

[2007.10.12]

投资主线沿循资产注入角度出发

——有色金属行业 10 月报告

林浩祥

21-62580818-521

linhaoxiang@gtjas.com

➢ 陈述近期行业观点

本报告导读:

➢ 基本金属简评

➢ 重点推荐公司

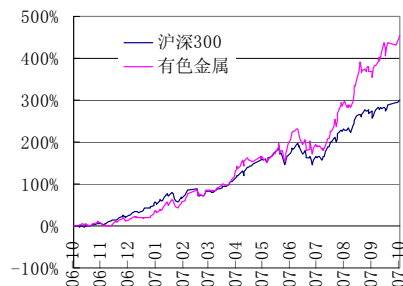
投资要点:

- **有色金属板块，绿荫不减来时路。**在中国金属内需依然旺盛、主要货币美元进入降息周期的消息刺激下，金属酝酿已久的价格反弹在 9 月出现，由此也带动上市公司股价一度企及 08 年 30x 估值的估值高点。进入下旬之后，随着大盘的振荡以及估值上的压力，有色金属板块也出现了调整。我们对于板块的整体判断是不弱于大盘走势。
- **四季度金属价格受货币和供需两方面因素左右，看好铜、黄金价格。**从货币的角度看，短期金属价格出现活跃，主要原因在于美元的贬值，金属商品投资重新获得青睐；从供需角度看，在 10 月份之后渐渐进入金属的消费淡季，由此金属价格难能获得供需基本面的持续支撑。我们相对看好铜、黄金价格。
- **投资主线沿循资产注入角度出发。**降低当前板块估值高度的手段，一是期待 08 年金属商品价格的继续上扬（均价高于 07 年），二是依赖集团大股东等发起的资产注入行为。我们认为当前 A 股市场有色金属板块已经较为充分挖掘出企业的内生性价值增长，依赖金属价格的上涨提升公司业绩已经较难抵御估值风险和大盘的系统性调整。因此，进入 10 月后，从风险和成长两方面考虑，我们对于行业公司的推荐主要沿循资产注入的角度出发。
- **重点推荐阳之光、吉恩镍业、江西铜业和中色股份。**主要考虑这些公司行将或近期完成了资产注入的工作，另外建议关注宏达股份和铜陵有色公司的未来加强对于上游矿产资源控制的动作。

行业评级

中性

阳之光	增持
吉恩镍业	增持
中色股份	增持
江西铜业	增持
铜陵有色	增持
宏达股份	增持
新疆众和	增持
南山铝业	增持
山东黄金	谨慎增持
中金岭南	谨慎增持
厦门钨业	谨慎增持
焦作万方	谨慎增持
中孚实业	谨慎增持
云南铜业	谨慎增持
宝钛股份	谨慎增持
锡业股份	谨慎增持
中国铝业	谨慎增持
云铝股份	谨慎增持



相关报告

春华秋实

(07. 09. 03)

景气周期孕育行业缤纷热点

(07. 07. 05)

金属价格重新上扬 估值倍数悄然提升

(07. 04. 17)

目录

目录.....	2
图表.....	3
1. 主要观点.....	4
1.1. 货币因素 VS 供需关系影响金属价格.....	4
1.2. 投资线索更多沿循资产注入角度出发.....	4
1.3. 给予行业“中性”投资评级.....	5
2. 基本金属简述.....	6
2.1. 铜：8月中国铜矿砂及精矿进口激增.....	6
2.2. 铝：国内外氧化铝、电解铝产量持续高位.....	7
2.3. 铅锌：9~10月供给量有望增加.....	8
2.4. 黄金：价格有望高位站稳.....	10
2.5. 镍：价格企稳回升.....	10
3. 重点公司推荐.....	11
3.1. 阳之光：化成箔产品的龙头企业.....	11
3.1.1. 存量经营资产依赖于空调行业.....	11
3.1.2. 注入资产依托电容器行业的发展.....	11
3.1.3. 给予增持投资建议.....	11
3.2. 推荐铜业板块，关注铜陵有色、江西铜业.....	12
3.2.1. 铜陵有色.....	13
3.2.2. 江西铜业.....	13

图表

图 1 美元指数	4
图 2 主要经济体采购指数	4
图 3 中国铜精矿进口量 (万吨)	6
图 4 未锻造铜和铜材净进口 (万吨)	6
图 5 SHFE 和 LME 铜价	6
图 6 智利铜矿产量 (万吨)	6
图 7 三大交易所库存 (万吨)	7
图 8 铜 TC/RC 费用	7
图 9 全球氧化铝产量 (季度, 吨)	7
图 10 全球电解铝日产量 (万吨)	7
图 11 全球原铝库存 (万吨)	8
图 12 中国原铝和铝材出口量 (万吨)	8
图 13 中国氧化铝、电解铝产量 (万吨)	8
图 14 中国未锻造铝净出口量 (万吨)	9
图 15 中国未锻造锌净出口量 (万吨)	9
图 16 中国铅锌产量 (万吨)	9
图 17 中国铅锌精矿产量 (万吨)	9
图 18 LME 三月期铅和库存	9
图 19 LME 三月期锌和库存	9
图 20 CMX 三月期金和库存	10
图 21 欧洲央行黄金储备	10
图 22 LME 三月期镍和库存	10
图 23 阳之光、东阳光业务图示	12
表 1 重点推荐关注公司	5
表 2 全球市场估值比较	5
表 3 公司每股收益测算	12

1. 主要观点

走完9月，进入2007年四季度。1~9月以来资金投资于有色金属板块可谓收获颇丰。在中国金属内需依然旺盛、主要货币美元进入降息周期的消息刺激下，金属酝酿已久的价格反弹在9月出现，由此也带动上市公司股价一度企及08年30x估值的估值高点。进入下旬之后，随着大盘的振荡以及估值上的压力，有色金属板块也出现了调整。我们对于板块的整体判断是不弱于大盘走势。

1.1. 货币因素 VS 供需关系影响金属价格

我们认为在两方面因素的共同作用下，四季度由于消费减退而期待出现价格拐点的迹象已经变得模糊。从货币的角度看，短期金属价格出现活跃，主要原因在于美元的贬值，金属商品投资重新获得青睐；从供需角度看，在10月份之后渐渐进入金属的消费淡季，由此金属价格难能获得供需基本面的持续支撑。

图 1 美元指数

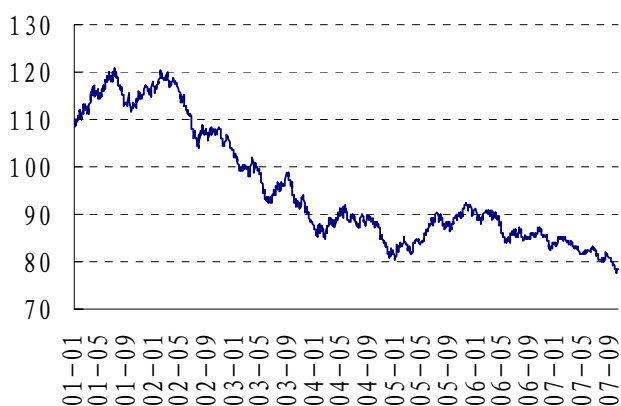
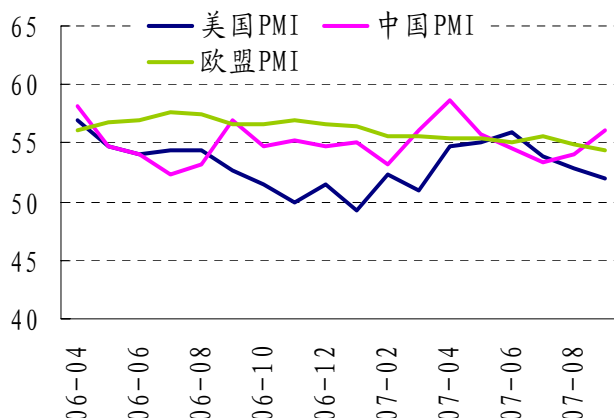


图 2 主要经济体采购指数



以短期来看，美元的贬值对于金属价格触动效果更大，而以美元降息预期不改、美元持续走软前提出发，金属价格有望得到持续支撑。

金属消费方面，除了10月份之后进入消费淡季因素影响外，美国等主要经济体是否进入了减速轨道，也让金属消费前景萌生不确定性。鉴于宏观经济增速（特别有着密切关系的房地产行业）对于金属消费总量存在重大影响、和在当前我们对于经济运行趋势尚未做出确定性判断时，我们对金属消费持平稳增长的中性看法。

1.2. 投资线索更多沿循资产注入角度出发

降低当前板块估值高度的手段，一是期待08年金属商品价格的继续上扬（均价高于07年），即可显著提升上游资源型企业利润和部分提升中游行业盈利水平；二是依赖集团大股东等发起的资产注入行为。有色金属行业公司将整体性受益于第一点因素，而第二点则可显著降低部分公司当前的估值压力。我们认为当前A股市

场有色金属板块已经较为充分挖掘出企业的内生价值增长,单纯依赖金属价格的上涨提升公司业绩,已经较难抵御板块估值风险和大盘系统性调整。因此,进入10月后,从风险和成长两方面考虑,我们对于行业公司的推荐主要沿循资产注入的角度出发。

本月我们重点推荐关注阳之光、吉恩镍业和江西铜业,主要考虑到公司行将或近期完成了资产注入整合的工作;另外建议关注宏达股份和铜陵有色公司的未来加强对于上游矿产资源控制的动作。

表1 重点推荐关注公司

		目标价格
重点推荐公司	阳之光	48
	吉恩镍业	150
	江西铜业	—
	中色股份	—
		关注事件
建议关注公司	宏达股份	公司针对上游资源的继续整合
	铜陵有色	公司在完成后下游冶炼产能的扩充后,针对上游资源的控制整合

1.3. 给予行业“中性”投资评级

我们认为简单的给予资源型和冶炼型的有色金属公司对应08年业绩30x的目标价格,使得当前板块存在短期估值压力。考虑到对比全球市场的估值水平,我们认为板块在消费淡季中,缺乏整体性的投资机会。给予有色金属板块“中性”投资评级。

表2 全球市场估值比较

	07年PE	PB
道琼斯工业指数	17.02	4.02
纳斯达克指数	40.24	3.6
日经225指数	34.96	2.6
恒生指数	18.71	2.95
恒生中国企业指数	27.69	4.84
恒生中资企业指数	29.19	4.93
新华富时A50指数	48.74	8.14

2. 基本金属简述

2.1. 铜：8月中国铜矿砂及精矿进口激增

推荐公司

江西铜业
铜陵有色
云南铜业

中国在8月的铜矿砂及精矿进口出现了快速的上涨，总量达55.6万吨，同比增长100%，环比增长51%。

我们认为造成这一现象的原因是多方面的：国内消费依然旺盛，其中包括下游冶炼产能的不断提升（江西铜业、铜陵有色）、铜材加工产量的持续增长，导致对于上游铜精矿的需求增大；伦铜价格涨幅强于国内沪铜价格，贸易商对于精矿进口的进少，相应增加了对与国内精铜的采购，从而传导至对于上游精矿需求的增加；部分9月后续进口的精矿的提前到货，导致当月进口量激增。

图 3 中国铜精矿进口量（万吨）

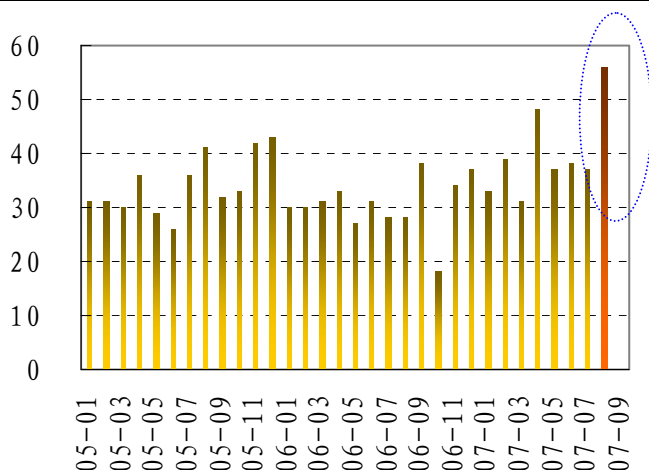
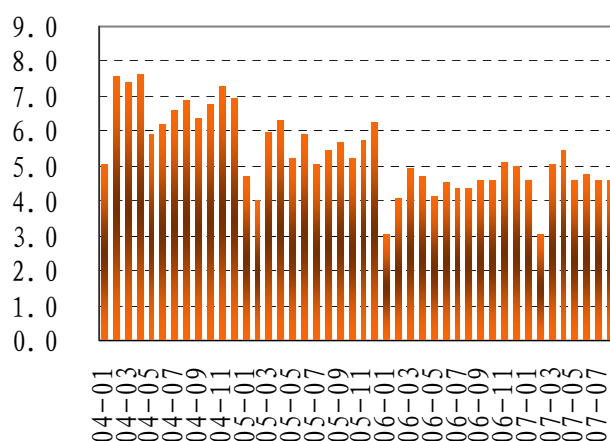


图 4 未锻造铜和铜材净进口（万吨）



全球最大的矿产国智利在5月之后铜矿产量出现持续的下降，我们预计这一数字在10月后才出现反弹。而通过对于从三大交易所库存来看，9月库存出现微幅下降，我们认为目前的全球铜供需关系没有出现的根本转换的迹象。

图 5 SHFE 和 LME 铜价

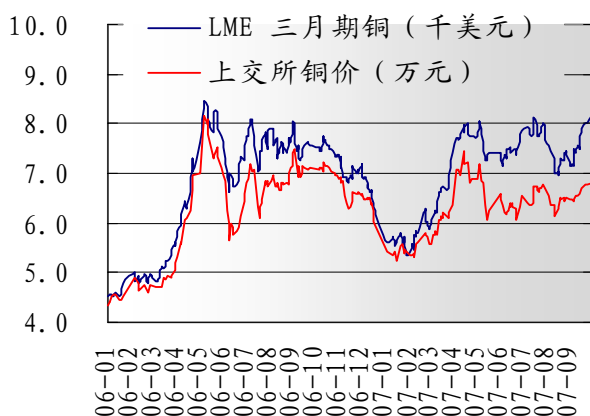
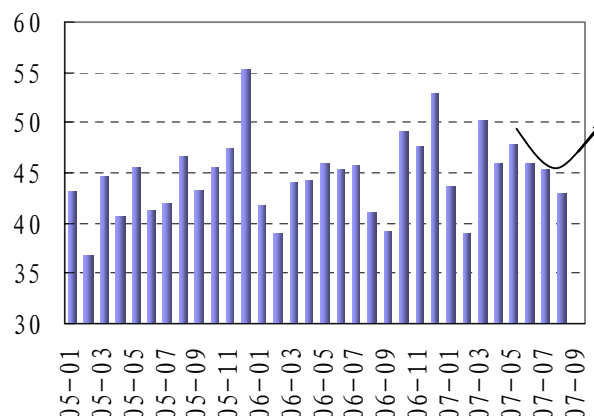


图 6 智利铜矿产量（万吨）



在即将到来年底的 TC/RC 费用谈判中，行业内普遍预期费用上调的难度很大，反映出上游铜精矿的供给仍然紧张，由此我们认为在未来 6 个月中铜价在目前的位置上将继续获得上升动力。

图 7 三大交易所库存 (万吨)

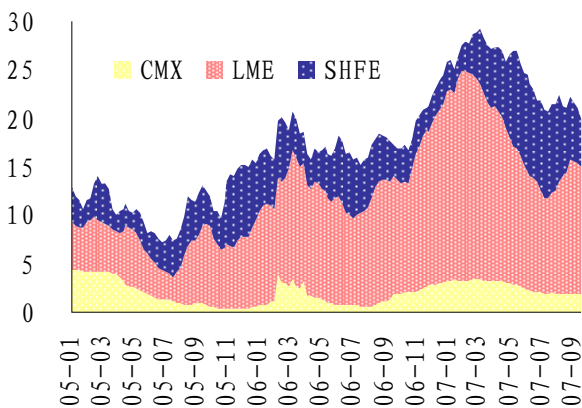
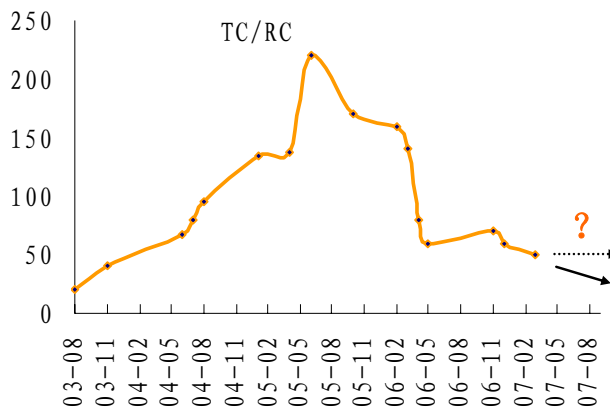


图 8 铜 TC/RC 费用



2.2. 铝：国内外氧化铝、电解铝产量持续高位

推荐公司

阳之光
新疆众和
南山铝业

从最新国际铝业协会统计数据看，二季度全球氧化铝产量约为 1340 万吨，上半年总产量较与去年同期基本持平；而最新 8 月份的电解铝日产量也再创新高达到 68.4 万吨/天，同比增长了 5.23%。从库存数字看，2003 年以来三大交易所铝的库存总量也保持在 50~60 万吨之间，反映出在当前全球氧化铝、电解铝产出均处于高位、同时全球原铝供需处于较为宽松的状态。

图 9 全球氧化铝产量 (季度, 吨)

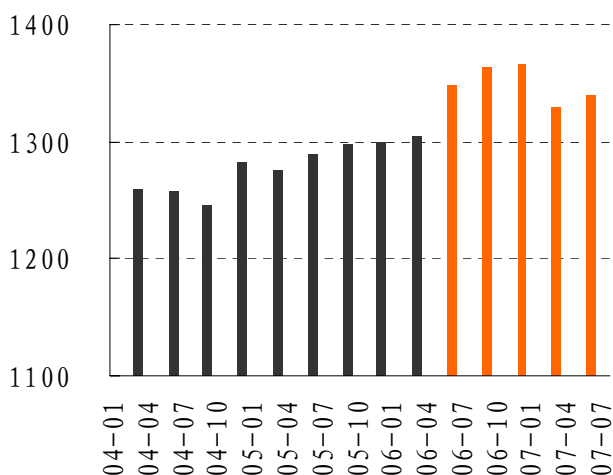


图 10 全球电解铝日产量 (万吨)

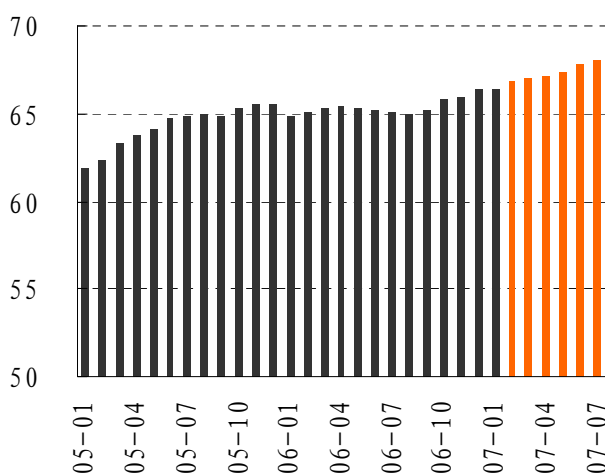
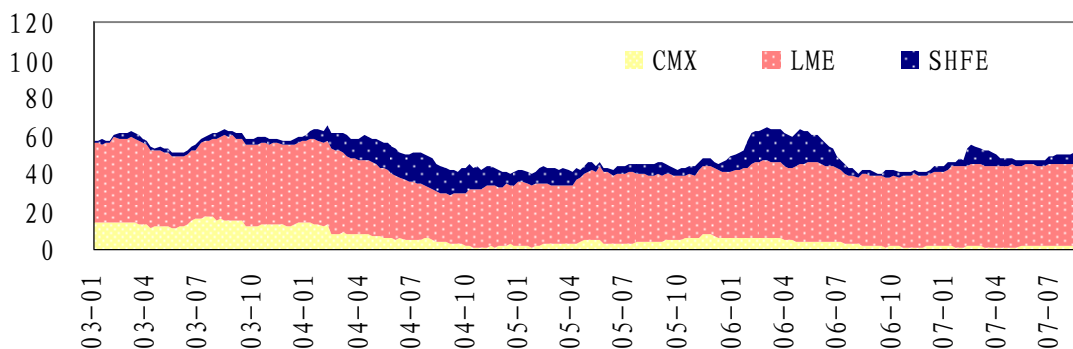


图 11 全球原铝库存 (万吨)



中国 8 月份铝材出口继续下滑, 显示出国家对于出口调控的切实影响。在国外供给通畅、库存平稳的态势下, 国际铝价短期难能获得较大的上行空间; 而国内氧化铝和电解铝也处于开工高位, 在限制了初级产品出口的形势下, 深加工的产业链条有望获得更大的生存发展空间。从产业投资的角度看, 未来具有技术优势的深加工企业, 如阳之光、新疆众和和南山铝业未来具有持续的成长性。

图 12 中国原铝和铝材出口量 (万吨)

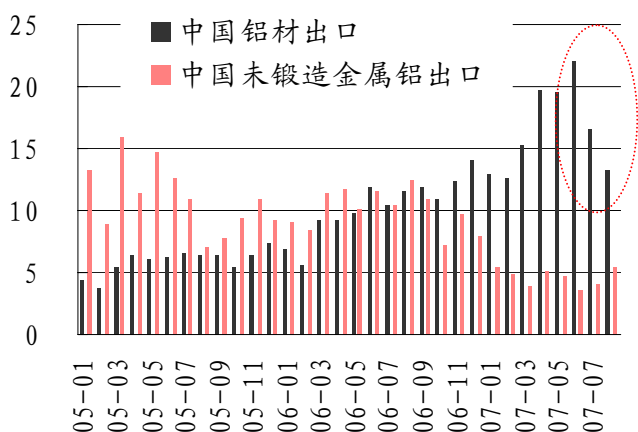
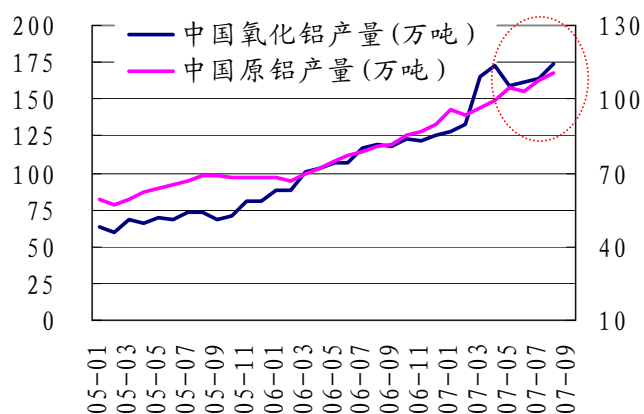


图 13 中国氧化铝、电解铝产量 (万吨)



2.3. 铅锌: 9~10 月供给量有望增加

从中国铅锌进出口数据看, 7~8 月中国铅锌的净进口量都在减少, 反映出国内铅锌精矿供需缺口的缩小而减轻了对国外进口的依赖。

国内供给方面, 在 6 月中国铅锌产量创历史新高后, 7~8 月中国铅锌产量下降, 主要原因为多数企业进行了停产检修; 国内上游的铅锌精矿产量也出现了下降。我们预计 9 月份铅锌 (包括精矿) 产量出现反弹, 由此 9 月之后中国铅锌净进口量将计继续降低, 甚至在 07 年 10 月至 08 年 2 月再度出现净出口态势转折。

图 14 中国未锻造铅净出口量 (万吨)

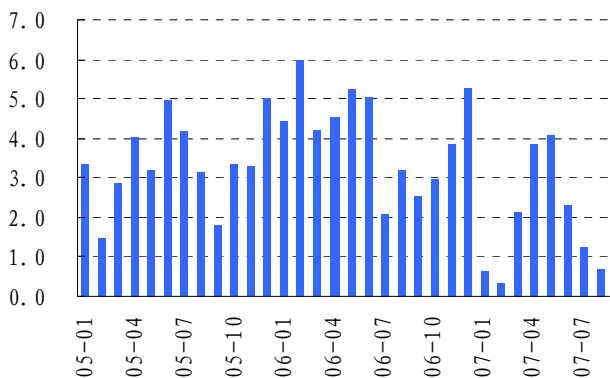


图 15 中国未锻造锌净出口量 (万吨)

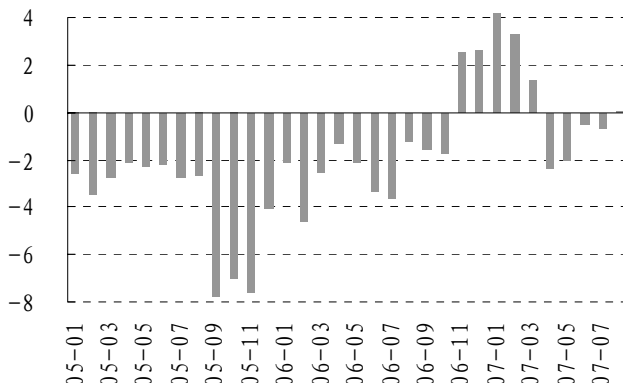


图 16 中国铅锌产量 (万吨)

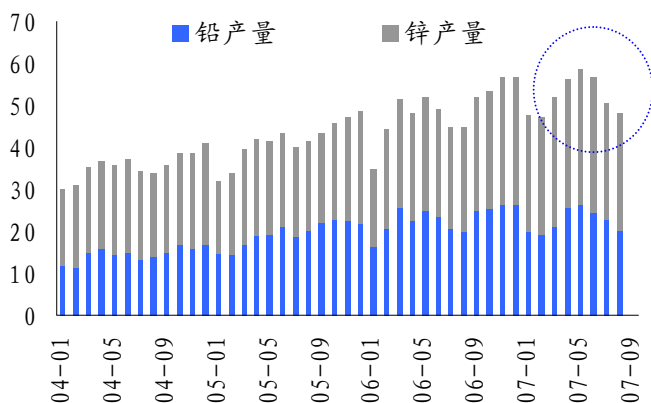
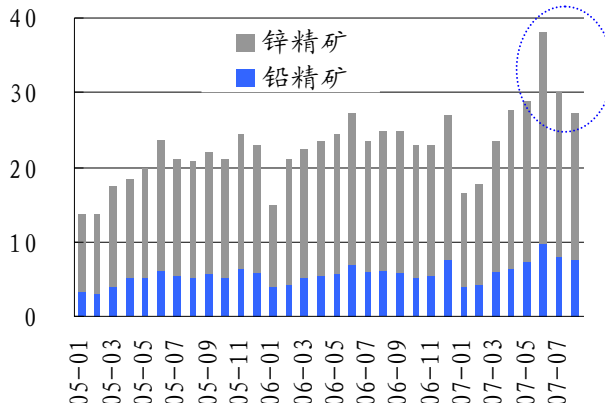


图 17 中国铅锌精矿产量 (万吨)



从 LME 金属库存看, 三季度以来铅锌的库存都出现的下降的趋势。其中由于铅库存的明显下滑, 刺激了铅价不断创出历史新高。我们认为 9~10 月全球铅锌的消费较 7~8 月份有所复苏, 铅锌价格有望继续在当前位置停留; 但同时我们预计库存量由于稳定的持续供给、消费的缩减, 07 年 10 月至 08 年 2 月期间铅锌的库存有望增加, 由此对与价格形成压力。

图 18 LME 三月期铅和库存

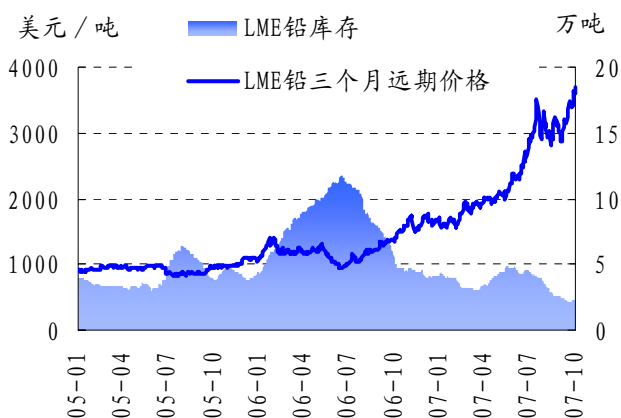
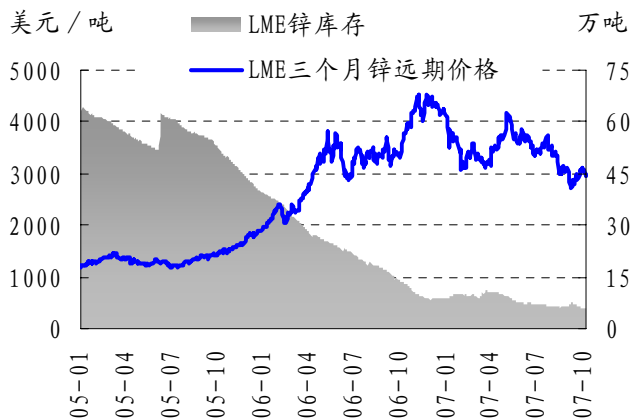


图 19 LME 三月期锌和库存



2.4. 黄金：价格有望高位站稳

推荐公司

山东黄金

在美元指数一路下滑的途中，金价开始了一路上行。9月中在欧行年度抛售黄金行将结束、中国加紧推出黄金期货、美元进入降息周期三重驱动下，金价一度到达742美元的高点。我们认为从投机角度看中国10-11月推出黄金期货交易仍有望刺激国内金价的上扬，而中期看来美元的持续贬值仍将是撬动金价的不断动力。

图 20 CMX 三月期金和库存

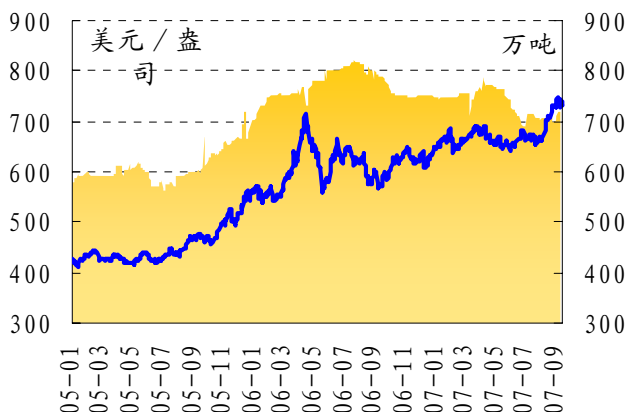
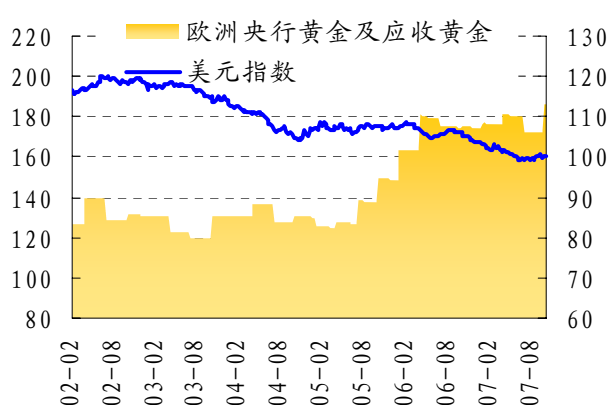


图 21 欧洲央行黄金储备



2.5. 镍：价格企稳回升

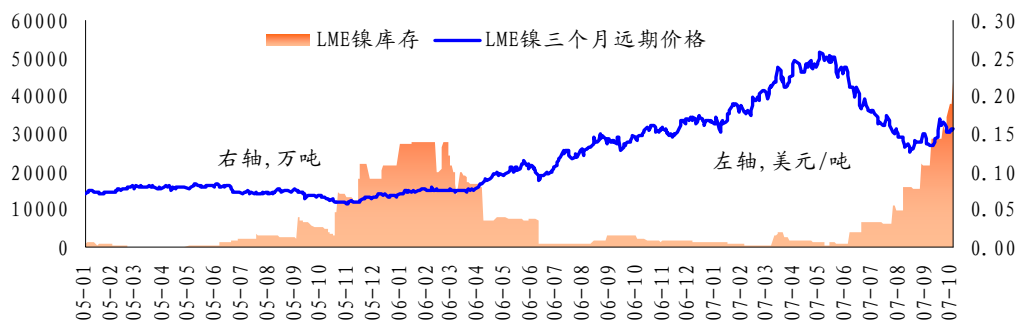
推荐公司

吉恩镍业

在经历了三个月价格的持续下跌后，镍价在8月中旬企稳反弹，但同时值得注意的库存也出现了快速的上升。再10月8日，LME宣布取消6月时针对镍借出规则的修订条例后，期镍的价格有望恢复平稳。

我们认为推动镍价上涨的因素包括，库存仍处于历史低位、不锈钢产业需求持续增长、投资基金仍有做多镍价的潜在可能。不利因素在于含镍生铁、红土镍矿的使用和200系不锈钢对于400系不锈钢的部分产品替代。

图 22 LME 三月期镍和库存



3. 重点公司推荐

3.1. 阳之光：化成箔产品的龙头企业

公司 9 月 23 日公告，在东阳光集团注入资产实现增值的情况下，维持以 2006 年 9 月 30 日为评估基准日的评估值为折股基数；参与的战略投资者和财务投资者的最终发行价格按中国证监会的有关规定询价确定。

3.1.1. 存量经营资产依赖于空调行业

空调箔是国内铝箔需求量最大的品种，主要应用于空调热交换器（冷凝器和蒸发器）；而空调箔又分为素铝箔和亲水箔两种，后者是在前者基础上涂覆防腐涂层和亲水涂层，由此热交换效率提升 5%。2005 年空调效能国家标准的正式实施，将促使空调行业提升亲水箔的使用比例。2006 年阳之光公司亲水箔产品生产规模（产能约 3 万吨）和市场占有率（占国内的 1/5 强）第一，为国内亲水箔的龙头企业。公司的现有客户是空调产业的知名品牌，如格力、美的、松下、LG、海尔、海信等，同时公司也在积极拓展海外市场，与海外客户共同研发客户所需品质的亲水箔（如与日本大金的研发合作）。公司的下游市场的增长主要来自于空调行业规模的增长。

2005 - 2006 年我国空调行业增长速度趋缓，但随着空调行业洗牌的加速，健康和节能型空调将成为市场的主流并被消费者进一步认可，亲水箔作为空调器的散热材料销售量仍有上升空间。

3.1.2. 注入资产依托电容器行业的发展

增发的资产来自于深圳东阳光，其中东阳光拟以其所持有的包括宜都东阳光高纯铝有限公司（以下简称“宜都高纯铝”）75% 股权、乳源东阳光精箔有限公司 75% 股权、深圳市东阳光化成箔股份有限公司 98.49% 股权、乳源东阳光电化厂 75% 股权、乳源瑶族自治县兴源进出口贸易有限公司 100% 股权作价认购阳之光增发的股份。

拟注入资产的经营产业主要为铝加工业务的高纯铝、精箔（亲水箔和化成箔的基材产品），其中高纯铝和化成箔在东阳光的产业链条中主要是生产铝电解电容器的原材料金属产品。

3.1.3. 给予增持投资建议

以未来 3 年公司亲水箔业务年均 6% 的增长率、化成箔年均 30% 的增长率，我们预计公司在实现资产整合后 2007 - 2010 年的净利润为 2.97、4.19、5.56 和 7.14 亿元。分别对应于预计公司增发后摊薄的股本，我们预测公司每股收益如下：

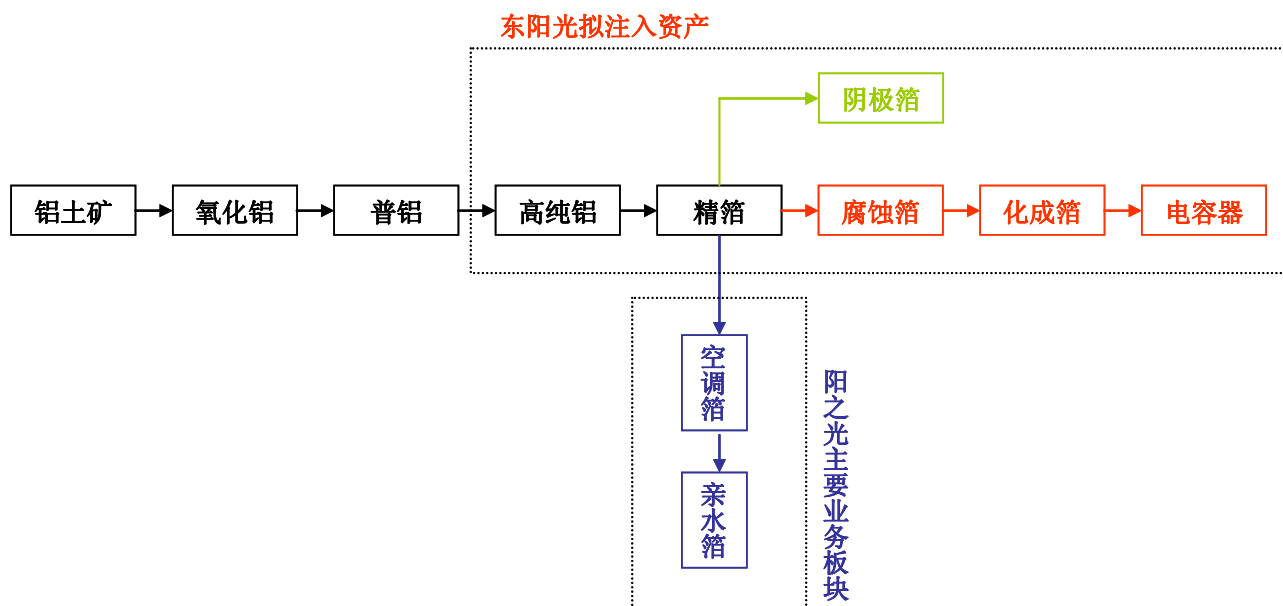
表 3 公司每股收益测算

预计增发股本 (亿)	增发后股本 (亿)	2007	2008 (*)	2009	2010
3.5	4.77	0.62	0.88 (*)	1.17	1.50
3.2	4.47	0.66	0.94 (*)	1.24	1.60
3.0	4.27	0.70	0.98 (*)	1.30	1.67
2.8	4.07	0.73	1.03 (*)	1.37	1.76
2.5	3.77	0.79	1.11 (*)	1.48	1.90
2.2	3.47	0.86	1.21 (*)	1.60	2.06

*: 未计入公司可能出售金融性股权收益 (多增每股收益 0.2-0.35 元)

在增发工作获商务部批准后,我们认为由于东阳光和阳之光公司之间产业良好衔接关系,增发工作进一步通过证监会批文的可能性较大。目前东阳光集团中尚未投产的铝土矿和电厂资产,从产业长期发展经营考虑,注入上市公司的可能性也较大。我们认为公司在增发通过后,与电子元器件业务相关的产业利润未来三年中能保持 30% 的复合成长率,从公司发展长期投资角度考虑,我们建议给予公司 40x 的估值倍数。以增发 2.5 亿股份测算,同时给予金融性资产带来的收益溢价,整体给予 48 元的目标价格。

图 23 阳之光、东阳光业务图示



3.2. 推荐铜业板块, 关注铜陵有色、江西铜业

2002 年起,我国成为全球铜消费的第一大国。2006 年我国铜产量达 299 万吨,铜加工材产量达 506 万吨,连续 4 年位居全球第一,但自产的铜精矿不到 100 万吨/年。国内铜精矿供给的严重不足,导致了铜精矿话语权基本掌控在国外供应商手中。进入四季度,新一轮铜业的 TC/RC 谈判行将启动,但预期中冶炼费用难有上升空间。

当前国内铜业四强——江西铜业、铜陵有色、云铜集团、金川集团，销售额都在300亿元以上，但规模与国际铜业公司还相去甚远。短期里中国铜工业重新整合无疑难度很大，中铝公司与云铜集团的联姻无疑是行业整合迈出的有益尝试。

目前，云南铜业实施的上游资源的控制战略，已经领先于江西铜业和铜陵有色。从产业发展逻辑出发，我们认为下一步江西铜业、铜陵有色势必加强对于上游资源的掌控。

3.2.1. 铜陵有色

从城市产业发展看，铜陵市着力打造“千亿铜产业”，力争3至5年内实现铜产业年销售收入超过1000亿元目标，将铜陵打造成世界级铜产业基地。

07以来，铜陵有色覆铜板的扩建、精达双金属线、全威铜业等一批项目顺利开工，以及在建的金隆铜业35万吨电铜扩建、铜及铜合金棒等项目建设进展，预计全部项目竣工后，铜陵有色旗下的铜工业合计产出铜产品共计约80万吨。而目前铜陵有色资产铜精矿（合金属量）不足10万吨，资源储量不足200万吨（未计入集团拥有紫金铜冠35%的股权）。因此从这一层面看，因此公司未来势必要加强铜矿资源的掌控。

3.2.2. 江西铜业

2007年10月8日，江西铜业集团公司与中国五矿集团公司签署战略合作协议，协议双方同意在铜、金、铅、锌、镍、稀土及铁等金属资源领域开发海内外市场。从产业布局看，江西铜业已经初步完成了下游产能的布局（70万吨冶炼铜产能）。我们预计集团（公司）未来3年的发展重点将是针对上游资源的整合，其中包括江西省内资源的继续勘探和收购，以及海外金属资源的掌控。

作者简介:

林浩祥: 清华大学材料科学与工程系硕士, 浙江大学电子信息材料专业学士, 曾任职于元大京华京华证券(台湾)。目前在国泰君安证券研究所负责有色金属行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com