

有色金属行业

行业研究报告

评级：推荐（维持）

QE3 之后的逻辑：金属价格仍有上涨动力

——有色金属行业 2012 年 4 季度投资策略

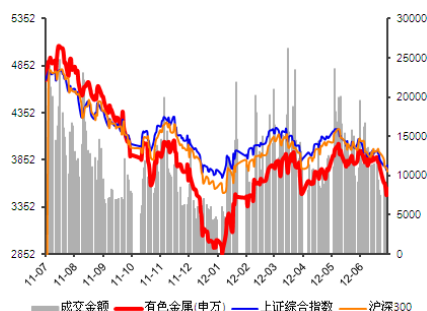
重点推荐公司

公司名称	投资评级
江西铜业（600362.SH）	买入
铜陵有色（000630.SZ）	买入
云南铜业（000878.SZ）	买入
锡业股份（000960.SZ）	买入
山东黄金（600547.SZ）	买入
中金黄金（600489.SZ）	买入
银河磁体（300127.SZ）	买入
南山铝业（600219.SH）	增持
亚太科技（002540.SZ）	增持
博威合金（601137.SH）	增持

报告摘要：

今年以来报告观点回顾：年度投资策略《货币供给、经济增长与资源品稀缺度》和二月份的策略报告《流动性推动的经济复苏支持金属价格上行》中强调次贷危机以来美国**经济复苏路径**为“量化宽松注入流动性——经济复苏——注入的流动性消耗后增长动力下降、经济疲弱——再次宽松，流动性增长——经济复苏”。其特征为“**流动性推动型**”。经济增长由流动性所推动，流动性方向决定了经济增长的方向，故也决定了金属价格的趋势。对工业金属价格的判断是**全年为向上-向下-向上的 N 字形走势**。中期策略《金属价格的三重催化剂值得期待》里我们特别强调 9 月中下旬之后的投资机会，指出金属价格出现阶段性反转的三重催化剂即美国经济步入下滑阶段后新的货币刺激政策的出台；欧债危机下半年的阶段性平息及国内政策放松、GDP 增速环比小幅增长带来的需求层面回暖。这三个催化剂中，除了第三个因素即国内因素尚未充分体现，前两个因素已经得到验证。

行业相对股价表现



金属价格趋势：金属价格 N 字型第三阶段并未结束，QE3 的实施是一个流动性持续注入的过程，对金属价格的刺激作用来自于资金推动及 QE 带来实体经济的需求面增长。未来最大的搅局因素为欧洲债务问题，中短期问题不大，原因在于欧央行实施的 OMT 计划短期将阻止危机深化和蔓延，但**边缘国家和核心国家的利益博弈将持续波动**，长期看仍将会有边缘国家新的危机和问题的出现。而国内经济拐点或渐行渐近，将会成为促发金属价格上涨的另一大刺激因素。

黄金：短期黄金价格缺乏事件性刺激因素，但四个中长期因素仍将持续体现对黄金的推动作用，即：**因素 1：**美国流动性注入驱动的经济周期未变，低利率及量化宽松货币政策仍将持续，未来美元上涨动力减弱且通胀或通胀预期上行；（核心理由）**因素 2：**欧洲债务问题短期或导致美元指数上涨，而中长期则削弱了其成为储备货币的能力；（核心理由）**因素 3：**新兴市场国家央行应对全球货币混乱的增持黄金行为将长期存在；**因素 4：**局部政治动乱引发避险需求。

相关研究

《2012 年度投资策略：货币供给、经济增长与资源品稀缺度》

《2012 年中期投资策略：金属价格的三重催化剂值得期待》

分析师：蔡培培

执业证书编号：S0120512050002

8621-68761616-8521

caipp@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

<http://www.tebon.com.cn>

投资策略：1、维持行业整体“**推荐**”评级。2、基本金属优选铜、锡供给瓶颈型品种，具体上市公司为**铜陵有色、江西铜业、锡业股份**。加工类企业方面，我们认为国内需求拐点渐行渐近，加工类企业可以开始配置，关注估值便宜的品种，首推高端铜材加工企业**博威合金**。3、贵金属板块持**长期推荐**评级，对黄金板块的推荐顺序依次为**山东黄金、辰州矿业、中金黄金、恒邦股份、紫金矿业**。

目录

1、今年以来主要观点回顾：以深刻逻辑为基础，准确把握节奏.....	3
年初策略即指出全年金属价格呈 N 字型走势.....	3
中期策略中指出金属价格之催化剂	4
2、金属价格未来走势：仍然持续看好，N 字型的第三阶段并未结束，欧洲债务问题是搅局因素	5
QE3 之后不用担心缺乏催化剂	5
欧洲债务问题是未来搅局因素	6
3、基本金属：QE3 将来带需求增长，国内经济好转为未来最大催化剂	7
4、黄金：震荡调整中前进	10
5、投资逻辑与策略	12

1、今年以来主要观点回顾：以深刻逻辑为基础，准确把握节奏

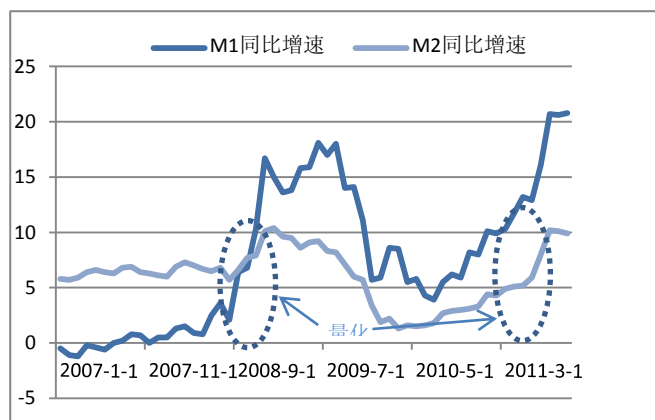
年初策略即指出全年金属价格呈 N 字型走势

去年底的年度投资策略《货币供给、经济增长与资源品稀缺度》中我们归纳总结了有色金属投资逻辑，股票价格取决于公司业绩即每股 EPS 和估值即 PE 两个因素，影响 EPS 的因素主要为金属价格，影响 PE 的因素为市场流动性和投资者风险偏好程度。

