

分析师:周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

## 放眼新未来, 拥抱小确幸

### ——有色金属行业年度策略

## 证券研究报告-行业年度策略

同步大市 (维持)

### 有色金属相对沪深 300 指数表现

发布日期: 2019 年 11 月 15 日



### 相关报告

- 1 《有色金属行业月报: 经济下行拖累金属需求, 中美谈判曙光改善预期》 2019-11-04
- 2 《有色金属行业月报: 全球经济放缓, 市场悲观预期上升》 2019-10-10
- 3 《有色金属行业月报: 经济下行压力较大, 加强“六稳”政策或改善工业金属需求》 2019-09-05

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

### 投资要点:

- **行业基本面:** 2019 年有色行业基本面总体呈下行态势, 前三季度全国有色行业营业收入增速回落至个位数, 利润陷入负增长, 月度数据已经连续 9 个月录的负增长。其中, 受金属价格低迷的拖累, 上游有色金属采选业的利润增速下降超过 20%; 相对而言中下游冶炼延压加工业的盈利状况转好, 扭转了 2018 年负增长的局面, 前三季度利润同比增长 8.1%。从工业增加值的角度来看, 上游采选和中下游冶炼延压加工业也呈现背离态势。
- **板块行情回顾:** 1. 有色金属板块随 A 股行情大起大落, 走了一轮过山车行情; 2. 避险情绪之下, 金价出现可观上涨, 从而推动贵金属板块龙头企业股价表现突出; 3. 受缅甸封关禁止缅甸稀土矿进口的影响, 重稀土价格大涨; 中美贸易冲突中中方尝试用稀土为武器, 点燃市场炒作情绪; 稀土板块一度表现较好。
- **复杂的 2020 年:** 中、美、欧、印、日是全球经济增长贡献的五大力量, 美、欧、日已经是发达国家, 中国处于工业化的中后期, 印度还处于工业化早期。2020 年是大国政治大年, 大选不同结果会导致不同的政策倾向, 在全球经济增长乏力的背景下, 各国政府的应对策略非常关键, 全球贸易环境的恶化无疑使经济雪上加霜, 中美贸易谈判是否能出现美好的结局, 对全球经济稳定相当关键。
- **贵金属多空交织, 工业金属和小金属期待供给端改善。** 避险情绪或时高时低, 左右黄金价格涨跌, 短期美元相对较强, 但若协议脱欧完成、美联储持续降息, 美元走弱的概率将升高, 有利于贵金属价格。铂金作为氢能源电池的重要催化材料, 若国家大力推动氢能源汽车, 在技术逐步成熟后, 或将大放异彩, 目前铂金相对黄金、钯金价格偏低。智利骚乱或影响铜的供给, 钴矿主要供应商明年减低产量, 高端钛材下游需求旺盛, 行业呈现回暖态势。
- **投资建议:** 截止 10 月底有色板块 PE 为 32.1 倍, 贵金属 PE 为 42.0 倍, 基本金属 24.3 倍, 稀有金属 41.6 倍。有色板块估值处于历史估值中位数 34.9 倍水平, 全球经济面临复杂局面, 多空因素交织, 继续给予有色金属行业“同步大市”评级。建议关注的板块和标的如下: 贵金属 (山东黄金, 白银有色)、工业金属 (云南铜业、南山铝业、明泰铝业)、小金属 (洛阳钼业、华友钴业、宝钛股份、西部超导)
- **风险提示:** (1) 中美贸易谈判不及预期; (2) 全球经济持续下行。

## 内容目录

<b>1. 回顾与展望</b>	<b>5</b>
1.1. 基本面冰火两重天	6
1.2. 贵金属价格向好，工业金属价格总体低迷	9
1.3. 有色过山车行情	11
<b>2. 迎接复杂的 2020 年</b>	<b>13</b>
2.1. 中美经济方向牵动全球总需求，印度增量影响力暂时有限	13
2.2. 后金融危机时代的经济起落	14
2.3. 美国大选牵动全球经济政策	16
2.4. 中国编制“十四五”规划	17
<b>3. 从小处着眼，往大处想象</b>	<b>18</b>
3.1. 贵金属	18
3.1.1. 黄金：把握摇摆的节奏	18
3.1.2. 铂金：下一个重要的能源金属	19
3.2. 基本金属	22
3.2.1. 铜：需求减弱，看供给和库存的改善	22
3.2.2. 铝：汽车轻量化和低成本战略	25
3.3. 小金属	26
3.3.1. 钴：弹性来自供给	26
3.3.2. 钛材：高端制造业发展促行业回暖	28
3.4. 稀土：长期供给上升的担忧	30
<b>4. 投资建议</b>	<b>31</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>33</b>
<b>6. 图表附录</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1: 有色金属采选业和冶炼及延压加工工业增加值累计同比增速	5
图 2: 国内十种有色金属产量	6
图 3: 全国有色金属行业营收及增速	7
图 4: 全国有色金属行业利润及增速	7
图 5: 全国有色金属采选业与冶炼加工营收比例	7
图 6: 全国有色金属采选业与冶炼加工利润比例	7
图 7: 全国有色金属采选业营收及增速	7
图 8: 全国有色金属采选业利润及增速	7
图 9: 全国有色金属冶炼及压延加工业营收和增速	8
图 10: 全国有色金属冶炼及压延加工业利润和增速	8
图 11: A 股有色金属公司营业收入及增速	8
图 12: A 股有色金属公司归母公司股东净利润及增速	8
图 13: A 股贵金属公司营业收入及增速	8
图 14: A 股贵金属公司归属母公司股东净利润及增速	8
图 15: A 股工业金属公司营业收入及增速	9
图 16: A 股工业金属公司归母公司股东净利润及增速	9
图 17: A 股稀有金属公司营业收入及增速	9

图 18: A 股稀有金属公司归母公司股东净利润及增速 .....	9
图 19: 黄金价格与美元指数走势 .....	10
图 20: 有色板块和上证综指走势对比 .....	11
图 21: 2019 年前三季度行业涨跌幅 (%) .....	12
图 22: 2019 年前三季度行业最大涨幅 (%) .....	12
图 23: 2019 年前三季度有色金属板块子行业涨跌幅 (%) .....	12
图 24: 2018 年全球主要经济体 GDP 占比 (%) .....	13
图 25: 2018 年全球主要经济体 GDP 增量占比 (%) .....	13
图 26: 2018-2019 年全球及主要经济体 GDP 增速 (%) .....	14
图 27: 中国 CPI 和 PPI .....	15
图 28: 中国 PMI 和名义 GDP 增速 .....	15
图 29: 国内实际 GDP 当季同比及规模以上企业工业增加值同比 .....	15
图 30: 摩根大通全球制造业 PMI (%) .....	16
图 31: 美国民主党总统参选人最新民调 .....	17
图 32: 美国 2 年前和 10 年期国债收益率走势图 .....	18
图 33: 美元指数 (点) 和黄金价格 (美元/盎司) .....	19
图 34: 铂金的工业应用 .....	20
图 35: 铂金在燃料电池中的应用示意图 .....	20
图 36: 铂金工业需求量 (盎司) .....	20
图 37: 2018 年铂金消费量 (吨) 及比例 .....	20
图 38: 2013-2018 年铂金消费趋势 (吨) .....	20
图 39: 伦敦现货黄金、铂金和钯金价格走势 .....	22
图 40: 电网基本建设投资完成额及同比增速 .....	23
图 41: 电网基本建设投资完成额同比增速 (月) .....	23
图 42: 房地产开发投资额及同比增速 .....	23
图 43: 70 城新建房价同比及环比增速 .....	23
图 44: 空调产量及同比增长 .....	23
图 45: 汽车销量及同比增速 .....	23
图 46: 国内精炼铜产量及同比增速 .....	24
图 47: 国内铜粗炼费 (TC) 走势 .....	24
图 48: LME 铜期货价格和 WBMS 铜供需平衡 .....	24
图 49: LME 铜价及库存 .....	24
图 50: SHFE 铜价及库存 .....	24
图 51: 国内铝的下游消费比例 .....	25
图 52: 发达国家铝的下游消费比例 .....	25
图 53: 国内电解铝月度产量及同比增速 .....	25
图 54: 电解铝库存较年初增长率 .....	26
图 55: LME 铝价及库存走势 .....	26
图 56: SHFE 铝价及库存走势 .....	26
图 57: 全球智能手机季度出货量及同比增速 .....	27
图 58: 国内新能源汽车销量及同比增速 .....	27
图 59: 全球钴产量及同比增速 .....	27
图 60: 嘉能可钴产量及同比增速 .....	27
图 61: 国内钴市场价 (元/吨) .....	28
图 62: 2018 年钛加工材下游消费量比例 .....	28
图 63: 国内钛加工材消费量及同比增速 .....	28

图 64: 航空航天钛材消费.....	29
图 65: 钛加工材出口量及同比增速.....	29
图 66: 国内海绵钛产量及同比增速.....	29
图 67: 全球和中国海绵钛产能.....	29
图 68: 国产海绵钛价格走势(元/千克).....	29
图 69: 下游行业稀土消费比例.....	30
图 70: 新材料领域稀土消费比例.....	30
图 71: 氧化镨价格(元/公斤).....	31
图 72: 氧化镨价格(元/吨).....	31
图 73: 有色板块与大盘 PE(倍)对比.....	32
图 74: 有色及子板块 PE(倍)对比.....	33
图 75: LME 铜价及库存走势.....	34
图 76: SHFE 铜价及库存走势.....	34
图 77: LME 铝价及库存走势.....	34
图 78: SHFE 铝价及库存走势.....	34
图 79: LME 铅价及库存走势.....	34
图 80: SHFE 铅价及库存走势.....	34
图 81: LME 锌价及库存走势.....	35
图 82: SHFE 锌价及库存走势.....	35
图 83: LME 镍价及库存走势.....	35
图 84: SHFE 镍价及库存走势.....	35
图 85: LME 锡价及库存走势.....	35
图 86: SHFE 锡价及库存走势.....	35
图 87: 钨精矿价格走势(元/吨).....	36
图 88: 仲钨酸铵价格走势(元/吨).....	36
图 89: 钼精矿价格走势(元/吨).....	36
图 90: 钼铁价格走势(元/吨).....	36
表 1: 2015-2019 年国内十种有色金属总产量及基本金属产量.....	6
表 2: 贵金属价格和年度涨跌幅.....	9
表 3: 基本金属价格及涨跌幅.....	10
表 4: 小金属价格及年度涨跌幅.....	11
表 5: 主要稀土品种价格及年度涨跌幅.....	11
表 6: 中国五年计划成绩和人均 GDP 状况.....	18
表 7: 全球铂金主要供应商.....	21
表 8: 铂金供需平衡表(吨).....	21
表 9: 国家 2018-2019 年度稀土开采总量控制指标.....	30
表 10: 有色金属行业重点标的估值.....	32

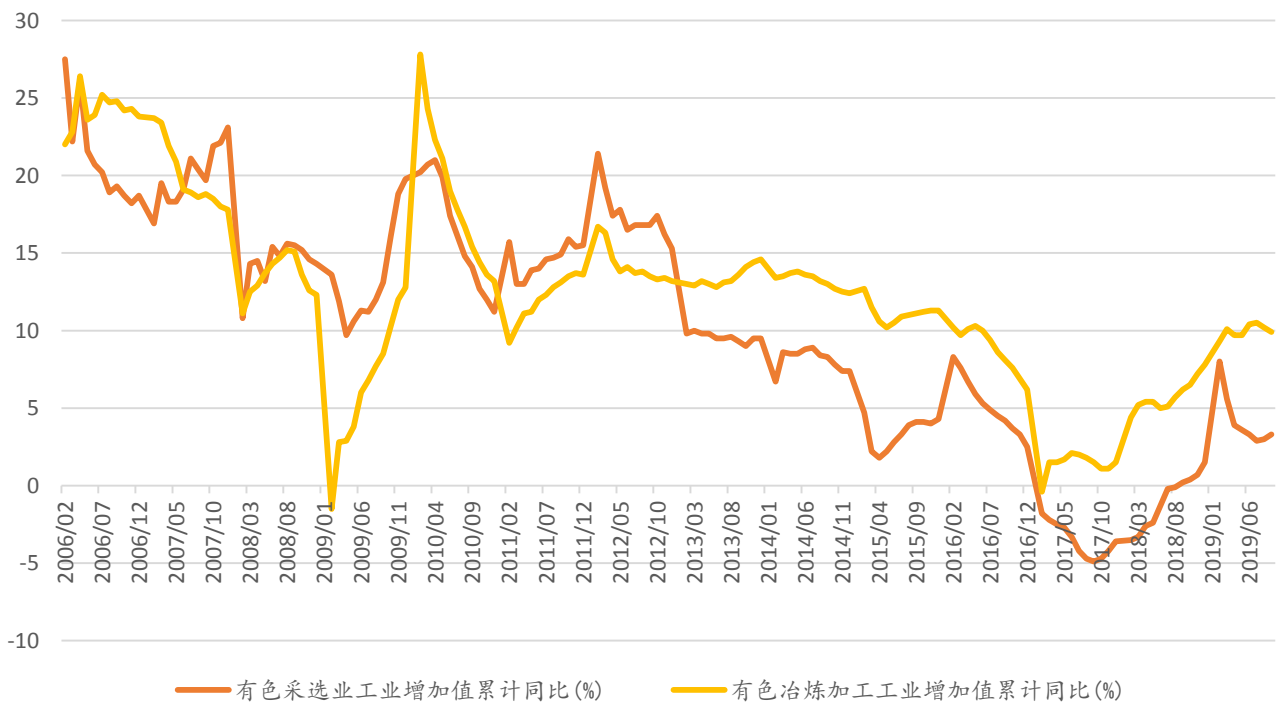
## 1. 回顾与展望

2019年有色行业基本面总体呈下行态势，前三季度全国有色行业营业收入增速回落至个位数，利润陷入负增长，月度数据已经连续9个月录的负增长。其中，受金属价格低迷的拖累，上游有色金属采选业的利润增速下降超过20%；相对而言中下游冶炼延压加工业的盈利状况转好，扭转了2018年负增长的局面，前三季度利润同比增长8.1%。从工业增加值的角度来看，上游采选和中下游冶炼延压加工业也呈现背离态势。

2019年有色板块行情呈现这么几个特点：1.有色金属板块随A股行情大起大落，走了一轮过山车行情；2.避险情绪之下，金价出现可观上涨，从而推动贵金属板块龙头企业股价表现突出；3.受缅甸封关禁止缅甸稀土矿进口的影响，重稀土价格大涨；中美贸易冲突中中方尝试用稀土为武器，点燃市场炒作情绪；稀土板块一度表现较好。

我们在2019年6月发布的半年度策略《万物总有乌狗时，有色周而复始待新期》中提出“如果衰退真的到来，将是我们战略投资有色金属的大好时机”，“未来一段时间可能迎来一次有色金属的战略投资期”。尽管当前全球和国内经济都面临下行压力，企稳复苏还有待时日，但大方向我们依然判断有色金属行业渐入战略投资期。2020年将是复杂的一年，世界大国将迎来重要的领导人选举和政治布局，其结果将影响到各项经济政策的变动。2020年中国民众将全部实现脱贫，标志着中国有史以来第一次进入到一个没有贫困的崭新时代，全体民众生活水平的提高对有色行业也是重要的推动力。在迎接新时代之际，我们可以逐渐远离悲观，开始放眼有色金属的“新”未来，寻找行业中的“小”确幸。

图 1：有色金属采选业和冶炼及延压加工工业增加值累计同比增速



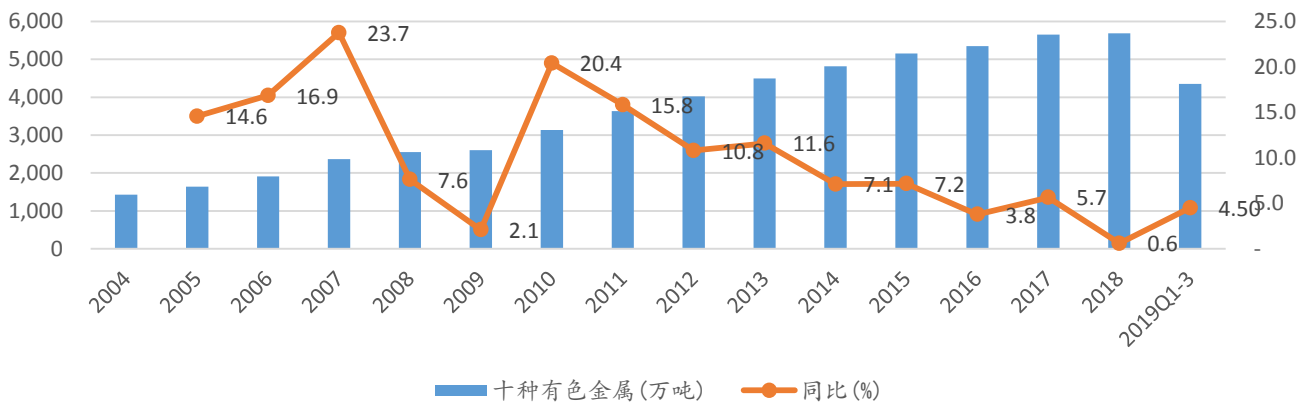
资料来源：Wind，中原证券



## 1.1. 基本面冰火两重天

从全国角度来看，(1) 有色生产总体平稳。1-9 月，我国十种有色金属产量 4347 万吨，同比增长 4.5%。其中，铜、铝、铅、锌产量分别为 699 万吨、2637 万吨、438 万吨、458 万吨，同比分别增长 6.4%、1.1%、17.4%、9.5%。铜材、铝材产量分别为 1430 万吨、3780 万吨，分别同比增长 9.3%、4.8%。(2) 效益同比状况不佳，有色投资同比下降。据工信部数据，2019 年 1-8 月有色金属行业实现利润 1016 亿元，同比增长 0.2%，扭转连续 19 个月效益同比下跌局面。1-8 月，有色金属工业投资同比下降 3.3%，降幅较一季度收窄 11.8 个百分点。其中，矿山采选投资同比增长 1.9%，冶炼加工投资同比下降 4.3%。(3) 行业下游效益好于上游。据国家统计局数据，有色金属采选业实现利润 235.8 亿元，同比下降 23.6%。有色金属冶炼延压加工工业分别实现利润 915.6 亿元，同比增长 8.1%。

