

## 政策破局在即，黄金或将受益

——有色金属行业 2012 年 8 月月报

### 报告摘要:

**重启购债如箭在弦，破局在即。**欧洲经济深受债务问题拖累。重启购债如箭在弦，破局在即，9 月、10 月最为关键。未来，欧洲央行有可能进一步调降利率，或通过发放 LTRO3 和购债来推行量化宽松政策救助债务国。我们预计，欧洲重启购债的可能性约为 60%。

**QE3 突现涟漪。**美国经济数据趋好，但美联储会议纪要显示，美联储内部越来越多人支持放松政策。

**中国 7 月经济数据低迷，**令市场纷纷调整对我国经济触底时点的预期，同时中国持续放松货币政策的预期不断上升。

**短期，美元指数倾向回落。**近期，欧洲重启购债的政策选项，削弱了市场对欧元的看空情绪。而美国的货币政策决议纪要，又令 QE3 的推出概率大增。而且，随着时间的临近，美国的财政悬崖问题与大选的不确定性，正在被市场所注意。此外，市场的避险情绪有了较大的改善。因此，短期（可能持续至 11 月份），美元指数还可能会继续回落。

**基本金属需求未明显改善。**国内，有色金属产量下降、增速放缓；铜及铜材进口略有回升；有色下游投资未见改观；主要有色金属下游产品的产量略有提速。海外，基本金属的需求持稳，尤其是美国基本金属需求改善趋势延续。

**流动性支撑基本金属价格，但需求不济，价格回升过程曲折。**美元指数在短期有下行的压力，我国的政策与经济前景，及全球流动性政策对有色金属价格也有支撑。但基本金属需求暂未明显改善。

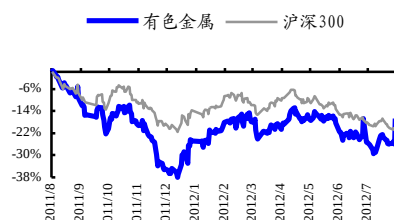
**金价迎短期良机。**美联储推出 QE3 的可能性增加，同时欧元区救助政策破局在即，金价在短期将迎突破良机。

**稀土、稀有金属上游资源整合政策落到实处。**稀土产品的价格仍然在走下坡路，自去年年中以来，各稀土品种的价格持续回落。钨钼等多种小金属价格延续跌势。小金属需求低迷，7 月稀土制品、钨品出口未见好转，出口量同比大幅回落。

**投资评级与策略。**维持有色金属行业评级“同步大势”，关注：重点关注业绩较好、同时具有外生性增长机会的公司，如中金黄金、豫光金铅；基本金属公司中弹性较大、外生增长前景较好的公司如铜陵有色、厦门钨业等，也可适当关注。二，小金属品种类公司如包钢稀土、厦门钨业等仍有政策利好推动。三，高强轻合金材料领域，关注利源铝业。四，节能环保产业，关注格林美。

**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    | 11.47% | 0.00%  | -15.57% |
| 相对收益    | 14.14% | 12.02% | 2.82%   |

### 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   |
| 豫光金铅 | 谨慎推荐 |
| 包钢稀土 | 谨慎推荐 |
| 驰宏锌锗 | 谨慎推荐 |

### 相关报告

《有色金属行业周报：困局难破》

2012-08-20

《有色金属行业周报：经济风雨飘摇 稀土政策抢眼》

2012-08-13

《有色金属行业动态跟踪报告：稀土政策频现利好》

2012-08-07

《有色金属行业周报：政策变数频现 金属价格回落》

2012-08-06

**证券分析师：陈炳辉**

执业证书编号：S0550511070002

(021)20361131 chenbh@nesc.cn

## 1. 经济回落，有色金属价格低迷

### 1.1. 经济暂无起色，风险意愿回升

ECB 豪言购债无下文。为了维护欧元区的完整，自 7 月份以来欧洲央行 (ECB) 数度出手，先是在 7 月份，宣布将利息调降 0.25%，接着将矛头指向，持续高居不下的西班牙、葡萄牙等赤字国的国债收益率，放出豪言，将启动新一轮购债计划，以压低赤字国的国债收益率。此后，ECB 并未出台购债的相关文件与细节，在货币政策会议当中，欧洲央行决定维持指标利率在 0.75% 不变，也并未做出购债决策。围绕重启购债问题，各国及央行纷纷表态，其中德国政府表达了对德拉吉救市努力的支持，但德国央行仍极力反对重启购债。

美国经济数据逐步走出低迷。在就业方面，7 月非农就业人数增加 16.3 万人，大超预期，逐步走出 2 季度的低迷，失业率升至 8.3%。7 月零售销售强势环比增长 0.8%，房地产市场也时有利好传来。同时，美联储对 QE3 仍无定论。

进入到 8 月份后，在欧洲央行可能重启购债，而美国经济数据又多超出预期的推动下，市场避险情绪有了明显的回落。西班牙和葡萄牙的国债收益率大幅回落，证券市场风险持续降低。

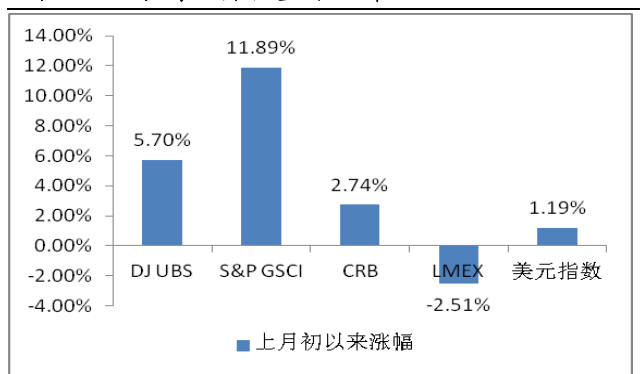
在欧洲债务风险提升之下，美元指数在 7 月初大涨，创出了今年的新高，此后，市场风险意愿的提升，促使其下降到 82 点以下。

中国经济数据显示经济仍较低迷。特别是，7 月份外贸数据表现低迷，7 月份当月，我国进出口总值为 3287.3 亿美元，同比增长 2.7%。其中出口仅增 1%，为 6 个月来的新低，进口增长 4.7%。此外，央行数据显示，7 月人民币新增贷款为 5401 亿元，创下 2011 年 10 月以来新低。

### 1.2. 基本金属价格下挫

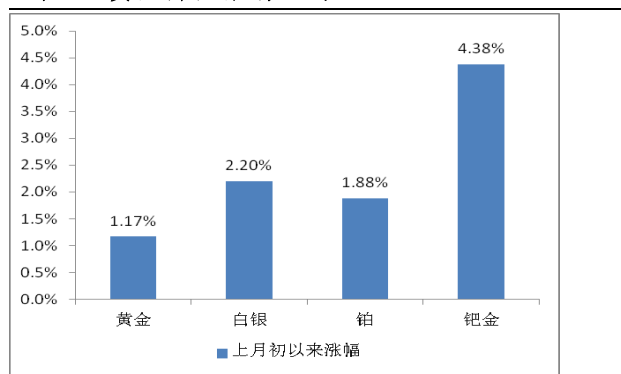
大宗商品价格回升。虽然美元指数有所上扬，但受宽松流动性政策、地缘政治以及天气原因的支撑，石油、农产品等大宗商品的价格回升，代表性的大宗商品指数都有上升。

图 1: 大宗商品价格整体回升



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

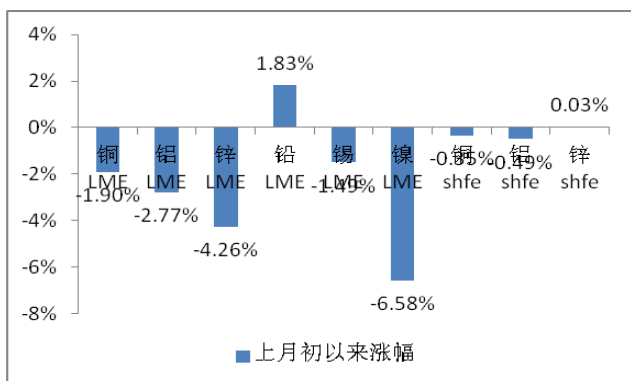
图 2: 黄金价格振荡上扬



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

有色金属价格仍较低迷，LMEX 在此期间甚至回落了 2.51%。LME 铅是实现了上涨的少数品种之一，自 7 月初以来，上涨了 1.83%。LME 铜期货合约下跌了 1.90%，但其他多数金属品种都告回落。

图 3: 铅价上涨约 2%



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

库存上，国内外库存变动不一。其中，LME 铜库存减少了 2 万多吨，而国内铜库存则增加了近 2 万吨。与此同时，LME 镍和铝的库存都有所增加。

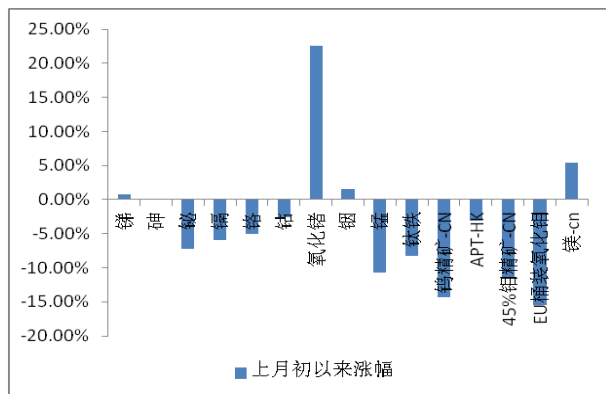
### 1.3. 黄金价格企稳

黄金价格小幅回升。6月份以来,黄金价格进入到1520上方150美元的振荡区间,目前,金价仍占在区间内波动。从7月初以来,至今,黄金价格小幅回升了1.17%。白银等其他贵金属都有所上涨。

#### 1.4. 小金属价格多走低

多数小金属价格走低。其中，自7月份以来，只有氧化锆、铟、铋和镁价格有所上扬，而钴、钼、钨等金属的价格都出现了回落。在稀土方面，各稀土品种价格都再度下跌，最高的跌幅达到了20%以上。

图 5: 小金属价格分化

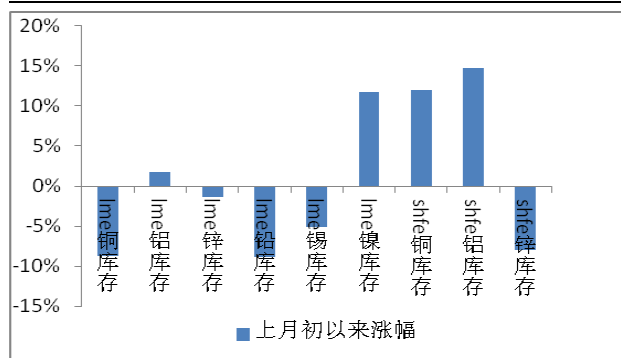


数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

### 1.5. 有色金属板块，黄金表现较好

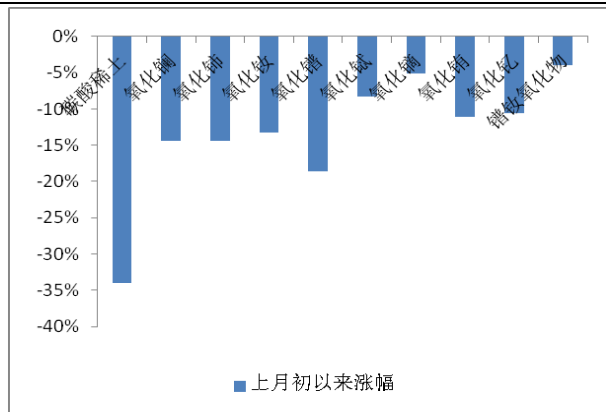
经济下行趋势未见改观，股票市场下跌，有色金属板块下跌了 2.75%，小于大盘的跌幅。在有色金属的各个板块当中，黄金板块、金属新材料板块小幅上涨，其中黄金板块主要受到于黄金价格企稳及黄金股票避险价值的支持。

图 4: 铝库存持续增长



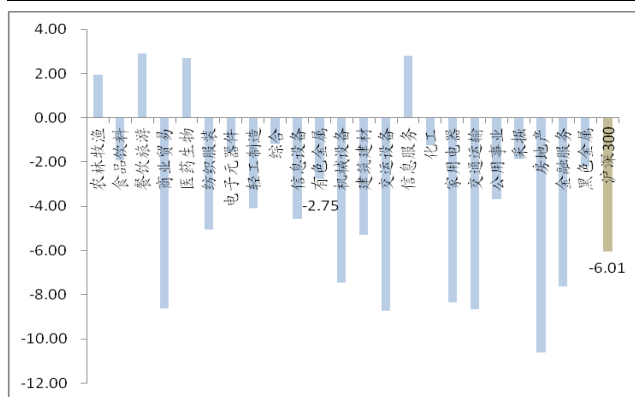
数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

图 6: 稀土价格仍旧走弱



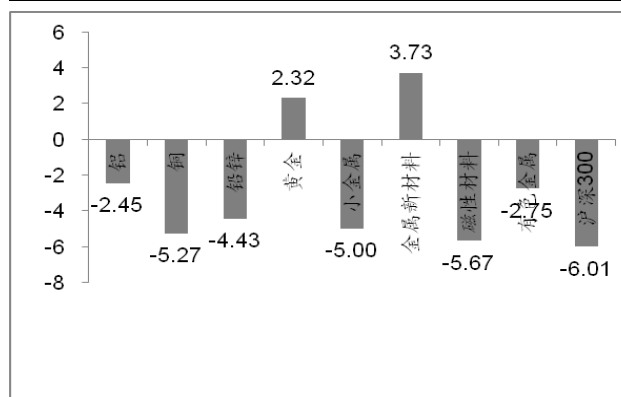
数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

图 7: 7 月以来, 有色金属板块跌幅小于大盘



数据来源: 东北证券, WIND, BLOOMBERG

图 8: 黄金及金属新材料板块涨幅居前



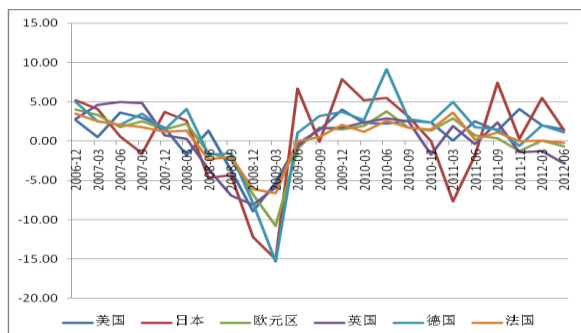
数据来源: 东北证券, WIND, BLOOMBERG

## 2. 欧债危机破局在即, QE3 实现连漪

### 2.1. 购债如箭在弦, 欧债危机期待破局

欧洲经济深受债务问题拖累。欧洲债务危机及各国财政紧缩政策对欧洲经济增长拖累作用显现。欧元区失业率连创新高, 目前已经超过 11%, 达到了 11.20%, 其中法国的失业率也在上升到了 10.10%。西班牙和希腊的失业更是已经上升到了 20% 多。同时, PMI 指标及 OECD 领先指标都预示欧洲经济积重难返, 指标下行趋势延续。而二季度欧元区的 GDP 仍然陷入衰退, 第二季度季调后 GDP 初值季率萎缩 0.2%, 年率萎缩 0.4%, 德国和法国 GDP 增长优于欧元区, 其中, 德国第二季度经季调后国内生产总值(GDP)初值季率上升 0.3%, 法国初值季度持平。但德国进出口数据低迷显示欧债危机对核心国的影响逐步显现。

图 9: 欧洲经济增长持续低迷

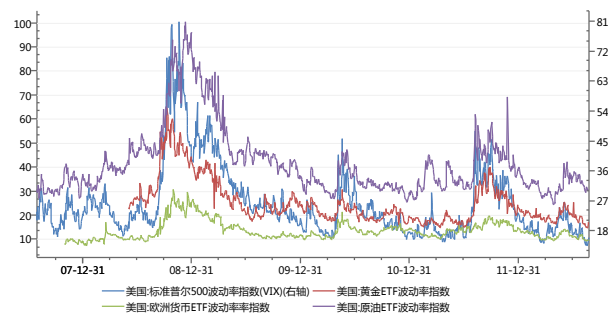


数据来源: 东北证券, WIND.

重启购债如箭在弦, 引而未发。西班牙 10 年期国债收益率在 7% 的高位, 高居不下, 西班牙申请 1000 亿银行业救助资金, 仍未缓解市场担忧情绪, 已经被逼到寻求救助的边缘。值此时机, 欧洲央行主席德拉吉, 抛出重启购债计划, 以控制债务国收益率。多位央行委会表态支持, 西班牙也在大声呼吁, 甚至于德国总理默克尔, 也表达了对德拉吉意竭力救市的支持, 但德国央行仍竭力反对。救助政策刺激了市场情绪, 投资者对重启购债充满了期待, 但仍无详细计划下文。

破局在即, 9 月、10 月最为关键。其中, 德国联邦宪法法院将于 9 月 12 日宣布对德国是否加入欧元区永久性救助基金欧洲稳定机制(ESM)以及财政公约做出裁决结果。欧盟、欧洲央行和 IMF 国际三方检查团在 9 月底、10 月初公布希腊的资金缺口, 希腊在成功发债获取三个月的资金后, 也面临与债权人对救助协议的重新

图 10: 避险情绪一再回落

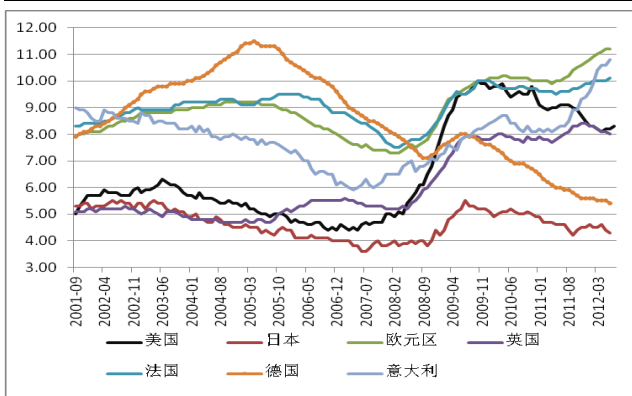


数据来源: 东北证券, WIND.

谈判，寻求减赤计划期限延期至 2016 年，及在 10 月份救助贷款能否如期发放的问题。另外，在 9 月份荷兰将进行大选，作为资金的提供国之一，荷兰的政治动态对救助方案，也有不小的影响。在德国，虽然，联合政府在救助问题上存在不小的分歧，救助可能会导致德国政府的垮台，但不救助肯定会引致欧元区的经济、金融体系的混乱，随着时间的临近，默克尔不得不要做出决策。

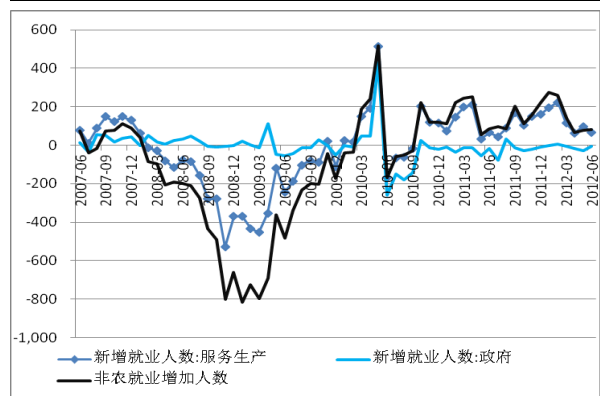
欧洲货币政策前景仍宽松。欧洲央行在 8 月份的议息会议上并没有对基准利率做出调整。预计未来，在下次议息会议上，欧洲央行有可能进一步调降利率，以刺激商业银行贷款。同时，欧洲央行很可能通过发放 LTRO3 和购债来推行量化宽松政策。

图 11: 欧洲失业率创新高



数据来源：东北证券，WIND。

图 12: 近期美国非农就业数据增加人数超出预期

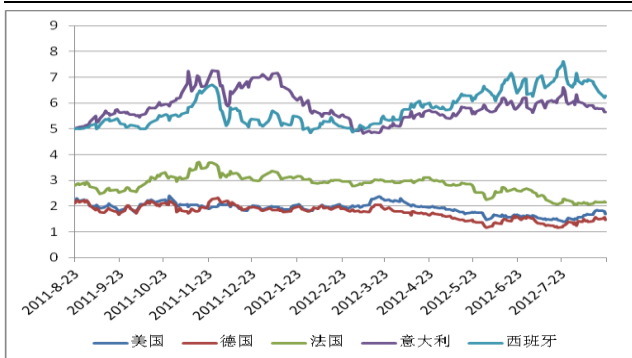


数据来源：东北证券，WIND。

## 2.2. 美国经济数据利好频传，QE3 实现涟漪

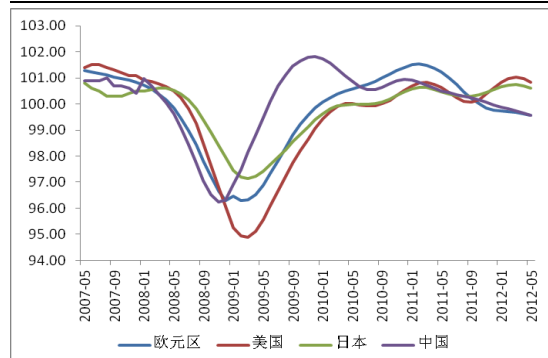
美国经济数据趋好。在失业方面，8 月公布的美国非农就业人数摆脱了二季度的低迷状况，到 7 月份，非农就业人数大增 16.3 万人，大超预期，表明美国劳动力市场仍在改善。失业率升至 8.3%。此后数据显示，美国 7 月的零售销售环比增长 0.8%，也远超预期，而房地产市场缓慢好转的态势延续。同时，美国 7 月制造业 PMI 从 6 月的 49.7 回升至 49.8，同期服务业 PMI 也从 52.1 增长至 52.6，显示经济状况有所回升。

图 13: 西班牙、意大利等债务国债收益率回落



数据来源：东北证券，WIND。

图 14: 各国 OECD 领先指标都呈下行态势



数据来源：东北证券，WIND。

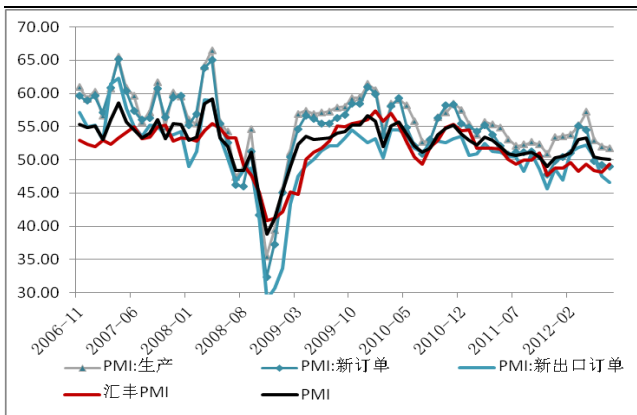
QE3 实现涟漪。8 月初以来，美国的经济数据走好，令市场对 QE3 的预期不断降温。但 8 月 22 日公布的 7 月美联储会议纪要显示，许多委员认为除非近期经济数据显示美国经济复苏速度正持续、显著加快，否则美联储可能需要很快推出更多宽松货币政策。意味着美联储内部越来越多人支持放松政策。更多的美联储官员似乎认为，推出新一轮大规模债券购买计划的好处超过潜在成本。会议纪要称，许多

官员预计，新一轮资产购买计划可以对中长期利率施加下行压力，改善整体金融市场状况，从而为经济复苏提供进一步支撑。一些美联储官员还认为，新一轮定量宽松措施或将提振企业和消费者信心。也有其他一些美联储官员对新一轮定量宽松计划的效果感到担忧，并担心这是否会令美联储未来更加难以退出如此巨大规模的宽松计划。美联储推出 QE3 的预期重新升温，美元指数、10 年期国债收益率大跌。

