

投资评级：中性（维持）

分析师

耿诺 010-88366060-8786

Email: gengen@cgws.com

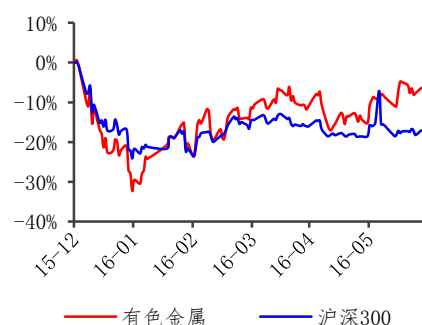
执业证书编号: S1070512040001

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	16E	17E	16E	17E
亚太科技	0.26	0.32	29	24
云铝股份	0.20	0.26	34	26
罗普斯金	0.22	0.30	42	31
驰宏锌锗	0.13	0.16	80	60
中金岭南	0.17	0.20	59	50

数据来源: Wind

行业表现



数据来源: 贝格数据

相关报告

<<历史规律看未来,长周期筑底仍未完成>>

2016-06-07

<<二季度金属价格震荡整理>> 2016-04-11

<<一季度金属板块企稳反弹概率升温>>

2016-01-11

历史规律看未来：再平衡进程推进中

——有色深度报告之二：小周期投资品种筛选

投资建议

行业长周期筑底仍未结束,但短期因素引发的小周期行情仍值得关注。按各品种再平衡进程的快慢顺序,我们认为铝、锌、铅三个品种有望最先实现再平衡状态,也是小周期内最值得重点关注投资机会的三个品种。由于资源接续乏力,锡、镍的再平衡进程也将加快,但铜供应压力仍在加大,再平衡进程也最慢。就基本金属而言,按照再平衡进程、业绩改善及财务指标等因素综合筛选,我们建议重点关注云铝股份、亚太科技、罗普斯金、中金岭南、驰宏锌锗等个股。

要点

- **行业供需再平衡进程持续推进。**现阶段有色企业盈利能力持续下行,政策也在不断加码促进行业调整及升级。目前供需再平衡进程尚未完成,但去库存去产能等行业自身调整已步入后半程。
- **供应滞后消费,增速已开始放缓。**首先,各基本金属品种产量增速有所放缓,品种梯队分化特征明显,其中铅锌产量增速放缓最为明显,预计铅锌品种的再平衡最快完成。第二,产能滞后消费,品种间有差异。铜等品种供应压力仍未完全释放,预计2-3年内新增供应释放与消费放缓仍将双重挤压供需关系,再平衡将进一步深化;而部分品种(如铝)供应增速慢于消费增速,对应的再平衡进程也将加快。
- **各品种再平衡进程先后不一:**按再平衡进程的快慢,各品种排序分别为:铝、锌、铅、锡、镍、铜。1)铝:最早进入再平衡。由于利润空间持续被压缩,主动减产及去产能效果显著,近两年供应已现缺口;2)锌:无新的大型矿山产能接力,现有矿山关停及减产、供应骤减和需求放缓“多管齐下”,锌的再平衡进程最快;3)铅:需求放缓,受铅锌矿减产影响,铅去库存持续推进,倒逼再生铅成为供应重要来源,铅的再平衡过程相对顺畅;4)锡:资源供应减少、低库存、新产能接替乏力等因素共同加快再平衡进程;5)镍:过剩量已大幅缩减,近两年供应增量十分有限,新产能扩张已步入中后期,再平衡进程中唯有库存是最后制约因素;6)铜:成本曲线趋缓,产量供应放缓不明显,矿山新增产能进入集中释放期,供应过剩压力持续加大,铜再平衡进程最慢。
- **小周期的投资策略。**在基本金属而言,我们建议重点关注铝、锌、铅三个品种的相关投资标的。铝方面,建议重点关注云铝股份、亚太科技、罗普斯金;铅锌方面,建议重点关注中金岭南、驰宏锌锗等个股。
- **风险提示:**金属价格大幅波动风险,系统性风险。

目录

1. 漫长的供需再平衡过程.....	4
1.1 行业现状:盈利持续下滑,最坏时刻仍未结束.....	4
1.2 行业政策不断加码,重点化解结构性产能过剩.....	5
1.3 各品种产量增速有所放缓.....	5
1.4 高成本制约产量增速,也推动产能调整进程.....	6
1.5 产能增速滞后消费增速引致再平衡过程.....	7
2. 各金属品种供需再平衡进程不一.....	9
2.1 铝—供应收缩见成效,短期出现缺口.....	9
2.2 锌—供应骤减,再平衡进程加快.....	11
2.3 铅—原料供应减少加快去库存.....	13
2.4 锡—资源供应刚性致其再平衡进程较快.....	15
2.5 镍—产能扩张中后期,高库存是再平衡最大障碍.....	16
2.6 铜—新建产能集中释放将加剧过剩格局.....	19
3. 小周期下的投资策略.....	22
3.1 小周期内品种判断及选择.....	22
3.2 投资策略.....	22
4. 风险提示.....	25

图表目录

图 1:	近几年有色行业盈利情况	4
图 2:	近年来有色行业营运情况	4
图 3:	金属行业经营情况图	5
图 4:	各金属品种产量增速图	6
图 5:	2015 年铝生产现金成本情况	7
图 6:	2014 年镍现金成本情况	7
图 7:	全球铜矿山成本（美元/吨）	7
图 8:	全球铜供应产能及消费的相对关系	8
图 9:	铝产能和消费的关系	8
图 10:	全球铝市场月度供需过剩状况	9
图 11:	国内原铝运行产能情况	10
图 12:	中国原铝月度产量不断下滑	10
图 13:	锌矿进口及国产冶炼费（TC）持续下滑	12
图 14:	全球锌库存情况	13
图 15:	WBMS 全球铅市场供需平衡状况	14
图 16:	WBMS 全球铅市场供需平衡图	15
图 17:	全球锡市场月度供需情况	15
图 18:	全球锡库存处于低位水平	16
图 19:	全球镍市场月度供需关系图	17
图 20:	全球镍矿勘探预算已回落	18
图 21:	全球镍库存情况	19
图 22:	全球镍产消及库存情况	19
图 23:	铜加工费整体处于近几年高位水平（TC）	21
图 24:	国内外铜库存状况	21
图 25:	全球铜库存整体情况	21
图 26:	营业收入及同比增长情况	23
图 27:	归母净利润及增长情况	23
图 28:	营业收入及同比增长情况	24
图 29:	归母净利润及增长情况	24
图 30:	营业收入及增长情况	25
图 31:	归母净利润及增长情况	25
表 1:	中国原铝企业 2016 年复产产能情况	10
表 2:	中国铝企业新增产能及投产情况	11
表 3:	2015-2018 年新建和关闭矿山产量的变化情况	12
表 4:	全球铅主要生产国和地区铅精矿产量情况	14
表 5:	全球锡市场供求平衡	16
表 6:	中国锡市场供求平衡	16
表 7:	全球主要镍厂商自由矿资源产量	18
表 8:	全球主要铜厂商铜精矿产量情况	19
表 9:	全球铜市场供应和需求情况	21

在上一篇行业深度报告中，我们重点梳理了长时间尺度下各金属品种周期性消费规律、价格规律，并根据不同周期各品种的表现特征和规律对演变趋势做推演，结合当前全球宏观背景、流动性背景以及各金属品种新的供需平衡关系，得出以下判断：1) 当前金属行业运行仍然处于长周期筑底过程中，完成长周期需求周期和价格周期筑底尚需时日；2) 由短期因素催生的小价格周期仍不断呈现；3) 各品种的消费弹性和、价格弹性以及对经济周期的敏感度等在不同周期表现各异。在当前周期中，若经济上行，需求最敏感、弹性最足以及最早完成价格触底的镍为配置首选，其次是铝和锌。

需求端变动直接引领行业周期更替，而供应端的变动是供需关系失衡的关键因素，尤其是不同品种供应端变动相对需求因素的敏感程度的差异，直接影响了短期及中期供需市场的平衡关系。因此，本篇深度报告中，我们将重点深入分析各品种供应端的变动对各金属品种供需再平衡市场的影响，梳理出再平衡进程的品种顺序，并根据品种差异制定相应小周期的投资配置策略。

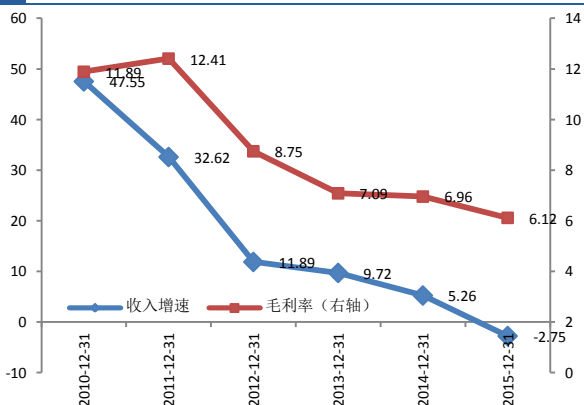
1. 漫长的供需再平衡过程

本轮行业调整主要由金融危机带来的经济下滑引发，金属需求大幅减速，需求换挡传导至供应端，引发供应和需求之间的再平衡过程。在该过程中，一般经历企业主动去库存、被动去库存、去产能三个阶段。首先，价格下滑导致企业利润持续下降，周转率下降，应收账款增多，负债率上升等等，企业主动减产以减少亏损，但该阶段并未出现有效产能的减少；第二，在产量持续下滑过程中，不少企业资金链断裂、资不抵债、业内开始出现大面积亏损，行业景气步入寒冬，此时倒逼真正有效“去产能”的过程开始；第三，行业整体进入供需再平衡的洗牌过程，小企业及高成本企业主动退出供应市场，同时行业内兼并重组开始增多，供应集中度出现大幅提升，行业基本完成供需相对平衡的状态。深入剖析各品种的产量变动、产能变动及库存变动等各种因素，才能综合清晰分辨出各个金属品种再平衡进程的真实状态。

1.1 行业现状:盈利持续下滑，最坏时刻仍未结束

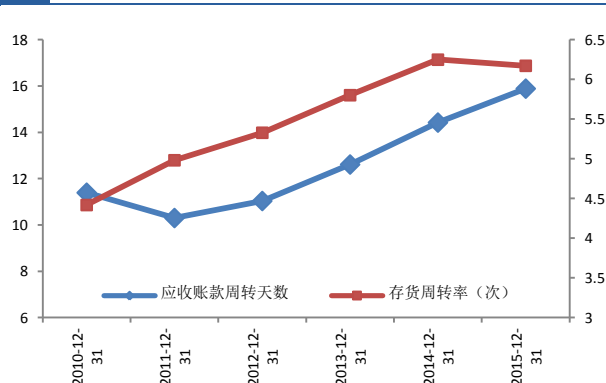
现阶段中国有色企业盈利情况基本同步金属价格，仍在不断下滑。自2011年盈利达到相对高点后，有色行业盈利持续下滑，综合毛利率和收入增速在2015年底达下滑至近六年最低点，而存货周转率和应收账款周转率均达到近六年的高点。

图 1: 近几年有色行业盈利情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所

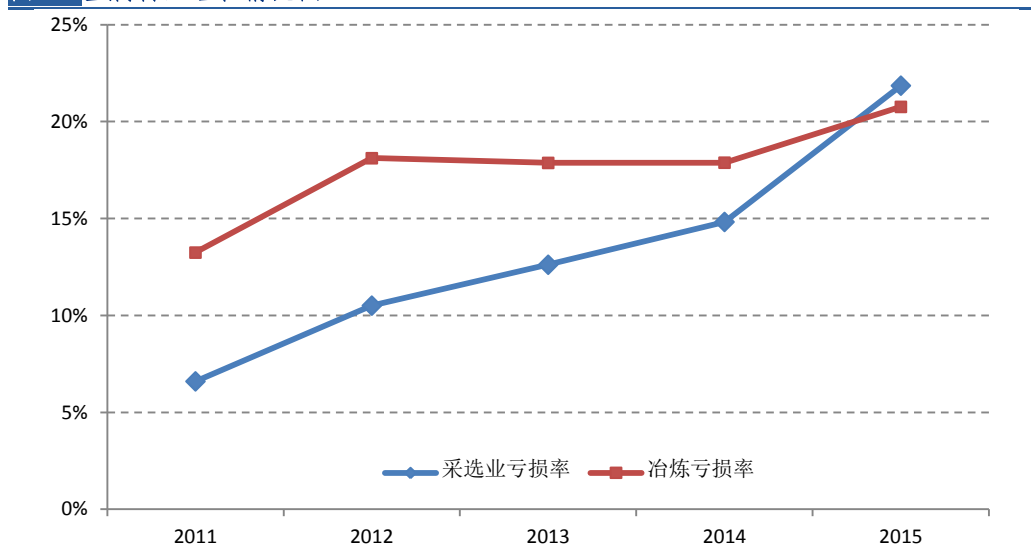
图 2: 近年来有色行业营运情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所

行业经营状况依然低迷。从行业经济效益指标来看，2015 年末有色采选业亏损率已达 21.86%，较 2014 年增长 7 个百分点，冶炼业亏损率也快速增长近 3 个百分点至 21%，采选业亏损额度同比激增 74%，冶炼业亏损额度增速也激增 34%。

图 3: 金属行业经营情况图



资料来源: Wind, 长城证券研究所

1.2 行业政策不断加码，重点化解结构性产能过剩

产能过剩加大了我国资源供应压力，环境生态负担、结构升级压力巨大。自经济产业升级转型以来，有色产业政策陆续加码，从行业规范、生产工艺、产能调控等各环节全面规范。今年年初以来，工信部陆续公布了钨、稀土、锂电池、铅蓄电池、锡、铅等等各行业的《行业规范条件》、发改委也公布了关于淘汰落后工艺的新规。此外，近期国务院办公厅印发了《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》，就今后一段时期化解有色金属工业长期积累的结构性产能过剩，解决市场供求失衡等深层次矛盾，推动有色金属工业持续健康发展作出具体部署。《意见》提出，要优化有色金属工业产业结构，重点品种供需实现基本平衡，电解铝产能利用率保持在 80% 以上，铜、铝等品种矿产资源保障能力明显增强，稀有金属资源开发利用水平进一步提升，再生有色金属使用比重稳步提高，重点工艺技术装备取得突破，航空、汽车、建筑、电子、包装等领域有色金属材料消费量进一步增加，重大国际产能合作项目取得实质性进展，有色金属工业发展质量和效益明显提升。

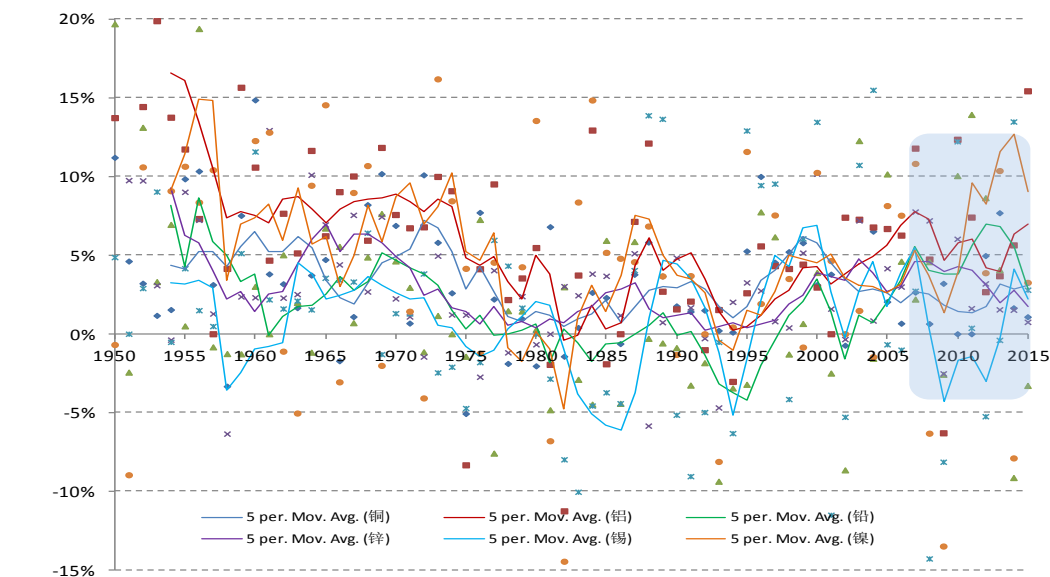
1.3 各品种产量增速有所放缓

从长周期尺度来看，产量增速周期整体滞后于消费周期。从绝对数量来看，各金属品种产量目前仍维持在历史高位。与 1950 年相比，六十多年间各金属品种的年产量均发生巨幅增长：铝产量增幅为 33 倍，镍增长 15.9 倍，铜产量增长 6.7 倍，铅增长 1.97 倍，锌增长 5.2 倍，而锡产量增速最小，增幅仅为 0.5 倍。

从产量增速变动来看，目前阶段各个金属的消费增速不断放缓导致产量增速也开始放缓（铅产量甚至出现下滑），由于各个品种的资源禀赋及行业产能分布等等特征的差异性，各金属品种产量变动梯队式分化特征十分突出（图 4）

- 第一梯队，铅锌产量增速下滑最快。同时，我们发现：无论是在 2006-2007 年金属价格及行业景气上行期，还是近几年来的价格下行过程中，铅锌产量增速均是反应最快的两个品种。
- 第二梯队，铜和锡是产量增速变动相对较平稳的两个品种。铜产量近五年增速有小幅放缓，而锡近五年的全球产量增速有微幅加速迹象。
- 第三梯队，铝镍产量增速仍然较高，放缓迹象也是最慢的，尤其铝，当前铝产量增速仍处高位。

图 4：各金属品种产量增速图

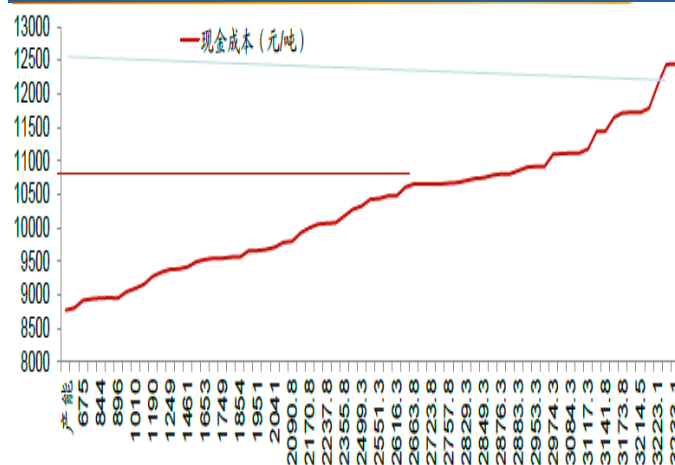


资料来源：Wind，USGS，长城证券研究所

1.4 高成本制约产量增速，也推动产能调整进程

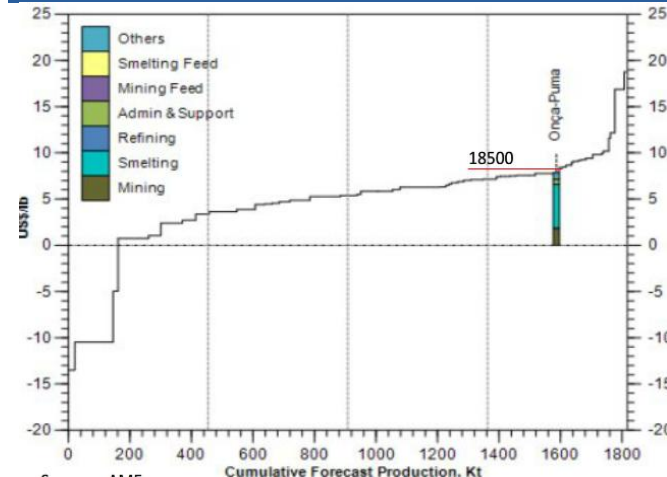
成本和产能是影响价格变动的两个重要因素，两个因素之间也持续互相影响：一方面，在需求保持不变的假定下，新增产能带来的供应扩张对商品价格的影响很大程度上取决于新增供应带来的成本曲线变化。例如，在近几年的商品供应扩张周期中，铁矿石和铝是属于新增供应带来成本曲线明显变化的案例，大量新建的低成本项目替代了原有的高成本项目使得整个成本曲线变得相对更平缓，导致价格的供需均衡点大幅下移，而且较平缓的成本曲线意味着供需均衡点时的价格离平均成本线相对较近，也意味着更多供应商的利润受到挤压；另一方面，成本是企业盈利的关键要素，在需求下滑的假定下，供应也将受到冲击。在此过程中，直接引发高成本企业的减停产。在行业需求及价格大幅下滑过程中，高成本企业利润空间首先受到挤压，进而引发行业产量减停产等现象。在需求及价格持续下滑，资金链断裂、缺乏竞争实力的高成本企业开始关停产能，甚至退出市场，直接推动行业步入“去产能”。

