

2018年1月30日

## 洛陽鋁業(3993.HK): 銅とコバルトの二重コア モリブデンとタングステンが錦上に花を添える

洛陽のモリブデン産業、製品ポートフォリオにコバルトを保有しており、景気後退に強い反循環能力を持ち、新エネルギー車によってもたらされた高い繁栄を楽しんでいるという点で、従来の循環型ストックとは異なる。一度世界的な景気回復が、銅や他の非鉄金属価格のボーナスを楽しむことは、“攻撃として、退屈な守りに”と記述することができる。

### メインポイント:

- **銅:** 世界の経済回復と供給の逼迫の故に銅の価格の改善に役立った。現時点では、5.5 万元/トンの銅の国内価格は、ほぼ 4 年間で最高を打つ。同社がコンゴ・テンケで銅とコバルト鉱山を買収した後、17 年間の銅生産量は約 25 万トンで、同国では 1 位となりました。パフォーマンスの感度分析によると、銅価格は 5.775 万元/トンに 5% 増加し、推定収益は 6.96 億元、2.05 億元の推定純利益である。
- **コバルト:** 需要と供給のギャップと資本の介入がコバルト価格を押し上げた。17 年 1 月から 18 年 1 月 11 日まで、平均国内コバルト価格は 27.08 万元/トンから 55.08 万元/トンに 103.4% 上昇した。業績感度分析によると、コバルトの価格は 10 万~50 万元/トン、収入は 16 億元、純利益は 4.7 億元と推定されている。
- **モリブデンとタングステン:** 川下の製鉄業の供給側の改革により、生産能力が回復している。2018 年 1 月 11 日現在、国内のフェロモリブデンの価格は、2017 年の低水準から 49% 上昇して 10.75 万元/トンに上昇しました。
- **投資アドバイス:** 17 年と 18 年の EPS は 0.23 香港ドル、0.29 香港ドル。PE は現在の価格に対応する 25.10 倍、19.90 倍になると予想されている。18 年の H 株を PE に 25 倍とすると、目標価格は 7.25 香港ドル、H 株は 59.33%、H 株は「購入」の評価優位がある。

評価: 購入

目標価額: \$7.25 香港ドル

現在価格: \$5.77 香港ドル

潜在的上昇幅: 25.6%

### 株の情報

H 株流通量: 3,933 百万

A 株流通量: 17,666 百万

H 株時価総額: 190 億香港ドル

主席: 李朝春

人民幣元(百万)	2015	2016	2017E	2018E
売上	4,196	6,949	25,644	37,660
年間増加	-37%	65.6%	269%	46.85%
純利益	761	998	3313	5,408
年間増加	-58.3%	31.1%	231.96%	46.87%
流通量(百万)	16,005	16,887	18,850	21,599
一株利益(香港ドル)	0.056	0.067	0.23	0.29
PE(倍)	24.30	28.20	25.10	19.90
PB(倍)	1.2	1.5	1.5	1.3

情報は彭博資訊より、邦盟滙駿基金管理有限公司が予測しました。

表：銅価のレート(単位:トン,米ドル)

