

有色行业2020年投资策略

穿越迷雾，坚守铜铝，拥抱钴锂

西南证券研究发展中心
有色研究团队
2019年11月

核心观点

2019年有色板块表现不甚理想，整体走势大幅落后于沪深300。除了黄金板块之外，其余板块均受累于金属价格下跌，叠加中美贸易摩擦，股价表现差强人意。

2020年看好铜铝和钴锂板块，核心逻辑：

铜铝板块：铜是金融属性很强的品种，精铜供需始终维持紧平衡状态，在这样的格局下宏观预期会成为决定价格走势的主导因素。全球制造业PMI下行，叠加中美贸易关系加剧，导致铜价中枢逐步下移。目前，中美关系缓和，国内财政和货币政策有宽松预期，同时铜需求受益于电网基建投资回暖以及竣工逻辑兑现，预计短期内铜价会有所反弹。铝的金融属性相对较弱，更注重基本面。目前国产电解铝处于去库周期，电解铝供应不达预期，原料端氧化铝供需失衡价格处于低位，电解铝单吨利润有望持续保持在500元/吨以上。

钴锂板块：钴锂始终是备受市场瞩目的品种，近两年由于供给端产能快速释放导致价格持续处于下行通道。目前，钴价已从底部反弹，嘉能可宣布将于年底关停全球最大的钴矿山Mutanda，使得钴平衡时间提前，明年需求端动力电池和3C锂电池对钴需求将快速增长，全球钴供需大概率将出现缺口。另一方面，锂价持续下行之后已经处于接近底部的位置，行业产能开始逐步出清，中长期坚定看好锂价上行。

- 铜铝板块重点推荐：紫金矿业（601899），云铝股份（000807），中国铝业（601600）
- 钴锂板块重点推荐：洛阳钼业（603993），寒锐钴业（300618），华友钴业（603799）
赣锋锂业（002460），天齐锂业（002466）。
- 黄金板块重点推荐：山东黄金（600547）

风险提示：终端需求不达预期；金属价格上涨不达预期。

目 录

◆ 2019年行业回顾

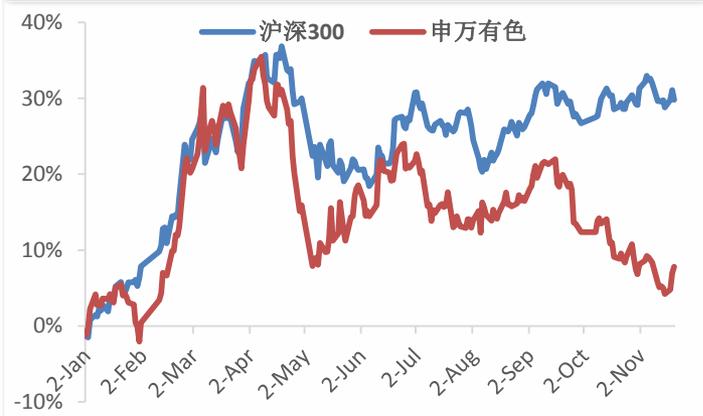
◆ 2020年行业投资策略

- ✓ 铜：贸易战对风险偏好的影响减弱，回归基本面
- ✓ 铝：国产电解铝利润修复是主旋律
- ✓ 钴：供需格局将逆转，2020年最具潜力品种
- ✓ 镍：为何矿业企业纷纷提升镍的优先级？
- ✓ 锂：去产能去库阶段，成本为王

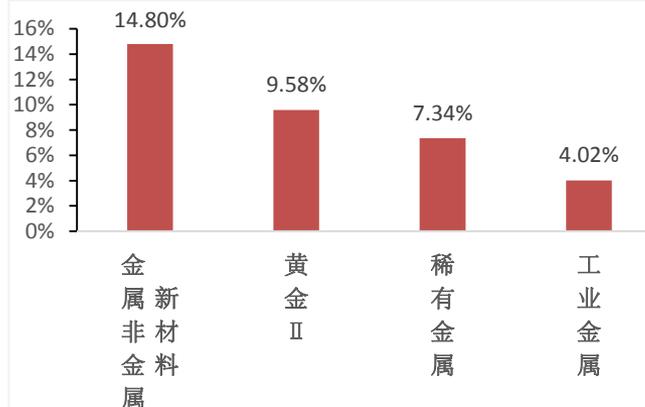
◆ 2020年重点推荐投资标的

2019年行业回顾：金属价格持续下跌拖累业绩

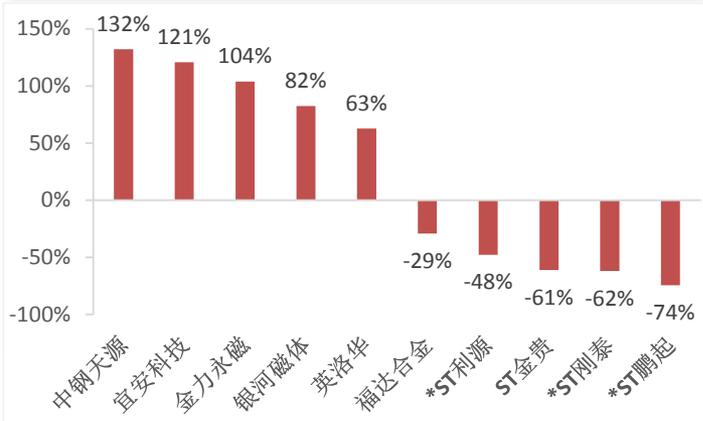
有色指数相对沪深300走势



有色子行业二级市场涨跌幅



有色行业涨跌幅前五个股

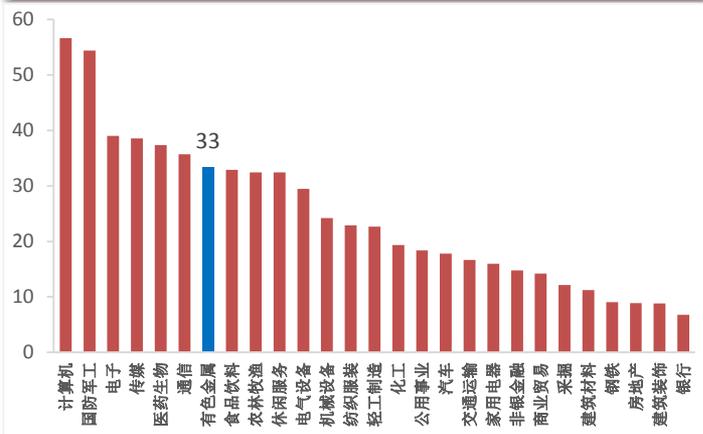


数据来源: Wind, 西南证券整理

- 2019年初截至11月20日，申万有色指数上涨7.79%，跑输沪深300指数约22个百分点。
- 2019年初截至11月20日，金属非金属材料、黄金、稀有金属、工业金属子行业涨幅分别为14.8%、9.58%、7.34%、4.02%。

2019年行业回顾：金属价格持续下跌拖累业绩

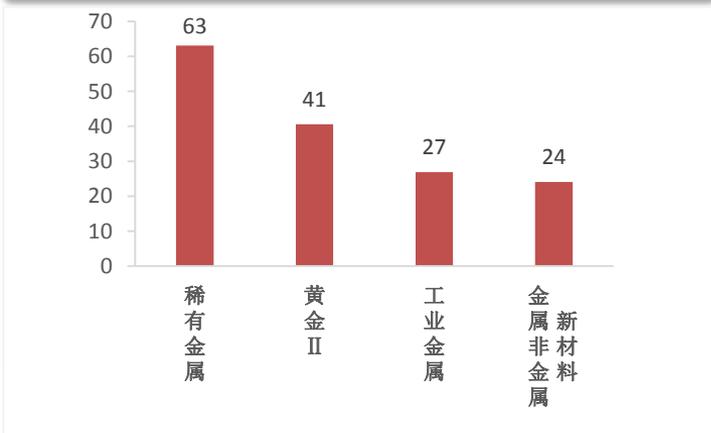
申万一级行业市盈率（TTM整体法）



申万有色市盈率及与沪深300溢价率



申万有色子行业市盈率（TTM整体法）



- 横向看：有色行业PE(TTM)为33倍，在申万行业中处于偏高水平。
- 纵向看：有色行业PE(TTM)处于过去三年的相对低点。
- 从子行业来看，稀有金属（63倍）和黄金（41倍）的市盈率较高，工业金属（27倍）和金属非金属新材料（24倍）的市盈率较低。

数据来源：Wind，西南证券整理

2019年行业回顾：金属价格持续下跌拖累业绩

品种	单位	2018前三季度	2019前三季度	累计同比	2018Q3单季	2019Q3单季	单季同比	2019Q2单季	2019Q3单季	单季环比
贵金属										
SGE	黄金(活跃合约) 收盘价, 元/克	272.42	306.46	12.50%	269.05	337.08	25.29%	292.56	337.08	15.22%
	白银(活跃合约) 收盘价, 元/千克	3691	3822	3.55%	3593	4163	15.86%	3593	4163	15.85%
基本金属										
SHFE	铜(活跃合约) 收盘价, 元/吨	51085	47677	-6.67%	49017	46787	-4.55%	47810	46787	-2.14%
	铝(活跃合约) 收盘价, 元/吨	14479	13881	-4.13%	14456	14057	-2.75%	14027	14057	0.21%
	铅(活跃合约) 收盘价, 元/吨	19012	16767	-11.81%	18598	16740	-9.99%	16289	16740	2.77%
	锌(活跃合约) 收盘价, 元/吨	23576	20471	-13.17%	21171	19032	-10.10%	21040	19032	-9.54%
	锡(活跃合约) 收盘价, 元/吨	146318	142766	-2.43%	145361	134948	-7.16%	146068	134948	-7.61%
	镍(活跃合约) 收盘价, 元/吨	106421	106995	0.54%	108921	122436	12.41%	98883	122436	23.82%
现货价格	铜1# 元/吨	50969	47795	-6.23%	49135	46877	-4.60%	47896	46877	-2.13%
	铝A00 元/吨	14321	13895	-2.98%	14346	14077	-1.88%	14051	14077	0.18%
	氧化铝 百川, 元/吨	2936	2739	-6.72%	3004	2533	-15.69%	2895	2533	-12.49%
	铅1# 元/吨	19240	16865	-12.34%	19018	16710	-12.14%	16401	16710	1.88%
	锌0# 元/吨	24337	21279	-12.57%	22266	19646	-11.77%	21923	19646	-10.38%
	锡1# 元/吨	145626	143309	-1.59%	144883	136601	-5.72%	145917	136601	-6.38%
	镍板1# 元/吨	106839	107932	1.02%	110388	122748	11.20%	100113	122748	22.61%
	硫酸镍 元/吨	27907	26995	-3.27%	27969	28977	3.60%	26108	28977	10.99%
加工费	铜精矿加工费 25%min 美元/吨	81.28	68.69	-15.48%	87.62	57.19	-34.73%	65.33	57.19	-12.46%
	锌精矿加工费 国内TC 元/吨	3586	6234	73.84%	3756	6430	71.21%	6400	6430	0.48%

数据来源: Wind, 百川, 亚洲金属网, 长江有色, 西南证券整理

2019年行业回顾：金属价格持续下跌拖累业绩

品种	单位	2018前三季度	2019前三季度	累计同比	2018Q3单季	2019Q3单季	单季同比	2019Q2单季	2019Q3单季	单季环比	
稀土											
稀土氧化物	氧化镨钕	万元/吨	33.29	30.76	-7.59%	32.51	31.52	-3.05%	30.26	31.52	4.15%
	氧化铽	万元/吨	302.63	348.11	15.03%	292.92	395.89	35.15%	349.59	395.89	13.24%
	氧化镱	万元/吨	116.41	163.67	40.60%	114.69	190.78	66.35%	172.19	190.78	10.80%
钴锂											
钴	电解钴 99.8%min	万元/吨	58.00	27.27	-52.99%	50.65	24.55	-51.54%	25.98	24.55	-5.53%
	四氧化三钴 74%min	万元/吨	43.18	19.40	-55.08%	37.79	17.35	-54.09%	18.15	17.35	-4.39%
	硫酸钴 20%min	万元/吨	12.13	5.12	-57.79%	10.12	4.61	-54.48%	4.60	4.61	0.11%
	氯化钴 24%min	万元/吨	13.86	6.03	-56.48%	12.14	5.39	-55.61%	5.54	5.39	-2.79%
锂	金属锂≥99% 工业级、电池级	万元/吨	92.06	71.59	-22.24%	90.12	64.40	-28.54%	72.53	64.40	-11.21%
	电池级碳酸锂 均价99.5%min	万元/吨	13.60	7.35	-45.92%	10.10	6.57	-34.94%	7.65	6.57	-14.07%
	电池级氢氧化 锂56.5%	万元/吨	14.38	9.28	-35.46%	13.31	7.88	-40.82%	9.42	7.88	-16.40%
其他小金属											
钨	白钨矿 65%min	元/吨	107201	86819	-19.01%	102402	73777	-27.95%	91527	73777	-19.39%
	仲钨酸铵赣州	元/吨	172244	135564	-21.30%	166957	114011	-31.71%	141088	114011	-19.19%
钼	钼精矿 45%min	元/吨	1657	1798	8.50%	1762	1935	9.79%	1796	1935	7.73%
	国内氧化钼 51%	元/吨	1758	1915	8.91%	1868	2056	10.06%	1913	2056	7.48%
	国内钼铁现款 成交价	元/吨	115112	122291	6.24%	125973	131114	4.08%	120857	131114	8.49%
硅	贵州金属硅 441, 港口均价	元/吨	13413	12205	-9.01%	12605	11966	-5.07%	12330	11966	-2.95%
	DMC硅氧烷华 东市场价格	元/吨	31910	19268	-39.62%	33303	19712	-40.81%	19299	19712	2.14%
钛	海绵钛 ≥99.6%;国产	万元/吨	58.42	70.00	19.82%	62.42	77.26	23.77%	66.96	77.26	15.37%
镁	镁锭1#	元/吨	16940	17486	3.22%	18112	16653	-8.05%	17792	16653	-6.40%

数据来源: Wind, 百川, 亚洲金属网, 长江有色, 西南证券整理

目 录

◆ 2019年行业回顾

◆ 2020年行业投资策略

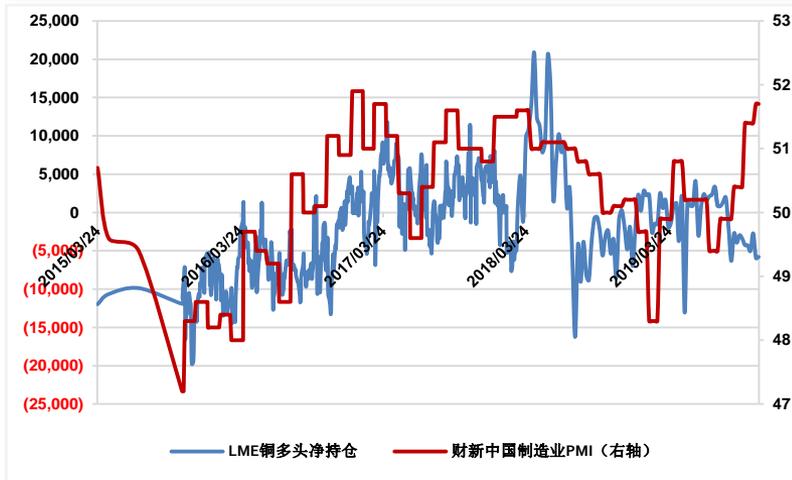
- ✓ 铜：贸易战对风险偏好的影响减弱，回归基本面
- ✓ 铝：国产电解铝利润修复是主旋律
- ✓ 钴：供需格局将逆转，2020年最具潜力品种
- ✓ 镍：为何矿业企业纷纷提升镍的优先级？
- ✓ 锂：去产能去库阶段，成本为王

◆ 2020年重点推荐投资标的

铜：贸易战对风险偏好的影响减弱，回归基本面

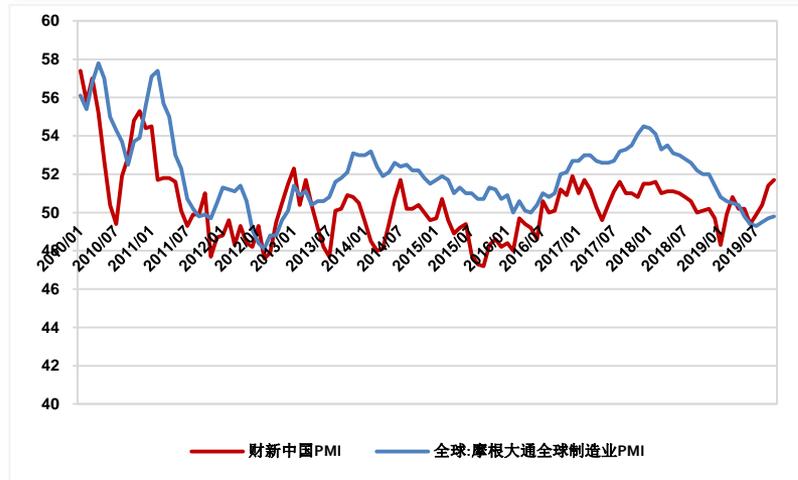
- **年初至今铜价走势持续疲软。** 2018Q4/2019Q1/Q2/Q3LME铜均价分别是6146/6221/6139/5823美元/吨，价格持续下滑。实际上精铜供需始终维持紧平衡状态，但铜是金融属性很强的品种，在这样的格局下宏观预期会成为决定价格走势的主导因素。全球制造业PMI下行，叠加中美贸易摩擦升级，导致铜价中枢逐步下滑。
- **铜价走势会逐步回归基本面。** 站在目前这个时间点，短期内中美贸易关系出现缓解迹象，有可能达成阶段性协议，缓解的动力主要是来自于特朗普连任的压力，有利于提升市场的风险偏好；从中长期的角度来看，虽然能够预见的是未来中美之间的贸易摩擦会持续存在，始终压制市场的风险偏好，但是在边际上会逐步弱化，对于铜价走势更应该回归其本身的基本面。

LME铜机构投资者的多头头寸处于低点



数据来源: Wind, 西南证券整理

中国制造业PMI拐头向上

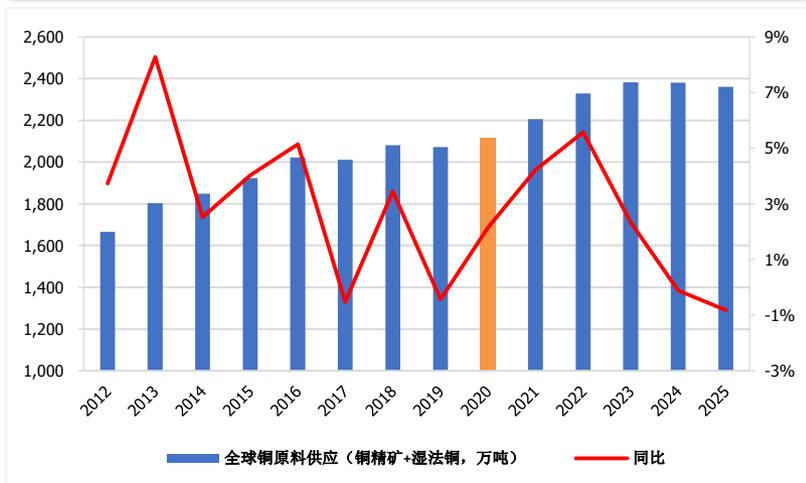


数据来源: Wind, 西南证券整理

铜：贸易战对风险偏好的影响减弱，回归基本面

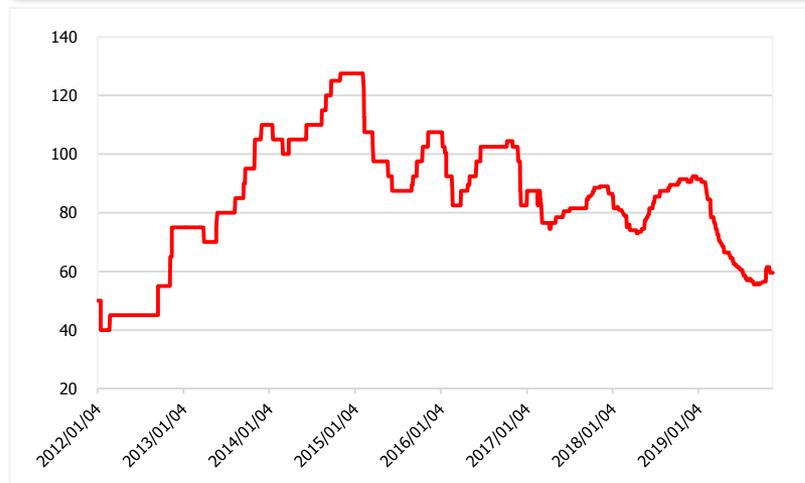
- ❑ **全球铜矿供应趋紧。**全球铜矿资本开支从05年开始至12年达到了顶峰，往后到16-17年跌回了低谷，之后又开始往上。铜矿缺口的弥补需要更高的资本开支，而当前的铜价不足以去填补这个长周期的缺口。铜矿山建设周期长，从开工到真正产出的时间通常需要6-8年。ICSG预计2019年全球铜原料供应（铜精矿+湿法铜）约为2048万吨，同比甚至还有所减少；预计2020年供应量约为2092万吨，同比增长2.1%，维持低速增长。
- ❑ **铜加工费持续走低。**亚洲金属网最新的数据显示，铜精矿（25%min）加工费已经低于60美元/吨的水平，相较于年初91.5美金/吨，跌幅超过30%。但是这样的TC尚不足以导致铜冶炼厂大规模停产，后期如果TC降到40美元/吨以下，且副产品价格不好的情况之下可能会有个别私营冶炼厂减产。

2020年全球铜原料供应处于低速增长区间



数据来源：CRU，西南证券整理

铜精矿加工费TC处于下行通道（美元/吨）



数据来源：亚洲金属网，西南证券整理

铜：贸易战对风险偏好的影响减弱，回归基本面

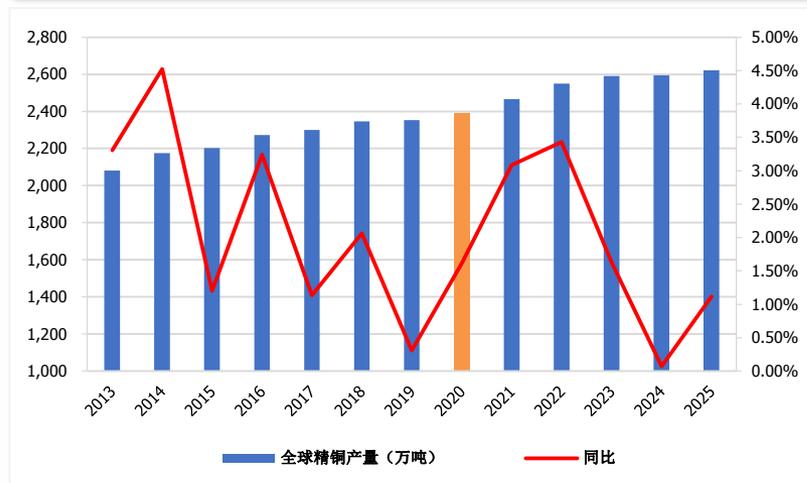
- ❑ **2020年中国新增精铜产能比较少。**实际上中国精铜供应始终存在缺口，2018年精铜净进口量约347万吨，仍需要大量依靠进口来满足需求。2018-2019年是中国精铜产能投产的高峰期，每年都有约100万吨的产能投产。根据企业投产的时间表来看，2020年新增产能比较少，新增约45万吨；2021年新增产能再增加，新增约80万吨。
- ❑ **2020年全球精炼铜供应处于低速增长区间。**CRU预计2019年全球精铜供应同比仅增长0.3%，是近年来的最低增速，虽然中国精铜供应的增速仍然较快，但是其他地区精铜供应由于受到停产检修或关停的影响而有所减少，拖累了整体供应。预计2020年增速相对会有所提升，供应增速达到1.6%，主要还是由于中国前期投产的产能逐步达产放量的影响，但是全球范围内由于铜矿紧缺，精铜产量仍会受到限制。

19年10月中国精铜产量累计同比增长约8%



数据来源：国家统计局，西南证券整理

2020年全球精炼铜供应处于低速增长区间

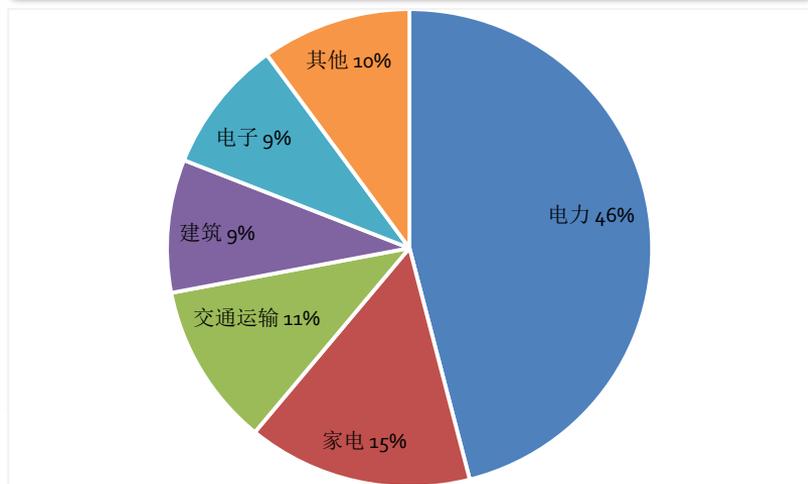


数据来源：CRU，西南证券整理

铜：贸易战对风险偏好的影响减弱，回归基本面

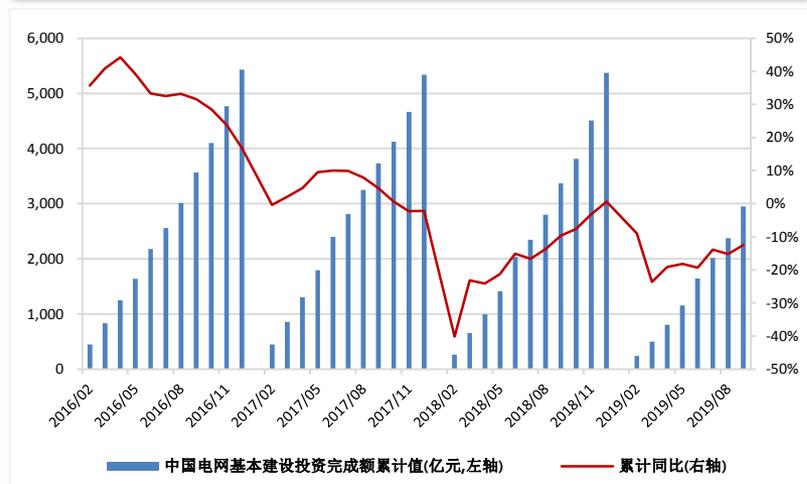
- ❑ **中国铜终端消费结构有别与全球市场，其中占比最大的是电力**，由于电力领域消费当中约有40%是在建筑用电力电缆，所以电网占比约28%，建筑占比约27%，其次是家电（15%）、交通（11%）和电子（9%）。
- ❑ **电网领域，2020年是完成电网投资“十三五”规划的收官之年**。2019年9月，国内电网基建投资完成额累计同比减少12.5%，减速有所收窄。年初国家电网披露2019年电网计划投资额是5126亿元，比去年实际增长4.8%，今年电网投资的走势和去年一样是前低后高，但预计整体仍未能达到计划值。“十三五”规划中电网投资规模要达到3.34万亿，从2016年开始至2019年9月累计仅为1.91万亿，未来15个月需要完成1.43万亿，电网基建投资放量将有助于提升精铜需求。

中国铜终端消费结构



数据来源：SMM，西南证券整理

19年10月中国电网基建投资完成额累计同比减少12.5%



数据来源：国家统计局，西南证券整理

铜：贸易战对风险偏好的影响减弱，回归基本面

- ❑ **未来竣工会放量，拉动建筑领域铜消费。** 中国铜消费结构中建筑领域只占9%，这当中只统计了狭义的行业定义，是指房地产建设只包括房屋结构建设，并不包含后期强弱电布置和内部装潢。如果计算上电力中用在建筑的电缆消费，房地产整体耗铜占比约27%。今年1-10月份，房屋竣工面积5.4亿平方米，同比下降5.5%，降幅环比收窄3.1个百分点，8、9、10月三个月单月竣工增速分别为2.8%、4.8%和19.2%，竣工端增速连续三个月回正且增速持续提升，竣工向上周期拐点再次验证，预计后续竣工面积向上攀升确定性高、趋势性强、反弹时间久。
- ❑ **房屋销售企稳转正，空调销量有望企稳。** 今年家用空调数据并不理想，产业在线数据显示9月份家用空调产量累计同比减少0.97%，销量累计同比减少1.78%，产销量的下滑是由于房地产销售面积的持续走弱。数据上显示，国内家用空调销量数据滞后于商品房销售数据约11个月，目前商品房销售数据已经企稳转正，预计未来家用空调销量数据也有望企稳。

房地产新开工数据领先竣工数据约3年时间



数据来源：国家统计局，西南证券整理

国内房地产销售数据走弱拖累家用空调销售数据



数据来源：产业在线，西南证券整理

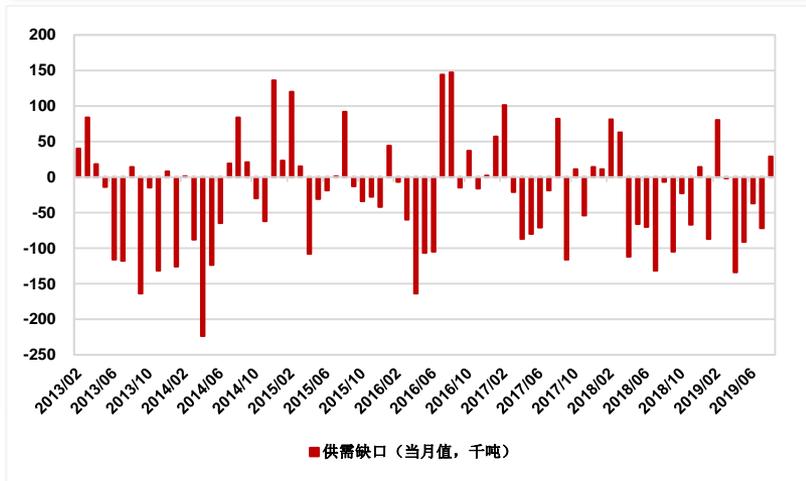
铜：贸易战对风险偏好的影响减弱，回归基本面

全球精铜供需平衡表（万吨）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
铜精矿生产量	1669.1	1818.5	1843.2	1914.8	2035.8	2004.1	2057.5	2048.3	2092.1
增速	4.55%	8.95%	1.36%	3.88%	6.32%	-1.56%	2.66%	-0.45%	2.14%
精炼铜生产量	2019.4	2105.8	2249.1	2287.1	2333.9	2349.8	2385.0	2394.6	2432.9
增速	3.03%	4.28%	6.81%	1.69%	2.05%	0.68%	1.50%	0.40%	1.60%
精炼铜消费量	2047.3	2139.6	2288.0	2304.1	2349.1	2375.8	2425.7	2433.0	2474.3
增速	3.86%	4.51%	6.94%	0.70%	1.95%	1.14%	2.10%	0.30%	1.70%
精铜供需关系	-27.9	-33.8	-38.9	-17.0	-15.2	-26.0	-40.6	-38.4	-41.4

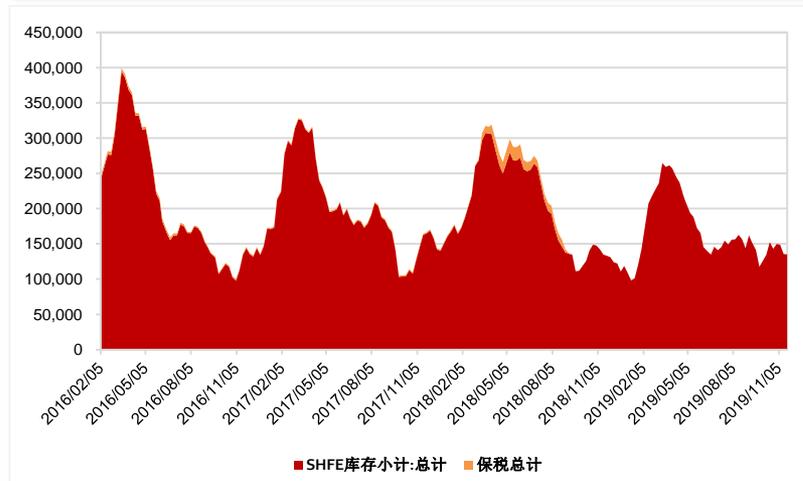
数据来源：ICSG, 西南证券整理

全球精铜供需平衡表（月度数据）



数据来源：ICSG, 西南证券整理

国内精铜库存处于相对低位（吨）

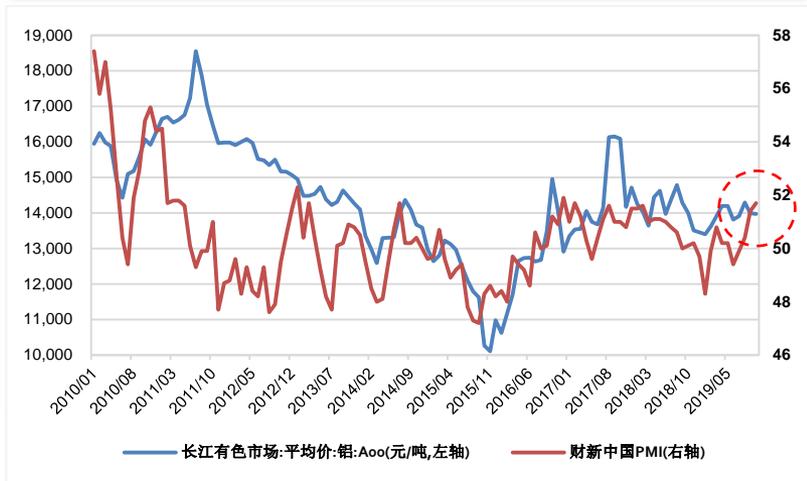


数据来源：Wind, 西南证券整理

铝：国产电解铝利润修复是主旋律

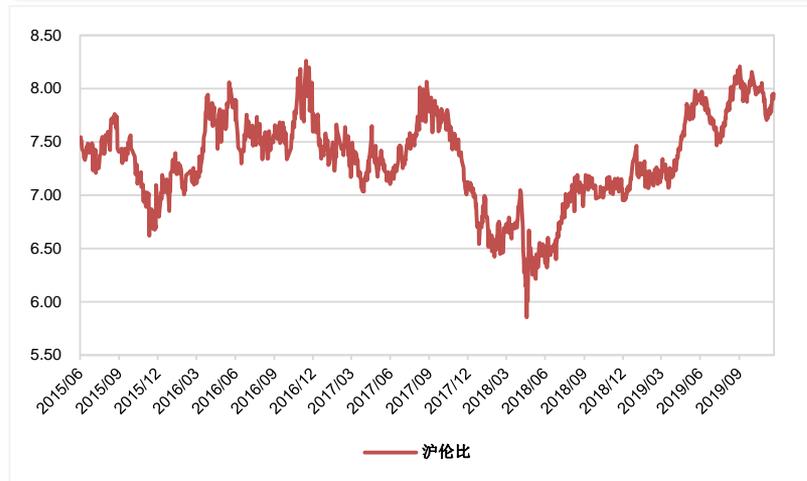
- **年初至今，沪铝走势略超预期。** 2018Q4/2019Q1/Q2/Q3国产电解铝均价（含税）分别为1.38/1.35/1.41/1.41万元/吨，价格中枢略有抬升，在全球制造业PMI下行叠加中美贸易摩擦升级的大背景下，略超市场预期。分析其原因：首先，铝的金融属性偏弱，基本面决定价格走势；其次，电解铝处于去库周期，国内外期价走势背离，也反映出国内电解铝消费要好于国外。
- **国产电解铝利润修复是主旋律。** 虽然铝价并未出现明显的上涨行情，但是成本端氧化铝的价格下跌，促使整个铝产业链的利润转移到电解铝环节，2018Q4/2019Q1/Q2/Q3国产氧化铝均价（含税）为3068/2857/2897/2556元/吨，价格出现大幅度下滑。根据模型测算，国产电解铝单吨利润在500元以上。

今年国产电解铝价格走势略优于PMI



数据来源: Wind, 西南证券整理

沪伦比走高表明国内外期价走势背离

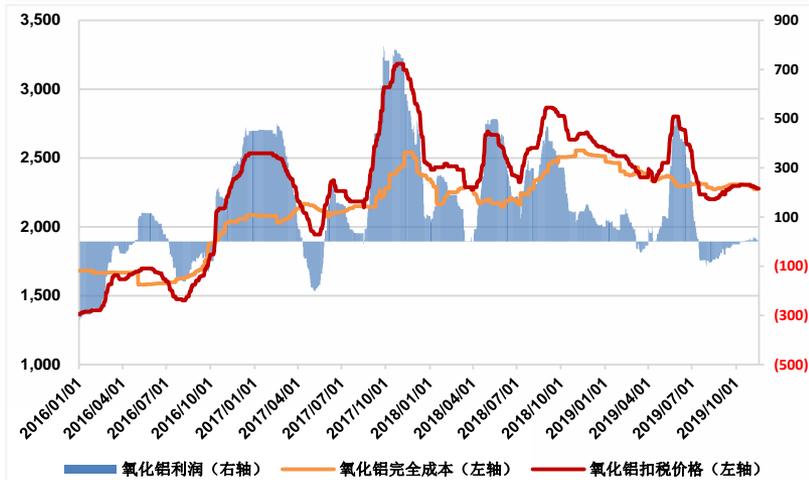


数据来源: Wind, 西南证券整理

铝：国产电解铝利润修复是主旋律

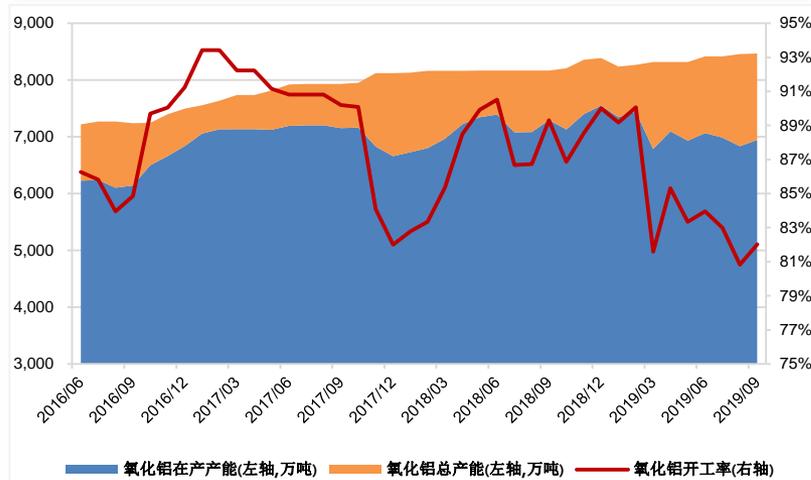
- ❑ **氧化铝价格决定电解铝利润水平。** 氧化铝是国内铝产业链集中度最高的环节，山东、山西、河南、广西和贵州五省产量占比达到96.74%。而之所以说现阶段氧化铝价格决定电解铝利润水平，是因为氧化铝和电解铝在利润分配存在着博弈的关系，目前氧化铝价格持续处于低位，使得铝产业链利润向电解铝环节转移。
- ❑ **氧化铝新产能投产导致供需过剩。** 2019-2020年是国产氧化铝新增产能投产的大年，今年氧化铝的价格持续下滑导致新增氧化铝产能的投产情况不达预期，如果考虑明年，假设今年建成未投的产能在明年投产，预计2020年的氧化铝新建产能或将达到近1000万吨，但最终可以释放的投产的产能或将低于预期，新建成的氧化铝厂并不会全部投产，但增量依旧可观。2020年的氧化铝新增产能将主要体现在广西贵州等南方地区。

国产氧化铝利润测算（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

国产氧化铝产能和开工率



数据来源：阿拉丁，西南证券整理

铝：国产电解铝利润修复是主旋律

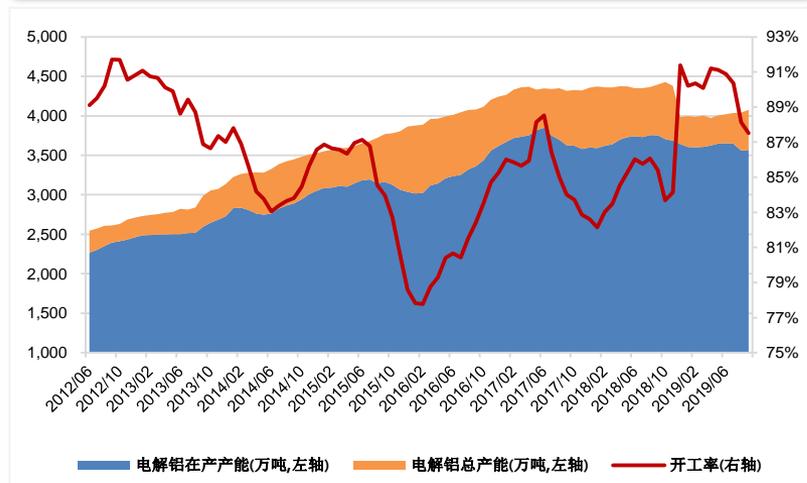
- 电解铝方面，从产能的角度来考虑，首先国内电解铝产能是有天花板限制的，大约在4500-4600万吨，这个政策至少在5年之内不会改变。但是仅从2019-2020年的角度来考虑，国内新增电解铝产能是比较多的，其中新增产能主要集中在内蒙古、云南和广西。
- **国产电解铝产量累计同比有所减少，增加产能不达预期。**阿拉丁数据显示截止至9月份，国产电解铝产量累计2671.6万吨，同比减少1.52%。产能方面，年初至今新增产能约240万吨，复产产能约140万吨，减产产能约280万吨，总产能仅增加100万吨，低于预期。另外，预计明年会有超过250万吨的电解铝产能投产，但是根据历史情况来看，这些产能投产进度大概率会低于预期。

国产电解铝利润测算（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

国产电解铝产能和开工率

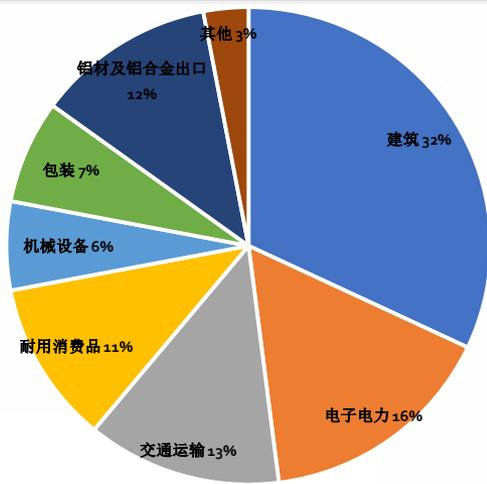


数据来源：阿拉丁，西南证券整理

铝：国产电解铝利润修复是主旋律

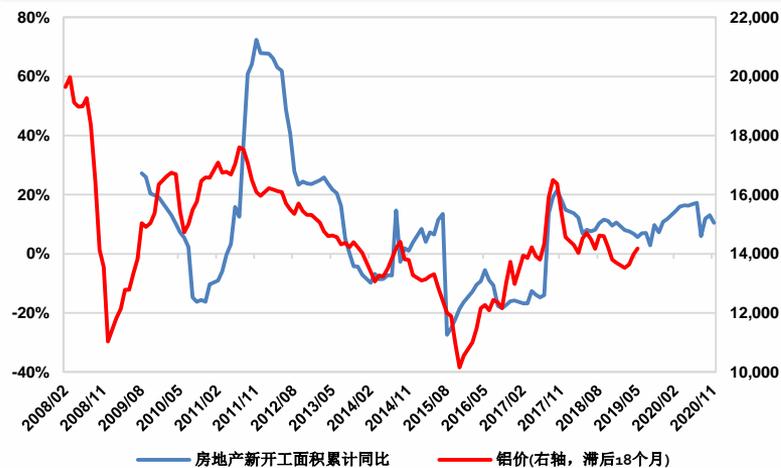
- **中国铝终端消费结构相对分散，应用范围广泛，其中最大的应用领域是建筑、电子电力和交通运输。**
- **未来竣工会放量，或将拉动建筑领域铝消费。** 实际上铝消费和竣工数据并不同步，因为通常从房屋新开工到装门窗约1年半左右时间，从装门窗到竣工备案也是1年半左右时间。但是国内房地产新开工面积和竣工面积自2017年开始出现巨大的“剪刀差”，今年8、9、10月三个月单月竣工增速分别为2.8%、4.8%和19.2%，竣工端增速连续三个月回正且增速持续提升，竣工向上周期拐点逐步验证，或许将迎来2年以上级别的竣工周期，从这个角度来看未来竣工持续放量将拉动建筑领域铝消费。

中国铝终端消费结构



数据来源：SMM，西南证券整理

铝价滞后房地产新开工约18个月左右时间



数据来源：国家统计局，西南证券整理

铝：国产电解铝利润修复是主旋律

- ❑ **电子电力用铝占比16%。**电力用铝包含两部分，一部分是电网用铝，一部分是光伏用铝；电子用铝主要用于3C产品和电子电器等等。
- ❑ **电网用铝主要在特高压的架空导线。**2018年9月国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，其中，电网建设首批确认9项输电工程将在2018年四季度至2019年集中核准投放，包含了“五直七交”12条特高压线路。特高压放量将推动电力用铝进入新一轮的增长周期。
- ❑ **光伏用铝主要在铝边框和支架。**2018年中国光伏新增装机总量44.3GW，同比下降16.6%；2019年前三季度新增装机总量约16GW，同比下降53.7%，国内项目启动速度低于预期，在下半年组价价格下降10%的背景下，预计在2020年Q1-Q2会有恢复性增长。

特高压迎来新一轮投资放量（亿元）



数据来源：阿拉丁，西南证券整理

预计2020年国内光伏装机总量会有恢复性增长



数据来源：Solarzoom，西南证券整理

铝：国产电解铝利润修复是主旋律

中国电解铝供需平衡表(单位:万吨金属量)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
产量	2495.0	2772.0	3058.0	3180.0	3630.0	3609.0	3630.0	3789.2
进口	37.1	26.8	15.3	19.8	11.6	12.4	11.6	10.0
出口	11.6	9.6	3.0	1.7	1.4	5.4	6.0	6.0
表观需求	2520.5	2789.1	3070.3	3198.1	3640.2	3616.0	3635.6	3793.2
库存变化	7.5	21.1	75.3	-33.9	114.2	-48.0	-65.0	0.0
电解铝消费总量	2513.0	2768.0	2995.0	3232.0	3526.0	3664.0	3700.6	3793.2
同比增速	—	10.15%	8.20%	7.91%	9.10%	3.91%	1.00%	2.50%

数据来源：SMM，西南证券整理

预计2020年中国耗铝量增加2.5%



数据来源：SMM，西南证券整理

中国主流消费地电解铝库存(含SHFE仓单,万吨)

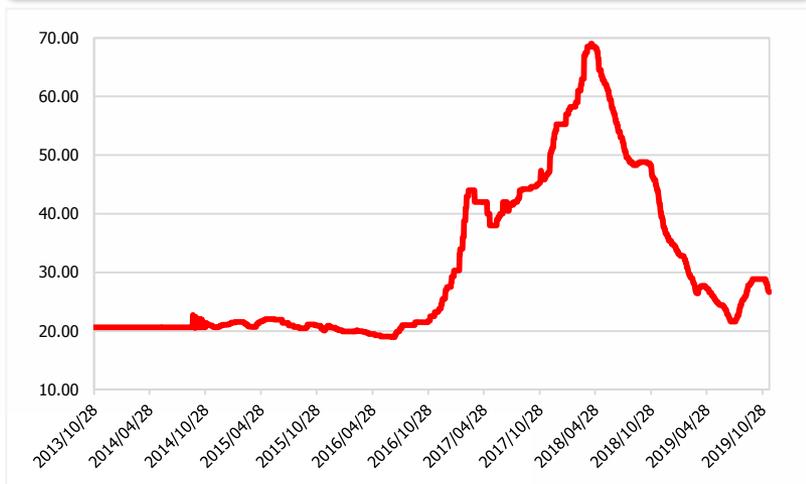


数据来源：SMM，西南证券整理

钴：供需格局将逆转，2020年最具潜力品种

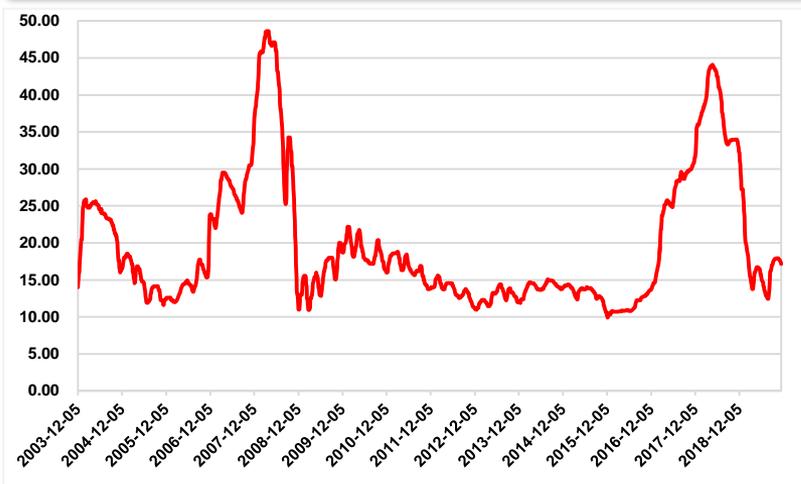
- **由于供需失衡，钴价持续走弱。**国内电钴价格（人民币含税价）在7月底最低曾跌至21.60万元/吨。之后在8月初，嘉能可宣布将在年底关停Mutanda矿，同时叠加3C需求旺季的到来，价格反弹至28.85万元/吨。近期，随着需求增长放慢，价格再次回落，目前最新报价是26.65万元。
- **钴作为最受市场瞩目的有色品种，市场对钴价持有乐观预期。**一方面，全球钴原料供应增量放缓，嘉能可宣布将关闭其拥有的全球最大的钴矿山，刚果金手采矿也出现大幅下滑；另一方面，全球新能源汽车将持续放量，特别是中国新能源汽车产销量有望在明年迎来拐点，同时叠加5G带动的换机潮和3C单机带电量的提升，在不考虑库存的影响下，明年全球钴供需平衡表大概率将由过剩转为短缺。

国内电钴价格（人民币元/吨，含税）



数据来源：百川资讯，西南证券整理

MB标准级钴（美元/磅；不含税）



数据来源：MB，西南证券整理

钴：供需格局将逆转，2020年最具潜力品种

全球钴原料产量分布（吨）

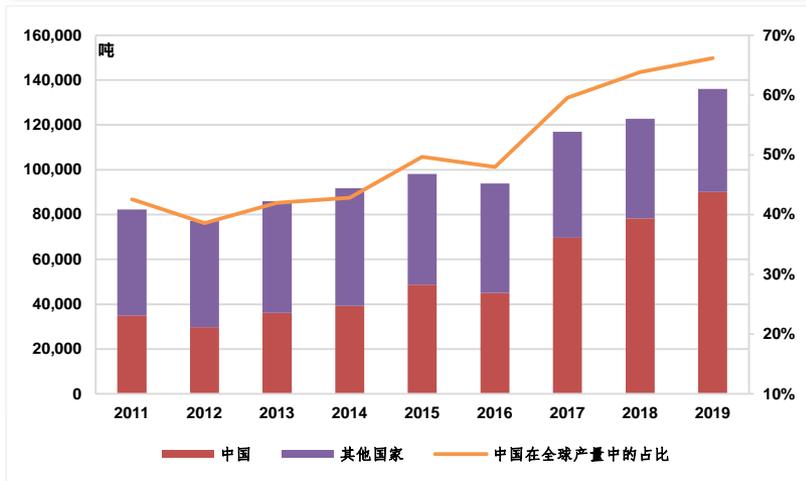
国家名称	2015	2016	2017	2018	2019E	2019年占比
刚果（金）	70,920	66,956	79,917	98,599	105,000	73.12%
古巴	5,834	5,894	5,801	5,334	5,600	3.90%
俄罗斯	5,800	5,600	4,900	5,000	5,300	3.69%
澳大利亚	4,100	4,150	3,650	2,900	3,000	2.09%
马达加斯加	3,464	3,273	3,053	2,852	4,000	2.79%
菲律宾	4,300	4,700	5,600	4,500	4,200	2.92%
加拿大	2,765	3,469	3,607	3,520	3,400	2.37%
巴布亚新几内亚	2,505	2,187	3,307	3,275	3,500	2.44%
赞比亚	1,600	300	900	700	2,200	1.53%
新喀里多尼亚	2,391	3,188	2,780	2,104	1,600	1.11%
中国	1,600	1,700	1,700	1,600	1,600	1.11%
摩洛哥	1,900	1,750	1,600	1,600	1,500	1.04%
巴西	1,100	400	0	0	700	0.49%
南非	1,250	1,650	1,350	1,300	0	0.00%
其他	1,500	1,700	1,800	1,800	2,000	1.39%
总计	111,029	106,917	119,965	135,084	143,600	100%

数据来源：安泰科，西南证券整理

钴：供需格局将逆转，2020年最具潜力品种

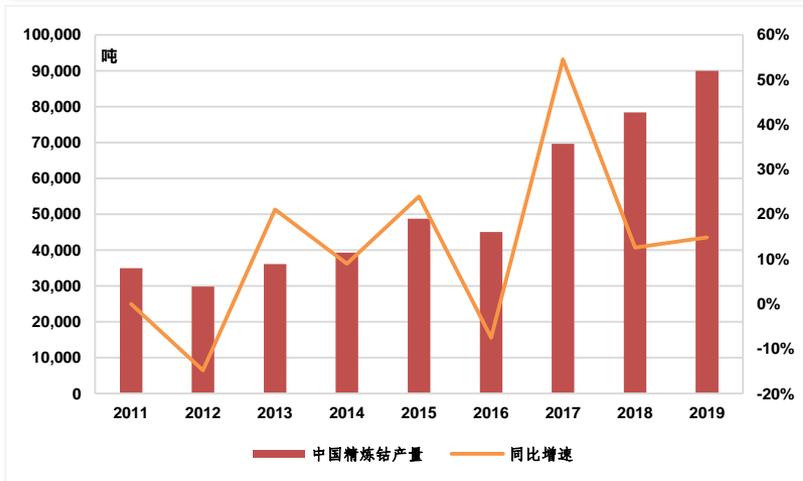
- 全球精炼钴产地主要集中在中国、芬兰、加拿大、日本、比利时、俄罗斯、摩洛哥以及赞比亚等国。预计2019年全球精炼钴产量13.6万吨，其中中国是全球最大的精炼钴生产基地，预计2019年精炼钴产量达到9万吨，占全球总产量的66%。
- **从原料供应来看，中国钴原料供应主要依靠进口，对外依存度极高。**安泰科数据显示，预计全年钴原料供应9.4万吨，其中进口原料约7.8万吨，回收料1.5万吨，自产钴精矿仅1600吨。
- **从产品结构来看，中国精炼钴产量以钴盐为主。**预计2019年钴盐产量7.8万吨，金属钴9300吨，钴粉5400吨。

预计2019年全球精炼钴产量13.6万吨



数据来源: Cobalt Institute, 安泰科, 西南证券整理

预计2019年中国精炼钴产量9万吨

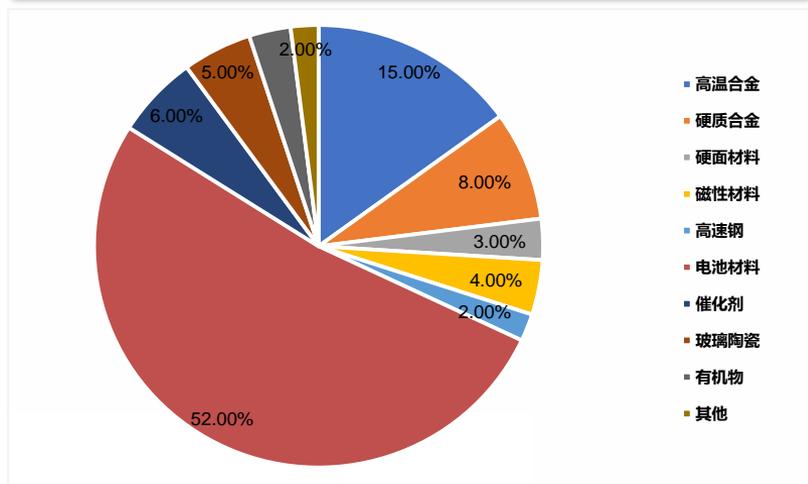


数据来源: Cobalt Institute, 安泰科, 西南证券整理

钴：供需格局将逆转，2020年最具潜力品种

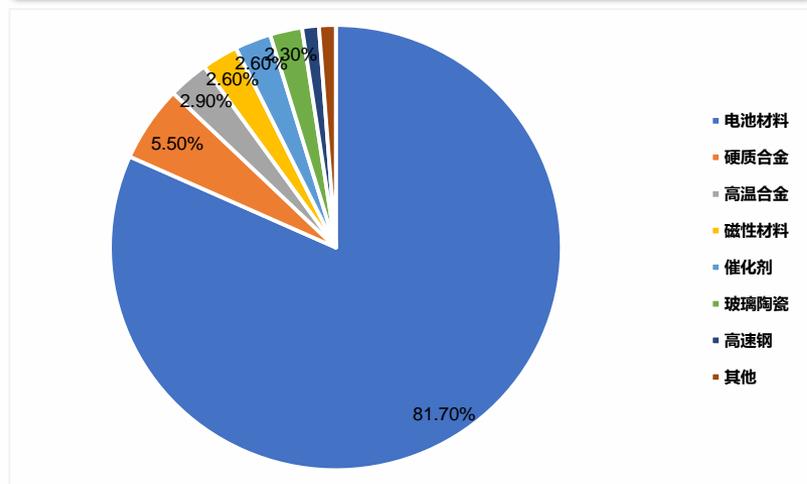
- 全球钴需求结构当中，电池材料占比52%，其中27%是3C锂离子电池对钴的需求，25%是动力及储能锂离子电池对钴的需求。
- **中国钴需求结构不同于全球市场，电池材料占比达到82%。**安泰科预计2019年中国钴消费量约为6.9万吨，同比增幅约8%，其中在电池材料的用钴构成中，钴酸锂占比57.5%，NCM三元材料占比41%，其他占比1.5%。今年由于国内新能源汽车补贴退坡，动力电池对钴需求不达市场预期，成为拖累钴价的重要因素。我们预计明年国内新能源汽车产销量仍会有30%以上增速，同时叠加欧洲电动化序幕开启，全球动力电池对钴需求值得期待。

全球市场钴消费结构



数据来源：CRU-CI，西南证券整理

中国市场钴消费结构



数据来源：安泰科，西南证券整理

钴：供需格局将逆转，2020年最具潜力品种

全球钴原料供需平衡格局（万吨）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
全球钴原料供应	10.38	11.66	14.14	14.47	15.72	17.51
全球动力及储能锂离子电池对钴需求	1.01	1.66	2.77	3.71	4.75	6.01
全球数码锂离子电池对钴需求	3.88	4.01	4.15	4.11	4.27	4.42
全球高温合金行业对钴需求	1.90	2.00	2.00	2.10	2.20	2.20
全球硬质合金行业对钴需求	1.60	1.60	1.70	1.70	1.70	1.70
全球陶瓷颜料行业对钴需求	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
全球催化剂行业对钴需求	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
全球有机材料及其他材料行业对钴需求	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
全球磁性材料行业对钴需求	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
全球钴原料需求	10.99	11.87	13.22	14.22	15.51	16.93
全球钴原料供需平衡	-0.61	-0.21	0.92	0.25	0.20	0.58

数据来源：SMM，西南证券整理

重要假设：

- ① 嘉能可Mutanda矿山在今年年底关停；
- ② 2020-2021年刚果金手抓矿产量1.6万吨；
- ③ 2020-2021年全球3C锂电池对钴需求复合增速约3.6%；
- ④ 2020-2021年国内外新能源汽车产销量增速接近30%。

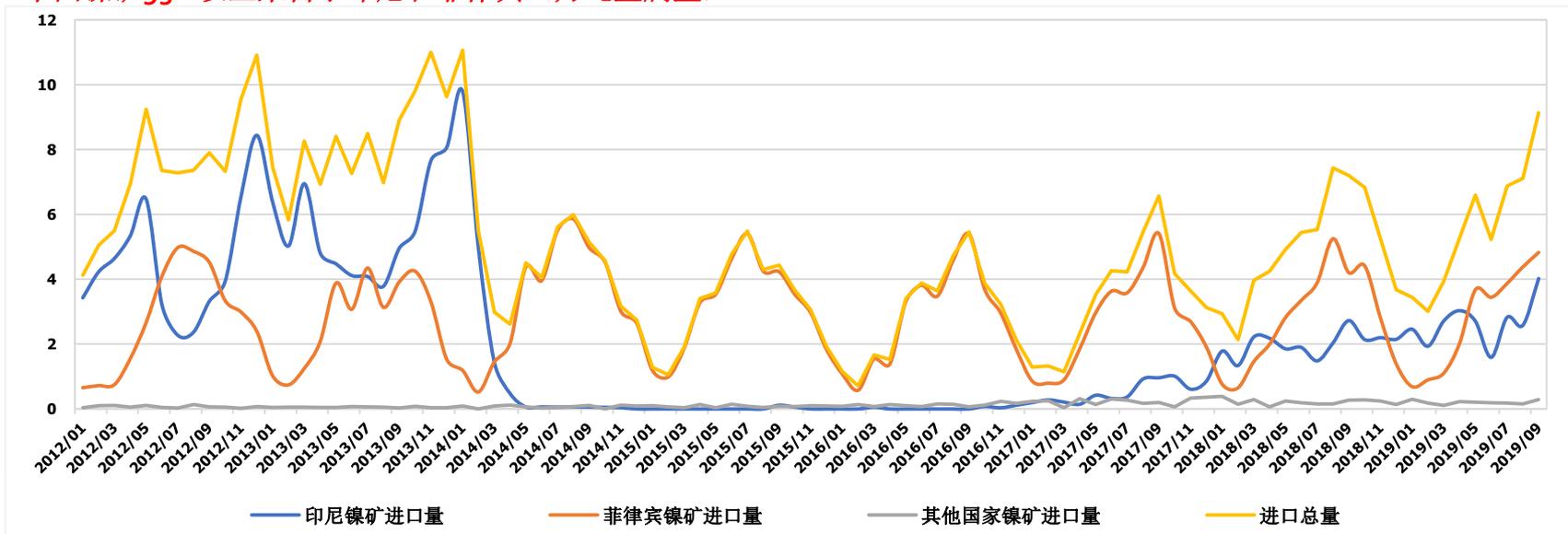
镍：为何矿业企业纷纷提升镍的优先级？

- **企业纷纷提升镍的优先级：动力电池高镍化发展趋势+全产业链布局**
- ◆ **华友钴业和洛阳钼业**：印尼青山工业园区建设年产6万吨镍金属量的红土镍矿湿法冶炼项目，第一阶段建设3万吨产能。整个项目需要投入资本金12.8亿美金。项目伴生钴，对应6000吨钴金属量。预计投产需要3年时间。华友钴业持股58%，洛阳钼业持股21%，青创国际持股20%，LONG SINCERE持股1%。
- ◆ **盛屯矿业和华友钴业**：友山镍业拟在印度尼西亚纬达贝工业园区投建年产3.4万吨镍金属量高冰镍项目，项目建设总投资为 4.07亿美元。该项目是火法项目，2019年年初开工建设，预计2020年2月份投产，6月份出产品。盛屯矿业持股35.75%，华友钴业持股29.25%，永清科技（青山集团控股）持股35%。
- ◆ **格林美和宁德时代**：印尼红土镍矿生产电池级镍化学品（硫酸镍晶体）（5万吨镍/年）湿法项目，投资总额为7亿美金。项目预计将于2021年建成，年产出5万吨氢氧化镍中间品、15万吨电池级硫酸镍晶体、2万吨电池级硫酸钴晶体、3万吨电池级硫酸锰晶体。格林美持股36%，新展国际（青山钢铁下属企业）持股21%，广东邦普（CATL控股公司）持股25%，PT. IMIP园区持股10%，阪和兴业持股8%。

镍：为何矿业企业纷纷提升镍的优先级？

- 中国镍矿主要依赖进口，从产量口径来看对外依存度85.5%，镍矿进口95%以上来源于印尼和菲律宾。2018年中国进口镍矿折金属量约为59.6万吨，其中印尼24万吨，占比40%；菲律宾33万吨，占比55.4%。
- **2019年8月30日印尼宣布禁矿令将于2020年1月提前实施。**由于禁矿令的影响，镍价短期快速冲高，之后又快速回落。实际上，印尼提前实施禁矿令，会影响中国的平衡表，但对全球的平衡表几乎没有影响。对中国企业来说，印尼禁矿之后，全球其他地区的产量难以完全弥补，2020年国内镍铁企业的原料将会出现紧缺，预计2020年中国镍铁产量将由今年的58万吨（金属量）下降至50万吨左右。然而另一方面印尼镍铁产量将快速增长，2019年印尼镍铁产量38万吨，预计2020年增至55万吨。此消彼长，全球的平衡表并未受到太大影响。

中国镍矿95%以上来自于印尼和菲律宾（万吨金属量）

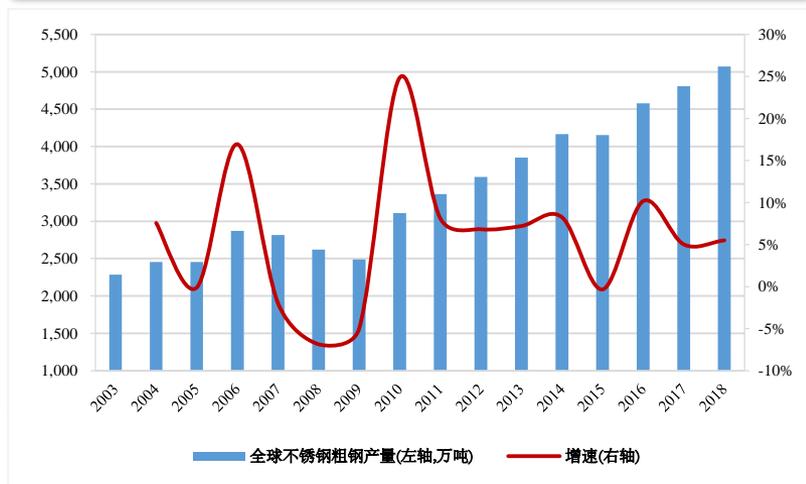


数据来源：Wind，西南证券整理

镍：为何矿业企业纷纷提升镍的优先级？

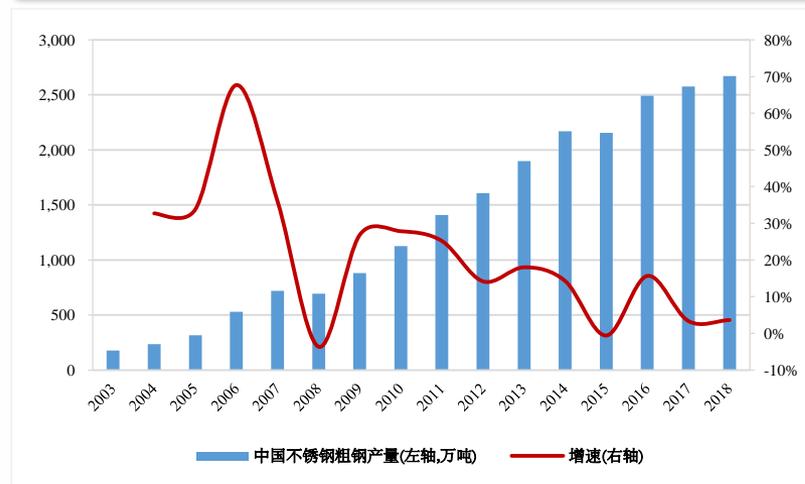
- ❑ **镍的终端需求当中，不锈钢依然是最重要的部分。** 全球消费结构中不锈钢占比70%，中国消费结构中不锈钢占比达到85%左右。
- ❑ 不锈钢主要分为铬镍系或铬镍钼系（300系）、铬锰氮系（200系）和铬系（400系）。其中300系含镍量在8%左右，200系含镍量在1.5%左右，400系基本不含镍金属。2018年，全球不锈钢粗钢产量增长约5.5%至5072.90万吨；中国不锈钢粗钢产量增长3.62%至2670.68万吨；中国产量占全球总产量的52.65%。

全球不锈钢粗钢产量



数据来源：ISSF，西南证券整理

中国不锈钢粗钢产量

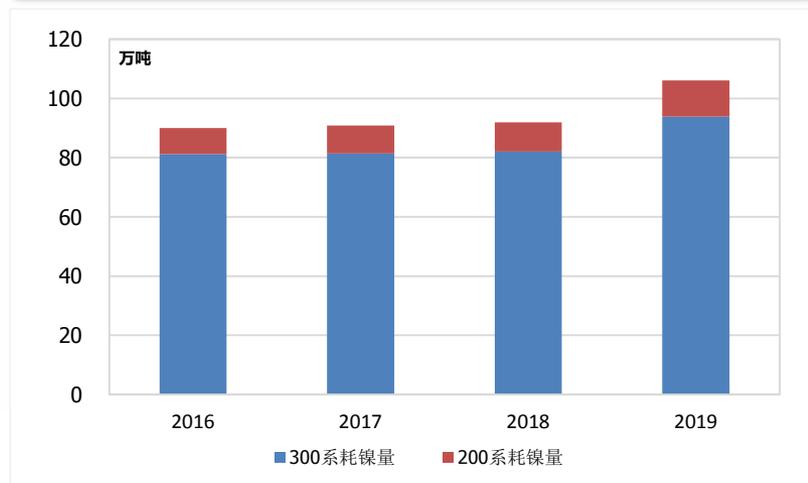


数据来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，西南证券整理

镍：为何矿业企业纷纷提升镍的优先级？

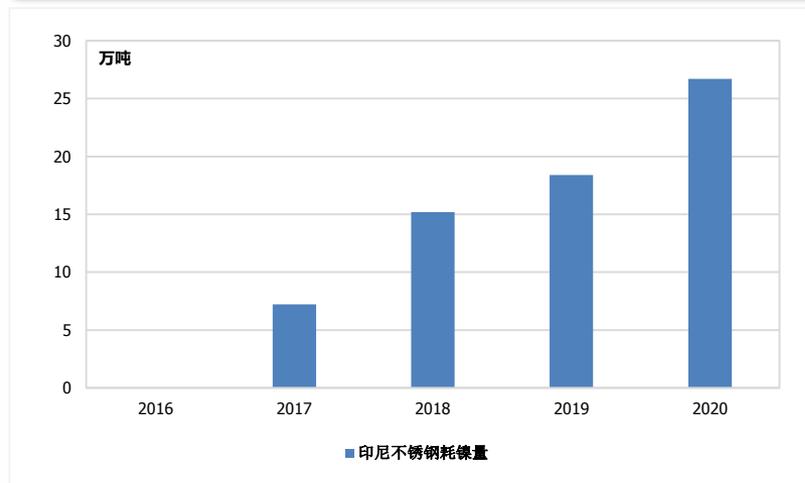
- ❑ **中国不锈钢产量保持较快增速。** 2019年前三季度，中国不锈钢粗钢产量同比增长10.5%，预计全年产量将达到3005万吨，同比增长12.5%，其中300系1466万吨，同比增加13.5%，200系1023万吨，同比增加19.5%，400系516万吨，同比增加2.5%。300系和200系含镍量更高，增速更快，更能带动镍消费。
- ❑ **印尼不锈钢迎来爆发式的增长。** 2016年印尼刚登上全球不锈钢的舞台，2018年不锈钢产量同比增加157%达到243万吨，其中有112万吨回流至中国。2019年中国对印尼不锈钢反倾销使印尼放慢了不锈钢扩产的脚步，但2020年印尼不锈钢还有100万吨增量。预计2019年印尼不锈钢原生镍需求18.4万吨，2020年26.7万吨。

预计2019年中国不锈钢耗镍量约110万吨



数据来源：西南证券整理

预计2019年印尼不锈钢耗镍量18.4万吨



数据来源：西南证券整理

镍：为何矿业企业纷纷提升镍的优先级？

- 硫酸镍按照镍和钴的纯度可以分为电池级硫酸镍（Ni质量分数 $\geq 22\%$ ，Co质量分数 0.4% ）和电镀级硫酸镍（Ni质量分数 $\geq 21\%$ ，Co质量分数 $\leq 0.05\%$ ），分别用于电池和电镀领域。硫酸镍以六水合硫酸镍（ $\text{NiSO}_4 \cdot 6\text{H}_2\text{O}$ ）的形式存在，其中镍含量为 20.58% 。
- 目前动力电池所消耗的硫酸镍在镍的终端消费结构中占比并不高，约 4.5% 。但是新能源汽车将驱动硫酸镍的需求迎来爆发式的增长。
- **核心驱动力：新能源汽车产量增长+高镍化发展趋势，硫酸镍需求保持40%以上增速！**

不同电池正极材料含镍比例对比

	含镍比例	对应硫酸镍	对应六水硫酸镍
NCM111	0.20	0.53	0.91
NCM523	0.30	0.80	1.36
NCM622	0.36	0.96	1.63
NCM811	0.48	1.27	2.16
NCA	0.49	1.28	2.18

数据来源：西南证券整理

镍：为何矿业企业纷纷提升镍的优先级？

中国镍供需平衡表（万吨金属量）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
电解镍+通用镍产量	20.15	18.00	18.23	18.68	18.00	18.00	18.00
镍盐产量	4.33	5.71	5.35	8.03	9.63	11.56	13.87
镍铁	43.95	43.16	47.57	58.00	50.00	40.00	40.00
原生镍供给量	68.43	66.87	71.15	84.71	77.63	69.56	71.87
YoY	—	-2.28%	6.40%	19.05%	-8.35%	-10.40%	3.32%
原生镍消费量	109.00	115.90	117.43	130.70	136.50	143.06	150.27
YoY	—	6.33%	1.32%	11.30%	4.44%	4.80%	5.04%
不锈钢耗镍量	90.00	90.87	91.96	110.70	116.24	118.56	120.93
硫酸镍耗镍量	3.44	4.92	6.35	8.19	11.89	16.12	20.96
供需平衡	-40.57	-49.03	-46.28	-46.00	-58.87	-73.50	-78.40

全球镍供需平衡表（万吨金属量）

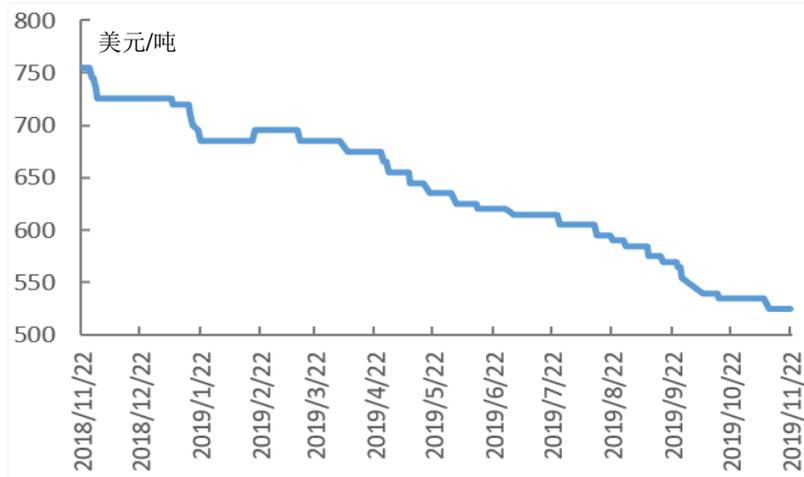
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
原生镍供给量	202.90	210.30	223.50	237.00	247.50	242.20	258.10
中国镍铁	43.95	43.16	47.57	58.00	50.00	40.00	40.00
印尼镍铁	0.00	19.00	26.30	38.00	55.00	55.00	55.00
全球镍盐	8.33	10.44	11.88	15.29	17.68	22.32	29.02
原生镍消费量	209.50	220.50	228.40	244.90	252.20	260.90	273.20
中国不锈钢耗镍量	90.00	90.87	91.96	110.70	116.24	118.56	120.93
印尼不锈钢耗镍量	0.00	7.20	15.20	18.40	26.70	32.00	32.00
全球硫酸镍耗镍量	6.91	9.24	12.95	17.26	25.00	35.01	49.01
供需平衡	-6.60	-10.20	-4.90	-7.90	-4.70	-18.70	-15.10

数据来源：安泰科，INSG，西南证券整理

锂：去产能去库阶段，成本为王

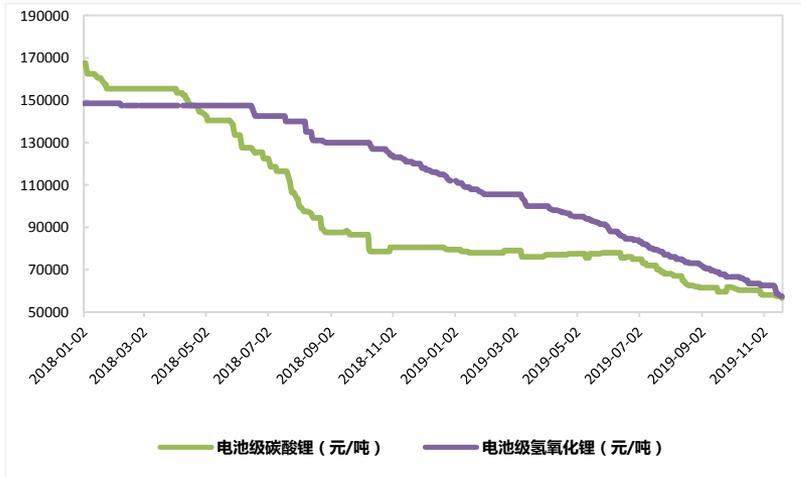
- 随着2018年以来西澳锂精矿新建项目的投产以及产能的持续释放，叠加国内动力电池产业链的去库行为，碳酸锂价格由2019年初的8万元/吨逐步下降到目前的5.6万元/吨，而由于高镍三元电池进展放缓，导致氢氧化锂需求下降，氢氧化锂的价格也由年初的11万元/吨，下降到目前的5.6万元/吨，碳酸锂和氢氧化锂的价差也由年初的3万元/吨缩减为零。
- 目前5.6万元/吨的碳酸锂价格，国内锂盐生产企业已呈亏损状态，原料端进口锂精矿的价格也将承压下行，从而传导至西澳新建锂矿项目：由于在2018-2019年间陆续建成投产，锂价持续下跌，产销率下降，现金流状况恶化，同时面临高额债务临期以及再融资的困难，锂精矿现金成本为500-600美元/吨高成本项目的正经历减产、停产甚至破产重组，行业迈入去产能去库存阶段。

2019年以来进口锂精矿的价格持续下滑



数据来源：亚洲金属网，西南证券整理

2018年以来碳酸锂、氢氧化锂价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

锂：去产能去库阶段，成本为王

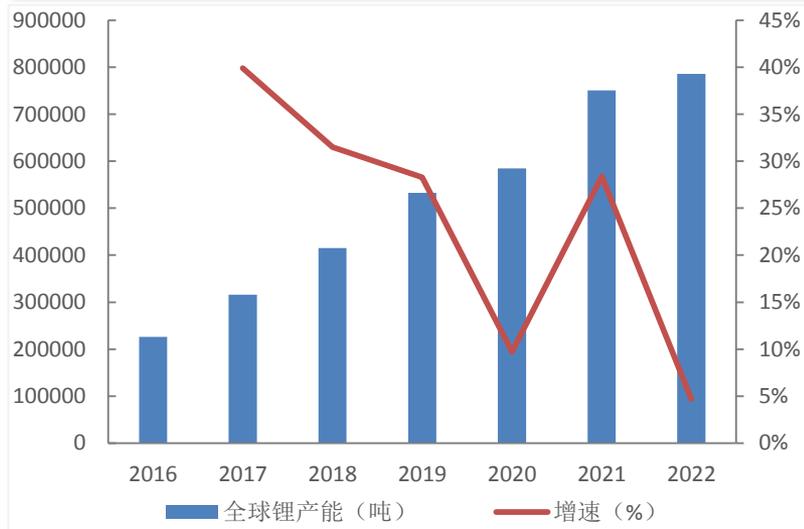
2019年-2022年海外矿山项目和盐湖项目产量预测

海外矿山项目	国家	公司	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
GreenBushes	澳大利亚	天齐锂业/ALB	646,470	724,043	800,000	1,000,000	1,200,000	1,350,000
Mt Marion	澳大利亚	赣锋/MRL	382,000	378,000	400,000	410,000	420,000	450,000
Mt Cattlin	澳大利亚	Galaxy Resources	155,679	156,689	188,000	160,000	170,000	190,000
PLS-Pilgangoora	澳大利亚	Pilbara Minerals	—	59,000	150,000	160,000	200,000	300,000
Wodgina	澳大利亚	ALB/MRL	—	—	0	0	0	0
Altura-Pilgangoora	澳大利亚	Altura	—	25,794	150,000	160,000	180,000	220,000
Bald Hill	澳大利亚	Alita Resources	—	68,546	100,000	0	0	0
Mibra	巴西	AMG	—	15,000	45,000	90,000	110,000	180,000
Mt Holland	澳大利亚	Wesfarmers/SQM	—	—	—	—	40,000	80,000
Whabouchi	加拿大	Nemaska Lithium	—	—	—	—	0	0
锂精矿产量合计	(吨)		1,184,149	1,427,072	1,833,000	1,980,000	2,320,000	2,770,000
折合碳酸锂量合计	(吨)		148,019	178,384	229,125	247,500	290,000	346,250
锂精矿量YOY	(%)			20.5%	28.4%	8.0%	17.2%	19.4%
海外盐湖项目	国家	公司	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
Salar de Atacama	智利	SQM	49700	50,400	51,000	55,000	65,000	80,000
		ALB	30000	30,000	40,000	40,000	50,000	60,000
Salar del Hombre Muerto	阿根廷	Livent	18000	21,000	21,000	22,000	27,000	32,000
Cauchari&Olaroz	阿根廷	Orocobre/TTC	11392	12,473	14,000	16,000	17,500	20,000
		赣锋/LAC	—	—	—	—	10,000	20,000
盐湖碳酸锂合计	(吨)		109,092	113,873	126,000	133,000	169,500	212,000
盐湖YOY	(%)			4.4%	10.6%	5.6%	27.4%	25.1%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

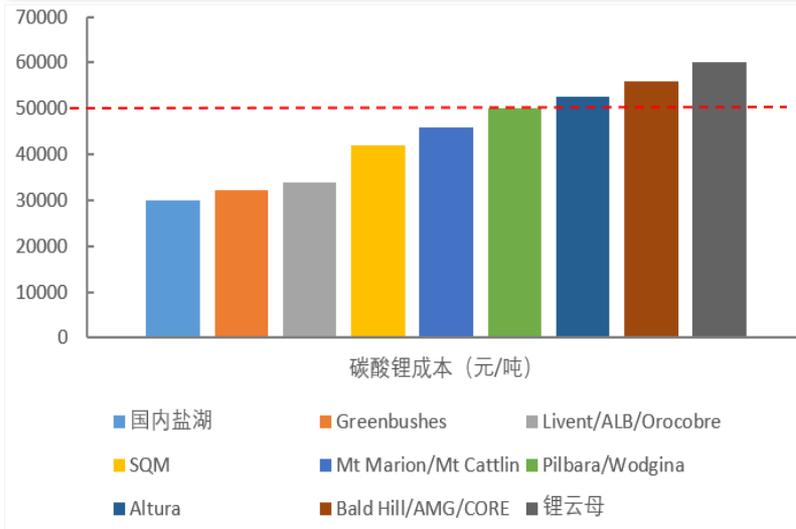
锂：去产能去库阶段，成本为王

2020年全球锂产能增速将逐步放缓



数据来源：各公司公告，西南证券整理

2020年碳酸锂成本线有望冲击5万元/吨



数据来源：各公司公告，西南证券整理

2020年全球碳酸锂产量增速将明显放缓

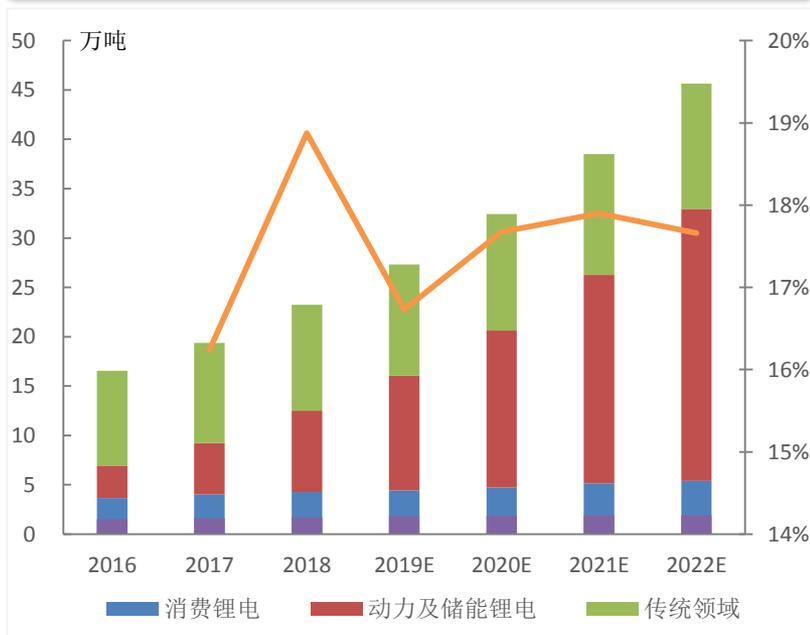
国内矿山盐湖项目	国家	公司	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
青海盐湖	中国		1.9	2.3	2.8	3.0	3.0	3.0
西藏盐湖	中国		0.35	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
国内锂云母/锂精矿	中国		0.5	1.2	1.9	2.2	2.5	3.0
国内合计	(吨)		2.75	3.9	5.1	5.6	5.9	6.4
国内YOY	(%)			41.8%	30.8%	9.8%	5.4%	8.5%
合计 (矿山+盐湖) 碳酸锂量	(吨)		257,113	292,261	355,130	380,506	459,506	558,256
合计 (矿山+盐湖) YOY	(%)			13.7%	21.5%	7.1%	20.8%	21.5%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

锂：去产能去库阶段，成本为王

- 根据我们的测算，2018-2022年锂下游需求的年均增速将达到17.5%，2019-2021锂下游需求的年均增量在4-6万吨。
- 我们判断消费锂电的增速在2020年、2021年高于往年，主要基于5G换机潮的到来。
- 传统领域的消费增速料将逐步趋缓。
- 根据我们的测算，2019-2021年碳酸锂供应量分别为35.5万吨、38.1万吨和46万吨，而下游需求量分别为29.1万吨、34.3万吨和40.4万吨，仅从静态供需数据判断，2020年锂价或将继续承压，但伴随着价格下跌，产能出清可能会提前，行业提前见底，具备绝对成本优势的龙头企业将胜出。

锂行业需求预测



数据来源：安泰科，CNESA，西南证券整理

锂下游细分领域需求预测，单位（万吨）

全球	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
消费锂电	3.7	4.03	4.27	4.43	4.73	5.13	5.38
		10.3%	6.0%	3.7%	6.7%	8.6%	4.9%
动力及储能锂电	3.3	5.18	8.24	11.62	15.91	21.12	27.59
		57%	59%	41%	37%	33%	31%
传统领域	9.6	10.18	10.74	11.27	11.78	12.25	12.68
		6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%
其他	1.5	1.60	1.70	1.80	1.85	1.90	1.90
		6.7%	6.2%	5.9%	2.8%	2.7%	0.0%
总需求	18.1	21.0	24.9	29.1	34.3	40.4	47.6
YOY		16.2%	18.9%	16.7%	17.7%	17.9%	17.7%
需求增量		2.9	4.0	4.2	5.1	6.1	7.2

数据来源：安泰科，CNESA，西南证券整理

目 录

◆ 2019年行业回顾

◆ 2020年行业投资策略

- ✓ 铜：贸易战对风险偏好的影响减弱，回归基本面
- ✓ 铝：国产电解铝利润修复是主旋律
- ✓ 钴：供需格局将逆转，2020年最具潜力品种
- ✓ 镍：为何矿业企业纷纷提升镍的优先级？
- ✓ 锂：去产能去库阶段，成本为王

◆ 2020年重点推荐投资标的

洛阳钼业（603993.SH）：多品种资源龙头，未来将持续受益于海外资产的协同运营

□ 投资逻辑：

1) 公司拥有全球第二大钴矿和铌矿，全球第五大钼矿和钨矿，也是中国第二大铜矿企业和巴西第二大磷肥生产商，优质资产有望给公司提供稳定的现金流及盈利能力；2) 公司现金流充裕，为以后扩张提供支撑；3) 公司收购的全球第三大金属贸易商IXM100%股权，将有利于公司把握产业供需格局，为公司未来的并购及发展提供有力支持。

□ 业绩预测与投资建议：

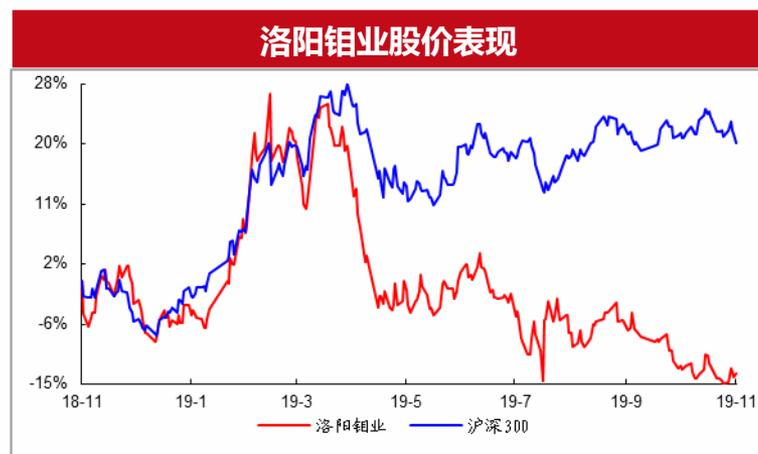
预计2019-2021年净利润分别为16.4亿元、20亿元、24亿元，对应PE分别为45倍、37倍、31倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

钴、钼、铜价格或大幅波动、下游新能源汽车销量不及预期、海外资产运营的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	25962.86	40355.00	42084.00
营业收入增长率	7.52%	55.43%	4.28%
净利润（百万元）	4635.58	1635.97	2001.83
净利润增长率	69.94%	-64.71%	22.36%
EPS（元）	0.21	0.08	0.09
P/E	16	45	37

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

紫金矿业（601899.SH）：逆周期并购打造全球矿业巨头，矿产品将快速放量

□ 投资逻辑：

1) 公司是国内最优质的矿山企业之一，核心矿产品持续放量。紫金矿业通过逆周期并购和全球化布局近年来在海外市场获得一批拥有超高资源储量的优质项目，随着海外项目陆续投产，公司矿产品规模将迎来爆发式增长；2) 根据公司最新发布的未来三年（2020-2022年）主要产品产量规划，2019/2020/2021/2022年预计矿产金产量为39/40/42-47/49-54吨；矿产铜产量为37/41/50-56/67-74万吨；矿产锌产量为37/40/37-41/38-42万吨，其中尤其以矿产铜产量增长最为明显，年复合增长率为21.9-26.0%。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为42.6亿元、58.4亿元、73.6亿元，对应PE分别为20倍、16倍、13倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

项目建设和投产进度不及预期，国内需求不达预期影响金属价格。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	105994.25	142311.64	159228.97
营业收入增长率	12.11%	34.26%	11.89%
净利润（百万元）	4093.77	4259.50	5844.19
净利润增长率	16.71%	4.05%	37.20%
EPS（元）	0.18	0.18	0.22
P/E	20	20	16

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

云铝股份 (000807.SZ) : 水电铝产能持续扩张, 充分受益于电解铝利润修复

□ 投资逻辑 :

1) 公司未来三年水电铝产能有望实现翻倍增长。截至2018年年末公司水电铝产能158万吨, 同时公司积极拓展绿色低碳水电铝项目, 在建水电铝项目包括年产70万吨的昭通项目、年产45万吨的鹤庆项目和年产50万吨的文山项目。目前昭通和鹤庆项目部分产能已经投产。2) 电解铝利润修复增厚利润。2018Q3/Q4/2019Q1/Q2/Q3国产电解铝均价1.43/1.38/1.35/1.41/1.41万元/吨, 2019Q3环比持平, 但成本端氧化铝价格的下滑使得电解铝利润明显修复。公司有氧化铝产能160万吨, 能满足水电铝生产所消耗氧化铝约45%的需求, 这部分氧化铝成本相对稳定, 不受价格涨跌影响; 而外购的部分, 氧化铝价格下滑能直接增厚公司产品利润。

□ 业绩预测与投资建议 :

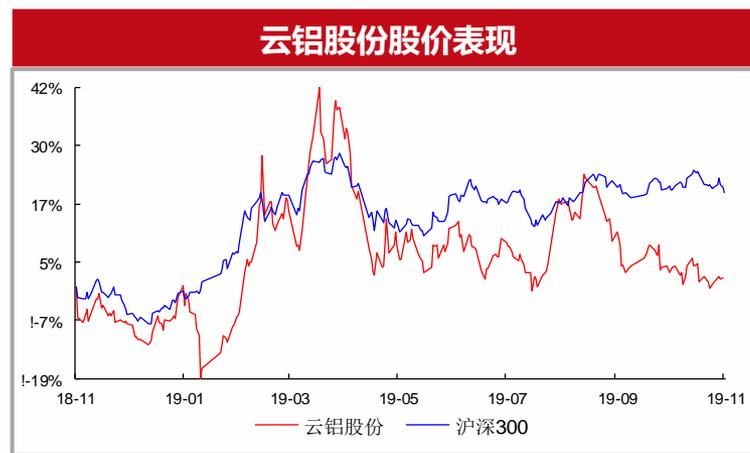
预计2019-2021年净利润分别为4.5亿元、10.7亿元、19.2亿元, 对应PE分别为31倍、13倍、7倍, “买入”评级。

□ 风险提示 :

公司水电铝产能投放不达预期; 氧化铝价格上涨超预期; 电解铝的终端需求不达预期。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	21689.35	23984.78	32336.02
营业收入增长率	-1.99%	10.58%	34.82%
净利润 (百万元)	-1466.02	451.33	1066.21
净利润增长率	-323.14%	130.79%	136.24%
EPS (元)	-0.56	0.14	0.34
P/E	-8	31	13

数据来源: Wind, 西南证券



山东黄金 (600547.SH)：“内外兼修”的黄金龙头，业绩高弹性

□ 投资逻辑：

1) 全球开启降息周期，黄金牛市刚刚启动；2) 公司牢固树立“资源为先”理念，按照“内探外购”的原则，对内不断加大探矿力度，对外积极开展资源并购；3) 作为国内最大的黄金矿山企业，对于金价业绩有高弹性。公司在2018年矿金产量39.3吨，如果按照2019年矿金产量为38吨来测算，黄金价格每上涨10元/克（按照350元/克为基准涨幅约为2.86%），年化归母净利润能增厚约2.3亿元。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为15.2亿元、24.3亿元、30.2亿元，对应PE分别为63倍、40倍、32倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

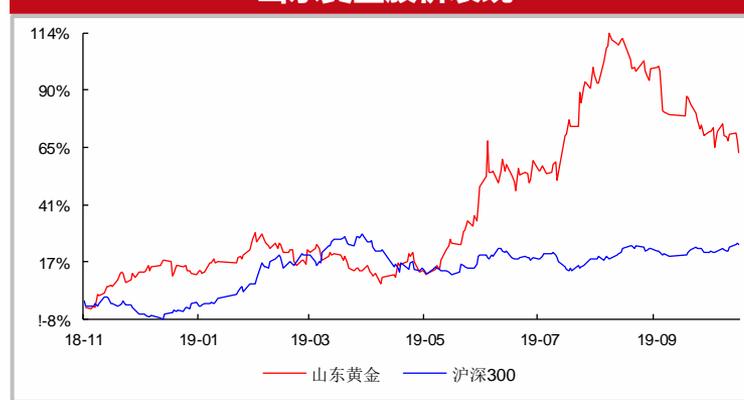
矿产金产量不及预期；美国经济超预期导致黄金价格下跌。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	54787.88	95865.92	105168.52
营业收入增长率	7.34%	74.98%	9.70%
净利润（百万元）	875.73	1523.96	2428.82
净利润增长率	-23.01%	74.02%	59.38%
EPS（元）	0.28	0.49	0.78
P/E	110	63	40

数据来源：Wind，西南证券

山东黄金股价表现



寒锐钴业 (300618.SZ) : 对钴价反弹的盈利弹性大

□ 投资逻辑 :

1) 供需格局将逐步改善, 看好钴价中长期走势: 2019年-2021年全球钴矿山产量年均增速为4.6%。而钴下游需求在3C电池稳定增长和以及动力电池高速增长的拉动下, 年均复合增速将达到9%;

2) 公司的盈利模式基于低折扣采购原材料, 较高折扣销售中间品, 对钴价盈利弹性大, 同时随着3000吨钴粉产能以及2020年5000吨电积钴和20000吨电极铜的投产, 公司盈利规模将达到新的高度。

□ 业绩预测与投资建议 :

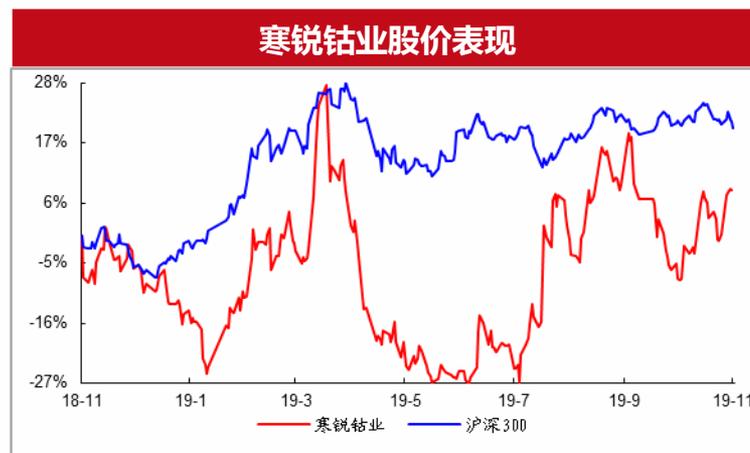
预计2019-2021年净利润分别为1.0亿元、4.1亿元、7.5亿元, 对应PE分别为165倍、40倍、22倍, “增持”评级。

□ 风险提示 :

钴价格或大幅波动、下游新能源汽车销量不及预期、公司新投产产能释放不及预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2782.47	1835.50	2636.92
营业收入增长率	89.94%	-34.03%	43.66%
净利润 (百万元)	707.63	100.71	413.44
净利润增长率	57.46%	-85.77%	310.51%
EPS (元)	2.63	0.37	1.54
P/E	24	165	40

数据来源: Wind, 西南证券



数据来源: Wind, 西南证券整理

华友钴业 (603799.SH) : 行业底部震荡, 钴业龙头打造全产业链一体化竞争优势

□ 投资逻辑 :

1) 打造上、中、下游产业链闭环, 行成产业一体化竞争优势, 公司加速布局下游三元前驱体, 到2021年有望进入行业第一梯队; 2) 上控钴矿资源, 中扩冶炼规模, 构建原料成本优势和供应保障; 3) 钴价处于底部震荡阶段, 看好中长期走势。

□ 业绩预测与投资建议 :

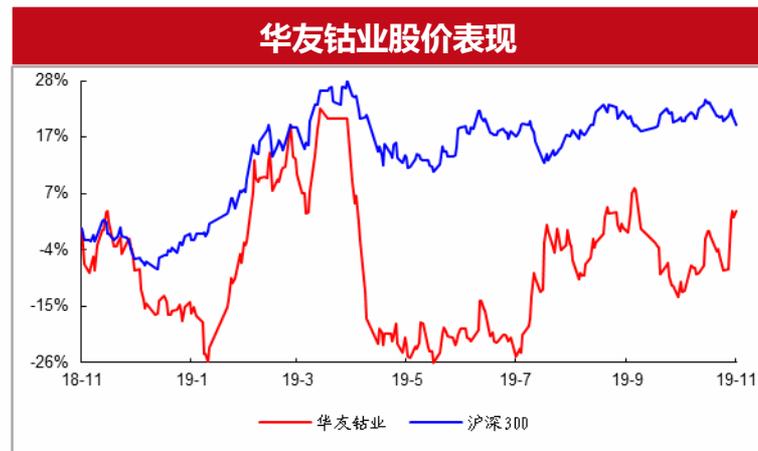
预计2019-2021年净利润分别为2.5亿元、11.96亿元、15.2亿元, 对应PE分别为122倍、25倍、20倍, “增持”评级。

□ 风险提示 :

钴价格或大幅波动、下游新能源汽车销量不及预期、公司新投产产能释放不及预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	14450.76	18571.87	20347.97
营业收入增长率	49.70%	28.52%	9.56%
净利润 (百万元)	1528.10	246.59	1196.03
净利润增长率	-19.38%	-83.86%	385.03%
EPS (元)	1.42	0.23	1.11
P/E	20	122	25

数据来源: Wind, 西南证券



中国铝业 (601600.SH) : 国内铝业龙头 , 铝价中枢有望稳步抬升

□ 投资逻辑 :

1) 公司氧化铝产能规模庞大,截止至2018年年末有1886万吨产能,位居全球第一位。公司氧化铝除了满足电解铝的生产需求之外,还有很大一部分是直接对外出售。2018Q3/Q4/2019Q1/Q2/Q3国产氧化铝均价(含税)为3080/3068/2857/2897/2556元/吨,2019Q3同比-17%,环比-12%,导致氧化铝行业平均出现大幅度亏损。公司铝土矿自给率能够达到50%,拥有成本优势,基本处于盈亏平衡状态。

2) 截止至2018年年末,公司电解铝产能478万吨。铝价中枢抬升有利于公司利润释放。

□ 业绩预测与投资建议 :

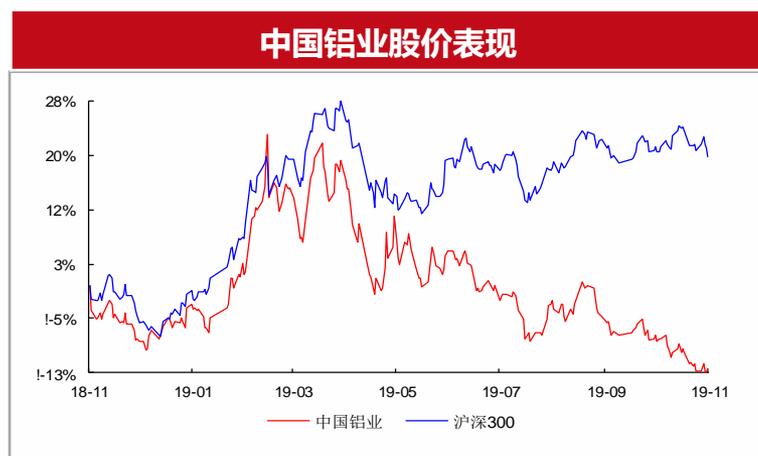
预计2019-2021年净利润分别为11.7亿元、24.3亿元、32.0亿元,对应PE分别为48倍、23倍、18倍,“增持”评级。

□ 风险提示 :

公司产量释放或不及预期;铝价上涨不及预期风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	180240.15	191574.31	201510.89
营业收入增长率	0.09%	6.29%	5.19%
净利润(百万元)	870.23	1169.31	2428.57
净利润增长率	-36.87%	34.37%	107.69%
EPS(元)	0.05	0.07	0.14
P/E	65	48	23

数据来源: Wind, 西南证券



数据来源: Wind, 西南证券整理

赣锋锂业 (002460.SZ) : 产能进入释放期, 资源储备有保障

□ 投资逻辑 :

1) 公司于2018年建成投产的2万吨氢氧化锂项目和1.75万吨电池级碳酸锂项目目前产销量不断提升; 2) 公司通过控股RIM50%股权拥有澳大利亚Marion锂精矿项目50%权益, 通过持股MineraExar50%股权拥有Cauchari-Olaroz盐湖项目50%权益, 盐湖和锂精矿的多样化资源储备为公司提供了原料保障。

□ 业绩预测与投资建议 :

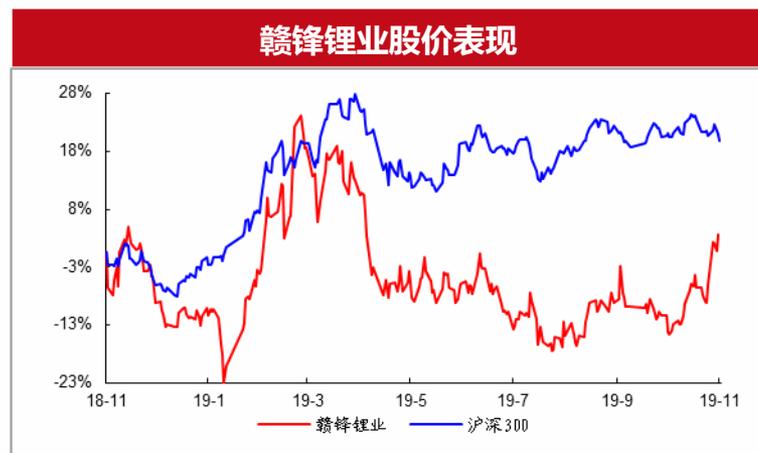
预计2019-2021年净利润分别为4.7亿元、9.7亿元、13.3亿元, 对应PE分别为70倍、34倍、25倍, “增持”评级。

□ 风险提示 :

碳酸锂价格或大幅波动、下游新能源汽车销量不及预期、公司新投产产能释放不及预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5003.88	5648.33	6597.65
营业收入增长率	14.15%	12.88%	16.81%
净利润 (百万元)	1223.29	473.9	969.26
净利润增长率	-16.73%	-61.26%	104.53%
EPS (元)	0.95	0.37	0.75
P/E	27	70	34

数据来源: Wind, 西南证券



数据来源: Wind, 西南证券整理

天齐锂业 (002466.SZ) : 全球锂资源巨头, 成本优势将在未来凸显

□ 投资逻辑 :

1) 公司拥有全球成本最低的澳洲锂精矿格林布什项目, 并且持股25.86%成为全球最大的锂化工生产商SQM的第二大股东, 碳酸锂价格持续下跌过程中具备极强的成本优势; 2) 公司在澳洲的2.4万吨电池级氢氧化锂项目产能将逐步释放, 并且与下游电池材料巨头LG化学、SKI签订了长期供货协议。

□ 业绩预测与投资建议 :

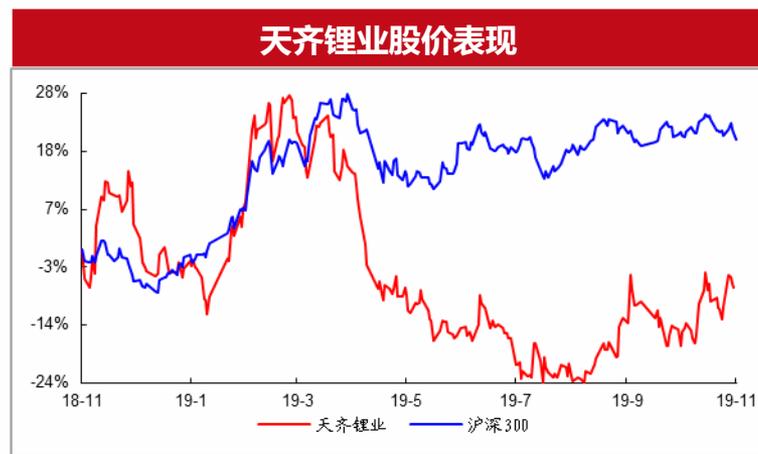
预计2019-2021年净利润分别为1.2亿元、6.2亿元、20.3亿元, 对应PE分别为266倍、52倍、16倍, “增持”评级。

□ 风险提示 :

碳酸锂价格或大幅波动、下游新能源汽车销量不及预期、公司新投产产能释放不及预期、海外项目经营的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6244.42	5286.1	6485.3
营业收入增长率	14.16%	-15.35%	22.69%
净利润 (百万元)	2200.11	120.98	621.41
净利润增长率	2.57%	-94.5%	413.64%
EPS (元)	1.93	0.11	0.54
P/E	15	266	52

数据来源: Wind, 西南证券



数据来源: Wind, 西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
603993.SH	洛阳钼业	3.43	0.21	0.08	0.09	16	45	37	买入
601899.SH	紫金矿业	3.62	0.18	0.18	0.22	20	20	16	买入
000807.SZ	云铝股份	4.45	-0.56	0.14	0.34	-8	31	13	买入
600547.SH	山东黄金	31.10	0.28	0.49	0.78	110	63	40	买入
300618.SZ	寒锐钴业	62.00	2.63	0.37	1.54	24	165	40	增持
603799.SH	华友钴业	27.79	1.42	0.23	1.11	20	122	25	增持
601600.SH	中国铝业	3.32	0.05	0.07	0.14	65	48	23	增持
002460.SZ	赣锋锂业	25.77	0.95	0.37	0.75	27	70	34	增持
002466.SZ	天齐锂业	28.16	1.93	0.11	0.54	15	266	52	增持

数据来源：Wind，西南证券（截止2019/11/22）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：刘孟峦

执业证号：S1250519060005

电话：15210216914

邮箱：lml@swsc.com.cn

分析师：刘岗

执业证号：S1250517100001

电话：18910892315

邮箱：lg@swsc.com.cn

联系人：杨耀洪

电话：18659008657

邮箱：yyhong@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn