

我们需要新逻辑

——2010年有色金属行业投资策略

上海证券研究所 金属材料研究小组 朱立民 李华铮

2009.12



目 录

- 前期策略的检讨
- 09年有色金属的逻辑
- 有色金属价格上涨的空间还有多大？
- 我们需要新的逻辑
- 已成风险资产的黄金
- 投资评级和投资策略
- 重点关注公司

1. 前期策略的检讨

- 在2009年投资策略报告中，我们曾经提出了“下轮牛市会更早到来”的观点。不过，新一轮牛市比我们当初预想的更快。
- 财政和货币政策的刺激力度超过了我们的预期。有色金属价格并未形成我们预期中的小“U”型走势，而是走出了“V”型反弹。
- 在2009年的投资策略报告中，我们预测了通缩之后，通胀预期会重启，进而推动黄金价格，我们看好黄金价格，并对黄金进行了行业性的推荐。事实也大部分如我们的预期。但我们也低估了以携带交易为主的短期资本流动对金属和贵金属价格的巨大推动作用，这使我们过早调低了黄金股票的评级。
- 我们在接下来的报告中将更新我们一贯的投资逻辑

2. 09年有色金属行情的逻辑

- 2009年在全球财政和货币政策刺激过程中，大部分的金融资产均出现了快速升值。
- 有色金属作为一类重要金融资产，受益于流动性的快速膨胀，同时其低库存水平在基本面方面帮助了价格的上涨，有色金属价格上涨得更快。
- 有色金属价格的上涨打开了企业的利润空间，另外，资产升值自动形成了一部分利润。有色企业显现为业绩快速回升，有色金属企业的资产大幅重估。
- 价格上涨是本轮行情的核心。我们需要关注金属价格继续上涨的空间，同时我们更需关注金属价格上涨幅度与通胀率的关系，只有价格上涨超过通胀率，我们才能获得超额收益。

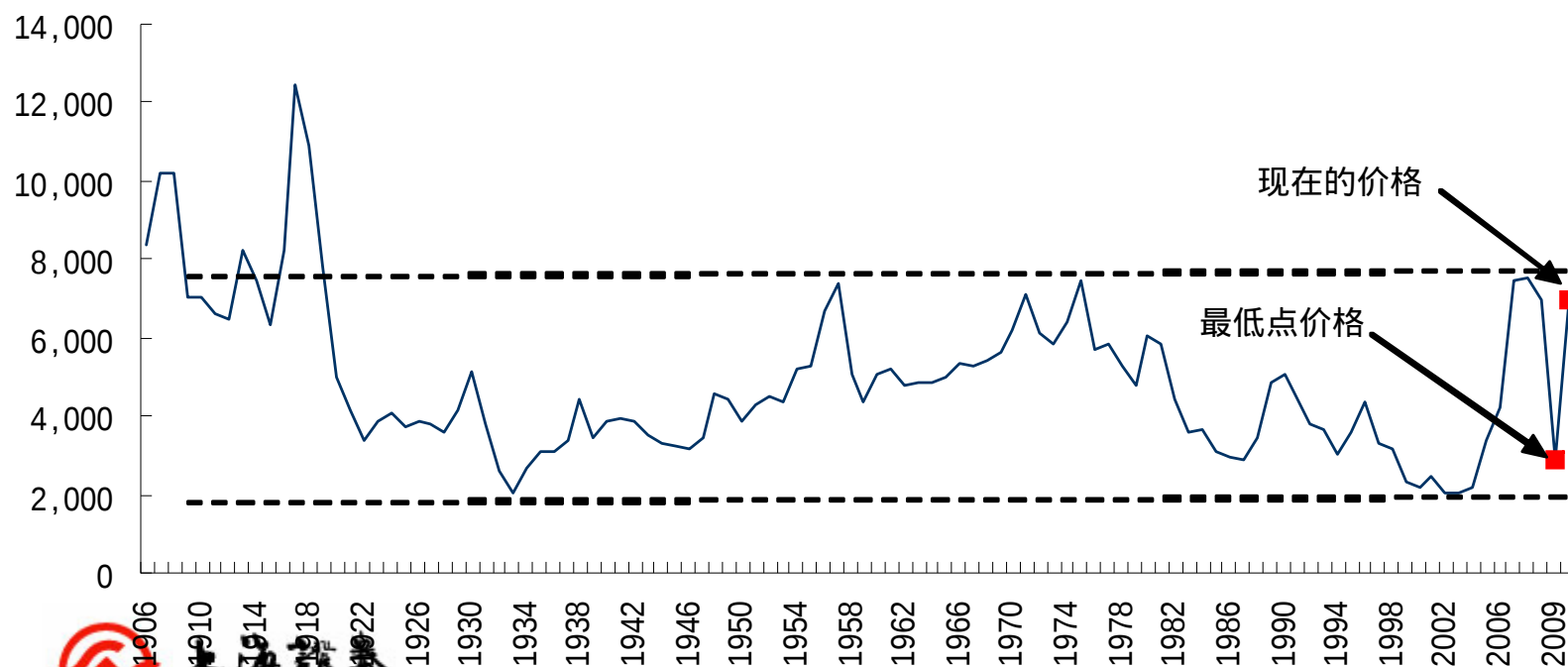
3. 有色金属价格上涨的空间还有多大？

- 长期价格趋势的线索（铜、铝、铅、镍、钼）。
- 库存因素。
- 供需关系。
- 我们对未来金属价格的判断。

3.1 长期价格趋势的线索（铜）

- 去除通胀因素的铜价，长期价格走平。
- 当前铜价已经接近铜价长期震荡区间的上边。
- 因为历史数据是年度均价，不排除短期铜价超出长期区间的上边。

图 1 以2009年10月为价格基准的去除通胀因素的铜长期价格走势

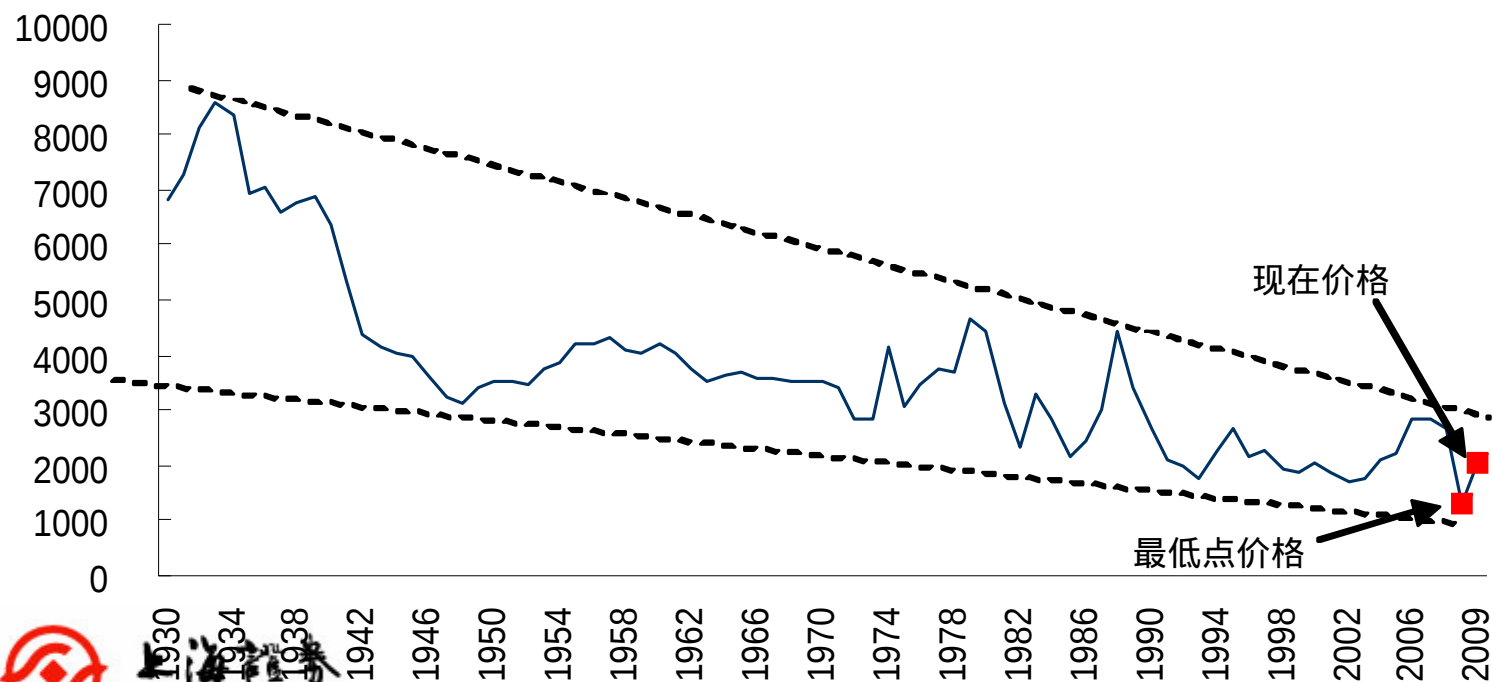


资料来源：USGS，上海证券研究所整理

3.1长期价格趋势的线索（铝）

- 去除通胀因素的铝价长期来看呈现下跌趋势。
- 由于技术的进步，铝价的成本持续向下，铝价的未来趋势倾向下降。
- 铝仍有一定增值空间。

图 2 以2009年10月为价格基准的去除通胀因素的铝长期价格走势

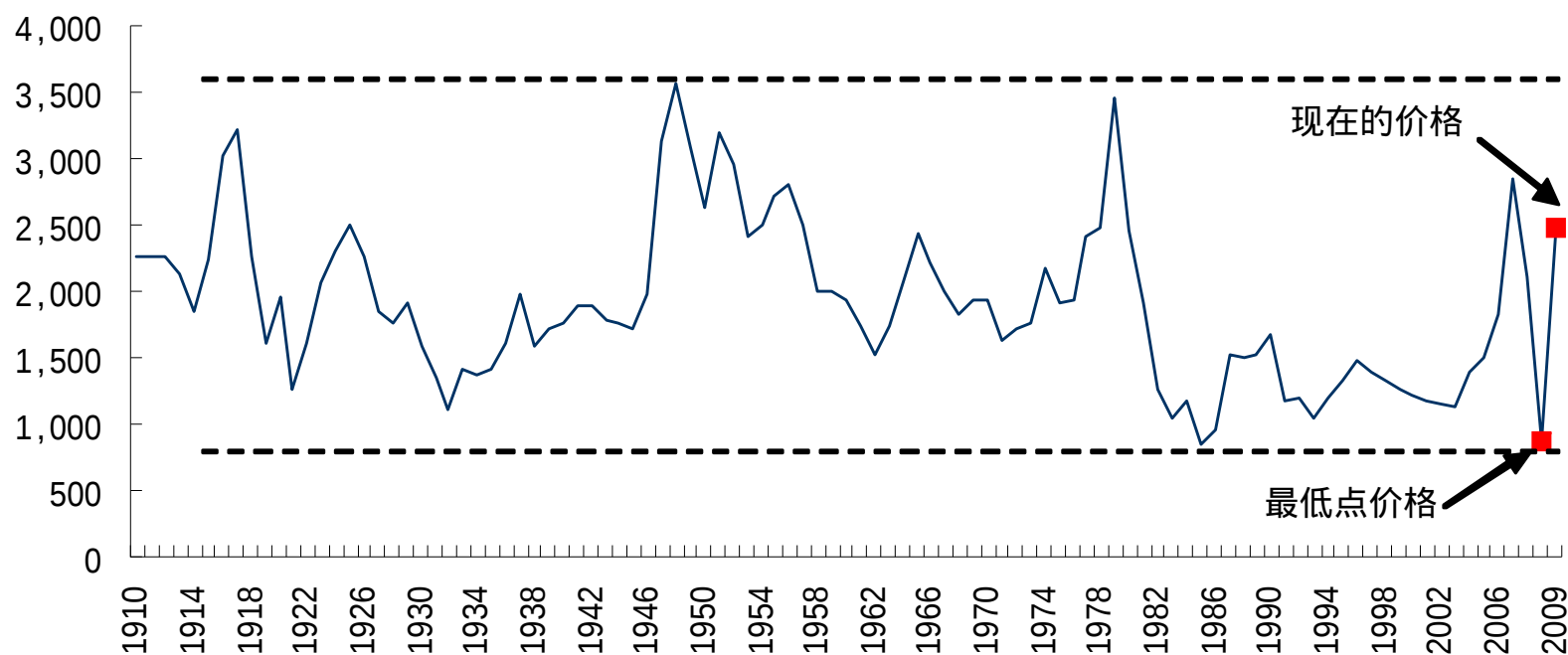


资料来源：USGS，上海证券研究所整理

3.1 长期价格趋势的线索（铅）

