

有色金属

库存减值拖累盈利

——有色金属行业 2008 年年报前瞻

研究结论

- 2008 年 9 月，随着美国五大投行之一的雷曼兄弟申请破产，标志着美国次贷危机终于发展成席卷全球的金融风暴。流动性似乎一夜之间枯竭，导致包括有色金属在内的大宗商品价格 10 月开始出现大幅下跌。
- 根据统计，截至 2008 年 12 月 31 日，以 LME3 月各基本金属价格相对于 2008 年 9 月 30 日收盘价分别下跌幅度依次为：铜（-51.73%）、铅（-45.41%）、锡（-37.79%）、铝（-36.49%）、锌（-28.10%）、镍（-26.18%）。黄金成为唯一上涨的大宗金属，涨幅达到 1.27%。
- 各金属价格的大幅下跌，存货减值将使得前期拥有大量库存企业盈利受到重创。各企业执行的会计办法的主观性使对 2008 年年报预测平添了困难。从我们了解的信息看，多数企业将以保守的态度来处理存货，从而为 2009 年业绩的平稳着陆打下基础。
- 2009 年经济依然面临较大的不确定性。但总体我们判断有色金属行业的盈利已接近周期性底部。投资者需要的是基于该假设下投资的足够的安全边际。而当前的市场估值水平已反映了对 09 年复苏的预期，而没有体现出对宏观经济未来的不确定性。因此，我们维持中性的评级。
- 正是基于对 2009 年宏观经济的不确定性的判断，我们认为黄金将是行业中最好的防御品种。金融危机的蔓延，加大了市场对黄金的偏爱，促使黄金价格摆脱美元升值的影响保持上涨趋势。国内黄金上市公司依然有来自大股东黄金资源注入的预期，也促使我们在工业金属价格将震荡筑底的背景下，选择黄金来跑赢行业指数。
- 同时我们也认为，2009 年将会出现黄金和工业金属此起彼伏的局面。宏观经济的不确定性和当前接近或略高于成本的工业金属价格面临较大的向下压力，而黄金将稳步走高。当工业金属价格跌破成本之下 20% 时，正如我们在 2008 年底前看到的那样，工业金属将面临优于黄金的投资机会。（请参见我们 2009 年 2 月 2 日的销售邮件《黄金和工业金属的翘翘板》）
- 目前，我们维持对黄金股的买入评级，对工业金属持谨慎态度。维持行业总体的中性评级。


东方证券
ORIENT SECURITIES

施卫平

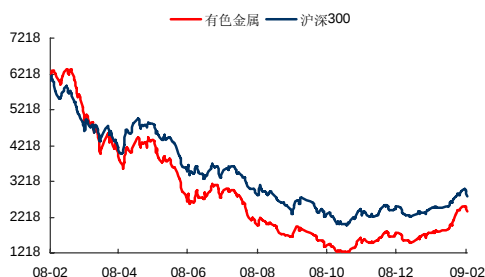
 有色金属行业资深分析师
8621-63325888 × 6102
shiw@orientsec.com.cn

徐卫

 助理分析师
xuwei1@orientsec.com.cn

行业评级	看好 中性 看淡（维持）
国家/地区	中国/A 股
行业	有色金属
报告日期	2009 年 2 月 20 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	33.99	48.73	-60.25
相对表现 (%)	20.90	30.96	-6.59

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS(E)	09EPS(E)	股价	评级
包钢稀土	0.38	0.29	0.17	14.90	增持
中金岭南	1.65	0.76	0.08	12.84	增持
山东黄金	0.54	1.80	2.89	64.15	增持
江西铜业	1.37	1.10	0.41	18.17	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《探寻周期性底部》	2009 年 1 月 12 日
《东山再起—通胀下的资产选择》	2008 年 3 月 16 日
《追求确定性下的投资》	2007 年 12 月 9 日
《资源为王》	2007 年 9 月 27 日
《淡化价格影响，注重内生增长》	2007 年 5 月 29 日
《如何看待近期铜价的走势》	2007 年 4 月 27 日
《重工业化时代的基石》	2006 年 12 月 12 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

