

有色金属行业09年中期投资策略

因时而动，顺势而为

有色金属行业分析师：彭波、李洪冀

Jul. 2, 2009, 重庆



国信证券经济研究所

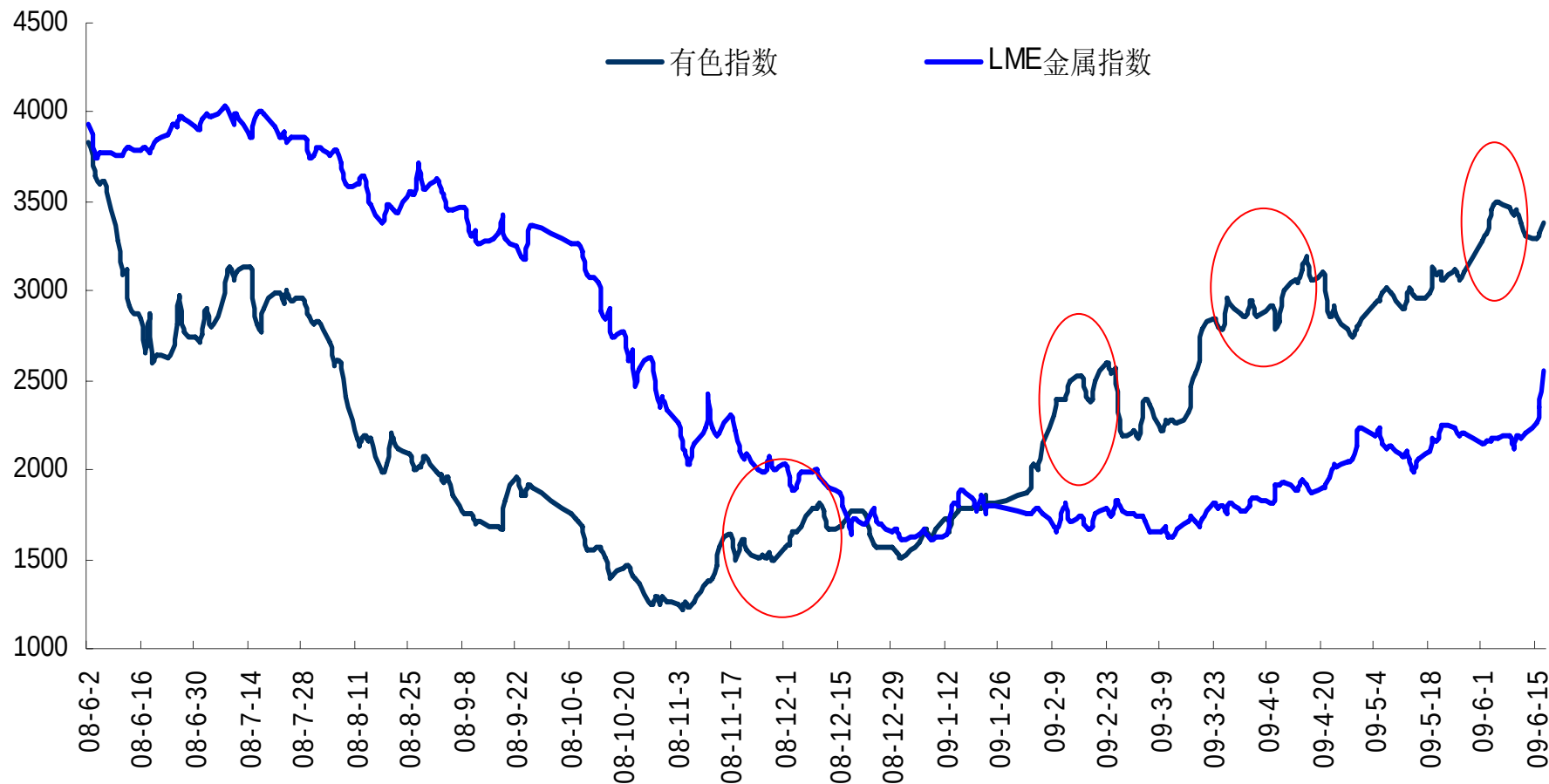
Guosen Securities Economic Research Institute

目 录

- 板块触底后的四波上扬呈现明显的驱动脉络
- 三季度金属价格调整是大概率事件
- 大背景是美元长期贬值趋势不变，通胀担忧继续加强
- 可以继续中长期看好黄金价格走势
- 关注有内生性增长的公司，可在周期复苏时获取超额收益
- 热钱蠢蠢欲动下的猜想
- 优尼科、力拓及悍马收购案的启示：超前意识，挑战传统估值
- 行业投资评级及策略建议

- 板块触底后的四波上扬呈现明显的驱动脉络

板块触底后经历的四波震荡上扬



每波上涨行情的主要驱动因素不尽相同

➤ 第一波反弹：2008年11月4日~12月10日板块上演幅度48.44%的超跌反弹行情

宏观面：实体经济不容乐观，但政策面有持续利好。行业面：金属价格尚未结束调整，继续下滑。上市公司三季度业绩环比大幅度下滑。二级市场：板块最大跌幅超过75%。估值风险在很大程度上得到了释放。这个阶段的板块上涨属于超跌反弹行情。之后随着金属价格的进一步下探，板块回调近17%。

➤ 第二波反弹：2009年01月01日~02月23日板块上演幅度达到72.57%的大幅反弹行情

宏观面：美国金融体系出现回稳迹象，新屋开工数超预期反弹22.2%，其他重要经济指标陆续出现反弹。国内经济也逐步回暖，与此同时，国内各行业振兴规划出台。行业面：中国国储高调收储，导致金属内外价差扩大，金属月度进口量同比大幅度上涨——“中国因素”导致金属价格止跌反弹。二级市场：市场确定金属价格周期见底，部分个股绝对价格仍然偏低，同时伴随新能源概念炒作。之后在金属价格小幅下跌的情况下，板块调整16.49%。

➤ 第三波反弹：2009年03月04日~04月16日板块上演幅度达到46.75%的大幅反弹行情

宏观面：美联储3月18日宣布将基金利率维持在0~0.25%，为有效改善信贷市场环境，美联储将购买总额3000亿美元的长期国债、相关住房抵押证券7500亿美元，同时还将追加购买1000亿美元的房贷机构债券。此外，美联储还将扩大短期资产支持证券贷款工具(TALF)的担保品范围。美国开动印钞机，市场通货膨胀预期加强。行业面：年报季报披露高峰期，业绩巨幅下降，利空出尽。中国国储继续收储，金属月度进口量继续攀升，美联储购买国债引发预期通货膨胀导致各金属价格出现大幅度反弹。二级市场：在金属价格上涨的催化下急速上涨46.75%，之后在金属价格继续上涨的情况下，板块调整13.75%。

每波上涨行情的主要驱动因素不尽相同

➤ 第四波反弹：2009年04月17日--06月05日板块上演幅度达到27.20%的反弹行情

宏观面：5月全球制造业PMI指数上升至9个月以来的最高点。全球经济信心指数上升至2007年11月以来的最高点。行业面：PMI指数上涨带动金属价格进一步上扬。美元出现短期大幅度贬值，油价突破70美元/桶，黄金价格上涨，市场预期通货膨胀进一步加强。二级市场：展开了一波预期通货膨胀进一步加强的行情。随后美元止跌，板块陷入又一波震荡调整期。

➤ 呈现明显的驱动脉络：板块首先经历超跌反弹，然后在“中国因素”推动金属价格止跌反弹下出现大幅度上扬；随后美联储购买国债引发预期通货膨胀导致各金属价格出现大幅度反弹，拉动板块继续上涨；之后，5月全球制造业PMI指数上升加上美元的短期暴跌，导致市场预期通货膨胀进一步加强，推动板块继续上行。

➤ 超跌反弹、“中国因素”、全球经济回暖、美元贬值、预期通货膨胀——这是板块前期4波上扬中的关键词。除了超跌反弹的时机已经逝去，其他关键词仍是判断下一阶段板块能否继续出现大的投资机会的核心因素。我们需要做答：这些核心因素在下半年将如何演绎？有否影响板块走势的新的因素出现？

- 三季度金属价格调整是大概率事件

基本金属目前呈现外强内弱的局面，“中国因素”短期弱化

中国4月基本金属进出口数据

进口	4月		1-4月	
	吨	同比%	吨	同比%*
精炼铜	317947	148.9	1066227	106.29
原铝	362400	2107.08	478155	875.96
精炼镍	21031	95.16	53963	16.14
精炼铅	36357	16138.31	84677	1456.01
精炼锌	106276	676.9	317006	798.64
精炼锡	4817	284.3	9219	84.74

中国1-4月基本金属产量

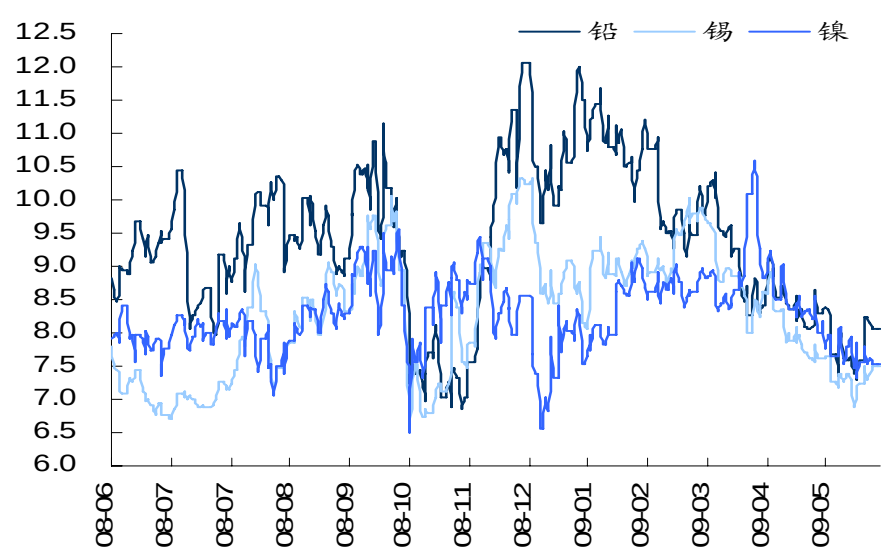
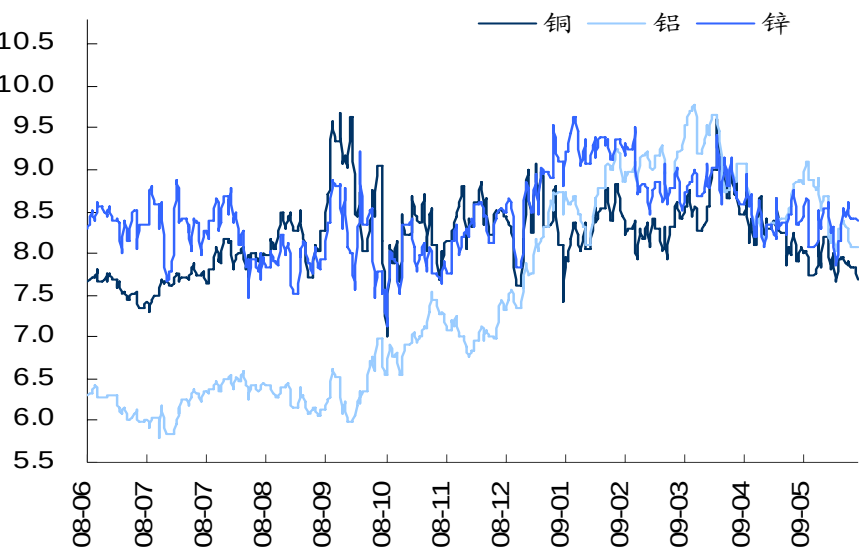
	4月	同比%	3月	环比%	1-4月	同比%
精炼铜	338,300	2.9	319,400	5.9	1,256,000	7
电解铝	876,300	-21.5	902,300	-2.9	3,536,000	-15
氧化铝	1,760,500	-6	1,674,000	5.2	6,673,800	-7
锌	334,900	3.7	344,200	-2.7	1,185,700	-2
铅	302,300	13.5	335,200	-9.8	1,073,600	24
镍	14,092	-21.9	16,063	-12.3	65,473	17
锡	12,472	8.5	10,614	17.5	32,970	-20
矿产品金属含量	4月	同比%	3月	环比%	1-4月	同比%
铜	83,200	8.9	79,900	4.1	285,700	10
锌	210,000	-17.3	217,800	-3.6	672,200	-18
铅	96,600	-8.4	107,600	-10.2	320,700	-4
锡	6,000	50	4,300	39.5	20,300	28

➤ 高价收储托起了国内市场价格，导致了国内外价差居高不下，而另一方面也导致了大量国际市场金属流入套利，从而对国内企业产量提升构成压制。随着金属价格的回升，即便受到进口量攀升的压制，国内的限制产能还是在逐步启动中，国内库存呈现增加趋势，市场供应压力也就逐步加大。

基本金属目前呈现外强内弱的局面，“中国因素”短期弱化

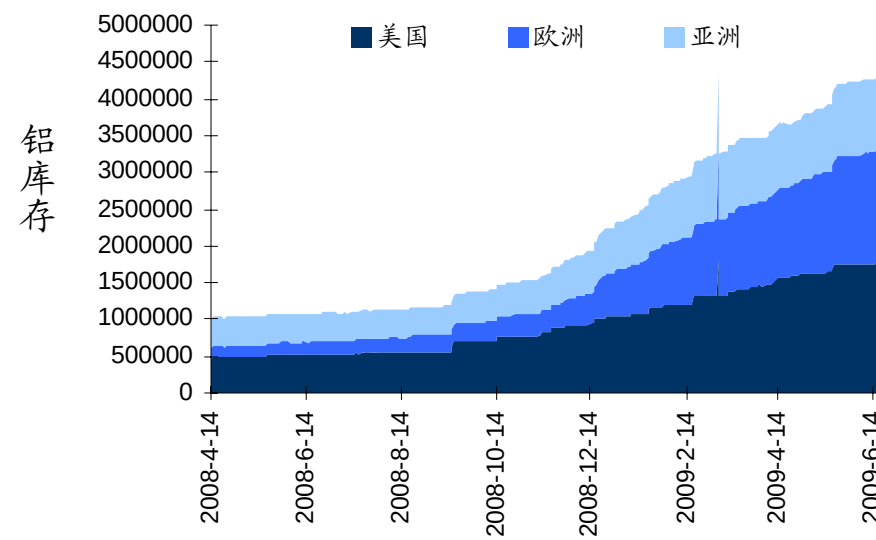
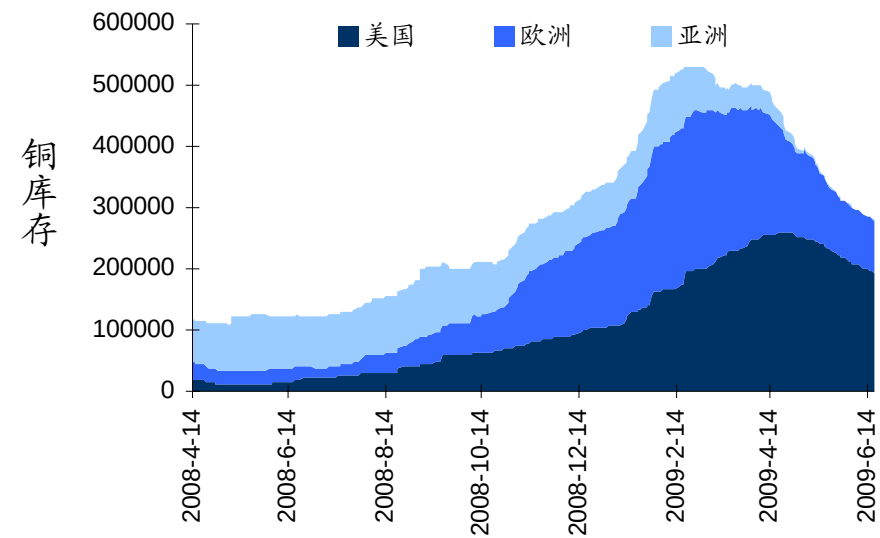
基本金属三月期货沪伦价格比值变化			
	2007年3月5日	2009年3月15日	2009年6月19日
铜	9.44	8.51	7.72
铝	7.3	9.21	8.05
锌	--	8.83	8
铅	8.32	9.67	7.45
锡	8.05	8.99	7.19
镍	9.69	8.75	7.5

➤ 基本金属外强内弱的局面目前已然反映在基本金属三月期货沪伦比值关系上——高比值关系正在弱化。预计三季度国内进口量也将高比值关系弱化下逐月下降，而价格短期出现大幅度反弹后相信中国储短期不会再次行动。所以短期“中国因素”将被弱化。

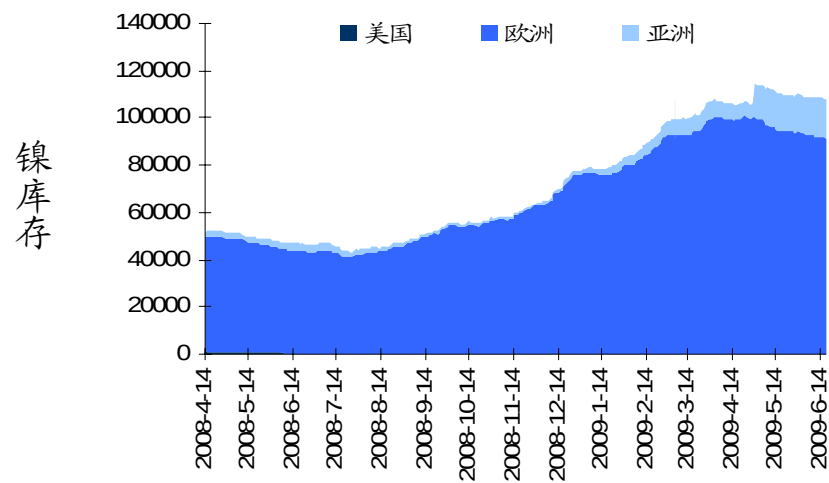
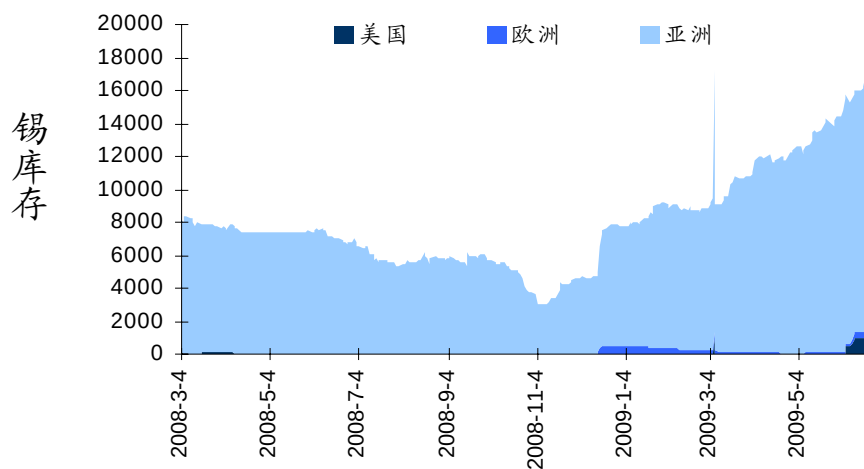
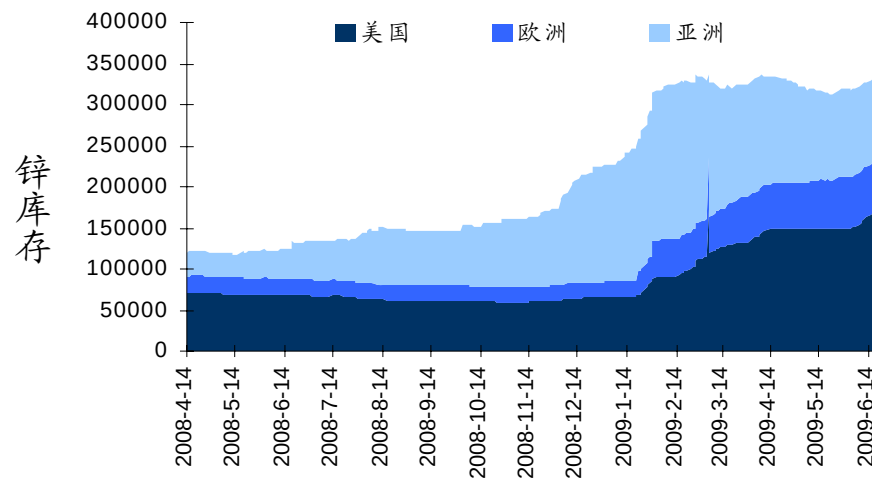
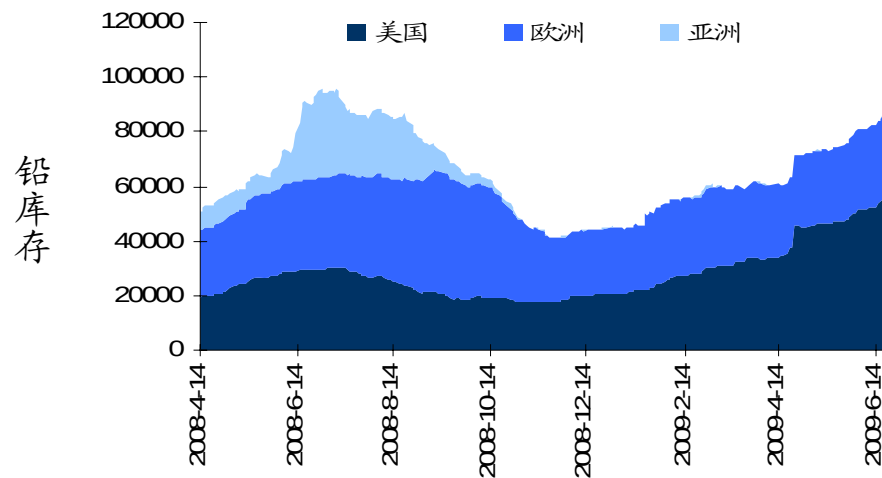


库存下降态势能否持续有待观察

基本金属LME库存变化情况 单位：吨						
	2008年3月19日库存	2009年6月19日库存	增幅	美国增加	欧洲增加	亚洲增加
铜	493125	280350	-43.10%	-33675	-142400	-36700
铝	3448900	4368925	26.70%	398325	427075	94625
铅	60100	85800	42.70%	22850	2850	0
锌	322025	336175	4.40%	44725	11250	-41825
锡	10480	17200	64.10%	995	165	5560
镍	101778	108108	6.20%	54	-3276	9552



库存下降态势能否持续有待观察



乐观面对全球经济复苏，但面临三季度消费淡季的挑战

- 对于宏观面我们持乐观态度，毕竟5月全球制造业PMI指数已上升至9个月以来的最高点。全球经济信心指数上升至2007年11月以来的最高点。全球积极的货币政策导向仍在继续，金属价格长期向好毋庸置疑。
- 国信宏观的观点是：目前经济周期进入周期性收缩第3阶段，物价增长不快的情况下经济增长筑底回升。W型第一个V型出现，6月份将继续上行，W的第二个V型将如何构建是关键。估计3季度是波动性回落阶段，这主要是由PPI的比较基数造成。行业面的各种因素导致第三季度出现波动调整。2009年10月以后，第二个V型到来可能性很大，12月CPI和PPI会出现明显的回升。这与我们判断的三季度金属消费淡季，需求将面临挑战是吻合的。三季度金属价格存在调整是大概率事件，在“中国因素”短期褪色的情况下，还有赖于国外系列经济数据向好的支撑。
- 目前来看，全球各金属品种2009年依然全面供过于求，对金属价格的反弹继续行程一定的压制效应。

各基本金属基本面简评

品种

简评

铜

国内高进口量一直是前期促使铜价持续上涨的主要因素，1-4月国内共进口了106.6万吨铜，同比增长106%。高进口量的背后是国储收铜及废铜短缺，而这两个因素在三季度将不复存在。近期国内库存的高企显示了LME库存下降的主要原因——库存转移，并非实际消费。目前国内库存达到了6万多吨，市场呈现明显的供应过剩。因此，三季度国内高进口量很难维持，加上三季度消费淡季的来临，预计铜价表现平平。

铝

表现最弱的金属。铝市场供应过剩的压力在持续上升，LME铝库存已经突破420万吨。近期国际上有不少铝企业减产的消息，如：美铝将对西班牙的三座铝冶炼厂将实施减产，预计减产幅度为18%；美国诺兰达铝业控股集团将其位于格拉梅西的冶金级氧化精炼厂年产能减半；苏里南铝业公司将对旗下帕拉南氧化铝精炼厂减产40%。但国内铝冶炼企业的产能重启将弥补掉西方铝企业的产量损失。目前全球铝库存仍在持续增长，显示全球铝市场仍将维持供应过剩的局面。铝被誉为“载能金属”，因此，在油价上涨情况下，铝价也会随之被推动。但我们认为，这一因素在短期内不会再起作用，因为全球经济现状不足以支撑过高的油价。

铅

国内汽车产量增长是推动铅价的主要因素之一，国内精铅进口量在2月份开始达到非常高的水平，1-4月进口量同比增长530%。但是总体来看，全球的过剩量已转移到国内，据国际铅锌小组预测，2009年前4个月全球的精铅产量总计278.48万吨，消费量274.46万吨，供应过剩4.02万吨。当然，根据逐月数据来看，过剩量在减少。

各基本金属基本面简评

品种

简评

铅

国内汽车产量增长是推动铅价的主要因素之一，国内精铅进口量在2月份开始达到非常高的水平，1-4月进口量同比增长530%。但是总体来看，全球的过剩量已转移到国内，据国际铅锌小组预测，2009年前4个月全球的精铅产量总计278.48万吨，消费量274.46万吨，供应过剩4.02万吨。当然，根据逐月数据来看，过剩量在减少。

锌

供应方面，受国内部分产能重启影响，3~4月份的精炼锌产量增加明显。目前国内冶炼企业进口现货锌精矿加工费为130美元/吨，较4月份的80美元/吨已上涨了62%。加工费上涨表示上游锌精矿供应充足，这将可能导致未来精炼锌产量继续增加。需求方面，在过去的旺季中，主要得益于国家的扩大内需计划。统计数据显示，国内前5月镀锌板产量同比下降了11%，预计未来很长一段时间内，国内镀锌板市场都将处于供应过剩的局面。据国际铅锌小组预测，2009年前4个月全球的精锌产量总计348.97万吨，消费量328.67万吨，供应过剩20.3万吨。根据逐月数据来看，过剩量在增加。

镍

国内对各种镍产品（精炼镍、镍粉、镍铁等）的高进口是导致前期镍价上涨的主要原因之一，4月份的进口量同比增长了34%，也是历史进口量最高月。高进口量主要是由于镍价的下跌导致国内不少含镍生铁企业关停产能，生产企业由前期的300余家减少到了30家左右。但随着镍价高企，企业重新开启产能的动能在增加。目前低品位菲律宾镍矿的进口量在增加，说明国内含镍生铁的产能部分已重新开启。1季度全球不锈钢产量同比下降了35%，但随着全球不锈钢“去库存化”已接近尾声，预计不锈钢产量在下半年将会有较大恢复，但是国内含镍生铁产能的迅速恢复也令人担忧，因此，我们预计镍价不会有太好的表现。

基本金属2009年仍是供过于求

基本金属供需情况和价格预测			单位：千吨、美元/吨		
	2008年	2009年E	2010年E	2011年E	2012年E
铜					
全球产量	18475	17745	18308	18881	19900
y/y (%)	1.80%	-4.00%	3.20%	3.10%	5.40%
全球消费	18,310	17000	18352	19294	20026
y/y (%)	0.50%	-7.20%	8.00%	5.10%	3.80%
全球市场平衡	166	745	-44	-414	-125
铝					
全球产能	43714	45500	46875	48698	50963
y/y (%)	7.40%	4.10%	3.00%	3.90%	4.70%
产能利用率	91.00%	82.40%	85.30%	87.70%	90.10%
全球产量	39,778	37,473	39,995	42728	45941
y/y (%)	4.60%	-5.80%	6.70%	6.80%	7.50%
全球消费	30751	35445	39503	42506	45469
y/y (%)	-0.90%	-4.30%	11.40%	7.60%	7.00%
全球市场平衡	2727	2028	492	222	472
铅					
矿石产量	3,465	3,156	3,387	3,632	3,817
y/y (%)	4.00%	-8.90%	7.30%	7.30%	5.10%
全球产量	8,634	8,300	8,450	8750	9,050
y/y (%)	5.90%	-3.90%	1.80%	3.60%	3.40%
全球消费	8,454	8,232	8,466	8752	9,130
y/y (%)	1.60%	-2.60%	2.80%	3.40%	4.30%
全球市场平衡	180	68	-16	-2	-80

基本金属2009年仍是供过于求

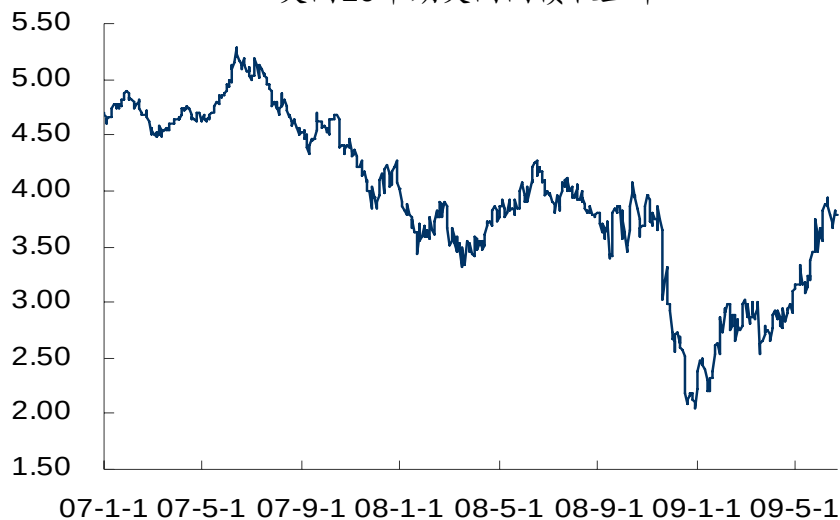
基本金属供需情况和价格预测			单位：千吨、美元/吨		
	2008年	2009年E	2010年E	2011年E	2012年E
锌					
矿石产量	11,630	10309	10710	11,153	12,174
y/y (%)	7.30%	-11.10%	3.60%	4.10%	9.10%
全球产量	11,665	10571	11,021	11,621	12,471
y/y (%)	3.60%	-9.40%	-4.30%	5.40%	7.30%
全球消费	11,272	10214	10989	11,758	12,544
y/y (%)	-1.40%	-9.40%	7.60%	7.00%	6.70%
全球市场平衡	393	357	32	-137	-73
镍					
全球不锈钢产量	26,533	23113	24625	27508	30428
y/y (%)	-6.30%	-12.90%	6.50%	11.70%	10.60%
全球含镍不锈钢产量	18,692	16757	17834	19819	21910
y/y (%)	-5.40%	-10.40%	6.40%	11.10%	10.60%
全球镍产量	1,372	1,227	1,304	1,425	1,506
y/y (%)	-3.10%	-10.60%	6.30%	9.30%	5.70%
全球消费	1,284	1,218	1,285	1,400	1,512
y/y (%)	-4.40%	-5.20%	5.50%	9.00%	8.00%
全球市场平衡	88	9	19	24	-7

- 大背景是美元长期贬值趋势不变，通胀担忧继续加强

美货币政策当局目前面临两难困境

- 现阶段，美元坚挺仍是美国自身的需求。
- 加大购买美国国债力度，以此压低国债收益率，会造成通胀预期进一步攀升，美元承受更大压力；
- 如果美联储放任美国国债收益率不管，国债收益率上升将导致按揭贷款利率上升，对房地产市场形成打压，经济复苏态势可能逆转。
- 仅通过调节市场预期来达到维持强势美元，降低国债收益率目的的成功概率微乎其微，而且美联储货币政策稍有不慎便会导致美国经济再次陷入危机，美元长期贬值的趋势不变。

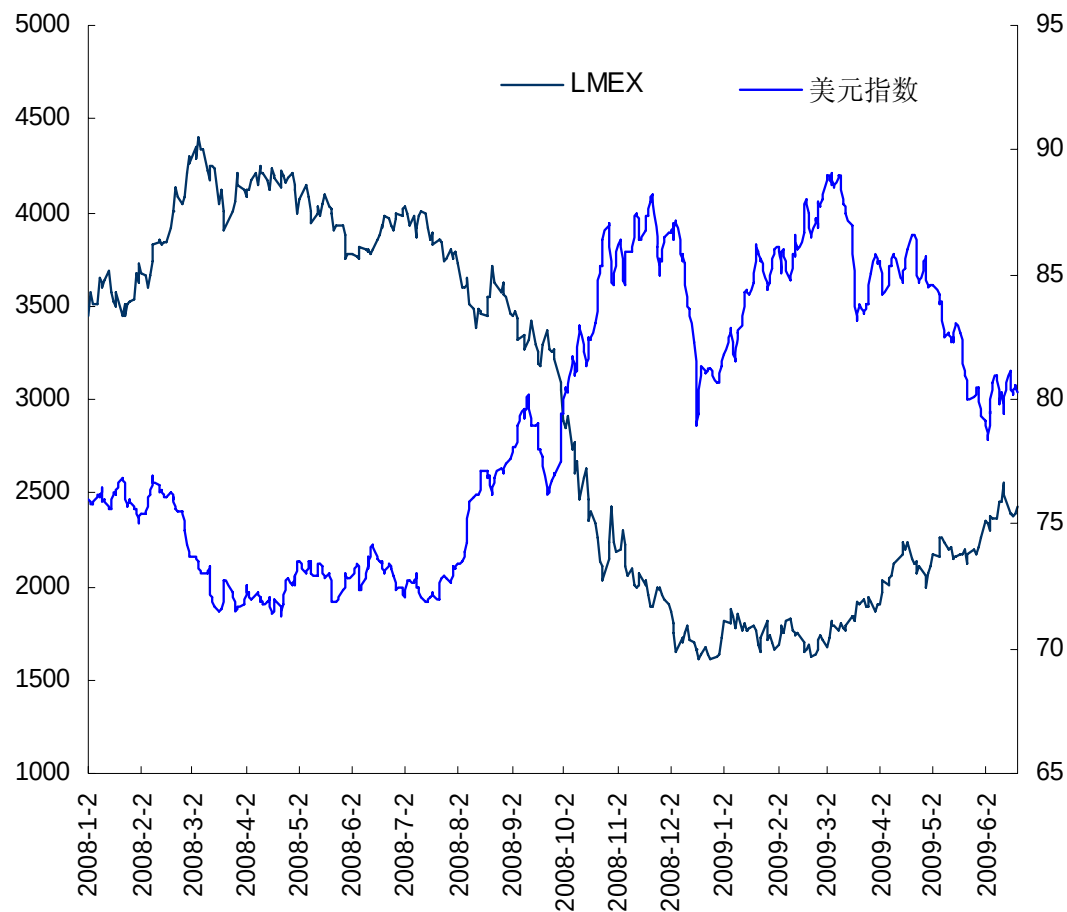
美国10年期美国国债收益率



美国30年期抵押贷款固定利率



美元长期贬值趋势不变



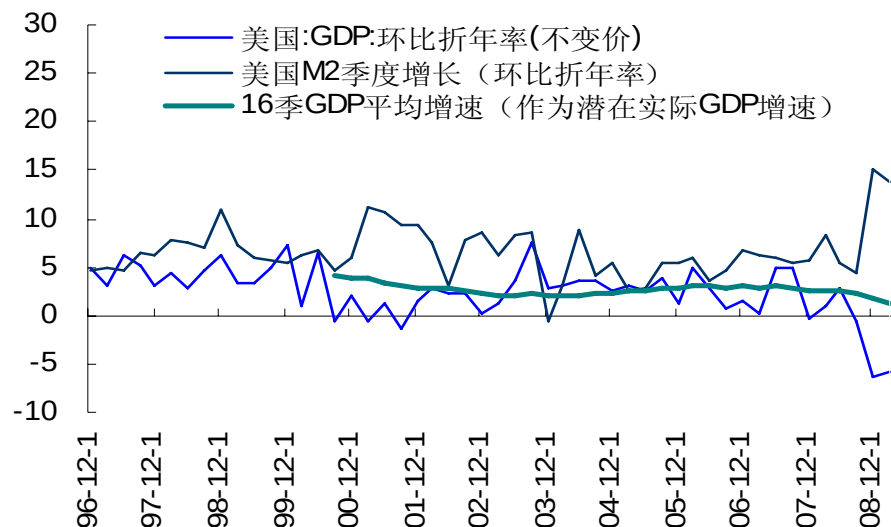
➤ 从前阶段金属价格的表现来看，在其他影响因素短期没有大的变化之时，美元的动向将成为金属走势的风向标

➤ 不排除三季度美元的持续走强，但其长期贬值趋势不变的情况下，将支撑金属价格的长期向上的走势。

通胀预期来势汹汹

- 随着全球各大央行都开始实行“量化宽松”的货币政策，市场上越来越多的人开始谈论世纪通胀问题。
- 目前业内人士对未来是否通货膨胀仍存在较大的分歧，但可怕的是通胀担忧的本身，人们对通货膨胀的预期本身就会加快通胀的到来。
- 在美元长期贬值趋势不变，通胀担忧将继续加强的环境下，我们没理由因为短期消费淡季的到来而对金属价格持过度悲观态度。

M2增速与GDP增速之差（美国）



M2增速与GDP增速之差（中国）

