

周期与成长共舞，新能源汽车进入变革前夜

2019年12月19日

评级 **同步大市**

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
有色金属	8.73	-2.81	12.19
沪深300	2.17	2.76	30.46

周策

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

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

18373169614

相关报告

- 《有色金属：有色金属行业 2019 年 11 月份报告：消费电子复苏利好钴价，铜 2020 年 TC 长协价敲定》 2019-12-04
- 《有色金属：有色金属行业 2019 年 10 月份报告：关注锂的供给收缩，海外电动化进程加速》 2019-11-13
- 《有色金属：有色金属行业 2019 年 8 月份报告：贵金属不改长期向好趋势，关注铜价格的反弹》 2019-09-18

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
山东黄金	0.45	69.56	0.47	66.60	0.69	45.36	推荐
盛达资源	0.60	22.72	0.60	22.72	0.70	19.47	谨慎推荐
寒锐钴业	2.63	26.74	0.12	586.03	1.02	68.95	推荐
云南铜业	0.07	175.29	0.55	22.31	0.65	18.88	谨慎推荐
博威合金	0.54	20.04	0.65	16.65	0.78	13.87	谨慎推荐
宁德时代	1.54	60.55	2.04	45.71	2.49	37.45	谨慎推荐
亿纬锂能	0.67	81.02	1.73	31.38	2.07	26.23	推荐
新宙邦	0.84	38.05	0.95	33.64	1.17	27.31	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **2020 年度有色金属行业主线是估值修复。**目前处于上一轮库存周期的末端，2020 年有望产生补库行为。我们对 2020 年的有色金属行情相对乐观，其主线是估值修复。从各个品种的供需结构来看，目前部分金属产品供给在价格的下跌下出现了收缩信号，未来价格方向主要取决于需求情况。
- **周期板块：美国经济短期内仍有韧性，关注中长期贵金属的投资机会，关注库存周期下的铜的投资机会。**短期内美国经济仍有韧性，但是中长期看美国经济下滑是大势所趋，我们看好美国经济下滑下黄金的投资机会，同时作为黄金的影子，看好本轮金银比修复行情下白银的投资机会。铜方面，供给端的紧平衡从生产端传导到冶炼端，看好房地产后周期对铜价的催化，看好 2020 年上半年新一轮库存周期对铜价的催化。
- **新材料板块：关注具有成长属性的板块。**（1）钴在嘉能可关闭旗下矿场的影响下，供给过剩局面大幅缓解，同时消费电子和新能源汽车有望拉动其需求的增长。乐观情况下，2020-2021 年度钴有望出现供需失衡，我们认为未来钴价中枢将逐步抬升。锂目前仍处于供大于需状态，在碳酸锂价格持续下跌下，有望继续带动供给的收缩，实现供需的再度平衡。（2）我们认为 2020 年或是新能源汽车的行业拐点，目前欧洲地区电动化加速，建议关注特斯拉国产化带来的投资机会。（3）铜加工板块，我们认为在 5G、半导体时代需要更多的高强度、高导热性、高导电性的铜合金，相关企业可以摆脱传统低毛利率的加工模式，享受溢价。
- **风险提示：**（1）有色金属产品价格下跌；（2）新能源汽车产销量不及预期；（3）插电式混合动力汽车发展超预期；（4）新能源汽车出现重大连续安全事故导致行业短期遇冷；（5）动力电池技术发生重大变更；（6）氢燃料电池发展超预期。

## 内容目录

<b>1 2019 年前三季报回顾</b>	<b>4</b>
1.1 有色金属行业：基本金属进入去库存后期，贵金属一枝独秀	4
1.2 价格和库存情况	5
<b>2 周期板块：关注美国经济走弱下的投资机会</b>	<b>8</b>
2.1 黄金：美元信用和美国经济的对冲	8
2.2 白银：黄金影子，看好金银比修复下的白银行情	10
2.3 铜：关注地产后周期对于铜价的催化	12
<b>3 新材料板块：关注具有成长属性的板块</b>	<b>14</b>
3.1 锂钴材料：消费电子复苏下的钴可以期待，锂仍需等待	14
3.1.1 消费电子复苏带来钴的机会	14
3.1.2 锂进入底部区间，需求仍需观察新能源汽车增速	16
3.2 新能源汽车材料：关注量增价稳、进入海外供应链的企业	17
3.2.1 2020 年有望成为新能源汽车行业拐点	17
3.2.2 欧洲电动化加速，未来增量确定性高	18
3.2.3 关注特斯拉国产化带来的机会	20
3.3 铜加工板块：5G 等新需求带动下的投资机会	20
<b>4 投资策略</b>	<b>22</b>
4.1 行业投资策略	22
4.2 关注标的	22
<b>5 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1：申万有色营收与增速	4
图 2：申万有色归母净利润与增速	4
图 3：申万有色毛利率与净利率	4
图 4：申万有色资产负债率	4
图 5：申万有色现金流情况	5
图 6：申万有色存货情况	5
图 7：申万有色金属指数走势（截止 2019 年 12 月 18 日）	5
图 8：申万全行业区间涨跌幅（%，流通市值加权平均，截止 2019 年 12 月 18 日）	5
图 9：有色金属行业库存和有色金属指数情况	7
图 10：SHFE 有色金属价格走势	7
图 11：国内存货周期变动（%）	7
图 12：中国 PMI 和存货周期	7
图 13：国内存货和 PPI 变动情况	8
图 14：国内 PPI 变动趋势以及预测趋势	8
图 15：黄金价格和美国实际利率关系	9
图 16：黄金价格和美元指数（1973 年 3 月=100）	9
图 17：美国和全球经济走势预测	9
图 18：美国经济和就业走势	9
图 19：全球库存周期	10
图 20：全球经济周期	10

图 21: 黄金和白银价格走势 (相关系数 0.84) .....	11
图 22: 世界白银需求结构变化影响.....	11
图 23: 历次金银比修复时的经济周期 .....	11
图 24: 2000 年以来金银比修复和 PMI 经济周期.....	11
图 25: TC 费用 (中国现货) 和中国地区铜长协价.....	14
图 26: 全球交易所铜库存情况以及占据消费量比例 .....	14
图 27: 中国 PMI 数据和铜价格的走势图.....	14
图 28: 房地产竣工面积累计同比增速和铜价格走势 .....	14
图 29: 钴价格走势 .....	15
图 30: 钴的下游应用 (2018) .....	15
图 31: 锂产品价格走势 (元/吨) .....	16
图 32: 全球碳酸锂生产经营成本 (美元/吨) .....	16
图 33: 新能源汽车销量占据总的汽车的比例.....	18
图 34: 中国新能源汽车累计销量 (辆) .....	18
图 35: 动力电池当月装机量 (Gwh) .....	18
图 36: 近年来纯电动乘用车车型结构 .....	18
图 37: 大众集团 2020-2025 战略规划.....	18
图 38: 新能源乘用车单位购买和出租租赁占比 .....	18
图 39: 特斯拉交付量 (万辆) .....	20
图 40: 每个季度特斯拉汽车的产量.....	20
图 41: 国内铜材累计产量和增速 .....	21
图 42: 高端铜合金应用 .....	21
图 43: 国内集成电路产量及增速 .....	21
图 44: 国内铜合金板带进口数据 .....	21
表 1: SHFE 基本金属价格涨跌幅.....	6
表 2: 贵金属和部分稀有金属价格涨跌幅.....	6
表 3: SHFE+LME 基本金属库存变化.....	7
表 4: 美国收益率倒挂与经济表现.....	10
表 5: 1980 年以来金银比修复行情比较 1.....	12
表 6: 1980 年以来金银比修复行情比较 2.....	12
表 7: 铜 TC 费用长协价.....	13
表 8: 嘉能可旗下钴矿产量 (万吨) .....	15
表 9: 近期行业供给收缩情况.....	17
表 10: 国际车企的新能源汽车规划.....	19

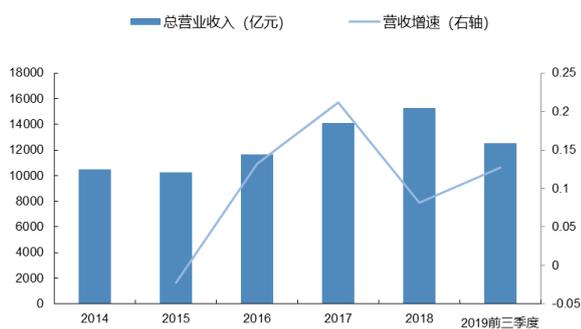
## 1 2019 年前三季报回顾

### 1.1 有色金属行业：基本金属进入去库存后期，贵金属一枝独秀

基本金属价格下跌，业绩同比负增长。申万有色板块 118 家上市公司 2019 年前三季度实现总营业收入 12508.98 亿元，同比增长 12.7%，与 2018 年 8.1% 的同比涨幅相比有所增长，和 2019 半年度 6.27% 的同比涨幅相比有所增长。2019 年前三季度实现归母净利润 284.87 亿元，同比减少 27.3%，和 2018 年度 42.4% 的同比降幅相比降幅收窄，和 2019 半年度 29.1% 的同比降幅相比降幅收窄。

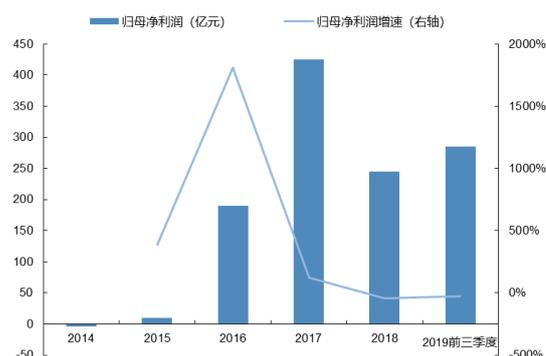
本轮有色金属行业业绩是从 2018 年开始出现盈利负增长，主要是由于全球去库存下的需求疲软带来的产品价格下跌。2019 年以来在年初的悲观预期修复和流动性修复的情况下，有色金属产品价格迎来了一定的上涨，但是在随后的中美贸易战升级、美元指数上行和行业去库存的影响下，工业金属价格继续下跌。

图 1：申万有色营收与增速



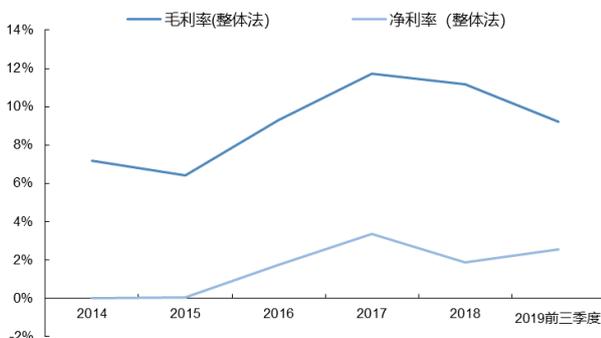
资料来源：wind，财富证券

图 2：申万有色归母净利润与增速



资料来源：wind，财富证券

图 3：申万有色毛利率与净利率



资料来源：wind，财富证券

图 4：申万有色资产负债率



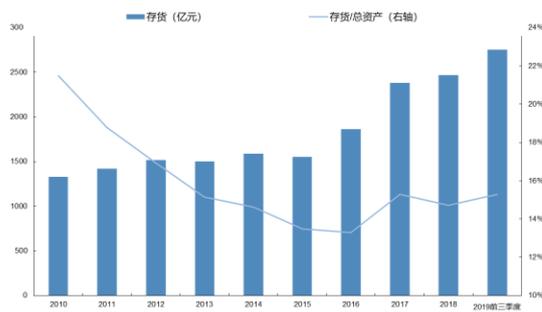
资料来源：wind，财富证券

图 5：申万有色现金流情况



资料来源：wind，财富证券

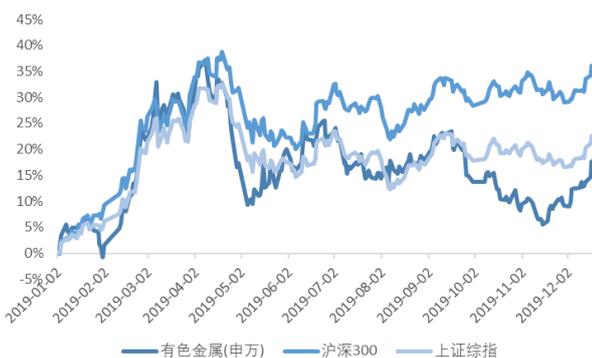
图 6：申万有色存货情况



资料来源：wind，财富证券

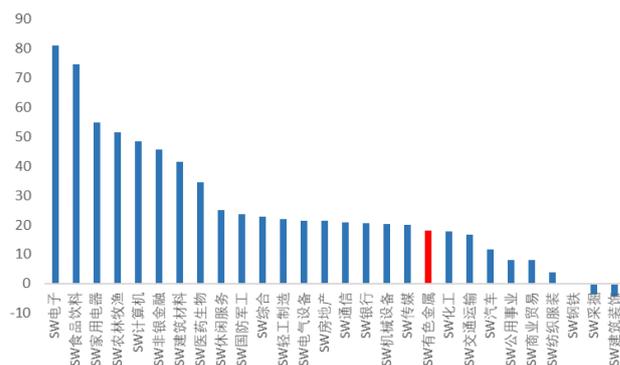
**申万有色指数跑输大盘。**资本市场方面，从 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 18 日，申万有色金属指数累计上涨 17.76%，跑输上证综指 4.62 个百分点，跑输沪深 300 指数 18.05 个百分点。2019 年以来有色金属行业流通市值加权平均涨幅为 18.17%，位于申万 28 个一级子行业涨幅的第 19 位。估值方面，全 A、申万有色、沪深 300 板块市净率分别（剔除负值，中值法）位于 2010 年以来的历史后 14.99%、8.84%和 32.78%位置，全 A、申万有色、沪深 300 板块市盈率分别（剔除负值，中值法）位于 2010 年以来的历史后 21.39%、23.62%和 41.04%位置，有色金属板块估值相对便宜。

图 7：申万有色金属指数走势（截止 2019 年 12 月 18 日）



资料来源：wind，财富证券

图 8：申万全行业区间涨跌幅（%，流通市值加权平均，截止 2019 年 12 月 18 日）



资料来源：wind，财富证券

## 1.2 价格和库存情况

2018 年以来基本金属价格普跌，进入 2019 年后涨跌不一，SHFE 基本金属锌、铅、锡 2019 年以来分别下跌 13%、17%、3%，铜、铝、镍分别上涨 3%、5%、26%。同时在美

国经济下行以及中美贸易摩擦的影响下，COMEX 黄金和白银价格从 2019 年初以来分别上涨 15% 和 9%。稀有金属中的电池级碳酸锂和长江有色市场 1# 钴价格从 2019 年以来分别下跌 36% 和 25%。库存方面，铜、铝、锌、铅、锡、镍从 2019 年以来分别下跌 4%、18%、43%、9%、2%、28%。

**2020 年度有色金属行业主线是估值修复。**本轮国内的库存周期从 2016 年 6 月启动，截止 2019 年 10 月份经历了 40 个月，从时间区间看，和历史上的 37.5 个月的平均周期吻合较好，从存货的同比增速来看，2019 年 10 月同比增速为 0.4%，和历史几次极小值较为接近。对于有色金属行业，截止 2019 年 10 月份，有色金属采选业、冶炼及压延加工业库存同比增速分别为 -2.5% 和 -6.2%，落入了历史上库存周期末期区间，2020 年有望产生补库行为。我们对 2020 年的有色金属行情相对乐观，其主线是估值修复。从各个品种的供需结构来看，目前部分金属产品供给在价格的下跌过程中出现了收缩信号，未来价格方向主要取决于需求情况。

表 1：SHFE 基本金属价格涨跌幅

SHFE	单位	2019 年价格（截止 12 月 18 日）	2019 年以来涨跌幅	2018 年以来涨跌幅	2017 年以来涨跌幅	2016 年以来涨跌幅
铜	元/吨	49120	3%	-11%	8%	38%
铝	元/吨	14060	5%	-7%	12%	32%
锌	元/吨	17995	-13%	-31%	-16%	40%
铅	元/吨	14880	-17%	-23%	-17%	16%
锡	元/吨	139460	-3%	-4%	63%	106%
镍	元/吨	110080	26%	11%	-28%	20%

资料来源：wind，财富证券

表 2：贵金属和部分稀有金属价格涨跌幅

	2019 年价格（截至 12 月 18 日）	2019 年以来涨跌幅	2018 年以来涨跌幅	2017 年以来涨跌幅	2016 年以来涨跌幅
COMEX 黄金(美元/盎司)	1478.7	15%	13%	28%	37%
COMEX 白银(美元/盎司)	16.86	9%	-1%	6%	20%
电池级碳酸锂(万元/吨)	5.08	-36%	-69%		
长江有色 1# 钴(万元/吨)	26.4	-25%	-53%	-3%	27%

资料来源：wind，财富证券

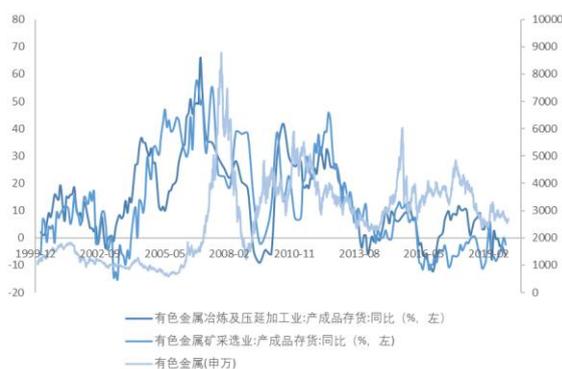
表 3: SHFE+LME 基本金属库存变化

LME+S HFE	单位	2019 年库存 (截止 12 月 13 日)	2019 以来 涨跌幅	2018 年以来 涨跌幅	2017 年以来 涨跌幅
铜	吨	325426	-4%	-41%	-42%
铝	吨	1594042	-18%	-15%	-31%
锌	吨	89919	-43%	-65%	-85%
铅	吨	113251	-9%	-38%	-49%
锡	吨	10382	-2%	37%	61%
镍	吨	160870	-28%	-61%	-65%

资料来源: wind, 财富证券

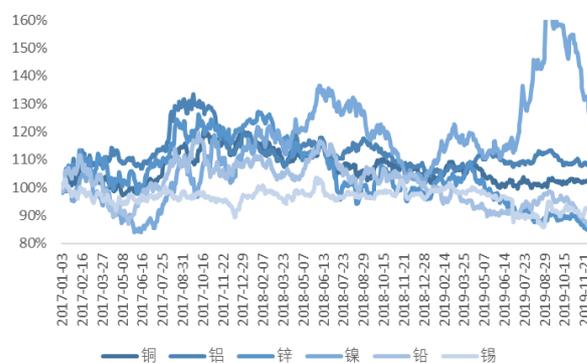
备注: 铜的库存为 SHFE+LME+COMEX

图 9: 有色金属行业库存和有色金属指数情况



资料来源: wind, 财富证券

图 10: SHFE 有色金属价格走势



资料来源: wind, 财富证券

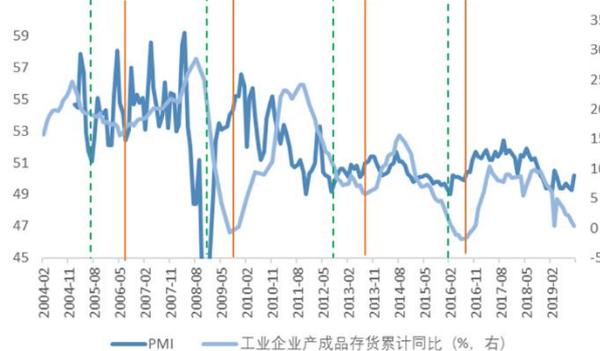
备注: 以 2017 年 1 月 1 日数据为起始点

图 11: 国内存货周期变动 (%)



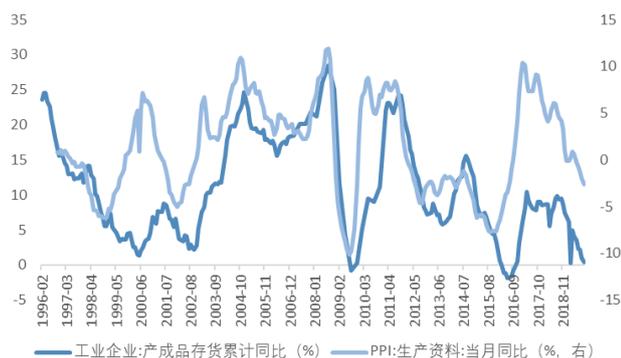
资料来源: wind, 财富证券

图 12: 中国 PMI 和存货周期



资料来源: wind, 财富证券

图 13: 国内存货和 PPI 变动情况



资料来源: wind, 财富证券

图 14: 国内 PPI 变动趋势以及预测趋势



资料来源: wind, 财富证券

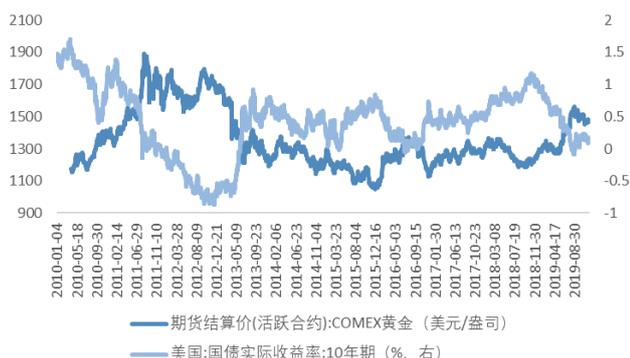
## 2 周期板块：关注美国经济走弱下的投资机会

### 2.1 黄金：美元信用和美国经济的对冲

**2019 年度黄金涨幅明显。**2019 年以来，在美国经济持续下滑以及中美贸易战催化影响下，黄金价格涨幅明显，9 月份以后，随着美联储逐渐转鹰以及美国经济表现出一定的韧性，黄金价格经历了回调。截止 12 月 18 日，COMEX 黄金价格从年初以来上涨 15%。

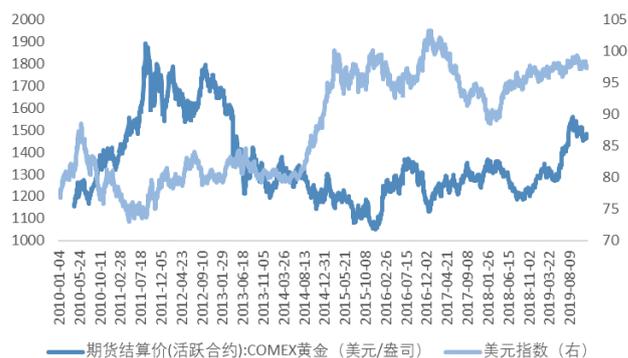
**美国经济短期内仍有韧性。**对贵金属的判断实质上是对美国经济和美元信用的判断，我们认为短期内美国经济有一定的韧性。(1) 美国 11 月制造业 PMI 为 48.1，连续四个月处于荣枯线以下，从 2018 年的 8 月份高点连续下滑 15 个月；服务业 PMI 为 52.6，仍处于扩张区间。美国 2019 年第三季度实际 GDP 修正值为增长 2.1%（预期增长 1.9%）。(2) 就业方面，11 月新增非农就业 26.6 万人（剔除通用汽车罢工影响的 4.1 万人是 22.5 万人），高于预期的 18.8 万人。11 月份的失业率 3.5%，创历史新低。消费者信心方面，美国 12 月密歇根大学消费者信心指数初值 99.2（预期 97，前值 96.8）。(3) 黄金持仓方面，截止 12 月 17 日的黄金 ETF 持仓（SPDR+iShare+Phau）是 1358.3 吨，仍处于较高水平。非商业净多头为 29.07 万张，处于高位。(4) 美联储方面，随着 2019 年 8 月份以来连续三次降息，目前经济仍有韧性，短期内美联储降息概率较低。

图 15: 黄金价格和美国实际利率关系



资料来源: wind, 财富证券

图 16: 黄金价格和美元指数 (1973 年 3 月=100)



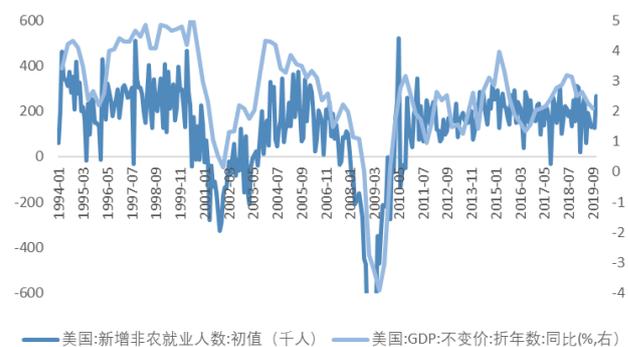
资料来源: wind, 财富证券

图 17: 美国和全球经济走势预测



资料来源: wind, 财富证券

图 18: 美国经济和就业走势



资料来源: wind, 财富证券

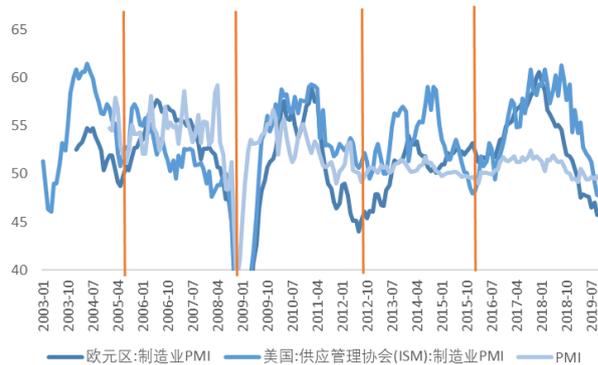
**黄金中长期牛市可期。**目前来看美国制造业的低迷尚未传导至消费服务业，叠加美国 2020 年度进入大选，美国特朗普政府对于经济继续增长的诉求较强，贸易摩擦或将边际减弱；美国 2019 年度的降息对于经济的刺激或将继续显现；同时我们看好 2020 年上半年的全球库存周期的启动，黄金短期内或将继续蓄势。中长期看，基于目前美国固定资产投资增速下行态势、以及处于新旧经济过渡期、以及越来越高的债务率现状，同时在 2019 年的 1-10 年期国债利率倒挂暗示下，我们认为未来美国经济或将迎来较大程度的衰弱，美元指数有望在 2020 年下调，带动黄金价格的上涨。

图 19：全球库存周期



资料来源：wind，财富证券

图 20：全球经济周期



资料来源：wind，财富证券

表 4：美国收益率倒挂与经济表现

1-10 年期利率倒挂	美国 PMI	美国 GDP 增速	标普 500 下跌时间 (回调幅度)
	低于 50	小于 1%	
1956.12.31	1956.6	1957.12	1957.7.15 (21%)
1959.9.31	1959.9	1960.12	1961.12.13 (28%)
1965.9.28	1967.1	1970.3	1966.2.9 (22%)
1968.4.11	1970.1	1970.3	1968.12.2 (9%)
1973.3.9	1974.9	1974.3	1973.1.11 (48%)
1978.8.18	1979.8	1980.6	1978.9.12 (13%)
1980.9.15	1981.7	1982.3	1980.11.28 (24%)
1989.1.25	1989.5	1990.12	1987.8.25 (36%)
1998.9.21	1998.6	—	1998.7.20 (22%)
2000.5.31	2000.8	2001.9	2000.9.1 (29%)
2005.12.27	2007.12	2008.9	2007.10.11 (58%)
—	2012.11	—	
2019.8.2	?	?	?

资料来源：wind，财富证券

备注：美国 GDP 标红的为随后增速小于 0%，GDP 增速采用不变价计算

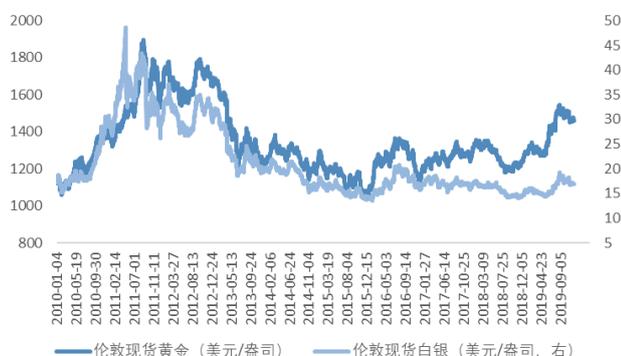
## 2.2 白银：黄金影子，看好金银比修复下的白银行情

白银是黄金的影子。从历史周期看，白银具有和黄金相似的价格趋势，从 1968 年以来两者价格的相关系数为 0.9。从金融属性角度分析，白银和美元指数、美国实际利率从逻辑上具有负相关关系。2019 年以来白银价格从年初的 15.44 美元/盎司，最高上涨至 9 月 4 日的 19.30 美元/盎司，之后回调至 12 月 5 日的 16.87 美元/盎司。

看好本轮金银比修复下的白银行情。我们统计了 1960 年以来重要的金银比修复行情，

发现六次重要的金银比修复行情均处于全球经济增速回落、并触底回升期间，从2000年以来的三次金银比修复和PMI经济周期的表现中，我们发现金银比的修复往往处于PMI触底回升的区域。我们认为主要有以下几个原因：（1）从供需关系看，经济回落期往往对应着较弱的白银需求，随后的回升期对应着较强的工业需求的拉动，同时大概率将驱动库存的下行。（2）从金融属性来看，全球经济增速回落期往往是弱势美元时期，贵金属在此阶段往往具有良好的上涨行情。本轮的金银比从2019年7月份的92逐渐修复至2019年12月18日的87，目前仍在高位。基于未来弱势美元的趋势、目前金银比仍在高位、全球经济处于触底阶段等判断，我们认为此轮的金银比修复行情将持续，白银作为金银比修复中弹性更高的品种有望继续价格攀升。

图 21：黄金和白银价格走势（相关系数 0.84）



资料来源：wind，财富证券

图 22：世界白银需求结构变化影响



资料来源：世界白银协会，财富证券

图 23：历次金银比修复时的经济周期



资料来源：wind，财富证券

图 24：2000 年以来金银比修复和 PMI 经济周期



资料来源：wind，财富证券

**表 5：1980 年以来金银比修复行情比较 1**

时间	修复周期（月）	修复前金银比	修复后金银比	期间金价涨幅	期间银价涨幅
1986.10-1988.6	21	76	68	7%	20%
1991.2-1994.4	14	99	67	6%	53%
1995.3-1998.3	36	84	45	-20%	48%
2003.6-2006.9	39	81	49	70%	183%
2008.12-2011.5	18	78	35	98%	341%
2016.3-2016.8	5	82	66	10%	37%
2019.7-?	?	92	?	?	?

资料来源：wind，财富证券

备注：白银价格采用伦敦现货白银，时间区间按照每月1号计算

**表 6：1980 年以来金银比修复行情比较 2**

时间	库存起点 (亿盎司)	库存终点 (亿盎司)	库存与金银比修 复时间	美元周期	黄金周期
1986.10-1988.6	—	—	—	加息，弱势美元	黄金震荡期
1991.2-1994.4	2.74	2.39	库存下降滞后修 复启动 33 个月	降息，震荡美元	黄金熊市
1995.3-1998.3	2.64	0.89	库存的下降与修 复启动几乎同步 库存变动滞后于 修复启动 3 个月， 库存先攀升后略 下降	略降息，强势美 元	黄金熊市
2003.6-2006.9	1.06	1.04	库存下降提前修 复启动 4 个月	加息，弱势美元	黄金上升周期
2008.12-2011.5	1.29	1.02	库存下降提前修 复启动 9 个月(先 降后升)	降息，震荡略弱 势美元	黄金上升周期
2016.3-2016.8	1.53	1.53		加息放缓，偏弱 势美元	黄金上升周期

资料来源：wind，财富证券

备注：白银价格采用伦敦现货白银，时间区间按照每月1号计算

1991 年 2 月份的库存采用 1992 年 9 月份的数据，库存均采用 Comex 白银的库存数据

### 2.3 铜：关注地产后周期对于铜价的催化

铜价格可静待地产后周期的催化。对于铜的供需结构，从供给端来看，（1）企业的长协价方面，11月22日江铜、铜陵、中铜与Freeport确定了2020年TC长单价格为62美元/吨，为2012年以来的新低点，铜生产端的略紧态势得到验证。同时中国区现货TC费从2019年以来一路下跌，截止11月份为59美元/吨。目前的TC长协价低于部分铜冶炼厂的盈亏平衡线，同时铜冶炼厂硫酸价格的持续下滑对其利润也造成了影响，这将约

束精炼铜的产量。(2) 全球库存方面, 三大交易所 (LME+COMEX+上期所库存期货) 的铜库存截止 12 月 18 日是 25.99 万吨, 占据 2018 年全球铜消费量 2317 万吨的 1.12%, 相比于 2018 年高峰时期的 3.2% 比例下降明显, 库存情况对于铜价的稳步上升形成利好。

从需求端来看, (1) 截止 2019 年 11 月份的国内房屋竣工面积累计增速为 -4.5%, 逐渐回升, 我们看好 2020 年竣工面积增速回升对铜需求的拉动。(2) 2019 年 1-10 月份电网基本投资完成额累计为 3415 亿元, 同比减少 10.5%, 低于预期。目前国家电网发布《关于进一步严格控制电网投资的通知》, 对旗下亏损单位仅安排维持安全运行和供电服务急需的简单再生产投入, 原则上不再新开工项目。根据我们的测算, 全国电网投资占国内铜需求约 20%, 房地产和空调等占据约 50% 的需求。我们认为未来电网投资的对铜的需求影响边际减弱, 同时从全球铜需求来看, 电网投资占比小于国内, 影响效应减弱。(3) 铜的其余需求有望随着 2020 年上半年的库存周期回升得到拉动。

**谨慎看多 2020 年上半年铜价。**从供需结构来看, 目前供给端的紧平衡从矿产端到冶炼端, 需求端是静待库存周期的拉动。目前中国和美国是铜需求的重要增量, 谨慎看多中国房地产后周期对铜需求的拉动, 谨慎看多美国经济短期韧性下对铜需求的拉动。

表 7: 铜 TC 费用长协价

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TC 长协价 (美元/吨)	92.0	107.0	97.4	92.5	82.3	80.8	62.0
参与的国外 矿企	—	自由港迈克 墨伦公司	智利 Antofagasta 公司	自由港迈克 墨伦公司	自由港迈克 墨伦公司	智利 Antofagasta 公司	Freeport
中国区现货 TC 均价 (美 元/吨)	120.0	114.6	103.4	82.7	84.0	71.6	61.58

资料来源: wind, 财富证券

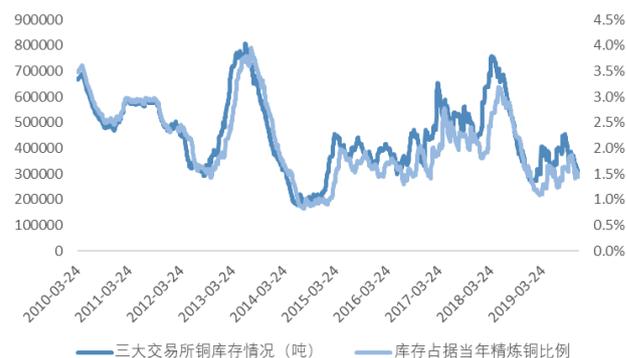
备注: 2019 年度中国区现货 TC 均价为截止 12 月 5 日数据

图 25: TC 费用 (中国现货) 和中国地区铜长协价



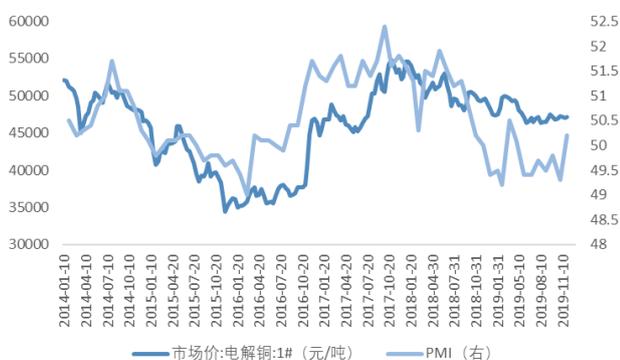
资料来源: wind, 财富证券

图 26: 全球交易所铜库存情况以及占据消费量比例



资料来源: wind, 财富证券

图 27: 中国 PMI 数据和铜价格的走势



资料来源: wind, 财富证券

图 28: 房地产竣工面积累计同比增速和铜价格走势



资料来源: wind, 财富证券

### 3 新材料板块: 关注具有成长属性的板块

#### 3.1 锂钴材料: 消费电子复苏下的钴可以期待, 锂仍需等待

##### 3.1.1 消费电子复苏带来钴的机会

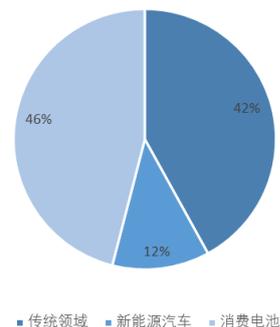
钴价格经历过过山车。本轮钴的行情是 2015 年以来新能源汽车的销量增长带来的, 钴价从 2016 年底 20 万元/吨左右上涨至 2018 年 4 月份的 68.5 万元/吨, 随后供需逆转, 价格一路下跌至 2019 年 7 月份的 22 万元/吨, 随后在嘉能可关闭旗下钴矿山的的影响下反弹至 2019 年 12 月 18 日的 26 万元/吨。

图 29：钴价格走势



资料来源：wind，财富证券

图 30：钴的下游应用（2018）



资料来源：Dr cobalt，财富证券

表 8：嘉能可旗下钴矿产量（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021
Mutanda（原先）	—	—	3.1	3.1	3
Mutanda（最新）	3.39	2.73	2.5	0	0
Katanga（原先）	—	—	2.6	3.2	3.8
Katanga（最新）	—	1.11	1.4	2.5	2.8
嘉能可钴产量指引（原先）	—	—	5.7	6.3	6.8
嘉能可钴产量指引（最新）	—	—	4.3	2.9	3.2
嘉能可产量减少			1.4	3.4	3.6
全球钴矿供给（最新）	12	13.51	14.36	14.66	15.06
钴矿供给增速		12.6%	6.3%	2.1%	2.7%

资料来源：公司公告，安泰科，财富证券

备注：标黄的是估计值

**嘉能可关闭旗下矿山，扭转供给大幅过剩局面。**嘉能可是钴行业龙头，其在 2019 年 8 月份宣布从 2019 年底起暂停旗下全球第一大钴矿场 Mutanda 的生产，并计划 2020-2021 年度检修。11 月 27 日，据 SMM 报道，嘉能可的子公司 Mutanda Mining 在周一发给员工的一封信中显示，由于该公司目前难以获得硫酸的原因，Mutanda 矿山已经在 11 月 25 日暂停运营，这比嘉能可之前官方宣布停产维护和保养的时间点提前了一个月。目前在嘉能可 Mutanda 矿停产以及 Katanga 产量低于预期事件的影响下，嘉能可 2019-2021 年产量指引从原先的 5.7、6.3、6.8 万吨减少到 4.3、2.9、3.2 万吨。受此影响，全球钴矿供给端增幅从 2018 年的 12.6%、2019 年的 6.3% 下跌到 2020 年的 2.1%。

**需求端有望超预期。**钴的下游应用主要有消费电池、新能源汽车以及传统工业，其中主要的需求变量是消费电池和动力电池。（1）根据我们的测算，未来两年的新能源汽车对于钴需求有较强的拉动，叠加单车带电量的提升，我们预计动力电池未来三年的钴需求增速大约为 19%。（2）消费电池从 2017 年以来出现下滑，以手机为例，2017-2018 年度全球手机累计出货量分别为 14.29 和 13.69 亿部，同比分别减少 9.3% 和 4.2%，2019

年前三季度全球手机出货量为 9.06 亿部，同比减少 7.07%。我们预计 2020 年度在 5G 手机换机潮的带动下，消费电子行业增速有望实现正增长，同时叠加单机带电量的提升，有望拉动钴的需求。根据我们的供需平衡测算，乐观情况下，2020-2021 年度钴有望出现供需失衡，我们认为未来钴价中枢将逐步抬升。

### 3.1.2 锂进入底部区间，需求仍需观察新能源汽车增速

**锂产品价格进入底部区间。**我们判断碳酸锂价格进入了底部区间，主要基于以下理由：(1) 碳酸锂绝对价格跌入了本轮周期启动前期的水平。本轮碳酸锂价格周期从 2015 年 5 月启动，2017 年底到达高峰，随后经历了 2018-2019 年的下跌。截止 2019 年 12 月 5 日，99.5% 电池级碳酸锂价格为 5.25 万元/吨，相比 2019 年初的 7.95 万/吨下跌 34%，相比 2017 年底高峰的 16.8 万元/吨下跌 68.8%，目前价格下跌到了 2015 年底的水平。(2) 从碳酸锂的成本来看，全球碳酸锂的成本中位数处于 5 万元/吨左右，截止 2019 年 12 月 5 日的 5.25 万元/吨价格，基本接近了全球碳酸锂的成本区间，若价格继续跌入成本区间，将触发更大的供给收缩行为。(3) 国内典型进口锂辉石精矿生产碳酸锂的企业出现亏损。目前锂辉石精矿进口成本约为 540 美元/吨，折合的碳酸锂生产成本约为 5.0 万元/吨，按照 5.25 万元/吨的价格，企业毛利率为 4.7%，企业出现亏损。

**行业陆续出现供给收缩。**碳酸锂价格从 2017 年底下跌以来，高成本的矿企率先出现供给端收缩。目前以锂辉石为代表的西澳地区部分企业陆续释放出减产信号，未来随着碳酸锂价格的继续下跌，供给的收缩仍将持续，从而继续改善供需结构。

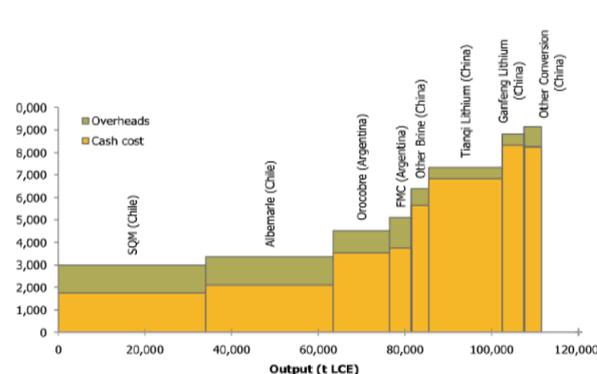
**新能源汽车和消费电子的增长贡献未来增量。**消费电子和动力电池基本占据碳酸锂约 60% 的需求，这是未来需求的主要增量部分。(1) 消费电子我们以手机作为代表，2017 年以来全球出货量连续下滑，我们认为未来消费电子在 5G 手机的带动下有望呈现出出货量的正增长，叠加 5G 手机的单机电池容量提升，将会带动碳酸锂的需求。(2) 动力电池方面，我们预计 2020 年度全球碳酸锂需求增速约为 18%。碳酸锂目前仍处于供大于需状态，在碳酸锂价格持续下跌下，有望继续带动供给的收缩，实现供需的再度平衡。

图 31：锂产品价格走势（元/吨）



资料来源: wind, 财富证券

图 32：全球碳酸锂生产经营成本（美元/吨）



资料来源: 公司公告, 财富证券

**表 9：近期行业供给收缩情况**

时间	事件
2019.8	Alita Resources 宣布由于债务违约实施破产重组
2019.9	Wodgina 锂矿项目暂停
2019.10	Galaxy 表示将 Mt Cattlin 从 2020 年起减少 40% 的矿石开采量
2019.11	Altura 出现了现金流的紧缺，可能面临债务危机

资料来源：smm，财富证券

## 3.2 新能源汽车材料：关注量增价稳、进入海外供应链的企业

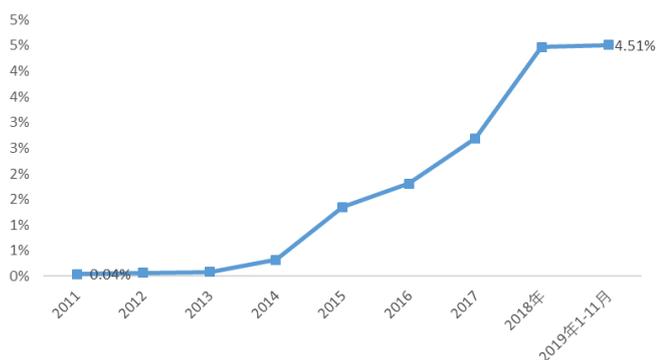
### 3.2.1 2020 年有望成为新能源汽车行业拐点

**新能源汽车是长期的优良赛道。**新能源汽车是我国从汽车大国迈向汽车强国的必经之路，前期在政策的助推下实现了渗透率从 2011 年的 0.04% 到 2019 年 1-11 月份的 4.51% 的巨大飞跃。2017 年工信部发布的《汽车产业中长期发展规划》规划 2020 年新能源汽车产销 200 万辆，2025 年新能源汽车产销达到 700 万辆。2019 年 12 月，工信部发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》意见稿，规划 2025 年新能源汽车销量占当年汽车总销量的 25%，未来新能源汽车市场空间有望达到万亿级别。

**2019 年新能源汽车行业预计负增长。**根据中汽协数据，2019 年 11 月份新能源汽车销量 9.5 万辆，同比下降 43.9%，环比增长 27.6%，单月销量连续 5 个月出现同比下滑。2019 年 1-11 月份新能源汽车累计销量 104.3 万辆，同比增长 1.3%，我们预计全年新能源汽车累计销量或将在 115 万辆左右（同比减少 8.5%）。电池方面，11 月份动力电池装机量约 6.3GWh，同比下降 25.9%，环比增长 54.3%。1-11 月份动力电池累计装机量 52.5Gwh，同比增长 20.4%。2019 年新能源汽车销售遇冷主要有以下几个原因：2019 年的补贴下降幅度在 60-67%，相比于 2018 年 30% 左右的退坡，2019 年度的乘用车退坡幅度与金额方面均大于 2018 年度，补贴的下滑大于成本的下行；国五燃油车清理库存挤压了部分新能源汽车的消费空间。

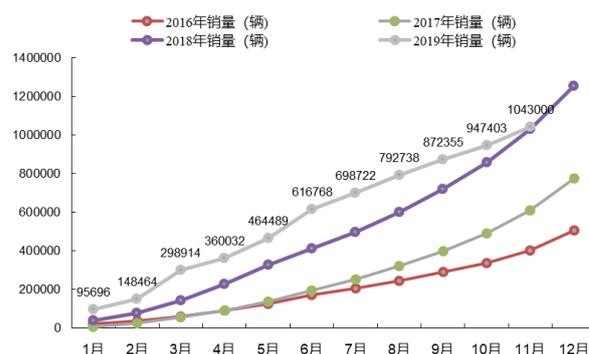
**2020 年有望成为新能源汽车行业拐点。**根据我们前期的报告《短期阵痛，长期看好新能源汽车产业链》，未来补贴完全退出时，新能源汽车全生命周期成本追平燃油车的时间是我们关注的重点。我们以 2019 上半年 TOP5 的吉利帝豪 EV 和相应的燃油车版本进行测算，扣除补贴后，新能源版本在使用 13-14 年（或行驶 20 万公里，考虑 3% 的折现系数）可以实现与燃油版车型全生命成本一致，2020 年度的新能源版本在 10-11 年即可以实现与燃油版车型全生命成本一致，和国内的汽车生命周期 10.5 年相近，2021 年度的新能源汽车追平燃油车成本的全生命周期将小于国内汽车周期 10.5 年。综上所述，我们认为 2020 年或将是行业拐点，未来有望开启长期景气周期。

图 33：新能源汽车销量占据总的汽车的比例



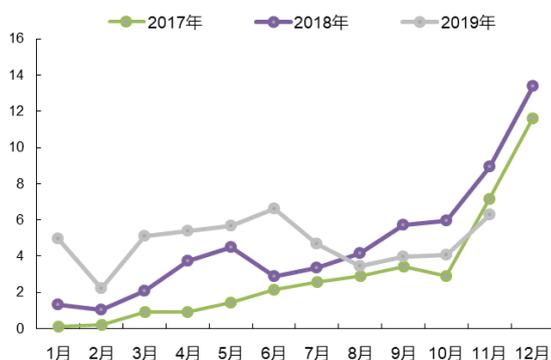
资料来源：wind，财富证券

图 34：中国新能源汽车累计销量（辆）



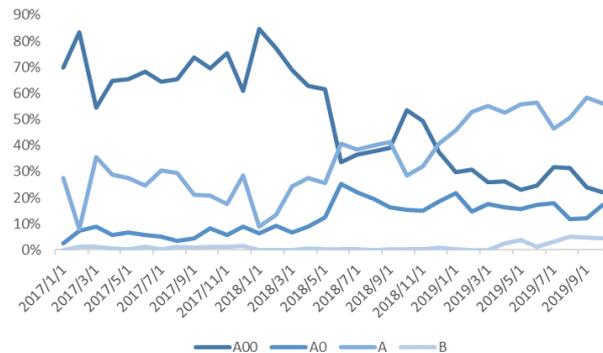
资料来源：wind，财富证券

图 35：动力电池当月装机量（Gwh）



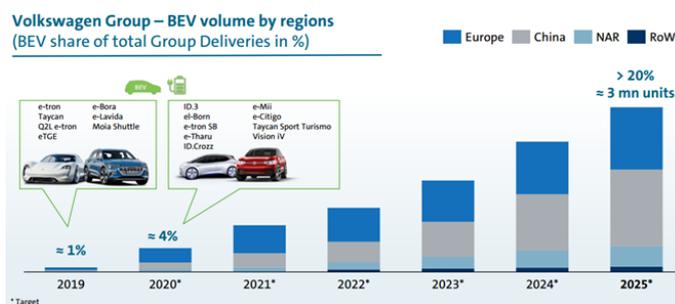
资料来源：中国汽车动力电池产业联盟，财富证券

图 36：近年来纯电动乘用车车型结构



资料来源：wind，财富证券

图 37：大众集团 2020-2025 战略规划



资料来源：wind，财富证券

图 38：新能源乘用车单位购买和出租租赁占比



资料来源：乘联会，财富证券

### 3.2.2 欧洲电动化加速，未来增量确定性高

欧洲电动汽车增量确定性高。海外方面，我们认为 2020 年电动汽车增长确定性最高

的是欧洲地区，主要有以下几个理由：（1）德国计划对电动汽车的补贴从目前的 3000 欧元/辆提高至 4500 欧元/辆，补贴的增加可以有效降低消费者实际的购车金额。（2）欧洲的减排压力较大，欧盟规定 2015 年乘用车平均碳排放需达到 130 g/km，2021 年的平均碳排放降低至 95 g/km（对应汽油 4.1 L/100km 油耗或柴油 3.6 L/100km 油耗），2025 年需降低至 80.75 g/km，且规定超出的部分每克罚款 95 欧元。而欧盟乘用车的碳排放实际值从 2011 年的 140.3g/km 下降到 2018 年的 120.4g/km，年均降幅 2%，按照欧盟目前的规定，要求的年度降幅为 7.5%，假设未来欧盟维持碳排放不变，按照欧洲 1500 万辆左右的汽车销量，预计罚款为 360 亿欧元，这相当于大众汽车、戴姆勒和宝马的 2018 年度累计利润 180 亿欧元的两倍。基于此，发展碳排放为 0 的纯电动汽车具有紧迫性。（3）车企方面，以大众、宝马等为首的车企计划 2020 年下半年到 2021 年开始大规模投放，从供给端来看未来是新能源汽车的大规模投放期。IHS markit 预测 2018-2021 年欧洲地区新能源汽车复合增速为 45%。

**国际一流车企 All in 新能源汽车。**（1）大众集团发布 2020-2025 规划，2019 年预计旗下纯电动车型销量占集团销量 1%（约 10 万辆），2020 年渗透率提升至 4%（约 45 万辆，其中欧洲地区约 30-35 万辆，中国 10-15 万辆），2025 年渗透率预计超过 20%（产销约 300 万辆），2020-2025 年的复合增速约为 46%。（2）宝马将在 2025 年前推出 25 款新车型，其中 12 款将采用纯电动模式，计划 2025 年新能源汽车销量占比 15-25%。（3）戴姆勒预计 2030 年有 50% 的新车将为纯电动车和混合动力汽车（雄心 2039 计划）。（4）到 2025 年，奥迪集团计划未来 5 年投资 120 亿欧元在电动化，计划在 2025 年有 30 多款电动车型，其中 20 款纯电动车型，预计到 2025 年公司电动化车型销量占到其全球总销量的 40%。我们认为随着国际车企逐渐在电动化领域的发力，未来新能源汽车有望再次迎来高增长。

表 10：国际车企的新能源汽车规划

车企	内容
大众	2025 计划：2020 年新能源汽车销量 50 万辆，2025 年计划渗透率预计超过 20%，全球纯电动产销约 300 万辆。
宝马	全新第一战略：2025 年新能源汽车销量占比 15-25%。
戴姆勒	2039 计划：即在 2030 年新能源车型占乘用车销量的一半以上份额，2025 年新能源汽车占比 15-25%。
现代	2025 计划：未来五年投入 1220 亿元，计划 2025 年销售电动汽车 56 万辆、氢能汽车 11 万辆。
本田	2030 计划：预计 2030 年度旗下电动车占据 66% 比例，2025 年度在欧洲实现全面电动化。
特斯拉	计划 2020 年实现 100 万辆的销量目标
沃尔沃	2025 战略：2025 年交付 100 万辆新能源汽车。
PSA	加速超越战略：到 2021 年初公司将推出 15 款电动化车型，2025 年核心车型实现 100% 电动化覆盖。
福特	2020 战略：2020 年新能源汽车销量占福特全球总销量的 10%-25%，未来新能源汽车将以混动技术和插电式混动技术为主。未来三年在中国市场推出超过 30 款新车型，其中超过 10 款为新能源车型
丰田	2050 战略：2030 之前全球总销量要有超过 550 万辆为电动车，包括 100 万以上的电池电动车（BEV）和燃料电池电动车（FCEV）。
日产	2022 年，东风有限旗下的东风日产、东风英菲尼迪和东风启辰将累计推出 20 款纯电动和 e-POWER

车型(东风日产将推出 5 款电动化车型),当年的电动化车型销量目标为 100 万辆,占日产在华汽车总销量的 30%。

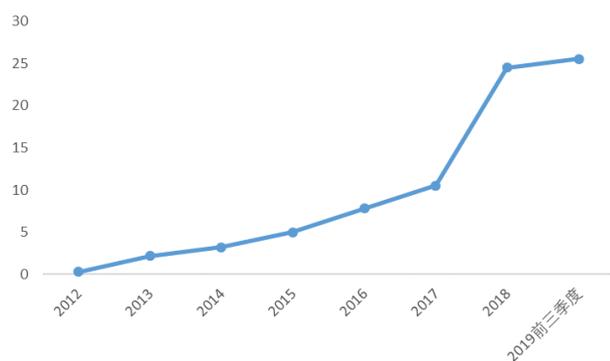
通用 双十战略:2023 年之前,通用计划在全球推出至少 20 款零排放车型,包括纯电动汽车和燃料电池汽车,到 2020 年,新能源汽车销量每年将超过 10 万辆。

资料来源:汽车之家,第一电动汽车网,财富证券

### 3.2.3 关注特斯拉国产化带来的机会

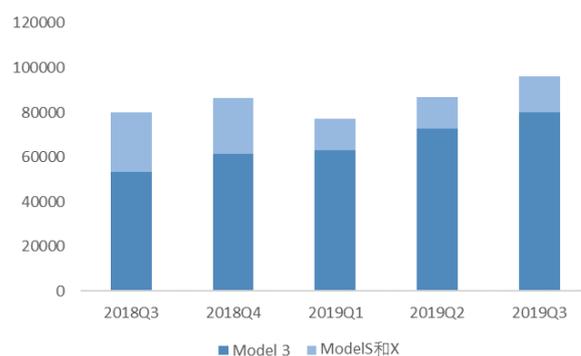
特斯拉是新能源汽车行业的“苹果手机”。特斯拉目前是全球新能源汽车的标杆企业,截止 2019 年 10 月份,特斯拉累计销售 80.7 万台新能源汽车,位居全球第一,其产品从高端向中低端逐渐渗透,Model 3 是其电动车产品大规模普及的关键车型。Model 3 经历了产能爬坡后,目前逐渐占据销量主力,2019 年第三季度特斯拉汽车发货为 9.72 万辆,其中 Model 3 为 7.97 万辆,占比 82%。产能方面,目前特斯拉有美国工厂 9 万辆的 Model S&X, 35 万辆 Model 3 以及未来上海工厂的 15 万辆 Model 3 产能。产量方面,2019 年前三季度特斯拉发货量为 25.56 万辆,预计全年将达到 36 万辆左右。

图 39: 特斯拉交付量(万辆)



资料来源:公司公告,财富证券

图 40: 每个季度特斯拉汽车的产量



资料来源:公司公告,财富证券

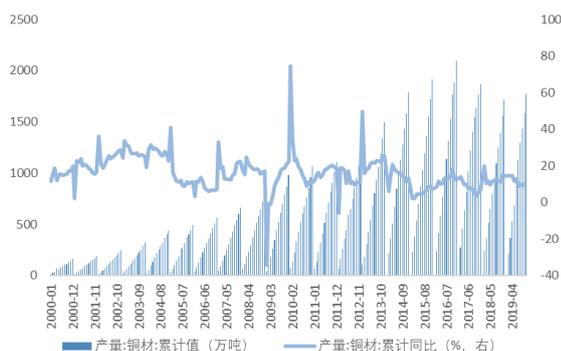
国产化特斯拉将为国内新能源汽车市场带来重要增量。特斯拉上海工厂从 2019 年 1 月破土动工,2019 年 10 月实现 Model 3 投产,预计在 2019 年年底达到 1000 辆/周的产能,2020 年达到 3000 辆/周的产能,一期规划每年 15 万辆的产能,远期规划 50 万辆。我们预计特斯拉将在 2020 年拉动约 12 万辆的销量。按照单车带电量 60kwh 计算,预计拉动动力电池 7.2Gwh(占据 2018 年度 65Gwh 动力电池出货量的 11%)。目前特斯拉 Model 3 的标准版目前售价 35.58 万元(标配基础自动驾驶辅助功能),同时考虑到 Model 3 进入国内的补贴目录,预计实际起售价是 33.1 万元左右,我们认为随着上海工厂的规模化效应启动,未来价格仍有下降空间,这将重塑国内新能源汽车产业链。

### 3.3 铜加工板块: 5G 等新需求带动下的投资机会

铜加工是传统的成本加成行业。近三年国内铜材的产量为 1800 万吨左右，2019 年 1-11 月累计产量为 1774.8 万吨，同比增速为 10.7%。铜材分为棒材、线材、板材，其中棒材应用于五金领域，线材以工业需求为主，板材相对中高端，大多用于汽车、消费电子、电气设备等领域，而掺杂了其他元素的铜合金带材应用场景更为高端，可以用于半导体、5G、集成电路等领域。从毛利率角度来看，传统的棒材、线材的业务毛利率大约为 8% 左右，板材一般在 10%-15%，而高端的铜合金毛利率大多在 20% 以上（国际铜板带龙头企业威兰德毛利率在 30% 左右）。

5G 等新需求带动下的高端铜合金的投资机会可期。国内的铜板材每年产量大约占据铜材的 20%，高端的铜材料仍然较为紧缺，2018 年国内进口的铜合金板约为 23.9 万吨，进口均价为 8.5 万元/吨，而同期的电解铜均价为 5.1 万元/吨，价差为 3.4 万元/吨，远高于普通铜产品 3000-4000 元/吨的加工费。我们认为在未来的 5G、半导体时代，需要更多的高强度、高导热性、高导电性的铜合金，相关的产品可以摆脱传统低毛利率的加工模式，享受高溢价。

图 41：国内铜材累计产量和增速



资料来源：wind，财富证券

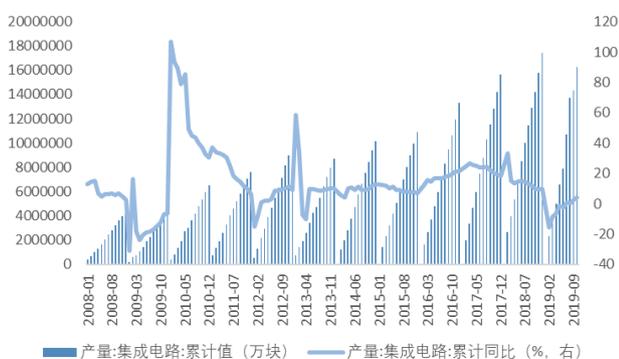
图 42：高端铜合金应用



资料来源：博威合金公司公告，财富证券

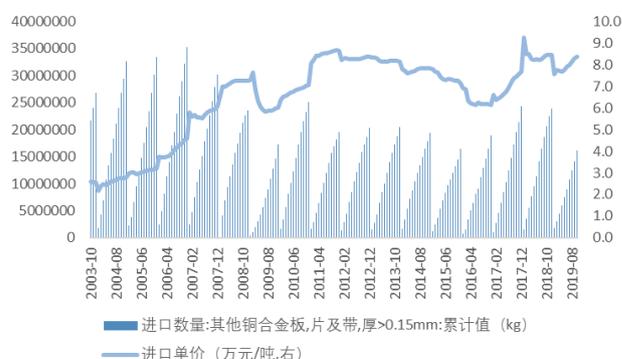
备注：上图为手机引线框架，下图为手机 typec 连接器

图 43：国内集成电路产量及增速



资料来源：wind，财富证券

图 44：国内铜合金板带进口数据



资料来源：wind，财富证券

## 4 投资策略

### 4.1 行业投资策略

对于 2020 年的投资机会，我们看好两条主线，第一条是新能源汽车变革前夜带来的投资机会，关注进入特斯拉供应链的标的。第二条是未来美元指数下行带来的投资机会。

（一）新能源汽车板块，我们看好融入了特斯拉供应链的相关标的。新能源汽车产销方面，我们认为政策端将继续发力，公共领域的电动化或将提速，叠加特斯拉、外资车企在国内的逐步发力，我们认为 2020 年度或是新能源汽车行业的拐点。

行业风险方面，我们认为在提升能量密度的主逻辑下，安全性仍然是目前需要重点考虑的问题，需要警惕出现连续的安全事故导致的行业短期遇冷。同时我们认为 2020 年小型企业的现金流会依然紧张，行业加速整合，利好龙头企业。

（二）在有色金属领域，我们认为 2020 年整体是估值修复。目前部分金属在 2019 年中开始陆续出现供给收缩，比如锂、钴、钨、铜等，2020 年的重点转向需求侧，我们认为供给收缩到位且需求有成长逻辑的品种将有较好的表现。

（1）铜板块，供给端的紧平衡从生产端传导到冶炼端，看好房地产后周期和 2020 年上半年新一轮库存周期对铜价的催化。同时看好 5G、半导体需求带动下的高端铜加工企业的投资机会，相关企业具有量价齐升的逻辑。（2）贵金属板块，我们认为 2020 年上半年伴随着全球库存周期的启动，黄金或将继续蓄势，但是随着美国未来经济继续下滑，我们认为美元指数未来下跌是大概率事件，同时美联储在经济下滑的情况下，无法保持货币政策的独立，或将继续开启货币闸门，从预防式降息转向衰退式降息，从而助推贵金属牛市。（3）钴板块，随着消费电池和新能源汽车市场的增长，未来将有效拉动钴的需求增长，钴价中枢或将继续抬升。

### 4.2 关注标的

#### （1） 山东黄金

**业绩情况。**2019 年前三季度实现营收 649.42 亿元，同比增长 37.88%；实现归母净利润 9.47 亿元，同比增长 15.15%；实现扣非归母净利润 9.34 亿元，同比增长 13.73%。公司 Q3 单季度实现营收 255.36 亿元，同比增长 77.86%；实现归母净利润 3.38 亿元，同比增长 133.62%；实现扣非归母净利润 2.70 亿元，同比增长 68.25%。

**纯正黄金标的，显著受益于黄金价格上涨。**公司 2018 年度矿产金量为 39.32 吨，同比增长 3.43 吨，增幅 9.57%。公司黄金储量为 831 吨，仅次于紫金矿业。我们看好 2020 年美元指数下调以及黄金价格的上涨。公司作为较为纯正的黄金标的，显著受益于黄金价格上涨。

**盈利预测。**预计 2019-2021 年实现营收 784.87/963.27/1066.61 亿元，实现归母净利润 14.43/21.31/27.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.69、0.89 元/股，对应每股净资产分别是 7.66、8.24、8.96 元/股，维持“推荐”评级。

### (2) 盛达资源

**业绩情况。**公司 2019 前三季度实现营收 19.57 亿元，同比增长 1.46%，归母净利润 3.40 亿元，同比减少 5.14%。单三季度实现营收 8.00 亿元，同比减少 23.45%，归母净利润 1.28 亿元，同比减少 0.72%。

**收购金山矿业，资源储量得到扩充。**公司在 2018 年以 12.48 亿元的价格收购盛达集团持有的金山矿业 67% 股权，收购金山矿业使得公司白银资源增长超过 70%，达到 8200 吨左右。金山矿业目前的采选规模为 48 万吨/年，预计 2020 年提升至 90 万吨/年，将为公司未来的业绩增长带来贡献。

**盈利预测。**根据公司未来的业务进展和产品价格走势，我们预测公司 2019-2021 年实现营收 25.68/29.38/33.81 亿元，实现归母净利润 4.16/4.86/5.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.60/0.70/0.82 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

### (3) 寒锐钴业

**业绩情况。**公司 2019 年前三季度实现营收 12.43 亿元，同比减少 42.43%，归母净利润-0.40 亿元，同比 2018 年前三季度的 7.08 亿元出现亏损。第三季度实现营收 3.21 亿元，同比减少 51.14%；归母净利润 0.36 亿元，同比减少 79.19%，公司第三季度业绩环比扭亏，主要是由于钴价环比提升带来的。

**未来业绩或受益于量价齐升。**公司 2019H1 报告中，钴相关产品营收占比约为 87.4%，电解铜业务营收占比约为 12.5%。公司未来计划在科卢韦齐扩产 2 万吨电解铜和 5000 吨电积钴项目，预计 2020 年下半年投产。同时公司计划非公开发行股份募集约 19 亿元，用于 1 万吨金属钴和 2.6 万吨三元前驱体项目。价格方面，我们认为钴的供给在嘉能可的停产事件影响下增速放缓，需求端我们看好消费电池和动力电池行业的增长，同时叠加消费电池单机带电量 and 新能源汽车单车带电量的提升，钴的需求增速或将更高。

**盈利预测。**我们预测公司 2019-2021 年实现营收 18.87/31.01/40.78 亿元，归母净利润 0.32/2.74/3.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.12、1.02、1.46 元/股，每股净资产分别为 6.33、7.17、8.40 元/股，维持“推荐”评级。

### (4) 云南铜业

**业绩情况。**前三季度实现营收 444.19 亿元，同比增长 42.57%；实现归母净利润 6.17 亿元，同比增长 44.78%。公司 Q3 单季度实现营收 187.66 亿元，同比增长 71.44%；实现归母净利润 2.40 亿元，同比增长 47.30%。公司业绩的增长主要是由于铜产量的提升。

**收购迪庆有色，铜矿资源翻倍。**收购迪庆有色后，公司达到共约 482 万吨的铜资源储量，资源量翻倍。同时公司旗下东南铜业 40 万吨铜冶炼基地项目逐步达产，阴极铜产

能得到较大的增长。

**盈利预测。**预计公司 2019-2021 年实现营收 624.36/663.25/703.52 亿元，实现归母净利润 9.31/11.05/12.35 亿元，对应 EPS 分别为 0.55、0.65、0.73 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

#### (5) 博威合金

**业绩情况。**前三季度实现营收 52.87 亿元，同比减少 2.81%；实现归母净利 3.29 亿元，同比增长 7.82%；实现扣非归母净利 2.73 亿元，同比增长 7.08%。公司 Q3 单季度实现营收 19.41 亿元，同比减少 6.14%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 3.78%；实现扣非归母净利 1.06 亿元，同比增长 5.33%。公司前三季度营收同比减少主要是由于中美贸易摩擦导致产品销售不及预期，归母净利润的增长主要是高端合金产品的占比提升带来的。

**高端材料制造商，毛利率稳步提升。**公司主营铜合金、精密细丝和光伏组件业务，根据公司 2019H1 报告，铜合金板块占据营收的 65%，毛利的 59%；精密细丝占据营收的 19%，毛利的 23%；光伏板块占据营收的 16%，毛利的 14%。得益于公司高毛利产品结构占比提升，近年来公司毛利率稳步提升。公司 2019 年度收购博德科 100% 股权，进军切割丝领域，产品广泛应用于智能终端及装备、汽车电子、半导体芯片、通讯及 5G 等。

**盈利预测。**根据公司未来的业务进展和产品价格走势，我们预测公司 2019-2021 年实现营收 79.43/87.98/94.76 亿元，实现归母净利润 4.47/5.36/6.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.65/0.78/0.93 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

#### (6) 亿纬锂能

**业绩情况。**公司 2019 年前三季度实现营收 45.77 亿元，同比增长 52.12%，归母净利润 11.59 亿，同比增长 205.94%。单三季度实现营收 20.47 亿元，同比增长 81.94%，归母净利润 6.58 亿，同比增长 199.23%。公司业绩超预期，主要得益于电子烟业务、消费电池等业务的高速增长。

**公司业务分散，动力电池业务进展良好。**公司主要有消费类电池、锂原电池、动力电池等业务，业务结构分散且合理。公司在锂原电池、电子烟（目前为投资收益部分）业务深耕多年，具有良好的护城河。动力电池方面，公司进入戴姆勒、现代起亚的供应链，是目前二线电池代表企业。

**盈利预测。**我们预测公司 2019-2021 年实现营收 67.82/104.14/141.17 亿元，归母净利润 16.76/20.07/25.42 亿元，对应 EPS 分别为 1.73、2.07、2.62 元/股，维持“推荐”评级。

#### (7) 宁德时代

**业绩情况。**公司前三季度实现营业收入 328.56 亿元，同比增长 71.7%；归母净利润 34.64 亿元，同比增长 45.7%。公司 2019Q3 营收 125.92 亿元，同比增长 28.8%，环比增长 22.5%；归母净利润 13.62 亿元，同比下降 7.2%，环比增长 29.6%。

**龙头地位显著。**公司是国内动力电池龙头企业，产能不断拓展，国内外重要车企均是其客户；得益于优良的工程师文化，产品技术优良，研发实力强劲；公司电池产品占据国内约 45% 左右的市场份额，行业地位稳固。

**盈利预测。**我们预测公司 2019-2021 年实现营收 422.86/558.30/715.35 亿元，归母净利润 45.01/54.95/66.93 亿元，对应 EPS 分别为 2.04、2.49、3.03 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

#### (8) 新宙邦

**业绩情况。**前三季度实现营收 16.97 亿元，同比增长 9.38%；实现归母净利 2.39 亿元，同比增长 15.08%；实现扣非后归母净利 2.30 亿元，同比增长 21.72%。公司 Q3 单季度实现营收 6.40 亿元，同比增长 13.31%；实现归母净利 1.05 亿元，同比增长 20.63%；实现扣非后归母净利 1.04 亿元，同比增长 19.68%，

**业务稳健。**电解液板块量增价稳，2020 年度随着海外客户的电动化进度提速，公司电解液业务有望大幅增长。2019 年三季度以来氢氟酸、R22、R134a 等产品价格下跌，带动产品原材料六氟丙烯价格的下跌，有效增厚了海斯福的利润。半导体化学品为公司近年重点发展的业务，未来有望继续为公司贡献业绩增量。

**盈利预测。**预测公司 2019-2021 年实现营收 24.79/33.11/41.82 亿元，实现归母净利润 3.60/4.44/5.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.95、1.17、1.41 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

## 5 风险提示

(1) 有色金属产品价格下跌；(2) 新能源汽车产销量不及预期；(3) 插电式混合动力汽车发展超预期；(4) 新能源汽车出现重大连续安全事故导致行业短期遇冷；(5) 动力电池技术发生重大变更；(6) 氢燃料电池发展超预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438