



Research and  
Development Center

# 关注铜、贵金属、稀土的投资机会

有色金属行业 2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 28 日

范海波 行业分析师

吴 漪 行业分析师

丁士涛 行业分析师

王 伟 行业分析师

冯孟乾 研究助理

## 关注铜、贵金属、稀土的投资机会

### 2019 年投资策略

2019 年 6 月 28 日

#### 本期内容提要:

- ◆ **贸易形势变化 主要经济体经济增速下调。**全球经济增速可能放缓，IMF 再次下调全球经济增速预测，与上次预测相比，2019 年全球经济增速下调 0.2 个百分点，美国增速下调 0.2 个百分点。由于中国是全球最大的金属消费国，经济增速放缓对金属需求影响负面。
- ◆ **基本金属：看好铜 铅锌走势不乐观。**2019 年矿山铜和精炼铜产量下调，精炼铜需求量上调，导致精炼铜供需缺口扩大，对铜价形成支撑；从长期看，全球精炼铜供给不足的趋势难以扭转，看好铜价长期走势。由于铝价反弹和氧化铝价格下跌，电解铝行业经营情况出现好转，未来铝价仍会在成本附近徘徊，目前的铝价基本合理。铅锌价格上涨刺激了新矿山的建设进度，停产的矿山也逐步复产，随着矿山从投产到达产，未来供给压力还会加大，铅锌价格走势不乐观。2019 年锡市场处于供需双下滑的情况，下半年锡价走势并不乐观。
- ◆ **贵金属：实际利率下行 利好金银走势。**全球经济增速放缓，美国未来可能面临着中国和欧洲经济下行带来的溢出效应，美债收益率出现倒挂意味着美国经济前景并不乐观。2019 年 6 月美联储虽然维持现有利率不变，但是态度已经明显转鸽，美国降息的概率在增大。从长期看，金价和实际利率呈现负相关的走势，看好金价走势。从金银比看，目前金银比约 90，高于历史均值 60，白银处于低估的情况。
- ◆ **小金属和稀土：关注政策变化的机会。**中国是全球最大的稀土资源储量和产量国，短期内中国在中上游领域的龙头地位不可动摇。随着中国对缅甸矿进口限制和对美国进口的轻稀土加征关税，国内市场供给过剩的情况有所缓和。无论是从短期还是长期，稀土价格见底的可能性大，关注后续行业政策变化带来的投资机会。
- ◆ **维持行业“看好”评级。**在需求回落和供给增加的背景下，行业基本面没有明显改善。但是，由于有色金属板块中子行业众多，部分子行业依然有表现的机会。随着海外央行启动降息进程，流动性的变化也会带来交易性机会，维持行业“看好”评级。建议关注：长期供给矛盾突出的“铜”、受益于实际利率下行的“贵金属”、政策变化带来交易性机会的“稀土”。
- ◆ **推荐公司：**紫金矿业（“买入”评级）、银泰资源（“增持”评级），厦门钨业（“增持”评级）。
- ◆ **风险因素：**美联储继续加息；中美经贸摩擦升级；全球经济下滑超出预期；下游需求持续疲软；金属价格大幅度下滑；中国环保政策变化。

## 证券研究报告

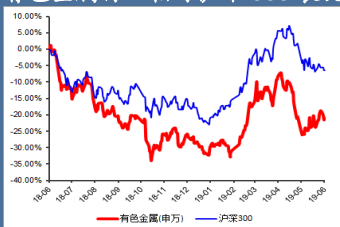
### 行业研究——投资策略

#### 有色金属行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级：看好，2018.12.5

#### 有色金属行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021  
 联系电话：+86 10 83326800  
 邮箱：fanhaibo@cindasc.com

#### 吴漪 行业分析师

执业编号：S1500512110003  
 联系电话：+86 10 83326720  
 邮箱：wuyi@cindasc.com

#### 丁士涛 行业分析师

执业编号：S1500514080001  
 联系电话：+86 10 83326718  
 邮箱：dingshitao@cindasc.com

#### 王伟 行业分析师

执业编号：S1500515070001  
 联系电话：+86 10 83326719  
 邮箱：wangwei2@cindasc.com

#### 冯孟乾 研究助理

联系电话：+86 10 86488206  
 邮箱：fengmengqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
 邮编：100031

## 目录

投资聚焦	1
全球经济: 贸易摩擦升级 经济增速下调	2
基本金属: 看好铜 铝锌走势不乐观	3
铜: 供需缺口扩大 长期供给不足	3
铝: 氧化铝价格有望回落 铝价处于合理区间内	6
锌、铅: 供需缺口收窄 价格走势不乐观	8
锡: 短期供需双下滑 锡价走势不乐观	10
贵金属: 美国经济前景波动 利好金价走势	12
美国经济前景波动 收益率曲线倒挂	12
金银比回落 相对看好白银走势	13
小金属和稀土: 全球地位不可动摇 关注政策变化的机会	14
行业评级与投资主线	16
推荐公司	16
紫金矿业 (601899): 后续增长看铜	16
银泰资源 (000975): 优质黄金资产注入	17
厦门钨业 (600549): 福建省稀土整合平台	17
风险因素	17

## 表目录

表 1: 2019 年 4 月全球经济增速预测	2
表 2: 中国有色金属现货均价	2
表 3: 全球精炼铜供需预测	3
表 4: 全球铜精矿供给预测	5
表 5: 全球锌铅供需预测	9
表 6: 2018 年全球锡资源储量和产量	10
表 7: 美联储利率走势预测概率	13

## 图目录

图 1: 全球铜供给国家	4
图 2: 全球铜的现金成本曲线	4
图 3: 全球铜资源现状	4
图 4: 全球氧化铝月均产量	6
图 5: 全球电解铝月均产量	6
图 6: 中国电解铝行业成本和利润情况	7
图 7: 中国电解铝价格走势	7
图 8: 中国氧化铝价格走势	7
图 9: 全球前十大锌矿山	8
图 10: 全球锌市场供需预测	8
图 11: 中国精炼锌需求情况	9
图 12: 中国精炼铅需求情况	9
图 13: 中国从缅甸进口锡矿石数量及比例	11
图 14: 中国从缅甸月度进口锡矿石数量	11
图 15: 全球半导体行业月度销售额	11
图 16: 全球分地区半导体销售增速	11
图 17: 美国实际利率与金价走势	12
图 18: 美国长期和短期利率利差	12
图 19: 金银价格走势	13
图 20: 金银比走势	13
图 21: 2018 年全球稀土资源分布	14
图 22: 2018 年全球稀土资源和产量占比	14
图 23: 中国稀土及制品出口数量和价格	15
图 24: 稀土价格走势	15

## 投资聚焦

### 关键假设点

我们预计，2019 年国内铜价 50000 元/吨、铝价 14000 元/吨、锌价 22000 元/吨、铅价 17000 元/吨、锡价 145000 元/吨、金价 290 元/克，较 2018 年均价分别变动-1%、-1%、-8%、-11%、0%、+7%。

### 有别于大众的认识

参考美国限制芯片销售给中国企业后，美国芯片概念股出现大幅下跌，我们认为在当前的形势，限制出口对稀土行业并非利好。一方面由于产能过剩，中国每年颁发的采矿和冶炼分离指标并未使用完毕，另一方面由于原材料价格的大幅波动，下游深加工企业考虑选择替代品以规避原料价格波动带来的风险。限制出口会加剧国内的过剩情况，最终导致价格的下跌。

### 推荐逻辑

在需求回落和供给增加的背景下，行业基本面形势没有明显改善。但是，由于有色金属板块子行业众多，部分子行业由于供需矛盾的存在，依然有表现的机会。如果未来美国经济增速放缓、美联储开启降息进程，美元指数回落会带动金属价格出现反弹。同时，由于全球经济前景堪忧，如果各国央行开启新一轮的量化宽松，会对金属价格构成利好。基于以上三点，我们维持行业“看好”评级。

建议关注：长期供给矛盾突出的“铜”、受益于美联储货币政策变化的“贵金属”、政策变化带来价格波动的“稀土”。

### 市场表现催化剂

全球经济表现超预期；美联储开始降息并带动全球央行启动量化宽松；供给的不确定加大；中国环保政策力度加大。

### 个股推荐

紫金矿业、银泰资源、厦门钨业。

### 风险因素

美联储继续加息；中美经贸摩擦升级；全球经济下滑超出预期；下游需求持续疲软；金属价格大幅度下滑；中国环保政策变化。

## 全球经济：贸易摩擦升级 经济增速下调

根据国际货币基金组织（IMF）的预测，2019 年全球经济增速 3.3%、较 2018 年放缓 0.3 个百分点，较上次预测下调 0.2 个百分点。IMF 认为，虽然全球经济增速仍在合理区间内，但是很多国家的经济前景面临不确定性。金融市场在 2019 年一季度出现短暂改善，但是多数发达经济体和新兴经济体的工业生产和投资指标依然疲弱，国际贸易尚未复苏。

表 1：2019 年 4 月全球经济增速预测（单位：%）

	GDP 增速预测			与上次预测差异	
	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E
全球经济	3.6	3.3	3.6	-0.2	0.0
发达经济体	2.2	1.8	1.7	-0.2	0.0
美国	2.9	2.3	1.9	-0.2	0.1
欧元区	1.8	1.3	1.5	-0.3	-0.2
日本	0.8	1.0	0.5	-0.1	0.0
新兴经济体	4.5	4.4	4.8	-0.1	-0.1
中国	6.6	6.3	6.1	0.1	-0.1
印度	7.1	7.3	7.5	-0.2	-0.2

资料来源：IMF《世界经济展望》，信达证券研发中心

随着中美贸易摩擦升级，全球金融市场改善的情况在二季度出现转折。亚太经合组织（OECD）在中美贸易摩擦升级后，再次下调全球经济增速预测，为该机构在 2019 年的第二次下调。OECD 认为，鉴于全球贸易紧张局势已经对全球经济复苏造成拖累，而且将继续威胁投资和经济增长，2019 年全球经济增速预期将由 2018 年预估的 3.9% 下调至 3.1%。

由于中国是全球最大的金属消费国，中国经济增速放缓对金属需求影响负面。自贸易形势紧张以来，金属价格从高点回落。如果剔除人民币贬值因素，主要金属品种价格均出现下跌。

表 2：中国有色金属现货均价（单位：元/吨、元/克）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年至今	三年均价	五年均价
铜	49,150	40,819	38,221	49,214	50,618	48,630	46,018	45,604
铝	13,474	12,068	12,497	14,438	14,198	13,756	13,711	13,335
锌	16,410	15,637	17,153	24,349	23,907	22,398	21,803	19,491
铅	13,871	13,147	14,606	18,381	19,096	17,106	17,361	15,821
锡	139,453	110,073	120,108	144,101	145,854	147,569	136,688	131,918
镍	116,126	89,100	76,244	85,627	104,961	99,869	88,944	94,412
金	252	235	268	275	271	284	271	260

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 基本金属：看好铜 铅锌走势不乐观

### 铜：供需缺口扩大 长期供给不足

根据国际铜业研究小组 (ICSG) 2019 年 5 月发布的预测, 2019 年全球精炼铜供给量 2478 万吨, 精炼铜需求量 2496.9 万吨, 全球市场短缺 18.9 万吨。与 2018 年 10 月的预测数据相比, 矿山产量从 2067.7 万吨下调至 2064.1 万吨, 精炼铜产量从 2482.5 万吨下调至 2478 万吨, 精炼铜需求量从 2489 万吨上调至 2496.9 万吨, 供需缺口从 6.5 万吨扩大至 18.9 万吨。

表 3: 全球精炼铜供需预测 (单位: 千吨)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
矿山	18,101	18,527	19,128	20,358	20,041	20,598	20,641	21,029
精炼铜产量	21,058	22,479	22,883	23,339	23,498	24,111	24,780	25,080
精炼铜需求	21,331	22,893	23,035	23,491	23,759	24,510	24,969	25,330
短缺+/过剩-	273	414	152	152	261	399	189	250

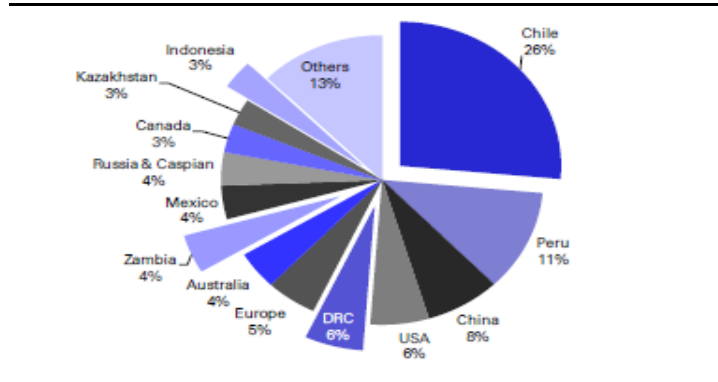
资料来源: ICSG, 信达证券研发中心

2019 年全球矿山铜产量增长依赖于 Cobre de Panama 矿山的启动、Toquepala 矿山的扩建、其他中小矿山的建设, 但是受到 Grasberg 矿山由露天转为井采、Batu Hijau 矿山进入新的开采阶段、赞比亚政策和税收变化的影响, 全球矿山铜产量增速 2.5%。由于矿山建设周期长, 且矿山生产受到罢工、天气、技术等问题影响, 2020 年全球矿山铜产量增速将下滑至 1.9%。

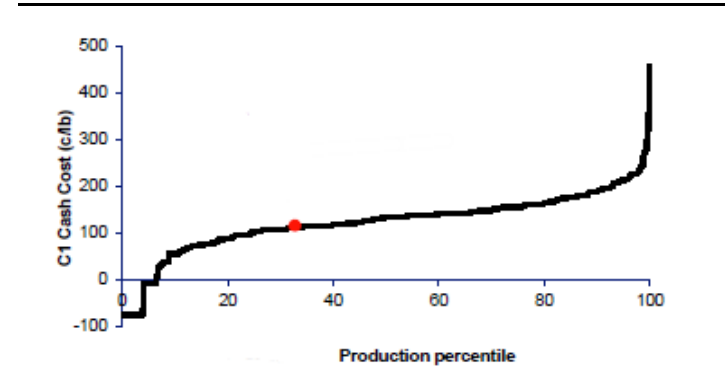
2019 年全球精炼铜产量增速 2.8%, 这主要是受益于中国冶炼产能增长。2017-2018 年是中国铜冶炼产能投产低谷期, 这种情况在 2019 年将发生扭转。根据安泰科统计, 2019 年新增冶炼产能 123 万吨, 而 2017-2018 年合计新增产能仅 40 万吨。由于铜精矿供应紧张, 2020 年全球精炼铜产量增速下滑至 1.2%。

从长期看, 全球精炼铜供给不足的趋势难以扭转:

(1) 新项目投资吸引力不足: 导致供给低于预期的另一个原因是受金属价格下跌影响, 全球矿业投资放缓, 大型矿业公司减少资本开支导致新项目投产放缓。根据 Wood Mackenzie 的统计, 全球新增铜矿供给的边际价格为 3.3 美元/磅 (折合 7273 美元/吨), 目前的价格对新产能的诱惑力不够。即使铜价高于边际供给价格, 矿山从项目建设到最终达产需要 3-5 年时间。

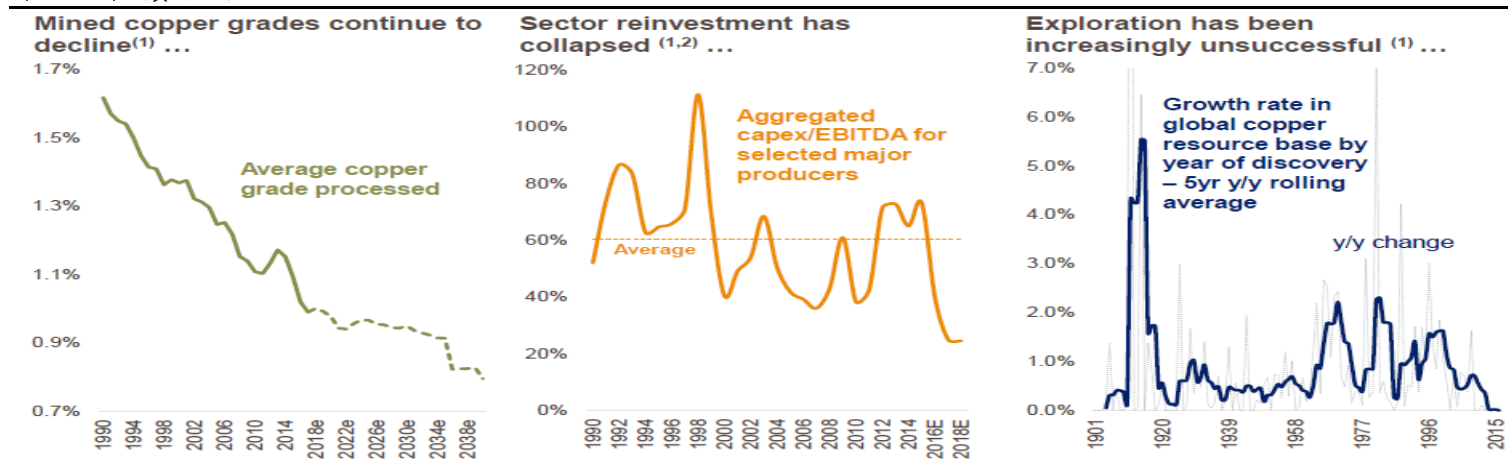
**图 1: 全球铜供给国家**


资料来源: Glencore, 信达证券研发中心

**图 2: 全球铜的现金成本曲线**


资料来源: Wood Mackenzie, MMG, 信达证券研发中心

(2) 全球铜资源开发勘探并不理想: 目前全球铜矿入选品位持续下滑、主要铜矿生产企业资本开支大幅下滑、全球铜资源开发勘探并未出现实质性突破, 从长期看, 全球铜精矿供给存在不足的风险。

**图 3: 全球铜资源现状**


资料来源: Glencore, 信达证券研发中心

(3) 新能源汽车领域快速增长: 虽然铜的主要应用领域依然是电力设备领域, 但是新能源汽车对铜的需求将会出现大幅增长。根据电动汽车倡议组织 (EVI) 计划, 2020 年前全球电动汽车的保有量实现 2000 万辆, 2030 年电动车市场份额 30%。根据 CRU 的测算, 为了达到以上要求, 2020 年电动车领域对铜的需求量将增加 39.1 万吨, 2025 年增加 143.9 万吨, 2030 年增加 408 万吨、相当于 2018 年全球精炼铜供给总量的 17%。根据目前全球铜矿山的建设进度, 考虑已经获得融资和可能建设的项目, 2020-2025 年全球铜精矿(折金属)产量增长仅有 4.2 万吨的增长, 而 2020-2025 年电动车领域对铜需求将增加 134.8 万吨, 精炼铜供给缺口呈现扩大的趋势。

**表 4: 全球铜精矿供给预测 (单位: 千吨)**

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Africa	2121	2367	2633	2844	2879	2822	2765	2560	2389
其中:									
Zambia	788	870	964	1033	1121	1082	1059	1037	919
DRC	1158	1312	1480	1611	1584	1588	1561	1384	1334
Asia/Middle East	3290	3407	3239	3443	3847	3821	3856	3849	3813
其中:									
China	1511	1549	1631	1716	1847	1922	1962	1962	1962
Indonesia	657	684	443	605	927	765	728	679	602
Mongolia	299	277	282	280	330	468	514	575	635
Russia/Caspian	1584	1514	1508	1509	1516	1560	1570	1518	1512
其中:									
Kazakhstan	637	578	575	573	577	621	634	588	583
Russia	741	747	752	756	757	757	754	749	747
Europe	983	957	927	926	899	853	814	839	839
其中:									
Poland	433	415	412	411	413	413	432	467	467
Oceania	1000	1033	1066	1055	1005	969	833	786	669
其中:									
Australia	893	924	959	960	910	874	743	705	593
Latin America	8372	8355	8546	8573	8426	8325	8024	7874	7328
其中:									
Chile	5503	5719	5747	5624	5499	5507	5336	5258	4820
Mexico	746	752	795	819	831	821	772	744	736
Peru	2446	2257	2289	2305	2248	2177	2141	2106	2003
North America	2683	2586	2721	2731	2743	2677	2555	2464	2456
其中:									
USA	1300	1233	1307	1319	1324	1313	1269	1269	1286
总产量 (融资项目)	20033	20219	20640	21080	21316	21028	20417	19890	19006
总产量 (融资项目+可项目)	20033	20219	20675	21300	21704	21944	22176	22127	21342

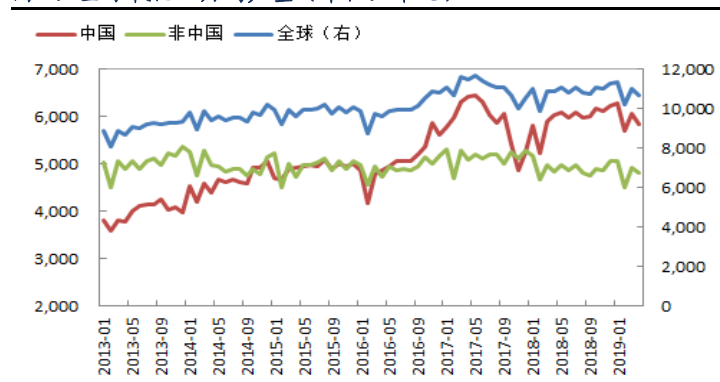
资料来源: ICSG、Wood Mackenzie, 信达证券研发中心



## 铝：氧化铝价格有望回落 铝价处于合理区间内

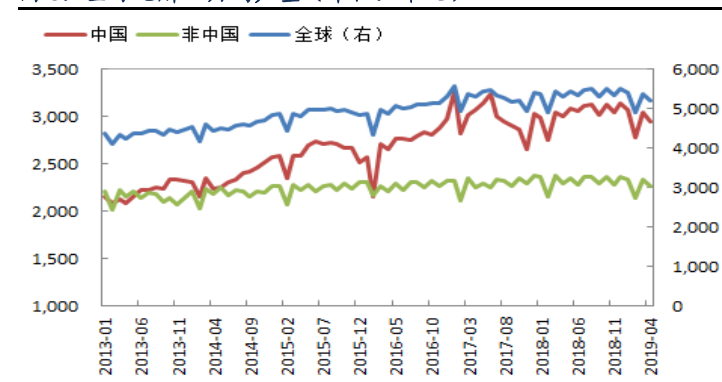
2019年1-4月，海外（不含中国）市场氧化铝月均产量483万吨、同比减少1.8%，中国市场氧化铝月均产量596万吨、同比增长4%，全球氧化铝月均产量1079万吨、同比增长1.3%。2019年1-4月，海外（不含中国）市场电解铝月均产量227万吨、同比减少1.3%，中国市场电解铝月均产量296万吨、同比增长0.3%，全球电解铝月均产量523万吨、同比减少0.4%。我们看到，海外（不含中国）市场的氧化铝和电解铝产量波动趋势和幅度接近，中国市场的氧化铝和电解铝产量出现背离，氧化铝产量增速远高于电解铝产量增速。

图4：全球氧化铝月均产量（单位：千吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图5：全球电解铝月均产量（单位：千吨）



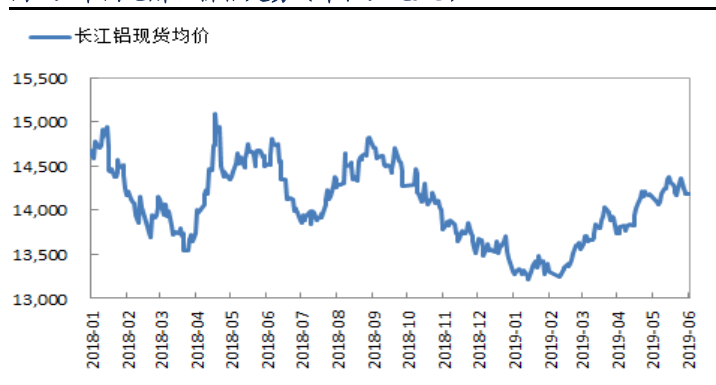
资料来源：Wind，信达证券研发中心

导致中国市场产量出现背离的原因与行业利润变化有关。2018年电解铝行业仅在8月份出现过盈利，其余时间均为亏损，且亏损幅度逐月扩大。2018年12月电解铝企业吨铝亏损1149元，行业经营困难程度已经超过2015年的极端情况，导致新建产能延期投产，且停产的产能不断增加。同期，受到海外氧化铝企业减产和进口减少的影响，氧化铝价格大幅上涨，氧化铝产量持续增长。伴随着产量的变化，2019年1-4月，电解铝和氧化铝价格出现分化，电解铝价格上涨6.7%、氧化铝价格下跌6.9%，电解铝行业在4月份扭亏为盈。

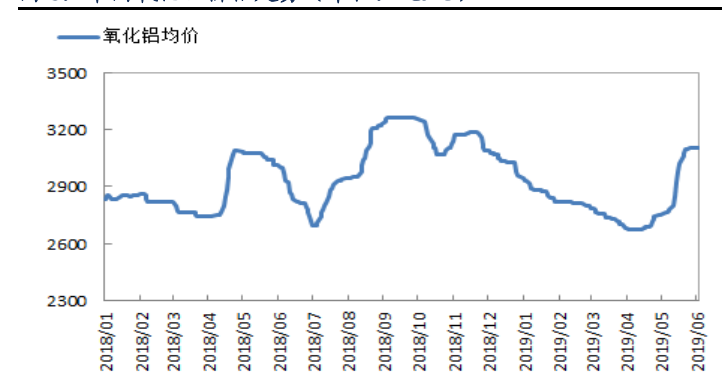
从长期看，2017年发布的《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》是电解铝行业关键的政策指导。在此背景下，中国电解铝合规总产能基本确定在4300-4400万吨。根据有色金属行业“十三五”规划，到2020年中国铝消费总量将达到4300万吨，中国市场铝的供需情况基本平衡，电解铝价格会在成本线附近波动。根据测算，截止2019年5月31日中国电解铝行业成本约14300元/吨，目前的铝价处于合理区间内。

**图 6：中国电解铝行业成本和利润情况（单位：元/吨）**


资料来源：百川资讯，信达证券研发中心

**图 7：中国电解铝价格走势（单位：元/吨）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 8：中国氧化铝价格走势（单位：元/吨）**


资料来源：百川资讯，信达证券研发中心

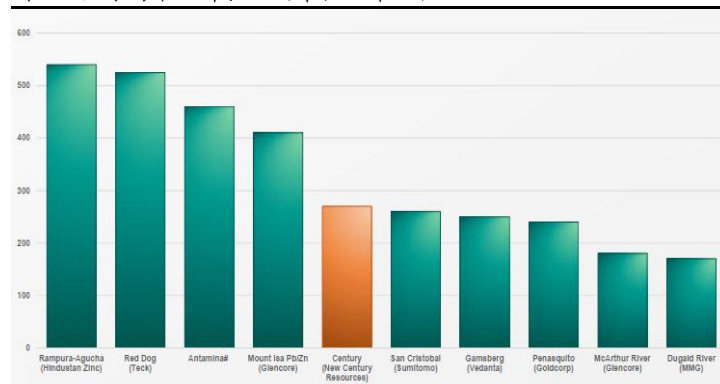
由于氧化铝价格上涨，海外氧化铝企业盈利向好。海外铝土矿生产企业更加关注成本和利润，在现有价格下增加产量是首选。海外铝土矿属于三水矿，中国企业如果采购海外矿石，需要对生产线进行简单的工艺改造，改造的难度并不大，海外铝土矿可以作为中国铝土矿的替代原料。此外，中国对氧化铝产能的管理相对宽松，在下游电解铝产能控制的背景下，氧化铝的供需矛盾越发突出，氧化铝持续上涨的可能性小。2018年5月山西发生氧化铝赤泥库泄露事件，根据百川资讯的报道，涉及325万吨氧化铝产能受到波及。由于国内的新增产能投产期集中在三季度后期，海德鲁 Alunorte 氧化铝厂恢复产能需要等到7-8月份，三季度氧化铝价格将会维持在高位，四季度可能会出现回落。

## 锌、铅：供需缺口收窄 价格走势不乐观

**矿产锌：**根据国际铅锌研究小组（ILZSG）的预测，2019 年全球矿产锌产量增长 6.2%至 1347.7 万吨，增量主要源于五矿资源在澳洲的 Dugald River 矿山、新世纪资源公司的 Century 矿山复产、韦丹塔公司的南非 Gamsberg 矿山项目，以上三个矿上投产后将会进入全球前十大矿山。此外，嘉能可的澳洲 Lady Loretta 矿山复产、韦丹塔的 Sindesar Khurd 和 Zawat 矿山等项目也将在 2019 年贡献产量。

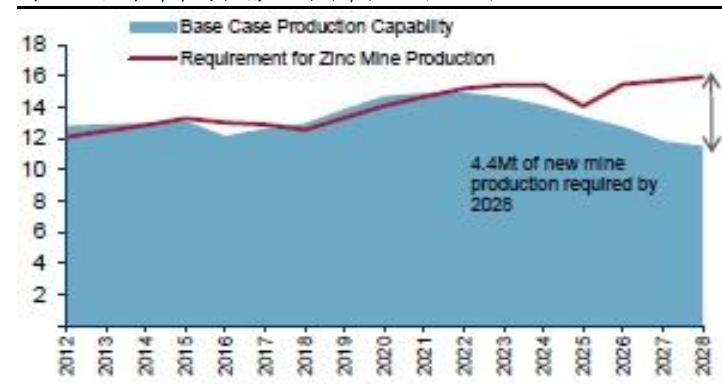
**精炼锌：**根据 ILZSG 的预测，2019 年全球精炼锌产量增长 3.6%至 1364.3 万吨，全球精炼锌需求量增长 0.6%至 1376.2 万吨，中国需求增速 0.6%，其他地区（除中国外）需求增速 0.7%。ILZSG 预计 2019 年全球精炼锌短缺量约 11.9 万吨，供需缺口较 2018 年收窄 39.2 万吨。

图 9：全球前十大锌矿山（单位：千吨）



资料来源：New century resources, 信达证券研发中心

图 10：全球锌市场供需预测（单位：百万吨）



资料来源：MMG, 信达证券研发中心

**矿产铅：**根据 ILZSG 预测，2019 年全球矿产铅产量增长 1.8%至 475 万吨，增长源自 Golder Arrow 公司的 Chinchillas 矿山、NQ 矿物公司在澳洲的 Hellyer 尾矿项目、以及其它锌矿山投产后导致的铅产量增长。

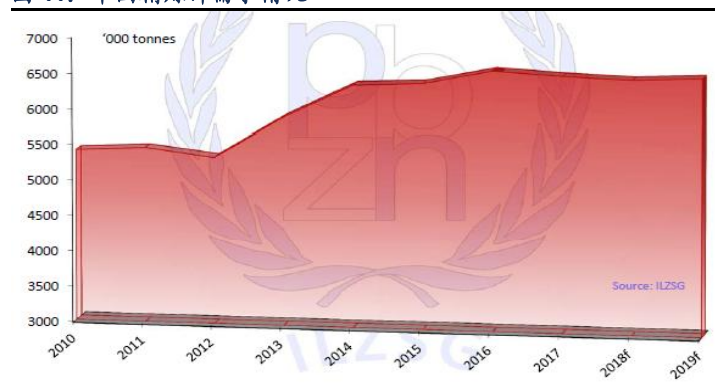
**精炼铅：**根据 ILZSG 的预测，2019 年全球精炼铅产量增长 2.5%至 1193.5 万吨，全球精炼铅需求量增长 1.2%，中国需求下滑 1.1%，其他地区（除中国外）需求增速 2.9%。ILZSG 预计 2019 年全球精炼铅市场过剩 6.9 万吨，扭转了 2017 年以来的过剩短缺。

**表 5: 全球锌铅供需预测 (单位: 千吨)**

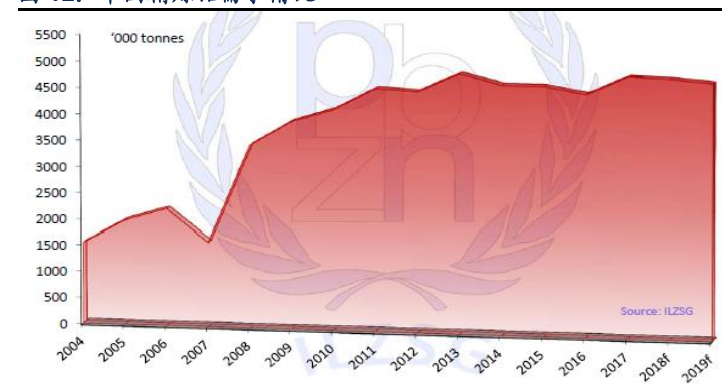
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
<b>锌</b>							
矿山锌产量	13,030	13,418	13,626	12,604	12,527	12,690	13,477
精炼锌产量	12,980	13,398	13,812	13,579	13,222	13,169	13,643
精炼锌需求	13,151	13,675	13,643	13,707	13,683	13,680	13,762
短缺+/过剩-	171	277	-169	128	461	511	119
<b>铅</b>							
矿山铅产量	5,089	4,947	4,850	4,689	4,713	4,666	4,750
精炼铅产量	11,225	11,021	10,959	11,169	11,589	11,644	11,935
精炼铅需求	11,211	10,998	10,941	11,139	11,743	11,725	11,866
短缺+/过剩-	-14	-23	-18	-30	154	81	-69

资料来源: ILZSG, 信达证券研发中心

铅锌下游需求相对单一, 主要集中在汽车领域。受到中国汽车产量增速放缓的影响, 汽车领域对镀锌板和铅酸电池的需求量同步出现放缓。此外, 环保政策导致的中小镀锌板和铅酸电池企业产能关停, 以及新能源汽车对传统汽车的替代也贡献了需求的下滑。中国市场锌的需求自 2016 年基本保持稳定, 铅的需求量可能出现连续三年下滑。

**图 11: 中国精炼锌需求情况**


资料来源: ILZSG, 信达证券研发中心

**图 12: 中国精炼铅需求情况**


资料来源: ILZSG, 信达证券研发中心

从供给的角度看, 由于嘉能可的减产导致铅锌价格大幅上涨, 这刺激了新矿山的建设进度, 此前停产的老矿山也逐步复产。2018 年是铅锌产能和产量增长的第一年, 2019-2020 年随着项目的逐步达产, 产能还会逐渐释放, 供给压力持续加大。

## 锡：短期供需双下滑 锡价走势不乐观

全球锡供给主要包括矿山锡和再生锡。再生锡的原料源于下游企业在生产过程中产生的废料，与下游锡的消费相关。根据国际锡业协会（ITRI）的统计，过去两年再生锡的供应有限的。因此，影响锡供给的主要是矿山锡。

美国地质调查局（USGS）数据显示，截至 2018 年底全球锡资源储量 470 万吨，可供开采年限仅为 15 年，是基本金属中最低的。由于近些年鲜有新的资源发现，可供开采年限未来还会不断下降。全球锡资源分布集中，中国、印尼、巴西、玻利维亚、缅甸储量占比 66%；全球锡的生产更为集中，中国、缅甸、印尼、巴西、玻利维亚矿产锡产量占比 82%。在这其中，中国全球储量占比 23%、全球产量占比 29%，是全球储量和产量最大的国家，缅甸是储采比最高的国家。

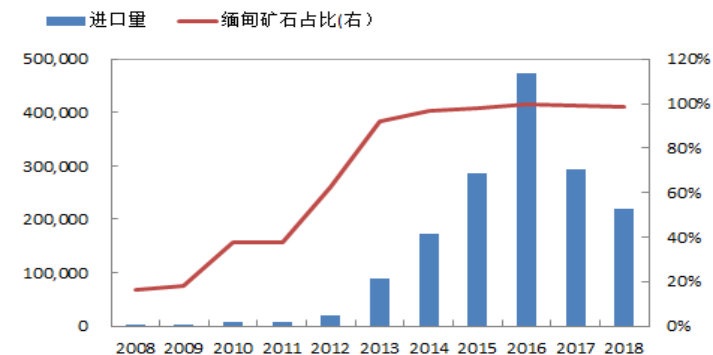
表 6：2018 年全球锡资源储量和产量（单位：万吨）

	储量	比例	产量	比例
中国	110.0	23%	9.0	29%
玻利维亚	40.0	9%	1.8	6%
印尼	80.0	17%	8.3	27%
马来西亚	25.0	5%	0.4	1%
秘鲁	11.0	2%	1.8	6%
泰国	17.0	4%	/	0%
巴西	70.0	15%	1.8	6%
缅甸	11.0	2%	4.5	15%
澳大利亚	37.0	8%	0.7	2%
全球	470.0		31.0	

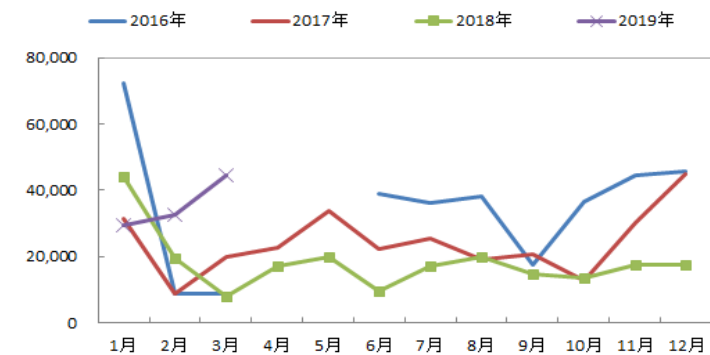
资料来源：USGS，信达证券研发中心

中国锡精矿产量在 2008 年见顶后，近十年来产量稳定在 10 万吨左右，产量的下降与主产区环保整治及价格下跌导致的矿山关停有关。中国锡精矿的生产集中在云南、广西、湖南、江西，以上地区的环保政策严格，中小型矿山环保达标的企业数量少，大型矿山虽然符合环保要求，但是由于开采时间长、矿山资源禀赋下降，对产量产生一定的抑制。此外，受内蒙地区矿山安全生产事故影响，我们预计 2019 年中国锡精矿的产量很难出现增长。

缅甸从 2013 年起逐步成为中国锡精矿的主要供应国，2018 年中国从缅甸进口锡精矿 21.87 万吨，进口占比约 99%，目前缅甸矿山活动减弱的趋势已经出现。2018 年中国从缅甸进口量较 2017 年减少 7 万吨，2019 年 1-3 月中国从缅甸进口量同比减少 2.7 万吨。从资源角度看，缅甸的锡资源全球占比为 2%，其产量的全球占比高达 15%。未来随着当地的矿山从露采转向井采和资源的过度开发，缅甸矿山产量高峰期已过。根据 ITRI 的调研情况，过去几年中支持缅甸矿石出口的主要是当地矿石库存。未来随着原矿库存的大幅减少，2019 年缅甸矿的出货量预计减少 1 万吨。

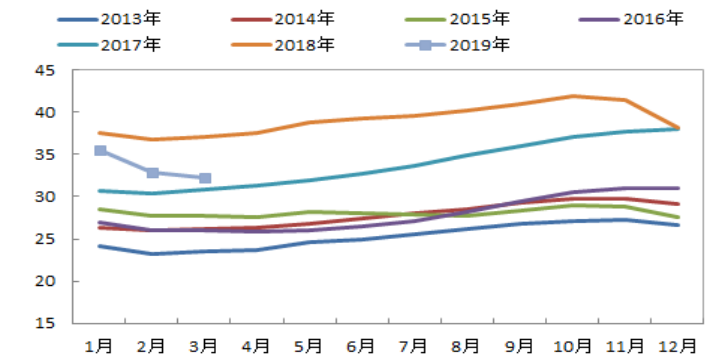
**图 13: 中国从缅甸进口锡矿石数量及比例 (单位: 吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

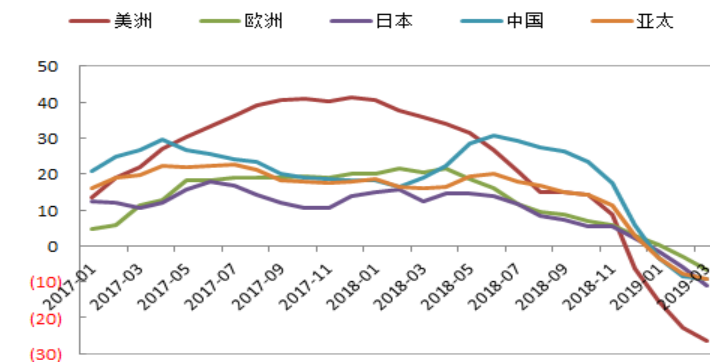
**图 14: 中国从缅甸月度进口锡矿石数量 (单位: 吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

锡的下游主要是锡焊料行业，终端产品是半导体行业。根据半导体贸易统计组织 (WSTS) 的预测，受终端应用市场需求变化、英国脱欧、中美贸易战阴影笼罩等因素影响，2019 年全球半导体行业销售增速将从 2018 年的增长 13.7% 变为下滑 3%。受到原料减少的影响，根据 ITRI 的调研数据，2019 年 1-5 月中国精炼锡产量同比降幅约 10%，一定程度下抵消了需求下滑。根据安泰科的预测，2019 年全球精炼锡短缺量 1000 吨、与 2018 年相比收窄 2000 吨，中国市场过剩 7000 吨。我们认为，2019 年锡市场将处于供需双下滑的情况，下半年锡价走势并不乐观。

**图 15: 全球半导体行业月度销售额 (单位: 十亿美元)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 16: 全球分地区半导体销售增速 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 贵金属：美国经济前景波动 利好金价走势

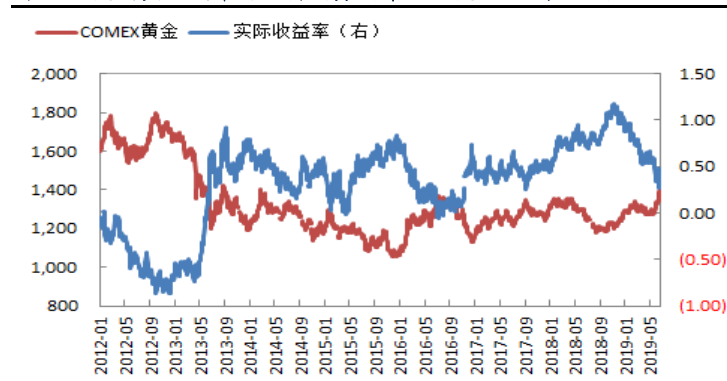
### 美国经济前景波动 收益率曲线倒挂

由于美国经济持续向好，美联储退出宽松的货币政策并持续加息，并带动了美元走强，对金价构成压制。2018年以来，随着全球贸易形势的变化，新兴经济体和发达经济体的经济增长动能均有所回落。IMF 将全球经济增速预测下调至经济危机以来最低值，并下调了美国经济增速预测，预计美国经济 2019 年增速较 2018 年回落 0.6 个百分点，较上次预测下调 0.2 个百分点。对于美国而言，未来可能面临着中国和欧洲经济下行带来的溢出效应。美联储在 2019 年六月份的议息会议中预计 2019 年 GDP 增速 2.1%、2020 年增速 2%，并下调了 2019-2020 年 PCE 增速至 1.5% (-0.3 个百分点)、1.9% (-0.1 个百分点)。

我们看到，美国 10 年期国债和 2 年期国债的收益率利差不断缩窄，3 个月的国债利率高于 1 年期、3 年期、5 年期和 10 年期国债收益率，这意味着美国未来的经济状况并不乐观。

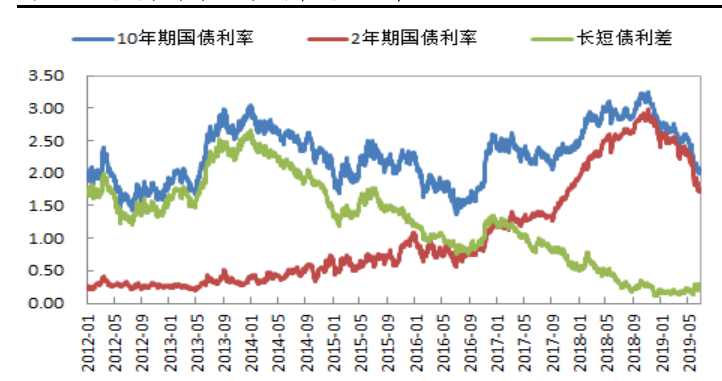
从长期看，金价和实际利率呈现负相关的走势。由于美国经济前景不乐观，长期国债利率持续下行，利好金价走势。

图 17: 美国实际利率与金价走势 (单位: 美元/盎司, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 美国长期和短期利率利差 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美联储在 2019 年 6 月更新的利率预期点阵图显示，有 8 位官员预期 2019 年降息、8 位官员预期利率区间维持不变、仅有 1 位官员预期加息。根据最新的联邦基金利率期货交易可以看出，2019 年美联储降息的概率在持续增加。如果美联储开始降息，利率对金价的压制将会减轻，利好金价走势。此外，澳大利亚央行开启降息进程，日本央行表示将继续宽松政策以支持经济，欧洲央行宽松政策延续并推迟加息进程，全球央行新一轮的宽松正在开启。

**表 7: 美联储利率走势预测概率 (单位: BPS)**

会议时间	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350
2019/7/31						24.00%	<b>76.00%</b>	0.00%	0.00%	0.00%		
2019/9/18				0.00%	17.70%	<b>62.40%</b>	19.90%	31.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2019/10/30		0.00%	0.00%	6.30%	33.50%	<b>47.40%</b>	12.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2019/12/11	0.00%	0.00%	2.90%	18.70%	<b>39.90%</b>	31.60%	7.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2020/1/29	0.00%	1.00%	8.10%	25.70%	<b>37.10%</b>	23.40%	4.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2020/3/18	0.20%	2.50%	12.00%	28.30%	<b>34.10%</b>	19.30%	3.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2020/4/29	0.60%	4.10%	14.60%	29.20%	<b>31.70%</b>	16.80%	3.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

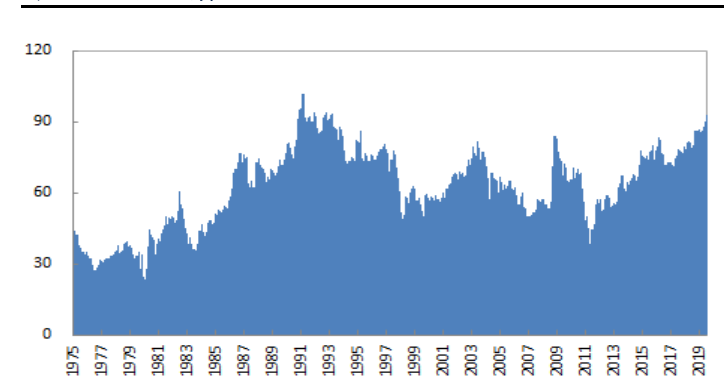
资料来源: CME Fed Watch tool, 信达证券研发中心

### 金银比回落 相对看好白银走势

从金银比看, 目前金银比约 90, 高于历史均值 60, 意味着相对于黄金而言, 白银处于低估的情况。虽然全球经济下行会影响白银的工业需求, 但是由于金银同属于贵金属, 金价的预期上涨会带动银价同步上涨。

**图 19: 金银价格走势 (单位: 美元/盎司)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 20: 金银比走势**


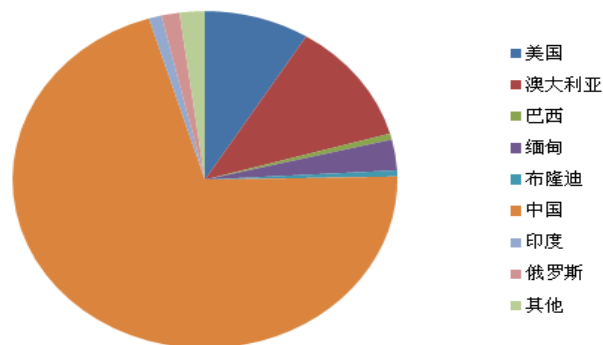
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



## 小金属和稀土：全球地位不可动摇 关注政策变化的机会

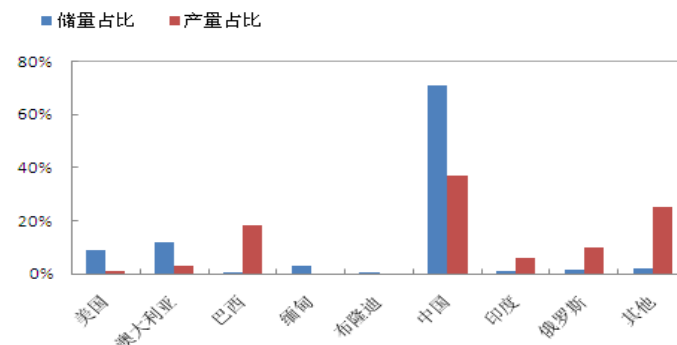
根据 USGS 的统计数据，中国的稀土储量 4400 万吨、全球占比 37%，储量占比全球第一，巴西的稀土储量 2200 万吨、全球占比 18%，俄罗斯、印度、澳大利亚、马来西亚、泰国、缅甸等国家也有资源分布。从产量看，中国产量全球排名首位，2018 年稀土矿（折稀土氧化物当量）产量 17 万吨、全球占比 71%，澳大利亚和美国位列二、三位，此外，缅甸、俄罗斯、印度、巴西等国家也有少量的产量分布。美国的稀土储量 1400 万吨、全球占比 1%，2018 年稀土产量 15000 吨、全球占比 9%。美国稀土产量主要来自于芒廷帕斯（Mountain Pass）矿的复产，2016-2017 年美国的稀土产量为 0，得益于中国企业的介入，该矿山得以重启，但是由于缺少配套的冶炼分离产能，矿石需要向中国出口进行冶炼分离。

图 21：2018 年全球稀土资源分布



资料来源：USGS，信达证券研发中心

图 22：2018 年全球稀土资源和产量占比



资料来源：USGS，信达证券研发中心

稀土从开采到冶炼分离环节对环境的破坏严重，开采环节对环境和植被的破坏严重，浸出、酸沉环节会产生大量的氨氮和重金属污染物。根据网易财经《赣州开采稀土污染严重 破坏 70% 以上耕地》的报道，2011 年江西省稀土行业主营业务收入 329 亿元，利润 64 亿元，而用于环境恢复性治理的费用 380 亿元。正是由于稀土开采和冶炼环节对环境的破坏，海外国家在开采和冶炼分离环节的投入非常少，重点发展的下游深加工领域。

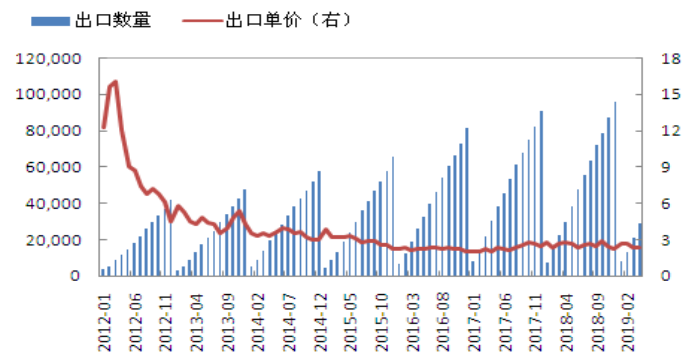
中国的稀土冶炼分离产量约 12 万吨，全球占比 85%，是全球最大的冶炼分离生产国，排名第二的是澳大利亚 Lynas 公司位于马来西亚的关丹冶炼厂，2018 年产量 1.78 万吨。目前 Lynas 决定关停马来西亚稀土冶炼分离业务，将产能搬迁至西澳矿山所在地，短期内中国在冶炼分离领域的龙头地位不可动摇。

稀土共有 17 种元素，被称为“工业味精”，分为轻稀土和中重稀土。轻稀土主要分布在中国内蒙古的白云鄂博矿区，储量和产量都比较大，美国、马来西亚等国外已投产稀土项目都以轻稀土为主，到 2020 年国外约有 20 多个轻稀土项目陆续投产；离子型中重稀土主要分布在江西赣州、福建龙岩等南方地区，尤其是在南岭地区分布可观的离子吸附型中稀土、重稀土矿。虽然中国稀土储量世界第一，但中重稀土资源仅占我国稀土储量的 3%，国外发现也极其稀少，特别是镱、铽等稀土国外无探明资源，重稀土下游应用可替代性几乎没有，也是国外争相进口的对象。

在稀土行业里，供给无序、缺乏环保和管制的低成本“黑色产业链”供应量占到总供应量的近 50%。黑稀土的猖獗导致稀土价格大幅下跌，不仅正规企业已开始不赚钱或亏钱，私矿也处于利润非常微薄的境地。近几年，我国每年都会有打击黑稀土的专项治理行动，但是政策执行时间短，执行力度不到位，黑稀土屡禁不止。我们认为，目前的稀土打黑行动与前些年有所不同，一方面打黑的力度明显加大，另一方面通过出台法律政策，提高威慑力。根据《稀土行业发展规划 2016-2020》，上游方面，随着六大稀土集团的整合完毕，未来将严格执行市场准入制度，除六大稀土集团外不再新增采矿权，到 2020 年稀土开采总量控制在 14 万吨以内；中游方面，冶炼分离及资源综合利用全部纳入六大集团，配合稀土专用发票的使用，建成稀土产品追溯体系，防止黑稀土进入合法的流通市场，到 2020 年稀土冶炼分离产能从 2015 年 30 万吨降至 20 万吨；加强稀土产品的区别化管理，突出中重稀土的重要性。

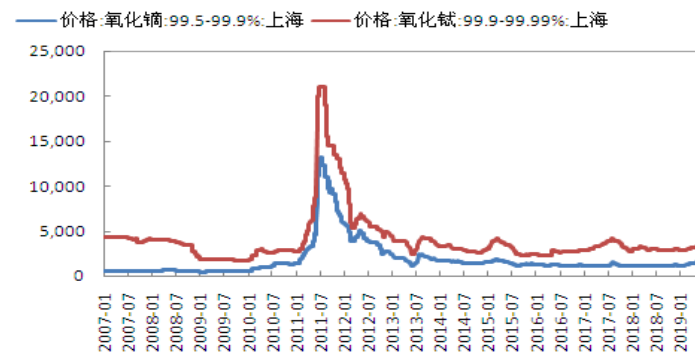
中国一直是稀土出口国，2018 年中国从净出口国变成净进口国，这也导致了国内供给压力的增大，进口的增量主要来自于缅甸的中重稀土矿。目前，云南腾冲海关全面禁止缅甸矿进入国内，有助于缓解国内中重稀土矿的供给压力。同时，中国对从美国进口的轻稀土矿加征关税政策也有助于缓解国内的轻稀土矿供给压力。2019 年 6 月，发改委召开稀土行业专家座谈会，各方一致认为要以切实行动发挥好稀土的战略资源价值。我们认为，无论是从短期还是长期，稀土价格见底的可能性大。

**图 23: 中国稀土及制品出口数量和价格 (单位: 吨, 美元/吨)**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 24: 稀土价格走势 (单位: 元/千克)**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 行业评级与投资主线

由于全球贸易形势变化，主要经济体经济增速下滑，IMF 下调全球主要经济体经济增速预测。由于中国是全球最大的金属消费国，中国经济增速下滑对全球金属需求影响负面。前些年由于金属价格下跌，海外矿山通过减产以减少供给，中国的供给侧改革和环保政策对中国的供给也产生影响。

供给的减少带来了价格的上涨，海外矿企新矿山投产和老矿山复产稳步推进。随着中国环保政策常态化，达标的矿山企业逐步增多，中国市场的供给也有所增加。在需求回落、供给增加的背景下，行业基本面形势没有明显改善。

但是，由于有色金属板块中子行业众多，部分子行业由于供需矛盾的存在，依然有表现的机会。如果未来美国经济增速放缓、美联储开启降息进程，美元指数回落会带动金属价格出现反弹。同时，由于全球经济前景堪忧，如果各国央行开启新一轮的量化宽松，会对金属价格构成利好。基于以上三点，我们维持行业“看好”评级。建议关注：长期供给矛盾突出的“铜”、受益于美联储货币政策变化的“贵金属”、政策变化带来价格波动的“稀土”。

与 2019 年度策略相比，我们对贵金属、稀土的观点出现了正面的变化：由于全球经济下滑，全球央行可能开启新一轮的量化宽松，美联储的货币政策也存在转向的可能，黄金的投资逻辑得到加强；中国在稀土开采和冶炼分离领域的地位突出，随着国家对稀土行业重视程度的提高，行业有望迎来良性的发展，稀土价格见底的可能性大。与 2019 年度策略相比，我们对铝、锡的观点出现了负面的变化：由于供需和成本的变化，铝价已经回升到合理区间；受到半导体行业需求下滑的影响，锡价存在回落的可能。

## 推荐公司

### 紫金矿业（601899）：后续增长看铜

黄金板块受益金价 有望成为中国最大铜企。由于紫金山金铜矿资源波动，近年来公司黄金产量有所减少，2018 年公司矿产金产量 36.5 吨，有望受益金价上涨。2018 年公司矿产铜产量 24.86 万吨，产量已经超过江西铜业，未来随着紫金山铜矿、多宝山铜矿、科卢韦齐、卡莫阿铜矿项目的建设，公司矿山铜产量有望进一步增长。

海外并购持续推进。公司以增资扩股的方式投资塞尔维亚 RTBBOR 集团，以现金方式要约收购 Nevsun 公司。以上并购项目的推进有望进一步增加公司资源储量，公司预计未来 2-3 年海外项目主要的金属产量将超过国内项目。

投资评级：给予“买入”评级。

风险因素：全球矿山复产；矿山达产不及预期；金属价格大幅波动；海外工程建设不及预期；汇率波动风险。

相关研究:《20190326 紫金矿业: 业绩稳健 海外扩张带来增长预期》

### 银泰资源 (000975): 优质黄金资产注入

黄金资产注入完成 后续增长有看点。2018 年初公司完成重大资产重组, 黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦纳入合并报表范围。目前, 黑河银泰的东安金矿正在进行矿山扩建、采选规模有望增至 1200 吨/天, 吉林板庙子采选能力将增至 80 万吨/年、出矿品位有望逐步提高, 停产的青海大柴旦正式复产。根据交易对方承诺, 矿权资产 2017-2020 年实现的矿业权评估口径下的扣除非经常性损益后的净利润数合计数不低于 18.05 亿元, 这对公司利润持续增厚提供了有力保障。

玉龙矿业竖井项目有望完成。公司预计, 玉龙铜矿的采矿系统改造有望在 2019 年 10 月前投入使用, 届时矿石处理量有望提升。同时, 通过对选矿工艺的改造, 在原有回收铅、锌、银的基础上增加铜、锡等产品的回收。

投资评级: 给予“增持”评级。

风险因素: 全球经济增速放缓; 金属价格波动; 在建项目未如期投产; 并购标的未完成利润承诺; 环保、安全等意外事故。

相关研究:《20180503 银泰资源: 优质黄金资产注入 盈利能力提升可期》

### 厦门钨业 (600549): 福建省稀土整合平台

福建省稀土整合平台 有望受益于行业改善。公司拥有上游稀土采选-冶炼分离-下游稀土深加工产品的完整产业链, 是福建省的稀土整合平台。2018 年由于稀土价格的下跌, 公司成本和售价出现倒挂导致稀土板块出现亏损。随着国家对稀土行业重视度的提高, 稀土价格见底的可能性大, 公司有望受益。

投资评级: 给予“增持”评级。

风险因素: 全球经济下滑超预期; 金属价格波动; 产量不及预期; 环保、安全等意外事故对产量的影响。

相关研究:《20180403 厦门钨业: “钨” + “三元材料” 双轮驱动 助力业绩持续提升》

## 风险因素

美联储继续加息; 中美经贸摩擦升级; 全球经济下滑超预期; 下游需求持续疲软; 金属价格大幅度下滑; 中国环保政策变化。

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

**冯孟乾**，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。