

投资评级:增持(维持)

## 2019 有色行业中期策略

美联储仍将降息，金价方向明确，铜铝存阶段性机会

## 最近一年行业指数走势



## 联系信息

李帅华

分析师

SAC 证书编号: S0160518030001

lishuaihua@ctsec.com

马妍

分析师

SAC 证书编号: S0160518120002

mayan1@ctsec.com

## 相关报告

- 《万象更新，材料先行:科创板专题报告:新材料系列一》 2019-06-20
- 《经济数据全面走弱，关注贵金属及军工新材料:有色周报》 2019-06-17
- 《宏观扰动，避险情绪下增配黄金，暂避基本金属:有色周报》 2019-06-03

## 投资要点:

- **非农就业超预期，美国经济走弱非衰退。**美国6月新增非农就业人数22.4万人，大超前值7.2万人，非农就业数据强劲表明美国经济暂无衰退风险，同时我们认为这将降低美联储年内两次降息以及7月降息50BP的概率，但7月份美联储降息25BP仍是大概率事件。
- **美联储仍将降息，金价方向明确。**6月FOMC声明指出企业投资疲软及通胀低迷为启动宽松周期的原因，除此之外，失业率也是美联储货币政策制定时重要的参考指标。**通胀方面**，当前美国通胀仅1.5%，低于美联储长期PCE2%的目标；**就业方面**，当前美国失业率为3.7%，为过去70年最低水平之一，失业率已触及底部，随着失业率的回升美联储将逐渐加息进行逆周期调节；**企业投资方面**，6月制造业的新订单分项指数跌至50荣枯线上，有滑落萎缩区间的可能，而制造业新订单情况的不理想很可能和当前美国企业投资疲软有关。因此，在美国当前失业率见底、通胀水平不达预期、企业投资疲软的背景下，美联储7月进行25BP的降息仍是大概率事件。
- **下半年铜铝下游消费有望小幅回暖。**展望下半年，六大下游中建筑领域及电力领域有望改善，家电领域可能出现下滑，剩余的汽车、机械以及消费品领域继续恶化的概率较小，可能将迎来拐点。
- **铜铝供给增量有限。电解铝库存去化延续，利润望修复。**展望后半年，行业利润稳定性、电价以及资金三因素仍掣肘电解铝新增产能的投产，我们预计铝价回升至14500元之前并不会刺激大规模的新增产能投放，9-10月消费旺季期间铝锭库存可能回落至60-80万吨，行业利润在此期间将大幅修复，利好云铝股份、神火股份等低氧化铝自给率的企业。**铜精矿方面**，下半年铜矿干扰率可能出现上升。2019年以来全球铜矿端的折损大约是13万吨左右，对应大约1%的干扰率，如此低的干扰率主要是天气较好和罢工少导致的，但从历史情况来看，这样低的干扰率并不容易持续下去，假设全年铜矿干扰率回升至3%左右，2019年新增的铜矿产量将被干扰率抹掉。
- **推荐标的:** 山东黄金、云铝股份、江西铜业
- **风险提示:** 铜铝供给超预期风险、美国经济持续超预期风险。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (07.08)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547	山东黄金	900.22	40.66	0.40	0.81	1.24	101.65	50.20	32.79	买入
600362	江西铜业	511.79	14.78	0.71	0.92	1.22	20.82	16.07	12.11	增持
000807	云铝股份	117.83	4.52	-0.56	0.11	0.24	-8.07	41.09	18.83	增持

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

## 内容目录

<b>1、基本金属及贵金属回顾</b>	<b>5</b>
<b>2、美联储仍将降息，金价方向明确</b>	<b>5</b>
2.1 非农就业超预期，美国经济走弱非衰退	5
2.2 美联储仍将降息	5
2.2.1 失业率、通胀、企业投资是美联储重点关注的指标	5
2.2.2 贸易战阴云下，全球经济疲软，美债收益率曲线倒挂	7
<b>3、铜、铝具备阶段性机会</b>	<b>8</b>
3.1 上半年国内铜铝下游消费疲软	9
3.2 下半年铝供给难有起色，去库仍将延续	11
3.2.1 库存超季节性去化得益于低供给和强出口	11
3.2.2 库存去化仍将延续，电解铝利润将再度修复	13
3.3 低干扰率难以维持，铜矿供给恐无增量	14
<b>4、钴</b>	<b>15</b>
4.1 全球供需关系	15
4.1.1 供给	15
4.1.2 需求	16
4.2 金属钴价格	17
4.2.1 国际钴价	17
4.2.2 国内钴价	17
4.3 三氧化二钴	18
4.3.1 价格	18
4.3.2 产量	18
4.3.3 进出口量	18
4.4 硫酸钴	19
4.4.1 价格	19
4.4.2 产量	19
4.5 氯化钴	20
4.5.1 价格	20
4.5.2 产量	20
4.5.3 进出口量	20
4.6 投资建议	21
<b>5、锂</b>	<b>21</b>
5.1 供需关系	21
5.2 锂金属	21
5.2.1 价格	21
5.3 氢氧化锂	22
5.3.1 价格	22
5.3.2 产量	22
5.3.3 进出口	22
5.4 碳酸锂	23
5.4.1 价格	23
5.4.2 产量	23
5.4.3 投资建议	24
<b>6、铂金</b>	<b>24</b>
6.1 供给	24
6.2 需求	24

6.3 价格.....	26
6.4 未来预期.....	28
6.5 投资建议.....	28

## 图表目录

图 1: 美国 PCE .....	5
图 2: 美国失业率水平.....	6
图 3: 美国制造业新订单情况 .....	6
图 4: 美国各部门杠杆水平 .....	7
图 5: 中国各部门杠杆水平 .....	7
图 6: 美国制造业 PMI 下滑 .....	7
图 7: 美国非制造业 PMI 下滑 .....	7
图 8: 欧元区制造业 PMI 下滑 .....	8
图 9: 中国制造业 PMI 下滑 .....	8
图 10: 美债收益率曲线倒挂 .....	8
图 11: 国内铝消费结构.....	9
图 12: 国内铜消费结构.....	9
图 13: 2019H1 电网投资完成额仍负增长 .....	9
图 14: 2019H1 汽车产量仍负增长 .....	9
图 15: 制造业固定资产投资增速快速下滑.....	10
图 16: 社会消费品零售总额增速下滑 .....	10
图 17: 高施工将向高竣工传导 .....	10
图 18: 房屋销售面积下滑将拖累家电产量.....	10
图 19: 2019 年以来电解铝库存快速去化.....	11
图 20: 2019 年以来电解铝新投产产能 (单位: 万吨) .....	11
图 21: 2019 年以来电解铝复产产能 (单位: 万吨) .....	12
图 22: 2019 年以来电解铝减产产能 (单位: 万吨) .....	12
图 23: 未锻造铝及铝材出口增速.....	13
图 24: 美元兑人民币汇率.....	13
图 25: 铝价沪伦比 .....	13
图 26: 电解铝利润水平.....	14
图 27: 受贸易战及全球经济羸弱影响, 铜价持续下行.....	14
图 28: 废铜进口实物量大幅下滑.....	15
图 29: 全球钴供给 (单位: 吨) .....	16
图 30: 全球钴消费量 (单位: 吨) .....	16
图 31: MB 钴价 (单位: 美元/磅) .....	17
图 32: 国内钴价 (单位: 元/吨) .....	17
图 33: 四氧化三钴价格 (单位: 元/吨) .....	18
图 34: 四氧化三钴进出口量 .....	19
图 35: 硫酸钴价格单位: (元/吨) .....	19
图 36: 氯化钴价格 (单位: 元/吨) .....	20
图 37: 进出口量 .....	20
图 38: 锂金属价格 .....	21
图 39: 国内氢氧化钴价格 (单位: 元/吨) .....	22
图 40: 氢氧化锂进出口量 (单位: 吨) .....	22
图 41: 国内碳酸锂价格 (单位: 元/吨) .....	23
图 42: 全球铂金供给 2013-2019E (单位: 千盎司).....	24
图 43: 2013-2019E 全球铂金需求 (单位: 千盎司).....	25
图 44: 2013-2019E 全球铂金供需差额 (单位: 千盎司) .....	25

图 45: 1976 年至今的铂价格.....	26
图 46: 1995 至今发达国家铂价格.....	26
图 47: 1973 至今发展中国家铂价格.....	27
图 48: 国内铂价格(单位: 元/克).....	27
图 49: 铂金、金、银的价格对比.....	28
表 1: 基本金属及贵金属价格变动幅度一览表.....	5

## 1、基本金属及贵金属回顾

受全球宏观经济走弱以及部分金属进入供应释放周期的影响，2019H1 金属价格普跌，只有金价同比去年均价上涨 5.7%，锡、银价格基本持平，铜铝铅锌镍价格都出现下跌，其中铅锌价格受供应周期影响，下跌幅度更大。

