

投资摘要：

1) 宏观面进一步趋暖是我们最为看重的一点变化。根据制造业 PMI、以及零售数据，欧元区和中国经济或已经触底，美国经济虽较前期有所走弱但整体复苏趋势不改。

2) 确实，美元指数的短期冲高压制了金属价格；但从历史经验来看，美元指数的上涨与金属价格的上涨本身并不矛盾，如 1996 年 11 月至 1997 年 7 月长达近一年的时间里，美元指数上涨了 13.9%，但 LME 基本金属指数同时上涨了 25.5%。最为朴素的一个解释便是，美元指数上涨若伴随着的是经济的复苏而不是避险情绪的增加，金属将逐渐获得需求端的支撑，从而会出现基本金属价格与美元齐涨的局面。

目前有色的投资更应该关注的是供需基本面的趋势变化，因为这决定了股价的中枢方向——震荡上行，还是震荡下行；更何况在美联储迎来加息后，sell on news 或许将再次发生作用，不排除美元指数短期见顶的局面。

3) 按照我们对供给端的理解，“产能刚性收缩+库存出清”其实已经使得基本金属具备了新周期的条件，我们需要等待的恰恰是产能和库存周期与需求周期的叠加。

即伴随着“宏观三因素”再次形成共振，供给端的结构性变化将再次被“price in”，从这个角度来看目前大宗金属价格的下跌反而提供了更大的价格反弹空间，有色股也将迎来大幅反弹。目前锌（中金岭南、驰宏锌锗）和铝（云铝股份）、锡（锡业股份）仍是我们期货交易品种领域最偏好的三个板块。

4) 与此同时，小金属领域我们态度也很明确，继续推荐在“自然调整和行政调整”双重作用下已然进入了一个新周期的稀土板块。建议积极择时布局未被充分挖掘的全球轻稀土霸主包钢股份，维持对包钢股份的强烈推荐。稀土近期关注的重点是下游需求对于节前价格上涨的确认，以及国家政策的变化预期的增强可能形成股价上涨的催化剂。

5) 我们也坚信政策倒逼之下新能源汽车 2015 年有望进入爆发期，锂动力电池、锂电设备，电机驱动将成为最大受益领域，隔膜、充电桩次之，全年具备投资价值。

锂电池环节与有色相关的企业我们重点推荐赣锋锂业：全球锂深加工龙头，三元体系锂动力电池国内龙头“影子股”。锂电设备与有色相关的企业我们重点推荐路翔股份：少有的锂电设备供应上市公司，持有东莞德瑞 65% 股权。电机及电控企业与有色相关的企业我们重点推荐正海磁材（持有上海大郡 88.7% 股权）和宁波韵升（参股上海电驱动 26%）。另外，产业爆发先期对上游锂盐拉动效应有限，但我们预计 2015 年锂盐价格仍有 15% 的上涨空间，依然需要高度重视锂供应龙头赣锋锂业和天齐锂业。

3 月投资组合：包钢股份 50%，中金岭南 25%，云铝股份 25%

下周要关注的事件：3 月 11 日中国各项经济数据的发布（零售、投资等）

参考过往报告：

- 1、《招商有色 2015 年年度策略报告-从做加法到做减法，在“变”与“革”中迎接新周期的开始-20141215》
- 2、《招商有色新能源汽车产业链专题——新能源汽车 2015 年将进入爆发期，锂动力电池、锂电设备、电机驱动环节业绩有望最先获得较大释放 -20150224》
- 3、《招商有色 2015 年专题报告之二——政策倒逼之下新能源汽车 2015 年有望进入爆发期，锂动力电池、锂电设备，电机驱动将成为最大受益领域；隔膜、充电桩次之-20150305》

## 目录

一、市场表现一周回顾：稀土价格节后延续上涨 .....	3
二、期货交易品种：金属价格短期承压美元指数，但宏观变暖趋势更为明显，这才是需关注的重点.....	3
二、小金属与新材料：政策倒逼之下新能源汽车 2015 年有望进入爆发期，锂动力电池、锂电设备，电机驱动将成为最大受益领域，全年具备投资价值；同时，继续推荐风险收益比高的稀土领域.....	4
四、宏观“三因素”运行态势跟踪：宏观面趋暖更为明显 .....	5
五、投资建议：从蓄势到乘势，对有色可以更乐观一些 .....	6

正文内容:

一、市场表现一周回顾：稀土价格节后延续上涨

LMEX 基本金属价格指数周环比回落 1.6%，其中：LME 三月铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为-2.5%（5745 美元/吨）、-1.8%（1782 美元/吨）、+5.3%（1819 美元/吨）、-2.2%（2020 美元/吨）、+0.8%（18100 美元/吨）、+2.0%（14370 美元/吨）。贵金属方面，黄金-3.8%（1167 美元/盎司），白银-4.2%（15.9 美元/盎司）。美元指数大涨 2.4%至 97.6。

小金属方面，稀土价格节后延续了上涨，轻稀土均价上涨 1.2%至 9.0 万元/吨，中重稀土均价上涨 2.8%至 21.0 万元/吨。稀土主力品种上涨则更为明显，氧化镨钕上涨 1.0%至 31.05 万元/吨，氧化镝上涨 5.8%至 182.5 万元，氧化铽上涨 2.5%至 405 万元/吨。其他小金属品种中，碳酸锂亦延续了节前的上涨，工业级碳酸锂周上涨 3.1%至 4.1 万元/吨，电池级碳酸锂周上涨 2.2%至 4.6 万元/吨。

图 1 重点跟踪品种价格涨跌幅

期货品种	最新价格	价格涨跌幅		库存变化		最新价格	本周%	年初至今%
		本周	年初至今	本周	年初至今			
铜	LME	5,745	-2.5%	-8.8%	9.0%	82.5%		
	SHFE	42,390	-0.7%	-7.1%	9.4%	112.6%		
铝	LME	1,782	-1.8%	-3.8%	-0.9%	-7.1%		
	SHFE	12,965	-0.3%	-0.9%	1.9%	2.0%		
铅	LME	1,819	5.3%	-2.1%	-0.4%	-3.6%		
	长江现货	12,375	-0.6%	-1.8%				
锌	LME	2,020	-2.2%	-7.3%	-3.6%	-20.9%		
	SHFE	15,780	-1.7%	-5.3%	3.4%	69.9%		
锡	LME	18,100	0.8%	-6.7%	-2.3%	-11.7%		
	长江现货	124,750	-1.4%	-2.0%				
镍	LME	14,370	2.0%	-5.1%	0.8%	4.6%		
	长江现货	105,100	-0.8%	-3.2%				
	最新价格	本周%	年初至今%					
LMEX	2,710	-1.6%	-7.0%					
美元	97.6	2.4%	8.1%					
黄金	1,167	-3.8%	-1.5%					
白银	15.9	-4.2%	1.3%					
铂	1,163	-2.2%	-3.8%					
钯	819	0.2%	2.7%					
原油Brent	59	-4.0%	6.4%					
原油WTI	50	-0.3%	-6.9%					

	最新价格	本周%	年初至今%
轻稀土国内均价(万元/吨)	9.0	1.2%	7.1%
中重稀土均价(万元/吨)	21.0	2.8%	12.5%
氧化铽(元/千克)	4,050	2.5%	35.0%
氧化镝(元/千克)	1,825	5.8%	17.4%
氧化镨钕(元/吨)	310,500	1.0%	9.7%
氧化铈(元/吨)	12,300	0.0%	-1.6%
氧化镧(元/吨)	13,000	0.0%	-3.7%
毛坯烧结钕铁硼N35(元/千克)	134	0.8%	-2.2%
毛坯烧结钕铁硼N52(元/千克)	190	0.5%	-1.6%
99.65%镨锭(元/吨)	47,500	0.0%	-8.7%
65%钨精矿(元/吨)	85,500	0.6%	9.6%
88.5%APT(元/吨)	135,500	0.4%	1.9%
99%工业级碳酸锂(元/千克)	41	3.1%	6.6%
99.5%电池级碳酸锂(元/千克)	46	2.2%	6.3%
56.5%单水氢氧化锂(元/千克)	45	0.0%	6.0%
99.8%海绵钛(元/吨)	48,800	0.0%	-1.4%
99.8%电解钴(元/千克)	213	-1.4%	0.2%
45%粗精矿(RMB/mtu)	1,095	-3.5%	-9.9%
99.99%二氧化锆(元/千克)	8,350	0.0%	-2.3%
30%钽精矿(CIF中国, USD/lb)	80	0.0%	0.0%
99.5%五氧化二钽(元/千克)	1,465	0.0%	-0.7%
66%澳洲锆英砂(元/吨)	8,400	0.0%	0.6%

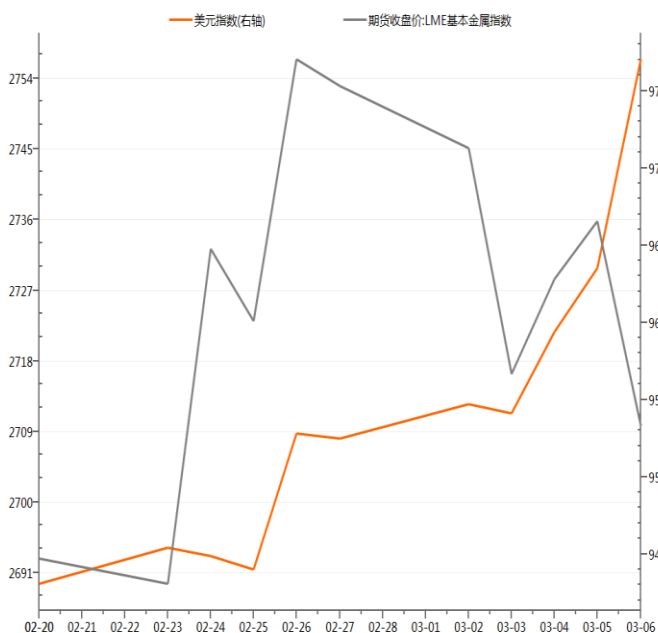
资料来源: Wind, 亚洲金属网, 招商证券

二级市场有色行业指数周上涨 4.5%，跑赢上证综指 6.6 个百分点。分子行业看，基本金属板块上涨 8.2%，小金属板块上涨 2.8%，贵金属板块则回落 0.9%。

二、期货交易品种：金属价格短期承压美元指数，但宏观变暖趋势更为明显，这才是需关注的重点

美联储加息预期上升，美元走强短期施压金属价格。周内金属价格回落主要集中在下半周，这与美国非农和 GDP 等数据公布后美元指数的快速拉升相对应。分品种看，黄金受到的影响要明显大于基本金属。相较于纠结美元指数的上涨与否，我们认为目前有色的投资更应该关注的是供需基本面的趋势变化，因为这决定了股价的中枢方向——震荡上行，还是震荡下行：

图 2 LMEX 基本金属价格指数短期承压于美元上涨



资料来源: Wind, 招商证券

图 3 黄金亦是如此, 但明显要更加疲弱



资料来源: Wind, 招商证券

1) 压制金属价格及有色股投资的宏观面因素已然正在发生“逆转”。如我们在下文宏观三因素中所述, 欧元区和中国经济或已触底, 而美国经济虽较前期有所走弱但整体复苏趋势不改。从而使得压制金属价格以及有色股投资的“需求端”担忧有望逐步得到改善。当然由于企业复工一般要到元宵节后, 现货市场的支撑尚需等待。

2) 而从历史经验来看, 美元指数上涨与金属价格上涨本身并不矛盾, 如 1996 年 11 月至 1997 年 7 月长达近一年的时间里, 美元指数上涨了 13.9%, 但 LMEX 基本金属指数同时上涨了 25.5%。最为朴素的一个解释便是, 美元指数上涨若伴随着的是经济的复苏而并不是避险情绪的增加, 则金属价格将逐渐获得需求端的支撑, 从而会出现基本金属价格与美元齐涨的局面。我们认为, 纠结于美元指数上涨的压制效果并不是目前所需关注的重点, 更何况在美联储迎来加息后, sell on news 或许将再次发生作用, 不排除美元指数短期见顶的局面。

3) 按照我们对供给端的理解, “产能刚性收缩+库存出清”其实已经使得基本金属具备了新周期的条件, 我们需要等待的恰恰是产能和库存周期与需求周期的叠加。

即伴随着“宏观三因素”再次形成共振, 供给端的结构变化将再次被“price in”, 从这个角度来看目前大宗金属价格的下跌反而提供了更大的价格反弹空间, 有色股也将迎来大幅反弹。目前锌(中金岭南、驰宏锌锗)和铝(云铝股份)、锡(锡业股份)仍是我们在期货交易品种领域最偏好的三个板块。

## 二、小金属与新材料: 政策倒逼之下新能源汽车 2015 年有望进入爆发期, 锂动力电池、锂电设备, 电机驱动将成为最大受益领域, 全年具备投资价值; 同时, 继续推荐风险收益比高的稀土领域

1、新能源汽车产业链动态: 政策倒逼之下新能源汽车 2015 年有望进入爆发期, 锂动力电池、锂电设备, 电机驱动将成为最大受益领域, 隔膜、充电桩次之, 全年具备投资价值

1) 碳酸锂价格年后恢复上涨, 本周上涨 2.2%至 4.57 万元/吨。目前现货货源比较紧缺, 供应商对后续价格走势比较乐观。

2) 政府将继续加强新能源汽车推广, 以及基础设施建设的全面推进。①3 月 5 日, 李克强在十二届全国人大三次会议做政府工作报告时表示, 深入实施大气污染防治行动计划, 推广新能源汽车, 治理机动车尾气, 提高油品标准



和质量，在重点区域内重点城市全面供应国五标准车用汽柴油。②3月5日工信部部长苗圩表示，2015年将加大对各示范城市新能源车基础设施建设的全面推进，也希望地方各级政府能够加大这方面的工作力度。

**3) 我们认为，新能源汽车产业链在 2015 年全年具备投资价值，相关标的一旦出现较大幅度调整，都将是买入良机。政策倒逼之下新能源汽车 2015 年有望进入爆发期，锂动力电池、锂电设备，电机驱动将成为最大受益领域；隔膜、充电桩次之：**

①新能源汽车 14 年产销两旺分别为 7.85 万辆/7.48 万辆，同比分别增长 3.5 倍和 3.2 倍。但 15 年离推广目标目前至少差 25 万辆左右，意味着 15 年将成为新能源汽车真正爆发年。同时，我国新能源汽车 2020 年保有量 500 万辆的长期发展目标不变。而电动汽车租赁模式逐步获得推广，也将是一股推动新能源汽车推广的有生力量。

②结合目前新能源产业链各环节的订单/供给/行业集中度/市占率/业绩释放程度看，锂动力电池、锂电设备、电机驱动环节业绩将最先获得较大释放。在 15 年 25 万辆假设下，预计锂动力电池全年需求 14.1Gwh，同比增加 220%，产能利用率达到 101%，上半年仍保持供不应求，下半年才可能会出现好转。预计 15 年中国锂电池电芯设备总投资将达 121 亿元，同比增长 152%；其中国产设备销售额预计为 78 亿元，增长超过 100%。预计 15 年全年电机及电控系统需求 25 万套，同比增加 220%。此外，隔膜和充电桩环节为次受益领域。

③锂电池环节与有色相关的企业我们重点推荐赣锋锂业：全球锂深加工龙头，三元体系锂动力电池国内龙头“影子股”。锂电设备与有色相关的企业我们重点推荐路翔股份：少有的锂电设备供应上市公司，持有东莞德瑞 65%股权。电机及电控企业与有色相关的企业我们重点推荐正海磁材（持有上海大郡 88.7%股权）和宁波韵升（参股上海电驱动 26%）。另外，产业爆发前期对上游锂盐拉动效应有限，但我们预计 2015 年锂盐价格仍有 15%的上涨空间，依然需要高度重视锂供应龙头赣锋锂业和天齐锂业。详见更新报告《招商有色 2015 年专题报告之二（20150305）政策倒逼之下新能源汽车 2015 年有望进入爆发期，锂动力电池、锂电设备，电机驱动将成为最大受益领域；隔膜、充电桩次之》

风险因素：①新能源汽车推广进度低于预期

## 2、政府继续加强稀土行业治理，继续推荐风险收益比高的稀土领域，强烈推荐包钢股份

1) 在政府加快稀土行业治理的同时，稀土价格继续温和反弹。本周，轻稀土均价上涨 1.2%至 9.0 万元/吨，中重稀土均价上涨 2.8%至 21.0 万元/吨。目前现货市场情况：多数分离厂因春节停产要到 3 月底才会出货，导致镨钕、镝、铽品种供应紧缺，同时观望春节后国储局是否将再次进行收储，加剧了供应商惜售现象，买卖双方持观望态度。

2) 我们中长期推荐稀土板块的逻辑：①政府将再次高度重视稀土行业的整顿，且时间紧迫，行业治理措施必须更严更快更准，因为这次是来自于我国稀土出口配额和关税的必然取消之倒逼。道理很简单，国内不整顿好的情况下被逼全面放开稀土出口，稀土行业必将受到巨大冲击。整顿的最终目标我们认为必须是作为全球 90%稀土用量的供应国夺取早应该夺取的稀土行业全球定价权，彰显大国战略！而不是简单意义上的稀土价格短期上涨；②稀土出口配额取消、关税取消、1 月的高规格全国稀土会议等短期事件可以看成是政府正逐步向实现这个目标而努力；③建议用大格局眼光中长期看好国家战略地位显著的稀土板块的投资机会，不必太在意短期逻辑，以及稀土价格的短期变化（更何况现在稀土价格实际上是在持续温和反弹）。

3) 按照我们的逻辑，我们态度很明确，继续推荐在“自然调整和行政调整”双重作用下已然进入了一个新周期的稀土板块。如果因短期缺乏催化剂、大盘调整等原因导致板块下跌，即带来买入良机！建议积极择时布局未被充分挖掘的全球轻稀土霸主包钢股份，维持对包钢股份的强烈推荐。

## 四、宏观“三因素”运行态势跟踪：宏观面趋暖更为明显

1、中国因素：政策持续发力，企业预期改善，经济或已触底

1月中采制造业 PMI 与 2月汇丰制造业 PMI 终值相继发布，1月中采制造业 PMI 为 49.9%，环比回升 0.1%；2月汇丰制造业 PMI 终值则达到了 50.7%，创出七个月新高。PMI 数据春节期间少见地没有出现季节性下降走势，其中 2月生产经营活动预期指数环比回升 7.6%至 54%，重回景气区间。招商宏观团队认为，国内经济可能已经触底，短期内经济回稳的可能性在不断上升。

而两会期间提出了 2015 年 GDP 增长目标位 7%，投资、消费、进出口以及货币供应量等指标的目标增速也有不同程度的下调，摒弃了对经济增速的简单一味追求。招商宏观团队预计 2015 年财政政策力度较 2014 年将明显上升，将通过政府投资带动内需以稳定经济、稳定就业。经济稳定增长仍为 2015 年政府工作的主基调之一，这从两会期间李克强总理的谈话中也可直观的看到这一点，“就像刚刚有代表在发言中讲的，很多财税、金融政策，宏观调控工具，我们还没有完全使用。如果遇到更大困难，我们会出手的。在这里也给大家吃个定心丸。中国经济一定要顶住下行压力，保持平稳增长。”

## 2、美国因素：经济数据再次给出中期加息支撑

非农和 GDP 数据表现亮丽：1) 2月非农就业岗位增加 29.5 万个，远高于 1月的 23.9 万个，失业率降至逾六年半低点 5.5%，为 2008 年以来的最低水平并低于预期的 5.6%。不过，薪资和工作时长并没有增加。2月平均每小时工资环比增长 0.1%，较 1月的 0.5%大幅下降。每周工时 34.6 小时，保持不变。2) 去年四季度 GDP 修正值为年化环比增长 2.2%，高于预期的增 2.0%，前值增长 2.6%。重磅数据继续表现亮丽，美联储中期加息的概率也在增加。

当然，部分数据亦在波动，但整体复苏态势并未改变。这包括，1) 2月 ISM 制造业 PMI 为 52.9，虽仍处于扩张区间，但不及市场预期的 53 和 1月的 53.5。2) 受消费品订单下滑影响，美国 1月工厂订单环比跌 0.2%，不及预期的增 0.2%；1月耐用品订单修正值为环比大增 2.8%，与初值持平。

## 3、欧洲因素：经济企稳方向更为明确

零售超预期增长，综合 PMI 创下七个月高位。1) 1月零售销售同比增长 3.7%，预期增长 2.3%，前值由增长 2.8%修正为 3.1%。2) 2月综合采购经理人指数(PMI)终值下修为 53.3，初值 53.5，创下七个月高位，虽然略低于市场预期，但回升之势明显。

同时欧央行对经济的态度也开始转为乐观。在 3月欧行业会议声明中，德拉吉肯定了近期欧洲经济的回升，并将 2015 年欧元区个人消费预期由 1.3%上修至 1.8%，失业率预期由 11.2%下调至 11.1%。

**三因素总结：**我们认为宏观三因素趋暖的痕迹愈发明显，欧元区和中国经济或已触底，而美国经济虽较前期有所走弱但整体复苏趋势不改。这也就意味着前期压制金属价格表现的加大因素或将发生方向上的变化，有望从需求端来呼应本已经深度调整的金属产能和库存。

## 五、投资建议：从蓄势到乘势，对有色可以更乐观一些

1) 宏观面进一步趋暖是我们最为看重的一点变化。根据制造业 PMI、以及零售数据，欧元区和中国经济或已经触底，美国经济虽较前期有所走弱但整体复苏趋势不改。

2) 确实，美元指数的短期冲高压制了金属价格；但从历史经验来看，美元指数的上涨与金属价格的上涨本身并不矛盾，如 1996 年 11 月至 1997 年 7 月长达近一年的时间里，美元指数上涨了 13.9%，但 LME 基本金属指数同时上涨了 25.5%。最为朴素的一个解释便是，美元指数上涨若伴随着的是经济的复苏而不是避险情绪的增加，金属将逐渐获得需求端的支撑，从而会出现基本金属价格与美元齐涨的局面。

目前有色的投资更应该关注的是供需基本面的趋势变化，因为这决定了股价的中枢方向——震荡上行，还是震荡下行；更何况在美联储迎来加息后，sell on news 或许将再次发生作用，不排除美元指数短期见顶的局面。

3) 按照我们对供给端的理解, “产能刚性收缩+库存出清”其实已经使得基本金属具备了新周期的条件, 我们需要等待的恰恰是产能和库存周期与需求周期的叠加。

即伴随着“宏观三因素”再次形成共振, 供给端的结构变化将再次被“price in”, 从这个角度来看目前大宗金属价格的下跌反而提供了更大的价格反弹空间, 有色股也将迎来大幅反弹。目前锌(中金岭南、驰宏锌锗)和铝(云铝股份)、锡(锡业股份)仍是我们在期货交易品种领域最偏好的三个板块。

4) 与此同时, 小金属领域我们态度也很明确, 继续推荐在“自然调整和行政调整”双重作用下已然进入了一个新周期的稀土板块。建议积极择时布局未被充分挖掘的全球轻稀土霸主包钢股份, 维持对包钢股份的强烈推荐。稀土近期关注的重点是下游需求对于节前价格上涨的确认, 以及国家政策的变化预期的增强可能形成股价上涨的催化剂。

5) 我们也坚信政策倒逼之下新能源汽车2015年有望进入爆发期, 锂动力电池、锂电设备, 电机驱动将成为最大受益领域, 隔膜、充电桩次之, 全年具备投资价值。

锂电池环节与有色相关的企业我们重点推荐赣锋锂业: 全球锂深加工龙头, 三元体系锂动力电池国内龙头“影子股”。锂电设备与有色相关的企业我们重点推荐路翔股份: 少有的锂电设备供应上市公司, 持有东莞德瑞65%股权。电机及电控企业与有色相关的企业我们重点推荐正海磁材(持有上海大郡88.7%股权)和宁波韵升(参股上海电驱动26%)。另外, 产业爆发先期对上游锂盐拉动效应有限, 但我们预计2015年锂盐价格仍有15%的上涨空间, 依然需要高度重视锂供应龙头赣锋锂业和天齐锂业。

**3月投资组合:** 包钢股份 50%, 中金岭南 25%, 云铝股份 25%

**下周要关注的事件:** 3月11日中国各项经济数据的发布(零售、投资等)