

2010年年度策略会有色金属行业专题

一季度做Beta，之后侧重Alpha

有色金属行业分析师：彭波 李洪冀

Dec. 14, 2009, 深圳



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

主要观点

■ 结论与投资建议

- 中国可能重新进入相对稳定期，2010年宏观经济出现大幅度波动的可能性不大，强周期性行业的投资弹性将逐渐下降，有色金属板块趋势性投资大环境也将远不如2009年，系统性的机会会逐步让位于个股的业绩差异。从整体投资策略布局来看，2010年应侧重于自下而上精选个股。
- 但国内各主要经济数据均将在2010年一季度达到年度的最好值。一季度也将因此成为2010年板块趋势投资的最好时段。在目前黄金迭创历史新高、伦铜、沪铜、沪铝和沪锌均创出了年内新高的情况下，以江西铜业为代表的铜板块，中孚实业为代表的电解铝板块，中金岭南为代表的铅锌板块，除山东黄金外的资源类黄金板块均未跟随金属价格创出年内新高。我们觉得，江西铜业、云南铜业、中金岭南、中孚实业、焦作万方、中金黄金、辰州矿业等均是2010年一季度板块趋势投资的理想投资标的。
- 行业目前不具备传统估值优势，但鉴于2010年一季度板块趋势投资的大环境仍然值得期待，且行业基本面仍在持续改善之中，寻找高成长的个股投资机会也逐渐成熟，我们给予行业“谨慎推荐”的投资评级。

■ 关键逻辑与核心假设

- 国内各主要经济数据均将在2010年一季度达到年度的最好值。美联储在2010年一季度之前不会改变“较长时间维持低利率”的措辞，这将消除市场的加息预期，从而导致美元继续贬值趋势。

内容目录

1

远离周期底部，“高PE买入”投资逻辑告一段落

2

金属价格充分反应了现阶段的经济环境

3

一季度板块趋势投资正当时

4

金价暴涨引发的另类思考：从货币到大宗商品的赚钱路径

5

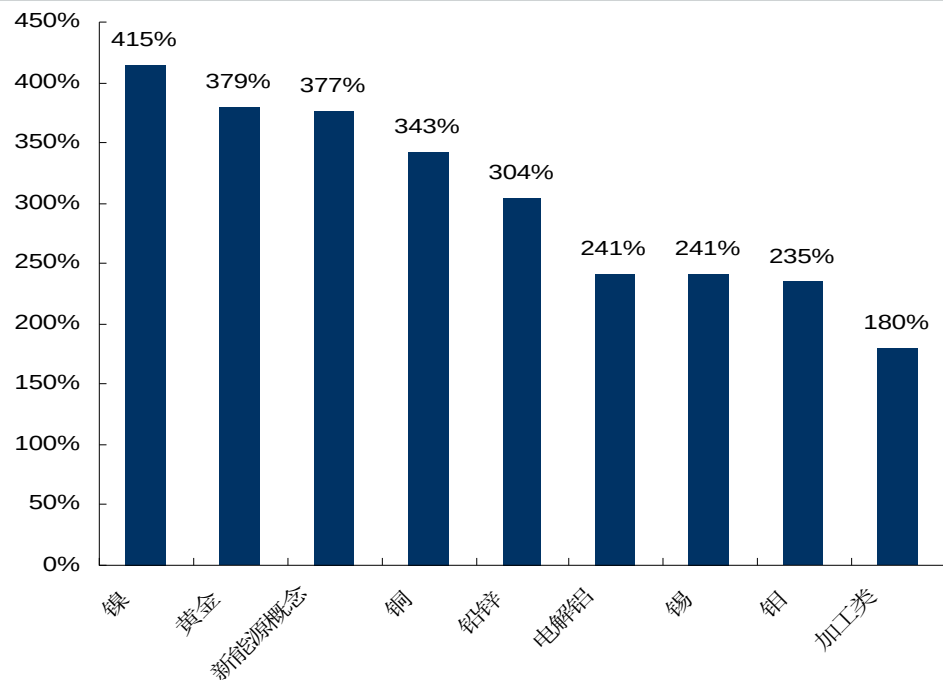
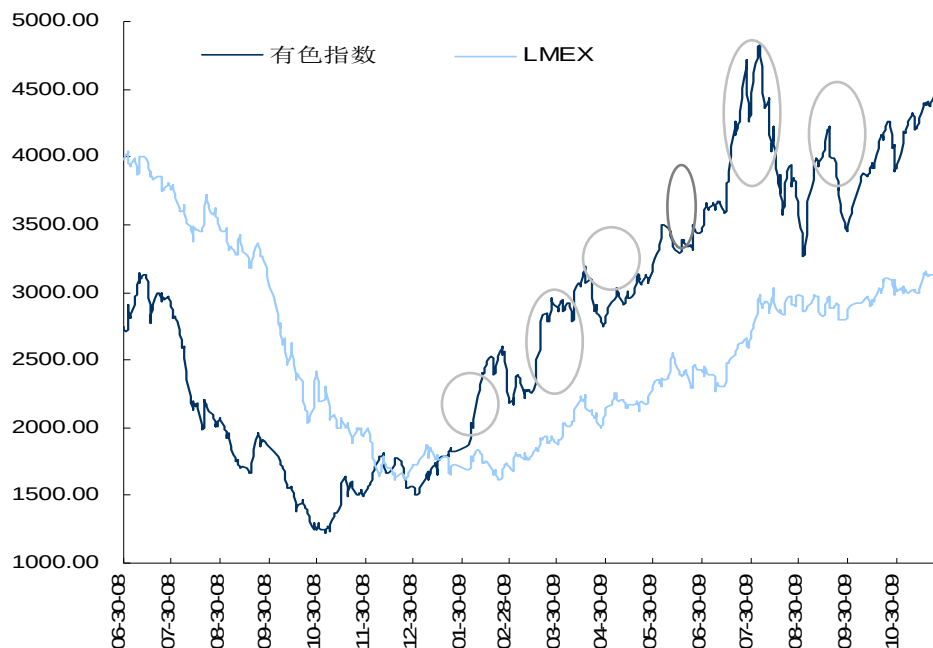
平稳市下侧重做Alpha

6

行业投资评级及策略建议

1.1 前三季度，板块趋势性投资体现得淋漓尽致

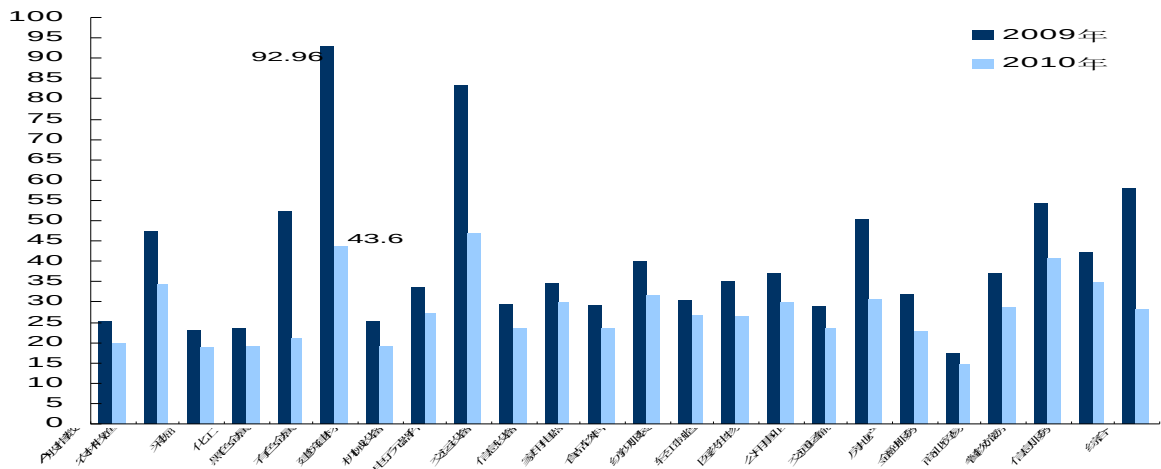
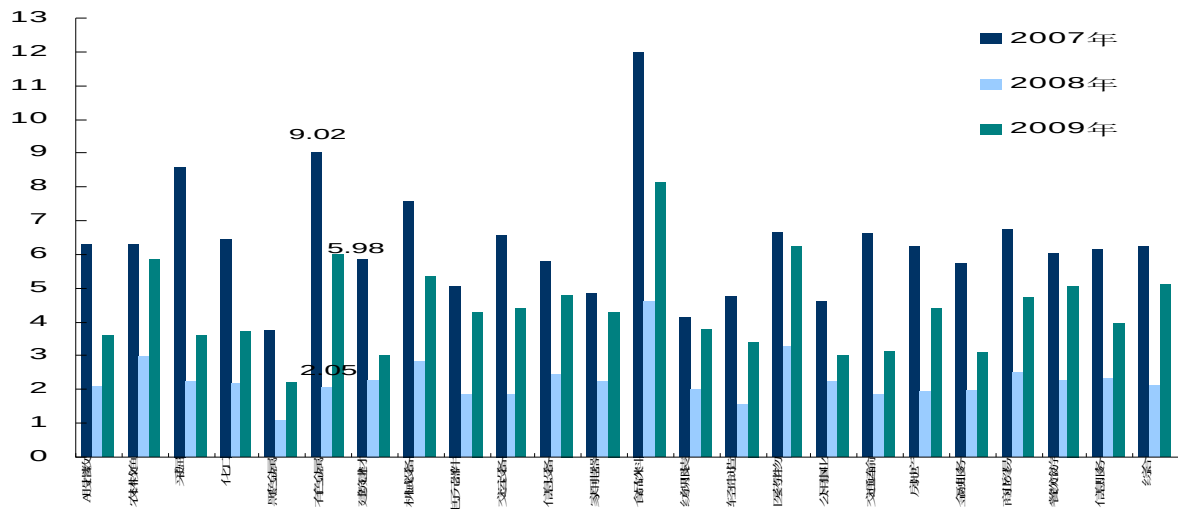
- 板块上演了触底后至今的六波上扬行情，每波行情都有清晰的驱动因素。且除了8月初到9月初板块跟随大盘出现幅度较深的调整外，其余的每波行情均呈现大幅上涨、小幅调整，整固后继续上扬的态势。



- 截止11月30日，有色金属板块2009年以近189%的涨幅位列各行业涨幅榜首，同时也远超过A股指数近100%的涨幅。细分排序来看，涨幅最大的前四位是以吉恩镍业为代表的镍行业、以山东黄金为代表的黄金板块、以包钢稀土为代表的的新能源概念板块和以江西铜业为代表的铜板块。铅锌、电解铝等板块靠后。

1.2 “周期底部高PE买入”的投资逻辑告一段落

- 首先，大宗商品价格已经完全走出低谷，“周期底部高PE买入”的投资逻辑告一段落。目前市场更注重是否有实质的基本面利好支撑金属价格继续上扬，而恰恰现阶段基本面存在较多不确定因素，市场担心基本金属价格出现调整。
- 其二，目前支撑黄金和各类基本金属价格最关键的因素当属美元指数，而美元指数是否实质性地跌破75有待观察。
- 其三，从第三季度业绩情况来看，绝少有公司业绩超预期，导致目前的板块估值不便宜。
- 最后，年关将至，震荡较大的周期内板块短期较大程度不会成为投资者的首选。



内容目录

1

远离周期底部，“高PE买入”投资逻辑告一段落

2

金属价格充分反应了现阶段的经济环境

3

一季度板块趋势投资正当时

4

金价暴涨引发的另类思考：从货币到大宗商品的赚钱路径

5

平稳市下侧重做Alpha

6

行业投资评级及策略建议

2.1 各金属价格回到金融危机爆发之前的平台

- 理论上，资源型企业的盈利状况已经完全恢复正常。电解铝行业的盈利状况相对较差，但对于具备成本优势的骨干企业而言，目前超过2000元的吨毛利也是可观的。

国内各金属价格与企业生产成本比较 单位：元/吨

	铜	铝	锌	锡	镍
牛市周期最高价	82000	24700	34200	160250	451500
牛市周期大致起点	17500	13000	9100	47000	85000
周期最大涨幅	369%	90%	276%	241%	431%
2008年调整至最低点	22980	10125	10125	96500	84000
调整幅度	-71.98%	-59.01%	-70.39%	-39.78%	-81.40%
目前价格	55000	15700	18300	116250	127750
反弹幅度	139.34%	55.06%	80.74%	20.47%	52.08%
回到历史高点所需涨幅	49.09%	57.32%	86.89%	37.85%	253.42%
资源企业生产成本（大致）	22000		6500	55000	硫化矿58000,红土矿90000
纯冶炼企业冶炼成本（大致）	1630	13550	4100	5000	
吨毛利	31370	2150	7700	56250	47750
行业毛利率	57.04%	13.69%	42.08%	48.39%	37.38%

2.2 并充分反应了其所在的宏观经济大背景

- 通过统计目前各金属价格在历史上出现时的类似时间段。发现类似时间段对应的系列行业有效先行指标均是要优于或者相当于目前水平的。特别是如果只看美国GDP的情况，那么毫无疑问，目前的金属价格已经充分反应了其所在的宏观经济大背景。

	目前价格 (美元/吨)	类似时间段	美国GDP 增速	PMI			欧元区建筑 产量指数	美国三大车厂销售(辆)	美国新建住宅开工经季调
				美国	欧洲	中国			
铜	7000左右	2008-10-3	0.44%	43.5	45	51.2	97.9	389,835 趋势向下	同比-40.70%; 环比-7.20%
		2007-12-27	2.14%	48.4	52.6	53.3	104	703,958环比上升同比下降	同比-38.00%, 环比-13.40%
		2007-3-29	2.14%	50.7	55.4	52.3	106.6	797,176环比上升同比下降	同比-25.45%; 环比1.0 5
		2006-4-26	2.67%	56	58.7	58.1	101.9	773,179环比上升同比下降	同比-13.10%; 环比-7.50%
铝	2025	2008-11-5	0.44%	38.7	43.6	44.6	96.7	356,165趋势向下	同比-46.50%, 环比-14.20%
		2005-11-28	3.05%	56.5	55.1	54.1	100.9	620,886同比下降	同比16.40%; 环比4.00%
锌	2285	2008-5-19	0.44%	49.6	50.6	53.3	101.5	620,870同比下降	同比-32.80%; 环比-3.00%
		2006-3-15	2.67%	54.5	58.3	55.3	100.2	846,049同比下降	同比6.20%, 环比-7.10%
铅	2395	2008-5-8	0.44%	49.6	50.6	53.3	101.5	620,870同比下降	同比-32.80%, 环比-3.00 %
		2007-6-13	2.14%	52.8	55	53.3	104.8	731,470同比下降	同比-19.00%, 环比2.30 %
锡	15155	2008-10-9	0.44%	43.5	45	51.2	97.9	389,835趋势向下	同比-40.70%; 环比-7.20%
		2007-8-23	2.14%	51.2	54.3	53.4	103.9	753,260同比下降	同比-17.40%; 环比-1.80%
镍	16810	2008-9-22	0.44%	43.5	45	51.2	98.1	504,746趋势向下	同比-27.20%; 环比-3.20%
		2006-6-14	2.67%	52.3	50.8	54.1	103.1	773,179同比下降	同比-11.70%; 环比-7.2 0%
黄金	1192	历史新高							
目前宏观环境:			-2.73%	55.7	53	55.2	89.7	374,079	同比-33.6; 环比-10.6%

2.3 “中国因素”目前看来是在弱化

中国1~10月基本金属进出口数据

进 口	10月	环比%	1-10月	同比%
精炼铜	169,374	-40.11%	2,746,334	148.97
原铝	25,950	-77.82%	1,396,926	1273.51
精炼镍	11,378	-44.47%	222,510	120.67
精炼铅	2,950	-50.32%	153,271	535.41
精炼锌	27,839	-21.91%	629,142	266.05
出 口	10月	环比%	1-10月	同比%
精炼铜	18,508	72.89%	48,678	-47.6
原铝	3,175	40.80%	15,106	-75.99
精炼铅	1,854	-28.75%	17,983	-43.59
精炼锌	4,347	143.53%	12,974	-79.55
精炼镍	5,900	87.00%	20,610	271.86

基本金属三月期货沪伦价格比值变化

	2007年11月27日	2009年高比值	2009年11月27日
铜	8.46	9.6	7.77
铝	7.08	9.77	7.4
锌	7.95	9.52	7.79
铅	7.23	11.99	6.69
锡	8.65	10.03	7.78
镍	9.2	10.6	7.7

中国1~10月基本金属产量 单位：吨

基本金属产量	10月	上月	环比%	1-10月	同比%
精炼铜(铜)	399,300	394,800	1.1	3,479,800	9.7
原铝(电解铝)	1,260,000	1,207,200	4.4	10,370,600	-5
锌	405,200	410,300	-1.2	3,518,200	5.8
铅	345,700	342,000	1.1	3,159,400	19.4
镍	19,062	20,419	-6.6	176,651	17.9
锡	12,559	10,458	20.1	106,313	-5.5
矿产品金属含量	10月	上月	环比%	1-10月	同比%
铜	96,700	99,000	-2.3	834,100	7.1
氧化铝	2,417,400	2,211,000	9.3	19,017,600	-2
锌	338,900	314,100	7.9	2,437,900	-7.7
铅	183,400	153,200	19.7	1,264,800	13.5
锡	5,900	3,700	59.5	51,400	17.4
锑	18,400	17,800	3.4	126,000	24.6
钼	19,607	19,023	3.1	169,614	11.6
金属制品及合金	10月	上月	环比%	1-10月	同比%
铜材	854,600	869,300	-1.7	7,860,700	18.7
铝材	1,687,200	1,593,900	5.9	14,103,600	12.1

2.4 库存持续增加的现象已经存在了较长时间



基本金属LME库存变化情况

单位：吨

	2008年12月31日库存	2009年11月27日库存	增幅	美国增加	欧洲增加	亚洲增加
铜	339,775	435,075	28.05%	150,875	-84,000	27,950
铝	2,328,900	4,600,375	97.53%	958,350	895,125	418,000
铅	45,150	137,275	204.04%	62,625	28,550	950
锌	253,500	455,100	79.53%	243,425	22,850	-39,125
锡	7,790	26,805	244.09%	1,140	190	17,685
镍	78,390	135,480	72.83%	-162	39,012	18,240

2.5 铜：2010年上涨和下跌空间均有限

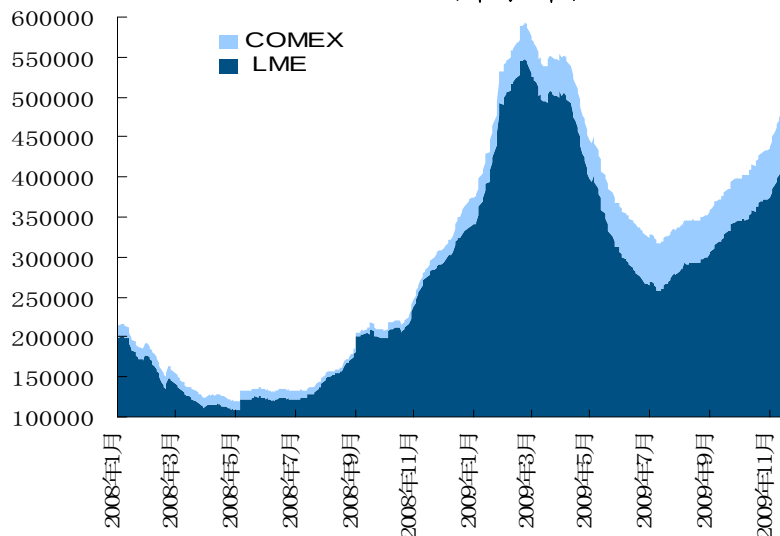
- SHFE铜库存增至10万吨以上，为五年来首见。这说明中国的需求正在减弱，中国1~10月份已经吸收了全球257万吨的精炼铜。LME全球库存体系中约有62%的铜存放在美国，加上COMEX的库存，美国铜库存占全球库存总量的55%左右。目前美国和欧洲的库存还没有明显加速增长的迹象。不过，一旦LME库存增长加快，就意味着全球其他地区需求回暖持续落后于中国。

SHEF铜库存 单位：吨

142000
122000
102000
82000
62000
42000
22000
2000

2003 2003 2004 2004 2005 2005 2006 2006 2007 2007 2008 2008 2009 2009

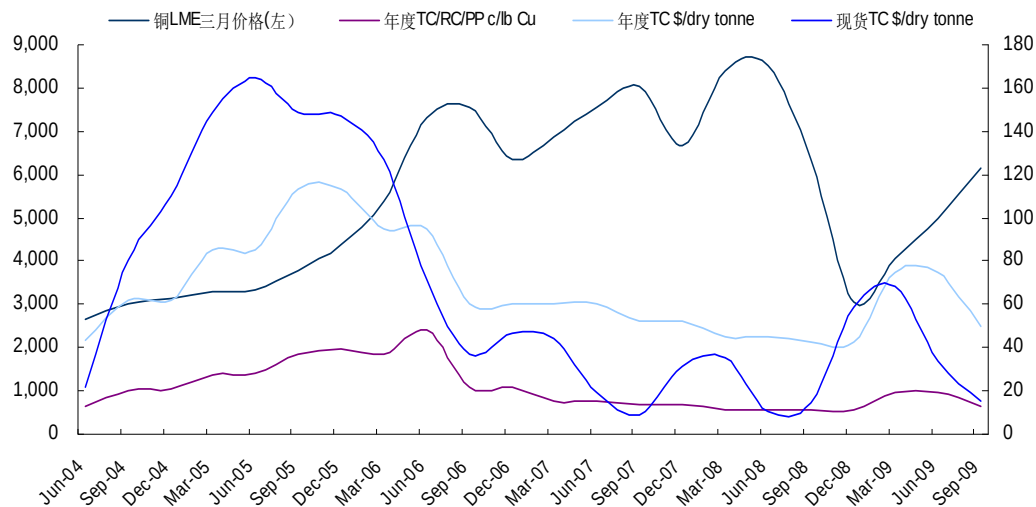
LME&COMEX铜库存 单位：吨



- 当然，虽然铜库存存在增加，但关键是增幅还非常有限。目前LME铜库存仍大大低于今年2月24日548,400吨的年内高位。而且即便是今年高位，与先前周期高点相比仍显得渺小。2000年3月，LME铜库存最高点接近850,000吨。2002年注册库存近100万吨大关。换言之，当前LME库存的上升趋势受到限制，并不足以挑战各界对全球制造业复苏的信心。

2.5 铜：2010年上涨和下跌空间均有限

- 中国长期低于30%的资源自给率，而铜精矿集中在少数几个国际矿业巨头手里，导致这个行业的“中国因素”最为浓厚。另外，作为基本金属的龙头，自身的“金融属性”也始终会体现得更加淋漓尽致。



铜的供需平衡表 单位：千吨

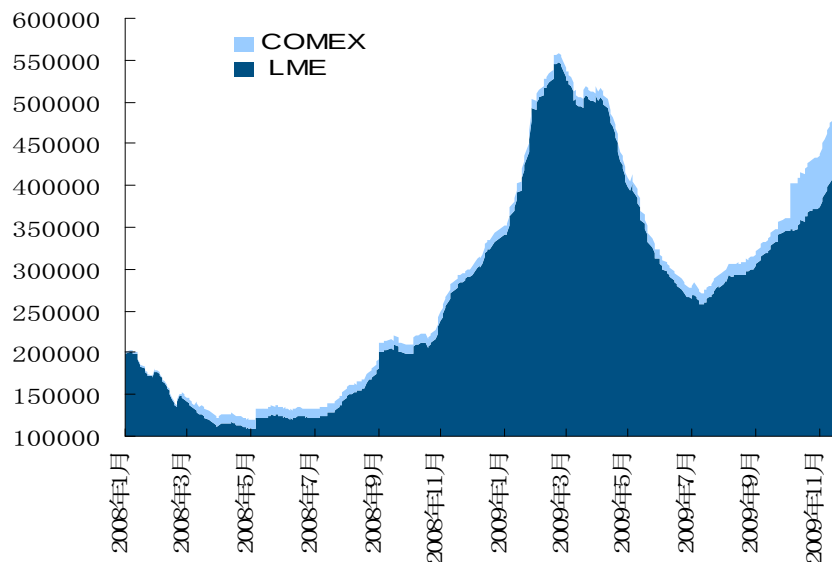
	2006	2007	2008	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f
消费:								
OECD 国家	9399	9135	8466	7092	7421	7687	7770	7834
中国	3998	4637	4845	5499	6021	6473	6926	7411
其他新兴市场	3970	4235	4390	3911	4266	4462	4668	4886
全球	17367	18007	17701	16503	17709	18622	19364	20131
增速	3.2	3.7	-1.7	-6.8	7.3	5.2	4	4
供给:								
全球	17251	17939	18100	17212	17722	18508	19243	20058
增速	4.3	4	0.9	-4.9	3	4.4	4	4.2
过剩/(缺口)	-116	-68	399	709	13	-114	-121	-73
存货消费比	12.4	11.5	14.7	31.4	29.6	25.9	22.6	20.4

- 智利Codelco与中国签订2010年进口电解铜长单基准价确定为升水85美元/吨，2009年签订的基准价为升水75美元/吨。现货贸易升水将导致中国进口电解铜成本直接增加，同时也说明2010年精炼铜产量将会供不应求。

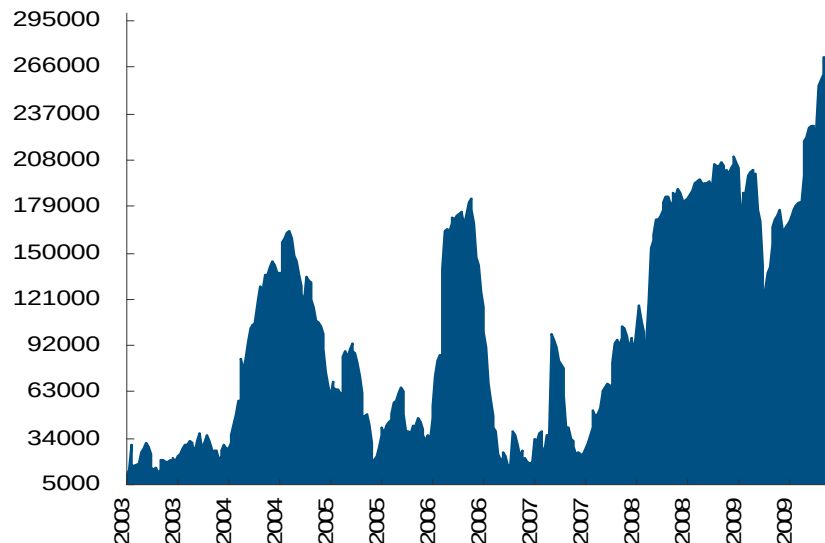
2.6 铝：基本面外强内弱的迹象明显

- LME铝库存从9月16日创下462.9万吨的历史高位后有见顶迹象。欧洲制造商至今已经进行了大量的去库存化，去库存化结束以及市场信心改善都将使得订单增加。未来一年，预计在全球需求强劲复苏的支撑下，中国以外的制造商有重新备库的可能，这将导致LME以及场外库存转移至西方制造商仓库。目前，欧洲现货铝溢价继续走高，近期高达90美元/吨，08年12月为30美元/吨。国外电解铝基本面正在逐渐回暖。

LME&COMEX铝库存 单位：吨



SHEF铝库存 单位：吨



- 但国内库存继续攀升，上海SHEF库存已达到27.26万吨，同时国内铝价现货持续跌水。目前有消息称中国的私有原铝库存目前可能已至100万吨左右。这些库存包括上海期货交易所仓库原铝，但不包括国有原铝库存，显示国内供应压力较大。

2.6 铝：基本面外强内弱的迹象明显

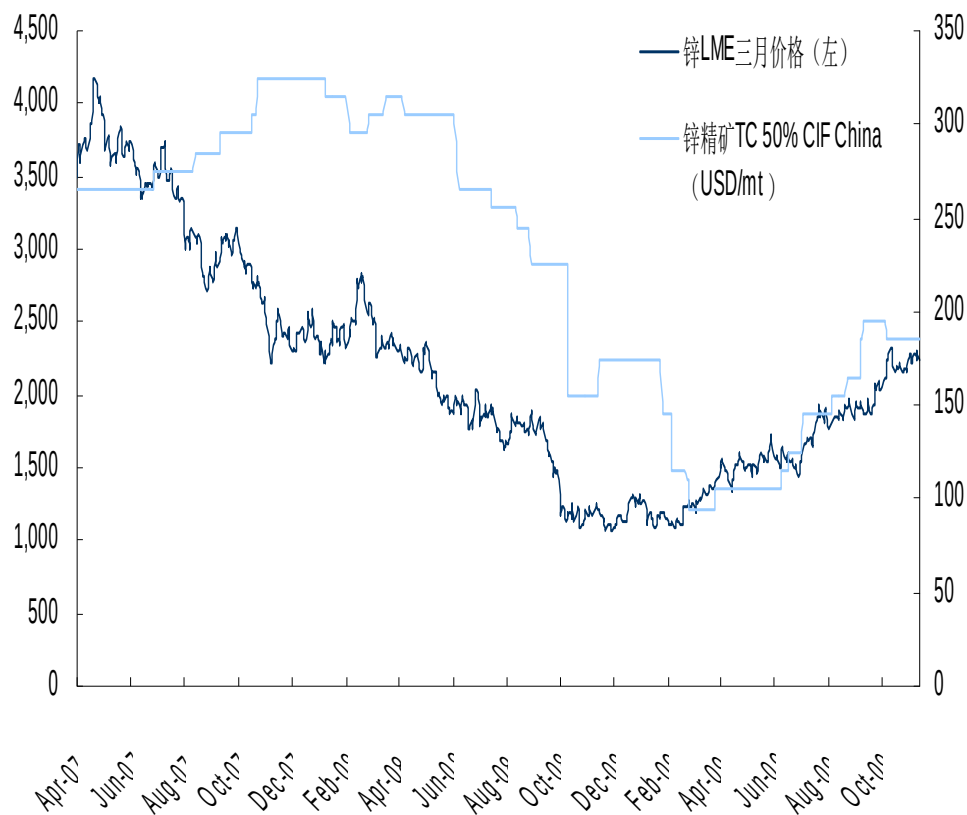
- 目前较高利润的支撑以及铝企自身经营状况的好转，使得国内铝产能扩张弹性明显高于全球整体水平，而产能的快速恢复和扩张将逐步替代大量进口铝成为抑制了国内铝价表现的主要因素。
- 在下游消费市场尚可，成本上升能被消化的情况下，电解铝价格将呈现一定程度上的成本推动型上涨。但由于目前国内外铝市均处于过剩状态，生产成本的上升也可能并不能转嫁到下游。从长远来看，我们认为氧化铝、炭素和氟化盐等辅料价格的上涨以及电解铝自身产能过大都将对铝价形成一定压力。

铝的供需平衡表 单位：千吨

电解铝	2006	2007	2008	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f
消费：								
OECD 国家	18843	18478	17502	14698	15233	15884	16230	16502
中国	8752	12071	12604	13423	14900	16092	17379	18769
其他新兴市场	6920	7406	7694	7390	7935	8420	8950	9581
全球	34515	37955	37668	35511	38068	40396	42559	44852
增速	7.9	10	-0.8	-5.7	7.2	6.1	5.4	5.4
供给：								
全球总量	38468	41448	46022	47524	48997	50642	52532	54820
使用率	88.2	92	87.2	77.5	78.9	80.2	81.1	81.8
全球产量	33913	38120	40130	36840	38650	40600	42600	44850
增速	6.1	12.4	5.3	-8.2	4.9	5	4.9	5.3
过剩/(缺口)	-602	165	2462	1329	582	204	41	-2
存货消费比	28.2	27	44.1	60.5	62	60.2	57.5	54.6

2.7 锌：需求有望持续回升，但供应弹性更大

- 国内进口锌精矿加工费继续攀升达到190-200美元/吨。市场认为锌精矿宽松状态会持续到明年上半年，谨慎一点看至少今年年底之前精矿会一直宽松。
- 目前锌冶炼厂希望在提高进口加工费的同时，能恢复价格参与。所以供给在锌精矿加工费高企之下有望持续增加。



2.7 锌：需求有望持续回升，但供应弹性更大

- 锌的需求有望持续回升，但供应弹性也非常之大，供应过剩还处于加大趋势，今年的过剩主要是中国造成的，而明年则有可能是全球共同创造更大的库存。目前支持锌价的主要是通胀预期、仍然丰富的流动性，铜等其他商品对锌的拉动作用有限，对于未来的锌价我们报以谨慎态度。

表10：锌的供需平衡表 单位：千吨

	2006	2007	2008	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f
消费：								
OECD 国家	5481	5312	5031	4177	4350	4488	4537	4564
中国	3300	3600	3875	4069	4354	4615	4892	5185
其他新兴市场	2273	2349	2303	2201	2247	2297	2364	2448
全球	11054	11261	11209	10447	10951	11400	11792	12197
增速	5.1	1.9	-0.5	-6.8	4.8	4.1	3.4	3.4
供给：								
全球	10653	11406	11666	10950	11200	11400	11700	12100
增速	4.5	7.1	2.3	-6.1	2.3	1.8	2.6	3.4
过剩/(缺口)	-429	138	457	503	249	0	-92	-97
存货消费比	16.7	19.7	34.7	54.8	60.6	58.2	53.4	48.7

内容目录

1 远离周期底部，“高PE买入”投资逻辑告一段落

2 金属价格充分反应了现阶段的经济环境

3 一季度板块趋势投资正当时

4 金价暴涨引发的另类思考：从货币到大宗商品的赚钱路径

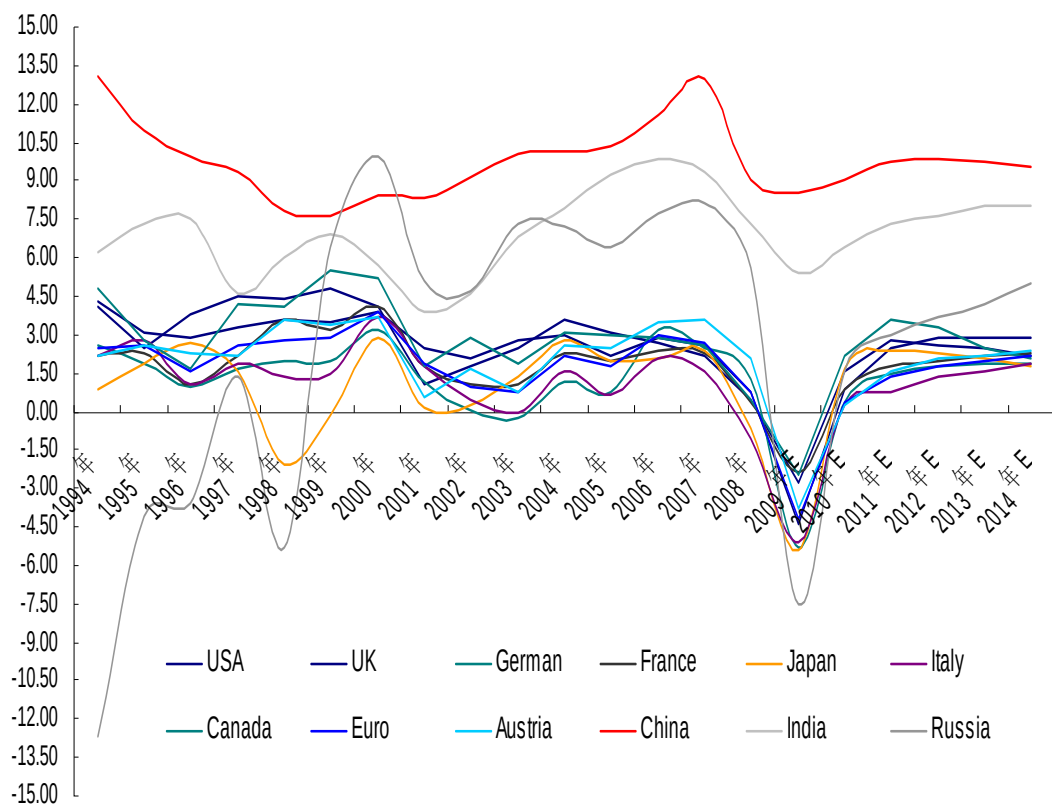
5 平稳市下侧重做Alpha

6 行业投资评级及策略建议

3.1 2010年趋势性投资大环境已远不如2009年

- 全球经济处在谷底，但各国刺激经济的利好层出不穷，必然导致剧烈的宏观波动，从而也引发强周期的行业的经营环境和利润出现极度剧烈的波动；其次，全球经济环境的震荡，不可避免的也导致与经济息息相关的其他因素如美元走势、原油价格走势、通货膨胀预期、流动性因素等震荡加剧——在这样的环境下，自上而下投资成为了市场的主流投资手段，由此带来的板块趋势投资机会也就越大。
- 2008年~2009年，全球GDP年波动幅度至少超过4%，幅度大的甚至超过15%。但回顾历史，我们发现GDP剧烈波动的情形在整个经济周期里只占到三分之一，其他时间段中的宏观经济则是平稳发展的。从现在的时点往后看，未来中国可能重新进入一个相对的稳定期，宏观经济出现大幅度波动的可能性不大，系统性投资机会将远不如2009年。

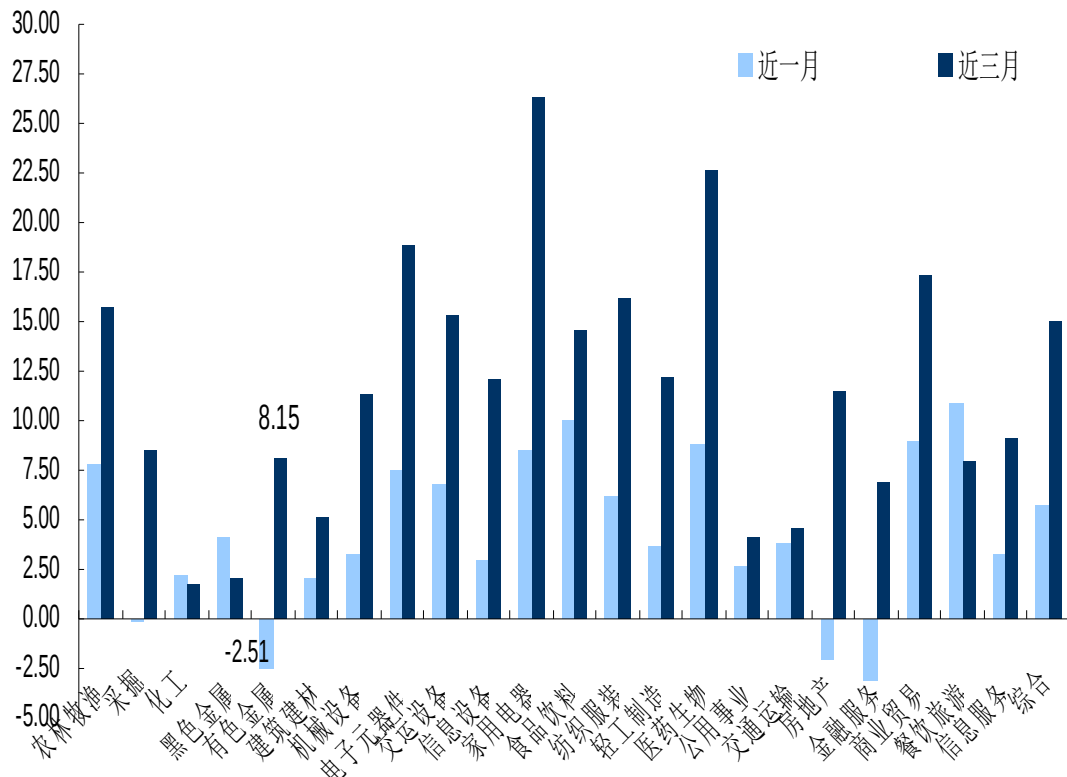
各主要国家GDP增速情况 单位：%



3.2 但一季度仍是建仓做板块趋势投资的最好时段

- 近三个月来看，有色板块涨幅为-8.15%，同时段大盘综合指数涨幅为15%。板块在近三个月来的涨幅远落后于大盘。而与此同时，黄金迭创历史新高、伦铜、沪铜、沪铝和沪锌均创出了两年内的新高。
- 我们前一阶段已经分析了板块为什么在四季度滞涨的原因。但我们觉得大部分滞涨的动因在2010年的一季度均将反转成为推动板块整体上扬的诱因。

各板块近一个月及近三个月来的涨幅对比 单位：%



3.2 但一季度仍是建仓做板块趋势投资的最好时段

- 2009年11月至2010年3月，宏观指标的基数效应会表现得淋漓尽致，一年前周期性行业大幅下滑，未来5个月将大幅反转。根据国信宏观研究组的测算，各主要经济数据均将在2010年一季度达到来年的最好值。
- 2010年1季度GDP同比增长要达到13%以上，固定资产投资、汽车销量和地产销售额同比值预计将在一季度达到全年的增速峰值。国内PMI则有可能在明年4月达到全年最高值。我们认为这样的经济大背景非常符合做强周期性行业的趋势性投资。

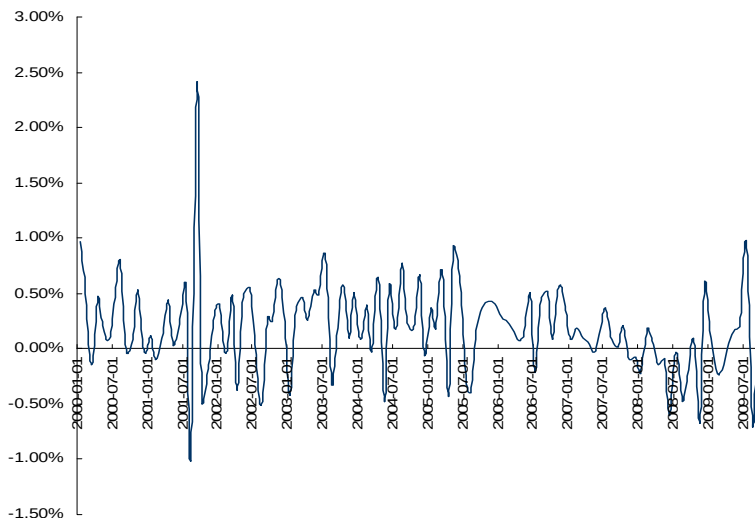
表11: 各时间段各类经济数据月度同比预测

指标	Q1	Q2	Q3	Q4	2010年全年	2009年预计
GDP	13.80%	10.60%	10.00%	9.70%	10.80%	8.50%
固定资产投资	30.10%	20.50%	23.50%	26.50%	25.00%	33.00%
消费品零售	21.40%	19.80%	18.50%	17.10%	19.00%	15.90%
进口	40.10%	24.20%	17.30%	16.50%	22.70%	-13.20%
出口	22.30%	27.40%	23.10%	17.20%	22.00%	-16.70%
CPI	1.60%	2.10%	2.30%	2.50%	2.10%	-0.80%
PPI	1.90%	3.50%	3.00%	2.20%	2.60%	-5.40%
PMI	16.70%	11.30%	6.00%	1.10%	8.50%	5.00%
M1	29.90%	23.30%	19.60%	18.10%	18.10%	32.00%
M2	24.00%	20.00%	19.10%	19.20%	19.20%	28.00%
新增贷款	-53.40%	-15.50%	35.40%	-14.90%	-27.60%	99.80%
新增存款	-55.30%	-39.60%	130.00%	27.70%	-21.30%	66.70%
财政收入	48.30%	37.50%	30.40%	31.50%	36.40%	14.20%
财政支出	0.30%	11.00%	14.10%	20.70%	12.20%	-1.80%
汽车销量	72.50%	44.50%	25.60%	21.20%	38.00%	46.70%
地产销售额	50.5%	23.00%	25.60%	16.70%	24.10%	62.60%
国外直接投资	15.30%	19.90%	22.90%	31.60%	21.40%	-7.00%

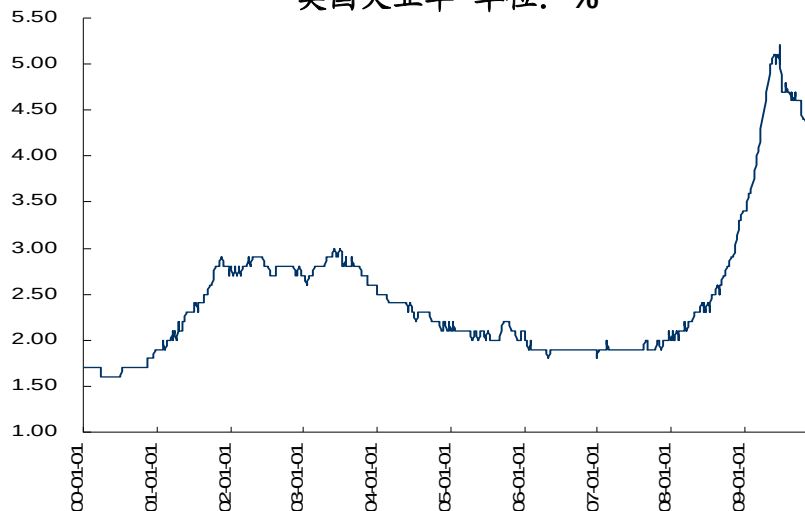
3.2 但一季度仍是建仓做板块趋势投资的最好时段

- 美联储是否“较长时间维持低利率”主要取决于三个指标。1) 实际消费支出增速是否恢复到历史平均水平之上; 2) 失业率是否趋势性见顶回落; 3) 通胀是否维持在可控范围之内。从目前的数据来看, 三者都不足以让美联储改变措辞, 而失业率的趋势性见顶回落至少需要3个月的数据确认, 这将导致至少在10年3月份之前美联储不会改变“较长时间维持低利率”的措辞。从而消除市场的加息预期, 导致美元继续贬值。

美国个人消费支出增速（月环比） 单位%



美国失业率 单位: %

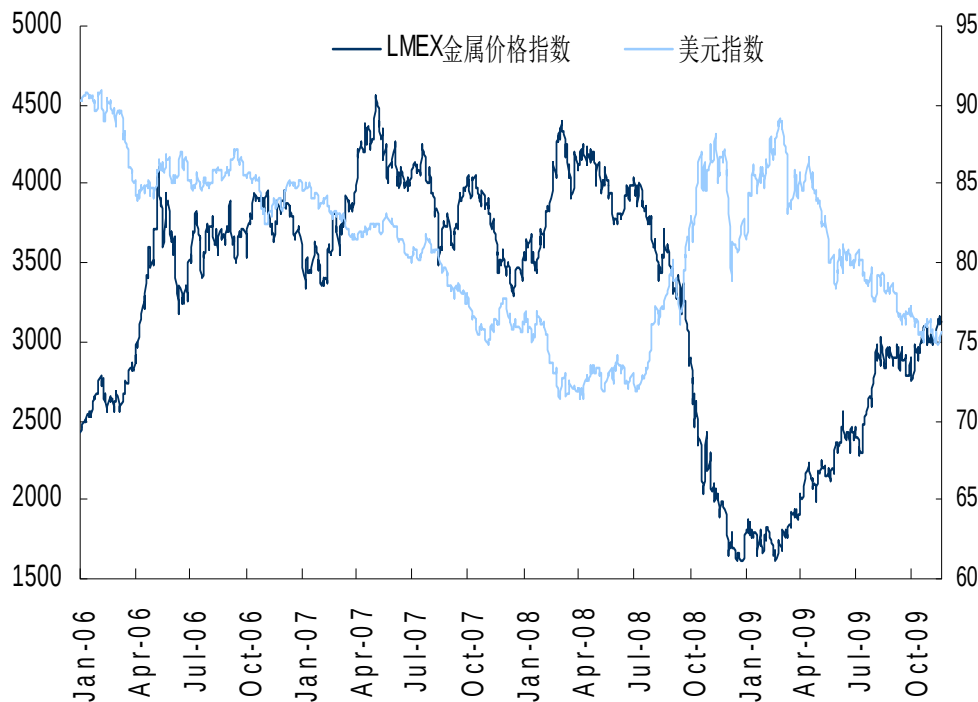


- 避险和套息交易是影响目前美元汇率的主要因素, 只要美联储不改变“较长时间维持低利率”的措辞, 则套息交易仍将源源不绝。
- 随着经济的复苏, 市场的避险情绪总体而言处于下降趋势, 因此我们认为美元贬值仍是未来一段时期的主基调。美元继续处于贬值通道将有利于大宗商品价格和热钱流入。

3.2 但一季度仍是建仓做板块趋势投资的最好时段

- 传统意义上的金属上游消费旺季将在一季度末展开，需求带动的金属价格上涨也将迎来一个小高潮。同时，理论上第一季度的业绩同比和环比均将出现较大幅度的增长。这同样会成为市场趋势投资的强有力的理由。
- 在目前黄金迭创历史新高、伦铜、沪铜、沪铝和沪锌均创出了年内新高的情况下，以江西铜业为代表的铜板块，中孚实业为代表的电解铝板块，中金岭南为代表的铅锌板块，除山东黄金外的资源类黄金板块均未跟随金属价格创出年内新高。所以，做2010年第一季度的趋势投资，我们觉得江西铜业、云南铜业、中金岭南、中孚实业、焦作万方、中金黄金、辰州矿业均是很好的投资标的。

美元指数与LMEX走势对比

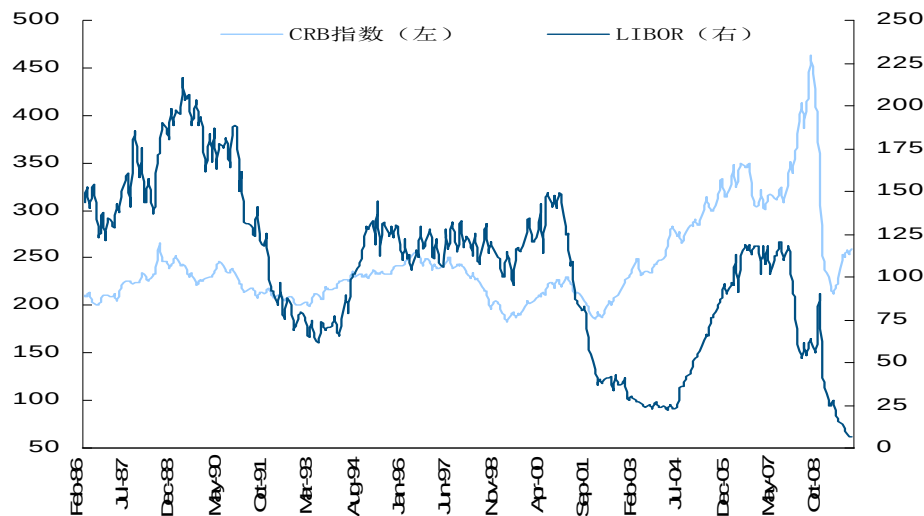


3.3 二季度开始做趋势性投资的大环境将出现弱化

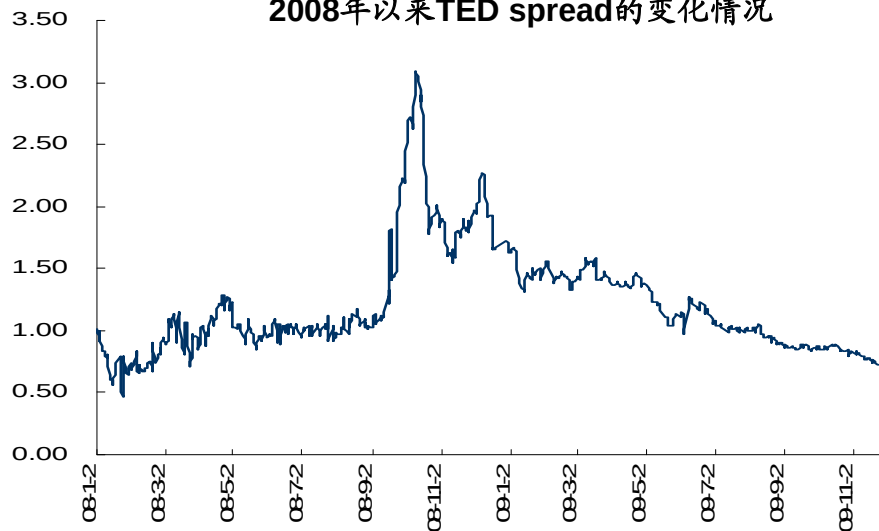
- 国信宏观研究组认为国内的宏观经济2010年4月末5月初可能出现风险点，因为1) 投资届时将由30%降至24%以下；2) 外贸增速基数效应收窄；3) 新增贷款将较年初出现较大回落。其他宏观指标也阶段性回落。明年宏观经济指标、汽车、地产销量同比增速均有可能前高后低，但二季度之后回落幅度不大。环比上，四个季度相对平稳——宏观环境开始进入相对平稳期意味着强周期性行业的Beta投资环境将出现弱化。
- 当然，目前大家对除中国以外的其他经济体的复苏抱以较大期望。然而，当金融危机爆发一年后，人们认为将迎来经济全面复苏时，迪拜金融危机再次向人们敲响警钟。迪拜案例说明，全球其他经济体的复苏态势目前还存在较大的不确定性。
- 不过，如果全球各经济体持续疲弱，导致各国持续维持较低利率的话，必定会在更大的程度上滋生通胀预期，也会导致流动性的持续泛滥。流动性是影响商品金融属性的重要方面，既有保值因素存在，也含有很大成分的投机因素，对市场价格产生助涨助跌的作用。这是支撑资源类板块（包括有色板块）趋势投资继续的可能出现的一种宏观经济背景。

3.3 二季度开始做趋势性投资的大环境将出现弱化

- 目前，两大指标同时指向全球流动性的充裕：首先，在全球步调一致的多次降息之后，泰德价差呈现持续下降趋势，目前一直处于历史较低水平。



2008年以来TED spread的变化情况



- 用美元3个月LIBOR来衡量市场的流动性，该指标在绝大部分时间同大宗商品价格呈相反走势，但经济危机时例外。若长期实施低利率政策，则为下一次金属牛市创造良机。事实上，我们发现从09年4月开始，CRB的走势与LIBOR势已经开始背道而驰。

内容目录

1

远离周期底部，“高PE买入”投资逻辑告一段落

2

金属价格充分反应了现阶段的经济环境

3

一季度板块趋势投资正当时

4

金价暴涨引发的另类思考：从货币到大宗商品的赚钱路径

5

平稳市下侧重做Alpha

6

行业投资评级及策略建议

4.1 黄金的基本面处于良性发展轨道

- 世界黄金协会发布的《第三季度黄金需求趋势报告》称：全球第三季度黄金供给为833吨，同比下降5%，环比下降8.46%。全球第三季度可确认的黄金总需求达802吨，同比下降35%。但第三季度黄金需求环比增加10.47%。中国黄金市场更是持续走高，第三季度黄金总消费需求同比增加12%，达到历史最高的120.2吨。黄金首饰需求上升8%，达到93.5吨。零售投资需求达到26.8吨的创纪录水平，比去年同期水平增长30%。可见黄金的基本面处于良性发展轨道。但我们认为，支撑黄金价格9月以来屡创历史新高的原因恐怕仍只能归结于美元近期来的持续贬值趋势。

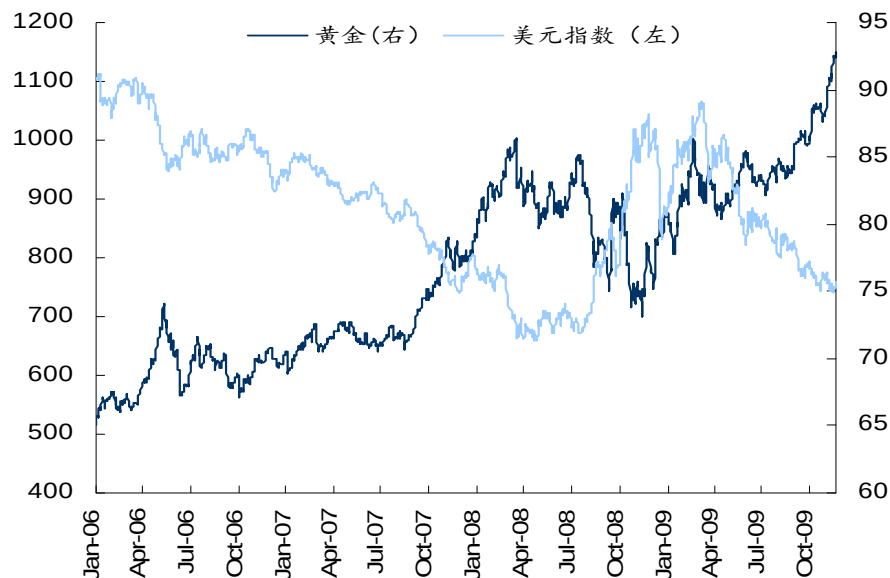
世界黄金协会供需表 单位：公吨

	2006	2007	2008	Q1'08	Q2'08	Q3'08	Q4'08	Q1'09	Q2'09	Q3'091
供应										
金矿产出	2,485	2,478	2,415	545	589	633	648	584	632	670
生产商净对冲	-410	-444	-351	-129	-122	-53	-47	-1	-31	-105
矿场总供应量	2,075	2,034	2,064	415	467	580	601	583	601	565
官方售金	365	484	236	77	69	77	13	62	5	15
循环利用黄金	1,128	958	1,209	360	275	216	358	569	314	283
总供应量	3,569	3,475	3,508	852	811	874	972	1,215	910	833
需求										
首饰	2,288	2,404	2,186	475	532	695	484	352	407	475
工业用金&牙科用金	460	462	435	116	118	112	90	80	94	100
装配用金小计	2,748	2,866	2,621	591	650	807	574	432	501	575
金条&金币零售投资	424	446	649	89	143	212	205	52	122	143
其他黄金零售投资	-8	-14	213	9	5	58	141	92	46	43
黄金ETFs及其他类似投资	260	253	321	73	4	149	95	465	57	41
总需求量	3,423	3,552	3,805	762	802	1,227	1,014	1,041	726	802
其他方式黄金投资	145	-77	-296	91	9	-353	-43	174	184	31

4.2 美元走势成为了1100美元/盎司之上的金价举足轻重的影响因素

- 黄金突破1100美元之后已没有任何价格走势的参考指标，包括技术面的阻力位和支持位，目前仅能从历史上黄金价格运行周期以及美元走势等方面来对未来黄金价格走势加以分析判断。

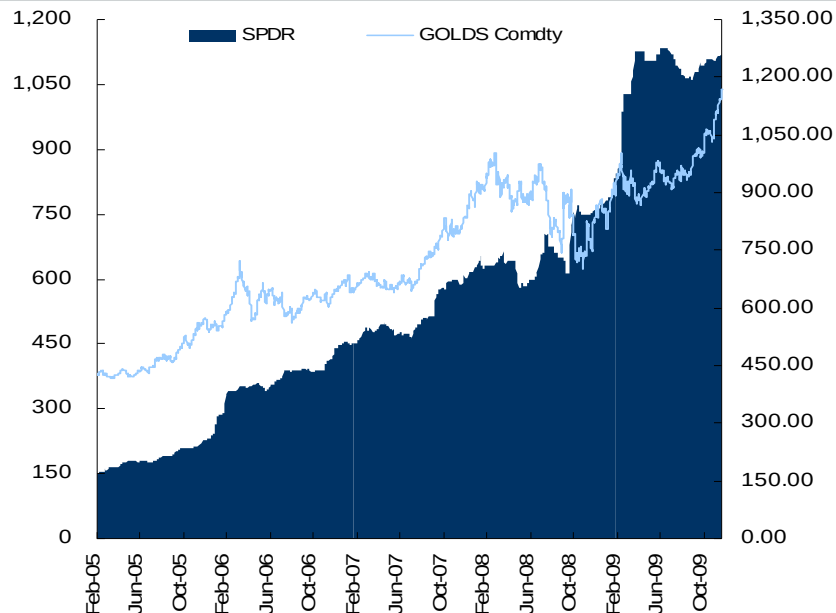
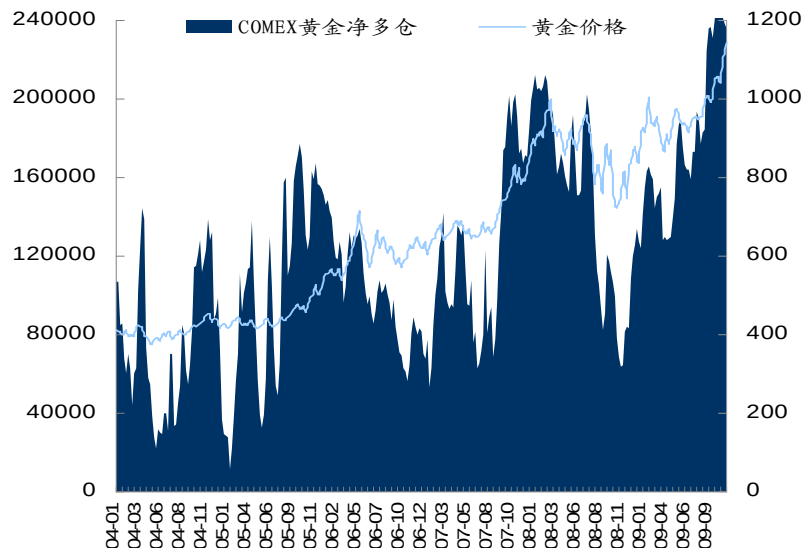
黄金与原油价格的比值关系变化



- 另外一种情况，一旦经济出现实质性好转且并未伴随预期中的大幅度通货膨胀，这时原油价格也将出现反转，迅速将黄金与原油的比价关系拉回正常水平，有利于金价稳定在高位。目前原油价格已达到76美元/桶以上，黄金与原油的比价已下降至15左右，等于其长期中值15的水平，对金价已构成支撑。

4.3 继续中长期看好黄金价格，但“从货币到大宗商品的赚钱路径”值得我们警惕

- 近期黄金价格无间断式的暴涨让我们想起了2008年7月底一路上涨至每桶146.65美元高位的油价，当时一直有国际投行在一旁摇旗呐喊助威，直到货币泡沫无法支撑，油价又直线式的下跌至不到33美元/桶。而此次，国际投行的口号是2010年的金价将达到1350美元/盎司。
- 投资者以零利率甚至负利率借入大量美元，而后做空美元，因为美元汇率的下跌会使美元空头头寸产生巨额资本收益，同时以很高的杠杆买入高收益资产和其他全球性资产。



- 很明显，目前国际资源类期货交易上涨，又到了不能反应实体经济实际好转情况的地步，只能认为是宽松货币环境下滋生的投机乐园。国际金融巨头们正在期货市场上摆弄货币泡沫，由此从外汇市场、大宗交易市场赚取暴利。货币泡沫继续下去就会延长板块趋势投资的时间。
- “从货币到大宗商品的赚钱路径”值得我们警惕，一旦货币泡沫无法支撑，大宗商品价格中的“金融属性”部分又将崩塌。

内容目录

1

远离周期底部，“高PE买入”投资逻辑告一段落

2

金属价格充分反应了现阶段的经济环境

3

一季度板块趋势投资正当时

4

金价暴涨引发的另类思考：从货币到大宗商品的赚钱路径

5

平稳市下侧重做Alpha

6

行业投资评级及策略建议

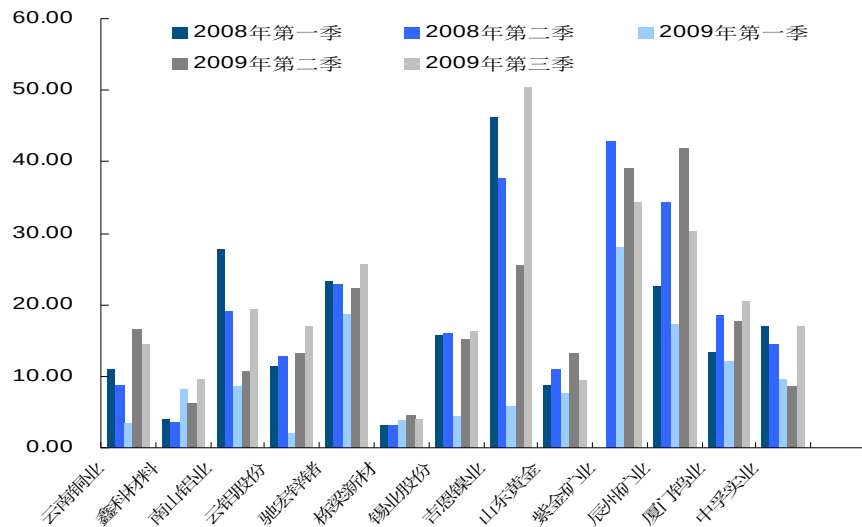
5.1 2010年应侧重于自下而上精选个股

- 2006年以来，有色金属行业的暴涨暴跌已经深入人心，这个板块的趋势投资特征感觉正在被市场长期化，规律化。但事实上这种趋势投资是需要大起大落的宏观经济背景去配合的。如果接下来的宏观经济趋于平缓，强周期行业的弹性会下降，系统性的机会会逐步让位于个股的业绩差异。我们觉得2010年从大布局来看，要开始注重自下而上的精选个股。
- 当然，在周期类板块中寻找持续高成长的公司确实有一定难度。但中国是发展中国家，作为基础原材料行业的有色金属行业股票在我国重化工业阶段以及消费升级阶段兼具成长性。有色金属资源的不可再生性以及其战略意义将使得该行业成为未来的持续热点。
- 在技术水平、管理水平相差不大的情况下，有色行业公司的核心竞争力就在于对资源的控制和产业链的长短。作为拥有稀缺的不可再生的资源的上游始终处于主动地位，分享到利润大头是理所当然的。另外，对于技术含量高的加工产品、由于难以替代或者可以替代性能低的产品，也是可以获取较高的利润。

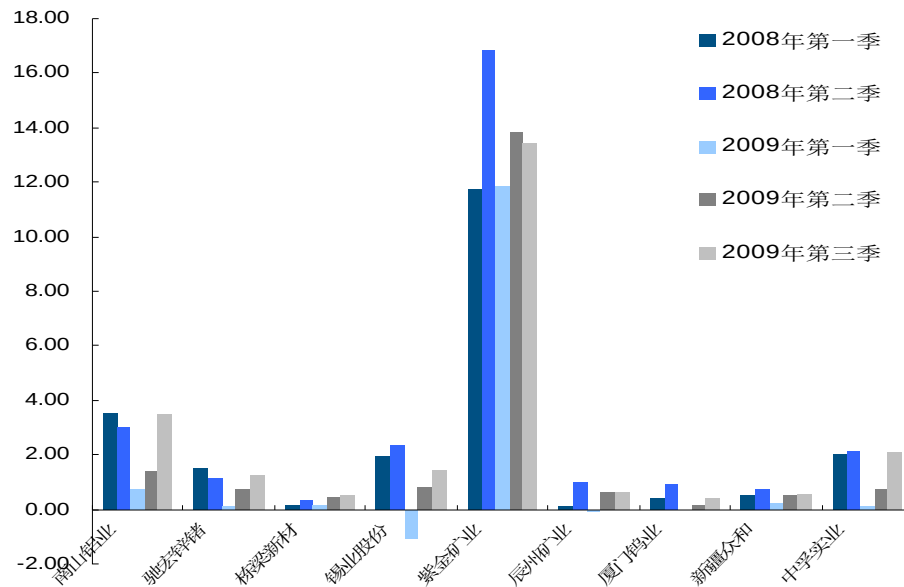
5.2 系统性的机会会逐步让位于个股的业绩差异

- 在主要产品金属价格尚未回升至前期高点的情况下，栋梁新材、辰州矿业、中孚实业、厦门钨业、云南铜业、云铝股份、驰宏锌锗、锡业股份和吉恩镍业九家公司09年第三季度的毛利率已经同时超过了2008年第一季度和第二季度的单季毛利率。

各公司季度毛利率比较 单位：%



各公司季度营业利润比较 单位：亿元



- 栋梁新材和驰宏锌锗两家公司第三季度单季营业利润还超过了2008年第二季度的单季营业利润。从销售毛利率回升速度加快的研究角度来看，我们认为辰州矿业、栋梁新材、中孚实业、驰宏锌锗和云南铜业值得我们下一个阶段重点跟踪。

内容目录

1

远离周期底部，“高PE买入”投资逻辑告一段落

2

金属价格充分反应了现阶段的经济环境

3

一季度板块趋势投资正当时

4

金价暴涨引发的另类思考：从货币到大宗商品的赚钱路径

5

平稳市下侧重做Alpha

6

行业投资评级及策略建议

6.1 给予行业“谨慎推荐”的投资评级

- 导致进入四季度的有色板块与金属价格出现较大背离的多重滞涨动因在2010年的一季度均将反转成为推动板块整体上扬的诱因。一季度也将因此成为2010年板块趋势投资的最好时段。在目前黄金迭创历史新高、伦铜、沪铜、沪铝和沪锌均创出了年内新高的情况下，以江西铜业为代表的铜板块，中孚实业为代表的电解铝板块，中金岭南为代表的铅锌板块，除山东黄金外的资源类黄金板块均未跟随金属价格创出年内新高。我们觉得，江西铜业、云南铜业、中金岭南、中孚实业、焦作万方、中金黄金、辰州矿业等均是2010年一季度板块趋势投资的理想投资标的。
- 2010年开始，中国可能重新进入相对稳定期，宏观经济出现大幅度波动的可能性不大，强周期行业的投资弹性将逐渐下降，有色金属板块趋势性投资大环境也将远不如2009年，系统性的机会会逐步让位于个股的业绩差异。从整体投资策略布局来看，2010年应侧重于自下而上精选个股。结合趋势投资与自下而上精选个股，我们在表10中列举了我们认为值得重点关注的上市公司所具备的潜在投资机会。

6.2 重点公司投资机会分析

	公司看点	理论上可见到的高业绩	二级市场融资愿望	年底分红送股	目前估值	潜在阻碍股价上涨的风险点
山东黄金	1、纯粹资源类黄金股；2、全年黄金均价高于2009年；3、矿产金逐年增加，2010年我们预计能达到20吨以上；4、集团黄金资源的注入题材将持续；	以250元/克的金价，19.72吨的自产黄金测算业绩可以达到2.50元	从2009年的情况来看，公司主要以现金收购集团小规模矿山资源。一旦集团有意愿再次装入大规模资源则需动用二级市场融资。	坚持每年分红，并有高比例送股	1、从PE估值看合理，并无高溢价。2、从P/NAV看，接近上限	管理费用高企导致业绩低于预期。
辰州矿业	1、全年黄金均价高于2009年；2、全年锑价均价高于2009年，有中国优势的小金属品种未来上涨空间可期；3、年自产黄金、钨环比增长25%，年自产锑环比增长10%；4、年探矿增储量年环比增长10%；5、IPO募集资金投向全面完成	以250元/克的金价，3.6吨的自产黄金测算业绩可以达到1.00元	公司风格相对保守，充分市场化需要时间。目前资产负债率较低，无融资必要。IPO募集资金使用完毕后，融资愿望将有所增强	上市后坚持每年分红	1、从PE估值看合理，并无高溢价。2、从资源估值看，接近上限	1、近两年收购的省外公司、资源较多需要进一步的整合，效果如何有待观察。2、IPO募集资金投向达不到预期目标
紫金矿业	1、全球生产成本最低的以黄金生产为主的多资源类企业，未来资源储备扩张步伐仍将持续；2、全年黄金均价高于2009年；3、矿产金逐年增加；4、铜、锌全年均价高于2009年	以250元/克的金价，32吨的自产黄金；55000元/吨的铜价，7吨的自产铜测算业绩可以达到0.43元	市场化程度很高，并仍在向海外扩张，资金需求量大。但目前资产负债率较低，不需要二级市场融资	上市后坚持每年分红	1、从PE估值看合理，并无高溢价。2、从资源估值看低估	1、短期小非大量解禁；2、有H股股价压制效应；3、业绩对金价敏感度较低；4、非纯粹黄金类股，在估值上打一定折扣

6.2 重点公司投资机会分析

	公司看点	理论上可见到的高业绩	二级市场融资愿望	年底分红送股	目前估值	潜在阻碍股价上涨的风险点
中金黄金	1、纯粹资源类黄金股；2、全年黄金均价高于2009年；3、矿产金逐年增加，我们预计能达到20吨以上；4、集团黄金资源的注入题材将持续；	以250元/克的金价，19吨的自产黄金测算业绩可以达到1.50元	从2009年的情况来看，公司主要以现金收购集团小规模矿山资源。一旦集团有意愿再次装入大规模资源则需动用二级市场融资。	每年分红，并有高比例送股	1、从PE估值看有高溢价。2、从P/NAV看，合理	1、PE估值相当不便宜。2、集团资产需要进一步整合，使得资产注入时间较难把握
江西铜业	1、铜全年均价高于2009年；2、全年黄金全年均价高于2009年；3、自产铜产量稳步增长；4、做趋势投资的首选品种	以250元/克的金价，21吨的自产黄金；50000元/吨的铜价，19吨的自产铜测算业绩可以达到1.64元	市场化程度很高，并仍在向海外扩张，资金需求量大。但目前资产负债率较低，不需要二级市场融资	上市后坚持每年分红	1、从PE估值看没有溢价。2、从资源估值看合理	1、期货操作导致的非经常性损失始终是公司潜在的风险；2、H股股价的压制作用
中孚实业	1、电解铝全年均价高于2009年；2、电解铝产能达到85~100万吨，业绩弹性大。3、用电成本有优势，能享受电价上调对电解铝价格的成本拉动效应	以17000元/吨的电解铝价格，90万吨的产量测算业绩可以达到2.00元	资产负债率高达75%，但电解铝企业扩产的可能性较小	坚持分红	PE估值略显低估	1、电解铝价格低迷 2、行业技术壁垒低，周期短

6.2 重点公司投资机会分析

	公司看点	理论上可见到的高业绩	二级市场融资愿望	年底分红送股	目前估值	潜在阻碍股价上涨的风险点
焦作万方	1、电解铝全年均价高于2009年；2、电解铝产能达到42万吨，业绩弹性大。3、用电成本有优势，能享受电价上调对电解铝价格的成本拉动效应；4、收购赵固能源30%的股权，将带来丰厚的投资收益	以17000元/吨的电解铝价格，42万吨的电解铝产量，赵固能源300万吨产量测算业绩可以达到1.60元	资产负债率较低，无融资需求	坚持分红	PE估值看没有溢价	1、电解铝价格低迷
栋梁新材	1、PS板产量、毛利率稳定；2、建筑型材产量将有大幅度提升；3、断桥隔热产品毛利率上升	产量扩张的情况下明年业绩可以达到0.70元。	前两次融资项目已顺利达产。如果需要进一步扩大产能有融资需求。不过目前资产负债率较低	坚持分红并有高比例送股	PE估值低估	PS板行业有天花板，建筑型材受到房地产行业景气度的影响较大
宝钛股份	1、2011年将是公司突破之年，公司的产品将发生结构性调整。大锻件及钛带都将上马。2、国内战斗机研制会有所突破，船舶用钛量也会起来，公司将面临又一次大的发展机遇。3、2010年是建仓的好时机	业绩仍然不佳	前次融资项目尚未完成，资产负债率较低，暂无融资需求	坚持分红	PE估值高估	钛材价格低迷
包钢稀土	1、公司旗下的国贸公司以其控制的市场近50%的稀土氧化物，将充分享受价格回升带来的收益，行业龙头地位也将得到进一步的巩固。2、新能源概念的持续炒作	稀土价格持续反弹的情况下业绩可以看到0.45元	上市以后未有过再融资，资产负债率较高，国际贸易公司财务负担较重，有融资需求	坚持分红	PE估值有高溢价	稀土价格低迷

6.3 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	收盘价	EPS			P/E			评级
		2009-12-4	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
600547.SH	山东黄金	87.00	1.30	2.48	2.80	66.92	35.08	31.07	推荐
002155.SZ	辰州矿业	28.05	0.30	0.92	1.25	93.50	30.49	22.44	推荐
600362.SH	江西铜业	43.18	0.89	1.64	2.13	48.52	26.33	20.27	推荐
002082.SZ	栋梁新材	14.00	0.46	0.70	0.85	30.43	20.00	16.47	推荐
601899.SH	紫金矿业	10.74	0.30	0.40	0.43	35.80	26.85	24.98	谨慎推荐
000878.SZ	云南铜业	32.52	0.29	0.80	1.02	112.14	40.65	31.88	谨慎推荐
600489.SH	中金黄金	64.37	0.46	1.15	1.35	139.93	55.97	47.68	谨慎推荐
600111.SH	包钢稀土	29.60	0.06	0.45	0.66	493.33	65.78	44.85	谨慎推荐
000612.SZ	焦作万方	25.10	0.50	1.50	1.65	50.20	16.73	15.21	谨慎推荐
600595.SH	中孚实业	22.78	0.65	1.60	1.80	35.05	14.24	12.66	谨慎推荐
600219.SH	南山铝业	13.80	0.40	0.60	0.65	34.50	23.00	21.23	谨慎推荐
600456.SH	宝钛股份	24.58	0.09	0.25	0.50	273.11	98.32	49.16	谨慎推荐
600888.SH	新疆众和	15.97	0.48	0.60	0.80	33.27	26.62	19.96	谨慎推荐
000060.SZ	中金岭南	28.10	0.35	0.64	0.88	80.29	43.91	31.93	谨慎推荐
600331.SH	宏达股份	19.87	0.24	0.50	0.65	82.79	39.74	30.57	中性
600497.SH	驰宏锌锗	31.84	0.38	0.65	0.71	83.79	48.98	44.85	中性
000630.SZ	铜陵有色	22.91	0.45	0.65	0.80	50.91	35.25	28.64	中性
000960.SZ	锡业股份	30.00	0.33	0.75	0.80	90.91	40.00	37.50	中性
601600.SH	中国铝业	15.77	-0.21	0.10	0.24	-75.10	157.70	65.71	中性



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

