

坐等云起时

——有色金属 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆基本金属：基本金属价格小幅回升，上涨后劲不足

回顾 2019 年前 5 月：截止 2019 年 5 月 31 日，金属价格较 2019 年初略有回升。2019 年 5 月 31 日，LME 金属指数为 2763.1，较年初上涨 0.5%；SHFE 金属指数为 2824.3，较年初上涨 0.1%。

展望 2019 下半年：（1）美元指数或高位震荡：美国一季度经济形式较好，且强于欧盟主要国；同时，美联储鲍威尔表示下半年将暂不采取降息或加息措施。我们判断下半年美元指数或高位震荡。（2）环保、安监或助力供给收缩：2019 年前 5 个月已发生多起大型生产安全事故，总计已造成近百人死亡。截至目前，当地政府已有多地开展专项行动，集中对冶金、有色企业和相关机械企业开展安全生产隐患排查整治工作。下半年随着核查工作的持续进行与发酵，我们预计部分有色金属品种或出现供给收缩，提振价格。**结论：在美元指数或高位震荡，环保、安监或助力供给收缩的背景下，下半年金属价格分化是趋势。我们推荐铜、铝、钛三个品种。**

◆金属推荐：铜、铝、钛

铜：随着铜精矿供给增速下滑，且需求稳定增长，铜供需格局有望持续改善，长期看好铜价。推荐铜行业相关企业：江西铜业、铜陵有色。

铝：受前期电解铝产能关停影响，库存持续走低。同时，受信发铝厂事故影响，下半年部分铝厂或将面临核查整改，我们预计铝供给有望收缩，利好铝价。推荐：云铝股份。

钛：供给端，环保趋紧、供需共振导致海绵钛供不应求趋势，价格逐级传导；需求端，随着“大飞机计划”、“空间站计划”、“舰船建造计划”等实施，航空航天、海洋工程高端钛材需求增长明显。供需共振利好高端钛材企业。推荐：宝钛股份。

◆材料加工：中长期看好汽车轻量化主题投资机会

由于铝镁材得天独厚的性能（减重，环保），汽车轻量化是未来发展的主要趋势，我们预计 2020 年铝材需求 477 万吨，镁材需求 42 万吨。推荐：南山铝业、云海金属。

◆风险分析：各金属品种价格下跌，下游需求不达预期

证券代码	公司名称	股价(元/股)	EPS (元)			PE			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
600362	江西铜业	14.50	0.71	0.82	0.98	20	18	15	买入
000630	铜陵有色	2.36	0.07	0.09	0.11	34	26	21	增持
000807	云铝股份	4.60	-0.56	0.05	0.13	-	92	35	增持
600456	宝钛股份	21.37	0.33	0.53	0.81	65	40	26	买入
600219	南山铝业	2.25	0.12	0.15	0.17	19	15	13	增持
002182	云海金属	7.49	0.51	0.75	1.05	15	10	7	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

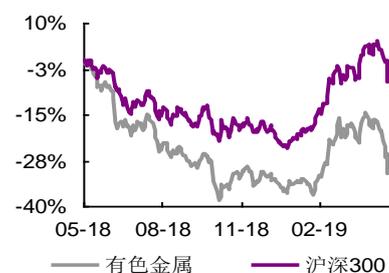
买入（维持）

分析师

李伟峰 (执业证书编号：S0930514050002)
021-52523820
liweifeng@ebcn.com

刘慨昂 (执业证书编号：S0930518050001)
021-52523821
liuka@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

受美元指数高位运行影响，截止 2019 年 5 月底，LME、SHFE 金属价格指数仅分别上涨 0.1%、0.5%。有色金属行业在国民经济发展中具有重要的地位，对国防、经济及科技的发展具有战略意义，是支撑尖端科学技术进步的重要原材料产业，也是国民经济发展和产业升级换代的基础产业。在此背景下，2019 年下半年有色金属指数能否出现反弹，部分有色品种能否走出独立行情成为了广大机构投资者关注的焦点。针对上述疑惑，我们在本篇策略报告中对于可能影响有色金属行业走势的因素进行了详细分析和预判，并对当下时点具备投资机遇的相关板块进行梳理。

我们区别于市场的观点

- (1) 区别于市场上对于整个有色金属板块过于悲观的观点，我们认为在美元指数或高位震荡，环保、安监或助力供给收缩的背景下，下半年金属价格分化是趋势。部分有色金属品种仍存在较高的投资价值。
- (2) 区别于市场上普遍认为海绵钛价格上涨存在不可持续性的观点；我们认为 2018 年海绵钛价格的上涨主要由成本推动，而 2019 年以及未来主要是靠下游终端需求拉动，具有可持续性。

投资观点

在美元指数或高位震荡，环保、安监或助力供给收缩的背景下，我们推荐铜、铝、钛三个品种。

铜：随着铜精矿供给增速下滑，且需求稳定增长，铜供需格局有望持续改善，长期看好铜价。推荐铜行业相关企业：江西铜业、铜陵有色。

铝：受前期电解铝产能关停影响，库存持续走低。同时，受信发铝厂事故影响，下半年部分铝厂或将面临核查整改，我们预计铝供给有望收缩，利好铝价。推荐：云铝股份。

钛：供给端，环保趋紧、供需共振导致海绵钛供不应求趋势，价格逐级传导；需求端，随着“大飞机计划”、“空间站计划”、“舰船建造计划”等实施，航空航天、海洋工程等高端钛材需求增长明显。供需共振利好高端钛材企业。推荐：宝钛股份。

材料加工：由于铝镁材得天独厚的性能（减重，环保），汽车轻量化是未来发展的主要趋势，我们预计 2020 年铝材需求 477 万吨，镁材需求 42 万吨。推荐：南山铝业、云海金属。

目 录

1、 2019 年 Q1 回顾及 H2 展望	4
1.1、 回顾 2019 Q1：金属价格小幅回升，企业业绩增速回落	4
1.2、 展望 2019 H2（一）：美元指数或维持高位震荡	7
1.3、 展望 2019 H2（二）：环保+安监或助力供给收缩	9
1.4、 小结：美元指数或高位震荡，金属价格分化是趋势	9
2、 基本金属：铜、铝	9
2.1、 铜：供需有望持续改善	9
2.2、 铝：库存低位，环保+安监或助力铝价回暖	13
3、 小金属：钛	14
3.1、 钛：需求增长强劲，钛进入新一轮上升通道	14
4、 主题投资看好轻量化	17
4.1、 轻量化大势所趋，带动铝、镁需求	17
5、 投资建议	22
5.1、 江西铜业	22
5.2、 铜陵有色	23
5.3、 云铝股份	25
5.4、 宝钛股份	26
5.5、 南山铝业	27
5.6、 云海金属	28
6、 风险提示	29

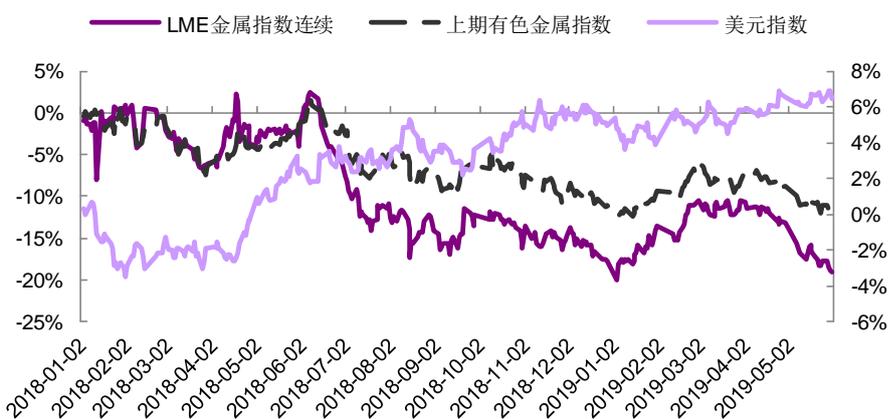
1、2019 年 Q1 回顾及 H2 展望

1.1、回顾 2019 Q1：金属价格小幅回升，企业业绩增速回落

1.1.1、金属价格较 2019 年初略有回升

截至 2019 年 5 月 31 日，金属价格较 2019 年初略有回升。2019 年 5 月 31 日，LME 金属指数为 2763.1，较年初上涨 0.5%；SHFE 金属指数为 2824.3，较年初上涨 0.1%。

图 1：2018 年-2019 年 5 月 31 日有色金属指数走势



资料来源：wind

SHFE 基本金属：截至 2019 年 5 月 31 日，铝、镍涨幅较大，分别为 4.2%、11.6%。铜、铅、锌、锡价格均出现下滑，幅度分别为 4.5%、11.8%、1.8%、0.05%。

表 1：SHFE 基本金属涨跌幅

基本金属	年初价格 (元/吨)	2019 /5/31 价格 (元/吨)	年初至今 涨跌幅
铜	48340	46180	-4.47%
铝	13590	14155	4.16%
铅	18050	15925	-11.77%
锌	20925	20545	-1.82%
镍	88070	98270	11.58%
锡	143450	143380	-0.05%

资料来源：wind

贵金属：截至 2019 年 5 月 31 日，SHFE 黄金均价为 290.10 元/克，较年初上涨 0.62%。

表 2：贵金属涨跌幅

贵金属	年初价格	2019/5/31 价格	涨跌幅
COMEX 黄金 (美元/盎司)	1286.5	1297	0.82%
SHFE 黄金 (元/克)	288.3	290.1	0.62%

资料来源：wind

小金属：截止 2019 年 5 月 31 日，四川电池级碳酸锂、氧化镨钕、氧化镱、金属铟、黑钨精矿、白钨精矿价格变化分别为 0.0%、5.8%、63.6%、-11.4%、1.6%、2.1%。

表 3：小金属涨跌幅

小金属	年初价格 (万元/吨)	2019 /5/31 价格 (万元/吨)	涨跌幅
四川电池级碳酸锂	7.90	7.90	0.0%
氧化镨钕	31.65	33.50	5.8%
氧化镱	121.00	198.00	63.6%
金属铟	3.55	3.15	-11.4%
黑钨精矿	9.60	9.75	1.6%
白钨精矿	9.50	9.70	2.1%

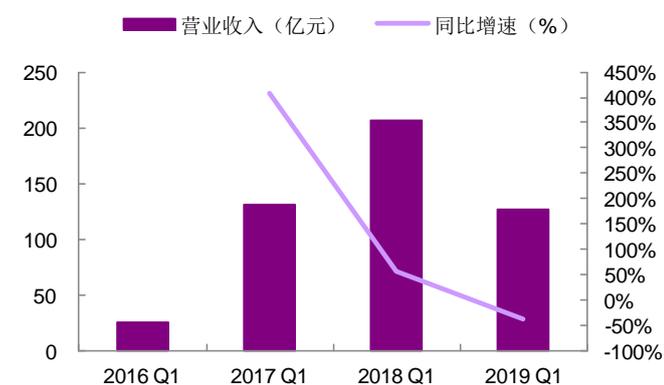
资料来源：百川资讯

1.1.2、2019 年 Q1 有色金属企业业绩增速回落

2019 年 Q1 有色金属企业业绩增速回落

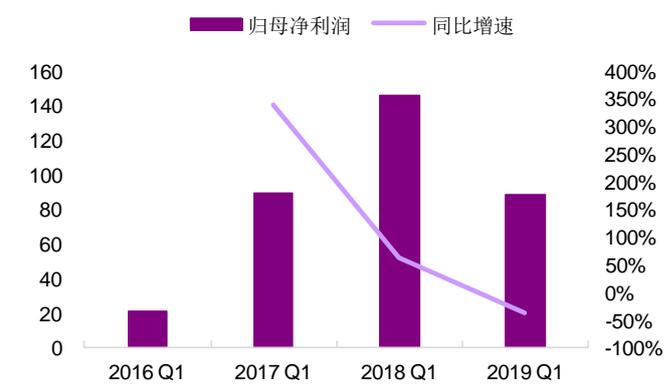
2019 年 Q1 有色金属行业实现营业收入 127.1 亿元，同比下降 38%，归母净利润 88.7 亿元，同比下降 39%。2019 年 Q1 有色金属行业净利润同比增速较 2018 年 Q1 下滑 102 个百分点。

图 2：2016Q1-2019 Q1 有色行业营业收入（亿元）



资料来源：wind

图 3：2016Q1-2019 Q1 有色行业归母净利润（亿元）



资料来源：wind

我们对 2017、2018 和 2019 年 Q1 工业金属板块进行了统计，2019 年 Q1 板块盈利 42.6 亿元，同比下滑 11.3%。细分看，铝板块实现归母净利润 9.8 亿元，同比上升 8.4%；铜板块实现归母净利润 17.9 亿元，同比下降 11.2%；铅锌板块实现归母净利润 14.9 亿元，同比下降 20.8%

表 4：归属母公司股东的净利润，同比增长率

板块名称	2018Q1 同比增长	2019Q1 同比增长	2017Q1 净利 (亿元)	2018 Q1 净利(亿元)	2019 Q1 净利(亿元)
工业金属	9.0%	-11.3%	44.1	48.0	42.6
铝	-44.9%	8.4%	16.4	9.0	9.8
铜	35.3%	-11.2%	14.9	20.2	17.9
铅锌	47.2%	-20.8%	12.8	18.9	14.9

资料来源：wind

1.1.3、有色金属行情整体表现尚可

有色板块涨幅居中

2019年1月1日至2019年6月5日期间，29个行业中，有色金属板块累计涨幅为14.4%，排名14/29。

图4：截至2019.6.5，有色金属板块涨幅居中（29个板块）

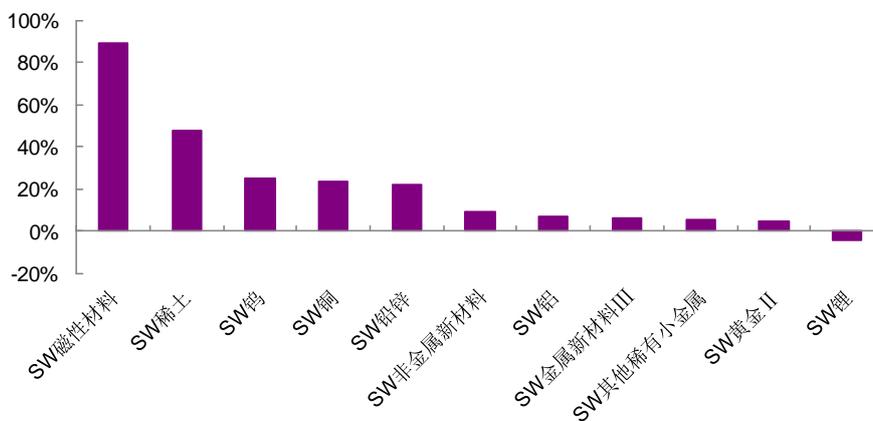


资料来源：wind

各品种全部上涨

有色金属各子板块涨幅不一，磁性材料和稀土板块涨幅最大。

图5：有色金属各子板块涨幅不一（截止2019.6.5）

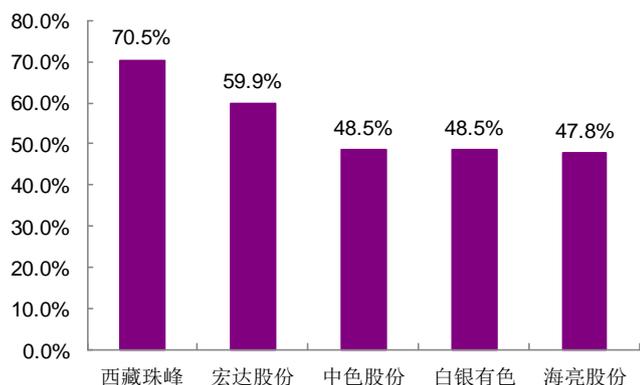


资料来源：wind

个股表现，正收益标的屈指可数

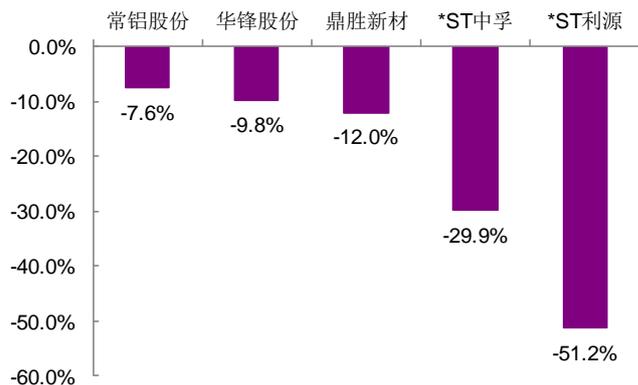
截至2019.6.5，有色行业5家公司股价实现正收益，分别为西藏珠峰、宏达股份、中色股份、白银有色、海亮股份。跌幅排名前5家公司分别为常铝股份、华锋股份、鼎胜新材、st中孚、st利源。

图 6：截止 2019.6.5 涨幅前 5 公司



资料来源：wind

图 7：截止 2019.6.5 跌幅前 5 公司



资料来源：wind

1.1.4、小结：金属价格小幅回升，有色企业业绩增速回落

(1) 美元走强，压制价格

截至 2019 年 5 月 31 日，美元指数为 97.74，较年初上涨 2.6%。由于美元指数与有色金属价格存在较高负相关性，美元走强压制有色金属价格。一季度，有色金属价格整体表现较弱，仅小幅度回升。

(2) 企业业绩增速回落

金属价格虽较年初略有回升，但与上年同期相比仍下滑明显。受此影响，一季度有色企业业绩增速回落，净利润增速由去年同期的 63% 下滑至 -39%。

1.2、展望 2019 H2 (一)：美元指数或维持高位震荡

1.2.1、一季度美国经济较好

美国 GDP 增速高于预期：

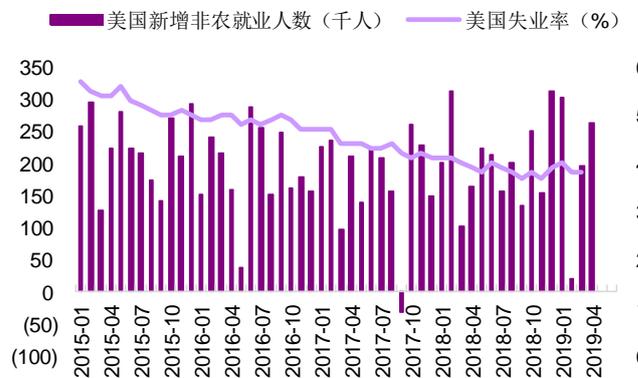
2019 年 5 月 10 日，美国公布 2019 年一季度 GDP 数据，GDP 环比折年率（季调）达 3.2%，远超美国主要机构对一季度 GDP 预测值。从就业率角度观测，美国的失业率目前已在历史最低位，达到充分就业的水平。

图 8：美国 GDP 增速



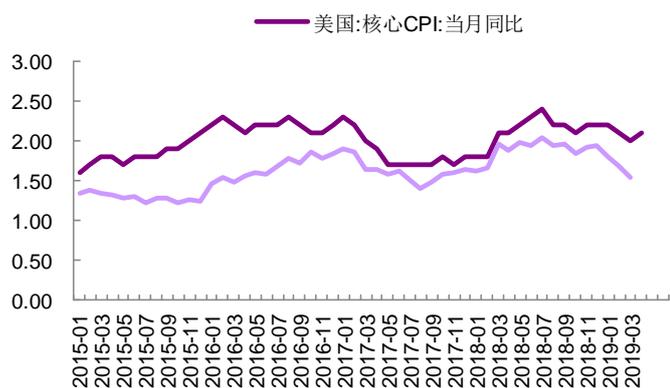
资料来源：wind

图 9：美国新增非农就业数（左）和失业率（右）



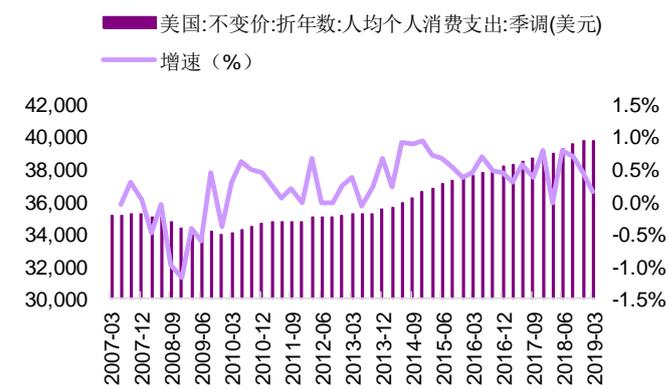
资料来源：wind

图 10: 美国核心 CPI (深紫色) 和 PCE (淡紫色) (%)



资料来源: wind

图 11: 美国人均个人消费支出

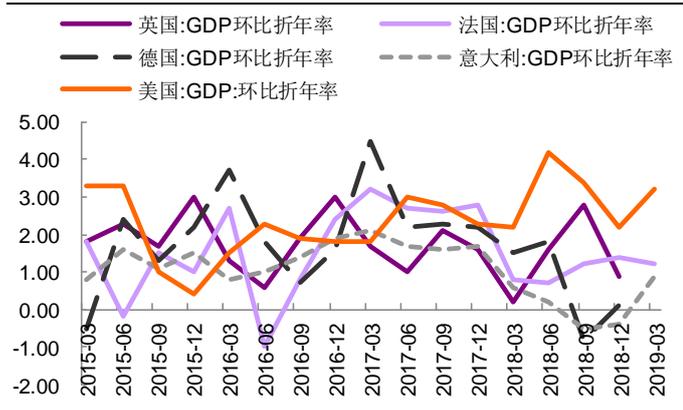


资料来源: wind

1.2.2、一季度美国整体经济强于欧洲

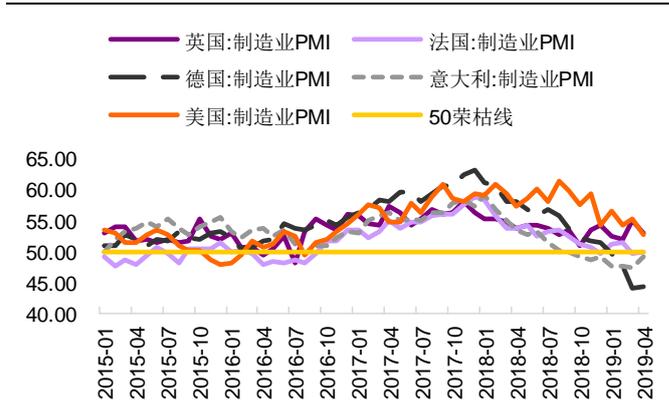
美国 GDP 增速自 2018 年以来高于欧盟主要国家。从经济景气度观测, 美国 PMI 指数大于 50, 并高于欧盟主要国家。本轮美国经济走势强于欧盟主要国。

图 12: 美国 GDP 与欧盟主要国家 GDP 增速对比 (%)



资料来源: wind

图 13: 美国 PMI 与欧盟主要国家 PMI 对比



资料来源: wind

1.2.3、下半年, 美联储暂不采取降息或加息措施

2019 年 1 月 31 日, 美联储公布利率决议, 维持 2.25%-2.5% 的利率不变, 利率决议符合市场预期。同时, 美联储发布的政策声明中已经取消了进一步渐进加息的措辞。

2019 年 3 月 21 日, 美联储决定维持利率不变, 并将今年加息次数的预期缩减至零, 此外还表示他们将在 9 月份结束美联储资产负债表的缩减。

2019 年 5 月 2 日, 美联储公布利率决定, 维持 2.25%-2.5% 的联邦基金利率不变, 同时将超额准备金利率从 2.4% 调整至 2.35%。鲍威尔表示美联储的政策立场是“合适的”, 没有加息或降息的必要。

我们预计 2019 年下半年, 美国利率政策平稳, 利率保持在 2.25%-2.5% 区间。

1.3、展望 2019 H2（二）：环保+安监或助力供给收缩

2019 年初以来已发生多起大型生产安全事故，总计已造成近百人死亡。截至目前，当地政府已有多地开展专项行动，集中对冶金、有色企业和相关机械企业开展安全生产隐患排查整治工作。下半年随着核查工作的持续进行与发酵，我们预计部分有色金属或出现供给收缩，提振价格。

表 5：2019 年初以来事故一览表

时间	公司	地点	事件
1 月份	信铝发电	山西省交口县	村民举报原则沟赤泥库坝体多处裂隙渗漏，碱液流出，严重污染环境。
2 月 14 日	金钼股份	陕西省渭南市	公司矿冶分公司钼炉料产品部湿法制酸分厂发生一起生产安全事故，事故造成 1 人死亡，1 人轻伤，2 人轻微伤
2 月 24 日	银漫矿业	内蒙古西乌旗	矿业公司通勤车往井下运送工人，车辆失控撞向辅助斜坡巷道，造成 21 人死亡，29 人受伤。
3 月 21 日	响水天嘉宜公司	江苏省盐城市	厂内一处生产装置发生爆炸，爆炸物质为苯。已造成 62 人死亡，失踪 28 人。已救治的病人中，危重 34 人，重伤 60 人。
4 月 10 日	中国铝业	河南省巩义市	运输铝矿石的自备火车脱轨，造成 6 人死亡。

资料来源：SMM，光大证券研究所整理

1.4、小结：美元指数或高位震荡，金属价格分化是趋势

美元指数或高位震荡：美国一季度经济形式较好，且强于欧盟主要国；同时，美联储鲍威尔表示下半年将暂不采取降息或加息措施。我们判断下半年美元指数或高位震荡。

环保、安监或助力供给收缩：

2019 年年初以来已发生多起大型生产安全事故，总计已造成近百人死亡。截至目前，当地政府已有多地开展专项行动，集中对冶金、有色企业和相关机械企业开展安全生产隐患排查整治工作。下半年随着核查工作的持续进行与发酵，我们预计部分有色金属或出现供给收缩，提振价格。

长期看，环保仍将是有色供给约束的重要条件。通过环保排放标准提升，有色产能增长将得到有效约束，环保社会成本内化成金属生产成本有望进一步支撑价格。

结论：在美元指数或高位震荡，环保、安监或助力供给收缩的背景下，下半年金属价格分化是趋势。我们推荐铜、铝、钛三个品种。

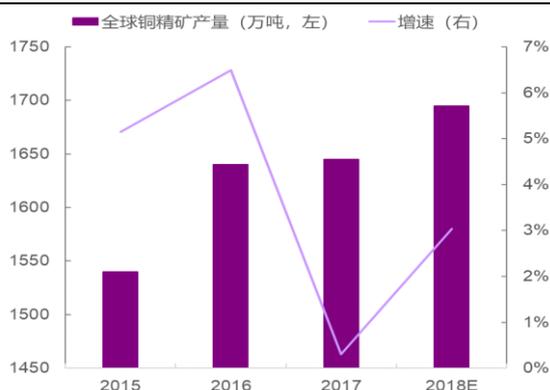
2、基本金属：铜、铝

2.1、铜：供需有望持续改善

2.1.1、铜供给：铜精矿供应趋紧，废铜供给受限

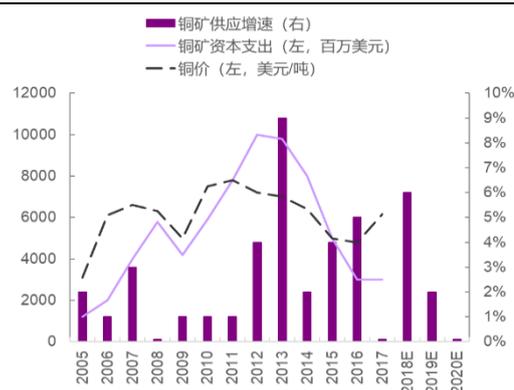
长期：铜精矿资本开支维持低位增速，铜矿产能增速收缩。我们认为铜矿投产高峰已过，供给增速下滑。铜精矿产量增速已从 2016 年的 6% 降为 2017 年的 3%。铜矿资本支出（CAPEX）由 2013 年 120 亿美元降至 2017 年的 60 亿美元。本轮铜矿资本支出于 2012 年左右见顶，以矿山建设周期经验规律判断，本轮铜矿产能高峰我们预计于 2018 年前后见顶。

图 14: 全球铜精矿产量 (万吨铜)



资料来源: 江铜集团、SMM 预测

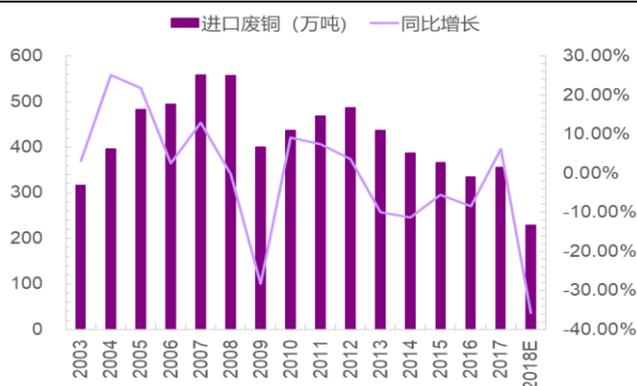
图 15: 铜矿企业资本支出



资料来源: 江铜集团、SMM 预测

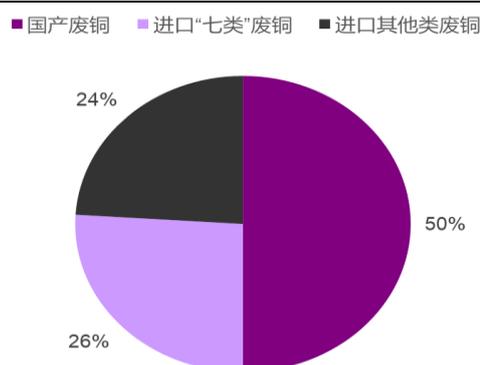
长期: 环保政策趋严, 废铜供给大幅受限, 精铜需求提升。2019 年 7 月 1 日起执行“废六类”转限制类进口政策, 进一步限制废铜供应。短期精废价差连续多月收窄, 目前已倒挂。废铜供给收缩将有效提升精铜需求。

图 16: 2003-2018E 进口废铜金属量 (万吨铜)



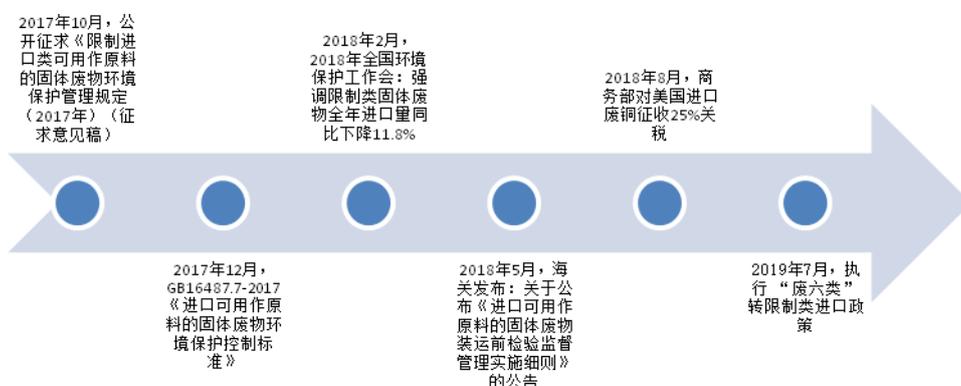
资料来源: wind、SMM 预测

图 17: 2018 年中国废铜供给结构



资料来源: SMM

图 18: 2017 年-2019 年废铜限制政策



资料来源: SMM

图 19: 2018 年 5 月以来, 铜精废价差 (元/吨)



资料来源: wind

短期: 冶炼厂集中投产, 铜精矿紧缺加剧

2018-2019 年迎来国内冶炼厂产能集中投产, 新投产产能大部分原料采用铜精矿。加之环保因素对矿山影响加剧, 一些中小矿山减产或停产现象依然存在, 国内自产铜精矿产量受限。铜精矿供应整体看面临短缺状态, 预计短期将会持续。

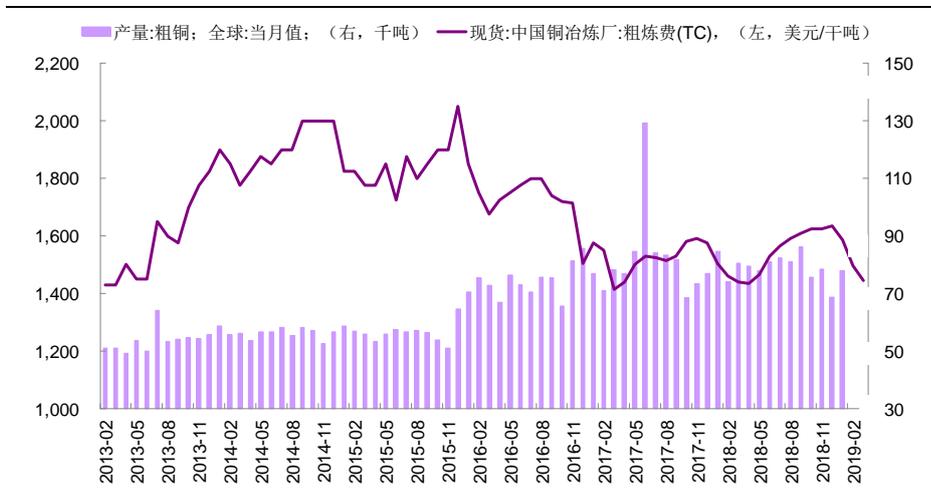
表 6: 2018-2021 年国内新增铜冶炼产能 (万吨)

公司名称	新增粗 炼产能	新增精炼 产能	生产使用原料	投产年月
中国黄金 (三门峡)	0	15	铜精矿	2018 年 1 月
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018 年 8 月
国投金城冶金有限责任公司	10	10	铜精矿	2018 年 9 月
新金昌冶炼厂	20	10	铜精矿	2018 年 5 月份
山东恒邦股份有限公司	10	0	铜精矿	2018 年 8 月
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018 年 5 月底
梧州金升铜业股份有限公司	0	15	废杂铜/阳极铜	2018 年 9 月复产
Total	90	100		
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019 年 5 月份
广西南国铜业有限公司	20	30	阳极铜/铜精矿	2019 年 1 月
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2019 年年底
紫金铜业有限公司	8	8	铜精矿	2019 年 Q4
黑龙江紫金铜业有限公司	10	10	铜精矿	2019 年
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2019 年 10 月
Total	73	93		
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020 年 5 月
Total	20	10		
中条山有色金属集团有限公司	20	20	铜精矿	2021
五矿铜业(湖南)有限公司	20	20	铜精矿	2021
Total	40	40		
瑞昌西矿铜业有限公司	20	20	铜精矿	尚不明确
广西南国铜业有限公司	20	20	铜精矿	尚不明确
湖南宝山铜业	15	15	铜精矿	尚不明确
中国黄金 (满洲里)	10	10	铜精矿	尚不明确

祥光铜业(巴彦淖尔)	20	0	铜精矿	尚不明朗
Total	85	65		

资料来源: SMM

图 20: 2013-2019 年 3 月全球铜精矿产量及中国铜精矿加工费 (TC)



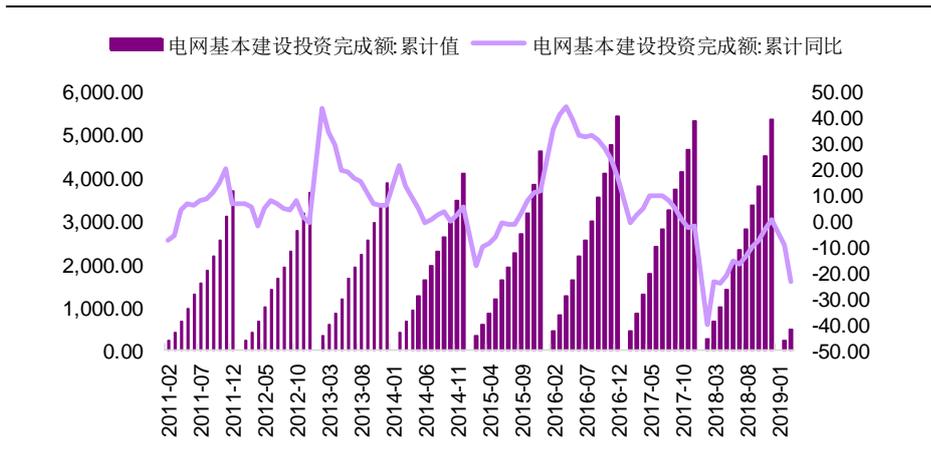
资料来源: wind

进入 2019 年后, 现货 TC 价格持续下降, 4 月现货 TC 已跌破 75 美元, 铜矿的供应紧张开始逐渐得到体现。这与我们 2019 年年初策略报告《转机尤可待——有色金属行业 2019 年投资策略》的逻辑相符。

2.1.2、铜需求: 稳定增长, 供需有望改善

2019 年国家电网计划投资额 5126 亿元, 较去年实际完成额同比增加 4.84%, 对铜需求有着较强的支撑。新能源汽车产业增长幅度稳定, 对电池用铜箔与充电桩等配套设施用铜需求增速可观。

图 21: 电网基本建设投资完成额 (左轴: 亿元、右轴: %)



资料来源: wind

表 7： 2016-2020E 国内各领域铜需求（万吨）

	2016	增速 (%)	2017	增速 (%)	2018	增速 (%)	2019E	增速 (%)	2020E	增速 (%)	18-20 年复合增速 (%)
电力	591	6.2	599	1.4	626	4.5	651	4	666	2.5	3.6
空调制冷	174	1.7	190	9.0	200	5.2	206	3.3	212	3.0	3.8
交通运输	109	1.6	110	0.5	113	3.1	118	4.6	124	4.7	4.1
电子	80	1.4	82	2.6	86	5.2	90	4.4	93	3.5	4.3
建筑	95	2.5	98	3.2	100	2.2	102	2.1	107	4.2	3.3
其它	113	0.2	113	0.4	117	3.1	119	2	120	1	2
总计	1161	3.0	1191	2.6	1241	4.2	1286	3.6	1322	2.8	3.5

资料来源：安泰科、SMM、光大证券研究所预测

2.1.3、铜供需格局：铜精矿供应趋紧，需求易升难降，供需有望持续改善

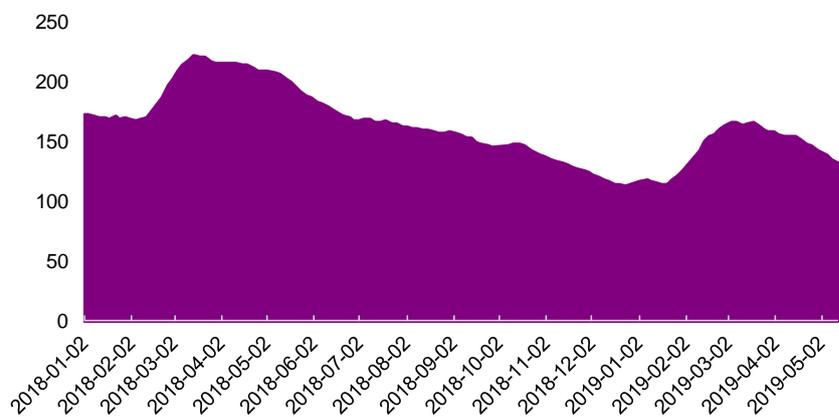
随着铜精矿供给增速下滑，需求稳定增长，铜供需格局有望持续改善，长期看好铜价。推荐铜行业相关企业：江西铜业以及铜陵有色。

2.2、铝：库存低位，环保+安监或助力铝价回暖

2.2.1、库存低位，利好铝价

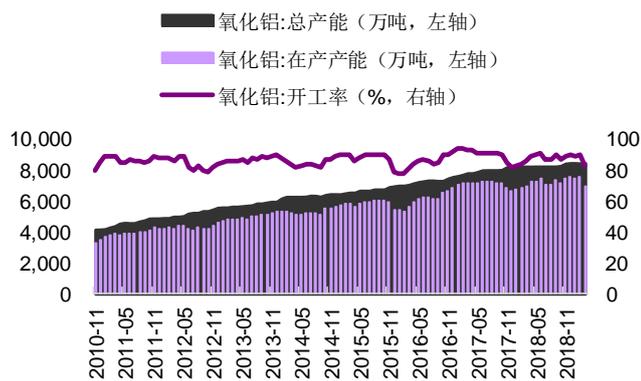
铝锭库存持续下降，利好铝价。库存下滑主要得益于前期电解铝关停产能较多。2019年3月电解铝月产量298.26万吨，同比降低1.61%，电解铝开工率为75.83%，环比下降3个百分点。

图 22：中国电解铝库存（十六地）（万吨）



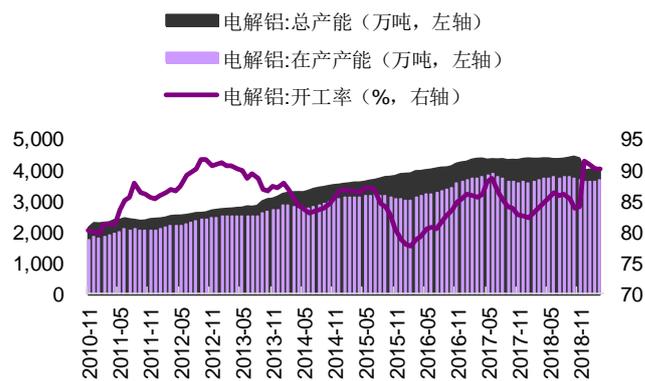
资料来源：wind

图 23：中国氧化铝产能及开工率



资料来源：wind

图 24：中国电解铝产能及开工率



资料来源：wind

2.2.2、环保+安监或助力铝价回暖

受信发铝厂事故影响，下半年部分铝厂或将面临核查整改，我们预计铝供给有望收缩，提振铝价。2019 年 5 月，村民举报信发铝厂赤泥库坝体多处裂隙渗漏，碱液流出，严重污染环境。目前有关部门正介入调查，并已责成公司尽快解决问题。该厂建有 240 万吨/年氧化铝项目。

图 25：氧化铝项目现场图



资料来源：SMM

图 26：氧化铝项目现场图



资料来源：SMM

3、小金属：钛

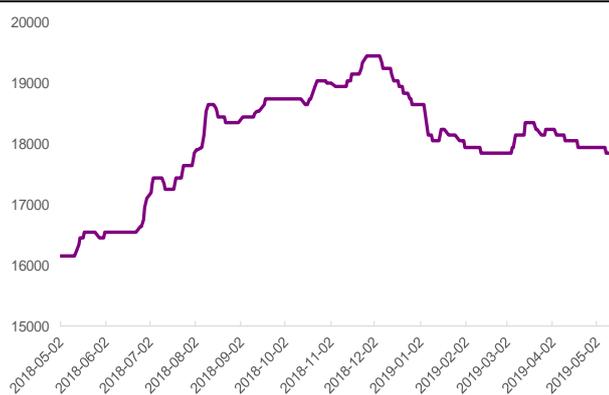
3.1、钛：需求增长强劲，钛进入新一轮上升通道

3.1.1、钛供给：受益于价格上涨，海绵钛有序放量

18 年：海绵钛受成本推动价格上涨：受环保风暴影响，四氯化钛生产受限，价格上涨。叠加镁锭价格走高，海绵钛价格上涨。

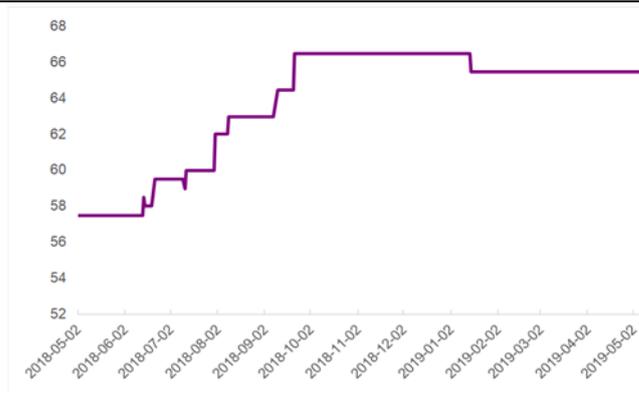
19-20 年：海绵钛去产能阶段已基本完成，加之海绵钛价格上涨，利润空间扩大，海绵钛进入有序放量的格局。

图 27：镁锭价格（元/吨）



资料来源：wind

图 28：海绵钛价格（元/千克）



资料来源：Wind

2018 年，中俄钛产业高峰论坛中海绵钛生产商扩产意愿强烈，预计至 2020 年，我国海绵钛产能为 16.2 万吨，三年复合增长率为 20.32%。根据中国有色金属工业协会钛锆钎分会发布的《“十三五”期间钛行业发展的主要目标》，预计至 2020 年我国海绵钛产量为 12 万吨左右，三年复合增长率 18.06%。

表 8：部分海绵钛企业计划扩产情况

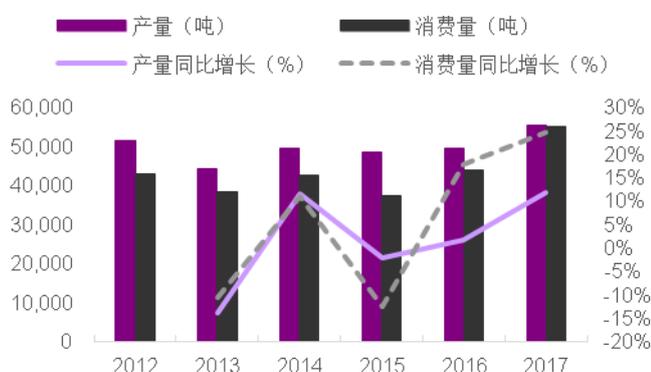
	产能（万吨）	预计达产日期	备注
新疆湘晟	3	2019Q3	全流程
双瑞万基	2	即将建成并达产	全流程
攀钢海绵钛厂	1.5		全流程
盛丰钛业	0.4	已经投入运行	半流程
宝鸡力兴钛业	2	2021 年达产	
合计	8.9		

资料来源：瑞道金属网，宝鸡力航钛业公司公告，光大证券研究所整理

3.1.2、钛需求：航空、海洋成新增长点

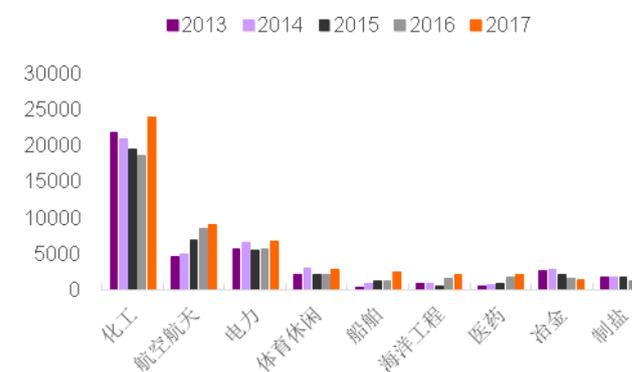
2017 年我国钛加工产品（钛材）产量为 5.54 万吨，同比增长 11.97%；销量为 5.51 万吨，同比增长 24.91%。除冶金行业外，其余主要消费领域的用钛量均呈现不同程度的增加。从数量上看，化工领域增长幅度最大，为 5395 吨，同比增长 29.08%。

图 29：2012-2017 年我国钛材产量——消费量情况



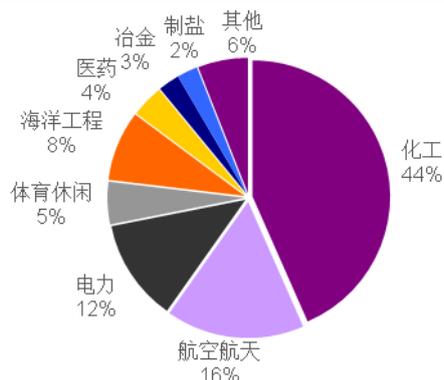
资料来源：Wind

图 30：2013-2017 年我国钛材消费量（吨）



资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钎分会

图 31：2017 年我国各领域钛材消费情况



资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钪分会

图 32：2017 年我国各领域钛材消费量变化情况 (吨)

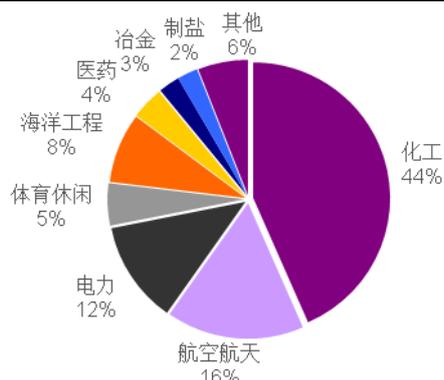


资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钪分会

新兴需求：航空未来空间广阔

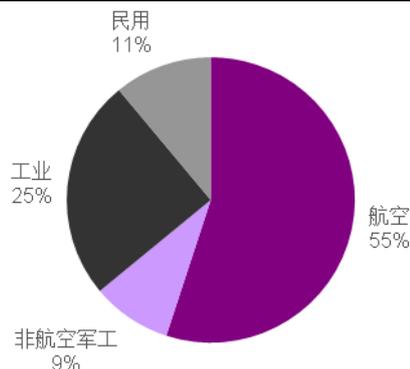
航空：我国航空钛材消费量仅占 16%，相比美国航空工业用钛量占产量 70% 以上，仍有很大发展空间。短期内我国航空用钛仍以军用飞机为主。长期来看，随着 ARJ21、C919 量产，民用飞机或成为航空用钛新亮点。

图 33：2017 年中国钛材下游消费情况



资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钪分会

图 34：2017 年美国钛材下游消费情况



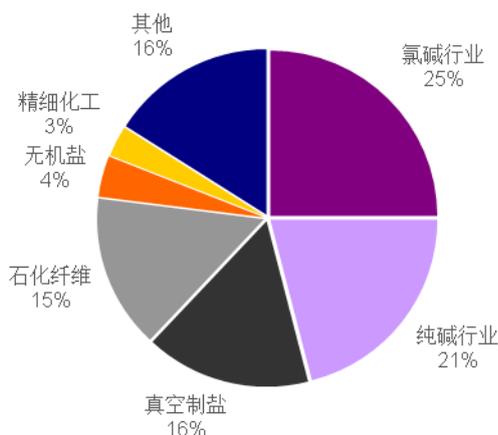
资料来源：《世界钛工业现状及发展趋势》，李飞

传统需求：化工、电力表现亮眼，助力钛材增长

1) 化工：化工领域是钛产品的主要用户，2017 年化工领域用钛 2.39 万吨，占总消费量的 43.44%，主要应用于氯碱行业、纯碱行业、石油化纤、真空制盐等领域。

钛材可以用于石油化工的反应器、氧化塔、冷凝器、泵、管道、塔盘等。2017 年，国家发改委印发《石油天然气发展“十三五”规划》，要求“十三五”期间，年均新增探明石油地质储量 10 亿吨左右，2020 年国内石油产量 2 亿吨以上，保障国内 2020 年 5.9 亿吨的石油消费水平；“十三五”期间，建成原油管道 5000 公里，新增一次输油能力 1.2 亿吨/年；建成成品油管道 12000 公里，新增一次输油能力 0.9 亿吨/年。由于钛材的耐腐蚀性，钛材发展空间广阔。

图 35：2011 年中国化工各领域用钛比例



资料来源：《中国化工用钛技术开发和市场前景》，雷让岐等

2) 电力：电力工业是国民经济的重要基础工业，钛由于其耐腐蚀性，大量应用在火力发电厂和核电站的冷凝器、汽轮机叶片、管道等。

据我们了解，目前一座 1100MW 的原子能发电站用钛量约为 150 吨。根据《核电中长期发展规划(2011-2020 年)》，2020 年规划装机容量达到 5800 万千瓦，在建容量 3000 万千瓦，预计平均每年新建约 8 台核电机组，至 2020 年将带来钛增量约 6300 吨。

整体来看，预计至 2020 年电力带来约 6300 吨钛消费量增量，平均每年钛消费增量 2100 吨，因此 2020 年预计电力领域钛消费量可达 8792 万吨，未来三年复合增长率为 9.52%。

3.1.3、钛供需：需求放量，长期看好

我们预计 2020 年钛材总消费量达 10.16 万吨，未来三年复合增长 22.61%，按照 1 吨钛材约使用 1.7 吨海绵钛测算，至 2020 年海绵钛需求约 17.27 万吨，远大于海绵钛产量，海绵钛供不应求格局明显，价格持续看好。

随着海绵钛价格逐渐走高，利好拥有海绵钛产能的企业以及高端钛材企业。
推荐宝钛股份。

表 9：中国海绵钛供需平衡表（千吨）

时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
产量	64.95	81.45	81.17	67.83	62.04	67.08	72.92	78.03	99.84	120.00
净出口	8.50	8.06	3.60	5.57	3.47	-1.42	-1.94	-3.81	-3.81	-3.81
消费量	56.45	73.39	77.57	62.25	58.57	68.49	74.87	81.96	105.60	129.37
供需平衡	-	-	-	-	-	-	-	-0.12	-1.95	-5.56

资料来源：Wind，海关总署，光大证券研究所预测

4、主题投资看好轻量化

4.1、轻量化大势所趋，带动铝、镁需求

随着油耗法规和碳排放政策的趋紧，各国对汽车节能减排方面的要求越来越高，全球乘用车燃料消耗整体趋势是到 2020 年达到 5L/100km 左右。实现汽车节能减排的方法主要有汽车轻量化、流线型车身和低阻轮胎等。其中，

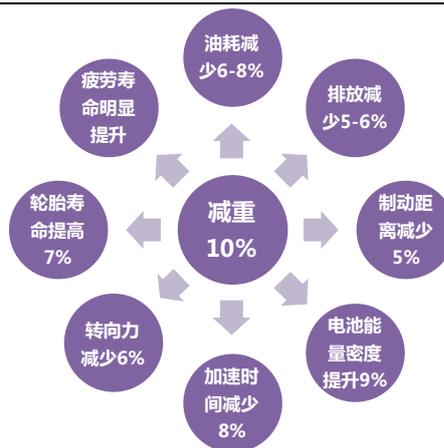
流线型车身通过降低风阻可节省油耗 7%；低阻轮胎可节省油耗 3%；而汽车每减重 10%，便可使油耗减少 6%-8%，排放量减少 5%-6%，是目前达到减排目标最有效的手段之一。在汽车轻量化的趋势之下，铝、镁等轻金属是汽车轻量化的首选替代材料，也是未来汽车发展的重要方向。

表 10：各国汽车燃料排放目标

国家	政策
日本	提出了至 2020 年的轻型汽车燃料经济性标准，预计到 2020 年，乘用车平均燃料经济性水平达到 20.3km/L，与 2009 年的 16.3km/L 相比，燃料消耗量下降约 20.3%
欧盟	于 2009 年通过强制性的法律手段取代自愿性的 CO ₂ 减排协议，在欧盟范围内推行汽车燃料消耗量和 CO ₂ 限值要求和标示制度，要求到 2015 年和 2020 年乘用车 CO ₂ 排放分别达到 130g/km 和 95g/km 的目标
美国	于 2010 年 4 月和 2012 年 8 月分别发布了针对 2012-2016（第一阶段）和 2017-2025（第二阶段）的轻型汽车燃料经济性及温室气体排放规定，要求 2025 年美国轻型汽车的平均燃料经济性达到 54.5mpg
中国	2012 年发布《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》，明确了我国汽车节能标准的整体目标，要求 2020 年当年乘用车新车平均燃料消耗量达到 5.0L/100km，对应碳排放约为 120g/km。

资料来源：《乘用车燃料消耗量第四阶段标准解读》

图 36：汽车减重 10%的优势



资料来源：国汽（北京）汽车轻量化技术研究院

4.1.1、汽车用镁合金前景无限

镁合金性能优异

镁合金工艺包括铸造、压铸和变形，型号主要有镁铝合金、镁锌合金。镁合金自身的金属特性非常适合工业应用，与其他金属相比在比重、减震、导热、强度、加工性能、抗电磁等方面有着明显优势。

表 11：镁合金性能优势

性能	介绍
物理性能	镁合金最重要的物理性能在于它的比重，镁合金比重为铝合金的 2/3，为工程塑料 ABS 的 1.8 倍。镁合金是最轻的可用于结构材料的实用金属。除了比重低，镁还有很多其它的良好物理特性：比铝合金高 30 倍的减振性能；比塑料高 200 倍的导热性能；其热膨胀性能只有塑料的 1/2。
机械性能	镁合金强度和刚度明显好于塑料，抗冲击力好于铝合金，由冲撞而引起的凹陷小于其他金属材料。另外，镁合金抗蠕变性能好，即随着时间和温度的变化在尺寸上蠕变较少。
加工性能	镁合金有很好的加工性能。如果镁合金切削阻力设定为 1.0，那么铝合金、黄铜和铸铁分别为 1.8、2.3 和 3.5。镁合金比其他金属的切削阻力小，在机械加工时，可以较快的速度加工，缩短了加工周期。镁的物理化学特性使其比铝更适合

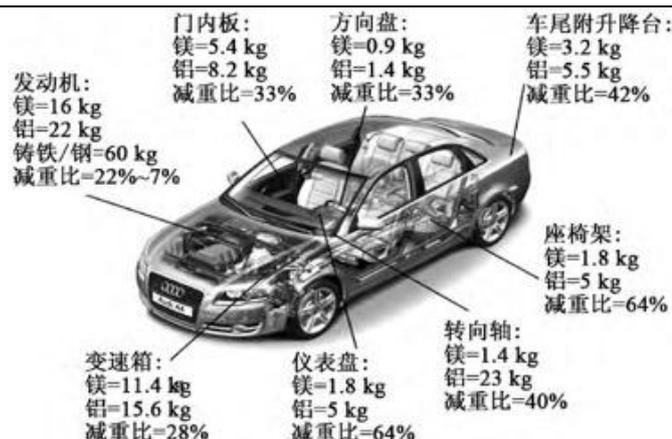
	压铸大型部件。镁单位体积的熔化潜热只有铝的 2/3，比热只有铝的 3/4，并且有非常低的溶铁性。
电磁波屏蔽性	镁合金的电磁波屏蔽性能比在塑料上电镀屏蔽膜的效果好，因此，使用镁合金可省去电磁波屏蔽膜的电镀工序和成本。
再生性	镁合金与塑料不同，它可以简单地再生使用且不降低其机械性能，而塑料很难在不降低其机械性能的前提下再生使用。镁合金与其他金属相比，熔点低，比热小，在再生熔解时所消耗的能源是新材料制造所消耗能源的 4%。

资料来源：云海金属招股说明书

车用镁合金轻量化效果显著，需求有望实现稳定增长

镁合金铸件材料主要应用在汽车的变速箱、发动机、方向盘、座椅架和转向轴等部位。被镁和镁合金替代后的汽车部件减重比例可达 20%-70%。

图 37：使用镁合金替代减重比



资料来源：《车用镁合金性能对汽车轻量化发展的影响》金宵

欧洲市场目前每辆车平均用镁量在 15kg~20kg；北美为 4.5kg~ 5.5kg（在过去的 15 年中以每年 10%-15% 的速度增长）；日本市场目前每辆车平均用镁量在 10kg~15kg。目前，国内乘用车平均用镁量约为 0.7kg~1.2kg，远低于国际水平。

2017 年 2 月，《节能与新能源汽车技术路线图》在上海正式发布。在细分领域之一的轻量化技术方面，该汽车技术路线图强调，要重点发展镁合金材料在汽车上的应用，到 2020、2025 和 2030 年我国的单车用镁量要分别达到 15kg、25kg 和 45kg。

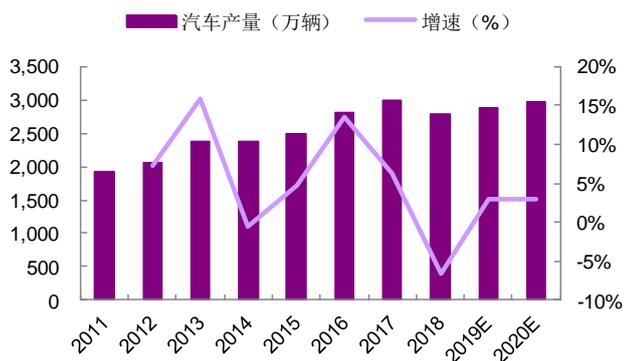
表 12：轻量化技术发展路线图

	2020 年	2025 年	2030 年
车辆整备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
高强度钢	强度 600Mpa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000Mpa 级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝达 190kg	单车用铝达 250kg	单车用铝达 350kg
镁合金	单车用镁达 15kg	单车用镁达 25kg	单车用镁达 45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量，成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%，成本比上阶段降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%，成本比上阶段降低 50%

资料来源：2016 中国汽车工程学会年会

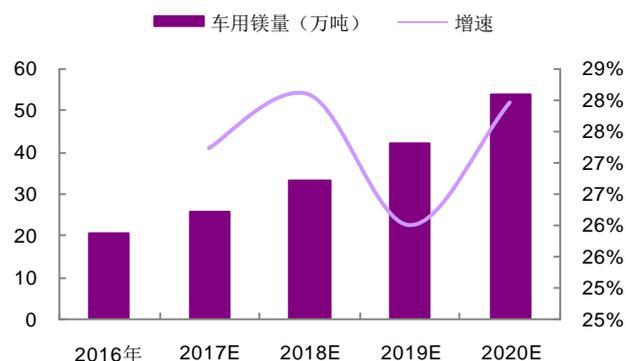
汽车轻量化是未来的主趋势，我们预计 2020 年我国汽车产量可达 3000 万辆，单车用镁量达 14kg/辆。预计 2020 年汽车轻量化所带来的镁使用量可达 42 万吨。推荐国内镁相关标的：云海金属。

图 38：2011~2020E 我国汽车产量



资料来源：wind，光大证券研究所预测

图 39：2016~2020E 我国汽车用镁量预期



资料来源：wind，光大证券研究所预测

4.1.2、汽车用铝合金方兴未艾

铝合金轻量化效果优异。汽车铝合金和高强度钢是目前应用较为广泛的轻量化材料。高强度钢的广泛使用主要由于其具有优异的屈服强度，抗碰撞性能强，材料成本也相对较低。而铝合金在同等体积下的质量要更轻，减重效果可达 10% 以上，在轻量化方面的优势不容小觑。近年来铝合金在汽车上的用量不断增加，主要用于车身、底盘、发动机和车轮等部件。

随着技术的发展，铝合金屈服强度不断提高。例如，捷豹 XFL 防撞梁中所使用的 AC300 型高强度铝合金，屈服强度为 180-220Mpa，已达高强度钢级别；车身加强件上所使用的 AC600 型高强度铝合金最高强度达到了 160 Mpa。

豪华汽车应用方向——全铝车身

虽然铝合金价格相对较高，但同等情况下，全铝车身用铝量要大大少于全钢车身用钢量，因此总成本劣势并不显著。特别是对于价格并不敏感的豪华汽车来说，铝合金仍是车身材料的理想选择。

“全铝车身”指的是在白车身上运用铝合金材料。白车身是指车身主体框架结构，不包含开闭件的四门两盖（前后四门、引擎盖和尾箱盖）。目前，奥迪、捷豹 XFL、F-150 卡车和路虎揽胜等正在推进全铝化车身的的应用，减重效果明显。全新奥迪 A8 通过全铝车身的的应用将车身零件数量减少 2/5 至 29 个，车身减重效果达 50%；全新捷豹 XFL 采用全铝车身架构，铝合金应用比率高达 75%，车身结构重量仅为 297Kg；全新路虎揽胜也通过采用全铝车身实现比上代全钢车身减重 39%。

图 40：部分全铝车身车型



奥迪A8

捷豹XFL

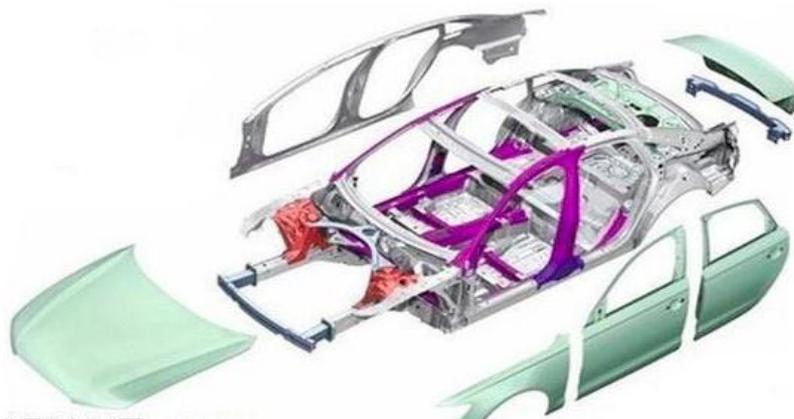
资料来源：奥迪官网，捷豹官网

凯迪拉克、奔驰 E 级等车型采用的是钢铝混合车身，也能有效达到降低车身重量，提高续航能力的效果。国内蔚来汽车、北汽新能源、奇瑞新能源等也开始应用铝合金车身。全铝车身和钢铝混合车身已经成为未来发展的趋势，随着铝合金应用技术的成熟，屈服强度的提高，全铝车身有望将会大规模普及。

更广泛的应用——“四门两盖”

四门两盖不是车体的承力结构，是实现轻量化替代的理想部件，将其轻量化后减重比例可以达到 40%。据估计，一般轿车钢制四门两盖的重量在 80~120kg 左右，替代后需使用 40-70kg 左右的铝合金。目前，发达国家车身“四门两盖”已开始大量采用铝板材。未来，随着我国铝板材在“四门两盖”中渗透率的提高，铝板材市场需求也将持续扩大。

图 41：铝在汽车中的应用——“四门两盖”



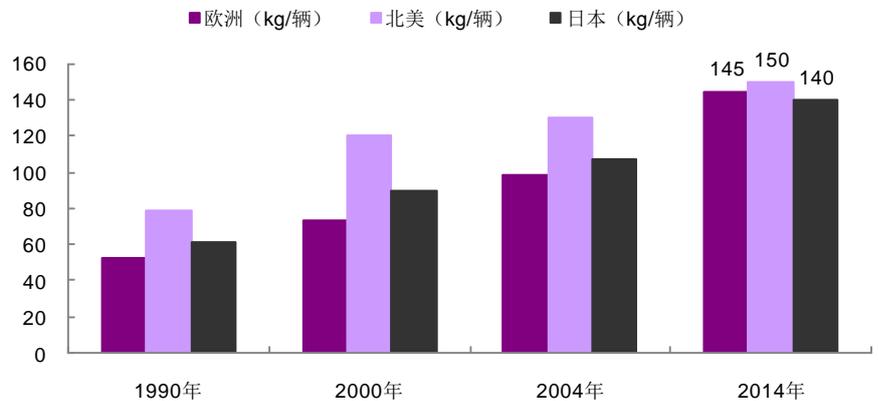
资料来源：中国汽车消费网

国内单车用铝水平低，未来汽车用铝前景广阔

据统计，2014 年全球汽车用铝量平均为 140kg/辆，其中北美总用量最多，为 150kg/辆，欧洲第二，日本第三。中国单车用铝最少，仅 110kg/辆，仍具有很大提高空间。根据最新发布的《节能与新能源汽车技术路线图》，我国将在 2020 年实现单车用铝量达 190kg，到 2030 年达 350kg。该目标要求

我国汽车单车铝合金材料用量的年复合增长率至少达 12%。保守估计到 2020 年单车耗铝量有望提升至 150kg，同时假设按照 2017 年与 2018 年 1-11 月的平均汽车产量增速 2% 测算，预计 2020 年我国汽车产量可达 3177 万辆。届时，汽车市场耗铝量将达到 477 万吨，未来汽车用铝增量可期。推荐国内铝高端加工材龙头：南山铝业。

图 42：单车轿车用铝量 (kg/辆)



资料来源：中国有色网

5、投资建议

我们维持有色金属行业“买入”评级。工业金属：看好铜、铝品种，推荐铜：江西铜业、铜陵有色；铝：云铝股份。小金属推荐钛材加工企业，宝钛股份。中长期看好汽车轻量化主题投资机会，推荐南山铝业、云海金属。

5.1、江西铜业

◆国内铜矿龙头，受益铜价上涨周期

江西铜业是国内最大的铜精矿生产商，拥有资源储量铜金属量 1440.9 万吨，拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿，年产铜精矿含铜约 21 万吨。阴极铜产能超过 130 万吨/年，跻身世界前三强；铜加工产品年产量超过 100 万吨，为国内最大铜加工商。

2018 年，公司实现营收 2152.9 亿元，同比增加 4.9%，实现归母净利 24.5 亿元，同比上升 52.4%，扣非后归母净利 13.6 亿元，同比下滑 42.9%。

2019 年一季度，公司实现营收 488.59 亿元，同比下滑 3.46%，实现归母净利 7.42 亿元，同比下滑 3.08%，扣非后归母净利 8.44 亿元，同比增长 10.75%。

◆高端铜箔拉升公司毛利

公司持有耶兹铜箔有限公司 93.4% 的股权，铜箔产能为 1.5 万吨。受益于新能源汽车等下游行业快速拉动，铜箔板块有望成为公司新盈利增长点。

◆收购恒邦股份 29.99% 股权，完善产业布局

3 月 4 日公司公告，江西铜业拟通过协议转让方式收购烟台恒邦股份 2.73 亿股，约占标的公司总股份的 29.99%；标的股份的转让价格为人民币 29.76 亿元，单价为 10.9 元/股。交易完成后江西铜业将成为恒邦股份控股股东，并将恒邦股份纳入合并财务报表范围。本次交易有助于提升江西铜业的业务

拓展能力和资金实力。同时，本次交易是江西铜业完善产业布局的重要举措。江西铜业取得恒邦股份控制权后，将以恒邦股份作为集团未来黄金板块的发展平台，将江西铜业及其控股股东旗下优质的黄金板块资产注入恒邦股份。

◆盈利预测和投资评级：

考虑到公司为国内最大铜生产基地，具备技术领先优势与规模优势。我们维持盈利预测，预计公司 2019 年~2021 年每股 EPS 分别为 0.82 元、0.98 元、1.16 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：铜价格波动风险，项目进展不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	205,047	215,290	224,534	231,454	238,587
营业收入增长率	1.35%	5.00%	4.29%	3.08%	3.08%
净利润（百万元）	1,604	2,447	2,830	3,397	4,006
净利润增长率	103.69%	52.58%	15.63%	20.04%	17.92%
EPS（元）	0.46	0.71	0.82	0.98	1.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.37%	4.92%	5.45%	6.28%	7.06%
P/E	32	20	18	15	12
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

5.2、铜陵有色

◆大型全产业链铜生产企业，经营业绩稳定

铜陵有色是集采选、冶炼、加工、贸易为一体的全产业链铜生产企业，业务范围涵盖铜矿采选、冶炼及铜材深加工等，公司主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜线、铜板带以及铜箔等。

2018 年，公司生产阴极铜 132.86 万吨，同比增长 3.92%；铜精矿含铜量 5.37 万吨，同比增长 14.96%；铜加工材 35.05 万吨，其中，铜板带完成 5.36 万吨，铜棒完成 1.45 万吨，线材完成 6.20 万吨，铜箔完成 3.25 万吨，漆包线完成 3.44 万吨，铜杆等其他铜材完成 15.35 万吨；黄金 9,548 千克，白银 342.07 吨；硫酸 422.28 万吨，同比增长 11.61%；铁精矿 41.87 万吨，硫精矿 72.72 万吨，铁球团 100 万吨。

2018 年，公司实现营收 845.89 亿元，同比增长 2.62%；实现归母净利润 7.09 亿元，同比增长 31.99%。公司流动性良好，实现经营现金流净额 56.65 亿元。2018 年，公司资产负债率略有改观，期末公司总资产 469.86 亿元，净资产 179.28 亿元，资产负债率 58.53%，同比下降 2.5 个百分点。

2019 年一季度，公司实现营收 231.77 亿元，同比增长 30.75%，实现归母净利润 2.80 亿元，同比增长 39.38%。

◆规模成本优势

公司在阴极铜、硫酸及铜箔等主要产品领域具有显著的竞争优势和领先的行业地位。2018 年，公司生产阴极铜 132.86 万吨，占国内总产量的 14.6%，位居国内前列；硫酸产量达 422.28 万吨，占全国总产量的 4.89%，是国内最

大的商品酸生产企业，具有显著的成本和区位优势；2018年，铜箔产量达3.25万吨，品质居行业领先水平。

◆持续研发投入，着眼未来发展

2018年，公司共开展科技项目442项，涉及有色金属矿产资源开发、矿山安全高效开采、有色金属矿产资源综合回收利用、铜基材料加工及新产品开发、安全环保与职业健康技术研究与应用等技术领域。目前，公司与中国恩菲工程技术有限公司合作开展的矿山安全高效开采项目，以形成可靠无人驾驶电机车配套的辅助系统达到与无人驾驶电机车运输控制系统，实现-1000米中段62线-64线无人驾驶电机车运输稳定和可靠运行。

2018年4月11日，公司出资2500万元人民币，与航发资产、航发航材院、铜陵发展共同出资设立子公司—铜陵铜冠优创特种材料有限公司。项目正在建设中，项目设计年产2吨高纯金属铼。预计2019年年中试生产，产成品将提供给中航发北京航空材料研究院测试认证。

在有色金属矿产资源综合回收利方面，2018年，铜陵有色共伴生矿产资源综合利用率达到62.5%，综合回收了铜、硫、铁、金、银、铂、钯、硒、碲、铅、镍、铋等十二种元素。在铜基材料加工及新产品开发方面，10余项新工艺、新材料、新产品研发，均已取得阶段成果。

公司通过内部培养外部引进相结合的方式，不断加强科技人才梯队建，加强公司的研发实力。2019年一季度，公司研发费用为3082万元，同比增长139.6%。

◆盈利预测和投资评级：

我们假设：1) 随着赤峰金剑技改升级，铜冶炼产能产量有望提升，我们预计2019~2021E铜冶炼产量为139、146、149万吨。2) 基于铜供给收缩，铜价小幅上涨，我们预计2019~2021E铜产品销售价格为5.29、5.35、5.45万元/吨。

基于公司产销增长以及铜价小幅上涨，我们预计公司2019~2021EPS分别为0.09、0.11、0.14元。

表 13：铜陵有色营业收入预测

产品名称	项目名称	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
铜产品	小计	收入(亿元)	759.26	698.27	699.68	711.45	738.30	768.45
		成本(亿元)	733.68	665.71	668.48	678.30	702.42	729.57
		毛利率(%)	3.37%	4.66%	4.46%	4.66%	4.86%	5.06%
	电解铜	铜冶炼产能(万吨)	135.00	135.00	135.00	139.00	146.00	149.00
		电解铜产量(万吨)	129.79	127.85	132.86	139.00	142.00	145.00
		电解铜销量(万吨)	130.19	127.74	132.74	135.00	138.00	141.00
销售单价(万元/吨)		5.83	5.47	5.27	5.29	5.35	5.45	
黄金等副产品	小计	收入(亿元)	86.77	78.68	69.83	80.00	80.80	81.61
		成本(亿元)	81.55	74.76	64.33	73.60	74.34	75.08
		毛利率(%)	6.02%	4.98%	7.88%	8.00%	8.00%	8.00%
化工及其他产品	小计	收入(亿元)	17.88	43.34	63.94	63.94	63.94	63.94
		成本(亿元)	17.77	40.07	56.98	56.98	56.98	56.98
		毛利率(%)	0.62%	7.54%	10.89%	10.89%	10.89%	10.89%

其他业务	收入(亿元)	2.83	4.02	12.43	12.45	12.48	12.50
	成本(亿元)	1.93	2.89	11.15	11.17	11.19	11.22
	毛利率(%)	31.83	28.03	28.03	28.03	28.03	28.03
合计	营业收入(亿元)	866.74	824.31	845.88	867.84	895.52	926.50
	营业成本(亿元)	834.93	783.43	800.94	820.05	844.94	872.85
	毛利率(%)	3.67%	4.96%	5.31%	5.51%	5.65%	5.79%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测。

我们选取 A 股有色资源型公司作为铜陵有色的可比公司, 可比公司 2019 年的 PE 估值为 27 倍。我们给予铜陵有色 2019 年 27 倍 PE 估值, 目标价 2.43 元, 首次给予“增持”评级。

表 14: 铜陵有色 (A) 可比公司估值表 (元)

	股价(元)	EPS(元)			PE(x)		
		2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
紫金矿业	3.36	0.15	0.18	0.19	22	19	18
洛阳铜业	3.91	0.13	0.21	0.14	30	19	29
江西铜业	14.5	0.46	0.71	0.76	32	20	19
云南铜业	10.02	0.16	0.09	0.24	63	111	41
平均值					37	42	27
铜陵有色	2.36	0.05	0.07	0.09	47	34	26

资料来源: Wind 一致预期, 铜陵有色为光大预测, 股价时间为 2019 年 6 月 05 日

◆风险提示: 铜价格波动风险, 赤峰金剑项目进展不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	82,430	84,589	86,786	89,553	92,652
营业收入增长率	-4.90%	2.62%	2.60%	3.19%	3.46%
净利润(百万元)	549	709	921	1,186	1,478
净利润增长率	204.35%	29.14%	29.94%	28.75%	24.68%
EPS(元)	0.05	0.07	0.09	0.11	0.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.18%	3.95%	4.97%	6.11%	7.21%
P/E	47	34	26	21	17
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 06 月 05 日

5.3、云铝股份

◆资源保障优势, 水电铝材一体化完整产业链综合竞争优势

公司全资子公司云铝文山铝业铝土矿保有资源储量约 1.7 亿吨, 预计“十三五”期间还将实现资源增储至 3 亿吨以上, 依托自有铝土矿资源优势, 云铝文山铝业已形成年产 140 万吨氧化铝生产规模, 为公司水电铝产业发展提供了较强的铝土矿—氧化铝资源保障。

公司已经形成了贯穿铝产业上中下游、涵盖矿石采选、氧化铝生产、铝冶炼、铝精深加工和炭素制品生产的完整产业链, 成为了国内乃至全球铝行业少数几家具备绿色低碳水电铝材一体化发展优势的大型铝企业。目前, 公司氧化

铝产能达 140 万吨/年，阳极炭素产能 60 万吨/年，电解铝产能 170 万吨/年，铝合金和铝加工产能超过 80 万吨/年，这将有利于公司发挥整体协同效应，减少中间原材料加工费用。

2018 年，公司实现营收 216.9 亿元，同比下滑 1.9%，实现归母净利-14.7 亿元，同比下降 323.1%，扣非后归母净利-14.9 亿元，同比下降 337.5%。

2019 年一季度，公司实现营收 50.73 亿元，同比下滑 0.98%，实现归母净利 0.51 亿元，同比上升 148.32%，扣非后归母净利 0.08 亿元，同比增长 106.88%。

◆看好电解铝“价格-成本剪刀差”投资机会

通过构建电解铝投入-产出模型，在电解铝成本构成中，电力成本占到 40% 以上，氧化铝成本占到 30% 左右。决定电解铝企业盈利关键在于企业用电成本以及铝土矿-氧化铝资源自给率。

云铝股份受益于云南省电力制度改革，随着云南电改范围扩大和推进，公司用电成本有望逐年下行，成本结构改善将提升电解铝毛利率。

◆产能扩张，竞争优势提升

公司昭通 70 万吨/年水电铝项目一期工程、鹤庆水电铝项目一期工程及文山水电铝项目相关工作正积极推进。预计 2020 年电解铝产能可达 300 万吨/年。产能扩张，竞争优势提升。

◆盈利预测和投资评级：

基于公司产能逐步扩张，业绩增长有保障，我们维持盈利预测，预计公司 2019 年~2021 年每股 EPS 分别为 0.05 元、0.13 元、0.18 元，维持“增持”评级。

◆风险提示：铝价格波动风险，产能扩张进度缓慢

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	22,130	21,689	24,299	28,535	30,770
营业收入增长率	42.38%	-1.99%	12.03%	17.43%	7.83%
净利润（百万元）	657	-1,466	118	326	469
净利润增长率	494.41%	-323.14%	-	176.01%	43.65%
EPS（元）	0.25	-0.56	0.05	0.13	0.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.66%	-17.74%	1.41%	3.75%	5.11%
P/E	18	-	92	35	25
P/B	1.3	1.5	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 05 日

5.4、宝钛股份

◆钛材加工龙头，产业链规模优势突出

宝钛股份是中国钛材加工行业龙头企业，主要生产板材、管材、丝材等，是我国目前唯一一家具有铸—锻—钛材加工完整产业链的企业。截至 2018 年，公司海绵钛产能 1 万吨/年，钛锭产能 3 万吨/年，钛材产能 2 万吨/年。

随着钛行业进入新一轮景气周期，公司营业收入不断提高。2018 年，公司累计实现营收 34.1 亿元，同比增加 18.6%，实现归母净利 1.4 亿元，同比上升 556.7%，扣非后归母净利 1.1 亿元，由负转正。

2019 年一季度，公司实现营收 11.50 亿元，同比上涨 65.50%，实现归母净利 0.29 亿元，同比上升 455.18%，扣非后归母净利 0.28 亿元，同比增长 392.07%。

◆环保趋严促钛材行业集中度提高，公司或充分受益

2018 年 8 月，环保督察“两端三清”使得陕西省宝鸡市钛企 95% 关门停产，钛材产量受限。同时，海绵钛价格或将继续走高，进一步压缩低端钛材企业利润空间，有利于提高钛材行业集中度。公司作为国内唯一具有铸-锻-钛材加工完整产业链龙头企业，或充分受益钛材空间广阔。

◆盈利预测

基于行业层面，随着航空航天等高端领域对钛材需求增大，钛行业景气度有望攀升，海绵钛价格或将上升。公司层面，宝钛股份是中国钛材加工行业龙头企业，产品充分受益海绵钛价格上涨，业绩增长确定性高。我们维持盈利预测，预计公司 2019 年~2021 年每股 EPS 分别为 0.53 元、0.81 元、0.98 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：钛材用量及公司产能提升不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,876	3,410	4,232	5,551	6,916
营业收入增长率	14.58%	18.56%	24.09%	31.19%	24.58%
净利润（百万元）	21	141	227	346	420
净利润增长率	-41.72%	556.74%	60.67%	52.80%	21.18%
EPS（元）	0.05	0.33	0.53	0.81	0.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.63%	3.98%	6.08%	8.66%	9.74%
P/E	427	65	40	26	22
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 05 日

5.5、南山铝业

◆全产业链布局，尽享规模优势

公司充分利用全产业链规模优势，上游拓展能源供给、中游并购助力产品放量、下游布局高端精深加工产品。

上游方面：（1）自备电，电力接近完全自给。近年来电力自给率均在 100% 左右。（2）氧化铝，布局海外资源，紧握降本良机。公司开启 100 万吨/年印尼氧化铝项目，单位平均生产成本较国内低 20% 左右，目前已开始前期港口及土地平整施工，计划 2020 年完全投产。中游方面：电解铝，产品放量，补足短板。收购怡力电力资源包后，合规产能达到 81.6 万吨。目前产能与 100 万吨的铝深加工能力相匹配。

下游方面：深耕技术，高端铝材产品放量。公司下游产品种类齐全，覆盖面广。（1）轨道交通：公司轨道交通生产线项目于2013年正式投产。锁定大客户，为中车主要供应商之一，占中车四方采购份额高达60%。未来随着轨道交通行业需求的不断增加，产品产销量有望进一步扩张。（2）汽车用铝：公司为国内首家本土汽车板生产商。汽车轻量化大势所趋，铝合金成为首选替代材料。我们预测2020年中国汽车制造用铝将达到570万吨，公司的产品四门两盖成为主要增长点。（3）航空用铝：公司为国内首家波音供货商。2018年拟与FIGEAC AERO共同成立南山飞卓宇航工业有限公司，深耕航空深加工市场。

2018年，公司实现营收202.2亿元，同比增加18.48%，实现归母净利14.4亿元，同比下降10.76%，扣非后归母净利13.7亿元，同比下滑14.18%。

2019年一季度，公司实现营收49.10亿元，同比上涨7.56%，实现归母净利2.54亿元，同比下滑14.70%，扣非后归母净利0.28亿元，同比下滑23.08%。

◆加大研发投入，积极海外布局，提升产品附加值

2018年公司加大了对研发的投入，研发费用同比增长10.7%，其中费用化研发投入同比增长22.9%。目前，公司在航天领域、新能源汽车领域取得了重大突破。产品质量得到众多知名的航天企业与汽车企业认证，其中与波音签署了5年长协合同，实现了批量供货。

◆区位优势明显

南山铝业区位优势明显。原料端：紧临国家最大的地方港口——龙口港；发挥海运优势弥补铝土矿资源不足的劣势；在电力方面，山东自备电成本低，进一步降低生产成本。客户端：临近下游产业集群，产品竞争优势明显。

◆盈利预测

基于公司产能利用的逐步提升，我们维持公司盈利预测，预计2019~2021 EPS分别为0.15、0.17、0.21元，维持“增持”评级。

◆风险提示：铝价异动及公司氧化铝产能进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	17,068	20,222	22,193	23,393	24,563
营业收入增长率	29.03%	18.48%	9.74%	5.41%	5.00%
净利润（百万元）	1,611	1,438	1,777	2,062	2,468
净利润增长率	22.75%	-10.76%	23.59%	16.06%	19.66%
EPS（元）	0.13	0.12	0.15	0.17	0.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.92%	3.76%	4.51%	5.04%	5.77%
P/E	17	19	15	13	11
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月05日

5.6、云海金属

◆镁合金龙头，产销齐增盈利改善

公司是全球最大的镁合金生产企业，镁合金产能 17 万吨，原镁产能 10 万吨。2018 年，公司累计实现营收 51 亿元，同比增加 3.5%，实现归母净利 3.2 亿元，同比上升 112.83%，扣非后归母净利 2.1 亿元，同比上升 91.7%。单四季度，公司实现营收 12.9 亿元，同比下滑 2.9%，实现归母净利 0.82 亿元，同比增加 310%，扣非后归母净利 0.82 亿元，同比增加 357%。

2019 年一季度，公司实现营收 11.90 亿元，同比上涨 2.75%，实现归母净利 0.47 亿元，同比下滑 17.65%，扣非后归母净利 0.41 亿元，同比上涨 195.91%。

◆ 宝钢金属入股，加快镁部件开发进度

2018 年 12 月，宝钢金属入股云海金属，持股比例 8%。宝钢金属作为公司战略股东，对于云海金属未来拓展汽车用镁零部件开发进度有重大意义。宝钢股份冷轧汽车板在高端市场保持领先地位，市占率超 50%，汽车用钢板已通过通用、福特、克莱斯勒等大型汽车厂的 QS9000 认证标准。近年，云海金属一直在布局镁合金零部件应用市场（合资投资建设 100 万只汽车镁轮毂生产加工项目；增资宜安云海设轻合金精密压铸件项目；在印度投资建设年产 100 万件压铸件及配套镁合金回收项目），但单靠自己一家企业，推广难度较大。此次，宝钢金属的入股，我们认为将加快云海金属未来汽车用镁零部件的开发进度，以及有利下游客户的拓宽。

◆ 盈利预测、估值与评级

基于环保限产，镁价有望继续上涨，增厚公司业绩。我们维持公司盈利预测，2019 年~2021 年 EPS 分别为 0.75 元、1.05 元、1.14 元，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：铝价、镁价异动及公司产能不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,927	5,101	6,024	6,730	7,335
营业收入增长率	21.71%	3.54%	18.09%	11.73%	8.99%
净利润（百万元）	155	330	486	676	736
净利润增长率	-8.55%	112.83%	47.52%	39.04%	8.94%
EPS（元）	0.24	0.51	0.75	1.05	1.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.00%	18.04%	21.62%	23.85%	21.37%
P/E	31	15	10	7	7
P/B	3.1	2.7	2.2	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 05 日

6、风险提示

政策风险：

如供给侧改革政策执行不达预期，有可能导致落后产能不能如期退出，以及有色金属回收市场进展缓慢。

有色金属价格波动的风险：

有色金属价格受国内、国际多种因素影响，有可能大幅波动导致上市公司业绩不达预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