

把握阶段性、结构性机会

--2010 年有色金属中期投资策略 2010.06.30


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

I 回顾：避险情绪卷土重来。2010 年一月到五月中旬的市场关注的核心问题一直是潜在的“通货膨胀压力”，以及为预防通胀，各国流动性的相机退出策略。但形势正在起变化，以希腊主权债务危机遭调降为导火索，因担心希腊主权债务危机蔓延危及经济复苏，在加上中国对房地产的调控以及经济转型，对于经济增长的担忧正在成为焦点问题，市场避险情绪高涨，投资者对于后续的退出政策有着越来越悲观的预期，对于经济二次探底的忧虑明显上升。投资资金纷纷回避风险资产，基本金属价格再度出现大幅回调。

I 结构调整，经济转型加大经济复苏的不确定性。国内方面，中国连续出台一系列针对房地产的调控措施以及对于新兴产业的刺激政策，显示了中国政府调整经济结构，加快经济转型的决心。在此背景下，中国经济的复苏路径使得与传统的发展路径有很大区别，可以说中国在走一条完全陌生的道路：一方面传统行业如房地产很难在扮演经济发展引擎的作用，而欧债危机加大了传统上作为经济复苏引擎之一的出口的的不确定性；另一方面，新兴产业、新兴经济更多的停留在规划阶段，可以说传统的发展道路我们已不能再过度依赖，而新的发展路径还在探索，经济发展的不确定性在加大。

I 欧债危机阴影笼罩世界经济复苏前景。尽管欧洲央行提出了 7500 亿欧元的救助资金，作为缓解主权债务危机的一部分，欧洲主要国家都纷纷都把压缩财政开支作为降低财政赤字的主要手段，这种“逆经济周期”的主动将不利于世界经济的复苏。对金属的影响主要来自两方面：一方面，大幅压缩财政支出将减少对基本金属的需求；另一方面，欧洲央行同意接受政府和私人债券，意味着欧洲央行将要实行定量宽松的货币政策，将令欧元承压，避险情绪上涨，美元指数有进一步上升的趋势，这会对基本金属价格形成压制。

I 基本金属消费旺季结束，需求前景不明。展望下半年，基本金属的需求面临着诸多不确定性：首先，有色金属的消费具有比较明显的季节性特征，上半年尤其是第 2 季度是金属需求的旺季，进入下半年，由于冬季的临近和信贷资金的回笼，金属的需求也随之下降。总体来说，下半年金属消费弱于上半年。其次，为削减财政赤字，欧洲主要国家纷纷施行财政紧缩计划；而中国正在加大经济结构调整和经济转型，对金属的需求可能趋弱。

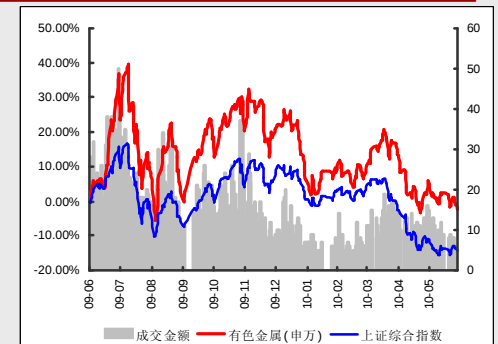
I 投资策略：总而言之，未来世界经济包括中国经济面临的不确定性在加大，有色金属作为强周期性行业，经济复苏势头减缓将减少金属需求，压制金属价格；而在高度不确定的经济环境中，避险情绪的高涨将进一步打压金属价格。我们给予有色金属板块“中性”评级，重点推荐安泰科技、东方钽业、新疆众合、栋梁新材、中金岭南、宝钛股份。

行业评级 中性

市盈率(TTM): 39.48

市净率: 4.00

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		
栋梁新材	0.51	0.65	0.90	3.34	推荐
安泰科技	0.39	0.35	0.55	3.51	推荐
东方钽业	0.11	0.28	0.40	3.32	推荐
新疆众和	0.52	0.7	0.98	5.38	推荐
中金岭南	0.35	0.8	1.3	3.71	推荐
铜陵有色	0.47	0.7	0.9	4.42	推荐

张志鹏

执业编号: S0820209120024

邮箱: zhangzhipeng@ajzq.com

电话: 021-32229888-3502

相关报告

有色金属 2010 年 2 季度投资策略

2010-3-25

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、回顾：避险情绪卷土重来	1
一、回顾：避险情绪卷土重来	2
二、结构调整，经济转型加大经济复苏的不确定性。	4
三、通胀压力减弱	6
四、欧美经济复苏有喜有忧	7
五、欧债危机阴影笼罩经济复苏前景	9
六、消费旺季结束，需求前景不明	10
七、不确定性环境凸显黄金避险价值	12
八、投资策略	13
图表 1 金融属性主导金属价格	3
图表 2 磁性材料与新材料表现突出	4
图表 3 房地产成交面积大幅萎缩	5
图表 4 中国先于 OECD 经济体复苏，中国经济景气指数-先行指数拐头向下	5
图表 5 PMI 指标显示中国经济还处于持续扩张期，但增速回落 图表 6 库存指数大幅上升	5
图表 7 CRB 金属现货指数对国内 PPI、CPI 具有先导作用	6
图表 8 M1 增速回落，显示通胀压力减弱	7
图表 9 美国房地产显示复苏迹象	8
图表 10 美国失业率有所改善	8
图表 11 欧元区失业率仍保持高位	8
图表 12 欧洲、美国采购经理人指数超过 50 的经济繁荣/衰退分界线	9
图表 13 财政赤字(盈余)占 GDP 比重 图表 14 政府总债务占 GDP 比重	10
图表 15: 各国紧缩计划主要内容及目标	10
图表 16 铜库存大幅增加，未来面临去库存化压力	11
图表 17 铝库存大幅增加，未来面临去库存化压力	11
图表 18 同受避险需求推动，黄金和美元指数一度表现为正相关	12
图表 19 避险情绪是推升美元指数上涨的主要力量避险情绪推升美元指数	12

