

## 有色需求不旺，期待估值回升

——有色金属行业 2012 年 9 月月报

### 报告摘要:

**西班牙申请援助或在 10 月。**欧洲经济深受债务问题拖累：失业率连创新高，经济萎缩。西班牙推进财政紧缩为救助做准备，救助申请可能在 10 月。欧洲货币政策前景仍宽松。

**失业率居高不下，FED 果决推行 QE3，财政悬崖临近，**但由于美国政府两院分受不同党派控制，在财政问题上纷争不断，互不让步，财政悬崖如何解决或延缓，至今，仍无进展。

中国经济总体低迷，财政政策推进，部分数据回升。世界量化宽松潮流，增添了我国的通胀压力，货币政策的操作空间减小。但政局确定性提升，政策前景乐观。

**竞争性货币宽松成潮流。**9 月份以来，在欧洲央行宣布 OMT、美国推出无限量 QE3 之后，世界各国争相放宽货币政策，竞相贬值本国货币。**美元指数短期看西班牙申援，中期看财政悬崖，长期看经济增长。**短期，美元指数走势取决于西班牙申请救助进展。若西班牙政府能安抚投资者和选民的情绪，并及时申请救助，美元指数将回落。

**基本金属需求不温不火。**有色金属产量回升、增速提高。铜进口较低，铝进口增加，废铜、废铝进口量增长。有色下游投资略有改观(房地产开发、交通运输投资增速小幅回升)，下游产品的产量增速稳定。国内铜期现价差降低但为正，国内外负价差扩大。海外，基本金属的需求稳定，美国基本金属需求受房地产、汽车业支撑，改善趋势延续。

**基本金属价格需求支持不足，前景较好。**因需要更长的时间来等待需求的回升。同时我们也强调下半年基本金属需求改善的前景和流动性宽松对金属价格的支撑，并据此展望中长期金属价格有回升潜力。

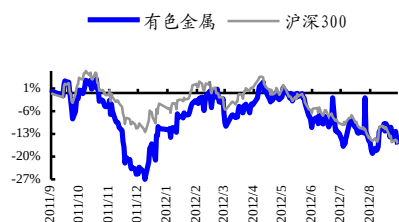
**金价的中期上升趋势将得到维持。**受流动性泛滥推动，黄金价格有可能会突破 1800 美元，但欧债危机的恶化会推升美元指数，黄金的价格此时也会面临一些向下的压力。

**部分小金属价格有改善迹象。**稀土、稀有金属上游资源整合与收储政策落到实处，但稀土产品的价格仍然在走下坡路，钨价稳定、钼价整体回升、锑、氧化锆上涨。小金属出口状况仍较差。

**投资评级与策略。**政局稳定，政策乐观，市场估值回升。维持有色金属行业“优于大势”评级，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、驰宏锌锗等。二，高强轻合金材料领域，关注利源铝业。三，节能环保产业，关注格林美。

**风险提示：**流动性政策不及预期，金属价格回落，欧债风险恶化等。

### 历史收益率曲线



| 涨跌幅 (%) | 1M     | 3M     | 12M     |
|---------|--------|--------|---------|
| 绝对收益    | -4.41% | -9.21% | -19.11% |
| 相对收益    | -0.42% | 1.79%  | -2.79%  |

### 重点公司

### 投资评级

|      |      |
|------|------|
| 中金黄金 | 推荐   |
| 利源铝业 | 推荐   |
| 铜陵有色 | 推荐   |
| 豫光金铅 | 谨慎推荐 |
| 格林美  | 谨慎推荐 |
| 包钢稀土 | 谨慎推荐 |

### 相关报告

《有色金属行业周报：QE3 君临，金属受宠；需求低迷，前景难料》

2012-09-18

《有色金属行业周报：政策密集出台，金属价格大涨》

2012-09-11

《有色金属行业周报：黄金价格突破》

2012-09-04

《有色金属行业 2012 年 8 月月报：政策破局在即，黄金或将受益》

2012-08-24

### 证券分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

(021)20361131 chenbh@nesc.cn

## 1. 流动性泛滥，有色金属价格回升

### 1.1. 经济暂无起色，流动性成救市工具

ECB 购债难消债务担忧。今年以来，债务危机对欧元区经济的拖累日渐显现，经济数据普遍不佳。兑现承诺，欧洲央行在 9 月初的货币政策会议上决定维持基准利率在 0.75% 不变，并决定推出直接货币交易（OMT），无限量购买到期期限 3 年以内的国债。此后西班牙等债务国 10 年期国债收益率回落至 6% 以下。但市场仍对西班牙何时申请救助，及希腊赤字深化及救助前景表示担忧。

美国经济数据复苏缓慢，美联储再推量化宽松。在就业方面，8 月非农就业人数增加 9.6 万人，低于预期的 12.5 万，失业率降至 8.1%。通胀有所上升，房地产市场数据显示房地产市场持续复苏。在失业率持续居高不下的推动下，美联储 9 月会议决定推出无限量 QE3，将以每月 400 亿美元的进度进一步购买抵押贷款支持证券（MBS），并将继续“扭转操作”，FED 还承诺维持极低水平的联邦基金利率至少到 2015 年中。

风险情绪回升。自 8 月份以来，在欧洲央行重启购债，美联储再推 QE 政策的推动之下，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，证券市场风险意愿持续回升。

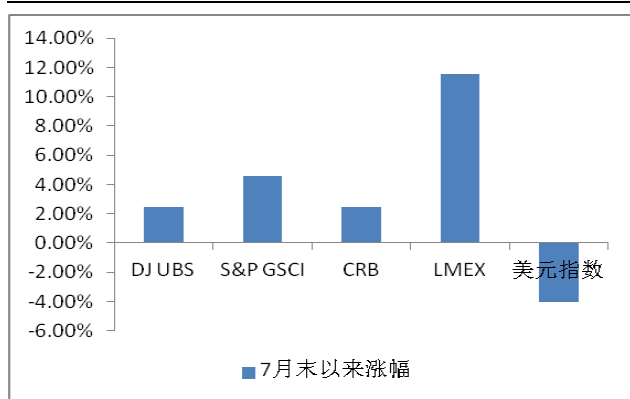
欧洲央行推出 OMT，重启购债，力图控制债务风险，西班牙等国国债收益率大跌，提振欧元；美国经济数据令人失望，致使 FED 再推 QE，并且规模无限量，打压了美元，两方面使得美元指数一再回落到 79 一线。

中国经济数据显示经济仍较低迷。特别是，8 月份外贸数据表现低迷，8 月份，我国进出口总值为 3292.9 亿美元，增长 0.2%。其中，出口 1779.8 亿美元，增长 2.7%；进口 1513.1 亿美元，下降 2.6%。8 月份 CPI 年率上涨 2.0%，PPI 年率下降 3.5%；规模以上工业增加值同比增长 8.9%，低于预期的 9.1%。

### 1.2. 基本金属价格走高

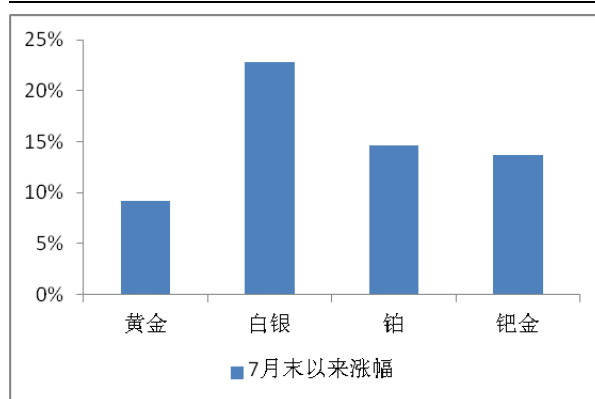
大宗商品价格整体走高。美元指数快速回落，宽松流动性政策、地缘政治等，推动石油、金属等大宗商品的价格回升，代表性的大宗商品指数都有上升。

