

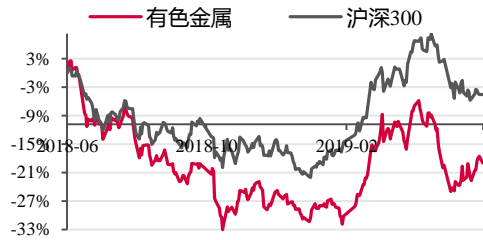
新能源中游材料崛起，美元推升金、铜机会

2019年06月03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	0.56	-3.42	-20.04
沪深300	-7.19	-3.14	-3.68

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

18373169614

相关报告

- 《有色金属：新能源汽车产业链点评(十二)：新能源公交车补贴政策发布》 2019-06-03
- 《有色金属：有色金属行业2019年4月份报告：谨慎看多铜市场，稀土价格有望上涨》 2019-05-10
- 《有色金属：有色金属行业点评(三)：铜矿和冶炼企业的比较》 2019-04-23

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
亿纬锂能	0.67	36.16	0.98	24.72	1.35	17.95	推荐
新宙邦	0.84	25.65	1.04	20.72	1.30	16.58	谨慎推荐
云南铜业	0.07	142.43	0.29	34.38	0.40	24.93	谨慎推荐
紫金矿业	0.18	18.56	0.22	15.18	0.23	14.52	谨慎推荐
山东黄金	0.40	80.73	0.70	46.13	0.85	37.99	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **基本金属价格步入下行周期，业绩出现负增长：**申万有色板块 2018 年实现总营业收入 15243.2 亿元，同比减少 8.1%，相比于 2017 年同比增长 21.2% 下滑严重；归母净利润 245.1 亿元，同比下滑 42.4%，相比 2017 年度同比增长 125% 下滑严重。2019 年一季度实现总营业收入 3577.3 亿元，同比增长 5.5%；归母净利润 88.7 亿元，同比减少 39.3%。业绩出现负增长主要是由于金属产品价格的下跌带动行业盈利出现下降。
- **新能源汽车中游崛起带来的投资机会：**正极材料行业集中度有望提升，在三-四季度出现业绩环比改善；电解液行业目前降价压力较小，行业格局较好；负极材料行业较为稳定；隔膜行业降价压力较大。下游的新能源汽车产销方面，全年有望达到 167 万辆的产量，同比增长 30.5%。
- **美元指数预期下滑带来的黄金和铜的投资机会：**看好下半年美元指数预期下滑带来的黄金和铜的投资机会，时间点上我们倾向于四季度以及 2020 年度的投资机会。对于黄金板块，我们认为美国经济增速大概率面临回落，欧洲经济增速成为重要的考虑因素。一旦欧洲经济企稳回升，将带动美元指数的下滑，从而引起黄金价格的上涨。对于铜板块，其价格受到供需关系和金融属性双重影响，下半年度供给偏紧，需要静待其金融属性的共振。
- **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。

内容目录

1 2018 年报和 2019 年一季报回顾：基本金属价格步入下行周期，业绩出现负增长	4
1.1 基本金属价格下跌，业绩同比负增长.....	4
1.2 价格与库存情况.....	6
2 新能源材料板块：中游崛起正当时	7
2.1 行业处于政策驱动转向市场驱动的关键时期.....	7
2.2 中游材料企业有望突围.....	10
3 黄金板块：强金融属性，与美元指数负相关	13
4 铜板块：供需格局+金融属性，谨慎看多	14
4.1 供需结构趋向合理.....	14
4.2 静待金融属性的共振.....	17
5 投资策略	18
5.1 行业投资策略.....	18
5.2 关注标的.....	19
6 风险提示	21

图表目录

图 1：申万有色营收与增速.....	4
图 2：申万有色归母净利润与增速.....	4
图 3：申万有色毛利率与净利率.....	5
图 4：申万有色净资产收益率.....	5
图 5：申万有色资产负债率.....	5
图 6：申万有色现金流情况.....	5
图 7：申万有色存货情况.....	6
图 8：申万有色经营活动现金流净额/归母净利润.....	6
图 9：申万有色金属指数走势（2018 年 1 月 1 日至 2019 年 5 月 28 日）.....	6
图 10：申万全行业区间涨跌幅（%，流通市值加权平均，2018 年 1 月 1 日至 2019 年 5 月 28 日）.....	6
图 11：新能源汽车销量占据总的汽车的比例.....	8
图 12：中国新能源汽车累计销量（辆）.....	8
图 13：动力电池价格变化趋势（元/wh）.....	10
图 14：一线和二线企业产能利用率对比（2018 前三季度）.....	10
图 15：部分电池企业和车企供应链情况.....	11
图 16：国内电解液市场份额（2018 年度）.....	12
图 17：电解液价格变动趋势（万元/吨）.....	12
图 18：电解液原材料价格趋势.....	12
图 19：2018 年三元材料 TOP5 出货量企业（万吨）.....	13
图 20：四大材料市场格局（TOP5 市场份额）.....	13
图 21：三元 523 材料价格趋势.....	13
图 22：三元 523 正极材料、锂和钴价格趋势对比图.....	13
图 23：欧洲和美国 PMI 数据.....	14

图 24: 黄金价格和美元指数 (1973 年 3 月=100)	14
图 25: 黄金价格和美国实际利率关系	14
图 26: 近期黄金价格 (2018 年以来)	14
图 27: TC 费用 (中国现货)	16
图 28: 全球交易所铜库存情况 (吨)	16
图 29: 长周期铜价趋势	16
图 30: 全球铜矿山产量与增速	16
图 31: 全球铜下游需求	17
图 32: 中国铜下游需求	17
图 33: 中国 PMI 数据	17
图 34: 房地产新开工与竣工面积累计同比增速 (%)	17
图 35: LME 铜价和美元指数趋势	18
表 1: LME 基本金属价格涨跌幅	7
表 2: 贵金属和部分稀有金属价格涨跌幅	7
表 3: SHFE+LME 基本金属库存变化	7
表 4: 新能源乘用车补贴退坡情况 (2019 年度)	9
表 5: 新能源汽车产量测算	9
表 6: 动力电池装机量测算	10
表 7: 三元动力电池价格下跌幅度及预测	11
表 8: 铜 TC 费用长协价	15
表 9: 国家电力投资情况	17

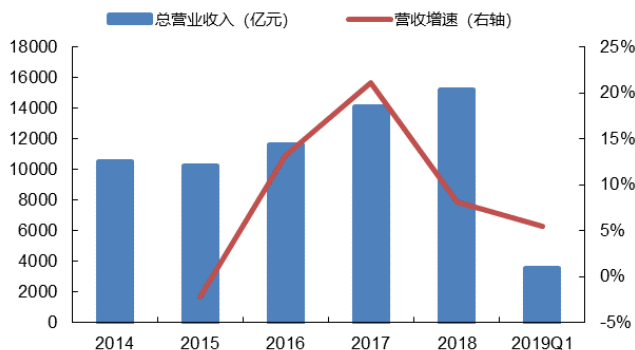
1 2018 年报和 2019 年一季报回顾：基本金属价格步入下行周期，业绩出现负增长

1.1 基本金属价格下跌，业绩同比负增长

基本金属价格下跌，业绩同比负增长。申万有色板块 118 家上市公司 2018 年实现营业收入 15243.2 亿元，同比减少 8.1%，相比于 2017 年同比增长 21.2% 下滑严重；归母净利润 245.1 亿元，同比下滑 42.4%，相比 2017 年度同比增长 125% 下滑严重。2019 年一季度实现总营业收入 3577.3 亿元，同比增长 5.5%；归母净利润 88.7 亿元，同比减少 39.3%。

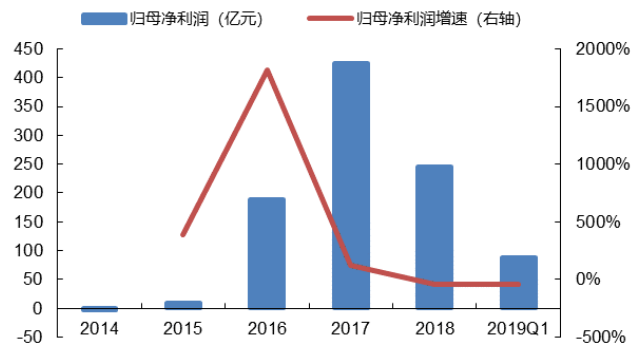
2018 年度行业盈利出现负增长，主要是金属产品价格的下跌以及计提的资产减值准备导致的，金属价格的下跌主要有全球经济增长放缓以及美元指数上行等原因。2019 年一季度在中美贸易战缓和以及国内房地产回暖的影响下，行业景气度有所反弹。但是在 2018Q1 高基数影响下，仍出现业绩负增长情况。2018 年度有色行业计提商誉减值准备约 36.0 亿元，同比增长 34.2 亿元。同时在金属价格下跌影响下，计提存货跌价准备 71.8 亿元，同比增长 51.5 亿元。计提的商誉减值准备与存货跌价准备合计 107.8 亿元，占据总的归母净利润比例为 44%。

图 1：申万有色营收与增速



资料来源：wind，财富证券

图 2：申万有色归母净利润与增速

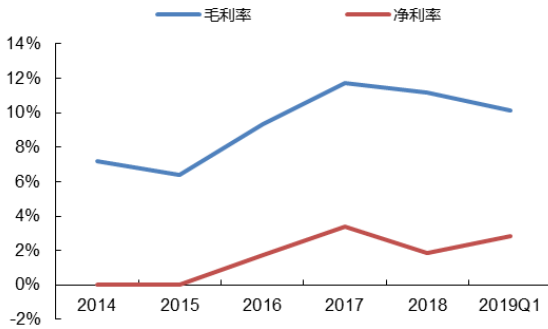


资料来源：wind，财富证券

有色金属价格的下跌带动盈利能力的下滑，2018 年度行业毛利率 11.2%，相比 2017 年下滑 0.5 个百分点，2019 年一季度继续回落至 10.1%，同比下滑 2.3pct。2018 年度净资产收益率为 3.7%，同比下滑 3.2 pct，2019 年一季度为 1.3%，同比下滑 1pct。资本结构方面，资产负债率从 2014 年的 58.83% 下降到 2019 年一季度的 56.0%。现金流方面，经营性活动净流量/营业收入比例为 7.1%，相比 2017 年度的 4.5% 提升了 2.6 pct，2019 年一季度为 2.9%。现金流质量良好，2018 年度经营活动现金净流量/归母净利润为 4.43，同比提升 2.93，现金流质量得到改善。存货方面，存货/总资产的数值从 2015 年的 13.5% 上升到 2017 年度的 15.3%，随后下降到 2019 年一季度的 14.8%。2015 年之前属于行业不

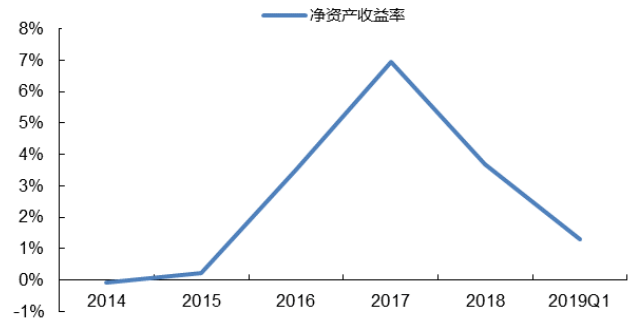
景气下的被动去库存，2015-2017 年之后属于行业高景气之下的主动补库存，2018 年以来属于低景气下的被动加库存。

图 3：申万有色毛利率与净利率



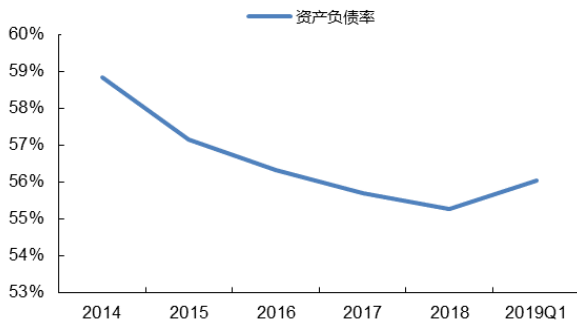
资料来源：wind，财富证券

图 4：申万有色净资产收益率



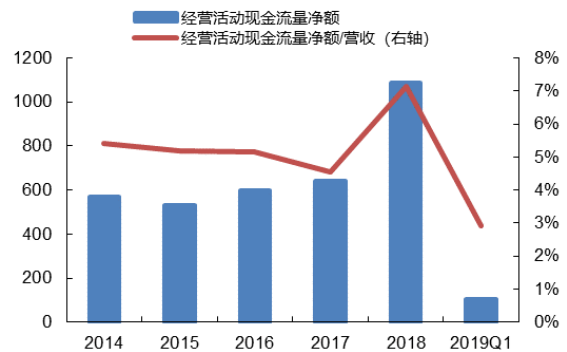
资料来源：wind，财富证券

图 5：申万有色资产负债率



资料来源：wind，财富证券

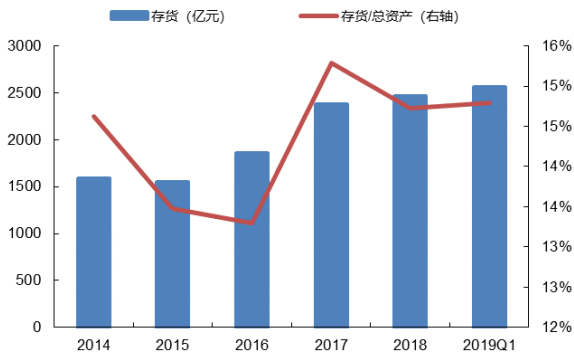
图 6：申万有色现金流情况



资料来源：wind，财富证券

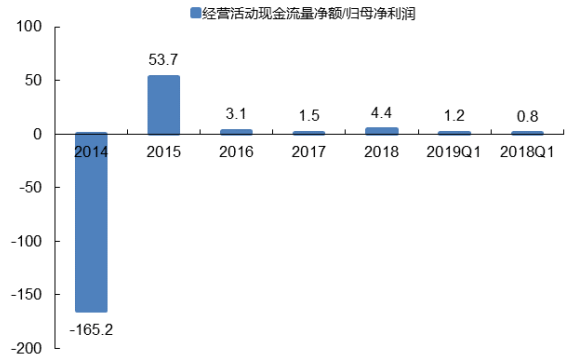
申万有色指数跑输大盘。资本市场方面，2018 年以来随着行业的业绩出现负增长，同时叠加 2018 年度中美贸易战带来的风险偏好下降，申万有色指数一路下跌。从 2018 年 1 月 1 日至 2019 年 5 月 28 日，申万有色金属指数累计下跌 33.11%，跑输上证综指 20.02 个百分点，跑输沪深 300 指数 22.95 个百分点。2018 年以来，有色金属行业流通市值加权平均涨幅为-31.04%，位于申万 28 个一级子行业涨幅的第 27 位。估值方面，全 A、申万有色、沪深 300 板块市净率分别(剔除负值，中值法)位于 2010 年以来的历史后 10.16%、5.96%和 16.60%位置，有色金属板块估值相对便宜。

图 7: 申万有色存货情况



资料来源: wind, 财富证券

图 8: 申万有色经营活动现金流净额/归母净利润



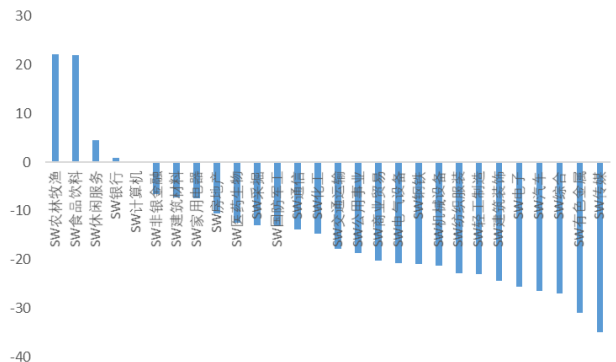
资料来源: wind, 财富证券

图 9: 申万有色金属指数走势 (2018 年 1 月 1 日至 2019 年 5 月 28 日)



资料来源: wind, 财富证券

图 10: 申万全行业区间涨跌幅 (%，流通市值加权平均，2018 年 1 月 1 日至 2019 年 5 月 28 日)



资料来源: wind, 财富证券

1.2 价格与库存情况

2018 年以来基本金属板块价格普跌，进入 2019 年后价格涨跌不一。LME 基本金属铜、铝、锌、铅、锡、镍从 2018 年以来分别下跌 17%、20%、24%、28%、3%、2%。贵金属受到 2018 年 4 月份开始一路上行的美元指数压制，一直处于下跌中。截止 2019 年 5 月 28 日，COMEX 黄金和白银（期货连续价）的价格自 2018 年以来分别下跌 2.04% 和 15.46%。稀有金属中的电池级碳酸锂和长江有色市场 1#钴价格自 2018 年以来分别下跌 51.52% 和 35.71%。库存方面，铜、铝、铅、镍从 2018 年以来下跌 -30%、-7%、-43%、-58%，锌和锡分别上涨 155% 和 31%。

表 1: LME 基本金属价格涨跌幅

LME	单位	2019 年价格(截止 5 月 27 日)	2019 年以来涨跌幅	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	5963	-5%	-17%	9%	29%
铝	美元/吨	1802	-12%	-20%	7%	23%
锌	美元/吨	2555	-2%	-24%	0%	63%
铅	美元/吨	1830	-10%	-28%	-9%	5%
锡	美元/吨	19290	2%	-3%	-8%	34%
镍	美元/吨	12380	-1%	-2%	24%	46%

资料来源: wind, 财富证券

表 2: 贵金属和部分稀有金属价格涨跌幅

	2019 年价格(截止 5 月 27 日)	2019 年以来涨跌幅	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)	1289.2	0.40%	-2.04%	10.95%	19.90%
COMEX 白银(美元/盎司)	14.55	-7.03%	-15.46%	-11.33%	5.13%
电池级碳酸锂(万元/吨)	7.75	-2.52%	-52.74%		
长江有色钴(万元/吨)	25.6	-26.86%	-54.29%	-6.06%	23.08%

资料来源: wind, 财富证券

表 3: SHFE+LME 基本金属库存变化

LME+SHFE	单位	2019 年库存(截止 5 月 28 日)	2019 年以来涨跌幅	2018 年以来涨跌幅	2017 年以来涨跌幅
铜	吨	386727	14%	-30%	-31%
铝	吨	1740002	-10%	-7%	-25%
锌	吨	658245	319%	155%	12%
铅	吨	104161	-16%	-43%	-53%
锡	吨	9924	-7%	31%	54%
镍	吨	174662	-21%	-58%	-62%

资料来源: wind, 财富证券

备注: 铜的库存为 SHFE+LME+COMEX

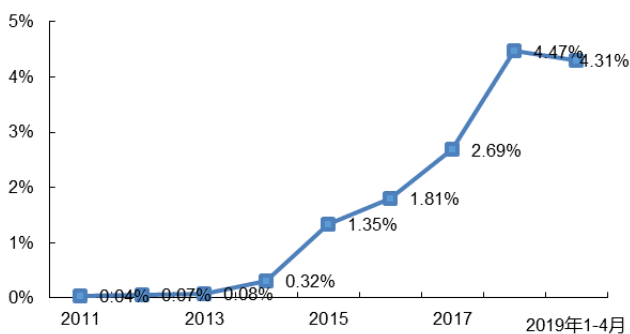
2 新能源材料板块: 中游崛起正当时

2.1 行业处于政策驱动转向市场驱动的关键时期

2019 年度补贴退坡，行业逐渐走向理性。新能源汽车补贴政策一直是行业发展的催化剂和指挥棒。2019 年度新能源汽车补贴政策在 3 月份发布，主要有以下几个要点，(1) 设置过渡期（2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日）；(2) 取消地方补贴，未来补贴转化为相关基础设施与运营服务补贴；(3) 完善清算制度，推行补贴预付款制度；(4) 燃料汽车和新能源公交车政策单独另立。2019 年 5 月 8 日，财政部发布《关于支持新能源公交车推广应用的通知》，明确中央财政支持新能源公交车推广使用政策的有关事项，要点如下：(1) 过渡期为 2019 年 5 月 8 日至 8 月 7 日，过渡期后整体国家补贴退坡幅度在 55%-60% 左右。(2) 新能源公交车可以享受地补，具体金额待定。(3) 2019 年开始，新能源公交车辆完成销售上牌后提前预拨部分资金，满足里程要求后可按程序申请清算，补贴资金的周转加快。(4) 从 2020 年开始，采取“以奖代补”方式重点支持新能源公交车运营，同时加快新能源公交车充电基础设施建设。我们认为 2019 年度退坡的补贴金额需要整个产业链进行消化，主要从以下几个方面，一是行业整体毛利率仍将下滑，二是上游原材料 2018 年度以来的价格下跌可以让出部分利润空间；三是终端部分车型或将小幅提价应对补贴退坡影响。

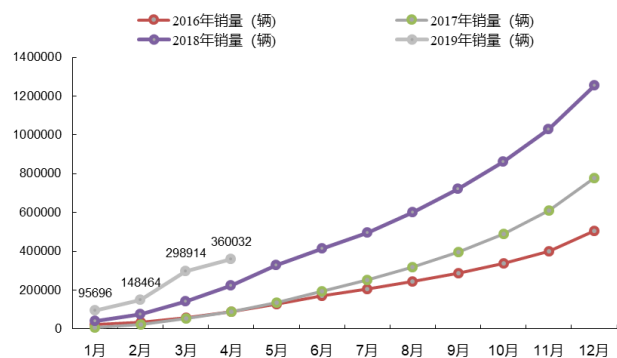
新能源汽车是我国从汽车大国走向汽车强国的关键。新能源汽车行业经过 2009 年度以来近 10 年的发展已经形成了一定的规模，销量从 2011 年 8159 辆增长到 2018 年度的 125.6 万辆，8 年时间增长了 153 倍。新能源汽车渗透率从 2011 年度的 0.04% 增长到 2018 年度的 4.47%，8 年时间提升了 111 倍，新能源汽车已经成为汽车行业不可或缺的一部分。相比于新能源汽车行业的高增速，传统汽车行业陷入困顿。2018 年度汽车销量 2808 万辆，同比下滑 2.76%，是汽车行业 2000 年以来首次负增长。2019 年 1-4 月累计销量 835 万辆，同比下滑 12.12%。我们预计 2019 年下半年汽车行业销售回暖，全年增速保持在 -5% 至 0% 区间。

图 11：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 12：中国新能源汽车累计销量（辆）



资料来源：wind，财富证券

表 4：新能源乘用车补贴退坡情况（2019 年度）

续航里程 km	纯电动乘用车					插混
	150-200	200-250	250-300	300-400	≥400	>50
2018 年	1.5	2.4	3.4	4.5	5	2.2
过渡期不符合 2019 年度标准	0.15	0.24	0.34	0.45	0.5	0.22
过渡期符合 2019 年标准			2.04	2.7	3	1.32
2019 年			1.8	1.8	2.5	1
	退坡幅度					
过渡期不符合 2019 年度标准	90%	90%	90%	90%	90%	90%
过渡期符合 2019 年标准	100%	100%	40%	40%	40%	40%
2019 年	100%	100%	47%	60%	50%	55%

资料来源：《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2019〕138 号），财富证券

备注：最右侧一列为插混数据

新能源商用车市场预计相对平稳，乘用车继续肩负增长主力。商用车 2017、2018、2019Q1 销量增速分别是 15.8%、1.9%、73.7%，乘用车分别是 72.3%、81.9%、113.1%。新能源商用车市场增长空间相对有限，根据我们的测算，预计 2020 年度新能源商用车产量 26.0 万辆，2025 年产量为 40.9 万辆，2018-2020 年度年均增速 11%，2020-2025 年度年均增速为 9.5%。乘用车未来将继续担任增长主力的角色，二三线城市的消费需求将被逐渐挖掘。

新能源汽车行业 2025 年度将形成万亿级的市场规模。2017 年度，工业和信息化部、国家发展改革委和科技部印发《汽车产业中长期发展规划》，预计 2020 年汽车产销将达到 3000 万辆左右，其中新能源汽车产销 200 万辆。2025 年产销将达到 3500 万辆左右，新能源汽车占比 20%，达到 700 万辆。按照我们的测算，2020 年度新能源汽车产量 201.5 万辆，2018-2020 年度年均复合增长率为 25%。2025 年度新能源汽车产量 696.5 万辆，2020-2025 年度年均复合增长率为 28%。产值方面，按照 2025 年单车均价 15 万元测算，市场空间为 1.04 万亿元。

表 5：新能源汽车产量测算

车型分类	2018	2019E	2020E	2025E	2018-2020 年 CAGR	2020-2025 年 CAGR	
EV 产量 (辆)	乘用车	791907	1053236	1263884	4514978	26%	29%
	客车	112498	112498	113623	119419	0%	1%
	专用车	91745	117434	140920	283441	24%	15%
PHEV 产量 (辆)	乘用车	277656	383165	490452	2041053	33%	33%
	客车	5675	5732	5789	6084	1%	1%
新能源汽车产量合计 (辆)	1279481	1672065	2014667	6964975	25%	28%	

资料来源：wind, GGII, 乘联会, 财富证券

2.2 中游材料企业有望突围

(一) 电芯—关注第三级的突围

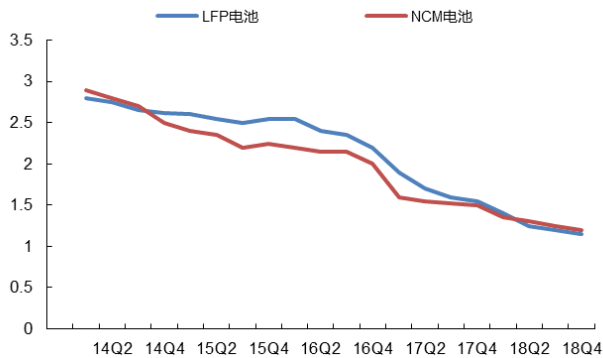
动力电池产能短期过剩，长期紧缺。根据 GGII 数据，2018 年中国动力电池出货量为 65GWh，同比增长 46%；装机量 57Gwh，同比增长 57%。由于 2015 年度以来各方资本的大力投入，目前动力电池行业名义产能 200Gwh (GGII 口径)，是 2018 年度装机量的 3.5 倍数，产能短期过剩。根据我们的测算，2020 年度动力电池装机量需求为 101.65Gwh，2025 年度动力电池装机量 315.05Gwh。产能方面，按照 75% 的产能利用率，2020 年度产能需求为 135.54Gwh，2025 年度产能需求为 420.07Gwh。目前 200Gwh 动力电池产能相当于 2020 年需求的 1.48 倍，相当于 2025 年需求的 0.48 倍，长期来看动力电池产能仍然紧缺。

表 6: 动力电池装机量测算

项目	车型分类	2018	2019E	2020E	2025E
EV 平均单车电 池容量/kwh	乘用车	38.06	45.67	50.24	52.75
	客车	155.74	171.31	174.74	178.23
	专用车	72.37	73.82	75.30	75.30
PHEV 平均单车 电池容量/kwh	乘用车	12.50	13.75	15.12	16.63
	客车	45.81	46.73	47.67	50.05
动力电池需求 /Gwh	乘用车电池需求/Gwh	33.61	53.37	70.91	272.12
	客车电池需求/Gwh	17.78	19.54	20.13	21.59
	专用车电池需求/Gwh	6.64	8.67	10.61	21.34
电池需求合计/Gwh		58.03	81.58	101.65	315.05
动力电池产能/Gwh		77.37	108.77	135.54	420.07

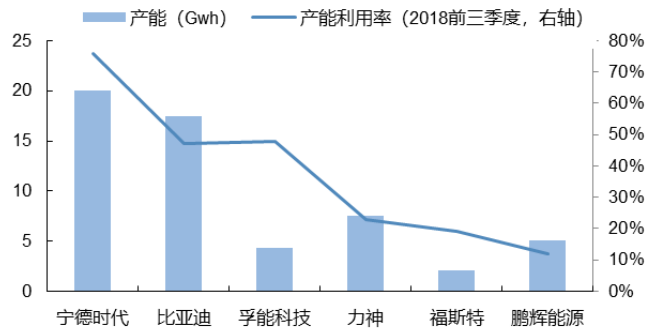
资料来源: wind, 乘联会, 财富证券

图 13: 动力电池价格变化趋势 (元/wh)



资料来源: GGII, 财富证券

图 14: 一线和二线企业产能利用率对比 (2018 前三季度)



资料来源: GGII, 财富证券

表 7: 三元动力电池价格下跌幅度及预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
平均价格 (元/wh)	2.73	2.30	2.13	1.54	1.15	0.9	0.72
下跌幅度		16%	7%	33%	25%	22%	20%

资料来源: GGII, 财富证券

关注行业第三级的突围。目前动力电池短期行业集中度较高, TOP2 为宁德时代和比亚迪, 累计市场占有率超过 60%, 2019 年一季度两者市占率略有提升, 行业其余竞争者的市场占有率均位于 6% 以下, 需要关注行业第三级的突围。对于目前二线动力电池厂商来说, 企业发展的重要因素不仅仅是产能情况, 能够利用优质客户背书的企业未来销量更有保障。同时目前仍处于补贴过渡期, 整个行业的毛利率承压, 出现增收不增利现象, 需要关注业务分散的企业, 可以在补贴退坡中保持良好的竞争力和存活率。

图 15: 部分电池企业和车企供应链情况

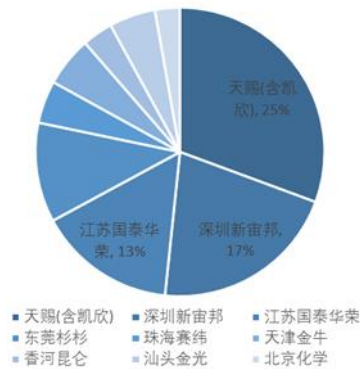


资料来源: GGII, 财富证券

(二) 电解液—2019 年下半年降价压力小

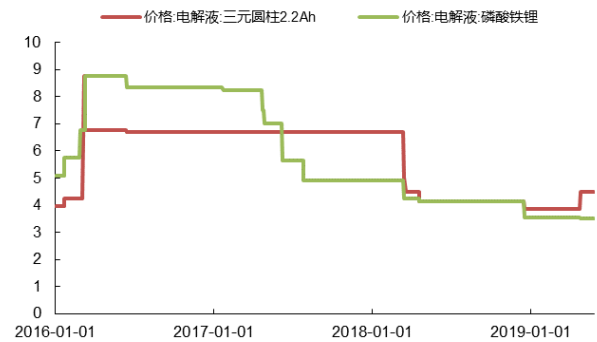
2018 年度电解液价格下跌严重, 2019 年度降价压力小。2018 年度在主要原材料六氟磷酸锂的降价下, 电解液价格降幅明显。同时行业竞争激烈, 大多数企业的业绩较差。目前随着电解液主要原材料碳酸锂、六氟磷酸锂等价格陆续企稳, 电解液价格在成本支撑下较为平稳, 2019 年下半年降价压力较小。考虑到补贴退坡下整个产业链需要共同承担利润压力, 电解液未来价格或将稳中有降, 行业毛利率仍有小幅下降空间。

图 16: 国内电解液市场份额 (2018 年度)



资料来源: GGII, 财富证券

图 17: 电解液价格变动趋势 (万元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

图 18: 电解液原材料价格趋势



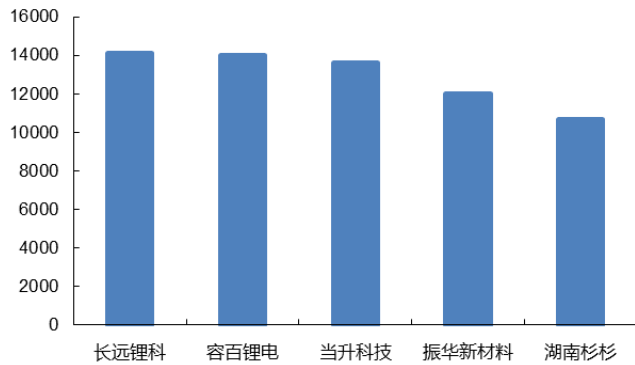
资料来源: GGII, 财富证券

(三) 正极材料行业—迎来格局重构

正极材料行业有望迎来重构。从 2018 年度电池中游四大材料行业 TOP5 市场份额来看,磷酸铁锂材料为 52%,三元 NCM 材料为 49%,干法和湿法隔膜分别为 73%和 64%,电解液为 69%,人造石墨和天然石墨负极材料分别为 76%和 86%。总的来看,正极材料有 TOP5 市场份额提升的潜力,但是三元 NCM 材料从 2016 年度到 2018 年度 TOP5 市场份额从 47%到 49%,基本没有提升。我们认为主要是由于正极材料在动力电池中占据的成本最大,技术迭代最快,从而吸引了大量的资本,竞争激烈。随着 NCM622 时代的到来,正极材料行业技术壁垒得到提高,龙头企业开启了大幅扩产的计划,产能逐渐在 2019-2020 年投产,有利于企业抢占市场份额。但是考虑到各个大型电池企业有自建正极材料企业的趋势,宁德时代在 4 月份公告拟投资建设 10 万吨三元正极材料。综合考虑,未来正极材料行业集中度提升速度缓慢,目前仍处于行业混战中。

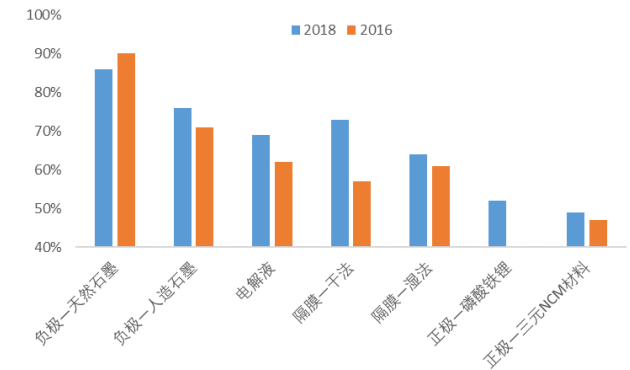
预计行业盈利在三-四季度环比改善。正极材料成本依赖于上游原材料，碳酸锂价格从2018年初开始下跌，金属钴价格从2018年4月份开始下滑，从而带动正极材料价格的下跌。鉴于碳酸锂在下半年仍有下降空间，钴价格在2019年一季度价格企稳，下半年度正极材料价格将继续下滑。目前行业毛利率在下行中，预计三、四季度业绩出现环比改善，行业机会预计在2019年底以及2020年。

图 19: 2018 年三元材料 TOP5 出货量企业 (万吨)



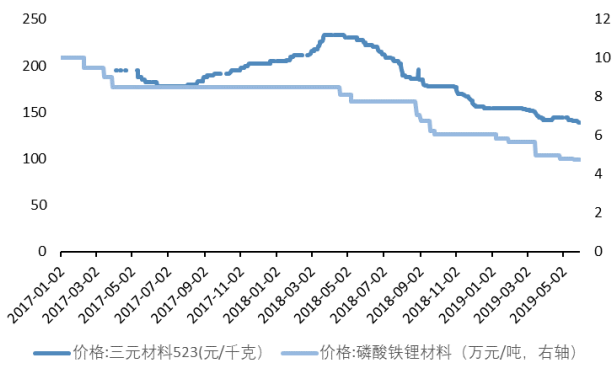
资料来源: GGII, 财富证券

图 20: 四大材料市场格局 (TOP5 市场份额)



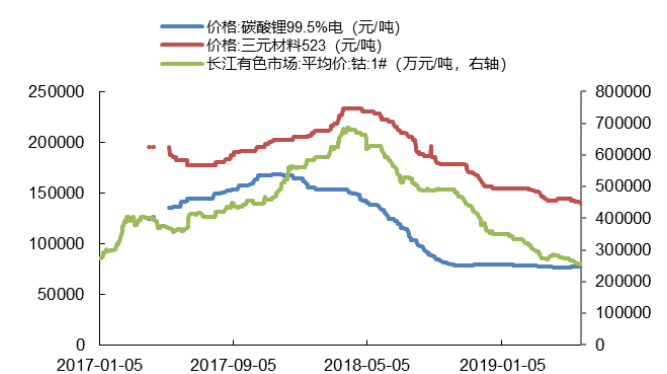
资料来源: GGII, 财富证券

图 21: 三元 523 材料价格趋势



资料来源: wind, 财富证券

图 22: 三元 523 正极材料、锂和钴价格趋势对比图



资料来源: wind, 财富证券

3 黄金板块: 强金融属性, 与美元指数负相关

2018 年度黄金市场呈现先抑后扬的走势。2018 年国际黄金价格整体表现为先抑后扬, 在 2018 年二季度中美贸易摩擦以及美元指数的上行影响下, 黄金价格出现下滑。2018 年三季度, 中美贸易摩擦出现缓和迹象, 市场担忧美国经济未来可能陷入衰退, 加上美联储释放的未来加息放缓预期, 黄金价格出现上涨。全年 COMEX 黄金平均价格为 1272 美元/盎司, 同比上涨 0.9%。

黄金和美元指数走势相对负相关。黄金具有强烈的金融属性, 其价格和美元指数呈

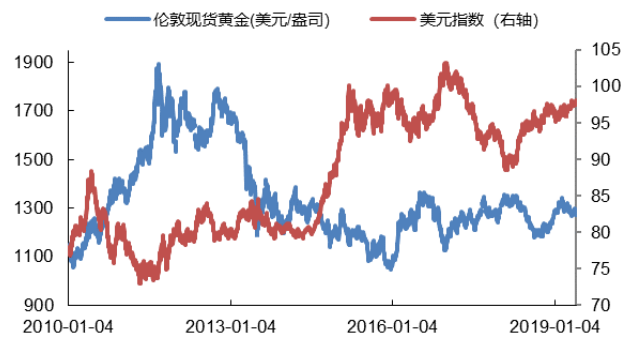
现明显负相关关系。美联储表示不会在 2019 年加息，预计 2020 年将加息一次。目前美国一季度 GDP 增速 3.2%，高于市场预期的 2.3%，美国经济仍然处于较好状态，我们认为美国通过相关的政策刺激延缓了经济衰退趋势，在不降息的情况下，未来经济增速下滑是大概率事件。目前欧元区制造业 4 月份的 PMI 是 47.9（连续三个月处于 50 以下，相比 3 月份的 47.5 出现回升），美国 PMI 是 52.8（相比 3 月份的 55.3 大幅回落）。我们认为 2019 年下半年美国经济增速大概率下滑，欧洲经济增速成为重要考虑因素。一旦欧洲经济企稳回升，将带动美元指数的下行，从而带动黄金价格的上涨。另一个影响黄金价格的因素是美国实际利率，在未来不加息甚至有降息预期下，美国实际利率将走低，将有望带动黄金价格的上涨。

图 23：欧洲和美国 PMI 数据



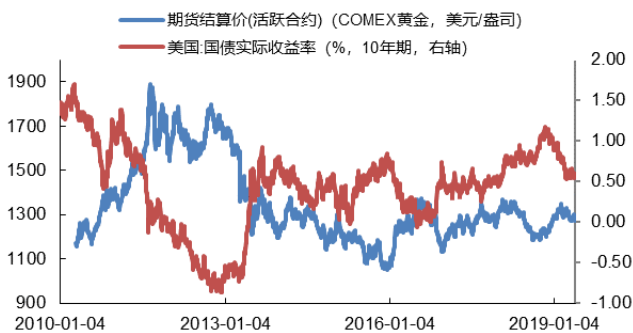
资料来源：wind，财富证券

图 24：黄金价格和美元指数（1973 年 3 月=100）



资料来源：wind，财富证券

图 25：黄金价格和美国实际利率关系



资料来源：wind，财富证券

图 26：近期黄金价格（2018 年以来）



资料来源：wind，财富证券

4 铜板块：供需格局+金融属性，谨慎看多

4.1 供需结构趋向合理

2018 年度的铜市场整体呈现前高后低的趋势。LME 铜现货结算价从 2018 年初的 7181 美元/吨震荡走高至 6 月初的 7262 美元/吨，之后由于中美贸易战带来的全球金融市场动荡，铜的价格一路下跌到 8 月底的 6019 美元/吨，2 个月下跌幅度为 17%，随后铜价震荡至年底的 5965 美元/吨。全年 LME 铜均价为 6523 美元/吨，同比 2017 年度的 6166 美元/吨上升 5.5%。截止 2019 年 5 月 27 日，LME 铜现货结算价为 5919 美元/吨。

铜作为大宗商品，其价格受到供需关系和金融属性双重影响。在供需结构方面，需要紧抓 TC 费用的变化。(1) 企业的长协价方面，江西铜业和智利企业 Antofagasta 签订的 2019 年铜精矿长单 TC 价格是 80.8 美元/吨，相比于 2018 年度的 82.25 美元/吨有所下滑，反映出铜精矿的供给呈现偏紧状态。中国区现货 TC 费方面，2018 年度全年 TC 费用呈现上扬趋势，从年初的 80.50 美元/吨上涨到 93.50 美元/吨。2019 年度开始一路下跌趋势，截止 5 月份为 67.50 美元/吨。TC 费用的变化反映了铜精矿的供求关系，当铜精矿供给偏紧时，铜矿企业对冶炼企业保持强势地位，TC 费用出现下调。目前 TC 费用的下跌反应了铜精矿供应趋紧的态势，利好铜价的上涨。(2) 全球库存方面，全球三大交易所的铜库存经历了 2018 年下半年的下跌与 2019 年初的上升，截止 2019 年 5 月 27 日的库存为 31 万吨。根据世界金属统计局 (WBMS) 数据，2018 年度全球精炼铜产量为 2366 万吨，铜消费量为 2317 万吨。目前的库存水平约为产量的 1.3%，相比于 2018 年高峰时期的 76 万吨 (占据产量的 3.2%) 下降明显。全球铜库存处于相对低位，铜价受库存的影响下降，对于供需的边际变化的敏感性增强。(3) 从铜矿的资本开支进程看，2010-2011 年铜价格冲破 7000 美元/吨的高位，最终在 2011 年到达 10145 美元/吨，铜矿企业资本开支加大，相关产能大多在 2013-2016 年投放，从 2017 年度开始铜矿的供应速度下滑，2017 年度全球矿山产铜 20096 千吨，同比下滑 1.4%，2018 年度全球矿山产铜 20602 千吨，同比增长 2.5%。从铜矿的资本开支周期来看，短期内铜矿的供给较少，奠定了全球铜供需偏紧的格局。

表 8: 铜 TC 费用长协价

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
TC 长协价(美元/吨)	92.0	107.0	97.4	92.5	82.3	80.8
参与的国外矿企	—	自由港迈克墨伦公司	智利 Antofagasta 公司	自由港迈克墨伦公司	自由港迈克墨伦公司	智利 Antofagasta 公司
中国区现货 TC 均价(美元/吨)	120.0	114.6	103.4	82.7	84.0	71.6

资料来源: SMM, 财富证券

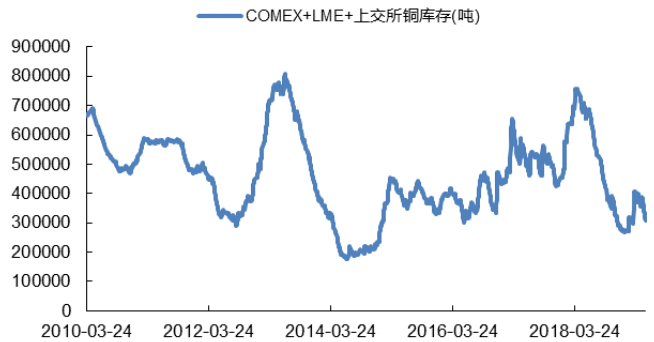
备注: 2019 年度中国区现货 TC 均价为截止 5 月 27 日数据

图 27: TC 费用 (中国现货)



资料来源: wind, 财富证券

图 28: 全球交易所铜库存情况 (吨)



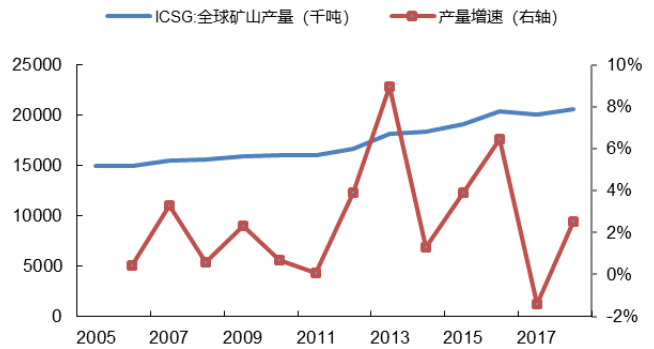
资料来源: wind, 财富证券

图 29: 长周期铜价趋势



资料来源: wind, 财富证券

图 30: 全球铜矿山产量与增速



资料来源: wind, 财富证券

铜的需求端不弱，其中电力投资有一定不确定性。铜的应用领域以电力投资、基建建筑、电子、空调等为主，中国占据全球铜消费的一半左右，贡献了全球铜需求的大部分增量。(1) 电力投资：“十二五”电网规划投资 2.55 万亿元，实际完成 2 万亿元（完成率 78%）。“十三五”（2016-2020）电网投资预计 3.34 万亿元，截止 2018 年度完成 1.61 万亿，2016-2018 年累计完成同比增速分别为 16.9%、-2.15%、0.6%。国家电网预计 2019 年度电力投资 5126.0 亿元，同比 2018 年度 4889.4 亿元增长 4.8%，预计开工 110（66）千伏及以上线路 5.3 万千米，同比增长 9.7%。国家电网往年的投资承诺有一定的偏差，综合来看，我们认为 2019 电力投资需求不弱。(2) 房地产竣工面积的回升带来的需求拉动：2018 年以来房地产新开工面积增速明显，在年底达到 17.2% 的累计同比增速，2019 年 2 月仍保持了 6% 的增速，相对应的是竣工面积增速的背离，2018 年竣工面积累计增速逐渐下滑为负，我们看好 2019-2020 年度竣工面积增速回归带来的建筑建材、家电等房地产后周期行业对铜需求的拉动。(3) 汽车产量增速下半年回升：汽车产量 2018 年度累计下滑 3.8%，2019 年前四个月累计产量同比下滑 11.8%，我们认为下半年度汽车产量增速将要回升，全年预计保持 -5%-0% 增速。综合来看，铜的供给偏紧，需求不弱。

表 9：国家电力投资情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
电网投资（全国）	3894	4119.32	4640	5431.49	5339	5373	—
电网投资（国家电网）	3034.82	3855.04	4518	4964.1	4863.6	4889.4	5126
输电线长度（万千米，国家电网）	104.53	84.36	89	93.2	98.7	103.34	—

资料来源：国家电网，财富证券

图 31：全球铜下游需求

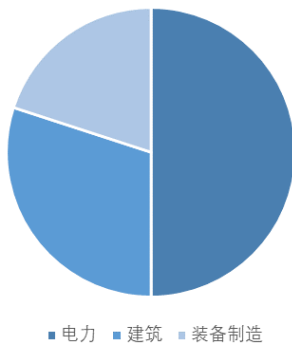
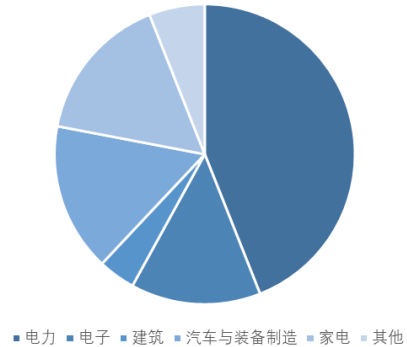


图 32：中国铜下游需求



资料来源：中国产业信息网，财富证券

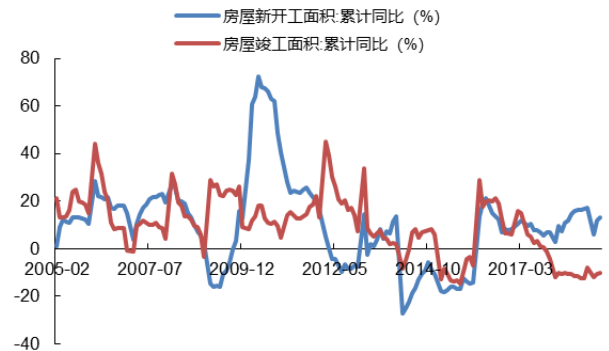
资料来源：中国产业信息网，财富证券

图 33：中国 PMI 数据



资料来源：wind，财富证券

图 34：房地产新开工与竣工面积累计同比增速（%）



资料来源：wind，财富证券

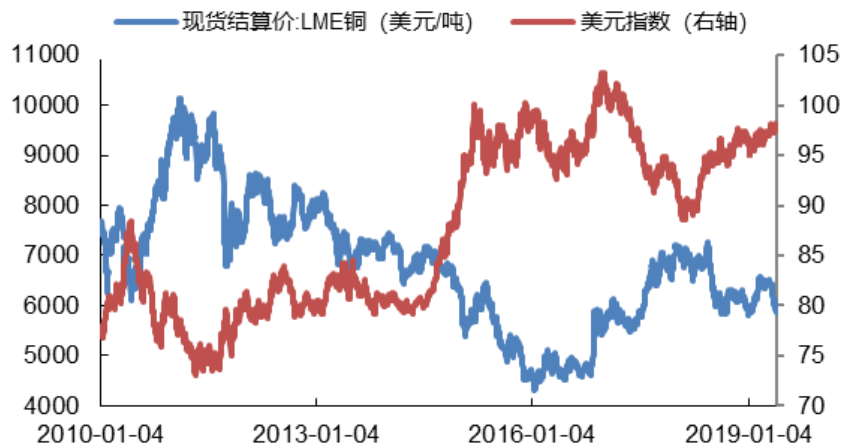
4.2 静待金融属性的共振

决定铜价格的另一方面是其金融属性，目前铜的金融属性正在酝酿中。铜价和美元指数呈现较为明显的负相关关系，美元指数取决于美国和其余经济体的相对强弱关系。目前美国在新一任领导人的带领下，通过政策的刺激延缓了本该开始衰弱的经济走势。2019 年度美联储为了应对经济衰退趋势，有可能开启降息步伐。欧洲方面，下半年经济

有望企稳，目前扰动因素为英国脱欧。未来一旦欧洲开启加息步骤，叠加美国经济增速下滑的预期，将带动美元指数的下滑。我们在 2018 年度策略《拥抱新能源，追寻黄金》中预计美元指数 2019 年度下半年开始下滑，结合目前的情况，我们认为美元指数下滑时间推迟至 2019 年底或者 2020 年。

基于供给偏紧、需求不弱、美元指数 2019 年底有下行压力等逻辑，我们看好铜的价格的攀升，谨慎看多 2019 下半年度铜市场。

图 35: LME 铜价和美元指数趋势



资料来源: wind, 财富证券

5 投资策略

5.1 行业投资策略

对于 2019 年下半年的投资机会，我们看好两条主线，第一条是新能源汽车中游崛起带来的投资机会，第二条是美元指数下行带来的投资机会。

(一) 新能源汽车板块，我们看好中游材料企业的崛起。正极材料行业有望集中度攀升，在三-四季度业绩环比改善；电解液行业目前降价压力较小，行业格局较好；负极材料行业较为稳定；隔膜行业降价压力较大。新能源汽车产销方面，全年有望达到 167 万辆的产量，同比增长 30.5%。在行业补贴退坡压制企业盈利的背景下，我们倾向于选择业务分散、绑定了大客户、且具有良好现金流的企业。

对于补贴退坡后新能源汽车真实需求的担忧，我们认为不必过分忧虑。2019 年 1-4 月新能源汽车总销量为 36.0 万辆，同比增长 60%，尤其注意的是 4 月份销量为 9.7 万辆，同比增长 18%，环比下降 23%，而 2018 年同期增长 138%，环比增长 21%。在过渡期内

不符合 2019 年度标准的国家补贴退坡 90%，符合 2019 年标准的国家补贴退坡 40%，过渡期后整体国家补贴退坡幅度在 55%-60%。我们认为过渡期的 4 月份数据相对真实，增速如期下滑，且仍保持 18% 的增速，是部分真实情况的反映，在技术迭代以及成本下降预期下，新能源汽车的使用体验感和全生命周期车本的优势性逐渐凸显，未来仍有较大发展空间。

行业风险方面，我们认为在提升能量密度的主逻辑下，安全性仍然是目前需要重点考虑的问题，需要警惕出现连续的安全事故导致的行业短期遇冷。在技术路线上，我们保持年度策略观点，在补贴退坡下，插电式混合动力汽车全生命周期经济性较好，同时可以缓解消费者的充电焦虑，看好插电式混合动力汽车的结构占比提升。

(二) 在有色金属领域，我们看好下半年美元指数预期下滑带来的黄金和铜的投资机会，时间点上我们倾向于四季度以及 2020 年度的投资机会。对于黄金板块，我们认为在美国经济大概率下滑情况下，欧洲经济增速是重要的考虑因素。一旦欧洲经济开始企稳回升，黄金的投资机会即来临。对于铜板块，其价格受到供需关系和金融属性双重影响，下半年供给偏紧，需要静待其金融属性的共振。

5.2 关注标的

(一) 亿纬锂能

业绩情况。公司 2018 年度实现营收 43.51 亿元，同比增长 45.90%，归母净利润 5.71 亿，同比增长 41.49%，扣非归母净利润 4.96 亿，同比增长 81.02%。2018 年度公司经营活动净现金流 4.34 亿元，同比增长 436%，计提 0.84 亿元资产减值。公司业绩超预期，主要得益于电子烟业务、消费电池等业务的高速增长。公司 2019 年度一季度实现营收 10.98 亿元，同比增长 60.49%，归母净利润 2.00 亿，同比增长 169.81%，扣非归母净利润 1.96 亿，同比增长 175.46%。

公司业务分散，动力电池业务进展良好。公司主要有消费类电池、锂原电池、动力电池等业务，业务结构分散且合理。公司在锂原电池、电子烟（目前为投资收益部分）业务深耕多年，具有良好的护城河。公司 2018 年度装机量 1.27Gwh，同比增长 55%，动力电池目前产能 9Gwh。公司进入戴姆勒供应体系，为其提供三元软包电池，2019 年度二季度开始批量供货。2019 年 3 月份，公司子公司收到了现代起亚的供应商选定通报，未来六年订单预计需求达 13.48GWh，锁定了部分动力电池的需求。未来随着产能的扩张以及销量的增长，动力电池业务有望为公司业绩贡献新的增量。

盈利预测。根据公司未来的业务进展和产品价格走势，预计公司 2019-2021 年实现营收 58.78/72.05/91.28 亿元，归母净利润 8.41/11.51/16.03 亿元。对应 EPS 分别为 0.98、1.35、1.87 元/股。参考同行业估值水平及公司业务进展，给予公司 2019 年度 32-33 倍 PE 估值，对应合理价格区间 31.4-32.3 元。维持公司“推荐”评级。

(二) 新宙邦

业绩情况。公司 2018 年实现营收 21.65 亿元，同比增长 19.23%；实现归母净利润 3.20 亿元，同比增长 14.28%；实现扣非归母净利润 2.96 亿元，同比增长 11.47%。近五年来，公司年均复合营收增速为 30%，年均复合归母净利润增速为 25%。2019 年一季度实现营收 5.13 亿元，同比增长 13.99%，归母净利润 0.62 亿，同比增长 13.99%，扣非归母净利润 0.60 亿，同比增长 54.28%。

业务分散，电解液业务 2019 年业绩回暖。公司有电容器化学品、锂电池电解液、有机氟化学品、半导体化学品四大业务。2018 年度由于市场环境竞争激烈，公司电解液业务 2.95 亿毛利，同比下滑 5.4%。2019 年度随着上游原材料六氟磷酸锂的价格企稳，电解液成本下降压力小，电解液板块业绩有望回暖。

盈利预测。根据公司未来的业务进展和产品价格走势，我们预测公司 2019-2021 年实现营收 26.60/33.16/41.32 亿元，实现归母净利润 3.93/4.93/6.18 亿元，对应 EPS 分别为 1.04、1.30、1.63 元/股。根据公司基本情况和同行业估值水平，给予公司 2019 年度 28-29 倍 PE 估值，合理价格区间为 29.1-30.2 元，给予“谨慎推荐”评级。

（三）云南铜业

业绩情况。公司 2018 年实现营业收入 474.30 亿元，同比下降 16.80%；实现归属母公司股东的净利润 1.25 亿元，同比减少 46.04%。2019 年一季度实现收入 114.12 亿元，同比增长 22.8%，归属上市公司股东净利润 1.74 亿元，同比增长 61.81%，扣非后的净利润 1.34 亿元，同比增长 23.33%，

收购迪庆有色，铜矿资源翻倍。收购迪庆有色（具有 281 万吨铜资源储量）成功后，公司将达到共约 482 万吨的铜资源储量，资源量翻倍。同时 2018 年下半年公司东南铜业 40 万吨电解铜产能建成投产，公司电解铜产能有较大提升，看好公司下半年年度业绩的增长。

盈利预测。预计公司 2019-2021 年实现营收 584.11/662.63/716.23 亿元，实现归母净利润 4.88/6.73/8.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.29、0.40、0.50 元/股。根据公司基本情况和同行业估值水平，给予公司 2019 年度 38-40 倍 PE 估值，合理价格区间为 11.02-11.6 元，给予“谨慎推荐”评级。

（四）紫金矿业

业绩情况。公司 2018 年度实现营收 1059.94 亿元，同比增长 12.11%；归母净利润 40.94 亿元，同比增长 16.71%；实现扣非归母净利润 30.61 亿元，同比增长 13.51%。2019 年度一季报，实现营收 290.42 亿元，同比增长 27.02%；归母净利润 8.74 亿元，同比减少 19.43%；扣非归母净利润 7.45 亿元，同比减少 29.14%。

公司是黄金、铜和锌巨头。2018 年度公司矿产金、铜、锌的产量分别占据国内的 11%、17%、10%，均位于行业前三甲。从毛利结构角度，公司矿产金、铜、锌业务贡献毛利分别为 28.59 亿元、44.05 亿元和 26.21 亿元，分别占据总毛利的 21.4%、33.0%和 19.6%。公

司业绩的增长受益于黄金、铜价格的上涨，我们看好 2019 年下半年的黄金价格走势，谨慎看多铜价格走势。公司作为国际矿业巨头，2019 年度新增产能的释放有刚果（金）科卢韦齐二期铜钴矿湿法厂（新增矿产铜 4 万吨/年，矿产钴 3000 吨/年）、黑龙江多宝山铜矿二期扩建工程（新增矿产铜 6 万吨/年），未来增长的确定性高。

盈利预测。考虑到公司未来业绩的增长以及产品价格趋势，预计 2019-2021 年实现营收 1163/1231/1280 亿元，实现归母净利润 50.8/53.8/56.7 亿元。对应 EPS 分别为 0.22、0.23、0.25 元/股。参考同行业估值水平及公司业绩增速，给予公司 2019 年度 18-19 倍 PE 估值，合理价格区间为 3.96-4.18 元。给予“谨慎推荐”评级。

（五）山东黄金

业绩情况。公司 2018 年度实现营收 547.88 亿元，同比增长 7.34%；归母净利润 8.76 亿元，同比减少 23.01%；实现扣非归母净利润 8.87 亿元，同比减少 22.37%。2019 年度一季报，实现营收 106.21 亿元，同比减少 25.02%；归母净利润 3.66 亿元，同比增加 5.47%；扣非归母净利润 3.65 亿元，同比增加 4.07%。

纯正黄金标的，显著受益于黄金价格上涨。公司 2018 年度矿产金量为 39.32 吨，同比增长 3.43 吨，增幅 9.57%。公司黄金储量为 831 吨，仅次于紫金矿业。我们好看 2019 年底的美元指数下调以及黄金价格的上涨。公司作为较为纯正的黄金标的，显著受益于黄金价格上涨

盈利预测。考虑到公司未来业绩的增长以及产品价格趋势，预计 2019-2021 年实现营收 559.4/580.3/601.5 亿元，实现归母净利润 15.5/18.8/22.1 亿元，每股净资产为 10.05、10.78、11.64 元/股。参考同行业估值水平及公司业绩增速，给予公司 2019 年度 3.5-3.6 倍 PB 估值，合理价格区间为 35.17-36.18 元。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）氢燃料电池发展超预期。

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