

2010-10-14

行业研究 / 跟踪报告

有色金属

中性 / 维持评级

流动性推动下的阶段性繁荣

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083
+755-82492171 yetao@lhqz.com

张勇

SAC 执业证书编号:S1000210090007
+755-82125160 zhangyong@lhqz.com

王茜

SAC 执业证书编号:S1000210070030
+755-82364392 wangqianys@lhqz.com

联系人

孙蕾

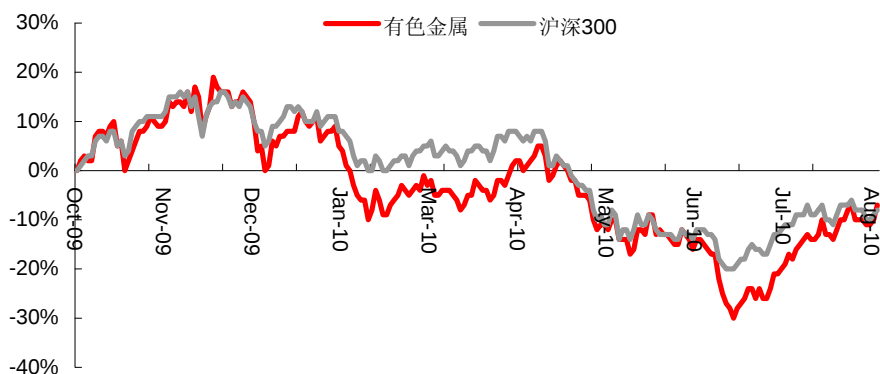
021-68498607 sunlei@lhqz.com

孙浩中

021-68498635 sunhz@lhqz.com

- 各国货币开始新一轮宽松，印钞机和高失业率继续打压美元，流动性再次宣泄商品市场。有色金属既能承载流动性，又被视为较理想的抵御通胀的选择，本轮商品价格上涨带来的投资性机会或不容忽视。价格上涨推动企业盈利的改善，而流动性充裕促进股票估值的提升，双轮驱动下的乘数效应，有望驱动可观涨幅。
- 近期，美元汇率大幅下跌，货币因素使黄金的保值功能凸显，推升短期金价。展望长期，通胀阴云挥之不去，加上近期灾害性天气推动农产品价格上涨，通胀预期得以维持甚至加强。在此情形下，长期的通胀预期将为金价提供较长时期的支撑。
- 新经济、新材料行情仍将继续。今年以来，以包钢稀土、西藏矿业为代表的稀土、锂板块的股票走势令市场瞩目。在目前情况下，“保增长、调结构”的宏观经济政策没有改变，锂、稀土等行业的发展趋势依然向好。随着低碳经济向纵深发展，这些金属的表现有望不断超出市场的预期。
- 我们始终看好包钢稀土、西藏矿业的中长期趋势，前期推荐的锡业股份、宏达股份、宝钛股份仍是合乎时宜的选择，新形势下建议关注西部矿业、焦作万方。
- 考虑到本轮上涨缺乏实体经济需求的有效支持，美元汇率已跌至前期低点附近，以及流动性飘忽不定的特点，行情的持续性未来或将受到考验。

最近 52 周股价表现

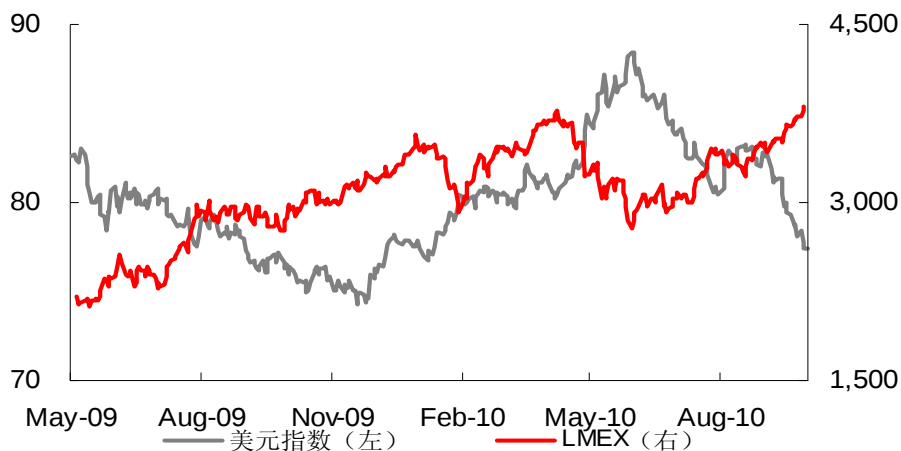


货币战争引爆市场激情？

10 月初，日本央行宣布降低利率，加之近期美元大幅下跌，引发市场对美联储重启量化宽松的预期。此前，已有日本、巴西、韩国、泰国等国家相继出台措施，调控本国汇率，流动性再度扩张似已暗流汹涌。

为抵御货币可能出现的贬值，大量资金进入股市及商品市场，导致金属价格和股价大幅提升，流动性再次宣泄商品市场。而本轮农产品的大幅上涨，似在为未来通胀提供持续的支撑。

图 1 美元指数与 LME 价格指数变动



数据来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

基本金属：货币 VS 供需

近期美元的持续下跌及对未来货币贬值的担忧，基本金属价格明显上涨，铜价由 7 月的 6500 美元/吨上涨至目前的 8300 美元/吨，锡价更是由 17000 美元/吨上涨至 27000 美元/吨，其他基本金属如铅、锌、铝也有相当的涨幅。

图 2 LME 现货铜价及库存

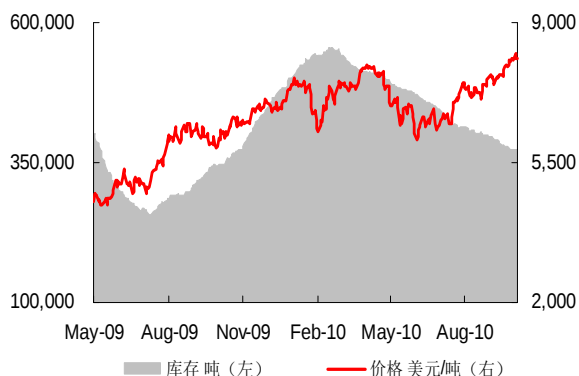
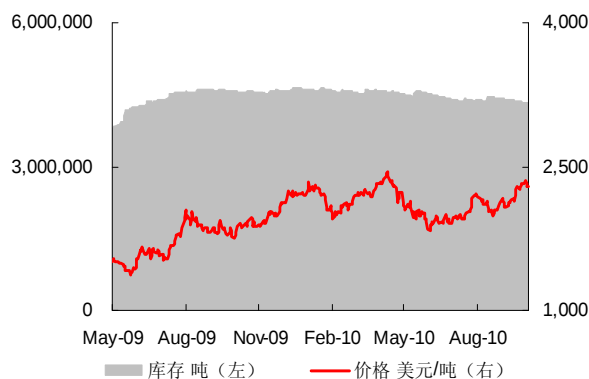


图 3 LME 现货铝价及库存



数据来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 4 LME 现货锌价及库存

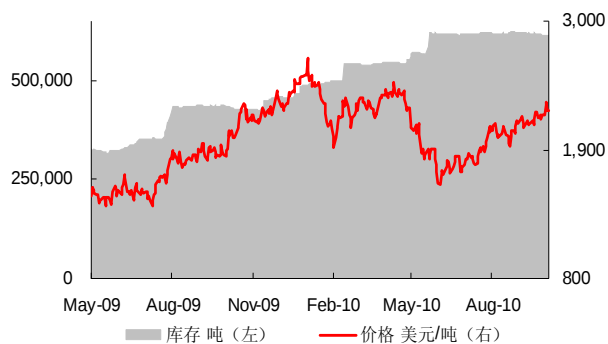
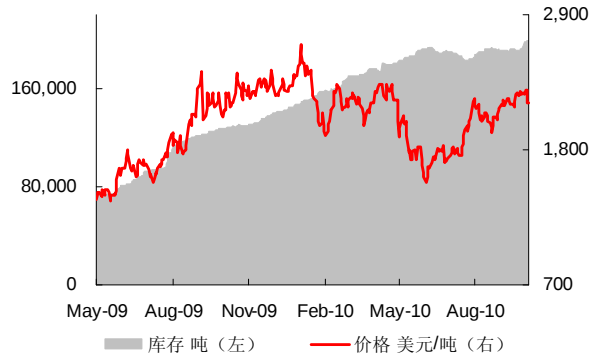


图 5 LME 现货铅价及库存



数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 6 LME 现货镍价及库存

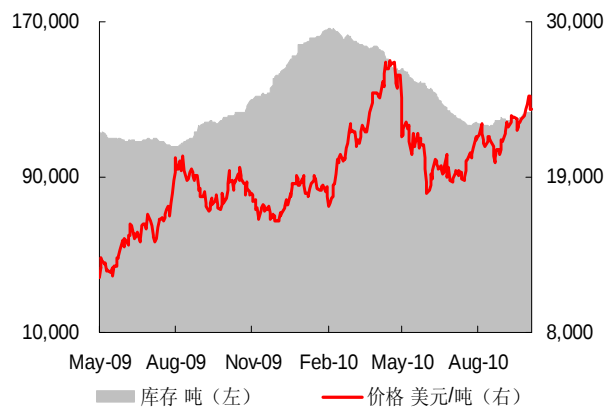
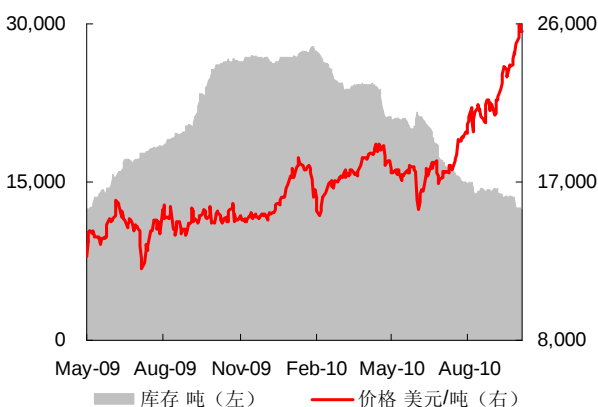


图 7 LME 现货锡价及库存



数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

7月以来基本金属的大幅上涨，我们认为实体经济需求恢复并非主因，当前的宏观经济形势尚不足以推动实际需求迅速增长。其根源在于流动性宽松和货币贬值预期带来的金属价格“被上涨”，金属的金融属性似是唯一合理解释，而外围货币市场的变化提供了有利的支持。

图 8 欧元、英镑、日元汇率

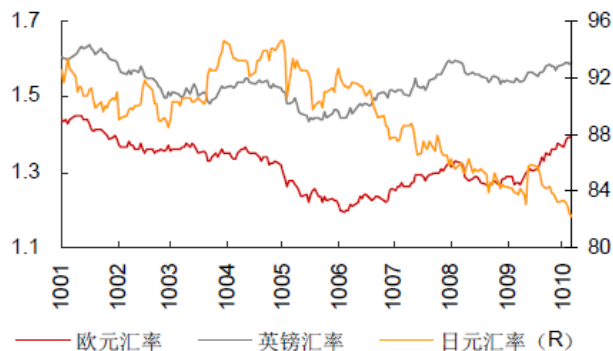


图 9 美元指数



数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

由于货币贬值的强烈预期，加上农产品价格上涨导致通胀预期增强，导致市场短期出现了恐慌性买入的情形。流动性主导下的市场波幅或难以预估，但我们相信，货币幻觉带来的价格幻觉仍将持续一段时间。

今年以来，受到国内流动性收缩及价格上涨预期消退的共同影响，基本金属类的股票估值受到抑制。而在目前全球流动性宽裕的情况下，基本金属类的股票估值得以重新提升。在价格上涨推动企业盈利的改善，而流动性充裕促进股票估值的提升，双轮驱动下的乘数效应，有望驱动可观涨幅。

我们认为，基本金属既能承载流动性，又被视为较理想的抵御通胀的选择，因此本轮商品价格上涨带来的投资性机会或不容忽视。但考虑到本轮上涨缺乏实体经济需求的有效支持，美元汇率依然存在不确定性，行情的持续性未来或将受到考验。近期继续关注供应面偏紧的锡、铜等金属品种。

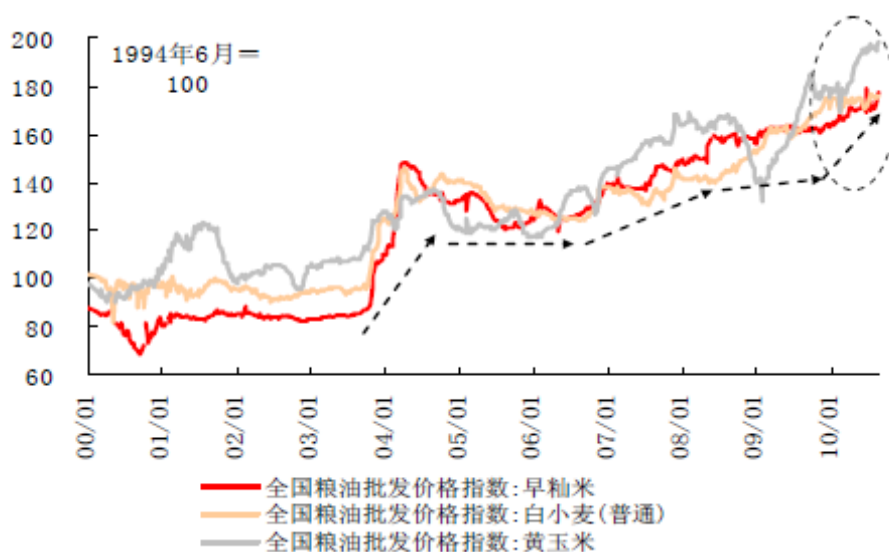
当然，目前美元指数已经跌至 77 附近，距离金融危机时 74 的水平已经不远，短期继续大幅下跌的概率似在降低，若美元出现反弹则将对金属价格构成压力。

三轮驱动，黄金中期仍可期待

经过数量化分析，我们发现黄金价格长期、稳定的影响因素主要有三个：美元汇率、通货膨胀以及避险需求，而非来自基本面供需。在不同阶段，占据主导作用的因素亦有所不同。目前情况下，主导金价的因素是以美元汇率为代表的货币因素以及未来通货膨胀的预期。

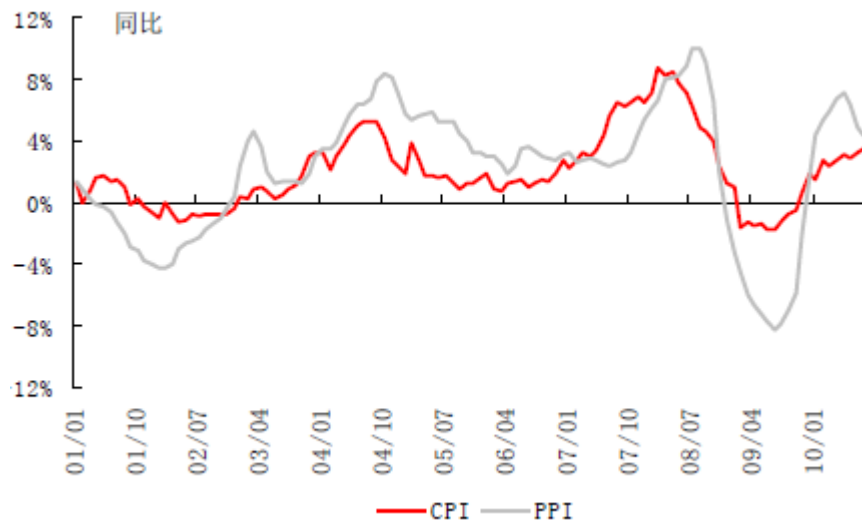
近期，美元汇率大幅下跌，货币因素使黄金的保值功能凸显，推升短期金价。中期来看，通胀预期挥之不去，加上灾害性天气推动农产品价格持续上涨，未来通胀预期可望维持甚至加强。目前看来，通胀预期对金价的支持体现出一定的持续性。

图 10 今年以来，农产品价格持续上涨



数据来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 11 国内通胀压力依然较大



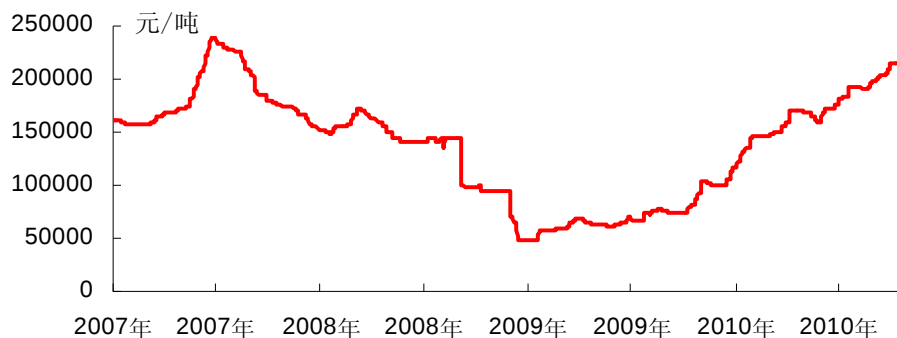
数据来源: wind, 华泰联合证券研究所

综上所述，短期各国采用货币贬值以刺激经济，中长期，农产品价格的上涨提升通胀预期，两方作用刺激下，黄金的保值功能得以强化。而一旦世界经济出现动荡，黄金的避险功能将再次引起关注。我们判断，黄金价格总体有望呈现易涨难跌格局。在世界经济走向动荡不明的现在，对未来的金价走势仍可保持一份乐观。

新材料可望向纵深发展

新经济、新材料行情仍将继续。今年以来，以包钢稀土、西藏矿业为代表的稀土、锂板块的股票走势令市场瞩目。在目前情况下，“保增长、调结构”的宏观经济导向没有改变，锂、稀土等行业的发展趋势依然向好。随着低碳经济向纵深发展，这些金属的表现可望不断超出市场的预期。我们于年初推荐的西藏矿业、包钢稀土、中信国安、厦门钨业等，仍将长期受益。

图 12、稀土价格继续上涨



资料来源: 中华商务网

价格上涨后的公司业绩弹性测算

表 1 重点公司盈利预测及弹性							(元/吨, 元/股)		
公司名称	价格假设			2010EPS			2010PE		
	假设	均价	现价	假设	均价	现价	假设	均价	现价
铝									
中国铝业	15500	15500	16000	0.06	0.07	0.17	202.2	173.3	71.4
焦作万方	15500	15500	16000	0.77	0.79	0.98	32.4	31.6	25.5
云铝股份	15500	15500	16000	0.04	0.04	0.10	291.5	233.2	97.2
铜									
江西铜业	55000	57000	62000	1.46	1.54	1.77	27.4	25.9	22.6
云南铜业	55000	57000	62000	0.44	0.48	0.59	61.1	56.0	45.6
铜陵有色	55000	57000	62000	0.59	0.63	0.72	39.5	37.0	32.4
黄金									
山东黄金	255	258	290	0.79	0.81	0.98	80.4	78.4	64.8
中金黄金	255	258	290	0.74	0.77	0.95	60.9	58.5	47.4
紫金矿业	255	258	290	0.36	0.37	0.42	26.3	25.6	22.5
铅锌									
中金岭南	16000	17600	17800	0.67	0.76	0.80	30.7	27.1	25.7
宏达股份	16000	17600	17800	-0.22	-0.09	-0.07	-	-	-
驰宏锌锗	16000	17600	17800	0.42	0.57	0.61	57.9	42.6	39.8
其他									
锡业股份(锡)	120000	142668	158500	0.65	0.75	0.87	57.1	49.5	42.6
云海金属(镁)	19100	19600	20500	0.26	0.29	0.39	69.7	62.5	46.5
包钢稀土(稀土)	170000	180000	214000	0.80	1.06	1.28	99.5	88.4	66.3
厦门钨业(APT)	116000	123000	141000	0.51	0.60	0.73	74.8	63.3	52.3

注：假设为我们此前金属价格假设，均价为今年来金属平均价格，现价为10月12日当日收盘价，股价为10月12日收盘价

表 2 重点覆盖公司业绩弹性排名 TOP10				(元/股)
铝行业原处盈亏平衡点， 基数较低，故铝价上涨 后业绩弹性较大。	公司简称	2010EPS	业绩弹性	
	1 中国铝业	0.07	142.9%	
	2 云铝股份	0.04	140.0%	
	3 焦作万方	0.79	24.1%	
	4 中金黄金	0.77	23.4%	
	5 云南铜业	0.48	22.9%	
	6 厦门钨业	0.60	21.7%	

7	山东黄金	0.81	20.9%
8	包钢稀土	1.06	20.8%
9	锡业股份	0.75	16.0%
10	江西铜业	1.54	14.9%

注：2010 年 EPS 基于当前均价假设。业绩弹性为当前价格下公司理论业绩相比目前均价可能的业绩增幅

表 3 重点覆盖公司前三季度（1-9 月）业绩预测

			(元/股)		
公司名称	三季度业绩预测	中报业绩	公司名称	三季度业绩预测	中报业绩
宝钛股份	0.04	0.01	锡业股份	0.44	0.23
东阳光铝	0.23	0.12	紫金矿业	0.27	0.19
宏达股份	-0.28	-0.32	焦作万方	0.69	0.58
南山铝业	0.28	0.15	中国铝业	0.06	0.04
中金岭南	0.35	0.19	云铝股份	0.02	0.01
驰宏锌锗	0.31	0.18	包钢稀土	0.75	0.44
江西铜业	1.02	0.61	厦门钨业	0.46	0.28
云南铜业	0.17	0.15	中金黄金	0.54	0.34
铜陵有色	0.45	0.31	山东黄金	0.61	0.40
云海金属	0.18	0.12			

资料来源：华泰联合证券研究所

投资建议

综上所述，各国货币开始新一轮宽松，印钞机和高失业率继续打压美元，流动性再次宣泄商品市场。而本轮农产品的大幅上涨，似在为未来通胀提供持续的支撑。

有色金属既能承载流动性，又被视为较理想的抵御通胀的选择，本轮商品价格上涨带来的投资性机会或不容忽视。价格上涨推动了企业盈利的改善，而流动性充裕促进了股票估值的提升，双轮驱动下的乘数效应，有望驱动可观涨幅。

考虑到本轮上涨缺乏实体经济需求的有效支持，美元汇率已跌至前期低点附近，以及流动性飘忽不定的特点，未来基本金属行情的持续性或将受到考验。

而与新能源、新材料相关的锂、稀土行业的中长期趋势依然向好，黄金价格受到长期通胀水平上升的影响，可继续以乐观心态看待。

公司方面，我们始终看好包钢稀土、西藏矿业的中长期趋势，前期推荐的锡业股份、宏达股份、宝钛股份仍是合乎时宜的选择，新形势下建议关注西部矿业、焦作万方。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com