

有色有望迎来 2013 年最佳投资期

——有色金属行业 2013 年 1 月月报

报告摘要:

世界经济呈复苏格局。美国经济状况出现反复,四季度 GDP 陷入环比萎缩令市场大跌眼镜;但失业等数据维持了走好的态势;FED 维持了低利率水平,及跟失业率挂钩的政策框架,FED 资产规模近来呈现扩张态势;欧洲经济现状低迷,但预计下半年步入回升正轨,欧洲债务与金融市场信用风险大幅下降;中国经济出现持续回升的势头。

流动性宽松依旧:美国经济数据不佳,FED 维持月度 850 亿 QE 规模及低利率政策,欧洲维持低利率政策,日本也多次扩大 QE 规模。短期,流动性仍将成为支撑金属价格的一大因素。

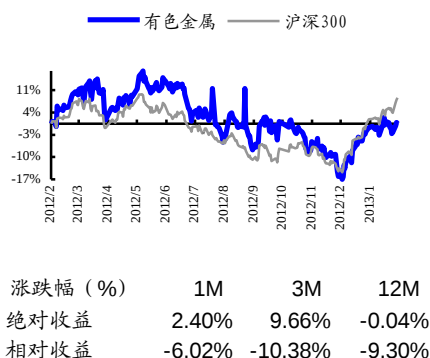
美元指数短期延续弱势,预计美元指数受美联储延续宽松货币政策的预期及避险情绪下降影响,短期会延续弱势;此后,若经济数据维持强势,则会改变市场对 FED 政策的预期。

有色此前不及大盘。此轮行情的动力源自于,国内外资金的重新配置,股市吸引力提升;城镇化、基础建设支出等提升中国经济增长前景。政策支持的低估值板块如金融、房地产与建筑建材等受益。有色金属虽也受益,但未能跑赢大盘。因其从来就没有经历过萧条时期产能的破坏,产能仍在快速增长,而市场库存高企的局面不断恶化;市场对于有色金属特别是基本金属需求恢复的前景持怀疑态度;全球金属供给增加可能会导致基本金属等出现过剩;金融因素压制基本金属与黄金价格;市场人气被金融、房地产等板块所分化。

调升行业评级至优于大势。因世界流动性宽松的大格局不变,美国收紧货币政策或中止购债的时机还并不成熟。信号显示,铝加工等多个行业的订单呈现复苏,表明市场需求改善正在推进,下游行业在经济信心得到恢复之际,补库存动力得到增强。金属的需求弹性要大于供给弹性,在市场补库存之时,供给的短期落后将给市场提供上涨机遇。有色金属自去年 12 月份以来,涨势远远落后于大盘,向下的风险较为有限,但向上的空间不小。**看好基本金属需求回升:**随着国内政策定调,稳增长政策的出台与效果显现,经济数据确认从底部复苏,基本金属的需求有可能会有所恢复,建议关注江西铜业,海亮股份,铜陵有色,中金岭南,锡业股份,驰宏锌锗。**跟随主题投资,寻找相关受益股。**例如,在环境污染日益严重背景下,环境与排放标准提升的受益公司,如贵研铂业,以及其他再生循环公司格林美、东江环保。**关注与工业需求相关的小金属品种的需求回升前景,**例如钨、钼。关注厦门钨业,洛阳钼业。**黄金价格短期存反弹机遇,**在市场预期极低的情况可关注中金黄金的补涨。**关注订单有望回升的加工公司和增长较确定的小金属公司**如东阳光铝、利源铝业、云海金属、东方锆业等。

风险提示:欧债危机恶化,国内经济持续低迷,金属供需恶化等。

历史收益率曲线



重点公司

投资评级

利源铝业	推荐
铜陵有色	推荐
厦门钨业	谨慎推荐
中金黄金	谨慎推荐
格林美	谨慎推荐

相关报告

《有色金属行业周报: 关注业绩增长与主题投资》

2013-01-29

《有色金属行业周报: 经济回升已然确认 需求恢复影踪难觅》

2013-01-22

《有色金属行业周报: 有色持续跑输大盘》

2013-01-14

《有色金属行业周报: 财政悬崖飞渡 量化宽松命薄》

2013-01-07

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. 经济现改善迹象，避险情绪回落，风险资产受欢迎

美国失业数据维持高位，就业状况逐步改善。在就业方面，12月非农就业人数增加15.5万人，失业率持平于7.8%。通胀维持较低水平；房地产市场数据未及预期，但延续了复苏势头。美国国会在2013年年初，达成协议，避免了财政悬崖。美联储12月会议决定在“扭转操作”到期后，增加每个月450亿总规模850亿的债券购买规模，并承诺只要通胀水平在2.5%以下，失业率在6.5%以上，就将维持低利率水平，该政策在2013年第一次货币政策会议得到延续。也有联储的成员开始对其庞大资产负债表的负面效应有所担忧，而呼吁提前中止购债。

欧债风险回落。欧洲债务国违约风险快速下降，国债拍卖受到市场欢迎，国债收益率也得到了追捧。但经济状况仍担忧，4季度多个欧元区国家如德国、西班牙，经济环节大幅下滑。在欧洲违约风险回落的情形下，欧元区央行的货币决议对降息只字未提，官员也开始预期2013年下半年，欧元区经济将重回增长。

风险资产受到欢迎。自2010年以来的避险氛围，在2012年12月以来，迅速消散，取而代之的是资金向风险资产的回流。股票市场继续上扬，赤字国债券被市场追捧，高信用等级国债收益率回升，而新兴市场股市更是红红火火。

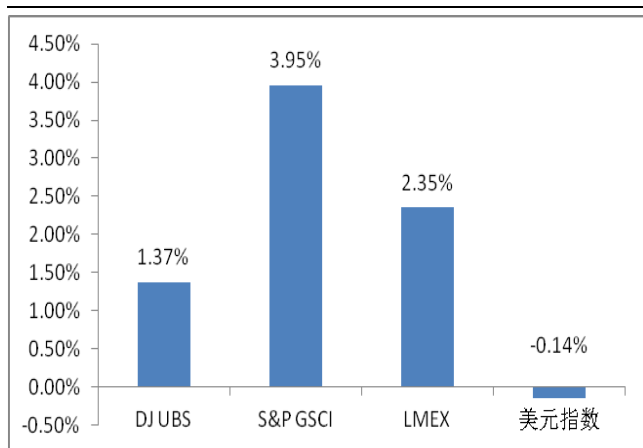
美元指数震荡。一方面，资金从避险的美元资产中流出，奔向风险资产，如欧元区赤字国国债等，美元受损；另一方面，经济数据良好提升美联储中止购债的预期，且日本推行更高的通胀目标和更宽松的货币政策，日元狂跌。

中国经济数据显示经济仍较低迷。第四季度GDP增长达7.9%，超出了市场预期，PMI等各项指数都延续了环比回升的势头。底部迹象越来越明显。通胀仍较低。

1.2. 基本金属价格小涨

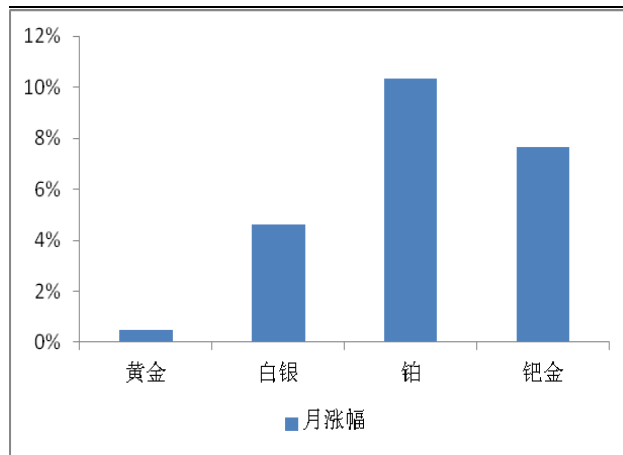
大宗商品价格上涨。进入到2013年1月份，风险情绪回升，风险资产受到关注，美元指数回落，良好的经济数据及欧债风险的回落，推升了石油、金属等大宗商品的价格普遍上扬，代表性的大宗商品指数走高。

图 1: 大宗商品价格整体走强



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

图 2: 贵金属价格上涨

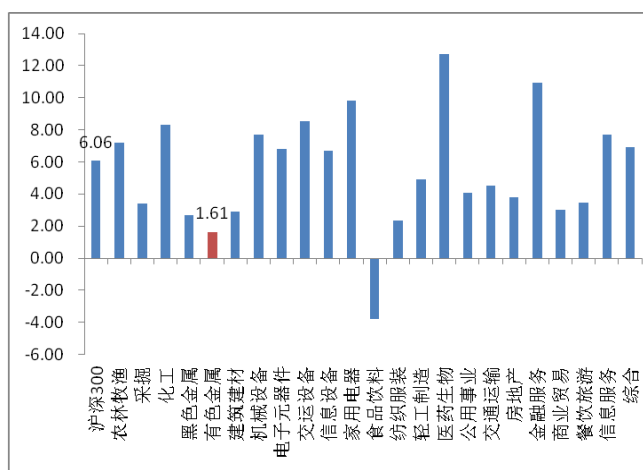


数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

有色金属价格多数上扬。在此期间，LME 上扬 2.35%。其中，供需基本面较好的锡涨势较好，上扬了 5% 以上，镍铅铜都较有上扬，仅有铝表现低迷。在国内，各金属品种的跌幅要明显小于 LME，铝价同样较为低迷。

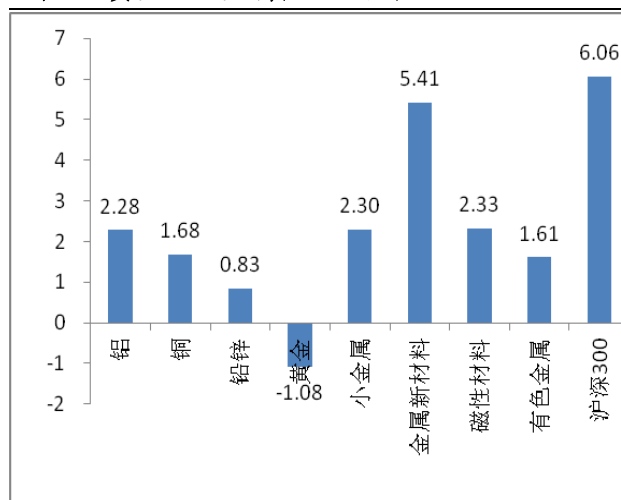
库存上，国内外库存互有涨跌。其中，LME 铜库存增加了 24850 吨，而国内铜库存也增加了 347 吨。LME 铝、铅和锌库存走低，与此同时，LME 锡和镍的库存上升。

图 7: 有色金属板块弱于大盘



数据来源: 东北证券, WIND, BLOOMBERG

图 8: 黄金、小金属板块跌幅较大



数据来源: 东北证券, WIND, BLOOMBERG

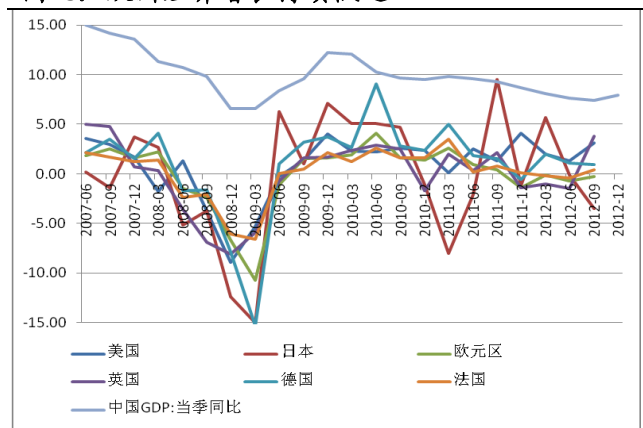
2. 经济数据现改善迹象

2.1. 欧洲经济低迷, 但风险回落

四季度, 欧洲经济低迷。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, 11 月份已经达到了 11.80%, 其中法国的失业率也上升到了 10.50%。西班牙的失业率高达 25%, 希腊的失业率也达到了 20%多。三季度欧元区的 GDP 仍然陷入衰退 0.3%, 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 0.9%, 法国经济则萎缩 0.40%。而预告披露的数据显示, 德国四季度经济呈现负增长。

领先指标预示欧元区经济将回升。如 OECD 领先指标都预示欧洲经济下行趋势暂缓; 而 2013 年 1 月份的制造业 PMI 指标回升至 47.5, 而服务业 PMI 则上升到了 48.3, 显示经济活跃度有所提升。同时核心国如德国的投资者信心等指标也有明显的回升, 显示经济信心的增强。

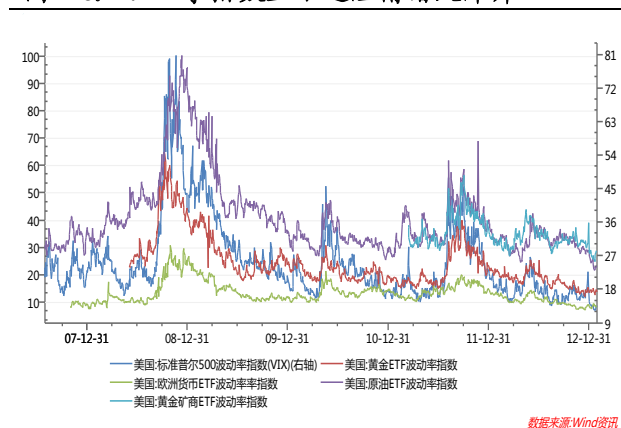
图 9: 欧洲经济增长持续低迷



数据来源: 东北证券, WIND.

欧债危机风险大幅下降。今年以来, 欧元区赤字国国家债券收益率呈稳步下降态势, 而在一级市场上, 赤字国国债拍卖受到市场的热捧, 收益率下降。希腊也顺利获得了国际三方的第二笔贷款。在经济预期有所恢复的情况下, 借入 LTRO 的银行开始提前归还欧洲央行的借款。欧洲债务信用与金融风险显著下降。

图 10: VIX 等指数显示避险情绪大降升



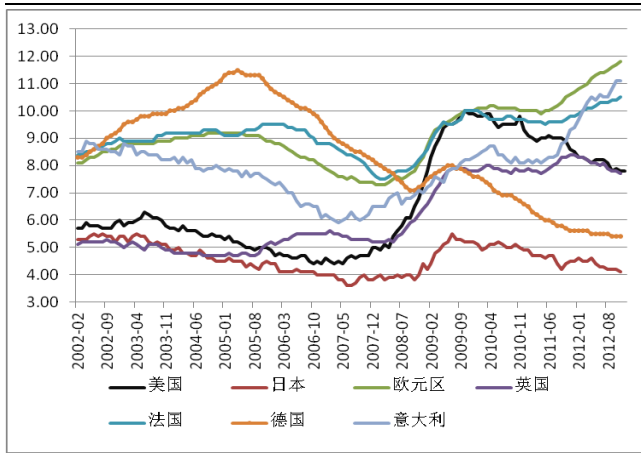
数据来源: 东北证券, WIND.

数据来源 Wind 资讯

通胀水平回落。12 月份欧元区的 CPI 水平进一步降至 2.2%。

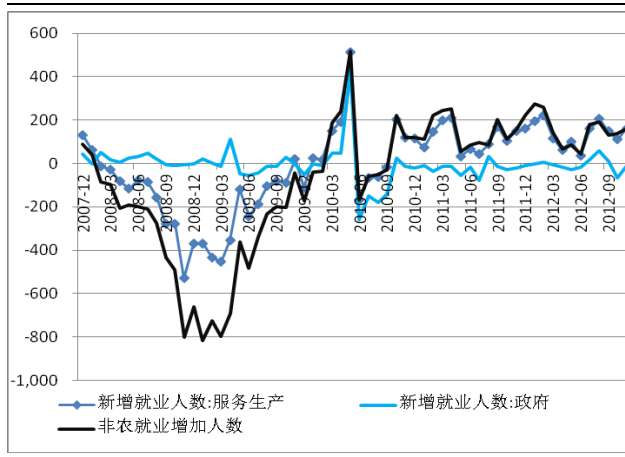
欧洲货币政策前景仍宽松。在经济回升预期提升，金融风险得到控制之际，ECB 一致通过决议维持 0.75% 的利率水平不变，打消了市场对其降息的预期，预计欧元区将保持低利率水平直至经济有明显的恢复。

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反弹



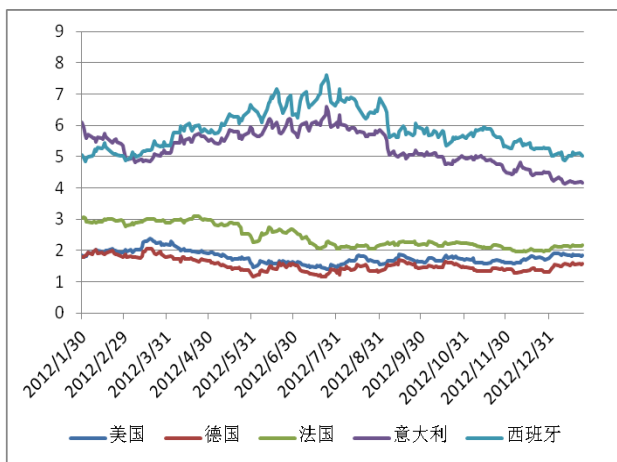
数据来源：东北证券，WIND。

2.2. 美国经济反复，宽松政策延续

美国经济反复，失业率降至 7.8%，房地产市场逐步改善。美国第三季度实际 GDP 年化季率上升 3.1%。但到了四季度，初步数据显示，受企业放缓补库存节奏，政府支出大幅下降影响，美国经济出现了 0.1% 的环比萎缩。美联储在 2013 年首次货币政策会议纪要描述经济状况时也指出“近几月来经济因天气和短时性因素而陷入增长停滞”。在失业方面，非农就业报告显示 12 月美国新增非农就业岗位 15.5 万，失业率走低至 7.8%。进入淡季美国 12 月房地产数据有所下降，其中成屋销售量达到了 494 万，11 月为 499 万套；同时 12 月营建许可达到 90.9 万套，并有 95.4 万套新屋开工，上期值为 85.1 万套；12 月新屋销售总数年化 36.9 万户，有所回落。

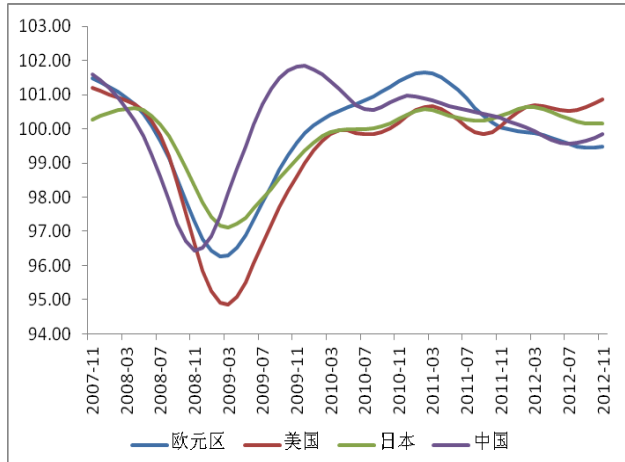
经济领先指标继续回升。美国 12 月 ISM 制造业指数回升至 50.7，11 月为 49.50。12 月份 ISM 非制造业 PMI 为 56.1，高于 11 月份的 54.7，为近年来最高水平。

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: 中美 OECD 领先指标都呈下行态势

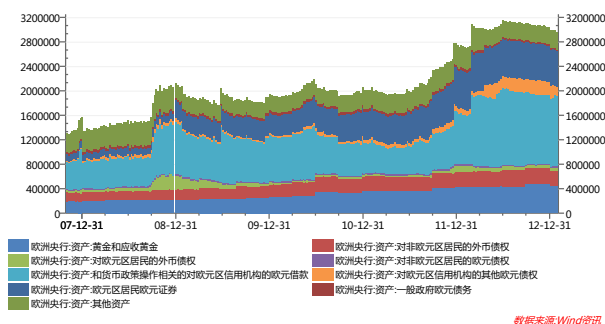


数据来源：东北证券，WIND。

美联储中止购债时机掀起争议。美联储 12 月会议决定在“扭转操作”到期后，增加每个月 450 亿的债券购买规模，并承诺只要通胀水平在 2.5% 以下，失业率在

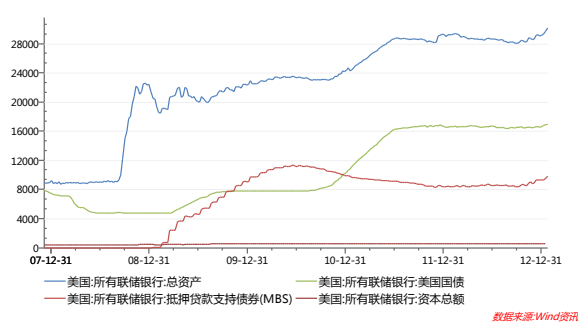
6.5%以上,就将维持低利率水平。不过联储的成员也开始对其庞大资产负债表的负面效应有所担忧,预计中止购债的时间有可能会提前至 2013 年年中。对此,伯南克等联储委员安抚市场人心称,购债将可能需要持续到 2013 年年中之后,通胀预期仍牢牢受控,眼下没有通胀风险。伯南克的这种态度在 2013 年的首次货币政策会议纪要中得到了印证。纪要称“0-0.25%超低利率在失业率高于 6.5%的情况下保持不变,每月采购 850 亿美元国债和抵押贷款支持证券(MBS)的量化宽松政策不变”。而在货币政策操作中,近来美联储的资产规模呈扩张态势。

图 15: 欧洲央行的资产规模稳定



数据来源: 东北证券, WIND。

图 16: FED 的 MBS 及总资产规模重新增长



数据来源: 东北证券, WIND。

财政悬崖暂解,留下债务上限与减赤谈判。美国国会在 2013 年年初,达成协议,先将自动减赤计划推迟至 3 月份,此后又将债务上限推迟至 5 月份,避免了财政悬崖,但市场对于美国国会的协商前景仍存忧虑。

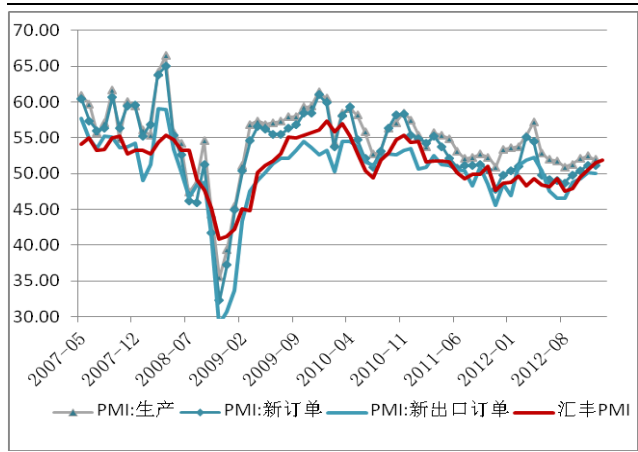
2.3. 中国经济数据持续回升

中国经济增长数据略超预期。中国第四季度国内生产总值年率增长 7.9%,预期增长 7.8%,2012 年 GDP 年率增长 7.8%,资本形成贡献率 50.4%,净出口是负 2.2%;12 月工业增加值年率上升 10.3%,2012 年工业增加值年率增长 10.0%;12 月社会消费品零售总额年率上升 15.2%,2012 年年率上升 14.3%;全年城镇固定资产投资年率上升 20.6%。12 月 CPI 数据受季节性影响,略超预期。2012 年 12 月份,全国居民消费价格总水平同比上涨 2.5%。12 月 CPI 中的食品价格同比上涨 4.2%。2012 年,全国居民消费价格总水平比上年上涨 2.6%。12 月贸易数据优于预期。中国 12 月出口同比增长 14.1%,进口同比增长 6%,贸易顺差 316.2 亿美元。2012 年全年出口同比增长 7.9%,进口同比增长 4.3%。中国 12 月新增人民币贷款 4543 亿元,全年增加 8.20 万亿元,2012 年全年社会融资规模为 15.76 万亿元人民币。年末 M2 同比增长 13.8%,M1 同比增长 6.5%。

PMI 等经济领先指标继续回升。9 月初以来,发改委批复万亿投资计划,并将推进城镇化建设,以稳定经济增长。此后,我国经济数据再现经济回升势头,PMI 等领先指标持续回升,到 12 月份,PMI 指标已升至 50.6,1 月份汇丰 PMI 上升到了 51.90,显示经济持续扩张。

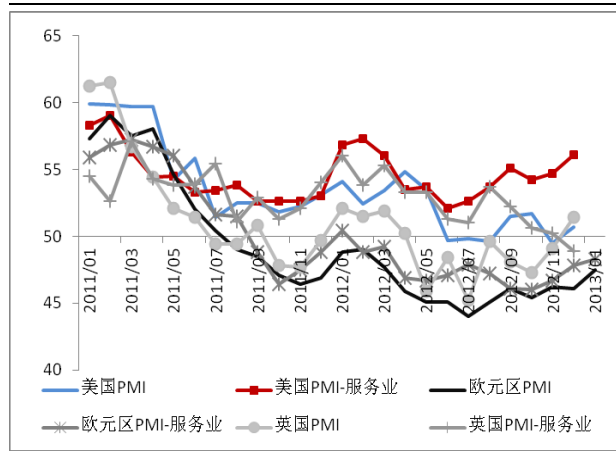
随着经济状况的持续改善,而通货膨胀水平在 1 月份又有所抬头。这使得货币政策当局态度更为谨慎,通过公开市场操作等手段来投放流动性。降息和降准的预期较弱。

图 17: 我国 PMI 指数持续回升



数据来源: 东北证券, WIND。

图 18: 多国 PMI 指数现向上迹象



数据来源: 东北证券, WIND。

2.4. 美元指数仍将震荡

近期美元指数走势由以下两个方面因素主导,一方面,欧元区债务问题趋于稳定,市场风险偏好提升,资金的目标由避险转向追求收益,一些高收益率的欧元区资产受到欢迎,资金从美国国债市场流出,打压美元。另一方面,美国相对较好的数据可能推升美联储提前中止 QE 政策的预期,这又提振美元,同时安倍上台后,向日本央行施加了大量压力,迫使其提高通胀目标至 2%,而日本央行也将在 2014 年开始进一步推行无限量的量化宽松政策,这打击了日元,提升美元价值。这两种因素将随经济数据波动而短期主导美元趋势。

后续,美元指数仍将受此两大因素影响,具体来说,需密切关注欧美经济增长和通胀的数据,及对货币政策的指引,及关注美国国会两党就债务上限,赤字消减等方面的协商。预计,美国中性或偏强的失业与经济增长数据,将不会改变市场对美国继续推行量化宽松政策的预期,而使美元指数偏弱;但超强的经济数据则会提升在中期中止购债操作的预期,对美元指数意义偏正面。总体而言美元指数仍将维持震荡的态势,在短期,我们预计美国的经济数据不会特别强,而不会改变市场对美联储货币政策的预期,资金持续向风险资产转移,最近年的美联储货币政策会议纪要更是坚定了这种预期;但在中期特别是在 4,5 月份之后,美元的态势将逐步发生改变,经济数据若维持强势,则会改变市场对 FED 政策的预期。

