

[2009.12.01]

沿循价格驱动主线 关注资产整合机会

——有色金属 2010 年行业策略报告

林浩祥

021-38676521

linhaoxiang@gtjas.com

桑永亮

021-38676052

sangyongliang@gtjas.com

本报告导读：

- 从需求增长、流动性角度展望商品牛市的运行前景
- 预计基本金属存在20-40%的上行空间，主要推荐优势电解铝公司

投资要点：

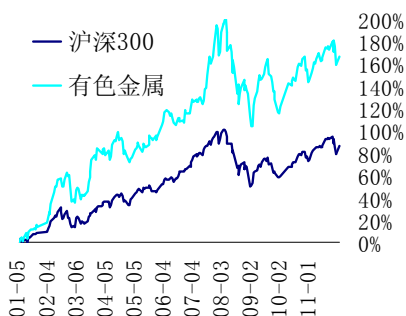
- 2009 年全年周期板块显著强于市场，有色金属板块领涨 A 股。我们认为金属商品的金融属性日渐强化，导致大宗商品投资周期较传统的美林投资时钟提前。从金属的细分品种看，铜、铅价格涨幅最大，锌居中位；从子板块股票的涨幅看，铜、铅涨幅较大，符合金属价格驱动子板块上涨的一贯表现。
- 考察中国房地产、汽车等 6 个行业的产量变化，经济复苏的趋势已经比较清晰；近期各国延续经济刺激计划的声明也在强化经济平稳恢复的信心。从经济恢复、进而推动金属需求增长的角度出发，我们认为金属价格有继续上行的空间；目前不确定是对于明年下半年经济走势的看法存在分歧，但总体上对于明年上半年的需求是比较乐观的。
- 央行对通胀的管理会有所加强，但在通胀预期转为通胀事实前，难以大幅紧缩；美国的政策性退出可能成为流动性的拐点，但乐观预计不会发生明年上半年，而金属价格上行的拐点可能出现在流动性拐点之后。综合需求和流动性的讨论，支撑商品牛市的需求和流动性两方面根基仍然存在。
- 预计 2010 年基本金属还存在 20-40% 的上行空间，通胀预期仍将指引走势金价持续高位，因此资源型公司仍是通胀主题和趋势投资的主流板块。展望细分子板块投资吸引力，我们认为资源型公司强于加工型公司，其中铅锌资源、电解铝子行业 ROE 提升的空间较大。推荐具有成本优势的电解铝公司、关注存在整合预期铜业公司、黄金公司的资源扩张步伐。
- 风险因素：A 股的系统性调整、经济复苏进程挫折

细分行业评级

有色金属矿业采选	中性
有色金属压延加工	中性

重点公司评级

焦作万方	谨慎增持
中孚实业	谨慎增持
铜陵有色	谨慎增持
紫金矿业	谨慎增持
山东黄金	谨慎增持
宏达股份	谨慎增持
神火股份	谨慎增持
中金岭南	谨慎增持
中国铝业	谨慎增持
鄂尔多斯	增持
江西铜业	谨慎增持
西部矿业	谨慎增持
驰宏锌锗	谨慎增持
新疆众和	增持



相关报告

行业进入景气初期	(09.10.13)
锌价中期仍值得看好	(09.09.07)
超预期的经济数据推升金属价格	(09.07.28)
上游盈利回升 下游盈利恢复 开始关注中游	(09.07.08)
复苏和通胀预期引领金属价格	(09.06.17)

目录

目录	2
图表	3
1. 板块回顾	4
2. 行业展望	5
2.1. 未来 3-6 月需求有望继续增长	5
2.2. 未来 3-6 月流动性难能紧缩	7
3. 投资讨论	9
3.1. ROE 指标	10
3.2. 铜: 金融属性最显著的工业金属	11
3.3. 铝: 成本推动价格上行	11
3.4. 锌铅: 需求推动价格上行	13
3.5. 黄金: 关注资产注入	14
4. 行业公司推荐	15

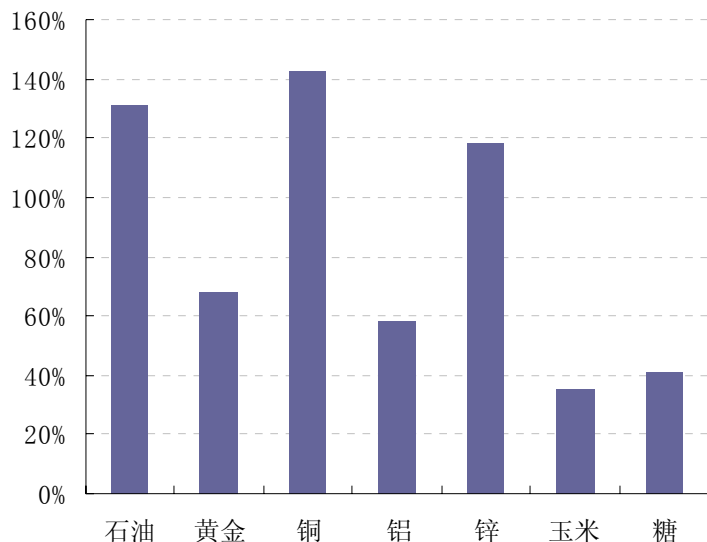
图表

图 1	从金融危机最低点以来的涨幅	4
图 2	一级行业板块涨跌幅	4
图 3	金属价格涨跌幅	4
图 4	子行业板块涨跌幅	5
图 5	中国房地产指标	6
图 6	中国汽车产量	6
图 7	中国发电量	6
图 8	中国钢铁产量	6
图 9	中国建材产量	6
图 10	中国机械设备产量	6
图 11	OECD 领先指标	7
图 12	中美欧制造业 PMI 指标	7
图 13	美国失业率	8
图 14	美国设备利用率	8
图 15	各国央行利率变化	9
图 16	资源型子行业 ROE 变化	11
图 17	冶炼加工型子行业 ROE 变化	11
图 18	三大交易所铜库存	12
图 19	LME 三月期铜和沪铜价格	12
图 20	中国未锻造铜和铜材进出口量	13
图 21	中国铜金属产量和自给率	13
图 22	中国氧化铝、电解铝产量	11
图 23	中国原铝、铝材净出口	11
图 24	中国锌金属产量和自给率	13
图 25	中国铅金属产量和自给率	13
表 1	行业公司推荐	15
表 2	重点公司盈利预测	15
表 3	国际公司估值比较	16

1. 板块回顾

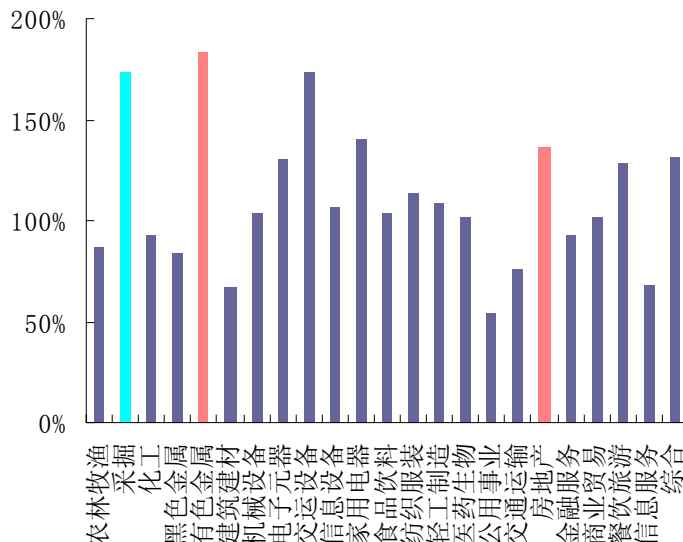
经历了金融危机重创之后，2009 年大宗商品价格始见复苏。
2009 年全年周期板块显著强于市场，有色金属板块领涨 A 股。

图 1 从金融危机最低点以来的涨幅



资料来源: bloomberg

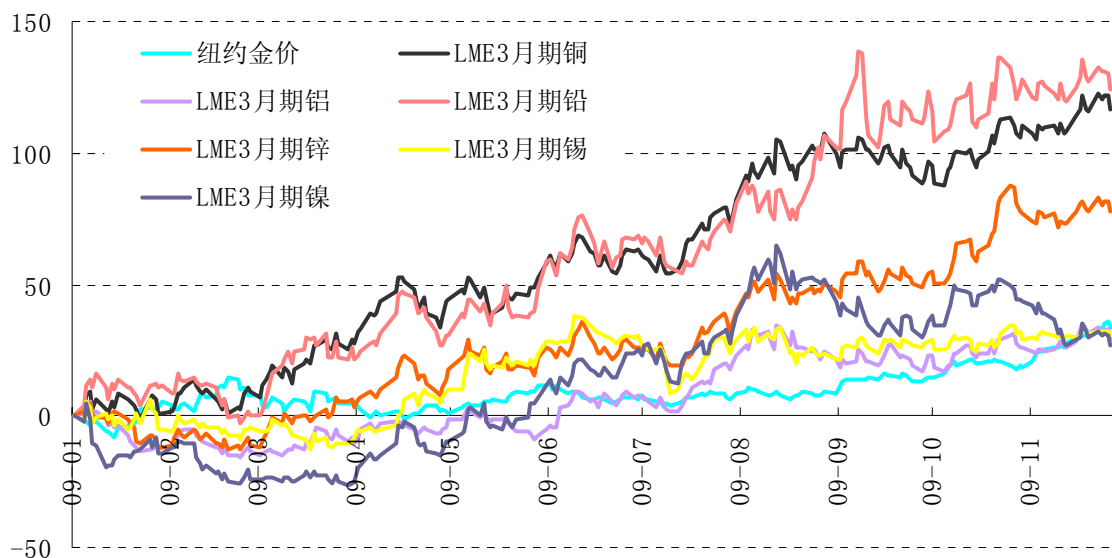
图 2 一级行业板块涨跌幅



资料来源: bloomberg

从金属的细分品种看，铜、铝价格涨幅最大，锌居中位，黄金、铝、镍、锡表现较弱。

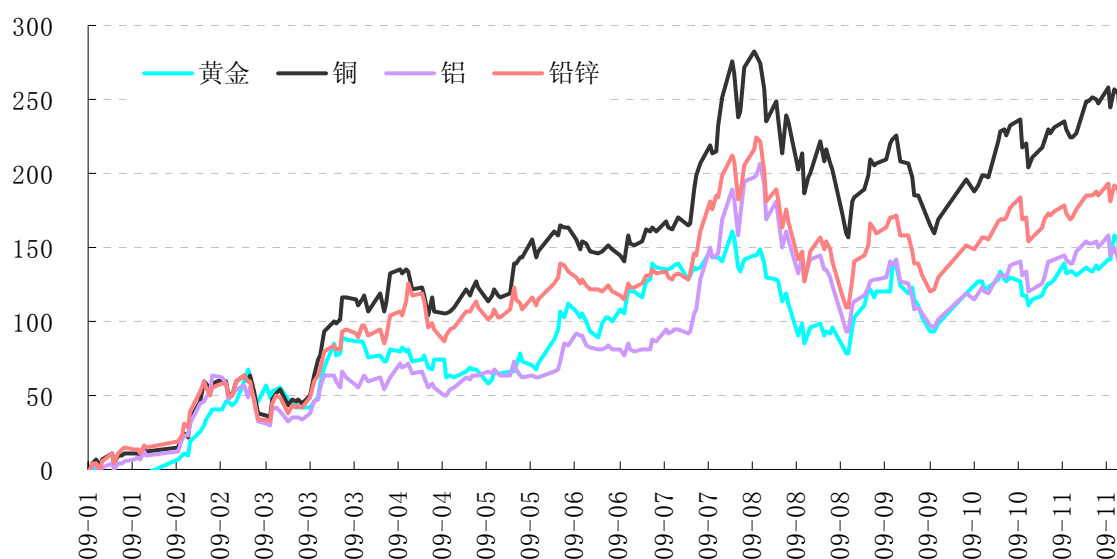
图 3 金属价格涨跌幅



资料来源: bloomberg

从子板块股票的涨幅看，铜、铅锌涨幅较大，黄金和电解铝稍弱（小金属尚未计入），基本符合金属价格驱动板块上涨表现。

图 4 子行业板块涨跌幅



资料来源: bloomberg, wind

因此回顾经济复苏的 2009 年,商品和股市的表现与原有的美林投资时钟比较,针对大宗原材料的投资时点出现了 1/4 周期的提前,我们认为 2006 年以来,大宗商品的金融属性较 2001-2005 年有所强化的原因。

2. 行业展望

我们中期策略报告的线索是,需求复苏和通胀预期引领金属价格变化。以下我们继续针对这 2 个方面展开讨论:

2.1. 未来 3-6 月需求有望继续增长

金属需求总量与 GDP 是相关系数大约为 0.65-0.7,我们进一步拆细可以跟踪与金属需求相关的行业的产销数据。

考察中国房地产、汽车、发电量、钢材产量、建材和机械设备 6 个行业的产量指标,中国的经济复苏的趋势已经比较清晰。以 2010 年经济维持平稳增长的前期推算,中国的金属需求将继续呈现增长。目前不确定是对于明年下半年经济走势的看法存在分歧,但总体上对于明年上半年的需求是比较乐观的。

图 5 中国房地产指标

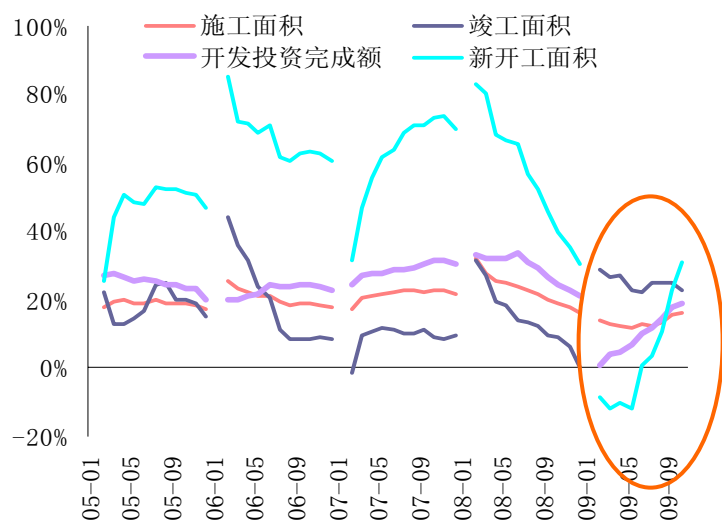


图 6 中国汽车产量

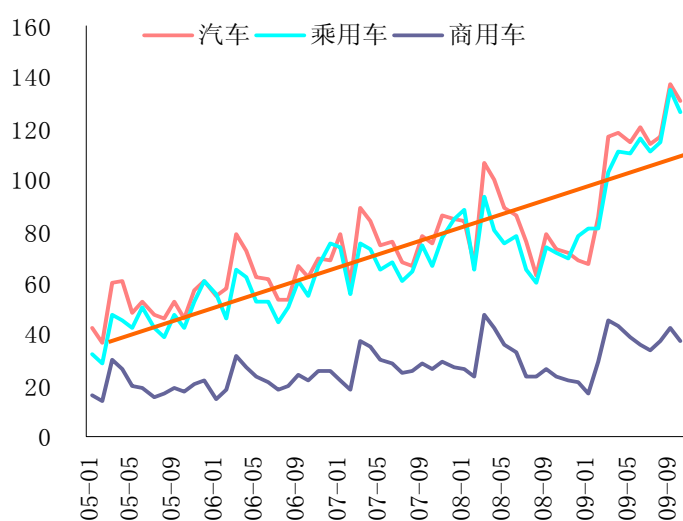


图 7 中国发电量

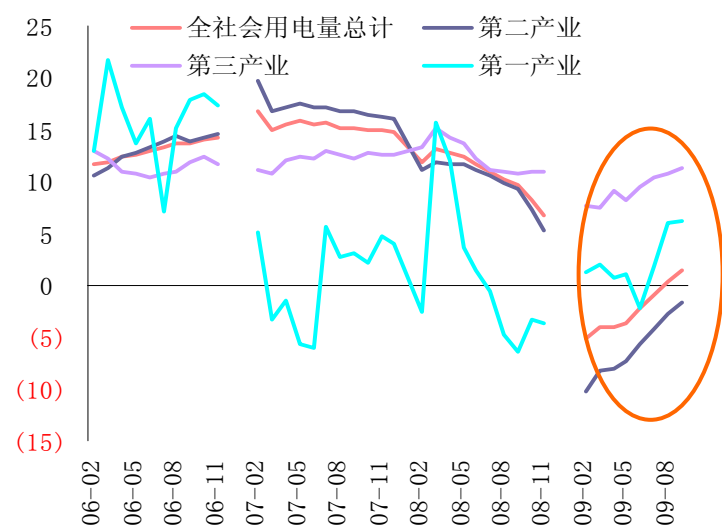


图 8 中国钢铁产量

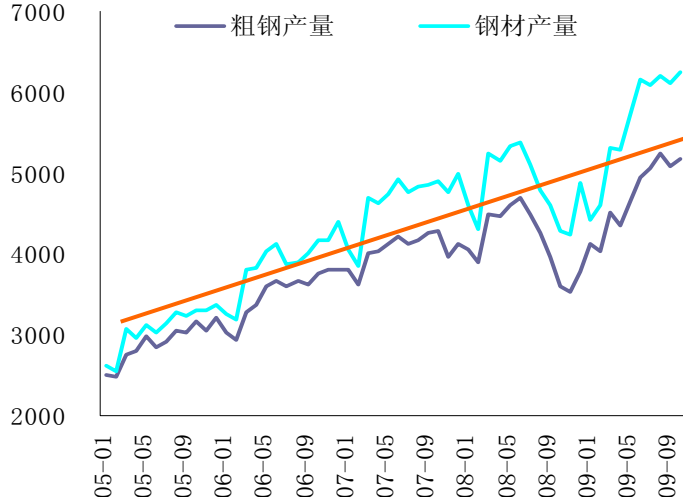


图 9 中国建材产量

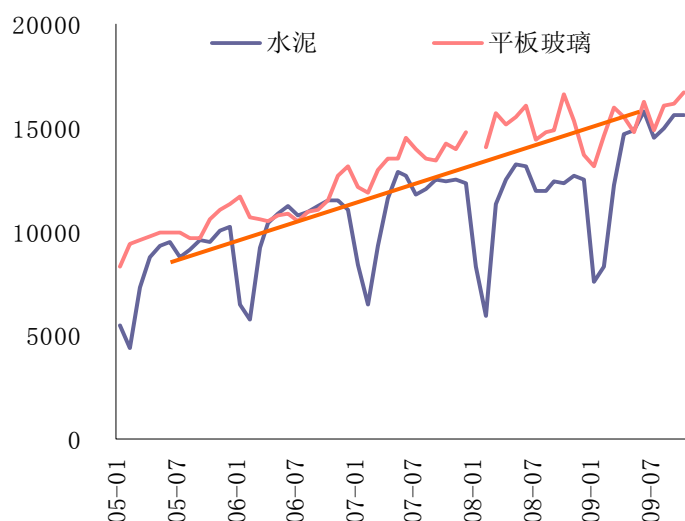
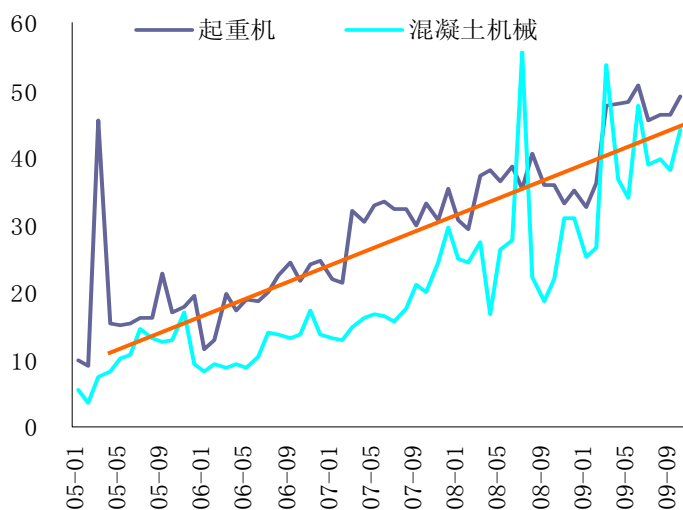
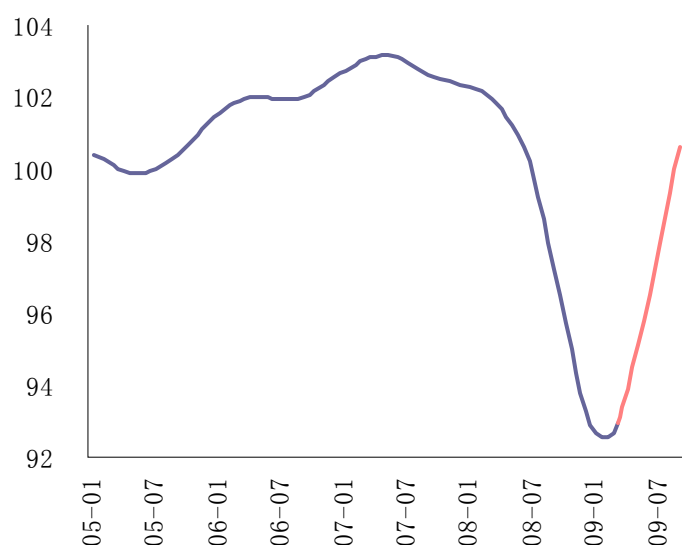


图 10 中国机械设备产量



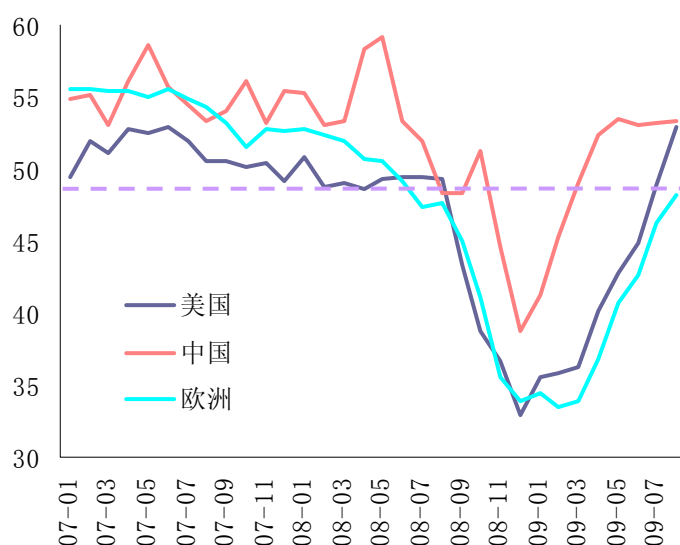
从国外的经济数据变动看，经合组织的领先指标呈现了较为强劲的反弹；从各国的 PMI 制造业指数看，复苏的趋势也未见停止。考虑到近期各国对于本国复苏趋势尚未犹疑，相应的采取的继续刺激经济的方案和手段，这对于经济的持续平稳恢复是有利的。

图 11 OECD 领先指标



资料来源：bloomberg