全球经济衰退

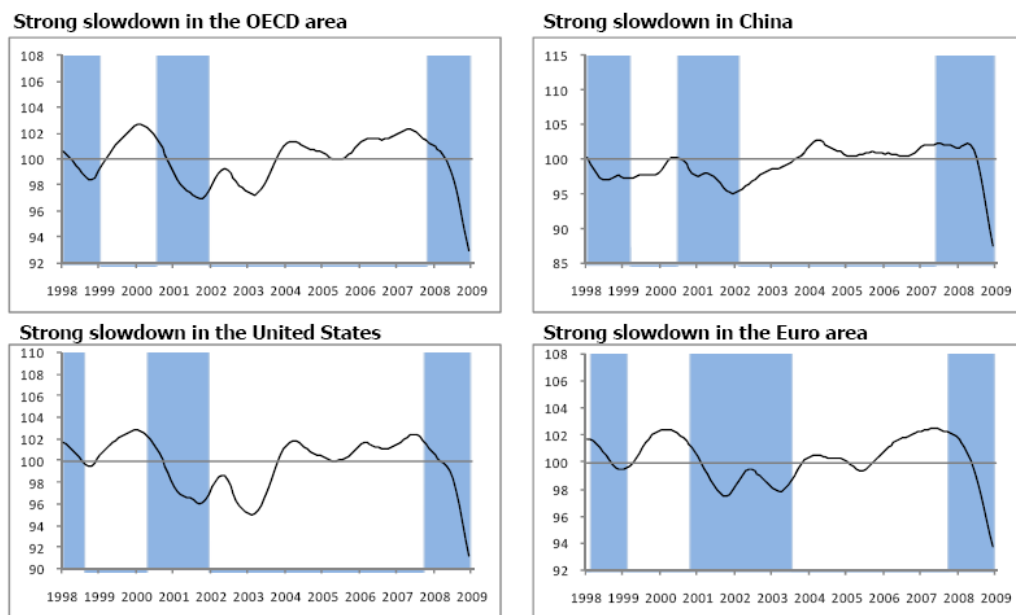
以雷曼兄弟倒闭为标志，美国次贷危机演变成全球性的“金融海啸”，由此引发的流动性衰竭又将危机从金融领域迅速扩散至实体经济领域。引发全球性的经济衰退。

OECD 综合领先指数 (CLIs) 显示 2008 年 12 月全球 7 个主要经济体经济前景依然黯淡，CLIs 指数已跌至上世纪 70 年代石油危机时的水平，但值得注意的是相对于 11 月，非 OECD 地区主要国家，如中国、印度、俄罗斯的经济显著恶化（图 1）。数据显示，OECD 地区 12 月 CLIs 环比继续下跌势头，跌幅 1.1，相对于去年同期下降 8.2 个点。分地区看，其中美国 12 月 CLI 下跌 1.4 个点，下跌幅度的增速在放缓，同比下降 9.5 个点；欧元区 10 月 CLI 指数 12 月下降 0.9 点，较去年同期下降 8.2 点；中国经济前景依然不佳，CLI 大幅下跌 2.4 点，相对去年同期下降 14.0 点。表明了以上地区经济前景出现非常强烈的放缓现象（strong slowdown）（图中阴影部分过去观测到的该指标所揭示经济转折和实际经济周期状况。）。

与金属消费相关的领域，如制造业、房地产等行业也显示出了当前对金属需求的大幅下滑。尽管 1 月份出现了小幅反弹，但美国制造业 PMI 依然处于近 20 年来的新低（图 2）。同时房地产市场依然延续 2006 年 5 月以来的下滑态势，无论领先指标营建许可、新屋开工还是已完工数都显示了房地产市场建筑活动继续减弱（图 3）。