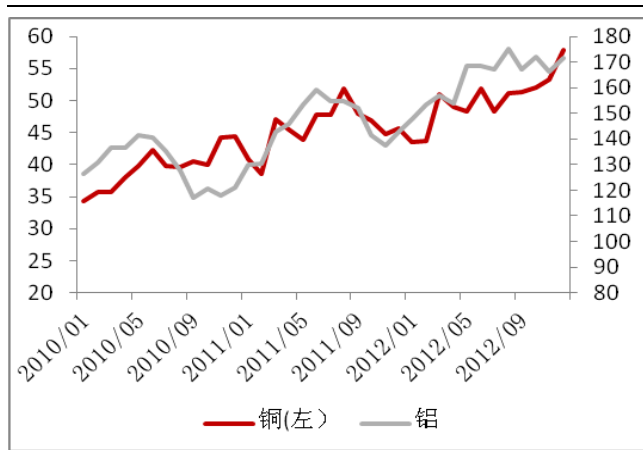
3. 基本金属需求未明显改善

3.1. 国内金属供需稳固

有色金属产量保持较高增速。12 月份,受现货冶炼费维持较高水平刺激,精炼铜产量上升,创近年来的新高 58 万吨,同比上升 22%;铝产量回升到 171.64 万吨,同比增速升至 23.80%。十种有色金属产量的增速由上月的 15.20%,进一步提高到 16.70%。十种有色金属的产量 2012 年累计产量为 3691 万吨,同比增长 9.30%。

铜产品进口回落,原料进口大增;铝材、废铝等进口量回落。12 月份我国未锻造铜及铜材的进口量从 11 月份的 36.53 万吨回落到 34.12 万吨,环比下降 6.60%,同比下降了近 33%;按累计对比,2012 年,我国共进口未锻造铜及铜材 465 万吨,同比增长了 14.10%。12 月份废铜进口量维持在高位的 44 万吨,自上月的 47 万吨略有回落。同时铜精矿月度进口了 93.53 万吨,同比也增长了 66%,环比上升了 12.47%。12 月未锻造的铝及铝材的进口量由 11 月的 7.3 万吨回落至 6.6 万吨。与此同时,废铝进口量则由 23.50 万吨降到了 21.72 万吨。

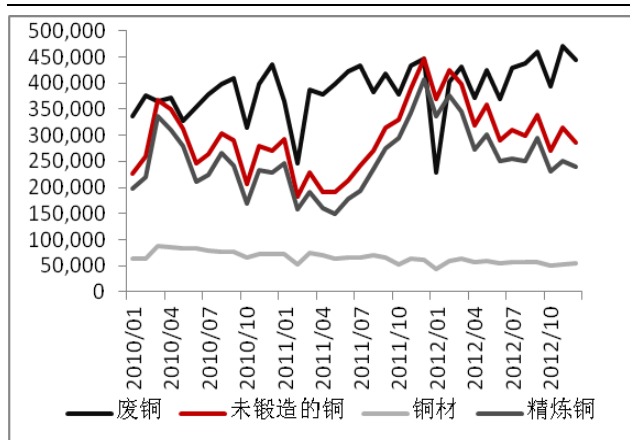
图 19: 9 月铜铝产量维持高位



数据来源: 东北证券, WIND。

有色下游需求略有改观。12 月份, 我国的经济状况日趋改善, 工业增加值的增速提升至 10.30%。2012 年, 固定资产投资增速从前 11 个月的 20.7% 回落到 20.6%。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落至 16.2%, 房地产新开工面积同比下降 7.3%, 前值为-7.4%; 电力、热力的生产和供应业的投资增速回落至 10.44%; 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 9.11%, 前 11 个月同比增长 9.68%, 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: 铜进口量回升, 废铜进口居高位

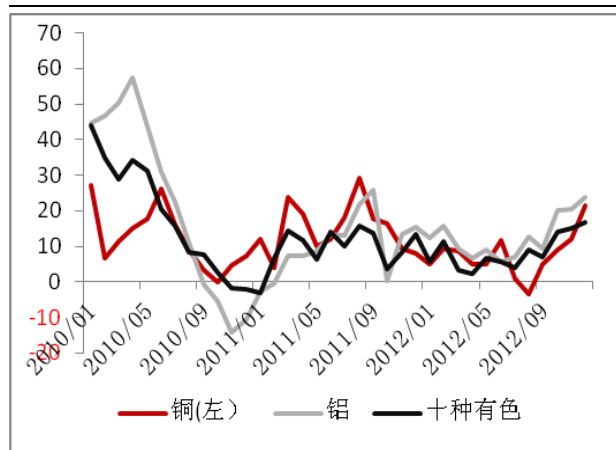


数据来源: 东北证券, WIND。

主要有色金属下游产品的产量增速稳定。汽车产量的累计增速小幅回落到 6.3% (前 11 个月增速为 6.5%); 部分家电产品的产量增速 12 月较 11 月略有提升, 如空调的产量增速由 3.20% 提升至 4.90%。电力产品的产量累计增速则呈回升势头, 发电设备产量累计增速由下降 10.30%, 提升至下降 7.51%; 电力电缆产量增速从 12.47% 进一步上升至 13.12%。总体而议, 有色金属的下游需求增速稳中有升。

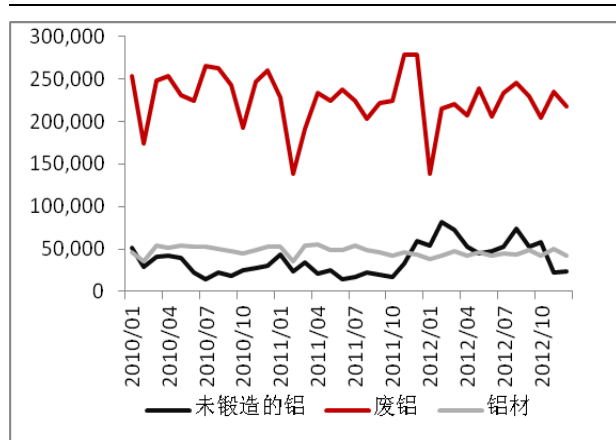
国内金属库存仍旧较高, 以铜为例, 交易所库存在 20 万吨上下波动, 而保税区的库存仍处于高位, 市场估计可能高达 90-100 万吨。

图 20: 有色总产量同比增速略有回落



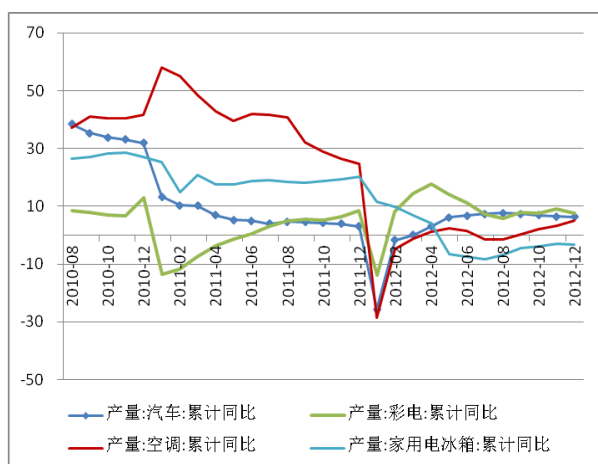
数据来源: 东北证券, WIND。

图 22: 废铝、铝及铝材进口回升



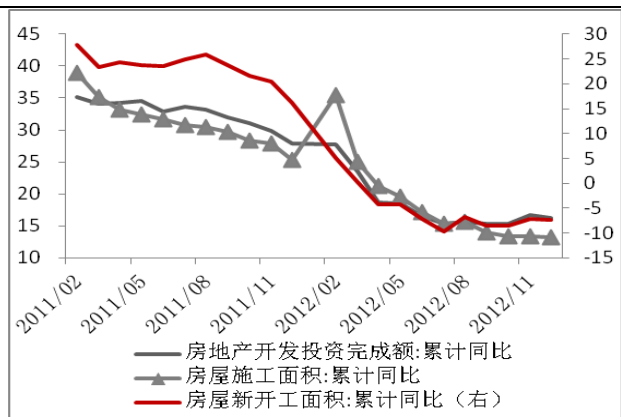
数据来源: 东北证券, WIND。

图 23: 有色下游需求增速企稳



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

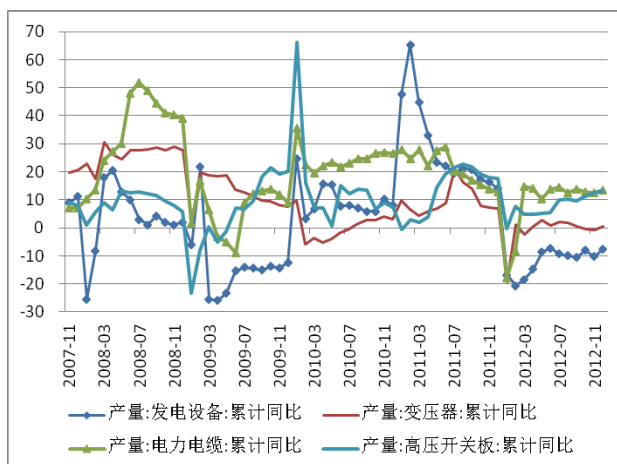


数据来源: 东北证券, WIND。

国内现货市场陷入低迷, 现货价格仍呈贴水态势。例如, 从 2012 年 9-10 月份以来, 铜价的上扬, 并没有带动现货市场的回升, 国内铜期现价差持续扩大, 现货贴水状况一直没有得到改观。表明在当前价格水平下, 现货市场仍然非常低迷。铝现货价格也仍呈贴水态势。锌期货升水状况得到维持, 但升水幅度没有什么变化。

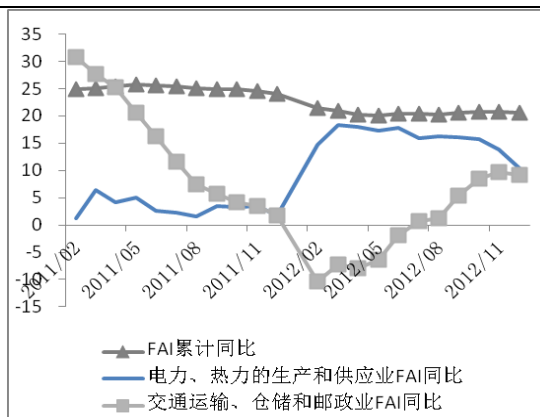
国内外铜价差有所收敛。自第四季度以来, 铜的国内外价差水平有所收敛, 目前在国内贴水 500 元/吨上下徘徊, 表明国内市场需求仍受到大量库存的压迫, 消费并不旺盛。从其他金属来看, 铝的国内价格升水幅度也并不高, 大体持平。

图 24: 电力相关产品产量稳步增长



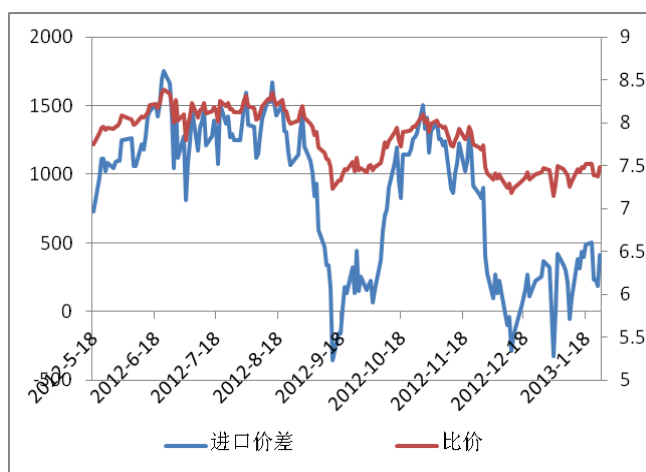
数据来源: 东北证券, WIND。

图 26: FAI 增速持稳, 交运投资回升



数据来源: 东北证券, WIND。

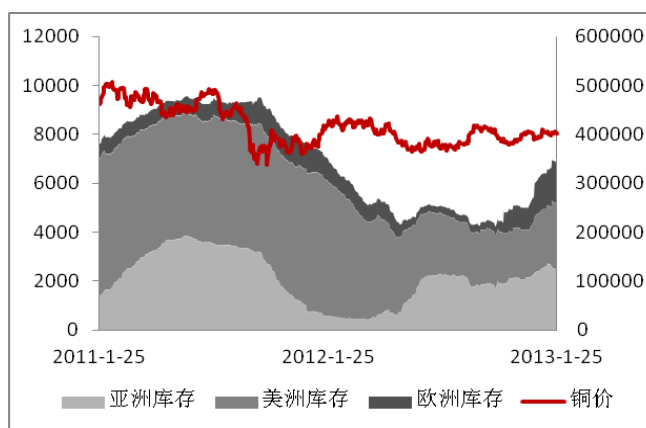
图 27: 铝国内外价差升至 1000 元/吨以上



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: 海外铜库存有所上升



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，截至目前，1 月份，LME 铜库存增加了 2 万多吨，LME 铝、铅和锌库存走低，LME 锡和镍的库存上升。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，各金属的现货都呈贴水态势。

图 31: 现货铜维持贴水格局

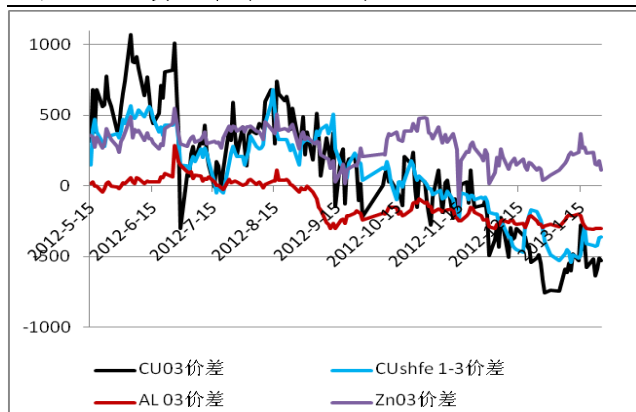
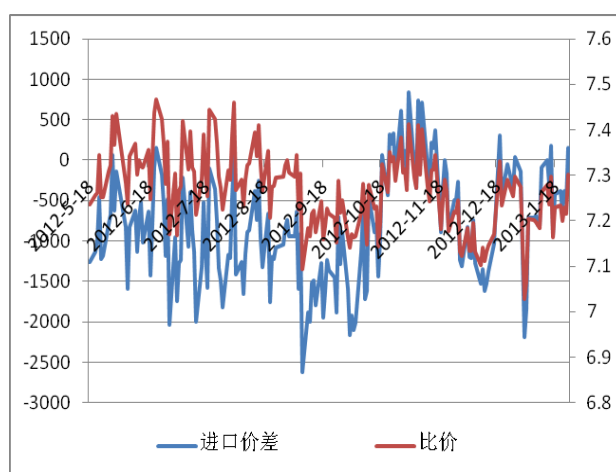
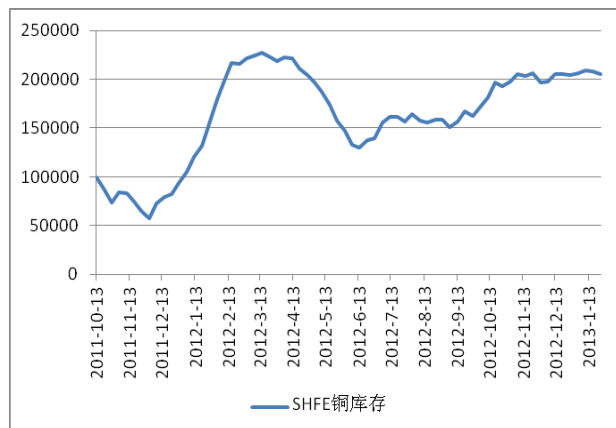


图 28: 铜也呈国内价格升水局面



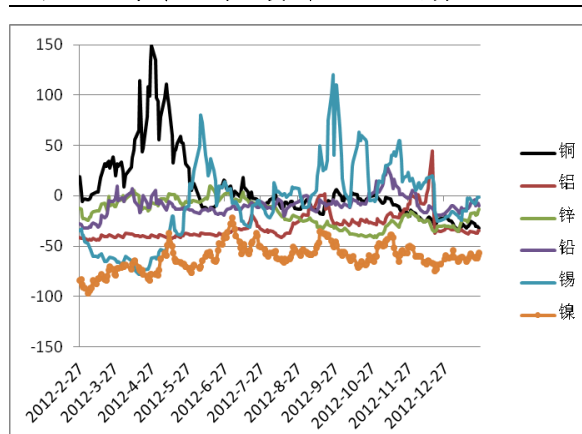
数据来源：东北证券，WIND。

图 30: SHFE 铜库存上升



数据来源：东北证券，WIND。

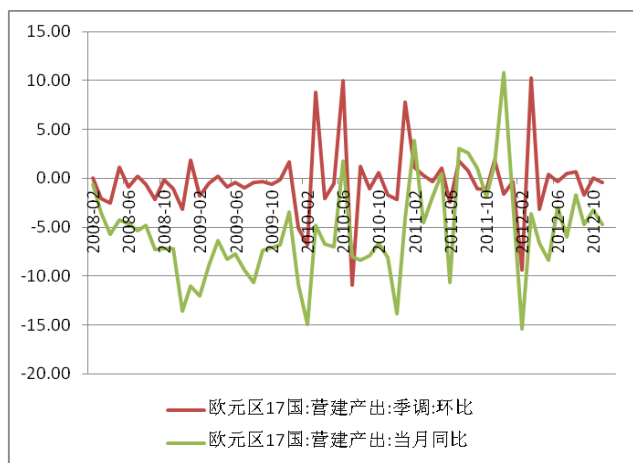
图 32: 海外金属现货都呈贴水态势



数据来源：东北证券，WIND。

欧洲基本金属消费整体仍较低迷。受欧洲经济整体不景气影响，欧洲基本金属的消费并不理想，汽车等行业产销同比仍快速下降；欧元区 17 国的营建支出环比仍在下滑。作为基本金属的消费大户，汽车、建筑市场低迷复，欧洲的基本金属消费回升还需时日。

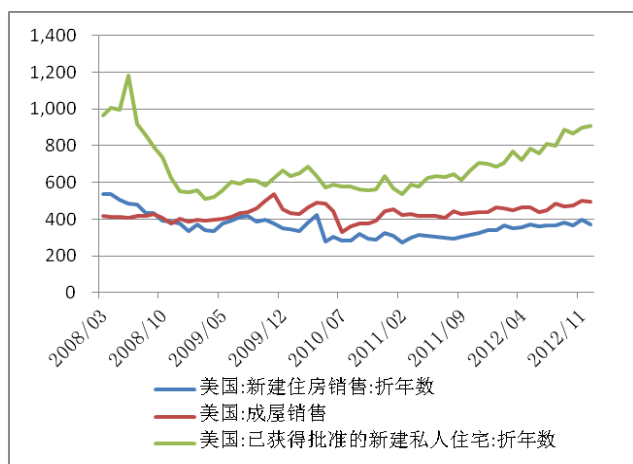
图 33: 欧元区房地产市场现并不景气



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行业是房地产、汽车等。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，美国的汽车销售量恢复到年率 1500 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 35: 美国房地产市场复苏势头得到确认



数据来源：东北证券，WIND。

3.3. 基本金属价格有望回升

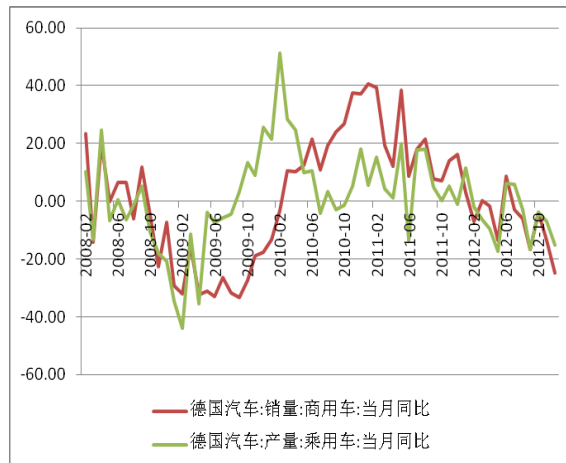
根据前述对基本金属供需状况及宏观、美元指数分析，我们认为：

基本金属的金融因素方面：美元指数将大体维持震荡态势，短期，我们预计美国的经济数据不会特别强，而不会改变市场对美联储货币政策的预期，资金延续对风险资产的转移；但在中期特别是在4、5月份之后，美元的态势将逐步发生改变，经济数据若维持强势，则会改变市场对 FED 政策的预期。

流动性：由于美国扩大月度 QE 规模至 850 亿，在短期之内该政策仍将延续，

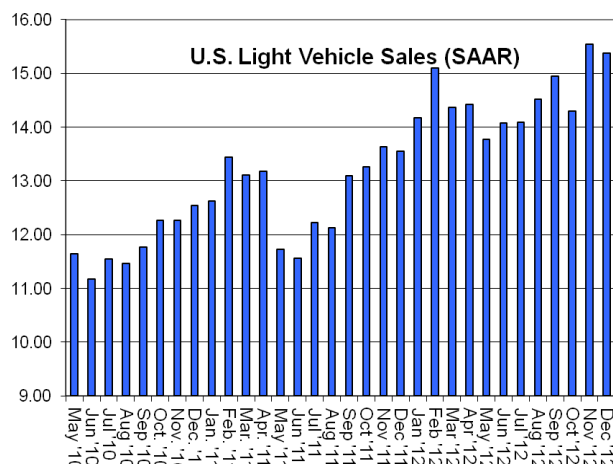
数据来源：东北证券，WIND。

图 34: 德国汽车产销仍陷低迷



数据来源：东北证券，WIND。

图 36: 美国汽车销售量维持高位



数据来源：东北证券。

但中长期前景，特别是中止购债的时机还要取决于经济恢复的状况，及失业率、通胀等关键数据的变化趋势。同时欧洲也已经推出了 OMT 购债计划，日本也多次扩大 QE 规模。短期，流动性仍将成为支撑金属价格的一大因素。

基本金属需求前景：在国内，稳增长政策将推升有色需求，如我国制造业 PMI 等先行指标反弹所反映的趋势，9 月以来，多项宏观经济指标延续了环比回升势头，经济现企稳迹象。同时，随着国内政治局势的稳定，基础建设投资提速，稳增长政策前景明朗，有色需求的回升指日可待，利好金属价格。海外有色需求正在缓慢复苏。美国宏观经济状况如失业率等指标已经有所好转，房地产和汽车市场都在显著改善，有色金属的需求正在改善；欧洲宏观经济状况及有色下游行业仍较为低迷，但对欧洲下半年经济复苏的预期得到持续的提升。

现货价差信号不佳。目前，铜国内价格与海外价格价差仍在零以下(即国内价格贴水)，国内铝价的升水幅度也大幅下降；国内铜的期现价差现货仍贴水，其他品种如铝的期现价差仍较弱，可见，需求并没有明显的改善迹象。总体而言，金属需求仍未改善，基本金属上扬基本面支撑力量不强。

因此，我们预计，受金融及宏观因素推动，金属价格上扬有空间，但由于现货市场的需求仍受到压制，金属价格的上升空间较为有限。如果金属需求回升得到数据或政策的确认，金属价格有望突破前期高点。

表 1：基本金属价格展望

	铝	铜	铅	镍	锡	锌	黄金	白银
2012Q1	2219	8329	2117	19709	22996	2042	1692.99	3262.59
2012Q2	2019	7829	1986	17211	20567	1932	1612.37	2938.4
2012Q3	1950	7721	1989	16396	19280	1905	1653.55	2979.69
2012Q4	2018	7924	2200	17024	21525	1978	1718.3	3268.16
1 月 30 日	2089	8217	2454	18228	25075	2144	1663	3134
2013Q1	2070	8200	2450	18100	24900	2120	1670	3230
2013E	2030	8150	2080	18500	25400	2160	1650	3100

资料来源：WIND，东北证券。

4. 黄金价格短期存机遇，中长期氛围偏空

黄金价格短期有支撑。短期，我国临近春节，进入黄金的消费旺季；流动性宽松维持：美联储称经济近期陷入停滞，维持购债政策与规模，及低利率水平，美联储资产负债表不断扩大，及日元进一步宽松；美国债务上限谈判；地缘政治事件有所抬头，德国将黄金储备运回本国；铂金市场受供给紧缩预期驱动上扬等对金价形成了短期的支撑。

中长期推动因素减弱

避险需求回落。随着欧债风险的回落，世界金融市场的避险情绪迅速下降，同时经济增长的不确定性也在降低，黄金的避险需求也受到了冲击。

美国实际收益率上升。但从中长期来看，市场总体氛围对美国经济增长前景乐观，美国国债收益率也在回升，在通胀预期不强的背景下，实际收益率呈回升态势。

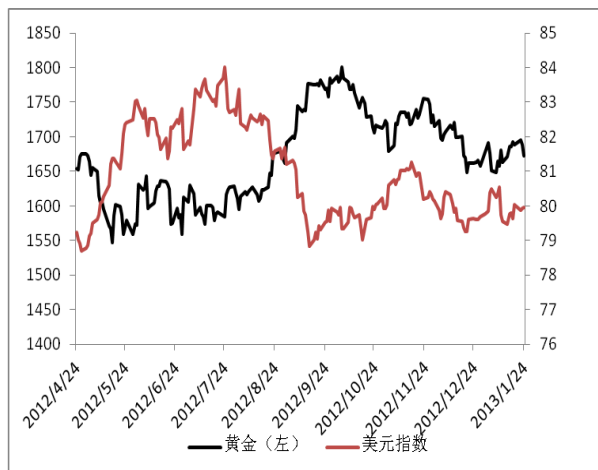
流动性政策由宽松面临转折。2012 年，世界储备货币国开展了流动性宽松的竞赛，美国和欧元区都已经进入到无限量购买市场债券的阶段，而日本也一再扩大量化宽松规模。在 2013 年，经济可能出现恢复的背景下，储备货币国家有没有进一步放松流动性的可能和空间？短期来看，欧美都不会出现深化量化宽松的政策，甚至在美国，美联储官员对量化宽松政策的负面效应有所警惕而可能提前中止量化宽松政策。只有日本央行的通胀目标由 1%提升至 2%，并计划推出无限量量化宽松政

策。可见流动性面临中长期的转折点。如 2013 年年中，各国经济会出现好转，通胀若抬头，我们担忧有的国家会对宽松的规模做出调整，而影响流动性前景。

黄金 ETF 的持仓规模出现下降的情况，表明投资需求正面临回落。

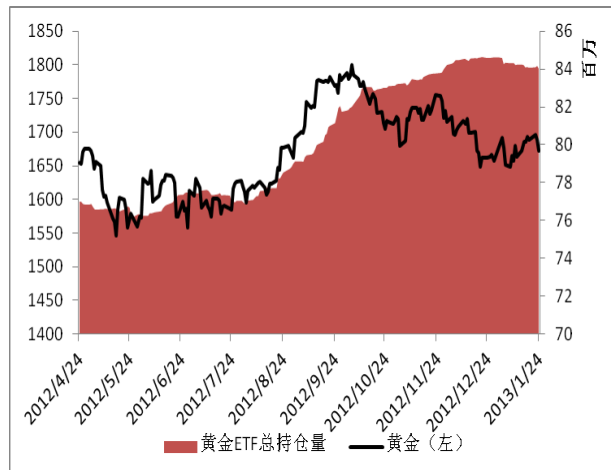
同时实物需求也存在隐忧，印度国民对于黄金的痴迷已令政府出台了不少政策打压需求，近期又再度提升进口关税（从 4% 提升到 6%），打压实物需求。因此，我们认为黄金价格中长期偏空氛围不变。

图 37：美元和金价相关性似有减弱



数据来源：东北证券，Bloomberg，WIND。

图 38：黄金 ETF 持仓量高位回落



数据来源：东北证券，Bloomberg，WIND。

5. 小金属供需仍旧低迷

5.1. 稀土行业景气不再

近期稀土行业的消息与事件有：

澳 Lynas 稀土公司称马来西亚分离厂将正式投产。澳大利亚稀土企业 Lynas 近日发布声明称，其位于马来西亚的稀土分离厂将在未来几周内正式投产。该分离厂主要生产轻稀土氧化物，产能据称可达 1 万吨/年，被视为以包钢稀土为代表的中国轻稀土供应商最主要的潜在对手。

美国投资实验室降低对中国稀土依赖。据报道，美国能源部决定挑战中国对稀土的垄断地位，向埃姆斯实验室投资 1.2 亿美元成立“关键材料协会”（CMI）实验室。而 CMI 将联合十几家国家实验室、大学和行业伙伴，寻求降低对中国稀土的依赖。CMI 将通过三种办法达到其目的：增加国内稀土产量；研究稀土替代材料；鼓励稀土的再利用和回收，包含稀土的产品通常不再使用后便被抛弃。

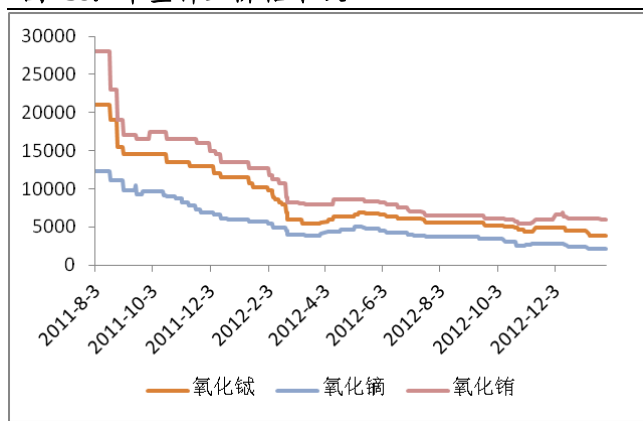
国土资源部下达 2013 首批钨矿、铋矿、稀土矿开采总量控制指标。2013 年度全国第一批钨矿、铋矿、稀土矿开采总量控制指标以 2012 年下达指标的 50% 确定。其中：钨精矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标为 43500 吨，其中主采指标 34700 吨，综合利用指标 8800 吨；铋矿（金属量）开采总量控制指标 37680 吨；稀土矿（稀土氧化物 REO）开采总量控制指标为 46900 吨，其中离子型稀土矿指标 8950 吨，岩矿型轻稀土矿指标 37950 吨。

我国自 2009 年以来出台了大量的稀土等行业的整合政策，但政策的执行效果却不尽人意：稀土增值税专用发票，由一剂猛药变成了非法稀土的保护伞；大集团规划被地方集团所拆分；行业整合变成了企业搬迁；出口配额徒具虚名。相反，海外市场却真正地吸取了教训，替代化研究有条不紊，日本等国的原材料多元化之路有序展开，海外矿企复产稳步推进，稀土行业国际供应格局面临变革。有此背景下，国内稀土价格，正在向整合政策前的水平靠拢，而且市场需求更是一步步萎缩，虽

然包钢稀土、中铝、五矿等稀土央企在 2012 年四季度相继停产，包钢稀土等企业甚至高调高价收储稀土，稀土价格曾有所反弹，但未能持续，价格低迷之势延续。同时，通过稀土行业准入标准的企业越来越多，行业准入的门槛作用并未太多体现。随着生产配额重新到位，稀土企业恢复生产，这可能会进一步打击稀土库存高企的供需态势。因此，稀土行业面临的环境不甚乐观。

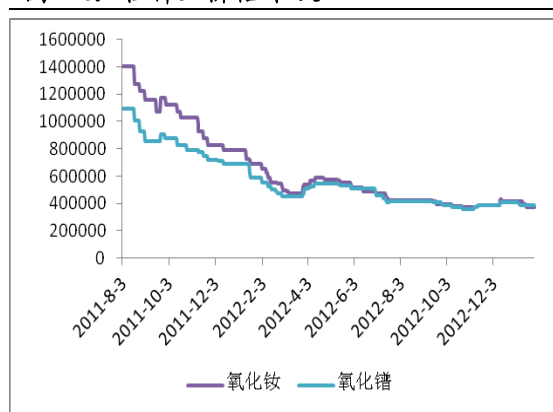
稀土产品的价格仍然在走下坡路，自去年年中以来，各稀土品种的价格持续回落。

图 39: 中重稀土价格下跌



数据来源：东北证券，WIND。

图 40: 轻稀土价格下跌



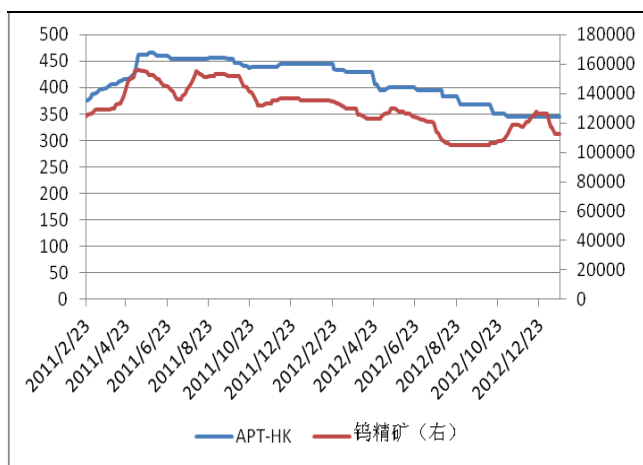
数据来源：东北证券，WIND。

5.2. 钨钼价格反弹后回落

多种小金属价格持续下跌。其中，钨价、钼价在经济了一波反弹后再度回落。如海外氧化钼价格从 12 月开始上涨 10% 以上，国内钼精矿涨幅甚至达到了约 20%，因天气寒冷，钼矿停产，国内钼供应紧张，而钢铁行业景气度略有提升，需求有所回暖。

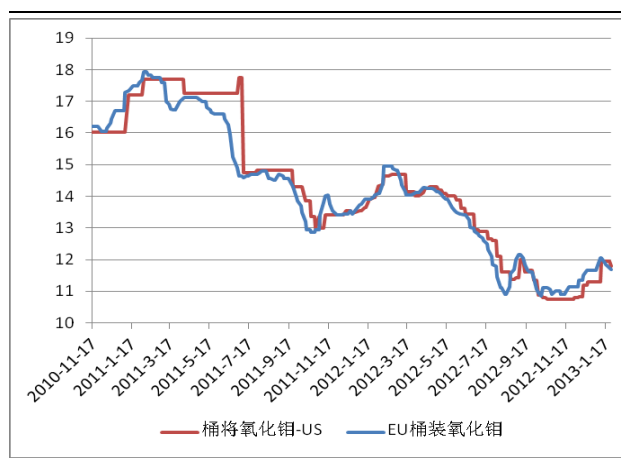
与此同时，锑价仍在低位徘徊；氧化锆价格维持在高位。

图 41: 钨价走低



数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

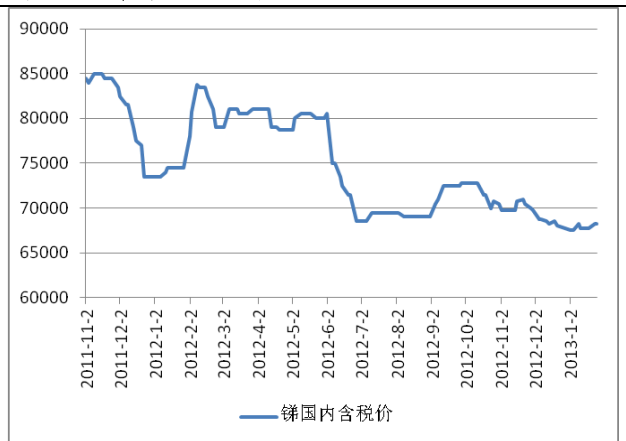
图 42: 钼价反弹后下挫



数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

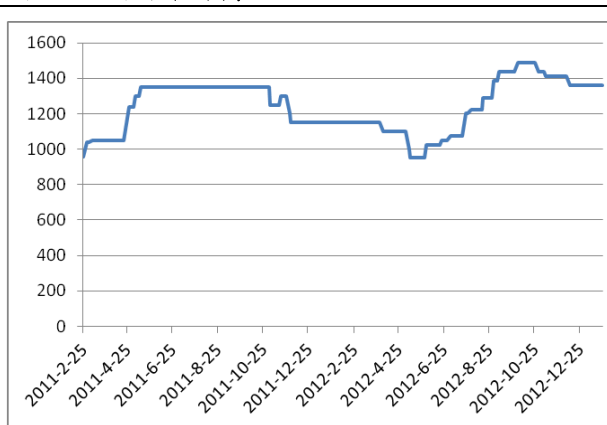
小金属需求低迷。12 月稀土制品、钨品出口未见好转，出口量同比大幅回落。锑品出口同比降幅较大；氧化锆的出口数量较 2011 年同期小幅回落。

图 43: 锑价仍旧回落



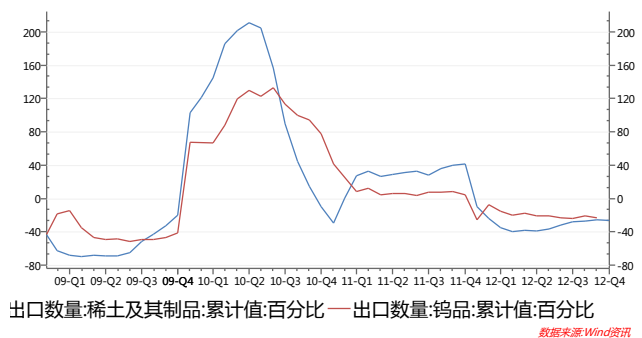
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 44: 锗价维持高位



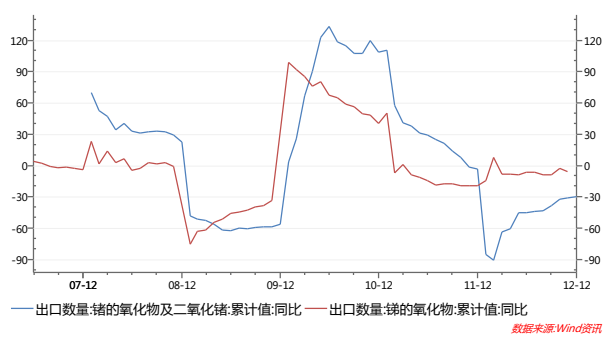
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 45: 稀土、钨出口低迷



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 46: 锑、锗出口同比下滑



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

6. 投资策略: 流动性氛围不变, 市场过于悲观

总结而言, 我们对世界经济局势的描绘为:

欧洲经济现状低迷, 但预计下半年步入回升正轨。但欧洲债务与金融市场信用风险大幅下降, 欧元区的资产受到了资金的欢迎。欧洲货币政策仍将保持低利率水平, 维持偏宽松倾向。

美国经济状况出现反复, 四季度 GDP 环比萎缩令市场大跌眼镜; 但失业等数据维持了走好的态势; FED 维持了低利率水平, 及跟失业率挂钩的政策框架, FED 资产规模近来呈现扩张态势。财政悬崖得到解决, 债务上限与自动减赤等问题对市场的影响趋弱。

中国经济出现持续回升的势头。四季度经济增长超预期, 而 PMI 等领先指标也预示经济的进一步回升。货币政策趋向于中性, 主要以公开市场操作来调节市场流动性。

美元指数受两个方面因素主导, 一方面, 欧元区债务问题趋于稳定, 市场风险偏好提升, 资金的目标由避险转向追求收益, 一些高收益率的欧元区资产受到欢迎, 资金从美国国债市场流出, 打压美元。另一方面, 美国相对较好的数据可能推升美联储提前中止 QE 政策的预期, 这又提振美元。从近期经济增长和通胀的数据, 及关注美国国会两党协商债务上限, 赤字消减等风险事件来看, 我们预计美国的经济数据不会特别强, 而不会改变市场对美联储货币政策的预期, 资金延续向风险资产转移, 最近的美联储货币政策会议纪要更是坚定了这种预期; 但在中期特别是在 4, 5 月份之后, 美元的态势将逐步发生改变, 经济数据若维持强势, 则会改变市场对

FED 政策的预期。

流动性：美国扩大月度 QE 规模至 850 亿，在上半年之内该政策仍将延续，但中长期前景，特别是中止购债的时机还要取决于经济恢复的状况，及失业率、通胀等关键数据的变化趋势。同时欧洲也已经推出了 OMT 购债计划，日本也多次扩大 QE 规模。短期，流动性仍将成为支撑金属价格的一大因素。

基本金属现货与消费状况：

在国内：有色金属产量保持较高增速。铜等部分金属产量加速上升。铜产品进口回落，原料进口大增；铝材、废铝等进口量回落。有色下游需求出现改观。经济回升带动工业活跃度上升，家电、电力产品产量上升，铁路等基础建设投资增速回升。库存依然维持较高水平。较高的库存水平，压制了现货价格，现货处于贴水态势。

在海外：LME 铜库存略增，各种金属现货都出现了小幅贴水。从消费上来看，欧洲基本金属消费整体仍较低迷。美国基本金属需求改善趋势延续，房地产市场稳步改善，汽车销售量恢复。

总之，我们认为，在短期流动性延续宽松、美元指数偏弱及世界经济复苏的大背景下，我国的政策偏向稳增长与经济复苏前景，将推动基本金属需求的回升，基本金属需求可能会在一季度项目进入开工高峰时期获得源动力。

对黄金市场的描述为：短期黄金价格受流动性政策前景仍将延续；地缘政治事件及现货消费旺季等因素的支撑，而存在机遇；但从中长期来看，避险需求的下降，美国经济企稳，收益率上升及流动性政策面临中长期的拐点，这对金价并不利。

在小金属市场：我国自 2009 年以来出台了大量的稀土等行业的整合政策，但政策的执行效果却不尽人意：稀土增值税专用发票，由一剂猛药变成了非法稀土的保护伞；大集团规划被地方集团所拆分；行业整合变成了企业搬迁；出口配额徒具虚名。相反，海外市场却真正地吸取了教训，替代化研究有条不紊，日本等国的原材料多元化之路有序展开，海外矿企复产稳步推进，稀土行业国际供应格局面临变革。有此背景下，国内稀土价格，正在向整合政策前的水平靠拢，而且市场需求更是一步步萎缩，停产保价，能否起效，市场颇为悲观。多种小金属价格持续下跌。小金属需求低迷。9 月稀土制品、钨品出口未见好转。

从市场走势来看，我们认为，此轮行情的动力，主要源自于，国内外资金的新配置，QFII、RQFII 和国内理财资金等新资金的流入增添了 A 股市场的流动性和资金量；城镇化等思路的提出，基础建设支出的加大，及稳增长目标地位的上升，提升了市场对中国经济增长前景的预期。同时新领导人将推进改革的期望，也对市场有积极意义。

在此背景下，受益的主要板块是，房地产、金融、建筑建材、交运等受政策支持或资金配置喜爱的低估值领域。我们非常遗憾地发现，有色金属虽然也是基础建设投资受益的板块之一，但未能跑赢指数。我们认为主要的原因是：

第一，有色金属，从来就没有经历过萧条时期产能的破坏，固定资产投资与产能仍在快速增长，而市场库存高企的局面不断恶化，需求回升对于库存的消化还需要较长时间。

第二，市场对于有色金属特别是基本金属需求恢复的前景持怀疑态度。

第三，全球金属供给增加可能会导致基本金属等出现过剩，而不利于中长期价格。

第四，金融因素压制基本金属与黄金价格。流动性宽松继续深化潜力不大，甚至有回收压力，及美元走强的预期，对金属价格并不友好。

第五，行业内，前期市场人气高涨的稀土与永磁板块，在经历了大涨之后，市场人气已被金融、房地产等板块所分化。

从近期的市场走势与经济动态来看，我们认为市场对有色金属行业的前景过于担忧，基于的考虑如下：

一是，世界流动性宽松前景的大格局不变，近期美国公布的 GDP 数据及美联储对经济前景的预期，均表明美国经济仍是弱复苏态势，收紧货币政策或中止购债的时机还并不成熟。

二是，近来，已有信号显示，铝加工等多个行业的订单呈现复苏，以此表明市场需求改善正在推进，下游行业在经济信心得到恢复之际，补库存动力得到增强，我们预计，在 2、3 月份，下游订单将进一步回升，市场需求有望重新启动。

三是，我们认为，金属的需求弹性要大于供给弹性，在市场补库存之时，供给的短期落后将给市场提供上涨机遇。

四是，有色金属自去年 12 月份以来，涨势远远落后于大盘，向下的风险较为风险，但向上的空间不小。

因此，我们对市场及有色金属的前景持乐观态度，调升有色金属行业评级至“强于大市”关注：

看好基本金属需求回升，随着国内政策定调，稳增长政策的出台与效果显现，经济数据确认从底部复苏，基本金属的需求有所恢复。建议关注其中代表性公司，包括江西铜业，铜陵有色，中金岭南，锡业股份，驰宏锌锗。

关注几个投资主题：代表性主题有环保主题，在环境污染日益严重背景下，环境与排放标准提升的受益公司，如贵研铂业，以及其他再生循环公司格林美、东江环保。

看好与工业需求相关的小金属品种的需求回升前景，例如钨、钼。关注厦门钨业，洛阳钼业。

看好订单有望回升的加工公司和增长较确定的小金属公司如利源铝业、亚太科技、云海金属、东阳光铝、东方锆业等。

黄金价格短期存反弹机遇，在市场预期极低的情况可关注黄金板块的补涨，如中金黄金。

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 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