图 12 中美欧制造业 PMI 指标



资料来源：bloomberg

因此从经济恢复、进而推动金属需求增长的角度出发，我们认为金属价格有继续上行的空间。需要我们进一步判断的是，在目前的涨幅基础上，金属价格能继续涨多高？另外就是如果下半年全球经济复苏出现波折，可能对于金属价格在上半年就会出现冲击。

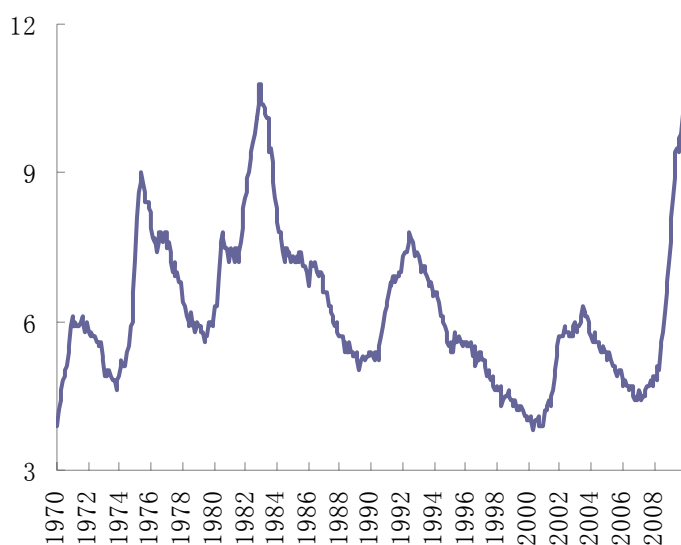
2.2. 未来 3-6 月流动性难能紧缩

结合宏观、策略的判断，以及近期主要央行的表态，我们认为虽然央行对通胀的担心有所增加，但在通胀预期转为通胀事实前，难以大幅紧缩。

中国政府一向重视通胀事实高于通胀预期，预计 CPI 将在明年 1-2 季度明显上升，高点出现在年中 6-7 月份，央行可能要到 1 季度末通胀明显上升后，才会有更实质的紧缩动作。

如果我们认为美国失业率很大程度上影响美国利率调整方向和幅度，那么目前高企的失业状况还会延后美联储升息时点；而目前较低的设备使用率也会在一定程度上抑制通胀的过快出现。整体上看，预计外围经济体政策逐步由“危机应对”向“中性化”过渡，对外围流动性影响最大的将是美国的政策退出。我们认为导致主要央行出于对可能引发高通胀的担忧而确定做出退出计划的时间点可能出现在明年二、三季度，因此中短期流动性的温床还会存在。

图 13 美国失业率



资料来源: bloomberg

图 14 美国设备利用率

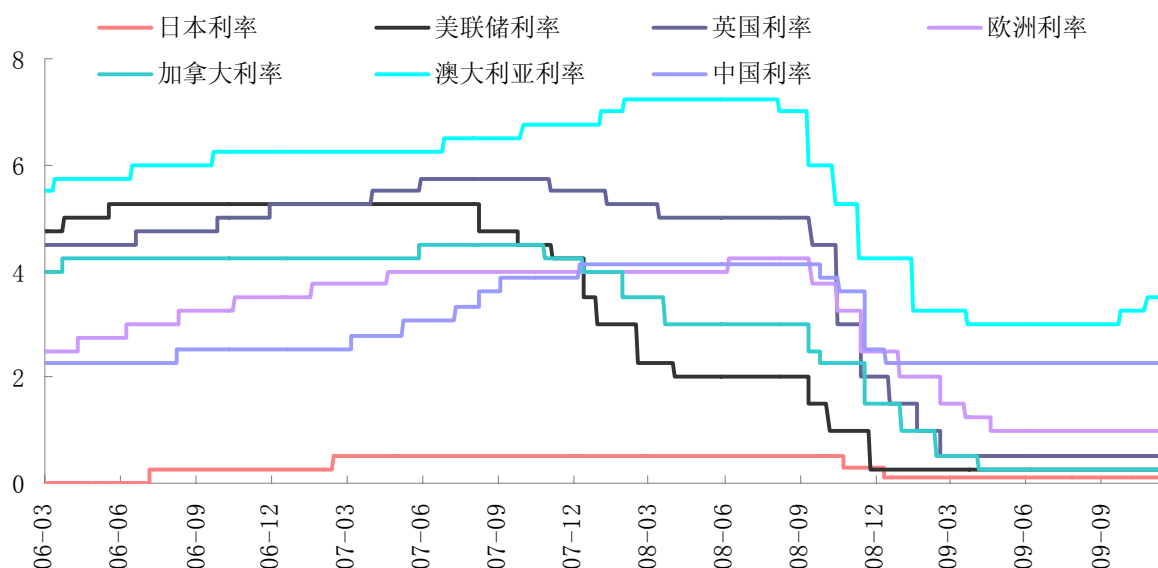


资料来源: bloomberg

如果流动性的根基存在，我们可以进一步探讨。此前我们针对 1970-2007 年以来 5 次金属商品牛市期间货币、利率指标的做出分析（详见 2009 年年度和中期策略报告），得到的判断是：

1. 主要货币如美元的降息周期后的 1-2 年（升息的初期和中期），金属价格是上涨的——我们给出的解释是，升息的初期通常是经济活动逐步恢复，实体经济对应金属需求的增加，虽然是以升息的手段适当的收紧货币，但小幅加息并不构成流动性的规模的降低；同时往往流动性的拐点是在升息的拐点后出现的，即具有滞后性，因此目前全球的低利率周期孕育的流动性环境还会延续。

图 15 各国央行利率变化



资料来源: bloomberg

- 5 次金属商品牛市也是出现在与美元指数下跌的周期中——对此我们的看法是，美元的贬值对于全球其他货币资产和商品资产都是正向的推动。对于美元的走势，我们认为中短期难能形成趋势性反转：如果继续下跌必然里多大宗商品；而维持弱势，实体经济的需求也会推高基本金属价格。

美国的政策性退出可能成为流动性的拐点，但预计不会发生明年上半年，因此乐观一些可以认为 2010 年上半年商品还将展示其独有的投资魅力；而价格上行的拐点可能出现在流动性拐点之后。

3. 投资讨论

以上我们对于金属价格看法仍然比较乐观，结合 A 股的投资，需要我们进一步对于金属价格的上涨幅度和与其他板块的投资吸引做一些比较。

- 对于第一个问题，首先不得不承认预测金属价格高点是很困难的。如果全球的经济活动能在 2-3 年中恢复至 2007 年的高点，加之目前金属金融属性日益强化，主要的金属价格很

可能创出新高或接近前期高点(个别金属可能由于技术革新可能存在价格压力,比如镍),特别是资源稀缺性较强的金属如铜、铅锌、锡等。出于对 2010 年实体需求未见强于 2006-2007 年的考虑,我们认为存在走出新高的金属品种是金融属性较强的是铜和黄金,其余的金属视经济活动的恢复。总体上看我们预计基本金属仍有 20-40% 的上行空间。

● 对于第二个问题,与其他板块的投资吸引比较金属板块目前面临的困惑在于估值太贵(有色金属向来是 A 股中泡沫化最大的几个板块之一),多数资源股票的估值以当前的金属价格计算,2010 年市盈率为 35 - 50x,与其他成长性的板块存在 20-25x 投资标的比较中并不具备优势(如部分机械、医药、银行、建筑建材公司等);同时部分金属价格的近期上涨已经落在市场的预期之中(如铜价 7000 美元/吨、黄金 1150-1200 美元/盎司、锌 2300 美元/吨等)。但是如果展望全球的投资机会,一方面金属资源股票是通胀主题下的热点投资标的,主题投资和趋势投资会继续选择推高金属板块,一方面金属价格一旦涨幅超过 20-30%,市场对于部分公司的业绩重新转为乐观甚至激进,预期市盈率将降到 25x 附近(虽然很多公司业绩难能兑现),重新具备投资吸引。

● 此外,对于板块的投资,似乎我们还需要参照大盘的判断。从过去几年中来看,有色板块表现一直弹性很大,相对于大盘是超涨超跌走势。对于大盘我们缺乏很好的判据,但是如果从目前的时点到明年 1 季度以看多大盘为前提,可以继续看好有色金属板块。

从具体子板块的选择上,我们进一步讨论:

3.1. ROE 指标

考察从上市公司行业 ROE 变化,与上一轮周期高点距离较大的是铅锌资源、镍、电解铝。与资源型行业公司比较,加工冶炼型企业 ROE 波动较小。如果展望 2010 年的主题是经济复苏和通胀来临,同时考虑到 PPI 继续上行,资源型企业仍将跑赢冶炼加工型企业(但如果大盘下跌则相反)。

图 16 资源型子行业 ROE 变化

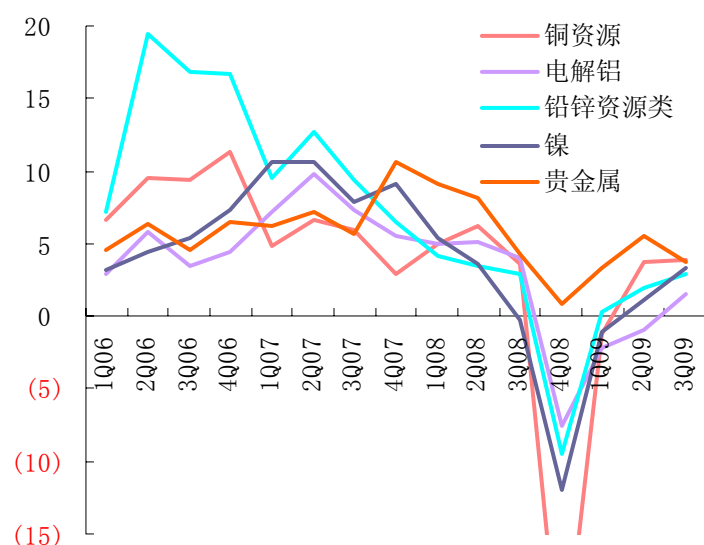
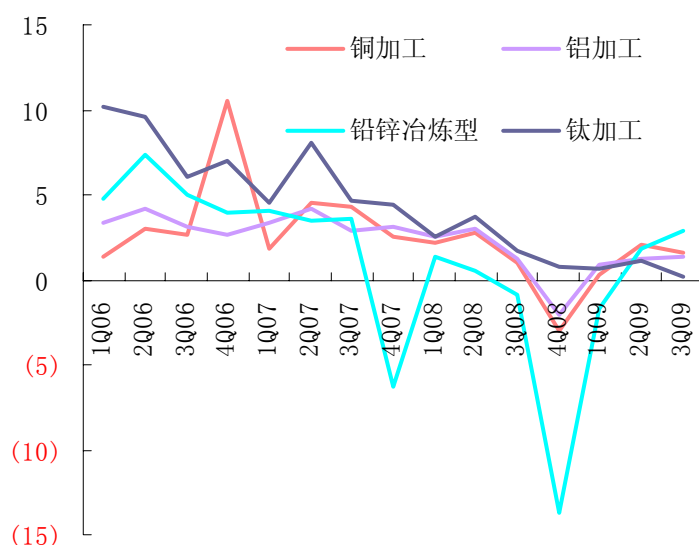


图 17 冶炼加工型子行业 ROE 变化



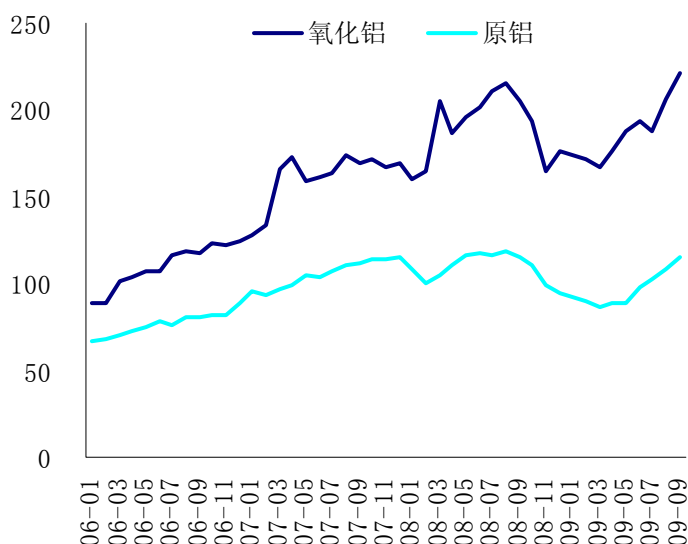
资料来源：国泰君安研究

A 股市场典型的铝土矿-氧化铝公司不多，因此我们仅跟踪所有的电解铝公司 ROE 变化

3.2. 铝：成本推动价格上行

金属铝的供需关系仍然非常宽松，但目前国内电解铝行业开工率已经接近历史高点，未来产能过剩对于铝价上行的边际效应在降低。

图 18 中国氧化铝、电解铝产量



资料来源：bloomberg，万吨

图 19 中国原铝、铝材净出口



资料来源：bloomberg，万吨

我们预计明年上半年 PPI 会继续上行，铝价和相关的生产原

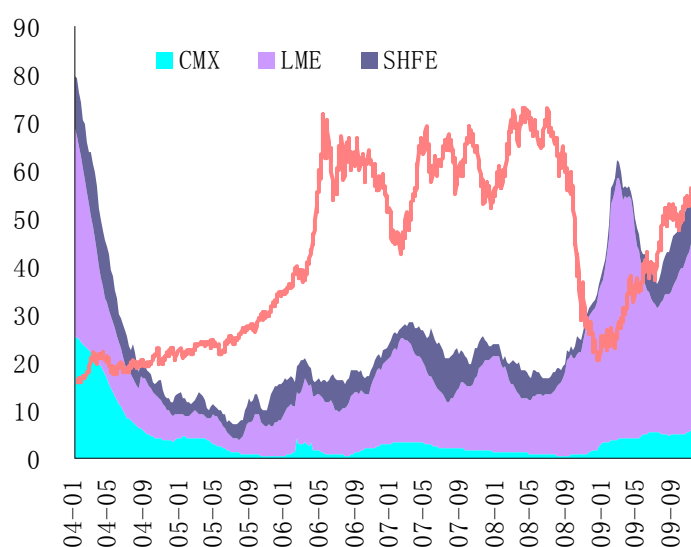
料（如氧化铝、阳极碳块、氟化盐等）的价格都会上涨，吨氧化铝、电解铝有望上涨至 2800-3000 元、16000-18000 元，拥有自备电厂和碳块生产业务的企业将具备成本低廉的竞争优势。

以当前行业的盈利表现测算（成本优势公司吨铝净利为 1000-1200 元），铝业板块在金属板块中存在显著的投资吸引。我们推荐公司为焦作万方、中孚实业、神火股份、中国铝业。

3.3. 铜：具备金融属性

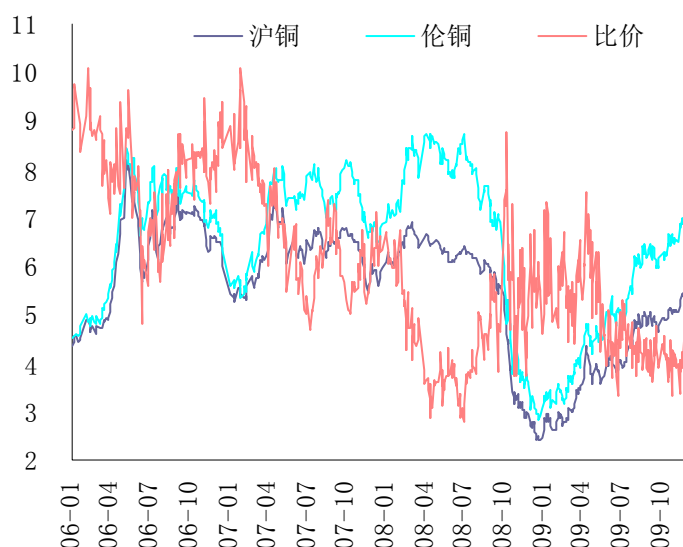
进入四季度以来，全球铜的交易所库存持续增加，但是铜价并没有出现深幅调整。虽然交易所库存增加不一定是供需关系的真实反映，但这已经反映铜具备了明显的金融属性。

图 20 三大交易所铜库存



资料来源：bloomberg

图 21 LME 三月期铜和沪铜价格

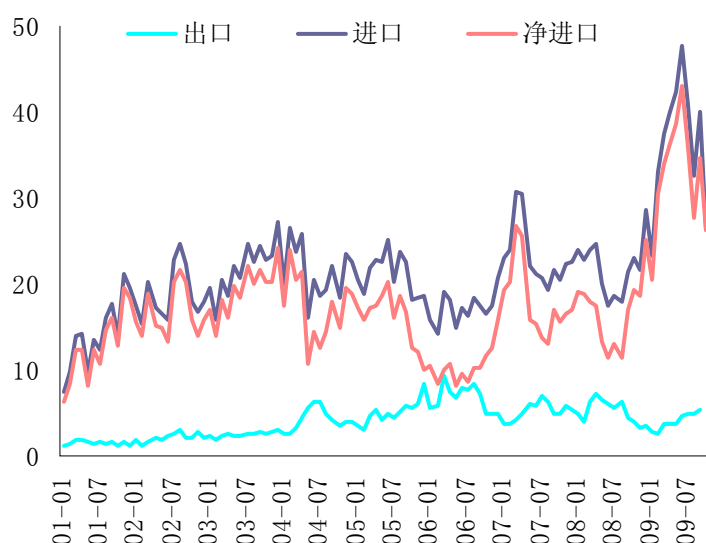


资料来源：bloomberg，万吨

由于铜价的上行，预计明年铜的冶炼加工费出现下滑（TC/RC 由 75 降至 40-50 附近），同时内外比价重新下行，铜陵有色、江西铜业、云南铜业的冶炼业务盈利降低，抵消一部分自产铜的盈利贡献。

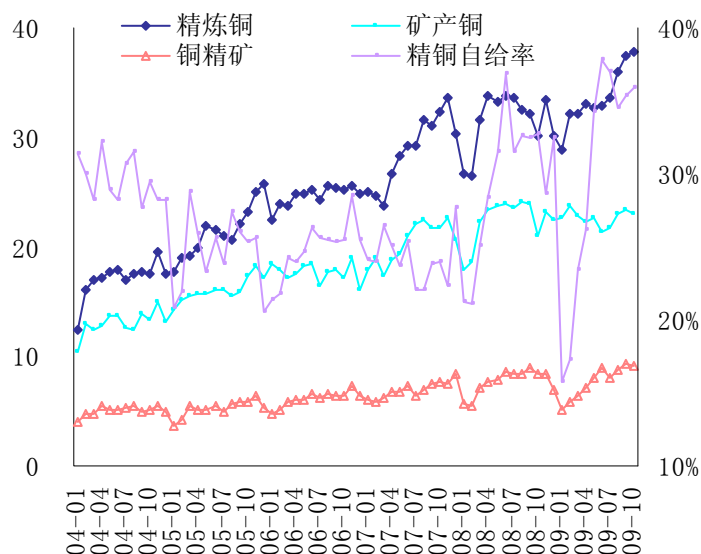
我们认为铜行业公司的投资机会，一方面来自于铜价的上行（短期国内公司估值不低，投资吸引力不大），一方面可以关注行业的资产注入事件和整合预期。

图 22 中国未锻造铜和铜材进出口量



资料来源: bloomberg, 万吨

图 23 中国铜金属产量和自给率

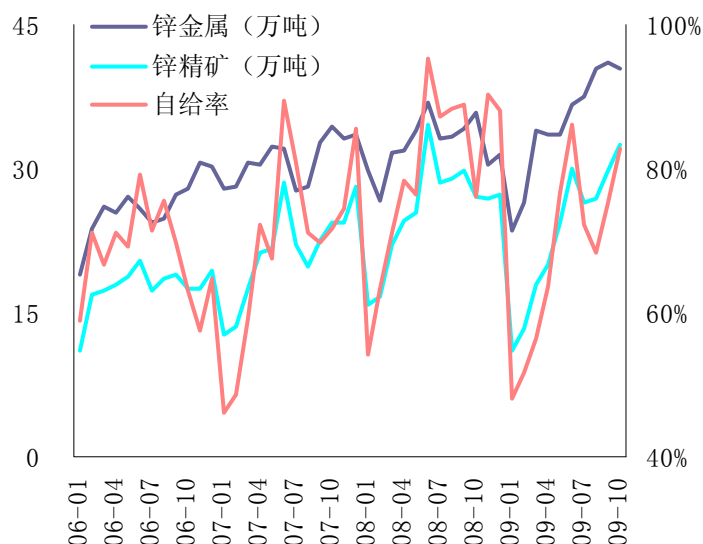


资料来源: bloomberg

3.4. 锌铅: 需求推动价格上行

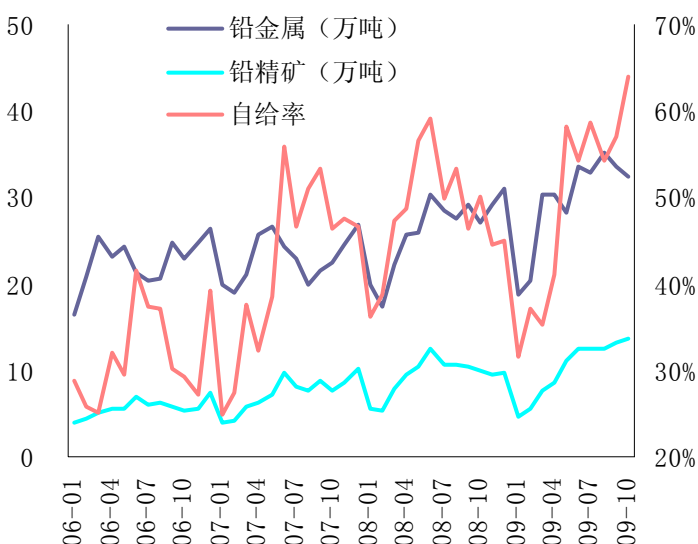
三季度以来中国锌铅金属开工率已经接近高点, 其中铅的自给率创出新高。

图 24 中国锌金属产量和自给率



资料来源: bloomberg

图 25 中国铅金属产量和自给率



资料来源: bloomberg

锌铅的真实供需过剩状况介于铜、铝之间, 金融属性也是弱于铜、强于铝。我们看好 2010 年汽车产量和房地产行业的复苏, 考虑到下游行业的趋势锌的主要需求在于镀锌板 (房地

产、汽车)、铅的需求主要对应蓄电池(汽车),因此我们判断锌铅价格仍然存在上行空间。

3.5. 黄金: 关注资产注入

我们认为黄金股的投资驱动逻辑,一方面在于金价,一方面在于资产注入。

对于前者,我们认为金价或许是比基本金属更难判断的品种。我们从避险和通胀两方面分析金价,诸如 2007-1H08 通胀、1H08-2H08 的避险功能抬升金价; 1H09 由于缺乏通胀和避险的动因导致金价表现平平; 2H09 通胀预期再度引发黄金的投资吸引。而沿袭该分析框架,通胀预期和通胀出现都将驱动金价持续高位。

对于后者,我们比较看好明年存在比较明确资产注入预期的公司。我们认为资源型公司的资本运作,例如二级市场给予黄金矿业股 4-6x PB, 而一级市场的矿业收购价格约为 1-2x PB, 因此只要矿业公司的融资成本介于二者之间,即可实现持续融资、资产注入摊薄 PB、实现公司市值规模的持续成长。

4. 行业公司推荐

表 1 行业公司推荐

子行业	相关行业公司推荐
铜	铜陵有色：我们认为公司在未来 1-2 年会更加重视上游资源的战略布局，一方面可能采取资源收购方式，一方面存在引入战略投资者的可能 江西铜业：受益于铜价上涨最大的企业，未来 2-3 年中自产矿量的增长趋势较为清晰
黄金	山东黄金：胶东半岛最具资源拓张潜力的黄金资源型企业，潜在的收购将推升公司市值规模继续壮大 紫金矿业：海外战略收购，开启新一轮成长的契机
铝	中孚实业、焦作万方、神火股份：铝价将继续上行至 16000-18000 元/吨，自备电厂优势将在业绩中逐步体现；市场将再度见识电解铝公司业绩弹性大的魅力
铅锌	铅锌公司的机会在于产品价格的继续上行，中期我们继续看好锌价

数据来源：国泰君安证券

表 2 重点公司盈利预测

证券简称	投资评级	流通市值 (亿元)	E P S				P E				P B
			2007	2008	2009E	2010 E	2007	2008	2009E	2010E	
焦作万方	谨慎增持	112.1	1.42	0.69	0.51	1.21	16.4	33.7	45.8	19.3	5.9
中孚实业	谨慎增持	101.5	0.88	0.30	0.58	1.35	25.2	74.0	38.3	16.4	5.6
铜陵有色	谨慎增持	127.6	0.80	0.49	0.49	0.75	28.6	46.7	46.7	30.5	5.2
紫金矿业	谨慎增持	678.0	0.19	0.22	0.29	0.34	56.4	48.7	37.0	31.5	8.8
山东黄金	谨慎增持	293.9	1.21	1.81	1.15	1.88	70.5	47.1	73.9	45.2	21.8
宏达股份	谨慎增持	118.9	1.25	-0.57	0.33	0.57	15.6		59.2	34.3	12.9
神火股份	谨慎增持	272.8	1.64	2.30	1.15	1.32	22.2	15.8	31.7	27.6	8.4
中金岭南	谨慎增持	281.4	1.65	0.39	0.42	0.88	16.7	70.6	65.5	31.3	7.4
中国铝业	谨慎增持	580.7	0.82	0.00	-0.02	0.37	18.0			39.9	3.9
鄂尔多斯	增持	27.1	0.50	0.40	0.30	0.72	28.2	35.3	47.0	19.6	3.9
江西铜业	谨慎增持	151.1	1.40	0.76	0.92	1.18	30.6	56.3	46.5	36.2	5.8
西部矿业	谨慎增持	271.0	0.80	0.24	0.21	0.43	19.8	66.0	75.4	36.8	3.8
驰宏锌锗	谨慎增持	161.6	3.36	0.20	0.38	0.69	9.5		83.8	46.1	10.2
新疆众和	增持	53.7	0.40	0.28	0.52	0.63	38.9	55.1	30.2	24.9	3.0

数据来源：国泰君安证券

表 3 国际公司估值比较

	最新收盘价	单位	PB	EV/EBITDA	PE		
					2008	2009	2010
铝							
Alcoa Inc.	12.66	USD	0.94	84.74	#N/A	#N/A	23.02
National	377.70	INR	2.49	6.06	19.13	#N/A	#N/A
Hindalco	138.55	INR	1.49	8.26	42.26	15.94	11.76
铜							
Freeport Copper	84.14	USD	6.78	8.84	28.82	17.43	12.38
Southern Peru Copper	34.62	USD	8.05	23.58	65.32	33.38	18.47
Antofagasta	903.00	GBP	2.97	13.79	12.81	23.01	13.51
Vedanta	2299.00	GBP	2.70	14.27	161.81	20.51	9.71
KGHM Polska Miedź S.A.	106.10	PLN	2.14	4.99	10.55	8.90	9.39
铅锌							
Korea Zinc	213500.00	KRW	2.11	1.56	13.35	#N/A	#N/A
Hindustan Zinc	1183.00	INR	3.48	3.64	18.33	14.84	12.60
Xstrata	1073.00	GBP	1.64	6.70	63.79	17.33	11.54
黄金							
Newmont Mining Corp	53.35	USD	2.58	8.60	27.79	23.47	18.73
Barrick Gold	45.25	CAD	2.81	11.46	25.52	22.65	18.37
Goldcorp	45.15	CAD	2.03	24.47	63.86	57.20	36.47
Kinross Gold	20.53	CAD	2.52	16.20	102.39	45.45	29.17
Agnico-Eagle Mines	65.88	CAD	3.64	92.73	260.12	123.37	29.94
Iamgold Corp	19.68	CAD	2.79	13.74	39.68	36.14	27.46
镍							
GMK Norilsk Nickel	134.50	USD	2.35	3.91	#N/A	19.23	11.00
Xstrata	1073.00	INR	1.64	6.70	63.79	17.33	11.54
钨							
Kennametal	23.00	GBP	1.36	21.31	52.27	37.64	16.01
Sandvik AB	83.55	SEK	3.36	26.67	#N/A	#N/A	28.48
钛							
Titanium Metals Corporation	9.85	USD	1.57	12.18	29.85	56.94	62.34
Allegheny Technologies	34.19	USD	1.61	11.98	30.04	259.02	27.89
综合型							
BHP	41.30	AUD	5.26	10.34	35.77	20.60	15.32
RINTO	17250.00	IDR	1.92	5.92	11.63	11.66	9.54
Xstrata	1073.00	GBP	1.64	6.70	63.79	17.33	11.54
Rio Tinto	3076.00	GBP	4.69	6.92	149.37	16.24	13.63
Teck Cominco	36.30	CAD	1.52	8.93	16.81	16.84	13.97
CVRD	42.90	BRL	2.30	12.38	23.25	22.00	17.28
Anglo American	2624.00	GBP	2.32	7.69	13.35	21.18	15.04

资料来源: bloomberg

免责声明

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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com