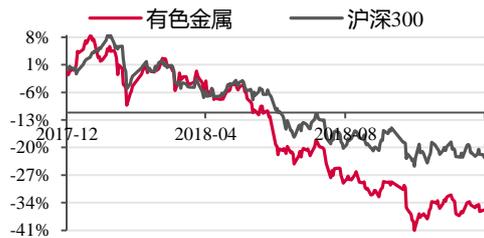


拥抱新能源，追寻黄金

2018年12月19日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
有色金属	-5.56	-7.62	-35.64
沪深300	-5.04	-5.56	-22.47

龙靓

 执业证书编号: S0530516040001
 longliang@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理
相关报告

- 《有色金属：有色金属行业11月份报告：三元材料价格下跌，特斯拉公布Model 3中国售价》 2018-12-05
- 《有色金属：有色金属行业10月份报告：稀土整顿，黄金或迎来配置机会》 2018-11-06
- 《有色金属：有色金属行业9月份报告：钴价企稳，碳酸锂价格仍处于下行通道》 2018-10-15

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
天齐锂业	1.88	18.52	1.82	19.13	2.21	15.72	推荐
杉杉股份	0.80	17.22	0.76	18.07	0.83	16.50	推荐
亿纬锂能	0.47	33.74	0.68	23.54	0.91	17.50	谨慎推荐
紫金矿业	0.15	30.14	0.21	16.50	0.25	13.66	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **2018基本金属价格下跌带动业绩增速下滑：**申万有色120家上市公司，2018年前三季度实现总营业收入11117.42亿元，同比增长6.8%，相比于2017年15.97%的增速有所回落；归母净利润398.40亿元，同比增长14.72%，相比于2017年104.42%的增速大幅回落。利润增速大幅下滑主要是由于2018年以来金属价格下跌的原因。得益于近两年的行业高景气，有色行业的供给不断扩张，但与此相对应的是需求增速放缓；供需结构的失衡导致了基本金属价格下行。
- **新能源材料上游板块，产能扩张下，关注有资源禀赋的标的：**国内的碳酸锂企业成本依赖于精矿的价格。2019年供给微过剩，在目前时点下，我们认为供给端的竞争加剧，具有低成本的企业以及高端的氢氧化锂的企业具有良好的优势，有望在竞争中不断壮大。钴的需求中3C领域关键，动力电池的增量有风险。
- **新能源材料中游板块，迎来分化，紧抓有突围潜质的标的：**中游的四大材料，我们认为负极材料格局相对稳定，隔膜降价压力较大，电解液相对平稳的情况下，作为整个电池中成本最高的正极材料的市场结构可能迎来重构。动力电池行业竞争激烈，龙头已出，宁德时代和比亚迪位居前两位，市场份额分别约为40%和25%，第三名以及之后的企业的市场份额差距不大，没有出现真正的第三级。我们认为未来动力电池需要关注行业追随者的突围。
- **黄金板块：美国经济增速或将回落，利好金价：**黄金的价格和美国经济表现负相关，2019年美国GDP增速或将下滑，造成美元指数下调；同时美联储加息步骤或将放缓，在未来通胀预期下，实际利率或将走低。美元指数的下调和美国实际利率的走低或将带动黄金价格的上涨。外部因素中，2019年欧洲若是开启加息步骤，将对美元指数走势产生负影响，从而利好黄金的资产价格。
- **风险提示：**（1）有色金属产品价格下跌；（2）新能源汽车产销量不及预期；（3）插电式混合动力汽车发展超预期；（4）新能源汽车出现重大连续安全事故导致行业短期遇冷；（5）动力电池技术发生重大变更；（6）2019年新能源汽车补贴退坡超预期。

内容目录

1 2018 行业概况：基本金属价格下跌带动业绩增速下滑	4
1.1 业绩回顾：营收和利润增速下滑.....	4
1.2 行业基本面：需求平淡，金属价格下行.....	6
2 新能源材料上游板块：产能扩张下，关注有资源禀赋的标的	9
2.1 锂板块：锂价进入底部，成本优势凸显.....	9
2.2 钴板块：产能释放节奏放缓，3C 领域需求关键.....	12
3 新能源材料中游板块：迎来分化，紧抓有突围潜质的标的	15
3.1 下游终端：全球电动化浪潮开启，需求结构不断优化.....	16
3.2 正极材料：紧抓龙头脱颖而出的机会.....	17
3.3 动力电池：坚定高镍三元路线，关注行业追随者的突围.....	19
4 黄金板块：美国经济增速或将回落，利好金价	20
5 投资策略	21
5.1 有色板块估值下移，投资具有一定的安全垫.....	21
5.2 行业投资主线：紧抓需求驱动的新能源板块和有预期差的黄金板块.....	23
5.2.1 新能源汽车材料板块.....	23
5.2.2 有预期差的黄金板块.....	23
5.3 推荐标的.....	23
5.3.1 天齐锂业：SQM+泰利森，成本为王.....	23
5.3.2 杉杉股份：电池材料集大成者.....	24
5.3.3 亿纬锂能：业务分散，扩张超预期.....	25
5.3.4 紫金矿业：黄金和铜的巨头.....	26

图表目录

图 1：2018 前三季度 SW 有色营收和增速.....	4
图 2：2018 前三季度 SW 有色归母净利润和增速.....	4
图 3：有色金属产业景气指数:综合指数（2005 年=100）.....	4
图 4：申万有色毛利率与净利率.....	5
图 5：申万有色净资产收益率（摊薄整体法，%）.....	5
图 6：申万有色三费情况（%）.....	5
图 7：申万有色资产负债率（%）.....	5
图 8：申万有色现金流状况.....	6
图 9：申万有色行业存货情况.....	6
图 10：中国季度 GDP 增速（%）.....	7
图 11：中国财新 PMI 指数.....	7
图 12：M2 同比增速（%）.....	7
图 13：社会融资规模存量同比增速（%）.....	7
图 14：汽车累计销量与增速.....	8
图 15：房地产销售和新开工面积.....	8
图 16：家电累计销量增速.....	8
图 17：固定资产投资完成额累计增速.....	8
图 18：锂产业链概况.....	10

图 19: 锂盐价格 (元/吨)	11
图 20: 全球锂矿储量 (2017)	12
图 21: 全球锂矿开发类型	12
图 22: 钴产业链概况	13
图 23: 钴供给来源	13
图 24: 全球钴矿企业产量占比 (2017)	13
图 25: 钴金属价格 (元/吨)	14
图 26: 钴盐价格 (元/千克)	14
图 27: 2017 年全球钴下游消费结构	15
图 28: 2016 年我国钴下游消费结构	15
图 29: 全球智能手机增速	15
图 30: 全球平板电脑季度产量与增速	15
图 31: 全球新能源汽车销量预测 (万辆)	17
图 32: 中国新能源汽车累计销量 (辆)	17
图 33: 新能源汽车销量占据总的汽车的比例	17
图 34: 中国新能源汽车月度销量 (辆)	17
图 35: 纯电动和插电式混合动力汽车销量 (辆)	17
图 36: 国内纯电动车销量结构	17
图 37: 电芯成本组成图	18
图 38: 正极材料产业链 (含钴材料)	18
图 39: 2017 年三元材料出货量企业 (万吨)	18
图 40: 四大材料市场格局 (TOP5 市场份额)	18
图 41: 磷酸铁锂和三元 523 材料价格	19
图 42: 三元 523 和锂钴价格趋势对比图	19
图 43: 动力电池价格	19
图 44: 动力电池产能利用率	19
图 45: 黄金价格和美元指数 (1973 年 3 月=100) 关系	21
图 46: 黄金价格和美国实际利率关系	21
图 47: 2018 年行业指数跑输大盘 15.72 个百分点 (截止 12 月 18 日)	22
图 48: 2018 年全行业区间涨跌幅 (% , 流通市值加权平均, 截止 12 月 18 日)	22
图 49: 2018 年申万有色行业子板块区间涨跌幅 (% , 流通市值加权平均, 截止 12 月 18 日)	22
图 50: 有色板块 PE 估值 (中值, 剔除负值, 截止 12 月 18 日)	22
图 51: 有色板块 PB 估值 (中值, 剔除负值, 截止 12 月 18 日)	22
表 1: 2018 年 10 月全球经济预测 (%)	6
表 2: LME 基本金属价格涨跌幅	8
表 3: 贵金属和部分稀有金属价格涨跌幅	9
表 4: SHFE+LME 基本金属库存变化	9
表 5: 2017 年国内碳酸锂产量	11
表 6: 全国正极材料对应的碳酸锂消耗 (万吨)	11
表 7: 全球锂企业巨头碳酸锂扩产进度表	12
表 8: 全球钴矿企产能扩张表 (万吨)	14
表 9: 三元电池的钴用量	15
表 10: 三元动力电池价格下跌幅度及预测	20

1 2018 行业概况：基本金属价格下跌带动业绩增速下滑

1.1 业绩回顾：营收和利润增速下滑

申万有色 120 家上市公司，2018 年前三季度实现总营业收入 11117.42 亿元，同比增长 6.8%，相比于 2017 年 15.97% 的增速有所回落；归母净利润 398.40 亿元，同比增长 14.72%，相比于 2017 年 104.42% 的增速大幅回落。利润增速大幅下滑主要是由于 2018 年以来金属价格下跌的原因。从最近 5 年历史来看，行业从 2013 年开始盈利能力持续下滑，2014 年陷入全行业大幅亏损，从 2015 年开始进入盈利的上升通道，2015-2017 年营收平均增速为 12%，2015-2017 年归母净利润平均增速为 331%。

图 1：2018 前三季度 SW 有色营收和增速



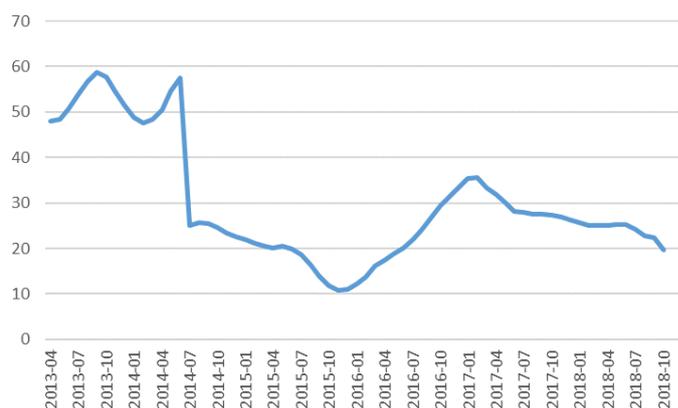
资料来源：wind，财富证券

图 2：2018 前三季度 SW 有色归母净利润和增速



资料来源：wind，财富证券

图 3：有色金属产业景气指数:综合指数（2005 年=100）



资料来源：wind，财富证券

有色金属价格从 2015 年的低位开始反弹，价格的攀升带动行业盈利能力的修复，毛利率和净利率双双处于上升通道。2018 前三季度申万有色金属行业毛利率 11.69%，相比 2017 年下滑 0.05 个百分点；销售净利率 4.02%，同比上升 0.55 个百分点。毛利率略有

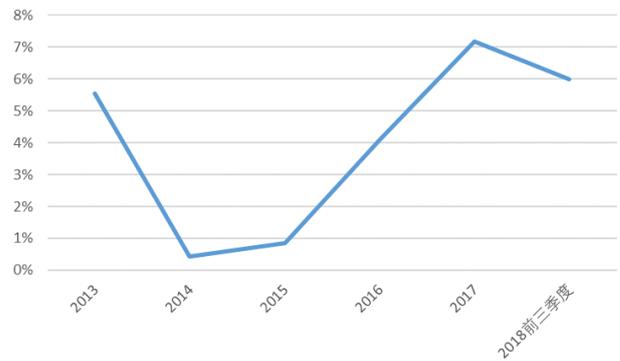
下滑是由于金属价格的下跌导致，而净利率有所提升是由于三费率的下降。2018 前三季度的三费率为 5.33%，相比 2017 年度下降 0.45 个百分点，净利率水平为近五年低位。在较高的销售毛利率下，有色行业净资产收益率处于相对历史高位，2018 前三季度净资产收益率为 5.98%，相比于 2017 年略下滑 1.21 个百分点，但是仍然处于 2013 年以来的历史高位，我们认为 2018 年以来的金属价格下跌会导致四季度盈利情况下滑。

图 4：申万有色毛利率与净利率



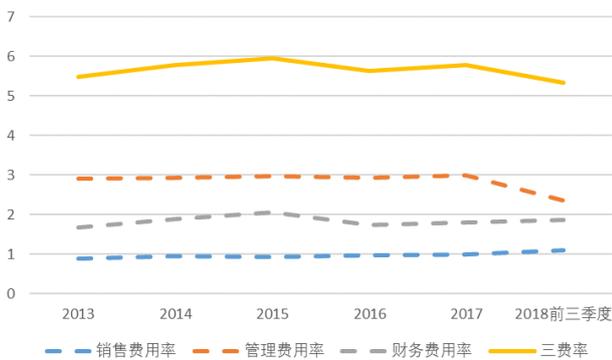
资料来源：wind，财富证券

图 5：申万有色净资产收益率（摊薄整体法，%）



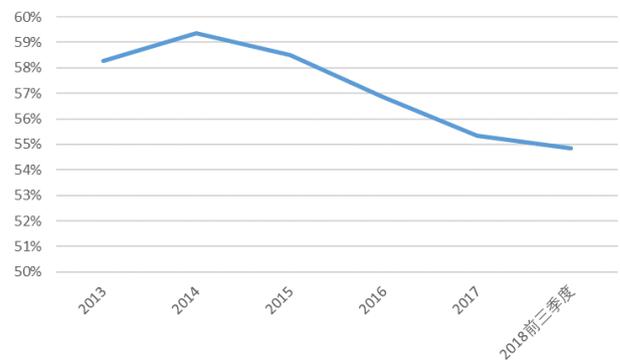
资料来源：wind，财富证券

图 6：申万有色三费情况（%）



资料来源：wind，财富证券

图 7：申万有色资产负债率（%）



资料来源：wind，财富证券

资本结构方面，得益于良好的盈利性，有色金属行业资产负债率从 2014 年以来的 58.83% 下降到 2018 前三季度的 54.84%。行业现金流状况保持稳定，2018 前三季度经营性现金流净额为 700.14 亿元。经营性净流量/营业收入比例为 6.30%，相比 2017 年提升 1.30 个百分点。现金流质量良好，2018 前三季度经营性净现金流净额/归母净利润为 1.76，同比提升的数值为 0.16，相比于近五年数据，比值从 2014 年的 30.37 下降到 2018 前三季度的 1.76，主要是利润的变化导致，仅仅 2017 年的归母净利润就比 2014 年增长了 23 倍。存货方面，存货/总资产的数值从 2013 年的 15.72% 下降到 2015 年的 13.53%，之后攀升到 2018 前三季度的 15.52%，2015 年之前行业不景气，属于被动去库存，2015 年之后属于行业高景气之下的主动补库存行为。

二级板块方面，2018 前三季度，黄金、工业金属、金属非金属新材料、稀有金属板块的归母净利润增速中位数分别为-36.94%、5.67%、10.23%、34.99%，相对应的 2017 年的增速分别为-12.02%、65.05%、26%和 99.03%，归母净利润增速中枢下移明显。

图 8：申万有色现金流状况



资料来源：wind，财富证券

图 9：申万有色行业存货情况



资料来源：wind，财富证券

1.2 行业基本面：需求平淡，金属价格下行

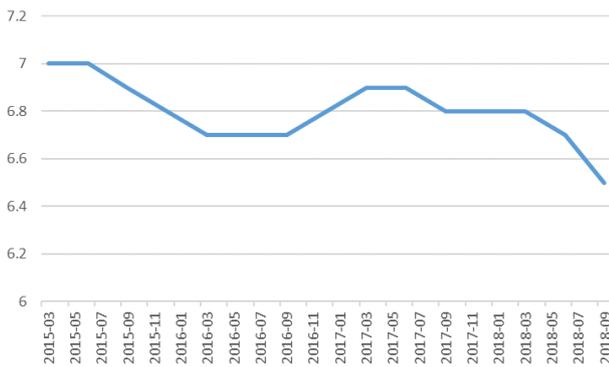
得益于近两年的行业高景气，有色行业的供给不断扩张，但与此相对应的是需求增速放缓；供需结构的失衡导致了基本金属价格下行。

需求方面，全球需求较为平淡。美国经济处于历史较高位置，有较大回落风险，欧洲计划 2018 年 12 月 19 日结束 QE，国内经济需求相对平淡，2018 年前三季度 GDP 增速分别为 6.8%、6.7%、6.5%。财新 PMI 指数从 2018 年二季度开始下滑，11 月份财新 PMI 指数为 50.2。IMF 在 2018 年 10 月份的《世界与中国经济展望报告》中，下调全球经济增速 0.2 个百分点至 3.7%。

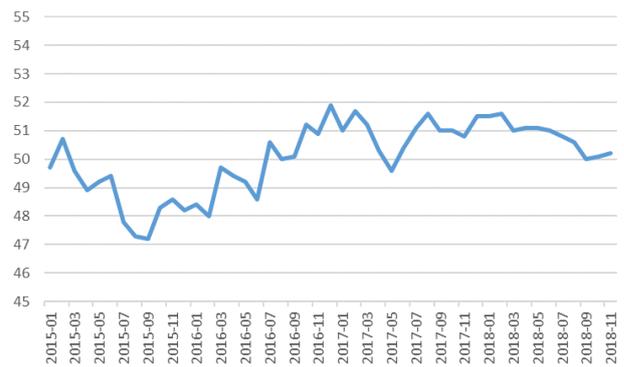
表 1：2018 年 10 月全球经济预测 (%)

	GDP 增速预测			与上次预测差异	
	2017A	2018E	2019E	2018E	2019E
全球经济	3.7	3.7	3.7	-0.2	-0.2
发达经济体	2.3	2.4	2.1	0.0	-0.1
美国	2.2	2.9	2.5	0.0	-0.2
欧元区	2.4	2.0	1.9	-0.2	0.0
日本	1.7	1.1	0.9	0.1	0.0
新兴经济体	4.7	4.7	4.7	-0.2	-0.4
中国	6.9	6.6	6.2	0.0	-0.2
印度	6.7	7.3	7.4	0.0	-0.1

资料来源：IMF，财富证券

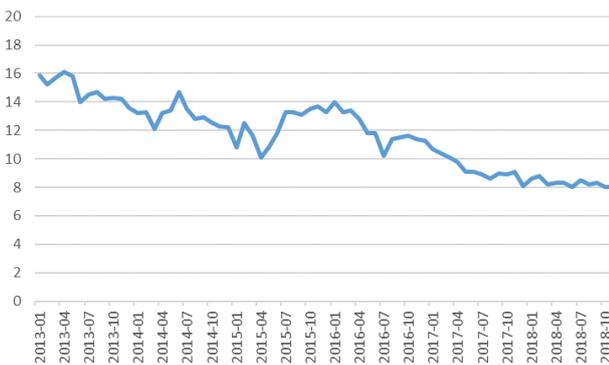
图 10: 中国季度 GDP 增速 (%)


资料来源: wind, 财富证券

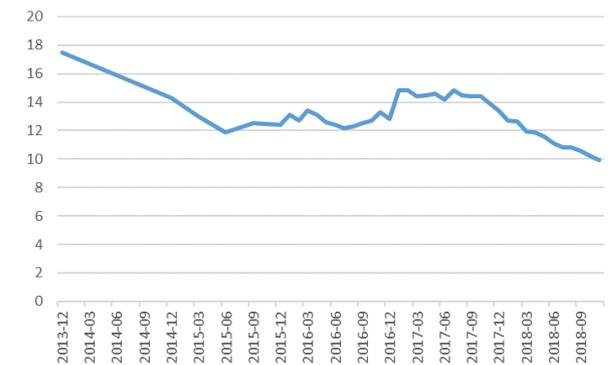
图 11: 中国财新 PMI 指数


资料来源: wind, 财富证券

从供给端来看, 国内 M2 增速持续下滑, 11 月份增速为 8%。从融资角度看, 社会融资规模存量同比增速从 2017 年的高位回落, 2018 年 11 月社会融资规模存量同比增长 9.9%, 自 2017 年 9 月开始连续出现下滑。

图 12: M2 同比增速 (%)


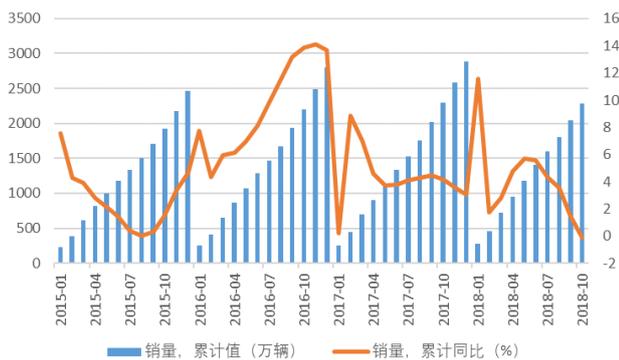
资料来源: wind, 财富证券

图 13: 社会融资规模存量同比增速 (%)


资料来源: wind, 财富证券

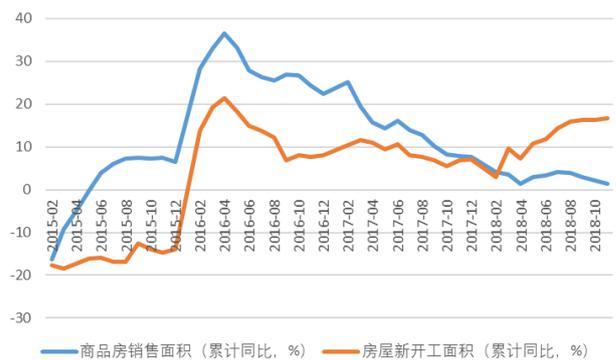
具体到下游的需求, 2018 年 1-11 月汽车累计销量 2541.97 万辆, 累计同比继续负增长, 为 -1.65%, 已经连续五个月出现当月同比下滑, 其中 9、10、11 月三个月的销量同比下滑 11.55%、11.70%和 12.65%。汽车需求的负增长一方面是由于 2017 年的基数较高, 2018 年 1 月 1 日起, 消费者购买 1.6 升及以下排量的乘用车购置税恢复 10%的税率, 造成需求下滑; 另一方面我们认为反应了经济的悲观预期, 需求不及预期。2019 年的汽车销量增速, 我们认为大概率保持 2018 年的水平。家电的需求方面, 空调、家用冰箱、家用洗衣机截止 11 月份, 累计增速分别为 10.3%、2.9%和 -0.3%, 增速下滑。房地产市场方面, 11 月份的销售面积累计增速 1.4%。

图 14: 汽车累计销量与增速



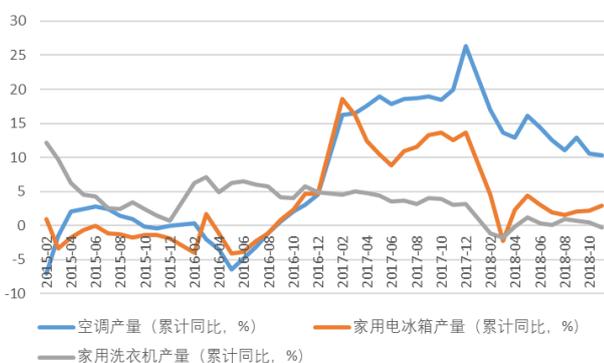
资料来源: wind, 财富证券

图 15: 房地产销售和新开工面积



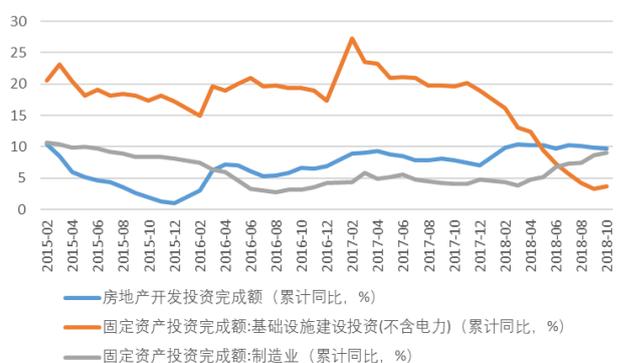
资料来源: wind, 财富证券

图 16: 家电累计销量增速



资料来源: wind, 财富证券

图 17: 固定资产投资完成额累计增速



资料来源: wind, 财富证券

基本金属板块, 2018 年以来价格普跌, 截止 12 月 18 日, LME 基本金属铜、铝、锌、铅、锡、镍自 2018 年初分别下跌 17%、15%、25%、23%、4%和 14%。SHFE 基本金属铜、铝、锌、铅、镍自 2018 年初分别下跌 11%、9%、19%、6%、8%, 锡上涨 13%。贵金属板块由于美元指数上行的压制, COMEX 黄金和白银的价格自年初分别下跌 5.01%和 14.13%。稀有金属中的电池级碳酸锂和长江有色 1#钴价格分别下跌 51.52%和 35.71%, 这主要是由于供大于求以及企业的去库存行为导致的价格下跌。

表 2: LME 基本金属价格涨跌幅

LME	单位	2018 年截至 12 月 18 日价格	2018 年以来涨跌幅	2017 年以来涨跌幅	2016 年以来涨跌幅
铜	美元/吨	5956	-17%	9%	29%
铝	美元/吨	1926.5	-15%	14%	31%
锌	美元/吨	2513.5	-25%	-1%	60%
铅	美元/吨	1958	-23%	-2%	12%
锡	美元/吨	19140	-4%	-9%	33%
镍	美元/吨	10840	-14%	9%	27%

资料来源: wind, 财富证券

库存方面，我们统计了 SHFE 和 LME 总的库存变化，铜、锌、铅、镍库存自年初分别下跌 32%、41%、32%、31% 和 46%，锡、铝库存上涨 50%、3%。

表 3：贵金属和部分稀有金属价格涨跌幅

	2018 年价格（截至 12 月 18 日）	2018 年以来涨跌幅	2017 年以来涨跌幅	2016 年以来涨跌幅
COMEX 黄金 (美元/盎司)	1246.3	-5.01%	8.28%	15.16%
COMEX 白银 (美元/盎司)	14.65	-14.13%	-8.15%	4.64%
电池级碳酸锂 (万元/吨)	7.95	-51.52%		
长江有色 1# 钴 (万元/吨)	36	-35.71%	32.11%	73.08%

资料来源：wind，财富证券

表 4：SHFE+LME 基本金属库存变化

LME+SHFE	单位	2018 库存（截至 12 月 18 日）	2018 年以来涨跌幅	2017 年以来涨跌幅	2016 年以来涨跌幅
铜	吨	244222	-32%	-49%	-42%
铝	吨	1916150	3%	-17%	-40%
锌	吨	152729	-41%	-74%	-77%
铅	吨	125620	-32%	-44%	-38%
锡	吨	11318	50%	76%	64%
镍	吨	224301	-46%	-52%	-54%

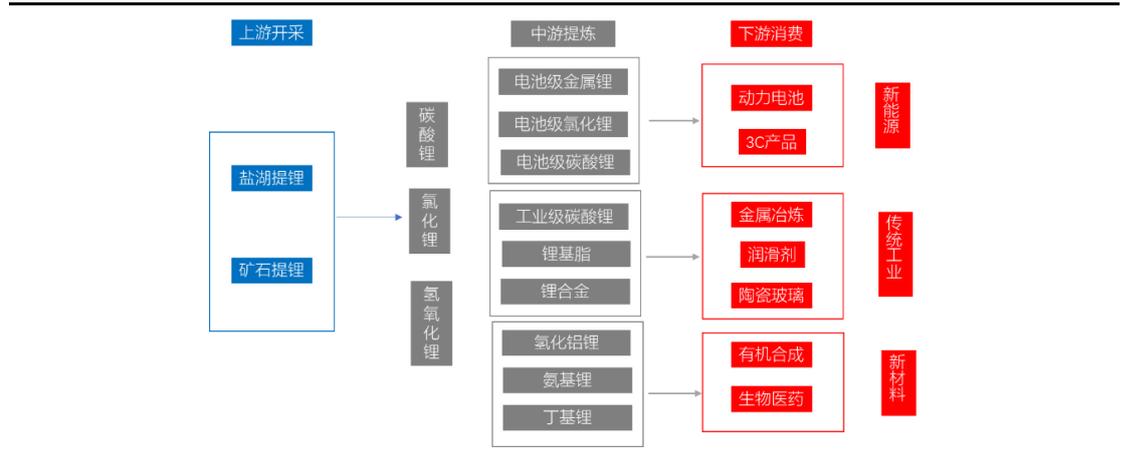
资料来源：wind，财富证券

2 新能源材料上游板块：产能扩张下，关注有资源禀赋的标的

2.1 锂板块：锂价进入底部，成本优势凸显

锂产业链主要由上游的矿石，中游的碳酸锂、氢氧化锂、氟化锂等中间品和下游的新能源、新材料和传统工业等应用端组成。

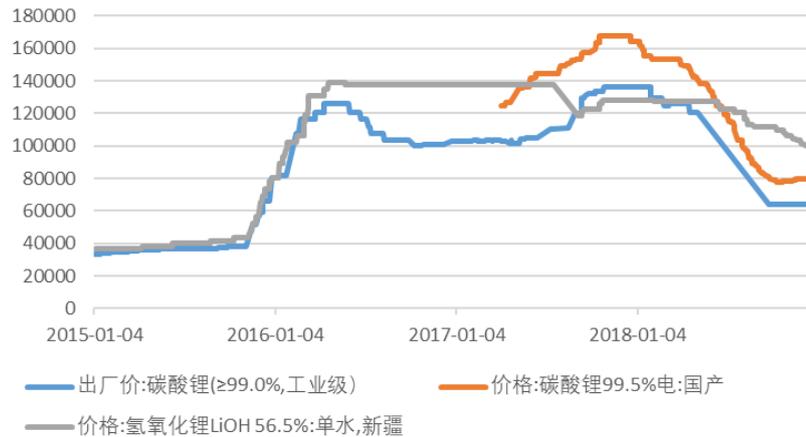
图 18：锂产业链概况



资料来源：财富证券

碳酸锂价格经历过山车行情。碳酸锂作为构成电池的重要材料，在传统工业与 3C 电池领域的用量一直相对稳定，近年来主要的增量在动力电池领域。随着 2015 年以来的新能源汽车销量的增长造成的供应紧张和对未来的高成长空间的预期，在下游结构中，作为率先启动的客车领域，用相对有限的销量拉动了几倍于乘用车的碳酸锂需求，导致碳酸锂价格在 2015 年暴涨。电池级碳酸锂价格从 2015 年 9 月的 5 万元/吨开始，半年之内涨到接近 17 万元/吨，价格增长了 3 倍有余。2016-2017 年的高价刺激了大批新项目的投入，由于供给相对于需求为刚性，新的供给在 2018 年释放造成了短期供需失衡；同时下游正极材料厂商去库存行为，这两个方面原因导致了碳酸锂价格从 2018 年 1 月份开始一路下跌。截止 2018 年 12 月 18 日，电池级碳酸锂价格为 7.95 万元/吨。2018 年碳酸锂价格在一季度、二季度、三季度分别下跌 1.4 万元/吨、3.05 万元/吨和 3.95 万元/吨。氢氧化锂产品由于供需结构良好，价格相对坚挺，但是仍在碳酸锂价格下跌的拖累下，从 2018 年 6 月份也开始下跌，截止 12 月 18 日，单水氢氧化锂价格为 9.9 万元/吨，相比于 2017 年 7 月份 13.75 万元/吨的高位价格保持率为 72%。目前处于 2019 年锂精矿长单的协商期，根据亚洲金属网的数据，2018 年 11 月份精矿价格约为 750 美元/吨（5% 锂辉石精矿到岸价），加上 2 万元的加工成本，当前工业级碳酸锂的不含税成本为 6.1 万元/吨左右。而目前工业级不含税的碳酸锂价格为 6.4 万元/吨左右，同时在 2018 年初较多企业定的长单价在 850 美元/吨以上，对应的成本为 6.7 万元/吨左右，部分企业处于盈亏平衡点，基本没有下跌空间。未来我们认为 2019 年的锂精矿价格仍将稳步下滑，或将下跌到 650 美元/吨左右，电池级碳酸锂成本为 5.6 万元/吨。我们认为 2019 年加工企业的成本对应的碳酸锂价格可能在 6.6-7 万元/吨左右，相比于目前 7.9 万元/吨的价格下跌 11%-13%。

图 19: 锂盐价格 (元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

国内碳酸锂产量占据全球一半，需求增量在动力电池领域。根据中国有色金属工业协会锂业协会数据,2017 年全球锂资源产量为 23.54 万吨(碳酸锂当量),同比增长 21.5%, 其中国内产量 12.34 万吨,同比增长 43.5%, 国内碳酸锂产量(当量)占据全球的 52%, 其中碳酸锂 8.3 万吨, 氢氧化锂 3.5 万吨, 同比增长分别为 55.43%和 40%。根据中国有色金属协会锂业分会数据, 2016 年碳酸锂下游消费结构中动力电池、传统工业、3C 电子产品领域的占比分别为 21%、55%和 24%, 在电池领域消费需求占比接近一半, 预计未来随着新能源行业的长足发展, 电池领域占比逐渐提升。碳酸锂在动力电池中的应用主要在正极材料和电解液中。正极材料方面, 2017 年全国正极材料产量 32.3 万吨, 同比增长 49.54%, 消耗碳酸锂约 11 万吨, 同比增长 52.14%。

表 5: 2017 年国内碳酸锂产量

产品名称	碳酸锂	单水氢氧化锂	氯化锂	金属锂	合计碳酸锂当量
2016 产量(万吨)	5.34	2.5	1.3	0.28	8.6
2017 产量(万吨)	8.3	3.5	1.3	0.25	12.34
同比增长	55.43%	40.00%	0.00%	-10.71%	43.49%

资料来源: 中国有色金属工业协会锂业协会, 财富证券

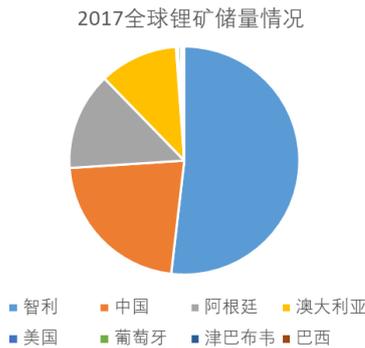
表 6: 全国正极材料对应的碳酸锂消耗(万吨)

产品名称	2016	2017	同比
磷酸铁锂	7.4	10.1	36.49%
三元材料	6.5	12.6	93.85%
锰酸锂	2.6	3.6	38.46%
钴酸锂	5.1	6	17.65%
总计	21.6	32.3	49.54%
总消耗碳酸锂	7.3	11	52.14%

资料来源: 中国有色金属工业协会锂业协会, 财富证券

全球锂资源大多为盐湖锂，且具有成本优势：全球已探明锂资源（折碳酸锂）储量约 3.74 亿吨，其中 70% 储藏于盐湖。我国已探明锂资源（折碳酸锂）储量 7544 万吨，其中盐湖锂资源比例高达 80-85%，其中 90% 储藏于青海和西藏湖区。盐湖提锂在全球锂盐供给中的占比在 60% 以上。目前盐湖提锂成本较于矿石提锂具有成本优势，硫酸法锂电池级矿石提锂成本 40000-55000 元/吨，而全球锂业巨头 SQM 和 ALB 公司的盐湖提锂成本可以低至每吨碳酸锂当量 2000 美元（低于 20000 元/吨）。

图 20：全球锂矿储量（2017）



资料来源：wind，财富证券

图 21：全球锂矿开发类型



资料来源：wind，财富证券

高价格驱动全球企业扩产，未来供需结构为供给过剩状态。由于 2016-2017 年碳酸锂的高价格驱动以及对未来新能源汽车巨大市场的预期，全球各大企业均积极扩产，2017 年仅仅 ALB、SQM、FMC、ORC 四家产能合计 12.9 万吨碳酸锂，2018-2020 年预计分别为 15.5、23、28 万吨，三年平均产能复合增速为 30%。国内的天齐锂业，2020 年最终形成化学级锂精矿 180 万吨和技术级精矿 14 万吨产能（折合约 26 万吨 LCE）。按照 2020 年国内生产 200 万辆电动汽车估算，需要约 100 Gwh 电池，对应约 6 万吨碳酸锂当量的需求。按照目前的供给增速，未来 3 年碳酸锂均为供大于求状态。

表 7：全球锂企业巨头碳酸锂扩产进度表

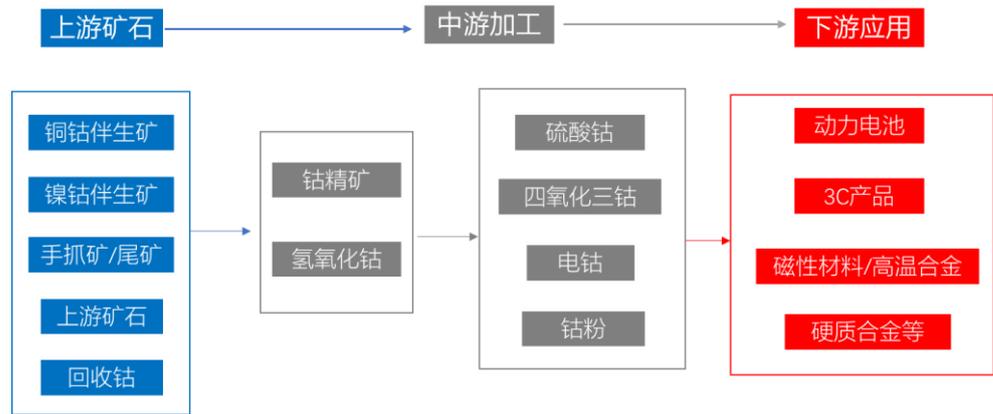
公司	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
ALB	4.5	4.5	4.5	8.5	8.5
SQM	4.8	7	12	12	18
FMC	1.8	2.2	2.2	3.2	4.2
ORC	1.8	1.8	4.3	4.3	4.3
合计	12.9	15.5	23	28	35

资料来源：各公司公告，财富证券

2.2 钴板块：产能释放节奏放缓，3C 领域需求关键

钴产业链整个产业链由上游的矿石和中游的钴精矿、氢氧化钴等钴产品以及下游的电池、硬质合金、磁性材料和高温合金等应用端组成。

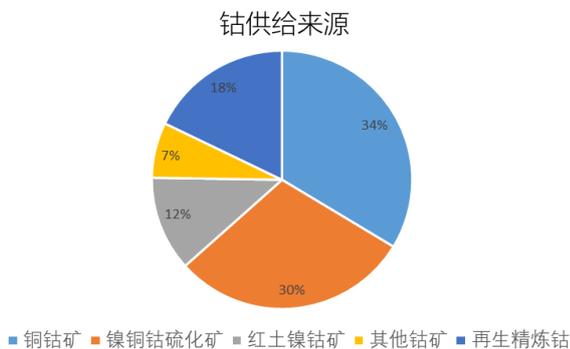
图 22：钴产业链概况



资料来源：财富证券

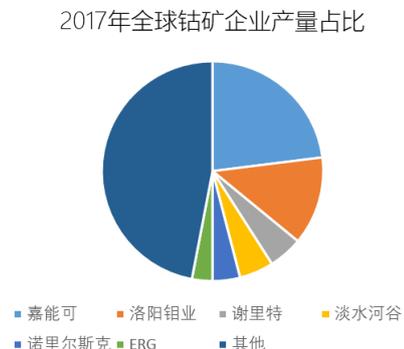
钴资源供给刚果金独占鳌头，产能释放节奏放缓。刚果（金）是最大的钴资源国和供给国，产量占据全球的一半左右，钴的供给主要来自矿山钴以及回收钴，矿山产钴是其供给的主要来源（82%），而矿山钴主要以铜/镍钴伴生为主。供应方面，受限于伴生的铜镍的矿的扩产进度，钴的供应弹性远小于锂。从企业的角度，全球钴资源多被嘉能可、洛阳钼业、谢里特、淡水河谷等大企业把控。根据安泰科数据，2018 年全球钴的供应量为 13.1 万吨，加上 1.5 万吨的回收钴，总供给 14.6 万吨。全球需求端 2018 年预计在 12.9 万吨，目前为过剩 1.7 万吨的水平，主要原因是 2016 年开始的高价格刺激了矿企的扩产。其中较大的是嘉能可 KCC 和欧亚资源的 RTR 项目，嘉能可 KCC 预计 2018 年供应 1.1 万吨产量，2019 年为 3.4 万吨；RTR 预计 2018 年底投产 1.4 万吨金属钴产能。11 月 6 日，嘉能可子公司 Katanga 宣布将暂停刚果金 Kamoto 项目钴产品的销售，主要是由于公司在生产的氢氧化钴中检测到铀含量超标，KCC 已暂停钴出口和销售，预计 2019 年 Q3 之后才能逐步恢复正常销售。KCC 2018 前三季度共生产了 6500 吨金属钴当量，至此全球钴供给的释放节奏放缓。

图 23：钴供给来源



资料来源：寒锐钴业招股书，财富证券

图 24：全球钴矿企业产量占比（2017）



数据来源：安泰科、USGS

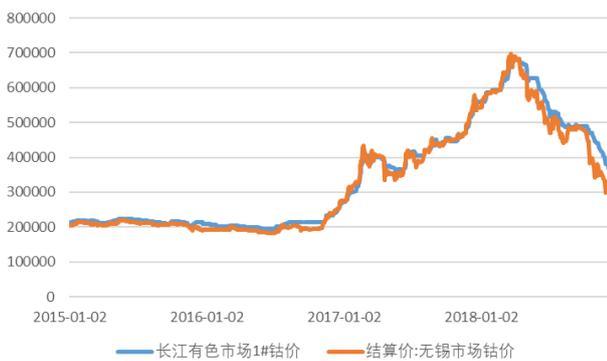
表 8: 全球钴矿企产能扩张表 (万吨)

	2018	2019	2020
嘉能可 KCC	1.1	3.6	3.6
欧亚资源 RTR	1.4	2	2
华友 PE527	0.35	0.35	0.35
沙林那资源/Chemaf SARL	0	2	2
合计	2.85	7.95	7.95

资料来源: 各公司公告, 财富证券

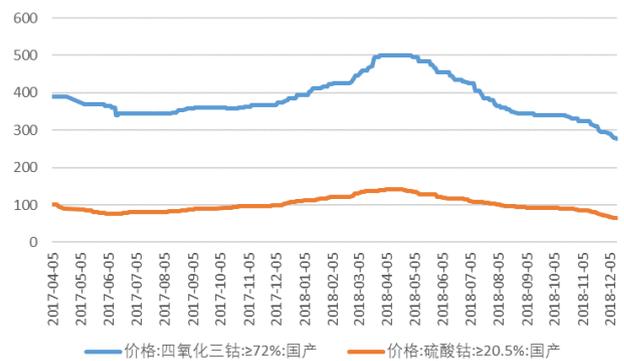
钴的价格经历了较大起伏。钴的价格趋势和锂相似, 但是滞后于锂。2016-2017 年的高价刺激的新项目的建设投入逐渐在 2018 年释放, 同时由于下游厂商的去库存行为以及之前高价时贸易商的囤货的出货导致钴价自 2018 年 4 月份开始跌跌不休, 截止 12 月 18 日, 长江有色 1#钴价格为 36 万元/吨, 无锡盘钴价格为 30.9 万元/吨。长江有色 1#钴价二季度、三季度分别下跌 14.5 万元/吨、5 万元/吨, 四季度截止 12 月 18 日累计下跌 13 万元/吨。

图 25: 钴金属价格 (元/吨)



数据来源: wind, 财富证券

图 26: 钴盐价格 (元/千克)

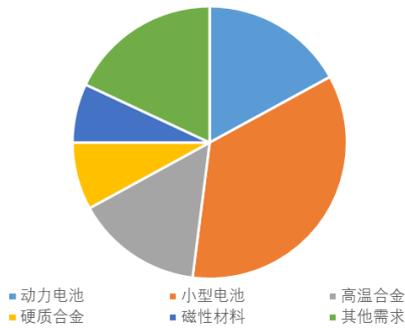


数据来源: wind, 财富证券

钴的需求中 3C 领域关键, 动力电池的增量有风险。根据中国产业信息网数据, 全球钴的需求中电池占据 50%, 中国钴的需求中电池占据接近 80%。具体来看动力电池领域三元材料与 3C 领域中钴酸锂原料均为钴。未来随着新能源汽车浪潮的铺开, 将会带动上游钴的增长。动力电池三元材料未来将拉动上游的需求得益于两个方面原因 (1) 动力电池快速转向三元, 原先的磷酸铁锂的份额被逐渐侵蚀, 会带来钴用量的攀升; (2) 动力电池能量密度的要求必然导致高镍化, 高镍化带来了钴用量的下降, 以高镍的材料出货量的提升可以弥补部分的单位的钴量的下降。但是以 NCM811 为例, 用钴量为 110 吨金属钴/Gwh, 只相比于 NCM523 的用量 390 吨的 28%, 这将带来钴量的巨大减少, 所以综合来看, 未来几年钴的需求增速必然小于锂。国内目前钴最重要需求端 3C 领域, 根据中国信息通讯研究院的数据, 2018 年 11 月, 国内手机市场出货量 3537.0 万部, 同比下降 18.2%, 环比下降 8.2%。2018 年 1-11 月, 国内手机市场出货量 3.79 亿部, 同比下降 15.6%。全球智能手机出货量, 2018 年 1-10 月累计产量为 10.97 亿部, 累计增速 0.1%。

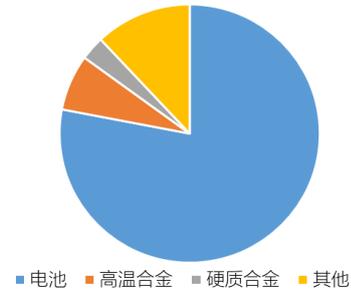
2018年前三季度平板电脑的累计产量为1.011亿台,累计增速同比下跌11.32%。3C领域,尤其是中国国内手机产量的下滑对钴的需求产生了冲击,尽管目前手机容量有逐年递增的趋势,我们认为仍然无法阻挡钴的需求增速的下滑。

图 27: 2017 年全球钴下游消费结构



数据来源: 中国产业信息网, 财富证券

图 28: 2016 年我国钴下游消费结构



数据来源: 中国产业信息网, 财富证券

表 9: 三元电池的钴用量

材料类型	钴用量 (千克/Kwh)	钴用量 (吨/Gwh)
NCM111	0.46	460
NCM523	0.39	390
NCM622	0.23	230
NCM811	0.11	110
NCA	0.16	160

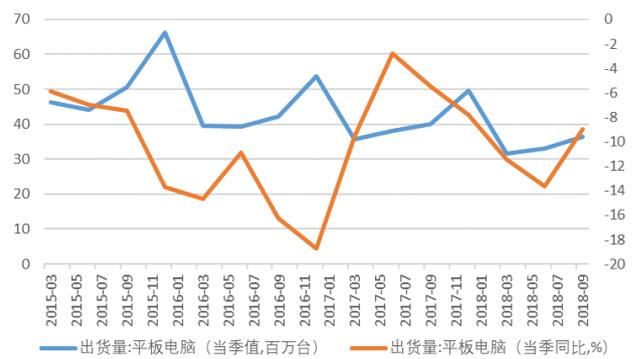
资料来源: CNKI, 财富证券

图 29: 全球智能手机增速



资料来源: wind, 财富证券

图 30: 全球平板电脑季度产量与增速



资料来源: wind, 财富证券

3 新能源材料中游板块: 迎来分化, 紧抓有突围潜质的标的

3.1 下游终端：全球电动化浪潮开启，需求结构不断优化

全球新能源汽车即将步入大的成长周期。根据 GII 预测，2020 年全球新能源汽车销量将达到 447 万辆，带动电池需求接近 200Gwh，复合增长率为 40%。我们认为新能源汽车作为未来智能出行的变革一环，具有举足轻重的地位，全球增速预计 40%，三年基本三倍增长，这将极大地带动这个产业链的发展。作为全球新能源汽车标杆的特斯拉，2018 年 Q1-Q3 分别生产 1.0/2.9/5.3 万辆，预计 Q4 生产 5.8 万辆，目前 Model 3 周产能在 9 月份突破 5000 辆之后达到 7000 辆。2019 年 Model 3 产量有望较 2018 年 14 万辆翻倍至 28 万辆，Model 3 单款车型在 Q3 季度销量排名全美市场第一，这意味着相对平价的新能源汽车时代即将到来。特斯拉国产化进程也在加快，10 月 24 日，特斯拉的中国上海的超级工厂开始环评公示，项目建成后预计 2019-2020 年开始量产 Model 3 和 Model Y 共 25 万辆。

中国新能源汽车市场表现亮眼，渗透率提升。根据中汽协数据，2018 年 1-11 月新能源汽车累计销量 103 万辆，同比增长 69%，其中 11 月份销量 16.9 万辆，同比增长 42%，环比增长 23%。2017 年新能源汽车销量为 77.7 万辆，占据总的全国汽车销量的 2.69%，2018 年 1-11 月份，比例提高到了 4.05%。与新能源汽车市场相对应的是传统汽车市场的惨淡，2018 年 1-11 月汽车累计销量 2541.97 万辆，累计同比继续负增长，为 -1.65%，已经连续五个月出现当月同比下滑，其中 9、10、11 月当月销量同比下滑 11.55%、11.70% 和 12.65%。

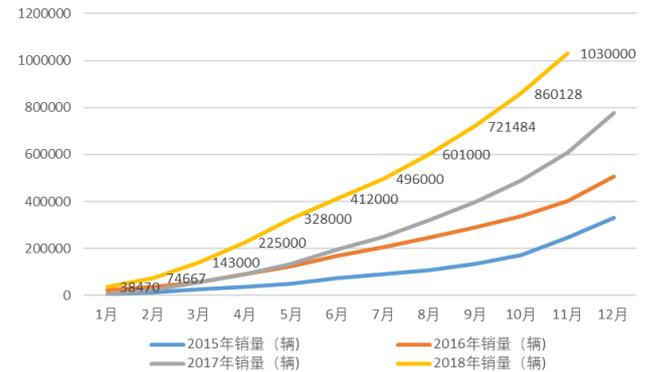
2019 将是新能源汽车结构性转变继续的一年。分结构来看，2018 年 1-11 月纯电动汽车累计销量 79.1 万辆，同比增长 57%，占比为 77%，与此相对应的是插电式混合动力汽车销量为 23.9 万辆，占比为 23%。2017 年度的插电式混合动力汽车销量占比为 16%，截止目前提升了 7 个百分点。我们认为目前纯电动汽车的价格在补贴退坡的预期下，低续航、技术较低的纯电动汽车较难保持较好性价比，短期来看插电式混合动力汽车或将是较好的过渡，我们认为未来插电式混合动力汽车有望迎来小幅度的结构占比攀升。对新能源汽车至关重要的纯电动乘用车领域，从结构上分析，2017 年以前是以 A00 级别的车为主，A00 级别的 EV 乘用车占据超过 50%，2018 年截至目前的数据，下降到了 40% 左右，主要是由于 A00 级别乘用车补贴后汽车售价基本在 6-9 万左右，相比燃油车具有较低的价格，导致其出货量较大，但是随着补贴逐渐退坡以及地方补贴可能转化为其他形式，低端车型价格优势边际递减，盈利能力也会下滑。随着 2019 年开始各大车企逐渐推出新型车型，未来可以预见的是 A0、A 级车的占比会逐渐提升，车型结构继续调整。

图 31: 全球新能源汽车销量预测 (万辆)



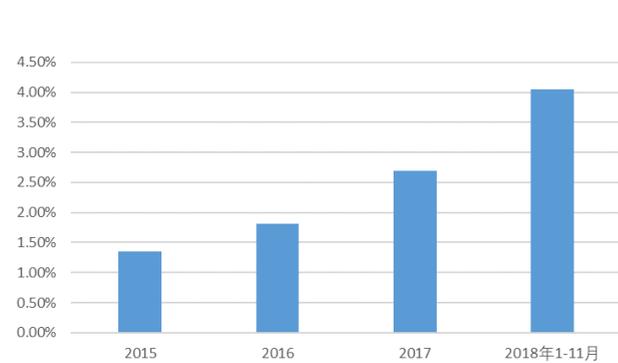
资料来源: GGII, 财富证券

图 32: 中国新能源汽车累计销量 (辆)



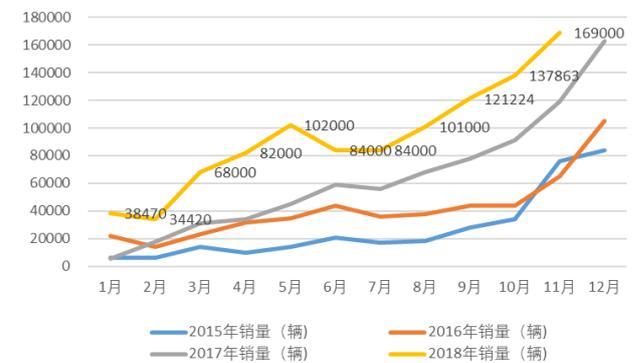
资料来源: wind, 财富证券

图 33: 新能源汽车销量占据总的汽车的比例



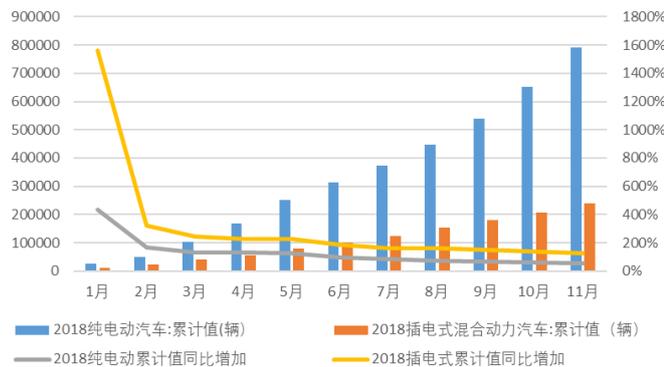
资料来源: wind, 财富证券

图 34: 中国新能源汽车月度销量 (辆)



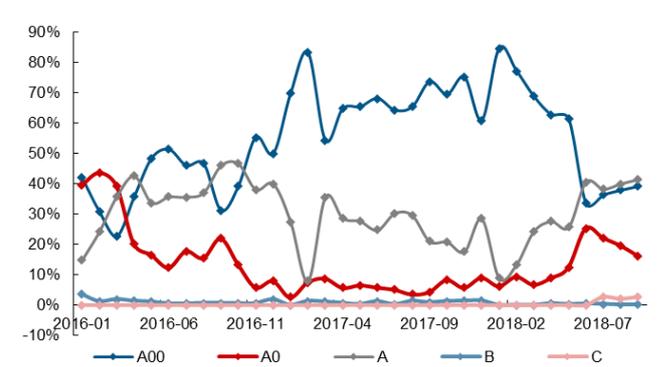
资料来源: wind, 财富证券

图 35: 纯电动和插电式混合动力汽车销量 (辆)



资料来源: wind, 财富证券

图 36: 国内纯电动车销量结构



资料来源: 乘联会, 财富证券

3.2 正极材料: 紧抓龙头脱颖而出的机会

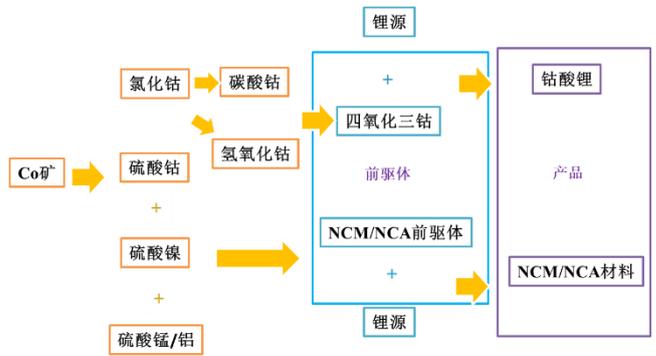
正极材料的性能对整个电芯性能的影响较为重要。正极材料在电芯组成中成本占据最大，其技术进步可以带动电芯整体能量密度的提升，同时减少负极材料、电解液、隔膜等的用量的减少，从而带动电芯成本的下降与能量密度的提升。

图 37: 电芯成本组成图



资料来源: GGII, 财富证券

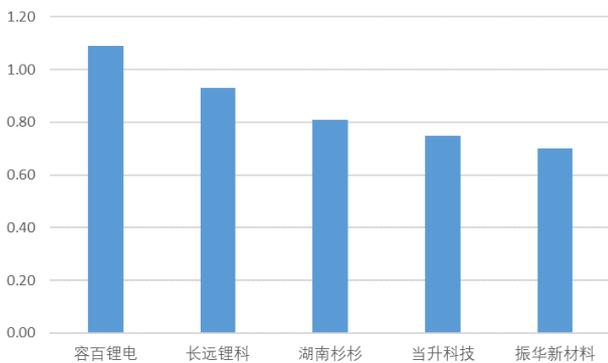
图 38: 正极材料产业链 (含钴材料)



资料来源: GGII, 财富证券

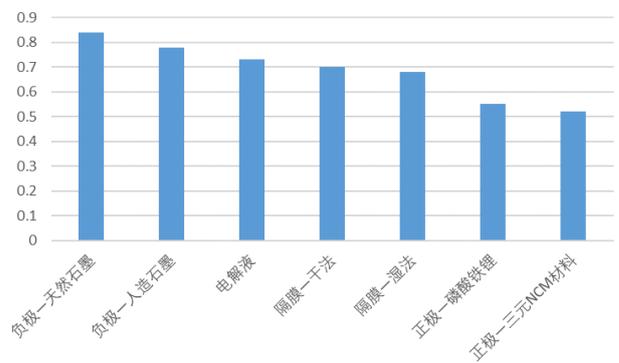
正极材料格局有望迎来重塑。纵观四大材料的市场格局，发现其中正极材料格局相对分散，从 TOP5 的市场份额来看，磷酸铁锂材料为 52%，三元 NCM 材料为 50%。干法和湿法隔膜分别为 70%和 68%，电解液为 73%，人造石墨和天然石墨负极材料分别为 78%和 84%。从竞争格局上来看，正极材料有 TOP5 市场份额提升的潜力，再叠加行业的平均增速，龙头企业的发展空间较大。2017 年三元 NCM 材料的出货量前 5 名分别是容百锂电、长远锂科、湖南杉杉、当升科技和振华新材料，在 2018 年上半年来看，出货量前五名分别为容百锂电、长远锂科、当升科技、湖南杉杉和厦门钨业，市场份额分别为 14%、11%、11%、9%和 6%。目前并未出现绝对的出货量的龙头企业，与此相对应的是负极人造石墨市场 2018 年上半年前三名江西紫宸、上海杉杉和东莞凯金的市场份额分别为 25%、21%和 16%。未来我们认为正极材料有望迎来市场格局重塑，这将带来好的投资机会。

图 39: 2017 年三元材料出货量企业 (万吨)



资料来源: GGII, 财富证券

图 40: 四大材料市场格局 (TOP5 市场份额)



资料来源: wind, 财富证券

上游锂钴降价，带来正极材料成本的下降。正极材料价格受到原材料的影响较大，磷酸铁锂材料的制备中，理论上生产一吨磷酸铁锂的需要 0.234 吨碳酸锂和 0.962 吨磷酸

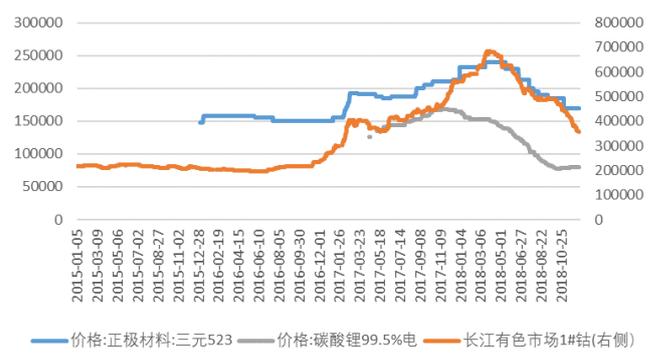
铁（磷酸铁工艺），碳酸锂占据约 60% 左右的磷酸铁锂原材料成本，按照理论计算，当碳酸锂价格每下降 1 万元/吨，磷酸铁锂材料价格下降 2340 元/吨。三元 NCM 材料中，以常见的 NCM523 为例，每吨 NCM523 材料需要硫酸镍 1.31 吨、硫酸钴 0.582 吨、硫酸锰 0.525 吨和碳酸锂 0.383 吨，碳酸锂和硫酸钴占据原材料成本的大头，其价格波动对材料成本影响较大。随着 2018 年度碳酸锂和钴价格的大幅下跌，未来 2019 年预计正极材料，尤其是三元 NCM 材料的成本将迎来下滑。

图 41：磷酸铁锂和三元 523 材料价格



资料来源：wind，财富证券

图 42：三元 523 和锂钴价格趋势对比图

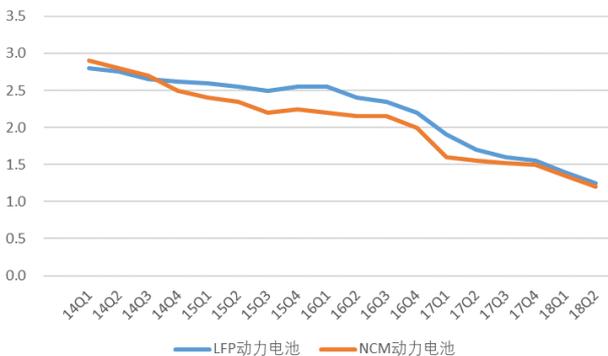


资料来源：wind，财富证券

3.3 动力电池：坚定高镍三元路线，关注行业追随者的突围

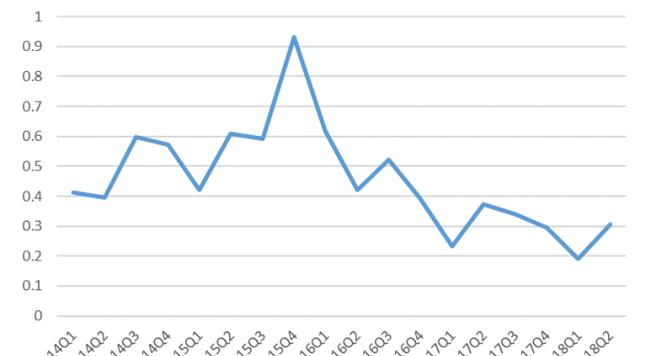
动力电池价格降幅明显。截止 2018 年二季度，三元电池和磷酸铁锂电池价格分别为 1.2 元/wh 以及 1.25 元/wh。我们更为关注三元电池的情况，三元电池价格相比于 2017 年同期降幅为 25%，动力电池价格降幅在 2017 和 2018 年分别为 33% 和 25%。我们认为上游锂、钴价格下跌，以及规模效应和技术进步带来的效应，三元动力电池 2019 年均价有望达到 0.9 元/wh，对应的价格降幅为 22%。

图 43：动力电池价格



资料来源：GGII，财富证券

图 44：动力电池产能利用率



资料来源：GGII，财富证券

表 10：三元动力电池价格下跌幅度及预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
平均价格(元/wh)	2.73	2.30	2.13	1.54	1.15	0.9
下跌幅度		16%	7%	33%	25%	22%

资料来源: GGII, 财富证券

行业竞争激烈，龙头已出，关注行业追随者的突围。整个动力电池市场竞争者众多，大量产能涌入，目前动力电池产能利用率仅有 30%左右，2018 年仍然有大量产能上马。仅仅是 2018 年 9 月-11 月，国内动力电池投资总额 1290 亿元，规划远期产能超过 190Gwh。其中金额最多产能规划的为万向集团，其计划投资 686 亿元建设年产 80GWh 锂电池项目，剩下投资较大的为孚能科技、捷威动力。目前孚能科技已经实现 C 轮融资 50 亿元人民币，在江苏镇江总投资 150 亿元实现年产 20 GWh 动力电池产能。捷威动力在 2018 年 7 月获得复星国际投资，在嘉兴规划投资超 100 亿元，占地约 1000 亩，规划建设产能 20GWh 的动力电池生产基地，其中一期产能规划 6GWh，投资近 50 亿元。但是由于动力电池的高安全性和技术性要求，以及相对较为谨慎的认证周期，造成行业实际出货企业较少，头部效应明显，根据第一电动汽车网数据，截止 2018 年 1-10 月，动力电池装机量 35.93Gwh，同比增长 103%，其中宁德时代和比亚迪位居前两位，市场份额分别约为 40%和 25%，第三名的市场份额仅仅只有 5%左右，第三名以及之后的企业的市场份额差距不大，没有出现真正的第三级。我们认为未来动力电池需要关注行业追随者的突围。

4 黄金板块：美国经济增速或将回落，利好金价

黄金和美元指数、美国实际利率走势相对负相关。黄金作为和美元呈负相关的金属，美国经济的表现会影响黄金的资产价格。2018 年前三个季度美国 GDP 增速分别为 2.3%、4.1%和 3.5%，经济表现强劲，根据 IMF 的预测，2018-2020 年美国 GDP 增长率分别为 2.88%、2.54%和 1.81%，未来美国经济增速或将放缓，对美元信用将产生影响，对美元指数的下调有利好。作为影响黄金价格的另一个指数美国实际利率，取决于名义利率和通胀，在美联储主席鲍威尔暗示 2019 年加息或将放缓以及未来通胀预期下，美国实际利率或将走低，带动黄金价格的上涨。

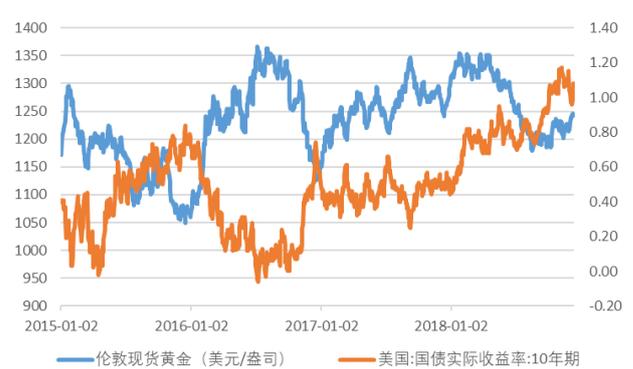
未来欧洲加息步骤影响美元指数的表现。欧洲方面，12 月 13 日欧洲央行最新议息决议中宣布，将于 12 月 19 日后正式终结自 2015 年实施至今的资产购买计划(量化宽松，QE)。同时表示至少将在 2019 年夏季结束前维持现有的欧元区三大基准利率水平不变。但行长德拉基在讲话中却对未来经济前景忧心忡忡，何时开始加息也仍是未知数。欧洲经济复苏的驱动力有所走软，欧洲央行预计 2018 年 GDP 增速为 1.9%，9 月份时预期为 2%。预计 2019 年 GDP 增速为 1.7%，9 月份预期为 1.8%。预计 2020 年 GDP 增速为 1.7%，9 月份时预期为 1.7%。预计 2021 年 GDP 增速为 1.5%。未来一旦欧洲开启加息步骤，将对美元指数走势产生负影响，从而利好黄金的资产价格。综合来看，我们认为黄金有望在 2019 年下半年迎来较好投资机会。

图 45: 黄金价格和美元指数 (1973 年 3 月=100) 关系



资料来源: wind, 财富证券

图 46: 黄金价格和美国实际利率关系



资料来源: wind, 财富证券

5 投资策略

5.1 有色板块估值下移，投资具有一定的安全垫

2018 年整个 A 股表现较差，截止 12 月 18 日，上证 A 股指数下跌 23.06%，有色金属跌幅为 38.78%，跑输上证 A 股 15.72 个百分点，跑输沪深 300 指数 15.32 个百分点。从个股来看，申万 120 支股票，涨幅为正的仅为 6 支，涨幅的比例仅为 5%。福达合金(2018 年 5 月上市)、坤彩科技、东阳光科、建新矿业、德展健康涨幅较高；ST 华泽、利源精制、鹏起科技、中孚实业、索通发展等跌幅较大。

行业估值水平方面，截止 2018 年 12 月 18 日，申万有色金属板块 PE（历史 TTM，中值）为 27.64 倍，处于 2000 年以来历史估值后 0.83% 的分位，历史估值中位数为 64.08 倍。板块 PB（中值）为 2.14 倍，处于 2000 年以来历史估值后 1.61% 的分位，历史估值中位数为 3.73 倍。综合来看，不管是 PE 还是 PB 估值，目前有色行业估值均位于 2000 年以来的历史底部。目前的低估值是市场悲观预期的反应，未来有色行业的业绩取决于中国经济的增长，估值中枢的上移依赖于经济的好转。

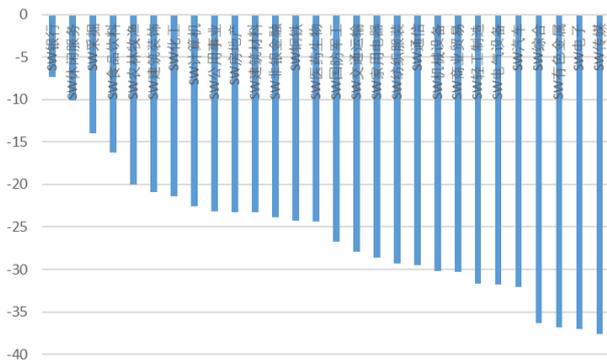
在当前的估值水平下，未来投资的驱动成为业绩，一旦业绩有所好转，会带动估值水平的上移，完成有色股票的戴维斯双击。

图 47: 2018 年行业指数跑输大盘 15.72 个百分点 (截止 12 月 18 日)



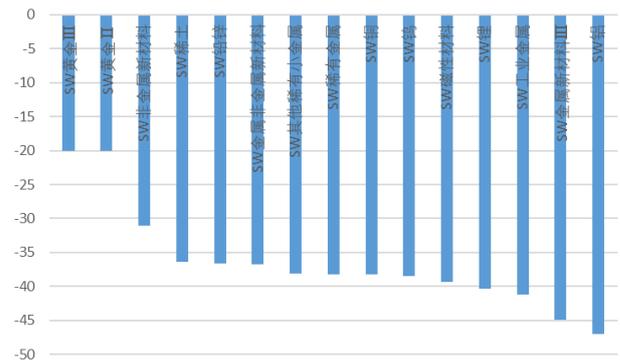
资料来源: wind, 财富证券

图 48: 2018 年全行业区间涨跌幅 (%，流通市值加权平均，截止 12 月 18 日)



资料来源: wind, 财富证券

图 49: 2018 年申万有色行业子板块区间涨跌幅 (%，流通市值加权平均，截止 12 月 18 日)



资料来源: wind, 财富证券

图 50: 有色板块 PE 估值 (中值, 剔除负值, 截止 12 月 18 日)



资料来源: wind, 财富证券

图 51: 有色板块 PB 估值 (中值, 剔除负值, 截止 12 月 18 日)



资料来源: wind, 财富证券

5.2 行业投资主线：紧抓需求驱动的新能源板块和有预期差的黄金板块

5.2.1 新能源汽车材料板块

2019 年我们认为新能源汽车将逐渐摆脱政策的依赖，向着经济性方向转换，同时 2019-2020 年是全球新能源车车企车型大量放量的阶段，目前仍为混战期。

新能源投资的板块，我们认为上游锂钴领域，国内的碳酸锂企业成本依赖于精矿的价格，2019 年供给微过剩，而未来大的新能源周期并未启动，在目前时点下，我们认为供给端的竞争加剧，具有低成本的企业以及高端的氢氧化锂的企业具有良好的优势，有望在竞争中不断壮大。钴由于主要的需求端 3C 领域未来相对平稳，动力电池领域用钴在高镍三元的趋势下长期是供给相对过剩，需要关注有成本优势的企业。中游的四大材料，我们认为负极材料格局相对稳定，隔膜降价压力较大，电解液相对平稳的情况下，作为整个电池中成本最高的正极材料的市场结构可能迎来重构，而正极材料向高镍化的不断进军将促进电芯能量密度的不断提高。下游的销量方面，我们认为在今年前 11 个月新能源汽车累计销量 103 万辆，全年有望突破 120 万辆的基数下（对应于 54% 的增速），2019 年预计增速下滑，销量预计 160-165 万辆（对应 33%-37.5% 增速）。

动力电池领域，2019 年的供需结构持续恶化，目前动力电池企业实际出货为 80 家左右，2019 年继续出清，非 TOP 的企业产品差异化相对不高。我们认为行业 2019 年的降价压力相对较小，主要基于以下两点：（1）上游原材料锂和钴在 2018 年价格的下降，以及 2019 年可预期的下降；（2）技术迭代带来的成本的下降。在行业 TOP 2 格局基本明朗的形势下，重点关注有突围潜质的标的，需要关注的因素有（1）进入了一线车企供应链的企业；（2）兼具软包技术路线的企业；（3）业务相对分散，可以抵抗风险的企业。

行业风险，我们认为在提升能量密度的主逻辑下，安全性成为目前需要重点考虑的问题，由于电池行业近几年的技术迭代很快，之前的产品运行至今，可能相对有所缺陷，需要警惕出现行业连续的安全事故导致的行业短期遇冷。在技术路线的选择上，我们认为，在纯电动汽车补贴继续下降下，若是插电式混合动力汽车补贴维持不变，其使用成本的优势逐渐凸显，或将在新能源汽车结构上，插电式混合动力汽车市场份额得到提升。

5.2.2 有预期差的黄金板块

黄金的价格和美国经济表现负相关，2019 年美国 GDP 增速或将下滑，造成美元指数下调；同时美联储加息步骤或将放缓，在未来通胀预期下，实际利率或将走低。美元指数的下调和美国实际利率的走低或将带动黄金价格的上涨。外部因素中，2019 年欧洲若是开启加息步骤，将对美元指数走势产生负面影响，从而利好黄金的资产价格。

整个有色板块，我们维持同步大市的行业评级。

5.3 推荐标的

5.3.1 天齐锂业：SQM+泰利森，成本为王

2018 前三季度业绩：公司是中国和全球领先的以锂为核心的新能源材料企业，业务包括锂化合物及衍生物生产与锂精矿开采及生产。公司前三季度实现营收 47.6 亿元，同比增长 20.2%，归母净利润 16.9 亿元，同比增长 11.2%。Q3 单季度实现营业收入 14.7 亿元，同比减少 4.9%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比减少 36.1%。

碳酸锂价格下跌拖累公司业绩增速：公司业绩增速下滑受到碳酸锂价格下跌的影响。截止 2018 年三季度末，电池级碳酸锂价格为 8 万元/吨。2018 年年初开始碳酸锂价格一路下跌，一季度、二季度、三季度分别下跌 1.4 万元、3.05 万元/吨和 3.95 万元/吨。二三季度下滑尤其明显，严重拖累公司利润，造成 Q3 单季度归母净利润 36.1% 的同比下滑。公司一季度、二季度、三季度销售毛利率分别为 73.67%、71.38% 和 64.71%，销售净利率分别为 47.61%、47.25% 和 36.99%。公司 Q3 单季度管理费用 0.87 亿元，环比+6.48%；销售费用 0.11 亿，环比+14.15%；因为收购 SQM 股权产生的借款增加利息及汇兑损失增加，财务费用达 1.17 亿元，环比+25.75%，同比+387.5%，对公司单季构成较大影响。

锂精矿和锂衍生品业务产能持续扩大：公司是世界第二大以及亚洲最大的锂生产商，按照 2017 年产量计算，控股泰利森旗下的格林布什矿场产量约占全球锂矿产量的 29%。锂精矿方面，2017 年 3 月，泰利森二期化学级锂精矿扩产 60 万吨，预计 2019 年二季度达产；2018 年 7 月，公司扩产三期泰利森化学级锂精矿 60 万吨，预计 2020 年达产，最终形成化学级锂精矿 180 万吨和技术级精矿 14 万吨产能（折合约 26 万吨 LCE）。锂衍生品方面，2017 年年末产能约 3.48 万吨（未折算为碳酸锂），未来持续扩张产能。其中碳酸锂方面，拟建的遂宁 2 万吨碳酸锂项目正式开工的前期准备已接近尾声；氢氧化锂方面，澳大利亚合计 4.8 万吨电池级氢氧化锂项目正在建设中，预计其中 2.4 万吨在 2018 年四季度达产，剩下的 2.4 万吨在 2019 年达产。随着公司产能的陆续释放，尤其是用于高镍三元的氢氧化锂将为公司带来业绩增量。

收购 SQM 股份尘埃落定：公司 2018 年 5 月 17 日与 Nutrien 集团订立股份购买协议，以自筹资金约 40.66 亿美元购买其持有的 SQM 约 23.77% 的股权，交易完成后公司持有 SQM 25.86% 股权，成为其第二大股东，同时未来 SQM 将为公司贡献投资收益。2018 年 12 月 5 日（智利当地时间），公司已完成本次交易的价款支付和 SQM 公司 62556568 股 A 类股的股份过户手续；截止目前，公司合计持有 SQM 公司 A 类股 62556568 股，B 类股 5516772 股，合计持股比例为 25.86%。至此，公司作用澳洲的泰利森的锂辉石矿和 SQM 的锂盐湖矿，形成锂矿石+锂盐湖的资源布局，未来在行业整体扩产的背景下，公司具有国内良好的资源禀赋以及强大的低成本优势。

盈利预测：根据公司未来扩产进展以及碳酸锂产品的价格（未考虑 SQM 投资收益），下调公司盈利预测，我们预测公司 2018-2020 年实现营收 59.14/70.94/85.26 亿元，实现净利润 20.77/25.27/29.25 亿元。对应 EPS 分别为 1.82、2.21、2.56 元/每股。参考同行业估值水平及公司业绩增速，给予公司 2019 年底 18-20 倍估值，合理价格区间为 39.8-44.2 元。维持“推荐”评级。

5.3.2 杉杉股份：电池材料集大成者

公司是我国新能源材料行业集大成者：公司 2004 进军正极材料行业，2005 年拓展电解液业务，2009 研发动力锂电池，2015 年进军新能源汽车行业，一直聚焦于新能源产业链布局。公司正极、负极、电解液业务分别获得 2017 年中国锂电池行业年度竞争力品牌榜单第一、第一和第四，三个板块出货量均位居全国前五，具有雄厚的实力。

公司 2018 年前三季度业绩：实现营业收入 63.82 亿元，同比减少 3.94%，盈利 10.54 亿元，同比增长 125.27%，扣非盈利 3.85 亿元，同比增长 3.15%。其中第三季度实现营业收入 20.94 亿元，同比减少 24.99%，环比减少 15.36%；盈利 5.89 亿元，同比增长 356.53%，环比增长 86.39%；扣非盈利 8268 万元，同比减少 30.14%，环比减少 56%。其中公司前三季度实现投资收益 9.08 亿元，同比大幅增长 533%，主要系主让宁波银行股权带来投资收益 6.58 亿元，收到洛阳钼业分红 3581 万元，宁波银行分红 6701 万元，转让利维能股权确认投资收益 4511 万元。

正极材料业务起家，高镍 811 小幅出货：正极材料是公司盈利的主要来源，目前拥有整体正极材料合计年产能超过 5 万吨。目前公司的钴酸锂 4.45V 高电压钴酸锂产品已完成部分国内外主流客户认证，并实现小批量供货。2018 年 3 月宁夏石嘴山市年产 7200 吨高镍三元及前驱体项目投试产，未来随着产能爬坡将为公司贡献营收和利润的增量。

子公司完成 20 亿元的定增，开启正极材料扩产的序幕：12 月份，杉杉能源已完成 20 亿元定增融资，定增价为 24.19 元/股，认购的两名机构投资者为广州舟融言股权投资管理合伙企业（有限合伙）和杭州迈捷投资有限公司，融资将用于补充流动资金、偿还股东借款及银行借款。杉杉能源正在投建“10 万吨锂电动力电池材料长沙基地”项目，规划资金总投入达 200 亿元，该项目主要生产高镍 NCM811 正极材料产品，一期工程的 01 号车间在 12 月 1 日已经进入试产阶段，产能规划不低于 5000 吨/年，未来总的 10 万吨正极材料产能达成可满足约 100 万辆新能源的需求。

负极板块贡献未来主要增量，新能源汽车板块业务持续减亏：2018 年上半年，公司负极业务实现销售量 14650 吨，同比下滑 4%，主要是生料和石墨化产能瓶颈的限制。郴州杉杉年产 7000 吨石墨化产能已于 2018 年 4 月底陆续投试产，将缓解石墨化产能，在建年产 16000 吨生料产能预计年底投试产，将有效缓解生料产能。包头的年产 10 万吨负极材料一体化一期项目 2.4 万吨预计 2019 年 3 月投产，预计贡献超 1 万吨的增量，包头项目为包含生料和石墨化的一体化项目，可以有效降低成本。公司新能源汽车板块 2017 年亏损 1.8 亿元，2018H1 已通过引入战略投资者实现部分减亏，未来有望持续减亏。

盈利预测：考虑到公司负极业务 2019 年开始的放量以及公司新能源汽车板块亏损收窄，2018-2020 年实现营收 106.85/128.87/155.84 亿元，实现净利润 8.54/9.35/11.12 亿元。对应 EPS 分别为 0.76、0.83、0.99 元/每股。参考同行业估值水平及公司业绩增速，给予公司 2019 年底 21-23 倍估值，合理价格区间为 17.4-19.1 元。维持“推荐”评级。

5.3.3 亿纬锂能：业务分散，扩张超预期

公司 2018 年前三季度业绩：公司 2018 前三季度实现营收 30.09 亿，同比增长 51.44%；

归母净利润 3.79 亿，同比增长 17.21%，业绩超预期。扣非归母净利润 3.10 亿，同比增加 21.40%。前三季度公司销售毛利率 23.57%，同比下降 7.73 个百分点。同时公司发布 2018 年年度业绩预告，实现归母净利润 5.36 亿元-5.85 亿元，同比增长 33%-45%；公司实现扣非归母净利润 4.56-5.15 亿元，同比增长 67%-86%。

传统的锂原电池和电子烟业务持续增长：公司锂原电池和电子烟业务是传统业务，锂原电池 2018H1 营收为 6.14 亿，同比增长 37.28%，业绩增长主要来自于表计市场、汽车电子和其他新兴物联网应用。电子烟的公司麦克韦尔自 2017 年 7 月 1 日不再并表，其业务在 2018 年继续保持高速增长，公司作为麦克韦尔的重要股东，2018H1 收到投资收益 0.76 亿元。公司锂原电池和电子烟业务盈利能力较强，2017 年度毛利率分别为 40%和 26%，可以为公司的业绩提供有效支撑。

动力电池出货量攀升，进入国际一线车企供应链：公司在动力电池领域进展迅速，目前有 9Gwh 的动力电池产能，包含圆柱、软包和三元三种类型，其中三元软包产能 1.5Gwh。2018 年 1-10 月公司装机电量为 0.74GWh，同比增长 236%，市占率为 2.1%。目前动力电池业务增收效果明显，增利较少。主要是由于目前动力电池行业降价压力较大，竞争加剧导致，未来随着行业格局重塑、形势明朗，毛利率有望回升。公司进入戴姆勒的供应体系，为其提供三元软包电池，未来随着动力电池出货量的逐步攀升，将为公司带来营收和利润的共增长。

盈利预测：根据公司未来的业务进展和产品价格走势，上调盈利预测，预计公司 2018-2020 年实现营收 45.32/58.02/73.22 亿元，实现净利润 5.78/7.78/10.87 亿元。对应 EPS 分别为 0.68、0.91、1.27 元/每股。给予公司 2019 年底 23-25 倍估值，对应合理价格区间 20.9-22.8 元。维持公司“谨慎推荐”评级。

5.3.4 紫金矿业：黄金和铜的巨头

公司前三季度业绩：营业收入 761.73 亿元，同比增长 22.9%；归母净利润 33.52 亿元，同比增长 51.4%；扣非净利润 32.3 亿元，同比增加 98.61%。Q3 单季度营收 263.59 亿元，同比增长 7.79%，归母净利润 8.26 亿元，同比增长 16.53%，扣非净利润 8.50 亿元，同比增加 13.22%。公司第三季度业绩受到黄金价格下跌的影响，

收购矿山进展顺利，未来贡献增量。下半年公司多宝山二期项目、科卢韦奇技改等项目稳步推进。预计 2019 年年初多宝山投产，下半年达产后产能 8 万吨/年。科卢韦奇二期技改项目预计明年 4 月试车，达产后新增矿产铜 5 万吨/年，氢氧化钴 2400 吨/年。紫金矿业将通过境外全资子公司金山（香港）国际矿业有限公司设立的子公司，以每股 6 加元的价格，向 Nevsun 全部已发行股份 3.03 亿股（其中本公司下属子公司管理的紫金环球基金持有 Nevsun3197191 股股份）及其他在要约结束前发行的 Nevsun 股份发出现金要约收购。本次要约收购的交易金额约合人民币 95.3 亿元。标的公司主要资产 Bisha 铜锌矿 60%权益（非洲厄立特里亚）和 Timok 铜金矿 60.4%权益（塞尔维亚，未开发，权益可能稀释至 46%）。公司通过海外收购矿山来增强自身的金铜资源储备，为公司未来完成成长为全球领先的矿企奠定了坚实的基础。未来我们认为铜产量供给有限，在全球经

济不断复苏的大背景下，以及新能源汽车对铜需求的边际增量作用，我们认为未来公司业绩有望迎来攀升。

盈利预测：根据公司未来扩产情况以及铜、金等金属未来价格的走势。我们根据 wind 的一致预测，预计 2018-2020 年实现营收 993.32/105.98/113.37 亿元，实现归母净利润 47.74/57.65/71.68 亿元。对应 EPS 分别为 0.21、0.25、0.31 元/每股。参考同行业估值水平及公司业绩增速，给予公司 2019 年底 18-20 倍估值，合理价格区间为 4.5-5.0 元。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

(1) 有色金属产品价格下跌；(2) 新能源汽车产销量不及预期；(3) 插电式混合动力汽车发展超预期；(4) 新能源汽车出现重大连续安全事故导致行业短期遇冷；(5) 动力电池技术发生重大变更；(6) 2019 年新能源汽车补贴退坡超预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438