

2 季度超配有色金属

---有色金属行业 2010 年 2 季度投资策略 2010-3-29

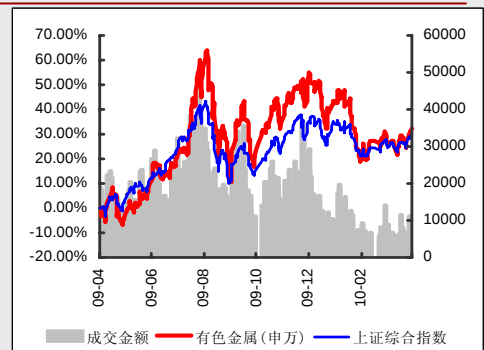
爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

- **担忧流动性收紧，金属价格波动加剧。**如果说 2009 年基本金属的金融属性和商品属性对金属价格产生一致向上的合力，推动 2009 年金属价格大幅上扬。而进入 2010 年以来，这一趋势已发生了根本改变：一方面对流动性收紧的担忧成为一季度市场的主导情绪，对金属价格产生向下压力；而另一方面，随着经济的复苏，实体经济对金属需求的持续增加，对金属价格产生向上的推力。两种力量相互作用使得金属价格在 1 季度变现为一种宽幅振荡格局。
- **世界经济仍处于复苏的通道上。从最新公布的一系列经济数据来看，中国经济表现强劲。**而从欧美日的领先指标变化看，欧洲、美国采购经理人指数分别在已分别超过 50 的经济繁荣/衰退分界线，而消费者信心指数也止跌回稳。总体而言，世界经济处在复苏的通道上，而中国表现尤为突出。全球经济的复苏将给金属需求带来持续动力。
- **通胀压力初露端倪，“防通胀”或再度成为市场主导情绪。**随着经济的持续扩张，中国通胀压力已初露端倪，2010 年 2 月中国公布的同比 CPI 指标已接近 3% 的警戒线。需要强调的是，以 PPI 和 CPI 来衡量通胀并不能反映通胀的全貌：中国是资源消费大国，中国通胀压力很大一部分来自于上游大宗商品价格上涨带来的成本上升压力，CRB 金属现货指数对国内 PPI 指数、CPI 指数有较强的先导作用。由于中国对资源的消耗大多依赖进口，因此成本上升的压力表现为一种“输入型通胀”的压力。而在可预见的将来，资源约束仍是中国经济发展的主要瓶颈，也是“输入性成本推动通胀”的主要动力，随着经济的不断升温，“防通胀”或再度成为市场的主导情绪。
- **宽松货币政策退出，毋需过度担忧。**随着全球经济复苏越来越明确，通胀压力日益显现，预防通胀也逐渐摆上了各国政府部门的议事日程。中国在 1 月 12 号首次把银行存款准备金率提高 0.5 个百分点，可以看作中国货币政策拐点出现。目前，各主要经济体如美国、欧盟、中国等还未动用利率工具来收紧流动性，但市场预期一致存在。不过我们认为无需过度担心，原因在于：1. 市场对未来加息的预期已经有所消化；2. 从历史经验来看，加息周期往往是金属价格上涨周期；3. 从逻辑上讲，宽松货币政策的退出以及流动性收紧是为保证经济更健康 and 更持续发展，而这本质上是有助于推动金属价格上涨的。
- **美元升值或告一段落。**由于刺激美元最近大幅走强的希腊主权信用危机已暂时得到缓解，以及美元自身的高贸易赤字、高财政赤字风险，美元走强将暂告一段落。并且，从年初以来美元指数与金属价格的表现来看，两者的负相关性减弱，即使美元再度走强相信不会对金属（工业金属）价格产生太大冲击。
- **投资策略：**我们认为：一方面金属价格对流动性收紧的预期已经有所消化，该因素对金属价格的压制作用已经在逐步衰竭；另一方面，全球经济仍处于良好的复苏通道上，受实体经济对金属需求持续增加推动，我们认为金属价格在 2 季度将振荡向上。同时，随着经济的复苏和扩张，通胀压力日益显现，市场情绪或再度转移到“防通胀”主题上，我们调高有色金属板块投资评级至“强于大市”。重点推荐：**中金岭南、万好万家、焦作万方、金钼股份、铜陵有色、新疆众和。**
- **风险：**政府错误地评估了经济形势，不适宜或过早地采取退出政策，或者采取了与经济形势不相称的过于严厉的经济紧缩政策，使经济有二次探底落风险。

行业评级 强于大市 (调高)

市盈率(2010): 34
市净率: 4.85

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-0.52	1.29	31.25
相对表现 (%)	-1.29	-14.05	-13.14

资料来源: Wind 资讯

重点公司评级

证券简称	EPS			每股净资产	评级
	2009	2010	2011		
中金岭南	0.35	0.8	1.3	3.71	推荐
焦作万方	0.51	1.25	1.5	4.12	推荐
铜陵有色	0.47	0.7	0.9	4.42	推荐
万好万家	0.14	0.40	0.80	2.53	推荐
金钼股份	0.23	0.05	0.8	4.08	推荐
新疆众和	0.52	0.7	0.98	5.38	推荐

张志鹏

执业编号: S0820209120024

邮箱: zhangzhipeng@ajzq.com

电话: 021-32229888-3502

相关报告

经济复苏 PK 宽松货币政策退出 - 2010 年
有色金属投资策略
2009 - 12 - 20
金属价格步入敏感期，有色板块估值承压

2010 - 1 - 13

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、1 季度回顾：担忧流动性收紧，金属价格波动加剧	3
二、2 季度展望之一：全球经济仍在复苏的通道上	4
2.1 中国经济增长势头良好	4
2.2 欧美经济复苏迹象明显	5
三 展望之二：通胀压力初露端倪，“防通胀”或成市场主导情绪	7
四、展望之三：流动性收紧，毋需过度担心	8
五、展望之四：希腊债务危机暂时缓解、美元升值或告一段落	10
六、二季度投资策略：提高评级至“强于大市”	11
6.1 前期策略回顾	11
6.2 二季度投资策略：强于大市	12

图 表 目 录

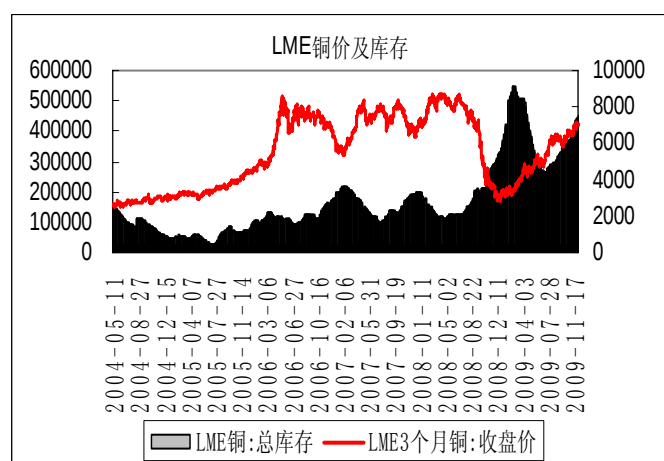
图表 1 LME铜价及库存	3	图表 2 LME铝价及库存	4
图表 3 LME锌价及库存	4	图表 4 LME铅价及库存	4
图表 5 LME锡价及库存	4	图表 6 LME镍价及库存	4
图表 7 一季度有色金属版块明显弱于大盘	4		
图表 8 中国先于OECD经济体复苏，中国因素成为金属价格走势的关键因素	5		
图表 9 PMI指标显示中国经济还处于持续扩张期	5		
图表 10 美国房地产显示复苏迹象	6		
图表 11 美国失业率有所改善	6	图表 12 欧元区失业率仍在高位	6
图表 13 欧洲、美国采购经理人指数超过 50 的经济繁荣/衰退分界线	7		
图表 14 CRB金属现货指数对国内PPI、CPI具有先导作用	8		
图表 15 市场对流动性收紧的担忧有所缓解	9		
图表 16 利率上调通道往往是金属价格上涨的通道，在利率上调初期表现尤为明显	9		
图表 17 美国联邦基金利率上升周期也是CRB现货金属指数上涨周期	9		
图表 18 美元的低利率充当全球融资货币的地位	11	图表 19 美元升值或告一段落	11
图表 20 美元指数与金属价格的负相关性减弱	11		

一、1 季度回顾：担忧流动性收紧，金属价格波动加剧

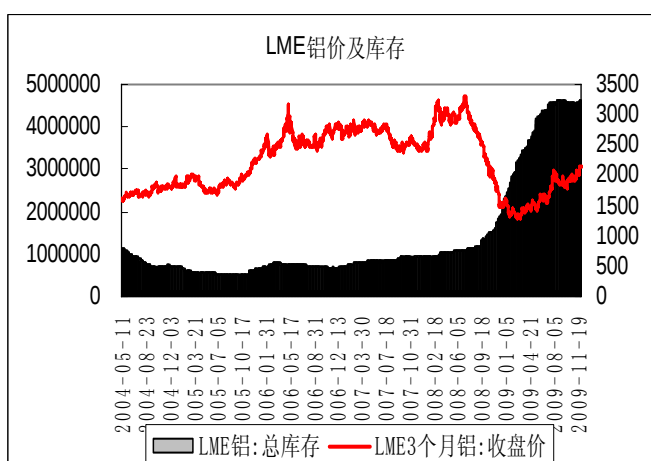
进入 2010 年，随着全球经济复苏越来越明确，预防通胀也逐渐摆上了各国政府部门的议事日程，各国都在考虑流动性的相机“退出策略”。在此背景下，市场对流动性收紧的担忧或者预期成为主导金属价格走势的主要力量。以中国人民银行于 1 月 12 号意外的把人民币存款准备金率上调 0.5% 为标志，LME 铜、铝、铅、锌等基本金属出现明显下跌，跌幅普遍超过 18%，而跌幅最深的铅则接近 30%。随后，由于全球实体经济表现出越来越明显的复苏势头，以及对于流动性紧缩的担忧情绪的缓解，金属价格开始强劲的反弹，金属铜价格甚至接近了前期价格高点。

如果说 2009 年基本金属的金融属性和商品属性对金属价格产生一致向上的合力，推动 2009 年金属价格大幅上扬。而进入 2010 年以来，这一趋势已发生了根本改变：一方面流动性收紧及其预期对金属价格产生向下压力；而另一方面，随着经济的复苏，实体经济对金属需求的持续增加，对金属价格产生向上的推力。两种力量相互作用使得金属价格在 1 季度变现为一种宽幅振荡格局。

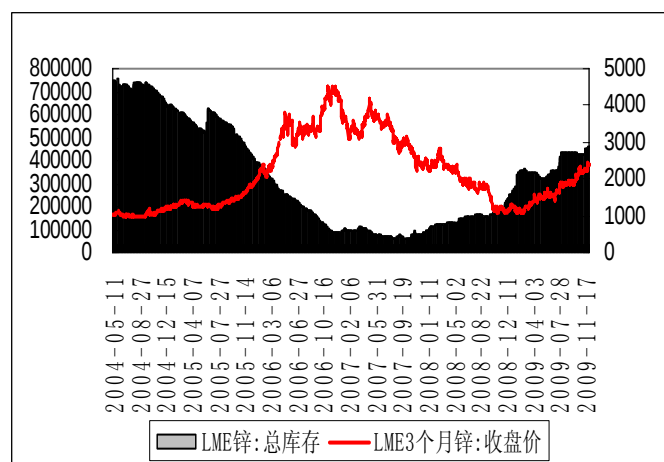
图表 1 LME 铜价及库存



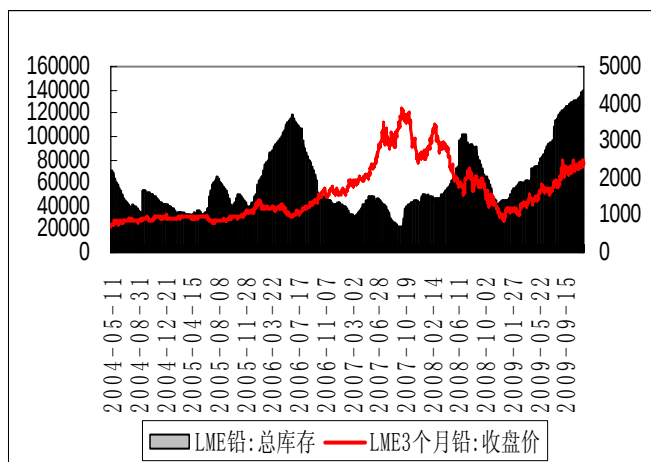
图表 2 LME 铝价及库存



图表 3 LME 锌价及库存



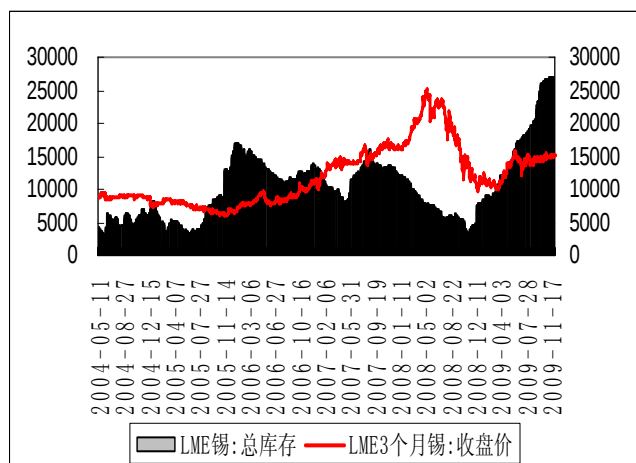
图表 4 LME 铅价及库存



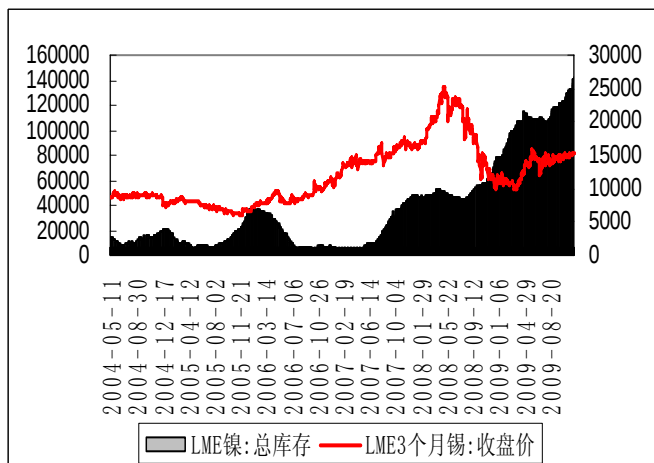
与此同时，有色金属板块也走出了前低后高行情，不过反弹高度要落后于金属价格的反弹幅
请务必阅读正文之后的重要声明

度。一季度有色金属板块下跌超过 9%，同期大盘下跌 5%，有色金属板块走势明显弱于大盘。从细分板块来看，铜、铅锌板块跌幅超过 10%，而磁性材料板块表现优异。

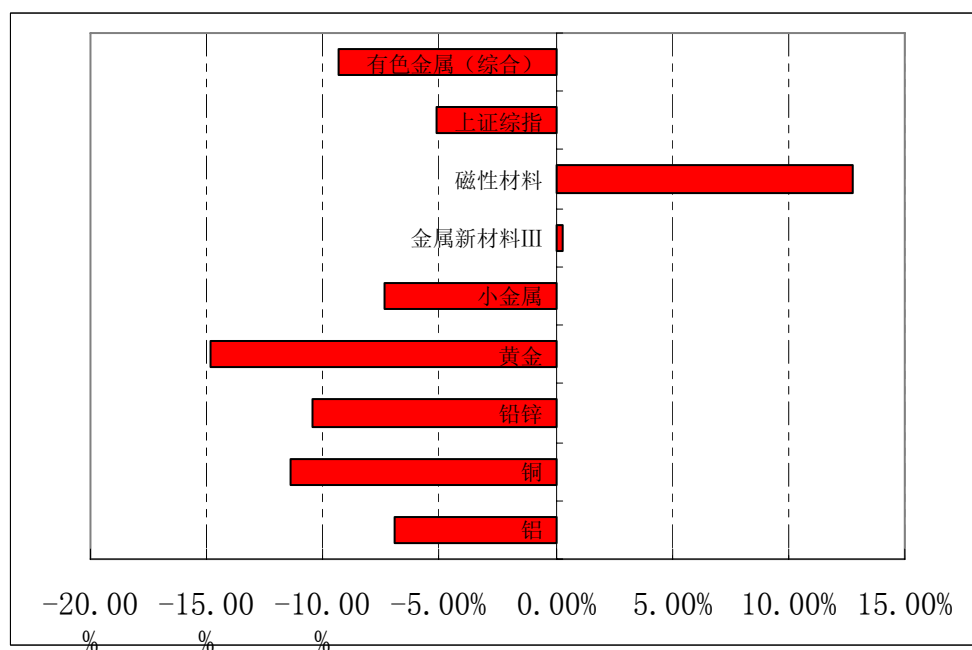
图表 5 LME 锡价及库存



图表 6 LME 镍价及库存



图表 7 一季度有色金属版块明显弱于大盘



数据来源：Wind资讯

二、2 季度展望之一：全球经济仍在复苏的通道上

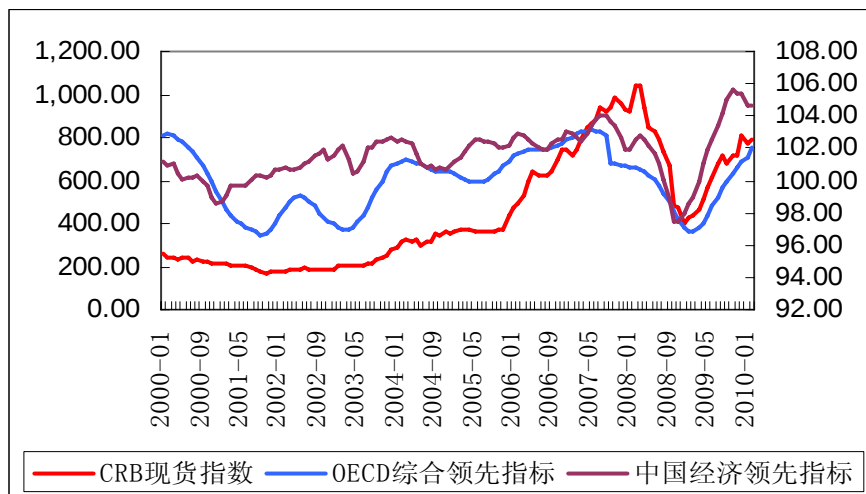
2.1 中国经济增长势头良好

受年初政府 4 万亿投资以及其他财政经济政策刺激，中国经济率先走出了低谷。从中国经

济领先指标与 OECD 领先指标对比来看，中国经济先于 OECD 经济体开始复苏。并且随着中国经济在世界经济版图中的地位日益突出，“中国因素”已成为影响金属价格的重要变量（参见图）。

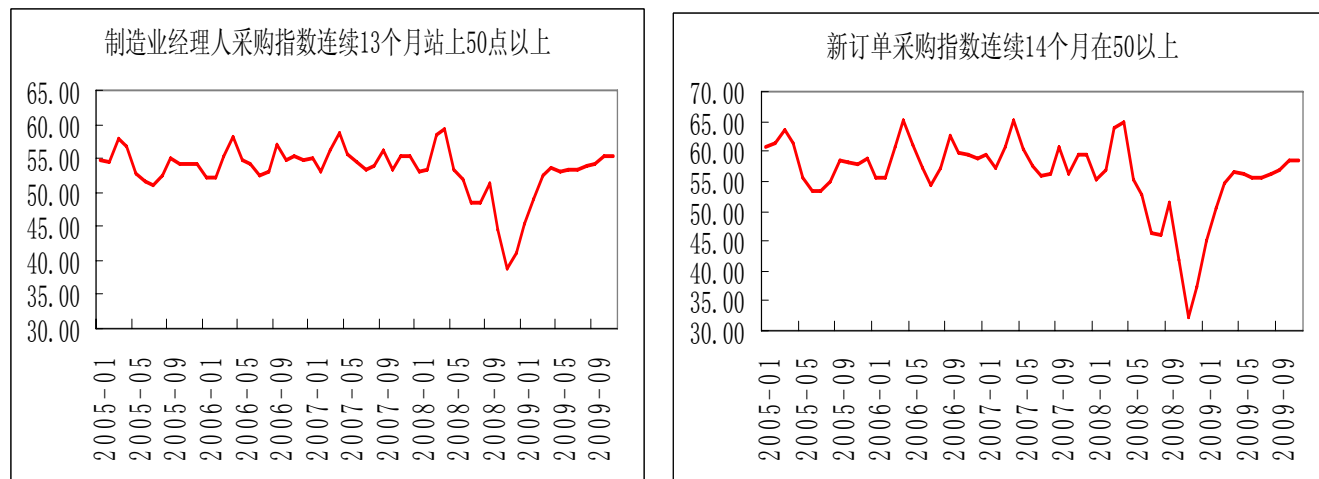
中国物流与采购联合会发布的中国最新 PMI 指标显示：3 月份制造业采购经理人指数为 55.10%，比上个月环比上升 3.1 个百分点，连续 13 个月站上 50 扩张线之上；新订单指数 58.10%，比上个月环比上升 4.4 个百分点，连续 14 个月站上 50 扩张线之上。PMI 指标显示，中国经济仍处在持续扩张道路上。

图表 8 中国先于 OECD 经济体复苏，中国因素成为金属价格走势的关键因素



数据来源：Wind 资讯

图表 9 PMI 指标显示中国经济还处于持续扩张期



数据来源：Wind 资讯

2.2 欧美经济复苏迹象明显

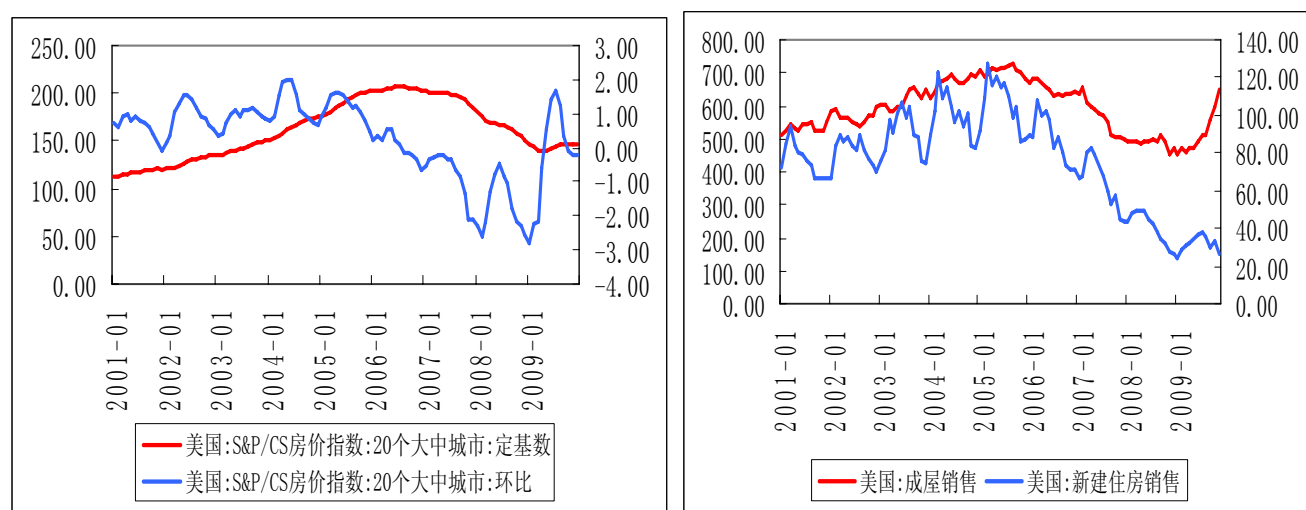
在欧美发达国家中，有色金属消费比重最大的是建筑业。从美国公布的数据来看，美国新屋销售已止跌回稳，而成屋销售从去年 4 月份开始，明显反弹。新屋销售和成屋销售出现持续向好，显示美国经济有见底回暖的迹象明显。

建筑行业以外，制造业是有色金属消费的另一重要领域，因此工业产值变化趋势是判断有

色金属消费趋势的重要指标。从欧美日的领先指标变化看，欧洲、美国采购经理人指数均已超过50的经济繁荣/衰退分界线，且环比来看，连续7个月环比上升，而消费者信心指数也止跌回稳。而美国最新公布的2月份非农就业数据显示，失业率小幅降至9.7%，新增非农就业数据为-36，有明显改善。

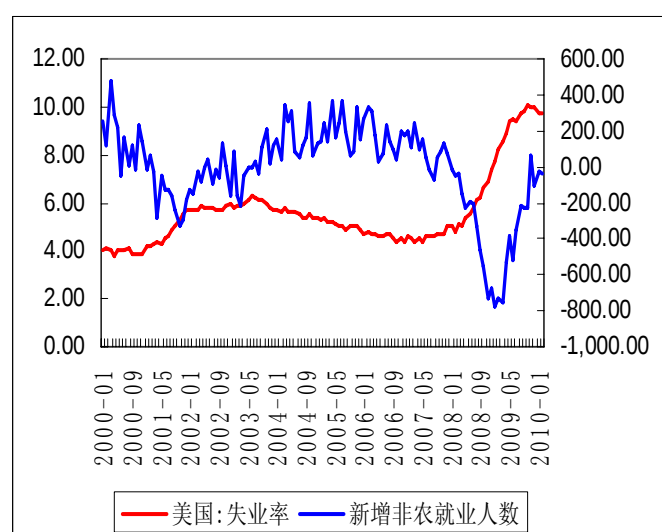
欧元区的经济数据也显示了类似的复苏迹象。不过，从美国与欧洲经济的对比来看，美国的复苏要强于欧洲（欧元区）。根据IMF的最新预测，美国经济2009年下跌2.7%，欧盟下跌4.2%；2010年美国经济则实现增长1.5%，而欧盟只有0.5%。而从最新公布的就业数据来看，美国失业率有明显改善，但欧盟失业率仍在高位，也显示美国经济表现要好于欧洲。另外，由于欧洲各国之间经济发展水平参差不齐，各国在如何采取措施以刺激经济方面意见也并不完全统一，这也在某种程度上决定了欧洲经济复苏的难度要超过美国。

图表 10 美国房地产显示复苏迹象

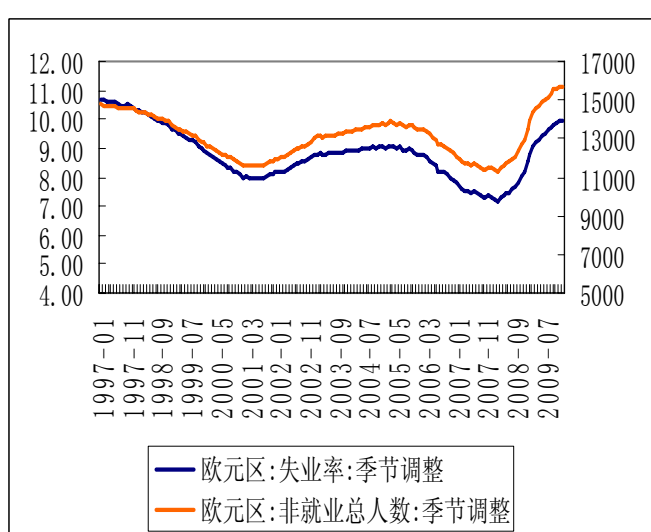


数据来源：Wind 资讯

图表 11 美国失业率有所改善



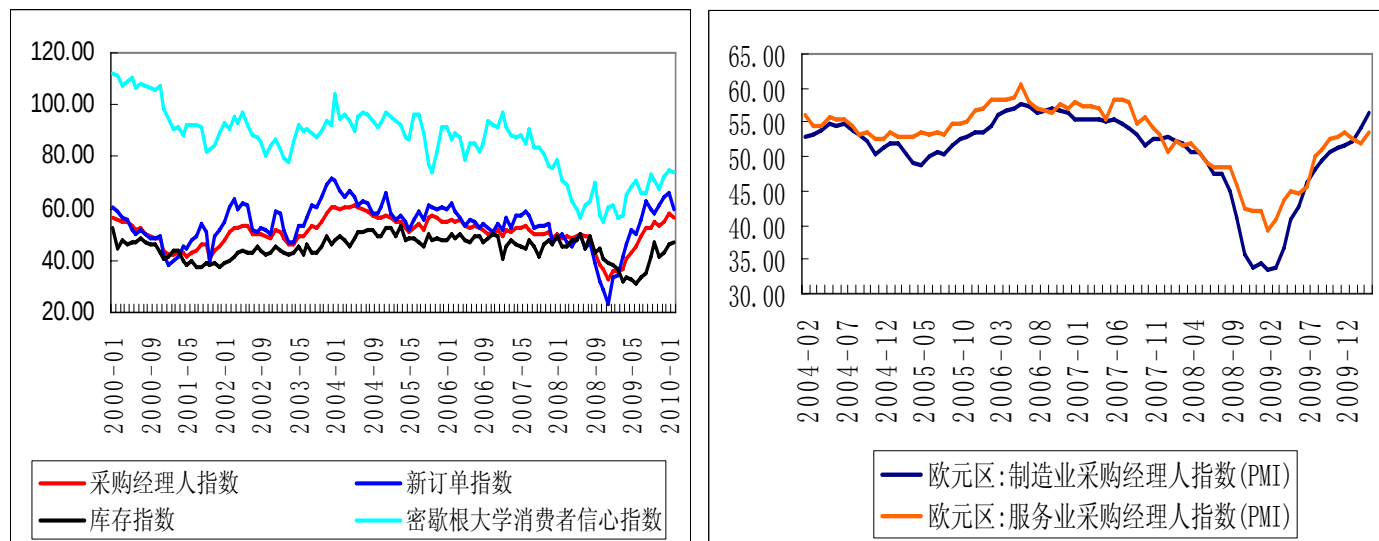
图表 12 欧元区失业率仍在高位



数据来源：Wind资讯

请务必阅读正文之后的重要声明

图表 13 欧洲、美国采购经理人指数超过 50 的经济繁荣/衰退分界线



数据来源：Wind资讯

三 展望之二：通胀压力初露端倪，“防通胀”或成市场主导情绪

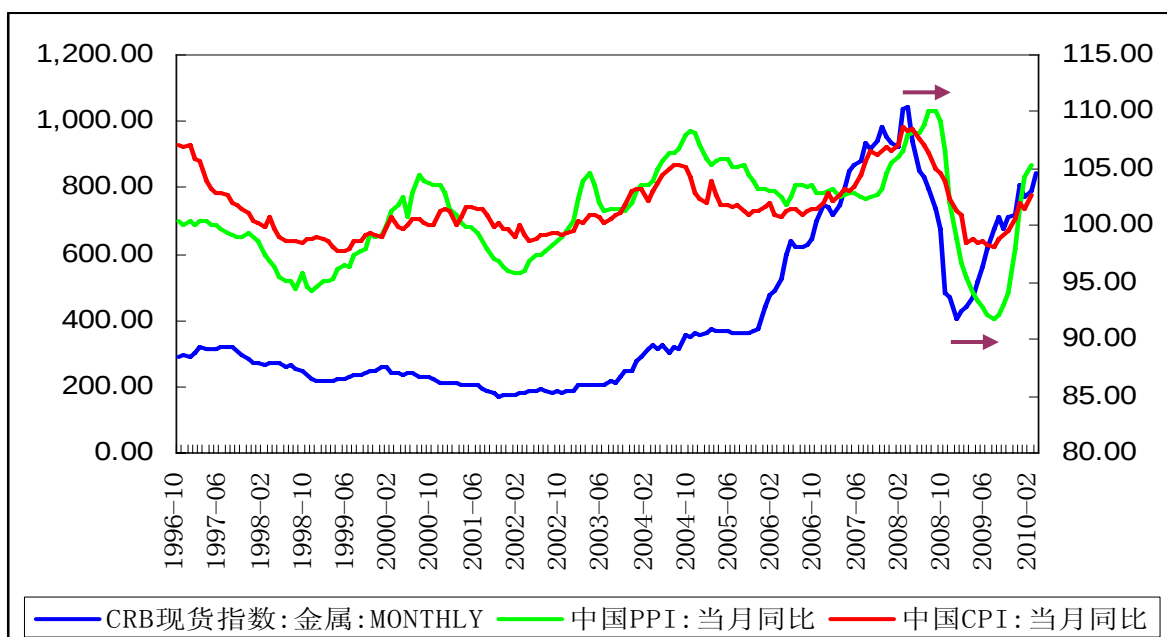
随着经济的持续扩张，通胀压力已初露端倪，2010年2月中国公布的同比CPI、PPI指数分别为2.7、5.39，CPI指标已接近3%的警戒线，不过考虑到2月份的春节效应，尚属正常，但未来发展的趋势需要引起关注。

需要强调的是，以PPI和CPI来衡量通胀并不能反映通胀的全貌。事实上，中国是资源消费大国，中国通胀压力很大一部分来自于上游大宗商品价格上涨带来的成本上升压力。从图14可以看到，CRB金属现货指数对国内PPI指数、CPI指数有较强的先导作用，而在2005年后表现得尤为明显。

由于中国对资源的消耗大多依赖进口，如铜、铁矿石、铅锌等，且这些品种中国基本没有定价权，因此成本上升的压力表现为一种输入型通胀的压力，而对输入型通胀，国内的货币政策对控制通胀可能很难起到直接效果。

尽管中国目前正在努力调节产业结构，以降低对资源的依赖和对环境的破坏，但这将是一个漫长的过程。在可预见的将来，资源约束仍是中国经济发展的主要瓶颈，也是推动“输入性成本推动通胀”的主要动力，随着经济的不断升温，“防通胀”或再度成为市场的主导情绪，因而以有色为代表的资源品种或再度为资金追逐。。

图表 14 CRB 金属现货指数对国内 PPI、CPI 具有先导作用



数据来源：Wind 资讯

四、 展望之三：流动性收紧，毋需过度担心

随着全球经济复苏越来越明确，经济持续扩张，通胀的压力日益明显，预防通胀也逐渐把上了各国政府部门的议事日程，各国都在考虑流动性的相机“退出策略”，而澳大利亚率先打响了加息的第一枪。而中国也在今年1月12号首次把存款准备金率上调0.5%。

可以说，2010年一季度，投资者对流动性收紧的担忧成为市场的主导情绪，而以中国人民银行在1月12日意外宣布把存款准备金率上调0.5%为标志，该情绪达到高峰。

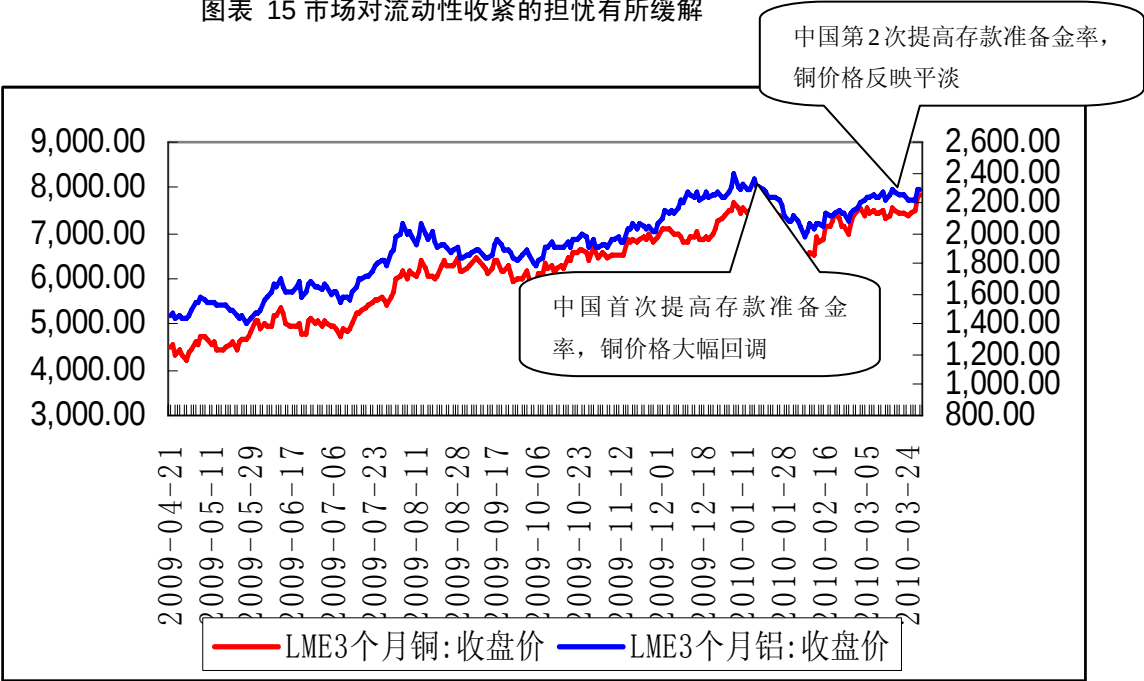
目前，各主要经济体如美国、欧盟、中国等还未动用利率工具来收紧流动性、抑制潜在的通货膨胀。但我们认为无需过度担心，主要原因在于：

- 市场对未来加息的预期已经有所消化，中国在1月12号意外提高存款准备金率后，金属价格应声下跌，LME铜、铝跌幅均超过15%。但央行在2月18号提高存款准备金率后，市场反应平淡。而后印度宣布加息，也未对市场造成冲击。
- 对未来的加息，从历史经验来看，无论是从中国的历史数据还是美国的历史数据，加息周期往往是金属价格上涨周期，所以尽管加息对市场可能会造成短期冲击，但不会改变金属价格上涨趋势。
- 从逻辑上讲，宽松货币政策的退出以及流动性收紧是为保证经济更健康 and 更持续发展，而这本质上是有助于推动金属价格上涨的，这也是利率上升与金属价格上涨同步的内

在逻辑。

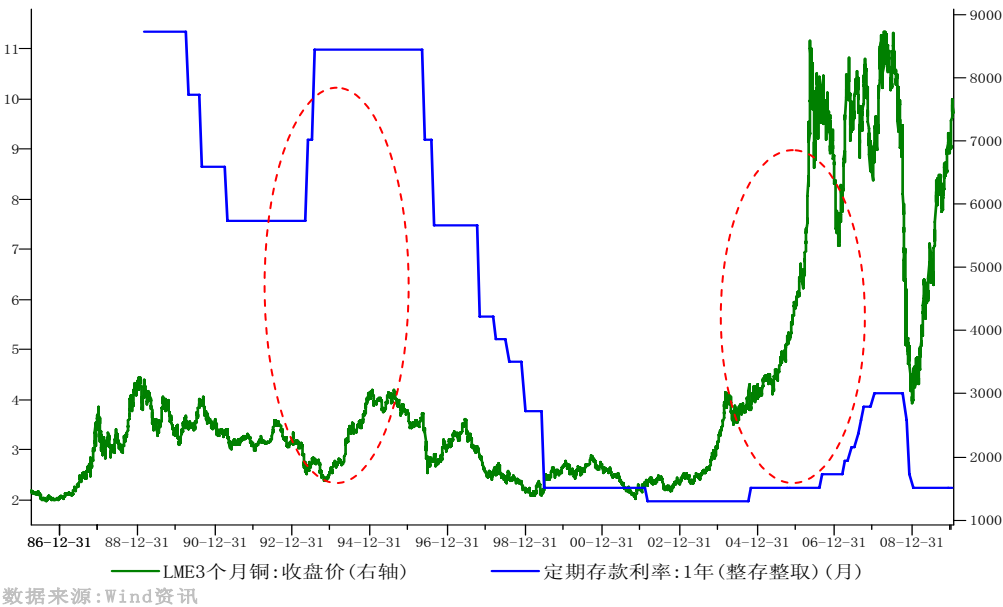
- 总之，我们认为，除非政府错误地评估了经济形势，不适宜或过早地采取退出政策，使经济有硬着陆风险，否则，宽松货币政策退出不会对金属价格有太大冲击。

图表 15 市场对流动性收紧的担忧有所缓解

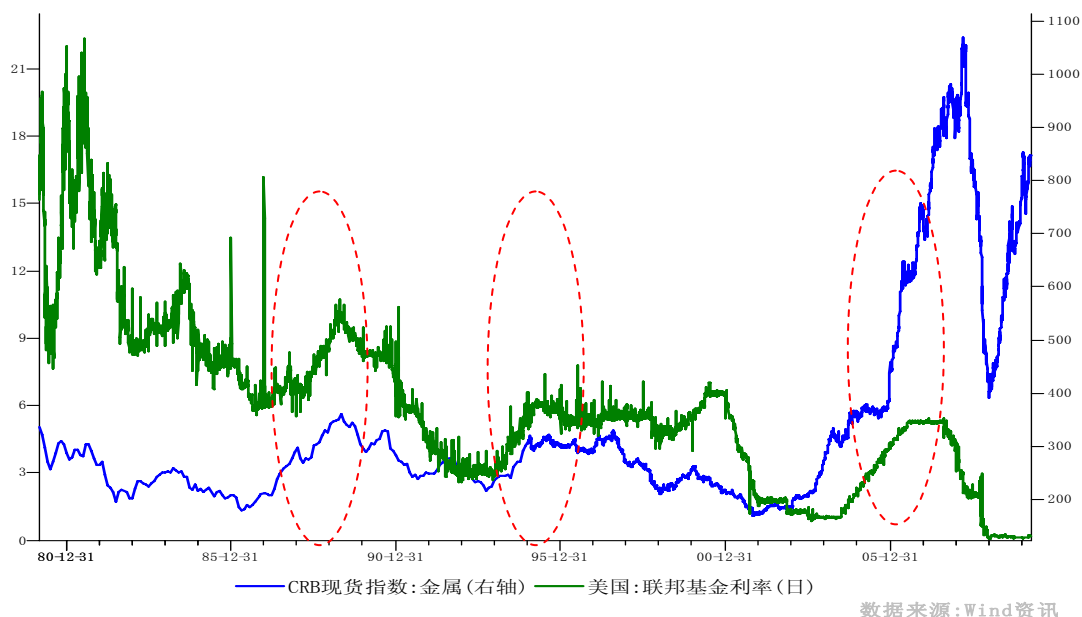


数据来源：Wind资讯

图表 16 利率上调通道往往是金属价格上涨的通道，在利率上调初期表现尤为明显



图表 17 美国联邦基金利率上升周期也是 CRB 现货金属指数上涨周期



五、展望之四：希腊债务危机暂时缓解、美元升值或告一段落

前期受希腊债务危机的影响，市场对欧元信心不足导致欧元持续低迷。欧盟春季首脑会议25日在布鲁塞尔开幕，欧盟27国领导人在为期两天的会议中重点讨论救助希腊问题，并与国际货币基金组织IMF一起援助希腊帮其度过债务危机，其中欧元区国家将以双边贷款的形式承担主要部分，IMF则会提供“相当大”一笔数额资金。

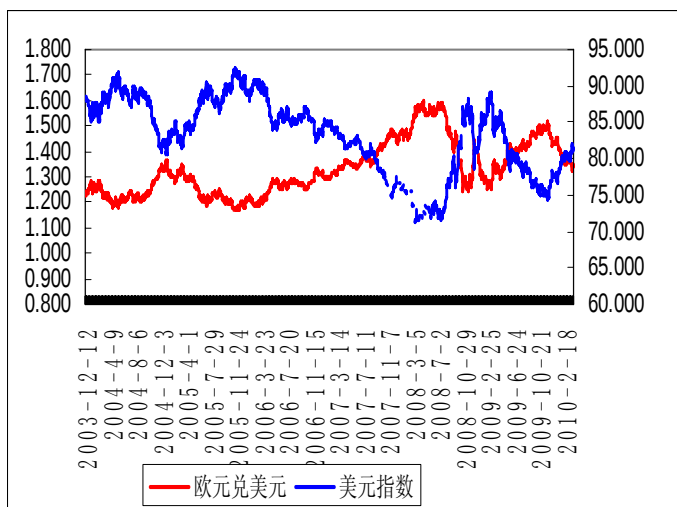
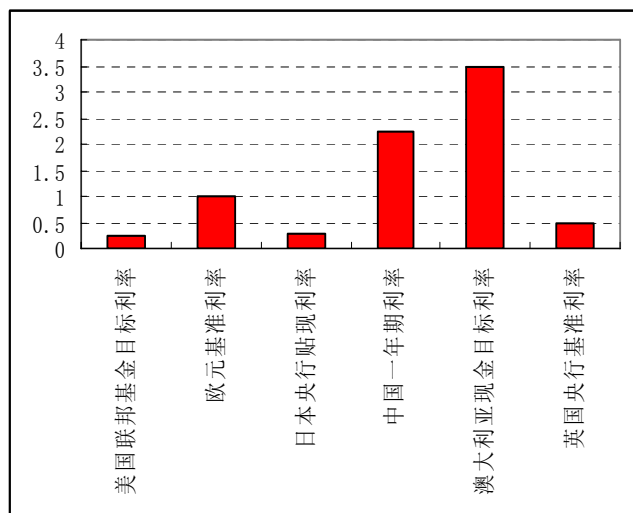
受欧盟和IMF发援助，希腊政府拟定通过发行国债筹资约50亿欧元，缓解了债务危机。受此刺激，欧元近两日连续反弹，使美元指数顺势回落。3月29日美元指数为81.29点，比前日下跌了0.4%，连续2日下跌。

虽然希腊债务危机有所缓解，但解决问题仍需要较长时间，且存在不确定性，因而判断美元的强势仍难以改变，但短期升值或告一段落。

同时我们注意到，从2009年年底以来美元的持续升值，并未对金属价格的产生负面冲击。而一改美元指数与金属价格的负相关性，伴随美元的持续升值，而铜金属价格也基本振荡向上。所以，我们认为美元指数与金属价格并不必然呈现负相关性，即使未来美元再度走强，也不会对金属价格（主要指工业金属）产生太大的负面冲击。背后的逻辑在于推动金属价格上涨的力量从金属的金融属性逐步转变为金属的商品属性，或者说从流动性推动转变为实体经济的需求增长推动。

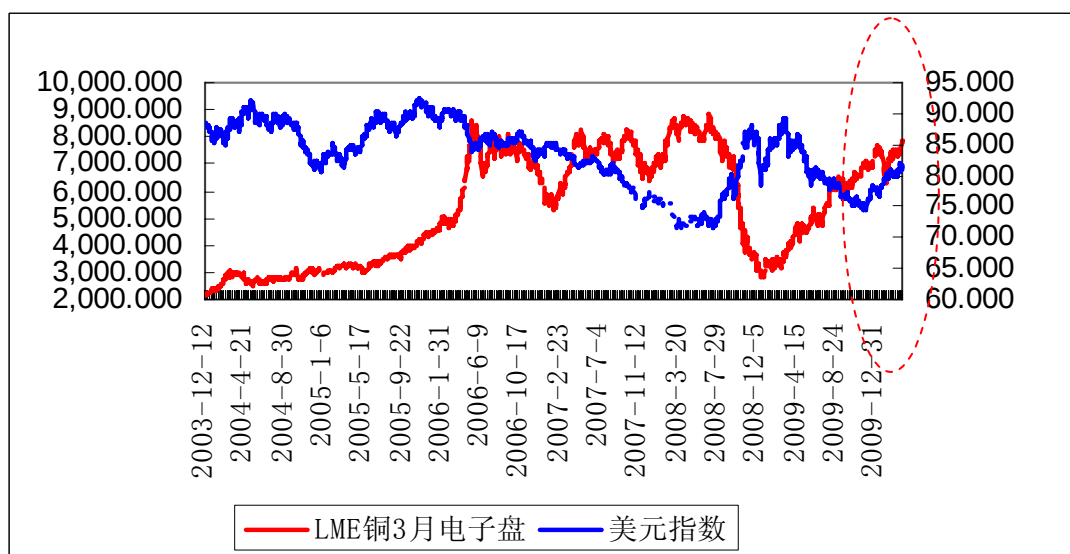
图表 18 美元的低利率充当全球融资货币的地位

图表 19 美元升值或告一段落



数据来源: Wind资讯

图表 20 美元指数与金属价格的负相关性减弱



数据来源: Wind资讯

六、二季度投资策略: 提高评级至“强于大市”

6.1 前期策略回顾

进入 2010 年以来, 量化宽松货币政策的退出及其预期, 以及对流动性收紧的担忧成为市场的一种主导情绪, 而流动性的大量释放是导致金属价格 2009 年以来大幅上涨的主要因素。尽管进入 2010 以来, 全球经济仍处在良好的复苏通道上, 但对流动性收紧的担忧使得金属价格以及有色金属板块不会有太优良表现。正是基于此种认识, 我们在《经济复苏 PK 宽松货币政策退出—有色金属 2010 年投资策略》对

请务必阅读正文之后的重要声明

于有色金属板块的给予“中性”评级。

“中国因素”是推动金属价格上涨的重要力量，1月12号中国人民银行意外的宣布提高存款准备金率0.5个百分点，标志中国货币政策开始转向，也使得市场对流动性收紧的担忧达到顶峰，在《金属价格步入敏感期，有色板块估值承压》的点评报告上，我们适时地调低了板块评级至“弱于大市”。

总体来看，我们的判断基本符合市场运行轨迹。在2010年度策略报告上，我们重点推荐金钼股份、南山铝业、焦作万方、新疆众和、海亮股份、中金岭南，整体优于行业表现。

6.2 二季度投资策略：强于大市

进入2010年2季度，我们认为：一方面金属价格对流动性收紧的预期已经有所消化，该因素对金属价格的压制作用已经在逐步衰竭；另一方面，全球经济仍处在良好的复苏通道上，受实体经济对金属需求持续增加推动，我们认为金属价格在2季度将振荡向上。同时，随着经济的复苏和扩张，通胀压力日益显现，市场情绪或再度转移到“防通胀”主题上，我们调高有色金属板块投资评级至“强于大市”。具体来讲，可以遵从以下投资逻辑：

- 具有资源优势及资源扩张潜力的公司。
- 资源自给率高、业绩弹性比较大的公司。
- 具有中国独特资源优势的，且未来存在行业整合预期的企业。
- 重点推荐：中金岭南、万好万家、焦作万方、金钼股份、铜陵有色。

风险：政府错误地评估了经济形势，不适宜或过早地采取退出政策，或者采取了与经济形势不相称的过于严厉的经济紧缩政策，使经济有二次探底落风险。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。