

有色金属小组

杨诚笑

Tel: 021-68634518-8630

E-Mail: ycx3112@xcsc.com

叶鑫

Tel: 021-68634518-8278

E-Mail: yx2893@xcsc.com

刘金铄

Tel: 021-68634518-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

行业评级 增持

区别大众

基本金属价格高位震荡，板块存在阶段性交易机会。我们认为整个2011年基本金属的价格将呈现高位震荡的格局，由于全球市场整体流动性充裕的大局不会改变，因此第一个阶段性的交易机会是来自于市场价格大幅下跌带来的超跌反弹机会。

另一个阶段性的交易机会则来自于美联储、日本的再次流动性释放，美日仍然存在向市场注入新流动性的可能。一旦再次加码“注水”，有色金属的价格和相关板块股票无疑将迎来一波新的机会。

逻辑

□ **中国加息、偶发危机抑制基本金属板块。**在美日不存在超预期的流动性释放情况下，中国的加息显然份量加大。特别是当市场无法预期中国收缩流动性的强度和力度时，中国的加息存在被市场悲观情绪放大的可能。从而引发基本金属板块的短期大幅下跌走势。欧洲债务危机问题在 2011 年不会得到全面解决。普遍存在的财政赤字超标问题不可能在 1 年内得到解决。在问题名单上还有诸如西班牙、葡萄牙、意大利等以一长串的名单，而且这些经济体的规模都是希腊与爱尔兰无法比拟的。在 2011 年，欧元区债务危机仍将不时出场来扰乱资本市场，造成基本金属板块的大幅波动。

□ **下游需求复苏速度缓慢，基本金属价格上涨无动力。**金融危机后基本金属的消费水平仍未完全恢复。除了锡出现了部分短缺外，包括铜在内的其他品种在 2010 年仍旧出现过剩情况。未来欧美地区房地产市场我们给予很难回复到金融危机前水平的判断，因为金融为彻底改变了欧美人的消费模式，欧美房地产的复苏注定将只能随着经济的确定性复苏后缓慢回升。

□ **流动性充裕大局不变，存在阶段性交易机会。**由于中国加息、欧元债务危机以及下游需求复苏的缓慢。基本金属价格在 2011 年继续大幅上涨的可能性已经很小。因此，基本金属板块也很能再度出现比较大的单边行情。我们倾向于在 2011 年对基本金属板块采取波段操作的方式来获取利润。展望 2011 年，由于流动性充裕的大局不变，因此存在因为中国加息、欧债危机问题带来的超跌反弹机会以及美日再次启动印钞机带来的阶段性交易机会。

□ **资源+弹性选股。**

公司方面，选择资源自给率高、价格业绩高的双高公司。考虑受益金属价格上涨带来的业绩弹性，基本金属中我们首推江西铜业与锡业股份。其次是铜陵有色、云南铜业。铅锌板块虽然相对受益较小，但中金岭南、驰宏锌锗的资源整合仍然值得期待。

基本金属：价格高位震荡，阶段性交易机会

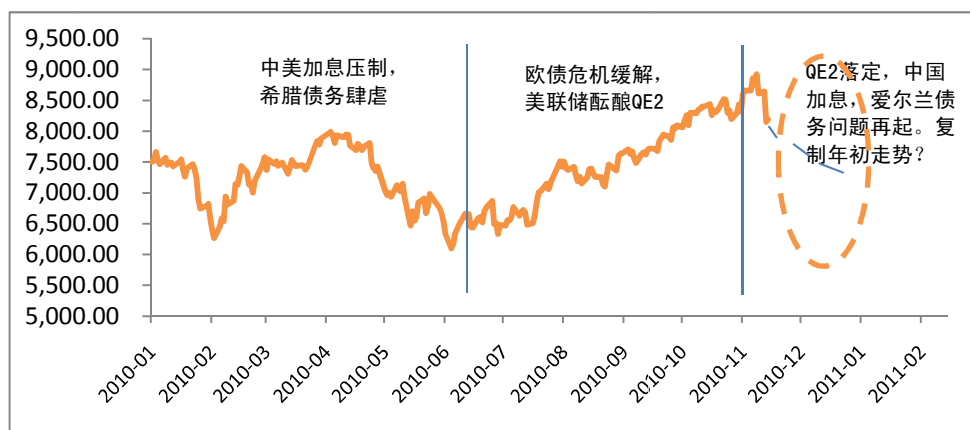
基本金属板块个股近年来的股价表现明显相关于金属价格。以铜为首的基本金属价格有两大决定因素：金融属性与商品属性，两者在不同的时间段交替决定着基本金属的价格。2011年，因为发达经济体继续维持宽松货币环境，基本金属价格难以出现2010年初的大幅下跌情形，因为中国央行大幅加息出现的大幅下跌可能带来阶段性的交易机会。

金融属性仍将主导支撑2011年金属价格

2010年，基本金属价格整体走势明显受金融属性支配。据此我们将2010年走势可分为两段：QE2前、QE2后，上半年，市场主要受欧洲危机影响以及中美加息预期打压，金属价格非跌即平。而在7月份美联储主席伯南克国会讲话暗示二次量化宽松后流动性再起推升金属价格和金属类股票，此间基本金属价格由于基本面供需缺口不同而涨幅不同但走势趋同，直至11月初，QE2尘埃落定。

目前看来，QE2后市场焦点又转移回了欧洲债务问题上，金属价格与金属类股票出现崩跌走势。

图 1 2010 年铜价走势受金融属性支配



数据来源：Bloomberg、湘财证券研究所

中国加息仍将抑制基本金属表现

在11月初美联储的二次量化宽松方案出炉之后，金属市场在经历了4个月的连续上涨后顿时失去了继续上涨的基石，在随后的两个星期里开始出现崩跌。

2009年3月份，美联储QE1之后，金属价格也是经历了长达9个月的单边上涨之后，中国1月、2月连续两次提高存款准备金率，2月美国将再贴现率由0.5%提升至0.75%。市场对美联储加息预期迅速增强，三个月美元LIBOR利率迅速飙升至0.5%上方，再加上希腊债务危机，市场资金大幅撤出大宗商品市场，流动性阶段性见顶，基本金属价格开始长达6个月的大幅震荡或下跌。

目前的市场与此非常相似。刚刚荣登全球第二大经济体的中国开始发力控制国内严重的通胀水平，中国央行10月20日宣布加息25个基点，11月16日起存款准备金率提高50个基点。根据美联储的方案，至少在2011年6月份之前，美联储购买的国债不会超过6000亿美元。

在美日不存在超预期的流动性释放情况下，中国的加息显然份量加大。**特别是当市场无法预期中国收缩流动性的强度和力度时，中国的加息存在被市场悲观情绪放大的可能。从而引发基本金属板块的短期大幅下跌走势。**

欧债危机或经常性间歇发作

另一个我们认为抑制基本金属表现的长期因素是欧洲债务问题。欧洲债务问题能够强烈的影响有色金属价格并传导至相关股票。2010年初希腊债务危机蔓延，导致欧元暴跌进而引发全球性的恐慌。而受制于欧元本身独特的体制，在2011年，欧洲债务危机仍将间歇性的扰乱市场，但无论如何，其影响都很难再超过希腊债务危机事件。

美国QE2后，浮躁的市场马上将焦点移回到爱尔兰债务问题上，演变的情节到目前看来完全和希腊问题如出一辙。而基本金属价格的反应也是如出一辙，全球金属市场风险情绪进入一个新的阶段。

欧洲债务危机问题在2011年不会得到全面解决。普遍存在的财政赤字超标问题不可能在1年内得到解决。在问题名单上还有诸如西班牙、葡萄牙、意大利等以一长串的名单，而且这些经济体的规模都是希腊与爱尔兰无法比拟的。**在2011年，欧元区债务危机仍将不时出场来扰乱资本市场，造成基本金属板块的大幅波动。**

表 1 目前宏观环境与 2010 年初比较

相同点	不同点
1、都经过了长时间的大幅上涨	1、上涨时间长度不同：9个月与4个月
2、大幅上涨的基础都是基于美联储量化宽松政策	2、QE1后上涨和QE2前上涨
3、中国连续加息	3、量化规模不同：QE2较小
4、欧洲债务危机	4、美国这次未加息
5、美元指数同样从75附近开始反弹	5、日元持续升值存在日本版QE可能
	6、爱尔兰债务问题规模较小。欧盟已有对付债务问题经验。
结论：虽然目前很有同向演化的可能，但无论是规模还是影响，目前情况均较2010年初要好。	

数据来源：湘财证券研究所

下游需求仍难接班

金融危机后基本金属的消费水平仍未完全恢复。除了锡出现了部分短缺外，包括铜在内的其他品种在2010年仍旧出现过剩情况。

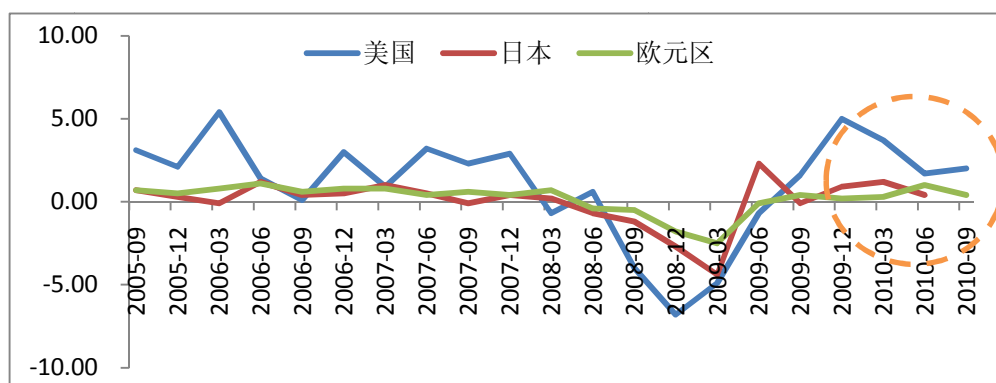
欧美需求复苏外强中干，未来需求长期疲软

整个发达地区的基本金属消费在2010年一季度仍然维持09年3月份以来的增长态势。整个西方世界一季度的精铜消费同比增速为11.5%，其中德国、日本的消费同比增速为16.15%、10.80%，但随后这一数据在整个2010年逐季下滑。美国基本金属订单指数也遵循这一趋势。

欧美地区的基本金属消费主要依赖于房地产市场，而从美国房地产的各项数据来看，房地产并未随着GDP的复苏而回暖，基本维持在50-60万户/月的开工水平。

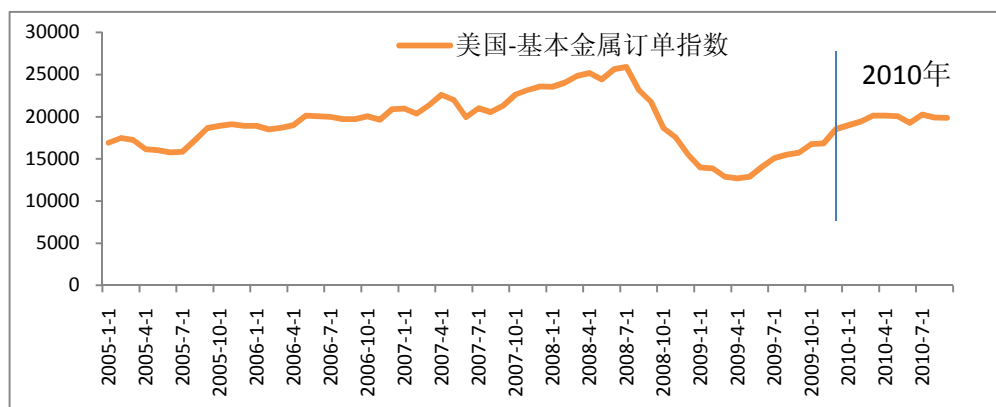
未来欧美地区房地产市场我们给予很难回复到金融危机前水平的判断，因为金融为彻底改变了欧美人的消费模式，欧美房地产的复苏注定将只能随着经济的确性复苏后缓慢回升。

图 2 发达国家 GDP 增长陷入停滞



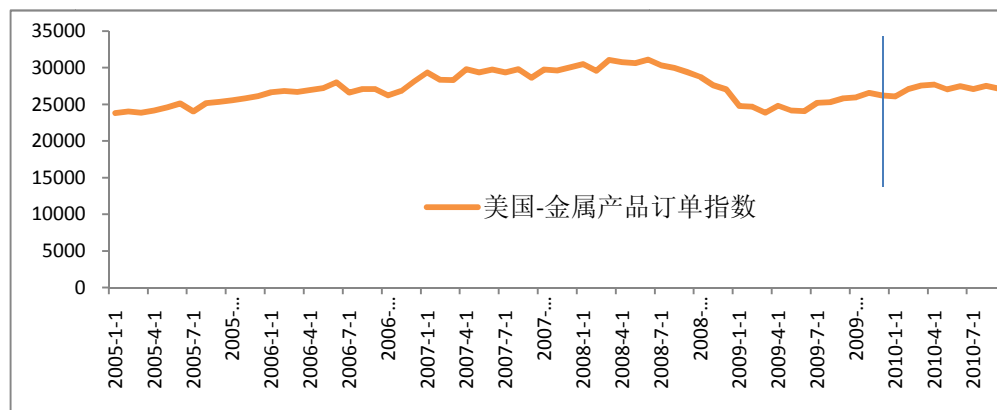
数据来源：Bloomberg、湘财证券研究所

图 3 美国基本金属订单指数



数据来源：Bloomberg、湘财证券研究所

图 4 美国金属产品订单指数



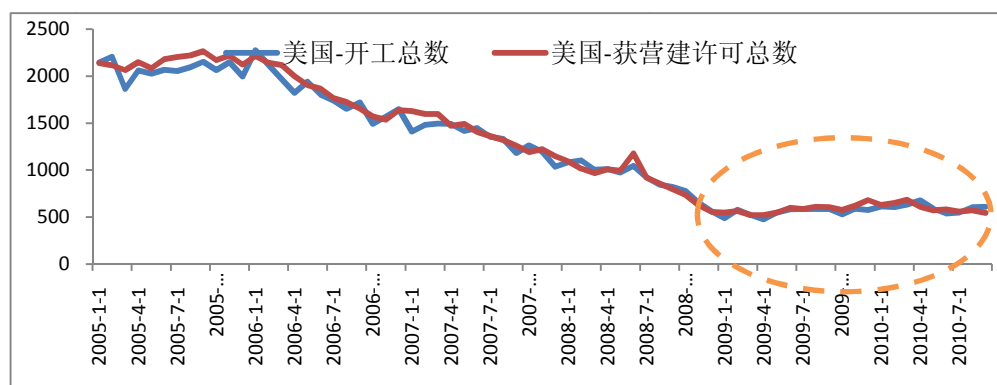
数据来源：Bloomberg、湘财证券研究所

表 2 西方世界精铜消费同比增速逐季下滑

	西方	美国	日本	德国
2010Q1	11.5%	-2.94%	10.80%	16.15%
2010Q2	9.59%	4.23%	18.11%	3.33%
2010Q3	6.91%	16.02%	3.73%	4.11%
2010Q4	0.41%	-2.40%	3.70%	2.72%

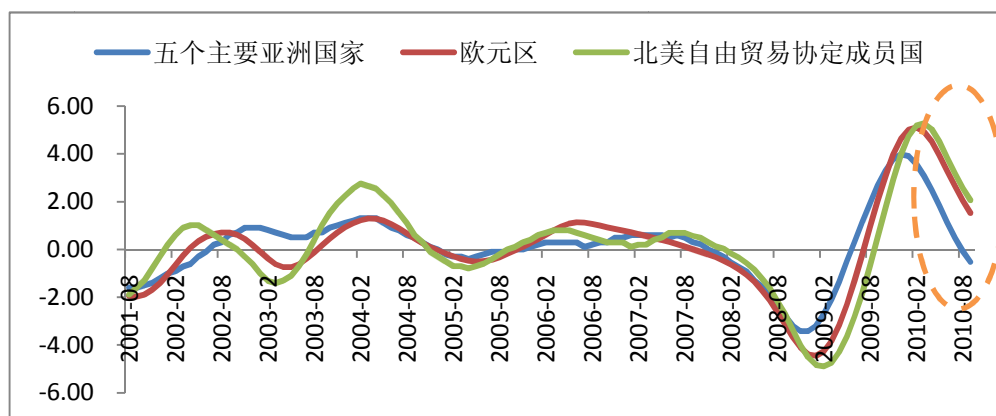
数据来源：CRU、湘财证券研究所

图 5 美国房地产市场将持续低迷



数据来源：Bloomberg、湘财证券研究所

图 6 OECD 领先指标预示需求增速将下滑

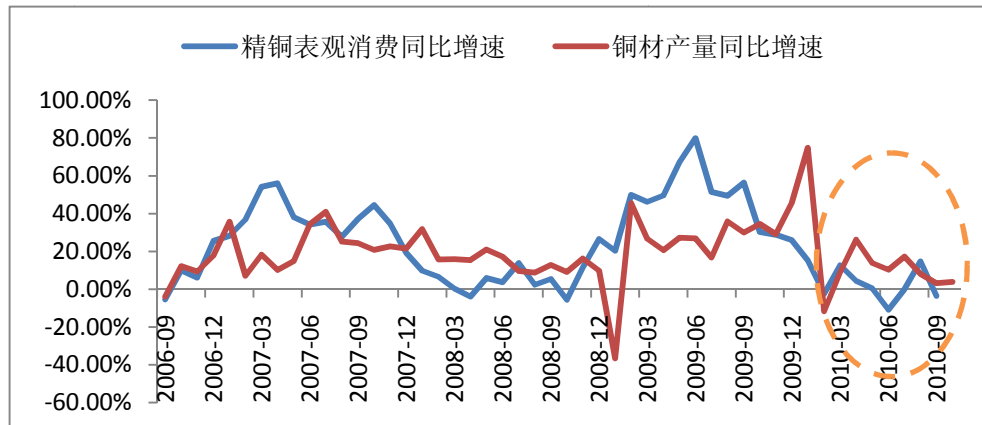


数据来源：Bloomberg、湘财证券研究所

中国需求增速回落，将进入新的平稳增长期

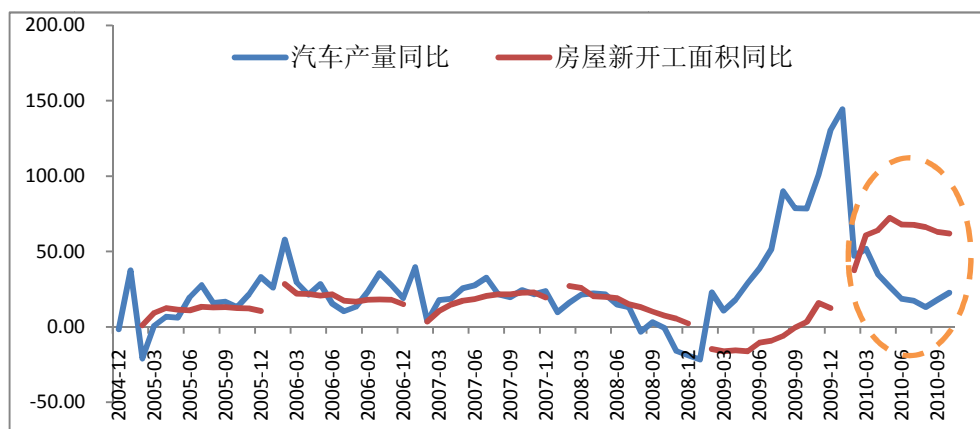
2010年LME年会上各方均对2011年铜价持十分乐观态度，最主要的理由是中国的需求十分乐观，认为中国仍将维持较高的消费增速。但经过分析，我们认为，中国需求处于同比增速下滑通道中，明显仍处于去库存周期，并且汽车产量、房地产新开工面积同比增速均在下滑，仅有电力行业维持着历年增速，因为基本金属未来消费增速将出现放缓弱于国外的乐观预期程度。

图 7 中国铜表观消费同比增速回落明显



数据来源：Bloomberg、湘财证券研究所

图 8 汽车房地产未来需求放缓



数据来源：Bloomberg、湘财证券研究所

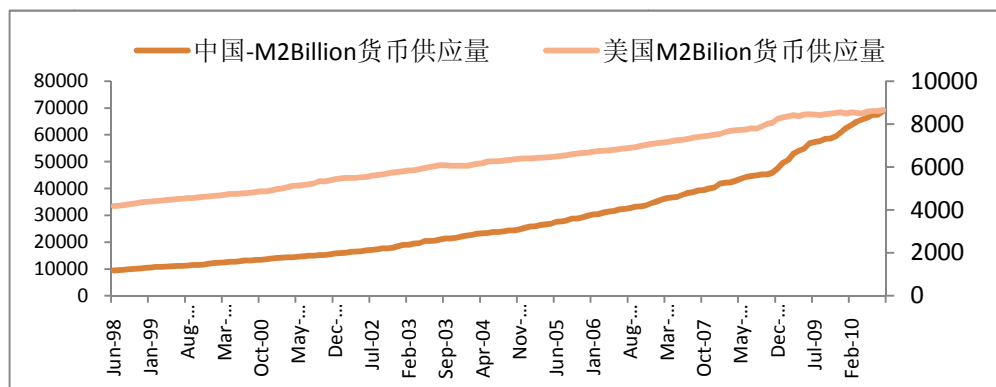
两大阶段性交易机会：

综上所述，由于中国加息、欧元债务危机以及下游需求复苏的缓慢。基本金属价格在2011年继续大幅上涨的可能性已经很小。因此，基本金属板块也很能再度出现比较大的单边行情。我们倾向于在2011年对基本金属板块采取波段操作的方式来获取利润。

展望2011年，我们认为全球市场整体流动性充裕的大局不会改变。从目前美日的经济复苏情况以及货币政策取向来看，在美国就业和房地产市场得到明显复苏之前，日本的通缩以及日元升值得到有效缓解之前，**美日仍然存在向市场注入新流动性的可能。一旦再次加码“注水”，有色金属的价格和相关板块股票无疑将迎来一波新的机会。**

另一个阶段性的交易机会则来自于美联储、日本的再次流动性释放，从目前美日的经济复苏情况以及货币政策取向来看，在美国就业和房地产市场得到明显复苏之前，日本的通缩以及日元升值得到有效缓解之前，美日仍然存在向市场注入新流动性的可能。一旦再次加码“注水”，有色金属的价格和相关板块股票无疑将迎来一波新的机会。

图 9 中美 M2 情况



数据来源：国土资源部、湘财证券研究所

结论：两大阶段性交易机会

如上所述，我们认为整个2011年基本金属的价格将呈现高位震荡的格局，由于全球市场整体流动性充裕的大局不会改变，因此第一个阶段性的交易机会是来自于市场价格大幅下跌带来的超跌反弹机会。而这个机会的促发点来自于我国央行的大幅收紧流动性带来以及欧元区债务危机引发的避险情绪上升，结束于中国通胀形势得到有效遏制和欧元区债务危机停止扩散。

另一个阶段性的交易机会则来自于美联储、日本的再次流动性释放，从目前美日的经济复苏情况以及货币政策取向来看，在美国就业和房地产市场得到明显复苏之前，日本的通缩以及日元升值得到有效缓解之前，美日仍然存在向市场注入新流动性的可能。一旦再次加码“注水”，有色金属的价格和相关板块股票无疑将迎来一波新的机会。

选择资源自给率高、价格业绩高的双高公司

公司方面，考虑受益金属价格上涨带来的业绩弹性，基本金属中我们首推江西铜业与锡业股份。其次是铜陵有色、云南铜业。铅锌板块虽然相对受益较小，但中金岭南、驰宏锌锗的资源整合仍然值得期待。

而电解铝行业，虽然铝价绝对值预期不佳，不过相关公司业绩基数低，而且目前铝价刚刚摆脱电解铝行业的成本区，铝价上涨带来的业绩弹性也较大。首推煤电铝一体化的焦作万方最为受益。

表 3 本金属公司价格弹性分析

铜	基准铜价	铜价每上涨 10000 元/吨 EPS 变动	2009EPS	2010EPS
江西铜业	58000	0.31	0.78	1.55
铜陵有色	58000	0.18	0.47	0.61
云南铜业	58000	0.2	0.3	0.4
铝	基准铝价	铝价每上涨 1000 元/吨 EPS 变动		
云铝股份	15500	0.14	0.04	0.05
焦作万方	15500	0.4	0.40	0.84
中孚实业	15500	0.25	0.47	0.4
铅锌	基准锌价	铅锌价每上涨 1000 元/吨 EPS 变动		
中金岭南	16000	0.04 元	0.40	0.8

驰宏锌锗	16000	0.13 元	0.27	0.61
宏达股份	16000	0.02 元	0.17	-0.1
锡	基准锡价	锡价每上涨 10000 元/吨	EPS 变动	
锡业股份	140000	0.1 元	0.21	0.8

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。