

行业月度报告

有色金属

贵金属不改长期向好趋势，关注铜价格的反弹

2019年09月18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 | 3.39 | -0.29 | 5.75 |
| 沪深300 | 4.87 | 6.10 | 19.02 |

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

- 《有色金属：新能源汽车产业链深度报告：短期阵痛，长期看好新能源汽车产业链》 2019-09-12
- 《有色金属：有色金属行业点评：长短端利率倒挂，看多贵金属行情》 2019-08-20
- 《有色金属：有色金属行业点评：历次金银比修复下的白银行情》 2019-08-14

| 重点股票 | 2018A | | 2019E | | 2020E | | 评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | EPS | PE | EPS | PE | EPS | PE | |
| 紫金矿业 | 0.18 | 19.39 | 0.22 | 15.86 | 0.23 | 15.17 | 谨慎推荐 |
| 山东黄金 | 0.40 | 93.00 | 0.55 | 67.64 | 0.63 | 59.05 | 谨慎推荐 |
| 盛达矿业 | 0.60 | 25.42 | 0.60 | 25.42 | 0.70 | 21.79 | 谨慎推荐 |
| 云南铜业 | 0.36 | 29.67 | 0.40 | 26.70 | 0.44 | 24.27 | 谨慎推荐 |
| 江西铜业 | 0.71 | 20.75 | 0.80 | 18.41 | 0.93 | 15.84 | 谨慎推荐 |
| 新宙邦 | 0.84 | 29.82 | 1.04 | 24.09 | 1.30 | 19.27 | 谨慎推荐 |
| 亿纬锂能 | 0.67 | 57.33 | 0.98 | 39.19 | 1.35 | 28.45 | 推荐 |

资料来源：财富证券

投资要点:

- **2019H1 有色金属板块中报表现:** 申万有色板块 2019H1 实现营业收入 7814.83 亿元，同比增长 6.3%，和 2018 年 8.1% 的同比增速相比有所下滑；归母净利润 191.56 亿元，同比下滑 29.2%，和 2018 年 42.4% 的同比下滑速度相比有所收窄。板块利润出现负增长主要是由于产品价格的下落导致的，2019 年上半年仍处于主动去库存阶段，下游需求不振，带动产品价格的普跌。
- **8 月份基本金属板块:** 国际方面，8 月份基本金属价格涨跌不一。LME 库存方面，铜、镍、锡库存上涨，锌、铝、铅库存下跌。国内价格方面，铝、镍、铜、铅价格上涨，锌、锡价格下跌；国内库存方面，铝、锡、镍、锌、铜、铅库存下降。央行宣布在 9 月 16 日降准，基本金属价格有望小幅反弹。
- **8 月份小金属板块:** (1) 稀贵金属: 8 月份美国的长短端国债利率出现倒挂，统计 1975 年以来共六次美国 2 年期和 10 年期国债利率倒挂后的经济表现，发现随后均发生 PMI 低于荣枯线的现象，且其中五次倒挂后美国 GDP 增速低于 1%，四次倒挂后美国 GDP 增速小于 0%。我们认为在美国经济不明朗，实际利率持续下行的背景下，黄金仍有较好的投资机会。白银方面，我们认为本轮的金银比修复行情将持续，继续看多未来白银价格，本轮修复行情有望持续至经济弱复苏的 2020 年度。(2) 锂钴产业链: 目前新能源汽车行业短期遇冷，相关材料价格普跌，我们对于 2019 年下半年新能源汽车产销保持谨慎，对于电池等材料的需求保持相对乐观。
- **投资策略:** 建议关注贵金属领域的紫金矿业、山东黄金、盛达矿业；铜领域的云南铜业、江西铜业；新能源汽车领域，建议关注业务分散的电解液企业新宙邦和动力电池企业亿纬锂能。
- **风险提示:** 新能源汽车产销量不及预期；有色金属产品价格下跌。

内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1 行情回顾：8月以来有色金属板块跑赢大盘..... | 4 |
| 2 金属价格及库存走势..... | 5 |
| 2.1 基本金属价格及库存：央行降准，关注基本金属的反弹..... | 5 |
| 2.2 小金属价格及库存：贵金属不改长期向好趋势..... | 11 |
| 3 投资策略..... | 16 |
| 4 风险提示..... | 16 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：过去 1 年行业指数跑输大盘 4.52 个百分点（截止 2019 年 9 月 17 日）..... | 4 |
| 图 2：2019 年 8 月以来行业指数跑赢大盘 2.77 个百分点（截止 2019 年 9 月 17 日）.... | 4 |
| 图 3：2019 年 8 月以来申万全行业区间涨跌幅（%，流通市值加权平均，截止 2019 年 9 月 17 日）..... | 4 |
| 图 4：2019 年 8 月以来有色金属行业子板块区间涨跌幅（%，流通市值加权平均，截止 2019 年 9 月 17 日）..... | 4 |
| 图 5：2019 年 8 月以来有色金属行业涨幅前十个股（%，截止 2019 年 9 月 17 日）..... | 5 |
| 图 6：2019 年 8 月以来有色金属行业跌幅前十个股（%，截止 2019 年 9 月 17 日）..... | 5 |
| 图 7：SW 有色营收和增速..... | 5 |
| 图 8：SW 有色归母净利润和增速..... | 5 |
| 图 9：申万有色毛利率与净利率..... | 6 |
| 图 10：申万有色净资产收益率..... | 6 |
| 图 11：申万有色资产负债率..... | 6 |
| 图 12：申万有色现金流情况..... | 6 |
| 图 13：申万有色存货情况..... | 7 |
| 图 14：申万有色经营活动现金流净额/归母净利润..... | 7 |
| 图 15：LME 铜价格及库存走势..... | 9 |
| 图 16：SHFE 铜价格及库存走势..... | 9 |
| 图 17：LME 铝价格及库存走势..... | 10 |
| 图 18：SHFE 铝价格及库存走势..... | 10 |
| 图 19：LME 锌价格及库存走势..... | 10 |
| 图 20：SHFE 锌价格及库存走势..... | 10 |
| 图 21：LME 铅价格及库存走势..... | 10 |
| 图 22：SHFE 铅价格及库存走势..... | 10 |
| 图 23：LME 锡价格及库存走势..... | 11 |
| 图 24：SHFE 锡价格及库存走势..... | 11 |
| 图 25：LME 镍价格及库存走势..... | 11 |
| 图 26：SHFE 镍价格及库存走势..... | 11 |
| 图 27：金属锂、电池级碳酸锂价格走势..... | 14 |
| 图 28：氢氧化锂价格走势..... | 14 |
| 图 29：钴、四氧化三钴价格走势..... | 14 |
| 图 30：氯化钴、硫酸钴价格走势..... | 14 |
| 图 31：三元材料及其前驱体价格走势..... | 14 |

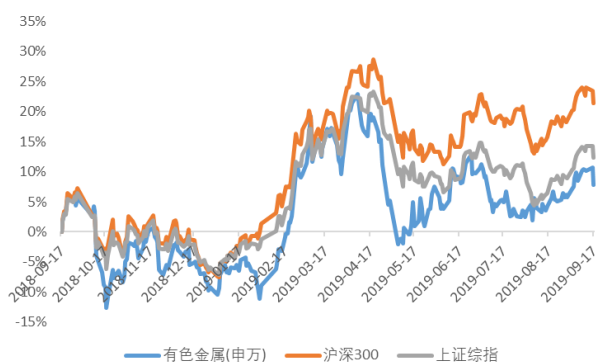
| | |
|------------------------------|----|
| 图 32: 海绵钛价格走势 | 14 |
| 图 33: 磷酸铁锂价格走势 | 15 |
| 图 34: 美元指数走势 | 15 |
| 图 35: 伦敦现货黄金价格走势 | 15 |
| 图 36: 伦敦现货白银价格走势 | 15 |
| 图 37: 钼价格走势 | 15 |
| 图 38: 动力电池装机量 (Gwh) | 15 |
| 图 39: 新能源汽车累计销量 | 16 |
| 图 40: 新能源汽车当月销量 | 16 |
| | |
| 表 1: LME 基本金属价格涨跌幅 | 7 |
| 表 2: 贵金属和部分稀有金属价格涨跌幅 | 8 |
| 表 3: SHFE+LME 基本金属库存变化 | 8 |

1 行情回顾：8月以来有色金属板块跑赢大盘

有色金属行业指数 2019 年 8 月以来跑赢大盘 2.77 个百分点。2019 年 8 月以来申万有色指数上涨 5.15%，跑赢大盘 2.77 个百分点，跑赢沪深 300 指数 2.84 个百分点。过去一年，有色金属指数累计上涨 7.79%，跑输上证综指指数 4.52 个百分点，跑输沪深 300 指数 13.62 个百分点。8 月以来有色金属行业流通市值加权平均涨幅为 4.29%，位于申万 28 个一级子行业涨幅的第 8 位。截止 2019 年 9 月 17 日，全 A、沪深 300、有色金属板块市净率分别（剔除负值，中值法）位于历史后 7.24%、30.50% 和 14.02% 位置。

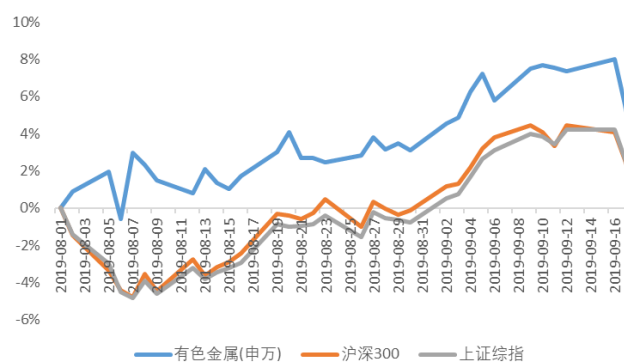
二级子板块方面，8 月以来，黄金、稀有金属、金属非金属新材料、工业金属板块分别上涨 7.02%、5.86%、4.83%、1.30%。个股中，云南锗业、宜安科技、银河磁体、寒锐钴业、炼石有色等涨幅较高；索通发展、宏达股份、金贵银业、鹏起 B 股、鹏起科技等跌幅较大。

图 1：过去 1 年行业指数跑输大盘 4.52 个百分点（截止 2019 年 9 月 17 日）



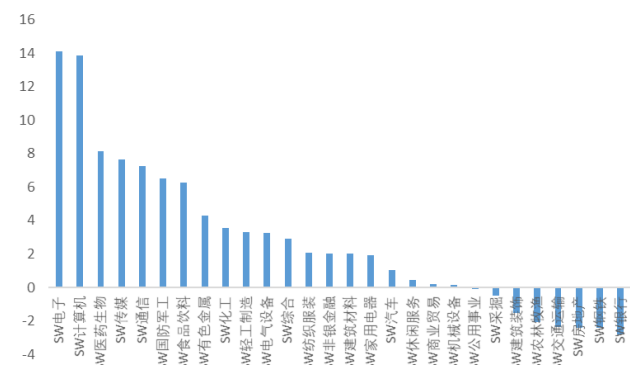
资料来源：wind，财富证券

图 2：2019 年 8 月以来行业指数跑赢大盘 2.77 个百分点（截止 2019 年 9 月 17 日）



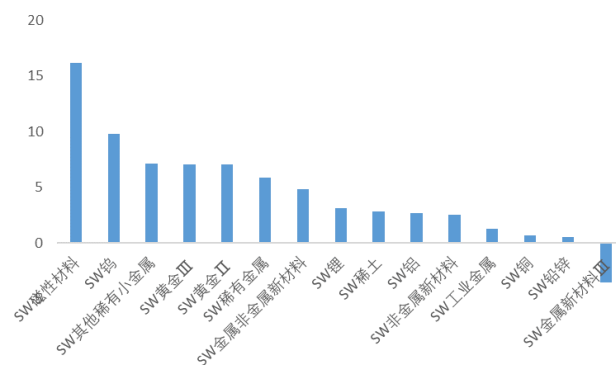
资料来源：wind，财富证券

图 3：2019 年 8 月以来申万全行业区间涨跌幅（%，流通市值加权平均，截止 2019 年 9 月 17 日）



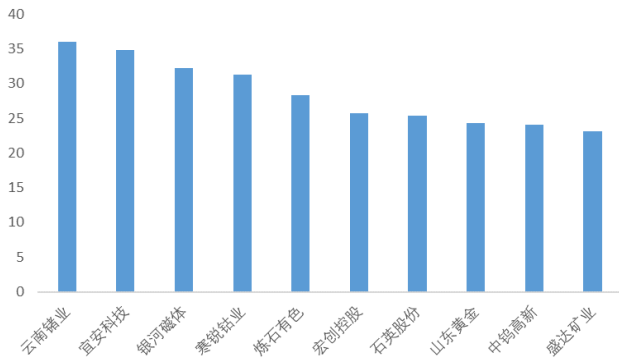
资料来源：wind，财富证券

图 4：2019 年 8 月以来有色金属行业子板块区间涨跌幅（%，流通市值加权平均，截止 2019 年 9 月 17 日）



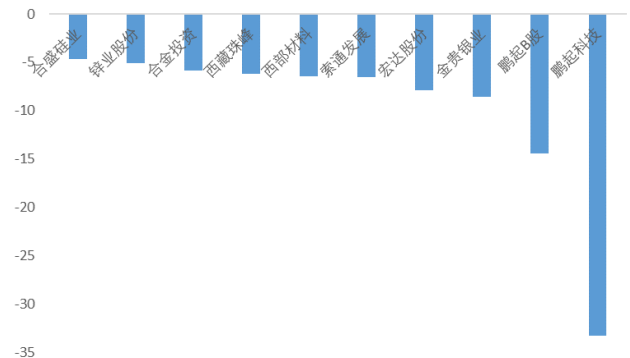
资料来源：wind，财富证券

图 5: 2019 年 8 月以来有色金属行业涨幅前十个股(%，截止 2019 年 9 月 17 日)



资料来源: wind, 财富证券

图 6: 2019 年 8 月以来有色金属行业跌幅前十个股(%，截止 2019 年 9 月 17 日)



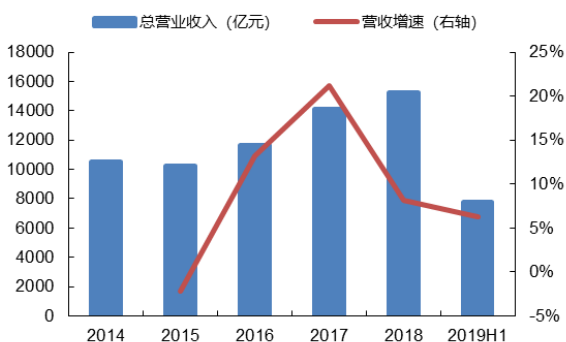
资料来源: wind, 财富证券

2 金属价格及库存走势

2.1 基本金属价格及库存：央行降准，关注基本金属的反弹

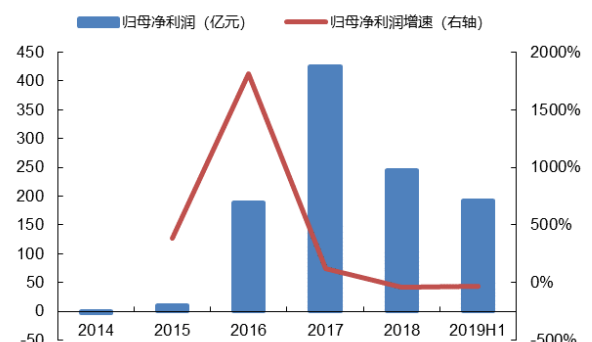
有色金属 2019 年度中报情况。申万有色板块 2019 年半年度实现营业收入 7814.83 亿元，同比增长 6.3%，和 2018 年 8.1% 的同比增速相比有所下滑；归母净利润 191.56 亿元，同比下滑 29.2%，和 2018 年 42.4% 的同比下滑速度相比有所收窄。有色板块净利润出现负增长主要是产品价格的下跌导致的，2019 年上半年仍处于去库存阶段，下游需求不振，带动产品价格的普跌。

图 7: SW 有色营收和增速



资料来源: wind, 财富证券

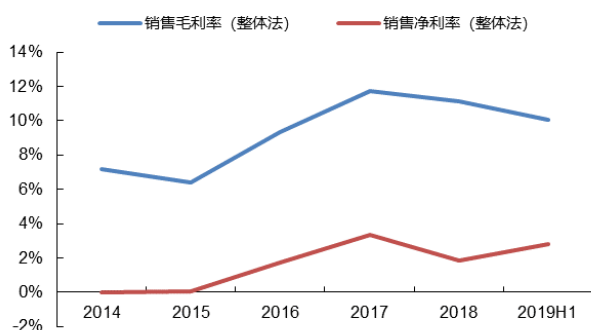
图 8: SW 有色归母净利润和增速



资料来源: wind, 财富证券

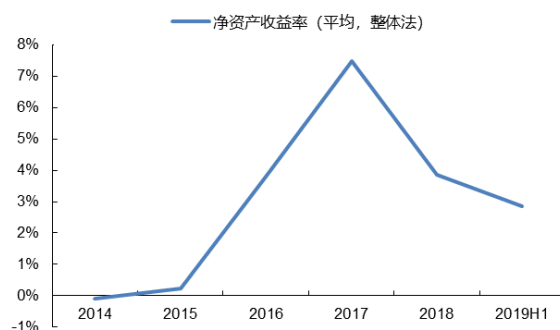
有色金属价格的下跌带动盈利能力的下滑, 2019H1 行业毛利率 10.1%, 同比下滑 1.9 个百分点; 2019H1 净利率为 2.8%, 同比下滑 1.3 个百分点。2019H1 净资产收益率 2.9%, 同比下滑 1.4 个百分点。资本结构方面, 资产负债率从 2014 年的 58.8% 下降到 2019H1 的 56.4%, 同比小幅下跌 0.48 个百分点。现金流方面, 2019H1 经营性活动净流量/营业收入比例为 5.46%, 同比提升 0.36 个百分点。2019H1 经营活动现金流净额/归母净利润为 0.5, 同比提升 0.1, 现金流质量略有改善。存货方面, 存货/总资产的数值从 2016 年的 13.3% 上升到 2017 年度的 15.3%, 随后下降到 2019H1 的 14.5%。

图 9: 申万有色毛利率与净利率



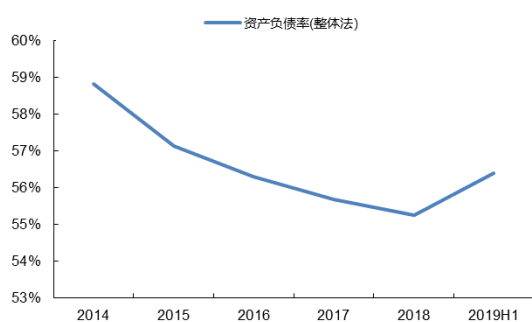
资料来源: wind, 财富证券

图 10: 申万有色净资产收益率



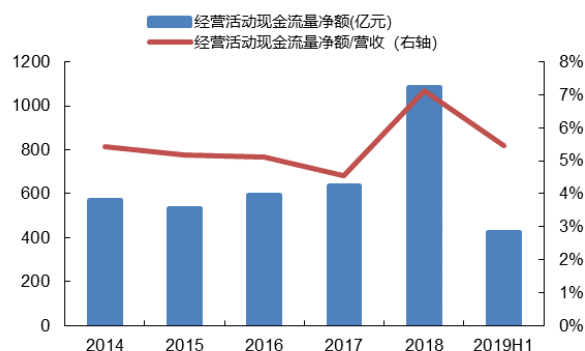
资料来源: wind, 财富证券

图 11: 申万有色资产负债率



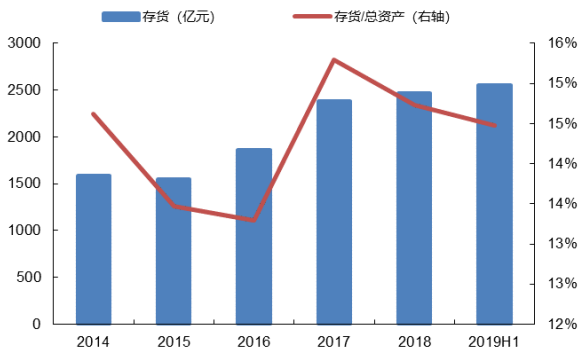
资料来源: wind, 财富证券

图 12: 申万有色现金流情况



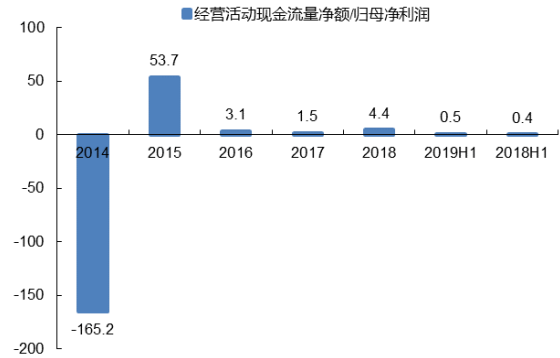
资料来源: wind, 财富证券

图 13: 申万有色存货情况



资料来源: wind, 财富证券

图 14: 申万有色经营活动现金流净额/归母净利润



资料来源: wind, 财富证券

基本金属价格普跌，库存涨跌不一。2019年以来基本金属价格普跌，LME铜、铝、锌、铅、锡价格分别下跌4%、13%、4%、5%、0%，镍价格上涨1%。贵金属中的黄金受到美国实际利率的下行影响，上涨10%。稀有金属中的电池级碳酸锂和长江有色1#钴价格自2019年以来分别下跌8%和33%。库存方面，铝、铅、镍从2019年以来分别下跌27%、22%和17%，铜、锌、锡从2019年以来分别上涨23%、13%、39%。

表 1: LME基本金属价格涨跌幅

| LME | 单位 | 2019年6月30日 价格 | 2019年以来涨 跌幅 | 2018年以来涨 跌幅 | 2017年以来涨 跌幅 | 2016年以来涨 跌幅 |
|-----|------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 铜 | 美元/吨 | 6001 | -4% | -17% | 9% | 30% |
| 铝 | 美元/吨 | 1794 | -13% | -21% | 6% | 22% |
| 锌 | 美元/吨 | 2493 | -4% | -26% | -2% | 59% |
| 铅 | 美元/吨 | 1933 | -5% | -24% | -4% | 11% |
| 锡 | 美元/吨 | 18800 | 0% | -5% | -10% | 30% |
| 镍 | 美元/吨 | 12675 | 1% | 0% | 27% | 49% |

资料来源: wind, 财富证券

表 2：贵金属和部分稀有金属价格涨跌幅

| | 2019 年 6 月 30 日价格 | 2019 年以来涨跌 幅 | 2018 年以来涨跌 幅 | 2017 年以来涨跌 幅 | 2016 年以来涨跌 幅 |
|---------------------|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| COMEX 黄金 (美元/盎司) | 1413.7 | 10.09% | 7.42% | 21.66% | 31.48% |
| COMEX 白银 (美元/盎司) | 15.34 | -1.98% | -10.87% | -6.52% | 10.84% |
| 电池级碳酸锂 (万元/吨) | 7.35 | -7.55% | -55.18% | — | — |
| 长江有色 1#钴 (万元/吨) | 23.6 | -32.57% | -57.86% | -13.39% | 13.46% |

资料来源：wind，财富证券

表 3：SHFE+LME 基本金属库存变化

| LME+SHFE | 单位 | 2019 年库存（截止 6 月 30 日） | 2019 年以来涨跌 幅 | 2018 年以来涨跌 幅 | 2017 年以来涨跌 幅 |
|----------|----|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 铜 | 吨 | 417726 | 23% | -24% | -26% |
| 铝 | 吨 | 1419793 | -27% | -24% | -38% |
| 锌 | 吨 | 176896 | 13% | -32% | -70% |
| 铅 | 吨 | 96931 | -22% | -47% | -57% |
| 锡 | 吨 | 14782 | 39% | 96% | 129% |
| 镍 | 吨 | 185182 | -17% | -55% | -60% |

资料来源：wind，财富证券

备注：铜的库存为 SHFE+LME+COMEX 数据

8 月份基本金属表现。国际方面，8 月份基本金属价格涨跌不一。LME 铜的三个月期货收盘价从 5865.0 美元/吨下跌到 5652.0 美元/吨；LME 铝的三个月期货收盘价从 1777.0 美元/吨下跌到 1757.0 美元/吨；LME 锌的三个月期货收盘价从 2396.5 美元/吨下跌到 2220.0 美元/吨；LME 铅的三个月期货收盘价从 1981.5 美元/吨上涨到 2028.5 美元/吨；LME 锡的三个月期货收盘价从 17345.0 美元/吨下跌到 16525.5 美元/吨；LME 镍的三个月期货收盘价从 14455.0 美元/吨上涨到 17905.0 美元/吨。LME 库存方面，铜、镍、锡库存上涨，锌、铝、铅库存下跌。国内价格方面，铝、镍、铜、铅价格上涨，锌、锡价格下跌；国内库存方面，铝、锡、镍、锌、铜、铅库存均下降。

行业公司信息与点评

► 印尼正研究加快出台铝土矿出口禁令

9 月 9 日，据彭博资讯，印尼协调部部长 Pandjaitan 表示，印尼正研究加快出台铝土矿出口禁令。我们认为此次事件对于铝价格影响相对较小，主要是由于印尼曾在 2014 年禁止铝土矿出口，禁矿期间的 2015 年铝土矿产量 47 万吨，全球的供给占比从禁矿前的

高点 19.32% 回落至 0.02%，2017 年印尼恢复铝土矿出口后，其产量占比逐渐恢复至全球的 1.7%。2019 年 1-7 月份我国从印尼进口约 795 万吨，占全部进口矿的 12.7%，占比位于几内亚（30%）、澳大利亚（30%）之后。从库存方面来看，2019 年 8 月底的港口进口铝土矿库存总量突破新高至 4500 万吨，高库存会弱化印尼禁止铝土矿的影响。

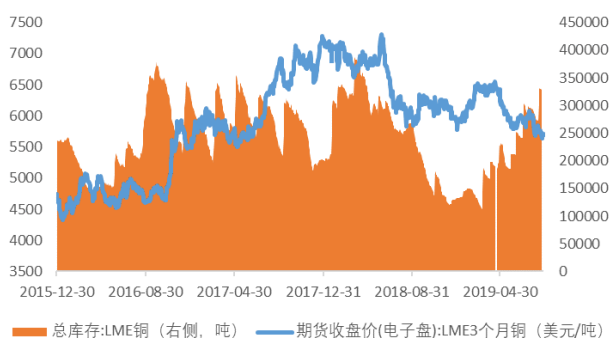
➤ 金九银十预期下，铜价有望迎来小幅反弹

2019 年 8 月底的铜 TC 费用为 53 美元/吨，相比 8 月初的 54 美元/吨略有下降，延续 2019 年初以来下行态势。根据 SMM 的报道，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，同比下降 1.2%。据 SMM 估算，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，表明铜的供给趋紧。我们认为 TC 费用的下行带来精炼铜产量的减少需要一定时间，主要是由于近期国内冶炼产能投产较多，SMM 预计 2019 年有超 70 万吨/年粗炼产能将要投放。从需求端来看，电网投资增速在上半年较弱，依照国家电网 2019 年投资计划，下半年有较强的修复动力；房地产方面，1-8 月份房地产累计竣工面积增速为 -10%，相比 1-7 月份的 -11.3% 略有收窄，未来有望继续收窄，但是受限于房地产企业资金的紧张，预计难以大幅改善。国内 8 月份的 PMI 为 49.5，连续 4 个月在荣枯线下方运行，国内经济的复苏尚待确认。目前全球降息潮来临，欧洲重启 QE，美联储 9 月份大概率降息 25 个基点，且国内 9 月份开始降准，全球流动性得到改善，短期利好铜的表现，铜价有望迎来小幅反弹。

