



2008年12月9日

有色金属行业

中金公司研究部

分析员：丁申伟 dingsw@cicc.com.cn

分析员：李 峥 lizheng@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

## 迈向周期底部：并购带来未来增长机会

### 有色金属行业 2009 年投资策略

#### 投资要点：

- ◆ 在全球经济放缓的情况下，2009 年全球有色金属需求增速继续回落，有色金属价格弱势运行。中国近期推出的促进经济增长计划有利于提升中国有色金属消费，减缓有色金属价格下跌速度，但是却不足以改变全球有色金属的供求关系。我们认为有色金属公司盈利继续回落和依然较高的股票估值使得 2009 年上半年缺乏明显的价值投资机会，主要呈现出短期主题交易型超跌反弹，投资者可以利用反弹减持；2009 年下半年，随着有色金属价格开始低位盘整，行业进入整合期，对于有能力在行业整合阶段获益的公司，其长期价值投资机会将逐步显现。
- ◆ 我们认为 2009 年上半年主题交易型超跌反弹机会主要包括：1. 有色金属价格大幅下跌后反弹以及生产成本包括能源和原材料价格下跌速度超过市场预期，缓解了有色金属公司盈利下滑幅度；2. 有色金属恢复出口退税或降低出口关税 3. 政府收储有色金属，增加有色金属的需求，根据价格高低未来可能的收储顺序为铝，锌和铜。
- ◆ 当行业进入整合期时，现金流充裕，资产负债率较低，行业地位显著的有能力低价进行收购兼并的企业将从中受益。符合上述条件的国内公司为紫金矿业和中国铝业。历史上看，1997 年亚洲金融危机发生时，国际有色金属价格随即开始了长达近 2 年的下跌过程，但具有较强现金流的 Alcoa（美铝）通过收购兼并廉价优质资产、大副削减成本费用使其股价在 97-99 年间上涨 156%。与此同时，其他国际有色金属股票走势都与金属价格基本一致。
- ◆ 预计 2009 年国内电解铝价格将创出历史低点，下跌至 9000 元/吨，行业的毛利率进一步下降，呈现前低后高的局面，电解铝行业进入整合期。我们预计 2009 年中国电解铝需求增速下降至 5.4%，其中国家推出的廉租房和经济适用房以及电网投资计划预计将带动建筑行业 and 电力行业对电解铝的需求分别增长 1.7% 和 5.7%，而 2009 年中国电解铝产量增速仍然维持在 9.8%，国内电解铝市场继续供应过剩。电解铝企业将继续主动减产，由于当前电解铝企业的减产产能约占总产能的 9%，减产幅度难以改变市场过剩供应局面。只有出现电解铝企业更多的减产，库存出现明显下降，电解铝价格才可能企稳反弹，从历史上看，电解铝行业在进入亏损后，一般需要一年以上整合时间行业利润才有可能走出底部。
- ◆ 铜价格继续面临下行压力。我们预计国家推出的电网投资计划将带动电力行业对电解铜的需求增长 11.0%，但家电和汽车销售的大幅下滑使得电解铜整体需求增长 6.3%，另一方面美国和欧洲在房地产和汽车销售大幅放缓的情况下，电解铜消费分别下降 3.9% 和 4.1%，全球电解铜市场呈现出供过于求的局面。在镀锌板产量大幅下降和锌精矿供应增长较快的压力下，锌市场供应过剩，锌价格继续维持弱势。
- ◆ 黄金价格继续呈现高位震荡局面。黄金所具有的避险功能使得近期对黄金价格影响最大的因素主要是国际金融危机的变化，我们认为在国际金融危机还没有解决的情况下，黄金价格将继续呈现高位震荡的局面。如果未来国际金融危机有所缓解，则美元和原油价格因素将继续对黄金价格构成影响。
- ◆ 下调盈利预测，维持有色行业中性的投资评级。基于对未来 2 年有色金属价格的判断，我们继续调低了 2008-10 年的盈利预测，从盈利的角度，4Q08 和 1Q09 是有色行业最艰难时期，09 年行业仍处于低谷期。我们认为 09 年 A 股有色股的合理市净率区间为 0.6x~1.2x，H 股为 0.45x~0.8x。时机把握上，我们认为 09 年上半年采用主题和波段投资，09 年中介入行业整合者的紫金矿业和中国铝业。紫金矿业现金流充裕，收购兼并经验丰富，且成本控制能力强。中国铝业作为中国铝行业主要的整合者，我们看好其在行业整合过程中丰富的收购兼并经验。虽然中国铝业的现金流不及紫金矿业，但是负债比例低于其他大宗商品公司，可以通过借债实施收购兼并。二者均有可能利用行业低谷获得未来增长机会。

## 目录

<b>有色金属行业投资要点</b> .....	<b>5</b>
能源和原材料价格下跌幅度超过市场预期 .....	5
地方政府收储有色金属: .....	6
恢复出口退税和下降出口关税: .....	7
2009 年下半年的投资将围绕行业整合进行 .....	8
<b>有色金属行业正在迈向周期底部</b> .....	<b>12</b>
全球有色金属需求下降, 下降趋势仍将继续 .....	12
<b>铝行业</b> .....	<b>15</b>
电解铝价格弱势整理, 铝行业毛利前低后高 .....	15
2009 年电解铝需求增速大幅放缓 .....	18
中国电解铝供应增长放缓, 但难以改变供过于求的局面 .....	20
<b>铜价继续面临下行压力</b> .....	<b>21</b>
<b>黄金价格将维持高位震荡的走势</b> .....	<b>24</b>
<b>锌价格继续保持弱势</b> .....	<b>26</b>
<b>业绩预览及投资建议</b> .....	<b>29</b>
4 季度业绩大幅下滑拖累 2008 年全年业绩 .....	29
2009 年盈利将大幅下滑 .....	29
<b>重点公司简评</b> .....	<b>33</b>

## 插图

图 1: 氧化铝成本结构图 .....	5
图 2: 电解铝成本结构图 .....	5
图 3: 煤炭价格走势 .....	5
图 4: 阿拉伯重油价格走势 .....	6
图 5: 铝价和铜价在东南亚金融危机中下跌明显 .....	8
图 6: 金价在东南亚金融危机中的下跌 .....	8
图 7: 国际领先有色公司在 97-99 年的股价表现 .....	8
图 8: 美铝和加铝的净债务的比例 .....	9
图 9: 美铝和加铝的自由现金流 .....	9
图 10: 美铝的冶炼产量 .....	10
图 11: 美铝的净利润 .....	10
图 12: 美铝和加铝的净资产收益率对比 .....	10
图 13: 美铝的毛利率 .....	10
图 14: 美铝和加铝的存货周转率 .....	10
图 15: 紫金矿业、中国铝业和宝钢股份的资产负债率 .....	11
图 16: 紫金矿业和中国铝业的净负债比例 .....	11
图 17: 07 年各主要国家有色金属消费的比重 .....	12
图 18: 美国、德国、日本的 GDP .....	13
图 19: 美国房地产低迷 .....	13
图 20: 美国乘用车产量下降明显 .....	13
图 21: 伦敦金属期货交易所库存 .....	14
图 22: 国内和国际电解铝价格 .....	15
图 23: 氧化铝价格走势 .....	15
图 24: 氧化铝成本结构图 .....	16
图 25: 铝土矿进口量及进口价格 .....	16
图 26: 国内煤炭价格 .....	17
图 27: 阿拉伯重油价格 .....	17
图 28: 国内电解铝表观消费量 .....	18
图 29: 乘用车增长的结构变化 .....	19
图 30: 中国房地产增长 .....	19
图 31: 中国电解铝消费结构 .....	20
图 32: 电解铝月度产量 .....	20
图 33: 电解铜价格走势 .....	22
图 34: 国内空调、冰箱产量 .....	22
图 35: 中国电解铜表观消费量 .....	23
图 36: 铜库存变化 .....	23
图 37: 黄金价格与能源价格(油价)的相关性 .....	24
图 38: 黄金价格与美元的相关性 .....	24
图 39: 黄金价格 .....	25
图 40: 中国镀锌板产量 .....	26
图 41: 国内锌产量 .....	26
图 42: 锌精矿产量 .....	27

图 43: 中国铝业 H 股的 P/E BAND 及/P/B BAND.....	30
图 44: 紫金矿业 H 股的 P/E BAND 及 P/B BAND.....	31
主要财务指标及近期股价表现.....	33
主要财务指标及近期股价表现.....	34

## 表格

表 1: 云南省收储有色金属的情况.....	6
表 2: 有色金属的全球供需.....	7
表 3: 我国有色金属关税的主要政策变化.....	7
表 4: 收购兼并的冶炼产能.....	9
表 5: 有色金属价格假设表.....	12
表 6: 2009 年主要成本要素的情景分析.....	16
表 7: 下游行业对铝需求的拉动预测.....	18
表 8: 国内电解铝供求关系.....	19
表 9: 中国电解铝企业产能减少统计.....	20
表 10: 下游行业对铜需求的拉动预测.....	21
表 11: 国际和国内精铜供求关系.....	21
表 12: 全球和国内的锌供求.....	27
表 13: 锌和其他价格涨势比较.....	28
表 14: 有色金属价格假设表.....	28
表 15: 有色金属股 2008 年业绩预览.....	29
表 16: 有色金属股 08、09 年业绩调整.....	30
表 17: 铝业公司估值表.....	31
表 18: 铜业公司估值表.....	31
表 19: 锌铅业公司估值表.....	32
表 20: 黄金公司估值表.....	32

## 有色金属行业投资要点

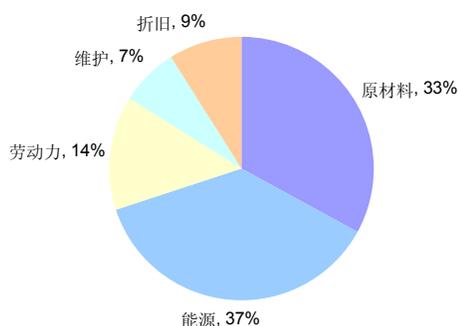
2008年下半年以来有色金属价格的大幅下跌使得有色金属公司盈利继续回落，其股票估值依然面临回归压力，因此我们认为2009年上半年将缺乏明显的投资机会，主要呈现出短期主题交易型的机会。2009年下半年，随着有色金属价格将开始低位盘整，行业将进入整合期，对于有能力在行业整合阶段获益的公司，其长期价值投资机会将逐步显现。

2009年上半年的主题交易型投资机会主要包括：1. 价格大幅下跌后反弹以及原材料价格下跌速度超过市场预期，对有色金属公司的盈利形成短期支撑；2. 地方政府收储有色金属，增加对有色金属的需求；3. 国家对有色金属出口恢复出口退税或降低出口关税。

### 能源和原材料价格下跌幅度超过市场预期

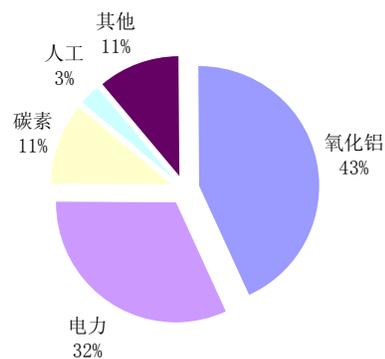
11月份以来，煤炭、原油价格出现大幅下跌，电力价格也开始松动并下降，下跌幅度均超出市场预期，缓解了有色金属企业大幅亏损的局面，减低了亏损幅度。11月份大同优混下跌25%，阿拉伯重油价格下跌31%，内蒙古11月起下调将有色冶金及深加工企业的用电价下浮0.045元，随后云南省宣布从12月份开始下调有色金属的电价，每千瓦时电价将下调人民币0.06元。

图 1：氧化铝成本结构图



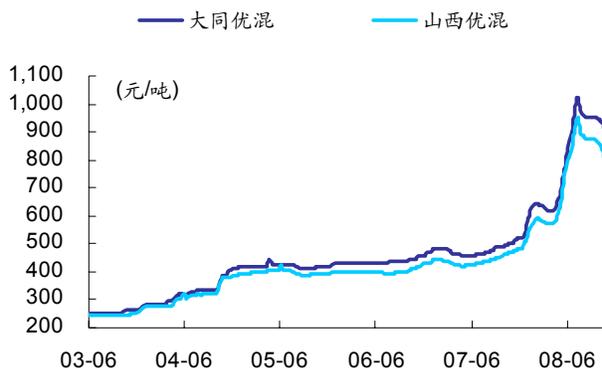
资料来源：中金公司研究部

图 2：电解铝成本结构图



资料来源：中金公司研究部

图 3：煤炭价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图 4：阿拉伯重油价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

### 地方政府收储有色金属：

根据国土资源部网站，云南省将投资收储铜 15 万吨、铝 30 万吨、铅 15 万吨、锌 30 万吨、锡 10 万吨，储备期为一年。我们认为该措施对有色金属行业具有正面影响，有助改善企业的现金流压力，并且收储有色金属相当于增加 100 万吨的需求，改善市场供过于求的程度，因此短期对价格有支持作用。如果未来有更多的省份参与有色金属的收储，将对短期有色金属价格有刺激作用，并使得有色金属股价面临短期的反弹。根据此次收储对全球金属供求关系的改善程度，我们认为受益程度依次为锌、铅、铜、铝。

长期来看，我们认为有色金属价格仍面临下跌压力，如果股价短期反弹，我们依然建议投资者获利了结。原因包括：从目前全球有色金属供求关系来看，此次收储 100 万吨不足以改变各个金属子行业供大于求的局面；历史上来看，目前有色金属价格仍然高于历史低点，随着能源等原材料价格的下跌，有色金属价格依然面临继续下行的压力。

另外还需关注收储的进展情况，包括资金的筹集情况。我们认为较好的收储时机应在 2009 年一季度以后。

表 1：云南省收储有色金属的情况

	收购量(万吨)	全球09年过剩量	收购量占比	价格(元/吨)	总金额(亿元)
铜	15	56	27%	30,000	45.0
铝	30	163	18%	13,000	39.0
铅	15	26	58%	8,300	12.5
锌	30	37	81%	10,000	30.0
锡	10	n.a	n.a	100,000	100.0
					226.5

资料来源：中金公司研究部

表 2: 有色金属的全球供需

(千吨)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
全球电解铝产量	29,915	31,966	33,943	38,149	40,013	41,399	44,000
	6.6%	6.9%	6.2%	12.4%	4.9%	3.5%	6.3%
全球电解铝消费量	29,960	31,912	34,382	38,097	39,091	39,773	41,695
	7.6%	6.5%	7.7%	10.8%	2.6%	1.7%	4.8%
供需缺口	-45	54	-439	52	922	1,626	2,305
(千吨)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
全球精铜产量	15,919	16,593	17,303	18,050	18,405	18,548	19,018
	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	2.0%	0.8%	2.5%
全球精铜消费量	17,042	16,983	17,446	17,873	18,034	17,988	18,271
	9.9%	-0.3%	2.7%	2.4%	0.9%	-0.3%	1.6%
供需缺口	-1,123	-390	-143	177	371	560	747
(千吨)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
全球精锌产量	10,165	10,088	10,505	11,165	11,591	11,728	11,765
	2.7%	-0.8%	4.1%	6.3%	3.8%	1.2%	0.3%
全球精锌消费量	10,324	10,663	11,155	11,413	11,445	11,355	11,745
	7.0%	3.3%	4.6%	2.3%	0.3%	-0.8%	3.4%
供需缺口	-159	-575	-650	-248	146	373	20
(千吨)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
全球精炼铅产量	6,830	7,205	7,746	8,112	8,517	8,836	9,032
	0.7%	5.5%	7.5%	4.7%	5.0%	3.7%	2.2%
全球精炼铅消费量	7,059	7,303	7,946	8,210	8,467	8,574	8,831
	3.4%	3.5%	8.8%	3.3%	3.1%	1.3%	3.0%
供需缺口	-229	-98	-200	-98	50	262	201

资料来源: Brook Hunt, 中金公司研究部

**恢复出口退税和下降出口关税:**

目前国家已经将部分有色金属加工材料商品的退税率由 5%、9% 分别提高到 11%、13%，我们认为随着有色金属行业继续迈向行业周期底部，未来国家可能进一步对有色行业采取恢复出口退税和降低出口关税的措施。

如果这方面的政策被实施，我们认为对有色行业的影响为正面，但效果有限。主要因为有色行业是全球定价，在全球有色金属需求显著放缓的情况下，国内有色金属产品出口的增加将导致国际有色金属供应进一步过剩和国际价格的下跌，进而使得国内有色金属价格下滑，只有在全球经济有所好转以后，并带动有色金属需求上升，有色金属行业才会从行业低谷复苏。

表 3: 我国有色金属关税的主要政策变化

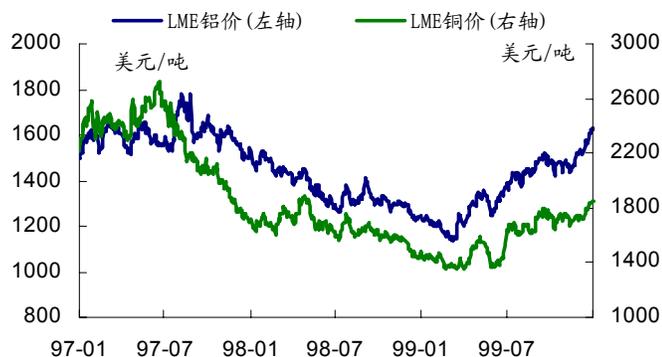
生效日期	内容
06-1-1	取消电解铝的出口退税
06-9-15	铝制品的出口退税从 13% 降至 8-11%
06-11-1	电解铝出口关税从 5% 上调至 15%
06-11-1	氧化铝进口关税从 5.5% 降至 3%
07-7-1	取消铝制品的出口退税
07-8-1	非合金铝制型杆实行 15% 的出口关税
07-8-1	取消电解铝的进口关税

资料来源: 国家税务总局, 中金公司研究部

### 2009年下半年的投资将围绕行业整合进行

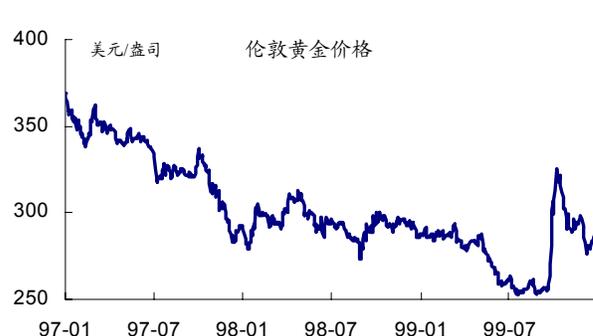
当行业进入整合期时，现金流充裕，资产负债率较低，行业地位显著的有能力低价进行收购兼并的企业将从中受益。符合上述条件的国内公司为紫金矿业和中国铝业。历史上看，1997年亚洲金融危机发生时，国际有色金属价格随即开始了长达近2年的下跌过程，但是具有较强现金流的Alcoa（美铝）通过收购兼并廉价资产、大副削减成本费用使其股价在97-99年间上涨156%。与此同时，其他国际有色金属股票走势都与金属价格基本一致。

图 5：铝价和铜价在东南亚金融危机中下跌明显



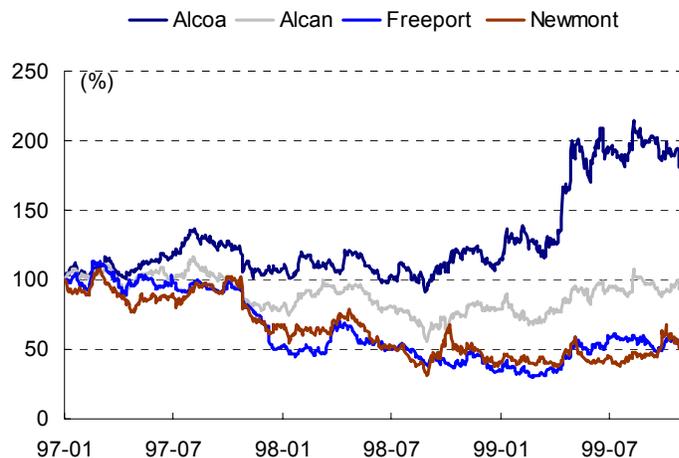
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 6：金价在东南亚金融危机中的下跌



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 7：国际领先有色公司在 97-99 年的股价表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

97 年的金融危机中，铜、铝的价格底部均于 99 年 3 月出现，而金价的底部出现在 99 年 8 月。铜、铝、黄金的价格底部分别较 1997 年初下跌 40%、24% 和 32%。除美铝外，主要国际有色公司的股票价格均在 97 年开始出现下跌，Alcan 和 Freeport 的股价于 99 年 3 月触底反弹，与铝价和铜价触底时间一致。Alcan 和 Freeport 在 99 年 3 月的股价较 97 年初分别下跌 31% 和 67%，到 99 年底分别反弹了 74% 和 110%。Newmont 的股价走势有所不同，其股价在 99 年 4 月跌到低点，之后没有出现明显反弹，而是震荡的走势。Newmont 的股价并没有随着金价在 99 年 8 月的迅速拉升而大幅反弹。

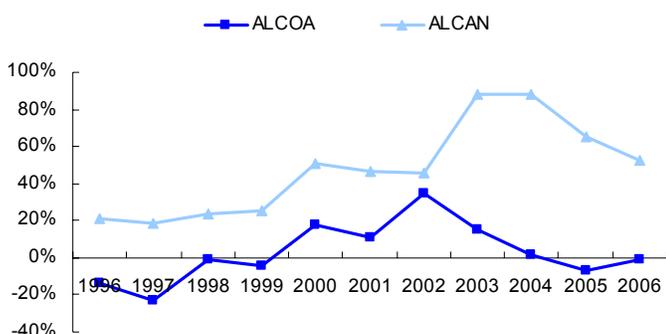
而美铝的股价 99 年 3 月较 97 年初上涨 20%，铝价开始反弹后，其股价在 99 年又上涨了 115%。

美铝的盈利和股价没有受到铝价下跌影响的原因有三：

1. 现金流稳定，负债率低

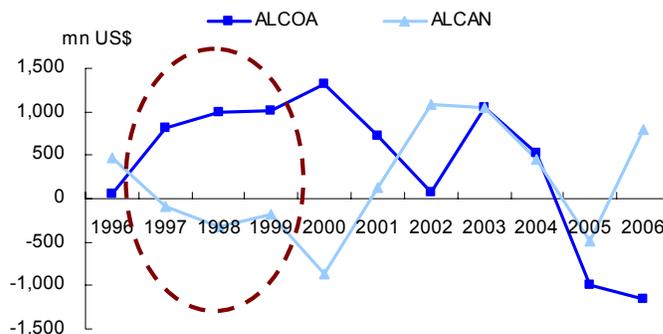
美铝的财务情况相对保守，净债务比率在 96-99 年之间都为负，自由现金流也明显高于加铝。98、99 年加铝的自由现金流已经为负，而美铝的自由现金流每年仍有 10 亿美金左右。正是由于现金充裕，美铝才可以在本次行业整合中占得先机，有能力进行收购兼并。

图 8：美铝和加铝的净债务的比例



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 9：美铝和加铝的自由现金流



资料来源：公司数据，中金公司研究部

2. 低成本收购优质资产

当时欧洲一些国有的铝厂盈利能力较差，比如意大利的 Alumix 和西班牙的 Inespal，美铝抓住这个时机低价收购了这些冶炼产能，提高了在欧洲的市场份额。以 Inespal 为例，美铝当时的收购 P/B 值仅为 0.1 倍。

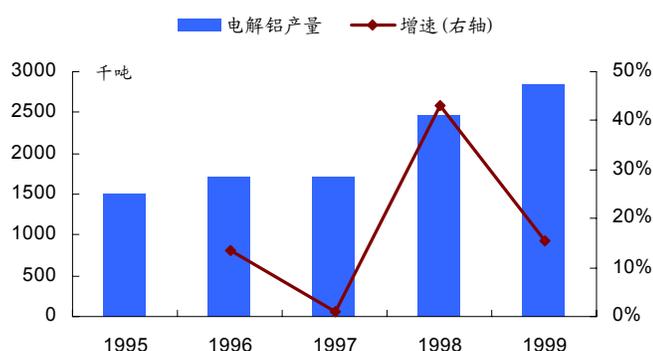
在 97 年金属价格处于周期底部的时候，美铝利用其充裕的现金流在欧洲收购了盈利困难的铝冶炼厂 Alumix 和 Inespal，以及在铝加工领域处于领先地位的 Alumax。通过这三宗收购兼并，美铝的冶炼产能增加 70%，仅 98 年一年美铝的冶炼产能就增长了 55%。96-99 年的电解铝产量复合增长率为 19%，净利润的复合增长率为 27%。

表 4：收购兼并的冶炼产能

	国家	时间	收购金额 (百万美元)	净利润 (百万美元)	收购市盈率	净资产 (百万美元)	收购市净率	冶炼产能 (千吨)	加工(千吨)
Alumix	意大利	1996	280					170	70
Inespal	西班牙	1998	410	71	5.8	4100	0.1	370	210
Alumax	美国	1998	3800	250	15.2	1621	2.3	700	1000

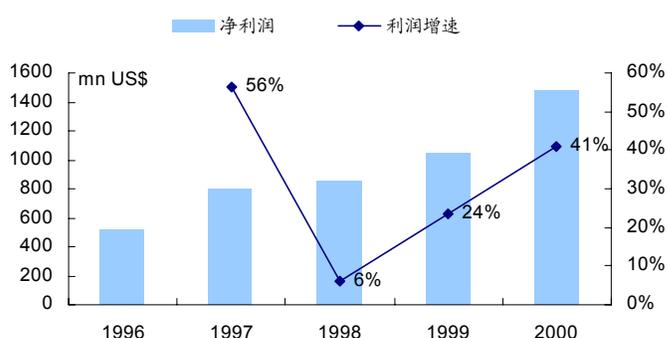
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 10: 美铝的冶炼产量



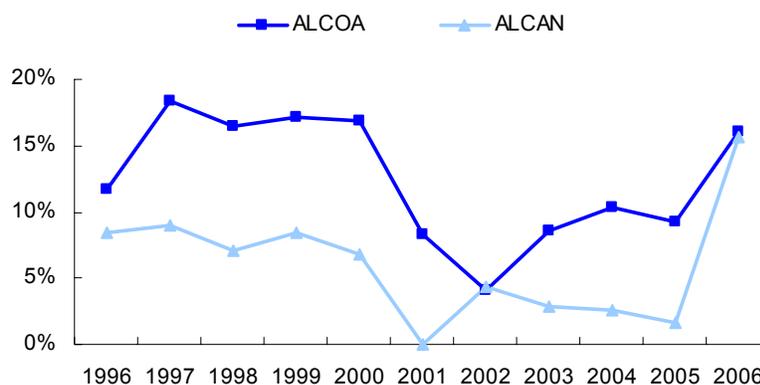
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 11: 美铝的净利润



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 12: 美铝和加铝的净资产收益率对比

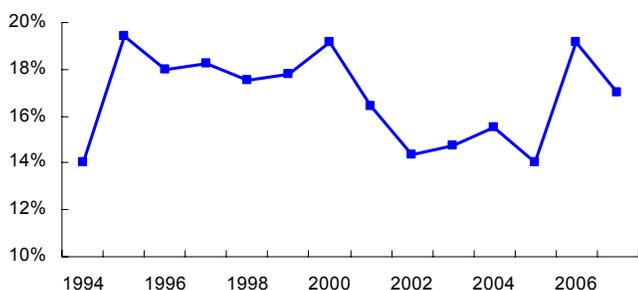


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

### 3. 加强内部管理, 控制成本

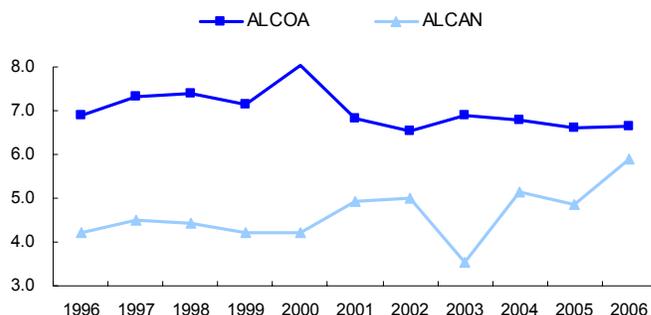
美铝通过大规模裁员、降低存货、提高生产环节的效率来降低成本。美铝的裁员人数为员工总数的 13%，约 1 万人，若以每人 5 万美元的薪酬计算，通过裁员节约 5 亿美元的费用，占 97 年管理费用的 60%。存货方面，通过更贴近市场需求，美铝使铝加工产品的存货得以有效降低。公司总的存货周转率保持在较高的水平，此举也降低了公司的成本。

图 13: 美铝的毛利率



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 14: 美铝和加铝的存货周转率

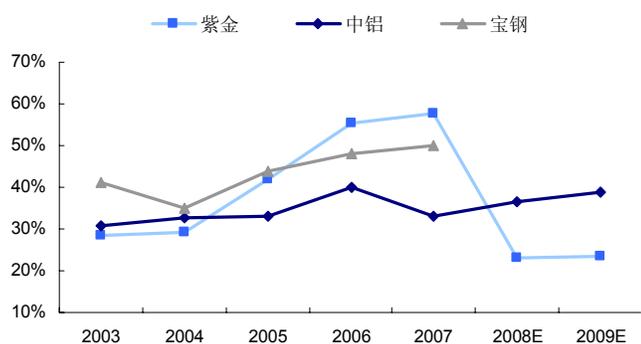


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

基于以上分析，我们相对看好紫金矿业和中国铝业。紫金矿业是我们覆盖的有色金属股票中，唯一符合以上全部条件的公司。紫金矿业现金流充裕：预计 08 年实现自由现金流为 15 亿，且 08 年上半年 A 股发行为其融资约 100 亿，目前公司的资产负债率为 23%；具有丰富的收购兼并经验以及前瞻性强的管理团队：紫金矿业自 02 年以来整合了一批管理落后的优质金、铜矿，02-07 年黄金产量的复合增长率为 26%，07-09 年外延式增长占黄金产量增长的 68%；成本优势：紫金矿业的黄金和铜矿的生产成本一直保持在行业低端。

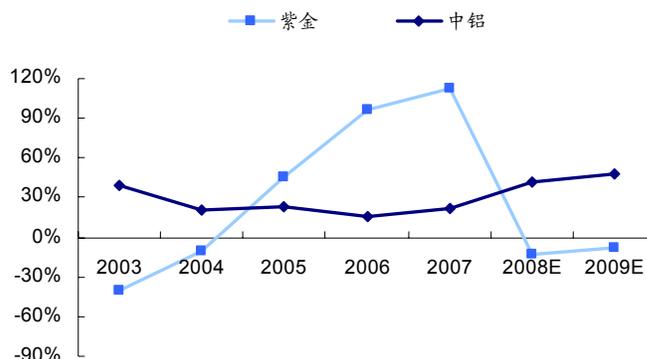
中国铝业虽然现金流不及紫金矿业，但是负债比例低于其他大宗商品公司，可以通过借债实施收购兼并。2007 年底中铝的资产负债率为 33%，而宝钢的资产负债率为 50%，说明中铝的负债比率还有一定上升空间。作为中国铝行业主要的整合者，中国铝业的管理层在行业整合过程中具备丰富的整合经验，因此我们也相对看好中国铝业。

图 15：紫金矿业、中国铝业和宝钢股份的资产负债率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 16：紫金矿业和中国铝业的净负债比例



资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 有色金属行业正在迈向周期底部

全球有色金属需求下降, 下降趋势仍将继续

表 5: 有色金属价格假设表

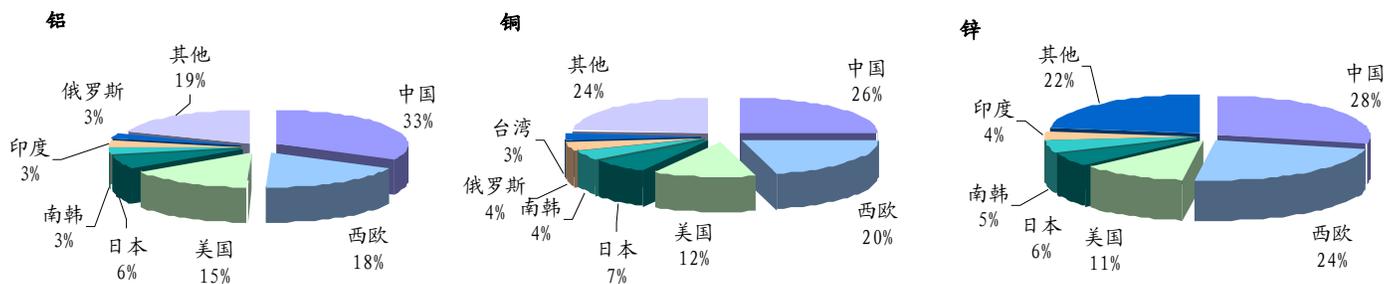
LME(美元/吨)	2008E	2009E	2010E	上海(元/吨)	2008E	2009E	2010E
铝	2,597	1,698	1,675	铝	17,064	11,883	11,728
YoY	-2%	-35%	-1%	YoY	-14%	-30%	-1%
铜	6,999	3,600	3,300	铜	55,505	28,800	26,400
YoY	-2%	-49%	-8%	YoY	-11%	-48%	-8%
锌	1,896	1,280	1,260	锌	15,534	10,240	10,080
YoY	-41%	-32%	-2%	YoY	-43%	-34%	-2%
铅	2,104	1,260	1,100	铅	17,135	10,080	8,800
YoY	-19%	-40%	-13%	YoY	4%	-41%	-13%
黄金	871	800	800	黄金	195	180	180
YoY	20%	-8%	0%	YoY	15%	-8%	0%

资料来源: 中金公司研究部

在 07 年全球各国有色金属的消费比重中, 中国无一例外是各种主要有色金属的最大消费国, 其中铝、铜、锌占全球的消费比例分别 33%、26%和 28%, 西欧、美国和日本的消费量均不及中国。然而西欧和美国的消费总量却超过中国, 因此美国、欧洲的房地产市场和汽车行业持续低迷, 导致全球有色金属的需求下滑。以美国的汽车行业为例, 08 年 1-9 月份美国汽车销售量为 362 万吨, 同比下降 7%。美国汽车业持续疲软, 3 季度以来销售量下滑增速连续上升, 9 月份同比下滑 17%, 目前仍没有好转迹象。

伦敦期货交易所的库存也证实了海外市场需求的放缓: 08 年以来 LME 的铝、铜、锌库存均显著上升, 铝、铜、锌 08 年 10 月底的 LME 库存较年初分别上涨 59%, 29%和 63%。

图 17: 07 年各主要国家有色金属消费的比重



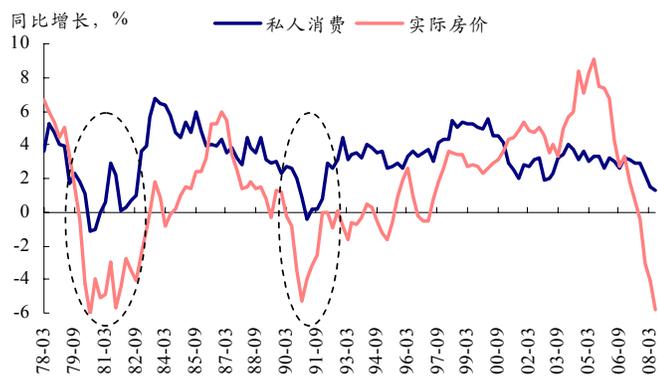
资料来源: Brook Hunt, 中金公司研究部

图 18: 美国、德国、日本的 GDP



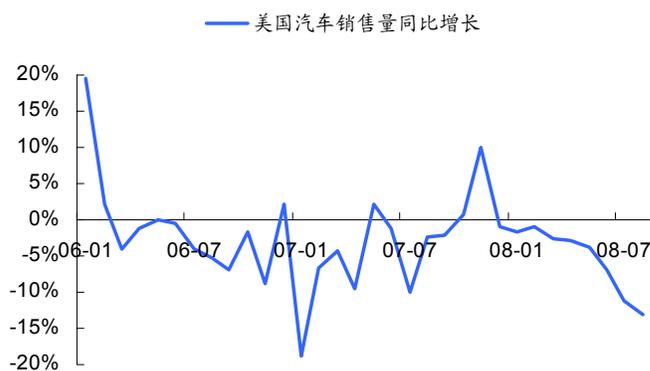
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 19: 美国房地产低迷



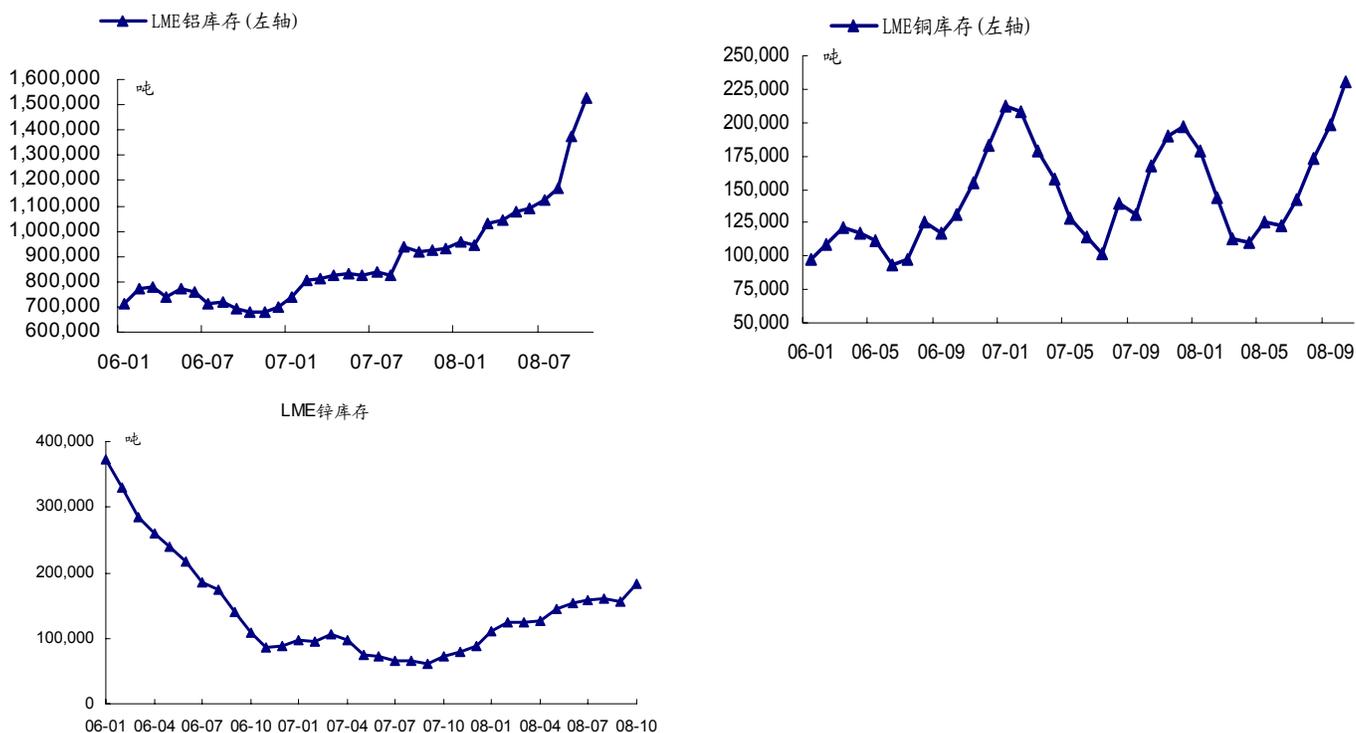
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 20: 美国乘用车产量下降明显



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 21: 伦敦金属期货交易所库存



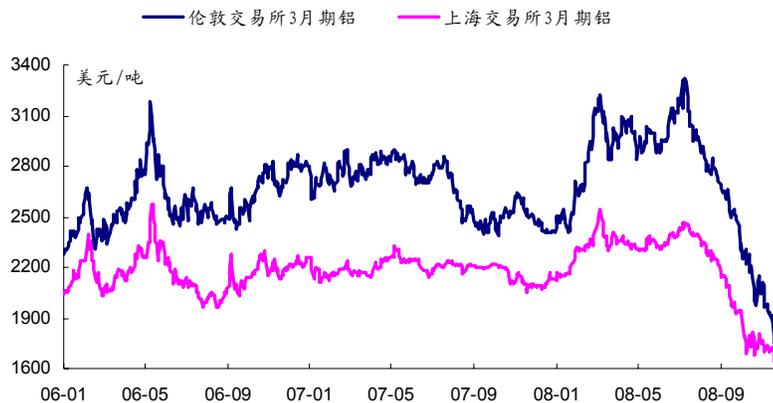
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

## 铝行业

### 电解铝价格弱势整理，铝行业毛利前低后高

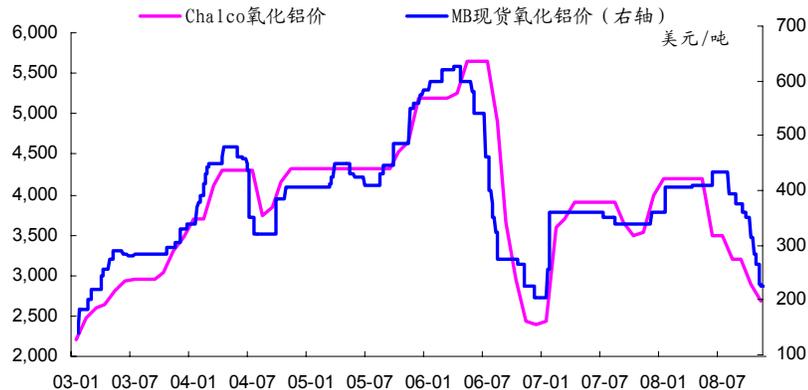
由于需求继续乏力，供大于求局势难改，预计 2009 年电解铝价格将呈现弱势整理走势，并继续处于行业生产成本线以下。电解铝行业的毛利率将进一步下降，将呈现前低后高的局面，电解铝行业将进入整合期。

图 22：国内和国际电解铝价格



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图 23：氧化铝价格走势



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

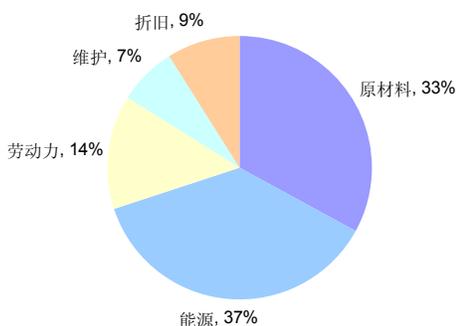
在行业下行的周期中，铝价的下跌领先于原材料的价格下跌，因而当铝价继续下跌，铝行业的毛利率随之下跌；当电解铝价格企稳止跌，原材料价格继续下跌时，铝行业的毛利率将有所回升。目前铝土矿、煤炭的价格都开始下跌，其中大同优混 11 月份价格较 10 月份下跌 15%。随着下游需求逐渐传导到上游，铝土矿、煤炭的价格以及电费都将继续回落。全年来看我们的基准假设为：2009 年煤价同比下降 50%，进口铝土矿价格同比下降 50%，相应得使得氧化铝生产成本分别下降 18.5%和 16.5%；预计电费同比下降 15%，使得电解铝生产成本下降 6.5%。

表 6: 2009 年主要成本要素的情景分析

			基准假设	
<b>煤炭</b>				
较08年均价环比下降	30%	40%	50%	60%
2009年均价 (元/吨)	525	450	375	300
导致氧化铝成本同比下降	11.1%	14.8%	18.5%	22.2%
<b>进口铝土矿</b>				
较08年均价环比下降	30%	40%	50%	60%
2009年均价 (美元/吨)	45.5	39.0	32.5	26.0
导致氧化铝成本同比下降	9.9%	13.2%	16.5%	19.8%
<b>电费 (含税价)</b>				
较08年均价环比下降	5%	10%	15%	20%
2009年均价 (元/度)	0.40	0.38	0.36	0.34
导致电解铝成本同比下降	2.2%	4.3%	6.5%	8.6%

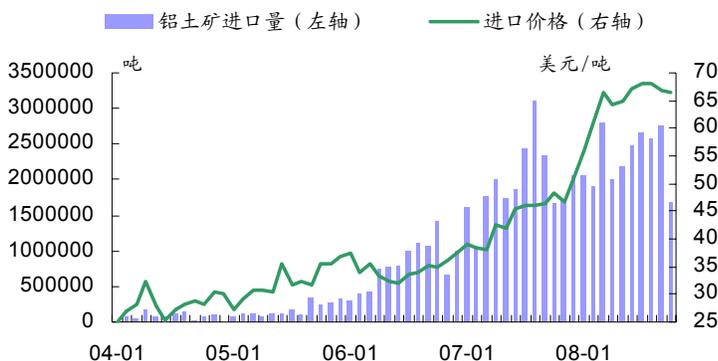
资料来源: 中金公司研究部

图 24: 氧化铝成本结构图



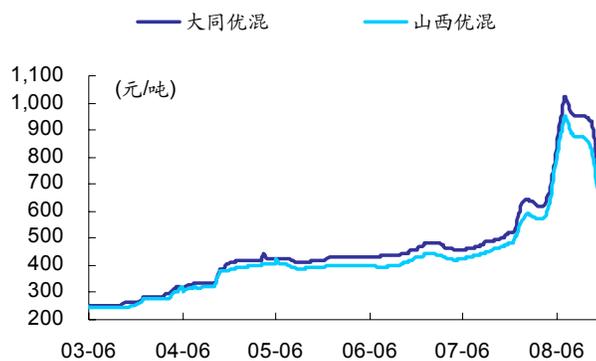
资料来源: 中金公司研究部

图 25: 铝土矿进口量及进口价格



资料来源: MetalChina, 中金公司研究部

图 26: 国内煤炭价格



资料来源: 中国煤炭市场网、中金公司研究部

图 27: 阿拉伯重油价格



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

## 2009 年电解铝需求增速大幅放缓

我们预计 2009 年中国电解铝需求增速下降至 5.4%，其中国家推出的廉租房和经济适用房以及电网投资计划预计将带动建筑行业 and 电力行业对电解铝的需求分别增长 1.7% 和 5.7%；同时预计 2009 年中国电解铝产量增速仍然维持在 10% 以上，国内电解铝市场继续呈现供应过剩的局面。

表 7：下游行业对铝需求的拉动预测

(万吨)	2007	2008E	2009E
建筑行业	406.2	434.1	441.7
YoY		6.9%	1.7%
交通行业	233.3	254.5	276.3
YoY		9.1%	8.6%
包装行业	66.4	73.3	79.3
YoY		10.5%	8.1%
电子电器	182.3	190.7	201.5
YoY		4.6%	5.7%
整体需求	1,230.0	1,331.7	1,404.0
YoY		8.3%	5.4%

资料来源：中金公司研究部

2008 年 1-10 月，中国电解铝的表观消费量为 1068 万吨，同比增长 6%，增速放缓明显，其中 10 月份的表观消费量为 108 万吨，同比增速已降至 -4%。我们认为电解铝消费增速放缓的主要原因是房地产新开工面积和在建面积增速，汽车产量增速下降所致。

建筑方面，08 年新开工面积和在建面积增长也呈明显的下滑趋势，我们认为该趋势在未来仍会维持。08 年 1-10 月份的新开工面积同比增速为 8%，07 年同期增速为 23%；而在建面积的同比增速为 19%，07 年同期为 23%。

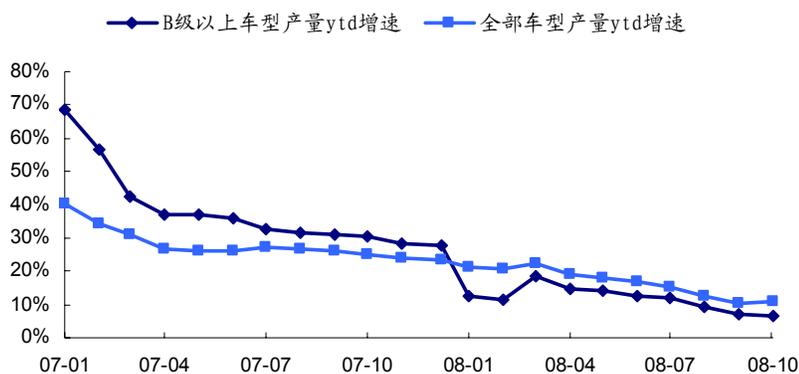
汽车方面，国内乘用车产量增速 08 年开始放缓，1-10 月产量同比仅增长 11%，而 07 年同期的产量增速为 25%。更重要的是，08 年开始乘用车的主要增长车型从较高级车转为较低级车，而高级乘用车的单车耗铝量明显高于低级乘用车，因此该结构性变化导致汽车板块 08 年对铝的需求下降更快。以德国汽车分类标准，08 年 1-10 月 B 级以上车型（D 级为最高级车型）的产量增速为 6%，而 07 年同期的增速为 31%，下降幅度非常明显。

图 28：国内电解铝表观消费量



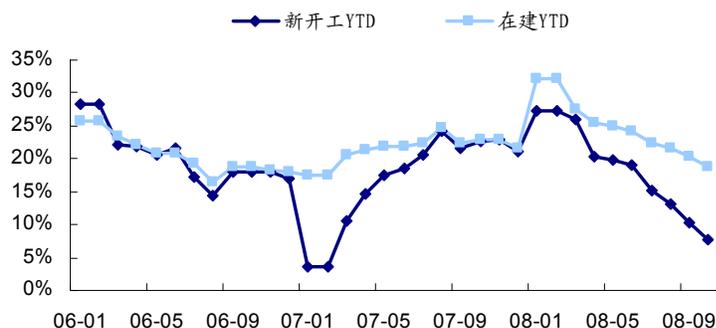
资料来源：MetalChina、中金公司研究部

图 29: 乘用车增长的结构性变化



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 30: 中国房地产增长



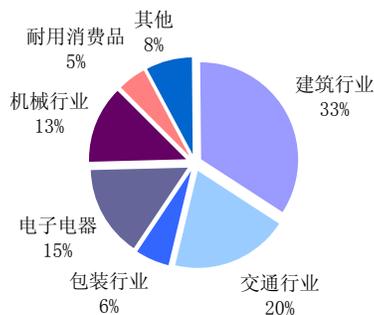
资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 8: 国内电解铝供求关系

(千吨)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
中国电解铝产量	6,671	7,806	9,375	12,600	13,500	14,800
中国电解铝消费量	5,968	7,050	8,798	12,300	13,321	14,040
供需缺口	703	756	577	300	179	760

资料来源: 中金公司研究部

图 31：中国电解铝消费结构



资料来源：中金公司研究部

### 中国电解铝供应增长放缓，但难以改变供过于求的局面

我们认为在电解铝价格大幅下跌，几乎全行业亏损的情况下，电解铝企业的主动减产继续增多。但是需要注意的是当前电解铝企业的减产产能约占当前总产能的 9%，减产幅度难以改变市场过剩供应局面。只有出现国内电解铝企业更多的减产发生，市场库存出现明显下降，电解铝价格才可能企稳反弹，从历史上看，电解铝行业在进入亏损后，一般需要 12 个月左右的整合时间行业利润才有可能走出底部。

今年 5 月以来，中国电解铝产量增速逐月下降，10 月的产量增速下降至-3%。2008 年 1-10 月份中国电解铝产量为 1119 万吨，同比增长 9%，而去年同期增长 36%。我们预计 2008 年中国电解铝产量增速从 2007 年的 34%下降至 2008 年的 7%，2009 年产量增速约为 10%。

图 32：电解铝月度产量



资料来源：MetalChina、中金公司研究部

表 9：中国电解铝企业产能减少统计

(万吨)	现有产能	减产产能	所占比例
华中	416	28	7%
西北	289	11	4%
华东	248	25	10%
华北	230	15	7%
西南	213	21	10%
全国	1472	106	7%

资料来源：易贸资讯、中金公司研究部

## 铜价继续面临下行压力

消费不足使得铜价仍然面临下跌压力。我们预计国家推出的电网投资计划将带动电力行业对电解铜的需求增长 11.0%，但家电和汽车销售的大幅下滑使得电解铜整体需求增长 6.3%，另一方面美国和欧洲在房地产和汽车销售大幅放缓的情况下，电解铜消费分别下降 3.9%和 4.1%，全球电解铜市场呈现出供过于求的局面。

表 10: 下游行业对铜需求的拉动预测

(万吨)	2007	2008E	2009E
电力行业	244.6	272.7	302.6
YoY		11.5%	11.0%
家电轻工	86.5	74.3	64.9
YoY		-14.0%	-12.7%
交通运输	14.7	15.3	15.2
YoY		4.0%	-0.6%
建筑行业	36.0	37.9	38.6
YoY		5.0%	2.0%
整体需求	460.0	491.6	522.7
YoY		6.9%	6.3%

资料来源：中金公司研究部

表 11: 国际和国内精铜供求关系

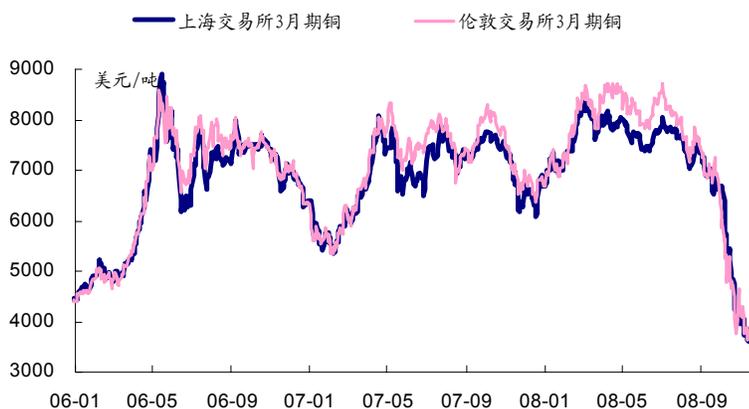
(千吨)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
全球精铜产量	15,919	16,593	17,303	18,050	18,405	18,548
	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	2.0%	0.8%
全球精铜消费量	17,042	16,983	17,446	17,873	18,034	17,988
	9.9%	-0.3%	2.7%	2.4%	0.9%	-0.3%
供需缺口	-1,123	-390	-143	177	371	560

(千吨)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
中国精铜产量	2,199	2,600	3,003	3,497	3,778	4,012
	19.8%	18.2%	15.5%	16.5%	8.0%	6.2%
中国精铜消费量	3,565	3,815	3,967	4,600	4,916	5,227
	18.0%	7.0%	4.0%	16.0%	6.9%	6.3%
供需缺口	-1,366	-1,215	-964	-1,103	-1,138	-1,215

资料来源：Brookhunt、中金公司研究部

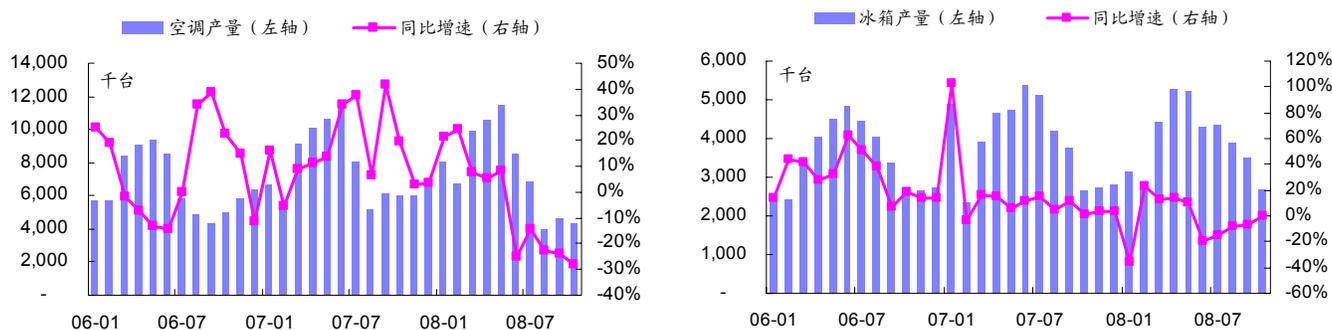
图 33: 电解铜价格走势



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

在房地产市场下降影响及出口回落的背景下, 家电销售增速持续下滑使得电解铜需求大幅放缓。2008年1-10月份, 国内电解铜表观消费量为412万吨, 同比仅增长4%, 其中10月份的铜表观消费量为42万吨, 同比增长3%。

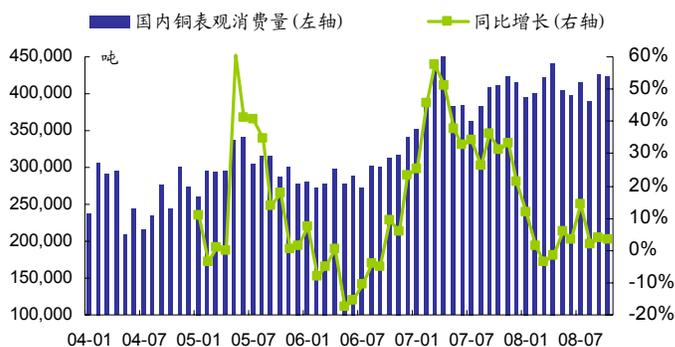
图 34: 国内空调、冰箱产量



资料来源: CEIC、中金公司研究部

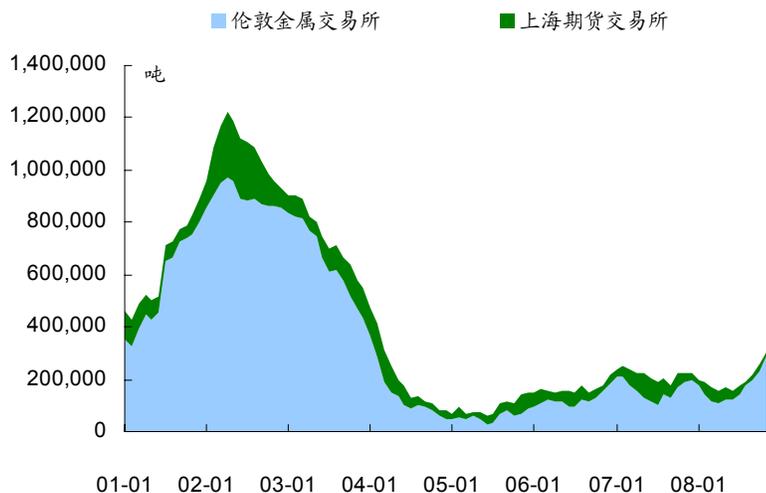
尽管目前的铜价尚没有造成全行业亏损, 但是硫酸价格的迅速下跌令铜企业冶炼业务的盈利情况雪上加霜, 铜行业已经开始减产。2008年1-10月份, 国内电解铜总产量为314万吨, 同比上升13%, 其中10月份铜产量为30万吨, 同比下降7%。在铜消费量增长大幅放缓的同时, 铜库存也呈上升趋势, 伦敦金属交易所11月底库存较年初上升48%。

图 35: 中国电解铜表观消费量



资料来源: Metalchina, 中金公司研究部

图 36: 铜库存变化

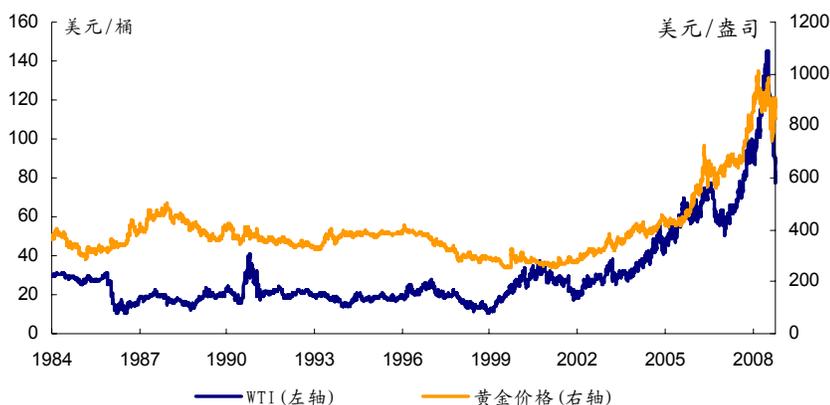


资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

## 黄金价格将维持高位震荡的走势

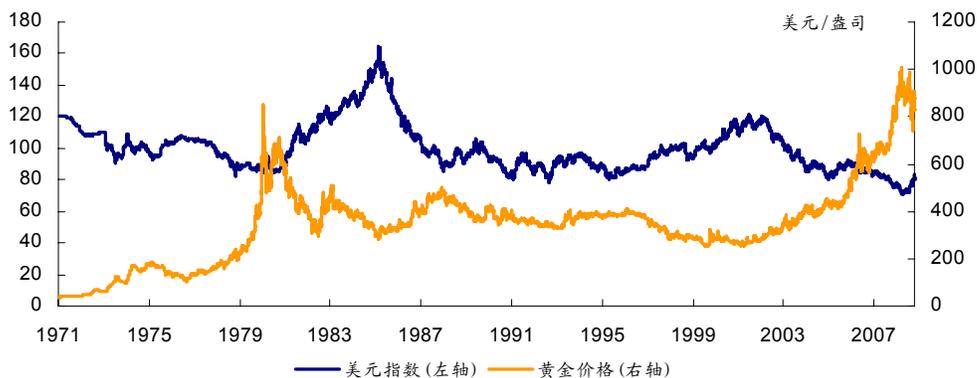
黄金所具有的避险功能使得近期对黄金价格影响最大的因素主要是国际金融危机的变化，我们认为在国际金融危机还没有解决的情况下，黄金价格将继续呈现高位震荡的局面。如果未来国际金融危机有所缓解，则美元和原油价格因素将继续对黄金价格构成影响。1996-2008年黄金价格与能源价格的相关性为0.93，黄金价格与美元的相关性为-0.8。因此金价和油价有着较强的正相关性，与美元有着较强的负相关性。

图 37: 黄金价格与能源价格(油价)的相关性



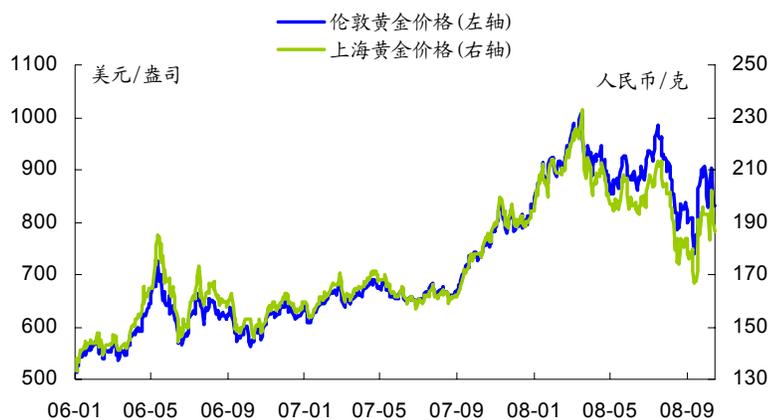
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 38: 黄金价格与美元的相关性



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 39: 黄金价格

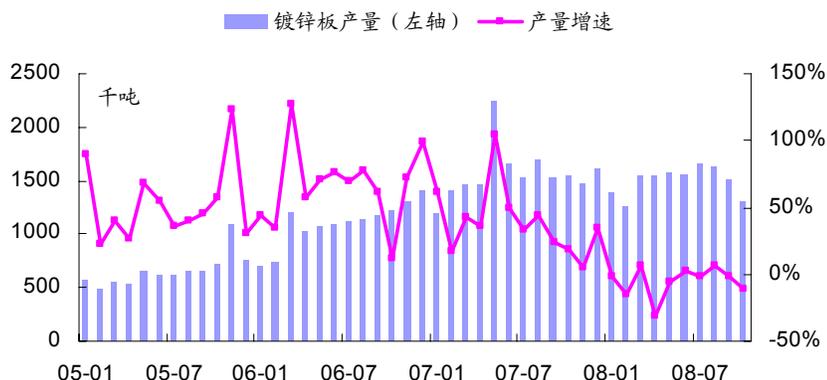


资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

## 锌价格继续保持弱势

在镀锌板产量大幅下降和锌精矿供应增长较快的压力下，锌市场供应过剩，锌价格继续面临下滑风险。1-9月中国镀锌板产量同比下降10.4%，其中9月份同比下降4.7%。

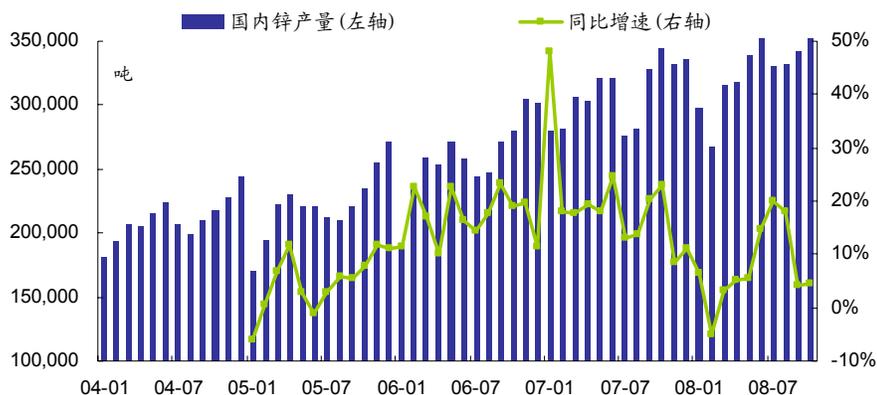
图 40：中国镀锌板产量



资料来源：MetalChina，中金公司研究部

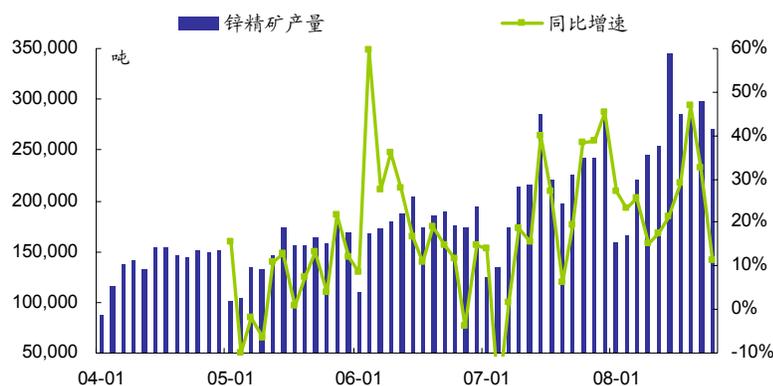
锌产量增长依然较快。2008 年 1-10 月份国内锌锭产量为 327 万吨，同比增长 8%，其中 10 月份锌锭产量为 36 万吨，同比增速 4%。同时 1-10 月锌精矿产量为 197 万吨，同比增长 25.4%，10 月份锌精矿产量为 27 万吨，同比增长 11%。

图 41：国内锌产量



资料来源：MetalChina，中金公司研究部

图 42: 锌精矿产量



资料来源: MetalChina, 中金公司研究部

表 12: 全球和国内的锌供求

(千吨)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
全球精锌产量	10,165	10,088	10,505	11,165	11,591	11,728	11765
	2.7%	-0.8%	4.1%	6.3%	3.8%	1.2%	0.3%
全球精锌消费量	10,324	10,663	11,155	11,413	11,445	11,355	11745
	7.0%	3.3%	4.6%	2.3%	0.3%	-0.8%	3.4%
供需缺口	-159	-575	-650	-248	146	373	20
(千吨)	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
中国精锌产量	2,522	2,761	3,160	3,731	4,020	4,975	5888
	8.0%	9.5%	14.5%	18.1%	7.7%	23.8%	18.4%
中国精锌消费量	2,417	2,853	3,166	3,531	3,901	4,194	4487
	21.9%	18.0%	11.0%	11.5%	10.5%	7.5%	7.0%
供需缺口	105	-92	-6	200	119	781	1,401

资料来源: Brook Hunt, 中金公司研究部

表 13: 锌和其他价格涨势比较

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 YTD
铝价涨幅	-7%	-7%	6%	20%	11%	35%	3%	0%
铜价涨幅	-13%	-1%	14%	62%	28%	83%	6%	1%
锌价涨幅	-21%	-12%	6%	27%	32%	136%	0%	-41%
铅价涨幅	5%	-5%	14%	72%	11%	29%	106%	-15%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 14: 有色金属价格假设表

LME(美元/吨)	2008E	2009E	2010E	上海(元/吨)	2008E	2009E	2010E
铝	2,597	1,698	1,675	铝	17,064	11,883	11,728
YoY	-2%	-35%	-1%	YoY	-14%	-30%	-1%
铜	6,999	3,600	3,300	铜	55,505	28,800	26,400
YoY	-2%	-49%	-8%	YoY	-11%	-48%	-8%
锌	1,896	1,280	1,260	锌	15,534	10,240	10,080
YoY	-41%	-32%	-2%	YoY	-43%	-34%	-2%
铅	2,104	1,260	1,100	铅	17,135	10,080	8,800
YoY	-19%	-40%	-13%	YoY	4%	-41%	-13%
黄金	871	800	800	黄金	195	180	180
YoY	20%	-8%	0%	YoY	15%	-8%	0%

资料来源: 中金公司研究部

## 业绩预览及投资建议

基于对未来 2 年有色金属价格的判断，我们继续调低了 2008-10 年的盈利预测，从盈利的角度，4Q08 和 1Q09 是有色行业最艰难时期，09 年行业仍处于低谷期。09 年 A 股有色股的合理市净率区间为 0.6x~1.2x，H 股为 0.45x~0.8x。时机把握上，我们认为 09 年上半年采用主题和波段投资，09 中介入行业整合者的紫金矿业和中国铝业。

### 4 季度业绩大幅下滑拖累 2008 年全年业绩

由于 4 季度全球经济恶化局势迅速蔓延，有色金属价格在 4 季度深度下跌，铝业公司和锌铅业公司在 4 季度普遍亏损，铜业和黄金公司在 4 季度虽然尚可盈利，但毛利率下降。截至目前，铝、铜、锌、铅 4 季度的价格同比下降幅度为：铝价下降 27%，铜价下降 44%，锌价下降 55%，铅价下跌 53%。

全年来看，铝业公司 08 年业绩下降的幅度最大，其次是锌铅业公司，这是由于铝业公司受到价格和成本双向挤压的作用更为明显。山东黄金和中金黄金全年业绩的显著增长除了金价上涨还来自 08 年新收购的集团资产。

表 15: 有色金属股 2008 年业绩预览

公司名称	1Q	2Q	3Q	4QE	2007	2008E	YoY
中国铝业	0.09	0.09	0.014	-0.091	0.82	0.10	-88%
焦作万方	0.47	0.41	0.14	-0.21	1.42	0.81	-43%
关铝股份	0.03	0.06	-0.06	-0.16	0.58	-0.13	-123%
江西铜业	0.42	0.50	0.30	0.24	1.40	1.46	4%
铜陵有色	0.22	0.24	0.25	0.19	0.80	0.90	13%
中金岭南	0.38	0.21	0.15	-0.01	1.18	0.73	-38%
驰宏锌锗	0.16	0.10	0.11	-0.04	1.68	0.33	-80%
西部矿业	0.09	0.21	0.12	0.04	0.72	0.46	-37%
山东黄金	0.60	0.79	0.36	0.33	0.54	2.08	284%
中金黄金	0.44	0.40	0.26	0.17	0.71	1.27	77%
紫金矿业	n.a	n.a.	0.06	0.04	0.18	0.22	27%
招金矿业	0.15		0.11		0.27	0.26	-4%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

### 2009 年盈利将大幅下滑

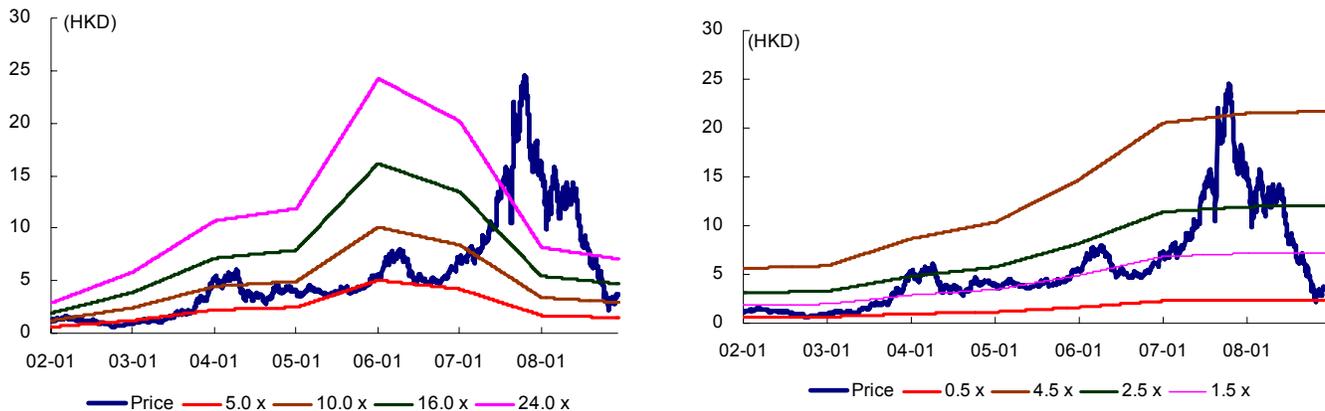
在 09 年有色金属价格下跌的背景下，有色行业盈利将同比下滑。基于前文有色金属价格和原材料成本的假设，继续下调有色公司盈利预测。铝业公司下调幅度最大，其次为锌业、铜业，黄金基本维持不变。

表 16: 有色金属股 08、09 年业绩调整

公司	代码	调整前			调整后				调整幅度	
		评级	08EPS	09EPS	评级	08EPS	09EPS	YoY	08E	09E
中国铝业	601600 ch equity	中性	0.20	0.12	中性	0.10	0.02	-77%	-51%	-82%
焦作万方	000612 ch equity	中性	1.06	0.57	中性	0.81	0.24	-70%	-23%	-57%
关铝股份	000831 ch equity	中性	0.12	0.04	中性	-0.13	-0.20	53%	-207%	-630%
江西铜业	600362 ch equity	中性	1.64	1.15	中性	1.46	0.63	-57%	-11%	-45%
铜陵有色	000630 ch equity	中性	0.82	0.79	中性	0.90	0.32	-64%	10%	-59%
中金岭南	000060 ch equity	中性	0.88	0.51	中性	0.73	0.18	-76%	-16%	-65%
驰宏锌锗	600497 ch equity	中性	0.46	0.20	中性	0.33	0.05	-85%	-28%	-75%
西部矿业	601168 ch equity	中性	0.37	0.14	中性	0.46	0.11	-75%	25%	-17%
山东黄金	600547 ch equity	审慎推荐	2.37	2.43	审慎推荐	2.08	1.85	-11%	-12%	-24%
中金黄金	600489 ch equity	中性	1.56	1.45	中性	1.27	0.82	-35%	-19%	-43%
紫金矿业	601899 ch equity	审慎推荐	0.22	0.22	审慎推荐	0.22	0.14	-36%	1%	-35%
<b>H股</b>										
中国铝业	2600 hk equity	中性	0.20	0.12	中性	0.10	0.02	-77%	-51%	-82%
江西铜业	358 hk equity	中性	1.64	1.15	中性	1.46	0.63	-57%	-11%	-45%
紫金矿业	2899 hk equity	审慎推荐	0.22	0.22	审慎推荐	0.21	0.14	-33%	-4%	-35%
招金矿业	1818 hk equity	审慎推荐	0.28	0.29	审慎推荐	0.26	0.21	-18%	-8%	-27%

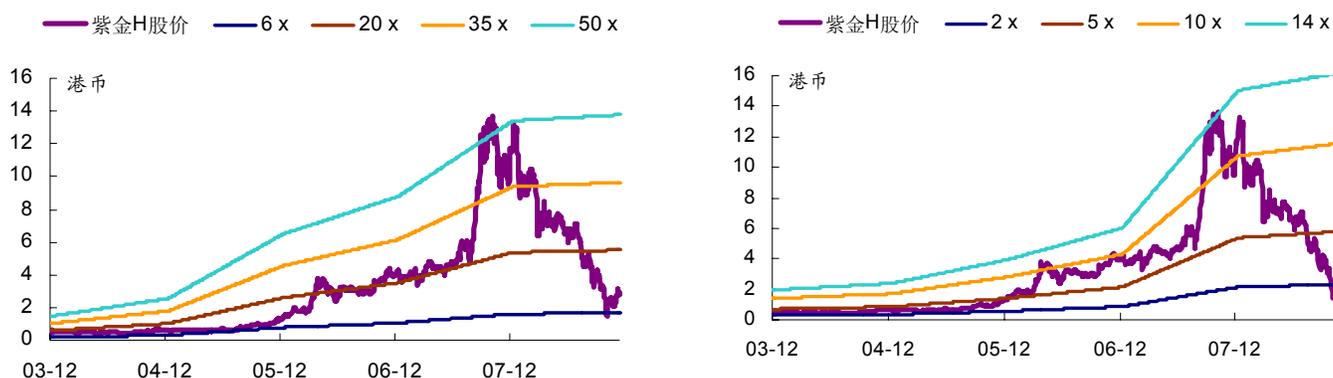
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 43: 中国铝业 H 股的 P/E BAND 及 P/B BAND



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 44: 紫金矿业 H 股的 P/E BAND 及 P/B BAND



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 17: 铝业公司估值表

		股价 2008-12-7	市盈率			EV/EBITDA			市净率			股息收益率		
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
<b>国际综合有色金属公司</b>														
CVRD	巴西雷亚尔	21.5	5.2	4.1	3.6	4.1	3.2	3.0	1.6	1.0	0.8	n.a.	4.3%	n.a
BHP Billiton	澳元	26.15	9.5	7.1	7.6	4.1	3.0	3.1	3.8	2.8	2.4	2.4%	2.7%	2.9%
Rio Tinto	英镑	10.49	3.7	2.3	2.5	5.5	2.5	2.9	0.8	0.8	0.6	13.0%	15.2%	18.1%
Hindalco	卢比	49.85	2.7	3.6	4.3	4.6	4.6	5.0	0.4	0.3	0.3	3.4%	3.6%	3.2%
平均值			5.3	4.3	4.5	4.6	3.3	3.5	1.7	1.2	1.0	6.2%	6.4%	8.1%
中值			4.4	3.9	3.9	4.4	3.1	3.1	1.2	0.9	0.7	3.4%	3.9%	3.2%
<b>一体化铝业公司</b>														
Alcoa	美元	8.15	2.7	5.1	8.3	3.9	5.0	6.2	0.4	0.4	0.4	8.3%	8.4%	8.3%
National Aluminum	卢比	173.7	6.9	6.0	4.5	3.3	n.a	n.a	1.3	n.a	n.a	3.5%	3.5%	3.5%
平均值			4.8	5.5	6.4	3.6	5.0	6.2	0.8	0.4	0.4	5.9%	6.0%	5.9%
中值			4.8	5.5	6.4	3.6	5.0	6.2	0.8	0.4	0.4	5.9%	6.0%	5.9%
<b>纯铝业公司</b>														
Century Aluminum	美元	5.96	n.m.	1.1	2.7	1.5	1.3	1.9	0.7	0.2	0.2	0.0%	0.0%	0.0%
平均值			n.m.	1.1	2.7	1.5	1.3	1.9	0.7	0.2	0.2	0.0%	0.0%	0.0%
中值			n.m.	1.1	2.7	1.5	1.3	1.9	0.7	0.2	0.2	0.0%	0.0%	0.0%
Chalco A	人民币	7.93	9.7	78.8	347.9	8.5	42.2	89.3	1.9	1.8	1.8	0.6%	0.2%	0.1%
Chalco H	港币	3.65	4.5	31.3	140.8	8.5	42.2	89.3	0.8	0.7	0.7	5.3%	0.6%	0.1%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 18: 铜业公司估值表

公司名称	代码	股价 2008-12-7	货币	市盈率			市净率			股息收益率			EV/EBITDA		
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
Freeport Copper	FCX.US	16.8	美元	2.1	2.5	5.5	0.5	0.4	0.4	8.2%	11.1%	11.9%	2.3	2.2	3.6
Southern Peru Cop	PCU.US	12.27	美元	4.9	6.2	7.8	2.7	2.6	2.5	18.5%	15.8%	7.9%	2.8	3.4	5.1
Xstrata	XTA.LN	5.75	英镑	2.0	1.9	2.3	0.8	0.9	0.7	5.9%	8.7%	9.1%	1.1	1.0	1.2
Rio Tinto	RIO.LN	10.49	英镑	3.7	2.3	2.5	0.8	0.8	0.6	6.5%	7.6%	9.0%	5.5	2.5	2.9
平均值				3.2	3.2	4.5	1.2	1.2	1.1	9.8%	10.8%	9.5%	2.9	2.3	3.2

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 19: 锌铅业公司估值表

公司名称	代码	股价 2008-12-7		市盈率			市净率			EV/EBITDA			股息收益率		
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
Xstrata	XTA LN	5.75	GBP	2.0	1.9	2.3	1.6	0.6	0.4	2.2	2.0	2.4	3.0%	4.3%	4.5%
Teck Cominco	TCK/B CN	3.93	CAD	1.1	1.0	0.9	0.2	0.2	0.2	0.8	0.7	0.5	25.4%	25.2%	25.4%
HudBay Minerals	HBM CN	3.55	CAD	2.0	6.4	12.1	0.4	n.a.	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	0.0%	0.0%	0.0%
Kagara Zinc	KZL AU	0.38	AUD	1.3	2.2	1.5	0.3	0.3	0.3	1.2	1.7	1.2	0.0%	10.8%	21.8%
Perilya	PEM AU	0.15	AUD	n.m.	1.1	1.3	0.2	0.2	0.2	n.m.	n.m.	n.m.	6.7%	9.3%	5.3%
Hindustan Zinc	HZ IN	317.4	INR	3.1	4.3	4.7	1.1	0.9	0.8	1.1	1.5	1.8	1.6%	1.5%	1.5%
Korea Zinc	010130 KS	73000	KRW	3.1	4.1	3.4	0.8	0.7	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	2.7%	2.7%	2.7%
平均值				2.1	3.0	3.8	0.7	0.5	0.4	1.3	1.5	1.5	5.6%	7.7%	8.8%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 20: 黄金公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价 2008-12-7	市值 (百万美元)	市盈率			市净率			EV/EBITDA			股息收益率		
					2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
Barrick Gold	ABX US EQUITY	美元	25.14	21,930	19.1	12.5	12.8	1.3	1.3	1.2	10.3	7.0	6.7	1.2%	1.5%	1.6%
Newmont Mining	NEM US EQUITY	美元	29.58	13,574	n.a.	13.4	12.9	1.5	1.6	1.5	12.0	7.1	6.0	n.a.	1.4%	1.4%
Goldcorp	GG US EQUITY	美元	21.93	16,016	38.8	37.6	32.8	1.4	1.3	1.3	14.5	13.0	11.1	0.8%	0.8%	0.8%
Zijin Mining	2899 HK EQUITY	港币	2.97	8,050	15.6	12.4	11.3	2.5	3.2	2.9	10.3	8.0	7.3	n.a.	4.1%	4.3%
Newcrest	NCM AU EQUITY	澳元	25.08	8,670	80.9	19.3	18.2	3.9	2.9	2.6	11.2	10.2	9.3	0.4%	0.5%	0.7%
Agnico-Eagle	AEM US EQUITY	美元	28.71	4,153	n.a.	57.8	26.3	n.a.	1.9	1.8	n.a.	27.9	12.4	n.a.	0.6%	0.6%
Kinross Gold	KGC US EQUITY	美元	13.56	8,936	22.6	28.0	16.2	n.a.	1.6	1.5	33.8	13.6	8.1	0.0%	0.6%	0.6%
Lihir Gold	LGL AU EQUITY	澳元	2.25	3,758	n.a.	28.1	16.8	1.5	1.2	1.1	25.6	11.9	7.5	n.a.	0.0%	0.2%
IAMGOLD	IAG US EQUITY	美元	3.94	1,165	n.a.	9.8	8.7	n.a.	0.6	0.6	n.a.	3.0	3.0	n.a.	1.4%	1.3%
平均值				9,584	35.4	24.3	17.3	2.0	1.7	1.6	16.8	11.3	7.9	0.6%	1.2%	1.3%
中值				8,670	22.6	19.3	16.2	1.5	1.6	1.5	12.0	10.2	7.5	0.6%	0.8%	0.8%

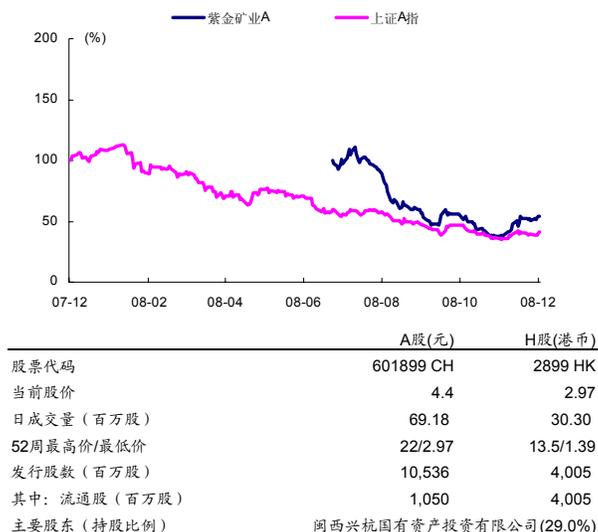
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

## 重点公司简评

### 紫金矿业(601899.SH/4.40 元，维持审慎推荐)

#### 主要财务指标及近期股价表现

(mn Rmb)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	10,679	14,871	16,982	15,337	15,530
(+/-%)	251.7%	39.3%	14.2%	-9.7%	1.3%
营业收入	2,919	4,634	5,265	3,578	4,460
(+/-%)	160.4%	58.7%	13.6%	-32.0%	24.7%
净利润	1,705	2,552	3,233	2,012	2,445
(+/-%)	142.2%	49.7%	26.7%	-37.7%	21.5%
每股盈利(元)	0.12	0.18	0.22	0.14	0.17
(+/-%)	142.2%	49.7%	26.7%	-37.7%	21.5%
每股股利(元)	0.07	0.09	0.13	0.08	0.10
股息收益率	2.2%	3.0%	4.5%	2.8%	3.4%
市盈率	37.5	25.1	19.8	31.8	26.2
市净率	17.5	12.0	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	15.6	9.8	7.9	9.7	7.6
净资产收益率	47%	48%	18%	10%	11%
投入资本平均回报率	32%	34%	22%	13%	15%



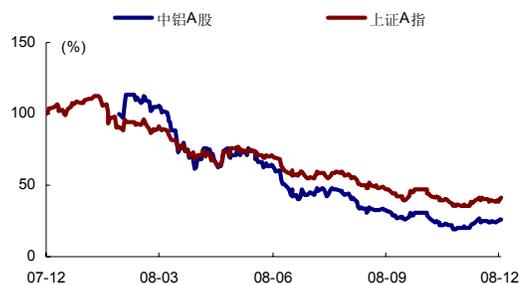
资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

- ◆ 预计紫金矿业四季度每股盈利 0.04 元，环比下降 33%；全年业绩为 0.22 元，同比增长 27%。有色金属价格在 4 季度的下跌是公司业绩下滑的主要原因，尤其是铜价和锌价的下跌。由于公司的成本优势较为明显，且以矿产业务为主，在目前的价格下公司尚有一定的利润空间。基于我们的假设，公司 4 季度的毛利率仍可达到为 33%，较 3 季度下降 3 个百分点。
- ◆ 预计 09 年公司的每股盈利 0.14 元，同比下降 38%，铜价下跌将是公司业绩下降的主要驱动因素。随着铜价的下跌，09 年铜业务对公司的利润贡献将萎缩。预计 09 年黄金业务占公司利润的比例为 80%，其余 20% 为铜、锌业务。08 年的利润构成为黄金占 60%，铜锌占 40%。
- ◆ 将受益于行业整合。紫金矿业为有色金属公司中自由现金流较为充沛的公司，预计 08 年实现自由现金流为 15 亿，且 08 年上半年 A 股发行为其融资约 100 亿，目前公司的资产负债率为 23%。而且公司具有丰富的收购兼并经验以及前瞻性强的管理团队，整合了一批管理落后的金、铜矿，使得公司 02-07 年黄金产量的复合增长率为 26%。预计未来行业进入周期性底部将为紫金提供较好的并购机会，加强紫金长期的成长性。
- ◆ 维持紫金矿业的“审慎推荐”的投资评级。目前公司的 08、09 年 A 股市盈率分别为 20 倍和 32 倍，考虑到公司在管理并购以及成本控制的优势，我们维持其审慎推荐的评级以及 H 股 3.36 港币的目标价格。

## 中国铝业(601600.SH/7.93元, 维持中性评级)

### 主要财务指标及近期股价表现

(mn Rmb)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	61,896	76,180	54,839	38,898	45,017
(+/-%)	64%	23%	-28%	-29%	16%
营业收入	16,951	14,966	3,000	1,418	2,011
(+/-%)	68%	-12%	-80%	-53%	42%
净利润	12,143	10,225	1,360	308	624
(+/-%)	74%	-16%	-87%	-77%	102%
每股盈利(元)	0.90	0.82	0.10	0.02	0.05
(+/-%)	74%	-9%	-88%	-77%	102%
每股股利(元)	0.16	0.05	0.02	0.00	0.01
股息收益率	2.0%	0.6%	0.2%	0.1%	0.1%
市盈率	8.8	9.7	78.8	347.9	171.9
市净率	2.4	1.9	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	5.6	5.9	14.4	17.9	15.5
净资产收益率	27%	18%	2%	1%	1%
投入资本平均回报率	21%	14%	2%	1%	1%



	A股	H股
当前股价	7.93	3.65
股票代码	601600.CH	2600.HK
日成交量(百万股)	22.1	32.0
52周最高价/最低价	44.74/5.9	19.18/1.9
发行股数(百万股)	9,580	3,944
其中: 流通股(百万股)	1,430	3,944
主要股东(持股比例)	中国铝业公司(38.56%)	
总市值(百万元)	88,638	

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- ◆ 预计中国铝业四季度每股亏损 0.09 元, 同比下降 164%; 全年盈利 0.1 元, 同比下降 88%: 1) 铝价在 4 季度大幅下滑, 下滑幅度超出我们的预期, 到目前为止 4 季度铝价同比下降 27%; 2) 铝土矿、煤炭、电力价格的回调滞后于铝价的回调, 尤其是 10 月份, 铝价已经大幅下跌, 而成本下跌幅度非常有限, 造成公司亏损严重。
- ◆ 2009 年随着铝价逐步企稳, 铝土矿、煤炭、电力价格继续回调, 公司的毛利有望得以回升。但是由于铝价企稳还需要一段时间, 因此我们认为公司 09 年全年仍然处于微利的状态, 全年每股盈利 0.02 元, 较 08 年下滑 77%。
- ◆ 尽管中国铝业 09 年的利润仍然不容乐观, 但是中国铝业是中国铝行业最重要的整合者, 公司的管理层在行业整合过程中具备丰富的整合经验, 因此我们认为长期来看, 中国铝业将通过收购兼并从本次行业低谷中受益。目前中国铝业由于利润微薄, 现金流有限, 但是其负债比例可以通过借债实施收购兼并。2007 年底中铝的资产负债率为 33%, 而宝钢的资产负债率为 50%, 说明负债比率还有一定上升空间。
- ◆ 在铝行业迈向周期底部时, 中国铝业的盈利不容乐观, 因而维持中国铝业的“中性”评级以及 H 股 3.5 港币的目标价。目前公司的 08、09 年 A 股市盈率高达 78 倍和 348 倍, 市净率高达 1.8 倍, 估值偏高, 建议逢高减持。H 股的 08、09 年市净率均为 0.7 倍, 建议进行波段操作, 波动区间为 0.4-0.8 倍市净率。长期来看, 预计在 2009 年下半年行业进入周期性底部将为公司提供较好的并购机会, 增强公司未来的成长潜力。

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街1号  
国贸大厦2座28层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。