图 1：大宗商品价格整体走高



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

图 2：贵金属价格快速上扬

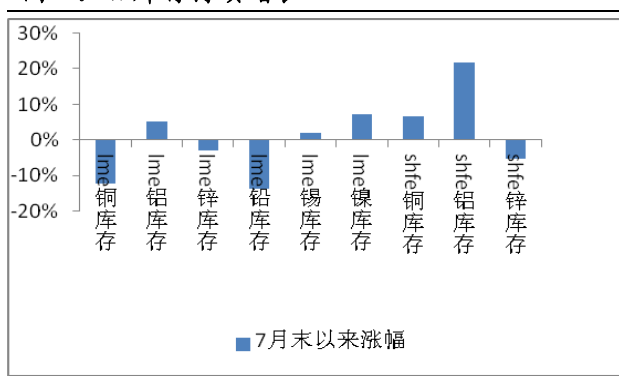


数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

有色金属价格大涨，LME 在此期间涨幅居大宗商品指数之首，达 11.55%。其中，LME 铝表现最为突出，自 7 月末以来，上涨了 19%。LME 铜期货合约上涨了 9.54%，国内金属品种的涨幅要明显小于 LME。

库存上，国内外库存互有涨跌。其中，LME 铜库存减少了 3 万多吨，而国内铜库存则增加了 1 万吨。LME 铝库存则快速下降了 4.5 万吨，与此同时，LME 镍和铝的库存都有所增加。

图 4: 铝库存持续增长

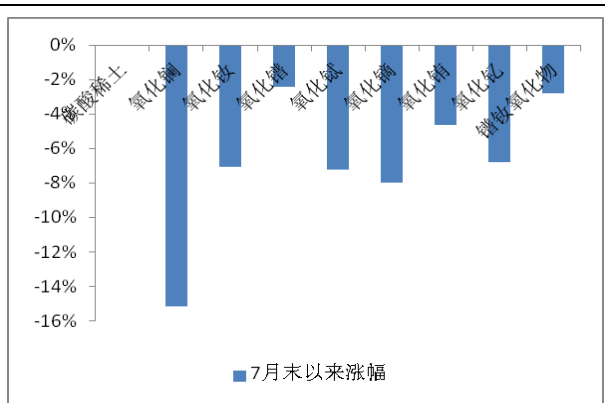


数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

黄金价格大涨 9.15%。在欧洲央行推出 OMT，重启购债，而美国又推出无限量 QE 的推动之下，黄金价格突破了，自 6 月份以来形成的从 1520 至上方 150 美元的振荡区间。白银的弹性则更大，涨幅超过了 20%，铂金也受到了南非矿企罢工的推动。

部分小金属价格有回升苗头。其中,自7月末以来,氧化锆、锆精矿价格出现了大涨,而锑、铟、镁等金属的价格也有所上涨,但钨产品、钼产品、钛等都出现了回落。在稀土方面,各稀土品种价格都再度下跌,最高的跌幅达10%以上。

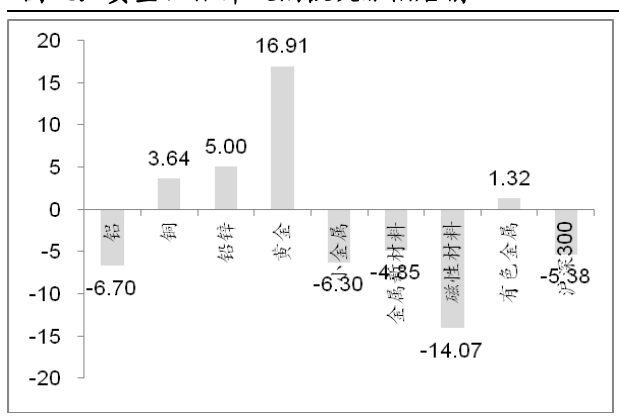
图 6: 稀土价格仍旧走弱



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

图 7: 有色金属板块优于大盘

图 8: 黄金、铅锌及铜板块涨幅居前



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

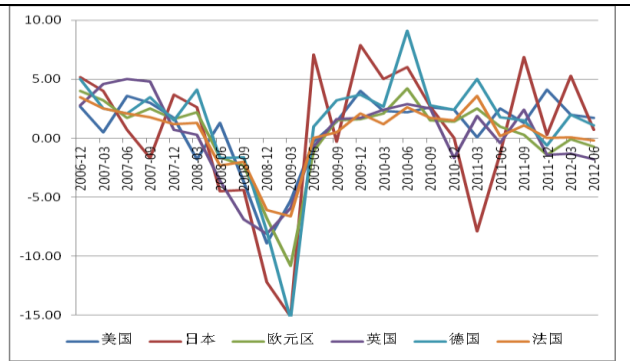
经济下行趋势未见改观，股票市场下跌了 5.38%，有色金属板块上涨了 1.32%，表现优于大盘。在有色金属的各个板块当中，黄金板块、铅锌和铜板块都有所上涨，其中黄金板块大涨 16.91%，主要受到于黄金价格企稳及黄金股票避险价值的支撑。

## 2. 西班牙申援迟疑，美联储 QE 果决

### 2.1. 权衡，西班牙申援或在 10 月

欧洲经济深受债务问题拖累。持续恶化的欧洲债务危机及各国财政紧缩政策对欧洲经济增长的拖累逐步显现。欧元区失业率连创新高，目前达到了 11.30%，其中法国的失业率也上升到了 10.30%。西班牙和希腊的失业更是达到了 20% 多。同时，OECD 领先指标都预示欧洲经济积重难返，下行趋势延续，制造业 PMI 指标反弹，但服务业 PMI 仍快速下滑，综合 PMI 仍处下行通道。二季度欧元区的 GDP 仍然陷入衰退，第二季度季调后 GDP 年率萎缩 0.7%，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)年率增长 1.1%，法国经济则萎缩 0.20%。但德国 IFO 信心指数等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。

面对救助，西班牙踌躇不前。在 9 月初的货币政策会议上，欧洲央行（ECB）推出了名为 OMT 的购债计划，但规定前提是救助国需向 ECB 提出申请。此举使得西班牙等赤字国的国债收益率大幅下跌 1% 以上，但随着国债收益率的回落，西班牙申请救助的积极性也开始下降。西班牙首相拉霍伊对此也是踌躇不前，在 26 日的演讲中，他表示，他已经准备好为西班牙寻求新的援助，但只会在该国的融资成本长期维持过高的情况下。他保证称，如果上述情况出现，100% 将会寻求援助。不过，现在就判断西班牙是否需要欧洲央行或是欧元区援助基金的购债援助还为时尚早，他依然需要评估援助所附加的条件是否“合理”。

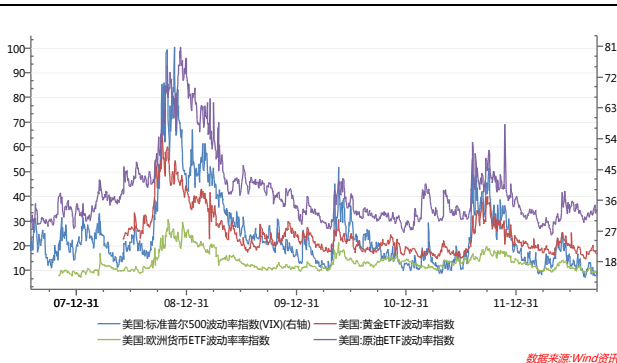
西班牙申请救助的时机，取决于两个方面，一是国债收益率的压力与国内政治压力的权衡；二是，欧元区各国对西班牙申请救助的不同意见的较量。

在第一方面，西班牙政府正在寻找恰当的申请救助时机、方式，可承受的救助条件，既要顺利地申请救助，控制国债收益率，安抚投资者，度过危机，又要确保救助条件不会刺激选民，政府获得选民支持，保留手中的权力。爱尔兰和希腊的教训表明，获得救助的政府，因接受苛刻的救助条件，紧缩财政，而受到了民众的冲击和抛弃。目前西班牙政府也在接受考验。

出台紧缩计划，西班牙为申请救助做准备。9 月 29 日，西班牙公布了 2013 年预算案，主要削减支出，将预算赤字削减 400 亿欧元。该计划与欧盟在 7 月份提供的建议一致，表明西班牙与欧盟可能已经就相关条件达成一致，这被视为西班牙申援的前兆。而且，由西班牙政策主动提出紧缩计划，达到救助条件，有助于降低民