图 2: 国内十种有色金属产量



资料来源: Wind, 中原证券

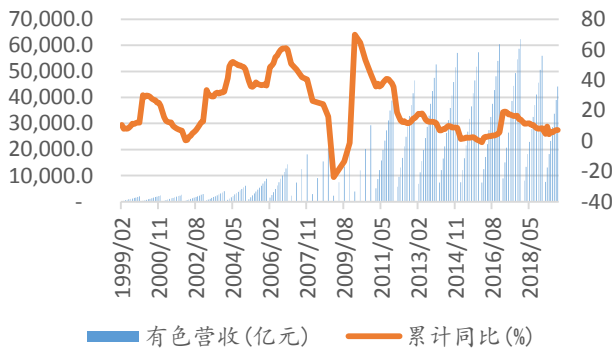
表 1: 2015-2019 年国内十种有色金属总产量及基本金属产量

	十种有色金属(万吨)	同比(%)	精炼铜(万吨)	同比(%)	原铝(万吨)	同比(%)	铅(万吨)	同比(%)	锌(万吨)	同比(%)	镍(万吨)	同比(%)	锡(万吨)	同比(%)
2004	1,431	-	219.9	-	669	-	193	-	272.0	-	7.6	-	11.5	-
2005	1,639	14.6	260.0	18.27	781	16.70	239	23.62	277.6	2.08	9.5	25.46	12.2	5.64
2006	1,915	16.9	300.3	15.49	936	19.89	271	13.53	316.3	13.93	10.2	7.15	13.2	8.46
2007	2,370	23.7	349.9	16.52	1,259	34.51	279	2.70	374.3	18.34	11.6	13.54	14.9	12.64
2008	2,551	7.6	379.5	8.44	1,318	4.69	345	23.80	404.2	8.01	12.9	11.24	14.0	-5.98
2009	2,604	2.1	405.1	6.76	1,289	-2.18	377	9.30	428.6	6.04	16.5	28.05	14.0	0.36
2010	3,136	20.4	454.0	12.07	1,624	26.02	416	10.19	520.9	21.52	15.9	-3.76	14.9	6.13
2011	3,633	15.8	516.3	13.72	2,007	23.56	460	10.73	521.2	0.06	17.5	10.15	15.6	4.36
2012	4,025	10.8	587.9	13.87	2,353	17.25	459	-0.28	488.1	-6.35	19.7	12.65	14.8	-4.89
2013	4,492	11.6	666.7	13.40	2,653	12.75	494	7.50	528.0	8.16	22.7	15.35	16.0	7.91
2014	4,811	7.1	764.9	14.73	2,832	6.72	470	-4.68	580.7	9.99	24.7	8.68	18.7	17.23
2015	5,156	7.2	796.9	4.18	3,152	11.31	442	-6.01	611.6	5.32	23.7	-4.05	16.7	-10.64
2016	5,351	3.8	845.4	6.09	3,270	3.74	460	4.12	619.6	1.31	22.2	-6.34	18.3	9.15
2017	5,654	5.7	891.5	5.45	3,519	7.62	473	2.66	614.4	-0.84	20.3	-8.48	17.8	-2.25
2018	5,688	0.6	902.9	1.27	358	-89.83	511	8.18	568.1	-7.53	18.0	-11.30	17.8	-0.38
2019Q1-3	4,347	4.50	698.6	6.40	2,637	1.10	438	17.40	458.3	9.50	14.2	-4.83	14.1	6.01

资料来源: Wind, 中原证券

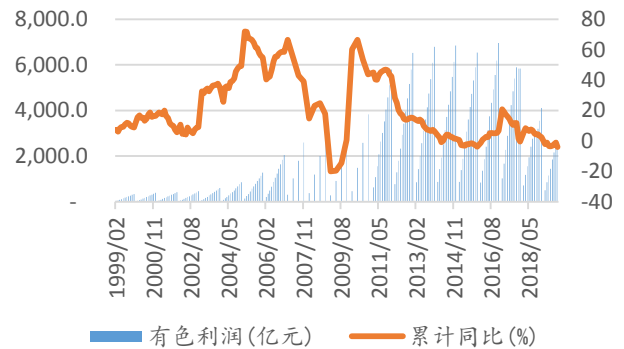
2019年前三季度，全国有色金属行业实现营业收入44,225.4亿元，同比增长7.02%；利润总额为2,708.4亿元，同比下降4.18%。

图3：全国有色金属行业营收及增速



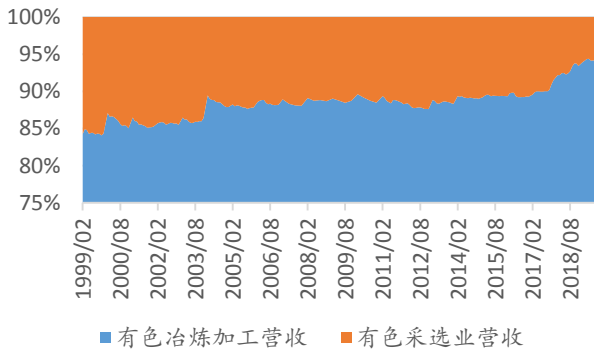
资料来源：Wind，中原证券

图4：全国有色金属行业利润及增速



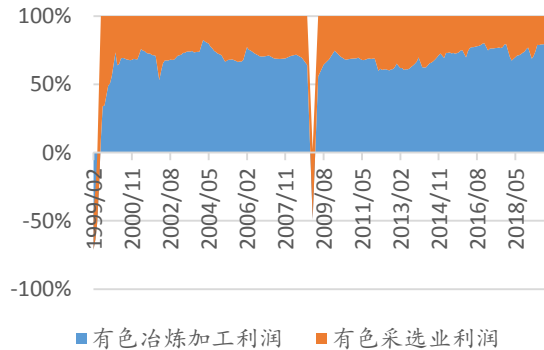
资料来源：Wind，中原证券

图5：全国有色金属采选业与冶炼加工营收比例



资料来源：Wind，中原证券

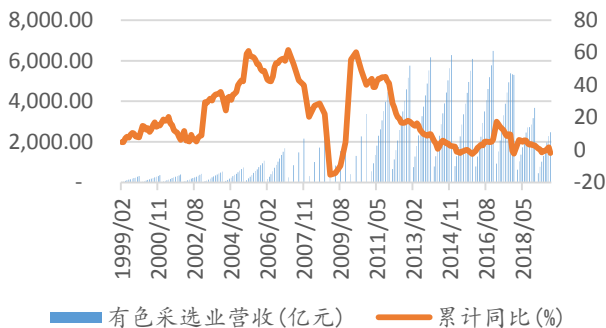
图6：全国有色金属采选业与冶炼加工利润比例



资料来源：Wind，中原证券

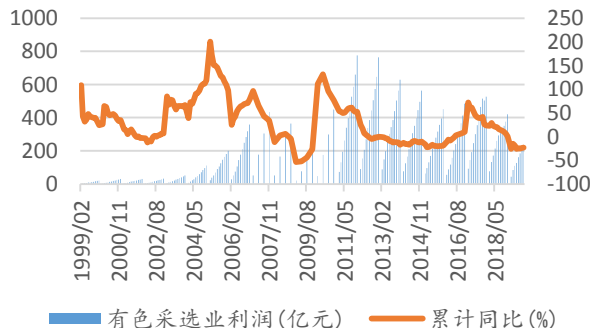
2019年前三季度，全国有色金属采选业实现营业收入2,472.6亿元，同比下降1.9%；实现利润总额235.8亿，同比下降23.6%。

图7：全国有色金属采选业营收及增速



资料来源：Wind，中原证券

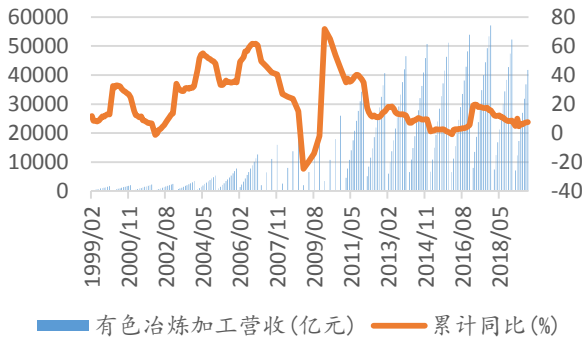
图8：全国有色金属采选业利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

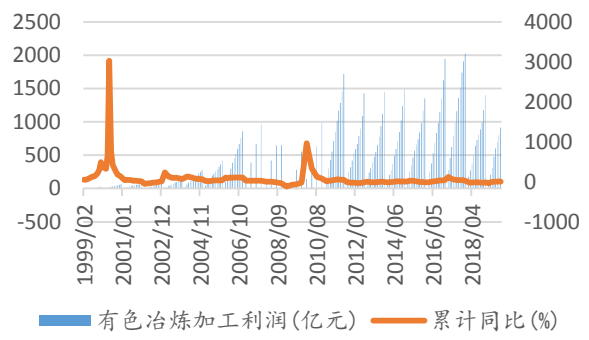
2019年前三季度，全国有色金属采选业实现营业收入41,752.8亿元，同比增长7.6%；实现利润总额915.6亿，同比增长8.1%。

图 9: 全国有色金属冶炼及压延加工业营收和增速



资料来源: Wind, 中原证券

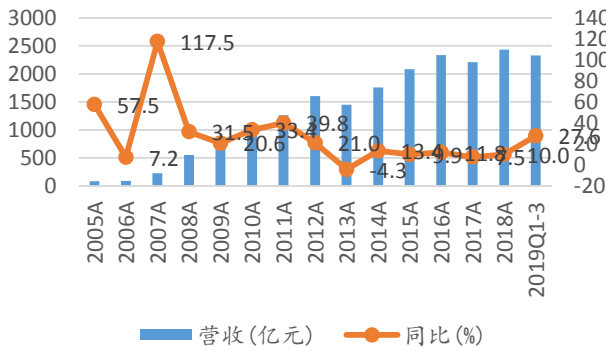
图 10: 全国有色金属冶炼及压延加工业利润和增速



资料来源: Wind, 中原证券

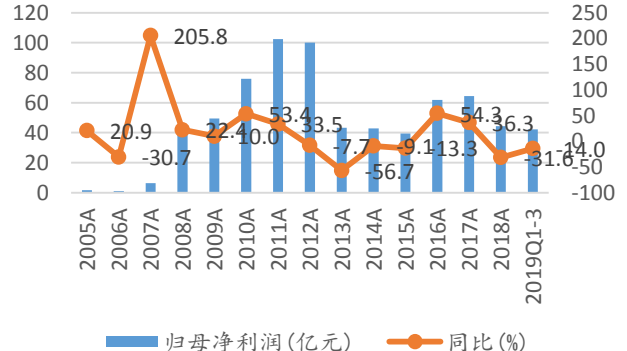
从上市公司角度来看, 2019 年前三季度 A 有色金属上市公司实现营收 1.23 万亿, 同比增长 11.2%, 增速较 2018 年底扩大 3.4 个百分点; 实现净利润 254.6 亿, 同比下降 25.2%, 降幅较 2018 年底收窄约 23 个百分点。

图 11: A 股有色金属公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券

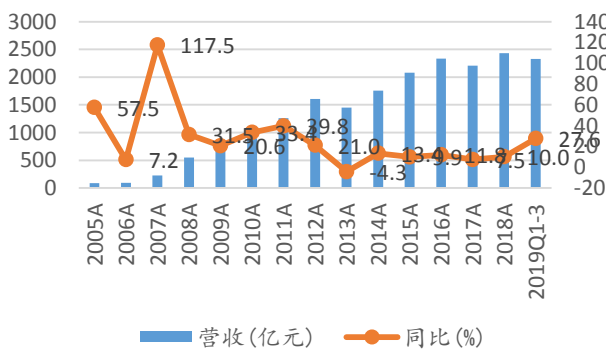
图 12: A 股有色金属公司归母公司股东净利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券

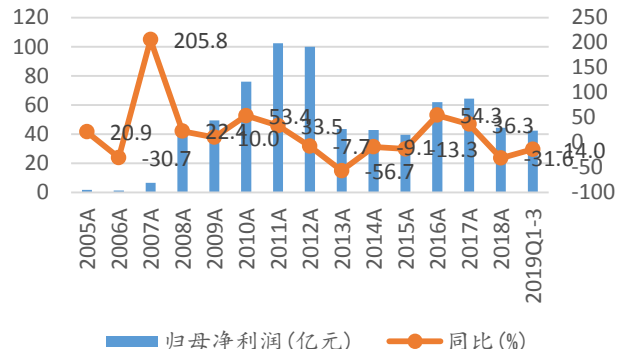
从上市公司有色金属子行业看, 2019 年前三季度 A 股贵金属上市公司实现营收 2,331.0 万亿, 同比增长 27.6%, 增速较 2018 年底扩大 17.6 个百分点; 实现净利润 42.3 亿, 同比下降 14.0%, 降幅较 2018 年底收窄约 17.6 个百分点。

图 13: A 股贵金属公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 14: A 股贵金属公司归属母公司股东净利润及增速

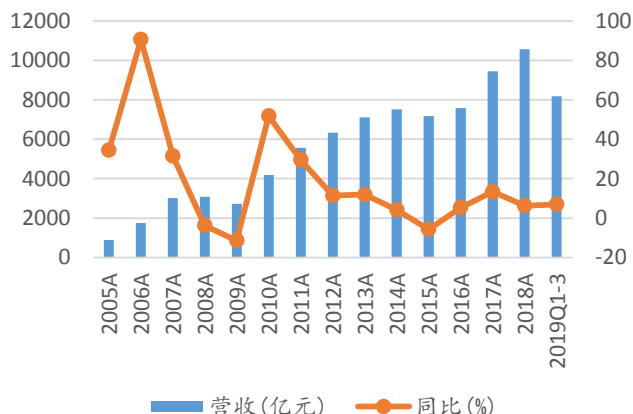


资料来源: Wind, 中原证券



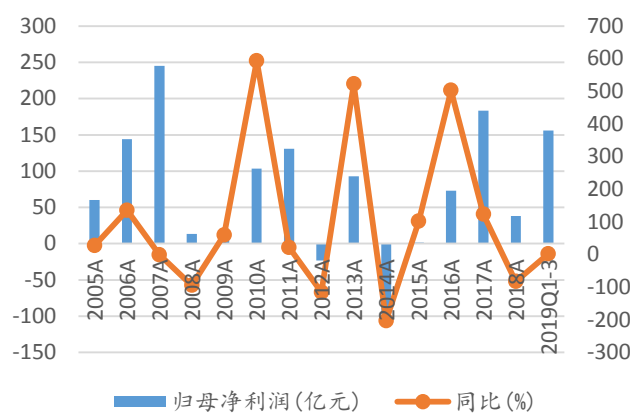
2019年前三季度A股工业金属上市公司实现营收8,180.6万亿，同比增长6.9%，增速较2018年底略微扩大0.6个百分点；实现净利润155.8亿，同比增长2.1%，扭转了2018年底负增长83.0%的局面。

图 15: A股工业金属公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券

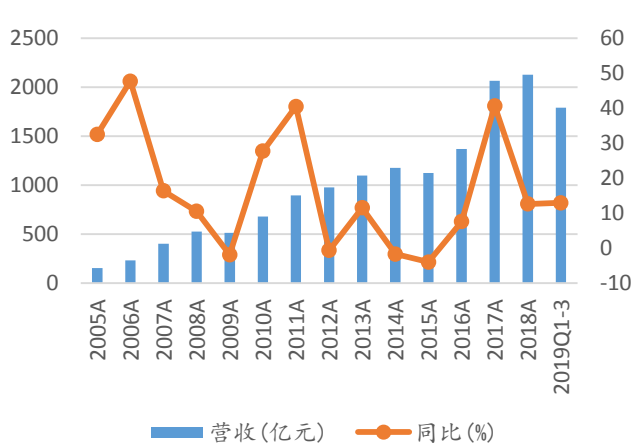
图 16: A股工业金属公司归母公司股东净利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券

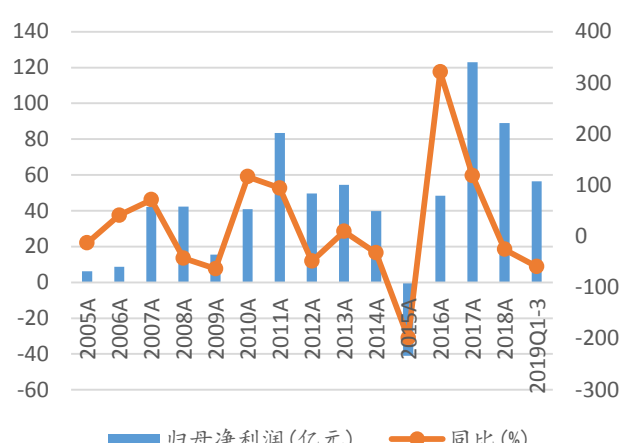
2019年前三季度A股稀有金属上市公司实现营收1,789.3万亿，同比增长12.9%，增速较2018年底略好0.3个百分点；实现归属母公司股东净利润56.5亿，同比下降59.2%，降幅较2018年底大幅扩大33.6个百分点。

图 17: A股稀有金属公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: A股稀有金属公司归母公司股东净利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券

## 1.2. 贵金属价格向好，工业金属价格总体低迷

**贵金属方面**，由于美国连续对中国加征关税、部分地区出现政治动荡，权益市场波动性加大，全球避险情绪上升；同时，美联储三次降息，虽然美国经济相对较好，但美元表现并不强劲。整体氛围有利于贵金属价格上涨。

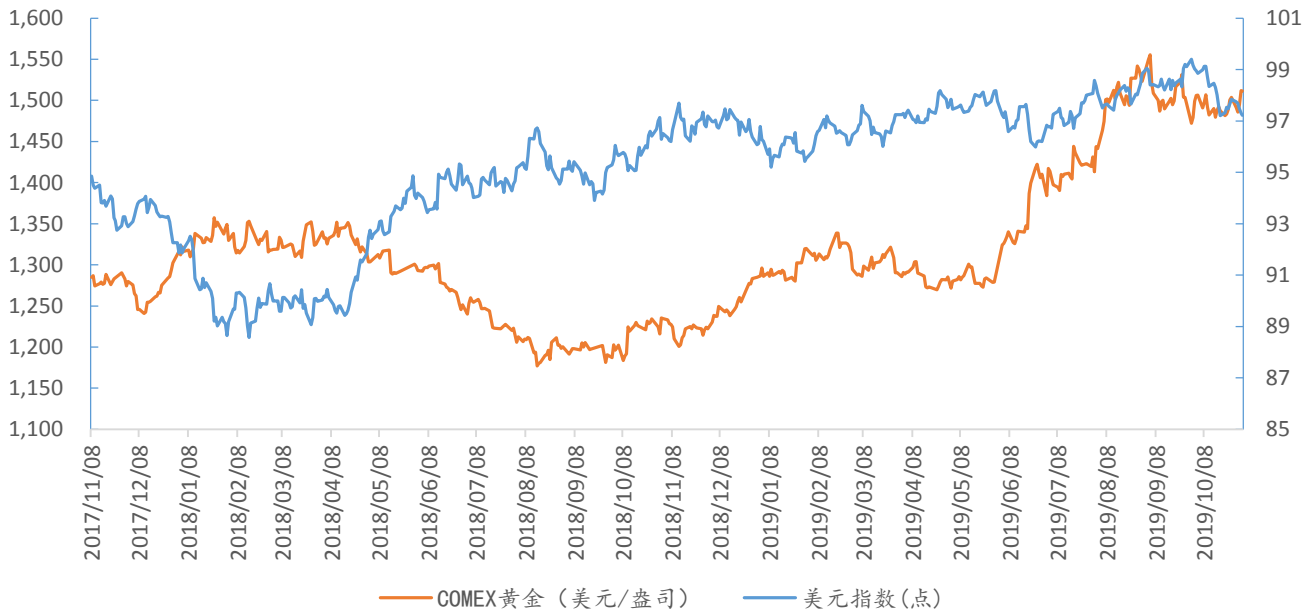
表 2: 贵金属价格和年度涨跌幅

	单位	收盘价	年初以来涨跌幅(%)
COMEX 黄金连续	美元/盎司	1,484.70	15.87

COMEX 白银连续	元/克	18.03	16.80
沪金连三	美元/盎司	343.30	20.18
沪银连三	元/千克	4,405.00	20.22
美元指数	点	97.91	1.92

