

有色金属行业

上半年总结及展望：盈利预期逐步好转

核心观点：

● 关注盈利预期好转带来的投资机会

基本金属：铝供给瓶颈渐现，大气治理或带来电解铝减产，同时铝库存持续去化，需求反弹弹性大；供给增长或低于预期，宏观经济预期转暖或带动铜价中枢上行；锡供给拐点已至，静待需求反转。

贵金属：美国经济增速下行压力大，降息趋势或进一步确立，非美经济体仍显强势，美元指数或阶段性承压，金价或震荡上行。

小金属及新材料：钛行业景气向上，关注钛材需求的持续增长带来企业盈利的快速提升；砷化镓需求或受益 5G 应用推广而快速增长；高温合金在航空、船舶领域的需求有望持续增加；钼矿供给受限，需求持续增长，钼价将稳步上行；嘉能可关停 Mutanda 铜钴矿，钴价或受益上涨；锂价或将触底反弹。

● 二季度盈利降幅有所收窄

据各公司披露的半年报，19 年上半年 105 家公司实现归母净利 170 亿元，同比下降 28%，主要是受金属价格下跌影响；二季度实现归母净利 91 亿元，同比下降 21%，盈利下降幅度有所收窄。

从子行业来看，上半年 26 家铝企业实现归母净利 30 亿元，同比增长 23%；13 家铅锌企业实现归母净利 21 亿元，同比增长 36%（冶炼费上涨，株冶集团大幅扭亏 13 亿元）；14 家铜企业实现归母净利润 43 亿元，同比增长 7%；稀土企业实现归母净利润 5.6 亿元，同比增长 25%。

● 上半年金价震荡上行，基本金属、小金属回落

基本金属：美国经济增速边际放缓、中国经济增速小幅下滑，宏观经济预期悲观致基本金属价格下跌，上半年 LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍价格变化分别为 1.5%、-3.2%、-3.9%、1.6%、-3.4%、19.1%。

贵金属：美国经济增速边际放缓且下行预期强，美联储降息预期持续增加，受此影响，上半年 COMEX 黄金上涨 9.9%至 1413 美元/盎司。

小金属：上半年，受新能源汽车补贴退坡影响，电池级碳酸锂从 7.9 万元/吨跌至 7.5 万元/吨，电解钴跌 33%至 23.7 万元/吨；供给收缩叠加补库需求，氧化镨钕涨 10%至 34.75 万元/吨，氧化镝涨 60%至 193.5 万元/吨；泛亚 APT 库存释放预期影响，钨精矿跌 15%至 8.1 万元/吨；钼矿供给紧张，钼精矿涨 5%至 1790 元/吨度。

● 风险提示

中国经济增速及投资增速持续下滑；美联储货币政策导向发生变化；环保核查政策执行不及预期；补贴退坡后，企业发展新能源汽车的积极性不高，造成产销不及预期；全球贸易争端进一步影响宏观经济增速。

行业评级

买入

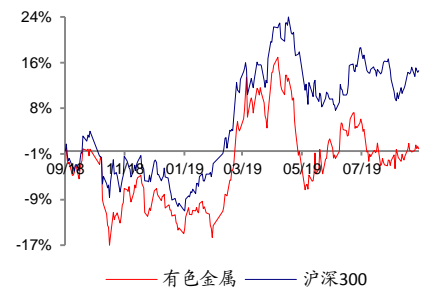
前次评级

买入

报告日期

2019-09-03

相对市场表现


分析师：

巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006

SFC CE No. BNV287



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

分析师：

宫帅



SAC 执证号：S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

相关研究：

有色金属行业:钛专题一:从 2019-08-29

V-A 历史看宝钛发展模式

有色金属行业:金铝稀土涨价, 2019-08-25

先进材料启航

有色金属行业:金铝锌涨钨稳 2019-08-18

定, 钴外强内弱

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
洛阳钼业	603993.SH/ 03993.HK	CNY	3.59	2019/8/28	买入	5.45/3.81	0.10	0.14	37.10	26.50	13.33	11.23	5.40	7.00
紫金矿业	601899.SH/ 02899.HK	CNY	3.66	2019/8/30	买入	4.5/3.55	0.18	0.24	19.83	14.88	8.63	7.61	9.60	11.60
铜陵有色	000630.SZ	CNY	2.24	2019/4/14	买入	3.19	0.08	0.10	20.22	17.33	6.11	5.06	4.80	5.20
驰宏锌锗	600497.SH	CNY	4.49	2019/3/24	买入	7.50	0.25	0.28	16.09	13.79	0.00	0.00	8.20	8.30
中金岭南	000060.SZ	CNY	4.10	2019/9/1	买入	6.50	0.27	0.27	23.89	19.11	9.03	8.03	8.20	7.70
宝钛股份	600456.SH	CNY	24.20	2019/8/21	买入	31.00	0.65	0.85	18.36	16.39	15.05	14.90	7.30	8.70
天齐锂业	002466.SZ	CNY	22.95	2019/8/23	买入	28.00	0.44	1.08	15.52	15.52	9.96	9.88	4.40	9.70
赣锋锂业	002460.SZ/ 01772.HK	CNY	20.85	2019/5/21	买入	29.75/17.5	0.85	1.17	39.62	30.29	19.30	16.62	12.40	14.60
东阳光	600673.SH	CNY	7.69	2019/8/21	买入	12.00	0.43	0.58	53.27	21.70	19.15	15.82	16.10	17.90
银泰资源	000975.SZ	CNY	16.71	2019/8/20	买入	17.10	0.57	0.61	24.99	18.15	26.15	17.88	11.90	11.30
威华股份	002240.SZ	CNY	7.74	2019/7/25	买入	8.44	0.34	0.45	17.91	13.28	10.56	8.21	7.70	9.40
金钼股份	601958.SH	CNY	6.65	2019/8/27	买入	8.80	0.22	0.43	29.30	27.38	15.00	14.24	5.10	9.10
华钰矿业	601020.SH	CNY	9.38	2019/8/28	买入	11.98	0.23	0.64	22.97	17.36	15.37	12.38	5.80	13.80
锡业股份	000960.SZ	CNY	10.18	2019/4/17	增持	14.76	0.60	0.69	31.50	16.12	15.08	9.09	7.70	8.10
盛和资源	600392.SH	CNY	9.64	2019/8/20	增持	13.80	0.23	0.28	41.48	14.91	36.72	10.87	7.20	8.00
厦门钨业	600549.SH	CNY	12.96	2019/8/22	增持	16.80	0.30	0.42	17.77	15.45	12.03	10.38	5.60	7.30

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 港股合理价值货币单位为港元/股。

目录索引

二季度盈利降幅有所收窄	5
受金属价格下跌影响，二季度盈利同比降 21%，降幅有所收窄	5
库存水平持续上行，经营杠杆有所回升	10
经营现金流继续好转，资本开支增加	11
上半年金价震荡上行，基本金属、小金属回落	12
宏观经济预期悲观，基本金属价格回落	12
美联储降息预期持续升温，金价上半年涨 9.9%	14
稀土涨价，钼坚挺，锂钴钨承压	15
关注盈利预期好转带来的投资机会	18
基本金属：供给收缩成趋势，需求预期转暖弹性大	18
贵金属：美国经济边际下行压力大，金价或高位震荡上行	19
小金属及新材料：关注钛、钨、砷化镓及高温合金需求的增长	20
锂电材料：嘉能可关停 MUTANDA，钴价或受益上涨；锂价或将触底	21
风险提示	22

图表索引

图 1: 2011-2019 年上半年有色金属板块收入、归母净利情况 (亿元)	5
图 2: 2011-2019 年二季度有色金属板块收入、归母净利情况 (亿元)	5
图 3: 2011-2019 年有色金属板块收入、归母净利单季度走势 (亿元)	6
图 4: 2019 年上半年前十名盈利企业归母净利润情况 (亿元)	8
图 5: 2019 年二季度前十名盈利企业归母净利润情况 (亿元)	9
图 6: 2019 年上半年前十名亏损企业归母净利润情况 (亿元)	9
图 7: 2019 年二季度前十名亏损企业归母净利润情况 (亿元)	10
图 8: 2011 年-2019 年行业存货及资产负债率情况 (亿元)	11
图 9: 2011 年-2019 年二季度行业经营和投资现金流情况 (亿元)	11
图 10: LME 和 SHFE 铜价格走势 (美元/吨、元/吨)	12
图 11: LME 和 SHFE 铝价格走势 (美元/吨、元/吨)	13
图 12: LME 和 SHFE 铅价格走势 (美元/吨、元/吨)	13
图 13: LME 和 SHFE 锌价格走势 (美元/吨、元/吨)	13
图 14: LME 锡、镍价格走势 (美元/吨)	14
图 15: COMEX 和 SHFE 黄金价格走势 (美元/盎司、元/克)	14
图 16: COMEX 和 SHFE 白银价格走势 (美元/盎司、元/千克)	15
图 17: 氧化镨钕、氧化镝价格走势 (元/公斤、万元/吨)	15
图 18: 黑钨精矿、硬质合金刀具价格走势 (元/吨、元/公斤)	16
图 19: 国内钨铁、钨精矿价格走势 (万元/吨、元/吨度)	16
图 20: 国内电池级碳酸锂、氢氧化锂价格走势 (元/吨)	17
图 21: 国内电解钴、硫酸钴价格走势 (万元/吨)	17
表 1: 2018 年 H1 和 2019 年 H1 有色金属行业盈利情况 (亿元)	7
表 2: 2018 年 Q2 和 2019 年 Q2 有色金属行业盈利情况 (亿元)	8
表 3: 2018 年和 2019 年上半年各子行业库存及资产负债率情况 (亿元)	10