作为最大的有色金属生产和消费国，中国不可避免地受到全球金融危机的影响，2008 年第四季度有色金属行业出现制造业活动大幅消退，企业库存积压，新订单迅速萎缩的局面（图 4、图 5）。企业盈利出现大幅下降。

图 1：OECD 综合领先指数 (CLIs) 表现

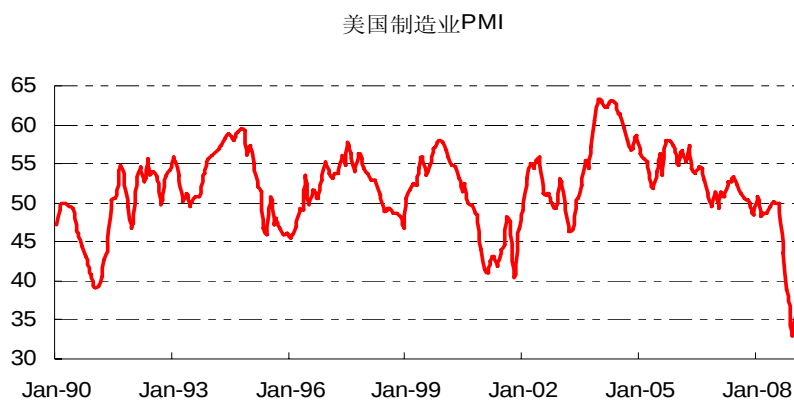


资料来源：OECD，东方证券研究所

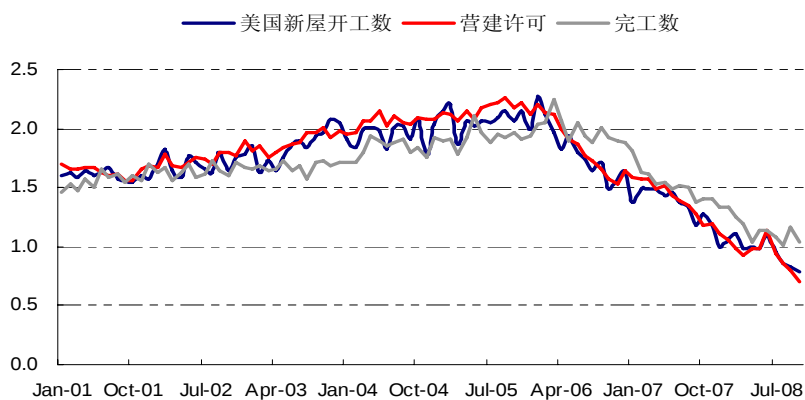
表 1：全球各主要经济体 CLIs 表现

	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	同比	
OECD 地区	97.7	96.5	95.3	94.0	92.9	-8.2	强烈放缓
欧元区	97.9	96.8	95.8	94.7	93.8	-8.2	强烈放缓
亚洲主要 5 国	98.2	96.4	94.4	92.5	90.9	-10.6	强烈放缓
G7 地区	97.6	96.4	95.0	93.7	92.4	-8.6	强烈放缓
美国	97.3	95.9	94.3	92.7	91.3	-9.5	强烈放缓
巴西	104.5	103.6	102.3	100.6	98.8	-5.4	放缓
中国	98.0	95.5	92.8	90.1	87.6	-14.0	强烈放缓
印度	97.5	96.6	95.7	94.9	94.4	-7.5	强烈放缓
俄罗斯	100.7	97.8	94.3	90.5	86.7	-17.7	强烈放缓

资料来源：OECD，东方证券研究所

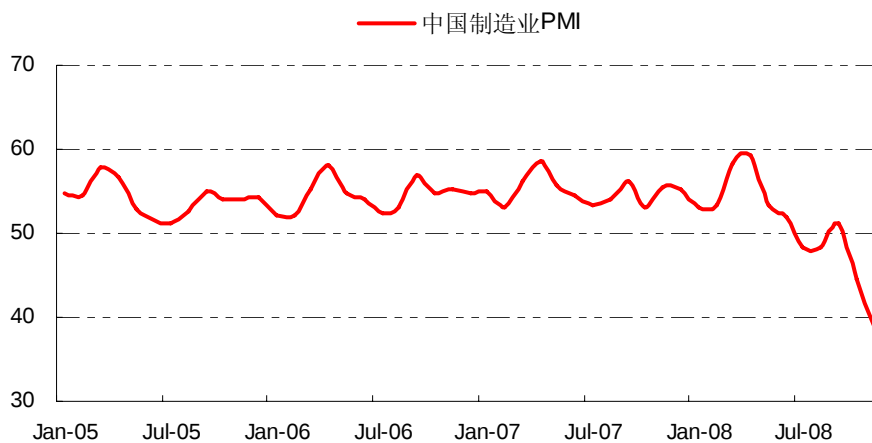
图 2：美国制造业采购经理人指数


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：美国房地产新屋开工、营建许可及完工数


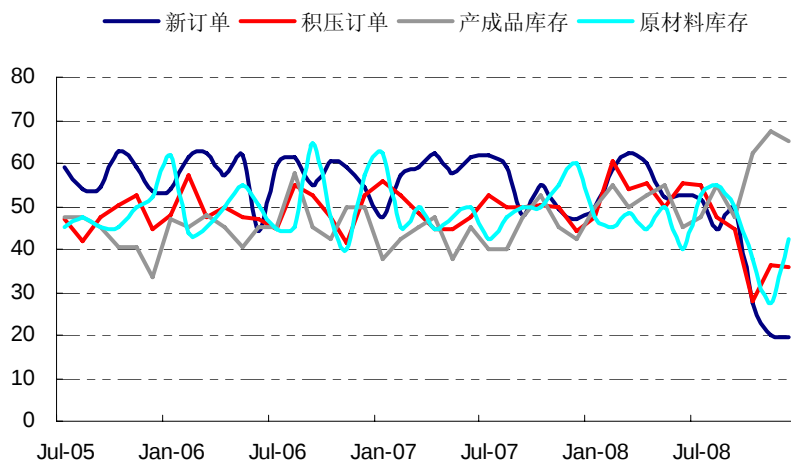
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4. 中国制造业 PMI 指数



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 5. 中国有色金属行业 PMI 指标

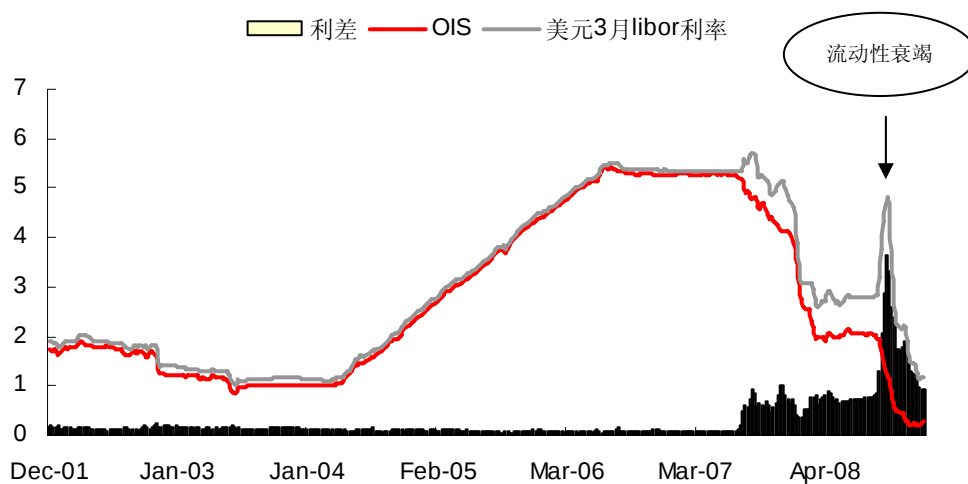


资料来源：CEIC，东方证券研究所

金属价格大幅下挫

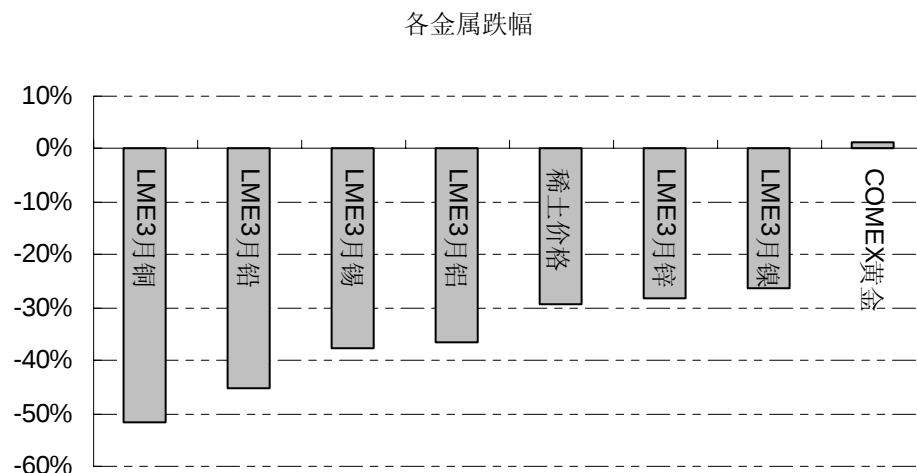
受雷曼兄弟公司申请破产影响，10月份全球流动性急剧衰竭（图6）。3月美元libor利率与隔夜指数互换利率（overnight index swap）利差迅速拉高。市场避险情绪升温。投机资金追逐美元避险，迅速撤离大宗商品市场，甚至一度抛售黄金。2008年四季度，LME各基本金属大幅下挫（图7，表2）。