影响 PE 的因素大多数是策略研究员的工作内容，所以我们集中于对金属价格的分析，金属价格的整体趋势取决于流动性和经济增长，而内部分化则取决于金属品种稀缺程度的差异。

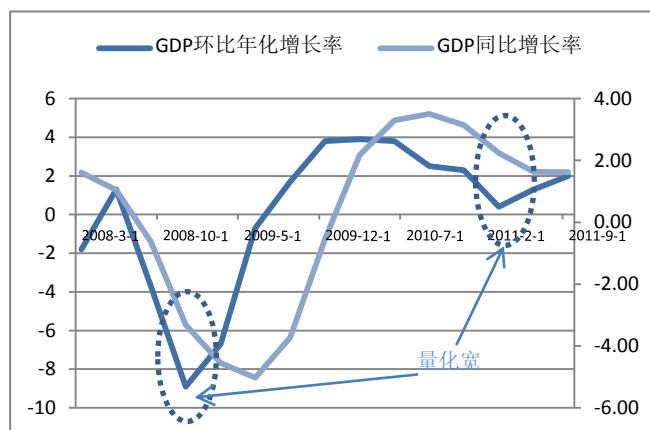
流动性和经济增长表面看似为两个因素，其实二者紧密联系，我们在二月份的策略报告《流动性推动的经济复苏支持金属价格上行》中再次强调次贷危机以来美国**经济复苏路径**为“量化宽松注入流动性——经济复苏——注入的流动性消耗后增长动力下降、经济疲弱——再次宽松，流动性增长——经济复苏”。其特征为“**流动性推动型**”。经济增长由流动性所推动，流动性方向决定了经济增长的方向，故也决定了金属价格的趋势。对工业金属价格的判断是**全年为向上-向下-向上的 N 字形走势**。前期的向上为缓慢震荡向上，中间阶段由于 QE2 效应结束导致需求下滑价格震荡向下，后期流动性注入使得经济增长有所预期，基本金属价格在流动性和增长预期的带动下再次上涨。

图 1 美国前两次 QE 致货币供应大幅增长



资料来源：bloomberg, 德邦研究

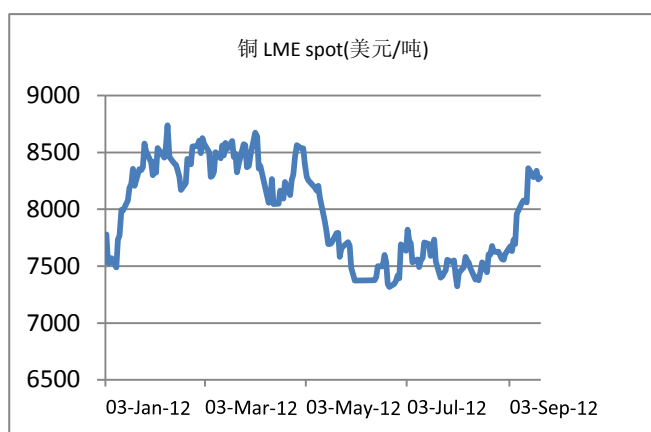
图 2 QE 之后经济增长加快



资料来源：bloomberg, 德邦研究

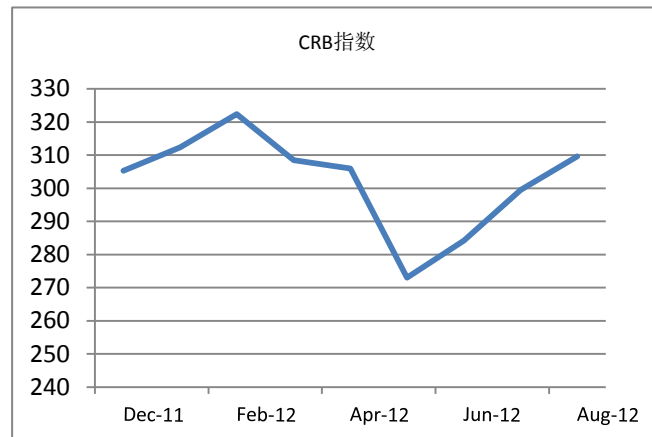
今年金属价格的表现确如我们所预期呈典型 N 字型，且紧密跟随美国经济走势和 QE3 及其预期。

图 3 最具代表性的铜价呈 N 字型



资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 4 CRB 指数



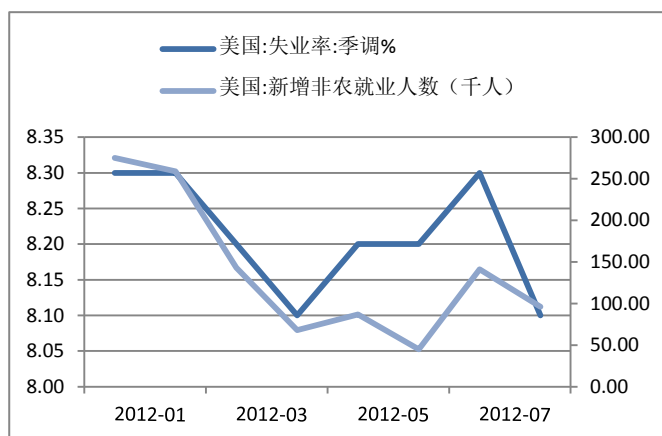
资料来源：bloomberg, 德邦研究

中期策略中指出金属价格之催化剂

中期策略《金属价格的三重催化剂值得期待》里我们特别强调 9 月中下旬之后的投资机会，指出金属价格出现阶段性反转的催化剂有三个，一是美国经济步入下滑阶段后新的货币刺激政策的出台；二是欧债危机下半年或有阶段性平息，欧元汇率上升带动的美元指数下降；三是国内政策放松、GDP 增速环比小幅增长带来的需求层面回暖。这三个催化剂中，除了第三个因素即国内因素尚未充分体现，前两个因素已经得到验证。

美国经济数据如期下滑，尤其是非农就业数据严重低于预期直接促使 QE3 的坚决出台，而欧洲近期债务问题的阶段性平息也使得美元指数大幅调整，这两点因素使得金属价格获得了流动性催化剂。

图 5 美国就业数据



资料来源：wind, 德邦研究

图 6 美元指数/欧元汇率



资料来源：bloomberg, 德邦研究

实质上我们中期报告策略延续年度报告的逻辑主线，所提出的金属价格催化剂也即年度报告中 N 字型中第三阶段的判断。

总体来讲，年初以来的策略在深刻逻辑的基础上较为准确地把握了金

属价格的走势, 展望第四季度, 也即 QE3 推出后有色金属投资策略的选择, 我们总体认为在流动性充裕的大背景下, 资源板块整体配置价值吸引力仍在提升, 最大的催化剂即等待国内经济企稳回升与 QE3 之后美国经济的增长。

2、金属价格未来走势: 仍然持续看好, N 字型的第三阶段并未结束, 欧洲债务问题是搅局因素

QE3 之后不用担心缺乏催化剂

很多投资者担心 QE3 是金属价格行情的最后一个催化剂, QE3 的出台意味着利好出尽, 但其实 QE3 并非一个一次性的事件, 而是流动性不断注入且引发通胀预期的过程。我们回顾一下前两次 QE 的情况。

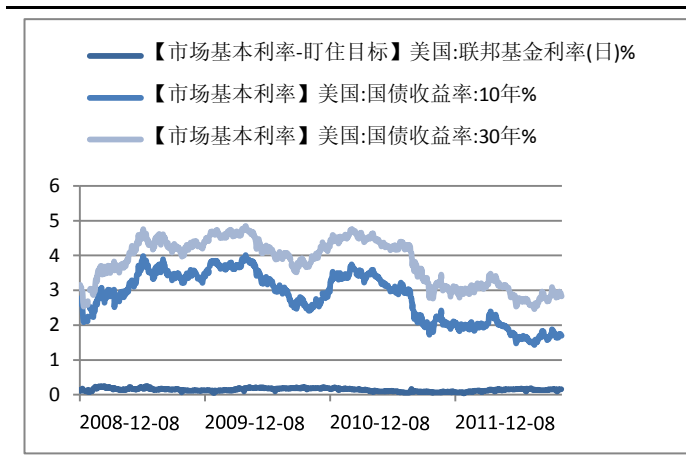
08 年 11 月美联储启动了第一次量化宽松政策即 QE1, 目标主要指向缓解金融系统流动性, 通过公开市场购买抵押贷款支持证券, 机构债务证券和国债等向市场注入高达 1.59 万亿美元规模的流动性。观察 QE1 的整个过程, 1.59 万亿美元的巨大规模并非短时间内实现注入, 而是一个逐步的过程, 08 年末到 09 年 3 月购买了 1000 亿美元以上的债券, 主要为机构债务债券和抵押贷款支持债券 (MBS); 09 年 3 月至 09 年 10 月的时间美联储购买了总共约 11000 亿美元规模债券, 09 年 10 月到 10 年 6 月份的最后阶段购买了 3000 多亿美元规模债券, 主要品种也为机构债务债券和 MBS。

10 年 11 月初, 美联储启动了 6000 亿美元规模的第二次量化宽松政策即 QE2, 10 年 11 月至 11 年 6 月美联储累计买入中长期国债等七千亿美元以上, 同时卖出部分 MBS 和机构债, 累计净买入数量为 5880 亿美元。

从两次量化宽松的实施过程来看, 资产的买入均是一个持续不断的过程, QE3 也是如此, 按照目前公布的计划, 将以每月 400 亿美元的进度进一步购买抵押贷款支持证券 (MBS), 并将继续“扭曲操作”。QE3 未限制数量和时间, 在经济状况改善之前, LSAP 将一直持续下去。此外, 美联储表示, 只要经济表现不佳, 美联储将实施额外 LSAP 和其他“政策工具”。

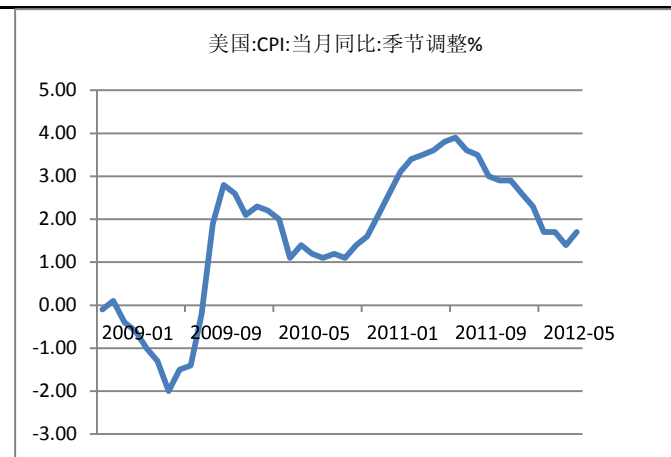
我们观察量化宽松政策对利率、通胀和经济增长的影响, 毫无疑问, 量化宽松政策向市场注入了流动性, 压低了市场利率尤其是中长期利率, 一定程度上推进了经济增长, 并且流动性也推高了资产价格, 引发了通胀和通胀预期。

图 7 美国利率指标



资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 8 美国通胀数据



资料来源：bloomberg, 德邦研究

而从影响大宗商品价格的几个最主要因素来看，QE 的实施带动了经济增长，带来实体经济对大宗商品需求的提高，同时流动性也推高了大宗商品的价格。

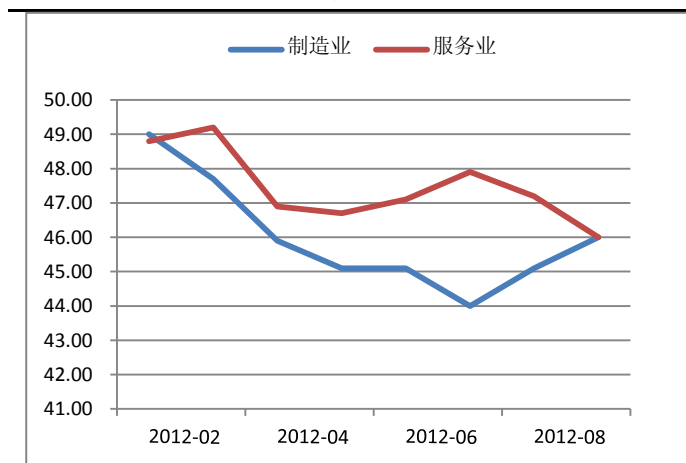
未来金属价格催化剂将来自于 QE3 对美国经济增长的带动和通胀率的提高，金属价格 N 字型走势的第三阶段需要跟踪的是美国经济增长数据和通胀率变动。

欧洲债务问题是未来搅局因素

欧洲债务问题的核心仍然是欧元区核心国家承担边缘国家的债务的程度和边缘国家对内紧缩和改革的博弈。

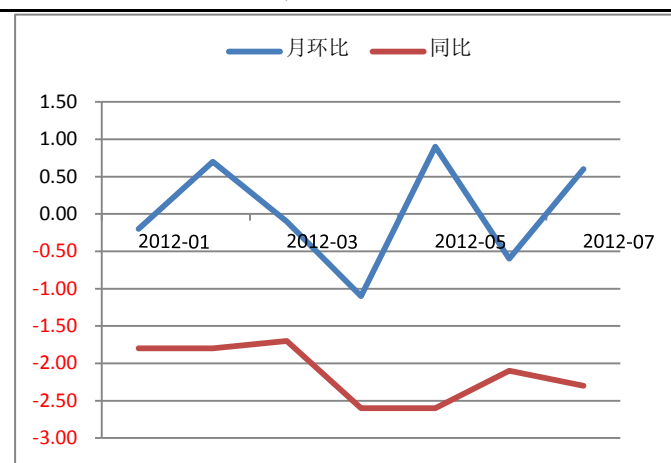
今年欧元区经济严重下滑，采购经理人指数持续下降且处于枯荣线之下，工业产值同比负增长且缺口扩大。

图 9 欧元区采购经理人指数



资料来源：bloomberg, 德邦研究

图 10 工业产值增长同比/环比

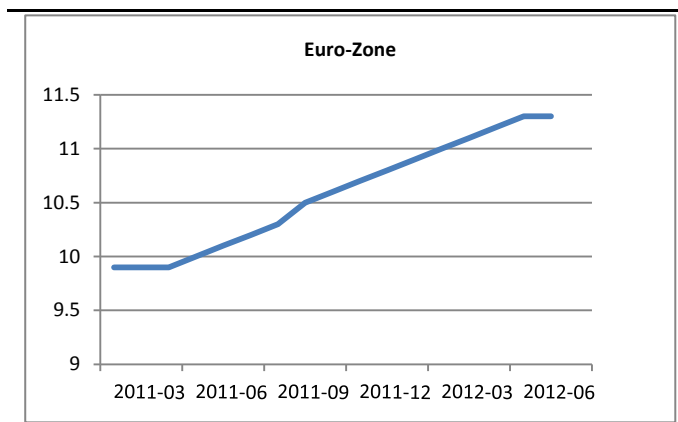


资料来源：bloomberg, 德邦研究

欧元区整体失业率虽不算离谱，但实质上是德国出色的就业数据掩盖

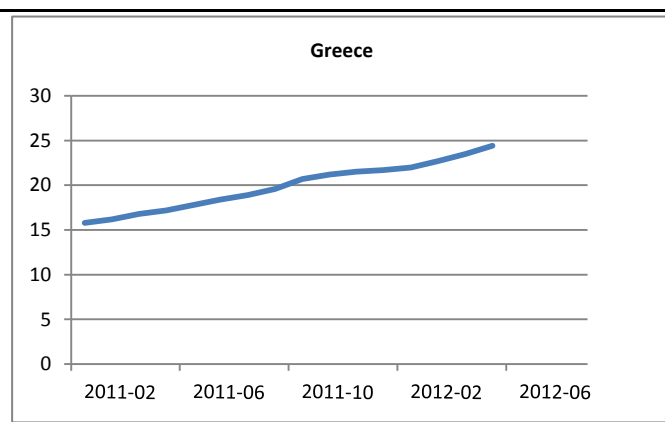
了结构分化，希腊和西班牙的失业率均在 25% 左右，显示了欧元区核心国家和边缘国家的巨大差距。

图 11 欧元区失业率



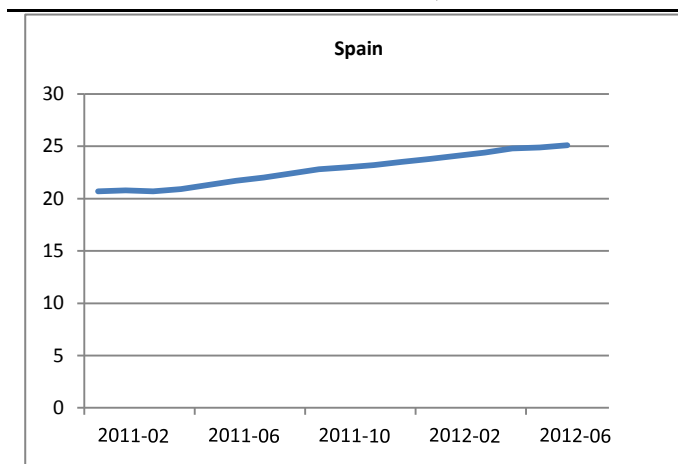
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 12 希腊失业率



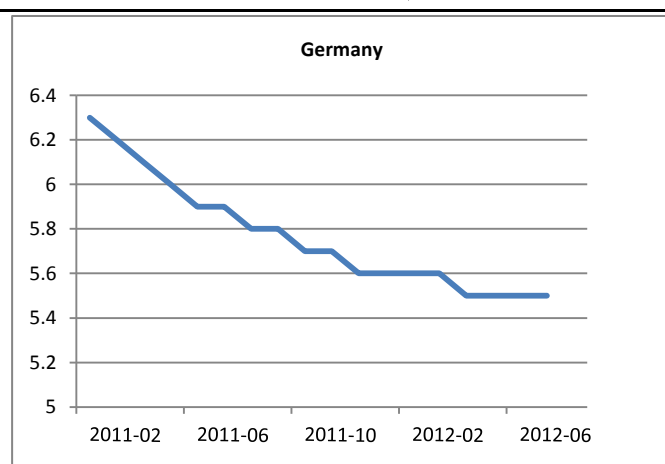
资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 13 欧元区失业率



资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 14 德国失业率



资料来源: bloomberg, 德邦研究

欧洲央行启动名为“货币直接交易”(MOT)的计划，针对欧元区二级国债市场进行无限量冲销式的国债购买，购买对象主要为到期期限在 3 年以下的国债。我们预计中短期欧洲债务问题基本能得到较好解决，但时间拉长一点看，**边缘国家和核心国家的利益博弈将持续波动**，边缘国家新出现的危机或问题仍将成为搅乱基本金属价格上涨催化剂的最大因素。

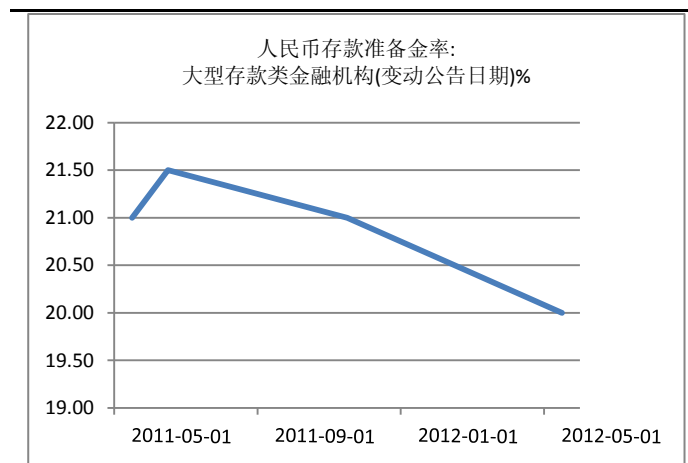
3、基本金属：QE3 将来带需求增长，国内经济好转为未来最大催化剂

上面我们总结了 QE 对经济增长、流动性和通胀的影响，我们认为 QE 的实施确能帮助美国提高短期经济增长水平，从而带动实体经济对工业金属的需求提升，并且流动性注入也对金属价格起到推波助澜的作用。这一点我们无须赘述。

美国经济走势的确定性较强，反观国内经济则面临诸多变数，未来工业金属最大的催化剂也是风险点为国内经济是否能够企稳反转。

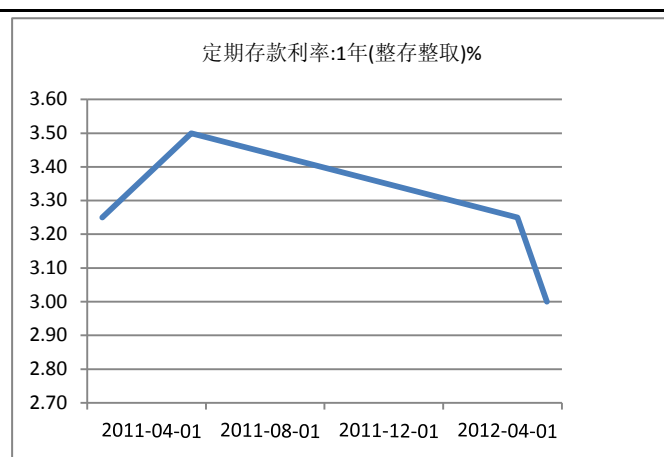
国内经济今年始终处于大幅下滑阶段，虽然央行进行了两次降息和一次降准，仍未阻止经济增速下滑态势，三季度 GDP 增速或延续下滑走势。

图 15 存准率



资料来源：bloomberg, 德邦研究

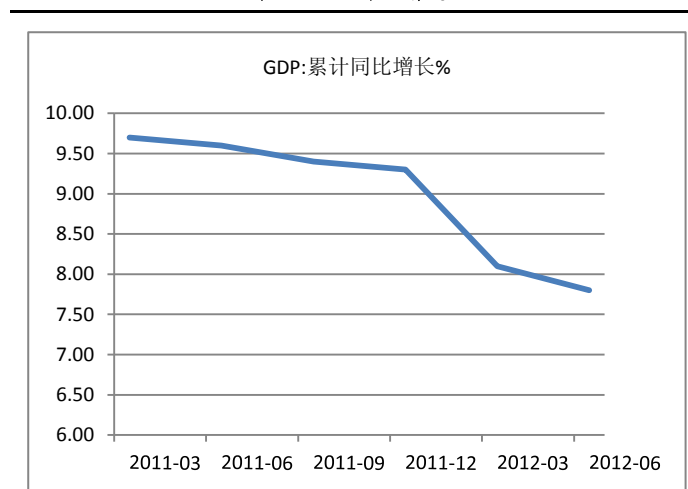
图 16 一年期定存利率



资料来源：bloomberg, 德邦研究

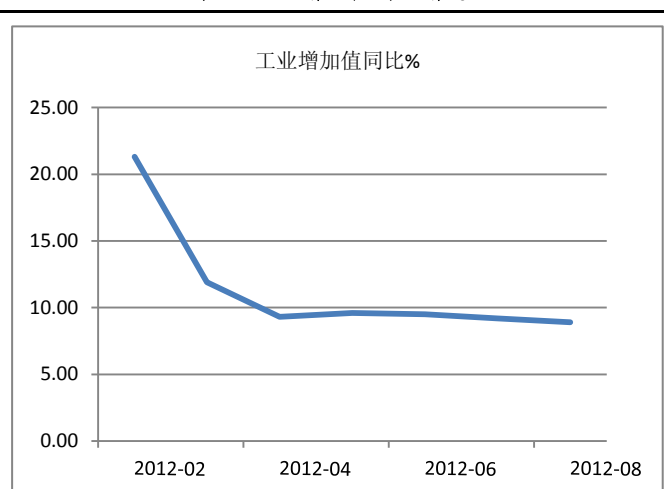
但我们认为国内经济拐点渐行渐近，且货币政策留有空间。

图 17 GDP 同比增速



资料来源：德邦研究

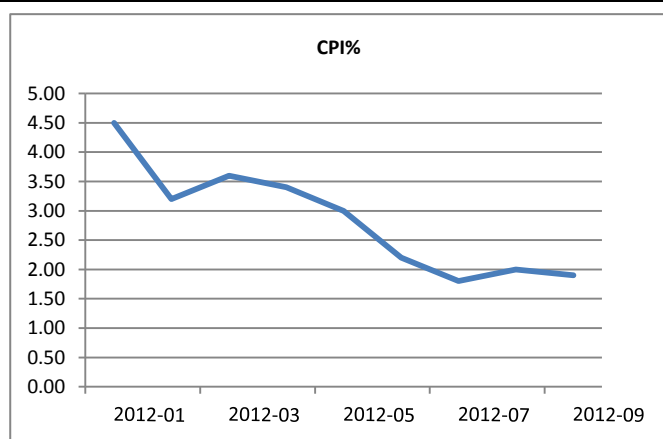
图 18 工业增加值同比增速



资料来源：德邦研究

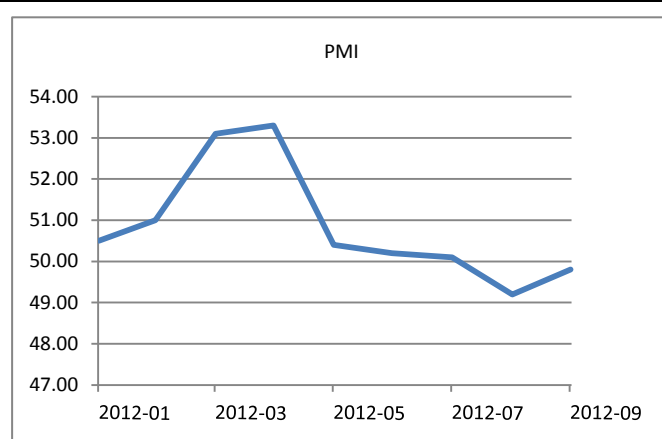
9 月份 PMI 略有反弹，且 CPI 降至 2% 一下，我们认为国内货币政策空间仍在，为未来经济刺激留下空间。

图 19 CPI 指标



资料来源:德邦研究

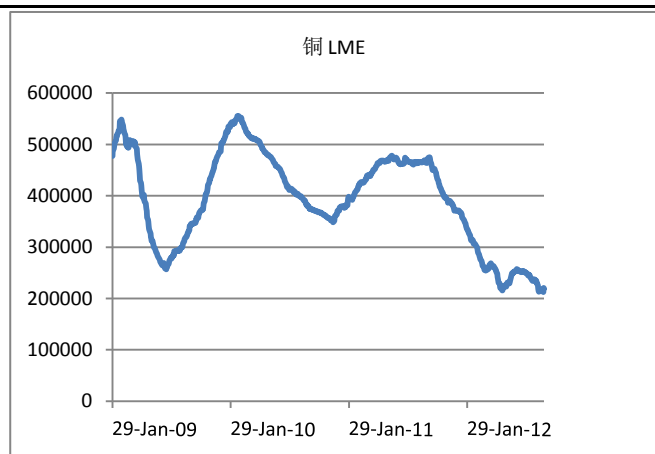
图 20 国内 PMI 指标



资料来源:德邦研究

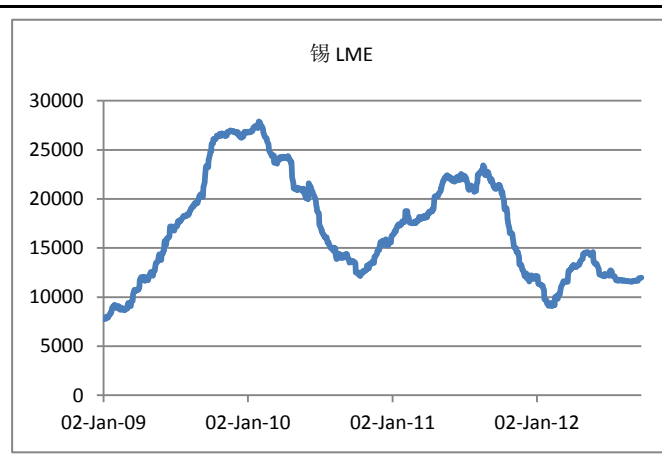
基本金属当中,从能够反映紧缺程度的中长期库存表现来看,铜库存表现最优,已远低于 09 年初的数量;锡库存整体表现也不弱,仅略高于 09 年初。

图 21 LME 铜库存



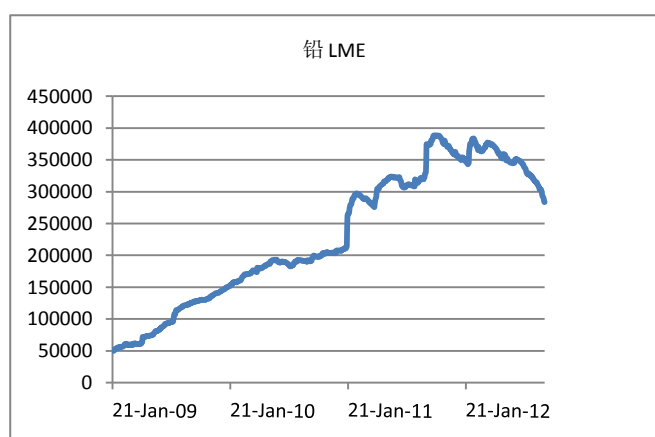
资料来源:德邦研究

图 22 LME 锡库存



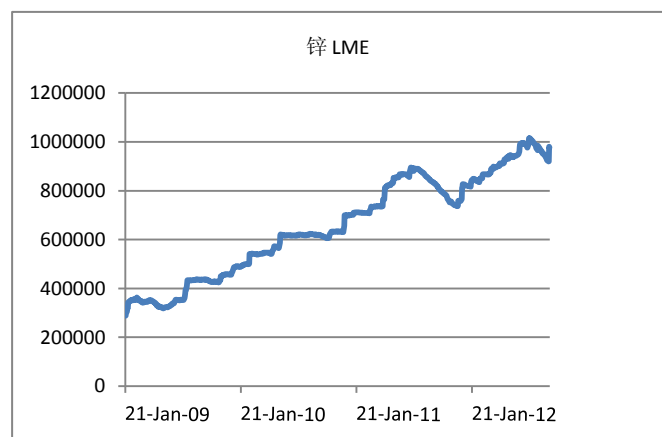
资料来源:德邦研究

图 23 LME 铅库存



资料来源:德邦研究

图 24 LME 锌库存



资料来源:德邦研究

而铅锌的库存则较 09 年初大幅上升，虽然铅锌的过剩程度在缓解，铜的紧缺程度在降低，但总体来讲，流动性充裕或需求回升状态时铜的价格上涨弹性仍然最大。

在 QE3 推出背景下，我们认为铜、锡的价格仍可高看一线，当然铅锌的价格我们也开始乐观，但弹性略差。而铝的价格弹性最低。

4、黄金：震荡调整中前进

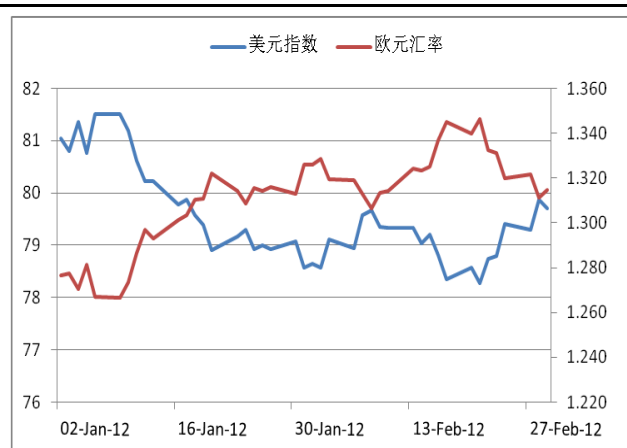
黄金价格“急速上涨”的行情基本结束，原因在于该阶段最大的时间性促进因素已经有相当反应，即 QE3 的出台事件以及前期对 QE3 的预期因素已经得到一定反应，经历了上半年美国经济较高增长和较低通胀的特殊阶段区间对黄金价格的打压之后，黄金价格在美国经济数据步入下滑流动性注入预期上升的情况下实现了大幅拉升。

图 25 月份之前的黄金价格



资料来源: bloomberg, 德邦研究

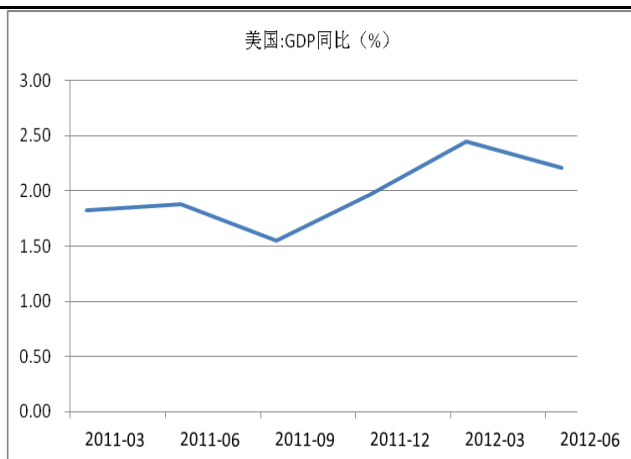
图 26 美元指数/欧元汇率



资料来源: bloomberg, 德邦研究

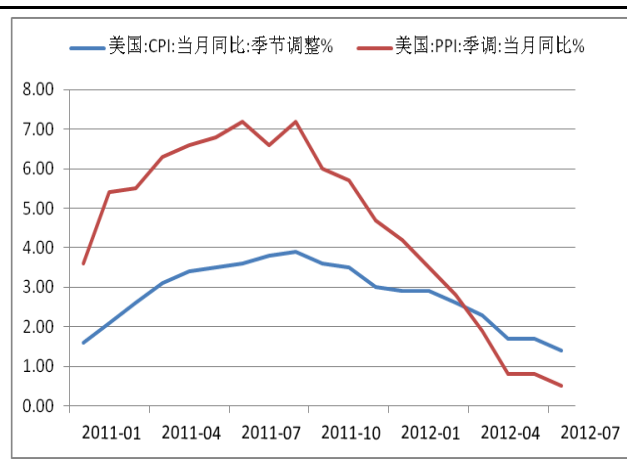
上半年美国经济通胀向下经济向上的阶段性特征明显，打压了黄金价格。

图 27 美国 GDP 增速同比



资料来源: bloomberg, 德邦研究

图 28 美国通胀指标



资料来源: bloomberg, 德邦研究

但是黄金价格的涨势是否戛然而止，我们给予否定的意见，未来金价将步入震荡缓慢上行阶段，刺激因素将是不断出现的通胀迹象和通胀率的实际走高，根本因素在于 QE3 所带来的流动性实质性注入所带来的美元超发。虽然未来上涨不会出现 QE3 这样强力的事件性促进因素，但其由抗通胀属性所支持的价格上涨行情是扎实的。

我们之前在黄金深度策略报告《货币动荡格局下的黄金行业投资机会探析》中所归纳了四个中长期因素，即：**因素 1**：美国流动性注入驱动的经济周期未变，低利率及量化宽松货币政策仍将持续，未来美元上涨动力减弱且通胀或通胀预期上行；（核心理由）**因素 2**：欧洲债务问题短期或导致美元指数上涨，而中长期则削弱了其成为储备货币的能力；（核心理由）**因素 3**：新兴市场国家央行应对全球货币混乱的增持黄金行为料将长期存在；**因素 4**：局部政治动乱引发避险需求。

我们仍需对四点因素作部分说明，因素 1 实质上就是我们刚刚阐述的中长期黄金的抗通胀属性。

图 29 美实际利率与金价

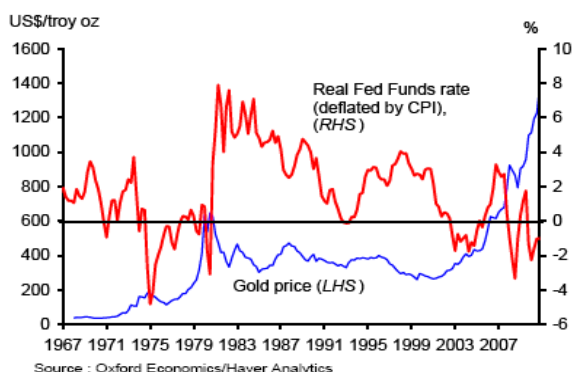


图 30 美国通胀与金价



资料来源:WGC, 德邦研究

资料来源:WGC, 德邦研究

因素 2 是一把双刃剑，短期会制造阶段性利空因素，我们认为在第四季度也可能发生该类情形，对于欧债危机的预测比较困难，但我们对此进行了情景分析。我们认为可能性最大的是欧洲债务危机缓慢得到解决，经济艰难复苏，对金价长期利好。

表 1 欧洲债务问题情景分析

情景假设	对决定金价核心因素的影响	对金价影响	可能性
迅速走出泥潭，经济强劲复苏。	全球经济增长率高、通胀上行、美元走弱、欧元作为储备货币地位增强。	短期造成美元下跌有利金价，但中长期不利于金价。	极小
欧洲危机缓慢得到解决，经济艰难复苏	经济增长率低、通胀上行、美元震荡、欧元储备货币地位有所下降。	美元震荡，持续利于金价，但上涨空间不如第三种情况	较大
欧元区经济长期低迷	欧元储备货币地位严重下降	短期造成美元上涨不利金价，但中长期利于金价。	一般

四季度中欧洲债务危机或出现一些事件性利空因素，导致美元上涨，

抑制金价，但忽略短期因素，中长期欧元储备地位下降有利于黄金对其的替代。

因素 3 即央行增持黄金的行为持续进行，2010 年全球央行净买入 77 吨，11 年净买入 457 吨，今年一季度和二季度分别为 96.7 吨和 157.5 吨，第二季度央行增持部分在整个黄金需求结构里占比达 16%。值得注意的是，二季度黄金投资需求下滑的情况下央行持续增持，说明央行的投资是一个较为独立的因素，我们也可以将央行投资行为看成与短期通胀关系不大而是为了国家战略利益而做出的较为独立的投资行为。在全球主要货币滥发局面动荡的长期格局下，我们认为该类增持行为将持续进行。

因素 4 即局部政治动乱引发避险需求。该因素不作重点分析，但需要指出的是，政治动荡可能引发滞胀经济，以美国 70 年代石油危机为例，中东地区政治动荡等引起油价上涨，导致输入性通胀，使得经济产生滞胀特征，从而形成最有利于金价的环境。而这种情形已经超出了政治动荡引发避险需求的范畴。

我们认为四点因素在四季度里仍将发挥作用，主要可能的利空因素即为欧洲债务问题的事件性爆发。

5、投资逻辑与策略

1、维持行业整体“推荐”评级，中期策略中提出的可能出现的三重催化剂已出现其中之二，未来 QE3 持续注入流动性带来的经济增长和资金推动对金属价格上涨起到提振作用，而对国内金属价格尤其是股票估值影响最大的国内经济企稳回升因素也值得期待。

2、基本金属优选铜、锡供给瓶颈型品种，具体上市公司为**铜陵有色、江西铜业、云南铜业、锡业股份**。加工类企业方面，我们认为国内需求拐点渐行渐近，加工类企业可以开始配置，关注估值便宜的品种，具体为汽车铝材龙头**亚太科技**、产业链完整的**南山铝业**以及高端铜材加工企业**博威合金**，其中首推**博威合金**，我们看好高端铜加工市场的增长潜力。

3、贵金属板块持**长期推荐**评级，我们认为黄金价格的刺激因素已从 QE3 的事件性因素转变为未来通胀及其预期的增长，而这是一个长期的过程。对黄金板块的推荐顺序依次为**山东黄金、辰州矿业、中金黄金、恒邦股份、紫金矿业**。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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

本公司具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。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。