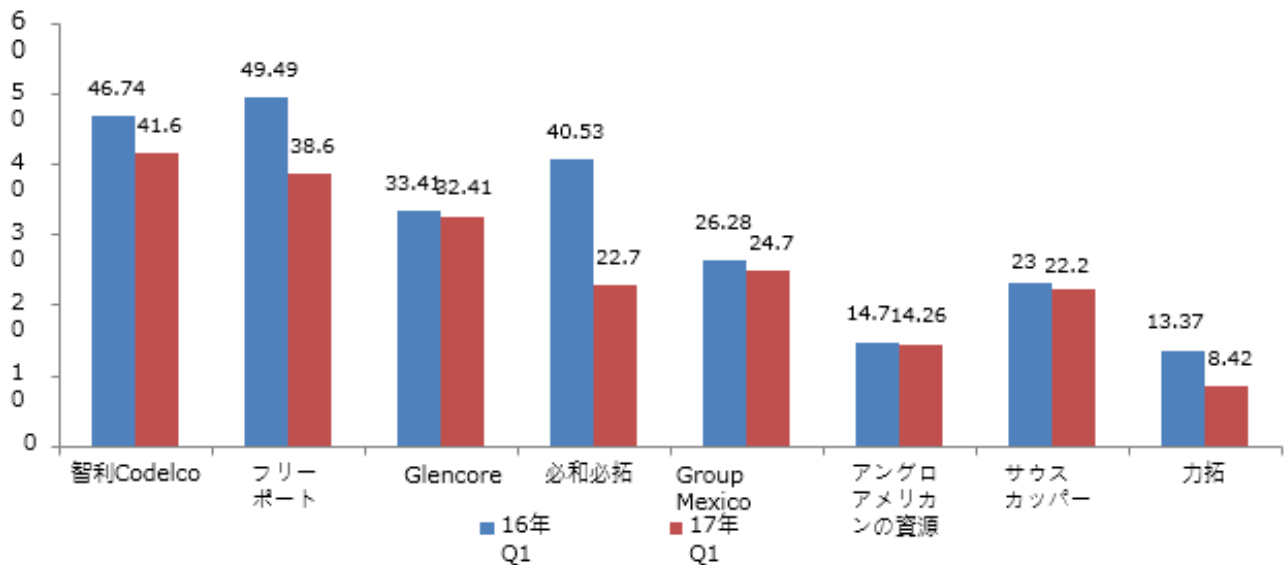


资料来源: 彭博资讯

➤ **銅の供給終了: ストライキ、生産の影響を停止し、銅の出力が低下した。**

世界的には、既存の銅鉱山の40%以上がラテンアメリカに起源を持ち、この地域で進行中のストライキのために、フィートの企業の生産計画も繰り返しブロックされ、将来のグローバル銅供給の成長は減速し続けると予想される。国内では、新たに導入されたスクラップ銅輸入政策もある程度銅の供給に影響を与えた。さらに、銅鉱石の採鉱時間が長くなることにより、鉱石の採掘年数も年々減少し、採掘コストは徐々に上昇している。国内の規制環境が厳しい中、国内の精製銅生産の伸びは減速するでしょう。

図3：2017年第1四半期の世界の大型銅鉱山の銅生産量は減少した

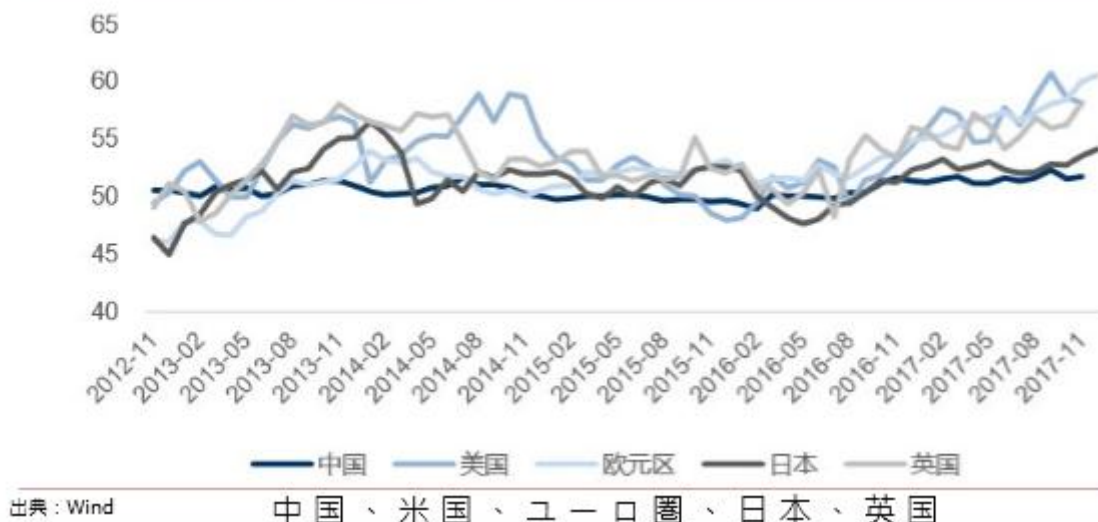


出典: 矿冶委

➤ **銅需要側: ストライキ、生産の影響を停止し、銅の生産が低下した。**

中国は世界最大の銅生産国であり、「One Belt and One Road」と新エネルギー車によるインフラ建設により、銅の国内消費は成長を導くだろう。アジア開発銀行は、「One Belt and a Road」に沿った国家インフラ投資の需要は、2016年から2020年にかけて少なくとも6兆米ドルになると見積もっている。世界金属統計局の予測によると、中国の銅需要は2017年の需要より7.56%増加し、2020年には1274.11万トンに達すると見通しである。海外需要については、2017年の世界経済の回復が銅需要の伸びを左右する良い基盤となった。

図表4：世界のすべての国の製造業PMIが拾い始めた



➤ 銅の生産量は国内では一位である。

洛陽鋁業は 2016 年にコンゴテンケ銅とコバルト鉱山を取得した。2017 年には江西銅業を上回る 25.3 万トンの銅を生産し、中国でトップとなった。近年、紫金鉱業は、コンゴ(金)Kamoa の銅鉱山と Kolwezi の銅鉱山の買収により、銅生産量の大幅な増加を達成しました。2017 年の銅生産量は 20 万トンとなり、その後の銅鉱山の追加操業により、2020 年には鉱山の銅生産量は 40.6 万トンに達する見込みである。現在、LME 銅の価格は歴史的に比較的低水準であり、世界的な景気回復、特に国内の「One Belt and One Road」インフラストラクチャーと新エネルギー車の普及により、銅の価格は回復基調を迎えるだろう。

表1：国内銅生産量分布 単位：百万トン

公司	項目	2016年	2017E
洛陽モリブデン	NPM銅生産	3.67	3.62
	Tenke銅生産	2.3	21.9
洛陽モリブデン銅生産量		5.98	25.3
江西銅業	銅生産	20.99	20.94
赤銅鉱業	銅生産	15.5	20.01
雲南銅業	銅生産	5.58	4.61
銅陵有色	銅生産	4.78	4.93

出典：社内報

表2：赤銅鉱業の銅生産計画 単位：百万トン

矿ft	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
赤銅ft銅鉱山	5.6	7.6	8.2	8.8	9.5
Ashele銅鉱山	4	4	4	4	4
多宝ft銅鉱山	2.5	2.5	3.7	9	9
タシュテック矿	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Kolwezi銅鉱山	-	2.7	6	6	6
Kamoa銅鉱山	-	-	-	-	8.7
その他	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
総銅生産量	15.5	20.2	25.3	31.2	40.6

出典：社内報

➤ 企業収益と純利益に関する銅価格の上昇の敏感な分析。価額上昇の会社に対する収入と純利益の敏感分析。

同社の 2017 年の銅金属生産量 25.3 万トンの計画に基づいて、生産と販売のバランスと、及び現在の原価 5.5 万元/トンを出発点として、17 年半年間銅とコバルトの調整報告書の純利益率を用いた。主な調整項目には、銅およびコバルト鉱山の取得または銀行勘定費用に対する借入金の調達および対価の公正価値の変動が含まれる。これらの 2 つの期間の費用は短期であり、計算の過程を除いて、非継続的な損益に属するものは考慮されていない。計算モデルによると、銅価格は 5.775 万元/トンに 5%増加し、6.96 億元、2.05 億元の推定純利益の収入を増加すると予想される。

表3：会社の業績に対する銅価格の弾力性

銅金属(百万トン)	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3
銅価格(万元/トン)	5.5	5.775	6.05	6.325	6.6	6.875	7.15	7.425	7.7
価格上昇(%)	-	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
価格変動(1万元/トン)	-	0.275	0.55	0.825	1.1	1.375	1.65	1.925	2.2
増加した収入(1億元)	-	6.96	13.92	20.87	27.83	34.79	41.75	48.70	55.66
純利益率(%)	-	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
純利益の増加(億元)	-	2.05	4.09	6.14	8.18	10.23	12.27	14.32	16.36

出典：BMI整理

表：コバルト価額のレート(単位:トン,米ドル)

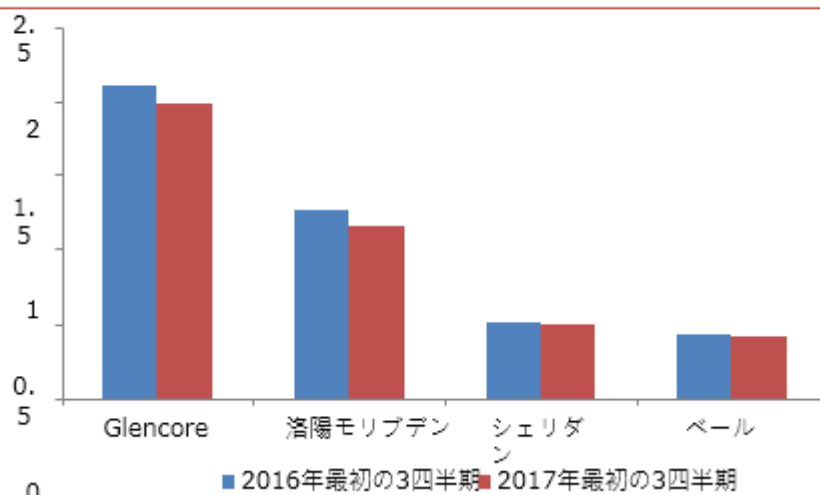


资料来源：彭博资讯

➤ コバルトの供給:大規模なコバルト鉱石の生産は 2017 年の最初の 3 四半期に減少を続けた。

Glencore、洛陽鉛業、Vale 及び Sherritt の 2017 年に第 3 四半期報告書によると、この 4 社は最初の 3 四半期に約 4.05 万トンのコバルトを生産し、前年比で約 6%減少した。2017 年の最初の 3 四半期では、Glencore のコバルト生産量は 1.98 万トンで、前年同期比 5.7%減少し、洛陽鉛業テンケは約 1.16 万トンで、前年同期比 8.9%減少した。謝里特が所有する Moa Nickel と Ambatovy は約 4,992 金属トンを生産し、前年比 3.9%減少し、Vale は 4160 トンのコバルトを生産し、前年比 0.9%減となった。

図5：前に 4 の大きいコバルトの鉱企業コバルト生産量前年同期比は下がります



➤ **コバルト供給側:2018 コバルトの新しい容量は限られており、生産能力の遅いリリース。**

2018 年から 2019 年にかけて新たに生産されたコバルトの生産量は、主に Glencore に由来し、歐亞資源などの大規模な国際コバルト鉱業企業は、生産を再開し、生産を拡大し始めた。しかし、コバルト容量の建設時間が長いため、現在の国際プロジェクトの大部分は、早ければ 18 年後にのみ稼働することができる。キャパシティの上昇時間と地雷輸送時間の問題を考慮すると、収量は非常に限定的であり、資源面での供給の弱い弾力性は、コバルト価格の上昇の中核要因の 1 つである。

表4：2017年から2019年までのコバルトの新生産能力

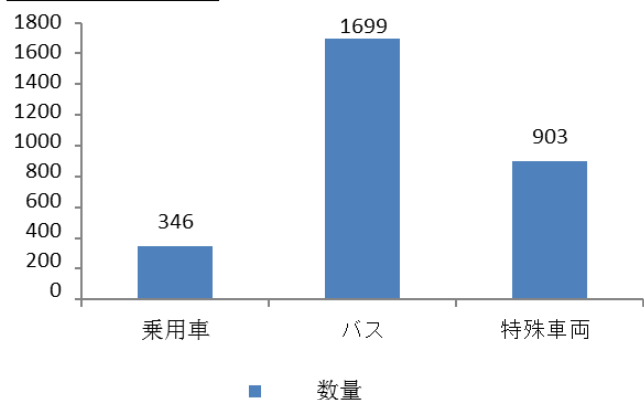
生産時間	会社	プロジェクト	新しい容量
2017年	ワンバオ鉱業	Comika 鉱山	3000トン
	shalina 鉱山	Etoile 鉱山	拡大40000吨
2018年	Glencore	KCC 復産	拡大1.5-3万吨
		PE527	3500トン
	Huayou Cobalt	Mikas	1000トン
2019年	カラーグループ	Deziwa	約1万吨
	ユーラシアの資源	RTR 一期	1.4万吨

出典：企業発表

➤ **コバルトの需要側:三元リチウム電池の普及率がさらに向上し、コバルト需要を引き上げる。**

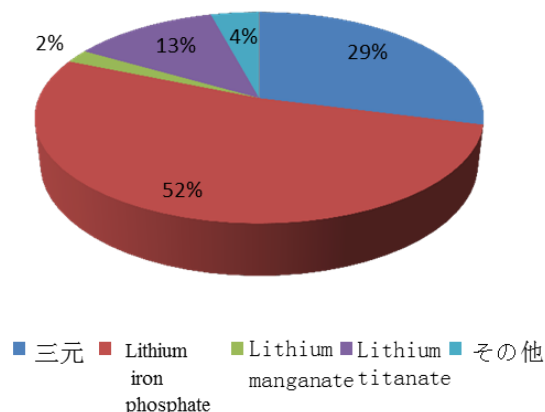
2017 年 1 月から 10 月にかけて、産業情報省は乗用車 346 台、バス 1,699 台、特殊車両 903 台のうち、「新エネルギー車の推奨カタログ」合わせて 2948 モデルを発表した。様々なモデルを搭載した電池の技術ルートによると、三元リチウム電池を搭載した 855 モデルが全体の 29%を占め、普及率はさらに高まっている。乗用車の三元リチウム電池の普及率は 74.85%で、特殊車両普及率は 65.67%でした。三元リチウム電池は、新エネルギー車のエネルギー密度を向上させ、唯一の技術経路の走行距離を増加させることであり、三元リチウム電池の普及はコバルトの需要を推進する。

