



报告日期：2009年10月21日

充裕流动性带来估值提升和业绩增长

——有色金属行业2009年四季度投资策略

行业评级：

有色金属行业	推 荐
--------	-----

重点公司评级：

江西铜业	买 入
云南铜业	增 持
中金岭南	买 入
锡业股份	买 入
辰州矿业	增 持

行业指数走势



相关报告

在需求、流动性、估值之间寻找平衡
——有色金属行业2009年下半年投资策略

有色金属行业研究员
姓名：化定奇
Email：Huadq@vsun.com

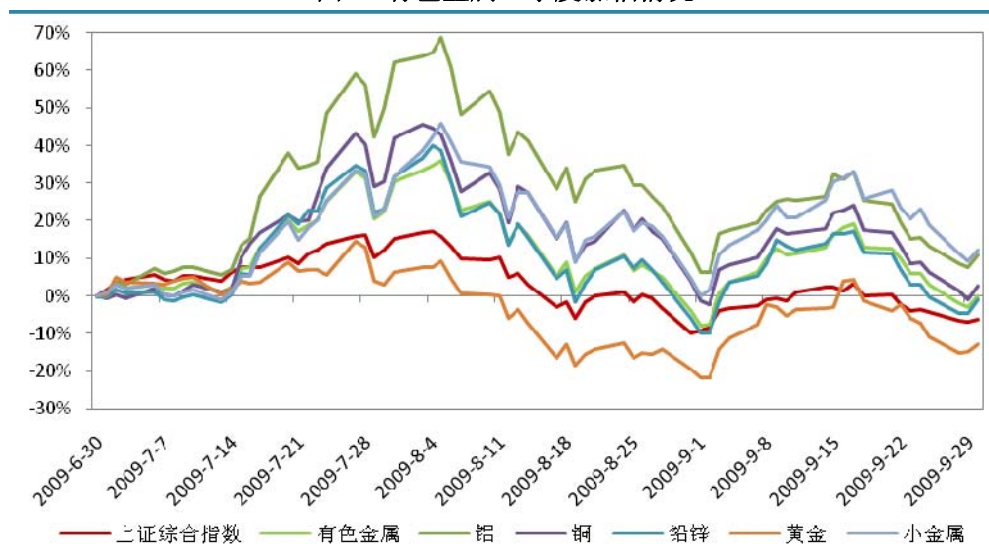
报告概要：

- 3季度有色金属行业指数整体表现为先扬后抑，创出今年新高之后，向下调整幅度超过30%。今年4季度到明年1季度的行情如何演化是我们最关心的话题。我们知道基本金属期货价格是有色金属板块最直接、最有效的催化剂，那么研判未来金属的价格将是重中之重。
- 经验表明，高库存不构成金属价格下跌的理由。不断高企的库存成为市场看空有色金属价格的主要因素之一。但从历史经验数据来看，高库存并不能构成看空有色金属的理由。2003、2004年金属高库存并没有导致金属的下跌。所以高库存仅仅是从商品属性的角度来考虑对于价格的影响，但是金属金融属性对于价格的影响受库存影响的程度要小很多。
- 基本金属的供需现状，消费疲软下的过剩。货币因素促使有色金属价格快速反弹到成本线以上，导致金属生产商纷纷复产，但是下游消费难以快速跟进，导致金属以库存的形式大量积累在交易所、中游领域和民间。但对于具备资源稀缺性的金属，目前大量的库存仅仅是金属资源由地下转移到地上，由一种形式（金属矿）转化为另一种形式（可直接消费的金属），所以这种可见的库存从中长期来看并不会改变金属价格的上涨方向，但可能会影响金属价格上涨的速度。
- 中国因素弱化，期待其他国家接力。目前我国金属消费占全球的比例较高，上半年国内大量进口的金属并没有全部被实体经济消化，基本金属沪伦比值逐渐降低，买伦抛沪的套利窗口也基本关闭等，我们预计未来几个月，推升金属价格的中国因素将弱化。随着全球其他国家经济复苏的，金属的消费或将能够接力。
- OECD 综合领先指标，金属价格较可靠的领先指标。通过比较OECD综合领先指标与CRB金属指数之间的走势关系来看，OECD综合领先指标是CRB金属指数比较可靠的领先指标。平均来看，领先时间大致为4.5个月左右。2009年8月OECD 综合领先指标自3月份以来连续第6个月环比上升。目前这项指标仍处于上升的周期，暂未出现回落迹象。
- 流动性基础仍在。澳大利亚近期的加息举动是特例，全球加息周期时机未到；各国货币供应增速目前仍处于高位；LIBOR指数仍然处于低位运行；3个月内美元指数仍将维持目前贬值的趋势。综合来看，目前全球的流动性依然非常充裕。
- 国际货币体系失衡，黄金仍有空间。金融危机导致全球对于德美元的不信任家具，目前全球的国际货币体系出现失衡。中国、日本等国积极扩大货币互换的范围；各国领导人纷纷表达建立多元化货币的愿望。黄金作为全世界天然的货币，目前在国际货币体系失衡的条件，黄金的价格仍然有上行的空间。
- 行业估值及投资建议。综合来看，在目前流动性充裕的条件，资金追逐稀缺金属资源导致有色金属的估值水平相对较高是合理的。而且充裕的流动性将直接推高金属的价格，从而直接体现在资源类上市公司的业绩当中。子行业方面，我们推荐基本面相对较好的铜、铅锌等资源类板块，以及供给面较集中的锡板块。个股方面，我们推荐以下投资组合：江西铜业（600362）、云南铜业（000878）、锡业股份（000960）、中金岭南（000060）、辰州矿业（601899）。

一、有色金属板块3季度行情回顾

板块方面，今年3季度，有色金属行业整体表现为先扬后抑。截止到10月13日，有色金属板块涨跌幅较7月初上涨10.4%，而同期上证综合指数涨跌幅为-0.8%。分子板块来看，铝板块上涨20.8%，铜板块上涨11.6%，铅锌板块上涨9.0%，黄金板块下跌-0.2%，小金属上涨22%。

图1：有色金属三季度涨幅情况



资料来源：Wind，英大证券研究所

个股方面，涨幅和跌幅前十的个股如下：

涨幅前十			跌幅前十		
证券代码	证券简称	区间涨跌幅%	证券代码	证券简称	区间涨跌幅%
600139.SH	西部资源	104.57	002075.SZ	*ST 张铜	-16.21
600595.SH	中孚实业	97.15	000602.SZ	金马集团	-15.24
000612.SZ	焦作万方	61.67	000630.SZ	铜陵有色	-12.65
600338.SH	ST 珠峰	61.03	000758.SZ	中色股份	-12.00
002155.SZ	辰州矿业	54.65	600576.SH	万好万家	-11.75
600111.SH	包钢稀土	49.97	002203.SZ	海亮股份	-9.06
600531.SH	豫光金铅	49.19	600255.SH	鑫科材料	-8.42
000807.SZ	云铝股份	47.13	601168.SH	西部矿业	-4.90
600497.SH	驰宏锌锗	44.65	000657.SZ	*ST 中钨	-4.83
600432.SH	吉恩镍业	38.99	600961.SH	株冶集团	-4.82

统计日期：2009-6-30——2009-10-13

二、基本金属价格：有色金属板块最直接、最有效的催化剂

金属价格是有色金属板块最直接、最有效的催化剂。从历史数据来看，有色金属板块的上涨与下跌周期基本与金属价格的周期一致。截止到10月13日，LME铝的价格为1907美元，较6月底上涨16.99%；LME铜价格为6139美元，较6月底上涨23.6%；LME铅价格为2170美元，较6月底上涨28.4%；LME锌价格为2025美元，较6月底上涨30.73%；LME锡价格为14400美元，较6月底上涨1.77%；LME镍价格为18,155美元，较6月底上涨18.08%。

表2：期货价格变化

	3 月收盘价-美元（10 月 13 日）	价格变化
LME 铝	1, 907	16. 99%
LME 铜	6, 139	23. 60%
LME 铅	2, 170	28. 40%
LME 锌	2, 025	30. 73%
LME 锡	14, 400	1. 77%
LME 镍	18, 155	18. 08%

资料来源：Wind，英大证券研究所

图2：金属价格走势与金属指数走势对照图



资料来源：Wind，英大证券研究所

三、高库存不构成金属价格下跌的理由

3季度在有色金属价格上涨的同时，LME金属库存也在增加。其中LME铝库存增加至455.88万吨，较6月底增加3.65%；其中LME铜库存增加至34.8万吨，较6月底增加30.83%；LME铅库存增加至12.82万吨，较6月底增加42.85%；LME锌库存增加至43.01万吨，较6月底增加21.64%；LME锡库存增加至2.62万吨，较6月底增加54.1%；LME镍库存增加至12.14万吨，较6月底增加11.12%。

表3：期货库存变化

	LME 库存-吨（10 月 13 日）	库存变化
LME 铝	4, 558, 800	3. 65%
LME 铜	347, 950	30. 83%
LME 铅	128, 175	42. 85%
LME 锌	430, 100	21. 64%
LME 锡	26, 205	54. 10%
LME 镍	121, 392	11. 12%

资料来源：Wind，英大证券研究所

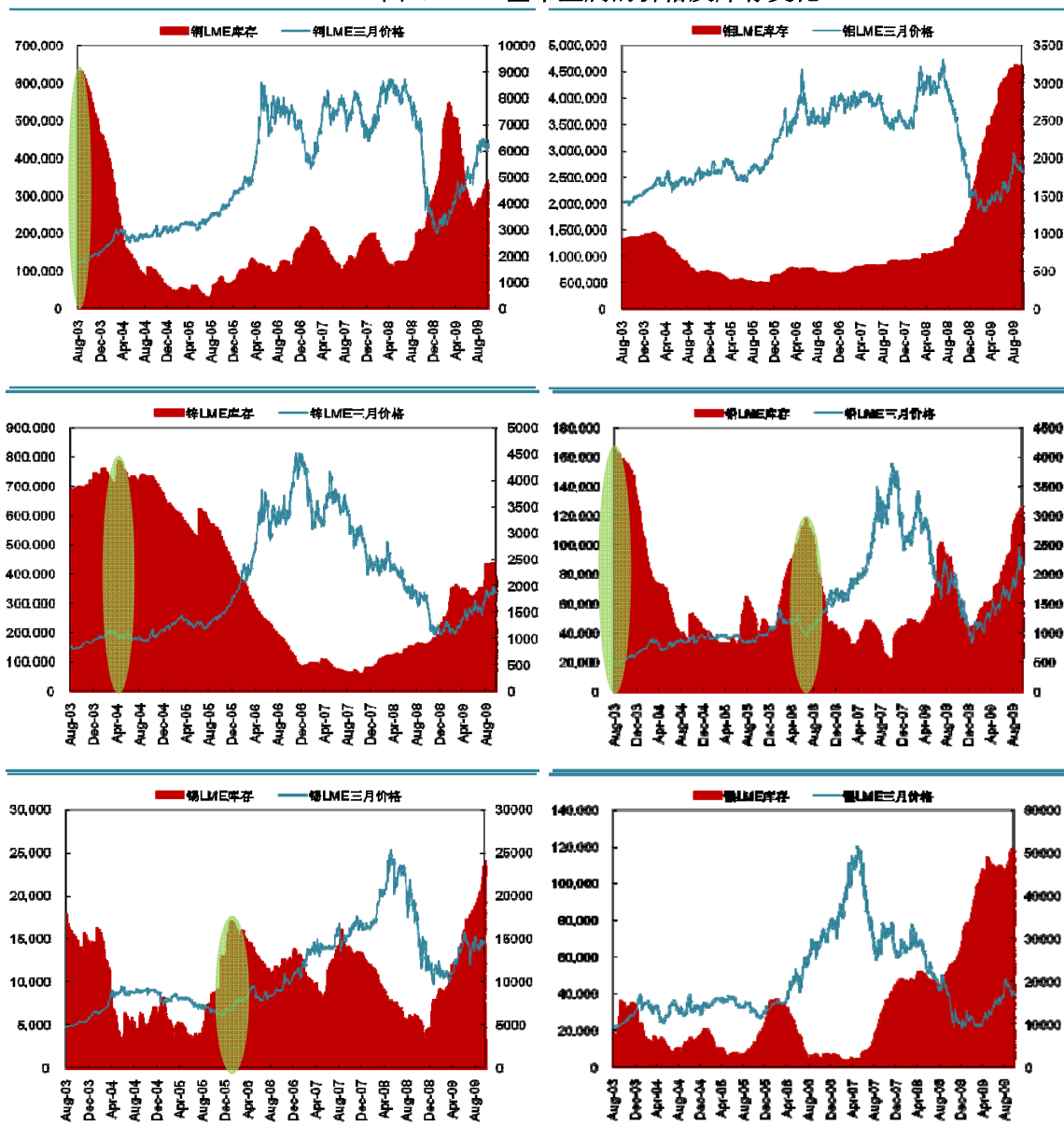
目前，不断高企的库存成为市场看空有色金属价格的主要因素之一。但是我们从历史的经验数据来看，高库存并不能构成看空有色金属的理由。譬如，2003年8月铜金属LME库存高达60万吨，高于目前LME、COMEX、SHEF三大交易所的总库存50万吨左右，但是一年后LME铜上涨了57.46%；另外2004年4月、2003年8月LME锌、LME铅的库存分别为78万吨和16万吨，处于历史高位，但是其后一年内LME锌、LME铅分别上涨了22.18%和69.63%。所以高库存仅仅是从商品属性的角度来考虑对于价格的影响，但是金属金融属性对于价格的影响受库存影响的程度要小很多。

表4：历史上金属高库存时期以及其后一年的价格表现

	基本金属	LME 库存	一年后金属价格变化
2003 年 8 月	铜	60 万吨	57.46%
2004 年 4 月	锌	78 万吨	22.18%
2003 年 8 月	铅	16 万吨	69.63%

资料来源：Wind，英大证券研究所

图3：LME基本金属的价格及库存变化



资料来源：Wind，英大证券研究所

四、基本金属的供需现状：消费疲软下的过剩

铜：世界金属统计局（WBMS）公布的数据显示，今年1-7月期间，全球铜市供应短缺15.3万吨。去年同期为短缺10万吨。国际铜业研究小组（ICSG）在一份声明中称，由于需求疲软盖过产量减少的影响，2009年全球精炼铜市场预计供应过剩37万吨左右，而到了2010年，供应过剩将增加至54万吨。英国商品研究机构(CRU)预测，2009年全球精铜产量1774.50万吨，较2008年下降4.00%，而精铜需求1700.00万吨，较2008年下降7.20%，过剩74.5万吨。

2009	1-7 月			7 月			预测机构
	产量	需求	过剩	产量	需求	过剩	
铜-万吨	905	1078	-15.3	152.5	157.9	-5.4	WBMS

精铜-万吨	产量	需求	过剩	过剩-月	预测机构
2009	1810	1770	40	0.27	ICSG
	1775	1700	75	0.53	CRU
2010	1820	1766	54	0.37	ICSG

锌：世界金属统计局（WBMS）公布的数据显示，今年1-7月期间，全球锌市供应过剩13.4万吨。国际铅锌研究小组（ILZSG）发布的数据显示，今年1-7月份，全球锌市场过剩29万吨，上年同期为过剩11.2万吨；2009年预估的过剩38万吨，2010年预计全球精炼锌市场过剩量可能降至22.70吨。

2009	1-7 月			7 月			预测机构
	产量	需求	过剩	产量	需求	过剩	
锌-万吨	626	613	13.4	92	86	5.93	WBMS
	631.1	602.1	29.0	93.8	94.2	-0.48	ILZSG

精炼锌	产量-万吨	需求-万吨	过剩-万吨	过剩-月	预测机构
2009	1114	891	38	0.51	ILZSG
2010	1226.70	1204	22.70	0.23	

铅：世界金属统计局（WBMS）公布的数据显示，今年1-7月期间，全球铅市供应过剩3.5万吨。去年同期为短缺3.5万吨。铅锌研究小组（ILZSG）今年预估的过剩80万吨，2010年全球精炼铅市场将过剩略超过10万吨。

	1-7 月			7 月			预测机构
	产量	需求	过剩	产量	需求	过剩	
铅-万吨	493.9	490.4	3.5	75.7	73.9	1.9	WBMS
	514.8	509.6	5.2	76.95	75.58	1.37	ILZSG

精炼铅	产量-万吨	需求-万吨	过剩-万吨	过剩-月	预测机构
2009	899	891	8	0.11	ILZSG
2010	965.50	955	10.50	0.13	

镍：世界金属统计局（WBMS）公布的数据显示，今年1-7月期间，全球镍市供应过剩0.17万吨。国际镍业研究组织(INSG)预计2009年全球镍供应过剩7万吨，且2010年全球镍市供应过剩量增加至9万吨。

镍-万吨	1-7 月			7 月			预测机构
	产量	需求	过剩	产量	需求	过剩	
	76.73	76.56	0.17	9.82	15.24	-5.42	WBMS

镍	产量-万吨	需求-万吨	过剩-万吨	过剩-月	预测机构
2008	138	129	9	0.84	INSG
2009	128	121	7	0.69	
2010	144	135	9	0.80	

铝：世界金属统计局（WBMS）公布的数据显示，今年1-7月期间，全球铝市供应过剩110.6万吨，去年同期为过剩52.7万吨。

2009	1-7 月			7 月			预测机构
铝-万吨	产量	需求	过剩	产量	需求	过剩	
	2057	1946	111	306	304	2	WBMS
	2105.7	1844.4	261.3	316.6	290.9	25.7	CRU

锡：世界金属统计局（WBMS）公布的数据显示，今年1-7月期间，全球锡市供应过剩8,900吨。ITRI在全球锡市场年度展望中称，预估精炼锡过剩5,000-10,000吨，2008年则为缺口1,200吨。

2009	1-7 月			7 月			预测机构
锡-吨	产量	需求	过剩	产量	需求	过剩	
	186700	177800	8900	30100	28600	1500	WBMS

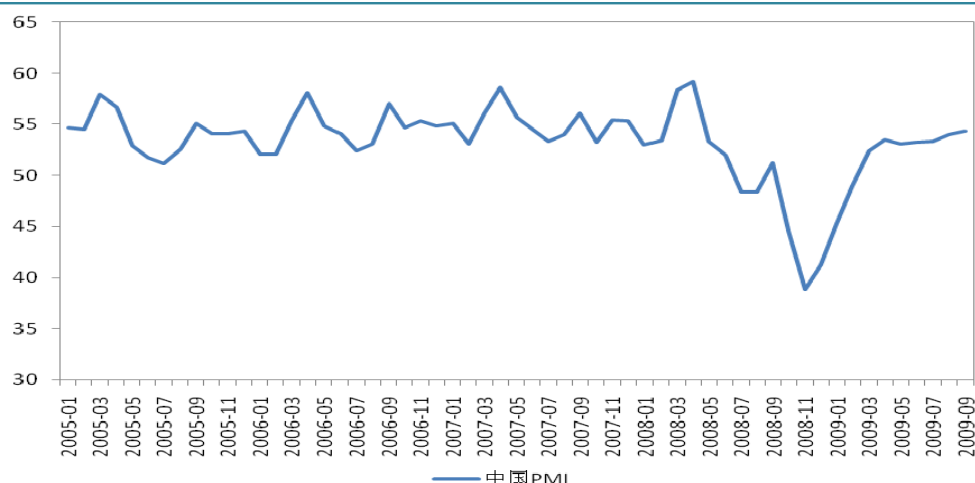
锡	产量-吨	需求-吨	过剩-吨	过剩-月
2009	304500	296000	8500	0.33

所以总体来看，由于货币因素促使有色金属价格自去年底以来快速反弹到成本线以上，导致金属生产商纷纷复产，但是下游消费难以快速跟进，导致金属以库存的形式大量积累在交易所、中游领域和民间。但是我们认为，对于具备资源稀缺性的金属，目前大量的库存仅仅是金属资源由地下转移到地上，由一种形式（金属矿）转化为另一种形式（可直接消费的金属），所以这种可见的库存从中长期来看并不会改变金属价格的上涨方向，但可能会影响金属价格上涨的速度。

五、推升金属价格的中国因素将逐渐弱化

今年前三季度，中国领跑全球经济复苏，9月中国PMI攀升至54.3%，创下去年5月以来近17个月的新高，显示制造业总体回升态势继续保持。

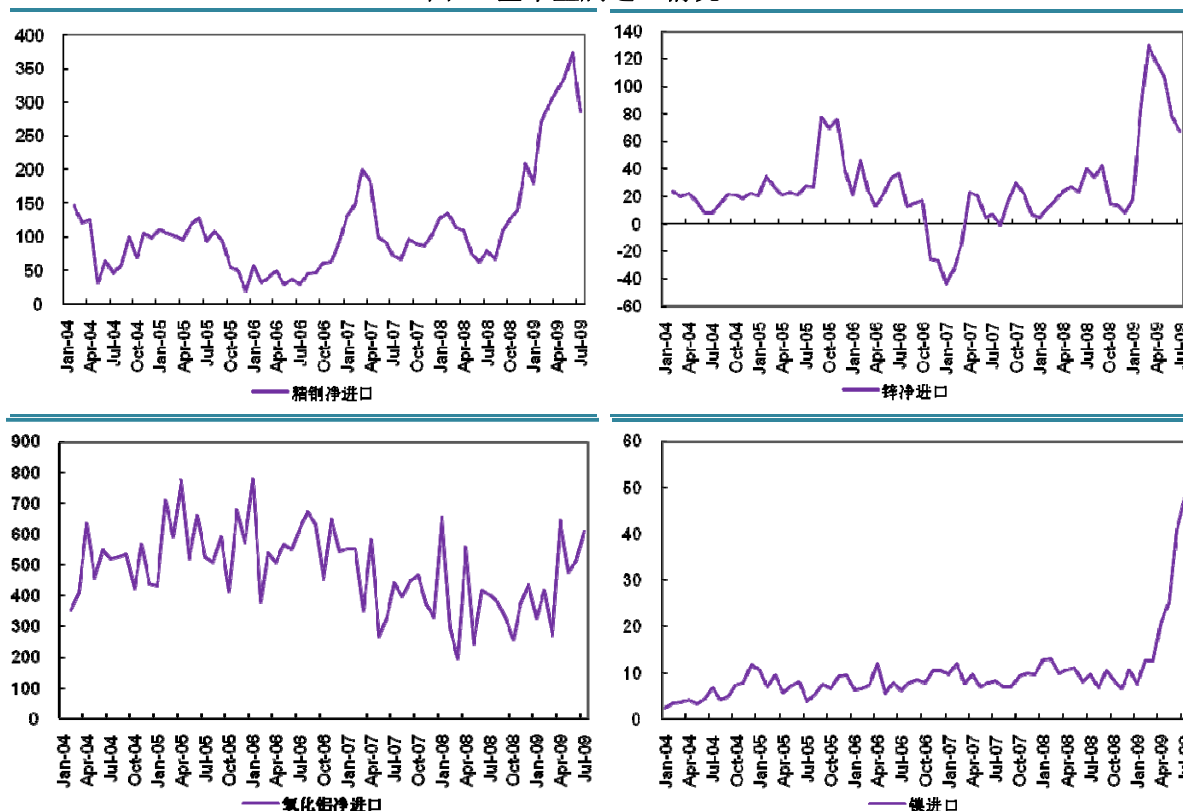
图4：中国的PMI指数



资料来源：Wind，英大证券研究所

如果不考虑货币因素的影响，今年我国进口大幅增加推动金属价格的重要推力。海关数据显示，中国1-9月累计进口精炼铜336.7万吨，同比增长77%；中国1-9月废铝进口同比增加8.4%至182万吨，1-9月氧化铝进口同比增加16.6%至410万吨。1-9月末锻造的铝及铝材进口同比增加189.8%至1,997,277吨。1-9月共进口镍9.25万吨，同比提高20.86%，1-9月累计锌进口15.9万吨，同比增长52.32%。

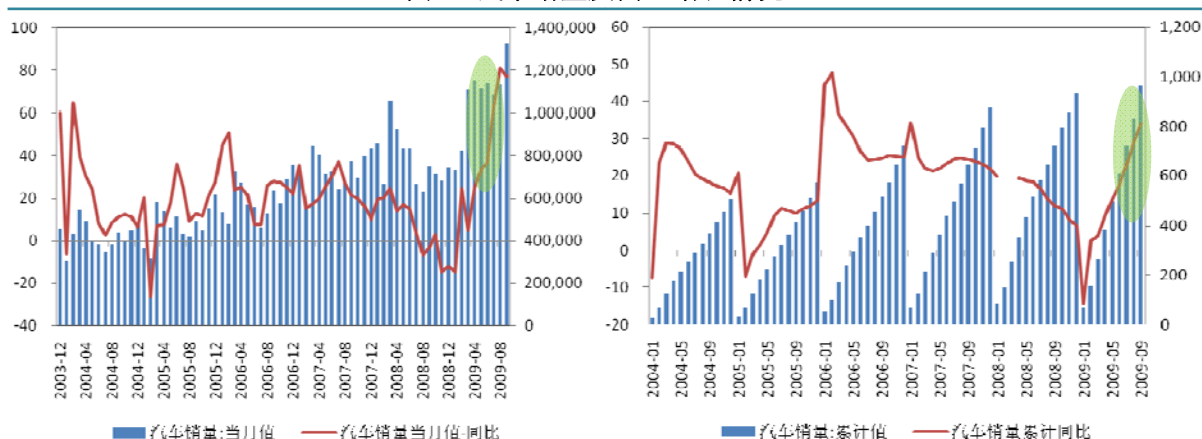
图5：基本金属进口情况



资料来源：Wind，英大证券研究所

我国金属进口大幅增加的主要原因之一为国内金属消费比较强劲。去年金融危机导致全球金属消费大幅下滑，我国政府推出了家电下乡、汽车下乡等消费刺激政策，导致今年国内金属需求并没有出现下滑，有效抵御了世界其他国家消费的下滑。据中国汽车工业协会最新数据显示，2009年9月汽车产销分别完成136.21万辆和133.18万辆，环比增长19.41%和16.98%，同比增长78.85%和77.88%，产销再创历史新高。1-9月，汽车产销961.27万辆和966.27万辆，同比增长32.01%和34.24%。

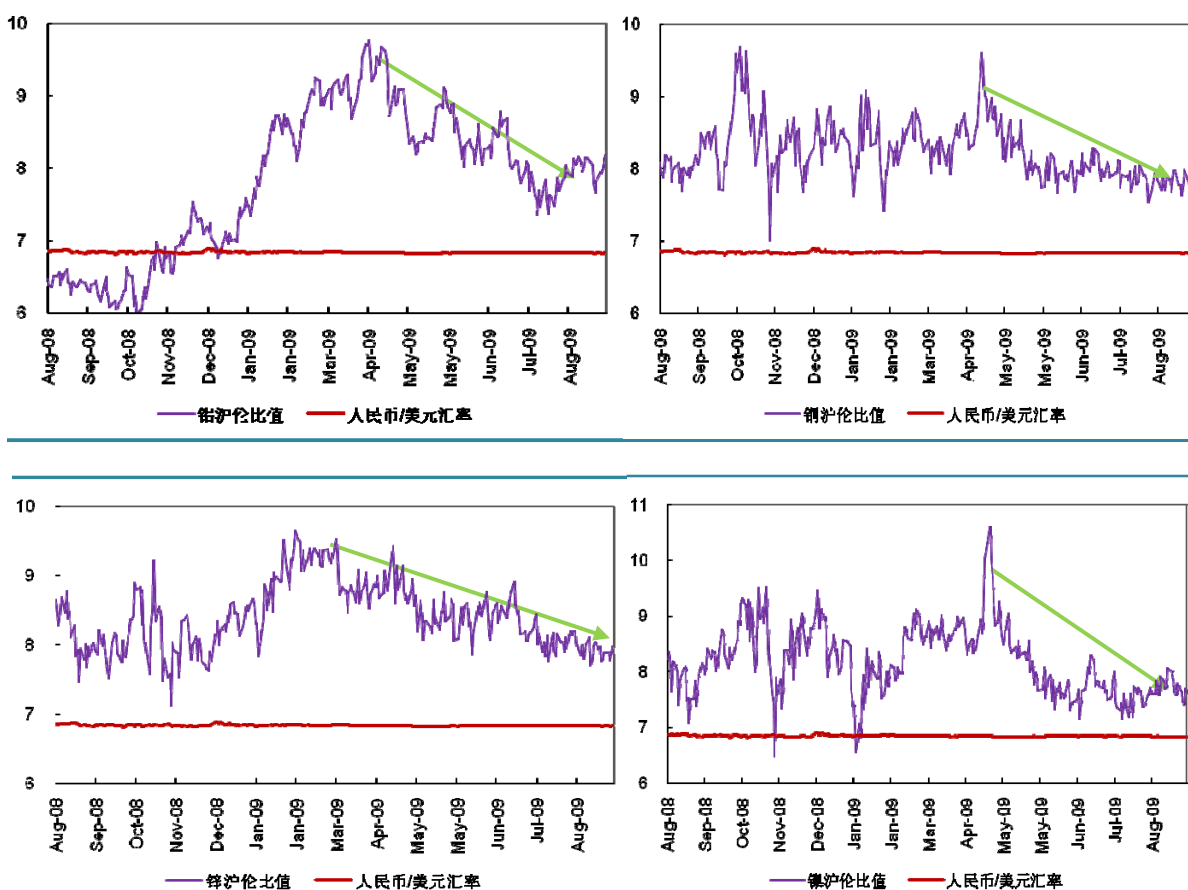
图6：汽车销量及同比增长情况



资料来源：Wind，英大证券研究所

另外，上半年金属沪伦比值较高，引发大量的买伦金属，抛沪金属的套利行为的出现，也是导致金属进口量的大幅增长的原因之一。如下图所示，今年上半年沪伦铝、铜、锌沪伦比值曾达到9.5以上，镍沪伦比值曾达到10.6，铅沪伦比值曾达到11.2。

图7：基本金属沪伦比值情况

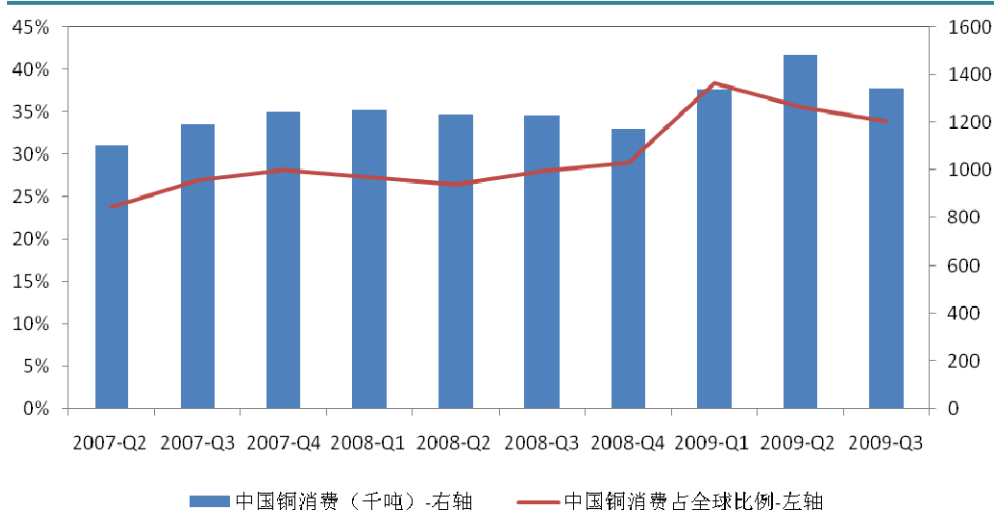


资料来源：Wind，英大证券研究所

但是我们预计未来几个月，中国因素恐难继续推升金属价格。首先，据统计我国铜消费今年前三季度占到全球铜消费的35%以上，远高于去年27.6%，而上半年国内大量进口的金属并没有全部被实体经济消化。据安泰科预测，中国民间和国储的铜库存总量可能已接近120万吨，其中中国储局的收储占了23.5万吨，国内私人仓库中约存放着约86万吨精炼铜。虽然，未来几个月随着国内房地产行业投资逐渐接力国家投资拉动国内经济，金属的消费也进一步增加，但国内大量库存也恐怕需要消化一段时间。而且，目前随着基本金属沪伦比值逐渐降低，买伦抛沪

的套利窗口也基本关闭。这无疑将影响中国四季度金属的进口。

图8：我国铜消费占到全球铜消费比例

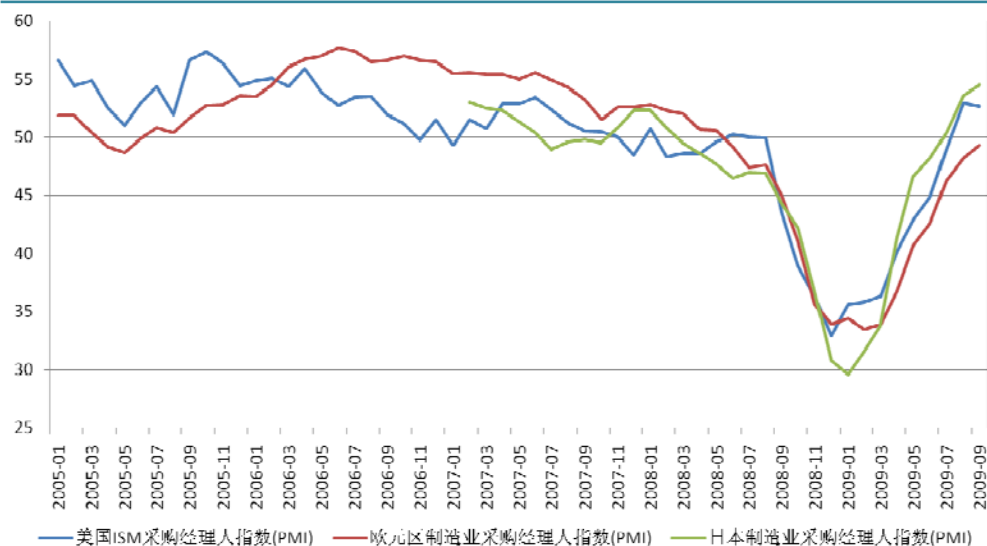


资料来源：Wind，英大证券研究所

六、发达国家能否接力金属消费？

国际货币基金组织最新发布报告称全球经济复苏速度将快于之前预期，预期世界经济今年收缩1.1%，明年增长3.1%。除了中国对于全球经济的拉动之外，发达国家的经济也在逐渐复苏，美国ISM采购经理人指数（PMI）9月份为52.6，连续两个月处于50以上；日本PMI指数9月份为54.5，连续3个月处于50以上；欧元区PMI指数9月为49.3，一直处于上升趋势且逐渐接近繁荣分界点50。

图9：发达国家PMI相继回升到50以上



资料来源：Wind，英大证券研究所

随着发达国家经济复苏进程的延续，金属的消费有望得到接力。美国全部制造业出货量同比增速与CRB金属现货指数相关性很高，目前美国全部制造业出货量同比增速已结束快速下滑，出现触底回升的态势，有望推动金属的消费。

汽车销售方面，受美国政府推出的“旧车换现金”计划提振，2009年8月份美国汽车市场开始摆脱了低迷状况，美国汽车销售量于8月份升至今年最高水平；然而，在9月份，由于“旧车换现金”计划结束，美国汽车销售量较上年同期下降23%。日本汽车销量结束了连续13个月下跌，连续第二个月上涨。欧洲方面，由于欧元区内总计有16个国家已采取旧车换现金计划，政府刺激计划继续推动欧洲9月新车注册数量大幅上升。总体来看，除中国以外的汽车市场9月份销量仍下降了7%。

图10: 美国全部制造业出货量同比增速与CRB金属现货指数对照图



资料来源: Wind, 英大证券研究所

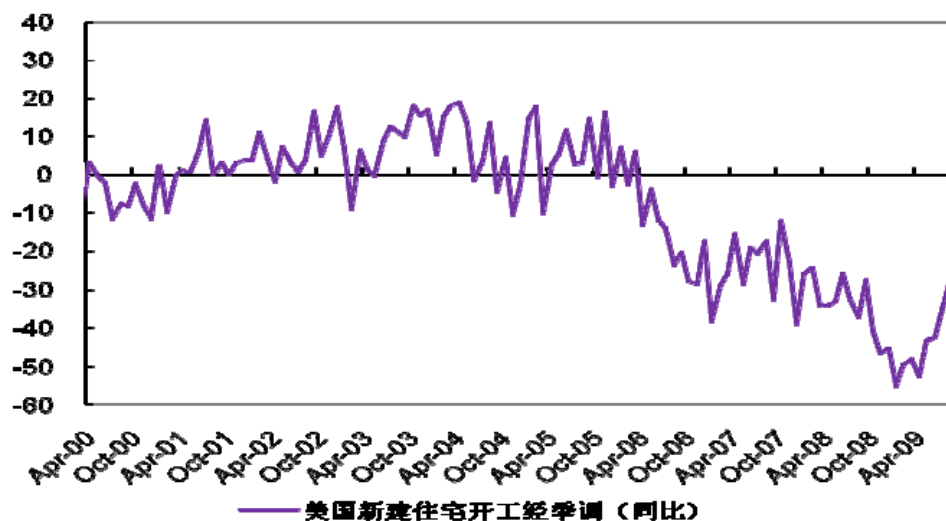
表5: 9月全球主要汽车市场的销售情况

地区	2009年9月份销售数量(辆)	与2008年同期相比变化幅度
欧洲	1388136	增长6.6%
美国	745997	降低22.7%
日本	321137	增长3.5%
巴西	308718	增长19.6%
印度	129683	增长21%
俄罗斯	117981	降低58%
合计	3011652	降低7%

资料来源: 搜狐汽车, 英大证券研究所

房地产方面, 美国8月份新屋销售月比上升0.7%, 连续第五个月上升, 然而8月二手房需求意外下降。住房价格继续上升, 7月份FHFA住房价格月比上升0.3%, 7月份S&P/CS二十个城市房价指数月比上升1.6%。8月份新屋开工率月比上升1.5%。此外9月份住房建筑商信心连续第三个月上升至19, 为2008年5月份以来最高水平。英国皇家特许测量师协会(RICS)调查显示, 受需求积聚和供应短缺等因素推动下, 9月英国房价指数升至22, 创07年7月来新高。

图11: 美国新建住宅开工增速



资料来源: Wind, 英大证券研究所

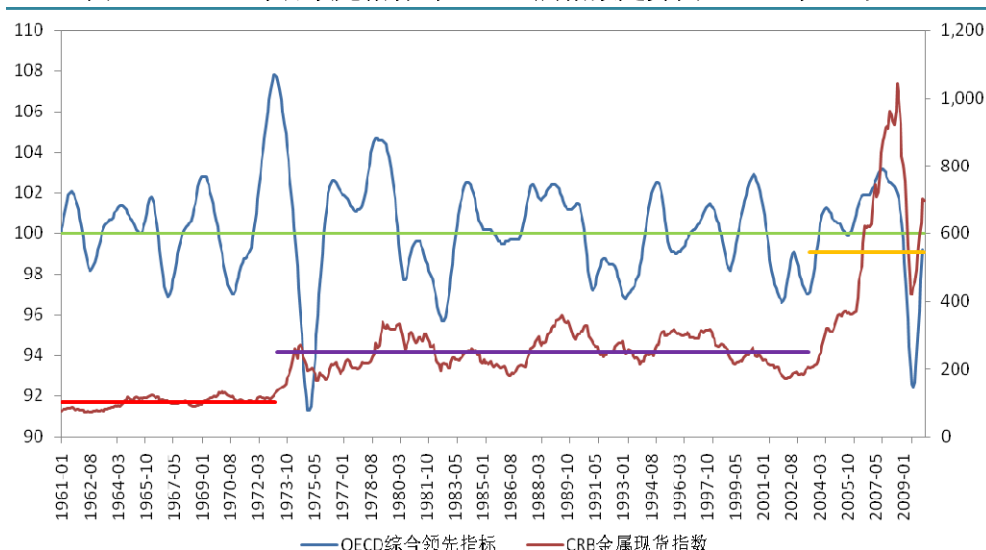
所以总体来看，中国以外的经济也持续在缓慢复苏，尽管某些方面的数据仍将反复，但总体来看趋势是向上的概率，这也将有助于稳定在未来3-6个月为基本金属的消费。

七、OECD 综合领先指标，金属价格较可靠的领先指标

OECD领先指标和工业产量有着及其紧密的相关性，该指标一直都是工业生产，钢铁和基本金属需求的领先指标。OECD综合领先经济指标上升，显示经济增长；如果此指标下降，则显示经济衰退或放缓的迹象。领先指标如果位于100上方说明经济增长，位于该水平下方则说明经济萎缩。

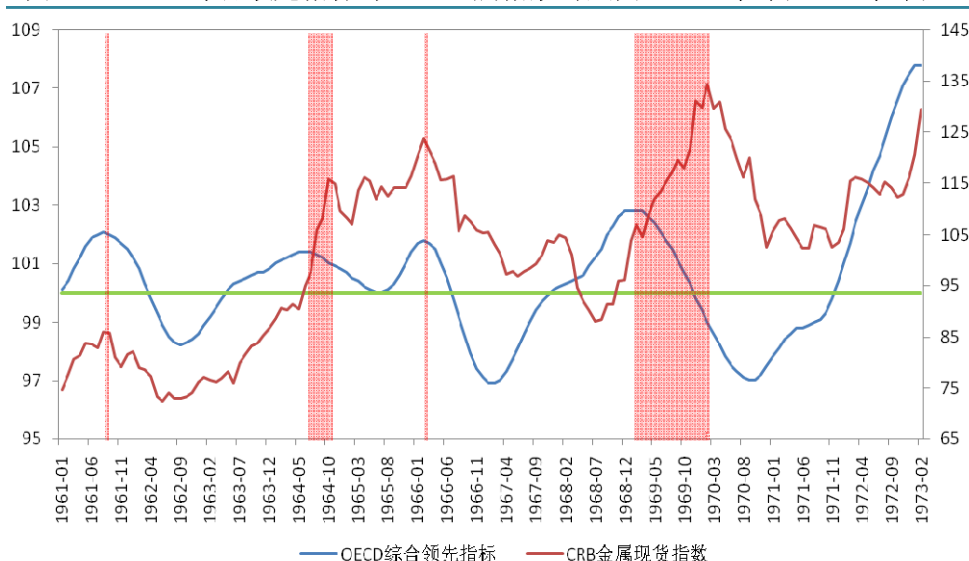
自1961年以来，CRB金属现货指数不断上涨，其指数波动中枢也不断上升。我们按照CRB指数的中枢将大致分为三个阶段，以更加清晰地考察OECD综合领先指标与CRB金属指数之间的关系。第一阶段：1961年1月-1973年2月，CRB金属现货指数围绕101.4左右波动；第二阶段：1973年3月-2003年3月，CRB金属现货指数围绕248.5左右波动；第三阶段：2003年4月-至今，CRB金属现货指数围绕543.6左右波动。

图12：OECD综合领先指标与CRB金属指数走势图（1961年-至今）



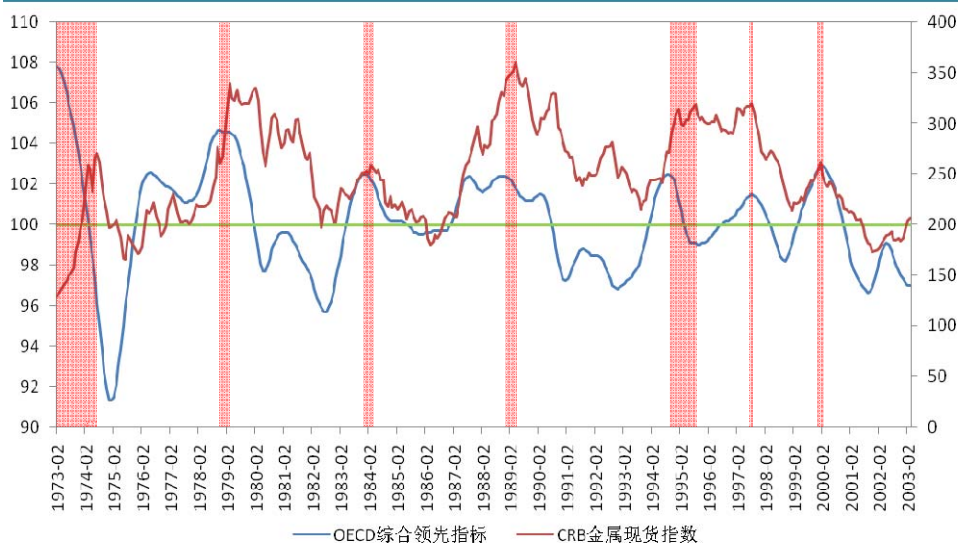
资料来源：Wind，英大证券研究所

图13：OECD综合领先指标与CRB金属指数对照图（1961年1月-1973年2月）



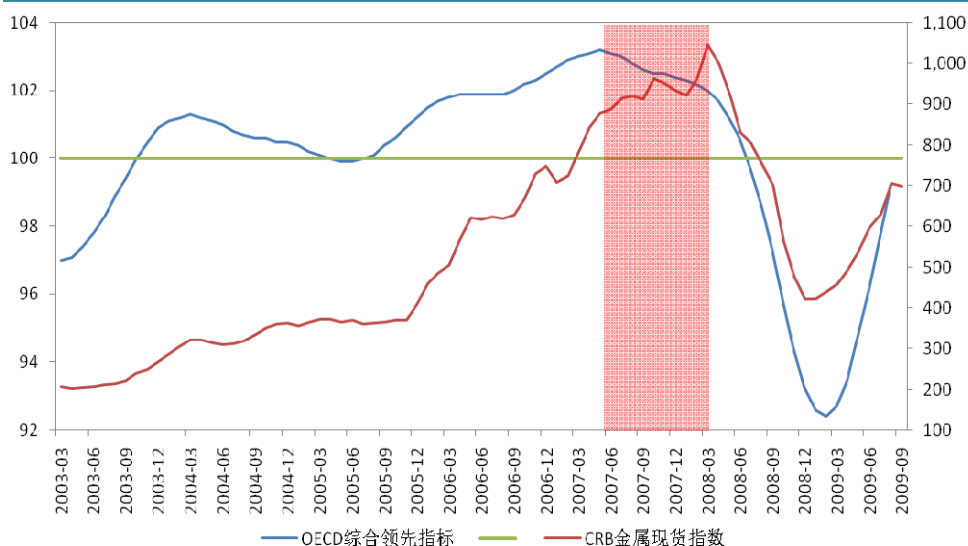
资料来源：Wind，英大证券研究所

图14: OECD综合领先指标与CRB金属指数走势图 (1973年3月-2003年3月)



资料来源: Wind, 英大证券研究所

图15: OECD综合领先指标与CRB金属指数走势图 (2003年4月-至今)



资料来源: Wind, 英大证券研究所

通过分析三个阶段OECD综合领先指标与CRB金属指数之间的走势关系来看，OECD综合领先指标是CRB金属指数非常可靠的领先指标。在统计中的12个波动周期中，仅仅有1次滞后的情况（滞后期为1个月），共有3次同步的情况，其余8次波动周期中，OECD综合领先指标均都领先CRB金属指数。平均来看，领先的时间大致为4.5个月左右。

2009年8月OECD 综合领先指标为99.2，比上月上升1.5个点，这是自3月份以来该指标连续第6个月环比上升。目前来看，这项指标仍处于上升的周期，暂未出现回落迹象。

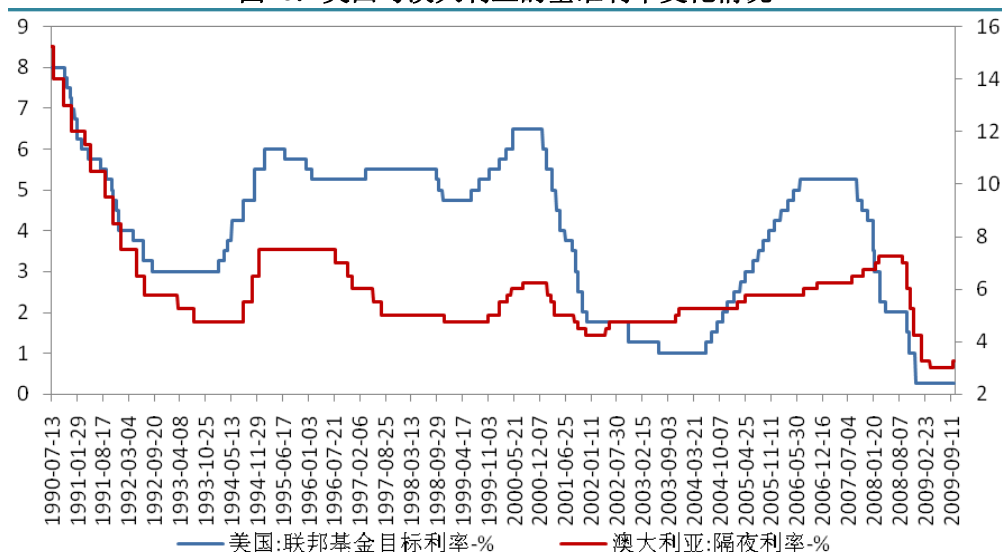
八、流动性基础仍在

1、全球加息周期时机未到，即使加息也不等于金属下跌

澳大利亚央行10月6日意外宣布加息0.25%，使得该国成为自金融海啸爆发以来，20国集团当中首先采取加息行动的国家，这引发了市场对于流动性的担忧。但我们认为在未来3-6个月，美国等全球主要释放流动性的国家加息的概率。首先，历史经验来看，澳大利亚重启加息周期并不会引发美国的跟随，譬如：澳大利亚2002年5月8日加息0.25%，重启新一轮加息周期，而美国在2004年6月30日才加息0.25%。重启新一轮加息周期。另外，由于全球特别是中国对澳大利亚大宗商品的

需求旺盛，使得该国的通胀压力较其他国家更加显著。其次，目前美国等发达国家经济复苏的基础还不牢固，也决定了美国短期内不会加息，美联储主席伯克南近期也表示，美国将继续实行宽松的货币政策，以促进美国经济复苏。所以总体来看，未来3-6各月，全球的流动性基础不会发生大的变化。

图16：美国与澳大利亚的基准利率变化情况



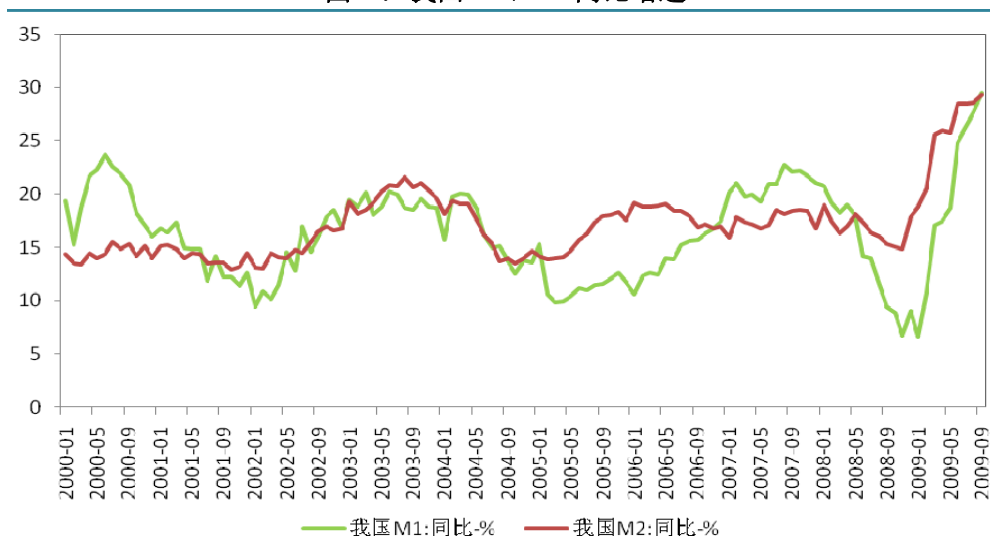
资料来源：Wind，英大证券研究所

另外，从历史的经验来看，即使全球进入加息周期，也不意味着金属价格下跌。历史的数据告诉我们，加息周期与金属价格上涨的周期具有很强的一致性。重启加息周期意味着经济进入扩张期，金属消费的强劲需求以及投资者风险承受能力的提高将有助金属价格的上涨。

2、各国货币供应增速仍处于高位

9月份货币供应继续保持高增速，据央行数据显示，9月末广义货币供应量M2余额为58.54万亿元，同比增长29.31%；狭义货币供应量M1余额为20.17万亿元，同比增长29.51%，M1和M2增速都创下有统计数据以来的历史新高。M1增速自去年5月份以来首度超越M2，显示经济活跃程度进一步提高。

图17：我国M1、M2同比增速



资料来源：Wind，英大证券研究所

9月份，美国M1同比增长14.59%，M2同比增长6.74%，增速均从高位开始回落，但总体来看还处于高位。另外从美国M1、M2增速情况与金属价格的对照图来看，两者之间没有表现出明显的相关关系。所以，利用M1、M2同比增速来研判金属未来的走势不太合适。

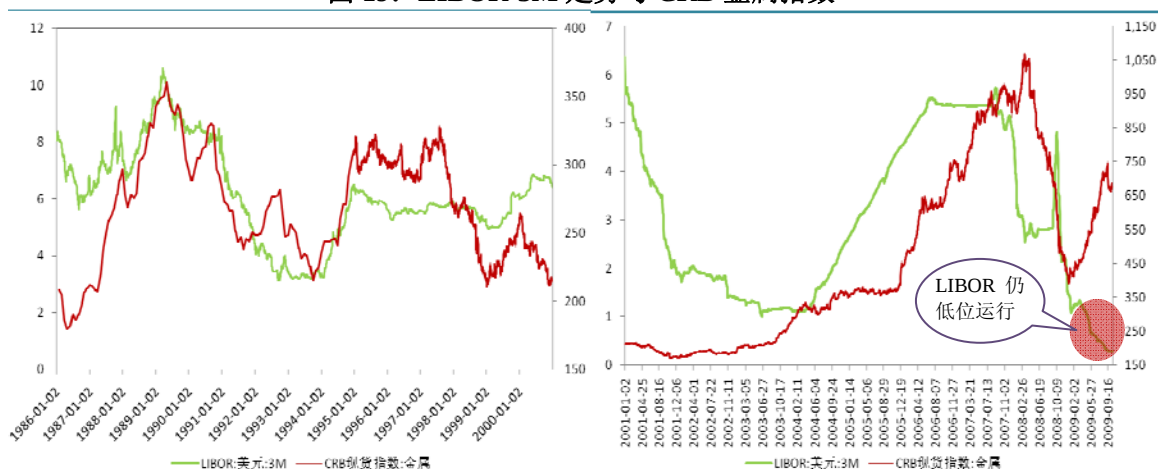
图18: 美国M1、M2同比增速



资料来源: Wind, 英大证券研究所

通过研究发现, 应该较广泛的衡量流动性的指标——伦敦美元同业拆借利率 (LIBOR) 与CRB金属指数之间的正相关性较高, 也就是说随着LIBOR指数上升, CRB金属指数也随着上升。目前来看, LIBOR指数仍然处于低位运行, 表明市场的流动性依然非常充裕。未来随着LIBOR指数上升, 金属价格也有进一步向上的可能。

图 19: LIBOR-3M 走势与 CRB 金属指数



资料来源: Wind, 英大证券研究所

3、美元贬值促使全球流动性扩张

由于大宗商品主要以美元计价, 所以美元走势与金属价格之间的负相关性非常明显。我们判断未来3个月内, 美元指数仍将维持目前贬值的趋势。首先, 2008年7月到2009年3月, 美元反弹主要是避险资金的大量买入; 而随着全球经济的复苏, 资金风险偏好重新上升, 避险资金的从美元撤出, 将促使美元重新回到原先的贬值通道。另外, 目前美国的基准利率维持在低位, 而且我们预期短期内加息的概率较小, 也将导致针对美元的套期交易行为继续进行, 这将给美元的上行带来一定的压力。长期来看, 全球结算货币多元化的趋势也不可逆转, 虽然这个进程很可能漫长, 这也意味着美元长期来看缓慢贬值的趋势不会改变。所以, 综合来看, 美元的贬值将促使全球流动性扩张, 从流动性和计价方式两方面为大宗商品的价格提供一定的支撑。

图20：美元指数走势



资料来源：Wind，英大证券研究所

九、国际货币体系失衡，黄金仍有空间

美国次贷危机的能够逐渐扩散成为全球性的金融危机，除了全球化程度不断深化之外，以美元为本位的金融货币体系也是重要的诱因，同时也强化了世界各国对世界金融货币体系改革的呼声。近期法国总统萨科齐、俄罗斯总统梅德韦杰夫和世界银行行长佐利克等相继表示，多极化的世界政治经济格局迟早要在货币层面上得以体现，多极化的世界不能建立在单一国际储备货币的基础上，未来将有更多的货币成为美元的替代选择。

自去年12月以来，中国央行已与中国香港地区、韩国、马来西亚、印度尼西亚、白俄罗斯、阿根廷等6个国家和地区的央行及货币当局签署了货币互换协议，总额达到 6500亿元人民币，约合中国外汇储备总额的5%。目前中国与俄罗斯、巴西等国的货币互换也积极商讨当中。日本也在积极扩大货币互换的范围，近期日本已与印尼政府就缔结货币交换协定达成协议。近期甚至还有传闻海湾国家正与俄罗斯、日本等石油生产和消费大国秘密商议，筹划一揽子货币代替美元在石油贸易中的定价作用，目前海湾国家已否认这一传闻。这一切都表明，金融危机后的国际货币体系目前处于一种失衡的状态。俗话说：乱世买黄金，目前在国际货币体系失衡的条件，黄金的价格仍然有上行的空间。

图21：历史黄金价格走势（以美元标价）

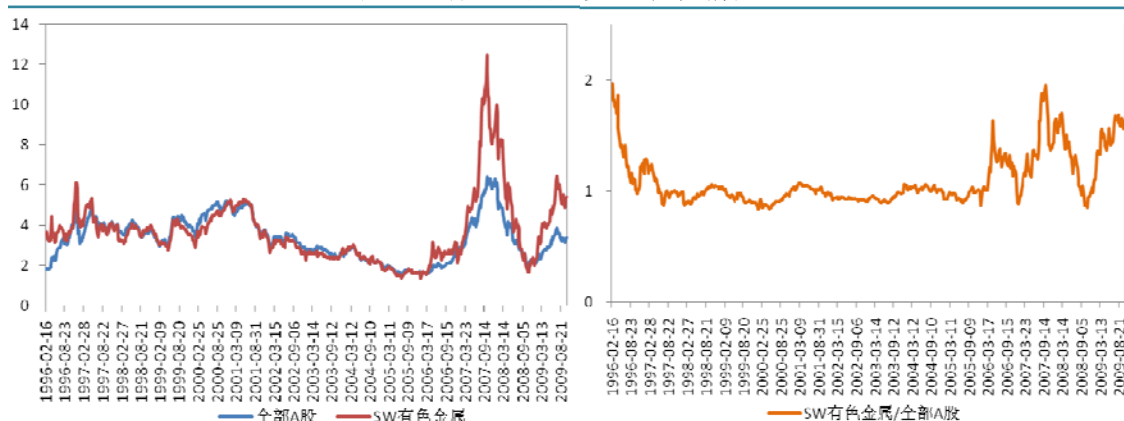


资料来源：Wind，英大证券研究所

十、行业估值及投资建议

截止到10月16日，有色金属行业PB估值为5.42倍，高于历史平均水平，其中铝板块PB估值为3.62倍，铜板块为5.6倍，铅锌板块为5.4倍，黄金板块为9.76倍，小金属板块为6.13倍。子行业中除铝行业基本与历史估值持平为，其余均高于历史均值水平。从有色金属与A股整体的相对估值水平来看，目前有色金属的板块估值水平处于相对较高的水平。

图22：有色金属历史PB估值情况



资料来源：Wind，英大证券研究所

综合来看，在目前流动性充裕的条件，资金追逐稀缺金属资源导致有色金属的估值水平相对较高是合理的。而且充裕的流动性将直接推高金属的价格，从而直接体现在资源类上市公司的业绩当中。子行业方面，我们推荐基本面相对较好的铜、铅锌等资源类板块、黄金板块，以及供给面较集中并受益与电子行业复苏的锡板块。

个股方面，我们推荐以下投资组合：江西铜业（600362）、云南铜业（000878）、锡业股份（000960）、中金岭南（000060）、辰州矿业（601899）。

免责声明

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准