

行业研究/年度策略

2020年11月18日

行业评级:

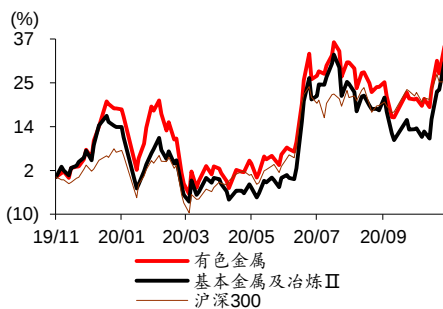
有色金属 增持(维持)
基本金属及冶炼II 增持(维持)

李斌 SAC No. S0570517050001
研究员 SFC No. BPN269
libin@htsc.com
邱乐园 SAC No. S0570517100003
研究员 SFC No. BQB163
010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1《有色金属：行业周报（第四十六周）》2020.11
- 2《有色金属：周期行业数据周报（第四十五周）》2020.11
- 3《有色金属：行业周报（第四十五周）》2020.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

淡化周期，机遇显现

有色行业 2021 年度策略

21 年铜铝锌基本金属面临分化；黄金和新材料景气处上行通道

基本金属短期供需趋于平衡，21 年供需格局面临分化；铜和铝趋于平衡，锌供给预期过剩。未来 1-2 年全球货币宽松政策或延续，低利率或负利率利好金价。此外，我们认为全球贸易摩擦和国内强化内循环背景下，关键材料国产替代持续加速，存在投资机遇。我们建议关注宝钛股份、贵研铂业和博威合金。

全球经济复苏，21 年铜铝锌基本金属供需格局预期分化

全球经济持续复苏，铜、铝和锌作为主要基本金属，当前低库存和低 TC 均预示供需格局短期向好。但我们认为 21 年三个品种供需格局可能出现分化，铜和铝供需格局预期趋于平衡，铜价或将在 5.1 万元/吨附近震荡，铝价则在 1.5 万元/吨附近震荡；锌供需格局趋于过剩，锌价可能走弱。

货币宽松情景利好黄金，资产配置中黄金中长期收益居前

回顾石油危机、科技危机和次贷危机，危机期间因避险和实际利率下行金价会上涨；危机过后，在利率继续维持低位而经济复苏推升通胀时，金价会再次上涨。截至 20.11，发达国家央行基准利率大多已降至零或负利率水平，货币政策恢复正常化短期内仍不可期。因此我们认为美欧日 21 年实际利率为负的情景将延续，金价上涨逻辑未变。另据国际金协，70 年代至 19 年，实际利率为负情景下黄金年均收益率超 15%。

钴锂：无钴化存争议，锂行业重回景气上行通道

未来全球对钴锂需求的增量主要来自 3C 领域及新能源汽车动力电池。因无钴化应用尚需时日，我们认为短期新能源汽车产销持续向好反而将增加钴用量，钴下游需求无虞，20-21 年供需格局仍将持续改善；但长期确存不确定性。锂行业重回景气上行通道，我们认为寻找投资机遇应关注有望优先享受市场规模增长红利企业，掌握上游资源、明确的产能扩张、绑定头部客户三要素缺一不可。基于此，我们梳理了 A 股主要锂盐企业，以期从中挖掘更具投资价值的标的。

新材料：国产化进程加速，戴维斯双升有望持续

新材料是制造业转型升级的关键环节，内循环背景下面临机遇如下：半导体、5G 等产业加速发展催生材料需求，及传统产业如消费电子、汽车等领域的关键材料国产替代。我们统计新材料行业季度平均净利润从 16Q3 的 0.42 亿元上升至 20Q3 的 0.9 亿元，增长幅度达到 114%；季度平均净利润率从 16Q3 的 9.51% 上升至 20Q3 的 14.96%，增长 5.45pct。估值方面，近 10 年新材料 PE (TTM) 震荡上行，从 11X 升至当前 70X 左右，尤其是 18Q3-20Q3 快速上升。从个股看，42% 的个股 PE (TTM) 低于 1/4 历史分位，69% 的个股 PE 低于 1/2 历史分位 (16Q1-20Q3)。

风险提示：二次疫情超预期；货币政策出现转向；下游需求不及预期等。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600456 CH	宝钛股份	36.00	买入	42.24	0.56	0.74	0.96	1.14	64.29	48.65	37.50	31.58
600459 CH	贵研铂业	24.38	增持	31.72	0.53	0.78	0.95	1.17	46.00	31.26	25.66	20.84
601137 CH	博威合金	12.30	买入	17.76	0.64	0.74	0.87	0.90	19.22	16.62	14.14	13.67

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

经济复苏背景下，有色下游入佳境.....	3
2021 年全球宽松货币政策预期延续，金价上涨逻辑未变	5
铜铝锌中期供给增加价格走势可能分化	7
钴锂：无钴化存争议，锂行业重回景气上行通道	9
需求：5G 手机贡献 3C 领域需求增量，全球汽车电动化趋势确立	9
钴：无钴化尚在推进，长期存不确定性	11
锂：在景气上行过程中寻找投资机遇	12
自主可控和技术迭代，新材料产业加速发展	17
自主可控和技术迭代需求催生我国新材料产业发展	17
近 10 年新材料产业 PE 持续上行，近 2 年国产化进程加速	18
从个股来看，69%的个股处于近 5 年 PE（TTM）中位水平以下	20
关注新材料品种的国产化进展	21
重点推荐标的	23
宝钛股份（600456 CH，买入，目标价：42.24 元）	23
贵研铂业（600459 CH，增持，目标价：31.72 元）	23
博威合金（601137 CH，买入，目标价：17.76 元）	23
风险提示	25

经济复苏背景下，有色下游入佳境

针对国内经济，据华泰宏观《财政宽松落地推动社融 M2 再超预期》(20.10.14) 和《10 月数据预测：总需求继续回升，货币政策保持中性》(20.10.31)，即便货币政策保持中性、近期地产成交有所走弱，但工业企业现金流整体修复趋势仍在，服务业消费、制造业投资、及出口等部门需求进一步回升，有望支撑整体经济增长；此外基建增速有望进一步加快上行，部分工业原材料和工业机械有望从去库存切换到主动补库存；高技术产业生产端维持高增速。此外，20.11.3《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》全文发布；其中明确提出“科技创新是提升综合国力的第一驱动力；加速产业升级与发展战略性新兴产业并重，打造自主可控的全产业链”。建议提到的战略新兴产业包括信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业，承接十三五进一步发展。

针对海外经济，美国、欧元区 20 年三季度 GDP 陆续公布，不变价同比增速分别比 Q2 回升 6.1 和 10.5 个百分点达到约-2.9%和-4.3%；整体看，Q3 美欧居民消费改善幅度均大于工业生产，相对上半年一次疫情期间，发达经济体消费均有可观改善，美欧日三季度消费数据同比均已转正。

随着经济复苏，我们发现与有色消费相关性高的领域盈利复苏明显，例如电新、机械制造、军工、家电、汽车、电子和通信行业板块盈利水平已经进入近 5 年（2015Q1-20Q3）高位（据 Wind 中信行业分类）；因此我们认为有色相应需求将同步复苏，对应金属价格有望上涨，形成投资机遇。此外十四五规划要点中针对科技创新和产业补短板重点提及，因此我们认为新材料也存在诸如国产替代、产品升级等投资机遇。

图表1：十四五规划要点中科技创新和产业链补短板举足轻重

	十四五建议要点
量化目标	暂无，以定性为主、蕴含定量方式
人民生活	2035 远景目标中，首次提出全体人民共同富裕取得更为明显的实质进展
“双循环”战略	坚持扩大内需这个战略基点；推动形成宏大顺畅的国内经济循环以更好吸引全球资源要素，提升我国产业技术发展水平
战略新兴产业	信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业
战略科技项目	瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科学、深地深海等前沿领域。

资料来源：SMM、ILZSG、安泰科、泰证券研究所

图表2： 部分有色和材料相关产业已恢复至高盈利水平

	2015-20Q3 净利润率 低值	2015-20Q3 净利润率 高值	20Q3 净利润率均值 所处历史分位	20Q1-3 净利润率均值 所处历史分位
单季度净利率	%	%		
石油石化	-2.3	9.1	100.00%	40.40%
有色金属	-4.3	4.2	84.08%	75.50%
电力及公用事业	0.6	17.1	91.66%	75.10%
基础化工	-12.9	9.7	88.73%	85.60%
建筑	2.8	4.4	31.82%	32.20%
建材	1.3	18.5	85.33%	76.60%
轻工制造	2	10.5	80.26%	64.20%
机械	-5	9.6	87.99%	83.80%
电力设备及新能源	0	9.4	100.00%	85.40%
国防军工	1.3	10.5	55.86%	71.50%
汽车	1.1	5.8	73.82%	48.90%
商贸零售	-1.5	5.1	52.17%	50.10%
消费者服务	-9.4	12.8	100.00%	49.40%
家电	0.7	8.9	96.52%	78.20%
纺织服装	-3.2	12	60.49%	55.70%
食品饮料	11.5	21.4	72.71%	81.80%
农林牧渔	-3.7	15	100.00%	89.00%
房地产	8.1	14.2	17.56%	26.90%
交通运输	-1.7	9.1	62.93%	32.10%
电子	-4.1	8.2	98.86%	85.20%
通信	-1.6	5.3	92.43%	82.60%
计算机	-5.6	13	52.98%	46.00%
传媒	-36.1	13	93.19%	90.70%
综合	-5.4	8.6	55.53%	49.90%

资料来源：wind, 华泰证券研究所

2021 年全球宽松货币政策预期延续，金价上涨逻辑未变

据 20.10 华泰宏观《海外每月图解：二次疫情及大选噪音未阻需求改善》，目前全球主要央行都在继续扩表，货币政策正常化仍不可期。G3 央行资产负债表规模已创历史新高，10 月份美联储、欧央行与日本央行扩表幅度环比分别增加 1.3%、1.2%和 0.05%。超宽松货币政策仍在延续，9 月美国、日本 M2 同比增速再破历史新高，欧元区 M2 同比增速也接近历史高点。发达国家央行基准利率大多已降至零或负利率水平，9 月以来没有进一步降息操作，但考虑各国财政刺激难以形成合力，货币政策恢复正常化短期内仍不可期。

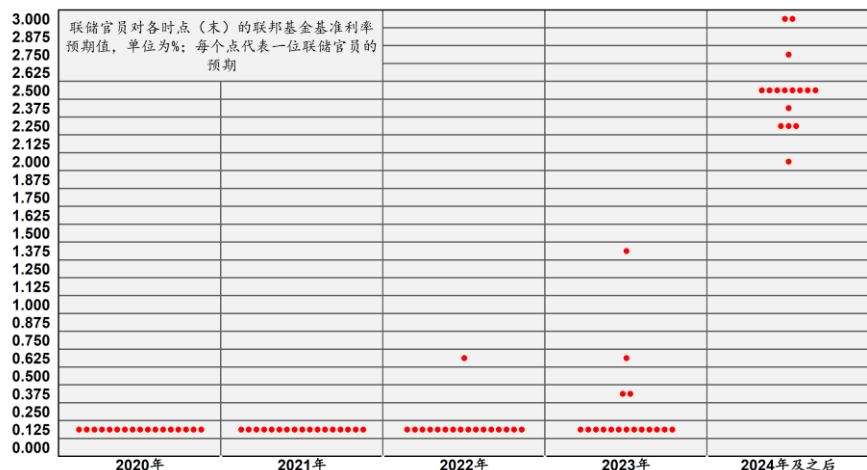
据 20.06 华泰有色《观短重长，细辨景气待拐点》，危机和货币宽松情景利好黄金，资产配置中黄金中长期收益居前。回顾石油危机、科技危机和次贷危机，危机期间因为避险和实际利率下行金价会上涨；危机渡过后，在利率维持低位并未收紧而经济复苏推升通胀时期，金价会再次上涨。20 年新冠疫情致使全球主要经济体都采取积极宽松的货币政策；据 Wind，2020 年 1-10 月 10 年期美通胀指数国债利率已降至负值，且美元趋弱。Comex 金价于 8 月涨超 2000 美元/盎司；后因美欧经济数据差异等因素，导致美元指数 8 月在 92 附近出现反弹，金价随即在 1900 美元/盎司附近高位震荡。今年 11 月美联储 FOMC 声明：经济仍面临不确定性，预计接近于零的利率将维持至 2022 年底；我们认为实际利率为负的情景将延续，金价长期上涨逻辑未变。另据国际金协，70 年代至 2019 年，实际利率为负情景下黄金年均收益率超 15%。建议关注产量有增量的黄金公司。

图表3：全球央行基准利率调整跟踪：至 20.09.20 发达国家利率水平已降至零或负利率水平

	Oct-19	Nov-19	Dec-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	年初以来累计 变化：百分点	最新值(%)
发达国家														
美国	-0.25					-1.50							-1.50	0.00
欧元区													0.00	-0.50
日本													0.00	-0.10
英国						-0.65							-0.65	0.10
加拿大						-1.50							-1.50	0.25
澳大利亚	-0.25					-0.50							-0.50	0.25
新西兰						-0.75							-0.75	0.25
瑞典			0.25										0.00	0.00
挪威						-1.25		-0.25					-1.50	0.00
丹麦						0.15							0.15	-0.60
瑞士														-0.75
新兴市场														
中国		-0.05			-0.10		-0.20						-0.30	3.85
韩国	-0.25					-0.50		-0.25					-0.75	0.50
中国台湾						-0.25							-0.25	1.125
中国香港	-0.25					-0.35	-0.54	-0.49	-0.12				-1.50	0.50
印度	-0.25					-0.75		-0.40					-1.15	4.00
印尼	-0.25					-0.25				-0.25	-0.25		-1.00	4.00
泰国		-0.25			-0.25	-0.25		-0.25					-0.75	0.50
马来西亚				-0.25		-0.25		-0.50		-0.25			-1.25	1.75
菲律宾					-0.25	-0.50	-0.50		-0.50				-1.75	2.25
巴西	-0.50		-0.50		-0.25	-0.50		-0.75	-0.75		-0.25		-2.50	2.00
墨西哥		-0.25	-0.25		-0.25	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.50	-0.25	-3.00	4.25
俄罗斯	-0.50		-0.25		-0.25	-0.50		-0.50					-2.00	4.25
土耳其	-2.50		-2.00	-0.75	-0.50	-1.00	-1.00	-0.50				2.00	-1.75	10.25
南非				-0.25		-1.00	-1.00	-0.50		-0.25			-3.00	3.50

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表4：9月点阵图显示 2023 年前大概率维持零利率环境



数据来源：Bloomberg，FOMC，华泰证券研究所

图表5：典型经济危机金价表现和宏观情景回顾

危机	时间周期	道指	金价	核心 CPI	10Y 国债 收益率	实际利率	GDP 不变价同比	美元指数	周期	金价涨跌原因
石油危机 1973-1974										
上半场	1973.01-07	跌	涨	上升， 2.8->3.2	上升， 6.54->7.43	上升， 3.74->4.23	下降， 2.52->1.59	下降， 109->92.9	滞胀	美元跌，避险
中场	1973.08-12	跌	跌	上升， 3.2->4.7	V 型， 7.25->6.69-> 6.9	下降， 4.05->2.2	下降， 1.59->1.34	上升， 95.8->102.4	滞胀	美元涨，对之前 实际利率上涨与 预期期间进行纠偏
下半场	1974.01-12	跌	涨	上升， 4.7->11.1	震荡上升， 7->8.11->7.4	下降， 2.08->负 3.7	下降， 1.34->负 0.65	下降， 106->97	滞胀	美元跌，避险、 保值
科技泡沫危机 2000.03-2002.12										
上半场	2000.3-01.2	V 型 微跌	跌	上升， 2.4->2.65	下降， 6.03->4.92	下降， 3.63->2.27	下降， 1.4->0.77	下降， 105.5->112	衰退	美元涨，风险资 产 V 型反转未激 发避险情绪
下半场	2001.3-02.12	跌	涨	下降， 2.7->1.9	下降， 4.93->3.83	V 型， 2.23->1.43->1.93	V 型， 0.77->0.05->0.7	尖顶， 117.5->120->101	衰退	美元跌，避险、 保值
美国次贷危机 2008-2009.03										
上半场	2008.1-3	跌	涨	持平，2.4	下降， 3.67->3.45	下降， 1.27->1.05	持平 0.38， 较 17 年峰值 0.74 下降	下降， 75->72	衰退	美元跌，避险
中场	2008.4-12	跌	跌	下降， 2.3->1.8	下降， 3.77->2.25	下降， 1.76->0.45	下降， 0.36->负 1 附近	上升， 72.6->85	衰退	美元涨，黄金的 避险和保值宏观 条件具备，但未 发生
下半场	2008.11-09.3	跌	涨	持平于 1.8 附近	上升， 2.25->3 附近	上升， 0.45->1.1 附近	持平于负 1.1 附近	持平于 85 附近	衰退	美元跌，避险、 保值，对中场黄 金下跌的修正

资料来源：Wind、华泰证券研究所；核心 CPI、10Y 国债收益率、实际利率、GDP 不变价同比单位均为%，且为实际数值

图表6：17-22f 黄金公司矿产金产量

产量 (吨)	2017	2018	2019	2020e	2021F	2022F
赤峰黄金	2.06	1.52	2.07	5.00	11.90	17.00
山东黄金	35.88	39.32	40.12	40.30	45.20	49.37
中金黄金	25.39	24.36	24.69	22.14	22.50	23.50
恒邦股份	1.30	1.30	1.30	1.50	1.50	2.00
银泰黄金	2.15	5.56	5.97	8.24	9.49	10.13
紫金矿业	37.48	36.50	40.83	41.00	49.34	60.27

资料来源：公司公告，华泰证券；注：产量并非权益量，为并表产量

铜铝锌中期供给增加价格走势可能分化

铜、铝和锌作为主要基本金属，供需格局短期向好，金属价格自 3 月底我国疫情得到控制后均震荡上行。据 Wind 统计数据，截至 20 年 10 月冶炼铜和冶炼锌 TC 加工费分别处于 15 年以来最低位和 43%分位，且铜和锌交易所等显性库存分别处于 32%分位和 30%分位。我们认为低 TC 和低显性库存预示铜和锌供需格局短期偏紧向好；截至 20.10.31，LME 铜价和锌价相比新冠疫情期间的价格低点分别上涨了约 41.5%和 44.9%。国内电解铝行业也在 3 月疫情峰值过后需求改善好于供给改善，社会库存去化到自 15 年 10 月以来低位（位于期间库存 22%低分位水平），产能利用率也于 5 月低位的 87.13%恢复至 10 月的约 90%，截至 20.10.31，LME 铝价相比新冠疫情期间的价格低点上涨了约 24.9%。

21 年随着供需变化，我们认为铜、铝和锌供需格局可能出现分化，铜和铝供需格局预期趋于平衡，我们认为铜价将在 5.1 万元/吨附近震荡，铝价则在 1.5 万元/吨附近震荡；锌供需格局趋于过剩，锌价则可能走弱。

1) 电解铝：21 年供需趋于紧平衡

据阿拉丁，截至 20.09 中国电解铝运行产能规模从年初的 3671 万吨增至 3855 万吨/年；SMM 预期 20 年国内电解铝需求约 3820 万吨。运行产能与需求基本平衡。据 SMM，21 年预期继续增加电解铝产能 316 万吨，其中 70 万吨产能预期 21 年下半年投产，我们假设 70 万吨达产率 40%，其余达产率 80%，则供给预期同比增约 7%至约 4080 万吨。据 SMM，17-19 年电解铝需求增速从 8.5%降至-1.4%，20 年同比增长 5.8%至约 3820 万吨；据 IMF 20.10《世界经济展望》21 年中国 GDP 增速预期恢复至 8.2%，因此我们认为 21 年电解铝需求可能延续 20 年 5-6%的增速，对应需求约为 4011-4049 万吨。截至 20.10 电解铝显性库存约为 70 万吨，处于 15.10-20.10 近 5 年低位，库存周转天数约为 6.8 天（库存/消费折算对应消耗天数），近 5 年均值约为 12 天；因此 21 年电解铝补库需求预期约为 50 万吨。21 年供给超过需求约 30.6-68.8 万吨，考虑约 50 万吨补库需求，则供需格局趋于平衡，价格预期将维持在 20 年 11 月中旬 1.5 万元/吨附近震荡。

2) 冶炼铜：21 年供需紧平衡状态预期延续

Wood Mackenzie 预期 20 年冶炼铜供需格局趋于平衡，小幅过剩 0.60%，对应需求预期约 2311 万吨。据安泰科，20-21 年全球铜矿计划扩产约 40 万吨和 67 万吨，矿山投扩产计划受疫情影响有所放缓，但矿山资本支出后增产趋势难改。20-21 年新增矿山产能预期合计约 107 万吨，考虑达产周期一般为 3 年（60%/80%/100%节奏）和部分老矿品位下降影响，我们预期 21 年供给增加约 49 万吨至 2374 万吨。17-19 年全球冶炼铜年需求平均增速约 1.7%；我们假设 21 年需求增速为 1.7%，则需求预期达到 2350 万吨，对应全球冶炼铜过剩约 1%（对应过剩量约为 24 万吨），仍然处于紧平衡。鉴于冶炼铜交易所和保税区合计显性库存目前处于近 5 年低位，但 9 月开始出现小幅累库，我们认为 21 年紧平衡状态下铜价将在相对高位持稳，预期维持在 20 年 11 月中旬 5.1 万元/吨附近震荡。

3) 锌：供需恶化拐点已经出现

针对锌，据安泰科，20 年预计海外矿企将有 66.4 万吨的新增产能，产量预期 21 年逐步释放，主要增量来自于全球比较大的矿山，如 Vedanta（VEDLIN，无评级）旗下位于南非的 Gamsberg 矿山、印度 Rampura Agucha 矿山、新世纪资源公司（VCZ AU，无评级）旗下 Century Tailings、嘉能可公司（GLEN LN，无评级）旗下 Lady Loretta 矿山以及 Boliden 公司（BOL SS，无评级）旗下 Garpenberg。据 ILZSG，20 年全球冶炼锌需求增速预期为-3.8%，对应需求约为 1320 万吨；据 IMF 20.10《世界经济展望》21 年中国 GDP 增速预期恢复至 8.2%，故 21 年我们预期需求修复到 19 年 1370 万吨水平。据安泰科，20 年冶炼锌供给约为 1345 万吨，21 年供给预期增至 1400 万吨左右。因此，我们预期 21 年锌供需格局将趋于过剩，鉴于冶炼锌 SHF 和 LME 合计库存已经于 20 年 1 月开始累库，随着 21 年矿山产能释放，我们预期价格可能趋弱。

图表7： 21 年基本金属供需格局预期分化

2015-2020.10 期间	2010.10.31 日 价格所处分位	TC 所处 分位	显性库存所 处分位	库存是否已经出现 累库拐点	2021 年供给 预期	2021 年需求 预期	2021 年价格判断
铜	81%	0%	32%	2020.9 出现, 小幅 累库	2374 万吨	2350 万吨	供给过剩约 1%, 库存处于低位, 预期 紧平衡, 铜价预期于 5.1 万元/吨震荡
铝	34%	-	22%	尚未出现, 2020.10 仍在去库	4080 万吨	4011-4049 万吨	供给过剩约 0.77%-1.72%, 但低库存 可能形成补库需求, 因此 21 年预期供 需趋于平衡
锌	50%	43%	30%	2020.1 已经开始累 库	1400 万吨	1370 万吨	供给预期过剩约 2.2%, 价格趋弱

资料来源: SMM、ILZSG、安泰科、泰证券研究所

图表8： 17-22f 年主要铜矿公司自产铜产量预期

产量 (万吨)	2017	2018	2019	2020e	2021F	2022F
西部矿业	4.97	4.71	4.91	4.95	玉龙同业技改扩产计划 2020 年底 完成, 将增加 10 万吨/年铜产量至 约 15 万吨/年。	
江西铜业	20.96	20.83	20.92	21	21	21
云南铜业	5.52	8.00	8.50	10	11	12
中金黄金	1.91	1.95	1.86	7.89	7.89	7.89
紫金矿业	20.80	24.86	36.98	45.62	60.85	96.04

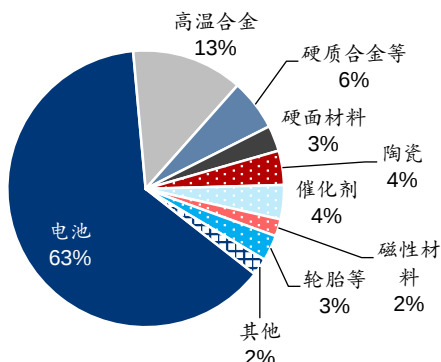
资料来源: 公司公告, 华泰证券; 注: 产量并非权益量, 为并表产量

钴锂：无钴化存争议，锂行业重回景气上行通道

需求：5G 手机贡献 3C 领域需求增量，全球汽车电动化趋势确立

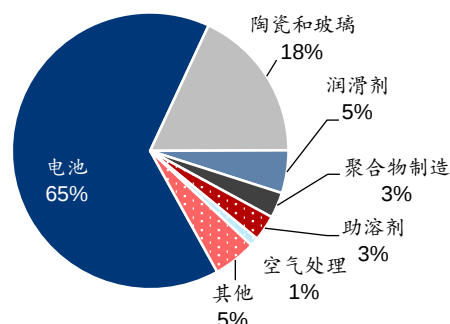
我们认为未来全球对钴锂需求的增量主要来自 3C 领域及新能源汽车动力电池。

图表9： 2019 年钴下游消费结构



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

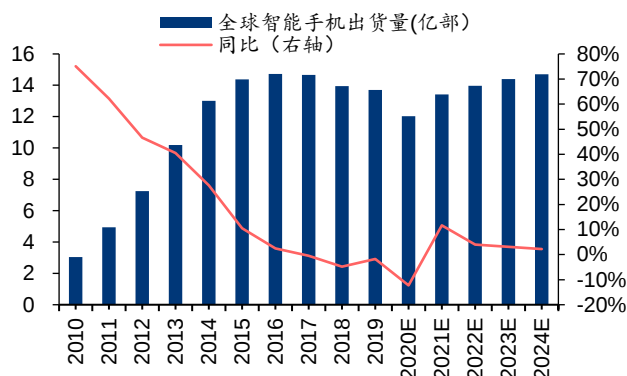
图表10： 2019 年锂下游消费结构



资料来源：USGS，华泰证券研究所

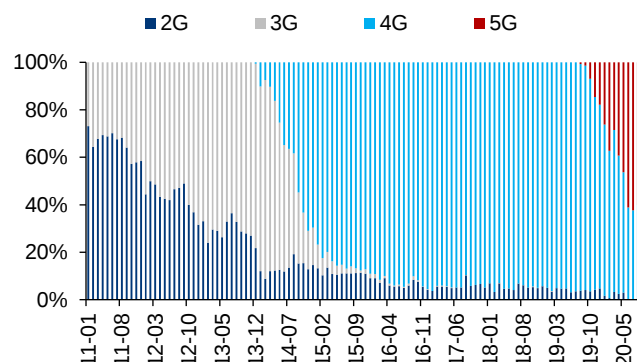
5G 手机贡献 3C 领域需求增量。全球智能手机出货已进入存量市场，但受益于 5G 手机渗透率快速提升及电池容量增加，钴锂在 3C 中的需求仍有增长。

图表11： 全球智能手机出货同比增速放缓



资料来源：IDC，华泰证券研究所

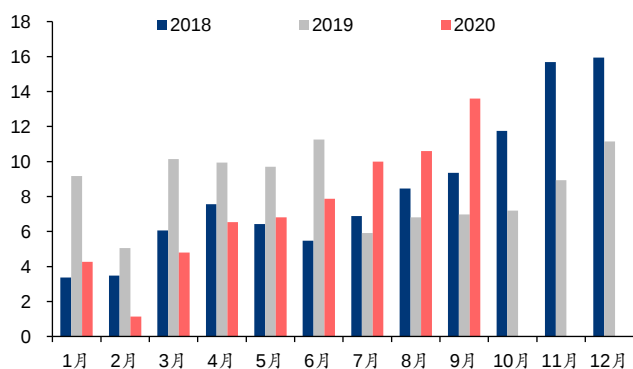
图表12： 2020 年 6-9 月国内 5G 手机出货量占比连续四个月达到 60%



资料来源：工信部，华泰证券研究所

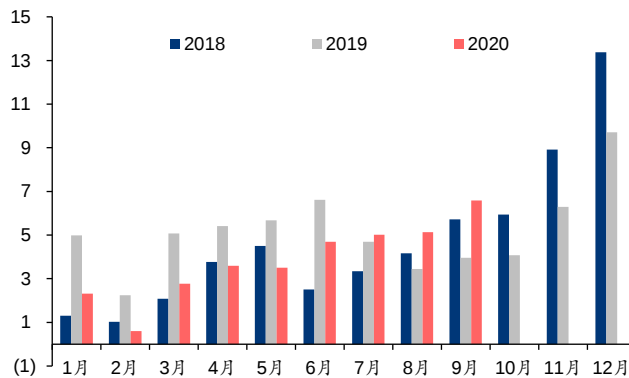
新能源汽车领域，我们认为全球汽车电动化趋势确立，动力电池需求快增提振钴锂需求。对于国内市场，短期看，据 SMM，10 月头部电池企业开工率上涨至 8、9 成，11 月头部电池企业排产计划较 10 月进一步增加；Q4 行业有望保持高热度。因电池排产领先车企一个月，Q4 国内新能源汽车产销或亦有较好表现。中长期看，2020 年 11 月 2 日，国务院办公厅发布《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，规划到 2025 年，我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右，国内新能源汽车产销有望长期向上。

图表13: 2018-20Q1-3 国内新能源车月度产量 (单位: 万辆)



资料来源: 中机中心, 华泰证券研究所

图表14: 2018-20Q1-3 国内动力电池月度装机量 (单位: GWh)



资料来源: 中机中心, 华泰证券研究所

对于海外市场, 欧盟碳排放趋严倒逼欧洲车企电动化进程加快, 疫情短期扰动不改欧洲新能源市场高景气, 特别是 20 年 5 月以来, 欧洲多国新能源汽车刺激政策加码, 欧洲新能源汽车市场强势复苏。据各国汽车协会, 欧洲主流 10 国 10 月新能源车合计销量 13.1 万辆, 同比+204%, 环比-7%, 同比继续大幅提升。

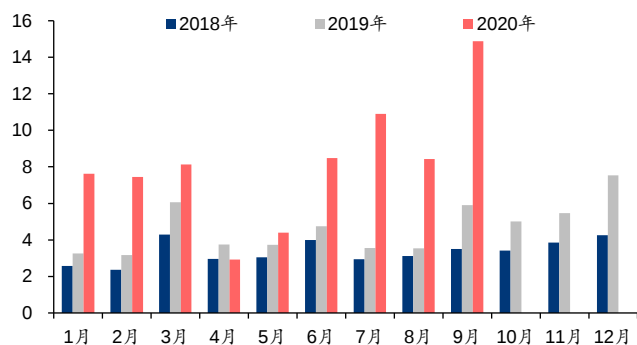
此外, 拜登主张发展新能源, 其计划在就职第一天重新加入《巴黎协定》, 且计划在四年任期内投两万亿美元用于气候行动等。拜登当选美国总统 (目前特朗普拒绝承认败选), 或利好美国未来新能源汽车市场表现。

图表15: 欧洲部分国家对新能源车的补贴加码

国家	政策类别	实施时间	车辆类型	定价区间 (万欧元)	补贴金额 (万欧元)	变动幅度
德国	直接补贴	16-19 年	BEV	<4	0.4	
			PHEV	<4	0.3	
		20H1	BEV	<4	0.6	较 19 年+50%
			BEV	4-6.5	0.5	较 19 年+25%
			PHEV	<4	0.45	较 19 年+50%
			PHEV	4-6.5	0.375	较 19 年+25%
		20H2-21 年	BEV	<4	0.9	较上半年+50%
			BEV	4-6.5	0.75	
			PHEV	<4	0.675	
			PHEV	4-6.5	0.5625	
法国	购置补贴	20 年 1-5 月	个人 BEV	<4.5	0.6	
			个人 BEV	4.5-6	0.3	
			企业 BEV	<6	0.3	
		20 年 6-12 月	个人 BEV	<4.5	0.7	较上半年+17%
			个人 BEV	4.5-6	0.3	
			企业 BEV	<4.5	0.5	较上半年+67%
			企业 BEV	4.5-6	0.3	
			企业 PHEV	<5	0.2	新增补贴
		20 年 1-5 月	个人 BEV	-	0.4	
			企业 BEV	-	0.25	
荷兰	购置补贴	20 年 6 月 -25 年	个人新 BEV	1.2-4.5	0.4	新增补贴
			个人二手 BEV	1.2-4.5	0.2	新增补贴
			企业 BEV	-	0.3	较上半年+20%
			企业 BEV	-	0.5	较上半年+25%

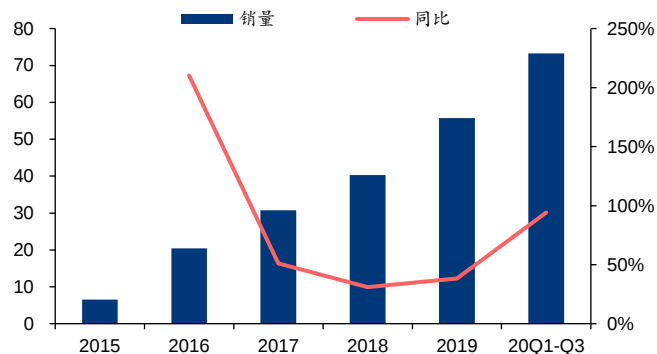
资料来源: 德国联邦政府官网, 法国路透社, 第一电动汽车网, 华泰证券研究所

图表16: 18-20Q1-3 欧洲新能源车月度销量 (单位: 万辆)



资料来源: Marklines, 华泰证券研究所

图表17: 15-20Q1-3 欧洲新能源车销量以及同比增速 (单位: 万辆)



资料来源: Marklines, 华泰证券研究所

钴: 无钴化尚在推进, 长期存不确定性

无钴化应用尚需时日, 钴供需格局仍在改善。考虑到钴价较高且资源分布较为集中, 无钴化一方面可以降低电池材料成本, 另一方面可使原材料供应更加有保障, 部分车企、电池企业、政府支持项目均在推进无钴化研发。如欧洲委员会 (The Community Research and Development Information Service (CORDIS)) 将资助 COBRA 项目 (Cobalt-free Batteries for Future Automotive Applications) 直至 2024 年; 储能公司 SPARKZ 获美国能源部橡树岭国家实验室 (ORNL) 5 项电池技术授权, 用于研发制造无钴高能量密度锂电池。

但无钴化应用尚需时日, 如松下计划在 2-3 年内推出无钴电池, 特斯拉在能量密集型车型中将使用的 100% 镍电池于 2022 年才能实现大规模生产。且新材料的商业化需要时间, 产品开发完成后还要经历小试、中试、量产等各个阶段, 因此我们认为短期新能源汽车产销持续向好反而将增加钴的需求, 钴下游需求无虞; 我们认为 20-21 年供需格局仍将持续改善, 钴价将逐步修复。

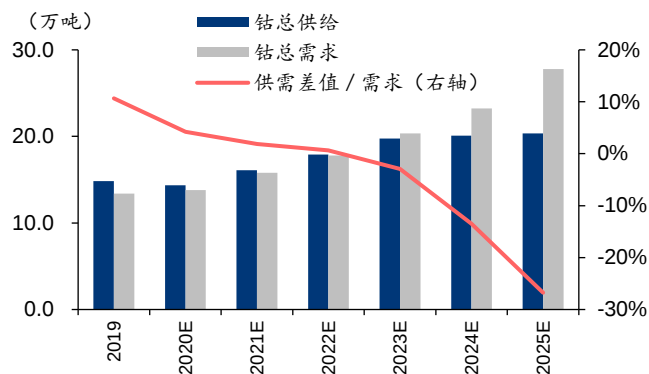
图表18: 全球钴需求预测 (金属量)

全球新能源汽车销量预测, 万辆		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国新能源汽车销量 (万辆)		120.6	160.9	214.0	285.1	380.4	508.0
海外新能源汽车销量 (万辆)		146.4	201.5	279.5	390.5	549.2	776.9
全球新能源汽车销量 (万辆)		267.0	362.4	493.5	675.6	929.5	1285.0
锂电池需求预测, GWh							
NCM 111		10.4	7.6	11.0	15.3	0.0	0.0
NCM 523, 622		116.9	159.1	209.3	261.5	346.9	450.2
NCM 811		15.6	30.5	54.9	91.6	147.6	243.0
NCA		30.9	39.4	50.5	64.6	82.8	106.0
LCO		47.5	53.1	53.0	55.6	58.4	61.3
金属钴需求预测, 万吨							
NCM 111		0.5	0.3	0.5	0.7	0.0	0.0
NCM 523, 622		3.1	4.2	5.5	6.9	9.2	11.9
NCM 811		0.2	0.4	0.6	1.1	1.7	2.8
NCA		0.4	0.5	0.6	0.7	1.0	1.2
LCO		5.2	5.8	5.8	6.0	6.3	6.7
锂电池合计		9.3	11.1	13.0	15.5	18.2	22.6
高温合金		1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8
硬质合金		1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
其它 (磁性材料、催化剂、轮胎粘结剂等)		2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2
需求合计		13.8	15.8	17.8	20.4	23.2	27.8

备注: 我们认为全球汽车电动化趋势确立, 国内外新能源汽车产销有望保持高增长。锂电池需求方面, 我们认为受益于全球新能源汽车产销上行, 锂电池需求增速或有较好表现, 其中, 高镍三元或将为较高的能量密度占比逐渐增加; 传统行业如高温合金、硬质合金等, 金属钴需求增速或相对平稳

资料来源: 安泰科, GGII, 华泰证券研究所

图表19： 情形一全球钴供需测算

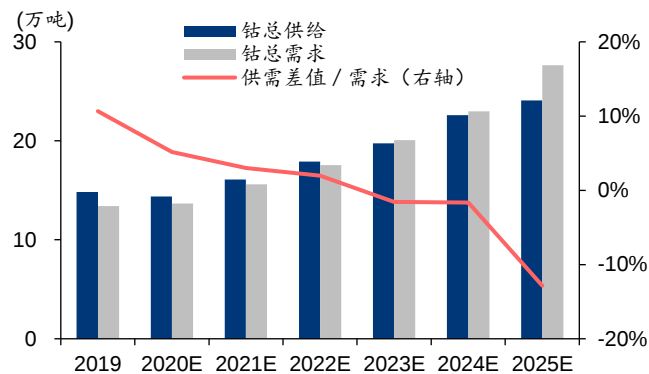


备注：情形一为不考虑 Mutanda 复产及刚果手抓矿产量；

供给为根据全球钴矿山生产经营计划测算

资料来源：各公司官网，安泰科，华泰证券研究所

图表20： 情形二全球钴供需测算



备注：情形二假设 Mutanda 于 2024 年复产，年产量 2 万吨；刚果手抓矿 2024 年增至 1.5 万吨，2025 年增至 3 万吨

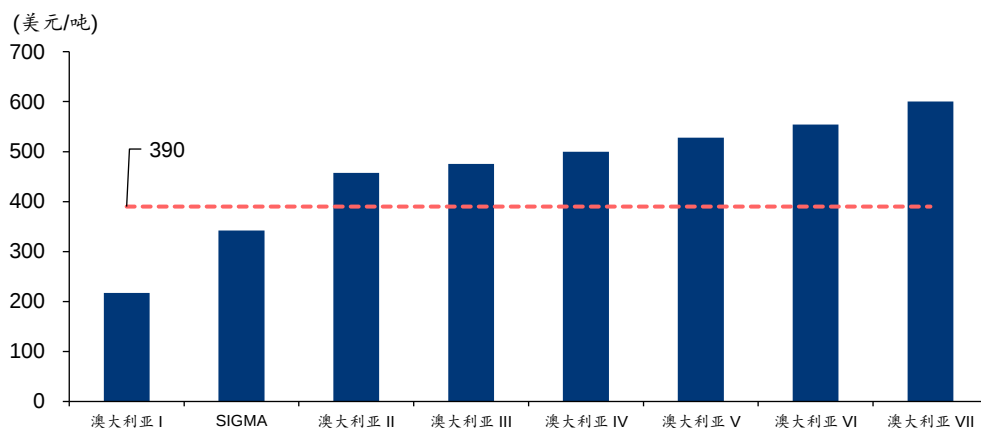
资料来源：各公司官网，安泰科，华泰证券研究所

长期无钴化确存不确定性。虽然有声音称钴元素对于提高材料电子电导率、改善倍率性能、降低电芯内阻等有不可替代的作用，但部分认为无钴仍具备可行性。此外，据 GGII，蜂巢能源 115Ah 无钴电池已满足国标(GB)、美国(UL)、国际电工委员会(IEC)、国际运输(UN38.3)所制定的相应标准及技术要求，法国 PSA 集团已正式和蜂巢能源签订采购合同，确认其将为 PSA 旗下中国及全球电动汽车配套，预计采购需求达 7Gwh。蜂巢能源也开始与包括宝马在内的国际车企洽谈对接，按照规划，到 2025 年，其外供比例将达到 70%；因此长期看无钴化确存不确定性。

锂：在景气上行过程中寻找投资机会

我们认为锂行业已重回景气上行通道：1) 20Q3 锂价底部确认，行业重回景气上行通道：锂矿价格持续下跌，大部分澳洲锂辉石矿山成本高于锂辉石到岸价格，锂行业库存去化基本完成，7 月下旬起国内碳酸锂价格企稳反弹；20 年 10 月 26 日，Altura 宣布进入破产管理，供应再次收紧确立锂矿价格拐点，叠加市场情绪提振，锂板块涨幅明显。10 月 26 日至今涨幅高达 21.0%，分别跑赢沪深 300、申万有色 17.0pct、12.4pct。

图表21： 大部分澳洲锂辉石矿山到岸成本高于到岸价格



资料来源：公司公告，华泰证券研究所；备注：蓝色柱状为 SIGMA 统计澳洲主要锂辉石矿山到岸成本情况（2020E），红色虚线为锂辉石到岸价格为近 1 月均价（2020.10）

我们认为全球汽车电动化趋势确立，动力电池需求快增提振锂盐需求，未来锂矿价格将继续向上修复，带动有效供给增加满足需求增长，锂盐价格将随之修复；但锂矿整体产能过剩，我们预期价格阶段性上涨到一定程度将刺激矿山复产，届时将再次寻找平衡点。

2) 我们认为 24-25 年锂行业供需格局将显著好转, 其中, 碳酸锂过剩格局将改善, 氢氧化锂将短缺, 届时氢氧化锂或将迎来供需格局反转, 价格预期持续上涨。

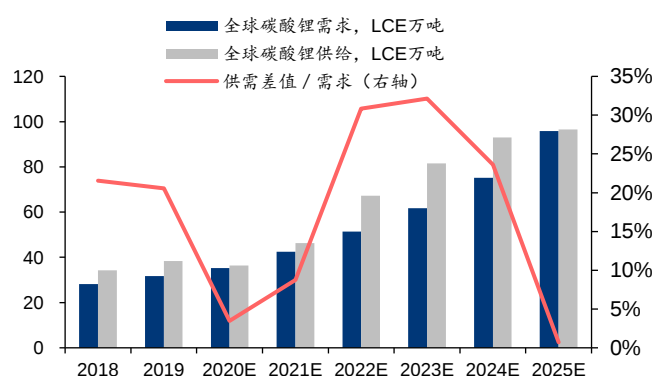
图表22: 全球碳酸锂及氢氧化锂需求测算

全球新能源汽车销量预测, 万辆		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国新能源汽车销量 (万辆)		120.6	160.9	214.0	285.1	380.4	508.0
海外新能源汽车销量 (万辆)		146.4	201.5	279.5	390.5	549.2	776.9
全球新能源汽车销量 (万辆)		267.0	362.4	493.5	675.6	929.5	1285.0
锂电池需求预测, GWh							
LFP		57.6	70.5	86.0	102.5	122.2	148.8
NCM 111		10.4	7.6	11.0	15.3	0.0	0.0
NCM 523, 622		116.9	159.1	209.3	261.5	346.9	450.2
NCM 811		15.6	30.5	54.9	91.6	147.6	243.0
NCA		30.9	39.4	50.5	64.6	82.8	106.0
LCO		47.5	53.1	53.0	55.6	58.4	61.3
锂电池碳酸锂需求预测, 万吨							
LFP		3.3	4.1	5.0	5.9	7.0	8.6
NCM 111		0.8	0.6	0.9	1.2	0.0	0.0
NCM 523, 622		8.4	11.4	15.0	18.8	24.9	32.3
NCM 811		1.2	2.3	4.1	6.8	11.0	18.0
NCA		2.3	2.9	3.7	4.8	6.1	7.8
LCO		2.7	3.0	3.0	3.2	3.3	3.5
锂电池合计		18.7	24.3	31.7	40.7	52.4	70.3
锂电池考虑直通率、良率和存量替换合计		21.5	27.9	36.4	46.7	60.2	80.8
其他		13.7	14.6	15.0	15.0	15.0	15.0
全球碳酸锂需求合计		35.2	42.5	51.4	61.7	75.2	95.8
锂电池氢氧化锂需求预测, 万吨							
电池级氢氧化锂需求		8.0	11.6	16.7	23.5	33.0	47.4
传统行业氢氧化锂需求		3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
全球氢氧化锂需求合计		11.0	14.6	19.7	26.5	36.0	50.4

备注: 我们认为受益于全球新能源汽车产销上行, 锂电池需求增速或有较好表现, 从而带动碳酸锂需求增长, 其他行业碳酸锂需求或保持相对稳定。高镍三元或将成为较高的能量密度占比逐渐增加, 且氢氧化锂由于物理性质为高镍三元的必然选择, 需求或有较好表现, 传统行业氢氧化锂需求或保持相对稳定

资料来源: 安泰科, GGII, 华泰证券研究所

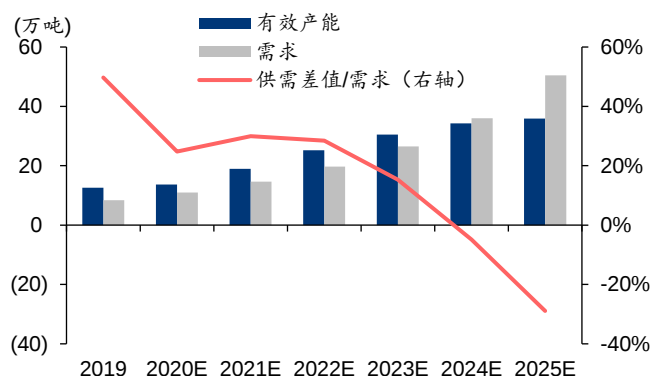
图表23: 全球碳酸锂供需平衡测算



备注: 全球碳酸锂供给为根据全球锂矿生产计划及产能规划测算

资料来源: 各公司官网, 安泰科, 华泰证券研究所

图表24: 全球氢氧化锂供需平衡测算



备注: 全球氢氧化锂供给为根据全球氢氧化锂生产线生产计划及产能规划测算

资料来源: 各公司官网, 安泰科, 华泰证券研究所

如何在景气上行通道中寻找投资机遇？我们认为应关注有望优先享受市场规模增长红利的企业，掌握上游资源、明确的产能扩张、绑定头部客户三要素缺一不可。

- 1) **掌握上游资源是保障自身锂盐生产的基础。**一方面，长期看锂盐存在供不应求的可能。根据各锂矿最新产能规划，至 2025 年全球主要锂矿规划远景产能合计约 150 万吨，其中达产预期较强产能约 108 万吨。我们参考穆迪关于全球汽车销量的假设，假设 2025 年全球汽车销量约 9500 万辆，以此测算发现，若全球新能源汽车渗透率达 15% 左右，则达产预期较强的产能或需要全部投产以满足全球锂需求；若全球新能源汽车渗透率达 25% 时，则即使全球主要锂矿远景产能都达产，锂矿仍将供不应求。

另一方面，即使已签订长期包销合同，仍有未能履行可能。Altura 此前已与国内赣锋锂业、盛新锂能等多家锂盐企业签订了包销合同，但破产将直接导致其无法履约。据雅化集团公告，2015 年之前，公司主要采购泰利森的锂精矿作为原材料进行生产，但 2014 年泰利森被天齐锂业和雅宝收购后，泰利森生产的锂精矿优先供应两大股东，基本不对外出售，导致锂精矿供应紧张，公司 2015 年仅采购了约 1500 吨锂精矿，2016 年全年都未采购到该锂精矿，而 2015-2016 年期间，据亚洲金属网，锂盐（以单水氢氧化锂 $\text{LiOH} \cdot 56.5\% \text{min}$ 中国交到为例）价格自 4.5 万元/吨最高攀升至 17.8 万元/吨。

因此，掌握上游资源是保障自身锂盐正常生产的基础，而资源禀赋好带来的成本优势则是锦上添花。更好的上游资源一方面可以拓宽企业在行业上行周期中的利润空间，另一方面可以在行业下行周期中容忍更大幅度的价格下跌。以天齐锂业为例，据公司公告，因泰利森成本优势明显，在 18 年至今锂盐价格下行周期中公司毛利率仍高达 50% 左右，而同期其他锂盐企业盈利多表现不佳，如雅化集团 2019 年锂产品毛利率仅 0.7%，ST 江特碳酸锂业务亏损。

- 2) **明确的产能扩张是享受市场规模增长红利的必要手段。**动力电池需求快增势必拉动锂盐市场规模逐步扩大，只有具有明确产能扩张的锂盐企业才能抢占更多的市场份额。锂盐企业产能扩张及顺利投产存在一定不确定性，需要具备技术、执行力、渠道和资本优势。以赣锋锂业为例，据公司公告，公司在建项目 20 年进度均未受疫情影响，原计划 20 年年底投产的 5 万吨氢氧化锂产能已于 10 月试车；为保证阿根廷 Cauchari-Olarozli 卤水项目顺利推进，公司增持至 51% 实现控股，并表明仍将按照原计划于 21 年投产。
- 3) **绑定头部客户是产能扩张和避免淘汰的重要保障。**新能源汽车动力电池为锂盐未来需求最重要增量，且动力电池市场集中度日益提高，据 GGII，2018、19、20Q1-3 全球动力锂电池装机量 CR10 为 85.2%、90.3%、93.7%。主要电池厂商/车企占据了越来越多的市场份额，并形成了严格的供应商遴选体系。一方面，主要电池厂商/车企对锂盐产品质量要求越来越高，认证周期长达 6-12 月，供应壁垒较难突破；另一方面，因其不轻易更换供货商，锂盐企业一旦进入供应体系，渠道优势将较同业公司尤为明显。

因此能否进入全球核心供应链体系并长期绑定头部客户，将决定锂盐企业未来扩张产能能否顺利消化。只有绑定头部客户方可优先享受市场规模增长红利和避免被淘汰，而未进入核心供应体系生产商将受制于高认证壁垒，只能等待头部需求外溢后的市场。

基于此，我们梳理了 A 股主要锂盐生产企业，以期从中挖掘更具投资价值的标的。

图表25： A 股主要锂盐生产企业资源、产能、客户梳理

主要矿源	公司	方式	种类	矿山	生产成本	锂盐产能 (20E)	锂盐产能 (23E)	可采购精矿 (LCE 当量)	下游客户
海外矿山	赣锋锂业	包销	锂辉石	Mt Marion	379\$/t(2020E)	7.15	12.15	7.70	特斯拉、宝马、LG 化学、德国大众等
		包销	锂辉石	Pilbara	355\$/t(20Q3)				
		包销	锂辉石	Altura	369\$/t(20Q2)				
		自有在建矿山	卤水	Cauchari-Olaro z	3576\$/t(LCE)				
	天齐锂业	自有在建矿山	卤水	Mariana	/				多家世界十大正极材料制造商及世界五大电芯电池制造商
		自有在建矿山	黏土	Sonora	/				
		自有在产矿山	锂辉石	Talison	247\$/t(2019)	4.42	6.82	17.87	
		自有未产矿山	锂辉石	四川雅江县措拉锂辉石矿	/				
	天华超净	包销	锂辉石	Manono	371\$/t(DFS)	2.00	4.00	8.29	宁德时代
		包销	锂辉石	Pilbara	355\$/t(20Q3)				
国内矿山	中矿资源	包销	锂辉石、透锂长石	Arcadia	287\$/t(DFS)	0.60	3.10	10.70	碳酸锂/氢氧化锂暂无绑定头部客户，氟化锂主要客户为日本森田化工，由此进入特斯拉全球供应链体系
		包销	透锂长石	Bikita	/				
	雅化集团	包销	锂辉石	Mt Cattlin	406\$/t(20Q3)	3.70	5.70	5.00	振华新材、贝特瑞、比亚迪、厦门钨业等公司
		包销	锂辉石	Core	300\$/t(DFS)				
	盛新锂能	自有在建矿山	锂辉石	李家沟锂辉石矿	/				洛克伍德、巴莫科技、厦门钨业、杉杉能源、宁德时代、LGI 等
		自有在产矿山	锂辉石	兴隆沟矿	露天、地下开采分别折 6% 精矿成本 257.8\$/t、306.45\$/t	2.48	6.00	2.00	
		包销	锂辉石	Altura	369\$/t(20Q2)				
		包销	锂辉石	Mt Cattlin	406\$/t(20Q3)				
	ST 融捷	自有在产矿山	锂辉石	甲基卡锂辉石矿 134 号矿脉	/	0.48	2.48	5.60	暂无绑定头部客户
		外购	锂辉石	/	/	1.00	1.00	/	
卤水	ST 藏格	自有在建矿山	锂辉石	李家沟锂辉石矿	/				暂无绑定头部客户
		自有盐湖	卤水	察尔汗盐湖	碳酸锂尚在爬坡期，成本较高	1.00	1.00	/	
	ST 盐湖	自有盐湖	卤水	察尔汗盐湖	3.2 万元/吨 (LCE 成本, 19)	1.00	3.00	/	部分工业级碳酸锂经过深加工后销售给厦门钨业、贵州振华及国轩高科等
	西藏矿业	自有盐湖	卤水	扎布耶盐湖	4.5 万元/吨(锂盐成本, 20H1)	0.50	0.50	/	暂无绑定头部客户
	ST 江特	自有在产矿山	锂云母	新坊钽铌矿、何家坪高岭土矿	7.3 万元/吨 (LCE 成本, 19)	3.00	3.00	14.67	暂无绑定头部客户
锂云母	永兴材料	自有在产矿山	锂云母	瓷石矿、高岭土矿	20 年 6 月投产	1.00	1.00	5.00	已向厦门钨业、裕能新能源等公司供货

备注：Mt Marion 成本为澳元/湿吨口径，以假设澳元兑美元汇率为 0.7、含水量 4% 测算；Talison19 年成本为根据天齐锂业年报锂精矿营业成本测算，19 年美元兑人民币汇率假设为 7；成本数据均为各公司公告最新数据；川能动力拟现金收购四川能投锂业 62.75% 股权以此获得李家沟矿采矿权；可采购精矿按照已签采购协议、7.5 吨锂精矿折 1 吨碳酸锂当量计算，Altura 矿已破产，其已签订的包销协议均不计入；未投产矿山均存在一定不确定性；资料来源：各公司公告，华泰证券研究所；单位：万吨

图表26： A 股主要锂盐生产企业锂盐产能规划

标的	碳酸锂产能						氢氧化锂产能						锂盐远景产能规划	备注
	20E	21E	22E	23E	24E	25E	20E	21E	22E	23E	24E	25E		
赣锋锂业	4.05	4.05	4.05	4.05	4.05	4.05	3.10	8.10	8.10	8.10	8.10	8.10	20.00	5 万吨氢氧化锂将于 20 年底前投产
天齐锂业	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	0.50	0.50	2.90	2.90	2.90	2.90	11.22	假设奎纳纳一期于 22 年投产
天华超净							2.00	2.00	2.00	4.00	4.00	4.00	4.00	2 万吨氢氧化锂将于 20 年底前投产
中矿资源	0.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60		1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	3.10	新建产线预计 21 年下半年投产
雅化集团	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	3.10	3.10	3.10	5.10	5.10	5.10	5.70	一期 20 年 6 月投产，二期建设周期 2 年
盛新锂能	1.98	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	0.50	1.50	3.50	3.50	3.50	3.50	6.00	新建 2 万吨氢氧化锂预计 21Q4 建成投产
ST 融捷	0.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	4.48	一期 2 万吨锂盐预计 20 年底联动试车
川能动力	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	5.00	远期规划 5 万吨锂盐，暂未有明确规划
ST 藏格	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00							2.00	
ST 盐湖	1.00	1.00	3.00	3.00	3.00	6.00							10.00	五年内分步扩充 1+2+3 万吨锂盐产能
西藏矿业	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	1.00	
江特电机	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	4.00	
永兴材料	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00							3.00	二期规划 2 万吨碳酸锂，暂未有明确规划

注：锂盐远景规划为公司计划，部分未给出明确建设计划和投产时间

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

自主可控和技术迭代，新材料产业加速发展

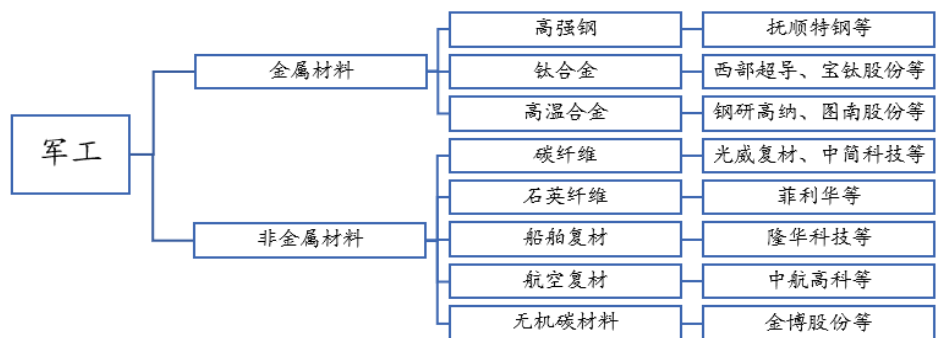
自主可控和技术迭代需求催生我国新材料产业发展

2019 年国家制造业转型升级基金成立，并将新材料作为三大重点方向之一。关键新兴产业如半导体、5G 等对上游材料的自主可控需求明显提升，也催生产业链相关材料产业转移和技术更新。同时我国经济增长换挡回落进入改革攻坚阶段，传统产业如汽车、消费电子、建材等等领域仍有较多关键材料需要依赖进口，技术迭代升级也对材料提出了更高的要求。

- 1) **产业迁移等行业性机会，催生国内材料需求提升。**如半导体、5G 等产业加速向国内转移，带动国内材料产业链的发展；汽车国六排放标准等推行带来汽车催化剂相关的机会。
- 2) **国内材料本身技术升级，加速高端材料的国产替代进展。**虽然国内消费电子、建材等属于相对传统的行业，全球增速较为平稳，但仍有较多关键材料需依靠进口，随着国内材料技术本身的逐步改进提升，部分材料已经切入主流市场，启动国产替代的进程。比如国六标准催化下汽车尾气净化器用的蜂窝陶瓷和催化剂用材料、用于汽车轻量化和军工需求的碳纤维材料、用于消费电子的 MIM 等粉末冶金高端结构件等。比如用于建材领域的高端涂料、密封胶、电子涂料、药用玻璃等。

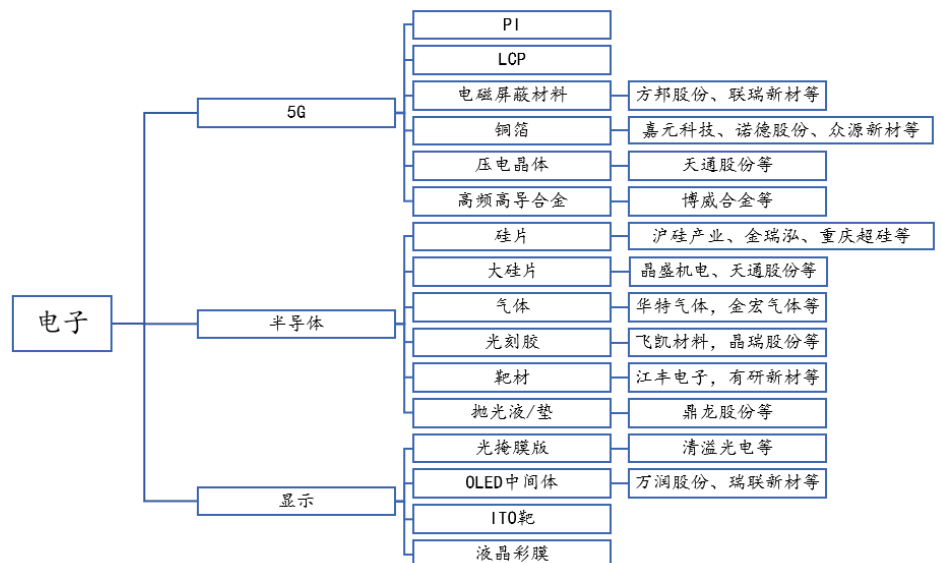
我们按照下游应用分类，梳理了军工、电子和新能源三大材料，按照材料品种和应用进行标的划分。

图表27： 军工材料应用



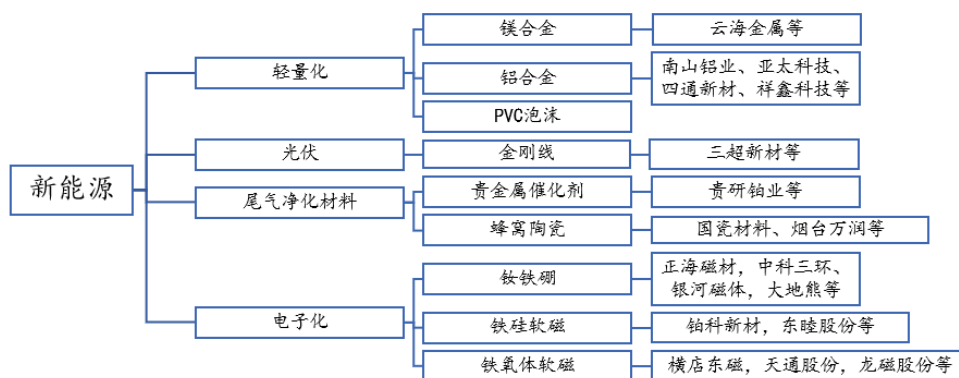
资料来源：新材料在线，华泰证券研究所

图表28： 消费电子材料



资料来源：新材料在线，华泰证券研究所

图表29： 新能源新材料

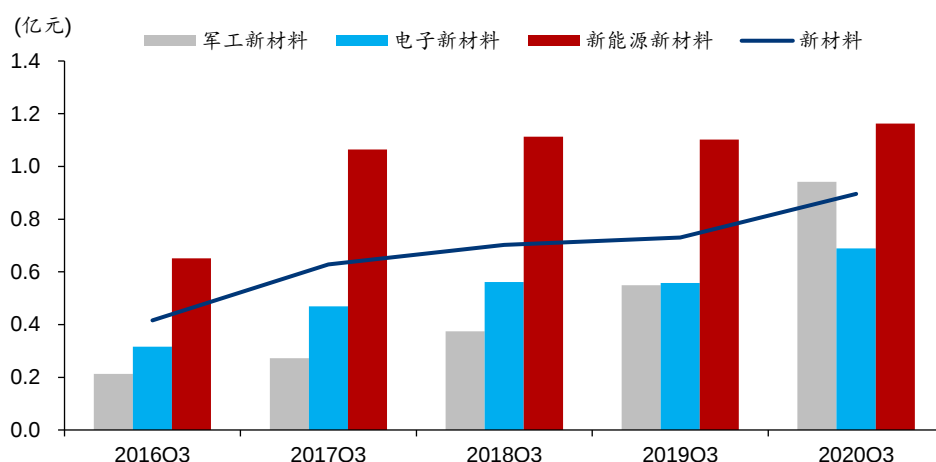


资料来源：新材料在线，华泰证券研究所

近 10 年新材料产业 PE 持续上行，近 2 年国产化进程加速

新材料行业季度平均净利润从 16Q3 的 0.42 亿元上升至 20Q3 的 0.9 亿元，增长幅度达到 114%。其中军工新材料季度平均净利润从 16Q3 的 0.21 亿元上升至 20Q3 的 0.94 亿元，增长幅度达到 348%，电子新材料季度平均净利润从 16Q3 的 0.32 亿元上升至 20Q3 的 0.69 亿元，增长幅度达到 116%，新能源材料季度平均净利润从 16Q3 的 0.65 亿元上升至 20Q3 的 1.16 亿元，增长幅度达到 114%。整体看 16Q3-20Q3 净利润规模有所改善。

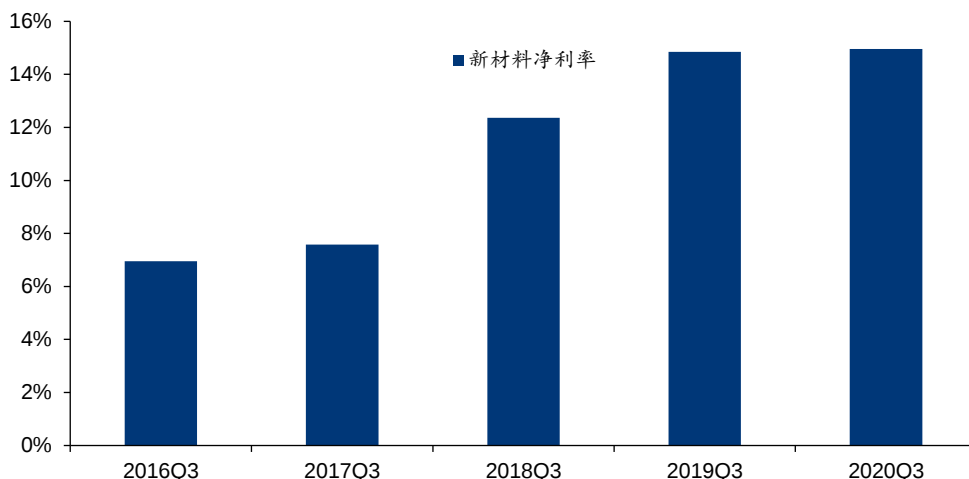
图表30： 16Q3-20Q3 新材料行业季度利润的平均值变化趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

新材料行业季度平均净利率从 16Q3 的 9.51% 上升至 20Q3 的 14.96%，增长 5.45pct。其中军工新材料季度平均净利率从 16Q3 的 11.90% 上升至 20Q3 的 17.65%，增长 5.75pct；电子新材料季度平均净利率从 16Q3 的 5.62% 上升至 20Q3 的 14.78%，增长 9.16pct；新能源材料季度平均净利率从 16Q3 的 9.08% 上升至 20Q3 的 13.40%，增长 4.32pct；整体来看 16Q3-20Q3 盈利能力稳步提升。

图表31: 16Q3-20Q3 新材料季度平均净利率变化趋势

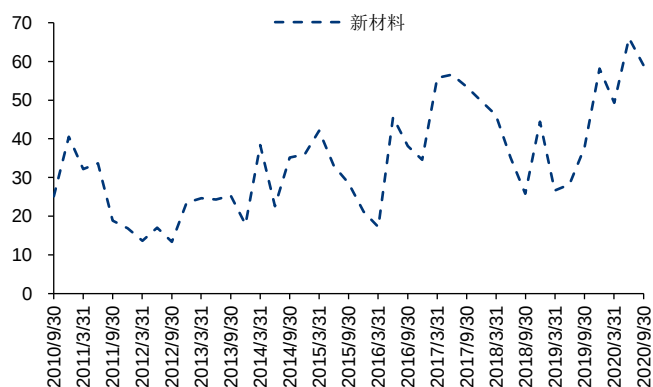


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

近 10 年新材料 PE 均值呈现震荡上行趋势。从数据可以明显看出, 11Q3-20Q3 新材料 PE (TTM) 整体呈现上升态势, 国家制造业转型升级, 对处于产业链中上游的原料和设备提出了更高的需求和关注度; 尤其在当前中美贸易摩擦和全球疫情的影响下, 产业转移和国产替代的趋势提高市场对上游材料环节关注度。新材料行业 PE (TTM) 从 11Q3 的不到 20X, 振荡上行到当前 70X 左右; 尤其是 18Q3-20Q3 快速上升。

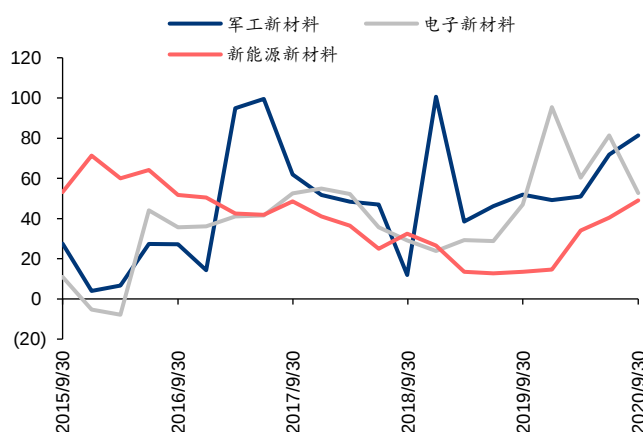
受益于国产替代进展, 15Q3-20Q3 电子和军工材料景气度随下游提升。从各细分材料领域看, 1) 15-16 年新能源汽车预期向好, 上游电池材料企业快速扩张, 形成较大行情, 15 年之后材料新建产能逐步释放, PE 逐步回归; 而今年光伏需求向好, 产业链景气度再次提升。2) 军工材料, 由于近年国际形势紧张、国防开支同比增加, 军工材料需求提升景气度提高, 到 18 年达到近几年高点。3) 电子材料 PE 均值近 10 年一直处于震荡上升的趋势, 尤其是 18Q1-20Q1PE (TTM) 均值明显提速上升, 主要由于半导体、5G 等产业的快速转移带动上游原材料的发展, 景气度提升。

图表32: 新材料企业 PE (TTM) 均值变化趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

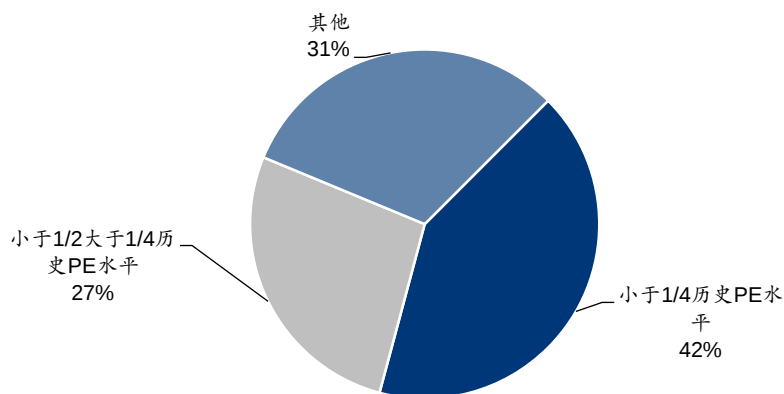
图表33: 各领域新材料企业 PE (TTM) 均值变化趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从个股来看，69%的个股处于近 5 年 PE（TTM）中位水平以下

为了更好地筛选出目前处于历史低估值区间的公司，我们统计了 16Q1-20Q3 上述典型新材料公司当前的 PE（TTM）跟历史数据相比所处的分位数。统计显示，42%的个股 PE 位于历史 PE 区间的底部（低于 1/4 历史分位），69%的个股低于历史平均 PE 中位水平（低于 1/2 历史分位）。

图表34： 16Q1-20Q3 材料企业当前 PE 的历史水平划分

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35： 16Q1-20Q3 材料企业当前 PE 的历史分位 (2020.11.17)

公司名称	20Q3 PE	21PE 一致预期	16-20 年 最低 PE	16-20 年 最高 PE	PE 所处的 历史分位	PE/G(2021E)	PE/G(2022E)
西部超导	70.66	64.07	70.66	198.01	0%	0.75	0.49
有研新材	69.31	54.74	64.63	371.98	1%	0.66	0.42
宝钛股份	48.50	45.16	40.21	290.87	3%	1.32	1.01
隆华科技	35.19	31.02	21.84	424.17	3%	0.93	0.72
金宏气体	81.03	72.92	75.17	166.09	6%	3.61	2.83
贵研铂业	27.21	25.03	19.25	115.17	8%	0.52	0.40
云海金属	12.55	26.16	5.74	81.33	9%	0.00	0.00
南山铝业	18.37	18.27	13.16	68.75	9%	1.36	1.15
博威合金	20.72	18.30	11.68	103.74	10%	0.87	0.70
天通股份	27.95	26.26	20.57	94.27	10%	0.44	0.39
中航高科	51.76	66.85	28.62	251.81	10%	8.69	6.39
四通新材	28.37	0.00	10.40	151.68	13%	0.00	0.00
飞凯材料	42.60	35.61	20.58	189.09	13%	1.89	1.49
亚太科技	17.08	17.88	13.75	35.74	14%	2.28	1.93
联瑞新材	46.53	39.03	38.27	89.74	15%	0.93	0.68
众源新材	28.70	22.03	18.11	76.10	18%	0.65	0.39
抚顺特钢	35.30	35.33	1.87	168.47	20%	0.65	0.47
东睦股份	21.24	24.67	11.42	58.54	20%	3.51	2.32
瑞联新材	49.12	42.48	45.19	61.61	21%	1.54	1.10
江丰电子	96.52	115.18	24.92	322.58	24%	2.19	1.72
晶瑞股份	104.01	94.28	25.93	326.97	26%	1.07	0.77
光威复材	61.55	56.55	29.92	146.76	27%	2.22	1.75
华特气体	98.43	80.01	59.36	188.28	30%	2.44	1.91
方邦股份	61.62	51.38	48.38	89.03	31%	1.34	0.77
祥鑫科技	35.13	0.00	28.22	48.90	32%	0.00	0.00
鼎龙股份	148.57	46.00	16.23	388.94	35%	0.19	0.15
铂科新材	45.56	46.83	25.98	74.13	40%	2.82	2.33
清溢光电	101.35	0.00	53.58	168.95	41%	0.00	0.00
金博股份	80.86	65.54	67.68	95.99	44%	0.89	0.56
国瓷材料	65.39	60.88	21.13	115.06	46%	2.68	2.11
横店东磁	27.07	25.59	11.32	44.32	47%	1.04	0.87
钢研高纳	68.62	57.46	37.20	98.56	50%	2.36	1.84
大地熊	90.57	62.03	61.29	117.71	50%	3.88	3.04
楚江新材	43.27	25.93	11.25	73.70	51%	1.43	1.11
中简科技	93.10	83.07	25.85	155.07	51%	1.42	0.89
晶盛机电	57.71	48.08	19.94	90.36	53%	1.52	1.13
图南股份	75.45	63.20	29.57	112.25	55%	2.30	1.76
菲利华	68.35	60.48	25.63	99.52	57%	2.12	1.61
银河磁体	47.34	45.25	18.88	66.39	59%	4.95	4.29
正海磁材	90.73	71.87	30.10	125.96	62%	1.59	1.07
万润股份	35.28	32.08	17.56	45.22	63%	1.79	1.35
烟台万润	35.28	32.08	17.56	45.22	63%	1.79	1.35
金瑞泓	179.59	130.39	22.77	189.76	93%	2.42	1.62
中科三环	94.63	65.83	28.74	95.77	97%	6.34	3.96
龙磁股份	78.04	56.85	25.40	78.48	98%	8.05	6.81
嘉元科技	76.26	62.97	26.72	76.26	100%	6.44	3.53

资料来源：Wind，华泰证券研究所

关注新材料品种的国产化进展

新材料产业的特点是周期较长，需要经历从“材料开发-产业化-客户送样测试-小试-量产”等环节，通常需要 10-20 年的时间。长研发和试生产周期一般都给新材料企业带来较高的摊销和财务成本；如果产品市场拓展较慢，企业空有高毛利但很难产生净利润。部分材料也将面临大资本投入的瓶颈，如半导体材料领域。

正因为新材料导入周期长的特点，对于材料国产化进展的跟踪和趋势判断成为关键。我们试图总结了部分国产新材料的产研进展。根据我们对新材料产业的理解，小结出如下材料品种的产研进展供参考，包括原料、关键装备、软控、工艺、数据积累等维度。建议关注各环节相对成熟、已开始启动国产替代、处于成长期的材料品种，建议关注军工、电子、新能源、大交通、轻量化等方向的材料。

图表36: 我国典型新材料的产研进展

应用	材料	前端原料	关键设备或部件	软控系统	工艺 Know how	数据积累
军工材料	高温合金	可以国产	真空熔炼炉、制粉装备等从欧美进口	自主可控	高纯、除杂、合金和加工等环节工艺均有差距, 产品差距 1-2 代	具有一定的数据和参数积累, 还要不断摸索优化
	钛	可以国产	真空熔炼炉、大型模锻机	自主可控	国际领先水平	数据积累丰富
	碳纤维和石英纤维	碳纤维原料可以实现国产	碳化炉已经国产, 关键设备实现国产化。	自主可控	大丝束 (48K 及以上) 产业化水平慢于美日, 第三代碳纤维研发慢于日本。	数据积累处于起步阶段
	石英纤维	石英砂欧美品质优于国内, 可国产	设备科实现国产	—	在光伏、照明等传统领域国内优先, 但在芯片、显示等领域的核心部件仍有差距	数据积累处于起步阶段
电子通信	激光器晶体	可以国产	—	自主可控	自主研发	—
	铜合金精密材料	可以国产	合金化专用装备已经国产	—	绝大多数产品已经具备自主研发能力, 少量高端与德国仍有差距。	数据积累丰富
	蓝宝石	可以国产	长晶炉已经国产化	自主可控	国际领先水平	数据积累丰富
	SAW 压电晶体	可以国产	—	—	已经掌握部分工艺诀窍	数据积累处于起步阶段
	陶瓷	可以国产	压机、热处理和流延机	—	已经掌握部分工艺诀窍	—
	软磁和非晶带材	可以国产	制粉和热压可以国产化	—	绝大多数产品已经具备自主研发能力, 少量高端与日德仍有差距。	—
	靶材	部分高纯金属可以国产化	制粉和烧结等核心装备可以国产化, 少量依赖进口	—	显示、光伏和 Lowe 玻璃已实现国产化	—
芯片半导体	光刻胶	可以国产化	设备主要依靠进口	—	PCB 预计 80-90% 实现国产化, 显示 50-60% 实现国产化, 半导体 30% 实现国产化	少
	塑封料	可以国产化	设备主要依靠进口	—	PCB 预计 80-90% 实现国产化, 显示 50-60% 实现国产化, 半导体 31% 实现国产化	少
	靶材	部分高纯金属可以国产化	制粉和烧结等核心装备可以国产化, 少量依赖进口	—	部分实现国产化, 例如封装和小硅片; 12nm 以下及大硅片用靶材仍在研, 或少量国产化。	少
	石英	主要应用美欧石英沙	核心设备已经国产化	—	国际领先水平	数据积累丰富
	SiC	可以国产化	PVD 设备 4 寸产品用可以国产化, 6 寸以上的只能用美国产	国产设备软控自主可控	与海外差距大	少
	EV 负极材料、磁材、电极箔、铝塑膜和导电剂	铝塑膜生产用原料需要从日本进口, 其他材料原料都可以国产化	涂敷机和轧辊需要从欧美等国进口, 其他装备可以国产化	—	基本实现国产化, 与海外差距小	—
新能源	氢能催化剂和双极板	可以国产化	—	—	部分国产化, 与海外比仍有差距	少
	国六尾气处理催化剂和陶瓷载体	可以国产化	—	—	开始国产化	—
	铝合金和镁合金	可以国产化	轧机需要进口	自主可控	开始国产化	有一定数据积累
	碳纤维	T300/T500 等原丝可国产	碳化炉已经国产, 关键设备实现国产化。	自主可控	大丝束 (48K 及以上) 产业化水平慢于美日, 第三代碳纤维研发慢于日本。	数据积累处于起步阶段。
大交通/轻量化	复合材料	高端树脂需要进口, 其他材料可以国产化	铺丝机、铺带机和热压罐基本从美欧进口	—	技术处于全球前列	刚起步
	等离子 CVD 人造钻石	可以国产化	关键设备需要进口	—	与国外存在差距	少

资料来源: 新材料产业, 华泰证券研究所

重点推荐标的

宝钛股份 (600456 CH, 买入, 目标价: 42.24 元)

公司作为钛产业龙头之一产业链完整, 并与重点客户建立长期战略合作。据 2020 年 10 月 27 日《宝钛股份:2019 年度非公开发行 A 股股票预案 (三次修订稿)》, 公司是我国目前唯一一家具有“铸—锻—钛材”加工完整产业链的企业, 是我国最大的以钛及钛合金为主的专业化稀有金属生产科研基地。公司取得了武器装备科研生产许可证, 19 年正式进入空客 (未上市) 供应商采购体系, 部分产品通过霍尼韦尔 (HON US, 无评级)、波音公司 (BA US, 无评级) 等知名公司认证。目前公司已为美国波音、加拿大庞巴迪 (BBD / B CN, 无评级)、英国罗尔斯—罗伊斯 (RR LN, 无评级) 等公司的战略合作伙伴。

公司高端钛材积极扩产, 保证未来持续增长。公司拟新建高品质钛锭、管材、型材生产线和宇航级宽幅钛合金板材、带箔材生产线。在募集资金到位之前, 将以自筹资金先行投入。根据公司公告, 公司目前设计产能为 2 万吨, 2020 Q1-3 产量约 1.41 万吨, 产能利用率高; 若不扩产, 未来产销量继续增加的空间有限, 定增项目建成后公司将新增钛及钛合金锭总产能 1 万吨、钛合金管材产能 290 吨、钛合金型材产能 100 吨、板材产能 1500 吨、带材产能 5000 吨、箔材产能 500 吨; 建设周期约为 2 年, 届时有望打开进一步成长空间。

鉴于公司产品结构持续优化, 我们上调高端产品占比, 对应公司 20-22 年归母净利润为 3.18/4.11/4.90 亿元。根据可比公司 21 年平均 44.8 倍的 Wind 一致预期 PE, 我们给予公司估值 21 年 44 倍 PE, 2021 年 EPS 为 0.96 元, 目标价 42.24 元, 买入评级。

风险提示: 公司产量不及预期、钛材或海绵钛价格下跌、成本提升等。

贵研铂业 (600459 CH, 增持, 目标价: 31.72 元)

国内贵金属龙头, 有望受益于行业供需格局改善。公司是从事贵金属研究、开发和生产经营的国家级高新技术企业, 是国内唯一贵金属综合平台, 三大业务协同效应明显。各业务盈利都有望增长: 1) 加工板块: 国六标准推行有望提升汽车催化剂需求, 化工和医药等产业发展有望推升贵金属前驱体需求; 随着公司汽车催化剂和贵金属前驱体产能扩建, 市场份额有望进一步提高。2) 回收板块: 在当前铂族金属供给趋紧背景下, 贵金属回收成为供给端的重要补充, 公司经过多年积累, 已建立优质稳定的供应渠道, 未来随着回收网络拓展和精炼技术提升, 净利润有望提高; 3) 贸易板块: 预计 20-22 年铂族金属供给仍然趋紧, 叠加全球经济形势动荡, 贵金属因其避险价值, 我们预计价格有望持续上行, 贸易业务有望继续受益。

打造“资源-深加工-贸易”完整闭环, 协同效应明显。我们预计 20-22 年营收 244/284/324 亿元, 归母净利润 3.40/4.16/5.14 亿元。分部估值, 贵金属材料加工制造业务可比公司 2020 PE 均值 49X, 考虑到下游分散成长性或低于可比公司, 按照 20 年 EPS (0.52 元) 给 44XPE。贵金属贸易与回收可比公司 2020 PE 均值 46X, 考虑到相对低估值的贸易业务占比较大, 按照 20 年 EPS (0.26 元) 给 34XPE, 对应目标价 31.72 元 (20200820 预测), “增持”评级。

风险提示: 催化剂国产替代不及预期、贵金属价格波动、需求下滑等。

博威合金 (601137 CH, 买入, 目标价: 17.76 元)

合金带材销量续增, 新能源订单饱满。公司作为具备国际竞争力的有色合金材料和精密切割丝的综合供应商, 是特殊合金牌号较齐全、特殊合金产品产量较大的企业之一, 我们看好公司产能的稳步扩张以及产品结构的持续调整, 预计随着国内转型升级、自主可控的推进, 合金带材销量有望进一步提高。公司计划拓展高端消费电子市场, 积极推进新能源汽车领域材料、半导体芯片引线框、Socket 基座材料的开发, 持续推进高端材料的国产替代。

完成收购博德高科，进军高精度切割丝市场。19 年公司及其全资子公司博威板带以发行股份及支付现金购买资产的方式购买博德高科 100%股份，19-22 年业绩承诺分别为 0.78/0.9/1.06/1.31 亿元。博德高科主要从事精密切割丝、精密电子线和焊丝生产，型号丰富，主要应用于航空航天、汽车制造、医疗器械、电子通讯等领域。子公司德国贝肯霍夫是世界顶级细丝和高端精密切割丝生厂商，切割丝精度可达 0.015mm。

光伏组件和电站业务转好，产销两旺。光伏业务方面，20Q1 美国市场受 201 法案条款增加关税的影响逐步在减弱，美国市场积累的大量需求得以释放，因此年初订单饱和，产销两旺 20-22 年公司拟进一步开发越南电站业务，分享新兴市场的政策及增长红利。

我们持续看好公司有色合金和精密切割丝材料未来的市场拓展，预计 20-22 年营收 92/102/108 亿元，归母净利润 5.07/5.93/6.18 亿元。电子材料、金属加工及光伏企业 20 年 PE 均值 24XPE，考虑到公司高端产品占比的不断提升，我们按照 20 年归母净利润预测给予 25XPE，维持目标价至 17.76 元（20200819 预测），维持“买入”评级。

风险提示：合金带材、切割丝等新材料需求低于预期、光伏销售低于预期。

图表37：文中涉及公司信息

彭博代码	简称	说明	彭博代码	简称	说明	彭博代码	简称	说明
VEDL IN	Vedanta		000762 CH	西藏矿业		688138 CH	清溢光电	
VCZ AU	新世纪资源公司		002176 CH	ST 江特		002643 CH	万润股份	
GLEN LN	嘉能可公司		002756 CH	永兴材料		688550 CH	瑞联新材	
BOL SS	Boliden 公司		600399 CH	ST 抚顺		002182 CH	云海金属	
600988 CH	赤峰黄金		688122 CH	西部超导		600219 CH	南山铝业	
601899 CH	紫金矿业		600456 CH	宝钛股份		002540 CH	亚太科技	
600547 CH	山东黄金		300034 CH	钢研高纳		300428 CH	四通新材	
000975 CH	银泰黄金		300855 CH	图南股份		002965 SZ	祥鑫科技	
601168 CH	西部矿业		300699 CH	光威复材		300554 CH	三超新材	
002237 CH	恒邦股份		300777 CH	中简科技		600459 CH	贵研铂业	
/	玉龙铜业	西藏矿业子公司	300395 CH	菲利华		300285 CH	国瓷材料	
600362 CH	江西铜业		300263 CH	隆华科技		002643 CH	烟台万润	
000878 CH	云南铜业		600862 CH	中航高科		300224 CH	正海磁材	
6752 JP	松下		688598 CH	金博股份		000970 CH	中科三环	
TSLA US	特斯拉		688020 CH	方邦股份		300127 CH	银河磁体	
/	蜂巢能源	未上市	688300 CH	联瑞新材		688077 CH	大地熊	
/	法国 PSA 集团	未上市	688388 CH	嘉元科技		600114 CH	东睦股份	
BMW GR	宝马		600110 CH	诺德股份		002056 CH	横店东磁	
AJM AU	Altura Mining		603527 CH	众源新材		300835 CH	龙磁股份	
SGMA CN	Sigma Lithium		600330 CH	天通股份		600862 CH	中航高科	
002460 CH	赣锋锂业		601137 CH	博威合金		002965 CH	祥鑫科技	
002240 CH	盛新锂能		688126 CH	沪硅产业		300811 CH	铂科新材	
TLH CN	泰利森		002257 CH	金瑞泓		002171 CH	楚江新材	
002466 CH	天齐锂业		/	重庆超硅	未上市	/	博德高科	未上市
ALB US	雅宝		300316 CH	鼎盛机电		/	德国贝肯霍夫	未上市
002497 CH	雅化集团		688268 CH	华特气体				
300390 CH	天华超净		688106 CH	金宏气体				
002192 CH	ST 融捷		300398 CH	飞凯材料				
002738 CH	中矿资源		300655 CH	晶瑞股份				
000155 CH	川能动力		300666 CH	江丰电子				
000408 CH	ST 藏格		600206 CH	有研新材				
000792 CH	ST 盐湖		300054 CH	鼎龙股份				

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

风险提示

二次疫情超预期将对基本金属需求再次造成伤害，也可能使企业订单和物流再次陷入困局，影响企业营收和结算。

若因为疫情爆发导致资源供给紧张，出现恶性通胀迫使货币政策转向，则可能对黄金价格造成负面影响。

若新能源汽车产销表现不及预期，或使得钴锂等下游需求不及预期，进而影响价格修复。

免责声明

分析师声明

本人，李斌、邱乐园，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、邱乐园本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司