

工业金属行业

不止于修复

分析师： 巨国贤



SAC 执业证号: S0260512050006

SFC CE.no: BNP287



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

分析师： 娄永刚



SAC 执业证号: S0260519010003



010-59136699



louyonggang@gf.com.cn

请注意，娄永刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 不止于修复

我们认为 2019 年工业金属板块在盈利回升背景下有望迎来盈利与估值的双重提升，“戴维斯双击”有望带来超预期弹性。工业金属行业的板块盈利自 2016 年价格回升以来不断上台阶（2018 年前三季度净利是 2015 年同期的 10 倍）的背景下，受市场悲观气氛压制，估值不断下行。在金属库存处历史低位叠加消费预期好转推动下，金属价格预期上涨将继续提升企业盈利。而随着宏观经济转好，流动性逐渐释放，我们认为估值提升随市场信心恢复开始快速显现。考虑到中美贸易战缓和或将带来新一轮的经济增长以及中国基建补短板、东南亚基建升温的情况，我们建议增加龙头工业金属公司配置。

● 工业金属利润持续稳增带来估值提升而非修复

尽管工业金属行业从 2016 年复苏至今，投资者对工业金属的观点依旧相对谨慎。这种谨慎有可能在现实的持续复苏下逐渐修正。问题是，是否会出现持续的复苏？我们认为，在中美贸易战逐渐缓和、中国超万亿基建投资，大国消费对当下价格会有显著提升。其次东盟多边协作体系逐步建立的情况下，金属需求的驱动力将从中国转向了东南亚、印度、非洲等更多发展中国家，这些国家巨大的市场将驱动行业新一轮的复苏。价格持续向好，保证了工业金属板块利润持续稳定提升。2016 年以来，有色行业整体估值持续下行，PE 和 PB 均下降至历史低点。从企业盈利的可持续性来看，目前板块估值过于悲观。伴随企业利润进一步提升，结合打压估值的因素如宏观经济、流动性等逐步消退，我们认为工业金属板块估值修复势在必行，而且估值会得到重估并且提升。

● “戴维斯双击”有望带来超预期弹性

工业金属板块在此轮“戴维斯双击”行情下弹性有望超预期。当前，我们看好铜、锡、锌、铝等板块的弹性。铜的金融属性伴随流动性增强给价格带来较好预期。锡受缅甸及内蒙矿山矿难影响，供给端制约会更加明显。锌行业正在经历重要的历史性变革，冶炼加工费的持续上涨及价格持续高位运行给锌板块持续盈利带来有利保证。铝行业目前亏损情况仍在继续，伴随供给受限及消费旺季到来，铝价格向上逐步体现，板块弹性很大。核心关注：紫金矿业（A、H）、云南铜业、江西铜业、西部矿业、铜陵有色；锡业股份；驰宏锌锗、中金岭南、锌业股份、株冶集团；中国铝业（A、H）、云铝股份。

● 风险提示

中美贸易战缓和程度不及预期，经济复苏不及预期，工业金属供给大量释放，下游消费复苏缓慢。

相关研究：

广发报告-锡行业深度:锡供给拐点已至，行业或迎反转

2018-11-12

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 黄礼恒 0755-88286912 huangliheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码 | 评级 | 货币 | 股价 | 合理价值 | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|------|-----------|----|-----|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | | 2019/2/26 | (元/股) | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E |
| 紫金矿业 | 601899.SH | 买入 | 人民币 | 3.69 | 3.75 | 0.19 | 0.25 | 19.42 | 14.76 | 8.91 | 7.47 | 11.30 | 12.60 |
| 赣锋锂业 | 002460.SZ | 买入 | 人民币 | 27.74 | - | 1.26 | 1.63 | 22.02 | 17.02 | 17.51 | 13.07 | 29.90 | 27.80 |
| 南山铝业 | 600219.SH | 买入 | 人民币 | 2.50 | - | 0.20 | 0.24 | 12.50 | 10.42 | 22.38 | 10.80 | 5.40 | 6.10 |
| 东阳光科 | 600673.SH | 买入 | 人民币 | 8.98 | - | 0.39 | 0.57 | 23.03 | 15.75 | 16.03 | 10.63 | 13.60 | 16.40 |
| 驰宏锌锗 | 600497.SH | 买入 | 人民币 | 5.34 | - | 0.31 | 0.47 | 17.23 | 11.36 | 7.00 | 5.33 | 10.40 | 13.40 |
| 银泰资源 | 000975.SZ | 买入 | 人民币 | 10.79 | - | 0.32 | 0.40 | 32.70 | 26.98 | 11.85 | 9.70 | 7.30 | 8.20 |
| 厦门钨业 | 600549.SH | 增持 | 人民币 | 14.56 | - | 0.42 | 0.54 | 34.67 | 26.96 | 14.87 | 12.95 | 8.30 | 9.60 |
| 盛和资源 | 600392.SH | 买入 | 人民币 | 10.52 | - | 0.27 | 0.32 | 38.96 | 32.88 | 19.01 | 15.47 | 8.60 | 9.30 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 以上列示公司仅为部分重点覆盖公司估值情况, 部分公司受客观因素影响未在该表列示。

表 1: 工业金属重点公司对比 (资源量及产量单位: 金属万吨)

| 公司名称 | 股票代码 | 市值(亿元) | 归母净利(亿元) | | 金属资 | 金属权益 | 金属产量 | 权益产量 | 吨矿市值(万元/吨) | |
|----------|-----------|-----------|----------|-----------|---------|---------|-------|-------|------------|---------|
| | | 2019/2/26 | 2017 | 2018Q1-Q3 | 源量 | 资源量 | 2018E | 2018E | 市值/权益资源量 | 市值/权益产量 |
| 铜 | | | | | | | | | | |
| 五矿资源 | 01208.HK | 264.87 | 9.60 | | 2259.35 | 1533.07 | 46.65 | 32.20 | 0.17 | 8.23 |
| 紫金矿业 | 601899.SH | 809.91 | 35.08 | 33.52 | | 3147.50 | 24.38 | 20.42 | 0.26 | 39.66 |
| 云南铜业 | 000878.SZ | 176.43 | 2.27 | 3.94 | 268.00 | 204.50 | 5.52 | 5.35 | 0.86 | 32.98 |
| 江西铜业 | 600362.SH | 467.18 | 16.04 | 20.45 | | 1440.90 | 20.96 | 20.96 | 0.32 | 22.29 |
| 西部矿业 | 601168.SH | 152.75 | 2.61 | 6.80 | 704.00 | 570.00 | 4.70 | 3.80 | 0.27 | 40.20 |
| 铜陵有色 | 000630.SZ | 249.48 | 5.49 | 6.62 | | 219.50 | 4.67 | 4.67 | 1.14 | 53.42 |
| 锌 | | | | | | | | | | |
| 驰宏锌锗 | 600497.SH | 271.87 | 11.55 | 8.37 | | 1221.07 | | 28.90 | 0.22 | 9.41 |
| 中金岭南 | 000060.SZ | 177.06 | 10.67 | 7.70 | 376.12 | 363.29 | | 20.20 | 0.49 | 8.77 |
| 锡 | | | | | | | | | | |
| 锡业股份 | 000960.SZ | 215.61 | 7.06 | 7.28 | 75.18 | 75.18 | 3.40 | 3.40 | 2.87 | 63.41 |

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

备注: 铜各公司产量为自产铜精矿金属产量; 锌各公司产量为自产锌精矿金属产量; 锡公司产量为自产锡精矿金属产量。

表 2: 工业金属重点公司价格弹性测算

| 公司名称 | 股票代码 | 市值(亿元) | 2019E 归母净利(亿元) | | | 2019E 市盈率(x) | | | | |
|------------------|------|-----------|----------------|---------|---------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| | | 2019/2/26 | 现价 | 涨价 10% | 涨价 20% | 涨价 30% | 现价 | 涨价 10% | 涨价 20% | 涨价 30% |
| SHFE 铜价(含税, 元/吨) | | | 50,520 | 55,572 | 60,624 | 65,676 | 50,520 | 55,572 | 60,624 | 65,676 |
| SHFE 锌价(含税, 元/吨) | | | 21,965 | 24,162 | 26,358 | 28,555 | 21,965 | 24,162 | 26,358 | 28,555 |
| SHFE 锡价(含税, 元/吨) | | | 152,650 | 167,915 | 183,180 | 198,445 | 152,650 | 167,915 | 183,180 | 198,445 |

识别风险, 发现价值

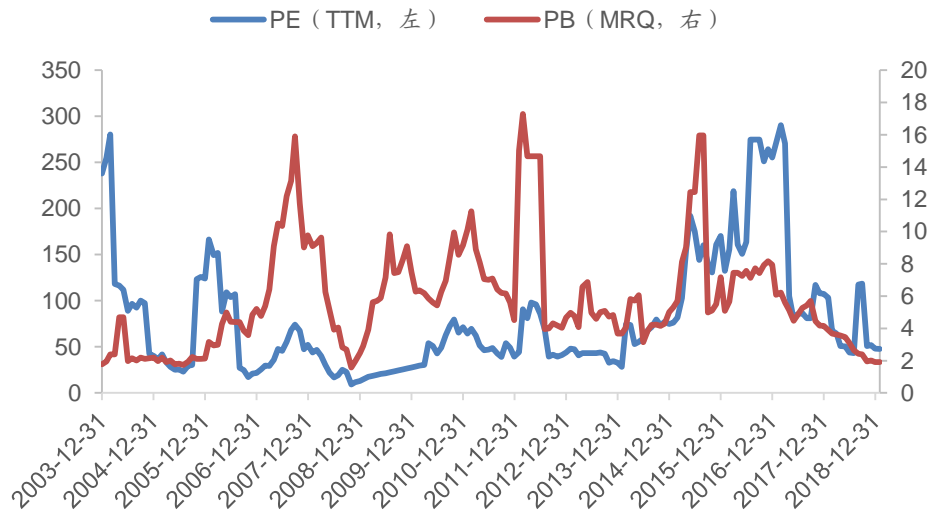
请务必阅读末页的免责声明

| 铜 | | | | | | | | | | |
|------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 五矿资源 | 01208.HK | 264.87 | 22.20 | 33.58 | 44.97 | 56.36 | 11.93 | 7.89 | 5.89 | 4.70 |
| 紫金矿业 | 601899.SH | 809.91 | 19.75 | 26.97 | 34.19 | 41.41 | 41.01 | 30.03 | 23.69 | 19.56 |
| 云南铜业 | 000878.SZ | 176.43 | 16.61 | 18.50 | 20.40 | 22.29 | 10.62 | 9.53 | 8.65 | 7.92 |
| 江西铜业 | 600362.SH | 467.18 | 19.86 | 27.27 | 34.68 | 42.10 | 23.52 | 17.13 | 13.47 | 11.10 |
| 西部矿业 | 601168.SH | 152.75 | 16.29 | 17.63 | 18.98 | 20.32 | 9.38 | 8.66 | 8.05 | 7.52 |
| 铜陵有色 | 000630.SZ | 249.48 | 16.47 | 18.12 | 19.77 | 21.43 | 15.15 | 13.77 | 12.62 | 11.64 |
| 锌 | | | | | | | | | | |
| 驰宏锌锗 | 600497.SH | 271.87 | 12.90 | 17.35 | 21.79 | 26.23 | 21.07 | 15.67 | 12.48 | 10.36 |
| 中金岭南 | 000060.SZ | 177.06 | 10.04 | 13.15 | 16.25 | 19.36 | 17.63 | 13.47 | 10.89 | 9.15 |
| 锡 | | | | | | | | | | |
| 锡业股份 | 000960.SZ | 215.61 | 11.87 | 15.50 | 19.13 | 22.77 | 18.17 | 13.91 | 11.27 | 6.71 |

数据来源：公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

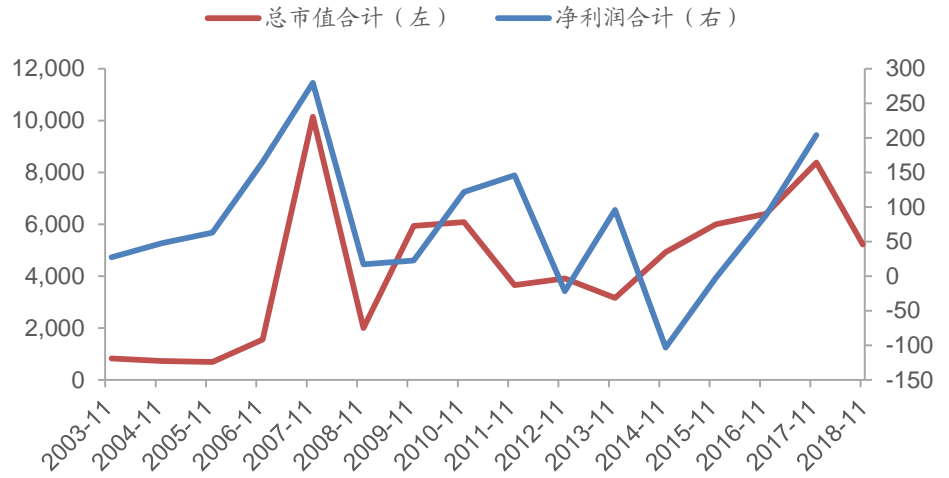
备注：铜各公司弹性测算仅考虑铜价变动对业绩影响；锌各公司弹性测算仅考虑锌价变动对业绩影响；锡业股份弹性测算仅考虑锡价变动对业绩影响。

图1：有色金属行业估值下行至历史低位（月度，倍）



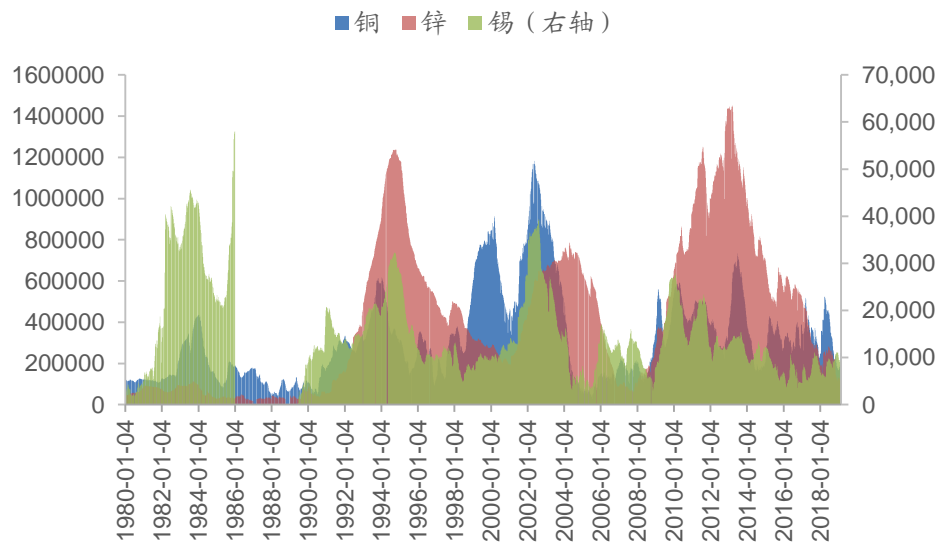
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2: 工业金属板块市值和净利变化 (亿元)



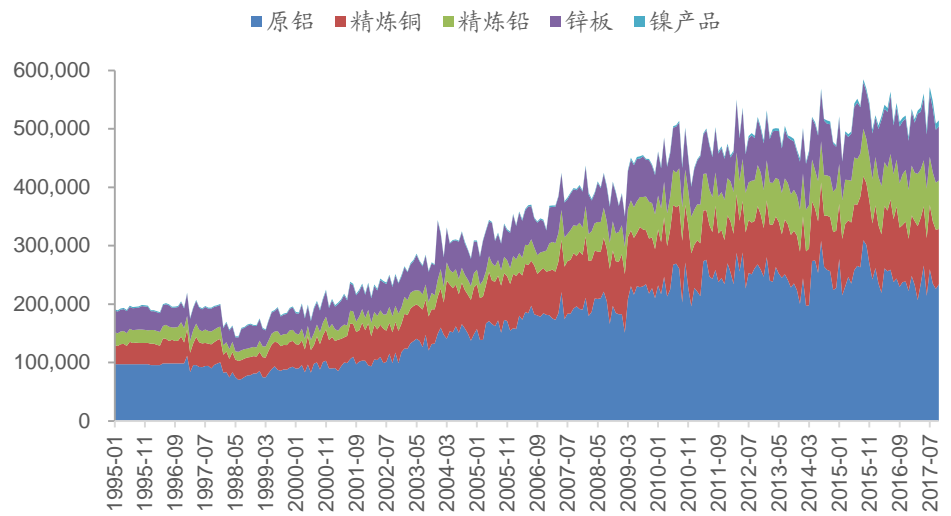
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图3: 工业金属历史库存 (LME+SHFE, 吨)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 东南亚部分国家有色金属月度消费量(吨, 月度)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

注: 图中金属量合计来源于越南、泰国、菲律宾、马来西亚、印尼和缅甸

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|--------------------|-------------------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 广州市天河北路183号大都会广场5楼 | 深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼 | 香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510075 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。