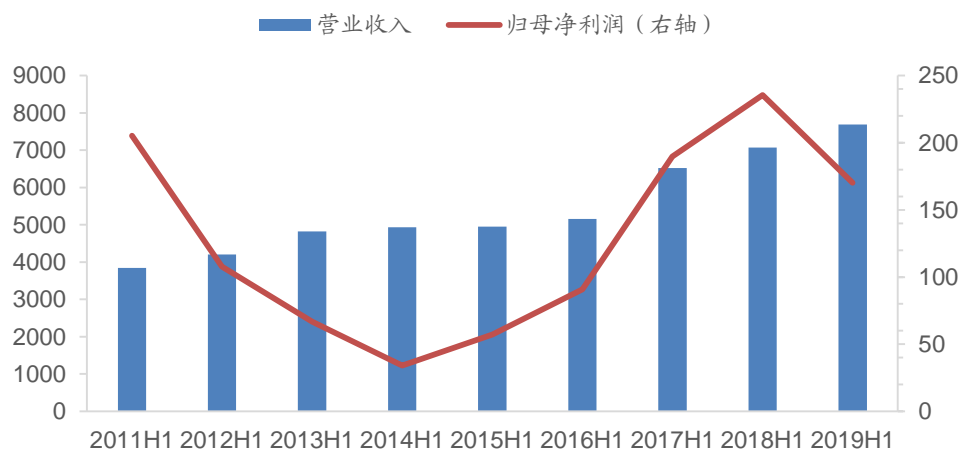
二季度盈利降幅有所收窄

受金属价格下跌影响，二季度盈利同比降 21%，降幅有所收窄

据各公司披露的半年报，2019年上半年105家有色金属企业实现营收7687亿元（18年上半年为7070亿元），同比增长9%；实现毛利737亿元（18年上半年为772亿元），同比下降4%；实现归母净利润170亿元（18年上半年为236亿元），同比下降28%。受金属价格和行业毛利率同比下降影响，上半年行业盈利整体回调。

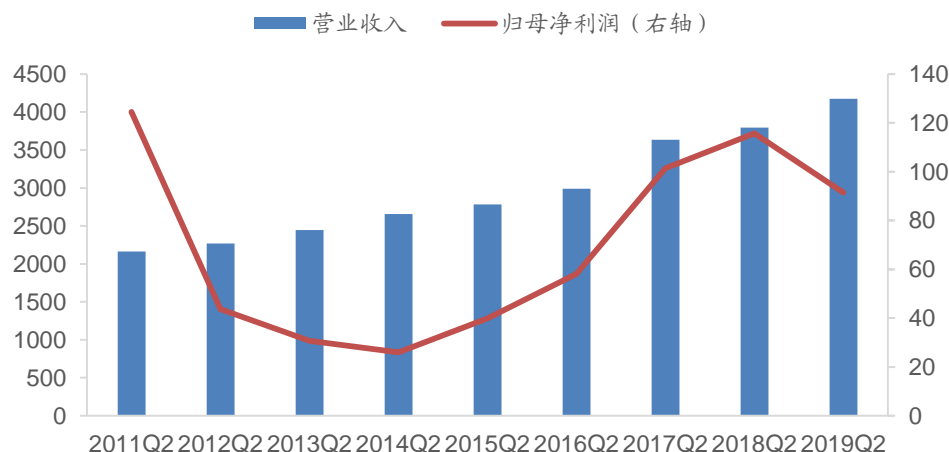
从二季度情况来看，2019年二季度105家有色金属企业实现营收4174亿元（2018年二季度为3794亿元），同比增长10%，实现毛利396亿元（18年上半年为410亿元），同比下降3%；实现归母净利润91亿元（18年上半年为116亿元），同比下降21%，盈利下降幅度有所收窄。

图1：2011-2019年上半年有色金属板块收入、归母净利润情况（亿元）



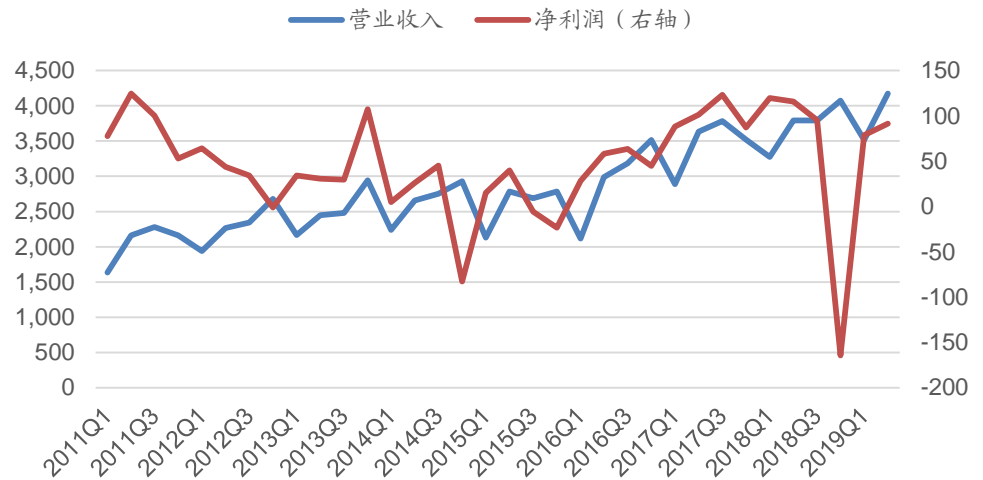
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：2011-2019年二季度有色金属板块收入、归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：2011-2019年有色金属板块收入、归母净利润单季度走势（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

说明：2018年四季度归母净利润大幅下降主要是因为部分企业大幅计提减值所致。

上半年，从有色金属行业的各子板块来看：

工业金属：

工业金属中，26家铝企业上半年实现归母净利润30亿元，同比增长23%，主要因为去年同期铝土矿和氧化铝因产能受限价格上涨，而电解铝价格下跌，吨盈利水平下跌，今年上半年氧化铝价格回落，电解铝持续去库存价格上涨，吨盈利水平增加；13家铅锌企业实现归母净利润21亿元，同比增长36%，主要是冶炼费上涨，株冶集团大幅扭亏13亿元；14家铜企业实现归母净利润43亿元，同比增长7%。

贵金属：

12家黄金企业实现归母净利润31亿元，同比下降22%，剔除紫金矿业后（其业绩主要来自于铜锌板块），实现归母净利润12.6亿元，同比下降15%（去年同期14.8亿元），主要由于目前部分黄金矿山企业品位下滑导致成本增加以及金饰企业亏损。

小金属：

小金属中，4家锂企业受碳酸锂价格下跌的影响，实现归母净利润3.6亿元，同比下降82%；3家钴企业实现归母净利润7.6亿元，同比下降85%，剔除洛阳钼业后，实现归母净利润-0.4亿元（去年同期为20.4亿元）；4家稀土企业实现归母净利润5.6亿元，同比增长25%，主要是二季度开始受缅甸稀土进口受限，叠加产业链备货屯库影响稀土价格上涨影响；4家钨企业归母净利润1.6亿元，同比下降67%，主要是受泛亚APT库存释放预期影响，钨精矿价格同比下跌；4家永磁材料企业实现归母净利润2.7亿元，同比下降2%。

表 1: 2018 年 H1 和 2019 年 H1 有色金属行业盈利情况 (亿元)

行业	营业收入			毛利			归母净利润		
	2018 年 H1	2019 年 H1	同比	2018 年 H1	2019 年 H1	同比	2018 年 H1	2019 年 H1	同比
黄金	1,179	1,436	22%	138	149	8%	40.1	31.1	-22%
铝	1,576	1,766	12%	150	199	33%	24.3	30.0	23%
铜	2,594	2,815	9%	140	150	7%	40.5	43.2	7%
铅锌	557	468	-16%	79	58	-26%	15.3	20.8	36%
稀土	105	149	43%	15	16	7%	4.5	5.6	25%
永磁	41	38	-7%	8	7	-13%	2.8	2.7	-2%
钨	142	140	-1%	27	23	-12%	4.8	1.6	-67%
锂	59	56	-5%	35	23	-33%	20.3	3.6	-82%
钴	223	200	-10%	96	33	-65%	51.6	7.6	-85%
其他	595	619	4%	85	77	-9%	31.5	24.0	-24%
合计	7,070	7,687	9%	772	737	-4%	235.6	170.2	-28%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二季度, 从有色金属行业的各子板块来看:

工业金属:

工业金属中, 26家铝企业二季度实现归母净利润18.7亿元, 同比增长36%, 主要因为二季度氧化铝价格回调, 电解铝因去库存价格上涨, 吨铝盈利水平增加; 13家铅锌企业实现归母净利润10亿元, 同比增长904%, 主要是去年同期株冶集团大幅亏损, 剔除该因素后盈利水平同比下降; 14家铜企业实现归母净利润22.8亿元, 同比增长22%, 主要是由于铜加工企业盈利均实现小幅提升。

贵金属:

12家黄金企业实现归母净利润15.8亿元, 同比下降25%, 剔除紫金矿业后(其业绩主要来自于铜锌板块), 实现归母净利润6.0亿元, 同比下降10%(去年同期6.6亿元), 主要由于金饰企业亏损, 剔除该因素后盈利同比增长。

小金属:

小金属中, 4家锂企业受碳酸锂价格下跌的影响, 实现归母净利润0.6亿元, 同比下降95%; 3家钴企业实现归母净利润4.9亿元, 同比下降81%, 剔除洛阳钼业后, 实现归母净利润0亿元(去年同期为9.3亿元); 4家稀土企业实现归母净利润3.8亿元, 同比增长61%, 主要是受缅甸稀土进口受限的影响, 中重稀土价格大幅上涨, 受中美贸易争端的影响, 稀土产业链备货屯库行为导致氧化镨钕价格出现快速上涨; 4家钨企业归母净利润1.2亿元, 同比下降67%, 主要是受泛亚APT库存释放预期的影响, 钨精矿价格同比下跌; 4家永磁材料企业实现归母净利润0.8亿元, 同比下降49%, 主要是稀土价格在二季度快速上涨, 成本端压力增加。

表 2: 2018 年 Q2 和 2019 年 Q2 有色金属行业盈利情况 (亿元)

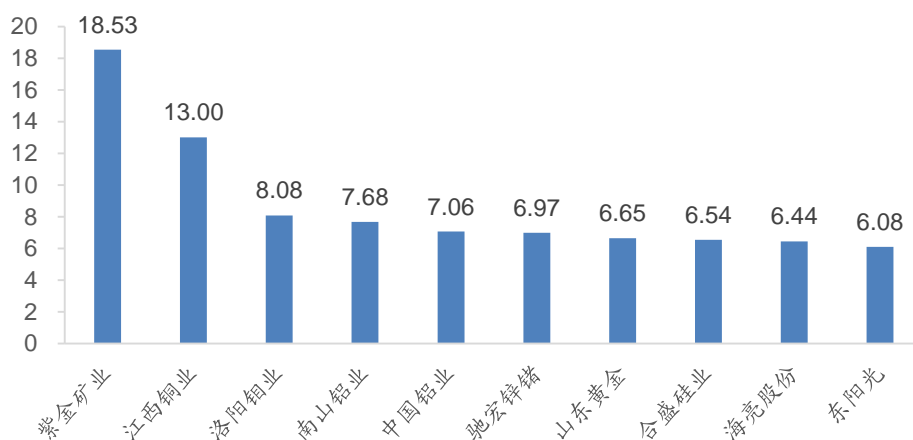
行业	营业收入			毛利			归母净利润		
	2018 年 Q2	2019 年 Q2	同比	2018 年 Q2	2019 年 Q2	同比	2018 年 Q2	2019 年 Q2	同比
黄金	623	824	32%	70	77	10%	21.0	15.8	-25%
铝	853	934	9%	81	109	34%	13.8	18.7	36%
铜	1,389	1,524	10%	80	81	2%	18.7	22.8	22%
铅锌	304	242	-20%	40	28	-29%	1.0	10.0	904%
稀土	54	84	57%	8	10	22%	2.3	3.8	61%
永磁	22	20	-11%	4	4	-11%	1.6	0.8	-49%
钨	82	75	-9%	17	14	-18%	3.6	1.2	-67%
锂	31	29	-8%	17	12	-30%	10.6	0.6	-95%
钴	107	106	-1%	46	21	-55%	25.0	4.9	-81%
其他	328	337	3%	46	40	-12%	18.0	12.9	-29%
合计	3,794	4,174	10%	410	396	-3%	115.8	91.4	-21%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从所统计的105家公司的情况来看:

19年上半年, 86家企业盈利, 实现归母净利润188亿元, 而18年上半年89家企业盈利, 实现归母净利润264亿元, 主要是受锂钴价格大幅下跌影响, 锂钴板块企业盈利水平大幅下跌。前五名盈利企业(归母净利润)分别为: 紫金矿业(18.5亿元)、江西铜业(13.0亿元)、洛阳钼业(8.1亿元)、南山铝业(7.7亿元)、中国铝业(7.1亿元), 五家龙头企业盈利占全行业比重为32%, 前十名企业盈利占全行业比重为51%, 意味着行业不到10%的企业盈利占到了一半以上, 龙头效应凸显。

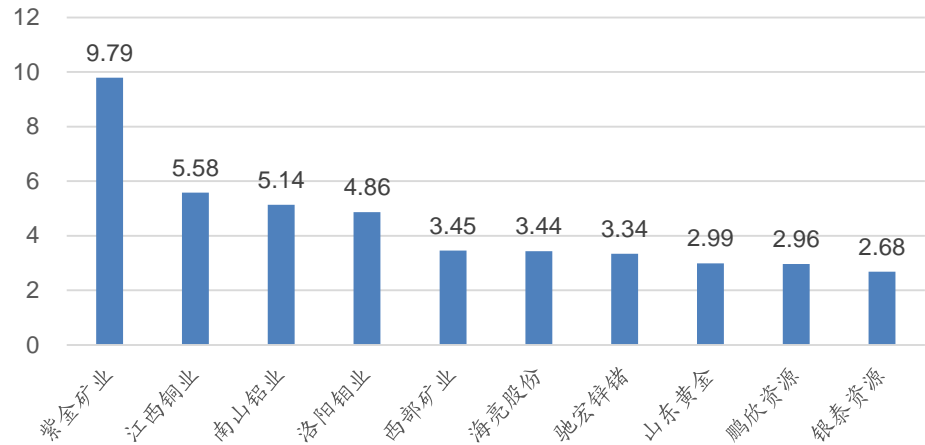
图 4: 2019 年上半年前十名盈利企业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

19年二季度，87家企业盈利，实现归母净利润102亿元，而18年上半年91家企业盈利，实现归母净利润142亿元，主要是受锂钴价格大幅下跌影响，锂钴板块企业盈利水平大幅下跌。前五名盈利企业（归母净利润）分别为：紫金矿业（9.8亿元）、江西铜业（5.6亿元）、南山铝业（5.14亿元）、洛阳钼业（4.9亿元）、西部矿业（3.5亿元），五家龙头企业盈利占全行业比重为28%，前十名企业盈利占全行业比重为43%。

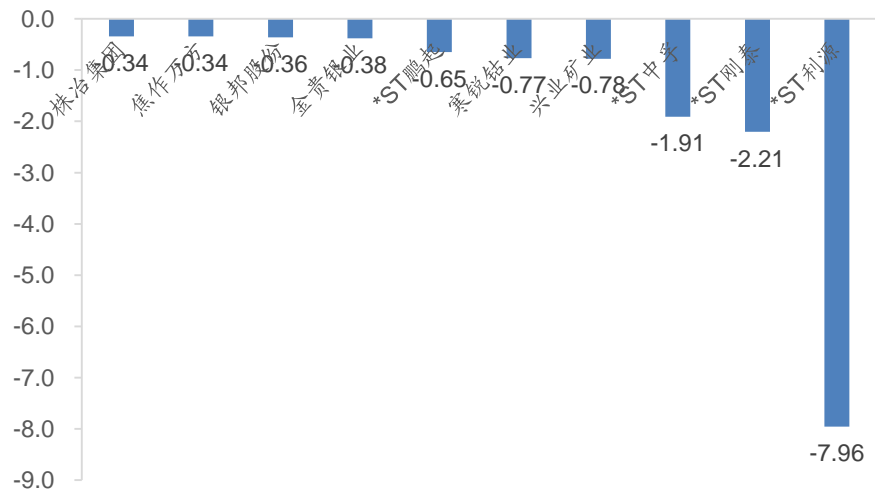
图5：2019年二季度前十名盈利企业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

19年上半年，19家企业亏损，亏损归母净利润18亿元，18年上半年，仅16家企业亏损，亏损归母净利润28亿元。前五名亏损企业（归母净利润）分别为：*ST利源（-8.0亿元）、*ST刚泰（-2.2亿元）、*ST中孚（-1.9亿元）、兴业矿业（-0.8亿元）、寒锐钴业（-0.8亿元）。

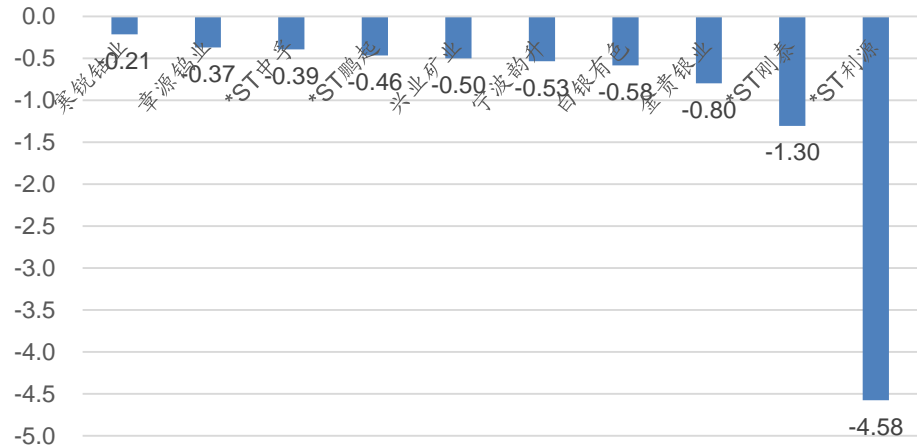
图6：2019年上半年前十名亏损企业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

19年二季度，17家企业亏损，亏损归母净利润10亿元，18年二季度，仅13家企业亏损，亏损归母净利润25亿元。前五名亏损企业（归母净利润）分别为：*ST利源（-4.6亿元）、*ST刚泰（-1.3亿元）、金贵银业（-0.8亿元）、白银有色（-0.6亿元）、宁波韵升（-0.5亿元）。

图7：2019年二季度前十名亏损企业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

库存水平持续上行，经营杠杆有所回升

截至2019年上半年底，有色金属板块总库存2479亿元，同比增加69亿元，增幅3%，主要是黄金行业同比增加36亿元，铜行业同比增加60亿元。自2016年以来，行业库存水平不断增加，预计后续将经历去库存阶段。

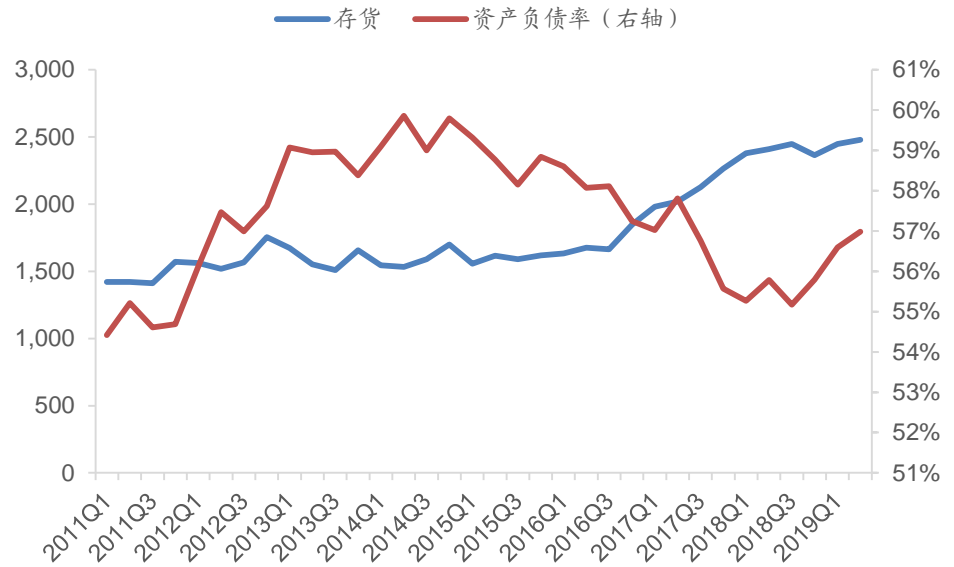
截至2019年上半年底，有色金属板块整体负债率为57%，同比增加1个百分点。受金属价格同比下滑，行业盈利水平回落，但总体盈利水平仍较强劲，企业投资活动复苏带来经营杠杆自2015年持续下滑后出现回升。

表3：2018年和2019年上半年底各子行业库存及资产负债率情况（亿元）

行业	存货			资产负债率	
	2018H1	2019H1	同比	2018H1	2019H1
黄金	395	431	9%	55%	54%
铝	512	490	-4%	61%	62%
铜	630	690	10%	58%	60%
铅锌	201	179	-11%	51%	52%
稀土	143	154	7%	44%	43%
永磁	30	31	3%	19%	21%
钨	100	94	-6%	56%	57%
锂	21	28	35%	47%	69%
钴	139	121	-13%	54%	53%
其他	239	261	9%	48%	48%
合计	2,410	2,479	3%	56%	57%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：2011年-2019年行业存货及资产负债率情况（亿元）

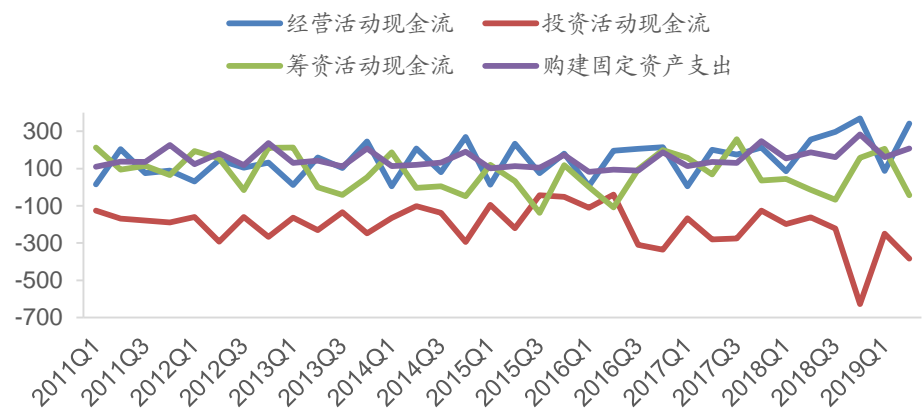


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

经营现金流继续好转，资本开支增加

2019年二季度，有色金属板块企业经营现金流为341亿元，同比增加85亿元，环比增加254亿元；固定资产及无形资产等投资现金支出208亿元，同比增加22亿元，环比增加47亿元，自2016年金属价格上涨以来持续增加，反映价格上涨、企业盈利增强后，扩大资本开支意愿明显增强，从企业来看，主要是行业龙头、海外业务、国有企业投资支出增加，其他多数企业均出现收缩迹象；投资活动净现金流-383亿元，较去年同期的-222亿元相比，净流出增加，主要是企业并购行为增加以及资本开支增加；筹资活动净现金流-44亿元，较去年同期的-13亿元有所下降，主要企业盈利水平较好，偿债增加，而同时我们也可以看到行业龙头仍可实现较大规模的融资以实现海外扩张。

图9：2011年-2019年二季度行业经营和投资现金流情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

上半年金价震荡上行，基本金属、小金属回落

宏观经济预期悲观，基本金属价格回落

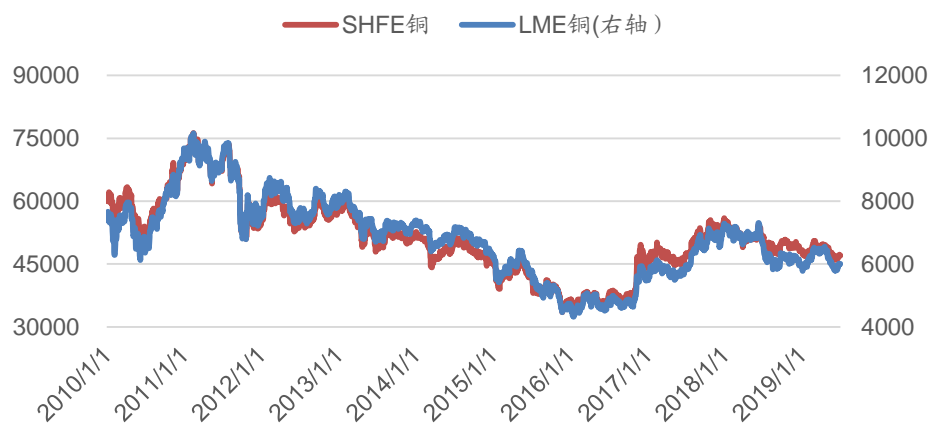
2019年以来，中美贸易问题历经波折，宏观经济预期逐步走弱。美国GDP增速从2018年二季度最高的3.20%降至2019年二季度的2.28%（季度同比，折年率），失业率从2018年5月达到3.8%之后继续震荡下行至2019年4月的3.6%，目前仍处于较低水平，美国个人消费支出PCE从2018年7月最高的2.45%持续走低至2019年6月的1.33%，从就业情况来看，美国已经基本处于充分就业状态，而宏观经济增速的放缓可能造成失业率的提升，同时，从消费数据来看，PCE已经呈现出了下滑趋势，也可能预示着美国经济处于周期的顶部下行位置。中国经济增速持续缓慢回落，GDP增速降至2019年二季度的6.2%，2019年1-6月固定资产投资完成额同比增长5.8%，房地产投资完成额同比增长10.9%，进入2019年以来也在持续回落。受此影响，2019年一季度，铜、铝、铅、锌、锡、镍价格震荡下行。

2019年上半年，LME铜、铝、铅、锌、锡、镍价格变化（较年初）为1.5%、-3.2%、-3.9%、1.6%、-3.4%、19.1%；SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍价格变化（较年初）为-2.8%、1.8%、-11.2%、-5.5%、-0.2%、15.2%。

2019年二季度，LME铜、铝、铅、锌、锡、镍均价同比变化为-11.0%、-19.4%、-20.8%、-14.7%、-5.9%、-15.2%；SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍均价同比变化为-7.3%、-3.6%、-15.7%、-11.9%、-0.9%、-9.1%。

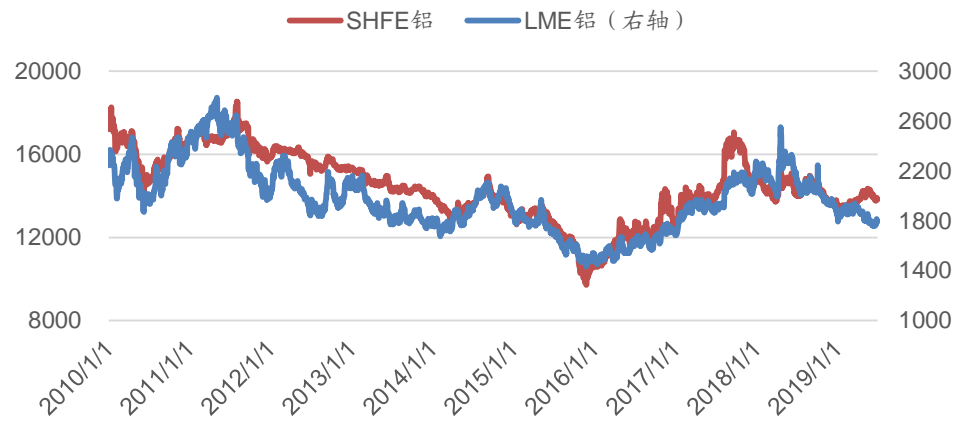
2019年二季度 LME铜、铝、铅、锌、锡、镍均价环比变化为-1.4%、-3.4%、-7.8%、-1.3%、-6.3%、-1.1%；SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍均价环比变化为-1.4%、3.6%、-5.8%、-2.4%、-1.4%、0.8%。

图10: LME和SHFE铜价格走势（美元/吨、元/吨）



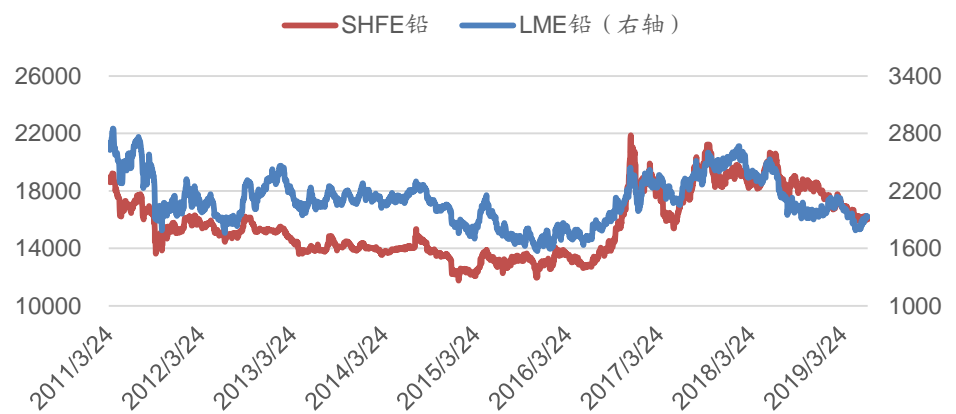
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图11: LME和SHFE铝价格走势 (美元/吨、元/吨)



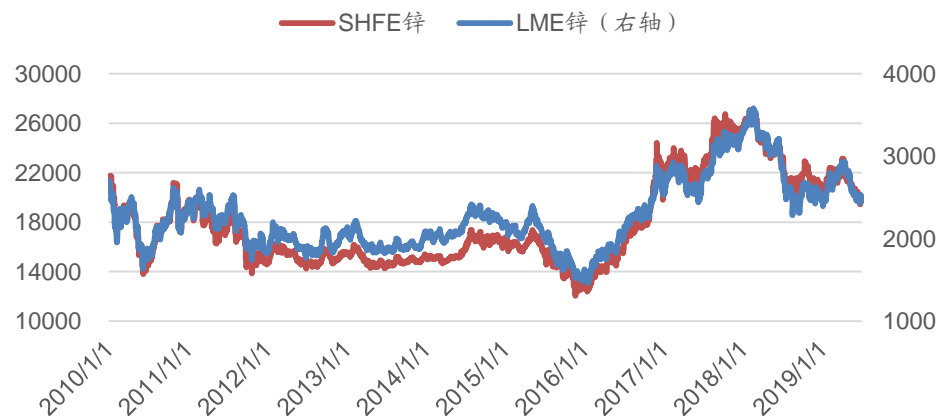
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图12: LME和SHFE铅价格走势 (美元/吨、元/吨)



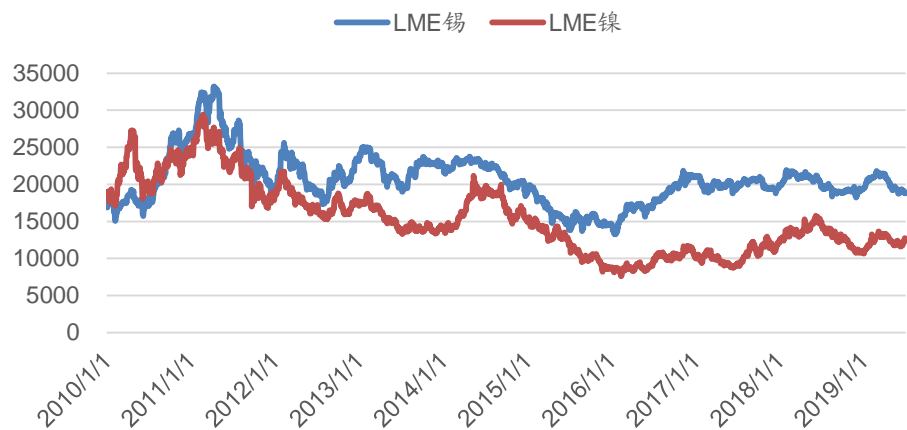
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图13: LME和SHFE锌价格走势 (美元/吨、元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: LME锡、镍价格走势 (美元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

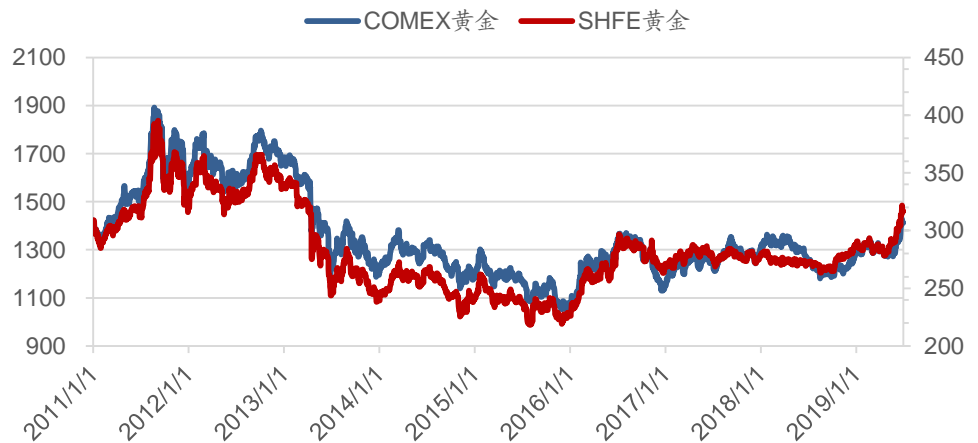
美联储降息预期持续升温，金价上半年涨 9.9%

2019年上半年金价呈现先跌后涨的走势，在初请失业金人数、非农就业人数等美国劳动力市场数据强劲的冲击下，且受英国脱欧乱局、欧元区经济复苏缓慢的影响，美元指数走强，金价有所承压；进入二季度，美国经济数据变弱，美国核心PCE通胀数据持续不及2%的目标，失业率数据也显示已经实现基本充分就业，边际下行的压力较大，美联储降息预期持续走强，同时中美贸易争端也加剧了全球经济增速下滑的预期。美国经济边际下行叠加避险因素，金价上半年涨9.9%。

2019年上半年，COMEX黄金和SHFE黄金价格变化（较年初）分别为9.9%和10.1%至1413美元/盎司和317元/克；COMEX白银和SHFE白银价格变化（较年初）分别为-1.3%和-0.2%至15美元/盎司和3691元/千克。

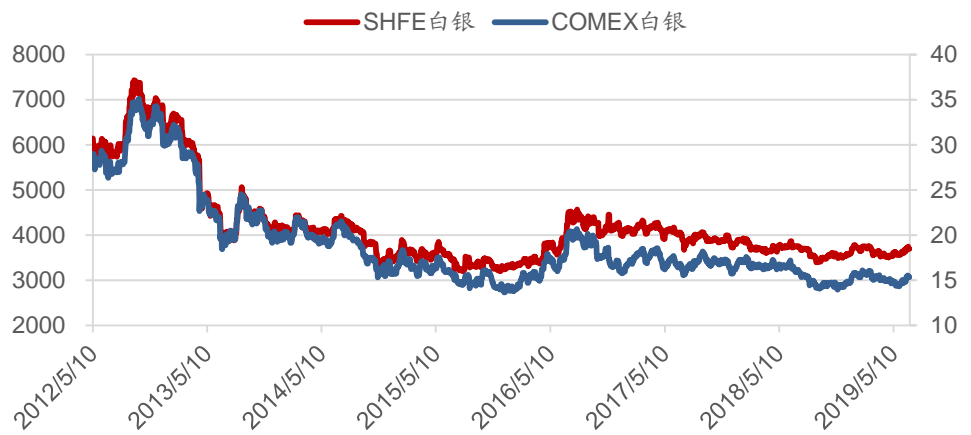
2019年二季度，COMEX黄金和SHFE黄金均价同比变化分别为0.3%和7.2%；COMEX白银和SHFE白银均价同比变化分别为-10.0%和-3.5%；COMEX黄金和SHFE黄金均价环比变化分别为0.5%和2.0%；COMEX白银和SHFE白银均价环比变化分别为-4.4%和-2.4%。

图15: COMEX和SHFE黄金价格走势 (美元/盎司、元/克)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: COMEX和SHFE白银价格走势 (美元/盎司、元/千克)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

稀土涨价，钼坚挺，锂钴钨承压

稀土:

2019年上半年，受缅甸矿进口事件发酵、中重稀土产量大幅下滑的影响，中重稀土价格涨幅较大；受需求萎靡影响，一季度轻稀土价格持续下滑，进入二季度，中美贸易争端此起彼伏，产业链整体备货屯库的行为增加，稀土表观需求量快速增加，稀土价格整体快速上涨。上半年，氧化镨钕价格从31.65万元/吨下跌17%至最低26.15万元/吨，之后回升至34.75万元/吨；氧化镨价格从121万元/吨涨60%至193.5万元/吨。

图17: 氧化镨钕、氧化镨价格走势 (元/公斤、万元/吨)



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

钨:

2019年一季度，受宏观经济预期低迷的影响，作为工业牙齿的硬质合金需求低迷，但同时钨精矿供给端仍趋于紧张，钨精矿和硬质合金价格高位平稳运行。进入

二季度，昆明法院对泛亚交易所案件进行了判决，市场对泛亚交易所将近3万吨的APT库存引发担忧，钨精矿价格快速下跌，随着交易所的APT库存进入拍卖程序，钨精矿价格整体触底并平稳运行。上半年黑钨精矿价格较年初9.55万元/吨下跌15%至8.1万元/吨，同比下跌27%。

图18: 黑钨精矿、硬质合金刀具价格走势 (元/吨、元/公斤)



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

钼:

2019年上半年，国内钼矿产能受限，大型钼矿产能基本已经满产，部分前期停产的钼矿业基本都已经复产，未复产的钼矿面临环保安监等因素已经很难复产，同时，部分钼矿面临品位下滑的影响，产量小幅下滑，整体钼产量整体难有增长，而需求端不锈钢产量却持续稳步增长，钼精矿供给紧张，部分钼矿山几无存货。上半年，钨精矿价格较年初1710元/吨吨降至1480元/吨度后快速涨至1790元/吨度，同比增长17%

图19: 国内钼铁、钼精矿价格走势 (万元/吨、元/吨度)

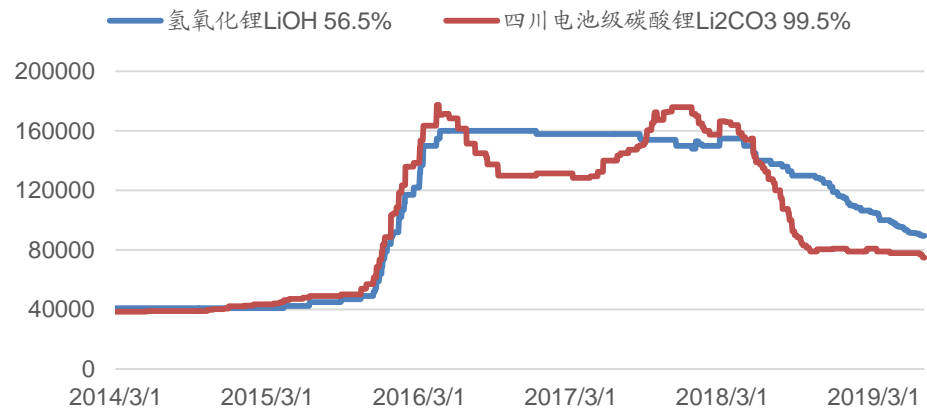


数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

锂:

2019年上半年，受新能源车补贴退坡的影响，叠加供给端增量开始释放，上半年电池级碳酸锂价格从7.9万元/吨跌至7.5万元/吨，同比下降41%；氢氧化锂价格从11.15万元下跌20%至8.95万元/吨，同比下降35%。

图20: 国内电池级碳酸锂、氢氧化锂价格走势（元/吨）

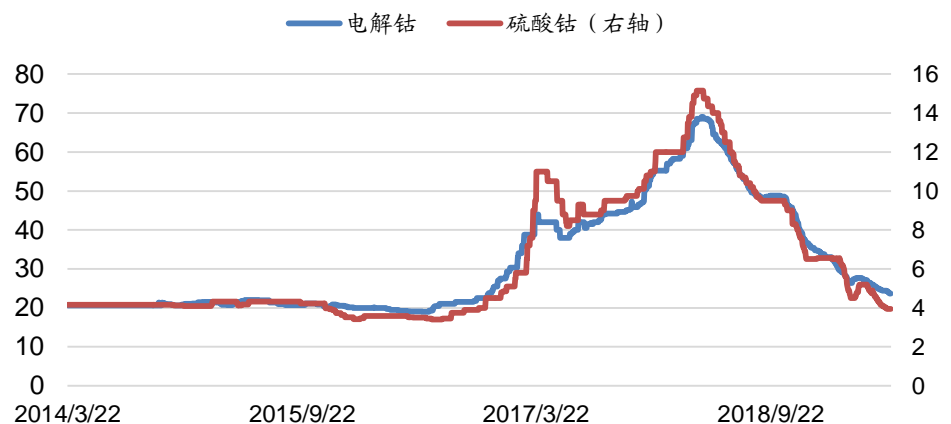


数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

钴:

受新能源车补贴退坡、产业链整体去库存、以及供给端增加的影响，2019年上半年钴价持续下跌，之后整体处于震荡反弹态势。2019年上半年电解钴价格从35.4万元/吨下跌33%至23.7万元/吨，同比下跌58%；硫酸钴价格从6.5万元/吨下跌39%至3.95万元/吨，同比下跌66%。

图21: 国内电解钴、硫酸钴价格走势（万元/吨）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

关注盈利预期好转带来的投资机会

随着全球贸易体系的转变，全球范围的贸易争端或渐显常态化，中国“一带一路”政策稳步推进，产业转移的大趋势势不可挡，新能源汽车仍将保持快速增长，宏观经济增速或触底，基本金属供给端收缩成趋势，需求转暖后的弹性大，贵金属在美国经济边际走弱、美联储降息预期持续增强的影响下配置意义凸显，钛钼等小金属需求稳步增长仍是行业亮点，锂电材料即将触底反弹。我们认为，四季度在宏观经济增速预期触底修复的情况下将迎来全面机会。

基本金属：供给收缩成趋势，需求预期转暖弹性大

铝：供给瓶颈渐现，库存持续去化，需求预期反转弹性大

据生态环境部《关于印送〈关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见〉的函》（环办大气函【2019】648号），对重点区域电解铝和氧化铝企业秋冬季进行减排措施指导。京津冀及周边地区“2+26”城市和汾渭平原是大气污染综合治理的重点区域，同时也是我国重要的电解铝和氧化铝生产区域。根据2018年生产数据，大概测算该区域电解铝产量占全国34.5%，氧化铝产量占全国63.0%。2018-2019年重污染天气不降反升，环保压力巨大。2020年是打赢保卫蓝天的收官之年，“削峰降速”减排效果至关重要。预计将缩减电解铝供给量，具体影响程度有待应急预案进一步落实推算。

电解铝生产成本变动幅度较大的氧化铝基本完成筑底。据百川统计7月份中国氧化铝行业含税完全成本加权平均值2518.25元/吨，氧化铝价格低迷致经营压力大的企业减产或停产检修，价格有望筑底企稳。据wind数据，截止2019年8月底，LME库存已经将至100万吨以下，年初至今下降了约24%；SHFE库存降至15万吨左右，年初至今下降了70%左右，处于历史较低水平。

随电解铝供给侧改革所带来的产能指标限制和高生产成本企业产能的逐步退出置换，供给端的瓶颈已经渐现，叠加库存有望继续去化，电解铝基本面逐步好转，宏观经济触底回暖的预期将带动价格走出低谷。

铜：供给增长或低于预期，宏观转暖或带动铜价中枢上行

从供给端来看，据国际铜研究小组（ICSG）数据，全球铜矿产能前十国家产能总计占全球80%左右，但2017年之后因新增矿山产能减少、全球大矿山枯竭关停等因素影响，产能开始下滑，预计2019年产能达到2073.4万吨，占全球总产能的78.3%。根据安泰科的数据，2017-2018年全球计划投产主要铜矿项目约有8个，合计产能约为85.7万吨/年，拟建的主要铜矿项目有6个，产能合计仅为48.2万吨/年。也就是说，未来全球新增产能十分有限。从产量数据来看，2019年1-5月，全球矿山铜产量828万吨，同比减少0.4%，矿山铜产量微跌主要是受全球大型铜矿山品位下滑、新建项目投产不及预期的影响，因此2019年的铜产量或低于市场的预期。

从需求端来看，新能源汽车目前处于快速发展的阶段，但总体产量仍较小，随着新能源汽车产量的基数增长，对于铜的销量拉动将逐渐体现。2013年新能源我国汽车产量仅为1.8万辆，2018年已达127万辆，据“十三五产业规划”，预计2025年我国新能源汽车将占总销量的20%。《汽车产业中长期发展规划》中指出，我国汽

车产量预计2020年和2025年将分别达到3000万辆和3500万辆左右。届时，我们预测新能源汽车的销量将分别达到200万辆和700万辆。由此预计2020年，新能源汽车耗铜量将达到19万吨，到2025年，这一数字将会攀升至64万吨，拉动铜消费量稳步增长。

同时，中国“一带一路”战略稳步推进，西部地区作为陆上丝绸之路的重要节点，未来随着亚欧国际大通道的建设连通，铜产品物流仓储和贸易等将获得快速发展，作为“一带一路”战略的一部分，西部大开发战略实施将得到加速，有助于提升西部地区的整体经济实力；同时，“一带一路”将推动沿线国家和地区的基础设施建设和交通运输的发展，带动铜消费快速增长，铜价中枢将受益稳步上行。

锡：供给拐点已至，静待需求反转

行业或将发生实质性反转，预计全球缺口将持续扩大。锡行业经过多年供需平稳运行后，在供给端快速收缩叠加需求稳中有升的形势下，特别是中国供需由过剩即将转为短缺，行业或将发生实质性反转。

据国际锡协，全球锡矿产量2013年开始稳步增长，2015年产量下降后，锡矿供应量开始缓慢恢复增长。2018年全球锡矿产量31万吨，同比增长-1%。据目前产量测算，2019年全球锡精矿产量或将继续出现小幅负增长。

据国际锡协，2018年锡焊料消费量占总消费量47.29%，锡化工和镀锡板消费量分别占总消费量的17.24%和13.78%。锡焊料主要应用行业为电子半导体行业，2018年锡焊料用锡量为18.7万吨，同比增长1.51%，锡化工用料6.38万吨，同比增长4%，而由于其他材料的竞争加剧叠加镀锡工艺改进锡层变薄，镀锡板锡用料呈下降之势，2018年全球马口铁领域耗锡量为4.8万吨，同比增长-3.0%。

随着5G商用的逐步应用推广，消费电子领域的需求将带动锡下游需求量稳步增长，供需缺口将逐步显现，锡价有望再次步入上升通道。

贵金属：美国经济边际下行压力大，金价或高位震荡上行

美国经济数据边际走弱，降息趋势或进一步确立

美联储由19年初预期今年2到3次加息，到逐步表态不再加息并退出缩表计划，进而在经济增速放缓的压力下降息。根据CME美联储观察工具，截至8月5日，预期美联储9月18日议息会议降息25个基点至1.75%-2.00%的概率为78.8%，10月30日降息25个基点至1.50-1.75%的概率为54.5%，12月11日降息25个基点至1.25-1.50%的概率为31.3%，并且降息的预期概率在持续提升。美联储货币政策主要盯住就业和通胀水平，根据美国商务部经济分析局数据，美国6月的PCE已经持续下滑至1.35%；据美国劳工部，美国7月新增非农就业16.4万人，失业率3.7%，就业方面边际提升的空间不大，且非农就业人数呈现下滑趋势。从经济增速预期来看，美国PMI从18年初以来已经持续下滑至19年7月的51.2，19年初以来的消费者信心指数有所提升，但在就业数据预期边际下行的情况下，居民消费也将承受较大压力，美国经济增速预期边际放缓。在PCE持续下行、就业边际下滑的情况下，美联储降息趋势将进一步确立。非美经济体仍显强势，美元指数或阶段性承压

非美经济体仍显强势，美元指数或阶段性承压

美元指数中包含一篮子货币，其中欧元、日元、英镑权重占比分别为57.6%、13.6%、11.9%，因此非美经济体中的欧元区、日本和英国经济在很大程度上决定美元指数的走势。从季度GDP增速数据来看，日本和英国经济增速从18年以来呈现触底反弹的态势，因此日本央行宣布将短期利率维持在-0.1%，英国央行亦宣布维持关键利率在0.75%不变；虽然欧元区GDP增速持续下滑，但欧元区失业率自13年底以来持续下降，服务业PMI指数和消费者信心指数也有触底回升的态势，欧元区经济边际向下的空间有限，如果欧央行在9月进行降息，将对欧元区经济形成较强的提振。由于美国已经释放降息预期，非美经济体的经济增速预期预计将更显强势，美元指数或阶段性承压，金价有望继续上行。

小金属及新材料：关注钛、钼、砷化镓及高温合金需求的增长

钛：行业景气向上，关注钛材需求的持续增长

2006年以来，我国钛加工材产量成爆发式增长趋势；2013年以来，受经济下行及钛价格下跌的影响，增速有所放缓；2017年钛材产量增长12%至5.54万吨，在需求增长带动下增速再度提升。高端钛材主要用于航空航天领域，中国高端钛材领域长期处于需求不足的状态（2017年航空航天领域消费占比16%，远低于全球平均水平），主要是因为我国航空航天领域的制造生产多处于舱门、机身等附加值不高的层面，较少用到高端钛材。但航空航天领域钛材需求仍在不断提升中。

据中国有色金属工业协会，2018年，我国在航空航天、医药、船舶和海洋工程高端领域的钛材需求比例虽与2017年基本相当，但总量同比增长2442吨，预计未来3-5年内，高端领域的需求将呈现出加速增长的态势。

波音公司和空客公司是全球领先的民用飞机制造商，近3年来，两家公司在调整产品战略的同时保障了订单数量的稳步增长。根据公司年报披露的产能计划，波音、空客公司2018年为72.5架/月、88架/月，2019年为79架/月、87架/月，计划产能稳中有升，带动钛材需求提升。

钼：供给受限，需求持续增长，钼价将稳步上行

我们梳理了国内55个钼矿和海外48个钼矿，认为未来三年全球钼供给将趋紧。2011-2015年，钼行业整体处于过剩状态，主要是前期国内钼矿不断建设投产，海外钼矿主要是铜钼伴生，因铜矿的建成投产也持续增产，造成钼价趋势下跌。2016年开始国内几无大型钼矿投产，小型钼矿也因前期价格大幅下跌和环保安监等因素而关停。据国际钼协，2019年第一季度全球产量为6.26万吨，季度环比下降12%，其中中国产量为2.34万吨，环比下降13%，南美洲产量1.96万吨，环比下降15%，北美洲的产量增加1%至1.51万吨，其他国家的产量保持0.44万吨。

受益国内产业结构升级，国内不锈钢产量持续增长，同时在中国推行供给侧结构性改革的背景下，部分200系不锈钢将逐步升级到300及400系不锈钢，高品质的不锈钢中钼含量相对较高，同时合金钢的产量也在不断增长，有望提升钼的需求量。2010-2018年全球钼需求年均增速为2.87%，我们预计19-21年中国钼需求量仍将维持3%的年均增速，全球需求量仍将维持2%的年均增速。

未来三年，受益产业升级带来的不锈钢及合金钢产量有望持续增长，带动钼需

求稳步增长，而全球钼矿供给受限，钼价有望趋势性上行。

砷化镓、高温合金：5G应用推广砷化镓或受益，高温合金助力军工发展

砷化镓作为第二代半导体材料，是微电子和光电子的基础材料，在超高速、超高频、低功耗、低噪声器件和电路，特别在光电子器件和光电集成方面占有独特的优势；同时半导体砷化镓材料广泛用于研制可见光激光器、半导体大功率激光器、发光二极管和太阳电池等领域。目前，5G的推广和应用将成为大趋势，砷化镓主要用在5G的射频器件中，在保障5G供应链安全的大背景下，国产砷化镓或将迎来需求的快速增长。

无论航空航天，还是陆地用高性能国防装备，都离不开高性能军工金属材料。根据2019年政府工作报告，2019年国防预算增长7.5%（1.19万亿元人民币，增速连续三年超7%）。我们认为，国防预算的增长与中国经济的高质量发展相对应，也会增加科技与高性能的产品占比，这将带来军工用新材料更高的需求增速。高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，也是大型发电设备的核心材料，在先进的航空发动机中，高温合金用量占发动机总重量的40%-60%以上，发动机的性能水平在很大程度上取决于高温合金材料的性能水平。据钢研高纳2017年年报披露，目前国际市场上每年消费高温合金材料近30万吨，我国目前高温合金材料年生产量约1万吨左右，每年需求可达2万吨以上，因此我国军工产业的发展将为高温合金带来新机遇。

稀土、钨：稀土行业整顿持续，钨静待泛亚库存消化

据工信部，2019年，全国第一批稀土开采、冶炼分离总量控制计划按2018年度指标得50%下达，分别为6万吨、5.75万吨，总量同比下降18%。镨钕市场，缅甸矿进口事件发酵情绪暂缓，目前消费商主要以消耗前期库存为主，成交放缓，预计氧化镨、氧化钕价格涨幅较之前有所回落后将呈现高位震荡；镓钨市场，受中美贸易争端的影响，行业备货补库带动价格上涨，预计四季度以消化库存为主，价格高位震荡。据工信部，2019年下半年将继续开展行业整顿工作，此次行业整顿的背景将继续巩固前期打击稀土无序开采的成果，严控稀土供给端的方向将不会发生改变，因此，我们预计稀土价格仍将稳中有升。

受泛亚交易所APT库存拍卖后冲击市场的预期影响，上半年钨价大幅下跌。目前，泛亚交易所已经结案，2.8万吨APT也已经挂网进行拍卖，预计钨价的利空因素已经基本释放完毕，价格基本触底，后续泛亚APT拍卖完成后将逐步消化该部分库存，预计消化周期需要一个季度时间，因此，预计四季度钨价将以平稳为主，呈现小幅回升的态势。从钨矿的供给端来看，国内钨矿山产量增长空间十分有限，待泛亚APT库存消化完毕后，钨矿仍将呈现供给紧张态势，钨价仍将趋势上行。

锂电材料：嘉能可关停 Mutanda，钴价或受益上涨；锂价或将触底

锂：成本支撑，锂价或将触底

截止8月22日，百川资讯电池级碳酸锂价格为6.35万元/吨，氢氧化锂价格为7.6万元/吨；亚洲金属网电池级碳酸锂南美离岸价为9300-9800美元/吨。锂价每一次下行后的底部震荡中枢均由成本决定，但随着锂消费市场逐步扩大，锂资源供应类型

随之增多后（1995-2004年以SQM等盐湖锂为主，碳酸锂成本在2900美元/吨左右；2007-2015年泰利森等锂矿也成为供应主力，经天齐加工成碳酸锂的成本在4600美元/吨左右），锂成本线也不断抬升，因此锂价的底部中枢也不断抬升。

我们将锂资源及其匹配的下游锂盐企业按照生产成本划分为低、中、高三个成本区间，通过对不同成本区间锂盐产量测算，发现2019-2021年低、中成本区的产量不能完全满足需求，且考虑到产业链库存以及市场需求不振导致中低成本企业减产等情况，故高成本企业产量仍具补充作用，因此2019-2021年锂价将受高成本区企业成本支撑。高成本企业即通过外购锂精矿进行锂盐加工的企业，其成本主要由外购锂精矿价格决定，通过研究我们认为6%锂精矿的价格下限在500-550美元/吨（目前在600美元/吨之上），对应的电碳价格底部应该在5.4-6万元/吨附近。

目前价格即将到达底部区域，按照当前跌速预计三季度内可触底。价格触底后短期有可能出现反弹，但长期将围绕底部中枢震荡，直到出现新的需求增长点（储能领域需求爆发等因素）导致供需失衡，才会进入下一轮上行周期。

钴：三重底将致钴价反弹

钴作为一种小金属，价格主要受供需决定，即我们可以从供给周期，需求周期和库存周期三个周期的角度看未来钴价变化：

供给周期：嘉能可释放Mutanda矿停产信息，钴行业的供给预期由之前的供应充足预期转变为供给紧张预期，2018年嘉能可KCC矿复产，2018年-2020年产量计划为1.1、1.4和3.2万吨，市场预期供给增加，2018年4月钴价开始下跌，从最高70万元/吨下滑到底部20万元/吨左右，价格下滑使高成本产能退出，致钴期货价格从底部反弹至25万元/吨左右，如果在未来停产Mutanda矿，供给预期将由此前的供给充足变为供给紧张。

需求周期：根据安泰科的数据，全球钴消费主要集中在电池（61%，主要为消费电子电池和新能源汽车动力电池）、高温合金（14%）、和硬质合金（9%）等领域。从电池主要下游来看：1）5G手机能耗高于4G手机，单只手机带电量或提高，同时5G手机或引发消费电子换机潮，从消费电子行业来看，未来增速或提升（2018年消费电子行业为负增长）；2）新能源汽车仍然保持较快增长。

库存周期：库存周期对于钴这种体量较小的金属尤其重要（2018年钴的产量和消费量在13万吨左右，体量较小），目前钴下游库存较低，价格上涨或引发下游备库存，或进一步推动钴价反弹。

我们预计目前从行业层来看处于供需底部，价格下滑引发供给收缩，需求目前仍较差，未来Mutanda停产，5G手机和新能源汽车快速增长，未来供需向好，钴价将反弹。

风险提示

中国经济增速及投资增速持续下滑；美联储货币政策导向发生变化；环保核查政策执行不及预期；海外稀土矿大量进入中国；补贴退坡后，企业发展新能源汽车的积极性不高，造成产销不及预期；刚果金钴产量大幅增长；全球经济复苏缓慢；全球贸易争端影响宏观经济增速。

广发有色行业研究小组

- 巨国贤**：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 赵鑫**：联席首席分析师，CFA，上海交通大学材料学硕士，2年国际铜业公司工作经验，7年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 娄永刚**：资深分析师，中南大学冶金学硕士，8年行业管理协调工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 官帅**：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 黄礼恒**：高级分析师，中国地质大学（北京）地质学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与中国铝业(601600)公司有投资银行业务关系。

(2) 广发证券在过去 12 个月内与中国铝业(02600)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。