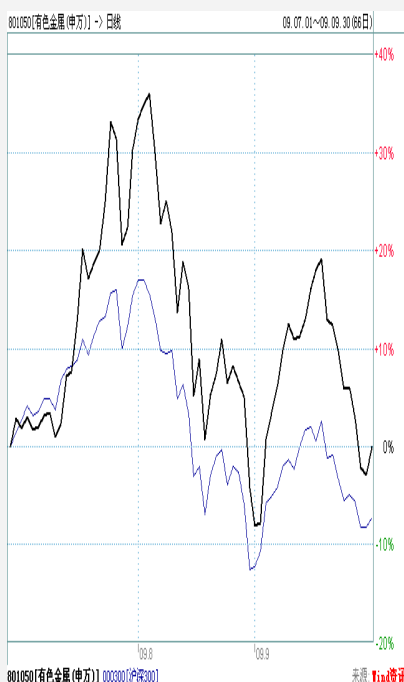




业绩逐季改善，估值压力犹存寻找确定性投资品种

---有色金属行业 09 年四季度投资策略

三个月收益率比较



● 内容摘要

行业评级：中性

- 2009 年第三季度，有色金属价格呈现期初突破前期平台创出新高、期末稳固整理的态势。从季度数据来看，LMEX 指数从季初的 2453.3 点起步，到季度末的 2898.5 点，全季大幅上涨 445.2 点，幅度为 18.15% 左右。
- 有色金属需求方面，在重要的房地产市场，我们看到中美房地产市场的持续好转，而交通运输设备制造市场却未见明显好转，在其他制造业方面，我们看到了数据出现了反复。综合各方面数据，我们认为有色金属需求在缓慢恢复，但过程曲折，市场需求复苏预期弥漫着犹豫气氛。
- 在基本金属需求复苏预期弥漫着犹豫气氛的同时，支持 3 季度有色金属价格走高的市场流动性有趋紧的倾向。需求复苏预期的犹豫和流动性趋紧的倾向将压制有色金属价格的走高，而在“利差”效应和美国弱势美元政策的双重作用下，美元指数下跌将对有色金属价格有提振作用。总体来看，09 年四季度有色金属价格将维持一个高位震荡的格局。
- 2009 年三季度，我们认为有色金属类上市公司的业绩在 2009 年二季度业绩改善的情况下，将有更大幅度的提升，我们认为三季度业绩环比改善幅度大小依次是电解镍、铅、锌、铜、锡和铝。我们认为行业业绩改善程度环比估计至少在 8% 以上的幅度。虽然业绩环比改善，但综合与 A 股整体市场相对估值水平以及香港市场的有色金属类上市公司的估值水平，我们认为有色金属类上市公司的估值压力犹存。
- 我们总体认为实体经济已经处于触底回升的阶段，但复苏的基础仍不牢固。对于有色金属需求复苏的预期仍存有犹豫，投资有色金属行业仍存在不确定性，我们认为，四季度有色金属行业投资策略是在不确定性寻找确定性。从业绩确定性来说，我们建议关注铜、锌子行业。从经济复苏情况下业绩弹性较大的确定性品种来说，我们建议关注电解铝子行业。

分析师：尹建辉

电 话：025-83367888-3085

E—mail: jhyin@njzq.com.cn

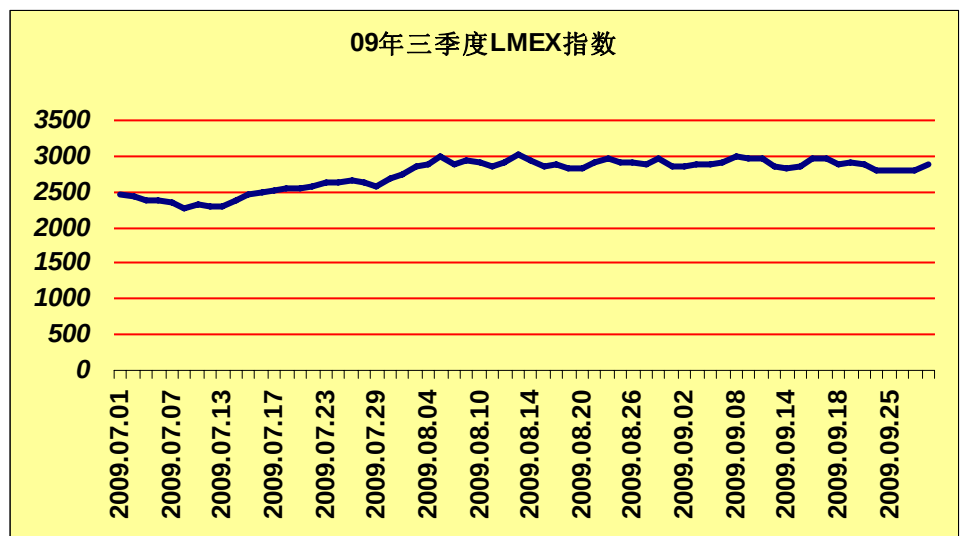


一、09 年三季度有色金属价格回顾与 09 年四季度展望

2009 年第三季度，有色金属价格呈现期初突破前期平台创出新高、期末稳固整理的态势。从量度有色金属价格的综合指数 LMEX 来看，2009 年 7 月中旬，LMEX 指数创出 2300 点的季度新低后，在接下来的一个月里，LMEX 指数势如破竹，接连突破 2500、2600、2700、2800、2900 等整数关口，在 3000 点一线由于压力过大未能突破。之后两个月期间，LMEX 指数反复在 2800-3000 点震荡整理，等待实体经济给出突破方向。从季度数据来看，LMEX 指数从季初的 2453.3 点起步，到季度末的 2898.5 点，全季大幅上涨 445.2 点，幅度为 18.15% 左右。

具体品种来看，LME 三月锡价格上升幅度最小，只有大约 4.20% 的上升幅度，其次是 08 年以来一直表现不好的 LME 三月镍和 LME 三月铝，二者分别上升了 14.24% 和 14.30% 的幅度。而基本面较好的铜、锌则涨幅超出 LMEX 指数的上涨幅度，二者分别上涨 21.18% 和 22.74%。而 LME 三月铅由于受中国环保事故减产压力加大，2009 年三季度上涨了 34.82%，在基本金属中表现最好。

图 1：2009 年 7-9 月 LMEX 指数趋势



资料来源：LME

探究 2009 年三季度有色金属价格走势，我们认为，各国不断好转的工业产出，给予了基本金属市场需求不断恢复的预期，而各国央行保持宽松的货币政策则对有色金属价格起了推波助澜的作用。

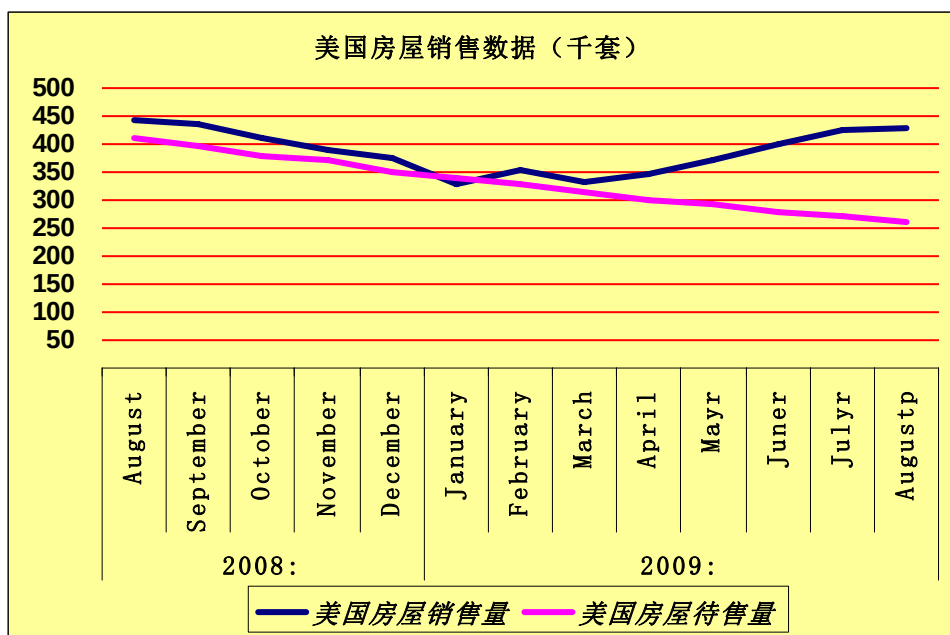
而展望 09 年四季度有色金属的价格，则不可避免要触及犹豫的需求复苏预期，有趋紧倾向的流动性，弱勢的美元。

有色金属需求方面，在一重要的市场，我们看到中美房地产市场的持续好转，而在

另一重要市场以汽车为标志的交通运输设备制造市场未见明显好转，而在其他制造业方面，我们看到了数据出现了反复。综合各方面数据，我们认为有色金属需求在缓慢恢复，但过程曲折，市场需求复苏预期弥漫着犹豫气氛，等待着经济数据的进一步明朗化。

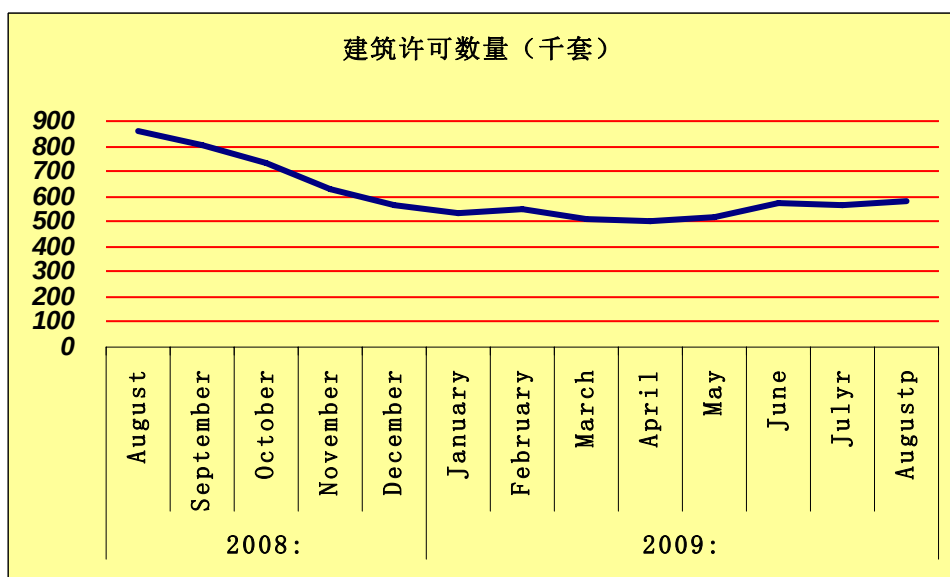
房地产市场上，我们着重分析美国房地产市场和中国房地产市场。美国市场上房屋销售量不断上升、而房屋存量的去库存化也表现良好，而房屋销售数据还得到了美国房屋建筑许可数据的支持，这表明美国房屋市场已经逐步改善，正逐步迈出底部区域。

图 2：美国房屋销售数据



资料来源：CENSUS

图 3：美国住房建筑许可



资料来源：www.census.gov

而在中国，从 2009 年 6 月开始，反映开发商对后市态度的新开工面积实现了同比上涨，并保持到 2009 年 9 月，说明开发商对后期房地产市场持积极的态度。

表 1：中国商品房新开工面积

时间	房屋当月新开工面积（万平方米）
2008-01、02	12679.10
2008-03	11292.26
2008-04	8998.60
2008-05	9555.75
2008-06	10947.07
2008-07	7037.21
2008-08	6538.64
2008-09	6472.62
2008-10	5251.03
2008-11	5517.23
2008-12	13284.39
2009-01、02	10798.40
2009-03	9283.96
2009-04	7754.39
2009-05	7815.45
2009-06	12269.25
2009-07	7058.28
2009-08	8127.33
2009-09	10092.94

资料来源：WIND 资讯

在房地产市场大幅改善的情况下，有色金属另一重要需求市场交通运输设备制造未见明显改观。

我们统计主要国家的 2009 年 1-9 月的汽车产量，除中国有较大幅度的增长外，其他国家都有较大幅度的下降，并且下降的幅度并没有明显的缩小。而中国增产的产量并不能弥补其他国家的下降，显示“无就业”的复苏对消费需求的压制。

表 2：主要国家汽车产量

	2008 年	2009 年	变化幅度（%）
德国 1-9 月份	4765161	3740500	-21.5
美国 1-9 月份	6886914	3902751	-43.33
日本 1-8 月份	7929336	4635722	-41.48
中国 1-9 月份	7281700	9612700	32.01

资料来源：南京证券

我们目光再转向其他制造业，虽然主要国家的 PMI 指数数据表明全球制造业商业活动在逐步活跃，但美国、英国数据的反复表明复苏的基础还很薄弱。影响着对基本金属需求复苏的预期。

PMI 是一个综合指标，它通过对制造业企业的一些变量如产量水平、订单、库存水平、配送情况、就业以及采购价格等调查整理而得。因此，PMI 提供了一个用于反映制造业部门活动现状的有用指标，同时也对于未来制造业的发展状况有指示作用。从历史上看，PMI 被证明与工业生产的变动有很好的相关性。因此，它们与金属的需求和价格也有合理的相关性。

表 3：分地区制造业 PMI s

时间	美国	日本	欧元区	德国	法国	英国	意大利
2008-09	43.4	44.3	45.0	47.4	43.0	41.0	44.4
2008-10	38.7	42.2	41.1	42.9	40.6	40.7	39.7
2008-11	36.6	36.7	35.6	35.7	37.3	34.4	34.9
2008-12	32.9	30.8	33.9	32.7	34.9	34.9	35.5
2009-01	35.6	29.6	34.4	32.0	37.9	35.8	36.1
2009-02	35.8	31.6	33.5	32.1	30.4	34.7	35.0
2009-03	36.3	33.8	33.9	32.4	36.5	39.5	34.6
2009-04	40.1	41.4	36.8	35.4	40.1	42.9	37.2
2009-05	42.8	46.6	40.7	39.6	43.3	45.4	41.1
2009-06	44.8	48.2	42.6	40.9	45.9	47.4	42.7
2009-07	48.9	50.4	46.3	45.7	48.1	50.2	45.4
2009-08	52.9	53.6	48.2	49.2	50.8	49.7	44.2
2009-09	46.1	54.5	49.3	49.6	52.5	49.5	48.5

资料来源：南京证券

在基本金属需求复苏预期弥漫着犹豫气氛的同时，支持 3 季度有色金属价格走高的市场流动性有趋紧的倾向。

我们把目光聚焦美国。首先，由于美国经济出现了“无就业”复苏态势，美国民间消费能力并未得到改善，信用卡违约率居高不下，导致银行惜贷现象严重。根据我们的观察，在经历 6、7 月后的下降后，美国银行系统的超额储备金又开始了上涨。这将直接降低基础货币乘数，影响经济体系内的货币流通总量。

表 4：美国银行系统储备

时 间	总储备	法定储备	超额储备
2008-09	102767	42713	60054
2008-10	315498	47594	267904
2008-11	609939	50901	559039

2008-12	821034	53635	767398
2009-01	858406	60172	798233
2009-02	700972	57485	643486
2009-03	779951	55319	724632
2009-04	881553	57176	824378
2009-05	901292	57191	844100
2009-06	809019	57641	751378
2009-07	795568	62560	733008
2009-08	829366	63515	765851
2009-09-23	914615	60001	854614
2009-10-07(P)	980764	62330	918434

