

[2009. 04. 20]

憧憬有色再回牛市是“海市蜃楼”

✍ 靳海明

☎ 86-10-58362778

✉ Jinhaiming58@yahoo.com.cn

- 核心观点:
- 有色金属大牛市周期已经结束
 - 流动性及中国收储推动的反弹行情不可持续
 - 给予有色铜、铝、铅锌、小金属“卖出”评级

投资要点:

● 有色金属大牛市周期已经结束

无论从价格变化以及从矿业开发角度看, 有色金属周期一般为 10 年。始于 2004 年的有色金属上升周期, 在 2007-2008 年间演绎了疯狂, 主要产品价格涨幅都在 5 倍以上。从有色金属周期上看, 应该属于 1998-2008 年有色金属周期中最后的疯狂阶段。特征是行业内所有企业都获得暴利, 资金疯狂入场, 矿权拍卖价格飙升。随着全球金融危机的爆发, 需求降低, 价格快速下跌导致泡沫破裂, 行业重回基本面, 从而进入另一个周期。

● 以流动性过剩及中国收储为主线推动的反弹行情不可持续

2008 年年底开始, 有色金属价格开始触底回升, 进入 3 月份以后, 快速反弹, 目前较低点涨幅铜达到 75%、铅达到 83%、锌 47%、其它品种基本金属也有 30% 左右反弹。而小金属由于没有期货品种以及大量收储为背景, 涨幅相对较小。

引领这次有色金属反弹的主要原因是中国收储、全球释放流动性以及实体经济的反弹, 但不能对这次价格反弹报以太高预期, LME 库存持续增加、全球经济衰退导致的需求下降都将对价格产生巨大压力, 外界因素并不能改变有色金属运行周期。

● 有色行业估值已经过高, “卖出”铜、铝、铅锌、小金属

有色金属价格的爆涨使得有色金属尤其是矿山企业获利丰厚, 国内有色行业主要上市公司的净资产收益率都超过 30%, 也使得有色金属股票在二级市场上倍受追捧。

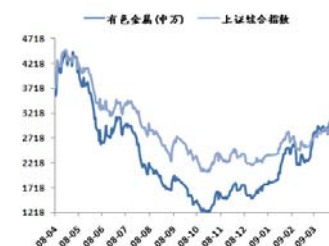
本轮有色金属股票反弹幅度远远超过大盘, 有色金属股票平均市盈率明显高于沪深 300 指数, 而且远高于类似行业的钢铁。鉴于行业基本面并不存在大幅改观的预期, 我们给予有色金属板块中的铜、铝、铅锌和小金属行业“卖出”评级。

子行业评级

铜	卖出
铝	卖出
铅锌	卖出
小金属	卖出

公司评级 (部分)

云南铜业	卖出
铜陵有色	卖出
中国铝业	卖出
关铝股份	卖出
锌业股份	卖出
西部矿业	卖出
株冶集团	卖出
宏达股份	卖出
包钢稀土	卖出
锡业股份	卖出
ST 有色	卖出
.....	



相关报告

目 录

1. 有色金属大牛市周期已经结束.....	3
1.1. 有色金属周期一般为十年:	3
资料来源: LME 官方数据 渤海证券研究所	3
1.2. 中国需求是推动这轮有色金属大牛市形成的根本原因:	3
1.3. 美元流动性过剩也对有色金属牛市形成起到推波助澜作用:	4
2. 以流动性过剩及中国收储为主线的反弹行情不可持续	6
2.1. 造成这次有色金属价格反弹因素主要有三	7
流动性过剩推动.....	7
2.2. 有色金属价格反弹不改周期调整, 将长期处于探底过程中	10
3. 有色行业估值已经过高, 卖出铜、铝、铅锌、小金属	12

表 目 录

表 1	中国收储粗略统计	单位: 万吨	8
表 2	全球铜、铝、铅、锌供求平衡	单位: 万吨	11
表 3	2009 年伦敦金属价格预测	单位: 美元/吨.....	11
表 4	2009 年上海金属价格预测	单位: 元/吨.....	11
表 5	有色金属板块与其它板块估值 PE 比较		12

图 目 录

图 1	1989-2008 年 LME 主要有色金属价格走势.....	3
图 2	中国 4 种 (铜、铝、铅、锌) 有色金属与全球消费关系	4
图 3	中国 GDP 增长与主要金属价格关系	5
图 4	1989-2008 年美国储蓄利率变化	5
图 5	2007.04-2009.04 LME 基本金属价格走势.....	6
图 6	美元指数与基本金属走势	6
图 7	MB 部分小金属走势	7
图 8	中国 M1、M2 与工业企业增加值走势	7
图 9	美国房屋开工及销售走势	9
图 10	美国采购经理人指数及密歇根大学消费信心指数	9
图 11	LME 铜铝库存变化	10
图 12	申万有色指数与 CRB 金属现货走势关系	12

1. 有色金属大牛市周期已经结束

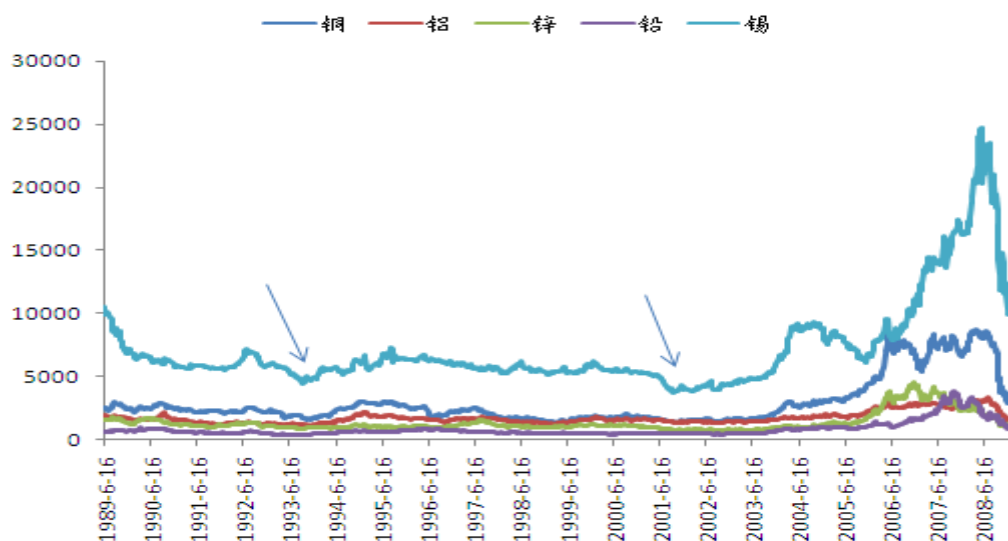
始于 2004 年的有色金属上升周期，在 2007-2008 年间演绎了疯狂，主要产品价格涨幅都在 5 倍以上。从有色金属周期上看，应该属于 1998-2008 年有色金属周期中最后的疯狂阶段。特征是行业内所有企业都获得暴利，资金疯狂入场，矿权拍卖价格飙升。随着全球金融危机的爆发，需求降低，价格快速下跌导致泡沫破裂，行业重回基本面，从而进入另一个周期。

1.1. 有色金属周期一般为十年：

从主要有色金属价格走势图中我们可以看出，有色金属基本是以十年为一个周期：主要有色产品价格 1993 年和 2002 年分别形成了相对低点，而在 1997 年以及 2007 年形成顶点（黄金除外）。与其他周期不同，1998-2008 这个周期较以往任何阶段上涨的都要厉害，用百年一遇或超级牛市来形容并不为过。

有色金属周期与全球经济发展周期有一定的关联度，在经济蓬勃发展过程中，消耗的原材料增多，从而带动需求大幅增长；另一方面，有色金属周期也与产品供应有直接关系，更主要的是矿产供应，矿产供应的情况影响有色金属价格。而矿产资源从前期工作、募集资金、勘探、开采，一般需要十年的时间。在熊市时，矿产资源勘探投入不足，人员流失严重，随着时间的推移，供应逐渐减少。牛市时，资金大量涌入导致矿产资源过度勘探和开发，供应量大幅增加，最终导致供过于求，将市场导入另一个周期。

图 1 1989-2008 年 LME 主要有色金属价格走势



资料来源：LME 官方数据 渤海证券研究所

1.2. 中国需求是推动这轮有色金属大牛市形成的根本原因：

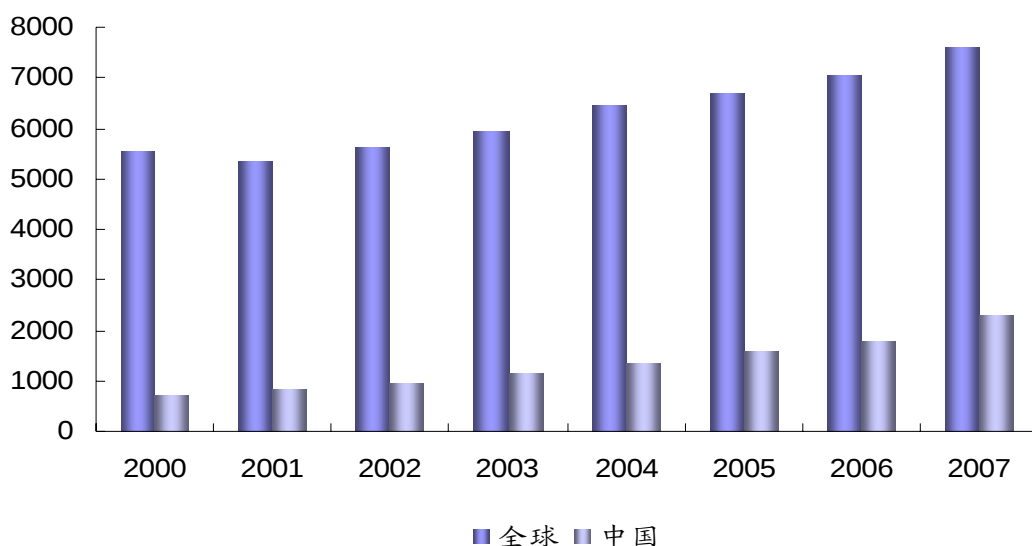
中国经济在经过 1989 年和 1990 年的短期调整后，进入持续多年发展的快车道，平均年 GDP 增长速度接近 10%，而平均年通货膨胀率却只维持在 3% 以下，贸易顺差由 1997 年的 3347 亿元增长到 2007 年的 2622 亿美元，位居全球第一，财政收入由 1997 年的 8651 亿元增长到 2007 年的 51304.03 亿元。

如此快的发展速度，对原材料的需求是巨大的，2000 年全球铜铝铅锌 4 种有色金属的总消费量为 5559.89 万吨，中国消费 722.11 万吨，占全球消费量的 12.98%，2007 年全球 4 种有色金属消费量达到 7606.2 万吨，中国消费 2279 万吨，占全球总消费量的 29.96%，几乎占到全球总消费量的 1/3。全球 2007 年 4 种有色金属消费量比 2000 年增加 2046.3 万吨，而中国的增加量为 1556.9 万吨，占总增量的 76.01%，可以用恐怖来形容。

供应上来看，在网络经济快速发展时代，一直认为金属采选、冶炼行业是夕阳产业，造成该行业持续多年投入不足，人才流失严重，产品供应后劲不足。当供应出现瓶颈时，巨大的供应缺口出现，矛盾才被重视。

巨大的消费需求使得全球消费者目光都聚焦到中国，他们不知道这里发生什么？当 2003 年国际投资者开始注意这种现象并大量涌入时，有色金属价格加速上涨。说中国是这轮有色金属甚至整个商品牛市的推动者决不为过。

图 2 中国 4 种（铜、铝、铅、锌）有色金属与全球消费关系

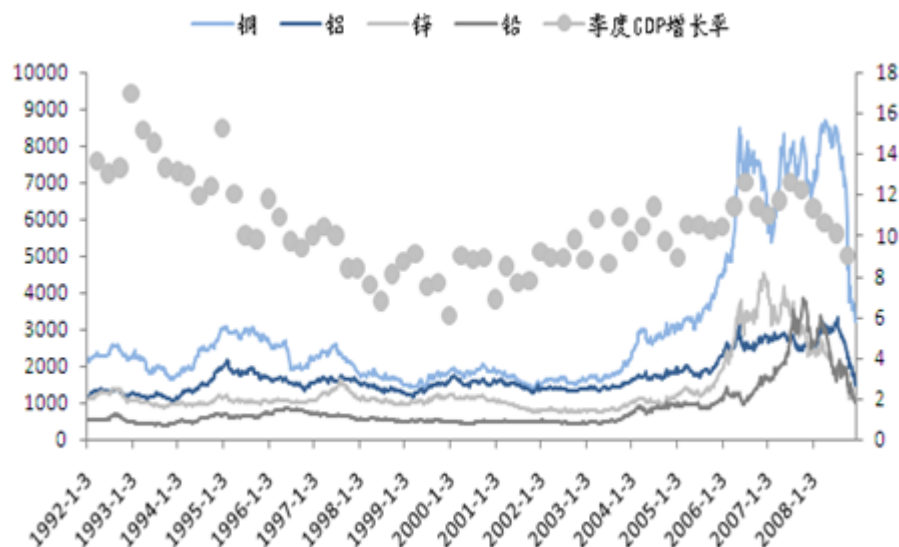


资料来源：渤海证券研究所

1.3. 美元流动性过剩也对有色金属牛市形成起到推波助澜作用：

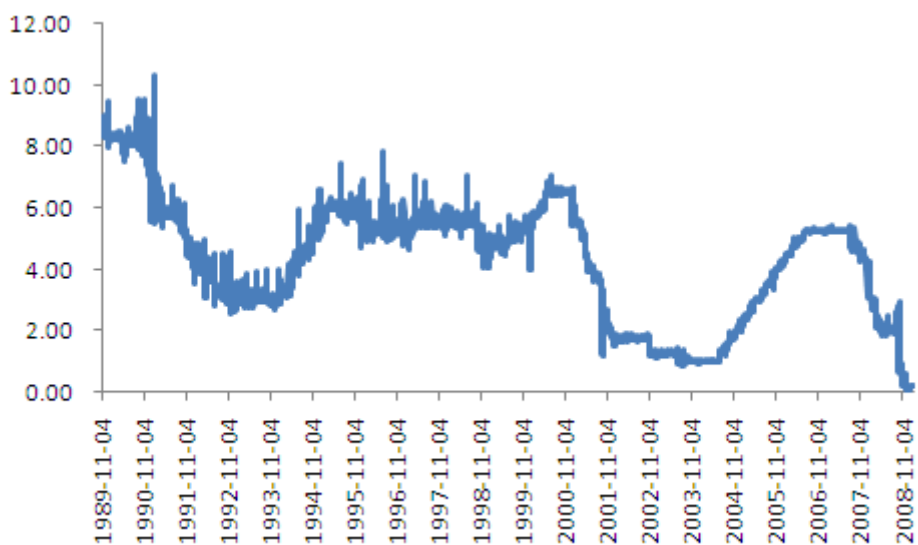
9. 11 事件以后，为了刺激经济，美国主要通过低利率来维持经济增长和房地产价格，利率长期保持在 1% 上下，从而为市场提供了充足的流动性。高科技泡沫破灭后，市场上可供选择的投资品较少，大量资金涌入商品以及房地产市场（后者为美国次贷危机埋下了伏笔），从而进一步推高商品价格。

图 3 中国 GDP 增长与主要金属价格关系



资料来源：渤海证券研究所

图 4 1989-2008 年美国储蓄利率变化



资料来源：Wind

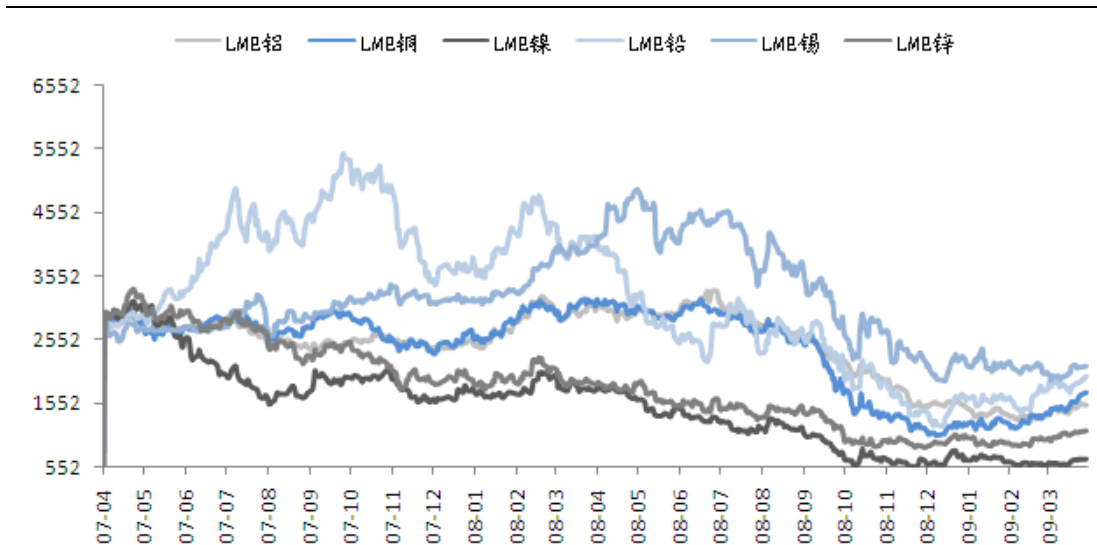
大量资金的涌入夸大了基本面，为有色金属市场制造了超级泡沫，催生了有色金属大牛市的快速形成。

可以说，1998-2008 年的有色金属牛市周期始于中国需求的快速增长，而结束于美国次贷危机引发的全球经济危机，教训深刻。

2. 以流动性过剩及中国收储为主线的反弹行情不可持续

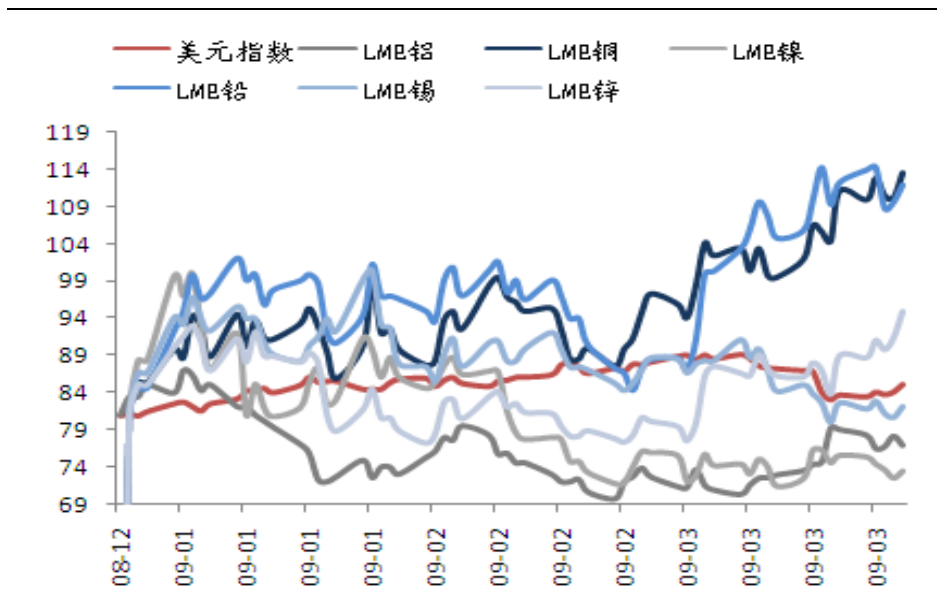
2008 年中旬开始，有色金属价格在高位回落，2008 年 10 月份，美国金融危机快速传导到实体经济，有色金属价格快速下跌；2008 年年底开始，有色金属价格开始触底回升，进入 3 月份以后，快速反弹，目前最低点涨幅铜达到 75%、铅达到 83%、锌 47%、其它品种基本金属也有 30%左右反弹。而小金属由于没有期货品种以及大量收储为背景，涨幅相对较小。

图 5 2007.04-2009.04 LME 基本金属价格走势



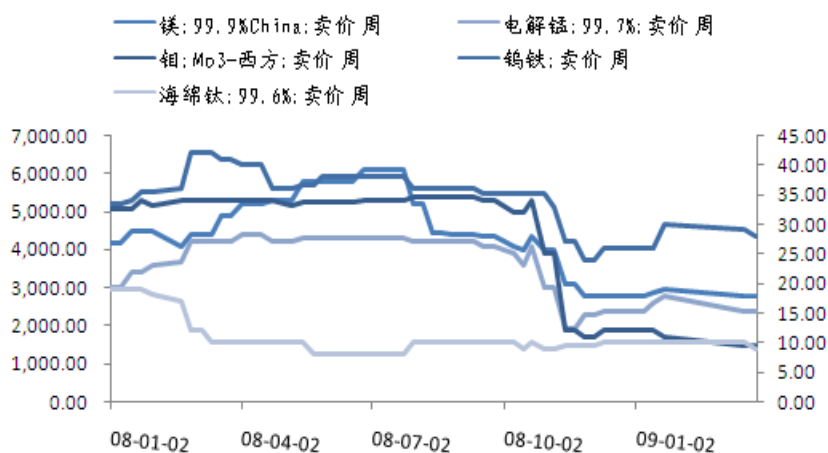
资料来源：Wind

图 6 美元指数与基本金属走势



资料来源：Wind

图 7 MB 部分小金属走势

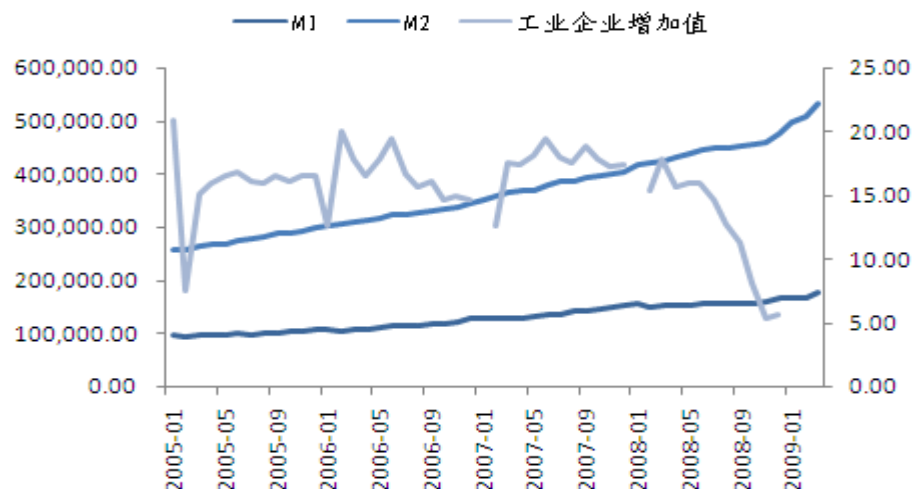


资料来源：Wind

2.1. 造成这次有色金属价格反弹因素主要有三 流动性过剩推动

2009 年 3 月末，广义货币供应量 (M2) 余额同比增长 25.51%，狭义货币供应量 (M1) 余额同比增长 17.04%，市场货币流通量 (M0) 余额同比增长 10.88%。信贷投放不仅没有出现收缩，还超出了市场的普遍预期，3 月份当月人民币各项贷款增加 1.89 万亿元，1-3 月份新增贷款达到 4.5 万亿，离全年的限目标 5 万亿只差一步之遥。从图 8 中我们可以看出，2009 年开始，中国广义货币供应量 M2 明显增加，3 月份增幅达到 25.51%，为 1997 年来新高，同时工业增加值继续在低水平，2 月份为增长 11%，是自 2003 年以来的最低。反映工业领域资金需求并不旺盛，而更多流向资本市场，股票和期货市场。

图 8 中国 M1、M2 与工业企业增加值走势



资料来源：Wind

为了确保美国金融系统维持正常运转,美联储在未来 6 个月内购入最高 3000 亿美元长期国债。美联储同时决定,将在原先决定购买 5000 亿美元抵押贷款证券的基础上,再购买 7500 亿美元抵押贷款证券。美联储还将购买两大住房抵押贷款机构“房地美”和“房利美”的 1000 亿美元债券,使美联储今年以来购买这两大房贷机构债券总额翻番。

作为全球贸易的基准货币,美元数量化扩张,其他主要经济体必然被动跟进(目前除美国外,开动印钞机进行数量化扩张的还有英国央行、日本央行、瑞士央行等)。美国通过印钞票来解决其债务问题,这其实是降低美元的含金量,对美元的贬值预期正在增强。

对美元贬值预期对与中国的收储计划重叠造成 LME 及上海期货交易所有色金属价格大幅反弹,并出现逼仓现象,生产商、贸易商欢呼雀跃,也许只有下游的消费者才知个中滋味。在这次反弹中,基本金属中的铜、铝表现抢眼,铝、镍表现疲软。而没有期货市场的小金属,由于没有受到基金青睐,基本还处于底部区域。

中国收储造成有色铜、铝出现逼仓导致价格大幅反弹:

为了提高国内有色企业开工率和盈利能力,国家以及地方政府从 1 月份开始陆续出台有色金属收储方案,目前统计到的铝收储量为 131 万吨、铜的收储量 30.2 万吨、锌收储 38 万吨、铅收储 13.7 万吨、锡收储 3 万吨。而且还有地方政府正在酝酿通过这项议案。

中国收储政策改变了 SHEF、LME 基本金属的运行轨迹,进入 4 月份,利用中国收储现货紧张之际,两个市场分别对铜和铝现货进行逼仓,造成部分品种快速上涨,严重透支了下半年行情。

表 1 中国收储粗略统计 单位:万吨

	国储	云南	河南	陕西	广西	合计
铜	30	0.2				30.2
铝	58	18	50		5	131
铅		10.4		3.3		13.7
锌	10	23.6		4.4		38
锡		3				3

资料来源:渤海证券研究所

中国有色金属收储稳住了国内有色金属价格,缓解了国内企业资金压力,随着价格的上涨,目前有色金属闲置产能开始部分启动。由于国际有色金属价格低于国内价格,贸易商开始纷纷进口,从而刺激 LME 金属价格上扬,中国政府也间接参与了全球救市。

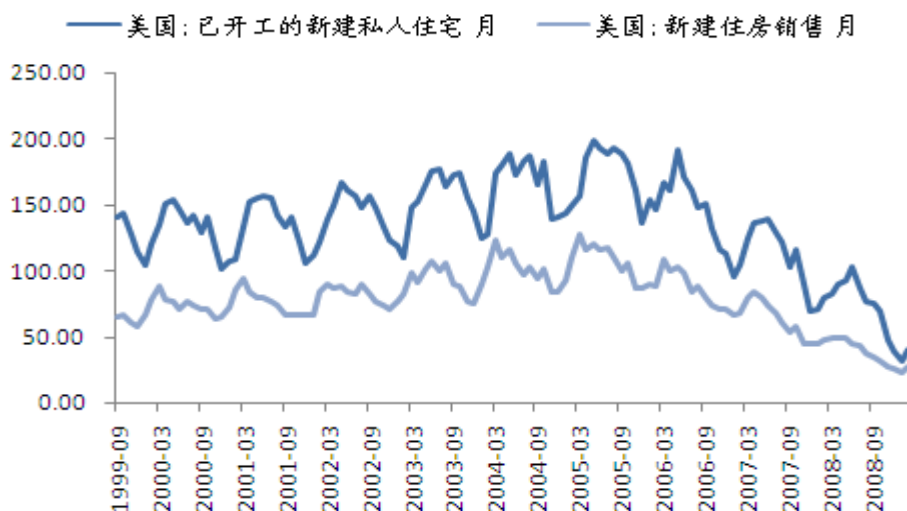
中国激进财政政策以及全球刺激政策影响:

2008 年底至今,中国政府连续出台刺激内需政策对抗“金融危机”对国内经济影响,出台 4 万亿基础设施投资刺激政策、全面推进产业结构调整和优化升级,制定汽车、钢铁等十个重点产业的调整和振兴规划、出台刺激房地产销售政策、增加出口产品退税等一系列措施,同时实施宽松的财政政策,为经济注入充足的流动性。我们可以看到房地产销售数据回升,钢铁产量继续上涨,发电量出现回升等积极的现象。刺激政策也正好和金属消费旺季重叠,企业恢复信心明显,补库存意愿明显。

全球刺激经济政策密集：2009 年 2 月 17 日，奥巴马签署了美国国会已经通过的 7870 亿美元的创纪录经济刺激计划，正式开始了拯救美国金融体系和实体经济的奥巴马时代。其中 35%用于减税，65%用于政府投资。但据国会预算办公室的最新计算结果，计划总额应为 7870 亿美元。此外，欧洲、日本也纷纷出台政策刺激经济，为全球经济探底提供支持。

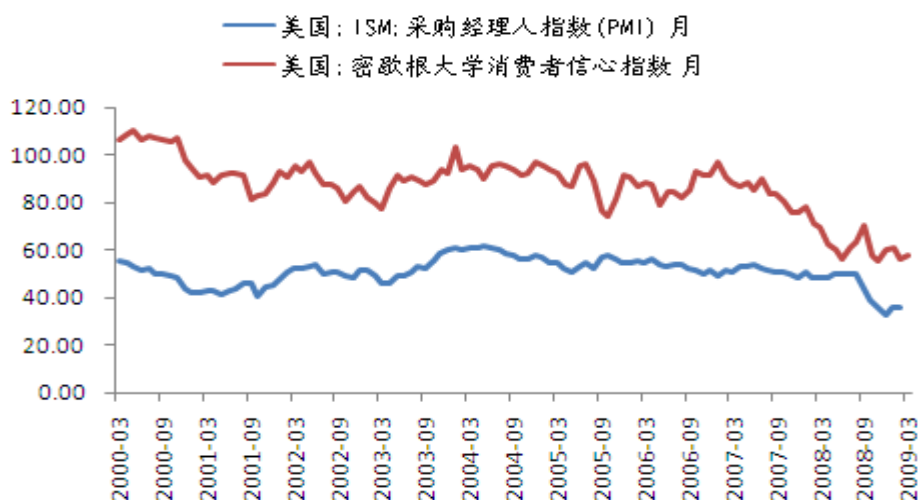
受美国持续为市场注入流动性刺激，美国经济开始出现积极迹象，2 月份美国新建私人住房以及新房销售都出现了探底回升的走势；同时，2 月份采购经理人指数以及密歇根大学消费指数也有所回升。

图 9 美国房屋开工及销售走势



资料来源：Wind

图 10 美国采购经理人指数及密歇根大学消费信心指数



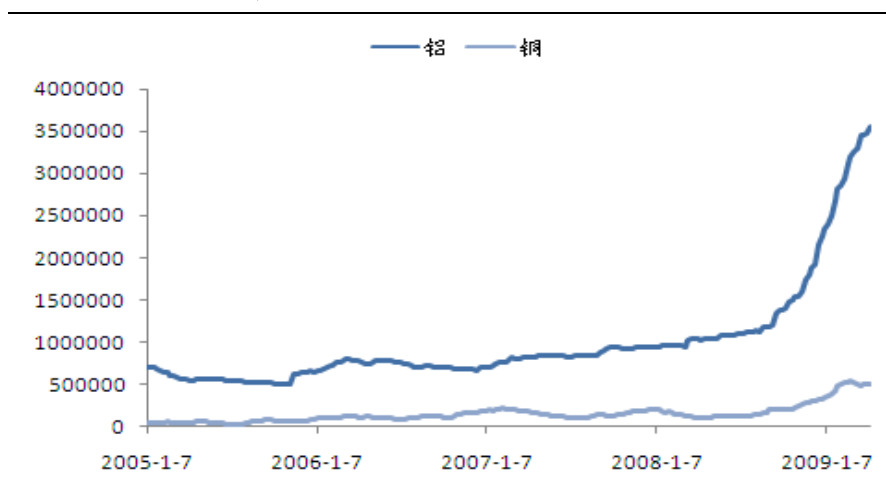
资料来源：Wind

2.2. 有色金属价格反弹不改周期调整，将长期处于探底过程中

虽然本次有色金属价格反弹幅度较大，但经不起推敲，有色金属价格很难在高位获得支撑。

收储短期造成现货紧张，库存仍很充裕：以铜铝为例，中国 1-4 月份，中国共收储铜 40 万吨，铝 131 万吨，但铜 LME 库存从 2008 年 11 月末的 29 万吨，增加到目前的 49 万吨（有 6 万吨注销仓单，实际量为 43 万吨）；铝库存超过 360 万吨，较 2008 年 11 月末增加 1 倍。

图 11 LME 铜铝库存变化



资料来源：LME 官方网站

价格反弹，有色矿山、冶炼开工率回升：进入 3 月份以后，有色金属价格出现反弹，目前基本金属价格已经使得全行业出现盈利，原来停工或部分停工的企业开始纷纷启动产能。最新调研表明，3 月份铜冶炼企业整体开工率达到 80.9%，较 2008 年年底的 67% 大幅回升；闲置铝产能中，也有近 15% 即 100 多万吨产能正处于重新开工过程中；陇南铅锌矿以及国内部分铅锌冶炼厂在 3 月末纷纷开工。有色金属行业在 2008 年出现供应过剩是不争事实，在美国金融危机爆发前，有色金属价格已经开始回落。在需求下降，产能重新开工的背景下，将对有色金属价格构成巨大压力，是流动性所不能改变的事实。

预计 2009 年全球有色金属需求将出现 10% 以上的降幅：如果我们不考虑政府收储以及贸易商囤积，实体经济对有色金属需求将有 10% 以上的降幅，见表 2。政府收储和贸易商囤积能够刺激产量有所提升，但不改供应过剩的局面。

表 2 全球铜、铝、铅、锌供求平衡 单位: 万吨

名称		2006	2007	2008	2009E
铜	产量	1743.7	1816.5	1839	1640
	消费量	1766.1	1812.2	1829	1600
	供求平衡	-22.4	4.3	10	40
铅	精铅产量	794.8	809.0	825.0	790
	DLA抛销量	1.0	0	0.5	1.0
	精铅消费量	813.4	817.0	821.0	770
	铅市平衡	-17.6	-8.0	4.5	21
锌	锌产量	1065	1141	1180	1050
	锌消费	1115	1157	1152	1010
	锌供求平衡	-50	-16	+28	+40
铝	全球供应	3397	3820	4100	3720
	全球消费	3433	3780	4075	3500
	全球平衡	-36	40	25	220

资料来源: 渤海证券研究所

表 3 2009 年伦敦金属价格预测 单位: 美元/吨

	高点	低点	均价
铜	5000	2200	3500
铝	1500	1200	1300
锌	1500	1000	1250
铅	1400	850	1150
锡	14000	9000	110000
镍	14000	9000	11500

资料来源: 渤海证券研究所

表 4 2009 年上海金属价格预测 单位: 元/吨

	高点	低点	均价
铜	43000	22000	29000
铝	14000	10000	12500
锌	13000	8200	11000
铅	12000	7500	10500
锡	14000	9000	11000
镍	130000	80000	10500

资料来源: 渤海证券研究所

3. 有色行业估值已经过高，卖出铜、铝、铅锌、小金属

有色金属价格的暴涨使得有色金属尤其是矿山企业获利丰厚，国内有色行业主要上市公司的净资产收益率都超过 30%，也使得有色金属股票在二级市场上倍受追捧。

从图 12 中我们可以看到,CRB 金属现货指数最低点在 2001 年 11 月 17 日的 674.26 点，上涨到 2008 年的 4275.85 点，涨幅为 6.34 倍；而代表中国有色金属股票走势的申万有色指数从 2005 年 7 月 18 日的最低 536.12 点，上涨到 2008 年的高点 9222.55 点，上涨 17.20 倍。

从中我们可以看到，CRB 指数见底时间要早于股票市场，而顶点也要晚于股票市场，但涨幅却远小于股票市场。可以说证券市场上资金的表现较现货市场更为疯狂，到顶的时间也更早。

从表 5 中可以看出，有色金属股票平均市盈率明显高于沪深 300 指数，而且远高于行业类似的钢铁。鉴于行业基本面并不存在大幅改观的原因，我们给予有色金属板块中的铜、铝、铅锌和小金属卖出评级。

表 5 有色金属板块与其它板块估值 PE 比较

板块名称	2008	2009E	2010E
全部 A 股	106.08	31.75	30.61
沪深 300	122.32	26.96	21.24
SW 黑色金属	65.51	23.1	15.73
SW 有色金属	424.85	70.51	44.15

资料来源：Wind

图 12 申万有色指数与 CRB 金属现货走势关系



资料来源：Wind 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869 kldyx@sina.com	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985 fuhxie@sina.com	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665 majingru@eyou.com	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786 wupf@bhqz.com
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135 cdong2002@sohu.com	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618 bhqzqj@hotmail.com	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132 qyl-tj@126.com	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975 leimiaoifei@hotmail.com
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625 zhangshun@bhqz.com	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766 lqlpl@yahoo.com.cn	有色行业研究 张延明 +86 22 2845 1653 zhangym8586@hotmail.com	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155 liuwei19821014@yahoo.com.cn
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945 damafeifeiww@hotmail.com	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849 zhjxnk@126.com	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768 nkzhuhu@yahoo.com.cn	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778 jinhaiming58@yahoo.com.cn
汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780 nkcolourful@yahoo.com.cn	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156 xlzhang100@hotmail.com	机械行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760 lixinqu2000@sina.com	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789 horsewave@163.com
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159 tangx@bhqz.com	农林牧渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802 zjzju@tom.com	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808 hexiang@bhqz.com	股指期货与金融工程研究 房振明 +86 22 8837 0816 fangzhenm@sohu.com
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659 xulilink@yahoo.com.cn	金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977 cemabh@163.com	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137 xuhua72@hotmail.com	宏观策略研究员 黄锋 +86 22 2845 1131 loyalbright@yahoo.com.cn
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857 lvyuzhong@bhqz.com	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972 Zhouxi623@sohu.com	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879 Jyguo1618@126.com	
博士后工作站:			
资本市场制度创新研究 张超博士 +86 22 8837 0826 tonnyzc@bhqz.com	资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632 nankaihj@163.com	私募股权基金研究 黄亚玲博士 Nkyaling@sina.com	

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn