

资产价格上涨下的价值重估

有色金属行业研究小组

联系人: 胡轶喆 8621-68761616-8516

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

一周回顾:

金属价格表现: 美元指数主导, 高位震荡

上周, 来自制造业、就业等方面的数据预示着美国经济将在 2011 年将有可能加速增长。而欧债危机阴影持续笼罩整个欧洲经济。虽然美国周度就业数据低于市场预期, 但欧元区二线国家公债利差扩阔进一步打击欧元, 美元一周持续走强。受美元走强影响, 前期受避险资金以及 ETF 追捧的贵金属以及铜锡持续回落。但弱金融属性的基本金属铝铅镍受益于需求的复苏于周内创出 2 年内新高。而金属锌也持续走高。库存情况也显示 LME 基本金属铝锌库存有所减少。

表 1 金属价格及库存变化情况 (% , 截止 2011 年 01 月 07 日)

	价格最近一周	价格今年以来	库存最近一周	库存今年以来
美元指数	2.40	2.40		
LME 铜	-1.99	-1.99	0.52	0.52
LME 铝	1.75	1.75	-0.11	-0.11
LME 铅	4.33	4.33	0.68	0.68
LME 锌	-0.33	-0.33	-0.06	-0.06
LME 锡	-1.66	-1.66	2.64	2.64
LME 镍	-2.17	-2.17	0.90	0.90
黄金	-3.60	-3.60		
白银	-7.28	-7.28		
沪铜	-0.93	-0.93	0.21	0.21
沪铝	1.58	1.58	0.32	0.32
沪锌	-0.92	-0.92	1.72	1.72
沪金	-1.63	-1.63		

资料来源: Wind、德邦证券研究所

行业指数表现: 整体跑输大盘, 铝行业是唯一亮点

本周大盘受困于通胀预期下货币政策的不明朗, 大盘震荡调整微涨 1.23%。但是由于美元走强引发金属价格的下跌, 本周有色金属板块整体下跌 2.41%。其中受美元上涨影响最大的黄金以及前期涨幅较大的铜行业跌幅最大, 分别下跌了 6.00% 和 4.52%。

本周有色板块唯一的亮点是铝行业。俄铝于去年年底发布报告称鉴于中国铝需求持续强劲, 加上美国、欧洲和日本的实际需求复苏, 全球铝需求预期将由二零一零年的水平增加约 8%。而由于中国西南地区雨雪天气影响以及新年伊始的用电高峰, 短期内因节能减排而关停的铝产能在最近 1~2 内释放的概率较小。加

上预期中国经济转型下对于高耗能行业的限制将越来越严，铝价于本周创下 2 年内新高。虽然目前铝库存还处于较高的位置，但是近期铝库存下降的趋势明显。预计短期内仍将持续下降。

表 2 行业指数表现（%，截止 2011 年 01 月 07 日）

行业	最近一周	最近一月	最近一年	今年以来
沪深 300	1.23	-1.05	-8.78	1.23
有色金属 SW	-2.41	1.18	17.00	-2.41
磁性材料 SW	-2.96	-7.23	98.35	-2.96
金属新材料 SW	-1.31	-4.03	71.75	-1.31
小金属 SW	-0.10	-0.79	54.48	-0.10
黄金 SW	-6.00	-12.21	5.14	-6.00
铅锌 SW	-0.38	4.60	18.73	-0.38
铝 SW	0.93	2.47	18.56	0.93
铜 SW	-4.52	14.75	9.46	-4.52

资料来源：Wind、德邦证券研究所

重点关注：雨雪天气引起的铅锌铝价格上涨

中新网新闻预报从 9 日开始，我国南方地区将出现新一轮低温雨雪天气过程，同时，南方地区冰冻天气加强，贵州、湖南、广西、云南等地将有冻雨。气象专家提醒，新一轮低温雨雪冰冻天气将再次给前期受灾地区产生不利影响。我们也在 1 月 7 日的报告《有色行业重大事项点评报告：密切关注雨雪天气引起的铅锌铝价格上涨》中向大家预警了该事件对于铅锌铝价格的影响。从目前的情况来看，我们认为不论冻雨的危害是否能达到 2008 年的级别，短期内国内铅锌铝的生产必将因此受到影响，也会对于国内以及国际铅锌铝价格的提升埋下伏笔。

投资建议：

有色金属行业：资产价格上涨下的价值重估

关于有色金属行业估值和分析方法有很多，包括 PE 相对估值、资源价值折现的绝对估值等等。从目前国内有色行业的情况来看，冶炼环节对于上市公司及行业的业绩贡献不大，而目前 A 股市场对于有色行业的判断还是基于资源价值的绝对估值。基于这样的认识，我们尝试分析 A 股有色板块相关行业指数、沪深 300 指数以及国际金属价格和国内金属价格之间的关系，探讨其之间存在的资源价格上涨带来的 A 股相关行业价值重估的现象。

首先，我们的分析基于以下 3 点假设：

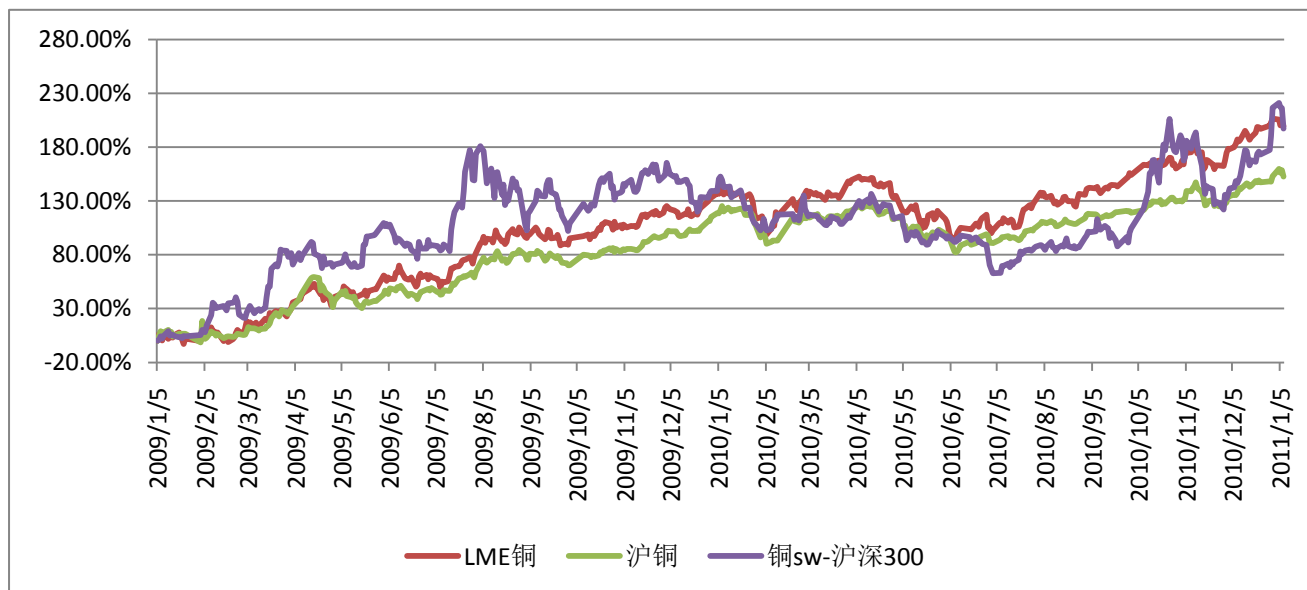
(1)、道氏理论认为“任何人所了解、希望、相信和预期的任何事情都可以在市场中得到体现”。因此我们省略了对于库存、国际形势以及美元指数的相关探讨，认为国际金属价格以及国内金属价格已经反映了相关因素对于金属价格的影响。因此我们只需分析国际国内金属价格和 A 股市场相关有色行业的关系即可。

(2)、我们选取的基点是 2009 年 1 月 1 日。这是因为经历了一轮经济危机之后，A 股市场以及金属价格基本在 2009 年 1 月 1 日均处于行业的底部，从此开始可以看作新一轮经济景气周期的开始。另外这也是一年的开始，便于进行整年度的分析。

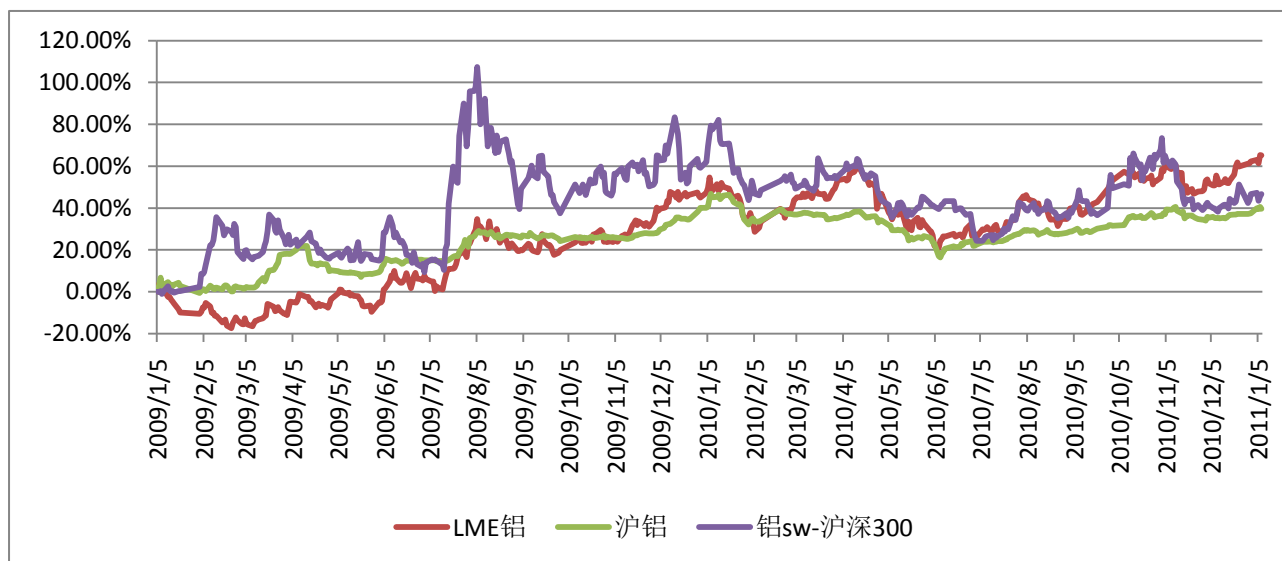
(3)、我们分析的是国际国内金属价格上涨对于 A 股市场相关板块的影响。因此我们采用以 2009 年 1 月 1 日为基点的相关有色行业指数涨幅与沪深 300 指数涨幅之间的差值与相关金属价格涨幅进行比较。这

样的方法虽然简便，但不会影响相关规律性的分析。

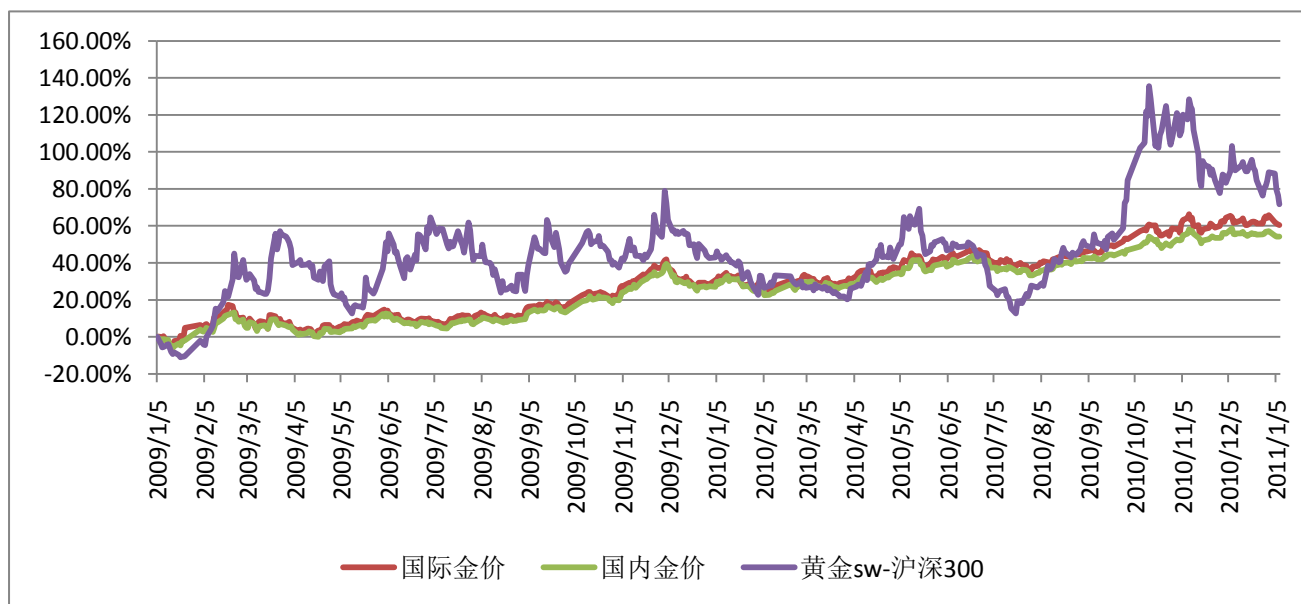
首先我们分析铜行业。可以看到 A 股市场铜行业指数涨幅基本围绕国际和国内铜价涨幅进行波动。我们统计了从 2009 年 1 月 1 日至今，铜行业指数与沪深 300 指数涨幅之间的差值与 LME 铜现货价格涨幅的平均差值在 6% 左右，而与沪铜现货涨幅之间的差值在 24% 左右。之所以与 LME 铜和沪铜之间存在如此大的差距，我们认为这是由于铜是国内相对稀缺的基本金属，很大程度依赖进口，因此和国际金属价格的联系更为紧密。从目前的情况来看 A 股市场铜行业的估值应该处于一个比较合理的范围。铜价今年如果进一步的提升，A 股市场铜行业指数的再一次上涨的可能性很大。



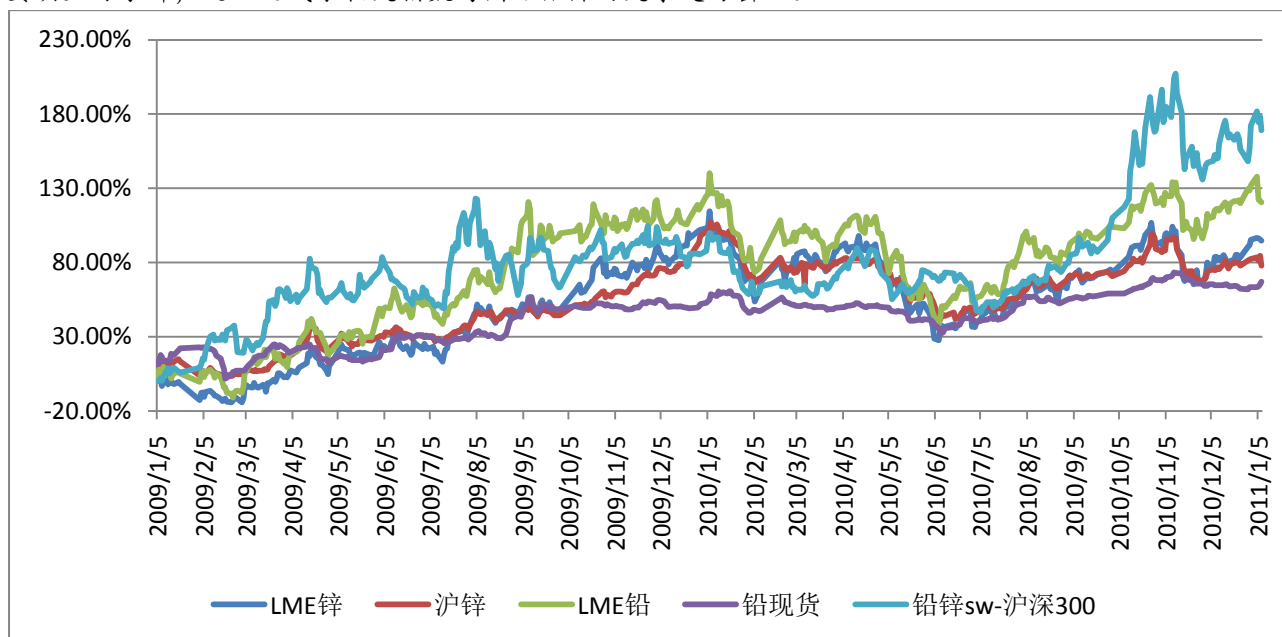
我们再来看铝行业，可以看到与铜行业相类似的情况。统计结果显示，相关指数与国际国内铝价涨幅之间的差额分别为 16% 和 18%。中国是铝产业大国，国内铝行业供给情况对于国际铝价的影响也十分显著。因此我们可以看到相关行业指数与两者之间的差值基本一致。从目前的指数情况来看，铝行业的差值只有 10% 左右，处于相对的地位。结合前面部分对于国内及国际铝价的分析，以及我们对于雨雪天气影响相关产品供给的担忧，我们认为在大盘不出现系统性风险的情况下，铝行业在近期应该有一定幅度价值修复过程。



从黄金行业的相关指数情况来看，进入下半年，伴随着国际金价的屡创新高，国内相关行业指数也远远跑赢大盘。统计结果显示，黄金行业相关指数与国际国内金价的差值分别有 17% 和 20% 的差距。而目前的基本与平均差值距离不大。另外从整个黄金行业的下半年相关公司的情况来看，几乎每家公司都存在新增矿产储量或者有计划进行新项目开发的情况，如中金黄金定增收购母公司资产、山东黄金收购金石黄金资产、紫金矿业变更募投等等。因此我们认为除非国际国内金价持续暴跌以及 A 股市场发生系统性风险，黄金行业估值向下的空间不仅不大，甚至还存在进一步提升来重估整个行业新增矿产储量的需求。



由于铅锌矿伴生，因此国内企业基本铅锌都是共同生产。从统计情况来看，相关指数与 LME 锌、沪锌、LME 铅和国内铅现货的差值分别为 28%、26%、5% 以及 38%。锌铅也是国内自给率最高的矿产品。相关指数与国内锌价的关系甚于国际锌价也是基于此。另外由于国内没有铅期货，所以铅现货的价格受短期因素的影响过大，不能很好反应相关行业的情况。因此相关指数与国内铅现货价格增幅的差距最大。而由于锌的下游主要是钢铁行业，而铅的主要下游是汽车行业。从目前情况来看，最近两年国际国内铅需求的情况要明显好于锌，这也造成了相关指数与国际铅价的关系更为密切。



目前铅锌行业相关指数与国际国内铅锌价格的差距远高于我们统计的平均值。但可以发现铅锌行业与黄金行业存在相类似的情况。进入下半年以来，相关上市公司都有各项利好刺激其股价的表现：

- (1) 豫光金铅受益于副产品银价的大幅度上涨；
- (2) 驰宏锌锗受益于副产品锗价格上涨；
- (3) 西部矿业母公司受让会东铅锌矿；
- (4) 中金岭南收购全球星；
- (5) 宏达股份100亿进行钼铜深加工项目；
- (6) 中色股份受益于稀土价格上涨和行业整合预期。

因此我们认为目前铅锌行业存在明显的价值重估过程。另外从基本金属价格来说，相比于铜锡，铅锌价格涨幅不大。而从需求角度来说，2011年国际及国内的经济向好，基本需求的复苏属于大概率事件。因此我们十分看好铅锌行业在2011年的前景。

关于铅锌行业以及其他一些小金属的进一步分析和探讨，我们将在后续的报告中进行进一步跟进。

表3 相关品种及相关指数平均差值情况（2009年1月1日至2011年1月7日）

相关品种	相关指数	平均差值 (%)	现差值 (%)	相关指数	平均差值 (%)	现差值 (%)
铜	铜sw-沪深300-LME铜	6.05	-2.38	铜sw-沪深300-沪铜	24.05	44.49
铝	铝sw-沪深300-LME铝	15.58	-18.49	铝sw-沪深300-沪铝	17.76	6.98
黄金	黄金sw-沪深300-国际金价	17.02	11.23	黄金sw-沪深300-国内金价	20.17	17.45
铅锌	铅锌sw-沪深300-LME铅	4.84	48.60	铅锌sw-沪深300-铅现货	38.42	101.91
	铅锌sw-沪深300-LME锌	27.61	74.48	铅锌sw-沪深300-沪锌	26.41	91.25

资料来源：Wind、德邦证券研究所

综上所述，我们认为在大盘不出现系统性风险以及金属价格不进行大幅度调整的情况下，目前A股市场的有色板块估值合理。结合前面对于天气及需求复苏的判断，我们认为铝行业以及铅锌行业的部分股票存在进一步上涨来重估其价值的需求。

其中铝行业我们看好上下游一体化的**云铝股份（000807）**，铅锌行业我们看好有强烈资产注入预期的**西部矿业（601168）**以及价值低估明显的**宏达股份（600331）**。

风险提示：

美元指数大幅上涨，金属价格大幅度调整以及全球经济复苏低于预期。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。