



关注通胀率和人民币升值，视线转向铜锌等大金属

---有色金属行业 2010 年四季度投资策略

近三月行业相对沪深 300 指数走势



内容提要

行业评级： 推荐

- 2010 年三季度美国经济恢复缓慢，美联储重启定量宽松政策，而欧洲经济则比较平稳的经受了欧债危机的冲击，在此影响下美元指数从高位回落。由于大宗商品价格与美元指数的负相关关系，有色金属价格总体呈现一个区间震荡向上的趋势。LMEX 指数从 7 月初的 2917.2 点上升至 9 月底 3686.7 点，上升幅度大致 26.38%。
- 我们认为短期内美国经济在房地产低迷和消费不振的情况下很难有重大起色，而美国政府维持弱势美元促进出口的政策仍将继续，在美国经济增速相对缓慢和美国政府放任汇率贬值以促进出口的双重因素影响下，在可预见的未来，美元指数继续下跌仍是一个大概率的事件。
- 由于节能减排压力带来的普遍限电措施，有色金属产量增速将明显下降，综合来看，由于美元指数的下跌，以及量化宽松政策的重启，给国际大宗商品价格的上行带来充足的动力，在国际有色金属价格上涨的牵引下，中国节能减排带来的供给压力将迅速放大，我们认为，四季度国内有色金属价格维持高位将是一个大概率事件。
- 虽然目前有色金属行业估值水平已经不低，但相对于 2007 年的水平，仍然有一定的上涨空间。通货膨胀率上升和人民币升值带来的充裕流动性能否推升行业的估值水平至 2007 年的高点，我们仍存疑问，但显而易见的是，充裕流动性已经给有色金属行业估值水平提升带来了想象空间。
- 我们对通货膨胀率和人民币升值特别是通胀率上升带来有色金属估值水平提升抱有一定的希望，在有色金属子行业中，小金属春天带来的估值压力已经显现，估值水平的结构性偏差正日益突出，在行业估值水平系统性的提升过程中，我们更看好基本金属的估值提升空间。综合通货膨胀的受益程度、行业的供需状况、估值提升空间，我们比较看好铜、锌等基本金属，投资者可以根据资源自给程度寻找合适的投资标的。

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

电 话 025-83367888-3085

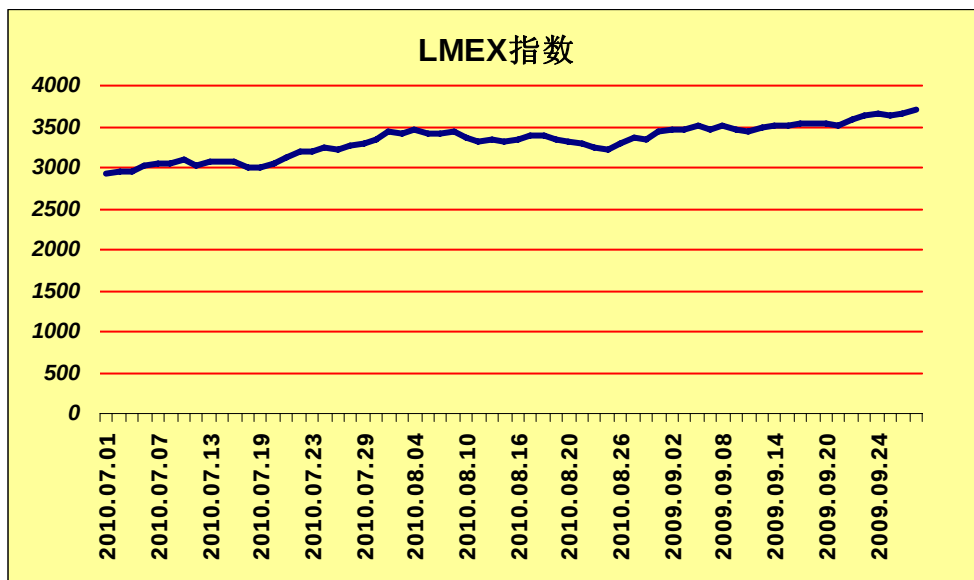
邮 箱 jhyin@njzq.com.cn

一、四季度行业展望：美元指数下跌和供给压力，有色金属价格高位维持

2010 年三季度有色金属价格总体呈现一个区间震荡向上的趋势。2010 年 7 月中旬以前，市场由于担忧世界经济二次探底将影响有色金属需求，LMEX 指数一直在 3000 点左右水平窄位徘徊。7 月中旬以后，由于美国经济恢复缓慢，美联储重启定量宽松政策，而欧洲经济则比较平稳的经受住了欧债危机的冲击，在此影响下，美元指数从高位回落。由于大宗商品价格与美元指数的负相关关系，LMEX 指数上开始震荡向上。截止到 2010 年 9 月 30 日，LMEX 指数从 7 月初的 2917.2 点上升至 9 月底 3686.7 点，上升幅度大致 26.38%。

具体品种来看，延续了 2010 年上半年的强势，2010 年三季度的明星品种非 3 月伦敦锡莫属，在 IT 产品步入景气周期下游需求剧增的支持下以及三季度供应的紧张，3 月伦敦锡期间上涨了 39.66%，涨幅为六种基本有色金属之冠，另一明星品种 3 月伦敦铅也上涨了 31.41%。在库存下降的支持下，LME 三月铜和 LME 三月锌分别上涨了 24.34%、23.83%，上涨幅度基本与 LMEX 指数同步。而 3 月伦敦镍由于库存持续增加，只上涨了 20.47%幅度，落后于 LMEX 指数上涨的幅度，而 LME 三月铝由于高库存的压力，在六种基本有色金属表现最差，上涨幅度大致为 19.68%，远远落后其他基本金属。

图 1：2010 年三季度以来 LMEX 指数趋势



资料来源：LME

展望 2010 年四季度有色金属价格，由于世界各国的经济形势相较于三季度并无多大的变化，我们认为有色金属作为收入敏感性的行业，在世界经济形势无多大变化的情况，需求也无多大的变化。因此影响有色金属价格重要的因素是非需求方面的因

素，在诸多因素中，我们认为值得重点关注的是美元指数的下跌和中国的节能减排导致有色金属的供给减缓。

2009 年，美国经济实现了快速的复苏，但是美国经济快速的复苏并没有带来就业率的上升，美国国民的消费能力并没有随着经济快速复苏而复苏，由此美国经济持续增长就缺少了基石，从 2010 年二季度以来，美国经济增速在主要经济体中逐渐落后。

