

# 有色金属行业2019年年度投资策略

## 关注铜、黄金、铝细分行业龙头

西南证券研究发展中心  
有色金属及新材料研究团队  
2018年11月

# 核心观点

---

## 2019年有色行业选股思路：

**一、新兴国家&新能源激发需求潜力，供需缺口支撑铜价长期上行：**铜精矿供应增速放缓，供应缺口提供中期支撑；新兴国家发展具备铜需求潜力，中国新兴领域铜需求逐步爆发。**重点推荐标的：紫金矿业（601899），洛阳钼业（603993），关注标的：江西铜业（600362）。**

**二、金价筑底蓄势待发，黄金避险价值凸显：**全球通胀预期上升为金价提供支撑；油价屡创新高，巩固通胀预期；加息边际影响减弱，利空出尽或迎来利好：①市场已提前消化美联储加息预期，利空边际影响逐步弱化②美债期限利差收窄，加息空间受限，金价或触底反弹。**重点推荐标的：紫金矿业（601899），关注标的：山东黄金（600547）。**

**三、库存降，成本升，待需求回暖抬升铝价：**供给侧改革政策下，电解铝去库存效果显著；环保限产导致原材料成本提升，供给端放量受阻；前三季度电解铝消费放缓，伴随下游行业回暖，未来期间需求有望回暖刺激铝价。**重点推荐标的：中国铝业（601600），关注标的：云铝股份（000807）。**

# 目 录

---

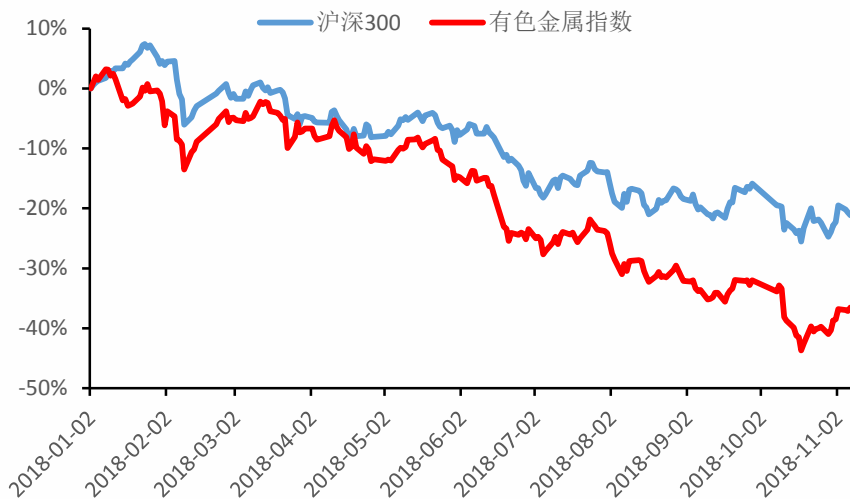
◆ **2018前三季度行业回顾与展望**

◆ **2019行业投资方向简析**

◆ **投资策略及重点推荐标的**

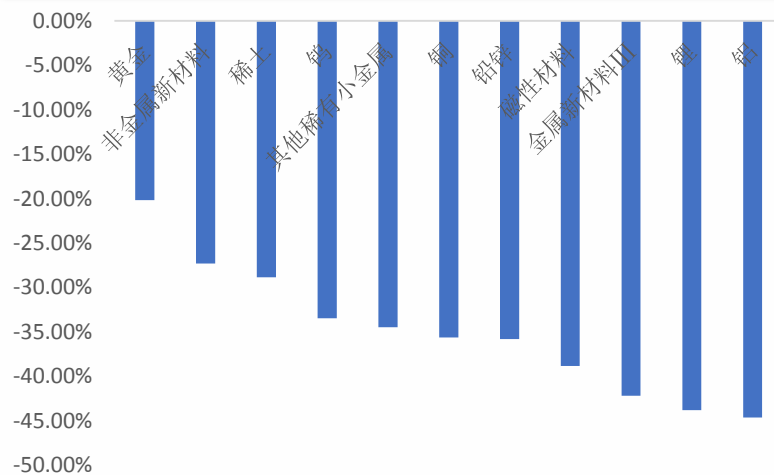
# 2018年前三季度行业回顾：整体走势低迷

## 有色金属指数相对沪深300走势



数据来源: Wind, 西南证券整理

## 有色金属子行业三级市场涨跌幅

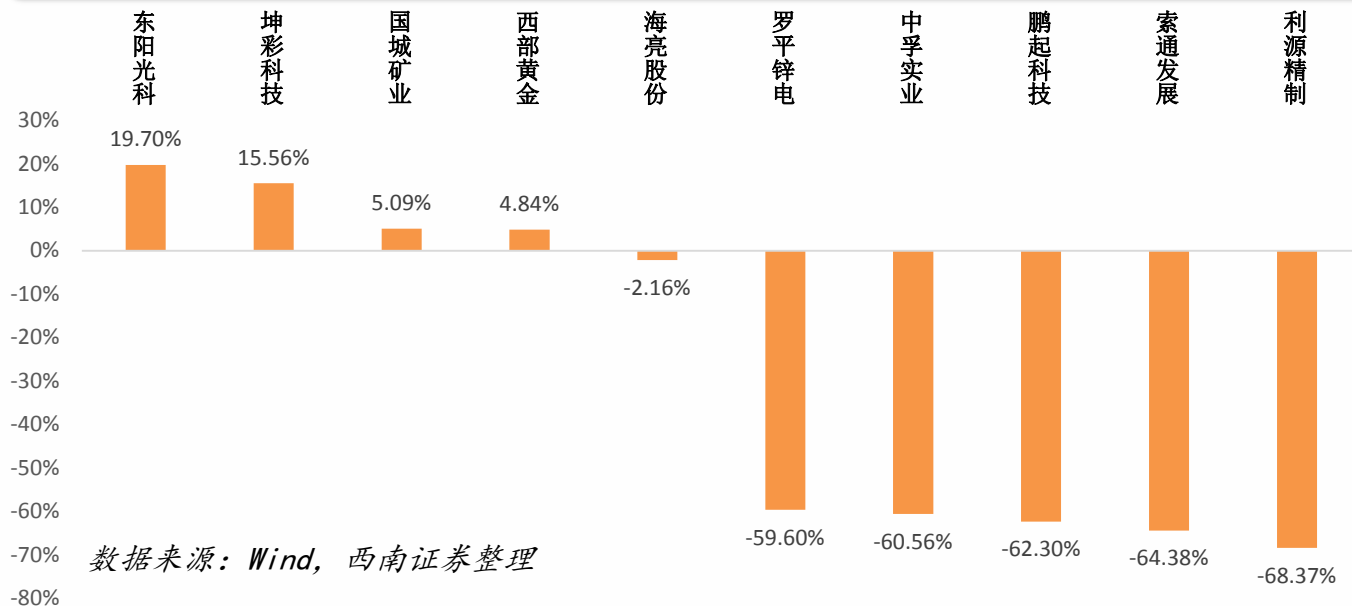


数据来源: Wind, 西南证券整理

- ❑ 2018年初截至11月7日，申万有色指数下跌37.96%，跑输沪深300指数约17.43个百分点。
- ❑ 2018年初截至11月7日，所有有色金属子行业呈不同幅度下降。其中，黄金(-20.19%)、非金属新材料(-27.30%)、稀土(-38.87%)子行业下跌幅度较小，金属新材料(-42.19%)、锂(-43.81%)、铝(-44.63%)子行业下跌幅度较大。

