

关注需求复苏表现，依然看好铜板块的估值修复

——有色金属行业数据周报03.11-03.15

2019年03月11日

看好/维持

有色金属 周度报告

投资观点：

1、一周价格综述：工业金属整体走弱，聚焦中国需求复苏进展

- 上周基本金属价格整体表现偏弱，本周影响价格的核心将聚焦于实际需求复苏进展。从价格涨跌幅看，SHFE3月期铜、铝、锌、铅、镍及锡分别涨跌-2.89%、-1.28%、-4.98%、-1.72%、-2.52%及-2.6%，LME3月期铜、铝、锌、铅、镍及锡则分别-0.72%、-2.38%、-2.12%、-2.15%、-0.72%及-1.27%的回撤。
- 从有色行业的数据观察，3-4月整体行业基本面现状有进一步好转的预期。首先，有色行业当前各品种的基本面依然有供应持续性偏紧，全球性的低显性库存，及历史分位上相对偏强的现货升贴水，这意味着整个有色金属的价格是有底的，基本面对于价格下跌的空间会产生限制。而鉴于3-4月将逐步进入中国传统的生产性旺季，预计部分金属品种可能在低库存和低产量增速背景下出现阶段性的供需错配，从而带来交易性机会的涌现。
- 铜当前面临的主要问题是全球低库存状态下中国季节性去库存展开后的供应能否补足，而从当前的供应端现状观察，可能这会产生新的阶段性矛盾。矿端短期供应的实质性偏紧已被跌破长协的短期TC所印证，而冶炼端考虑到3-4月中国冶炼厂共有约145万吨产能面临检修，预计影响铜实际产量约8.1万吨，这相当于中国月度铜供应超10%的产量收缩。
- 而需求观察，以铜为例，2月铜行业新订单指数涨至51.1（建筑、电力、电子、交通及家电新订单指数均在50以上），而原材料库存及产成品库存却普遍偏低，这意味着生产指数预期的走强及企业补原材料库存意愿的加大。
- 中国黄金储备连续3个月增加(+102万盎司，约14亿美金)，但黄金SPDR却从年内最高点下降了57.3吨至766.6吨。

2、投资建议：估值修复行情或延续

- 从估值情况看，有色板块当前PE为27.6，处于10年分位值9.7%的水平，较10年均值水平59.1仍有较大上修空间；子行业中铜板块PE为26.3，仅为10年分为水平的8.96%，较10年均值仍有48个点的修复空间。而沪深300当前PE已处10年分位数47.6%的水平，距离均值也仅为1.2个点的空间，因此有色板块的估值修复仍有动力，并且在未来一段时间内可能会持续跑赢指数，而子版块中铜依然是强烈推荐建议组合配置紫金矿业（40%）、江西铜业（30%）及鹏欣资源（30%）。
- 风险提示：市场风险情绪大幅回撤，基本金属库存大幅增长，基本金属现货贴水持续大幅放大。**

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号：

S1480118100014

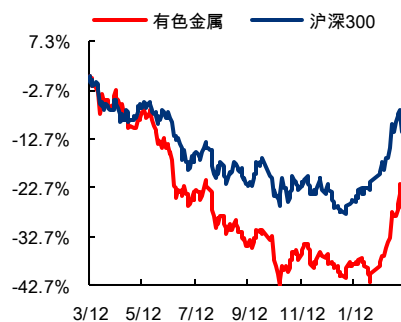
细分行业评级

贵金属	看好
铜	看好
铝	中性
铅	中性
锌	中性
锡	看好
小金属	看好

近期推荐股票

紫金矿业	推荐
江西铜业	推荐
山东黄金	推荐

行业指数走势图

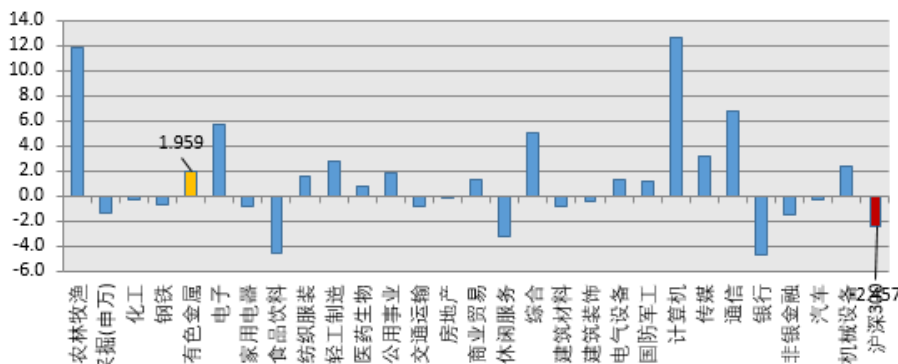


资料来源：东兴证券研究所

一、周行情回顾

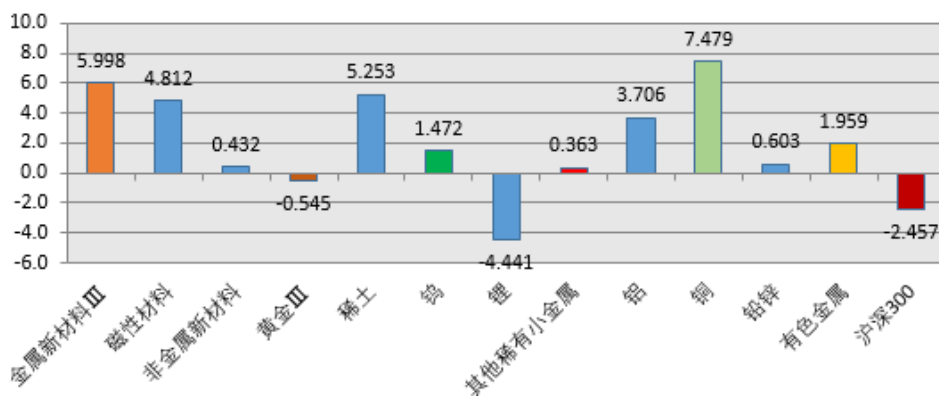
上周 HS300 指数下跌 2.46%，有色金属板块上涨 1.96%，跑赢 HS300 指数 0.5 个百分点。从年初至今的有色板块及 HS300 指数收益率观察，有色板块整体反弹 23.1%，跑赢 HS300 指数 1.6 个百分点，有色指数收益率从 2 月 15 日当周开始发力，周度回报率出现加速上行迹象。从周内子版块表现观察，整体呈现涨跌不一态势。其中铜、金属新材料和稀土板块涨幅较好，分别+7.5%、+6%及+5.3%；而锂板块出现回调，下跌-；此外，非金属新材料、小金属及黄金板块周涨跌幅在一个百分点之内波动。

图 1：周申万行业指数及 HS300 涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：有色金属子板块周涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

二、金属价格回顾

周内基本金属价格整体略显弱态。上海及伦敦的基本金属指数均现不同程度回落，但内盘跌幅普遍偏强于外盘。其中沪铜、沪铝、沪锌、沪铅、沪镍及沪锡分别回落-2.89%、-1.28%、-4.98%、-1.72%、-2.52%及-2.6%；而伦敦方面的铜、铝、锌、铅、镍、锡则分别出现-0.72%、-2.38%、-2.12%、-2.15%、-0.72%及-1.27%的回撤。内盘金属回撤幅度相对较大的原因和市场依然处于累库期有关，此外和增值税的下调亦有一定关联。考虑到季节性去库的即将展开，预计内盘金属价格或会因此而逐渐受到支撑。

表 1：基本金属涨跌

		本周	周涨跌幅	月涨跌幅	年涨跌幅	2019年均价	2018年均价	2017年均价	均价涨跌幅
铜	SHFE(元/吨)	49,040.0	-2.89%	1.9%	3.6%	48516	50,516	49,334	-4%
	LM E(美元/吨)	6,395.5	-0.72%	4.5%	8.3%	6229	6,470	6,204	-4%
铝	SHFE	13,510.0	-1.28%	1.1%	0.9%	13495	14,300	14,680	-6%
	LM E	1,865.0	-2.38%	0.5%	0.7%	1883	2,094	1,981	-10%
锌	SHFE	21,190.0	-4.98%	-2.0%	4.1%	21471	22,910	23,617	-6%
	LM E	2,718.5	-2.12%	4.2%	10.7%	2681	2,832	2,892	-5%
铅	SHFE	17,475.0	-1.72%	4.0%	0.4%	17339	18,816	18,267	-8%
	LM E	2,091.0	-2.15%	2.1%	6.3%	2070	2,208	2,326	-6%
镍	SHFE	102,100.0	-2.52%	2.9%	12.4%	98057	103,399	85,729	-5%
	LM E	13,080.0	-0.72%	5.6%	12.7%	12573	13,130	10,469	-4%
锡	SHFE	147,140.0	-2.60%	-1.8%	1.3%	148934	146,509	144,515	2%
	LM E	21,370.0	-1.27%	2.0%	3.4%	21063	20,027	19,989	5%
有色指数	上海有色指数	2,948.1	-2.66%	1.2%	4.1%	2919	3,048	2,928	-4%
	伦敦有色指数	3,009.9	-1.57%	3.2%	7.1%	2871	3,106	2,447	-8%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

基本金属价格周内的相关性状态稳定，市场的风险情绪及流动性状态依然与金属价格具有相对偏强的正态关系。

表 2：基本金属与大类资产周相关性

	CU	AL	ZN	PB	NI	SN	USD	上证	WTI	VIX	美债
CU	1	0.511	0.787	0.665	0.547	0.208	-0.308	0.719	0.465	-0.241	0.716
AL	0.511	1	0.342	0.570	0.688	-0.019	-0.518	0.484	0.779	-0.525	0.698
ZN	0.787	0.342	1	0.476	0.370	0.103	-0.310	0.821	0.363	-0.057	0.704
PB	0.665	0.570	0.476	1	0.598	-0.087	-0.556	0.446	0.530	-0.236	0.620
NI	0.547	0.688	0.370	0.598	1	0.057	-0.181	0.520	0.795	-0.737	0.544
SN	0.208	-0.019	0.103	-0.087	0.057	1	0.355	-0.024	-0.142	-0.157	-0.172
USD	-0.308	-0.518	-0.310	-0.556	-0.181	0.355	1	-0.304	-0.451	-0.071	-0.700
上证	0.719	0.484	0.821	0.446	0.520	-0.024	-0.304	1	0.491	-0.363	0.769
WTI	0.465	0.779	0.363	0.530	0.795	-0.142	-0.451	0.491	1	-0.589	0.740
VIX	-0.241	-0.525	-0.057	-0.236	-0.737	-0.157	-0.071	-0.363	-0.589	1	-0.250
美债	0.716	0.698	0.704	0.620	0.544	-0.172	-0.700	0.769	0.740	-0.250	1

资料来源：Wind，东兴证券研究所

现货升贴水周均价变化：中国市场现货周均价开始走强

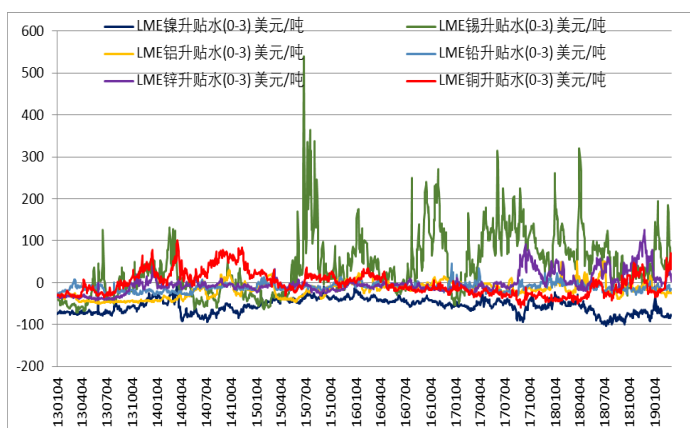
周内中国市场的现货周均价开始走强，期货价格的下跌并未对现货价格构成打压，反映出内盘的现货需求回暖已经略有显现。之前数据显示代表实际消费的现货和代表预期消费的期货间已经出现分歧（表现为现货升水均值的全面回落），但从最新数据观察，现货价格并未跟随期货价格的波动而呈现高度挥发状态，显示出现货价格在需求端的支撑下相对稳定的特点，这在后期对期货价格会形成一定的支撑作用。

表 3：基本金属现货升贴水（均价）

	周均价		周变化		较月均值变化		最新升水	
	LM E	SHFE	LM E	SHFE	LM E	SH FE	LM E	SH FE
铜	47.60	510	8	850	69	551	37	680
铝	(23.45)	108	1	208	(5)	204	(25)	150
锌	18.85	402	(7)	(83)	14	(526)	4	150
铅	(15.85)	9	(6)	(3)	(3)	(253)	(15)	75
镍	(79.70)	1744	1	1300	(13)	1007	(79)	3200
锡	59.40	490	(92)	1384	(34)	1469	46	1860

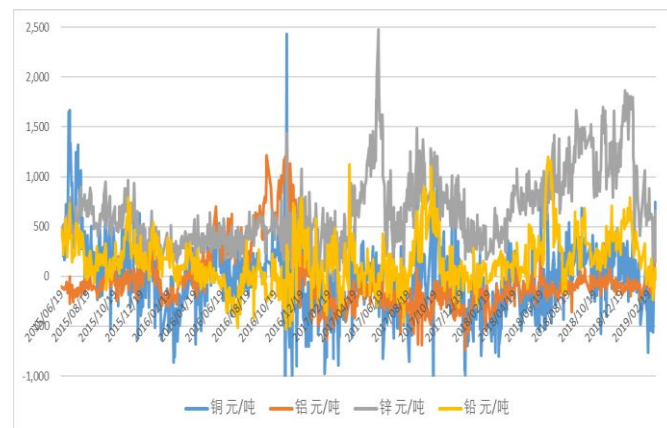
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：基本金属现货升贴水（LME0-3）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：基本金属现货升贴水（长江）



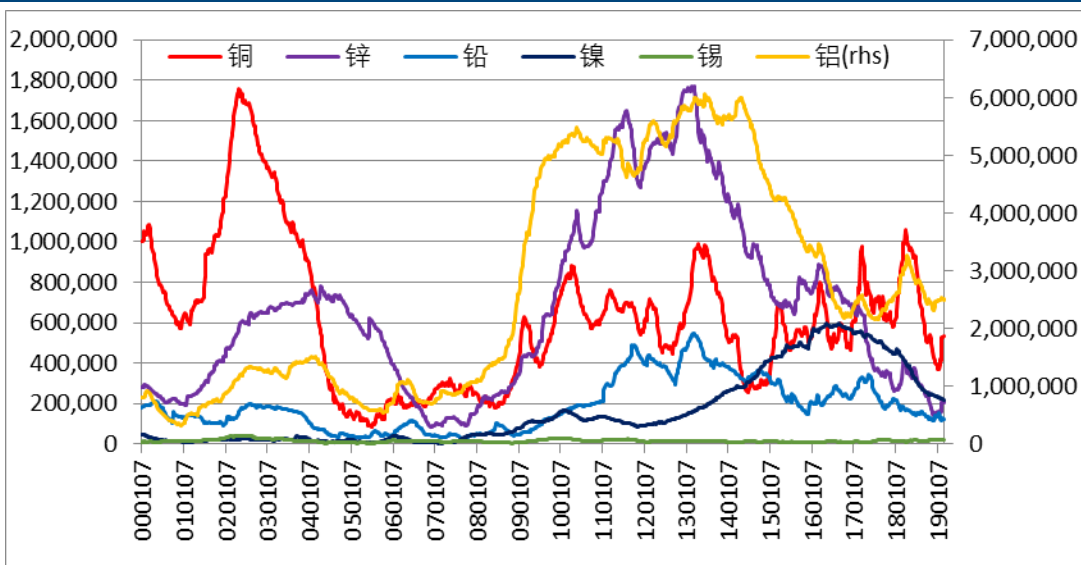
资料来源：Wind，东兴证券研究所

全球期货交易所总库存（SHFE+LME+COMEX）：整体变动不大，铜、锌内盘延续季节性累库

基本金属全球显性库存在周内变化不大，铜、锌库存延续累库迹象。当前全球铜、锌交易所显性库存分别为 53.6 万吨及 20.9 万吨，周增幅分别为+0.4%及+1.5%；从库存变动地点观察，延续外降

内增态势。其中伦铜及 Comex 铜库存周内分别下降 9375 吨及 3136 吨至 11.67 万吨及 5.33 万吨，而国内期货及小计库存周累增 1.48 万吨至 36.59 万吨，显示国内铜的季节性累库延续。而锌库存方面同样表现为累库状态，显现为伦敦库存下降 4675 吨 (-7.2%)，但国内却增加 7686 吨 (+5.4%)。从铝库存观察，境内铝库存有进入季节性去库的迹象，周内库存出现自 1 月 25 日当周以来的首次下降，累计出现 7189 吨流出。倘若库存去库得以延续，考虑到 2018 年铝出现的季节性去库量，预计中国电解铝的显性总库存有望降到 100 万吨之下。铅、镍、锡库存周内分别出现-1.2%、-1.3%及 -0.6%的下降。

图 5：基本金属全球显性总库存走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 4：基本金属全球显性库存涨跌幅变化表：

	库存	周涨跌幅	年涨跌幅		库存	周涨跌幅	年涨跌幅
铜	53.60	0.4%	39.0%	铅	12.26	-1.2%	-8.2%
铝	249.92	-0.7%	1.5%	镍	21.44	-1.3%	-7.9%
锌	20.90	1.5%	33.1%	锡	1.80	-0.6%	0.0%

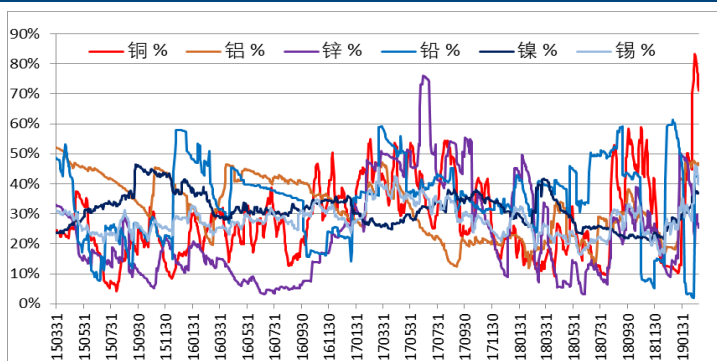
资料来源：Wind，东兴证券研究所

从各基本金属 LME 的注销仓单占比观察：铜注销仓单占比依然高企

伦敦金属注销仓单占比依然整体偏高，而伦铜注销仓单占比仍处 70% 以上高位。当前伦敦市场总库存 11.67 万吨，其中 8.29 万吨库存已被注销，可交割铜仓单仅有 3.38 万吨。考虑到进入 3 月中国消费旺季的展开及铜相关下游行业新订单率的回升及原材料库存比的相对低位，预计伴随中国铜行

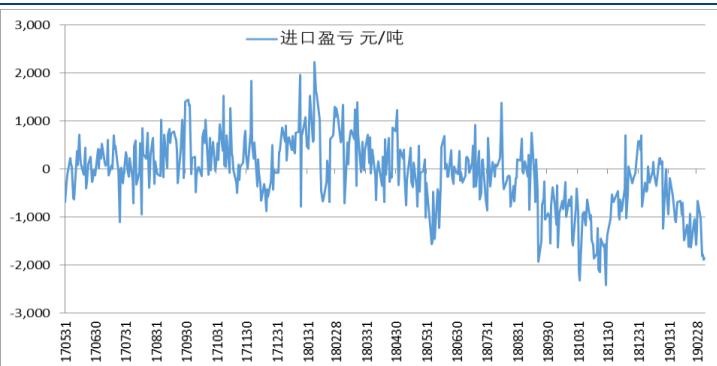
业进入季节性去库状态下的铜库存不足所导致的现货紧缺可能会被市场所逐渐重视。

图 6: 伦敦基本金属注销仓单占比走势%



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 8: 精炼铜进口盈亏



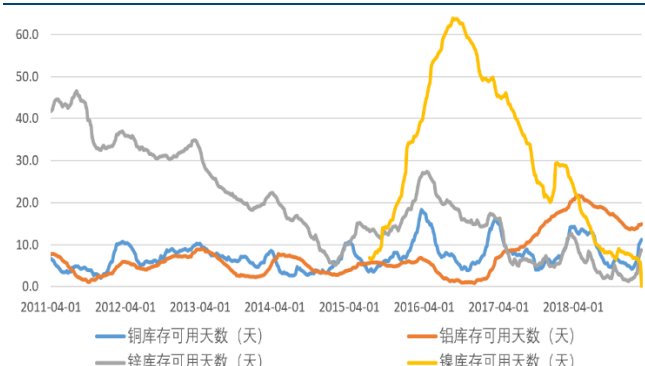
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7: 上海保税仓库铜库存 (55.6 万吨 +2.4 万吨)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

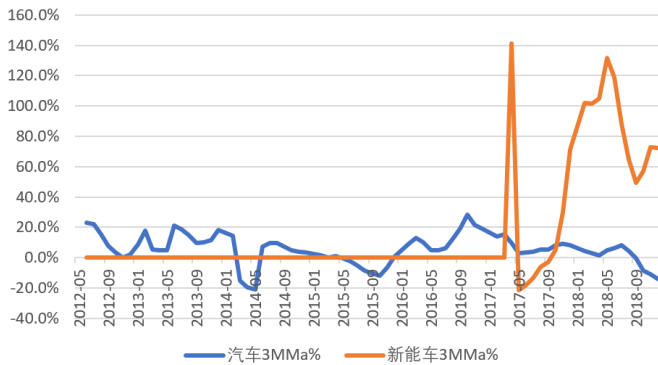
图 9: 国内显性库存可用天数 (天)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

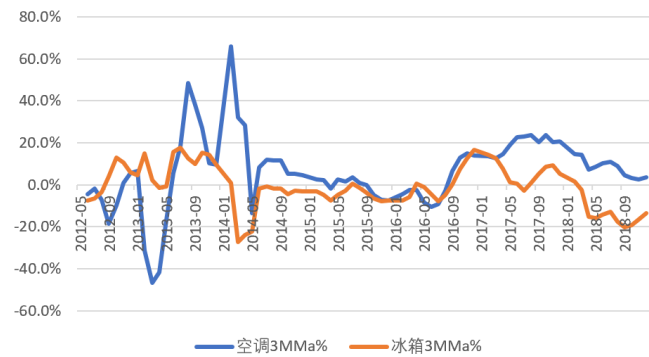
三、终端消费概览及相关数据图览

图 10: 汽车及新能源汽车产量增速三月移动均值



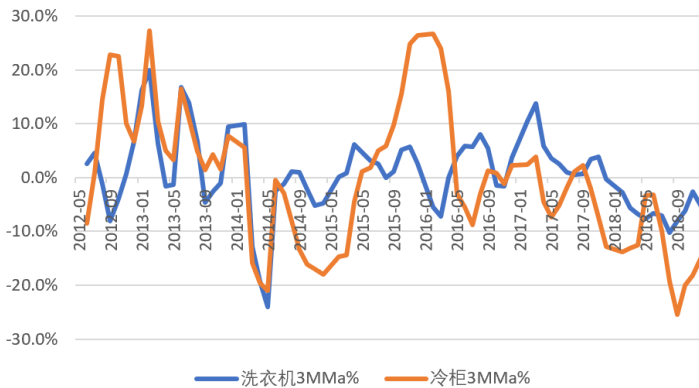
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 11: 冰箱及空调产量增速三月移动均值



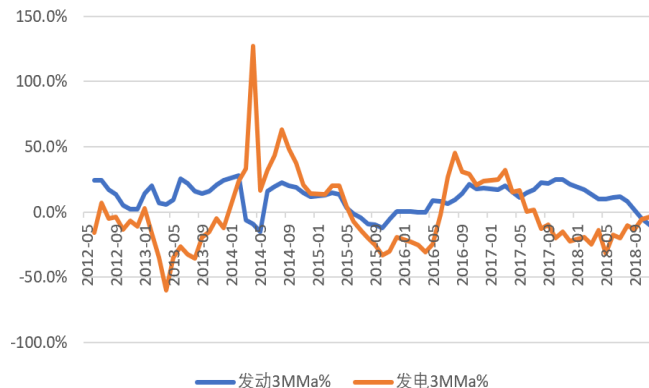
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 12: 洗衣机及冷柜产量增速三月移动均值



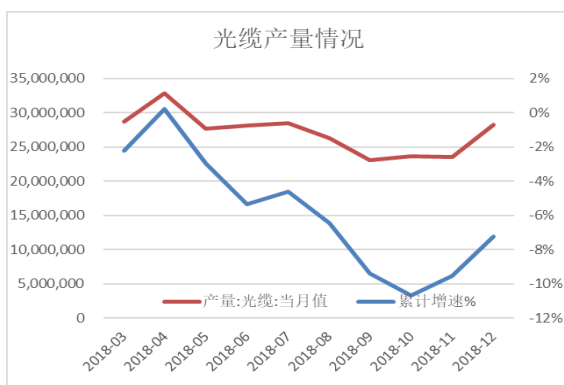
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 13: 发动及发电设备产量增速三月移动均值



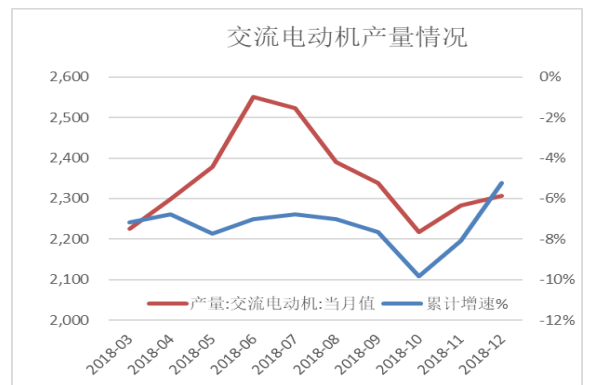
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 14: 中国光缆产量情况



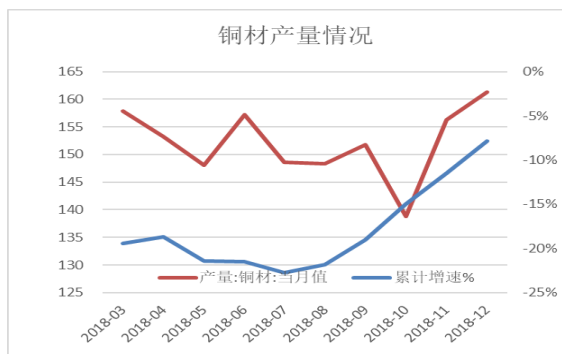
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 15: 中国交流电动机产量情况



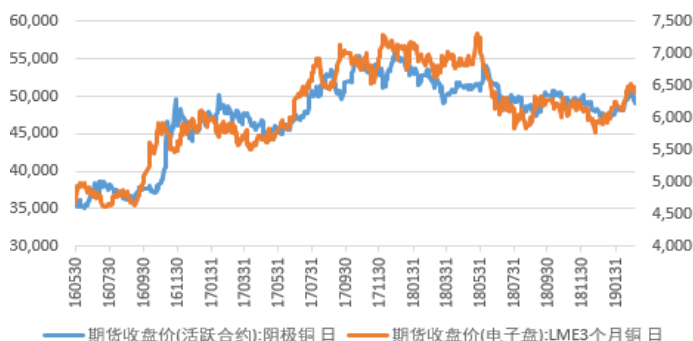
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 16: 中国铜材产量情况



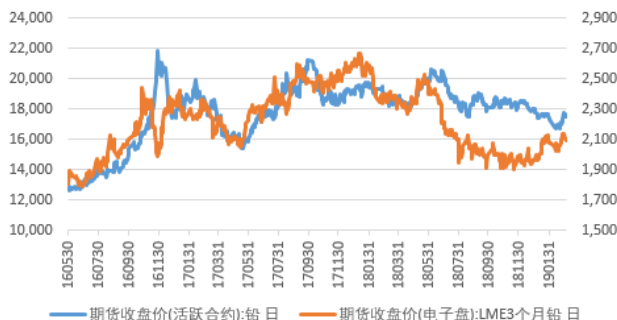
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 18: 期铜价格



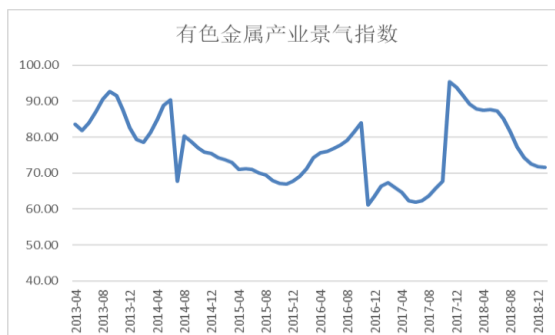
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 20: 期铅价格



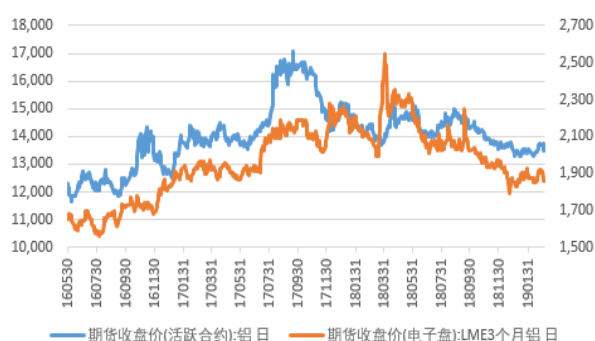
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 17: 中国有色金属行业景气指数



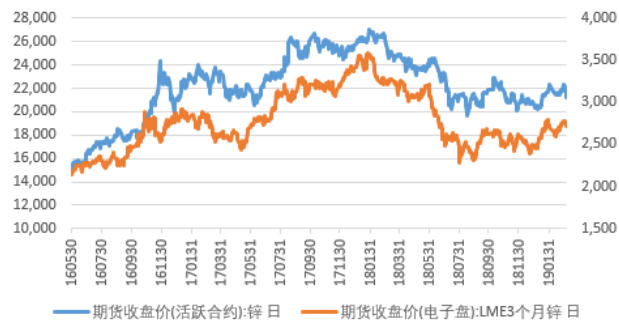
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 19: 期铝价格



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

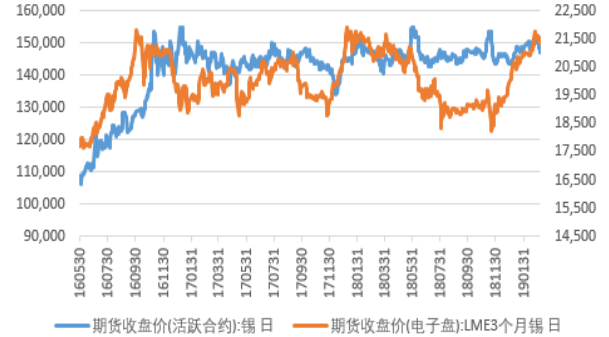
图 21: 期锌价格



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 22: 期镍价格

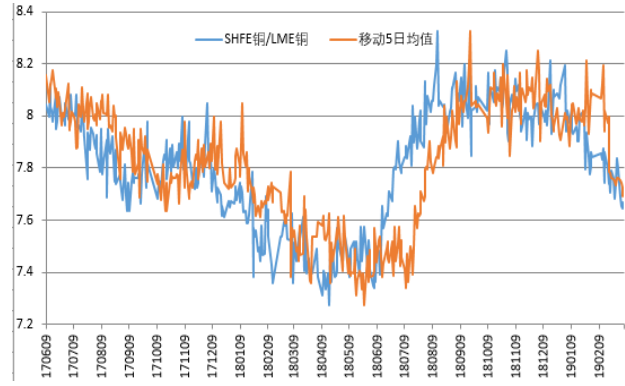

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 23: 期锡价格


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 24: 申万有色金属指数与美债收益率差额


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 25: 铜沪伦比值及 5 日移动均值


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 5: 主要用铜产品产量 (2018)

	单位	2016		2017		2018	
		M1-M12	%	M1-M12	%	M1-M12	%
发电设备	亿千瓦	1.374	11%	1.171	-15%	1.055	-10%
光缆	芯亿米	3,295	-6%	3,421	4%	3,173	-7%
交流电动机	亿千瓦	2.776	3%	2.792	1%	2.646	-5%
发动机	亿千瓦	22.60	11%	26.74	18%	27.01	1%
汽车	百万辆	28.19	14%	29.94	6%	27.97	-7%
空调	百万台	160.5	3%	180.4	12%	204.9	14%
冷柜	百万台	21.48	-1%	17.93	-17%	17.05	-5%
家用电冰箱	百万台	92.38	3%	86.70	-6%	78.77	-9%
家用洗衣机	百万台	76.21	5%	75.01	-2%	71.51	-5%
铜材	百万吨	20.96	10%	18.62	-11%	17.16	-8%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

三、周行业和公司动态：

- **中国2月末锻轧铜及铜材进口量为31.1万吨**：海关总署周五公布的数据显示，中国2月末锻轧铜及铜材进口量为31.1万吨。1-2月累计进口量为78.9万吨，低于去年同期的79.4万吨。中国2月末锻轧铝及铝材出口量为34.3万吨，1-2月累计出口量为89.6万吨，高于去年同期的81.6万吨。
- **消费逐步复苏 铝锭库存增幅收窄**：3月7日，SMM统计国内电解铝社会库存（含SHFE仓单）：上海地区31.3万吨，无锡地区63.9万吨，杭州地区14.7万吨，巩义地区15.6万吨，南海地区37.4万吨，天津5.7万吨，临沂3.1万吨，重庆3.2万吨，消费地铝锭库存合计174.9万吨，周比增加0.5万吨，周度增幅环比下滑6.7万吨。
- **河南郑州地区预焙阳极仍处停产状态**：据SMM调研了解，全国两会期间环保巡查更加严格，河南郑州地区预焙阳极仍处停产状态，当地相关企业预计受此影响，3月15日取暖季结束后仍难复产。
- **内蒙古通顺铝业11万吨产能全面关停**：内蒙古通顺铝业股份有限公司最后一条240kA预焙电解铝生产线已于2019年2月28日晚九点三十分全面关停，涉及产能11.5万吨/年。内蒙古通顺产能置换给白音华。
- **黄岗矿山和南方矿业锡选厂停产**：因两会期间炸药管制，黄岗矿业停产两周，其锡矿年产量约2,000吨。此外，南方矿业选矿厂因矿石供给不足从2月初停产，预期停产会延续至3月末，其年产量约4,000吨。
- **秘鲁1月铜产量跌至6个月来新低 锌矿产量同比降7.8%**：秘鲁能源与矿业部表示，秘鲁今年1月的铜产量下降了12.6%至201217吨，这是自去年7月以来的新低。但是秘鲁最大的矿场产量上升10.1%达到了43594吨。锌矿产量同比下降7.8%，至101604吨。矿业投资同比增长48%，至3.35亿美元。英美资源集团、嘉能可旗下的Antapaccay和Marcobre公司位居榜首。
- **印尼政府同意向Freeport和Amman Mineral颁发铜精矿许可证**：印尼能源和矿产资源部官员表示，印尼政府已同意向矿商PT Freeport以及PT AMNT颁发为期一年的铜精矿出口许可证，分别涉及198282和336100湿吨铜精矿。
- **科马索铜业扩建铜矿一期产量360万吨**：总部位于美国的Cupric Canyon Capital的子公司科马索铜业(Khoemacau Copper Mining)表示，已获得5.65亿美元的债务和特许权使用费资金，用于建设一座铜矿。该矿计划从2021年起第一阶段生产约360万吨铜。
- **最大黄金ETF遭遇一年来最大规模资金流出**：规模达330亿美元的SPDR Gold Shares ETF上周五出现4.96亿美元净赎回，创下2018年2月以来最大单日净流出纪录。五天合计外流7.2亿美元，连续第四周呈现资金流出局面。
- **银漫矿业事故再关注 内蒙硅锰厂商也受安全检查**：3月6日，内蒙地区陆续开展环保安全生产检查。据SMM了解，部分赤峰地区临近锡林郭勒铅锌矿山开启生产安全排查，届时问题企业或将停产整改。
- **南山铝业拟投资56.85亿元用于印尼氧化铝项目**：南山铝业拟总投资额合计人民币56.85亿元依次对新加坡公司、GAI、BAI进行增资，用于募投项目“印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目”的建设。

资料统一来源：SMM，华尔街日报，上证资讯

风险提示：市场风险情绪大幅回撤，基本金属库存大幅增长，基本金属现货贴水持续大幅放大。

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期权做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018年9月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。