截至2008年12月31日，以LME3月各基本金属价格相对于2008年9月30日收盘价分别下跌幅度依次为：铜（-51.73%）、铅（45.41%）、锡（37.79%）、铝（36.49%）、锌（-28.10%）、镍（-26.18%）。黄金成为唯一上涨的大宗金属，涨幅达到1.27%。

图6：全球流动性变化



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图7：各主要金属价格2008年四季度表现



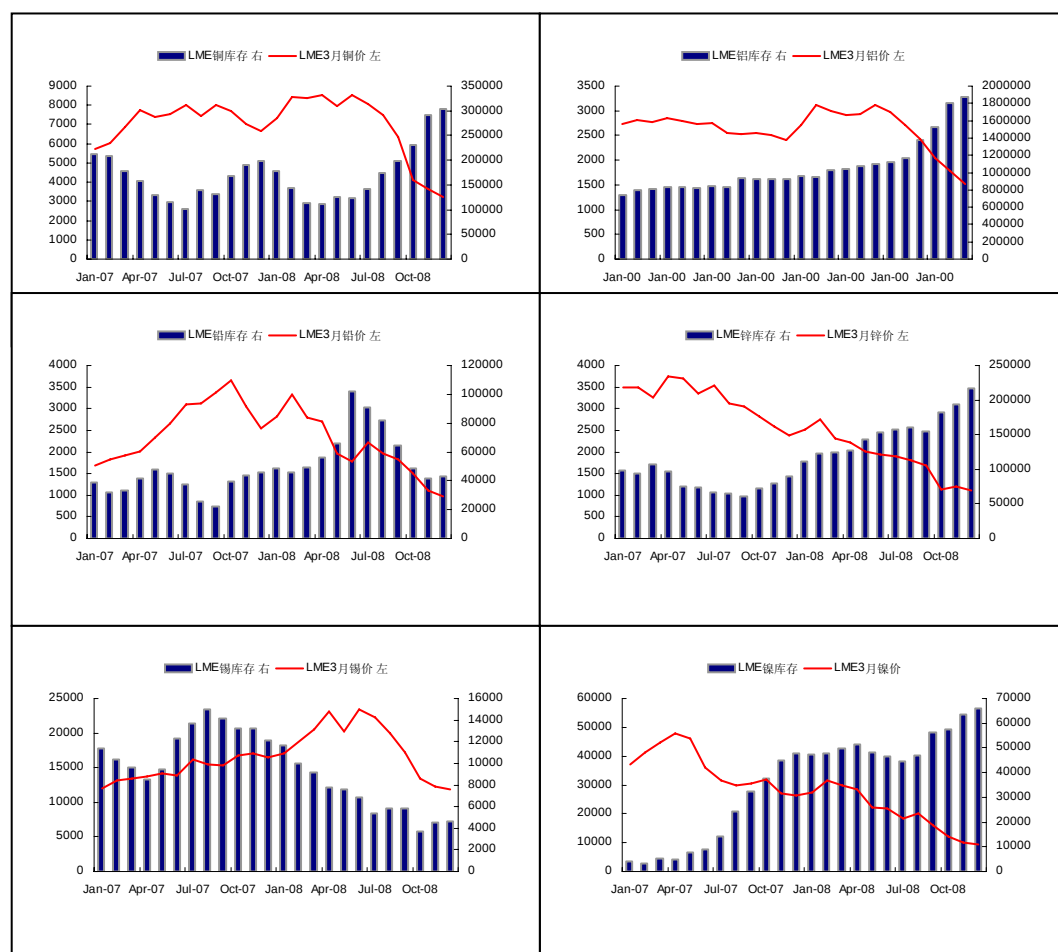
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

