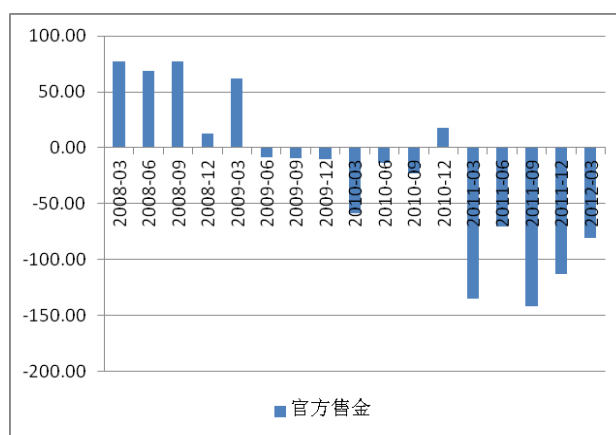
图 49: 中国黄金消费需求爆发



数据来源: motorintelligence, 东北证券

第三, 中国的黄金消费是黄金市场的持续推动力。在中国经济的推动之下, 中国黄金消费快速增长, 近几年来, 随着黄金市场的开放, 我国黄金需求呈爆发式增长态势, 到 2012 年一季度, 中国消费了 250 吨的黄金, 超过印度, 成为黄金第一

图 50: 黄金储备地位提升, 央行净买入黄金



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

消费国。

第四，印度黄金需求面临挑战。在印度经济增长率快速回落，而通货膨胀率也下降时，印度居民对于黄金的购买力与需求略有下滑，而印度卢比的汇价也一直呈贬值态势，此外，印度政策还出台了更高的黄金进口税收及消费税，也打击了印度的黄金需求，这使得今年第一季度，印度的黄金需求较去年有了较大幅度的回落。

第五，央行购金持续。近几个年来，核心储备货币发行国的超宽松流动政策，打击了核心货币的储备货币地位，使其他国家纷纷增加黄金在国际储备中的比例。这就使得自上世纪 90 年代以来的央行在黄金市场中的供应方地位转变为需求方，成为黄金的净买入者，特别是俄罗斯、墨西哥等一些发展中国家成为购入黄金的主角。

关于黄金价格的未来趋势，我们认为需要关注以下几个方面信息的冲击：

一是，地缘政治问题。从去年以来，世界就进入到了地缘政治事件频发的阶段，伊朗的核危机、美国主导的对伊朗的石油禁购，叙利亚局势，以及朝鲜核危机及发射卫星等，这些事件朝恶化的方向发展，可能给金价的上涨带来动力。

二是，美国货币政策的走向。美国货币政策的走向对金价的巨大影响力。若美国经济数据仍维持向好态势，那么 QE3 的可能性会越来越小，国债收益率也将回升，金价就会受到打压；若相反金价则可能回升到 1800 美元上方。

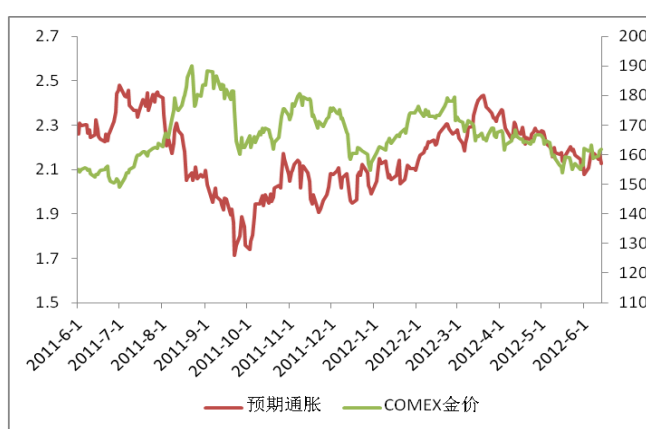
三是，央行对黄金的购买量，及中印两国黄金实物消费的需求，能否实现继续增长。

具体而言，从短期来看，我们认为全球正在经历一轮新的量化宽松浪潮，在这股浪潮当中，美联储将维持对低利率市场环境的控制，甚至于出台较为激进的 QE3 等政策；欧洲为了应对欧债危机可能会降低利息和推出 LTRO3；英日也有继续扩大量化宽松规模的可能。因此总体上，世界信用货币的流动性仍朝着泛滥的方向行进。这将为黄金的价格提供一定的支撑。