资料来源：美联储

其次，随着金融形势的日趋稳定，定量宽松的货币政策的退出正逐渐进入美国货币政策当局的视野。美联储和美国财政部 8 月 17 日联合宣布，将延长定期资产抵押证券贷款工具（TALF）的执行期限。美联储官员此前曾表示，他们计划推迟购买 3000 亿美元国债的计划，美联储计划在 2009 年 10 月到期后结束该项计划。虽然这两项计划并没有取消当局计划的货币投放量，但期限的延长不可避免将减少当期的投放量，并且内含有相机决策的选项，取消的可能性并不能排除，暗含有货币政策趋紧的倾向。美国 M1、M2 货币余额的变化体现了这一倾向，从 09 年 6 月起，M2 余额连续两个月负增长，这从 2007 年 9 月以来还是第一次。

表 5：美国货币余额

时间	M1	M2
2007-09	1372.0	7341.6
2007-10	1379.2	7374.2
2007-11	1375.0	7405.1
2007-12	1373.0	7438.4
2008-01	1377.4	7487.6
2008-02	1380.5	7564.7
2008-03	1383.3	7628.3
2008-04	1383.9	7649.3
2008-05	1383.7	7669.0
2008-06	1393.7	7681.1
2008-07	1409.3	7725.7
2008-08	1391.6	7698.2
2008-09	1451.5	7808.3
2008-10	1474.7	7927.3
2008-11	1523.2	7980.0
2008-12	1595.3	8153.7
2009-01	1576.3	8236.0

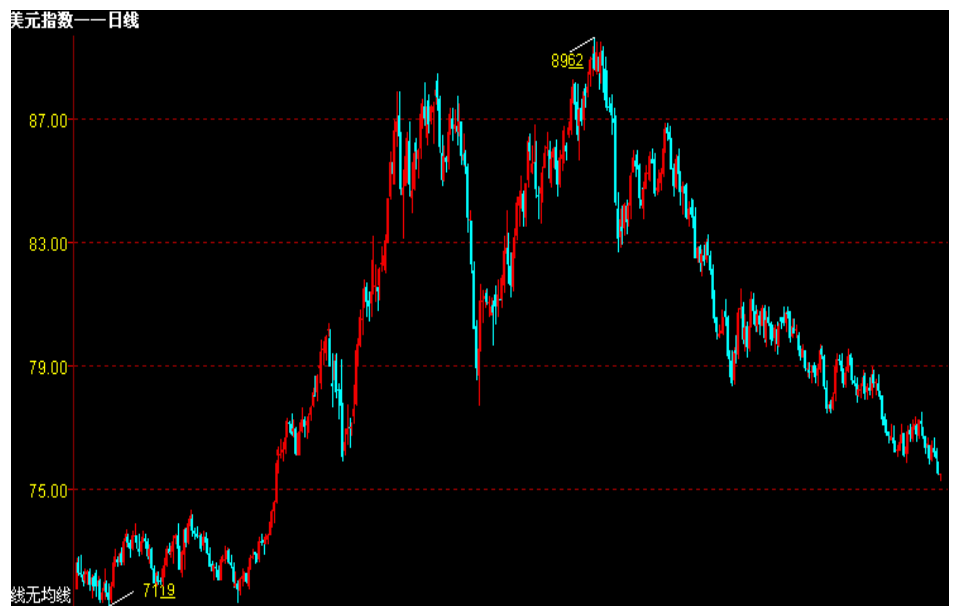
2009-02	1559.6	8263.6
2009-03	1563.3	8335.0
2009-04	1593.3	8281.8
2009-05	1597.0	8344.9
2009-06	1650.0	8370.0
2009-07	1654.7	8348.3
2009-08	1649.9	8297.9

资料来源：美联储

除美国有趋紧倾向后，澳大利亚央行 10 月份在 20 国集团中率先加息，表明定量宽松货币政策的退出将逐步进入各国央行的视野。

考虑到美元储备货币的特性，国际大宗商品通常以美元标价。由于美、英等国的经济复苏弱于日、德、法等国。美国货币政策当局的优先目标更强调经济增长，而西欧将更关注通货膨胀。因此我们预计美国将可能是最后一个加息的经济体。而美国不断鼓吹全球经济“再平衡”，很有可能坐视美元贬值。因此在“利差”效应和美国弱势美元政策的双重作用下，美元指数可能将下跌。将对有色金属价格有提振作用。

图 4：美元指数走势



资料来源：弘业期货

综合考虑，需求复苏预期的犹豫和流动性趋紧的倾向将压制有色金属价格的走高，而疲弱的美元限制了有色金属价格的下跌幅度。总体来看，09 年四季度有色金属价格将维持一个高位震荡的格局。

二、业绩逐季改善，但估值压力犹存

2009 年三季度，我们认为有色金属类上市公司的业绩在 2009 年二季度业绩改善的

情况下，将有更大幅度的提升，提升的原因一是来自产量的增加，二是价格的提高。

截止到 2009 年 8 月，我们统计的六种基本有色金属中，铜、锌、镍、铅的产量同比有所上升，并且铅上升的幅度还较大，而电解铝、和锡的产量下降幅度则大幅收窄。

表 6：中国有色金属产量

月份	精炼铜(万吨)	原铝(万吨)	铅(万吨)	锌(万吨)	电解镍(吨)	锡(吨)
2009-07	33.60	106.80	34.50	37.60	17,497.40	18,865.20
2009-08	36.50	112.20	36.50	41.50	18,853.40	12,364.20

资料来源：WIND 资讯

我们根据 07、08 两月数据，大致估算了 09 年三季度六种基本有色金属的产量，并与 09 年二季度数据做了比较。我们发现产量增加较多的是铅、锌、镍，其次是铝、铜。而锡可能是负增长。

表 7：中国 09 年二、三季度产量

季度	精炼铜(万吨)	原铝(万吨)	铅(万吨)	锌(万吨)	电解镍(吨)	锡(吨)
2 季度	103	302	97	104	48200	37500
3 季度	105	330	120	120	55800	37200
环比增长	1.94%	9.27%	23.71%	15.38%	15.76%	-0.80%

资料来源：WIND 资讯

我们比较了 09 年三季度和 09 年二季度有色金属的平均价格，我们发现六种基本有色金属的价格都有 9%以上的上涨，涨幅较大的是铜、镍以及铅、锌。

表 8：有色金属平均价格

单位：元/吨

月份	1 号电解铜	Aoo 铝锭	1 号铅锭	1 号锌锭	1 号锡锭	1 号电解镍
2009-07	42025	13895	13403	13299	109924	123902
2009-08	48642	15045	13948	14701	119393	145071
2009-09	48681	14985	15611	14882	118511	133659
三季度均价	46449	14641	14320	14274	115942	134210
二季度均价	39326	13415	12600	12807	105261	107260
变化幅度	18%	9%	14%	11%	10%	25%

资料来源：WIND 资讯

根据我们的测算，电解铝的 09 年三季度生产成本大致在 12000-13000 元/吨之间，如果以外购锌精矿生产电解锌的生产成本 09 年三季度大致在 11000-12000 元/吨，而外购铜精矿生产精炼铜的加工成本大致在 3000 元左右。从成本与销售价格来看，六种基本有色金属冶炼吨产品都实现了正的毛利贡献

根据产量增长与价格增长的数据，我们认为三季度业绩环比改善幅度大小依次是电解镍、铅、锌、铜、锡和铝。我们大致业绩环比改善程度估计至少在 8%以上的幅度。

虽然有色金属行业类上市公司的业绩在逐季改善，但在09年第三季度，由于行业指数上涨幅度超越沪深300指数，导致行业与整体市场的相对估值水平的差距进一步拉大。而截止到2009年10月15日，有色金属类上市公司的市净率水平已经大幅攀升至5.90倍左右的高水平。而A股市场上平均市净率水平为3.29倍，相对估值已经达到2007年行业顶峰的水平，但行业的盈利能力与07年相差甚远。

图5：三季度有色行业指数走势



资料来源：WIND 资讯

与国外有色金属类上市公司相比，A股的溢价水平更高，我们对比了香港市场的有色金属类上市公司，其市净率水平大致为2.09倍左右

表9：香港市场上有色金属类上市公司估值

证券代码	名称	市净率(倍)
0098. HK	兴发铝业	0.98
1208. HK	五矿资源	0.67
2600. HK	中国铝业	1.98
8253. HK	天元铝业	0.69
0263. HK	中国云锡矿业	0.59
0340. HK	中国矿业	1.68
0353. HK	森源钛矿控股	0.66
0358. HK	江西铜业股份	2.40
0433. HK	北方矿业	3.93
0575. HK	励晶太平洋	0.58
0629. HK	悦达矿业	0.61



0689. HK	长盈集团(控股)	1. 26
0705. HK	南亚矿业	7. 43
0761. HK	百营环球资源	0. 29
0769. HK	中国稀土	1. 01
2626. HK	湖南有色金属公司	1. 61
3833. HK	新疆新鑫矿业	1. 54
3993. HK	洛阳钼业	2. 53
8071. HK	中国金属资源	0. 38
1051. HK	国际资源	3. 75
1818. HK	招金矿业	4. 46
1862. HK	澳华黄金	3. 59
2899. HK	紫金矿业	6. 44
3330. HK	灵宝黄金	1. 20
行业算术平均市净率		2. 09

资料来源：WIND 资讯

综合与 A 股整体市场相对估值水平以及香港市场的有色金属类上市公司的估值水平，我们认为有色金属类上市公司的估值压力犹存。

三、有色金属行业09年四季度投资策略：在不确定性中寻找确定性

根据我们前面的论述，我们总体认为实体经济已经处于触底回升的阶段，但复苏的基础仍不牢固。对于有色金属需求复苏的预期仍存有犹豫，投资有色金属行业仍存在不确定性，我们认为，四季度有色金属行业投资策略是在不确定性中寻找确定性。

我们认为，寻找有色金属行业的确定性，首先寻找业绩确定的投资品种。根据2009年1-8月有色金属产能利用率的情况，我们认为有色金属类铜、锌子行业产能已经接近满负荷，供给能力已接近饱和，因此后期的价格下跌幅度空间不大，全年业绩较有保证。业绩的改善将为投资提供较高的安全边际。

寻找有色金属行业的确定性，我们认为另一方面在于寻找经济复苏情况下业绩弹性较大的确定性品种。我们认为，当经济开始回升时，最先消耗的是较为便宜的金属。因为这些金属相对来讲应用范围比较广泛，并且主要应用于基本建设等领域。因此，当实体经济开始复苏，铝和锌也将先于其他金属上涨。由于有色类上市公司，铝行业的上市公司股价上涨幅度较小，而在经济复苏情况下业绩弹性最大，对于激进的投资者，提前埋伏不失为一种较好的投资策略。

下面是我们重点关注的上市公司盈利预测和投资评级

表10：重点关注的上市公司基本概况



证券代码	证券简称	08EPS(元)	09EPS(元)	08PE(倍)	09PE(倍)
000960	锡业股份	0.04	0.33	670.75	81.30
000060	中金岭南	0.39	0.32	67.62	82.41
600362	江西铜业	0.76	0.92	50.08	41.37
600547	山东黄金	0.91	1.40	73.77	47.95
000612	焦作万方	0.69	0.48	30.65	44.06

注：PE计算的价格为10月15日的收盘价

资料来源：WIND资讯、南京证券

南京证券行业投资评级标准：

-----以推荐日收盘价为基准：

推 荐：六个月内预计涨幅强于大市；
中 性：六个月内预计涨幅同步于大市；
回 避：六个月内预计涨幅弱于大市

南京证券上市公司投资评级标准：

-----以推荐日收盘价为基准：

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
推 荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
观 望：六个月内预计涨幅为-10%-10%之间；
回 避：六个月内预计涨幅为-10%及以下