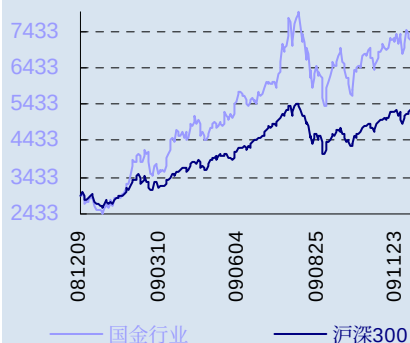


2009 年 12 月 09 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	33.65
市场优化平均市盈率	29.70
国金有色金属指数	7227.11
沪深 300 指数	3624.02
上证指数	3296.66
深证成指	13930.28
中小板指数	5754.08



相关报告

- 1 《上半年看大金属、下半年看小金属》，2009.11.20
- 2 《美元铜价散点图支持铜价超过七千》，2009.10.26
- 3 《美元贬值推动有色价格上涨》，2009.10.23

王冠苏

 (8621)61038225
 wanggs@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

有色金属行业研究报告

——我们对铝行业的理解

减持

持有

增持

投资要点

■ 较轻资产

- ◆ 在有色金属产业链中，铝冶炼的利润与铝价挂钩。但对于其他品种（个别除外）而言，利润与金属价格挂钩的则是矿山资产。所以，当我们比较子行业之间的盈利能力时，关键工作是：铝冶炼 PK 铜矿山 PK 铅锌矿山 PK 镍矿山 PK 锡矿山.....
- ◆ 与矿山相比，冶炼是轻资产行业。所以，铝是一个“投小钱、赚小钱、ROE 未必低”的行业。例如，江西铜业的净资产为 220 亿元，年产铜精矿含铜 17 万吨。焦作万方的净资产只有 19 亿元，年产铝锭 42 万吨。我们知道铝价涨幅不如铜价，但我们更关心 ROE。

■ 阴柔之美

- ◆ 从某个角度讲，我们认为，需求和供给是阴与阳的关系。我们很早就发现，需求对价格的影响力要远远超过供给。这是因为，供给通常处于追赶需求涨跌的状态，而很少会“矫枉过正”地超过需求并直接影响价格。
- ◆ 铝是一个格外具有阴柔之美的金属，因为铝的全球消费量属于指数型增长，而其他金属消费量则是线性增长。这种指数型增长的消费数量，保证了“短期过度扩张”的铝厂老板“早晚解套”。

■ 我们的投资建议：张三丰 + 铝三波

- ◆ 由于景气的持续时间较短，许多投资者不看好铝行业。但是，我们建议投资者：忘掉战略、关注战术。正如张三丰所要求的那样：先学会太极剑，再将它忘掉。毛主席也说过：读书要“钻进去、深入角色、再爬出来”。
- ◆ 我们预测铝行业的投资机会将表现为三波行情：最初，吨铝市值所代表的弹性是关注焦点。随后，当整个行业进入可以估值的区间后，我们建议选择低成本的公司。最后，随着铝价上涨，成本差异所造成的估值差异将不再明显，因此高成本铝业公司将会补涨。

■ 继续推荐铝行业

- ◆ 如果与自己的历史比，那么应该在 P/E 高时买入，并在 P/E 低时卖出。然而，虽然目前 P/E 已处于历史低位，但铝价仍在上升期。也就是说，随着市场不断上调未来铝业公司 EPS（对铝价的弹性很大哦），股价仍有较大上涨空间。
- ◆ 如果与其他公司或子行业比，那么应该选择 P/E 低的公司或子行业。那么现在，铝业公司 P/E 远低于其他子行业，所以铝业公司是最便宜的子行业。而我们现在知道，铝行业不应该受到歧视，因为铝厂是“投小钱、赚小钱、ROE 未必低”的“较轻资产”的有色子行业。

内容目录

较轻资产	3
阴柔之美	4
我们的投资建议：张三丰 + 铝三波	6

图表目录

图表 1：中国铝及铝材占原铝产能的比例	4
图表 2：需求决定一切	5
图表 3：全球有色金属消费量（吨）	5
图表 4：美国有色金属消费强度（吨/亿美元 GDP）	5

较轻资产

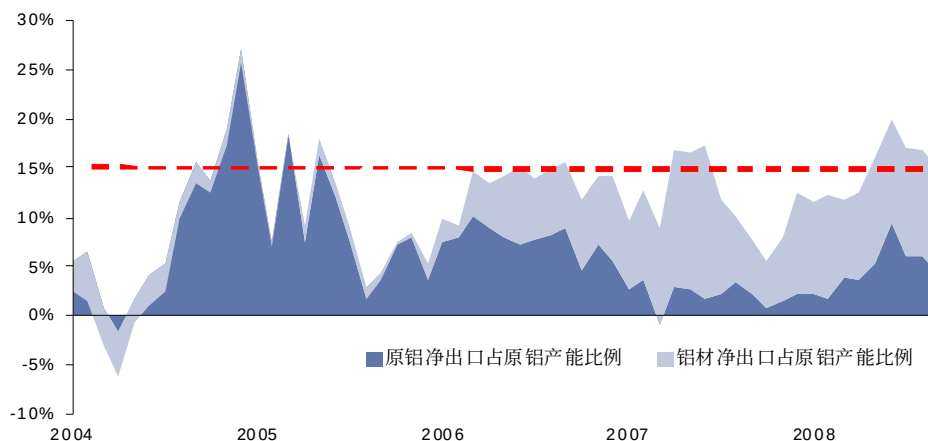
- 是销售收入重要，还是利润重要？我们是股票投资者，所购买的不是现货商品，不是期货合约，而是企业的盈利能力。最近几年，期货分析遮住了许多股票投资者的双眼。人们总是在强调“铝价涨幅太小”，却很少有人仔细研究过铝厂的盈利能力。
- 江西铜业的净资产为 222 亿元，年产铜精矿含铜 17 万吨。焦作万方的净资产只有 19 亿元，年产铝锭 42 万吨。对不起，我们知道铝价涨幅不如铜价，但我们是“只关心 ROE”的投资行业研究员，而不是“同样关心产值、税收和就业”的地方官员，更不是“评比五百强”的《财富》杂志编辑。我们做这样的对比，丝毫没有贬低江西铜业的意思，这是一家极其优秀的公司（详见《剧变的前夜》）。我们之所以这样比较，是希望投资者睁开双眼，看到“低价格背后的高利润”。
- 铝：有色金属中的轻资产行业
 - ◆ 在有色金属产业链中，铝冶炼的利润与铝价挂钩。但对于其他品种（个别除外）而言，利润与金属价格挂钩的则是矿山资产。之所以如此，是因为铝土矿是储量丰富且容易开采的氧化矿，我们在此不赘述。总之，当我们比较子行业之间的盈利能力时，关键工作是：铝冶炼 PK 铜矿山 PK 铅锌矿山 PK 镍矿山……
 - ◆ 第一轮 PK：由于冶炼的 Capex 远小于矿山，所以铝厂是有色金属中的轻资产行业。也就是说，投资铝厂是“投小钱、赚小钱、ROE 未必低”；而投资矿山是“投大钱、赚大钱、ROE 未必高”。
 - ◆ 第二轮 PK：铝厂没有矿产资源。但是我们想问：究竟是矿产资源重要，还是 ROE 重要？当然，还有朋友认为：有色金属是不可再生资源，那么随着中国和印度的城镇化推进，矿产资源会越来越有价值。这种观点当然是正确的，但又太过遥远了。套用凯恩斯的话说：矿产资源枯竭了，可以再勘探、再开采；当无资源可勘探的时候，我们已经死了……
- 铝厂扩建的奥秘
 - ◆ 许多人都在强调“铝厂的扩建意愿很强；进入壁垒不高”，但不知有多少人仔细考虑过，铝厂老板为何选择扩建，而不是去开采铜矿，或者是新建铅锌冶炼厂呢。我们认为原因有两个。第一，如前所述，铝冶炼是一个“投小钱、赚小钱、ROE 未必低”的行业。第二，铝是一个需求高增长的行业，从而保证了“短期过度扩张”的铝厂老板“早晚解套”。对于第二个原因，我们会在报告的第二部分进行详细分析。
 - ◆ 综上所述，我们是否可以得出这样一个逻辑：（1）期货研究员不看好铝是因为铝厂扩建太猛烈。（2）铝厂扩建猛烈，是因为盈利能力不错。（3）既然盈利能力不错，我们应该买入铝业公司股票。
 - ◆ 或许有朋友怀疑，铝厂扩建并非完全来自利润驱动。我们对这种猜测进行三个方面的否定。（1）我们对国内所有铝厂都很熟悉，所以我们很清楚，高 ROE 是推动铝厂扩建的核心因素。（2）铝的货值不高，所以在产值和税收方面未必是地方政府最青睐的项目。同时，铝冶炼与其他行业相比仍属于资金密集型，所以在就业方面也未必是政府的首选项目。（3）许多铝厂扩建是因为铝厂老板想提高自己在行业内的市场份额。我们认为这只是表面现象。对于某些完全饱和并充分竞争的行业，我们只听说过资金在持续流出，却从未听过有企业为了提高市场份额而扩建。

阴柔之美

■ 对需求心存敬畏：

- ◆ 通过回顾有色行业历史，我们发现，绝大多数的景气和不景气周期，都是由需求的扩张和萎缩导致的。也就是说，绝大多数时候，供给方面会对周期的幅度和长度产生影响，但却很难引发周期的更替。
- ◆ 2007 年，中国原铝产量增速高达 38%。许多研究员认为，产能过剩导致了 08 年的铝价下跌。这当然是原因之一，但不是核心因素。如下图所示，中国铝及铝材净出口占原铝产能的比例始终维持在 15%。也就是说，中国铝厂扩建只是“快速地自给自足”；导致铝价下跌的关键，是需求的快速萎缩。
- ◆ 所以，我们不能仅仅因为“铝价下跌”和“产能利用率下降”而得出“产能过剩”的结论。另外，许多时候，我们很难讲一个行业是否为产能过剩。甚至，这会涉及到“不完全竞争市场”和“垄断”等问题。例如铜冶炼。一方面，铜冶炼相对于铜矿而言是过剩的；另一方面，铜冶炼相对于铜消费而言又是短缺的。那么，我们该如何评价铜冶炼行业呢？

图表1：中国铝及铝材占原铝产能的比例

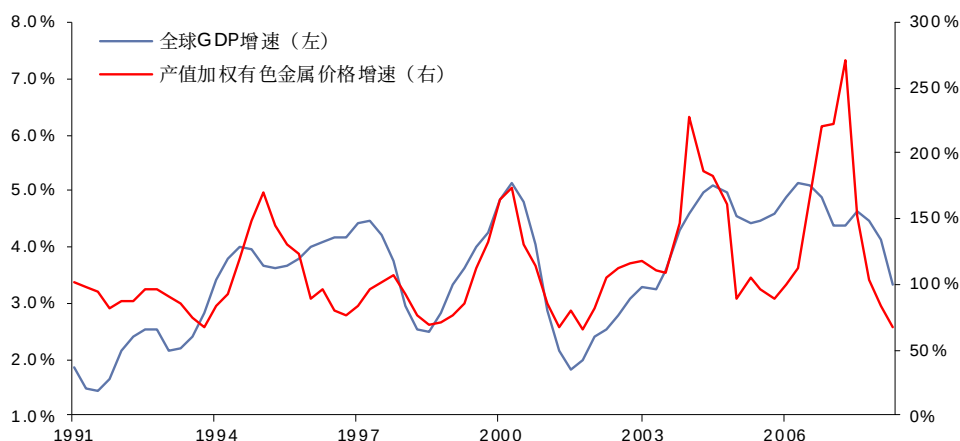


来源：国际统计局、中国有色金属工业协会、海关总署、国金证券研究所

■ 需求的阴柔之美：

- ◆ 从某个角度讲，我们认为需求和供给是阴与阳的关系。在此，我们很难用语言来表达这种想法，但是至少，我们很早就发现，需求对价格的影响力要远远超过供给。这是因为，供给通常处于追赶需求涨跌的状态，而很少会“矫枉过正”地超过需求并直接影响价格。
- ◆ 如下图所示，有色价格与代表需求的宏观经济指标之间具有高度的正相关关系。然而，我们却很少看到，有色价格与供给增速之间的负相关关系。

图表2：需求决定一切

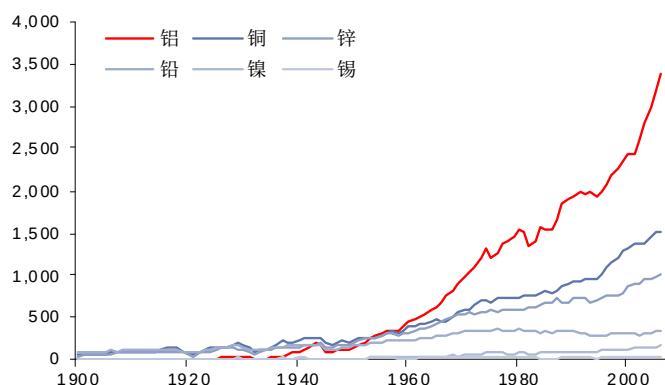


来源：Bloomberg、USGS、NRCAN、国金证券研究所

■ 铝的阴柔之美：

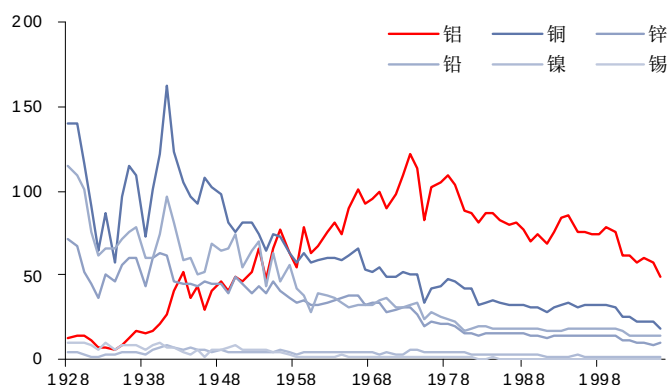
- ◆ 我们发现，铝是一个格外具有阴柔之美的金属，而这种阴柔之美又恰好“包容”了铝行业某些时候的“短期过度扩张”。如前所述，铝是一个需求高增长的行业，从而保证了“短期过度扩张”的铝厂老板“早晚解套”。
- ◆ 铝的需求高增长源于三个方面：（1）铝是一个只有 100 多年历史的新金属，所以其应用领域仍在不断扩张。自从 1959 年发明易拉罐以来，包装用铝量在 70-80 年代快速崛起。同时，汽车用铝数量也在快速增长。1973 年，每辆汽车用铝 35 公斤；1977 年达到 45 公斤；1981 年为 60 公斤；1993 年达到 87 公斤；目前约 150 公斤。（2）铝的许多需求领域属于消费（例如包装领域）而非投资。考虑到 GDP 的发展结构，铝到达“消费强度最高点”的寿命较长。（3）由于铝的供给没有瓶颈，较低的价格涨幅也刺激了铝的应用。所以我们发现，全球铝的消费量是指数型增长，而其他金属的消费量则是线性增长。
- ◆ 从主要用铝行业（房地产、汽车、电力、包装）的发展前景看，我们相信中国的原铝消费增速仍将维持于高位。那么也就是说，“需求高速扩张”的阴柔之美将继续“包容”铝行业某些时候的“短期过度扩张”。

图表3：全球有色金属消费量（吨）



来源：USGS、NRCAN、NBER、国金证券研究所

图表4：美国有色金属消费强度（吨/亿美元GDP）



我们的投资建议：张三丰 + 铝三波

■ 张三丰：忘记战略、关注战术

- ◆ 不看好铝行业的投资者还有另外一个理由：景气周期太短，所以高业绩不可持续。我们对此有两个方面的驳斥。
- ◆ 第一，反证法。如果上述理由成立，那么有色金属就不该是高 Beta 行业，但事实恰恰相反。所以，我们当然应该有行业战略思考，但是当进行投资决策时，我们最好忘掉战略。正如毛主席曾教导我们的：读书要“钻进去、深入角色、再爬出来”。记得张三丰曾要求张无忌忘掉太极剑的每个招式。或许也是这个道理吧。
- ◆ 第二，实证法。实体经济中的铝厂收购也是大起大落。我们认识几个企业家。他们在铝行业不景气时以极低的价格买下铝厂，并在高景气的时候将铝厂以高价格卖掉。另外，除了铜之外，铅锌镍等品种的景气周期也不是特别持久。例如，锌价在 06 年初开始启动；但随着中国小矿山的大量投产，锌价在 07 年中开始步入下跌周期。
- ◆ 根据我们的行业统计和预测，国内铝厂扩建将在 2010 年四季度投产。同时考虑到需求状况，我们相信铝厂的盈利能力将进一步提高。

■ 铝三波：时间窗口逐渐打开

- ◆ 随着铝行业进入景气周期，我们认为铝业板块会出现三波行情。
- ◆ **铝业第一波：**当行业走出谷底并步入景气周期时，“业绩对铝价的弹性”是我们关注的焦点。考虑到铝行业的自身特点（详见之前的报告），我们忽略了“吨铝净利对铝价的弹性”，而仅着眼于“吨铝市值”。由于中孚实业、焦作万方和金马集团拥有较低的吨铝市值，我们选择了中孚实业作为首推公司。
- ◆ **铝业第二波：**当铝价涨至一定高度后（例如目前的 15,500 元/吨），市场对未来铝价的判断开始发生分歧。乐观派认为，铝价会继续上涨；悲观派则认为，铝价会维持于现有水平。在这种环境下，由于铝价并不算处于高位，所以“成本差异”会导致铝厂之间出现较大的“业绩差异”，从而导致铝业公司之间具有较大的“年化业绩 P/E 差异”。在众多铝业公司中，焦作万方和中孚实业拥有较低的运营成本，因而拥有了较便宜的“年化业绩 P/E 估值”。同时，由于拥有较多的下游加工业务，南山铝业的估值水平也同样较低。所以，我们选择了焦作万方作为首推公司。
- ◆ **铝业第三波：**当铝价继续上涨，或者供需状况进一步改善时，市场会在估值模型中上调未来铝价假设条件，因而导致铝业公司的“业绩差异”（或者是“P/E 差异”）对“成本差异”不再敏感。于是，成本较高的铝业公司会展开“补涨行情”。在这个阶段，云铝股份、中国铝业和关铝股份等高成本公司是我们的关注焦点。因此，我们计划选择云铝股份作为未来的首推公司。
- ◆ 当然，虽然上述三个阶段会出现不同的领涨主角，但有两个方面是不会变的。第一，随着铝价上涨，所有铝厂都会受益，因此所有铝业公司的股价都应该上涨。第二，“业绩弹性”大的公司肯定受益最多，这是肯定的。
- ◆ 我们发现，第一波和第二波之间具有明显的边界。中国铝业是一个很好的例子。最初，由于具备较高的“业绩弹性”，中国铝业股价曾在 09 年 8 月初突破 20 元的水平。然而随后，经历了整个 A 股市场的调整后，由于运营成本较高，中国铝业的股价始终在 12-15 元徘徊。与之对比，焦作万方的股价创出新高；中孚实业的股价也调整有限。
- ◆ 但是，我们现在却发现，第二波和第三波的边界似乎不够明显。也就是说，市场的近期表现告诉我们，铝业第三波似乎已经提前叩门了。为什么会这样呢？我们认为，是氧化铝资产对我们的推荐逻辑产生了

干扰。然而，这种干扰却是不理性的，因为第一，氧化铝的 ROE 不如电解铝，我们在此不赘述。第二，即使考虑到氧化铝，从估值的角度考虑，第三波仍然言之尚早。第三，我们在计算吨铝市值时，已经将氧化铝资产折算其中，所以中孚实业和焦作万方仍具有最高弹性。

- ◆ **推荐铝行业的理由：**（1）如果与自己的历史比，那么应该在 P/E 高时买入，并在 P/E 低时卖出。然而，虽然目前 P/E 已处于历史低位，但铝价仍在上升期。也就是说，随着市场不断上调未来铝业公司 EPS（对铝价的弹性很大哦），股价仍有较大上涨空间。（2）如果与其他公司或子行业比，那么应该选择 P/E 低的公司或子行业。那么现在，铝业公司 P/E 远低于其他子行业，所以铝业公司是最便宜的子行业。而现在我们知道，铝行业不应该受到歧视，因为铝厂是“投小钱、赚小钱、ROE 未必低”的“较轻资产”的有色子行业。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。