资料来源: Wind 中原证券

图 19: 黄金价格与美元指数走势



资料来源: Wind, 中原证券

工业金属方面, 2019 年全球贸易环境不佳, 中美贸易谈判反复、日韩贸易冲突升级和美欧贸易摩擦等事件压低了全球总需求, 主要基本金属价格低迷。2019 年, 镍涨幅超过 50%, 主要是受到印尼提前禁止镍矿出口政策的影响。

表 3: 基本金属价格及涨跌幅

		单位	收盘价	2019 年初以来涨跌幅(%)	2019 年前三季度均价	2018 年均价	年均价涨跌幅(%)
CA.LME	LME 铜	美元/吨	5,806	-2.67	5,888	6,605	-10.86
CU.SHF	SHFE 铜	元/吨	47,330	-1.74	47,555	51,810	-8.21
AH.LME	LME 铝	美元/吨	1,759	-4.71	1,987	2,278	-12.77
AL.SHF	SHFE 铝	元/吨	13,840	1.73	13,630	14,285	-4.59
PB.LME	LME 铅	美元/吨	2,158	6.78	11,915	11,728	1.60
PB.SHF	SHFE 铅	元/吨	16,600	-7.80	20,005	23,413	-14.55
ZS.LME	LME 锌	美元/吨	2,489	0.89	2,980	2,953	0.90
ZN.SHF	SHFE 锌	元/吨	18,995	-8.30	17,583	18,828	-6.61
NI.LME	LME 镍	美元/吨	16,690	56.13	11,403	11,378	0.22
NI.SHF	SHFE 镍	元/吨	133,700	51.88	112,250	91,950	22.08
SN.LME	LME 锡	美元/吨	16,525	-15.15	20,525	20,568	-0.21
SN.SHF	SHFE 锡	元/吨	138,340	-3.85	139,770	142,405	-1.85

资料来源: Wind, 中原证券

小金属方面，钴的供给过剩，中国对新能源汽车补贴下降，新能源汽车销量增速放缓，智能手机出货量呈负增长状态。需求不振，供给过剩，供需矛盾突出导致价格最低跌至 21 万/吨。钼上半年相对坚挺，价格一直在高位，但由于需求减弱，下半年出现急跌。钨由于产能过剩，价格跌至 10 年来最低的区域。海绵钛价格相对较好，全年上涨接近 20%。锆锭呈现小幅下跌。

表 4: 小金属价格及年度涨跌幅

	钨精矿	仲钨酸铵	钼精矿	钼铁	钴: > 99.8%	碳酸锂	锂 > 99%	海绵钛	锆锭 50Ω /cm
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	万元/吨	元/千克	元/千克
10 月底价格	89,000	133,500	1,740	114,000	276,833	61,400	62.50	78.00	7,500
年涨跌幅	-6.81%	-2.20%	1.75%	0.88%	-20.14%	-28.02%	-23.31%	17.29%	-5.66%

资料来源: Wind, 中原证券

稀土方面，2019 年上半年中缅边境封关，国内禁止进口缅甸稀土矿，导致中重稀土价格大幅上涨；中美贸易谈判期间中国试图把稀土作为重要的战略筹码，点燃市场热情，稀土价格快速上涨。不过随着下半年，中缅边境解除封关、中美贸易冲突趋于缓和，稀土价格大幅回落。

表 5: 主要稀土品种价格及年度涨跌幅

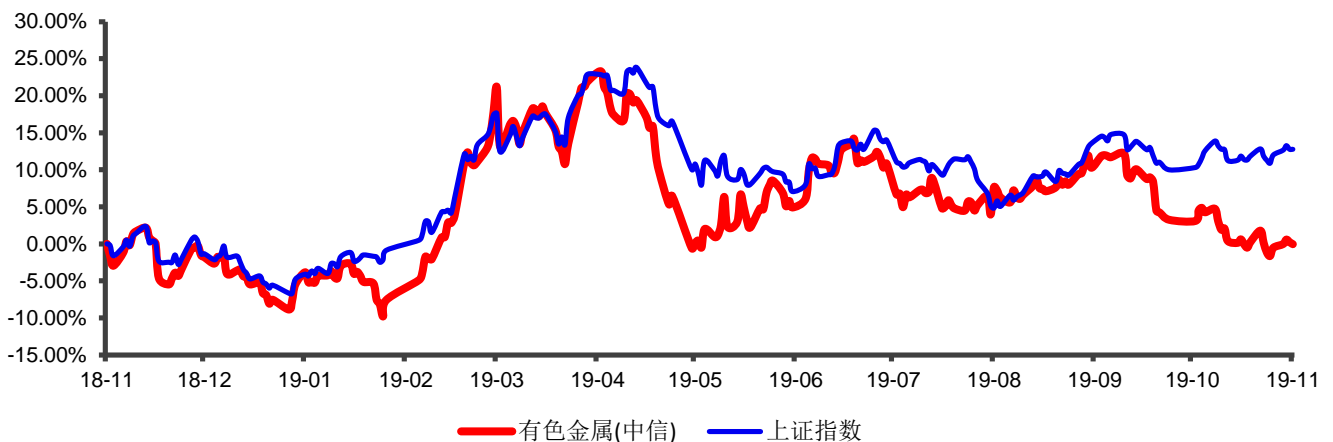
	氧化镧	氧化铈	氧化镨	氧化钆	氧化铽	氧化镱	氧化镨钆	氧化钆铈
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/公斤	元/公斤	元/吨	元/吨
10 月底价格	11,000	10,000	350,000	285,000	3,490	1,525	283,000	42,000
年涨跌幅	-8.33%	-16.67%	-12.50%	-9.27%	17.91%	26.67%	-10.19%	-16.00%

资料来源: Wind, 中原证券

### 1.3. 有色过山车行情

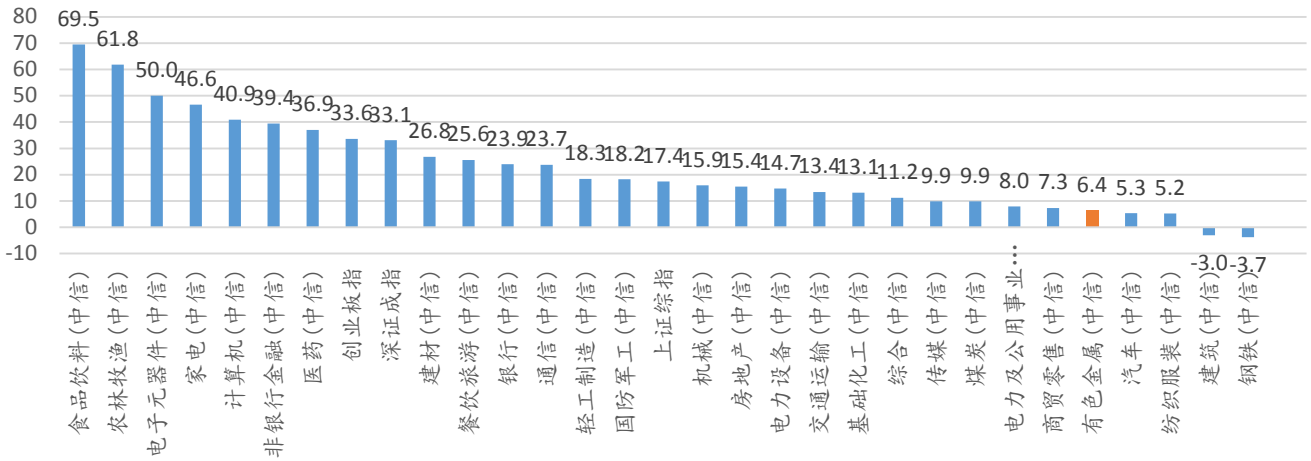
2019 年有色板块表现呈现一个过山车行情，年初随着大盘向好而出现大幅上涨，由于起点更低，涨幅好于大盘；但在 4-5 月市场调整阶段，有色板块跌幅更急更深。9 月开始，随着黄金板块回调，整个有色金属板块呈现趋势下跌，弱于大盘走势。

图 20: 有色板块和上证综指走势对比



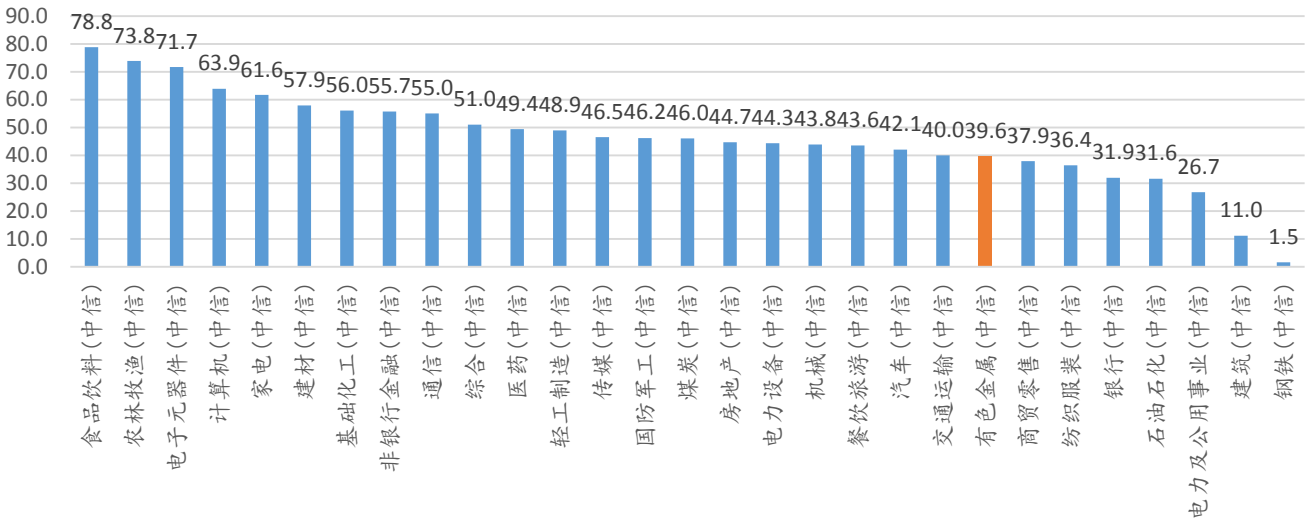
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 2019 年前三季度行业涨跌幅 (%)



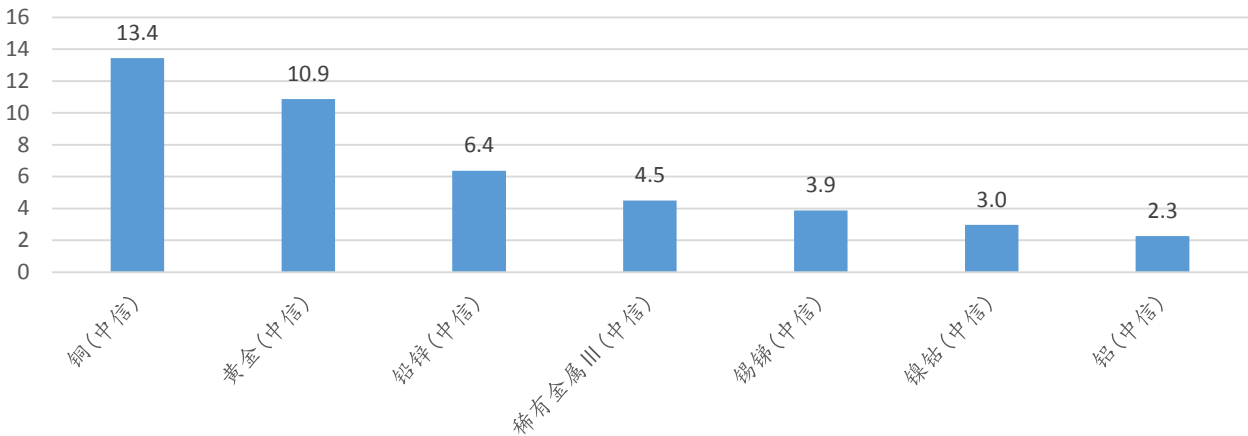
资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 2019 年前三季度行业最大涨幅 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 2019 年前三季度有色金属板块子行业涨跌幅 (%)



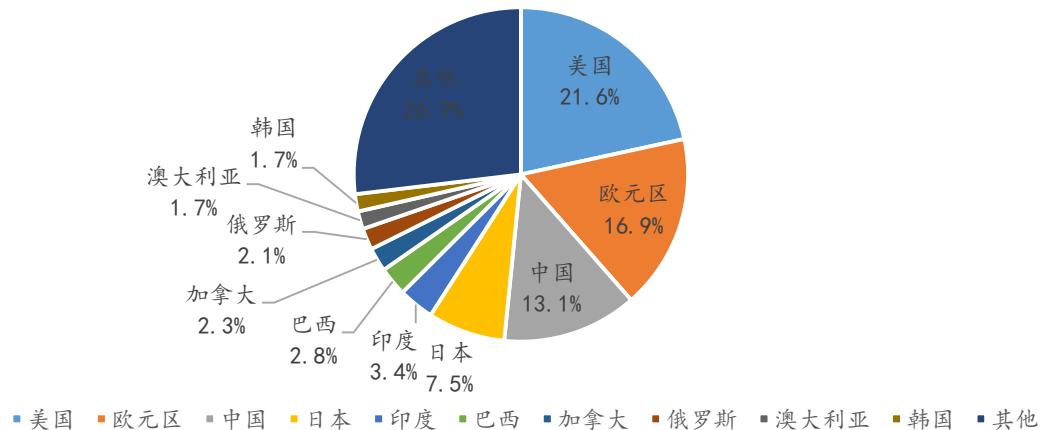
资料来源: Wind, 中原证券

## 2. 迎接复杂的 2020 年

### 2.1. 中美经济方向牵动全球总需求，印度增量影响力暂时有限

从全球 GDP 比重来看，根据世界银行 2018 年数据，美国 (21.6%)、欧盟 (欧元区 16.9%)、中国 (13.1%)、日本 (7.5%)、印度 (3.4%) 居于前 5 位的，五者合计占全球 GDP 的 62.5%。

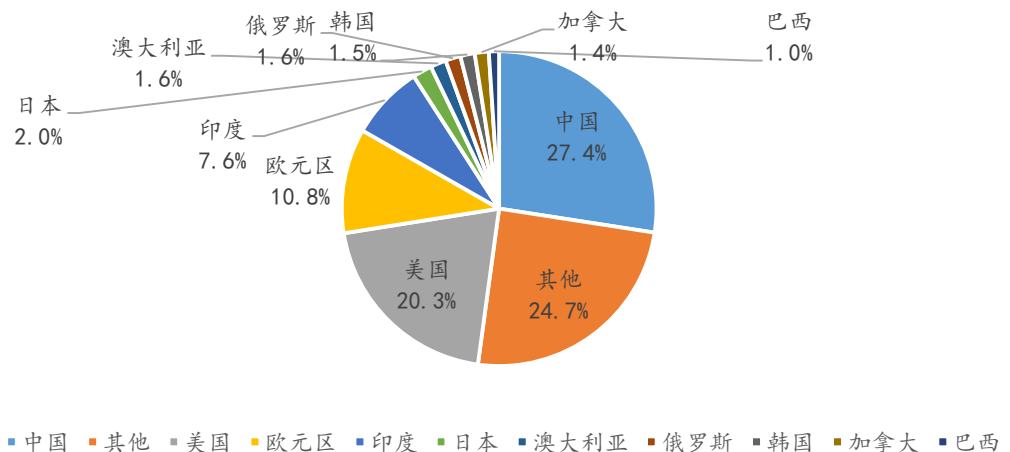
图 24: 2018 年全球主要经济体 GDP 占比 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

从全球 GDP 增量比重来看，根据世界银行 2018 年数据，前五位依然是中国 (27.4%)、美国 (20.3%)、欧盟 (欧元区 10.8%)、印度 (7.6%) 和日本 (2.0%) 这五大经济体，五者占全球 GDP 增量的 68.1%。和 GDP 总量比，GDP 增量影响力的排序发生变化，中国和美国依然是主导力量，但印度超过日本成为影响力第四的经济体。在五大经济体中，美、欧、日已经是发达国家，中国处于工业化的中后期，印度还处于工业化早期，未来的影响力可以期待，但目前还不足以影响全球总需求的格局。

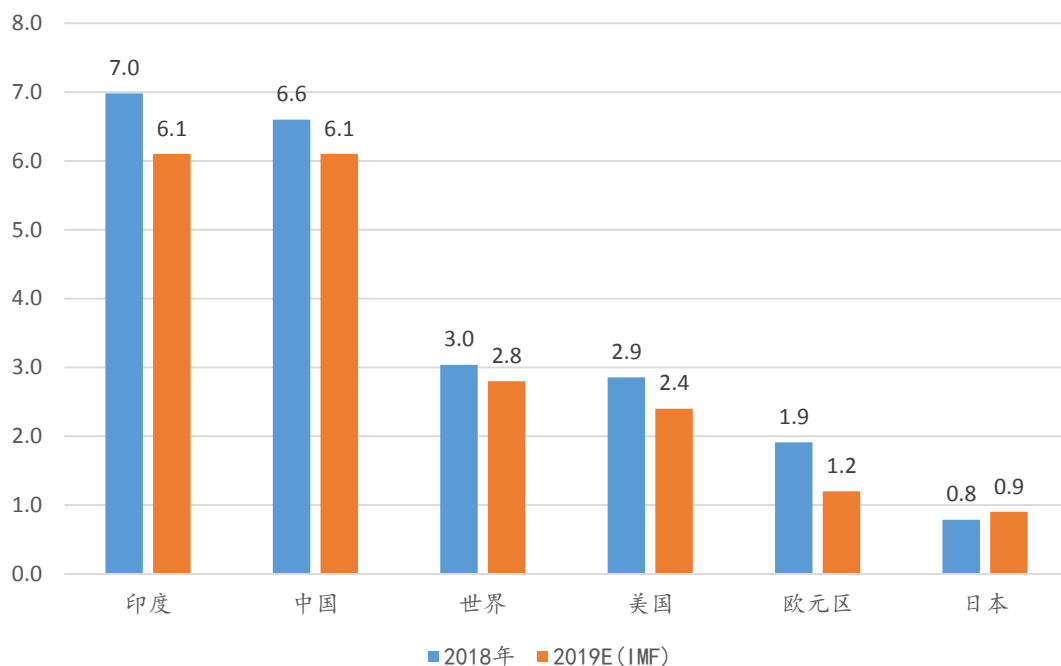
图 25: 2018 年全球主要经济体 GDP 增量占比 (%)



资料来源: Wind, 中原证券



图 26: 2018-2019 年全球及主要经济体 GDP 增速 (%)



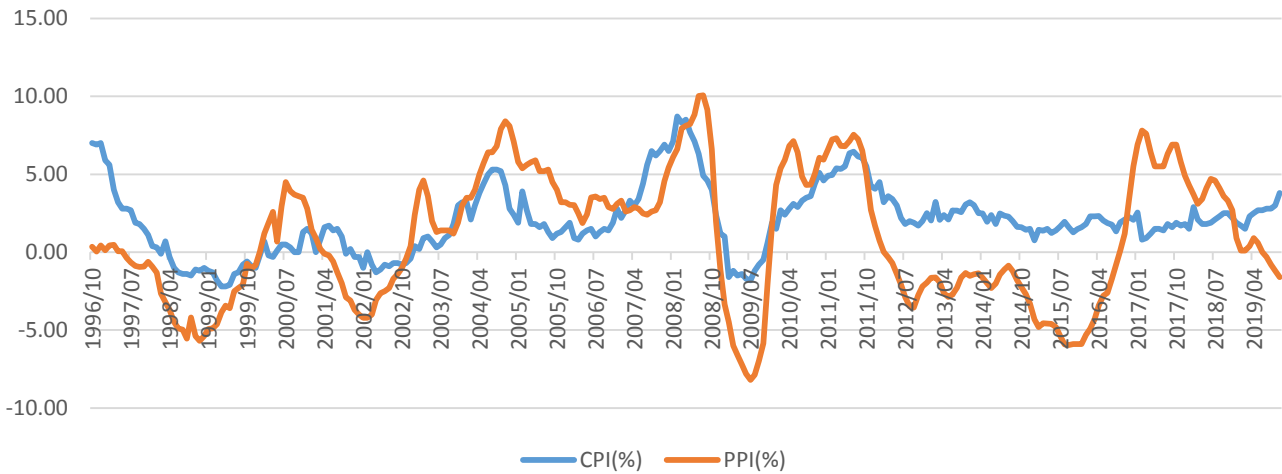
资料来源: Wind, 中原证券

## 2.2. 后金融危机时代的经济起落

2008 年金融危机后的 10 年, 全球经济逐渐走出泥潭, 但整个过程并非一帆风顺, 经历了三次周期起落。首先是 2008 年末, 以中国“四万亿”为代表的救市行动, 推动了全球经济景气的快速回升; 到 2011 年欧债危机加剧, 全球经济步入景气向下; 2011 年末, 欧盟对希腊国债进行 50% 减记, 到 2012 年上半年欧债危机解除, 中国新一届领导人展现新气象, 国内基建加速, 经济景气再度迎来上行; 2014 年, 中国过剩产能问题日益凸显, 国际大宗商品价格暴跌, 全球景气再度下行; 2015 年末, 中国开启供给侧改革, 房地产放松, 美国经济走强, 全球经济景气第三次上行; 2018 年, 中美贸易冲突开启, 中国经济增速下行, 全球智能手机出货量出现负增长, 全球经济景气第三次下行。

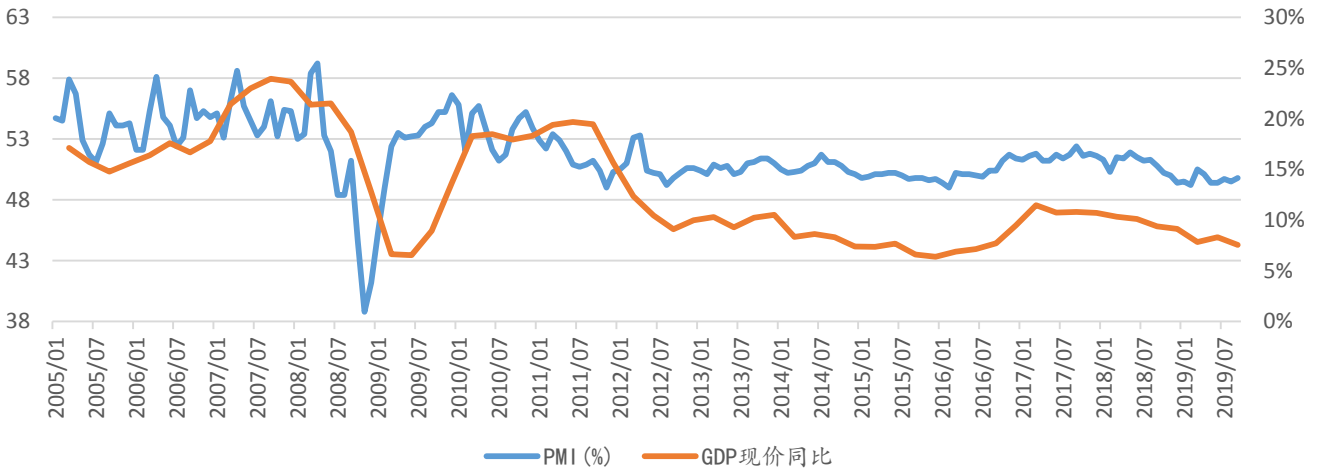
从目前的格局来看, 全球陷入经济成长乏力, 中、美等国经济放缓迹象非常明显。中国 2019 年三季度 GDP 回落至 6%, 10 月工业增加值同比增速回落至 4.7%, PPI 连续 4 个月负增长并扩大到 -1.6%, CPI 高达 3.8%, 2018 年 12 月以来, 除了 2019 年 3-4 月份, 其他时间全部在荣枯线下方。美国 2019 年上半年 GDP 增速为 2.3%, 虽然数据在发达国家中表现较好, 但也呈现回落之态势。2019 年三季度, 日本 GDP 增速 0.2%, 德国 GDP 增速 0.1%。全球贸易冲突是影响经济的重要因素之一, 中美贸易冲突短期内可能不会全面化解, 但会从局部和解开始, 逐步走向缓和。目前全球经济景气度已经连续 8 个月处于荣枯线下方, 持续的时间较 2012 年更长。经济不景气对各国领导人的压力日益增长, 改善经济的政策或陆续出台, 实际上各国央行不断降息, 已经在行动。2020 年全球经济景气度是从差到更差, 还是有差转好, 取决于全球贸易环境是否改善, 各国经济政策应对是否得当, 特别是中美贸易争端是否能妥善解决。

图 27: 中国 CPI 和 PPI



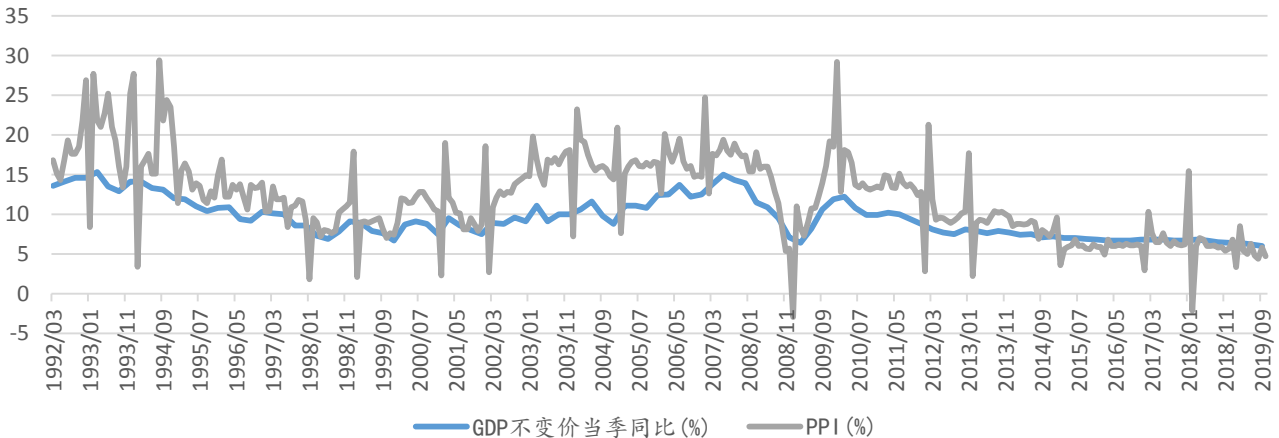
资料来源: Wind, 中原证券

图 28: 中国 PMI 和名义 GDP 增速



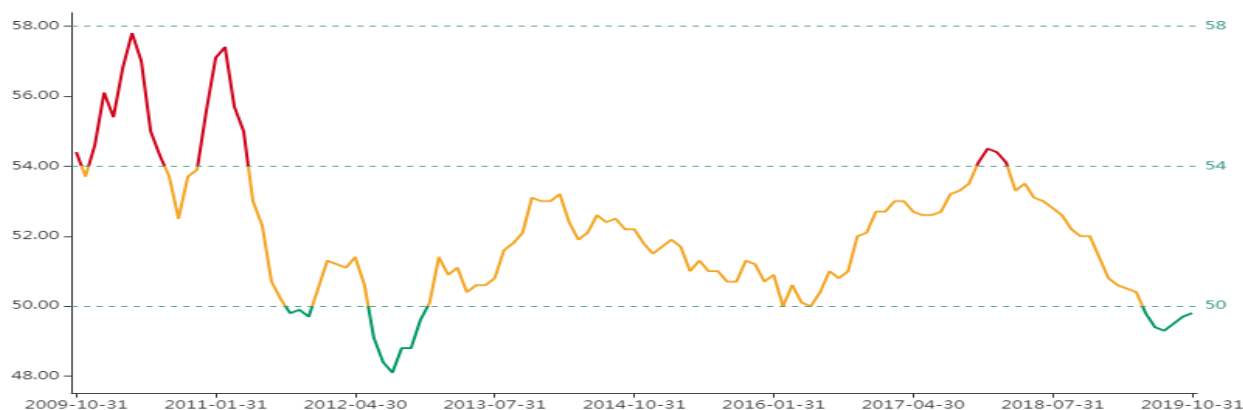
资料来源: Wind, 中原证券

图 29: 国内实际 GDP 当季同比及规模以上企业工业增加值同比



资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 摩根大通全球制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中原证券

### 2.3. 美国大选牵动全球经济政策

美国大选是 2020 年最重要的政治事件之一，其结果对全球经济和中美关系走向将产生重要影响。以最新民调来看，民主党内前副总统拜登、马萨诸塞州参议员伊丽莎白·沃伦、佛蒙特州参议员伯尼·桑德斯以及最近宣布参选的前纽约市长彭博出线的可能性最高。拜登和彭博的政策主张相对传统温和，对华态度相对友好；伊丽莎白·沃伦和伯尼·桑德斯的左翼政策对商界可能不友好，沃伦属于对华强硬的鹰派。譬如，沃伦主张将银行拆分为商业银行和投资银行；肢解脸书等科技巨头，使其变成公用事业；在能源领域，主张禁止开发页岩油气，逐步淘汰核电，并制定可再生能源目标；医疗领域，主张大面积禁止私人医疗保险，并由国家运行的医疗保险系统取代；私人股权投资大亨将不再受到有限责任保护，他们必须偿还所投资公司的债务，征收“富人税”等。

11 月 10 日公布的美晨间咨询公司（Morning Consult）民调数据显示，彭博以 43%对 37%领先特朗普，还有 21%的受访者不确定；桑德斯以 45%的支持率领先特朗普的 40%，有 16%不确定；参议员沃伦以 45%对 39%的得票率领先特朗普，有 15%选民不确定；前副总统拜登以 44%对 40%的得票率领先，有 16%不确定。

虽然特朗普民调处于劣势，但其获得连任的概率依然较高。首先，自 1952 年以来没有实现连任的几位总统（约翰逊、福特、卡特和老布什）都在初选阶段面对挑战者，2020 年特朗普在党内没有挑战者，这使他能够专注于应对民主党。其次，2016 年大选中多项民调都显示特朗普处于劣势，但沉默的力量成为扭转形势的关键，这些选民往往不愿意表态而支持特朗普，美国晨间咨询的最新民调数据也显示有大量未表态的受访者，其选票最终投向比例足以改变选举结果。再次，美国经济状况处于较好状态，就业情况很少，失业率处于历史新低，中间经济选民投向特朗普的概率较高。此外，少数族裔的支持率上升也有利于关键摇摆州的选情，2016 年，特朗普以 28%的拉美裔得票率赢得选举，现在特朗普能在拉美裔中获得高达 40%的支持率，对佛罗里达等关键摇摆州的投票影响较大。

图 31: 美国民主党总统参选人最新民调

Polling Data															
Poll	Date	Biden	Warren	Sanders	Buttigieg	Harris	Klobuchar	Booker	Yang	Gabbard	O'Rourke	Castro	Steyer	Bennet	Spread
RCP Average	10/27 - 11/5	28.3	20.6	17.6	7.0	4.5	2.6	2.3	2.3	1.5	1.5	1.0	0.9	0.6	Biden +7.7
Economist/YouGov	11/3 - 11/5	26	25	14	8	6	2	2	1	3	--	3	1	0	Biden +1
Monmouth	10/30 - 11/3	23	23	20	9	5	2	3	3	0	--	0	1	0	Tie
The Hill/HarrisX	11/1 - 11/2	26	15	14	6	6	3	2	1	1	--	2	1	1	Biden +11
Politico/Morning Consult	10/28 - 11/3	32	20	20	7	5	2	2	3	2	--	1	1	1	Biden +12
Harvard-Harris	10/29 - 10/31	33	15	18	4	5	3	3	2	0	2	0	1	--	Biden +15
NBC News/Wall St. Jrnl	10/27 - 10/30	27	23	19	6	4	5	2	3	2	1	1	0	1	Biden +4
ABC News/Wash Post	10/27 - 10/30	28	23	17	9	2	2	2	2	2	1	1	1	1	Biden +5
FOX News	10/27 - 10/30	31	21	19	7	3	2	2	3	2	2	0	1	0	Biden +10

资料来源: RealClear Politics, 中原证券

总体而言, 特朗普连任有利于传统经济需求, 包括特朗普计划付诸实施的 2 万亿美元基础设施计划, 特朗普亦倾向更宽松的货币政策。沃伦胜出, 则可能有利于新能源行业, 对华尔街及商界是不小打击。对华政策而言, 经过 2019 年多项大事件冲击, 中美关系已经切换模式, 对抗性质上升, 无论共和党还是民主党对华强硬的基本态度不会改变。

对中国而言, 在不友好的外部环境下, 唯有构建更有好的内部环境, 为防止经济下行失速, 2020 年有望实施更宽松的货币政策, 实际上 11 月 5 日央行开展中期借贷便利(MLF)操作 4000 亿元, 中标利率下降 5BP, 已暗示未来政策方向。只是受限于猪肉价格高涨推升的结构性通货膨胀, 操作更为谨慎。若 2020 年通胀因素解除, 货币腾挪空间或更大。

#### 2.4. 中国编制“十四五”规划

2020 年是“十三五”规划实施的最后一年, “十四五”规划已经启动。2019 年 6 月自然资源部印发《自然资源“十四五”规划编制工作方案》, 启动自然资源“十四五”规划编制工作。《方案》要求全面总结“十三五”时期发展经验, 充分借鉴国外先进做法, 对标基本实现社会主义现代化目标(2035 年), 提出“十四五”时期和到 2035 年的主要目标、重点任务、重大政策、重大工程项目和重大改革举措。《方案》明确了 15 个课题, 包括“十四五”时期自然资源形势研判与战略目标研究、自然资源开发利用和保护国内外对比研究、有效维护全民所有自然资源资产所有者权益研究、自然资源开发利用研究、国土空间开发利用和保护研究、统一行使所有国土空间用途管制研究、国土空间生态修复研究、生态保护和自然保护地体系建设研究、耕地保护战略研究、战略性矿产资源开发利用和保护研究、加快建设海洋强国的重大问题研究、水资源开发利用和保护研究、基础测绘及地理信息发展研究、自然资源改革创新研究、自然资源科技创新和信息化战略研究等。

在“十三五”规划中, 明确提出“重点开发高性能动力锂离子电池正负极材料、电池隔膜、以及电解液等电池材料, 以推动新能源汽车等电池应用行业的发展”, 目前锂电技术和应用基本成熟。有专家指出“十四五”期间可再生资源发电占比有望达到 38%, 电力在终端能源占比达

到 34%，预计“十四五”规划可能提升氢能源研发和应用的地位。对有色金属行业，特别是重要战略金属，“十四五”规划可能会对环保、集约型开发和利用提出更高要求。

表 6: 中国五年计划成绩和人均 GDP 状况

	计划末年	计划末年人均 GDP(美元)	人均环比增长	重要成绩
【一五】	1957	64		初步完成社会主义改制，工业化奠定了初步基础
【二五】	1965	98	53%	大跃进及三年自然灾害延缓经济发展
【三五-五五】	1975	178	82%	建立比较完整的工业体系和国民经济体系
【七五】	1990	318	79%	改革开放，各项成绩斐然，基本上解决了温饱问题
【九五】	2000	959	202%	人民生活总体达到小康，进入世界银行划分的下中等收入国家行列
【十一五】	2010	4550	374%	实现了从下中等收入国家行列到上中等收入国家行列的跨越
【十三五】	2020	11000	142%	全面建成小康社会，并为开启社会主义现代化建设新征程奠定坚实基础

资料来源：互联网资料整理，Wind，中原证券

### 3. 从小处着眼，往大处想象

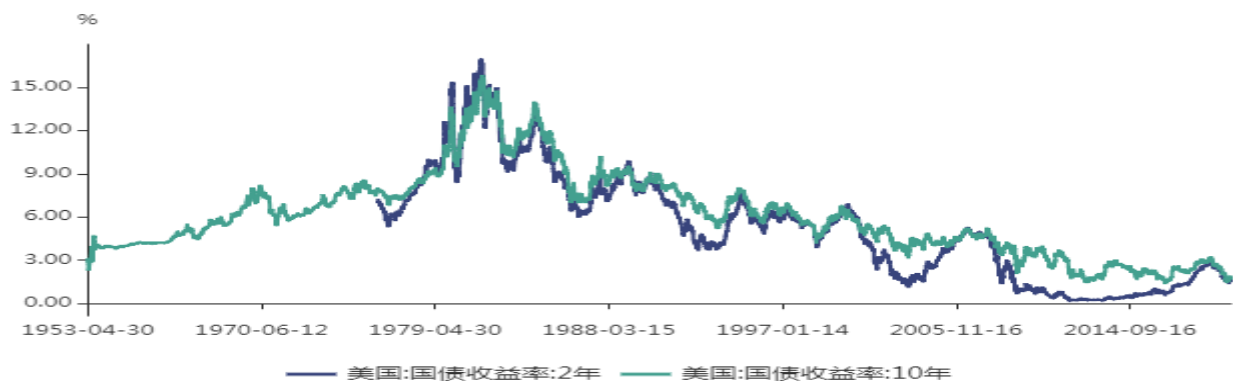
#### 3.1. 贵金属

##### 3.1.1. 黄金：把握摇摆的节奏

黄金的两大主导因素：避险情绪和美元指数，在 2020 年或以不同的面貌展现在我们面前，那就是乱与治交替出现，政策摇摆不定，多空交织的特点会更明显。

从避险情绪的角度，全球经济放缓甚至衰退的预期已经非常明显，中国、印度等国经济增速明显放缓，2019 年美国、英国长短端国债收益率出现倒挂现象，对衰退的担心日益上升。2020 年全球权益市场调整的概率依然较高。除非美国民主党左翼候选人上台，权益市场或不至于构成危机。同时，各国央行宽松的态度，可以减缓经济下行的势能。中美贸易谈判结果，也是影响避险情绪非常重要的一环，若谈判顺利达成协议，避险情绪有望消退，不利于黄金价格；若谈判破裂无法达成协议，避险情绪将迅速升温，有利于黄金价格。黄金价格波动性或加大。

图 32: 美国 2 年前和 10 年期国债收益率走势图



数据来源：Wind

资料来源：Wind，中原证券



从美元的角度，虽然美国经济相对强劲，但受到衰退预期或政治压力的影响，美联储持续降息，美元回流的动力减弱，美元中短期震荡，长期走弱的格局并未改变。由于新兴市场经济体 GDP 比重上升，美国经济比重趋势性下降的方向并没有改变，长期美元走弱的可能性较高。弱势美元有利于黄金价格上涨。聚焦 2020 年，美国大选、英国“脱欧”和美联储政策可能是影响美元走向最重要的三大因素。特朗普获胜、英国协议“脱欧”成功、美联储持续降息，都会压制美元走强，而这三者实现的概率较高。特朗普一直希望压低美元推动美国商品出口，他也不断对他国货币汇率施压。美联储受到白宫政治和美国经济放缓的压力，2019 年连续三次降息，若 2020 经济继续走弱，也有可能再做降息的操作。英国将于 2019 年 12 月 12 日进行议会选举，民调机构 Deltapoll 在 11 月 6 日到 11 月 9 日调查结果显示，保守党和工党的支持率分别为 41%和 29%，自由民主党为 16%，虽然约翰逊带领的保守党处于领先地位，大选后协议“脱欧”的概率在上升。英国“脱欧”后，英欧关系趋于稳定，有利于英镑和欧元企稳反弹，间接导致美元走弱。

图 33: 美元指数 (点) 和黄金价格 (美元/盎司)



数据来源: Wind

资料来源: 中原证券

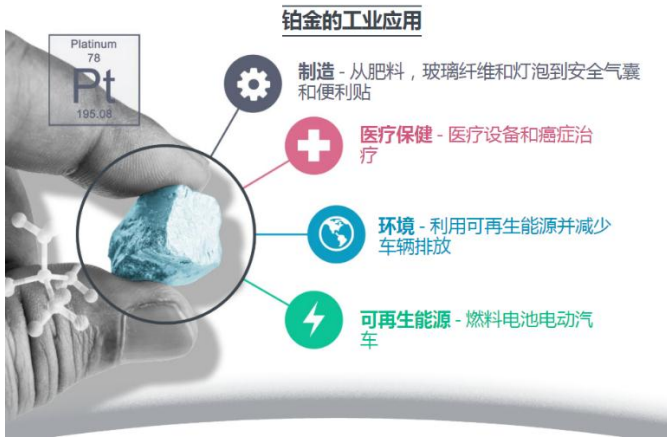
### 3.1.2. 铂金: 下一个重要的能源金属

铂金 (Platinum, 简称 Pt), 是一种天然形成的白色贵金属。在矿物分类中, 铂族元素矿物属自然铂亚族, 包括铱、铑、钯和铂的自然元素矿物。它有许多优良的特性, (1) 纯净: 铂金首饰的纯度通常都高达 90%-95%, 常见的铂金首饰纯度有 Pt900, Pt950。(2) 稀有: 铂金产量非常稀少, 只在全球极少数地方才得以被开采。如果把世界上所有铂金倒入一个奥运会标准泳池内, 它的深度都不足以覆盖脚背。1 吨的铂金矿石仅能提炼出约 3 克铂金, 3 克仅相当于一枚较小的铂金戒指的重量, 而提取这些铂金大约需要 8 周的时间。(3) 稳定性好: 铂金的性质非常稳定, 铂的熔点为 1,768.4 摄氏度, 沸点为 3,825 摄氏度。铂金首饰无论佩戴多久, 都能够始终保持其天然纯白的光泽, 永不褪色。(4) 延展性好: 一克铂金可以拉伸成长度超过 2,000 米的电线。铂金可以捣成薄片, 薄至 100 个原子。(5) 密度很高: 纯铂的密度为每立方厘米 21.45 克, 铂金是最重的金属之一, 一个 6 英寸的铂金立方体重量与普通人相当。

铂最大的应用领域是汽车催化剂, 最近几年的消费量都在 88 吨/年以上; 其次是珠宝首饰

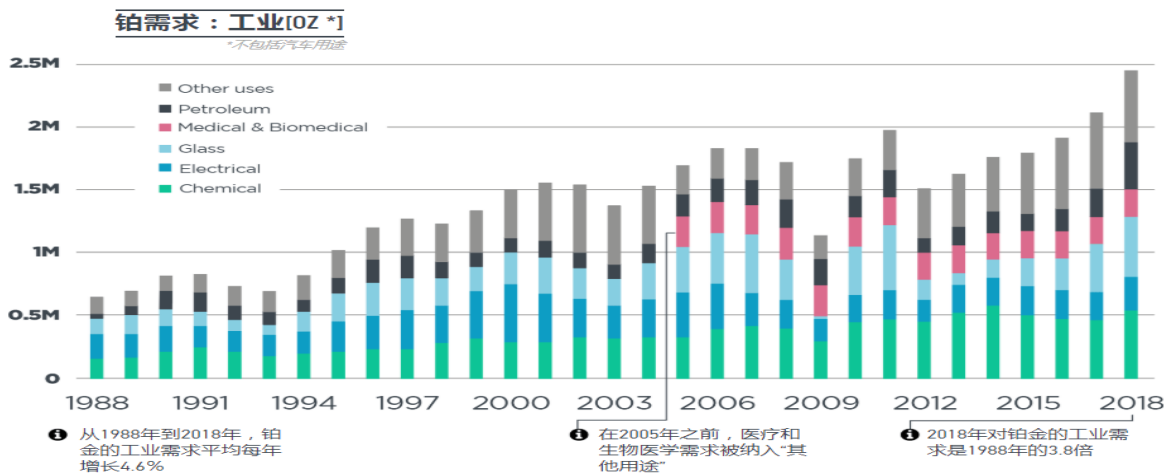
业，消费量在 66 吨/年左右，但呈现下降趋势；铂金在工业领域的应用不断扩张，消费居第三位，大约在 50 吨/年以上，并且呈现上升的趋势，如果在氢能源广泛普及，铂金需求未来有望持续增长。投资需求在不同年份的波动性很大，主要是受到铂金价格趋势的影响。

图 34: 铂金的工业应用



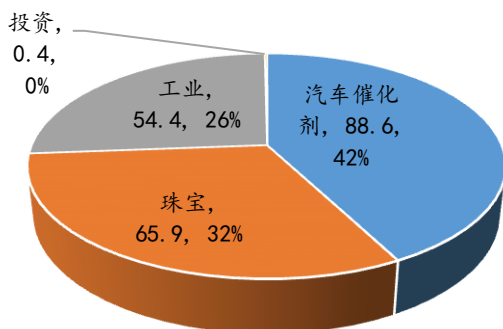
资料来源：世界铂金投资协会，中原证券

图 36: 铂金工业需求量（盎司）



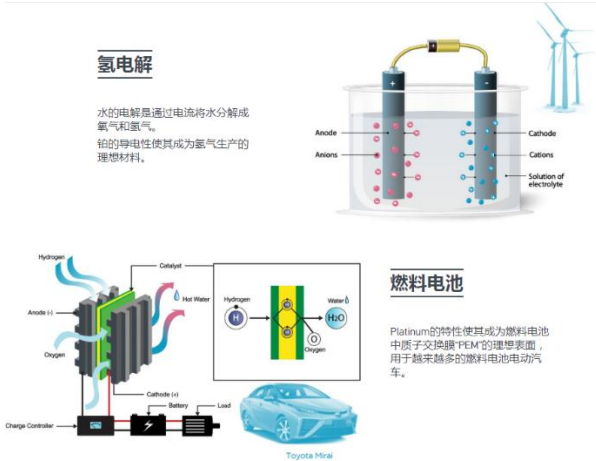
资料来源：世界铂金投资协会，中原证券

图 37: 2018 年铂金消费量（吨）及比例



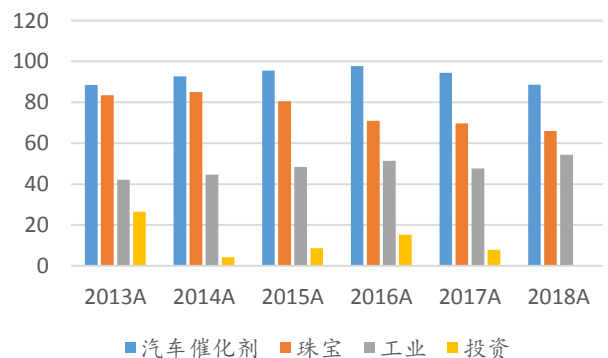
资料来源：世界铂金投资协会，中原证券

图 35: 铂金在燃料电池中的应用示意图



资料来源：世界铂金投资协会，中原证券

图 38: 2013-2018 年铂金消费趋势（吨）



资料来源：世界铂金投资协会，中原证券

从供给端来看，铂金供给地区固定，主要集中南非、俄罗斯和加拿大，全球铂金产量稳定，预计 2019 年总供给约 238 吨，同比增长 4.3%。贵金属价格上涨可能带动回收供给增加。受到开采难度加大、矿山事故和罢工的影响，总体供给短缺的可能性上升。

表 7: 全球铂金主要供应商

排序	公司名称	中文备注	产量(吨)	
			2016A	2017A
1	Sibanye-Stillwater	斯班一-静水(包含 Lonmin 产量)	42.5	42.5
2	Anglo American Platinum Ltd.	英美资源	40.3	36.6
3	Impala Platinum Holdings Ltd.	帕拉铂金控股	29.7	28.8
4	OJSC MMC Norilsk Nickel	俄罗斯诺里尔斯克镍业	19.0	18.5
5	Northam Platinum Ltd.	南非诺森铂业	8.4	8.7
6	Royal Bafokeng Platinum Ltd.	皇家巴佛肯铂业	6.0	6.8
7	ARM Platinum	ARM 铂业	5.0	4.9
8	Vale S.A.	淡水河谷	4.1	3.8
9	Glencore plc.	嘉能可	3.3	3.4
	合计		158.3	154.0

资料来源: Wind, 中原证券

从需求端来看，(1) **珠宝首饰**: 行业呈现出现下降趋势，珠宝业普遍用 K 金取代铂金制作戒托。(2) **汽车催化剂**: 受汽车销售下降影响，需求下降；不过，中国国六汽车排放标准开始实施，欧盟欧六排放标准实施，催化剂需求有望恢复。(3) **氢能源电池**: 这可能是未来需求的重要增长极，氢能源电池是非常理想无污染的终极能源，《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》正在制定中，部委领导正在各地调研考察，听取意见。2019 年，氢能首次写进了《政府工作报告》，要求“推动充电、加氢等设施建设”。2019 年 3 月，财政部等四部委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，指出地方应完善政策，过渡期后不再对新能源汽车(新能源公交车和燃料电池汽车除外)给予购置补贴，转为用于支持充电(加氢)基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。地方政府陆续出台很多政策，2019 年上半年广东出台政策最多(云浮、佛山)，江苏其次。日本丰田氢能源技术已经比较成熟，如果有大规模市场启动，规模效应将降低单位成本，未来氢能源技术有望得到大规模应用。(4) **投资需求**: 投资需求取决于价格趋势，目前呈现底部向上的态势，相对于黄金和钯金，铂金可能处于被低估的位置，贵金属价格整体向好也会带动铂金价格向上。总体而言，工业需求稳定，氢能源前景乐观，投资需求有望增长，铂金的底部投资机会开始显现。

表 8: 铂金供需平衡表(吨)

单位:吨	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2019/2018
供给								
南非	123.5	88.3	127.0	120.6	124.2	126.4	129.5	
津巴布韦	11.5	11.5	11.5	13.9	13.6	13.2		
北美	10.1	11.3	10.9	11.2	10.3	10.1		
俄罗斯	21.0	21.0	20.1	20.3	20.4	18.9	18.9	
其他	6.1	5.5	5.1	5.1	5.1	4.8		
增减	-6.1	9.9	0.9	0.9	0.9	0.3		

矿山供给	166.0	147.6	175.5	171.9	174.5	173.6	175.5	1.1%
回收	56.1	57.7	48.3	52.2	53.6	54.9	62.9	14.7%
总供给	222.1	205.3	223.8	224.1	228.1	228.5	238.4	4.3%
需求								
汽车催化剂	88.5	92.7	95.5	97.7	94.4	88.6	88.6	0.0%
珠宝	83.5	85.0	80.5	71.0	69.7	65.9	63.2	-4.1%
工业	42.1	44.7	48.5	51.3	47.6	54.4	66.0	21.3%
投资	26.5	4.3	8.6	15.2	7.8	0.4	24.3	5614.4%
总需求	240.5	226.7	233.2	235.2	219.6	209.4	242.1	15.6%
供需平衡	-18.4	-21.4	-9.4	-11.1	8.5	19.1	-3.7	-119.3%
库存	98.9	77.5	68.2	57.1	65.6	84.8		

资料来源：世界铂金投资协会，中原证券

**图 39：伦敦现货黄金、铂金和钯金价格走势**



数据来源：Wind

资料来源：Wind，中原证券

## 3.2. 基本金属

### 3.2.1. 铜：需求减弱，看供给和库存的改善

从国内下游需求来看，电力、房地产、家电和汽车行业都表现不好，需求端依然比较疲软，2020 改善的概率不大。

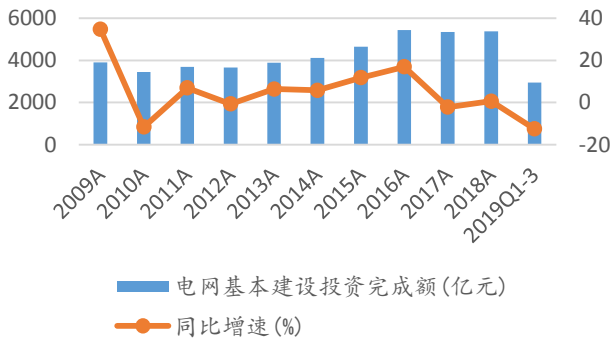
**电力：**2019 年前三季度电网基本建设投资完成 2953 亿，同比下降 12.5%，降幅较去年同期扩大 2.9 个百分点。受到经济下行、需求疲软的影响，2019 年电力投资较差。在没有政策推动的情况下，这种局面在 2020 年或难有大的改观。

**房地产：**2019 年前三季度房地产开发投资完成额同比增长 10.5%，增幅较 2018 年同期扩大 0.6 个百分点。前三季度房地产销售额同比增长 7.1%，增幅较 2018 年同期收窄 6.2 个百分点，整体状况趋于清淡。前三季度购置土地面积同比下降 20.2%，地产企业资金面紧张。

**家电：**2019 年前三季度空调产量 1.7 亿台，同比增长 6.4%，较 2018 年同期增幅收窄 6.5 个百分点，状况已经较差。

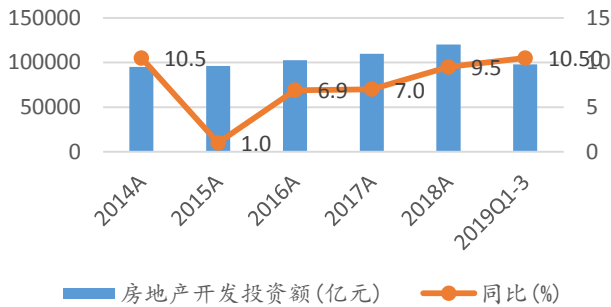
汽车：2019年前10个月汽车销量2065.2万台，同比下降9.7%，年内降幅收窄，但和去年同期正增长相比，行业处于相对困难期。新能源汽车补贴退出，也对全行业造成一定影响。

图 40：电网基本建设投资完成额及同比增速



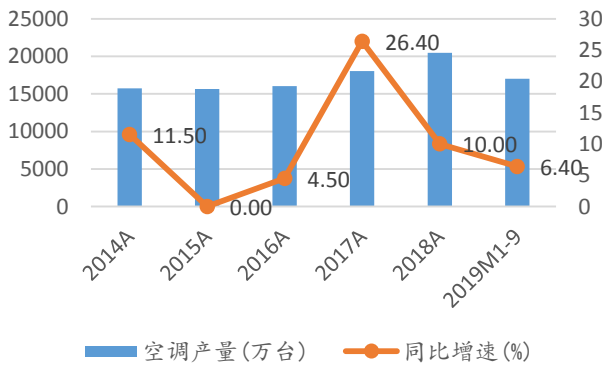
资料来源：Wind，中原证券

图 42：房地产开发投资额及同比增速



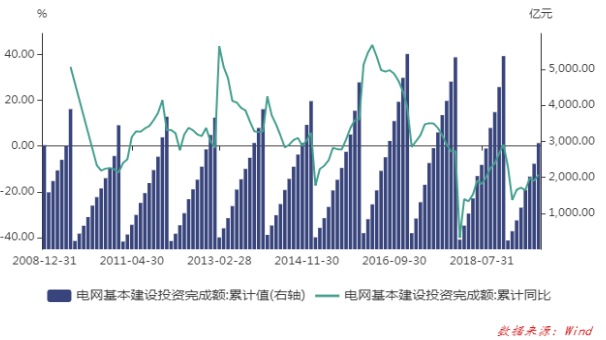
资料来源：Wind，中原证券

图 44：空调产量及同比增长



资料来源：Wind，中原证券

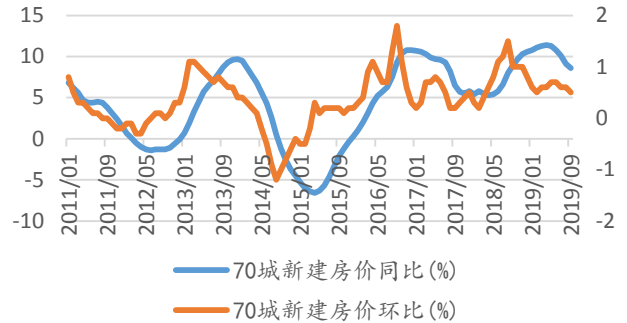
图 41：电网基本建设投资完成额同比增速（月）



数据来源：Wind

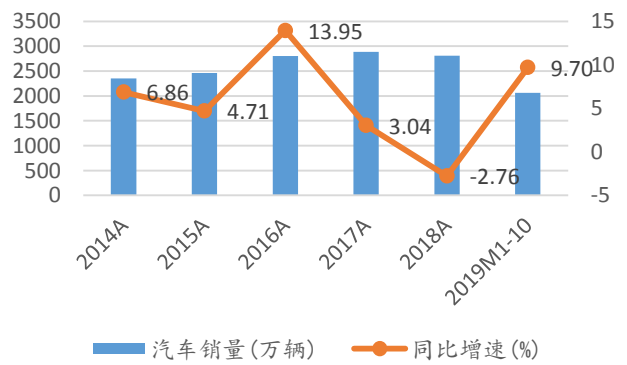
资料来源：Wind，中原证券

图 43：70城新建房价同比及环比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 45：汽车销量及同比增速



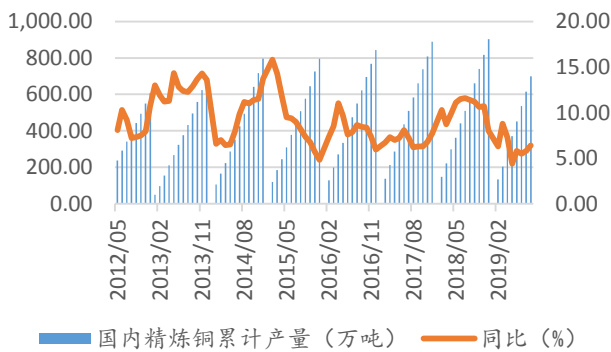
资料来源：Wind，中原证券

从铜供给来看，2019年前三季度国内精炼铜产量698.6万吨，同比增长6.4%，增速较去年同期收窄4.8个百分点，其中矿产铜增速放缓，受《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》实施的影响，再生铜陷入负增长。国内铜粗炼费（TC）的价格处于最近5年最低的水平，显示国内冶炼产能充足，铜矿供给相对偏紧。智利是全球最大的铜矿供给地，该国



近期经过数日来的骚乱后，决定取消将于该国举行 APEC 领导人非正式会议和气候大会。近些年智利经济发展虽然较好，但社会不平等以及对资源高度依赖的经济结构问题，在当前全球金属商品低迷的背景下，社会矛盾容易激化。目前智利社会的动荡可能会持续一段时间，进而影响该国铜矿的供给。此外，全球铜库存处于历史较低水平，如果供给和需求因素出现一些利好，比较容易推动铜价企稳回升。

图 46: 国内精炼铜产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 47: 国内铜粗炼费 (TC) 走势



数据来源: Wind

资料来源: Wind, 中原证券

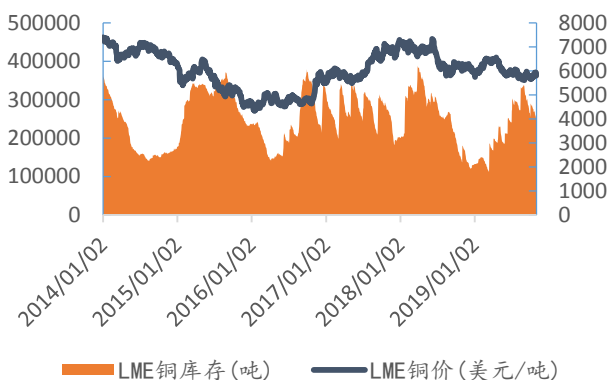
图 48: LME 铜期货价格和 WBMS 铜供需平衡



数据来源: Wind

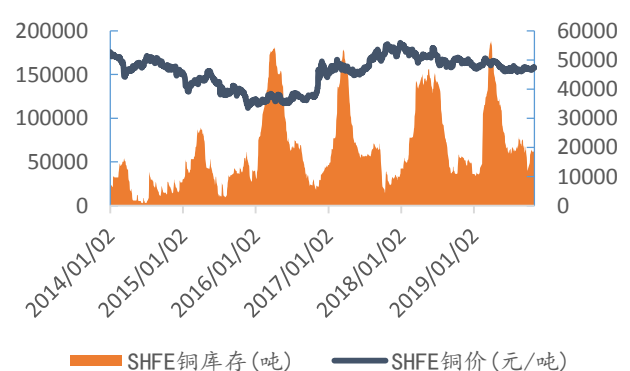
资料来源: Wind, 中原证券

图 49: LME 铜价及库存



资料来源: Wind, 中原证券

图 50: SHFE 铜价及库存

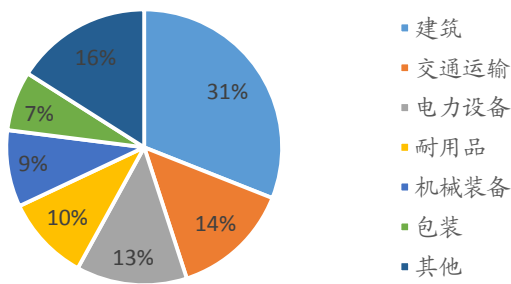


资料来源: Wind, 中原证券

3.2.2. 铝：汽车轻量化和低成本战略

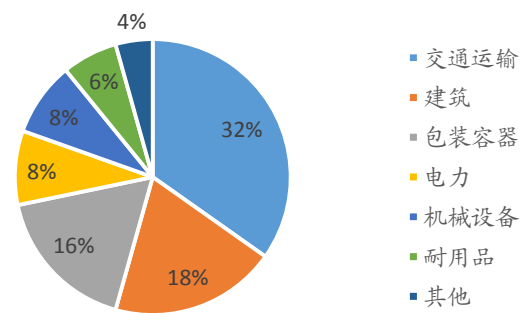
供给侧改革后，电解铝设置了产能天花板，但氧化铝仍处于相对扩张中，加下下游需求不振，国内铝产能供过于求的问题依然较存在。国内铝的第一大用户是建筑，国外则是交通领域，随着房地产增长趋缓，未来交通用铝是重要增长点。轻量化已成为汽车行业发展的必然趋势，是“节能减排、绿色环保”的必然要求。轻量化可以降低排放，减少燃油量，在动力性、制动性、耐久性、安全性等方面都能够起到改善作用。汽车轻量化铝合金材料可分为变形铝合金和铸造铝合金。在轻量化铝合金应用发展趋势方面，变形铝合金可以应用在轿车车身系统部件、热交换器系统部件、厢式货车等方面；铸造铝合金可以应用在发动机系统、传动系统、离合器踏板、方向盘等方面。与国外先进汽车相比，国产汽车铝合金轻量化不足，结合新能源汽车发展，未来汽车用铝量将逐步提升。

图 51：国内铝的下游消费比例



资料来源：中国产业信息网，中原证券

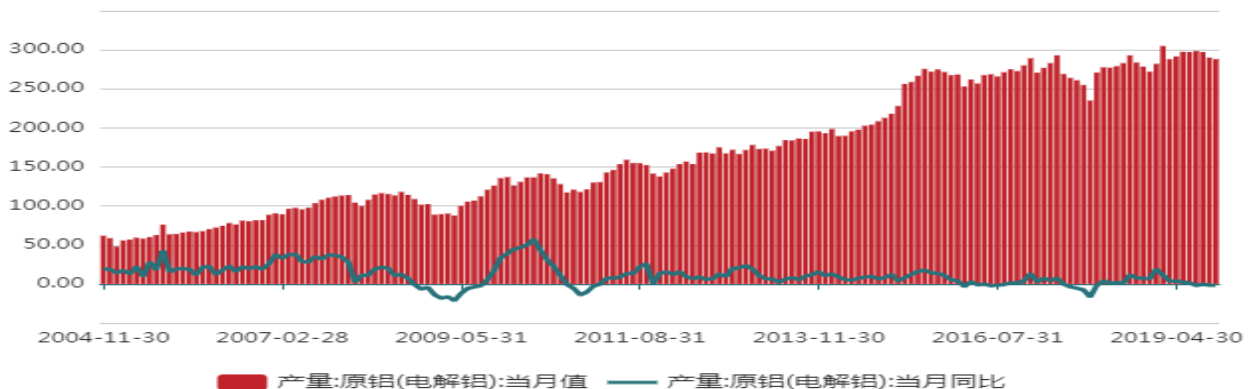
图 52：发达国家铝的下游消费比例



资料来源：中国产业信息网，中原证券

从供给端来看，2019 年下半月以来电解铝产量一直保持小幅负增长，三季度产销率为 100.1%。部分企业正在进行产能置换，将高成本地区产能置换至低成本地区，目前铝产品低价竞争会淘汰部分实力较弱的企业，未来供给持续改善的可能性依然较高。同时，全球和国内的铝库存处于较低水平，若交通用铝需求能较快提升起来，铝价回温的概率依然存在。

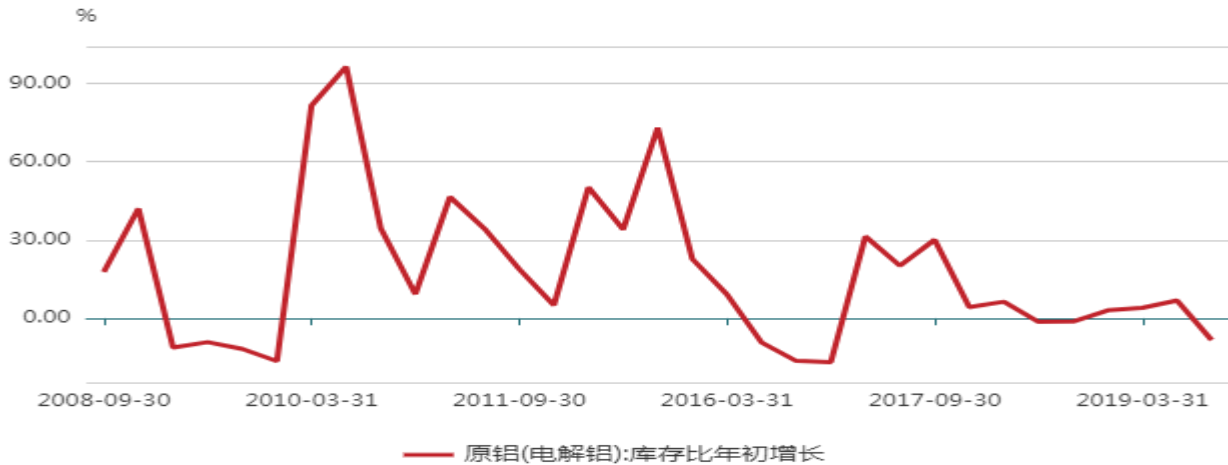
图 53：国内电解铝月度产量及同比增速



数据来源：Wind

资料来源：Wind，中原证券

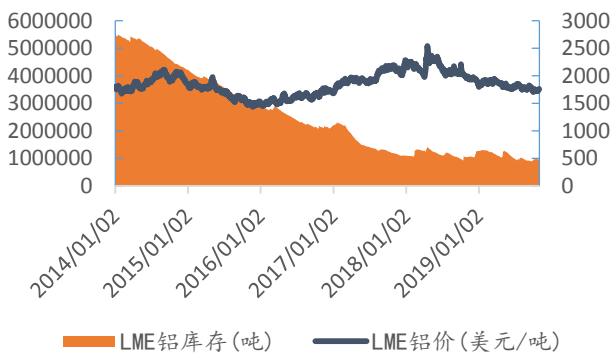
图 54: 电解铝库存较年初增长率



数据来源: Wind

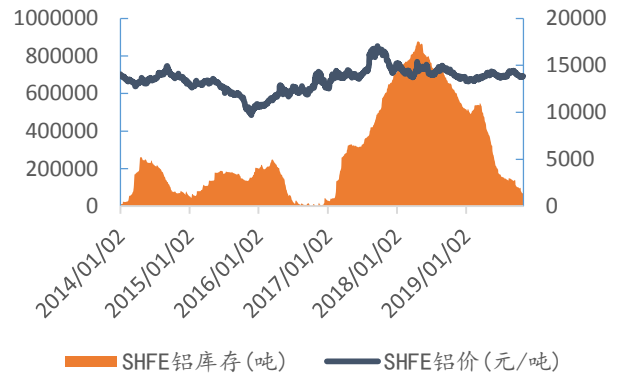
资料来源: Wind, 中原证券

图 55: LME 铝价及库存走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 56: SHFE 铝价及库存走势



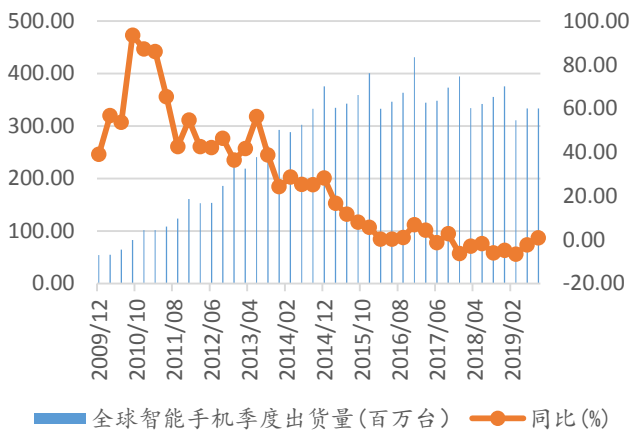
资料来源: Wind, 中原证券

### 3.3. 小金属

#### 3.3.1. 钴: 弹性来自供给

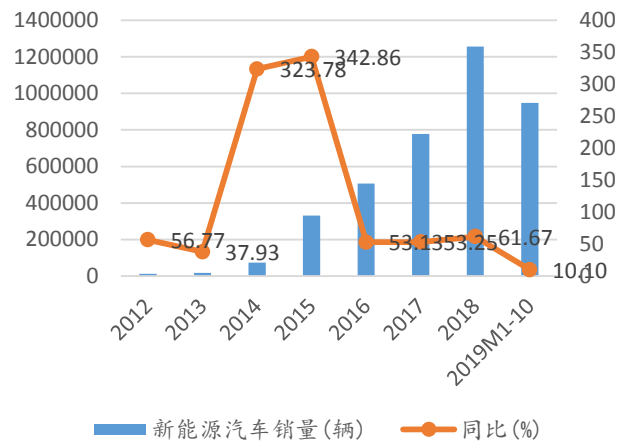
从需求端来看, 智能手机略有好转, 但新能源汽车需求增长可能放缓。智能手机方面, 根据 IDC 数据显示, 2019 年第三季度全球智能手机共出货 3.583 亿台, 同比增长了 0.8%, 结束连续 8 个季度的负增长, 首次实现正增长。其中, 三星以 7820 万台的出货量, 取得了同比 8.3% 的增幅, 市场份额达 21.8%, 依然稳居全球智能手机出货量榜首的地位; 华为则紧随其后以 6660 万台出货量和 18.6% 的市场份额, 站稳了全球第二大手机品牌的位置, 并且以同比出货量 28.2% 的增幅, 成为了 Top5 中出货量增幅最大的智能手机品牌; 苹果屈居第三, 其出货量为 4660 万台, 市场份额下滑到了 13.0%, 同比下降了 0.6%。随着 5G 的推进, 2020 年智能手机有望出现新的增长。新能源汽车方面, 中汽协数据显示, 我国 10 月新能源汽车产销量分别为 9.5 万辆、7.5 万辆, 同比下降 35.4% 和 45.6%。今年前 10 个月新能源汽车累计产销量分别为 98.3 万辆、94.7 万辆, 同比增加 11.7% 和 10.1%, 增速较上每半年明显放缓。

图 57: 全球智能手机季度出货量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

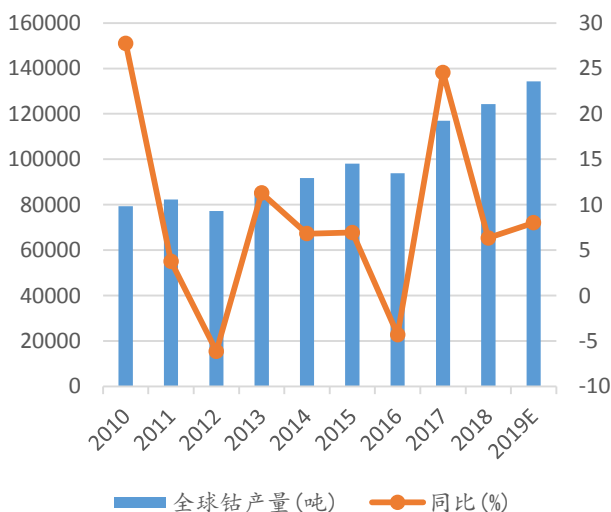
图 58: 国内新能源汽车销量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

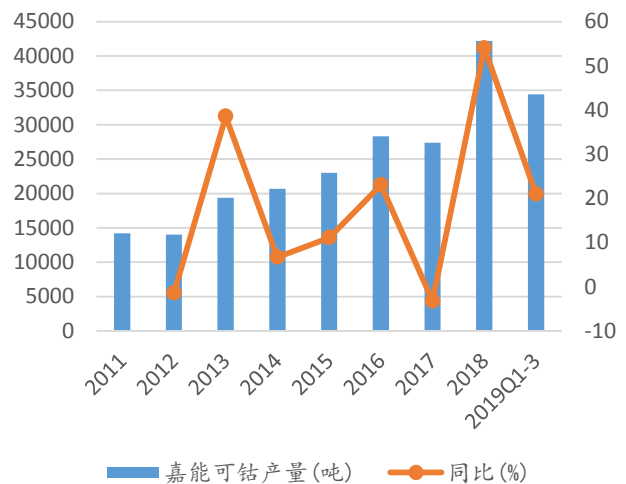
从供给端来看，全球钴最大供应商嘉能可 2019 年第三季度钴产量增长 11%，增速明显下降；2019 年前三季度嘉能可钴累计产量 3.44 万吨，同比增长 21%；该公司已经宣布准备在 2019 年底关闭在刚果（金）的穆塔达（Mutanda）矿区，影响产量将达到 2.4 万吨。全球第二大钴供应商洛阳钼业 2019 年前三季度钴累计产量 1.11 万吨，同比下降 9%。手抓矿缩量，刚果（金）手抓矿 2018 年供给 3 万吨左右，由于钴价持续低迷，手抓矿产业链利润空间压缩，手抓矿手抓矿供给量也将减少。全球钴供给减少，加上全球钴库存处于较低水平，钴供过于求的局面已经在逐步改善。智能手机电池需求已现改善曙光，如果新能源汽车继续维持一定增长，未来钴价格筑底回升的概率较高。

图 59: 全球钴产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

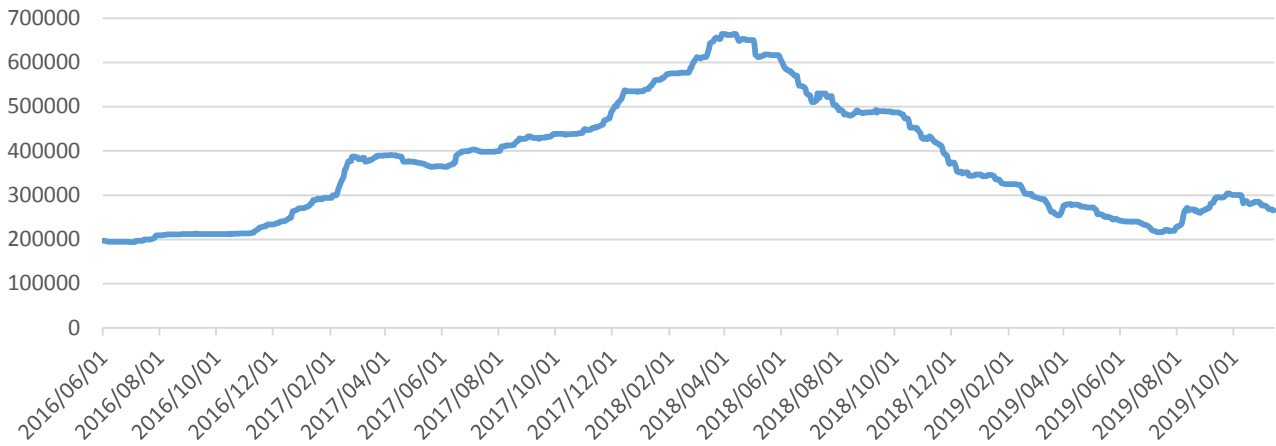
图 60: 嘉能可钴产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

2019 年前三季度，钴的市场平均价约为 27.5 万/吨，较 2018 年均价下降 47.9%，价格已经回到 2016 年底起涨的区域，预计 2020 年价格处于区间震荡，缓慢回升的态势。

图 61: 国内钴市场价 (元/吨)



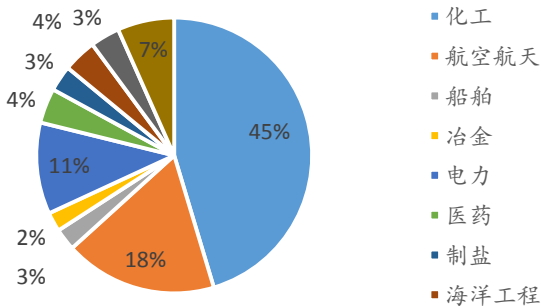
资料来源: Wind, 中原证券

### 3.3.2. 钛材: 高端制造业发展促行业回暖

钛是一种银白色的过渡金属, 具有重量轻、强度高、熔点高、比重小、比强度高、耐磨性好、韧性好、耐腐蚀、导热系数低、高低温度耐受性能好、在急冷急热条件下应力小等特点。钛多与铁、铝、钒或钼等其他元素造成出高强度的轻合金, 应用于航空、航天、军工等高科技领域。随着钛不断向化工、石油、电力、海水淡化、建筑、农产食品、医学、日常生活用品等行业推广, 钛金属日益被人们重视, 被誉为“第三金属”、“太空金属”、“海洋金属”和“万能金属”。

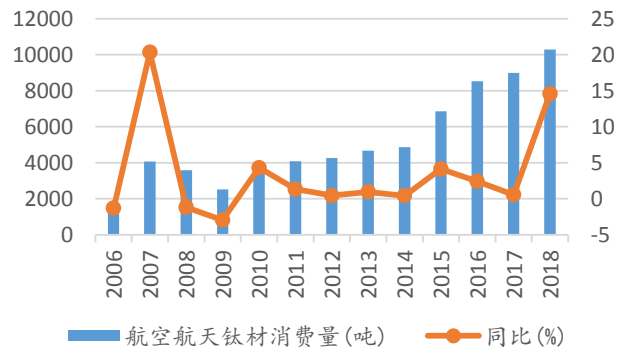
从需求端来看, 高端钛材是现代飞机不可或缺的结构材料。美国军用战斗机 F/A-22 钛合金用量高达 41%, 较 1976 年 F-16 战机 2% 的用量大幅提升; 民用飞机波音 787 单架飞机用量达 15%。我国航空钛材短期内主要应用于国产军用飞机领域, 随着未来我国国产大飞机 C919 逐步商业化量产, 军用及民用飞机钛材用量将逐渐上升。航天方面, 随着登月工程和火星探索步伐加快、北斗导航系统北斗卫星导航系统全球组网密集进行、国内民营商业航天的蓬勃发展, 航天钛材的用量也将持续增长。

图 62: 2018 年钛加工材下游消费量比例



资料来源: Wind, 中原证券

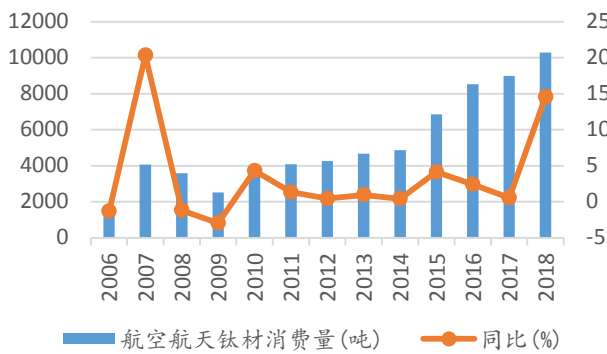
图 63: 国内钛加工材消费量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

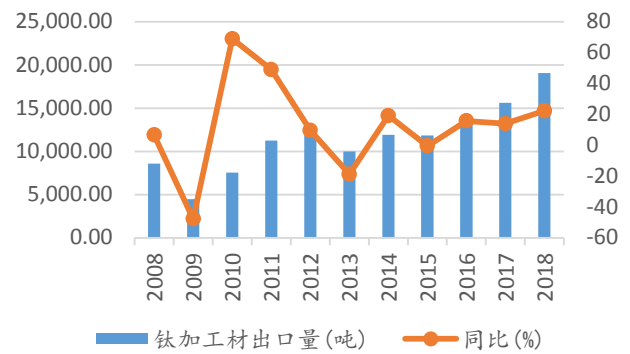


图 64: 航空航天钛材消费



资料来源: Wind, 中原证券

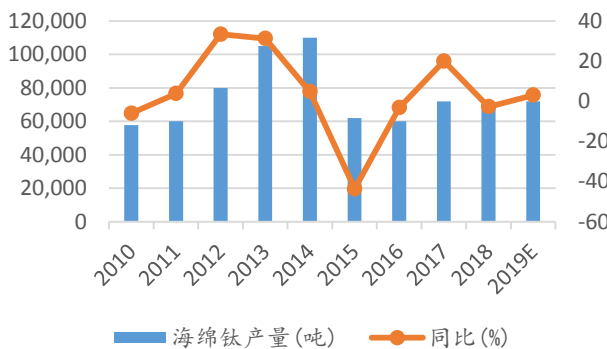
图 65: 钛加工材出口量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

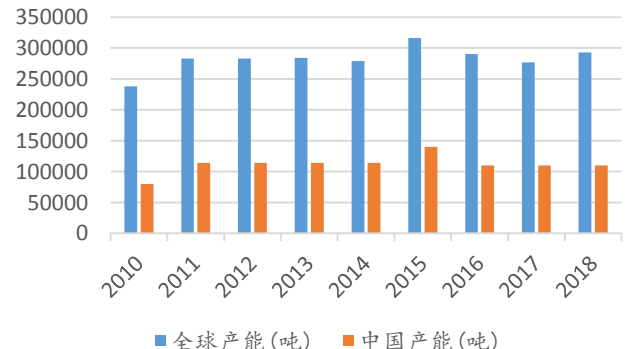
从供给端来看, 2018 年国内环保督察“两断三清”(断水、断电、清原料、清设备、清场地), 曾造成中国钛谷陕西省宝鸡市的钛企 95% 停产关门, 为史上最严的一次。由于钛材存在“中低端钛材竞争激烈、高端钛材制造能力严重不足”的结构性过剩, 环保风暴有利于去化低端产能。行业的壁垒在于钛材的加工能力, 特别是高端钛材的研发能力和制造工艺。在国家推动高端制造业发展的背景下, 高端钛材的发展前景明确, 钛材行业在 2019 年也开始逐步复苏。

图 66: 国内海绵钛产量及同比增速



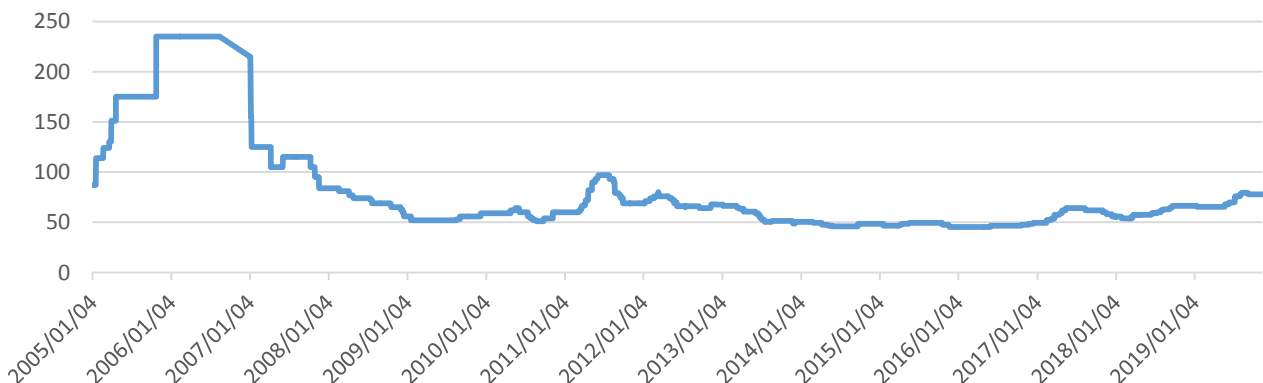
资料来源: Wind, 中原证券

图 67: 全球和中国海绵钛产能



资料来源: Wind, 中原证券

图 68: 国产海绵钛价格走势(元/千克)



资料来源: Wind, 中原证券

### 3.4. 稀土：长期供给上升的担忧

稀土应用主要包括稀土永磁材料、发光材料、储氢材料和抛光材料，需求增长呈现冷暖不均的特点。稀土永磁材料（镨钕镝），主要应用于高性能节能电机在新能源车、汽车 EPS、电子工业、节能空调、电梯方面的应用，前景较好；稀土发光材料（钇铈钕钐），技术进步导致用量趋势性下降，LED 荧光粉比三基色荧光粉对稀土发光材料的用量显著下降；稀土储氢材料（镧铈），由于锂电池、燃料电池的竞争，储氢材料用量逐渐减少，产能过剩；稀土抛光材料（铈），今后更多地应用于高端产品，用量呈下降趋势。

图 69：下游行业稀土消费比例

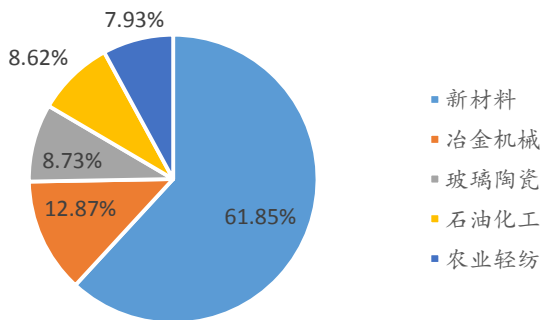
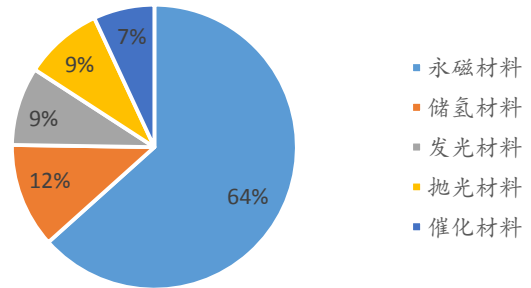


图 70：新材料领域稀土消费比例



资料来源：中国产业经济信息网，中原证券

资料来源：中国产业经济信息网，中原证券

稀土的长期供给预期上升。2019 年工信部和自然资源部公布的 2019 年度稀土开采总量控制指标，稀土冶炼分离总量为 12.7 万吨，比 2018 年指标增长 10.4%。中国稀土资源储量丰厚，重稀土绝对垄断。作为稀土矿产资源最为丰富的国家，中国稀土储量 5,500 万吨，占全世界稀土储量的 42%。中国稀土产量 9.5 万吨，占全世界稀土产量的 86.4%。国内打击黑稀土的努力一直未停止。但是中美贸易争端期间，部分媒体把稀土提升为战略筹码，以应对美方压力，引起美日澳等国重视，2019 年 9 月，澳大利亚宣布将启动 15 个稀土和关键矿产项目。全球稀土长期供给上升的概率较高。目前国内提高稀土供给，或有意通过压低稀土价格来打压海外稀土矿启动的积极性。

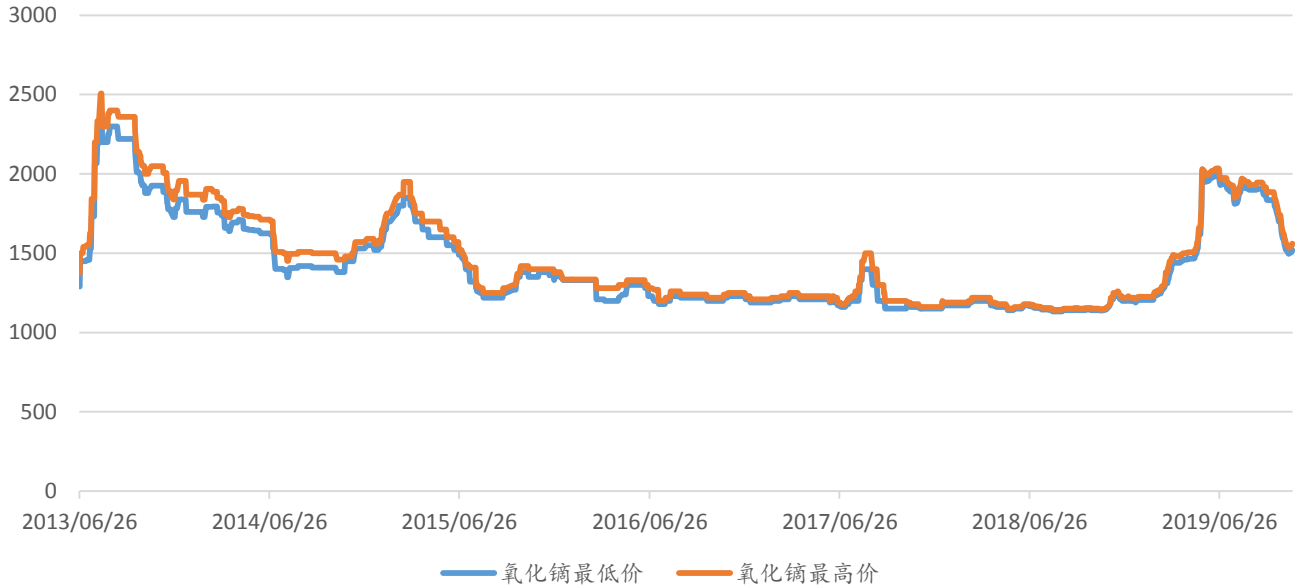
表 9：国家 2018-2019 年度稀土开采总量控制指标

序号	6 家稀土集团	2018 年		2019 年		同比增速	
		冶炼分离产品	矿产品	冶炼分离产品	矿产品		
				轻稀土	中重稀土		
	合计	115000	120000	127000		10.4%	
一	中国稀有稀土股份有限公司	19379	14350	21879	14350	2500	12.9%
	其中:中国钢研科技集团有限公司	1000	3600	1500	4100		50.0%
二	五矿稀土集团有限公司	5658	2010	5658		2010	0.0%
三	中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	59484	69250	60984	70750		2.5%
四	厦门钨业股份有限公司	3963	3440	3963		3440	0.0%

五	中国南方稀土集团有限公司	15912	28250	23912	27750	8500	50.3%
	其中：四川江铜稀土参控股企业	8320	19750	16320	27750		96.2%
六	广东省稀土产业集团有限公司	10604	2700	10604		2700	0.0%
	其中：中国有色金属建设股份有限公司	3610	0	3610			0.0%

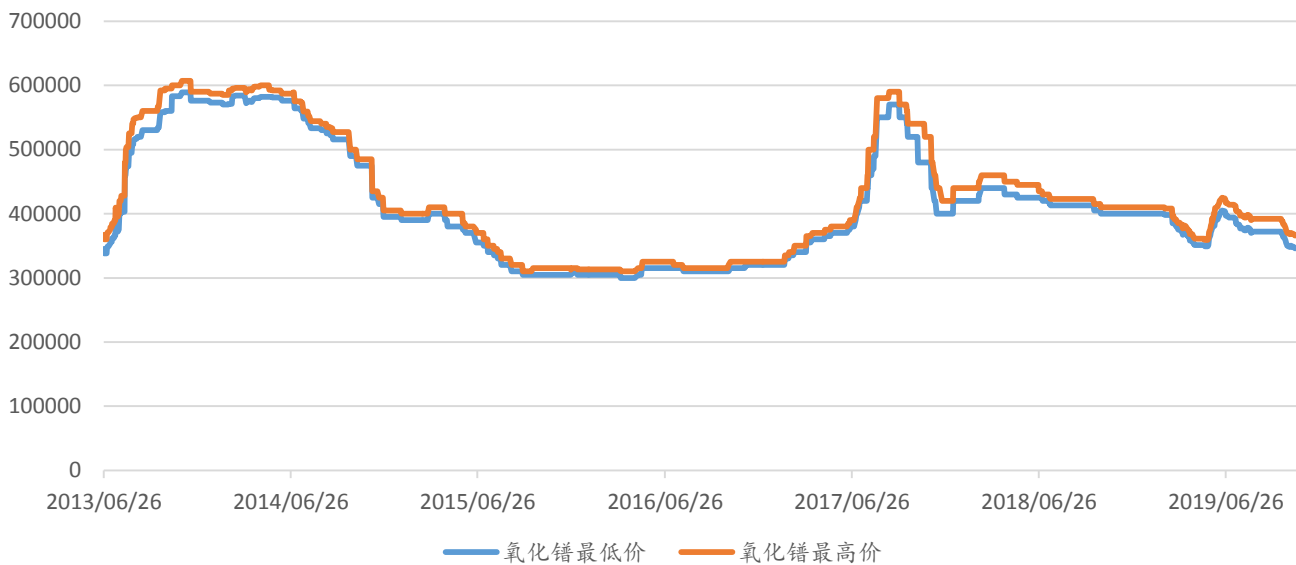
资料来源：工信部、自然资源部网站，中原证券

图 71：氧化镨价格（元/公斤）



资料来源：Wind，中原证券

图 72：氧化镨价格（元/吨）



资料来源：Wind，中原证券

#### 4. 投资建议

截止 10 月底，有色板块 PE 为 32.1 倍，贵金属 PE 为 42.0 倍，基本金属 24.3 倍，稀有金属 41.6 倍。有色板块估值处于历史估值中位数 34.9 倍水平，考虑到全球经济面临比较复杂

的局面，多空因素交织，继续给予有色金属行业“同步大市”评级。

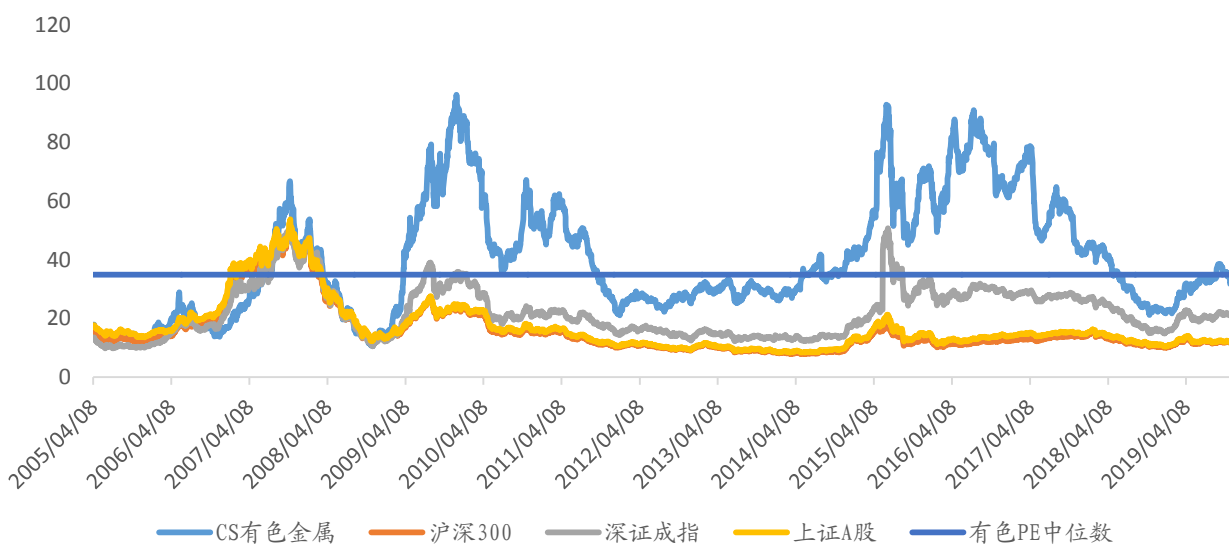
建议关注的板块和标的如下：贵金属（山东黄金，白银有色）、工业金属（云南铜业、南山铝业、明泰铝业）、小金属（洛阳钼业、华友钴业、宝钛股份、西部超导）。

表 10: 有色金属行业重点标的估值

名称	总股本(亿股)	流通股(亿股)	收盘价(元,11.14)	EPS(元)	每股净资产(2019AQ1-3,元)	PE(倍)	PB(2019Q1-Q3,倍)	投资评级				
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E			
山东黄金	31.0	27.0	30.09	0.45	0.55	0.82	7.17	106.5	54.7	36.7	4.26	增持
白银有色	74.0	19.6	3.36	0.00	0.05	0.06	1.63	960.6	67.2	56.0	2.34	增持
云南铜业	17.0	14.2	10.76	0.09	0.45	0.57	4.91	146.6	23.9	18.9	2.33	增持
南山铝业	119.5	97.9	2.09	0.15	0.13	0.16	3.26	17.4	16.1	13.1	0.65	增持
明泰铝业	6.2	5.7	10.64	0.84	1.1	1.2	11.41	13.2	9.7	8.9	1.08	增持
洛阳钼业	216.0	216.0	3.39	0.22	0.08	0.09	1.86	15.8	42.4	37.7	1.80	增持
华友钴业	10.8	10.7	24.99	1.84	0.08	0.1	7.18	17.6	312.4	249.9	3.58	增持
宝钛股份	4.3	4.3	21.57	0.33	0.46	0.52	8.53	65.8	46.9	41.5	2.60	增持
西部超导	4.4	0.4	30.63	0.34	0.42	0.5	5.72	100.2	72.9	61.3	6.89	增持

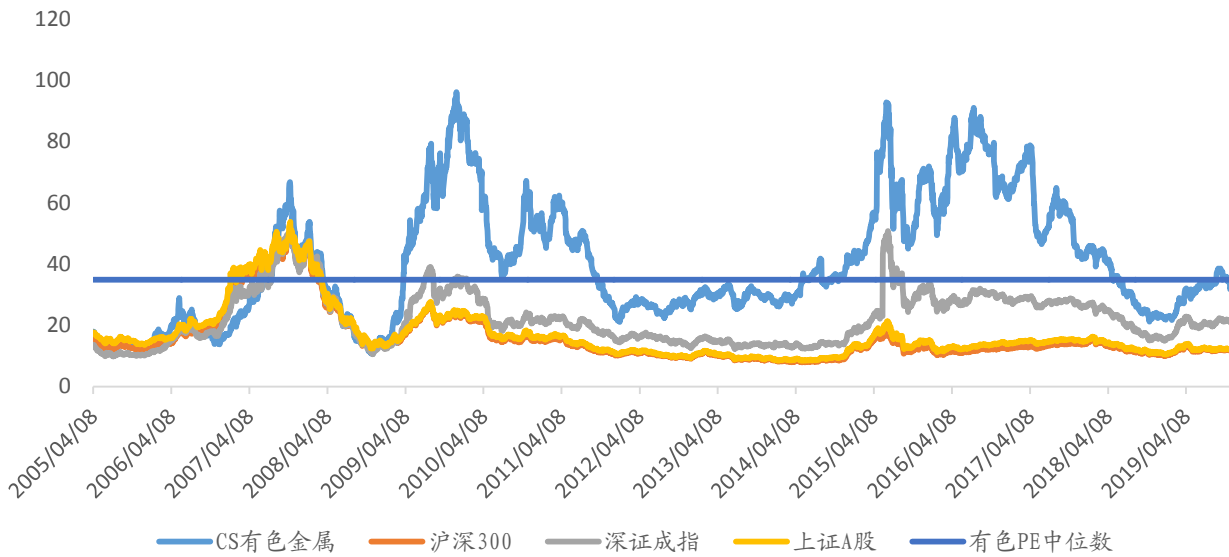
资料来源：Wind，中原证券

图 73: 有色板块与大盘 PE (倍) 对比



资料来源：Wind，中原证券

图 74：有色及子板块 PE（倍）对比



资料来源：Wind，中原证券

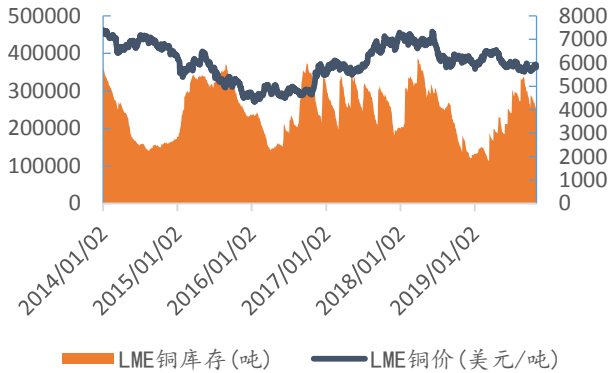
## 5. 风险提示

- (1) 中美贸易谈判协议不及预期;
- (2) 全球宏观经济持续下行。



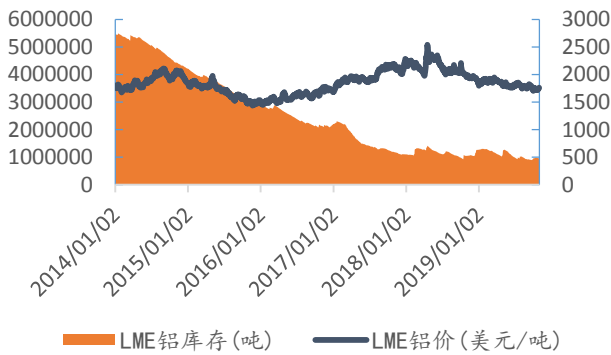
6. 图表附录

图 75: LME 铜价及库存走势



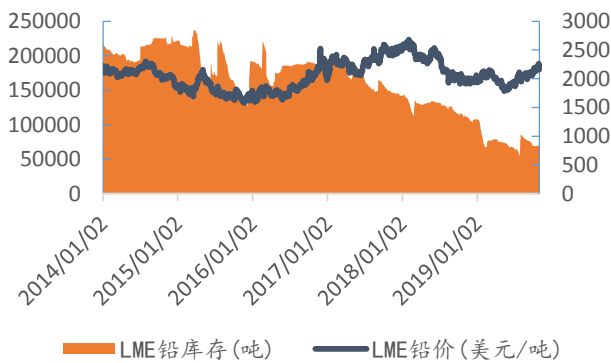
资料来源: Wind, 中原证券

图 77: LME 铝价及库存走势



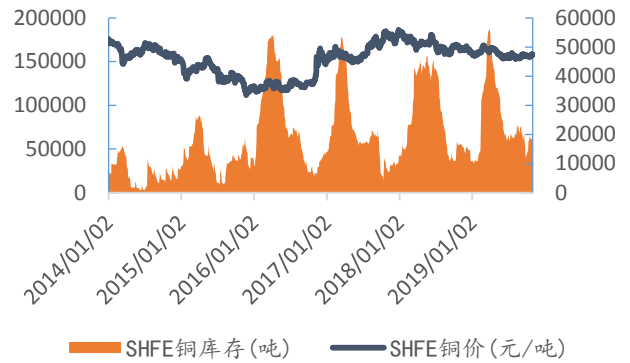
资料来源: Wind, 中原证券

图 79: LME 铅价及库存走势



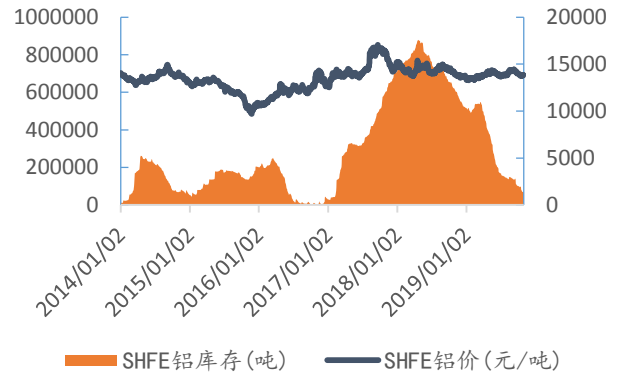
资料来源: Wind, 中原证券

图 76: SHFE 铜价及库存走势



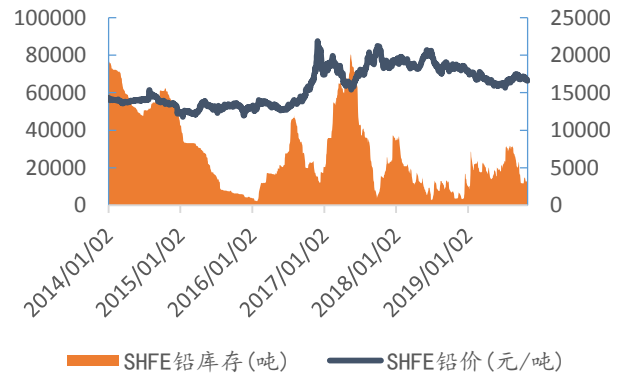
资料来源: Wind, 中原证券

图 78: SHFE 铝价及库存走势



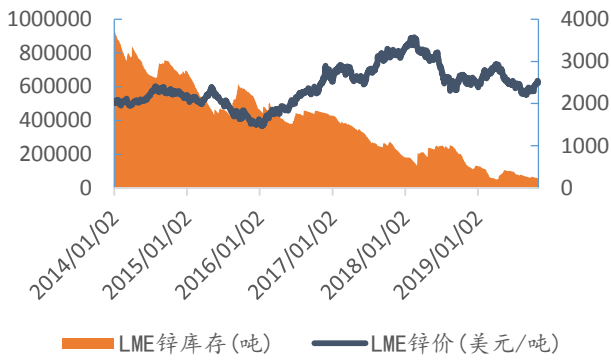
资料来源: Wind, 中原证券

图 80: SHFE 铅价及库存走势



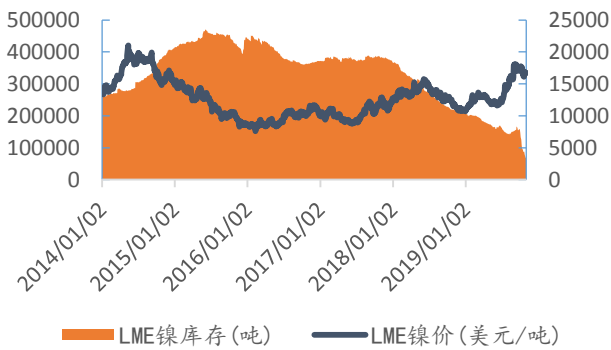
资料来源: Wind, 中原证券

图 81: LME 锌价及库存走势



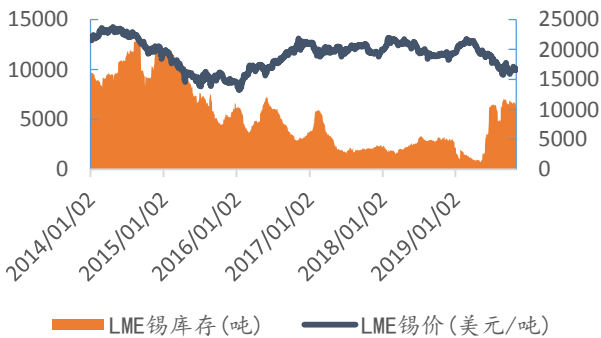
资料来源: Wind, 中原证券

图 83: LME 镍价及库存走势



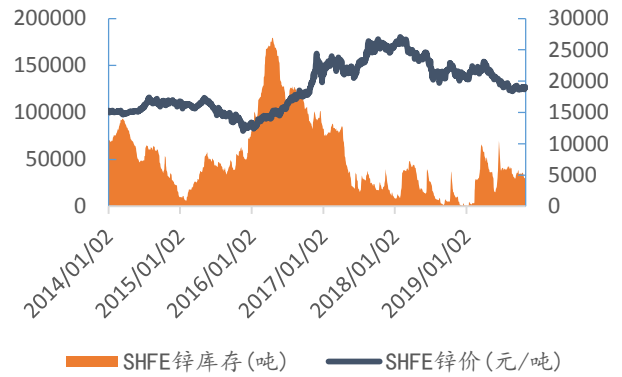
资料来源: Wind, 中原证券

图 85: LME 锡价及库存走势



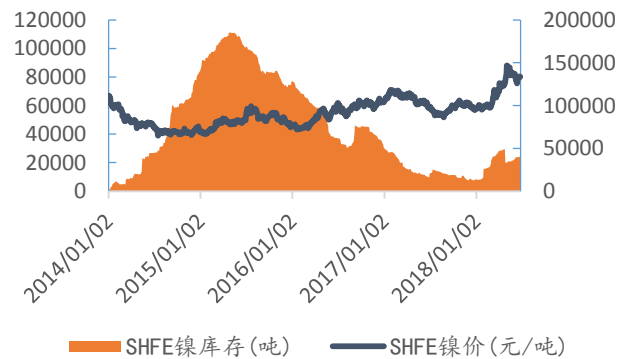
资料来源: Wind, 中原证券

图 82: SHFE 锌价及库存走势



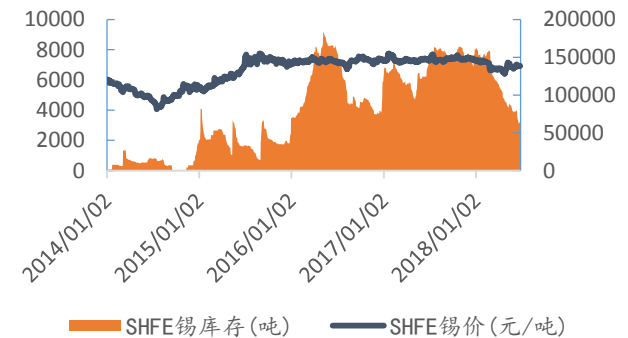
资料来源: Wind, 中原证券

图 84: SHFE 镍价及库存走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 86: SHFE 锡价及库存走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 87: 钨精矿价格走势 (元/吨)



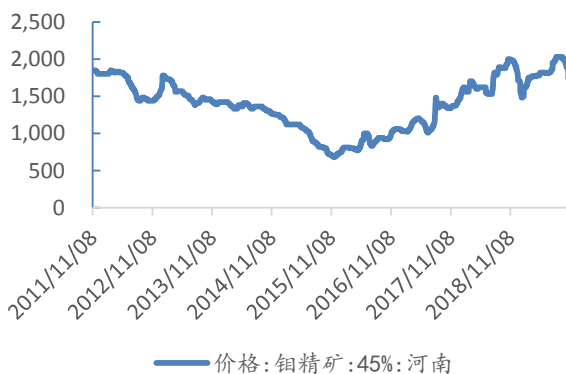
资料来源: Wind, 中原证券

图 88: 仲钨酸铵价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 89: 钼精矿价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 90: 钼铁价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。