

库存拐点显现，关注被动补库向主动补库转变对工业金属的需求提振

——有色金属行业数据周报04.01-04.05

2019年04月01日

看好/维持

有色金属

周度报告

投资观点：

1、一周价格综述：工业金属表现偏强，价格有刚性需求支撑

- 上周基本金属价格小幅上涨，强势原油及偏强的现货升水对基金属价格形成支撑。从涨跌幅看，SHFE3月期铜、铝、锌、铅、镍及锡分别涨跌-0.29%、-0.25%、+3.34%、-1.47%、+0.1%及+0.19%，LME3月期铜、铝、锌、铅、镍及锡则分别变化+2.35%、+0.45%、+3.26%、-1.08%、+0.15%及-0.3%。
- 需关注市场由被动补库存向主动补库存的转变。周内公布的中国制造业数据表现强劲，其中生产指数、新订单指数及库存指数出现攀升，显示市场在2018年主动去库存后伴随订单数据的增加，企业进入被动补库存阶段（由2018年的主动去库存出现明显变化），这是推升制造业产出的放大的原因之一。考虑到当前企业的原材料库存及产成品库存比例依然处于相对低位，而新订单指数亦维持连续两个月的扩张态势，意味着企业的库存有进一步回补的需求。下一步需关注对于基本金属而言是否会形成价格的一致性上涨预期，倘若预期形成，不排除随着中国国内显性库存的季节性去化及现货需求的刚性稳定，会带来短周期内的主动补库存迹象出现，这会对价格形成上行提振。
- 本周市场风险数据叠加。重要数据除中国会继续公布3月财新制造业与服务业PMI数据外，欧元区及美国也将集中公布其PMI数据，数据将对全球工业化情况做进一步印证。此外，欧元区CPI，欧元区零售销售数据、美国零售销售及耐用品订单数据将联合欧元区2月失业率及美国2月失业率（及非农）集中登场，这意味着进入四月的第一周，数据的好坏将是影响市场风险溢价的核心因素，即数据风险或会集中显现。当然，除数据外，周内的多位美联储官员讲话及中美贸易争端的相关讯息亦会对市场形成扰动。
- 贵金属ETF持仓在周内延续反弹。其中黄金ETF-SPDR和ETF-iShares持仓周内再度累计增加4.42吨至1085.81吨，而SLV白银持仓周内去出现5.84吨的下滑至9620.3吨。
- 基金属境内市场全面维持现货升水态势，反映现货需求的实质性稳定。全球显性库存有进入季节性去库迹象，库存可预期的持续性回落意味着供应端支撑的进一步增强。

2、投资建议：关注工业金属及贵金属板块的补涨行情

- 工业金属板块及贵金属板块年内涨幅明显弱于小金属板块，考虑到当前订单的实质性扩张及生产指数的超预期表现，意味着需求端的释放或仍有进一步的增长空间。建议组合配置紫金矿业（30%）、山东黄金（30%）、江西铜业（20%）及鹏欣资源（20%）。风险提示：市场需求明显弱化，基金属库存大幅增长且现货贴水急速放大，风险情绪加速回落。

