

有色金属

有破有立
-有色行业 2019 年下半年策略报告

评级：增持（维持）

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：李翔

执业证书编号：S0740518110002

电话：0755-22660869

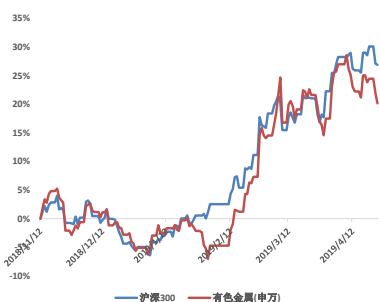
Email: lixiang@r.qlzq.com.cn

研究助理：张强

基本状况

上市公司数	121
行业总市值(亿元)	14,627
行业流通市值(亿元)	53,226

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
正海磁材	10.27	-0.10	0.13	0.24	0.36	-59.	76.04	41.88	28.07	0.39	买入
中科三环	13.31	0.23	0.26	0.33	0.41	57.10	51.34	40.01	32.44	2.23	买入
山东黄金	32.83	0.40	0.72	0.78	0.90	76.48	41.95	38.49	33.59	0.58	买入
云铝股份	4.74	-0.56	0.16	0.36	0.46	-6.90	30.05	13.25	10.24	0.07	买入

备注

投资要点

- 2019H1 回顾：深层次的“供需”差异导致各商品背离的淋漓尽致。**黑色系继续受益于“供给侧改革”，更重要的是 2018 年中期后中国经济“稳增长”调节方式为投资端为主，中游制造和下游消费则不断走弱，直接冲击大部分应用于中下游生产和消费的有色，“黑色强有色弱”不断加剧；而有色商品间的差异则来自于政策的冲击及各经济体所处周期阶段的不同，如稀土和黄金表现“两支独秀”。二级市场亦是如此，宏观和流动性预期变化带来“四月分水岭”，并在上述两板块带动下有色板块整体跑平大盘。
- 2019H2 展望：定义周期位置很关键——逃不开的“基钦周期”，当前处于“回落后期”与“复苏前期”，全球继续同步下行，逆周期调节成普遍选项且有进一步蔓延之势。**16 年开启的这一轮基钦周期正接近尾声，回落期已经渐成共识，复苏的动能可能就在于全球降息、宽松，目前各经济体逆周期调节也成为了一种普遍选项，并有进一步蔓延之势——中国“弱刺激、强改革、防止硬着陆”的稳增长模式或仍将延续；美国经济从见顶已然进入了加速回落区间，美联储 2019 年年底降息预期已经从 4 月份的 20% 附近，一举攀升至 90%。在基钦周期需要继续完成“最后一撇”的背景下，宏、微观面有破有立，有色间背离或将延续，强者恒强：
- 黄金：“加速回落”的美国经济数据，打开黄金年内上涨空间，当前处于真实收益率回落第一阶段，黄金行情将可能再次重演“跨年度行情”。**这一轮美国真实收益率回落开始于 2018 年 Q4，金价上涨也开启于此，但 19 年 3-6 月份之间黄金资产其实并没有获得超额收益，5 月底及 6 月初美国经济正式从见顶转向回落，黄金资产才又一次被市场所关注；结合对基钦周期“回落后期”与“复苏前期”，及美国经济走向判断，当前处于真实收益率下行第一阶段——主要驱动力来自国债收益率的回落，我们继续看好黄金下半年表现，重演 15-16 年“跨年行情”也是题中之意。
- 稀土永磁：中重稀土涨价不可逆，磁材开启新一轮景气周期。**1) 稀土重要性毋庸置疑，虽然资源并非中国所独有，随着中国强力推行环保政策以及对稀土黑色产业链的整顿，已然完成“资源纯输出”到“资源输入”的转变，但资源仍占全球主导。云南封关或导致中重稀土缺口刚性（30%），中重稀土涨价大势所趋；2) 稀土永磁或将双重收益，高端品新一轮景气周期开启：一方面，磁材行业以毛利率定价，将在一定程度上受益稀土价格上涨，另一方面，我们更看好的是：随着电动车加速放量，新能源车领域高性能磁材需求占比迅速提升，磁材有望进入新一轮上升周期。3) 更进一步，中国优势小金属的战略价值和地位或正在不断被发现和重估，如稀土、钨、铋、锆等，我们也希望能够看到中国战略性矿产资源行业能够实现更好的发展。
- 铝：蓄势待发，中周期的起点。**行业变革仍在深化，库存量已降至 115 万吨以下水平；铝的供不应求可能将是 2019 年以后一个中期命题，这是因为电解铝供给侧改革最直接的一个结果便是“电解铝产能红线”，有效产出量为 3900-4000 万吨，供给最终是“产出顶、库存底”，而一旦需求预期得到进一步改善，电解铝进入景气周期将在所难免。
- 核心标的：**正海磁材、中科三环、山东黄金、云铝股份等。
- 风险提示：**宏观经济及政策波动风险；供给端超预期等。

内容目录

2019H1 回顾：四月分水岭	- 4 -
1.1 商品间三个背离	- 4 -
1.2 同样，二级市场亦如此；四月成为分水岭	- 5 -
2019H2 展望：逃不开的“基钦周期”	- 5 -
2.1 基钦周期“回落后期”与“复苏前期”	- 5 -
2.2 短期全球经济继续“同步下行”，但“逆周期条件”亦成各经济体选项之一	- 6 -
黄金：仅是下半年的行情？	- 7 -
3.1 真正“加速回落”的美国经济数据，终于打开黄金年内上涨空间	- 7 -
3.2 真实收益率回落的两个阶段	- 8 -
稀土永磁：中重稀土涨价大势所趋，磁材开启新一轮景气周期	- 9 -
3.1 中国继续主导全球稀土供给格局	- 9 -
3.2 云南封关，缺口刚性，中重稀土涨价大势所趋	- 10 -
3.3 更进一步，稀土永磁或将双重收益，高端品新一轮景气周期开启	- 11 -
铝：蓄势待发，中周期的起点	- 12 -
5.1 库存持续去化	- 12 -
5.2 中周期“供需错配”	- 13 -
锡：仍然是缅甸的故事	- 14 -
4.1 供给主体看中国，边际看缅甸	- 14 -
4.2 缅甸模式不可持续，三维度印证供给收缩	- 14 -
4.3 “量变”向“质变”的切换	- 16 -
铜：延续紧平衡	- 17 -
6.1 精矿供给仍处低增速区间	- 17 -
6.2 重点关注：库存低位+废铜扰动	- 18 -
6.3 供需偏紧，铜价中枢上移	- 19 -
钴锂新能源：海外加速电动化、上游锂钴继续寻底	- 20 -
7.1 19H1 薄发，国内与海外均保持较高同比增速	- 20 -
7.2 19H2 后补贴时代，车型结构改善，消费崛起，逐步向市场驱动转变	- 21 -
7.3 海外传统巨头主机厂加速电动化战略	- 21 -
7.4 国内电池企业快速扩张，龙头效应不断加强	- 22 -
7.5 上游锂钴价格 2019H2 或仍呈现底部区域震荡	- 24 -
“核心标的+核心逻辑”速览	- 28 -
(1) 正海磁材	- 28 -
(2) 中科三环	- 28 -
(3) 山东黄金	- 29 -
(4) 盛达矿业	- 29 -
(5) 天齐锂业	- 29 -
(6) 锡业股份	- 30 -
(7) 赣锋锂业	- 30 -
(8) 寒锐钴业	- 30 -
(9) 云铝股份	- 31 -

(10) 中国铝业.....	- 31 -
(11) 紫金矿业.....	- 31 -
风险提示.....	- 32 -

2019H1 回顾：四月分水岭

1.1 商品间三个背离

- 与以往类似，我们先对比各类商品在 2019H1 的表现，可以看到，商品间的背离很是明显。首先是黑色与有色的背离，铜价基本回落至一年的新低，而螺纹钢、焦煤基本都是一年的高点，在大宗品中最明显的则是水泥，京津冀地区的水泥价格则为 17 年以来的新高水平。其次是有色品种间的背离，相较于不断回落的基本金属，贵金属（黄金为例）和小金属（稀土氧化镨元素）均升至了 17 年以来的新高。

图表 1: 2019H1 商品回顾：关键词“背离”（2017/2/3=100）



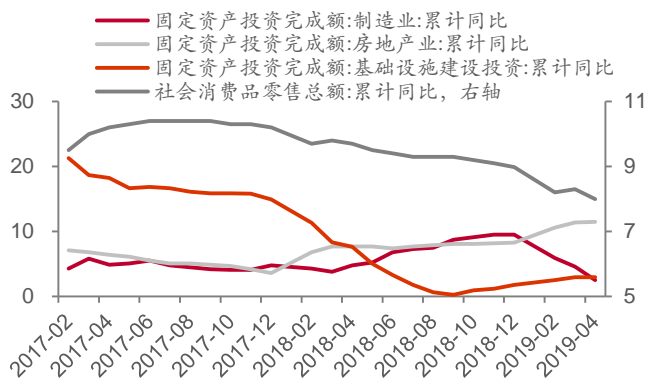
商品名称	单位	2019.01.01	2019.06.06	年初至今涨跌幅	年初至今价格走势
黄金	元/克	287.9	301.7	4.8%	
铜	元/吨	47530.0	46120.0	-3.0%	
铝	元/吨	13450.0	14070.0	4.6%	
锌	元/吨	22000.0	20880.0	-5.1%	
锡	元/吨	49250.0	38750.0	-21.3%	
镁	元/吨	17100.0	16750.0	-2.0%	
钨粉	元/公斤	237.0	218.0	-8.0%	
氧化镨钕	万元/吨	31.6	35.0	10.8%	
氧化镨	万元/吨	121.0	200.0	65.3%	
螺纹钢	元/吨	3404.0	3737.0	9.8%	
焦煤	元/吨	1179.5	1388.5	17.7%	
水泥价格指数: 京津冀	元/吨	151.9	152.7	0.5%	

来源：wind，百川资讯，中泰证券研究所

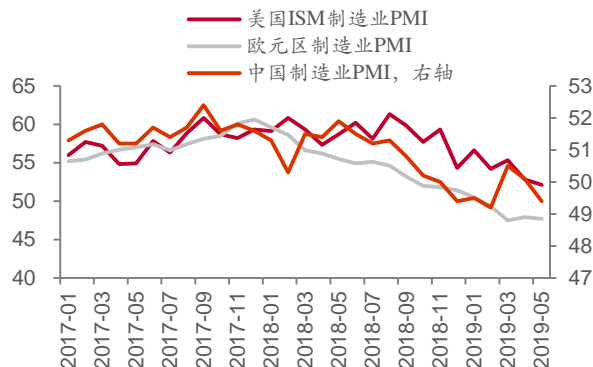
- 2019 年上半年可能是商品间最为错综复杂的年份之一，在我们看来，这种背离有着深层次的“供需”差异。首先，黑色商品深度受益于 16-17 年我国推进“供给侧改革”，更重要的是 2018 年中期后中国经济的“稳增长”调节方式亦是更多的采用了“房地产的因城施策+基建全国加码”的模式，也就是投资端为主（体现的是政府行为），但中游制造和下游消费则不断走弱（体现的是市场主体行为），这一结构性特征直接冲击的便是大部分应用于中下游生产和消费的有色品种。

图表 2: 逆周期调节，投资上升、制造和消费不断回落

图表 3: 美国“后见顶、后见底”，趋势回落不改



来源: wind, 中泰证券研究所



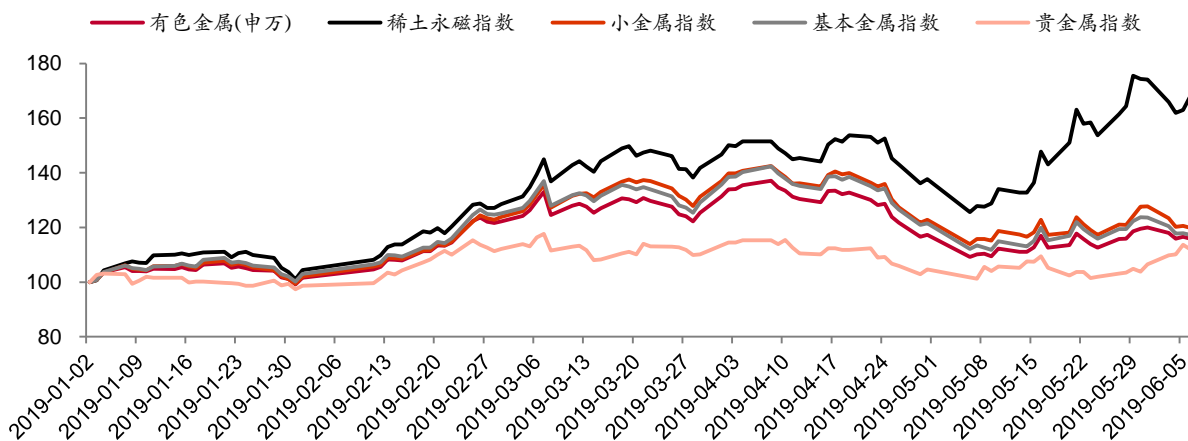
来源: wind, 中泰证券研究所

- 而有色自身大类品种间的背离，则对应的是各经济体间经济走向及节奏上的差异，如黄金便是对 2018Q4 以来美国经济“后见顶”的表现；稀土价格的异军突起则反映的是供给端的剧烈收缩，这类似于 2014 年印尼出口受限的镍。

1.2 同样，二级市场亦如此；四月成为分水岭

- 二级市场也将这一背离表现的淋漓尽致，在黄金和小金属品种的拉升下有色板块 1-6 月份整体录得 14% 的涨幅，基本跑平上证综指，而钢铁板块仅有 2.6%、煤炭板块只有 10.8% 的上涨。
- 从上半年年内表现来看，四月份也是有色板块行情一个明显的分水岭，这与我国在 19 年初正式提出的“逆周期调节”以及随之而来的超预期社融数据有着直接的关系。而在 4 月 19 日再次明确“弱刺激、强改革”的政策路径后，强周期品的“春季躁动”行情结束。而展望下半年，有色板块内的这种背离或将持续。

图表 4: 2019H1 有色板块行情: 四月为分水岭 (2019/1/2=100)



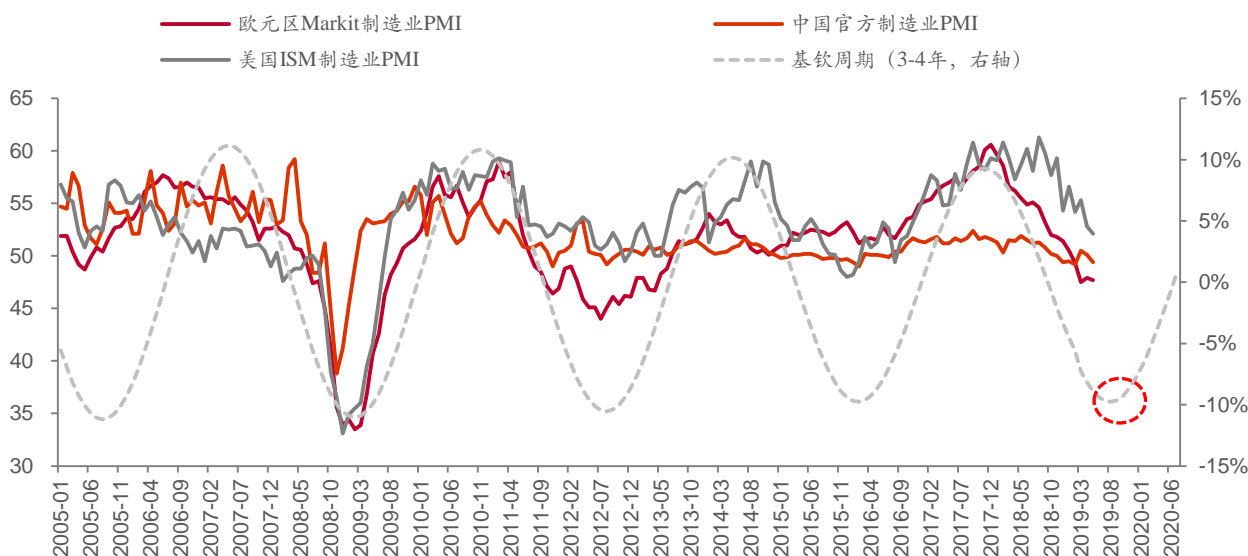
来源: wind, 中泰证券研究所

2019H2 展望: 逃不开的“基钦周期”

2.1 基钦周期“回落后期”与“复苏前期”

- 对于周期行业而言，确定产业链各环节的周期阶段（产出、库存与需求）至关重要，尤其是需要确定需求的周期位置，这是因为“需求定方向，供给定弹性”，方向才是至关重要的。
- 在我们的逻辑框架下，周期规律客观存在，我们倾向于认为，16年开启的这一轮基钦周期正接近尾声，而2019年下半年面临的可能是仍较为复杂的宏观环境，但全球稳增长的内在政策需求也在被激发，回落期已经渐成共识，复苏的动能可能就在于全球降息宽松、重回稳增长的举措——从6月份以来，全球降息宽松预期不断上升可以直接看到这一点，诚然这一时间拐点仍需要观察。（如图表5所示）

图表5：基钦周期“回落后期”与“复苏前期”

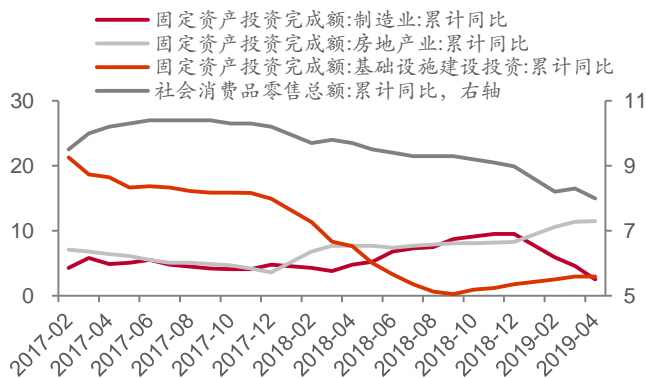


来源：wind，中泰证券研究所

2.2 短期全球经济继续“同步下行”，但“逆周期条件”亦成各经济体选项之一

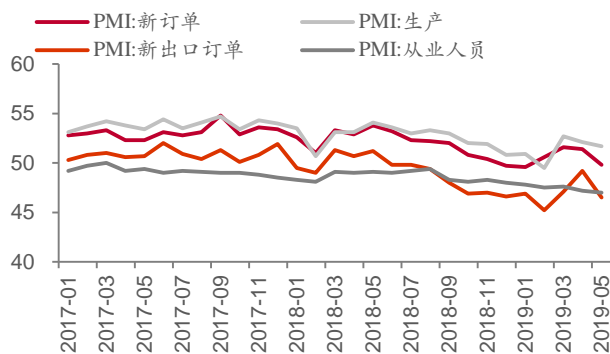
- **中国：弱刺激、强改革。**如上文所述，2018年中期我国便逐渐实施了稳增长举措，房地产和基建投资不断上行，其中房地产仍起到了顶梁柱的作用，最大的压力仍来自于中游制造及下游消费。

图表6：稳增长下，房地产投资仍是中流砥柱



来源：wind，中泰证券研究所

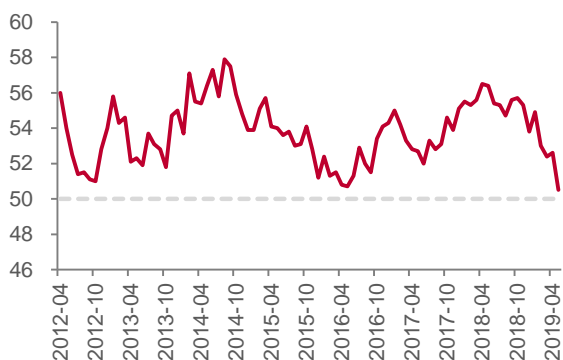
图表7：制造业PMI显示，经济压力仍不小



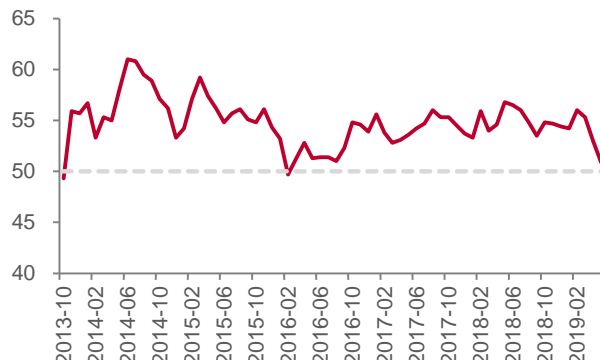
来源：wind，中泰证券研究所

从制造业 PMI 新订单、生产、就业等先行指标来看，经济回落状态并没有出现明显的缓和，尤其是新出口订单在 Q2 回落最为明显。近期一系列政策举措和事件，如包商银行托管、苏州限购、地方政府专项债发行及项目配套融资等，也表明“弱刺激、强改革、防止硬着陆”的稳增长模式或仍将延续。

- **美国：从见顶到加速回落。**这或许是 2019 年下半年最明显的宏观变化之一。2018 年美国表现出超强的韧性，这与减税政策有着直接关系。而随着减税政策效果的减弱，我们看到美国经济从见顶已然进入了加速回落区间，最新一期的 IHS Markit 制造业 PMI 新订单指数则超预期回落至 49.6，为 2009 年 8 月以来首次陷入萎缩区间。

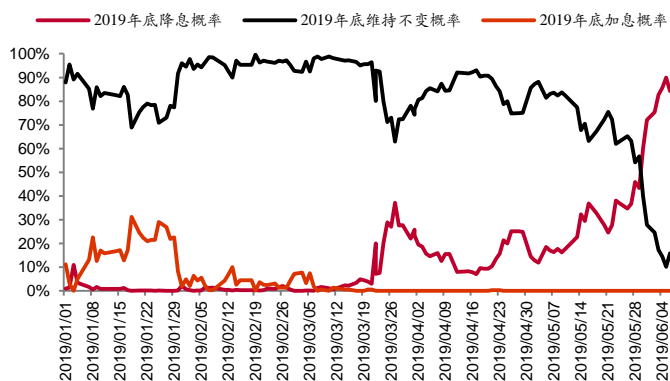
图表 8: IHS Markit 美国制造业 PMI 指数


来源：IHS Markit, 中泰证券研究所

图表 9: HIS Markit 美国服务业 PMI 指数


来源：wind, 中泰证券研究所

- 与此同时，全球各经济体逆周期调节也成为了一种普遍预期，并有进一步蔓延之势。如美联储 2019 年年底降息预期已经从 4 月份的 20% 附近，一举攀升至 90%；而澳洲央行则实施了近三年来首次降息。

图表 10: 美国 2019 年年底降息概率升至 90%


来源：Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 11: 全球其他主要央行货币政策

全球央行	当前货币政策
欧央行	2019年3月7日，欧央行维稳利率，但意外宣布将推出新一轮的定向长期再融资操作（TLTRO）
澳洲央行	2019年6月4日，澳洲央行宣布降息25个基点至历史最低水平1.25%，为近三年来澳洲央行的首次降息
加拿大央行	2019年5月30日将基准利率维持在1.75%不变
日本央行	2019年6月3日日本央行行长黑田东彦表示将继续实行宽松政策

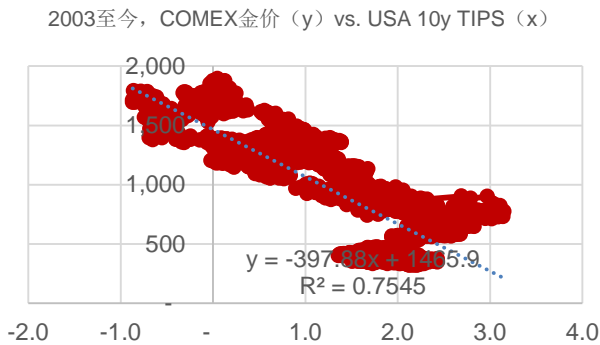
来源：wind, 中泰证券研究所

黄金：仅是下半年的行情？

3.1 真正“加速回落”的美国经济数据，终于打开黄金年内上涨空间

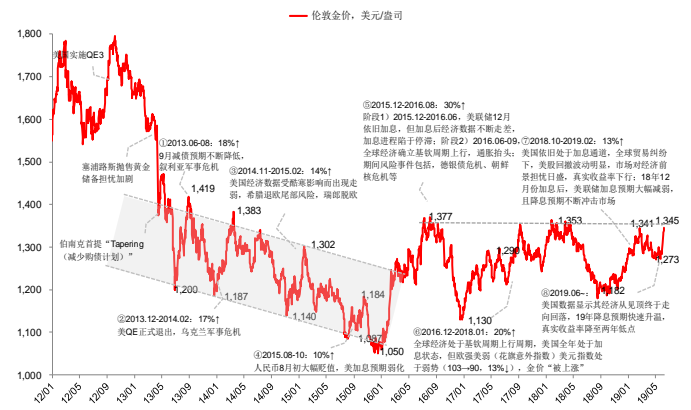
- 在我们的研究框架中，美国真实收益率是决定金价趋势的核心变量（两者相关系数达到了近 80%），避险情绪以及汇率等带来的更多是趋势下的波动。

图表 12: 金价与美 10 年期真实收益率负相关性强



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 避险情绪等影响金价节奏而非趋势



来源: Wind, 中泰证券研究所

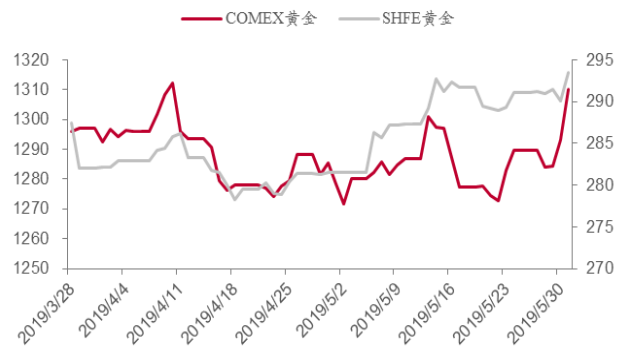
- 真正“加速回落”的美国经济数据, 终于打开黄金年内上涨空间。复盘来看, 这一轮美国真实收益率回落开始于 2018 年四季度, 金价上涨也开启与此。但其实进入 19 年 3-6 月份之间黄金资产并没有获得超额收益, 无论是黄金股还是金价, 当然国内金价因为人民币汇率影响而明显好于外盘。

图表 14: 真实收益率持续回落, 近期有加速趋势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 国内金价与海外金价对比



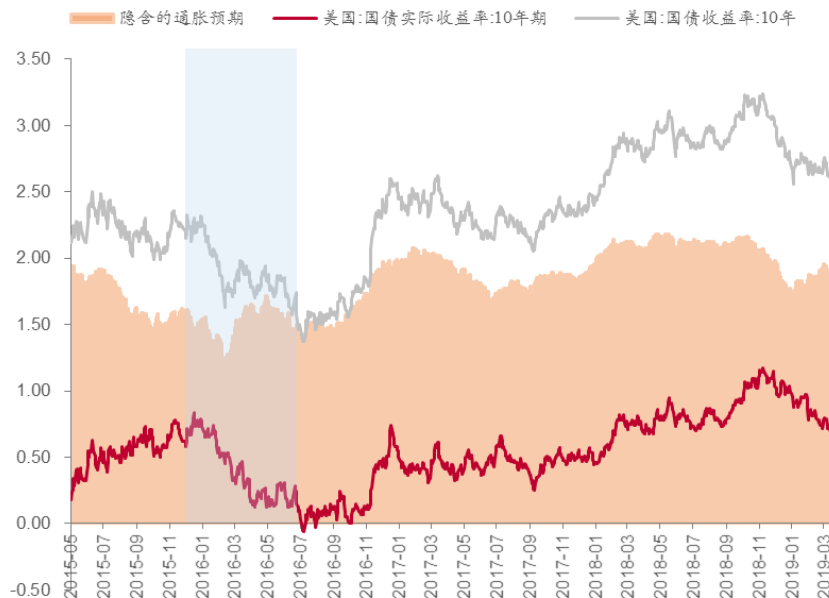
来源: Wind, 中泰证券研究所

如上文所述, 正是 5 月底及 6 月初, 随着美国一系列经济数据, 尤其是 PMI 先行指标显示, 美国经济正式从见顶转向回落, 市场对于 19 年美联储结束加息周期转归降息的预期也从 4 月份的 20% 升至 90%, 黄金资产才又一次被市场所关注。

3.2 真实收益率回落的两个阶段

- 真实收益率回落通常分为两个阶段: 第一阶段真实收益率下行的主要驱动力来自国债收益率的回落, 第二阶段真实收益率下行的驱动力主要是通胀抬头, 政策与通胀的错位。当前正处于第一阶段, 即驱动力为国债收益率的回落。可类比的一个周期阶段便是“2015 年下半年~2016 年上半年”。

图表 4: 真实收益率回落分为两个阶段



资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 结合上文我们对基钦周期“回落后期”与“复苏前期”，以及美国经济走向的判断，我们认为 1) 美真实收益率将延续下行趋势，金价也将不断被抬升；2) 黄金行情将可能再次重演“跨年度行情”角色，而目前更多的是交易“国债收益率下行”阶段。

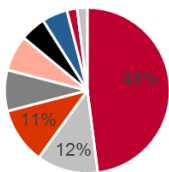
稀土永磁：中重稀土涨价大势所趋，磁材开启新一轮景气周期

3.1 中国继续主导全球稀土供给格局

- 稀土的重要性毋庸置疑——“工业味精”，应用领域广泛，不可或缺。其具有优秀的磁、光、电性能，用量虽然少，但拥有不可替代性，是改进产品结构、提高科技含量、促进行业技术进步的重要元素，大多集中在新能源、新材料等战略性新兴领域。从具体的细分消费领域来看，磁材在下游消费领域中占比近 50%。磁材在全球稀土消费领域中占比最高，约 48%；由稀土材料制成的稀土钕铁硼永磁材料，具有高剩磁、高矫顽力和高磁能积等特性，被广泛运用于汽车、新能源车、风力、节能电梯与空调等众多工业领域。其次为石油化工，占到 12%。而玻璃陶瓷和液晶抛光则分别占到 11%和 8%。

图表 5：稀土应用细分结构

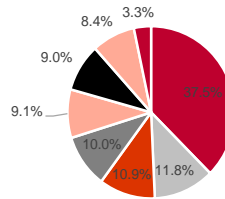
■ 永磁材料 ■ 石油化工 ■ 玻璃陶瓷 ■ 液晶抛光 ■ 催化材料
■ 储氢材料 ■ 荧光材料 ■ 冶金机械 ■ 其他



来源：ATK，中泰证券研究所

图表 6：磁材细分消费结构

■ 传统汽车 ■ 新能源汽车 ■ 工业应用 ■ 风电
■ 消费电子 ■ 变频空调 ■ 节能电梯 ■ 其他



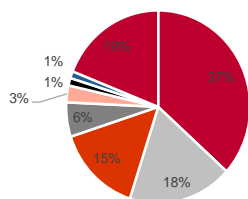
来源：ATK，中泰证券研究所

- 稀土资源并非中国所独有，但储量占比接近四成，资源优势仍较为显著。根据 USGS 和 ATK 数据，世界稀土基础储量为 12,000 万吨，储量排名依次为中国、巴西、俄罗斯、印度、澳大利亚，其中，中国占据了 37%，拥有大批量供应不同品类稀土产品的能力，号称“稀土王国”。
- 从“资源纯输出”到“资源输入”的转变：历史上，中国稀土资源开采和产成品（稀土氧化物等）产出拥有话语权，最高占比达到过 80-90% 以上。而 2015 年以后，随着中国强力推行环保政策以及对稀土黑色产业链的整顿，东南亚稀土开采日盛，尤其是缅甸的矿产量已经达到 2.6 万吨，占到全球稀土资源供应的 14%，值得一提的是，东南亚稀土为中重稀土产品，也成为中国外第一个量产中重稀土的国家和地区。

当然，缅甸所开采稀土矿仍需运往中国进行分离和冶炼加工生产。根据 2018 年我国从缅甸进口混合碳酸稀土近 2.6 万吨，折合氧化镨 800-900 吨。而目前我国氧化镨年产量 1600-1700 吨，缅甸进口矿占到总供应量的约 30%。无论如何，中国已经从纯粹的稀土“资源输出”国，变为了“资源输入”国。

图表 7: 稀土资源分布

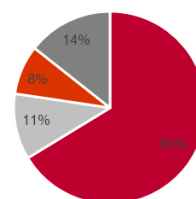
■ 中国 ■ 巴西 ■ 俄罗斯 ■ 印度 ■ 澳大利亚 ■ 格陵兰 ■ 美国 ■ 其他



来源：ATK，中泰证券研究所

图表 8: 稀土产量分布

■ 中国 ■ 澳大利亚 ■ 美国 ■ 缅甸



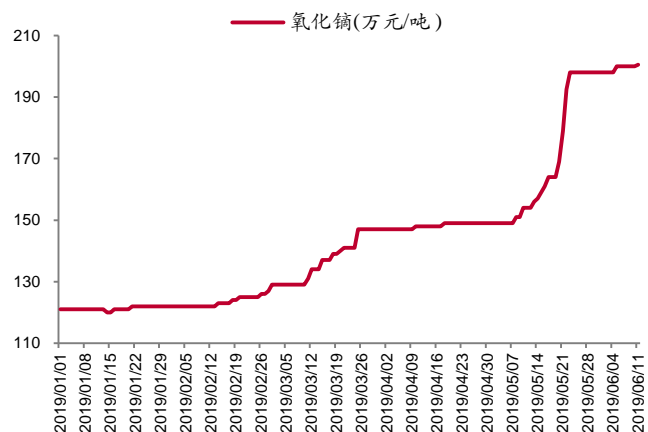
来源：ATK，中泰证券研究所

3.2 云南封关，缺口刚性，中重稀土涨价大势所趋

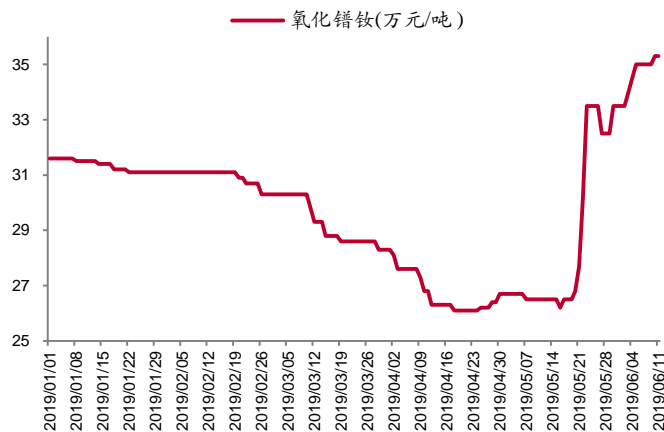
2019 年 5 月 15 日，腾冲全面封关，禁止缅甸稀土矿进口中国，包括化工原料等进出口贸易，依据上文数据，封关或影响以氧化镨为代表的重稀土供应量的约 30%，若非解除封关，这一缺口如此大，显然无法在短期，甚至相当长时间内得到弥补，中重稀土涨价趋势或不可逆，5 月份以来，氧化镨价格已经从 147 万/吨迅速攀升 36% 至当前的 200 万/吨，而氧化镨钕亦在上涨的背景下一路走高。

图表 9: 氧化镨价格走势

图表 10: 氧化镨钕价格走势



来源：百川资讯，wind，中泰证券研究所

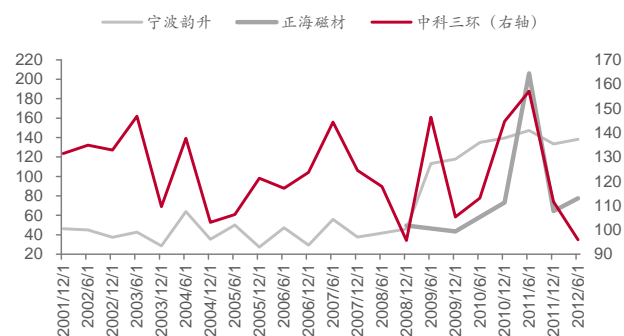


来源：百川资讯，wind，中泰证券研究所

3.3 更进一步，稀土永磁或将双重收益，高端品新一轮景气周期开启

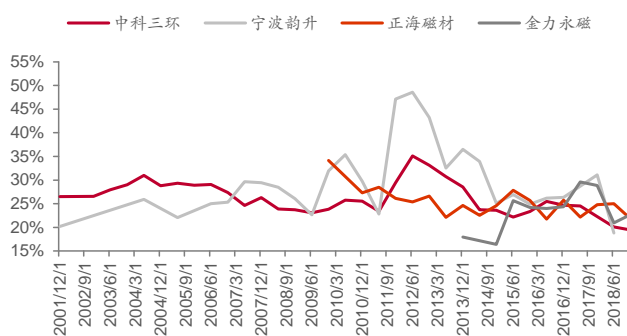
- 一方面，磁材行业以毛利率定价，将在一定程度上受益稀土价格上涨。最为典型的是2009-2012年，此阶段主要表现为伴随着稀土价格的不断上涨，行业毛利率出现了V型反转，低价库存当然功不可没，但钕铁硼企业采取的新签订单中按照当下的稀土成本以及一定的毛利率水平来核定售价亦是关键。

图表 11: 钕铁硼企业在稀土价格上涨期间多倾向于加大存货储备 (周转天数一路走高)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 12: ...毛利率水平则在“低价存货+随行就市定价”下创出历史新高



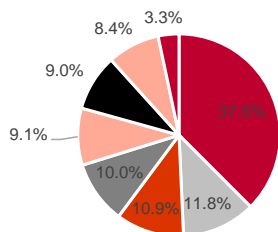
来源：wind，中泰证券研究所

- 另一方面，我们更看好的是：随着电动车加速放量，新能源车领域高性能磁材需求占比迅速提升，磁材有望进入新一轮上升周期。
- 随着电动车加速放量，新能源车领域高性能磁材需求占比迅速提升。在我们模型测算结果当中，2018年全球高性能钕铁硼需求主要集中在汽车领域，占据“半壁江山”，其中传统汽车保持接近4成份额，而新能源车占比接近12%，高性能磁材的其他消费领域较为分散，诸如风电、消费电子、变频空调、节能电梯领域，占比均在8%-10%区间。未来随着电动车加速放量，高性能磁材需求格局将发生骤变，预估2020年新能源车领域占比将大幅提升（12%→18%）。

图表 13: 2018 年下游需求领域占比情况

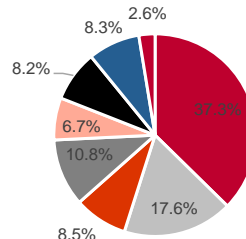
图表 14: 2020 年下游需求领域占比情况

■ 传统汽车 ■ 新能源汽车 ■ 工业应用 ■ 风电
■ 消费电子 ■ 变频空调 ■ 节能电梯 ■ 其他



来源: Marklines 等, 中泰证券研究所

■ 传统汽车 ■ 新能源汽车 ■ 工业应用 ■ 风电
■ 消费电子 ■ 变频空调 ■ 节能电梯 ■ 其他



来源: Marklines 等, 中泰证券研究所

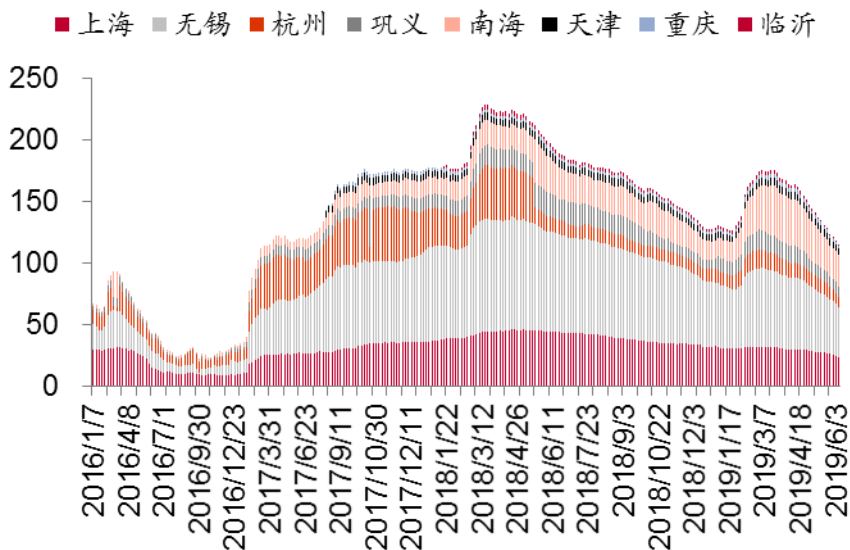
- **磁材有望进入新一轮景气周期。**如我们在《高端磁材进入新周期》中所述，钕铁硼企业成长核心主要体现在产品应用周期上，这包括固有产品的新周期、新产品的开发导入等方面，尤其后者是企业成长的真正源动力。正如 2003 年的中科三环由于 VCM 新产品的导入成功，毛利率水平要明显高于同行并稳步上涨，股价也表现较为明显的超额收益，而 2012 年由于 EPS 产品的成功量产，公司再次续演了这一过程。站到当前时点，以国内龙头企业进入全球主流新能源车产业链供货体系为代表，随着新能源车新产品不断导入和放量，行业放量拐点来临，磁材行业将进入新一轮景气周期。

铝：蓄势待发，中周期的起点

5.1 库存持续去化

- **库存一直是压制电解铝价格表现的主要因素之一。**我们从绝对量和相对量两个维度来看，首先，截止 2019 年 6 月初，绝对量已降至 115 万吨以下水平，较 2019 年上半年高点降 60 万吨；较 2018 年年内高点降超过 100 万吨，且伴随减产蔓延，去库仍将延续；其次，在关注绝对量的同时，我们同时关注相对量的变化——库存消费天数。当前的消费体量同 10 年前已不可同日而语，自 2014 年后，海外进入快速（年降 100 万吨左右）去库存通道，目前，已经降至 110 万吨的历史低位，随之而来的是全球库存消费天数的持续大幅下降。当前已经降至 15 天左右的历史极低水平（2009 年为 55 天左右），这是全球缺铝逻辑的最直接印证。更进一步，库存显著下滑的结果是对冲供给端变化的能力同步下降，也即，造成供给弹性进一步缺失，其对铝价的压制作用有望渐次移除。

图表 15: 中国主流消费地库存自 3 月份以来，大幅下降

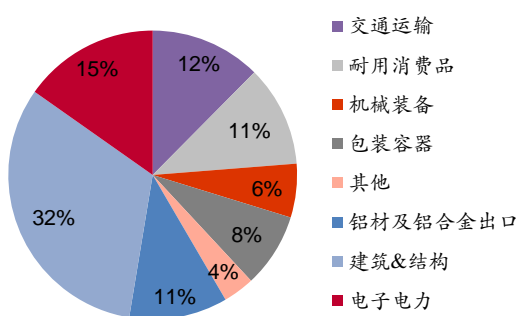


来源：SMM，中泰证券研究所

5.2 中周期“供需错配”

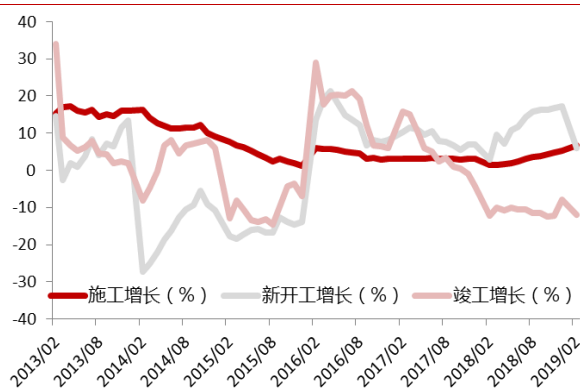
- **年内供需错配将继续。**铝价底部运行引发的盈利能力恶化，导致供给持续不及预期，目前仍看不到产能强劲释放的动力，而需求端则不必过分担忧。去年原铝消费增速放缓之诱因在于房地产竣工面积显著下滑（1-11月累计同比下降约12.3%），拖累消费表现。而今年以来，竣工的下滑幅度逐渐收窄至截止4月份的10.3%，新开工增速的传导周期将至和资金面边际改善，双重动力有望推动竣工回暖。

图表 16：中国原铝消费占比情况



来源：wind，SMM，百川资讯，中泰证券研究所

图表 17：房地产开竣工同比增长情况



来源：wind，中泰证券研究所

- 更重要的是，我们认为铝的供不应求可能将是 2019 年以后一个中期命题。2016-2017 年推行的电解铝供给侧改革，最直接的一个结果便是“电解铝产能红线”，根据协会数据，我国电解铝合规产能的上线是 4500 万吨左右，对应的有效产出量也就是 3900-4000 万吨一线，这恰是我们预计的 2020 年产出量。

- 换言之，2020 年我们所面临的电解铝供给格局是“产出顶、库存底”，而一旦需求预期得到进一步改善，电解铝进入景气周期将在所难免。

图表 18: 全球电解铝供需平衡测算表 (单位: 万吨)

Primary Unit: 0000t	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Global Primary Production	5,717	5,905	6,345	6,442	6,669	6,911
China	3,084	3,209	3,623	3,655	3,813	3,953
World Ex. China	2,633	2,697	2,722	2,787	2,856	2,958
Global Primary Consumption	5,666	6,001	6,355	6,603	6,837	7,073
China	2,932	3,174	3,439	3,594	3,738	3,887
% change yoy	7.6%	8.3%	8.4%	4.5%	4.0%	4.0%
World Ex. China	2,734	2,827	2,916	3,009	3,099	3,186
% change yoy	1.8%	3.4%	3.1%	3.2%	3.0%	2.8%
Balance: Global +Surplus/(-Deficit)	51	-96	-10	-161	-168	-163

来源: 阿拉丁, 安泰科, 中泰证券研究所

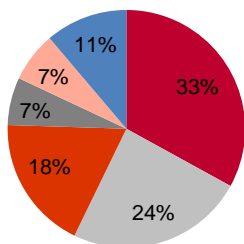
锡: 仍然是缅甸的故事

4.1 供给主体看中国, 边际看缅甸

- 全球锡资源集中分布高度集中, 中国、印尼、巴西、玻利维亚和俄罗斯等五国合计储量占比超过 70%。其中, 中国和印尼合计占比超过 40%。资源分布和精矿生产的相对集中性, 决定了单一生产国波动会对供给端的边际变化带来显著影响。近年来, 中国、印尼、玻利维亚和秘鲁锡精矿产量均出现不同程度的下滑(具体如下图所示), 但缅甸锡精矿产量却呈现爆发式增长, 已经由 2013 年的 1.7 万吨快速飙升至 2017 年的 5.4 万吨, 增长幅度高达 300%, 也即, 全球锡精矿增量基本都在缅甸, 其边际变化对全球供给产生重要影响。

图表 19: 全球锡资源分布高度集中

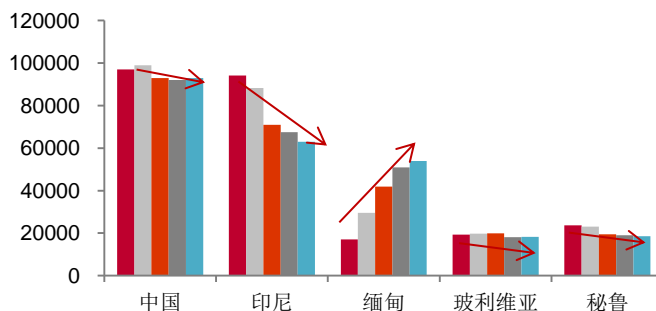
■ 中国 ■ 印尼 ■ 缅甸 ■ 玻利维亚 ■ 秘鲁 ■ 其他



来源: ATK, 中泰证券研究所

图表 20: 缅甸产量近年来快速攀升 (单位: 吨)

■ 2013 ■ 2014 ■ 2015 ■ 2016 ■ 2017



来源: ATK, 中泰证券研究所

4.2 缅甸模式不可持续, 三维度印证供给收缩

- 缅甸模式——低资源占比+高产量占比, 不可持续: 缅甸矿大规模开采

始于 2011 年前后，经历了手工收矿→露天开采（原矿）→洞采+浮选的过程。我们认为，三大转变，预示缅甸模式不可持续。

- **首先是资源品位**，据 AM 调研数据，2010-2011 年期间，曼相矿区加工处理的锡精矿原矿品位在 10-20% 区间，随着短时、集中、大规模开采，当前已经降至 1.5% 左右，品位的大幅下滑，从根本上决定金属产量的下降。
- **其次是开采方式**，此前主要采用技术、投资门槛均较低的露采，当前已经全部转入洞采，而井下通风以及排水等均需要大量的资金和技术投入，且原矿产出量显著下滑；
- **再次是选矿方式**，最初当地以重选为主（氧化矿），当前已经逐步转变为浮选（硫化矿），精矿粒度降低，影响冶炼端金属回收率，在处理等量原料的前提下，亦导致精锡产量下滑。由此可见，缅甸锡精矿“洪峰”不具可持续性，换言之，其供给能力下滑具有不可逆属性，这是我们看好“锡牛”行情的核心逻辑。

■ “进口数据+库存变化+加工费走势” 三维度印证供给收缩。

- **首先，锡矿进口量出现同比大幅下滑。**2018 年中国从缅甸进口的锡矿和精矿中的锡金属量总共大约 54,600 吨，2018 年较 2017 年中国自缅甸进口锡精矿（金属量）约 7 万吨下降了 19%。根据最新的海关数据，2019 年 3 月份锡矿和精矿进口总共为 13,056 吨，其中从缅甸进口 12,064 吨。估计 3 月从缅甸进口矿的锡金属含量为 3,100 吨，环比上升 244%，同比上升 55%。2019 年 Q1 缅甸锡矿和精矿进口锡金属含量估计为 11,100 吨，环比下降 7%，同比下降 38%。

图表 21: 缅甸锡精矿进口季度变化情况一览表 (单位: 吨, %)

时间序列	17年季度金属量	18年季度金属量	19年季度金属量	18年季度同比	19年季度同比
Q1	15,015	18,290	11,100	22%	-39%
Q2	19,693	11,922		-39%	
Q3	16,376	13,201		-19%	
Q4	22,054	12,214		-45%	

来源: 中国海关, 中泰证券研究所

- **其次，全球锡库存量持续去化。**1) 原料库存持续化: 2017-2018 年 9 月，缅甸当地大约有 200 万吨左右的原矿被消耗（金属量预估约为 2.5 万吨左右），目前当地原矿库存降至约为 40 万吨水平，且消耗速度正在加快；与此同时，中缅口岸精矿库存水平亦在持续下滑，2018 年降幅高达 55% 以上。上游产业链（从原矿到精矿）的持续去库存，导致 18 年 Q4 开始，锡精矿进口量出现大幅下滑。2) 并且，根据 ITRI 数据，精锡环节库存也出现了环比下滑，比如 2019 年 1-2 月，全球锡报告库存量分别为 2.83 万吨、2.78 万吨，分别环比下滑 1000 吨、5000 吨；

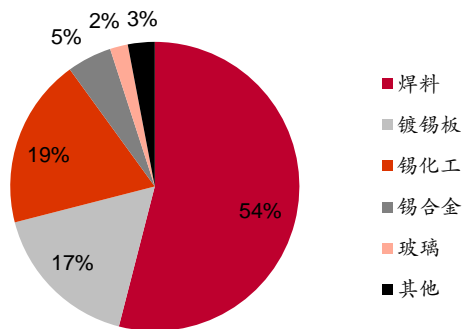
图表 22: 全球锡库存量变动情况

锡库存量 (千吨)	2017	2018	同比变化	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	季度环比	2019年1月	2019年2月	月度环比
上海期货交易所 (SHFE)	4.9	8.3	3.4	4.6	7.7	7.4	8.3	0.9	8.5	8.1	-0.4
伦敦金属交易所 (LME)	2.2	2.2	-0.1	2	3.1	3.1	2.2	-0.9	1.9	1.7	-0.2
生产商	8.3	7.6	-0.7	7.7	7.4	8.3	7.6	-0.7	7.6	7.6	0
消费者	11	10.4	-0.6	10.4	10.5	10.5	10.4	-0.1	10.4	10.4	0
全球报告库存量	26.5	28.4	2	24.7	28.6	29.3	28.4	-0.8	28.3	27.8	-0.5
报告库存量变化	1.7	-0.8	-	-1.7	3.9	0.6	-0.8	-	-0.1	-0.5	-
周消费量	3.8	4.1	0.3	3.5	4.1	4.2	4.1	-0.1	-	-	-

来源: ITA, ITRI, 中泰证券研究所

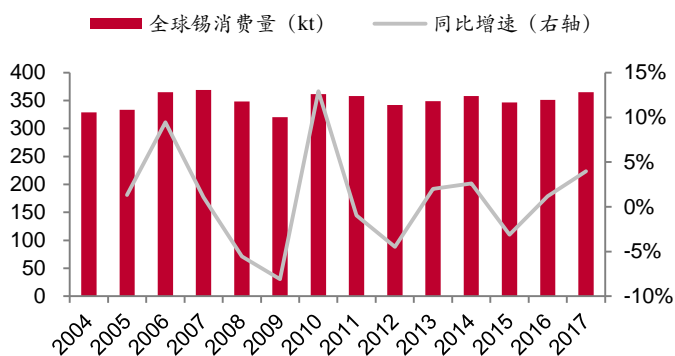
- 实际上, 投资者对于锡的需求也有担忧, 需求端的压力主要来自全球经济 (总量的影响) 以及电子器件的小型化和集成化 (单耗的影响), 但从实际情况来看, 需求端总体并无大碍, 根据 ITA 第 14 次锡消费商年度调研显示, 2018 年锡消费预期微幅增长 1%, 仍然呈现正增长。更进一步, 价格由供需相对强弱确定 (而非一端), 因此, 在需求端微增背景下, 供给端的明显收缩或将显著增大价格弹性。

图表 23: 锡消费结构



来源: ATK, 中泰证券研究所

图表 24: 全球锡消费稳步提升 (单位: kt)



来源: ATK, 中泰证券研究所

4.3 “量变”向“质变”的切换

- 锡行业有望完成由“量变”向“质变”的切换, 供给组合: 一大降 (缅甸矿)、一小增 (国内矿)、一平稳 (再生锡), 供给端收紧趋势确立; 而需求具有“弱周期性”, 仍具韧性。在供给收紧+消费韧性的基本面组合下, 基本金属板块中锡仍值得重点关注。

图表 25: 全球锡供需平衡表 (单位: 万吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全球产量	34.5	34.9	33.6	34.1	36.4	34.0	34.3	35.5	34.8	34.0	34.4
增速		1.2%	-3.9%	1.5%	6.9%	-6.6%	0.8%	3.5%	-2.1%	-2.0%	1.0%
其中, 中国	15.0	16.0	15.3	15.4	17.0	16.5	16.5	16.8	16.0	15.2	15.3
增速		7.1%	-4.9%	1.0%	10.4%	-2.9%	0.0%	1.8%	-5.0%	-5.0%	1.0%
中国外	19.5	18.9	18.3	18.7	19.4	17.5	17.8	18.7	18.8	18.9	19.1
增速		-3.3%	-3.1%	1.9%	4.1%	-9.8%	1.6%	5.1%	0.5%	0.5%	1.0%
全球需求	36.2	35.8	34.2	34.9	35.6	34.7	35.3	36.2	36.6	36.4	36.3
增速		-1.0%	-4.5%	2.0%	2.0%	-2.6%	1.8%	2.5%	1.1%	-0.5%	-0.2%
其中, 中国	14.7	14.9	14.9	15.6	16.1	15.4	16.0	16.1	16.2	15.8	15.5
增速		1.4%	-0.2%	5.1%	3.2%	-4.3%	3.9%	0.6%	0.5%	-2.5%	-1.5%
中国外	21.5	20.9	19.4	19.3	19.5	19.3	19.3	20.1	20.4	20.6	20.8
增速		-2.6%	-7.5%	-0.4%	1.1%	-1.1%	0.2%	4.0%	1.5%	1.0%	0.8%
供需平衡	-1.7	-0.9	-0.6	-0.8	0.8	-0.7	-1.0	-0.7	-1.8	-2.3	-1.9

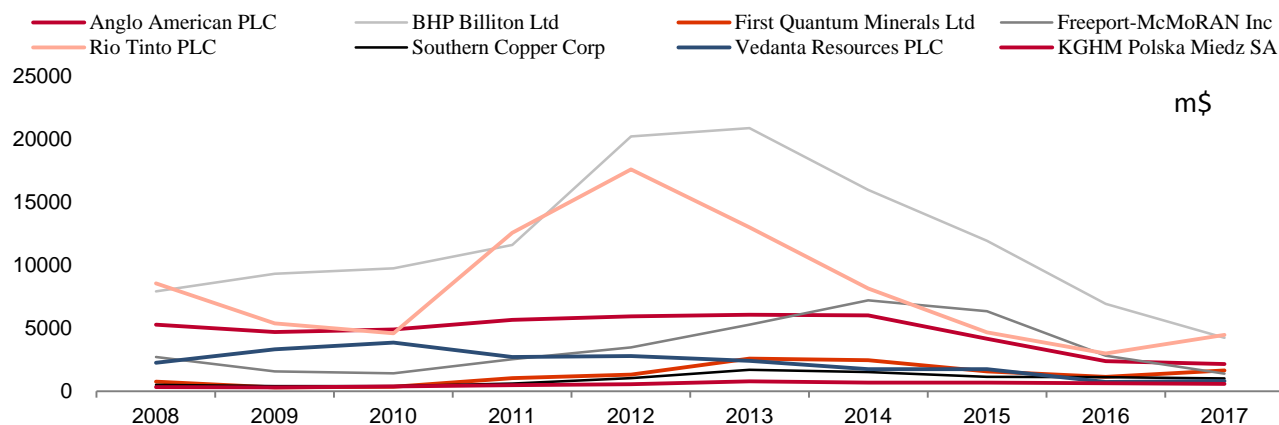
来源: 安泰科, 中泰证券研究所

铜: 延续紧平衡

6.1 精矿供给仍处低增速区间

- 前期资本开支决定当期产能释放, 矿端供给仍处扩张周期底部。铜矿山项目从勘探至投产约 5-8 年(甚至更长), 激励价格对于铜矿资本开支活跃度的提升进而带动供给增加的时间周期为有色金属品种中最长。我们梳理了近 10 年全球铜矿巨头的资本开支情况, 从中不难发现, 基本在 2012-2013 年前后触顶, 此后下滑, 再向后平移 5 年, 也即当前铜矿增量部分依然由上一轮资本开支高峰所贡献, 且已进入末端。

图表 26: 全球主要铜矿巨头资本近 10 年资本开支情况 (单位: 百万美元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 从现实情况看, 铜矿供给仍处低位水平。2018 年, 全球铜精矿产量约为 1680 万吨, 同比增长约 2.5%, 产量的超预期增长主要是干扰率较低所致。而过渡到 2019 年, 明显放量的主力矿山仍旧不多, 增量主要来自以下几个项目(具体如下表所示): 最大项目为第一量子矿业 Cobre 铜矿, 预计 2019 年将贡献 15 万吨增量; Chuquicamata 有望贡献 10 万吨增量; 同时, KOV 有望贡献约 6 万吨增量。此外, 再无单体项目贡献较大增量。我们预计 2019 年全球铜精矿产量约为 1720 万吨, 同比增长

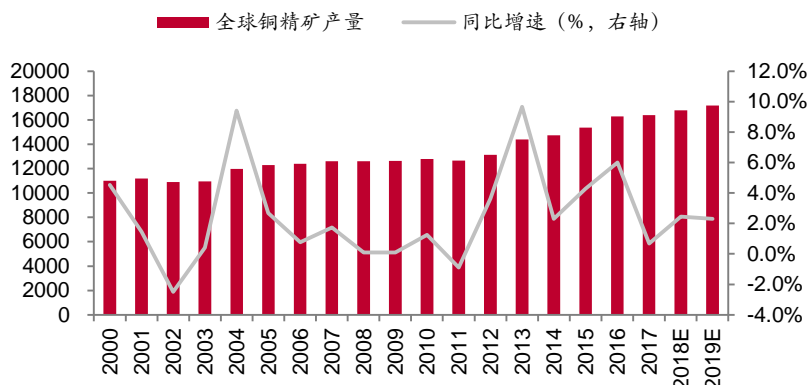
约 2.3%，拉长周期来看，仍处于低速增长周期。这也可从 2019 年长单 benchmark 环比继续下滑得以印证（TC80.8 美元/吨，较 2018 年续降 1.45 美元/吨）。

图表 27: 2018-2020 年全球主要矿山增量项目一览 (单位: kt)

Mine Name	Loc	2018	2019	2020
Cobre Panama (Petaquilla)	Panama	0	150	285
Chuquicamata	Chile	427	526	530
KOV	Congo DR	113	177	195
Capricorn Copper	Australia	25	30	30
Kinsenda	Congo DR	18	20	20
Mfulira	Zambia	25	30	30
Mirador	Ecuador	0	0	20
Kolwezi (Commus)	Congo DR	40	51	54
Pulang	China	25	45	50
Xiongcun	China	0	0	10
Mopani Deeps	Zambia	5	35	45
Carrapateena	Australia	0	15	65
Bystrinskoe	Russian Federation	20	50	60
Aktogay	Kazakhstan	98	100	100
Qulong	China	0	20	55
Kamoto	Congo DR	70	140	171
Total		866	1389	1720

来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 28: 2019 年铜精矿产量同比增速预计为 2.3%



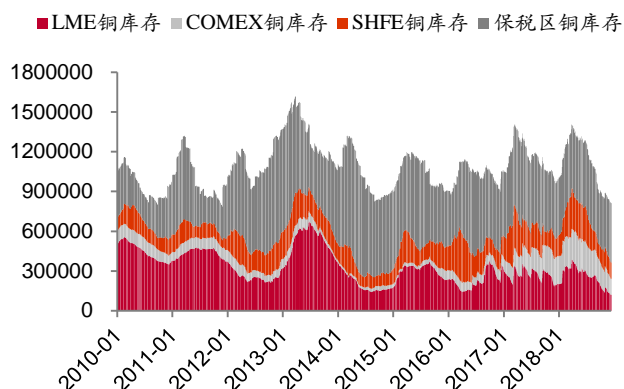
来源: 安泰科, 中泰证券研究所

6.2 重点关注: 库存低位+废铜扰动

- 库存是供需博弈的结果，表征双方的相对强弱，亦代表对供需缺口的再平衡能力。截止目前，显性库存已降至绝对低位，全球 4 地显性库存约为 84 万吨，同比下滑 15%，为 2011 年以来低位，其对供给端扰动的对冲能力显著下降（如图所示）。废铜方面，按照目前政策要求，2018 年底禁止七类废杂铜进口，规范六类废杂铜进口，SMM 统计数据显示，2017 年废铜进口（金属量）约为 130 万吨，2018 年为 125 万吨量级，其中，废七类约 20 万吨，废六类约 105 万吨（政策变动导致贸易结构有所变化），同比降幅并不大；但若 2019 年废铜进口有所变化，则将对

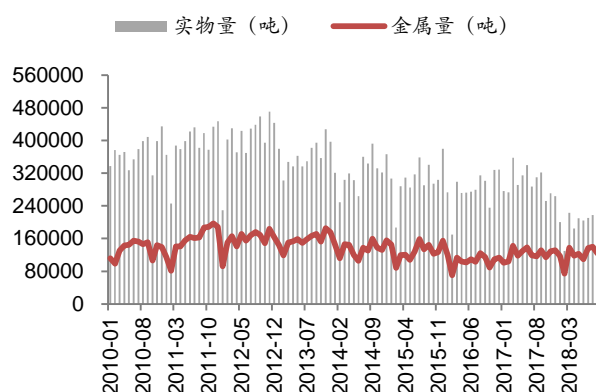
供给端造成进一步扰动。

图表 29: 电解铜 4 低库存已降至低位 (吨)



来源: wind, Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 30: 废铜进口实物量及金属量月度变化情况

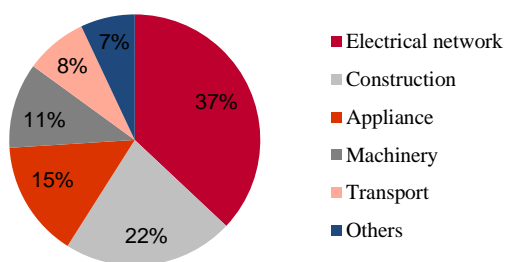


来源: wind, 中泰证券研究所

6.3 供需偏紧，铜价中枢上移

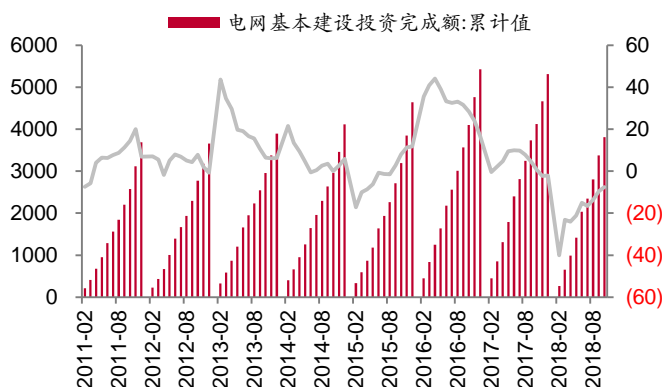
- 从需求端来看，主要集中在电力、建筑以及家电等强周期属性领域，合计占比接近四分之三，其中，电力占比超过 50%，这也决定铜价表现同宏观经济景气度高度关联。
- **电网投资降幅收窄。**今年以来，电网投资出现较大降幅，1-2 月电网基础建设投资额累计同比下降约 40%，此后降幅逐月收窄，累计同比降幅约 7.6%。再考虑到电网投资结构调整（配电网占比提升），其对铜消费的拉动作用可部分对冲电力领域投资的整体下滑。

图表 31: 铜消费周期属性突出



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 32: 电网投资降幅逐月收窄



来源: wind, 中泰证券研究所

- **新兴领域值得期待。**重点是新能源汽车，与传统汽车相比，其增量用铜主要体现在锂电铜箔、电机线圈以及低压电缆等几部分，纯电动乘用车用铜量（约 90KG/辆）较传统车（约 20KG/辆）大幅提升，若按平均单车用铜量 75KG 测算（包括插电混合、纯电动车），新能源汽车年度贡献铜消费增量约为 7-8 万吨量级，且增速远高于精铜消费整体增速，是铜消费的一大新增长点。

图表 33: 全球新能源汽车用铜量测算 (单位: 辆, 吨, %)

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
中国新能源汽车产量	37.5	51.7	79.4	104.0	145.1	204.7
美国新能源汽车产量	14.1	19.7	24.8	48.9	84.2	120.4
其他国家和地区	22.4	23.0	28.0	34.1	41.6	50.9
全球合计	73.9	94.3	132.1	187.0	270.9	376.0
用铜量测算(吨)	55410	70746	99109	140249	203167	281986
yoy(%)		27.7%	40.1%	41.5%	44.9%	38.8%

来源: 中泰证券研究所

- **综上, 从基本面看:** 紧平衡的供需格局支撑铜价中枢上移; **从宏观面看:** 当前价格也已 price in 了部分悲观预期, 若贸易谈判边际缓和, 叠加国内外“稳增长”效果逐步显现, 则将助力铜价向上, 趋势性行情仍有赖于宏观预期的实质性转暖。一言以蔽之, 铜原料中长期供给趋紧的方向不会改变仍为铜板块投资的“主线逻辑”。

图表 34: 全球铜供需平衡表 (单位: 万吨)

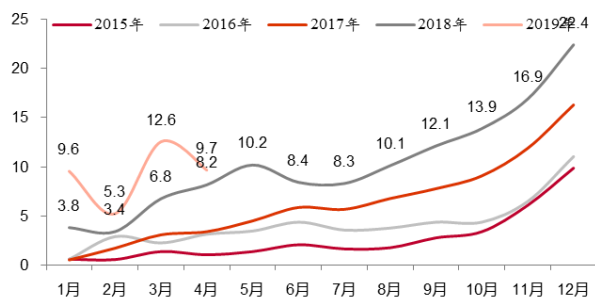
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
铜精矿供需平衡									
产量	1313	1440	1473	1536	1629	1640	1680	1719	1780
增速		9.7%	2.3%	4.3%	6.0%	0.7%	2.5%	2.3%	3.6%
需求	1296	1373	1489	1529	1611	1645	1671	1734	1798
增速		5.9%	8.4%	2.7%	5.4%	2.1%	1.6%	3.8%	3.7%
供需平衡	17	67	-16	7	17	-5	9	-16	-18
精铜供需平衡									
产量	2016	2082	2176	2200	2274	2308	2341	2391	2443
增速		3.3%	4.5%	1.1%	3.4%	1.5%	1.4%	2.1%	2.2%
需求	1957	2069	2162	2193	2254	2300	2350	2401	2448
增速		5.7%	4.5%	1.4%	2.8%	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%
供需平衡	59	14	14	7	20	8	-9	-10	-6

来源: 安泰科, 中泰证券研究所

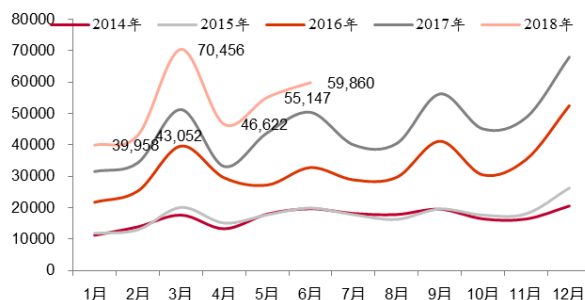
钴锂新能源: 海外加速电动化、上游锂钴继续寻底

7.1 19H1 薄发, 国内与海外均保持较高同比增速

- **国内与海外新能源车 1-4 月均实现高增长。** 1) 2019 年 1-4 月份, 国内新能源汽车销量实现约 37 万辆, 比上年同期分别增长约 67%。其中, 纯电动车型约 29 万辆, 同比增长约 96%; 插电式混合动力汽车产销分别实现约 9 万辆, 比上年同期分别增长约 63%, 预估 2019 年国内将实现约 160 万辆销量, 同比增长约 30%, 国内新能源车将保持持续的高增长; 2) 而海外方面, 新能源车 1-4 月亦实现约 30% 的快速增长。2019 年 1-4 月份, 海外新能源汽车销量实现约 32 万辆, 比上年同期分别增长约 30%。预估 2019 年国海外亦将实现约 160 万辆销量, 同比增长约 60%。

图表 35: 国内新能源车销量 (单位: 辆)


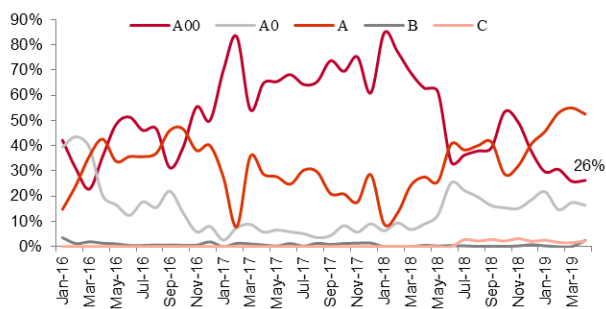
来源: 工信部, 中泰证券研究所

图表 36: 海外新能源车销量 (单位: 辆)


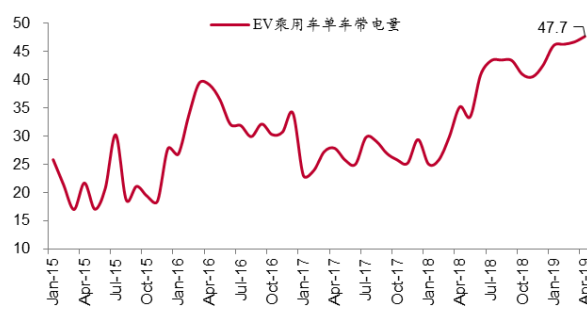
来源: Marklines, 中泰证券研究所

7.2 19H2 后补贴时代, 车型结构改善, 消费崛起, 逐步向市场驱动转变

- 消费崛起, 政策驱动逐步向市场驱动转变, 车型结构大幅改善, A0 级及以上车型占比大幅提升, 单车带电量显著提升。**今年 6 月之后, 补贴退坡过渡期结束, 虽然行业补贴退出对产销产生一定的不确定性, 但值得注意的是, 车型结构在逐步改善, 消费崛起, 市场在由政策驱动向市场驱动转变: 去年, 以荣威 Ei5、比亚迪元等代表的中高型车销量提升, A00 级车结构占比在 40% 以下, 今年车型结构进一步改善, A00 占比下降至 30% 以内。由此带来的是单车带电量的提升, 当前已经增长至接近 50Kwh。预计 2019 年 H2 之后, 国内车型结构持续改善, 海外纯电动平台车型落地推进, 更多高品质车型大量推出, 产品结构有望进一步改善, 消费崛起, 政策驱动继续向市场驱动转变。

图表 37: 各车型结构占比月度走势比较


来源: 工信部, 中泰证券研究所

图表 38: 单车带电量月度走势 (单位: Kwh)


来源: 工信部, GGII, 中泰证券研究所

7.3 海外传统巨头主机厂加速电动化战略

- 海外巨头加大投资, 积极推出纯电动平台, 发力新能源车布局, 并且有加速趋势。**2018 年以来, 海外汽车行业巨头, 正在加大对新能源汽车行业的投资, 投资规模动辄百亿美元, 并且正在积极推动纯电动平台车型, 极具成长性, 并且爆发在即, 是属于长周期的爆发, 多数按照上百万辆的生命周期打造。此外, 海外巨头有加速电动化趋势, 比如大众提升未

来 10 年电动车销量 (1500 万 → 2200 万), 提升投放车型数量 (50 款 → 70 款), 丰田将实现新能源车 550 万辆目标的年份提前 5 年至 2025 年。

图表 39: 海外汽车巨头发力新能源车布局, 并且有加速趋势

区域	车企	战略规划
	大众	计划在2022年前投放15款车型, 覆盖从紧凑型到大型等多系列纯电动车型级别, 汽车电动化等“四化”方向总投资预算超过340亿欧元, 其中, 中国合资企业将投资150亿欧元; <u>2025年电动车销量目标为300万辆; 公司规划未来10年累计生产2200万辆 (2019年3月由1500万辆上调), 拟投放车型数量累计为70款 (由50款上调); 2025年后将至少推出80款新能源车型, 其中50款为EV, EV车型销量占比在2030年将达到40%。</u>
欧洲	宝马	到2025年, 至2025年, 推出12款纯电动车, 新能源车销量占公司总销量的15-25%
	奔驰	将新增110亿美元投资金额, 在未来5年内推出一系列纯电动车型, 到2022年, 所有车型都提供电动款, 到2020年Smart品牌则全部纯电动化
	沃尔沃	2019年全部车型配电动机并发布首款EV, 2025年电动车销量累计超100万辆
	奥迪	至2025年前将推出20款电动化汽车, 其中12款左右为纯电动车型
	特斯拉	2020年销售规划为100万辆
美国	通用	在2023年前, 全球范围内推出20款以上电动车, 2026年全球纯电动汽车销量规划为100万辆
	福特	2022年之前共投资110亿美元, 比此前宣布投资的45亿美元翻一倍多, 未来推出40款新能源汽车, 2020年新能源车 (含HV) 销量占总销量的10~25%
	日产	到2020年, 日产旗下有超过20%的车辆将实现零排放的目标, 2022年前投资600亿元, 投放20款以上电动车
日韩	丰田	2025年新能源车 (含HV) 年总销量达到550万辆, 其中EV/FCV合计100万辆 (原计划2030年实现)
	起亚	2020年前累计推9款新能源产品, 新能源车 (含HV) 销量占比超过10%
	本田	2030年实现15%为零排放 (EV及FCV) 车辆, 混动车 (HV与PHEV) 占50%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

7.4 国内电池企业快速扩张, 龙头效应不断加强

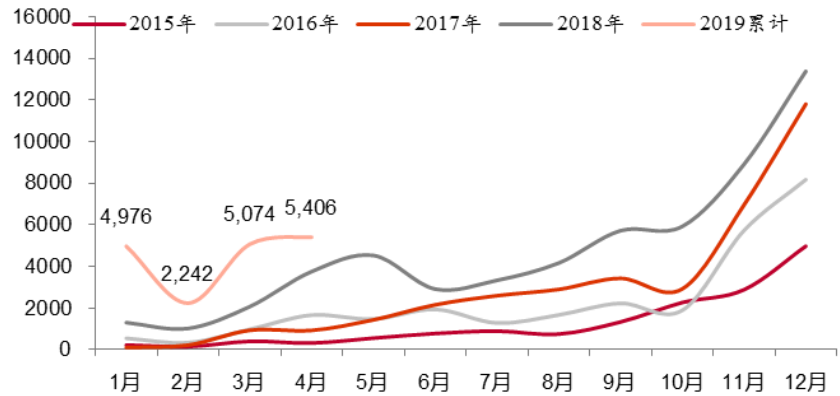
- 动力电池装机量提速, 主流企业持续扩张版图。**如上文所述, 在国内政策推动、消费崛起的市场驱动以及海外巨头全电动平台车型推出下, 2019年1-4月国内动力电池累计装机电量为17.7GWh, 实现累计同比增长117%。其中, 三元电池占比由去年底的62%提升至约72%; 我们同时判断, 这一快速增长态势在未来2-3年也仍将是一个常态 (参见图表55)。

图表 40: 全球新能源车销量预估

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
新能源汽车产销量 (万辆)						
中国	37	52	81	120	164	222
美国	16	21	25	44	77	97
其他国家	16	30	40	58	84	124
合计	70	103	146	222	325	443

来源: Marklines, 中泰证券研究所

图表 41: 新能源车动力电池装机量 (单位: MWh)



来源: GGII, 中泰证券研究所

- 另外, 动力电池企业持续大举扩张, 尤其是全球电池龙头企业纷纷抛出产能扩张计划, 预计到 2020 年产能规模将扩张至 300Gwh 以上。

图表 42: 全球主要龙头动力电池企业产能规划

全球主要龙头电池企业	产能	核心客户
CATL	2018年产能达到24GWh, 扩张规划达到39GWh, 2019年底产能预估达到63GWh	宝马、大众、上汽、吉利、广汽、长城、北汽、东风
比亚迪	2018年产能达到25GWh, 2019年扩张规划达到22GWh, 产能预估达到47GWh	主要为自供
LG化学	2018年产能达到34GWh, 2020年韩国、荷兰、中国、波兰等地产能达到110GWh	韩国起亚、现代、大众、通用、宝马、奔驰、福特、克莱斯勒、雷诺、捷豹、雪佛兰
松下	2018年产能约22GWh, 2020年产能规划到52GWh	特斯拉、大众、福特、奔驰、奥迪、丰田、本田
三星SDI	2018年产能约22GWh, 2020年产能规划到52GWh	宝马、大众、保时捷、菲亚特、奥迪
SK创新	2018年产能约11GWh, 2020年产能规划到20GWh	现代起亚、奔驰

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

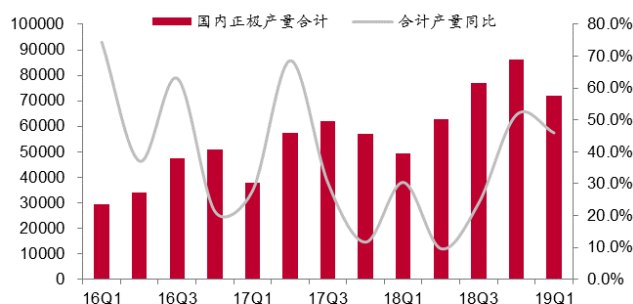
- 相应的, 正极产能配套扩张, 三元尤为明显。今年全球动力电池有望超过 90Gwh, 近三年保持超过 50%的复合增速, 在全球动力电池产能也在持续扩张背景与强劲需求拉动下, 正极材料保持着稳步增长, 从国内产量来看, 2019Q1 合计实现约 7.2 万吨出货量, 同比增速 46%, 其中, 三元保持较高增速, 正极实现约 4.2 万吨出货量, 同比增速 80%。

图表 43: 全球电池产量预估 (单位: GWh)

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产量 (GW)	动力电池						
	中国	16.1	28.6	38.0	56.6	84.6	120.5
	美国	6.2	8.6	11.7	23.7	43.7	53.0
	其他国家	4.0	7.1	9.5	15.2	24.9	40.9
	合计	26.3	44.3	59.3	95.4	153.2	214.4
非动力电池	数码3C	39.5	38.7	39.4	38.4	40.3	43.6
	储能、充电宝、	33.9	37.1	40.4	44.5	49.7	56.5
	合计	73.4	75.8	79.8	82.9	90.0	100.1

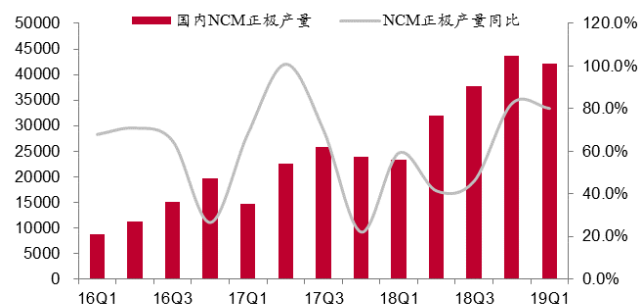
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 44: 国内正极产量及同比增速 (单位: 吨)



来源: GGII, 中泰证券研究所

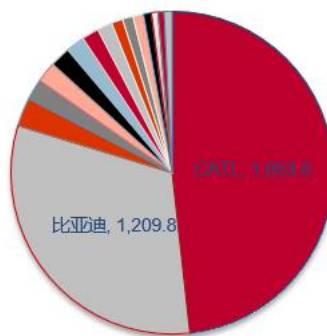
图表 45: 国内三元正极产量及同比增速 (单位: 吨)



来源: GGII, 中泰证券研究所

- 行业集中度进一步提升, 龙头效应不断加强。中游动力电池领域遵循强者恒强逻辑, 龙头企业凭借强有力的竞争力, 受益行业快速增长的增量部分, 最直接的表现是行业集中度的大幅提升, 如 2019 年 4 月, 国内 TOP5 动力电池市占率进一步提升至约 88%。

图表 46: 国内动力电池 4 月市占率情况 (单位: MWh)



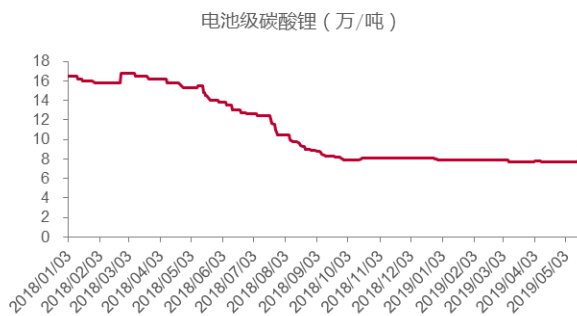
来源: GGII, 中泰证券研究所

7.5 上游锂钴价格 2019H2 或仍呈现底部区域震荡

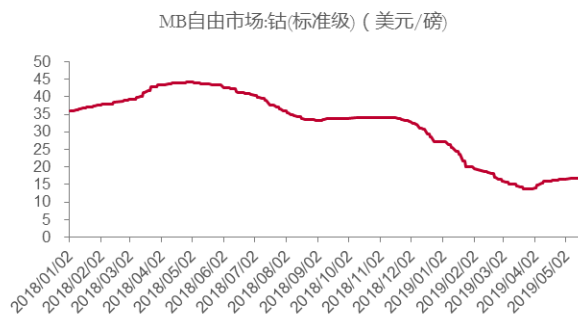
- 2019H1 锂钴价格继续回落。今年以来, 消费电子仍然比较疲弱, 国内手机出货量 1-3 月仍是同比负增长(但出现边际改善, 负增长逐步收窄, 并且在 4 月实现同比增长 6.7%), 全球智能手机与 PC 同比仍落在负增长区间, 而与此同时, 锂钴原料供给仍显较为充裕, 电池级碳酸锂自年初 7.9 万回落至当前的 7.7 万, 回落幅度较去年明显收窄; MB 钴价自年初 27 美元/磅回落至当前不到 16 美元/磅, 回落幅度接近 40%。

图表 47: 碳酸锂价格走势

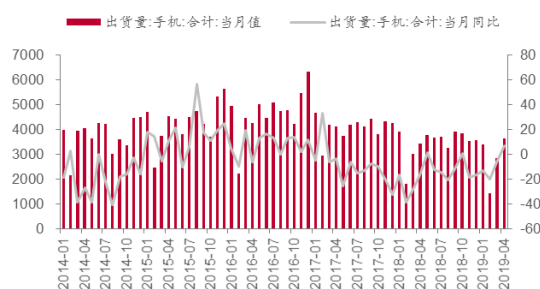
图表 48: MB 钴价格走势



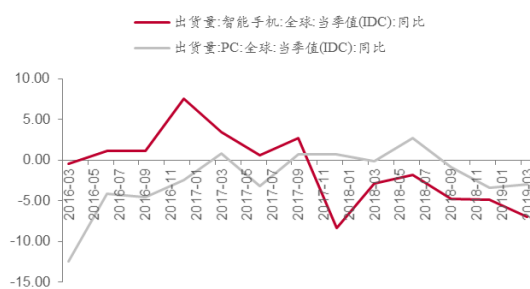
来源：AM，中泰证券研究所



来源：MB，中泰证券研究所

图表 49：中国手机出货量（单位：百万部）


来源：中国信通院，中泰证券研究所

图表 50：...同时全球消费电子需求同比亦下滑（%）


来源：wind, IDC, 中泰证券研究所

- 2019 年 Q1 钴新增产量主要来自于 Glencore 旗下 KCC 项目进一步扩产、ERG 旗下 RTR 项目产能释放，其他镍钴伴生产量较为稳定。2019 年增量项目主要来自于 Glencore 旗下 KCC、ERG 旗下 RTR 以及 Shalina/Chemaf，尤其是前两者，为最主要的供给增量：Glencore 的 KCC 项目将会进一步扩产至 2.6 万吨（已经下调指引，原计划 3.4 万吨）；ERG 旗下 RTR 项目一期 1.4 万吨，目前正处于试生产当中；另外，Chemaf 方面，直到 2020 年的产出被托克承购，2017 年设计产能 3800 吨的工厂投产，使得公司粗钴产能达到 6200 吨，其扩建 Mutoshi 1.6 万吨产能将在 2019-2020 年或更晚释放。**

图表 51：Glencore 钴产量指引

原产量指引 (kt)	2018E	2019E	2020E
Katanga	11	34	32
其他	28 ₊₃	31 ₊₃	31 ₊₃
合计	39 ₊₃	65 ₊₃	63 ₊₃
当前产量指引 (kt)	2018E	2019E	2020E
Katanga	11	26 ₊₂	32 ₊₂
其他	28 ₊₂	31 ₊₃	31 ₊₅
合计	39 ₊₂	57 ₊₅	63 ₊₃

数据来源：Glencore，中泰证券研究所

- KCC 实际有效供给量或将十分有限。其他诸如 Vale、Sherritt 等镍钴伴生矿产出较为稳定。今年 Q1 嘉能可产出 1.09 万吨，同比增长 56%，其中 KCC 产出 3500 吨，此前去年 11 月 KCC 宣布暂停钴产品销售，预估 2019Q3-Q4 才能恢复销售，因此产量指引的下调、钴产品的暂停销售，再加上运输时间，事实上，根据嘉能可披露，今年出口钴的数量仅为 930 吨，约占自 1 月 KCC 钴总产量的 23%，KCC 实际有效供给量或将十分有限。其他诸如 Vale、Sherritt 等镍钴伴生矿产出较为稳定，比如 Vale、Sherritt 今年一季度产出分别约 1200 吨、1500 吨，从历史季度产量来看，保持平稳。

图表 52: 部分主流钴业巨头 2018 年以来产出情况 (单位: 吨)

矿产商	矿山项目	国家	类型	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q1vs2018Q1
Glencore	Mutanda Mining	DRC	Cu	5,700	5,500	6,000	6,700	5,600	6,200	7,400	8,100	6,400	14%
	Katanga Mining / KCC	DRC	Cu	-	-	-	-	500	2,500	3,500	4,600	3,500	600%
	Minara Resources/Murrin Murrin	Australia	Ni	500	600	900	700	700	700	700	800	800	14%
	Sudbury / Raglan	Canada	Ni	100	300	200	200	200	300	200	200	200	0%
	total			6,300	6,400	7,100	7,600	7,000	9,700	11,800	13,700	10,900	56%
Vale	Sudbury	Canada	Ni	215	124	279	225	123	156	83	158	129	5%
	Thompson	Canada	Ni	138	111	106	(219)	81	56	37	24	21	-74%
	Voisey's Bay	Canada	Ni	211	436	382	799	495	479	371	557	467	-6%
	Vale New Caledonia (VNC)	New Cal	Ni	678	675	710	716	589	494	460	561	412	-30%
	others	Canada	Ni	17	66	12	130	39	118	77	137	166	326%
	total			1,259	1,412	1,489	1,651	1,327	1,303	1,028	1,437	1,195	-10%
Sherritt	Moa Nickel	Cuba	Ni	872	872	928	929	672	776	930	428	852	27%
	Ambatovy	Mdgsr	Ni	808	675	833	734	408	825	733	884	675	65%
	total			1,680	1,547	1,761	1,663	1,080	1,601	1,663	1,312	1,527	41%
	合计			9,239	9,359	10,350	10,914	9,407	12,604	14,491	16,449	13,622	45%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2019 年锂资源主要供给增量之一来自澳洲西部矿山，矿山产出同比增长较为明显，精矿价格回落。澳洲西部包括 Talison 之内的主要 7 家矿山为 2019 年资源供给增量主力之一，当前主要在产的是 Galaxy 旗下 Mt.Cattlin (20 万吨产能)、MIN 旗下 Mt.Marion (45 万吨产能)、Altura (Pilgangoora, 22 万吨产能)、Pibara (Pilgangoora, 33 万吨产能)、Tawana-AMAL (Bald Hill, 15.5 万吨)，另外，MIN 旗下 Wodgina 项目引入 ALB 共同开发，集中发展锂精矿产能，未来规划三期建设 75 万吨锂精矿产能，配套 5-10 万吨氢氧化锂产能。今年 Q1 澳洲西部矿山产出约 47 万吨 (5-6 万吨 LCE)，同比增长约 45%，环比增长约 5%，澳矿供给较为充裕，精矿价格出现明显调整，基本实际成交在 600-800 美元/吨。
- 2019 年锂资源主要供给增量之二来自南美盐湖，由于价格回落，盐湖巨头多有下调业绩指引，甚至延迟扩张计划。2019Q1，FMC、SQM 均由于价格回落，业绩承压，FMC 认为当前锂精矿过剩导致锂价下滑，公司大幅下调 19 年 EBITDA 指引超过 30%；SQM 认为下半年 SQM 锂盐价格或回落到 1.1-1.2 万美元/吨，因此公司的产能原计划 2019 年扩张至 12 万吨，当前也延迟至 2021 年下半年。从盐湖历史上扩产进展情况来看，即使是禀赋最为优质、技术工艺较为成熟的传统南美盐湖巨头，或仍然在新建或者扩张产能过程中遇到挑战与困难，并非一蹴而就。随着产能释放，长协价格中枢亦将向下调整。

图表 53: 澳洲西部主要在产以及新增供给矿山

公司	盐湖或矿山	资源量	产能/规划产能 (LCE)
Talsion	澳大利亚 Greenbushes	总资源量为16510万吨, 折合碳酸锂当量万吨; 锂矿储量合计为8640吨, 折合碳酸锂当量500万吨。	锂精矿年产能75万吨, 2017年产量约65万吨。计划锂辉石精矿投产至195万吨, 新建60万吨产能将于2019年Q2投产, 另外60万吨产能将于2020年Q4投产
Galaxy Resources	澳大利亚 Mt.Cattlin	锂矿石储量1800万吨, 氧化锂品位1.08%	锂辉石精矿产能20万吨/年。2017年共生产约15.6万吨锂辉石精矿, 平均品位5.69%, 2018年前三季度锂精矿产量约12万吨
Reed Industrial Minerals	澳大利亚Mt Marion	指示和推断矿产资源量达到7780万吨, 氧化锂品位1.37%	设计年产能45万吨锂辉石精矿。2017年精矿产量约36万吨。2018年H1产量21.4万吨, 6%的12.7万吨, 4%的8.7万吨
Mineral Resources	澳大利亚 Wodgina	锂矿石储量19801万吨, 氧化锂品位1.18%	设计精矿产能75万吨, 2019年3月投产。2017年运输了249万吨原矿(DSO), 2018年H1产原矿200.4万吨, 运输了171万吨; 未来全力发展锂精矿产能
Altura Ming Limited	澳大利亚 Pilgangoora	确定资源量4400万吨, 氧化锂品位1.0%; 储量3420万吨, 氧化锂品位1.04%	22万吨氧化锂品位6%的锂辉石精矿, 2018年7月正式投产。未来产能计划增至44万吨精矿
Pibara Minerals	澳大利亚 Pilbara region	探明、控制和推断资源量15630万吨, 氧化锂品位1.25%, 氧化锂资源量195.2万吨	一期设计产能33万吨氧化锂品位6%的锂辉石精矿, 2018年6月投产。计划将来产能要达到80万吨锂精矿
Tawana-AMAL	澳大利亚Bald Hill	控制和推断的锂资源量1890万吨, 氧化锂品位1.18%	设计产能15.5万吨氧化锂品位6%的锂辉石精矿, 2018年3月投产。2018年上半年1.88万吨, 下半年计划生产6万吨

数据来源: 公司官网与公告、中泰证券研究所

图表 54: 南美传统主要盐湖巨头

企业名称	2017年底产能	扩产计划	产量
SQM	48000吨碳酸锂, 6000吨氢氧化锂	2018下半年碳酸锂扩至7万吨, 2018年底氢氧化锂扩至1.35万吨	2016年4.97万吨销量, 2017年4.97万吨, 2018年1-9月销量3.04万吨, 同比减少17%
Albemarle	碳酸锂产能4.9万吨, 2万吨氢氧化锂产能	2020年初总产能16.5万吨	2016年产量约3万吨(不含中国企业代工产量), 2017年销量约3.2万吨, 2018年H1碳酸锂产量1.8万吨
FMC	碳酸锂产能2.2万吨, 氢氧化锂产能1.8万吨	2019年末氢氧化锂产能计划扩至3万吨。2020年碳酸锂产能再增加2万吨	2016年产量折合碳酸锂约1.8万吨, 2017年销量约1.85万吨, 2018年H1碳酸锂产量约1万吨
Orocobre	碳酸锂产能1.75万吨	2期增加碳酸锂年产能25000。计划同期建设1万吨氢氧化锂产能。2020年H1建成投产	2016年产量11845吨, 2017年11392吨, 2018年1-9月产量8691吨

数据来源: 公司官网与公告、中泰证券研究所

- **总结: 2019 年锂钴供需结构均出现边际改善 (锂过剩占比 12%→3%, 钴过剩占比 5%→2%), 但是依据供需模型, 锂钴仍处于过剩状态, 因此, 2019 年价格中枢较 2018 年下移, 或位于底部区域震荡。**

图表 55: 全球钴供需平衡表 (单位: 吨)

钴供需平衡预测	2015	2016E	2017	2018E	2019E	2020E
供应	96,084	95,851	104,804	113,283	126,362	148,666
Change%		0%	9%	8%	12%	18%
需求	94,529	101,195	105,943	107,485	123,483	141,007
Change%		7%	5%	1%	15%	14%
供需缺口 (+过剩/-不足)	1,555	-5,344	-1,139	5,798	2,879	7,659
供需缺口所占比例	2%	-5%	-1%	5%	2%	5%

数据来源: 安泰科、IDC、Darton、公司公告、中泰证券研究所

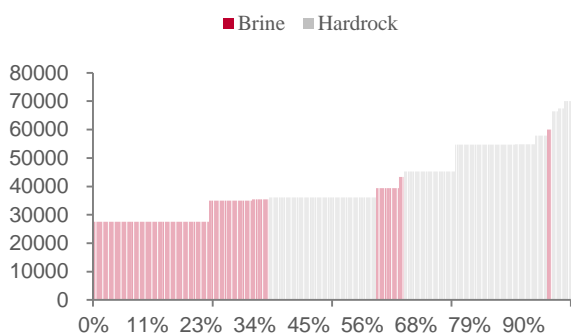
图表 56: 全球锂供需平衡表 (单位: 吨)

碳酸锂供需平衡预测	2015	2016E	2017	2018E	2019E	2020E
供应	156,136	192,371	230,760	276,241	321,375	366,955
Change%		23%	20%	20%	17%	14%
需求	172,447	190,114	210,107	242,538	285,073	333,271
Change%	0%	10%	11%	15%	18%	17%
供需缺口 (+过剩/-不足)	-15,835	-16,860	2,125	29,121	8,830	10,995
供需缺口所占比例	-9%	-8%	1%	12%	3%	3%

数据来源：安泰科、公司公告、中泰证券研究所

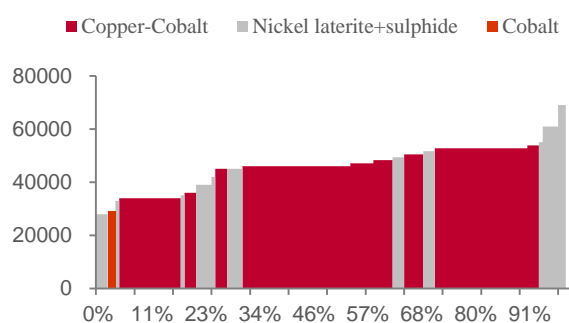
- 但必须也要看到，钴锂价格进入底部区域。当前在产高成本锂产能主动减量、新建高成本产能延期投产，随着国内、南美盐湖与澳矿产能扩张，价格仍然处于寻底通道，逐步接近成本曲线90%分位5-6万（大部分新增澳矿采选成本为500美元/吨左右，位于该成本区间内），预估2019年中枢将高于新投产的成本相对较高的澳矿之上以保持正常的生产和投放，价格底部区域或在6-7万/吨运行；当前MB钴价大幅回落不到16美元/磅，手抓矿的量大幅回落40%以上，已经进入历史长周期底部区域，随着中期供需结构改善、钴价有望相对在16-20美元/磅宽幅震荡运行。

图表 57: 2019 年全球锂成本曲线



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 58: 2019 年全球钴成本曲线



来源：CDI，中泰证券研究所

“核心标的+核心逻辑”速览

(1) 正海磁材

- **核心逻辑:** 1) 行业层面，磁材企业以毛利率定价，稀土原料价格上涨，磁材产品随之上行，利润有望持续增厚；2、更重要的是，在全球电动化浪潮下，拥有高行业壁垒的高性能钕铁硼磁材行业，供需格局开始向着偏紧趋势发展，对于一个以新产品开发导入为动力源泉的行业，随着新能源车新产品的不断导入和放量，高性能钕铁硼行业或将进入新一轮成长上行周期；2) 公司层面，①抓住海外传统车企巨头加速布局新能源车的时机，积极拓展海外市场，进入全球主流新能源车产业链供货体系，并且通过新建低重稀土永磁体生产基地，产能规模将达到1.13万吨，为未来新能源车产品的增量订单保驾护航，我们预计，2018-2021年整体销量复合增速达到28%。
- **盈利预测:** 预计公司2019/2020/2021年归母净利润分别为1.1亿元、2.0亿元、3.0亿元，对应截止目前84亿市值，PE估值水平分别为76x/42x/28x。

(2) 中科三环

- **核心逻辑:** 1、行业层面，同上；2、公司层面，1) 公司凭借“产能规

模、技术工艺、资源成本以及产品品质等”业内领先的综合实力将充分受益这一行业大趋势，新能源汽车用钕铁硼占比或将持续提升，今年新能源车占比近 20%，并且在 20-21 年则可能超过 30%。2) 公司拟以增资扩股的方式持有南方稀土 5% 的股权，南方稀土将以最优惠的市场价格向中科三环供应稀土原材料。并且，双方拟在赣州“稀金谷”共同投资高端稀土磁性材料项目，合资设立产能 5000 吨/年高性能烧结钕铁硼生产企业。

- **盈利预测：**预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 2.8 亿元、3.5 亿元、4.4 亿元，对应截止目前 142 亿市值，PE 估值水平分别为 51x/41x/32x。

(3) 山东黄金

- **核心逻辑：**1) 行业层面，核心在于 2019 年美国的经济持续走弱，年初加息预期切换至当前降息预期，真实收益率将趋势下行，金价持续上涨，当前处于上涨第一阶段——“回落后期”的美债收益率下行的阶段；2) 公司层面，①核心资产优势，黄金储量第二（980 吨），矿产金权益产量第一（约 39 吨）；②生产成本优势，矿产金生产成本（不含三费）仅为 157 元/克；③成长性优势，2018 年矿产金产量在 39 吨，集团目前比较成熟的在产矿山有 4-5 座，未来或通过外延等方式增加产量，远景产量有望达到 50 吨，公司成长属性突出。作为纯黄金标的，金价上行最受益。
- **盈利预测：**预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 15.9 亿元、17.4 亿元、19.9 亿元，对应截止目前 668 亿市值，PE 估值水平分别为 42x/38x/34x。

(4) 盛达矿业

- **核心逻辑：**1) 行业层面，白银和黄金走势具有强相关性，一方面白银是黄金的“影子”，同样具有避险和保值需求；另一方面，进入通胀抬头时，即复苏初期，白银工业属性会推动目前历史高位的黄金白银比向均值回归，从而体现出更强的弹性和上涨空间（金银比总体上运行于 40-80 区间，当前已经向上突破 85）。综上，贵金属板块配置价值不减，白银弹性或更大，公司作为白银龙头，受益于“量价”双弹性，低估值优势突出。2) 公司层面，①收购金山矿业之后，白银显著增储（超过 8400 吨），并表增厚利润；②核心资产（光大、金都）放量在即，到 2020 年，采选产能有望达到 240 万吨/年，盈利能力进一步提升；③集团资产收购基本完成后，未来有望开启外延式并购新征程。
- **盈利预测：**我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 5.0/6.4/7.4 亿元，对应截止目前 75 亿市值，PE 估值水平则分别为 15X/12X/10X。

(5) 天齐锂业

- **核心逻辑：**1) 行业层面，锂价底部位置盘整，并且碳酸锂价格弹性未来会比较小，低成本产能扩张使得成本曲线更加平缓，行业主旋律切换至品质与成本的竞争，配置策略是选择最优质、最低成本、能进入全球核心动力供应链的核心资产；2) 公司层面，天齐依托世界级资源 Talison、

Atacama，是锂业中的资源王者，位于全行业成本曲线前端，并且拥有持续扩张的全球领先的自动化产线，是未来能匹配到核心供应链的有效产能。价格底部盘整下，对公司进行重置价值测算，与当前市值相当，并且 PB 已经位于过去十年的极低位置。

- **盈利预测：**我们预计，公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 9.9 亿、12.5 亿、17.1 亿，对应截止目前 297 亿市值（暂不考虑配股），PE 估值水平则分别为 30X/24X/17X。

（6）锡业股份

- **核心逻辑：**1) 资源品位、开采方式和选矿方式三大转变预示缅甸“低资源储量+高产量占比”模式不可持续，而缅甸矿产量占国内精锡总量 20%、全球 40%左右，影响深远；2) 海关数据、库存变化以及加工费走势三个维度印证缅甸矿供给能力大幅下滑；3) 2019 年，锡行业有望完成由“量变”向“质变”的切换，供给组合：一大降（缅甸矿）、一小增（国内矿）、一平稳（再生锡），供给端收紧趋势确立；而需求具有“弱周期性”，仍具韧性，在供给收紧+消费韧性的基本面组合下，锡板块值得重点布局；4) 锡业股份为锡行业龙头（精锡冶炼产能 8 万吨/年，自产锡精矿 3 万吨/年），国内及全球市占率分别为 43.6%、21.1%，公司将深度受益此轮“锡牛”行情。
- **盈利预测：**预计公司 2019/2020/2021 年净利润分别为 12.5/14.9/17.8 亿元，对应截止目前 188 亿市值，PE 估值水平分别为 17x/15x/12x。

（7）赣锋锂业

- **核心逻辑：**1) 行业层面，锂价底部位置盘整，并且碳酸锂价格弹性未来会比较小，低成本产能扩张使得成本曲线更加平缓，行业主旋律切换至品质与成本的竞争，配置策略是选择最优质、最低成本、能进入全球核心动力供应链的核心资产；2) 公司层面，赣锋拥有高品质锂盐稳定连续供应链，相继与全球核心动力电池厂 LG 化学、主机厂特斯拉签订战略供货协议，进入全球核心动力产业链；公司收购 RIM 6.9%股权，拥有 Mt Marrion 50%股权，另外，公司包销 PLS 一期 16 万吨精矿产能、拥有阿根廷 Minera Exar 公司 37.5%权益，资源壁垒得到不断强化。
- **盈利预测：**我们预计，公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 10.8 亿、11.9 亿、16.2 亿，对应截止目前 292 亿市值，目前股价对应 PE 为 27X、25X 以及 18X。

（8）寒锐钴业

- **核心逻辑：**1) 行业层面，中期供需格局改善，供给过剩占比由 5%下降至 3%，当前国内价格处于相对底部位置，MB 钴价已经大幅回落至历史底部区间，下行空间有限，价格对于产业链库存周期变动极为敏感，价格弹性高；2) 公司层面，寒锐深耕刚果十余年，积极外拓低价钴矿资源，通过股权合作等方式深度锁定矿石供应，拥有完备扎实的供应渠道，掌控资源能力强，另外，募投 5000 吨粗钴湿法冶炼中间品产能已经于 17 年底全部完成，此次通过寒锐金属产线建设，再新增 5000 吨粗钴湿

法冶炼中间品产能，2019 年形成 1 万吨粗制湿法冶炼中间品产能。

- **盈利预测：**我们预计，公司 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 1.1 亿、4.3 亿、5.7 亿，对应截止目前 119 亿市值，对应 PE 估值水平为 108X、28X 以及 21X。

(9) 云铝股份

- **核心逻辑：**1) **行业层面**，1) 库存去化之机：当前电解铝社会库存已降至 110 万吨以下水平，更为重要的是，全球库存消费天数降至 15 天左右的低位水平，供给端弹性进一步缺失；2) 供需错配之机，违规产能停产+存量产能减产+增量产能不及预期，导致供给端下滑，需求端不必过分担忧，仍将维持 2-4%左右的中等增速，供需错配值得重视；3) 估值修复之机，PB 角度看，电解铝板块标的基本降至 10Y 极低水平，板块存估值修复动力，特别是宏观预期边际转暖（政策驱动或贸易谈判缓和等），将驱动板块底部抬升。2) **公司层面**，重点项目有序推进，增量产能渐入收获期，2019 年公司远景产能有望达到 300 万吨/年以上，已经已然成为电解铝行业最具成长性标的之一。
- **盈利预测：**我们预计，预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 4.1/9.3/12.1 亿元，对应截止目前 124 亿市值，对应 PE 估值水平为 30x/13x/10x。

(10) 中国铝业

- **核心逻辑：**1) **行业层面**，同前；2) **公司层面**，① **产业链优势：**全产业链布局，铝土矿自给率高（约 50%）；氧化铝自给率 200%，行业龙头地位稳固；电解铝投产项目逐步放量（华云新材 78 万吨/年，中铝华润 50 万吨/年，华磊新材料 40 万吨/年，华仁新材 50 万吨/年），其中，产能规模最大的华云公司依托内蒙古煤低廉煤炭资源，低成本优势突出，存量产能优化叠加增量产能放量，公司市场竞争力有望进一步提升。② 公司自备电与网购电比例分别为 30%和 70%（且可根据需求调整），补缴政府性基金及政策性交叉补贴背景下，成本分位数有望进一步提前。
- **盈利预测：**预计公司 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 14.2/20.5/29.5 亿元，对应截止目前 617 亿市值，对应 PE 估值水平为 43x/29x/21x。

(11) 紫金矿业

- **核心逻辑：**1) **行业层面**，精矿供给仍处低增速区间，叠加库存低位、废铜扰动，铜价中枢有望上移；真实收益率趋势下行驱动金价上涨；冶炼端掣肘，锌价整体呈震荡格局；2) **公司层面**，① **坐拥丰厚资源储量**，金、铜和锌三大核心存量资产，储量、产量均居行业前茅，公司为中国最大黄金上市企业（黄金储量第一）；矿产铜储量居国内第一，产量居第二；矿产锌储量居国内第二，产量居第一。② **成长属性突出：主要体现在现有产能升级和大手笔收购两方面。**首先，存量产能优化升级，多宝山铜矿进行二期扩建及一期技改，达产后矿铜产能可达 9 万吨/年；科卢韦齐湿法冶炼铜钴项目达产后，总产能将超过 10 万吨/年，同时形成副

产钴能力 2400 吨/年。其次，大手笔收购，卡莫阿-卡库拉项目预计于 2020 年底投产，前 5 年平均产量约为 25 万吨/年；要约收购 Nevsun Resources Ltd. 全部股权；以增资扩股方式获取 RTB BOR 集团 63% 股权（约合 3.5 亿美元）。公司量价双重弹性有望持续发力，业绩高增长可期。

- 盈利预测：预计公司 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 43.4/48.7/65.9 亿元，对应截止目前 715 亿市值，对应 PE 估值水平为 17x/15x/11x。

风险提示

- 国内外宏观经济波动等带来的风险
- 国内宏观流动性监管政策变化带来的风险
- 新能源汽车行业政策波动，产销量不及预期风险
- 需求端表现不及预期的风险
- 金属价格超预期下跌的风险等

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。