

# 有色行业Q2配置工业金属，Q3加配贵金属

2019年04月11日

看好/维持

有色金属 深度报告

## 投资摘要：

**有色行业 Q2 配铜，Q3 配金：**有色行业的投资逻辑在 Q2 和 Q3 或有所分化，**Q2 配置的是工业属性而 Q3 配置的或为避险溢价。**Q2 鉴于北半球进入季节性工业旺季，在政府逆周期政策支撑下的订单涌现有助于提振中国工业产出的阶段性放大（库存拐点的显现将予以配合），工业金属价格的上行动力将显著提升工业金属相关板块的估值上修。而进入 Q3 后，鉴于当前全球经济下行压力的实质性堆积及主要经济体工业产出的趋势性回落，意味着**风险偏好的拐点或在北半球工业旺季过后逐渐显现**，即市场可能再度进入“数据证伪”期。这暗示市场的“聪明资金”可能在 Q3 出现投资风格的切换，**避险资产或逐渐成为自 Q3 起市场的配置焦点**，贵金属价格（黄金）或因避险溢价而攀升并带来板块的估值回归。

**工业金属（铜）在二季度或有确定性的供需矛盾显现：**铜在 Q2 的供应端刚性收缩及需求端的刚性扩张是当前较为确定的基本面逻辑。供应端的收缩集中在上游的矿端及中游的冶炼端（检修），需求端的扩张则源于政府财政刺激带来的刚性订单。

**铜供给在 Q2 会遭遇持续性的检修扰动：**除持续下滑的 Spot TC 所反映的矿端供应偏紧外，中国冶炼厂的集中检修则加剧了境内精铜的供给压力。从冶炼厂的检修计划观察，3-4 月有约 145 万吨冶炼产能进入检修，影响国内实际铜供应收缩超 8 万吨（约月度精铜产量降幅超 10%），这暗示中国精铜的产出数据自 3 月起或有明显的环同比双降。但这并非供应端扰动的结束，因 4 月至 7 月依然有约 225 万吨的冶炼产能有进入集中检修的计划安排（预计累计影响产量约 15 万吨）。

**铜需求在 Q2 会呈现刚性化扩张：**这种需求的扩张主要源于生产指数的被动性上涨所诱发的企业被动补库所致，具体传导关系为：政府积极政策所带来的行业订单扩张叠加行业的低产成品库存及低原材料库存水平，意味着库存拐点的显现会推动生产指数的刚性扩张，从而带来需求总量的阶段性放大，这点和去年 Q4 时订单量涌现但企业主动去库背景下所导致的生产指数下滑是明显不同的逻辑。

**企业补库行为的转变将带动基金属价格的燃起：**企业被动补库向主动补库策略的转变或是铜行情激化的基本面诱导因素。显性库存季节性去化程度的加剧叠加高现货升水会诱发“买涨不买跌”的补库情绪，铜价有望在 Q2 触及 7000 美元。

**避险溢价的回归是提振黄金资产的主导因素，**汇率利率双弱化预期是支撑黄金价格上涨的核心因素。黄金价格的爆发时点或源于股市的回落，黄金股的避险属性将被市场逐渐重视，黄金股的估值或因避险溢价而上行回归。

估值对比显示申万有色板块或会强于指数，而铜板块估值则有进一步的上修空间。

**投资建议：**建议 Q2 加配以铜为主的工业金属板块享受周期股轮动所带来的估值上修收益，Q3 逐渐加配以黄金为主的贵金属板块获得风险溢价所带来的板块估值回归。建议关注紫金矿业、云南铜业、江西铜业、山东黄金及鹏欣资源。

**风险提示：**系统性风险在 Q2 涌现，需求大幅不及预期（产出指数明显回落），大幅累库及现货深贴水持续显现，流动性风险在 Q3 释放，利率中枢大幅抬升。

## 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：

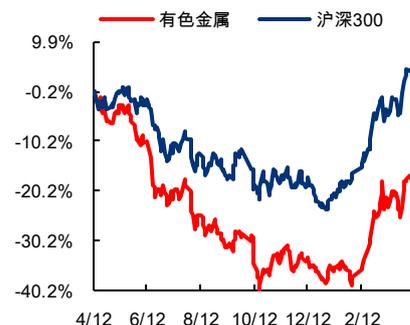
S1480118100014

细分行业	评级	动态
铜板块	看好	上调
黄金板块	看好	上调
铝板块	看好	维持
铅锌板块	看好	维持

## 行业基本资料

	占比%
股票家数	108 3.0%
重点公司家数	- -
行业市值	14670.96 亿元 2.28%
流通市值	11573.27 亿元 2.47%
行业平均市盈率	39.87 /
市场平均市盈率	17.37 /

## 行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 相关研究报告

- 1、《有色金属行业周报：季节性去库开启，工业金属价格仍有上行动力》2019-04-08
- 2、《有色金属行业周报：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》2019-04-01
- 3、《有色金属行业报告：贵金属大底已现，黄金暗黑已过黎明将至》2019-03-28
- 4、《有色金属行业周报：基金属延续累库，贵金属 ETF 持仓增加，关注需求释放带来的板块轮动(190318-0322)》2019-03-18

## 目 录

1. 有色行业 Q2 配置工业金属，Q3 加配贵金属.....	3
2. 工业金属在二季度或有确定性的供需矛盾显现.....	3
2.1 铜在 Q2 的供需矛盾有望逐渐显现.....	3
2.1.1 铜供给在 Q2 会遭遇持续性的检修扰动.....	4
2.1.2 铜需求在 Q2 会呈现刚性化扩张—由库存拐点叠加订单扩张引导.....	5
2.1.3 企业补库行为的转变将带动基金属价格的燃起.....	5
2.2 贵金属的投资价值将在 Q3 逐渐显现.....	6
2.2.1 避险溢价的回归是提振黄金资产的主导因素.....	6
2.2.2 汇率利率双弱化预期是支撑黄金价格上涨的核心因素.....	7
2.2.3 黄金的爆发时点或源于股市的回落，黄金股的避险属性将被市场重视.....	7
3. 投资建议.....	8

## 表格目录

表 1:申万有色板块及子板块的估值统计.....	3
表 2:全球主要冶炼厂检修数据统计（2019）.....	4
表 3:铜下游 PMI 综合指数.....	5

## 插图目录

图 1: 库存拐点的再现意味着生产指数的被动放大.....	6
图 2: 中国库存可用天数的拐点已现反应季节性去库的展开.....	6
图 3: 基金属现货升水重心整体出现抬头.....	6
图 4: 基金属中国显性库存占全球显性库存比例%.....	6
图 5: 黄金/基础货币（圣路易斯调整后基准）有很大上行空间.....	7
图 6: Ted-spread 维持于后金融危机时期绝对低位.....	7
图 7: 黄金避险溢价受风险情绪递导影响（实物 SPDR ETF 与风险资产变动反向同步）.....	8

## 1. 有色行业 Q2 配置工业金属，Q3 加配贵金属

有色行业的投资逻辑在 Q2 和 Q3 或有所分化，Q2 配置的是工业属性而 Q3 配置的或为避险溢价。Q2 鉴于北半球进入季节性的工业生产旺季，在政府逆周期政策支撑下的订单涌现有助于提振中国工业产出的阶段性放大（库存拐点的显现将予以配合），意味着工业金属价格（以铜为例）或受基本面支撑而有上行动力，这将显著提升工业金属相关板块在该季度的估值上修。而进入 Q3 后，鉴于当前全球经济下行压力仍在实质性堆积且主要经济体工业产出的趋势性回落，意味着风险偏好的拐点或在北半球工业旺季过后逐渐显现，即市场可能再度进入“数据证伪”期。这暗示市场的“聪明资金”可能在 Q3 出现投资风格的切换，避险资产或逐渐成为自 Q3 起市场的配置焦点，贵金属价格（以黄金为主）或因避险溢价的攀升而带来板块的估值回归。

板块间的估值对比显示申万有色板块或会强于指数，而铜板块估值则有进一步的上修空间。从 HS300 和申万有色板块估值来看，当前 HS300 估值位于十年分位的 55.86%，升至十年均值 95.5% 的水平；而申万有色板块估值仅为十年分位 18.2%，处十年均值 53.9% 的水平，显示有色估值仍会受到板块轮动的推动。而从子板块观察，铜板块当前 PE 仅为十年均值的 43.1%，处于十年分位值 21% 的水平上，估值上修的空间显著。

表 1: 申万有色板块及子板块的估值统计

	市盈率(TTM)	十年分位	十年平均	距十年均值
沪深300	13.07	55.86%	13.68	95.5%
申万有色	31.91	18.16%	59.22	53.9%
工业金属	34.82	35.42%	58.31	59.7%
铜板块	31.66	21.03%	73.46	43.1%
铝板块	43.06	32.47%	57.45	75.0%
黄金板块	35.21	22.51%	51.55	68.3%

资料来源：wind, 东兴证券研究所

## 2. 工业金属在二季度或有确定性的供需矛盾显现

以铜为主的工业金属基本面在 Q2 得益于供应端的确定性刚性收缩及需求端的确定性刚性扩张，或会有阶段性的供需矛盾显现，而这意味着 Q2 或是年内做多工业金属最确定的时刻。

### 2.1 铜在 Q2 的供需矛盾有望逐渐显现

铜在 Q2 的供应端刚性收缩及需求端的刚性扩张是当前较为确定的基本面逻辑。供应端的收缩集中在最上游的矿端及中游的冶炼端，需求端的扩张则源于政府财政刺激带来的刚性订单。

### 2.1.1 铜供给在 Q2 会遭遇持续性的检修扰动

铜供应链最上游的矿端供给已经出现实质性且超预期的收缩（表现为短端 TC 价格由 CSPT 报价的一季度 92.5 降至实际的 70）；而中游冶炼端受限于中国境内冶炼厂的集中检修，在 3-4 月将影响实际铜产量出现超过 8.1 万吨的收缩（相当于中国累计月产量降幅超过 10%），这暗示了中国精炼铜的产出数据自 3 月份开始或有明显的环比双降的可能。当然，这并非是一个供应扰动的结束，而是供应端阶段性收缩的开始。因年内自 4 月至 7 月依然有较多的冶炼产能有进入检修的计划安排（累计约 225 万吨，影响产量约 15 万吨），显示出铜的供给端在 Q2 将受到持续性的产出制约。

表 2:全球主要冶炼厂检修数据统计（2019）

	检修时间	产能	影响产量	检修时长
广西金川有色金属有限公司	2019.03	40	1	40
新疆五鑫铜业有限责任公司	2019.03	10		30
青海铜业有限责任公司	2019.04	10	0.4	30
金隆铜业有限公司	2019.04	40	0.7	27
阳谷祥光铜业有限公司	2019.04	45	6	50
张家港联合铜业有限公司	2019.05	30	1	60
中原黄金冶炼厂有限责任公司	2019.05	35		50
铜陵有色金昌冶炼厂	2019.06	10		20
紫金铜业有限公司	2019.06	30		20
浙江江铜富冶和鼎铜业	2019.06	15		30
五矿铜业（湖南）有限公司	2019.07	10		30
浙江江铜富冶和鼎铜业	2019.09	15		30
辽宁远东铜业有限公司	2019.09	10		30
铜陵有色金冠铜业	2019.10	40		20
江铜贵溪冶炼厂	2019.10	120		45
东营方圆有色金属有限公司	待定	60		
白银有色集团股份有限公司	待定	30		
大冶有色金属公司	待定	50		
Dahej	2019.01	50	1.37	10
Onsan II	2019.03	30	2.88	35
Pidrop	2019.05	36	1.5	14
Luenen	2019.10	45	3.75	30
Harjavalta	待定	16	1.75	40
Ronnskar	待定	22	2.4	40
Saganoseki	待定	45	7.4	60

资料来源：东兴证券研究所收集整理

### 2.1.2 铜需求在 Q2 会呈现刚性化扩张—由库存拐点叠加订单扩张引导

而从需求端观察，铜的需求在 Q2 有望呈现刚性化的扩张。这种需求的扩张主要源于生产指数的被动性上涨所诱发的企业被动补库所致，具体递导关系为：政府基建所带来的行业订单扩张叠加产业的低产成品库存及低原材料库存水平，意味着库存拐点的显现会推动生产指数的刚性扩张，对需求而言会带来总量的阶段性放大（这点和去年 Q4 时订单量涌现但企业主动去库背景下导致的生产指数下滑是明显不同的逻辑）。从当前的订单水平观察，自 2 月份起包括家电、建筑、电力、电子及交运五大行业的涉铜订单量全部进入扩张区间，而 3 月份该数据得以延续，这意味着 Q2 扩张性的政策效应对有色消费将产生持续性的刚性支撑。

表 3:铜下游 PMI 综合指数

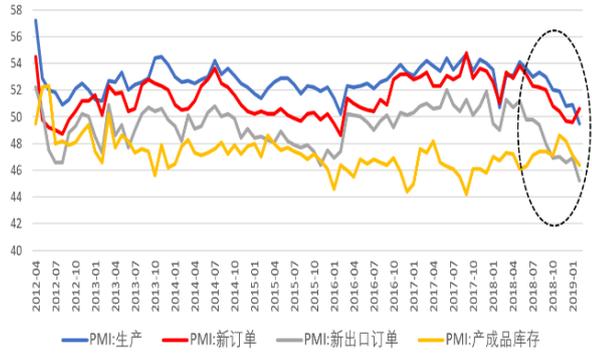
	建筑	电力	电子	交通	家电
生产指数	36.05%	38.84%	40.46%	39.10%	46.41%
新订单指数	51.28%	51.49%	50.49%	50.90%	50.39%
新出口订单指数	38.79%	42.30%	41.17%	45.32%	42.69%
积压订单指数	45.89%	39.14%	47.55%	40.34%	48.73%
产品库存指数	42.69%	42.07%	51.05%	44.89%	55.16%
采购量指数	41.75%	49.83%	45.54%	40.91%	45.00%
进口指数	33.27%	44.40%	44.12%	39.72%	44.57%
购进价格指数	50.03%	52.37%	50.50%	52.21%	51.77%
原材料库存指数	39.37%	38.14%	45.11%	38.54%	49.89%
从业人员指数	41.40%	39.38%	47.46%	49.37%	49.58%
供应商配送时间指数	41.31%	43.86%	47.38%	41.60%	47.42%
PMI 综合指数	42.98%	43.62%	46.67%	45.33%	49.00%

资料来源：SMM，东兴证券研究所

### 2.1.3 企业补库行为的转变将带动基金属价格的燃起

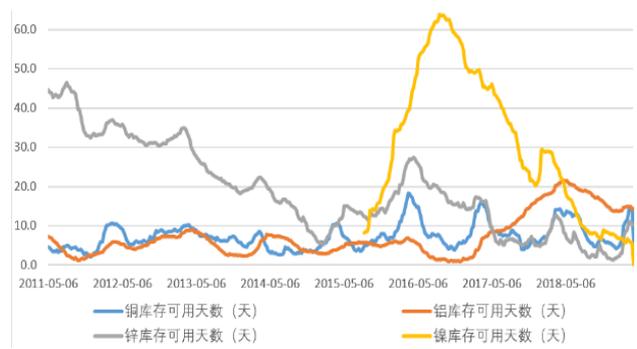
另一方面，考虑到当前企业整体库存水平的偏低，企业被动补库向主动补库策略的转变或是铜行情激化的基本面诱导因素。显性库存的持续降化及现货升水的持续高企会带来价格上涨的一致性预期，而当前这种库存及现货条件的变化有望被满足。库存方面源于中国市场已经进入显性库存季节性去化阶段，意味着全球基本金属交易所显性库存的下行拐点已经出现（中国库存占全球显性库存比例高）。考虑到 1-2 月市场的持续性累库及补库行为的迟滞，不排除此轮季节性去库的持续时长及持续幅度或超往年同期表现。此外，基本金属现货需求在近 5 周内维持稳定，反映出了强劲的被动式刚需对现货升水的有效支持。而随着库存去化程度的进一步加剧，库存偏紧的问题会被市场所逐渐重视，这种递导会带来现货升水的全球性扩张（而非区域性）。当这种迹象逐渐趋近时，铜价上涨的一致性预期将渐形成。企业买涨不买跌的惯性思维会推动其补库行为由被动向主动转变，由此会极大程度的释放短期基本金属价格的上行弹性，并带动铜价在 Q2 触及 7000 美元的目标点位。

图 1：库存拐点的再现意味着生产指数的被动放大



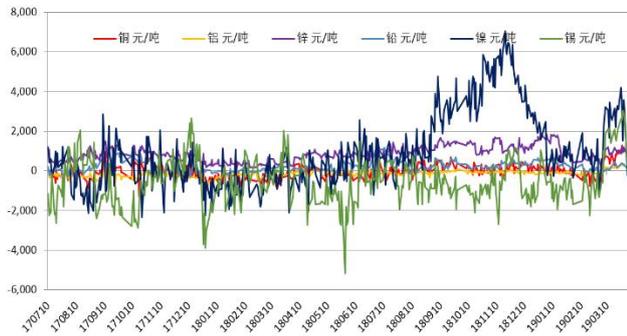
资料来源：Wind 东兴证券研究所

图 2：中国库存可用天数的拐点已现反应季节性去库的展开



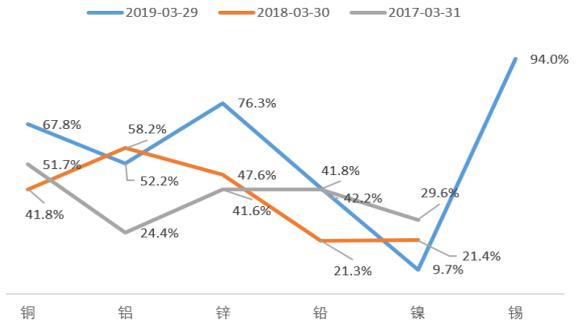
资料来源：Wind 东兴证券研究所

图 3：基金属现货升水重心整体出现抬头



资料来源：Wind 东兴证券研究所

图 4：基金属中国显性库存占全球显性库存比例%



资料来源：Wind 东兴证券研究所

## 2.2 贵金属的投资价值将在 Q3 逐渐显现

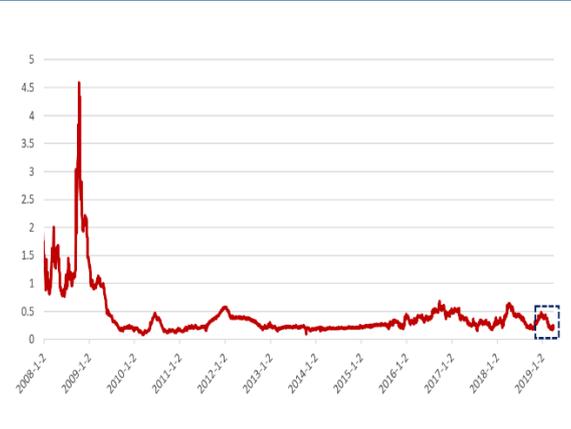
### 2.2.1 避险溢价的回归是提振黄金资产的主导因素

贵金属的配置价值或在 Q3 逐渐显现，避险溢价的回归是该阶段提振贵金属价格的主导因素。从避险属性观察，年内的贵金属市场未有明显的避险溢价，市场的风险情绪高昂意味着持有避险资产机会成本的偏高。尽管短周期内全球市场因预期差的修复而进入阶段性的高风险偏好期，但全球经济下行压力却有实质性的累计及加大，主要工

业体工业产出的趋势性回落意味着风险偏好的拐点或在北半球工业化旺季过后逐渐显现，这暗示市场的“聪明资金”可能会再度出现投资风格的切换——即配置偏好由风险资产向避险资产转变。而当前全球流动性的充斥是支撑这种投资逻辑转变的核心理由，即在市场有充足流动性背景下的风险情绪拐点出现后，资金配置依然会选择资产（避险）而非现金（货币）。

**图 5：黄金/基础货币（圣路易斯调整后基准）有很大上行空间**


资料来源：Macrotrends, 东兴证券研究所

**图 6：Ted-spread 维持于后金融危机时期绝对低位**


资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

### 2.2.2 汇率利率双弱化预期是支撑黄金价格上涨的核心因素

此外，影响黄金价格的核心因素，汇率及利率的双弱化预期同样对金价形成上行支持。汇率方面主要受益于美元指数持续性弱化的预期加强，核心点为美联储鹰鸽转换及停止缩表计划的逐步执行，伴随美国经济数据短周期内开始出现扰动因素，意味着 2018 年支撑美元强势的核心因素开始动摇。利差方面体现在美国长短债收益率年内多次出现的倒挂及美国长端债利率中枢下移的一致性预期，此外，美 10 债由去年的 3.2% 之上降至年内的 2.4% 之下，也直接反映出持有黄金机会成本的降低——这些核心因素的转变显然对金价有提振作用。

### 2.2.3 黄金的爆发时点或源于股市的回落，黄金股的避险属性将被市场重视

黄金价格的爆发或将源于以股市为代表的风险资产回落。股价与黄金价格的关系在去年 Q4 开始变得尤其显著（以 S&P500 与 COMEX 金为例），这与市场投资情绪的切换有密切关系，也意味着黄金的流动性属性及避险属性的回归。年内黄金价格持续于 1300 附近夯实的核心点并非是黄金避险属性的去化，而是黄金的避险溢价未被市场计入——因股市回报率的自强化所产生的资金聚拢效应对黄金这种避险资产造成了资金溢出

效应。因此，黄金避险溢价的攀升或将源于风险资产的系统性回落，配置风格的切换会带动以黄金为代表的贵金属价格重心的全面性上移，而这显然意味着黄金板块所具有的抗风险能力及估值溢价将被上修。

图 7：黄金避险溢价受风险情绪递导影响（实物 SPDR ETF 与风险资产变动反向同步）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

### 3. 投资建议

鉴于以铜为代表的工业金属和以黄金为代表的贵金属在 Q2 和 Q3 或分别因交易性逻辑的不同而呈时段性的强势变化，因此我们建议 Q2 可以加配以铜为主的工业金属板块来享受周期股轮动所带来的估值上修收益，在 Q3 可以逐渐加配以黄金为主的贵金属板块来获得风险溢价所带来的板块估值回归。

对于相关个股建议重点关注紫金矿业、云南铜业、江西铜业、山东黄金及鹏欣资源。

**风险提示：**系统性风险在 Q2 涌现，需求大幅不及预期（产出指数明显回落），大幅累库及现货深贴水持续显现，流动性风险在 Q3 释放，利率中枢大幅抬升。

## 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。曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理，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。本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。