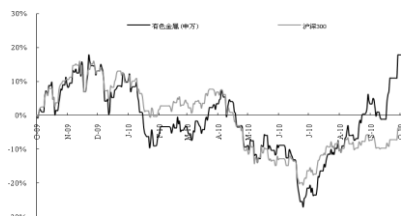




有色金属  
Nonferrous metals

2010 年 11 月 5 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
有色金属 (申万)	14.0	52.7	17.9
沪深 300	3.8	15.5	-3.8

孙凡

+86-0755-83025609

sunfan@jyzq.cn

执业证书编号

孙凡: S0370209110086

## 有色金属行业深度报告: 加息周期初期有色金属将跑赢大市

评级: 增持

- 通过对美国和中国长经济周期中有色金属的走势可以发现: 在每个加息周期的初期和晚期有色金属会有较好表现, 但在加息周期的晚期尽管商品价格仍上涨但上市公司的盈利水平可能处于下降通道, 所以在加息周期的初期投资有色板块的收益/风险比最高。
- 全球经济仍处于复苏阶段, 但发展中国家复苏的步伐明显快于发达国家, 并且部分国家通胀已达到两位数水平, 大部分新兴市场国家已经进入加息周期, 而且这些国家也已经代替发达国家成为有色金属的主要消费国。
- 以美国为首的发达国家仍维持宽松的货币政策, 短期 (12-18 个月) 内美国加息的可能性很小, 宽松的货币将导致美元持续贬值, 而流动性也将放大商品价格的波动。
- 有色金属下游需求并未减速: ① 尽管中国从四月份开始执行严格的房地产调控政策, 但今年 1-9 月我国铜表观消费量仍保持正增长, 铜及铜材进口同比仅减少 1.3%, 如果把去年国储局购入的 30 万吨铜剔除掉, 事实上今年铜进口同比增长应该在 8% 以上, 而且这是在去年铜进口增长 400% 的基础上的增长, 从绝对数量上看已创历史新高。② 自 2009 年下半年以来以电脑、手机为代表的消费电子产品销量出现迅猛增长, 同时, 全球最大的锡出口国印尼 2009 年锡精矿出口量下降了 30%, 从而导致价格创新高。③ 新能源产业在未来十年将拉动稀土、锂等小金属需求出现爆发式增长。
- 在经济复苏、资源不可再生和货币贬值的前提下, 最大化地利用本国资源已成为各国政府心照不宣的“国策”, 所以未来供应短缺的品种会更加短缺。从供给集中度上看, 基本金属中锡和铜的供给垄断性最强, 锡的前三名供应国家垄断了近 80% 的市场份额, 铜则达到了 67%, 第二梯队是铅、锌、镍分别是 57%、55% 和 47%, 铝的供应则最为分散, 前三名的集中度只有 32%。
- 根据各公司矿产资源自给率和 PE 水平, 以及未来存在矿山资源注入的可能性, 我们推荐的首选投资组合是: 中金岭南 (000060)、江西铜业 (600362)、山东黄金 (600547)、西部矿业 (601168)、金钼股份 (601958)、西部资源 (600139)。次优投资组合是: 铜陵有色 (000630)、吉恩镍业 (600432)、豫光金铅 (600531)、驰宏锌锗 (600497)、中金黄金 (600489)、紫金矿业 (601899)、中国铝业 (601600)、锡业股份 (000960)。长期看好西藏矿业 (000762)、章源钨业 (002378)、厦门钨业 (600549) 和包钢稀土 (600111)。

## 目录

一、经济复苏是驱动有色金属上行的根本动力 .....	4
1.1、历次经济周期中有色金属的表现 .....	4
1.2、新兴市场国家已经站在了下一轮经济周期的起点 .....	6
1.3、美元贬值符合美国的长期利益 .....	7
1.4、通胀：无近忧但有远虑 .....	10
1.5、国际热钱将成为商品价格的助推器 .....	12
二、有色金属下游需求并未减速 .....	13
2.1、房地产调控只是暂时性影响 .....	13
2.2、电子产品需求大幅增长导致锡价创新高 .....	15
2.3、新能源产业将导致稀土、锂等小金属需求出现爆发性增长 .....	16
2.2.1、稀土：2015、2020 年全球需求将分别翻一番和翻两番 .....	16
2.2.2、锂：2015 年、2020 年需求增至 2009 年的 2.5 倍和 4 倍 .....	18
三、供给：稀缺的将更加稀缺 .....	19
3.1、供给集中度越高的品种价格越坚挺 .....	19
3.2、进口依存度：镍、铜、铝高度依赖进口 .....	20
3.3、库存：总体呈下降趋势，锡库存降幅最明显 .....	21
3.4、锡供给情况 .....	22
3.5、铜供给情况 .....	23
3.6、铅、锌供给情况 .....	23
3.7、镍供给情况 .....	23
3.8、铝供给情况 .....	24
3.9、稀有金属供给情况 .....	24
四、基本面：铜、锡最优，镍、铅、锌次之，铝偏弱 .....	26

## 五、投资策略：选择矿石自给率最高的企业 ..... 27

## 图表目录

图表 1: CRB 金属指数与美国 CPI、利率走势 (1990-2010)	5
图表 3: 申万有色指数相比沪深 300 超额收益率与 CPI、利率	5
图表 4: “金砖四国” GDP	6
图表 5: 美国、日本、欧元区 GDP	7
图表 6: 中国铜产量、消费占全球比例	7
图表 7: 中国锌产量、消费占全球比例	7
图表 8: CRB 金属指数与美元指数	8
图表 9: 美国 PMI 与消费者信心指数	8
图表 10: 美国房地产市场指数	8
图表 11: 美国私人部门固定资产净投资额	9
图表 12: 美国失业率	9
图表 13: 泰勒规则	10
图表 14: 美国、日本、欧元区、澳大利亚 CPI	11
图表 15: “金砖四国” CPI	11
图表 16: 不明来历的外汇占款余额	13
图表 17: 我国铜表观消费量与增速	14
图表 18: 我国铜进口量与增速	14
图表 19: 电线电缆产量与增速	14
图表 20: 印刷电路板产量增速	14
图表 21: 锡下游消费邻域	16
图表 22: 全球手机出货量	16
图表 23: 全球笔记本电脑出货量	16
图表 24: 1997-2020 年全球风机累计装机量	17
图表 25: 电动汽车电机需求 (2009-2020)	17
图表 26: 全球碳酸锂需求预测 (2009-2020)	19
图表 27 基本金属供应集中度	20
图表 28: 基本金属进口依存度	20
图表 29: LME 锡价格与库存	21
图表 30: LME 铜价格与库存	21
图表 31: LME 镍价格与库存	21
图表 32: LME 铅价格与库存	21
图表 33: LME 锌价格与库存	22
图表 34: LME 铝价格与库存	22
图表 35: 锡主要供应国	22
图表 36: 铜主要供应国	23
图表 37: 世界稀土产量分布 (2009)	25
图表 38: 全球铜供需平衡	27
图表 39: 全球锌供需平衡	27
图表 40: 全球铅供需平衡	27
图表 41: 全球镍供需平衡	27
图表 42: 全球铝供需平衡	27

## 表格目录

表格 1: “次贷危机”后各国利率变动一览表.....	11
表格 2: 电线电缆企业的平均开工率.....	15
表格 3: 全球钕铁硼、稀土需求预测 (2009-2020) .....	18
表格 4: 稀土相关政策一览表 .....	25

我们对有色金属短期（12-18 个月）走势的判断是在温和通胀、各国陆续进入加息周期，发达国家不断释放流动性的情况下，有色金属板块已进入较安全的投资区间。

长期（3-5 年，下一轮经济周期）走势存在一定不确定性，会出现两种可能：①以美国为首的发达国家寻找到新的经济增长点，新技术的出现将大大提高劳动生产率并降低对资源的消耗，有色金属（特别是基本金属）将处于长期震荡偏弱的走势；②复制 2004-2007 年的走势。目前还无法判断会出现哪种可能，被寄予厚望的奥巴马上台后并未能让美国经济迅速走出底部，反而支持率节节下降，再加上中期选举丢失众议院控制权，民主党能否复制克林顿当年的辉煌还着实需要打上一个大大的问号。

结论：在加息周期的初期投资有色板块的收益/风险比最高，而未来新技术将出现在与降低能耗相关的产业之中，所以可长期战略性配置与新能源产业相关的稀有金属板块，如：稀土、锂等。

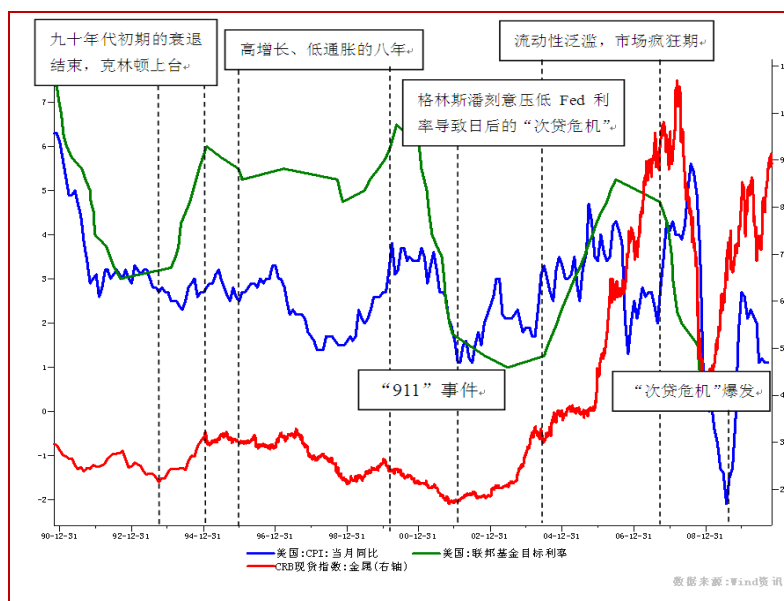
## 一、经济复苏是驱动有色金属上行的根本动力

### 1.1、历次经济周期中有色金属的表现

通过对美国两次长周期（1990-2010）中，有色金属价格与美国 CPI、Fed 利率之间的关系分析可以看出，有色金属价格在每个加息周期的初期和晚期会有较好表现：①在加息周期的初期，经济从收缩转入扩张，对原材料需求增加，相应商品上涨，对应的财政和货币政策也会逐渐由宽松转为趋紧；②在加息周期的晚期，资本市场处于狂热状态，通胀明显（美国 CPI 超过 3%，中国超过 5%），这往往是有色金属最后的疯狂时期。

有色金属价格在另两种情况下会出现下跌：①在降息周期的初期或者从加息转为降息的时候，这时经济增长已出现疲态，特定事件（911，次贷）的爆发往往成为压垮骆驼的最后一根稻草，央行为刺激经济将开始降息。但由于市场处于恐慌时期，金属往往会出现暴跌行情；②经济处于高增长、低通胀时期，最为突出的是克林顿当政的八年，互联网的出现大幅提高了美国的劳动生产率，在这一段时间有色金属价格表现疲弱。