### 2.3. 中国经济数据低迷，经济拐点何时出现

中国公布的数据低迷。数据显示，7 月居民消费价格指数(CPI)同比上涨 1.8%，升幅略高于市场预期的 1.7%，此前 6 月为上涨 2.2%。7 月工业生产者价格指数(PPI)同比降 2.9%，市场预期为下降 2.5%，此前 6 月为下降 2.1%。前 7 月固定资产投资比去年同期上涨 20.4%，与 1-6 月的增速持平，但逊于市场预期。零售额增速也有所放缓，7 月零售额同比增长 13.1%，创下 2011 年 3 月以来的 17 个月新低。海关总署公布的 7 月份外贸数据也表现低迷，7 月份当月，我国进出口总值为 3287.3 亿美元，同比增长 2.7%。其中出口仅增 1%，为 6 个月来的新低，进口增长 4.7%。此外，央行数据显示，7 月人民币新增贷款为 5401 亿元，创下 2011 年 10 月以来新低，低于市场的普遍预期。

图 15: 我国 PMI 指数仍在低位



数据来源：东北证券，WIND。

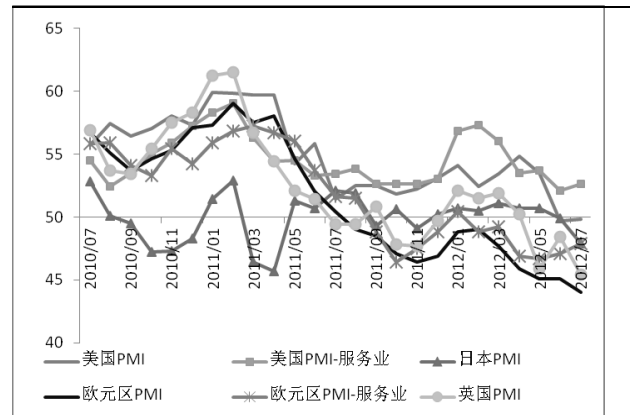
7 月经济数据低迷，令市场纷纷调整对我国经济触底时点的预期。经济拐点何时出现仍然困扰着整个市场。从数据来看，财政政策方面的支出正在逐步提升，对经济形成一定的支撑，同时货币政策也在给经济提供宽松的流动性环境。我们虽然无法预计经济拐点将在何时出现，但倾向于认为在 9、10 月份出现的可能性较大。

随着经济数据的持续低迷，市场对于中国持续放松货币政策的预期不断上升，市场机构普遍预期我国将采用调准或降息等刺激政策。

### 2.4. 宽松货币政策获得各国政府青睐

宽松货币政策获得各国政府青睐。随着各国经济增速的回落，通货膨胀水平回到可控的水平，各国政策当局纷纷转向于宽松的货币政策，以期刺激经济增长。自 4 月份以来，发达国家如欧元区、英国、澳大利亚和日本，都采取了更为宽松的货币政策，而新兴经济体如印度、巴西和中国，通胀形势可控，也都放松了货币政策。宽松货币政策重新成为世界货币政策的主流。

图 16: 各国 PMI 指数多现回落



数据来源：东北证券，WIND。

表 1: 宽松货币政策更受各国政府青睐

| 国家   | 日期                     | 货币政策                                         |
|------|------------------------|----------------------------------------------|
| 澳大利亚 | 2012 年 5 月 2 日         | 基准利率降息 50 个基点                                |
| 日本   | 2012 年 4 月 27 日        | 将用于资产购买和有抵押担保的市场操作资金规模净扩大 5 万亿日元, 至 70 万亿日元。 |
| 印度   | 2012 年 4 月 17 日        | 基准利率降息 50 个基点                                |
| 巴西   | 2012 年 4 月 19 日        | 基准利率降息 75 个基点                                |
|      | 5 月 31 日/7 月 12 日      | 基准利率各调降 50 个基点                               |
| 韩国   | 2012 年 7 月 11 日        | 基准利率调降 25 个基点                                |
| 中国   | 2012 年 5 月 12 日        | 降低存款准备金率 0.5%                                |
|      | 2012 年 6 月 7 日/7 月 6 日 | 降低利率 0.25%                                   |
| 英国   | 2012 年 7 月 5 日         | 扩大 500 亿英镑资产购买规模至 3750 亿                     |

数据来源: 东北证券

## 2.5. 美元指数面临短期压力, 中长期仍将上扬

近期, 欧洲重启购债的政策选项, 削弱了市场对欧元的看空情绪, 虽然, 欧洲的金融体系仍然面临诸多风险, 经济形势也非常疲软, 但市场对重启购债对赤字国形成支撑充满期待 (我们预计, 欧洲重启购债的可能性约为 60%)。而美国的货币政策决议纪要, 又令 QE3 的推出概率大增, 对美元形成了较大的利空。而且, 随着时间的临近, 美国的财政悬崖问题与大选的不确定性, 正在被市场所注意。此外, 各项指标也表明, 市场的避险情绪在美国利好经济数据和欧洲债务进展的驱动下, 有了较大的改善。因此, 在短期 (可能持续 11 月份), 美元指数还可能会继续回落。

从中长期来看, 预计, 财务悬崖得到妥善解决, 而决策 QE3 推出的时间可能要在今年年底或明年初 (我们预计, 在 10 月份前推出的可能性约为 40%)。相比之下, 我们更看重, 美国经济数据改善所反映的美国经济向好的走势, 特别是近来, 美国房地产市场的稳步改善及失业率状况的改善, 使我们坚定了信念。相对而言, 欧洲政治领导人的互相博弈, 银行业的风险, 以及经济增长动力和欧洲经济竞争力的缺失, 使欧洲经济仍面临着长期低迷的风险, 因此, 我们仍然认为, 美元指数的中长期上行趋势仍保持的较为完整。

## 3. 基本金属需求未明显改善

### 3.1. 国内金属供需稳固

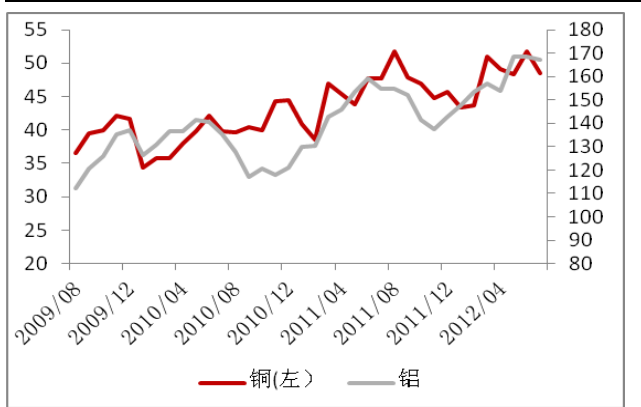
有色金属产量下降、增速放缓。7 月份, 铜、铝等有色金属产量环比下降, 同比增速不一, 其中 7 月份铜产量的同比增速由 11.60 降至 1.1%, 铝产量增速则由 5.80% 上升至 6.95%。累计来看, 十种有色金属产量的增速较上月回落, 十种有色金属的产量前 7 个月累计产量为 2087 万吨, 同比增长 6.65%, 6 月份的同比增速为 6.74%。

铜及铜材进口略有回升。7 月份我国未锻造铜及铜材的进口量从 6 月份的 34.6 万吨回升到 36.63 万吨, 环比增幅为 7.5%, 同比增加了 19.54%, 按累计对比, 上半年我国共进口了未锻造铜及铜材 287 万吨, 累计同比增长了 42.80%。未锻造的铝及铝材的进口量较 6 月小幅增加到 9.76 万吨。与此同时, 废铜和废铝的进口量回升, 6 月份废铜进口量从上月的 37 万吨增加到 43 万吨, 废铝进口量则由 21 万吨回升到 23 万吨。

有色下游需求未见改观。7 月份, 我国的经济状况仍然严峻, 工业增加值的增速盘居个位数。固定资产投资增速在中央及国企投资的推动下, 持平于 20.4%。有色金属主要下游投资状况略有好转, 除了房地产开发投资之外 (其投资增速进一步

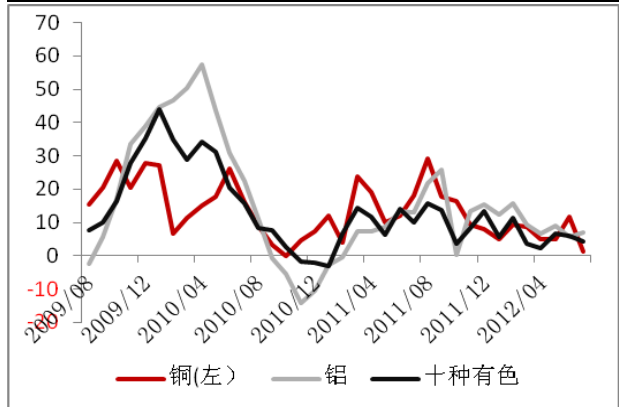
回落至 15.4%，房地产新开工面积延续负增长），电力、热力的生产和供应业的投资增速放缓到 15.93%；交通运输特别是铁路等方面的投资有所好转，其累计值的同比增长幅度由年初的-10%，提升到增长 0.7%，表明在交通运输领域的投资状况已经较年初有较大幅度的改善。

图 17: 7 月铜铝产量环比下降



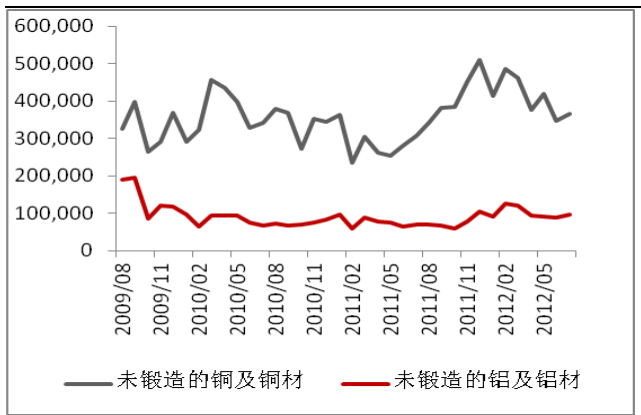
数据来源：东北证券，WIND。

图 18: 有色产量同比增速略降



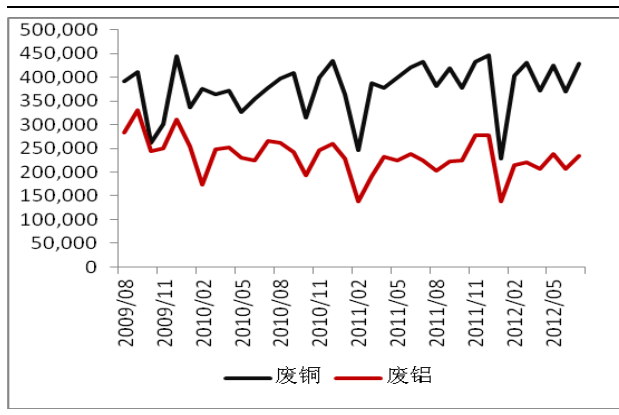
数据来源：东北证券，WIND。

图 19: 铜铝进口反弹



数据来源：东北证券，WIND。

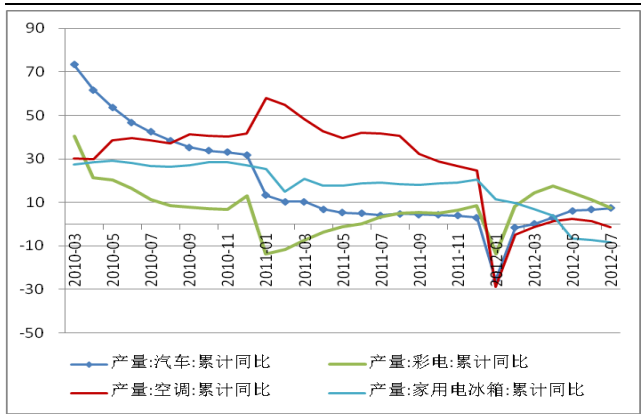
图 20: 废铜、废铝进口回升



数据来源：东北证券，WIND。

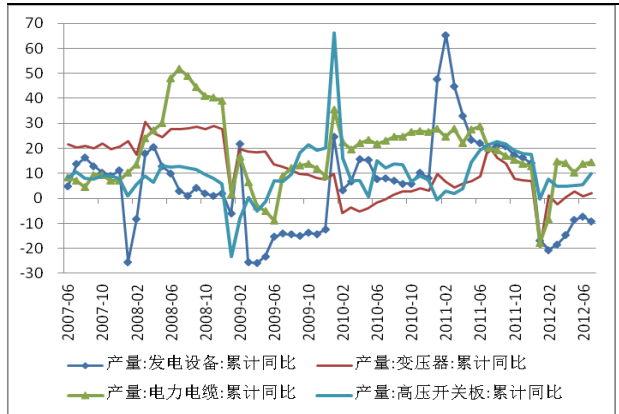
主要有色金属下游产品的产量略有提速。汽车产量的增速继续上升到 7.39%；家电产品的产量增速 7 月较 6 月有所降低。电力产品的产量累计增速则多略有回升，但各产品的增速也多在 10% 以内，较为温和。总体而议，有色金属的下游需求增速稳定。

图 21: 有色下游需求增速企稳



数据来源：东北证券，WIND。

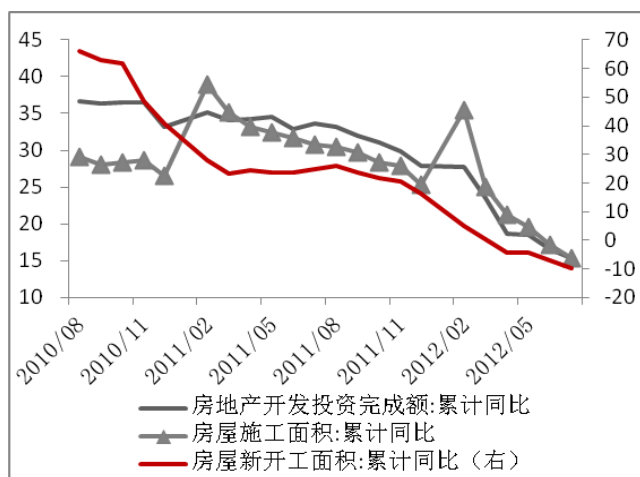
图 22: 电力相关产品产量稳步增长



数据来源：东北证券，WIND。

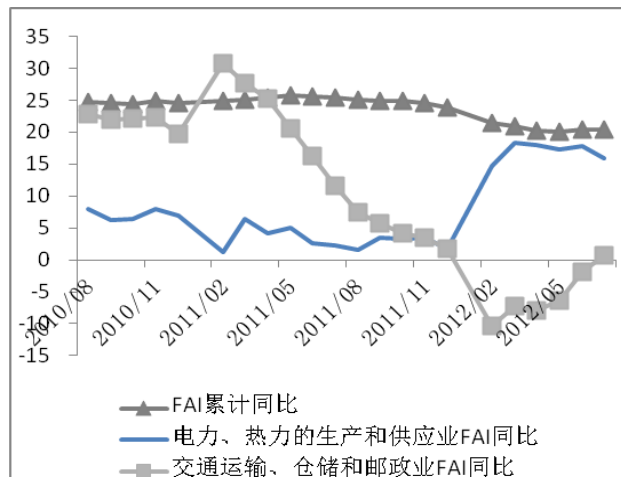
国内铜期现价差持续为正，国内外负价差缩小。在价差方面，国内铜期现价差持续为正，表明铜的现货供给，相对而言，仍较为紧张。此外，国内铝、锌的期现价差都为正，反映当前金属的需求仍较为稳定。铜国内外价差水平仍为负，进口铜仍是亏损的，不过随着国家调整来料加工的进出口税收政策，价差的范围已经缩小至 1000 元/吨左右。

图 23: 房地产投资增速回落，新开工面积负增长



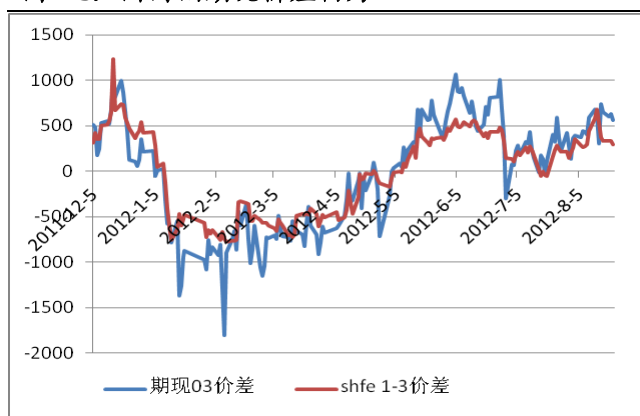
数据来源：东北证券，WIND。

图 24: FAI 增速持稳，交运投资回升



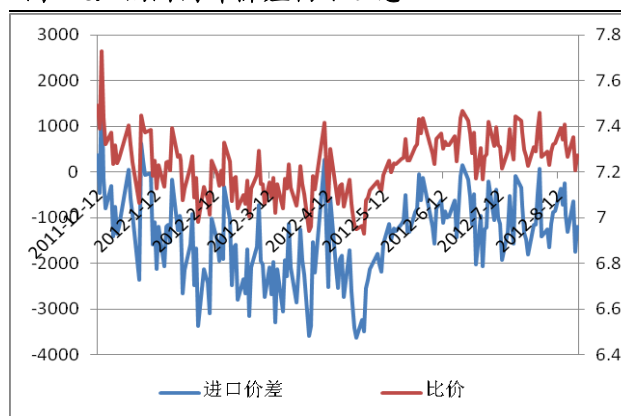
数据来源：东北证券，WIND。

图 25: 国内铜期现价差仍为正



数据来源：东北证券，WIND。

图 26: 铜国内外价差仍不理想

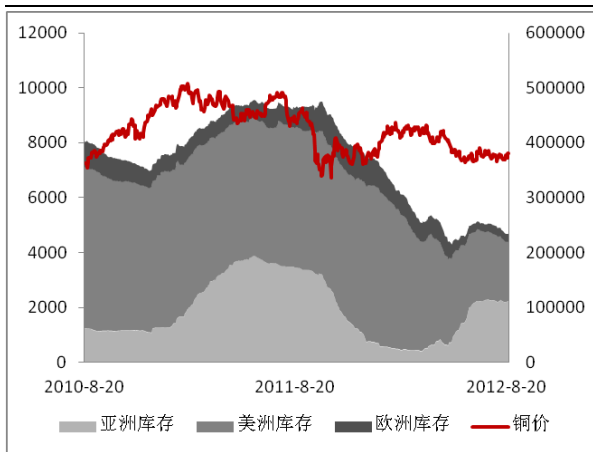


数据来源：东北证券，WIND。

### 3.2. 铜等基本金属海外供需稳定

基本金属的海外需求持稳。在库存方面，除镍大幅提升之外，海外有色金属的库存大体持平，与此同时，现货升水状况反映的现货供需状况表明市场需求并没有明显回升，现货供应并不紧张，但受到了印尼相关企业停售锡锭影响，锡现货升水明显回升，表明现货供应状况趋紧。

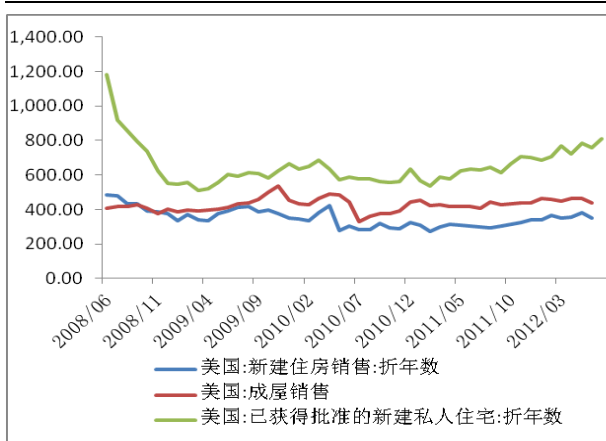
图 27: 海外铜库存重新下降



数据来源：东北证券，WIND。

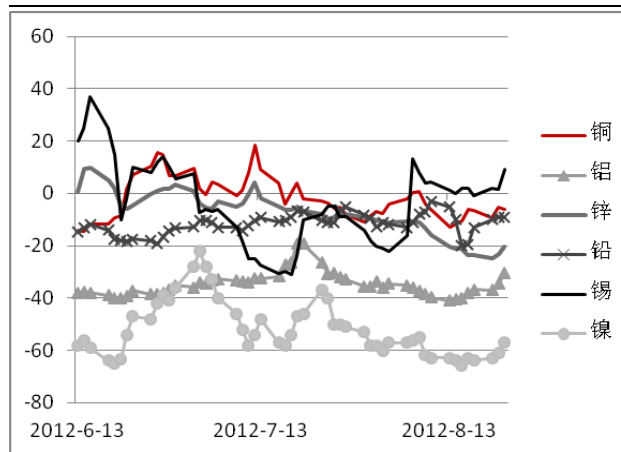
美国基本金属需求改善趋势延续。美国有色需求代表性的行业是房地产、汽车等。近来，美国的房地产市场正缓慢改善，近几个月来，美国已获得批准的新建私人住宅数呈上升态势，与此同时，美国的汽车销售量数量恢复到年率 1400 万辆之上。这些行业对有色金属的需求有所提升。

图 29: 美国房地产市场缓慢改善



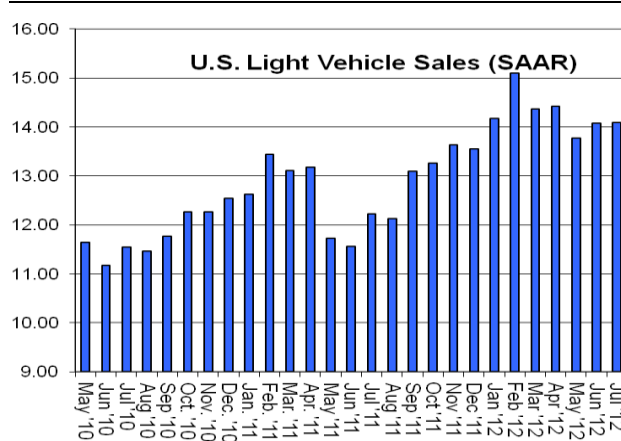
数据来源：东北证券，WIND。

图 28: 海外锡现货升水回升



数据来源：东北证券，WIND。

图 30: 美国汽车销售量维持高位



数据来源：东北证券，WIND。

### 3.3. 基本金属价格有望回升、但过程曲折

根据前述对基本金属供需状况及宏观、美元指数分析，我们认为，尽管目前仍然存在着非常多的不确定因素，但从短期来看，欧洲重启购债与美国 QE3 预期的升温，给外汇市场带来打压美元的借口。而市场对于风险承担的意愿也有所提升。这一情况是自 5 月来所少见的。美元指数在短期可能会有下行的压力，这对于有色金属价格有所利好。同时，正如，我们所强调的，我国的政策与经济前景，及全球流动性状况对有色金属价格也有正面影响：一是我国持续出台了逆周期政策，特别是相关项目的重启，投资的回升，在形成累计效应后，会在下半年有所贡献，维护我国经济的稳步增长，而促使有色消费的回升。二是，世界各国对于宽松货币政策及经济增长的偏爱，对有色金属的需求和价格有正面的刺激作用。因此，我们仍强调下半年基本金属需求改善的前景，并据此展望金属价格有回升潜力。但有色金属需求未改好转，同时受欧美不确定性因素仍非常多，我国经济也有硬着陆的可能等因素影响，预计，金属价格回升的过程仍将充满波折，同时涨幅空间也较为有限。

表 2: 基本金属价格展望

|           | 铝    | 铜    | 铅    | 镍     | 锡     | 锌    |
|-----------|------|------|------|-------|-------|------|
| 2011Q1    | 2531 | 9629 | 2575 | 26928 | 29916 | 2414 |
| 2011Q2    | 2618 | 9163 | 2531 | 24191 | 28635 | 2271 |
| 2011Q3    | 2430 | 8993 | 2449 | 22037 | 24682 | 2247 |
| 2011Q4    | 2115 | 7530 | 2009 | 18396 | 20912 | 1917 |
| 2012Q1    | 2219 | 8329 | 2117 | 19709 | 22996 | 2042 |
| 2012Q2    | 2019 | 7829 | 1986 | 17211 | 20567 | 1932 |
| 7 月 18 日价 | 1909 | 7637 | 1909 | 16077 | 18775 | 1868 |
| 2012Q3E   | 2100 | 8000 | 2010 | 16900 | 20500 | 1990 |
| 2012E     | 2050 | 8200 | 2100 | 17600 | 21000 | 2020 |

资料来源: WIND, 东北证券。

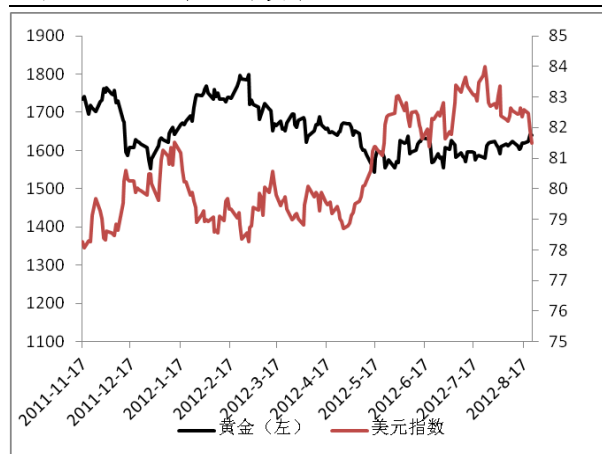
#### 4. 黄金价格迎短期良机

贵金属价格宽幅振荡。进入到今年以来, 黄金的避险价值降低, 金价的波动与风险资产的相关性得到提升, 欧洲经济数据恶化, 政治金融风险上升, 美元指数强劲反弹, 黄金价格下挫幅度较大。从 5 月末以来, 黄金在 1520 多美元处屡获支撑, 至今形成了 150 美元的宽幅振荡区间。

金价方向需政策指引, 短期或有机会。从价格波动动力来说, 金价要突破这一振荡区间, 需要看美国货币政策的指引。若, 在经济数据不佳的推动下, 美联储实施 QE3 的可能性提升, 金价将上扬, 并在 QE3 政策的配合下, 突破大区间。若相反, QE3 无望, 美国国债收益率和实际利率回升, 那么金价就会面临打压。欧洲债务危机的进展, 对金价的影响则较为复杂, 基本上, 欧元区重启购债或采用其他量化宽松政策, 将缓解欧债危机, 提升风险意愿, 会促进风险资产价格的回升, 金价则有所受益。从最近的经济政策动向来看, 美联储推出 QE3 的可能性升温, 同时欧元区救助政策在 9 月份破局的可能性很大, 因此, 我们预计, 金价在短期将迎来突破良机。由于, 我们对 QE3 的预期更为保守, 我们预计, 黄金价格要借机大涨至 1800 上方的可能性较小。

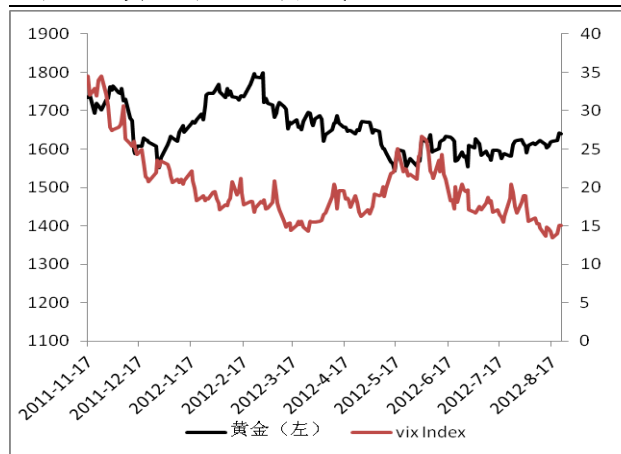
同时, 从长期来看 (一年以上的周期), 由于黄金分散投资与风险的价值正在弱化, 而低利率市场环境可能持续的时间不长, 我们认为, 黄金价格长期上升的推动因素在减弱。

图 31: 美元和金价负相关



数据来源: 东北证券, WIND。

图 32: 黄金的避险价值减弱



数据来源: 东北证券, WIND。

## 5. 小金属行业政策落到实处

稀土、稀有金属上游资源整合政策落到实处。

1. 6月初，广东省政府公布《关于推进我省稀土行业整合的意见》，提出未来将以“广东省稀土产业集团”为主体，分两步实现对全省稀土资源的整合：2013年底，将通过联合、并购、合资等市场化手段，整合现有的稀土采选、冶炼分离企业，并与资源地形成合作机制；2015年底基本完成省内稀土产业链整合。7月7日，作为广东省内稀土资源主要产地的韶关、河源、汕尾等7个地市政府与广东省稀土产业集团签订合作框架协议。

2. 8月初，福建省发布了《福建省加强稀土资源保护 科学开发稀土资源行动方案（2012—2015年）》（《行动方案》），确认了厦钨作为福建稀土资源整合与开发的主体。《行动方案》明确：以厦钨为主体，按照福建省稀土资源开发管理机制，加快推进已建矿山的资源整合。2012年底前完成以厦钨为核心的福建稀有稀土集团公司的组建，形成大企业引领稀土产业发展格局。

3. 7月份，我国在湖南郴州举行了九省区20市州稀土开发监管联动联席会议，我国将强化开采准入制度、淘汰落后产能，提高开发利用水平。九省区政府还将联合制定规划，共同促进区域内稀土产业持续健康发展，最终目标是开发秩序规范、市场经营有序、产业协调发展。

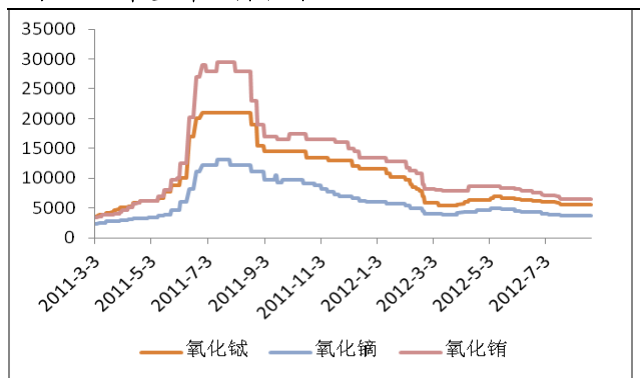
4. 工信部8月6日发布《稀土行业准入条件》（简称《准入条件》）。《准入条件》从项目的设立和布局、生产规模工艺和装备、能源消耗、环境保护等方面作出一系列规定。

5. 我国战略金属收储计划或将稀土纳入收储，并将于展开收储

上述政策表明，我国稀土行业的整合正在落到实处：采矿企业的准入门槛正在逐步提升，矿权趋于集中；在北方稀土整合基本就序的基础上，南方稀土的整合主导权向地方企业倾斜，在当地政府的支持下，地方企业对本地资源的控制正在逐步推进；在地方企业推进资源控制的同时，稀土开发监管联席会议，成为统一各地方规划、协调利益的机制；在国家层面，政府也通过稀土的收储等政策支持稀土行业的健康有序发展。

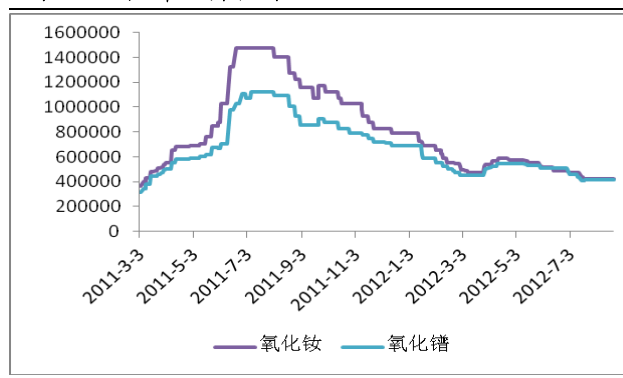
政策对稀土、稀有行业的发展十分友善，但稀土产品的价格仍然在走下坡路，自去年年中以来，各稀土品种的价格持续回落。

图 33：中重稀土价格下跌



数据来源：东北证券，WIND。

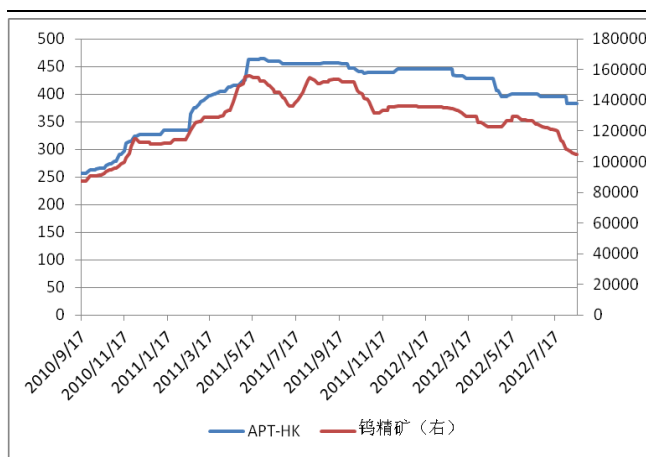
图 34：轻稀土价格下跌



数据来源：东北证券，WIND。

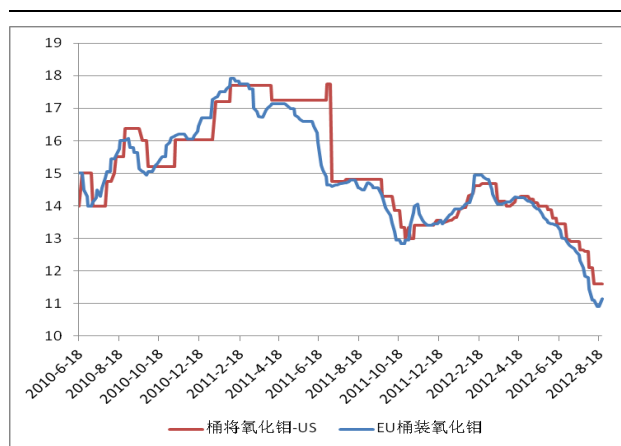
多种小金属价格延续跌势。其中，钨、钼、铋的价格并未摆脱下行的趋势，同时，氧化锆，受供给方收紧供应、行业基本面改观影响，价格持续回升。

图 35: 钨价走低



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 36: 钼价持续低迷



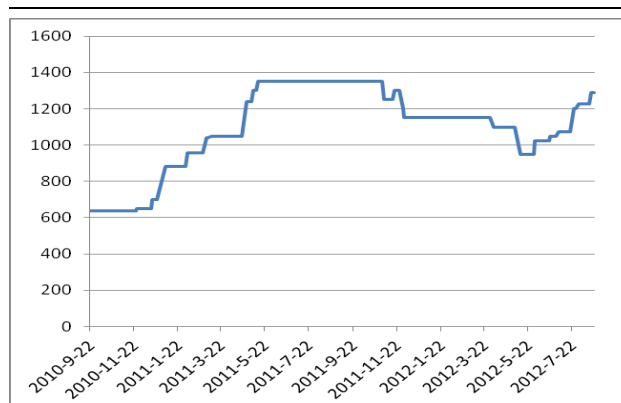
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 37: 铋价低位企稳



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

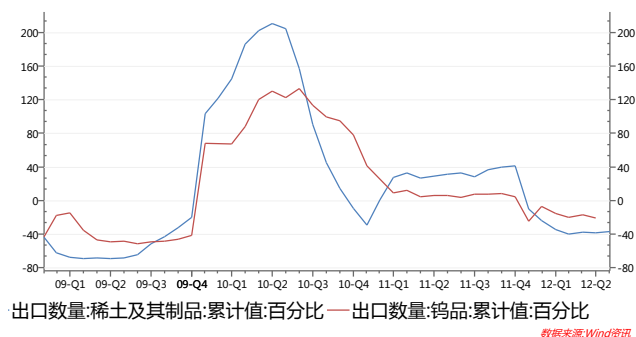
图 38: 锗价回升



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

小金属需求低迷。7 月稀土制品、钨品出口未见好转, 出口量同比大幅回落。铋出口较前期好转, 但同比仍有较大降幅; 氧化锗的出口数量较 2011 年同期小幅回落。

图 39: 稀土、钨出口低迷

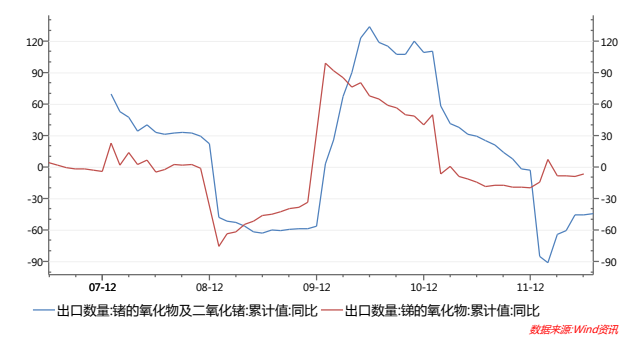


出口数量:稀土及其制品:累计值:百分比 — 出口数量:钨品:累计值:百分比

数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 40: 铋、锗出口同比下滑



出口数量:锗的氧化物及二氧化锗:累计值:同比 — 出口数量:铋的氧化物:累计值:同比

数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

## 6. 投资策略: 政策破题在即, 调升行业评级至优于大势

重启购债如箭在弦, 破局在即。欧洲经济深受债务问题拖累。重启购债如箭在弦。能否破局, 9 月、10 月最为关键。欧洲货币政策前景仍宽松。在下一议息会

议上，欧洲央行有可能进一步调降利率，以刺激商业银行贷款。同时，欧洲央行很可能通过发放 LTRO3 和购债来推行量化宽松政策。

QE3 突现涟漪。美国经济数据趋好。8 月 22 日公布的 7 月美联储会议纪要显示，许多委员认为除非近期经济数据显示美国经济复苏速度正持续、显著加快，否则美联储可能需要很快推出更多宽松货币政策。意味着美联储内部越来越多人支持放松政策。

中国 7 月经济数据低迷，令市场纷纷调整对我国经济触底时点的预期，同时中国持续放松货币政策的预期不断上升。

短期，美元指数倾向回落。近期，欧洲重启购债的政策选项，削弱了市场对欧元的看空情绪，虽然，欧洲的金融体系仍然面临诸多风险，经济形势也非常疲软，但市场对重启购债对赤字国形成支撑充满期待（我们预计，欧洲重启购债的可能性约为 60%）。而美国的货币政策决议纪要，又令 QE3 的推出概率大增，对美元形成了较大的利空。而且，随着时间的临近，美国的财政悬崖问题与大选的不确定性，正在被市场所注意。此外，各项指标也表明，市场的避险情绪有了较大的改善。因此，在短期（可能持续 11 月份），美元指数还可能会继续回落。

基本金属需求未明显改善。国内，有色金属产量下降、增速放缓；铜及铜材进口略有回升；有色下游投资未见改观；主要有色金属下游产品的产量略有提速；国内铜期现价差持续为正，国内外负价差缩小。海外，基本金属的需求持稳，尤其是美国基本金属需求改善趋势延续。

流动性支撑基本金属价格。美元指数在短期可能会有下行的压力，我国的政策与经济前景，及全球流动性状况对有色金属价格也有正面推动。但基本金属需求仍然不济。

金价迎短期良机。美联储推出 QE3 的可能性增加，同时欧元区救助政策在 9 月份破题的可能性很大，金价在短期将迎来突破良机。由于，我们对 QE3 的预期更为保守，我们预计，黄金价格要借机大涨至 1800 上方的可能性较小。

稀土、稀有金属上游资源整合政策落到实处。稀土产品的价格仍然在走下坡路，自去年年中以来，各稀土品种的价格持续回落。多种小金属价格延续跌势。小金属需求低迷，7 月稀土制品、钨品出口未见好转，出口量同比大幅回落。锑出口较前期好转，但同比仍有较大降幅；氧化锆的出口数量较 2011 年同期小幅回落。

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，我们维持有色金属“同步大市”的行业评级，关注以下几个方面的机会：

欧洲重启购债，美国 QE3 预期升温，重点关注业绩较好、同时具有外生性增长机会的公司，如中金黄金、豫光金铅；基本金属公司中弹性较大、外生增长前景较好的公司如铜陵有色、驰宏锌锗等，也可适当关注。

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。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。

高强轻合金材料领域，关注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。

节能环保产业，关注格林美。

### 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所涉及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<br>投资<br>评级<br>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<br>投资<br>评级<br>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