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

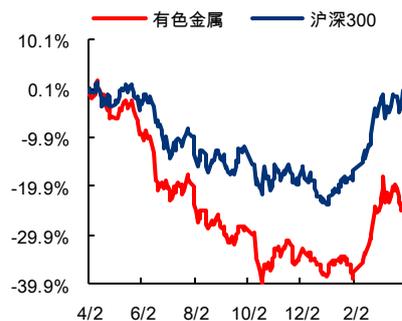
细分行业评级

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
鹏欣资源	推荐

行业指数走势图

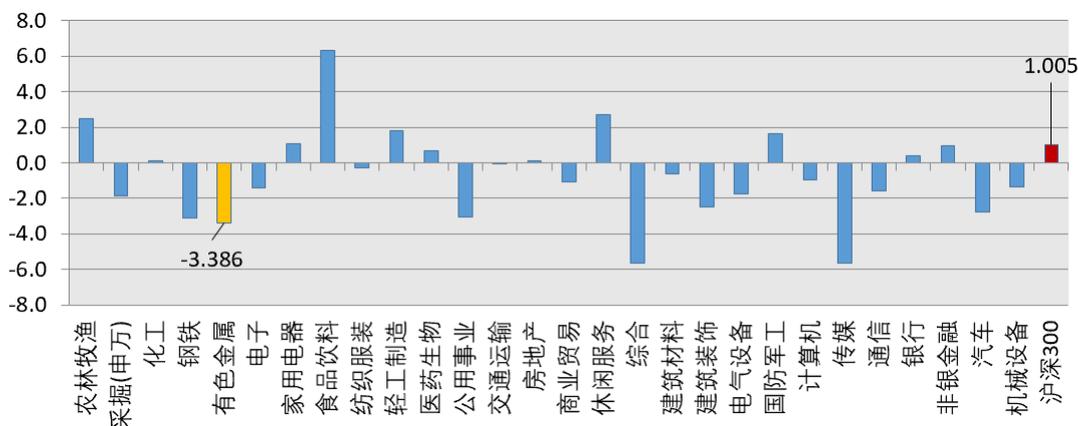


资料来源：东兴证券研究所

一、周行情回顾

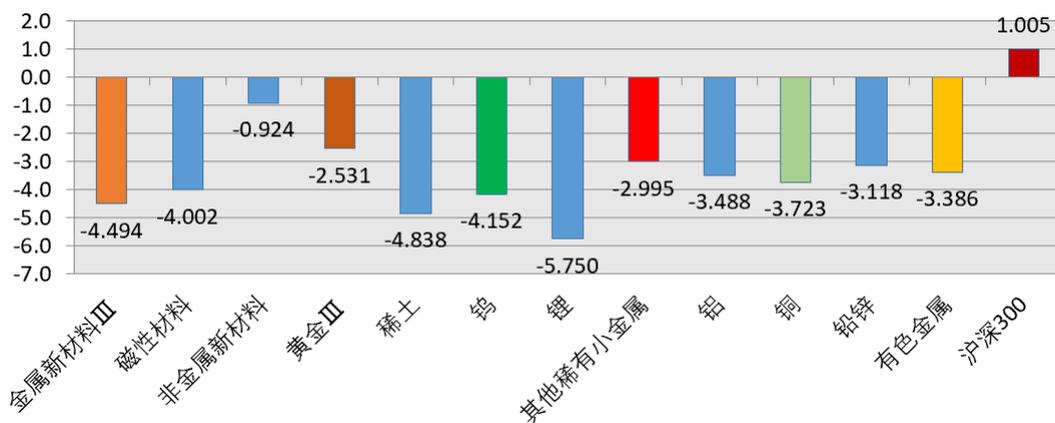
上周 HS300 指数上涨 1%，有色金属板块下跌 3.39%，跑输 HS300 指数 4.4 个百分点。从周内有色金属板块回报表现观察，有色细分子版块全部承压收跌，而前期涨幅较高的锂、稀土、金属新材料及钨板块出现较为明显的领跌。其中锂及稀土板块分别下跌-5.75%及-4.84%，资金获利了结迹象显现。工业金属亦整体疲弱，各子版块跌幅均在-3%之上；而黄金板块周内亦收跌-2.5%。从个股表现观察，精艺股份(+22%)，和胜股份(+18%)及海亮股份(+5%)位列有色板块涨幅前三；中孚实业(-13%)、山东金泰(-13%)及广晟有色(-12%)位列有色板块跌幅前三。

图 1：周申万行业指数及 HS300 涨跌幅



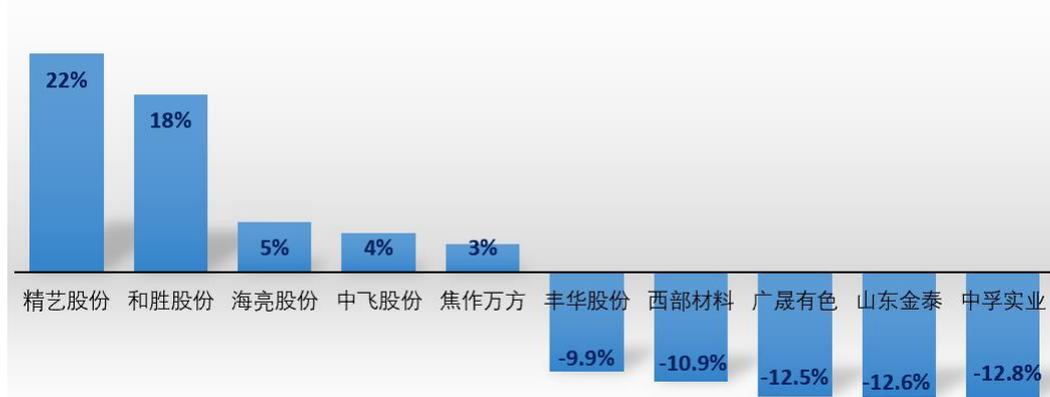
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

图 3：有色板块周涨跌幅前五公司



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微幅上涨，内盘表现弱于外盘，且品种间略有分化。从内外强弱关系看，铜、铝、铅及镍表现外强内弱；从品种分化看，铜、铝内外分化加剧。其中沪铜周内下跌-0.29%，而伦铜周内上涨+2.35%，带动沪伦比值周内由 7.74 大幅降至 7.54。铜周内区域性强弱变化一方面与人民币汇率周内波动有关，另一方面则与库存压力有关。从品种年涨跌幅观察，可以发现沪铜年内跑输伦铜 8.1 个百分点，而沪锌及沪铅则分别跑输 8.7 及 9.8 个百分点，年内同品种不同市场的收益率分化与库存压力的不同有关，而考虑到中国季节性去库的持续展开，预计相关国内工业品价格有进一步上涨的动力。

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)	48,800.0	-0.29%	-2.7%	1.0%	48535	50,674	49,334	-4%
	LM E(美元/吨)	6,473.5	2.35%	-0.1%	9.1%	6250	6,493	6,204	-4%
铝	SHFE	13,720.0	-0.25%	0.3%	1.0%	13531	14,336	14,680	-6%
	LM E	1,911.0	0.45%	0.3%	2.8%	1885	2,102	1,981	-10%
锌	SHFE	22,730.0	3.34%	4.5%	8.6%	21496	23,024	23,617	-7%
	LM E	2,913.0	3.26%	5.6%	17.4%	2703	2,853	2,892	-5%
铅	SHFE	16,730.0	-1.47%	-3.7%	-7.3%	17291	18,849	18,267	-8%
	LM E	2,015.0	-1.08%	-5.8%	2.4%	2057	2,221	2,326	-7%
镍	SHFE	100,600.0	0.10%	-2.0%	14.2%	98080	103,595	85,729	-5%
	LM E	12,995.0	0.15%	-0.5%	16.0%	12591	13,173	10,469	-4%
锡	SHFE	148,090.0	0.19%	-1.7%	3.2%	148113	146,525	144,515	1%
	LM E	21,400.0	-0.30%	-1.1%	7.4%	21061	20,047	19,989	5%
有色指数	上海有色指数	2,959.1	0.12%	-1.2%	3.3%	2920	3,056	2,928	-4%
	伦敦有色指数	3,015.6	0.57%	-1.4%	7.6%	2956	3,118	2,447	-5%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

基本金属价格周内与美元、原油及 VIX 的相关性明显走强，与上证的关联度有所减弱。这显示了当前除各品种自身基本面的变化外，汇率因素、能源因素及风险溢价对基本金属价格的影响开始显现。

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	1.00	0.84	0.88	-0.91	0.74	-0.70	0.79	0.67	0.73	-0.84	-0.76
AL	0.84	1.00	0.81	-0.98	0.42	-0.93	0.75	0.64	0.43	-0.71	-0.58
ZN	0.88	0.81	1.00	-0.89	0.70	-0.85	0.97	0.26	0.73	-0.97	-0.41
PB	-0.91	-0.98	-0.89	1.00	-0.58	0.92	-0.84	-0.60	-0.52	0.80	0.58
NI	0.74	0.42	0.70	-0.58	1.00	-0.40	0.76	0.24	0.48	-0.63	-0.32
SN	-0.70	-0.93	-0.85	0.92	-0.40	1.00	-0.86	-0.30	-0.34	0.74	0.25
USD	0.79	0.75	0.97	-0.84	0.76	-0.86	1.00	0.13	0.56	-0.90	-0.21
上证	0.67	0.64	0.26	-0.60	0.24	-0.30	0.13	1.00	0.28	-0.21	-0.91
WTI	0.73	0.43	0.73	-0.52	0.48	-0.34	0.56	0.28	1.00	-0.86	-0.63
VIX	-0.84	-0.71	-0.97	0.80	-0.63	0.74	-0.90	-0.21	-0.86	1.00	0.44
美债	-0.76	-0.58	-0.41	0.58	-0.32	0.25	-0.21	-0.91	-0.63	0.44	1.00

资料来源：Wind，东兴证券研究所

现货升贴水周均价变化：境内市场全面维持现货升水态势

周内基本金属现货延续强劲，中国市场继续呈现全面的现货升水格局，反映出现货市场依然具有稳定且较强的实际需求支撑。周内除伦铜和沪锌现货升水均价出现回落外，其他基本金属现货升水全面攀升。其中伦铜现货升水的下滑和其库存及注销仓单变化有关，而沪锌现货升水的下滑和期锌价格急速触及 9 个月高位有关。整体看当前基本金属市场维持稳定且较强的升水环境，现货需求的偏强对价格形成支撑。

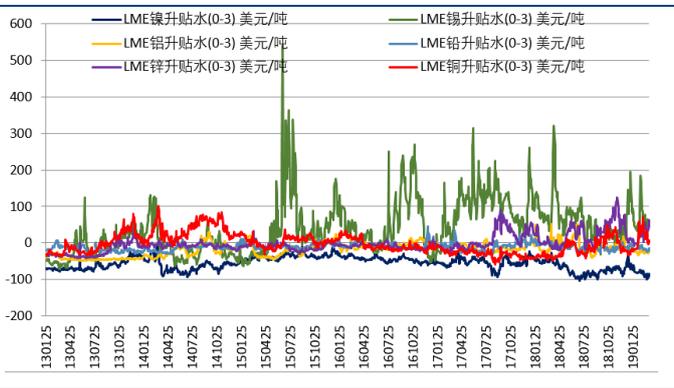
表 3：基本金属现货升贴水（均价）

	周均价		周变化		较月均值变化		最新升水	
	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE
铜	1.60	1064	(18)	164	(21)	1248	0	940
铝	(22.95)	268	1	76	2	337	(17)	190
锌	46.40	742	11	(239)	32	144	62	150
铅	(19.70)	332	1	41	(7)	301	(15)	270