表 2：各主要金属 2008 年四季度跌幅

品种	LME3月铜	LME3月铅	LME3月锡	LME3月铝	稀土价	LME3月格	LME3月锌	LME3月镍	COMEX黄金
各金属跌幅%	-51.73	-45.41	-37.79	-36.49	-29.42	-28.10	-26.18	-26.18	1.27

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：各主要金属价格走势（2007.1-2008.12）

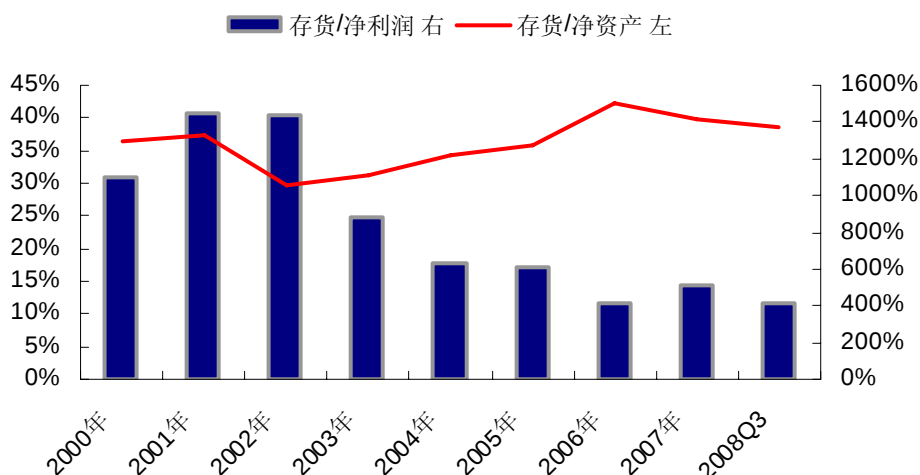


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

存货影响企业盈利

从历史上看，有色金属行业存货对盈利和净资产存在重大影响。一般地，行业内上市公司存货占当期净资产约为 36.17%。截至 2008 年第三季度财报，行业内上市公司存货占净资产值为 38.56%。存货约是归属母公司净利润的 8 倍左右（图 8）。截至 2008 年第三季度，行业内上市公司存货是归属于母公司净利润的 10.97 倍。因此，如果存货价格大幅波动，导致企业计提减值，将对当期盈利产生重要影响。第四季度，各主要金属价格大幅下跌，跌幅在 26.18%—51.73%，黄金略有上涨（表 2）。因此 2008 年黄金子行业几乎不受存货减值因素的影响。而其他基本金属子行业盈利则将受到计提存货减值准备的重大影响。我们按 10% 的减值准备粗略计算，将影响净资产值和净利润分别为 4.20% 和 29.50%。从行业产业链看，冶炼型企业存货占净资产比重较大，这与其原料需要外购的属性相关。而相对来说，资源型企业以及下游加工型企业存货库存相对较少。因此，冶炼型企业以及资源子给率低的企业将面临较大的存货计提减值的风险。表 3 给出了行业内上市公司存货以及存货对净资产值和税前利润的影响。根据我们对未来金属价格趋势判断及对存货计提的假设，我们更新了对重点跟踪的上市公司盈利预测，详见表 4

图 8：有色金属行业存货对净资产和净利润的影响



资料来源：WIND，东方证券研究所

表 3：截至 2008 年 3 季度存货对净资产和税前利润的影响

证券简称	存货	净资产	净利润	存货/净资产	存货/净利润
厦门钨业	4,988.80	1,910.77	257.82	261.09%	1935.01%
豫光金铅	2,056.51	995.38	137.82	206.61%	1492.21%
云南铜业	7,918.83	6,931.99	793.40	114.24%	998.08%
铜陵有色	5,554.60	5,876.24	1,337.78	94.53%	415.21%
锡业股份	2,488.52	2,908.00	595.74	85.57%	417.72%
宁波富邦	141.97	179.64	-3.29	79.03%	-4316.91%
株冶集团	1,622.69	2,083.53	153.08	77.88%	1060.06%
锌业股份	1,861.26	2,411.65	-369.56	77.18%	-503.64%
恒邦股份	808.36	1,074.66	212.75	75.22%	379.96%
海亮股份	821.35	1,347.21	154.44	60.97%	531.82%

宏达股份	1,654.71	2,820.42	252.94	58.67%	654.19%
中金岭南	2,193.88	3,865.60	939.23	56.75%	233.58%
贵研铂业	347.48	616.56	24.90	56.36%	1395.69%
中色股份	968.40	1,753.86	447.67	55.22%	216.32%
驰宏锌锗	1,386.79	2,561.58	348.08	54.14%	398.42%
东方钽业	647.51	1,213.08	41.49	53.38%	1560.63%
金马集团	202.99	380.66	31.17	53.33%	651.13%
西部材料	182.90	349.13	41.42	52.39%	441.54%
包钢稀土	894.25	1,758.79	407.81	50.84%	219.28%
常铝股份	321.06	647.37	42.32	49.59%	758.70%
金瑞科技	335.24	698.04	59.44	48.03%	564.03%
罗平锌电	220.02	492.84	-17.31	44.64%	-1270.90%
中孚实业	1,058.18	2,537.15	532.20	41.71%	198.83%
江西铜业	8,598.45	20,671.69	5,001.16	41.60%	171.93%
云铝股份	1,193.29	3,020.71	257.76	39.50%	462.94%
云海金属	350.78	897.93	76.53	39.07%	458.35%
中国铝业	22,661.69	58,231.95	3,551.31	38.92%	638.12%
精诚铜业	233.29	637.42	48.29	36.60%	483.11%
宝钛股份	1,332.00	3,805.80	349.78	35.00%	380.81%
关铝股份	493.68	1,453.19	9.75	33.97%	5060.97%
焦作万方	626.34	1,928.11	654.40	32.48%	95.71%
中金黄金	1,141.52	3,853.90	769.66	29.62%	148.32%
鑫科材料	287.73	1,056.80	16.22	27.23%	1774.05%
辰州矿业	374.65	1,892.04	172.44	19.80%	217.26%
吉恩镍业	560.72	2,870.85	517.58	19.53%	108.34%
南山铝业	1,544.84	8,356.57	811.59	18.49%	190.35%
西部矿业	1,857.03	10,420.91	1,253.71	17.82%	148.12%
山东黄金	319.56	2,249.90	860.05	14.20%	37.16%
紫金矿业	1,875.13	15,602.37	4,078.40	12.02%	45.98%
新疆众和	210.52	1,783.84	171.37	11.80%	122.85%
金钼股份	677.41	13,586.31	3,115.03	4.99%	21.75%

资料来源：WIND，东方证券研究所

表 4：重点公司盈利预测

公司简称	最新评级	每股收益 (EPS) 预测 (元)		
		2007 年	2008 年 E	2009 年 E
云南铜业	中性	0.73	-1.63	-0.02
包钢稀土	增持	0.38	0.29	0.17
山东黄金	买入	0.54	1.80	2.89
中金黄金	买入	0.92	1.49	2.15
江西铜业	增持	1.37	0.71	0.38
宝钛股份	增持	1.25	0.83	1.22
中金岭南	增持	1.65	0.42	0.06

资料来源：东方证券研究所

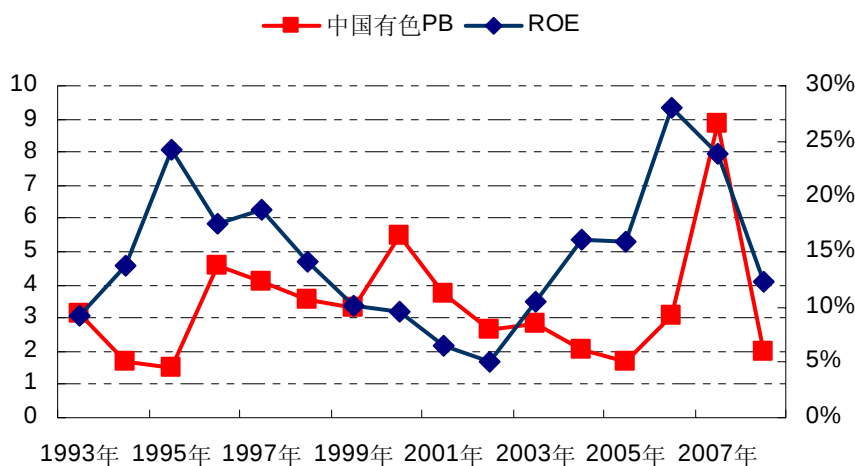
投资建议

2008 年 4 季度由于金属价格的大幅下跌，使相应上市公司面临巨大的存货的减值计提。因此各企业实际报出的盈利具有相当的主观性。但我们认为这不妨碍我们对 2009 年投资价值的判断。随着全球主要经济体实施积极的财政政策以及不断向金融市场和实体经济注入大量的流动性，以及由于价格的大幅下跌，引发的全球范围内大规模地减产，我们预计 2009 年有望形成有色金属价格的周期性底部（详见《探寻周期性底部——2009 年有色金属行业投资策略》）。

基于上述判断，结合上一轮行业周期底部 2002 年行业的 PB 和 ROE 状况，我们预计 2009 年行业 ROE 水平将由 2008 年的 12.22% 大幅下降至 5.61%，略好于 2002 年 5.07% 的水平（图 9）。而当前 PB 值已达到 2.70 的水平，如果考虑存货减值因素，经修正后的 PB 值将约为 3.0，远高于 2002 年 2.66 的水平。因此，我们认为当前估值水平已反映了 09 年对宏观经济的乐观情绪而忽视了经济波动的不确定性。当前估值水平隐含了 20% 以上的风险溢价，我们给予行业中性的评级。

另一方面，由于宏观经济仍面临加大的不确定性，市场的避险情绪构成了黄金价格的走高。黄金类上市公司依然存在大股东在适当的时机注入矿山资源的预期，因此，在当前价格水平下，采取防御性策略，买入黄金股。

图 9：中国有色金属行业估值状况



资料来源：WIND，东方证券研究所

分析师承诺

施卫平：有色金属行业资深分析师

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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn