

有色金属 2019 年中期投资策略

新兴产业高成长下的有色金属价格展望及投资机会

推荐 (维持)

□ **行业逻辑：宏观及基本面主导价格、价格主导股票。价格：**宏观主导价格的大周期波动。行业以价格为核心，供、需、存、成本和价格等五个要素相互作用。供需错配导致价格短期波动，供需矛盾激化程度越剧烈，价格波动越大。新产业突然爆发，带动需求短期增加，但供给无弹性，价格暴涨，钴锂均为此逻辑。也有可能是，供给突然收缩，需求无变化，价格暴涨，稀土为此逻辑。**影响：**短期上涨致长期价稳量增、利好远大于利空。利空：短期将大幅增加整个产业链的成本，且往往伴随对供给的担忧。利好：暴涨会导致资产回报率大幅提升，上游利润急剧增后和大量资金涌入，资本开始带动新产能大规模建设并投放，价格跌回致合理水平。而产能增加量会远大于当年甚至是未来几年的需求增加量。价稳量增可以证行业高发展的需要，利于行业的发展。**股票：**主要受量和价带来的业绩增量影响。涨价则可以提升毛利率，短期内价格急剧上涨带来业绩爆发。

□ **基于成长下的钴锂铜硅等价格展望。钴：**2019 年钴产能将增加 4.15 万吨，相当于 2018 年需求的 35.62%。但因价格急速下跌，导致大量产能持续推迟和产能关停，我们预计 2019 年新增产量或仅为 1.38 万吨。目前价格已处于历史底部附近，下跌空间有限。部分高成本产能开始停产，需求持续高增长可期，供需再平衡。钴价底部震荡有反弹，但因历史库存仍较大，价格反转仍需足够的时间。**锂：**2018 年预计全球产量为 30.19 万吨，增加 4.13 万吨。未来几年，新建产能集中释放，过剩压力料将逐步显现。目前，电池级碳酸锂价格稳定在 7 万元/吨附近，成本在 5 万附近，行业投资回报率仍然较高，新产能投放动力足，供需略过剩，价格仍有小幅下跌空间。**稀土及磁材：**最近两年，镨钕需求平稳增长，但产量持续大幅增加，缺口持续收窄。未来缅甸封关可能导致供需关系逆转。截止至最新，镨钕氧化物价格为 26 万元/吨附近，处于较低水平。缅甸封关将导致供需格局转换，价格上涨可期。**铜：**基于目前较高的保税区库存以及国内现货库存，叠加冶炼厂检修对市场影响力度不及预期，我们认为二季度铜价仍需以库存加速消耗作为支撑。对于下半年，中期铜精矿短缺、7 月 1 日废铜进口限制的供应逻辑和下半年下游消费存在有利支撑且可能有亮点的需求逻辑结合，我们对于下半年铜价相对乐观，预计下半年伦铜均价位于 6600-6800 美元/吨，沪铜均价位于 5 万-5.2 万元/吨。**镍：**动力电池保持高增长的，但供给增长仍可观，短期内镍供需缺口将继续收窄。我们预计镍价将以平稳为主，预计将维持在 1~1.3 万美元/吨。

□ **行业投资评级与投资策略：“推荐”长逻辑看成长、短逻辑看周期。钴锂：**暴涨过后，价格暴涨难现。增量逻辑将成为公司业绩增长的主逻辑。但也存在价格和股票超跌反弹的交易性投资机会。**稀土磁材：**5 月封关较确定，镨钕价格接近底部，价格底部反弹可期。镨供给影响大，涨势料将延续。**铜：**价持续温和和上涨可期。业绩弹性大的股票仍为首选。长期可关注量价齐升的成长股。

□ **风险提示：**国家产业政策及补贴政策调整。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
华友钴业	29.08	0.17	0.68	0.9	171.06	42.76	32.31	3.17	推荐
天齐锂业	29.63	0.34	0.62	0.8	87.15	47.79	37.04	3.34	推荐
江西铜业	15.33	0.78	0.85	0.97	19.65	18.04	15.8	1.07	推荐
紫金矿业	3.32	0.18	0.18	0.27	18.44	18.44	12.3	1.89	推荐

资料来源：Wind、华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号：S0360518010002

证券分析师：王保庆

电话：021-20572570

邮箱：wangbaoqing@hcyjs.com

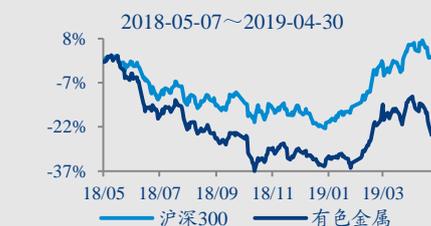
执业编号：S0360518020001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	118	3.27
总市值(亿元)	14,393.79	2.32
流通市值(亿元)	11,473.65	2.53

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-13.37	7.44	-17.95	-17.95
相对表现	-9.71	-12.49	-21.62	-21.62



相关研究报告

《有色金属行业周报(20190225-20190303)：铜价呈趋势性上涨机会，强推铜板块》

2019-03-03

《有色金属行业周报(20190304-20190308)：美非农大幅低于预期致金价暴涨，一季报及股市波动建议配置黄金》

2019-03-10

《有色金属行业周报(20190311-20190317)：稀土继续涨价，推荐加工及锂板块低估值标的》

2019-03-17

目录

一、行业逻辑：供需错配致价格波动，短期涨价利好大于利空	5
(一) 价格：宏观主导方向，供需错配致价格波动	5
1、宏观主导大周期	5
2、供需错配导致价格波动	5
3、钴锂涨价因需求，稀土涨价因供给	6
(二) 影响：短期涨价将致长期价稳量增，利好远大于利空	6
1、利空：大幅抬高成本，导致对供给担忧甚至发生替代	6
2、利好：长期价稳量增，利好远大于利空	7
(三) 行业对股市影响：商品价格主导股价	7
二、价格：基于成长下的钴锂稀土铜镍等价格展望	8
(一) 钴：供需存再平衡，底部震荡有反弹	8
1、供给：价格下跌致供给增量大幅下滑	8
2、需求：高增长仍可期	8
3、平衡：供需重回平衡，库存仍需消化	9
4、价格：底部震荡有反弹，反转仍需等待	10
(二) 锂：需求高增长仍可期，价格距成本仍有空间	10
1、供给：产量不及产能增速，但增量仍十分可观	10
2、需求：高增长可期	11
3、平衡：供需弱平衡，过剩压力逐步显现	11
4、价格：仍有小幅下跌空间	12
(三) 稀土磁材：风电需求增长可观，但缅甸是否封关将主导价格	12
1、镨钕：供给仍为核心变量，价格已触底反弹可期	12
2、镝：缅甸封关将影响 50% 以上供给，价格仍有上涨空间	13
(四) 铜：精矿短缺逻辑逐步兑现，中期价格区间或将抬升	15
1、宏观：全球 PMI 企稳回升，国内社融超预期上行	15
2、供给：精矿供应增速低位徘徊，冶炼厂新扩建致短缺加剧	15
3、需求：下半年国内电网有支撑，房地产家电汽车或有惊喜	16
4、平衡：供需紧平衡逐步向短缺过渡	16
5、价格：二季度稳健布局，下半年价格或将抬升	17
(五) 镍：电动车短期无法导致供需失衡，价格平稳为主	17
1、供给：增量仍然可观	17
2、需求：不锈钢仍主导，动力三元高增长	17

3、平衡：缺口将继续收窄	17
4、价格：价格平稳为主	18
三、行业投资评级与投资策略：“推荐”长逻辑看成长，短逻辑看周期	18
四、风险提示	18

图表目录

图表 1	铜铝铅锌价格走势	5
图表 2	有色金属定价模型	5
图表 3	碳酸锂和金属钴价格	6
图表 4	轻稀土镨钕氧化物价格	6
图表 5	钴锂镍涨价对电池的影响	6
图表 6	镨钕镝涨价对高端钕铁硼的影响	7
图表 7	山东黄金 (600547)、金价/10 和沪深 300	7
图表 8	北方稀土 (600111) 和稀土镨钕氧化物价格	8
图表 9	不同成本的钴矿产量	8
图表 10	2019 年钴矿计划增量与实际增量	8
图表 11	钴需求预测	9
图表 12	钴供需平衡	9
图表 13	MB 电钴价格	10
图表 14	锂产量供给	10
图表 15	锂需求	11
图表 16	锂供需平衡	11
图表 17	碳酸锂价格	12
图表 18	钕铁硼毛坯产量构成	12
图表 19	钕铁硼磁材应用领域	12
图表 21	镨钕氧化物价格	13
图表 22	氧化镝供需平衡表	14
图表 23	氧化镝价格	14
图表 23	全球 PMI 与铜价走势相关性较强	15
图表 24	国内铜价与社融存量增速同比	15
图表 25	预计 2019 年铜精矿产量增速大幅下滑	15
图表 26	2019 年国内冶炼厂新扩建情况	15
图表 27	2019 年国网计划投资同比增长 4.85%	16
图表 28	高新开工、施工向高竣工的逐步传导	16
图表 29	全球精炼铜供需平衡 (万吨)	16
图表 30	电解铜期货价格	17
图表 31	镍供需平衡表	17
图表 32	lme 电解镍价格	18

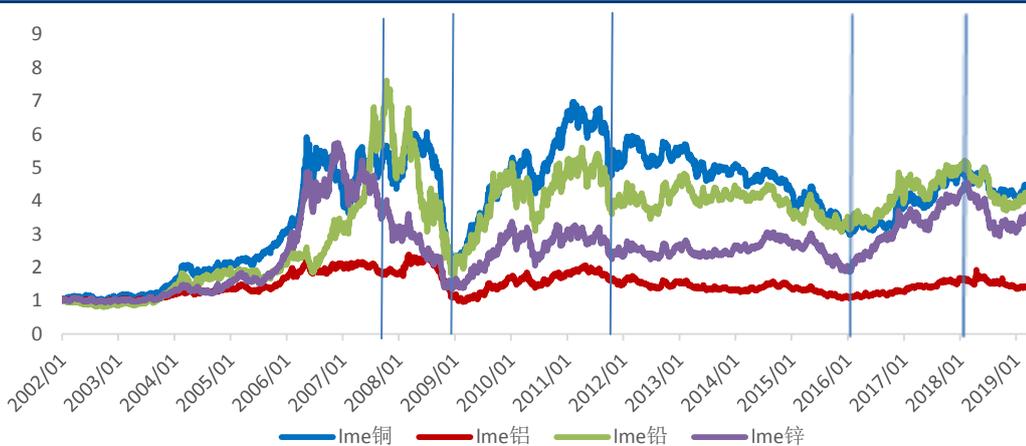
一、行业逻辑：供需错配致价格波动，短期涨价利好大于利空

（一）价格：宏观主导方向，供需错配致价格波动

1、宏观主导大周期

有色金属作为上游基础性的工业原材料，商品价格的大周期主要受宏观经济周期影响。2002 年以来 lme 铜、lme 铝、lme 铅、lme 锌的价格走势基本保持一致。lme 铝和 lme 铅与 lme 铜的相关性分别为 63.4%和 63.3%，有一定的相关性。

图表 1 铜铝铅锌价格走势



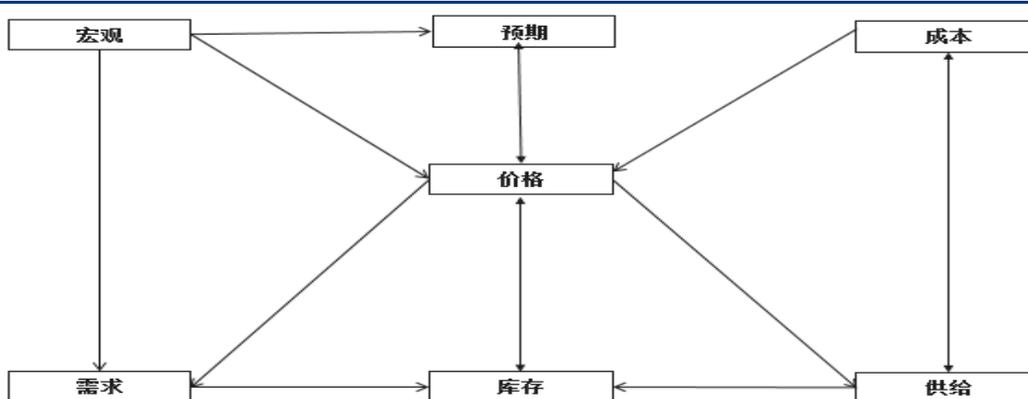
资料来源：Wind、华创证券整理

备注：所有几个均以 2002 年 1 月 2 日价格为基数 1 进行折算

2、供需错配导致价格波动

除宏观外，行业基本面对价格影响大。行业以价格为核心，供、需、存、成本和价格等五个要素相互作用。长期看，量价处于均衡的状态。价格相对于成本，提供了合理的资产回报率，供给较稳定；价格对应的需求也和供给基本匹配。但一旦发生供需错配，价格将波动。触发因素主要为供给或需求的突然性变量。小金属因市场体量小，供给和需求都相对集中，最容易发生供需错配。基本金属因体量大，供给和需求集中度都很低，相对较难。

图表 2 有色金属定价模型



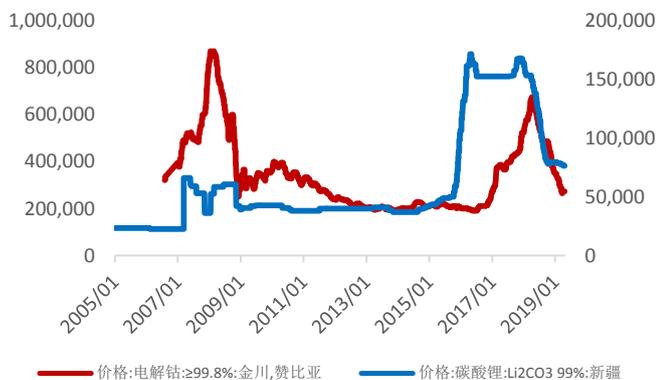
资料来源：华创证券整理

3、钴锂涨价因需求，稀土涨价因供给

1) 需求变量: 一般为某有色的下游产业爆发，带动需求快速增加，但短期供给缺乏弹性，供需平衡被打破，需要通过涨价来实现供需再平衡。以钴锂为例，2015 年锂 80% 以上的供给集中在“三湖一矿”和 80% 以上的需求集中在电池行业。因新能源汽车爆发，锂需求率先爆发。碳酸锂价格从 2015 年 10 月的 5 万元/吨上涨至 2016 年 4 月的 17.15 万元/吨，10 个月价格上涨 2.43 倍。2016 年钴 46% 的供给集中在两家企业和 50% 的需求集中在电池行业。受益于新能源汽车，钴需求紧随锂后开始增长，金属钴价格从 2016 年的 6 月的 18.95 万元/吨上涨至 2017 年 4 月的 67.4 万元/吨，13 个月价格上涨 2.56 倍。

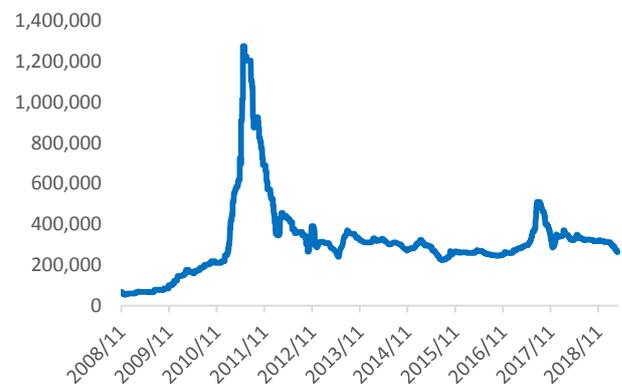
2) 供给变量: 一般为主要为受产业政策调整、矿难、地质灾害等因素影响，供给突然收缩，但需求变化不大，供需平衡也会被打破，也需要通过涨价来实现供需再平衡。以稀土为例，2011 年国家开展打击黑稀土工作，黑稀土占当时稀土总供给的近 80%，供给巨量收缩，镨钕氧化物价格从年初的 21.5 万元/吨涨至年中的 127.5 万元/吨，半年价格上涨 4.93 倍。

图表 3 碳酸锂和金属钴价格



资料来源: Wind、华创证券整理

图表 4 轻稀土镨钕氧化物价格



资料来源: Wind、华创证券整理

(二) 影响: 短期涨价将致长期价稳量增，利好远大于利空

1、利空: 大幅抬高成本，导致对供给担忧甚至发生替代

1) 以新能源汽车三元动力电池为例。基于钴、锂和镍价格同时涨到最高，按照单车带电量 40 千瓦时，全部为 NCM523 电池等假设，则单车原材料成本增加 7,680 元/辆，增加 1.61 倍。

图表 5 钴锂镍涨价对电池的影响

品种	单耗 (kg/1kwh)	价格低点 (元/kg)	价格高点 (元/kg)	电池成本增加 (元/1kwh)	成本增加 (元/辆)	成本增加幅度 (倍)
钴	0.21	190	674	102	3,459	2.56
锂	0.66	50	172	80	2,726	2.43
镍	0.52	90	110	10	354	0.22
合计				192	6,539	1.61

资料来源: 华创证券整理

2) 以钨铁硼为例。基于高端钨铁硼同时涨到历史最高，按照镨钕 28% 含量和镓 3% 含量，则一千克钨铁硼成本增加

780 元，增加 5.84 倍。稀土暴涨直接导致部分空调企业将变频空调用的钕铁硼更换成铁氧体，直到今天仍未恢复，出现了该领域稀土需求的永久性减少。

图表 6 镨钕镨涨价对高端钕铁硼的影响

品种	单耗	价格低点(元/千克)	价格高点(元/千克)	成本增加(元/千克)	成本增加幅度(倍)
镨钕	28%	279	1,600	370	4.75
镨	3%	1,850	15,500	410	7.38
合计				780	5.84

资料来源：华创证券整理

2、利好：长期价稳量增，利好远大于利空

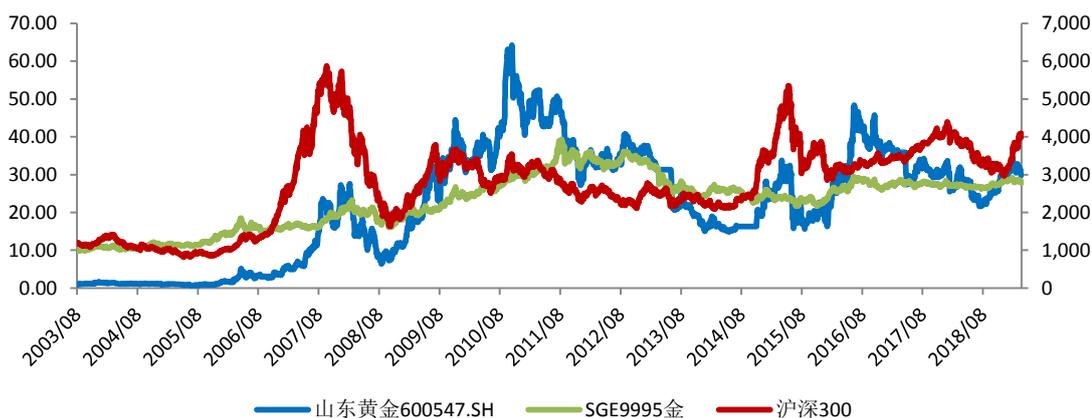
因价格暴涨，上游利润急剧增后，同时大量资金涌入。资本开支大幅增加带动新产能增加，随着新产能投放，最终供需关系再次被逆转，量价寻找新的平衡点。一般价格会跌回至较合理水平，甚至短期内出现超跌。而同时，产能增量会远大于当年甚至未来几年需求增量，充足的供给和稳定的价格将为下游行业的高发展提供有力的保障，利于行业的长期发展。

（三）行业对股市影响：商品价格主导股价

有色行业为传统行业，发展相对平稳，股票无法通过估值抬升实现持续上涨。股票主要驱动因素为公司业绩。而驱动业绩的因素主要为量和价。增量无法提升毛利率，而且短期内大幅增加的可能性很低。而涨价则可以直接提升毛利率，短期内价格急剧上涨带来业绩爆发。

1) 以黄金为例。山东黄金（600547）自 2003 年上市以来，与 SGE 金相关性 88.6%；最近 5 年相关性 69.49%；2018 年 10 月以来 89.85%。

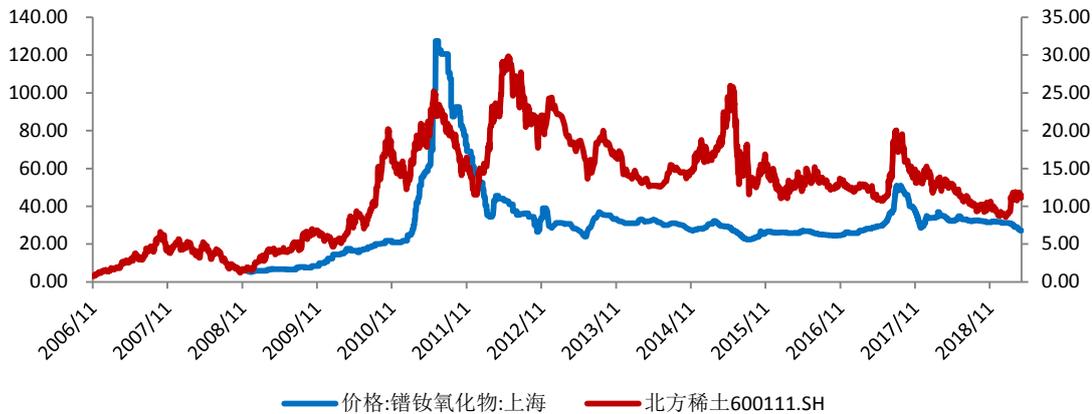
图表 7 山东黄金（600547）、金价/10 和沪深 300



资料来源：Wind、华创证券整理

2) 以稀土为例。北方稀土（600111）自 2006 年以来，与稀土价格相关性为 58.49%；最近 5 年上市以来，相关性 11%。但价格上涨周期中，与稀土价格高度相关。比如 2017 年 1 月到 8 月，相关性 88.94%。

图表 8 北方稀土（600111）和稀土镨钕氧化物价格



资料来源：Wind、华创证券整理

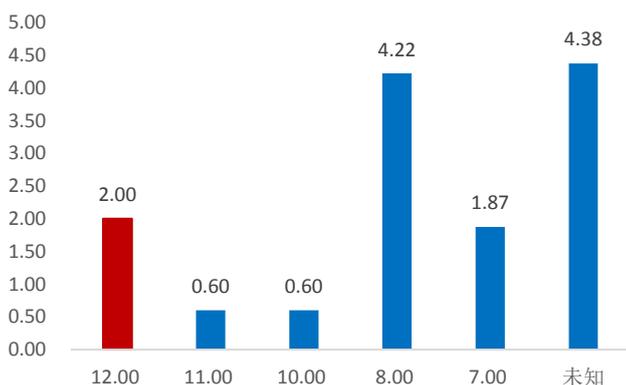
二、价格：基于成长下的钴锂稀土铜镍等价格展望

（一）钴：供需存再平衡，底部震荡有反弹

1、供给：价格下跌致供给增量大幅下滑

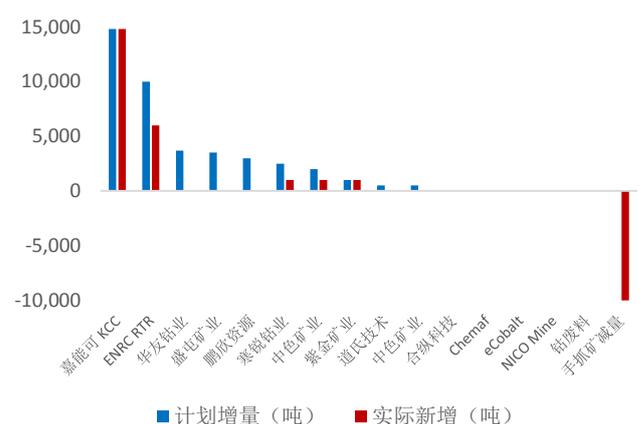
根据 2018 年计划，2019 年钴产能将增加 4.15 万吨，相当于 2018 年需求的 35.62%。但因价格急速下跌，导致大量产能持续推迟和产能关停。基于当前价格已跌破以手抓矿为原料的供给，我们预计 2019 年新增产量或仅为 1.38 万吨，其中手抓矿减产 1 万吨、RTR 增 0.6 吨、KCC 增 1.48 万吨。如果不考虑嘉能可 KCC 的增量，全年新增供给将出现负增长。

图表 9 不同成本的钴矿产量



资料来源：MB、华创证券整理

图表 10 2019 年钴矿计划增量与实际增量



资料来源：MB、华创证券整理

2、需求：高增长仍可期

基于新能源汽车产量、单车带电量持续提升、高镍趋势等诸多假设，我们保守预计未来几年钴消费仍将保持较高的增长，预计 2019E、2020E 和 2021E 全球钴消费分别为 12.9 (+1.1) 万吨、14.5 (+1.6) 万吨和 16.2 (+1.7) 万吨，增幅分别为 9%、12%和 11%。

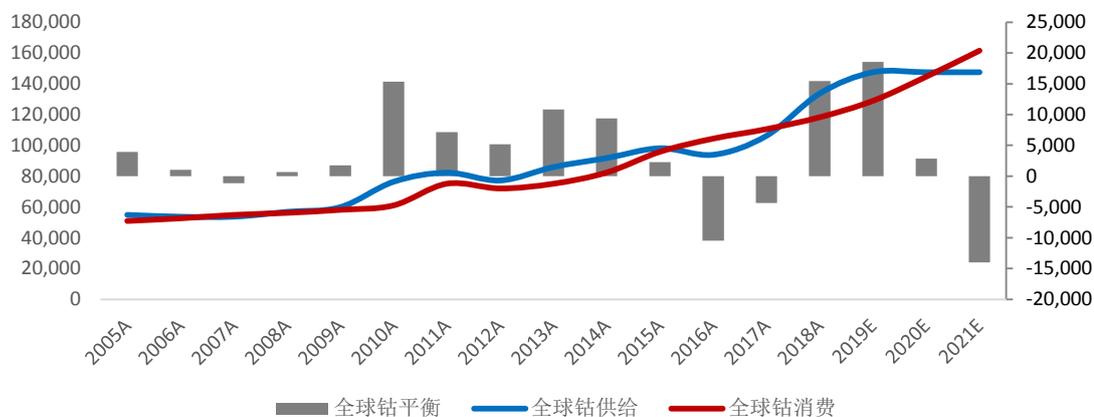
图表 11 钴需求预测

项目	2018A	2019E	2020E	2021E
中国纯电动三元乘用车 (万辆)	72.50	106.27	151.31	205.50
中国混动三元乘用车 (万辆)	8.89	7.87	17.31	19.04
中国专用车纯电动三元乘用车 (万辆)	30.70	61.40	92.10	138.15
纯电动单车电池 (kwh)	40	45	54	65
NCM333	25%	18%	12%	7%
NCM523	50%	37%	23%	13%
NCM622	20%	30%	40%	40%
NCM811	5%	15%	25%	40%
中国汽车钴需求量 (吨)	11,536	18,403	27,621	39,059
中国汽车钴需求增量 (吨)	6,156	6,867	9,217	11,439
特斯拉产量 (万辆)	24.52	43.16	75.05	95.05
特斯拉钴需求量 (吨)	1,621	2,758	4,663	5,833
特斯拉钴需求增量 (吨)	879	1,137	1,905	1,170
国外其他乘用车 (万辆)	65.78	85.78	110.78	135.78
国外其他乘用车钴需求 (吨)	4,180	5,887	8,110	10,335
国外其他乘用车钴需求增量 (吨)	1,727	1,707	2,223	2,225
全球钴消费合计 (吨)	118,270	128,953	144,633	161,501
全球钴消费增量合计 (吨)	7,733	10,683	15,680	16,868

资料来源: 汽车工业协会、华创证券整理

3、平衡: 供需重回平衡, 库存仍需消化

基于 2020 年和 2021 年供给不增加等假设。随着消费的增长, 钴将逐步回归平衡, 预计到 2019E、2020E、2021E 将分别过剩 1.86 万吨、-0.3 万吨和-1.4 万吨。

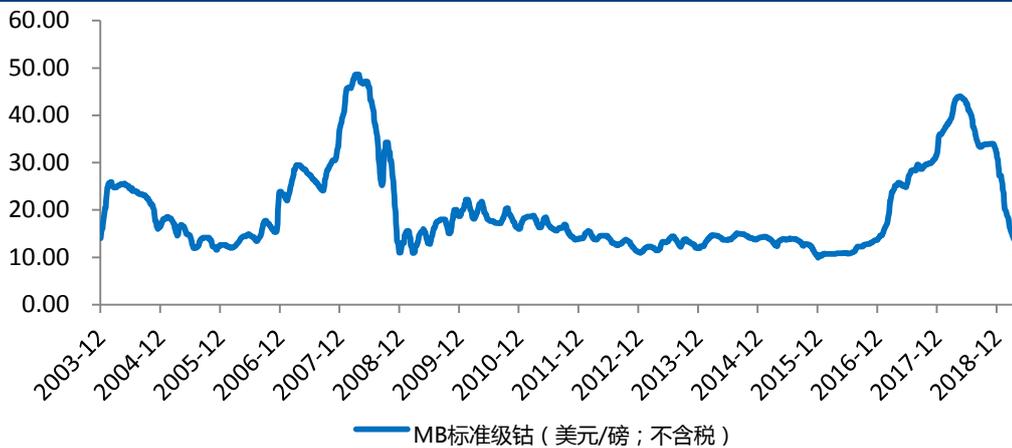
图表 12 钴供需平衡


资料来源: CDI、安泰科、华创证券整理

4、价格：底部震荡有反弹，反转仍需等待

目前，价格已处于历史底部附近，下跌空间有限。部分高成本产能开始停产，需求持续高增长可期，供需再平衡，底部震荡有反弹。但因历史库存仍较大，价格反转仍需足够的时间。

图表 13 MB 电钴价格



资料来源：MB、华创证券整理

(二) 锂：需求高增长仍可期，价格距成本仍有空间

1、供给：产量不及产能增速，但增量仍十分可观

2018 年预计全球产量为 30.19 万吨，增加 4.13 万吨。未来几年，新建产能将集中释放，主要来自：1) 国内盐湖：青海锂业，藏格控股，五矿盐湖和蓝科锂业等多个项目已陆续投产；2) 澳大利亚锂辉石：泰利森、NALBaldHill、PilBArA 等项目陆续投产或扩建，锂辉石供应宽松；3) 国外盐湖：SQM、雅宝等境外扩张计划已在建设。我们预测 2019 年、2020 年和 2021 年的锂产量分别为 36.64 (+6.45) 万吨、45.89 (+9.25) 万吨和 55.69 (+9.8) 万吨。

图表 14 锂产量供给

公司	2018A	2019E	2020E	2021E
SQM	4.50	6.00	8.00	11.00
ALB	5.75	6.45	7.75	9.75
FMC (Livent)	1.80	1.85	2.20	2.20
ORE	1.25	1.25	1.25	1.25
青海锂业	1.00	1.50	1.50	1.50
蓝科锂业	1.10	1.70	2.70	3.00
中信国安及恒信融	0.95	1.20	1.20	1.20
天齐锂业	3.45	4.15	5.65	7.15
赣锋锂业	4.14	4.74	6.84	7.84
山东瑞福	1.40	1.40	1.40	1.40
其他	4.95	6.40	7.40	9.40
合计	30.19	36.64	45.89	55.69

资料来源：上市公司公告、华创证券整理

2、需求：高增长可期

2018 年预计全球需求为 28.61 万吨，增加 3.44 万吨。基于磷酸铁锂产量基于新能源商用车年 10% 增速；三元材料产量基于新能源乘用车年 40% 增速；锰酸锂产量基于年 10% 增速；国外需求基于新能源汽车需求占一半，新能源汽车需求年增长 40% 等简单假设，预计 2019E、2020E 和 2021E 全球锂消费分别为 34.44 (+4.17) 万吨、41.75 (+7.31) 万吨和 50.96 (+9.21) 万吨，增幅分别为 20.38%、21.23% 和 22.06%。

图表 15 锂需求

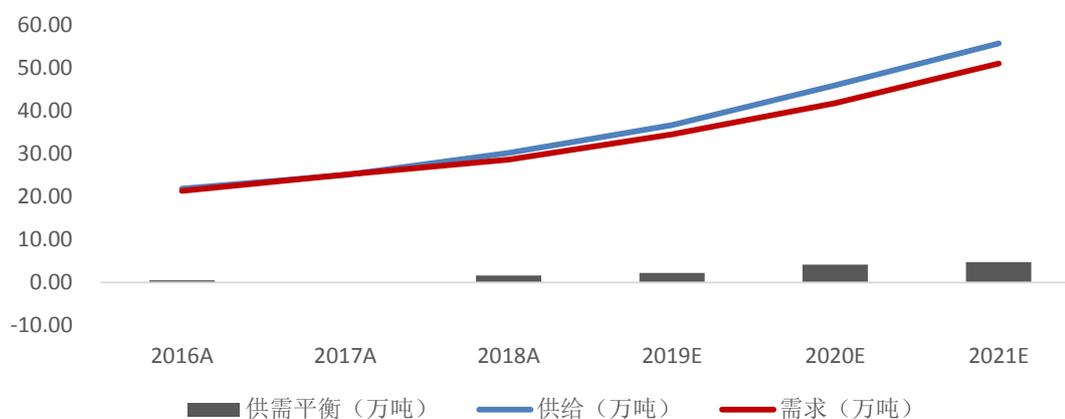
产品	2018A	2019E	2020E	2021E
国内其他领域锂用量	4.00	4.40	4.84	5.32
国内电池材料碳酸锂用量	10.38	12.97	16.41	21.04
国内磷酸铁锂	10.30	12.36	14.83	17.80
国内磷酸铁锂用锂	2.55	3.06	3.67	4.40
国内三元材料	11.49	16.09	22.53	31.54
国内三元材料用锂	4.65	6.52	9.12	12.77
国内锰酸锂	5.10	5.61	6.17	6.79
国内锰酸锂用锂	1.10	1.21	1.33	1.47
国内钴酸锂	5.50	5.78	6.06	6.37
国内钴酸锂用锂	2.08	2.18	2.29	2.40
国外需求	14.23	17.08	20.49	24.59
国外增量	2.37	2.85	3.42	4.10
合计	28.61	34.44	41.75	50.96

资料来源：华创证券整理

3、平衡：供需弱平衡，过剩压力逐步显现

2018 年碳酸锂市场基本平衡，小幅过剩 2.09 万吨。未来几年供给增速将持续大于需求增速，过剩压力逐步显现。预计 2019 年、2020 年和 2021 年碳酸锂将分别过剩 2.2 万吨、4.14 万吨和 4.73 万吨。

图表 16 锂供需平衡



资料来源：华创证券整理

4、价格：仍有小幅下跌空间

目前，电池级碳酸锂价格稳定在 7 万元/吨附近，供给仍在大量新增和释放，同时成本在 5 万附近，行业投资回报率仍然较高，价格仍有小幅下跌空间。

图表 17 碳酸锂价格



资料来源: SMM、Wind、华创证券

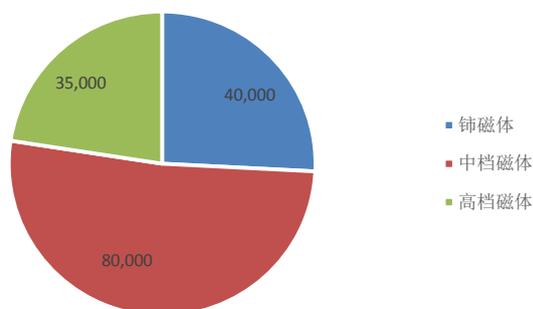
(三) 稀土磁材：风电需求增长可观，但缅甸是否封关将主导价格

1、镨钕：供给仍为核心变量，价格已触底反弹可期

1) 供给：进口大增带动高增长。2018 年，镨钕氧化物产量 4.92 万吨，同比增加 19%，连续两年保持近 20% 的增速。其中，国内合规指标生产 2.28 万吨，占 46%，同比增加 16%。主要因开采指标从 11.5 万吨增加至 12 万吨。进口矿生产 1.6 万吨，占 33%，同比增加 35%。主要因美国进口大增和缅甸矿进口增加所致。2019 年 5 月 14 日是否封关为关键性变量，2018 年缅甸进口为 0.74 万吨，占进口量的 47%，占总供给的 15% 左右。

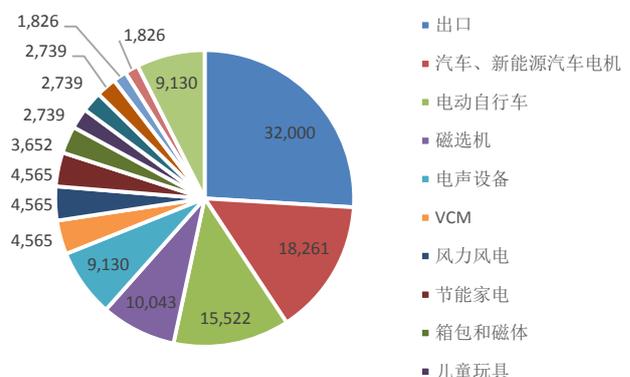
2) 需求：内需平稳增长、出口增长强劲。2018 年钕铁硼毛坯产量 15.5 万吨（折合成磁材 12.4 万吨），同比增加 5%，对应镨钕氧化物需求为 4.77 万吨。其中，钕磁体、中档磁体和高档磁体产量分别为 4 万吨、8 万吨和 3.5 万吨。磁材需求 12.33 万吨。其中，出口、汽车（含新能源汽车）、电动自行车、磁选机需求分别为 3.2 万吨、1.83 万吨、1.55 万吨和 1 万吨。2019 年，风电和电动汽车需求高增长可期，但传统汽车和电动自行车增速持续下滑，预计总需求增长仍较平稳。

图表 18 钕铁硼毛坯产量构成



资料来源: 稀土协会、华创证券

图表 19 钕铁硼磁材应用领域



资料来源: 稀土协会、华创证券

3) **平衡**: 最近两年, 需求平稳增长, 但产量持续大幅增加, 缺口持续收窄。未来, 缅甸封关可能导致供需关系逆转。

图表 错误!未指定顺序。 镨钕供需平衡表

项目	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
产量合计 (吨)	32,643	33,980	34,691	41,465	49,236
1) 国内稀土矿产品指标 (吨)	105,000	105,000	105,000	105,000	12,000
镨钕氧化物 (吨)	22,546	22,546	22,546	19,673	22,810
2) 国内钕铁硼废料 (吨)	36,250	35,000	35,250	36,750	38,750
镨钕氧化物 (吨)	9787.5	9450	9517.5	9922.5	10462.5
3) 稀土矿进口 (吨)	1,075	7,485	10,165	28,857	92,588
镨钕氧化物 (吨)	309	1,983	2,627	11,869	15,964
国内需求合计 (吨)	40,600	48,216	43,358	45,203	47,663
国内磁性材料产量 (吨)	145,000	140,000	141,000	147,000	155,000
镨钕氧化物出口 (吨)	2,056	3,723	3,313	2,958	4,752
镨钕氧化物供需平衡 (吨)	-10,014	-17,960	-11,979	-6,696	-3,179

资料来源: 工信部、海关总署、稀土协会、华创证券整理

备注: 不含黑稀土

4) **价格**: 截止至最新, 镨钕氧化物价格为 26 万元/吨附近, 处于较低水平。缅甸封关将导致供需格局转换, 价格上涨可期。

图表 20 镨钕氧化物价格



资料来源: Wind、华创证券

2、镨: 缅甸封关将影响 50%以上供给, 价格仍有上涨空间

1) **供给**: 国产下降、缅甸已成主导。2018 年, 氧化镨产量 2,010 吨, 同比增加 28%。其中, 国内合规指标产量 402 吨, 占 20%, 同比增加 20%。主要因合规指标增加所致, 近年来因环保要求持续提升, 南方稀土等企业持续停产导致产量总体下降。进口矿 1,208 吨, 占 60%, 同比增加 40%。主要因缅甸矿持续大增所致。2019 年, 5 月 14 日是否封关为关键性变量, 2018 年缅甸进口为 1,106 吨, 占进口量的 92%, 占总供给的 55%左右。

2) **需求**: 内需平稳增长、出口仍然可观。2018 年氧化镨需求 1,916 吨, 同比增长 5%。其中钕铁硼、陶瓷电容和其

他分别为 1,716 吨、100 吨和 100 吨。出口 180 吨。氧化镨主要用于高端磁材，主要用于汽车（含新能源汽车）、空调、电梯等领域，仍有较好的增长。2019 年预计仍将平稳增长。

3) 平衡: 最近两年, 氧化镨供应增加, 需求平稳增长, 供需缺口持续收窄。未来, 缅甸封关可能导致供需关系逆转。

图表 21 氧化镨供需平衡表

项目	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
产量合计 (吨)	1,296	1,514	1,613	1,576	2,010
1) 国内离子型矿产品指标 (吨)	17,900	17,900	17,900	17,900	19,150
对应氧化镨产量 (吨)	783	783	783	334	402
2) 国内钕铁硼废料 (吨)	36,250	35,000	35,250	36,750	38,750
对应氧化镨产量 (吨)	374	362	364	380	400
3) 离子型矿进口 (吨)	237	4,600	7,406	24,473	38,445
对应氧化镨产量 (吨)	139	369	466	863	1,208
国内需求合计 (吨)	1,805	1,750	1,761	1,827	1,916
国内磁性材料产量 (吨)	145,000	140,000	141,000	147,000	155,000
磁材钕铁硼氧化镨用量 (吨)	1,605	1,550	1,561	1,627	1,716
陶瓷电容器氧化镨用量 (吨)	100	100	100	100	100
其他氧化镨用量 (吨)	100	100	100	100	100
氧化镨出口 (吨)	22	84	96	188	180
氧化镨供需平衡 (吨)	-531	-320	-243	-439	-85

资料来源: 稀土协会、华创证券整理

备注: 不含黑稀土

4) 价格: 从 2018 年 11 月以来, 氧化镨从 114 万元/吨上涨至 148 万元/吨, 上涨 30%。主要因去年 11 月缅甸封关所致。

图表 22 氧化镨价格



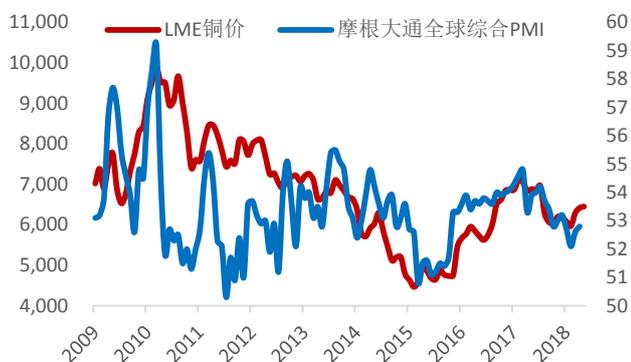
资料来源: Wind 华创证券整理

(四) 铜：精矿短缺逻辑逐步兑现，中期价格区间或将抬升

1、宏观：全球 PMI 企稳回升，国内社融超预期上行

通过对比全球综合 PMI 和铜价的走势图可以看出，铜价和全球 PMI 有着较强的正相关。2018 年以来全球主要经济体经济增速均出现不同程度的下滑，但是 2019 年一季度，全球 PMI 却有所回升，显示出全球经济动能的韧性。从四月底的数据来看，目前四大经济体中，中国和美国 PMI 依然处于荣枯线之上，而日本和欧元区经济略显疲弱。环比来看，四月份中国 and 美国的 PMI 较一季度有所走弱，因此目前全球经济步入了一个“劣中寻优”的阶段。目前美国经济依然保持稳健，5 月的议息会议也可以看出美联储对于目前美国经济较为乐观，而中国和欧元区目前还面临着经济寻底的过程，经济增速的差异反映在汇率上就是美元指数即便美联储不再继续加息也会保持相对强势。

图表 23 全球 PMI 与铜价走势相关性较强



资料来源：Wind、华创证券

图表 24 国内铜价同比与社融存量增速同比

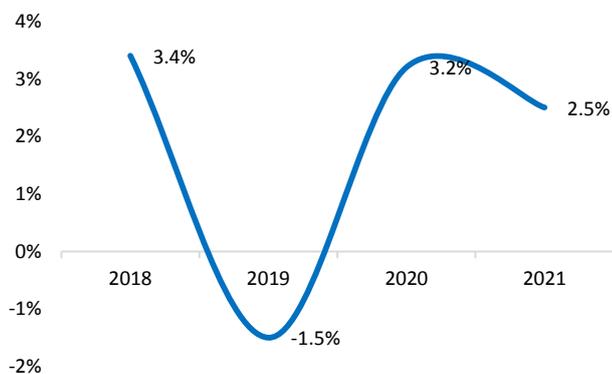


资料来源：Wind、华创证券

2、供给：精矿供应增速低位徘徊，冶炼厂新扩建致短缺加剧

与 2018 年相比，2019 年投产的大型铜矿项目依然较少，除了国外第一量子公司的 Cobre Panama 大型铜矿项目外，全球基本没有超过 18 万吨的项目投产。据我们测算，全球铜精矿产量增速将由 2018 年的 3.4% 下降为 2019 年的 -1.5%。除矿山新投产大型产能较少、精矿供应增速下滑以外，2019 年矿端干扰率有所上升，仅 1-2 月干扰率已达 1% 左右，而去年全年的干扰率为 3% 左右。预计国内今年约有 80 万吨以上的粗炼新扩建产能的投放，大规模的冶炼产能投产加剧了铜精矿的短缺。年初以来国内进口铜精矿零单 TC 持续下滑，目前已降至 65-69 美元/吨，显示出铜精矿较为紧缺，后期不排除冶炼厂因缺乏原料而导致的停产检修，届时铜精矿的短缺状况将逐渐传导至精炼铜市场。

图表 25 预计 2019 年铜精矿产量增速大幅下滑



资料来源：ICSG、Wood Mackenzie、华创证券

图表 26 2019 年国内冶炼厂新扩建情况

公司名称	新增粗炼	新增精炼	投产时间
广西南国	30	30	2019/04
赤峰云铜	25	25	2019/06
山东恒邦	-	10	2019H1
兰溪市自立环保	-	10	2019/10
新疆五鑫	10	10	2019Q4
黑龙江紫金	10	15	2019Q3
紫金铜业	8	8	2019Q4
合计 (万吨)	83	108	

资料来源：SMM、华创证券

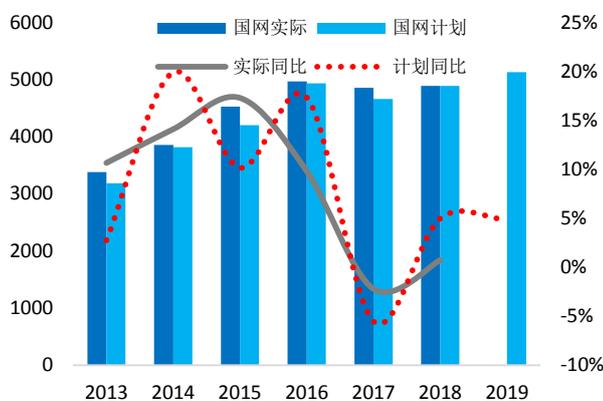
3、需求：下半年国内电网有支撑，房地产家电汽车或有惊喜

1) 电力：国家电网承诺 2019 年实现电网投资 5126 亿元，计划同比增长 4.85%。综合历年投资完成情况，2019 年年度计划完成可能性较高并可能超计划完成。因为国网投资占全国电网投资的较大比例，因此从国网的相关数据可以推测 2019 年全年国内电网基本建设投资完成额累计同比增速也将为正值，国内电网投资一般在下半年发力，因此我们预计电网投资将对下半年消费形成有力支撑。

2) 房地产：今年 1-3 月，国内房地产开发投资、新开工、施工等数据均超预期上行，随着后期逐步传递到竣工环节，将会带动 BV 线消费以及附属的部分家电和汽车销售。

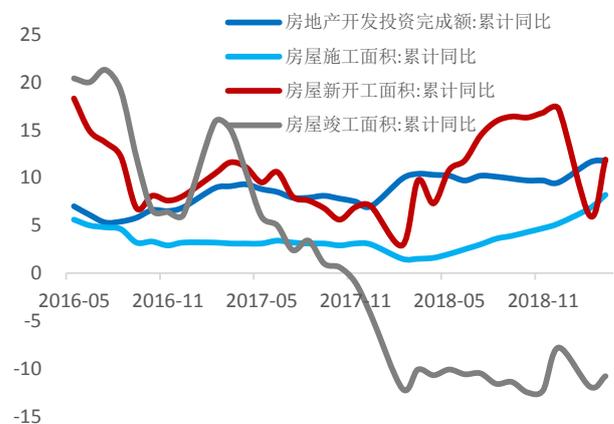
3) 汽车家电：今年汽车和家电下乡补贴政策也在逐步出台，虽然支持力度不如 2010 年的水平，但是对于稳定国内消费依然有不容小觑的作用。

图表 27 2019 年国网计划投资同比增长 4.85%



资料来源：国家电网官网、华创证券整理

图表 28 高新开工、施工向高竣工的逐步传导

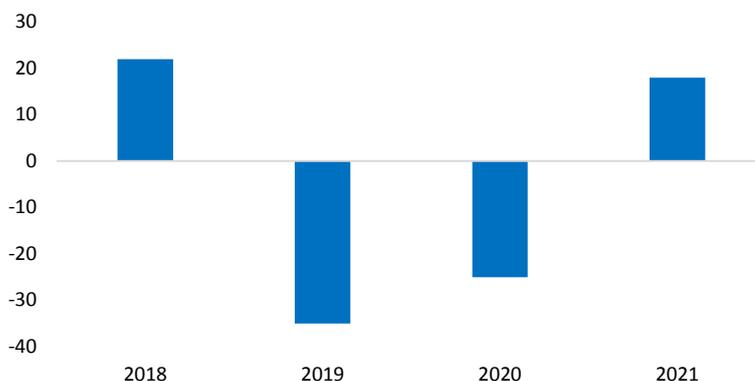


资料来源：Wind、华创证券

4、平衡：供需紧平衡逐步向短缺过渡

我们预计 2019 年全球精炼铜产量约为 2368 万吨 (+0.2%)，需求约为 2403 万吨 (+2.0%)，供应短缺约为 35 万吨。另外，国内将于今年 7 月 1 日开始执行的“废六类”限制进口政策，届时废铜进口将面临真空期，预计影响量为 20 万吨，将对下半年精炼铜需求产生提振作用。虽然国内上半年精炼铜供应仍小幅过剩，但是预计下半年下游消费将较好地完成去库存，电解铜将逐步完成从供需紧平衡到短缺的过渡。

图表 29 全球精炼铜供需平衡 (万吨)



资料来源：ICSG、Wood Mackenzie、华创证券

5、价格：二季度稳健布局，下半年价格或将抬升

基于目前较高的保税区库存以及国内现货库存，叠加冶炼厂检修对市场影响力度不及预期，我们认为二季度铜价仍需以库存加速消耗作为支撑。对于下半年，中期铜精矿短缺、7月1日废铜进口限制的供应逻辑和下半年下游消费存在有利支撑且可能有亮点的需求逻辑结合，我们对于下半年铜价相对乐观，预计下半年伦铜均价位于 6600-6800 美元/吨，沪铜均价位于 5 万-5.2 万元/吨。

图表 30 电解铜期货价格



资料来源: Wind、华创证券

(五) 镍：电动车短期无法导致供需失衡，价格平稳为主

1、供给：增量仍然可观

2018 年全球原生镍产量 224 万吨，增长 5.7%。主要产能增量来自中国以及中国企业在印尼的镍铁项目，2018 年国内镍铁产量增 2 万吨，来自鑫海；印尼中镍铁 9.6 万吨。2019 年将达到 246 万吨，增长 9.8%。其中，国内镍铁增 6 万吨，印尼镍铁增 8~10 万吨。

2、需求：不锈钢仍主导，动力三元高增长

2018 年全球镍需求为 239 万吨，其中不锈钢为 161 万吨，占 72%；动力三元 10 万吨。2019 年和 2020 年，假设动力三元镍需求增速与新能源汽车保持一致，即 33% 增速（不考虑高镍），不锈钢镍需求与不锈钢产量增速一致，即 4% 增速。则 2019 年和 2020 年镍需求分别为 253 万吨和 269 万吨。2021 年考虑高镍叠加因素，则需求将达 318 万吨。

3、平衡：缺口将继续收窄

虽然动力电池保持高增长的，但因供给增长仍可观，短期内镍供需缺口将继续收窄。

图表 31 镍供需平衡表

项目	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
供给合计	224	246	264	289	319
1) 电解镍	88	88	88	88	88
2) 镍盐	17	24	34	47	66

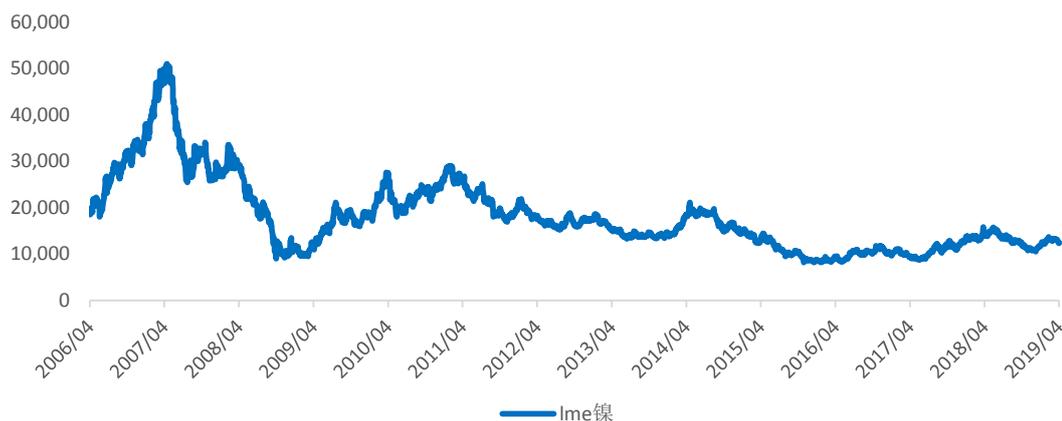
项目	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
3) 镍铁	119	134	142	153	165
需求合计	239	253	269	291	318
1) 动力三元	10	13	18	27	41
2) 不锈钢	161	167	174	181	188
3) 合金	44	48	53	59	64
4) 电镀	13	13	13	13	13
5) 其他	11	11	11	11	11
供需平衡	-15	-7	-5	-2	1

资料来源: SMM、安泰科、华创证券整理

4、价格：价格平稳为主

基于供需，我们预计镍价将以平稳为主，预计将维持在 1~1.3 万美元/吨。

图表 32 lme 电解镍价格



资料来源: Wind、华创证券整理

三、行业投资评级与投资策略：“推荐”长逻辑看成长，短逻辑看周期

钴：暴涨过后，价格暴涨难现。增量逻辑将成为公司业绩增长的主逻辑。但也存在价格超跌和股票超跌的反弹交易性投资机会。可关注华友钴业（603799）等标的。

锂：短期价格仍下行空间，成长逻辑主导个股。可关注天齐锂业（002466）等标的。

稀土磁材：5 月封关较确定，镨钕价格接近底部，价格底部反弹可期，关注北方稀土（600111）。氧化镨涨价料将延续，关注五矿稀土（000831）等标的。

铜：良好基本面叠加宏观利好支撑铜价稳步上行。A 股龙头标的 PE 估值基本在 20 倍附近，估值合理，铜价上涨料将为股价带来积极影响。。推荐纯铜行业龙头江西铜业（600362）、铜成长标的紫金矿业（601899）。

四、风险提示

国家产业政策及补贴政策调整。

有色金属组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500