

行业点评

有色金属

看好新一轮库存周期下的有色金属行情

2019年08月05日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
有色金属	-5.40	-1.67	-6.83
沪深300	-3.74	-4.24	13.04

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

18373169614

相关报告

- 1 《有色金属: 白银行业点评: 静待白银行情的启动》 2019-07-15
- 2 《有色金属: 黄金行业深度报告—黄金绽放光芒》 2019-07-10
- 3 《有色金属: 有色金属行业 2019 年 5 月份报告: 稀土价格上涨, 关注黄金机会》 2019-06-12

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
云南铜业	0.36	28.14	0.40	25.33	0.44	23.02	谨慎推荐
江西铜业	0.71	20.37	0.80	18.08	0.93	15.55	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 库存周期是经济周期中重要的短周期, PMI 和 PPI 是库存周期的先行指标。我们发现 PMI 和 PPI 是库存周期的先行指标, 当需求启动时, PMI 出现回升, 价格反弹, 会随后带动企业的补库行为, 库存周期启动。PMI 数据往往提前企业库存变动 5-11 个月, PPI 的变动往往提前库存变动 1-9 个月。
- 从中观角度观测, 我们认为有色金属库存目前处于历史低位, 未来有望产生补库行为。从 PMI 角度, 目前 PMI 在触底区间, 2019 年 7 月 PMI 为 49.7, 相比 6 月的 49.4 略有回升; 从 PPI 角度, 2019 年 6 月的 PPI 数据仍在回落, 尚未触底回升。PMI 和 PPI 两个库存周期的领先指标尚未出现明显反转, 我们认为新一轮库存周期尚未启动。从我们观测的全球主要经济体的 PMI 走势来看, 在 PMI 周期的规律仍有效的前提下, 我们推测 PMI 有望在 2019 年 Q3 触底回升。按照 PMI、PPI 数据平均领先 5-8 个月来推测, 新一轮库存周期有望在 2020 年 Q1 启动。从中观角度, 有色金属矿采选业产成品存货和有色金属冶炼及压延加工业产成品存货的同比增速, 落入历史上库存周期末期的区间, 未来有望产生补库行为。
- 看好新一轮库存周期下的有色金属行情: 我们认为 PMI、PPI 或将在 2019 年 Q3 触底回升, 随后引发 2020 年 Q1 开始的新一轮的库存周期, 看好有色金属在此轮库存周期中的价格止跌反弹。建议关注云南铜业、江西铜业。
- 风险提示: (1) 宏观经济意外下滑; (2) 政治环境变化超预期; (3) 货币政策变化超预期。

1 库存周期是经济周期中重要的短周期

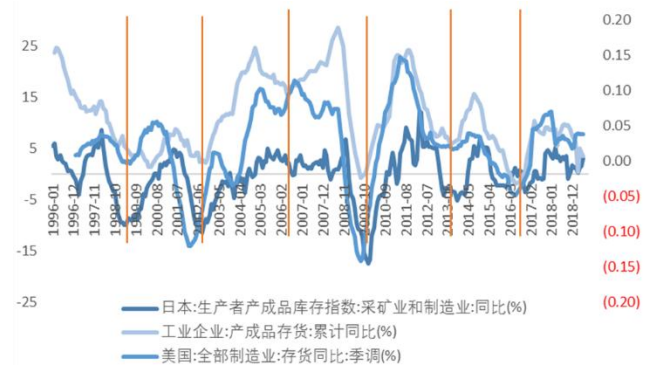
库存周期是经济周期中重要的短周期。对于库存周期的观察，我们采用 PMI 指数、工业企业产成品存货增速、PPI 等等相关指标进行观察。首先观察全球主要经济体的 PMI 周期的变化，我们发现其变动具有趋同性，从 2005 年 6 月以来经历了近四个周期，每个周期的时间大约是 42 个月。对其变动时间的一致性现象，我们认为可能是由企业的生产周期决定的，当下游需求转暖，企业往往开启补库存行为，然后伴随着价格的上涨，供需逆转，随后企业经历主动的去库存阶段，然后随着价格的一路下跌，企业进入被动去库存阶段，直到库存进入新的低点，随后被动补库存引发新一轮的库存周期。

图 1：全球 PMI 指数和大宗商品价格



资料来源：wind，财富证券

图 2：全球库存周期的变动



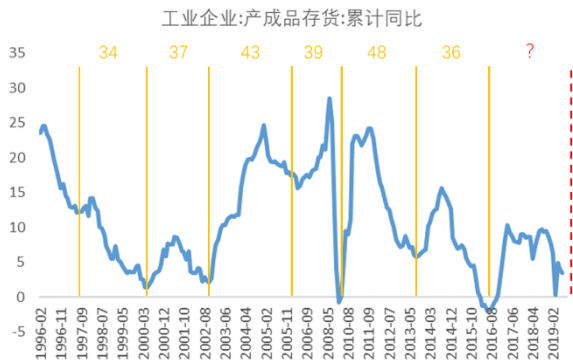
资料来源：wind，财富证券

2 国内新一轮库存周期或将来临

国内库存周期平均持续 37.6 个月，此轮库存周期时间接近历史平均值。对于国内的库存周期的观察，我们选取工业企业产成品存货这个指标来观察，我们发现从 1997 年 7 月份以来，国内经历了大约 7 个完整的库存周期，历时 263 个月，平均库存周期为 37.6 个月。本轮库存周期从 2016 年 6 月启动，截止 2019 年 7 月份经历了 37 个月，从时间区间看，和历史上的 37.5 个月的平均周期吻合较好，从存货的同比增速的绝对值来看，2019 年 6 月同比增速为 3.5%，和历史上次几次极小值较为接近。

PMI 和 PPI 是库存周期的先行指标。我们认为需求启动时，PMI 出现回升，会引发企业的补库行为，库存周期启动。我们观察国内的 PMI 变动和企业产成品存货的变动顺序，发现 PMI 数据往往提前企业存货数据 5-11 个月。价格往往是库存变动的先行指标，我们观察国内的 PPI 和企业产成品存货的变动顺序，发现 PPI 的变动往往提前库存 1-9 个月，同时 PPI 趋势和库存变动趋势吻合度较好。

图 3：国内存货周期变动（%）



资料来源：wind，财富证券

图 4：中国 PMI 和存货周期



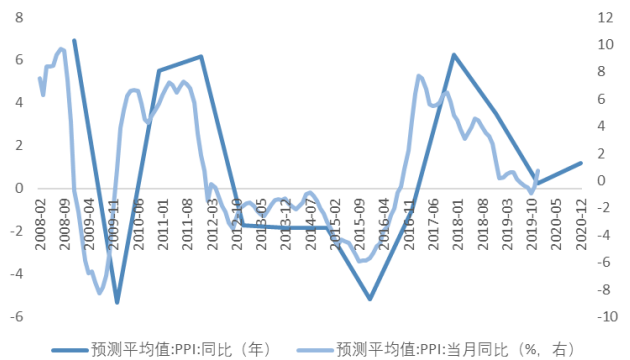
资料来源：wind，财富证券

图 5：国内库业库存和 PPI 变动情况



资料来源：wind，财富证券

图 6：PPI 变动趋势以及预测趋势



资料来源：wind，财富证券

国内的库存周期或将在 2020 年 Q1 启动。从 PMI 角度来看，目前 PMI 在触底区间，2019 年 7 月份 PMI 为 49.7（连续三个月位于荣枯线以下），相比 6 月的 49.4 略有回升；从 PPI 角度，2019 年 6 月的 PPI 数据仍在下落期，尚未触底回升。PMI 和 PPI 两个库存周期的领先指标尚未出现明显反转，我们认为新一轮库存周期尚未启动。从我们观测的全球主要经济体的 PMI 走势来看，在 PMI 周期的规律仍有效的前提下，我们推测 PMI 有望在 2019 年 Q3 触底回升。按照 PMI、PPI 数据平均领先 5-8 个月来推测，新一轮库存周期有望在 2020 年 Q1 启动。

从中观角度观测，我们认为有色金属库存目前处于历史低位，未来有望产生补库行为。以上的分析均是从历史数据的回测进行的宏观推测，我们接下来从中观角度进行验证。对于我们关注的有色金属的行业库存情况，我们选取有色金属矿采选业产成品存货和有色金属冶炼及压延加工业产成品存货的同比增速数据观察，采选业库存变化滞后于冶炼及压延加工业的库存，截止 2019 年 6 月份，采选业和冶炼及压延加工业库存同比增速分别为-7.2%和-0.1%，冶炼加工业目前的库存同比增速尚在回落中，同时从同比增速

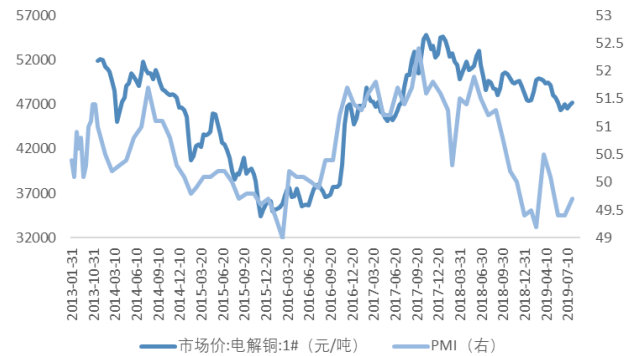
的绝对值方面来看，已经落入历史上库存周期末期的区间，未来有望产生补库行为。我们选取有色行业中的铜金属进行分析，由于铜的应用广泛，我们认为可以较好的表现下游工业需求情况。我们维持 2019 年中策略报告的观点，目前铜的供给偏紧，但是需求的羸弱拖累了价格攀升，静待下半年的 PMI 触底回升以及房地产竣工周期的带动下的需求的边际转暖。同时从金融属性上，看好 2019 年年底的美元指数下调带来的共振。从铜金属的分析发现，这和我们回测历史数据得到的 2019 年 Q3 左右 PMI 触底，2020 年 Q1 新一轮库存周期开启的观点较为吻合。

图 7：有色金属行业库存情况



资料来源：wind，财富证券

图 8：国内铜价和 PMI 走势



资料来源：wind，财富证券

综上所述，我们认为 PMI、PPI 或将在 2019 年 Q3 左右触底回升，带动基本金属价格的止跌反弹，随后在 2020 年 Q1 引发新一轮的库存周期，看好铜金属在此轮库存周期中的价格止跌反弹。建议关注云南铜业、江西铜业。

3 风险提示

- (1) 宏观经济意外下滑；
- (2) 政治环境变化超预期；
- (3) 货币政策变化超预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438