- 去除通胀因素的铅价长期来看呈现宽幅震荡走势。
- 铅仍有一定增值空间。但在铅的主要消费领域——铅酸电池，中长期有被替代的风险。

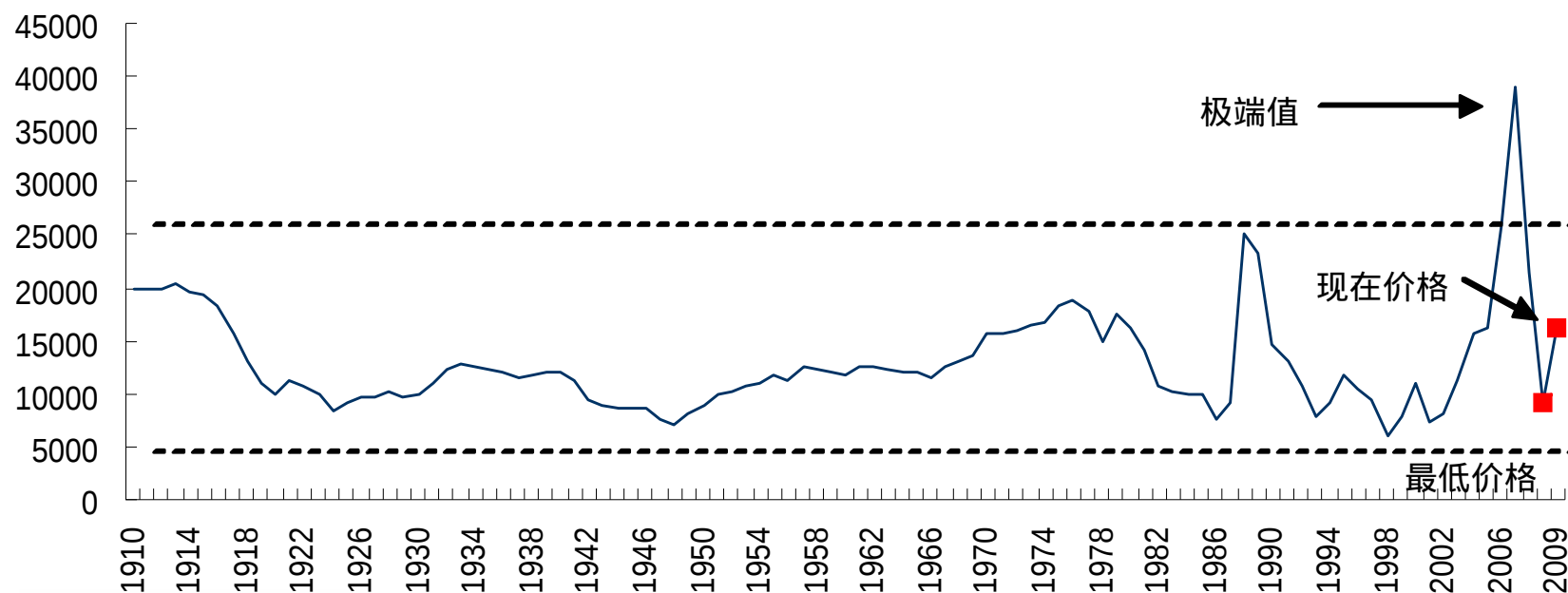
图 3 以2009年10月为价格基准的去除通胀因素的铅长期价格走势



3.1长期价格趋势的线索（镍）

- 去除通胀因素的镍价长期来看呈现宽幅震荡走势。
- 07年镍价出现了极端值。
- 镍价相对于长期震荡区间的上边，仍有一定增值空间。

图 4 以2009年10月为价格基准的去除通胀因素的镍长期价格走势

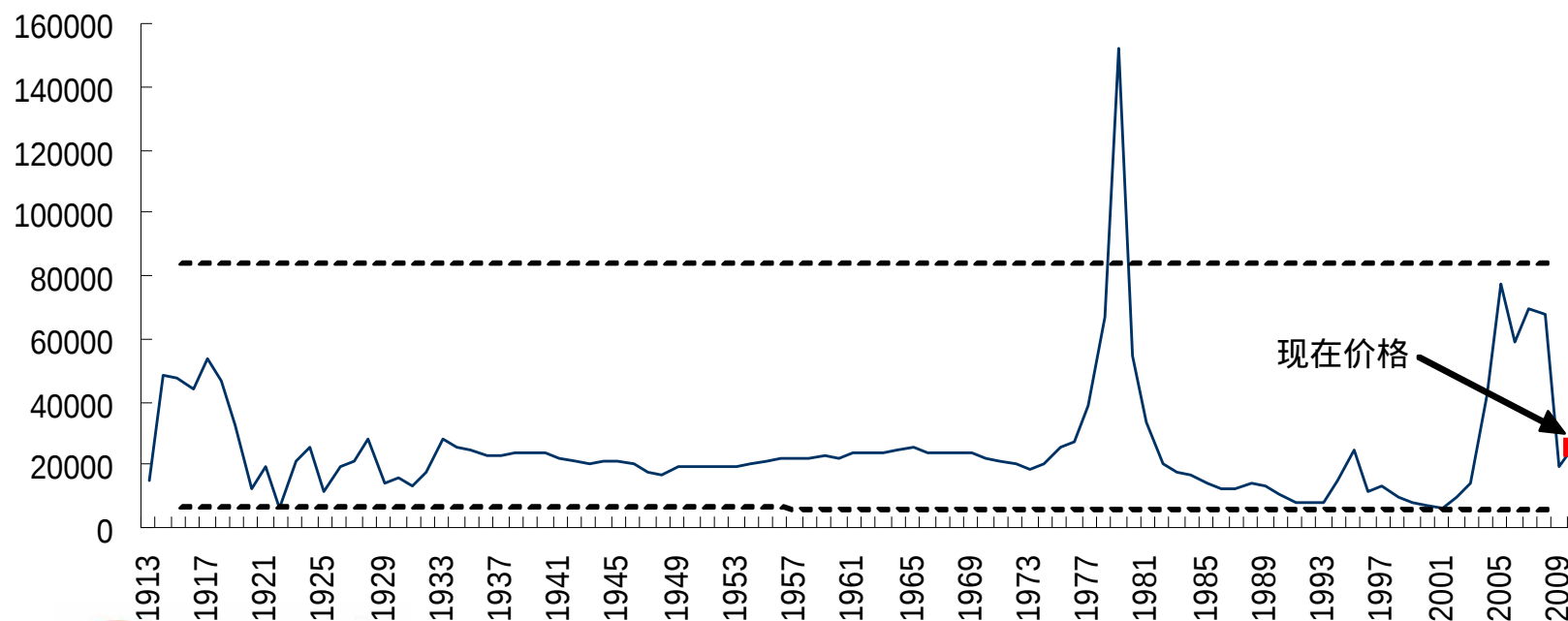


资料来源：USGS，上海证券研究所整理

3.1长期价格趋势的线索（钼）

- 去除通胀因素的氧化钼价长期来看呈现宽幅震荡走势。
- 氧化钼价格相对于长期震荡区间的上边，仍有很高的增值空间。

图 5 以2009年10月为价格基准的去除通胀因素的氧化钼长期价格走势

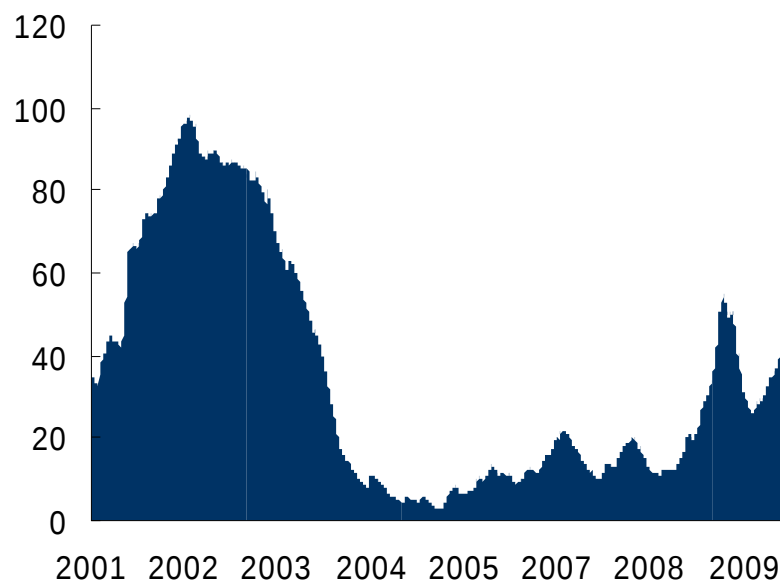


资料来源：USGS，上海证券研究所整理

3.2 库存因素

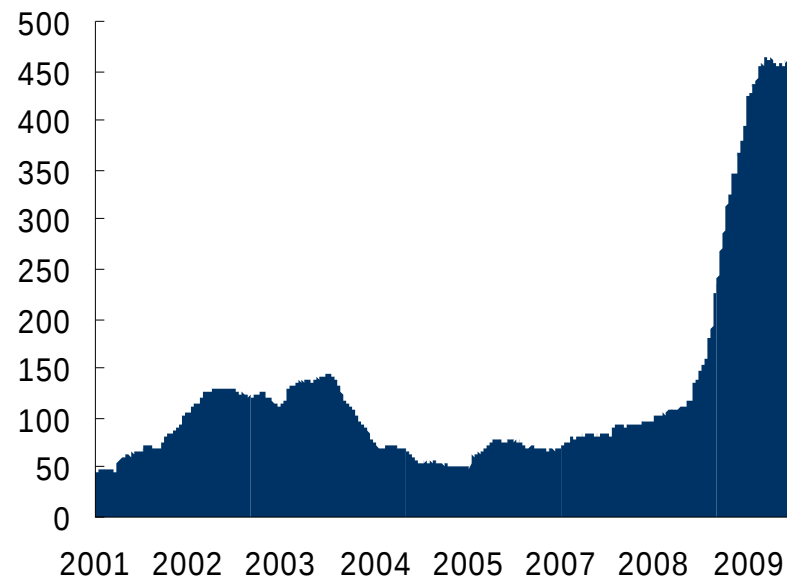
- 铜库存仍远低于历史高点。
- 铝库存水平处于历史高点。
- 高库存会对铝价的上涨形成压制。

图 6 LME铜库存



资料来源：Wind
上海證券
SHANGHAI SECURITIES

图 7 LME铝库存

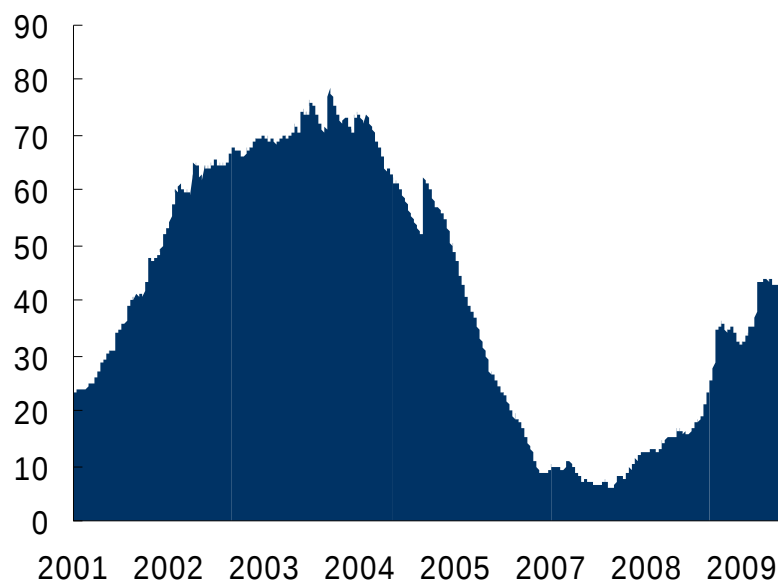


资料来源：Wind

3.2 库存因素（续）

- 铅锌库存仍低于历史高点，但近期库存上升趋势值得关注。

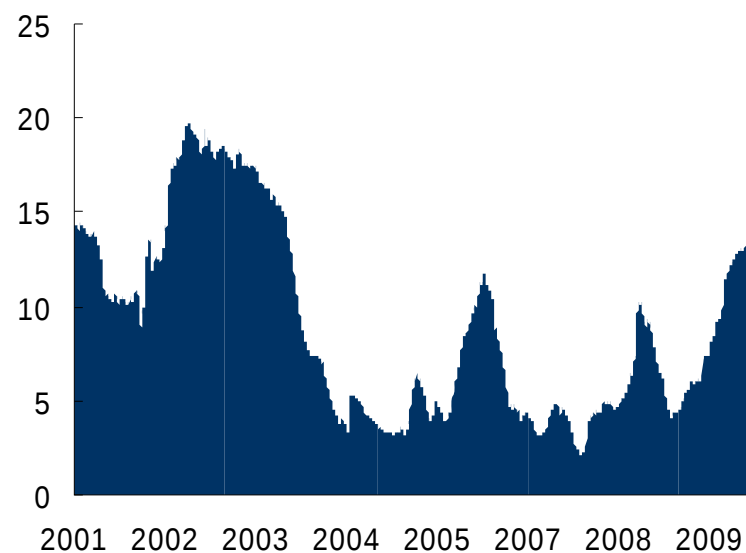
图 8 LME 锌库存



资料来源：Wind



图 9 LME 铅库存



资料来源：Wind

3.2 库存因素（续）

- 镍库存处于历史高位，且仍在上升过程之中。
- 锡库存正在向历史高位靠拢。

图 10 LME镍库存

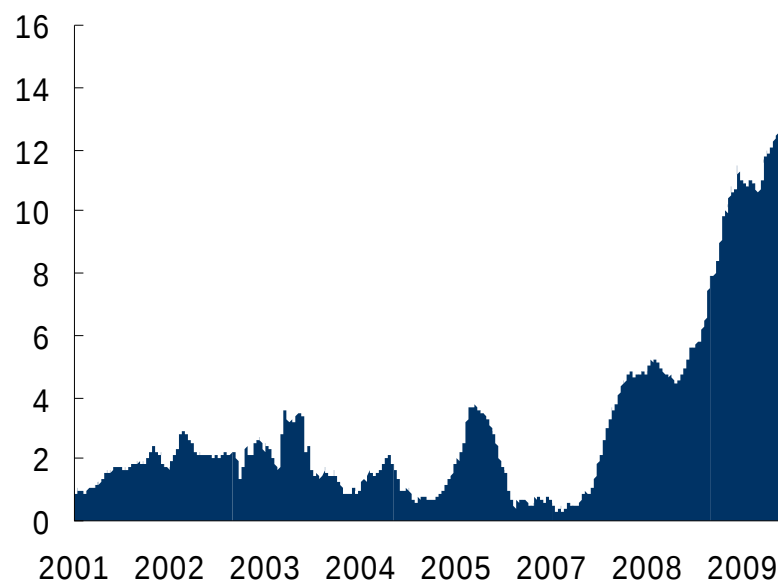
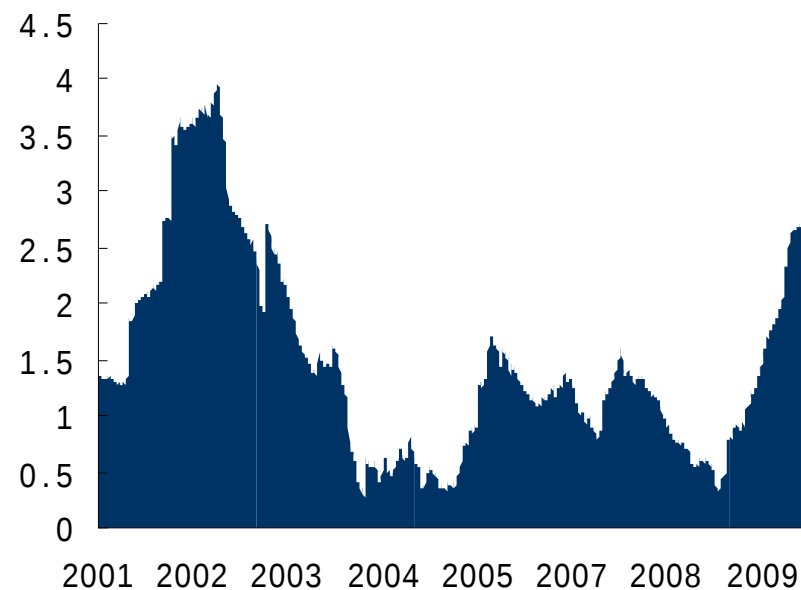


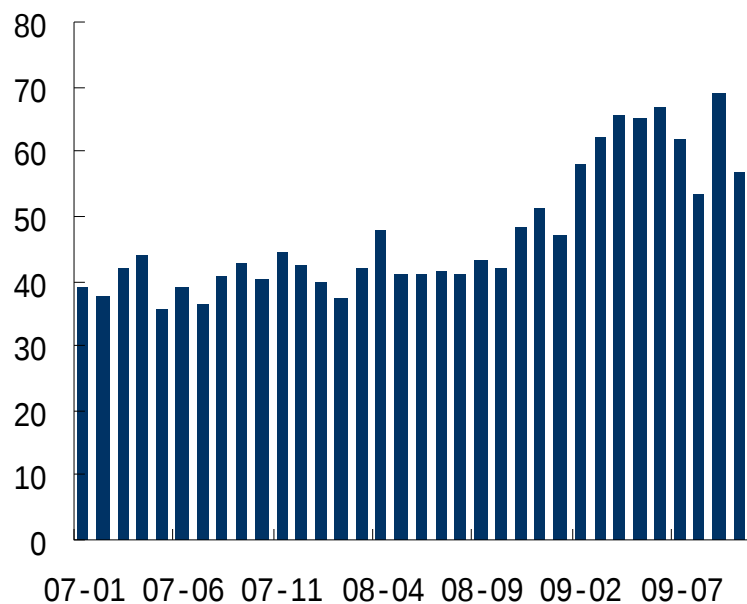
图 11 LME锡库存



3.3 供求关系

- 中国上半年表观需求大幅上升，下半年表观需求回归正常区间。

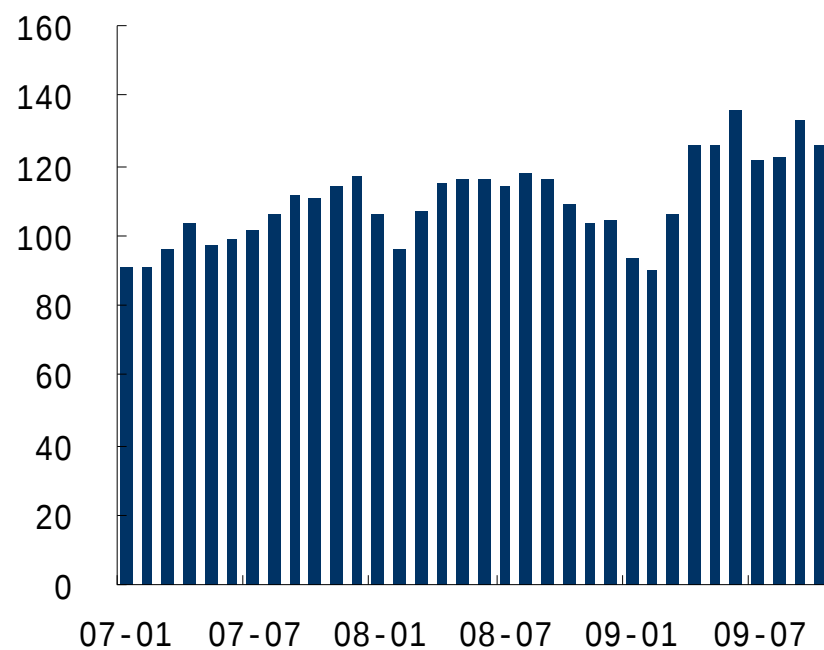
图 12 中国铜表观需求量



资料来源：Wind，上海证券研究所



图 13 中国铝表观需求量

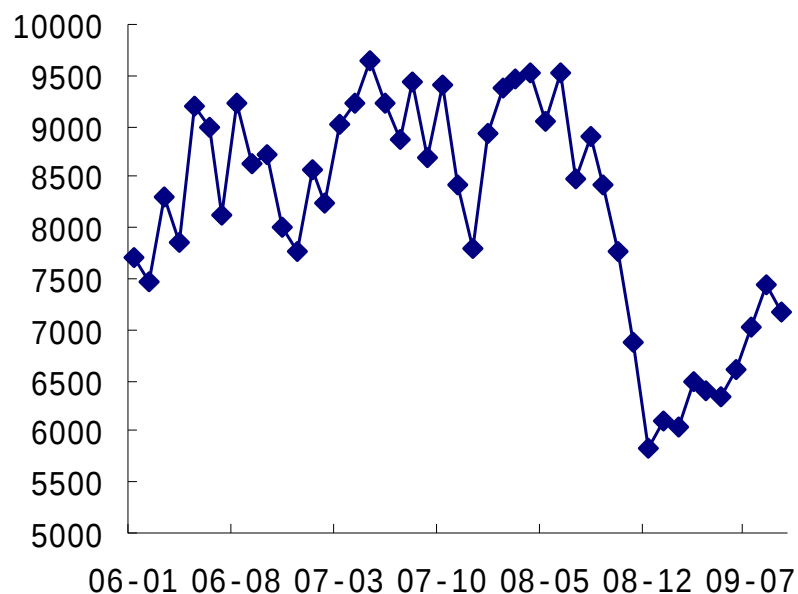


资料来源：Wind，上海证券研究所

3.3 供求关系（续）

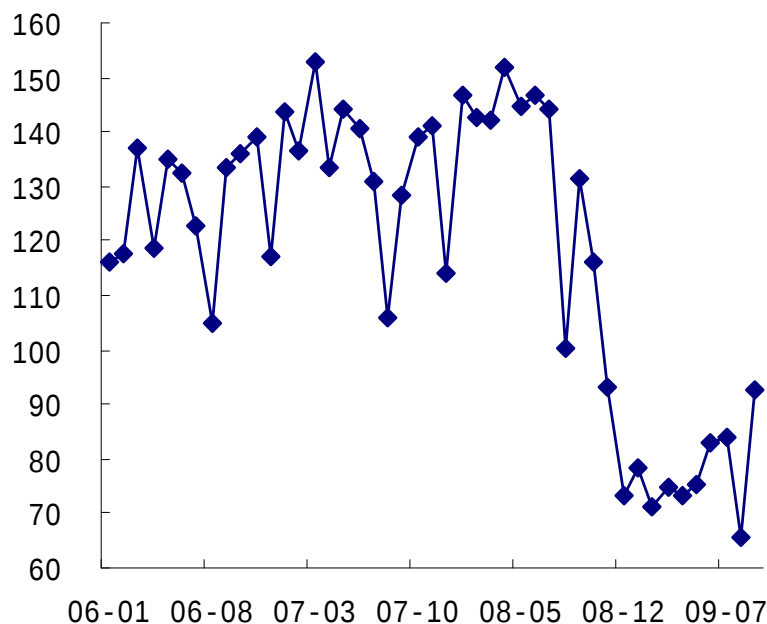
- 欧美金属订单及出货量回到2005年的水平，这是去除了超前消费因素之后的真实需求。发达国家的金属需求可能长期维持在当前水平上。

图 14 美国铝及有色金属新订单量



资料来源：CEIC
SHANGHAI SECURITIES

图 15 欧洲基本金属新订单指数

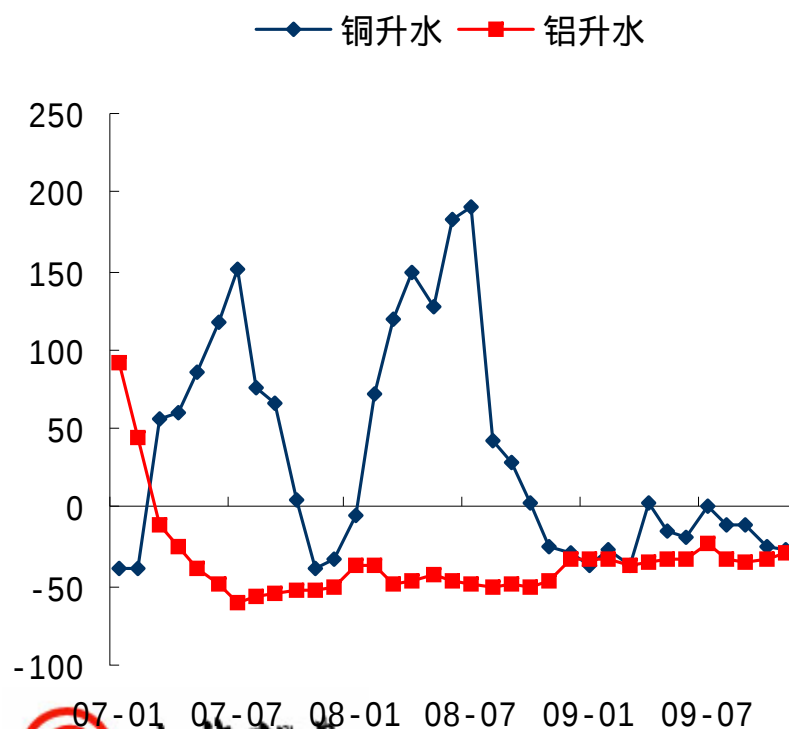


资料来源：CEIC

3.3 供求关系（续）

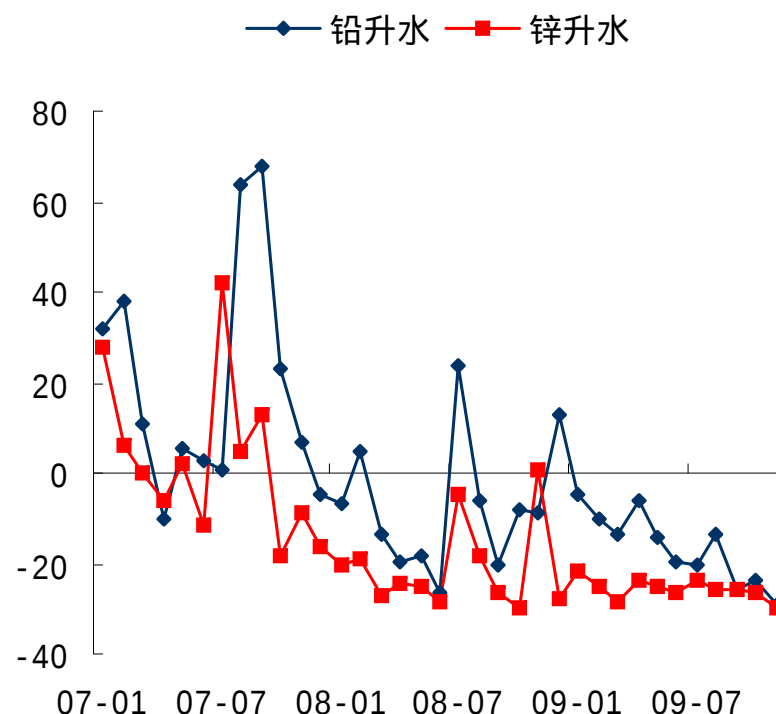
- 有色金属的LME现货对三个月期货升水处于负值，显示07、08年极度的供不应求的局面已经转变，其中铅锌的供求关系更加偏向负面。

图 16 LME铜铝现货升水



资料来源：Bloomberg

图 17 LME铅锌现货升水



资料来源：Bloomberg

3.4 有色金属价格趋势判断

- 综合去除通胀的有色金属价格长期趋势，库存因素和供求关系，我们认为基本金属价格的上涨空间并不大。
- 铜的库存处于较低位置，但去除通胀的价格已经接近长期区间上边。铅锌近期的供求关系偏于负面，铝、锡、镍受到高库存的影响。
- 我们对2010年基本金属并不悲观。我们的宏观团队判断明年流动性依然充沛，且有温和通胀，基本金属价格仍然有望维持，我们看平基本金属价格。
- 我们看多小金属价格。以钼为代表的小金属价格有更多的上涨空间。小金属的供需关系正转向正面。

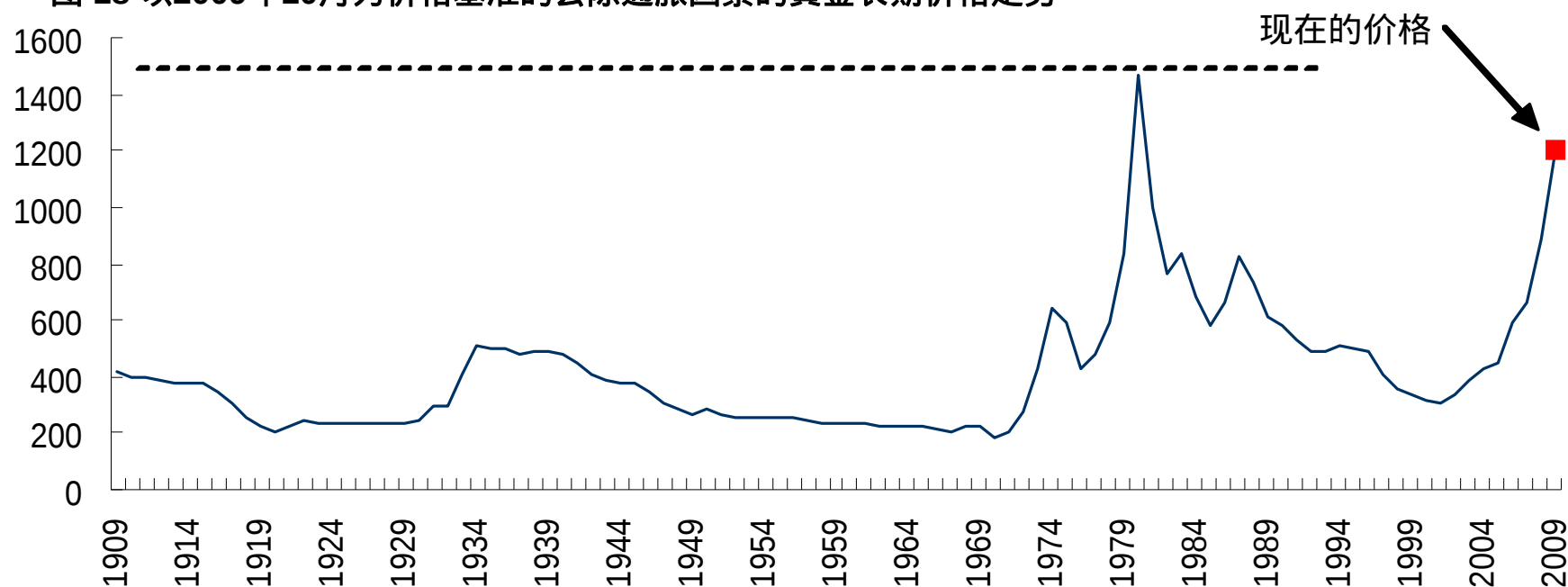
4. 我们需要新的逻辑

- 如果2010年有色金属价格如我们预料般走平，有色板块资产重估的进程将减缓。如何才能获得超额收益？我们需要新的逻辑。
- 在未来的经济模式变革和产业结构调整中，技术革新和企业家精神将会扮演更加重要的作用。
- 在有色金属资产大幅升值之后，我们也更应关注技术和企业家精神带动的企业内生性增长。
- 当然，我们也同样不会放弃一部分有升值潜力的资产，比如稀有金属。
- 2010年我们在有色金属板块中的关注重点是：技术优势、企业家精神和部分品种的价格上涨预期。

5. 已成风险资产的黄金

- 近期黄金的大幅上涨非常吸引眼球。
- 去除通胀因素的黄金价格已经接近1980年（1980年是个混乱的年代，战争、货币危机、核威胁）的历史高点。我们的年代很混乱吗？

图 18 以2009年10月为价格基准的去除通胀因素的黄金长期价格走势



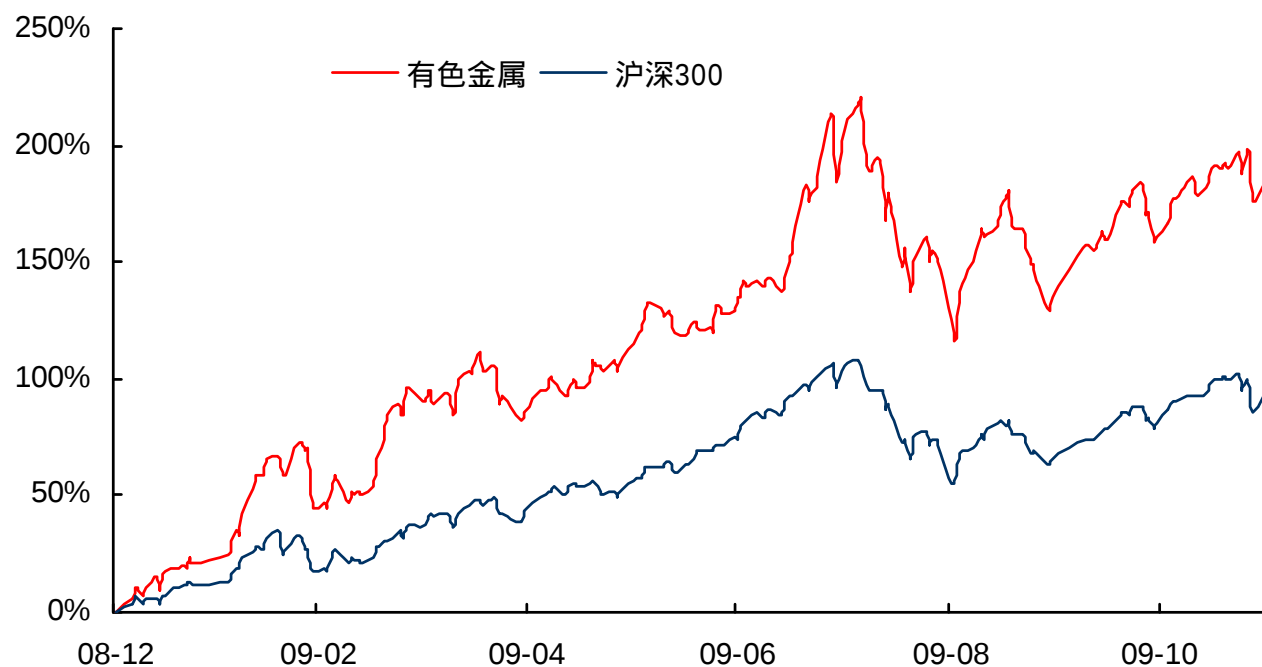
5. 已成风险资产的黄金（续）

- 全球经济正在复苏过程中，通胀预期温和，国际经济形势正在好转。影响金价中长期走势的国际地缘政治因素、国际经济因素和国际金融市场因素乐观。
- 随着携带交易的盛行，珠宝首饰消费的萎缩，黄金已经从消费者手中转移到了投资者手中。黄金已经成为了风险资产。
- 现在支撑黄金价格上涨的一个重要因素是风险偏好。趋势形成偏好，现在趋势向上，投资者对黄金的偏好仍在增强。
- 对黄金，维持中期中性的看法。

6. 估值分析

- 至11月30日有色金属行业指数上涨203.4%，远超沪深300指数97.90%的涨幅。在各版块中排名第一。

图 19 有色金属板块与沪深300走势比较



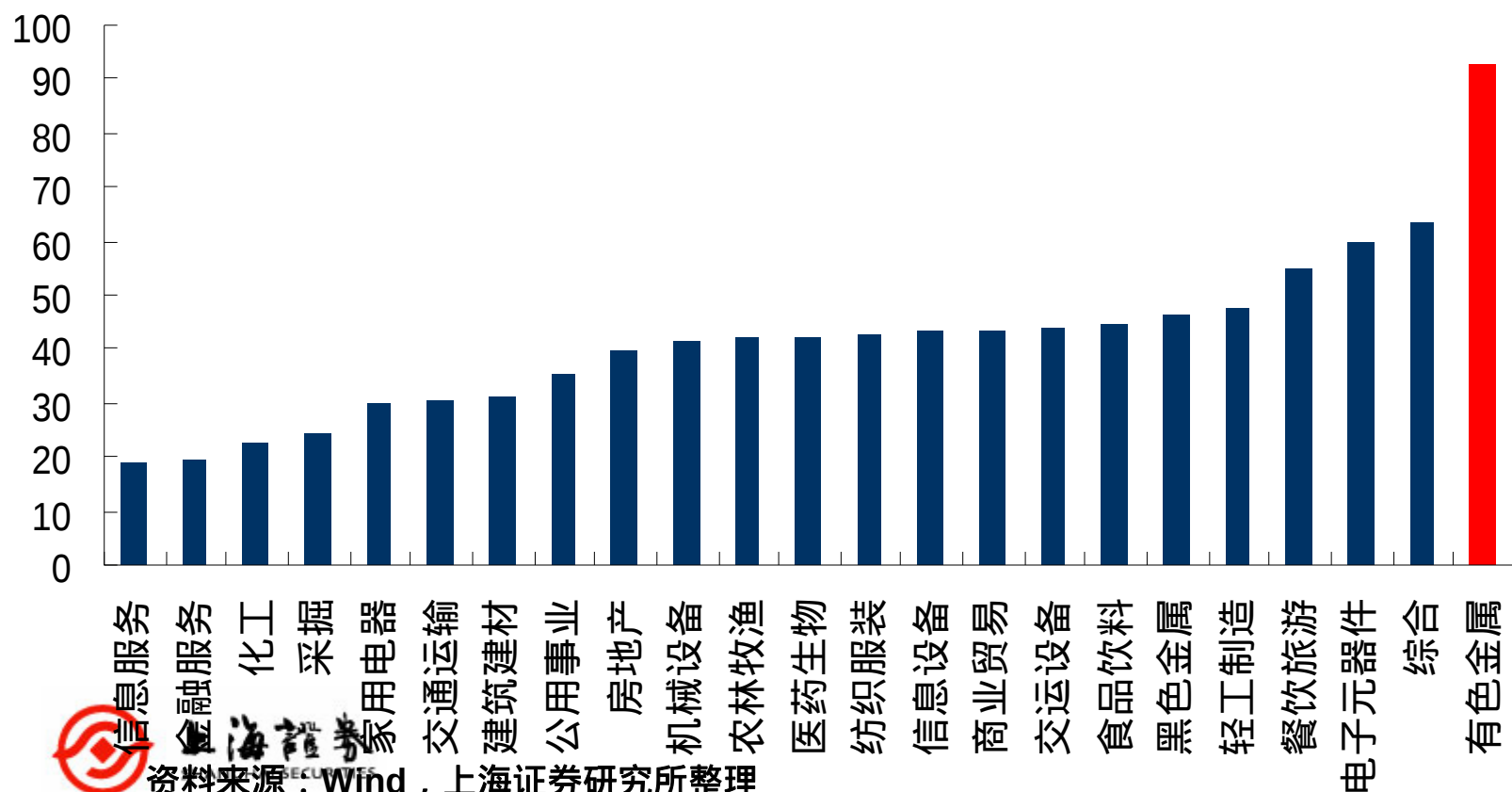
资料来源: Wind, 上海证券研究所整理

SHANGHAI SECURITIES

6. 估值分析（续）

- 有色金属板块以整体法计算的静态估值和动态估值均偏高，估值吸引力相对较弱。

图 20 A股各板块估值比较



7. 投资评级和投资策略

- 维持有色金属行业“中性”评级。
- 维持黄金子行业“中性”评级。
- 我们对有色金属整体看平，不做板块性推荐。
- 策略上降低基本金属价格上涨的预期。
- 当然，作为年度策略，我们更加关注中长期趋势。短期内基本金属仍有价格上涨带来的交易性机会。
- 关注于企业的核心技术能力，关注于企业家精神。
- 看好稀有金属，关注稀有金属矿产丰富的企业

7. 投资评级和投资策略（续）

表 1 重点有色金属公司业绩预测与评级

代码	简称	股价	EPS			P/E			最新P/B	最新 投资评级
			08A	09E	10E	08	09	10		
000060	中金岭南	27.18	0.39	0.32	0.60	69.50	84.94	45.30	7.33	大势同步
000762	西藏矿业	24.81	0.18	0.03	0.10	137.60	NA	248.10	11.57	大势同步
000807	云铝股份	13.20	0.07	0.01	0.16	199.40	NA	82.50	4.04	大势同步
000878	云南铜业	31.49	-2.22	0.26	0.61	-14.17	121.12	51.62	10.68	大势同步
000960	锡业股份	28.99	0.04	0.34	0.48	735.79	85.26	60.40	7.48	大势同步
002149	西部材料	26.92	0.17	0.17	0.44	158.35	158.35	61.18	5.61	跑赢大势
600111	包钢稀土	29.27	0.21	0.07	0.24	139.71	418.14	121.96	14.50	大势同步
600219	南山铝业	12.70	0.48	0.37	0.50	26.64	34.32	25.40	1.86	跑赢大势
600362	江西铜业	42.41	0.76	0.82	0.87	56.11	51.72	48.75	5.73	大势同步
600432	吉恩镍业	30.90	0.31	0.19	0.31	99.68	162.63	99.68	8.59	大势同步

资料来源：上海证券研究所整理



7. 投资评级和投资策略（续）

表 1 重点有色金属公司业绩预测与评级

代码	简称	股价	EPS			P/E			最新P/B	最新 投资评级
			08A	09E	10E	08	09	10		
600456	宝钛股份	23.31	0.70	0.11	0.31	33.35	211.91	75.19	2.68	大势同步
600489	中金黄金	59.82	0.61	0.47	0.72	98.07	127.28	83.08	11.45	大势同步
600497	驰宏锌锗	31.84	0.20	0.34	0.43	162.7	93.65	74.05	10.22	大势同步
600547	山东黄金	82.21	0.90	1.12	1.28	91.85	73.40	64.23	21.14	大势同步
600549	厦门钨业	20.53	0.30	0.13	0.25	69.10	157.92	82.12	7.34	大势同步
600888	新疆众和	15.39	0.28	0.51	0.58	54.08	30.18	26.53	2.96	跑赢大势
601168	西部矿业	15.59	0.24	0.15	0.24	65.18	103.93	64.96	3.72	大势同步
601600	中国铝业	14.56	0.00	-0.22	0.07	NA	-66.18	208.00	3.81	大势同步
601899	紫金矿业	10.00	0.21	0.28	0.31	47.42	35.71	32.26	8.21	大势同步
601958	金钼股份	21.34	0.87	0.24	0.46	24.53	88.92	46.39	5.23	跑赢大势

资料来源：上海证券研究所整理

8. 重点关注公司

- 技术优势的代表——西部材料（002149）
- 企业家精神的代表——南山铝业（600219）
- 价格上涨预期——金钼股份（601958）

8.1 技术优势的代表——西部材料

跑赢大市

- 公司具有较高的技术储备。未来有显著的产能扩张，看好公司的发展潜力。
- 我们预测公司09、10年EPS为0.17元、0.44元。给予公司跑赢大市的评级。
- 风险因素：短期产量不足，短期业绩低于预期

表 2 西部材料预测简表

¥.百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	553	740	860	1155
年增长率（%）		33.82	16.22	34.30
归属于母公司的净利润	29	29	30	71
年增长率（%）		0	3.45	136.67
每股收益（元）	0.17	0.17	0.17	0.44
PER（X）	158.35	158.35	158.35	61.18

资料来源：上海证券研究所整理

SHANGHAI SECURITIES

8.2 企业家精神的代表——南山铝业

跑赢大市

- 公司近年来稳健发展，从中游向下游的发展方向符合未来趋势。公司下游铝加工产品具有竞争优势。
- 我们预测公司09、10年EPS为0.37元、0.50元。给予公司跑赢大市的评级。
- 风险因素：铝加工产能释放低于预期

表 3 南山铝业预测简表

¥.百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	6571.80	7231.59	7530	9133
年增长率（%）		15.92	10.41	21.29
归属于母公司的净利润	1148.99	628.86	611	826
年增长率（%）		-45.27	-2.84	35.18
每股收益（元）	0.70	0.38	0.37	0.50
PER（X）	18.14	33.42	34.32	25.40

资料来源：上海证券研究所整理



8.3 价格上涨预期——金钼股份

跑赢大市

- 钼价具有较强上涨预期。公司资源丰富。其钼矿资产具有较高的升值潜力
- 上半年为业绩低点，下半年业绩将显著回升。我们预测公司09、10年EPS为0.24元、0.46元。给予公司跑赢大市的评级。
- 风险因素：钼价上涨趋势不显著。

表 4 金钼股份预测简表

¥.百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	5837.13	5960.55	5034	6748
年增长率（%）		2.11	-15.54	34.05
归属于母公司的净利润	3027.94	2808.38	774	1484
年增长率（%）		-7.25	-72.44	91.73
每股收益（元）	0.94	0.93	0.24	0.46
PER（X）	22.70	22.95	88.92	46.39

资料来源：上海证券研究所整理

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数5%
中 性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨 慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数5%

声明与承诺

分析师承诺

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。