从长期来看，此轮宽松浪潮可能是金融危机后的最后一波，各国的经济增长若再无起色，只能证明量化宽松政策的无效性，若经济好转，再推宽松也就没了必要。事实上，此轮宽松浪潮也面临着诸多质疑。因此，此后，国债真实收益率的回升或将成为必然，而降低黄金的吸引力。

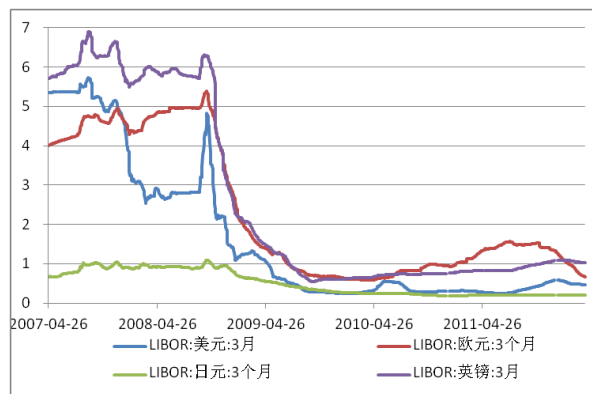
关注，外生增长潜力大的公司。在黄金板块当中，由于金价临近中长期拐点，单纯的黄金公司，业绩增长的空间不大，甚至有业绩风险，只有那些通过内生、外生增长能够保持业绩稳定增长的公司，才具有价值。

图 51：真实利率有走高的可能，不利于黄金投资



数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

图 52：世界各国流动性宽松史无前例，市场利率仍在低位



数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

5. 小金属：政策驱动，风险并存

小金属品种众多，大致可分为两大类，一类是中国具有战略优势的资源品种，如稀土、钨等；二是我国对外依存度较高的金属品种，如钽、钛、锆等。

5.1. 中国战略优势资源品种：行业政策逐步兑现，风险有所累积

钨、钼和稀土等稀土、稀有金属是我国的优势战略资源。我国的稀土、稀有金属资源十分丰富，目前多数金属品种已经成为世界的主产国。资源优势为我国稀土、稀有金属行业的发展打下了良好基础。

我国推进对优势资源品种的行业整顿。一直以来，我国战略优势资源行业的生产与经营秩序都较为混乱，在以追求经济增长为核心目标的年代，这些行业被赋予了拉动经济增长的使命，地方保护色彩较浓，环境污染较高，生产秩序混乱，价格持续低迷，资源日趋枯竭。进入到 21 世纪后，特别是近年来，在经济转型总体思路的指导下，我国从多角度来整顿这些行业，如，以环保标准与核审等手段，淘汰污染较高的企业，设施环保门槛；以产出配额与产量控制、出口配额的方式来限制整个行业的无序生产，规范生产经营秩序，并以专项整治行动的方式来落实；推进大集团建设，优先支持大企业发展等行业整合措施。甚至于在有的行业还推出增值税专用发票等手段来理清市场秩序。这些政策举措的出台，提升了行业的进入门槛，促进了行业集中度的提升，政府与大企业的行业控制力显著提升。稀土、稀有等金属价格也开始向合理价值回归。

表 2: 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	五矿控制或参股了全国 50% 以上的钨资源，如湖南有色、江钨集团、厦门钨业，另有辰州矿业、章源钨业。	86%	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	由包钢稀土、赣州稀土、四川江铜稀土等控制	98%	49%
锆	云南锆业 40%，驰宏锌锆约 10%，另有通力锆业，韵关冶炼厂，南京中锆等	71%	41%
锑	闪星锑业、辰州矿业、华锡集团	88%	52%
铟	与铅锌伴生，主要供应商华联锌铟、株冶集团、驰宏锌锆、锌业股份	51%	75%

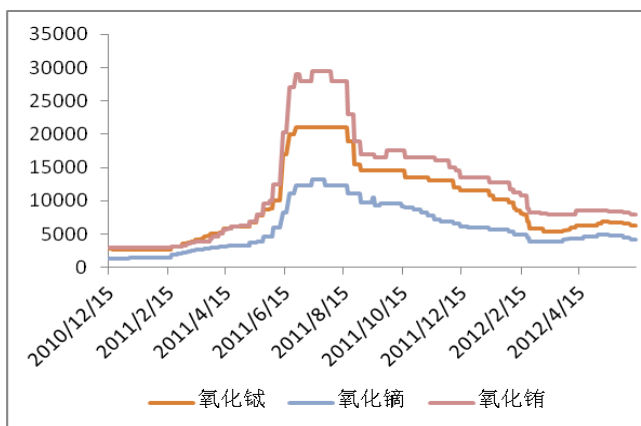
资料来源：USGS，东北证券。

稀土、稀有金属行业政策仍具空间。未来的政策着力领域包括：一是，建立与完善稀土、钨等具有战略意义的金属品种的收储与价格调节机制。二是，推进大集团建设，优化行业结构。例如在稀土行业当中，此前有消息称，北方稀土整合，将由内蒙古包钢集团牵头，联合甘肃稀土集团，吸收四川、江西、山东等地骨干企业共同发起设立中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司。

但也要看到在行业政策正在逐步兑现，政策空间越来越小，完全依赖政策去驱动行业的发展，后续会面临着一定的风险，如在稀土行业当中，我们看到，在稀土价格大涨之后，海外稀土矿的开发正在逐步贡献产出，同时，稀土上游集中引发的价格上涨，也对下游需求形成打击，替代材料的研究也由此兴起。

图 53: 中重稀土价格回稳

图 54: 轻稀土价格再次小幅回落

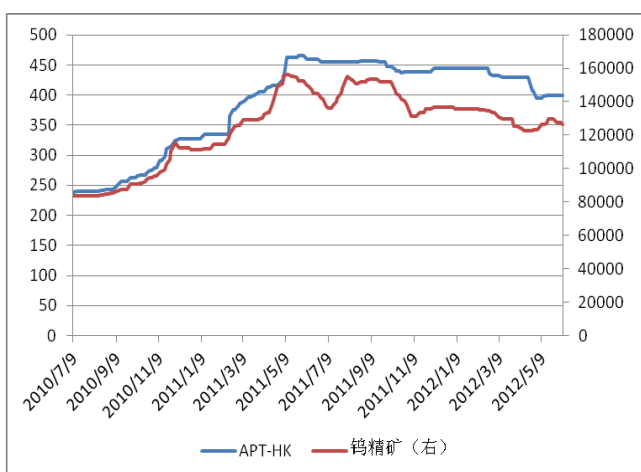


数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

稀土、稀有金属出口配额, 遭遇申诉。3月13日, 美、欧、日联合就中国对稀土、钨钼等稀有金属出口限制向世界贸易组织(WTO)提起对华贸易诉讼, 要求中国解除出口限制。虽然, 我国相关部门指出, 对稀土、稀有金属出口的限制, 多出于保护环境, 但这些主张并没有得到WTO的认可。WTO甚至在6月12日召开的针对中国贸易政策审议会议上, 批评称“中国明显加强了对稀土出口的限制”, 贸易政策“不透明”。若在稀土问题上, 中国最终败诉, 我国将如何协调国内政策以满足WTO的要求也将是我国行业政策前景的一大挑战。

因此, 我们在对稀土行业政策持乐观态度之时, 也观察到相关风险正在累积。因此, 我们谨慎看好稀土、钨等行业。其他我国战略优势资源品种, 在行业的基本面、公司业绩及市场容量上与稀土和钨都还有些差距。

图 55: 钨价维持高位

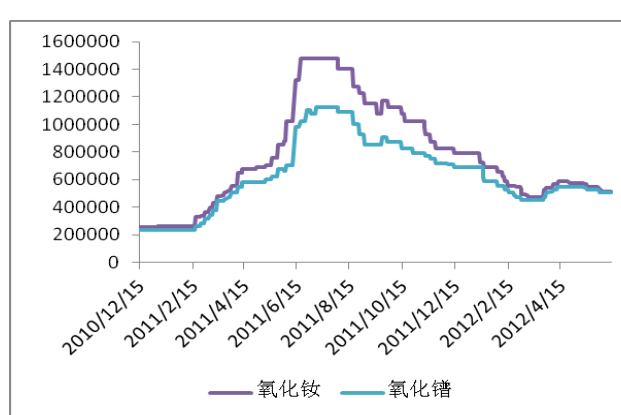


数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

5.2. 对外依存度高的金属品种受制于海外资源政策

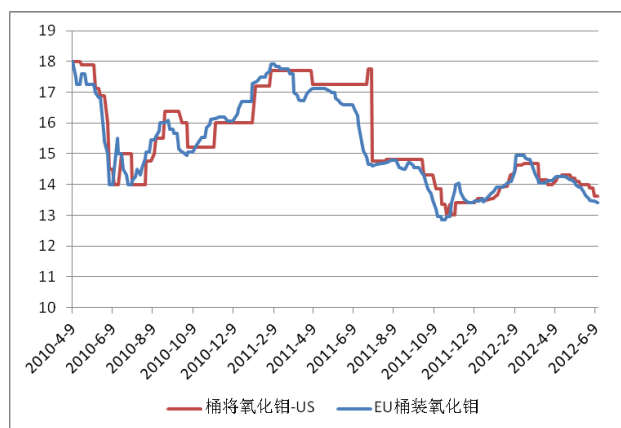
在小金属当中, 我国也有一些金属品种的自然资源条件较差, 对外依存度较高, 这些品种包括钛、锂、锆、钽、铂、钴等。和基本金属品种相似, 在这些品种的市场中, 我国小金属品种市场要受制于海外主产国的资源与出口等政策。

资源民族主义有抬头之势。有色金属资源与冶炼行业, 对于一国经济的发展有着积极的作用。对于发展中国家而言, 积极利用本国的有色金属资源, 提升有色金属加工链条的长度, 能起到促进本国经济增长的作用。因此, 多个发展中国家出台了限制有色金属原矿出口, 延长本国有色金属生产链条, 增加本国有色金属行业附加价值的政策。例如, 印尼就针对多个金属品种出台了禁止出口原矿出口的法令。



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 56: 钼价持续低迷



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

除此之外，一些国家还针对有色金属或原矿的生产征收更高的资源税或是出口税。资源民族主义在各国有抬头的趋势。我国需要依赖于国外供应的资源，由此面临着非常大的供应不确定性，供应的成本也可能显著提升。

对于此类金属品种，即要关注上游主要供应国家的出口与资源税收政策，也要留心下游市场需求的变化。具体而言，上游供应国家的出口与资源税收政策，将对其主产的金属品种市场的供应形成冲击，而导致该金属价格出现大幅的波动。这在一定程度上会对我国该金属品种的冶炼与加工企业形成利好。下游需求的变化同样会对金属价格及我国的相应冶炼与加工企业形成利好。对于此类金属品种，需要特别关注的品种包括钛、钽、锂、锆等金属品种。

表 3: 海外多国出台资源控制政策

国家	矿种	政策内容
印度	多种矿产	金属导报消息，印度政府正在重新审核向 10 种主要矿产品征收的采矿税税率，包括铁矿石、铝土矿、锌精矿、铅精矿及铜精矿。新的税率预计将在 8 月份公布。
印尼	铝、镍等 14 种矿产	自 2012 年 6 月始，对从印尼出口的这些金属原矿征收 20% 的出口关税，并对其出口量采取配额制。对暂无下游加工产能开发计划的企业（具备印尼矿产开采牌照的公司）提前于 5 月 6 日起实施 2014 出口禁令。
越南	钛矿	依据越南政府总理 02/CT-TTG 号《加强矿产勘探、开采、生产、使用和出口管理办法》批示，从 2012 年 7 月起，对钛铁矿石的出口设立限制。

