

# 有色金属

证券研究报告

2019年01月18日

## 寻找供需两弱中的机会-贵金属

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

杨诚笑

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

田源

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

王小芃

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

田庆争

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《有色金属-行业点评:越南调研系列-越南北部工业区投资调研纪要》 2019-01-15
- 2 《有色金属-行业研究周报:联储纪要指引加息预期进一步下调,短期调整不改金银值得继续关注》 2019-01-13
- 3 《有色金属-行业研究周报:美联储加息预期放缓,首推黄金,白银次之,继续关注稀土行业边际性改善》 2019-01-05

**美国经济由绝对优势转化为相对优势:**美国经济 18 年碾压其他经济体, GDP 增速创 2016 年以来持续走高, 失业率创 50 年以来新低。但美国制造业 PMI 已经从高点下降, GDP 增速可能开始放缓; 欧元区仍旧缓慢复苏, 新兴经济体普遍开始复苏。19 年美国可能从绝对优势转化为相对优势。

**贵金属有望出现较大涨幅:**黄金与美元呈明显的负相关关系, 而美元则与美国经济在全球经济的占比呈明显的正相关性。美国经济从绝对优势转化为相对优势, 美元有望出现趋势性下跌, 为黄金价格上涨留出空间。

**本轮黄金股上涨叠加避险情绪:**目前情况与 16 年的黄金反弹对比, 具有较多相似性: 美国经济面临减速, 美联储加息次数预期不断减少。但与 16 年相比, 股价上涨略先于黄金价格上涨, 而与美股标示风险的 VIX 指数大幅上升的时点重合, 本轮黄金价格上涨可能带有避险情绪发酵的成分。

**上涨看弹性, 避险看估值:**从 16 年黄金股的涨幅经验来看, 业绩弹性大的公司涨幅明显高于其余公司。国内的黄金上市公司中山东黄金和中金黄金的弹性明显高于其余上市公司, 同时也在 16 年黄金企业涨幅中排前列。推荐弹性标的: **山东黄金**, 关注**中金黄金**。本轮黄金股的上涨可能带有部分避险情绪在其中, 可能对于估值有所倾斜。低估值的**紫金矿业**可能再次受到市场的重视。

**黄金上涨中, 白银从未缺席:**二战以后黄金有过三次暴涨, 除了第一次布雷顿森林体系崩坏前白银价格已经出现上涨导致白银涨幅低于黄金以外, 之后的两次暴涨以及 15 年末至 16 年中期的趋势性反弹中, 白银的涨幅均高于黄金。白银价格有望跟随黄金价格出现较大涨幅。推荐白银企业: **兴业矿业**, **银泰资源**, 关注**盛达矿业**。

**国内经济处于转型期, GDP 增速面临下降风险。**房地产竣工面积同比开始下降, 消费端空调和汽车产量出现负增长, 铁路投资和道路投资增速有所回落, 19 年如果基建不出现大规模增长, 可能仍会面临较大压力。

**基本金属供需两弱, 期待政策超预期。**18 年基本金属价格在需求不振的带动下对供求关系的波动不再敏感, 价格下跌中已经包含了投资者对于 19 年需求不振的悲观预期, 价格进一步大幅下行的空间相比 18 年已经缩小。如果基建等固定资产投资超预期, 供需缺口有望再次扩大的铜可能成为上涨主力。

**风险提示:**全球经济增长低于预期的风险, 全球贸易冲突继续扩大的风险, 美元继续保持强势的风险, 基本金属供给增长超出预期的风险。



## 投资要点

### 核心观点

美国经济在 19 年有望从绝对优势转为相对优势，美元指数有望趋势性下行给黄金价格打开上涨通道，建议关注弹性较大的山东黄金和中金黄金，鉴于本轮黄金上涨带有明显的避险情绪，同样推荐估值较低的紫金矿业。历史上每一轮黄金的价格上涨，白银都未曾缺席，建议关注白银标的兴业矿业、盛达矿业和银泰资源。

基本金属供需两弱，期待政策超预期。18 年基本金属价格在需求不振的带动下对供求关系的波动不再敏感，价格下跌中已经包含了投资者对于 19 年需求不振的悲观预期，价格进一步大幅下行的空间相比 18 年已经缩小。如果基建等固定资产投资超预期，供需缺口有望再次扩大的铜可能成为上涨主力。

### 行业前景展望（乐观）

欧元区继续复苏；新兴经济体加速复苏；贸易战缓和。

中国经济增速稳定，稳健的财政政策配合松紧适度的货币政策。

### 行业前景展望（悲观）

欧元区经济失速；美元继续保持强势。

国内基建和房地产增速下降。

## 内容目录

<b>1. 海外：美国经济绝对优势向相对优势转化</b>	1
1.1. 美国经济强势增长可能放缓	1
1.2. 欧元区仍旧缓慢复苏	1
1.3. 新兴市场：经济总体稳步增长	1
<b>2. 贵金属：加息预期回落带来的投资机会</b>	1
2.1. 美元指数和加息预期回落	1
2.2. 黄金的上升通道有望打开	1
2.3. 16 年黄金上行目前状况对比	1
2.4. 上涨看弹性：山东黄金 中金黄金	1
2.5. 避险看估值：紫金矿业	1
2.6. 黄金上涨中白银从未缺席：盛达矿业	1
<b>3. 中国：经济增速回落，19 年上半年仍面临较大压力</b>	1
3.1. 整体经济增长继续放缓	1
3.2. 房地产：地产投资增速总体面临较大下行压力	1
3.3. 基建：“补短板”政策指导下，悲观预期有所修复	1
3.4. 制造业投资稳中有升	1
3.5. 消费数据不容乐观，汽车和空调产量出现负增长	1
<b>4. 工业金属：供需两弱</b>	1
4.1. 2018 年复盘：供需两弱，紧平衡，金属价格下跌	1
4.1.1. 供需两弱，紧平衡，金属价格下跌	1
4.1.2. 宏观经济以及下游细分领域需求预期更能很好的解释金属价格的下跌	1
4.1.3. 基本金属价格基本反映悲观预期，超预期变化影响价格涨跌	1
4.2. 铜：基本面最好的工业金属	1
4.2.1. 铜业回顾：中美贸易战及宏观经济状况影响铜价	1
4.2.2. 供给增速回到 1%时代	1
4.2.3. 矿铜供给限制冶炼产能的释放，供需缺口逐步扩大	2
4.3. 铝：预计 2019 年上半年铝价将延续寻底过程	2
4.3.1. 铝业回顾：海外不确定事件左右铝价	2
4.3.2. 氧化铝高利润或难维持	2
4.3.3. 电解铝：铝价将继续寻底	2
4.4. 锌：锌矿供给传导至锌锭，供需缺口逐步收窄	2
4.4.1. 锌业回顾：锌价受库存及宏观经济影响	2
4.4.2. 矿锌供应逐步增加	2
4.4.3. 加工费上升，精炼锌逐步放量	2
<b>5. 风险提示</b>	2

## 图表目录

图 1: 美国 GDP 同比创 16 年以来新高(单位: %)	1
图 2: 美国失业率创下新低	1
图 3: 美国 PMI 订单指数出现下行	1
图 4: 2018 年欧元区 PMI 明显下行	1
图 5: 欧元区失业率持续走低 (单位: %)	1
图 6: 2018 年印度经济实现较快增长 (单位: %)	1
图 7: 新兴市场主要经济体 PMI 大多位于荣枯分水线上方	1
图 8: 美元指数与美国 GDP 占比呈正相关关系	1
图 9: 2018 年以来美元指数整体走高	1
图 10: 国际油价出现较大幅度下降	1
图 11: 2018 年 12 月美联储议息会议点阵图暗示加息 2 次	1
图 12: 16 年国内股价上涨滞后 (巴里克黄金-美元, 山东黄金-元)	1
图 13: 18 年股价上涨与 VIX 首次大幅上升时间一致 (左轴-%, 右轴-美元)	1
图 14: GDP 同比增速继续放缓 (左轴-亿, 右轴%)	1
图 15: 消费对 GDP 增长贡献占比继续提高 (单位: %)	1
图 16: PMI 已经回落至荣枯线附近	1
图 17: 18 年通胀水平温和回升 (单位: %)	1
图 18: 土地购置费增长拉动地产投资增长 (单位: %)	1
图 19: 开工面积和竣工面积增长分离 (单位: %)	1
图 20: 商品房销售面积增速回落 (单位: %)	1
图 21: 公共财政支出增速下滑 (单位: 左轴-亿, 右轴-%)	1
图 22: 铁路和道路等金属设施投资增速下滑 (单位: %)	1
图 23: 制造业投资稳中有升 (单位: %)	1
图 24: 社会消费品零售总额累计同比增速持续下滑 (单位: %)	1
图 25: 18 年下半年汽车产量开始出现同比负增长 (单位: %)	1
图 26: 18 年下半年空调产量增速大幅放缓 (单位: %)	1
图 27: 供需平衡变化与价格涨跌幅不具有相关性	1
图 28: 供给增速与价格涨跌幅不具有相关性	1
图 29: 需求增速与价格涨跌幅不具有相关性	1
图 30: 中美贸易战及宏观经济状况影响铜价	1
图 31: 铜矿产能增速滞后于资本支出, 将在 2017 年左右见顶	1
图 32: 全球矿山产铜增量 (单位: 万吨)	2
图 33: 长单铜加工费继续下滑 (单位: 美元/吨&美分/磅)	2
图 34: 铜供需缺口逐步扩大	2
图 35: 海外制裁、罢工及环保左右铝价	2
图 36: 中国供给侧改革低于预期	2
图 37: 俄铝产量并未减少, 海德鲁减产 50% (单位: 百万吨)	2
图 38: 海外氧化铝扩产大幅增加 (单位: 万吨)	2
图 39: 未来几年国内氧化铝产能增幅较大 (单位: 万吨)	2
图 40: 海外锌价受库存及宏观经济影响	2
图 41: 国内锌价受库存、环保及宏观经济影响	2

图 42: 2018-2019 年预计海外新增产能分别为 70.4 和 68.3 万吨 (单位: 万吨) .....	2
图 43: 2018-2019 年预计中国新增锌矿产量分别为 14.1 和 12.3 万吨 (单位: 万吨) ....	2
图 44: 进口矿最高加工费已达 150 美元/吨.....	2
图 45: 国内矿最高加工费已达 5700 元/吨.....	2
图 46: 预计 2019 年新增冶炼产能 19 万吨 (万吨) .....	2
图 47: 2019 年预计中国新增冶炼产能 98 万吨 (万吨) .....	2
图 48: 锌矿供给传导至锌锭, 供需缺口逐步收窄 (单位: 万吨, 供需平衡在右轴) .....	2
表 1: 15 年至今黄金价格波动.....	1
表 2: 2016 年行情期间宏观环境 .....	1
表 3: 2016 年行情中黄金股表现情况.....	1
表 4: 黄金股业绩对金价弹性 .....	1
表 5: 黄金股估值对比 (截止 2019 年 1 月 9 日) .....	1
表 6: 黄金与白银历史行情对比.....	1
表 7: 基本金属供需平衡变化 .....	1
表 8: 全球主要经济体 GDP 增速预测下行 .....	1
表 9: 工业金属大多属于地产后周期品种 .....	1
表 10: 2018-2020 年矿山铜产量预计增速分别为 1.49%、1.92%和 2.70% (单位: 万吨) 2	
表 11: 铝供需平衡表 (单位: 万吨) .....	2

## 1. 海外：美国经济绝对优势向相对优势转化

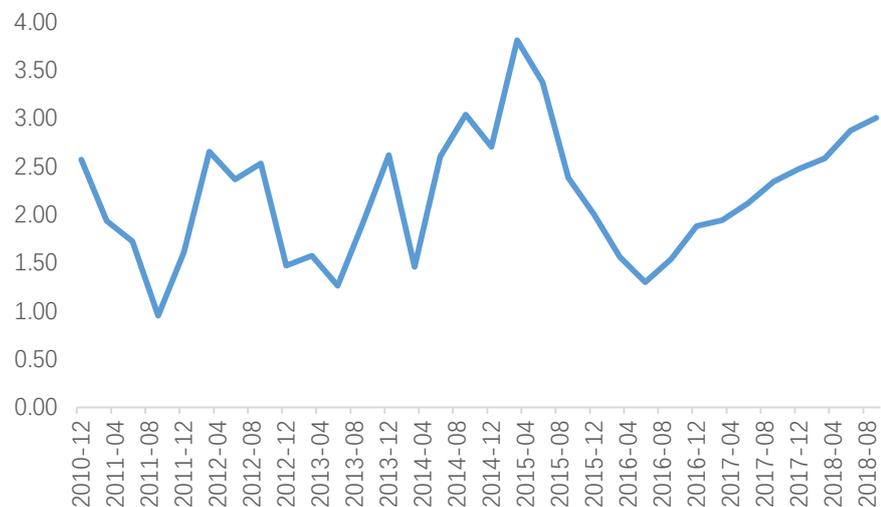
2018 年在减税和制造业回归的带领下，美国三季度 GDP 同比创 2016 年以来新高，失业率达到 50 年新低，同时平均工资开始加速上涨；与之相对应的是欧元区经济缓慢复苏中增长起伏不定。

19 年美国的绝对优势可能向相对优势转化。美国的制造业 PMI 已经连续 20 个月整体处于上升趋势，但绝对值开始下降，减税和制造业回归带来的增长效应可能减弱；欧元区失业率持续下降，新兴经济体中印度，越南的增长较为迅速。美国经济可能从绝对优势转化相对优势。

### 1.1. 美国经济强势增长可能放缓

18 年美国经济增长强劲。在减税和制造业回归的刺激下，美国经济在 2018 年呈现出加速增长的趋势，二三季度 GDP 环比分别为 4.2%和 3.5%，三季度 GDP 同比 3.01%创 16 年以来新高。

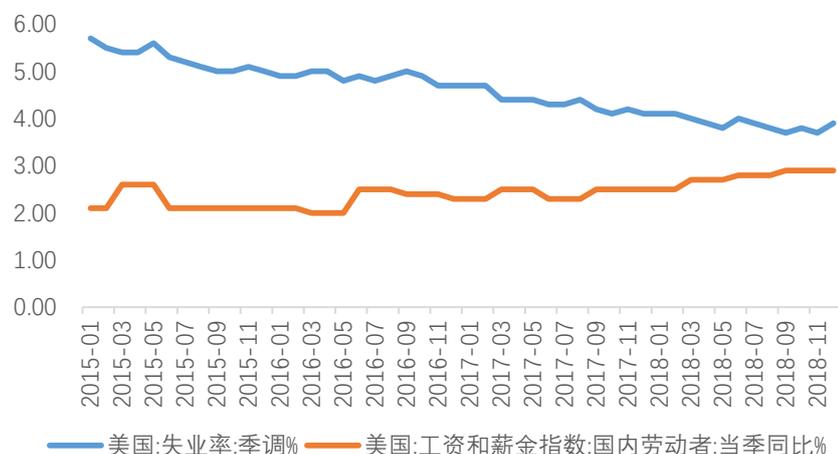
图 1：美国 GDP 同比创 16 年以来新高(单位：%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

GDP 增长的同时，美国失业率更是降至 50 年来的最低水平。美国失业率已经在 2018 年 9 月已经降至 3.7%，在低失业率下，平均工资呈现出加速上涨的态势，充分就业已得到数据验证。

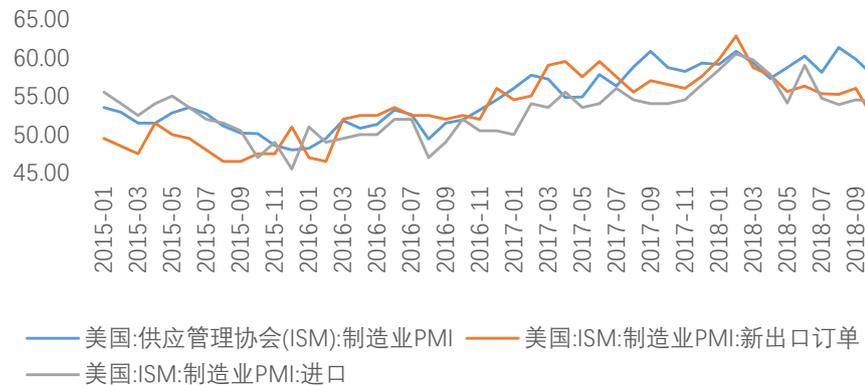
图 2：美国失业率创下新低



资料来源：美国劳工部，天风证券研究所

PMI 虽然在正向区间，但绝对值开始下降。美国的制造业 PMI 已经连续 20 个月整体处于上升趋势，但从 8 月开始绝对值开始下降，特别是受到贸易战影响，进口和出口 PMI 数据已经从 2018 年 1 月的 59.8 和 58.4 回落至 2018 年 10 月的 52.2 和 54.3。

图 3：美国 PMI 订单指数出现下行



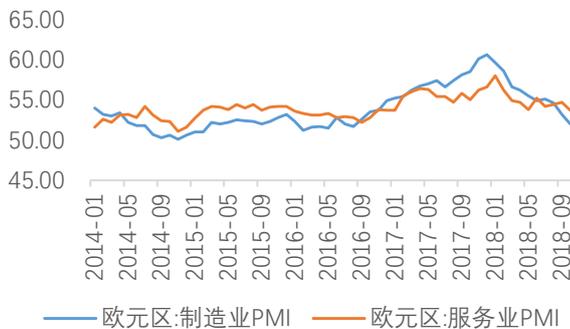
资料来源：Wind，天风证券研究所

19 年美国 GDP 增长可能减速。美联储 12 月 19 日的议息会议将 19 年的 GDP 展望从 2.5% 下调至 2.3%，与 18 年的 3% 相比，增速逐步放缓正在形成一致预期。

## 1.2. 欧元区仍旧缓慢复苏

欧元区在 2018 年继续复苏。欧元区失业率近几年来一直下降，2018 年 9 月失业率降至 8.1%，已接近金融危机前水平。但经济仍然没有进入高速增长通道，从 PMI 数据来看，欧元区制造业和服务业 PMI 在 2018 年都出现了较为明显的下滑。引擎德国的 GDP 四季度出现下滑，法国迟迟无法停止的游行也给欧元区的经济带来更多不确定性。

图 4：2018 年欧元区 PMI 明显下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：欧元区失业率持续走低（单位：%）



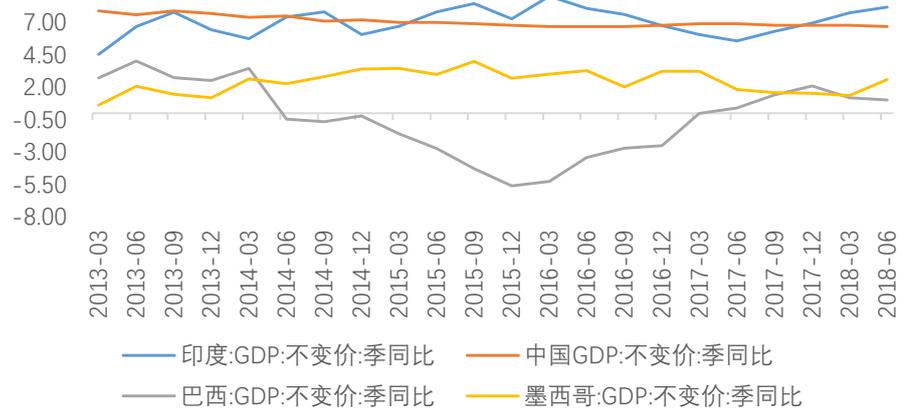
资料来源：Wind，天风证券研究所

19 年欧元区可能仍是缓慢复苏。19 年欧元区经济可能仍然处于缓慢复苏阶段，失业率有望继续下降。

## 1.3. 新兴市场：经济总体稳步增长

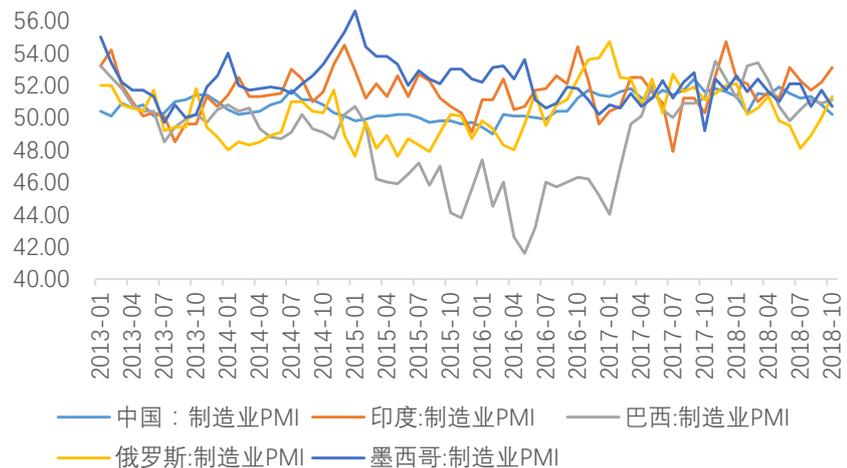
2018 年新兴国家经济平均增长水平较为稳定，其中印度 2018 年实现较快经济增长。印度 2018 年第二季度 GDP 增速为 8.2%，达到近两年来最高水平。从 PMI 数据来看，2018 年以来主要新兴国家 PMI 数据位仍然位于荣枯分水线的上方，俄罗斯 PMI 变化波动较大，印度 PMI 景气度较高。

图 6：2018 年印度经济实现较快增长（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：新兴市场主要经济体 PMI 大多位于荣枯分水线上方



资料来源：Wind，天风证券研究所

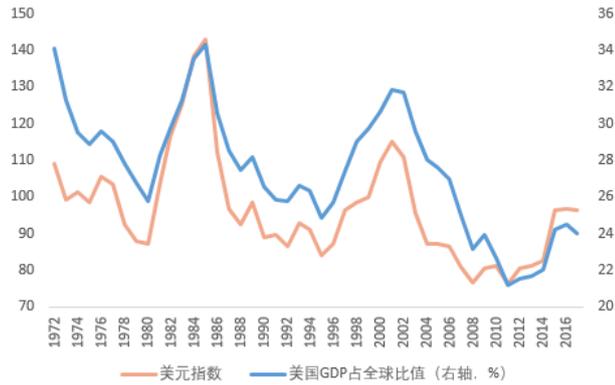
## 2. 贵金属：加息预期回落带来的投资机会

黄金作为逆美元资产，美国经济从绝对优势变成相对优势，给美元回落带来空间；原油价格一路下跌，19 年初美国通胀压力较小，加息预期有望从 3 次逐步减为 1 次，有望成为黄金价格上涨的催化剂。推荐黄金弹性标的：山东黄金；黄金价值标的：紫金矿业。

### 2.1. 美元指数和加息预期回落

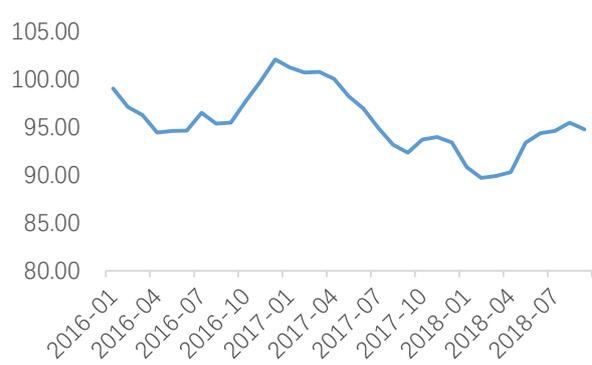
黄金和美元的负相关关系明显。从美元黄金脱钩至今，美元和黄金表现出明显的负相关关系。美元指数则与美国 GDP 占全球 GDP 的比值呈现明显正相关关系。美国经济从绝对优势转化为相对优势为黄金打开上涨通道。

图 8：美元指数与美国 GDP 占比呈正相关关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2018 年以来美元指数整体走高



资料来源：Wind，天风证券研究所

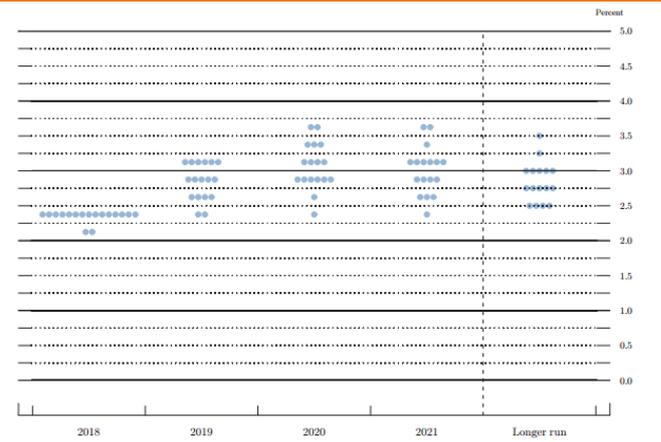
美联储加息主要目标是在不影响经济的同时将 CPI 控制在 2% 左右。国际油价在 18 年四季度出现大幅下降，照此推算到 19 年上半年，美国 CPI 压力较小。美联储加息的动力不足，根据天风宏观 18 年 12 月 9 日报告《加息末端的大类资产表现》中的观点，美联储 19 年的加息预期有望从三次加息逐步下降至“最多一次”。

图 10：国际油价出现较大幅度下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2018 年 12 月美联储议息会议点阵图暗示加息 2 次



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 黄金的上升通道有望打开

美元的趋势性下行给黄金打开上升通道。美国经济从绝对优势转化为相对优势，美联储加息预期下行中，美元指数有望出现趋势性下降，黄金价格有望趋势性上涨。

人民币计价黄金涨幅有望超过美元计价黄金。17 年以来，金价波动逐步下降，而汇率波动逐步加大，人民币计价的黄金波动率较小。18 年国内执行松紧适度的货币政策，人民币大幅升值的可能性较低，人民币计价的黄金有望与美元计价的黄金保持同步甚至超过美元计价的黄金的涨幅。

表 1：15 年至今黄金价格波动

	2014	2015	2016	2017	2018
COMEX 均价 (美元/盎司)	1264.7	1160.3	1247.6	1262.7	1301.4
振幅	21.90%	22.18%	29.84%	16.20%	14.42%
SHEF 金均价 (美元/盎司)	252.64	237.26	268.7	277.94	273.66
振幅	20.66%	19.21%	31.64%	8.71%	8.30%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 16 年黄金上行目前状况对比

黄金价格自 11 年以来最大的涨幅发生在 15 年末(美联储宣布第一次加息)至 16 年中期。**海外金价上涨 313.9 美元/盎司 (29.84%)，国内金价最高上涨 82.55 元/克(38.40%)。**

16 年的情况与目前有相似性：美国 GDP 增长均出现增速下降，15 年三季度美国 GDP 同比达到 2.4%，但 16 年中期下降至 1.3%，而 18 年三季度美国 GDP 同比为 3%，19 年预期为 2.3%；美联储加息次数预期逐步下降，15 年 12 月第一次加息后，原本预计 16 年三次以上加息，结果在 16 年年底才开始第二次加息，而 18 年 9 月美联储市场还预计 19 年加息三次，而 12 月议息会议的点阵图就已经暗示 19 年加息两次，而按照天风宏观的观点，美联储 19 年最多加息一次。美元指数再次出现下降，而黄金再次进入上涨通道是大概率事件。

表 2：2016 年行情期间宏观环境

	16 年情况			目前	
	2015 年 9 月	2015 年 12 月	2016 年 6 月	2018 年 6 月	2018 年 9 月
美国 PMI	50.20	48.00	53.20	60.20	59.80
欧元区 PMI	52.00	53.20	52.80	54.90	53.20
美国 GDP 同比	2.38	2.00	1.30	2.87	3.00
欧元区 GDP 同比	2.10	2.30	2.50	2.30	1.70

资料来源：Wind，天风证券研究所

本次黄金上涨与 16 年又有较大区别。欧元区目前经济情况远不如 16 年的强复苏，中国处于转型期，19 年仍面临较大压力，非美货币整体可能不如 16 年强势。从上涨时间上看，16 年国内黄金企业的股价上涨晚于黄金价格以及海外黄金股的价格上涨，且涨幅均低于巴里克涨幅。而 18 年四季度黄金股的上涨则略早于黄金价格上涨，却与美股标示风险的 VIX 指数大幅上升的时点重合，本轮黄金价格上涨带可能带有避险情绪发酵的成分。

表 3：2016 年行情中黄金股表现情况

公司	上涨启动时间点	顶点时间点	起点股价(元)	顶点股价(元)	期间收益率	相对大盘涨跌幅
山东黄金	2016/1/28	2016/7/18	16.27	48.33	197.05%	184.27%
中金黄金	2016/1/28	2016/7/13	7.29	15.72	115.69%	100.43%
湖南黄金	2016/1/28	2016/7/11	7.05	15.85	124.82%	112.05%
赤峰黄金	2016/2/1	2016/7/12	5.02	11.59	130.88%	117.47%
紫金矿业	2016/1/28	2016/7/11	2.56	3.82	49.22%	36.44%
西部黄金	2015/7/8	2016/7/19	11.23	30.38	170.53%	183.94%
巴里克黄金	2015/12/14	2016/7/6	7.09	22.71	220.31%	204.40%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：16 年国内股价上涨滞后（巴里克黄金-美元，山东黄金-元）

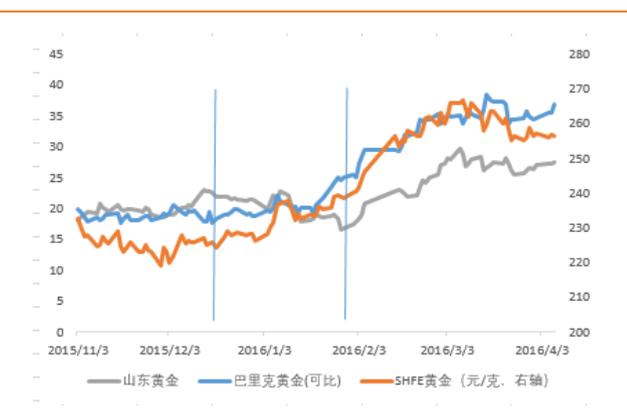
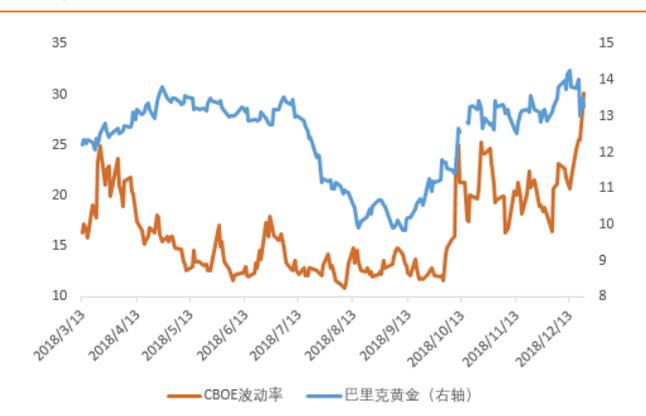


图 13：18 年股价上涨与 VIX 首次大幅上升时间一致（左轴-%，右轴-美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.4. 上涨看弹性：山东黄金 中金黄金

从 16 年黄金股的涨幅经验来看，业绩弹性大的公司涨幅明显高于其余公司。国内的黄金上市公司中山东黄金和中金黄金的弹性明显高于其余上市公司，同时也在 16 年黄金企业涨幅中排前列。推荐弹性标的：山东黄金；建议关注中金黄金。

表 4：黄金股业绩对金价弹性

各黄金企业自产黄金产量 (kg)	2017A	2018E
山东黄金	35528	39860
紫金矿业	37380	38390
中金黄金	25280	23820
湖南黄金	4967	4800

金价波动 10 元/克对利润影响	利润变动 (亿元)	变动率 (2017 年为基数)
山东黄金	2.75	24.2%
紫金矿业	2.44	6.9%
中金黄金	0.75	25.9%
湖南黄金	0.21	7.1%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.5. 避险看估值：紫金矿业

本轮黄金股的上涨可能带有部分避险情绪在其中，可能对于估值有所倾斜。低估值的紫金矿业可能再次受到市场的重视。

表 5：黄金股估值对比 (截止 2019 年 1 月 9 日)

PE 对比	山东黄金	紫金矿业	中金黄金	湖南黄金	西部黄金	荣华实业	恒邦股份
TTM	64.5	15.2	160	41.2	243.00	(43.6)	22.7
TTM2018E	56.0	14.9	97.7	39.1	-	-	16.00
市净率	3.02	2.00	2.116	2.01	5.51	3.31	1.79

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.6. 黄金上涨中白银从未缺席：盛达矿业

历史上黄金价格上涨中，白银从未缺席。二战以后黄金有过三次暴涨，除了第一次布雷顿森林体系崩坏前白银价格已经出现上涨导致白银涨幅低于黄金以外，之后的两次暴涨以及 15 年末至 16 年中期的趋势性反弹中，白银的涨幅均高于黄金。白银价格有望跟随黄金价格出现较大涨幅。关注白银企业：兴业矿业，盛达矿业和银泰资源。

表 6：黄金与白银历史行情对比

第一次价格暴涨 (布雷顿森林体系崩坏 1973-1975)					
	起点时间	起点价格 (元)	顶点时间	顶点价格 (元)	涨幅
黄金	1973/1/19	64.50	1974/12/30	195.25	203%
白银	1973/9/17	2.57	1974/2/26	6.76	163%

第二次价格暴涨 (石油危机 1979-1980)					
	起点时间	起点价格 (元)	顶点时间	顶点价格 (元)	涨幅
黄金	1978/12/1	194.65	1980/1/21	850.00	337%
白银	1979/1/16	6.04	1980/1/18	49.45	719%

第三次价格暴涨 (金融危机 2008-2011)					
	起点时间	起点价格 (元)	顶点时间	顶点价格 (元)	涨幅
黄金	2008/11/17	734	2011/9/5	1895	158%

白银	2008/10/29	9.38	2011/4/28	48.7	419%
趋势性反弹 (2015 年末-2016 年中期)					
	起点时间	起点价格 (元)	顶点时间	顶点价格 (元)	涨幅
黄金	2015/12/31	1045.4	2016/7/6	1377.5	31%
白银	2016/1/18	13.88	2016/8/2	20.71	49%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 中国：经济增速回落，19 年上半年仍面临较大压力

中国经济处于转型期，GDP 增速面临下降风险。房地产竣工面积同比开始下降，消费端空调和汽车产量出现负增长，铁路投资和道路投资增速有所回落，19 年如果基建不出现大规模增长，可能仍会面临较大压力。

#### 3.1. 整体经济增长继续放缓

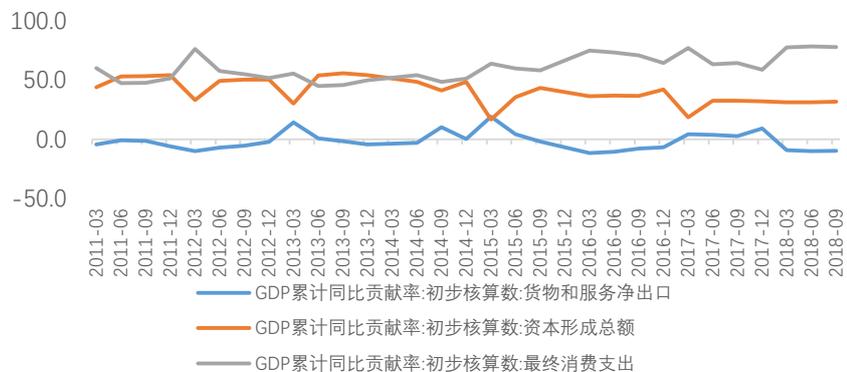
根据统计局数据，2018 年前三季度我国 GDP 同比增速继续放缓，前三个季度 GDP 分别同比增长 6.8%、6.7%和 6.5%。从 GDP 贡献占比来看，消费对 GDP 的增长贡献占比进一步上升。

图 14: GDP 同比增速继续放缓 (左轴-亿, 右轴%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

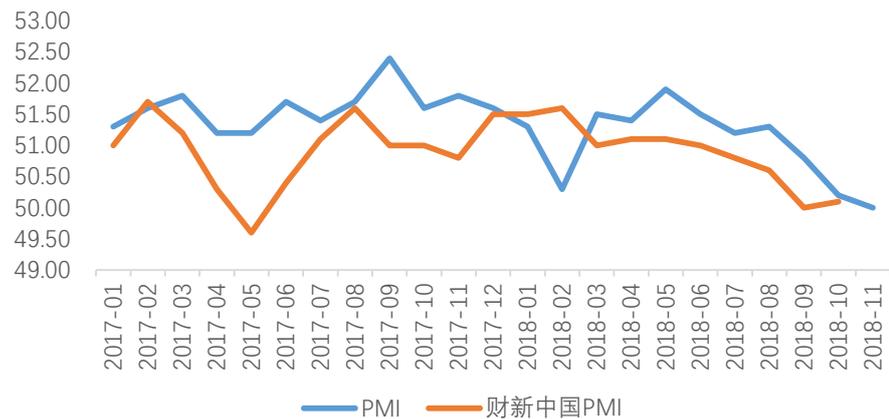
图 15: 消费对 GDP 增长贡献占比继续提高 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 年的 PMI 数据总体呈下行趋势，11 月 30 日，国家统计局公布的数据显示，11 月制造业 PMI 较上月回落 0.2，回落至 50.0 荣枯线附近，创下近 27 个月新低。

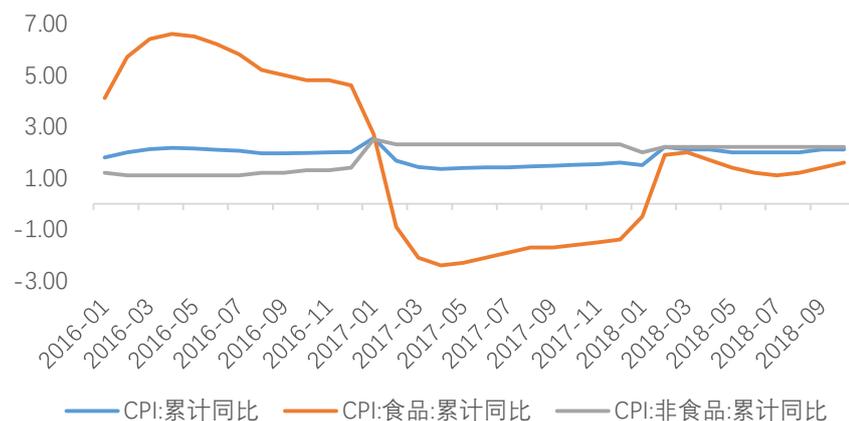
图 16: PMI 已经回落至荣枯线附近



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 年我国通胀水平温和回升, 2018 年 1-10 月 CPI 指数同比增长 2.1%。2018 年三季度以来, 由于非洲猪瘟疫情在部分地区爆发, 猪肉价格出现了区域性的较大价格波动, 油价在 18 年前三季度持续上涨后, 在 10 月份出现快速下跌, 未来 CPI 指数在油价快速回调和猪瘟爆发等事件影响下, 短期内具有较大的不确定性。

图 17: 18 年通胀水平温和回升 (单位: %)



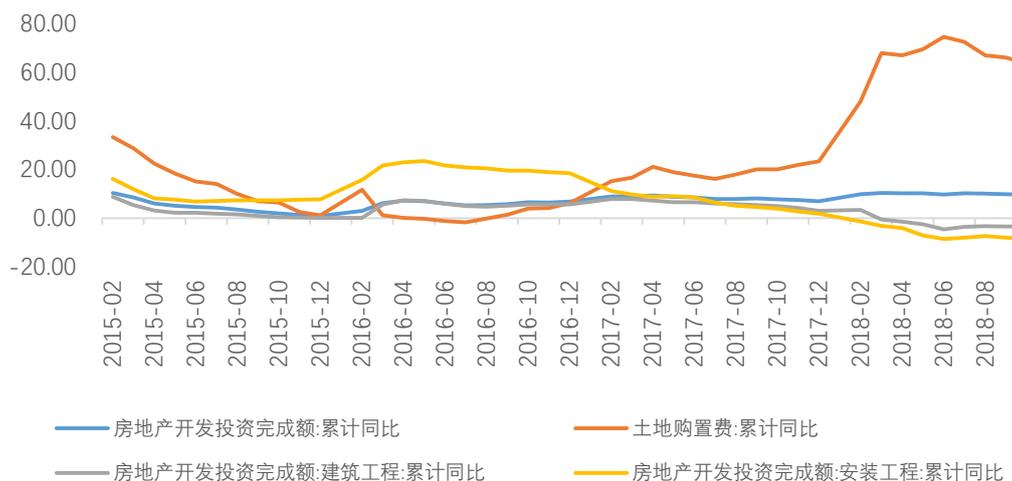
资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2. 房地产: 地产投资增速总体面临较大下行压力

2018 年地产投资总体仍保持较高增速, 但是若将地产投资构成拆开来看, 可以发现 2018 年地产投资增长主要由 2018 年以来快速增长的土地购置费贡献, 而房地产建筑工程投资和安装工程投资在 2018 年都已经出现负增长趋势。2018 年的房屋开工面积和竣工面积也呈现出分离走势, 房屋新开工数据整体维持增长和房屋竣工面积和房屋销售面积增速这不断下滑。

19 年三四线城市棚改货币化力度可能进一步减弱, 从数据上来看, 地产销售面积已经明显放缓, 2018 年大幅增长的购置费也在下半年出现回落趋势。我们预计 19 年地产投资增速将面临较大回落压力。

图 18：土地购置费增长拉动地产投资增长（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：开工面积和竣工面积增长分离（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：商品房销售面积增速回落（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 基建；“补短板”政策指导下，悲观预期有所修复

2018 年中国基建投资也面临较大下行压力。道路运输投资和公共设施管理业投资增速在 2018 年都出现明显下行趋势，铁路运输的固定资产投资在 2018 年 1-10 月呈现负增长。2018 年以来公共财政支出同比增速也有所放缓，2018 年 1-10 月我国公共财政支出同比增长 7.6%，17 年同期为 9.8%。

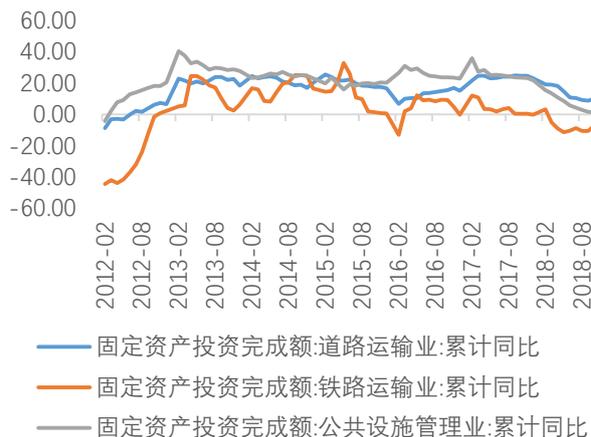
针对基建数据的下行，国家已经释放政策托底信号。2018 年 10 月 31 日，国务院办公厅发布了《关于保持基建补短板力度的指导意见》，提出进一步完善基础设施和公共服务，依托国家重大建设项目库，分近期、中期、长期三类储备一批基础设施等重点领域补短板重大项目。我们预计 19 年基建领域有望受到国家较大力度支持，铁路和水利工程等领域投资增速有望企稳回升。

图 21: 公共财政支出增速下滑 (单位: 左轴-亿, 右轴-%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 铁路和道路等金属设施投资增速下滑 (单位: %)

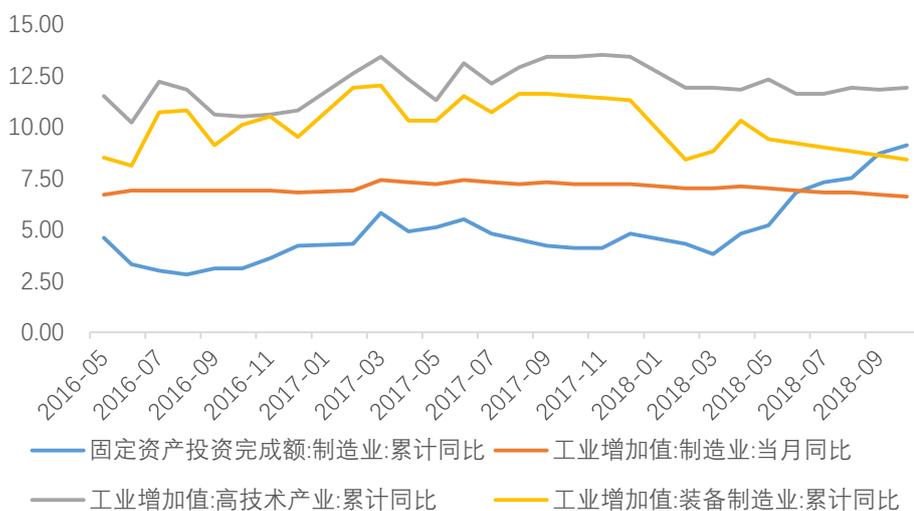


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.4. 制造业投资稳中有升

2018 年制造业整体投资增速稳中有升, 2018 年 1-10 月制造业投资增速同比增长 9.1%, 增速达到近年来高位。从工业增加值来看, 2018 年 1-10 月我国制造业工业增加值同比增长 6.6%, 增速相较 17 年有所回落。高技术产业工业增加值增速仍然维持高位, 2018 年 1-10 月工业增加值同比增长 11.9%。我们认为未来随着经济增长逐渐放缓, 制造业企业的竞争将变得越为激烈, 掌握先进技术的高端制造企业将会脱颖而出。预计 2019 年, 制造业领域整体经济增速将略有回落, 但是高端制造类企业仍将维持较快增长。

图 23: 制造业投资稳中有升 (单位: %)

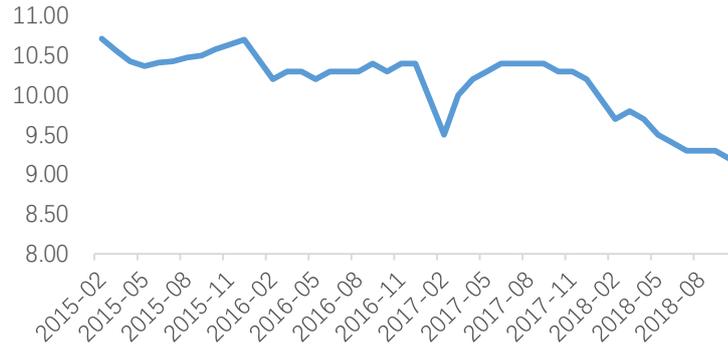


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.5. 消费数据不容乐观, 汽车和空调产量出现负增长

2018 年消费端经济增速出现下滑, 社会消费品零售总量累计同比增速出现明显回落, 2018 年 1-10 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.2%, 相较 17 年下滑增速下滑 1.1%。

图 24：社会消费品零售总额累计同比增速持续下滑（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

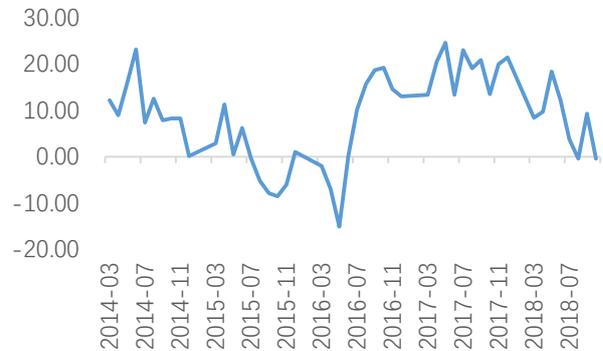
2018 年下半年，主要消费品中的汽车和空调销售面临较大压力，汽车产量和空调产量同比都开始出现负增长。其中汽车产量 2018 年 10 月同比下降 9.2%，空调产量同比下降 0.4%。

图 25：18 年下半年汽车产量开始出现同比负增长（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：18 年下半年空调产量增速大幅放缓（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 工业金属：供需两弱

### 4.1. 2018 年复盘：供需两弱，紧平衡，金属价格下跌

#### 4.1.1. 供需两弱，紧平衡，金属价格下跌

工业金属价格整体下行。年初至今，工业金属整体处于下跌的状态，细分来看铅跌幅最大为 25.32%，其次是锌、铝、铜、镍和锡，锡跌幅最小为 2.94%。从供需缺口的绝对量来看，镍和锌的缺口依然较大，分别占消费量的 5.62%和 3.17%，其余品种在 1%-2%左右，铝为过剩 0.4%。整体而言，工业金属基本处于紧平衡状态。而从供需缺口的变化来看，除铜、镍缺口略有扩大外，锌、铅、锡、铝均在缩小，铝已由短缺转为过剩。

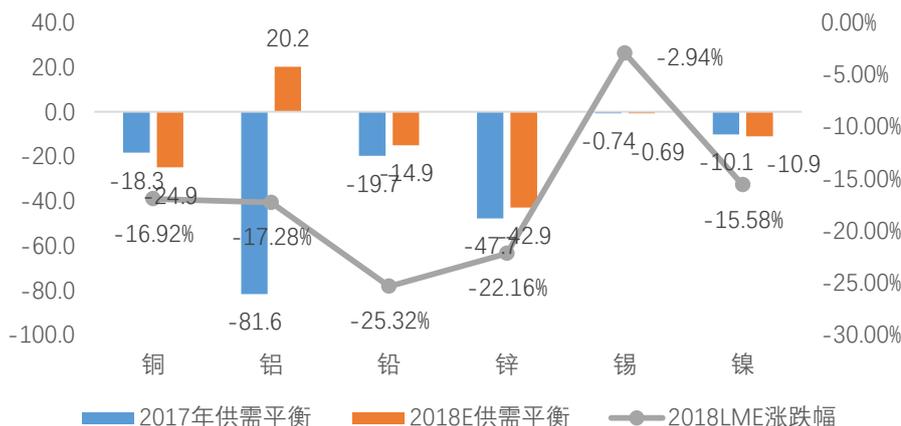
表 7：基本金属供需平衡变化

	铜	铝	铅	锌	锡	镍
2017 年供需平衡（万吨）	-18.3	-81.6	-19.7	-47.7	-0.74	-10.1
2018E 供需平衡（万吨）	-24.9	20.2	-14.9	-42.9	-0.69	-10.9
2018 年缺口/消费量	-1.05%	0.34%	-1.27%	-3.17%	-1.87%	-5.62%
2018LME 涨跌幅	-16.92%	-17.28%	-25.32%	-22.16%	-2.94%	-15.58%

资料来源：LME、ICSG、WBMS、ILZSG，天风证券研究所；说明：2018 年供需平衡数据是以月度数据年化折算

无论从供需缺口的绝对量和相对量来看，铝的基本面恶化最为严重，而跌幅仅为 17.28%，跌幅相对较少；与之相对应的锌，的基本面缺口变化并不明显，跌幅却为 22.16%；铜的基本面向好，缺口逐步扩大，但同样下跌 16.92%。

图 27：供需平衡变化与价格涨跌幅不具有相关性

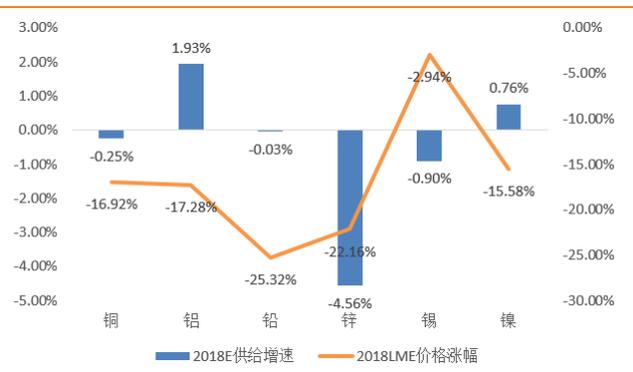


资料来源：LME、ICSG、WBMS、ILZSG，天风证券研究所

**工业金属整体供需两弱，紧平衡。**通过分别对工业金属的需求增速、与供给增速与金属价格拟合，我们发现锌的供给增速和需求增速均下滑，且下滑幅度均在 4% 以上，而金属价格跌幅最大。其余金属除铝供给增速、镍需求增速超过 1% 以外，其余供给、需求增速均低于 1%、甚至负增长。

因此，从工业金属的基本面来看，整个工业金属处于供需两弱，紧平衡，金属价格下跌的局面。

图 28：供给增速与价格涨跌幅不具有相关性



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：需求增速与价格涨跌幅不具有相关性



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4.1.2. 宏观经济以及下游细分领域需求预期更能很好的解释金属价格的下跌

仅从基本面来分析，并不能很好的解释各个金属品种价格涨跌之间的差异，更不能解释所有工业金属品种的下跌。工业金属的价格是市场对当下现实和未来供需预期共同作用的结果，我们认为宏观经济状况以及下游细分领域需求更能很好的解释金属价格的下跌。

我们上文宏观部分已经详细阐述了全球目前的宏观经济状况：美国一枝独秀，但 2019 年或将见顶；欧元区相对强势；新兴国家稳步增长；中国增速回落。通过 IMF 披露的对全球主要经济体的 GDP 实际增速预测的变化，也可以印证我们对宏观经济的判断。我们认为全球经济预期下行背景下，工业金属作为风险品种，价格下行是大概率事件。

表 8: 全球主要经济体 GDP 增速预测下行

	美国	欧元区	中国	日本	印度
2018 (4 月预测)	2.9	2.4	6.6	1.2	7.4
2018 (10 月预测)	2.9	2	6.6	1.1	7.3
2019 (4 月预测)	2.7	2	6.4	0.9	7.8
2019 (10 月预测)	2.5	1.9	6.2	0.9	7.4

资料来源: wind, IMF, 天风证券研究所

其次，工业金属下游应用细分领域，地产后周期品种：铜、铝、锌跌幅最大；而地产同周期品种：镍跌幅相对较小。我们在前文宏观部分已分析，房地产投资仍保持较高增速，但开工面积和竣工面积呈现明显背离，受限购政策影响，房屋竣工面积和销售面积增速不断下滑，导致建筑装饰、家电、汽车等消费不及预期。而地产同周期的镍则因地产行业加速去库存，开工面积增速上升跌幅较小。与消费相关的锡虽然存在一定程度的下跌，但跌幅最小。

表 9: 工业金属大多属于地产后周期品种

	第一消费领域	第二消费领域	第三消费领域
铜	电力	家电（空调）	汽车
铝	建筑	电力	汽车
铅	电池	涂料	板材
锌	建筑	汽车	家电
锡	电子-焊料	化工-PVC	汽车
镍	不锈钢	电池	电镀

资料来源: SMM, 安泰科, 天风证券研究所

#### 4.1.3. 基本金属价格基本反映悲观预期，超预期变化影响价格涨跌

从目前价格来看，基本金属价格已出现钝化，说明基本金属价格已基本反映悲观预期，即使 19 年经济如期下滑，也只是验证了此前的市场预期，金属价格也不应该继续大幅下跌，因为市场已经消化了该预期。只有当悲观预期的幅度超出此前的预期，价格才会继续下跌。但是一旦宏观经济发生变化，市场对未来经济预期做出向上的修正，对金属的消费预期也随之更改，基本金属价格将上涨进行修复。

对于超预期变化，我们应关注中美贸易战进展，中国对基建、房地产政策以及欧元区经济状况等因素。

## 4.2. 铜：基本面最好的工业金属

### 4.2.1. 铜业回顾：中美贸易战及宏观经济状况影响铜价

2018 年上半年由于国内环保政策以及海外罢工预期持续制约，基本面偏紧。尽管受中美贸易战悲观预期影响，铜价仍维持高位震荡；5 月底智利 Escondida 铜矿如期罢工，但并未影响产量，中美贸易摩擦升级带来市场恐慌，导致铜价大幅下跌；9 月底贸易战有所缓解，中国加码基建，库存下降抬升铜价，铜价宽幅震荡。总体而言中美贸易战及宏观经济下行导致铜价趋势性下行，期间预期的罢工并未影响产量，导致铜价上涨幅度较小。

图 30：中美贸易战及宏观经济状况影响铜价

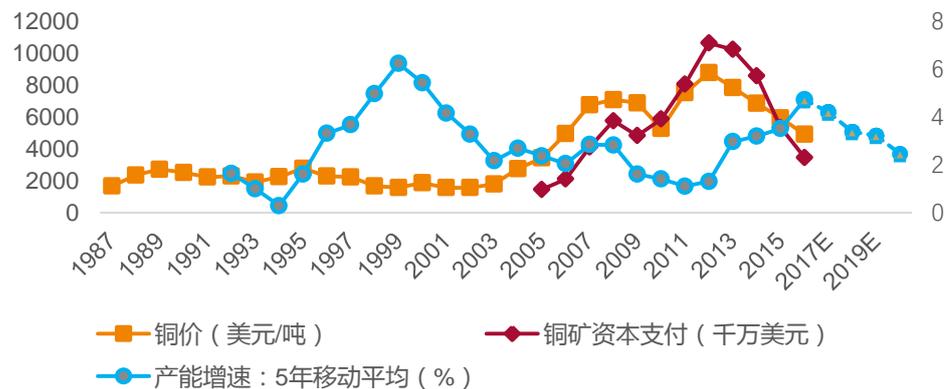


资料来源：wind, LME, 天风证券研究所

#### 4.2.2. 供给增速回到 1%时代

铜价作为领先指标带动铜矿资本支出与铜矿产量的变化。铜价变化领先铜矿资本支出 1-2 年左右，铜价上涨（或下跌）带动铜矿资本支出增加（或减少）；精矿产量增速呈现一定的周期性，资本支出带动精矿产量增速提高（提前 5-7 年），而精矿产量的增加反过来压制铜价上涨空间，进而抑制资本支出增长，从而导致精矿产量增速放缓。资本支出于 2012 年左右见顶，铜矿产能增速也于 2017 年见顶。

图 31：铜矿产能增速滞后于资本支出，将在 2017 年左右见顶

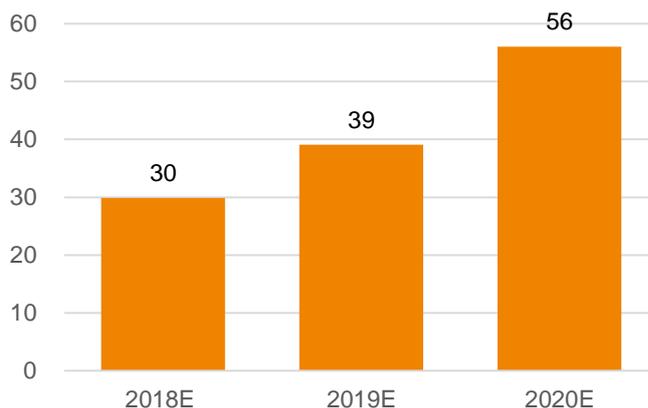


资料来源：Woodmac, 彭博, 天风证券研究所

前 8 大矿铜国仅刚果金处于产能大幅释放期。通过对全球 70% 的矿铜供应国产量进行统计，我们发现智利 Escondida 铜矿产量虽未受罢工影响，但其他矿山因品位等因素产量出现不同程度的下滑，2018 年产量仅增加 17 万吨，且后续无新增矿山、存量矿山亦无增产可能；秘鲁受五矿邦巴斯铜矿坑壁问题及罢工影响，产量下滑 8 万吨，绿山铜矿也未如期扩产至 60 万吨，后续考虑邦巴斯问题解决以及 2020 年南方铜业 Tia Maria 12 万吨项目投产，预计未来年增产量 5 万吨；中国紫金山、多宝山、普朗以及甲玛铜矿等陆续进入产能释放期，预计存在小幅增产；美国除力拓 & 必和必拓 20-30 万吨 Resolution 项目和内华达铜矿 10 万吨 Pumpkin Hollow 项目于 2020 年投产外，其余处于产量下滑期；刚果金随着嘉能可 KCC 进入爬产期、欧亚资源 RTR 即将投产、紫金矿业卡莫阿项目 2020 年投产，进入产量释放期；赞比亚、印尼、墨西哥等矿铜产量几乎无增长。整体而言，前 8 大矿铜国仅刚果金处于产能大幅释放期。

其他国家可预期的是巴拿马第一量子项目和蒙古 Oyu Tolgoi 项目。其他国家 2018 年新增瑞典 Aitik 扩产 3 万吨、俄罗斯 Bystrinsky 铜铁矿 3 万吨项目；2019 年新增澳大利亚 5.5 万吨、巴拿马第一量子 Cobre Panama 铜矿 30 万吨项目；2020 年新增蒙古 30 万吨 Oyu Tolgoi 项目。

图 32：全球矿山产铜增量（单位：万吨）



资料来源：wind, LME, 天风证券研究所

整体而言，2018 年-2020 年预计新增矿铜产量分别为 30 万吨、39 万吨和 56 万吨，增速分别为 1.49%、1.92%和 2.70%。

表 10：2018-2020 年矿山铜产量预计增速分别为 1.49%、1.92%和 2.70%（单位：万吨）

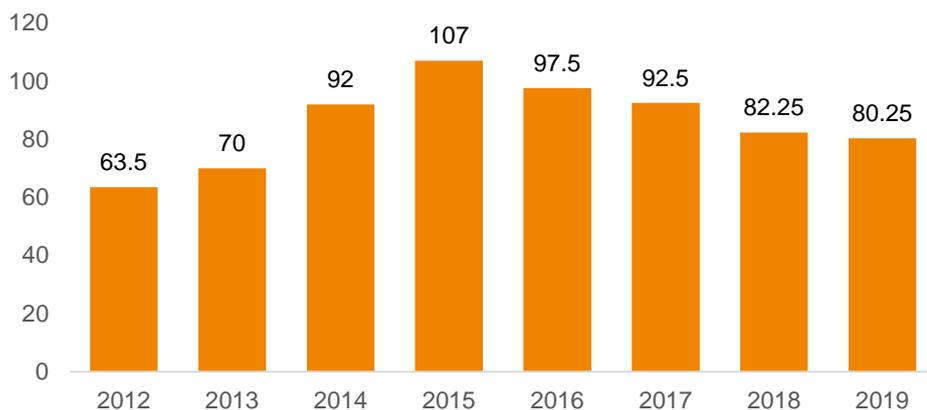
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
智利	578	575	577	555	550	567	565	565
秘鲁	132	138	170	235	245	240	245	250
中国	153	154	143	140	148	153	163	165
美国	125	135	138	143	126	120	120	135
刚果金	92	103	104	102	109	119	140	155
赞比亚	75	76	73	74	80	84	84	84
印尼	49	37	58	70	67	67	67	67
墨西哥	48	53	61	77	74	74	74	74
八国供给占比	69.4%	69.0%	68.9%	69.1%	69.7%	70.0%	70.3%	70.1%
其他	551	570	597	624	607	612	617	636
<b>合计</b>	<b>1803</b>	<b>1840</b>	<b>1921</b>	<b>2019</b>	<b>2006</b>	<b>2036</b>	<b>2075</b>	<b>2131</b>
<b>新增产量</b>	<b>91</b>	<b>121</b>	<b>45</b>	<b>98.6</b>	<b>-13.2</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>56</b>
<b>增速</b>	<b>5.20%</b>	<b>6.50%</b>	<b>2.30%</b>	<b>5.13%</b>	<b>-0.65%</b>	<b>1.49%</b>	<b>1.92%</b>	<b>2.70%</b>

资料来源：各国统计局、央行、矿业部，天风证券研究所；说明：数据与上文 ICSG 略有出入

#### 4.2.3. 矿铜供给限制冶炼产能的释放，供需缺口逐步扩大

与矿铜供应相反的是，冶炼方面未来几年仍处于产能释放期。从长单铜加工费来看，2019 年 TC&RC 为 80.25 美元/吨&美分/磅，较 2018 年下滑 2.43%，矿铜供给增速的减少仍是制约精铜供给的主要因素。

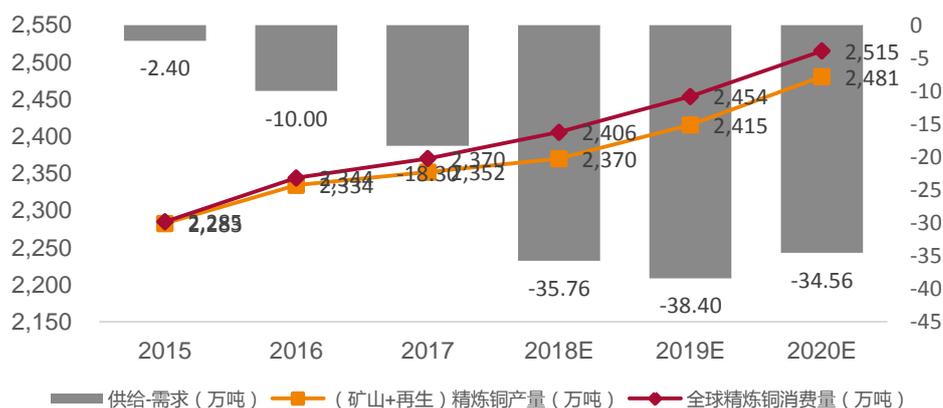
图 33：长单铜加工费继续下滑（单位：美元/吨&amp;美分/磅）



资料来源：Wood Mackenzie，天风证券研究所

我们预计 2018 年-2020 年，铜供需缺口分别为 35.76、38.4、34.56 万吨，2019 年相对 2018 年供需缺口略有扩大。但在宏观经济不佳背景下，价格反弹空间较小，建议关注紫金矿业、江西铜业和云南铜业。

图 34：铜供需缺口逐步扩大



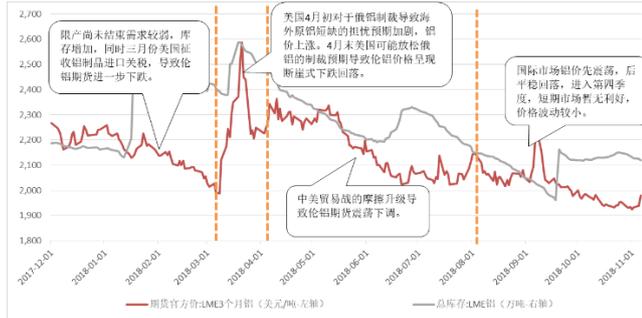
资料来源：ICSG，各国统计局、央行、矿业部，天风证券研究所

### 4.3. 铝：预计 2019 年上半年铝价将延续寻底过程

#### 4.3.1. 铝业回顾：海外不确定事件左右铝价

2018 年全年铝价走势基本是由海外制裁、罢工及环保等不确定事件左右，中国供给侧改革低于预期。1 季度由于环保限产尚未结束，下游开工不足，导致库存高企，铝价下滑。4 月美国对俄铝实施制裁，国内外铝价大涨，但很快制裁预期放缓，铝价快速回落。之后整个二季度在中美贸易摩擦以及需求较弱预期下，铝价整体下滑。后因澳洲美铝罢工以及巴西海德鲁氧化铝厂环保关停以及国内铝企预期环保限产补库影响，国内铝价上涨。进入四季度环保限产低于预期，需求较弱，铝价继续下行。

图 35：海外制裁、罢工及环保左右铝价



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：中国供给侧改革低于预期

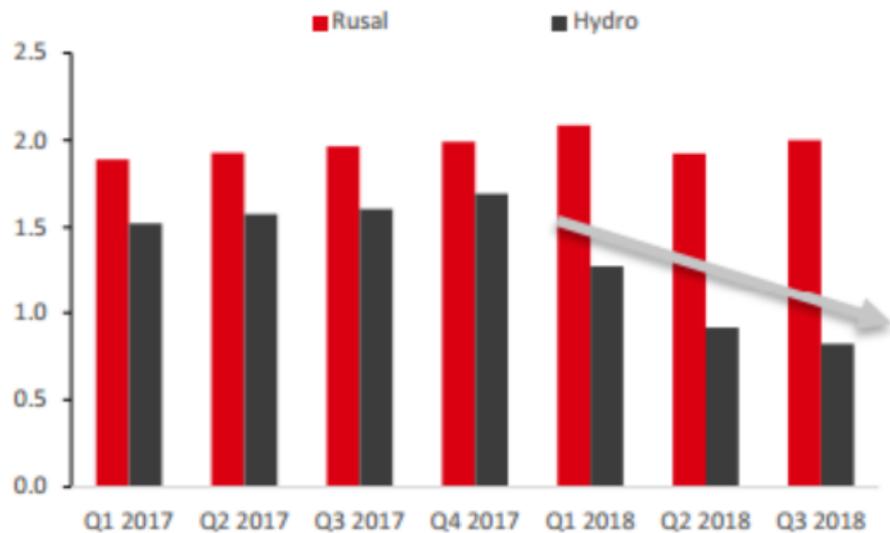


资料来源：wind，天风证券研究所

### 4.3.2. 氧化铝高利润或难维持

2018 年海外三大氧化铝因不确定事件影响，涉及产能占海外总产能的 50%左右。2018 年巴西海德鲁 Alunorte 氧化铝厂 640 万吨氧化铝产能因环保赤泥问题关停 50%；俄铝受美国制裁，涉及氧化铝产能 1050 万吨；澳洲美铝罢工涉及氧化铝产能 930 万吨。三个事件合计产能 2300 万吨，占海外氧化铝总产能的 50%左右。根据财报数据，俄铝氧化铝 2018 年产量并未减少，海德鲁从 2018 年 Q1 开始缩减产能，二季度继续减少，三季度维持 50%产能运行。

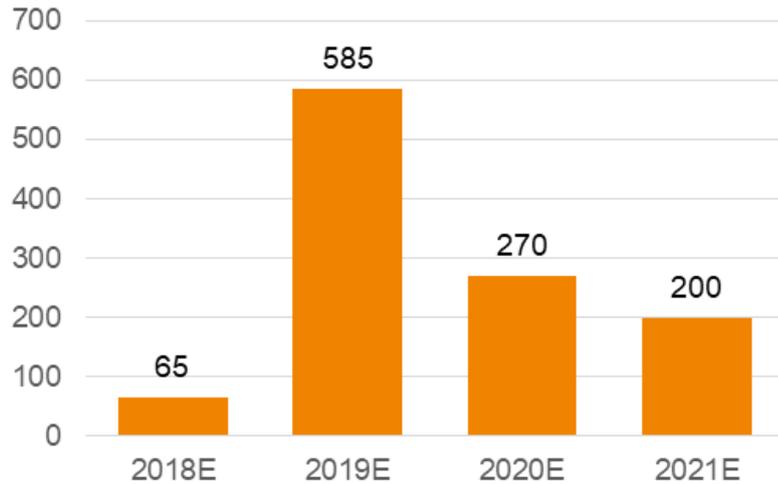
图 37：俄铝产量并未减少，海德鲁减产 50%（单位：百万吨）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2019 年海外迎来不确定事件解除及新增产能释放，海外氧化铝或将由短缺转为过剩。目前，美延长对俄铝制裁的最后期限至 2019 年 1 月 7 日。海德鲁预计将在 2019 年 Q1 恢复剩下 50%即 320 万吨的产能，美铝罢工已经恢复。不确定事件是造成海外氧化铝上涨的主要原因，而随着事件的消除，氧化铝产能得以释放。同时俄铝几内亚 65 万吨项目已经投产，同时 2019 年即将投产的有中东 EGA200 万吨氧化铝项目、印尼魏桥 100 万吨氧化铝项目、牙买加酒钢 65 万吨项目。随着复产以及新建产能的释放，海外氧化铝或将由短缺转为过剩。

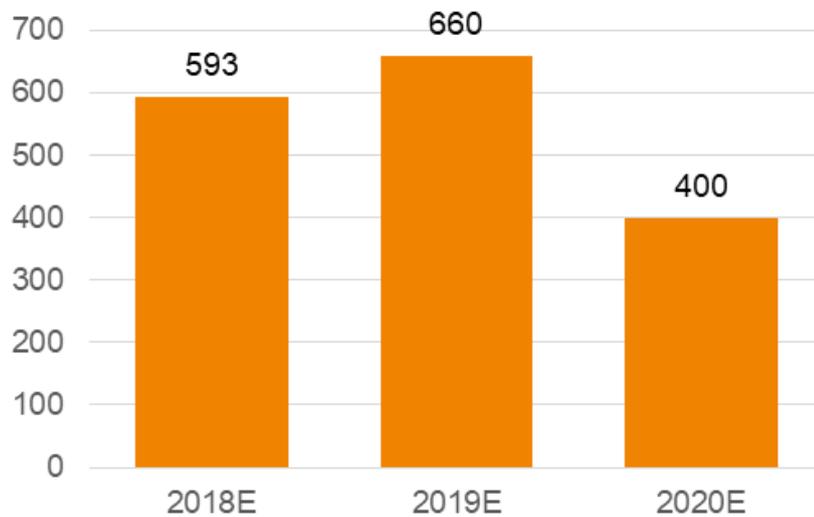
图 38：海外氧化铝扩产大幅增加（单位：万吨）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2019 年国内氧化铝仍十分充裕，价格中枢或将下移。当前价格下，氧化铝企业处于盈利状态，从利润角度出发，很难出现市场化减产，预计 2019 年氧化铝供给增幅较大，价格中枢或将下移。

图 39：未来几年国内氧化铝产能增幅较大（单位：万吨）



资料来源：安泰科，SMM，天风证券研究所

#### 4.3.3. 电解铝：铝价将继续寻底

据 SMM 统计，2018 年 1-8 月已投产产能 145 万吨，季节性减产产能 168 万吨，9-12 月仍有 185 万吨电解铝产能待投产，2019 年预计新增产能 300 万吨，考虑后续氧化铝价格中枢下移，电解铝行业或将由亏损转为盈利，预计后续投产进度随价格而动，当价格高时投产加快，反之投产放缓。

但考虑到目前社会库存约 120 多万吨，2019 年整体可能处于供给过剩的转态，未来高库存或将成为常态。若宏观经济持续不佳，需求得不到改善，价格将始终地位，预计 2019 年上半年铝价将延续寻底过程。建议关注：中国铝业、云铝股份。

表 11: 铝供需平衡表 (单位: 万吨)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产量	5965	6386	6605	6803	7007
YOY(%)	4.65%	7.06%	3.43%	3.00%	3.00%
消费量	6100	6440	6601	6766	6935
YOY(%)	5.89%	4.00%	2.50%	2.50%	2.50%
供需平衡	-135	-54	4	37	72
其中: 中国产量	3268	3673	3720	3870	4020
中国消费量	3280	3540	3650	3760	3891
中国供需平衡	-12	133	70	111	129

资料来源: 安泰科, 天风证券研究所

#### 4.4. 锌: 锌矿供给传导至锌锭, 供需缺口逐步收窄

##### 4.4.1. 锌业回顾: 锌价受库存及宏观经济影响

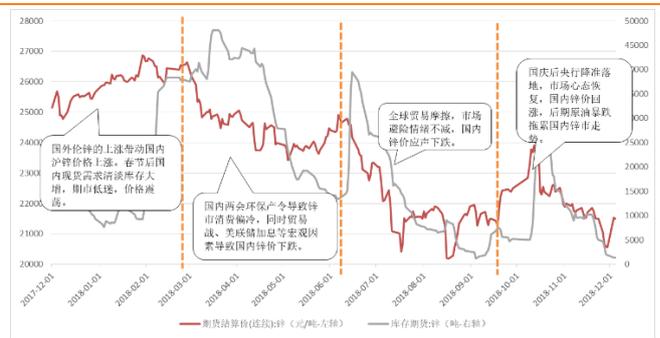
一季度矿产供给并未传导至锌锭端, 导致精炼锌供应紧张, 库存持续下滑, 锌价上涨。二季度交易所出现两轮大幅减仓情况, 库存大增, 锌价持续下滑; 三季度受中美贸易摩擦已经经济低于预期影响, 锌价单边下行; 四季度中美贸易摩擦缓和、中国基建预期下, 锌价有所反弹, 但仍处于下跌趋势。

图 40: 海外锌价受库存及宏观经济影响



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 41: 国内锌价受库存、环保及宏观经济影响



资料来源: wind, 天风证券研究所

##### 4.4.2. 矿锌供应逐步增加

从海外矿企 2018-2019 年的扩产计划来看, 预计海外新增产能分别为 70.4 和 68.3 万吨。整体来看 2018 年海外矿山产能已恢复性增长为主, 随着矿山产能的释放, 预计 2019 年锌矿产能将进一步增加。

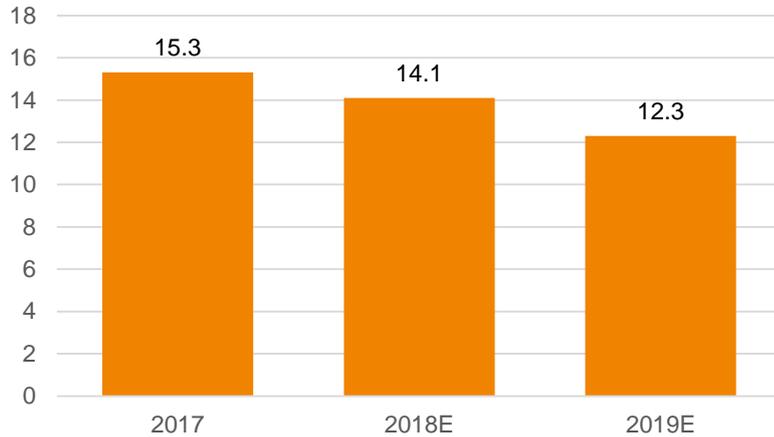
图 42: 2018-2019 年预计海外新增产能分别为 70.4 和 68.3 万吨 (单位: 万吨)



资料来源: 中国有色网, Bloomberg, 天风证券研究所

2018-2019 年预计中国新增锌矿产量分别为 14.1 和 12.3 万吨。相对而言，国内锌精矿增量略低于预期，主要原因是：环保因素，限制了中小矿山产量的释放；大矿山由于目前锌价下，矿山利润相对丰厚，有相当部分企业已经超额完成全年任务，故而调整生产计划，增加了贫矿的入选品位。预计 2019 年国内锌矿增量 12.3 万吨。

图 43：2018-2019 年预计中国新增锌矿产量分别为 14.1 和 12.3 万吨（单位：万吨）



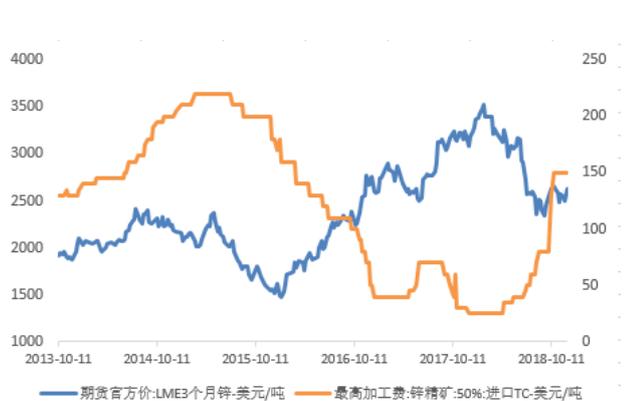
资料来源：SMM，天风证券研究所

总体而言，锌矿逐步进入产能释放期，矿锌供给不再成为制约锌供给的主要影响因素，转而冶炼产能成为制约锌供给能否释放的主要原因。

#### 4.4.3. 加工费上升，精炼锌逐步放量

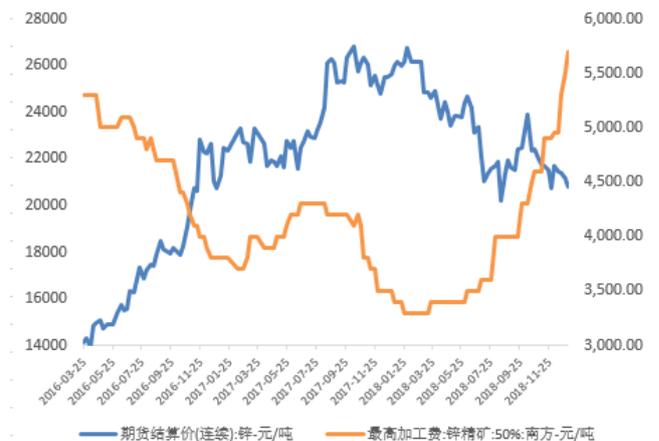
随着矿锌产能的逐步释放，冶炼厂加工费也逐步上调。目前进口锌精矿最高加工费已达 150 美元/吨，较 5 月份最低时的 40 美元/吨，上涨 110 美元/吨，国内南方矿最高加工费已达 5700 元/吨，较 3 月份最低时的 3300 元/吨，上涨 2400 元/吨，均已创 2016 年以来历史新高。

图 44：进口矿最高加工费已达 150 美元/吨



资料来源：wind，天风证券研究所

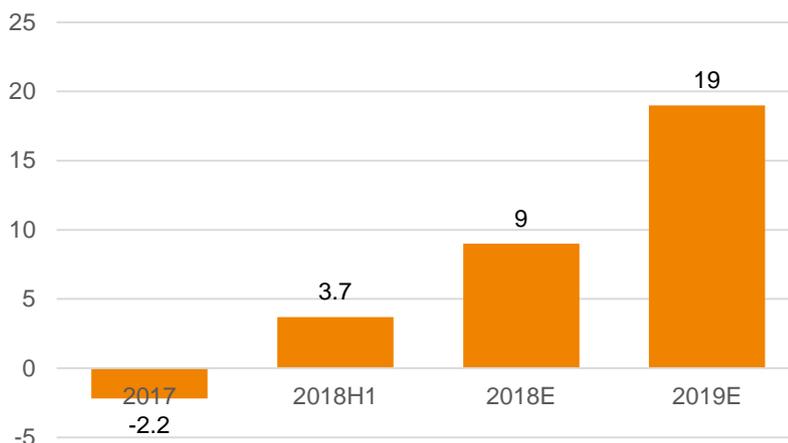
图 45：国内矿最高加工费已达 5700 元/吨



资料来源：wind，天风证券研究所；说明：考虑二八分成

当前加工费下，冶炼厂利润非常可观，冶炼厂增产意愿强烈。根据 Bloomberg 统计，海外冶炼厂 2019 年新增产能 19 万吨，较 2018 年增加明显。

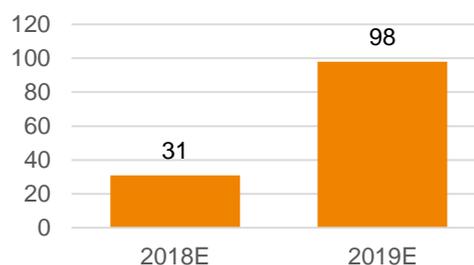
图 46：预计 2019 年新增冶炼产能 19 万吨（万吨）



资料来源：Cision, Bloomberg, 天风证券研究所

2018-2019 年预计新增冶炼产能分别为 31 万吨和 98 万吨,考虑到环保以及产能置换因素,实际新增产能或低于预期,但考虑到加工费上升,冶炼厂利润增加,预计 2019 年冶炼厂增产意愿加强。

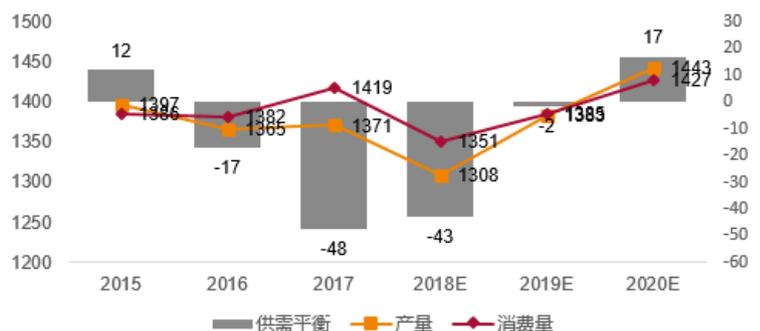
图 47：2019 年预计中国新增冶炼产能 98 万吨（万吨）



资料来源：SMM, 天风证券研究所

2019 年锌矿的供给将逐步传导至锌锭端,冶炼产能成为制约锌供应是否增长的主要原因。当前加工费下,冶炼企业增产意愿大幅提升,国内外冶炼厂扩产力度加大。同时下游需求较弱,整体锌的供需缺口将逐步收窄,锌价价格中枢或将下移。

图 48：锌矿供给传导至锌锭,供需缺口逐步收窄（单位：万吨,供需平衡在右轴）



资料来源：ILZSG, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

全球经济增长低于预期的风险，全球贸易冲突继续扩大的风险，美元继续保持强势的风险，基本金属供给增长超出预期的风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com