数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

图 10：避险情绪处于较低水平



数据来源：东北证券，WIND。



众对援助的抵触情绪和对政府的反对态度。

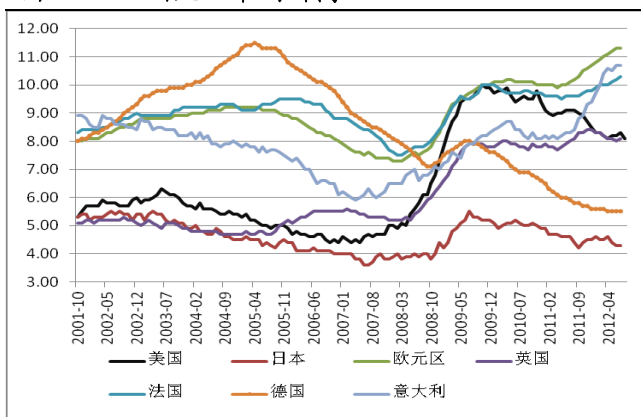
警报仍未解除。接下来西班牙将公布该国独立的金融体系压力测试报告；安达卢西亚地区发言人称，正考虑寻求中央政府的 49 亿欧元援助；可能会增加西班牙面临的债务压力。另一方面，在债务压力下，西班牙加泰罗尼亚自治区计划于 11 月 25 日提前选举。国内对于政府紧缩计划的抗议甚至引发了暴力事件。加利西亚 10 月 21 日也将进行地方选举。政府面临的选民压力也越来越大。

在第二方面，欧元区内部对西班牙的救助也存在着不同的观点。法国希望西班牙能尽快申请救助，以控制债务风险的蔓延，降低国债的收益率；爱尔兰也持相同的观点，西班牙申请救助，可以为其在明年重回债券市场融资提供有利条件。但是对于德国而言，救助基金是最后手段。只要西班牙能从市场融资，尽管收益率高企但只要相对稳定，那么德国议会将很难同意使用金援来帮助西班牙。例如德国财长朔伊布勒就表示，在接受了银行业救助方案后，西班牙并不需要全面的外部援助，该国在恢复市场信心方面正处于正轨。10 月 18-19 日欧盟将召开峰会，将对各方面意见进行权衡。

目前，市场对西班牙申请救助的时点判断，主要集中在两个时点，即 10 月 18-19 日的欧盟峰会和 10 月 21 日加利西亚选举之后。我们预计后者的可能性较大。

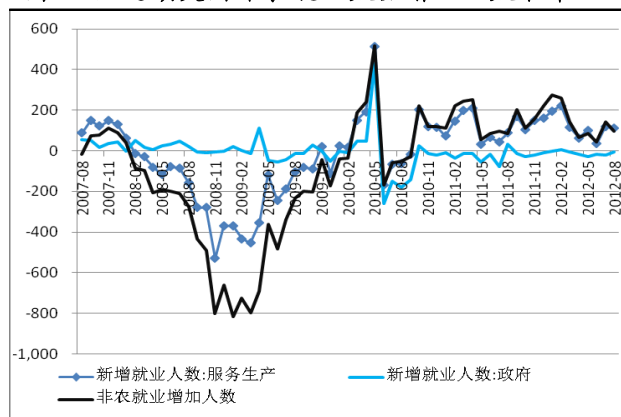
欧洲货币政策前景仍宽松。ECB 推出 OMT 还未实际执行。不论西班牙申请救助的时点及是否会申请，可以肯定的是，ECB 将继续推行宽松的货币政策。而赤字国申请救助，则意味着欧洲将再次进入量化宽松阶段。

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下降



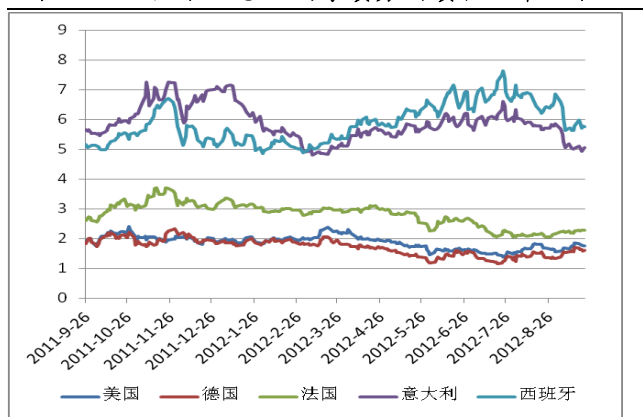
数据来源：东北证券，WIND。

## 2.2. 美国失业率居高不下，FED 果决推行 QE3，财政悬崖临近

美国失业率持续居高不下，房地产市场逐步改善。在失业方面，非农就业报告显示 8 月美国新增非农就业岗位 9.6 万，低于分析师预估的 12.5 万；7 月非农就业人数修正后为增长 14.1 万人，初值为增长 16.3 万人。美国 8 月失业率走低至 8.1%，预期为 8.2%。美国 8 月房地产数据改善，其中美国 8 月的成屋销售量达到了 482 万，前值为 447 万，同时 8 月营建许可达到 80.3 万套，超过了预期的 79.5 万套，并有 75 万套新屋开工（预期为 76.5 万套），上期值为 74.6 万套。同时，美国制造业 PMI 回落至 49.6，重回萎缩。

FED 推出 QE3 果决。面对失业率居高不下，经济增长较为缓慢的局面，美联储官员深感失望。这促使了 FED 在 9 月果决、强力推出了无限 QE 政策，每月购买 400 亿 MBS 债券直到就业市场明显改善，并承诺将维持极低联邦基金利率水平至 2015 年年中。

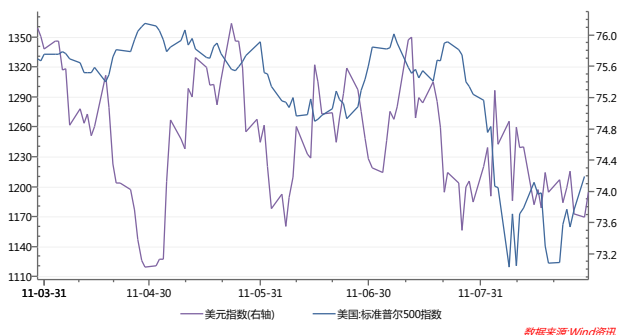
图 13: 西班牙、意大利等债务国债收益率回落



数据来源: 东北证券, WIND。

财政悬崖临近。按照现行法律, 美国政府多项减税政策和刺激政策即将到期, 包括 2001 年和 2003 年小布什减税政策、奥巴马于 2011 年启动的失业救助和降低工资税政策等, 同时去年国会超级委员会达成的“自动支出削减机制”启动, 这一系列财政政策将于 2013 年 1 月集中到期终止或开始启动, 使美国财政赤字水平呈现断崖式下跌 (约 6000 亿美元), 这一情况被称之为“财政悬崖”。若美国出现财政悬崖, 政府支出减少, 消费收缩, GDP 增长将受到严重拖累, 甚至于重陷衰退。但由于美国政府两院分受不同党派控制, 在财政问题上纷争不乱, 互不让步, 财政悬崖如何解决或延缓, 至今, 仍无进展。

图 15: 2011 年美国债务上限协商期间股市回落



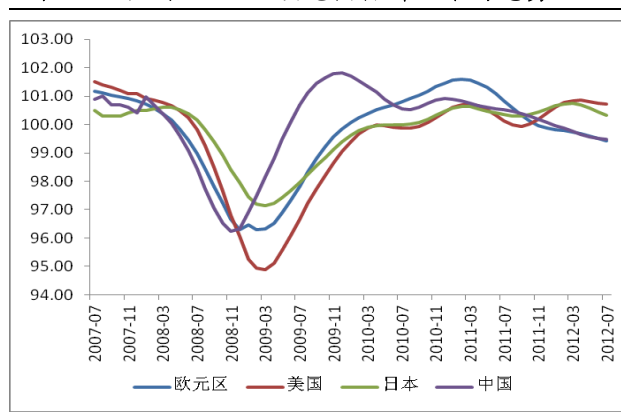
数据来源: 东北证券, WIND。

### 2.3. 中国经济数据低迷

中国公布的数据低迷。数据显示, 8 月份 CPI 年率上涨 2.0%, PPI 年率下降 3.5%; 8 月份社会消费品零售总额月率增长 1.28%, 年率增长 13.2%; 固定资产投资月率增长 1.33%, 前 8 个月增长 20.2%; 规模以上工业增加值同比增长 8.9%, 低于预期 9.1%。8 月份, 我国进出口总值为 3292.9 亿美元, 增长 0.2%。其中, 出口 1779.8 亿美元, 增长 2.7%; 进口 1513.1 亿美元, 下降 2.6%; 贸易顺差 266.7 亿美元; 8 月份社会融资规模为 1.24 万亿元, 分别比上月和上年同期多 1885 亿元和 1666 亿元, 其中, 人民币贷款增加 7039 亿元。8 月末, 广义货币(M2)余额 92.49 万亿元, 同比增长 13.5%, 比上月末低 0.4 个百分点; 狭义货币(M1)余额 28.57 万亿元, 同比增长 4.5%。

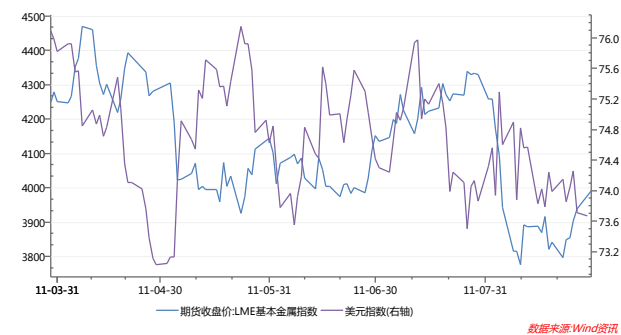
财政政策推进, 部分数据回升。9 月初, 发改委批复万亿投资计划, 包括 25 个轨道交通建设项目等, 似有借助于财政政策稳定经济增长的意图。同时, 在前期流动性政策及项目投资的带动之下, 一些数据也开始回升, 如中国汇丰 PMI 预览值为 47.8 较前值 47.6 略有回升。

图 14: 各国 OECD 领先指标都呈下行态势



数据来源: 东北证券, WIND。

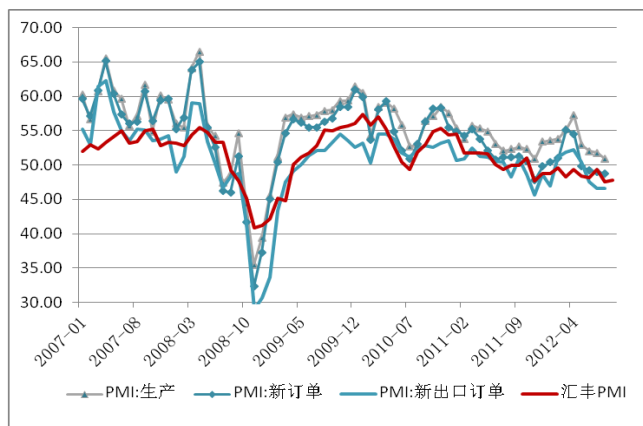
图 16: 2011 年美国债务上限协商期间, LMEX 回落



数据来源: 东北证券, WIND。

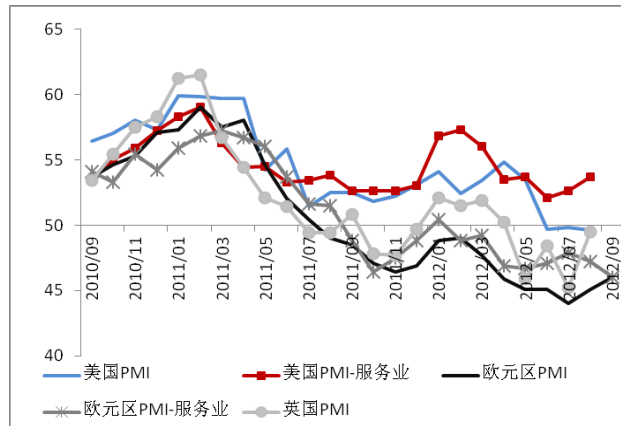
随着经济数据的持续低迷，放松货币政策有必要，但是在世界各国都再次推行量化宽松政策的背景之下，大宗商品价格反弹，增添了我国未来的通胀压力，这使得货币政策的操作空间趋于减小，市场对于调准或降息等刺激政策的预期存在分歧。另一方面，随着十八大召开在即，政局趋于明朗，确定性在提升，市场对于刺激政策尤其是财政政策的预期乐观。

图 17: 我国 PMI 指数仍在低位



数据来源：东北证券，WIND。

图 18: 各国 PMI 指数多现回落



数据来源：东北证券，WIND。

## 2.4. 宽松货币政策完胜

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。特别是 9 月份以来，在欧洲央行宣布 OMT、美国推出无限 QE3 之后，世界各国尤其是发达国家都争相放宽货币政策，竞相贬值本国货币。

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        | 扩大 QE 规模 5 万亿日元，至 70 万亿日元。                       |
|      | 2012 年 9 月             | 扩大 QE 规模至 80 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 7 月 8 月            | 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                         |
| 美国   | 2012 年 9 月             | 推出 QE3，将以每月 400 亿美元的进度进一步购买抵押贷款支持证券(MBS)直到经济明显好转 |
| 欧元区  | 2012 年 9 月             | 推出 OMT，无限购买到期期限 3 年以内的国债                         |

数据来源：东北证券

## 2.5. 美元指数短期看西班牙申援，中期看财政悬崖，长期看经济增长

短期，市场重新关注欧债危机。在欧债危机方面，西班牙申援的时点及承担的条件又是核心。我们预计西班牙申援可能会在 10 月 21 日，加利西亚地区举行完选举之后，以减轻救助条件对首相霍拉伊所在政党的选票影响。原因是，我们认为内部压力是西班牙面临的主要问题，在债券收益率目前在 6% 左右时，债务问题还可

控，因此西班牙政府将更偏重于维护政权，但如果国债收益率上升至 7%，救助则是必需之举。外力方面，由于德国对救助并不积极，西班牙面临的压力不大。因此在此期间，若债务压力增大，市场可能推升国债收益率，此时救助前危机恶化的可能将推升美元指数。若西班牙能通过预算案等措施，安抚投资者和选民，并及时申请援助，则欧元将上涨。目前，西班牙 2013 预算案在安抚投资者方面取得进展，但西班牙对于立刻申请救助的积极性不高，存在因危机恶化迫其救助的可能。

在中期，美元走势悬于财政悬崖。从历史走势来看，在 2011 年美国两党对债务进行协商时期，美元指数振荡下行，而股市和金属价格都有所回落。财政悬崖如何解决对于美元走势的影响也较为突出，若导致财政悬崖的各项税收优惠都能得到延续，自然会给美元提供一些上升的动力；若部分得到延续，则关注其规模，美元走势更为动荡些；在悬而未决时期，经济增长担忧将加剧，QE 的预期规模将增加，避险情绪上升，美元指数的走势倾向于下行。

从中长期来看，预计，财务悬崖得到妥善解决，美国经济面临的不确定性会降低，利空因素会减少。预计，美国经济数据将延续向好的走势，特别是近来，美国房地产市场的稳步改善，对经济增长的作用逐步显现。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。

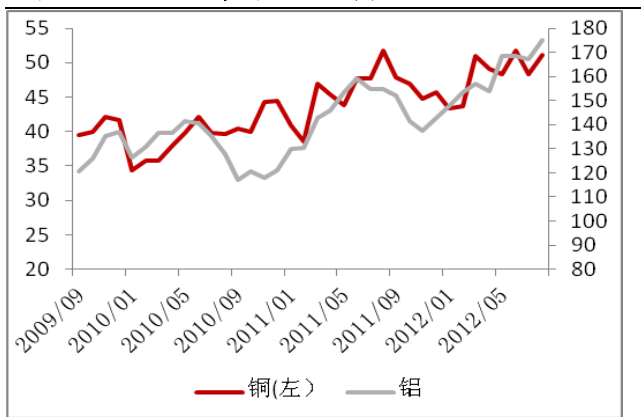
### 3. 基本金属需求未明显改善

#### 3.1. 国内金属供需稳固

有色金属产量回升、增速提高。8 月份，铝等有色金属产量回升，其中铝产量增速则由 6.95% 上升至 12.70%。十种有色金属产量的增速较上月回升，达 8.90%。十种有色金属的产量前 8 个月累计产量为 2416 万吨，同比增长 7%，快于上月的 6.70%。

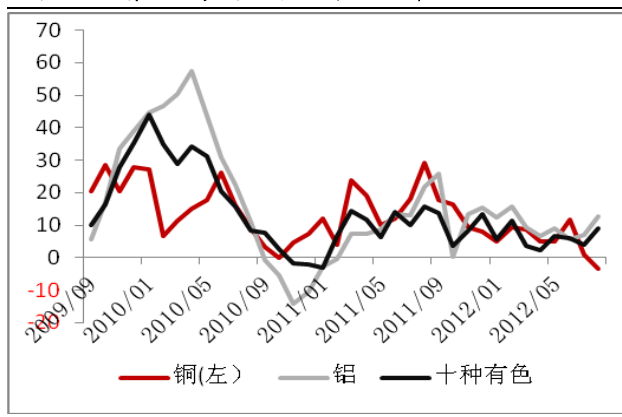
铜进口较低，铝进口增加，废铜、废铝进口量增长。8 月份我国未锻造铜及铜材的进口量从 7 月份的 36.65 万吨小幅回落到 35.59 万吨，环比降幅为 2.92%，但同比增长了 4.54%，按累计对比，至 8 月份，我国共进口未锻造铜及铜材 322 万吨，同比增长了 37.30%。未锻造的铝及铝材的进口量较 7 月增加了近 2 万吨至 11.75 万吨。与此同时，废铜和废铝的进口量回升，8 月份废铜进口量从上月的 42.88 万吨增加到 43.81 万吨，废铝进口量则由 23.4 万吨回升到 24.5 万吨。

图 19: 8 月铜铝产量环比增长



数据来源：东北证券，WIND。

图 20: 有色总产量同比增速回升



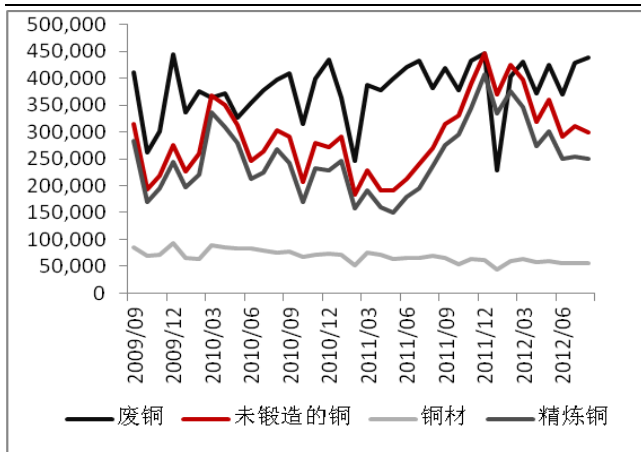
数据来源：东北证券，WIND。

有色下游需求略有改观。8 月份，我国的经济状况没有改善，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，增速仅比上月的



20.4%低 0.2%。有色金属主要下游投资状况略有好转，其中房地产开发投资增速小幅回升至 15.6%，房地产新开工面积降幅升至 6.8，前值为-9.8%，电力、热力的生产和供应业的投资增速提升至 16.31%；交通运输特别是铁路等方面的投资继续好转，其累计值的同比增长幅度由年初的-10%，提升到增长 1.28%，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。

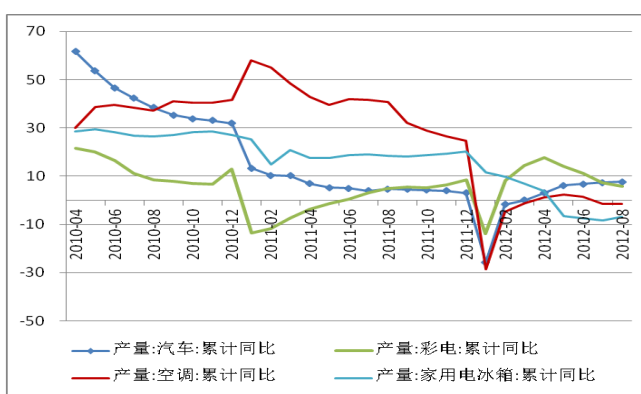
图 21: 铜进口量较低，废铜进口居高位



数据来源：东北证券，WIND。

主要有色金属下游产品的产量增速稳定。汽车产量的增速继续上升到 7.6%；家电产品的产量增速 8 月较 7 月略有变动，但总体低迷。电力产品的产量累计增速则多继续回落，仅有高压开关板产品的产量增速上升。总体而言，有色金属的下游需求增速稳定。

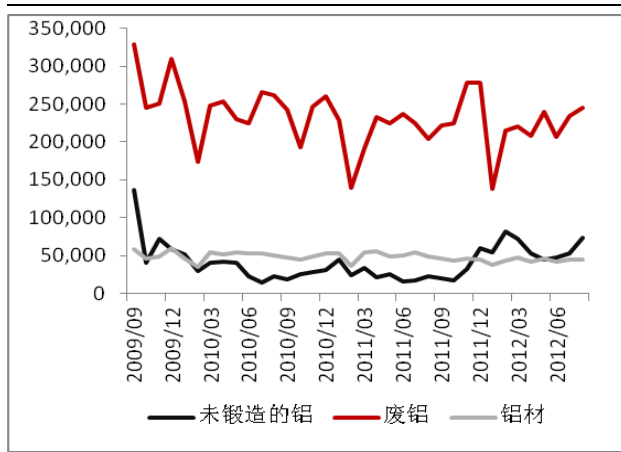
图 23: 有色下游需求增速企稳



数据来源：东北证券，WIND。

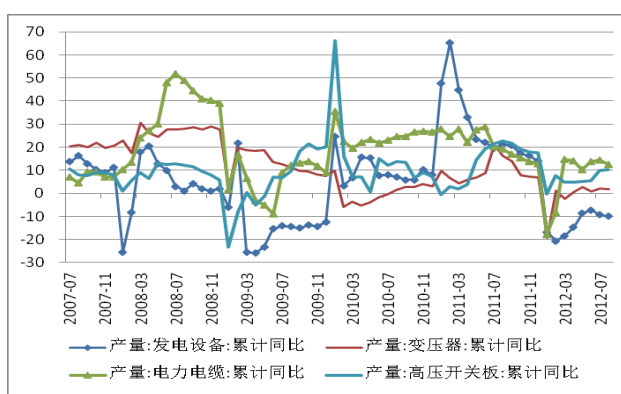
国内铜期现价差降低但为正，国内外负价差扩大。在价差方面，国内铜期现价差有所收窄，但持续为正，表明铜的现货供给面有所改善。国内铝、锌的期现价差快速回落，目前铝已呈现货贴水，锌期货升水幅度也很小，反映在价格上涨之后，当前金属的需求还没有跟上。铜国内外价差水平仍为负，在经历了铜价上涨之后，价差的范围进一步扩大至 1500 元/吨左右。其他品种的国内价格升水幅度纷纷下降。

图 22: 废铝、铝及铝材进口回升



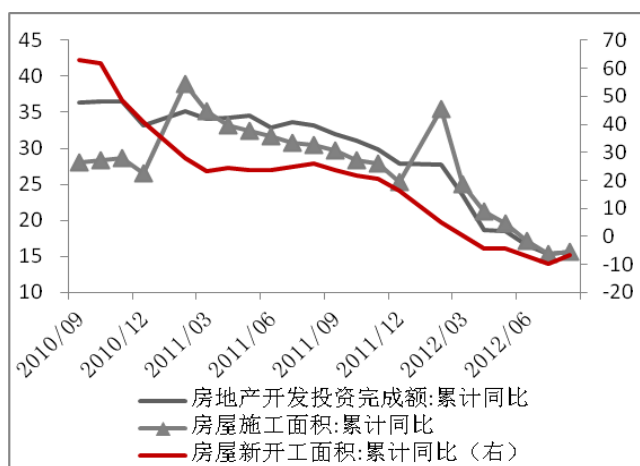
数据来源：东北证券，WIND。

图 24: 电力相关产品产量稳步增长



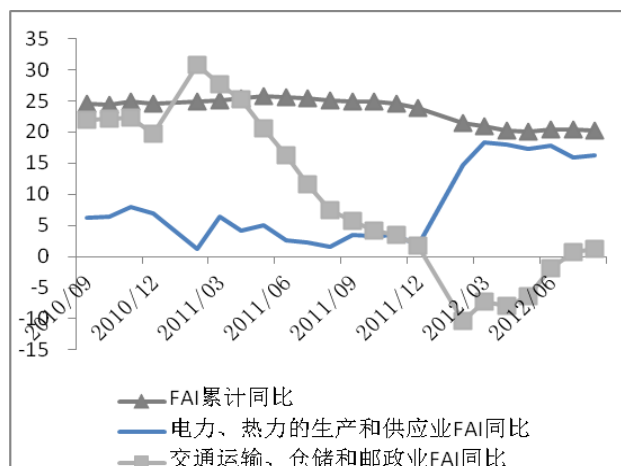
数据来源：东北证券，WIND。

图 25: 房地产投资增速回落, 新开工面积负增长



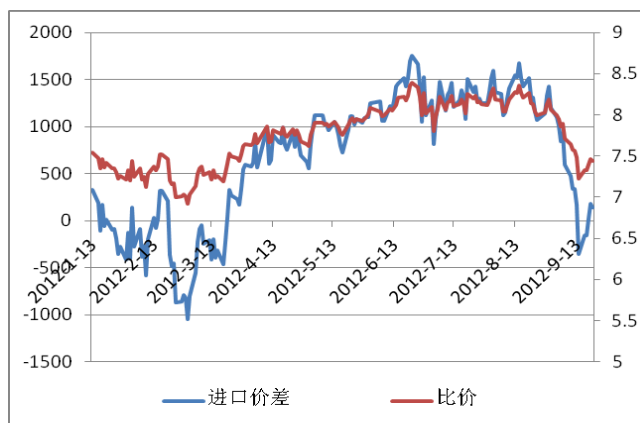
数据来源: 东北证券, WIND。

图 26: FAI 增速持稳, 交运投资回升



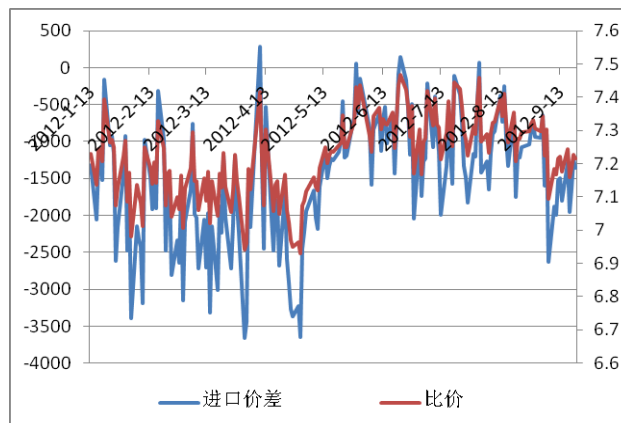
数据来源: 东北证券, WIND。

图 27: 铝国内外价差仍为正



数据来源: 东北证券, WIND。

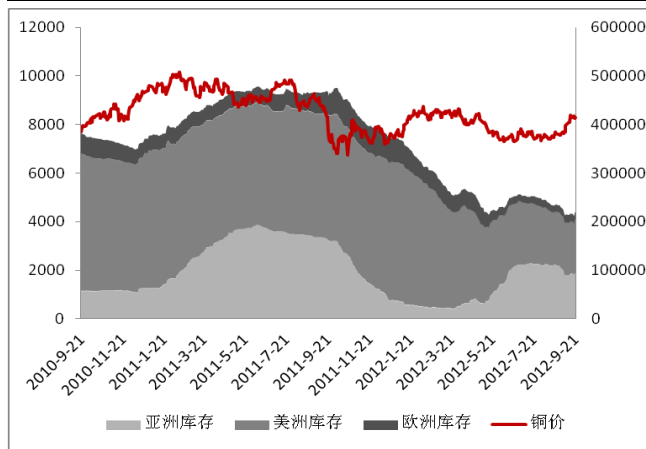
图 28: 铜国内外价差仍不理想



数据来源: 东北证券, WIND。

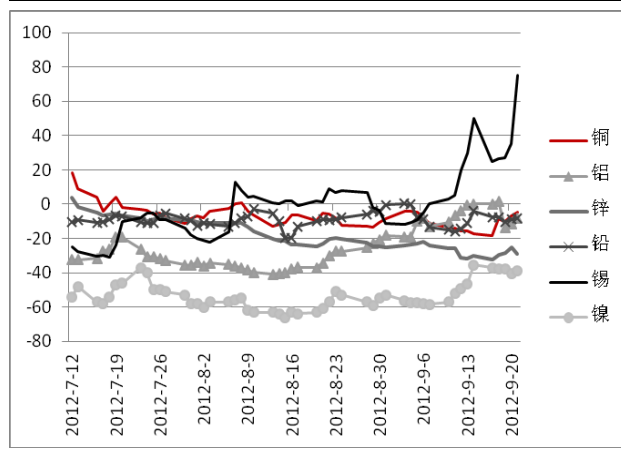
### 3.2. 铜等基本金属海外供需稳定

图 29: 海外铜库存大体持平



数据来源: 东北证券, WIND。

图 30: 海外锡现货升水走高



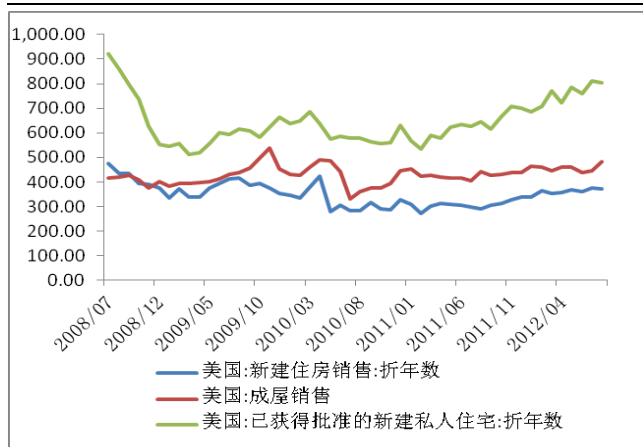
数据来源: 东北证券, WIND。

基本金属的海外需求稳定。在库存方面, 铝、镍锡的库存有所升, 海外铜等有  
色金属的库存平稳或略降, 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，出口量大幅下降影响，锡现货升水快速上升，现货供应状况趋紧。

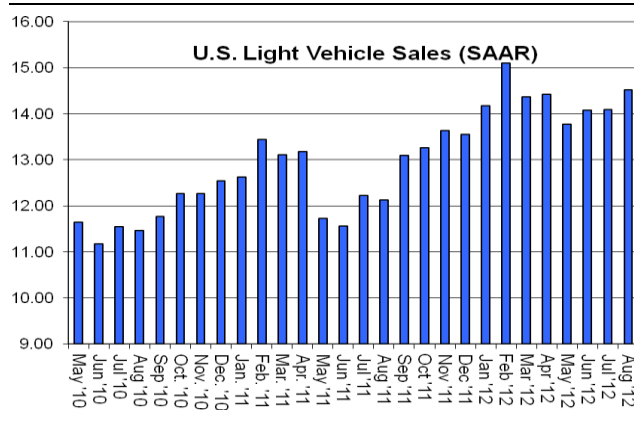
美国基本金属需求改善趋势延续。美国有色需求代表性的行业是房地产、汽车等。近来，美国的房地产市场正缓慢改善，近几个月来，美国已获得批准的新建私人住宅数、房屋销售情况呈上升态势，与此同时，美国的汽车销售量数量恢复到年率 1400 万辆之上。这些行业景气度的提升对有色金属的需求有所提升。

图 31：美国房地产市场缓慢改善



数据来源：东北证券，WIND。

图 32：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，

同时，在 9 月份有色金属价格大涨之后，市场信号显示，我国有色金属价格处于跟涨的位置，期现价差也表明，在当前价格下，现货需求的跟进度不高。这也对有色金属价格不利。

美元指数走势取决于西班牙申请救助进展。欧洲出台了 OMT，有助于控制危机，若西班牙政府能安抚投资者和选民的情绪，并及时申请救助，美元指数将回落。不然过，债券市场会给西班牙增加压力，迫使其申请救助，此时，美元指数可能会走强，这对于有色金属价格并不利。

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 |
| 9 月 27 日价 | 2086 | 8164 | 2266 | 18128 | 21000 | 2080 |
| 2012Q3E   | 1950 | 7800 | 1970 | 16400 | 19250 | 1900 |
| 2012E     | 2050 | 8100 | 2100 | 17600 | 21000 | 2020 |

资料来源：WIND，东北证券。

有积极意义的是，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：一是我国政局确定性提升，政策预期升温，同时持续出台的逆周期政策，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

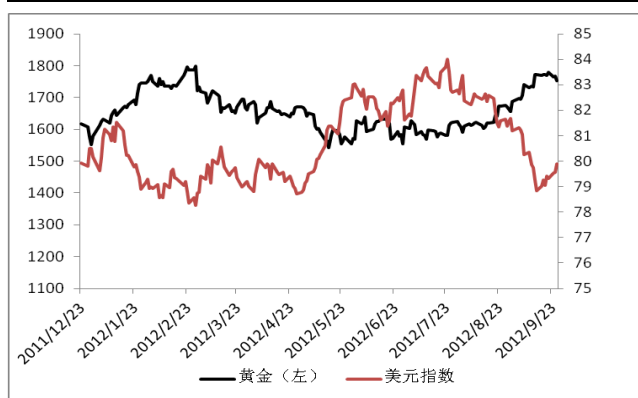
面的刺激作用。因此，我们认为，基本金属价格可能需要更长的时间来等待需求的回升，同时我们也强调四季度基本金属需求改善的前景和流动性宽松对金属价格的支撑，并据此展望中长期金属价格有回升潜力。

#### 4. 黄金价格迎短期良机

9月，贵金属价格大涨。8月份以来，在世界发达国家宽松性货币政策的推动之下，黄金作为曾经的被广为接受的实物货币受到了人们的追捧。黄金价格也由此突破了此前形成的震荡区间。

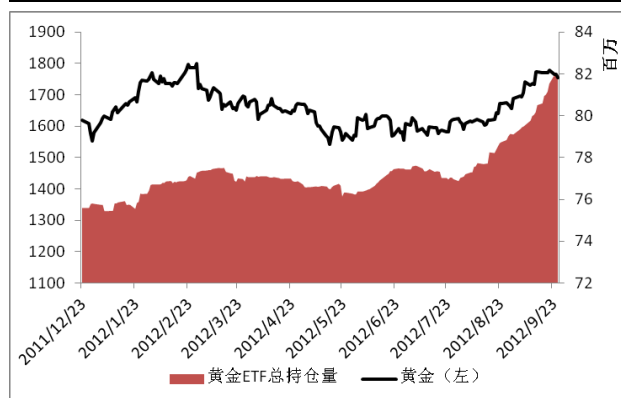
流动性泛滥，黄金进一步走高有潜力，但需注意欧债危机的负面冲击。美联储推出QE3，同时欧元区救助政策也已破局（其根本也是一种QE政策），日本扩大QE规模，信用货币的发行规模不断提升，其价值将一再被稀释，这对于贵金属有积极的推动作用。同时，在第四季度，黄金将进入传统的消费旺季，此时黄金价格出现大涨将进一步刺激对黄金的投资需求。美国第四季度的财政悬崖问题和大选，也会给市场带来诸多不确定性，而提升黄金需求。因此，我们预计，金价的中期上升趋势将得到维持。黄金价格有可能会突破1800美元，涨势会持续一个季度以上。在此大趋势下，由于欧债问题存在恶化空间，这会推升美元指数，提升避险情绪，并打击风险资产，黄金的价格在这些阶段也会面临一些向下的压力。

图 33: 美元和金价负相关



数据来源：东北证券，Bloomberg，WIND。

图 34: 黄金 ETF 持仓量节节攀升



数据来源：东北证券，Bloomberg，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与收储政策落到实处。

1. 继广东、福建组建本地的稀土产业发展平台之后，湖南酝酿了一年左右的《湖南省稀土产业“十二五”发展规划》（下称《规划》）已于日前正式出台。《规划》将组建政府控股的现代化稀土企业——湖南省稀土产业集团有限公司，并将以此为依托，整合全省稀土资源，打造全省稀土产业发展平台。

2. 稀土采矿权实现整合。根据《国土资源部关于贯彻落实〈国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见〉的通知》，国土资源部经过核查公布了《稀土探矿权名单》和《稀土采矿权名单》。据统计，全国稀土探矿权为10张，采矿权则从113张整合为67张。稀土整合步履加快。

3. 稀土行业准入审核启动。工信部8月6日发布《稀土行业准入条件》。按照条件的要求，工信部在9月发布了《关于开展稀土企业准入公告申报工作的通知》，该文明确，第一批申请材料的截止时间为2012年9月30日。工业和信息化部将根据审核情况，分批公布准入公告名单。业内人士表示，现有产能将收缩。有消息称全国范围内有3成以上稀土开采产能达不到准入标准，其中江西、内蒙古、四川等



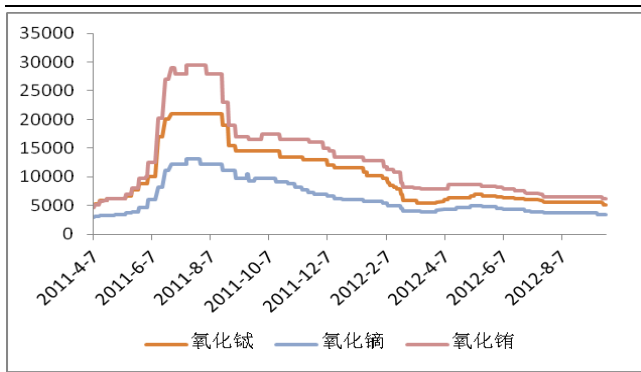
地将有 30%~40% 产能将被挡在门槛之外。

4. 国家储备局将会在近期实施收储金属锆行动。与此同时，云南也公布了收储计划。收储的有色金属包括大金属和小金属，大金属有铜、锌、铝等，小金属有锆、铟等。大金属共计划收储 30 万吨，其中铝为 20 万吨，铜为 2 万吨，锌为 5 万吨。

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；政府通过稀土等稀有金属的收储政策支持小金属行业的健康发展。

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。

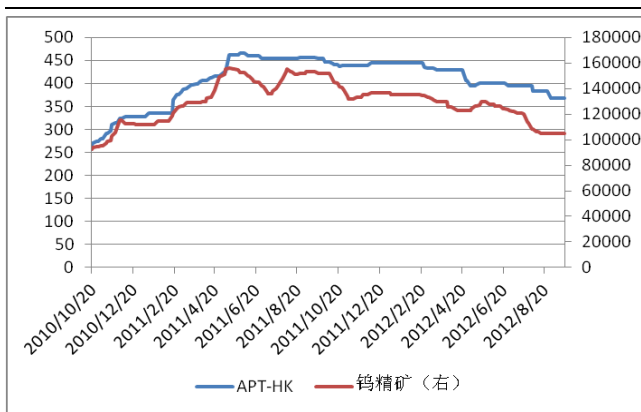
图 35: 中重稀土价格下跌



数据来源：东北证券，WIND。

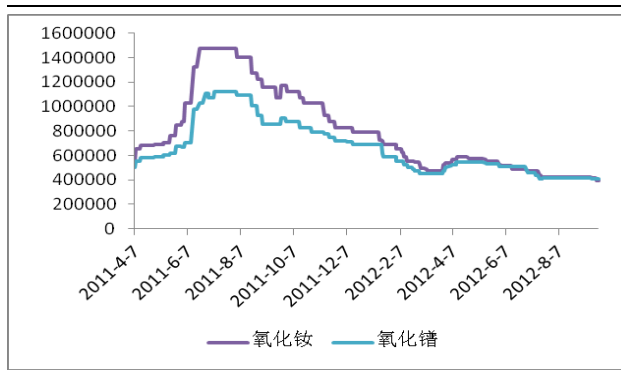
多种小金属价格企稳。其中，钨价稳定、钼价整体回升、锑价在摆脱下行的趋势后也小涨，同时，氧化锆，受供给方收紧供应、行业基本面改观影响，价格持续回升。

图 37: 钨价稳定



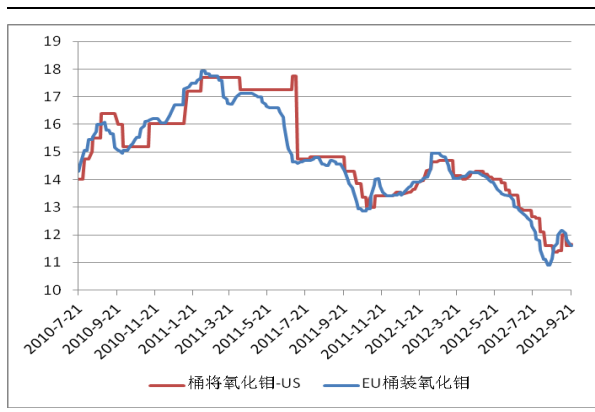
数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

图 36: 轻稀土价格下跌



数据来源：东北证券，WIND。

图 38: 钼价略有反弹



数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

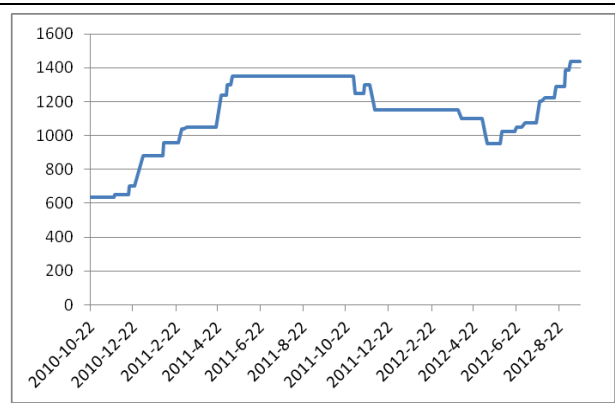
小金属需求低迷。8 月稀土制品、钨品出口未见好转，出口量同比大幅回落。锑出口同比降幅较大；氧化锆的出口数量较 2011 年同期小幅回落。

图 39: 锑价低位企稳后小涨



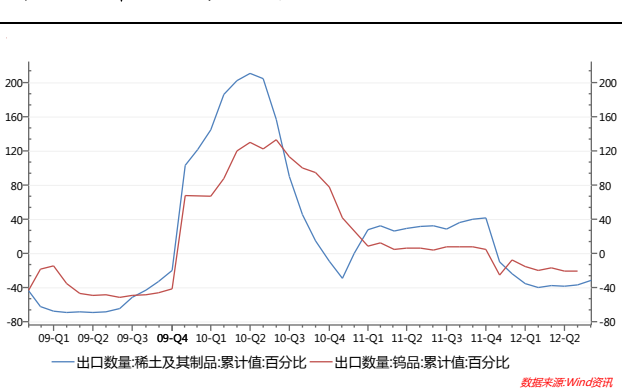
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 40: 锗价回升



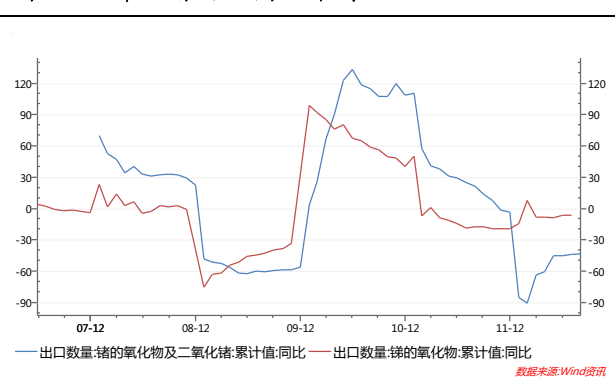
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 41: 稀土、钨出口低迷



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 42: 锑、锗出口同比下滑



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

## 6. 投资策略: 金属需求不旺, 期待估值回升

西班牙申请援助或在 10 月。欧洲经济深受债务问题拖累: 失业率连创新高, 经济萎缩。面对救助, 西班牙踌躇不前。西班牙申请救助的时机, 取决于: 国债收益率与救助条件及国内政治压力的权衡; 欧元区各国对西班牙申请救助的不同意见的较量。西班牙申请救助的时点或在 10 月 21 日加利西亚选举之后。欧洲货币政策前景仍宽松。

美国失业率持续居高不下, 房地产市场逐步改善。FED 果决推出 QE3。财政悬崖临近。美国政府多项减税政策和刺激政策即将到期, 美国财政赤字水平呈现断崖式下跌 (约 6000 亿美元), 若美国出现财政悬崖, 政府支出减少, 消费收缩, GDP 增长将受到严重拖累, 甚至于重陷衰退。但由于美国政府两院分受不同党派控制, 在财政问题上纷争不乱, 互不让步, 财政悬崖如何解决或延缓, 至今, 仍无进展。

中国经济总体低迷, 财政政策推进, 部分数据回升。世界量化宽松潮流下, 大宗商品价格反弹, 增添了我国未来的通胀压力, 我国货币政策的操作空间趋于减小。另一方面, 随着十八大召开在即, 政局趋于明朗, 确定性在提升, 市场对于刺激政策尤其是财政政策的预期乐观。

9 月份以来, 在欧洲央行宣布 OMT、美国推出无限量 QE3 之后, 世界各国尤其是发达国家都争相放宽货币政策, 竞相贬值本国货币。

短期, 美元指数走势取决于西班牙申请救助进展。欧洲出台了 OMT, 有助于控制危机, 若西班牙政府能安抚投资者和选民的情绪, 并及时申请救助, 美元指数将回落。不然, 债券市场会给西班牙施加压力, 迫使其申请救助, 此时, 美元指数可能会走强。中期, 美元走势系于财政悬崖的解决方案。中长期来看, 预计, 财务

悬崖得到妥善解决，美国经济面临的不确定性会降低，利空因素会减少。美元指数长期上行趋势仍保持的较为完整。

基本金属需求不温不火。有色金属产量回升、增速提高。铜进口较低，铝进口增加，废铜、废铝进口量增长。有色下游需求略有改观(房地产开发投资、交通运输领域的投资增速小幅回升)。下游产品的产量略有提速。国内铜期现价差降低但为正，国内外负价差扩大。海外，基本金属的需求稳定，尤其是美国基本金属需求受房地产、汽车业支撑，改善趋势延续。

基本金属价格展望：在当前价格下，现货需求的跟进度不高。基本金属价格可能需要更长的时间来等待需求的回升，同时我们也强调四季度基本金属需求改善的前景和流动性宽松对金属价格的支撑，并据此展望中长期金属价格有回升潜力。

流动性泛滥，黄金进一步走高有潜力，受流动性泛滥推动，金价的中期上升趋势将得到维持。黄金价格有可能会突破 1800 美元，涨势会持续一个季度以上。在此大趋势下，若欧债问题出现恶化，这会推升美元指数，提升避险情绪，并打击风险资产，黄金的价格在这些阶段也会面临一些向下的压力。

稀土、稀有金属上游资源整合与收储政策落到实处，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。钨价稳定、钼价整体回升、锑价在摆脱下行的趋势后也小涨，同时，氧化锆上涨。小金属出口低迷。8 月稀土制品、钨品出口未见好转，出口量同比大幅回落。锑出口同比降幅较大；氧化锆的出口数量较 2011 年同期小幅回落。

我们认为，随着国内政局的明朗，政策预期的升温，市场估值存在提升空间，在此背景下，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“优于大市”的行业评级，关注以下几个方面的机会：

流动性泛滥，黄金进一步走高有潜力，重点关注业绩较好、同时具有外生性增长机会的黄金类公司，如中金黄金、豫光金铅；基本金属受市场估值及流动性支撑，关注弹性较大、外生增长前景较好的公司如铜陵有色、驰宏锌锗等。

高强轻合金材料领域，关注需求较为稳定的，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国内使用，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