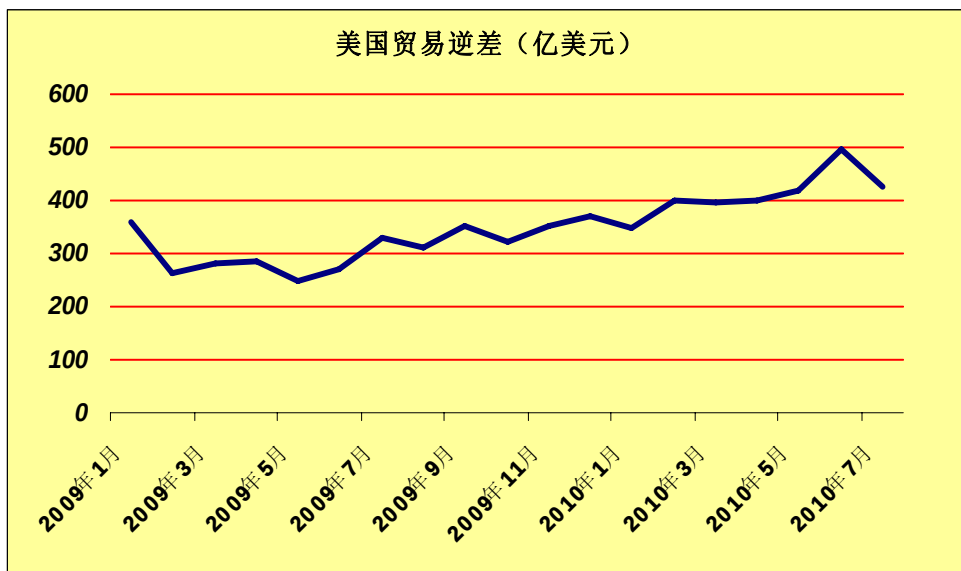
表 1：主要经济体 GDP 增长情况

国家	2010 年一季度(%)	2010 年二季度(%)
美国	3.70	1.70
日本	4.70	2.40
欧元区	1.00	2.20
韩国	8.07	7.02
澳大利亚	2.58	3.26
加拿大	2.16	3.40
中国	11.90	11.10

资料来源：WIND 资讯

美国奥巴马政府的一项主要任务就是要缩减美国的贸易逆差，但从奥巴马政府执政以来，美国的贸易逆差整体上仍呈上升趋势，并在 2010 年 6 月创出新高。

图 2：美国贸易逆差

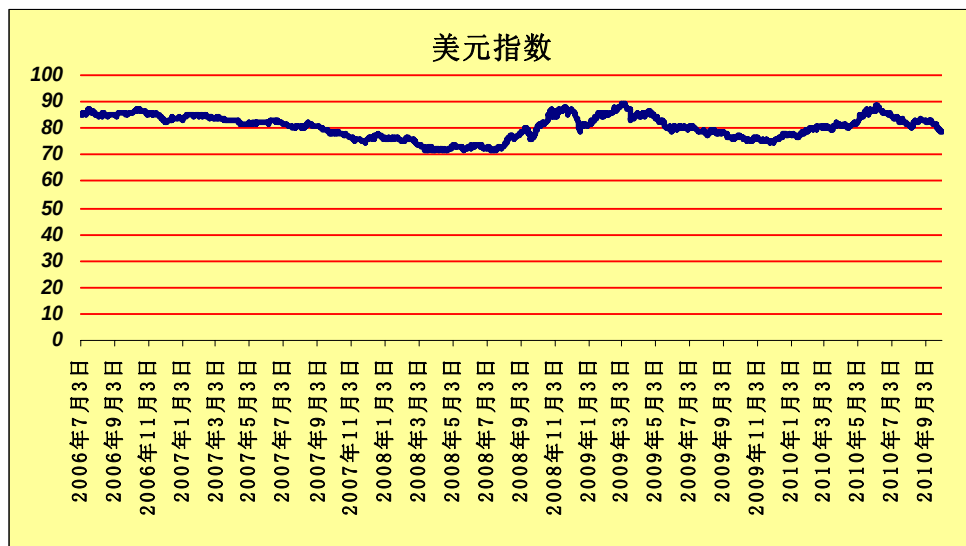


资料来源：WIND 资讯

在美国经济增速相对缓慢和美国政府放任汇率贬值以促进出口的双重因素影响下，从 2010 年二季度以来，美元指数已经从避险因素支持下的高位迅速回落，目前

已经跌破 80 大关。我们认为短期内美国经济在房地产低迷和消费不振的情况下很难有重大起色，而美国政府维持弱势美元促进出口的政策仍将继续，在可预见的未来，美元指数继续下跌仍是一个大概率的事件。

图 3：美元指数趋势



资料来源：WIND 资讯

根据中国政府的承诺，中国在“十一五”发展规划提出了降低单位 GDP 能耗的约束性指标，即到 2010 年万元 GDP 能耗在 2005 年基础上降低 20% 左右。“十一五”期间数字显示 2006 年全国单位 GDP 能耗比 2005 年降低 1.79%，2007 年全国单位 GDP 能耗比 2006 年降低了 3.27%，2008 年全国单位 GDP 能耗比 2007 年降低了 4.59%。2009 年国家统计局对能耗指标进行了重新修订，根据修订后的能源消费数据，2010 年底全国单位 GDP 能耗必须降低了 5.62% 以上，才能完成“十一五”能耗下降指标。

2010 年单位 GDP 能耗指标下降 5.62%，这并不是一个容易完成的任务，毕竟在单位 GDP 能耗指标下降最快的 2008 年也才下降了 5.25%。更令 2010 年能耗指标下降任务困难重重的是，2010 年一季度，能耗不仅没有下降反而快速上升 3.2%。

距离“十一五”单位 GDP 能耗降低 20% 目标只剩 4 个月时间，部分地区形势有所好转，但节能减排“收官之战”仍不容乐观。9 月 17 日，国家发改委再次下发紧急通知，部署节能减排工作。根据发改委披露各地区节能目标完成情况晴雨表显示，1-8 月份，辽宁、江苏、河南、广西、陕西、青海、宁夏、新疆等 8 个地区预警等级为一级；上海、山东、海南、贵州、甘肃等 5 个地区预警等级为二级；北京、天津、河北、山西、内蒙、吉林、黑龙江、浙江、安徽、福建、江西、湖北、湖南、广东、重庆、四川、云南等 17 个地区为三级预警。根据发改委定义，一级预警为节能形势严峻，

须及时、有序、有力启动预警调控方案；二级预警为节能形势比较严峻，须适时启动预警调控方案；三级预警为节能进展基本顺利，须密切关注能耗强度变化趋势。也就是说，在发改委披露的 30 个省市里，仍有 13 个省市节能减排形势比较严峻，占比超过四成。根据我们的数据，在节能降耗形势比较严峻的一、二级预警地区，有色金属产量在全国占比较高。

表 2：分地区有色金属产量

单位：吨

省份	产量（2010 年 1-5 月）	全国产量（2010 年 1-5 月）
辽宁	325, 778. 49	
江苏	217, 901. 40	
河南	2, 248, 699. 20	
广西	595, 559. 95	
陕西	449, 998. 52	
青海	704, 299. 00	
宁夏	421, 640. 45	
新疆	34, 044. 42	
上海	64, 974. 22	
山东	997, 817. 98	
甘肃	769, 474. 38	
贵州	419, 670. 58	
总计	7, 249, 858. 59	12, 648, 270. 00

资料来源：工业和信息化部。

由于对地方政府实行问责制，各地方政府纷纷采取非常规措施，对工业用电实行普遍无差别的限电措施，做为能耗大户的有色金属行业，更是首当其冲成为限电的重点。我们认为，由于普遍的限电措施，有色金属产量增速将明显下降，工信部数据初步证实了我们的判断。工信部公布的数据显示，8 月份十种有色金属产量为 264 万吨，同比增长 8. 2%；日均产量 8. 52 万吨，环比下降 0. 8%，不论是从绝对量和相对增速都有一定的下降。

表 3：2010 年有色金属产量和增速

时间	十种有色金属产量（万吨）	十种有色金属产量增速（同比，%）
2010-01	238. 59	43. 97
2010-02	239. 50	35. 00
2010-03	258. 37	28. 76
2010-04	260. 92	34. 22
2010-05	267. 45	31. 17
2010-06	269. 34	20. 44
2010-07	266. 46	15. 76
2010-08	264. 45	8. 24

资料来源：国家统计局

我们认为，由于普遍的限电措施，有色金属产量增速将明显下降，综合来看，由于美元指数的下跌，以及量化宽松政策的重启，给国际大宗商品价格的上行带来充足的动力，在国际有色金属价格上涨的牵引下，中国节能减排带来的供给压力将迅速放大，我们认为，四季度国内有色金属价格维持高位将是一个大概率事件。

二、通货膨胀率上升和人民币升值速度加快将提升行业的估值水平

2010 年 3 季度，有色金属中小金属乘着政策东风，价格扶摇直上，反映到小金属类上市公司的股价上，也经历了一波凌厉的上涨，根据我们的统计数据，有可比数据的小金属类上市公司的股价平均上涨 68.76%。远远超越沪深 300 指数。在小金属和贵金属类上市公司的带动下，有色金属行业指数也一改前期颓势，从 7 月开始有 36% 的涨幅，并超越沪深 300 指数。

