

国信  
证券

## 有色金属业绩大增价值低估

## ■ 投资看点

即使经过1月份的上涨，当前大多数有色股的股价仍处在合理水平，并未透支2007年的业绩增长。相对于A股市场的其他估值水平已经明显超过国际成熟市场的领域，有色板块当前已经相对低估，投资有色股转而成为一种较为安全的选择，其间存在价值重估的投资机会。

从2006年上市公司的经营表现来看，多数有色公司的年报业绩理应可观。2007年，价格走势的分化，资源股业绩的表现会分化；而一体化或深加工企业整体发展稳定；电解铝公司的暴利仍未结束，这必然会在1季报体现出来。我们看好黄金、锌等资源股；稀土、锂、钛、钨、高纯铝、铝板带箔等深加工股的1季报表现，而1季报的表现实质上定下了全年增长的基调，其间存在投资机会的信息，值得投资者密切关注。

国信证券研究所

## ■ 行业回顾

2006年  
有色金属大牛市

2006年是有色金属牛市的一年，各类有色金属价格除铝以外都创下了20年以来的最高水平。其中，锌和铜的表现尤为突出，2006年国际、国内锌价同比涨幅分别达到138.7%和99.3%；国际、国内铜价同比涨幅分别为82.8%和76.0%。

与有色金属价格大幅上涨相匹配的是国内有色金属行业整体业绩大增。据中国有色金属工业协会统计，2006年全行业企业效益大幅提高，十种有色金属产量稳定增长至1900万吨以上，企业利润高达1200亿元，创下历年新高。而有色金属类股票涨幅也相当可观，2006年有色金属板块涨幅达到148.6%，高于沪指涨幅。

## ■ 行业动态

## 锌价 短期回调难改上升趋势

据国际铅锌研究小组统计，2006年1~11月全球锌市短缺37.7万吨。期间全球锌产量为977.7万吨，同比增加4.9%，全球锌消费量为1015.4万吨，同比上升4.6%。2007年全球锌市场短缺现象依然存在，据国际铅锌研究小组的最新预测，2007年全球将短缺15.8万吨。从供应方面看，全球锌精矿的供应依然紧张，从而限制了精锌产量的大幅度增加。而消费相对旺盛，尤

其是中国镀锌板产量的大幅增长以及下游汽车行业快速的增长都带动了锌需求。同时，目前欧洲、印度和日本的镀锌板需求也十分良好。

受铜价下跌的影响，1月份国际、国内锌价也出现了下滑，环比分别下降11.3%和6.1%。根据前文分析，我们认为锌价的下跌只是暂时的，是受到铜价下跌的联带效应，从基本面来看，2007年锌价仍具上涨动力。

## 金价 需求旺盛精彩将继续

从供需上看，由于上游金矿开采不足，加上矿产金有着7~8年的投资周期，因此，金价上涨的刺激很难在短期内促使国际矿产黄金的供给增加。同时，有迹象表明全球矿产金产量最多的国家南非在过去的10年中，产量逐年下降。

据预测，到2010年全球矿山黄金产量将不足1866吨。除了矿产金的供应以外，再生金及官方售金也是黄金供应的主要途径。根据往年的经验，黄金价格的高企会促使再生金供应的增加，但人们对未来金价走势持有乐观态度的话，往往会使价格上涨。

而使再生金的供应受到限制。而官方售金方面就比较好预测，因为有绝大部分是来自于央行售金协议缔约国的售金，并且按照央行售金协议中的数量出售黄金，2004~2009年期间售金限额是2500吨。

需求方面，电子、牙科及首饰对黄金的需求依然旺盛，而由于美元贬值所导致的黄金在官方外汇储备中的增加也相当可观。

综上所述，无论从基本面还是黄金的金融属性来看，黄金价格的上涨是具有充分依据的。我们长期看好黄金，并建议关注山东黄金的投资价值。

## 镍锡 供需紧张成价格支撑点

2007年镍市场供需紧绷局面将继续，原因是：目前，全球镍资源紧缺，近几年在镍矿勘探方面没有取得突破，而新勘探的镍资源估计要到2007年底或2008年初才能使用。

而需求方面，由于下游不锈钢行业的快速发展，对镍的需求不断增加，据英国商品研究机构估计，2006年全球不锈钢产量为2717.2万吨，同比增长9%。而中国的不锈钢生产对镍的贡献最大。截至2006年底，中国不锈钢产能将达到1200万吨左右，随着新增产能逐渐释放，2007年镍需求量仍可能存在较大幅度增长。

与镍相似的是，锡供需紧张的局面在2007年将继续，有可能会更严重。目前，全球最大的锡生产国印尼因政府的资源整顿，关闭了一些小型锡矿和冶炼厂，使得锡产量大幅下降。同时，全球最大的锡资源国中国和印尼的出口量在2006年也出现了下降。

需求方面，无铅化环保焊料的应用大大提升了锡需求。据业内消息，中国禁止使用有铅焊料的相关政策也将于今年3月出台。另外，中国每年有30%左右的电子产品要出口，受欧洲、日本无铅法令政策影响，国内出口产品也须用无铅焊料。

铝价  
难逃下跌趋势

1月份，氧化铝价开始氧化铝进口价已从230~240美元/吨上涨到目前的260美元/吨以上，而中国港口已支付关税的进口价由2006年12月的2400~2500元/吨上涨到2800~2900元/吨。如果国内四大氧化铝厂商减产实现，氧化铝价格有望继续上涨，但考虑到国内氧化铝产能仍在大量释放，国内供应过剩的局面在2007年仍将持续及春节库存增加为短期行为，我们认为氧化铝价格目前的反弹不具持续性，预计氧化铝价格将维持低水平。

在电解铝出口退税取消，并加征收15%的出口关税后，国内电解铝出口量急剧减少。出口量的下降在一定程度上增加了国内市场的供应压力，对国内铝价造成打压。因此，我们认为在国内产能过剩和出口受阻的双重压力下，国内铝价难逃下跌趋势。

铜价  
高位震荡下行

但仍处高位受美国经济增速减缓和中国需求下降影响，1月份国际、国内铜价出现大幅下跌，下跌幅度分别达到14.27%和12.6%。

美国经济主要是受美国房地产市场降温的影响，由于美国房地产的铜消费就占到总消费量的46%，因此对铜需求影响很大。而中国的需求下降主要体现在进口量的大幅减少。供应方面，由于全球劳资纠纷绝大部分已解决，铜供应将得到保证。并且，中国的铜产量也大幅增加，2006年国内铜产量为292.5万吨，同比大幅增长了17.8%。目前国内在建、拟建铜冶炼项目总生产能力达205万吨，预计今年底将形成370万吨铜冶炼生产能力。因此，铜供应在今年将稳定增长。

综上所述，2007年全球铜需求增长速度将放缓，但需求依然旺盛，供给将趋于饱和，铜价震荡下行，但仍将在高位运行。

## ■ 板块展望

## 有色金属股当前相对低估

2006年以来，在业绩增长的推动下，有色板块已积累了相当大的涨幅，未来的上涨空间需要考评合理估值水平和业绩增长支撑两个方面的因素。根据当时的股价水平、市场平均的盈利预测数据和基于成熟市场同类公司的估值水平，我们所重点关注的有色金属股仍存在低估。2007年1月份，有色板块的股价仍有较好的表现，使得基于市场平均盈利预测水平的估值倍数上升，但总体上看，大部分重点公司当前的股价并未透支2007年的业绩增长，存在低估的现象依然很普遍。

因此，2006年业绩增长的实现和2007年业绩增长预期的存在，在股价本身并不存在高估的情况下，理应成为有色板块股价上涨的主要动力，从而1季度有色板块实质上面临着投资机会。

## ■ 投资评级

## 维持行业“谨慎推荐”评级

在当前A股市场许多领域的估值水平已经高于成熟市场的情况下，由于有色板块当前并未被高估，未来业绩增长仍有支撑，投资有色板块成为一种较为安全的选择，其间存在价值重估带来的投资。

我们维持有色行业谨慎推荐的投资评级。我们沿袭着2007年有色金属行业投资策略报告中的观点，即同时考量估值水平和业绩增长两个重要因素，2007年的投资选择将是多样化的，我们仍最看

成长性溢价带来的估值提升的利益，在很多领域的估值水平已经高于成熟市场的A股市场上，目前投资有色板块至少也是一个更为安全的选择。

2007年1季度，随着2006年年报和2007年1季报的陆续披露，我们预计，2006年大多数的有色金属上市公司的年报将拥有较好的业绩表现；而1季报，则为2007年的业绩增长定下基调。我们判断，黄金、锌、锡、镍等资源股、电解铝公司、一体化深加工公司（钨、钛、高纯铝、稀土等）在1季度仍将会表现优异的表现。

当前按照成熟市场估值水平评估的国内有色板块仍属合理水平，在上述成长性溢价的观点下，转而成为一个被市场低估的一个领域。这样看来，即便不能得到市场所说的

## 2007年重点有色上市公司投资评级

代码	简称	06EPS	07EPS	08EPS	投资评级
G00111	精工建材	0.20	0.51	0.73	推荐
UUU702	内蒙公用	0.25	0.61	1.31	推荐
G00456	宝钛股份	0.95	1.30	1.85	推荐
G00888	柳钢股份	0.70	1.15	1.65	推荐
G00219	南山铝业	0.25	0.96	1.12	推荐
G00311	宏达股份	1.45	2.20	2.60	推荐
UUU600	中金岭南	1.55	2.35	2.55	推荐
G00517	山东黄金	0.92	1.40	1.60	推荐
000070	云南铜业	0.95	1.50	1.90	推荐
G00311	六铝股份	0.13	0.96	1.12	推荐

资料来源：国信证券经济研究所

代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌%	成交量	中报每股	代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌%	成交量	中报每股	代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌%	成交量	中报每股									
000776	紫金矿业	11.5	12.3	11.11	12.06	5.79	366220	0.04	000883	三一重工	3.07	3.65	3.51	3.11	659331	4.6	4.65	4.52	4.62	1.99	75151	9.56	9.64	9.55	9.8	2.02	14497	0.23							
000777	攀钢钒钛	6.95	7.66	6.93	7.06	10.06	359355	0.04	000886	S*ST 韶能	5.1	5.4	5.34	5.08	13790	-0.08	000976	深南玻A	3.04	3.08	2.98	3.07	0.37	128846	0.01	000977	中航国际	17.0	19.19	17.77	17.9	2.2	32693	0.24	
000778	新兴铸管	6.95	7.66	6.93	7.06	10.06	359355	0.04	000886	海南高速	3	3.11	3.11	2.67	85954	0.01	000977	浪潮信息	6.66	6.91	6.58	7.01	10.03	76863	0.02	002051	神州泰岳	26.28	27.2	25.59	27.09	1.16	11643	0.26	
000779	S*ST 鹰潭	--	--	--	--	0	0.03	0.03	000887	S*ST 中鲁	2.6	2.68	2.5	2.55	193460	-0.06	000978	桂林旅游	13.58	14.04	13.95	13.95	2.95	25976	0.01	002053	云南锗业	12.82	13.32	12.75	13.22	3.85	45559	0.34	
000780	S*ST 兴发	4.19	4.37	4.19	4.37	5.05	110319	0.01	000888	峨眉山A	13.3	14.04	12.96	5.56	4257	0.04	000979	ST 科苑	2.8	2.94	2.8	2.94	5	41090	-0.26	002054	德美化工	10.82	11.4	10.82	11.31	2.77	1892	0.25	
000781	S*ST 金瑞	3.38	3.54	3.38	3.54	3.51	3.85	25299	0.05	000890	S*ST 江丰	3.87	4.08	3.72	3.99	7265	0.06	000981	S*ST 华塑	6.9	7.25	5.9	7.25	5.07	17366	-0.05	002055	得润电子	15.61	16.18	15.56	16.05	3.15	8126	0.25
000785	S石化	--	--	--	--	-0.79	0.00	0.04	000890	S*ST 尔康	2.76	2.76	2.62	2.76	0	106796	-0.24	000982	S*ST 雪莱	5.3	5.3	5.2	5.3	4.95	42896	-0.22	002056	模王电子	24.2	25.99	23.88	25.45	6.04	24715	0.41
000786	S*ST 新材	6.11	6.36	6.08	6.3	7.39	10.20	0.09	000890	S*ST 广晟	5.19	5.28	5.02	5.27	37115	0.08	000983	西昌电力	12.21	12.6	12.21	12.5	4.08	378506	0.42	002057	中航天源	9.7	10	9.6	10	4.38	20048	0.07	
000787	S*ST 金瑞	--	--	--	--	0.27	0.00	0.04	000895	S*ST 双一	2.76	2.76	2.6	2.76	0	106796	-0.24	000984	西博通信	7.19	8.18	7.93	8.1	1.89	30447	0.1									
000788	S*ST 金瑞	5.3	5.54	5.14	5.49	8.93	262001	0.01	000895	S*ST 双一	7.05	7.05	6.22	7.05	23637	0.02	000																		