図6:最初の10の新しいエネルギー車はモデルディレクトリを推薦しました



出典：産業情報省

図7:29%のリチウム三成分セル浸透



出典：産業情報省

➤ **コバルト価格上昇による企業収益および純利益の敏感な分析**

会社 17 年計画のコバルト産量は 1.6 万吨。生産と販売がバランスとすると、及びコバルト価格の出発点が 40 万/トンであると、117 年半年間銅とコバルトの調整報告書の純利益率を用いた。主な調整項目には、銅およびコバルト鉱山の取得または銀行勘定費用に対する借入金の調達および対価の公正価値の変動が含まれる。これらの 2 つの期間の費用は短期であり、計算の過程を除いて、非継続的な損益に属するものは考慮されていない。計算モデルによると、コバルトの価格は 10 万~50 万元/トン上昇し、推定収入は 16 億元、純利益は 4.7 億元増加した。

表5：企業業績に対するコバルト価格の弾力性

コバルト金属(トン)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
コバルト価格(1万元/トン)	45	50	55	60	65	70	75	80
価格変動(1万元/トン)	5	10	15	20	25	30	35	40
増加した収入(1億元)	0	8	16	24	32	40	48	56
純利益率(%)	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
純利益の増加(億元)	0	2.35	4.70	7.06	9.41	11.76	14.11	16.46

出典：BMI整理

- **投資助言:**2018年1月30日現在、洛陽鋁業A株の終値は7.45人民元で、H株の終値は5.77香港ドルであった。A/H株の水増し59.33%、H株はバリュエーションの優位性を持つ。当社の17年および18年間のEPSは、それぞれ0.23香港ドルおよび0.29香港ドルと推定されている。H株の現在のPE価格は、それぞれ25.10倍および19.90倍である。A株18年の平均PEを41倍を参考すると、H株は18年間でPEの25倍、あげられる目標株価は7.25香港ドル、「購入」と評価される。

表6：17年および18年の業績予測

矿ft	製品	17年計画の 生産量(トン)	18年間の計 画生産量 (トン)	17年平均価格 (万元/トン)	18年平均価格 (万元/トン)	17年間の予 測収入(万 元)	18年の予測 収入(万元)
三道庄、上房沟和新疆矿ft三座 矿ft	モリブデン	16000	16000	11.2	22.5	179,200	360,000
	タングステン	11000	11000	10.8	12.96	118,800	142,560
NPM銅金矿80%股权	銅(NPM80%利息計算)	34000	34000	3.8	5.5	129,200	187,000
	小計(1万元)					427,200	689,560
2016年の英米燐酸ニオビウムの買収(2016年10月01日購入日)	ニオブ	8000	8000	28.8	34.56	230,400	276,480
	リン	1182000	1182000	0.3	0.36	354,600	425,520
2016年のFreeportにおけるTenke銅コバルト鉱石の80%の持分の取得(2016年11月17日購入日)	銅(Tenke80%利息計算)	219000	219000	3.8	5.5	832,200	1,204,500
	コバルト (Tenke80%利息計算)	18000	18000	40	65	720,000	1,170,000
	赤い領域の推定所得小計(万元)					2,137,200	3,076,500
	総収入(万元)					2,564,400	3,766,060
	純利益率(%)					14.36%	14.36%
	純利益(億元)					36.82	54.08
	加重平均株式資本					188.5	215.99
	EPS(香港ドル/株)					0.23	0.29

資料來源：邦盟滙駿基金管理有限公司整理和預測  
出典：BMI整理

添付書類：予測損益計算書 17 年と 18 年

表 7: 17 年和 18 年 予測損益計算書 単位: 億元				
事項	15A	16A	17E	18E
一、営業収入	41.97	69.5	256.44	376.6
減: 営業コスト	26.22	46.24	158.15	241.0
営業税金及び付加	2.42	2.3	3.21	4.05
販売費用	0.85	0.9	2.13	2.69
管理費用	3.57	7.15	10.13	12.78
財務費用	0.46	4.08	16.12	13.84
資産の値段下がるの損失	2.3	3.52	0.12	0.12
増: 公正価値の変動	-0.02	0.46	-3.74	-0.96
投資収益	1.16	1.74	0.96	0.96
二、営業利益	7.27	7.51	63.79	102.09
営業外収入	0.5	4.67	0.60	0.6
減: 営業外支出	0.95	0.28	0.92	0.92
三、総利益	6.83	11.90	63.47	101.77
減: 所得税	-0.20	1.70	20.41	37.66
四、純利益	7.03	10.19	43.05	64.12
帰属する純利益	7.61	9.98	33.13	54.08
少数株主損益	-0.58	0.21	9.92	10.04

BMI 整理より

**免責事項**

読者は慎重に注意してください

(i) 本文に言及の証券の価格と価値や証券からの収益などは波動する可能性があります；

(ii) 過去表現は未来の業績を反映することができません；

(iii) 本文中のいかなる分析、評価と提案は長期的なものであり(少なくとも12ヶ月)、かつ関連証券または会社が発表する可能な短期評価と関係ありません。本稿内容の情報は確かなところからもらっているが、邦盟匯駿基金管理有限公司、その関連会社及び/又は子会社(総称して、「邦盟匯駿基金管理」)は如何なる個人及び如何なる目的で本文情報の完全性または正確性または適合性について如何なる形式の担保、声明と保証(明示と黙示をに関わらず)を一切致しません。本文情報の目的は、如何なる投資意向を持つ個人に法律、財務、会計、事業、投資、税金又は如何なる専門意見を提供する又は提供していると思なすことではありませんので、依拠とすべきではありません。邦盟匯駿基金管理は本文に記載されている有価証券の可用性(または関連する投資)について受領者に何らの表明も致しません。本文の意見や助言は、投資家の財務状況、投資目的、特別なニーズを考慮しておらず、また潜在的投資家に特定の有価証券、金融商品および戦略についての助言ではありません。

本文の受領者は、本文を投資判断のための考慮事項の1つとしてみなし、本文で述べた企業の事業、財務状況およびビジョンについて独自に調査する必要があります。受領者は、本文情報の妥当性、正確性および完全性について独自の判断を下し、必要または適切と思われる時に独立した調査を行うべきです。この記事に関するご質問がある場合は、独立した法律、財務、会計、ビジネス、投資および/または税務アドバイスを求め、投資意思決定に先立ってその投資が投資目標と投資の限界に満たしていることを確認する必要があります。

邦盟匯駿基金管理およびその子会社または関連会社は、本書に記載されている会社と関連しており、その役割はマーケット・メーカーまたはアンダーライターである可能性があります。邦盟匯駿グループ、その関連会社および/またはその役員、取締役および従業員は、本書で言及している証券発行者と業務のやり取りを行っております。投資銀行業務または直接投資業務、または時折自らおよび/またはクライアントを代表し上記の証券(または関連する投資)の権益を保有(および/または後に増加または処分)する可能性があります。したがって、投資家は、邦盟匯駿基金管理が本文の客観性に影響を与える利益相反を有する可能性があり、邦盟匯駿基金管理が責任を負わないことに留意すべきです。さらに、本書に記載されている情報は、邦盟匯駿基金管理関連する個人、その他のメンバー、または邦盟匯駿基金管理によって発表された意見とは異なる場合があります。

**評価定義：**

株の評価(12ヶ月)	説明
購入	今後12ヶ月間の期待収益率は15%を上回る
持つ	今後12ヶ月間の期待収益率は、-15%から15%まで
売却	今後12ヶ月間の期待収益率は-15%を下回る
投機的な購入	今後6ヶ月では、期待収益率は20%を超えており、より大きなリスクを伴う
投機的な売却	今後6ヶ月では、期待収益率は20%未満、より大きなリスクを伴う
業界評価	説明
優れたパフォーマンス	ハンセン指数相対的なパフォーマンス $\geq 10\%$
中性	ハンセン指数相対的なパフォーマンス -10% から +10%まで
市場を下回る	ハンセン指数相対的なパフォーマンス $\leq -10\%$

地址: 香港灣仔港灣道6-8號瑞安中心9樓909-916室

電話: (852) 3582 2777

電郵: hkcs@bmifm.com