

有色金属节后或将迎来阶段性底部

——有色金属行业深度分析报告

分析师

耿诺

☎ 010-88366060-8786

✉ gengn@cgws.com

要点:

- **行业运行分析。**2010年伊始,有色金属价格的运行基本呈现“大金属全线下滑、小金属异军突起”的格局。各基本金属价格在一个月内跌幅为2%-20%,而小金属价格由于受益于国家保护政策均出现了4%-20%的涨幅。二级市场上有色金属板块也以近17%的跌幅位列板块跌幅榜第二名。
- **金属价格全线下滑深层分析:**主要原因有四点:一、“中国需求”打击了投资者信心。在金属市场上中国因素是重要的风向标,在中国以“打击房地产投机需求”为代表的系列政策出台后,“中国需求”能否持续的疑问打击了投资者的信心;二,中国存款准备金率上调引发了全球货币政策紧缩的预期,这使得金融属性对金属价格的支撑动力不足;三、强劲反弹的美元也是金属价格下行的的重要因素,四、消费淡季因素。一季度向来是金属消费的淡季,需求不旺难以支撑金属价格上行。
- **金属价格与股指的联动性。**我们依据金属价格和股指之间的联动性特征分析有色金属价格的后势运行。在本轮周期中,以2007年峰值点为分界点,之前为金属价格带动股指变动,而金融危机爆发后驱动因素发生转变,股指的快速下跌引领了金属价格的全线下滑。根据联动性特征,以A股股指为基准,目前金属价格仍有14%的理论下探空间。若以我们宏观策略组“2600-2800为本轮A股调整底线”的判断为基准,那么金属价格仍然存在20%-26%的下滑空间。
- **各金属价格下探空间:**我们通过分析铜、镍、铝、锌各金属品种的价格变动关系,发现基本面最差的铝是受炒作因素最小的品种。因此我们以铝价的变动为基准,判断目前各金属品种的理论价格分别为铝1960美元,铜5720美元,镍16950美元,锌1830美元。如果按照宏观策略组2600-2800的A股底线判断,各金属价格的阶段性底部区间分别为:铝1720-1840美元、铜5040-5380美元、镍14950-15950美元、锌1610-1720美元。
- **投资建议。**近期有色金属价格仍将延续整体下行趋势,同时在宏观经济不明朗的情势下,我们对2010年上半年的金属价格持谨慎态度。短期内由于技术性调整的需求,估计将在2月底至3月中上旬达到阶段性底部,届时或将出现一波超跌反弹行情,建议风险型投资者积极介入。在反弹行情中我们建议投资者重点关注资源类股票和受益于国家行业保护政策的小金属类股票。例如,铜类公司首选江西铜业、铅锌类首选中金岭南和驰宏锌锗,小金属类公司可重点关注包钢稀土、辰州矿业、金钼股份等。

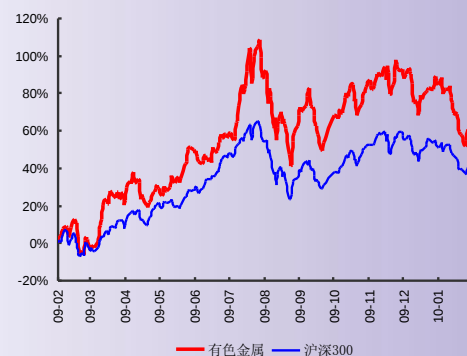
- **风险因素:**经济二次探底的风险和宽松货币政策退出时点的不确定。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

投资评级: 中性

行业表现



相关报告

- 《“内强外弱”中国因素或成主导》2009年2月
-行业深度分析报告 “中性”评级
- 《震荡前行,静待需求效力》2009年3月
-二季度投资策略 “谨慎推荐”评级
- 《震荡或成下半年主基调》2009年6月
-半年度投资策略 “中性”评级
- 《行业在复苏,基础需巩固》2009年9月
-四季度投资策略 “中性”评级
- 《从供需和政策角度把握投资机会》2009年12月
-2010年年度投资策略 “谨慎推荐”评级

正文目录

一、行业运行现状.....	3
1.1 基本金属全线下滑	3
1.2 小金属异军突起	3
1.3 库存持续增长态势	4
二、行业运行深度分析.....	5
2.1 基本金属价格下探深层分析	5
2.2 基本金属价格后势展望	6
2.3 各金属品种价格下探空间分析	9
三、行业投资建议.....	12
3.1 估值压力有所释放，但仍不具吸引力	12
3.2 投资建议	13

图表目录

图表 1: LME 基本金属价格变化情况	3
图表 2: 国内基本金属价格变化情况	3
图表 3: 金属价格指数与美元指数的变动	5
图表 4: LMEX 与有色指数的联动变化	6
图表 5: LMEX 与上证综合指数的联动变动	6
图表 6: LMEX 与有色指数变动	7
图表 7: LMEX 与上证综指变动	7
图表 8: 各金属品种价格对比	9
图表 9: 铝价与上证综合指数	11
图表 10: 市盈率 PE 比较	13
图表 11: 市净率 PB 比较	13
图表 12: 市盈率 PE 比较	13
图表 13: 市净率 PB 比较	13
表 1 各金属品种库存变动	4
表 2 金属价格指数与股市指数变动幅度比较	7
表 3 金属价格与股市指数变动幅度比较	10



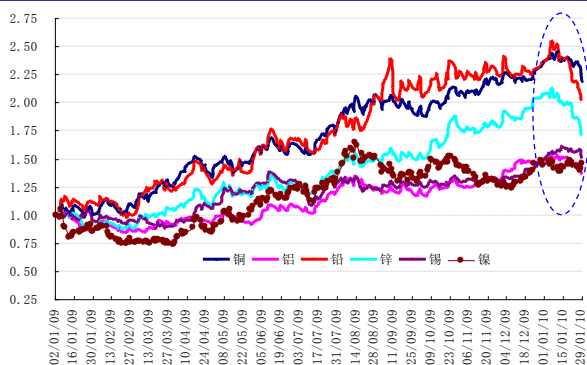
一、行业运行现状

1.1 基本金属全线下滑

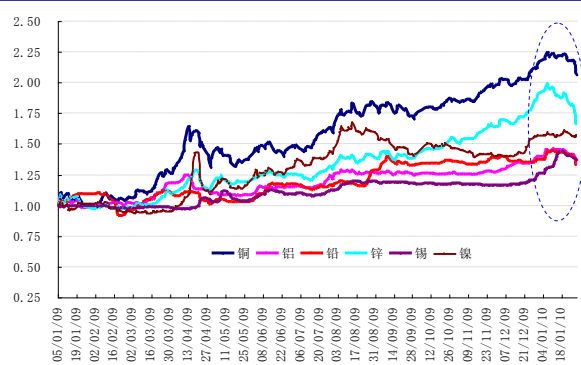
与2009年欣欣向荣的气象截然相反,2010年新年伊始国内外基本金属价格就上演了冲高回落的“过山车”行情。二级市场上,向来与金属价格联动密切的有色金属板块位于各板块跌幅榜单第二名,短短一个月内有金属板块跌幅超过16.8% (仅次于跌幅最大的采掘业20%)。

月初,延续通胀预期升温,同时受2009年底智利等大型矿山罢工事件影响,另外在利好的经济数据及产能利用率继续回升等刺激下,金属价格延续上行态势并创出自09年以来的新高;而随后在国内外紧缩货币政策的信号释放,导致基本金属价格一路大幅下跌。铜价在创出7700美元的新高后,短短20多天内下跌幅度达到11%,铅锌价格跌幅更大分别为20%和19%,铝11%,锡7%,镍跌幅最小为2%。

图表 1: LME 基本金属价格变化情况



图表 2: 国内基本金属价格变化情况



数据来源: Bloomberg, WIND, 长城证券研究所

1.2 小金属异军突起

在基本金属全线下跌时,不具备期货品种的小金属价格的表现却异常靓丽。一个月内受益于国家保护优势、稀有金属行业政策的铈、钼、钨、稀土等小金属均出现4%-20%左右的涨幅。

钼: 国内钼铁、钼精矿及氧化钼价格经历了“先扬后抑”的变动,月涨幅均达到了4%-5%。其中LME将在2月22日推出钼期货合约是价格上扬的重要促发因素。在挂牌前的这段时间里,氧化钼交易价格就已因投机行为而出现上涨,1月中旬钼价攀升至15-16美元/磅钼,较2009年末增长了近30%。

稀土: 氧化镨由年初的12.4万元到月末的14.6万元,涨幅达18%,金属镨月度涨幅达30%;氧化钕由年初13.4万元到月末的15.7万元,涨幅达17%,金属钕涨幅达18%。自09年最大的稀土生厂商包钢稀土成立国贸公司之后,国内稀土市场整合取得重大突破,稀土价格受供应影响巨大;另外,国土资



源部称矿产资源储备制度已进入起步阶段,稀土等稀有金属储备制度推出的强烈预期也是稀土价格上涨的动因之一。

锑:受节前供应紧张的影响,锑价格由09年12月底的4.1万元一路上涨至4.44万元,每吨涨价3400元。

钨:受企业停产检修等因素的影响,国内市场钨精矿供应紧张。目前国内钨精矿(60%)价格为7.5万元/吨,较月初每吨价格上涨5500元。APT价格月度涨幅也达到了7%。

1.3 库存持续增长态势

表 1 各金属品种库存变动

(单位:万吨)		库存		变化(%)	
		2010-1-29	最高值	月度变化	09年初以来
铜	LME	54.11	97.8	7.70	58.87
	COMEX	10.36	39.25	4.12	200.29
	SHFE	10.12	13.8	2.43	468.54
铝	LME	461.2	464.08	-0.27	97.24
	SHFE	33.39	33.39	12.16	64.40
锌	LME	49.67	123.62	1.55	95.94
	SHFE	15.58	22.29	0.52	250.11
铅	LME	15.73	36.65	7.15	248.01
锡	LME	16.48	16.48	4.04	50.78
镍	LME	2.79	5.79	4.10	92.41

数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

从库存角度来看,各品种的库存仍呈持续增长的态势,近一个月各品种中除SHFE锌和LME铝涨幅不大之外,其他品种均出现4%-12%的增长。其中铝当前的库存水平已创出近30年来的最高水平;镍库存也已超过1994年的高点,创下新高记录。值得注意的是铜,尽管LME、COMEX、SHFE库存均呈现较高涨幅,但是由于其较强的金融属性和供应刚性、需求巨大的基本面特征,库存对铜价的压制作用不及市场预期。

从全球市场的供需角度看,世界金属统计局(WBMS)数据显示2009年1-11月份各品种中除了铅、镍呈现缺口之外,精炼铜市场存在19.1万吨的过剩,铝过剩104.8万吨、全球锌市过剩9.2万吨,锡过剩1.52万吨,而尽管铅存在缺口,但缺口幅度明显比08年缩小。

因此,从供需格局和库存角度看,宏观经济的止跌回稳对拉动金属消费需求增长仍不及预期,商品属性支撑金属价格上行的动力仍然偏弱。



二、行业运行深度分析

2.1 基本金属价格下探深层分析

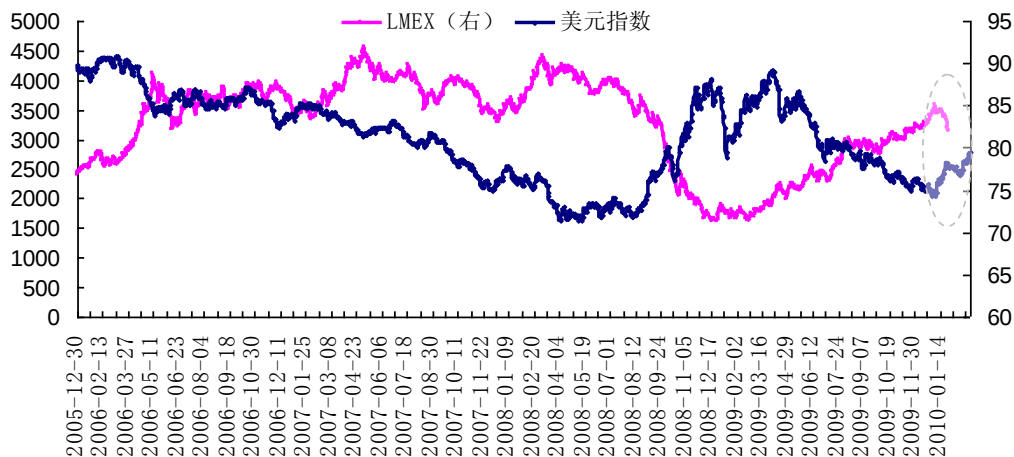
在2010年度投资策略报告我们指出基本金属价格已透支供需基本面，目前的价格更多的反应了金属的金融属性，美元和炒作因素支撑下的金属价格脆弱无比，但凡细微的风吹草动都将在金属市场上引起较大“涟漪”。

首先，“中国需求减弱”打击投资信心。金属市场上，在1998-2008年的十年间，全球矿产资源消费增量中大约65%的粗钢、60%的铜、55%的铝和42%的镍都是由中国消费增长拉动的。在中国以抑制房地产投机需求政策出台后，市场对建筑房地产行业甚至宏观经济的运行后势进入观望期，这使得投资者对中国矿产品等原材料的需求能否持续大幅增长产生疑问，短期内金属的投资信心大幅滑落。

第二，流动性因素。中国发行3月期央票收益率意外升高以及上调存款准备金率释放了信贷收紧政策的信号，全球市场对中国收紧货币政策的忧虑日益加剧，同时美国银行业改革计划也令市场承压，全球紧缩货币政策预期的不断强化使得内外盘金属价格巨幅震荡下行。

第三，美元强劲反弹。利好频出的经济指标数据显示美国经济正逐步摆脱衰退走向复苏，进而带动了加息预期，同时欧元区不乐观的经济状况导致欧元贬值，这些因素促使美元出现强劲的反弹，大宗金属价格不断承压。

图表 3: 金属价格指数与美元指数的变动



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

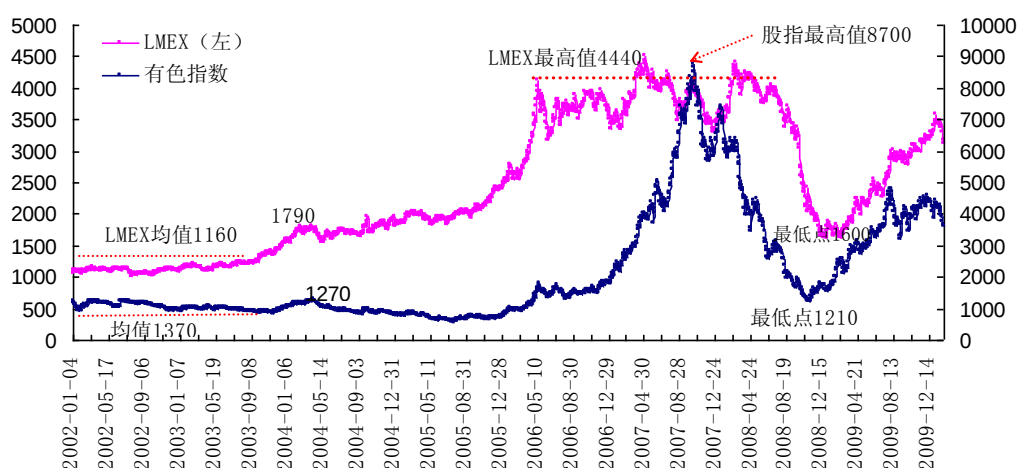
第四，消费淡季因素。一季度向来是金属消费的淡季，春节前后金属市场交易较清淡，同时以铜、镍为代表的金属库存强劲增长势头不减也从侧面印证了当前的金属实际需求将无法支撑价格上行。

2.2 基本金属价格后势展望

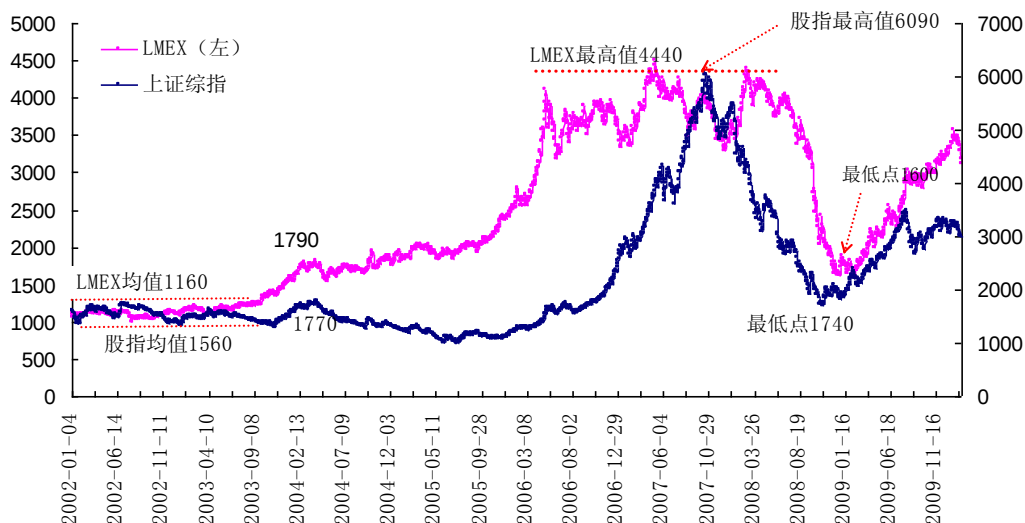
对于基本金属后势,我们以金属价格与股市之间的联动性为切入点进行探究。在股市上有色金属板块的表现向来与金属价格,尤其是有色金属期货价格呈现正向的联动性。

我们将金属价格指数LMEX与有色板块指数及上证综合指数分别作图,可以清晰的发现:大致以07年10月份有色指数和上证综合指数到达顶点为分界线,在这之前基本是金属价格带动股市快速上涨,而这之后股市的快速下跌一定程度上带动了金属价格的大幅下滑。换句话说,前期为需求驱动价格,进而支撑股市信心,后者转换为股市恐慌难以支撑金属高位,从而带动价格理性回归。

图表 4 : LMEX 与有色指数的联动变化

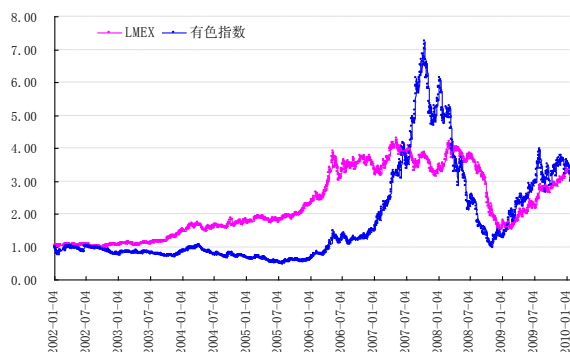


图表 5: LMEX 与上证综合指数的联动变动

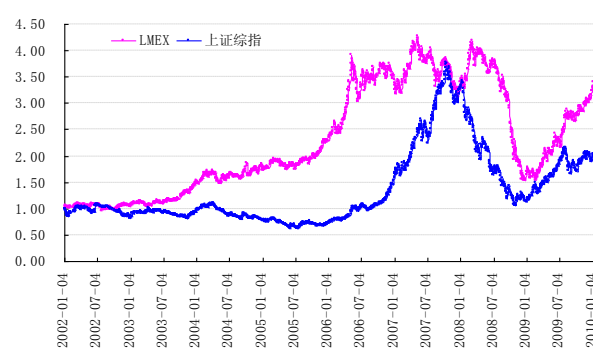


数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

图表 6: LME 与有色指数变动



图表 7: LME 与上证综指变动



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

表 2 金属价格指数与股市指数变动幅度比较

	02 年 均值	起飞阶 段高点	最高值	最低值	现值	最高/ 最低	现值/ 最低
LME	1.05	1.72	4.28	1.54	2.97	2.78	1.93
有色指数	0.92	1.05	7.16	1.00	2.98	7.16	2.98
上证综指	0.97	1.1	3.78	1.07	1.92	3.53	1.79
LME-时间		2004 年 2 月	2007 年 5 月	2008 年 12 月			
有色指数-时间		2004 年 4 月	2007 年 10 月	2008 年 11 月			
上证综指-时间		2004 年 4 月	2007 年 10 月	2008 年 11 月			
时间差异		价格快于股 指 2 个月	股指快于价 格 5 个月	股指快于价 格 1 个月			

数据来源: 长城证券研究所, 注: 以 2002 年初为基准做数据处理

我们以 2002 年初为基准, 将金属价格指数与股市指数做数据处理后得到新的指数数据, 并分别选取 5 个截面点: 02 年均值、2003 年起飞阶段时的小高峰、最高值、最低值、现值。由图 4-7 以及表 2 综合比较各截面点的涨跌幅数值变动规律及大小差异关系, 我们也可以清晰的观察到这一联动特征:

1) 峰值点之前价格上涨带动股指变动。在 2003 年之前金属价格的涨幅略微大于股指的涨幅 (LME 1.05 倍, 有色指数和上证指数分别是 0.92 和 0.97)。而在金属价格开始起飞并于 2004 年到达小高峰前的这段时间内, LME 涨幅达 72%, 而股指涨幅分别为 5% 和 10%, 价格的涨幅要远远大于股指的涨幅, 因此可以说, 在这一阶段金属价格和股指之间的联动性是价格的上涨带动了股指的上行。

2) 最高峰值处投资信心得到最大。在金属价格开始起飞并呈现大幅度上涨后, 兼具商品属性和金融属性的金属领域逐渐吸引了市场投资者的眼光, 有色股指呈现出启动迹象, 并且市场的投资信心随金属价格上涨而不断增强。在 2007 年 (次贷危机前夜) 金属价格与股指分别达到最高点, 其中金属价格涨幅达 328%, 有色指数涨幅 616%, 上证综指 278%, 此时股指的变动幅度 (有色指数) 快速超过了金属价格的上涨幅度, 投资信心也达到顶峰。



3) 峰值点之后股指下跌带动价格下滑。在2007年后次贷危机爆发进而引发了全球性金融危机,股指快速下跌,短短一年的时间内股指回归到2002年的水平,同时影响金属价格的金融属性效用渐失,价格逐渐回归理性。这一阶段有色指数和上证综指由最高到最低降幅分别达到616%和253%,而金属价格跌幅为178%。这在一定程度上可以说明股指中的炒作因素(或者说泡沫)要远远大于对金属价格的炒作。当然我们也应意识到由于基本金属兼具金融属性和商品属性,在金融属性跟随股指的下跌而逐渐对金属价格失去支撑作用时,金属的商品属性也对金属价格有一定支撑作用,这使得价格跌幅要小于股指变动。

4) 到达极值点前后时间差的转变。由各指数到达截面点的时间点来看,金属价格和股指在达到最高峰与最低谷的时间差也发生了转变。2003年到达起飞阶段的小高峰时,金属价格要快于股指2个月,而在到达价格顶峰之时,股指要快于价格5个月,在到达周期谷底时股指快于价格1个月。这也进一步印证了极值点前后金属价格和股指之间的联动关系发生了转换,峰值点之前金属价格带动股指变动,而峰值点之后股指的变动引领了价格的变动。同时我们也注意到,无论是金属价格还是股指都呈现出“慢涨急跌”的特征,这从侧面也可以说明泡沫的积累和破裂过程。

深究金属价格和股指之间联动性特征背后的原因,我们认为2002年开始到金融危机爆发之前,以中国为代表的新兴工业化国家快速发展带动矿产资源需求,铁矿石、铜、镍、原油等资源品种在发展中国家需求巨大,但其供应却集中在少数发达国家和集团手中,全球性的供需矛盾推动金属价格快速上涨,由此金属领域吸引了市场极大的投资兴趣,而金属期货成为投资者最好的投资标的。随着价格的不断上涨,投资者信心不断得到增强,在07年金融危机爆发前夜,金属价格到达峰值时,投资者的信心也达到了前所未有的高度。然而,2007年后由次贷危机引发的全球性的金融危机全面爆发,引发了资金迅速撤离、虚拟经济的巨大泡沫破裂、股市快速下跌、投资者信心骤然丧失、金属价格也迅速下滑回归理性的连锁反应,积聚起来的巨大泡沫不断被挤出。

因此,按照以上逻辑关系,我们假设在金融危机后金属价格和股市跌至谷底时泡沫挤出效应充分,那么以最低点为基准,将当前各指数分别与其最低点做比值,上证综指最小1.79,有色指数最大2.98,LMEX1.93,因此可以说金属价格和有色指数仍有一定的泡沫尚待挤出,即有色指数和金属价格指数仍存在下降的空间。若以上证指数为参照,理论上讲金属价格的下降空间应有14%。按照我们在2010年投资策略报告中的观点,金融危机前后支撑金属价格的动能因素发生了较大的变化,在危机之前价格基本是商品属性和金融属性共同支撑,其中商品属性要强于金融属性;而在金融危机之后在宏观经济缓慢恢复期间金属价格的一路快速上涨的最主要支撑因素是其金融属

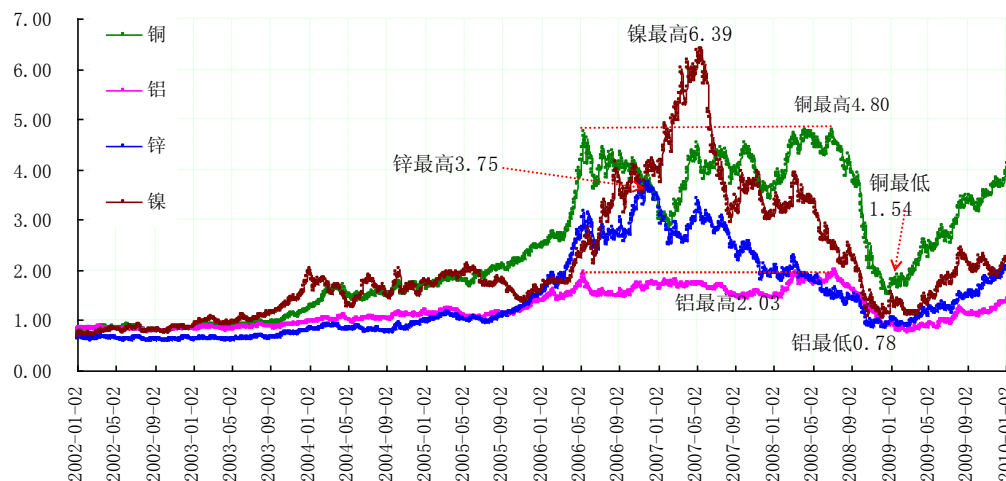
性。当前在全球货币政策提前收紧信号的带动下，由于价格上行动力极其脆弱，基本金属的价格存在较大的下滑风险。如果按照我们宏观策略组2600-2800是本轮A股调整底线的判断，那么尚有股指尚有6%-12%的下跌空间，我们粗略估计有色金属价格仍有20-26%的下跌空间。

2.3 各金属品种价格下探空间分析

根据上述逻辑思路以及分析结论，我们再细分品种探究各金属价格的下探空间。由于铜在各基本金属当中基本面最好，金融属性也最强，在宏观经济形势和市场价格机制未发生重大变化的阶段，其他金属品种往往跟随铜的变化而变动，在一定意义上可以说铜是各基本金属变动的“风向标”；而铝是各个品种当中基本面最差的，国内电解铝产能严重过剩、全球库存高企、全球性供应大于需求等基本状况决定了铝不是投资者青睐的最佳标的；锌和镍的需求与钢铁紧密关联，其中镍与铜类似，基本面较好，而锌与铝同样存在过剩的状况。因此，我们选取铜、镍、铝、锌为典型代表来分析金属价格的下探空间。

我们以2000年初的金属价格作为基准，将各品种价格数据做处理得到各个品种的价格指数，并从中选取4个截面点：2000-2002年的价格均值、最高价、最低价、现价，通过分析各品种价格指数的变化规律，以及各个品种间变动规律的差异状况来探究金属价格涨跌幅。

图表 8：各金属品种价格对比



数据来源：长城证券研究所

如前所述，在本轮周期峰值前后驱动因素发生了转换，价格起飞后金属价格高涨带动了股指快速上涨，随后投资信心不断得到增强，而峰值点之后股指发生快速下跌，投资信心受到严重打击，泡沫快速破灭，股指带动了价格向理性回归。因此，我们假定在到达最低点时，价格泡沫挤出效应相对充分，那么以最低点为基准，分别将最高点和现值与最低点做对比，最高点与最低点比值可以看出其价格泡沫的大小，现值与最低点的比值可以说明当前



股市下行趋势中各个品种的下跌空间的差异。

表 3 金属价格与股市指数变动幅度比较							
	02 年 均值	最高值	最低值	现值	最高/ 最低	现值/ 最低	最低 /02 均值
铜价	0.89	4.80	1.51	3.62	3.17	2.39	1.70
铝价	0.89	2.01	0.77	1.26	2.61	1.64	0.86
锌价	0.76	3.75	0.85	1.71	4.40	2.01	1.12
镍价	0.84	6.39	1.06	2.18	6.05	2.06	1.25
上证综指	1.28	4.33	0.72	2.13	6.02	2.96	0.56

数据来源：长城证券研究所，注：以 2000 年初为基准做数据处理

1) **涨幅存在较大差异。**决定金属价格变动的因素包括生产成本、供需关系以及市场价格体制等，如果扣除成本及美元因素的影响（不断下滑的成本对价格的影响、美元贬值因素对基本金属价格的影响基本一致）此次金融危机期间，金属价格表现出的跟随股指快速暴跌在一定程度上说明本轮价格周期中无可争议的存在炒作因素。2003-2008 年价格周期中，从最高/最低的数值大小来看，镍最高 6.05，锌其次 4.4，铜再次 3.62，铝最低 2.61，涨幅大小的差异在一定程度上说明了各品种价格当中炒作因素的强弱，大致可以判断镍最高，锌、铜次之，铝的炒作因素最小。

2) **现价涨幅差异化。**如果说供需关系是决定价格上行的基本动力，但金融危机后全球金属市场上均存在过剩严重的供需关系，并且实体经济处于缓慢恢复当中，实际需求平稳增长并不是支撑金属价格强劲上涨的主要原因，因此供需关系不是此次价格上行的动因。而各国经济刺激政策及大量流动性的投放刺激的“金融属性”是促发此轮金属价格的快速上涨重要推手。仍以最低点为基准，现价/最低点的比值来看，铜最高 2.39 倍，镍 2.06 倍，锌 2.01，最低仍是铝 1.64 倍。这也进一步说明在目前价格下行期间，不同品种的泡沫挤出程度不同。

2) **周期极值点存在差异。**在 2003-2008 年的价格周期中，锌、镍最早到达高点，其次是铜，而铝最晚到达高点。而在金融危机期间基本金属价格全线下滑，镍最先探明底部，其次是锌和铜，最后探底的依旧是铝。这也侧面印证了镍的炒作因素最大、而铝是最不受投资者青睐的品种，铝价的炒作成分最小。

3) **峰值高位持续形态不同。**在 2003-2008 年价格周期中，锌和镍呈现出“急涨直跌”的形态，而铜和铝则在上冲最高价时呈现出“高位反复震荡”格局。这与各个金属品种的终端消费结构差异有关，铜和铝的消费领域广泛，而镍和锌的用途与钢铁高度相关，因此镍和锌的价格变动相对于供需状况敏感度更高，这也可以解释在投资炒作因素下呈现出“急涨直跌”形态的原因。



对于铜,我们在投资策略报告中指出供应垄断和供需重心分离是铜市场的主要特征,而且中国铜需求量大和国内外终端消费结构不同(中国占全球需求比例30%、中国对外依存度超过70%,国内铜主要用于电力行业,而海外主要用于建筑),这些特征决定了铜的金融属性是最强的,这也是其投资需求一直存在的原因,因此也可以解释“高位反复震荡”的价格表现。至于铝,由于其不是投资者青睐的最佳品种,并且其消费领域广泛,铝价的上涨和宏观经济发展密切相关。

综合以上特征,铝价的炒作因素最少,基本面较差的铝与宏观经济紧密关联。因此,我们以铝的变动作为基准分析其他金属品种的下跌空间。

图表 9: 铝价与上证综合指数



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

铝: 假定铝价最低点时泡沫已释放充分,按照上述分析结论,目前金属价格相对股指仍有14%的理论下跌空间,而扣除需求因素对价格溢价(假定为10%)的话,铝价目前仍有4%的下降空间,对应理论价格应为1960美元;如果股指继续下探2600-2800的话,对应6%-12%的下降空间,推测铝的理论价格底部应为1720-1840美元。

铜: 按照最高价/最低价数值,铝的涨幅是161%,铜涨幅217%,如果我们以铝为基准的话,在最低价位时铜价当中仍然存在56%的下降空间,但是考虑到铜的基本面情况,其供应刚性以及需求长期存在决定了铜的投资需求将一直存在,我们给予铜价55%的投资需求空间。如果按照目前价格对应最低价的涨幅来看,铜139%,铝64%,那么目前情况下铜应有75%的下降空间,扣除55%的投资溢价,以及和铝一样的4%的下跌空间的话,对应目前下降空间为16%,即理论价格是5720美元。按照股指2600-2800的底部推测,铜的价格底部区间为5040-5380美元。

镍: 按照上述分析,镍的炒作因素最大,因此按照最高价/最低价比值,镍涨幅是505%,如果以铝161%的涨幅为基准的话,镍价涨幅中存在巨大的炒作因素。镍的基本面与铜类似: 2008年中国镍综合对外依存度74%(铜为72%),



中国镍消费占全球镍需求的30%左右（铜30%）。而在镍的消费结构中不锈钢占比达70%，因此对供需状况较敏感的镍在很大程度上受不锈钢行业状况的影响，中国钢铁产量迅猛增长以及较好的基本面状况在一定程度上推动了镍价的投资需求增长。长期来看，在产品结构升级的背景下，不锈钢需求将保持高速增长，同时，镍在新材料生产当中占据重要地位，未来对镍矿的争夺也将不可避免，对供应高度垄断（世界前20家矿业公司矿山镍产量占比达86%）的镍市来讲价格中长期上行是必然趋势，因此投资需求也和铜一样将长期存在。

但目前来看，高库存持续增长、不锈钢产能过剩的状况使得镍呈现需求不旺的疲软状态，投资需求也大打折扣，因此我们参照铜，给予镍30%的投资溢价。以铝价为基准，镍价目前仍有42%的下降空间（按照现价/最低比值，铝降幅为64%，镍106%）扣除30%的投资需求以及4%相对股指的下降空间后，镍价目前的合理价位应为16950美元。如果按照股指2600-2800的底部推测，镍价格底部区间为14950-15950美元。

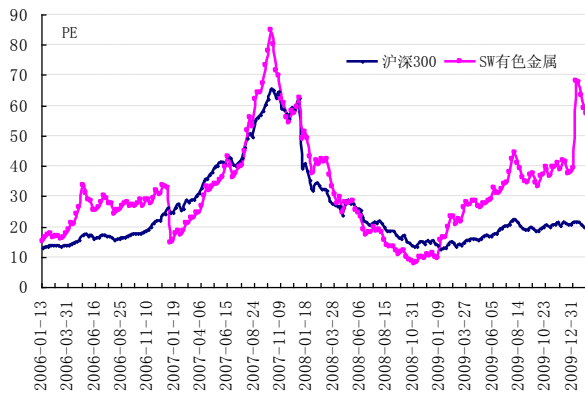
锌：尽管锌和铝的基本面类似，都存在产能过剩、库存高企的情况。但严格来讲，与铜、铝相比，锌市场的供需关系重心是非常集中的。中国锌精矿在全球供应量中占比最大，2008年分别为27%，而精炼锌全球消费结构中仍是中国占比最大，为34%。尽管国内铅锌行业也存在冶炼产能过剩的问题，但是与铝行业最大的不同在于冶炼原材料控制权不被国外其他少数集团或国家所控制。因此铅锌行业供需重心与铝相比更加集中。供这一特点也是铅锌的金融属性弱于铜而又强于铝的主要原因。考虑到其主要下游需求端—钢铁行业发展的话，也应给及适当的投资需求溢价，我们给予20%的投资溢价，那么以铝为基准，按照目前现价/最低价比值看，铝64%，锌101%，锌价仍有37%的下降空间，再扣除20%的投资溢价和4%相对股指的下将空间后，锌价目前的合理价位是1830美元。如果按照股指2600-2800的底部推测，锌价格底部区间为1610-1720美元。

三、行业投资建议

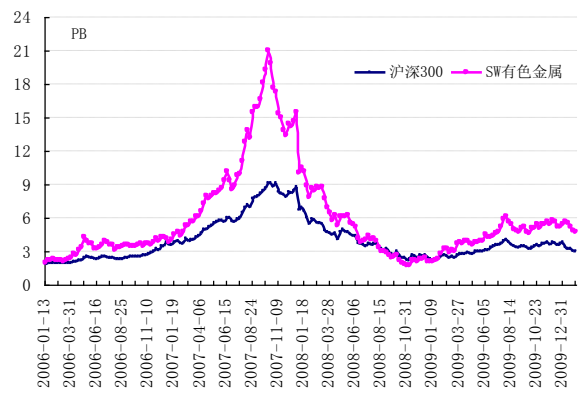
3.1 估值压力有所释放，但仍不具吸引力

由于有色板块与有色金属价格存在高度的正相关性，使其在金属价格“火热”高涨的局面下对估值水平的容忍度也越来越高。目前有色板块及有色金属价格大幅下滑，估值压力在缓慢释放，我们以09年三季报乘以4/3并剔除负值的有色金属板块PE、PB与沪深300比较。

图表 10: 市盈率 PE 比较



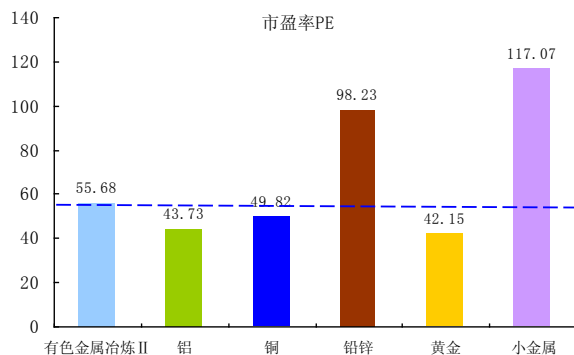
图表 11: 市净率 PB 比较



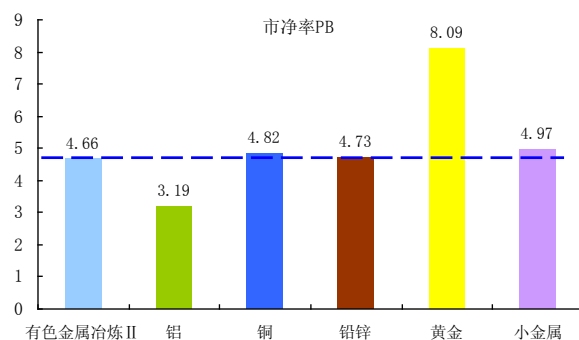
数据来源: WIND, 长城证券研究所

当前在金属价格跟随股指逐渐回归理性的同时,上市公司披露的业绩仍低于投资者预期,但环比仍有一定程度的改善,因此有色板块估值压力在一定程度上有所释放,但目前与各基本板块相比较仍处于一个相对高位水平,按照我们判断的金属价格仍有14%的理论下降空间,目前的估值水平压力仍有望继续释放,在实体需求景气度稳步回升,估值水平有望进一步回归。

图表 12: 市盈率 PE 比较



图表 13: 市净率 PB 比较



数据来源: WIND, 长城证券研究所

如果横向对比分子行业来看,根据PE估值指标分析(按照三季报折年率计算并且剔除负值为基准),有色金属全行业PE值为55倍,低于平均水平的,铝最低为43倍,铜和黄金分别为49和42倍;从PB来看,行业平均为4.6倍,低于平均水平的仍是铝3.6倍,铜和铅锌略高于行业平均水平相当,黄金和小金属高于行业平均水平。因此,仅从估值角度来讲,铝是相对较好的选择,目前铝的下跌空间很小,但受制于较差的基本面,铝行业上行空间仍需观望。

3.2 投资建议

我们对有色金属行业暂维持“中性”评级。我们估计在3月中上旬将出现一波超跌反弹行情,建议风险偏好型投资者积极介入。



首先，由于节日因素和消费淡季因素，以及美元强劲反弹、货币紧缩政策的担忧仍未消除等因素的影响，近期有色金属价格仍将延续整体下行趋势，同时在宏观经济不明朗的情势下，我们对2010年上半年的金属价格不持乐观态度。短期内由于技术性调整的需求，估计将在2月底至3月中上旬达到阶段性底部，届时或将出现一波超跌反弹行情，建议风险型投资者积极介入。

第二，我们根据有色金属价格与股指的联动性探究金属价格的后势运行。基本结论为在本轮周期（2003-2008年）当中，以2007年为分界点，之前是金属价格的上涨带动股指的变动，而之后则转变为股指的下跌带动了金属价格的下滑。当前在全球货币政策提前收紧信号的带动下，由于价格上行动力极其脆弱，基本金属的价格仍存在较大下滑风险。若以上证指数为参照，如果按照我们宏观策略组判断的2600-2800是本轮A股调整底线的话，我们粗略判断有色金属价格仍有20-26%的下跌空间。

第三，按照同样的联动性分析方法，我们通过分析铜、镍、铝、锌各金属品种的价格变动关系，发现产能过剩、供大于求等基本面最差的铝是受炒作因素最小的品种。因此我们以铝价的变动为基准，判断目前各金属品种的理论价格分别为铝1960美元，铜5720美元，镍16950，锌1830。如果按照2600-2800的A股底线判断，各金属价格的阶段性底部区间分别为：铝1720-1840美元、铜5040-5380美元、镍14950-15950美元、锌1610-1720美元。

第四，在反弹行情当中，建议投资者重点关注资源类股票，尤其资源自给率较高、对于价格敏感度高的上市企业，其中铜类上市企业首选江西铜业，铅锌类建议重点关注资源自给率高达中金岭南和驰宏锌锗。同时也可重点关注受益于国家行业保护政策的小金属类股票，例如包钢稀土、辰州矿业、金钼股份等。

研究员介绍及承诺:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士, 有色金属行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关系的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。