

投资评级:增持(维持)

2018年有色行业中报点评

ROE整体改善, 结构分化, 铝产业链有望“浴火重生”

最近一年行业指数走势



联系信息

李帅华

分析师

SAC 证书编号: S0160518030001

lishuaihua@ctsec.com

郝思行

联系人

haosx@ctsec.com

021-68592511

相关报告

- 1 《铝筑三年大底, 锂钴前景可期: 有色金属行业 2018 年中期投资策略》 2018-06-24
- 2 《短期需求无增量, 等待政策落地: 锂业周报》 2018-05-27
- 3 《碳酸锂: 短期价格仍蛰伏: 锂业周报》 2018-05-21

投资要点:

- **ROE 整体改善, 结构分化。**2018 年上半年受大多数金属价格同比上涨的影响, 有色板块净利率和资产周转率同比上升, 与此同时, 在国家环保限产、供给侧改革、去杠杆的大背景下, 企业缺乏扩张资产负债表的能力与意愿, 资产负债率继续下降, 资产负债表得以进一步的修复。从各子板块看, 工业金属在贸易战、国内去杠杆、美元指数上涨的影响下, 总体并不理想, 但铝产业链有望触底反弹; 贵金属板块, 在美国经济持续超预期, 美元走强的影响下, 贵金属价格疲弱, 但最坏的时期即将过去; 稀有金属板块, 新能源金属短期承压, 但其他稀有小金属持续受益于环保督察; 金属非金属新材料板块分化严重, 主要受方大炭素大幅盈利和领益智造亏损影响。
- **海内外短缺共振, 氧化铝紧缺新常态。**短期看, 受海外氧化铝缺口加剧和国内铝土矿短缺、氧化铝减量生产共振影响, 氧化铝价格将进一步上涨; 长期看, 随着国产铝土矿的供应收缩, 国内氧化铝厂将更加依附于海外铝土矿的进口采购, 港口建厂降低铝土矿的运输成本也将成为大趋势, 但国内环保政策高压, 港口建厂的批复难度与日俱增, 因此氧化铝供应紧缺可能成为行业的新常态。建议关注高氧化铝自给率的中国铝业、南山铝业和云铝股份。
- **阳极价格步入上行周期。**受阳极价格持续下滑影响, 高成本阳极生产商已经陷入现金成本亏损的局面, 并考虑减量生产。魏桥各个供应商开始了 9 月预焙阳极采购价议价, 最终达成了上涨 220 元/吨的协议。我们认为, 采暖季限产即将来临, 阳极可能再度面临供需紧张的局面, 下游电解铝企业提前备货将拉升阳极价格, 阳极价格步入上行周期。建议关注受益于阳极价格上涨和美元走强的阳极出口龙头企业索通发展。
- **风险提示:** 宏观经济下滑, 美元汇率大幅下滑, 环保政策放松。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (09.05)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
603612	索通发展	50.97	14.98	1.61	1.35	1.79	9.30	11.10	8.37	增持
000807	云铝股份	137.64	5.28	0.25	0.39	0.73	21.12	13.54	7.23	买入
600219	南山铝业	252.56	2.73	0.17	0.23	0.28	16.06	11.87	9.75	买入
601600	中国铝业	591.68	3.97	0.09	0.12	0.24	44.11	33.08	16.54	增持

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

有色金属

证券研究报告

行业专题报告

行业研究

财通证券研究所

内容目录

1、 中报有色板块子行业 ROE 回顾	3
1.1 工业金属.....	3
1.2 贵金属.....	4
1.3 稀有金属.....	5
1.4 金属非金属新材料.....	6
2、 后市看好氧化铝和预焙阳极.....	7
2.1 海内外短缺共振，氧化铝紧缺将成新常态.....	7
2.1.1 海外氧化铝短缺加剧.....	7
2.1.2 铝土矿整改，国产矿大幅收缩.....	8
2.1.3 氧化铝紧缺将成新常态.....	9
2.2 阳极价格触底，采暖季限产开启新一轮价格上升周期.....	10

图表目录

图 1：有色板块 ROE.....	3
图 2：有色板块销售净利率.....	3
图 3：有色板块资产负债率.....	3
图 4：有色板块总资产周转率.....	3
图 5：各工业金属 ROE.....	4
图 6：各工业金属销售净利率.....	4
图 7：各工业金属资产负债率.....	4
图 8：各工业金属总资产周转率.....	4
图 9：贵金属 ROE.....	5
图 10：贵金属销售净利率.....	5
图 11：贵金属资产负债率.....	5
图 12：贵金属总资产周转率.....	5
图 13：稀有金属 ROE.....	5
图 14：稀有金属销售净利率.....	5
图 15：稀有金属资产负债率.....	6
图 16：稀有金属总资产周转率.....	6
图 17：金属非金属新材料 ROE.....	6
图 18：金属非金属新材料销售净利率.....	6
图 19：金属非金属新材料资产负债率.....	7
图 20：金属非金属新材料总资产周转率.....	7
图 21：海外氧化铝价格（单位：美元/吨）.....	8
图 22：国内氧化铝价格（单位：元/吨）.....	8
图 23：氧化铝行业开工率.....	8
图 24：预焙阳极价格（单位：元/吨）.....	10
图 25：美元兑人民币汇率.....	10

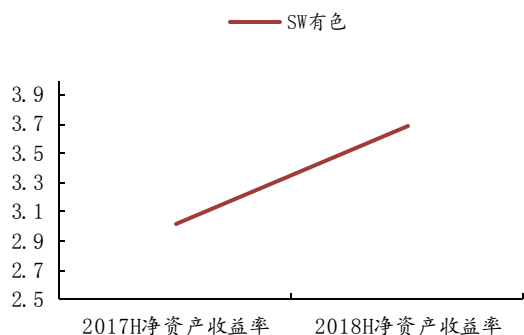
表 1：沿海地区布局氧化铝厂的成本优势（含税到厂价：元/吨铝土矿）... 9

表 2：近期要求停产的氧化铝项目..... 9

1、 中报有色板块子行业 ROE 回顾

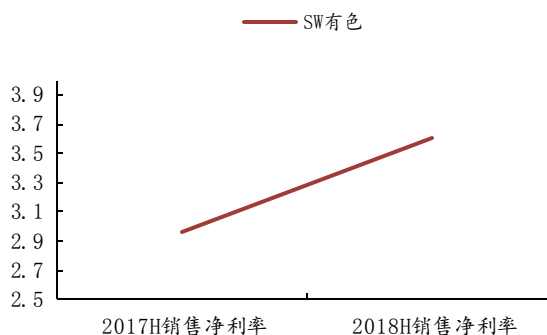
板块整体 ROE 水平提高。2018 年上半年受大多数金属价格同比上涨影响，净利率和资产周转率同比上升，与此同时，在国家环保限产、供给侧改革、去杠杆的大背景下，企业缺乏扩张资产负债表的能力与意愿，资产负债率继续下降，资产负债表得以进一步的修复。

图 1：有色板块 ROE



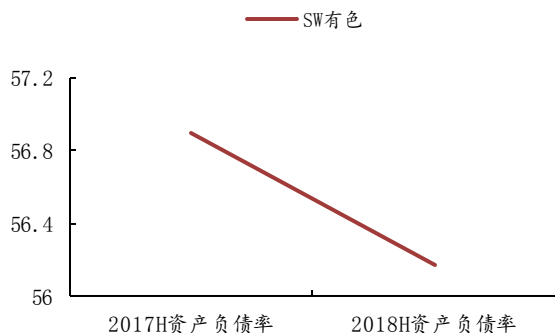
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 2：有色板块销售净利率



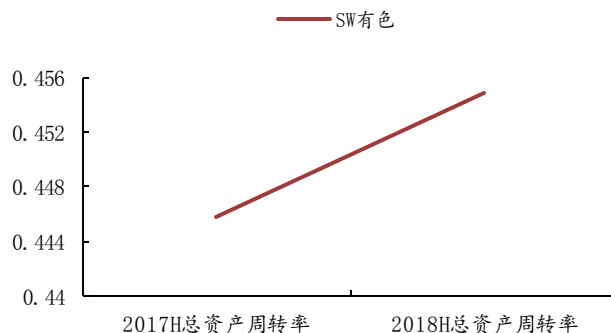
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 3：有色板块资产负债率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 4：有色板块总资产周转率



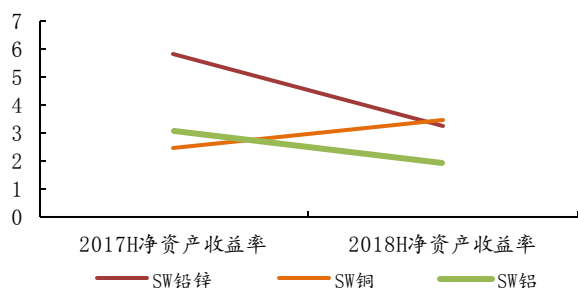
数据来源：Wind，财通证券研究所

1.1 工业金属

工业金属有所分化，超跌铝产业链有望“浴火重生”。2018 年上半年工业金属铜板块 ROE 走强，铅锌及铝板块走弱。铜板块方面，随着铜矿供应进入供应收缩周期，铜价同比上涨致使板块净利率和总资产周转率提升，与此同时铜板块的加工企业和铜矿企业进入加杠杆扩的资产负债表扩张周期，行业负债率提升，权益乘数提升，进一步推升板块 ROE 水平。电解铝、铅锌方面，分别受到成本上升和价

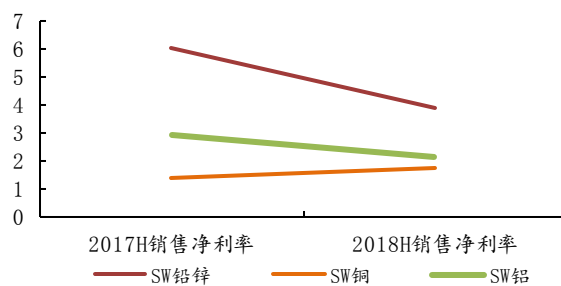
格下滑的影响，净利率水平同比下滑，同时国内供给侧改革、环保和去杠杆的大环境限制了企业加杠杆进入产能扩张周期的意愿和能力，资产负债率继续下滑，两者作用下，铝板块和铅锌板块的 ROE 水平同比下滑。展望未来，全球铅锌已进入产能扩张周期，价格将持续承压，ROE 可能继续走低；铜仍处于供应收缩周期，但短期受全球贸易战、美元升值等因素影响，预计难有起色；而铝板块在产能指标限制新增产能以及氧化铝供应短缺新常态的作用下，价格有望震荡上涨，是目前基本金属中最具投资机会的品种。

图5：各工业金属ROE



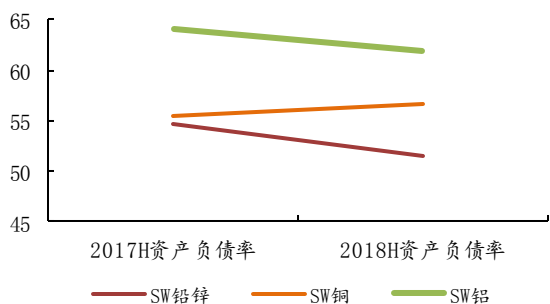
数据来源：Wind，财通证券研究所

图6：各工业金属销售净利率



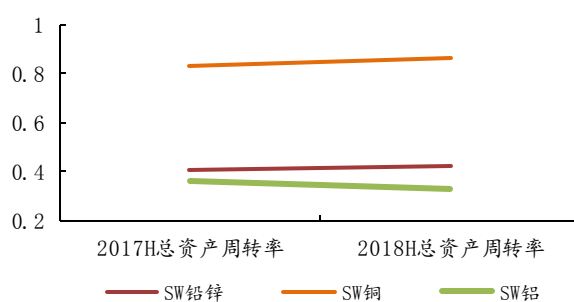
数据来源：Wind，财通证券研究所

图7：各工业金属资产负债率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图8：各工业金属总资产周转率



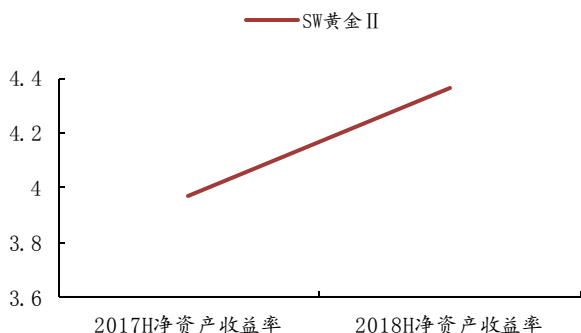
数据来源：Wind，财通证券研究所

1.2 贵金属

强势美元打击贵金属，最差时段即将过去。受美国经济增速大超预期和美元指数持续走强的影响，美元资产偏好加强，贵金属价格受到打击，上期所黄金价格同比下降 0.4%，上期所白银价格同比下降 10%，贵金属板块 ROE 上涨主要是受到紫金矿业归母净利润增加 10.2 亿元的拉动。我们预计三季度起，美国经济继续超预期增长难度较大，美元加息的次数未来也将逐渐减少，边际上来看，压制贵金

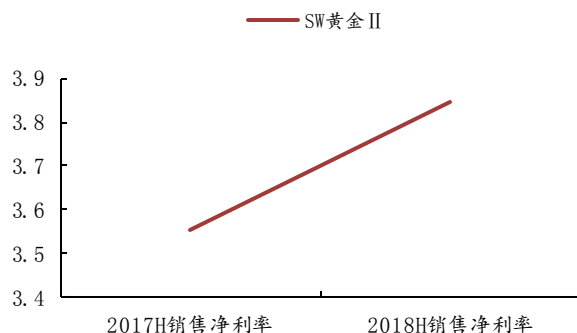
属价格的变量走弱，贵金属最差时段即将过去。

图9：贵金属ROE



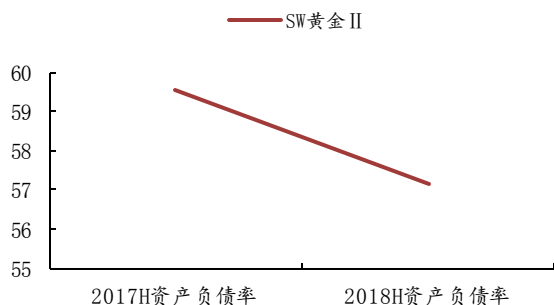
数据来源：Wind，财通证券研究所

图10：贵金属销售净利率



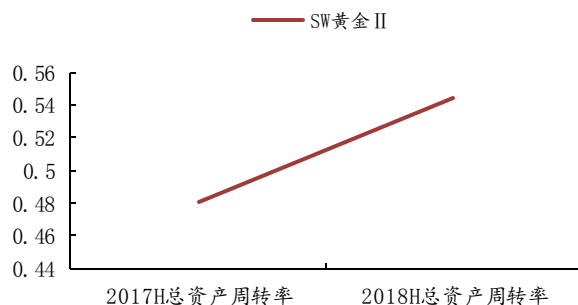
数据来源：Wind，财通证券研究所

图11：贵金属资产负债率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图12：贵金属总资产周转率



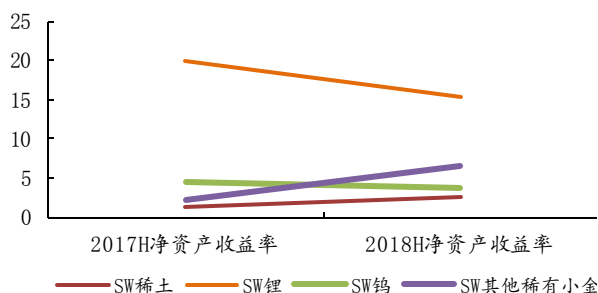
数据来源：Wind，财通证券研究所

1.3 稀有金属

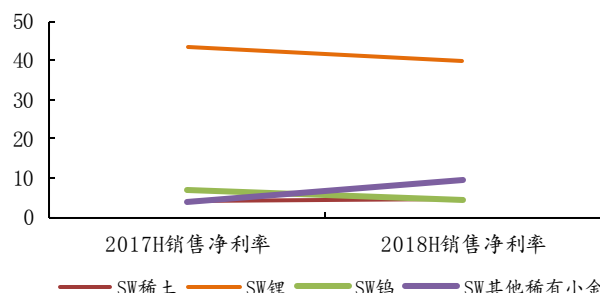
新能金属短期承压，多种小金属受益于环保督察。三级子行业中锂板块和其他稀有小金属板块波动较大，受供应增加及新能源补贴下调、终端需求疲弱影响，年初以来电池级碳酸锂价格大幅下滑 50%，销售净利率和资产周转率也因此大幅下滑；资产负债率方面，天齐锂业和赣锋锂业分别加杠杆收购和拓宽产业链，权益倍数有所增长，但无法避免 ROE 大幅下滑。其他小金属方面，受环保督察影响，大量违规和污染的企业被要求停产停工，小金属价格暴涨，净利率和资产周转率上升拉动 ROE 同比上涨。

图13：稀有金属ROE

图14：稀有金属销售净利率

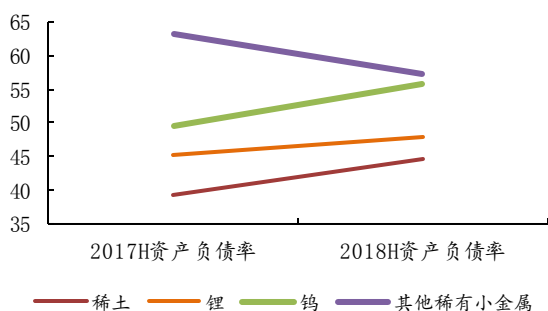


数据来源: Wind, 财通证券研究所



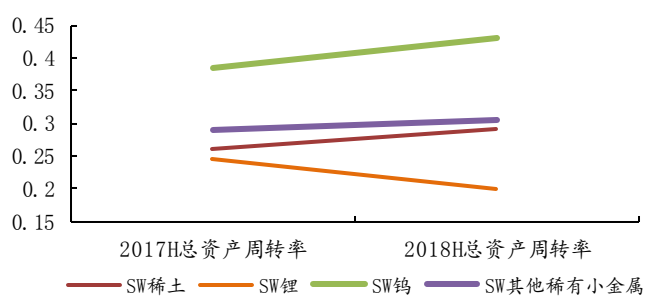
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图15: 稀有金属资产负债率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图16: 稀有金属总资产周转率



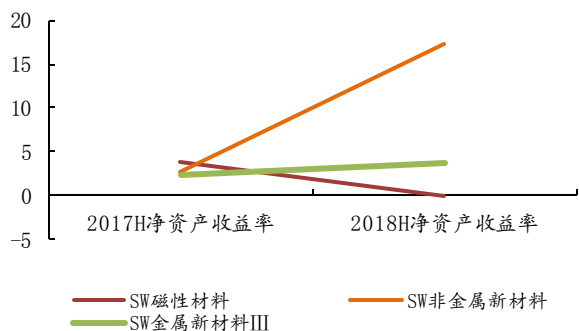
数据来源: Wind, 财通证券研究所

1.4 金属非金属新材料

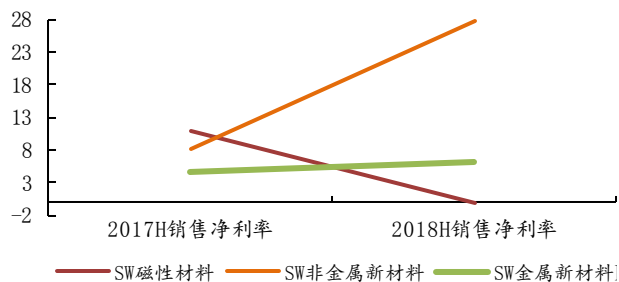
非金属新材料方面, 方大炭素上半年实现净利润 31.7 亿元, 同比增加 673%, 受此影响, 非金属新材料 ROE 暴涨。磁性材料方面, 受领益智造亏损 5.81 亿元影响, 磁性材料 ROE 转正为负。

图17: 金属非金属新材料ROE

图18: 金属非金属新材料销售净利率

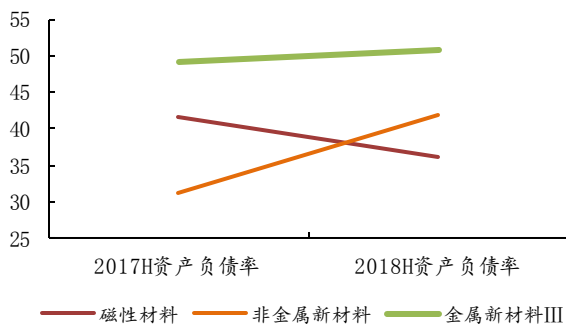


数据来源: Wind, 财通证券研究所



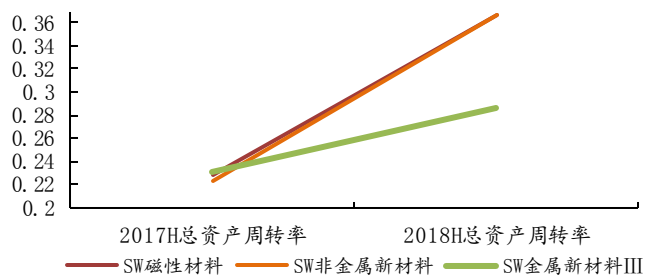
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图19: 金属非金属新材料资产负债率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图20: 金属非金属新材料总资产周转率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2、后市看好氧化铝和预焙阳极

2.1 海内外短缺共振，氧化铝紧缺将成新常态

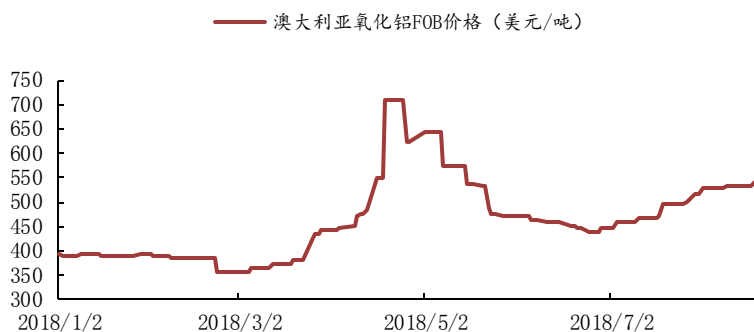
7月以来，氧化铝价格持续上涨，涨幅超过20%。我们在之前发布的两篇氧化铝专题报告《海内外短缺共振，氧化铝的上涨刚刚开始》和《“港口布局”新趋势+“氧化铝紧缺”新常态》中，旗帜鲜明的指出短缺看氧化铝价格在海内外氧化铝同时出现硬短缺，进而形成共振的驱动下将继续上涨；长期看国内“环保政策高压、氧化铝新增产能投产放缓”才是贯穿未来2-3年的核心因素。随着国产铝土矿的供应收缩，国内氧化铝厂将更加依附于海外铝土矿的进口采购，受此影响，港口建厂降低铝土矿的运输成本也将成为大趋势，但国内环保政策高压，港口建厂的批复难度与日俱增，因此氧化铝供应紧缺可能成为行业新常态。

2.1.1 海外氧化铝短缺加剧

受海德鲁320万吨氧化铝厂停产影响，截至2018年6月，海外氧化铝累计产量

同比减少 4.8%，与此同时海外电解铝产能增长 3%，海外氧化铝缺口加剧。受此影响，年初以来澳大利亚氧化铝 FOB 价格上涨 229 元，同比增加 58%，国内氧化铝出口订单大幅增加，多年以来首次由氧化铝净进口国转变为净出口国，国内氧化铝价格随之上涨。

图 21：海外氧化铝价格（单位：美元/吨）



数据来源：百川资讯，财通证券研究所

2.1.2 铝土矿整改，国产矿大幅收缩

2018 年上半年，矿山整顿、环保督察成为山西、河南两地的主旋律，多项方案密集出台，而二轮环保督查已于 8 月 20 日启动强化督查。我们深入山西吕梁地区调研，当地 60 个大型矿山目前仅有 10 多个仍在运行，露天矿山全部遭遇关停，仍在运行的矿山均是洞采矿，具有成本高、产量小的特点。同时我们了解到，往年氧化铝企业的铝土矿库存都在 2-3 个月的水平，而目前除两家大型氧化铝企业的铝土矿库存存在 1 个半月以外，其余都在 20 天以下，甚至 8-10 天，库存储备已经严重不足。受此影响，当地的铝土矿到厂裸价已经达到 430-490 元/吨，若加上 16% 的增值税和 9% 的资源税，价格已经突破 600 元/吨，国内氧化铝行业减量生产，7 月开工率环比下降近 4 个百分点。

图 22：国内氧化铝价格（单位：元/吨）

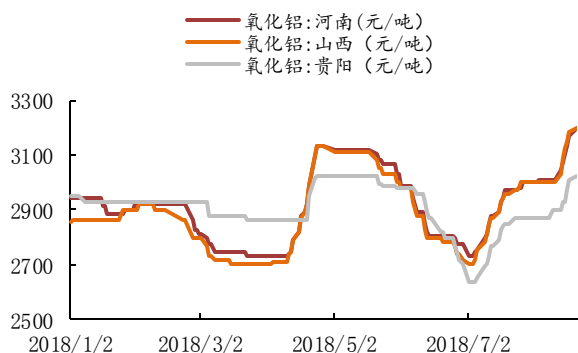


图 23：氧化铝行业开工率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.1.3 氧化铝紧缺将成新常态

“布局海外铝土矿”+“沿海建设氧化铝”乃大势所趋。在国产铝土矿供应收缩的背景下,未来我国对于进口铝土矿的依存程度将会越来越高,将氧化铝厂布局在沿海地区将变得十分重要。其原因是,如果氧化铝厂位于山西、河南地区,铝土矿到岸后再运输到山西或河南,每吨将增加100元左右的运输成本,而一吨氧化铝需要消耗2.5-2.6吨左右的铝土矿,因此内陆地区的氧化铝厂将比沿海地区的氧化铝厂多200-400元/吨的原材料运输成本,成本端劣势明显,因此未来沿海地区氧化铝厂的优势将大大凸显。

表 1: 沿海地区布局氧化铝厂的成本优势 (含税到厂价: 元/吨铝土矿)

地域	港口布局 (澳矿)	山西、河南地区进口澳矿 (100元运费)
价格	401	501
地域	港口布局 (几内亚矿)	山西、河南地区进口几内亚矿 (100元运费)
价格	503	603

数据来源: 财通证券研究所

环保高压,沿海地区建厂难度大,氧化铝供给偏紧将成新常态。8月1日起,国内多个氧化铝项目遭遇停工停建的新闻接踵而至,总计2350万吨的氧化铝产能受到影响,氧化铝生产带来的难以解决的赤泥污染和颗粒物污染以及国家对环保标准日趋严格的态势对氧化铝的稳定供应造成重大干扰。辽宁氧化铝项目密集、大量的取消对氧化铝行业造成两方面影响。一方面大幅减少了规划中的新增氧化铝产能,给氧化铝新增项目造成很不利的影响;而更重要的是,辽宁地区属于沿海地区城市中经济较差,需要振兴的东北老工业基地,随着辽宁的氧化铝项目因环保因素被暂停取消,可以预计山东、江浙、福建、广州等沿海省份建设新氧化铝厂的可能性更低。因此,未来在沿海地区新增氧化铝项目的批复会极其的困难,而在内陆地区建设氧化铝厂、使用进口铝土矿又存在成本端的劣势,我们预计国内氧化铝供应偏紧可能成为行业新常态。

表 2: 近期要求停产的氧化铝项目

项目	地点	涉及产能
朝阳氧化铝项目正在进行园区环评公示征求意见期间市民提出不同意见,市政府决定取消该项目。	辽宁朝阳	1000万吨
凤城政府官网发布公告,当地的氧化铝项目“由于环保指标问题,已于今年5月停止实施”,涉及年产能600万吨。	辽宁丹东	600万吨
阜新太平区人民政府官网发布公告,决定停止正处于前期洽谈阶段的氧化铝项目。	辽宁阜新	500万吨
葫芦岛市南票区人民政府发布公告,政府就日前部分网民朋友关注的氧化铝项目进行了认真核实,该项目市高桥镇政府拟盘活的一个僵尸企业,生产α-氧化铝,7月初曾经进行环评公示,依据环保有关规定,区政府决定取消该项目	辽宁葫芦岛	4500吨

盖州市人民政府官网发布公告，根据《营口市人民政府关于取消大南山氧化铝项目的建议》，鉴于群众的愿望，盖州市政府决定取消 辽宁营口 250 万吨大南山氧化铝项目

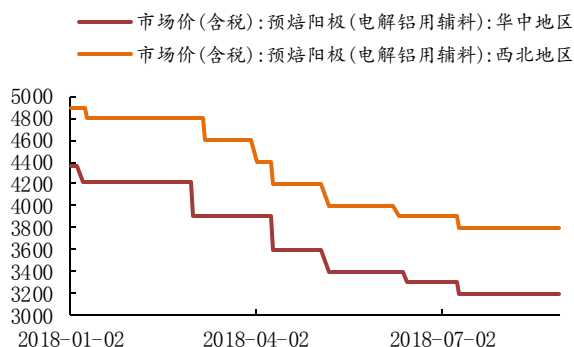
数据来源：SMM，财通证券研究所

2.2 阳极价格触底，采暖季限产开启新一轮价格上升周期

价格触底，开启上行周期。受阳极价格持续下滑影响，高成本阳极生产商已经陷入现金成本亏损的局面，并考虑减量生产。魏桥各个供应商开始了9月预焙阳极采购价议价，最终达成了上涨220元/吨的协议。我们认为，采暖季限产即将来临，阳极可能再度面临供需紧张的局面，下游电解铝企业提前备货将拉升阳极价格，阳极价格步入上行周期。

美元汇率上涨，拉动阳极出口企业利润。此外市场可能忽视的一点是，我们推荐的标的索通发展是国内阳极出口龙头，占比出口总量的1/3，3季度开始美元兑人民币汇率快速走高，从不到6.5涨到了接近7，有7%的涨幅，索通上半年的销售净利率是8.5%，因此公司出口部分的利润几乎翻倍。

图24：预焙阳极价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

图25：美元兑人民币汇率



数据来源：Wind, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。