

“中国因素”驱动力减弱，金属价格上涨动能不足

---有色金属行业 4 季度投资策略 2009-9-24

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

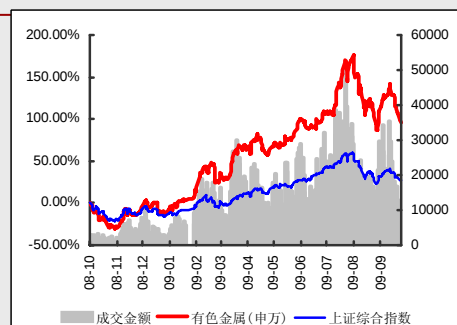
投资要点:

- 基于中国经济复苏的“预期推动”是年初以来金属价格大幅上涨的主要原因，但这一“中国因素”在 4 季度将被削弱。“中国因素”对金属价格影响的主要表现为进口量的大幅攀升，而同期金属库存也明显上扬，显然进口量的大幅攀升并未被实体经济的真实需求所消化。造成这一现象的背后逻辑在于：企业（包括生产企业、中间商、投资商）基于经济复苏预期的“预期推动”而导致了屯货和库存重建行为，而上半年流动性的大量创造为这一行为提供极为便利的条件。而 7、8 月份之后，中国铜、铝等金属产品进口量已连续环比大幅下滑，意味着“中国因素”对金属价格的驱动在 4 季度将转弱。
- 欧美经济滞后中国经济复苏为金属价格提供支撑。美国近期连续公布了多个重要经济数据，美国 8 月零售销售月率为 2.7%，美国 8 月份工业产值第 2 个月上上，攀升 0.8%，高于预期。在美国较好的消费和生产数据支持下，美国经济复苏进一步得到确认。欧美经济回升将在一定程度弥补“中国因素”对金属价格的支持不足。
- 流动性对金属价格影响减弱，预期推动转向需求推动。世界范围内的流动性复苏是导致金属价格年初以来大幅上涨的另一个重要因素。但我们认为在接下来的第 4 季度，流动性对金属价格推动的影响在减弱。原因在于：流动性的大量创造在上半年已基本完成，尽管目前流动性仍很宽裕，但流动性增量有限，这意味着以当前的流动性水平不足以推动金属价格再上一个台阶。其次，出于对未来通胀的担忧，各国都在考虑相机“流动性的退出策略”，如中国进入 7 月份后，新增贷款环比大幅减少 76.7%；再如美联储在 4 季度中期可能会执行“退出策略”。
- 就品种来看，铅的需求具有刚性，且主要的下游需求行业汽车复苏强劲，同时国内的“血铅”事件使得供给短期受到抑制，铅价相对看好。铜受“中国因素”较为明显，铜价 4 季度大幅上涨得动能不足。而铝供给弹性过大，这将压制铝价的上行空间。
- 投资策略：综上所述，由于推动金属价格上半年大幅上涨的“中国因素”在 4 季度将受到削弱，尽管最近一系列经济数据显示欧美经济复苏明显，但这不足弥补“中国因素”对金属价格的支持不足，而同时流动性对金属价格的影响也在减弱，金属价格将由“预期推动”转为“需求确认”，我们判断金属价格在 4 季度大幅上涨的动力不足。另外，有色金属板块的估值无论是横向比较还是纵向比较已缺乏优势。我们给与有色金属板块“同步大市”。重点推荐：中金岭南、西部矿业、云铝股份、江西铜业、云海金属。

行业评级 同步大市 维持

市盈率(TTM): 69.59
市净率: 5.53

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.30	36.9	95.8
相对表现 (%)	-2.80	8.56	47.58

资料来源: Wind 资讯

重点公司评级

证券简称	EPS			每股净资产	评级
	2008	2009	2010		
云铝股份	0.07	0.07	0.18	3.26	推荐
中金岭南	0.39	0.35	0.6	3.71	推荐
江西铜业	0.76	1.0	1.5	7.21	推荐
西部矿业	0.24	0.20	0.30	4.21	推荐
云海金属	0.53	0.19	0.52	1.58	推荐

张志鹏 行业研究员

邮箱 zhangzhipeng@ajzq.com
电话 021-32229888-3502

相关报告

动荡经济世界凸显黄金避险价值
2008-12-20
估值已有压力,等待合理回调-有色金属 2 季度投资策略 2009-3-31

目 录

1. 4 季度影响因素之一——“中国因素”对金属价格驱动减弱	3
2 影响因素之二——欧美经济后于中国经济复苏	4
3. 影响因素之三——流动性对金属价格影响减弱	5
4 重点子行业分析	6
4.1 铜——中国重建铜库存暂告结束。	6
4.2 铝——供给弹性过大压制铝价上涨	7
4.3 铅：“血铅事件”提振铅价	9
4.4. 镍——下游钢价大幅走低	10
5、投资策略	10
图 1 中国因素成为金属价格走势的关键因素，2005 年后这种关系表现得尤为明显	3
图 2 进口的大幅增加伴随着库存的大幅增加	3
图 3 7 月份之后，内外盘比价大幅降低，进口量环比明显下滑	4
图 4 美国新屋、成屋销售数据止跌回稳	4
图 5 欧美经济见底回升	5
图 6 流动性的大量创造在上半年已基本完成，下半年流动性增量有限	5
图 7 国内货币供应量快速回升	6
图 8 国内新增贷款大幅快速回落	6
图 9 中国因素至关重要，中国重建库存的高点往往就是LME铜价的高点	6
图 10 内外盘比价降低，国内进口未锻造铜及铜材环比下降	7
图 11 上海阴极铜库存与铜材进口量（提前 3 个月）相关性很大	7
图 12 中国汽车产量大幅增长	7
图 13 美国汽车业已有复苏迹象	8
图 14 LME铝库存创出历史新高	8
图 15 国内铝库存也在历史高位	8
图 16 铅的需求构成	9
图 17 LME铅价与库存	9
图 18 钢材价格指数	10
图 19 伦镍走势及库存变化	10
图 20 估值水平大幅提高	11
图 21 有色板块市盈率是沪深 300 市盈率 2.5 倍，创出历史新高	11

1. 4 季度影响因素之一——“中国因素”对金属价格驱动减弱

中国是世界上有色金属最大的消费国，中国因素已成为推动金属价格上涨的主要动力，在 2005 年后这一关系表现得尤为明显（参见图 1）。

受年初政府 4 万亿投资以及其他财政经济政策刺激，中国经济表现了明显的复苏迹象。正是基于这一“预期推动”，国内有色金属进口数据大幅攀升。以铜为例，截止 8 月份，中国未锻造的铜及铜材进口 296.82 万吨，同比增速达到 75.8%。

然而伴随着进口量的大幅攀升，上海期交所库存也明显上扬，显然进口量的大幅攀升并未被实体经济的真实需求所消化。造成这一现象的背后逻辑在于：企业（包括生产企业、中间商、投资商）基于经济复苏预期的“预期推动”而导致了屯货和库存重建行为，而上半年流动性的大量创造为这一行为提供极为便利的条件。

而 7、8 月份之后，中国铜、铝等金属产品进口量已连续环比大幅下滑，意味着“中国因素”对金属价格的驱动在 4 季度将转弱。

图 1 中国因素成为金属价格走势的关键因素，2005 年后这种关系表现得尤为明显

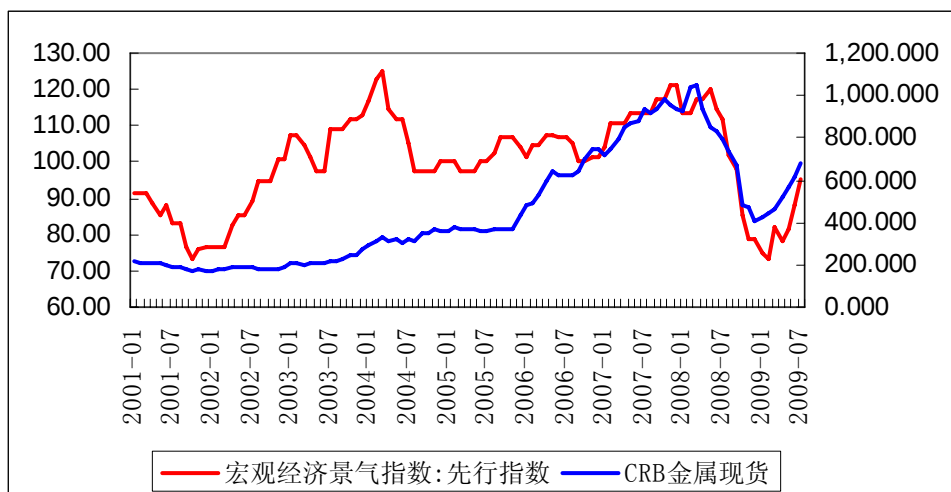
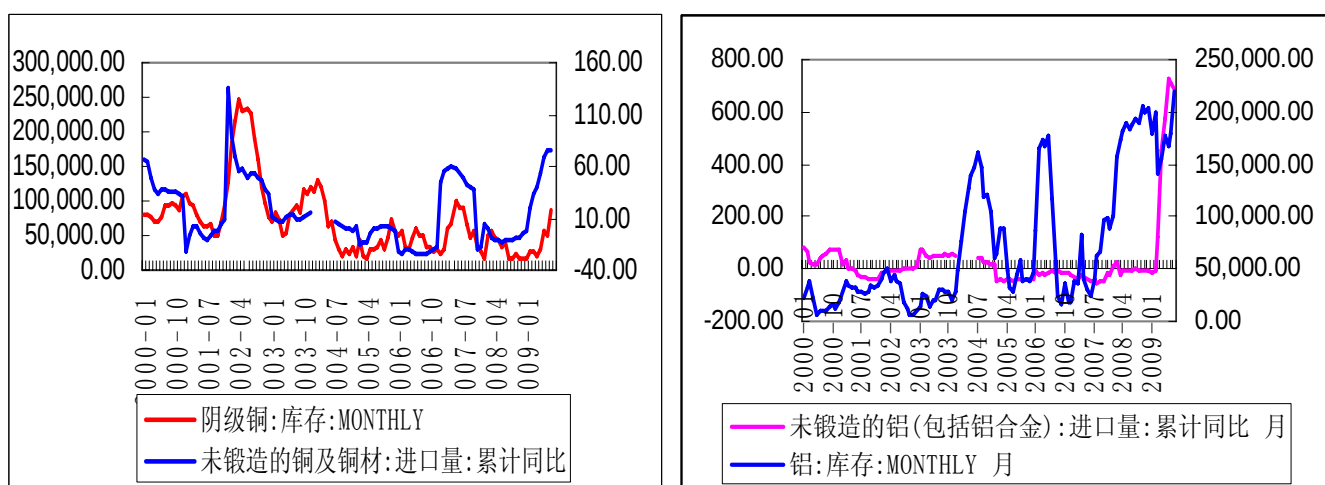
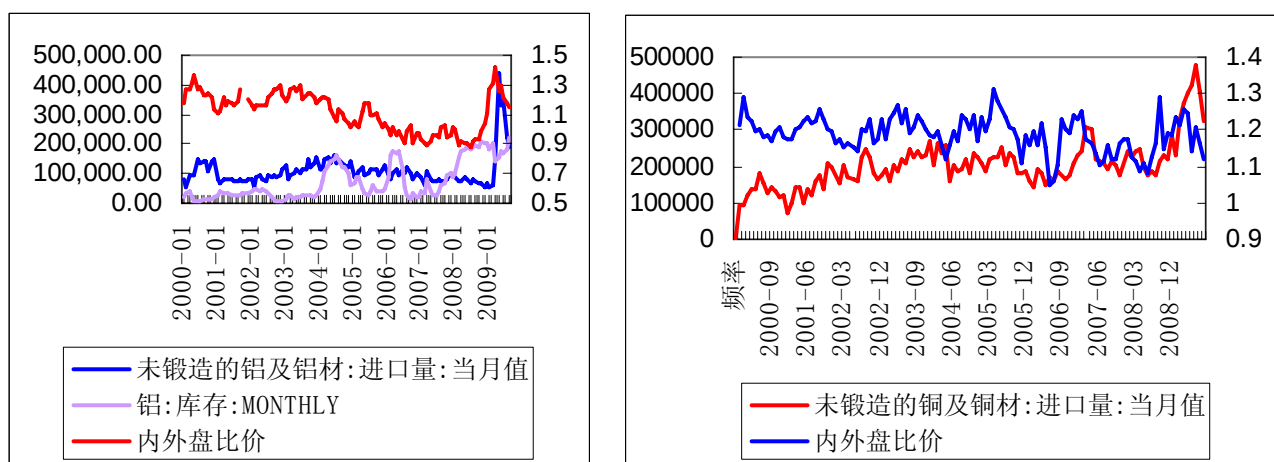


图 2 进口的大幅增加伴随着库存的大幅增加



数据来源：Wind 资讯

图 3 7 月份之后，内外盘比价大幅降低，进口量环比明显下滑



数据来源: Wind资讯

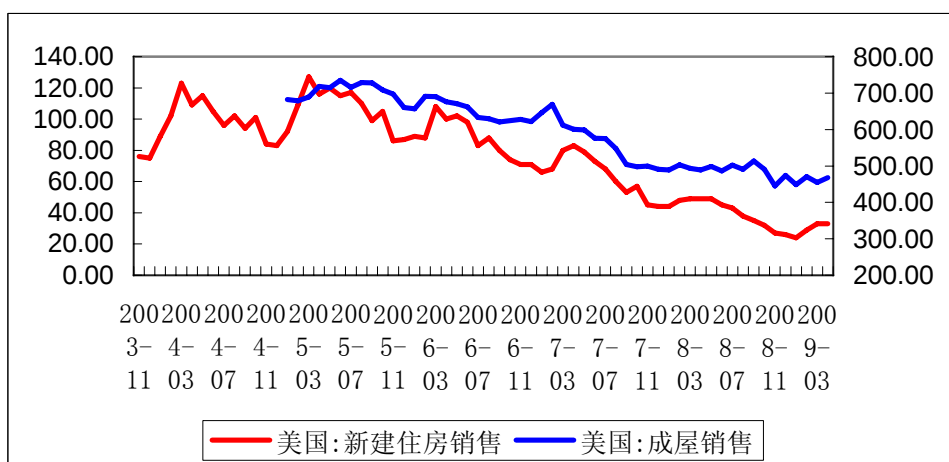
2 影响因素之二 - 欧美经济后于中国经济复苏

美国近期连续公布了多个重要经济数据，美国8月零售销售月率为2.7%，显示美国消费复苏得到进一步的确认。美国8月份工业产值第2个月上上，攀升0.8%，高于预期。在美国较好的消费和生产数据支持下，美国经济复苏进一步得到确认。在欧美发达国家中，有色金属消费比重最大的是建筑业。从美国最新公布的数据来看，美国7月份新屋销售达到39万套，连续7个月环比上升。而7月份成屋销售达到524，环比上继续涨。新屋销售和成屋销售出现持续反弹，显示美国经济有见底回暖的迹象。

建筑行业以外，制造业是有色金属消费的另一重要领域，因此工业产值变化趋势是判断有色金属消费趋势的重要指标。从欧美日的领先指标变化看，欧洲、美国采购经理人指数分别在48.2、52.9，已接近或超过50的经济繁荣/衰退分界线，且环比来看，连续7个月环比上升，而消费者信心指数也止跌回稳。

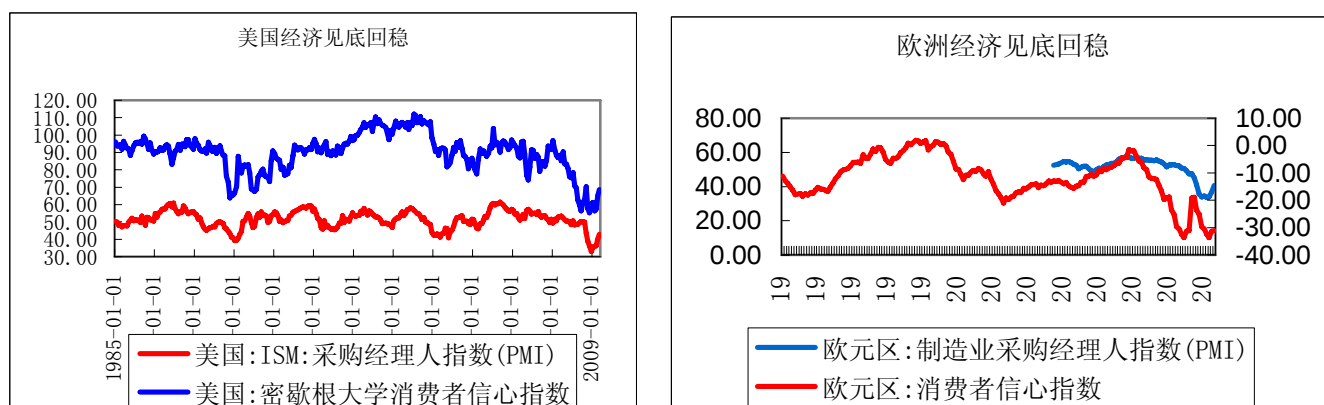
欧美经济滞后于中国经济2-3个月复苏，金属价格在的4季度再度获得上涨驱动力，但我们认为这不足以抵消“中国因素”对金属价格支持不足的影响。

图 4美国新屋、成屋销售数据止跌回稳



数据来源: Wind资讯

图 5 欧美经济见底回升



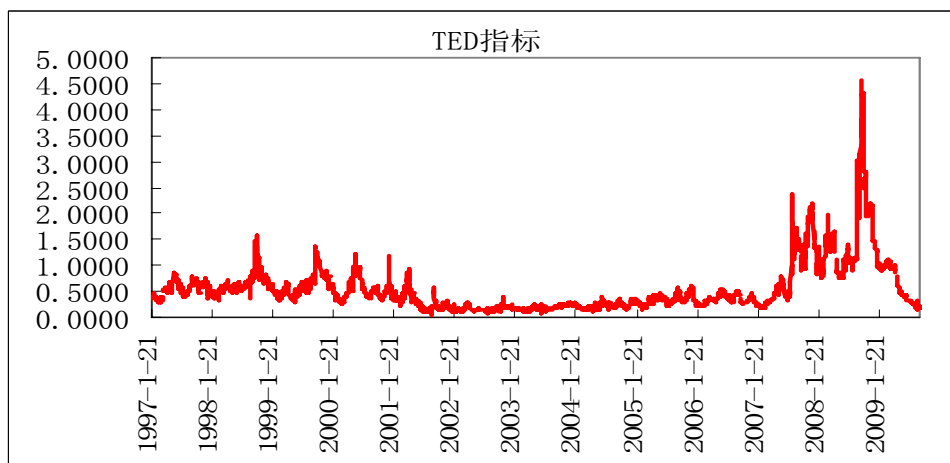
数据来源：Wind资讯

3.影响因素之三——流动性对金属价格影响减弱

目前全世界都在实行量化宽松的货币政策，世界范围内的流动性复苏是导致金属价格年初以来大幅上涨的另一个重要因素。但我们认为在接下来的第4季度，流动性对金属价格推动的影响在减弱。原因在于：

- ◆ 流动性的大量创造在上半年已基本完成，尽管目前流动性仍很宽裕，但流动性增量有限，这意味着已当前的流动性水平不足以推动金属价格再上一个台阶。我们用TED价差为主要指标来衡量世界流动性的变化（是指欧洲美元利率与美元3个月国库券利率的差距）。TED价差可用来衡量市场对于信用风险的重视程度，亦可用来说明美元的流动性。我们看到TED指标已接近历史新低，流动性的大量创造已基本完成。
- ◆ 其次，出于对未来通胀的担忧，各国都在考虑流动性的相机“退出策略”，如中国前8个月新增贷款8.14万亿，M1、M2同比增速已达到历史高位，但进入7月份后，新增贷款环比大幅减少76.7%。再如美联储在4季度中期可能会执行“退出策略”。

图 6 流动性的大量创造在上半年已基本完成，下半年流动性增量有限



数据来源：Wind 资讯

图 7 国内货币供应量快速回升

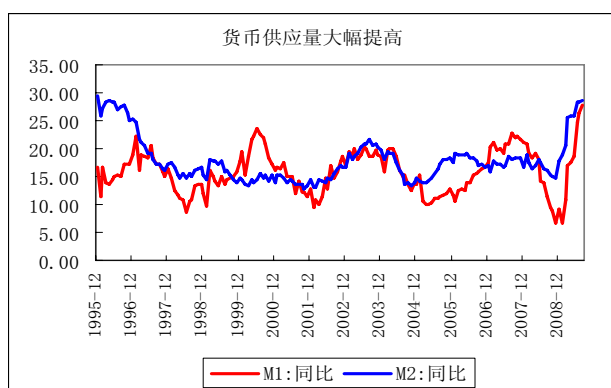
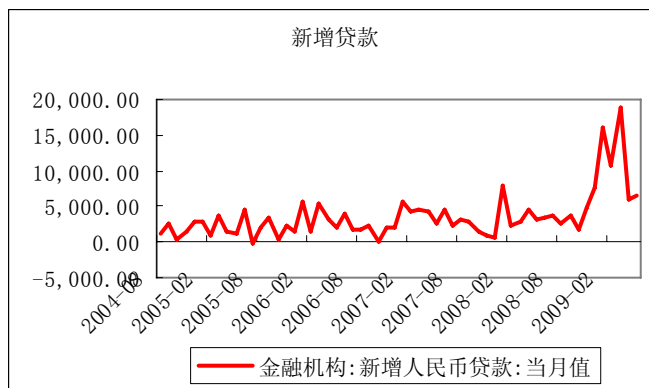


图 8 国内新增贷款大幅快速回落



数据来源：Wind资讯

4 重点子行业分析

4.1 铜 - 中国重建铜库存暂告结束。

我国是铜消费第一大国，08年我国铜消费占全球消费比重在26.91%，中国因素对铜价的影响至关重要，这种影响在2005年表现得尤为严重。从图9，我们可以看到国内铜库存的高点往往是LME铜价的高点。

2009年年初以来，受经济复苏以及流动性影响下，中国开始从海外大量进口阴极铜，1—8月中国累计进口未锻造铜及铜材296.82万吨，较去年同期上涨75.8%。不过中国上半年的大量进口阴极铜并不是完全由需求因素决定，其中重建库存过程是导致进口大增的另一个重要因素，我们看到伴随着进口的增加，上海阴极铜库存也在稳步增加。

然而进入7月份，由于内外盘比价大幅降低，国内市场与海外市场的套利机会消失，使得从7月份开始，国内进口未锻造铜及铜材数量环比大幅降低，7月较6月下跌14.58%，8月份较7月份下跌20%。从历史统计数据来看，国内铜进口数据（滞后3个月）与上海阴极铜库存存在较强的相关性很高，国内铜进口数量连续环比大幅下降意味着上海阴极铜库存面临着再度去库存化过程，这将使得铜价上行面临压力。

图 9 中国因素至关重要，中国重建库存的高点往往就是LME铜价的高点

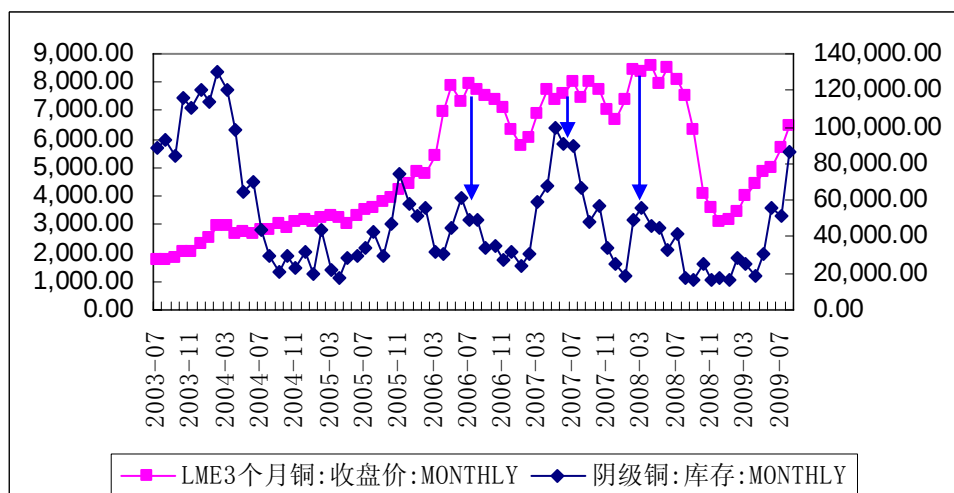


图 10 内外盘比价降低，国内进口未锻造铜及铜材环比下降

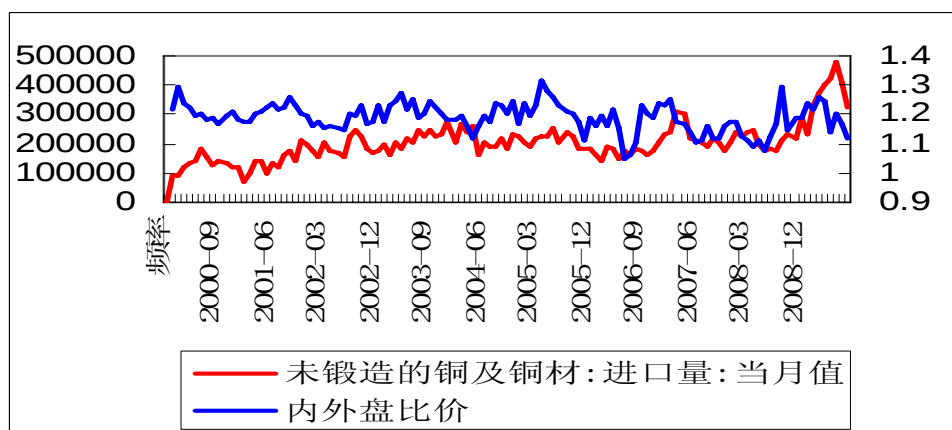
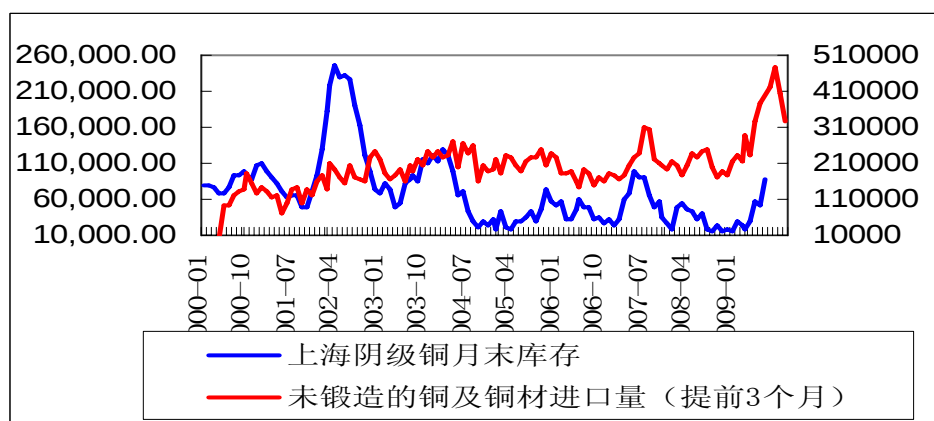


图 11 上海阴极铜库存与铜材进口量（提前 3 个月）相关性很大

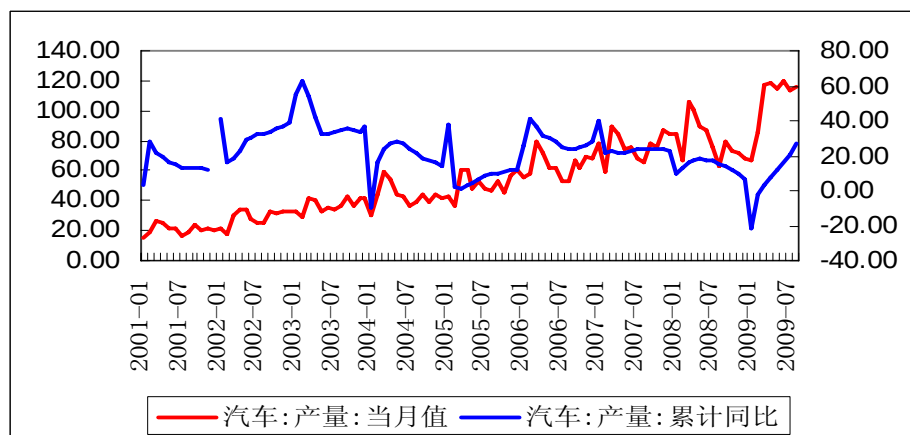


4.2 铝 - 供给弹性过大压制铝价上涨

从铝的下游需求来看，汽车以及建筑都显示了强劲的复苏迹象。国内前8个月汽车产量同比增长，同时美国汽车销量明显反弹，而同期库存则出现下滑。然而供给的弹性要超过需求的增加。我们看到Lme库存则持续攀升，而国内库存也创出了历史新高。

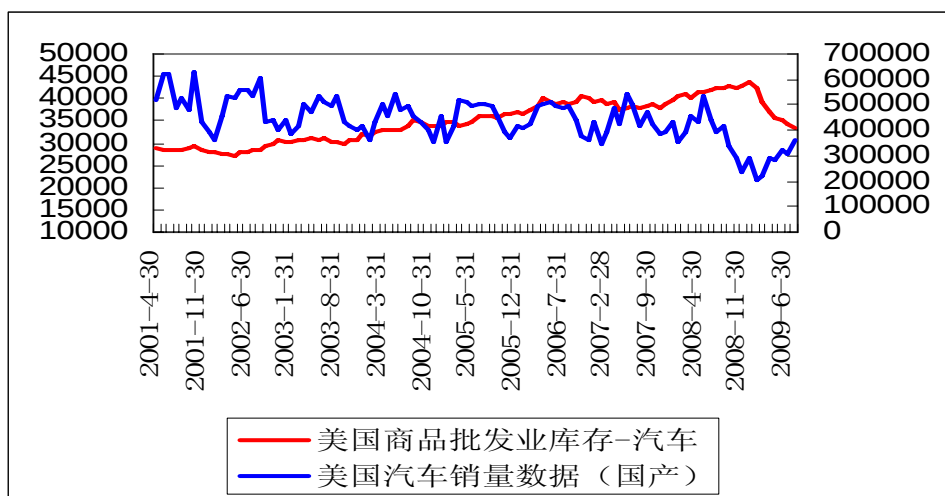
而更令人沮丧的是，从当前的开工率来看，目前国内铝行业的开工率在70%左右，要远远低于铜、铅锌等行业。这意味铝行业潜在的产能依然很大，铝价的上涨将伴随着产能的不断释放。过大的供给弹性将压制铝价的上涨。

图 12 中国汽车产量大幅增长



数据来源: Bloomberg

图 13 美国汽车业已有复苏迹象



数据来源: Bloomberg

图 14 LME 铝库存创出历史新高

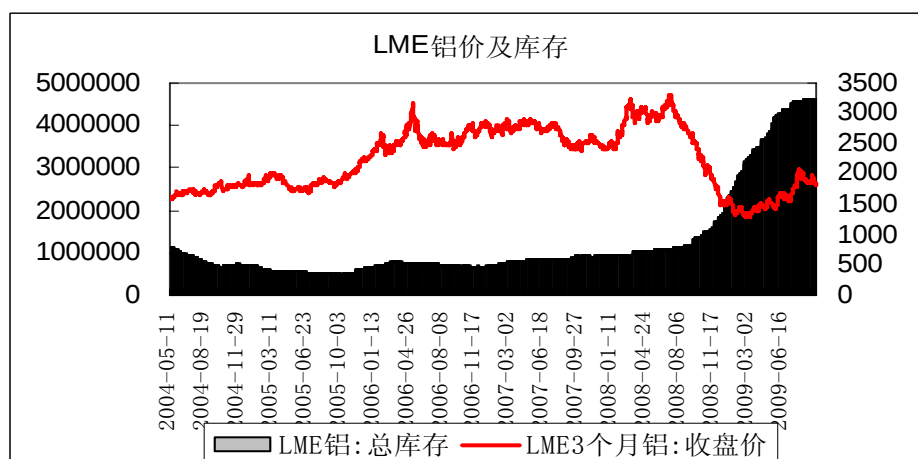
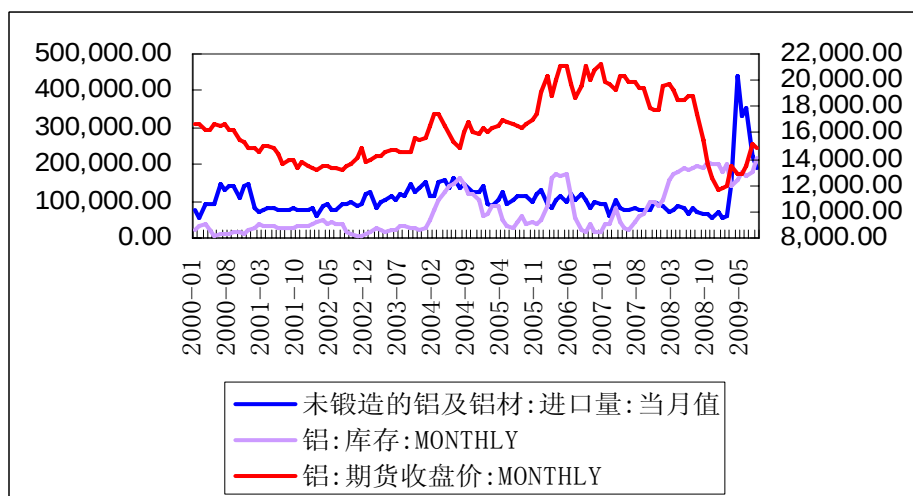


图 15 国内铝库存也在历史高位



数据来源: Wind 资讯

4.3 铅：“血铅事件”提振铅价

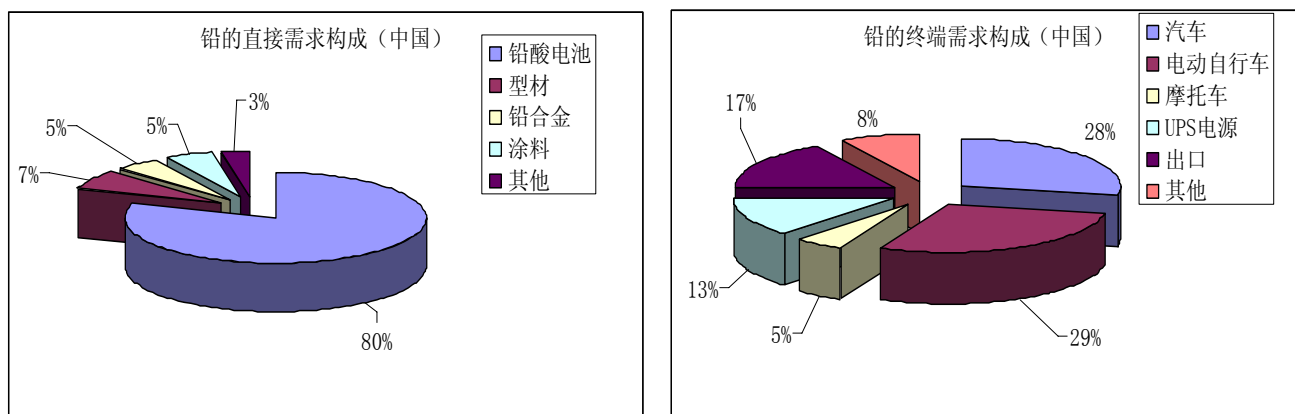
需求方面，在铅的需求构成中，铅酸电池占有最大比例。以中国为例，铅酸电池对铅的消费量占到整个铅消费总量的 80%。而汽车用铅酸电池是最重要的终端需求，汽车用铅酸电池年产量的三分之二用于更新替换，三分之一用于配套汽车生产。

铅的需求相对具刚性，原因在于每辆车都有一只铅酸蓄电池，铅酸电池的替换是不与经济状况相挂钩的。相反，在经济衰退的背景下，人们会延长对旧车的使用寿命，从而增加对铅酸电池更新替换的需求。

另外，铅的终端需求行业汽车显示出了强劲的复苏迹象（铅行业比铝行业更依赖于汽车行业的复苏）-国内前 8 月汽车产量 846.13 万两，同比增长 27.12%。

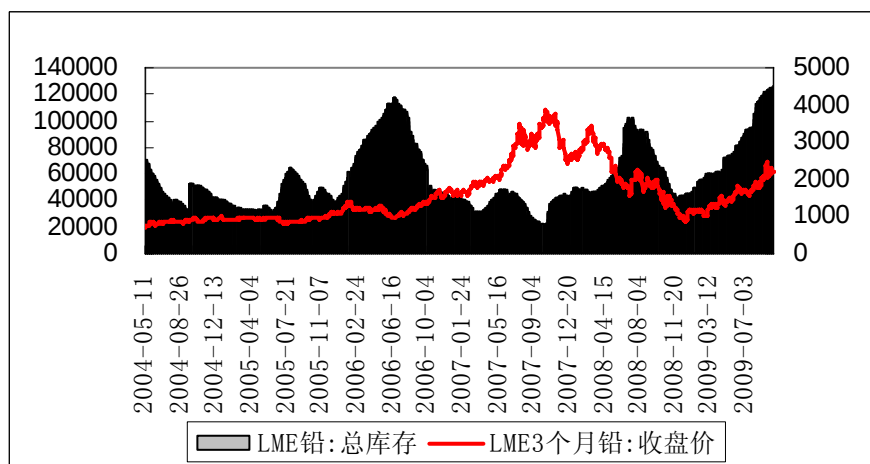
供给方面，受国内“血铅事件”以及之后的“环保风暴”影响，预计对国内铅产能缩减 50-25 万吨不等。另一方面，伦铅对此题材放大得较为极致，从 8 月末得 7 连阳至 2518 美元，到 9 月中得三连阴至 2025 美元，波幅近年罕见。在此过程中，国内铅炼厂得原料成本不断迅速推高。

图 16 铅的需求构成



数据来源：Brook Hunt，爱建研发总部

图 17 LME 铅价与库存



4.4. 镍-下游钢价大幅走低

全球2/3的镍用于不锈钢,而目前国内钢价从8月中旬再度出现了快速下跌,而国际钢材价格也开始小幅回落,而同期钢材库存居高不下。钢价的回落和钢材的高库存将抑制对镍的需求。

同时,四季度是镍消费相对淡季,近期镍价格上涨已经超过了精炼镍的重要替代品—红土镍矿现金生产成本。并且已经开始刺激国内部分红土镍矿复产。在LME 库存高企的情况下,替代品复产将增加镍价复苏难度。

图 18 钢材价格指数

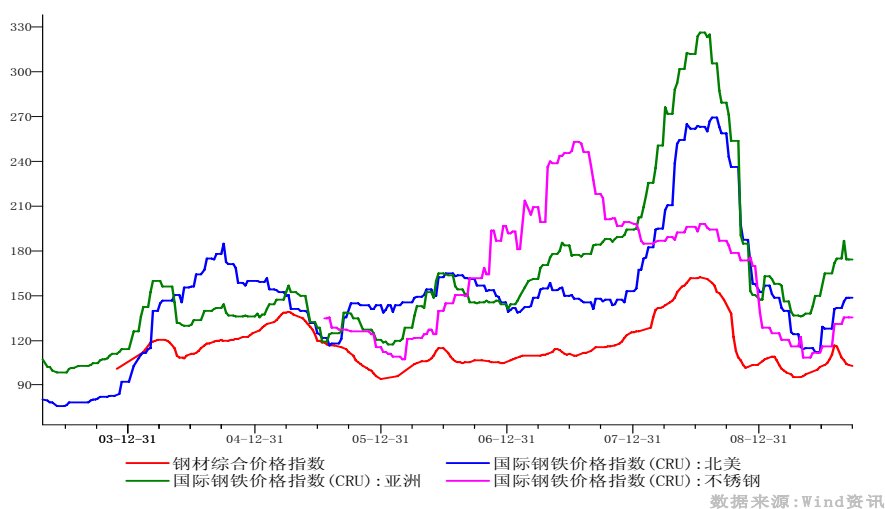
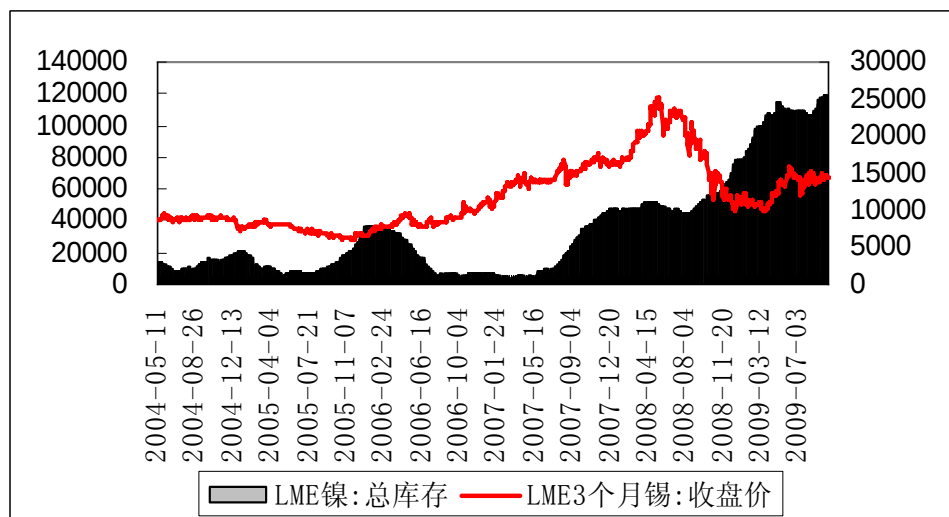


图 19 伦镍走势及库存变化



5、投资策略

综上所述,由于推动金属价格上半年大幅上涨的“中国因素”在4季度将受到削弱,尽管最近一系列经济数据显示欧美经济复苏明显,但这不足弥补“中国因素”对金属价格的支持不足,而同时流动性对金属价格的影响也在减弱,金属价格将由“预期推动”转为“需求确

认”，我们判断金属价格在4季度上涨动力不足。另外，有色金属板块的估值无论是横向比较还是纵向比较已缺乏优势。我们给与有色金属板块“同步大市”。具体投资策略可遵循以下思路：

- 具有资源优势且所处行业的供给弹性较小的公司如江西铜业、中金岭南、西部矿业、宏达股份。
- 尽管行业产能过剩严重，但公司估值较为合理且未来基本面可能有重大改观的公司如云铝股份、焦作万方、中国铝业。
- 具有中国独特资源优势的，且未来存在行业整合预期的企业，如包钢稀土、厦门钨业。
- 重点推荐：中金岭南、西部矿业、云铝股份、江西铜业、焦作万方、云海金属。

图 20 估值水平大幅提高

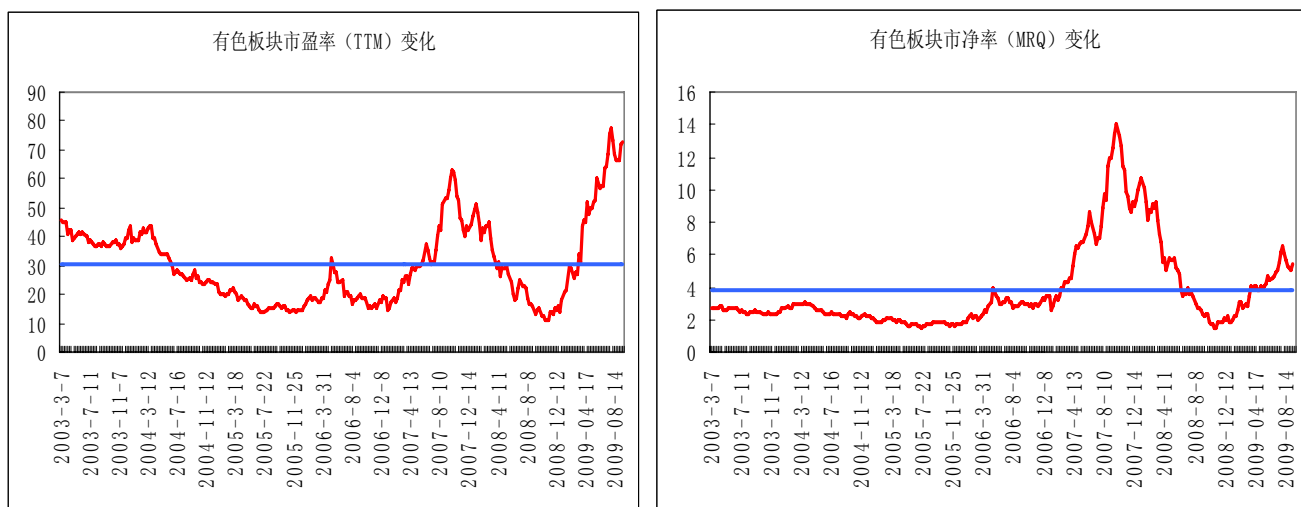


图 21 有色板块市盈率是沪深 300 市盈率 2.5 倍，创出历史新高



投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。