



加速赶顶的宏观面 与 依旧坚挺的基本面

工业金属2018年度中期投资展望

汇报人：太平洋证券有色钢铁团队 杨坤河

目录 / CONTENTS



1 加速赶顶的宏观面



2 依旧坚挺的基本面



3 推荐子板块



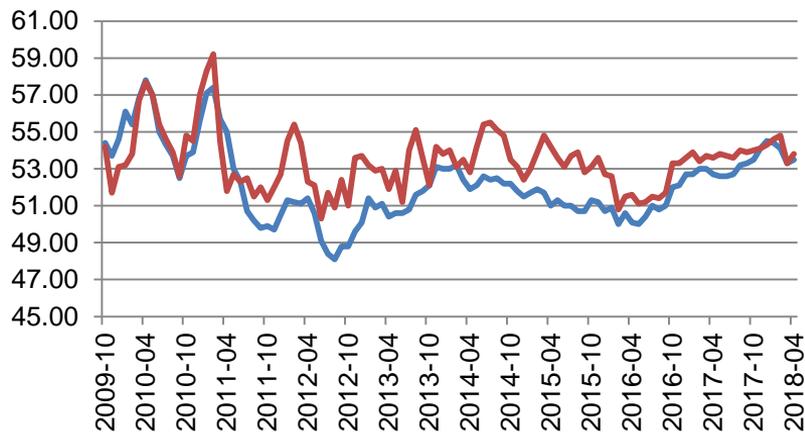
4 重点标的及风险提示

An aerial view of a city skyline at sunset, with the sun low on the horizon casting a golden glow over the buildings. The sky is filled with dramatic, dark clouds. The text 'PART ONE' is overlaid in large, white, sans-serif capital letters. The image is framed by a white triangular shape pointing to the right.

PART ONE

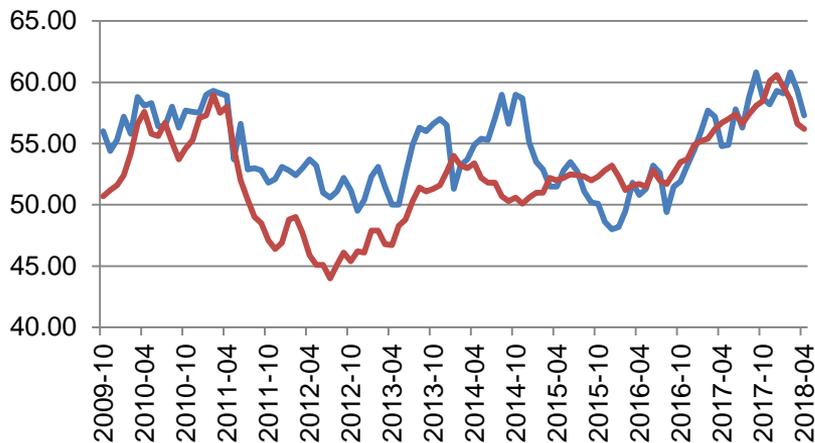
加速赶顶的宏观面

全球主要经济体景气领先指标依次见顶回落



— 全球:摩根大通全球制造业PMI

— 全球:摩根大通全球综合PMI



— 美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI

— 欧元区:制造业PMI

■ 摩根大通全球综合PMI3月录得53.3，暴跌至16个月以来新低；4月有所回升但出近期低位；

■ 摩根大通4月全球制造业PMI略微回升，但仍处于阶段性低位；中国物流与采购联合会发布的4月份全球制造业PMI为54.4%，连续两月环比回落；

■ 景气回落背后的原因可能是：2012年以来量化宽松导致杠杆水平提高，加速了全球景气复苏，而目前全球利率在加息环境下上行，持续加杠杆面临较大压力，并且中国处于去杠杆环境下，因此全球景气指标面临见顶回落。

■ 2018年4月美国制造业PMI为57.30，仍处于景气区间，但为11个月以来新低，连续2个月回落

■ 2018年4月欧元区制造业PMI为56.20，仍处于景气区间，但为14个月以来新低，连续4个月回落；德、英今年以来PMI持续回落

全球经济加速见顶但仍处景气区间

全球主要经济体景气领先指标依次见顶回落，意味着全球经济增速后期可能显著放缓，但短期景气度仍比较高



美国制造业PMI2018年2月见顶，4月
PMI57.30



日本制造业PMI2018年1月见顶，4月
PMI53.80



英国制造业PMI2017年11月见顶，4月
PMI53.90



德国制造业PMI2017年12月见顶，4月
PMI58.10



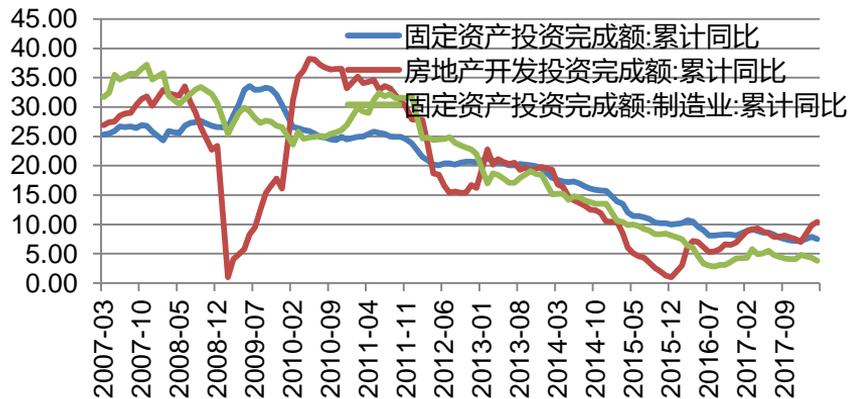
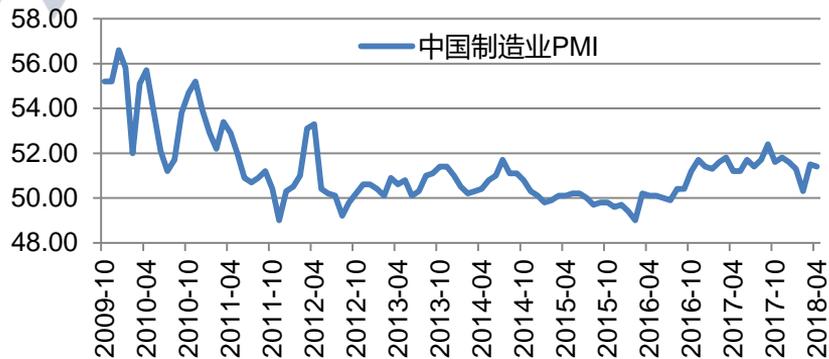
法国制造业PMI2017年12月见顶，4月
PMI53.80



印度制造业PMI2017年12月见顶，4月
PMI51.60

中国需求增速放缓但底部平稳维持韧性

国内需求总量下降但仍有韧性：数据上PMI良好、地产数据超预期；政策上政治局再提“扩大内需”并且降准护航



PMI数据表现良好：

截止2018年3月连续21个月处于景气区间



地产数据超预期：

3月份地产投资增速10.4%，为2015年3月以来最高；房屋新开工面积同比9.7%，增速为2017年7月以来最高



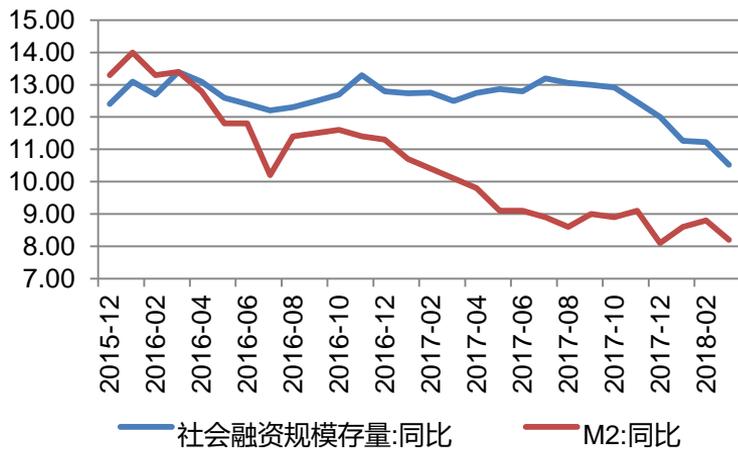
政治局会议再提“扩大内需”：

“世界政治经济形势更加错综复杂”关注经济的“稳定性”，强调“持续扩大内需”，以对冲去杠杆导致的经济下行压力以及贸易摩擦导致的外需下滑



央行降准及资管新规过渡期延长是流动性上考虑稳定内需的结果。

流动性收紧、中国经济处于库存去化周期



流动性收紧，货币政策保持稳健中性

2018年前三月，社融余额增速却由于表外融资收紧的影响持续下行，已降到历史最低值10.5%。3月M2同比增速为8.2%，同样为历史最低值。

货币政策持续保持稳健中性,主要是为呵护银行流动性稳定以及实体经济融资需求,预计央行将持续合理适度加大资金投放力度,后期类似降准的货币政策操作仍有可能出现。



中国经济处于库存去化阶段

工业企业产成品存货自2017年二季度开始回落，表明库存周期见顶，2017年二季度以来国内经济一直处于去库存阶段



依旧坚挺的基本面



PART TWO

产能周期底部平稳运行

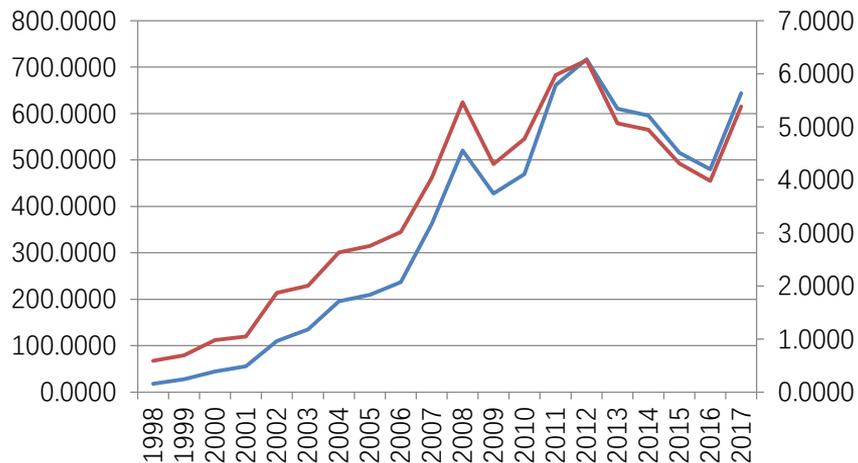
全球采矿业资本开支有所抬头，但资本开支到产能投放周期较长致产能短期无法释放



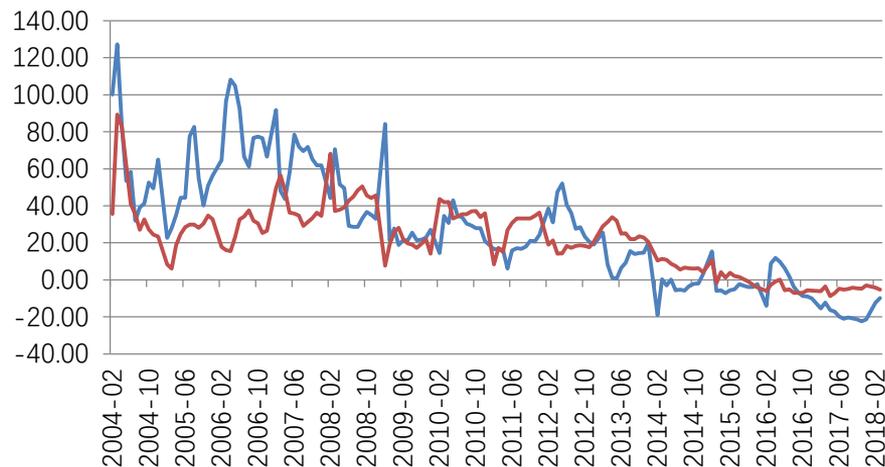
- **全球采矿业资本开支有所抬头：**标普全球发布的全球勘查预算数据进入上升通道。2017年有色金属勘查预算为79.5亿美元（2016年全球有色金属勘查投入68.9亿美元），2012年以来首次回升。但从资本开支到产能释放一般需要5-10年周期。

产能周期底部平稳运行

A股有色企业资本开支2017年明显回升，但全国有色行业固定资产投资依旧回落



— SW有色板块上市公司净资本开支总和 (亿元)
— SW有色板块上市公司平均净资本开支 (亿元)



— 固定资产投资完成额:有色金属矿采选业:累计同比
— 固定资产投资完成额:制造业:有色金属冶炼及压延加工业:累计同比

- **A股有色企业资本开支2017年明显回升**  SW有色120家企业2017年资本开支有比较明显回升，120家企业净资本开支综合644亿元，同比增加34%，为2013年以来最高。但更多的是防御性资本开支而非扩张性，例如新上环保设施设备。
- **全国有色行业固定资产投资额依旧回落**  2018年3月，采矿及冶炼加工固定资产投资完成额分别同比回落9.9%及5.3%，固定资产投资增速依旧低迷，但采矿业增速确实有收窄迹象

产能周期底部平稳运行

中国环保带来的产能收缩可能超预期，有效对冲供给侧改革的边际削弱



行政去产能力度边际弱化
市场化去产能尚未完全开启



环保对产能压缩可能超预期
矿权退出+环保限产+环保成本+环保督查



污染防治为“三大攻坚战”之一



设立生态环境部



生态红线内矿业权加快退出



征收环保税



环保限产扩大到非采暖季



核发排污许可证



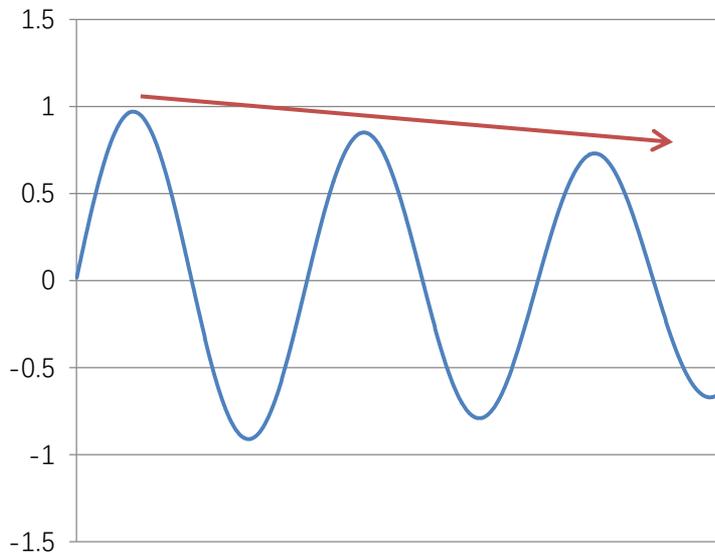
环保督查



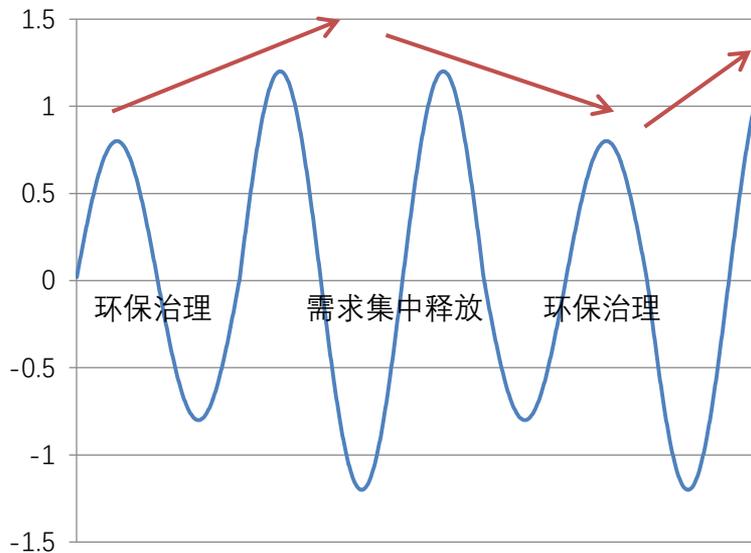
江苏	“十三五”期间，生态红线控制范围占全省国土总面积的22%以上
青海	全面禁止在三江源等保护区开展矿业活动。
海南	2016年划定陆域面积33.5%，近岸海域总面积35.1%为生态保护红线，Ⅱ类生态保护红线区内禁止工业、矿产资源开发
云南	划定11.84万平方公里，30.90%的生态保护红线
陕西	西安市取消600个矿业权
内蒙古	锡林浩特取消300个矿业权；锡林郭勒盟提出将85%的国土面积划入生态保护红线，计划十三五期间关停矿山数量100个以上
湖南	郴州市1/3的县市区严格限制矿产资源开发，不新设矿业权；常德市提出建设“美丽常德”，全市境内不新设采矿权

环保治理下需求波动幅度加大

需求端波动率及波幅增加，可能创造更多大宗商品及权益资产的介入时机



需求总量下滑，但季节性波动平稳

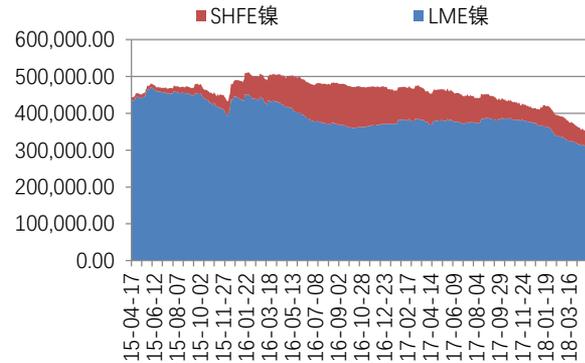
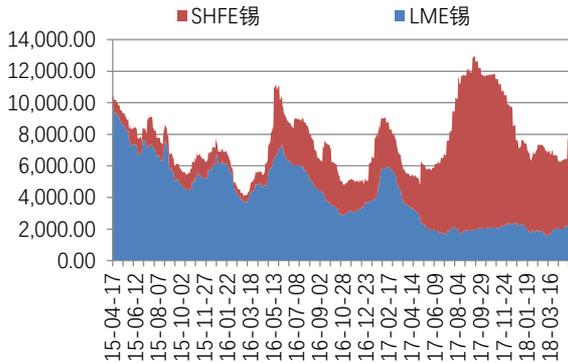
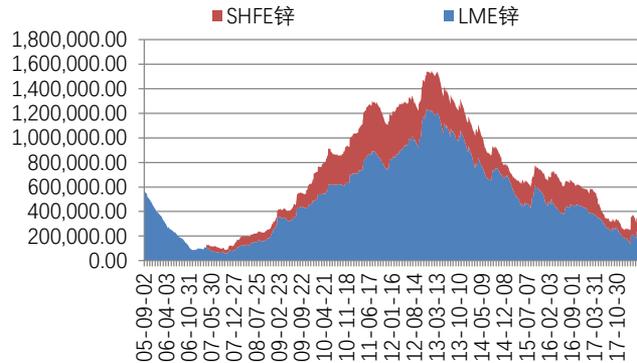
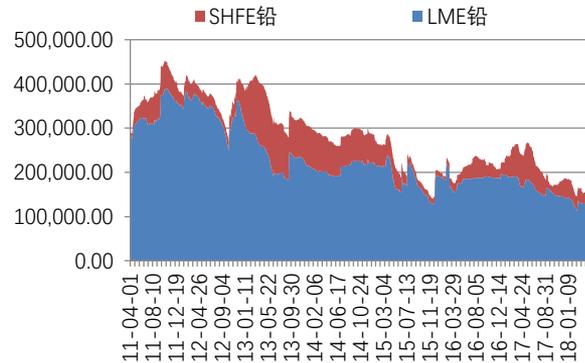
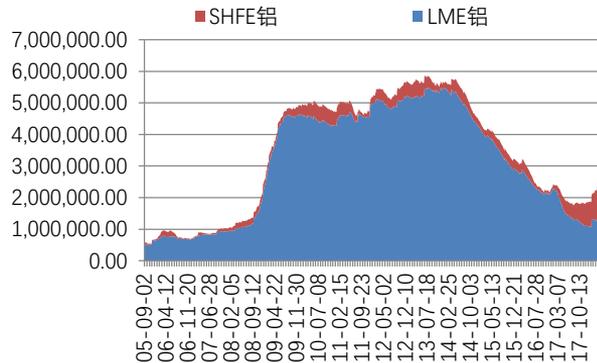
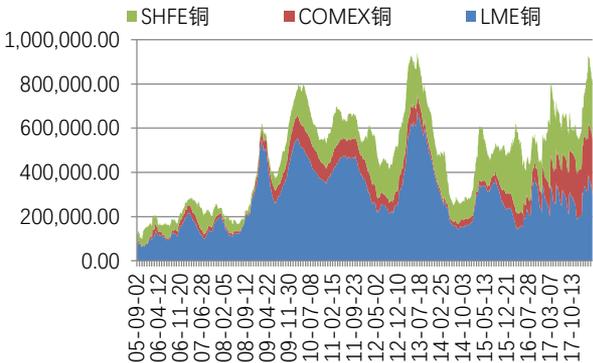


需求总量下滑，但环保治理下受抑制的需求集中释放

- 原先需求波动平稳，而环保治理或督查下，需求受压制后集中释放显示为波动幅度加大；
- 需求波动率加大下，集中反映供需情况的库存指标，将可能成为最主要的价格变量之一；

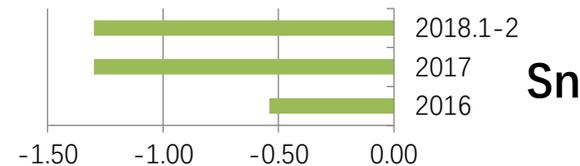
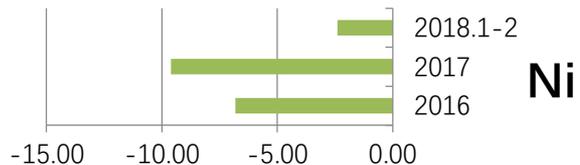
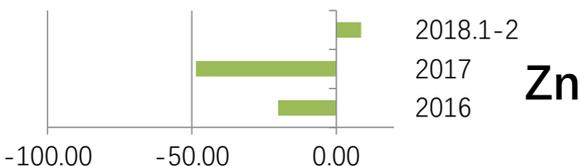
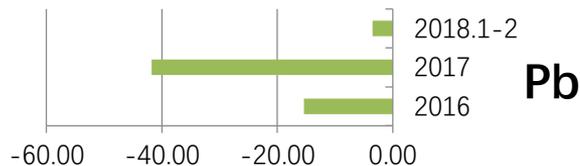
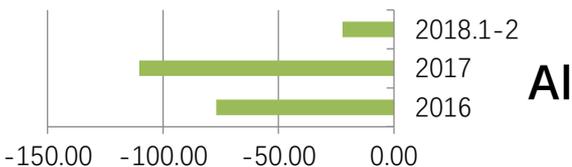
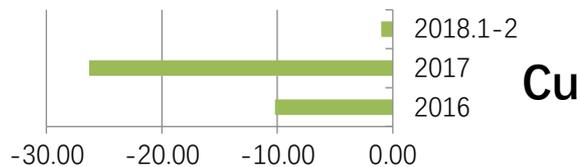
库存成短周期价格最大变量

需求波动率加大背景下，去库存节奏一旦开始，库存降幅将比以往更加明显



2018年基本金属供需短缺延续

供需短缺延续，对金属价格将构成较大支撑



- 国际铜业研究组织(ICSG)预计，2018年全球铜市供应过剩4.3万吨，2019年供应短缺33.1万吨。
- 美国铝业预测：随着中国推进供给侧改革，2018年全球铝市场供应缺口最高将达到70万吨。
- 国际铅锌研究小组预测(ILZSG)：2018年全球锌市场将出现26.3万吨供应短缺。
- 国际锡研究协会(ITRI)预测：2018年全球精炼锡市场供应短缺量料走阔至7300吨。
- 国际镍业研究组织(INSG)预计：2018年全球精镍供应短缺将达5.3万吨，实现连续第三年维持短缺。

推荐子行业

铜、铝、锡及硬质合金



PART THREE

下半年重点推荐：铜、铝、锡、硬质合金

- 1、产能周期处于底部，2020年之前没有大的铜矿投产，产能增速缓慢；
- 2、需求端有全球制造业景气周期托底，美国仍有基建计划未施行；
- 3、美元指数尽管近期波动上行，但长期弱势地位不改，对铜价无法长期压制；
- 4、禁止七类废铜进口，叠加国内冶炼产能较大规模投产，将加剧铜矿紧张；

铜 

- 1、全球原铝供需持续短缺，内外价差有修复动能；
- 2、挪威海德鲁公司关停氧化铝产线加剧氧化铝缺口，进而加剧原铝供需失衡；
- 3、中国环保治理及煤电去产能将拉平企业成本，以此市场化方式促使行业过剩产能加速退出；
- 4、需求增速预计保持6%-7%区间，在轻量化、交通等领域有巨大市场空间；

铝 

- 1、缅甸矿现供应拐点，矿山品味下降、开采难度增加，产出可能持续下降；
- 2、中国环保限制锡矿供给，国内矿增量有限；
- 3、需求增速维持1%-3%之间，电子产品用焊料及汽车用锡需求增加可观
- 4、行业集中度高，加上下游焊料对价格不敏感，因此锡厂商定价能力相对突出；
- 5、库存消耗已近尾声，供给短缺将扩大

锡 

- 1、上游钨原料价格高位平稳，利于硬质合金企业成本控制；
- 2、采矿业资本开支增加，硬质合金传统需求有望提升；
- 3、制造业持续景气，工程机械销量良好，传统刀具市场增速可期；
- 4、贸易争端下，高端制造加速发力，高端硬质合金刀具进口替代空间巨大；
- 5、硬质合金自2017年底以来逐步提价，尚未反应到业绩中，2018年业绩可观

硬质合金 

PART FOUR



重点标的及风险提示



重点标的

证券代码	证券简称	评级	EPS				PE				2018.05.10 收盘价
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
600362.SH	中钨高新	增持	0.20	0.34	0.40	0.43	86.60	50.94	43.30	40.28	17.32
601899.SH	紫金矿业	买入	0.16	0.29	0.34	0.37	25.44	14.03	11.97	11.00	4.07
000960.SZ	锡业股份	买入	0.46	0.70	0.87	1.00	30.43	20.00	16.09	14.00	14.00
000878.SZ	洛阳钼业	买入	0.14	0.33	0.36	0.37	79.79	33.85	31.03	30.19	11.17
000630.SZ	铜陵有色	增持	0.05	0.14	0.15	0.15	51.60	18.43	17.20	17.20	2.58
000807.SZ	云铝股份	增持	0.25	0.41	0.63	0.90	29.44	17.95	11.68	8.18	7.36
601600.SH	中国铝业	增持	0.09	0.16	0.18	0.19	50.78	28.56	25.39	24.05	4.57



紫金矿业集团股份有限公司



铜陵有色金属集团股份有限公司



云南锡业股份有限公司



中钨高新材料股份有限公司



中国铝业股份有限公司

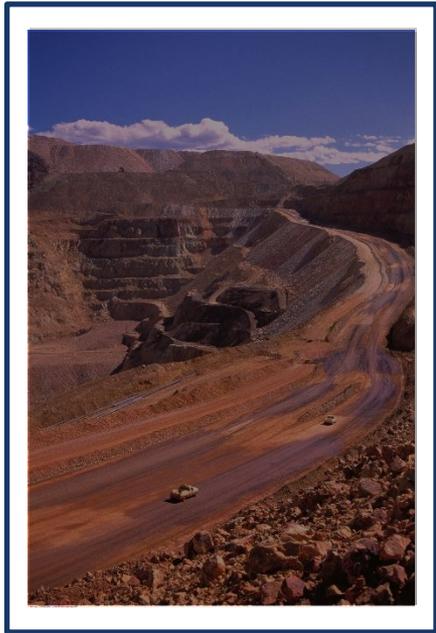


云南铝业股份有限公司

风险提示



宏观经济增速持续放缓带来需求端的断崖式下滑；



矿山产能投放增速超预期；



环保治理政策转变或执行程度不及预期



美元指数大幅走强



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

守正 出奇 宁静 致远

太平洋证券研究院

