

# 策略半月报：资源股重估的思考

2010 年 10 月 16 日

A 股策略

策略半月报

## ——美联储定量宽松预期带来的变化

陆俊龙 宏观策略组策略研究员 执业证书编号：S1480210040002

lujl@dxzq.net.cn 010-66507330

### 事件

在中秋假期中，我们第一个提出了全球汇率战的说法，近期受其影响，资源资产类股走出了强劲的行情。

### 观点

我们认为美国的流动性宽松预期已经促使 A 股中的资源股产生“价值重估”，本次策略半月报将首先截取前两次流动性泛滥的时间段 07 和 09 年来探讨资源股重估对大盘的影响以及各资源品行业的相对弹性；然后结合截止到 10 月 15 日的期货以及资源价格、美元指数、PE 增长水平来综合探讨未来的资源股重估水平以及现在所处的位置；最后根据政策的方向来提出策略逻辑以供投资者参考。而对于资源资产股的分类，我们提取黄金、铜为代表的金属、煤炭、农产品、土地、金融五大类来分别加以阐述。但是这里我们也要注意，各类资源资产股本轮的内在驱动力是不一样的，这也在一定程度上会影响他们本轮受益的程度以及弹性。“有色——流动性单轮驱动为主，但金融属性突出的黄金和实际供求存在缺口的铜上涨基础更为坚实”；煤炭——流动性与估值双轮驱动”；农业——流动性导致的 CPI 驱动；房地产——人民币升值以及通胀驱动；券商、保险——市场上涨弹性将带来巨大业绩弹性；银行——资产收益率提高+估值的双轮驱动、都可以做类似这样的总结。

### 一、资源股重估对大盘的整体影响以及各行业的相对弹性

从 10 月 8 日开始的流动性推升行情至 10 月 15 日已经上涨了 11.8%，而前两次 07 和 09 年的流动性行情来看，07 年平均每个月上涨幅度是 13.08%、09 年平均每个月上涨幅度是 12.08%。可见，这一波流动性推升行情走得实在太快，已经远远超出 07 和 09 年两次需求+流动性的行情上涨速度。考虑到 2010 年是上市公司的业绩和 GDP 下行周期，需求相对较弱，如果美元指数没有基于 15 日 76.97 这个位置出现较大幅度贬值的话，则我们认为这种快速上涨应该适当缓一下然后在高位进行震荡整理。换句话说，资源资产类行业决定指数高度。但是从大趋势上，美联储定量宽松导致的流动性行情是大盘的新上升因素，因此我们要修正之前大盘反弹顶部 2770 的观点转为看好。

表 1：资源品行业上涨幅度与上证综指上涨幅度的比值（1）

| 时间\项目 | 有色金属(申万) | 采掘(申万) | 农林牧渔(申万) | 金融服务(申万) | 房地产(申万) |
|-------|----------|--------|----------|----------|---------|
| 07 年  | 3.00     | 2.99   | 1.15     | 1.20     | 1.55    |
| 09 年  | 2.35     | 2.13   | 0.82     | 1.26     | 1.59    |
| 平均数   | 2.7      | 2.6    | 1.0      | 1.2      | 1.6     |

资料来源：东兴证券研究所

表 2：资源品行业上涨幅度与上证综指上涨幅度的比值（2）

| 时间\项目 | 铜(申万) | 黄金(申万) | 银行III(申万) | 证券III(申万) | 保险III(申万) |
|-------|-------|--------|-----------|-----------|-----------|
| 07 年  | 1.44  | 1.61   | 0.90      | 2.34      | 0.74      |
| 09 年  | 3.31  | 1.71   | 1.28      | 1.43      | 1.25      |
| 平均数   | 2.4   | 1.7    | 1.1       | 1.9       | 1.0       |

资料来源：东兴证券研究所

可以看出，弹性最好的属有色、煤炭、铜和证券。之所提出证券行业是因为其实按照大类来划分，铜也属于有色，也就是说弹性最好的除了有色和煤炭（之前我们在 8 月初的策略半月报就提到过负利率下的行业配置的两组之一）之外，证券业也应该得到关注！

## 二、各资源品行业的未来潜力以及现状研判

### 1) 黄金板块还有上涨空间，铜板块安全边际弱于黄金

表 3：黄金估值分析

| 项目\时间    | 2010   | 2009  | 2007  |
|----------|--------|-------|-------|
| 黄金板块上涨幅度 | 31.28% | 139%  | 412%  |
| 美元下跌幅度   | 1.20%  | 4.10% | 9.10% |
| 黄金价格上涨幅度 | 24.31% | 23%   | 31%   |

资料来源：东兴证券研究所

美元持续贬值将导致大家对于美元信用的担忧，进而去选择同样具有货币支付属性的黄金。因此每次美元大幅度贬值的情况下，黄金都有着积极地上冲动能。而且此次次贷危机对于美欧实体经济的打击依然剧烈，失业率高企。这种不稳定性也会导致对于黄金的追捧，抬高金价进而抬高黄金股。

根据 07 年和 10 年计算，则理论黄金板块涨幅应该为 42.61%；09 年与 2010 年对比计算，得出黄金板块理论涨幅值是 43.08%。而现在黄金板块实际商服是 31.28%，因此黄金板块应该还有上涨空间。考虑到 07 和 09 年都属于宏观 GDP 上行周期，而 2010 年属于宏观 GDP 下行周期，因此黄金板块作为避险品种有可能在未来还会有上涨空间。当然这一切都是假定黄金价格与美元指数可以维持在 10 月 15 日的水平的前提假设下。此外，黄金板块 PE 与上证综指的均值在 2.02 倍，而现在比值为 3.22 倍，凸显如果美元指数和黄金价格无法维持现有水平的话，黄金股依然有下行的空间和风险。

表 4：铜价值分析

| 项目\时间       | 2010  | 2009  | 2007  |
|-------------|-------|-------|-------|
| 铜 PE 上涨峰值   | 98%   | 383%  | 703%  |
| 美元下跌幅度      | 1.20% | 4.10% | 9.10% |
| LEM 铜价格上涨幅度 | 13%   | 139%  | 6.7%  |

资料来源：东兴证券研究所

铜在古代也一度作为货币用来支付，虽然现在失去货币属性，但是其工业属性一直很强！是房地产、家电、汽车等企业必备的。但是全球的铜现在供需非常紧张，很大一部分来自于智利铜矿的开采量已经基本饱和，而新的开采量的增量产出仍需要时间消化。因此借着流动性泛滥，也会有很好的表现。

根据 07 年和 10 年来计算，理论铜板块 PE 上涨幅度峰值应该是 179%；根据 09 年和 10 年来计算，理论铜板块 PE 上涨幅度峰值是 10.5%。这两个数据产生了非常大的落差，远远没有黄金板块稳定。其理由是黄金几乎没有工业属性，而铜的工业属性受到经济周期影响很大。07 年和 2009 年的经济需求要比 2010 年好很多，但是考虑到铜未来的供需缺口比较大，因此最终我们采取 PE 来界定铜板块的投资属性。根据统计我们发现现在铜 PE/上证综指 PE=3.11，远远超过其均价线 1.09 倍。因此其投资属性我们暂时界定为弱于黄金！但是我们要再次提醒投资者：11 月份到来后，我们将把估值标的物转移到明年，结合未来 12.5 规划所带来的基础设施建设预期，有色金属尤其是铜的短暂回调都是良性调整。

## 2) 煤炭股整体估值刚过历史中枢

**表 5：煤炭价值分析**

| 项目\时间      | 2010  | 2009  | 2007  |
|------------|-------|-------|-------|
| 煤炭板块上涨幅度   | -4.8% | 201%  | 422%  |
| 美元下跌幅度     | 1.20% | 4.10% | 9.10% |
| 澳大利亚煤炭上涨幅度 | 15%   | 3.4%  | 74%   |

资料来源：东兴证券研究所

煤炭本身作为资源来讲，就具备在美元大幅贬值的条件下出现一定的上涨。而且煤炭的的是有替代作用也很明显，不过这次这种替代效应不是很明显。这次煤炭股主要受益于严寒天气、阶梯式调价以及热钱涌入造成的 CPI 通胀预期带动下的煤炭价格上涨。

根据 07 年和 10 年来计算，煤炭板块理论上涨幅度应该为 11%；而根据 09 年和 10 年来计算，煤炭板块理论上涨幅度应该为 259%。同样的，煤炭的走势和经济周期息息相关，在 2010 年整体业绩和 GDP 下行周期，其需求无法和 09 年和 07 年相比，但是对比现在的整体下跌 4.8% 来说，可能也是过度了。加上近期梯度电价、“千年严寒”以及国内煤价的上涨可能都会构成后期的催化剂。通过煤炭股 PE 与大盘 PE 的相对比值来看，现在的比值是 1.15 倍，历史均值在 0.89 倍，略微超过均值。

## 3) 农业股短期可能面临调整

**表 6：农产品价值分析**

| 项目\时间           | 2010  | 2009  | 2007  |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 农业板块上涨幅度        | 15%   | 78%   | 147%  |
| 美元下跌幅度          | 1.20% | 4.10% | 9.10% |
| 国际玉米与小麦价格上涨幅度/2 | 23.5% | 2%    | 40%   |

资料来源：东兴证券研究所

农业股的投资逻辑只有两个。1) 农产品价格。在美元贬值并炒作新兴国家货币普遍升值的状态下将会造成强大的 CPI 通胀预期，进而导致投资者对于农产品持续上涨的期望升高；2) 政策驱动。11 月份的中央经济工作会议应该会“老调重弹”进一步加大对农业的扶持。

我国三大粮食作物：水稻、玉米和小麦，考虑到国际上没有水稻期货，因此我们就采用了国际玉米和小麦期货加和平均的方式来看国际期货和国内农业板块的关系。根据 07 和 2010 年来计算，农业板块上涨幅度理论值是 11%；按照 2009 与 2010 来计算，农业板块理论上涨幅度是 268%。这个计算与铜出现了同样的情况，即 2009 和 2010 年的参照物不同，得出和现在板块涨幅分别相反的两个方向。因此我们依然采取 PE 来评估

最终属性。现在的农业板块 PE/上证综指的 PE 是 4.18，而历史均值在 1.69 倍。并且农业股也已经创出 PE 溢价新高，因此要注意短期调整的风险。

#### 4) 房地产估值比较有优势

表 7：房地产价值分析

| 项目\时间     | 2010 | 2009 | 2007 |
|-----------|------|------|------|
| 房地产板块上涨幅度 | -19% | 113% | 169% |
| 土地购置费价格上涨 | 17%  | 4.2% | 28%  |

资料来源：东兴证券研究所

通胀预期以及本币升值使得作为投资品的房地产依然有继续上涨的预期。而且本身根据住房收入比 1:6 来计算，现在的全国商品住宅平均价格没有泡沫，刚需支持现在的房价应该是绰绰有余。而本身房地产相对于大盘的溢价与否主要取决于“t+1”年的房价收入比是否依然还会在 6 以下。我们初步根据第二轮房地产调控暂时相信地产价格应该被控制住。

根据 2007 年与 2010 年来计算，房地产理论上涨幅度为 102.6%；根据 2009 年来计算理论涨幅为 457%。不论从历史经验还是从经济和业绩周期来考虑，我们认为房地产-19%的涨幅还是被严重低估了。此外，现在房地产的 PE 相对大盘 PE 的倍数是 1.19 倍，历史均值在 1.23 倍。可以说在估值上应该还是非常具备优势的。

#### 5) 金融资产估值溢价最低

表 8：保险业价值分析

| 项目\时间    | 2010   | 2009    | 2007    |
|----------|--------|---------|---------|
| 保险板块上涨幅度 | -5.53% | 108.15% | 378.22% |
| 保费涨幅     | 33%    | 13.8%   | 24.7%   |

资料来源：东兴证券研究所

投资和保费是保险收入的两大块儿。由于热钱的强力涌入导致股市和资产价格上涨，进而对保险收入的重点投资收益带来很好的预期；而且可喜的还有今年前 8 个月的保费收入已经接近去年的全年，原因是宏观调控下的实效使得实体经济热度不减。而且部分保费利率市场化被延期，使得唯一利空被暂停。

无论是按照 09 年还是按照 07 年来计算理论涨幅的话（假设保费涨幅会延续前 8 个月的累计同比表现，因为前 8 个月的保费收入已经接近去年全年的收入），我们都可以看到保险股其实未来空间都还蛮大的。从保险股 PE 与上证综指的 PE 对比来看，现在的 PE 比是 1.27，历史的 PE 比 2.46

表 9：证券板块价值分析

| 项目\时间           | 2010    | 2009   | 2007    |
|-----------------|---------|--------|---------|
| 券商板块上涨幅度        | -26.71% | 94.09% | 243.36% |
| 全部 A 股成交金额年同比涨幅 | -15%    | 101%   | 416%    |

资料来源：东兴证券研究所

在业绩下行周期以及楼市逐步紧缩的大背景下，中国投资标的的匮乏使得部分资金涌入股票市场进而造成成交金额的放大，占券商利润 80% 左右的经纪业务收入将受益。

假设 2010 年全部 A 股成交金额年同比为-15%，根据 09 年来计算，券商板块理论涨幅是-13%；按照 2010 年来计算，券商板块理论上涨幅度为-8.7%。现在整体券商 PE 比 1.04，而历史中枢值是 1.66

**表 10：银行板块价值分析**

| 项目\时间    | 2010    | 2009    | 2007   |
|----------|---------|---------|--------|
| 银行板块上涨幅度 | -11.98% | 103.34% | 96.05% |
| 新增贷款同比增速 | -22%    | 95%     | 14%    |

资料来源：东兴证券研究所

银行股的驱动主要来自于流动性的泛滥以及其他资源品包括资产品投资收益率的增加带来的大量贷款，这样会使得银行的净息差被放大；同时银监会对地方投融资平台清查工作力度的减弱也使得银行股受益。

不论按照 07 年或是 09 年来计算，银行股似乎都有下跌的压力，其主要来源于新增贷款增速的同比增量的减少。我们再看一下银行的 PE 溢价情况，现在的 PE 比是 0.62，历史 PE 比中枢为 0.93。

### 三、未来政策驱动

刚刚闭幕的十七届五中全会提出了今后五年经济社会发展的主要目标：经济平稳较快发展，经济结构战略性调整取得重大进展，城乡居民收入普遍较快增加，社会建设明显加强，改革开放不断深化，使我国转变经济发展方式取得实质性进展，综合国力、国际竞争力、抵御风险能力显著提高，人民物质文化生活明显改善，全面建成小康社会的基础更加牢固。经济平稳较快发展意味着在调整经济时候要注意对冲，并且将调整的成本降到最低，这也意味着作为中国经济比重最大的投资仍然会占有一定的比重。经济结构战略性调整取得重大进展，城乡居民收入普遍较快增加意味着以城镇化为主要手段的促销费运动将继续延续。因此我们认为尽管十二五规划看似更加突出战略新兴产业的地位，但是大家也不要忽视初期最先受益的仍然会是支持大量战略新兴产业工业园以及产业转移中需要配套的大量基础设施建设的投资资源品以及相关高端装备制造的使用。所以在时间上我们认为短期来说，应该是以资源品以及高端装备制造为先；而战略新兴产业所涉及到的相关科技等是长期受益标的，在次序上可能会相对排在后面。

### 四、结论

如果美元指数在 76.97 一侧没有继续趋势性贬值的话，则大盘短期或许会有一些涨势的延缓进而形成一定的震荡走势。但是大趋势上，由于美联储定量宽松导致的流通性推升行情是大盘新上涨因素，因此在这种新架设因素出现的前提下，我们修正 8 月初的大盘反弹顶部在 2770 的判断，转而开始看多。在投资策略方面，1) 根据资源品的弹性来看，有色、煤炭和券商板块似乎是比较良好的选择、2) 根据估值以及未来潜力来看，金融资产最值得关注、3) 根据新出台的 12.5 规划目标，资源品、高端装备、钢铁等应该是首先受益的。而战略新兴产业是长期受益，次序相对排在前者之后。

### 附表：含有资源的上市公司列表

|     |                               |
|-----|-------------------------------|
| 新能源 | 中信国安、西藏矿业、路翔股份、佛山照明、天齐锂业、赣锋锂业 |
| 医药  | 东北制药、华北制药、广济药业、浙江医药、新和成、天康生物  |

|      |                                                      |
|------|------------------------------------------------------|
| 农业   | 隆平高科、荃银高科、敦煌种业、登海种业、丰乐种业、新赛股份、新农开发、敦煌种业、正邦科技、顺鑫农业、发展 |
| 食品饮料 | 保龄宝、南宁糖业、贵糖股份、华资实业                                   |
| TMT  | 欣网视讯                                                 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

陆俊龙

东兴证券研究所策略研究员，英国斯旺西大学数学金融硕士，从事投资策略研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。