## 2018年前三季度行业回顾：整体走势低迷

### 有色金属行业涨跌幅前五个股



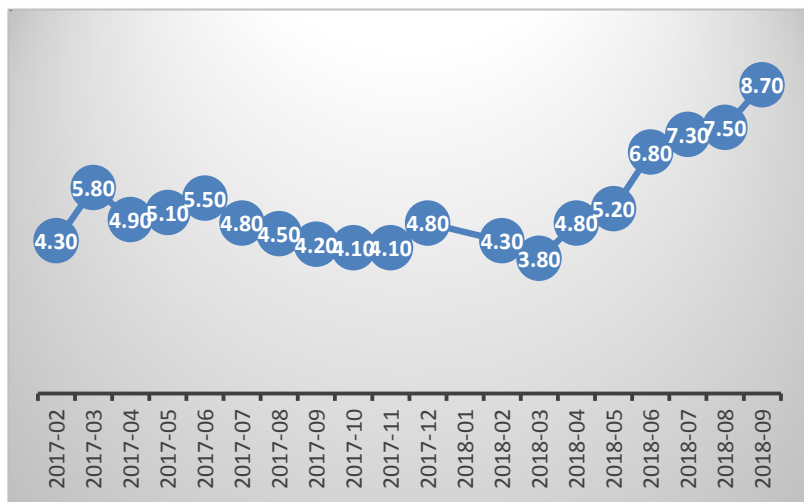
- 不考虑2018年前三季度上市次新股和目前仍停牌个股，截至11月7日，期间板块内涨幅最大的为东阳光科（+19.70%）、坤彩科技（+15.56%）、国城矿业（+5.09%）、西部黄金（4.84%）、海亮股份（-2.16%）；跌幅最大的为利源精制（-68.37%）、索通发展（-64.38%）、鹏起科技（-62.30%）、中孚实业（-60.56%）、罗平锌电（-59.60%）。
- 18年前三季度有色工业财务指标良好。2018年1-9月份，有色金属行业实现主营业务收入共计11,094.54亿元，同比增长6.42%；行业净利润447.95亿元，同比增长16.47%。

# 国内外经济稳中有增，有色金属行业展望向好

## □ 国内外经济稳中有增支撑有色金属产业向好：

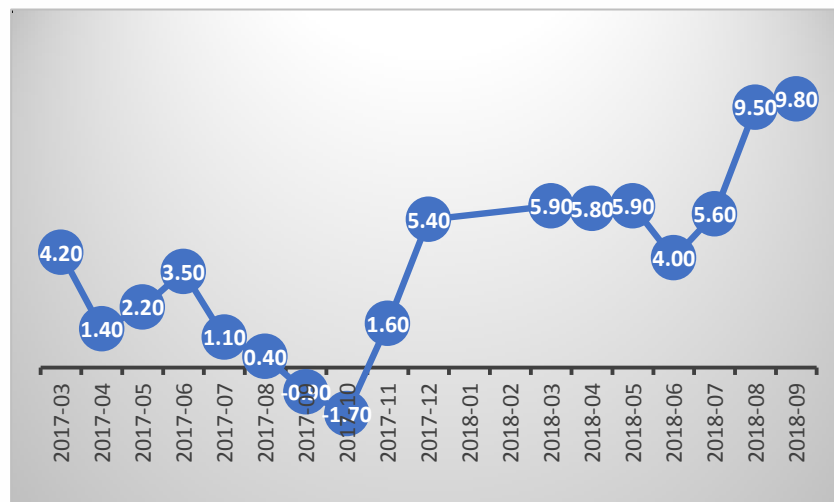
- **国内方面**，制造业固定资产投资累计完成额增长至8.7%，有色金属冶炼及压延加工工业增加值升高至5.9%；
- **国外方面**，美联储上调经济增长预期至3.1%，欧元区QE政策进一步推动经济扩张，WTO上调贸易量增长预期至3.9%。

### 制造业固定资产投资完成额（累计同比）回升



数据来源：Wind，西南证券整理

### 有色金属冶炼及压延加工工业增加值回升



# 目 录

---

◆ 2018前三季度行业回顾与展望

◆ 2019行业投资方向简析

◆ 投资策略及重点推荐标的

## 2019年行业投资方向简析

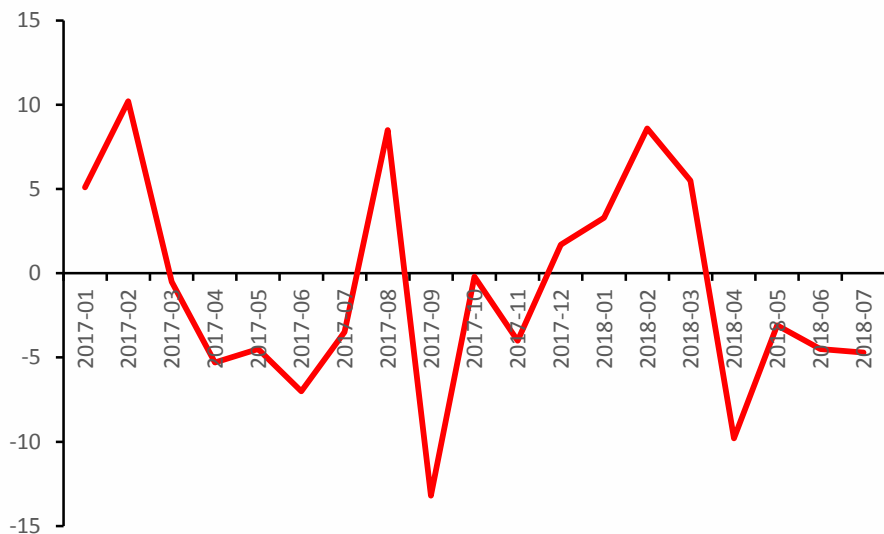
---

**主线一、新兴国家&新能源激发需求潜力，供需缺口支撑铜价  
长期上行**

# 新兴国家&新能源激发需求潜力，供需缺口支撑铜价长期上行

- **铜精矿供应增速放缓，供应缺口提供中期支撑。** 2018年1-7月全球精炼铜供应短缺15.7万吨，同比下降16.5%，主要是罢工平息导致2018年铜精矿产量同比增速较快，产量环比有一定增量弹性，预期2019年较2018年增量弹性较弱，而下游需求保持温和增长，供应缺口有望为铜价提供支撑。

2017年至今月度全球精铜月度过剩/缺口（万吨）



数据来源：WIND、ICSG、西南证券整理

全球铜矿新增产能汇总（万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
十大铜矿企业	0	0	67	5.5	20	20
其他企业	31.5	24.5	40	0	52	0
总增量	31.5	24.5	107	5.5	72	20

数据来源：Wood Mackenzie、西南证券整理

# 新兴国家&新能源激发需求潜力，供需缺口支撑铜价长期上行

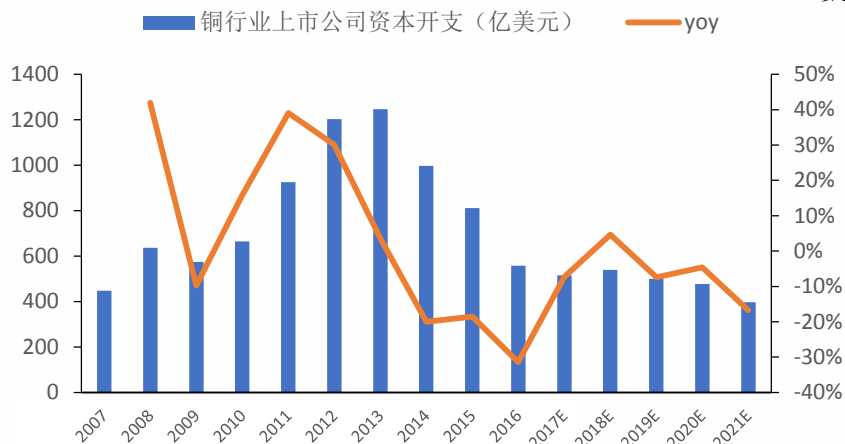
## 供给端放量受阻：铜矿产出缩紧

- 全球铜产巨头资本支出在2013年登顶后下降，本轮铜扩产周期接近尾声，2020年前预期仅有Cobre Panama铜矿（产能32万吨/年）投产。
- 现有矿山品位贫化，全球铜平均品位下降。
- 铜产巨头矿山劳工合同谈判影响铜矿稳定生产，赞比亚刚果等国社会经济动荡威胁其国内铜矿生产。
- 环保政策趋严，国内部分矿山停产限产，再生铜供给下降。

## 2018 主要矿山劳资合同到期和产能产量情况(万吨金属吨)

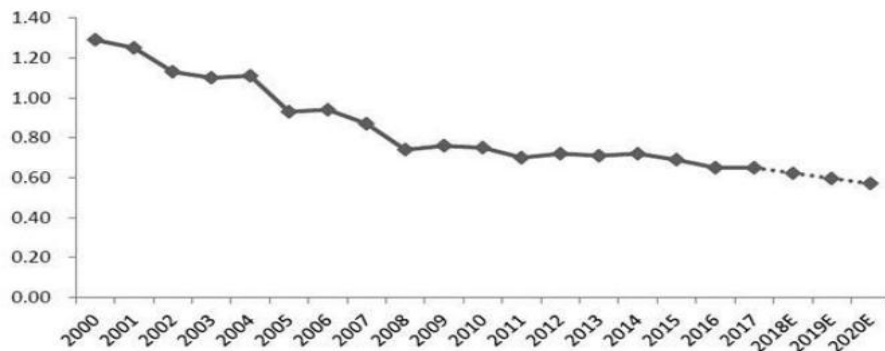
矿山	所在国家	所属公司	合同到期日	产能	2018 原预计产量
Lomas Bayas	智利	Glencore	2018.01	6.5	6.8
Los Pelambres	智利	Antofagasta	2018.02	42	35
Radomiro Tomic	智利	Codelco	2018.03	34.3	20.5
Chuquicamata	智利	Codelco	2018.03	32.0 (铜精矿)	43.7 (铜精矿+湿法铜)
Caserones	智利	Lumina Copper	2018.03	20	15.5
Centinela	智利	Antofagasta	2018.05	38	27
Mina Ministro Hales	智利	Codelco	2018.05	18.3	18.6
Centinela	智利	Antofagasta	2018.06	38	27
Los Pelambres	智利	Antofagasta	2018.06	42	35
Spence	智利	BHP	2018.06	20	20
Escondida	智利	BHP	2018.06	130	128.5
Caserones	智利	Lumina Copper	2018.07	20	15.5
Andina	智利	Codelco	2018.08	26	21.5
Cerro Colorado	智利	BHP	2018.08	7.5	7.1
Cerro Verde	秘鲁	Freeport	2018.09	58	47.9
Centinela	智利	Antofagasta	2018.1	38	27
Centinela	智利	Antofagasta	2018.1	38	27
ElTeniente	智利	Codelco	2018.11	43	41.5

## 主要铜矿企业资本开支图



数据来源：安泰科、公司年报、ICSG、西南证券整理 (重复矿山为合约到期日不同)

## 智利国家铜公司铜矿品位情况



数据来源：Bloomberg、西南证券整理

数据来源：公司季报、西南证券整理

# 新兴国家&新能源激发需求潜力，供需缺口支撑铜价长期上行

## □ 新兴国家发展具备铜需求潜力，中国新兴领域铜需求逐步爆发。

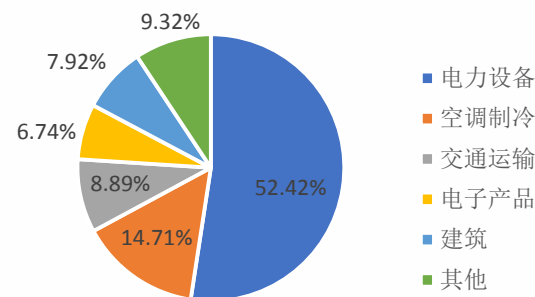
- **新兴国家发展具备铜需求潜力：**铜作为国民经济生活中广泛应用的一种大宗金属，跟一个国家的GDP是息息相关的。发展中国家的铜消费随着GDP稳步增长而稳定增长，印度与东南亚等发展中国家GDP预测将进入上行通道，且其人均铜消费量低于或远低于中国，具备极大的需求潜力，有望拉动铜需求；

2018年6月世界银行预估全球未来三年GDP变化情况（%）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	较2017
全球	3.2	3.7	3.7	3.7	3.7	↑
印度尼西亚	5.0	5.1	5.3	5.3	5.3	↑
印度	7.1	6.7	7.3	7.5	7.5	↑
巴基斯坦	4.5	5.3	5.5	5.8	6.0	↑
孟加拉国	7.1	7.2	6.4	6.7	6.7	↓

数据来源：世界银行、西南证券整理

2018年中国精铜消费结构（预计）

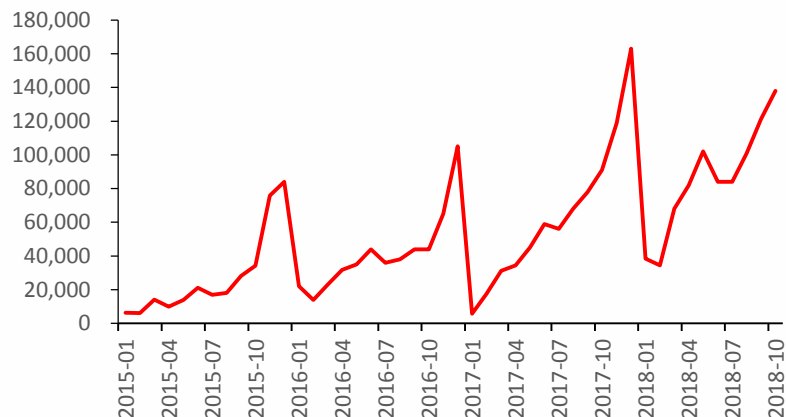


- **中国传统用铜行业需求稳定：**中国铜消费2017年占全球铜消费的49.57%。用铜量最大的电力行业方面，国家电网承诺2018年电网投资4989亿元，同比增加2.8%。家电等行业2018年预计总体发展稳定，因此铜总需求量企稳。

数据来源：中国产业信息网、西南证券整理

# 新兴国家&新能源激发需求潜力，供需缺口支撑铜价长期上行

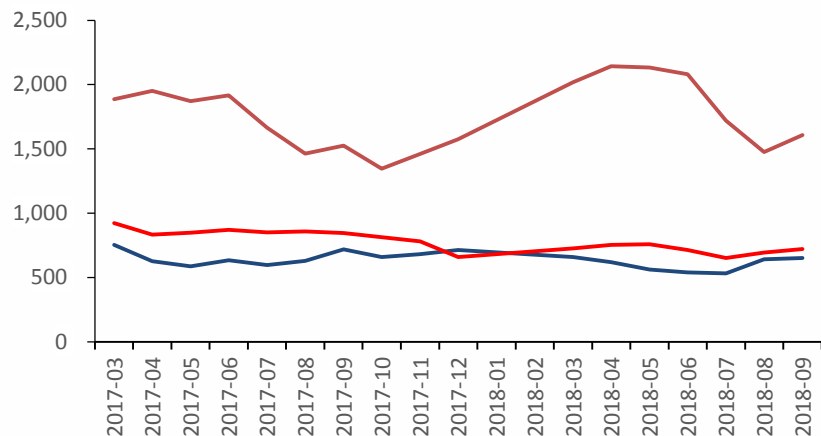
## 中国新能源汽车2015年至今月销量（辆）



数据来源：WIND、西南证券整理

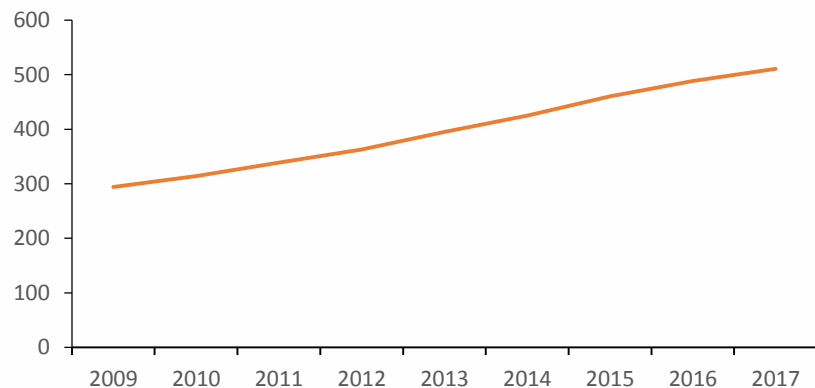
- **新能源汽车发展或成拉动铜需求亮点：**国务院发布的《汽车产业中长期规划》中预期至2020年，中国新能源汽车产销达200万辆以上。而据观研天下估计，混合动力乘用车用铜量约为40千克/辆，纯电动汽车用铜量约为100千克/辆，是原有燃油车的2-3倍，未来有望成为铜需求新的增长点。因此，新能源汽车的发展将极大促进铜的消费需求。

## 中国主要家电月产量（万台）



数据来源：WIND、国家统计局、西南证券整理

## 中国电力行业耗铜量（万吨）



数据来源：安泰科、西南证券整理

## 铜供需紧平衡，铜价中枢上移

---

- **供给端放量受阻**：受国际巨头资本支出下降、劳工协议、部分铜主要生产国社会动荡、矿山资源品质下降以及国内环保政策趋严等影响，铜供给量收紧。
  
- **全球铜需求预期增加**：
  - **新兴国家发展加大铜需求潜力**：发展中国家铜需求或将进入高速消费增长时期；此外，一带一路下中国对带路国家大量投资，其中大量的基础设施建设项目也将促进铜需求。
  - **中国传统用铜行业需求稳定**：中国铜消费占2017年全球铜消费的49.57%，用铜量大的电力、家电等行业2018年预计发展稳定，因此这些行业的铜需求量企稳。
  - **新能源汽车发展或成拉动铜需求亮点**：国务院发布的《汽车产业中长期规划》中预期至2020年，中国新能源汽车产销达200万辆以上，新能源汽车铜消耗量超出传统汽车铜消耗量平均40千克/辆以上。
  
- **重点推荐标的**：紫金矿业（601899），洛阳钼业（603993）；**关注标的**：江西铜业（600362）。

## 2019年行业投资方向简析

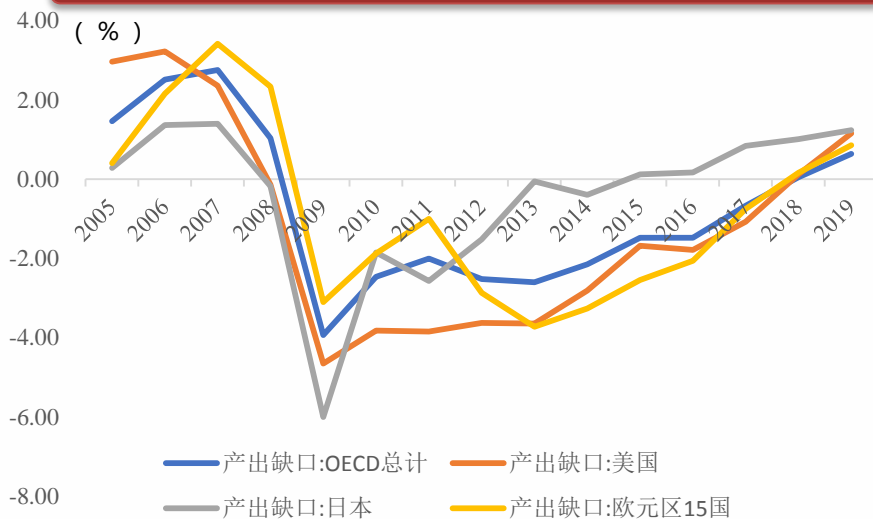
---

**主线二、金价筑底蓄势待发，黄金避险价值凸显**

## 金价筑底蓄势待发，黄金避险价值凸显

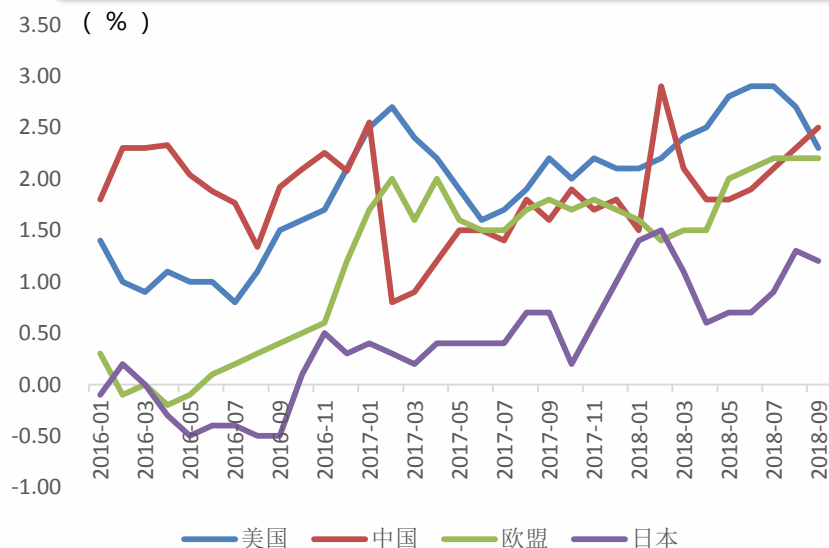
- **全球通胀预期上升为金价提供支撑。** 年初以来，世界主要经济体产出缺口由负转正逐步升高，通胀压力也随之增大。其中，美国通胀中枢已连续4个月维持在2.5%以上，欧元区、日本通胀中枢也逐渐抬升。我国PPI已连续22个月高于CPI，上游成本上升压力将逐步传导至中下游企业，预计CPI上升趋势维持不变。全球对通胀上升的一致预期为金价拉升提供了坚实的基础。

### OECD主要经济体产出缺口



数据来源：WIND、西南证券整理

### 全球主要经济体CPI



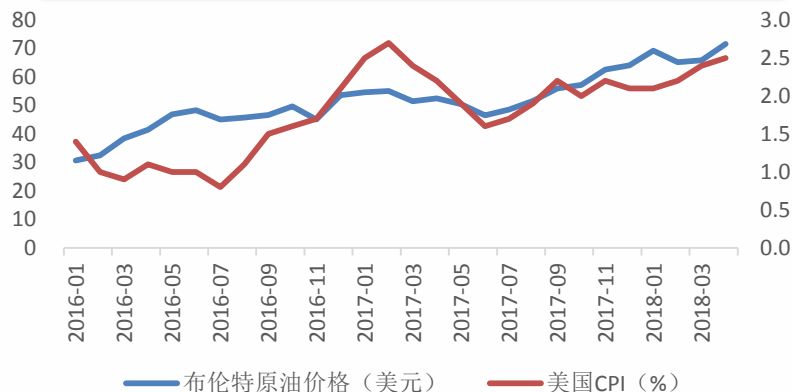
数据来源：WIND、西南证券整理

# 金价筑底蓄势待发，黄金避险价值凸显

## 油价屡创新高，巩固通胀预期。

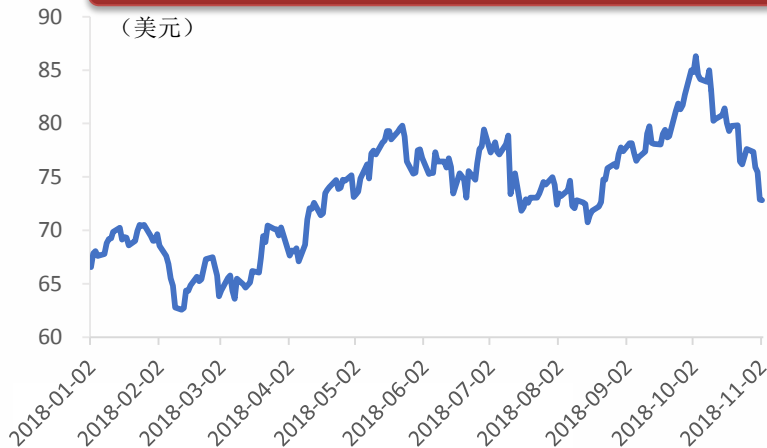
国际油价年初以来震荡上行、屡创新高——10月份布伦特原油和 WTI 原油更是突破 85 美元/桶和 75 美元/桶价格关口，创 2015 年以来新高。根据历史数据，通胀水平与原油价格具有较强的相关性，油价的单边上行态势强化了市场对于全球通胀上升的预期，为金价上涨夯实基础。

