华融证券 HUARONG SECURITIES

专题策略报告

华融证券股份有限公司市场研究部 2010 年 12 月 17 日

后危机时代的四轮驱动

—2011 年资源专题策略报告

- **资源驱动因素：后危机时代的四轮驱动**

  我们从不同的角度，包括从资源行业自身和行业外部，从全球和中国国内的角度来看后危机时代的资源行业，我们认为当前和未来资源价格的驱动因素主要有四个：超级周期、全球资源争夺、经济结构调整和流动性泛滥。

- **周期驱动因素未变，金融危机未打破资源繁荣，超级周期持续，资源要素进入高价格时代**

  在金融危机爆发后，新兴市场国家得以快速恢复，资源市场虽然深度回调，但迅速反转，超级周期未被打破，得以持续。按照资源市场的周期历史轨迹，未来的资源价格可能走出两种路径，继续攀升或者高位波动。但无论哪种路径，即使未来资源市场不会走继续攀升的路径，资源的价格也会处于高位波动，资源要素都将进入高价格时代。

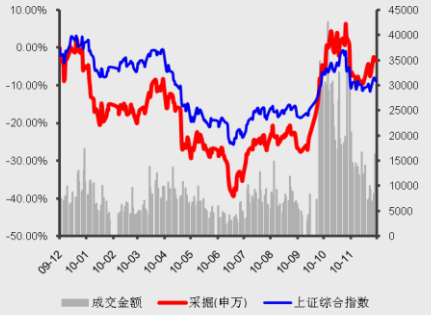
- **国际资源争夺战愈演愈烈，推动资源价格上升**

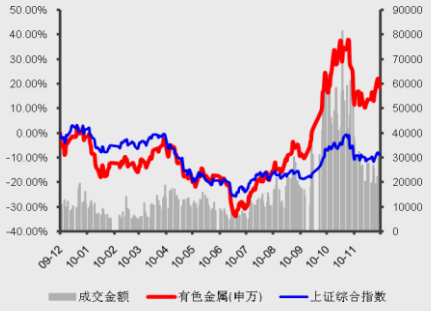
  国际资源争夺战愈演愈烈，基本形成寡头垄断格局，同时，新的竞争者进入加剧了竞争，而资源产出国的国有化和高税化，使资源获取壁垒愈来愈高。世界重要资源市场供需不平衡进一步加剧，推动资源价格上升，廉价原材料时代将会终结。

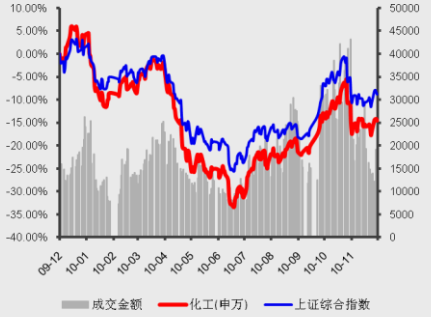
- **经济结构调整，是资源价格进行调整的过程，未来资源价格将体现其稀缺性**

  我国转变经济发展方式调整经济结构的一个必要前提是深化资源产品价格改革，形成能够反映资源稀缺程度和市场供求关系的价格调节机制，也就是资源价格市场化的方向。既然体现资源的稀缺性，纠正过去被低估的情形，就将推动价格的上涨。因此总体上，未来的资源价格调整也必将呈现上调的趋势。

- **在经济形势不会有太大起伏，而流动性可以提供充足的推动力的情况下， 2011 年资源品的价格很有可能保持上涨态势。**
- **资源板块面临的风险：美国加息、欧债危机、我国加息**







分析师：王泽军
执业证书号：S1490209080023
电话：010-58568297
邮箱：wangzejun@hrsec.com.cn

分析师：王贝贝
执业证书号：S1490110040005
电话：010-58568078
邮箱：wangbeibei@hrsec.com.cn

分析师：陈庆
电话：010-58568255
邮箱：chenqing@hrsec.com.cn

目录

一、 资源的定义及驱动因素 10
1. 资源的定义 10
2. 本文资源涉及的行业 10
3. 资源驱动因素：后危机时代的四轮驱动 10
二、 资源：超级周期的强势 11
1. 资源市场经历的四个繁荣周期 11
2. 驱动因素未变，金融危机未打破资源繁荣，超级周期持续 12
3. 资源要素将进入高价格时代 12
三、 资源：全球争夺的推动 12
1. 国际资源争夺战愈演愈烈 12
2. 我国资源利用面临的困境 13
1) 我国资源禀赋对我国经济硬约束作用大，回旋余地小 13
2) 外部市场格局方面也使我国对外部资源利用面临诸多困难。 15
3. 我国资源政策战略发生转变 15
1) 大幅提高关税，保护国内资源 15
2) 建立资源储备 16
3) 积极参与全球资源并购 16
4. 全球资源争夺战推动资源价格上升 16
四、 资源：经济结构调整的支撑 17
1. 后危机时代，是我国经济结构调整的时代 17
2. 经济结构调整不改工业化进程，资源需求总量仍将上升，对资源依赖仍将加深 17
3. 经济结构调整，是资源价格进行调整的过程，未来资源价格将体现其稀缺性 18
五、 资源：流动性泛滥的冲击 18
1. 流动性泛滥使经济形势对于资源品价格影响退居次席 18
1) 07 年次贷危机以来，油价走势与全球经济走势的基本同步趋势明显被打乱 18
2) 近年流动性的影响明显大于世界经济形势对资源品价格的影响 19
2. 2011 年面临的流动性形势：外部流动性泛滥与内部流动性宽裕 20

1) 货币政策方面，将是外部宽松与内部稳健的局面 20
2) 外部宽松：主要经济体宽松货币政策延续 20
3) 外部宽松政策导致流动性继续泛滥 21
4) 内部稳健，但流动性将依然充裕 22
A. 流动性基数大，存量流动性充裕 22
B. 流动性增速依然很高，如果只是温和回收流动性，流动性仍会相对过剩 23
C. 如延续锁定货币与流入热钱规模相当的政策，流动性不会实质下降 24
3. 2011 年面临的宏观经济形势：全球经济温和增长；国内经济触底回升 24
1) 全球经济温和增长 24
2) 国内经济触底回升 24
4. 小结：在经济形势不会有太大起伏，而流动性可以提供充足的推动力的情况下， 2011 年资源品的价格很有可能保持上涨态势。 25
5. 2011 年面临的通胀形势：小幅加息与数量型政策并举，通胀将控制在温和水平 25
1) 2011 年可能会有输入性通胀 25
2) 2011 年稳健政策：可能小幅加息与数量型政策并举。 26
3) 通胀对资源品的影响 26
4) 资源品板块走势与 CPI 走势关系 27
六、 资源品板块面临的风险：美国加息、欧债危机、我国加息 28
1. 美元大幅上扬 2011 年可能性小 28
1) 首先，美国加息概率小 28
2) 欧债危机恶化可能性小 29
2. 我国大幅加息可能性小 30
七、 有色金属行业 30
1. 小金属 -- 受惠于政策红利和战略新兴产业发展 30
1) 政策红利将继续成为推动明年价格上涨的催化剂 31
A. 今年以来稀土行业尽享政策红利 31
B. 政策红利明年将延续，推动小金属价格上涨 32
2) 战略新兴产业催生小金属的下游需求 32

3) 我国具有战略资源优势且未来价格上升空间较大的小金属品种 34
2. 贵金属 -- 对抗通胀的最佳保值品 35
1) 黄金板块估值仍偏低，安全边际较高 35
2) 黄金是对冲美元贬值的良好投资标的 36
3) 投资需求仍将主导未来黄金的需求 36
A. 黄金矿产资源日趋紧缺 36
B. 投资需求继续支撑全球黄金需求保持强劲 37
4) 黄金相关上市公司基本情况比较 38
3. 基本金属 40
1) 基本金属供需状况分析 40
A. 基本金属矿产资源储量分布和产量概况 40
B. 重点看好明年供需基本面好、价格上涨潜力大的优势基本金属 -- 铜和锡 41
2) 铜和锡的相关上市公司情况比较 42
八、 化工行业 43
1. 化工行业中的矿产资源 43
2. 钾矿资源 43
1) 我国钾资源短缺，钾盐已成为重要战略物资 43
2) 农业发展提升钾肥需求 44
3) 国家努力提高钾盐自给率，未来钾盐生产企业发展空间较大 44
4) 实施“走出去”战略，力争获得更多钾资源 45
5) 相关上市公司 46
3. 磷矿资源 47
1) 我国磷矿资源相对丰富，但分布不均 47
2) 磷矿石需求增加，磷肥产能过剩 47
3) 国内磷矿资源整合，磷矿石涨价将是长期趋势 48
4) 拥有磷矿资源的一体化磷化工企业将受益 49
5) 相关上市公司 49
4. 萤石资源 52

1) 萤石资源概况 52
2) 萤石下游应用广泛，氟化工方兴未艾 52
3) 萤石资源在我国将成为稀缺资源 52
4) 萤石资源管控力度加大将提升萤石资源价值 53
5) 相关上市公司 55
5. 高岭土 56
1) 高岭土在新材料领域应用广阔 56
2) 我国高岭土资源丰富，行业内仍需整合 56
3) 相关上市公司 57
九、 煤炭行业 58
1. 当前煤炭下游需求情况 58
1) 10 月火电发电量下滑 58
2) 钢厂产量下滑，库存上升 59
2. 受宏观经济周期影响，未来煤炭需求依然增长 60
1) 2011 年我国经济增长速度略低于 2010 年，GDP 实际增长 9.7%左右。 60
2) 总发电量增幅仍将达到 13%左右，火电增幅也下降，但仍可保持在 14%以上。 60
3) 2011 年粗钢产量增速有可能较今年下降一半，仅有 4%左右。 61
4) 水泥产量仍将保持较高增速，预计可达 14%左右。 61
5) 2011 年合成氨产量增速可达 3%左右。 62
6) 因此，2011 年无论是动力煤、炼焦煤还是无烟煤，需求都将有所增长。但相对来说，电力行业和水泥行业用动力煤需求增速较为明显，需求较为旺盛，而炼焦煤及无烟煤需求增速相对较弱。 62
3. 十二五期间煤炭资源整合、产量天花板控制将影响供给 62
1) 煤炭资源整合的深化将影响煤炭产量供给，而对煤炭行业话语权有强化作用。 62
2) 产量设置天花板，缺口由进口填补，煤炭供给将受到巨大限制 63
4. 动力煤、炼焦煤、无烟煤价格未来继续上涨 63
1) 首先，供需决定煤炭价格将得到强力支撑 63
2) 其次，由于其中的供需缺口将有国际市场来填补，未来对于国际煤价将产生巨大的拉动作用，而国际煤价反过来将刺激国内煤价的上涨。 63
3) 第三，国际石油价格的拉动下，国际煤价也有上涨的动力。 63

4) 基于以上原因，我们预计 2011 年煤炭价格还将有一定上涨空间。 63
5. 煤炭板块估值依然具有相对优势 64
6. 煤炭板块选股 65
十、 附：资源类重点公司一致盈利预测表 66

图表目录

图表 1：资源驱动因素 10
图表 2：CRB 现货金属指数 11
图表 3：部分资源品种储量占比第一的国家 12
图表 4：全球采矿和金属业的并购交易额 13
图表 5：2009 年全球采矿和金属业的并购交易主要目标商品的交易额 13
图表 6：我国部分资源保障程度 14
图表 7：有色金属工业进口额（右轴，亿美元）和原油进口额（万美元） 14
图表 8：我国探明储量的 45 种主要矿产对 2020 年需求的保证程度 15
图表 9：全球经济增长与石油价格趋势 19
图表 10：COMEX 期货黄金价格与美元指数 20
图表 11：WTI 原油期货价格与美元指数 20
图表 12：COMEX 期铜价格与美元指数 20
图表 13：LME 期铝价格与美元指数 20
图表 14：美欧日 GDP 增速 21
图表 15：美国 CPI 及失业率 21
图表 16：世界主要经济体财政赤字占 GDP 比重% 22
图表 17：我国 M1 及同比增幅 23
图表 18：我国 M2 及同比增幅 23
图表 19：我国 M2 同比增幅与 GDP 增速比较 23
图表 20：GDP 增速及 CPI 数据 24

图表 21：PMI 数据 24
图表 22：我国 PPI 与进口价格指数对比 26
图表 23：我国 PPI 与 CPI 对比 26
图表 24：大蒜价格 27
图表 25：黄玉米期货收盘价 27
图表 26：黄金 ETF 持有量和收市价 27
图表 27：煤炭开采走势与 CPI 28
图表 28：有色金属走势与 CPI 28
图表 29：化工原料走势与 CPI 28
图表 30：化工制品走势与 CPI 28
图表 31：实际美元指数 29
图表 32：今年以来稀土行业的相关政策措施汇总 31
图表 33：小金属的主要特性和下游应用领域 33
图表 34：重点关注的小金属品种及其相关上市公司 34
图表 35：有色金属子板块当前市盈率与历史平均市盈率比较 35
图表 36：黄金和美元指数走势变动 36
图表 37：2000 年以来美元贬值下黄金价格涨幅 36
图表 38：全球黄金储量分布 37
图表 39：2009 年全球矿产金产量分布 37
图表 40：全球矿产金产量和增速 37
图表 41：2010 年第三季度黄金的供给和需求情况 38
图表 42：黄金上市公司基本情况比较 39
图表 43：黄金上市企业的企业价值/黄金储备比率的比较 39
图表 44：全球和中国的基本金属产量情况 40
图表 45：铜和锡上市公司基本情况比较 42
图表 46：我国钾盐（肥）消费情况统计（折纯 K20） 44
图表 47：未来我国钾盐供需平衡情况预测（单位：万吨，折纯 K20） 44
图表 48：我国钾肥进口数量统计（折纯 K20） 45

图表 49：我国参与老挝钾资源开发项目 45
图表 50：盐湖钾肥、盐湖集团钾盐资源比较 46
图表 51：未来我国磷肥生产能力及产量规划目标（折纯 P205，单位：万吨） 48
图表 52：近年我国磷矿石产量统计 48
图表 53：国内磷化工主要产业链 49
图表 54：世界近年各国萤石生产统计 52
图表 55：我国萤石出口数量统计（累计值） 53
图表 56：近年来我国有关萤石以及氟化工初级产品出口税率的调整 54
图表 57：今年以来我国有关保护萤石资源的政策 54
图表 58：世界高岭土主要消费领域 56
图表 59：我国高岭土消费现状 57
图表 60：水电火电发电量累计同比 58
图表 61：生铁、合成氨、焦炭及水泥产量累计同比 58
图表 62：全国煤炭总销量 59
图表 63：全国国有重点煤矿总销量 59
图表 64：全国国有重点煤矿电力行业销量 59
图表 65：全国国有重点煤矿冶金行业销量 59
图表 66：固定资产投资及增速 60
图表 67：房地产开发投资及增速 60
图表 68：发电量及增速 61
图表 69：火电发电量及增速 61
图表 70：粗钢产量及增速 61
图表 71：水泥产量及增速 61
图表 72：合成氨产量及增速 62
图表 73：中国煤炭进出口数量 64
图表 74：澳大利亚 BJ 煤炭现货价 64
图表 75：煤炭采选业及子行业市盈率 64
图表 76：煤炭采选业及子行业市净率 64

图表 77：煤炭板块在 A 股市场各板块中的位置..... 65
图表 78：部分煤炭上市公司价格业绩弹性..... 65
图表 79：资源类重点公司一致盈利预测表..... 66

一、 资源的定义及驱动因素

1. 资源的定义

联合国环境规划署对资源的定义是：“所谓资源，特别是自然资源是指在一定时期、地点条件下能够产生经济价值，以提高人类当前和将来福利的自然因素和条件。”如矿产资源，土地资源、森林资源、海洋资源等。

其中，矿产资源是人类赖以生存发展的主要物质资源，是社会生产发展的重要物质基础。据统计，人类目前使用的 95％以上的能源、80％以上的工业原材料和 70％以上的农业生产资料都是来自于矿产资源。矿产资源的稀缺性、不可再生性和多用途性决定了矿产资源具有特殊的战略价值，

2. 本文资源涉及的行业

根据这一定义，本文所论述的资源主要是指矿产资源。根据矿产资源的经济用途分类，矿产资源一般分为金属矿产、非金属矿产、能源矿产，我们下面对资源的研究和推介，将主要涉及和选择以下行业（子行业）：

金属矿产： 有色金属（含基本金属、贵金属、小金属等）

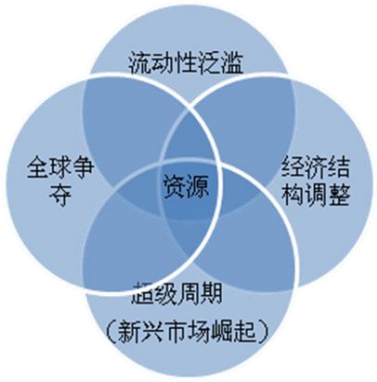
非金属矿产： 化工（含钾矿、磷矿、原盐、高岭土等）

能源矿产： 煤炭

3. 资源驱动因素：后危机时代的四轮驱动

我们从不同的角度，包括从资源行业自身和行业外部，从全球和中国国内的角度来看后危机时代的资源行业，我们认为当前和未来资源价格的驱动因素主要有四个：超级周期、全球资源争夺、经济结构调整和流动性泛滥。可称为后危机时代的四轮驱动。

图表 1：资源驱动因素



数据来源：华融证券

二、 资源：超级周期的强势

1. 资源市场经历的四个繁荣周期

追溯二战以来全球资源性商品价格的波动，以路透—CRB 现货金属指数为例，我们可以看到过去六十多年间全球资源性商品的周期变化。

战后开始到 50 年代初，即进入第一个繁荣周期，这一周期主要是由战后欧洲恢复拉动的。

60 年代 70 年代，日本工业化逐步达到顶峰，经济高速发展，资源市场开启第二个繁荣周期，并一直持续到 70 年代末 80 年代初。

80 年代末到 90 年代初，亚洲四小龙的崛起和东南亚小虎的快速发展引发了第三个繁荣周期。

2002 年以来则又是新一轮价格上涨高峰，该指数已经从 2002 年的 210 附近上涨至最高水平 1000 多点附近，涨幅达到 4 倍；即使与 2002 年之前的指数最高水平相比，涨幅也已达到 2 倍。涨幅远远超过以前历次繁荣周期涨幅。这一轮繁荣周期，基本上是由金砖四国为代表的新兴市场的快速发展驱动的。中国、印度、巴西、俄罗斯等新兴经济体国家的工业化、城镇化推动世界经济发展。由于人口众多，其工业化、城镇化进程对资源的需求更大，带来矿业的更大发展。

因此，从战后的资源市场发展历史来看，资源市场走的是一条“平稳——攀升——高位波动——继续攀升”的路径。而本世纪以来资源价格的大幅攀升，因其涨幅巨大，被称为超级周期。

图表 2：CRB 现货金属指数

数据来源：wind、华融证券

2. 驱动因素未变，金融危机未打破资源繁荣，超级周期持续

金融危机一年后，国际矿业市场走出一个 V 字型迅速回涨，矿产品价格、矿业股票价格恢复到危机前的正常水平，这是本质性反转而不是反弹。

究其原因，在于第四周期的驱动因素未变。驱动第四周期繁荣的主导因素是以金砖四国为首的新兴市场的崛起。由于金融危机对全球经济的影响，欧美发达国家从此将进入缓慢增长的时期。而新兴市场国家受影响较小，2008 年，新兴市场国家表现出较强的抵御外部冲击的能力，快速复苏，对全球经济增长贡献率超过 50%。

根据前几次矿业周期的驱动因素来看，矿业周期具有主要不受成熟市场支配，而主要受新兴市场支配的特点。第一次繁荣周期是欧洲战后的复兴，第二次是日本的工业化复兴，第三次是亚洲四小龙和东南亚十小虎的崛起，超级周期则是金砖四国的快速增长。在金融危机爆发后，新兴市场国家得以快速恢复，资源市场虽然深度回调，但迅速反转，超级周期未被打破，得以持续。

未来金砖四国为首的新兴市场国家工业化和城镇化的时间长度，可能是决定超级周期持续时间的关键因素。从我国工业化和城镇化进程以及印度崛起的时间还要较我国晚若干年来看，资源第四个繁荣周期还将持续几十年。

3. 资源要素将进入高价格时代

按照资源市场的周期历史，未来的资源价格可能走出两种路径，继续攀升或者高位波动。但无论哪种路径，即使未来资源市场不会走继续攀升的路径，资源的价格也会处于高位波动，资源要素都将进入高价格时代。

三、 资源：全球争夺的推动

1. 国际资源争夺战愈演愈烈

由于全球资源分布不均衡和资源在国家经济安全中的基础地位与作用的重要性，世界各国尤其是发达国家对资源控制权的的争夺，历史上从未停止。

图表 3：部分资源品种储量占比第一的国家

品种	储量排名第一国家	该国储量占世界比重
煤	美国	27%
石油	沙特	24.60%
天然气	俄罗斯	33%
铜	智利	29.80%
铁	乌克兰	20.50%
铝	几内亚	29.60%
铅	澳大利亚	22.40%
镍	澳大利亚	37.50%

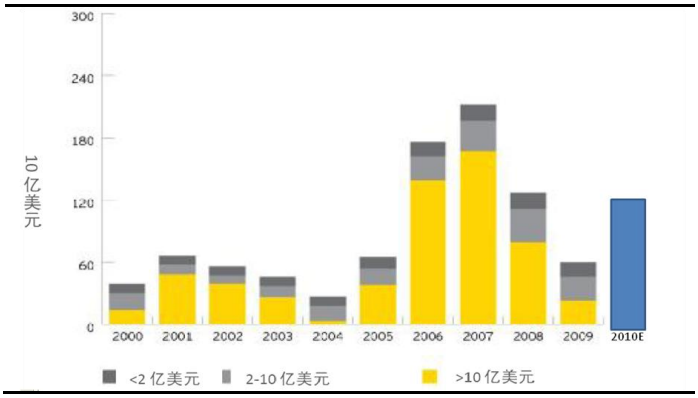
锰	南非	80%
铂族元素	南非	90%
稀土	中国	36%
磷	中国	36.60%

数据来源：华融证券整理

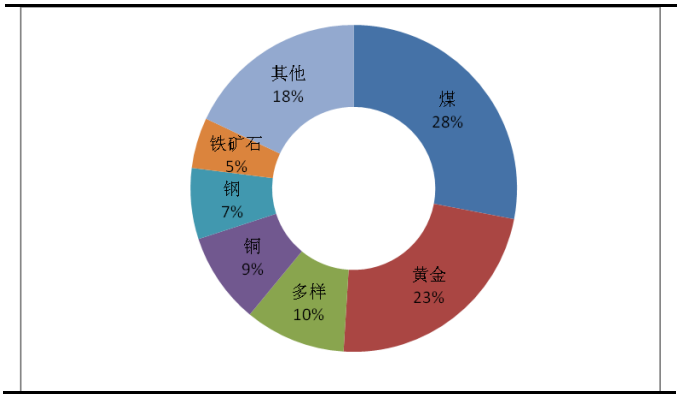
从一战二战的直接军事抢劫，到二战后，通过《关税及贸易总协定》（以及后来的世贸组织）这个由发达国家主导的市场经济体系，西方国家掌握商品与矿物资源定价权，获取全球廉价矿产资源。

全球金融危机的爆发，各国在资源争夺上并未放慢脚步，反而愈演愈烈。不但矿产资源富产国正在想方设法控制资源，一些矿业公司也正在极力追求垄断权。在某种程度上，矿产富余国、稀缺国和跨国公司之间组成了一种三方拉锯混战的局面，从而使资源争夺愈发激烈。全球采矿和金属业的并购交易额数据明白的表明了资源争夺的激烈程度。虽然 09 年金融危机直接影响到欧美发达国家矿业巨头的融资能力而暂时退出并购市场，使全球采矿和金属业的并购交易额有所下降，但 2010 年交易金额就大幅反弹。截至 2010 年 9 月 30 日，全球采矿和金属业的并购交易额为 789 亿美元，比 2009 年同期增长 87%，交易数量增长 10%，达 827 笔。

图表 4：全球采矿和金属业的并购交易额



图表 5：2009 年全球采矿和金属业的并购交易主要目标商品的交易额



数据来源：安永、华融证券

2. 我国资源利用面临的困境

1) 我国资源禀赋对我国经济硬约束作用大，回旋余地小

由于矿业资源是国民经济的重要基础，而矿业的前向联系效应大而后向联系效应小，对国民经济的制约作用远大于对国民经济的拉动作用，因此矿业成为我国其他产业部门发展的硬约束条件。

首先是我国重要的矿产资源储量不足，人均少，保障程度低，绝大部分矿产资源相对贫乏，无法满足我国人口增长和经济发展的巨大需求，严重威胁我国矿业的发展和国民经济的健康发展。中国资源约束比较突出的重要矿产资源有铁矿石、铝土矿、铜矿石、铀、钾盐、镍、锰矿石等 10 余种。而根据中科院的研究，在 45 种重要矿产中，我国到 2020 年短缺矿产和不能得到保证的矿产种类将达到 26 种。

图表 6：我国部分资源保障程度

品种	剩余可开采时间（年）
金	6
银	20
稀土	30
钨	20
铜	31
镍	46
石油	30

数据来源：华融证券整理

其次，未来不断增长的资源消耗需求，仍将给我国资源形势增加更大的压力。

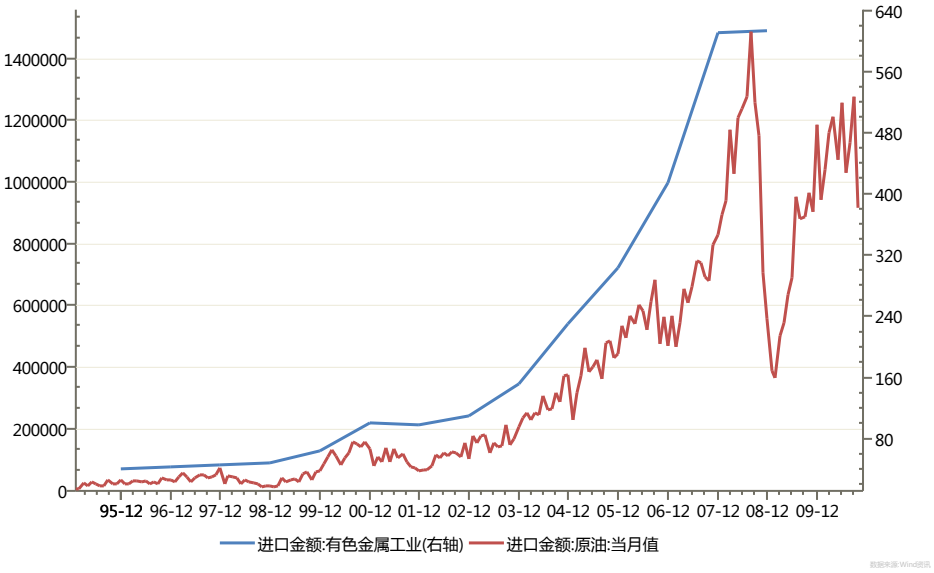
我国目前正处于工业化中期、重新重工业化和城镇化加速阶段。

世界经验表明,在人均 GDP 达到 7000 到 9000 美元之间的区间以后,单位 GDP 的能耗和矿产资源消耗会下降。我国距该区间还有距离,工业化、城镇化的加速还将拉动矿产资源消耗量的增加。因此我国能源、资源消耗快速增长可能在较长时期内存在，即使采取节约措施，我国能源、资源消耗总量仍将有较大涨幅。

目前我国是成为世界上煤炭、铁矿石、氧化铝、铜、水泥消耗第一大国，世界第二大石油消耗国，成为世界上主要的资源消耗国之一。

未来不断增长的资源消耗需求，仍将给我国资源形势增加更大的压力。

图表 7：有色金属工业进口额（右轴，亿美元）和原油进口额（万美元）



数据来源：wind、华融证券

对外依存度增至 50%以上，利用外部资源回旋余地小。随着我国经济的发展，进口不断大幅增加。2009 年，我国主要矿产品的对外依存度,已经由 1990 年的 5%提高到了 2009 年的 50%以上，今年又有上升。2009 年，我

国石油对外依存度达到大约 50%。2010 年 8 月，这一对外依存度增至 55%。对外依存度过高，严重依赖国外资源，在经济等各个方面将受到国外情况的掣肘，但是回旋余地小，容易受制于人。

图表 8：我国探明储量的 45 种主要矿产对 2020 年需求的保证程度

类别	矿种数	主要矿种
短缺矿产	5	铬铁矿、钴、铂、钾盐、金刚石
不能保证	21	铁、锰、铜、铅、锌、铝土矿、锡、金、银、锶、萤石、硼、重晶石、石油、铀、镍、锑、耐火材料、硫、水泥灰岩、高岭土
基本保证	10	煤、钛、钨、钼、磷、玻璃硅质原料、石材、石膏、硅藻土、石棉
可保证	9	天然气、稀土、菱镁矿、钠盐、芒硝、膨润土、石墨、滑石、硅灰石

资料来源：中科院

2) 外部市场格局方面也使我国对外部资源利用面临诸多困难。

首先，全球资源市场垄断格局已经基本形成，全球资源大部分已被瓜分完毕，我国获取境外资源的门槛高、成本大、陷阱多。

其次，新兴市场如印度等国家也在大规模介入全球矿产资源市场，日本也重新介入全球矿业并购，竞争者数量的增加使我国面临的围绕资源的争夺空前激烈。

第三，产品价格的迅速恢复使企业对自身前景更乐观，企业期望通过自身的经营性增长实现盈利成长，而并购意愿下降。

第四，矿产国的国有化、高税化倾向，加大了对资源的保护，也加大中国企业海外收矿的难度。

3. 我国资源政策战略发生转变

中国跨越矿产资源高强度消费阶段而完成工业化进程是不可能的。世界上也没有不进行全球资源配置而实现工业化的先例。因此，采取积极的全球资源战略是确保我国资源安全供应的重要的也是必要的选择。

1) 大幅提高关税，保护国内资源

中国政府近年来频频运用关税杠杆，保护国内资源。

金属矿产方面：提高钨、稀土、钼等稀有金属的出口门槛。

2007 年，国务院关税税则委员会决定对钨、钼和稀土金属等国内稀缺的金属原矿的产品实施 15%的出口暂定关税；对稀土金属、氧化镝、氧化铽产品开征 10%的出口暂定关税；对氧化钼、钼酸铵、钼酸钠等产品开征 5-15%的出口关税。而在上世纪八九十年代，中国对稀有金属出口实施的是出口退税的关税政策。钨素有“工业牙齿”之称。该次钨的出口关税由 10％增至 15％，已是中国政府第 4 次调整钨出口关税。

非金属矿产方面：大幅上调化肥产品出口关税

自 2010 年 12 月 1 日起至 12 月 31 日止，对尿素、磷酸氢二铵、磷酸二氢铵及磷酸二氢铵与磷酸氢二铵的混

合物按 35%的暂定税率征收出口关税，并征收 75%的特别出口关税；由此，纳入征收范围的化肥产品出口关税将增至 110%。

能源矿产方面：大幅提高煤炭出口关税

2008 年 8 月 20 日开始,对焦炭的出口暂定税率由 25%提高至 40%;炼焦煤出口暂定税率由 5%提高至 10%;其他烟煤等征收出口暂定关税,暂定税率为 10%。

2) 建立资源储备

不管是资源比较缺乏的日本，还是世界第一大矿产资源大国的美国，西方发达国家已制定了较为完备的矿产战略储备制度，印度等发展中大国也在相继建立矿产储备制度。

我国战略资源储备还处于起步阶段。2008 年末 2009 年初的《全国矿产资源规划》（2008-2015 年）规定，我国将全面加强矿产资源储备工作，具体分为矿种储备和矿产地储备两部分内容。按规划，我国将逐步建立适合我国国情的矿产储备体系。实行战略矿产储备制度，增强应对突发事件和抵御国际市场风险的能力。推进建立石油、特殊煤种和稀缺煤种、铜、铬、锰、钨、稀土等重点矿种的矿产资源储备。集中建设一批大型矿产品战略储备基地，包括焦煤、稀土在内建设约 40-50 个大型矿产储备基地。

3) 积极参与全球资源并购

近年来，中国开始积极参与全球资源并购。

根据安永的统计，2003 年到 2009 年，中国的矿业海外并购交易共完成 92 宗，交易总额达 319.7 亿美元。

自 2006 年起，中国的矿业海外并购交易快速增长，2006 年共有 8 宗交易，交易总额达到 21.7 亿美元。2007 年至 2009 年一直保持增长趋势，交易量平均每年上涨超过 50%。

2009 年，中国的矿业海外并购交易在全球经济衰退逆势增长，份额列世界第一，共完成 28 宗交易，交易额达 87.3 亿美元。

截至 2010 年 9 月 30 日，中国采矿和金属业的并购交易额增长 53%，达 89 亿美元，交易数量增长 108%，达 49 笔。

传统基金会预测，2014 年中国海外整体投资将超过 1000 亿美元。

4. 全球资源争夺战推动资源价格上升

全球资源争夺愈演愈烈，产业集中度进一步提高，跨国资源巨头控制着全球资源市场，基本形成寡头垄断格局。世界前八家跨国资源公司拥有全球资源资本市场 75％份额。资源市场前 10 位公司占全球资源公司总市值的 55%。垄断格局决定了供应方对价格的影响力，重要矿产资源的控制者联合起来影响全球市场，联合定价。因此在价格形成机制中，生产者联盟拥有更大的话语权。 在这种形式下，未来资源价格会越来越高。

全球资源争夺愈演愈烈，新的竞争者加入更加剧了激烈程度。据报道，有建议称日本应该把上万亿美元的外

汇储备拿出一部分在海外购买自然资源。

同时，资源产出国认识到资源的价值，对资源越来越趋向于实行国有化，高税化，控制资源的出口，资源获取壁垒愈来愈高。

在这样的形势下，世界重要资源市场供需不平衡将进一步加剧，廉价原材料时代将会终结。

四、 资源：经济结构调整的支撑

1. 后危机时代，是我国经济结构调整的时代

全球金融危机，表面上是对经济增长速度的冲击，实质上是对经济发展方式的冲击。

高能耗、高物耗、高污染；低劳动成本、低资源成本、低环境成本、低技术含量、低价格竞争的传统经济发展方式难以为继。2009 年，我国 GDP 占全球总量的 8%，但消耗了世界能源的 18%、钢铁的 44%、水泥的 53%。这样巨大的资源消耗是不可持续的。

这种发展方式和经济结构受到能源、矿产资源、土地、水和环境的严重制约。我国工业技术的原创性弱而转移性（模仿性）强，是资源和环境强约束的基本根源。因此加快转变经济发展方式、加快经济结构调整刻不容缓，是保证我国经济发展和社会和谐的长远战略。

2009 年度中央经济工作会议提出了 2010 年我国经济工作六大任务。“调结构、促消费”成为 2010 年经济工作的重点。因此，在我国逐渐从金融危机的冲击中恢复过来之后，2010 年成为我国经济结构调整元年。从此，我国进入了经济结构调整的时代。

2. 经济结构调整不改工业化进程，资源需求总量仍将上升，对资源依赖仍将加深

中国处于工业化加速阶段。经济结构调整归调整，工业化进程仍然是我国实现现代化的必经阶段，因此经济结构调整不改工业化进程，也要适应工业化时期的客观规律。

跟据中国地质科学院的研究，工业化的一个基本规律是在完成工业化之后能源消费速率呈下降趋势。另一个关于固体矿产资源的基本规律是固体矿产资源消费与经济发展呈现一种 S 型的曲线关系，即随着经济发展，矿产资源消费呈快速增长态势，至工业化发展中期，伴随着社会财富积累达到一定水平，矿产资源消费达到峰值，之后逐渐开始呈下降趋势。当社会财富积累到一定水平，基本完成工业化的时候，经济结构就会发生重大改变，重要矿产资源的消费量就会下降。

前文提到，世界经验表明,在人均 GDP 达到 7000 到 9000 美元之间的区间以后,单位 GDP 的能耗和矿产资源消耗会下降。我国现在人均 GDP 不足 4000 美元，距资源消耗高峰的区间还有一定距离，而工业化、城镇化的加速还将拉动矿产资源消耗量的增加。因此我国能源、资源消耗快速增长可能在较长时期内存在，即使采取节约措施，我国能源、资源消耗总量仍将有较大涨幅。

按照中科院的预测，我国对钢、铜、铝等主要矿产品的需求在 2025 年之前将继续快速增长，然后进入较平稳增长的需求状态。我国钢、铝、铜等大宗矿产品的需求总量有可能在 2025 年前后分别达到 7 亿吨、1500 万吨、

700 万吨，比 2008 年高点时还将分别增长约 40%、45%、75%。

因此，经济结构调整不会削弱我国对资源需求量，我国对资源的依赖还将增长。

3. 经济结构调整，是资源价格进行调整的过程，未来资源价格将体现其稀缺性

经济发展方式转变、经济结构调整的本质就是对资源进行优化配置的过程，而通过资源价格调整，提高资源在不同部门之间的配置效率，有利于经济结构的调整和产业结构的升级。

我国资源价格偏低，由于基本上是政府定价或政府指导价，只反映了资源开发成本，没能真实反映市场供求关系和资源稀缺程度，给我国经济发展带来不利影响。低廉的资源要素价格决定了中国经济增长模式只能是粗放的，因为低资源价格人为的造成了低成本的扩张，按照比较优势理论，在国际市场上也获得了较大的市场，因为产品市场价格低有竞争力，而企业因为成本低也有丰厚的回报。于是，就形成了资源被贱卖、滥用和浪费的粗放发展模式。但是，资源大量消耗的结果就是粗放的经济发展方式不可持续，因此才有了经济结构调整的问题。

因此，转变经济发展方式调整经济结构的一个必要前提是深化资源产品价格改革，形成能够反映资源稀缺程度和市场供求关系的价格调节机制，也就是资源价格市场化的方向。

政府近年已经在进行资源价格改革。从成品油价格与国际原油价格挂钩互动，政府不干预煤炭合同价格谈判的表态，基本形成煤炭市场价格，到各地方政府为主导的水价调整。而近期天然气价格改革也在提速，国家发改委决定自 6 月 1 日零时起将国产陆上天然气出厂基准价格由每千立方米 925 元提高到 1155 元，每千立方米提高 230 元，提价幅度为 24.9%，同时改进天然气价格管理办法，即取消双轨制，扩大价格浮动范围，设定车用气与车用油的售价比。根据国家发改委文件精神，全国部分省市也在酝酿天然气价格调整方案。我国水、电、油、气、煤等主要资源性产品价格改革基本上全面铺开。

而这些改革，既然体现资源的稀缺性，纠正过去被低估的情形，就无一例外推动了价格的上涨。因此总体上，未来的资源价格调整也必将呈现上调的趋势。

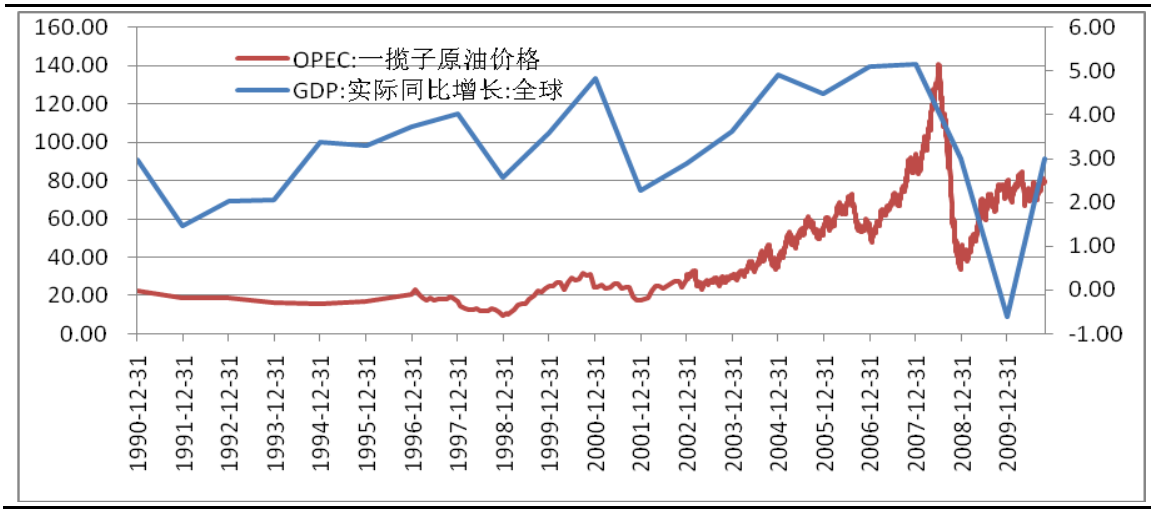
五、 资源：流动性泛滥的冲击

1. 流动性泛滥使经济形势对于资源品价格影响退居次席

1) 07 年次贷危机以来，油价走势与全球经济走势的基本同步趋势明显被打乱

从 1990 年来的全球 GDP 增速与 OPEC 一揽子原油价格图上，我们可以看到，近 20 年来，前期石油价格的走势基本与 GDP 增速走势相关性很高，但从 07 年以来的走势可以明显看出，油价走势与全球经济走势的基本同步趋势被打乱了，尤其是 09 年以来，经济出现了负增长，而石油价格却反转直上，而今年世界经济可能出现 4%以上的增速，但石油价格却徘徊于 80 美元上下波动。

图表 9：全球经济增长与石油价格趋势



数据来源：Wind、华融证券

2) 近年流动性的影响明显大于世界经济形势对资源品价格的影响

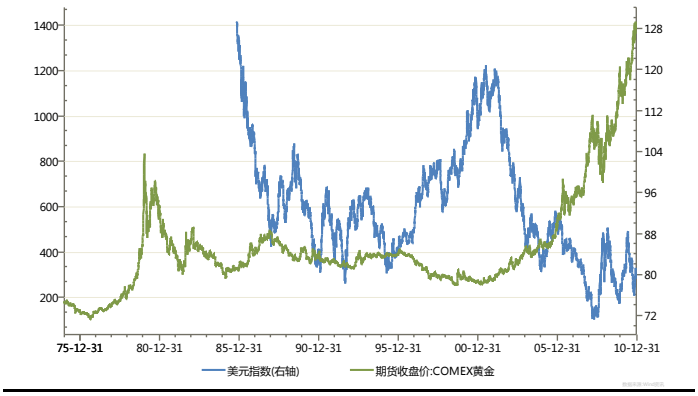
其中，导致油价与经济供求关系发生紊乱的一个最重要的因素就是流动性变化。首先，美国在奥巴马上任之初就推出了 7870 亿美元的财政刺激计划。其次，在货币政策方面，美国自 2008 年 12 月开始一直维持零至 0.25%的利率水平。在这一利率水平上，美国价格型货币政策工具已无腾挪空间，因此，2009 年 3 月，美联储祭出数量型货币政策手段，通过购买 1.7 万亿美元的中长期国债、抵押贷款支持证券等将资产负债表迅速扩大，为金融业注入流动性以挽救整个金融系统，实际上也是为整个经济注入了大量流动性。

正是世界主要储备货币流动性的迅速扩张与泛滥，使得美元持续贬值，对欧元汇率创出 1.59: 1 的历史低点。由于国际市场主要大宗产品都是以美元计价，因而美元大幅贬值直接推动了国际市场商品价格的大幅上升。同时，国际投机资本出于避险需要，大量流入商品市场，导致了国际主要资源品（石油、天然气、基本金属、黄金、煤炭、其他各种矿产等商品）价格大幅波动。

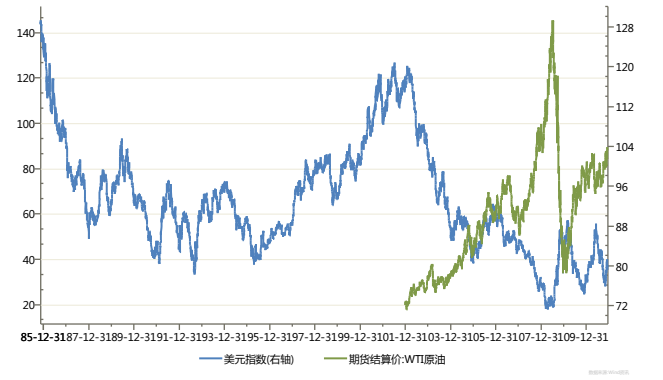
很多实证研究表明，美元汇率与国际原油及黄金价格具有明显的负相关性，例如：Larry 和 Fabio（1996）应用理论模型和实证研究证明了主要货币之间的汇率变动是黄金价格变动的主要原因。而 Yousefi and Wirjanto (2003) 的分析认为石油价格与美元汇率间也存在负相关关系。

同样，次贷危机后，原油、黄金及大宗商品价格也是受到美元贬值的强烈影响，在全球经济尚在负增长的阶段就出现了惊人的涨幅。

图表 10：COMEX 期货黄金价格与美元指数

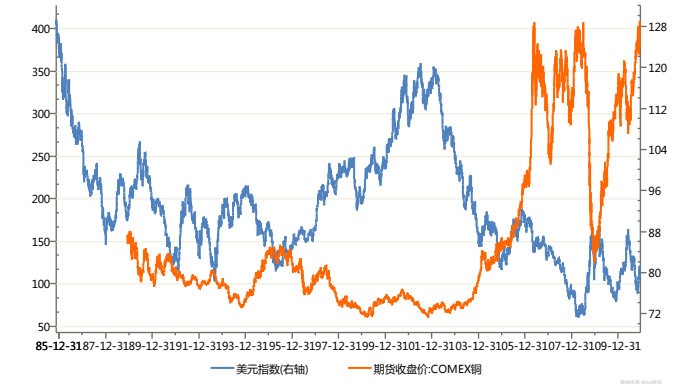


图表 11：WTI 原油期货价格与美元指数

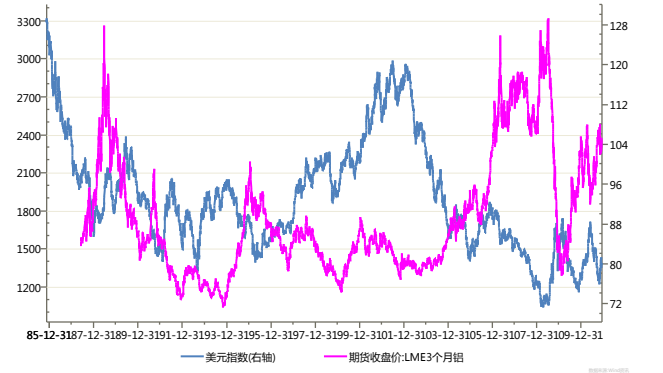


数据来源：wind、华融证券

图表 12：COMEX 期铜价格与美元指数



图表 13：LME 期铝价格与美元指数



数据来源：wind、华融证券

2. 2011 年面临的流动性形势：外部流动性泛滥与内部流动性宽裕

1) 货币政策方面，将是外部宽松与内部稳健的局面

2) 外部宽松：主要经济体宽松货币政策延续

美国二次定量宽松货币政策推出之前，美国政府已背负巨额赤字，财政刺激今后数年间面临边缘化的境地。而美国的利率、资本充足率等传统货币政策工具虽已竭尽所能，但效用微弱，利率政策可操作空间也已丧失。在这种情况下，美联储出于对美国经济复苏无力的担忧，今年 11 月 3 日推出第二轮定量宽松货币政策，决定到 2011 年 6 月底以前购买 6000 亿美元的美国长期国债，同时，将联邦基金利率维持在零至 0.25％的水平不变。

3) 外部宽松政策导致流动性继续泛滥

第二轮定量宽松货币政策，实际上是美联储通过买入债券的方式再次向市场注入流动性，以刺激美国经济复苏。

一方面，美国经常帐赤字规模位居全球第一，另一方面，实行滥发货币的量化宽松货币政策，这必将导致美元成为全球最疲弱货币，并继续贬值。

虽然短期来看，美国二次量化宽松也许能够刺激美国经济一定程度上复苏，就像第一次量化宽松政策一样，但是长期而言，二次量化宽松政策能否刺激美国经济长期回升仍存在较大的不确定性。对于美国来说，由于银行机构和普通民众的资产负债表仍然在受到全球金融危机的影响，延续宽松政策并不会加大通胀压力，因此如果二次量化宽松不能启动经济长期复苏，一旦经济出现向下的迹象，美国还可能采取进一步宽松举措。

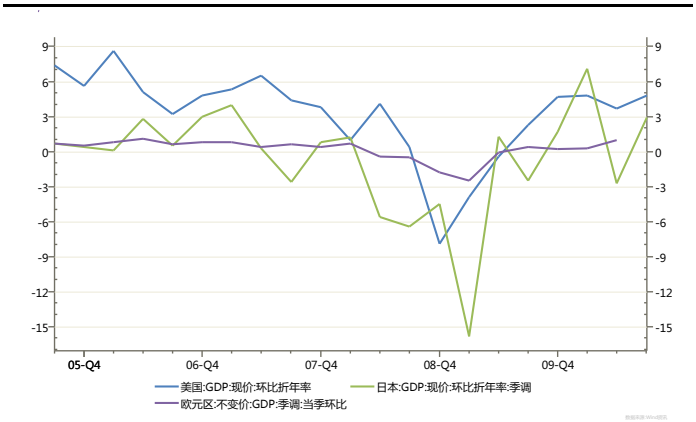
欧洲则受主权债务危机影响，虽然债务问题国家收缩财政造成一定程度的紧缩，但欧洲央行同样可能参照救助希腊的方案来救助其他国家，购买问题国家的主权债券，其实也是在向经济投入流动性。

日本经济处于较长时期通缩中，其央行 11 月 8 日表示，若有明确信号显示经济陷入低迷，央行已准备好采取包括扩大资产购买计划在内的灵活果断的行动。

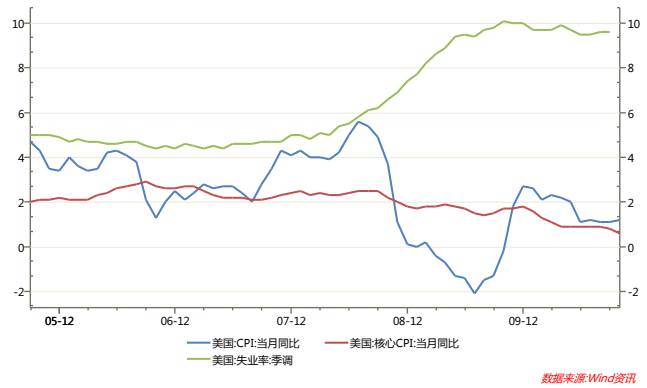
因此，未来主要经济体都实行量化宽松的政策的话，货币战争导致的流动性泛滥的情况将再次冲击全球经济。

利率政策方面，由于经济恢复情况不乐观，美、日、欧央行为寻求刺激经济增长，仍将在 2011 年维持利率于纪录低点。

图表 14：美欧日 GDP 增速

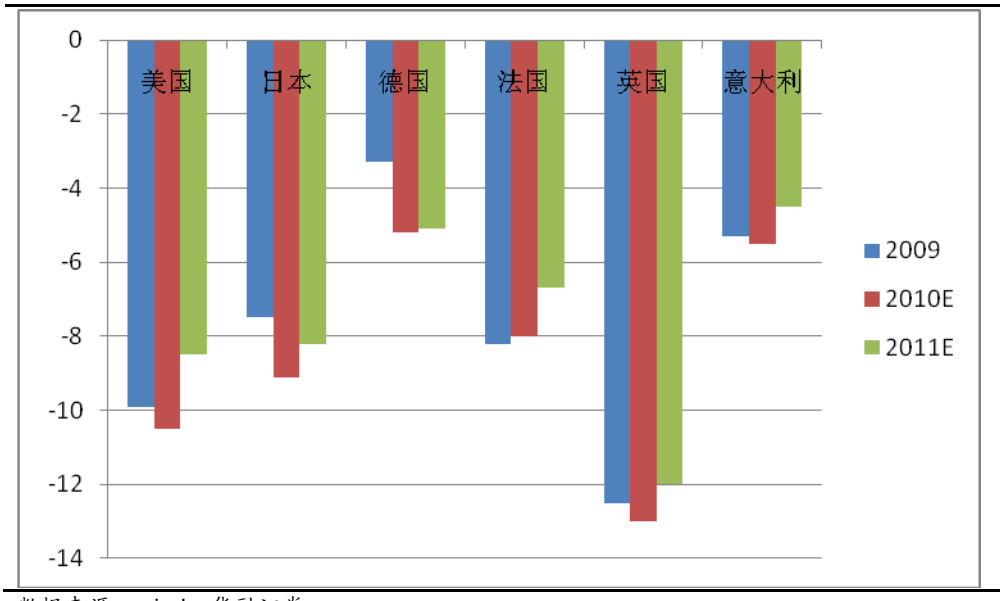


图表 15：美国 CPI 及失业率



数据来源：wind、华融证券

图表 16：世界主要经济体财政赤字占 GDP 比重%



数据来源：wind、华融证券

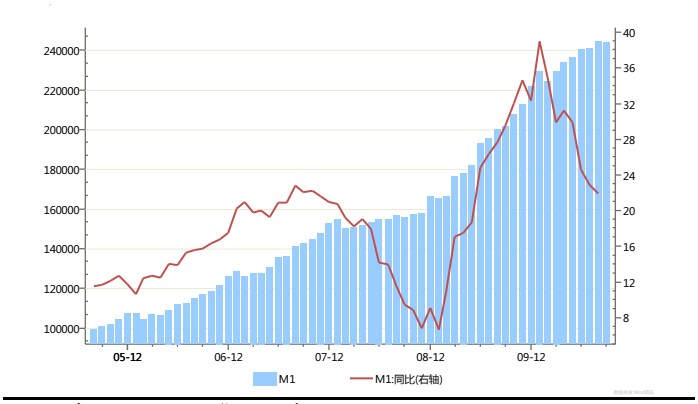
4) 内部稳健，但流动性将依然充裕

A. 流动性基数大，存量流动性充裕

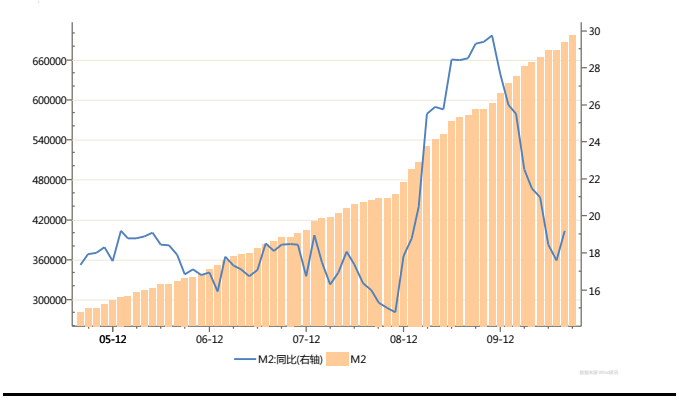
2008 年 10 月，全球金融危机爆发，国家迅速转变了宏观调控政策，实行适度宽松的货币政策与积极地财政政策，推行四万亿经济刺激计划的同时，货币供应量 M1 和 M2 的增速持续上升，M1 增速高达接近 40%，M2 增速高达接近 30%。截止 2010 年 9 月，我国 M1 供应量为 243821.9 亿元，M2 供应量为 696471.5 亿元，均比 08 年底多出 50%左右。这么大的基数，即使政府 2011 年回收部分流动性，相对于实体经济而言也是相当充裕的。

另外，从存量资金来看，中国 M2/GDP 达到 180%，远高于美国的 65%，11 月末 M2 余额高达 70 万亿，而美国同期 8.7 万亿美元约合 57.7 万亿人民币，中国货币供应量略超美国，但美国的 GDP 却是中国的 7 倍，即使考虑美国经济创造货币能力比中国要强以及统计口径有别等因素，目前我国的存量货币也相当高，再考虑到经济好转过程中货币流通速度的提高，我们认为，2011 年存量的流动性依然较为充裕。

图表 17：我国 M1 及同比增幅



图表 18：我国 M2 及同比增幅



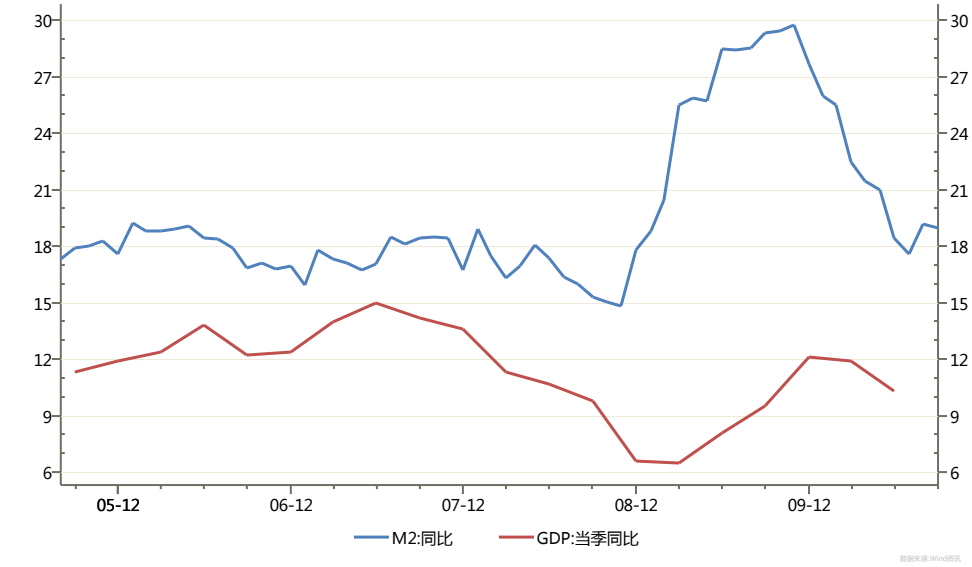
数据来源：wind、华融证券

B. 流动性增速依然很高，如果只是温和回收流动性，流动性仍会相对过剩

2009 年上半年，M2 增速急剧飙升，最高达到接近 30%，货币供应量远远超过 GDP 增长水平，形成了近十几年来最厉害的流动性过剩。即使央行今年开始提高了几次存款准备金率和利率，回收了部分流动性，但是，M2 增速仍然在 19%左右，仍然高于 GDP 增速，流动性仍然相当充裕。

2011 年货币政策方面，央行可能采取数量型工具和价格型工具并用，坚守适度宽松的货币政策取向，但央行在 2010 年三季度货币政策执行报告表示将“引导货币条件逐步回归常态水平”，这意味着货币政策由适度宽松回归稳健的条件将逐渐成熟。为治理通胀，央行可能降低 M2 目标值，预计 2011 年广义货币供应量(M2)余额同比增长 16%左右，据此测算，2011 年新增贷款规模全年保持 7 万亿元左右，国内流动性依然较为宽裕。

图表 19：我国 M2 同比增幅与 GDP 增速比较



数据来源：wind、华融证券

C. 如延续锁定货币与流入热钱规模相当的政策，流动性不会实质下降

2011 年影响整体流动性的因素主要是国际热钱的流入和国内加息。在管理外部资金流入方面，央行行长周小川表示要在总量上进行对冲，我们认为，央行可能主要是通过央票等央行容易控制，且不会对实体经济产生太大影响的数量工具来回收对冲，还可能推出金融创新工具来吸收这些资金。从最近提高存款准备金率来看，据测算锁定的货币与流入热钱规模相当。如果未来延续这一政策，流动性不可能实质性下降。

3. 2011 年面临的宏观经济形势：全球经济温和增长；国内经济触底回升

1) 全球经济温和增长

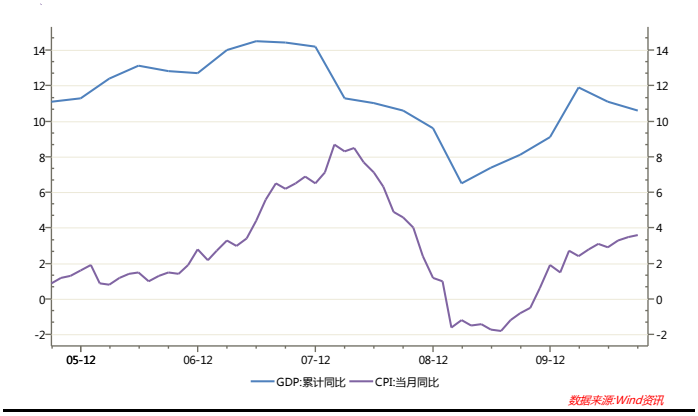
从外部环境来看，世界经济还未进入稳定增长的良性循环，主要经济体自主增长能力尚没有全面恢复。多数机构预测，2011 年世界经济增速可能低于 2010 年。其中，全球最大的经济体——美国仍受高失业率和低通胀率的困扰，但新兴经济体复苏势头仍较强劲。据 IMF 预测，2010 年和 2011 年全球经济活动将分别扩张 4.8%和 4.2%。全球经济急剧下滑（包括先进经济体出现停滞或收缩）的可能性看来仍然较低。

2) 国内经济触底回升

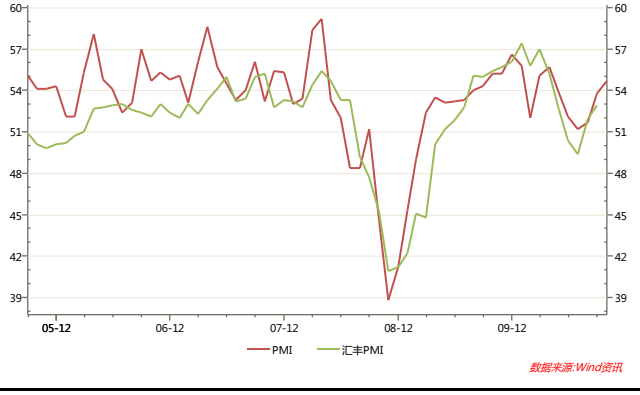
今年前三季度，我国经济保持了较快增长，达到 10.6%的增幅，同比去年 8.10%的增幅，有 2.5 个百分点的增长。但同时，CPI 在十月份达到 4.40，创出两年来的新高，再次加息压力正越来越大。

PMI 指数继续趋于好转，10 月达到 54.7，显示未来经济继续向好。

图表 20：GDP 增速及 CPI 数据



图表 21：PMI 数据



数据来源：wind、华融证券

2011 年是我国“十二五”规划的开局之年，从需求端来看，2011 年固定资产投资将进一步突出产业结构和区域结构调整的政策导向，但我们清醒的认识到，新兴产业尚未发展到企业开始大规模更新投资阶段，综合稳健政策和保障房建设对房地产投资的影响，预计 2011 年全社会固定资产投资名义增速为 22%左右，比 2010 年回落 2-3 个百分点；2011 年，社会消费品零售总额增长 19%，比 2010 年提高 1-2 个百分点；出口同比增长 13%左右，

进口增长 16%左右，顺差 1600 亿美元，同比下降 11%。从生产端来看，工业增加值增速已在 2010 年下半年趋稳，综合我们水泥、钢铁和有色金属行业分析师观点，预计在节能减排压力缓解的情况下，2011 年工业增长有望稳步回升。据此，我们预计 2011 年我国经济增长速度略低于 2010 年，GDP 实际增长 9.7%左右，总体上呈前低后高走势。分季度来看，预计一季度 GDP 增长 9.1%、二季度 9.6%、三季度 9.9%、四季度重回两位数增长，有望达到 10%。

4. 小结：在经济形势不会有太大起伏，而流动性可以提供充足的推动力的情况下， 2011 年资源品的价格很有可能保持上涨态势。

2011 年全球经济相对于今年有可能微调，但仍保持温和增长，基本与今年持平。这样的经济状况将导致对资源品价格的推动只能用温和来形容，相对来说，2011 年继续实行并有可能扩大的货币宽松政策及流动性对资源品的影响应该更大。

我国的流动性虽然受到政策的制约，但是由于当前我国本身的流动性状况十分充足，而政策又可能不会在实质上使流动性大降，所以国内流动性对资源品价格也有一定的支撑。

2011 年的宏观经济形势虽然有可能回落，但也只是相当于今年而言，无论全球经济还是国内经济可能都仅仅是种微调，因此 2011 年的经济增长应该说还是平稳和温和的。

在经济形势不会有太大起伏，而流动性可以提供充足的推动力的情况下，我们认为，2011 年资源品的价格很有可能保持上涨态势。石油输出国组织预测 2011 年的油价将升至 100 美元，我们认为这种可能性是存在的。

5. 2011 年面临的通胀形势：小幅加息与数量型政策并举，通胀将控制在温和水平

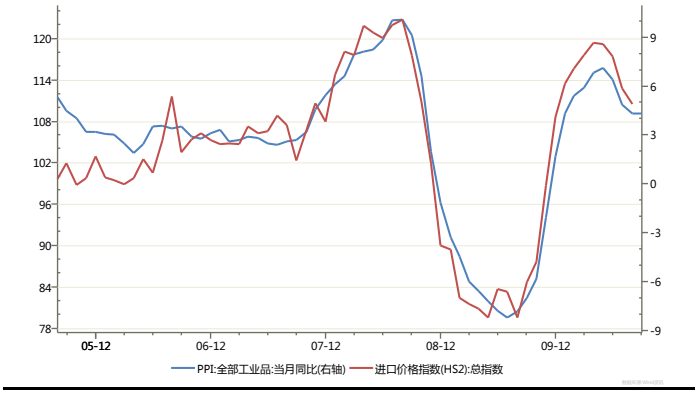
1) 2011 年可能会有输入性通胀

我国已经是世界上的贸易大国，同时，我国经济对很多进口商品也有较大的依赖性。对比我国近年来的 PPI 走势与进口价格指数，可以发现，PPI 与进口价格指数几乎呈现同步变化。说明进口商品价格对我国工业价格影响极大。

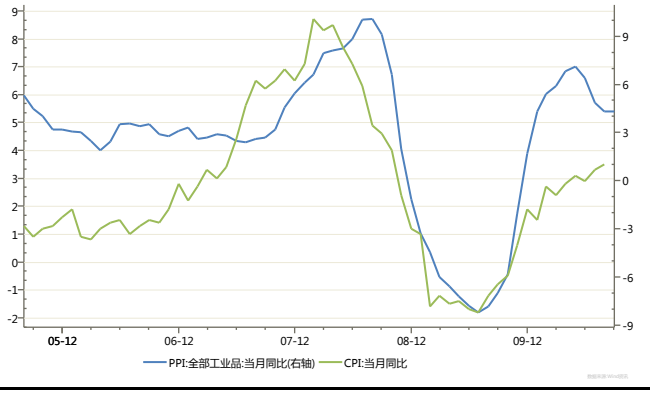
如果 2011 年在流动性泛滥影响下，国际大宗商品和石油价格持续攀升，由于我国大量进口石油、煤炭、农产品等资源品，未来我国 PPI 必将相应上升，并逐步传导至 CPI，造成输入性价格上涨，导致通货膨胀压力加大。

输入性通胀控制的难度较大，由于国内货币政策不能跨出国门，对国际商品价格有影响但作用有限，而我国限于资源需要，不得不大量进口石油等商品。因此对于输入性通胀这一因素的限制有一定难度。

图表 22：我国 PPI 与进口价格指数对比



图表 23：我国 PPI 与 CPI 对比



数据来源：wind、华融证券

2) 2011 年稳健政策：可能小幅加息与数量型政策并举。

央行近期货币政策以快步提高准备金率为主，而加息极其审慎。一方面，加息可以对抗通胀，但另一方面，加息也对经济又有相当大的负面作用。相信，这在当前及 2011 年经济并不过热的阶段应该不是最佳的手段。因此，我们认为，央行 2011 年将可能维持当前的货币调控政策，即主要采取准备金率上调的政策，同时辅之于温和的小幅加息政策。

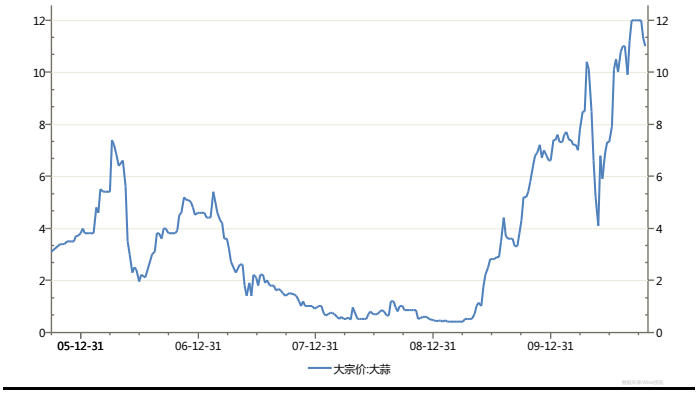
在需求回升、国际定量宽松继续的背景下，食品价格、大宗商品价格、基础原材料价格的轮番上涨，将导致 2011 年国内面临较大的通胀压力，因此，2011 年上半年，货币政策的重点可能偏向“抗通胀”。为此，央行可能小幅加息两次，在 2011 年一季度和三季度两个 CPI 可能冲高的时期加息的概率较大。与 2005 年起的加息周期不同，本轮加息主要目标不是抑制经济过热，而是治理通胀，因此，本轮加息、紧缩信贷等措施可能导致市场“政策会误伤经济”担忧升温，进而引起市场的波动，这种担忧可能在一季度加息之际最深，随着二季度 GDP 的弹升，市场对经济进入增长的信心增强，再次加息的影响也逐渐趋弱。

据此，我们宏观策略组预计 2011 年我国 CPI 同比增长 3.6%，趋势上呈前高后低走势。其中，一季度可能达到 4%、二季度 3.8%、三季度 3.5%、四季度回落 3.1%。考虑到翘尾因素以及自然灾害冲击等偶然因素，月度数据可能会出现波动，并对货币政策构成冲击。

3) 通胀对资源品的影响

充裕的流动性需要寻找可靠的投资目标，需要投向能够保值的标的，于是资金出现转移，并在农产品市场得到释放。在这种情况下，我国连续出现“蒜你狠”，“豆你玩”，“玉米疯”现象。

图表 24：大蒜价格

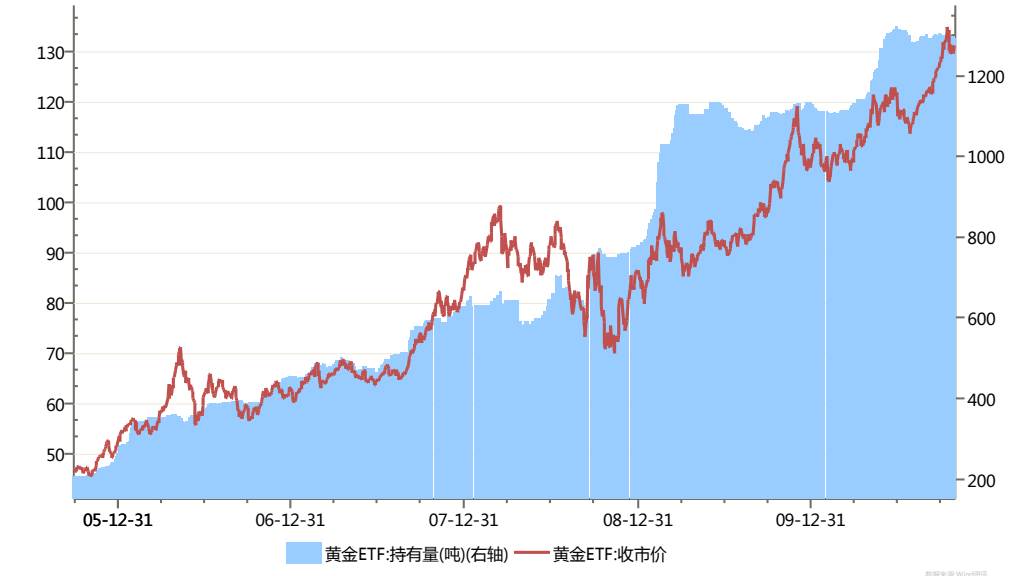


图表 25：黄玉米期货收盘价

数据来源：wind、华融证券

流动性过剩与通货膨胀预期同时也导致居民进行避险性投资（消费），黄金 ETF 持有量 08 年底以来激增，而黄金 ETF 收市价也是扶摇直上。

图表 26：黄金 ETF 持有量和收市价



数据来源：wind、华融证券

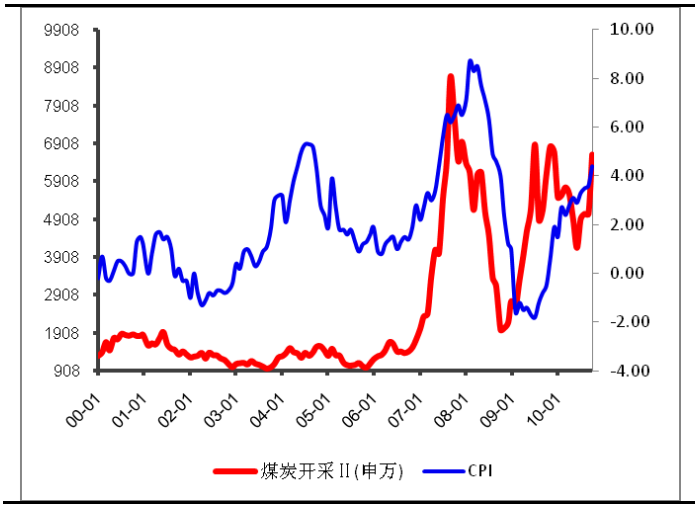
4) 资源品板块走势与 CPI 走势关系

在二次量化宽松、充分释放的流动性以及预期高企通胀压力下，资源品受到投资者关注是在情理之中的。投资者将把手中可能贬值的货币投入到能增值保值的资源品中去，作为相应的投资渠道，就是投入到大宗商品期货或者股市中的资源类股票。当市场资金向资源类股票聚集的时候，资源类股票就具有了上涨的动力。有色金属、煤炭及部分化工矿产所拥有的资源品属性，在流动性泛滥的时代，使其成为投资的重要标的。

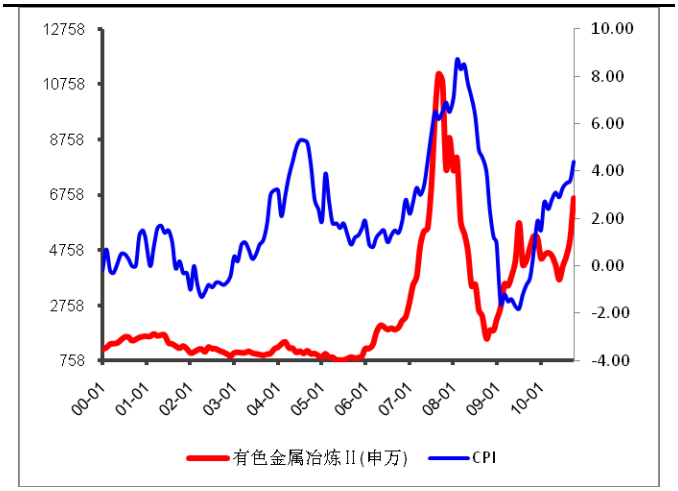
历史上，我国股票市场的资源类板块股票表现，从 1997 年开始，就紧密的与通胀率挂钩。当 CPI 高企，资

源类板块表现抢眼，而当 CPI 回落，资源类板块表现也随之回调。尤其是近几年，股市逐步成为经济的晴雨表，资源类板块与 CPI 同涨同跌现象越发明显，而这正是资源品属性的反映。

图表 27：煤炭开采走势与 CPI

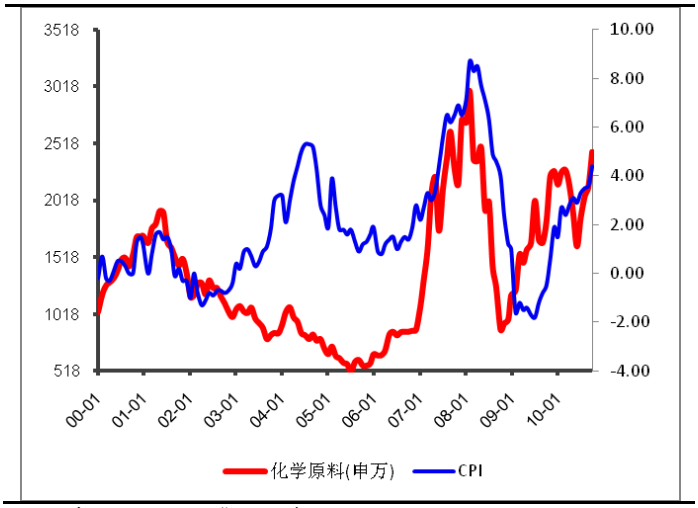


图表 28：有色金属走势与 CPI

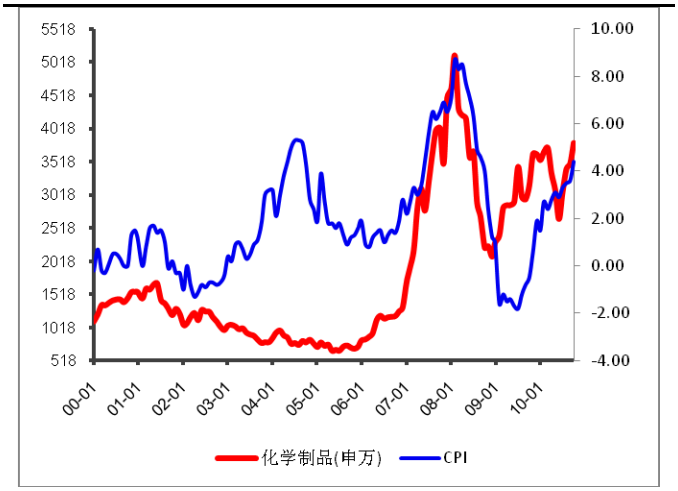


数据来源：wind、华融证券

图表 29：化工原料走势与 CPI



图表 30：化工制品走势与 CPI



数据来源：wind、华融证券

六、 资源品板块面临的风险：美国加息、欧债危机、我国加息

1. 美元大幅上扬 2011 年可能性小

1) 首先，美国加息概率小

美国如果加息，将导致资本回流美国，对其他国家股市将造成抽血效应。同时，由于美元需求大增，美元将

大幅升值，而以美元计价的资源品大宗商品将遭抛弃，价格大幅下降，资源品板块将承受较大的风险。

但是，我们判断，出现美国加息的可能性较小。原因如下：

第一，由于受国际经济格局的影响，新兴市场继续向美国出口低成本产品，压制了美国的通胀，同时美国制造的流动性有相当部分向新兴市场转移，而美国因为银行系统的削弱使得本国货币流动速度降低，相当于实施了货币紧缩，这些原因导致了通胀短期较难在美国产生。

第二，美国的高失业不是能随经济复苏快速反弹的周期性失业，而是属于结构性失业。美国的结构性失业很早就开始，全球化浪潮美国大量进口导致无竞争力行业的工人失业，这部分人很难在新的行业立足。当前看起来失业更严重，只不过是由于全球金融危机使得房地产建筑及周边行业失业人员骤增，房地产业的持续低迷使得这部分人无法回到工作岗位，从而加剧了早已存在的结构性失业。因此，美国的高失业率短期内很难通过量化宽松政策得到解决。

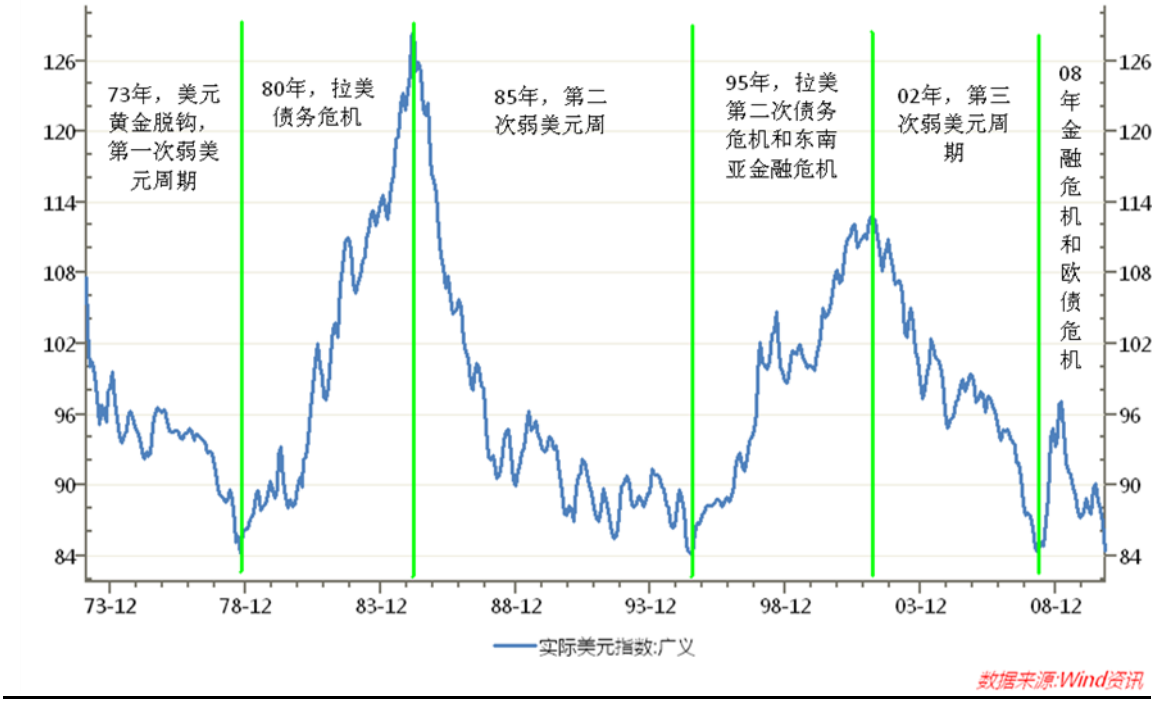
美国经济在这两项关键指标上短期难以有所改善，因此短期内美国加息概率较小。

2) 欧债危机恶化可能性小

观察过去若干年以来的美元指数走势，当世界其他地区出现危机时，美元就成为避险标的，资金大量涌向美元，美元走势就会出现强势特征。美元的强势将造成资源品大宗商品价格的下跌，对资源品板块造成极大的压力。

但是我们认为，当前欧债危机不足为患，其持续恶化的可能性不大。因此，当危机缓和后，美元将继续下跌。

图表 31：实际美元指数



数据来源：Wind、华融证券

首先，欧债危机的处理，欧洲已经有经验，对于希腊的救助稳定了局势，相信这一经验可以帮助欧洲继续处理好新发生的危机。

其次，新危机的规模可能没有第一波那么大，以欧洲的实力救助起来相对容易。

第三，经济全球化将世界经济结为一体，欧洲出现经济危机对世界其他地区没有好处，因此，其他国家也会伸出援手。第一波欧债危机是 IMF 出资 1100 亿欧元即是体现。

2. 我国大幅加息可能性小

2011 年是十二五规划元年，我国面临着经济结构调整的重任。同时，我国经济所处的外部环境也不乐观。因此国内经济过热可能性小，预计国内经济更可能是温和增长。

我国央行历次加息均选择在经济过热或者有相当承受力的时候。发展是硬道理，政府肯定不希望刚刚有所起色的经济过于受到打压，以至于再次步入衰退轨道。

因此我们预计，在政府定调实施稳健的宏观政策的情况下，央行大幅加息的可能性较小，但小幅加息同时通过数量型工具调控可能性较大。

七、 有色金属行业

流动性充裕、美元贬值和通货膨胀将不断推高具有稀缺性的资源品价值，因此我们看好作为资源品之一的有色金属行业。我们认为明年金属价格将继续保持坚挺，金属价格上涨仍是明年有色金属行业整体业绩提升的主要驱动因素。因此，在明年有色金属行业的投资策略中，我们建议投资者重点把握三条投资路线:

- ✓ 受益于国家政策保护、符合国家经济结构转型需要、在我国具有资源优势且未来价格仍有上涨空间的稀缺小金属品种，比如钨、锑、钼和锗等;
- ✓ 对抗通货膨胀的最佳保值品种，比如黄金、白银等
- ✓ 明年供需基本面较好，价格上涨潜力大的基本金属品种，比如铜、锡等。

在这三条投资路线下，我们甄选出具有上游资源优势、公司业绩弹性相对于资源品价格上涨大的上市公司。我们建议重点关注小金属品种中的**金钼股份（601958）**和**云南锗业（002428）**; 贵金属品种中的**中金黄金（600489）**、**紫金矿业（601899）**; 基本金属品种中的**锡业股份（000960）**、**铜陵有色（000630）**和**江西铜业（600362）**。

1. 小金属 -- 受惠于政策红利和战略新兴产业发展

小金属是相对于大金属而言的，根据上海有色网的定义，小金属是有色金属的一种，除基本金属（铜、铝、铅、锌、锡、镍）和稀贵金属（金、银、铂、钯、钌、铑、铱）外其他的有色金属都统称为小金属。战略小金属是小金属的一种，主要包括稀土、钨、锑、砷、 钚、 镉、铬、钴、镓、锗、铟、铱、镁、锰、钼、钛等。小金属由于用途和下游行业与基本金属不同，需求受宏观经济形势影响相对较小，价格走势相对独立。同时，随着国家对小金属资源的保护政策进一步深化，明年小金属价格仍有上涨空间。所以，**我们认为小金属品种既具有资源属性，在流动性充裕和通货膨胀的大背景下是理想的投资品种；又因为其特殊的战略稀缺属性，受国家政策保**

护，且受惠于未来战略新兴产业的蓬勃发展，未来价格可确定性较高，是属于进可攻、退可守的投资品种。小金属品种较多，下面我们主要介绍 A 股市场上有以该种小金属为主营业务或主要产品上市公司的小金属品种，目前尚无上市公司的小金属品种暂不涉及。主要涉及的小金属品种有稀土、钨、锑、钼、锗、镁、钽、锆、铟、锂、钴等。

1) 政策红利将继续成为推动明年价格上涨的催化剂

A. 今年以来稀土行业尽享政策红利

稀土是化学元素周期表中镧系 15 种元素和与之密切相关的钪、钇共 17 种元素的统称。稀土元素在地壳中的绝对量并不稀少，但是由于比较分散，目前为止能真正成为可开采的稀土资源并不多。中国是稀土资源的大国，以 2009 年美国地质局的统计数据为例，中国以占全球 36%的稀土储量，提供了全球 97%的产量。而美国和俄罗斯的稀土储量分别占全球的 13%和 19%，产量却为零。如此高的市场占有率却未能给中国带来相应的稀土定价权，在过去很长的时间里，稀土行业由于缺乏整顿治理，资源被大量滥采乱挖，稀土价格被卖成“白菜价”。而且我国稀土冶炼分离产能也严重过剩，稀土下游深加工技术也远远落后于欧美日等发达国家。

近两年，为了限制恶性竞争和资源浪费，稀土行业相继出台一系列产业发展战略和保护政策，进行行业整合整顿，旨在保护资源的合理开发利用和强化我国稀土产品的国际定价权。今年以来，稀土行业的政策密集出台，主要从**供给、需求和行业整合**三方面对行业进行整顿。从供给的层面看，政策主要包括进行开采总量控制和限制行业准入门槛；从需求的层面看，政策主要包括减少出口配额和建立国家储备；在行业整合上，进行矿产资源开发秩序专项整治行动和鼓励企业进行兼并重组。具体政策措施如下表所示：

图表 32：今年以来稀土行业的相关政策措施汇总

	主要政策措施	具体内容
供给方面	进行开采总量限制	2010 年 3 月国土资源部下达关于《2010 年钨矿锑矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》，“通知”表示在 2011 年 6 月 30 日前，除特殊情况外，暂停受理新的钨、锑和稀土矿勘查、开采登记申请。2010 年稀土矿（稀土氧化物 REO）开采总量控制指标为 8.92 万吨，其中轻稀土 7.7 万吨，中重稀土 1.22 万吨。
	下达冶炼分离产品指令性生产计划	2010 年 3 月工信部下达 2010 年稀有金属矿产品和冶炼分离产品指令性生产计划。指令性生产计划指标为各省（区、市）稀有金属生产的上限指标，不得额外增加指标和超计划生产。其中稀土矿产品全国合计指标为 8.92 万吨，冶炼分离指标为 8.6 万吨。
	设定行业进入门槛	2010 年 5 月工信部发布《关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知》，公开征求意见，“意见”对稀土行业的生产布局条件、生产规模、工艺和装备、能源消耗、资源综合利用、环境保护、产品质量、安全生产、职业危害、消防和社会责任、监督和管理等方面均提出约束性标准。
需求方面	减少出口配额	2009 年 12 月商务部下达 2010 年第一批稀土一般贸易出口配额通知，第一批出口配额下达给包括五矿集团、广晟有色、包头华美稀土高科等 22 家符合 2010 年稀土出口配额申领条件的企业。配额数量为 16304 吨。 2010 年 7 月商务部下达 2010 年第二批稀土一般贸易出口配额通知，总量为 7976 吨，较 2010 年第一批出口配额总量减少 8328 吨；较 2009 年的第二批出口配额总量减少 8291 吨。 2010 年全年稀土产品出口配额为 2.23 万吨，较去年下降 39.5%。
	建立国家战略储备	11 月据上海证券报报道，相关部门正在开展对十种金属进行战略收储的研究工作，目前研究工作已经进入验收状态。这十种金属全部为稀有金属，分别是稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锗、镓、钽和锆。

行业整合	进行矿产开发秩序专项整治行动	2010 年 5 月，国土资源部召开视频会议，发布《国土资源部稀土等矿产开发秩序专项整治行动的通知》，根据通知内容，国土资源部将在 6-11 月开展稀土等矿产开发秩序专项整治行动，集中打击违法违规和乱采滥挖行动，集中整治重点地区，彻底扭转部分地区的混乱局面，构建开发秩序监管长效机制。 2010 年 11 月 18 日，国土资源部发布关于开展稀土等矿产开发秩序专项整治工作检查验收的通知，标志着历时长达 5 个月对稀土等战略性矿产资源的整治和整合工作进入“收网”阶段。同时，国土部还公布了其制定的长达 21 条的严格检查验收标准。
	促进企业兼并重组	2010 年 9 月,国务院腹部《关于促进企业兼并重组的意见》，稀土被首次纳入重点行业兼并重组名单，与汽车、钢铁、水泥等一起成为政府重点支持的六大集中度较低的行业。

数据来源：华融证券

受惠于稀土行业的各项利好政策，今年以来稀土金属价格大幅上涨。其中，轻稀土中的镧、铈、镨、钕等稀土金属的价格分别上涨 10.4%、30.0%、250.9%和 91.6%；中重稀土中的钐、铕、钇等稀土金属价格分别上涨 10.3%、56.0%和 77.1%。

B. 政策红利明年将延续，推动小金属价格上涨

为了保护我国具有优势的战略稀有金属资源，我们认为明年国家对小金属行业的保护政策将不断出台。今年以来稀土行业享受的政策红利将可能延伸到其他小金属行业上，国家将从产量控制、设立准入门槛、出口配额、国家收储和行业整顿整合等多层面出台政策，保护稀有金属行业。今年 10 月，中国证券报报道，国土资源部正准备将钼列入保护性开采矿种，从 2011 年开始实行开采总量管理，下达开采总量指标。这使钼成为继黄金、钨、锑、稀土后第六个被列入保护性开采的特定矿种。今年 11 月，中国证券报和上海证券报分别刊登两则报道，一是相关部门正在开展对十种金属进行战略收储的研究工作，目前研究工作已经进入验收状态。这十种金属全部为稀有金属，分别是稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锗、镓、钽和铪。二是商务部正在调整对稀有金属的出口政策，稀有金属出口配额将呈现逐年递减态势，递减幅度在 2%至 3%。稀土产品的出口配额总量将下行，下行幅度仍在讨论中，最终确定幅度很可能超过其他稀有金属。同时，据媒体透露工信部正在起草稀有金属行业“十二五”规划，该规划将独立于有色金属规划，且级别更好。稀有金属规划将涉及钨、钼、锡、锑和稀土五种稀有金属品种，规划主要包括总量控制、确定收入目标、利税目标和重点鼓励发展方向等内容。若上述政策措施明年相继出台并得以实施，将成为刺激小金属价格上涨的催化剂。

2) 战略新兴产业催生小金属的下游需求

战略新兴产业作为“十二五”规划建议稿的重要内容之一，是我国未来重点大力扶持和培育发展的产业项目。今年 9 月，温家宝总理召开国务院常务会议，审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》。会议确定了战略性新兴产业发展的重点方向、主要任务和扶持政策。从我国国情和科技、产业基础出发，选择节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个产业，在重点领域集中力量，加快推进。很多小金属的下游用途与战略新兴产业息息相关，如稀土的主要下游领域钕铁硼永磁材料，主要应用于新能源汽车、新能源领域中的风力发电和节能环保领域的变频家电。锗作为重要的战略资源，广泛应用于半导体、航天航空测控、核物理探测、光纤通讯、红外光学、太阳能电池、化学催化剂和生物医药等领域。铟的主要下游领域是用作铟锡氧化物(ITO)，主要用于生产液晶显示器，ITO 产量占铟下游消费结构的 75%以上。铜铟镓硒(CIGS)薄膜太阳能电池以及 LED 是铟未来需求的主要增长点。钨主要应用于硬质合金，特种钢

等产品，广泛应用于国防工业、航空航太、信息产业，钨合金被大量用在机械、武器工业中。下表列举了小金属的主要下游应用领域，这些下游领域与战略新兴产业紧密契合，未来战略新兴产业的迅猛发展将为小金属的下游需求带来巨大增量空间。

图表 33：小金属的主要特性和下游应用领域

小金属品种	主要特性	应用领域
钨	钨是常用的难熔金属，硬度大、密度高、高温强度好。	钨及其合金是现代工业、国防及高新技术应用中的极为重要的功能材料之一，广泛应用于航天、原子能、船舶、汽车工业、电气工业、电子工业等诸多领域。 钨大部分用于生产硬质合金和钨铁。 钨与铬、钼、钴组成的耐热耐磨合金用于制作刀具、燃气轮机叶片和燃烧管等。 金属钨的丝、棒、片等用于制作电灯泡、电子管的部件和电弧焊的电极。
锑	锑是一种银灰色金属，性脆，无延展性，是电和热的不良导体，在常温下不易氧化、有抗腐蚀性能，高温下可与氧反应，生产三氧化二锑，为两性氧化物，难溶于水，但溶于酸和碱。	锑产品主要为精锑及锑的化合物，即三氧化二锑、三硫化二锑等。 锑在合金中的主要作用是增加硬度，常被称为金属或合金的硬化剂。 锑及锑化合物用于耐磨合金、印刷铅字合金及军火工业。 锑现在已被广泛用于生产各种阻燃剂、搪瓷、玻璃、橡胶、涂料、颜料、陶瓷、塑料、半导体元件、烟花、医药及化工等行业。
钼	钼是银灰色的难熔金属，在常温下很稳定，高于 600 摄氏度时能被氧化成三氧化钼。钼可耐稀硫酸、氢氟酸、磷酸的腐蚀。金属钼在高温时也能保持高强度和高硬度。	钼主要用于钢铁工业，用作生产合金钢的添加剂，并能与钨、镍、钴、锆、钛、钒、钛、铼等组成高级合金，可提高其高温强度、耐磨性和抗腐蚀性。 含钼 18%的镍基超合金具有熔点高、密度低和热胀系数小等特性，用于制造航空和航天的各种高温部件。 金属钼在电子管、晶体管和整流器等电子器件方面得到广泛应用。
铟	铟属于稀散金属，可塑性强、有延展性、蒸汽压低，能够粘附在多种材料上。	铟广泛应用于电子计算机、太阳能电池、电子、光电、国防军事航空航天、核工业和现代信息产业等高科技领域。 铟目前最重要的应用领域是用作 ITO(铟锡氧化物)，主要用于生产液晶显示器。 铜铟镓硒(CIGS)薄膜太阳能电池和 LED 是铟消费的未来增长点。
钽	钽是黑灰色金属，具有比重大、熔点高、沸点高、强度高、抗变形、抗腐蚀、导热、超导、单极导电及吸收气体等优良特性。	钽主要用于电子工业中的电解电容器，钽在酸性电解液中形成稳定的氧极氧化膜，用钽制成的电解电容器，具有容量大、体积小和可靠性好等优点。 钽铌新材料可应用于电子、精密陶瓷和精密玻璃工业、电声光器件、硬质合金、宇航及电子能工业、生物医药工程、超导工业、特种钢等产业 此外，钽还大量用于国防、航空航天、电子计算机、电器产品和电子仪表的电子线路中。
锆	锆是银灰色有光泽金属，化学性质不活泼，金属锆在空气中比较稳定，加热时表面形成氧化物。锆有强烈的吸氢性能，可用作储氢材料。	锆及其制品广泛应用于电子、陶瓷、玻璃、石化、建材、医药、纺织、航空、核能、机械以及日用品等行业。金属锆制品主要分为两大类，一种为核级锆，主要用作核动力航空母舰、核潜艇和民用发电反应堆的结构材料、铀燃料元件的包壳等，是重要的战略金属。另一种是工业极锆，主要用于制作化工耐酸碱的设备、电子行业。
锂	锂是自然界最轻的金属元素，银白色，是最轻的、最活泼的碱金属。	锂产品用途广泛，传统应用领域为玻璃和冶金产品的添加剂。 深加工锂产品的主要下游领域是新药品、新能源和新材料。在新药品领域，主要用作生产他汀类降脂药和新型抗病毒药等新药品的关键中间体；在新能源领域，主要用于生产一次高能电池、二次锂电池和动力锂电池；在新材料领域，主要用于生产新型合成橡胶、新型工程材料、陶瓷和稀土冶炼等。
钴	钴是银灰色金属，钴与其他金属的合金具有高温强度高、耐热性好、耐腐蚀性高且与其他金属的浸润性好等特点。	钴主要用于制造合金，钴基合金是钴和铬、钨、铁、镍中的一种或几种制成的合金的总称。钴被广泛应用于硬质合金、粉末冶金、催化剂、陶瓷、粘合剂、皂化剂、干燥剂等领域。
镁	镁是实用金属中最轻的金属，密度是 1.74，只有铝的 2/3、钛的 2/5、钢的 1/4；镁合金比铝合金轻 36%、比锌合金轻 73%、比钢轻 77%。镁具有比强度、比刚度高，导热导电性能好，并具有很好的电磁屏蔽、阻尼性、减振性、切削加工性以及加工成本低和易于回收等优点。	镁合金主要用于民用和军事航空航天两大类。民用领域主要有交通运输工具，包括汽车、摩托车、自行车和轨道交通车辆等；3C 类产品，包括笔记本电脑、手机、数码摄像机、数码相机和便携式音乐播放器等；其他民用产品，包括手动工具、运动器械、建筑装潢材料等。在军事-航空航天领域，镁合金主要用于军事装备，可以提高结构件强度、减轻装备重量、提高武器命中率，同时镁合金能够满足航空航天等高科技领域对材料吸噪、减震、防辐射的要求，明显改善飞行器的气体动力学性能和减轻结构重量。

数据来源：安泰科、华融证券

3) 我国具有战略资源优势且未来价格上升空间较大的小金属品种

受国家政策保护和下游行业需求支撑，我们认为明年小金属价格可确定性较大，既可作为资源类品种来抵御通货膨胀，价格走势又相对独立，受宏观经济形势影响较小。但小金属种类繁多，我们主要依循以下的标准来甄选明年最具有投资价值的小金属品种：

- ✧ 我国具有资源优势的小金属品种；
- ✧ 行业保护政策即将密集出台的品种，如稀有金属“十二五”规划涉及的五种稀有金属品种钨、钼、锡、锑和稀土；
- ✧ 国家即将进行收储的十种金属稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锗、镓、钽和铪；
- ✧ 属于《对欧盟生死攸关的原料》报告中的 14 种重要矿产原料：锑、铍、钴、萤石、镓、锗、石墨、铟、镁、铌、铂族金属、稀土、钽和钨。
- ✧ 未来价格仍有较大的上涨空间。

综合上述标准，我们认为明年价格最具有上涨潜力的小金属品种为**钨、锑、钼和锗**。这四种小金属品种在我国具有绝对资源储量优势，且中国的产量占据世界产量首位或前列，随着行业保护政策的层层深入，我国对该类小金属定价权将不断加强，明年价格上涨潜力很大。因此，相关小金属品种的上市公司的业绩爆发值得期待，建议重点关注具有这四类优势资源的上市企业。

图表 34：重点关注的小金属品种及其相关上市公司

小金属品种	中国储量（吨）	占全球储量比重（%）	中国产量（吨）	占全球产量比重（%）	相关上市公司基本情况介绍
钨	1,800,000	64.3	47,000	81.0	**厦门钨业（600459）**是世界上规模最大的钨中间产品冶炼企业。主营业务主要分为钨钼等有色金属制品、能源新材料和房地产开发及物业管理三大块。在钨钼制品生产方面，目前拥有 1.7 万吨仲钨酸铵（APT）、7500 吨钨粉、5000 吨碳化钨粉和 2000 吨硬质合金等钨钼产品的年生产能力。公司年产钨精矿 6000 吨左右，钨精矿自给率在 25%左右。
					章源钨业（002378）是国内钨行业产业链完整的少数厂商之一，是钨粉及碳化钨粉前二位，硬质合金居前四位供应商。公司的钨保有储量 9.6 万吨，占全国总量的 5.33%。
锑	790,000	37.6	170,000	90.9	**辰州矿业（002155）**主要从事金锑钨伴生矿、金锑伴生矿的勘探、采选、冶炼和深加工。公司是国内第二大锑品生产商，仅次于锡矿山闪星锑业股份有限公司。锑储量为 20 万吨左右，位居全国第二。
钼	3,300,000	38.4	59,800,000	28.2	**金钼股份(601958)** 是亚洲最大的钼业公司,主要从事钼系列产品生产、加工、贸易等业务，拥有钼采矿、选矿、焙烧、钼化工和钼金属加工上下游一体化的完整产业链条。公司钼资源优势明显，拥有的金堆城钼矿是世界六大原生钼矿床之一，钼金属量为 78.6 万吨。同时，公司拥有汝阳公司 65%股份，

					汝阳公司拥有的草沟矿的钼金属储量为 68.98 万吨。因此公司拥有钼金属权益储量为 123.4 万吨。
锗	3,500	40.7	100	50.0	**云南锗业（002428）**是目前国内锗产业链最完整、锗金属保有储量最大、锗产品产销量最大的锗系列产品生产商和供应商。公司的资源优势明显，公司拥有的大寨锗矿和梅子箐煤矿储量丰富，锗金属保有储量为 689.55 吨，相当于保有储量 3500 吨的 19.7%。同时公司是中国唯一拥有锗矿开采、火法富集、湿法提纯、区熔精炼、精深加工及研究开发一体化产业链的锗业企业。

数据来源：USGS、公司公告、华融证券

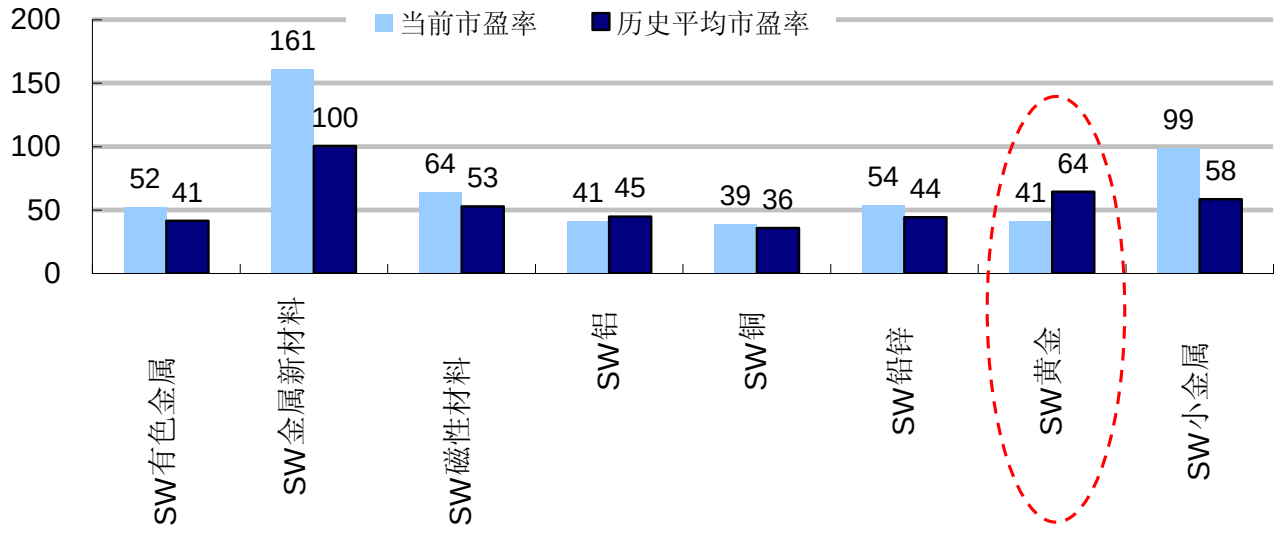
2. 贵金属 -- 对抗通胀的最佳保值品

贵金属主要是指金、银和铂族金属（钌、铑、钯、锇、铱、铂）等八种金属元素。贵金属中我们最看好黄金，主要基于以下两方面原因，一方面是黄金的金融属性在流动性泛滥和美元疲弱和的大背景下表现显著，黄金价格与美元的走势呈反向变化。另一方面在通货膨胀和复杂的国际政治经济形势下，黄金作为硬通货的投资需求快速增加，将成为支撑黄金价格高位运行的主要因素。所以，我们建议明年投资者重点关注作为抵御通胀的最佳保值品黄金的相关上市公司，重点关注**中金黄金、紫金矿业**。

1) 黄金板块估值仍偏低，安全边际较高

经过下半年，特别是第三季度以来的股价上涨，目前有色金属板块的整体市盈率（按 TTM 整体法剔除负值）为 52 倍，已超越过去十年 41 倍的平均市盈率。细分子行业看，只有黄金和铝子板块目前的市盈率低于历史平均水平。黄金板块当前的市盈率为 41 倍，较 64 倍的历史平均市盈率仍有很大差距。由于黄金行业业绩增长快、可确定性高，黄金板块估值仍处于低位，因此目前黄金板块的安全边际较高。

图表 35：有色金属子板块当前市盈率与历史平均市盈率比较

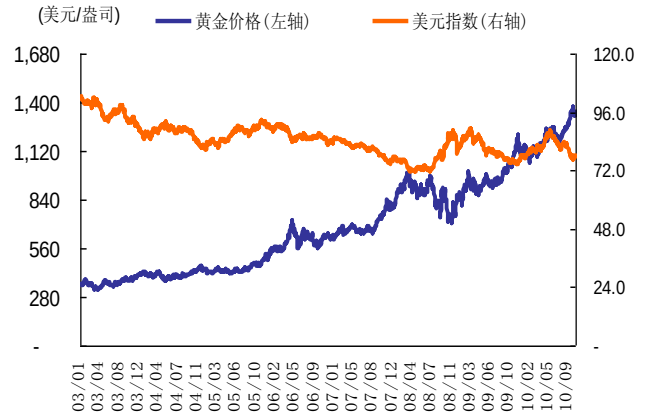


数据来源：Wind、华融证券

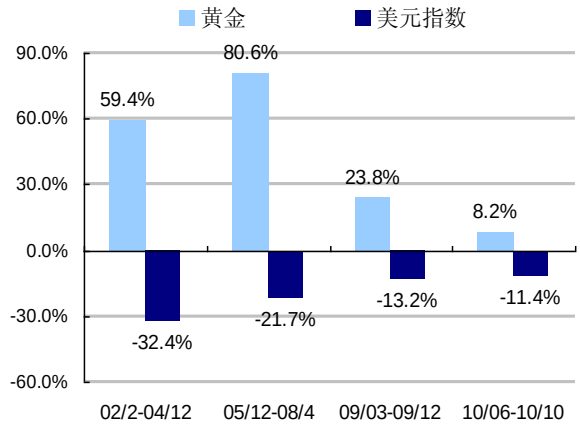
2) 黄金是对冲美元贬值的良好投资标的

由于黄金是以美元标价的，历史统计数据表明在大多数情况下，黄金价格和美元走势呈反方向变化，仅在少数情况下，由于地缘政治经济形势恶化或金融危机引发市场恐慌性避险需求，黄金价格才与美元走势出现同向变动。我们宏观策略组认为明年“弱势美元”仍将延续，所以，我们认为作为对冲美元贬值的良好投资标的—黄金，价格仍有望继续良好表现，乐观向上趋势不变。我们统计了 2000 年以来四次较大幅度的美元贬值，分别是 02 年 2 月至 04 年 12 月、05 年 12 月至 08 年 4 月、09 年 3 月至 09 年 12 月、10 年 6 月至 10 年 10 月。在这四个阶段中，美元指数分别贬值 32.4%、21.7%、13.2%和 11.4%，而同期黄金价格则分别上涨 59.4%、80.6%、23.8%和 8.2%。

图表 36：黄金和美元指数走势变动



图表 37：2000 年以来美元贬值下黄金价格涨幅



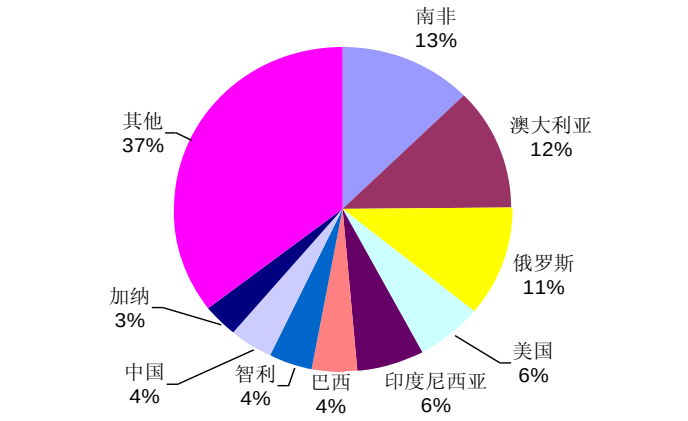
数据来源：Wind、华融证券

3) 投资需求仍将主导未来黄金的需求

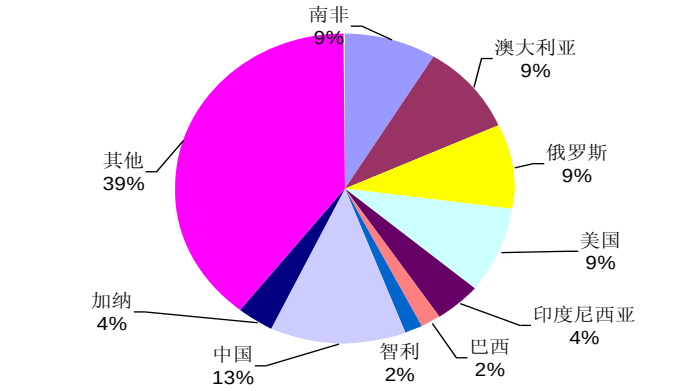
A. 黄金矿产资源日趋紧缺

根据美国地质局(USGS)2010 年数据，全球黄金储量为 4.7 万吨，按 2009 年矿产金产量 2350 吨左右计算，全球黄金矿产资源仅够开采 20 年。南非黄金储量位居全球首位，为 6000 吨。排名往下依次是澳大利亚、俄罗斯、美国和印度尼西亚，黄金储量分别为 5800 吨、5000 吨、3000 吨和 3000 吨。中国虽然目前是全球最大的黄金生产国，黄金储量仅有 1900 吨，占全球总储量的 4%。根据 USGS 统计，2009 年全球矿产金产量为 2350 吨，其中中国的矿产金产量为 300 吨，占全球总产量的 2.8%，位居全球第一位。而储量排名分别占全球前两位的国家南非和澳大利亚的矿产金产量分别为 210 吨和 220 吨。**按照中国目前的开采速度，中国的黄金矿产资源仅够开采 6.3 年。**

图表 38：全球黄金储量分布



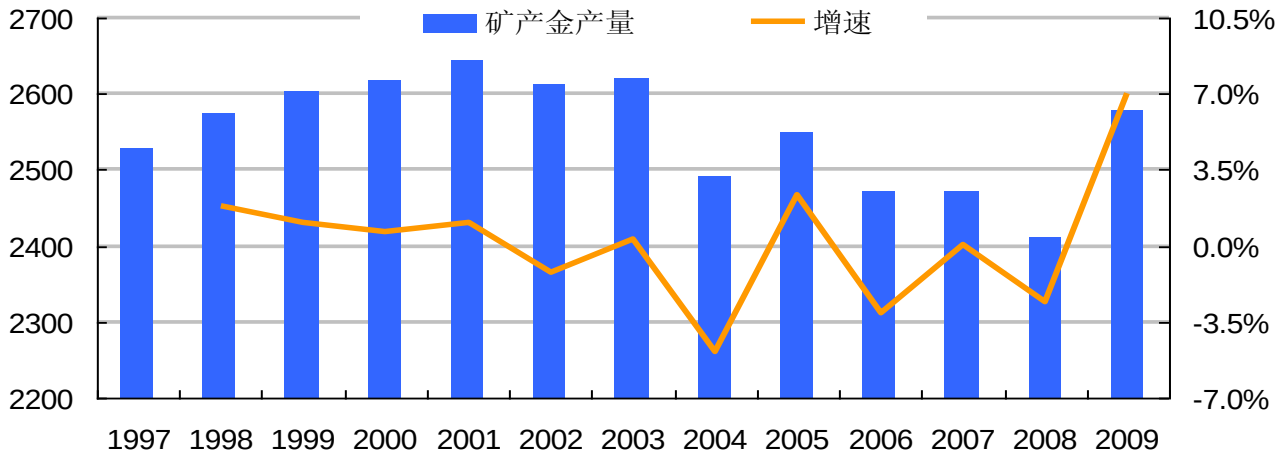
图表 39：2009 年全球矿产金产量分布



数据来源：USGS、华融证券

黄金的供应主要由矿产金、官方售金和旧金循环再用三部分构成。根据世界黄金协会（WGC）2009 年统计数据表明，矿产金、官方售金和旧金循环再用分别占黄金供应的 57.8%、0.1%和 41.5%。如下图所示，矿产金产量自 2001 年开始逐渐下滑至 2009 年。2009 年由于此前金价大涨，部分矿山重启开采，导致矿山增产和矿产金产量增加，特别是来自中国、美国和澳大利亚矿产金产量的增加部分抵消了来自南非和秘鲁的矿产金产量下滑。我们认为 2010 年矿产金产量仍有小幅增长，截至到 2010 年第三季度，矿产金产量为 1954 吨，比去年同期增加 2.4%。但长远来看，黄金矿产资源紧缺，特别是作为矿产金产量最大的中国的黄金矿产资源仅够开采 6.3 年。由此可见，未来中国的矿产金产量将可能减少，全球矿产金产量将呈现下滑趋势。

图表 40：全球矿产金产量和增速



数据来源：WGC、华融证券

B. 投资需求继续支撑全球黄金需求保持强劲

世界黄金协会公布 2010 年第三季度全球黄金供给和需求统计数据。数据显示，第三季度全球黄金需求同比增加 11.4%至 940 吨。黄金需求由珠宝需求、工业需求、零售投资需求和 ETF 需求这四类需求构成，三季度这四

类需求占总需求的比例分别为 58.3%、11.7%、25.9%和 4.1%。

三季度珠宝需求同比增加 7.0%至 548 吨，主要原因是黄金首饰的主要购买大国—中国和印度的经济增长强劲。2009 年中国和印度对黄金珠宝的需求占全球总需求的 45%，中国和印度经济快速增长，居民收入增加必将导致黄金珠宝需求的大幅上升。

三季度工业需求同比增加 13.4%至 110 吨，全球半导体电子行业复苏导致黄金的工业需求恢复至长期水平上。

三季度净零售投资为 243 吨，同比大涨 25.3%。零售投资需求的大幅增加主要是由于市场对量化宽松货币政策预期导致的美元贬值、通货膨胀预期和对未来金价持续走高预期等多种因素推动而形成。2008 年和 2009 年三季度，零售投资需求占总需求比重分别为 22.1%和 23.0%，由此可见，黄金的零售投资需求在总需求中的比重日趋增大。特别是今年第三季度，黄金总需求的增加主要是由零售投资需求拉动。

三季度 ETF 投资需求出现同比和环比的下滑至 39 吨，主要原因是二季度 ETF 大幅加仓后的一定调整。二季度 ETF 投资需求为 291 吨。全球最大的黄金 ETF—SPDR 二季度增持黄金 191 吨，而三季度则减持黄金 16 吨。

展望未来，我们认为在美元贬值和通货膨胀的大背景下，投资需求仍将继续拉动黄金需求的增长，成为支撑黄金需求保持强劲的主导因素。

图表 41：2010 年第三季度黄金的供给和需求情况

	2010 年第三季度	2009 年第三季度	2010 年第二季度	同比变动（%）	环比变动（%）
供应					
矿产金	632	584	649	8.2	-2.6
官方售金	-22	-11	-26	-	-
旧金循环再用	418	297	452	40.7	-7.5
总供给	1028	870	1075	18.2	-4.4
需求					
珠宝需求	548	512	443	7.0	23.7
工业需求	110	97	106	13.4	3.8
净零售投资	243	194	236	25.3	3.0
ETF 投资需求	39	41	291	-4.9	-86.6
总需求	940	844	1,076	11.4	-12.6

数据来源：WGC、华融证券

4) 黄金相关上市公司基本情况比较

我们看好明年金价的表现，同时无论从纵向还是横向比较，黄金板块目前的估值水平偏低。纵向来看，黄金板块目前市盈率为 56 倍，而历史平均市盈率为 64 倍；横向来看，有色金属板块整体市盈率为 77 倍。所以，我们建议重点关注作为资源类的黄金板块中的上市公司。下面我们主要比较黄金上市公司的一些基本情况，并围绕黄金资源为核心来甄选出最有投资价值的黄金类上市公司。通过上述标准，我们主要看好的黄金上市企业是**中金黄金、紫金矿业**。由下表可见，在 A 股上市的五家黄金生产企业紫金矿业、中金黄金、山东黄金、辰州矿业和恒邦股份的黄金储量分别为 715 吨、431 吨、225 吨、37 吨和 36 吨。我们运用企业价值与黄金储备的比值来计算上述五家黄金生产企业以市值来计算的黄金资源量价值。以企业价值／储备计算，紫金矿业、中金黄金、山东黄金、辰州矿业和恒邦股份的黄金储量为每吨 778 美元／盎司、593 美元／盎司、1560 美元／盎司、2194 美元

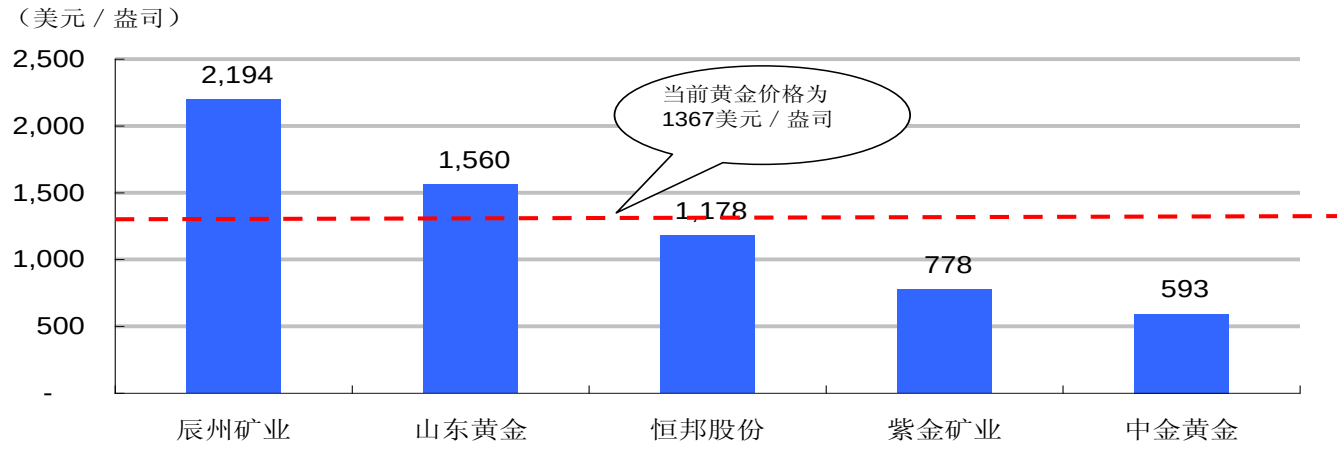
／盎司和 1178 美元／盎司。因此，以企业价值／储备计算，中金黄金的黄金储量价格最低，低于当前金价的 56.6%。但是由于有些黄金生产企业除黄金外还有其他金属矿产的储量，如辰州矿业，其企业价值并不仅仅反映其黄金储量的价值，所以该指标并不完全反映企业的实际价值。

图表 42：黄金上市公司基本情况比较

公司名称	股票代码	流通市值（亿元）（10/12/2010）	主要资源储量	2009 年主要产品产量	2009 年主要产品毛利率
紫金矿业	601899.SH	529	黄金：714.7 吨；银 1855.2 吨；铜 1062.9 万吨；钼 39.3 万吨；铅+锌 523 万吨；钨（W2O3）17 万吨；铁矿石 1.9 亿吨；煤 4.6 亿吨；锡 9.9 万吨；镍 60.7 万吨；硫铁：6,673 万吨。	黄金：75.4 吨，其中矿产金 30.7 吨，冶炼金 44.7 吨。 铜：8.4 万吨，其中矿产阴极铜 1.3 万吨、铜精矿含铜 7.1 万吨 锌：13.6 万吨 铅：0.5 万吨	矿产金：72.0% 加工金：0.47% 铜精矿：70.1% 锌锭：19.3% 阴极铜：58.7% 铁精矿：66.0%
山东黄金	600547.SH	378	黄金权益储量 225 吨	矿产金：17.7 吨 冶炼金：38.8 吨	矿产金：27.0% 冶炼金：0.12％
中金黄金	600489.SH	271	黄金：431 吨；铜：30.7 万吨；铁矿石：1039 万吨	矿产金：17 吨 冶炼金：82 吨 电解铜：8864 吨 硫酸：19 万吨 白银：43.3 吨	黄金：7.7% 铜产品：25.3%
辰州矿业	002155.SZ	194	金：36.8 吨；锑：17.4 万吨；钨：4.6 万吨	黄金：4.4 吨，其中自产金 2.5 吨 锑制品：1.9 万吨 仲钨酸铵：1705 吨	黄金：33.1% 精锑：29.7% 氧化锑：28.5% 仲钨酸铵：36.0%
恒邦股份	002237.SZ	36	黄金：35.97 吨	黄金：13.19 吨，其中来料加工为 5.94 吨 白银：42.03 吨 电解铜：1851 吨 硫酸：29.69 万吨	黄金：15.5% 硫酸：-110.4% 电解铜：40.7% 白银：27.3%

数据来源：公司公告、华融证券

图表 43：黄金上市企业的企业价值/黄金储备比率的比较



数据来源：Wind、公司公告、华融证券

3. 基本金属

1) 基本金属供需状况分析

A. 基本金属矿产资源储量分布和产量概况

据美国地质局统计，LME 六种基本金属铜、铝土矿、铅、锌、锡和镍的全球储量分别为 5.4 亿吨、270 亿吨、7900 万吨、2.0 亿吨、560 万吨、7100 万吨。中国储量分别为 3000 万吨、7.5 亿吨、1200 万吨、3300 万吨、170 万吨、110 万吨。由于铅锌一般为多金属矿，全球已确认的铅锌金属量比上述储量要大得多，铅锌金属量分别为 15 亿吨和 19 亿吨。

- ✧ 按 2009 年全球矿山铜产量 1580 万吨计算，全球铜储量可供开采 34.2 年；按 2009 年中国矿山铜产量 96 万吨计算，中国铜储量可供开采 31.3 年。
- ✧ 按 2009 年全球铝土矿产量 2.0 亿吨计算，全球铝土矿储量可供开采 135 年；按 2009 年中国铝土矿产量 3700 万吨计算，中国铝土矿储量可供开采 20.3 年。
- ✧ 按 2009 年全球矿山铅产量 390 万吨计算，全球铅储量可供开采 20.3 年；按 2009 年中国矿山铅产量 169 万吨计算，中国铅储量可供开采 7.1 年。(若按全球铅金属量 15 亿吨计算，可供开采 385 年)
- ✧ 按 2009 年全球矿山锌产量 1100 万吨计算，全球锌储量可供开采 18.0 年；按 2009 年中国矿山锌 280 万吨产量计算，中国锌储量可供开采 11.8 年。(若按全球锌金属量 19 亿吨计算，可供开采 173 年)
- ✧ 按 2009 年全球矿山锡产量 30.7 万吨计算，全球锡储量可供开采 18.3 年；按 2009 年中国矿山锡产量 11.5 万吨计算，中国锡储量可供开采 14.8 年。
- ✧ 按 2009 年全球矿山镍产量 143 万吨计算，全球镍储量可供开采 49.7 年；按 2009 年中国矿山镍产量 8.4 万吨计算，中国镍储量可供开采 13.0 年。

图表 44：全球和中国的基本金属产量情况

基本金属	2009 年中国矿山产量	中国产量占全球产量的比重（%）	排位
铜	96 万吨	6.1	产量居全球第四位
铝土矿	3700 万吨	18.4	产量居全球第二位
铅	169 万吨	43.3	产量居全球第一位
锌	280 万吨	25.2	产量居全球第一位
锡	11.5 万吨	37.5	产量居全球第一位
镍	8.4 万吨	5.9	产量居全球第七位

数据来源：USGS、华融证券

由此可见，全球六种基本金属中锡矿和铜矿的资源最紧缺，已探明的锡矿和铜矿的储量仅可供开采 18.3 年和 34.2 年。而铅、锌和铝土矿资源较为丰富，可供开采年限超过 100 年。中国的镍矿资源相对短缺，而全球的

镍矿资源则较丰富。**总而言之，中国是基本金属的消费大国，基本金属的产量也居世界前列，但是中国的基本金属资源从储量来看仍非常匮乏**。

B. 重点看好明年供需基本面好、价格上涨潜力大的优势基本金属 -- 铜和锡

世界金属统计局(WBMS)数据显示，今年以来，六种基本金属中的铜、锡和镍供应短缺，而铝、铅和锌供应过剩。今年 1-9 月，全球铜市供应短缺 11.2 万吨，去年同期过剩 3.6 万吨。全球精炼铜消费量为 1451 万吨，铜的短缺量占总消费量的比例为 0.8%。铜市短缺主要由智利铜供应下滑和中国铜消费量增长所致。全球锡市供应短缺 1.58 万吨，去年同期则为供应过剩 1.17 万吨。全球锡需求量为 27.9 万吨，同比增长 20%。锡的短缺量占总需求比例为 5.7%。全球镍市供应短缺 4.1 万吨，短缺量约为去年同期的一半。全球镍消费量为 105.2 万吨，镍的短缺量占总消费量的比例为 3.9%。全球铝市供应过剩 28.5 万吨，去年同期过剩 132.7 万吨。全球铝需求为 3009 万吨，铝的过剩量占总需求量的比例为 0.9%。全球铅市供应过剩 2.36 万吨，去年同期为供应短缺 1.8 万吨。全球精炼铅需求为 678.2 万吨，过剩量占总需求比例为 0.3%。全球锌市供应过剩 29.2 万吨，去年同期为过剩 4.1 万吨。全球锌需求为 929 万吨，过剩量占总需求比例为 3.1%。综上所述，今年以来，锡和镍的短缺量较为显著，分别占其总需求的 5.7%和 3.9%。受供不应求影响，锡和镍年初至今的涨幅分别高达 41.8%和 20.2%。反之，由于金属锌的供应过剩量最显著，受供过于求影响，锌价年初至今跌幅达到 23.3%。我们认为 2010 年基本维持这种铜、锡、镍供应短缺和铝、铅、锌供应过剩的供求格局不变。

展望明年，我们重点看好**铜**和**锡**这两种金属，主要原因是我们认为明年铜和锡的供需基本面仍然向好，价格上涨潜力大。而铅、锌、镍和铝明年将可能出现供应过剩，价格上涨空间有限。

金属研究及咨询机构 GFMS 预计，明年上半年，全球铜市将保持供应温和过剩，而下半年由于供应增长无法超越消费量扩大，供应短缺情况将再度重现。国内咨询机构安泰科也预计，明年中国精炼铜缺口可能超越今年达到 244 万吨。明年中国全年的铜消费量保持强劲增长，主要增长来源于电力行业。由于矿山供应增长一直存在结构性限制，中国对铜的需求仍然保持强劲，GFMS 预计未来三年铜市将维持供不应求的格局。

英国国际锡研究所(ITRI)预计今年锡市全年供应短缺约为 1.5 万吨－2 万吨，主要原因是来自电子行业的需求反弹强劲，而供应增速相对缓慢，特别是今年由于暴雨和小矿山的关闭，锡矿第二大生产国印度尼西亚的出口量骤减。他们预计明年锡市仍供不应求，缺口量与今年相差不大。

国际镍业研究组织(INSG)预期 2011 年全球镍市场供应过剩约 8 万吨。明年全球镍产量将可能由 2010 年的 143 万吨上升至 161 万吨，镍消费量将可能由 2010 年的 143 万吨上升至 153 万吨。

国际铅锌研究组织(ILZSG)预计今年全球铅需求将增加 4.5%至 902 万吨，而明年铅需求量将增加 5.8%至 955 万吨。今年全球精炼铅产量将增加 4.5%至 911 万吨，而明年全球精炼铅产量将增长 5.8%至 964 万吨。所以，ILZSG 预计 2011 年全球铅市供应过剩约 9 万吨。

国际铅锌研究组织(ILZSG)预计今明两年全球精炼锌市场仍处于供应过剩的状态，2010 年过剩 23.3 万吨，2011 年过剩 16.1 万吨。该机构表示，预计今年精炼锌产量增加 10.9%至 1253 万吨，主要受印度扩张产能、中国产量增长以及去年关闭的产能重新恢复生产等拉动。明年锌产量预计增加 5.6%至 1323 万吨。今年全球锌需求预计增加 13.1%至 1230 万吨，主要受欧洲需求复苏强劲和中国需求增长拉动。明年全球需求预计进一步上升 6.3%至 1307 万吨。

2) 铜和锡的相关上市公司情况比较

基本金属资源中，我们重点看好铜和锡这两种金属。明年这两种金属的供需基本面良好，价格上涨潜力较大，属于基本金属矿产资源中的优势资源品种。下面我们主要比较铜和锡的相关上市公司的基本情况。

图表 45：铜和锡上市公司基本情况比较

公司名称	股票代码	流通市值（亿元）（10/12/2010）	主要资源储量	2009 年主要产品产量	2009 年主要产品毛利率
江西铜业	600362.SH	781	查明资源储量：铜金属 1131 万吨、黄金 362 吨、银 9689 吨、钼 27.5 万吨、伴生硫及共生硫 10899 万吨、公司联合其他公司控制的资源按所占权益计算金属资源储量为：铜 407 万吨、黄金 42.16 吨	目前阴极铜产能已达到 90 万吨/年。2009 年阴极铜产量为 80.2 万吨、黄金为 20 吨、白银为 430 吨。 铜材加工能力为 45 万吨、09 年铜材产量为 48.4 万吨 09 年硫酸 225 万吨、硫精矿 163 万吨 钼精矿 4166 吨、硒产品 329 吨、铼酸铵 2786 千克、精碲 50 吨、精铋 800 吨	主营业务毛利率 10.7% 阴极铜：7.7% 铜杆线：9.8% 铜加工产品：4.0% 贵金属：24.9% 化工产品：20.2% 稀散金属：56.6%
云南铜业	000878.SZ	301	铜金属量：190.8 万吨。控股股东云铜集团目前拥有已探明储量 700 多万吨，未探明储量 500 多万吨。中铝公司目前控制的秘鲁铜业拥有铜资源量为 1200 万吨，年开采能力为 25 万吨。黄金储量为 7.75 吨	电解铜 28.67 万吨、硫酸 72.46 万吨、黄金 8.104 吨、白银 310 吨	主营业务毛利率为 13.4% 电解铜：10.6% 铜杆：10.7% 硫酸：22% 贵金属：15.7% 铁精矿：37.9% 其他：31.2%
铜陵有色	000630.SZ	368	铜资源储量为 200 万吨	阴极铜产能 85.20 万吨，产量 71.86 万吨、铜材产能 16.33 万吨，产量 3.60 万吨、黄金产能 12 吨，产量 7.68 吨、白银产能 351 吨，产量 218.66 吨、铁精矿产能 62 万吨，产量 60.92 万吨	主营业务毛利率 6.2% 铜产品 4.6% 黄金等副产品 21.7% 化工及其他产品 -12.6%
锡业股份	000960.SZ	144	世界最大的锡生产企业。公司所在地个旧是中国有名的“锡都”，锡资源储量占世界锡储量的十分之一、中国锡储量的三分之一。目前保有有色金属储量 180 万吨，其中锡 56.9 万吨、铜 57.5 万吨、铅 38.6 万吨。	锡化工产品产量 10497 吨、锡材产量 14437 吨	主营业务毛利率：12.4% 锡锭：11.5% 锡材：5.6% 锡化工：9.0%

数据来源：公司公告、华融证券

八、 化工行业

1. 化工行业中的矿产资源

化工行业中的矿产资源与煤炭和有色金属在资源属性上有相似的地方，在我们看好煤炭和有色金属的同时，也应关注化工类企业所包含的矿产资源。目前，随着国家对于相关矿产资源管控力度的不断加大，化工行业中矿产的资源属性日益增强，特别是我国进口需求较大的矿产，易受国际大宗商品价格的影响，因此，在国际流动性充裕、美元贬值的背景下，化工行业中的矿产资源也同样具有价值提升的空间。

在化工行业中的矿产资源这部分，从投资逻辑上，我们重点关注三类资源，

（1）国内储量不足，难以满足国内消费需求，需要依靠进口的矿产资源，如钾盐资源；

（2）下游应用，特别是新材料、新技术等新兴领域应用方兴未艾的矿产资源，如高岭土、萤石资源；

（3）国内资源相对丰富，但面临行业整合的矿产资源，如磷矿、萤石资源。

化工企业通常处于产业链中游，化工类上市公司更多的是通过掌握上游资源来控制自身成本，提高市场竞争力。因此，在相关化工企业中，我们重点关注上下游产业链完整、未来有矿产资源注入以及受益于相应资源整合的上市公司，重点推荐盐湖钾肥（000792）、云天化（600096）、兴发集团（600141）、天原集团（002386）、巨化股份（600160）以及海印股份（000861）。

其他化工行业中的矿产资源，如红星发展的锶盐、钡盐，以及部分化工企业中掌握的煤炭资源这里就不做论述了。

2. 钾矿资源

1) 我国钾资源短缺，钾盐已成为重要战略物资

世界钾资源丰富，资源总量达2500亿吨，但绝大部分为地下固体钾盐，不便于大规模开采；少部分为含钾卤水，易于开采，加工简单，是当前世界钾盐工业的主要原料。目前，全球探明的钾矿储量约为84亿吨（折纯K_2O）。从全球范围来看，钾资源十分丰富，但资源分布和生产布局极不平衡。加拿大、俄罗斯白俄罗斯和德国分列全球已探明钾盐资源的前四位，合计占世界总储量的92.3%。

虽然全球钾资源丰富，但我国钾资源则相对短缺。截至2009年底，全国已查明钾盐基础储量3.58亿吨。同时，我国钾资源分布极为集中，主要集中在青海察尔汗盐湖和新疆罗布泊盐湖，资源数据显示，青海省占全国钾资源量的77.8%，疆占全国的17.9%，两省合计占全国总量的95%左右。另外，西藏、云南、四川、山东和甘肃等地也有少量钾盐资源。整体来看，我国钾盐资源严重不足，钾盐已成为我国紧缺的重要战略物资之一，也是目前国内紧缺的7种大宗矿产之一。

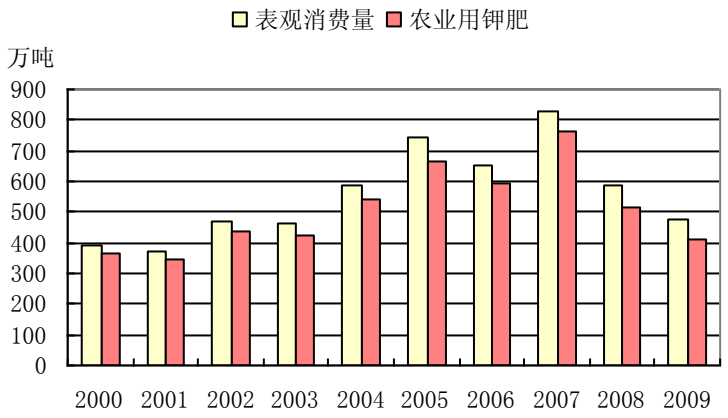
由于世界钾盐资源集中分布在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等国家，而在这些国家中，钾盐资源又被少数公司占有，因此形成了少数公司控制全球钾盐供应的局面，行业垄断特征十分明显。

2) 农业发展提升钾肥需求

长远来看，包括钾肥在内的全球化肥需求仍将持续增长，主要原因在于：人均耕地面积的减少导致土地单产必须提高才能满足未来人类对于粮食的需求；新兴经济国家人均收入的提高将会刺激肉类、鱼类等产品的需求，进而增加谷物和豆类需求，因此化肥的施用将愈发重要；另外，以粮食作物为原料的生物能源的发展，也将传导到对于化肥的需求。加上近几年世界农产品价格长期处于牛市，刺激了全球化肥市场的发展。2009年全球钾盐需求为2480万吨，据IFA估计，2010年球钾盐需求将上升至2990万吨，2014年将上升至3580万吨。

我国已成为全球最大的钾肥消费国。除了上述的全球性化肥需求增加的因素外，由于我国缺钾土壤面积不断扩大，农业部门已开始在全国推广“补钾工程”。根据中国农业大学数据显示，目前我国农田钾肥基础需求为460万～550万吨（折纯K_2O）。我国钾肥消费以水稻、蔬菜和果树为主，年均钾肥需求量分别为110万吨、80万吨和125万吨（折纯K_2O），三者合计约占全国钾肥消费总量的60～70%。由于2008年、2009年国内钾肥使用量出下下滑，预计2011年国内将出现新一轮的钾肥施用高峰。

图表 46：我国钾盐（肥）消费情况统计（折纯 K2O）



数据来源：中国石油和化学工业联合会、中国石油和化工经济分析、华融证券

3) 国家努力提高钾盐自给率，未来钾盐生产企业发展空间较大

目前，国内钾盐生产已引起国家的高度重视，随着青海、新疆地区大型钾肥装置的兴建，近年来我国钾肥生产发展较快，2000年我国钾肥产能仅有50万吨，产量仅有30.3万吨，到2009年我国钾肥产能已达到400万吨，产量已达到了362.8万吨，年均增长率分别为26.0%和31.8%。

根据规划，我国钾盐供应能力（包括国内企业在国外建厂部分）2015年和2020年有望分别达到500万吨/年和680万吨/年。而根据中国石油和化学工业联合会预测，包括土壤钾肥需求量及工业用钾量，2010年我国钾盐总需求量将达到930万吨，总钾盐缺口为600万吨。2015年和2020年我国钾盐总需求量将分别达到1150万吨和1300万吨，而总钾盐缺口也将分别达到650万吨和620万吨。短期内，我国钾盐依赖进口的局面难以改变。

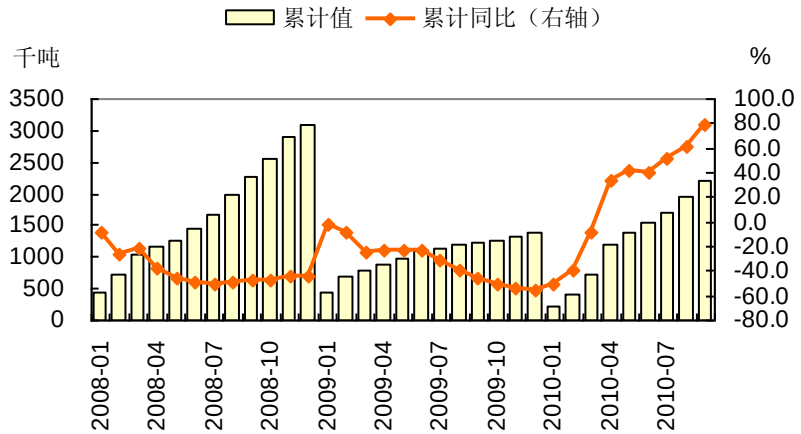
图表 47：未来我国钾盐供需平衡情况预测（单位：万吨，折纯 K2O）

	2007 年	2010 年	2015 年	2020 年
国内供应能力	249.6	330	380	440
国外建厂	-	-	120	240

钾盐消费	831.3	930	1,150	1,300
其中钾肥消费	763.3	850	1,050	1,180
钾盐消费缺口	581.7	600	650	620

数据来源：中国石油和化工经济分析、华融证券

图表 48：我国钾肥进口数量统计（折纯 K2O）



数据来源：Wind 资讯、海关总署、华融证券

目前，我国钾盐自给率仍有较大缺口，未来国内钾盐生产企业仍有较大发展空间。

4) 实施“走出去”战略，力争获得更多钾资源

国家在充分开发国内钾资源的同时，也积极鼓励国内企业实施“走出去”的战略，在国外寻找、收购、开发钾矿资源，发展长期稳定的海外钾盐钾肥生产基地，增加国内钾盐供应量，保证“十二五”乃至今后更长时间我国钾资源供给的可持续性。近几年，国内企业先后在老挝、乌兹别克斯坦、加拿大等国获得钾盐资源，预计到2015年国内企业在国外建厂将提供约120吨/年钾盐生产能力（折纯K_2O），到2015年国内企业在国外建厂将提供约240吨/年钾盐生产能力（折纯K_2O）。

图表 49：我国参与老挝钾资源开发项目

建成时间	项目	产品	产能（万吨/年）
2010 年	云南中寮矿业	氯化钾	5
远期规划	云南中寮矿业	氯化钾	500
远期规划	中国水电集团	氯化钾	100
远期规划	老挝嘉西钾盐	氯化钾	100
远期规划	四川开元集团	氯化钾	100
合计		氯化钾	805

数据来源：中国石油和化工经济分析、华融证券

5) 相关上市公司

拥有钾盐资源的上市公司主要有盐湖钾肥（000792）、盐湖集团（000578）、冠农股份（600251）、中信国安（000839）、云天化（600096，资产注入预期）。

盐湖钾肥（将吸收合并盐湖集团）

盐湖钾肥、盐湖集团是目前国内重要的钾盐生产公司，两家公司分别拥有氯化钾权益产能116万吨和85万吨。

我国已查明钾盐基础储量3.58亿吨，分布极为集中，95%集中在青海柴达木盆地及新疆罗布泊地区。盐湖钾肥、盐湖集团两家公司则分别拥有柴达木察尔汗盐湖盐矿开采权（青海察尔汗盐湖是我国最大的可溶性钾镁盐矿）。

目前，盐湖钾肥拥有的钾盐资源相对较少，可采储量335.68万吨，年生产规模60万吨。盐湖集团拥有钾盐资源丰富，钾盐矿可采储量达到5,413.86万吨，年生产规模70万吨。

图表 50：盐湖钾肥、盐湖集团钾盐资源比较

	盐湖钾肥	盐湖集团
所属盐矿	柴达木察尔汗盐湖钾镁盐矿	柴达木察尔汗盐湖钾镁盐矿别勒滩矿区
有效期	1 年	30 年
开采矿种	钾盐	钾盐
年生产规模	60 万吨	70 万吨
可采储量	335.68 万吨	5,413.86 万吨
采矿权评估价	157,534.6 万元	694,901.5 万元

数据来源：公司公告、华融证券

2010年6月12日，证监会有条件通过盐湖钾肥新增股份换股吸收合并盐湖集团的重大资产重组方案。目前，公司相关合并事宜正在等待中国证监会正式批准文件。盐湖钾肥、盐湖集团合并后，盐湖钾肥作为存续公司，公司的资源属性将得到加强，包括钾、镁、氯、钠、锂等多种盐湖资源综合开发利用产业链也将进一步完善。届时，盐湖钾肥将拥有5749.5万吨钾盐可开采储量，钾盐生产规模将达到130万吨/年，氯化钾权益产能也将达到200万吨/年。预计两湖的吸收合并将在2011年完成。

中信国安

公司控股子公司青海中信国安科技发展有限公司拥有青海西台吉乃尔盐湖独家开采权，该盐湖卤水富含锂、钾、硼、镁等资源，其中氯化钾资源储量2656万吨、氯化锂308万吨，据估算，潜在经济价值达1700亿元。

公司目前盐湖开发利用主要体现在30万吨硫酸钾镁肥产能、10万吨氯化钾产能、2万吨碳酸锂产能，公司远期规划将达到钾肥产能100万吨/年、碳酸锂产能3万吨/年以及包括生产氧化镁、氢氧化镁等产品在内其他盐湖开发利用项目。

另外，公司正在争取东台吉乃尔和一里坪盐湖的开采权，如果成功，公司资源储量将进一步提升。

云天化

云天化母公司云天化集团是国内化工企业中稀缺资源最丰富的公司之一，除拥有大量煤炭、磷矿等资源外，母公司下属子公司中寨矿业在老挝拥有超过8亿吨钾盐资源，这些资源未来都有注入上市公司的可能。

中寮矿业是云天化集团子公司。2004年，云南中寮矿业与老挝政府签订《老挝万象盆地钾盐矿开采生产协议》，获得了万象市通芒拉塔地区储量达8亿吨的老挝万象钾盐矿开发权。目前中寮矿业年产5万吨氯化钾装置正在建设当中，根据远景规划，中寮矿业将建成500万吨钾盐的年生产能力。

云天化获得集团资产注入的可能性较大，市场预计最快有望在2011年一季度实施，如果成功，上市公司价值将得到极大提升。

冠农股份

公司主营业务主要包括棉花、糖、果蔬等农业产品，但盈利水平相对不高。受今年糖、棉花等农产品价格大幅上涨的带动，公司主营业务盈利水平有所提高。

公司目前主要收入来自于投资收益，公司作为第二大股东，拥有国投新疆罗布泊钾盐公司（以下简称“国投罗钾”）20.30%的股权，国投罗钾目前具有年产120万吨钾肥的生产能力，根据规划，到2012年左右国投罗钾总体将形成每年300万吨的钾肥生产能力，成为世界级的钾肥生产基地。国投罗钾拥有罗布泊盐湖1661.53平方公里的探矿权和288.79平方公里的采矿权。

今年前三季度，公司实现营业收入4.77亿元，同比增加62.90%；实现归属于上市公司股东的净利润0.22亿元，同比扭亏为盈；基本每股收益0.06元。国投罗钾新建产能的投产以及钾肥价格的上涨将成为公司未来重要的收入来源。

3. 磷矿资源

1) 我国磷矿资源相对丰富，但分布不均

磷矿石是磷酸盐类矿物的总称，属于不可再生资源。磷矿石是一种重要的化工矿物原料，可用以生产磷肥，也可用来制造黄磷、磷酸、磷化物及其他磷酸盐类，其产品广泛应用于医药、食品、染料、陶瓷、国防等领域。目前，全球大部分开采的磷矿石用于生产磷肥。在我国，磷矿石有70%左右用于磷肥的生产。

尽管全球已探明的磷矿石储量超过1630亿吨，但相当部分的磷矿石不具备实用价值，因此磷矿资源仍是稀缺资源。全球已探明的磷矿石资源主要分布在摩洛哥（42%）、中国（26%）以及美国（7%），三国所拥有的磷矿经济储量总和约占全球的3/4。

截至2009年底，我国磷矿石基础储量31.70亿吨，我国磷矿资源虽然较为丰富，但我国磷矿资源分布不平衡，相对集中在西南的云南、贵州、四川及中南的湖北和湖南，这5省合计占全国磷矿储量的78%左右。我国大部分地区所需磷矿石均依赖云南、贵州、湖北三省供应，这造成了我国目前“南磷北运，西磷东调”的局面。

2) 磷矿石需求增加，磷肥产能过剩

前面已经提到过全球化肥需求增加的趋势，全球磷肥用量同样也在不断提高。由于我国磷矿石有 70%左右用于磷肥的生产（生产一吨 54%磷酸二铵需要约 1.7-1.9 吨磷矿石和 0.45 吨硫磺），因此磷肥的需求直接影响了磷矿石市场需求及价格的变化。

2009年，国内磷肥产能已接近2000万吨(折纯P_2O_5)，当年我国磷肥产量约为1400万吨(折纯P_2O_5)，国内消

费量约1200万吨(折纯P_2O_5)。预计到2010年底，我国磷肥产能将超过2150万吨，产量将达到1450万吨。

图表 51：未来我国磷肥生产能力及产量规划目标（折纯 P2O5，单位：万吨）

年份	产能			产量	国内需求量
	新增	淘汰	总产能		
2010 年	150	-	2150	1450	1200
2015 年	150	100	2200	1600	1300

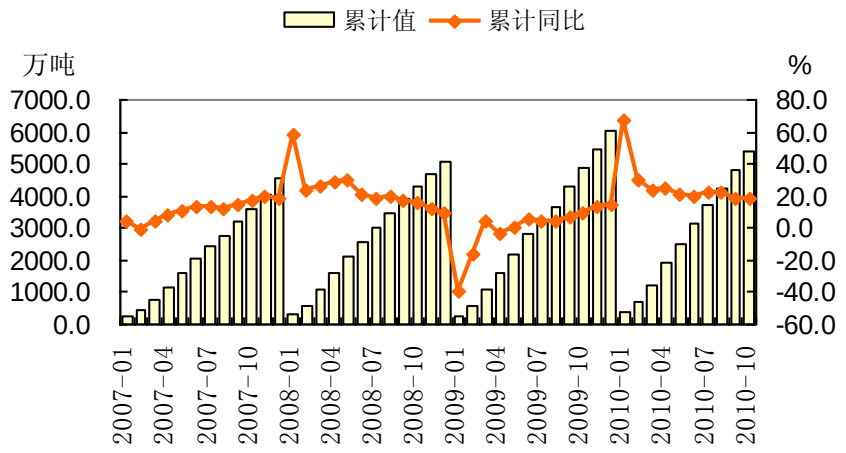
数据来源：中国石油和化工经济分析、华融证券

在全球磷肥需求增加的同时，全球磷肥产能也逐步向发展中国家转移，未来我国磷肥出口量也将呈现逐年上升的趋势。2009年，我国出口磷肥140.6万吨（折纯P_2O_5）；今年前三季度，我国出口磷肥已达182.7万吨（折纯P_2O_5），同比大幅增长。

3) 国内磷矿资源整合，磷矿石涨价将是长期趋势

我国磷矿石资源面临整合的要求。从产量上看，我国磷矿石产量近年来逐年增加。2008年，我国磷矿石总产量5,074.06万吨；2009年，我国磷矿石总产量6,020.89万吨；今年截至10月份，我国磷矿石总产量已达到5,400.85万吨。目前我国磷矿石产量约占全球每年产量的1/3，居全球首位。由于近年来国内磷矿石消耗量过大，磷矿石资源的稀缺性也逐渐受到国家重视。国土资源部已将磷矿列为2010年后不能满足我国国民经济发展要求矿种之一。

图表 52：近年我国磷矿石产量统计



数据来源：Wind 资讯、华融证券

2008年5月18日，财政部下发通知，自2008年5月20日起至12月31日起对磷矿石在原有10-20%的关税基础上加征100%关税。2009年，在国际磷矿石价格快速回落的背景下， 6月22日财政部公告，自7月1日起，我国对部分产品的出口关税进行调整，取消部分化肥及化肥原料的特别出口关税，对磷矿石继续征收35%的出口暂定关税。35%的出口暂定关税虽然较之前有所降低，但仍表明国家并不鼓励出口国内磷矿石资源。预计未来国内磷矿石出口限制政策将进一步加强。

同时由于国内磷矿石资源分布集中，且相当部分磷矿品位较低，因此为提高磷矿石开采效率，保护不可再生

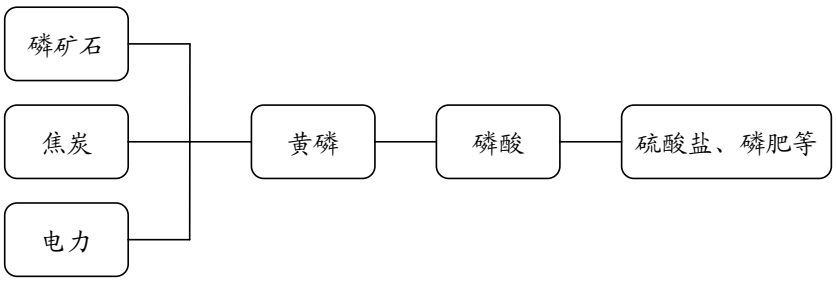
的磷矿资源，磷矿资源向有一定规模和技术实力的大型综合企业配置将是未来发展的大趋势。目前，矿产资源监督管理部门及磷矿资源较为集中的省市已开始纷纷出台政策整合磷矿资源，将磷矿开采向具有资金、技术实力的大型企业集中。

随着国内磷矿石资源整合力度的加大，磷矿石未来也将保持价格长期上涨的趋势。短期来看，国家节能减排、限电政策将导致磷矿石生产开工率下降，生产成本上升，进而推动磷矿石价格上涨；中长期来看，化肥行业需求增加、磷矿石出口限制政策的加强、磷矿资源的整合预期都将提升国内磷矿石的资源价值，国内磷矿石价格的资源属性会日益明显。

4) 拥有磷矿资源的一体化磷化工企业将受益

目前国内磷矿石的加工通常是先用磷矿石生产黄磷，再制备磷酸，继而生产包括磷肥在内的磷酸盐产品。黄磷的生产主要是通过磷矿石和焦炭等原料在高温下冶炼而成，主要能源消耗为电力，每吨黄磷平均耗电14000千瓦时左右，电力成本占到黄磷成本的50%以上。

图表 53：国内磷化工主要产业链



数据来源：公司公告、华融证券

“矿电磷”一体化产业链是指企业拥有上游磷矿石资源，拥有电力供应，并具有下游高附加值和技术含量磷化工产品的生产能力，形成“矿山（磷矿、煤矿）－电力－黄磷－精细磷化工系列产品”一体化产业链。“矿电磷一体化”产业链的优势主要表现在，通过自产磷矿石和电力，企业将能够锁定黄磷及其他磷化工产品的生产成本，将企业生产的磷矿石和电力的附加值留在企业，提升企业在行业内的竞争实力。

由于矿石、产品和能源运输距离的限制，“矿电磷”一体化产业链的形成将主要集中在磷矿石和电力资源产能比较丰富的湖北省和云贵川地区。这些地区内的优势磷化工企业已经形成了较为完整的磷化工产业链，“矿电磷”一体化产业链将给这些企业带来明显的竞争优势。随着这些企业进一步整合地区内磷矿石资源和电力资源，区域内磷化工的进入门槛将逐步提高，其他企业形成“矿电磷”一体化产业链的难度将越来越高，行业内淘汰小规模、落后产能的趋势将越发明显。

5) 相关上市公司

目前国内拥有磷矿石资源的上市公司主要有兴发集团（600141）、六国化工（600470）、湖北宜化（000422）、天原集团（002386），澄星股份（600078），其中，兴发集团和澄星股份具有一定电力的自给能力，另外，云天化（600096）有磷矿注入预期。

兴发集团

兴发集团目前主要业务为精细磷化工及其他化工产品的生产及销售、水力发电、供电、磷矿石的开采和销售等，主要产品包括磷矿石、黄磷、三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠、五硫化二磷、二甲基亚砜、焦磷酸钠、牙膏级磷酸氢钙等。公司在业务上覆盖了精细磷化工行业从矿石、能源供应到下游产品生产的各个主要环节，是国内少数几家拥有“矿电磷”一体化产业链的精细磷化工行业龙头企业。

兴发集团地处磷矿石资源较丰富的湖北省，自身拥有磷矿石资源。2010年10月13日，公司公告拟进一步注入6026万吨磷矿资源，公告显示，宜昌市政府决定将市国资委持有的湖北宜昌磷化工业集团有限公司（以下简称“磷化有限公司”）的股权全部转让给宜昌兴发集团。重组后，宜昌兴发集团持有磷化有限公司95.9%的股权。磷化有限公司的核心资产为店子坪磷矿和树崆坪磷矿，可利用磷矿资源储量为6026.02万吨，按照中加合资协议，上述矿权将作为资本金注入宜昌枫叶化工有限公司（磷化有限公司出资占注册资本的51%，加拿大斯帕尔化学有限公司出资占49%）。为有效规避风险，拟先由宜昌兴发集团实施重组，在本次重组完成后（即中加双方就合资公司股权比例调整协商一致、矿权注入合资公司以及合资公司资本金全部到位）6个月内宜昌兴发集团承诺以取得成本（含收购直接成本、收购所占用资金利息、相关税费以及收购重组过程中其他费用）将相关资产转让给上市公司。

充足的磷矿石供应不仅能够进一步保证公司下游磷化工产业的矿石供应，磷矿石外销收入还将为公司未来业务发展提供稳定充裕的现金流。

电力生产是公司“矿电磷”一体化产业链的重要环节，公司生产黄磷过程中，每吨黄磷需耗电14,000度左右，电力成本通常占黄磷生产成本的50%以上。公司目前电力自给率达到60%，成本优势明显。

天原集团

天原集团主要经营范围包括聚氯乙烯树脂、烧碱、水合肼、ADC发泡剂、电石、三聚磷酸钠、水泥、林产化工等系列产品。公司具有近七十年烧碱和四十余年聚氯乙烯树脂的生产历史，并且多年来公司水合肼产品产量一直处于行业领先地位，具备较强的竞争优势。公司为实现清洁生产，发展循环经济，投资建设了国内首条全废渣制水泥生产线，利用聚氯乙烯装置产生的电石渣和热电联产装置产生的煤渣生产水泥。目前公司拥有PVC年产能52万吨，烧碱年产能42万吨，水泥年产能82万吨，三聚磷酸钠年产能8万吨，水合肼年产能1.5万吨。

公司“矿电磷”产业链比较完整，并且通过逐步整合，未来上下游一体化产业链将更加完善。公司拥有多处热电机组和水电机组，合计自有年发电能力已达到8.3亿度，可以满足公司总耗电量的40%左右。同时，公司电石自给率也在50%以上。根据发展规划，在未来2-3年内，公司对于电力以及电石的控制将进一步加强，有望实现基本自给。

磷矿资源方面，公司所在地四川马边地区磷矿资源丰富，已探明磷矿远景储量达24.8亿吨。公司在今年9月收购无穷矿业后，拥有磷矿可采储量4203.9万吨，目前已具备磷矿年产能60万吨，预计2011年公司磷矿年产能将达到120万吨。随着马边地区磷矿整合的不断加强，公司作为当地大型国资背景磷化工企业，未来有望获得更多的磷矿资源。

云天化

云天化母公司云天化集团是国内化工企业中稀缺资源最丰富的公司之一。云天化集团拥有云南省内丰富的磷矿资源，磷矿储量多达5亿吨，磷矿石年开采能力1000万吨，磷肥年产能500万吨，是国内最大的磷肥生产企业。

集团公司有将磷化工资产注入股份公司的预期。若获得相应资产注入，云天化将凭借丰富的磷矿资源以及强大的磷肥生产能力成为我国的磷肥巨头。

澄星股份

澄星股份是国内精细磷化工行业的龙头企业，主营业务为精细磷化工系列产品的生产与销售，主导产品包括磷酸、磷酸盐和黄磷，其中磷酸盐产品主要包括磷酸氢钙和三聚磷酸钠，产品包括工业级、食品级、药用级、试剂级、电子级等多个等级。

近年来公司着力于将产业链向两头延伸，打造“矿山（磷矿、煤矿）－电力－黄磷－精细磷化工系列产品－磷化工产品物流配送一体化”的生产经营模式。公司目前拥有磷矿储量1.26亿吨，年核定开采量达110万吨，若满负荷生产，能基本满足公司磷矿石需求。另外，公司拥有15万千瓦的热电机组，集团公司拥有10.8万千瓦水电站的55%的股权，公司电力自给率较高。磷矿石以及电力供应保障使得公司生产成本相对较低。

在大力保障上游的同时，公司也不断加大下游产品拓展力度。公司具有4万吨电子级磷酸产能，该产品盈利能力较高，未来将对公司业绩有较大提升。另外，公司开发的高等级磷酸盐还包括磷酸铁锂等，并且是宝洁、联合利华等跨国企业精细磷化工产品的供应商。

湖北宜化

湖北宜化是全国最大的尿素生产企业，公司目前已拥有煤化工、磷化工和天然气化工三大化工主营业务，产品主要包括尿素、聚氯乙烯（PVC）、磷酸二铵、季戊四醇、氯碱产品等。

目前，公司拥有尿素产能（不包括在建部分）共254万吨/年，权益产能181万吨/年（其中贵州宜化以50%权益计算，公司目前正在进行贵州宜化股权收购事宜，未来公司将持有贵州宜化100%股权）；拥有PVC产能（不包括在建部分）共54万吨/年，权益产能44万吨/年。

公司的磷肥产能主要为控股子公司宜化肥业70万吨/年产能，权益产能为35万吨/年（此处宜化肥业以50%权益计算，公司目前正在进行宜化肥业股权收购事宜，未来公司将持有宜化肥业100%股权）。

公司地处湖北宜昌市，宜昌地区为全国三大富磷区之一，公司所需磷矿石有稳定保障，有利于公司控制成本。公司目前年需磷矿石为100万吨左右，除部分依靠宜化集团下属矿业公司提供外，其余磷矿系从宜昌地区采购。同时，公司自身也积极收购磷矿资源，目前公司控股子公司宜化肥业共拥有三个磷矿，其中江家墩矿业磷矿石年生产规模预计将达100万吨。在江家墩矿业100万吨/年磷矿石产能全部达产后，公司磷矿石将基本实现自给，届时公司在磷肥生产成本上的优势将更加显著。

六国化工

六国化工是我国重点磷肥生产企业，磷肥（二铵）年产能达100万吨。为加强对上游磷矿石原料的控制，2006年公司分别收购了铜陵化工集团宿松新桥矿业有限公司（简称“宿松矿业”）和宜昌明珠磷化工业有限公司（简称“明珠磷化”）100%和15%的股权。宿松矿业磷矿资源储量约2000万吨。明珠磷化拥有一个采矿权证，即文家坪矿区，并拥有两个的探矿权证，即董家包矿区和仓屋垭矿区，可采和探明工业用磷矿储量合计约6500万吨。宿松矿业磷矿建设投产后，可年产30%磷矿石近40万吨。

另外，公司今年6月进军新能源锂电池领域，与四川大学签署合同共同研发磷酸铁锂。

4. 萤石资源

1) 萤石资源概况

萤石又称氟石，主要成分是氟化钙（CaF2），也是一种重要的矿产资源。萤石在工业上的应用十分广泛，是工业上氟元素的主要来源，冶金级萤石可直接用做钢铁、玻璃、陶瓷和水泥生产过程中的助熔剂，以萤石为原料的化工产品还广泛应用于制冷、医药、农药、电解铝、建筑材料、电子产品、航天航空等各个领域。

萤石资源在全球均有分布，根据USGS统计数据显示，世界萤石储量约2.3亿吨，储量基础约4.7亿吨。在已探明储量分布中，南非、墨西哥、中国和蒙古萤石储量分列全球萤石储量的前四位。

我国萤石资源分布较广，已探明的萤石资源分布在27个省(直辖市、自治区)，其中，浙江、福建、江西、湖南以及内蒙萤石资源较为集中，上述五省萤石储量合计占全国萤石总储量的70％以上。

2) 萤石下游应用广泛，氟化工方兴未艾

萤石在传统工业和高新技术产业中都具有不可替代的重要作用。萤石最初的工业用途主要是用于钢铁冶炼。随着科技的进步，氟化工行业逐渐壮大，钢铁冶炼方面的世界萤石消费比例已降到35％以下，而氟化工领域的萤石消费比例上升到50％以上。萤石在氟化工行业最直接的用途是生产氢氟酸（HF），而氢氟酸是下游氟化工行业的基础原料。

在无机氟化学工业中，氢氟酸的下游产品可应用于冶金工业生产电解铝、航天航空工业生产推进剂、核能源工业提纯核燃料以及石油化工、半导体制造、金属加工、非金属提纯和玻璃加工等领域。

有机氟化工应用范围更加广泛。传统有机氟产品诸如含氟烷烃主要应用于工业和民用制冷系统。根据《蒙特利尔协定》的要求，目前发达国家已经停止了CFC（氯氟烃类化合物）的生产，而用环保的FC（碳氟化合物）替代，由于FC产品含氟量较传统的CFC产品高，因此对萤石需求也相应增加。另外，新兴的含氟材料、含氟医药、含氟农药、含氟液晶产品目前也正方兴未艾。全世界有机氟化工产业每年消耗萤石在100万吨以上，而我国有机氟化学工业起步较晚，目前正以较快的速度发展，未来对于萤石原料的需求将会与日俱增。

我国目前萤石年消费量约为200万吨，其中，钢铁工业方面需求占我国萤石消费13.3%、炼铝工业占7.3%、化学工业占29.4%、水泥和玻璃工业占40.0%，其他领域占10%。

3) 萤石资源在我国将成为稀缺资源

我国虽然拥有全球第三的萤石储量，但由于国内萤石资源过度开发，同时我国高品位萤石矿比例较小，共生矿较多，因此我国萤石资源消耗过快。我国拥有全球萤石储量的9.3%，全球萤石基础储量的23.6%，但我国近年萤石生产量却占到了全球萤石生产量的50%以上。我国每年输出了大量的萤石资源。

图表 54：世界近年各国萤石生产统计

国别	2004 年		2005 年		2006 年		2007 年		2008 年	
	产量（万吨）	占比	产量（万吨）	占比	产量（万吨）	占比	产量（万吨）	占比	产量（万吨）	占比

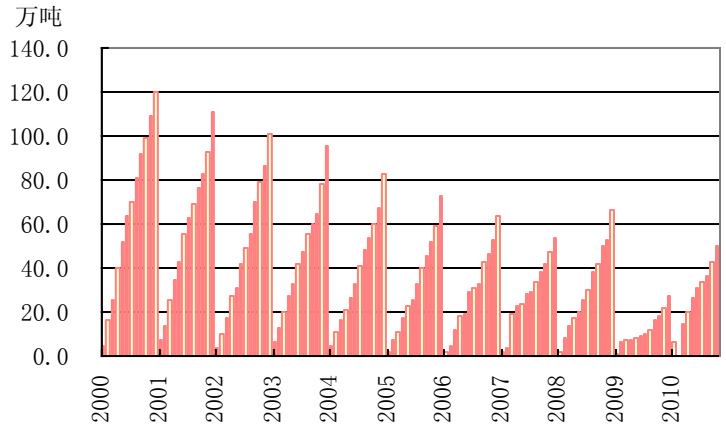
中国	370	61.06%	370	59.11%	300	56.29%	320	56.24%	320	54.79%
全球总计	606	100.0%	626	100.0%	533	100.0%	569	100.0%	584	100.0%

数据来源:USGS，华融证券

萤石是我国传统的化学矿出口资源之一。由于历史上出口量较大，国家从1999年就开始实行控制萤石出口的政策。虽然近年来，我国萤石出口量逐渐下降，但从1999年到2009年，我国累计出口萤石916万吨，若加上期间出口的氢氟酸，我国这十年间相当于出口了1100万吨萤石资源。

今年上半年，我国萤石出口再次出现快速增长的局面。海关统计数据显示，今年1～6月份，我国累计出口萤石31.1万吨，同比增长231.4%，是未实行出口配额管理的化学矿中增速最快的品种。

图表 55：我国萤石出口数量统计（累计值）



数据来源:Wind 资讯、华融证券

另外，我国萤石初级产品氢氟酸的出口量也在增加。海关统计数据显示，今年上半年，我国氢氟酸出口量为7.7万吨，同比增长103.6%。今年3月份当月的氢氟酸出口量更是创下5年来的新高，达到1.6万吨。生产1吨氢氟酸约需要3吨矿萤石原料，因此，仅今年上半年的氢氟酸出口就相当于出口萤石23万吨。

《国土资源情报》文章指出，由于过度开采，过量出口，我国萤石储量静态可采年限已不足8年，而世界萤石储量静态可采年限为41年，我国萤石的储采比仅为世界水平的五分之一。目前我国萤石储量已不能保证国民经济可持续发展的需要，国家加大对于萤石资源的管控力度将是必然趋势。

4) 萤石资源管控力度加大将提升萤石资源价值

氟化工是具有战略地位的基础化工产业，萤石是氟化工最经济、最关键的资源性原料，能否具有稳定持续的萤石供应，将对我国工业发展产生重要影响。全球很多国家已将萤石资源作为重要的战略资源加以保护。美国早在上个世纪90年代末就已经停止了本国的萤石开采，转而从其他国家进口萤石。

随着氟化工产业的发展壮大，国家对于萤石资源的重视程度日益提高，目前，我国对萤石的保护政策主要包括提高出口关税、提高资源税、控制资源开发总量、提高行业准入门槛等。

图表 56：近年来我国有关萤石以及氟化工初级产品出口税率的调整

时间	出口税率调整
2004 年 7 月	萤石出口退税由原来的 13%降到 5%
2006 年 2 月	取消萤石出口退税
2006 年 9 月	取消氢氟酸产品出口退税
2007 年 1 月	开始征收 10%的萤石出口关税
2007 年 6 月	调整了氟化铝的出口退税由 13%调到 0
2008 年 1 月	氢氟酸产品出口关税提高到 15%
2008 年 3 月	上调萤石出口关税至 15%
2008 年 12 月	新增对氟化铝和其他氟化物征收 15%的关税

数据来源：华融证券整理

图表 57：今年以来我国有关保护萤石资源的政策

时间	相关政策	具体内容
2010 年 1 月	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于采取综合措施对耐火粘土萤石的开采和生产进行控制的通知》	从矿山开采、生产计划管理、税收、环保、产业准入、出口管理等方面采取综合措施，控制缩减耐火粘土、萤石的开采量和生产量。
2010 年 2 月	工信部等 7 部门联合发布《萤石行业准入标准》	行业生产布局条件、生产规模、工艺与装备、资源综合利用、主要产品质量、环境保护、安全、卫生和社会责任、监督与管理等方面对萤石行业准入进行了规范。
2010 年 5 月	国土资源部下达《2010 年高铝黏土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》	2010 年，全国萤石矿开采总量控制指标为 1100 万吨（矿石量）。这是我国第一次对高铝黏土矿和萤石矿实行开采总量控制管理。
2010 年 5 月	财政部、国家税务总局关于调整耐火粘土和萤石资源税适用税额标准的通知	自 2010 年 6 月 1 日起，将萤石资源税适用税额标准调整为每吨 20 元。
2010 年 11 月	工信部公布《氟化氢行业准入条件（征求意见稿）》	从产业布局、规模、工艺与装备、节能降耗、环境保护、主要产品质量等方面提高了国内氟化氢行业准入门槛，其中规定“禁止新建以氟化氢为最终产品的生产企业（高纯超净的电子行业用氟化氢产品除外）；严禁新建、扩建非原料用氟化氢生产装置。”

数据来源：华融证券整理

作为化工新材料之一，氟化工有望在“十二五”规划中作为专项规划出现，规划拟进行强制性的资源整合，加强对资源的控制，并实现基本停止出口萤石，同时氢氟酸出口减少一半以上。

国内萤石行业的情况与稀土行业相似，萤石政策的出台可能会紧跟稀土，预计2011年上半年国家会继续对萤石出台类似稀土的生产限制政策。随着国内萤石资源整合的展开，萤石供给将得到更加严格有效的控制，萤石

生产企业在萤石价格上将更具协调性和统一性，萤石资源的价格将得到提升。由于市场对于国内萤石资源整合的预期不断加强，萤石粉的价格已开始持续上涨，今年年初时，国内萤石粉价格在800元/吨，截至11月份已上涨至1600元/吨。

目前国内的氟化工产业主要以初级产品为主，高端产品国内存在较大缺口，主要依赖进口，因此在对萤石资源进行有效控制的同时，氟化工“十二五”规划还将对氟化工产业的转型升级提出具体的要求，有利于推动我国氟化工行业整体向高附加值的氟精细化工方向发展，促进我国由氟化工产业大国转变为氟化工产业强国。

5) 相关上市公司

目前上市的化工企业中并没有直接掌握萤石资源的公司，因此短期来看，氟化工企业有可能面临原料成本上涨的压力，但氟化工行业的龙头企业，巨化股份(600160)和三爱富(600636)具有资源注入的可能。

巨化股份

巨化股份是氟化工行业龙头企业,目前公司主营业务包括氟化工、氯碱化工以及精细化工等。公司氟化工产业链较为完整，拥有无水氟化氢、电子级高纯氢氟酸、四氟乙烯单体、聚四氟乙烯、含氟制冷剂等多种氟化工产品。

公司地处浙江衢州，当地拥有丰富的萤石资源，据统计，该地区萤石储量约占国内萤石储量的一半左右。公司实际控制人为浙江省国资委，公司是具有国企背景的大型企业。随着国家对萤石资源管控力度的加大，巨化集团与中化集团萤石资源的整合预期进一步增强，而巨化股份作为巨化集团的上市公司，有望获得集团相应的萤石以及氟化工资产注入，从而进一步完善公司对上游资源的控制，提升公司价值。

另外，巨化股份是中国最先参与清洁发展机制（CDM），实现碳排放权交易的氟化工企业，目前公司有3个碳交易CDM项目，今年前三季度相应收入达8663万元，对公司业绩增厚明显。

今年以来，氟化工行业景气度回升，公司主要产品制冷剂价格同比有较大幅度提高，公司三季报显示，今年前三季度，公司实现营业总收入40.46亿元，同比增长43.31%；营业利润4.33 亿元，同比扭亏为盈；归属于上市公司股东的净利润3.86亿元，同比增长517.44%；每股收益0.63元。

三爱富

三爱富也是国内氟化工的重要生产企业，在国内有机氟化工领域处于领先地位，主要产品包括氢氟酸、含氟聚合物、CFC以及CFC替代品（氟制冷剂）。其中，公司CFC产品市场占有率达50%以上。而公司在国内CFC替代品领域更是处于绝对优势地位，公司CFC替代产品（包括F152、F142、F32、F125、F27、F141、F113a等）市场占有率达70%左右。

目前，三爱富本身未拥有萤石资源，生产所需的萤石均需外购，原料自给程度较低，对成本的控制能力较弱。今年以来，萤石价格出现大幅上涨，因此公司盈利水平出现下降。公司三季报显示，今年前三季度，公司实现营业收入21.41亿，同比增长39%；归属母公司净利润2024万，同比下降60%；基本每股收益0.058元。

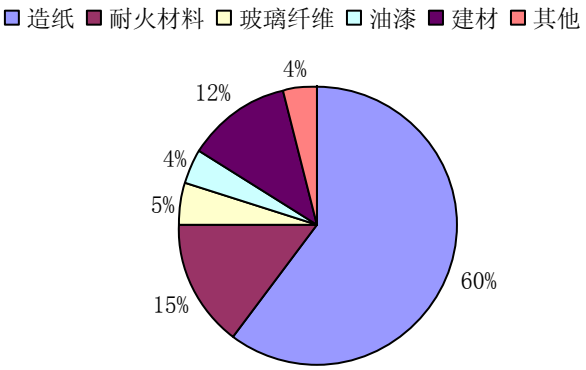
5. 高岭土

1) 高岭土在新材料领域应用广阔

高岭土也称水合硅酸铝，是一种重要的非金属矿石，与云母、石英、碳酸钙并称为四大非金属矿。质纯的高岭土具有白度高，可塑性好，粘结性强，电绝缘性、抗酸溶性以及耐火性优良等特点，因此在国民经济各个方面的应用十分广泛，主要涉及造纸、陶瓷、油漆、纺织、医药、耐火材料、水泥等领域。

目前全球高岭土应用领域中最重要的是造纸工业。高岭土用于造纸工业，一是作为造纸过程中使用的填料，二是作为在表面涂布过程中使用的颜料。含有高岭土原料的纸张，不仅具有良好的覆盖性能和涂布光泽性能，同时纸张的白度、不透明度、光滑度及印刷适性也有较大改善。

图表 58：世界高岭土主要消费领域



数据来源：中国非金属矿工业导刊、华融证券

高岭土可被进一步加工制成分子筛、混凝土添加剂、催化剂载体，也可被广泛应用于塑料、橡胶等材料的增强剂和耐老化剂。随着科学技术的发展，特别是纳米技术的进步，高岭土已越来越多的应用于新材料领域。

2) 我国高岭土资源丰富，行业内仍需整合

我国高岭土资源储量比较丰富、类型齐全，目前已知地质储量35亿吨以上，基础储量6.36亿吨，主要分布在广东、广西、福建、江西、内蒙等省。

我国是陶瓷生产大国，因此我国高岭土消费以陶瓷为主，制陶业消耗的高岭土约占我国高岭土表观消费量的一半左右。我国造纸业消耗的高岭土约占我国高岭土表观消费量的1/3左右。由于造纸用高岭土属于高端产品，我国高端高岭土产量不足，每年仍需大量进口以满足高端高岭土下游的需求。未来增加高端高岭土产能，替代进口产品，将是行业内的一项重要任务。

未来几年我国高岭土消费需求仍将保持稳定增长态势，主要增长将来自于陶瓷和造纸两大领域的需求增长。

图表 59：我国高岭土消费现状

应用领域	2005 年		2010 年(预计)	
	表观消费量(万吨)	比例(%)	表观消费量(万吨)	比例(%)
陶瓷	120	48.39	150	47.2
造纸	80	32.26	108	34
耐火	11	4.44	10	3.1
橡塑	18	7.26	23	7.2
涂料	10	4	14	4.4
催化剂	4	1.61	6	1.9
其他	5	2	7	2.2
出口	90	-	110	-
合计	338	100	428	100

数据来源：中国非金属矿工业导刊、华融证券

目前，我国五大高岭土产区分别为茂名高岭土产区、龙岩高岭土产区、苏州高岭土产区、合浦高岭土产区、北方煤系高岭土产区。这5大产区高岭土产量约占全国70%以上。

我国五大产区高岭土目前已初具规模，但仍有较大问题困扰高岭土行业在我国的长期发展。

（1）产业集中度不高，企业规模偏小，资源开采无法统一集中控制，不利于产业长期发展。目前国内大型高岭土生产企业年产能在20～30万吨水平，而国际大型高岭土生产企业年产能在百万吨甚至数百万吨以上，我国企业规模较小，难以与国外大型企业竞争。

（2）低档次产品生产线重复建设，低价竞争，不利于形成产品优势。

（3）由于行业内中小企业数量众多，研发资源配置不足，科技成果转化和应用速度缓慢，创新能力有待提升。

目前，国内高岭土资源整合已拉开序幕，但主要以各省市内部自行开展为主，包括广东湛江、江西宜春、广西藤县等地在内的高岭土产地均开始了高岭土矿产的资源整合，主要通过小矿之间实行联合改造，同时鼓励大中型矿山和其它具备采矿技术条件的大中型矿产品深加工企业对地方小型矿山实施联营、兼并、控股、收购，减少矿山数量，调整矿产开发结构，推动产业升级，促进矿产资源的有效开发利用。预计在十二五期间，行业内有望开展更大范围内的高岭土资源整合。

随着高岭土下游应用领域的扩展以及高岭土资源整合的展开，国内高岭土矿产的资源价值也将进一步提高。拥有高岭土资源的上市公司由于具有规模、技术、资金等方面的优势，未来将更多的受益于高岭土资源价值的提升。

3) 相关上市公司

目前国内高岭土相关上市公司包括海印股份（000861）和雷鸣科化（600985）。

海印股份

公司目前主要业务包括商业物业运营、高岭土以及炭黑，是国内造纸涂料级高岭土领域的龙头企业。公司全

资子公司北海高岭科技有限公司（下称“北海高岭”）是公司高岭土业务板块资源储备和产能扩张发展战略的支柱，拥有广西合浦县新屋面矿区采矿权，该高岭土矿产资源为6,070.71万吨，可开采年限达45年。公司茂名高岭土储量大约在1500万吨左右。

北海高岭远期产能规划为70万吨/年。其中，一期设计产能规模为30万吨/年，包括造纸涂布级10万吨/年，陶瓷级20万吨/年，该项目目前已进入生产设备调试及高岭土产品试生产阶段。公司控股子公司茂名高岭科技有限公司具有10万吨/年的超细高岭土生产能力，是目前国内最大的超细粉体涂料高岭土生产企业。

今年6月，公司以400万美元认购巴西Kalamazon（KAL）矿业公司35%股权，成为KAL的最大股东。KAL通过其子公司Kalamazon地质研究有限公司拥有巴西玛瑙斯市以北约50公里处共约1,519.45平方公里的高岭土矿探矿权。该地区高岭土资源极为丰富，其中一个占地4.8平方公里矿点的初步勘探报告显示，该矿点高岭土矿合计探明储量达2,900万吨，远期储量为4,800万吨。而该高岭土矿整体占地面积为1,519.45平方公里，潜在储量巨大。并且当地高岭土资源品味较高，适合生产高档次高岭土产品。

通过对国内以及国外高岭土资源的整合，海印股份有望成为百万吨级的高岭土生产企业，从而具备与国际高岭土大型企业相抗衡的实力。

雷鸣科化

雷鸣科化是另一只高岭土相关的上市公司，公司主要从事民爆器材的生产及销售，爆破技术转让，承揽爆破工程，高岭土加工及销售等业务。其中公司高岭土原矿主要来自于公司控股股东淮北矿业（集团）有限责任公司的下属公司淮北百慧工贸有限责任公司。

淮北百慧工贸公司地处淮北高岭土矿区，淮北地区包括淮北矿区和皖北矿区蕴藏着丰富的煤系共伴生硬质高岭土，已探明储量约为3.4亿吨。淮北地区的煤系硬质高岭土与软质高岭土相比有硬度大、硅低铝高、铁低钛高、碳质低、煅烧后白度高等特点，是我国最重要的煤系共伴生矿产资源。而且，该地区矿床构造简单，易于开采，原矿多为特级品和一级品，是进行深加工的理想原料。

九、 煤炭行业

1. 当前煤炭下游需求情况

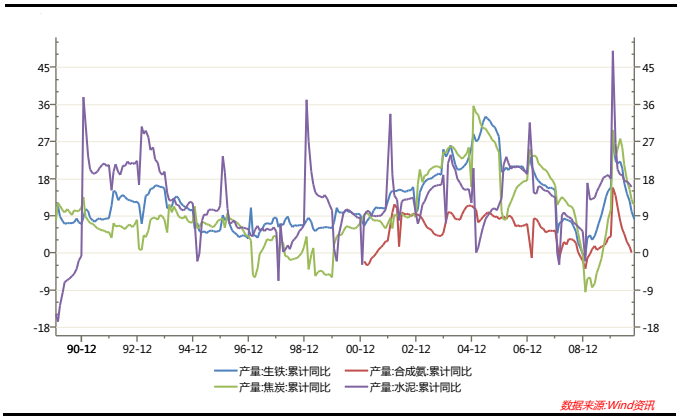
1) 10 月火电发电量下滑

1-10 月，全国发电量同比增长 14.94%，其中火电同比增长 14.39％，较 1-9 月份增速下滑 1.92 个百分点；水电完成同比增长 16.20％，较 1-9 月份上涨 2.91 个百分点。

10 月，全国重点发电企业累计供煤 9474 万吨，比 9 月下降 2.01%，日均供煤 305.6 万吨；耗煤 9255 万吨，比 9 月下降 1.39%，日均耗煤 298.57 万吨；库存 6274 万吨，可耗用 21 天,比 9 月底提高 2 天。

图表 60：水电火电发电量累计同比

图表 61：生铁、合成氨、焦炭及水泥产量累计同比

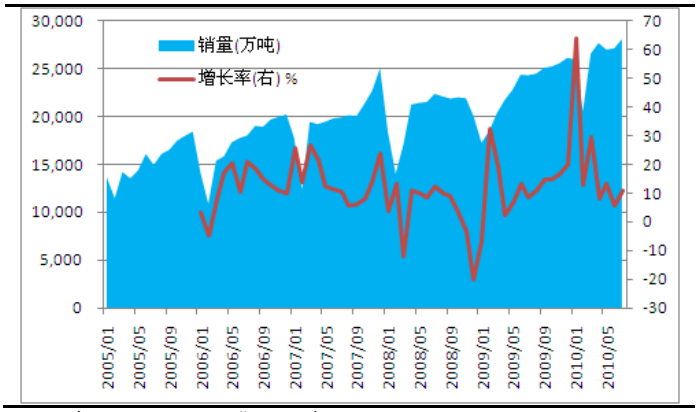


数据来源：sxcoal、华融证券

2) 钢厂产量下滑，库存上升

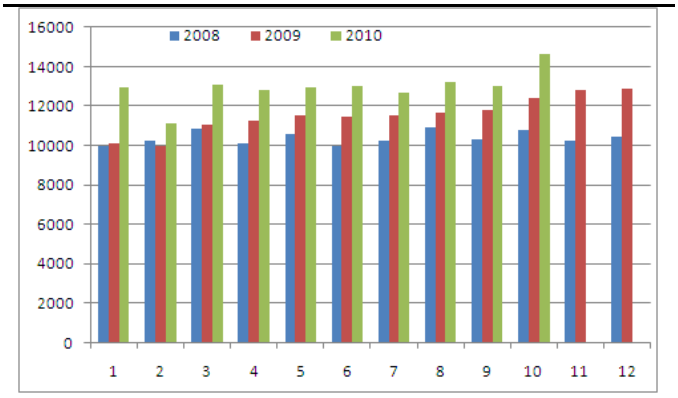
1-10 月全国产生铁同比增幅 8.27%，较 1-9 月下降 1.79 个百分点；1-9 月合成氨产量累计同比增幅 0.08%，比 1-8 月下降 1.42 个百分点；库存方面基本维持在 14-18 天，多数钢厂库存有显著上升。

图表 62：全国煤炭总销量

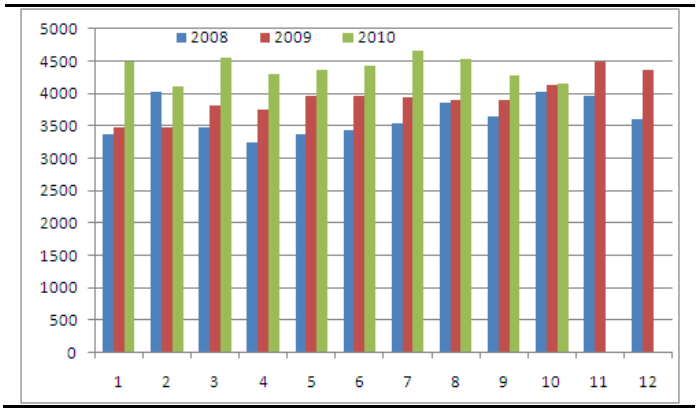


数据来源：sxcoal、华融证券

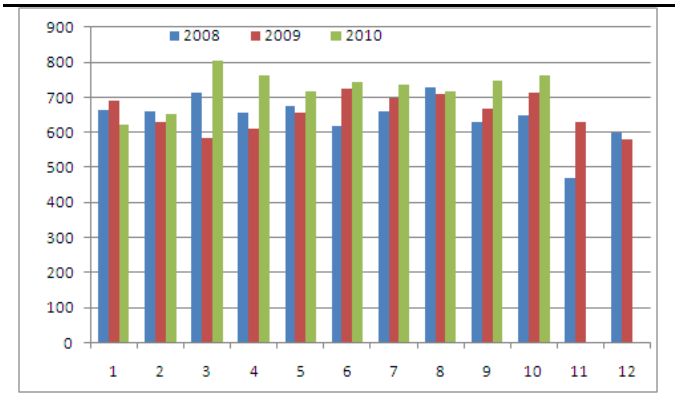
图表 63：全国国有重点煤矿总销量



图表 64：全国国有重点煤矿电力行业销量



图表 65：全国国有重点煤矿冶金行业销量



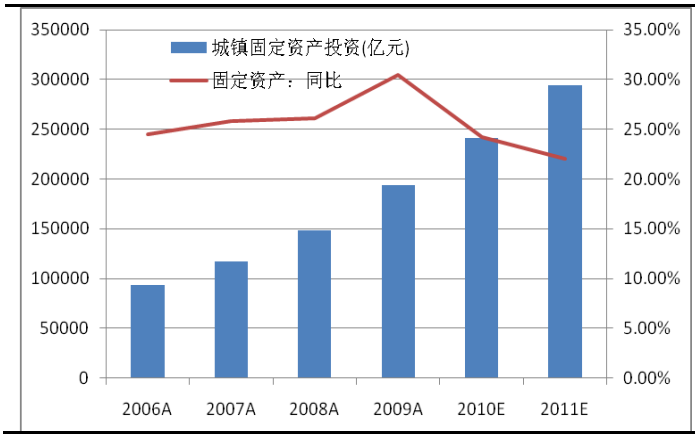
数据来源：sxcoal、华融证券

2. 受宏观经济周期影响，未来煤炭需求依然增长

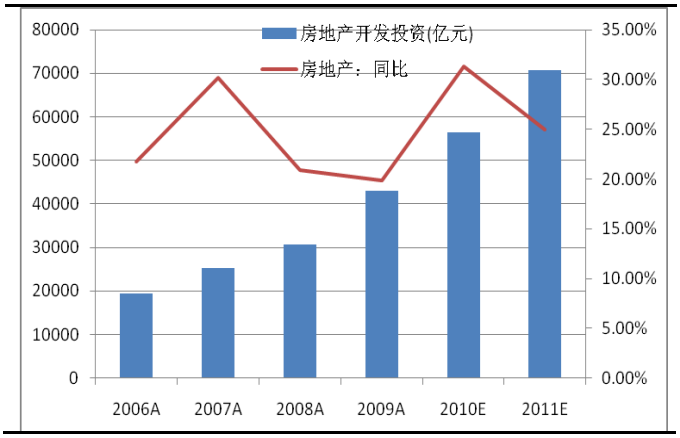
1) 2011 年我国经济增长速度略低于 2010 年，GDP 实际增长 9.7%左右。

2011 年是我国“十二五”规划的开局之年，从需求端来看，2011 年固定资产投资将进一步突出产业结构和区域结构调整的政策导向，但我们清醒的认识到，新兴产业尚未发展到企业开始大规模更新投资阶段，综合稳健政策和保障房建设对房地产投资的影响，预计 2011 年全社会固定资产投资名义增速为 22%左右，比 2010 年回落 2-3 个百分点；2011 年，社会消费品零售总额增长 19%，比 2010 年提高 1-2 个百分点；出口同比增长 13%左右，进口增长 16%左右，顺差 1600 亿美元，同比下降 11%。从生产端来看，工业增加值增速已在 2010 年下半年趋稳，而 2010 年拉闸限电这种短期的极端行为也不太可能重现，2011 年工业增长有望稳步回升。据此，我们预计 2011 年我国经济增长速度略低于 2010 年，GDP 实际增长 9.7%左右。

图表 66：固定资产投资及增速



图表 67：房地产开发投资及增速



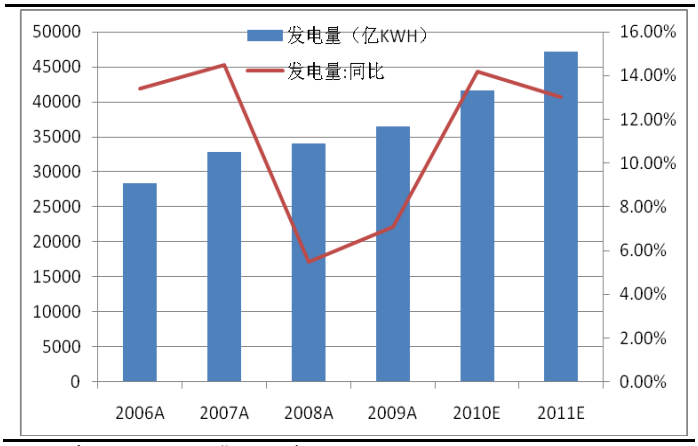
数据来源：wind、华融证券

2) 总发电量增幅仍将达到 13%左右，火电增幅也下降，但仍可保持在 14%以上。

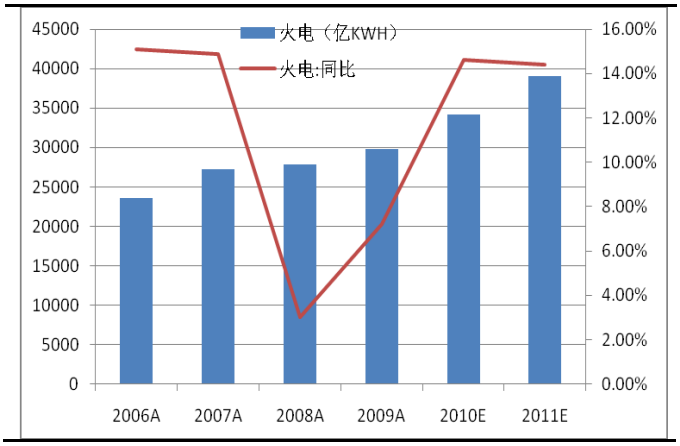
今年 1-10 月，全国发电量同比增长 14.94%，其中火电同比增长 14.39％，预计全年发电量增幅可达到 14.20%，火电增幅达到 14.60%。

今年提前完成了十一五节能减排目标，2011 年很多高耗能企业将会有恢复性开工，预计 2011 年一月份会发电量将出现井喷。由于 GDP 2011 年增速会比今年低一点，而电力需求增速与 GDP 的相关度很高。2011 年我国经济将有微调，发电量也相应微调，预计总发电量增幅仍将达到 13%左右，火电增幅也下降，但仍可保持在 14%以上。

图表 68：发电量及增速



图表 69：火电发电量及增速



数据来源：wind、华融证券

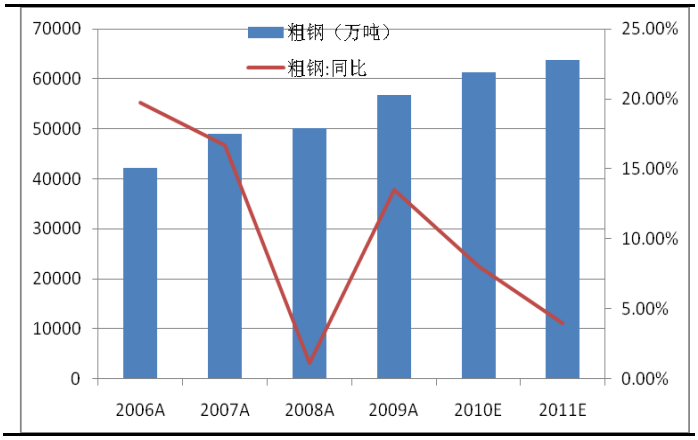
3) 2011 年粗钢产量增速有可能较今年下降一半，仅有 4%左右。

由于钢铁行业产能严重过剩，预计 2011 年钢铁行业仍然面临节能减排的艰巨任务。11 月 3 日，国家发改委、国土资源部、环境保护部三部委发出联合通知，要求对 2005 年以来开工建设的钢铁项目进行一次性清理。预示着未来中国将加强对钢铁行业落后产能的淘汰力度。这将极大抑制 2011 年钢铁行业的产量增幅。预计 2011 年粗钢产量增速有可能较今年下降一半，仅有 4%左右。

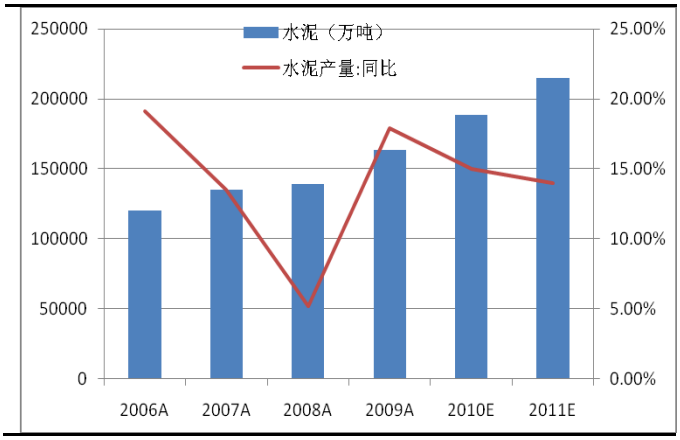
4) 水泥产量仍将保持较高增速，预计可达 14%左右。

虽然水泥行业产能也是严重过剩，但十二五期间，城镇化、新农村以及基础设施建设仍将成为拉动水泥消费的主要动力。水泥行业仍将保持较高增速，预计可达 14%左右。预计 2015 年水泥需求量有望达到 21 亿吨左右。

图表 70：粗钢产量及增速



图表 71：水泥产量及增速

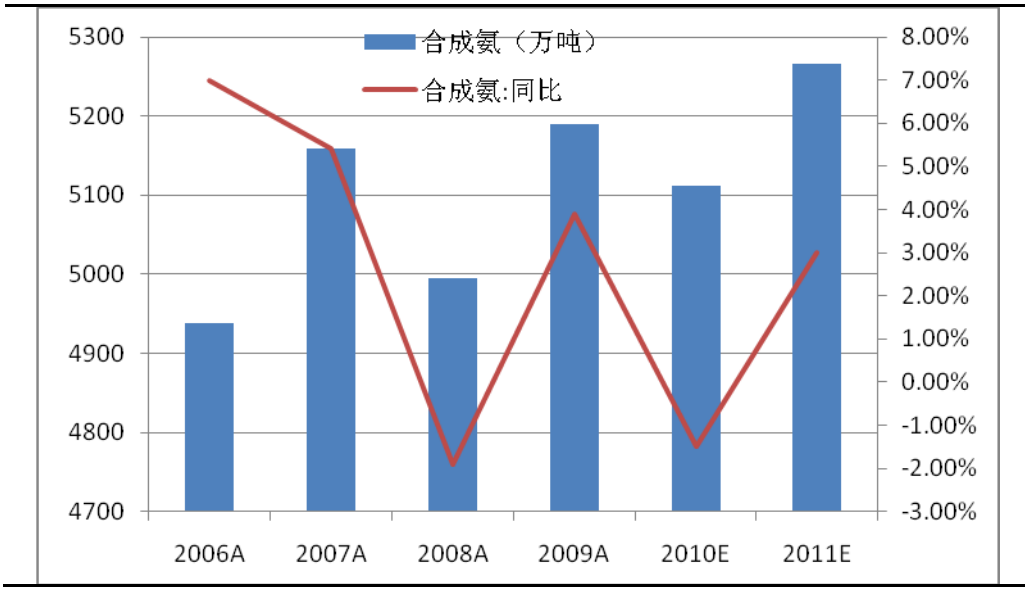


数据来源：wind、华融证券

5) 2011 年合成氨产量增速可达 3%左右。

化肥行业今年处于较低迷的状态，产量增速预计为负数。但预计 2011 年合成氨产量增速可达 3%左右。首先，全球化肥产业步入景气上行阶段，刺激我国化肥出口。今年下半年，在出口拉动下，国内氮磷肥已经逐步出现好转；钾肥价格有所回升。据 IFA 预计 2010/11 年全球氮磷钾肥需求有望分别增长 1.9%、4.5%和 18.4%。因此预计 2011 年在国家化肥行业的向好带动下，出口将继续促进国内化肥产量的提升。其次，在农产品价格上涨的刺激下，我国化肥施用量将有所提升。前几年由于化肥施用量偏低，导致土壤养分不足，所以 2011 年也存在加大化肥投入的需求。

图表 72：合成氨产量及增速



数据来源：wind、华融证券

6) 因此，2011 年无论是动力煤、炼焦煤还是无烟煤，需求都将有所增长。但相对来说，电力行业和水泥行业用动力煤需求增速较为明显，需求较为旺盛，而炼焦煤及无烟煤需求增速相对较弱。

3. 十二五期间煤炭资源整合、产量天花板控制将影响供给

1) 煤炭资源整合的深化将影响煤炭产量供给，而对煤炭行业话语权有强化作用。

发改委《关于加快推进煤矿企业兼并重组的若干意见》要求，通过兼并重组，要使全国煤矿企业数量特别是小煤矿数量明显减少，达到形成一批年产 5000 万吨以上的特大型煤矿企业集团，煤矿企业年均产能提高到 80 万吨以上，特大型煤矿企业集团煤炭产量占全国总产量的比例达到 50%以上的目标。同时，十二五规划初稿提出，通过整合，到 2015 年要形成 10 个亿吨级和 10 个 5000 万吨级大型煤炭企业集团。煤炭资源整合的深化将影响煤炭产量供给，而对煤炭行业话语权有强化作用。

2) 产量设置天花板，缺口由进口填补，煤炭供给将受到巨大限制

十二五规划同时提出 37 亿吨的产量天花板。我国一次能源结构特点是富煤贫油少气，“以煤为主”的能源结构短期内难以改变，煤炭将继续承担起保障我国能源供应的责任，但必须控制煤炭总量增速。中国煤炭工业协会预计”十二五”期间，我国煤炭产量持续保持增长，但增幅将有所回落，”十二五”期间，煤炭产量增幅将控制在每年平均增加 1 亿吨左右的水平。而未来五年内国内煤炭企业将只有 5 亿吨的增长空间。相对于十一五期间每年两亿多吨的产量增量来说，未来每年 1 亿吨的增量，增速无疑放缓，煤炭供给显然将受到巨大影响。未来几年无法满足需求的部分只能通过进口资源补充。

4. 动力煤、炼焦煤、无烟煤价格未来继续上涨

1) 首先，供需决定煤炭价格将得到强力支撑

我国经济增长对煤炭需求的拉动可能使我国煤炭消费达到 40 亿吨以上甚至 45 亿吨的水平，而由于我国对煤炭供给的限制只能提供 37 亿吨的产量供给，未来几年的煤炭供需形势很可能呈现偏紧的状态，煤炭价格也将得到强有力的支撑。

2) 其次，由于其中的供需缺口将有国际市场来填补，未来对于国际煤价将产生巨大的拉动作用，而国际煤价反过来将刺激国内煤价的上涨。

我国能源消费近年来对世界的依赖程度在不断加深。随着我国煤炭需求大幅增长，从去年我国成为煤炭净进口国开始，就产生了对国际市场的强力拉动。从 2009 年我国煤炭进口量飙升至 1.2 亿吨，净进口 1 亿吨以上，成为名副其实的煤炭进口国，今年前 10 个月进口已达 1.34 亿吨，净进口也逼近 1.2 亿吨。国家安监总局预计今年中国将成为全球最大的煤炭进口国，净进口 1.7 亿吨。到 2015 年，如果国内产量供给 37 亿吨，而需求最少在 40 亿吨的话，我国将进口至少净 3 亿吨以上的煤炭，进口量将是当前的两倍以上。

由于我国大量进口，对国际煤炭供需形势形成影响，从而影响国际煤炭价格。而国际煤炭价格反过来，又通过进口影响国内的煤炭供需形势，从而将国际煤炭价格向国内传导。

3) 第三，国际石油价格的拉动下，国际煤价也有上涨的动力。

4) 基于以上原因，我们预计 2011 年煤炭价格还将有一定上涨空间。

各煤种价格涨幅预测:

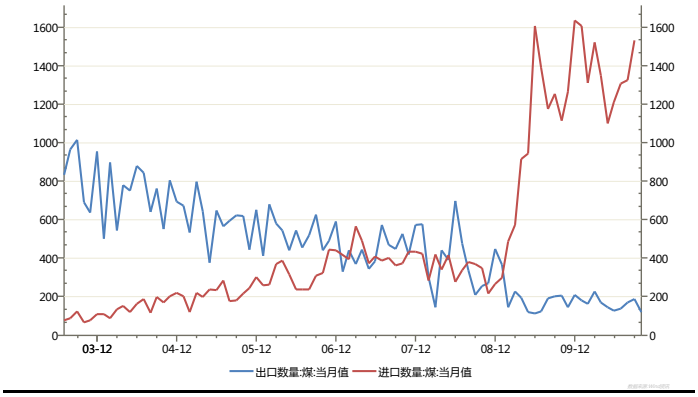
动力煤方面，10 月以来的动力煤价格大涨仍在持续，使煤炭企业议价能力提高，处于合同谈判的有利地位。乐观估计，在 2011 年合同煤价提升 6%左右的情况下，动力煤市场平均价格将提高 8%以上，甚至达到两位数的增幅。当然，对于动力煤价格上涨也存在着不利因素。首先，电力行业利润今年已经受到高煤价挤压，不堪重负。

其次，通胀预期下宏观政策转向，2011 年将实施一定货币甚至行政政策，以抑制物价过快上涨。动力煤涨价也面临着巨大压力。

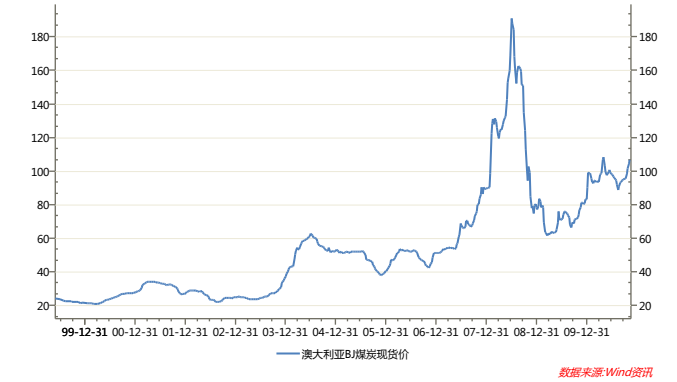
炼焦煤方面，虽然需求增速将下降，但是炼焦煤属于比较稀缺煤种，其价格存在长期上涨动力。同时，由于钢铁行业加大限产力度和淘汰落后产能力度，去库存周期将会有所缩短。在补库存的影响下，钢铁产品价格将得到支撑，也将为炼焦煤上涨提供一定空间。我们预计 2011 年，炼焦煤价格上涨幅度可能达到 10%左右。

无烟煤方面，受化肥行业景气影响，无烟煤价格也将上涨，预计可达 10%左右。

图表 73：中国煤炭进出口数量



图表 74：澳大利亚 BJ 煤炭现货价



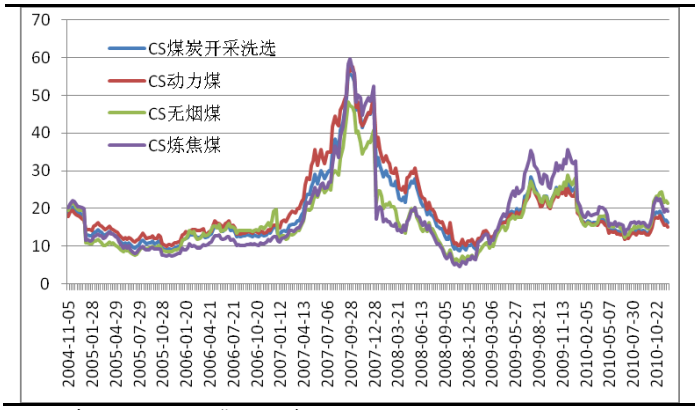
数据来源：wind、华融证券

5. 煤炭板块估值依然具有相对优势

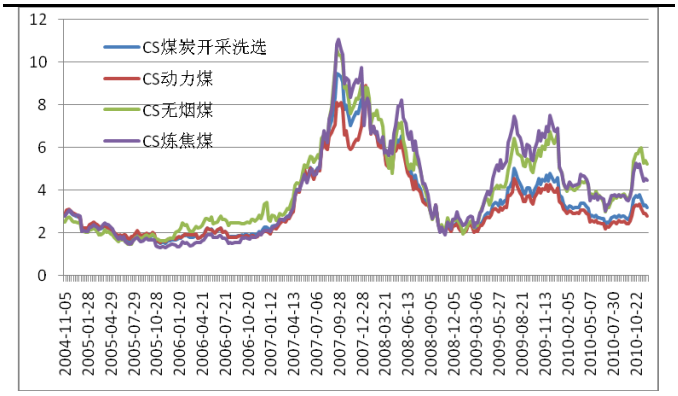
虽然经历了十月份以来的大幅上涨，煤炭板块当前估值依然处于 2004 年 11 月以来估值的较低位置。煤炭板块当前市盈率 16.91，低于历史平均市盈率 18.74 的水平，市净率 3.22，低于历史平均市净率 3.42 的水平。

煤炭板块的行业估值在 A 股市场中同样处于较低的位置，其市盈率低于市场全部 A 股的 18.72。但市净率比市场全部 A 股 2.86 的水平稍高。

图表 75：煤炭采选业及子行业市盈率

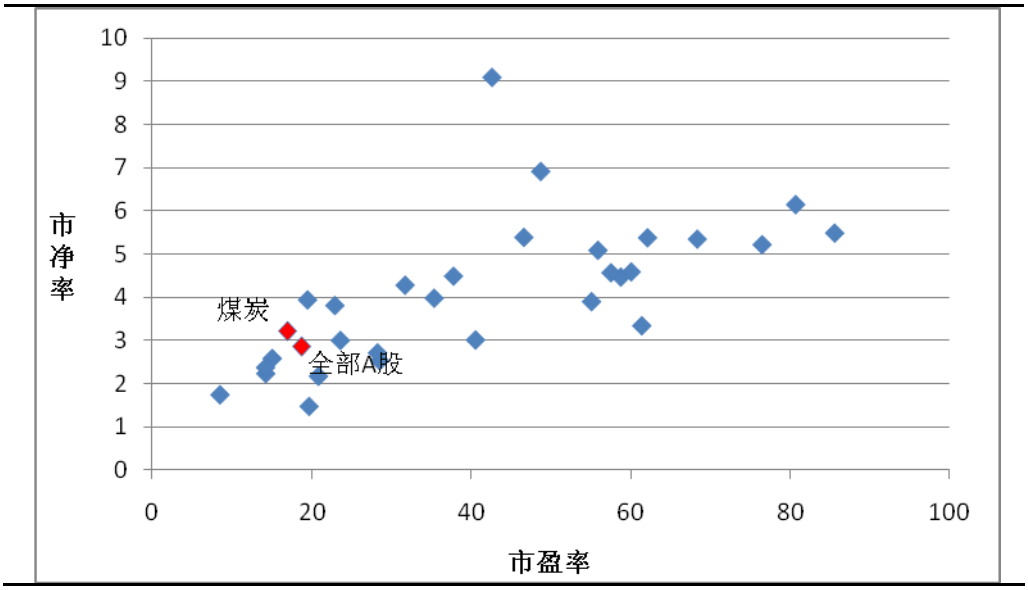


图表 76：煤炭采选业及子行业市净率



数据来源：wind、华融证券

图表 77：煤炭板块在 A 股市场各板块中的位置



数据来源：wind、华融证券

6. 煤炭板块选股

依据各类上市公司业绩对煤炭价格的弹性，可以看出煤炭涨价对各上市公司业绩的影响大小。

图表 78：部分煤炭上市公司价格业绩弹性

	2010 年中期归属母公司股东净利润（亿元）	2010 年中期产量（万吨）	2010 年中期销售均价（元/吨）	均价上涨 1%业绩弹性
郑州煤电	0.6377	241	422	11.96%
大同煤业	6.3167	1576	439	8.21%
盘江股份	6.3883	917	675	7.27%
平煤股份	12.69	2064	484	5.90%
恒源煤电	5.1714	585	647	5.49%
中煤能源	44.5578	6226	473	4.96%
潞安环能	14.9436	1554	623	4.86%
国投新集	6.4178	783	493	4.51%
兖州煤业	26.3297	2289	632	4.12%
国阳新能	12.4226	1274	475	3.65%
西山煤电	17.0397	1088	716	3.43%
平庄能源	3.6371	538	262	2.91%
露天煤业	8.3225	2261	135	2.75%
神火股份	7.3647	362	708	2.61%
兰花科创	7.1384	279	681	2.00%
中国神华	186.32	10920	422	1.85%

数据来源：公司公告、华融证券

十、 附：资源类重点公司一致盈利预测表

图表 79：资源类重点公司一致盈利预测表

公司名称	股票代码	每股盈利（人民币）			市盈率			市净率		股本回报率（%）	
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2009	2010E
有色金属资源类											
金钼股份	601958	0.17	0.30	0.46	146	83	54	6.0	5.8	4.1	6.8
云南锗业	002428	0.83	0.68	0.89	88	108	82	27.1	8.4	34.8	16.1
中金黄金	600489	0.66	0.79	1.06	61	51	38	8.1	10.3	13.3	23.5
紫金矿业	601899	0.24	0.36	0.45	35	23	19	6.7	5.3	20.6	25.1
江西铜业	600362	0.78	1.26	1.60	48	30	24	5.0	4.5	10.8	17.0
铜陵有色	000630	0.47	0.64	0.86	60	45	33	6.4	5.6	10.5	13.1
锡业股份	000960	0.21	0.46	0.69	152	69	46	8.0	6.3	5.4	10.8
化工资源类											
盐湖钾肥	000792	1.60	1.98	2.61	38	30	23	15.2	9.4	41.7	42.4
云天化	600096	0.13	0.59	0.91	179	41	26	3.1	3.0	1.9	7.4
海印股份	000861	0.29	0.53	0.80	65	36	24	11.3	8.5	18.9	24.6
巨化股份	600160	0.17	0.71	0.80	124	30	26	5.9	4.9	4.7	18.7
兴发集团	600141	0.46	0.64	0.87	43	31	22	4.8	4.1	11.7	14.0
天原集团	002386	0.58	0.32	0.68	30	54	26	2.2	N/A	7.6	5.0
煤炭资源类											
郑州煤电	600121	0.18	0.25	0.32	70	51	39	4.8	4.3	6.9	8.6
大同煤业	601001	1.78	0.92	1.06	12	23	20	2.1	2.8	20.5	15.1
盘江股份	600395	1.01	1.24	1.45	24	20	17	5.0	4.0	26.5	20.5
平煤股份	601666	1.01	1.34	1.53	20	15	13	3.7	3.6	16.7	24.8
恒源煤电	600971	1.41	2.25	2.64	33	31	18	6.1	4.8	22.3	44.0
中煤能源	601898	0.50	0.66	0.82	21	16	13	2.1	1.8	10.0	11.3

数据来源：Wind、华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推　　荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中　　性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖　　出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033）

传真：010－58568159　　网址：**www.hrsec.com.cn**