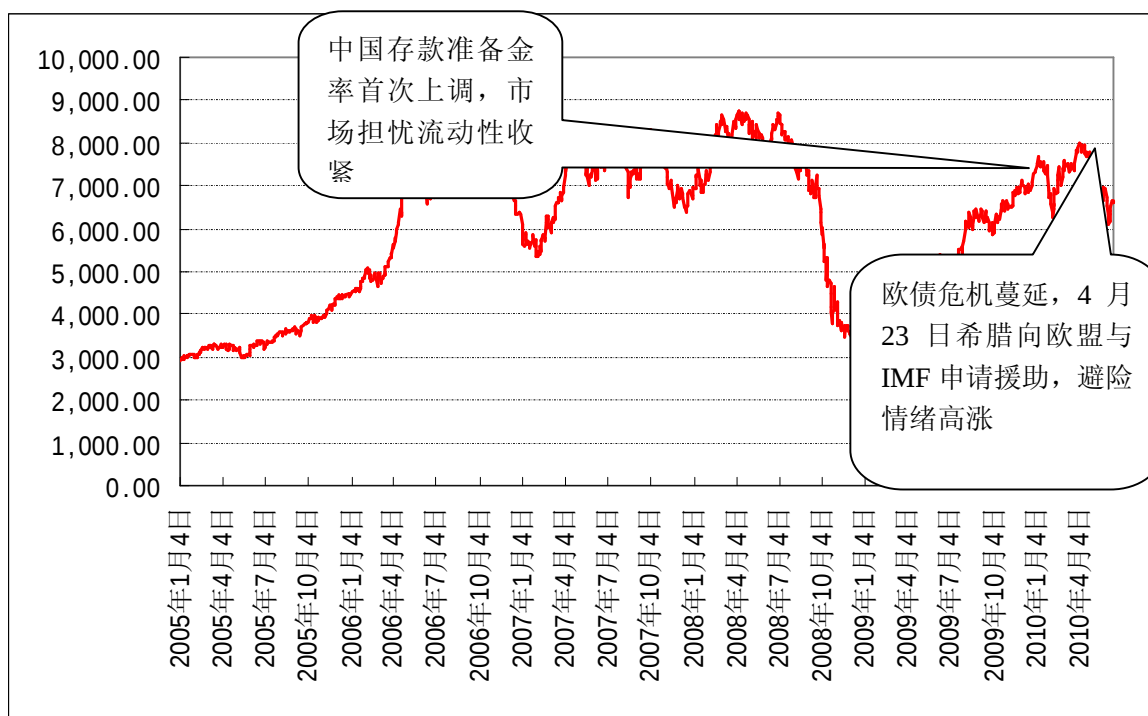
一、回顾：避险情绪卷土重来

进入 2010 年，尤其是一季度，全球经济复苏的信号比较明确，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。

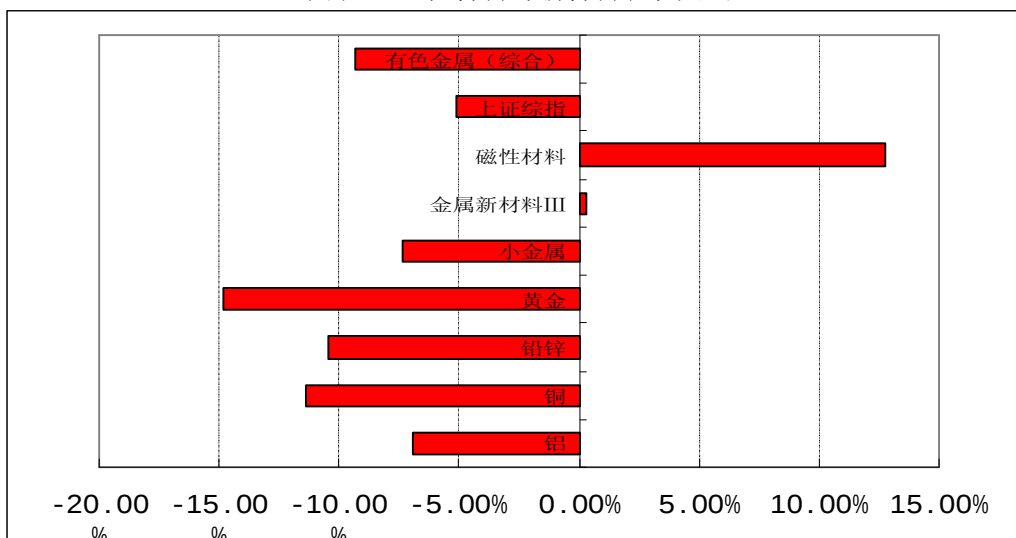
2010 年一月到五月中旬的市场关注的核心问题一直是潜在的“通货膨胀压力”，以及为预防通胀，各国流动性的相机退出策略。但形势正在起变化，以希腊主权债务危机遭调降为导火索，因担心希腊主权债务危机蔓延危及经济复苏，在加上中国对房地产的调控以及经济转型，对于经济增长的担忧正在成为焦点问题，市场避险情绪高涨，投资者对于后续的退出政策有着越来越悲观的预期，对于经济二次探底的忧虑明显上升，周期性行业被反复抛售，股指下跌幅度较大。投资资金纷纷回避风险资产，大宗商品价格再度出现大幅回调。

与此同时，有色金属板块也走出了震荡走低行情，截止 6 月 17 日，有色金属板块下跌 -16.77%，略强于上证综指的 -21.88%。从细分板块来看，铜、铅锌板块跌幅超过 20%，而磁性材料板块表现优异，上涨 24.44%。

图表 1 金融属性主导金属价格



图表 2 磁性材料与新材料表现突出



数据来源: Wind资讯

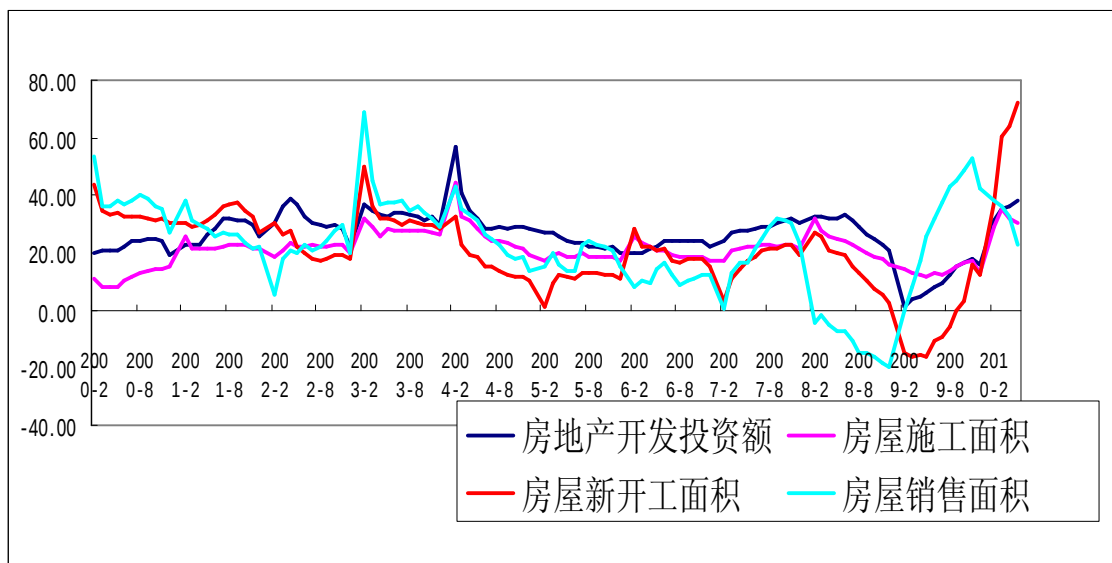
二、结构调整，经济转型加大经济复苏的不确定性。

国内方面，中国连续出台一系列针对房地产的调控措施以及对于新兴产业的刺激政策，显示了中国政府调整经济结构，加快经济转型的决心。在此背景下，中国经济的复苏路径使得与传统的发展路径有很大区别，可以说中国在走一条完全陌生的道路：一方面传统行业如房地产很难在扮演经济发展引擎的作用，而欧债危机加大了传统上作为经济复苏引擎之一的出口的的不确定性；另一方面，新兴产业、新兴经济更多的停留在规划阶段，诸如技术等问题都非短期内能克服，可以说传统的发展道路我们已不能再过度依赖，而新的发展路径还在探索，经济发展的不确定性在加大。

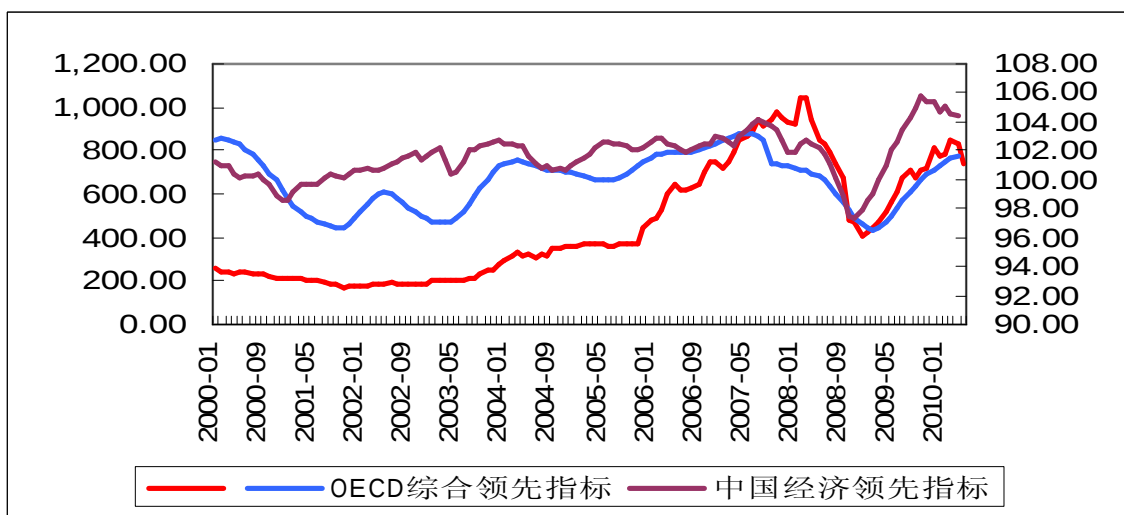
为抑制房价的过快上涨，促进经济结构转型，中国政府出台了一系列针对房地产行业的调控措施，导致市场观望情绪浓重，房地产消费面积环比大幅下滑。从最新统计数据来看，1-5月房地产销售面积同比增加22.5%，增速有明显下滑，尽管房屋新开工面积还保持增长，但预计随着房地产销售面积的下滑，房地产新开工面积未来也将出现回落。房地产作为传统的经济支柱之一，对房地产行业的调控使得中国经济复苏道路变得更为复杂和曲折。

中国物流与制造业协会公布5月份中国制造业采购经理指数（PMI）为53.9%，比4月回落1.8个百分点。中国PMI连续15个月站稳在50.0%上方，显示中国制造业经济依然处在扩张通道，但在房地产调控政策以及经济结构调整的大背景下，增长步伐在5月份有所放缓。而生产指数和新订单指数5月份环比均下滑，而企业库存指数明显上升：5月份中国制造业生产指数为58.2%，环比回落0.9个百分点，显示企业生产速度虽然放缓；新订单指数在5月份达到54.8%，环比回落4.5个百分点，其中有色金属冶炼及压延加工业低于50.0%，表明5月份市场对有色金属需求在减弱；库存指数49.8%，环比上升3.6%，库存压力再加大。由于目前进入传统消费淡季，季节性变化有可能是导致新订单环比减少的一个因素。

图表 3 房地产成交面积大幅萎缩

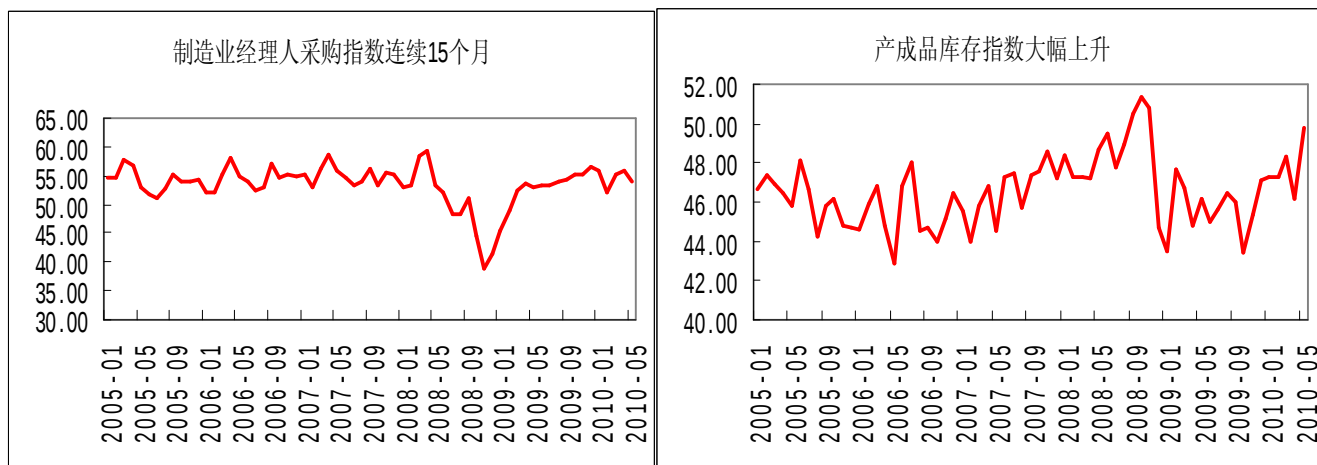


图表 4 中国先于 OECD 经济体复苏，中国经济景气指数-先行指数拐头向下



数据来源：Wind资讯

图表 5 PMI 指标显示中国经济还处于持续扩张期，但增速回落 图表 6 库存指数大幅上升



请务必阅读正文之后的重要声明

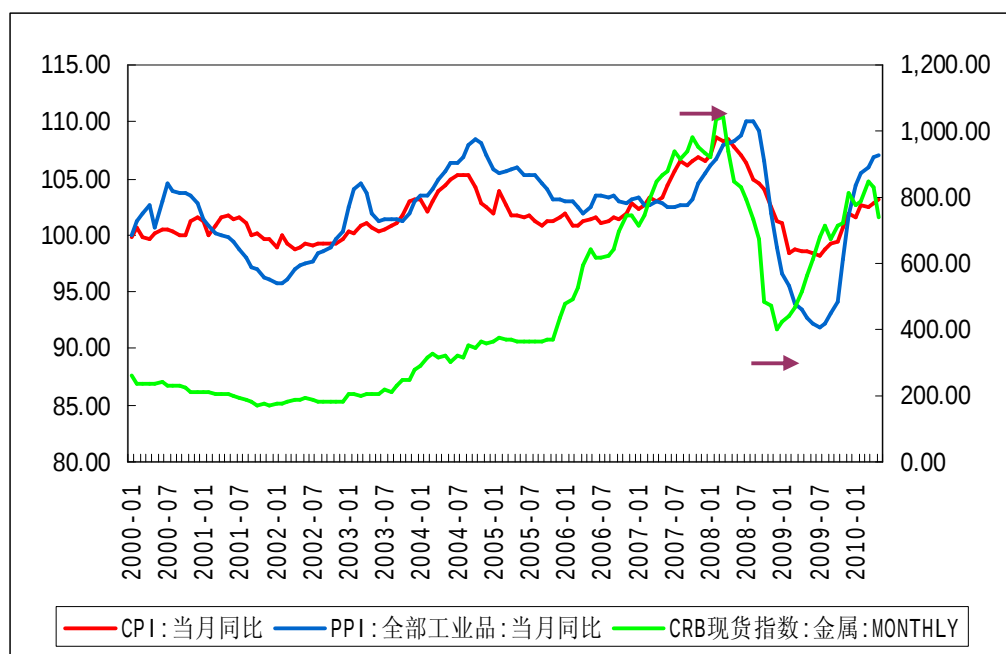
数据来源: Wind 资讯

三. 通胀压力减弱

可以说对于未来通胀的预期以及宽松货币政策的退出预期成为今年 1 季度以及 2 季度初市场的主要焦点, 防通胀概念也一度成为市场主要投资逻辑。而最新公布的 5 月份 CPI、PPI 数据显示, CPI 达到 3.1%, 已超过 3% 的警戒线, PPI 达到 7.13%, 单从数据来看, 通胀压力已有所显现, 但我们认为通胀压力或成强弩之末, CPI 成前高后低走势。原因在于:

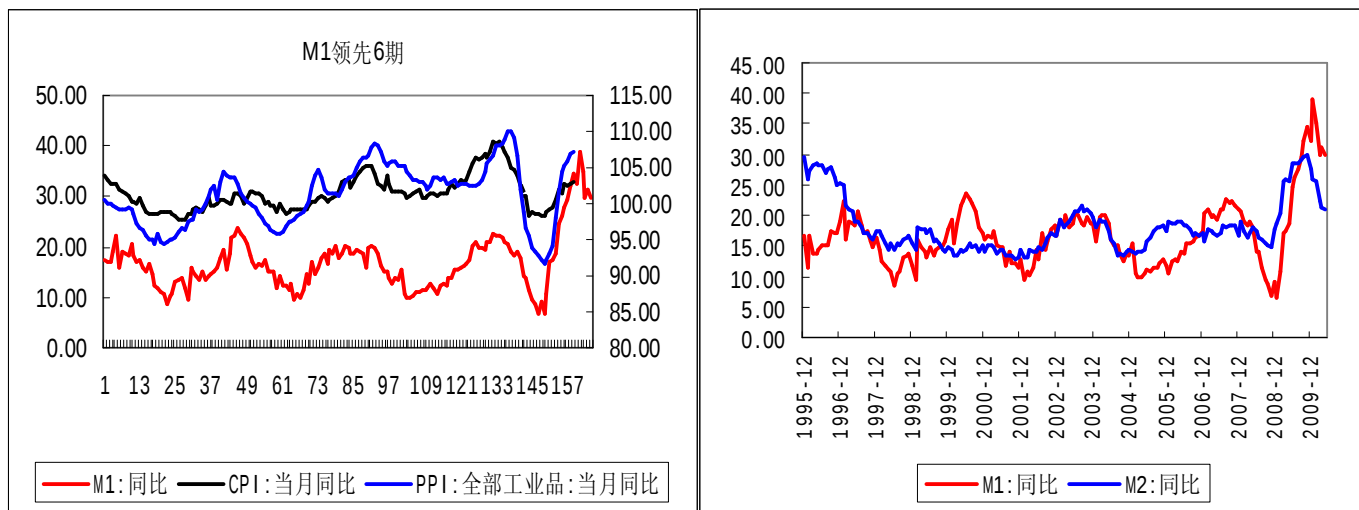
- n 中国是资源消费大国, 中国通胀压力很大一部分来自于上游大宗商品价格上涨带来的成本上升压力。从图可以看到, CRB 金属现货指数对国内 PPI 指数、CPI 指数有较强的先导作用, 而在 2005 年后表现得尤为明显。而随着大宗商品价格从 4 月底以来的大幅下跌, 主要品种均已创出年内新低, CRB 金属现货指数开始拐头向下, 输入性通胀的压力已开始减轻。
- n 就国内经验数据来看, M1 同比增速相对于 CPI、PPI 指数有较强的先导性作用 (参见图), 5 月份 M1 货币供应量同比增长 29.9%, 增速已有明显下滑, 预示 CPI、PPI 未来冲顶回落的可能性更大。
- n 总之, 随着国内针对房地产一系列调控政策的累积效应开始显现, 而国外欧债主权危机的影响仍然继续存在, 通胀及其预期已不再是市场的主要焦点, 防通胀已不再是市场的主要投资逻辑。市场的主要焦点已变为对经济增长的担忧。

图表 7 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

图表 8 M1 增速回落，显示通胀压力减弱



四、欧美经济复苏有喜有忧

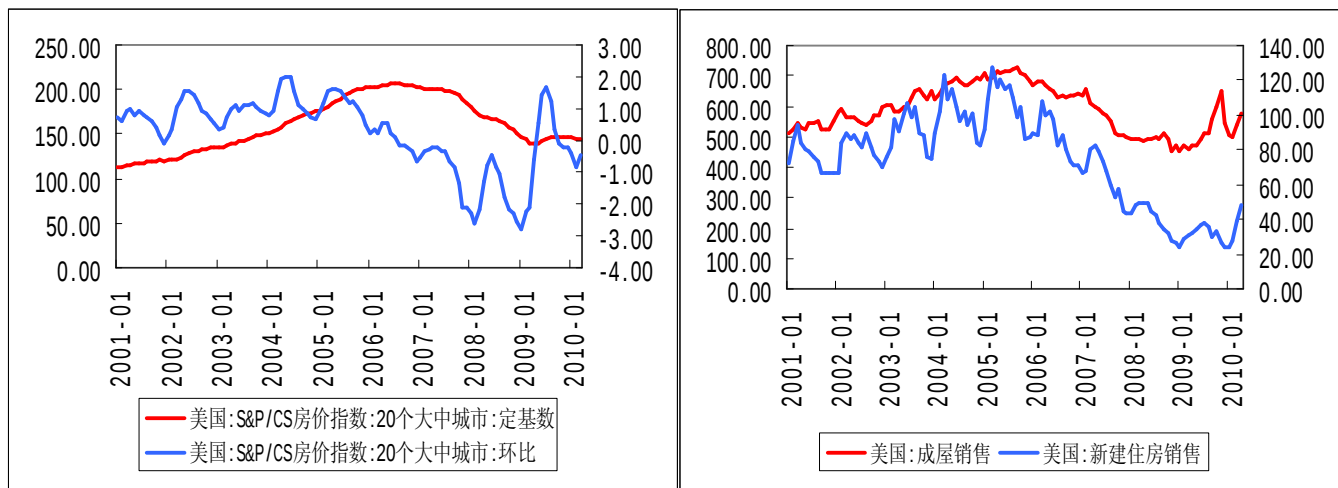
在欧美发达国家中，有色金属消费比重最大的是建筑业。从美国公布的数据来看，美国新屋销售已止跌回稳，而成屋销售从去年4月份开始，明显反弹。新屋销售和成屋销售出现持续向好，但到去年12月开始一直到今年2月，出现连续下滑，最近3个月又开始出现上涨，美国经济复苏的基础仍不稳固。

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，美国采购经理人指数已连续10个月、新订单指数连续11个月超过50的经济繁荣/衰退分界线，但涨幅明显趋缓。从更具有领先作用的经济景气指数-先行指标来看，无论是欧元区经济领先指标还是北美自贸区经济领先指标，涨幅明显趋缓。

美国劳工部6月4日公布的最新就业数据显示，美国5月非农就业人数增加43.1万人，大幅低于预期的53.6万人，其中政府部门就业增加了39万人。增速为十年来之最，但其中三分之二为政府人口普查的临时雇员，实际失业率并未明显降低。在欧债危机蔓延忧虑的大背景下，投资者对美国经济复苏力度产生怀疑，在消息公布当日大宗商品价格出现大幅下跌。

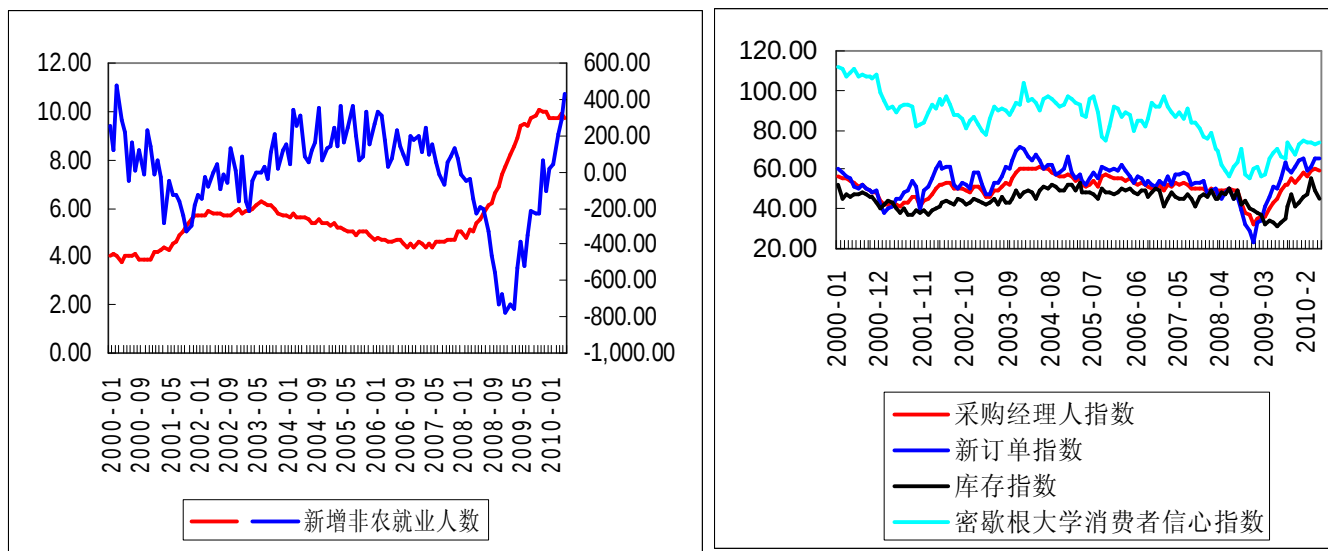
受欧债主权危机影响，欧盟复苏进程明显慢于美国。而从最新公布的就业数据来看，美国失业率有明显改善，但欧盟失业率仍在高位，也显示美国经济表现要好于欧洲。另外，由于欧洲各国家之间经济发展水平参差不齐，各国在如何采取措施以刺激经济方面意见也并不完全统一，这也在某种程度上决定了欧洲经济复苏的难度要超过美国。

图表 9 美国房地产显示复苏迹象

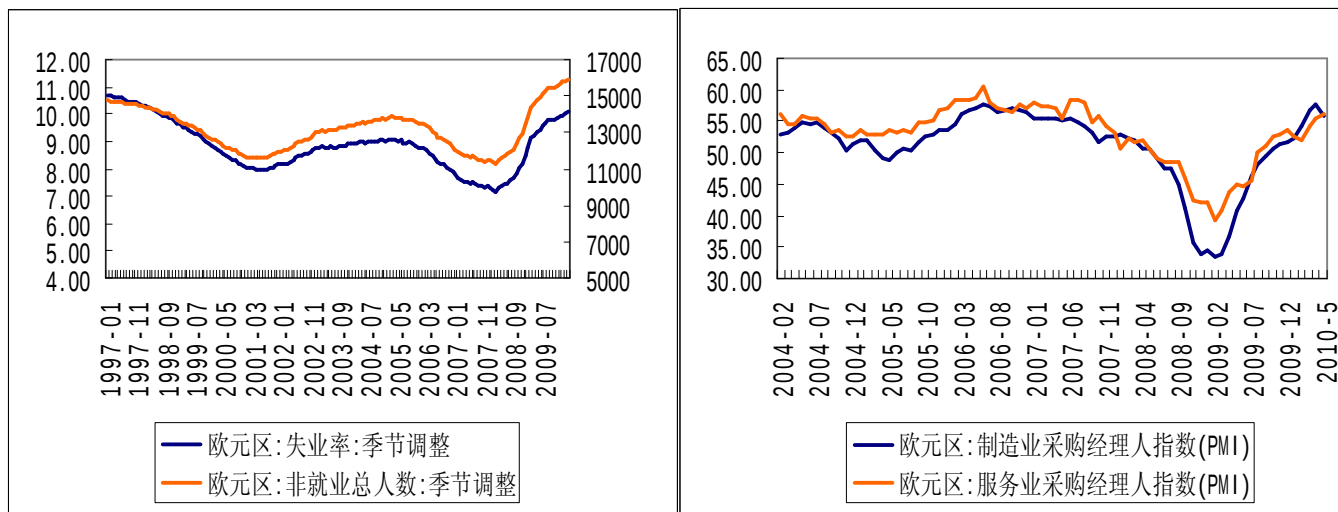


数据来源: Wind 资讯

图表 10 美国失业率有所改善

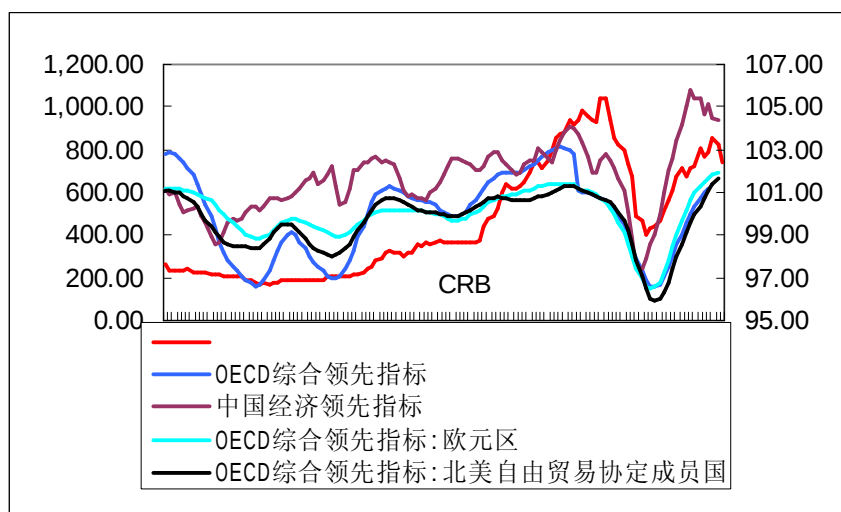


图表 11 欧元区失业率仍保持高位



请务必阅读正文之后的重要声明

图表 12 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

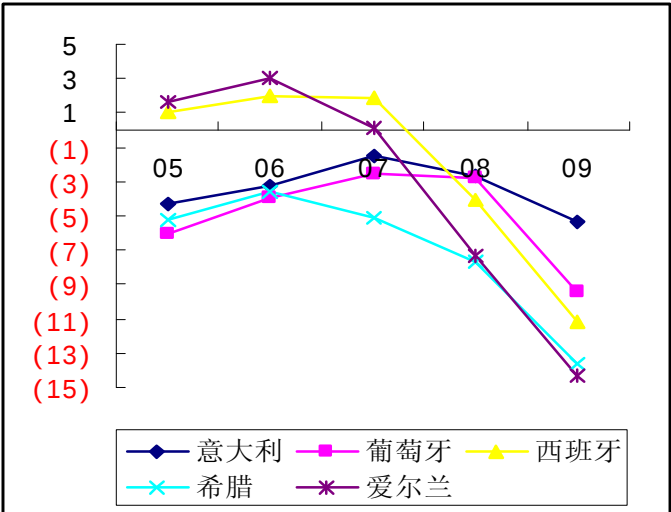
五、欧债危机阴影笼罩经济复苏前景

为了维护市场信心,达到阻止希腊债务危机向欧元区其他国家蔓延的目的,5月6日,欧盟披露了一份高达7500亿欧元的救助计划。这笔资金中4400亿欧元来自欧元区国家贷款,600亿欧元来自欧盟应急基金,2500亿欧元来自国际货币基金组织。

从市场的反应来看,这一计划暂时稳定了投资者的信心。5月10日,全球股市、欧元汇率、大宗商品价格强劲反弹。希腊国债收益率下降近5个百分点,希腊、葡萄牙、西班牙、意大利国债利率与德国国债利率之差大幅下滑;“欧猪五国”(PIIGS的缩写,指葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙)的CDS价格大幅回落;反映投资者风险偏好的VIX指数大幅下滑。虽然短期内的压力得到缓解,但这并不意味着欧洲债务危机就此结束。原因在于:

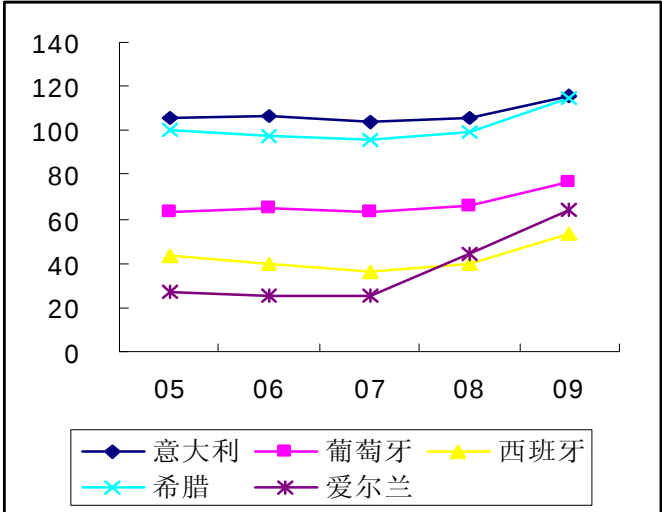
- I 首先,在总额7500亿的救助计划中,4000亿欧元来自欧元区国家贷款,这笔资金如何筹措还是个未知数;
- I 其次,作为缓解主权债务危机的一部分,欧洲主要国家都纷纷都把压缩财政开支作为降低财政赤字的主要手段,如欧盟与IMF要求希腊在2014年将财政赤字占GDP的比重从当前的12.7%削减至3.0%以内。这种“逆经济周期”的主动将不利于欧元区经济乃至世界经济的复苏。
- I 第三,欧洲央行同意接受政府和私人债券,意味着欧洲央行将要实行定量宽松的货币政策,这为通胀前景埋下重大隐患,同时给欧元汇率带来进一步的下行压力。
- I 对金属的影响主要来自两方面:一方面,大幅压缩财政支出将减少对基本金属的需求;另一方面,欧洲央行实施量化宽松政策将令欧元承压,美元指数有进一步上升的趋势,这会对大宗商品价格形成压制。

图表 13 财政赤字(盈余)占 GDP 比重



数据来源：欧盟统计局 爱建证券

图表 14 政府总债务占 GDP 比重



数据来源：欧盟统计局 爱建证券

图表 15：各国紧缩计划主要内容及目标

国家	紧缩计划内容及目标
爱尔兰	2010 年政府预算减少 40 亿欧元，实施多项财政紧缩措施。制定连续 3 年销减预算 30 亿欧元，目标 2014 年将赤字 GDP 比调整至 3%
希腊	未来三年内削减财政预算 300 亿欧元（约 3096 亿港币），以避免债务违约。年内，把赤字占 GDP 比率降至 8.1%，明年降至 7.6%，2014 年降至 2.6%。
英国	2010 至 2011 财年内削减 62.5 亿英镑(约 90 亿美元)支出，拟对银行业征收最多高达 80 亿英镑(约 115 亿美元)的新税。
西班牙	1 月公布 500 亿欧元紧缩方案。5 月又通过 150 亿欧元紧缩方案。计划 2010 年将赤字 GDP 占比降至 9.3%，2011 年降至 6%。
葡萄牙	3 月、5 月相继出台两套紧缩收支方案。将今年赤字 GDP 占比从原先设定的 8.3%减至 7.3%，并在 2011 年底减至 4.6%。
法国	3 年内把国家的日常行动开支减少 10%，2013 年把赤字降到 3%以下。
意大利	2011、12 财政年度削减 240 亿欧元公共开支，以使 2012 年赤字 GDP 占比降至 2.7%。
德国	到 2014 年为止，将史无前例地大规模削减高达 860 亿欧元的财政赤字。要求到 2016 年，德国结构性赤字最高不得超过 GDP 的 0.35%。

数据来源：爱建证券

六、消费旺季结束，需求前景不明

展望下半年，基本金属的需求面临着诸多不确定性：

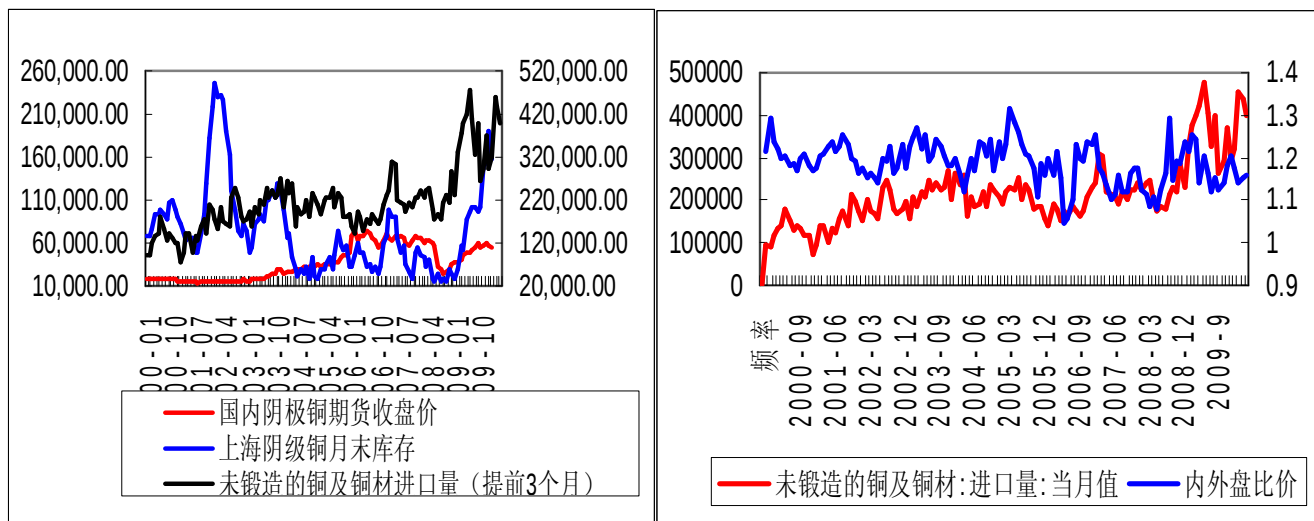
- 首先，有色金属的消费具有比较明显的季节性特征，上半年是金属需求的旺季。新年过后，房地产、电力、汽车、家电的投资高峰逐渐到来，对金属的需求也在不断增加。进入下半年，由于冬季的临近和信贷资金的回笼，金属的需求也随之下降。总体来说，下半年金属消费弱于上半年。
- 其次，如第4节分析，作为缓解主权债务危机的一部分，欧洲主要国家都纷纷都把压

请务必阅读正文之后的重要声明

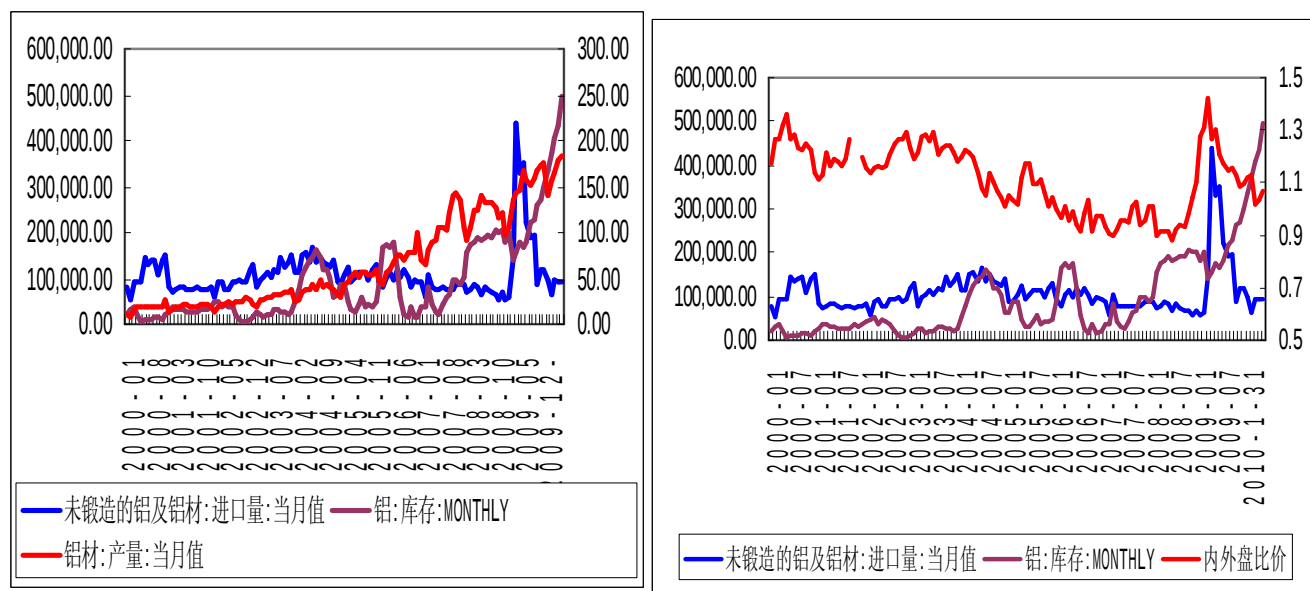
缩财政开支作为降低财政赤字的主要手段，这种“逆经济周期”的主动将不利于欧元区经济乃至世界经济的复苏。大幅压缩财政支出势必将对基本金属的需求；同时，欧洲央行实施量化宽松政策将令欧元承压，美元指数有进一步上升的趋势，这会对大宗商品价格形成压制。

- u 第三，“中国因素”是决定金属价格的重要力量，但中国连续出台一系列针对房地产的调控措施以及对于新兴产业的刺激政策，显示了中国政府调整经济结构，加快经济转型的决心。中国经济结构的调整和转型使得中国经济的复苏道路变得更为复杂和不确定，对金属价格的影响可能趋于负面。

图表 16 铜库存大幅增加，未来面临去库存化压力



图表 17 铝库存大幅增加，未来面临去库存化压力

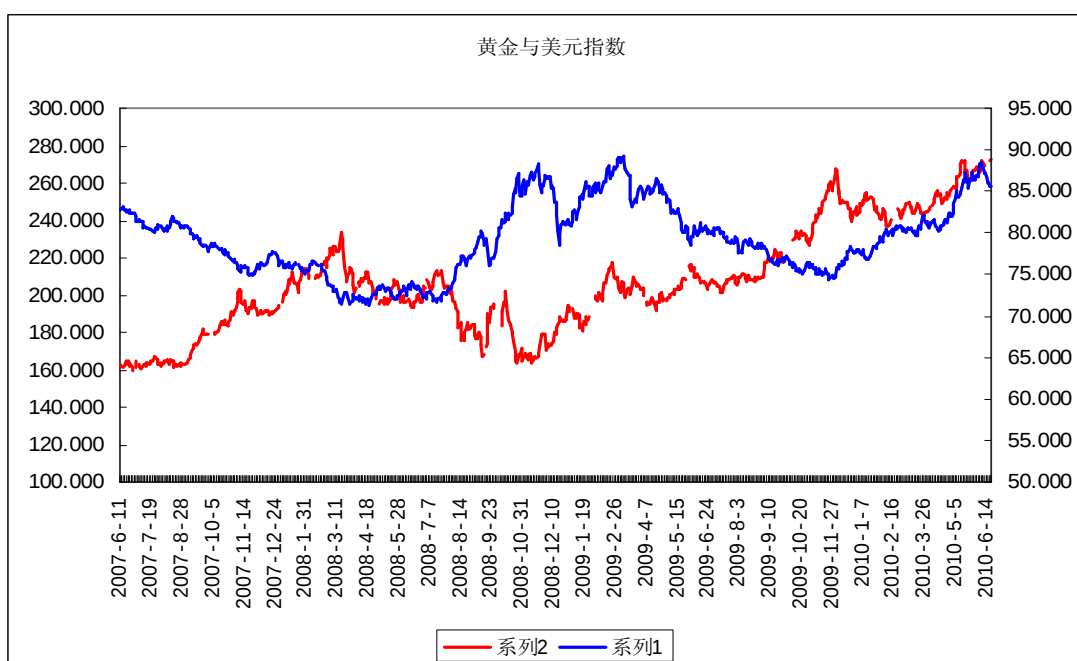


七、不确定性环境凸显黄金避险价值

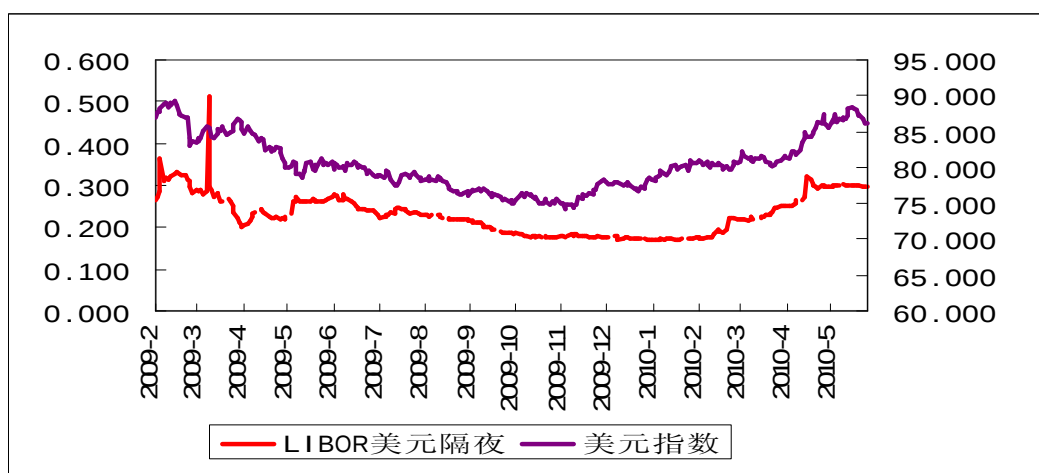
决定黄金价格长期走势的有两种基本力量：通货膨胀以及避险需求。因通货膨胀而推升黄金价格往往表现为美元指数与黄金价格的负相关关系；而因避险需求推升黄金价格则表现为美元指数与黄金价格的正相关关系。从2010年3月中旬开始，美元指数与金价表现为明显的正相关关系，正是两者同受避险需求推动所致，而避险情绪的高涨则来源以希腊主权债务危机为导火索的欧债危机的爆发以及进一步蔓延的担忧。

我们认为，欧债危机的影响仍将持续，而作为世界经济增长引擎的中国正处于经济结构转型的时期，使得未来世界经济复苏道路面临着更为复杂的不确定环境。不确定性环境将凸显黄金的避险价值。而从一个更为长远的时间框架分析，国际货币体系的不稳定和重构是推动黄金价格上涨的更为基础性力量，我们看好黄金价格的长期走势。

图表 18 同受避险需求推动，黄金和美元指数一度表现为正相关



图表 19 避险情绪是推升美元指数上涨的主要力量 避险情绪推升美元指数



八、投资策略

2010年初,市场的主要焦点是宽松货币政策何时退出及其预期上,对未来经济的复苏进程保持乐观态度。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,因此,我们的投资逻辑主要在“防通胀”主题,这是我们上半年的一个主要判断。

然而,如前分析,中国加快未来世界经济包括中国经济面临的不确定性在加大,有色金属作为强周期性行业,经济复苏势头减缓将减少金属需求,压制金属价格;而在高度不确定的经济环境中,避险情绪的高涨将进一步打压金属价格,我们给予有色金属板块“中性”评级,投资逻辑主要遵从以下逻辑:

- | 具有区位优势,受益于城镇化进程的公司,如栋梁新材、新疆众合
- | 受益国际货币体系不稳定,具有避险功能的黄金股票:山东黄金、中金黄金
- | 具代表未来经济发展方向从属于新能源、新材料的公司:如安泰科技、东方钽业、宝钛股份、西部材料、云海金属。
- | 有资源优势,业绩弹性比较大的股票:中金岭南、焦作万方。
- | 重点推荐:栋梁新材、新疆众合、安泰科技、云海金属、宝钛股份、山东黄金、中金岭南

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;

I 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。

I 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。