## 美国通胀水平与原油相关性较强



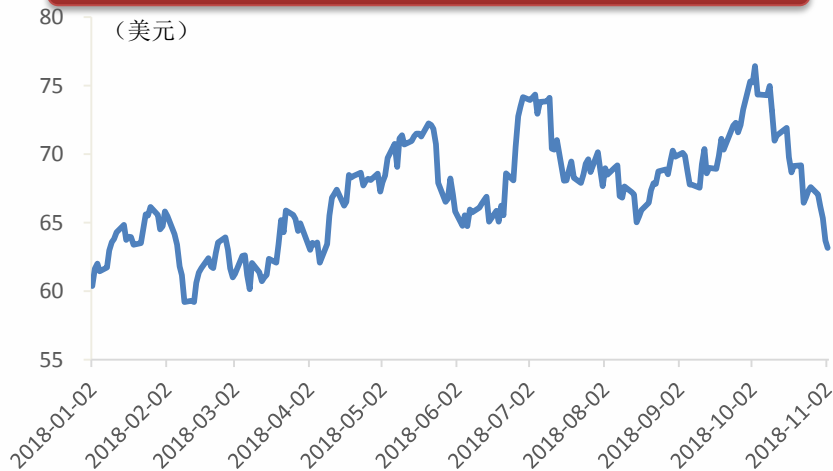
数据来源：WIND、西南证券整理

## 布伦特原油走势图



数据来源：WIND、西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## WTI原油走势图



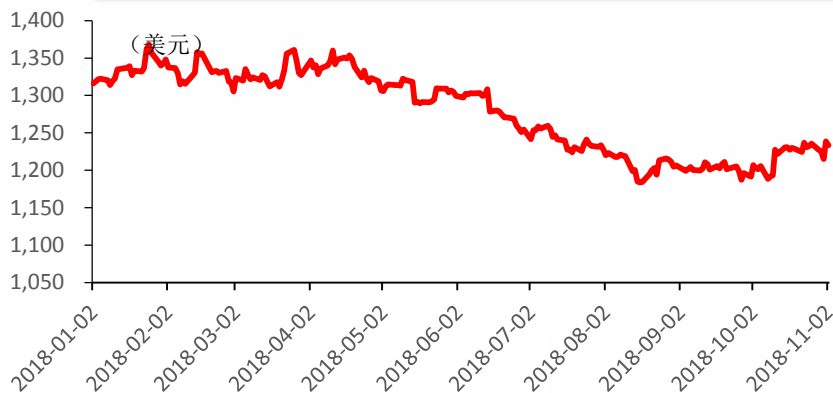
数据来源：WIND、西南证券整理

## 金价筑底蓄势待发，黄金避险价值凸显

□ 加息边际影响减弱，利空出尽或迎来利好。

- 市场已提前消化美联储加息预期，利空边际影响逐步弱化：市场对美联储加息的路径与节奏已形成较为一致的预期，加息对金价的利空效应也在很大程度上被提前消化并反映，其影响愈发钝化。
- 美债期限利差收窄，加息空间受限，金价或触底反弹：自2015年美联储渐进式加息以来，美债收益率逐步走高。然而，短期利差较长期利差增幅更大，期限利差缩窄（10年期与5年期美债利差同比收窄24bp，10年期与1年期美债利差同比收窄36bp），美联储加息空间受限。预计年底加息后未来加息存在较大不确定性，若不及预期，金价或将触底反弹。

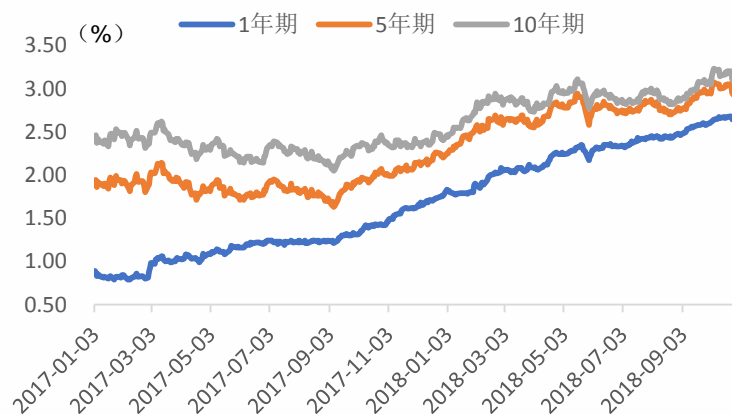
美联储历次加息对金价影响或将减弱



数据来源：WIND、西南证券整理

WWW.SWSC.COM.CN

近一年美债长短利差总体呈收敛态势



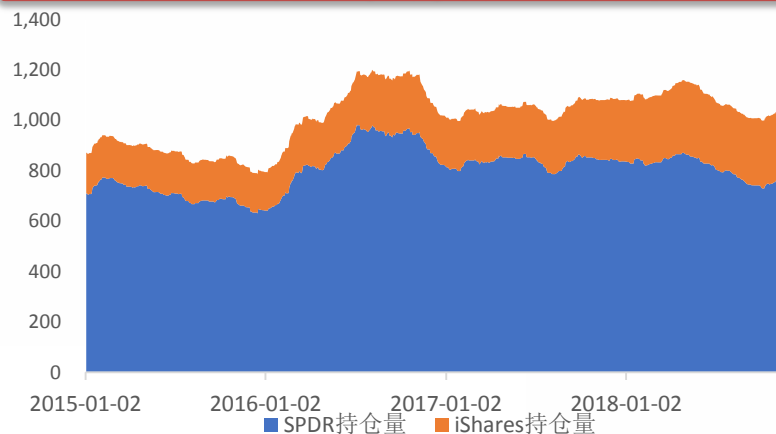
数据来源：WIND、西南证券整理

## 金价筑底蓄势待发，黄金避险价值凸显

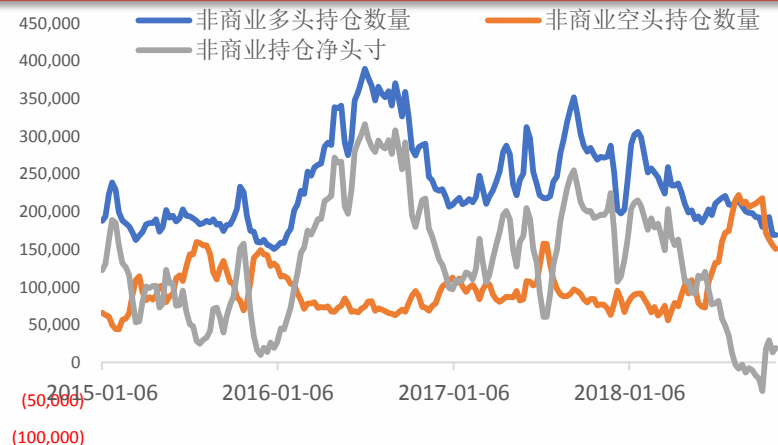
### □ 金价短期或承压震荡，中长期行情可期。

- **金价短期承压，或维持震荡格局**：市场一致预期美联储将于年底再次加息，消息最终落地前金价或存在下行压力。10月9日SPDR（全球最大黄金ETF）持有量降至730.17吨，创下近3年以来新低；COMEX黄金非商业净头寸自年初单边下行，且一度连续8周为负。多重因素交织，反映出金价现阶段看空情绪较重，具有一定的底部特征，短期内或将维持震荡格局。
- **黄金价格中长期看涨，静待慢牛启程**：随着美联储加息动能的不断衰竭、地缘政治冲突所致避险情绪的不断升温，金价有望在多空力量消长的动态过程中迎来拐点，乐观预期黄金或将在明年初开启新一轮慢牛行情。

#### 黄金 ETF 持仓（吨）降至近年低位



#### COMEX 黄金非商业净头寸一度跌破负值（吨）



数据来源：WIND、西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

数据来源：WIND、西南证券整理

# 金价筑底蓄势待发，黄金避险价值凸显

---

□ 全球通胀预期上升为金价提供支撑。

□ 油价屡创新高，巩固通胀预期。

□ 加息边际影响减弱，利空出尽或迎来利好。

- **市场已提前消化美联储加息预期，利空边际影响逐步弱化**：市场对美联储加息的路径与节奏已形成较为一致的预期，加息对金价的利空效应也在很大程度上被提前消化并反映，其影响愈发钝化。
- **美债期限利差收窄，加息空间受限，金价或触底反弹**：美债收益率逐步走高，但短期利差较长期利差增幅更大，期限利差缩窄，美联储加息空间受限。预计年底加息后未来加息存在较大不确定性，若不及预期，金价或将触底反弹。

□ **重点推荐标的：紫金矿业（601899），关注标的：山东黄金（600547）。**

## 2019年行业投资方向简析

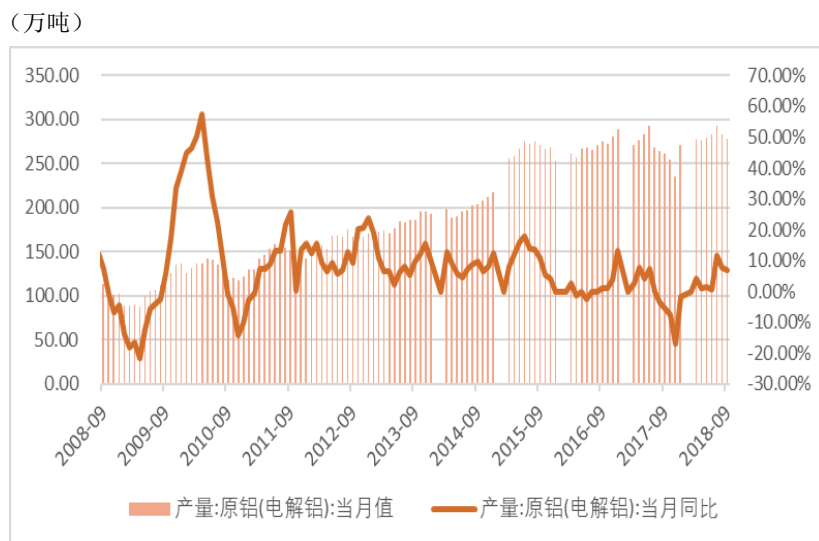
---

**主线三、 库存降，成本升，待需求回暖抬升铝价**

## 库存降，成本升，待需求回暖抬升铝价

2018年受供给侧改革影响，去库存效果显著加之环保限产，铝土矿，氧化铝等原材料价格提升，电解铝供给呈现较为紧张状况。伴随下游行业逐步回暖以及稳内需政策出台，国内电解铝需求逐渐回升。展望未来期间，铝供给量仍将持续收缩，需求量逐步提升，铝价有望维持高位。

### 我国电解铝月度产量及同比增幅



数据来源: WIND、西南证券整理

### 电解铝平均价格



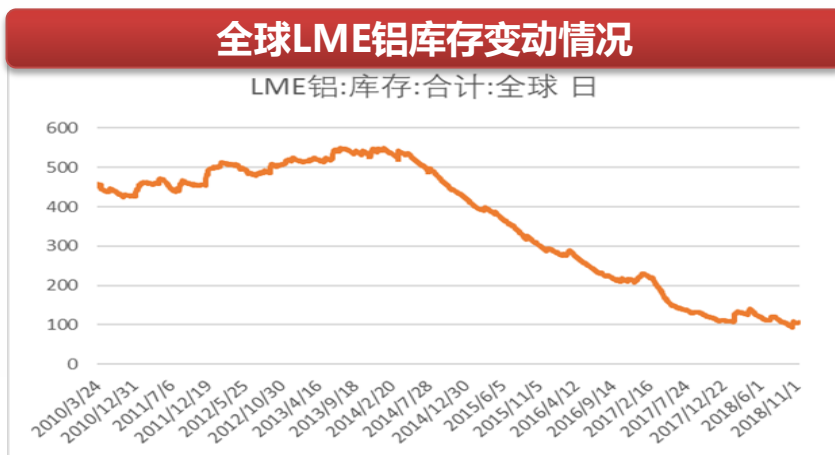
数据来源: WIND、西南证券整理

# 库存降，成本升，待需求回暖抬升铝价

## ● 供给侧改革政策下，电解铝去库存效果显著。



我国电解铝库存从2018年3月以来，库存持续下降，截至三季度末库存159万吨，较去年同期下降5.7万吨，受供给侧改革影响，违规产能停产，产能无序扩张得到遏制，上游供给放缓；同时下游消费需求回暖，出口需求旺盛，2018年10月累计出口达473.4万吨，同比增长19.1%，预计库存仍将继续去化，本年末库存将维持在130-135万吨左右，2019年末库存将维持在110-120万吨左右。



自2014年以来，全球LME铝库存持续下降，截至三季度末库存99万吨，较去年同期下降27.9万吨；受海外氧化铝生产事件干扰影响，氧化铝供给持续短缺，海外电解铝新增产能不足，严重依赖库存及向我国进口，预计未来全球铝库存仍将继续下滑。

# 库存降，成本升，待需求回暖抬升铝价

## □ 成本提升，供给端放量受阻：

- 采暖季限产叠加矿山整治，多数企业停产，国内铝土矿、氧化铝价格提升，而氧化铝作为电解铝生产主要原料，成本占比高达42%，直接驱动电解铝生产成本上升，供给增速放缓。
- 海外氧化铝供给紧缺，总产量严重收缩，国内铝材出口旺盛，氧化铝已由净进口变为净出口。
- 对自备电厂收取补贴，国内2/3的产能将提升电力成本，对铝价形成有力支撑同时将限制新增产能。

### 2018年海外氧化铝生产干扰事件总结

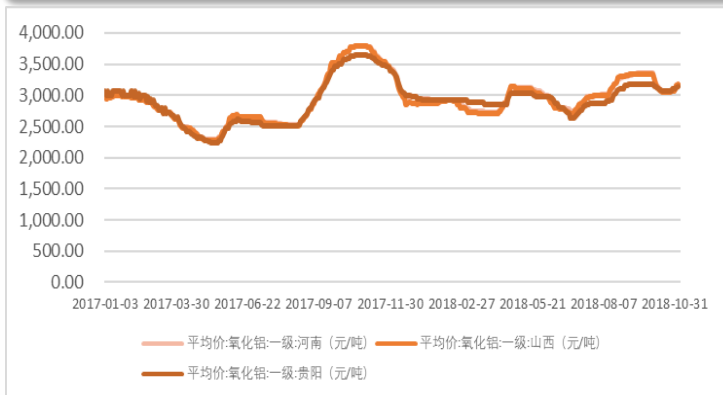
2018年2月28日 挪威海德鲁位于巴西的氧化铝厂由于环保问题被迫减产50%，预计一年将减产320万吨。

2018年4月6日 美国财政部宣布对俄铝进行制裁。（俄铝年氧化铝产量为780万吨，占全球总产量6.2%）

2018年8月8日 美铝位于澳大利亚的工人进行罢工，涉及三个氧化铝厂，产量下滑约1.5万吨。

数据来源：Wind、西南证券整理

### 氧化铝平均价格



数据来源：阿拉丁、西南证券整理

### 缴纳政府性基金及附加对电力成本影响

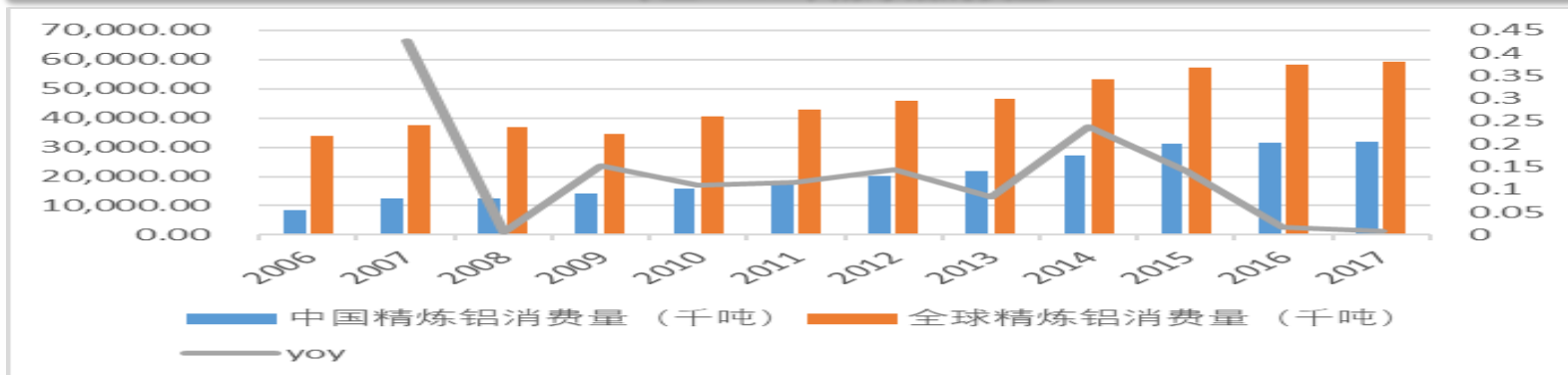
地区	政府性基金及附加 (分)	吨铝电耗 (kwh)	吨铝成本抬升 (元)
内蒙古东部	4.43	13300	589
新疆	2.1	13300	279
山东	5.04	13300	670
河南	3.91	13300	520
山西	5.37	13300	714
广西	4.37	13300	581

数据来源：WIND、西南证券整理

## 库存降，成本升，待需求回暖抬升铝价

- 前三季度电解铝消费放缓，伴随下游行业回暖，未来期间需求有望回暖刺激铝价。
- 前三季度电解铝消费放缓：2017年，我国精炼铝消费3191万吨，同比增长0.93%，由于我国经济结构调整及经济增速放缓，精炼铝消费量增速有所降低。

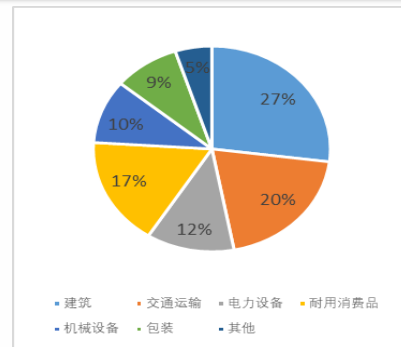
### 2006年至2017年精炼铝消费量



数据来源：中国有色金属工业年鉴、西南证券整理

- **建筑用铝增速放缓。**中国铝消费2017年占全球铝消费的53.81%。国内用铝量最大的建筑行业方面，受房地产市场持续低迷影响，铝消费增速放缓；2018年前三季度，国内房屋施工、竣工、新开工面积同比数据为3.9%、-11.4%和16.4%，铝材多为建筑后期投入用于门窗，竣工面积减少对抑制铝材消费构成直接影响。

### 2018年中国电解铝消费结构



数据来源：国家统计局、西南证券整理

## 库存降，成本升，待需求回暖抬升铝价

- **电力领域或将拉动铝消费**：根据国家统计局数据，电源投资一般领先于电网投资一年左右。2018年上半年，电源投资处于持续扩张阶段，预计2019年初电网投资增速将出现反弹，电力领域用铝有望出现拐点。

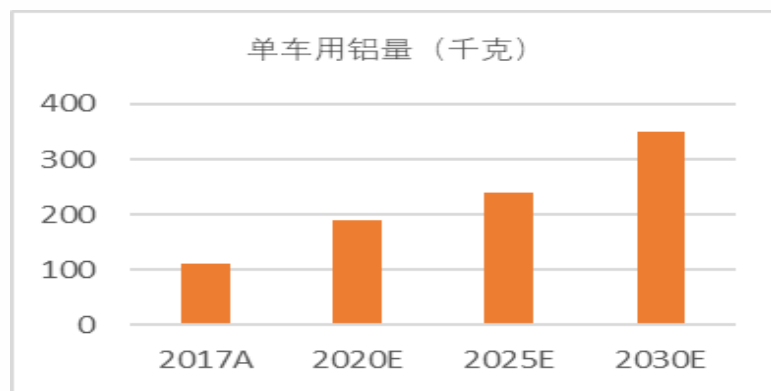
### 中国电源电网基本建设投资完成额



数据来源：WIND、国家统计局、西南证券整理

- **汽车轻量化推广有望提升用铝需求**：2017年我国乘用车单车用铝量约110千克，远低于发达国家平均150~160千克的用铝水平；预计到2020年，我国单车用铝量有望达到180千克，总用铝量达到560万吨，有望实现翻倍增长，极大提升交通行业用铝需求。

### 乘用车单车用铝量



数据来源：中国汽车工程学会、西南证券整理

## 库存降，成本升，待需求回暖抬升铝价

- 供给侧改革政策下，电解铝去库存效果显著。
- 成本提升，供给端放量受阻：受采暖季限产、矿山整治、电力成本抬升等影响，电解铝成本提升，加之海外氧化铝生成干扰事件刺激出口，铝供给量持续收紧。
- 前三季度电解铝消费放缓，伴随下游行业回暖，未来待需求回暖抬升铝价：
  - 前三季度电解铝消费放缓：由于我国经济结构调整及经济增速放缓，精炼铝消费量增速有所降低。
  - 建筑用铝增速放缓。当前用铝量最大的建筑行业方面，受房地产市场持续低迷影响，铝消费增速放缓。
  - 电力领域或将拉动铝消费：电源投资通常领先于电网投资一年左右。2018年上半年电源投资持续扩张，预计2019年初电网投资将提高增速，提升用铝量。
  - 汽车轻量化推广有望提升用铝需求：当前我国乘用车单车用铝量远低于发达国家平均水平；预计未来期间总用铝量有望实现大幅增长，带动交通运输行业用铝需求。
- 重点推荐标的：中国铝业（601600），关注标的：云铝股份（000807）。

# 目 录

---

◆ 2018前三季度行业回顾与展望

◆ 2019行业投资方向简析

◆ 投资策略及重点推荐标的

# 紫金矿业（601899）：量价齐升，业绩有望稳定发展

## □ 公司介绍：

紫金矿业形成以金为主，铜、铅锌、钨、铁等基本金属并举的产品格局，坚持收购海外优质矿产资源。目前已探明铜矿资源金属量 3334 万吨，金、铜、锌储量均位于世界前列。

## □ 投资逻辑：

1、公司18年前三季度营业总收入同比增加22.9%；净利润39.08亿元，同比增加了46.28个百分点，经营稳健向好；2、铜储量大幅增长，未来三年公司科卢韦齐、多宝山二期、紫金山以及卡莫阿项目进入爬产和投产期；3、目前世界上未开发的最大型的卡莫阿铜矿，未来还有进一步增储空间。

## 盈利预测及建议：

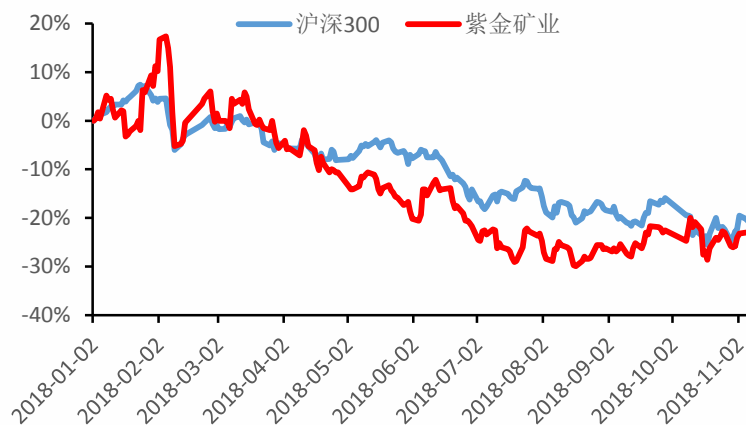
预计2018-2019年归母净利润分别为46.34亿、59.64亿，对应PE分别为18倍、14倍，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**铜矿山复产加速，下游消费增速不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	94548.62	102792.62	110972.57
营业收入增长率	19.91%	8.72%	7.96%
归母净利润（百万元）	3507.72	4634.40	5964.50
归母净利润增长率	90.66%	32.12%	28.70%
EPS（元）	0.15	0.20	0.26
P/E	23	18	14

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

# 洛阳钼业 ( 603993 ) : 多品种金属齐发力助公司业绩高增长

## □ 公司介绍 :

洛阳钼业主要从事铜、钼、钨、钴、铌、磷等矿业的采选、冶炼、深加工等业务，拥有较为完整的一体化产业链条，是全球前五大钼生产商及最大钨生产商、全球第二大钴、铌生产商和全球领先的铜生产商，同时也是巴西境内第二大磷肥生产商。

## □ 投资逻辑 :

- 1、主要金属量价同比提升，业绩实现新突破；
- 2、财务费用改善，投资收益增加助力公司利润增长；
- 3、铜价中枢上行，钼、钴价格企稳，公司未来业绩可期。

## 盈利预测及建议 :

预计2018-2019年归母净利润分别为55.13亿、63.19亿，对应PE分别为15倍、13倍，维持“买入”评级。

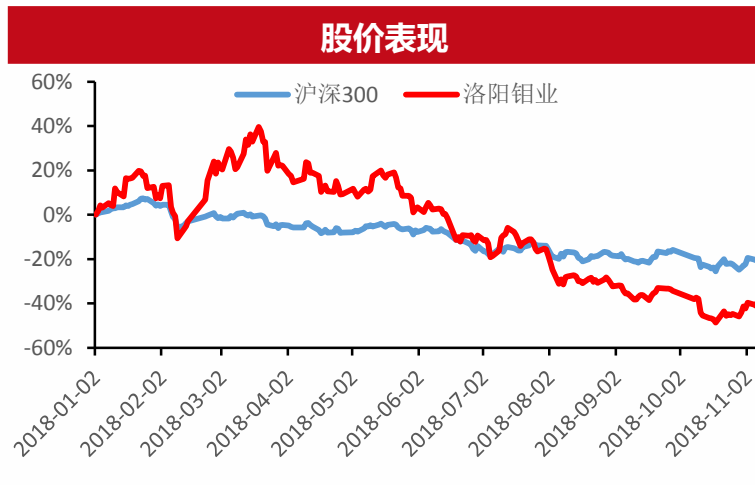
□ **风险提示**：铜、钴、钼等金属价格或大幅波动的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	24147.56	27141.04	29689.98
营业收入增长率	247.47%	12.40%	9.39%
归母净利润 (百万元)	2727.80	5513.29	6318.83
归母净利润增长率	173.32%	102.12%	14.61%
EPS (元)	0.13	0.26	0.29
P/E	30	15	13

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 中国铝业（601600）：业绩符合预期，行业边际向好，看好未来盈利能力

## □ 公司介绍：

公司是中国有色金属行业的龙头企业，综合实力位居全球铝行业前列，也是目前中国铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源勘探开采，氧化铝、原铝和铝合金产品生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电于一体的大型生产经营企业。

## □ 投资逻辑：

1、公司氧化铝自给率高，可较大程度享受氧化铝价格上涨带来的利润；2、公司产能分布广泛，采暖季错峰生产受限小；3、公司未来在建项目将陆续投产，产能持续释放，成长属性突出；4、公司自备电比例较低，受电力成本抬升影响较小。

## 盈利预测及建议：

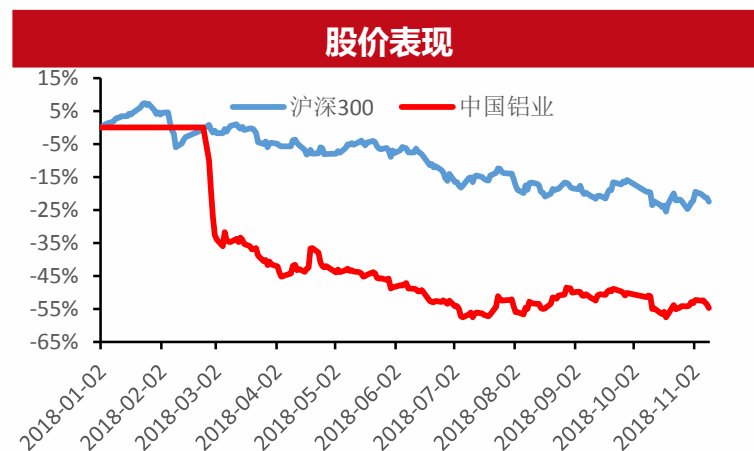
预计2018-2019年归母净利润分别为20.18亿、25.62亿，对应PE分别为27倍、21倍，维持“增持”评级。

□ **风险提示：**电解铝价格或大幅波动、重点在建项目进度或不及预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	180080.75	169407.54	178839.39
营业收入增长率	25.00%	-5.93%	5.57%
归母净利润（百万元）	1378.44	2018.49	2562.46
归母净利润增长率	242.47%	46.43%	26.95%
EPS（元）	0.09	0.14	0.17
P/E	40	27	21

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理

## 部分公司估值表

	公司	股价	EPS (摊薄)			PE			投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
601899.SH	紫金矿业	3.56	0.15	0.20	0.26	23	18	14	买入
603993.SH	洛阳钼业	4.30	0.13	0.26	0.29	30	15	13	买入
000807.SZ	云铝股份	4.33	0.25	0.19	0.40	40.59	21.82	10.57	*
600547.SH	山东黄金	26.98	0.61	0.53	0.69	50.91	48.67	36.95	*
601600.SH	中国铝业	3.80	0.09	0.14	0.17	40	27	21	增持
600362.SH	江西铜业	13.55	0.46	0.80	0.97	43.54	16.81	13.85	*

数据来源：Wind一致预期，西南证券（截止2018/11/07）

\*来源于Wind一致预期，不做投资评级



分析师：刘岗  
执业证号：S1250517100001  
电话：010-57631191  
邮箱：lg@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	机构销售	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn