

有色金属

降准后有色股“前高后低”，关键看“持续疗效”

分析师：谢鸿鹤

电话：021-20315185

邮箱：xiehh@r.qlzq.com

S0740517080003

分析师：李翔

电话：0755-22660869

邮箱：lixiang@r.qlzq.com

S0740518110002

投资要点

- **行情回顾：**本周，A股整体大幅反弹，有色板块跑输上证综指1.32个百分点。商品市场，中美贸易关系缓和，短期全球风险偏好反转，美国经济延续下滑趋势，制造业PMI跌破枯荣线，非农数据低于预期，comex黄金宽幅震荡，略微下行0.9%至1515.0美元/盎司；基本金属周内短期risk on，LMEX指数上涨2.6%。小金属价格分化，Mutanda停产或会扭转钴供需预期，MB钴价继续上涨，供需趋紧预期致使稀土价格上扬，锂延续下行：MB钴（标准级）、钴精矿、钴金属与钴中间品较上周分别上涨2.1%、2.0%、4.6%与10.9%，电池级碳酸锂、氢氧化锂分别下跌0.8%、2.3%，氧化镨钕、氧化镱分别上涨3.1%、1.0%。
- **【本周关键词】：**央行降准0.5个百分点，美国非农数据低于预期，制造业PMI跌破枯荣线
- **宏观“三因素”总结：**全球需求仍处下行轨道，2019年全球处于基钦周期最后一撇，目前是回落后期与复苏前期的交接处，全球出现降息宽松潮预期，具体从本周边际变化来看：①中国，PMI继续跌破枯荣线，国常会释放维稳信号，央行降准0.5个百分点，中美贸易关系边际缓和：8月制造业PMI为49.5，连续4个月落入枯荣线以下，国常会强调坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，释放出维稳信号，央行宣布全面降准0.5个百分点，商务部表示，10月初中美经贸磋商力争取得实质性进展；②美国，经济数据整体延续走低态势，虽联储言论乐观，但9月降息仍几成定局：8月ISM制造业PMI为49.1，是2016年8月以来首次跌破枯荣线，此外贸易逆差超预期扩大，非农新增就业数据低于市场预期，虽然周内鲍威尔表示美国经济表现良好，ADP就业数据亦超预期，但美国经济整体延续走低态势，9月降息仍几成定局；③欧洲，英国无协议脱欧愈演愈烈，不确定性令欧元区经济承压，欧元区多国经济数据不达预期，显示欧元区增长乏力，边际宽松的货币政策等逆周期调节，存在进一步蔓延之势，或重启量化宽松。
- **回顾历史，降准后有色板块或可获得超额收益，但超额收益逐步收窄。**1、有色板块或可在降准之后获得超额收益：在过去十年19次降准中，从次日涨跌幅来看，周期类板块获得超额收益概率偏大，其中，有色板块有11次跑赢了市场，从一周涨跌幅来看，有色板块有10次获得了超额收益；2、有色板块超额收益排名较为靠前，但超额收益逐步在收窄弱化：此外，我们梳理了历史上19次降准后，申万一级行业次日和一周超额收益排名情况，次日超额收益排名当中，有色板块的11次超额收益中有8次排在全行业前6名，主要集中在10-11年；但降准后一周超额收益排名中，11次超额收益排名中仅有3次能够跻身前6名，从这个角度来看，有色板块超额收益逐步收窄；3、基本金属板块更加受益降准：在有色板块二级子行业中，从降准后次日涨跌幅来看，基本金属板块更加具有弹性；拉长至一周涨跌幅来看，黄金板块超额收益更加明显，而稀有金属、新材料板块超额收益显著程度低于基本金属与贵金属。
- **贵金属：**中美贸易关系边际缓和、风险偏好risk on、鲍威尔发表偏乐观言论，但美国制造业PMI跌破枯荣线、非农数据亦不及预期等印证美国经济趋势回落，本周金价宽幅震荡，当前维持实际利率趋势回落、金价当前处于上涨第一阶段的判断。周内中美贸易局势缓和，全球风险偏好短期反转，由此黄金价格本周短期回调至1515美元/盎司，较上周下跌0.9%，虽然联储9月降息概率微幅回落，Fed Watch显示降息概率自接近95%下降至约当前的91%，但美国持续下滑的经济数据正在不断验证美国经济在下跌通道，黄金长期配置价值不改；金银比维持高位运行，在供需结构边际向好背景下，向下修复动力仍存。综合来看，美国经济自18年Q4见顶、5月底以来美国的先行指标等均指向经济趋势回落，持续降息或不可避免，我们认为真实收益率下行趋势不改，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金/白银板块配置价值依旧，继续坚定看好贵金属板块。
- **钴：**下游旺季需求或恢复抬头，本周MB钴价与中间品价格持续上涨。中长期来看，消费电子与新能源汽车带来需求长趋势，与海外供给减产形成周期共振，钴供需预期或剧烈“扭转”，目前处于第四轮上涨周期的前半段。

1、钴当期处于第四轮上涨周期的前半段：历史上，钴往往拥有十年以上大周期，需求变革是价格上行的核心驱动，而由于供给高度集中，往往伴随着供给共振，16-17年或许仅仅是上行周期的前半段——全球电动车的爆发 & 5G“换机潮”，将引起的需求端的“新”变化，后续空间可能会更加广阔；2、中期供给或将收缩16%，20-21年或将发生趋势性扭转：由于 Mutanda 停产时间为 2020-2021 年，因此对 2019 年实际供给影响不大；但中期来看，供给将收缩 16%。在全球新能源汽车 35%增速、消费电池 10%增速的基准假设下，根据我们供需模型梳理，考虑到 Glencore 最新的产量指引变化以及未来三年主要的供给增量项目的投产释放，2019 年仍然处于过剩状态，但是，进入到 20 年，由于 Mutanda 停产计划的施行，供需格局或将大幅改善，20-21 年供需结构或将趋势性扭转；3、价格趋势上涨阈值为消费电池增速转正，5G“换机潮”需求或大幅拉动消费电池增速：在需求上行库存、矿产供给等都不会是主要矛盾，需求仍然是决定钴价的关键。随着 5G 手机的推广，2020 年智能手机出货量有望由负转正，并且“换机潮”可能会实现正增长，甚至是 10% 以上的双位数增长，而消费电池需求由负转正，将是供需结构发生“剧烈”逆转、价格趋势上涨的阈值；4、短期下游迎旺季，需求或将抬头，MB 钴价持续上涨：2019 年 5 月-7 月份，动力电池产量大幅度减产 40% 以上，动力电池装机量 7 月份也大幅度下滑 30% 左右，龙头企业砍单也在 50% 以上。经过产业的微观调研，8 月产业链龙头公司已经恢复至砍单前 70%-80%，材料库存也已经从三个月下降到了一个月，在大规模减产近期中游需求或将出现明显恢复，目前材料库存得到了大幅消耗，前驱体与正极企业锁单量 & 锁单周期也得到提升，而消费电池订单较为稳定。

- **基本金属：受益全球掀起降息潮，短期板块 risk on，但需求疲弱而去库放缓或垒库，关注处于中周期起点的电解铝。** 1) 电解铝：国内电解铝社会库存总计约 110.25 万吨，较前周减少 2.7 万吨，大规模停产后致使氧化铝价格持续反弹，电解铝环节盈利状况不断改善，目前吨电解铝盈利恢复至 800 元以上；2) 铜：TC 维持低位，基本面压力仍然较大，保税区库存连续 18 周下滑；3) 锌：精矿供需变化不大 TC 持稳，社会库存小幅下降；4) 锡：锡价大幅反弹，但长期基本面仍然承压。整体来看，“电解铝产能红线”——4500 万吨左右，2020 年有效产出 3900-4000 万吨一线，行业格局将会是“产出顶、库存底”，而一旦需求预期得到进一步改善，电解铝进入景气周期将在所难免。
- **投资建议：**历次来看，降准等宽松推出会短期明显推升周期行情，脉冲行情超额收益也将较为明显；但持续性有赖于基本面的改善，“政策疗效”最重要。我们仍建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择：1) 嘉能可 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产，5G“换机潮”或带动消费电池正增长，较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转，短期旺季需求边际改善，年内或仍以震荡反弹为主，但中长期来看，消费电子与新能源汽车带来需求长趋势，与海外供给减产形成周期共振，目前处于第四轮上涨周期的前半段；2) 全球经济下行及宽松周期延续，美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动实际利率趋势回落，当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期，亦是我们板块内现在配置的重点；3) 而从中长期来看，电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，或迎来新一轮景气周期。4) **核心标的：山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、寒锐钴业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。**
- **风险提示：**宏观经济波动、进口以及环保等政策波动带来的风险，新能源汽车销量不及预期的风险等。

内容目录

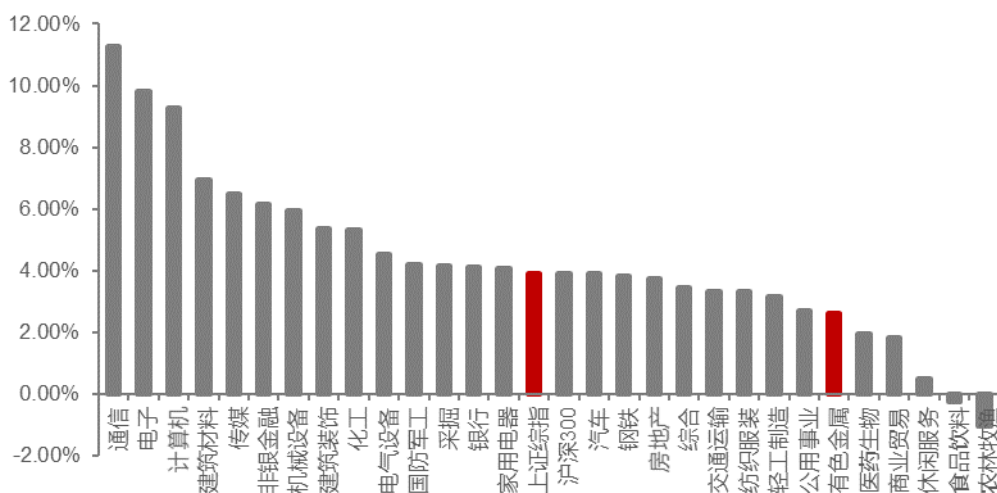
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾: A股整体大幅反弹, 有色板块表现不佳	- 4 -
1.2 贵金属: 中美贸易关系缓和, 黄金价格宽幅震荡	- 5 -
1.3 基本金属: 流动性宽松预期下, 基本金属价格短期 risk on.....	- 5 -
1.4 小金属: 价格分化明显, 供需或将反转钴价继续上涨.....	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 7 -
2.1 中国因素: 国常会释放维稳信号, 央行降准 0.5 个百分点	- 7 -
2.2 美国因素: 经济数据继续走低, 9 月降息几成定局	- 11 -
2.3 欧洲因素: 英国硬脱欧风险再起, 多国经济增长乏力.....	- 12 -
3. 贵金属: 美联储 9 月降息几成定局, 加配黄金正当时	- 13 -
3.1 美国经济延续走低态势, 美联储 9 月降息几成定局	- 13 -
3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续	- 14 -
3.3 基金持仓: 黄金增配明显, 但仍处历史较低位置	- 15 -
4. 基本金属: 流动性宽松预期下, 基本金属价格短期 Risk on	- 16 -
4.1 铝: 氧化铝持续反弹抬升电解铝成本线, 电解铝继续去库.....	- 16 -
4.2 铜: 矿山干扰不断, TC 保持低位运行	- 18 -
4.3 铅: 加工费维稳, 库存略有下降.....	- 19 -
4.4 锌: TC 持稳, 社会库存续降.....	- 20 -
4.5 锡: 联合减产预期下, 锡价大幅反弹	- 21 -
5. 新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转	- 22 -
5.1 电动车产业链: 新能源汽车市场弱势运行.....	- 22 -
5.2 锂钴: 供需预期反转, 下游需求或抬头.....	- 23 -
5.3 稀土磁材: 下调稀土资源税率+供需趋紧预期影响, 稀土产品价格上扬.....	- 26 -
6. 投资建议	- 26 -
7. 风险提示	- 27 -
8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (09.02-09.06)	- 28 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体大幅反弹，有色板块表现不佳

- 周内，国际方面，中美贸易关系略有缓和，预计 9 月再次进行磋商，美国 8 月 ISM 制造业 PMI 跌破枯荣线，非农数据低于预期，美联储 9 月降息几无悬念，因此本周美股三大指数大幅反弹（道指↑1.49%，纳斯达克↑1.76%，标普↑1.79%）；国内方面，PMI 继续跌破枯荣线，国常会释放维稳信号，央行降准 0.5 个百分点，A 股大幅反弹，从 SW 一级行业指数来看，5G 与非银金融板块涨幅居前。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2999.60 点，环比前周上涨 3.93%；深证成指收于 9823.42 点，环比前周上涨 4.89%；沪深 300 收于 3948.51 点，环比前周上涨 3.92%；申万有色金属指数收于 2921.20 点，环比前周上涨 2.61%，跑输上证综指 1.32 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

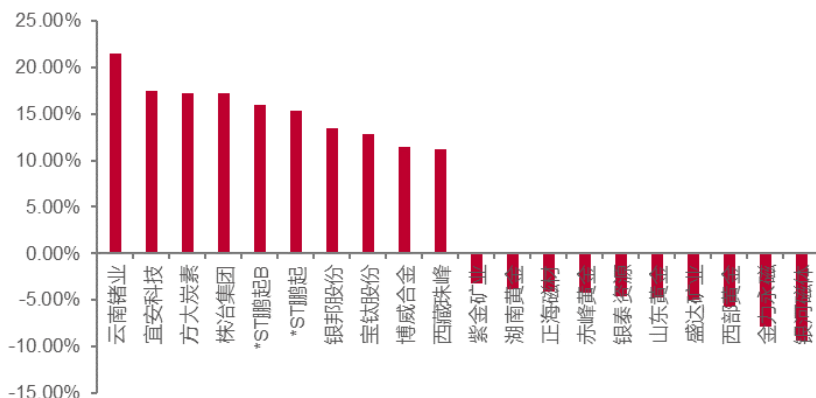
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块整体表现不及大盘，二级子行业分化明显。所统计 119 只个股中：95 只个股出现不同程度上涨，4 只个股与上周持平，其余 20 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，由于中美贸易关系缓和，科技股本周大幅反弹，云南锗业和宜安科技是科技产业链上游相关上市公司，因此云南锗业与宜安科技本周大幅上涨。涨幅前 10 名、跌幅前 10 名个股具体如下图所示。

图表 2：本周个股涨跌幅表现

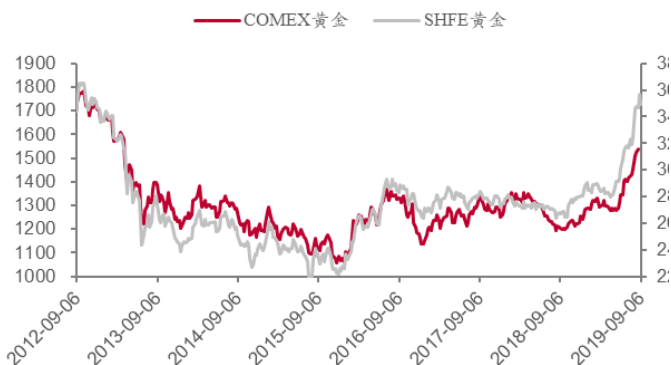


来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 中美贸易关系缓和, 黄金价格宽幅震荡

- 本周贵金属价格宽幅震荡, 整体来看较上周略有下跌。9月3日, 中美经贸谈判双方牵头人进行了通话, 声明中提到中美双方工作层将于9月中旬开展认真磋商, 为10月初的高级别磋商取得实质性进展做好充分准备, 中美贸易紧张关系略有缓和。本周四(9月5日), 美国ADP就业数据超预期, 叠加中美恢复谈判, 全球风险偏好情绪反转, COMEX黄金当日下跌2.13%。整体来看, COMEX黄金收于1515.0美元/盎司, 较上周下跌0.9%; COMEX白银收于17.085美元/盎司, 较上周下跌0.39%。

图表3: 黄金价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表4: 白银价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 基本金属: 流动性宽松预期下, 基本金属价格短期 risk on

- 本周, 中美贸易关系缓和, 但美国8月ISM制造业PMI跌破枯荣线, 非农就业数据低于预期, 英国硬脱欧风险再起, 鲍威尔再次发表鸽派讲话, 美联储9月降息几无悬念, 此外全球多国下调基准利率, 全球流动性宽松预期不断增强, 因此本周LMEX基本金属指数收于2829点, 环比前周上涨2.6%, 基本金属价格短期 risk on: LME铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为3.3%、1.9%、1.2%、5.0%、7.0%、-2.3%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (09.02-09.06)

期货品种	交易所	最新价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
LMEX	LME	2829	2.6%	1.0%
铜	LME	5840	3.3%	-1.2%
	SHFE	47450	1.6%	-1.8%
铝	LME	1791	1.9%	-3.3%
	SHFE	14395	0.9%	5.9%
铅	LME	2053	1.2%	2.1%
	SHFE	17470	1.3%	-3.2%
锌	LME	2332	5.0%	-5.0%
	SHFE	19025	1.5%	-9.1%
锡	LME	17390	7.0%	-10.6%
	SHFE	140520	8.5%	-2.0%
镍	LME	17495	-2.3%	64.3%
	SHFE	138590	6.0%	57.4%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.4 小金属: 价格分化明显, 供需或将反转钴价继续上涨

- **嘉能可宣布 Mutanda 矿或将于 2020-2021 年停产修缮, 钴供需或将“剧烈”反转, 钴价本周继续大幅上涨。**由于 8 月 7 日嘉能可宣布 Mutanda 矿将于 2020-2021 年停产, 中期来看钴供给将收缩 16%, 钴供需预期或将反转, 本周钴价继续上涨: MB 钴 (标准级)、MB 钴 (合金级)、钴精矿、金属钴、硫酸钴、钴粉、四氧化三钴与钴中间品较上周分别上涨 2.1%、3.4%、2.0%、4.6%、2.9%、2.6%、0.6%和 10.9%。
- **下游需求疲软, 锂价本周继续走低。**6 月起国内 3C 市场进入传统消费淡季, 国内手机市场趋于饱和, 短期难迎新的需求拐点; 受新能源补贴退坡影响, 动力汽车市场成交疲软, 订单走弱。本周锂价格继续下调, 金属锂、碳酸锂 (工业级)、碳酸锂 (电池级)、氢氧化锂 (工业级)、氢氧化锂 (电池级) 较上周分别下跌 0.8%、3.7%、0.8%、3.8%、2.3%。
- **供应趋紧预期影响, 稀土产品价格反弹。**受到部分上游冶炼分离厂停产影响, 市场对后市氧化镨钕的供应趋紧存在预期, 金属及下游磁材企业逐渐接受氧化镨钕价格, 交投较前期有所回暖。受此影响, 本周稀土价格反弹, 截至本周五氧化镨钕、氧化镱较上周分别上涨 3.1%、1.0%。

图表 6: 重点跟踪小金属品种价格涨跌幅

品种	小金属名称	单位	9月6日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	17.1	2.1%	36.9%	4.0%	-60.2%
	MB钴(合金级)	美元/磅	17.6	3.4%	37.9%	0.9%	-59.4%
	钴精矿	美元/磅	14.7	2.0%	19.2%	-7.5%	-55.1%
	金属钴	元/公斤	26.4	4.6%	22.0%	-2.8%	-61.0%
	钴粉	元/公斤	27.7	2.6%	21.0%	-2.8%	-62.1%
	硫酸钴	元/公斤	5.3	2.9%	45.8%	1.0%	-64.8%
	四氧化三钴	元/公斤	17.1	0.6%	15.5%	-11.9%	-65.5%
	碳酸钴	元/公斤	11.5	0.9%	9.5%	-3.4%	-63.8%
	氯化钴	元/公斤	6.0	7.1%	39.5%	-1.6%	-64.2%
	氧化钴	元/公斤	18.8	3.3%	27.0%	-3.1%	-60.4%
锂	金属锂(99%)	元/公斤	63.0	-0.8%	-3.8%	-15.4%	-33.7%
	金属锂(99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂(工业级)	元/公斤	5.3	-3.7%	-16.7%	-22.2%	-65.0%
	碳酸锂(电池级)	元/公斤	6.2	-0.8%	-9.5%	-19.5%	-61.7%
	单水氢氧化锂(工业级)	元/公斤	6.4	-3.8%	-11.1%	-21.0%	-53.8%
铜箔	单水氢氧化锂(电池级)	元/公斤	7.4	-2.3%	-8.9%	-22.3%	-52.1%
	铜箔价格(8μm)	元/公斤	71.6	0.0%	-5.2%	-17.2%	-25.8%
硫酸镍	铜箔加工费(8μm)	元/公斤	4.3	0.0%	-0.5%	7.4%	-2.9%
	硫酸镍(Ni22%,Co 0.4%)	元/吨	2.6	0.0%	4.0%	3.0%	-
三元前驱体	硫酸镍(Ni22%,Co 0.05%)	元/吨	2.6	0.0%	4.0%	3.0%	-
	三元523/动力	元/吨	9.5	7.4%	30.3%	6.2%	-34.4%
	三元622/动力	元/吨	10.1	7.4%	28.7%	6.9%	-
正极	钴酸锂	元/吨	20.8	2.5%	8.3%	-14.0%	-57.1%
	三元523/动力	元/公斤	14.2	6.0%	10.1%	-1.4%	-39.1%
	三元622/动力	元/吨	15.9	5.3%	9.7%	-0.9%	-
镱	镱精矿	元/吨	2.8	0.0%	-1.8%	-15.2%	-30.9%
	镱锭	元/吨	3.6	0.0%	-4.0%	-17.2%	-32.1%
	三氧化二镱	元/吨	3.2	0.0%	-3.7%	-16.2%	-31.4%
镁	金属镁	元/吨	1.6	-1.3%	-1.3%	-9.1%	3.0%
	钼精矿	元/吨度	2000.0	0.5%	4.2%	12.4%	21.6%
钼	钼铁	元/吨	13.4	0.0%	0.0%	10.7%	20.7%
	金属硅	元/吨	1.1	0.1%	2.6%	-2.4%	-17.4%
硅	硅铁	元/吨	5841.0	-0.9%	-8.1%	-4.0%	-7.2%
	海绵钛	元/吨	8.1	0.0%	14.1%	23.5%	44.9%
钛	APT	元/吨	11.4	2.3%	0.9%	-23.3%	-34.6%
	钨精矿	元/吨	7.5	1.4%	0.7%	-21.1%	-32.4%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	9.0	0.0%	-2.2%	-15.2%	-15.2%
	五氧化二铌	元/公斤	21.0	-2.3%	-4.5%	-10.6%	-1.9%
钒	五氧化二钒	元/吨	12.9	-1.5%	-4.4%	-20.9%	-33.2%
	钒铁	元/吨	13.4	-3.2%	-2.5%	-23.4%	-33.2%
锆	海绵锆	元/公斤					
	锆英砂	元/吨	25.0	0.0%	0.0%	0.0%	38.9%
	氧化锆	元/吨	1.7	0.0%	0.0%	-4.3%	-5.9%
稀土	氧化镨钕	元/吨	32.8	3.1%	13.9%	24.2%	-5.6%
	氧化镱	元/公斤	193.0	1.0%	4.9%	29.5%	62.9%
	氧化镧	元/吨	3.6	0.0%	6.0%	0.0%	-
	氧化铈	元/吨	3.5	0.0%	6.2%	3.0%	-

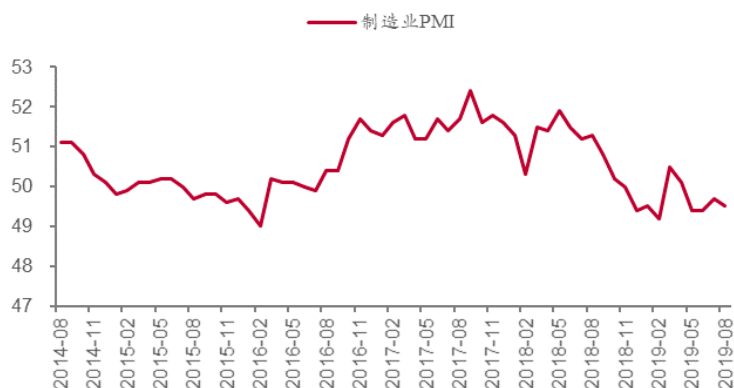
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素: 国常会释放维稳信号, 央行降准 0.5 个百分点

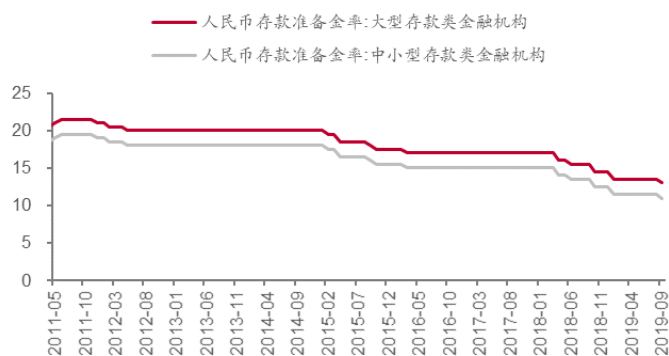
- 制造业 PMI 继续跌破枯荣线，国常会释放维稳信号。**8 月我国制造业 PMI 指数为 49.5，较上月回落 0.2 个百分点，连续 4 个月落入荣枯线以下，其中需求总体承压，新订单指数较 7 月下降 0.1 个百分点至 49.7，进口指数下降 0.7 个百分点至 46.7，在手订单回升 0.1 个百分点至 44.8，国内经济需求端总体承压。9 月 4 日，国务院召开常务会议，会议提出坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。
- 央行降准 0.5 个百分点，并非大水漫灌，仍是结构性宽松，基建仍需发力。**9 月 6 日下午，央行决定于 2019 年 9 月 16 日全面降准 0.5 个百分点；此外再额外对仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。此次降准释放长期资金约 9000 亿元，大约降低银行资金成本每年 150 亿，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元。从流动性角度考虑，本次降准并没有提到对 MLF 的置换作用，叠加历史上看 9 月缴税因素对流动性影响并不大，9 月末的超储率或将推升至 1.9% 以上，短端市场利率也有望下行。在房地产泡沫较大、“房住不炒”仍是主要基调的背景下，我们宏观组的观点认为货币政策大方向仍是结构宽松，降准仍需配合财政政策协同发力，专项债额度可能再度上调，基建下半年有望继续加码。

图表 7: 8 月制造业 PMI 再度跌破枯荣线



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 央行降准 0.5 个百分点



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 回顾历史，降准后有色板块或可获得超额收益，但超额收益逐步收窄。**
1、有色板块或可在降准之后获得超额收益: 在过去十年 19 次降准中，从次日涨跌幅来看，周期类板块获得超额收益概率偏大，其中，有色板块有 11 次跑赢了市场，从一周涨跌幅来看，有色板块有 10 次获得了超额收益；2、有色板块超额收益排名较为靠前，但超额收益逐步在收窄弱化: 此外，我们梳理了历史上 19 次降准后，申万一级行业次日和一周超额收益排名情况，次日超额收益排名当中，有色板块的 11 次超额收益中有 8 次排在全行业前 6 名，主要集中在 10-11 年；但降准后一周超额收益排名中，11 次超额收益排名中仅有 3 次能够跻身前 6 名，从这个角度来看，有色板块超额收益逐步收窄；3、基本金属板块更加收益降低:

在有色板块二级子行业中，从降准后次日涨跌幅来看，基本金属板块更加具有弹性；拉长至一周涨跌幅来看，黄金板块超额收益更加明显，而稀有金属、新材料板块超额收益显著程度低于基本金属与贵金属。

图表 9: 降准后有色板块超额收益情况

	次日沪指 涨跌 (%)	次日有色板块 涨跌 (%)	次日有色板块超 额收益 (%)	一周沪指涨 跌 (%)	一周有色板 块涨跌 (%)	一周有色板块超 额收益 (%)
2010/12/10	2.9%	5.0%	2.1%	1.9%	3.4%	1.6%
2011/1/14	-3.0%	-2.5%	0.5%	-2.7%	-3.7%	-1.0%
2011/2/18	1.1%	1.7%	0.5%	-0.7%	1.5%	2.3%
2011/3/18	0.1%	-0.1%	-0.2%	2.4%	4.1%	1.7%
2011/4/17	0.2%	-0.7%	-1.0%	-1.3%	-0.7%	0.6%
2011/5/12	0.9%	2.0%	1.0%	0.5%	0.6%	0.1%
2011/6/14	-0.9%	-1.2%	-0.3%	-3.1%	-6.7%	-3.6%
2011/11/30	2.3%	3.3%	1.0%	0.0%	-2.5%	-2.5%
2012/2/18	0.3%	0.1%	-0.1%	3.5%	4.0%	0.5%
2012/5/12	-0.6%	-1.9%	-1.3%	-2.1%	-2.7%	-0.6%
2015/2/4	-1.2%	-1.6%	-0.4%	-0.5%	-2.2%	-1.7%
2015/4/19	-1.6%	0.1%	1.7%	2.5%	7.2%	4.8%
2015/8/25	-1.3%	-5.2%	-3.9%	6.8%	-1.6%	-8.4%
2015/10/23	0.5%	1.0%	0.5%	-0.9%	-0.5%	0.4%
2016/2/29	1.7%	3.5%	1.8%	7.8%	13.8%	6.0%
2018/4/17	0.8%	0.4%	-0.4%	2.0%	0.5%	-1.5%
2018/6/24	-1.1%	-0.5%	0.6%	-1.5%	0.9%	2.3%
2018/10/7	-3.7%	-2.8%	1.0%	-7.6%	-9.9%	-2.3%
2019/1/4	0.7%	1.8%	1.1%	1.5%	1.3%	-0.2%

数据来源: Wind、中泰证券研究所

图表 10: 降准后有色板块二级行业超额收益情况

	降准后次日超额收益				降准后一周超额收益				
	金属	非金属新材料	黄金 II	稀有金属	工业金属	金属	非金属新材料	黄金 II	稀有金属
2010/12/10		0.4%	-0.1%	1.8%	3.4%	2.4%	-0.9%	1.5%	2.3%
2011/1/14		1.0%	-1.2%	0.4%	1.3%	-1.3%	-3.5%	-2.6%	1.0%
2011/2/18		0.5%	0.1%	0.7%	0.7%	0.7%	5.6%	3.1%	0.8%
2011/3/18		-1.2%	2.4%	-0.9%	-0.7%	-1.6%	7.2%	-0.4%	1.2%
2011/4/17		-2.0%	-0.7%	-1.2%	-0.7%	0.2%	4.3%	0.2%	-0.5%
2011/5/12		0.1%	0.8%	0.9%	1.4%	-1.8%	0.5%	-1.5%	1.1%
2011/6/14		-1.4%	0.0%	0.4%	-0.6%	-5.4%	-0.4%	-6.1%	-3.5%
2011/11/30		-1.4%	1.4%	0.6%	2.0%	-8.4%	-1.4%	-2.8%	-0.5%
2012/2/18		-0.6%	1.1%	-0.6%	-0.4%	0.0%	1.5%	0.7%	0.1%
2012/5/12		-1.1%	-1.4%	-1.8%	-1.0%	0.3%	1.1%	0.3%	-2.4%
2015/2/4		0.2%	-0.2%	-0.6%	-0.7%	-0.9%	-2.9%	-1.0%	-2.0%
2015/4/19		0.3%	2.4%	2.7%	1.5%	3.6%	0.8%	7.5%	5.3%
2015/8/25		-4.3%	-4.2%	-3.4%	-3.8%	-10.5%	-6.6%	-6.3%	-9.4%
2015/10/23		-0.5%	-0.7%	0.4%	1.5%	0.4%	-2.3%	1.6%	0.7%
2016/2/29		1.1%	3.9%	2.0%	1.1%	3.0%	10.3%	7.0%	4.9%
2018/4/17		0.8%	-2.9%	0.3%	-0.6%	-0.3%	-9.2%	1.3%	-1.3%
2018/6/24		0.1%	-0.2%	1.6%	0.3%	3.4%	-1.9%	3.9%	2.1%
2018/10/7		0.5%	2.5%	-0.2%	1.6%	-6.7%	13.3%	-7.6%	-1.5%
2019/1/4		2.4%	-0.9%	1.2%	1.4%	2.4%	-3.1%	-1.6%	0.9%

数据来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 降准后申万一级行业超额收益排名情况

申万一级行业降准后次日超额收益排序结果						
	第1	第2	第3	第4	第5	第6
2010/12/10	通信(申万)	汽车(申万)	有色金属(申万)	采掘(申万)	建筑装饰(申万)	家用电器(申万)
2011/1/14	有色金属(申万)	上证综指	钢铁(申万)	交通运输(申万)	食品饮料(申万)	银行(申万)
2011/2/18	休闲服务(申万)	家用电器(申万)	通信(申万)	电子(申万)	化工(申万)	计算机(申万)
2011/3/18	休闲服务(申万)	国防军工(申万)	房地产(申万)	银行(申万)	采掘(申万)	综合(申万)
2011/4/17	建筑材料(申万)	家用电器(申万)	有色金属(申万)	建筑装饰(申万)	食品饮料(申万)	通信(申万)
2011/5/12	采掘(申万)	有色金属(申万)	非银金融(申万)	房地产(申万)	综合(申万)	纺织服装(申万)
2011/6/14	通信(申万)	钢铁(申万)	农林牧渔(申万)	轻工制造(申万)	化工(申万)	采掘(申万)
2011/11/30	非银金融(申万)	房地产(申万)	有色金属(申万)	综合(申万)	银行(申万)	汽车(申万)
2012/2/18	家用电器(申万)	建筑材料(申万)	房地产(申万)	国防军工(申万)	计算机(申万)	通信(申万)
2012/5/12	医药生物(申万)	休闲服务(申万)	房地产(申万)	公用事业(申万)	建筑材料(申万)	综合(申万)
2015/2/4	传媒(申万)	计算机(申万)	通信(申万)	轻工制造(申万)	银行(申万)	综合(申万)
2015/4/19	国防军工(申万)	建筑装饰(申万)	交通运输(申万)	钢铁(申万)	通信(申万)	有色金属(申万)
2015/8/25	银行(申万)	食品饮料(申万)	家用电器(申万)	非银金融(申万)	医药生物(申万)	汽车(申万)
2015/10/23	电气设备(申万)	汽车(申万)	机械设备(申万)	国防军工(申万)	农林牧渔(申万)	非银金融(申万)
2016/2/29	有色金属(申万)	国防军工(申万)	建筑材料(申万)	非银金融(申万)	房地产(申万)	轻工制造(申万)
2018/4/17	计算机(申万)	国防军工(申万)	钢铁(申万)	电气设备(申万)	电子(申万)	机械设备(申万)
2018/6/24	休闲服务(申万)	纺织服装(申万)	食品饮料(申万)	医药生物(申万)	综合(申万)	电气设备(申万)
2018/10/7	采掘(申万)	农林牧渔(申万)	公用事业(申万)	纺织服装(申万)	建筑装饰(申万)	有色金属(申万)
2019/1/4	国防军工(申万)	电气设备(申万)	通信(申万)	电子(申万)	计算机(申万)	机械设备(申万)
申万一级行业降准后一周超额收益排序结果						
	第1	第2	第3	第4	第5	第6
2010/12/10	通信(申万)	电气设备(申万)	家用电器(申万)	电子(申万)	建筑材料(申万)	食品饮料(申万)
2011/1/14	家用电器(申万)	轻工制造(申万)	化工(申万)	纺织服装(申万)	通信(申万)	电子(申万)
2011/2/18	国防军工(申万)	汽车(申万)	纺织服装(申万)	计算机(申万)	化工(申万)	农林牧渔(申万)
2011/3/18	房地产(申万)	传媒(申万)	家用电器(申万)	建筑材料(申万)	采掘(申万)	计算机(申万)
2011/4/17	采掘(申万)	建筑材料(申万)	房地产(申万)	银行(申万)	建筑装饰(申万)	家用电器(申万)
2011/5/12	家用电器(申万)	钢铁(申万)	食品饮料(申万)	非银金融(申万)	银行(申万)	计算机(申万)
2011/6/14	采掘(申万)	国防军工(申万)	食品饮料(申万)	银行(申万)	纺织服装(申万)	通信(申万)
2011/11/30	计算机(申万)	国防军工(申万)	电子(申万)	通信(申万)	纺织服装(申万)	传媒(申万)
2012/2/18	非银金融(申万)	计算机(申万)	传媒(申万)	通信(申万)	家用电器(申万)	银行(申万)
2012/5/12	建筑材料(申万)	房地产(申万)	银行(申万)	家用电器(申万)	有色金属(申万)	综合(申万)
2015/2/4	轻工制造(申万)	休闲服务(申万)	钢铁(申万)	家用电器(申万)	医药生物(申万)	综合(申万)
2015/4/19	非银金融(申万)	交通运输(申万)	家用电器(申万)	休闲服务(申万)	公用事业(申万)	轻工制造(申万)
2015/8/25	农林牧渔(申万)	通信(申万)	家用电器(申万)	建筑材料(申万)	国防军工(申万)	电子(申万)
2015/10/23	银行(申万)	非银金融(申万)	上证综指	食品饮料(申万)	建筑装饰(申万)	汽车(申万)
2016/2/29	采掘(申万)	银行(申万)	农林牧渔(申万)	钢铁(申万)	家用电器(申万)	建筑装饰(申万)
2018/4/17	传媒(申万)	钢铁(申万)	通信(申万)	有色金属(申万)	国防军工(申万)	计算机(申万)
2018/6/24	非银金融(申万)	银行(申万)	房地产(申万)	上证综指	家用电器(申万)	建筑装饰(申万)
2018/10/7	建筑装饰(申万)	国防军工(申万)	汽车(申万)	机械设备(申万)	交通运输(申万)	建筑材料(申万)
2019/1/4	有色金属(申万)	钢铁(申万)	国防军工(申万)	非银金融(申万)	建筑装饰(申万)	建筑材料(申万)

数据来源: Wind、中泰证券研究所

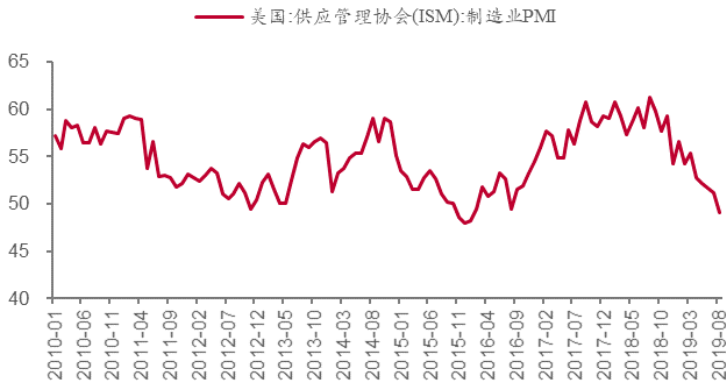
2.2 美国因素: 经济数据继续走低, 9月降息几成定局

- **美国经济数据延续走低态势, 9月降息几成定局。**美国8月ISM制造业PMI为49.1, 为2016年1月以来最低水平, 且是2016年8月以来首次跌破荣枯线; 预期为51.1, 前值为51.2。贸易逆差超预期扩大, 美国7月贸易帐逆差540亿美元, 预期逆差535亿美元, 前值由逆差552亿美元修正为逆差555亿美元; 其中进口2613.9亿美元, 前值由

2615 亿美元修正为 2617.5 亿美元；出口 2074 亿美元，前值由 2063 亿美元修正为 2062.5 亿美元。此外，美国非农数据低于市场预期，美国 8 月季调后非农就业人口新增 13 万人，为 5 月以来新低，预期增 15.8 万人，前值增 16.4 万人；失业率为 3.7%，预期为 3.7%，前值为 3.7%。持续走低的经济数据会加深市场对于美联储本月降息的预期，美联储 9 月再度降息几成定局。

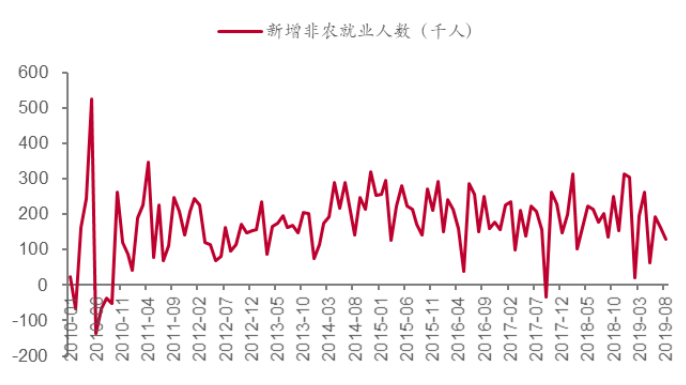
- **鲍威尔讲话偏乐观。**北京时间 9 月 7 日凌晨，鲍威尔在瑞士就全球经济和货币政策发表讲话，鲍威尔表示美国经济增速适度，劳动力市场表现强劲，通胀接近 2% 的目标。但同时，全球经济增长放缓以及贸易争端的不确定性也在影响经济前景，其中，商业投资领域受到的影响尤甚。过去一段时间低利率政策对美国经济增长形成支撑，未来，美联储将密切关注经济发展的影响因素以保持经济适度扩张。我们认为真实收益率下行趋势不改，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金/白银板块配置价值依旧，继续坚定看好贵金属板块。

图表 12: 美国 ISM 制造业 PMI 跌破枯荣线



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 非农数据低于市场预期



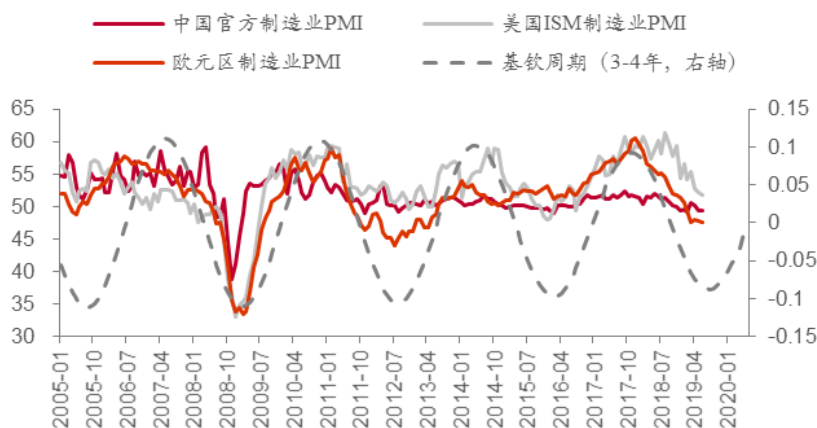
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 英国硬脱欧风险再起, 多国经济增长乏力

- **英国无协议脱欧风险再起。**英国政局动荡意味着无协议脱欧风险仍旧很高，目前来看，英国提前大选是最可能的情形，但时间尚不确定；英国脱欧的性质和时间仍不确定，无协议脱欧的风险可能对英国经济前景造成实质性破坏；提前大选可能重建新的多数政府，并决定在 10 月底脱欧，或是在此期限后尽早脱欧，脱欧相关的不确定性已经令英国经济承压。英国硬脱欧愈演愈烈，不但英镑急速下跌，整个欧元区都被拖下水，9 月 3 日欧洲多国国债同时创下历史新低：英国 20 和 30 年国债收益率跌至纪录低点，分别报 0.773% 和 0.879%；德国 10 年期国债收益率跌至历史新低-0.729%；意大利 10 年期国债收益率触及纪录新低 0.924%。
- **欧元区多国经济增长乏力。**法国 7 月贸易逆差 46.07 亿欧元，预期逆差 44.54 亿欧元，前值为逆差 51.87 亿欧元。其中，法国 7 月出口 422.43 亿欧元，7 月进口 468.49 亿欧元；德国 7 月季调后工业产出环比减少 0.6%，预期增 0.3%，前值由减 1.5% 修正为减 1.1%。7 月工作日调整后工业产出同比减 4.2%，预期减 3.9%，前值减 5.2%。

- 总体上，我们仍认为，外部不确定性（中美经济增速放缓、全球经贸趋势减弱）或施压于欧元区表现，边际宽松的货币政策的逆周期调节，存在进一步蔓延之势。

图表 14: 中美及欧元区 PMI & 基钦周期



来源: Wind, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 美联储 9 月降息几成定局, 加配黄金正当时

3.1 美国经济延续走低态势, 美联储 9 月降息几成定局

- 如上文所述，美国近日公布的经济数据延续了之前走低的态势，美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 49.1，为 2016 年 1 月以来最低水平，且是 2016 年 8 月以来首次跌破荣枯线；此外非农新增就业人数低于市场预期，因此不断走低的 PMI、疲弱的房地产市场以及超预期扩大的贸易逆差令 美国经济增长前景黯淡，美联储 9 月降息几成定局，以防止经济快速出现衰退。根据 CME 观察的最新数据，预计美联储 9 月降息 25 个基点的概率为 91.2%，维持利率在 2%-2.25% 不变的概率为 8.8%；10 月降息 25 个基点的概率为 38.4%，降息 50 个基点的概率为 58.5%。
- 中美贸易局势缓和，全球风险偏好短期反转，周内真实收益率略微上行，周内金价宽幅震荡下跌 0.94%。自美联储宣布降息 25 个基点后，美国真实收益率加速回落。我们重点跟踪的美国真实收益率指标 (USA 10y TIPS yield) 已由前期高位 (2018 年 11 月初 1.17) 回落至当前的 0.01 附近，降幅超过 110bp。周内真实收益率曾一度跌至 0 以下，不断走低的美国经济数据以及避险情绪的激增令 COMEX 金价周内震荡上涨，总体收涨 1.0%。

图表 15: 金价与美国真实收益率对比

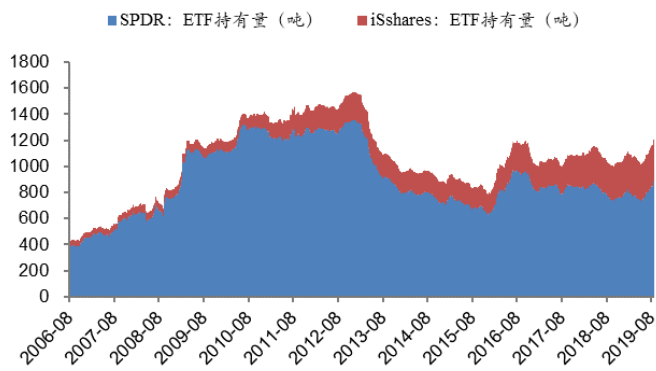


来源：Wind，中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构持续

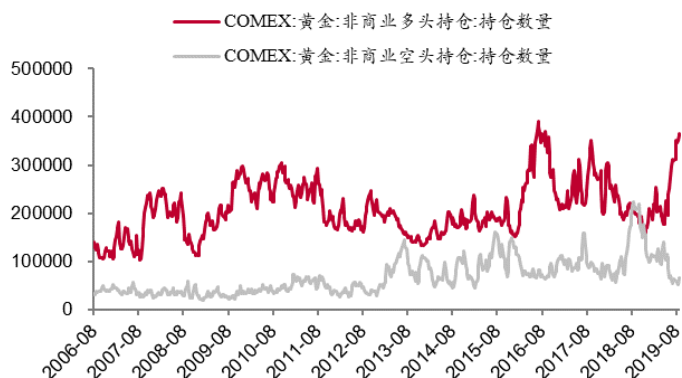
- **黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构延续。** 本周，黄金 ETF 持仓量（SPDR+iShares）1217.92 吨，较前周增加 13.35 吨，黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内，COMEX 黄金非商业多头持仓增加至 36.54 万张附近（前值 36.26 万张附近），同时非商业空头持仓下降至 6.48 万张附近（前值 6.58 万张附近），净多头持仓量环比前周增加至 30.05 万张（前值 29.68 万张），COMEX 净多头结构延续。

图表 16: 黄金 ETF 持仓情况



来源：Wind，中泰证券研究所

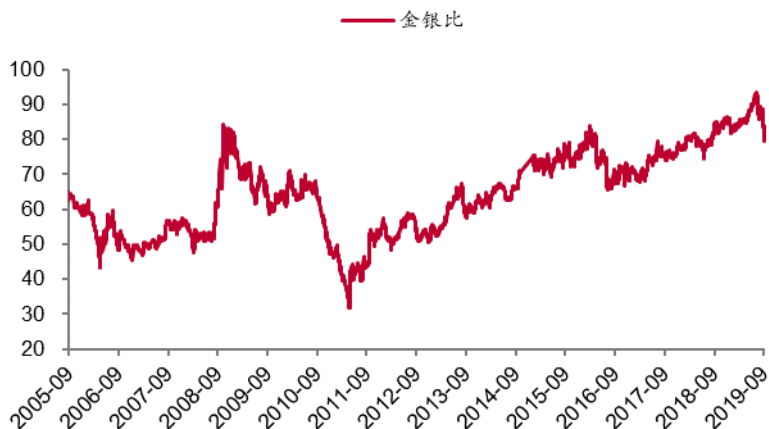
图表 17: COMEX 黄金多头与空头持仓情况



来源：Wind，中泰证券研究所

- **金银比价处于历史高位，修复动能强劲，白银投资价值剧增。** 当前金银比为 84，处于历史高位，从历史上来看，一般是 40-80 运行区间；另外，从工业属性来看，白银在近三年供给年均 1.4% 收缩，今年以来持续的光伏高景气（白银工业需求中增速最快领域），这都带动了供需结构的边际变化，从而使得修复动能很是强劲。

图表 18: 金银比处于历史高位，向下修复动能强劲

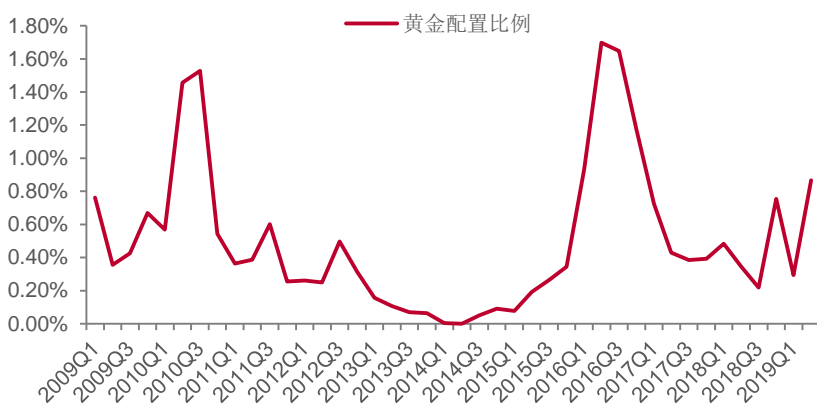


来源：Wind，中泰证券研究所

3.3 基金持仓：黄金增配明显，但仍处历史较低位置

- 从趋势来看，基金对有色金属行业的配置比例自2018年以来逐步下滑，2019Q2有抬头趋势，主要与黄金行情再次启动有关。从子板块来看，2019Q2基金对黄金板块配置占有色金属行业的65.69%，比重环比提升33.59pct；同期对稀有金属的配置环比下降24.68pct至19.59%。虽然近期基金增加了黄金的配置比例，但是拉长时间区间来看，当前基金对黄金的配置比例仍低于1%，远低于历史高位水平，黄金板块并未出现投资过热的情形。

图表 19：黄金板块配置比例仍处历史低位

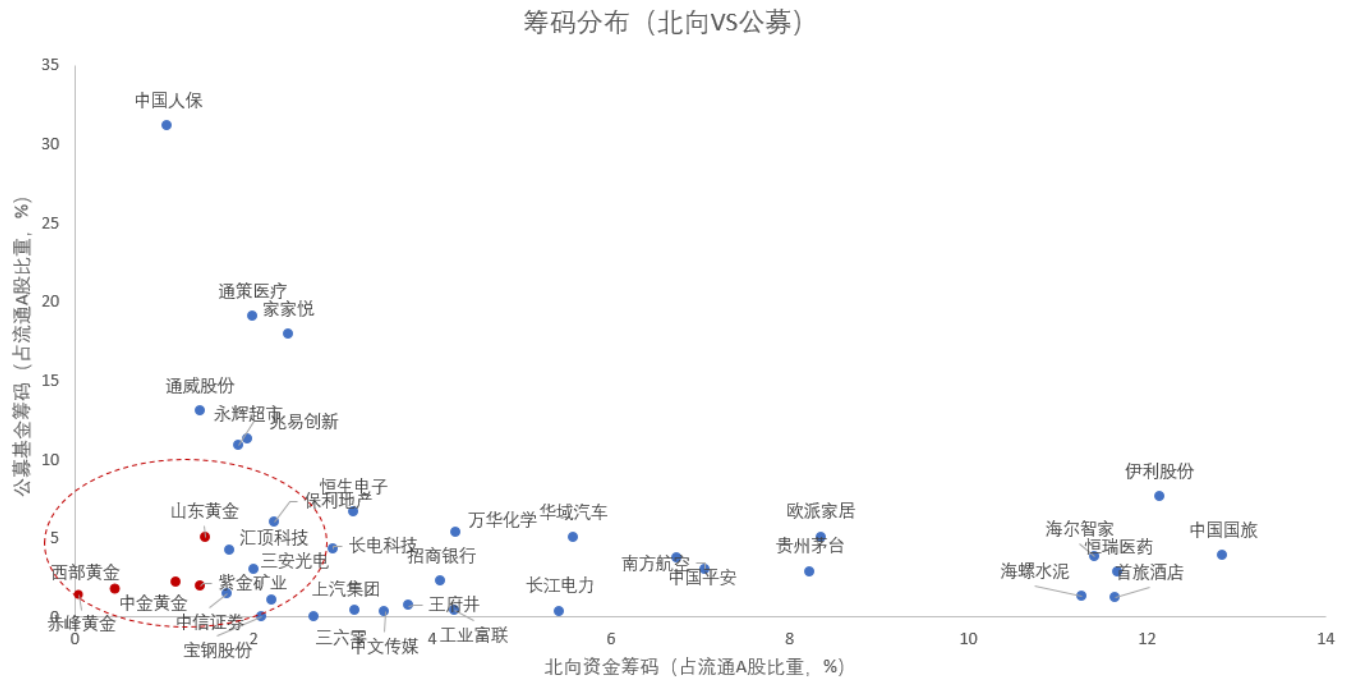


来源：Wind，中泰证券研究所

- 从筹码分布来看，黄金板块个股筹码较为分散，配置比例有很大提升空间。我们对比了目前部分行业龙头股与黄金个股公募筹码与北向筹码的分布特征，其中公募持仓数据是2019Q2开放式普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金持仓数据，北向资金数据为2019年9月6日，可以发现：黄金个股集中在了左下方的象限，筹码分布具有两低的特征，即公募基金持仓比例低、北向资金持仓比例低。当然，从黄金板

从内部筹码分布来看，国内公募基金与外资均较青睐于山东黄金。

图表 20: 黄金个股筹码分布 (公募 vs. 北向)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 综上，美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底趋势回落，当前处于加速回落阶段，并将继续带动真实收益率趋势性回落，打开金价上涨空间。我们认为，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金板块配置价值不减。

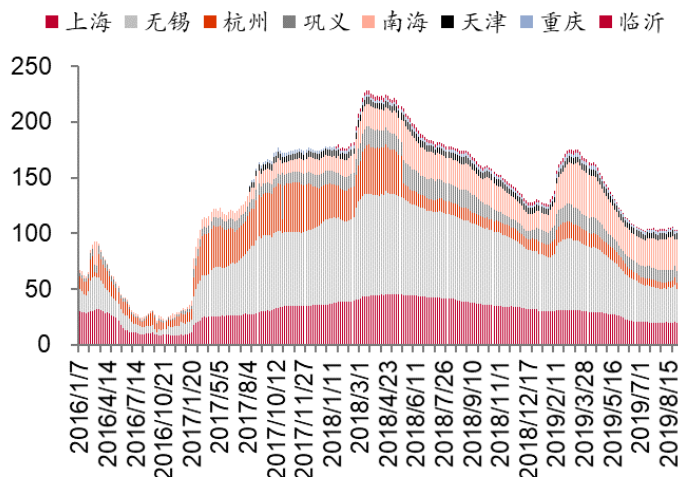
4. 基本金属：流动性宽松预期下，基本金属价格短期 Risk on

4.1 铝：氧化铝持续反弹抬升电解铝成本线，电解铝继续去库

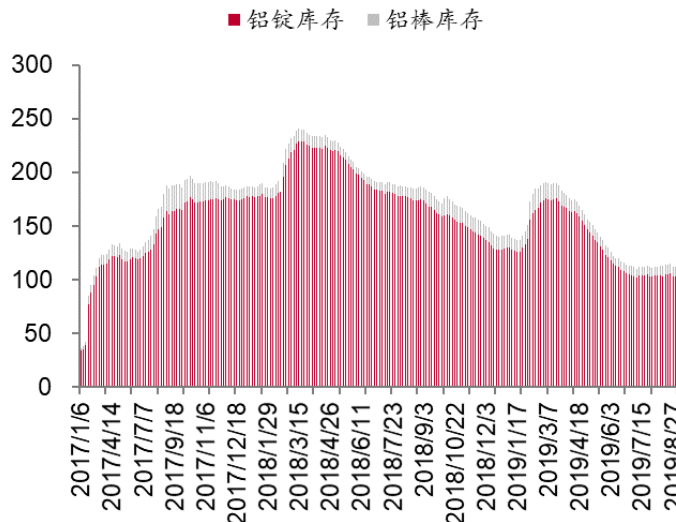
- 电解铝继续去库。SMM 统计数据显示，2019 年 9 月 5 日国内电解铝社会库存 100.6 万吨，较前周减少 2.7 万吨。叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 110.25 万吨（其中，铝棒库存 9.65 万吨，增加 0.4 万吨），较前周减少 2.3 万吨；LME 库存 9 月 5 日为 92.32 万吨，较前周减少 0.38 万吨。全国各个主要消费地库存均有不同程度减少，本周已是第四周连续去库。

图表 21: 国内电解铝社会库存走势

图表 22: 国内铝锭及铝棒总库存走势



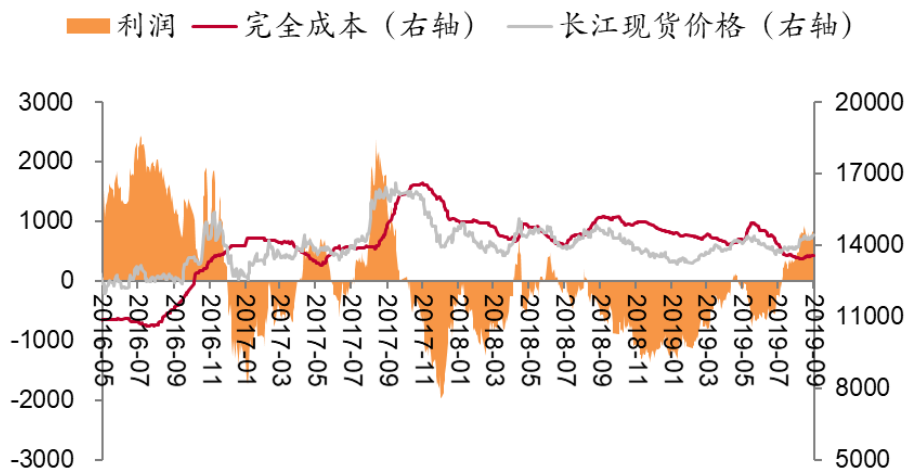
来源: SMM, 中泰证券研究所



来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- **现货交投表现:** 本周 A00 铝价保持高位震荡, A00 铝周均价上涨约 90 元/吨, 废铝价格出现明显上涨。具体来看: 1) 需求端, 再生铝行业进入“金九银十”, 摆脱淡季, 但具体订单方面仍未出现显著增加, 下游消费大概率出现环比增加, 同比减少; 2) 供给端, 当前电解铝运行产能在 3580 万吨附近, 整体供给压力较小; 3) 进出口方面, 出口 ADC12 价格保持稳定, 出口日本基本港口 ADC12 cif 价格维持 1410~1430 美元/吨。使用进口废铝生产 ADC12 内销国内依旧比出口 ADC12 利润丰厚。此外, 因国内成本抬升, 售价上涨缓慢, 在降本意愿的唆使下, 国内再生铝企业对于进口铝合金锭关注度提高, 有尝试使用其作为原料降本的意愿。
- **氧化铝: 减产规模逐步扩大, 价格短期阶段性触底, 但远期压力仍大。** 减产规模逐步扩大, 叠加山西孝义青运会限产预期, 氧化铝或将短期阶段性触底, 但市场整体库存水平较高, 在高库存压力下, 价格难言具备持续性上涨条件, 预计或将出现短时间的小幅反弹, 但格局仍是底部震荡。推演远期市场变量, 一是部分企业进口矿使用的增加缓解矿石紧张程度, 大概率不再会受制于原料减产; 二是进口氧化铝环比增加; 三是氧化铝新增和复产压力, 当前交口信发 280 万吨产能已具备复产条件, 因此若无突发性事件, 远期价格压力仍然较大。
- **盈利表现: 氧化铝持续反弹推升电解铝成本线, 电解铝盈利水平持续改善。** 由于氧化铝减产规模逐步扩大, 价格短期持续反弹抬升电解铝成本线, 本周氧化铝价格持续上升, 但远期压力仍大。具体来看, 氧化铝平均价格为 2555 元/吨左右, 动力煤价格 579 元/吨, 预焙阳极价格变动不大, 按 9 月 6 日原材料市场价格测算 (未考虑企业自身因素), 电解铝即时成本为 13584 元/吨, 吨铝盈利约 836 元, 产业链利润自氧化铝环节流转至电解铝环节。具体走势如下图所示。

图表 23: 电解铝成本、利润图

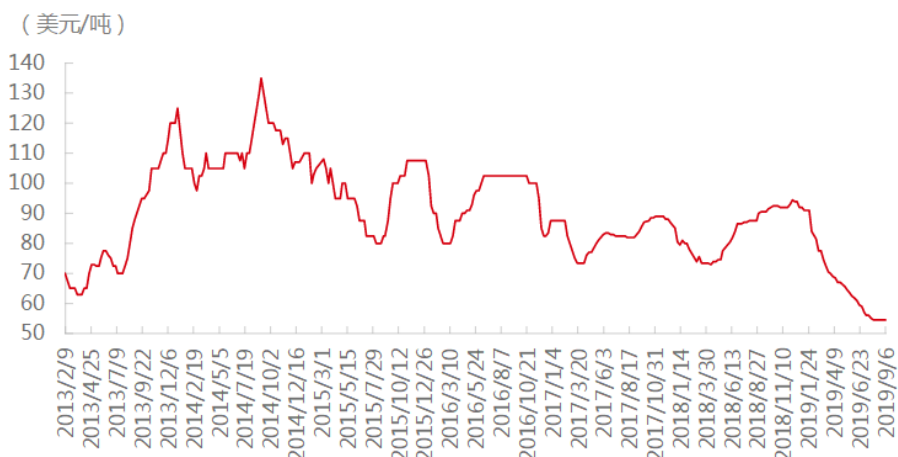


来源：wind，安泰科，亚洲金属网，中泰证券研究所

4.2 铜：矿山干扰不断，TC 保持低位运行

- 本周，SMM 干净矿现货 TC 报 53-56 美元/吨，较上周五持平这也是连续第六个周保持在这个水平，本周市场成交依旧匮乏，买卖双方处于僵持状态。

图表 24：铜精矿 TC 保持稳定



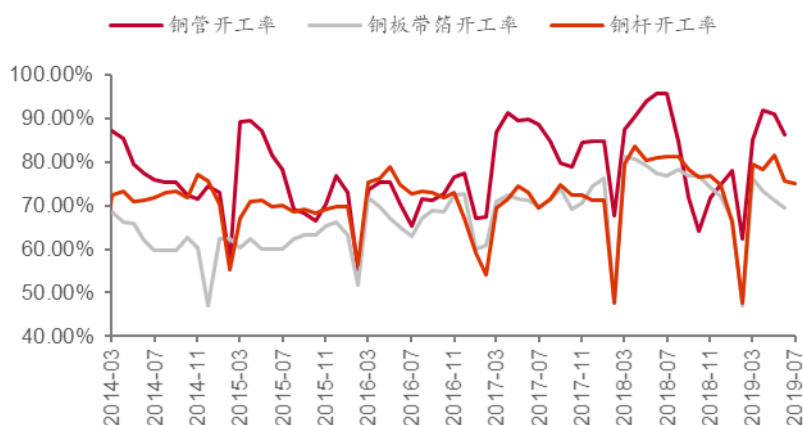
来源：SMM，中泰证券研究所

- “金九银十”旺季预期下，铜价短期有望反弹。1) 需求端，由于终端消费疲软，8月铜管企业开工率为73.04%，同比继续下滑6.75个百分点，环比下滑7.2个百分点，但预计在“金九银十”推动下，消费积极性将有所回升；2) 供给端，据SMM统计，2019年上半年全球20家主要铜矿企业矿山铜产量合计654.8万吨，去年同期为662.8万吨，同比下降1.2%，这20家铜矿企业的矿山铜产量在2018年占到全球矿山铜产量的60%以上，因此其产量变化情况对于全球铜矿供给具有很强的指示意义。而2019年上半年该部分矿山铜产量出现了1.2%幅度的下降，也符合市场对于2019年铜矿端供给收紧的认知。
- 现货交投表现：华北地区，进入九月份，天津地区需求依旧疲软，当地货源供应充裕，但下游消费持续低迷，贴水较上周进一步扩大，周内报

价低至贴水 80 元/吨，在各地区间表现最弱。华南地区，截止本周五，广东库存报 4.42 万吨左右，较上周减少 0.38 万吨左右。周初期铜价下挫以及库存大幅下降，刺激市场消费，贸易商收货也表现积极，低价货源成交迅速，持货商挺价情绪浓厚，整体交投向好，本周现货全面升水报价，自升水 10 元/吨上调至升水 90 元/吨，且报价仍有上抬空间。进入九月后市场对消费改善的预期在增强，同时贸易商资金压力也并不明显，导致市场挺价情绪较高，进入 9 月后升水一直在小幅稳步增幅。

- **库存方面**，截至本周五，上海保税区库存环比上周五继续减少 0.58 万吨至 33.82 万吨。自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少已达 18 周，累计减少 24.98 万吨，此外，本周 SHFE 库存下降了 9578 吨。

图表 25: 铜材开工率

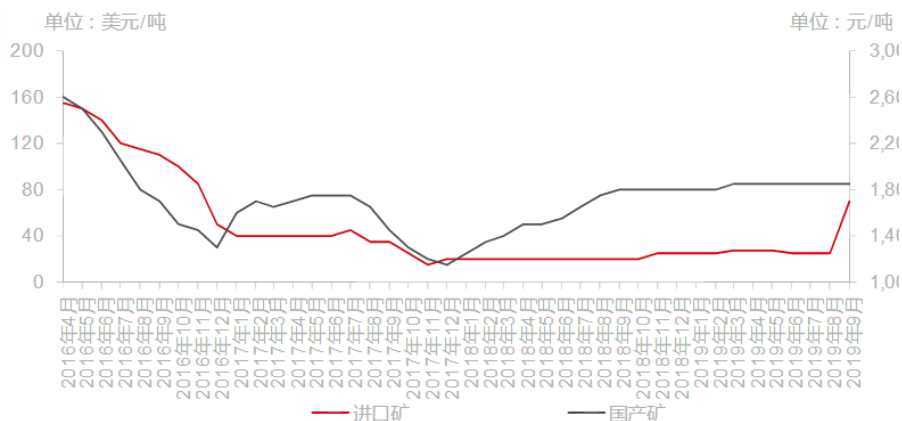


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 铅：加工费维稳，库存略有下降

- **原料端**，本周国产 50 品位铅精矿到厂主流成交在 1750-2050 元/金属吨，60 品位进口铅精矿主流报价 60-80 美元/干吨。本周广西、云南铅精矿小幅上调：7-9 月为矿山生产旺季，国内矿的供应量逐步提升，而需求端的炼厂由于前期在铅价低位时大批量采购铅精矿，故当前冶炼厂原料库存较高，进而导致近期炼厂以消化库存为主，最终逼高国内铅精矿加工费；预计进入 10 月以后，随着冬储季的逐步到来，料国内铅精矿加工费存在高位回落的可能。截至周五，本周国内铅精矿各地区加工费环比同期不变，目前 50 品位铅精矿加工费，河南 1900-2100 元/金属吨，湖南 1750-1850 元/金属吨，云南 1850-1950 元/金属吨，内蒙古 2000-2200 元/金属吨；广西 1800-1900 元/金属吨。

图表 26: 国产及进口铅精矿 TC 走势图



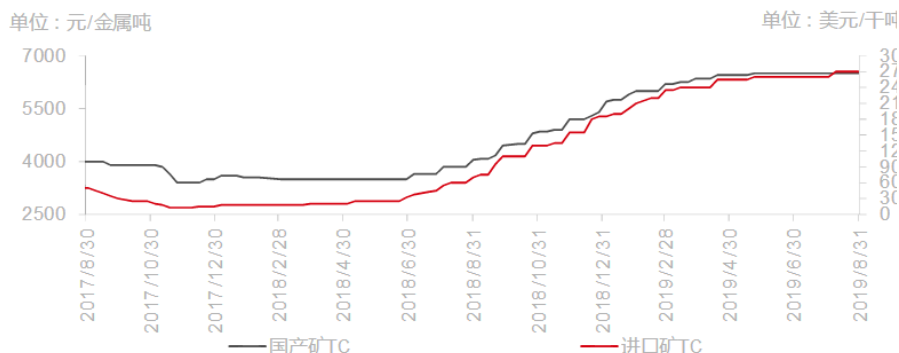
来源: SMM, 中泰证券研究所

- 铅蓄电池综合开工率提升。**本周(9月2日—9月6日)SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 54.22%，较上周上升 0.87%。本周铅蓄电池开工率保持上升态势，主要原因是由于今年电动自行车新国标落地，电池“轻量化”逐步推进，各大蓄企陆续进行技改，进入 9 月部分蓄企完成技改后产量得以释放；另 9 月为三季度最后一个月，考虑到后续的中秋、国庆以及春节因素造成的工人流动性，少数通信电池企业开始于 9 月提产做适量备库。此外，由于电动蓄电池市场传统旺季进入尾声，部分企业订单情况趋降，如江苏地区蓄电池企业开始于 9 月控制产量，故本周铅蓄电池开工率延续增势，而增幅不大。
- 库存变化：**截止周五(9月6日)，铅锭五地社会库存总量为 2.97 万吨，较上周五环比下降 5580 吨。据 SMM 了解，本周铅锭库存继续下降的主要原因在于：一方面河南地区原生铅炼厂开始进入检修，交割品牌铅锭供应下降；另一方面，考虑到国庆阅兵期间的环境情况，河南地区部分炼厂已接到限排 10% 的通知，虽暂未造成实际产量影响，但直接推动铅价上涨，期铅一举突破 17500 元/吨关口，刺激下游采购积极性，部分蓄企开始为国庆提前备库，尤其是江浙地区库存明显下降。另下周，考虑到下游在国庆节前的惯例备库或将延续，加上原生铅炼厂检修影响量增多，再生铅贴水亦无明显扩大，料下周社会库存仍呈降势。

4.4 锌：TC 持稳，社会库存续降

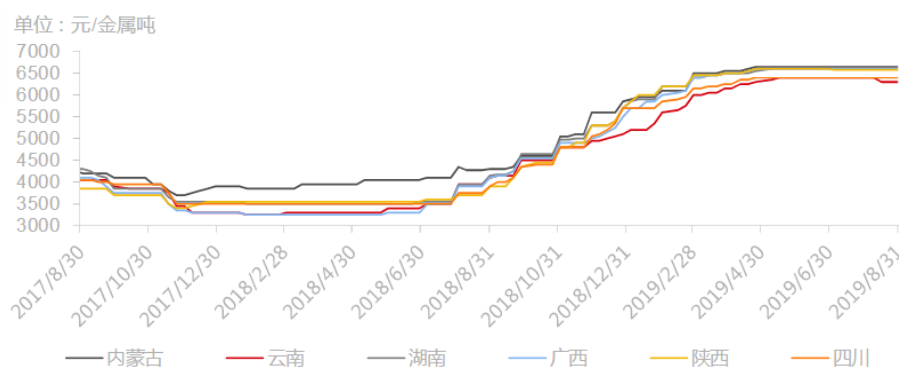
- 本周国内锌精矿加工费成交于 6250-6650 元/金属吨；进口主流成交于 260-280 美元/干吨。分地区来看，本周内蒙地区主流 6550-6750 元/金属吨；陕西地区主流 6500-6550 元/金属吨；广西地区主流 6500-6700 元/金属吨；湖南地区主流 6200-6700 元/金属吨；四川地区 6200-6600 元/金属吨；云南地区 6100-6500 元/金属吨。
- 本周平均沪伦比值 8.37 (9月2日-9月5日)，较上周持平，周均进口亏损-330 元/吨，较上周基本持平，国内进口品牌报价寥寥。本周外贸市场继续“凉凉”，外贸报价继续持稳，澳锌/韩锌(免税品牌)报 100-110 美元/吨附近，其他报 70-80 美元/吨附近。

图表 27: 国产及进口锌精矿加工费对比



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 28：国产锌精矿分地区加工费



来源：SMM，中泰证券研究所

- **供应方面**，加工费高企，冶炼厂生产意愿始终积极，除必要的常规检修、产能修复或环保自查要求限产等客观的原因，大部分冶炼厂都积极生产，甚至部分北方炼厂推迟常规检修时间，因此 8 月份供应端整体放量较 7 月仍有一定增量，但增量或较有限。
- **消费方面**：传统意义上的“金九银十”消费旺季或在今年遭受“蓝天保卫战”的拖累。主要影响在 9 月中至 10 初的时间，部分环保文件陆续发布，或影响华北地区钢厂产量，进而影响到镀锌厂的订单，目前已有部分文件下达到地方，部分国庆期间的订单有提前开工生产或推迟生产的情况，8 月份镀锌板块消费转好亦有此方面的影响。而进入九月，若环保限产要求落实，对华北地区的镀锌消费会有拖累；而集中在华东及华南地区的压铸锌合金企业未受较大影响，或仍延续往年订单环比转好的趋势；此外，对于氧化锌企业来看，轮胎企业开工率逐渐回升的情况下，对氧化锌企业订单亦有所提振，进入九月或也较八月有稳中转好的态势。
- **库存变化**：本周三地锌社会库存较上周五下降 7700 吨至 14.1 万吨。其中降幅主要由广东地区贡献，上周沪粤升水价差扩至 250 元/吨，市场广东货源逐步向上海地区流通，预计此批流通量将于本周末逐步到达上海总量 6000-10000 吨左右，预计下周库存或有小幅增加。

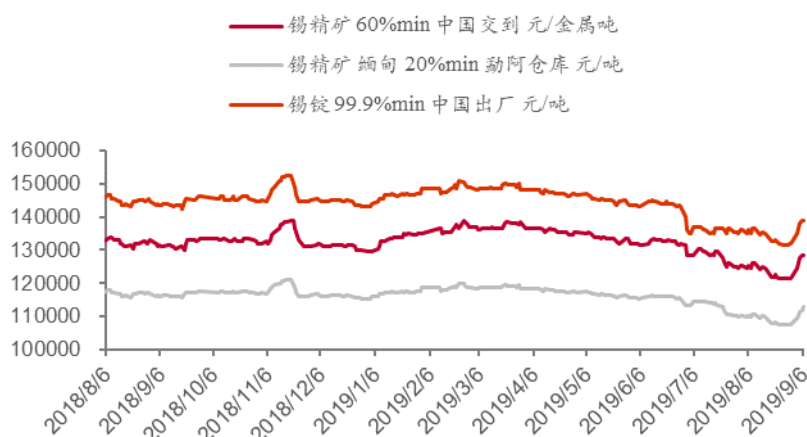
4.5 锡：联合减产预期下，锡价大幅反弹

- **联合减产预期推动锡价大幅反弹**。锡业股份积极响应中国锡行业企业联合减产倡议，应对锡行业所面临的原料供应紧张等行业状况，预计 2019 年

度公司精锡生产量将比全年生产计划减少 10%左右，加之周内美元指数下跌、原油价格上涨，在一定程度助推了伦锡价格上涨的趋势，截至本周四收盘伦锡已连续五连阳上涨，周内最高涨至 17740 美元/吨。但从供需来看，前期锡价持续下滑导致冶炼厂生产积极性不高，下游焊料与化工领域订单量仍未显示回暖迹象，锡焊料进口金额和进口量都下跌；马来西亚政府正计划重振该国锡矿业亦可能会增加锡供应；外部扰动因素不断导致全球锡需求依然不足；供需双弱尤其是需求更弱的情况下，将会使沪锡承压。

- **产销库存方面**，根据亚洲金属网披露的数据显示，我国 6 月份锡精矿生产商库存量为 1270 吨，环比增加 12.4%，同比减少 59.5%；6 月份锡精矿生产商销量为 3795 吨，环比下滑 1.6%，同比下滑 13.6%。

图表 29：锡价格走势图



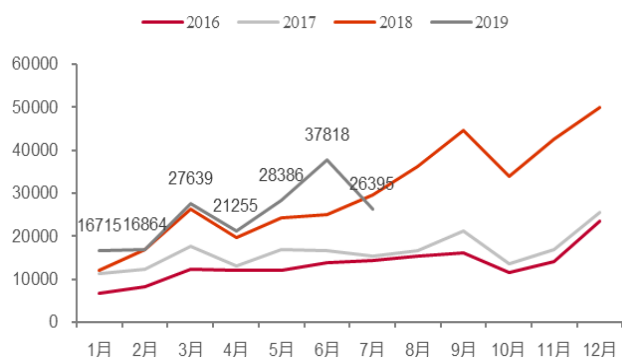
来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5、新能源金属：钴供需预期或将“剧烈”反转

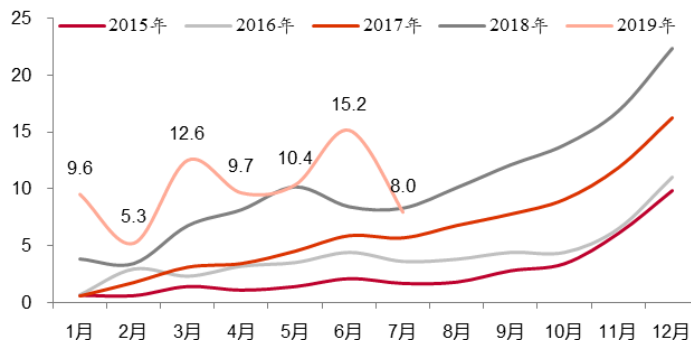
5.1 电动车产业链：新能源汽车市场弱势运行

- **美国新能源车市场继续走弱**。美国新能源车 19 年 7 月销量为 2.64 万台，同比下降 11%，环比减少 30%，这是近几年来首次负增长。19 年前期美国新能源市场明显走弱，且结构分化的特征较明显，剔除明星车型 MODEL3 后的增速很差，尤其是插电混动市场增速-28%。就车企来看，除了特斯拉外，丰田及通用汽车分别以销售 1875 辆、1237 辆排名第二和第三；日产和宝马集团分列第四和第五名，但二者的销售数据都在千辆以下，其中日产销售 938 辆，宝马销售 911 辆。
- **国内新能源汽车市场亦弱势**。据中汽协发布 2019 年 7 月份全国乘用车产销数据，1-7 月，新能源汽车产销分别完成 70.1 万辆和 69.9 万辆，比上年同期分别增长 39.1%和 40.9%。其中纯电动汽车产销分别完成 55.8 万辆和 55.1 万辆，比上年同期分别增长 46.3%和 47.8%。其中，7 月份新能源汽车产销分别为 8.4 万辆和 8.0 万辆，环比分别下降 37.2%和 47.5%，同比分别下滑 6.9%和 4.7%。同时中汽协下调了 2019 年我国新能源汽车销量的数据，新能源汽车预计销量为 150 万辆左右，同比增长 19.4%左右。根据 SMM 数据，7 月动力电池总装机量为 4.69GWh，环比锐减 29%，同比增速下滑至 26.9%。其中三元电池装机量为 2.1GWh，占比 44.8%，比重

较上月大幅减少 26.4%；磷酸铁锂电池装机量为 2.48GWh，占比 52.9%，今年内比重首次超过三元电池，较上月上升 27%。

图表 30: 美国新能源汽车市场首次负增长


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 31: 国内 7 月新能源乘用车销量同比下滑 4.7%


来源: 中汽协, 中泰证券研究所

5.2 锂钴: 供需预期反转, 下游需求或抬头

- 8 月 7 日, Glencore 公布 2019 年中报, 大幅下修 KCC 产量指引, Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产, 我们认为, 这成为引发钴供需“扭转”的核心变量之一。Glencore 今年钴产出指引 5.7 万吨→4.3 万吨, 其中, KCC 产量指引 2.6 万吨→1.4 万吨, Mutanda 产量指引 2.7 万吨→2.5 万吨。1) Glencore 表示将对 Mutanda 进行维护修缮, 并将在 2019 年年底之前逐步停止生产, 2020 年-2021 年将其维护和修缮; 2) 由于上半年 Katanga 产量 6100 吨, 产能释放不及预期, Katanga 19 年产出指引 2.6 万吨→1.4 万吨, 20-21 年产出同样下滑, 分别是 3.2 万吨→2.7 万吨、3.8 万吨→3.1 万吨。

图表 32: Glencore 历史上钴产量 (吨)

矿产商	矿山项目	国家	类型	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019H1vs2018H1
Glencore	Mutanda Mining	DRC	Cu	5,700	5,500	6,000	6,700	5,600	6,200	7,400	8,100	6,400	7,000	14%
	Katanga Mining / KCC	DRC	Cu	-	-	-	-	500	2,500	3,500	4,600	3,500	2,600	103%
	Minara Resources/Murrin Murrin	Australia	Ni	500	600	900	700	700	700	700	800	800	600	0%
	Sudbury / Raglan	Canada	Ni	100	300	200	200	200	300	200	200	200	200	-20%
	total			6,300	6,400	7,100	7,600	7,000	9,700	11,800	13,700	10,900	10,400	28%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 33: 嘉能可钴产量指引 (2019 年中)

	2019E	2020E	2021E
katanga	1.4	2.7	3.1
mutanda	2.5	C&M	C&M
镍钴矿	0.4	0.4	0.4
公司产量指引 (万吨)	4.3	3.1	3.5

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 34: 嘉能可原钴产量指引 (2018 年底)

	2019E	2020E	2021E
katanga	2.6	3.2	3.8
mutanda+镍钴矿	3.1	3.1	3
公司产量指引 (万吨)	5.7	6.3	6.8

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- Mutanda 停产影响供给几何? 短期供给库存补, 但中期供给或将收缩 16%。1) 短期来看, 对 2019 年实际供给影响不大: 主要有以下两点原

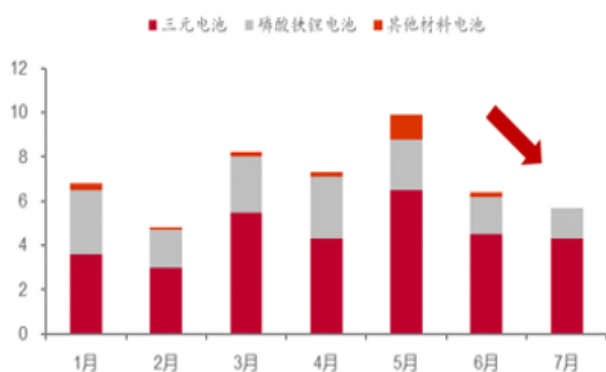
因：一是 Mutanda 停产将主要发生在 2020-2021 年，2019 年总体产量仍会保持平稳；二是嘉能可目前有充足的库存，Katanga 实际销售量很少，2018 年实现 1430 吨销售，2019 年也并未实现销售，意味着自去年一季度至今，Katanga 产出的合计 1.72 万吨钴产出，形成至少 1.5 万吨以上的库存，实际有效供给短期可以由“去库存”来完成。2) 中期来看，供给收缩约 16%：Mutanda 矿山 2018 年钴产量为 2.73 万吨，2019 年产量指引为 2.5 万吨，2020 年 Mutanda 停产或大幅收缩供给约 16%。

图表 35: Mutanda & Katanga 历史产量及未来指引变化对供给影响

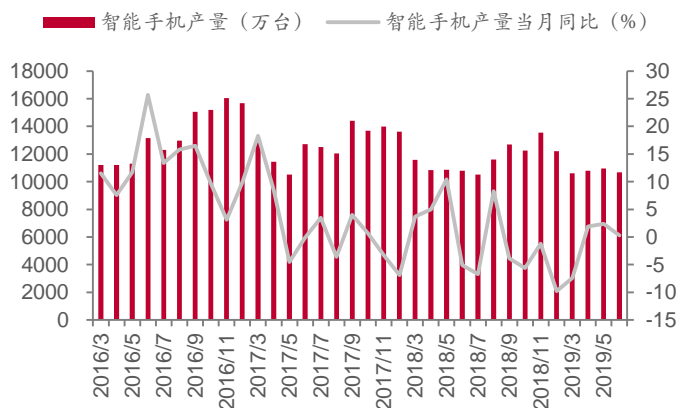
	2015	2016E	2017E	2018	2019E	2020E	2021E
Katanga	2,900	-	-	11,100	14,000	27,000	31,000
Mutanda	16,500	24,500	23,900	27,300	25,000		
全球供给	121,050	116,350	124,650	147,242	153,145	157,395	170,397
Katanga/全球供给	2%	0%	0%	8%	9%	17%	18%
Mutanda/全球供给	14%	21%	19%	19%	16%	0%	0%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 下游正极 & 电池需求如何？MB 钴超预期上涨，当前下游需求或抬头。**
 2019 年 5 月-7 月份，动力电池产量大幅度减产 40% 以上，动力电池装机量 7 月份也大幅度下滑 30% 左右，龙头企业砍单也在 50% 以上。经过产业的微观调研，8 月产业链龙头公司已经恢复至砍单前 70%-80%，材料库存也已经从三个月下降到了一个月，在大规模减产近期中游需求或将出现明显恢复，目前材料库存得到了大幅消耗，前驱体与正极企业锁单量 & 锁单周期也得到提升，而消费电子订单较为稳定，因此，下游需求或将抬升，中游环节出现部分补库端倪。

图表 36: 国内动力电池产量


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 37: 国内智能手机产量


来源：Wind，中泰证券研究所

- 未来钴供需结构如何？20-21 年或将发生趋势性扭转。** 在全球新能源汽车 35% 增速、消费电子需求稳定的基准假设下，根据我们供需模型梳理，考虑到 Glencore 最新的产量指引变化以及未来三年主要的供给增量项目的投产释放，2019 年仍然处于过剩状态，但是，进入到 20 年，由于 Mutanda 停产计划的施行，供需格局大幅或将大幅改善，20-21 年供需结构或将趋势性扭转。

图表 38: 钴供需平衡表预测

钴供需平衡预测		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
供应	吨/年	96,084	95,851	104,804	123,521	130,173	136,336	145,517
	Change%		0%	9%	18%	5%	5%	7%
需求	吨/年	94,529	101,922	107,265	108,674	119,038	136,871	153,603
	Change%		8%	5%	1%	10%	15%	12%
供需缺口 (+过剩/-不足)	(吨/年)	1,555	-6,071	-2,461	14,848	11,136	-535	-8,086
	供需缺口所占比例	2%	-6%	-2%	14%	9%	0%	-5%

来源: Darton, 公司公告, 中泰证券研究所

- 未来价格驱动主要矛盾? 关键还是看 5G “换机潮” 需求拉动消费电子需求。**我们对消费电子增速与全球新能源车增速对供需结构影响进行了测试, 事实上, 在需求上行期库存、矿产供给等都不会是主要矛盾, 需求仍然是决定钴锂价格的关键。随着 5G 手机的推广, 2020 年智能手机出货量有望由负转正, 并且“换机潮”可能会实现正增长, 甚至是 10% 以上的双位数增长, 而消费电子需求由负转正, 将是供需结构发生“剧烈”逆转、价格趋势上涨的阈值!

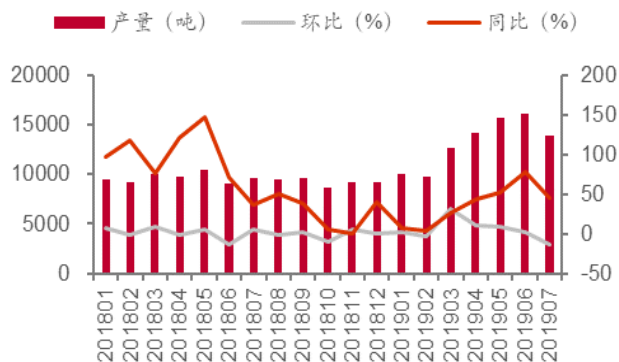
图表 39: 全球新能源汽车 & 消费电子增速对钴供需结构影响

钴供需平衡 (吨)	全球手机出货量增速					
	-10%	-5%	0%	5%	10%	
29%	3,532	2,652	1,771	890	10	
32%	2,670	1,789	909	28	(853)	
全球电动车销量增速	35%	1,797	917	36	(845)	(1,725)
	39%	914	34	(847)	(1,728)	(2,608)
	42%	21	(860)	(1,740)	(2,621)	(3,502)

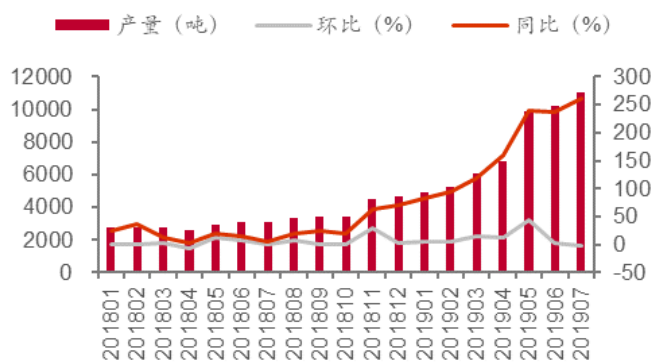
备注: 该测算表未计入 Glencore 产量指引变化; 来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 下游需求锐减, 锂价亦持续走低。**1) 现货交投, 电池级碳酸锂需求不佳, 交易零星, 当前价格处于下行区间; 氢氧化锂方面, 下游高镍发展进度不及预期, 电池级氢氧化锂需求不佳, 成交稀少; 三元材料方面, 电池企业开工率恢复进度缓慢, 除高镍三元材料需求稳定外, 其余产品订单稀少。2) 需求端, 6月起国内 3C 市场进入传统消费淡季, 国内手机市场趋于饱和, 短期难迎新的需求拐点; 受新能源补贴退坡影响, 动力汽车市场成交疲软, 订单走弱。3) 供给端, 根据亚洲金属网的统计, 7月份国内氢氧化锂产量为 11050 吨, 环比减少 0.9%, 同比剧增 262.2%; 碳酸锂产量为 13900 吨, 环比走低 13.8%, 同比上升 45.1%; 三元材料产量 11830 吨, 环比减少 33.3%, 同比上升 10.8%; 第二季度, 澳洲锂辉石的出货量 (折合碳酸锂 LCE) 达到 5.01 万吨, 环比下降 4.5%; 澳大利亚锂生产商 Orocobre 二季度碳酸锂产量为 3455 吨, 环比上升 12%。

图表 40: 国内碳酸锂产量
图表 41: 国内氢氧化锂产量



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5.3 稀土磁材：下调稀土资源税率+供需趋紧预期影响，稀土产品价格上扬

- 国家税务局下调稀土资源税率，叠加供需趋紧预期影响，本周稀土产品价格上扬：**本周氧化镨钕、氧化钕、氧化镝、氧化铽和氧化钆价格均有所上调，氧化镨钕自周初的 31.9-32.3 万元/吨涨至周五 32.5-33 万元/吨，氧化钕跟涨至 32.7-33.2 万元/吨，氧化镝价格也有了一定程度的上调自周初的 190-192 万元/吨上调至 192-194 万元/吨，氧化铽周五报价 393-395 万元/吨，氧化钆涨至 18-18.3 万元/吨。受到部分上游冶炼分离厂停产影响，市场对后市氧化镨钕的供应趋紧存在预期，金属及下游磁材企业逐渐接受氧化镨钕价格，买兴较前期有所回暖。上游大商家挺价意愿较浓，对后市氧化镨钕价格走势观点较为积极。氧化镝、氧化铽虽前期收到泛亚公司拍卖单价较低货源和市场需求不振影响小幅走弱，但短期来看目前泛亚公司拍卖的氧化镝和氧化铽并未大量流入市场，随着需求小幅回暖和矿原料供应趋紧的情况未有改善，本周氧化镝和氧化铽的价格也较前期有所上涨，氧化钆受此带动价格亦有所上扬。
- 供给端，重稀土矿紧张格局不改。**7 月因腾冲口岸暂停缅甸稀土进口，重稀土矿进口数量仅为 517 吨，环比下降 3,842 吨。矿石含镨钕氧化物和氧化镝分别为 135 吨和 21 吨，同比减少 571 吨和 88 吨。美国轻稀土矿进口量为 3,393 吨，同比增加 37 吨，总体变化不大。极少量进口主要是通过片马口岸入境，但是，缅甸 Q3 正处于雨季，绕道该关口进行运输难度较大，另外，缅甸稀土进口的管理趋严也将会加大进口难度。
- 钕铁硼磁材方面，价格平稳运行。**根据百川资讯的数据，截至 9 月 6 日，钕铁硼 N35 价格报 125.5 元/公斤，与上周持平，作为稀土板块下游“影子”，以“原料库存 & 毛利率定价”模式，直接受益稀土价格上行。更为重要的是，我们认为，新产品开发导入带来的成长性行业发展动力源泉，对于钕铁硼磁材企业来说，企业的成长性最为重要，这包括固有产品的新周期、新产品的开发导入等方面，尤其后者是企业成长的真正源动力；站到当前时点，以国内龙头企业进入全球主流新能源车产业链供货体系为代表，随着新能源车新产品不断导入和放量，行业有望迎来新一轮的景气上行周期。

6. 投资建议

- 投资建议：**历次来看，降准等宽松推出会短期明显推升周期行情，脉冲

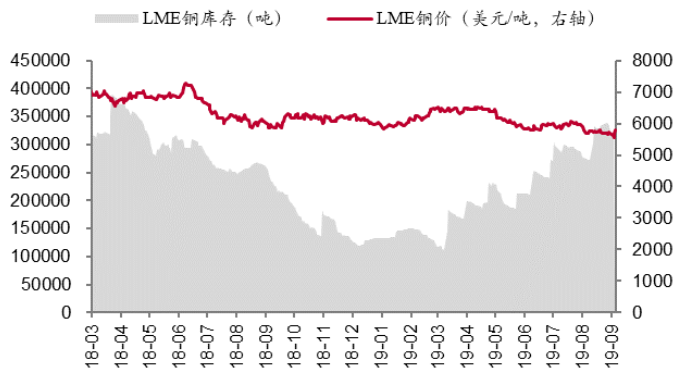
行情超额收益也将较为明显;但持续性有赖于基本面的改善,“政策疗效”最重要。我们仍建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择:1)嘉能可 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产,5G“换机潮”或带动消费电子正增长,较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转,年内或仍以震荡反弹为主,但钴的中长期投资价值拐点将逐步显现,不可忽视;2)美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落,带动真实收益率趋势回落,当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期,亦是板块内现在配置的重点;3)而从中长期来看,电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”,位于中周期起点;钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量,或迎来新一轮景气周期。4)核心标的:山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、寒锐钴业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。

7. 风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 产业政策不及预期的风险
- 环保政策落地不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 新能源汽车销量不及预期的风险,
- 钴锂原材料产能释放超预期带来的价格回落风险

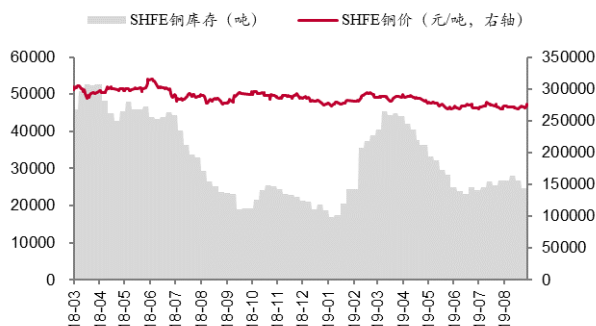
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（09.02-09.06）

图表 42: LME 铜价及库存走势



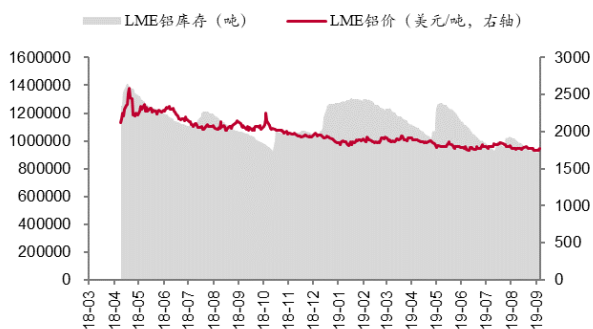
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 43: SHFE 铜价及库存走势



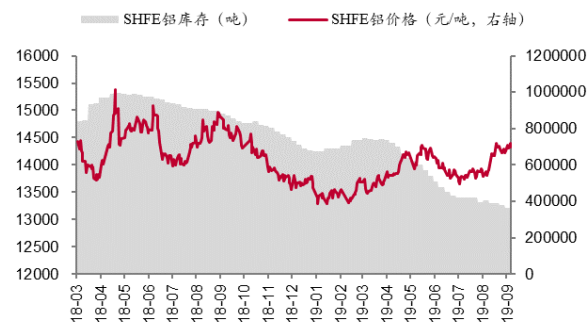
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 44: LME 铝价及库存走势



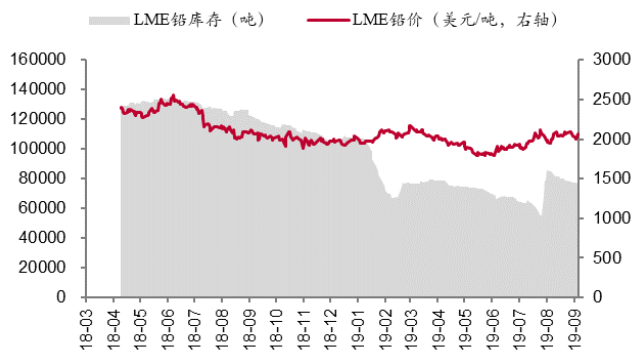
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 45: SHFE 铝价及库存走势



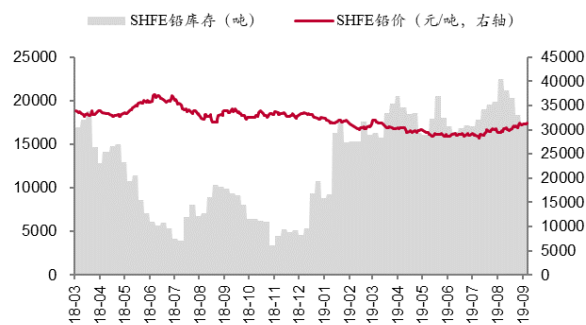
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 46: LME 铅价及库存走势

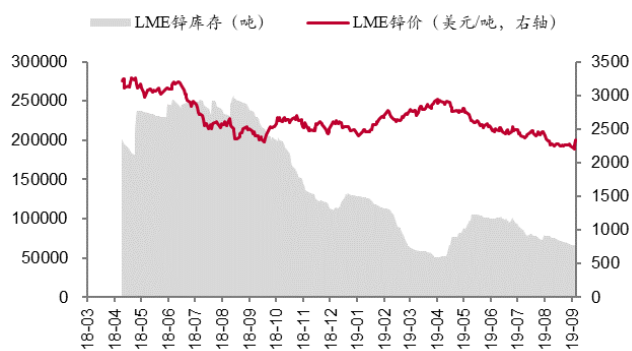


来源: wind, 中泰证券研究所

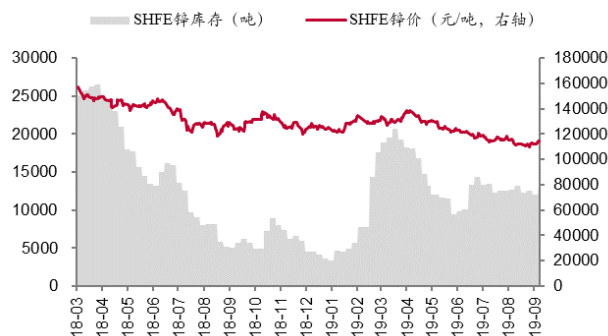
图表 47: SHFE 铅价及库存走势



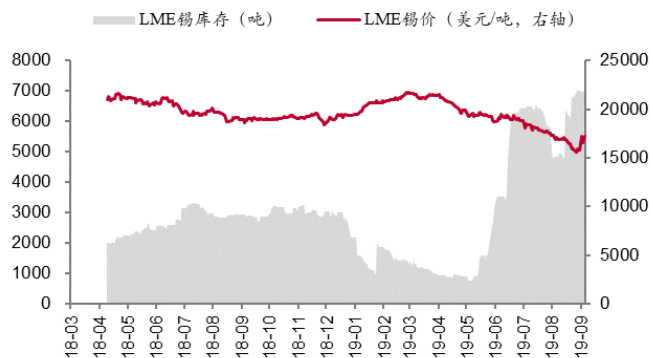
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: LME 锌价及库存走势


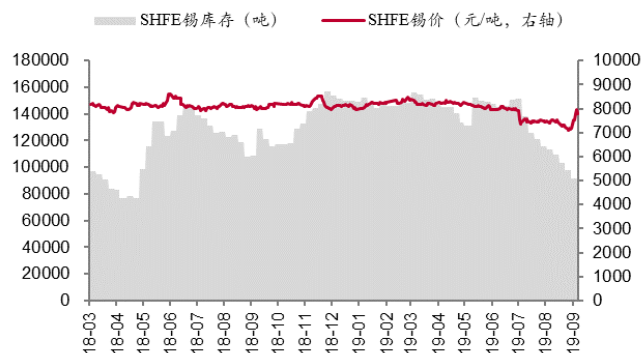
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: SHFE 锌价及库存走势


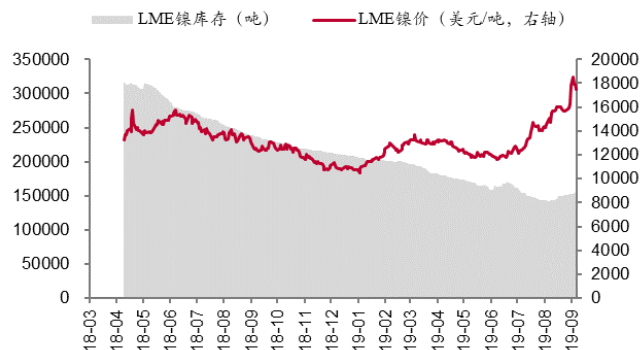
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: LME 锡价及库存走势


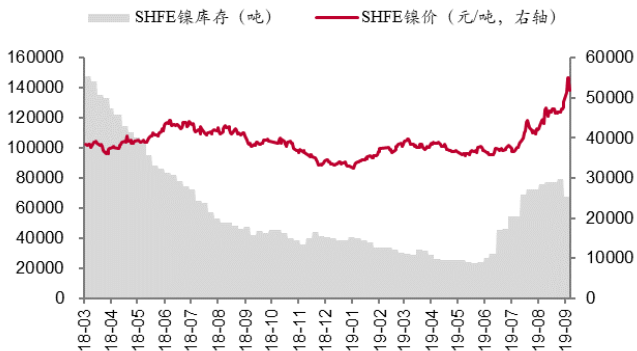
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: SHFE 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。