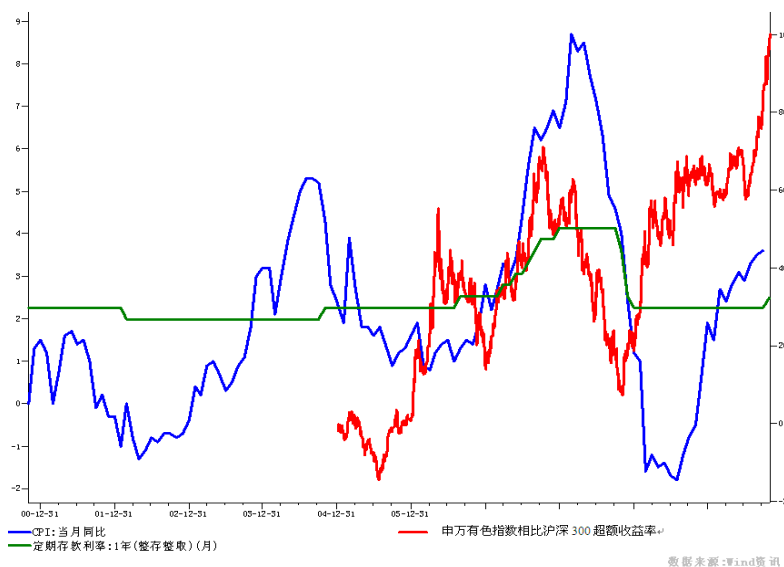
图表 1: CRB 金属指数与美国 CPI、利率走势 (1990-2010)



数据来源: wind

由于数据有限, 我们只能分析 A 股在最近一个周期中的表现 (2004-2010 年), 通过将申万有色金属行业指数相比沪深 300 的超额收益率 (从 2004 年至今有色板块相比沪深 300 的超额收益率是 102%) 与利率、CPI 相对比, 我们发现国内有色金属板块与全球商品走势一致, 但对利率和通胀的反应更为敏感, 基本在 CPI 和利率触底的同时有色板块也由跌转涨。2005-2006 年和 2009-2010 年这两个时间段表现最为明显。

图表 2: 申万有色指数相比沪深 300 超额收益率与 CPI、利率



数据来源: wind

通过对国内外有色金属板块在整个经济周期中的表现我们可以发现, 在经济由坏转好的转折期 (即便只是一线曙光) 往往是有色板块触

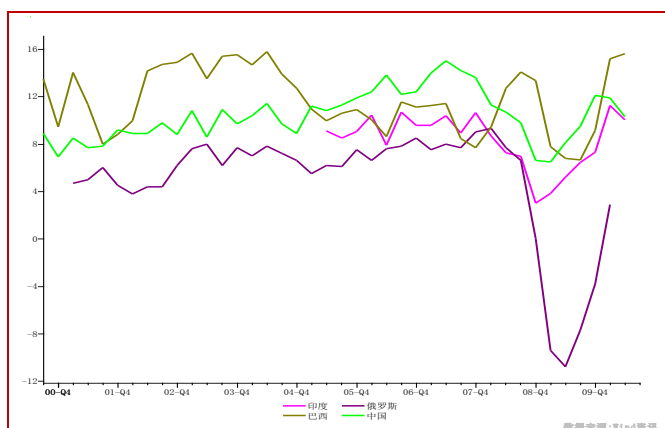
底的时候,但在这个时期投资有色需要勇气并承担较大的风险,而一旦经济复苏确定,进入加息周期时,有色将显著跑赢大市,而且这段时间投资资源类股票的风险较小。在加息周期的晚期尽管商品价格仍上涨但上市公司的盈利水平可能处于下降通道,所以这一段时间投资有色股票的风险较大。

小结:在加息周期的初期投资有色板块的收益/风险比最高。

## 1.2、新兴市场国家已经站在了下一轮经济周期的起点

这轮“次贷危机”始于发达国家,尽管发展中国家也受到波及,但由于其金融体系相对欠发达和封闭,所以遭受的损害也相对较小,以金砖四国为例,除俄罗斯略差以外其他国家 GDP 增速已经恢复到金融危机之前的水平,且达到两位数,说明发展中国家已经安全渡过危机,站在了下一轮经济周期的起点。

图表 3:“金砖四国” GDP

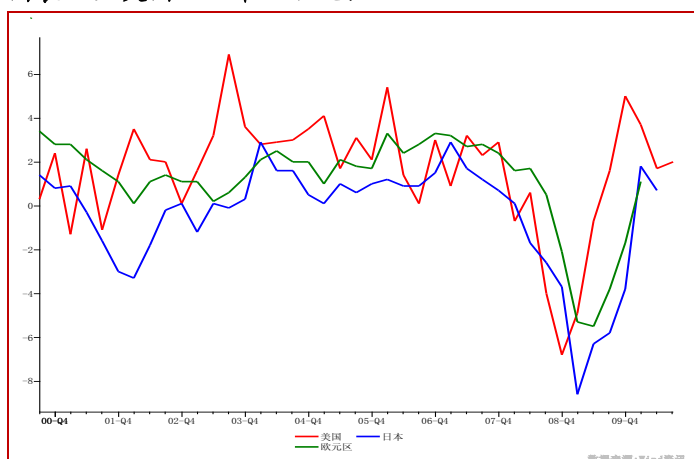


数据来源: wind

反观发达国家,其经济复苏之路恐怕将会崎岖的多,危机之后不仅仅是经济重建,还包括金融市场制度和监管办法的重新制定,以及民众在储蓄、消费和投资习惯上的改变,这将是一个漫长的过程,而这也正是发达国家经济在这一轮危机之后难以快速恢复的根本原因。



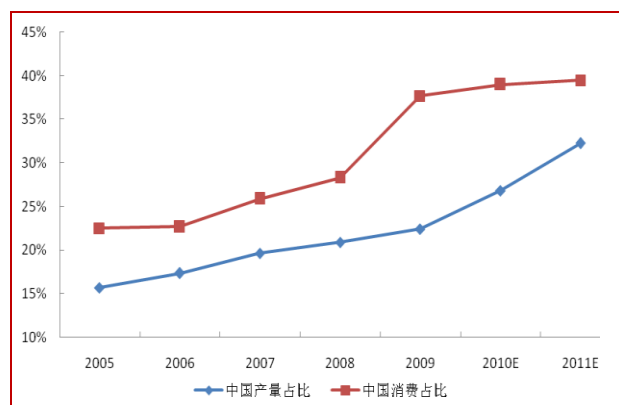
图表 4: 美国、日本、欧元区 GDP



数据来源: wind

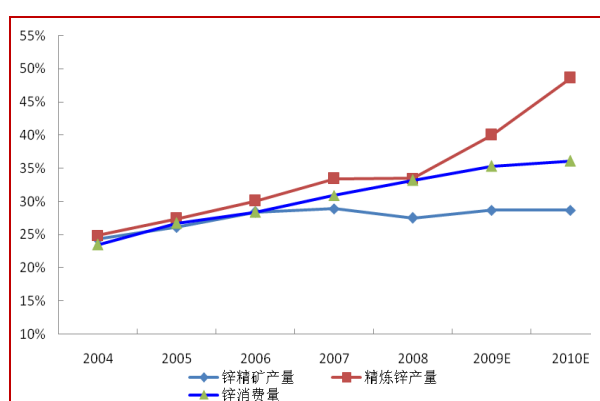
近十年来, 全球大宗商品市场所讨论最多的一个话题是“中国因素”, 这并非仅仅是炒作, 2000 年以后, 我国在钢铁、石化、煤炭、水泥、有色金属等多种商品产量上陆续摘得桂冠, 如中国铜消费占全球的 38.96%, 锌消费占全球的 36.1%。而且从增量上看, “金砖四国” 占全球商品消费量增量的 70% 以上, 也就是说全球商品主要消费者是新兴市场国家而不是发达国家, 只要这些新兴市场国家的经济保持增长, 商品的需求也必然会保持增长。

图表 5: 中国铜产量、消费占全球比例



数据来源: Brookhant

图表 6: 中国锌产量、消费占全球比例



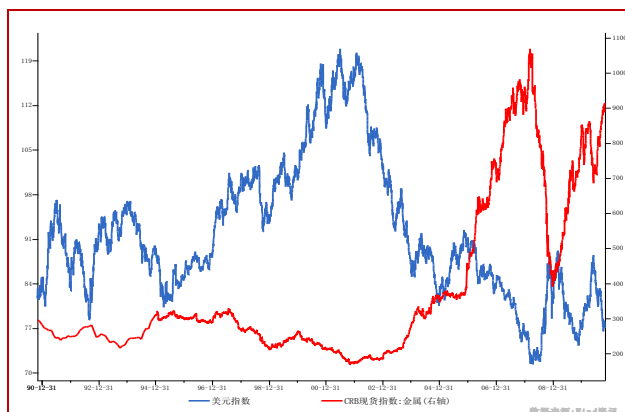
数据来源: Brookhant

### 1.3、美元贬值符合美国的长期利益

由于全球商品多数以美元定价, 所以美元指数和商品价格形成一个“跷跷板”的关系。



图表 7: CRB 金属指数与美元指数

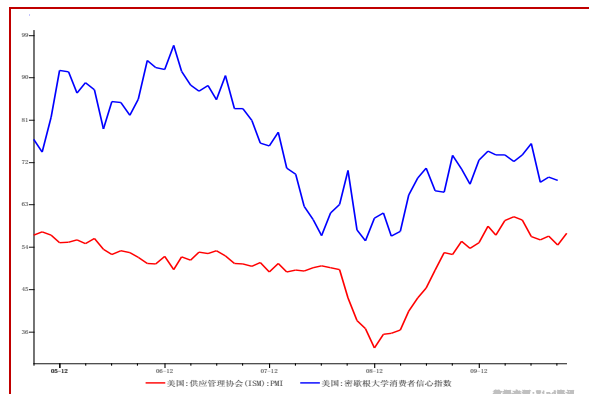


数据来源: wind

按照“利率平价”理论，一国之货币的价值与其利率水平正相关。而根据泰勒规则，Fed 理论利率由 CPI、当前利率和失业率（或产出）所决定。简单而言 Fed 理论利率与 CPI 成正比，与失业率成反比。

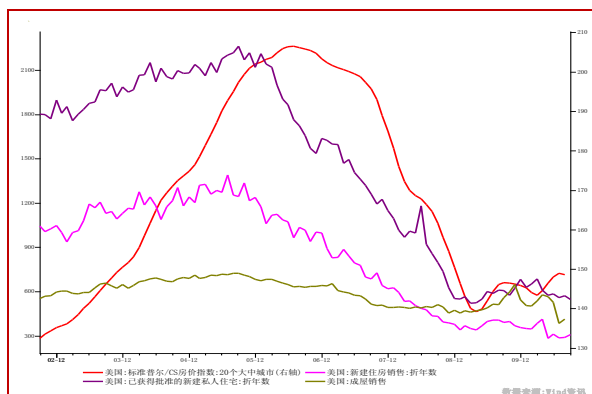
从今年 5 月份开始，美国经济出现减速迹象，奥巴马政府在“次贷危机”中所采取的种种刺激政策也逐渐失去效果，各项经济指标如 PMI、消费者信心、房地产指数下降，失业率则有重新抬头的趋势，私人部门对未来经济增长依然持不确定态度，从而导致固定资产投资率处于 50 年来的最低点。

图表 8: 美国 PMI 与消费者信心指数



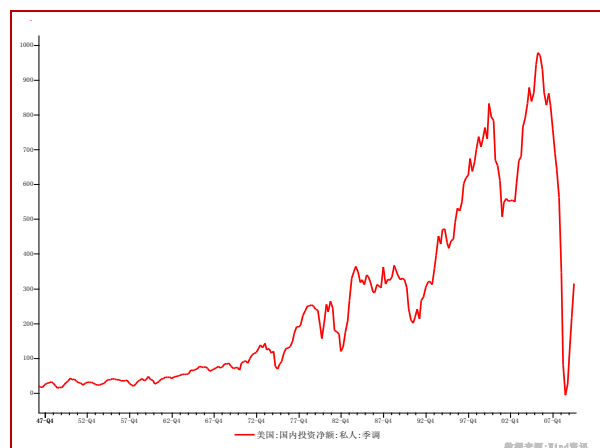
数据来源: wind

图表 9: 美国房地产市场指数



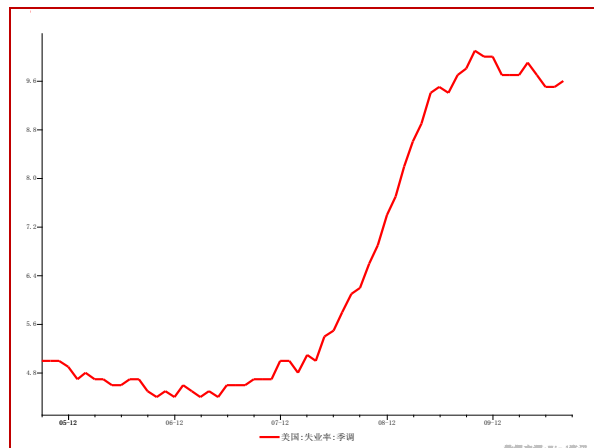
数据来源: wind

图表 10: 美国私人部门固定资产净投资额



数据来源: wind

图表 11: 美国失业率

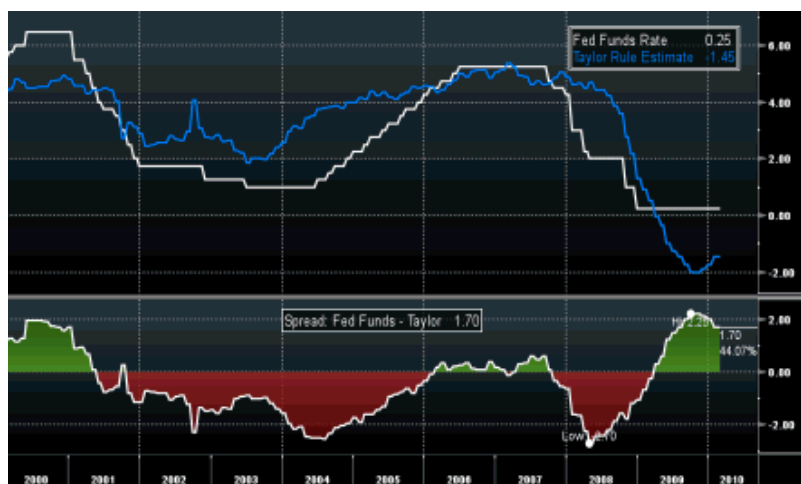


数据来源: wind

为了刺激经济, Fed 于 11 月 3 日宣布推出第二轮定量宽松货币政策, 到 2011 年 6 月底以前购买 6000 亿美元的美国长期国债, 这一举措说明美国将继续执行其宽松的货币政策。同时民主党在中期选举丢失了众议院控制权, 面对居高不下的失业率和节节下降的支持率, 奥巴马政府必须要在未来使出浑身解数来赢得选民的心。在货币和财政双重宽松的政策作用下, 美元只有继续贬值一条路可走。从 2001 年开始美元即处于下降通道之中, 而且美元中长期贬值也是被市场普遍接受的观点。“次贷危机”中美元因避险需求而上涨只能是一段小插曲。

在经济不景气的时候, 通过本币贬值可以扩大出口, 增加就业, 这是惯常的做法, 但所带来的后果是各国货币争相贬值, 即所谓“汇率战争”, 每次 G20 峰会谈及汇率必定无果而终正是这个原因。就美国的现状而言, 美元贬值一是可以扩大出口, 增加就业; 其二是输出通胀, 让其所欠巨额国债自然缩水, 即“铸币税”。好处不言而喻, 而害处无非是有损其超级大国的“颜面”, 但在面临当前严峻的“吃饭”问题前, “面子”自然可以先放到一边, 所以现在至少可确定的一点是在 Fed 正式加息之前, 美元贬值难以逆转。由于当前美国 CPI 和失业率均低于目标水平, 从泰勒规则的计算结果来看, 由于目标利率仍低于当前联邦利率, 短期内 Fed 还无加息的可能。

图表 12: 泰勒规则



数据来源: Bloomberg

由于美国短期（12-18 月）无加息可能，预示美元将会持续贬值，尽管我们无法预测伯南克是否会重蹈格林斯潘的覆辙，但至少在当前宽松的流动性支持之下，大宗商品会维持易涨难跌的走势。未来随着美国经济复苏，Fed 必将有加息的那一天，加息之后会导致美元回流美国，短期（1-3 个月）会造成美元上涨和商品下跌，但根据我们前述分析，真正驱动商品价格的是下游需求而不是流动性，Fed 加息说明美国经济开始步入正轨。所以经过加息初期的调整之后，商品仍将延续上涨趋势。

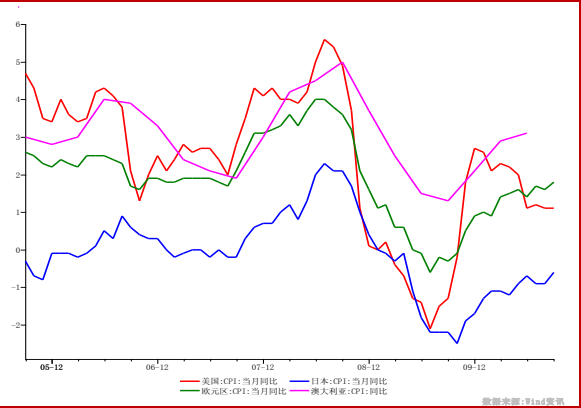
#### 1.4、通胀：无近忧但有远虑

在经济逐步步入正轨，而货币政策依然宽松的情况下，通胀无疑是各方异常担忧的问题，毕竟“次贷危机”有相当一部分原因是由于格林斯潘在 2003-2004 年间刻意压低联邦基准利率，从而导致其后巨大的房地产泡沫所产生，而如今 Fed 史无前例的零利率政策已经执行了 23 个月之久，而且还要执行第二轮宽松货币政策，那么这会不会导致新的超级泡沫的诞生，未来 1-2 年内会不会形成全球性的恶性通胀，这也是市场各方异常关心的问题。

我们的判断是 1-2 年内通胀将保持在温和可控的状态下，但不排除在局部地区或国家出现两位数以上的 CPI 增速。尽管当前美元贬值和金属上涨的速度与 2007、2008 年有些类似，但从宏观经济层面来看两者完全不同。2007 年间全球经济处于拐点时期，CPI、利率都在高点，所以当时情况下是“抑通胀”还是“保增长”，是一个两难的问题，各国央行面对通胀可以采取的办法并不多。而现在情况正好相反，尤其是各

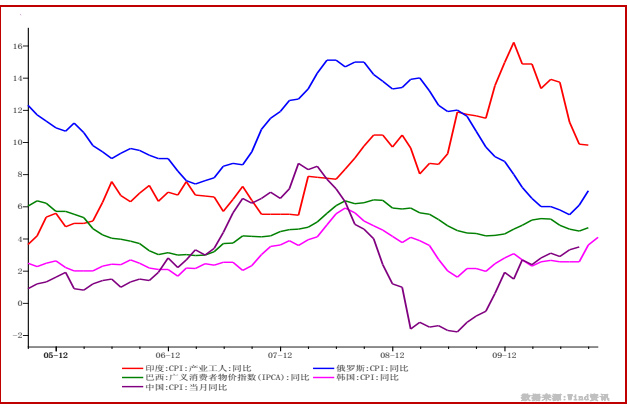
国的利率水平基本上都还处在历史最低点，所以未来一旦有任何恶性通胀的苗头出现，央行有很多应对的手段。这是我们认为短期内不会出现恶性通胀的主要原因。即从现在开始至 Fed 加息至 2% 之前都难以出现恶性通胀，由泰勒规则可知，若要目标利率回升至 2% 之上（假设 CPI 是 3%），则失业率要控制在 6.5% 以内，以目前美国经济和失业率水平来看，要让失业率从 9.5% 下降至 6.5% 恐怕需要一年甚至更长时间。

图表 13：美国、日本、欧元区、澳大利亚 CPI



数据来源：wind

图表 14：“金砖四国” CPI



数据来源：wind

尽管短期通胀处于温和状态，但由于全球经济发展冷热不均所导致各国的通胀水平也不同，G7 中除了澳大利亚之外其他国家 CPI 都处在 2% 以下，而日本还在为通缩所困扰。于是日本央行在 10 月 5 日将执行了四年之久的 0.1% 银行间无担保隔夜拆借利率下调至 0-0.1%，一方面是为了避免日元快速升值，另一方面还是为了刺激经济，防止通缩。但与此相反的是部分发展中国家物价上涨水平过快（如印度 CPI 已经到两位数），从 2009 年下半年开始就陆陆续续有国家开始加息，“金砖四国”中只有俄罗斯未动，印度和巴西均已多次加息，中国也在 10 月 20 日金融危机后首度加息。另外韩国、台湾、新加坡、马来西亚这些传统出口依赖型国家也都纷纷成为“加息俱乐部”的一员，而最为特殊是 G7 成员澳大利亚早在 2009 年 10 月 16 日就开始加息，至今已连续五次加息，澳大利亚加息的主要原因还是在于发展中国家对其矿石出口需求的激增，所以澳大利亚是 G7 中率先走出危机的国家，除此之外，欧洲的以色列、挪威、瑞典等国也都宣布加息。

表格 1：“次贷危机”后各国利率变动一览表

	国家	利率变动次数	利率变动幅度
G7	日本	1	降息 0.1% 至 0 利率
	澳大利亚	5	共上调 150 基点至 4.75%
G20	中国	1	共上调 25 基点至 2.75%
	巴西	4	共上调 200 基点至 10.75%

	印度	6	共上调 300 基点至 6.25%
	印度尼西亚	4	降息 3.5%至 7.25%
	韩国	3	共上调 75 基点至 2.25%
	南非	6	降息 6%至 6%
其他	新加坡	1	放宽对于新元汇率交易幅度的管制，等同于加息
	台湾	2	共上调 25 基点
	马来西亚	3	共上调 75 基点至 2.75%
	泰国	2	共上调 50 基点至 2.75%
	瑞典	1	共上调 25 基点
	挪威	1	共上调 25 基点
	以色列	6	共上调 150 基点至 2%

