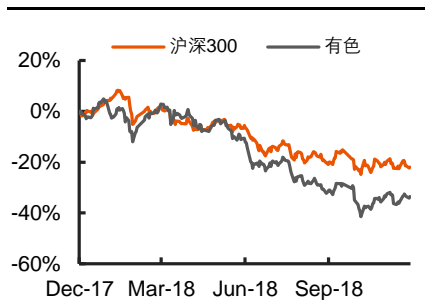


2019年有色行业年度策略报告

“贵”之有理，非同“钒”响

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*有色*2020年前钒供给偏紧，价格或维持坚挺》 2018-11-22
 《行业动态跟踪报告*有色*产品价格弱势运行，业绩增速逐季放缓》2018-11-01
 《行业专题报告*有色*资源瓶颈短期缓解，多维竞争阶段来临》 2018-08-13

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
 S1060511020001
 0755-22625476
 CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 2018年回顾：行业景气回落，股价表现不佳。** 2018年有色景气度持续下滑，有色金属矿采选利润增速放缓，而有色金属冶炼及压延利润下滑。有色价格表现疲软，相比年初，工业金属价格大多下行，小金属分化，稀土氧化物价格也以下跌为主。在行业景气回落，产品价格疲软背景下，有色股价大幅下行，截止2018年12月7日下跌近37%。目前有色PB、PE估值处于历史低位，反映了市场对有色产品价格及盈利的担忧。
- 2019年展望：供需弱平衡，重点关注贵金属和钒投资机会。** 我们认为，2019年受贸易战、全球经济放缓的影响，有色需求转弱；而供给端，全球有色扩张谨慎，中国供给侧改革进入巩固期，新增供给压力不大，有色行业供需将处于弱平衡。2019年投资机会我们认为有三类：1) 经济增长放缓，美元走强预期减弱，避险需求增加，贵金属中黄金配置价值凸显；2) 行业自身供需变化，2019年供给仍维持偏紧的钒子行业投资机会；3) 产品价格较为平稳，产销有增长的个股投资机会。我们建议重点关注前两类投资机会。
- 工业金属：铜供需平衡，铝和锌存在一定供给压力。** **铜：**预计2019年全球铜的需求增速将放缓至1~2%，而供给增加规模可控，增速略高于2%，且铜库存处于低位，我们判断，2019年铜价格震荡。**铝：**2019年随着海内外氧化铝新项目投产，电解铝成本压力缓解。但2019年中国仍有新产能增加，库存高位，海外供给紧张缓解，我们判断2019年铝价格难言乐观。**锌：**预计2019年锌需求仍较为低迷，锌供给继续处于扩张期，2018~2021年矿产锌的供给复合增速为2.2%。尽管目前锌库存处于低位，但供给增加压力依然存在，预计2019年锌价格承压。
- 贵金属：避险需求增加，黄金投资价值凸显。** 黄金价格主要由投资需求决定，2015年以来随着全球经济复苏以及美联储加息，美元表现强势，黄金价格受压。2019年我们判断全球经济增长放缓，不确定性增加，美联储加息步伐可能调整，强势美元预期减弱，避险需求增加，黄金配置价值逐步凸显。对黄金价格最为敏感的黄金ETF，2018年10月和11月连续两个月增加黄金持仓，反映对黄金短期和中期价格看好。
- 小金属：钴锂供给增加压力较大，钒供给维持偏紧。** **钴和锂：**预计2019年在新能源汽车驱动下，钴和锂的需求依然保持较快增长。但供给端，锂随着南美盐湖以及澳大利亚为主锂硬岩矿石产量增长，供给压力增强，钴随着嘉能可、欧亚资源以及中国企业非洲项目投产，供给增加压力显著提高。锂价格由于供给增加预期较为充分，价格已大幅下行并趋稳，预计2019年价格较为平稳，但难以逞强。钴价格对供给增加预期仍未完全体现，预计2019年上半年价格有下行压力。**钒：**由于南非Highveld停产，全球钒供给紧张，2019年新增产能仍十分有限，钒供给有望维持偏紧态势。

- 行业评级及投资建议：**我们判断，2019年有色需求转弱，供给增加压力较小，有色行业处于供需弱平衡，大多数有色价格难以逞强，全行业投资机会仍需等待，维持行业“中性”投资评级。建议重点关注避险需求增加带来的黄金子行业投资机会，关注黄金龙头企业山东黄金；重点关注供给偏紧钒子行业投资机会，关注攀钢钒钛；此外，可关注产品价格较为稳定，产销有增长的个股投资机会，关注紫金矿业、威华股份。
- 风险提示：**(1) 需求低迷的风险。有色金属是基础原材料，和基建、地产、汽车、家电等领域需求具有一定的关联性，如果未来全球及中国经济复苏乏力、固定资产投资和消费低迷，或者国际贸易争端增加，有色金属需求将受到较大的影响，并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。(2) 供给侧改革和环保政策低于预期的风险随着中国供给侧改革和环保政策的实施，有色金属中铝、铅、锌、稀土、钨等品种供给受到了较大的抑制，此前有色供给增长屡禁不止的现象得到了缓解。如果未来供给侧改革和环保政策变化或者实施效果低于预期，将削弱供给侧改革已取得的成效，有色行业可能重新陷入产能过剩的状态。(3) 价格和库存大幅波动的风险。有色行业具有周期属性，且存在现货和期货市场，价格和库存除了受供需影响外，还受到其他诸多因素影响，波动较为频繁。如果未来因预期和非预期因素影响，有色价格和库存出现大幅波动，将对有色公司经营和盈利产生重大影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS					P/E			评级
		2018-12-12	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
紫金矿业	601899	3.43	0.15	0.19	0.22	0.26	22.5	18.1	15.6	13.2	推荐	
威华股份	002240	8.40	0.05	0.35	0.69	0.82	171.2	24.0	12.2	10.2	推荐	
山东黄金	600547	29.73	0.51	0.52	0.70	0.87	57.9	57.0	42.5	34.1	未评级	
攀钢钒钛	000629	3.27	0.10	0.39	0.48	0.47	32.5	8.3	6.8	6.9	未评级	

注：未评级公司为wind一致预期。

正文目录

一、2018 年回顾：景气下行，股价表现低迷	7
1.1 2018 年以来景气下行，供给有所恢复	7
1.2 有色产品价格总体低迷，钴、锂回调力度较大	8
1.3 上市公司业绩增速放缓，板块股价表现不佳	9
1.4 产品价格预期不佳，估值下行	10
二、2019 年展望：供需弱平衡，关注贵金属和钒	11
2.1 供给端分析：全球扩张谨慎，中国供给侧改革进入巩固期	11
2.2 需求端分析：经济增速放缓，预计 2019 年有色需求转弱	13
2.3 2019 年投资机会分析：供需弱平衡，重点关注两类投资机会	17
三、工业金属：铜供需平衡，铝和锌存在一定供给压力	18
3.1 铜：供需基本平衡，库存低位，预计 2019 年铜价格震荡	18
3.2 铝：成本压力缓解，新增产能和库存双重压制，2019 年价格难言乐观	20
3.3 锌：库存低位，供给扩张，价格承压	23
四、贵金属：预计黄金避险需求增加，配置价值凸显	26
五、小金属：钴锂供给压力较大，钒供给维持偏紧	28
5.1 锂：供给压力增加，价格提前反映，2019 年价格或走稳	28
5.2 钴：2019 年供给压力大增，价格有继续走低可能	30
5.3 钒：预计 2019 年供给继续维持偏紧，价格有望维持相对强势	32
六、投资评级及关注公司	36
6.1 维持行业“中性”投资机会	36
6.2 关注公司介绍	37
七、风险提示	39

图表目录

图表 1	2018 年以来，有色金属矿采选经营转弱	7
图表 2	2018 年以来，有色金属冶炼和压延经营恶化	7
图表 3	2018 年以来有色景气指数持续回落	7
图表 4	2018 年以来，十种有色金属产量月度同比增速有所回升	7
图表 5	2018 年以来有色固定资产投资低迷	8
图表 6	2018 年以来工业金属价格低迷	8
图表 7	2018 年以来小金属价格分化，钴、锂跌幅较大	9
图表 8	2018 年以来有色子行业利润增速情况	9
图表 9	2018 年有色板块下跌约 37%	10
图表 10	2018 年有色子板块均下跌	10
图表 11	2018 年以来有色在沪深总市值占比下降	11
图表 12	有色 PE 变化趋势	11
图表 13	有色 PB 变化趋势	11
图表 14	全球矿业资本支出谨慎理性（以铜为例）	12
图表 15	固废禁止政策 2018 年得到体现	12
图表 16	2018~2019 年京津冀秋冬季大气污染防治攻坚行动方案的部分内容	13
图表 17	世界银行对全球经济增长预测（%）	13
图表 18	IMF 全球经济增长预测（%）	14
图表 19	房地产开工、施工及销售情况	14
图表 20	房地产价格走势	14
图表 21	中国固定资产投资增速放缓	15
图表 22	国家加大对基础设施补短板部分部署内容	15
图表 23	我国汽车产销增速放缓	16
图表 24	中国家电销售增速放缓	16
图表 25	中国家电内销增速放缓	16
图表 26	2019 年有色投资机会分析框架示意图	17
图表 27	2018 年全球及中国精炼铜消费保持增长（千吨）	18
图表 28	2018 年前八个月全球矿产铜产量增长 1%（千吨）	18
图表 29	2018 年全球矿产铜供给冲击低于预期(百万吨)	18
图表 30	2019 年全球铜矿项目情况（万吨）	19
图表 31	LME 铜价格（美元/吨）	19
图表 32	LME 铜库存（吨）	19
图表 33	SHFE 铜价格（元/吨）	20

图表 34	SHFE 铜库存 (吨)	20
图表 35	2019 年全球电解铝需求增速预计	20
图表 36	中国及全球电解铝产量 (万吨)	21
图表 37	中国电解铝产能及开工率变化	21
图表 38	2019~2020 年中国主要新增电解铝产能情况 (万吨)	21
图表 39	2019 年全球电解铝供需增速预计	21
图表 40	2018 年氧化铝价格保持高位 (元/吨)	22
图表 41	预计 2019 年氧化铝供给紧张将有所缓解 (百万吨)	22
图表 42	LME 铝价格 (美元/吨)	23
图表 43	LME 铝库存 (吨)	23
图表 44	SHFE 铝价格 (元/吨)	23
图表 45	SHFE 铝库存 (吨)	23
图表 46	2018 年以来, 全球及中国精炼锌需求较为低迷 (万吨)	24
图表 47	2018 年以来中国锌精矿产量下降, 而海外则上升 (万吨)	24
图表 48	预计锌矿 2021 年供给达到高点	25
图表 49	2018~2021 年全球主要矿产锌供给增加情况 (万吨)	25
图表 50	LME 锌价格 (美元/吨)	25
图表 51	LME 锌库存 (吨)	25
图表 52	SHFE 锌价格 (元/吨)	26
图表 53	SHFE 锌库存 (吨)	26
图表 54	黄金的珠宝首饰和工业领域需求相对稳定 (吨)	26
图表 55	矿产金是黄金供给的主要来源 (吨)	26
图表 56	黄金和美元汇率负相关, 2015 年以来, 黄金价格总体走弱	27
图表 57	2015 年以来, 美国进入加息周期 (%)	27
图表 58	2018 年全球 PMI 运行有所转弱	27
图表 59	IMF 预计 2019 年全球主要经济体增长放缓	27
图表 60	全球前两大黄金 ETF 持仓变化	28
图表 61	2018 年 10、11 月, 全球黄金 ETF 持仓连续净流入	28
图表 62	全球央行及国际组织黄金储备稳步增加 (吨)	28
图表 63	全球及中国新能源汽车领域锂需求快速增长 (万吨 LCE)	29
图表 64	中国及全球锂总需求较快增长 (万吨 LCE)	29
图表 65	南美盐湖锂供给 (万吨 LCE)	29
图表 66	全球硬岩锂矿增长情况 (万吨精矿)	30
图表 67	碳酸锂价格走势 (元/吨)	30
图表 68	全球及中国新能源汽车领域钴需求快速增长 (吨)	31
图表 69	中国及全球钴需求较快增长 (吨)	31

图表 70	2018~2020 年主要钴供给增加情况.....	31
图表 71	嘉能可钴历史产量及未来指引（万吨）	32
图表 72	钴价格走势（元/吨）	32
图表 73	钒的用途分布	33
图表 74	全球钒的消费总体保持增长（吨金属钒）	33
图表 75	全球钒消费区域构成	33
图表 76	全球钒使用强度比较（Kg 钒/吨钢）	33
图表 77	全球钒主要来源钢铁副产（2017 年）	34
图表 78	中国钒生产原料大部分来自钒渣（2016 年）	34
图表 79	2015 年以来钒供给有所收缩（吨钒金属当量）	34
图表 80	2016、2017 年全球钒供给出现缺口（吨钒金属当量）	34
图表 81	未来原矿制钒扩建和新建项目情况.....	35
图表 82	五氧化二钒价格走势（元/吨）	35
图表 84	关注公司估值表.....	36

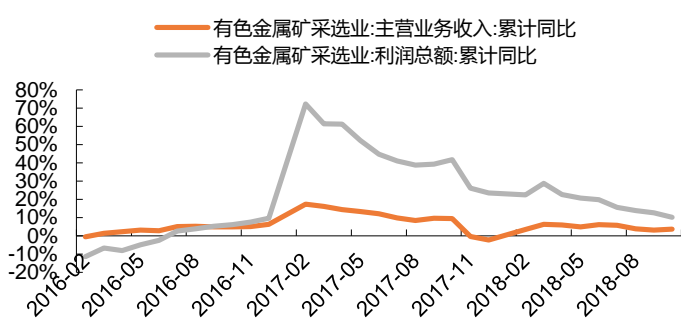
一、2018 年回顾：景气下行，股价表现低迷

1.1 2018 年以来景气下行，供给有所恢复

2018 年以来，随着中国经济增长压力逐步体现、产品价格回落以及供给侧影响减弱，有色行业景气指数下行，先行景气指数和综合景气指数持续下行。有色行业整体经营持续转弱，其中，有色金属矿采选利润增速不断下降，到 2018 年前 10 月有色金属矿采选利润同比增长 10.1%；有色金属冶炼及压延利润由年初的正增长转为 2018 年前 10 月的同比下降 20.1%。

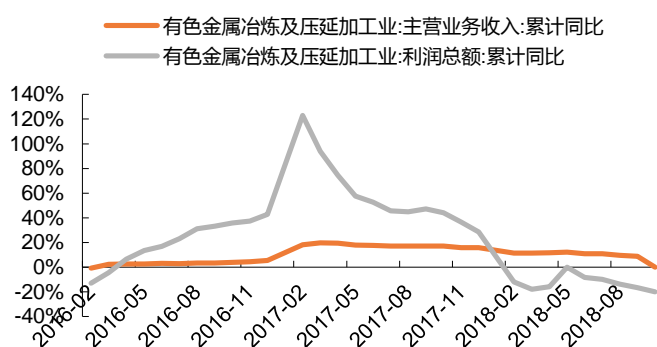
供给方面，2017 年供给侧改革导致了十种有色金属产量下降，2018 年随着供给侧改革效应边际弱化，以及禁止“一刀切”做法，十种有色金属产量出现了一定的回升。

图表1 2018 年以来，有色金属矿采选经营转弱



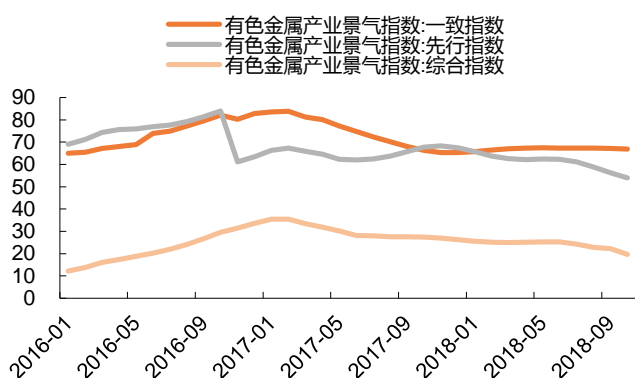
资料来源：Wind

图表2 2018 年以来，有色金属冶炼和压延经营恶化



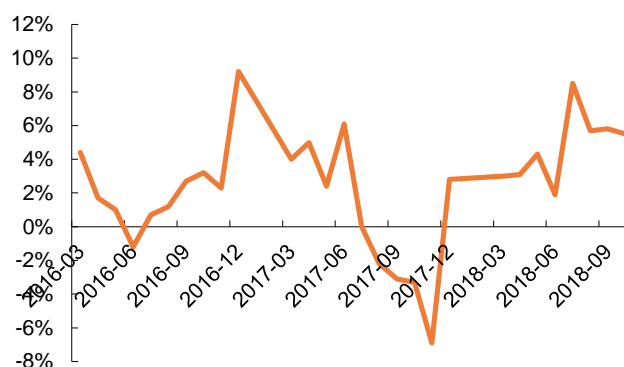
资料来源：Wind

图表3 2018 年以来有色景气指数持续回落



资料来源：Wind 备注：2005 年为 100

图表4 2018 年以来，十种有色金属产量月度同比增速有所回升



资料来源：Wind

图表5 2018年以来有色固定资产投资低迷



资料来源: Wind

1.2 有色产品价格总体低迷, 钴、锂回调力度较大

2018年有色价格整体较为低迷, 其中LME六种工业金属价格均下跌, 并且铅和锌的价格跌幅居前, 相比年初分别下降22%和23%; SHFE六种工业金属表现稍好于LME, 相比年初除了锡的价格基本持平外, 其他金属价格下跌, 且锌的价格跌幅最大, 下跌18%。

小金属价格分化, 2017年表现较好的钴、碳酸锂价格大幅回调, 相比年初分别下跌35%和40%; 受环保督查、停产等影响, 钼、镁和钛供给紧张, 价格相比年初上涨幅度较大, 分别为36%、19%和19%; 稀土氧化物多数品种价格也在下跌。

图表6 2018年以来工业金属价格低迷

品种	LME		SHFE	
	价格变动	库存变动	价格变动	库存变动
铜	-14.79%	-37.98%	-11.34%	20.74%
铝	-13.33%	-5.31%	-10.81%	-23.15%
铅	-22.01%	-26.56%	-2.68%	-89.90%
锌	-22.77%	-37.49%	-18.41%	-85.17%
锡	-4.26%	28.19%	0.19%	78.39%
镍	-13.43%	-42.48%	-9.69%	-57.43%

资料来源: Wind 备注: 截至2018年12月7日

图表7 2018年以来小金属价格分化，钴、锂跌幅较大

品种	价格变动	品种	价格变动
碳酸锂	-39.76%	氧化镧	-8.93%
1#钴	-35.27%	氧化铈	-5.36%
海绵锆	8.70%	氧化镨	-3.61%
钨精矿	-12.50%	氧化钕	-2.77%
海绵钛	18.75%	氧化钇	-4.65%
1#钼	36.36%	氧化钆	-3.51%
锆锭	-15.14%	氧化镱	7.83%
1#铋	-1.92%	氧化镱	-32.56%
1#镁锭	19.20%	氧化铪	7.21%
铌	9.73%		

资料来源: Wind 备注: 截至2018年12月7日

1.3 上市公司业绩增速放缓，板块股价表现不佳

2018年有色上市公司业绩总体增长，前三季度利润同比增长16%，分子行业看，工业金属利润下降20%；黄金利润增长9%；稀有小金属在钛、钼等品种带动下，业绩增幅较大，为57%。但分季度看，无论是工业金属、黄金还是稀有小金属，利润同比增速逐季放缓。有色行业景气回落，在上市公司业绩也得以体现。

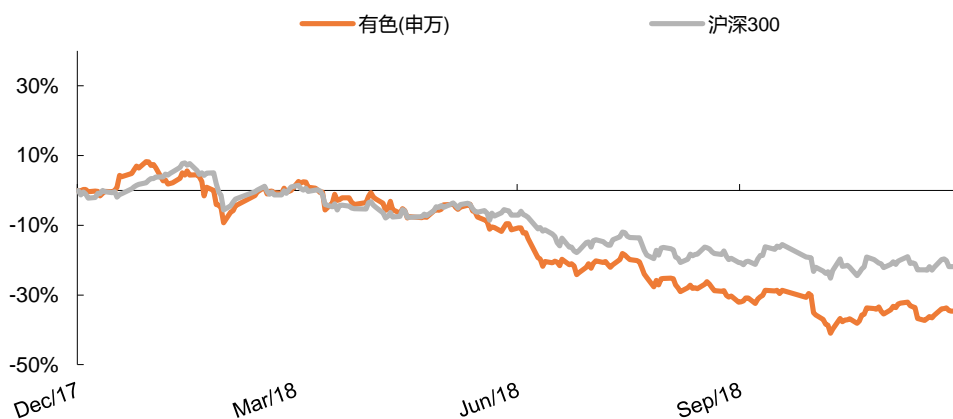
图表8 2018年以来有色子行业利润增速情况

品种	1Q2018	2Q2018	3Q2018	1~3Q2018
有色	56.81%	19.97%	-21.33%	15.62%
工业金属	7.79%	-21.67%	-38.35%	-19.53%
铜	32.93%	35.54%	-9.98%	18.68%
铝	-44.58%	-13.24%	-52.82%	-34.24%
铅锌	43.77%	-74.12%	-44.14%	-32.38%
黄金	3.82%	38.61%	-15.33%	9.08%
稀有金属	142.62%	126.97%	-10.54%	57.15%
稀土	85.54%	88.34%	-61.56%	-16.46%
钨	-34.10%	-4.20%	-16.78%	-14.57%
锂	83.65%	13.50%	-35.29%	10.19%
其它稀小金属	220.49%	427.57%	20.69%	118.29%

资料来源: Wind

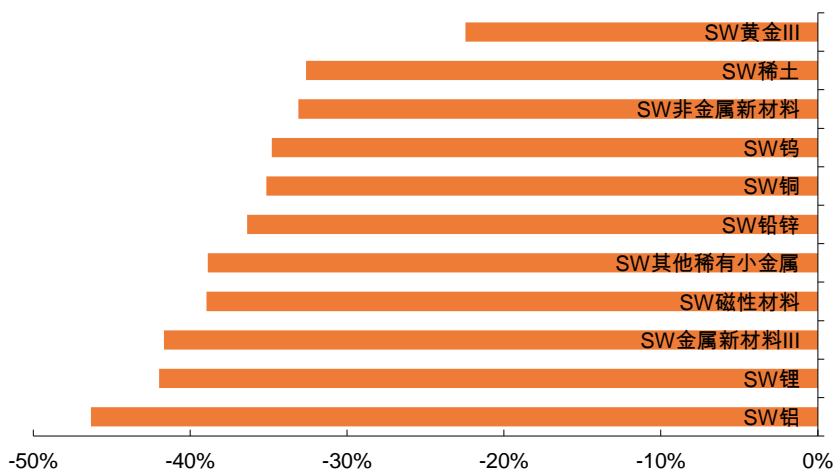
由于经营转弱，有色板块股价走势不佳，呈单边下行态势，截至 2018 年 12 月 7 日，有色板块下跌约 37%，在申万 28 个一级子行业中涨跌幅排名居后。分子行业看，黄金子板块下跌的幅度较小，为 22%，其他子板块下跌幅度超过 30%，其中电解铝、锂跌幅较大，分别为 46%和 42%。

图表9 2018 年有色板块下跌约 37%



资料来源: Wind 备注: 截至 2018 年 12 月 7 日

图表10 2018 年有色子板块均下跌



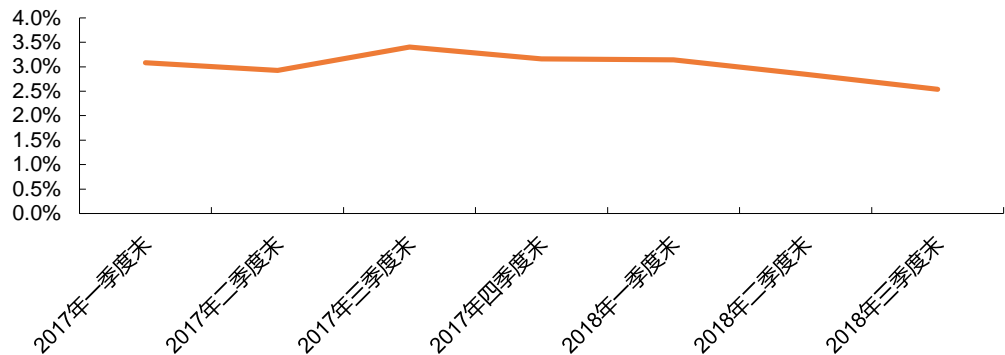
资料来源: Wind 备注: 截至 2018 年 12 月 7 日

1.4 产品价格预期不佳，估值下行

2018 年随着有色股价大幅下行，有色在沪深两市市值占比持续下降，到 2018 年三季度末下降为 2.54%。根据 WIND 数据，我们测算 2018 年三季度有色在基金持仓占比为 1.73%，处于低配状态。

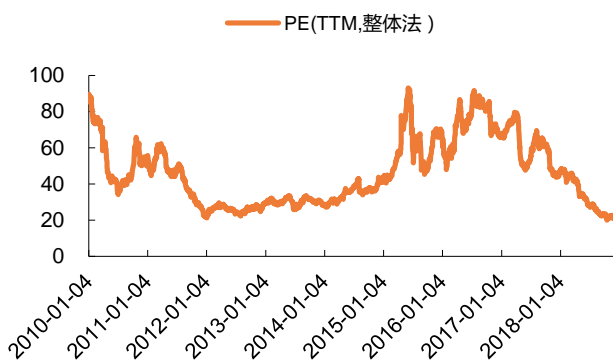
估值方面，2018 年尽管有色盈利增速放缓，但整体仍增长，且股价因产品价格走弱疲软，为此，目前行业 PE、PB 均低于历史平均水平。但从另一方面，也反映了市场对未来有色产品价格及盈利的担忧。

图表11 2018年以来有色在沪深总市值占比下降



资料来源: Wind

图表12 有色 PE 变化趋势



资料来源: Wind、截至2018年12月7日

图表13 有色 PB 变化趋势



资料来源: Wind 备注: 截至2018年12月7日

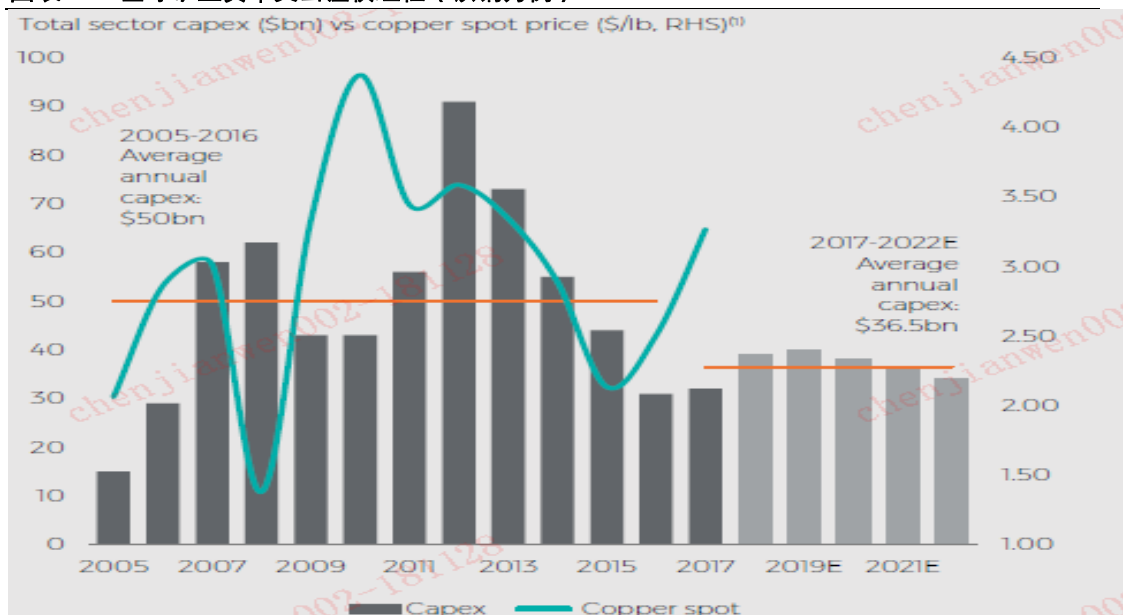
二、2019年展望：供需弱平衡，关注贵金属和钒

2.1 供给端分析：全球扩张谨慎，中国供给侧改革进入巩固期

从全球范围看，尽管2016年以来，全球有色产品价格普遍回升，但全球矿业公司资本支出并没有随之大幅增长，总体上较为谨慎和理智。主要原因有以下几点：

- (1) 中国经济步入新常态，全球需求无爆发点。
- (2) 新项目所在地地缘政治更敏感。
- (3) 全球范围内环保及社会意识增强，新项目审批过程更长。
- (4) 近年来，国际矿业公司更加注重财务稳健性和现金流。

图表14 全球矿业资本支出谨慎理性（以铜为例）



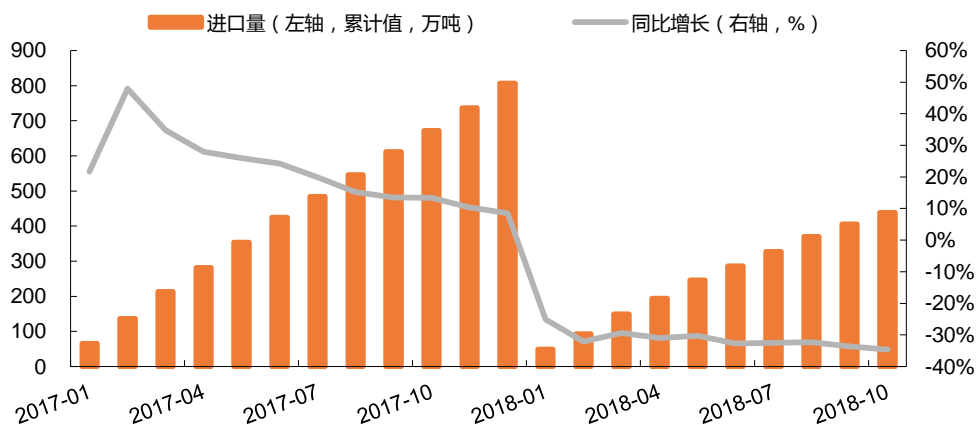
资料来源: Glencore

中国供给侧改革进入巩固期。2018年9月发布的《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》具有重要参考意义，提出了京津冀及周边地区细颗粒物（PM2.5）平均浓度同比下降3%左右，重度及以上污染天数同比减少3%左右目标，明确提出禁止“一刀切”的错峰生产管理方式。我们判断中国供给侧改革进入巩固期，未来进一步出台新政策或者专项行动的可能性降低，转而更加注重制度性污染治理。

此外，2017年开始实施的固废进口政策，导致了我国废金属进口量大幅下降，但通过金属含量更高的废金属进口，对供给的实际影响并没有想象中那么大，且在2018年得到了较好的体现。

综合国内外供给端分析，我们认为海外供给谨慎克制，中国供给侧改革进入巩固期，有色行业供给大幅增加的压力较小，总体供给处于有序状态。

图表15 固废禁止政策 2018年得到体现



资料来源: Wind

图表16 2018~2019年京津冀秋冬季大气污染治理攻坚行动方案的部分内容

项目	内容
目标	2018年10月1日至2019年3月31日,京津冀及周边地区细颗粒物(PM _{2.5})平均浓度同比下降3%左右,重度及以上污染天数同比减少3%左右
实施范围	京津冀及周边地区,包含北京市,天津市,河北省石家庄、唐山、邯郸、邢台、保定、沧州、廊坊、衡水市,山西省太原、阳泉、长治、晋城市,山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市,河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市(以下简称“2+26”城市,含河北省定州市、辛集市,河南省济源市)
矿山开采	原则上禁止新建露天矿山项目。对违反资源环境法律法规和有关规划、污染环境、破坏生态、乱采滥挖的露天矿山,依法予以关闭;对污染治理不规范的露天矿山,依法责令停产整治,整治完成经相关部门组织验收合格后方可恢复生产
错峰生产	实行差别化错峰生产,严禁采取“一刀切”方式。各地重点对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业,实施采暖期错峰生产;根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果,可适当缩短或延长错峰生产时间

资料来源:政府文件

2.2 需求端分析:经济增速放缓,预计2019年有色需求转弱

全球范围内,金属消耗和经济发展相关。2019年贸易战前景仍不明朗,全球经济放缓的风险增加。世界银行预计2019年全球经济增长放缓0.1个百分点至3.0%;国际货币基金组织(IMF)在2018年10月发布的《全球经济展望》也调低了2019年全球经济增长预期。我们判断,受全球经济增长放缓的不利影响,有色的需求将有所转弱,和2016年、2017年不同,需求端对有色产品价格支持将减弱,不利于有色产品价格表现。

图表17 世界银行对全球经济增长预测(%)

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全球	2.8	2.4	3.1	3.1	3.0	2.9
发达国家	2.3	1.7	2.3	2.2	2.0	1.7
新兴及发展中国家	3.7	3.7	4.3	4.5	4.7	4.7

资料来源:World Bank

图表18 IMF 全球经济增长预测 (%)

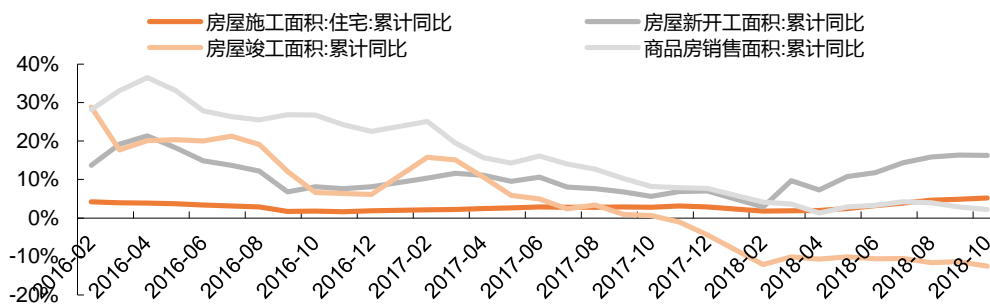
项目	2018年10月			相比2018年7月调整		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
全球	3.7	3.7	3.7	0.0	-0.2	-0.2
发达国家	2.3	2.4	2.1	0.0	0.0	-0.1
新兴及发展中国家	4.7	4.7	4.7	0.0	-0.2	-0.4

资料来源: IMF

在中国, 有色需求受投资领域的地产、固定资产投资和消费领域的汽车、家电影响较大。以下我们对这四大领域进行分析。

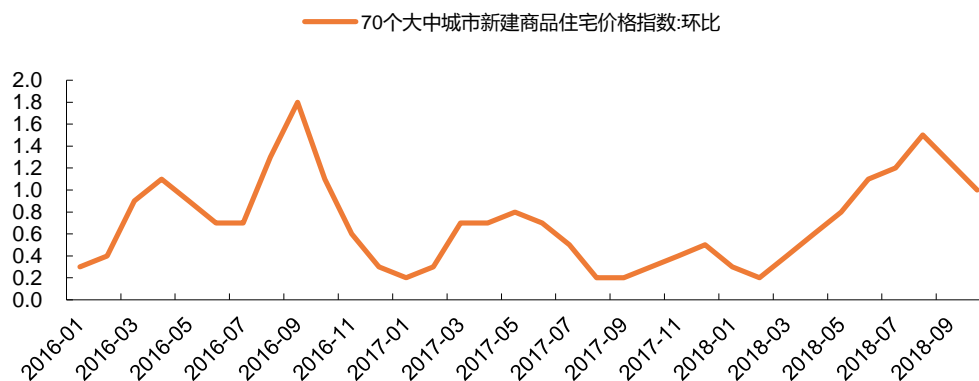
房地产: 预计随着价格回落以及房地产调控效果显现, 2019年地产销售形势不乐观, 并进而影响地产开工和施工。平安地产组预计2019年地产竣工面积可能停止下滑, 但增长有限, 施工和新开工面积增速放缓, 销售则有一定压力。

图表19 房地产开工、施工及销售情况



资料来源: Wind

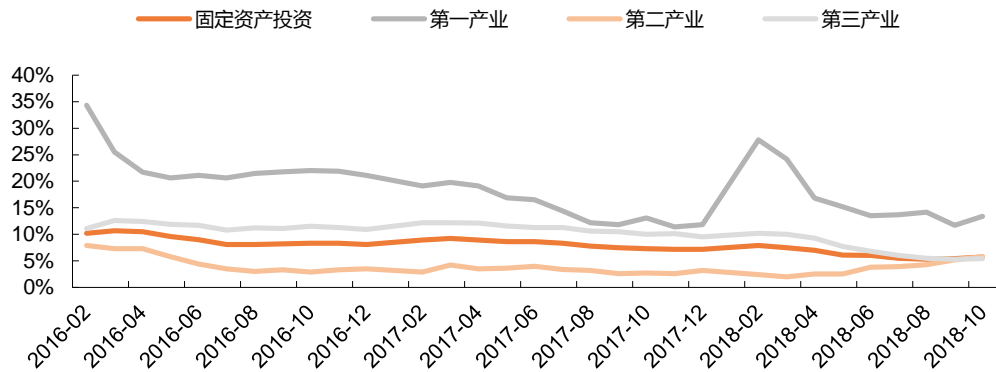
图表20 房地产价格走势



资料来源: Wind

固定资产投资：加大基础设施补短板，固定资产投资增速放缓趋势略有缓解。2016年以来，中国固定资产投资增速不断下滑，其中以基建为主第三产业下滑的趋势尤为明显，为此，中央政府提出了要实施更加积极的财政政策，保持基础设施领域补短板力度，这有望拉动第三产业固定资产投资增加。同时我们也注意到我国固定资产投资构成中，地方项目占据绝对主导地位，在地方债问题和去杠杆背景下，固定资产投资大幅回升可能性较小，但放缓趋势将有所缓解，平安宏观组预计 2019 年中国固定资产投资增速为 4%，相比 2018 年放缓 1.5 个百分点。

图表21 中国固定资产投资增速放缓



资料来源: Wind

图表22 国家加大对基础设施补短板部分部署内容

品种	价格变动
铁路	以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，拓展区域铁路连接线，进一步完善铁路骨干网络。加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设。推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区城际铁路规划建设。加快国土开发性铁路建设。实施一批集疏港铁路、铁路专用线建设和枢纽改造工程。
公路、水运领域	加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目和对“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略有重要支撑作用的地方高速公路项目，加快推进重点省区沿边公路建设。加快推进三峡枢纽水运新通道和葛洲坝航运扩能工程前期工作，加快启动长江干线、京杭运河等一批干线航道整治工程，同步推动实施一批支线航道整治工程
机场领域	加快北京大兴国际机场建设，重点推进一批国际枢纽机场和中西部支线机场新建、迁建、改扩建项目前期工作，力争尽早启动建设，提升国际枢纽机场竞争力，扩大中西部地区航空运输覆盖范围。
水利领域	加快建设一批引调水、重点水源、江河湖泊治理、大型灌区等重大水利工程，推进引江济淮、滇中引水、珠江三角洲水资源配置、碾盘山水利水电枢纽、向

家坝灌区一期等重大水利工程建设,进一步完善水利基础设施网络。加快推进中小河流治理等灾后水利薄弱环节建设。

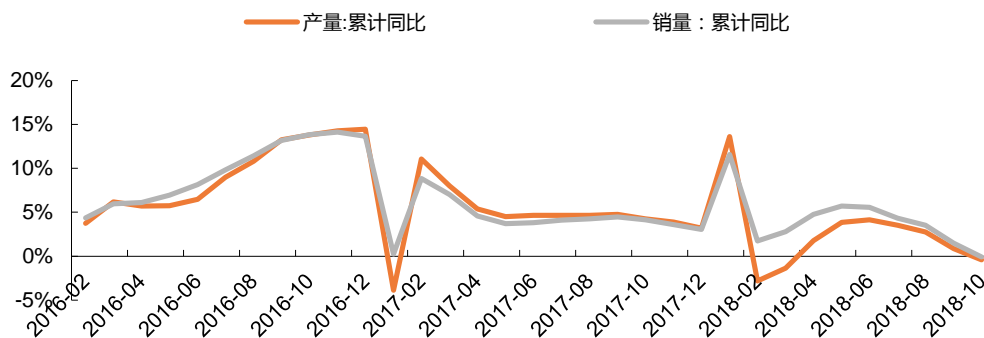
能源领域

进一步加快金沙江拉哇水电站、雅砻江卡拉水电站等重大水电项目开工建设。加快推进跨省跨区输电,优化完善各省份电网主网架,推动实施一批特高压输电工程。加快实施新一轮农村电网改造升级工程。继续推进燃煤机组超低排放与节能改造,加大油气勘探开发力度,做好天然气产供储销体系和重点地区应急储气能力建设。积极推进一批油气产能、管网等重点项目。

资料来源:政府文件

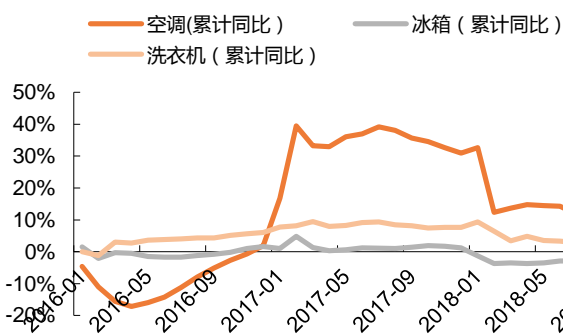
汽车、家电: 预计 2019 年需求仍偏弱。2018 年汽车购置税优惠全面取消,汽车产销低迷,前 10 月产销略有下降,根据平安汽车组预计 2019 年汽车销量比 2018 年略增长 2%。受房地产市场逐步降温的影响,空调、冰箱、洗衣机销售 2018 年下半年持续回落,2019 年地产行业仍不乐观,家电需求亦难以回升。

图表23 我国汽车产销增速放缓



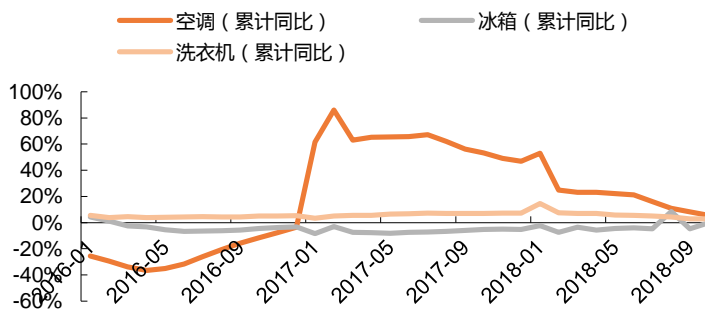
资料来源: Wind

图表24 中国家电销售增速放缓



资料来源: 产业在线、Wind

图表25 中国家电内销增速放缓



资料来源: 产业在线、Wind

2.3 2019 年投资机会分析：供需弱平衡，重点关注两类投资机会

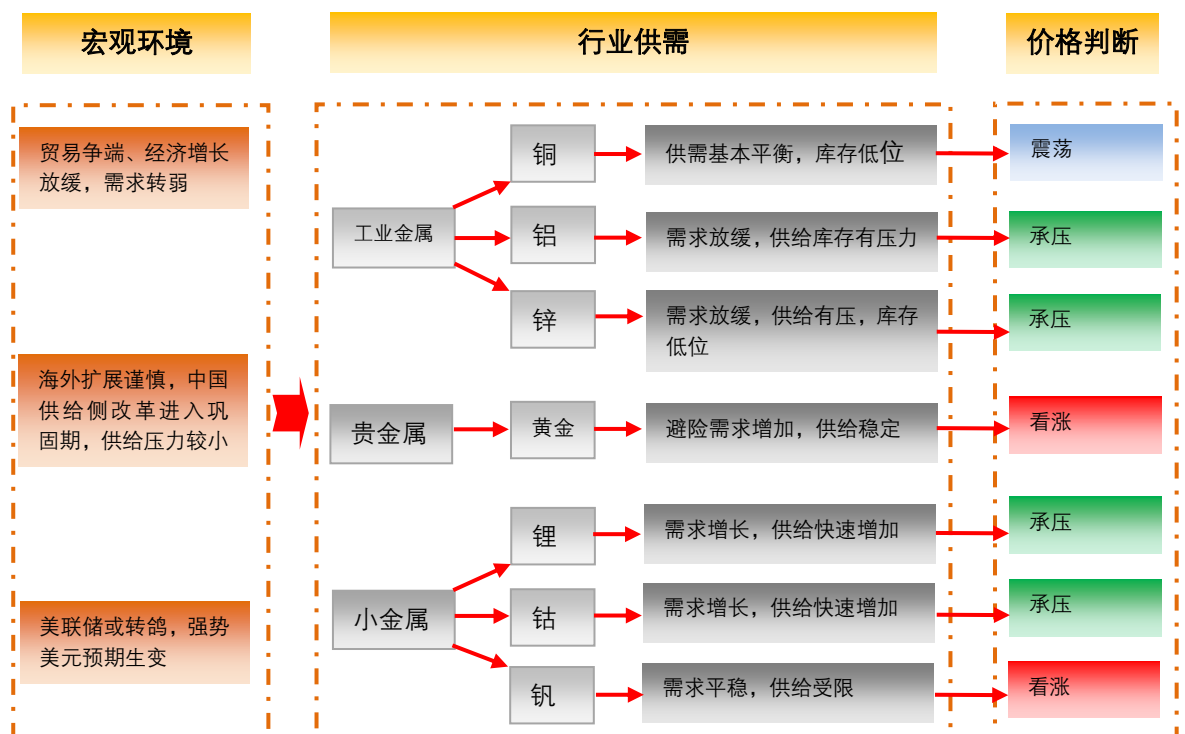
展望 2019 年，我们认为受贸易保护抬头，全球经济放缓影响，有色需求转弱，供给端中国供给侧改革进入巩固期，尽管供给收缩边际变化小，但整体供给压力也较小，有色将处于供需弱平衡。此外，我们还认为，随着美国经济可能放缓，美联储加息步伐可能调整，强势美元预期减弱，贵金属面临的金融环境向好。

2019 年建议关注三类投资机会：

- (1) 强势美元预期减弱，避险需求增加，贵金属步入配置期，建议重点关注黄金子行业投资机会。
- (2) 由于行业自身供需变化，供给维持偏紧，价格有望维持相对强势子行业，建议重点关注 2019 年仍较为景气的钒子行业。
- (3) 其他品种，可关注价格可能趋稳，产销有增量的个股投资机会。

并建议重点关注前两类贵金属和钒子行业投资机会。

图表26 2019 年有色投资机会分析框架示意图



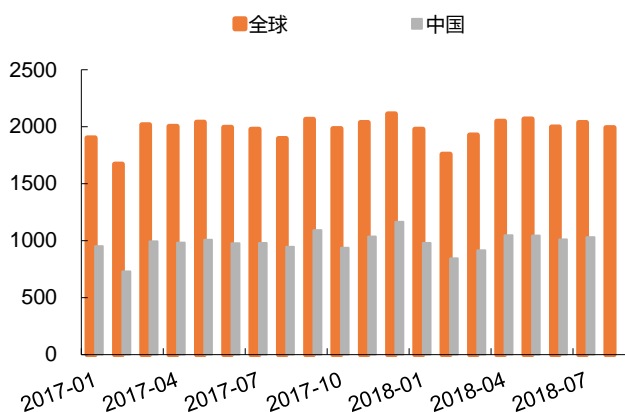
资料来源：平安证券研究所

三、工业金属：铜供需平衡，铝和锌存在一定供给压力

3.1 铜：供需基本平衡，库存低位，预计 2019 年铜价格震荡

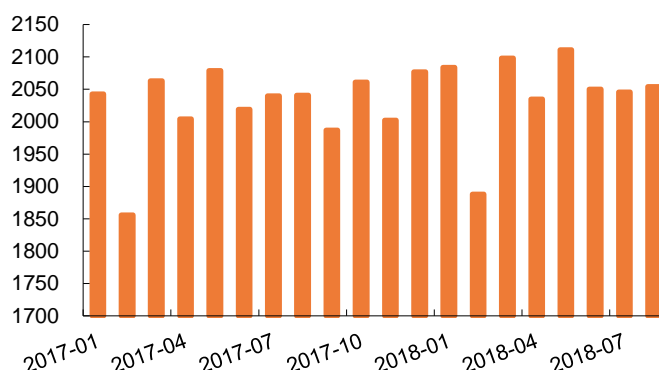
2018 年由于南美劳资合同谈判顺利，供给冲击低于预期，此外美元走强，加之部分经济体经济增长出现放缓势头，铜价格震荡下行。展望 2019 年我们预计受宏观经济增长放缓影响，全球铜需求增速将为 1~2%。

图表27 2018 年全球及中国精炼铜消费保持增长 (千吨)



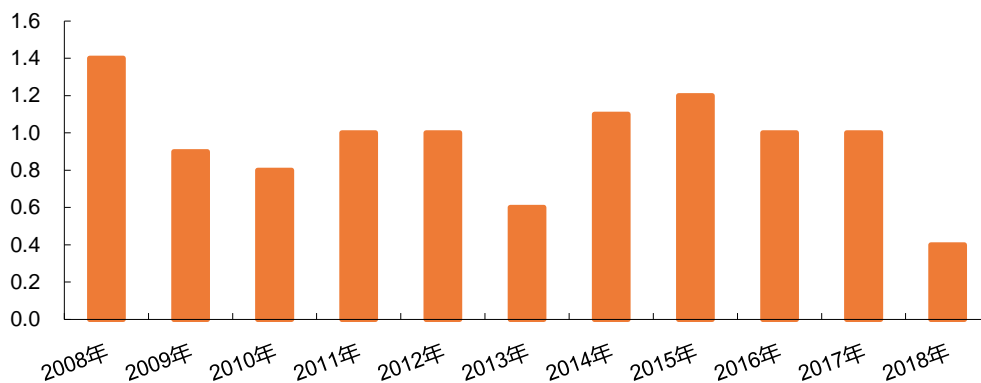
资料来源: ICGS、Wind

图表28 2018 年前八个月全球矿产铜产量增长 1% (千吨)



资料来源: ICGS、Wind

图表29 2018 年全球矿产铜供给冲击低于预期(百万吨)



资料来源: Norisk Nickel、Wood Mackenzie

供给方面，2019 年全球矿产铜供给有所增加，但规模可控。根据上海有色网 (SMM)，2019 年全球铜矿预计产量增加 70 多万吨，主要是 Cobre Panama、Chuquicama、Katanga 三个规模较大的项目，但我们也注意到 2019 年自由港位于印尼的 Grasberg 铜矿改为地下开采，预计减少铜矿产量 20 多万吨，综合看，2019 年全球铜矿产量净增长近 50 万吨，全球矿产铜增速将略高于 2%。结合需求，我们认为 2019 年如无大的供给冲击事件发生，铜的供需将基本平衡。

图表30 2019年全球铜矿项目情况(万吨)

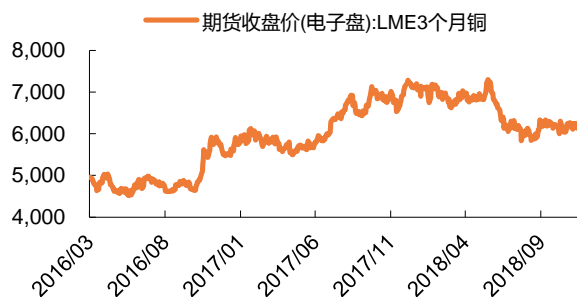
项目名称	地点	新增产量
Cobre Panama	巴拿马	15
Chuquicama	智利	8.5
Katanga	刚果(金)	15
Antamina	秘鲁	4
Toquepala	秘鲁	5
NFC	赞比亚	2.5
Bingham	美国	2
Sentinel	赞比亚	2
Mirador	厄瓜多尔	3
Carrapateer	澳大利亚	3
Mirador	厄瓜多尔	5
Mopani Deebar	赞比亚	3.5
Expansion	澳大利亚	2
中国		7.3

资料来源: SMM

库存方面。受2017年铜良好价格走势刺激,2018年初LME和SHFE铜的库存均出现了上升,但2018年二季度开始,随着经济预期转弱,铜的库存较快下降。目前无论LME还是SHFE铜显性库存均处于较低的水平,铜库存压力较小。但同时我们认为2019年经济预期不佳,未来渠道和下游增加库存的动力亦不足。

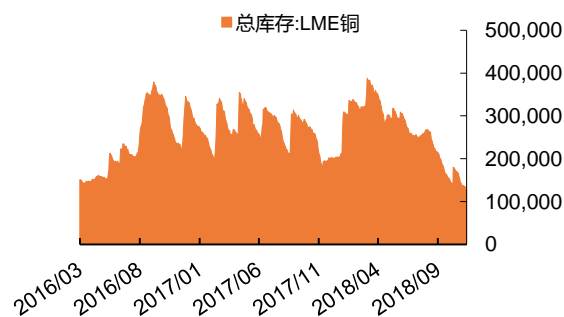
综合供需及库存,我们判断2019年铜价格以震荡为主。

图表31 LME铜价格(美元/吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表32 LME铜库存(吨)



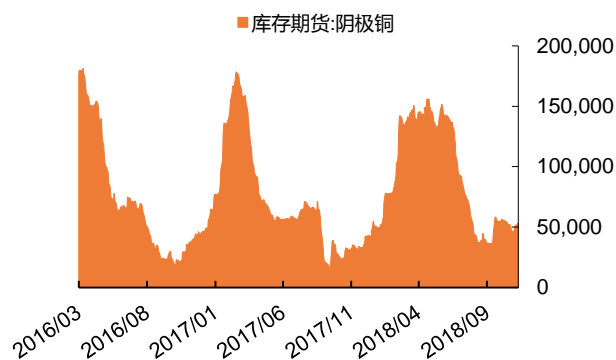
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表33 SHFE 铜价格 (元/吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表34 SHFE 铜库存 (吨)

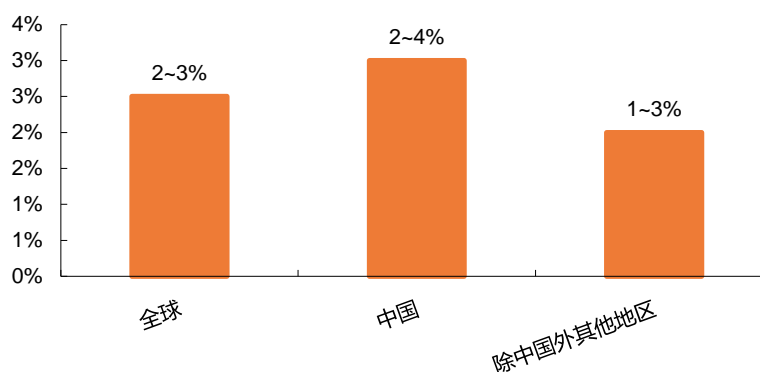


资料来源: Wind、平安证券研究所

3.2 铝：成本压力缓解，新增产能和库存双重压制，2019 年价格难言乐观

受贸易战及全球经济放缓影响，电解铝的需求将有所放缓。根据海德鲁预计，2018 年全球电解铝的需求增为 4%，并预计 2019 年全球及中国电解铝需求的增速分别为 2~3%和 2~4%。

图表35 2019 年全球电解铝需求增速预计

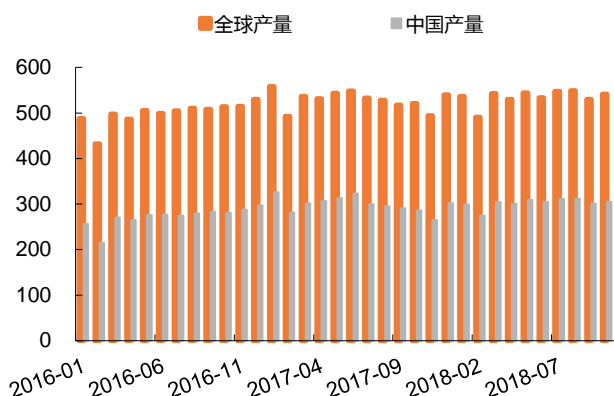


资料来源: CRU、海德鲁

2019 年中国电解铝仍有新增产能，海外供给紧张程度缓解。2018 年前十月，全球电解铝产量增长 0.7%，中国则基本持平。受指标置换影响，2018 年预计中国电解铝新增产能约 330 万吨，预计 2019~2020 年仍有 300 万吨产能投放，中国电解铝产能增长依然存在一定压力。全球范围内，随着海外项目复产以及产能增加，预计 2019 年全球电解铝产量将从 2018 年增长 1%提高到增长 3~4%。

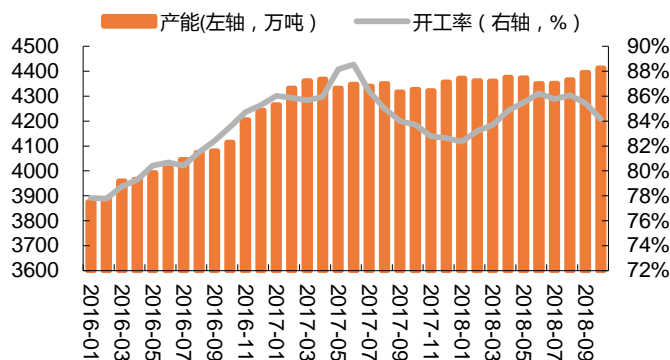
综合来看，2019 年中国电解铝供给略高于需求，中国外地区供给压力有所缓解，但仍存在一定缺口。

图表36 中国及全球电解铝产量（万吨）



资料来源: Wind

图表37 中国电解铝产能及开工率变化



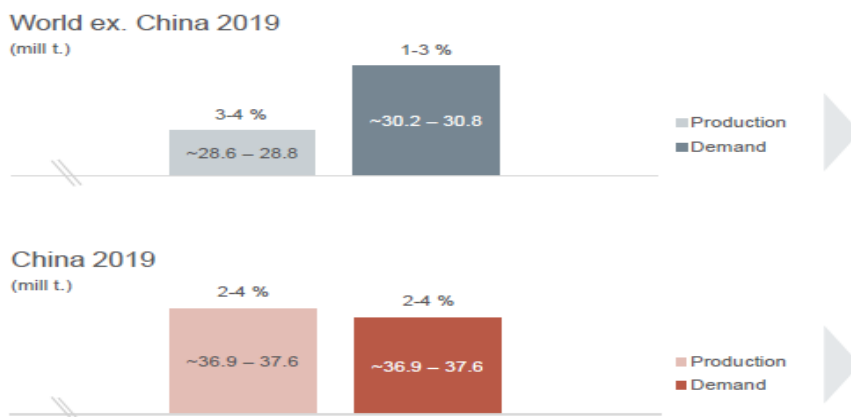
资料来源: 阿拉丁、Wind

图表38 2019~2020 年中国主要新增电解铝产能情况（万吨）

企业	产能	头餐时间
包头华鑫隆	10	2019 年
云南其亚	35	2019 年
文山铝业	50	2019 年
霍煤鸿骏	43	2019 年
神火云南	45	2019~2020 年
云铝昭通	35	2019~2020 年
内蒙古白音华	40	2019~2020 年
内蒙古华云	80	2019~2020 年

资料来源: SMM

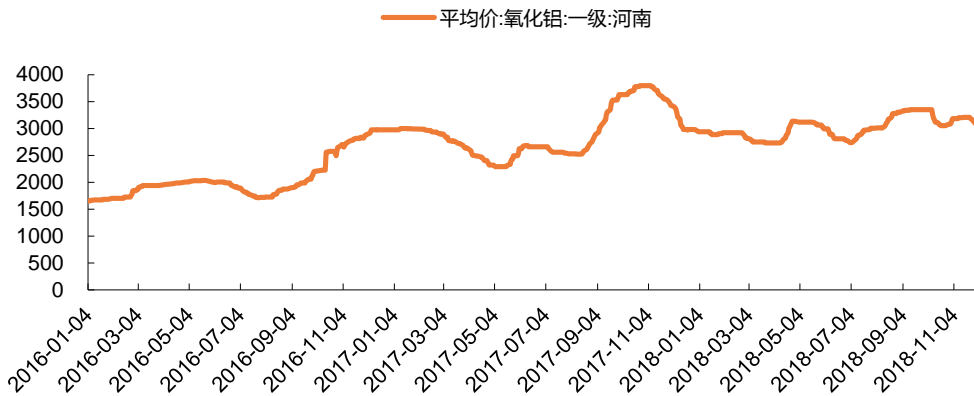
图表39 2019 年全球电解铝供需增速预计



资料来源: CRU、海德鲁

新增氧化铝产能投放，预计 2019 年电解铝面临成本压力缓解。2018 年受美铝西澳工人罢工、海德鲁巴西工厂停产以及俄铝事件影响，全球氧化铝供给紧张，导致氧化铝价格走强，影响电解铝企业的盈利水平。

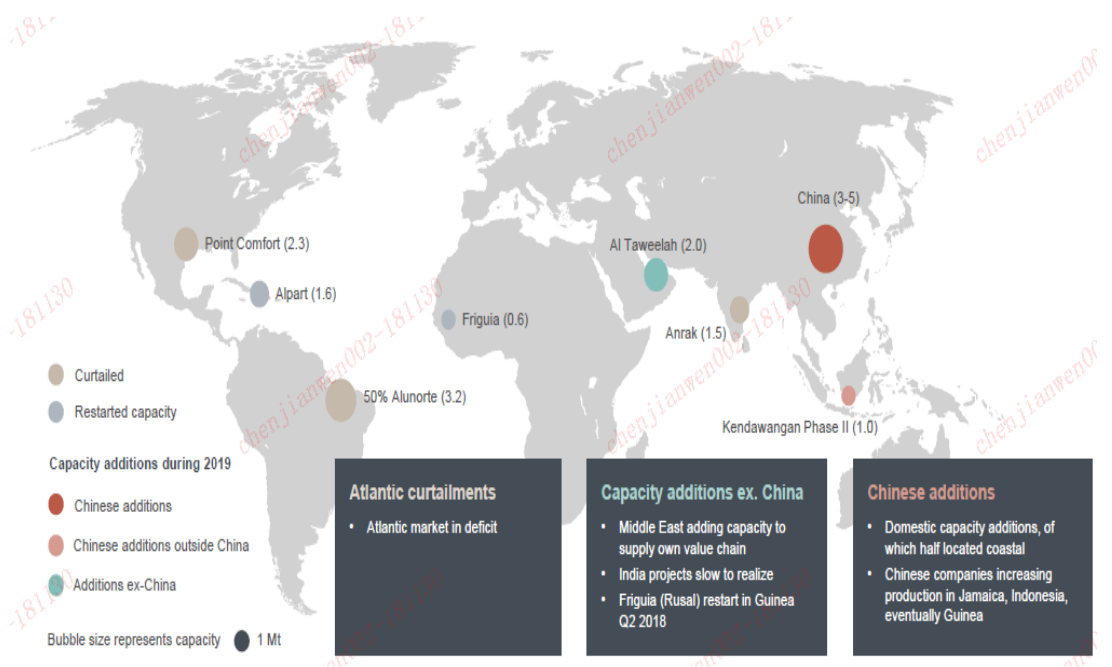
图表40 2018 年氧化铝价格保持高位（元/吨）



资料来源: Wind

展望 2019 年，海德鲁巴西工厂预计仍无法恢复满负荷运转，有 320 万吨产能（近 50% 产能）停产。但中国预计新增 300~500 万吨氧化铝新产能，中国外地区新增约 200 万吨，预计氧化铝供给紧张将有所缓解，氧化铝价格或有所回落，电解铝行业成本压力缓解。

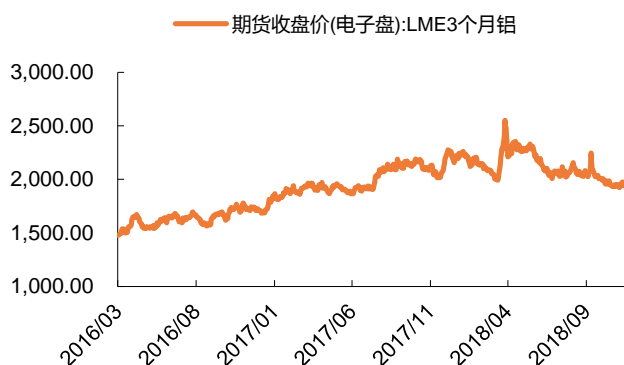
图表41 预计 2019 年氧化铝供给紧张将有所缓解（百万吨）



资料来源: 海德鲁

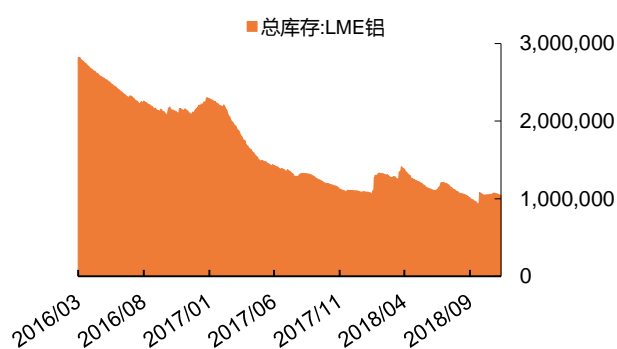
2018 年海外电解铝库存基本保持稳定,处于相对低位,而中国电解铝库存 2018 年一季度继续上升,处于历史较高位置,尽管二季度起有所回落,但仍然处于较高水平。结合供需以及库存,我们判断,2019 年受新增产能以及较高库存压制,电解铝价格难言乐观。

图表42 LME 铝价格 (美元/吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表43 LME 铝库存 (吨)



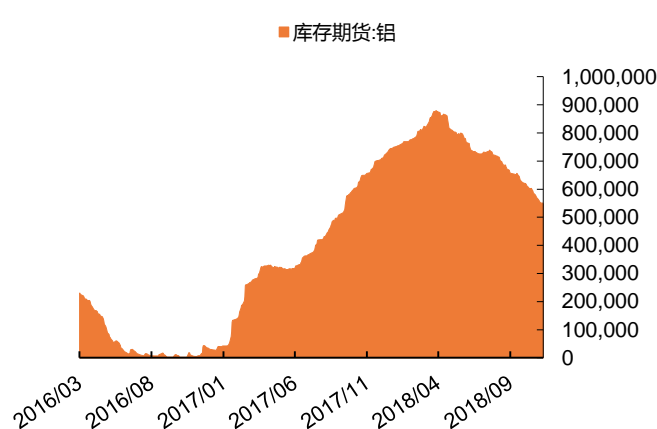
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表44 SHFE 铝价格 (元/吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表45 SHFE 铝库存 (吨)

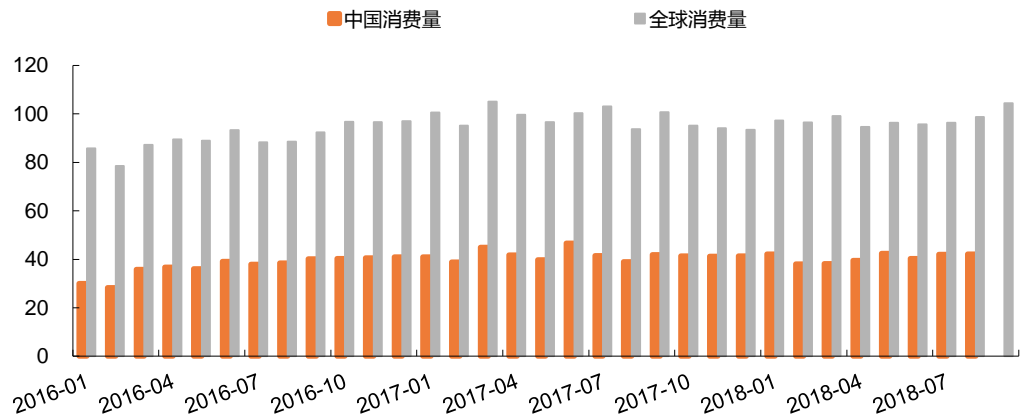


资料来源: Wind、平安证券研究所

3.3 锌：库存低位，供给扩张，价格承压

锌主要以镀锌板的形式出现,和地产、基建、家电和汽车相关度较高,2018 年以来随着下游走弱,全球及中国精炼锌的需求低迷,并略有下降。根据前述对有色总体需求分析,预计 2019 年全球及中国精炼锌的需求仍将较为低迷。

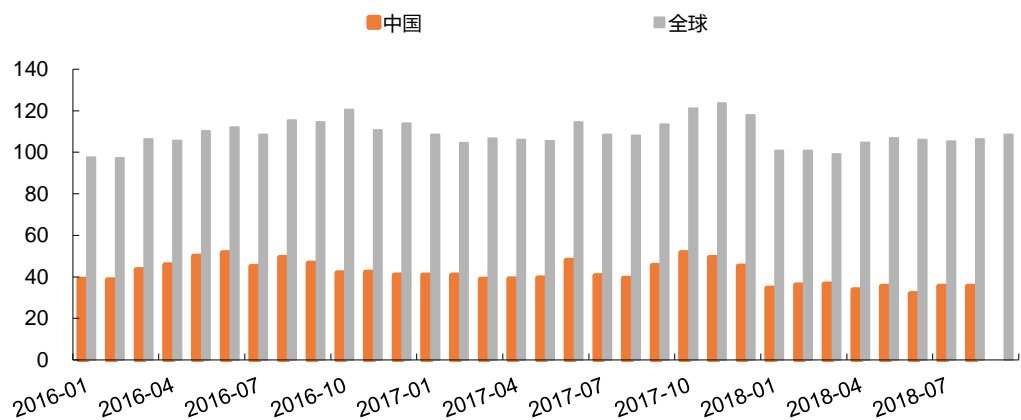
图表46 2018年以来，全球及中国精炼锌需求较为低迷（万吨）



资料来源: ILZSG、Wind

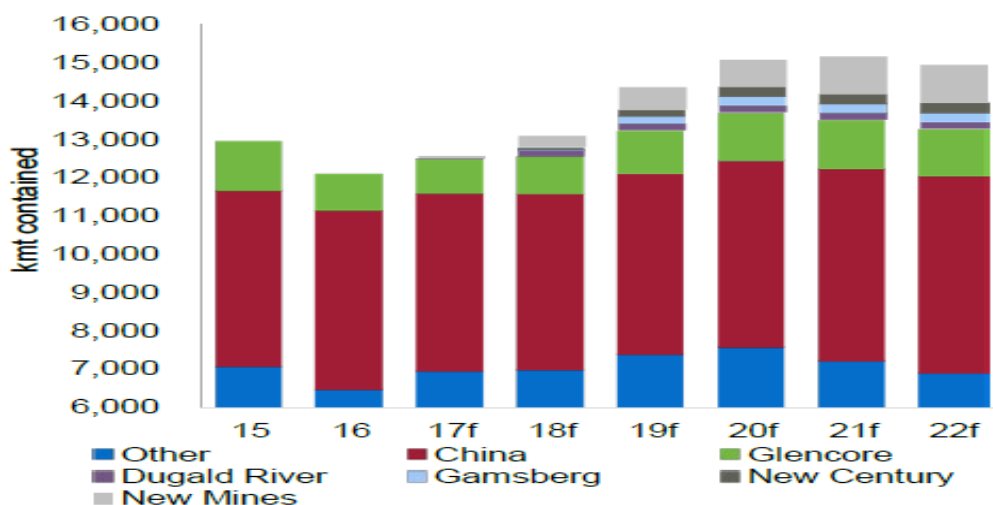
2018年以来，海外锌精矿产量增加，但中国锌精矿受环保影响产量下降。未来全球范围内矿产锌的供给仍处于上升期。2017年开始，全球锌矿供给逐步恢复提升，2017年、2018年新增矿产锌的产量分别为32万吨和56万吨，预计2018~2021年矿产锌的复合增速为2.2%，2018年供给将恢复到2015年水平，2021年将达到供应高点。我们判断，2019年锌仍有一定供给增加压力。

图表47 2018年以来中国锌精矿产量下降，而海外则上升（万吨）



资料来源: ILZSG、Wind

图表48 预计锌矿 2021 年供给达到高点



资料来源: Teck Resources

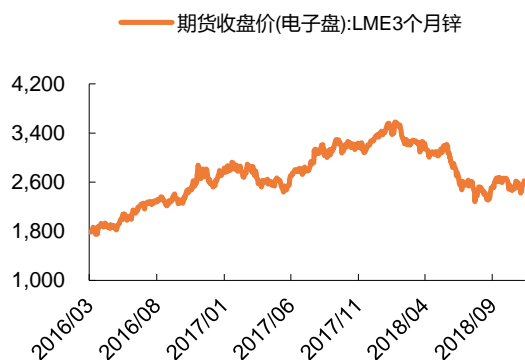
图表49 2018-2021 年全球主要矿产锌供给增加情况 (万吨)

项目名称	产能	产能
Dugald River	澳大利亚	17
Gamsberg	澳大利亚	25
New Century	澳大利亚	27
Zhairem	哈萨克斯坦	16

资料来源: Teck Resources

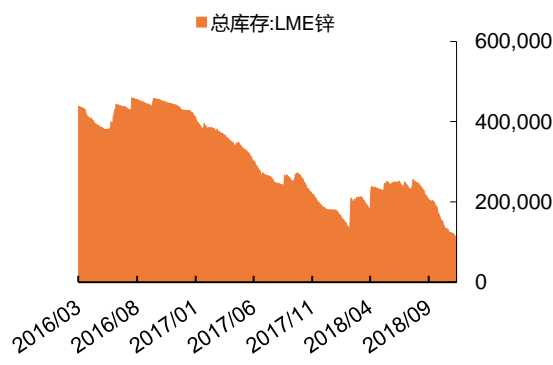
由于供给增加预期以及需求低迷, 锌的库存尽管 2018 年年初有所增加, 但快速回落, 目前 LME 及国内库存处于历史较低水平。考虑到矿产锌供给增加相对确定, 我们判断低库存在 2019 年仍可能维持, 补库存对需求拉动有限, 2019 年锌的价格将承压。

图表50 LME 锌价格 (美元/吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表51 LME 锌库存 (吨)



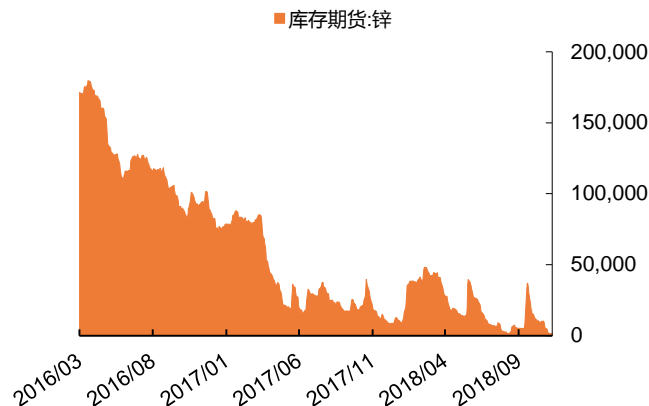
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表52 SHFE 锌价格（元/吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表53 SHFE 锌库存（吨）

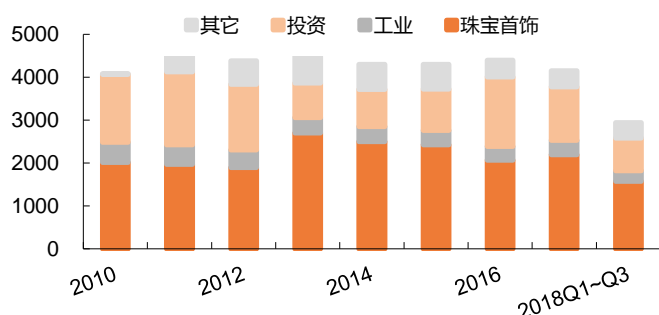


资料来源：Wind、平安证券研究所

四、 贵金属：预计黄金避险需求增加，配置价值凸显

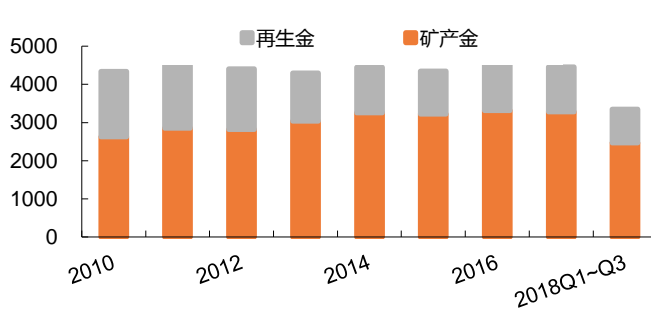
黄金是一种战略资产，具有商品和金融双重属性。在商品属性方面，需求来自珠宝首饰以及工业领域，尽管工业领域有所萎缩，但整体上基本稳定。在金融属性方面，黄金价格和大宗商品、货币、通胀、地缘政治等诸多因素相关。尽管商品占黄金需求比率高，但由于相对稳定，并不是黄金价格主导力量，相反，黄金在投资的需求领域根据黄金资产相对配置价值，波动较大，成为黄金价格涨跌的主要推力。

图表54 黄金的珠宝首饰和工业领域需求相对稳定（吨）



资料来源：Wind

图表55 矿产金是黄金供给的主要来源（吨）



资料来源：Wind

2015 年以来，随着全球经济复苏以及美联储收紧货币政策，黄金价格表现疲软。2018 年全球部分经济体经济增长放缓，美国尽管增长依然较为强劲，但已经隐现回落迹象，而美国经济走弱可能改变美联储加息的空间和路径。2018 年 11 月美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部的午餐会上发表的讲话中表态“目前利率仅略低于中性区间”，这与十月初他对利率水平“距离中性区间还很远，且中性利率有可能被突破”的表态相去甚远。平安宏观组预计 2019 年美联储加息次数将降低为 2-3 次，且之后继续加息的空间显著缩小。

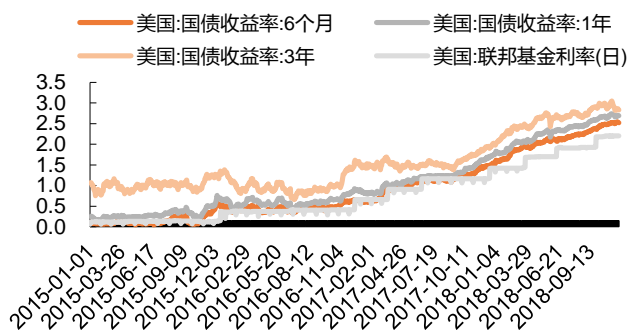
综上，2019 年全球及美国宏观经济面临走弱的风险，美联储的加息节奏可能发生变化，全球避险对应的黄金投资需求有望增加，有利黄金价格走强，黄金资产相对配置价值凸显。

图表56 黄金和美元汇率负相关，2015 年以来，黄金价格总体走弱



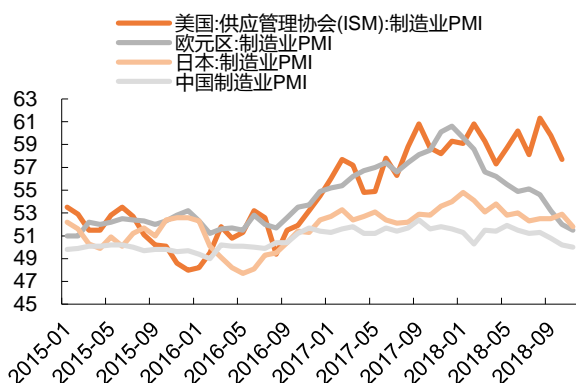
资料来源: Wind

图表57 2015 年以来，美国进入加息周期 (%)



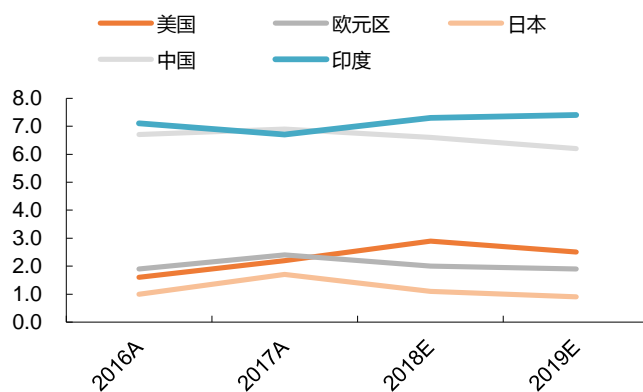
资料来源: Wind

图表58 2018 年全球 PMI 运行有所转弱



资料来源: Wind

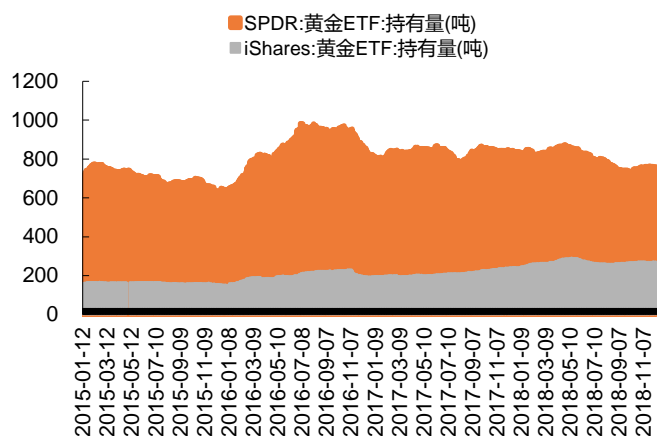
图表59 IMF 预计 2019 年全球主要经济体增长放缓



资料来源: IMF

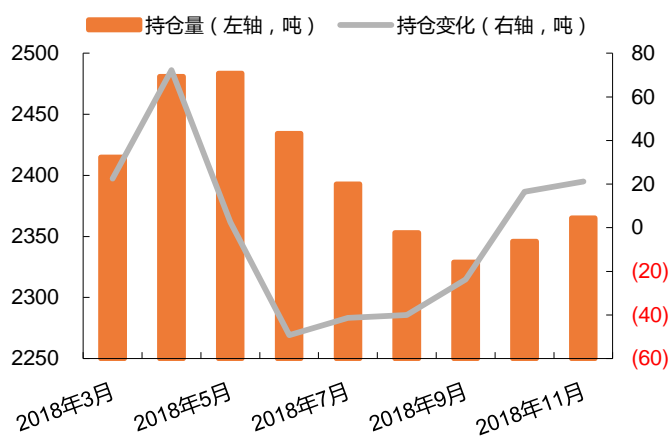
作为对黄金价格预期反应最敏感的黄金 ETF 持仓也发生了积极变化。通常黄金 ETF 持仓量增加，代表对短期和中期黄金价格看好，反之，则看跌黄金价格。世界黄金协会的数据显示，2018 年 10 月和 11 月，全球黄金 ETF 黄金持仓连续两个月为净流入，扭转 6 月以来流出态势，反映了对短期和中期黄金走势较为乐观的看法。

图表60 全球前两大黄金 ETF 持仓变化



资料来源: Wind

图表61 2018年10、11月,全球黄金ETF持仓连续净流入



资料来源: 世界黄金协会、平安证券研究所

图表62 全球央行及国际组织黄金储备稳步增加 (吨)



资料来源: Wind

五、小金属：钴锂供给压力较大，钒供给维持偏紧

2018年小金属中钛、钼、镁等变现较为强势，主要受环保和供给侧改革的影响，预计2019年在供给侧改革进入巩固期背景下，难以复制2018年表现。能源金属尽管需求依然看好，但2019年开始供给有较快增长，预计价格探底后趋稳。钒2019年供给继续维持偏紧态势，价格有望保持相对强势。

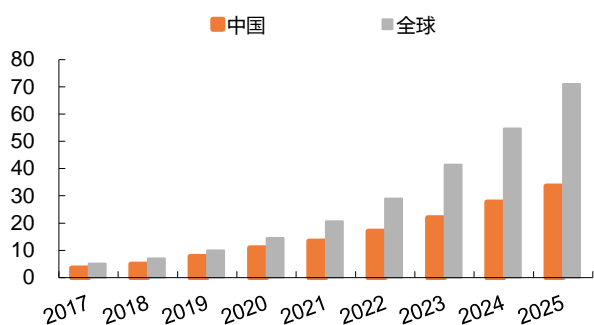
5.1 锂：供给压力增加，价格提前反映，2019年价格或走稳

中国及全球锂需求保持较快增长。2019年预计在“双积分制”推动下，中国新能源汽车将保持较快发展态势，全球新能源汽车在各国政府政策鼓励支持下，发展前景良好。

根据我们测算，2017~2025年全球及中国新能源汽车领域锂需求复合增速分别为38.7%和32.7%，并于2025年分别达到71万吨LCE和34万吨LCE。在新领域汽车推动下，2017~2025年全球锂

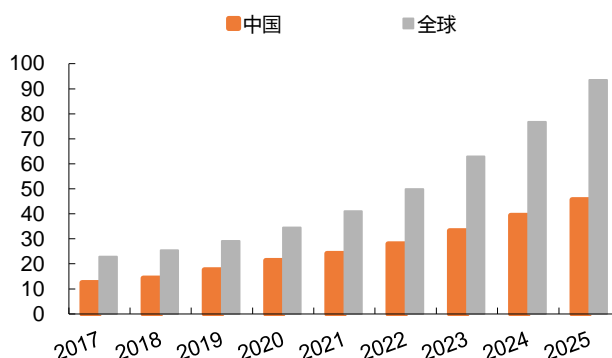
的需求将以 19.2%复合增速增长，并于 2025 年达到 94 万吨 LCE；2017~2025 年中国锂的需求将以 17.6%的复合增速增长，并于 2025 年达到 46 万吨 LCE。

图63 全球及中国新能源汽车领域锂需求快速增长(万吨 LCE)



资料来源: Wind, 平安证券研究所 备注: LCE 为碳酸锂当量

图64 中国及全球锂总需求较快增长(万吨 LCE)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2018 年起供给压力初现，2019 年供给压力较大。目前具备开发经济性的锂资源主要位于南美的智利、阿根廷、澳大利亚以及中国,其中南美盐湖资源主要开发者为雅宝 (ALB)、SQM、Livent(FMC 锂业务剥离上市主体，于 2018 年 11 月在纽交所上市)和 Orocobre 四家公司；澳大利亚主要供应硬岩矿石，在全球锂原料供应的市场份额最大，未来继续开发的潜力也比较大；而中国尽管是锂盐生产大国，但原材料依赖进口，上游锂资源开发进展缓慢。

南美盐湖资源：加大开发，2019 年起产能将有较大增长。南美盐湖开发主要集中在 SQM、ALB、Livent 和 Orocobre 四家公司，产业链涵盖从上游卤水到下游锂盐产品，均为全产业链布局，很少单独销售卤水上游资源品。通过对四家公司锂盐产能规划，我们可以看出 2019 年开始四大盐湖公司锂盐的供应量将有较大增长。

图65 南美盐湖锂供给(万吨 LCE)

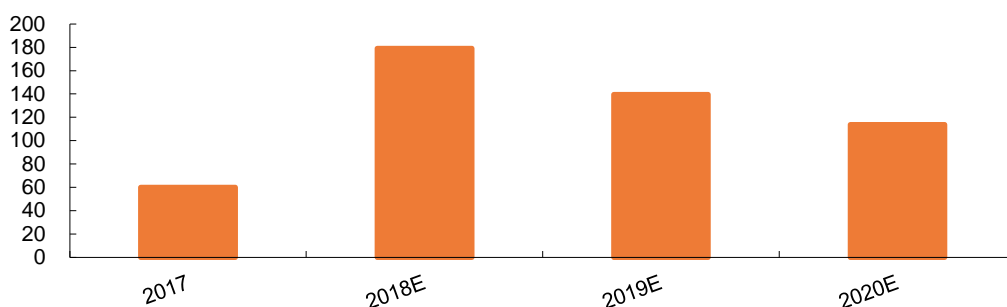
公司名称	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
SQM	5.3	8.2	13.2	13.2	17.2
ALB	6.5	6.5	8.5	12.5	16.5
Livent	1.85	2.2	2.6	3.2	3.2
Orocobre	1.75	1.75	4.25	4.25	4.25
合计	15.4	18.6	28.6	35.6	43.6

资料来源: 公司网站、平安证券研究所 备注:1 吨氢氧化锂折合 0.88 吨碳酸锂

硬岩矿石：澳大利亚 2019 年供给较快增加。除了四大公司，目前全球硬岩提锂的产能主要在中国，但如前分析，中国锂盐原材料主要来自海外，尤其是澳大利亚，锂资源而非锂盐产能是制约全球锂盐产量的瓶颈，这可以从锂业分会数据得到说明，2017 年中国锂盐产能已经高达 25 万吨，当年锂盐产量仅 12.34 万吨 LCE。2016 年之前，全球锂精矿主要由澳大利亚泰利森（由天齐锂业和 ALB 共同持有股权）提供，新增供给相对有限。随着市场需求增加，锂矿供给日趋紧张，2017 年起，新的项目开始增加，并且仍然主要来自澳大利亚西部，另外非洲和加拿大也有少量项目投产。

跟踪 2017~2020 年全球主要锂硬岩矿项目进展以及规划，2017~2020 年全球锂精矿新增产能分别为 60 万吨、179 万吨、140 万吨和 114 万吨，其中 2017 年新增产能大部分体现到了当年；2018 年尽管新增产能较多，但泰利森和 MRI 沃基纳项目合计约 110 万吨年底建成，当年贡献有限，且其他项目多在 2018 年下半年投产，2018 年供给增加压力相对较小；2019、2020 年锂精矿供给将有较为显著的增长。同时应该注意到 2019 年之后很多项目处于预可研阶段，能否按期投产有一定不确定性。

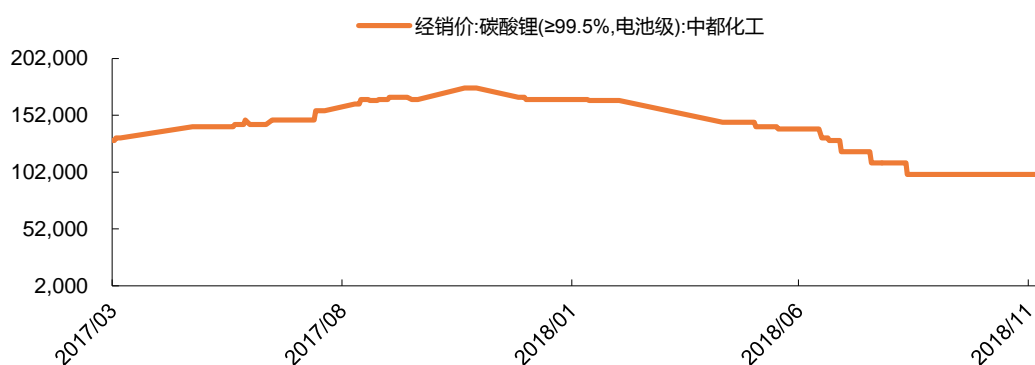
图表66 全球硬岩锂矿增长情况（万吨精矿）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

由于锂资源供给增加的预期,2017 年四季度碳酸锂价格已经提前回调,年初至今下调幅度高达 40%,目前价格已经趋稳。我们判断,尽管 2019 年供给继续增加,但市场预期较为充分,且价格大幅回调可能导致部分新增项目投产推迟,2019 年碳酸锂价格或趋稳,但难以大幅上涨。

图表67 碳酸锂价格走势（元/吨）

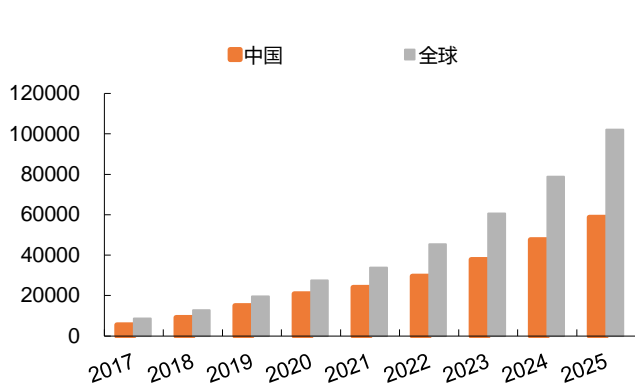


资料来源: Wind

5.2 钴：2019 年供给压力大增，价格有继续走低可能

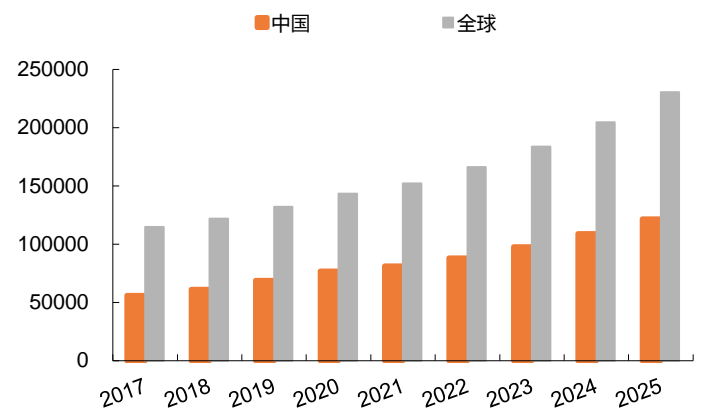
- 受益新能源汽车快速发展以及动力电池三元材料推广，钴的需求乐观。根据我们测算，2017~2025 年中国及全球新能源汽车领域钴需求复合增速分别为 34.7%和 36.2%,并于 2025 年分别达到 5.9 万吨和 10.2 万吨。在新能源汽车推动下，2017~2025 年全球及中国钴需求的复合增速分别约为 9.1%和 10.2%,到 2025 年全球及中国钴需求量分别将达到 23.1 万吨和 12.2 万吨。

图表68 全球及中国新能源汽车领域钴需求快速增长（吨）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表69 中国及全球钴需求较快增长（吨）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

新项目投产,2019年钴供给压力显著增加。由于此前钴价格低迷,加之新能源汽车钴使用使用较少,钴产能增长较为缓慢,使得2016年末到2017年钴供给处于偏紧态势,2017年新增供给主要包括金川、Somika、万宝矿业、Chemaf等。

2018年开始全球钴龙头企业供给陆续释放,其中嘉能可增长显著,根据公司规划旗下Katanga的KCC项目2018年、2019年产量达到1.1万吨和3.4万吨,尽管2018年11月KCC钴产品因发现放射性元素,停止出口和销售,预计将对嘉能可2018年四季度和2019年前两个季度销售造成影响,嘉能可产销存在低于公司预计可能,但公司钴供给增加趋势并没有变化;另外龙头企业欧亚资源随着RTR一期、二期项目投产,预计该项目2019年、2020年产量分别达到1.4万吨和2万吨。

中国企业方面,由于部分企业在刚果(金)收购钴原材料,实际上可视为规范化“手抓矿”供给,对增量影响可能较小。从矿源头看中国企业钴矿供给主要有紫金矿业2019年新增2400吨、合纵科技2019年新增钴供给3000吨,预计2020年提高到6000吨;华友钴业PE527和Mikas合计约4100吨钴产能已于2018年投产,预计2019年产能将得到较好发挥。

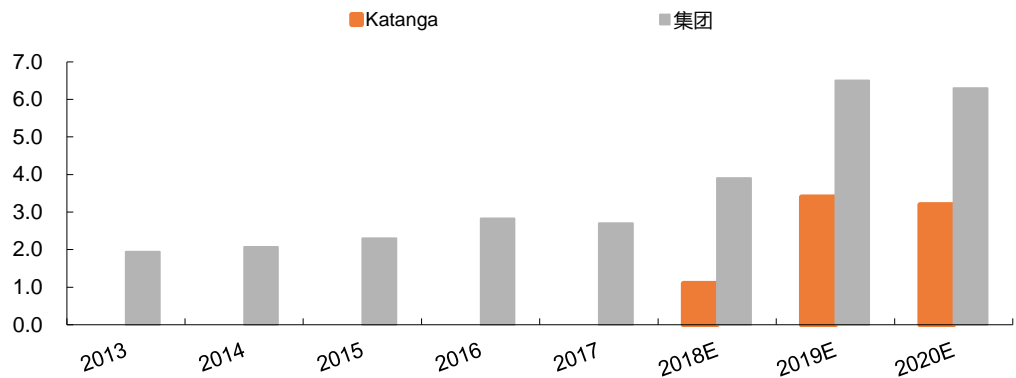
图表70 2018~2020年主要钴供给增加情况

公司	项目名称	产能
嘉能可	刚果(金) Katanga KCC项目	2018~2020年Katanga KCC计划生产钴1.1万吨、3.4万吨和3.2万吨,截止2018年前三季度,KCC生产钴6500吨,但预计2018年11月~2019年上半年销售受KCC暂停销售不利影响
欧亚资源	刚果(金) Metalkol RTR项目	预计2019年RTR项目新增钴产量1.4万吨,2020年提高到2万吨
Shalina集团	刚果(金) Chemaf铜钴项目	2017年产量约5000吨氢氧化钴(折合钴金属2000吨),预计未来提高到约2.4万吨氢氧化钴(折合金属钴约1万吨)
紫金矿业	刚果(金)科卢韦齐湿法冶炼	预计2019年上半年新增钴产量2400吨
合纵科技	参股公司天津茂联赞比亚尾矿	2019年增加3000吨钴,2020年提高到6000吨

华友钴业 刚果(金) PE527、MIKAS 2018年投产 4100吨

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

图表71 嘉能可钴历史产量及未来指引(万吨)



资料来源: 公司公告

- 锂不同, 之前市场预期 2018 年新增产能释放进度可能不达预期, 到 2019 年二季度钴的价格才会开始调整, 且 2018 年四季度欧亚资源新增项目建成, 预计在 2019 年上半年造成较大压力。我们判断, 2019 年上半年钴的价格有继续走低的可能, 而下半年可能逐步趋于稳定。

图表72 钴价格走势(元/吨)

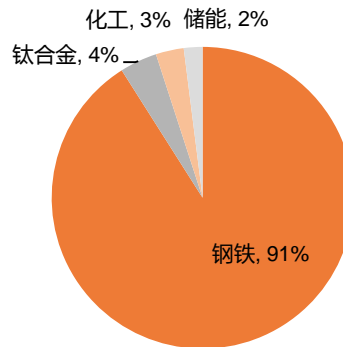


资料来源: Wind

5.3 钒: 预计 2019 年供给继续维持偏紧, 价格有望维持相对强势

预计钒的需求保持稳步增长。钒下游主要包括钢铁、钛合金、化工和储能, 其中钢铁是最主要的下游, 占比超 90%。在钢铁领域, 钒作为合金添加剂, 可细化钢的晶粒和组织, 增强钢强度、韧性、硬度、抗震性、耐磨性、耐腐蚀性等, 尤其强度提升显著, 只要在每吨钢添加少量钒, 即可大幅提升强度。钒通常用于生产高强钢和特种钢(如高速钢、工具钢、特种合金钢等), 应用于建筑、管道、轨道交通、机械、电力输送等。

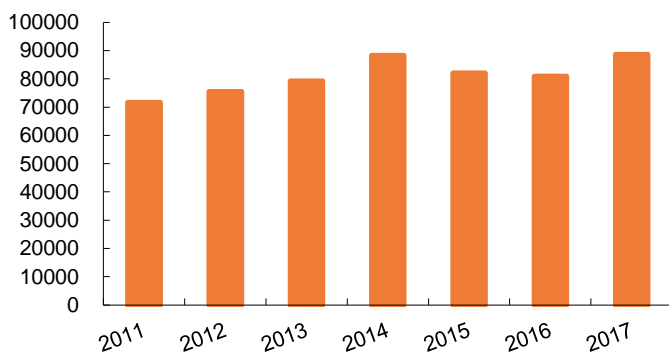
图表73 钒的用途分布



资料来源: Bushveld Minerals、Roskill

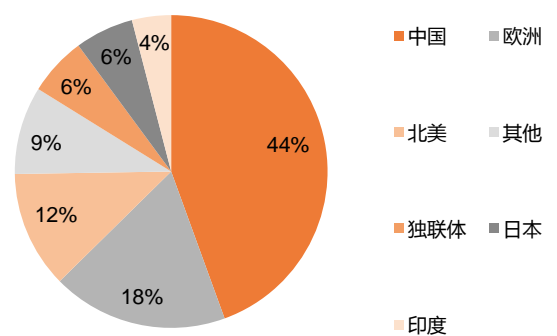
尽管 2019 年预计全球钢铁产量增长将放缓到 1~2%，但中国在“地条钢”取缔和螺纹钢新标准（推荐标准，2018 年 11 月实施）背景下，钒使用强度将不断提升，同时其他发展中国家钒使用强度仍较低，预计在钒使用强度增加驱动下，全球钒需求增速略高于 2%。

图表74 全球钒的消费总体保持增长（吨金属钒）



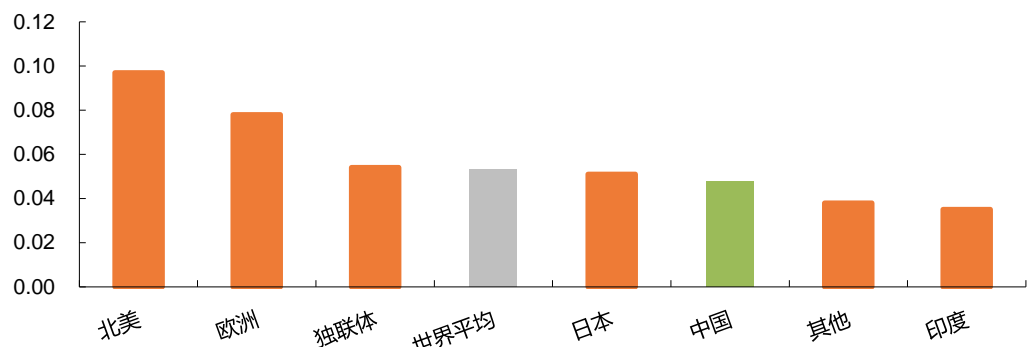
资料来源: 钒国际技术委员会 (Vanitec)

图表75 全球钒消费区域构成



资料来源: TTP Squared Inc

图表76 全球钒使用强度比较（Kg 钒/吨钢）



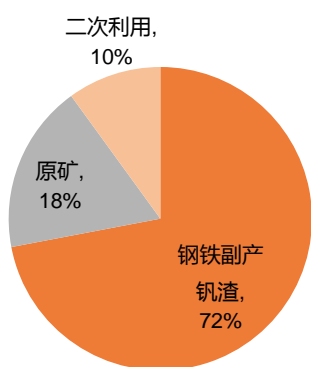
资料来源: TTP Squared

新增产能有限，2019 年钒供给仍有望维持偏紧态势。2014 年钒产量达到高点的 8.9 万吨，随后南非 Highveld 约 1 万吨钒产能因经营问题停产（目前仍看不到复产迹象），钒供给偏紧，2015 年和 2016 年全球产量持续下降，2017 年尽管有所回升，但未达到 2014 年高点，且 2016 年和 2017 年持续出现供给缺口。

全球钒供给主要来自炼钢，但该工艺未来增长十分有限，钒供给增长主要来自原矿路线。目前全球主要的原矿路线生产企业主要有两家：南非的 Bushveld Minerals 和巴西的 Largo Resources，二者可提供近 1 万吨钒。其中，为了应对全球供给不足的局面，前者将在 2019 年底新增钒产能 1250 吨，预计当年无法发挥，后者将在 2019 年下半年新增钒产能 1344 吨，预计 2019 年发挥有限。

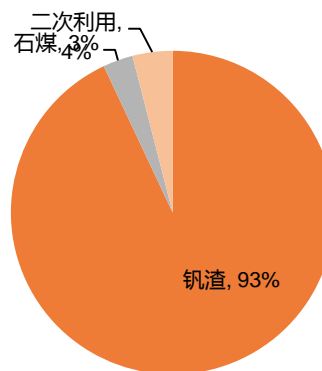
根据我们对新项目跟踪，未来其它原矿路线新增产能多集中在 2020 年及以后，且多来自澳大利亚，规模约为 2.7 万吨，其中 2020 年确定性相对较高的投产项目包括 Atlantic 复产 4340 吨钒产能，TNG 1 万吨钒产能。

图表77 全球钒主要来源钢铁副产（2017 年）



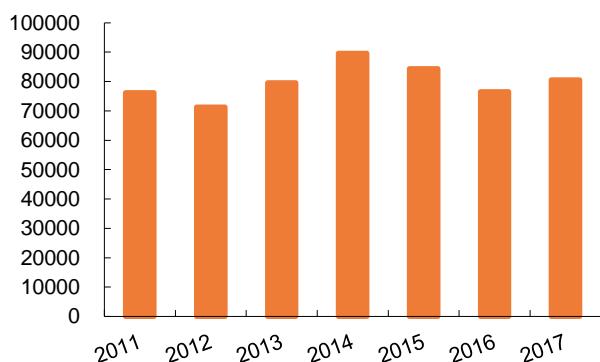
资料来源：TTP Squared

图表78 中国钒生产原料大部分来自钒渣（2016 年）



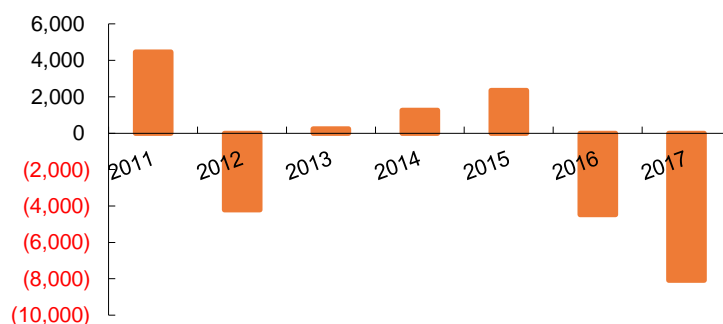
资料来源：CNKI

图表79 2015 年以来钒供给有所收缩（吨钒金属当量）



资料来源：国际钒技术委员会 (Vanitec)

图表80 2016、2017 年全球钒供给出现缺口（吨钒金属当量）



资料来源：国际钒技术委员会 (Vanitec)

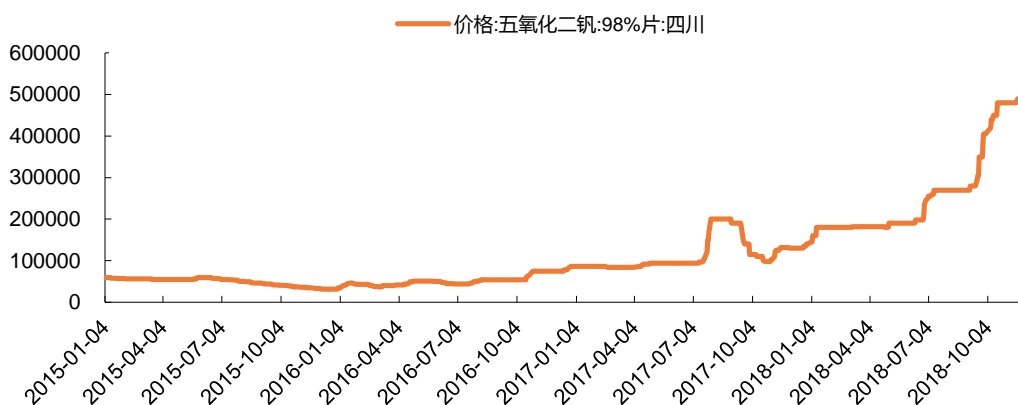
图表81 未来原矿制钒扩建和新建项目情况

公司名称	国家	现有产能/产量	新扩建项目以及投产时间
Bushveld Minerals	南非	3750 吨	2019 年底 5000 吨
Largo Resources	巴西	5376 吨	预计 2019 年下半年产能提高到 6720 吨
Atlantic Pty Ltd	澳大利亚	0	预计 2020 年 6 月复产, 产能 4340 吨。该矿于 2003 年停产
Australia Vanadium Limited	澳大利亚	0	目前正在编制预可研报告, 计划投产时间 2020 ~ 2021 年, 产能暂未确定, 有较大不确定性
Technology Metals Australia Limited	澳大利亚	0	正在编制可研报告, 预计 2021 年投产, 产能 6552 ~ 7336 吨
Prophecy Development Corp.	美国	0	完成预可研报告, 预计在 2022 年投产, 产能 2451 吨
TNG Limited	澳大利亚	0	前期准备工作完成, 随后进入建设阶段, 产能约 1 万吨, 我们预计产能释放在 2020 年
FAR(Ferro-Alloy Resources)	哈萨克斯 坦	0	产能 3136 吨, 我们预计最快投产时间 2020 年

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

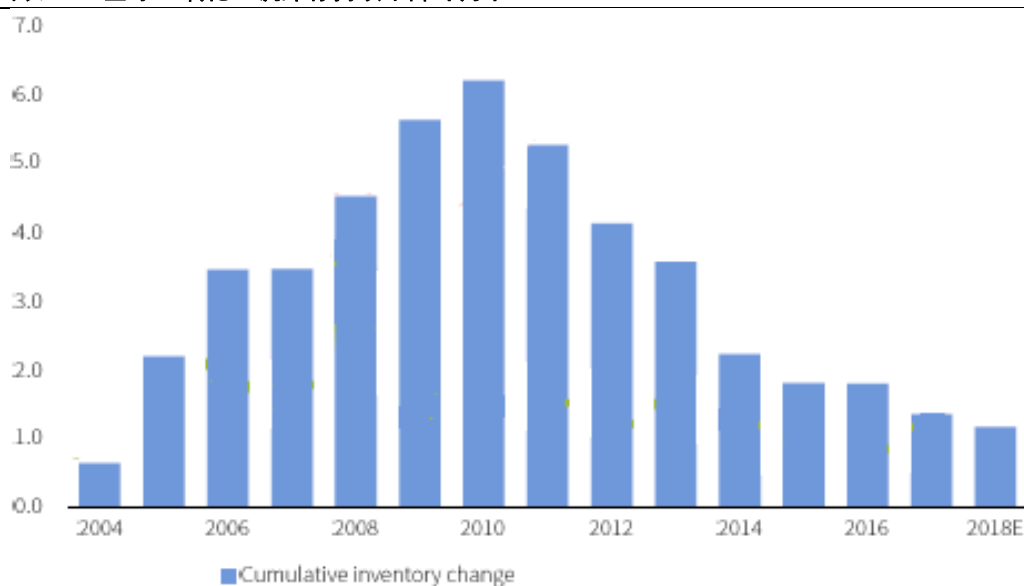
低库存叠加偏紧供给, 价格有望维持相对强势。由于 2015、2016 年钒供给收缩, 2017 年产量增长有限, 全球五氧化二钒库存持续下降, 目前已处于较低水平。结合前述我们对钒的供需判断, 我们认为 2019 年钒价格仍有望保持相对强势。

图表82 五氧化二钒价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind

图表83 全球五氧化二钒库存持续下降（月）



资料来源: Largo Resources

六、 投资评级及关注公司

6.1 维持行业“中性”投资机会

我们预计 2019 年有色需求较为疲软，同时供给增加理性，有色总体上处于供需弱平衡，大多数有色价格难以逞强，有色全行业投资机会仍需等待，故我们维持行业“中性”的投资评级。

2019 年我们认为有色可关注三类投资机会，并重点关注前两类：（1）全球经济放缓，美联储加息步伐可能调整，强势美元预期转弱，避险需求有望增加，黄金投资机会凸显，建议关注龙头企业山东黄金。（2）钒子行业 2019 年新增产能少，供给维持偏紧态势，价格有望保持相对强势，建议关注龙头企业攀钢钒钛。（3）部分公司对应的产品 2019 年价格走稳，且有产销量增长，业绩增长相对确定，建议关注紫金矿业、威华股份。

图表84 关注公司估值表

公司名称	EPS (元/股)				PE(倍)				评级
	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
紫金矿业	0.15	0.19	0.22	0.26	22.32	17.89	15.45	13.08	推荐
威华股份	0.05	0.35	0.69	0.82	173.9	24.37	12.36	10.40	推荐
山东黄金	0.51	0.51	0.70	0.88	54.68	55.40	40.30	31.76	未评级
攀钢钒钛	0.10	0.39	0.49	0.48	33.43	8.51	6.85	7.07	未评级

资料来源: Wind、平安证券研究所 备注: 股价为 2018 年 12 月 7 日收盘价; 未评级公司为 wind 一致预期

6.2 关注公司介绍

■ 山东黄金：资源及产量规模领先的黄金龙头，充分受益金价上涨

中国境内运营最大黄金生产企业，充分受益金价上涨。公司于 2003 年 8 月在上海证券交易所上市，2018 年 10 月在香港联交所上市。公司是一家从事黄金勘探、开采、选矿、冶炼和销售的综合性黄金公司。公司产品包括矿产金、外购金、小金条和少量白银，其中矿产金原料来自自有黄金资源，毛利率水平远超其他产品，是公司主导业务，2018 年上半年毛利润占比超过 90%。2017 年公司矿产金产量约 36 吨，其中来自中国境内的产量约为 29 吨，是在中国境内运营的最大黄金生产企业，市场份额约为 6.9%，将充分受益金价上涨。

区位优势突出，资源储量丰富。公司在中国控制及经营位于山东、内蒙、甘肃、福建等地 12 座矿山，其中在山东拥有 9 座矿山，是公司黄金生产最主要基地。山东是中国黄金资源和产金大省，就资源储量而言，胶东半岛金矿集中了全国 1/4 的黄金资源储量，而其中 90%以上又集中分布在招远、莱州地区。此外，该地区远景资源/储量可观。公司资源储量丰富，截止 2018 年一季度拥有黄金的资源量和储量分别为 987 吨和 339 吨。按 2017 年产量计，公司在产的焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿和玲珑金矿是中国最大、第二大、第五大和第六大金矿。

收购贝拉德罗金矿 50%权益，迈出国际化步伐。2017 年 6 月，公司从全球领先黄金生产企业巴里克收购位于阿根廷胡安省的贝拉德罗金矿 50%权益。贝拉德罗金矿是阿根廷最大金矿及南美洲第二大金矿，黄金资源量和储量分别为 276 吨 168 吨，2017 年矿产金产量约 20 吨，也是中国黄金公司目前经营最大的海外金矿。

■ 攀钢钒钛：中国最大的钒生产企业，未来存资产注入预期

重组重生，聚焦钒钛。2016 年之前，公司业务包括了铁矿石、钒钛、电力等，受铁矿石价格下跌影响，公司 2014~2016 年三年连续亏损。2016 年末公司完成资产重组，剥离了拖累业绩的铁矿石采选、钛精矿提纯以及海绵钛业务，2017 年公司扭亏为盈，2018 年 8 月恢复上市。重组后，公司业务包括钒钛和电力，其中钒钛是主要业务，2018 年上半年的收入和毛利润占比超过 80%。

公司钒规模位居国内第一，原料钒渣保障能力强。公司具备钒制品（以 V2O5 计）产能 2.2 万吨/年的能力，拥有五氧化二钒、三氧化二钒、中钒铁、高钒铁、钒氮合金、钒铝合金等系列钒产品，已成为中国最大和品种较全的钒制品生产企业。公司主要原料钛精矿和粗钒渣由公司控股股东攀钢集团提供，攀钢集团占据了攀西四大矿区中的攀枝花、白马两大矿区，确保了公司生产原料稳定，其中粗钒渣采用成本加合理利润定价方法，使得公司能从钒价格上涨中受益。

未来西昌钢钒的钒业务存注入预期，公司钒规模有望再上台阶。公司大股东攀钢集团还控股西昌钢钒，和公司钒业务存在同业竞争关系。为解决潜在的同业竞争，大股东及实际控制人鞍钢集团计划在西昌钢钒的钒产品生产加工业务连续三年盈利、具备注入攀钢钒钛条件（包括但不限于产权清晰、资产合规完整、符合有关法律法规和监管规则等）一年内，以公允价格将西昌钢钒的钒产品生产加工业务注入攀钢钒钛。西昌钢钒的钒业务规模亦位居行业前列，未来完成注入后，公司钒规模将再上新台阶。

钛白粉业务规模位居行业前三。公司钛白粉是国内知名品牌，具备硫酸法钛白粉 22 万吨/年、氯化法钛白粉 1.5 万吨/年的生产能力，产量位居全国前三位。公司是国内五家具有氯化法钛白粉生产能力的企业之一，更是少数具有“硫酸法+氯化法”钛白粉产品的生产企业。公司是国内最大的酸溶钛渣生产企业，具备酸溶钛渣产能 20 万吨/年的能力。近年来，公司酸溶钛渣产量及市场占有率始终保持国内第一。

■ 紫金矿业：矿产铜持续增长，黄金产量位居行业前列

综合性矿业公司，铜业务崛起。公司是综合性的跨国矿业公司，以金、铜、锌矿产开发为主，银、铁等其他金属为辅，适度延伸冶炼加工产业。公司投资项目分布在国内 22 个省区及海外 9 个国家，主要产品储量和产量均位居行业前列。分产品看，上游矿产金、矿产铜、矿产锌因盈利水平较高，是公司毛利润主要来源。随着铜规模扩大，铜成为公司毛利润占比最高的业务，2018 年上半年在毛利润占比达到 36%。

坐拥世界级铜矿资源，储量位居行业前列。到 2017 年底，公司拥有铜资源权益储量 3148 万吨，位居全球主要铜企第七、中国矿企第一。公司持有位于刚果（金）世界级铜矿卡莫阿-卡库拉 43.5% 权益。根据最新勘探，卡莫阿-卡库拉铜储量高达 4249 万吨，公司拥有的金属资源权益储量 1848 万吨。该铜矿铜储量位居全球第四，并且是全球储量最大的十大铜矿中品位最高的项目，同时也是全球储量最大的待开发铜矿项目。

未来矿产铜有望持续增长。近年来，公司矿产铜的产能规模持续提升，未来新增项目包括多宝山二期、科鲁韦奇技改以及世界级高品位的卡莫阿-卡库拉铜矿项目的开发，公司矿产铜产能规模仍有较大的提高，全部项目投产后，预计公司矿产铜产量将超 60 万吨。

公司黄金规模位居行业前列。截止 2017 年底，公司拥有权益黄金资源储量 1320 吨，位居全球金企第 12 位，国内项目主要有位于福建上杭县的紫金山金铜矿、吉林珲春曙光金铜矿等，国外项目主要包括位于巴布亚新几内亚的波格拉金矿、澳洲诺顿金田、位于塔吉克斯坦的中塔泽拉夫尚金矿。2017 年公司来自境内外黄金产量超过 30 吨，位居行业领先。

盈利预测及投资评级。预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.19、0.22 和 0.26 元，维持“推荐”评级。

风险提示。产品价格波动、汇率波动和海外经营、新项目低于预期、安全和环保等风险。

■ 威华股份：华丽蜕变，锂业新秀

坚定转型，涉足锂行业。公司传统业务为纤维板业务，近年来，公司积极谋求转型，2016 年起通过增资控股致远锂业，进军锂行业，同时引入战略投资者盛屯集团作为控股股东。2018 年上半年，首期锂盐项目投产，开始贡献利润，公司转型升级取得重大进展，未来锂盐将成为公司主要的业绩驱动力。

2018 年锂盐进入放量期，和锂业巨头雅宝建立合作关系。公司规划锂盐产能 4 万吨，首期 1.3 万吨已于 2018 年 3 月投产，预计 2018 年年底全部建成，成为我国主要的锂盐生产企业之一。公司积极开拓市场，得到客户认可，和国际锂业巨头雅宝发展合作关系，2018~2020 年向其提供至少 6875 吨、1 万吨、1 万吨锂盐，同时雅宝为公司提供相应锂精矿，保证部分原材料供给和产品销售，也为未来锂盐产能发挥奠定良好基础。

大股东上游锂资源注入条件逐步成熟。公司大股东盛屯集团控股的奥伊诺矿业锂矿项目于 2018 年 11 月取得采矿证，项目设计产能采矿规模 40.5 万吨/年，年产锂精矿约 7 万吨。公司拟以发行股份或发行股份与支付现金相结合的方式收购四川盛屯锂业有限公司 100% 股权，从而实现奥伊诺矿业 75% 股权的收购。

回购股票显示公司发展信心。2018 年 9 月，公司发布回购预案，并于 2018 年 10 月获股东大会通过。根据回购方案，在未来十二月内，公司拟在股价不超过 16 元/股条件下，回购 5000~10000 万元公司股票。回购显示了公司对未来发展信心，且有利于提高现有股东的利益。

盈利预测及投资评级。预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.35、0.69 和 0.82 元，维持公司“推荐”投资评级。

风险提示：锂盐价格波动、安全环保风险、项目投产及达产低于预期、传统业务重陷低迷等。

七、 风险提示

（1）需求低迷的风险

有色金属是基础原材料，和基建、地产、汽车、家电等领域需求具有一定的关联性，如果未来全球及中国经济复苏乏力、固定资产投资和消费低迷，或者国际贸易争端增加，有色金属需求将受到较大的影响，并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。

（2）供给侧改革和环保政策低于预期的风险

随着中国供给侧改革和环保政策的实施，有色金属中铝、铅锌、稀土、钨等品种供给受到了较大的抑制，此前有色供给增长屡禁不止的现象得到了缓解。如果未来供给侧改革和环保政策变化或者实施效果低于预期，将削弱供给侧改革已取得的成效，有色行业可能重新陷入产能过剩的状态。

（3）价格和库存大幅波动的风险

有色行业具有周期属性，且存在现货和期货市场，价格和库存除了受供需影响外，还受到其他诸多因素影响，波动较为频繁。如果未来因预期和非预期因素影响，有色价格和库存出现大幅波动，将对有色公司经营和盈利产生重大影响。

（4）新能源汽车发展低于预期的风险

新能源汽车对有色影响广泛，涉及铜、铝、镍、锂、钴、稀土等品种。尽管目前我国及全球新能源汽车发展态势良好，但如果未来各国政府新能源汽车鼓励政策发生变化、补贴快速下降，或者新能源汽车自身技术进步缓慢，都将影响新能源汽车的推广，从而对新能源汽车相关金属品种尤其是锂和钴需求造成不利影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033