图 5: 2015 年铝生产现金成本情况



资料来源: 招商期货, 长城证券研究所

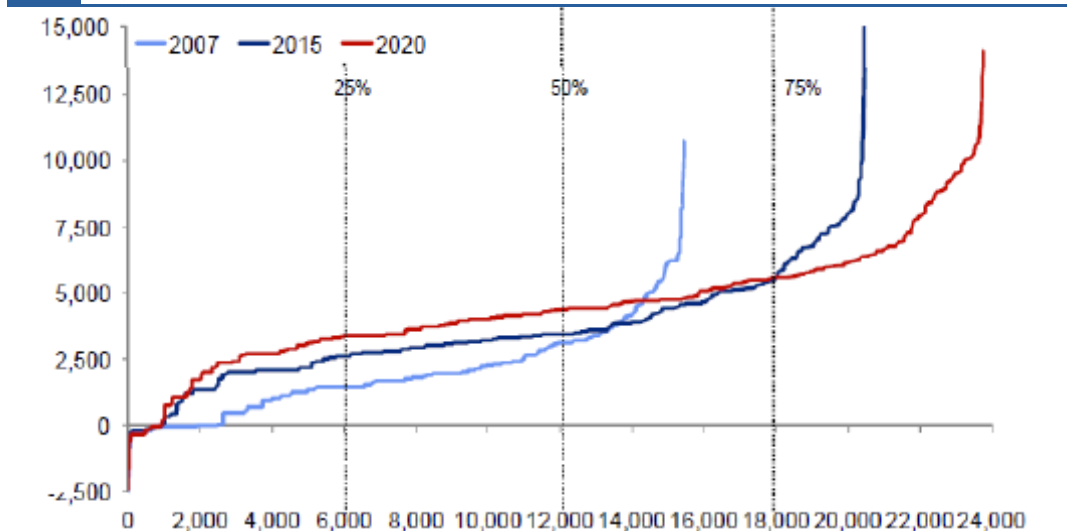
图 6: 2014 年镍现金成本情况



资料来源: AME, 长城证券研究所

与铝成本曲线持续放缓不同的是，铜的成本曲线仍然陡峭。自 2007 年始全球铜矿已处于供应扩张周期中，但新增产能并未对其成本曲线带来明显变化，铜矿的现金成本曲线依然保持较为陡峭的结构。全球不同矿山生产成本有较大差异，汇总各机构数据显示，全球主流矿山的成本大致在 4500-5000 美元区间。按照 CRU 矿山成本模型，2015 年 75% 的铜矿现金成本分位线为 4600 美元/吨，即 25% 的矿山面临亏损，并可能引发这部分高成本矿山的减停产。按照 2015 年底 4700 美元/吨的铜现货价，大部分铜矿厂商仅处于微利状态，而 2016 年 6 月以来 4500 美元/吨左右的铜现货价有部分铜矿厂商要出现亏损状态，由图 7 可见，当前成本下，约 600 万吨左右的产能将亏损或微利，这部分产能也将是去产能的重点。

图 7: 全球铜矿山成本（美元/吨）



资料来源: CRU, 注: 累计铜矿产量 (千吨)

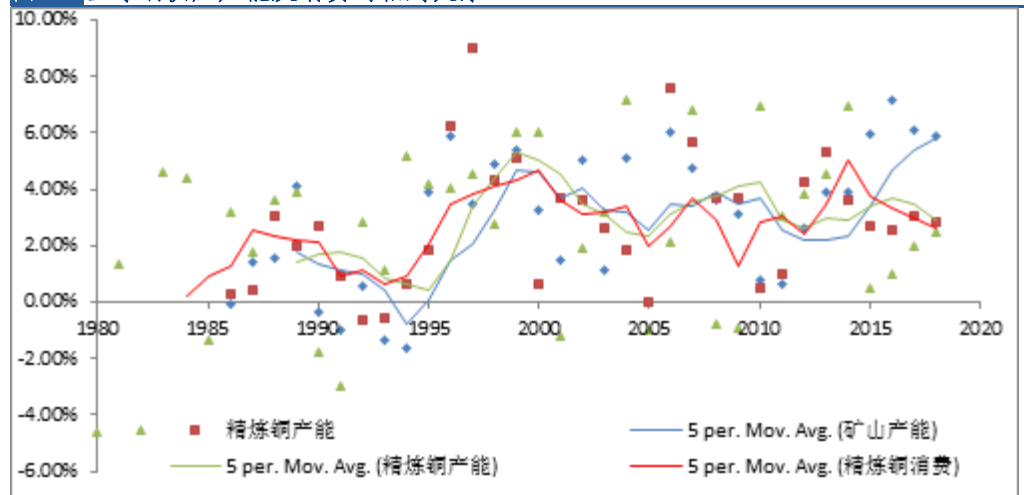
1.5 产能增速滞后消费增速引致再平衡过程

首先，产能变动滞后消费变动，从资源发现、投资、勘探、矿山建设、冶炼形成有效供应，这一流程至少需要 6-7 年的过程。这将带来各金属品种的结构性失衡，在商品牛市和熊市也导致品种间的差异性表现。例如相对稀缺的铜，在需求快速增长的牛市，由于产

能的滞后，供需失衡严重，需求大国资源进口激增，价格快速上涨，投资需求也快速激增；而在需求大幅放缓的商品熊市周期中，同样由于产能的滞后，导致供需结构进一步失衡。第二，产能的扩张由市场主导，但资源禀赋、技术、政治等多方面的因素共同导致品种产能的供应差异，这也是各金属品种产能变动差异较大的根本原因。上一轮牛市促使矿工持续增加产能，同样由于产能供应的滞后性也导致需求下滑过程中供需发生明显的结构性过剩，新增产能并未及时削减，这也是再平衡过程中最后一道程序。

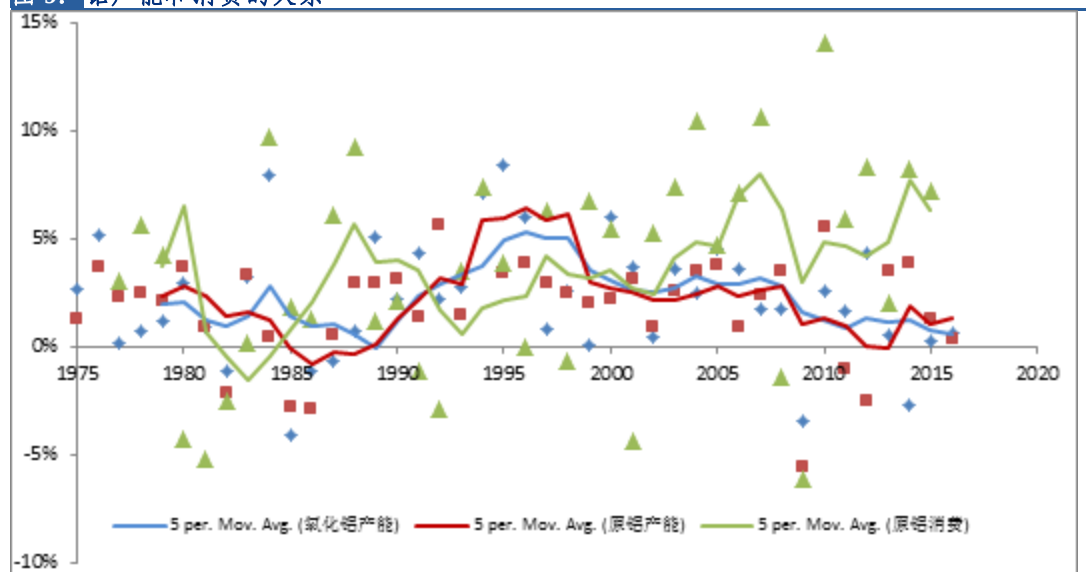
以铜为例，从全球铜矿山产能、精炼铜产能及精炼铜消费的关系图来看，精炼铜新增产能滞后精炼铜消费周期 1-2 年，但增速已现趋缓，而全球铜矿山新建产能的周期变动基本滞后一个小周期。目前看铜矿产能增速仍在抬升，预计到 2020 年矿山产能将增加约 400 万吨，其中 2016 年铜矿产能增速约 6%，对应 2016 年 1% 的消费增速来看，当前铜市场供应过剩状态仍将加剧，全球铜供需再平衡过程仍需较长时间，这也直接限制了这只上一轮商品牛市“领头羊”的金融属性。

图 8：全球铜供应产能及消费的相对关系



资料来源：Wind, USGS, 长城证券研究所

图 9：铝产能和消费的关系



资料来源：Wind, USGS, 长城证券研究所

而铝行业的情况却有不同，原铝及氧化铝新增产能周期均滞后消费周期约 2-3 年。自 2000 年起，铝供应产能增速一直未上升，均保持 3%左右的增速，相反，铝消费增速自 2010 年后持续上升，2016 年预计供应增速均低于 1%，其中原铝产能增速约为 0.4%，氧化铝产能增速为 0.65%，而 2015 年原铝消费增速仍高达 7.2%，预计 2016 年原铝消费增速为 7%，对应 2016 年原铝供需市场也是持续加快的供需再平衡的状态。

综上供应规律来看，我们认为：

- 1、行业经营现状惨淡，盈利持续下行，行业政策不断加码促进行业调整及升级。目前再平衡进程尚未完成，但去库存去产能等行业自身的调整已步入后半程；
- 2、目前各个基本金属品种的供应压力仍未得到有效缓解，产量增速有所放缓，各品种间梯队分化特征明显，其中铅锌产量增速放缓最为明显，预计铅锌品种的再平衡进程或最快完成（结合铅锌消费放缓的实际需求规律）。
- 2、产能滞后消费，部分品种（如铜）的供应压力仍待集中释放，初步预计未来 2-3 年内供应释放与消费放缓继续双重挤压脆弱的供需平衡状态，再平衡过程将进一步深化，供需过剩的低迷状态也将延续；部分品种（如铝）产量供应增速慢于消费增速，这一供需关系将加快消化去库存去产能速度，对应的再平衡进程也将加快。

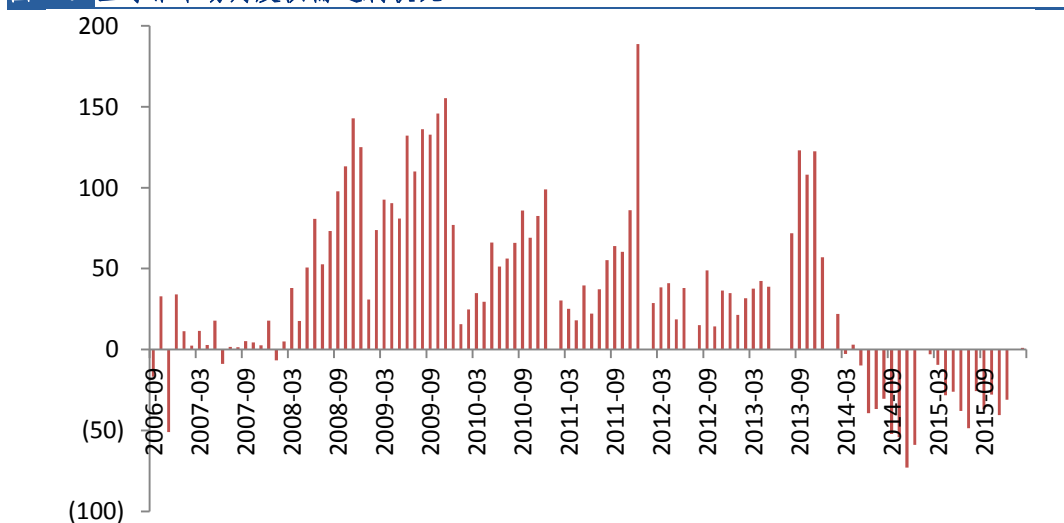
2. 各金属品种供需再平衡进程不一

2.1 铝—供应收缩见成效，短期出现缺口

■ 2.2.1 全球原铝供需市场出现缺口

铝在各金属品种中为供应过剩最严重的一个品种，也是盈利空间最薄的一个品种。持续低迷的行业景气倒逼行业主动洗牌过程，近两年内从铝土矿供应、氧化铝产能、原铝产能等各个环节一直在收缩供应。按照 WBMS 统计数据来看，自 2014 年起原铝供应市场已出现明显的短缺状态，2014 年全年为短缺 58.9 万吨，而 2015 年全年全球原铝供应短缺 35.6 万吨。

图 10: 全球铝市场月度供需过剩状况

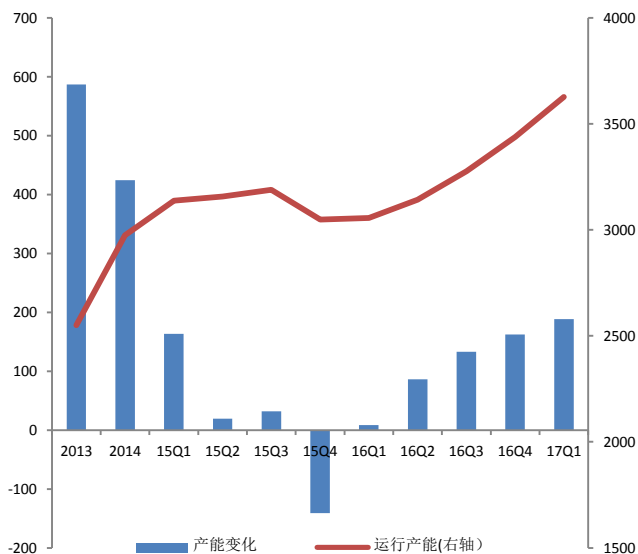


资料来源：WIND，WBMS，长城证券研究所，单位：万吨

2.2.2 中国原铝新增产能及复产产能有限

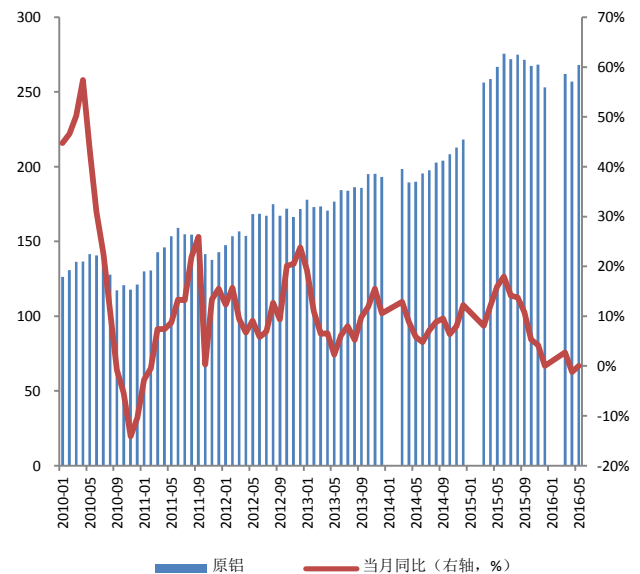
中国是原铝最大的生产国，全球一半以上的原铝生产都来自中国，而中国铝产能严重过剩。由于铝价持续下行企业利润不断被压缩以及政策施压，中国主动关停的产能导致运行产能的变化在 2015 年四季度达到近几年低点，目前电解铝运行产能仍低于 3050 万吨，开工率维持在 78%，均低于 2015 年同期。从原铝月度产量来看，同比增速不断下滑，绝对产量下滑也较明显。2015 年电解铝产量约为 3110 万吨，同比 2014 年的 2806 万吨增速维持在 10.8%，但整体过剩量在下滑，按照 CRU 数据，因部分高成本炼厂关停，预计 2016 年中国原铝供应过剩量将从 2015 年的 240 万吨降至 180 万吨。

图 11: 国内原铝运行产能情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所, 单位: 万吨

图 12: 中国原铝月度产量不断下滑



资料来源: Wind, 长城证券研究所, 单位: 万吨

铝行业整体去产能过程推进的相对顺利，由电解铝环节的新增和复产情况来看，新增供应压力相对不大。新增产能方面，合计新增约 233 万吨，投产时间集中在 2016 年和 2017 年一季度。复产产能方面，2016 年合计复产约 137 万吨，但由于复产成本高企（粗略估计要 12000 元/吨以上，若氧化铝价格上涨，复产成本要更高），目前各铝企复产意愿不强，一季度复产产能仅为 45 万吨，远远低于去年同期水平。电解铝产能短期虽然有复产计划，但受制于复产成本及现金紧张，短期仍难有大幅复产的可能。

表 1: 中国原铝企业 2016 年复产产能情况

企业	铝厂	地点	复产产能	目前运行	总产能	复产时间	备注
重庆能源	旗能铝厂	重庆	5	33	33	1601	12 月检修后即复产
曾氏	黄果树铝业	贵州	4	8	15	1602	复产量有限
国电	黄河鑫业	青海	5	47	58	1603	3 月复产后又检修 4 万吨增加 1 万产能
国电	宁东铝厂	宁夏	7	32	100	1604	中旬复产 6 月出
	兆丰	青海	12	0	50	1606	8 月出产品
南平铝业	南平铝业	贵州	4	11	25	1605-1607	7 月出产品
博赛集团	阿坝铝厂	四川	7	16	22	16Q2	预计
太原东铝	太原东铝	山西	10	0	10	16Q3	分批复产进度慢
国电	宁东铝厂		18	39		16Q3	预计
云南冶金	曲靖铝业	云南	28	10	38	16Q3	暂时没有计划

企业	铝厂	地点	复产产能	目前运行	总产能	复产时间	备注
酒钢东兴	嘉裕关	甘肃	25	110	135	16Q3	预计
酒钢东兴	陇西铝厂	甘肃	12	23	35	16Q3	预计
			137	322	506		

资料来源: CRU, 安泰科

表 2: 中国铝企业新增产能及投产情况

企业	铝厂	地点	新增	原产能	投产时间
锦江集团	锦联	内蒙古	10	70	16Q1
百矿集团	百矿	广西	2	0	16Q1
信发集团	信发华宇	山东	19	120	16Q1
信发集团	信发华宇	山东	19	139	16Q1
中国铝业	华泽铝电	山西	7	35	16Q2 可能推迟
嘉润集团	嘉润	新疆	15	45	16Q2
西部矿业	百河铝业	青海	5	10	16Q2 可能推迟
百矿集团	百矿	广西	3	2	16Q2
魏桥集团	魏桥铝电	山东	25	500	16Q2
信发集团	信发华宇	山东	19	158	16Q3
魏桥集团	魏桥铝电	山东	25	525	16Q3
曾氏集团	天山铝业	新疆	20	110	16Q4
魏桥集团	魏桥铝电	山东	25	550	16Q4
信发集团	信发华宇	山东	19	177	16Q4
百矿集团	矿矿铝业	广西	10	10	16Q4
天龙矿业	天龙矿业	新疆	10	15	16Q4
美鑫投资	美鑫投交	陕西	33	33	17Q1
嘉润集团	嘉润	新疆	30	60	17Q1
合计			233		

资料来源: CRU, 安泰科

整体来看,中国原铝产能在 2016 年新增及复产合计约 370 万吨,有效运行产能仍高达 3600 万吨,基本与 2015 年原铝产能持平,新增供应压力相对不大,按照 2014-2015 年中国原铝消费 7%-9%的年增速来看,原铝市场整体再平衡进展十分突出。

2.2 锌—供应骤减,再平衡进程加快

■ 2.4.1 巨头减产,原料供应缺口加剧

锌价格持续走低导致全球高成本锌矿重新洗牌,目前澳洲 Century 和爱尔兰 Lisheen 等多处大型锌矿已几乎开发殆尽,且没有任何新的大型矿场即将投产,加上近六年历史低位的价格,迫使矿商减产,锌矿供应在不断萎缩。2016 年全球锌精矿产量将较 2015 年下降 33.74 万吨,同时嘉能可将澳洲、南非和哈萨克斯坦的含锌金属矿产量减少 50 万吨,相当于其年产量的约三分之一,预计 2016 年将减少 80 万吨以上精矿供应。但由于 2012-2014 年全球锌精矿每年均过剩,三年过剩量合计也在 100 万吨以上,若嘉能可减产成行,2016 年全球锌精矿库存或将大幅度被消耗。

表 3: 2015-2018 年新建和关闭矿山产量的变化情况

公司	国家	矿山	2015	2016	2017	备注
MMG	澳大利亚	Century	345000	0	0	2015 年 7 月底关闭
Vedanta	爱尔兰	Lisheen	110000	0	0	2015 年 11 月底关闭
Teck	加拿大	Duck Pond	7000	0	0	2015 年 6 月 30 日关闭
Yukon Zinc	加拿大	Wolverine	0	0		保养
Nyrstar	加拿大	Myra Falls	9000	26000	36000	暂停, 预计 2016 年初复产
Trevali	加拿大	Caribou	10000	45000	60000	2015 年 5 月份投产
紫金矿业	俄罗斯	Kyzyl-	10000	50000	70000	2015 年 7 月 1 日投产, 产能 8 万吨
Teck	美国	Pend Oreille	36400	44000	44000	2014 年 12 月份复产
Nyrstar	墨西哥	Campo Morado	0	25000		2015 年 1 月初暂停
MMG	澳大利亚	Dugald River				2018 年一季度投产, 届时 2.5 万吨
MBC	俄罗斯	Ozernoye				2018 年投产, 满产 10 万吨/年
Votorantim	秘鲁	Hilarion				2018 年投产, 满产 25 万吨/年
合计			527400	190000	210000	
变化量				-337400	20000	

资料来源: ILZSG, 安泰科, 单位: 吨

■ 2.4.2 冶炼加工费走低, 精锌供应重新收缩。

2015 年大规模增库存后, 全球精炼锌供应又开始过剩。WBMS 数据显示, 2015 年全球锌市供应过剩 8.1 万吨, 2014 年全年为短缺 20.9 万吨。国际铅锌研究小组数据显示, 2015 年全球锌市供应过剩 12.3 万吨, 2014 年为短缺 22.4 万吨。两者统计口径不一, 但均显示出全球锌市场重新又出现过剩状态。

图 13: 锌矿进口及国产冶炼费 (TC) 持续下滑



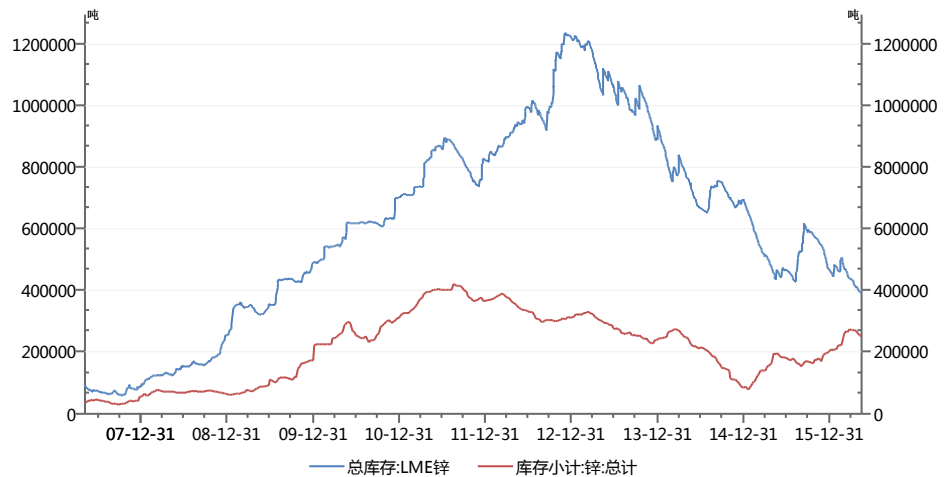
资料来源: SNL 金属经济集团, 长城证券研究所

但由于主要大型矿山即将关停, 全球市场对锌精矿短缺的预期不断加强, 国内 TC 自 2015 年 8 月的 200 美元/吨不断走低至 130—140 美元/吨, 而这将进一步抑制国内产量增加。若精矿原料短缺加快, 冶炼费走低将持续, 这一定程度上将倒逼精锌供应重新收缩。

■ 2.4.3 原料供应紧张, 加快去库存步伐

自 2013 年开始全球锌库存大幅减少，2015 年底 LME 锌库存自最高点下降，至目前降幅高达 62.3%，预计在全球锌矿原料供应锐减的背景下，全球锌去库存进程也将加快步伐。国内方面，2015 年国内锌库存由于消费放缓、供应大幅增长等原因，全年库存攀升 15.57 万吨，但 2016 年锌库存攀升有限，更可能受供应下滑及需求企业等因素，全年存在降库存的基础。

图 14: 全球锌库存情况



资料来源: SNL 金属经济集团, 长城证券研究所

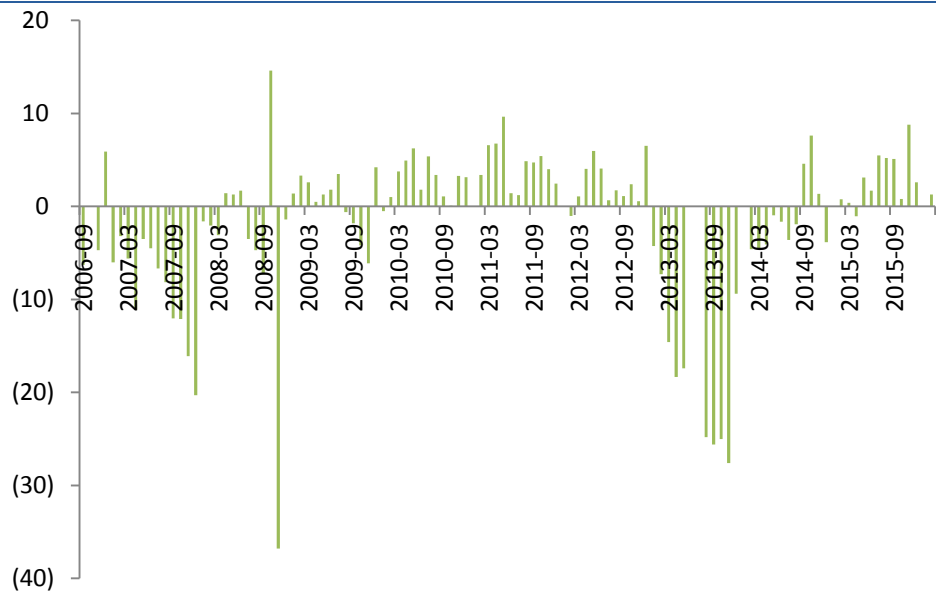
但值得注意的是，在 2016 年全球锌精矿供应紧缺已成市场一致预期的情况下，国内大量中小矿山有复产可能，同时也将引发锌矿山库存惜售现象，这也将成为原料市场潜在供应，在一定程度上将减缓全球锌市场去库存的进度。但由于锌消费整体缺乏上涨支撑动力，预计全球去库存进程仍会持续。

2.3 铅—原料供应减少加快去库存

2.5.1 铅消费趋缓，供应压力大幅缓解

2016 年 1 月 1 日开始征收的铅电池消费税，令铅蓄电池企业生产状况雪上加霜，当前蓄电池企业平均利润只有 3%—4%，4% 的税负令企业难以承担，同时蓄电池行业产能过剩，基本已处于买方市场，消费税很难通过涨价转嫁，铅消费量不断走低。产能供应方面，在“十二五”规划中指出 2015 年底前计划关停铅冶炼产能（包括再生铅产能）130 万吨、锌冶炼产能 65 万吨，再生铅产量占比提升至 40%。截止 2014 年底，计划已超额完成，2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标计划中，将被重点淘汰工业行业由 2013 年的 19 个调整为 15 个，锌冶炼不再列为重点淘汰行业。预计新环保法实施后，将会有一批中小企业面临关停风险，此外，企业环保处理成本提高将进一步加速落后产能淘汰速度。

图 15: WBMS 全球铅市场供需平衡状况



资料来源: WIND, WBMS, 长城证券研究所

铅原料供应方面也在加速下滑。由于铅锌矿的关停，导致铅精矿供应也大幅下滑，2015 年全球铅精矿供应下降 7.34%。与此同时，在高加工费的刺激下精铅产量特别是原生铅产量基本稳定，这直接加剧减少的市场需求与增加的市场供应之间的矛盾。

表 4: 全球铅主要生产国和地区铅精矿产量情况

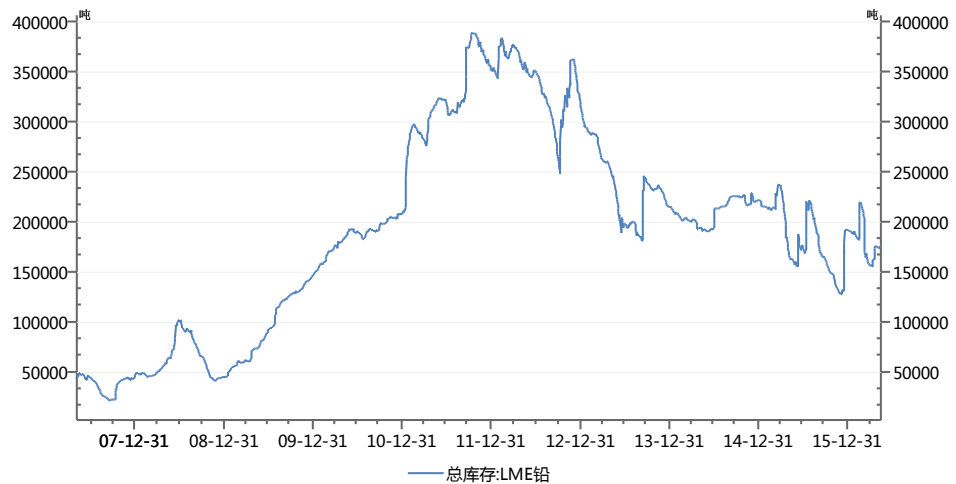
单位: 万吨	2013	2014	2015	同比下滑
全球	541.7	535.5	496.2	-7.34%
中国	285	271.2	233.5	-13.90%
澳大利亚	71.1	72.8	65.7	-9.75%
欧洲	39.4	43.5	43.3	-0.46%
美国	34	37.9	36.8	-2.90%
秘鲁	26.7	27.8	31.6	13.67%
墨西哥	25.3	25	25.3	1.20%
印度	10.5	10.6	13.9	31.13%
玻利维亚	9.6	9.4	8.9	-5.32%
土耳其	7.8	6.5	6.8	4.62%

资料来源: ILZSG, 安泰科

2.5.2 去库存过程持续推进

最大的铅需求国——中国已由几年前的铅净进口国变成少量净出口，全球铅需求不断放缓。国际铅锌研究小组预计 2016 年全球铅市场预计过剩 7.6 万吨，预计全球精炼铅需求增长 2%至 1083 万吨。仓储业者和贸易商联手运作的“铅库存大挪移”事件，导致 2015 年全球铅库存市场出现剧烈波动，全球铅库存调整进程受到影响，但由于原料供应的大幅锐减，预计全球铅去库存进程仍将持续推进。

图 16: WBMS 全球铅市场供需平衡图



数据来源: Wind 资讯

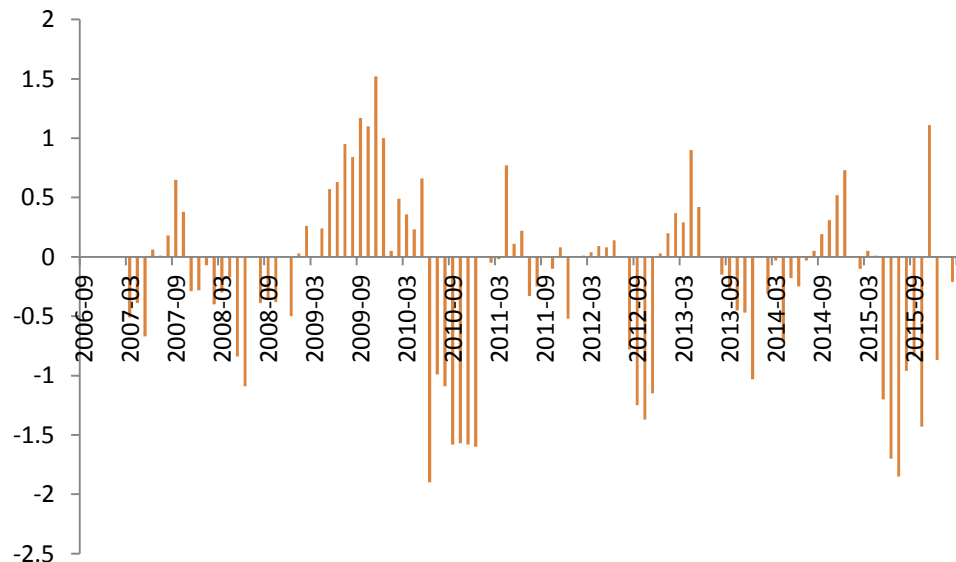
资料来源: SNL 金属经济集团, 长城证券研究所

2.4 锡—资源供应刚性致其再平衡进程较快

■ 2.6.1 需求疲软，全球供需市场转为紧平衡状态

锡市场规模较小，加之锡价定价尚不成熟，短期内还会受到政府宏观政策影响，但长期来看，锡价走势还是受供需关系决定。目前，市场预期锡消费增长率已由当前的 2.5% 放缓至 1%，再加上产量也呈现下滑趋势，全球锡供需市场已转为紧平衡状态。

图 17: 全球锡市场月度供需情况



资料来源: Wind, WBMS, 长城证券研究所

■ 2.6.2 资源供应减少、新产能接替乏力，供需再平衡进程加快

供应方面，从库存来看，全球锡库存整体处于低水平状态；从资源供应来看，2005 年后全球锡精矿生产逐步放缓，2012-2015 年全球锡精矿产量为 28.1-30 万吨，较 2007 年的 35 万吨下降了 14%—19.3%。全球锡供应不断减少主要因为：1) 全球锡矿储量不断下降，

较低的资源保障年限根本性决定了锡精矿产量难以大幅持续增长；2）中国和印尼两大主产国加强资源控制力度，同时采矿成本上升，高成本产能不断退出市场。目前吨采选成本已达到 10-11 万元，较 2007 年时已翻倍。成本高企不但使大量高成本小型矿厂退出市场，总体产量下降，同时也形成了进入壁垒，阻止高成本产能再度进入市场。国际锡业协会预计 2018 年前全球锡精矿产量仍将继续下滑，至 2018 年后才会回升至 28 万吨以上。

表 5: 全球锡市场供求平衡

单位: 吨	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
全球精锡产量	335600	340,530	364,150	340,200	343,000	348,000
全球精锡消费量	342100	348,900	358,000	346,900	351,000	357,000
全球市场平衡	6500	-8,370	6,150	-6,700	-8,000	-9,000

资料来源: ITRI, 安泰科

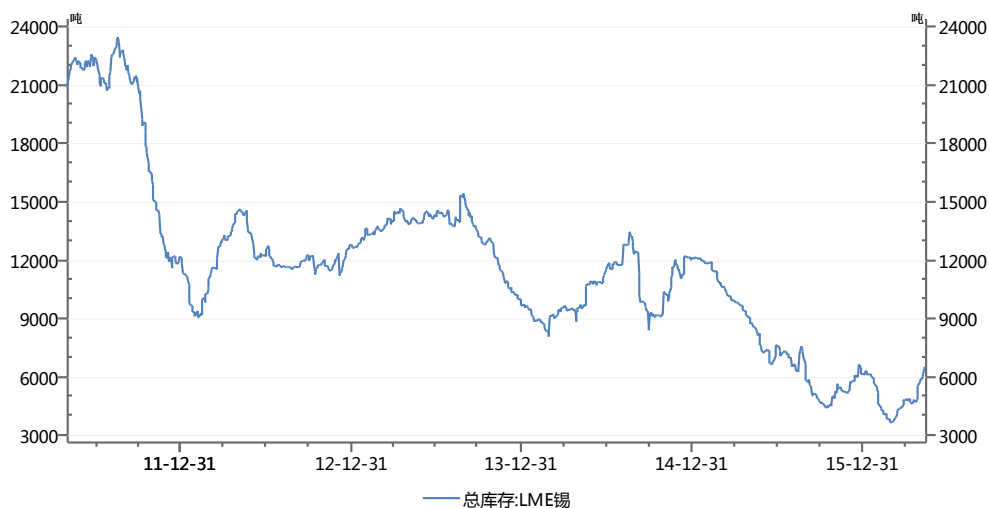
中国方面，锡锭年产量在 14-15 万吨，其中 11-12 万吨来源于锡矿，3-4 万吨来源于二次物料回收。尽管当前锡行业声明联合减产 1.7 万吨，但实际可能达不到（仅仅是锡冶炼厂挺价意愿强）。

表 6: 中国锡市场供求平衡

单位: 吨	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
精锡产量	152,512	154,000	165,000	165,000	160,000	165,000
精锡净进口量	13,181	3,180	4,261	5,416	5,000	4,500
精锡消费量	148,500	156,000	161,000	154,000	156,000	164,000
供求平衡	17,193	1,180	8,261	16,416	9,000	5,500

资料来源: 安泰科, 中国有色金属工业协会, 中国海关

图 18: 全球锡库存处于低位水平



资料来源: Wind, WBMS 长城证券研究所

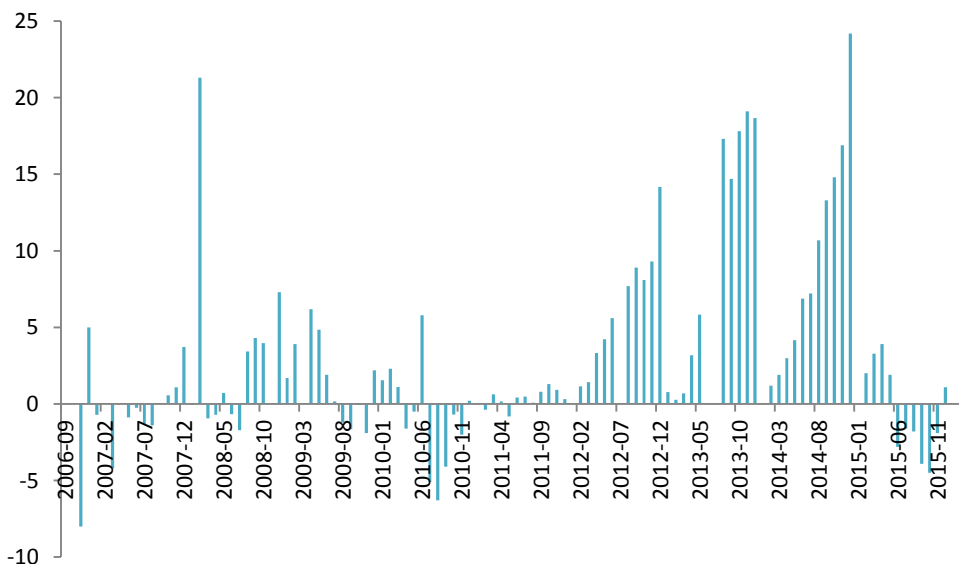
2.5 镍—产能扩张中后期，高库存是再平衡最大障碍

■ 2.3.1 短期过剩量已明显缩减

自 2015 年上半年开始，全球镍市场整体呈相对短缺（或过剩量大幅缩减）状态，一方面由于全球金属价格低迷倒逼供应主动收缩；另一方面，最大镍矿资源国印尼的禁矿令导

致最大镍进口国中国的原矿进口大幅缩减，致使全球镍生产供应快速缩减。按照国际镍业研究组织（INSG）的数据，2015 年全球镍市场录得连续第四年供应过剩，产量超出需求达 8.07 万吨，2014 年全球镍市供应过剩 11.76 万吨。世界金属统计局（WBMS）的数据显示，2015 年全球镍市供应短缺 1.3 万吨，而 2014 年全年为过剩 24.18 万吨。虽然两者统计口径有所不同，但基本都显示出：镍市供应过剩已明显缩窄。

图 19: 全球镍市场月度供需关系图

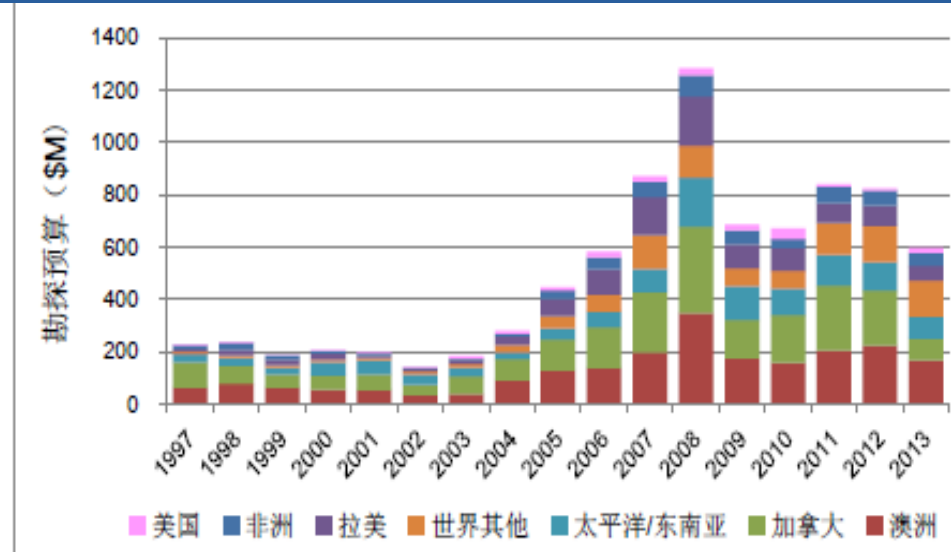


资料来源: WIND, WBMS, 长城证券研究所

■ 2.3.2 产能扩张不断放缓

从全球产能来看，2014—2015 年全球镍新建项目仍处于增长期，但 2015 年增长量相对于 2014 年已显著下降，从 14.84 万吨降至估计值 5.67 万吨。2014 年 VNC、Ambatovy、Barro Alto 及 Koniambo 等全球六大镍项目产量为 15.45 万吨，较 2013 年的 10.87 万吨增加 4.58 万吨。这些项目设计产能总和最高为 31.4 万吨。此外，由全球镍矿勘探预算来看，近十年间勘探预算持续大幅增加，2000 年勘探预算 2.04 亿美元，2008 年增长到 12.83 亿美元。受金融危机影响，2009 年全球镍矿勘探预算大幅减少 47%，然而 2009-2013 年 6-8.5 亿美元的勘探预算仍属较高水平（由于近年硫化镍矿勘探成果有限，六大项目均属于红土镍矿项目）。

图 20: 全球镍矿勘探预算已回落



资料来源: SNL 金属经济集团, 长城证券研究所

2.3.3 供应增量有限, 库存成再平衡最大制约

供给端方面, 从全球主要镍厂商的资源产量来看, 大部分镍厂商不减产或增产基本持平, 按照 WBMS 数据, 预计 2016 年新增 1.17 万吨, 约能弥补 2015 年供应缺口。

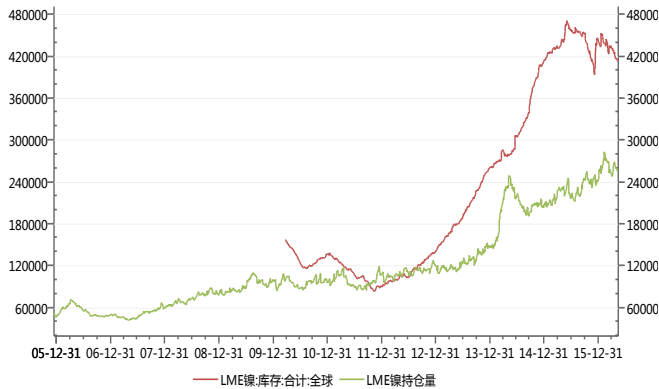
表 7: 全球主要镍厂商自由矿资源产量

公司	2015	2016E	2016 新增
诺里尔斯克	22.02	20.9	-1.12
嘉能可	9.62	11.6	1.98
英美资源	3.03	4.6	1.57
谢里特	8.1	8.3	0.2
Antam	1.72	1.72	0
South32	4.04	3.65	-0.39
必和拓	8.91	8	0
第一量子	3.55	4	0.45
金川	7.8	7.8	0
淡水河谷	26.3	28.8	2.5
埃赫曼	5.34	5.34	0
住友金属	8.3	9.09	0.79
青山印尼	2.3	6.9	4.6
青岛恒顺	0	0.72	0.72
中国 NPINPINPI	38.5	31.5	-7
沃特兰亭	2.27	0.8	-1.47
全景资源	1.5	0.8	-0.7
明科资源	0.5	0	-0.5
Mirabela	1.61	1.15	-0.46
合计			1.17

资料来源: ILZSG, 安泰科, 单位: 万吨

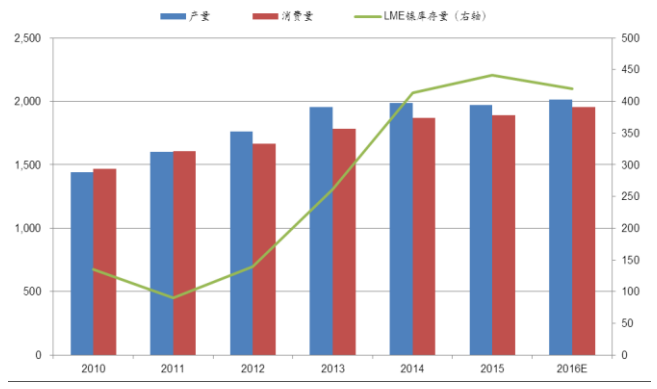
目前来看，全球镍供需增长均相对稳定，而库存是最大的不确定性制约因素。近三年全球镍库存维持在高位震荡，去库存效果十分有限。镍价格大幅度震荡，但由于 NPI 产量（2015 年印尼镍生铁预计新增计划产能 4.32 万吨）在调节供需变动关系中充当了重要角色，因此去库存一直成为再平衡过程中的滞后因素，预计只有当镍价大幅下行，高企的镍库存才有松动迹象，镍行业的供需矛盾才有望解决。

图 21: 全球镍库存情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 22: 全球镍产消及库存情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

整体来看，近两年由于供应增量十分有限，全球镍供需市场的过剩量已大幅缩减。同时，从勘探成果及新增产能投放来看，全球镍市场产能扩张已逐步放缓，这将利于加快全球镍供需市场的再平衡过程，然而高企的镍库存是镍市场再平衡进程的最后制约因素。

2.6 铜—新建产能集中释放将加剧过剩格局

2.1.1 铜矿新增产能 2-3 年内集中释放

按照国际铜业研究组织(ICSG)的数据，2013 年开始，全球铜精矿产能增长同比增速攀升至 5%，2015 年，全球铜精矿产能年扩张同比增速将飙升至 11.5%，铜矿供应将极为充裕。2018 年以前全球铜矿产能预计将以每年 6%左右的速率递增，到 2018 年将达到 2750 万吨/年。未来几年冶炼铜的产能增长速度则要低于铜矿的产能增长，预估年均增速将为 3%，至 2018 年全球冶炼铜产能将达到 2250 万吨，较 2014 年将增长 13%或 260 万吨。其中，中国是铜冶炼产能增长的主要地区，占同期全球冶炼产能增长的 60%比重。

具体到 2016 年来看，预计全球铜精矿产量增速将达到 7.5%以上。按照 30 家上市公司（铜精矿产量占有铜精矿产量 70%左右）的财报信息综合来看，去年陆续投产的矿今年达产，2016 年达产新增产量较多，这 30 家公司预计新增产量 100 万吨，其中自由港 morcnic 和 corre verde 预计新增产能 42 万吨，MMG 旗下 Las Bambas 新增产能 35 万吨。

表 8: 全球主要铜厂商铜精矿产量情况

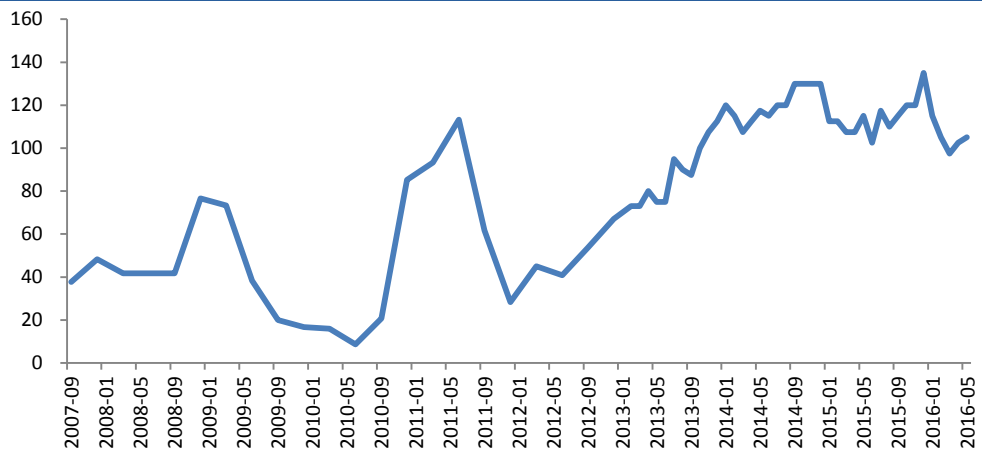
公司	2013	2014	2015	2016E	备注
CODELCO	162.2	167	173	185	100%产量
freeport	187	177	182	231	100%产量
Bhpbilliton	172.47	170	165.7	150	ES 影响，财年
Glencore	150.5	156.8	150.2	140	非洲矿关闭
南方铜业	65	67.6	74.2	90.3	Buenavista' s 达产
Anglo A	74.16	72.3	71	62	卖掉部分 NORTE

公司	2013	2014	2015	2016E	备注
Antofagasta	70.47	70.47	62.77	73	买了一半 ZALDIVAR 和
KGHM	66.58	66.27	74.9	76	智利 sierra gorda 达产
Fitst Quantum	43.9	42.8	42.72	55	Sentinel 达产
Vale	37	37.96	42.39	44	Sossego 和 Salobo 产量
Norilsk Nickel	37.1	36.8	37.21	37	
TECK	35	33.33	35.8	32	
伊朗铜业	22.8	29.7	23.3	23	
Rio Tinto	23.67	25.32	15.97	25	kennecott utah 和 oyu tolgoi
Barrick	20.87	19.68	23.18	18	出售部分 Zaldivar
MMG	18.77	19.12	20.75	55	
俄罗斯铜业	12	12.9	13.7	14	
Newmont	10.26	12.3	28.1	24	印尼 Batu Hijau 达产
Capstone Mining	5.16	10.378	9.257	10	美国 Pinto Valley14 年生
O Z	7.3	9.26	13.03	14	Australia 下面 Prominent
LUNDING	6.2	9.13	26	25	Candelaria14 年底达产
NEVSUN	2.18	8.9	6.67	8	位于 Eritrea 的 Bisha 矿
哈萨克铜业	8	8	9.2	9	
boliden	7.93	7.84	8.49	9	
OK Tedi	10.5	7.58	8.5	8.5	
Sandfire Resources	6.8	6.8	7	6.6	
Yamana Gold	5.88	6.06	5.94	5.58	巴西 Chapada
Hudbay	3	3.76	14	20	位于秘鲁 Constancia 达
Hindustan Copper	2	2.76	2.79	3	
Thompson	3.6	4	4.4	4	
合计	1278	1301	1352	1456	

资料来源: CRU, 安泰科, 招商期货 单位: 万吨

TC/RC 是铜矿商向冶炼厂支付的冶炼加工费用, 代表铜精矿供应短缺和过剩的程度。当前铜精矿增量不断增长, 自然也带动加工费整体上涨, 自 2011 年底以来, 中国铜粗加工费持续上涨, 近年来仍维持在高位水平, 考虑到未来铜精矿供应仍将增长, 预计 2016 年 TC/RC 将不会低于 95/9.5。

图 23: 铜加工费整体处于近几年高位水平 (TC)

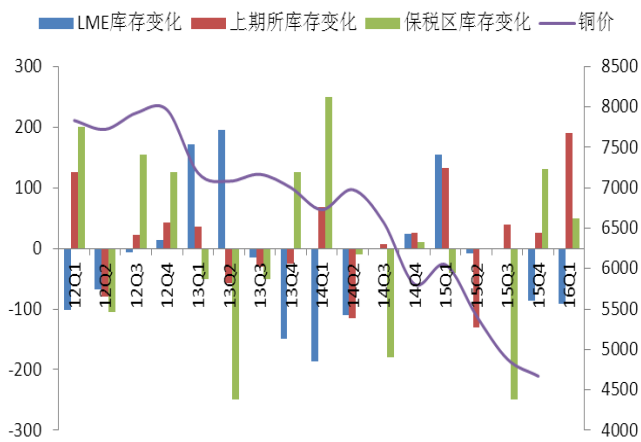


资料来源: Wind, 长城证券研究所, 单位: 美元/干吨

2.1.2 库存相对稳增长

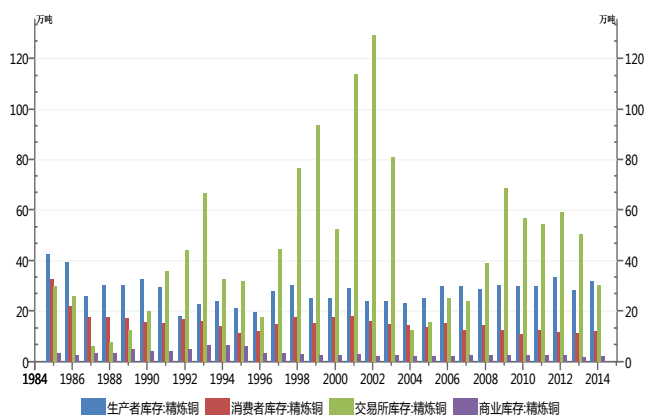
从铜库存的分布来看, 全球生产者铜库存近年来小幅增长, 而消费者库存却减少至相对低位, 这直接对应着铜市场供需状态, 当前全球铜消费增速变缓, 而全球铜供应仍然稳增长, 铜库存市场整体小幅增长, 成为供应端隐形的蓄水池, 由中国保税区库存的变动来看, 其每次剧烈震动都对铜价的冲击最直接。

图 24: 国内外铜库存状况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 25: 全球铜库存整体情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.1.2 供需关系已转为宽松, 未来三年过剩或将成常态

近几年, 铜供需关系由持续缺口状态转为宽松, 由于全球铜需求增速不断放缓, 而产量供应持续增加, 预计未来三年的过剩量分别为 213 万吨、327 万吨和 80 万吨, 至 2018 年后供需逐步转为平衡, 供应缺口或将重又再现。

表 9: 全球铜市场供应和需求情况

单位: 千吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
矿山产量	16135	16332	16737	18117	18443	19317	20708	21691	21687	22014	22220
增速	0.28	1.2	2.5	6.2	1.8	4.7	7.2	4.9	0	1.5	0.9
精炼铜产量	19280	19869	20154	20862	21667	22433	22923	23625	23939	24298	24619
增速	3.4	3.1	1.4	3.5	3.9	3.5	2.2	3.1	1.3	1.5	1.3

单位: 千吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
精炼铜消费	19364	19815	19857	20896	21567	22095	22710	23278	23860	24456	25068
增速	9.9	2.3	0.2	5.2	3.2	2.4	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5
平衡	-115	54	297	-33	100	338	213	347	80	-159	-448
修正后的	-85	-131	297	-283	-260	143	213	347	80	-159	-448

资料来源: CRU, 安泰科 (统计口径问题, 数据略有差异)

综上, 在本轮漫长的再平衡过程中, 由于资源现状、产业现状等各方面因素的差异, 完成再平衡的进程不一。资源供应相对刚性、行业盈利空间最薄的行业步入再平衡状态的速度相对较快。

综合来看, 各品种再平衡进程快慢的综合排序依次为: 铝、锌、铅、锡、镍、铜。

- (1) 铝: 最早进入再平衡进程的品种。由于利润空间持续被压缩, 主动减产及去产能已显现成效, 近两年供应已现缺口。
- (2) 锌: 由于没有新的大型矿山产能接力, 同时, 现有矿山的关停及减产, 供应市场骤减和持续放缓的需求“双管齐下”, 锌的再平衡进程最快。
- (3) 铅: 需求有所放缓, 但受铅锌矿减产停产的影响, 去库存持续推进, 倒逼再生铅成为供应重要来源, 铅市场的再平衡过程相对顺畅。
- (4) 锡: 资源供应减少、低库存、新产能接替乏力等等因素共同加快了再平衡进程。
- (5) 镍: 过剩量已大幅缩减, 近两年的供应增量十分有限, 新产能扩张已步入中后期, 再平衡进程唯有库存是最后制约。
- (6) 铜: 成本曲线趋缓, 产量供应放缓不明显, 矿山扩张产能进入集中释放期, 供应过剩压力持续加大, 铜再平衡进程最慢。

3. 小周期下的投资策略

3.1 小周期内品种判断及选择

首先, “中国因素”仍是全球金属市场主要动力, 中国工业化处于中后期, 未来 5-10 年各金属矿产需求高峰逐步到来, 金属需求仍将处于高增速向低增速转变过程中, 全球本轮需求周期仍未完成筑底。因此, 当前全球矿产资源需求低迷的状态还将进一步深化, 完成长周期筑底尚需时日。相应的, 板块趋势性投资机会难寻。

第二, 长周期筑底仍未结束, 但短期因素引发的小周期行情仍值得关注。按照各个品种再平衡进程的快慢顺序, 我们认为短周期尺度内, 铝、锌、铅三个品种有望最先达到供需再平衡状态, 也是最值得重点关注投资机会的三个品种。由于资源接续乏力, 锡、镍再平衡进程也将加快, 而铜产能扩张较晚, 同时供应滞后消费致供应过剩压力仍在加大, 铜的再平衡进程也最慢。

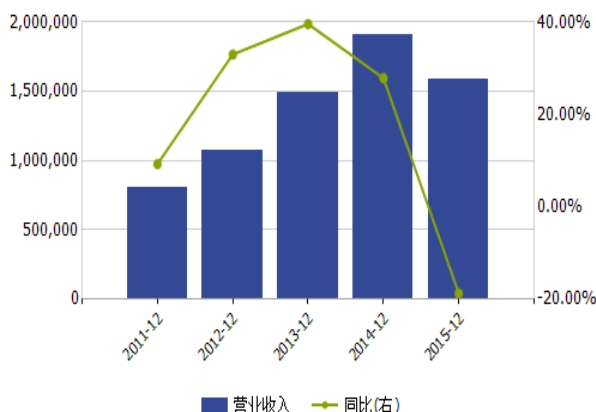
3.2 投资策略

就基本金属商品而言，按照再平衡进程、业绩改善及财务指标等因素综合筛选，我们建议重点关注云铝股份、亚太科技、罗普斯金、中金岭南、驰宏锌锗等个股。

1、云铝股份(000807)

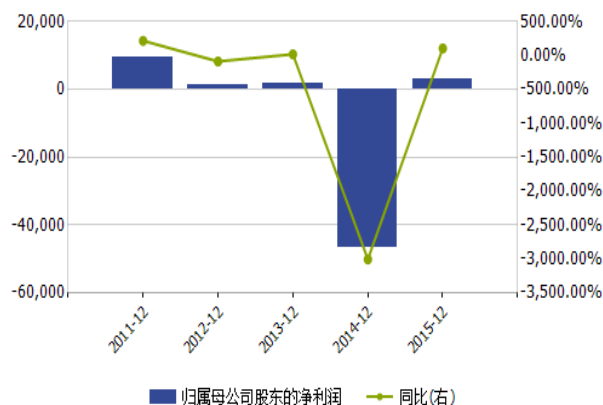
- **水电铝加工产业链一体的铝业龙头：**公司是西南铝行业龙头，在文山地区拥有丰富的铝土矿资源。在“拓展两头、优化中间”的发展战略指引下，公司在上游资源方面不断加快铝土矿—氧化铝资源整合，同时向下游深加工领域加快产业链延伸，不断构建“水电铝加工一体化”产业模式，同时增强资源优势和持续发展力，综合提升公司竞争实力。

图 26: 营业收入及同比增长情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 27: 归母净利润及增长情况



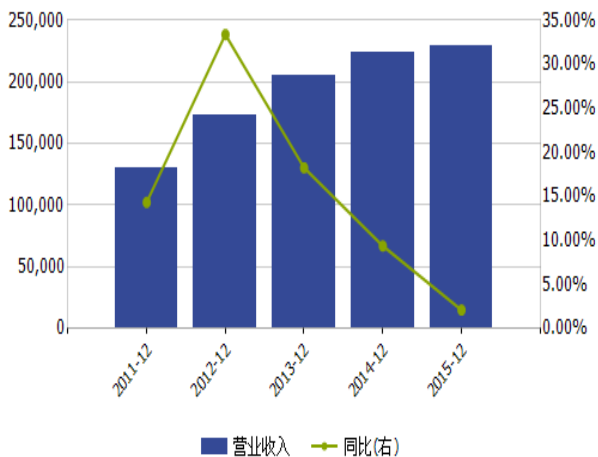
资料来源: WIND, 长城证券研究所

- **上游战略布局基本完善，资源优势地位不断巩固：**公司资源开发战略定位清晰，目前已经探获的文山地区铝土矿资源量约 1.5 亿吨，并于 2015 年定增收购老挝中老铝业 51% 股权并建设年产 100 万吨氧化铝项目，中老铝业拥有的采矿权区域内目前已探获的资源量约为 1.4 亿吨，至此，公司的铝土矿资源储量已实现翻番的增长，此外，预计通过勘探及整合，文山和老挝中老铝业仍铝资源仍有较大的增储潜力。在国内铝土矿大量依赖进口的行业背景下，丰富的铝土矿资源无疑是其最突出的竞争优势。
- **铝资源丰富，集“水电—铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工”完整产业链一体化，**资源能源等生产成本优势突出，综合竞争实力强。我们预计在“再平衡进程加快”和成本因素支撑下，铝价反弹行情空间可期。公司作为弹性较足的铝业龙头，将充分受益于短周期内铝行业景气回升带来的业绩增长，预计 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.2 元、0.26 元和 0.4 元，对应 PE 分别为 34X、26X 和 17X。维持公司“推荐”的投资评级。

2、亚太科技(002540)

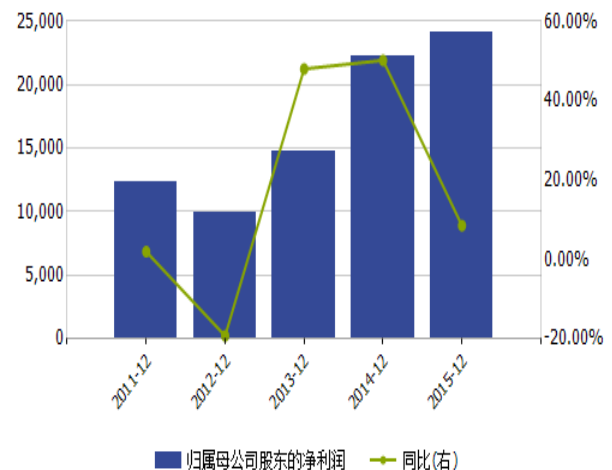
- **汽车铝型材龙头，业务稳步扩张。**公司是国内汽车铝挤压材龙头，目前产能 9.9 万吨，市场占有率 30% 左右，主要产品为管材、型材、棒材等。当前主业随产能释放及市场渗透率提升业绩呈现高速增长，同时产品也正积极向海水淡化、空冷、高铁航空等新型领域扩张，成为未来公司业绩持续增长的接续力量。

图 28: 营业收入及同比增长情况



资料来源: 招商期货, 长城证券研究所

图 29: 归母净利润及增长情况



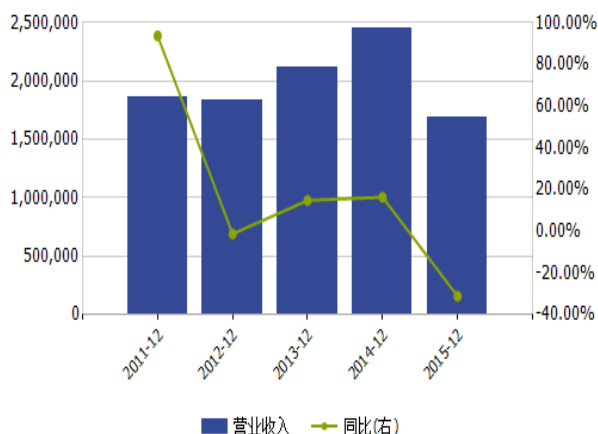
资料来源: WIND, 长城证券研究所

- **产能释放, 业绩稳增。**一方面, 进一步加大在工业领域 (如大型热交换、电站空冷铝管行业) 及海水淡化领域以及轨道交通、航空航天、海上石油平台等领域的市场拓展力度。公司开始供应汽车动力系统及车身用铝, 同时非汽车行业市场不断开发, 销售订单稳定; 另一方面, 公司充分发挥产能释放的优势, 积极拓展国内及国外两个市场, 不断提高产品竞争力。
- **3D 打印业务及募投项目积极推进:**全力推进新建项目以培养新的利润增长点, 目前超募资金投资项目“新扩建年产 8 万吨轻量化高性能铝挤压材项目”建设进程推进顺利, 同时, 向全资子公司霍夫曼增资 2000 万元积极推进 3D 金属打印项目的建设, 积极推进该项目市场化、产业化进程, 预计将成为公司新的利润增长点
- 预计 2016-2018 年每股收益为 0.26、0.32、和 0.38 元, 对应动态 PE 为 29X、24X 和 20X。当前公司产能优势已充分发挥, 主业景气稳步上行, 同时积极拓展新的销售领域。新涉足的 3D 打印业务技术及市场前景乐观, 维持公司“推荐”评级。

3、中金岭南 (00060)

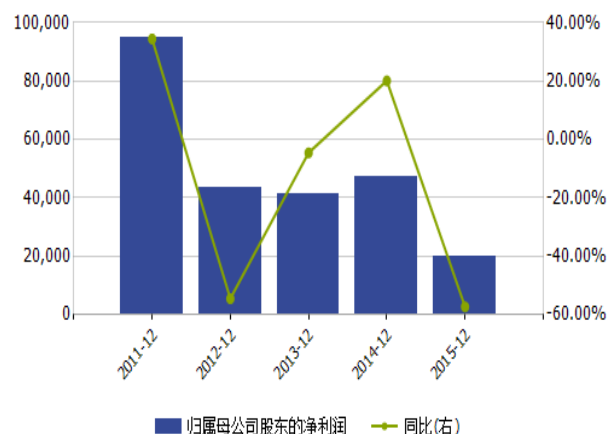
- **铅锌行业龙头, 成功打造出了完整的铅锌采选业一条龙产业链。**公司是拥有丰富资源的多金属综合矿业公司, 也是一具有影响力的跨国矿业企业。近几年公司通过一系列收购兼并、资源整合, 直接掌控国内、国外铅锌金属资源总量 997 万吨, 权益 728 万吨, 冶炼产能 40 万吨, 实际产能 25 万吨, 目前已形成铅锌采选年产金属量 30 多万吨。

图 30: 营业收入及增长情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 31: 归母净利润及增长情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所

- **投资建议:** 公司的发展战略主要是以资源为重、多金属发展，当前海外资源布局成果将逐步显现，但受到金属价格震荡下行的影响，公司业绩也受到拖累。在铅锌行业供应收缩的推动再平衡进程加快的行业背景判断下，我们预计铅锌价格小周期反弹行情可期，作为铅锌龙头企业，公司业绩有望回暖。预计 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.17 元、0.20 元和 0.23 元，对应 PE 分别为 59X, 50X 和 44X。给予“推荐”评级。

4. 风险提示

金属价格大幅波动。

研究员介绍及承诺

耿 诺：中国地质科学院矿产学硕士，2008 年加入长城证券，任有色金属行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。
本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。
长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇：0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一：021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：<http://www.cgws.com>