图 4：有色金属行业指数

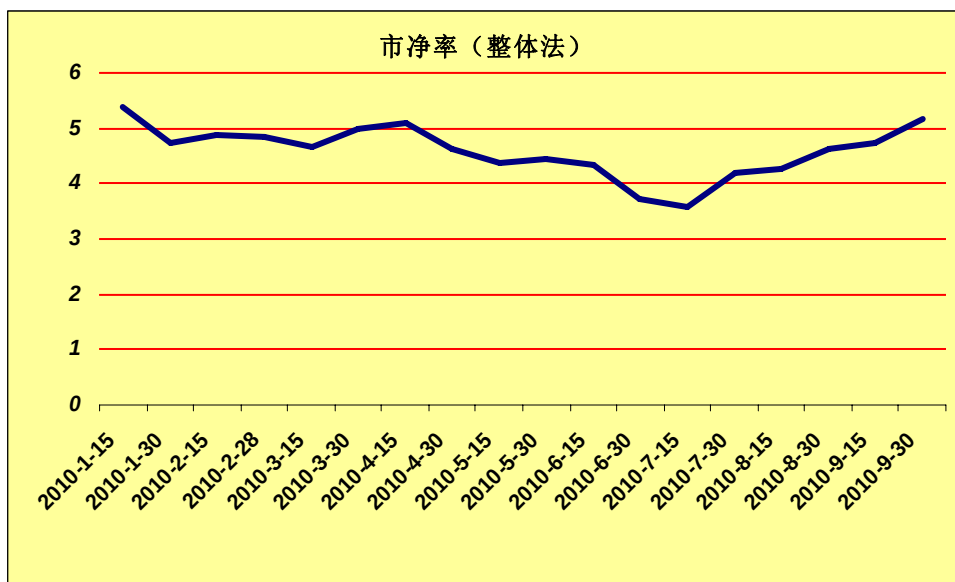


资料来源：WIND 资讯

在经过疯狂 9 月上涨后，有色金属行业的上市公司估值水平已经从 6 月超跌的状态恢复到 2010 年年初的水平，截止到 2010 年 9 月 30 日，行业整体市净率为 5.17 倍，已经超越我们认为合理的有色金属行业估值水平的 3-5 倍市净率水平。与 A 股整体市场相比，有色金属行业平均市净率相较于整体 A 股市场，大部分时间处于溢价水平，市场行情向好，溢价水平就高，如 2007 年，有色金属行业相较于整体 A 股，有 82% 的溢价水平；整体市场行情向淡，就出现折价，如 05 年 1 月和 08 年 10 月，最大折

价水平达到 26% 倍。平均而言，有色金属行业市净率水平相较于整体 A 股市场市净率水平有 25% 的溢价水平，目前有色金属行业的溢价水平为 83.98% 左右，与 2007 年行业的溢价水平大致相当，显著超越历史平均溢价水平。

图 5：有色金属行业估值水平



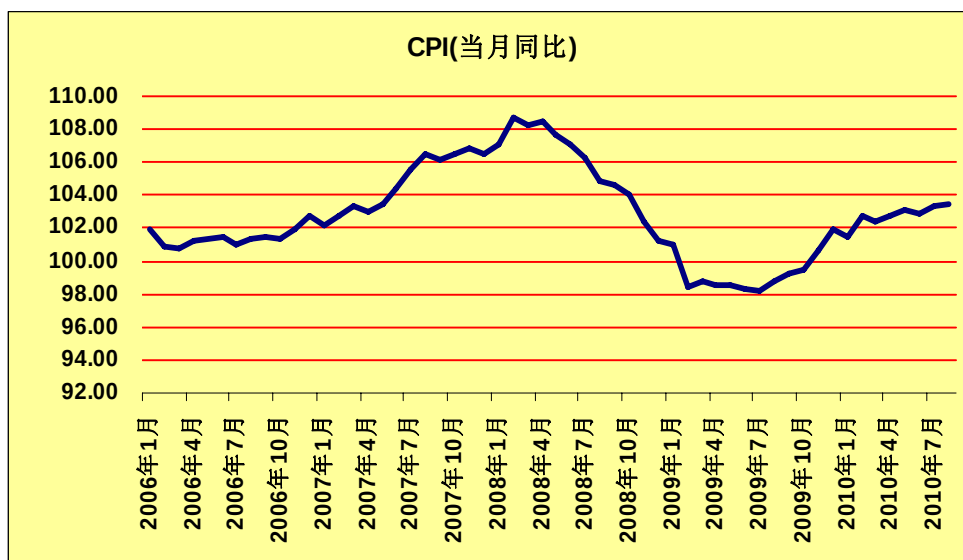
资料来源：WIND 资讯

在市场行情极度亢奋的 2007 年，有色金属行业市净率水平年度算术平均为 7.99 倍左右，最高峰时达到 12.49 倍的水平，2010 年有色金属行业的估值水平是否能够重现 2007 年的一幕，通过分析 2007 年的市场情景，我们认为至少有两个重要因素与 2007 年大致相似。

我们认为，2007 年有色金属行业的估值水平达到接近 8 倍的市净率水平，其中重要的因素是当时的通货膨胀率不断攀高，不断攀高的通胀率一方面使资源品的价格不断上涨，使得上市公司的业绩不断增厚，使市场形成了有色类上市公司业绩持续上涨的预期，有色金属行业成为当时市场的强势行业，市场资金不断涌入造成了行业估值水平的高估；另一方面，不断上涨的通胀率形成存款负利率，居民存款活期化明显，成为市场流动性泛滥的重要的国内因素，直接推动了资本市场、房地产市场的非理性繁荣。

截止到 2010 年 8 月，中国居民消费物价指数为 103.50，比 2009 年同期上升 3.50%，考虑到 2010 年农作物因为气候原因减产以及农业比较效益低下导致的农民放弃耕种等原因，我们认为短期内居民消费物价水平很难回到以前低于 3% 的水平。从 2009 年 7 月开始，物价水平已经开始进入了一个新的上涨周期。

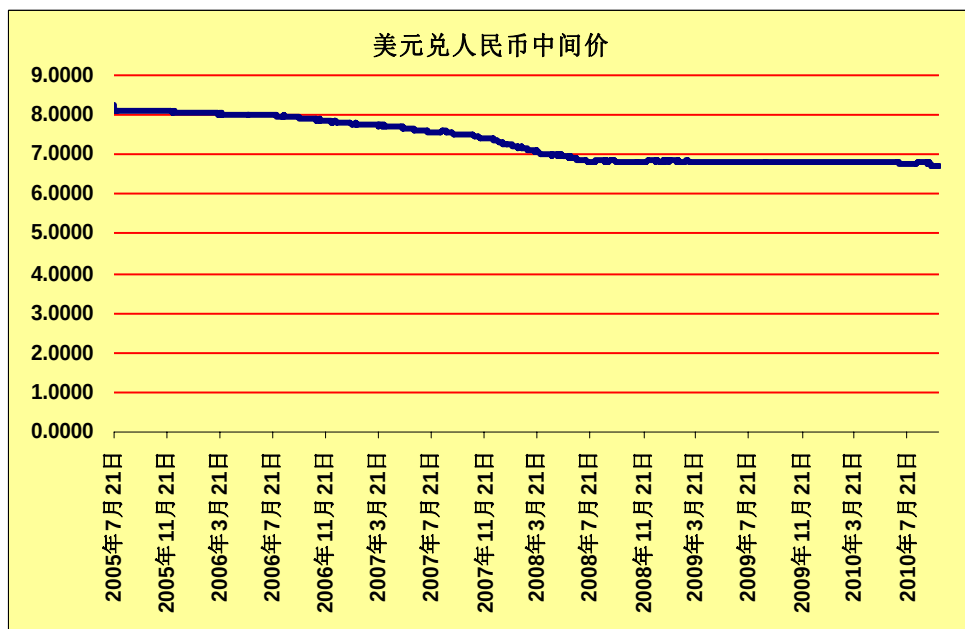
图 6：中国物价指数上涨情况



资料来源：国家统计局

我们认为，造就 2007 年有色金属行业估值水平高企的另一重要原因是人民币升值带来的海外热钱的涌入。2007 年，人民币兑美元升值 5.42%，中国外汇储备增长 3400 亿美元，排除外贸顺差和外商直接投资的影响，不可解释的外汇储备大致为 1300 亿美元左右，巨额海外热钱的涌入也是造成股市非理性繁荣的重要因素。

图 7：人民币对美元汇率



资料来源：中国外汇管理局

2010 年 6 月 19 日，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，资本市场称之为“二次汇改”。自“二次汇改”以来，截止到 2010

年 9 月 30 日，人民币美元升值幅度接近 2%。而通过 2010 年中国人民银行资产负债表以及外贸一顺差和外商直接投资的对照，不可解释的外汇储备大致在 70-80 亿美元之间，海外热钱套利人民币升值苗头又现。

我们认为，虽然目前有色金属行业估值水平已经不低，但相对于 2007 年的水平，仍然有一定的上涨空间。通货膨胀率上升和人民币升值带来的充裕流动性能否推升行业的估值水平至 2007 年的高点，我们仍存疑问，但显而易见的是，充裕流动性已经给有色金属行业估值水平提升带来了想象空间。

三、2010 年有色金属行业四季度投资策略

根据我们前述的分析，2010 年四季度影响有色金属价格的最主要因素是美元指数持续下跌和中国节能减排带来的供给压力。由于此两种因素作用于所有有色金属，我们认为有色金属整体价格都将有所提振。

有色金属需求收入弹性较大，需求价格弹性较小，这也体现了有色金属资源品属性的特征。由于我们对全球经济持谨慎态度，也就是说我们对 2010 年有色金属需求的看法仍将保持不变，四季度有色金属供给的变化将对有色金属各子行业的影响程度是不同的，我们认为，产品的供需状况将决定供给变化带来的影响幅度。子行业中供需平衡和供不应求的品种将显著受益节能减排带来的供给压力。

根据我们前面的论述，我们对通货膨胀率和人民币升值特别是通胀率上升带来有色金属估值水平提升抱有一定的希望，在有色金属子行业中，小金属春天带来的估值压力已经显现，估值水平的结构性偏差正日益突出，在行业估值水平系统性的提升过程中，我们更看好基本金属的估值提升空间。

综合各方面因素考虑，我们继续看好在中国“稳经济、调结构”的经济转型的过程中的能源金属如稀土、锂、镍等金属，继续看好具有中国优势的战略小金属如钨、钼、钛等，在国家提升产业结构，优先发展装备制造业、增加战略金属储备的政策中的机会。同时我们认为，欧洲主权债务危机的解决仍非一日之功，危机的存在将使黄金的避险功能得到充分发挥，黄金的避险功能和抗通胀功能使得黄金价格维持高位仍是一个大概率事件。

风险既定下收益最大化，收益既定下风险最小化是投资的最佳策略，虽然小金属在美元贬值下仍是良好的投资标的，但相对于基本金属，我们认为其估值提升空间并不是很大，综合通货膨胀的受益程度、行业的供需状况、估值提升空间，我们比较看

好铜、锌等基本金属，投资者可以根据资源自给程度寻找合适的投资标的。

下面是我们重点关注的上市公司盈利预测和投资评级

表4：重点关注的上市公司盈利预测

证券代码	证券简称	09EPS(元)	2010EPS(元)	09PE（倍）	2010PE（倍）
000060	中金岭南	0.4	0.41	42.50	41.46
000612	焦作万方	0.4	1.07	51.63	19.30
000960	锡业股份	0.21	0.51	141.43	58.24
600111	包钢稀土	0.07	0.77	1098.00	99.82
600362	江西铜业	0.78	1.50	39.90	20.75
601958	金钼股份	0.17	0.32	108.82	57.81

注：PE计算的价格为2010年9月30日的收盘价

资料来源：WIND资讯、南京证券

行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%--20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。