➤ 央行降准，催化基本金属板块行情

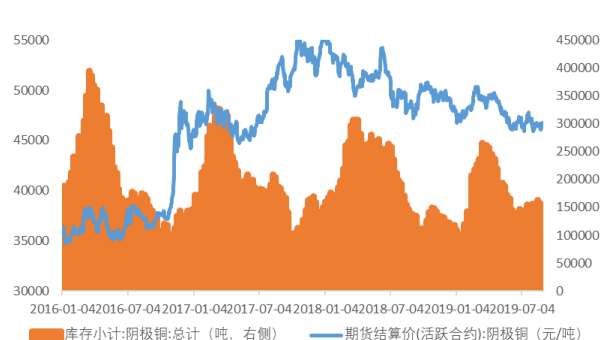
2019 年 9 月 6 日，国内央行宣布将于 9 月 16 日降准，此次降准将释放长期资金约 9000 亿元。从历史上看，过去 10 年的 19 次降准中，有色板块在一周后有 10 次取得超额收益。我们认为本次降准或将刺激下游需求的增长，基本金属价格有望小幅反弹。

图 15: LME 铜价格及库存走势



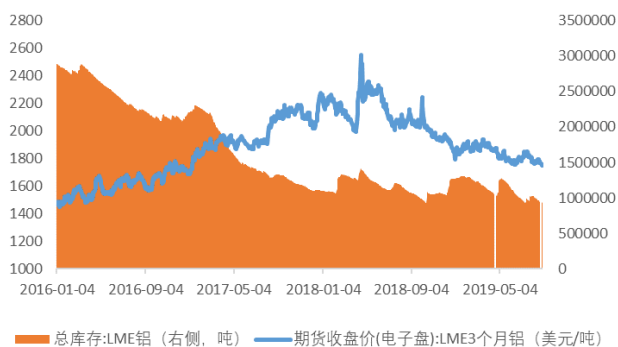
资料来源: wind, 财富证券

图 16: SHFE 铜价格及库存走势



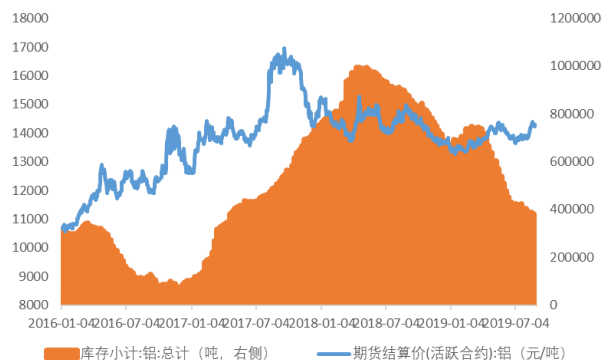
资料来源: wind, 财富证券

图 17: LME 铝价格及库存走势



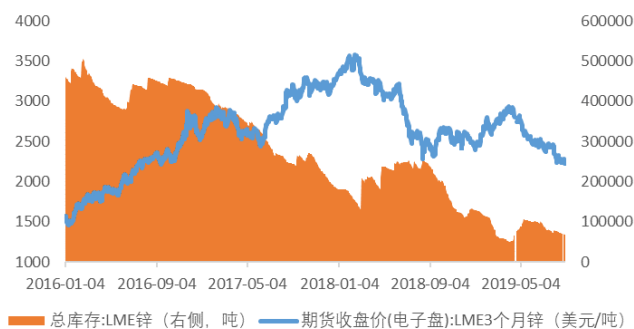
资料来源: wind, 财富证券

图 18: SHFE 铝价格及库存走势



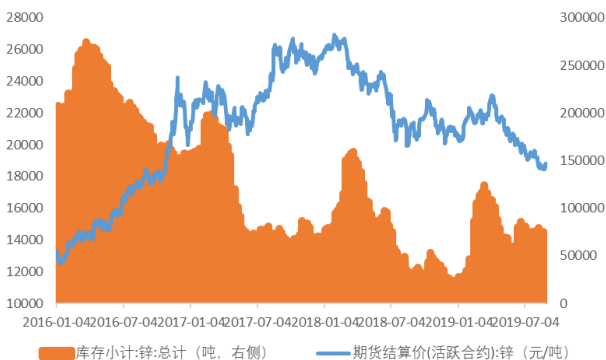
资料来源: wind, 财富证券

图 19: LME 锌价格及库存走势



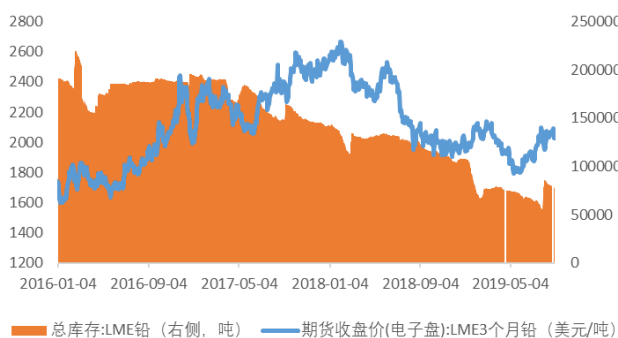
资料来源: wind, 财富证券

图 20: SHFE 锌价格及库存走势



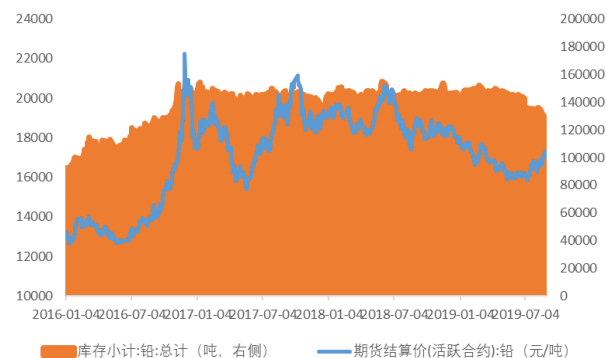
资料来源: wind, 财富证券

图 21: LME 铅价格及库存走势



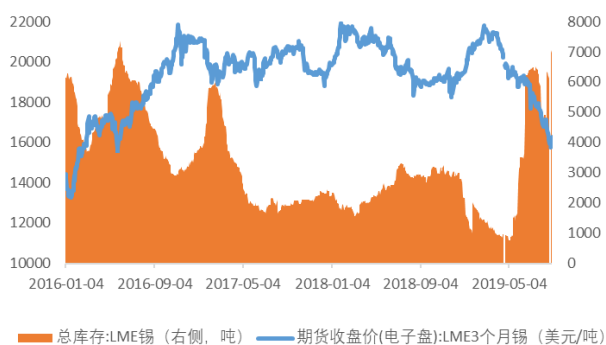
资料来源: wind, 财富证券

图 22: SHFE 铅价格及库存走势



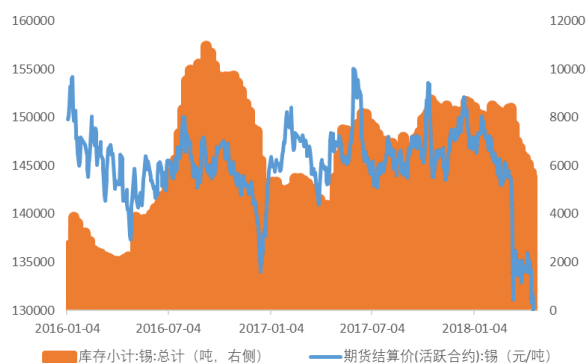
资料来源: wind, 财富证券

图 23: LME 锡价格及库存走势



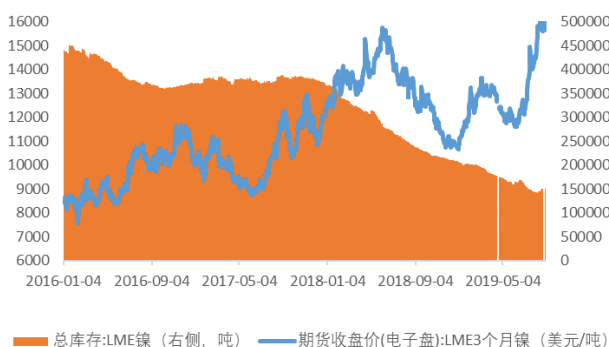
资料来源: wind, 财富证券

图 24: SHFE 锡价格及库存走势



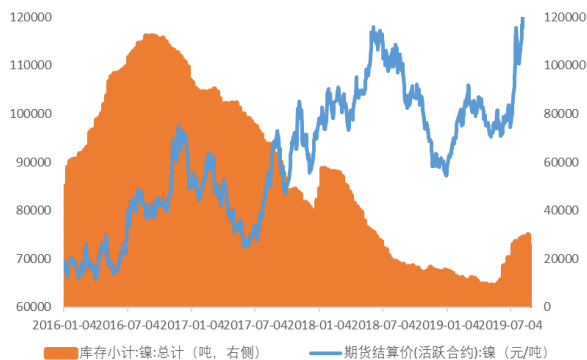
资料来源: wind, 财富证券

图 25: LME 镍价格及库存走势



资料来源: wind, 财富证券

图 26: SHFE 镍价格及库存走势



资料来源: wind, 财富证券

2.2 小金属价格及库存：贵金属不改长期向好趋势

新能源汽车板块 2019 年中报分析。（1）根据中汽协数据，2019 年上半年新能源汽车累计产量 61.4 万辆，同比增长 49%；累计销量 61.7 万辆，同比增长 50%。电池方面，动力电池累计产量 43.4GWh，其中三元电池累计生产 27.4GWh，占比 63.2%；磷酸铁锂电池累计产量 13.9GWh，占比 32.0%。动力电池装机量 30.01GWh，同比增长 93%。（2）产业链上游的锂、钴企业由于主产品价格的下落带动利润的负增长，天齐锂业归母净利润同比减少 85%，赣峰锂业归母净利润同比减少 59%，华友钴业归母净利润同比减少 98%。中游的电芯企业利润实现高速增长的主要有宁德时代（营收同比增长 117%，扣非归母净利润同比增长 160%）、亿纬锂能（营收同比增长 34%，扣非归母净利润同比增长 231%），亿纬锂能的业绩高速增长主要由于子公司麦克韦尔贡献的投资收益超预期，其投资收益占据亿纬锂能扣非归母净利润的 75%，扣除投资收益的影响，亿纬锂能利润增幅约为 80%。宁德时代市占率从 42% 同比提升到了 45%，故业绩增长高于动力电池行业整体的 93% 水平。正极材料企业杉杉股份营收同比增长 4%，扣非归母净利润同比减少 47%，业绩下滑主要是由于钴酸锂出货量下滑 29%，整个正极材料出货量同比增长 1%。同时执行新的会

计准则，减持宁波银行的收益从投资收益变动为综合收益。电解液企业新宙邦营收同比增长 7%，扣非归母净利润同比增长 23%，主要是电解液原材料上涨未完全传导至下游，电解液业务毛利率略有下滑。隔膜方面，恩捷股份营收同比增长 42%，扣非归母净利润同比增长 852%，业绩大幅增长主要是由于隔膜出货量同比增长 110%；星源材质营收同比增长 11%，扣非归母净利润同比增长 7%，业绩增长较慢主要是由于干法隔膜行业上半年产量同比基本持平。(3) 市占率方面，宁德时代、恩捷股份市占率有所提升；降价幅度方面，湿法隔膜>三元材料>三元电池>人造石墨负极，电解液涨价主要是由于原材料价格上涨；从毛利率方面来看，正极、隔膜企业毛利率下跌较多，电池、电解液企业毛利率下跌较小。

锂钴：截止 8 月 30 日，电池级 99.5% 碳酸锂价格 6.25 万元/吨，价格继续下行。碳酸锂产能在 2019 年下半年将陆续释放，预计价格在 2019 年下半年加速下跌，同时维持 2020 年度碳酸锂价格继续下行的判断。钴价从 2018 年年初的 56.0 万元/吨下跌至 2019 年 7 月份的 22.3 万元/吨，随后反弹至 2019 年 8 月底的 27.0 万元/吨(长江有色市场 1# 钴平均价)。嘉能可计划 2019 年年底起暂停旗下全球第一大钴矿场 Mutanda 的生产，Mutanda 矿场 2018 年钴产量约为 2.7 万吨，该矿的关闭将影响全球钴供给的 15-20%，将大幅缓解钴供给过剩的局面，供需结构的边际变动带动了钴的反弹行情，未来在 5G 手机换机潮的带动下，消费电子有望迎来复苏，谨慎看多钴价。

稀土：8 月 19 日，四川冕宁县发文要求四川江铜稀土等四家稀土分离企业因超计划生产或无资格生产立即停产整顿。8 月 21 日，江西省 12 个部门联合下发持续加强稀土行业秩序整顿的通知。未来稀土价格下行的空间和概率均十分有限，建议关注供需基本面较好的中重稀土板块。

贵金属：8 月份的伦敦现货黄金价格从 1406.8 美元/盎司上涨到 1528.4 美元/盎司，上涨幅度为 8.64%。白银价格从 16.00 美元/盎司上涨到 18.39 美元/盎司，上涨幅度为 14.93%。贵金属价格在 8 月份经历了较大的涨幅，主要是由于美国 8 月份制造业采购经理人指数连续第五个月下降，从 7 月份的 51.2 下降至 8 月份的 49.1，为 2016 年 1 月以来的最低值。同时贵金属价格在 9 月初迎来回调，主要是由于 (1) 中美商贸环境的好转；(2) 美国小非农 ADP 就业数据的强于预期；(3) 中国的降准带来市场风险偏好的提升。我们认为美国经济虽然目前相比欧元区状况良好，但是仍不能掩盖其经济走弱的趋势。最新的 CME 观察的数据显示，美联储 9 月降息 25 个基点至 1.75-2.00% 的概率为 83.1%，维持当前利率的概率为 16.9%；10 月降息 25 个基点至 1.75-2.00% 的概率为 54.8%，降息 50 个基点的概率为 35.5%。短期来看，是全球经济类的不确定性带动黄金价格的上涨，虽然目前中美贸易战对黄金的影响逐步边际减弱，但是仍有英国脱欧等不确定因素。中长期来看，随着美国应对经济走弱逐渐降息，未来实际利率仍有较大的下行空间，将驱动黄金价格继续上涨，我们对下半年度的黄金投资机会保持乐观。白银方面，目前金银比在历史高位，黄金价格的上涨是白银价格上涨的催化剂，白银的工业需求有望逐步显现，继续看多白银价格。

动力电池：截止 8 月 30 日，三元正极 523 前驱体价格 8.95 万元/吨，环比上涨 1.60 万元/吨，前驱体价格的上涨主要是由于原材料钴、镍的价格迎来上涨，预计原材料的价格上涨将部分传导至电芯环节，对于电芯环节利润有一定侵蚀。2019 年 7 月份动力电池

装机总电量约 4.70GWh，同比增长 40%，环比下跌 29%。

新能源汽车：根据中汽协数据，2019 年 1-7 月份新能源汽车累计销量 69.87 万辆，同比增长 49.71%，中汽协将全年的新能源汽车产销预测数据从 160 万辆下调至 150 万辆，考虑到目前补贴退坡对行业利润的侵蚀，我们对下半年度的新能源汽车产销保持谨慎。

行业公司信息与点评

➤ 近期新能源汽车产业链情况

近日，宁德时代通过全资子公司拟通过认购增发股份的方式对锂矿企业 Pilbara 公司进行战略投资，以每股 0.3 澳元、总价 5500 万澳元（人民币约 2.6 亿元）认购其新发行的 1.83 亿股普通股，占其本次股份发行完成后总股本的 8.5%。

宁德时代在立足电芯业务的基础上不断向上游拓展业务，2019 年 4 月份公告拟通过子公司宁德邦普投资 91.3 亿元，在宁德建设 10 万吨三元正极材料产业园，项目总建设期 5 年。同时在 9 月 3 日发布公告，公司拟与控股子公司广东邦普循环科技有限公司共同出资 36 亿元设立宁波邦普时代新能源有限公司，从事正极材料及相关资源的投资和经营。鉴于公司的快速扩张的趋势，维持谨慎推荐评级。对于 2019H1 的新能源汽车行业情况，动力电池的装机量 93% 的增速远大于新能源汽车销量的 50% 增速，主要是（1）目前仍处于单车带电量提升的阶段，乘用车、客车、专用车的单车带电量从 2018H1 的 25.26、118.11 和 103.69Kwh 提升至 39.83、141.18 和 140.60 Kwh，分别同比增长 57.68%、19.53%、35.60%。

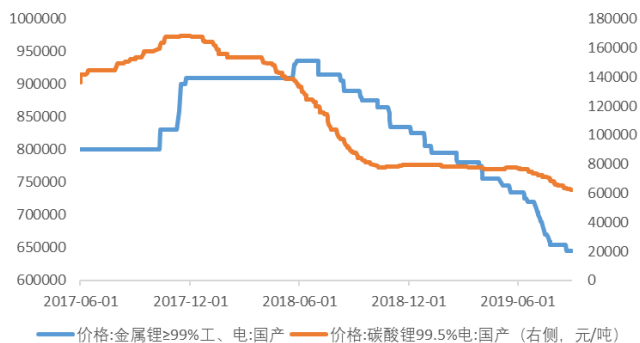
（2）单车电量小的 A00 级的汽车占比从 2017 年的 69% 的高峰下降到 2018 年的 49%，2019 年度占比在 25-30%，A00 级汽车占比缩减是新能源汽车升级的反映。我们认为目前的补贴下降幅度大于技术迭代和原材料成本下降带来的成本下行，行业短期承压。未来补贴完全退出时，新能源车全生命周期成本追平燃油车的时间周期是我们关注的重点。我们以 2019 上半年 TOP5 车型之一的吉利帝豪 EV 和相应的燃油车版本进行测算，扣除补贴后，考虑 3% 的折现系数，2019 年新能源版本在使用 13-14 年（或行驶 20 万公里）可以实现与燃油版车型全生命成本一致，2020 年度的新能源版本在 10-11 年即可以实现与燃油版车型全生命成本一致，和国内的汽车生命周期 10.5 年相近，2021 年度的新能源汽车追平燃油车成本的全生命周期将小于国内汽车周期 10.5 年。我们对 2019-2020 年度新能源车的销量保持谨慎，对于电池需求保持相对乐观。

➤ 美国长短端国债利率倒挂

美国 2 年期和 10 年期国债利率倒挂后又小幅转正，截止 8 月 14 日的利差为 0.01。这是 8 月 2 日以来的 1 年和 10 年期国债利率倒挂后的又一次长短端利率倒挂，暗示未来美国经济可能衰退。我们统计 1975 年以来共六次美国 2 年期和 10 年期国债利率倒挂后的经济表现，发现随后均发生 PMI 低于荣枯线的现象，且其中五次倒挂后美国 GDP 增速低于 1%，四次倒挂后美国 GDP 增速小于 0%。我们认为在美国经济不明朗，实际利率持续下行的背景下，黄金仍有较好的投资机会。对于白银，我们统计了 1980 年以来共六次金银比修复行情，发现大多处于全球经济增速回落、并触底回升期间，修复中均呈现白银价格暴涨的现象。本轮的金银比从 2019 年 7 月份的 92 逐渐修复至 2019 年 8 月 14 日

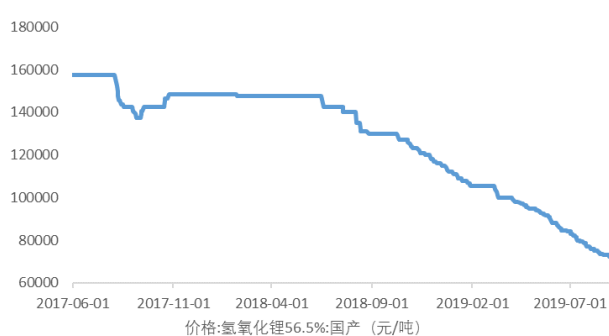
的 88，目前仍在高位。基于未来弱势美元的趋势、金银比仍在高位、全球经济处于触底回升阶段的触底阶段等判断，我们认为本轮的金银比修复行情将持续，继续看多未来白银价格，本轮修复行情有望持续至经济弱复苏的 2020 年度。

图 27：金属锂、电池级碳酸锂价格走势



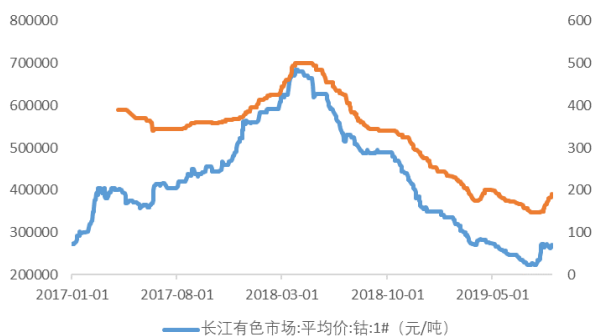
资料来源：wind，财富证券

图 28：氢氧化锂价格走势



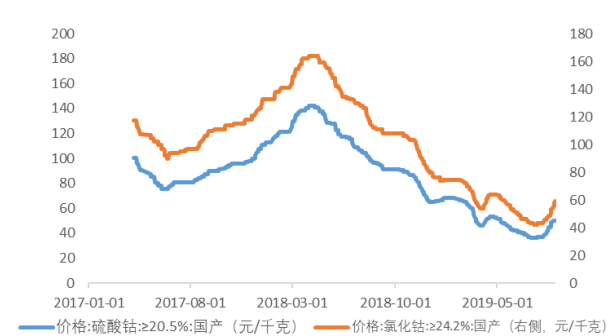
资料来源：wind，财富证券

图 29：钴、四氧化三钴价格走势



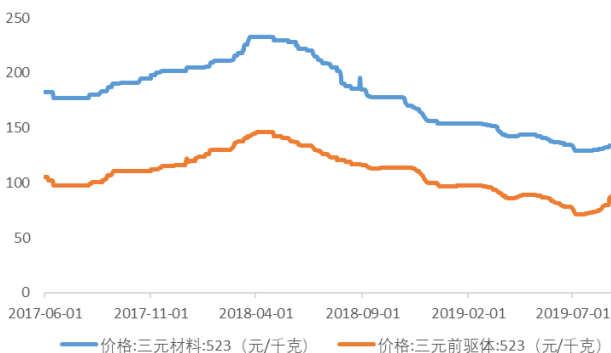
资料来源：wind，财富证券

图 30：氯化钴、硫酸钴价格走势



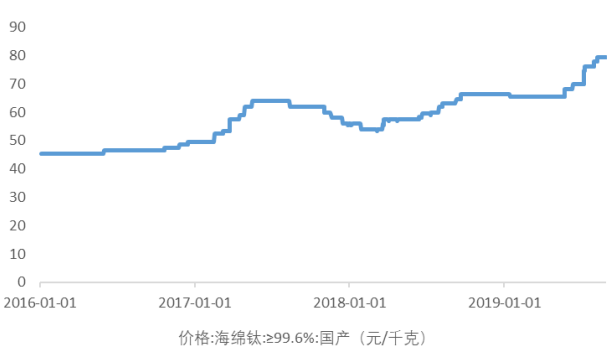
资料来源：wind，财富证券

图 31：三元材料及其前驱体价格走势



资料来源：wind，财富证券

图 32：海绵钛价格走势



资料来源：wind，财富证券

图 33: 磷酸铁锂价格走势



资料来源: wind, 财富证券

图 34: 美元指数走势



资料来源: wind, 财富证券

图 35: 伦敦现货黄金价格走势



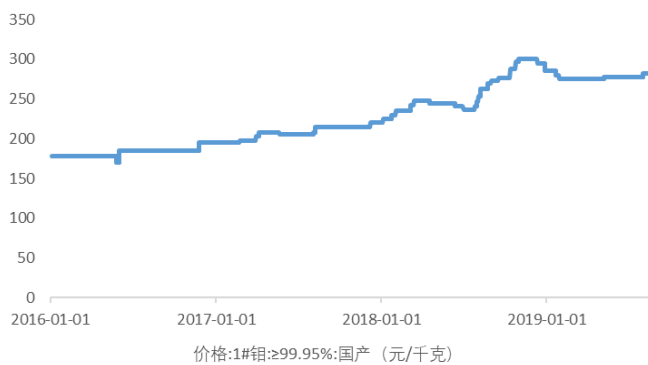
资料来源: wind, 财富证券

图 36: 伦敦现货白银价格走势



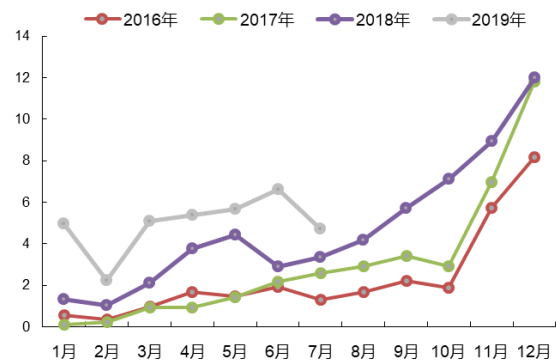
资料来源: wind, 财富证券

图 37: 铜价格走势



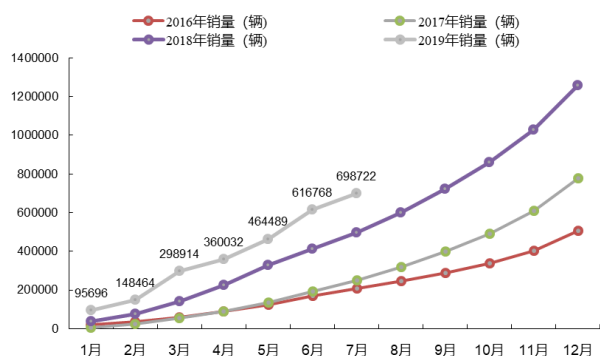
资料来源: wind, 财富证券

图 38: 动力电池装机量 (Gwh)



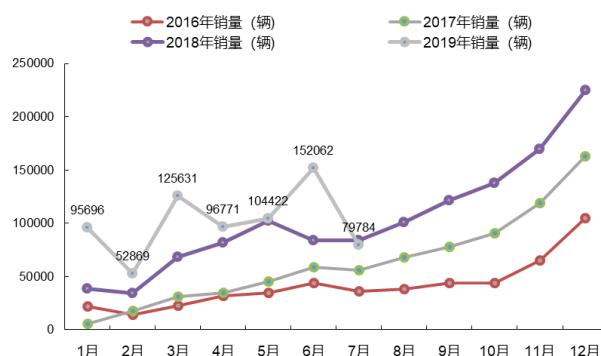
资料来源: 真锂研究, 财富证券

图 39：新能源汽车累计销量



资料来源：wind，财富证券

图 40：新能源汽车当月销量



资料来源：wind，财富证券

3 投资策略

建议关注贵金属领域的紫金矿业、山东黄金、盛达矿业；铜领域，建议关注云南铜业、江西铜业；新能源汽车领域，建议关注业务分散的电解液企业新宙邦和动力电池企业亿纬锂能。行业方面，维持行业“同步大市”评级。

4 风险提示

(1) 有色金属产品价格下跌；(2) 新能源汽车产销量不及预期；(3) 插电式混合动力汽车发展超预期；(4) 新能源汽车出现重大连续安全事故导致行业短期遇冷；(5) 动力电池技术发生重大变更；(6) 全球基钦周期节奏走弱。

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