数据来源：金元证券研究所

发达国家通过宽松的货币政策来“输出通胀”，再加上国际热钱的推波助澜，短期内全球通胀冷热不均的状况会继续维持，出现恶性通胀的可能性不大。但长远来看，如果发达国家经济走上正轨，而同时宽松的货币政策未能及时退出，那么类似 2008 年的泡沫从膨胀到破灭的事件将再次爆发。

小结：1-2 年之内，全球通胀将保持在温和可控水平，各国央行将会采取渐进的加息手段，所以当前我们正是处于加息周期的初期，也是投资有色金属的最佳时期。

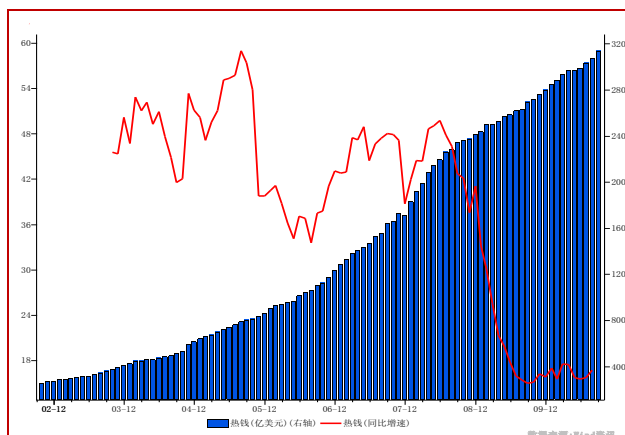
### 1.5、国际热钱将成为商品价格的助推器

通常认为国际热钱是驱动大宗商品的一个主要力量，但我们认为流动性并不能改变商品价格的方向，而是价格的放大器，国际热钱的流入流出会助涨助跌，放大了价格的波动。金融危机之后我们并未看到发达国家对对冲基金加强监管的举动，反而这些国际热钱的力量变得更加强大。

国际金融组织预计，今年约有 8250 亿美元热钱将流入新兴市场，而 2009 年，这一数字仅为 5810 亿美元。当华尔街发生次贷危机时，外国投资者迅速从印度股市抽走 50 亿美元，但仅在今年 9 月，外国投资者携带 71 亿美元涌入印度股市和债券市场，创下了外资在印度证券市场的月度纪录。另外从人民银行每月公布的数据来看，不明来历的外汇占款余额（外汇储备增加额减去贸易顺差和外商直接投资）也依然保持月度 18% 的增加速度。这些都说明了国际热钱正源源不断地进入新兴市场，也许短期一年内还难以兴起风浪，但较长时间来看，如果发达国家宽松货币政策不能及时退出，两、三年后很可能在局部地区或国家出现恶性通胀。而如果这时发展中国家采取激烈的外汇管制手段来应对热

钱，那么无处可去的热钱必将冲击房地产、大宗商品市场等。

图表 15：不明来历的外汇占款余额



数据来源：wind

小结：根据我们之前的分析，流动性会加大商品价格的波动，如果需求保持增长而流动性得不到有效控制，商品价格可能出现一发不可收拾的局面。一旦发达国家的私人部门对发达国家未来经济增长持怀疑态度，在宽松的货币政策纵容之下，必然出现从发达国家借出资金购买发展中国家资产，抑或黄金、原油、金属等资源品。

## 二、有色金属下游需求并未减速

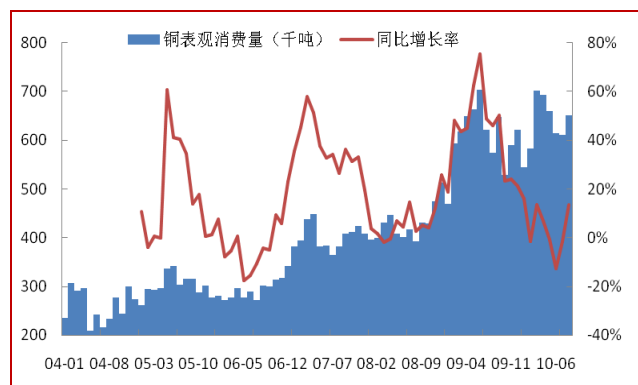
### 2.1、房地产调控只是暂时性影响

自今年 4、5 月间起，中国开始重拳打压房地产市场，与此同时澳大利亚政府宣布要提高矿业税，而在一季度中国各种金属进出口出现同比、环比下降，一时间市场担忧全球金属消费将出现快速萎缩。我们认为应该辩证地看待今年一季度有色金属表观消费量同比增速下降的问题。以铜为例，①今年上半年表观消费量同比增速确实远低于 2009 年上半年，但需要看到的是去年一季度我国铜进口出现近 400% 的增长速度是一种不正常的现象，当时铜价正处于 3500 美元/吨的历史低点，市场情绪极度悲观，在这种情况下中国铜进口出现超乎寻常的增长，说明有逆市资金入场做多，市场传言当时国储局即买入了 30 万吨精炼铜，尽管国储局从未公告其操作，但我们有理由相信当时情况下敢于逆市做多的资金不会是铜下游消费企业。随着铜价逐步抬高，这批资金自然失去了继续进口铜的动力。另外随着房地产调控力度放缓，从 6 月份开始铜表观消费同比增速开始触底回升。②尽管同比增速略有下降，但从绝对数量来说，今年 1-9 月末锻造的铜及铜材进口 3,332,786 吨，同比仅减



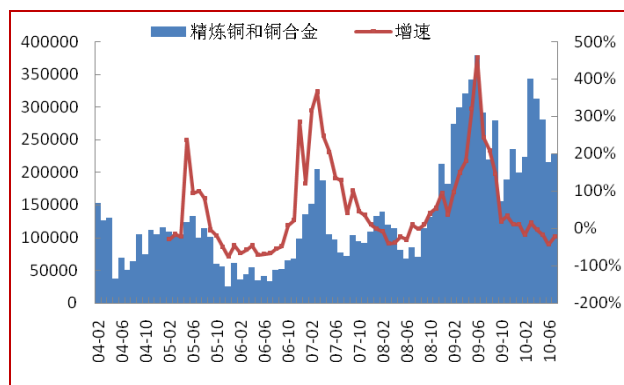
少 1.3%，也就是说与去年基本持平，如果把去年国储局购入的 30 万吨铜剔除掉，事实上今年铜进口同比增长应该在 8% 以上。所以综合以上两点来看，即便在趋紧的房地产调控和货币政策之下，中国的铜消费也并未减速，由于中国消耗了超过全球四分之一的铜，“中国因素”也依然是驱动全球商品市场的主导力量。

图表 16：我国铜表观消费量与增速



数据来源：wind

图表 17：我国铜进口量与增速

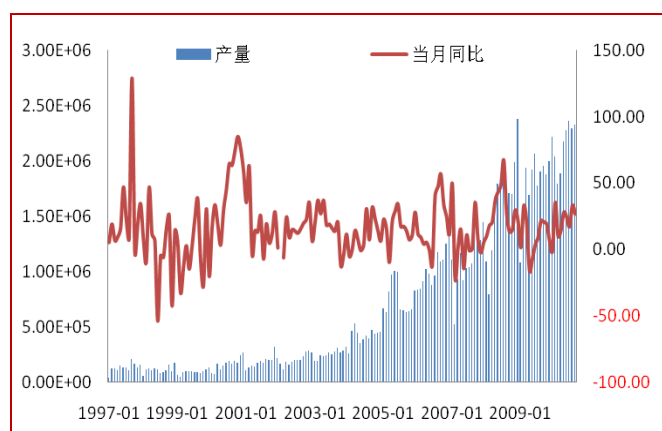


数据来源：wind

铜（包括铝、铅、锌）的下游消费集中于建筑、机械、电子、电线电缆、交通等领域，其中建筑和电子电力是主要消费领域，由于房地产调控政策导致上半年铜在建筑领域的增长并不明显，但电子和电力行业对铜的消费则是异军突起。

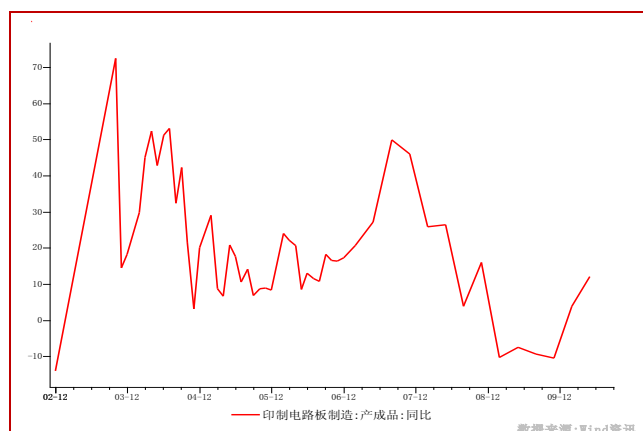
今年 1-8 月电线电缆产量同比增速 22%，而且增速呈现逐月递增的趋势。而铜箔产量由于未公布，我们用印刷电路板产量来代替（铜箔主要应用于电路板和制冷设备），2009 年我国印刷电路板增速同比下降，但从今年开始逐季回升，三季度同比增速已达到 14%。

图表 18：电线电缆产量与增速



数据来源：wind

图表 19：印刷电路板产量增速



数据来源：wind

另外根据 SMM 的调研，9 月电线电缆企业的平均开工率达到 84.7%，环比 8 月的 77.9% 增加了 6.8%。企业表示，进入 9 月之后，终端电力领



域对电线电缆的需求有明显的回升之势，这主要是各个建筑施工项目随着天气的转凉均加快了施工速度。开工率环比上升也说明了下游需求的逐步释放。

**表格 2：电线电缆企业的平均开工率**

时间	SMM 调研企业整体开工率	调研期间铜价
2009 年 9 月	83.60%	47700-47950
2010 年 8 月	77.90%	56100-57900
2010 年 9 月	84.70%	57850-60300

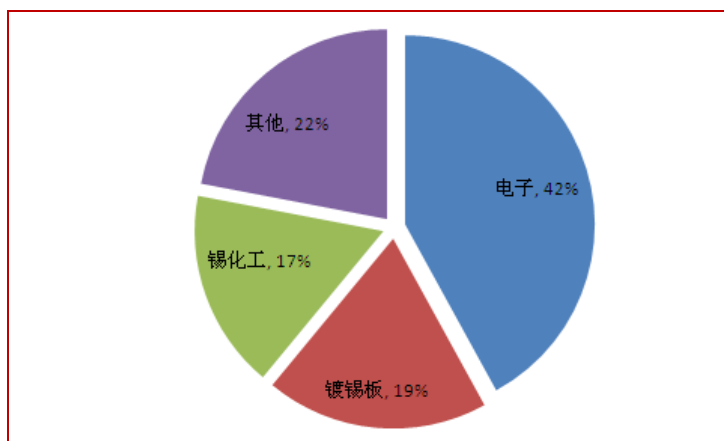
数据来源：上海有色金属网

长期来看，由于全球经济处于转折期，“二次探底”的可能性小，未来金属消费将平稳增长。而对于市场所担忧的房地产调控政策我们认为其对金属消费的影响只是暂时性，从目前种种抑制房价和抑制需求的政策来看，其根本目的是为各地保障性住房建设腾出时间。进入 9 月，中央部委接连下达对各地保障性住房建设的指令，根据住建部的要求，各地的保障性住房必须在 9 月 30 号之前实现开工，年底建成或基本建成率必须达到 60%。根据住建部网站的新闻，我们发现，截至 8 月末，全国保障性安居工程已开工 410 万套，占年度计划的 70%。其中，廉租房、经济适用房、公共租赁房等保障性住房已开工 220 万套，占全年计划的 75%。各类棚户区改造开工 190 万套，占全年计划的 65%。保障性安居工程已完成投资 4700 亿元，占全年计划的 60%。中央财政 692 亿元专项补助资金已经全部下达。所以未来 2、3 年内保障性住房将接过商品房在金属消费领域的接力棒，更长远来看，三、四线城市房地产市场的崛起，城乡一体化建设、农民工进城等等都将是推动金属消费不断增长的核心力量。

## 2.2、电子产品需求大幅增长导致锡价创新高

锡主要用于电子和日常生活领域，其中 42%用于电子（焊接用），18%用于镀锡板（马口铁），15%用于锡化工。

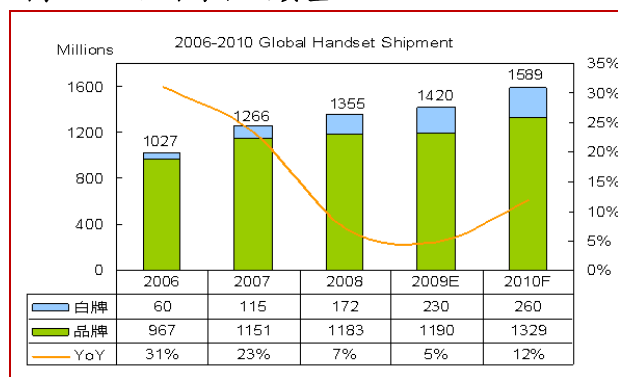
图表 20: 锡下游消费领域



数据来源: wind

自 2009 年下半年以来以电脑、手机为代表的消费电子产品销量出现迅猛增长, 根据托璞产业研究所的预测, 2010 年手机和笔记本电脑的出货量同比增速将达到 12% 和 21.7%。

图表 21: 全球手机出货量



数据来源: wind

图表 22: 全球笔记本电脑出货量



数据来源: wind

同时, 全球最大的锡出口国印尼 2009 年锡精矿出口量下降了 30%, 所以在需求快速增长和供给减少的双重作用下锡库存快速下降, 从而导致价格创新高。

## 2.3、新能源产业将导致稀土、锂等小金属需求出现爆发性增长

### 2.2.1、稀土: 2015、2020 年全球需求将分别翻一番和翻两番

钕铁硼永磁材料接近占稀土应用的一半, 钕铁硼的需求量基本上决定了稀土的需求量。目前 90% 的钕铁硼需求集中于 VCM、MRI、通讯、音箱、马达以及各种消费电子, 而未来我们更看好钕铁硼在直驱风机电机、新能源汽车用电机和变频空调领域中的应用。

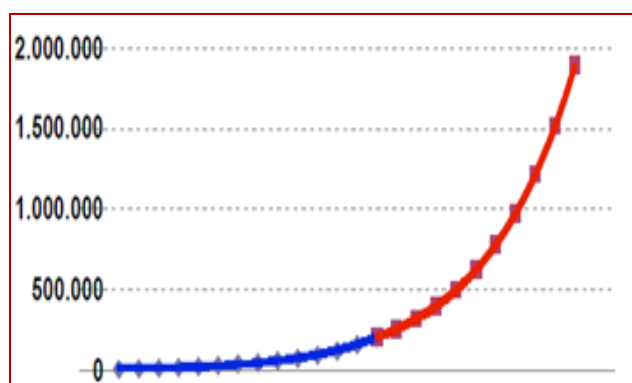
根据我们的测算, 2015 和 2020 年全球钕铁硼需求将达到 16.51 和 29.09 万吨。通常稀土中钕、镨含量分别占 15% 和 8%, 即 1 吨钕铁硼约

需 1.82 吨稀土氧化物 (REO)，由此得出 2015 和 2020 年全球稀土氧化物消费量将达到 30.12 和 53.08 万吨，是 2009 年全球稀土氧化物产量的 2.21 和 3.90 倍。

#### ● 风力发电机用电机

根据目前风电增长的趋势，WWEA (世界风能协会) 对未来风电装机总量进行了预测，预计到 2020 年底，全球装机总量至少为 1,900,000MW，未来十年将以三年翻一番，即保持每年 30% 的复合增长率。初期风机用电机主要还是笼型异步发电机和双馈异步发电机，但由于存在齿轮箱大，双馈异步发电机还存在碳刷和滑环，使得系统成本高、可靠性差、维护量大，未来将逐步采用直驱电机。以 1MW 风机需 1 吨钕铁硼计算，2015 和 2020 年风机用直驱电机需钕铁硼 3.19 和 7.43 万吨。

图表 23: 1997-2020 年全球风机累计装机量

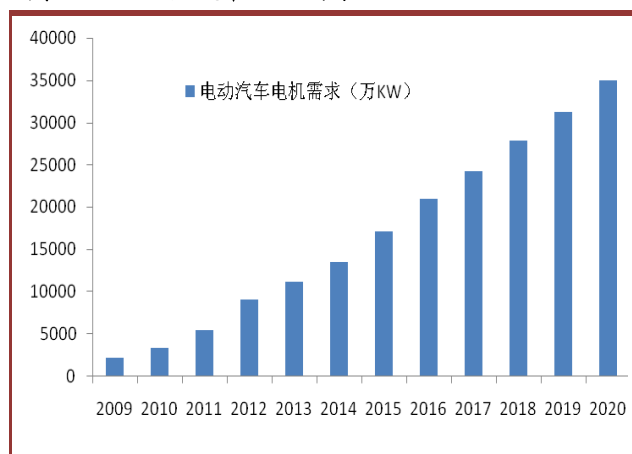


数据来源: WWEA

#### ● 新能源汽车电机

根据我们对未来新能源汽车销量的预测，以 1KW 新能源汽车电机需 0.2Kg 钕铁硼计算，2015 和 2020 年风机用直驱电机需钕铁硼 3.42 和 7.01 万吨。

图表 24: 电动汽车电机需求 (2009-2020)



数据来源: wind

### ● 变频空调

日本早在 1983 年就开始变频空调，而目前日本市场已不再有定频空调出售，2009 年日本变频空调销量约 700 万台，而在欧美等发达国家变频空调的普及率也在 70% 以上。2009 年我国共销售变频空调 250 万台，仅占 17% 的空调市场份额，预计到 2020 年我国变频空调能占 70% 以上市场份额。以 1 台变频空调需 0.2Kg 钕铁硼计算，2015 和 2020 年风机用直驱电机需钕铁硼 0.68 和 1.16 万吨。

### ● 消费电子及其他领域

未来数年消费电子依然是钕铁硼的主要应用领域，同时考虑到节能电梯、MRI (核磁共振) 等对钕铁硼需求的快速增长，我们预测这部分需求未来能保持 10% 以上的复合增长率。预计至 2015 和 2020 年这部分钕铁硼需求将达到 11.51 和 16.86 万吨。

**表格 3：全球钕铁硼、稀土需求预测（2009-2020）**

	2009	2015	2020
风机用钕铁硼需求	3064.96	31921.92	74347.83
新能源汽车用钕铁硼需求	4380	34260	70080
变频空调用钕铁硼需求	3100	6800	11600
消费电子等钕铁硼需求	65000	115151.5	168593.3
全球钕铁硼总需求需求	75544.96	165103.1	290902.4
稀土氧化物需求	137836.4	301240.7	530769.4
稀土氧化物产量	136360		

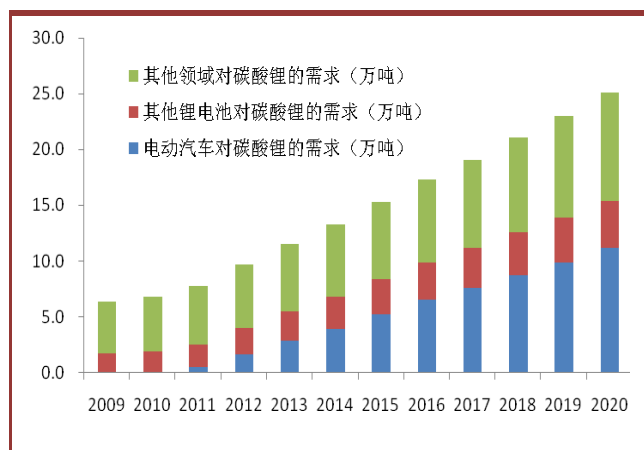
数据来源：金元证券研究所

### 2.2.2、锂：2015 年、2020 年需求增至 2009 年的 2.5 倍和 4 倍

碳酸锂是锂产品中最重要也是用量最大的基础产品，许多高端锂衍生品都是在碳酸锂的基础上提纯、精制而成。碳酸锂有工业级、电池级和高纯级三种，工业级碳酸锂可以进一步提纯成电池级。高纯级碳酸锂主要用于冶炼生产金属锂，工业级和电池级碳酸锂是市场主流产品。

2009 年全球碳酸锂总消费约 6.5 万吨，其中锂电池消费约 1.7 万吨。随着电动汽车快速发展对动力电池的需求，预计锂电池对碳酸锂的需求在 2015 年、2020 年分别达到 8.4 万吨、15.4 万吨，假定其他领域对碳酸锂的需求以 7% 的速度增长，到 2015 年、2020 年全球碳酸锂需求有望达到 15.3 万吨、25 万吨，折合锂需求 3.6 万吨和 6 万吨以上，分别是 2009 年需求的 2.5 倍和 4 倍。

图表 25: 全球碳酸锂需求预测 (2009-2020)



资料来源: 金元证券研究所

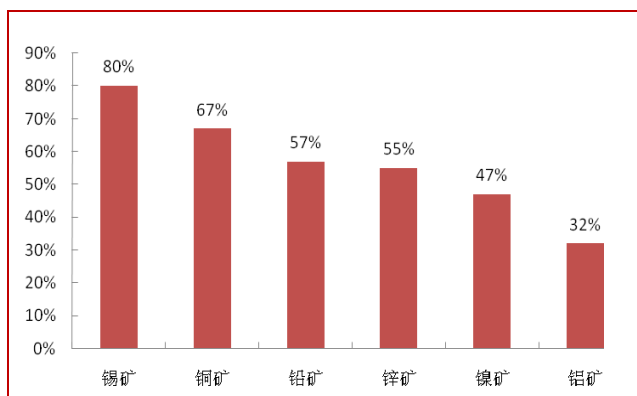
### 三、供给：稀缺的将更加稀缺

#### 3.1、供给集中度越高的品种价格越坚挺

在需求平稳增长的情况下，供给往往会成为市场关注（或者炒作）的热点，尤其对于铜、锡、铁矿、稀土等品种来说，往往一个突发事件就能对国际金属价格和相关上市公司股价造成大幅波动。最为典型的是今年 2 月 27 日（周六）智利康塞普西翁市发生 8.8 级地震（详见报告《智利地震或将给有色板块带来短暂交易性机会》，2010 年 3 月 1 日），周一开盘后 LME 铜价即上涨 3.27%，国内 A 股铜板块的上市公司更是集体涨停。但事实上震中距离矿区很远，除了短暂的断电，其他基本无影响，所以第二天铜价和股价都被打回原形。但是这一事件却揭示了智利在全球铜供应市场上举足轻重的地位。

一般来说供给越集中的品种其价格表现越为坚挺。基本金属中锡和铜的供给垄断性最强，锡的前三名供应国家垄断了近 80% 的市场份额，铜则达到了 67%，第二梯队是铅、锌、镍分别是 57%、55% 和 47%，铝的供应则最为分散，前三名的集中度只有 32%。

图表 26 基本金属供应集中度

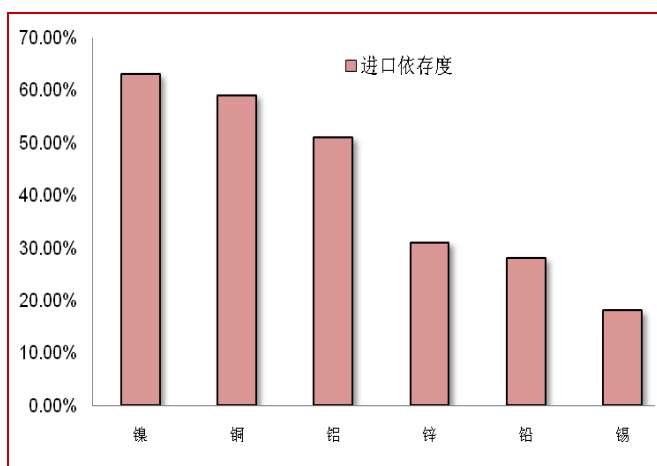


数据来源: wind

### 3.2、进口依存度：镍、铜、铝高度依赖进口

通过对近几年我国几种金属的产量和进出口数据分析可以得知，今年上半年我国金属原矿进口依存度超过 50% 的有镍、铜和铝，其进口依存度分别达到 63%、59% 和 51%，其次是锌、铅分别是 31% 和 28%，最低的是锡不到 20%。铝的进口依赖度高主要是因为我国铝土矿的品味较低，而国外铝土矿供应较为丰富，所以冶炼企业采取大量从国外进口原矿的方式生产电解铝。我国锡储量丰富且集中，除了部分企业由于保护性开采的原因从国外进口，大部分锡冶炼企业的矿石自给率都较高，所以我国锡进口依存度较低。

图表 27: 基本金属进口依存度



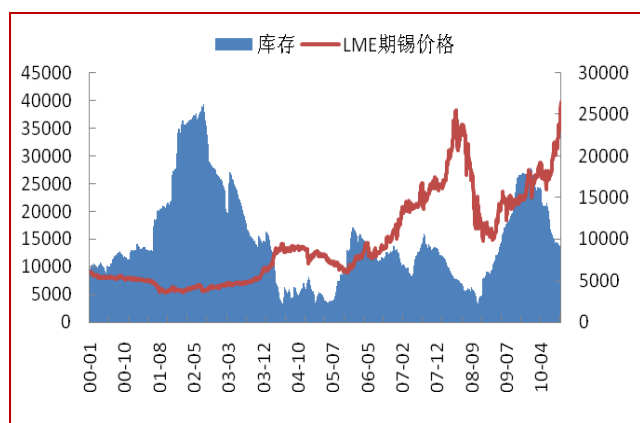
数据来源: wind

### 3.3、库存：总体呈下降趋势，锡库存降幅最明显

库存可以看作是供给的一部分，所以一般来说价格与库存成反向关系，当库存大幅上升时价格会下降，反之亦然。金属的库存包括显性和隐性库存两大类，显性库存包括 LME、COMEX、SHEF 等主要商品期货交易所定期公布的库存、各个国家统计局的统计数据以及全球大型冶炼企业在年报、季报中所公布的库存，隐性库存则是在各级经销商和下游消费企业手中的存货，由于隐性库存数量庞大且分散，无法准确统计，所以一般用显性库存来代表整体社会库存的趋势。LME 是全球最早也是最大的金属期货交易所，其每天公布的库存数据最具市场影响力。

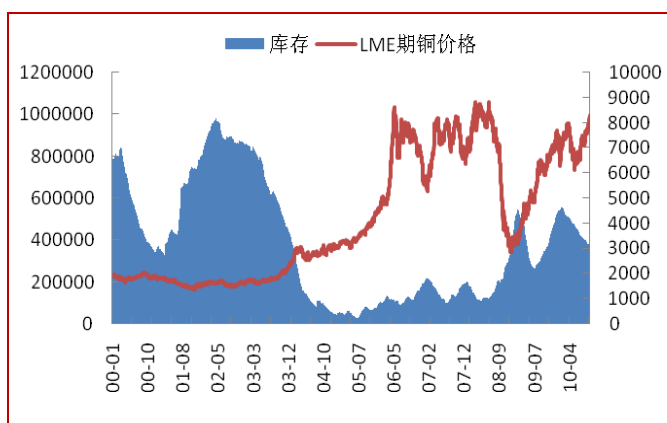
今年以来库存下降最快的是锡，目前 LME 锡库存只有年初的一半，其次是铜和镍，今年以来库存已分别下降了约 26%和 23%，铅、锌的库存变化不大，而铝的库存则维持在历史最高位。

图表 28：LME 锡价格与库存



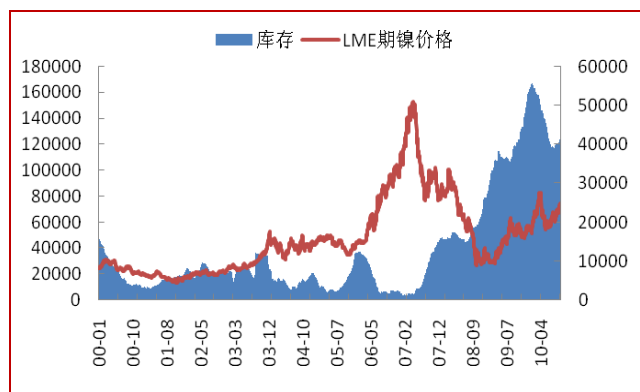
数据来源：LME

图表 29：LME 铜价格与库存



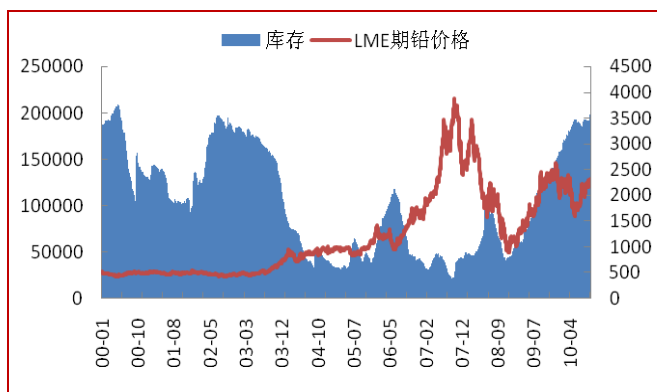
数据来源：LME

图表 30：LME 镍价格与库存



数据来源：LME

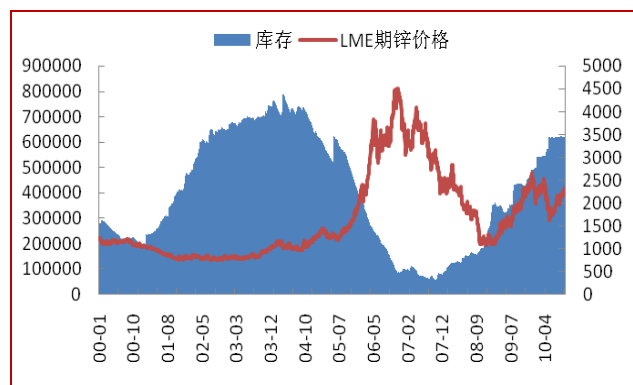
图表 31：LME 铅价格与库存



数据来源：LME

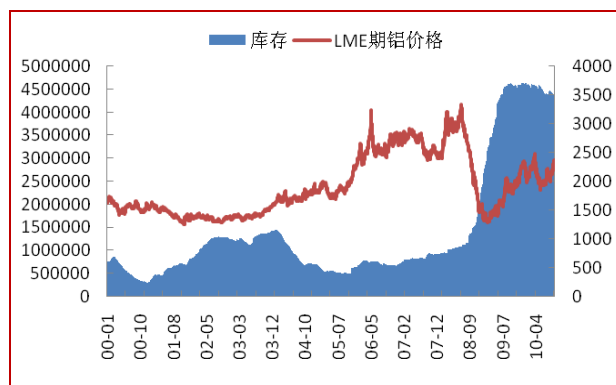


图表 32: LME 锌价格与库存



数据来源: LME

图表 33: LME 铝价格与库存



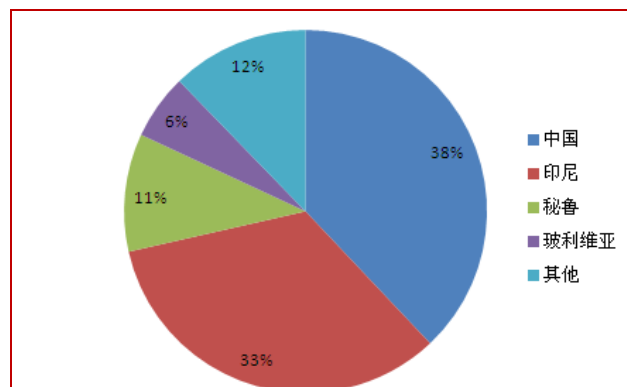
数据来源: LME

### 3.4、锡供给情况

锡在地壳中含量比较少的,丰度只有 6PPM,所以锡是一种相对稀缺的金属。而且锡的储量也非常集中,其中我国锡矿资源十分丰富,锡矿的探明储量为 2600 万吨,占世界探明储量的 1/4,是世界上锡矿探明储量最多的国家。其次印尼锡矿储量约占全球 30%,秘鲁占 13%,其他国家储量较少。

我国的锡矿在地区分布上极不均衡,主要集中分布在云南南部、广西东北部和西北部。其次是广东、湖南和江西等省。尤其是位于云南哀牢山区的个旧市,是世界已知最大的锡矿藏之一,锡产量居全国第一,约占全国锡产量的 70%,素有“锡都”之称。2009 年我国锡产量 13.86 万吨,而云南锡业股份有限公司 2009 年产量就达到了 5.59 万吨,占全国产量的 40%,也是全球最大的锡生产企业。根据台湾工研院 (ITRI) 的统计,2009 年全球前 8 家公司生产的精锡占全球精锡总产量的 70%,所以锡供应集中度非常高。

图表 34: 锡主要供应国

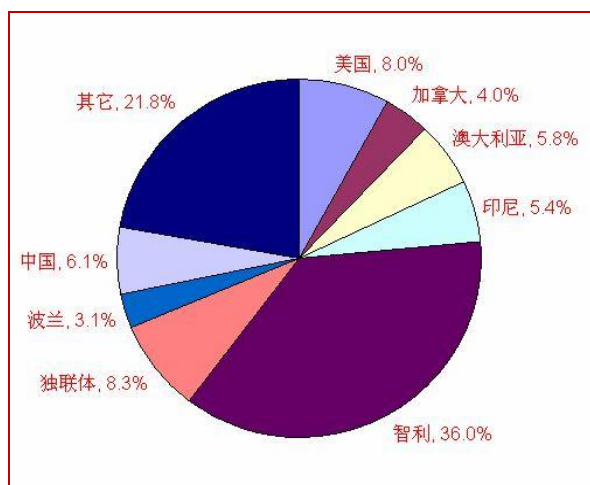


数据来源: Brookhant

### 3.5、铜供给情况

从储量看，智利占全球铜储量的 1/3 强，是第二名的 4 倍多，而且智利生产出来的铜大部分用于出口，占全球铜出口量的 60%，所以智利发生任何风吹草动都会对国际铜价造成或大或小的影响。

图表 35：铜主要供应国



数据来源：Brookhunt

### 3.6、铅、锌供给情况

铅、锌属于伴生矿，单一矿很少见，往往还同时伴生铜、银、锡等金属。据美国地质调查局资料显示，世界锌储量 2.2 亿吨，储量基础为 4.6 亿吨。锌储量较多的国家有中国、澳大利亚、美国、加拿大、哈萨克斯坦、秘鲁和墨西哥等。其中，澳大利亚、中国、美国、哈萨克斯坦四国的矿石储量占世界锌储量的 57% 左右，占世界储量基础的 64.66%。我国的锌资源丰富，地质储量居世界第一位。

世界铅储量为 6700 万吨，储量基础为 14000 万吨。澳大利亚的铅储量为 1500 万吨，占世界储量的 22%，中国占 16%，美国占 12%，哈萨克斯坦占 7%，秘鲁占 5%，加拿大占 3%，墨西哥占 2%，以上 7 个国家的储量占世界储量的比例为 67%。

我国铅锌生产主要集中于东北、湖南、两广、滇川、西北等五大地区，这五大基地铅产量占全国总产量的 85% 以上，锌产量占全国总产量的 95%。

### 3.7、镍供给情况

世界镍资源主要有红土型矿及硫化物型矿两种，其中以红土型矿为主，约占总量 60%。澳大利亚镍资源储量占据世界的 1/3，是世界镍资源的核心区；俄罗斯、古巴、加拿大及新喀里多尼亚，这些国家镍储量也在世界占有重要地位。2007 年，澳大利亚、印度尼西亚、新喀里多尼

亚的矿山镍产量分别达到 18.3 万吨、22.9 万吨、12.5 万吨,分别占世界总量 11.7%、14.7%、8.0%;加上俄罗斯和加拿大,这五国的矿山镍产量已经占到世界总量的 70%,所以镍也是一个供给相对集中的品种。

我国镍资源分布高度集中,甘肃、陕西、吉林及新疆四省(区)的镍矿储量约占全国总量的 97.7%,其中特别是甘肃,其镍储量约占全国总量的 84%。由于我国镍矿资源埋藏较深,绝大多数需要地下开采,开采成本逐年提高。同时,我国最大最重要的矿区——金川硫化铜镍矿床,开采难度很大,近几年产量增长缓慢。我国镍精矿大量依赖进口。

### 3.8、铝供给情况

铝元素在地壳中的含量仅次于氧和硅,居第三位,是地壳中含量最丰富的金属元素。全世界铝土矿储量为 230 亿吨,储量基础为 280 亿吨,其中铝土矿资源比较丰富的国家有:澳大利亚(储量基础 79 亿吨)、几内亚(储量基础 59 亿吨)、巴西(储量基础 29 亿吨)、牙买加(储量基础 20 亿吨)、印度(储量基础 12 亿吨)、匈牙利(储量基础 9 亿吨)。我国铝土矿的数量和质量都不及上述国家,铝土矿的进口依赖度也达到了 50% 以上。

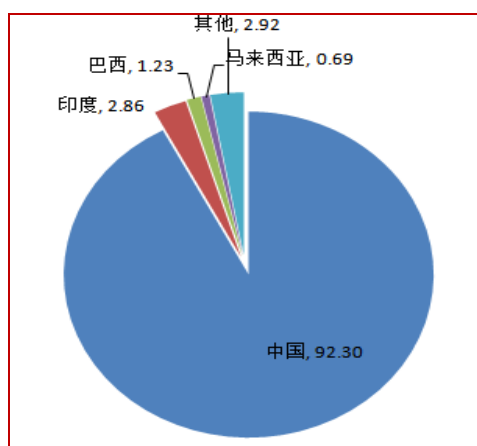
我国铝土矿分布高度集中,山西、贵州、河南和广西四个省(区)的储量合计占全国总储量的 90.9%(山西 41.6%、贵州 17.1%、河南 16.7%、广西 15.5%),其余拥有铝土矿的 15 个省、自治区、直辖市的储量合计仅占全国总储量的 9.1%。由于铝储量丰富,再加上近几年全球电解铝产能扩张太快,1-2 年内铝将处于供大于求状态。

### 3.9、稀有金属供给情况

金融危机之后相当多数的小金属品种价格走势明显强于基本金属,这其中下游需求逐步恢复的因素,但也有相对一部分原因在于国家加大了对产量和出口的控制。2010 年 4 月,国土部发布了《关于下达 2010 年钨矿锑矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》,明确了对稀土、钨、锑、钼等金属的开采总量控制。这几种金属我国的储量和产量均有一定的垄断优势。

以稀土为例,我国稀土产量占全球产量的 90%,是不折不扣的独家垄断,但由于之前行业分散,恶性竞争导致定价权旁落。

图表 36: 世界稀土产量分布 (2009)



数据来源: Bloomberg

从 2009 年开始政府相关部门不断加大稀土行业的整治力度, 今年上半年更是几乎每个月都有与稀土相关的政策出台。在供给和需求的双重拉动下今年稀土价格节节高升, 而且短期还没有停止的迹象。自稀土之后, 我国还会继续加强对钨、钼等品种的整治力度。

表格 4: 稀土相关政策一览表

时间	政策	发布部门	主要内容
2005 年 11 月	《“十一五”磁性材料行业发展规划纲要》	中国磁材行业协会	(1) 中国磁性材料行业必须做大做强, 加速行业内的规模经济建设, 发展强强联合, 要有若干个年销售收入达到 100 亿的企业。(2) 中国企业必须要走出国门, 收购或合资国外企业, 建立跨国公司, 树立国际名牌。(3) 中国企业必须投入应用开发领域, 配合整机开发磁性材料配套部件和组件, 如单一生产磁性材料要达到 100 亿很困难。到 2010 年全行业争取达到产值 400 亿人民币。
2005 年 12 月	《产业结构调整指导目录 (2005 年本)》	发改委	将“高性能磁性材料制造”列入第一类——鼓励类第八类的第 13 项、“大容量光、磁盘驱动器及其部件和数字产品用存储卡制造”列入鼓励类第二十四类的第 28 项。
2007 年 12 月	《产业结构调整指导目录 (2007 年本)》	发改委	将“稀土磁性材料……及其应用产品”列入第一类——鼓励类第八项的 5 项, “大容量光、磁盘驱动器及其部件和数字产品用存储卡制造”列入鼓励类第二十四类的第 26 项。
2009 年 2 月	《内蒙古自治区稀土资源战略储备方案》	内蒙古自治区政府	5 年对 30 万吨稀土矿产品及适量稀土分离。储备资金将主要由包钢稀土自行承担, 自治区、包头市、包钢(集团)公司将共同给予贴息支持, 其中自治区贴息 1000 万元, 包头市贴息 1000 万元, 其余由包钢(集团)公司贴息。
2010 年 4 月	《关于下达 2010 年钨矿、锡矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》	国土部	今年全国钨精矿开采总量控制指标 8 万吨, 同比增加 16.7%。锡矿开采总量控制指标 10 万吨, 同比增加 10.9%。稀土矿开采总量控制指标 8.92 万吨, 同比增加 8.4%。到 2011 年 6 月 30 日前, 暂停受理新的钨、锡和稀土矿勘查、开采登记申请。

2010 年 5 月	《关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知》	工信部	在生产规模、工艺装备、能源消耗、资源综合利用、环境保护、产品质量、监督与管理等多方面都做出规定。如在生产规模上,规定轻稀土矿山企业生产建设规模年处理矿石量应不低于 30 万吨(1000 吨/日);离子型稀土矿山企业生产能力应不低于 3000 吨(REO,以氧化物计)/年。稀土金属冶炼项目规模应不低于 1500 吨/年等。以上各类规定固定资产投资项目最低资本比例为 40%。
2010 年 6 月	《关于印发节能产品惠民工程高效电机推广实施细则的通知》	财政部	对能效等级为一级和二级、额定功率为 0.55 千瓦(含)至 315 千瓦(含)的低压三相异步电机给予每千瓦 15-40 元补贴;对损耗比现行准入标准低 20%、额定功率为 355 千瓦(含)至 25000 千瓦(含)的高压三相异步电机给予每千瓦 12 元补贴;对额定功率为 0.55 千瓦(含)至 315 千瓦(含)的稀土永磁电机给予每千瓦 40-60 元补贴。财政将补贴资金拨付给高效电机生产企业,由生产企业按补贴后的价格销售给水泵、风机等成套设备制造企业。
2010 年 7 月	2010 年第二批一般贸易稀土出口配额	商务部	2010 年中国全年的稀土出口配额总数仅为 30258 吨,较 2009 年的 50145.1 吨减少近 36%
2010 年 9 月	《关于促进企业兼并重组的意见》	发改委	在生产规模、工艺装备、能源消耗、资源综合利用、环境保护、产品质量、监督与管理等多方面都做出规定。如在生产规模上,规定轻稀土矿山企业生产建设规模年处理矿石量应不低于 30 万吨(1000 吨/日);离子型稀土矿山企业生产能力应不低于 3000 吨(REO,以氧化物计)/年。稀土金属冶炼项目规模应不低于 1500 吨/年等。以上各类规定固定资产投资项目最低资本比例为 40%。

资料来源:相关部委

小结:在货币贬值,通胀上行的情况下,各国都意识到不可再生资源的重要性,保护本国资源,争夺外部资源已是心照不宣的“国策”,所以未来必然会出现短缺、垄断性较高的品种将变得更加稀缺。而且即便不出现国家性质的垄断和不可预见性的“天灾”,国际金属市场也依然不会平静,对于手握数十亿甚至上百亿美元资金的对冲基金和商品指数基金来说,控制当地矿山工会以制造罢工、谈判来造成供给中断,或者大量注销 LME 仓单以造成库存急速下降的假象,这些都是可以轻松操控的“事件”,而且往往在行情暴涨的时候各种“事件”都会恰到好处的同时爆发。

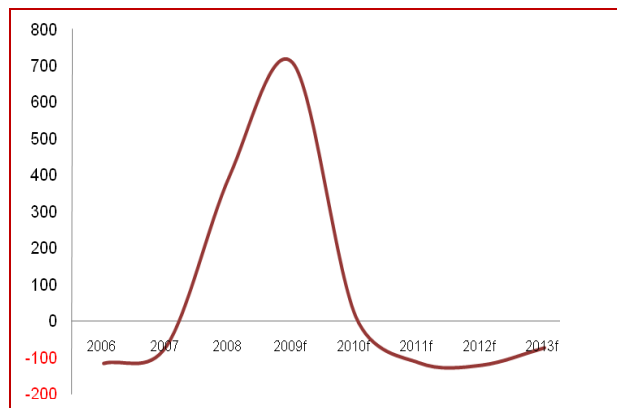
#### 四、基本面:铜、锡最优,镍、铅、锌次之,铝偏弱

通过前述各金属品种供需基本面的分析。我们认为有色金属中基本面最好的是铜和锡,镍、铅、锌次之,铝则一直表现偏弱,小金属中则依然看好稀土、钨、锂、铬、钼等品种。

根据 CRU、国际铜业和国际锌业研究小组等研究机构的预测,主要几种基本金属在未来 2-3 年的供求关系将趋于好转,到 2012 年,铜、镍、铅、锌都会出现短缺,其中铜和锌短缺 12.1 和 9.2 万吨,镍和铝

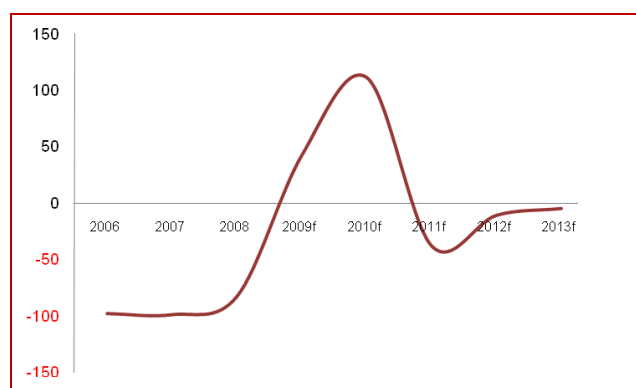
分别短缺 1.3 和 1.1 万吨, 只有铝依然是过剩 4.1 万吨, 铝一直要到 2013 年才能基本达到供需平衡。

图表 37: 全球铜供需平衡



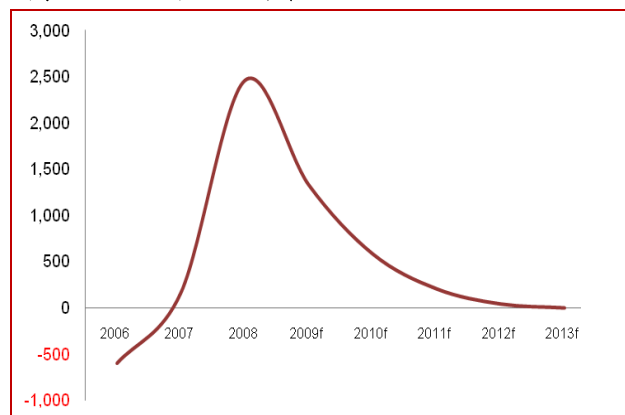
数据来源: CRU

图表 39: 全球铅供需平衡



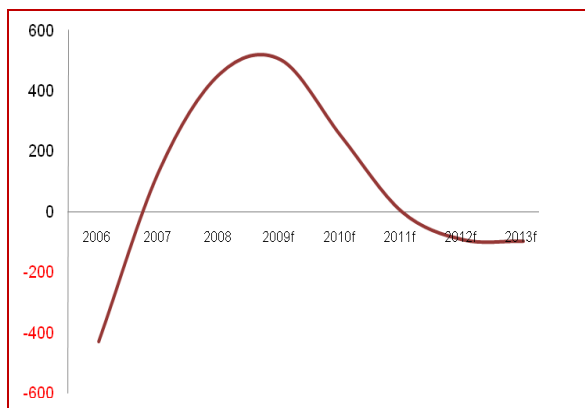
数据来源: 国际铅锌研究小组

图表 41: 全球铝供需平衡



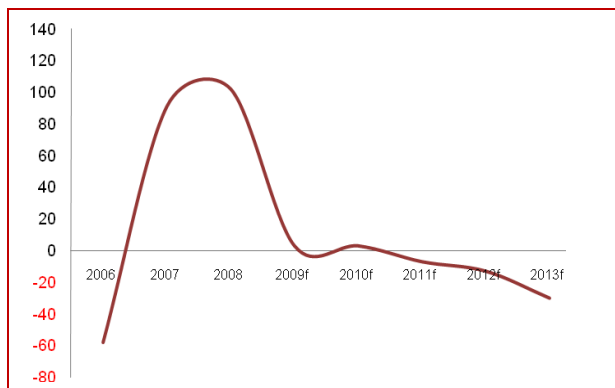
数据来源: CRU

图表 38: 全球锌供需平衡



数据来源: 国际铅锌研究小组

图表 40: 全球镍供需平衡



数据来源: CRU

## 五、投资策略: 选择矿石自给率最高的企业

资源型企业的估值除了传统的 DCF、PE、PB 等方法之外, 还要看其所拥有的资源储量, 所以国内有色上市公司中矿石自给率高的企业可以



获得一定的估值溢价。

国内小金属上市公司的自给率一般较高，例如包钢稀土（600111）、西藏矿业（000762）、宝钛股份（600456）、云南锗业（002428）自给率都接近 80%以上。但基本金属企业则普遍自给率不高，例如江西铜业（600362）的自给率在铜板块中最高，但也只有 20%左右，大部分铜精矿还是依赖进口。锡业股份（000960）作为国内唯一的锡冶炼上市企业，其自给率也只有 30%。铅、锌类公司自给率略高。

另外还有一类存在资产注入或收购外部矿山可能的公司值得关注，特别是金融危机之后全球商品出现过一轮暴跌行情，而国内部分上市采取大胆“走出去”的策略，收购了国内和海外的矿山资源，比如吉恩镍业（600432）、中金岭南（000060）、江西铜业（600362）、铜陵有色（000630）等。

根据各公司矿产资源自给率和 PE 水平，以及未来存在矿山资源注入的可能性，我们推荐的首选投资组合是：中金岭南（000060）、江西铜业（600362）、山东黄金（600547）、西部矿业（601168）、金钼股份（601958）、西部资源（600139）。次优投资组合是：铜陵有色（000630）、吉恩镍业（600432）、豫光金铅（600531）、驰宏锌锗（600497）、中金黄金（600489）、紫金矿业（601899）、中国铝业（601600）、锡业股份（000960）。长期看好西藏矿业（000762）、章源钨业（002378）、厦门钨业（600549）和包钢稀土（600111）。

品 种	公 司	代 码	价 格 (10 月 27 日)	产 品 产 量 (2009 年)	综 合 自 给 率	EPS (元)			PE			评 级
						2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
铜	江西铜业	600362	45.16	阴极铜 90 万吨、黄金 22 吨、白银 460 吨、硫酸 231 万吨、铜精矿含铜 17.2 万吨	19%	0.78	1.49	1.85	57.90	30.31	24.41	买 入
	西部资源	600139	34.18	铜精矿含铜 2800 吨，未来有注入铅锌银矿的可能	100%	0.39	0.50	0.74	87.13	68.28	45.94	增 持
	铜陵有色	000630	26.78	铜精矿含铜量完成 4.43 万吨、阴极铜完成 71.86 万吨、硫酸完成 175.23 万吨	6%	0.47	0.68	0.81	56.98	39.38	33.06	增 持
铅、 锌	中金岭南	000060	23.3	锌 24.67 万吨，锌精矿金属量 19.11 万吨，铅 12.14 万吨，铅精矿金属量 11.07 万吨	77%	0.40	0.48	1.06	58.25	48.54	21.98	买 入



	西部矿业	601168	18.25	电解锌 61,596 吨、电解锰 16,314 吨、电解铝 99,176 吨、电解铜 27,486 吨、铅精矿 66,574 吨、锌精矿 85,444 吨、铜精矿 19,574 吨	100%	0.25	0.55	0.82	73.00	33.18	22.26	买入
	驰宏锌锗	600497	28.92	铅 88763 吨, 锌产量 142663 吨,	60%	0.26	0.51	0.76	111.23	56.71	38.05	增持
	宏达股份	600331	17.58	锌锭 194,756.41 吨、氧化锌矿 636,950.62 吨、硫化锌精矿 44,782.12 吨、硫化铅精矿 13,262.50 吨	100%	0.17	0.16	0.47	103.41	111.05	37.19	增持
	豫光金铅	600531	31.33	参股澳大利亚 KBL 共同开发 SORBY HILLS 矿, 配股募资建设铅酸电池回收项目	0	0.45	0.6	0.9	69.30	52.22	34.81	增持
锡	锡业股份	000960	38.77	5.59 万吨	30%	0.21	0.49	0.72	184.62	79.12	53.85	增持
铝	中国铝业	601600	12.47	900 万吨氧化铝, 350 万吨原铝	100%	-0.34	0.12	0.23	-36.30	102.55	54.69	增持
	焦作万方	000612	25.68	40 万吨原铝	0%	0.40	0.95	1.19	63.83	27.17	21.63	增持
黄金	山东黄金	600547	60.04	18.2 吨黄金, 同时公司将以 12.45 亿元的现金收购山东金石矿业 75% 的股权, 约 30 吨金金属储量, 对于其余 25% 股权, 在此次股权转让完成之日起 6 个月内, 山东黄金享有优先选择购买权。	100%	1.05	1.02	1.45	57.18	58.86	41.41	买入
	中金黄金	600489	43.89	黄金产量 82.31 吨, 自产金 17 吨, 将定向增发收购收购大股东 3 个金矿, 新增产量约 2 吨	21%	0.66	0.7	0.9	66.50	62.70	48.77	增持
	紫金矿业	601899	9.84	黄金产量 73 吨, 自产金 30 吨, 白银 110 吨, 自产银 89 吨, 但环保事件影响了公司声誉	48%	0.24	0.37	0.5	41.00	26.59	19.68	增持
小金属	包钢稀土	600111	93.91	5.72 吨稀土氧化物	100%	1.07	1.72	2.48	87.77	54.60	37.87	增持
	西藏矿业	000762	46.33	3000 吨锂精矿, 1600	100%	0.08	0.20	0.29	579.1	235.1	158.6	增

			吨铜, 5 万吨铬铁矿					3	8	6	持
宝钛股份	600456	32.04	1.6 万吨钛材, 1.3 万吨海绵钛	80%	0.04	0.15	0.48	838.74	215.76	66.20	中性
厦门钨业	600549	50.64	5700 吨钨精矿, 2000 吨稀土氧化物 (在建)	37%	0.31	0.55	0.68	162.26	92.07	74.47	增持
章源钨业	002378	38.6	3000 吨氧化钨	50%	0.31	0.38	0.53	125.98	101.87	72.50	增持
金钼股份	601958	23.02	14000 吨钼	100%	0.17	0.41	0.64	135.17	56.42	36.19	买入
广晟有色	600259	91.15	1300 吨氧化钨, 1000 吨稀土氧化物	100%	0.21	0.17	0.26	434.05	536.18	350.58	中性

**金元证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

**买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

**增持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

**中性:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

**减持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.