资料来源：东北证券。

表 4: 对外依赖较高的金属品种

金属	主要资源供应企业	世界储量的分布	主要产出国比重
钽	Ethiopia、Paranapanema、Noventa、Global Advanced Metals	巴西 53%、澳大利亚 43%	巴西 23%、刚果 18%、莫桑比克 15% 和 卢旺达 14%
锂	SQM、Chemetall、FMC，三者供给量约占全球的 70%	智利 59%，中国 27%	智利 38%，澳大利亚 34%，中国 16%
锆	Iluka、Richards Bay、Exxaro，三者供给量约占全球的 60%。	澳大利亚 40%、南非 27%	澳大利亚 51%、南非 27%
铂	Anglo American Platinum、Impala Platinum、Norilsk Nickel，前三大供给占比 70%	南非 96%	南非 72%，俄罗斯 14%
钴		刚果 45%、澳大利亚 19%	刚果 52%，中国 7%、加拿大 7%

资料来源：USGS，东北证券。

6. 金属新材料

6.1. 金属新材料迎来发展机遇

金属新材料是十二五重点发展领域。根据《规划》，特种金属功能材料、高端金属结构材料等六大材料领域将是未来的重点发展方向。“十二五”期间，有关部门将集中力量组织实稀土及稀有金属功能材料专项、高强轻型合金材料专项、先进电池材料专项等十大重大工程。

按《新材料产业“十二五”发展规划》，十二五期间我国新材料行业年均增长率将超过 25%。据统计，2010 年，我国新材料产业总规模已经超过 6500 亿元，与 2005

年相比，年均增长率接近 20%。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%，届时国内新材料产品的综合保障能力将提高到 70%，关键新材料保障能力将达 50%。《规划》将打造 10 个创新能力强、具有核心竞争力、新材料销售收入超 150 亿元的综合性龙头企业，培育 20 个新材料销售收入超过 50 亿元的专业性骨干企业。

6.2. 稀有、稀土材料迎来发展机遇

稀土、稀有金属材料，例如应用广泛，是高科技产业、高端装备制造业等新兴战略产业和航天军工产业重要基础原材料，对我国经济的转型和国防军事具有极高的战略意义。未来，我国的稀土、稀有金稀土及稀土功能材料，稀有金属材料将迎快速发展时期。《规划》指出，要“以提高稀土新材料性能、扩大高端领域应用、增加产品附加值为重点，充分发挥我国稀土资源优势，壮大稀土新材料产业规模”。“充分发挥我国稀有金属资源优势，提高产业竞争力”。未来将，积极发展高纯稀有金属及靶材，大规格钼电极、高品质钼丝、高精度钨窄带、钨钼大型板材和制件、高纯铼及合金制品等高技术含量深加工材料。加快促进超细纳米晶、特粗晶粒等高性能硬质合金产业化，提高原子能级铍材和银铟镉控制棒、高比容钽粉、高效贵金属催化材料发展水平。可见，稀土、钨钼、钽等领域均将迎来发展机遇。

6.3. 高强轻合金材料为战略新兴产业贡献力量

高强轻合金材料是战略性新兴产业的关键原材料。预计，节能和新能源汽车等乘用车需要铝合金板材约 17 万吨/年、镁合金 10 万吨/年。“十二五”期间，航空航天、轨道交通、海洋工程高端装备制造业，预计需要轨道交通大规格铝合金型材 4 万吨/年。到 2020 年，大型客机等航空航天产业发展需要高性能铝材 10 万吨/年。

十二五，我国将建设高强轻型合金材料专项工程：到 2015 年，关键新合金品种开发取得重大突破，形成高端铝合金材 30 万吨、高端钛合金材 2 万吨、高强镁合金压铸及型材和板材 15 万吨的生产能力，基本满足大飞机、轨道交通、节能与新能源汽车等需求。

大飞机带动我国钛材和高性能铝材消费。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，其中化工用钛量已近 2 万吨，成为中国用钛的绝对第一大领域（与之对比，美国、欧洲大部分钛材需求集中在航空、航天领域，这根源于这些国家都有优秀的航空航天工业，都是商业飞机的有务竞争者）。未来随着中国政府推进国产大飞机、登月计划和第四代战机等项目，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。预计，2015 年钛材的需求量将达到 6 万吨左右，钛材行业发展空间大。

7. 投资策略

综上，我们认为目前世界经济面临宽松的流动性环境：美国经济从一季度的强劲复苏中回落，但 QE3 仍若隐若现；欧洲债务风险连绵不绝，政治风险再将希腊退出推至风口浪尖，并引燃西班牙银行体系及债务风险和意大利债务风险，未来，欧洲央行可能推出降息与 LTRO3 等政策；中国经济也在寻底的过程中，逆周期政策逐步落实。

有色金属的需求改善迹象渐现。其中，国内有色需求改善的势头有所展露，5 月份铜进口环比回升，期现价差转正，国内外的价差也有所改善；海外需求，特别是美国需求增长态势或可延续。总体上，在资源的约束下，铜锡的供需基本面最好。

出于对我国延续逆周期政策，推动投资与经济环比回升的预期，我们认为铜价将从目前的低位反弹，预计 Q2 的均价为 7900 美元/吨，2012 年的均价为 8300 美元/吨。基于对世界主要货币当局将掀起新一轮政策宽松浪潮的预期，我们认为黄金价格在三季度存在反弹机遇。但考虑到中长期真实利率走低趋势可能会面临转变，因此，我们仍未改变对黄金中长期偏空的观点。

在小金属方面，中国战略优势资源品种，受到了我国行业整合政策、环保政策、产量控制政策和出口配额制度的持续支持，未来仍会受益于大企业集团建设及战略收储政策。但对于一些行业，如稀土，我们提示在看到利好之时，也要注意风险的累积，如替代风险、海外投产风险等。我国对外依存高的金属品种，受海外资源国家民族主义政策趋势的影响，而可能产生供给冲击，而对同一产业链的企业形成一定的利好。

新材料十二五规划，为金属新材料行业发展提供方向，未来稀土功能材料、稀有金属材料、高强轻合金材料将迎来发展机遇。

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：

今年三季度，我们预计铜、锡等基金金属与黄金存在从低谷反弹的机遇，我们优先选择行业基本面最好，同时具有外生性增长机会的公司如：铜陵有色、锡业股份和中金黄金，铝则关注能从海外资源控制政策中受益的公司，如云铝股份等，铅锌类的企业可关注资源类的中金岭南和驰宏锌锗等公司，捕捉经济恢复或国内货币政策刺激持续、中国经济有望恢复增长的投资机会。

在中国战略优势资源小金属品种方面，资源分布特征与供需组织特征，以及行业政策对这些金属品种利好，但行业政策带来的隐忧仍在。我们认为此领域中的包钢稀土、厦门钨业等仍有政策利好推动。同时，海外钛、镍等小金属品种则可能承受海外出口与供给政策的冲击带来的利好。包括东方钽业、宝钛股份等

关注高强轻合金材料领域：一是在经济下滑过程中需求较为稳定的，产品具备升级潜力及良好应用远景的公司，如利源铝业。二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。

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。

表 5：主要公司的估值状况

代码	简称	最新	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
		价格（元）	TTM	2012	2013	TTM	2012	2013	(MRQ)
600111.SH	包钢稀土	42.53	1.73	1.31	1.53	24.52	32.38	27.82	16.05
000630.SZ	铜陵有色	21.40	1.01	1.00	1.21	21.20	21.40	17.69	2.96
002340.SZ	格林美	22.33	0.43	0.67	1.01	52.27	33.14	22.07	2.97
600489.SH	中金黄金	21.92	0.98	1.18	1.31	22.41	18.58	16.73	4.87
000962.SZ	东方钽业	17.36	0.51	0.56	0.64	33.74	31.00	27.13	3.21
600549.SH	厦门钨业	43.99	1.51	1.35	1.77	29.22	32.57	24.83	8.44
600531.SH	豫光金铅	20.96	0.23	0.67	0.84	90.78	31.24	24.95	3.27
002501.SZ	利源铝业	18.54	0.83	1.08	1.46	22.36	17.17	12.70	2.77
600456.sh	宝钛股份	21.76	0.14	0.42	0.69	152.70	51.66	31.32	2.58

资料来源：东北证券，WIND。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760