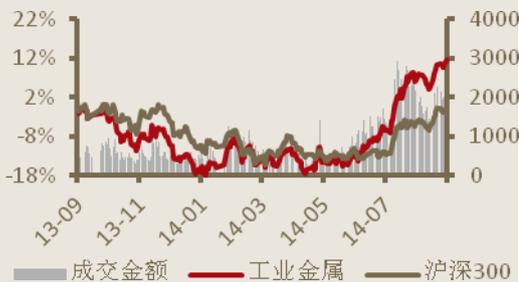


有色及新材料高级分析师：杨诚笑  
执业证书编号：S1220514060009  
E-mail: yangchengxiao@foundersec.com  
联系人：孙亮  
Email: sunliang@foundersec.com

### 有色金属行业相对指数表现



### 相关研究

等待轮动到来  
稀土收储创造波段性机会

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 投资要点

※投资策略：主题思维优先、行业思维暂放。2015 年外部美元加息、需求疲软，内部全面深化改革。价格因素受到美元加息压制决定了 2015 年有色仍然将分化。另外两个因素供需与政策梳理下来，2015 年的投资机会主要还是来自自上而下的政策面因素，核心的点只有一个，大国崛起。与有色相关的主题包括国企改革、能源结构调整、一带一路、建立军事强国、并购整合、稀土。供需面角度推荐较早进入去库存周期的锌。

※推荐组合：按看好程度依次为稀土：五矿稀土（000831）、盛和资源（600392）。一带一路：利源精制（002501）、明泰铝业（601677）。国企改革：铜陵有色（000630）、锡业股份（000960）。军事强国：抚顺特钢（600399）、钢研高纳（300034）、博云新材（002297）。能源结构调整：银河磁体（300127）、雅化集团（002497）、西部材料（002149）、科力远（600478）。锌：银泰资源（000975）、中金岭南（000060）、盛达矿业（000603）。并购整合：精诚铜业（002171）、红宇新材（300345）。

### 行业观点

※稀土行业：行业有序化+打黑将见效=有色板块明年最确定的品种

稀土作为我国位数不多有战略威慑力的资源，在遵循市场原则的情况，国家对其控制力的提高是稀土行业近年的脉络。2014 年底六大稀土集团成立，标志着配额制代表的国家行为第一阶段向六大稀土集团主导的第二阶段，配额制代表的宏观调控将会被六大企业的微观控制所代替，同时打黑与优惠政策的萝卜大棒双管旗下。落实到投资上，最为利好国家在稀土行业的利益代表：五矿稀土（000831）与盛和资源（600392）。

※锌：美元加息后择时配置

从周期来看，锌最早进入了去库存周期，也将最早走出价格底部。国际铅锌研究小组（ILZSG）预计 2014 年全球精炼锌短缺 40.7 万吨。2014 年需求增速为 5.1%，供给增速为 2.9%。我们判断 2015 年锌行业大概率进入到去库存的最后阶段，供给与需求增速仍然会出现反复，落实到投资上，在美元加息前都应当规避整个基本金属也包括锌的投资，加息带来的调整结束后是较好的配置机会。推荐标的为银泰资源（000975）、中金岭南（000060）、盛达矿业（000603）。

※有色金属的国企改革：优选地方国企

国企改革优选地方国企，在竞争性领域，国资投资运营机构可以根据自身需要，或根据投资收益最大化决定引入战略投资者，不要求绝对控股。核心是混合所有制，方式多元化可通过员工持股、股权激励、引入民资战

略投资者等。落实到有色金属行业，铜陵有色（000630）成为安徽省三家混合所有制试点之一、锡业股份（000960）大股东云南锡业集团被列入云南省国企改革试点之一、西部矿业（610168）青海省明确提出实现西部矿业集团的整体上市。

#### ※一带一路主题：2015年聚焦高铁配套有色企业

一带一路明年将重点突破而不是全面开花，也就决定估值提升的思路要优于业绩增长思路。其中，高铁是一带一路的先锋，有色金属行业为南北车配套的相关企业有望带来估值和业绩的双提升，强烈推荐利源精制（002501）、配套动车组车辆制造的明泰铝业（601677）。另外，南山铝业（600219）也可关注。

#### ※军工有色新材料：大国基石

无论是走出去还是做防守，军事实力的提升都是必然需求。军事实力提升以装备为重中之重。我国许多重大关键装备的差距集中体现在设计、材料上。有色金属军工新材料面临重大发展机会，包括航空发动机必须的高温合金，战机必须的钛合金、变形镁合金等等。推荐的标的为抚顺特钢（600399）、钢研高纳（300034）、博云新材（002297）。另外云海金属（002182）、炼石有色（000697）、宝钛股份（600456）也可关注。

#### ※能源有色新材料：核电与锂电的主线

“开源节流”是解决我国能源安全的总体方针。开源将离不开核能的大发展，从而拉动锆、钛、特种钢等配套材料的需求。节流目前来看，锂电充电汽车大规模普及是我国首选的方案，高速增加的需求也将带动整个锂产业链上相关企业。标的为西部材料（002297）、雅化集团（002497）、银河磁体（300127）。另外，东方锆业（002167）、科力远（600478）也可关注。

#### 风险提示：

美元加息引发资产价格快速下跌；投资与出口过快下滑，引发政策重心由改革转为稳增长。

## 目 录

1、形成我们投资策略的理由 .....	3
1.1 美元加息、外部需求疲软，不支持全面机会 .....	5
1.2 中国内部全面深化改革，长期乐观背景下把握主题机会 .....	5
2、稀土行业：明年最确定的品种 .....	6
2.1 国家控制供给，艰苦的学习过程 .....	6
2.2 六大集团组建，稀土行业进入新阶段 .....	9
2.3 兼并重组最为利好中铝、五矿 .....	9
3、锌：美元加息后择时配置 .....	10
2.1 供给增速慢于需求增速，供给缺口出现 .....	10
2.2 锌价将有望迎来新一轮的上升周期 .....	10
4、有色金属行业的国企改革：优选地方国企 .....	15
4.1 地方国企混改、整体上市、省内整合 .....	15
4.2 央企混改聚焦试点 .....	16
5、有色金属行业的一带一路：2015 年聚焦高铁配套企业 .....	17
5.1 利源精制：中国高铁新力量 .....	17
5.2 明泰铝业：携手南车，深耕高铁配套 .....	19
6、军工有色新材料：大国基石 .....	21
6.1 高温合金：我国发动机的瓶颈 .....	21
6.2 钛与变形镁合金：轻是硬道理 .....	23
6.3 飞机刹车：受益于军机大列装 .....	24
7、能源有色新材料：核电与锂电的主线 .....	25
7.1 核电材料：受益于核电大发展 .....	25
7.2 锂材料：当下节流的首选 .....	27

## 图表目录

图表 1 美元指数与 LME 铜价走势负相关 .....	5
图表 2 美国经济数据复苏强劲（GDP） .....	6
图表 3 欧、日、中经济数据较差（GDP） .....	6
图表 4 我国近年来出台的稀土政策 .....	7
图表 5 六大稀土集团势力范围及目前矿权所有情况 .....	9
图表 6 锌矿山建设周期较长 .....	11
图表 7 锌矿山增速连年下滑 .....	12
图表 8 国内铅锌矿建设成本较高 .....	12
图表 9 2013-2016 年约 125.5 万吨锌产能关闭 .....	12
图表 10 锌 13-17 年有大约 78 万吨新产能开启 .....	13
图表 11 锌的初步需求 .....	14
图表 12 锌的终端需求 .....	14
图表 13 锌的需求正在回升 .....	14
图表 14 供给短缺带来涨价 .....	14
图表 15 未来两年供给缺口有望逐渐扩大 .....	15
图表 16 有色金属行业地方国企混改标的 .....	16

图表 17 南车 CRH2 的原型车川崎 E2000.....	18
图表 18 三井物产主导建设的台湾高铁 .....	18
图表 19 川崎重工新干线列车 N700 系.....	18
图表 20 日立的城际高铁动车 .....	18
图表 21 国外高速铁路建设规划分析表 .....	19
图表 22 河南省城际铁路规划图 .....	20
图表 23 郑州地铁规划图 .....	21
图表 24 南阳地铁规划图 .....	21
图表 25 我国高温合金需求预测（单位：吨） .....	21
图表 26 高温合金对发动机作用关键 .....	21
图表 27 我国主要高温合金企业情况 .....	22
图表 28 我国在役主要特殊任务机及数量一览.....	24
图表 29 我国在役主要战斗机机型及数量一览（不包括直升机） .....	24
图表 30 各国攻击机数量一览 .....	25
图表 31 各国预警机数量一览 .....	25
图表 32 金属核级锆在核反应堆领域的应用.....	26
图表 33 2015-2016 年是我国核电机组建成高峰 .....	26
图表 34 我国核电装机容量（吉瓦） .....	27
图表 35 我国核级锆需求预测 .....	27
图表 36 全球锂电池下游占比 .....	28
图表 37 中国锂电池下游占比 .....	28
图表 38 全球锂矿供应（含卤水和固体矿） .....	28
图表 39 SQM 的收入构成 .....	28

## 1、形成我们投资策略的理由

### 1.1 美元加息、外部需求疲软，不支持全面机会

对于大部分有色金属行业公司，主导其业绩最主要因素就金属的价格。金属价格的影响因素主要是供需，但由于供需架构的变化周期较长，因此在一年的时间周期里，货币对金属价格的影响往往更大，这里的货币特指美元。其他货币对大宗商品价格的影响十分有限。

举例而言，2003-2008 年的有色金属牛市对应的背景便是需求持续快速增长+美元贬值。2009-2011 年的有色金属牛市对应便是金融危机+美元贬值。实际上，再往前追溯，1995-2002 年美元指数的大升值、1993-1994 年美元指数的小升值、1987-1992 年美元指数的大贬值无不对应有色金属价格的反向涨跌。

这是由于有色金属价格都是以美元定价所造成的，美元涨跌的因素不是我们这里探讨的重点。实际上，经过美联储不间断的表态和经济数据的配合，美元将在 2015 年加息预期已经广泛形成。其对金属价格的压制作用不言而喻。

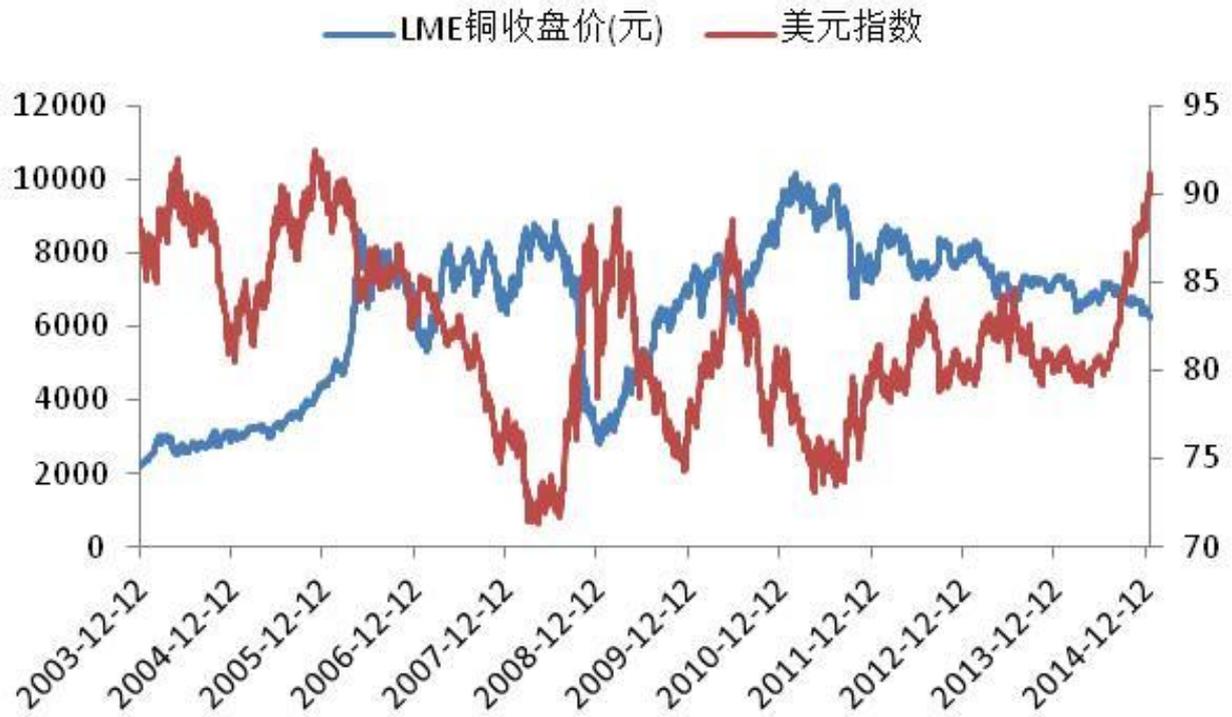
另一方面，全球经济形势确实不容乐观，OECD（经济合作与发展组织）预计占全球有色金属需求近一半的中国 2014-2015 年 GDP 增速分别为 7.3%、7.1%，逐年下滑。欧元区 2014 年增速为 0.8%，唯一较好的是美国，预计 2014-2015 年增速分别为 2.2%、3.1%。这样的结果就是美元上涨，继续打压金属价格。

### 1.2 中国内部全面深化改革，长期乐观背景下把握主题机会

尽管美元将在 2015 年加息，但我们对于未来十分乐观。市场所担忧的资本大量外流，经济失速的可能性我们认为并不大。由于我们不是宏观研究员所以这里不详细展开。我们的结论是，明年我国经济全面深化改革，将带来大量的主题投资机会，这些我们必须把握。

2015 年的投资机会主要来自自上而下的政策面因素，核心的点只有一个，大国崛起。与有色相关的主题包括国企改革、能源结构调整、一带一路、建立军事强国、并购整合。供需面上，较早进入去库存周期的锌也有机会。

图表 1 美元指数与 LME 铜价走势负相关



资料来源: Bloomberg 方正证券研究所

图表 2 美国经济数据复苏强劲 (GDP)



资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表 3 欧、日、中经济数据较差 (GDP)



资料来源: WIND, 方正证券研究所

## 2、稀土行业：明年最确定的品种

### 2.1 国家控制供给，艰苦的学习过程

稀土作为我国位数不多有战略威慑力的资源，其在国家影响力中的重要性不言而喻。2004、2005年，是国家开始重视稀土的元年，对待稀土的态度由出口创汇品种变为保护性战略资源。具体的政策包括出口配额、取消出口退税，并在随后的2006年开始征收10%的出口关税。这一阶段以限制产出和出口为主要思路。

2009 年开始，国家进行更为微观的管理。准入、关停、整顿、整合是关键词。也正是这一阶段，稀土板块出现了那一波波澜壮阔的行情。直到 2012 年。

2012 年开始，大集团、稀土交易所、稀土白皮书、打黑成为关键词。

回顾近 5 年来稀土行业，就是国家政府在学习怎么来控制稀土行业的过程，从开始的开采配额、出口配额，到后续的环保风暴，再到后来的打击走私、打击黑矿。核心的目的只有一个，国家控制供给。

毫无疑问，我国政府过去几年在稀土行业的努力是失败的，稀土价格没有控制住同时也引来 WTO 的判罚。表面原因是黑稀土无法根除，本质原因则是急于求成、无视地方客观实际情况造成。

仔细梳理过去国家的政策和行为，基本上是“配额总量控制”大前提下的“打黑、打私”与“环保”为具体操作手段的组合拳。

图表 4 我国近年来出台的稀土政策

政策出台时间	政策内容	出处
2004 年 11 月	稀土冶炼、分离（限合资、合作）、稀土勘查、开采、选矿等项目列入禁止外商投资产业目录	国家发改委、商务部联合修订的《外商投资产业指导目录》
2004 年 12 月	稀土属于实行出口配额许可证管理的货物，实行全球出口许可证管理	国家商务部、海关总署《2005 年出口许可证管理货物目录》
2005 年 4 月	国家从 5 月 1 日起取消稀土金属、稀土氧化物、稀土盐类产品的出口退税	财政部、国家税务总局下发的《关于调整部分产品出口退税率的通知》（财税[2005]75 号）
2005 年 4 月	将稀土原矿等产品列入加工贸易禁止类商品目录	商务部、海关总署联合发布的公告（2005 年第 26 号）
2006 年 11 月	我国将以暂定税率形式对 110 项商品加征出口关税。其中稀土金属矿、稀土化合物等加征出口暂定关税，税率为 10%	2006 年 10 月国务院关税税则委员会发布的《关于调整部分商品进出口暂定税率的通知》
2006 年 11 月	将 41 种稀土金属、合金、氧化物和盐类等商品列入加工贸易禁止类商品目录	商务部、海关总署、国家环保总局发布的《加工贸易禁止类商品目录》
2007 年 1 月	加强稀土金属矿资源综合利用和复杂难处理贵金属共生矿在选矿和冶炼过程中的综合回收和综合利用。开发难处理贵金属矿循环流态化燃烧技术，无毒浸出药剂，难处理稀贵金属生物氧化技术，地下和原地溶浸技术	国家发展改革委发布的《“十一五”资源综合利用指导意见》
2009 年 5 月	稀土矿开采总量控制指标拟定为 82320 吨，并宣布 2010 年 6 月 30 日前，暂停受理钨矿、铋矿和稀土矿勘查许可证、采矿许可证申请	国土资源部对外正式发布的《2009 年钨矿铋矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》
2009 年 8 月	国家将对近 100 家稀土加工企业进行大重组，削减至 20 家，目的是为了解决国内产业集中度低的问题。并提及要进一步控制出口，提高稀土产品价格，最大程度保护	《稀土工业发展的专项规划（2009—2015）》和《稀土工业产业发展政策》

	稀土资源。	
2010年5月	稀土行业准入条件涉及生产布局条件、生产规模、工艺和装备、能源消耗、资源综合利用、环境保护等方面，第一次从生产规模方面设置稀土准入门槛。	工信部下发的《关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知》
2010年8月	严格实施全国和五省（区）矿产资源规划，促进稀土矿业权合理布局；积极推进稀土资源开发整合，培育和打造优势企业；严格执行国家开采总量控制指标要求，探索建立统一的稀土矿产品市场。建立南方稀土矿产开采企业联盟，开展区域技术交流合作	广东、广西、福建、江西、湖南五省区15市共同签署的《南方五省区15市稀土开发监管区域联合行动方案》
2011年2月	力争用5年左右时间，形成合理开发、有序生产、高效利用、技术先进、集约发展的稀土行业持续健康发展格局	国务院常务会议
2011年5月	加快稀土关键应用技术研发和产业化，建立稀土开采、冶炼分离和产品流通台账和 <b>专用发票管理制度</b> ，南方离子型稀土行业排名前三位的企业集团产业集中度达到80%以上	国务院《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》
2011年5月	呼和浩特、包头、巴彦淖尔三地市从5月份开始到6月底之前必须完成对35家企业的合并、关停整顿	《内蒙古自治区稀土上游企业整合淘汰工作方案》
2011年5月	同意包头市组建“包头稀土产品交易所有限公司”	内蒙古自治区政府下发的《内蒙古自治区人民政府关于组建包头稀土产品交易所有关事宜的批复》
2012年2月	广东稀土集团成立，力争成为三大稀土集团之一	广东副省长刘志庚在成立大会上讲话
2012年3月	未来稀土生产企业组建成功后，将只保留2-3家大型稀土企业	工信部部长苗圩人大会议列席讲话
2012年3月	提出整合涉及资源以北方轻稀土为主，由包钢集团牵头。在整合中体现国家控股、多元化投资	《中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司组建方案（征求意见稿）》
2012年6月	正式从国务院层面发布稀土政策白皮书	《中国的稀土状况与政策》白皮书
2012年6月	企业必须获得工信部分配的生产计划指标才能生产	《稀土指令性生产计划管理暂行办法》工信部
2012年7月	包头稀土产品交易所正式组建	包钢稀土公告
2012年10月	湖南稀土集团组建方案获批	科力远公告
2013年3月	赣州稀土集团正式挂牌	
2014年5月	财政补贴支持地方政府建立稀土电子监控系统；支持企业采选、冶炼环保技术改造；奖励金额最高达到实际投资的20%	《国家物联网发展及稀土产业补助资金管理办法》的通知
2014年6月	打击以“资源回收利用”为名，变相建设冶炼分离生产线，收购加工稀土矿产品的行为	工信部《关于清理规范稀土资源回收利用项目的通知》

2014年10月	10月10日至2015年3月31日开展全国打击稀土违法违规行为专项行动	工信部《关于组织开展打击稀土违法违规行为的函》
----------	-------------------------------------	-------------------------

资料来源：搜集整理 方正证券研究所

## 2.2 六大集团组建，稀土行业进入新阶段

2014年底六大稀土集团成立，标志着配额制代表的国家行为第一阶段向六大稀土集团主导的第二阶段，配额制代表的国家调控将会被六大企业的微观控制所代替，同时打黑与优惠政策的萝卜大棒双管旗下。具体而言，我们预计接下来的稀土行业将会出现以下情况：

- 1、划分六大集团各自的范围
- 2、第二轮削减采矿证，重新整合
- 3、六大集团开始大量进行各自范围内的兼并重组
- 4、中央、地方政府运用行政手段配合六大集团的整合工作
- 5、中央打黑巡视组不定期进驻地方

图表5 六大稀土集团势力范围及目前矿权所有情况

稀土集团	未来分布范围	现有矿权
五矿	矿主要是在湖南、云南	湖南江华县稀土矿、云南陇川云龙稀土矿、福建三明中山稀土矿
中铝	矿主要是广西、四川、山东	广西崇左六汤稀土矿
包钢	矿在内蒙	内蒙白云鄂博
厦钨	矿在福建	福建连城鼎臣、黄坊、上杭兆瑞
广晟有色	矿在广东	广东仁居稀土矿、五丰稀土矿、古云稀土矿
赣州稀土	矿在江西	45本

资料来源：方正证券研究所搜集整理

## 2.3 兼并重组最为利好中铝、五矿

六大集团的设定中，中铝和五矿将被赋予重任，某种程度上将成为中央政府的代言人。而另外四家地方集团，将被严格限制在各自所在的省份之内，这四家之外的资源将全有两大央企来整合。

具体而言，中铝由于历史上曾担任南方稀土集团组建领头者的角色，我们判断其主导权和作用也将大于五矿，发挥主要的协调组织者作用。因此，落实到投资上，我们首推盛和资源（600392），其次是五矿稀土（000831）。

### 3、锌：美元加息后择时配置

#### 2.1 供给增速慢于需求增速，供给缺口出现

矿山的波动周期为 5-7 年。矿山的建设周期较长（从可行性研究到建成需要 1-2 年），价格回升后，仍需 1-2 年左右的时间供给才会放量，锌将出现牛市；在锌价格下跌后的 1-2 年内，还会有新的矿山陆续放量，锌将持续熊市，所以铅锌行业的波动周期一般在 5 年左右。

**锌价较低，供给增速下降。**国内铅锌矿品位偏低，据统计 53% 以上的矿山品位在 3%-5% 之间，综合成本较高。锌锭价格在 15000 元/吨左右时，大部分矿山处于盈利边缘，新矿的投资受压制。2011 年 9 月以后，锌价格一直徘徊在 15000 元/吨以下，锌的产量增速从 2010 年的 6% 逐步下降至 2011、2012 年的 3% 左右，2013 年矿产锌的增速仅有 0.54%（一般认为矿山的产量就是产能）。

**老矿关停影响供给。**每年都会有矿山因为资源耗尽而停产，Brunswick 和 Perseverance 矿已经在 2013 年关停，爱尔兰的 Lisheen 矿目前已经关闭，而 15 年将有包括 Century 矿在内的 4 座大型矿山因资源耗尽而关停。根据我们不完全统计 2013 年至 2015 年全年全球将有约 125.5 万吨的矿产锌由于矿山资源耗尽而减产，占 2013 年全球矿产锌的(9.51%)。

**短期很难找到替代产能。**采矿的成本主要来自于动力和折旧，无论开采量的多少，总成本基本不变。所以矿山仅有满产（如果不发生意外）和关停两种状态。由于过去 3 年的锌价保持在盈亏平衡线以上，基本没有短期关停矿山；长期关停矿山的恢复期一般超过 6 个月。短期内没有新的产能可以弥补供给缺口。

**计划中的新矿山偏少。**目前计划进行扩产的矿山较少，产能偏低，特别是原本计划替代 Century 矿的 Dugald River 矿因地质复杂而延期，2014-15 年可统计的新增锌产能仅有 34.9 万吨，至 2017 年可统计的产能也仅有 78 万吨，远低于该期的关停产能。

**需求仍在继续增长。**锌的主要需求为建筑（50%，包括基础设施建设）、交通运输（21%）和机械（7%）。我国的建筑增速虽然有所下降，年初至今的固定资产投资的增速仍保持在 17% 以上。美国和欧洲需求随着经济逐步复苏也有所增长。2013 年的需求增速为 5%，2014 年 1-4 月锌的需求量同比上升 7.53%，预计全年需求增速在 3-5%；美国经济实质性好转已经较为确定，中国经济也出现边际改善的迹象，预计未来 2-3 年，锌的需求会继续维持 3% 左右的增长。

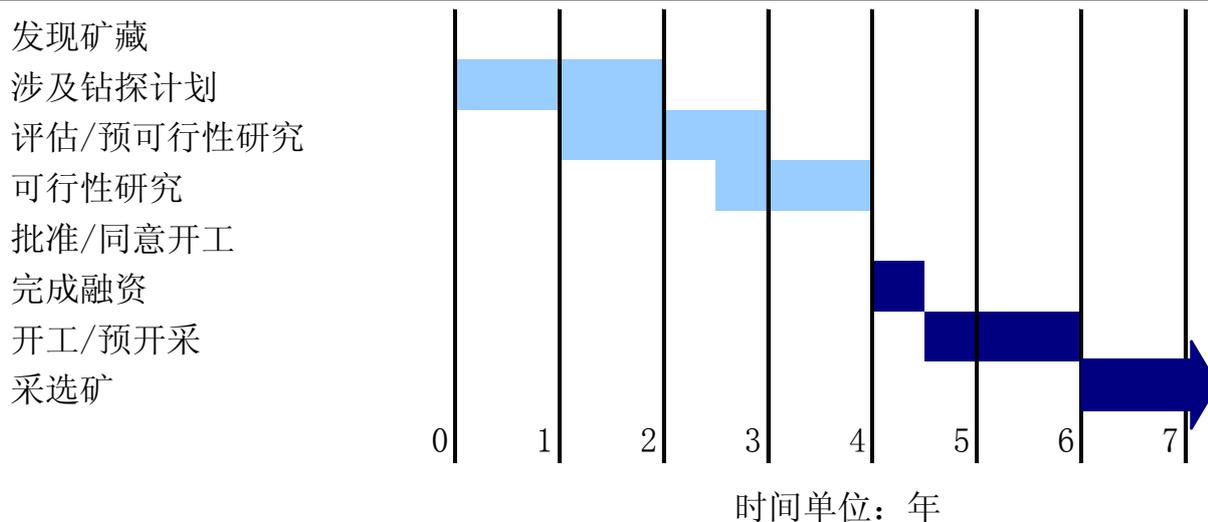
#### 2.2 锌价将有望迎来新一轮的上升周期

锌价进入涨价周期。从锌价的历史上看，几乎所有上涨都和供给缺口相关（除了 2009 年的上涨）。今年 1-4 月的供给缺口就已经达到了 10 万吨，全年的缺口在 20 万吨左右，而锌价大幅上涨的 2004-2006 年，每年的供给缺口也不过在 20 万吨左右；由于矿山建设周期较长，15 年能放量的矿山较少，供给缺口可能扩大至 30 万吨以上，16 年以后可能出现缓解。

我们认为，锌价上涨还仅仅是个开始。目前出现的仅仅是精炼缺口，根据我们的了解，精矿目前仍不紧张，精矿缺口可能在 9 月旺季来临以后出现，一旦精矿出现不足，冶炼商会进行扫货，锌价可能进入新一轮上涨。

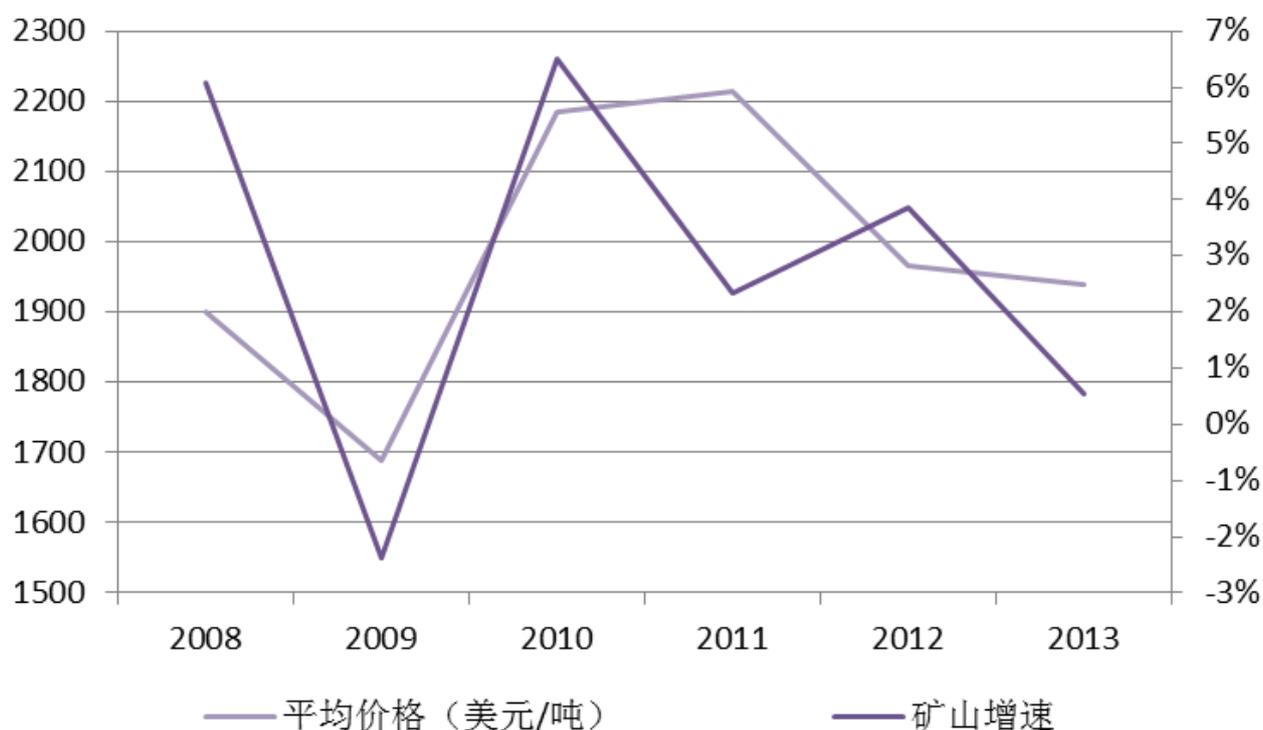
长期价格可能升至 2 万元/吨以上。14-17 年锌的新增需求可能达到 190 万吨左右，同期因资源耗尽而减少的矿物供给在 100 万吨左右，全球需要新增 290 万吨左右的矿产锌以达到平衡。按照毛利 10% 做出的激励曲线显示，在锌价长期高于 130Cnet/lb（折合 SHEF20000 万元/吨左右）时，可能达到供需平衡。我们推测，锌的长期价格可能会超过 2 万元/吨。

图表 6 锌矿山建设周期较长



资料来源：方正证券研究所

图表 7 锌矿山增速连年下滑



资料来源：方正证券研究所

图表 8 国内铅锌矿建设成本较高

原矿成本 (元/吨原矿)	综合品位					
	2%	3%	4%	5%	8%	10%
200	21949	16583	13900	12290	9875	9070
250	25974	19266	15912	13900	10881	9875
300	29999	21949	17924	15509	11887	10680
350	34023	24632	19937	17119	12893	11485
400	38048	27315	21949	18729	13900	12290

资料来源：方正证券研究所

图表 9 2013-2016 年约 125.5 万吨锌产能关闭

锌矿山情况	国家	锌产能 (万吨)	铅产能 (万吨)	预计关闭时间
-------	----	----------	----------	--------

Brunswick	加拿大	24	5	2013
Perseverance	加拿大	11.5		2013
Lisheen	爱尔兰	17.5	3	2014
Bukowno-Olkusz	波兰	6.5	2.6	2015
Skorpion	纳米比亚	15		2016
Century	澳大利亚	51	4	2015
Duck Pond	北美			2015
El Mochito	洪都拉斯			2015
Pomorzany	波兰			2016
Kassandra	希腊			2017
Mae Sod	泰国			2017
可统计产能		125.5	14.6	

资料来源：方正证券研究所

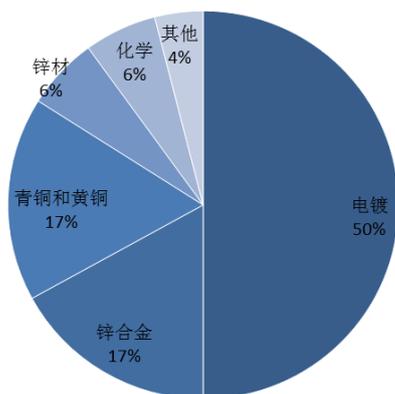
图表 10 锌 13-17 年有大约 78 万吨新产能开启

锌矿开启	国家	锌产能	铅产能	计划开启时间
Dugald River	澳大利亚	20	2.8	2017
McArthur River	澳大利亚	13	5.1	2014
Lady Loretta	澳大利亚	4.7	1.5	2016
George Fisher	澳大利亚	6.4	3.6	2014
Kayar	印度	3.5	1.5	2014
Garpenburg	瑞典	6	2	2014
Aguas Tenidas	西班牙	5.5		2016

Khnaiguiyah	沙特阿拉伯	6.9	2016
Olympias	希腊	6	2016
Caribou	加拿大	6	2015
Rey de Plata	墨西哥		2015
Tayahua Saucito	墨西哥		2014
可统计产能		78	16.5

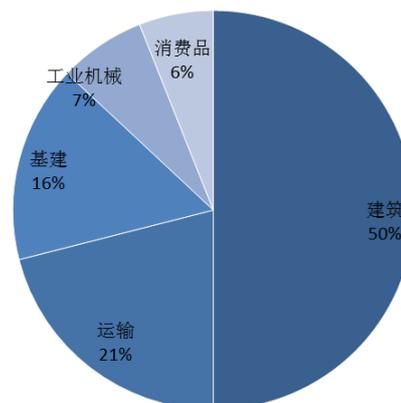
资料来源：方正证券研究所

图表 11 锌的初步需求



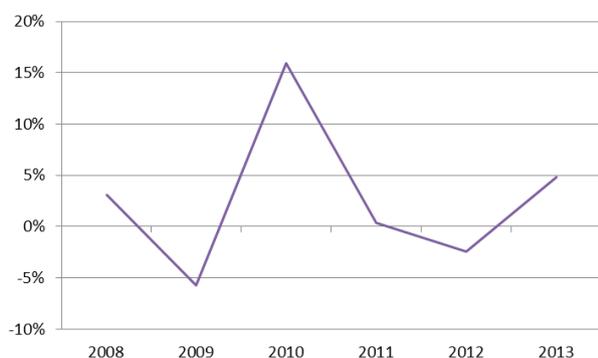
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表 12 锌的终端需求



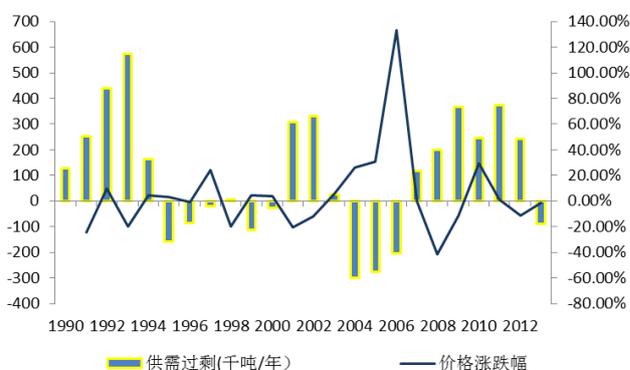
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表 13 锌的需求正在回升



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表 14 供给短缺带来涨价



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表 15 未来两年供给缺口有望逐渐扩大

单位：千吨	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
精矿生产	13130	13201	13267	13466	14005	14705
矿山增速	3.8%	0.5%	0.50%	1.5%	4.0%	5.0%
金属生产	12630	12891	13278	13543	14288	14931
金属增速	-3.40%	2.07%	3.00%	2.00%	5.50%	4.50%
精矿平衡	500.0	310.0	-10.7	-77.3	-283.5	-226.2
金属需求	12387	12982	13501	13974	14463	14969
需求增速	-2.46%	4.80%	4.00%	3.50%	3.50%	3.50%
精炼平衡	243	-91	-224	-431	-175	-38

资料来源：方正证券研究所

## 4、有色金属行业的国企改革：优选地方国企

### 4.1 地方国企混改、整体上市、省内整合

有色金属行业处于竞争性行业，不属于国家需要垄断控制的行业（稀土、钨等这种战略意义金属除外）。具备良好国企改革基础。

央企和地方国企比较而言，我们更为看好地方有色大国企上市公司的机会，央企本身都代表了中央的利益从事都是对国民经济有着重大影响力的行业，股权的变动有较大难度，而且由于央企一般规模庞大，也不适合先行改革。

因此，地方国企是我们明年认为有很好机会的领域。主要包括：整体上市、混改（民参股甚至控股、员工持股、股权激励）、省内兼并重组整合、引入战投。

安徽：铜陵有色

云南：锡业股份、贵研铂业

青海：西部矿业

山东：山东黄金

陕西：宝钛股份、金钼股份

图表 16 有色金属行业地方国企混改标的

省份	集团	上市公司	所在省主要改革内容	所在省份国企改革进展	上市公司改革猜想
安徽	铜陵有色金属集团	铜陵有色	整体上市混改	1、安徽省三家国企改革试点之一 2、江淮汽车、海螺集团已经启动整体上市 3、江淮、海螺均实现管理层持股 4、江淮、海螺没有引进新投资者 5、江淮、海螺国资委直接持股，消除集团层级	1、整体上市 2、引入战略投资者 3、员工持股
云南	云南锡业集团	锡业股份 贵研铂业	整体上市混改	1、国资委对 9 大国企集团下属 23 个企业公开招商，发展混合所有制。锡业集团在列。 2、云天化引入 TCL 成为公司战略投资者，占股 15%。同时转让部分子公司股权 50% 股权给与 TCL 成立的合资公司。 2、云煤能源定增收购大红山管道，大股东昆钢控股比例下降为 46.3%	1、引入战略投资者
青海	西部矿业集团	西部矿业	整体上市混改	西部矿业集团被列为省混改试点，明确提出整体上市	1、引入战略投资者 2、整体上市
山东	山东黄金集团	山东黄金	混改	向二级市场以及员工定向增发募集资金购买大股东旗下矿山	1、整体上市 2、员工持股 3、省内整合
陕西	陕西有色金属控股集团	宝钛股份 金钼股份	混改	1、发布改革意见，争取到 2017 年大多数省属国企实现股权多元化，国有资产证券化率比 2014 年提升 10% 以上。 2、2014 年完成省属国企分类改革，积极推进子公司层面建立混合所有制企业。 3、秦川集团实现整体上市	1、引入战略投资者 2、员工持股

资料来源：方正证券研究所搜集整理

#### 4.2 央企混改聚焦试点

央企层面，2014 年 7 月 15 日国资委将中国建材集团、中国医药集团选为发展混合所有制经济试点。9 月 3 日，国务院发布《国务院关于促进海运业健康发展的若干意见》，指出“要深化国有海运企业改革，积极发展国有资本、民营资本等交叉持股、融合发展的混合所有制海运企业。”意味着，航运央企也正式加入了混合所有制改革大郡。

建材集团、医药集团的试点是国资委提出的，成熟后或成为模式推广，必须跟踪。中国建材集团的混改试点方案包括：第一，积极引入社会投资者对集团进行混合所有制改造；第二，建立员工持股方案；第三，全面推进职业经理人制度；第四，建立中长期激励机制。

有色金属央企虽然没有被列入国资委试点，但包括中铝已经开始内部探索。中铝正在推进旗下三家企业实施员工持股、技术骨干持股试点工作，分别为东轻公司、河南铝业、华西铝业。

## 5、有色金属行业的一带一路：2015 年聚焦高铁配套企业

一带一路关系大国崛起的战略关键一步，对外事关产能输出、资本输出、人民币国际化，对内事关化解过剩产能、经济结构调整、稳增长的重任。

大量海外基建对有色金属需求的拉动时间上太早、数量上太少。因此一带一路明年将重点突破而不是全面开花，也就决定估值提升的思路要优于业绩增长思路。

其中，高铁是一带一路的先锋，有色金属行业为南北车配套的相关企业有望带来估值和业绩的双提升，强烈利源精制（002501）、配套动车组车辆制造的明泰铝业（601677）。另外，南山铝业（600219）也可关注。

### 5.1 利源精制：中国高铁新力量

利源精制（002501）拟通过非公开发行方式募集资金 30 亿元，与世界最大综合商社之一的日本三井物产金属共同实施“轨道车辆制造及铝型材深加工建设项目”。项目完成后，公司将具备年产动车组 400 辆/年、铝合金城轨地铁 400 辆/年、不锈钢城轨地铁 200 辆/年的轨道车辆制造能力，同时新增铝型材深加工产品 5 万吨/年的生产能力。从而成为我国继中国南车、中国北车之后又一家强有力的轨道车辆整车制造商，也是我国轨道车辆整车制造领域唯一具有完整产业链的民营股份制企业。

#### 全方位引进日本成熟高铁动车生产技术：

公司上马动车组项目的技术合作方是三井物产金属，其将负责引进整套生产技术、人员、设备。日本拥有成熟的动车组制造能力，川崎重工、三菱重工、以及三井财团旗下的东芝、日立等都是耳熟能详的大企业。由于三井财团是日本乃至全球最大的综合商社（丰田汽车、东芝等 100 多家大型企业均属于三井财团），其主导、三菱重工和川崎重工参与的日本高铁联盟曾经主导台湾高铁建设。表明三井物产不仅有能力帮助其解决技术问题，更能综合日本当前最为领先的技术。再次的提高了利源精制动车组项目的起点。

图表 17 南车 CRH2 的原型车川崎 E2000



资料来源：川崎重工 方正证券研究所

图表 18 三井物产主导建设的台湾高铁



资料来源：三菱重工 方正证券研究所

图表 19 川崎重工新干线列车 N700 系



资料来源：川崎重工 方正证券研究所

图表 20 日立的城际高铁动车



资料来源：三菱重工 方正证券研究所

### 攻坚国内地方市场，依托三井走向全球：

国内分为铁总招标的干线市场和地方政府招标的城际高铁、城市轨道交通市场。前者由于利源精制并没有铁总认可的资质而无法参与。因此，对于国内市场，利源精制的主要目标是地方，借助于更好的性价比和更为灵活的市场营销机制，这块是利源精制未来有望大展拳脚的领域。

在全球市场，利源精制将借助于三井物产强大的商业网络，通过三井物产将轨道车辆卖到全世界。可以预见的是，依靠日本强大而成熟的动车组技术和中国强大完全的配套制造业将带来极具竞争力的性价比，利源精制提供的车辆甚至以后有望作为分包商一起参与日本财团的招投标。

**国内干线市场：**中国最繁忙的高速铁路之一——京沪高铁列车总采购量为 300 列，共 2400 辆，平均每公里 1.832 辆。据此推算，到 2020 年中国在建的 1.2 万公里高铁约需采购 21600 辆高铁车辆，平均每年约 3600 辆。

**国内城际高铁市场：**我国已规划的区域城际高铁总里程约为 2.5-3 万公里，其中长三角 1 万公里，成渝城市群 2000 公里，海峡西岸城市群 4000 千公里，江汉平原城市群 1100 公里等。保守估计城际高铁（140km/h-220km/h）的线路里程在 1 万公里-1.5 万公里，按每公里配置 3 辆计算，总量为 3 万辆-4.5 万辆，按照 30 年交付，则每年需求 1000-1500 辆左右。

在国内市场规模稳定增长的同时，海外市场也培育过程中。虽然目前难以估计高铁列车海外出口的市场规模，但相信随着国家领导人的大力推广，中国高铁“大步出海”渐成趋势。

**国内城市轨道市场（地铁/轻轨）：**到 2015 年，国内将再有青岛在内 7 个城市开通运营，合计城市将达到 26 个，到 2020 年底将达到 39 个城市，运营里程将达到 9953 公里。2016-2020 年之间，预计我国城市轨道里程数约新增 6220 公里，年均需求量 7475 辆。

**国际市场：**目前越南、美国、泰国等许多国家都已经制定了高铁投资计划，线路长度超过 12000 公里，列表如下：

图表 21 国外高速铁路建设规划分析表

国家	拟采用技术	设计运营速度 (Km/h)	线路长度 (Km)	目前状态
俄罗斯	西门子	250		运营
美国	日本新干线	220	468	拟建
委内瑞拉	中国 CRH	350	510	拟建
巴西	中国 CRH		450	拟建
沙特阿拉伯	阿尔斯通、日本、中国		1555	拟建
越南	日本新干线	250	157	拟建
土耳其	中国 CRH	350	413	拟建
伊朗	中国 CRH	300		拟建
波兰			533	拟建
印度				拟建
英国		250		拟建
巴基斯坦-土耳其			6566	拟建
泰国	中国 CRH		2000	拟建
香港	中国 CRH		30	拟建

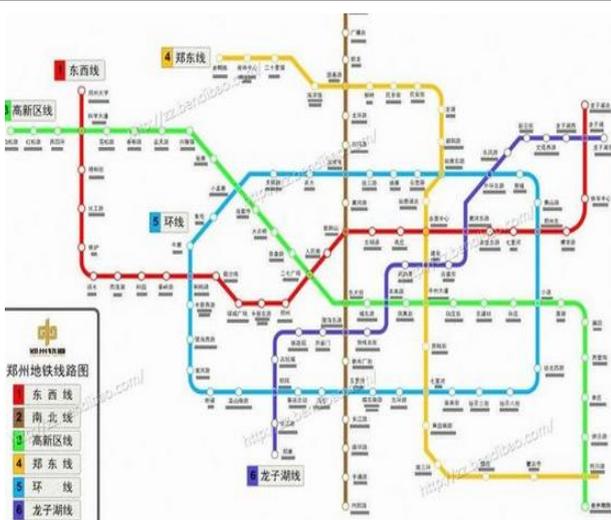
资料来源：方正研究所整理

## 5.2 明泰铝业：携手南车，深耕高铁配套

2013 年 11 月公司与南车集团青岛四方机车车辆厂签订战略合作协议，南车四方提供技术，将公司培育成为合格的车体用铝型材供应商。2014 年 4 月公司出资 1 亿元（占股 16.67%）与南车四方股份公司等 3 家共同出资设立“郑州南车轨道交通装备有限公司”，



图表 23 郑州地铁规划图



资料来源：郑州规划局 方正证券研究所

图表 24 南阳地铁规划图



资料来源：南阳市规划局 方正证券研究所

## 6、军工有色新材料：大国基石

无论是走出去还是做防守，军事实力的提升都是必然需求。军事实力提升以装备为重中之重。我国许多重大关键装备的差距集中体现在设计、材料上。有色金属军工新材料面临重大发展机会，包括航空发动机必须的高温合金，战机必须的钛合金、变形镁合金等等。

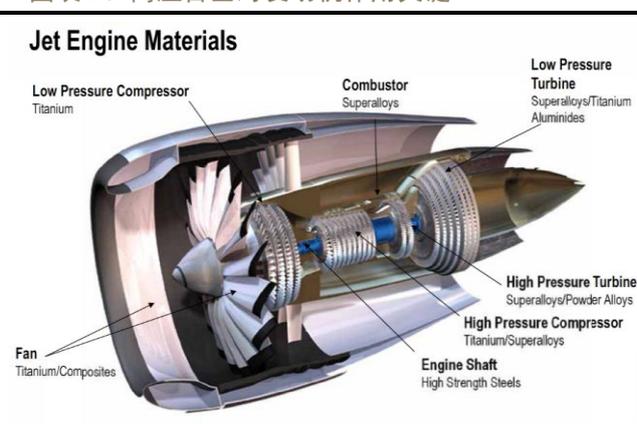
### 6.1 高温合金：我国发动机的瓶颈

发动机关键材料是高温合金。高推重比发动机的工作温度一般在 1200 摄氏度以上，高温合金就是为了在高温、高压、工况复杂的情况下工作而被开发出来的。发动机的燃烧室、工作叶片、高压涡轮和低压涡轮一般都会使用高温合金，其中工作叶片的前三级会采用含铼的单晶高温合金。目前军用高温合金主要由钢研高纳和抚顺特钢提供，炼石有色可能借助含铼单晶高温合金参与军工项目。

图表 25 我国高温合金需求预测（单位：吨）

主要下游	2017 年左右的年需求	2013 年产量	年复合增长空间
军用航空	700		
民用航空	8000		
燃气发电	1500		
船用燃气轮机	1000		
汽车	8000		
其他	3000		
总计	22200	10000	22.06%

图表 26 高温合金对发动机作用关键



资料来源：方正证券研究所搜集

资料来源：方正证券研究所搜集

**钢研高纳，高温合金领跑者。**钢研高纳是钢研所旗下的高温合金生产企业，2014年6月公司的5个募投项目全部完工，目前拥有高温合金产能3000吨。公司产品在航空航天领域的市场占有率在30%以上。钢研高纳同时拥有较强的技术自主研发能力和产业化能力；并依靠钢研所优势，和国内航空发动机及燃气轮机企业建立了长期合作关系。

**2015年将是公司业绩释放期。**公司的5个募投项目已经完工，公司高温合金产能从1100吨扩展到3000吨，募投项目主要解决公司产能不足问题，产品订单充足，2015年可以开始释放利润；子公司钢研广亨前期的市场开拓已经基本完成，在2014年年底开发了中石化等大客户，2015也将成为其业绩的释放期。

**抚顺特钢：国内高温合金龙头。**抚顺特钢是国内老牌的军工材料生产企业，主打产品为高温合金、超高强度钢和特冶不锈钢三大高端特种材料。目前公司高温合金的产能5000吨，到2015年底将扩至10000吨，13年公司高温合金产量3023吨，已经成为全国最大的高温合金生产企业，产品牌号丰富，飞机发动机、船用燃气轮机以及核电用690合金都可以生产；公司拥有国内唯一一个超强度钢研究室，产品涉及航空、航天、舰船等领域；公司生产的特种不锈钢广泛应用于航空、航天领域，“神州”系列载人飞船、“嫦娥”探月卫星火箭上均有抚顺特钢提供的不锈钢材料。

**军工与核电辉映。**公司在2014年8月1日成立“军工办公室”与“核电办公室”，显示出公司对于军工和核电需求的重视。公司高温合金以及超高强度钢产品已经广泛用于空军和海军，军用装备升级将继续给公司带来持续订单；公司的690U合金以及核电用不锈钢已经在核电领域大量应用，核电启动加速将给公司带来新的增长点。

图表 27 我国主要高温合金企业情况

公司名称	简介	高温合金产能	主要产品	备注
抚顺特钢	我国高端特钢生产企业之一	5000	变形高温合金	拥有全国唯一的高温合金棒材专用轧机以及全国仅有的两条高温合金板材生产线
宝钢特钢	我国高端特钢生产企业之一	1500	大型高温合金锻件	2011年公司将特钢先关资产出售给集团公司
长城特钢	我国重点钢研机构	1000	高温合金锻件和轧材	

中科院沈阳金属研究所	我国重要材料科学与工程研究基地	不详	铸造、变形、定向凝固和单晶高温合金	以研究为主，师昌旭单位
北京航空材料研究院	隶属于中国航空工业集团	合金锭的生产能力达 4000 吨/年	主要高温合金母合金锭	以研究为主
钢研高纳	钢研所旗下高温合金生产企业	3000	铸造、变形、新型高温合金	同时拥有研发和市场开拓能力，在高端市场占有率较高

资料来源：方正证券研究所整理

## 6.2 钛与变形镁合金：轻是硬道理

钛在军事领域的用途有飞机、军舰、武器、导弹等。其中，钛在军事领域最主要消费还是集中在军用飞机上。美国最早使用钛合金的是 F-86 战斗机，后来在 F-111、F-14、F-15A 战斗机上都有广泛应用。随着战机的升级换代，对速度、操控性能的要求提升，军用飞机对材料性能的要求越来越高，钛材的使用逐渐增多。如美国第三代战机 F16 所使用的钛材仅占飞机总重量的 2%，而第四代 F-22 战斗机的钛用量达到了 41%。钛材也用于建造军舰，新型驱逐舰、潜艇等，如前苏联建造了 6 艘台风级导弹核潜艇，采用双层钛金属外壳，每艘用钛量约 9000 t，使其具有无磁性、下潜深、航速快、噪音小、维修次数少等系列优点。同时，钛材，还用建造舰艇的螺旋桨、发动机部件、热交换器、冷凝器、冷却器、舰壳声纳导流罩及各种管件。

**军用钛材需求持续增长。**2011 年全球军事用钛 6000 吨，占全部钛消费量的 6%。从 2003 到 2011 年保持 4% 的年均复合增长率。在我国新一代战机研制及装备的推动下，预计未来 3-4 年我国钛在军事领域的消费量仍将保持 7-10% 的增长率。

现代战争形势对武器装备减重的迫切需求，交通工具的轻量化及节能减排的动力，电子器材薄壁轻量化发展要求，都为变形镁合金开发应用那提供了难得的机遇。

变形镁合金的应用主要集中在国防军工方面，如穿甲弹用高比强镁合金作弹托材料，变形镁合金制造战术航空导弹舱段、副翼蒙皮、壁板、加强框、舵面、隔框等厚件，诱导鱼雷壳体、雷达、卫星上用的镁合金井字梁等。

国内目前从事军工钛供应的公司主要是宝钛股份（600456）、变形镁合金目前没有成规模的公司，云海金属（002182）是国内镁行业龙头，在变形镁合金领域国内领先建议关注。

### 6.3 飞机刹车：受益于军机大列装

军机装备缺口巨大：我国军机的数量、质量与国家的战略目标要求差距甚远，现有军机数量与需求之间存在远超市场预期的差距。从数量上而言，我国的攻击机数量大约是美国的一半，名列全球第二，与俄罗斯相当。但运输机仅有美国的 1/5、俄罗斯的 60.79%，教练机与直升机也只有美国的 13.9%、少于日本，预警机更是只有美国的 5.9%，日本的 33.11%。

从攻击机的结构来看，我国主力攻击机只有 472 架歼 10、歼 11。对应美国的 F15、F16、F22、F35 系列 1941 架。俄罗斯的 MiG29/35、MiG31、Su27/30/35 三种机型就装备了 878 架。

由此可见，我国空军无论从数量上，还是质量上，与美俄都有不小差距。尽管数量多于日本，但质量与结构上与日本相比仍显落后。

博云新材作为国内军机刹车系统仅有的两家供应商之一将充分受益于未来数年内军机的大量列装。博云新材拥有刹车控制系统、机轮、刹车副整个一套刹车系统供货能力，其生产的刹车系统已用于歼 10 及运 8 上。未来随着我国军机大量的列装以及博云新材市占率的不断提升，也有有望迎来爆发。

图表 28 我国在役主要特殊任务机及数量一览

空军预警机型号	在役架数	空军运输机型号	在役架数
II76/KJ2000 (AEW)	5	II76	14
Tu154/ (Recce)	3	MA60	9
Y8/KJ200 (AEW)	6	Tu154	8
Y8 (Recce)	16	Y7	50
陆军运输机型号		Y8	60
Y7	10	海军预警机型号	
Y8	10	SH5 (SAR)	3
海军运输机型号	10	Y8/KJ200 (AEW)	10
Y7	20	Y8 (MPA)	3
Y8	12	Y8 (Recce)	5
合计	92		162
空军教练机		海军教练机	
JJ7	39	JJ6	14
JL8 (K8)	170	JL8 (K8)	12
合计	209		26

资料来源：Worldairforce2014 方正证券研究所

图表 29 我国在役主要战斗机机型及数量一览（不包括直升机）

空军歼击机型号	在役架数	订单数	海军歼击机型号	在役架数	订单数
---------	------	-----	---------	------	-----

轰 6	120		轰 6	14	
歼 7	388		歼 7	30	
歼 8	96		歼 8	48	
歼 10	200		歼 10	6	
歼 11/苏 27/苏 30/苏 35	272	24-48	歼轰 7	35	
歼轰 7	72		强 5	30	
强 5	119		苏 30/苏 33	23	50 以上
合计	1267			186	

资料来源: Worldairforce2014 方正证券研究所

图表 30 各国攻击机数量一览

COMBAT AIRCRAFT			
	Country	Active fleet	Share
1	USA	2,740	19%
2	China	1,453	10%
3	Russia	1,438	10%
4	India	768	5%
5	North Korea	574	4%
6	Egypt	414	3%
7	South Korea	409	3%
8	Pakistan	377	3%
9	Japan	291	2%
10	Taiwan	286	2%
	Other	6,038	41%
<b>TOTAL</b>		<b>14,788</b>	<b>100%</b>

资料来源: Worldairforce2014 方正证券研究所

图表 31 各国预警机数量一览

SPECIAL MISSION			
	Country	Active fleet	Share
1	USA	871	46%
2	Japan	154	8%
3	Russia	79	4%
4	China	51	3%
5	Brazil	46	2%
6	France	41	2%
7	Indonesia	40	2%
8	Germany	39	2%
9	Israel	34	2%
10	UK	30	2%
	Other	522	27%
<b>TOTAL</b>		<b>1,907</b>	<b>100%</b>

资料来源: Worldairforce2014 方正证券研究所

## 7、能源有色新材料：核电与锂电的主线

### 7.1 核电材料：受益于核电大发展

“开源节流”是解决我国能源安全的总体方针。可以预见的是，核能是开源的第一选择，特别是安全论证后，今年我国开始加速沿海核电就是证明（内陆核电慢还是因为担心安全问题）。

核电的大发展必然拉动有色金属行业中配套的核级锆、银铟镉控制棒、钛管等配套材料的要求。

金属锆分为两大类，核级锆主要用作核动力航空母舰、核潜艇和民用发电反应堆的结构材料、铀燃料元件的包壳等，是重要的战略金属；工业级锆（其中含有 4~5% 的铪）主要用于制作化工耐酸碱的设备、军工、电子行业。从全球的消费结构来看，核方面应用占金属锆消费的 90% 左右，民用方面的应用仅占金属锆消费的 10% 左右。

图表 32 金属核级锆在核反应堆领域的应用

部件	用途
核燃料及附属材料	锆可用作固体燃料铀合金的添加剂；锆及锂的氟化物可用作液体燃料的熔岩
结构材料	反应堆的高压容器，高压水箱等
包套材料	包套管与燃料共同构成燃料元件其功能是防止裂变产物逸散和避免核燃料直接接触冷却剂
减速材料	使用ZrH <sub>2</sub> 等，在反应堆中，高能中子与之发生弹性碰撞时，能够有效的吸收中子的能量
屏蔽材料	屏蔽目的，尽可能的减少人体所受的照射，防止材料设备受射线照射后性能劣化

资料来源：方正证券研究所

2007 年国家发改委制定了《核电中长期发展规划（2005-2020 年）》。规划中发展目标是到 2020 年，核电运行装机容量达到 4000 万千瓦，在建项目 1800 万千瓦。从目前在建和规划的核电站情况看，我国核电建设有望获得超出预期的快速发展。由于燃料消耗和辐射，核反应堆中的锆材每年要更换三分之一，是经常性消耗材料。按照国际核电站的统计数据，每 1 万千瓦核电首炉装机容量需要锆材 0.3-0.35 吨，按 50%成材率计算，则需核级海绵锆 0.6-0.7 吨。每年换材按 1 万千瓦 0.1-0.12 吨计算，折合海绵锆需求 0.2-0.25 吨。

目前全球海绵锆总产能在 8000-8500 吨左右，锆材产能 2000 吨以上，成品率达 60-80%。美国、法国和俄罗斯是核级锆材生产大国，技术领先，在锆市场占有绝对优势地位。

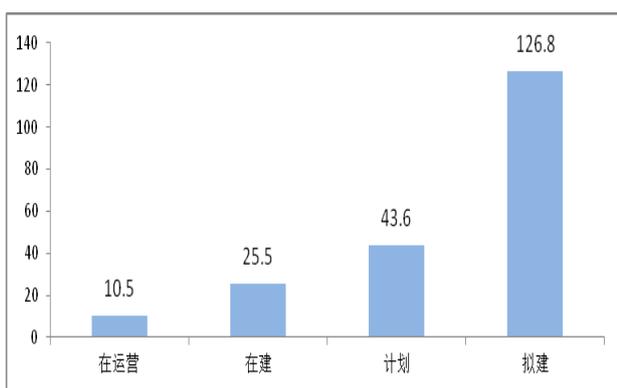
目前我国核电所需锆材完全依赖进口，主要进口国是法、俄、美和瑞典等国家。我们按照到 2020 年我国核电装机容量达到 6000 万千瓦的假设条件进行预测，未来 10 年核级锆材需求总量预计在 5000 吨左右，海绵锆需求 10000 吨左右。核级锆需求持续增长的趋势非常明确。

图表 33 2015-2016 年是我国核电机组建成高峰

	AP-1000	CNP-600	CPR-1000	EPR-1750	HTR-PM	VVER V-428M	总计
2014			5				5
2015	2	1	6	1			10
2016	2	1	2	1			6
2017			2		1		3
2018			3			2	5
总计	4	2	18	2	1	2	29

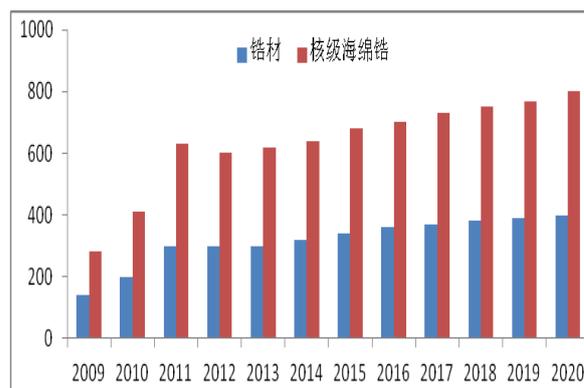
资料来源：IAEA-PRIS 方正证券研究所

图表 34 我国核电装机容量（吉瓦）



资料来源：方正证券研究所

图表 35 我国核级锆需求预测



资料来源：中国钛锆协会 方正证券研究所

## 7.2 锂材料：当下节流的首选

我国 60%以上原油消费来自进口，而我国的原油消费中大约 60%是机动车消费。因此，大力发展电动汽车为代表的新能源汽车对于我国解决能源安全问题至关重要。

2013 年起，国内陆续出台了众多政策对新能源汽车进行扶持，2014 年前 11 个月，全国新能源汽车的销量达到 5.3 万辆，而 2013 年全年销量仅有 1.76 万辆。虽然增长迅速，但距离新能源汽车推广应用城市(群)申报计划要求的 2013-2015 年推广新能源汽车 33.6 万辆的目标还相距甚远。我们认为，2015 年国内电动车的销量可能超过 10 万辆，而达到计划要求则需要销售 25 万辆以上。

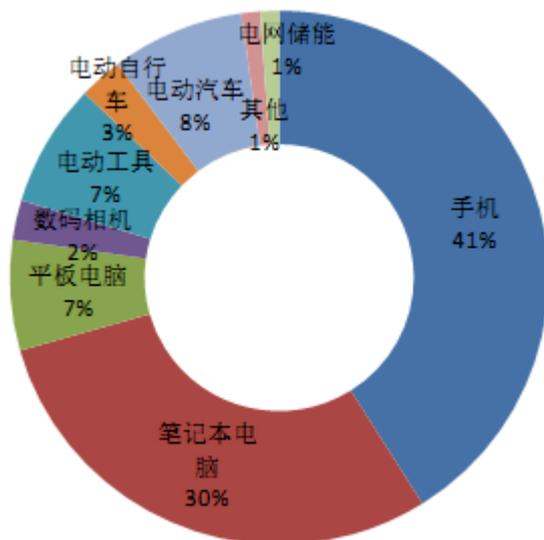
### 锂需求将随着电动车销量增长而持续增加

近三年电动车用锂电池需求增速最快。锂离子电池需求主要分布于移动电子产品，电动车和储能这三个领域。

目前新能源汽车主要采用能量密度比最高的锂电池作为能源。平均一辆纯电动汽车的碳酸锂需求在 60-80 公斤，插电式混动的需求在 20-30 公斤左右。2015 年如果电动车销量达到 10 万辆（按照纯电动占 60% 计算）将新增电池级碳酸锂需求 1900 吨以上，如果达到 25 万辆则将新增电池级碳酸锂需求 8500 吨左右。

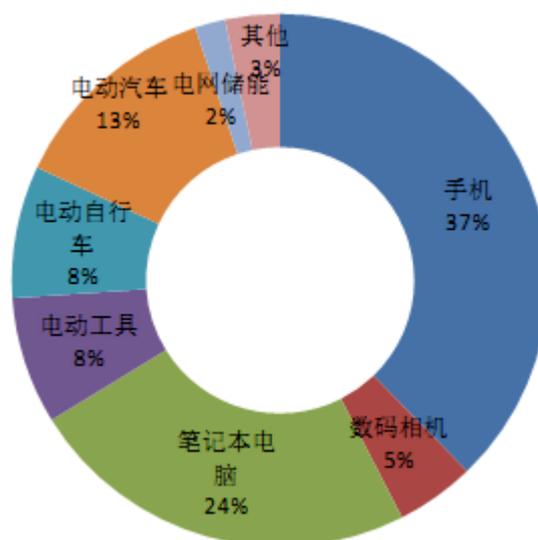
按照我国目前每年超过 2000 万辆的汽车产量，如果要实现中央的战略目标，新能源汽车以后每年突破上百万辆是大概率事件，每年新增的碳酸锂需求将超过 35000 吨，将达到全球锂市场需求总量的 20% 以上。

图表 36 全球锂电池下游占比



资料来源：方正证券研究所

图表 37 中国锂电池下游占比



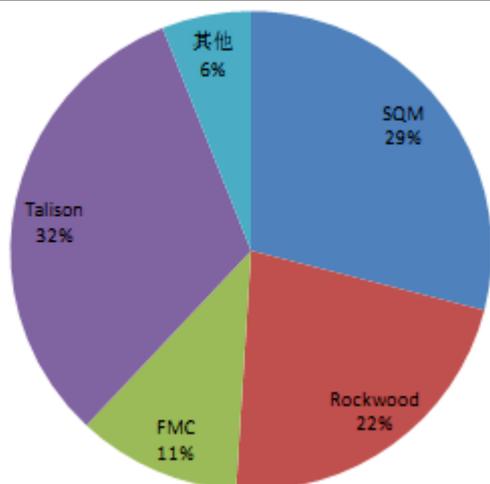
资料来源：方正证券研究所

### 锂供给有约束

供应端，分为盐湖提锂与矿石提锂。三家盐湖提锂占据了全球锂市场份额的 62%，包括 SQM、Rockwood、FMC。其合计年产量约 9 万吨，剩余的产能主要来自于天齐锂业及其他供应商。

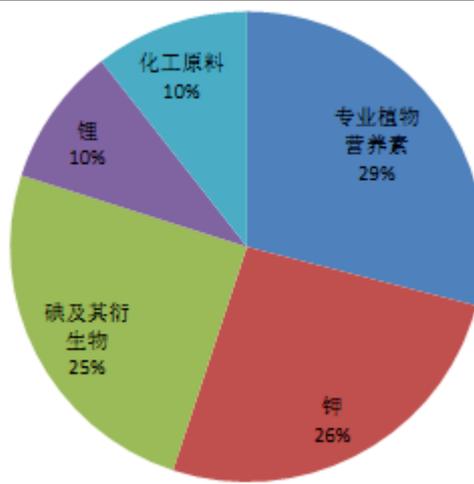
卤水提锂三强 SQM, FMC, Rockwood 这三家中中有一家(SQM 和 FMC) 主业是钾肥和农药，锂是其副产品，锂占其营业收入和利润占比较小，远低于其主要产品贡献，因此其扩张产能计划往往取决于主要产品的供需情况，锂产能扩张处于被动伴随。也就是说他们不太可能因为收入、利润占比小头的副产品涨价而去扩产。

图表 38 全球锂矿供应（含卤水和固体矿）



资料来源：方正证券研究所

图表 39 SQM 的收入构成



资料来源：SQM 年报 方正证券研究所

## 8、总结与推荐组合

※投资策略：主题思维优先、行业思维暂放。2015 年外部美元加息、需求疲软，内部全面深化改革。价格因素受到美元加息压制决定了 2015 年有色仍然将分化。另外两个因素供需与政策梳理下来，2015 年的投资机会主要还是来自自上而下的政策面因素，核心的点只有一个，大国崛起。与有色相关的主题包括国企改革、能源结构调整、一带一路、建立军事强国、并购整合、稀土。供需面角度推荐较早进入去库存周期的锌。

※推荐组合：按看好程度依次为稀土：五矿稀土（000831）、盛和资源（600392）。一带一路：利源精制（002501）、明泰铝业（601677）。国企改革：铜陵有色（000630）、锡业股份（000960）。军事强国，组合：抚顺特钢（600399）、钢研高纳（300034）、博云新材（002297）。能源结构调整：银河磁体（300127）、雅化集团（002497）、西部材料（002149）、科力远（600478）。锌：银泰资源（000975）、中金岭南（000060）、盛达矿业（000603）。并购整合：精诚铜业（002171）、红宇新材（300345）。

## 9、风险提示

美元加息引发资产价格快速下跌；投资与出口过快下滑，引发政策重心由改革转为稳增长。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com