表 1：基本金属及贵金属价格变动幅度一览表

	铜价	铝价	锌价	铅价	镍价	锡价	金价	白银价
2018	50674	14336	23024	18849	103595	146525	274	3657
2019H1	48167	13783	21264	16786	98496	147067	290	3634
变动幅度	-4.9%	-3.9%	-7.6%	-10.9%	-4.9%	0.4%	5.7%	-0.6%

数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2、美联储仍将降息，金价方向明确

### 2.1 非农就业超预期，美国经济走弱非衰退

美国 6 月新增非农就业人数为 22.4 万人，大超前值 7.2 万人；失业率 3.7%，前值 3.6%，美国非农就业数据强劲并大超预期表明美国经济暂无衰退风险，同时我们认为非农就业数据的强劲将降低美联储年内两次降息以及 7 月降息 50BP 的概率，但 7 月份美联储降息 25BP 仍是大概率事件。

我们认为当下美国经济只是缓慢的走弱并非衰退，其中美国次级债利差可以作为一个较好的指标进行侧面验证，历史数据来看，2008 年次级债信用利差可以达到 40%，2015 年经济也比较困难，信用利差达到 20%，经济也出现了一定的萎缩，而当下只有 10%左右，是比较合理的水平，并没有出现大规模衰退的情景。

### 2.2 美联储仍将降息

#### 2.2.1 失业率、通胀、企业投资是美联储重点关注的指标

**失业率、通胀、企业投资是美联储重点关注的指标。**6 月 FOMC 会议声明指出企业投资疲软及通胀前景低迷为美联储启动宽松周期的主要原因，除通胀及企业投资外，失业率也是美联储货币政策制定时重要的参考指标。

**通胀方面**，当前美国通胀水平较低，仅为 1.5%，而美联储长期的 PCE 目标为 2%，差距较大，因此美联储有降息的动力来提高当前的通胀水平。

图 1：美国 PCE



数据来源: Wind, 财通证券研究所

就业方面, 当前美国失业率为 3.7%, 为过去 70 年中最低水平之一, 从当前美国制造业及非制造业 PMI 情况、美国企业投资情况、以及外部中国欧州的经济情况来判断, 美国失业率已经到了底部, 就业市场恐无法进一步扩展, 经济没有办法容纳更多新增的就业人口, 经济高位就要面临下滑的压力, 美国失业率将逐渐提高。在这样的背景下, 作为逆周期操作的美联储将开启新一轮的降息周期。

图2: 美国失业率水平



数据来源: Wind, 财通证券研究所

企业投资方面, 6 月制造业的新订单分项指数跌至 50 荣枯线上, 有滑落萎缩区间的可能, 而制造业新订单情况的不理想很可能和当前美国企业投资疲软有关。因此, 在美国当前失业率见底、通胀水平不达预期、企业投资疲软的背景下, 美联储 7 月进行 25BP 的降息仍是大概率事件。

图3: 美国制造业新订单情况

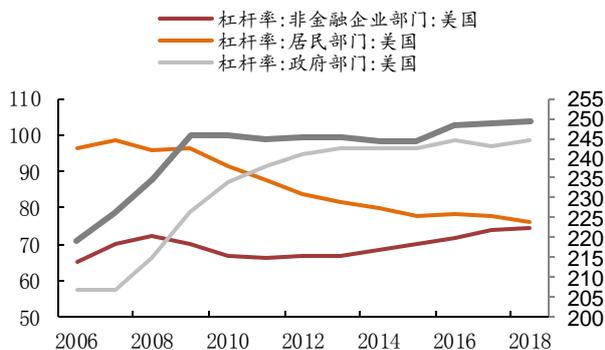


数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 2.2.2 贸易战阴云下, 全球经济疲软, 美债收益率曲线倒挂

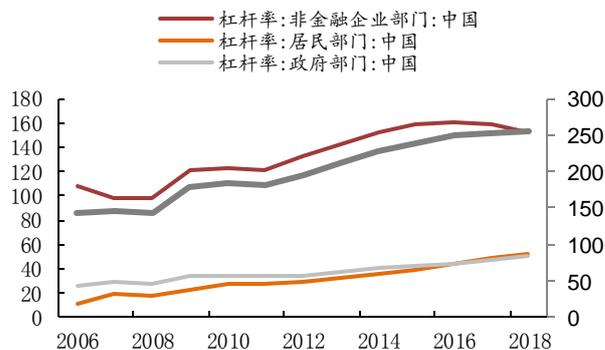
全球经济的困境不弱于次贷危机, 实体经济的困局将刺激金价走高。短期看, 当前美国经济虽然出现退坡但程度及速度远不如次贷危机的时刻, 但从经济的困局方面来看, 远期困境不弱于次贷危机时刻。全球化带来的红利在消失, 各国总体的杠杆水平都处于近乎无以复加的水平, 美国居民杠杆水平虽然从次贷危机时刻的 98.6%降低至 76.3%, 但政府杠杆率从 57.7 上升至 98.7%, 三部门总体杠杆水平从 226%增加至 249%, 与此同时当前美国的外部环境是中国经济正处于持续去杠杆中, 与 2009 年中国加杠杆支撑全球经济、支撑美国出口有着本质的区别。因此展望未来几年的美国经济, 以邻为壑的贸易战环境、全球主要经济体难以腾挪的杠杆空间将加速美国实体经济的回落, 黄金作为避资产将受到青睐。

图 4: 美国各部门杠杆水平



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 5: 中国各部门杠杆水平



数据来源: Wind, 财通证券研究所

全球 PMI 快速下滑, 美债收益率曲线倒挂。从美国、中国、欧元区的 PMI 情况来看, 全球经济正处于共振下行期, PMI 下降速度较快, 同时美债收益率曲线已经出现倒挂, 我们认为在这样的背景下, 美联储有动力降息去对冲经济下滑的风险, 同时也可以扭转美债收益率曲线倒挂的情况。

图 6: 美国制造业 PMI 下滑

图 7: 美国非制造业 PMI 下滑



数据来源: Wind, 财通证券研究所



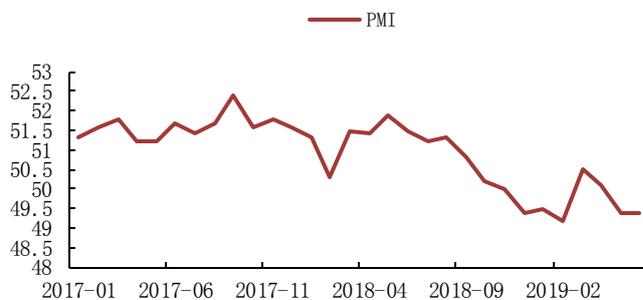
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图8: 欧元区制造业PMI下滑



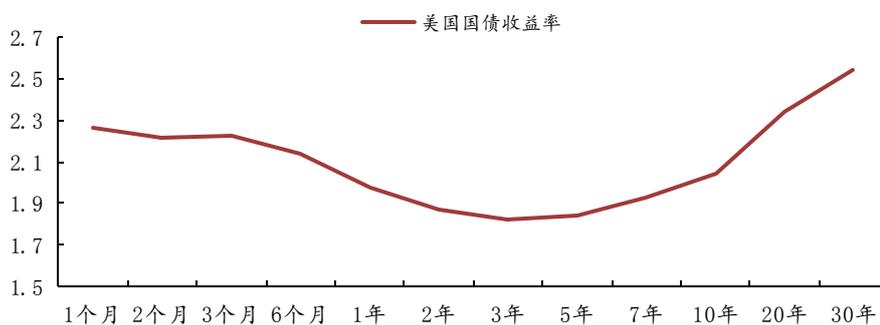
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图9: 中国制造业PMI下滑



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图10: 美债收益率曲线倒挂



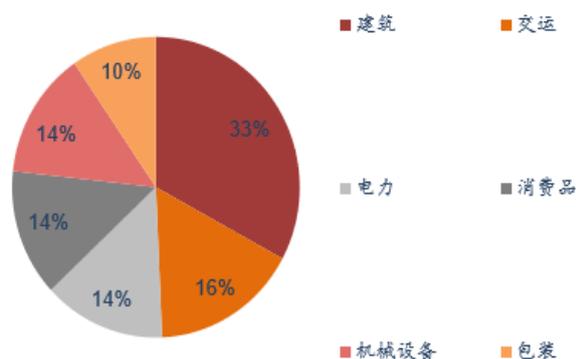
数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 3、铜、铝具备阶段性机会

### 3.1 上半年国内铜铝下游消费疲软

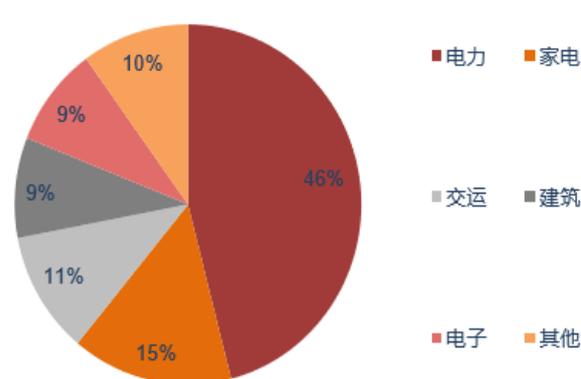
铜铝消费结构有相似处，下游重点观察六个领域。中国占比全球铜、铝消费的50%左右，因此我们首先看看2019H1国内铜、铝下游的消费情况如何。国内铝消费主要集中在建筑、交运、机械、消费品和电力几个下游领域，而铜消费主要集中在电力、建筑、家电和交运几个领域，因此我们可以重点观察电力、建筑、交运、机械、家电和消费这六大下游。

图 11：国内铝消费结构



数据来源：ALD，财通证券研究所

图 12：国内铜消费结构



数据来源：SMM，财通证券研究所

下游家电及建筑领域尚可，其他领域全部出现负增长或增速下滑的现象。电力方面，2019年1-5月国内电网投资完成额同比负增长18.2%；交运方面，2019年1-5月国内汽车产量同比减少14.1%；消费品方面，2019年1-5月社会零售总额增速下滑至8.1%；机械方面，机械应用广泛，其增速与制造业投资增速有关，2019年1-5月制造业投资增速从去年的9.5%快速下滑至2.7%；建筑方面，铜铝主要应用于房屋的施工和竣工期，2019年1-5月房屋施工面积回升至8.8%，房屋竣工面积增速下滑至-12.4%；家电方面，2019年1-5月空调产量同比增加11%，比2018年全年的10%略有提升。综上所述，铜铝下游中仅家电和建筑领域的消费尚可，而电力、交运、机械和消费品方面全部出现负增长或增速下滑的现象。

图 13：2019H1 电网投资完成额仍负增长

图 14：2019H1 汽车产量仍负增长



数据来源: Wind, 财通证券研究所



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图15: 制造业固定资产投资增速快速下滑



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图16: 社会消费品零售总额增速下滑



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图17: 高施工将向高竣工传导



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图18: 房屋销售面积下滑将拖累家电产量



数据来源: Wind, 财通证券研究所

下半年铜铝下游消费有望小幅回暖。展望下半年,六大下游中建筑领域及电力领域有望改善,家电领域可能出现下滑,剩余的汽车、机械以及消费品领域继续恶

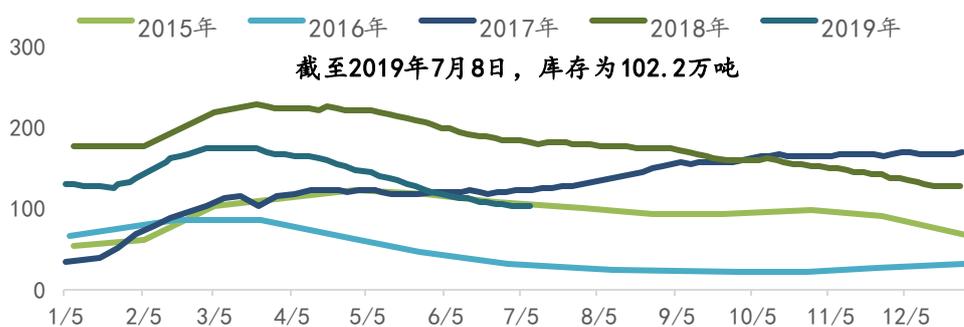
化的概率较小，可能将迎来拐点。出现改善的领域包括电力和建筑，电力方面，国家电网披露 2019 年电网计划投资额为 5126 亿元，同比 2018 年增长 4.8%，截至上半年电网投资增速为-18.2%，因此下半年作为基建投资中重要一环的电网投资可能发力；建筑领域，地产新开工传导至地产竣工的时间大约 2-3 年，2017-2018 年国内地产都呈现了高开工低竣工的情况，考虑到前期销售的期房交付时间和目前已经回升的地产施工，预计下半年地产竣工的额增速将得到显著的修复，从而进一步带动铜铝的消费。可能出现下滑的领域主要是家电，家电的产销情况滞后于地产销售，考虑到前期已经下滑的地产销售以及空调行业目前的高库存，预计下半年空调用铜情况可能不太乐观。汽车、机械以及消费品领域可能于下半年迎来拐点，从大的宏观环境来看，下半年美联储一旦进入降息周期，中国的货币政策空间将有所增加，从微观来看，国家可能加大刺激汽车消费和支撑民营企业的政策力度，因此下半年汽车、机械以及消费品领域继续恶化的概率较小，可能将迎来拐点。

### 3.2 下半年铝供给难有起色，去库仍将延续

#### 3.2.1 库存超季节性去化得益于低供给和强出口

库存超季节性去化得益于低供给和强出口。2019 年年初以来铝锭库存从 130.2 万吨下降到 102.2 万吨，累计去化 30 万吨，如果从 3 月 18 号最高点的 175.5 万吨进行计算，铝锭库存累计去化 73.3 万吨，去化力度是超季节性的，而在国内内需疲软的情况下，这样的库存去化力度主要归功于低供给和强出口。

图 19：2019 年以来电解铝库存快速去化



数据来源：SMM，财通证券研究所

低供给。产量方面来看，2019 年 1-5 月国内电解铝累计产量为 1489.42 万吨，同比增长仅 0.5%，产能方面来看，2019 年以来新投产电解铝产能 104.3 万吨，减产产能 86.7 万吨，复产产能 5.5 万吨，累计净增加仅 23.1 万吨电解铝产能。供给增速受限主要源于行业亏损、电价谈判制约投产进度、缺乏足够的运营资金三方面。

图 20：2019 年以来电解铝新投产产能（单位：万吨）

企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	年内另在建且具备投产能力新产能	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计	备注
甘肃中瑞铝业有限公司	30	0	30	2019年待定	0	0	0	在建
广西苏源投资股份有限公司	10	8.5	1.5	2019年3月	0	1.5	10	二系列10万吨开始通电, 预计7月初末完成投产
广西德保百矿铝业有限公司	10	10	0	2019年2月	10	0	10	二系列10万吨2月26日开始通电起槽
广西田林百矿铝业有限公司	10	0	10	2019年待定	10	10	10	一系列10万吨2018年已完成投产, 二系列预计2019年8月末开始投产
广西隆林百矿铝业有限公司	0	0	0	2019年待定	20	5	5	在建, 预计2019年下半年建成投产
贵州兴仁登高新材料有限公司	12.5	0	12.5	2019年待定	0	12.5	12.5	二段19年继续投产, 年内共计产能25万吨
内蒙古创源金属有限公司	28	28	0	2019年1月	40	10	38	一期40万吨已完成投产, 二期40万吨预计2019年末开始投产
包头市蒙泰铝材有限公司	25	0	25	2019年待定	0	25	25	二系列2019年继续
包头市新恒丰能源有限公司	25	0	25	2019年待定	0	25	25	预计2019年继续投产
内蒙古锦联铝材有限公司	35	0	35	2019年待定	0	0	0	取决于指标、政策
陕西美鑫产业投资有限公司	27.3	19.3	8	2019年1月	0	8	27.3	2019年继续投产, 预计8月末完成30万吨产能
山西中铝华翔有限公司	10	2.5	7.5	2019年待定	0	7.5	10	二段19年继续, 取决于电价
营口鑫泰铝业有限公司	13.75	0	13.75	2019年待定	0	13.75	13.75	取决于市场情况
鹤庆益鑫铝业有限公司	20	20	0	2019年3月	10	10	30	一阶段10万吨3月5日开始投产, 二段10万6月5日投完
云南云海鑫铝业有限公司	23	16	7	2019年3月	0	7	23	二段段10万吨3月5日开始投产, 目前已完成, 剩余13万吨5月30日开始通电
云南神火铝业有限公司	45	0	45	2019年待定	0	10	10	在建, 预计2019年9月开始投产
云南其立金属有限公司	15	0	15	2019年待定	0	0	0	在建, 预计2019年四季度开始投产
广元市林丰铝电有限公司	25	0	25	2019年待定	0	0	0	在建, 预计2019年9月开始投产
总计	364.55	104.3	260.25		90	145.25	249.55	

数据来源: 百川资讯, 财通证券研究所

图 21: 2019 年以来电解铝复产产能 (单位: 万吨)

企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计	备注
甘肃东兴铝业有限公司陇西分公司	10	0	2019年待定	10	待定	待定	取决于电价问题
魏桥铝电(集团)	54	0	2019年待定	54	待定	待定	已公示
甘肃连城铝业有限公司	40	0	2019年待定	40	待定	待定	取决于电价实施期限
青海百河铝业有限责任公司	25	0.5	2019年4月	24.5	待定	待定	4月12日已开始少量复产
青海西部水电有限公司	15	5	2019年5月	10	待定	待定	计划复产5万吨
总计	144	5.5		138.5	0	0	

数据来源: 百川资讯, 财通证券研究所

图 22: 2019 年以来电解铝减产产能 (单位: 万吨)

企业	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定待减	或减产但未明确	备注
霍煤集团通顺铝业股份有限公司	17.6	11.5	0	11.5	2019年2月	0	0	2月20日开始减产, 2月28日全部关停
山东华宇铝电有限公司	20	9	0	9	2019年1月	0	0	亏损减产
山西华圣铝业有限公司	22	19	0	19	2019年1月	0	0	亏损减产, 有消息称指标将转鹤庆
中铝山西新材料有限公司	43	43	39	4	2019年1月	0	0	就电价问题与政府协商
河南永登铝业有限公司(阳城)分公司	7.8	5.2	0	5.2	2019年2月	0	0	亏损全部关停
福建省南平铝业有限公司	15	14.2	12.3	1.9	2019年2月	0	0	
焦作万方铝业股份有限公司	43	43	36	7	2019年2月	0	0	关停网电部分产能
河南神火(集团)有限公司	90	21	0	21	2019年5月	0	0	5月26日突发火灾, 暂时全停
福建省南平铝业有限公司	15	12.3	7.5	4.8	2019年5月	0	0	
广西信发铝电有限公司	32	32	28.7	3.3	2019年6月	0	0	开关短路
中国总计				86.7		0	0	

数据来源: 百川资讯, 财通证券研究所

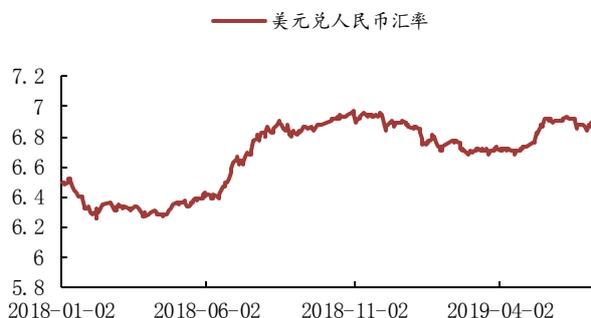
出口强劲。截至2019年5月国内未锻造铝及铝材累计出口同比增长12.4%，虽然略低于去年同期13.1%的水平，但出口整体强劲，对国内铝锭库存的去化起到重要作用。而影响铝材出口的两个重要因素分别是汇率以及铝价沪伦比值，美元兑人民币比值越高，铝价沪伦比值越低，越有利于出口。2019年以来美元兑人民币汇率维持高位，但铝价呈现外弱内强的局面，我们认为，2019年铝材出口增速难以达到去年21%的水平，但10%左右的增长有望维持。

图 23：未锻造铝及铝材出口增速



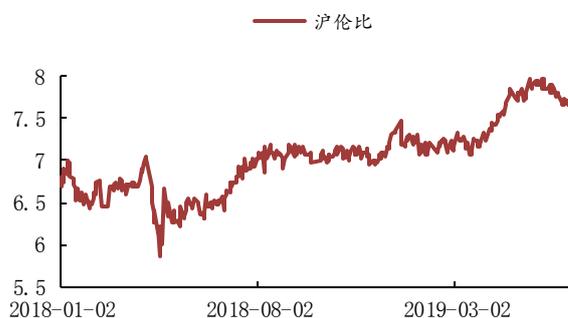
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 24：美元兑人民币汇率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 25：铝价沪伦比



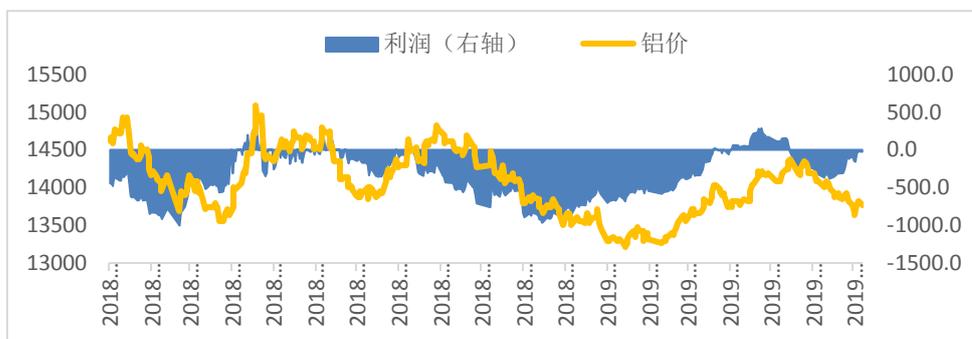
数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3.2.2 库存去化仍将延续，电解铝利润将再度修复

2019年4月至5月中旬电解铝利润曾短暂的回升至正值，后因山西信发氧化铝厂的泄露关停时间导致氧化铝价格打涨，电解铝利润再次跌至负值，但最近受国内新投产氧化铝产能以及海外海德鲁巴西氧化铝厂复产的影响，氧化铝价格已经快速回落至上涨前的水平，电解铝行业的利润也重新回到了盈亏平衡附近。我们认为后续决定电解铝行业利润水平的将是电解铝的库存水平，当前库存已经回落至100万吨关口附近，为近5年以来同期第二低库存。展望后半年，行业利润稳

定性、电价以及资金情况这三个因素仍掣肘电解铝新增产能的投产，虽然边际上会出现弱化，我们预计铝价回升至 14500 元之前并不会刺激大规模的新增产能投放，9-10 月消费旺季期间铝锭库存可能回落至 60-80 万吨，行业利润在此期间将大幅修复，利好云铝股份、神火股份等低氧化铝自给率的企业。

图 26：电解铝利润水平



数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3.3 低干扰率难以维持，铜矿供给恐无增量

长期看，贸易战拖累全球铜消费增速。近期受贸易战以及全球宏观数据羸弱的影响，铜价持续下行，目前已经跌到 5900 美元/吨左右。根据金瑞期货的测算，长期贸易战会对全球铜的需求造成较大影响，如果贸易战可以得到缓和，未来全球铜的长期消费增速在 2% 左右，如果贸易战不断激化，全球铜消费增速预计在 1-1.5% 之间。假设全球未来 7 年铜消费的增速在 1.2%，全球铜矿成本曲线显示，现在的铜价可以刺激足够的新增矿产来满足未来 1.2% 的需求增长，因此铜价没有上涨动力。但如果贸易战得到缓和，未来 7 年消费增速为 2%，2025 年铜矿会有 270 万吨的缺口，这个缺口如果要得到满足的话需要 7000 美元/吨的铜价来刺激更多的新矿投产。

图 27：受贸易战及全球经济羸弱影响，铜价持续下行



数据来源：Wind，财通证券研究所

短期来看，铜矿干扰率有望回升，铜矿供给恐无增量。虽然目前市场关注点依然在中美贸易战方面，但下半年铜的基本面可能出现利好。首先，我们上文提到了国内下游需求可能出现改善，除此之外，下半年铜矿干扰率可能出现上升。2019年以来全球铜矿端的折损大约是13万吨左右，对应大约1%的干扰率，如此低的干扰率主要是天气较好和罢工少导致的，但从历史情况来看，这样低的干扰率并不容易持续下去，假设全年铜矿干扰率回升至3%左右，2019年新增的铜矿产量将被干扰率抹掉。

废铜方面，2019年1-5月废铜进口实物吨大幅下滑，同比减少27.9%，但受进口废铜品味上升的影响，金属吨的含量并没有受到影响。当前政策明朗，废铜批文对废六类影响不大，而废七类已经全部排除在外，预测下半年废铜的进口可能会削减15万吨左右，占去年全年进口的10%。

图28：废铜进口实物量大幅下滑



数据来源：Wind，财通证券研究所

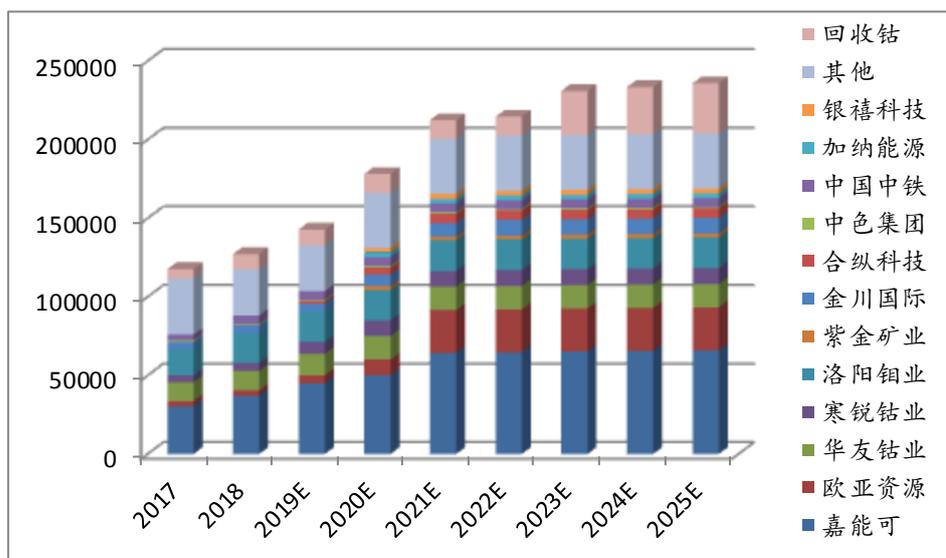
## 4、钴

### 4.1 全球供需关系

#### 4.1.1 供给

中国是精炼钴生产大国，产量约占世界总产量的64.06%。受新能源汽车动力电池及3C消费电子电池材料等钴下游市场需求快速增长刺激叠加铜矿开采伴生因素影响，全球钴矿主产地刚果(金)的钴矿产量迅速提升，全球钴矿产量也出现同步增长。根据安泰科数据，2018年世界精炼钴总产量12.8万吨，中国精炼钴产量达到8.2万吨。随着下游需求的持续攀升，全球精炼钴产量有望持续增长，预计2019年全球精炼钴产量为13.7万吨，增幅约为6.7%。

图 29：全球钴供给（单位：吨）



数据来源：公司公告，Wind，财通证券研究所

#### 4.1.2 需求

根据安泰科数据，2018 年全球钴消费约为 12.6 万金属吨，同比增长约 10%。电池行业 and 高温合金行业仍是核心用钴领域，电池行业钴消费量约 7.6 万金属吨，占比 60%，高温合金钴消费量约 1.76 万金属吨，占比 14.0%。电池行业是钴用量最大且增速最大的领域，过去 5 年，电池行业的钴消费量年均复合增长率达到 12.4%，2018 年动力电池领域用钴约为 2.4 万吨，3C 领域钴消费量约为 5.2 万吨。2019 年钴需求增长点在于动力电池。6 月，中国商务部发布 5G 商用牌照，预期年内将有 5G 消费电子产品问世。但我们认为年内引发换代潮的可能性较小，预计下半年需求将保持平稳。5G 产品的集中替换时间大约在 2020-2021 年，预期对钴的需求年增速有望达到 5%。我们预计 2019 年全球钴的需求量有望达到 13.2 万吨，其中新能源汽车用钴量有望突破 3.3 万吨。

图 30：全球钴消费量（单位：吨）



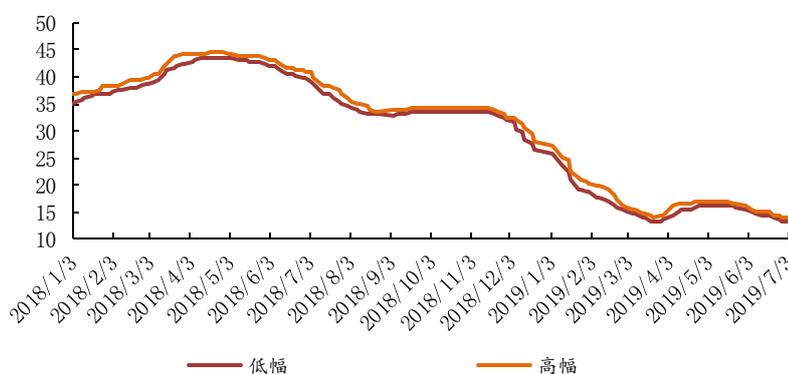
数据来源：公司公告，wind，财通证券研究所

## 4.2 金属钴价格

### 4.2.1 国际钴价

钴价大幅上涨至 44.45 美元/磅后，回落至 13.35 美元/磅。2017 年 1 月至今，MB 钴价由 14.3 上涨 44.45 美元/磅，2018 年 6 月后开始下滑，近期 MB 低等级钴价格在 13.05-13.65 美元/磅。虽然 4 月初至 5 月初出现过为期一个月的回调，但由于下游需求无法支撑价格，5 月中旬钴价再次进入下行通道。由于供过于求导致价格持续下行，并且下有需求疲软，下游看空后市情绪严重，我们认为年内 MB 钴价还有下修空间。

图 31：MB 钴价（单位：美元/磅）

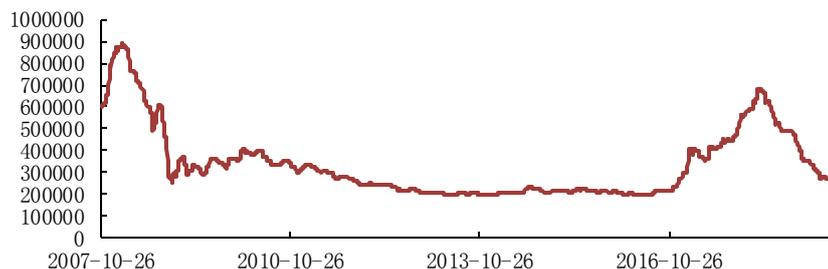


数据来源：财通证券研究所

### 4.2.2 国内钴价

国内金属钴价格已由年初的 35 万元/吨下降至 23 万元/吨，降幅达到 34.29%。虽然在 4 月初迎来了一波小幅反弹，但是反弹仅持续了 2 周，价格就再次进入下行通道，主要源于补贴退坡后资金偏紧，下游厂商很难像往年一样储备 3-4 个月库存，仅按采购所需，生产商库存多为 1 周，并且下游压低采购价意愿强烈，现金流压力不断向上传导，拖累上游企业。目前，受新能源汽车补贴退坡政策过渡期到期，下游观望情绪浓烈，电池厂商资金链紧张，将库存降至较低水平等多方面因素叠加影响，价格难以得到支撑，预期年内价格还有下行空间。

图 32：国内钴价（单位：元/吨）



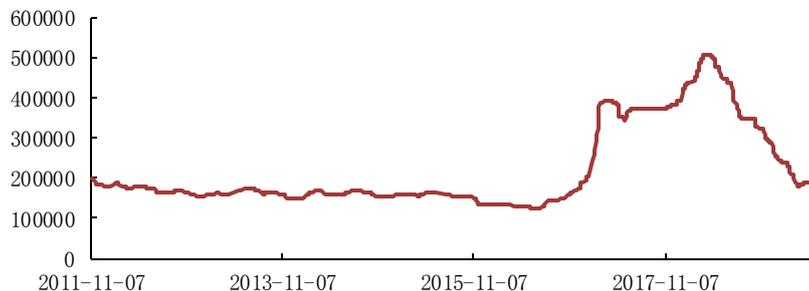
数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 4.3 四氧化三钴

#### 4.3.1 价格

国内四氧化三钴价格由年初的 26 万元/吨下滑至 17.1 万元/吨, 降幅 34.23%。目前价格依然处于下行通道, 但跌幅已经逐步放缓。目前下游需求尚可, 但预期后市原材料价格继续下滑, 仅按需采购, 大型供应商主动下调报价, 导致价格重心下移。

图 33: 四氧化三钴价格 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 4.3.2 产量

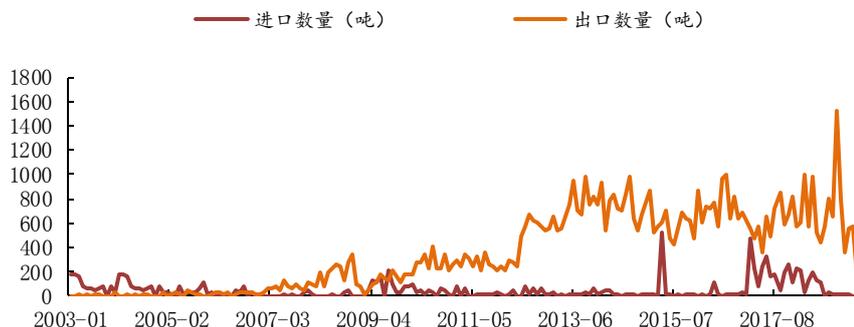
根据 SMM 数据, 2019H1 中国四氧化三钴总产量为 2.57 万吨, 同比下滑 5%, 环比 2018 年 H2 下滑 4%。四氧化三钴产量集中度显著提升, 2019 年上半年钴价内外倒挂较严重, 中小厂家出货成本压力较大, 开工率下滑。上半年产量超过 3000 吨厂家共 5 家, CR5 为 81.3%。SMM 预计 2019 年 H2 四氧化三钴产量 2.6 万吨, 全年同比下滑 4%。

#### 4.3.3 进出口量

2019 年 1-5 月, 四氧化三钴出口量 2005.4 吨, 同比下滑 45.99%; 进口量 49.57

吨，同比下滑 93.66%。

图 34：四氧化三钴进出口量



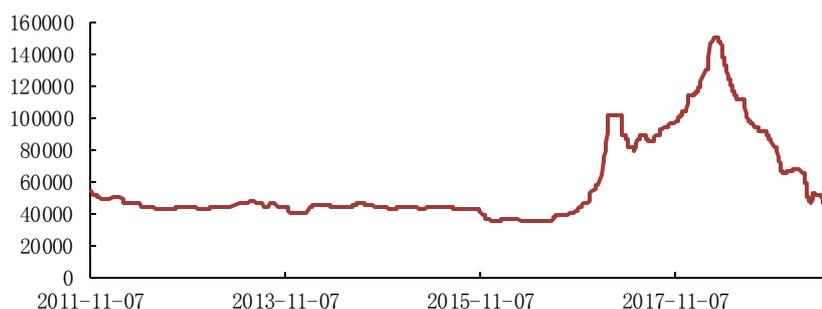
数据来源：海关总署、财通证券研究所

#### 4.4 硫酸钴

##### 4.4.1 价格

硫酸钴价格已由年初的 6.7 万元/吨下降至 3.9 万元/吨，下滑 41.79%。虽然 4 月初价格小幅反弹，但该次反弹仅持续了一周。由于补贴退坡政策过渡期到期，抢装已经完成，目前下游持观望态度，尚无补库存需求，因此实际交易情况不及预期，预期年内价格还有下调空间。

图 35：硫酸钴价格单位：(元/吨)



数据来源：Wind，财通证券研究所

##### 4.4.2 产量

根据 SMM 数据，2019 年 H1 中国硫酸钴总产量为 2.23 万吨，同比增涨 24%，环比 2018 年 H2 上涨 11%。江西及四川的废料回收生产供应商产量增多，并且江西某原生硫酸钴供应大厂春节后复产，开工率较高促使硫酸钴产量快速增长。4 月后硫酸钴产量增长出现拐点开始下滑，主要由于下游前驱体需求不及预期，叠加海外钴原料价格下滑增速不及硫酸钴成品，内外价格出现倒挂，盈利空间持续收窄。

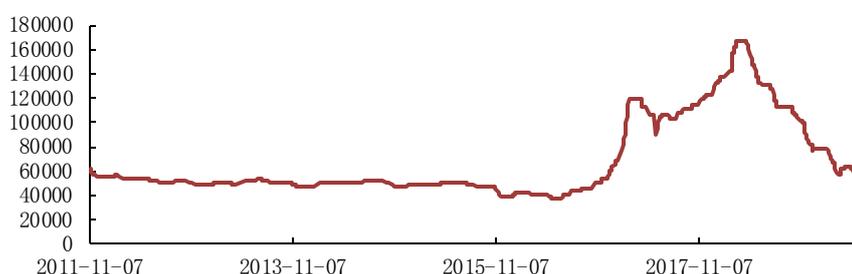
预期 2019 年 H2 硫酸钴产量 2.5 万吨，全年同比增长 24%。

## 4.5 氯化钴

### 4.5.1 价格

氯化钴价格由年初的 7.85 万元/吨降至 4.95 万元/吨，下滑 36.94%。4 月初价格出现过为期一个月的小幅反弹，随后进入下行通道。由于产能持续减少，供需结构得到改善，目前价格逐步持稳，生产商以代加工或长单交易为主，预期未来价格将保持稳定。

图 36：氯化钴价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

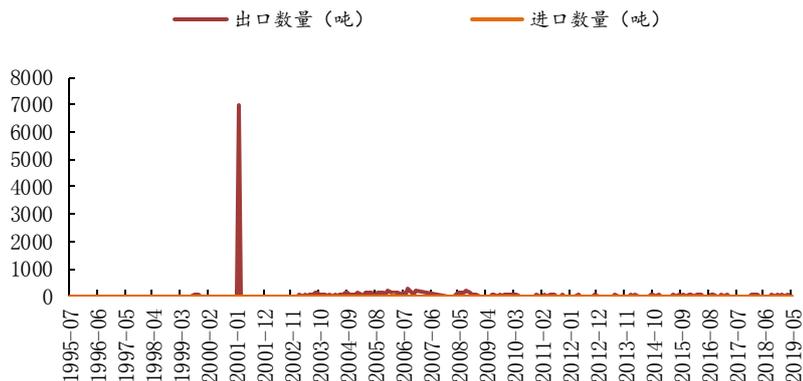
### 4.5.2 产量

根据 SMM 数据，2019 年 H1，中国氯化钴总产量为 1.51 万吨，同比上涨 15%，环比 2018 年 H2 上涨 18%。浙江某龙头大厂将硫酸钴产线转产氯化钴，增加氯化钴产量用于自制四氧化三钴，导致氯化钴产量增加。5 月后氯化钴产量开始下滑，主要是下游消费端需求进入淡季，且看跌后市情绪浓重，仅按需采购。预计 2019 年 H2 氯化钴产量 1.2 万吨，全年同比上涨 3%。

### 4.5.3 进出口量

2019 年 1-5 月，氯化钴出口量 110.33 吨，同比下滑 5.77%；进口量 330 吨，同比增长 153.85%。

图 37：进出口量



数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 4.6 投资建议

由于目前下游电池厂商仍以生产 NCM523 和 NCM622 电池为主,我们认为单块电池钴用量不会有较大改变,因此年内钴的用量还将伴随着新能源车的产量平稳增长。我们建议关注行业龙头华友钴业、寒锐钴业及盛屯矿业、合纵科技。

### 5、 锂

#### 5.1 供需关系

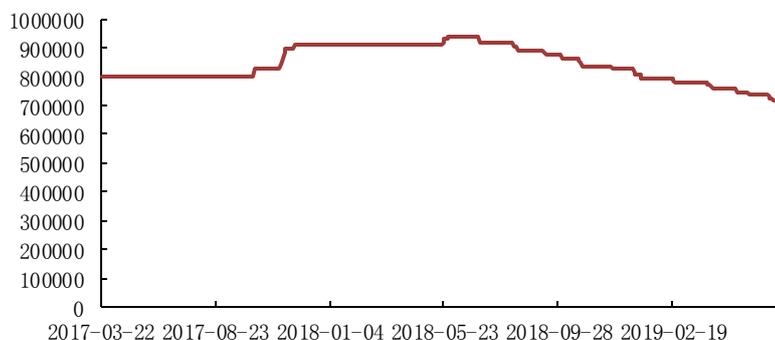
根据 SMM 数据,预计 2019 年中国金属锂产量 3600 实物吨,同比增长 12.5%。碳酸锂产量 12.5 万吨,同比增长 6.02%;氢氧化锂产量 6.5 万吨,同比增加 24.76%。中国锂原料供需过剩 10.9 万吨,,较去年下降 34.1%。

#### 5.2 锂金属

##### 5.2.1 价格

锂金属价格由年初的 80.5 万元下降至 72 万元,跌幅 10.56%。锂价下滑主要源于供给过剩及下游需求低于预期,预计年内还有小幅下调的空间。

图 38: 锂金属价格



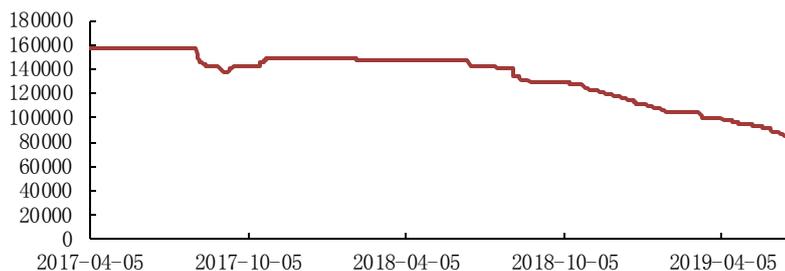
数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 5.3 氢氧化锂

#### 5.3.1 价格

电池级氢氧化锂价格 11.2 万元/吨降至 8.4 万元/吨，跌幅 25%。目前价额仍处于下行通道。由于补贴退坡政策过渡期结束，部分厂商为了降低成本，转产 NCM523，导致对电池级氢氧化锂的需求减少，预计年内价格将继续缓慢下滑。

图 39：国内氢氧化钴价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

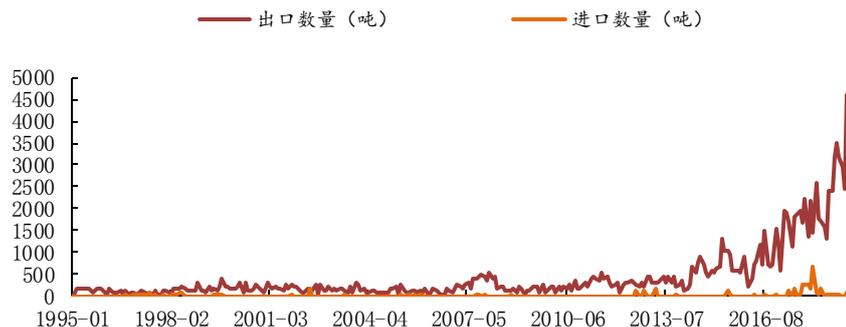
#### 5.3.2 产量

根据 SMM 数据，今年 H1，中国氢氧化锂总产量为 3.88 万吨，同比增加 84%，环比 2018 H2 增加 31%。Albemarle 的江西工厂、四川能投鼎盛锂业和九江通用锂业产能增加推动国内氢氧化锂产量增长。预期下半年氢氧化锂的产能增长或源于盛屯集团和雅化集团，但产量仅保持平稳增长。由于补贴退坡政策过渡期结束，部分供应商为了降低成本，将原来生产 NCM622 的产线转产 NCM523；一些正极材料供应商反映当前 NCM622 需求减弱，NCM523 需求有所增加，导致对电池级氢氧化锂的需求减少。预期今年下半年中国氢氧化锂总产量为 4.2 万吨。

#### 5.3.3 进出口

2019 年 1-5 月，氢氧化锂出口量 16164.5 吨，同比增长 66.44%；进口量 341.14 吨，同比下滑 69.59%。

图 40：氢氧化锂进出口量（单位：吨）



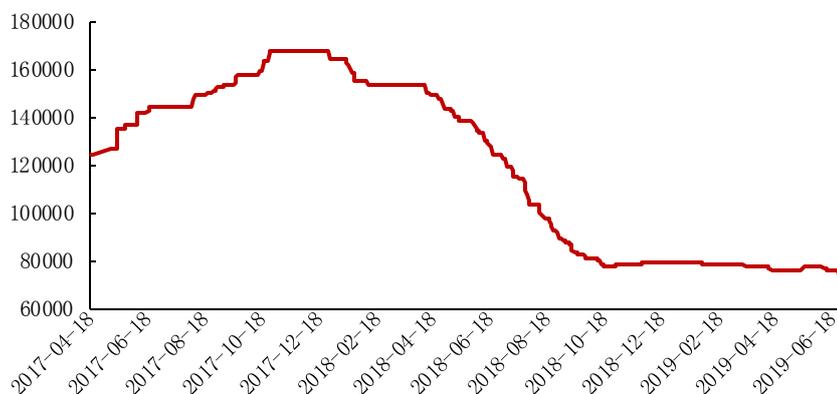
数据来源：海关总署，财通证券研究所

## 5.4 碳酸锂

### 5.4.1 价格

电池级碳酸锂价格由年初的 7.95 万元/吨下滑至 7.35 万元/吨，下滑 7.55%。供应商表示 7 月订单环比显著下降，散单交易稀少。工业级碳酸锂供应商也表示月中多在执行月初的订单，市场需求明显减弱，预计年内价格还将下行。

图 41：国内碳酸锂价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

### 5.4.2 产量

2019H1，国内碳酸锂总产量为 6.75 万吨，同比增加 29%，环比 2018H2 增加 5%。上半年碳酸锂供给增长源于赣锋锂业、四川能投鼎盛、南氏锂电和五矿盐湖产量增加。虽然产量有所增长，但增速不及预期。一方面，以锂辉石矿为原料的碳酸锂生产企业原料转化能力受限。从锂矿与产线的适配、调试到出产合格产品需要较长周期。另一方面，以盐湖为原料的碳酸锂生产企业的新项目建设投产周期较长。预期下半年碳酸锂产能增长或源于青海地区的新项目。但由于补贴退坡过渡期结束，下游厂商观望态度较重，近期产量已经出现了负增长。根据 SMM 数据，下半年中国碳酸锂产量增长有限，预计产量大约为 8.1 万吨。

### 5.4.3 投资建议

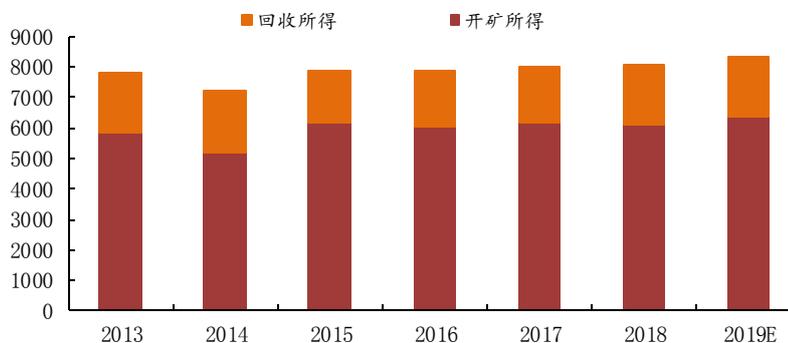
市场进入调整期，建议关注行业龙头。6月开始动力电池市场由于新能源补贴政策过渡期结束出现大面积减产，下游市场需求低迷，观望情绪浓厚，预计三季度整体市场将进入调整期，需要各大厂商适应，适应新的市场。我们认为这种低靡期是短暂、不可持续的。预计四季度下旬将会有所好转。待竞争力较弱的小产能出清后，行业龙头企业将拥有更高的市占率，因此我们建议关注天齐锂业、赣锋锂业。

## 6、铂金

### 6.1 供给

2019年供给量预期增长3.98%。铂金供给主要来源于采矿及回收，2018年全球铂金总供给量为7835 Koz，其中开矿所得5855 Koz，回收所得1980 koz;2019年1季度总供给2010 Koz，较去年同期增长15.19%，快速增长源于2018年冶炼厂维修和维护锁定的金属释放，南非产量得到大幅提升。其中采矿所得1530 koz，同比增长19.07%，回收所得480 Koz，同比增长4.35%，主要由于铂金价格持续走低，珠宝回收受到抑制。预期2019全年铂金总供给量8370 Koz，其中开矿所得6375 Koz，回收所得1995 Koz。

图 42：全球铂金供给 2013-2019E（单位：千盎司）



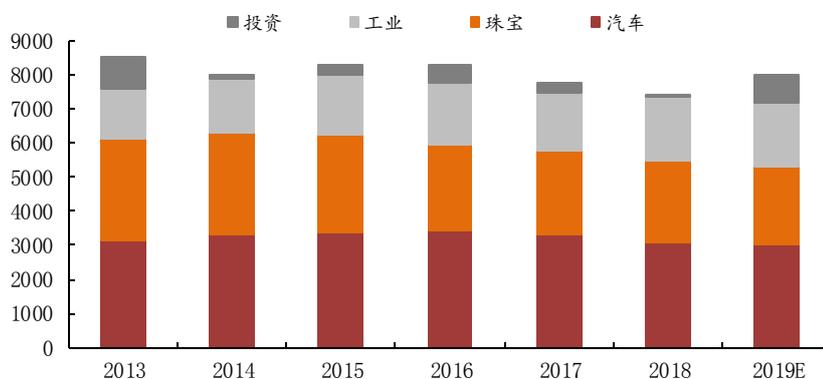
数据来源：WPIC，财通证券研究所

### 6.2 需求

2019年需求量预期增长8.33%。铂金需求主要源于汽车、珠宝、工业以及投资四个方面。2018年全球铂金总需求量为7380 Koz，其中汽车3105 Koz，珠宝2355 Koz，工业1890 Koz和投资5855 Koz;2019年1季度总需求量2560 Koz，较去年同期增长31.62%，其中汽车765 koz，同比下滑4.97%，主要是由于西欧柴油市场份额下降，汽车需求同比下滑，珠宝560 Koz，同比下滑7.44%，原因是中国区销售疲软，工业470 koz，同比下滑1.05%，投资765 koz，同比增长1175%。预期2019全年铂金总需求量7995 Koz，其中汽车3010 Koz，珠宝2310 Koz，

工业 1890 Koz 和投资 785 Koz。我们认为，2019 的需求增长是由投资需求增长推动的，抵消了今年汽车、珠宝和工业需求的下降。

图 43：2013-2019E 全球铂金需求（单位：千盎司）

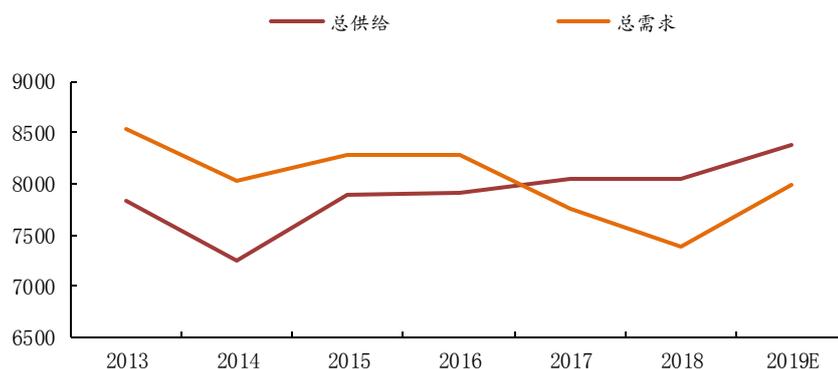


数据来源：WPIC, 财通证券研究所

2019 年第一季度汽车需求同比虽下降 5%，但环比仅下降 2%。近期，在德国和英国广为宣传的独立排放测试显示，柴油机的销售前景非常乐观。在德国，由 ADAC 进行的测试表明，目前在道路上测量的所有欧洲 6C 和 6D 温度车辆的氮氧化物（NOX）排放水平都比欧盟目前要求的低得多。试验车辆不仅明显低于道路试验（RDE 法）中使用的 168 mg/km 柴油车的公差值，而且也低于当前欧洲 6 级 WLTC 80 mg/km 的限值。

预计 2019 年汽车需求同比仅下降 3%，意味着铂自动催化剂需求下降速度放缓。现在，部分汽车制造商较之前更倾向于使用柴油，并考虑在其产品系列中保留柴油发动机选项更长时间，而不是尽早将其从生产中移除。今年 3 月，菲亚特克莱斯勒汽车集团宣布，将撤销之前的计划，在 2022 年之前从欧洲乘用车中削减柴油，并将保持在某些车型中使用柴油动力系统的灵活性。同时，马自达宣布将在其美国轻型汽车中使用一种新的低排放柴油发动机，以帮助将该品牌推向高端市场。这将有效支持正在进行的轻型柴油车生产和销售，从而带动自动催化剂中的铂的使用量。此外，2019 年柴油车销量有望增加，因为今年 9 月 1 日之后在欧洲销售的所有柴油车的氮氧化物排放量将低于 168 mg/km。汽油车中铂的使用，预期在年内被量化，对铂需求产生积极影响。

图 44：2013-2019E 全球铂金供需差额（单位：千盎司）



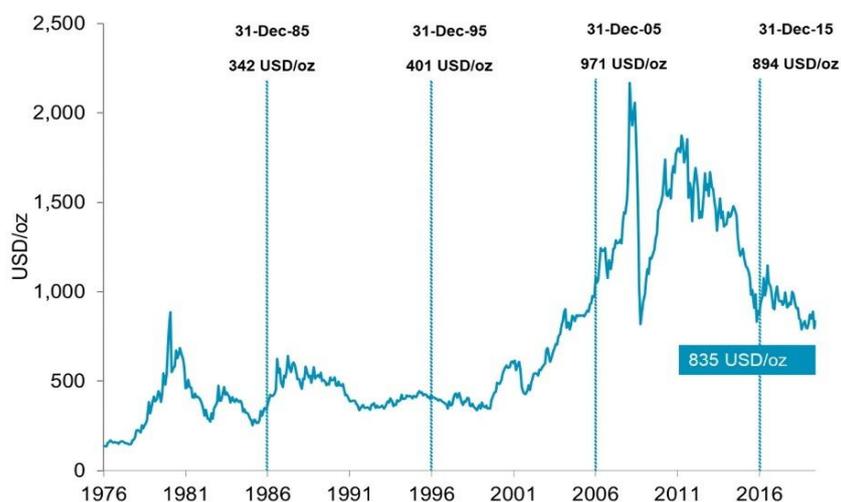
数据来源: WPIC, 财通证券研究所

2019 年供给过剩将得到较大改善。2018 年, 铂供给盈余 670 Koz。随着今年的发展, 我们预期供需差额将持续收窄。根据 WPIC 数据, 预计 2019 年的铂盈余会进一步收窄至 375 Koz。

### 6.3 价格

目前, 无论国际还是国内, 铂金价格都处于历史低位。2019 年 H1, 国内铂均价 194.6 元/克, 较去年同期下滑 12.5%。今年, 作为投资品种, 铂的需求有显著增长, 甚至抵御了在汽车和珠宝方面的需求疲软。预期年内价格将逐步持稳, 有望小幅回升。

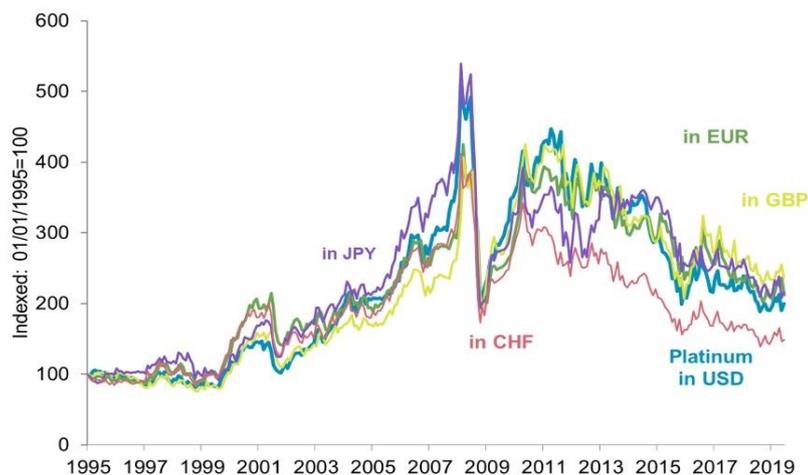
图 45: 1976 年至今的铂价格



Source: Bloomberg, WPIC research For index information refer to asset definitions table Update: 30-Jun-2019

数据来源: WPIC, 财通证券研究所

图 46: 1995 至今发达国家铂价格



Source: Bloomberg, WPIC research For index information refer to asset definitions table Update: 30-Jun-2019

数据来源: WPIC, 财通证券研究所

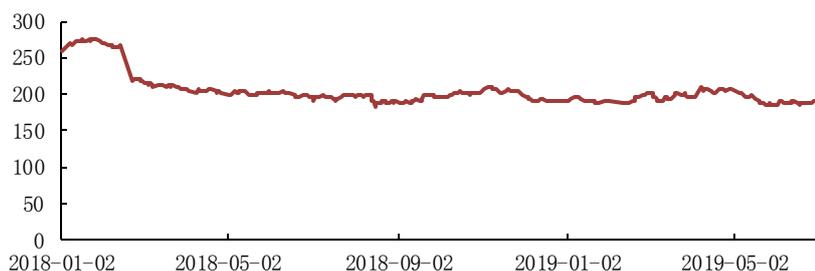
图47: 1973至今发展中国家铂价格



Source: Bloomberg, WPIC research For index information refer to asset definitions table Update: 30-Jun-2019

数据来源: WPIC, 财通证券研究所

图48: 国内铂价格(单位: 元/克)



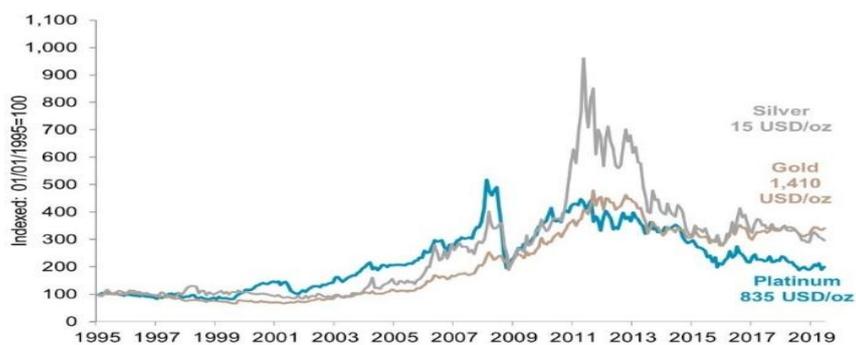
数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 6.4 未来预期

燃料电池发展将为铂带来新的机会。燃料电池作为目前国内除三元电池以外的动力电池，开始被关注。目前的燃料电池车单车铂用量约 30-40g。铂载量方面，国内外膜电极厂商差异较大。国外厂商，如 3M 的铂载量 0.118mg/cm<sup>2</sup>，Gore 为 0.175g/kw。国内厂商铂载量约为 0.3-0.4g/kw。虽然，各大厂商为了降低电池成本提倡去铂化，但短期内难以实现。并且，环保压力将会迫使车企加深在燃料电池车方面的投入，因此铂在燃料电池方面的应用将成为未来新的增长点。

#### 6.5 投资建议

图 49：铂金、金、银的价格对比



Source: Bloomberg, WPIC research For index information refer to asset definitions table Update: 30-Jun-2019

数据来源: WPIC, 财通证券研究所

铂金供应相对受限，需求方面，总的 PGM 汽车需求增长持续长且对于尾气排放限制越来越严格，钯和铂之间的市场平衡不匹配证明了其相互之前具有替代性。目前，铂金价格相对于铂金本身、黄金和银而言处于历史低位，投资需求显著增加。我们建议关注铂金相关标的贵研铂业、白银有色。

信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；  
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；  
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。