镍	(90.30)	2980	3	64	(11)	2336	(92)	2650
锡	55.00	2706	6	838	(24)	3482	55	2410

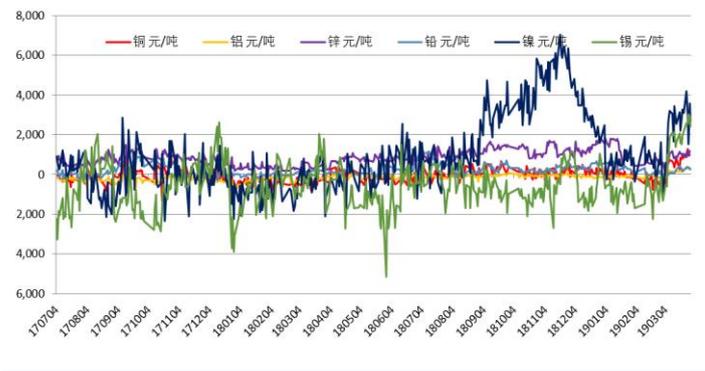
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 4: 基本金属现货升贴水 (LME0-3)



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 5: 基本金属现货升贴水 (长江)



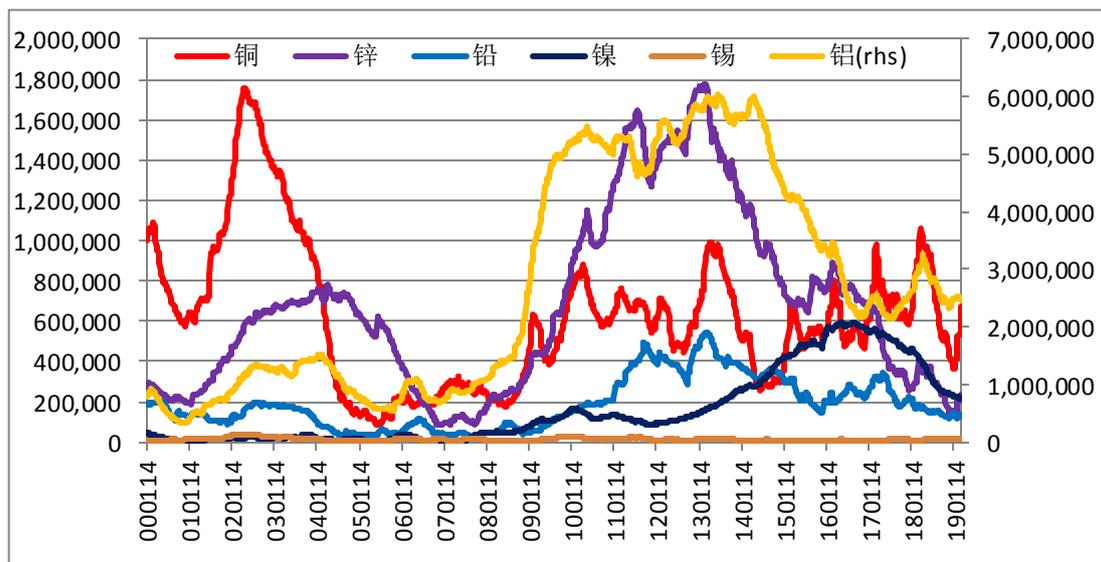
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

全球期货交易所总库存 (SHFE+LME+COMEX): 金属库存开始进入季节性去化

基本金属全球显性库存开始出现一致性回落, 这意味着中国的季节性去库拐点或已出现。周内全球铜、铝、锌、镍及锡库存分别出现-0.8%、-3.1%、-7.3%、-2.5%及-3.5%至 65.9 万吨、236.38 万吨、22.03 万吨、20.22 万吨及 1.66 万吨。因当前中国交易所的显性库存占比显著 (铜、铝、锌及锡分别占全球显性比例 68%、52%、76%及 94%), 全球金属库存的全面性及持续性去化或意味着中国季节性去库的展开。

当前全球显性库存较去年同期水平明显偏低, 这意味着去库存周期一旦开启, 库存偏紧的压力将被市场逐渐重视。

图 6: 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	较去年同期		库存	周涨跌幅	较去年同期
铜	65.94	-0.8%	-37.8%	铅	13.63	0.6%	-17.0%
铝	236.38	-3.1%	-23.2%	镍	20.22	-2.5%	-50.4%
锌	22.03	-7.3%	-45.8%	锡	1.66	-3.5%	59.4%

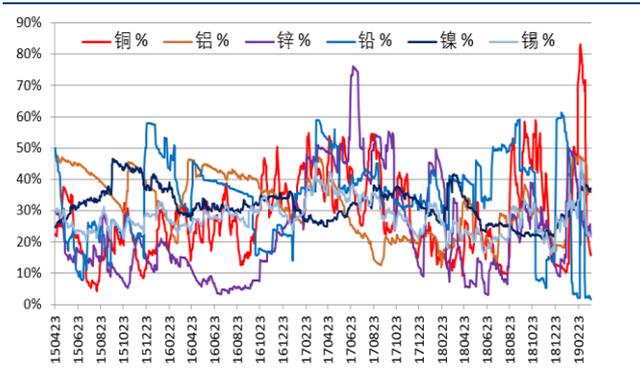
资料来源：Wind，东兴证券研究所

从各基本金属 LME 的注销仓单占比观察：注销仓单占比整体微幅回落

伦敦金属的注销仓单占比微幅回落，并无出现明显变动。当前伦铜、伦铝、伦锌、伦铅、伦镍及伦锡的注销仓单占比分别为 15.8%、35.9%、22.3%、1.7%、37.2%及 15.5%。

图 7：伦敦基本金属注销仓单占比走势%

图 8：上海保税仓库铜库存（60.8 万吨 +0.9 万吨）



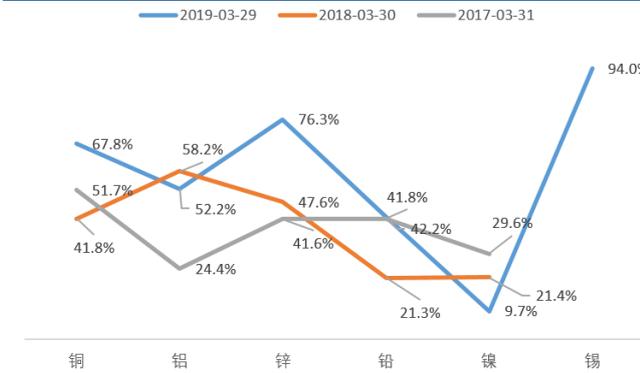
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 9: 中国库存占全球库存比

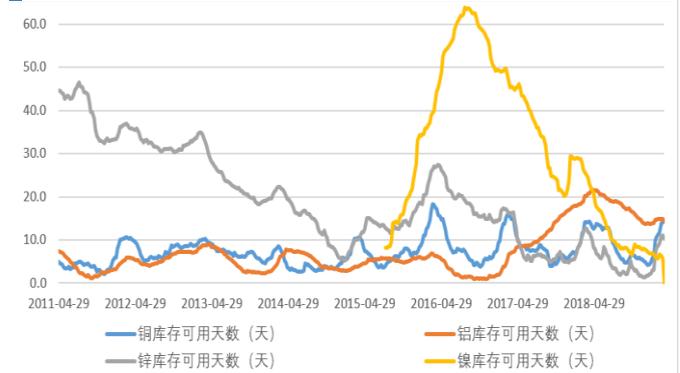


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 10: 国内显性库存可用天数 (天)



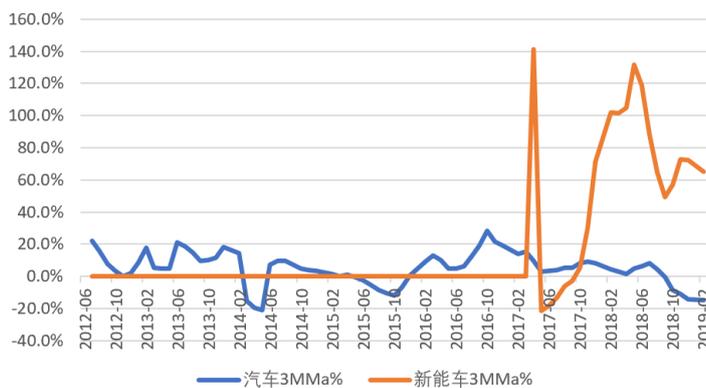
资料来源：Wind, 东兴证券研究所



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

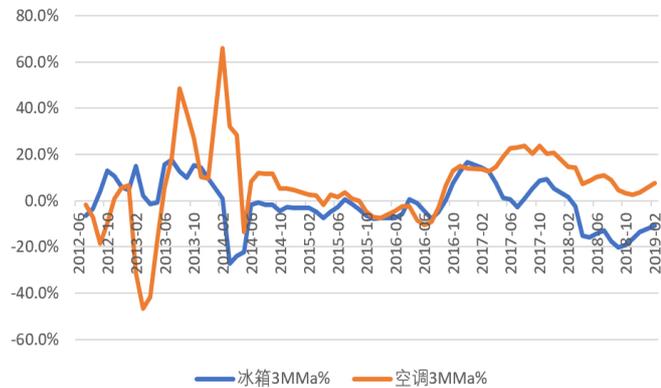
图 11: 汽车及新能源汽车产量增速三月移动均值



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

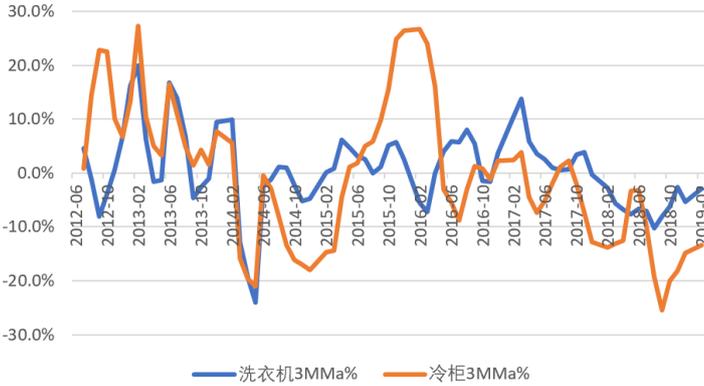
图 13: 洗衣机及冷柜产量增速三月移动均值

图 12: 冰箱及空调产量增速三月移动均值



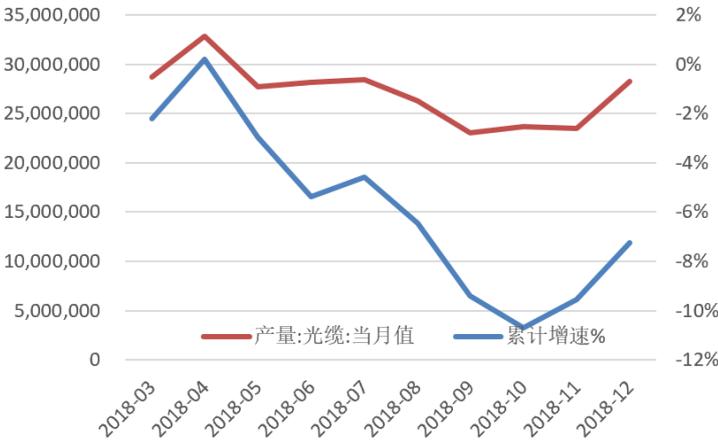
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 14: 发动及发电设备产量增速三月移动均值



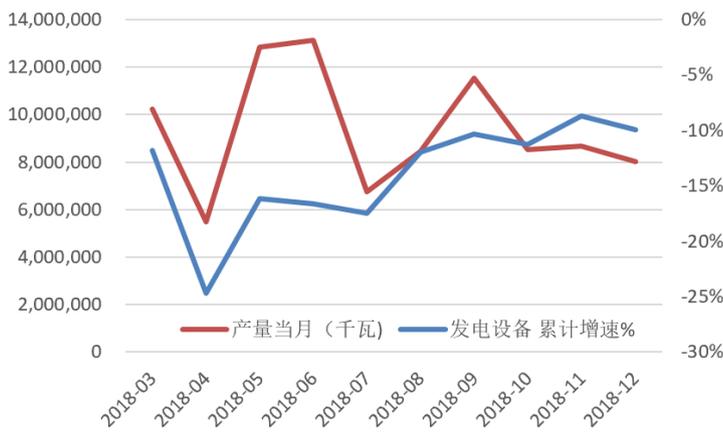
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 15: 中国光缆产量及累计增速



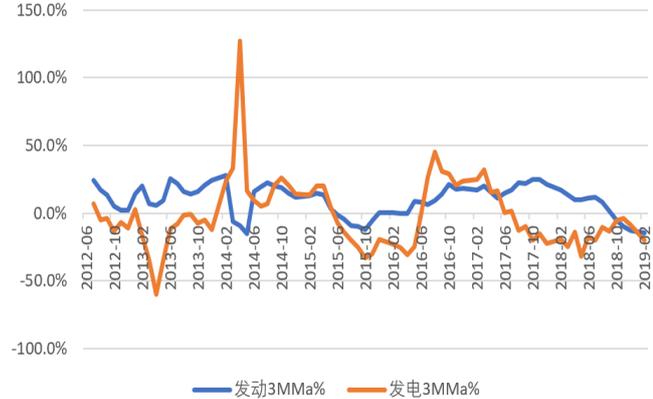
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 17: 中国发电设备产量及累计增速



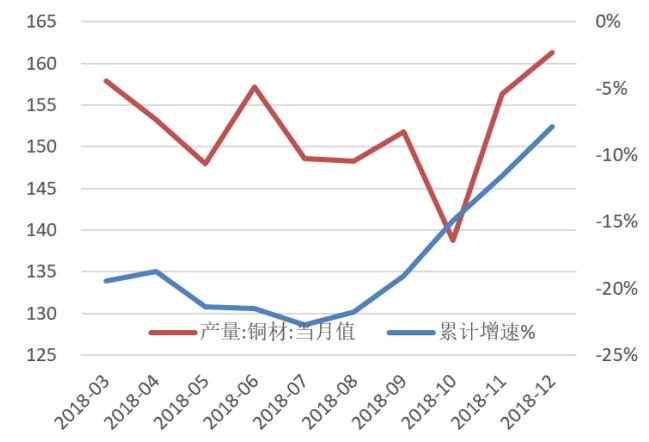
资料来源：Smm, 东兴证券研究所

图 19: 期铜价格



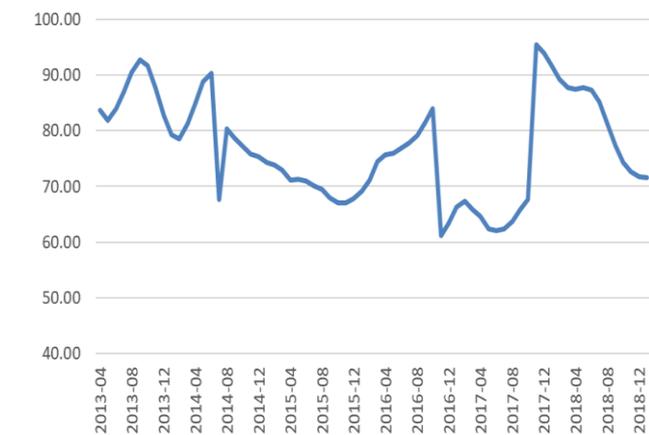
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 16: 中国铜材产量及累计增速



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 18: 中国有色金属行业景气指数



资料来源：Smm, 东兴证券研究所

图 20: 期铝价格



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 21: 期铅价格



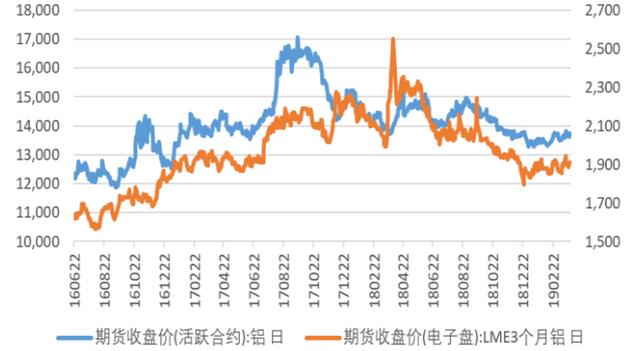
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 23: 期镍价格



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 25: 申万有色指数与美债收益率差额



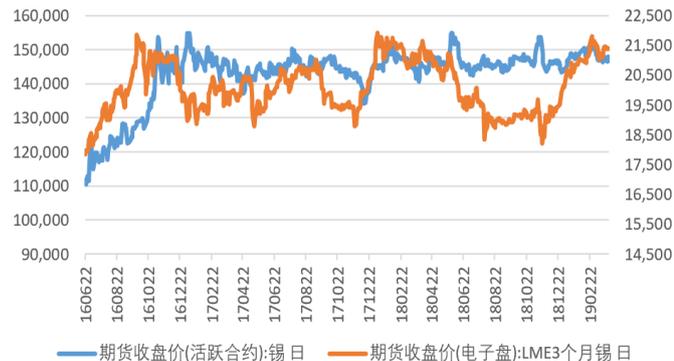
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 22: 期锌价格



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 24: 期锡价格

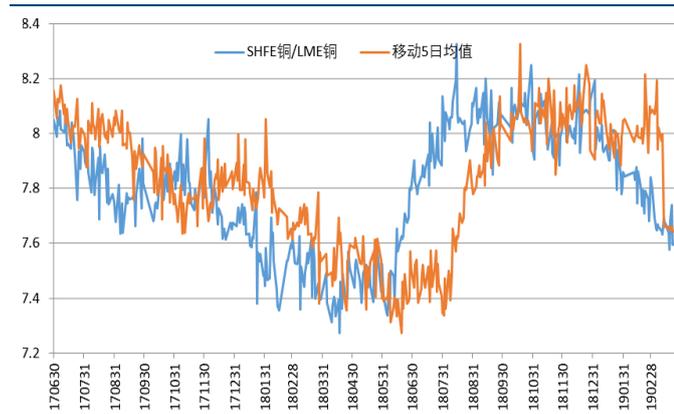


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 26: 铜沪伦比值及 5 日移动均值



资料来源：Wind, 东兴证券研究所



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

三、周行业和公司动态：

- **2019年1-2月未锻轧铝合金出口同比增加21.62%**：据海关数据显示，2019年2月未锻轧铝合金出口量为3.1万吨，2019年1-2月未锻轧铝合金出口量同比增加1.53万吨，增幅为21.62%。
- **铝板带2月出口量单月同比降2.2%，1、2月份合计同比增9.6%**：根据海关数据8位编码数据显示，我国2月份铝板带出口量17.27万吨，单月同比降2.2%；1、2月份合计出口量41.86万吨，合计同比增9.6%。
- **海德鲁旗下巴西氧化铝厂Alunorte最快可在6月份恢复开工率至80%**：海德鲁巴西分公司执行副总裁表示，位于巴西北部的Alunorte氧化铝冶炼厂在收到当地联邦法院的同意书2个月后可达到75%~80%的开工率，而同意书将在4月4日海德鲁和联邦检察院的调停会中争取取得。
- **新复合氢化物锂超离子导体问世或催生高能量密度全固态电池**：日本东北大学和高能加速器研究组织的科学家，开发出一种新的复合氢化物锂超离子导体。研究人员表示，通过设计氢簇（复合阴离子）结构实现的这一新材料，对锂金属显示出了极高的稳定性，使锂金属有望成为全固态电池的最终阳极材料，催生出迄今能量密度最高的全固态电池。
- **空调成家电第一品类**：2018年，三大白电的销售额总计达到5060亿元，共销售2.91亿台。其中，空调产量约为1.5亿台，占销售总量的58%，同比上涨了6%。并且以空调为代表，家电销售的重心已经大幅度转移到内销上，但海外市场依然广阔。
- **SMM：铜需求增速进入平稳期**：2019年电力行业投资将加速回升，有较为广阔的发展前景。并且房地产及政策利好有望继续推动家电行业高增长。在汽车消费领域，虽然传统汽车消费短期降势难改，但是国家刺激消费政策可期。
- **中孚实业四川广元年产25万吨绿色铝材项目隆重开工**：3月27日上午，中孚实业年产25万吨绿色铝材项目在广元经济开发区隆重举行开工仪式，标志着广元林丰及广元中孚共50万吨电解铝产能转移项目全面进入建设阶段。
- **天山铝业寻到新界泵业 拟170亿元加持全铝产业升级**：3.26晚新界泵业通过资产置换和发行股份购买锦隆能源等交易方式购买对方持有的天山铝业100%的股权，股东变更为锦隆能源。拟置出资产初步作价为14.85亿元，拟置入资产初

步作价为 170 亿元,新界泵业拟以 4.79 元/股的价格向天山铝业全体股东非公开发行总计约 32.4 亿股人民币普通股股票。

- **天齐锂业 2018 年度净利 22 亿元 拟 10 派 1.8 元**: 公司 2018 年实现营业收入 62.4 亿多元,股东净利润 22 亿多元,同比增长 2.57%。基本每股收益 1.93 元/股。公司 2018 年度利润分配预案为:以 1,142,052,851 为基数,向全体股东每 10 股派发现金红利 1.80 元 (含税)。
- **赣锋锂业 2018 年度净利 12.23 亿元 拟 10 派 3 元**: 赣锋锂业实现营业收入超 50 多亿元,同比增长 14.15%。实现归属于上市公司股东的净利润 10.2 亿多元,同比下降 16.73%;基本每股收益 1.07 元/股。2018 年利润分配预案为:以实施年度利润分配时股权登记日当天的总股本为基数向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元(含税)。

资料统一来源: SMM, 华尔街日报, 上证资讯

风险提示: 市场需求明显弱化, 基本金属库存大幅增长, 基金属现货贴水急速放大, 市场风险情绪加速回落。

四、周重要经济数据:

表 5: 20190401-0405 重要经济数据预览:

20190401-0405	时间	指标	前值	预测值
	9:45	中国 3 月财新制造业 PMI	49.9	50
	13:55	德国 3 月 Markit 制造业 PMI	44.7	44.7
	16:00	欧元区 3 月 Markit 制造业 PMI	47.6	47.7
周一	17:00	欧元区 2 月失业率%	7.8	7.8
	17:00	欧元区 3 月末季调 CPI 年率	1.5	1.5
	20:30	美国 2 月核心零售销售月率%	0.9	0.4
	22:00	美国 3 月 ISM 制造业 PMI	54.2	54.3
周二	11:30	澳洲联储利率决议%	1.5	1.5
	20:30	美国 2 月耐用品订单月初值%	0.3	-1.2
周三	9:45	中国 3 月财新服务业 PMI	51.1	52.5

	20:15美国 3 月 ADP 就业人数 (万人)	18.3	18
	22:00美国 3 月 ISM 非制造业 PMI	59.7	58
	14:00德国 2 月季调后工业产出月率%	-0.8	0.8
	17:00欧元区 2 月零售销售月率		
周五	20:30美国 3 月季调后非农就业人口变动 (万)	2	17.5
	20:30美国 3 月失业率%	3.8	3.8

分析师简介

郑冈钢

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，中金所股指期货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。