

有色金属

行业研究/投资策略报告

全球央行或重回宽松，有色配置价值渐显

—有色金属行业 2019 中期投资策略

投资策略报告/有色金属

2019 年 07 月 04 日

报告摘要：

● 有色行情回顾及展望：美联储降息预期推涨金价，有色板块延续估值修复

全球经济增速放缓压力导致部分国家已经开始降息，欧盟也释放强烈的降息信号，美联储降息将是全球经济衰退的最终验证。随着全球进入降息周期，贵金属将延续强货币属性，结构上关注金、钯金及铂金。而基本金属受宏观预期及供需边际改善影响，总体上铜、铝的大概率处于供需紧平衡相对更优。而从权益的市场的角度，有色板块估值有望延续修复；19Q1 基金对有色金属的整体持仓处于低配状态，或将出现拐点。总体上我们从基本面向好、估值处于相对低位、金属价格趋势向上的角度，推荐黄金、钯钌、铜及铝标的，同时建议关注稀土的中期机会及钴锂供需边际变化情况。

● 贵金属：长期配置价值凸显，建议重点关注黄金、钯钌

短期中美贸易磋商重启，黄金避险需求回落，黄金价格承压，但核心矛盾并未改变：美债国债收益率持续下行，TIPS 仍有下行的压力；欧洲 5 月 CPI 数据持续低迷，显示欧洲经济不确定性增强，欧元区降息概率增大；德国、葡萄牙等国家的长端利率已经进入负利率区间，黄金的配置价值相对上升，短期黄金或将震荡向上。中期降息将落地及通胀预期疲软，多空因素交织，金价或处于震荡格局。长期美元重回降息周期，将支撑黄金进入上行周期。钯钌方面，2019 年南非罢工及俄罗斯增量有限导致供给端低于预期，而尾气催化剂需求持续提升、新增燃料电池中的用钯需求，我们认为钯金供需缺口逐步打开，钯金基本面出现改善。

● 基本金属：关注铜铝供需边际改善带来的投资机会

全球主要经济体增速整体放缓，欧洲、中国需求整体偏弱，美国经济数据有见顶迹象；同时叠加中美贸易问题的扰动，上半年基本金属价格普遍承压。预计下半年逆周期调节的政策出台、全球进入降息周期以及中美贸易关系的缓和等多重因素有望支撑需求修复。建议关注铜、铝等供给端增速放缓，基本面有望改善的品种。标的方面铜建议关注紫金矿业、江西铜业、云南铜业，铝建议关注中国铝业。

● 小金属：钴锂价格延续震荡，中期中重稀土或存投资机会

钴锂因供给端产量的集中释放，导致供需格局失衡。动力电池需求同比将继续增长，但预计随着补贴的退坡，环比将出现下滑；3C 等非动力电池领域需求预计小幅下滑。钴锂短期将小幅过剩，价格预计年内仍将保持震荡，明后年将迎来供需平衡，价格或有起色。标的方面建议关注天齐锂业、赣锋锂业。稀土方面，因缅甸闭关叠加中美贸易摩擦升级，稀土永磁价值获得重估。氧化镨钕、氧化镝及氧化铽价格大幅上涨。考虑下游磁钢企业逐渐消化前期低价库存、国内供给收紧及后期缅甸进口矿规范化或抬升开采成本，镨钕价格具备支撑，短期价格或承压，长期看好中重稀土的上升潜力。

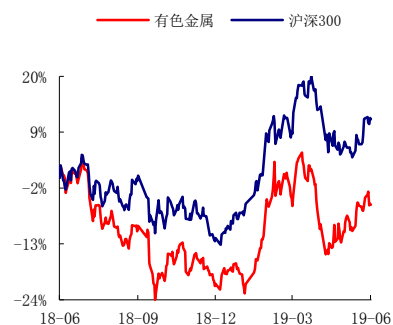
● 风险提示

金属价格大幅下跌，下游需求超预期下滑，财政及货币政策力度不及预期，美联储降息次数不及预期。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

研究助理：薛绍阳

执业证号：S0100117100002

电话：010-85127665

邮箱：xueshaoyang@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：010-85127513

邮箱：zhongqi@mszq.com

相关研究

- 1.【民生有色|周观点】钯钌供应受扰动，供需缺口逐渐打开
- 2.【民生有色】钯金持续上涨，关注贵研铂业

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 7月3日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547.SH	山东黄金	42.47	0.4	0.62	0.72	76	69	59	推荐
000603.SZ	盛达矿业	11.59	0.6	0.66	0.72	17	18	16	推荐
000975.SZ	银泰资源	13.46	0.33	0.44	0.49	30	31	27	推荐
002237.SZ	恒邦股份	17.8	0.45	0.52	0.62	19	34	29	推荐
600459.SH	贵研铂业	18.45	0.46	0.47	0.59	24	39	31	推荐
601899.SH	紫金矿业	3.83	0.18	0.21	0.25	19	18	15	推荐
000630.SZ	铜陵有色*	2.42	0.07	0.09	0.1	0	27	24	暂无评级
600362.SH	江西铜业	15.47	0.71	0.81	0.86	19	19	18	推荐
000878.SZ	云南铜业*	10.49	0.07	0.17	0.26	108	62	40	暂无评级
601600.SH	中国铝业	3.94	0.06	0.11	0.15	61	36	26	推荐
002466.SZ	天齐锂业	27.32	1.93	1.75	2.11	15	16	13	推荐
002460.SZ	赣锋锂业*	24.71	0.93	0.81	0.97	24	31	25	暂无评级
000831.SZ	五矿稀土*	14.87	0.1	0.14	0.15	81	106	99	暂无评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院（注：标“*”公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

目录

一、行情回顾及展望：美联储降息预期推涨金价，有色板块延续估值修复	4
(一) 结构上金属行情分化，贵金属及稀土表现较好	4
(二) 有色金属板块估值继续修复	5
(三) 2019 年中期展望:长期看好贵金属配置价值，建议关注铜铝机会	6
二、贵金属：长期配置价值凸显，建议关注黄金、钯铂	7
(一) 黄金：美元进入降息周期，看好黄金长期上行周期	7
(二) 铂系金属：钯金持续上涨，铂金存修复空间	10
三、基本金属：关注铜铝供需边际改善带来的投资机会	14
(一) 铜：聚焦供需紧平衡，铜价中枢有望上移	14
(二) 铝：供给小幅抬升，需求迎结构性改善	19
四、小金属：钴锂价格延续调整，中期中重稀土或存投资机会	26
(一) 碳酸锂：产量释放，关注需求端变化	26
(二) 钴：上游供给将逐步放量，短期小幅过剩，看好长期需求	29
(三) 稀土：供需改善叠加成本上移，关注中重稀土中期机会	33
风险提示	36
插图目录	37
表格目录	38

一、行情回顾及展望：美联储降息预期推涨金价，有色板块延续估值修复

全球经济增速放缓压力导致部分国家选择放松货币政策，包括新兴市场的俄罗斯、印度及发达国家的澳洲、新西兰等，欧盟也释放出降息的强烈信号，2019年美联储降息将是全球经济进入衰退的最终验证。随着全球进入降息周期，贵金属将延续强货币属性，结构上关注金、钯金及铂金。而基本金属受宏观预期及供需边际改善影响，总体上铜、铝的概率处于供需平衡，而铅锌镍的供应相对充裕而下游更偏传统需求。新能源材料的长期基本面向好，但短期供给大于需求，价格上行动力不足，持续关注钴锂的供需结构变化。

从权益的市场的角度，截止到2019年6月28日数据，有色金属PE(TTM，去除负值)整体处于过去5年以来的21%低分位数，而贵金属、工业金属、稀有金属分别处于52%，32%，17%的位置。而一季度基金对有色金属的整体持仓也处于低配状态。总体上我们从基本面向好、估值处于相对低位、金属价格趋势向上的角度，推荐黄金、钯钌、铜及铝标的，同时建议关注钴锂的产能释放情况、磁钢企业低成本稀土库存去化之后需求支撑稀土价格上涨的机会。

(一) 结构上金属行情分化，贵金属及稀土表现较好

回顾2019H1价格波动，贵金属及稀土景气度强复苏，工业金属涨跌互现，小金属延续调整。贵金属方面，降息预期增支撑黄金价格上行；钯金供需缺口走阔，价格延续上涨；供给收缩且燃料电池新增需求支撑铂金上涨；白银工业需求并未明显复苏，价格小幅下跌。工业金属方面，铝镍的供需基本面边际改善、铜受到宏观悲观预期扰动、铅锌产能释放导致产量过剩，价格涨跌互现。稀土受到缅甸闭关及政策预期影响，价格大幅上涨。钴锂则是供给集中释放，需求增量不足，价格持续回调。

表1：2019年金属现货价格变动（截至2019年06月28日）

产品	单位	最新价格	年初价格	年初至今涨跌幅	四年最高价	四年最低价	价格分位数
伦敦现货黄金	美元/盎司	1409	1283	10%	1431	1049	94%
伦敦现货白银	美元/盎司	15.2	15.4	-1%	20.7	13.6	23%
伦敦现货钯	美元/盎司	1524	1267	20%	1604	470	93%
伦敦现货铂	美元/盎司	818	785	4%	1182	772	11%
长江铜:1#	元/吨	47100	48030	-2%	56080	33540	60%
长江铝:A00	元/吨	13810	13300	4%	16610	9710	59%
长江锌:1#	元/吨	20045	21745	-8%	27175	12475	51%
长江镍:1#	元/吨	102350	88750	15%	118600	64500	70%
长江铅:1#	元/吨	16100	18550	-13%	21900	12700	37%
长江锡:1#	元/吨	143750	143500	0%	154000	84250	85%
长江钴:1#	元/吨	236000	350000	-33%	685000	195000	8%
长江镱:1#	元/吨	17050	18650	-9%	19450	12750	64%
碳酸锂 99%:	元/吨	73500	79500	-8%	171500	50000	19%
钼:1#	元/千克	278	285	-2%	300	170	83%
钛精矿:>50%	元/吨	1250	1250	0%	1850	480	56%
钛白粉	元/吨	16250	16120	1%	19400	9800	67%

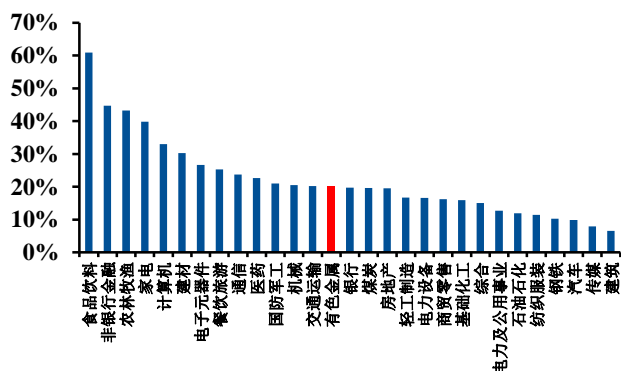
APT:88.50%	元/吨	119000	151000	-21%	180000	80000	39%
二氧化锒	元/千克	4650	4950	-6%	6950	4650	0%
长江锰:1#	元/吨	14050	14150	-1%	20700	10450	35%
海绵锒	元/千克	255	250	2%	260	150	95%
铟:	元/千克	1120	1525	-27%	2100	1080	4%
长江锡:1#	元/吨	40500	51000	-21%	62000	33500	25%
五氧化二钒:	元/吨	120000	210000	-43%	490000	31000	19%
氧化锒	元/吨	405000	400000	1%	585000	302500	36%
氧化钨	元/吨	348500	314000	11%	490000	224500	47%
氧化镨	元/千克	1965	1210	62%	2000	1140	96%
氧化铽	元/公斤	4085	3000	36%	4170	2300	95%
预备阳极	元/吨	3300	3700	-11%	4675	2700	30%

资料来源: WIND,民生证券研究院

(二) 有色金属板块估值继续修复

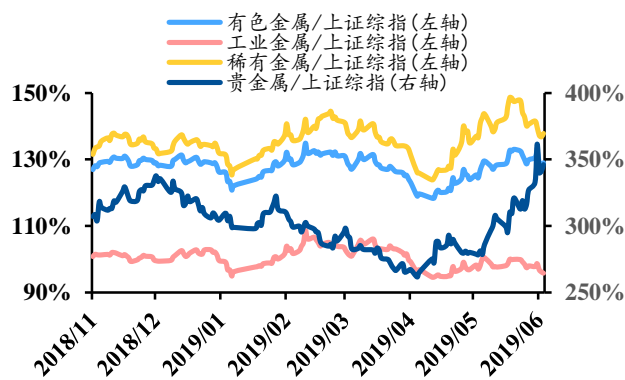
二级市场方面, 2019年H1 贵金属继续跑赢上证综指, 稀有金属板块受稀土提振小幅跑赢。截止至2019年6月28日, 有色金属上涨20.13%, 在所有行业中列14, 整体跑赢上证综指0.68%。从结构上看, 工业金属板块走势在5月贸易摩擦升级以后出现调整, H1累计上涨15.11%; 稀有金属指数受稀土板块上涨支撑, 乐累计上涨24.88%。贵金属指数相对于上证综指低开高走, 受益于6月份全球降息趋势明朗, 贵金属上涨23.23%。

图1: 有色金属板块年初至今涨跌幅



资料来源: WIND,民生证券研究院

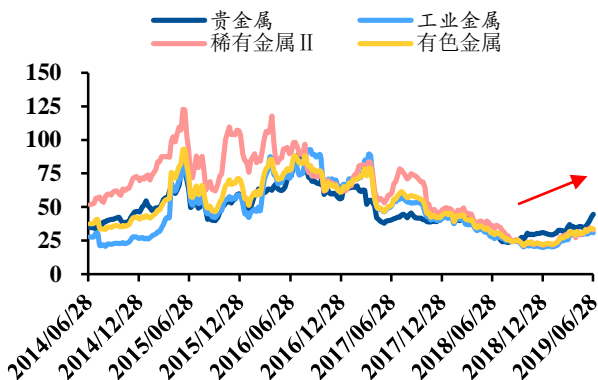
图2: 有色子版块相对上证综指的涨跌情况



资料来源: WIND,民生证券研究院

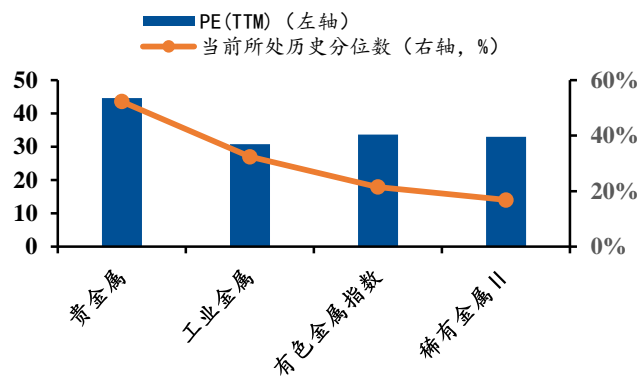
贵金属板块的估值相对最高。根据过去5年的数据, 有色各板块的PE(TTM, 剔除负值)从2015年中高点回落, 在2018年10月前后开始出现估值修复, 当前仍处在修复的趋势之中。考虑当前的静态PE, 贵金属PE持续上涨到44倍, 处于5年以来的52%的分位数; 工业金属、稀有金属及中信有色指数均上涨至30倍左右, 而从历史分位数的角度, 工业金属、稀有金属及中信有色指数分别处在32%、17%、21%的低分位数。

图3: 有色金属板块年初至今涨跌幅



资料来源: WIND,民生证券研究院

图4: 有色子板块相对上证综指的涨跌情况



资料来源: WIND,民生证券研究院

(三) 2019 年中期展望:长期看好贵金属配置价值, 建议关注铜铝机会

看好贵金属配置价值。贵金属方面, G20 之后美国宣布对中国商品不新增关税、中美贸易磋商将重启, 短期避险情绪回落, 黄金避险需求下降。但核心矛盾并未改变, 当前美债国债收益率持续下行, TIPS 仍有下行的压力; 同时德国、葡萄牙等国家的长端利率已经进入负利率区间, 黄金的配置价值相对上升, 短期黄金或将震荡向上。此外 5 月欧洲的 CPI 数据持续低迷, 显示中期欧洲经济不确定性增强, 欧元区降息概率增大。而长期的视角, 全球降息趋势逐渐明朗, 全球货币政策环境将由紧入宽, 降息周期将带领黄金进入长期上升周期。

铂钯供需缺口预期走阔。供给因南非 Sibanye-Stillwater 矿山罢工 5 个月存在扰动, 全球(欧盟、美国及中国)更加严格的汽车排放标准将带来铂金和钯金需求持续增长。钯金供不应求将持续, 铂金基本面有望改善, 铂作为燃料电池主要催化剂, 新增量需求有望提振铂金价格。

铜供需仍然偏紧,价格预期偏强运行。全球精炼铜供给持续低速增长, 需求端成为长期铜价运行的主要因素。当前传统的需求中电网投资、家电产量、房地产建安投资完成额均出现下滑。据彭博数据, 新兴的需求中新能源车至 2020 年耗铜量或将达到 385 万吨, CAGR 为 23%, 有望对冲传统领域的需求增速下滑。

铝年内供给小幅抬升, 价格有望修复。2019 年以后新建产能有限, 库存去化顺利, 下半年需求迎结构性改善, 预计地产需求有望企稳、汽车需求跌幅收窄、电网投资抬升, 全年供需缺口小幅扩大, 价格有望获修复。

钴锂供给进入集中释放期。新能源汽车领域的动力电池需求同比继续增长, 但预计随着补贴的退坡, 环比将出现下滑; 3C 等非动力电池领域需求预计小幅下滑。短期将小幅过剩, 钴锂价格预计年内仍将保持震荡, 明后年将迎来供需平衡, 价格或有起色。

稀土中关注镨钕的长期机会。5 月缅甸闭关叠加中美贸易摩擦升级, 稀土永磁价值获得重估。氧化镨钕价格逆转颓势, 氧化镨及氧化钕价格大幅上涨。考虑下游磁钢企业逐渐消化前期低价库存、国内供给收紧及后期缅甸进口矿规范化或抬升开采成本, 且镨钕的供给具备替代来

源但镓的较为单一，镓价格具备支撑。短期价格或承压，但中期中重稀土或存在机会。

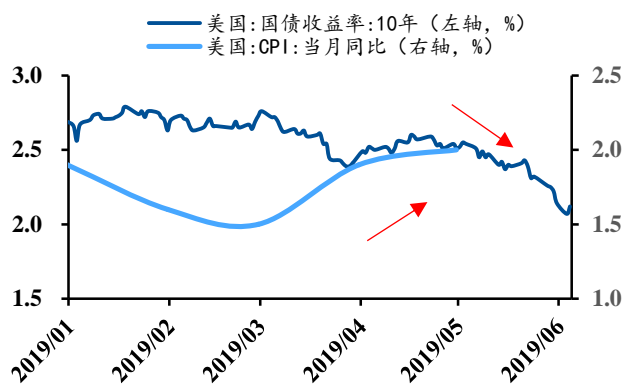
二、贵金属：长期配置价值凸显，建议关注黄金、钯铂

(一) 黄金：美元进入降息周期，看好黄金长期上行周期

1、短期黄金仍有上行潜力

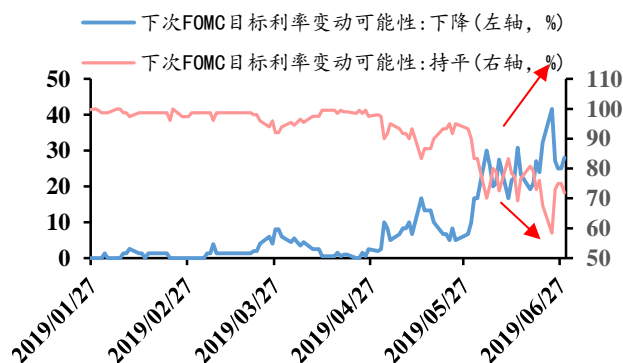
G20 美国宣布对中国商品不新增关税、中美贸易磋商将重启，短期避险情绪回落，黄金避险需求下降。但核心矛盾并未改变，本周美债国债收益率持续下行，TIPS 仍有下行的压力；欧洲 5 月 CPI 数据持续低迷，显示欧洲经济不确定性增强，欧元区降息概率增大；德国，葡萄牙等国家的长端利率已经进入负利率区间，黄金的配置价值相对上升，短期黄金或将震荡向上。

图5：实际利率下行空间加大



资料来源：WIND,民生证券研究院

图6：7月份FOMC降息概率上行



资料来源：WIND,民生证券研究院

历次降息之后关注通胀预期能较好的判断金价方向。2003 年以来，美联储的历次的降息前后，黄金的价格的走势并未有较强的一致性。但如果对比降息前后，包括 TIPS 及通胀预期的变化，我们发现除了金融危机期间 2008 年 3 月份的降息以外，在其他降息时点之后预期通胀上涨与黄金上涨的一致性更强，黄金在降息后的每轮时期内均表现上涨；但 TIPS 与黄金价格反向波动的概率相对偏弱一些，在 2003 年 6 月及 2008 年 4 月出现同向波动。我们认为降息之后预期通胀修复对金价是相对确定的利好。

表 2：2003 年-2008 年历次降息之后关注通胀预期能较好的判断金价方向

时间	COMEX 金价	基准利率	降息前 25 天金价涨跌	降息后 25 天金价涨跌	50 天内金价涨跌幅	降息前 25 天 CPI	降息后 25cpi	降息前 25 天通胀预期	降息后 25 天通胀预期	通胀预期是否上涨
2003-6-25	348.1	1.0	-3%	3%	-2%	2.1	2.1	1.7	2.0	是
2007-9-18	714.8	4.8	7%	6%	13%	2.0	3.5	2.3	2.3	是
2007-10-31	789.5	4.5	7%	0%	8%	2.8	4.1	2.3	2.3	否
2007-12-11	808.8	4.3	-2%	9%	7%	4.3	4.3	2.5	2.2	否
2008-1-22	875.0	3.5	9%	7%	17%	4.1	4.0	2.3	2.4	是
2008-1-30	919.0	3.0	13%	6%	20%	4.1	4.0	2.3	2.5	是
2008-3-18	1006.8	2.3	10%	-11%	-2%	4.0	3.9	2.3	2.3	是
2008-4-30	871.0	2.0	-8%	2%	-6%	4.0	5.0	2.3	2.5	是
2008-10-8	903.5	1.5	12%	-20%	-10%	4.9	1.1	2.0	1.0	否
2008-10-29	764.0	1.0	-15%	0%	-14%	4.9	0.1	1.8	0.5	否
2008-12-16	838.3	0.3	14%	4%	19%	1.1	0.0	0.0	0.7	是

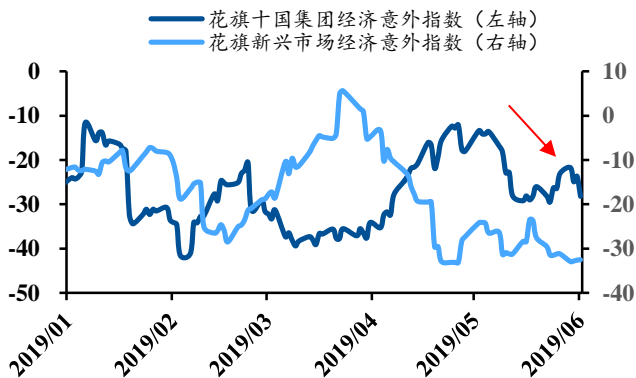
资

资料来源：WIND,民生证券研究院

2、中期黄金或处于震荡格局

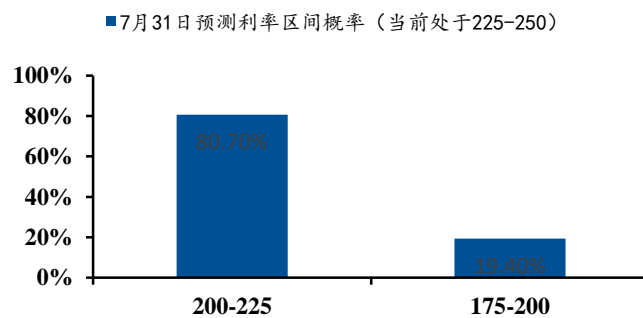
中期来看全球经济增速预期下行。10 国集团及新兴国家在内的经济意外指数均在出现拐点下行，全球的经济预期悲观程度加剧。同时美国 5 月核心零售数据环比下降、摩根大通下调美国 Q2 GDP 预期增速至 1%、5 月 ADP 就业人数新增 2.7 万大幅低于预期，美国经济或承压。

图 7：全球经济下行预期增大



资料来源：WIND,民生证券研究院

图 8：美联储 7 月议息会议预期将降息 25-50BP

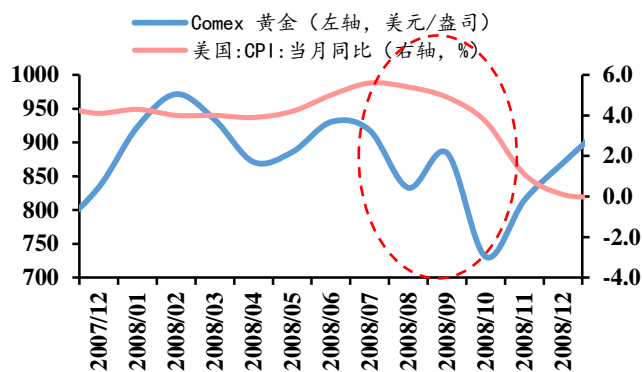


资料来源：WIND,民生证券研究院

降息的概率也将加大。美国国内的降息概率从 7 月份开始攀升，年内降息的次数或达到 2 次。同时当前 3 月期及 10 年期国债收益倒挂，经济衰退的迹象愈加明显，也支持持续美联储年内降息。此外，从年初至今，全球部分国家央行由于担心全球经济放缓的风险，已经开始降息，其中包括新西兰及澳大利亚两个发达国家，欧央行行长德拉基表示年内欧元区有降息的预期。在美国降息概率加大及其他国家开启降息模式的背景下，黄金价格有上行的潜力。

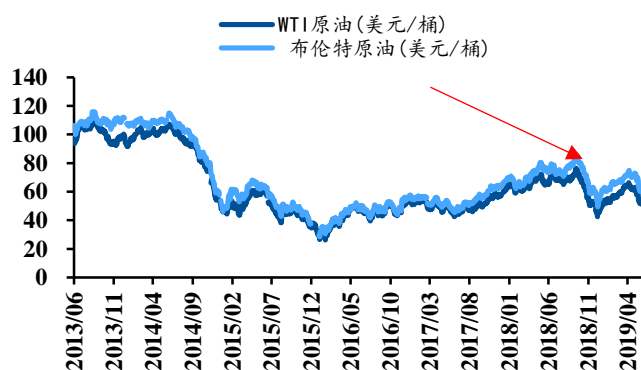
中期通胀疲软压制黄金上行，中期黄金或处于震荡行情。考虑全球经济下行，原油当前价格仍处于下降通道，全球通胀水平或将受到抑制，由此黄金价格受到通胀疲软的压制。考虑降息是较强的预期，支撑黄金价格，但通胀预期转弱将带弱黄金的走势。中期我们判断黄金大概率处于震荡的状态。

图9: 2008年通缩压制金价上涨



资料来源: WIND,民生证券研究院

图10: 原油价格低迷

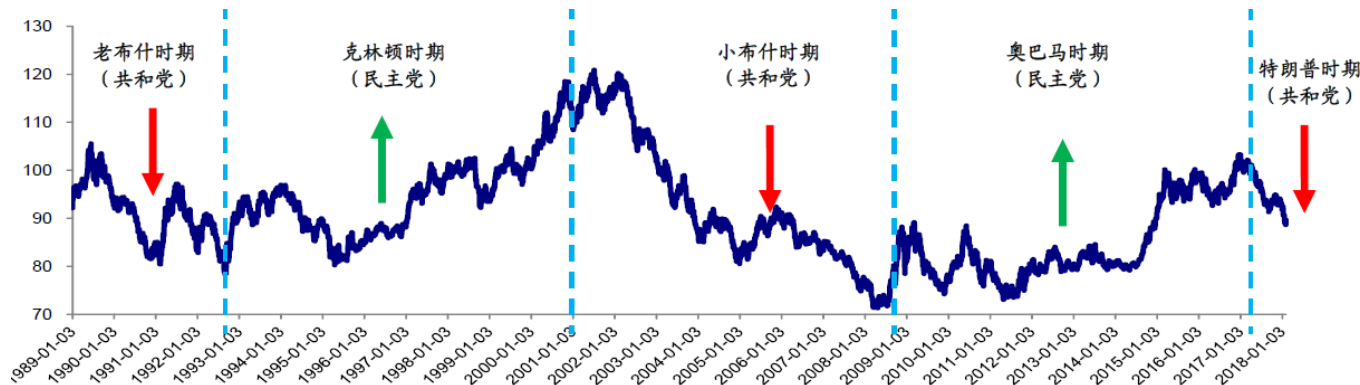


资料来源: WIND,民生证券研究院

3、长期黄金有望进入上行周期

长期来看黄金价格有望进入上行周期。长期来看,美国即将走出加息周期,进入降息周期,预期有望入长期的上行周期。根据历史经验,美元周期一般为4年至8年,这与两党轮替带来的财政政策及货币政策变换高度相关,黄金的周期长度或与美元周期高度相关。

图11: 1989年至今美元指数走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3、关注标的

(1) 山东黄金

国内黄金领先上市公司,资源禀赋优异,山东地区是国内黄金资源和产金大省,远景资源储量可观,公司旗下四座主力矿山连续多年位列全国前十。公司目前黄金产量稳居国内第一,2019年公司目标黄金产量37.87吨(较2018年小幅下降3.59%)。2017年6月公司通过并购MAS50%股权获得贝拉德罗金矿50%权益,未来将进一步强化与巴里克黄金合作,增强公司在海外资源上的布局。公司预计通过对外并购的方式,黄金产量可在十三五末期可达50吨。

(2) 盛达矿业

公司坐拥优质矿山资源，在产主力矿山银都矿业是国内毛利率最高的矿山之一；光大和金都的注入增厚了公司的矿产资源储量，目前两座矿山选厂均已建成投产，公司矿产采选能力得以进一步提升。收购金山矿业事宜近期获股东大会表决通过，公司白银资源保有量大幅增加至约 8000 吨并跻身国内上市公司前列，盈利能力也将得以进一步提升。

(3) 银泰资源

公司子公司玉龙矿业是目前国内矿产银（含量银）最大的单一矿山之一。年产含量银 150 吨左右，铅锌精粉产量属于国内大型矿之一，玉龙矿业也是已知国内上市公司中毛利率最高的矿山之一。金矿业务稳步推进，增长空间逐步打开。报告期内公司金矿资产运营平稳——黑河洛克东安金矿矿石采选品位维持高位，入选平均品位高达 15 克/吨，全年生产时间长达 330 天；板庙子白山金英金矿入选品位为 3.09 克/吨，矿石处理量近 60 万吨；此外，青海大柴旦金矿改造工作按计划推进，预计 2019 年上半年恢复生产，届时将进一步增厚公司业绩。

(4) 恒邦股份

江西铜业收购恒邦股份 29.99% 股权，江铜表态将注入旗下优质黄金资产，打造贵金属发展平台。而公司自身也积极增强黄金的综合竞争实力，辽上金矿有望在 2021 年完成基建扩建工程，出矿能力将提升至 90 万吨，大幅增长 650.00%。此外，公司完成杭州建铜全资收购，技改完成后预期新增 10 万吨电解铜产能。公司也发力小金属综合回收领域、小金属高纯项目及高纯新材料，积极布局小金属领域，逐步实现业务多元化发展。

表 3：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 7月3日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547.SH	山东黄金	42.47	0.4	0.62	0.72	76	69	59	推荐
000603.SZ	盛达矿业	11.59	0.6	0.66	0.72	17	18	16	推荐
000975.SZ	银泰资源	13.46	0.33	0.44	0.49	30	31	27	推荐
002237.SZ	恒邦股份	17.8	0.45	0.52	0.62	19	34	29	推荐

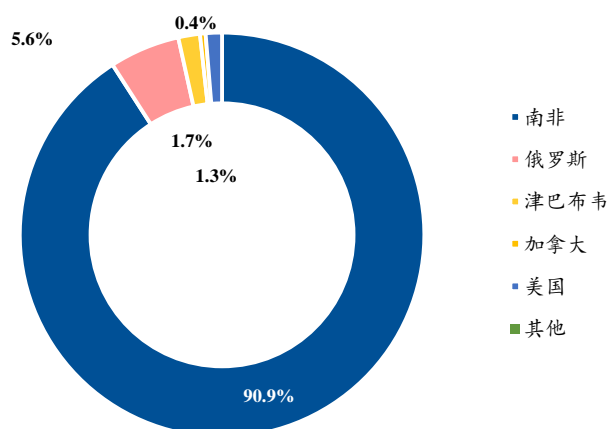
资料来源：公司公告、民生证券研究院

(二) 铂系金属：钯金持续上涨，铂金存修复空间

1、供给：铂钯 2019 年供给端存在扰动

全球铂系金属储量 6.9 万吨，金属资源量超 10 万吨。主要集中分布于南非（90%）和俄罗斯（5.6%）。

图12: 南非钌金储量全球领先

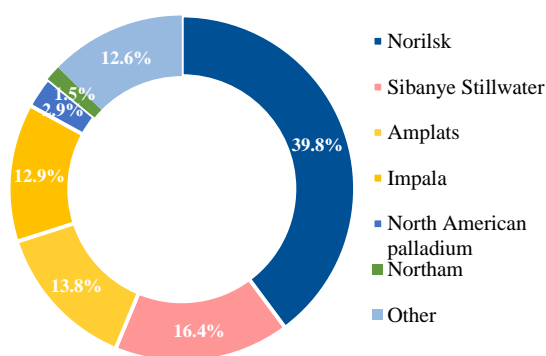


资料来源: USGS, 民生证券研究院

(1) 钌金: 2018 年全球产量 214 吨 (另有回收 96 吨), 供给主要来源于俄罗斯 (Norilsk, 41%) 和南非 (Sibanye-Stillwater、Amplats、Northam 等, 39%), 其中 Norilsk 是全球最大的钌金生产商。

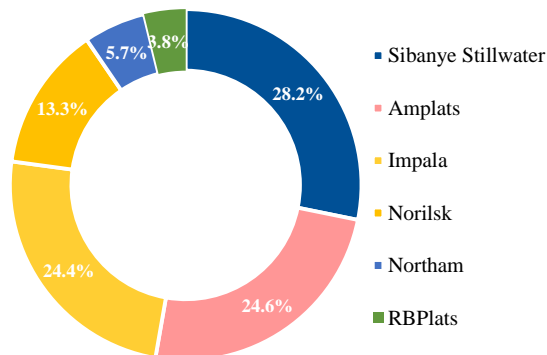
(2) 铂金: 2018 年全球精炼铂产量约 173.35 吨 (611.5 万盎司), 南非也是全球精炼铂的主要供应国, 产量占比达 55%。其中 Sibanye-Stillwater 是全球最大的铂金生产商 (Sibanye-Stillwater 收购 Lonmin 后成为第一大铂金生产商, 已经于 6 月完成并表)

图13: 全球钌金生产商产量占比



资料来源: Sibanye Stillwater 财报, 民生证券研究院

图14: 全球铂金生产商产量占比

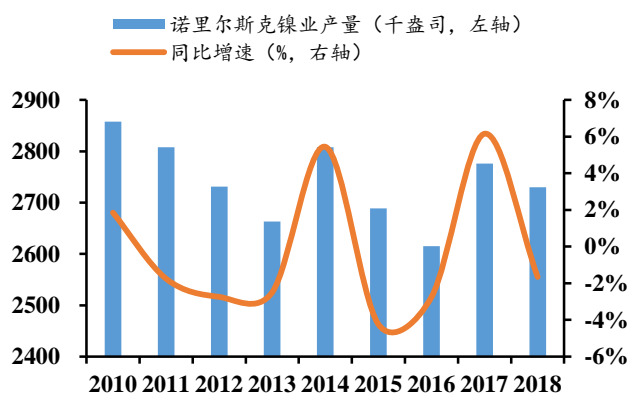


资料来源: Sibanye Stillwater 财报, 民生证券研究院

铂钌供给端存在罢工扰动影响。 (1) 铂金: 南非 Sibanye-Stillwater 矿山罢工时长达 5 个月 (2018.11-2019.4), 尽管罢工在金矿区, 但铂系金属产量仍出现下滑, 2019Q1 铂金产量 18.26 万盎司, 同比-9%, 环比-14%; 铂金产量 64.7-67 万盎司 (2018 年 65.3 万盎司), 2019 年产量将确定下行。(2) 钌金: Norilsk 矿山 2019 年计划产量 277-280 万盎司 (2018 年 273 万盎司), 增量有限。考虑 Sibanye-Stillwater 矿山的罢工影响 (2019Q1 钌金产量 18.37 万盎司)

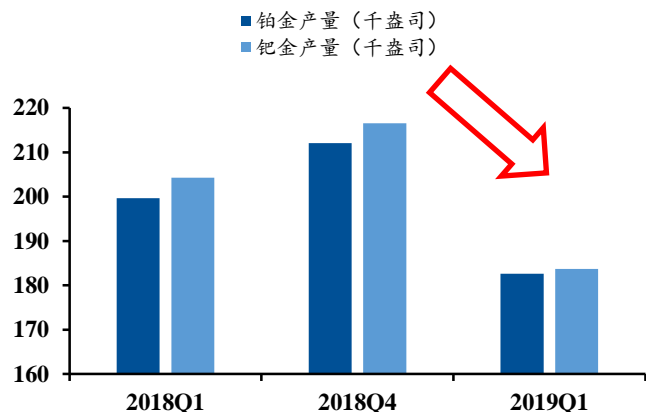
司，同比-10%，环比-15%），2019 年钯金供应亦存在不确定性。

图15: 全球最大钯金厂商 2018 年产量下滑



资料来源: Norilsk 财报, 民生证券研究院

图16: Sibanye-Stillwater 矿山钯产量 2019Q1 下滑明显



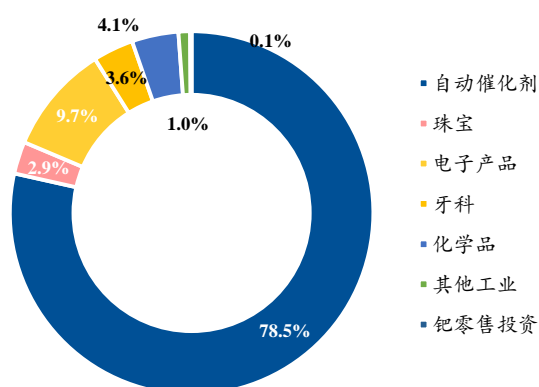
资料来源: Sibanye Stillwater 财报, 民生证券研究院

2、需求: 尾气催化剂需求持续提升, 燃料电池需求为铂金未来新看点

(1) 钯金: 2018 年钯金需求 318 吨, 约 80%应用于汽车尾气处理 (汽油)。2018 年 9 月欧盟提出汽车排放标准再升级 (2030 年汽车二氧化碳排放量较 2021 年减少 37.5%), 钯金需求大增。

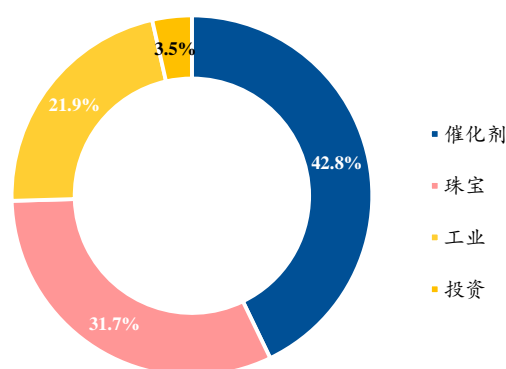
(2) 铂金: 下游应用包括汽车、首饰、工业和投资, 汽车尾气催化剂 (柴油) 占比超 40%。受欧洲碳排放限制及电动车快速发展, 柴油车尾气催化剂需求下滑, 抑制了铂金需求。

图17: 钯金需求占比



资料来源: 庄信万丰, Bloomberg, 民生证券研究院

图18: 铂金需求占比



资料来源: WPIC, 民生证券研究院

全球尾气排放标准政策收紧带来尾气催化剂需求提升。全球主要国家均公示碳排放减排目标, 并相应制定和执行汽车排放标准, 包括欧标 6d、美国 EPA Tier3、中国即将施行的国六 (国 6a 限值与与欧 6 标准基本一致, 国 6b 标准限值将大幅低于欧 6 标准) 等, 汽车排放标准趋严是大势所趋, 铂钯的尾气催化剂需求有望进一步增加。

表 4：全球主要国家碳排放政策及汽车领域排放标准施行时间

国家	2018 年碳排放 (亿吨)	排放标准要求	汽车领域排放标准施行
欧洲	35	参考 2021 年可达到的标准，2030 年二氧化碳排放量减少 37.5%	2015 年起实施欧 VI，2018 年 9 月再提出汽车和货车的二氧化碳排放量分别比 2021 年减少 37.5% 和 31%
美国	54	2025 年温室气体排放较 2005 年下降 26-28%	2012 年 1 月正式确定清行汽车 LEV III，有效期为 2015-2025 年，EPA Tier 3 将分阶段实施。
中国	100	2020 年碳排放强度比 2005 年下降 40%-45%；承诺 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值	2019.7.1 部分地区率先进入国六；2020.7.1 全国实施国六 a；2023.7.1 全国实施国六 b
日本	12.94	计划到 2030 年将碳排放量较 2013 年的水平下降 26% 至 10.42 亿吨。	2006.4.1 施行《关于特定特殊机动车尾气规制的律》，2007 年 5 月，修订《汽车 NOx·PM 法》

资料来源：民生证券研究院整理

燃料电池成为铂金需求新增量。质子交换膜燃料电池优势明显，是燃料电池的主要方向，铂为其主要催化剂。目前实验室已出现非贵金属催化剂替代路线，但非贵金属难以在酸性条件下保持足够高的活性和稳定，短期无法形成有效替代；但长期来看，铂金在燃料电池领域的用量会不断下降。目前每辆燃料电池汽车铂的使用量为 20-40g（丰田 Mirai 整车铂用量最低仅 20g）。

按照丰田 Mirai 单车铂使用量（20g/车）和主要国家 2020 年燃料电池汽车保有量（10 万辆）规划保守测算，2020 年燃料电池铂需求将超过 2 吨。

表 5：燃料电池汽车规划（辆）

国家	2020	2030	2050
韩国	10000	1800000	
法国	5000	800000	
中国	10000	2000000	10000000
日本	40000	800000	
美国	13000		
荷兰	2000		
合计	80000	5400000	

资料来源：民生证券研究院整理（注：欧盟计划 2020 年 370 万辆）

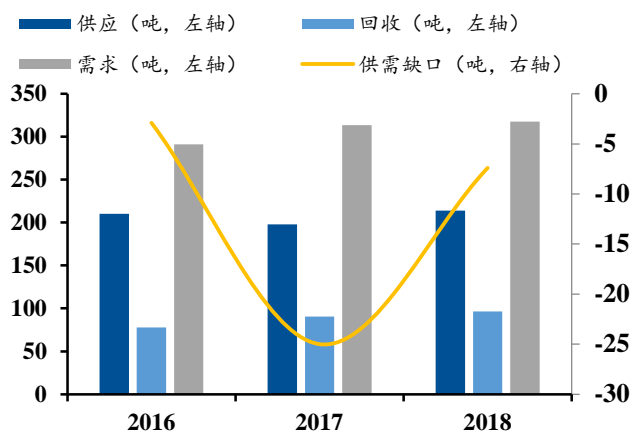
表 6：现主流燃料电池单车铂用量

车型	功率/kw	单车铂用量/g	铂用量 g/kw
丰田			
Mirai	114	20	0.18
现代			
NEXO	100	40	0.40
通用			
Equinox	92	30	0.33
日产			
Xtrial	90	40	0.44

资料来源：民生证券研究院整理

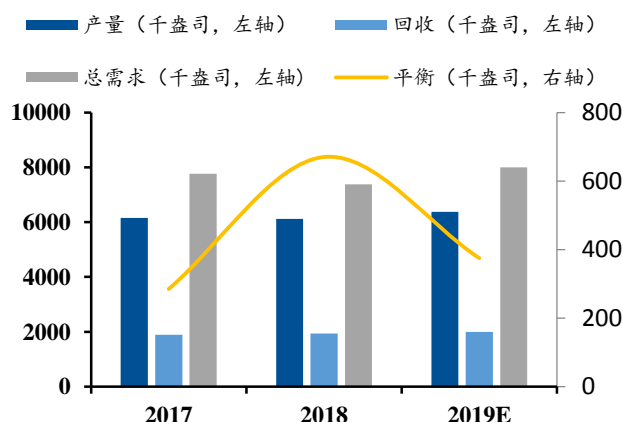
钌金供不应求，铂基本改善。（1）钌金：未来全球（欧盟、美国及中国）更加严格的汽车排放标准将带来钌金需求持续增长。庄信万丰预计 2019 年钌金供应缺口 32 吨。（2）铂金：A.若钌金价格持续高位，存在铂金对其部分替换需求；B.铂金是氢燃料电池的主要催化剂，未来燃料电池将提供需求新增量。预计 2019 年供需面改善，供给增加小于需求回升（产量+260 千盎司，回收+320 千盎司，需求+615 盎司）。

图19: 钌金供需平衡



资料来源: 庄信万丰, 民生证券研究院

图20: 铂金供需平衡



资料来源: WPIC, 民生证券研究院

3、关注标的

(1) 贵研铂业

产业链完整、技术优势领先的贵金属材料龙头企业。公司拥有从贵金属资源材料供销、贵金属材料研发生产到贵金属资源回收的完整闭环产业链,产学研用一体化布局支撑公司长期发展。公司拥有8个国家级、省级技术创新平台和2个国家高技术产业化示范工程,强大的研发、技术与人才储备支撑公司长远发展。

看好: (1) 汽车环保标准趋严, 尾气催化剂将拉动铂系金属需求, 公司机动车尾气催化剂业务有望迎来量价齐升; (2) 铂金作为燃料电池主要催化剂, 在政策与环保鼓励下有望产生新需求, 铂金价格存修复空间。

表7: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 7月3日	EPS			PE		评级	
			2018A	2018E	2019E	2017A	2018E		2019E
600459.SH	贵研铂业	18.45	0.46	0.47	0.59	24	39	31	推荐

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

三、基本金属: 关注铜铝供需边际改善带来的投资机会

(一) 铜: 聚焦供需紧平衡, 铜价中枢有望上移

铜供需紧平衡, 铜价中枢有望上行。需求方面, 资源端扰动加剧, 5月Las Bambas运输受阻悬而未决、6月Chuquicamata铜矿罢工两周, 全球约3.5%产量受影响; 冶炼端方面, 年内国内意外停检产能增多叠加海外产能回复较慢, 精矿供应紧张; 7月废铜新政预期促进精矿消费。需求方面, 政策逆周期调节、中美贸易缓和、全球降息刺激等多重因素预期支撑需求修复。全年供需紧平衡, 铜价重心有望上移。

图21: 铜价运行受到事件扰动

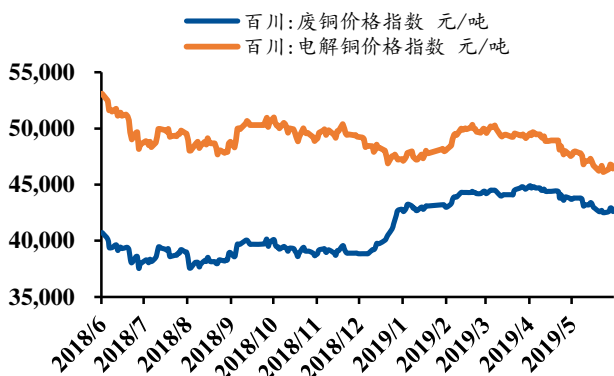


资料来源:WIND, 民生证券研究院

1、未来铜新增产能有限，进口废铜降幅显著

限废进口政策加码将改变精铜消费结构。2019年7月1日起，“六类”废铜将由非限制类进口固体废物转为限制类进口固体废物，仅拥有进口批文的加工利用企业和再生园区内的企业才可以进口。废铜作为国内精炼铜的重要原料，主要用于冶炼及加工两个环节，可以作为电解铜原料或直接用于生产铜加工材。2017年进口废铜占我国铜直接供应的23%左右，2018年这一比例即下降至16%，今年更将持续下降。废铜供应大幅减少提高了废铜价格，导致精废价差进一步缩小，促进精铜消费，有利于抬高铜价。

图22: 精铜废铜价差进一步缩窄



资料来源:WIND, 民生证券研究院

图23: 国内矿石进口保持稳定

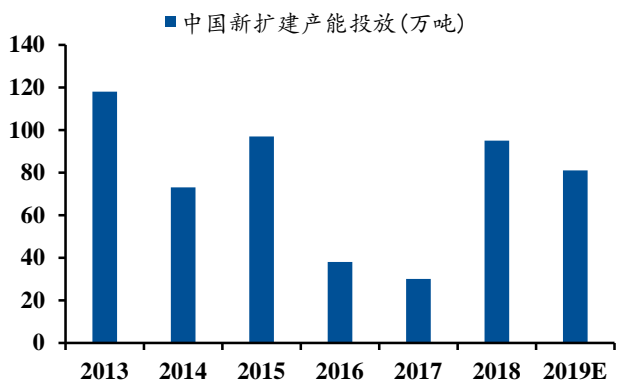


资料来源:WIND, 民生证券研究院

TC 价格年内大跌 36%，供给偏紧。由于前几年铜 TC/RC 价格处在高位及国内电解铜端提高自给率，新扩建冶炼产能增多，2018 及 2019 是产能投放的高峰时期。同时进入二季度，铜的低库存及铜矿供给瓶颈导致 TC 价格逐步滑落到冶炼厂成本位置附近，接近 5 年的低点，TC 价格的持续下滑也验证了铜供应偏紧。铜矿供给短缺导致冶炼利润降低，从而降低铜精矿

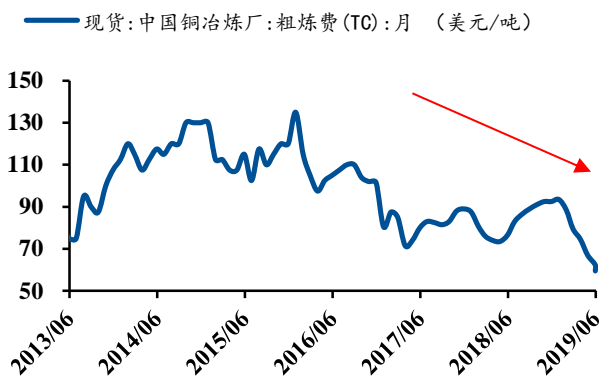
的供给属于周期性波动，预期铜仍将持续维持紧平衡的状态。

图24: 近两年是中国新扩建产能投放的小高峰



资料来源:SMM、民生证券研究院

图25: TC 价格跌至五年来最低位

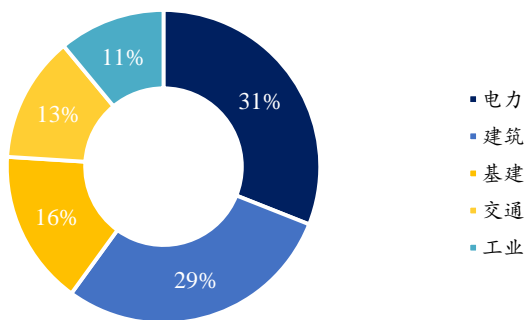


资料来源: WIND, 民生证券研究院

2、家电及新能源汽车有望带动铜需求

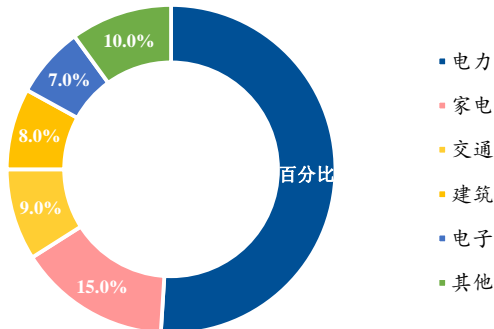
中国铜终端消费结构有别于全球市场。根据安泰科的分类，电力行业是国内精炼铜消费最主要的领域，占比高达51%，其次是家电、交通、建筑和电子。实际上，电力类消费中约有40%为建筑用电力电缆。中国铜需求和固定资产类投资完成额高度相关。总体来看，未来铜的传统需求稳中向好，新能源汽车将是铜需求新的增长点。

图26: 全球铜消费结构



资料来源:ICSG, 民生证券研究院

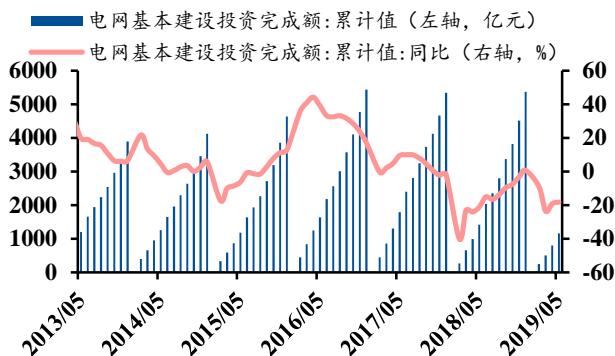
图27: 中国铜终端消费结构



资料来源: 安泰科, 民生证券研究院

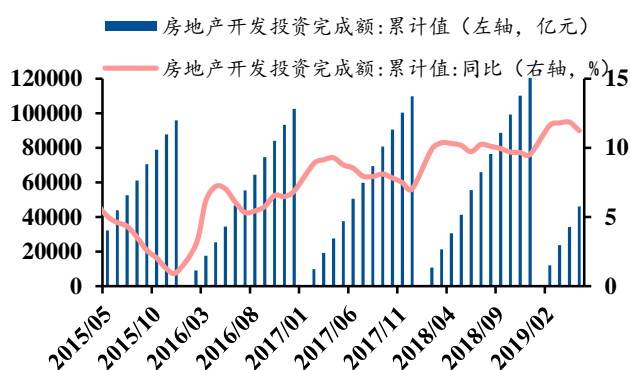
电网投资边际改善，有待后续季度发力。2019年1-4月电网投资完成额表现不佳，同比下降19.1%，但较1-3月回升4.5%。1-5月累计完成投资1157亿元，同比-18.2%，降幅继续收窄，整体投资规模边际改善。从历史数据来看，上半年的电网投资完成额基本上是下半年的一半左右，下半年在手项目有望迎来提速，全年的电网用铜需求需要等待下半年逆周期调节力度的验证。

图28: 电网基本建设投资完成额企稳上行



资料来源:WIND, 民生证券研究院

图29: 房地产投资高位趋稳

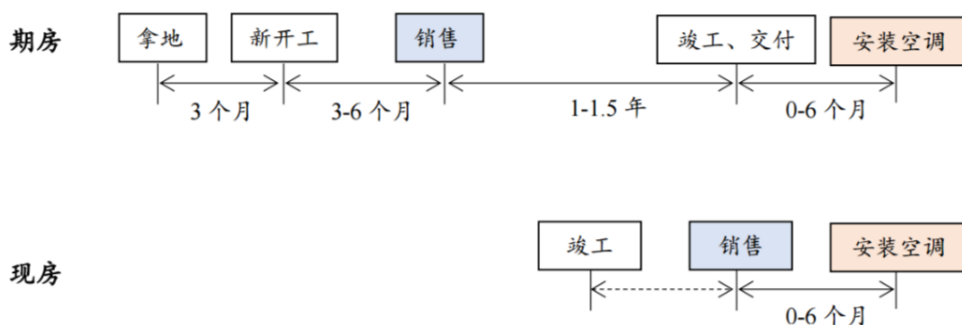


资料来源: WIND, 民生证券研究院

房地产投资有望趋稳。2019年1-5月，全国房地产开发投资完成额46075亿元，同比增长11.2%，1-5月全国房屋新开工面积累计同比增长130.52%。库存面积持续负增速，销售较年初持续回暖，房企倾向于缩短开工周期，新开工面积的增速上扬将对建筑领域铜消费形成一定提振。

家电消费中长期将回暖。家电行业具有地产后周期特征，从中期来看，以现房对家电的影响滞后半年，期房影响一年半到两年为标准计算，第一季度地产回暖将于今年下半年至明年传导至家电。家电是铜下游需求的第二大领域，占比15%，家电需求将在中长期对铜形成支撑。

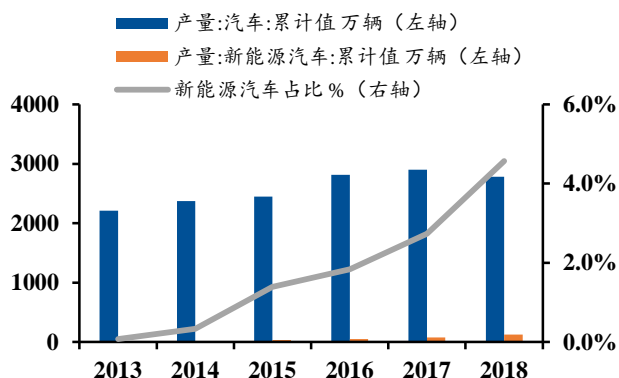
图30: 期房、现房安装家电的周期



资料来源: 民生证券研究院

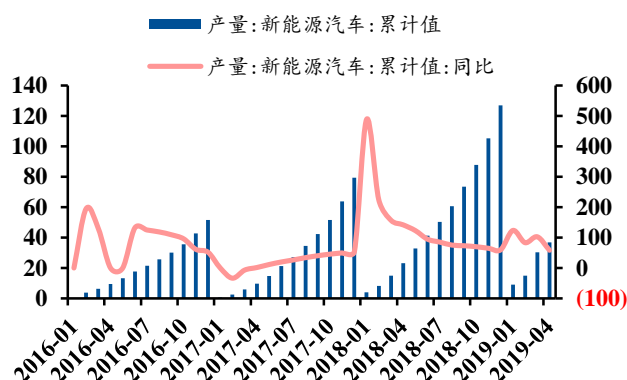
新能源汽车将成为铜需求新的增长点。根据《汽车产业中长期发展规划》，预期到2020年用铜量将从2018年的约10万吨上升到19万吨，至2025年将有望达到70万吨。2019年6月6日，发改委等三部委印发《推动重点消费品更新升级实施方案（2019-2020）》，方案指出要大幅降低新能源汽车成本，加快发展使用便利的新能源汽车，各地不得对新能源汽车实施限行、限购，加快城市公共领域用车更新为新能源汽车。该政策将推动新能源汽车的持续发展，新能源汽车将成为铜需求新的增长点。

图31: 新能源汽车有望贡献铜需求增量



资料来源:WIND, 民生证券研究院

图32: 新能源汽车产量维持较高增长



资料来源: WIND, 民生证券研究院

3、铜供需预期维持紧平衡

从供需平衡表看，废铜的消费下降，精炼铜的替代效应显现，废铜及精炼铜的消费占比出现变化，废铜的供给成为博弈的关键点；全年铜消费维持增长，但增幅收窄，供需依旧处于紧平衡的状态。此外在大阪 G20 峰会之后，美国宣布不对中国商品新增关税，双方退回谈判桌，宏观悲观预期修复，铜消费有望获得支撑。

表 8: 中国铜供需平衡表 (单位:万吨金属)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
产量	695	740	776	880	873	928
进口	360	368	363	325	372	335
出口	27	21	43	34	36	45
表观需求	1028	1087	1096	1091	1209	1218
库存变化	35	45	15	0	10	5
精炼铜实际需求	993	1042	1081	1091	1199	1213
废铜实际需求	104	85	80	100	50	60
铜消费	1097	1127	1161	1191	1249	1273
同比	5.48%	2.73%	3.02%	2.58%	4.87%	1.92%

资料来源:SMM, 民生证券研究院

4、关注标的

(1) 紫金矿业

逐步奠定全球领先矿企地位，长期增长空间可期。公司在国内矿山潜力增长有限的情况下积极布局海外资质资源。卡莫阿-卡库拉最新可研性报告超预期，矿山的服役年从 24 年上升至 25 年，预期采出约 1.2 亿吨品位为 5.48% 的铜矿石，生产 980 万吨高品位的铜精矿，且前 10 年的平均品位高达 6.4%，超过 18 年估算的 5.73%。此外，近期完成要约收购的 Nevsun 旗下的 Bisha 正在进行整合工作，Timok 矿当前处在拟建设阶段，该矿靠近 Bor 矿，能有效发挥协同效应。随着全球优质矿山稀缺性增强，公司有望依托旗下优质矿山储备打开业绩长期增长的空间。

(2) 铜陵有色

高端铜箔产能持续增加，打开业绩增厚空间。公司目前拥有 4 万吨铜箔产能，包括 2.25 万吨标准铜箔、1.75 万吨锂电铜箔产能，其中包括铜陵铜冠布局超薄电子铜箔项目，一期产能新增 1 万吨已经投产，同时公司计划开始对 1.5 万吨高精度特种电子铜箔二期 II 段的建设。高端铜箔的需求有望随着锂电池能量密度要求的提升而上涨，公司有望受益于铜箔业务的产能释放，逐步打开公司业绩增厚空间。

(3) 江西铜业

进一步布局贵金属领域，增强金铜业务潜力。公司在报告期内公告拟收购恒邦股份，恒邦股份 17 年生产黄金 38.50 吨、银 550.85 吨，铜 14.43 万吨、硫酸 122.08 万吨。恒邦拥有 16 个金矿采矿权、21 个探矿权，探明黄金储量约占国内黄金储量的 5.60%。此次收购既增强公司铜业务的实力，同时进一步推动公司在贵金属领域的布局。考虑铜供需紧平衡边际恶化。因此我们看好江西铜业的金铜业绩潜力。

(4) 云南铜业

上游资源储量稳步扩张，内生盈利能力增强。公司稳步推进上游资源及冶炼产能布局。公司资源端储备预期持续扩张，迪庆有色已取得普朗采矿权及普朗外围采矿权，年产矿铜含铜金属约 6.4 万吨(权益产量约 3.2 万吨)，有望在 2020 年达产。同时东南冶炼厂处在试生产阶段，赤峰云铜扩建后有望达到 40 万吨/年，届时云铜的冶炼规模将增加到 120 万吨/年。公司有望通过外延并购及内生增长提高盈利能力。

表 9：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 7月3日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601899.SH	紫金矿业	3.83	0.18	0.21	0.25	19	18	15	推荐
000630.SZ	铜陵有色*	2.42	0.07	0.09	0.1	0	27	24	暂无评级
600362.SH	江西铜业	15.47	0.71	0.81	0.86	19	19	18	推荐
000878.SZ	云南铜业*	10.49	0.07	0.17	0.26	108	62	40	暂无评级

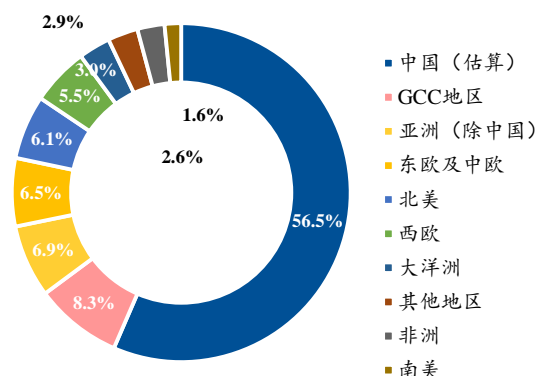
资料来源：公司公告、民生证券研究院（注：标“*”公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

(二) 铝：供给小幅抬升，需求迎结构性改善

1、供给：小幅抬升，产能提升有限，氧化铝提供成本支撑

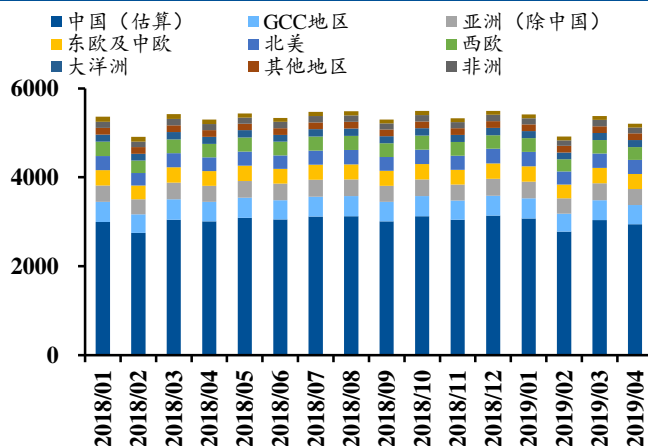
全球：电解铝产量保持平稳。国际铝业协会数据显示，2019 年 1-5 月全球电解铝产量 2.64 亿吨，同比小幅下滑 0.09%；除中国以外市场电解铝产量约 1.15 亿吨，同比下降 0.68%。中国市场产量占比超过 50%，产量对全球产量影响较大。

图33: 全球电解铝产能分布图 (2018年)



资料来源: IAI, 民生证券研究院

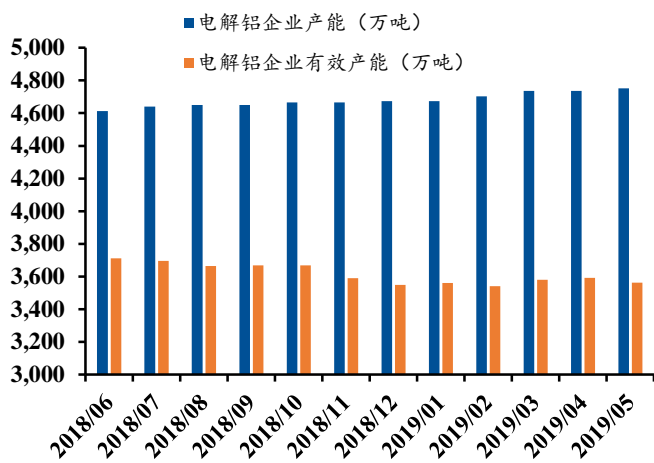
图34: 2019年1-5月海外电解铝产量小幅下滑 (单位: 万吨)



资料来源: IAI, 民生证券研究院; GCC 指海湾阿拉伯国家合作委员会

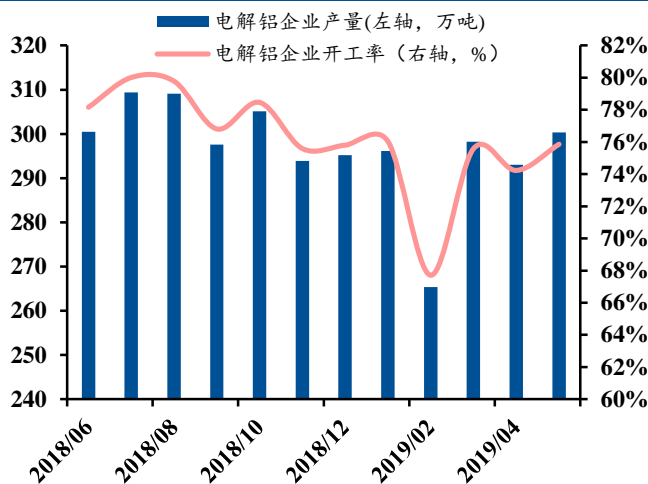
中国: 电解铝产能预计全年小幅下滑。2019年上半年电解铝产能小幅抬升, 企业有效产能整体平稳, 年后开工率逐步恢复。

图35: 电解铝产能及有效产能 (万吨)



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

图36: 中国电解铝月度产量及开工率



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

新建产能: 2018年以来新建及拟建产能约963万吨, 从投产的规模来看当前已投产384万吨(2018-2019.4), 2019年全年预期投产306.5万吨, 随后逐年减少(2020年新增270万吨, 2021年新增103万吨)。其中部分产能是属于产能置换; 若电解铝利润修复的话, 投产进度或小幅快于预期。

表 10：2018 年-2021 年中国电解铝新建及拟建项目产能（单位：万吨）

企业名称	运行产能	2018 新建拟 建产能	2018 年 已投产	2019.1-4 投 产产能	2019 投产 产能	2020 投 产产能	2021 投 产产能	备注
内蒙古华云	78	10	10	0	0	0	0	78 万吨满产
广西华磊	40	30	28	12	0	0	0	40 万吨满产
贵州华仁	48	40	48	2	0	0	0	50 万吨满产
来宾银海	20	20	20	0	0	0	0	完成投产
内蒙古创源 1	40	82	12	28	35	0	0	运行 40 万吨，产能置换
百矿苏源	17	10	0	7	10	0	0	已投放 7 万吨，剩余 3 万吨 将于 6 月投产完毕
贵州登高	13	25	13	0	13	0	0	在投产，有指标
内蒙古蒙泰(含 泰达)	18	8	18	0	0	0	0	8 月投产完毕
百矿田林	10	30	10	0	20	0	0	延后至 Q3
百矿德保	20	30	10	10	20	0	0	2.25 通电二段 10 万吨，已达 产
云铝昭通	23	33	11	12	22	0	0	3.1 通电二段 11 万吨，5.30 通电三段 11 万吨
甘肃中瑞	10	10	10	0	0	0	0	完成投产，因亏损再度停产
山西中润	17	43	12.5	4.5	30.5	0	0	4.22 二段 12.5 万 92 台电解 槽通电投产，计划启动 40 台， 6 月下旬启动 52 台
内蒙古固阳	25	50	24	1	25	0	0	25 万吨，产能置换项目
营口鑫泰	35	46	35	0	11	0	0	预计 9 月投产
美鑫铝业	24	30	1	24	30	0	0	在建，有指标
云铝鹤庆	21	21	0	21	21	0	0	在建有指标，3.1 通电 1 段 10 万吨，4.21 通电 2 端 11 万吨， 已达产
百矿隆林	0	20	0	0	20	0	0	在建有指标，预计下半年投产
包头华鑫隆	0	10	0	0	9	0	0	在建有指标
内蒙古晋华	0	40	0	0	10	30	0	在建有指标
云铝文山	0	50	0	0	10	40	0	在建，利润刺激下可能提前至 2020 年初
云南神火	0	45	0	0	10	35	0	在建有指标，产能置换
云南其亚	0	35	0	0	5	25	0	在建有指标，产能置换
广元中孚	0	50	0	0	5	45	0	在建有指标，产能置换，林风 铝电和中孚巩义各 25 万吨
内蒙古创源 2	0	37	0	0	0	40	0	
霍煤鸿骏 2	86	43	0	0	0	20	23	在建有指标
云铝昭通 2	0	35	0	0	0	30	5	拟建有指标
内蒙古华云 2	78	80	0	0	0	5	75	拟建有指标
合计		963	262.5	121.5	306.5	270	103	

资料来源：阿拉丁，民生证券研究院

减产产能：2018-2019Q1 减产产能达 404 万吨，减产时间主要集中在 2018 年下半年，减产的主要原因是环保、政策及产能置换的原因，极少数是成本原因。相对来看本轮减产的弹性较小，复产空间有限。考虑新建产能及减产的产能，今年的预期电解铝产能小幅下降。

表 11: 2018 年-2021 年中国电解铝减产产能 (单位: 万吨)

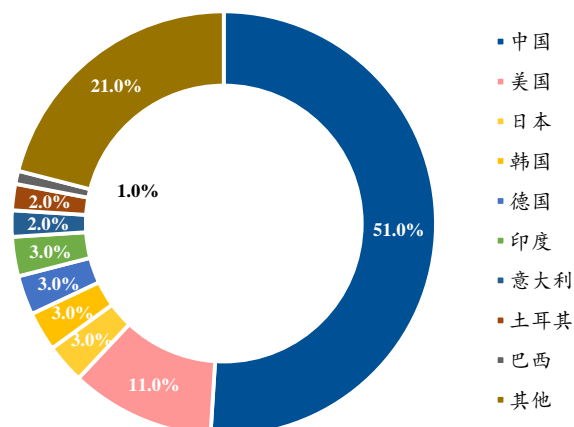
企业名称	运行产能 /万吨	2018-2019 减产产能	减产时间	备注
中铝贵州	0	17	2018 年 1-2 月	产能指标置换给贵州华仁
陕西铜川铝业	0	23	2018 年 6-8 月	产能指标待定, 剩余电力供给陕西美鑫
河南神火	21	21	2018 年 7 月 11 月, 2019 年 5 月	产能指标预期转给云南, 5 月事故, 全停
山东邹平铝业	0	6	2018 年 7 月	产能指标置换给内蒙古创源
新疆东方希望	80	20	2018 年 7-8 月	完成前期遗留产能关停
中铝连城	15	39	2018 年 7-8 月, 11-12 月	成本关停, 当前运行 14 万吨, 建成 53.5 万吨, 15.5 万产能已置换
山西兆丰	16.5	4.5	2018 年 9 月	成本原因关停, 剩余部分供电或转为固网运行
甘肃中瑞	0	10	2018 年 9 月	成本原因关停
林丰铝业	0	20	2018 年 10 月	产能转移
河南中孚	25	25	2018 年 10-11 月, 2019 年 2 月	产能置换四川广元
河南永登	0	8	2018 年 10 月, 12-2 月	成本原因减产, 电厂检修倒逼关停
太原东铝	0	8	2018 年 10-11 月	成本原因关停
青海西部水电	25	15	2018 年 11 月 12 月	成本原因关停, 视价格逐步减产
青海鑫恒	0	15	2018 年 11 月	已完成减产
甘肃东兴	25	12	2018 年 12 月	检修, 逐步减少
云铝曲靖清鑫及昆明本部	68	10	2018 年 11 月 12 月	大修并成本原因, 规模有扩大可能
山东魏桥	615	50	2018 年 11 月 12 月	检修及取暖季限产政策影响
山西华圣	13	22	2018 年 11 月 12 月, 2019 年 1-3 月	当前运行 15 万, 减产被地方政府叫停, 5 月 7 日减产至全停
山东华宇合金	0	22	2019 年 5 月	集团战略要求, 1.26 全部关停
重庆国丰	8	2	2018 年 11 月-1 月	大修
四川广元启明星	10	3	2018 年 12 月	大修
陕县恒康	0	20	2018 年 12 月	产能转移
内蒙古通顺	0	11.5	2018 年 12 月-1 月	产能转移, 2.28 全部关停
国电投宁夏青铜峡铝业	42	5	2018 年 12 月-2 月	弹性生产
中铝华泽	38	4	2019 年 1 月	弹性生产
南平铝业	11	4	2019 年 2 月	停产 68 台电解槽, 在和政府谈电价
焦作万方	36	7	2019 年 3 月	该部分产能成本过高, 保留自备电对应产能, 于 3 月 6 日完成停产
合计	1049	404		

资料来源: 阿拉丁, 民生证券研究院

2、库存去化顺利, 下游需求有望迎结构性改善

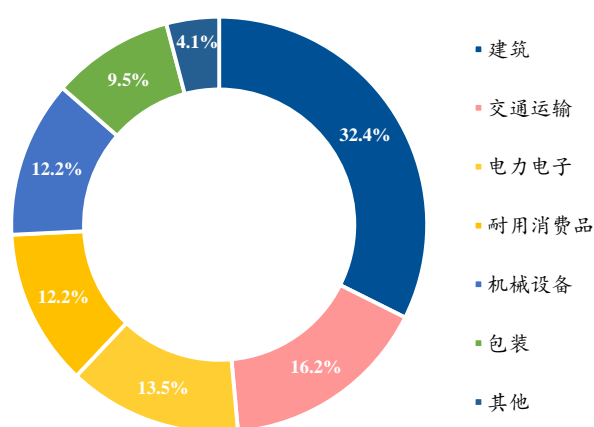
目前国内铝消费占据全球消费总量的比例超过 50%, 对全球铝需求影响较大。其中国内铝的主要消费领域包括建筑、交通运输、电子电力等。

图37: 国内铝消费在全球占比超 50%



资料来源: 有色金属行业协会, 民生证券研究院

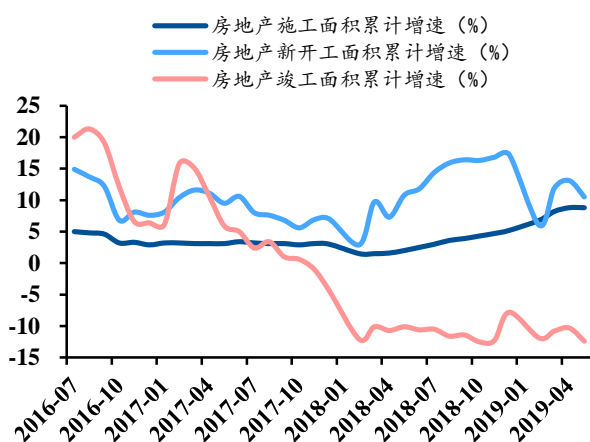
图38: 建筑、交通领域对铝需求绝对量较大



资料来源: ALD, 民生证券研究院

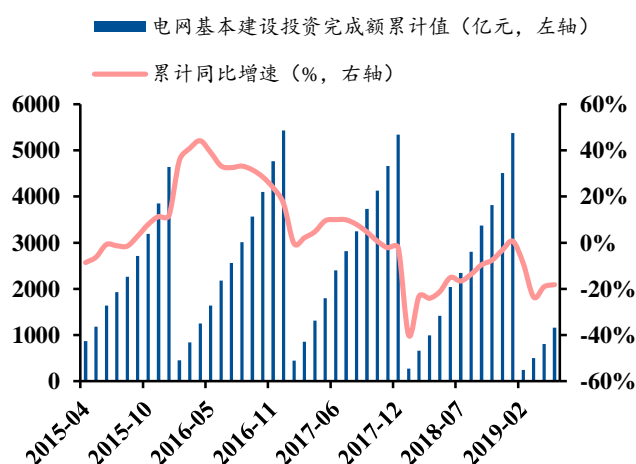
需求: 结构性改善。1) 地产: 2019年3月复工以来, 房地产新开工面积累计增速在回升后再度下滑, 施工面积累计增速小幅抬升, 而房地产竣工面积累计增速年后基本处于下滑态势, 5月累计增速下滑至-12.4%; 但从历史开工和施工面积来看, 下半年竣工面积增速或将回暖; 2) 电力: 2018年, 全国电网工程建设完成投资5373亿元, 同比增长0.6%; 按照国家电网的电力投资额规划估算, 预计2019年全国电网计划投资额同比增速有望达到5%, 下半年电网用铝有望回升。3) 汽车: 上半年汽车产销量下滑明显, 6月零售端开始出现好转, 批发端下跌持续减少; 第二周厂家销售日均5.1万台, 同比增长25% (第一周零售日均2.5万台, 同比下降24%), 主要是国五国六切换在即, 前期观望消费者将做出选择, 国五库存去化顺利。预计下半年部分地区国六开始执行后, 8月后国六汽车销量有望好转 (7月转换影响犹存), 经销商可能进入国六补库存阶段, 汽车产销数据同比跌幅将收窄。4) 出口端: 受益于人民币贬值, 上半年铝材出口增速有所恢复, 预计下半年出口端增速有望维持。

图39: 房地产、施工、新开工、竣工面积累计增速



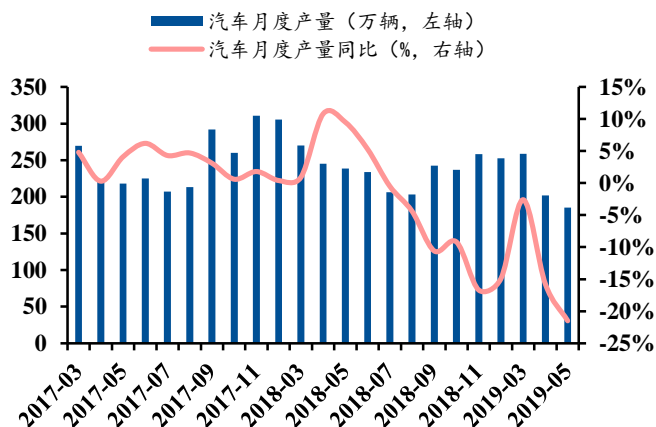
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图40: 中国电网基本建设投资完成额累计值及累计增速



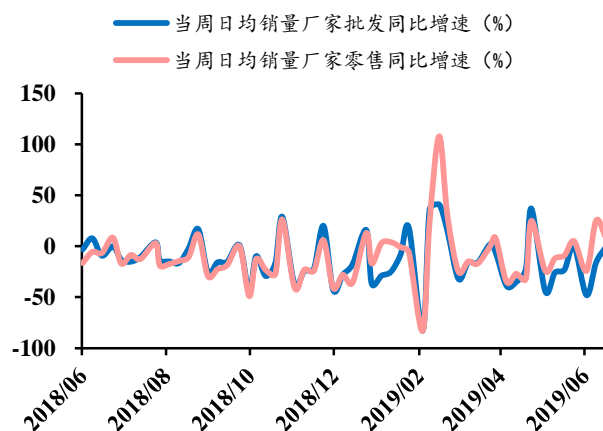
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图41: 国内汽车月产量增速下滑



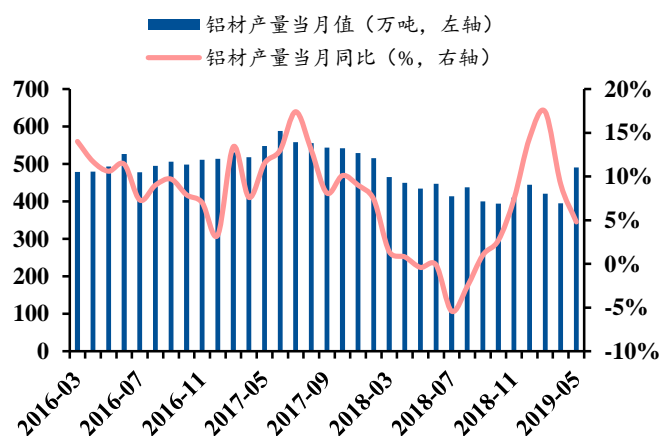
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图42: 国内汽车6月日均销量批发、零售同比数据转好



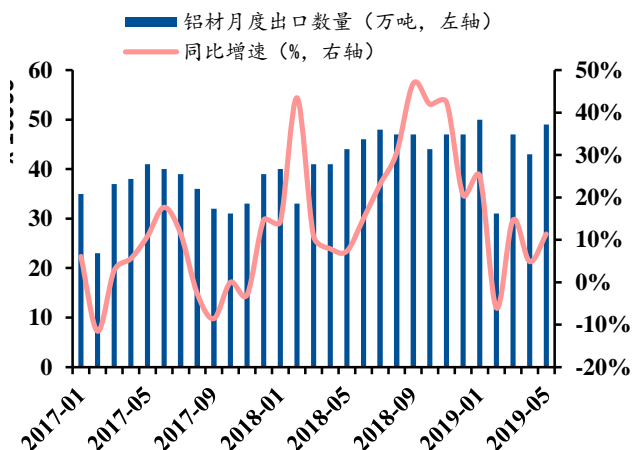
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图43: 国内铝材产量增速冲高回落



资料来源: Wind, 民生证券研究院

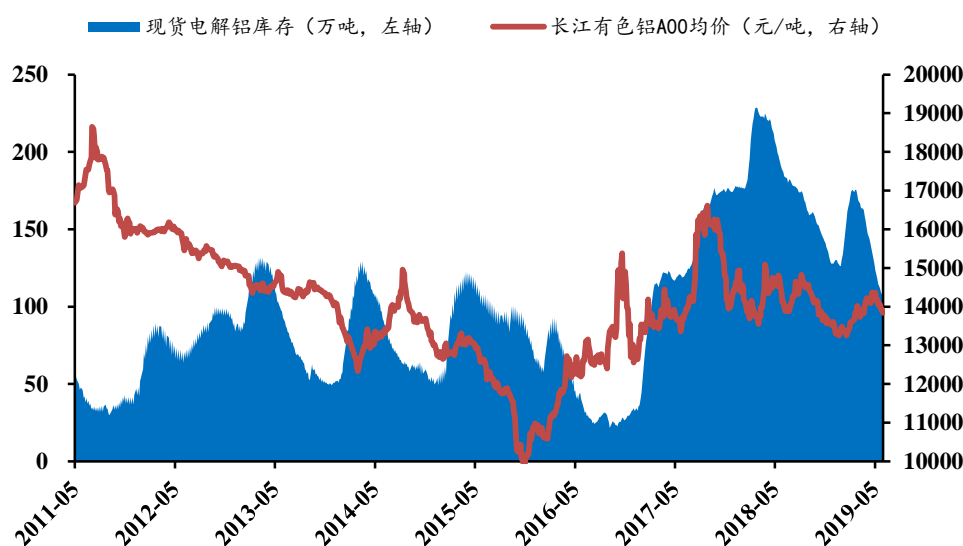
图44: 2019年国内铝材出口增速回升



资料来源: 中国海关, 民生证券研究院

自2017年供给侧改革以来, 2018年电解铝产能开始出现下滑, 预计2019年产能继续小幅下滑。同时, 库存方面, 春节累库结束进入3月开工以来, 电解铝库存从高点下降超过70万吨, 库存去化明显。下半年随着中美关系的缓和, 铝下游消费将出现结构性改善(地产领域有望企稳, 汽车领域有所改善, 电力领域用铝提升)。预计今年国内电解铝供需将出现66万吨左右缺口, 供需结构出现改善。同时, 我们预计在完成产能置换及交易后, 预计2019年以后新增电解铝产能将极为有限, 供给侧格局有望不断优化, 铝行业基本面有望继续改善。

图45: 现货电解铝库存及长江有色铝 A00 均价



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 12: 国内电解铝供需平衡预测 (单位: 万吨)

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
中国原铝产量 (万吨)	2495	2772	3058	3180	3630	3609	3690
中国原铝净进口量 (万吨)	25	17	12	17	10	6	18
中国原铝表现需求量 (万吨)	2520	2789	3070	3197	3640	3615	3708
中国原铝库存差 (万吨)	8	21	75	-33	114	-49	-66
中国原铝消费量 (万吨)	2512	2768	2995	3232	3526	3664	3774

资料来源: SMM, 民生证券研究院

3、关注标的

(1) 中国铝业 (601600)

公司构建了以铝土矿、氧化铝、电解铝、铝合金产品为主体的产业链, 氧化铝产能全球第一, 原铝产能全球第二、炭素产能全球第一。上游资源方面, 2018 年增加海外铝土矿资源 17.5 万吨, 目前拥有海外铝土矿资源 18.7 亿吨, 使用年限超过 60 年。下游加工方面, 公司将持续转型升级, 提升产品附加值, 板状刚玉、精细分子筛、高纯铝等高附加值生产线已经建成投产, 产能将逐步释放。

表 13: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		7 月 03 日	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601600.SH	中国铝业	3.94	0.06	0.11	0.15	61	36	26	推荐

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

四、小金属：钴锂价格延续调整，中期中重稀土或存投资机会

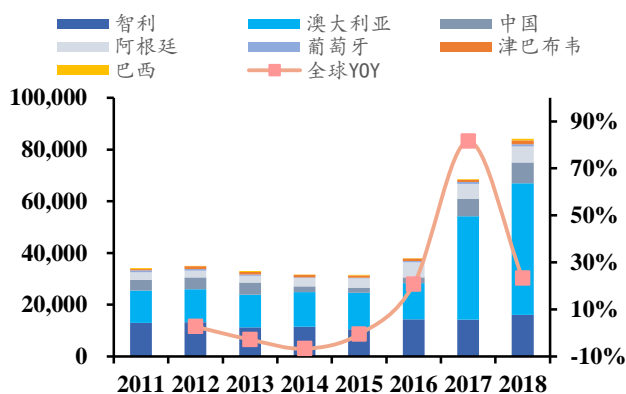
（一）碳酸锂：产量释放，关注需求端变化

1、供给：全球锂矿产量上涨，国内锂矿产量预期上升

根据 USGS 统计数据，截止到 2018 年全球的锂矿产量上涨 23%。17-18 年增量主要来自于澳大利亚（69.8%）、智利（11.3%）及中国（7.5%），中国产量份额较小，整体影响有限。2018 年 6 月，全球单体产能最大锂盐加工厂在四川开建，其中年产 2 万吨电池级碳酸锂的一期项目预计 2020 年建成投产，国内锂矿产量会有可观提升。

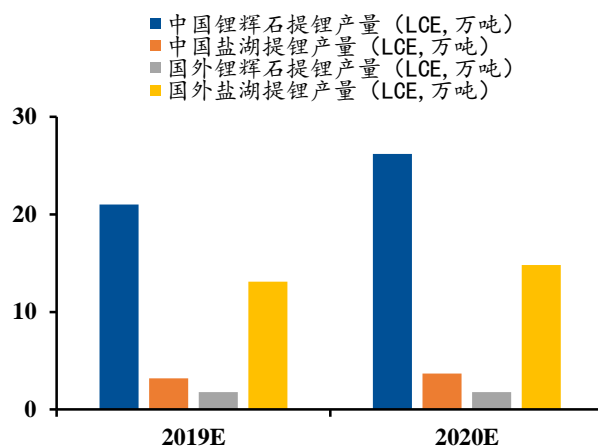
从国内的 LCE 的角度，锂矿石依然是中国 LCE 生产的主要来源，盐湖提锂的产量总体将以 29% 的复合增速上涨，但盐湖对中国的产量到 2020 年贡献预期将下降到 14% 左右。对比海外的 LCE 产量，中国 LCE 预期在 2020 年将占全球 LCE 产量的 60%。

图46: 2011-2018 主要国家锂产量 (单位: 吨)



资料来源: USGS, 民生证券研究院

图47: 全球锂辉石提锂增速远超过盐湖提锂增速(单位: 万吨)



资料来源: 民生证券研究院

2、需求：电气动力化+低碳经济刺激需求

随着电气化和低碳经济进一步发展，储能电池及电动汽车电池需求迅猛增长，碳酸锂的下游需求前景看好。

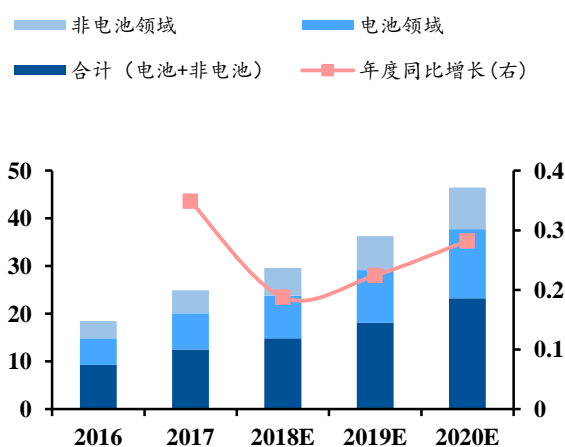
电池领域 2019-2020 的增量基本上由动力电池贡献。根据中国轻工业信息中心数据整理，2019 年 1-4 月，全国电池制造业主要产品中，锂离子电池产量 38.2 亿只，同比增长 6.1%；铅酸蓄电池产量 4963.5 万千伏安时，同比增长 0.23%；原电池及原电池组（非扣式）产量 129.3 亿只，同比增长 8.8%。2019 年 1-4 月，全国规模以上电池制造企业营业收入 2153.8 亿元，同比增长 15.5%，实现利润总额 69.5 亿元，同比增长 3.4%。此外，2019 年 4 月 15 日起正式强制性实施《电动自行车安全技术规范》，整车轻量化要求配套的铅酸蓄电池减重或直接采用锂电替代。

新能源汽车可有效拉动未来需求的增量，政府大力支持新能源汽车发展。2018 年中国经济增速驱缓，汽车产量出现负增长，虽然目前来看，车市颓靡，退补政策也一定程度上对新能

源汽车行业产生了冲击,但整体而言,我国已建立起全球最为完备的新能源汽车发展支持体系,新能源汽车的市场结构也在逐步优化,个人消费市场也在快速兴起。2019年以来,新能源汽车占汽车销量比例不断上升。

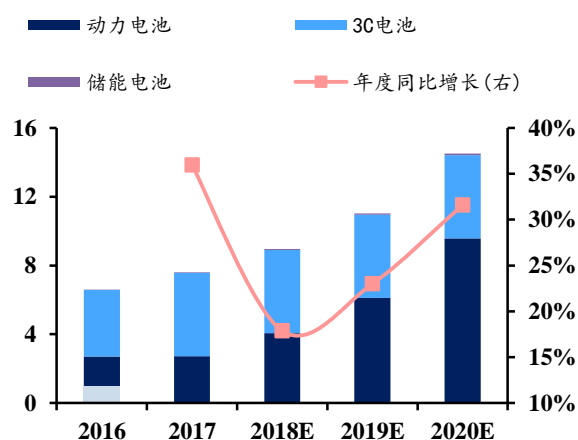
2019年2月1日,工信部组织召开《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》的编制工作启动会,指出要加强统筹协调,形成推动新能源汽车高质量发展的强大合力。每辆新型动力汽车预计需要0.08吨左右的碳酸锂,一旦动力锂电池大规模应用在新能源汽车上,碳酸锂的市场潜力将十分巨大。

图48: 18-20年中国主要领域的需求变化(单位:万吨)



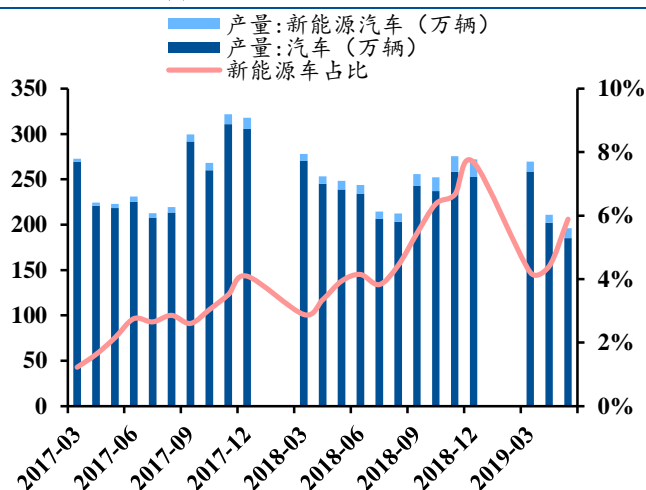
资料来源: 安泰科, 民生证券研究院

图49: 18-20年中国电池领域子项的需求变化(单位:万吨)



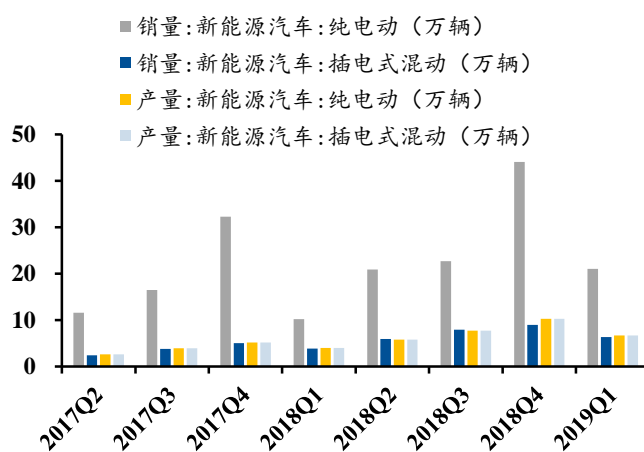
资料来源: 安泰科, 民生证券研究院

图50: 新能源汽车产量占比



资料来源: USGS, 民生证券研究院

图51: 新能源汽车分类产销情况

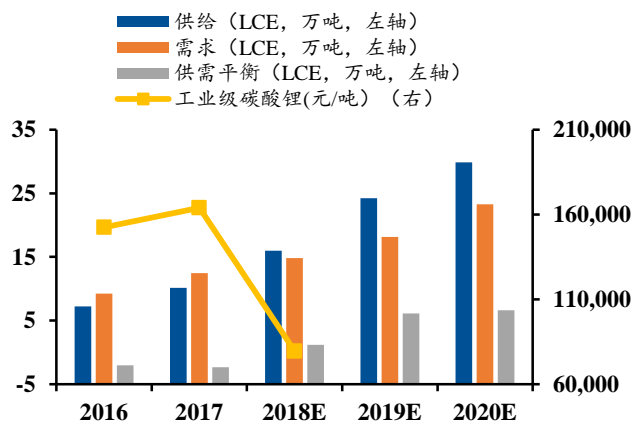


资料来源: 民生证券研究院

3、价格走势

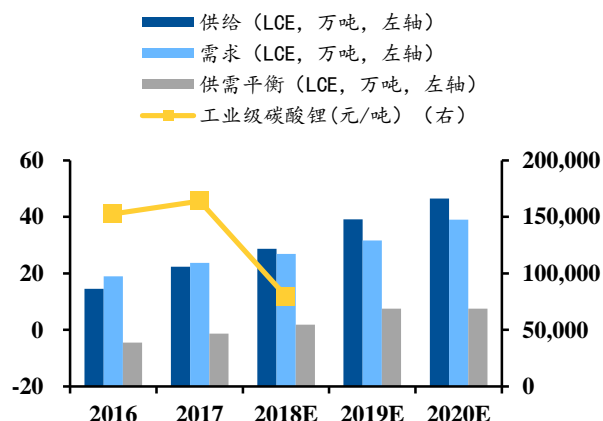
碳酸锂价格 2018 年后一路下跌，跌幅接近 50%，2019 年上半年价格在 75000 元/吨低位持稳。碳酸锂价格走势疲软，主要是由产量增长过快，供给过剩所致，但随着需求端的进一步提升，碳酸锂价格受到了一定支撑，预计 2019 年锂价会整体平稳。随着新能源汽车的及储能领域需求的增长，2020 年后供需有望再平衡。

图52: 国内锂平衡表



资料来源：民生证券研究院

图53: 全球锂平衡表



资料来源：民生证券研究院

4、关注标的

(1) 天齐锂业

公司是中国和全球领先的以锂为核心的新能源材料供应商，公司业务涵盖锂产业链的关键阶段，包括硬岩型锂矿资源的开发、锂精矿加工销售以及锂化工产品的生产销售。

公司控股子公司泰利森目前正在建造第二座和第三座与现有工厂相邻的化学级锂精矿扩产工厂（CGP2、CGP3），按照既定计划，CGP2 将于 2019 年第二季度竣工，CGP3 将于 2020 年第四季度竣工并开始试生产。新增的两座工厂将能够使格林布什矿场的年产量提升至约 195 万吨。

(2) 赣锋锂业

公司是全球第三大及中国最大的锂化合物生产商及全球最大的金属锂生产商，拥有五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力。公司已经形成垂直整合的业务模式，从中游锂化合物及金属锂制造起步，成功扩大到产业链的上下游，业务涵盖上游锂提取、中游锂化合物及金属锂加工以及下游锂电池生产及电池回收等产业生态链的各重要环节。

公司正在西澳大利亚奎纳纳（Kwinana）建设两期共计 4.8 万吨电池级氢氧化锂生产线，其中一期工程已于 2018 年底进入阶段性调试和产能爬坡阶段；四川遂宁安居区 2 万吨电池级碳酸锂生产线正在建设中，将打造行业自动化和集约化产线标杆。

表 14: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 7月3日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002466.SZ	天齐锂业	27.32	1.93	1.75	2.11	15	16	13	推荐
002460.SZ	赣锋锂业*	24.71	0.93	0.81	0.97	24	31	25	暂无评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院（注：标“*”公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

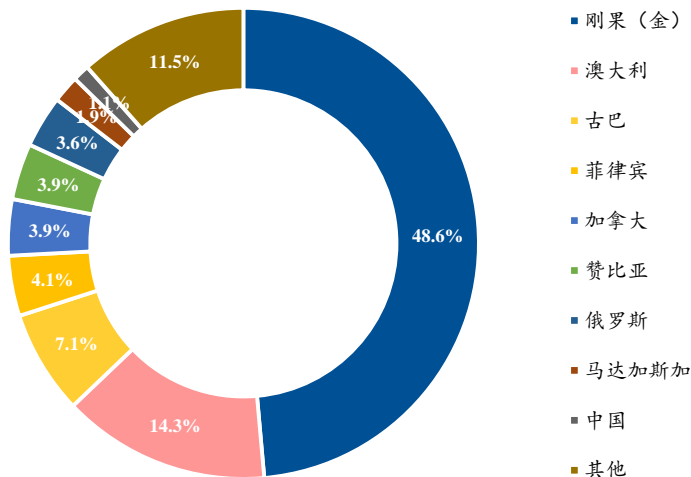
（二）钴：上游供给将逐步放量，短期小幅过剩，看好长期需求

1、主要矿山已陆续投产

全球钴矿资源分布集中度较高，据美国地质调查局（USGS）发布的矿产品年鉴（Mineral Commodity Summaries）统计数据，全球钴资源储量约 700 万吨，储产比 57 年。钴资源地理分布不平衡，主要集中在刚果（金）、澳大利亚、古巴、菲律宾、加拿大、俄罗斯、赞比亚、新喀里多尼亚等地，约占世界钴总储量 78%。刚果（金）的钴储量为 340 万吨，占全球钴储量的 48%，居世界第一位。相较而言，我国钴资源十分稀缺。

表 15: 全球钴资源储量分布概况

国家	储量 (万吨)	占比
刚果（金）	340	48.57%
澳大利亚	100	14.29%
古巴	50	7.14%
菲律宾	29	4.14%
加拿大	27	3.86%
赞比亚	27	3.86%
俄罗斯	25	3.57%
马达加斯加	13	1.86%
中国	8	1.14%
新喀里多尼亚	6.4	0.91%
南非	2.9	0.41%
美国	2.1	0.30%
其他	69	9.86%
合计	699.4	100.00%



资料来源：USGS，民生证券研究院

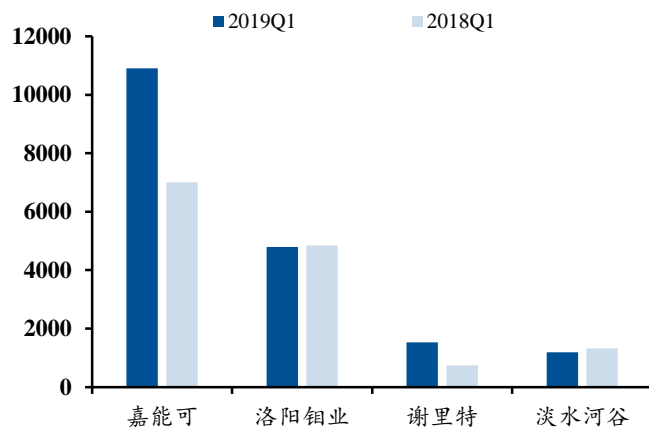
近年来全球基本没有新增钴矿资源勘探储量，增量矿产释放基本以现有矿山扩产为主。致矿供给市场集中度较高，以嘉能可为代表的八家拥有自有矿山的大型供应商具有较强市场主导权，未来三年内新增产能主要来自于刚果（金）的铜钴矿项目。2018 年全球钴原料供应约 13.2 万吨（+9.2%）；2019 年钴供应增量来源于嘉能可 KCC 项目复产（2018）、欧亚资源 RTR 项目投产（2019）及中资企业在刚果（金）的投资项目。2019 年第一季度嘉能可、谢里特产量增加较为明显，嘉能可产量 1.09 万吨（同比增长 55.7%），谢里特产量 1527 吨（增长 105.24%）。

图54: 未来3年全球主要新增钴矿项目 (单位: 金属吨)

公司	矿山项目	2018E	2019E	2020E
嘉能可	KCC	10000	32000	30000
华友钴业	MIKAS	1200	1200	1200
	PE527	3100	3100	3100
欧亚资源	RTR		8000	12000
合纵科技	7071-HQ-		1000	2000
	LML			
金川	Mosonoi			3500
万宝	庞比			3000
总计		14300	31300	54800

资料来源: 公司公告, 安泰科, 民生证券研究院

图55: 主要厂商 2019Q1/2018Q1 产量对比 (单位: 吨)

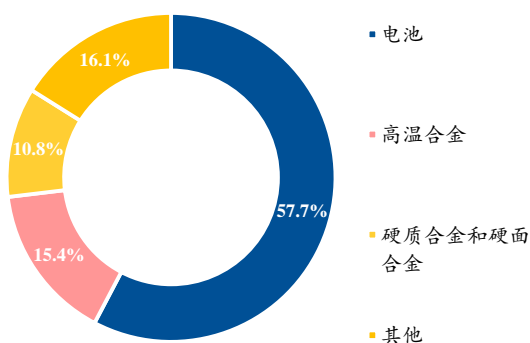


资料来源: 企业财报, 民生证券研究院

2、下游需求受益于新能源汽车高速增长而保持快速增长

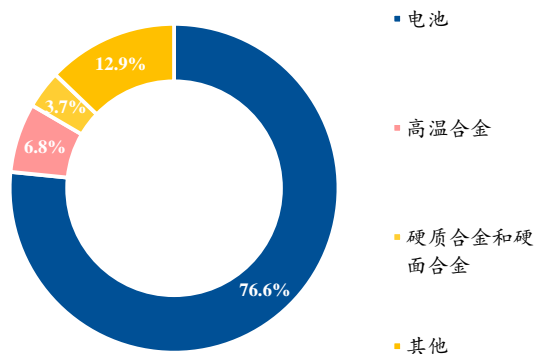
钴下游应用主要集中在电池正极材料(钴酸锂和三元等)、硬质合金、高温合金、磁性材料等领域。全球钴消费约58%左右用于电池领域, 而我国电池领域钴消费占比高达77%。

图56: 电池占全球钴消费总量近六成



资料来源: 安泰科, 民生证券研究院

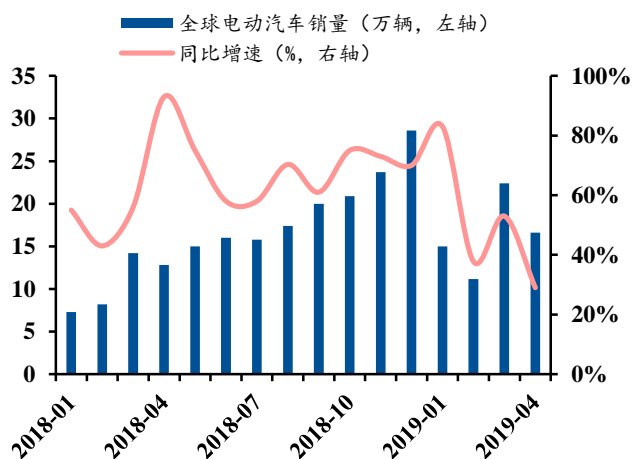
图57: 电池占国内钴消费总量的四分之三



资料来源: 安泰科, 民生证券研究院

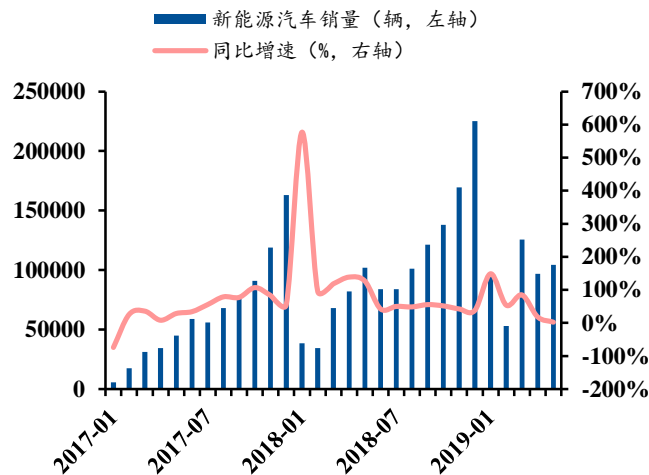
动力电池是主要增长点, 3C 市场已经处于饱和期, 高温合金、硬质合金预计保持稳定增长。近年来随着新能源汽车的蓬勃发展, 特别是中国新能源汽车爆发式增长, 动力电池产量也随之迅速放量, 成为锂电池的重要用途。2018 年中国及全球新能源汽车销量大福提升拉动了钴的需求。2019 年 1-4 月全球新能源汽车销量为 66.2 万辆, 同比增长 52%; 2019 年 1-5 月中国新能源汽车销量达 47.54 万辆, 同比增长 46.23%。

图58: 全球电动汽车销量及增速



资料来源: EV Sales, 民生证券研究院

图59: 中国新能源汽车销量及增速

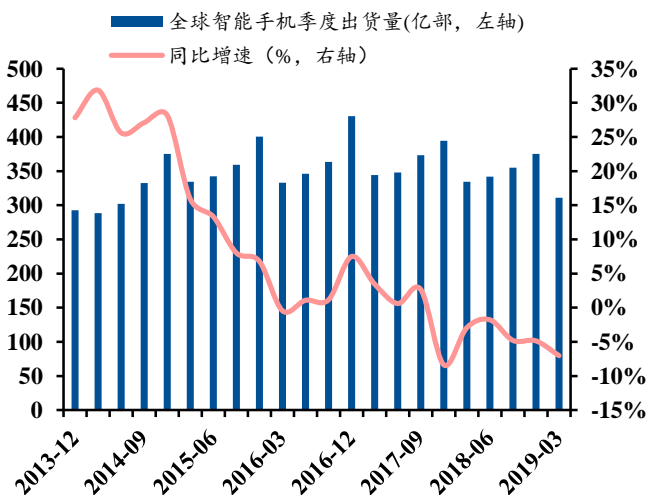


资料来源: 中国汽车工业协会, 民生证券研究院

消费电子(3C)市场逐渐趋于饱和, 智能手机和PC出货量下滑。(1) 智能手机: 据IDC数据, 2018年全球智能手机出货量14亿部, 同比下滑4.1%; 2019年一季度销量3.11亿部, 预计2019年出货量13.9亿部, 同比下滑0.9%。预计下半年5G手机开始出货后, 智能手机出货量将有所恢复, 增量可能还需要明年以后才能看到, 短期需求拉动较为有限。(2) 2019年第一季度全球个人电脑出货量5850万台, 同比下滑3%。

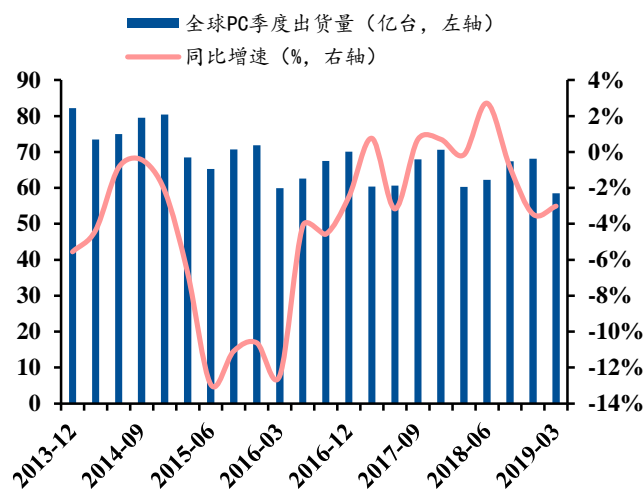
硬质合金方面, 据中国硬质合金分会统计, 2018年48家硬质合金企业硬质合金产量33327吨, 同比增长14.27%。航空航天、机械、飞机、汽车、电子、建筑等产业的快速发展带来了高温合金和硬质合金的巨大需求, 预计硬质合金领域将维持稳定增长。

图60: 全球智能手机出货量及增速



资料来源: IDC, 民生证券研究院

图61: 全球PC出货量及同比增速

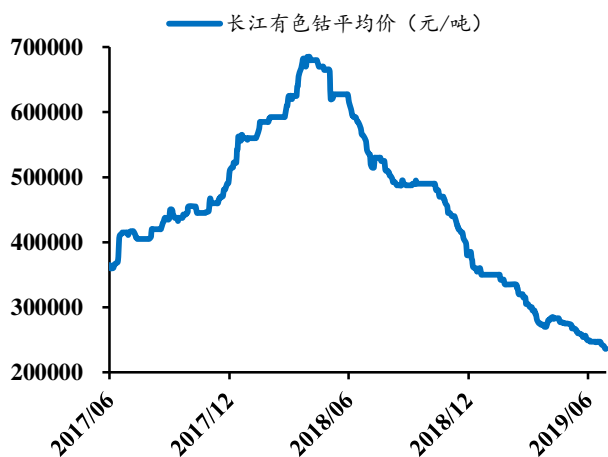


资料来源: IDC, 民生证券研究院

3、短期仍将小幅过剩，中长期需求持续保持旺盛

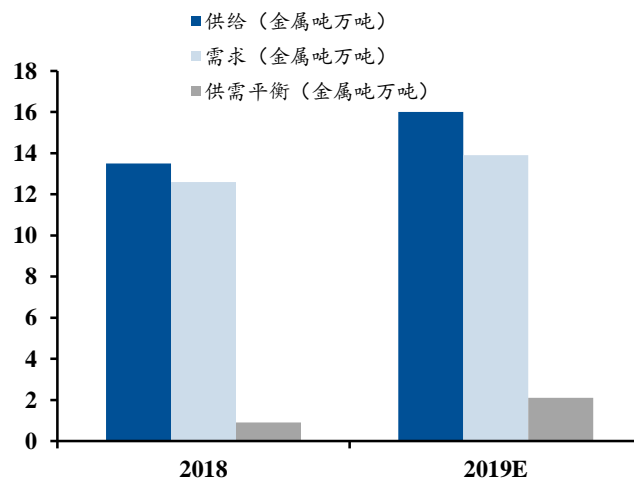
从供给上看，钴产业链上游增量产能将陆续释放，预计2019年精炼钴矿的产量为16万吨，同比增长9.6%，增速放缓。但当前价格下，厂商进一步扩产的可能性较低。需求方面，中美新能源汽车产业补贴均处于退坡期，国内新能源汽车补贴过渡期（2019.6.25）已结束，部分电动车或将提价，预计新能源汽车产销量同比继续上涨，环比或将出现下滑；3C领域钴消费全年预计小幅下滑，传统领域的高温合金及硬质合金需求预计稳定增长。综合来看，预计2019年钴市场仍将处于小幅过剩状态，钴价预计年内仍维持底部震荡。从长期来看，动力电池领域需求整体保持稳定增速，预计5G对3C电池的拉动要到2020年以后才能初见效果，届时供需面将获得改善，价格或迎来反弹。

图62: 长江有色钴价走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图63: 金属钴 2018-2019 年供需平衡 (金属吨万吨)



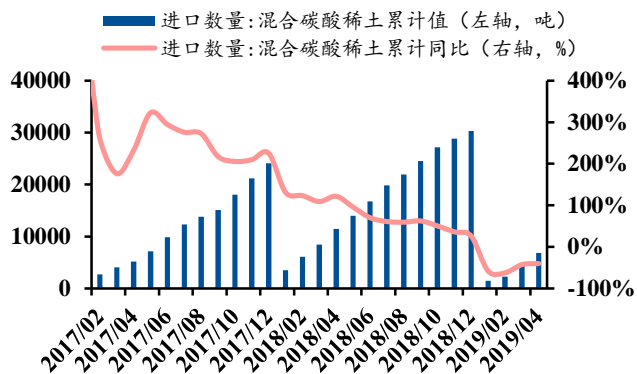
资料来源: 安泰科, 民生证券研究院

(三) 稀土: 供需改善叠加成本上移, 关注中重稀土中期机会

1、缅甸封关叠加中国反制, 供需收紧影响逐渐显现

缅甸闭关扰动接近2018年国内供应中重稀土的50%。2018年混合碳酸稀土进口量总计30298吨, 其中缅甸进口量25829吨, 占我国全年进口总量的85.3%。从缅甸进口的稀土矿主要是离子型稀土原矿, 是目前国内中重稀土矿供应主要来源, 占国内供应量的50%以上。

图64: 过渡期间稀土累计进口量显著下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2019H1 的供应指标为 18 年的 50%，整体供应释放力度不大。随着加大稀土的严监管，国内黑稀土的产能预计将持续收缩;叠加缅甸的稀土进口量下降，国内自身的供给预期进入收缩的状态。当前下游的磁钢厂正处在中重稀土去库存的过程，预计随着低价库存见底、缅甸相关开采政策出台，中重稀土仍有一定的上涨空间。

表 16: 19H1 国内稀土供应指标

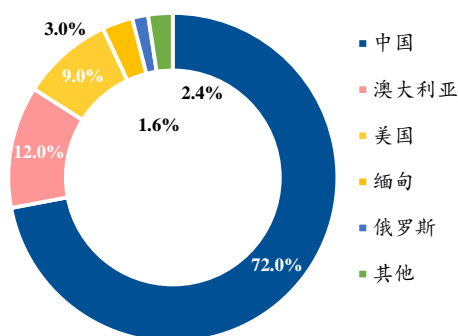
序号	6 家稀土集团	岩矿型稀土 (轻稀土)	轻稀土 占比	离子型稀土 (中重稀土)	离子稀土占比	冶炼分离 产品	冶炼分离 占比
一	中国稀有稀土股份有限公司	5925	11.35%	1250	13.05%	9690	16.85%
	其中:中国钢研科技集团有限公司	1800	3.45%			500	0.87%
二	五矿稀土集团有限公司			1005	10.50%	2829	4.92%
三	中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	34625	66.30%			29741	51.72%
四	厦门钨业股份有限公司			1720	17.96%	1982	3.45%
五	中国南方稀土集团有限公司	9875	18.91%	4250	44.39%	7956	13.84%
	其中:四川江铜稀土参控股企业	9875	18.91%			4160	7.23%
六	广东省稀土产业集团有限公司			1350	14.10%	5302	9.22%
	其中:中国有色金属建设股份有限公司					1805	3.14%

资料来源: 工信部, 民生证券研究院

未来全球的供需格局仍然以中国为主。18 年中国供给占全球的 72%，随着海外的供给复苏，预计到 2028 年会下降到 60%左右。但是，国内的稀土价格优势使得海外矿山从 2014 年开始进入全面亏损的状态，其中主要的生产商是美国的 Mountain Pass 以及澳洲的 Lynas。MP

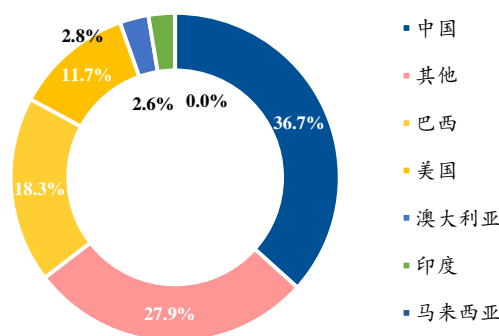
在 2015 年申请破产后,当前处在一个产能回复的阶段;而 Lynas 的分离环节设立在马来西亚,目前受到当地环保组织的强烈抵制,未来前景存在不确定因素。短期海外供应影响有限。

图65: 2018 年全球稀土供给情况



资料来源: Wind

图66: 全球稀土储量

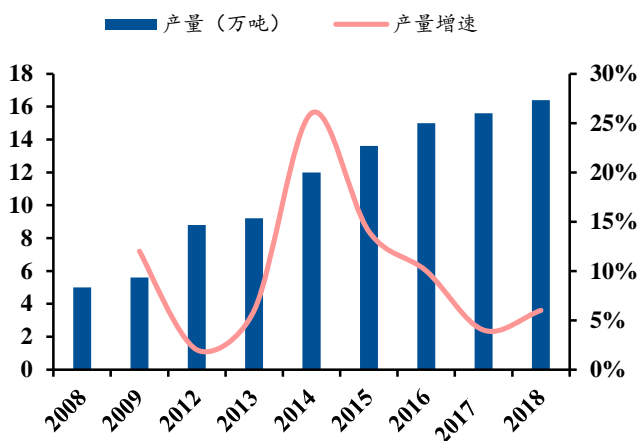


资料来源: Wind

2、下游新能源车等行业维持高增速，供需格局改善有望支撑稀土价格

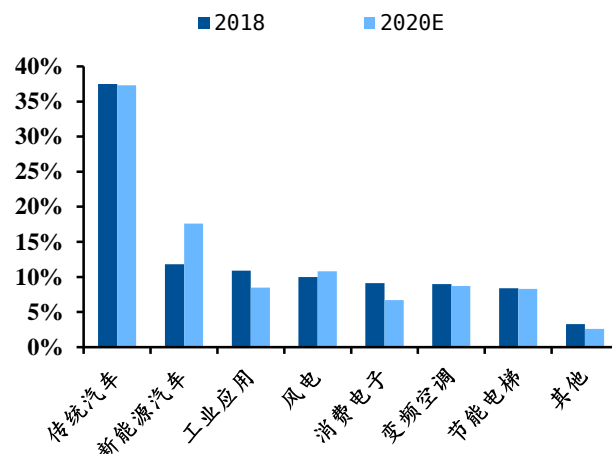
随着经济结构转型升级进程的加快,国内稀土产品结构也不断优化,目前 80% 以上的初级加工品被用于制造磁性、催化、发光、抛光等材料,其中稀土永磁材料占据下游市场重要份额。新能源汽车行业的高速发展和开工旺季的到来将拉动对稀土磁材以及上游稀土原料的需求。伴随着行业供需格局的边际改善、环保趋严及打黑常态化,以及国家定期收储预期的存在,稀土价格有望在多因素叠加共振的基础上收获阶段性较大涨幅,提振行业景气程度。

图67: 国内稀土永磁材料产量及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图68: 磁钢下游需求比例



资料来源: Marketline, 民生证券研究院

下游磁钢厂扩产产能陆续投产。国内主要磁钢企业 2015-2018 年间的扩产计划,经历 2-3 年的建设周期后,逐渐试车投产。当前我国高性能磁钢的产能约占全球产能的 61% 左右,随

随着新产能的投放，对镨钕及中重稀土的需求仍有一定的支撑。

表 17：国内主要高性能磁材生产企业扩产计划

开始时间	公司	产能/吨	项目	投资额：万元	建设期	具体内容	扩产后产能/吨
2015-9-1	宁波韵升	8000	年产 6000 吨烧结钕铁硼坯料搬迁扩建项目	37847	3 年	原项目年产 2000 吨烧结钕铁硼坯料产能将扩大至年产 6000 吨	12000
2016 年	大地熊	1300	高性能烧结钕铁硼磁体项目	16148	2 年	新增 1,200 吨/年高性能烧结钕铁硼毛坯产能	2500
2017 年	金力永磁	6000	新建年产 1300 吨高性能磁钢项目	20235	2 年	项目建成达产后，将形成 1300 吨/年高性能磁钢的生产能力	7300
2017 年	英洛华	6500	低稀土总量高性能钕铁硼永磁体生产技术装备改造项目	29807	2 年	项目建成后将新增年产 1,100 吨低稀土总量高性能钕铁硼永磁体产品的生产能力	7600
2018-11-1	正海磁材	6300	低重稀土永磁体生产基地项目	50000	计划 2019 年完成厂房建设	年产低重稀土永磁材料 5000 吨/年	11300

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、关注标的

(1) 五矿稀土

公司是国内主要的离子型稀土分离加工企业之一，具备 12000 吨离子矿处理能力，2018 年获得的冶炼分离指标为 4627 吨。此外在矿端资源方面，公司拥有三本采矿权证，分别为五矿稀土江华、三明稀土及云龙稀土，公司参股的华夏纪元正处于探转采的过程，未来有望贡献增量。2018 年公司通过降低费用及策略调整等方式，实现归母净利润上涨 224.23%。

表 18：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 7月3日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000831.SZ	五矿稀土*	14.87	0.10	0.14	0.15	81	106	99	暂无评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院（注：标“*”公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

风险提示

金属价格大幅下跌，下游需求超预期下滑，财政及货币政策力度不及预期，美联储降息次数不及预期。

插图目录

图 1: 有色金属板块年初至今涨跌幅.....	5
图 2: 有色子版块相对上证综指的涨跌情况.....	5
图 3: 有色金属板块年初至今涨跌幅.....	6
图 4: 有色子版块相对上证综指的涨跌情况.....	6
图 5: 实际利率下行空间加大.....	7
图 6: 7 月份 FOMC 降息概率上行.....	7
图 7: 全球经济下行预期增大.....	8
图 8: 美联储 7 月议息会议预期将降息 25-50BP.....	8
图 9: 2008 年通缩压制金价上涨.....	9
图 10: 原油价格低迷.....	9
图 11: 1989 年至今美元指数走势.....	9
图 12: 南非钌金储量全球领先.....	11
图 13: 全球钌金产商产量占比.....	11
图 14: 全球铂金产商产量占比.....	11
图 15: 全球最大钌金厂商 2018 年产量下滑.....	12
图 16: Sibanye-Stillwater 矿山铂钌产量 2019Q1 下滑明显.....	12
图 17: 钌金需求占比.....	12
图 18: 铂金需求占比.....	12
图 19: 钌金供需平衡.....	14
图 20: 铂金供需平衡.....	14
图 21: 铜价运行受到事件扰动.....	15
图 22: 精铜废铜价差进一步缩窄.....	15
图 23: 国内矿石进口保持稳定.....	15
图 24: 近两年是中国新建产能投放的小高峰.....	16
图 25: TC 价格跌至五年来最低位.....	16
图 26: 全球铜消费结构.....	16
图 27: 中国铜终端消费结构.....	16
图 28: 电网基本建设投资完成额企稳上行.....	17
图 29: 房地产投资高位趋稳.....	17
图 30: 期房、现房安装家电的周期.....	17
图 31: 新能源汽车有望贡献铜需求增量.....	18
图 32: 新能源汽车产量维持较高增长.....	18
图 33: 全球电解铝产能分布图 (2018 年).....	20
图 34: 2019 年 1-5 月海外电解铝产量小幅下滑 (单位: 万吨).....	20
图 35: 电解铝产能及有效产能 (万吨).....	20
图 36: 中国电解铝月度产量及开工率.....	20
图 37: 国内铝消费在全球占比超 50%.....	23
图 38: 建筑、交通领域对铝需求绝对量较大.....	23
图 39: 房地产、施工、新开工、竣工面积累计增速.....	23
图 40: 中国电网基本建设投资完成额累计值及累计增速.....	23
图 41: 国内汽车月产量增速下滑.....	24
图 42: 国内汽车 6 月日均销量批发、零售同比数据转好.....	24
图 43: 国内铝材产量增速冲高回落.....	24
图 44: 2019 年国内铝材出口增速回升.....	24
图 45: 现货电解铝库存及长江有色铝 A00 均价.....	25
图 46: 2011-2018 主要国家锂产量 (单位: 吨).....	26

图 47: 全球锂辉石提锂增速远超过盐湖提锂增速(单位: 万吨).....	26
图 48: 18-20 年中国主要领域的需求变化(单位: 万吨).....	27
图 49: 18-20 年中国电池领域子项的需求变化(单位: 万吨).....	27
图 50: 新能源汽车产量占比.....	27
图 51: 新能源汽车分类别产销情况.....	27
图 52: 国内锂平衡表.....	28
图 53: 全球锂平衡表.....	28
图 54: 未来 3 年全球主要新增钴矿项目 (单位: 金属吨).....	30
图 55: 主要厂商 2019Q1/2018Q1 产量对比 (单位: 吨).....	30
图 56: 电池占全球钴消费总量近六成.....	30
图 57: 电池占国内钴消费总量的四分之三.....	30
图 58: 全球电动汽车销量及增速.....	32
图 59: 中国新能源汽车销量及增速.....	32
图 60: 全球智能手机出货量及增速.....	32
图 61: 全球 PC 出货量及同比增速.....	32
图 62: 长江有色钴价走势 (元/吨).....	33
图 63: 金属钴 2018-2019 年供需平衡 (金属吨万吨).....	33
图 64: 过渡期期间稀土累计进口量显著下降.....	34
图 65: 2018 年全球稀土供给情况.....	35
图 66: 全球稀土储量.....	35
图 67: 国内稀土永磁材料产量及增速.....	35
图 68: 磁钢下游需求比例.....	35

表格目录

表 1: 2019 年金属现货价格变动 (截至 2019 年 06 月 28 日).....	4
表 2: 2003 年-2008 年历次降息之后关注通胀预期能较好的判断金价方向.....	8
表 3: 盈利预测与财务指标.....	10
表 4: 全球主要国家碳排放政策及汽车领域排放标准施行时间.....	13
表 5: 燃料电池汽车规划 (辆).....	13
表 6: 现主流燃料电池单车铂金用量.....	13
表 7: 盈利预测与财务指标.....	14
表 8: 中国铜供需平衡表 (单位:万吨金属).....	18
表 9: 盈利预测与财务指标.....	19
表 10: 2018 年-2021 年中国电解铝新建及拟建项目产能 (单位: 万吨).....	21
表 11: 2018 年-2021 年中国电解铝减产产能 (单位: 万吨).....	22
表 12: 国内电解铝供需平衡预测 (单位: 万吨).....	25
表 13: 盈利预测与财务指标.....	25
表 14: 盈利预测与财务指标.....	29
表 15: 全球钴资源储量分布概况.....	29
表 16: 19H1 国内稀土供应指标.....	34
表 17: 国内主要高性能磁材生产企业扩产计划.....	36
表 18: 盈利预测与财务指标.....	36

分析师与研究助理简介

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师

薛绍阳，澳洲莫纳什大学精算学士、统计学荣誉学士及金融数学硕士，从事有色金属行业及公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。