

下游回暖助力铜价反弹，关注金价大幅下跌后机会

有色及新材料行业月报

分析师：王合绪

执业证书编号：S0890510120008

电话：021-20321303

邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆铜价有望反弹，建议关注具备全产业链竞争优势的铜行业龙头企业。供给端对铜价仍有较强支撑，近期智利码头及智利国铜公司工人参与罢工，目前铜矿山仍维持运营，但未来不确定性较大，加之库存低位，铜价下跌空间有限。从消费端看，铜的传统终端下游消费有 27%集中在家电和汽车产品，需求端随着国常会释放提振基建的信号及国家政策对家电、汽车消费刺激政策的落地，有望进一步复苏，随着下游转暖预期增强，铜需求将表现出更大韧性。宏观方面，在智利取消 11 月的 APEC 会议后，中美仍然保持沟通，中方近期表示双方同意分阶段同时取消加征关税，在此之前，美方历次谈判中都未涉及取消已加征关税，这也显示出双方均为能够达成协议做出努力，市场风险偏好也在回升，若 11 月中美能签署临时贸易协议，将有效提振市场做多信心并将助长铜价向上之势。建议关注铜行业内产品产量稳步增长，特别是具备全产业链竞争优势的公司，未来 5G 用铜箔高附加值产品有望成为铜企业绩增长点。

◆黄金价格深度调整，关注再次走强机会。近期黄金持续下跌明显，外盘金价一度跌破 1465 美元/盎司，预计金价将在 11 月份继续探底，值得注意的是，尽管根据美联储的表态，12 月美联储降息概率大幅下降，但美联储强行控制短端利率下，一旦遇到外部环境或经济数据恶化的冲击，收益率曲线再次倒挂，将给予金价强刺激。金价经历此轮下跌后，预计在明年初有望开始企稳反弹。建议关注国内快速扩张的黄金龙头企业，随着企业扩张将具备相对成本优势，叠加金价上行周期，量价齐升将显著增厚公司的业绩。

◆10 月有色板块大幅跑输大盘。10 月上证综指、深证指分别收于 2958.2、1637，月变动幅度分别为 1.53%、2.4%；有色指数、新材料指数分别收于 3441.77、2465.66，月变动幅度分别为-3.51%、-2.75%。有色板块持续跑输于上证综指，有色金属板块跌幅位列申万子板块第一。10 月有色金属各子板块均有不同程度下跌，跌幅前三名：钨(11.5%)，稀土(9.5%)，磁性材料(8.0%)，跌幅后三名：铝(2.5%)，铅锌(3.4%)，黄金(3.7%)。

◆后期市场展望：宏观方面，美国经济退而未衰，前景不容乐观，欧元区四季度经济面临萎缩风险，外需预计将持续低迷。从内部来看，下游房地产、家电行业同比下滑速度有所收窄，消费端韧性较强，但仍呈较弱势形态，经济下行压力未减，预计铝、镍价格短期内维持低位震荡；小金属方面，钨、钴、锂等品种因需求端乏力导致上涨动力不足，预计后续价格趋稳。

◆风险提示：美元超预期走强及下游需求不及预期。

内容目录

1.有色板块表现偏弱，金价震荡下行	5
1.1.基本金属涨多跌少，小金属涨跌互现	5
1.2.有色板块大幅跑输上证综指	8
2.有色金属下游消费概览	9
2.1.地产端：房价同比增速明显回落，地产竣工速度有望反弹	9
2.2.家电板块：空调产量增速显著回升，电网基建降幅收窄	10
2.3.汽车板块：乘用车产量同比下降持续，新能源车产量下滑明显	10
3.宏观因素运行态势跟踪	11
3.1.美国经济退而未衰，前景不容乐观	11
3.2.欧元区四季度经济面临萎缩风险，货币宽松压力上升	12
3.3.国内环境：国内经济短期或存韧性，但下行趋势未改	14
4.后期市场展望	15
4.1.贵金属：避险情绪缓解，黄金短期下跌趋势未止	15
4.1.1.美联储否认将继续量化宽松，中美贸易摩擦缓和提振向好预期	15
4.1.2.QFII对黄金板块持股比例下降，三季度全球黄金需求下滑明显	15
4.1.3.英国脱欧暂缓但风险仍存，黄金长期配置价值犹存	15
4.2.基本金属：基本金属弱势未改，下游回暖有望提振铜价	16
4.2.1.铝：国内电解铝日均产量下降明显，铝企开工率低位震荡	16
4.2.2.镍：不锈钢价格弱势不改，镍价下跌放缓	16
4.2.3.铜：供给及库存收缩支撑铜价，消费端发力助长	17
4.3.小金属：价格低位盘整，上涨动力不足	17
4.3.1.钨：需求端乏力，供需矛盾突出限制价格反弹	17
4.3.2.钴：钴价下跌空间有限，静待下游需求复苏	17
4.3.3.锂：锂价接近底部中枢，高成本锂矿出清将持续	18
5.个股表现、投资建议	18
5.1.非金属新材料个股涨幅最大，钨行业个股跌幅靠前	18
5.2.铜价反弹可期，关注黄金再次走强转机	18
6.风险提示：	19

图表目录

图 1: LME 铜价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	5
图 2: SHFE 铜价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	5
图 3: LME 铝价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	6
图 4: SHFE 铝价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	6
图 5: LME 铅价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	6
图 6: SHFE 铅价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	6
图 7: LME 锌价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	6
图 8: SHFE 锌价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	6
图 9: LME 锡价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	6
图 10: SHFE 锡价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	6
图 11: LME 镍价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	7
图 12: SHFE 镍价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	7
图 13: COMEX 黄金及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	7
图 14: SHFE 黄金及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	7
图 15: COMEX 白银及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	7
图 16: SHFE 白银及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)	7
图 17: 美元指数与黄金价格 (截止 2019 年 10 月 31 日)	7
图 18: 美债到期收益率 (截止 2019 年 10 月 31 日)	7
图 19: 有色子版块行情速览	9
图 20: 上月内各行业涨跌幅 (单位:%)	9
图 21: 上月有色金属子板块涨跌幅 (单位:%)	9
图 22: 房地产开发投资完成额与销售面积: 累计同比	9
图 23: 房屋新开工、施工、竣工面积: 累计同比	9
图 24: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数增速	10
图 25: 70 个大中城市二手商品住宅价格指数增速	10
图 26: 家用电冰箱及冰柜产量及同比增速	10
图 27: 空调及彩电产量及同比增速	10
图 28: 电网基本建设投资完成额: 累计值	10
图 29: 电源基本建设投资完成额: 累计值	10
图 30: 国内乘用车产量及同比增速 (辆, %)	11
图 31: 国内商用车产量及同比增速 (辆, %)	11
图 32: 锂电池产量及同比增速	11
图 33: 国内新能源车产量及同比增速 (辆, %)	11
图 34: ISM PMI 制造业指数连续 3 个月低于枯荣线	12
图 35: 9 月零售销售增速下滑	12
图 36: 美国 10 月非农就业回升	12
图 37: 美国 10 月就业总体强劲	12
图 38: 欧元区投资信心指数下降	13
图 39: 欧元区 PMI 连续下滑	13
图 40: 英国 PMI 连续下滑	13
图 41: 英国 GDP 增速下滑	13
图 42: CPI 同比预测	14
图 43: PPI 同比预测	14
图 44: 中国 10 月制造业 PMI 较上月回落 0.5pct	14
图 45: 中国固定资产投资: 累计同比 (%)	14
图 46: 有色板块内部 QFII 持股情况	15

图 47: 黄金 ETF 持仓情况	15
图 48: 10 月电解铝产能同比下滑	16
图 49: 10 月份电解铝开工率 83.25%, 环比降低	16
表 1: 基本金属价格及涨跌幅度 (单位: 元/吨, 美元/吨)	5
表 2: 小金属价格及涨跌幅度	8
表 3: 上月综合指数速览	8
表 4: 10 月有色金属板块跌幅前五公司	18
表 5: 10 月有色金属板块涨幅前五公司	18

1. 有色板块表现偏弱，金价深度调整

1.1. 基本金属涨多跌少，小金属涨跌互现

基本金属：价格低位反弹，低迷态势未改。上月LME铜、铝、铅、锌、锡、镍期货价格分别收于5806、1759、2131、2158、16525、16690美元/吨，月变动幅度分别为1.65%、2.36%、1.27%、5.33%、3.93%、-2.51%。上期所铜、铝、锌、铅、锡、镍期货价格分别收于47370、13840、16610、18995、138340、133700元/吨，月变动幅度分别为0.55%、1.25%、-1.98%、1.60%、2.63%、-2.75%。上月基本金属涨多跌少。10月LME库存增减幅度：铜(-4.21%)，铝(4.53%)，铅(0.11%)，锌(-19.56%)，锡(-10.17%)，镍(-58.06%)；SHFE库存增减幅度：铜(27.63%)，铝(-12.62%)，铅(35.55%)，锌(-8.04%)，锡(1.4%)，镍(25.91%)。

贵金属：黄金价格短期继续探底，长期仍看涨。上月LME金、银期货价格分别收于1515美元/盎司、18元/克，月变动幅度分别为-3.34%、-7.82%，上期所金、银期货价格分别收于341美元/盎司、4366元/千克，月变动幅度分别为-3.27%、-6.27%。经过9月贵金属大幅上涨后，黄金出现大幅回撤调整，主要由于美国经济数据表现超预期，以及美日、中美贸易关系向好，美元指数走强影响，但经济周期客观存在，全球经济下行方向没有改变，叠加英国脱欧风险，地缘政治冲突等风险因素犹存，长期仍看好黄金上涨。

表 1：基本金属价格及涨跌幅度（单位：元/吨，美元/吨）

市场	基本金属	10月价	9月价	月涨跌幅	年涨跌幅
LME (美元/吨)	铜	5806.0	5711.5	1.65%	-1.79%
	铝	1759.0	47110.0	2.36%	-5.07%
	铅	2158.0	1718.5	1.27%	7.34%
	锌	2489.0	14015.0	5.33%	1.43%
	锡	16525.0	2131.0	3.93%	-15.08%
	镍	16690.0	16945.0	-2.51%	56.79%
SHFE (元/吨)	铜	47370.0	2363.0	0.55%	-1.66%
	铝	13840.0	18695.0	-1.25%	1.84%
	铅	16610.0	15900.0	-1.98%	-7.75%
	锌	18995.0	134800.0	1.60%	-9.22%
	锡	138340.0	17120.0	2.63%	-3.56%
	镍	133700.0	137480.0	-2.75%	51.81%

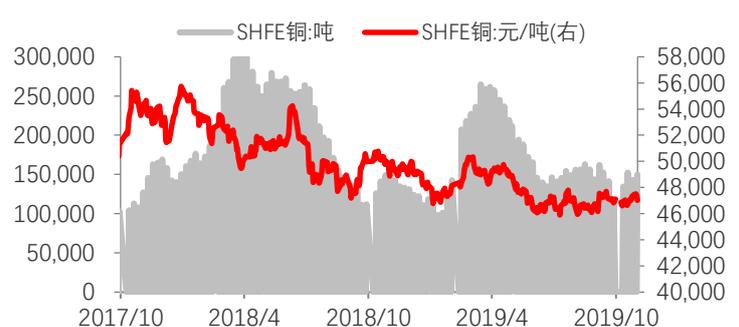
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 1：LME 铜价及库存（截止 2019 年 10 月 31 日）



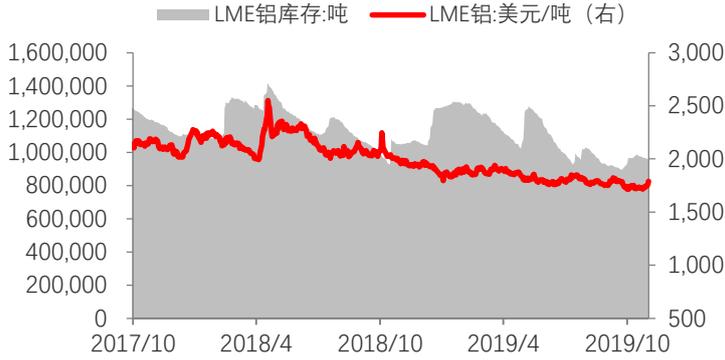
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：SHFE 铜价及库存（截止 2019 年 10 月 31 日）



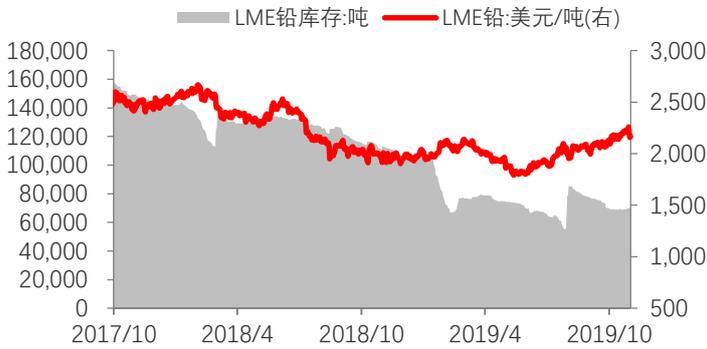
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3: LME 铝价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



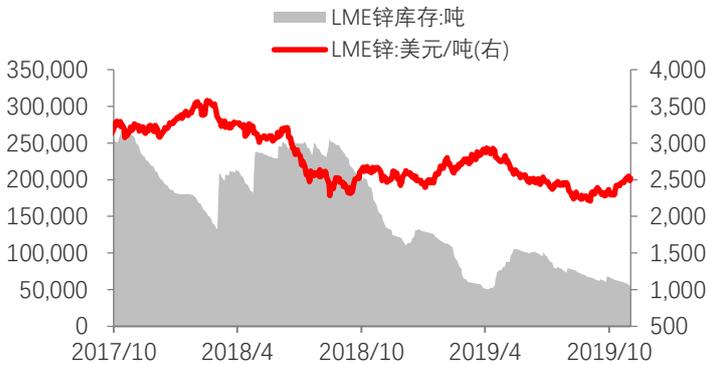
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 5: LME 铅价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



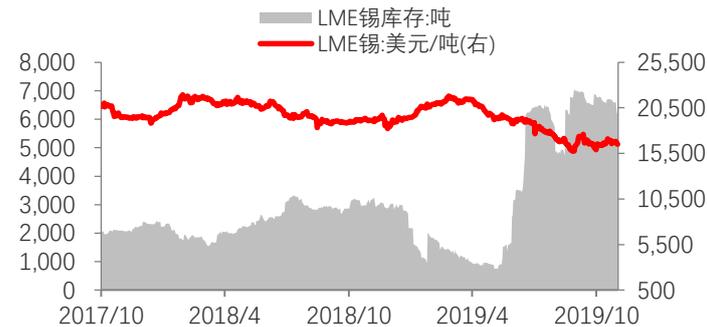
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 7: LME 锌价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



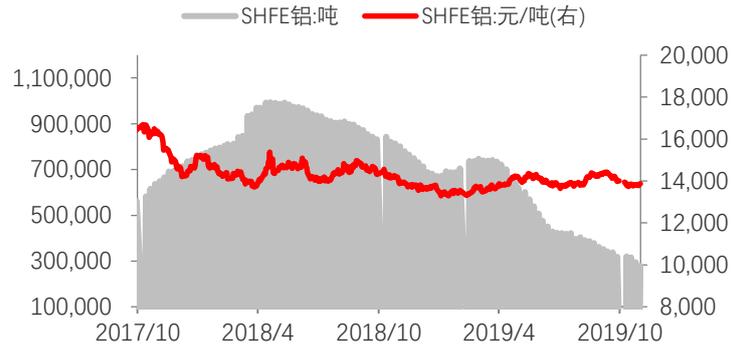
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 9: LME 锡价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



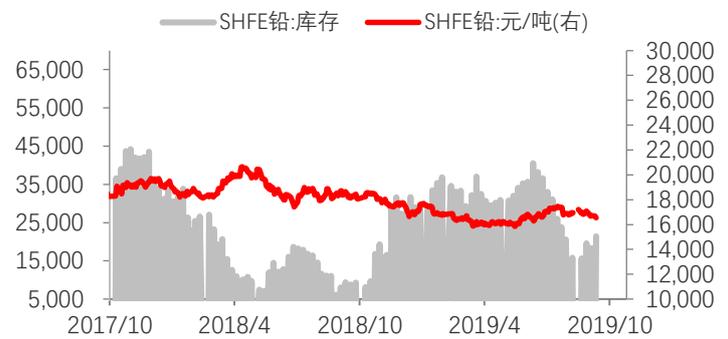
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 4: SHFE 铝价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



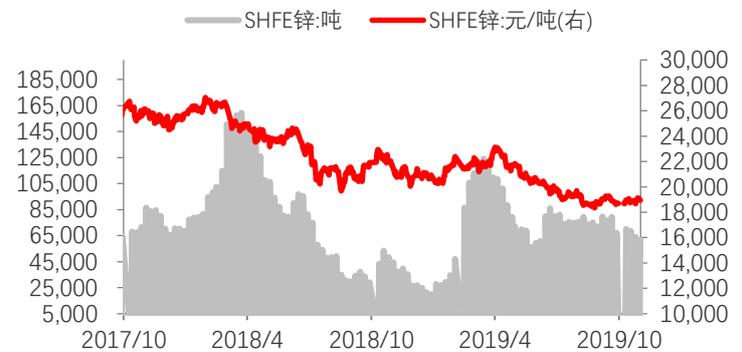
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 6: SHFE 铅价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



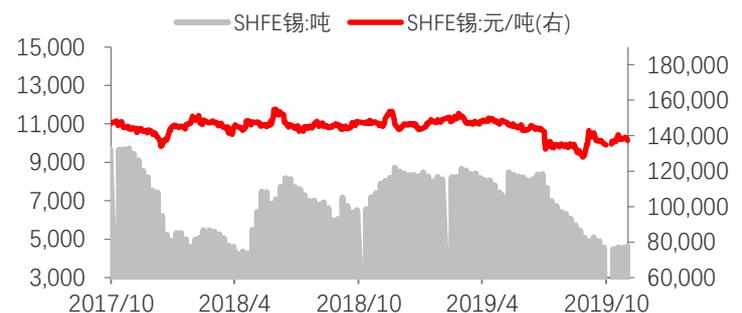
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 8: SHFE 锌价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 10: SHFE 锡价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



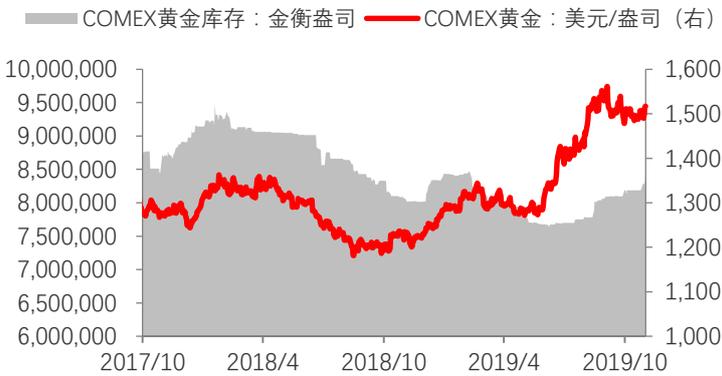
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 11: LME 镍价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



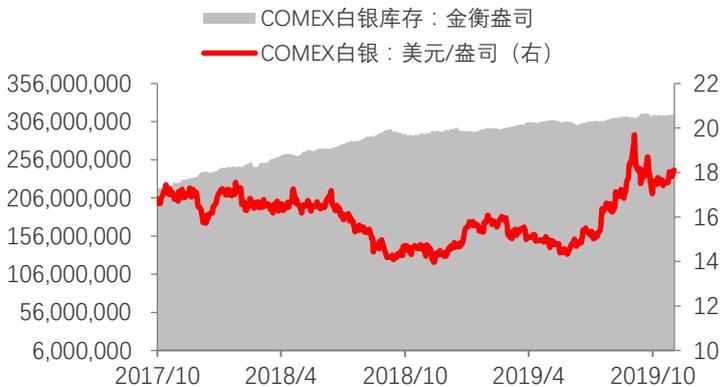
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 13: COMEX 黄金及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



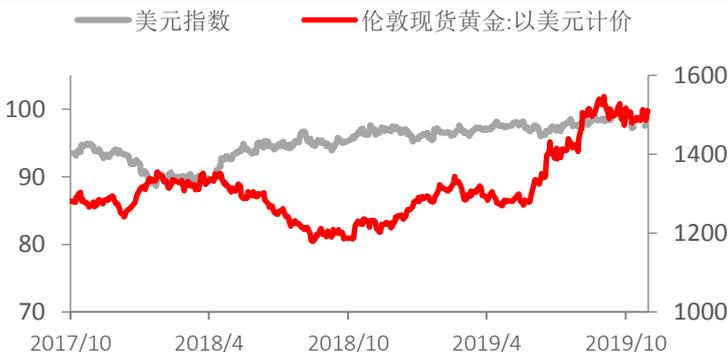
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 15: COMEX 白银及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



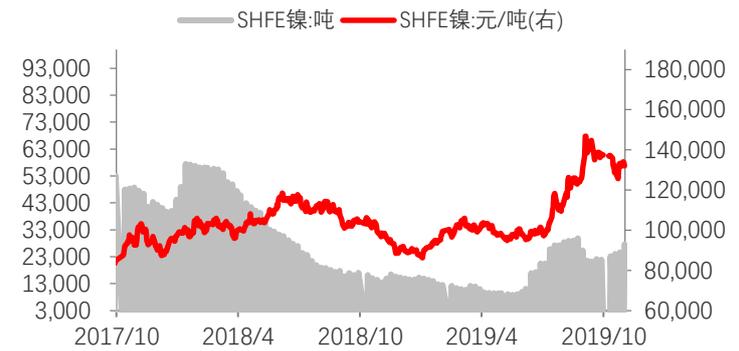
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 17: 美元指数与黄金价格 (截止 2019 年 10 月 31 日)



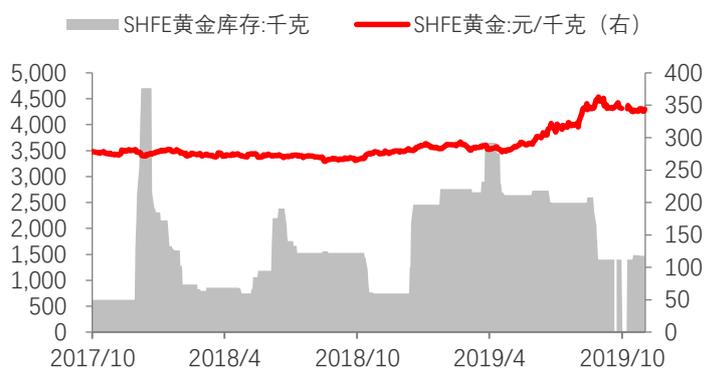
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 12: SHFE 镍价及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



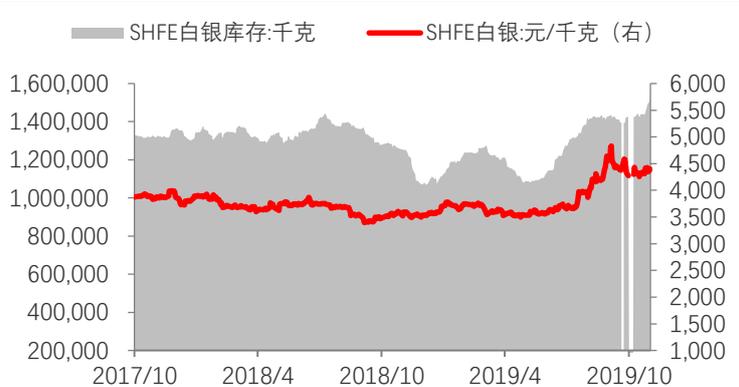
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 14: SHFE 黄金及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



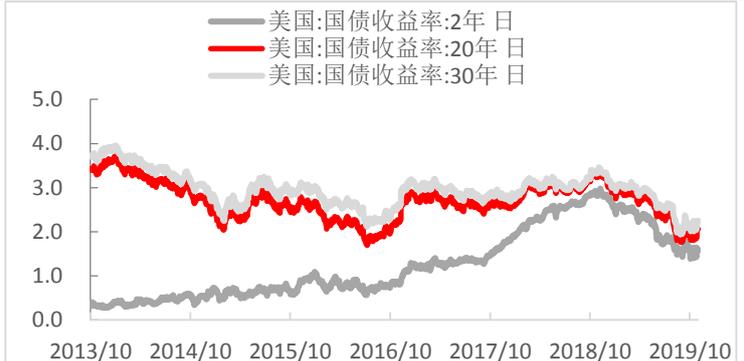
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 16: SHFE 白银及库存 (截止 2019 年 10 月 31 日)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 18: 美债到期收益率 (截止 2019 年 10 月 31 日)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

小金属：供给端支撑价格，需求端乏力限制上涨。10月钴价格回升，主要因前期嘉能可宣布 Mutanda 矿或将于 2020-2021 年停产修缮，预计 2020 年钴供需有望“剧烈”反转。锂价经长期下跌，逐步筑底，因传统消费端，国内手机市场趋于饱和，短期难迎新的需求拐点，新能源补贴退坡影响，需求持续走弱；锂价近一年已下跌 30%以上，降至低位中枢。钨精矿价格持续反弹，泛亚仲钨酸铵拍卖落地后市场担忧有所缓解，前期行业联合家产也使得供需格局边际改善，但因需求端乏力未改善，预计后续钨产品价格趋稳。

表 2：小金属价格及涨跌幅度

小金属	单位	10月31	前一月	前一年	月涨跌幅	年涨跌幅
碳酸锂	元/吨	58000	60500	79500	-4.31%	-37.07%
金属锂	元/吨	615000	645000	805000	-4.88%	-30.89%
氢氧化锂	元/吨	62500	66500	112000	-6.40%	-79.20%
钨精矿	元/吨	91000	90000	96500	1.10%	-6.04%
APT	元/吨	140500	139500	153000	0.71%	-8.90%
钨铁	元/吨	153000	148000	171000	3.27%	-11.76%
海绵钛	元/千克	78	78	66.5	0.00%	14.74%
钼精矿	元/吨	1740	2000	1710	-14.94%	1.72%
钼铁	元/吨	114000	130000	113000	-14.04%	0.88%
碳酸钴	元/吨	138500	143500	172500	-3.61%	-24.55%
钴酸锂	元/吨	252	240	305	4.76%	-21.03%
四氧化三钴	元/吨	231000	220000	257000	4.76%	-11.26%
铋锭	元/吨	42500	40000	50750	5.88%	-19.41%
镁锭	元/吨	15700	16150	18650	-2.87%	-18.79%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2. 有色板块大幅跑输上证综指

10月上证综指、深证指分别收于 2958.2、1637，月变动幅度分别为 1.53%、2.4%；有色指数、新材料指数分别收于 3441.77、2465.66，月变动幅度分别为-3.51%、-2.75%。有色板块持续跑输于上证综指，有色金属板块跌幅位列申万子板块第一。

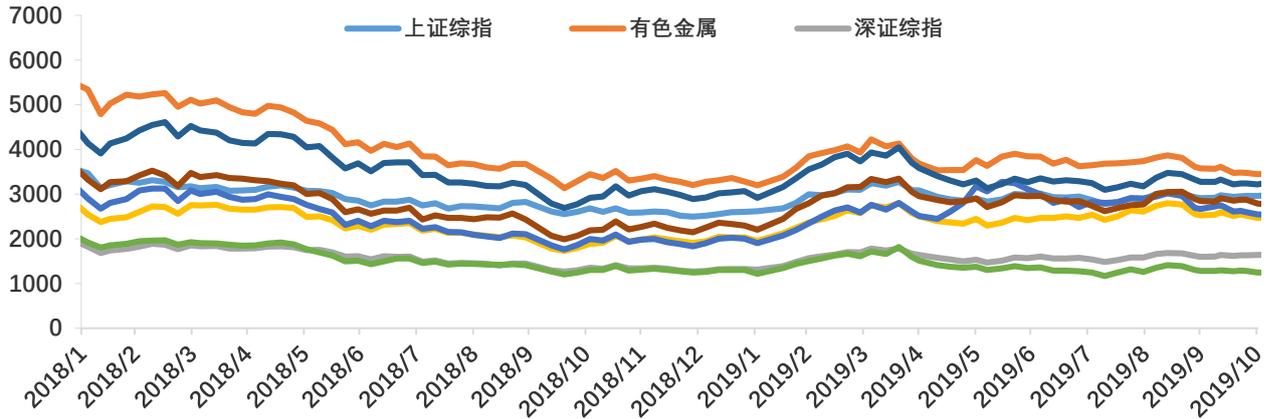
10月有色金属各子板块均有不同程度下跌，跌幅前三名：钨（11.5%），稀土（9.5%），磁性材料（8.0%），跌幅后三名：铝（2.5%），铅锌（3.4%），黄金（3.7%）。

表 3：上月综合指数速览

代码	名称	10月收盘点数	月变动	年变动
000001.SH	上证综指	2958.20	1.53%	17.63%
399106.SZ	深证综指	1637.00	2.40%	27.94%
CI005003.WI	有色指数	3441.77	-3.51%	5.25%
884057.WI	新材料指数	2465.66	-2.75%	26.83%
884086.WI	稀土永磁指数	2546.34	-6.52%	33.94%
884109.WI	石墨烯指数	1241.52	-2.94%	-1.24%
884039.WI	锂电池指数	3213.38	-1.76%	10.00%
884119.WI	3D 打印指数	2785.17	-1.47%	23.83%

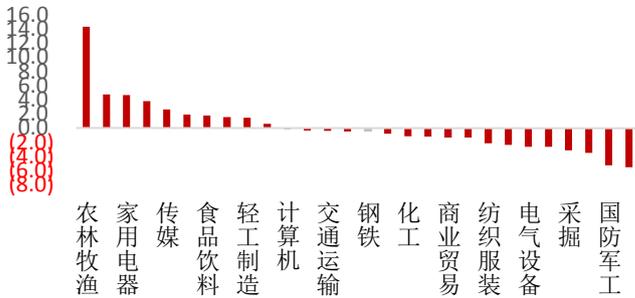
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 19: 有色子版块行情速览



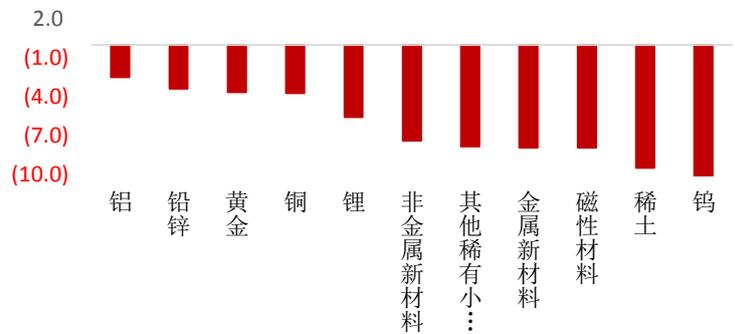
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 20: 上月内各行业涨跌幅 (单位:%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 21: 上月有色金属子板块涨跌幅 (单位:%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2. 有色金属下游消费概览

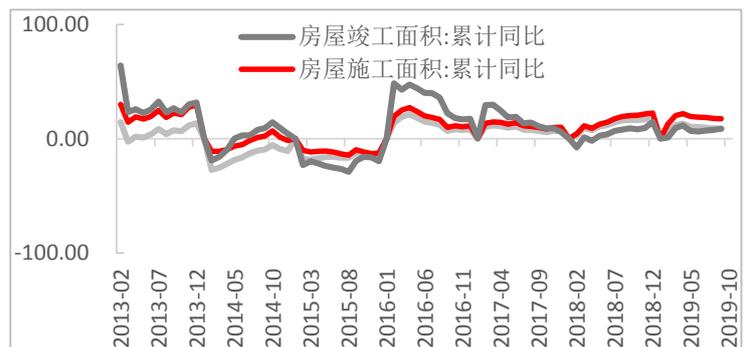
2.1. 地产端: 房价同比增速明显回落, 地产竣工速度有望反弹

9 月房地产开发投资完成额累计同比 10.5%，相比上个月持平。商品房销售面积累计同比-0.1%，相比上月变动 0.5 个百分点。房屋新开工面积累计同比 8.6%，相比上月变动个百分点-0.3。房屋施工面积累计同比 8.7%，相比上月变动-0.1。房屋竣工面积累计同比-8.6%，相比上月变动个百分点 1.4。70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比变动 8.60%，相比上个月变动-0.5 个百分点，环比上涨 0.5%；二手住宅价格指数当月同比变动 4.6%，相比上个月变动-0.7 个百分点，环比上涨 0.3%。

图 22: 房地产开发投资完成额与销售面积: 累计同比

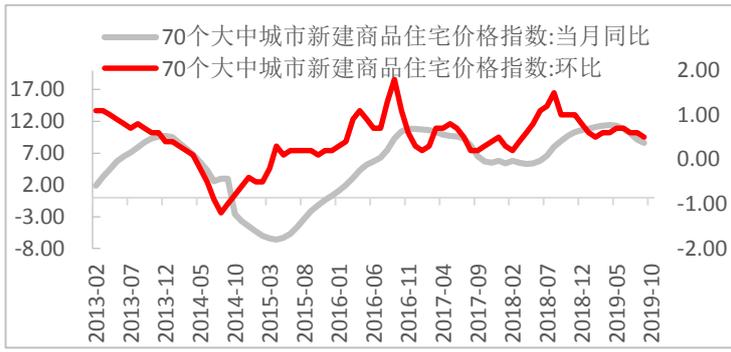


图 23: 房屋新开工、施工、竣工面积: 累计同比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

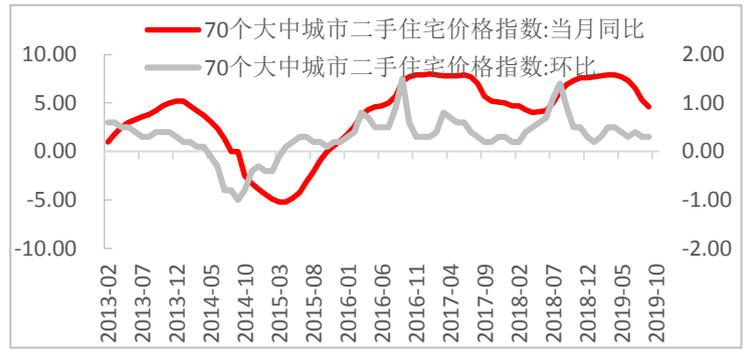
图 24：70 个大中城市新建商品住宅价格指数增速



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 25：70 个大中城市二手商品住宅价格指数增速

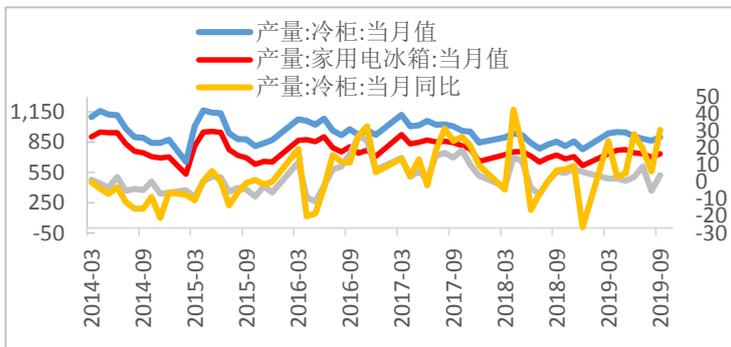


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.家电板块：空调产量增速显著回升，电网基建降幅收窄

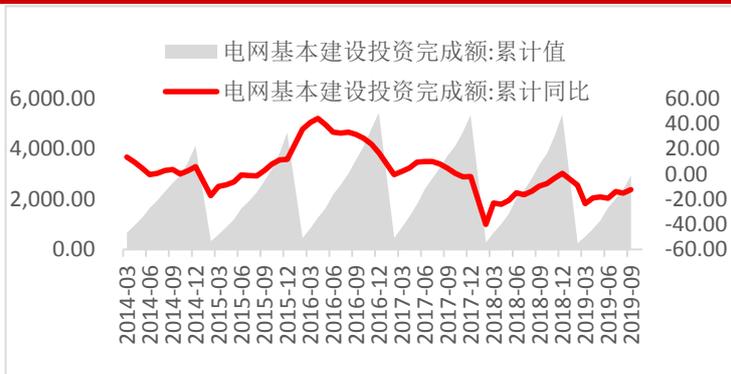
9 月空调、彩电、冰柜产量同比增速大幅回升。空调产量同比增速升至 10.6%，家用电器产量同比增长 3.9%，冰柜产量同比增长 26.7%，彩电产量同比增速-4.0%。电网基本建设投资完成额累计值 2378 亿元，相比上月变动 357.0 亿元。电网基本建设投资完成额累计同比-12.5%，相比上月变动 3.2 个百分点。电源基本建设投资完成额累计值 1797 亿元，相比上月变动 264.0 亿元。电源基本建设投资完成额累计同比 6.0%，相比上月变动 0.8 个百分点。

图 26：家用电冰箱及冰柜产量及同比增速



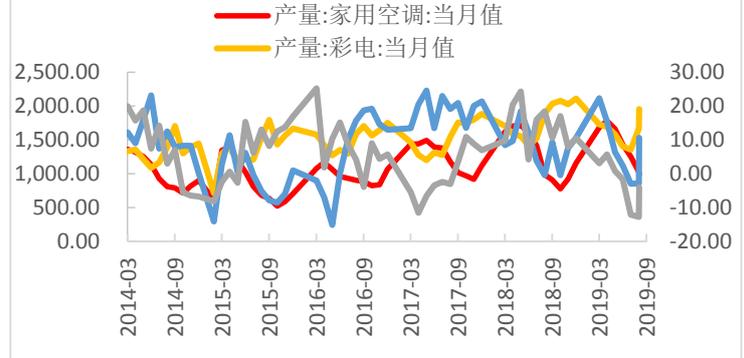
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 28：电网基本建设投资完成额：累计值



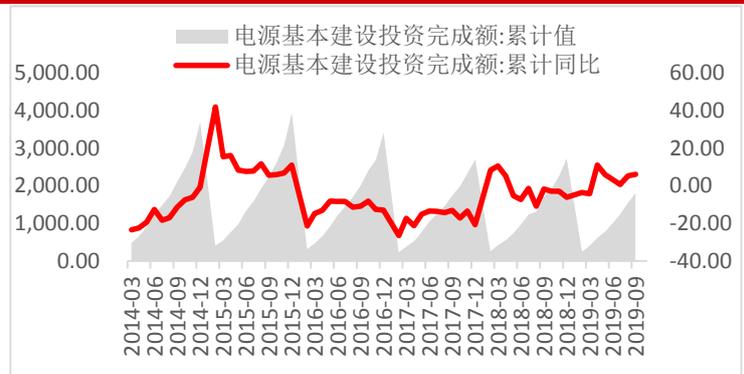
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 27：空调及彩电产量及同比增速



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 29：电源基本建设投资完成额：累计值

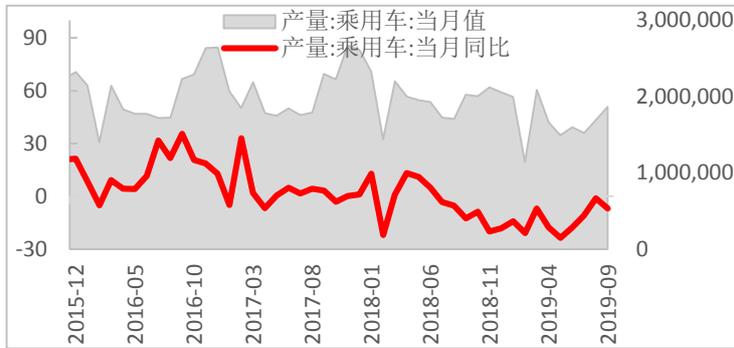


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3.汽车板块：乘用车产量同比下降持续，新能源车产量下滑明显

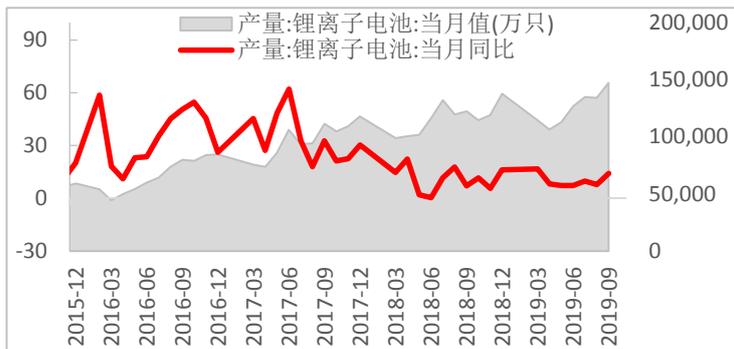
9月乘用车产量 186.4 万辆，相比上月变动 17.0 万辆。乘用车产量同比-7%，相比上月变动 6.0 个百分点。商用车产量 34.4 万辆，相比上月变动 4.7 万辆。商用车产量同比 3.96%，相比上月变动 3 个百分点。纯电动车乘用车产量 71.7 万辆，相比上月变动 7 万辆，新能源车同比-24.2%。锂离子电池产量 14720.7 万只，相比上月变动 1313.9 万只。锂离子电池产量同比 14.1%，相比上月变动 6.3 个百分点。

图 30：国内乘用车产量及同比增速（辆，%）



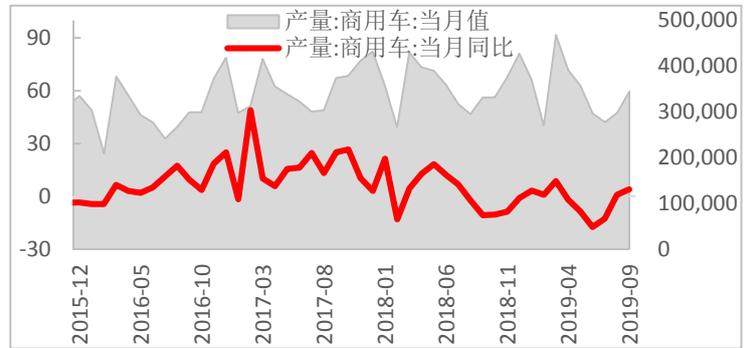
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 32：锂电池产量及同比增速



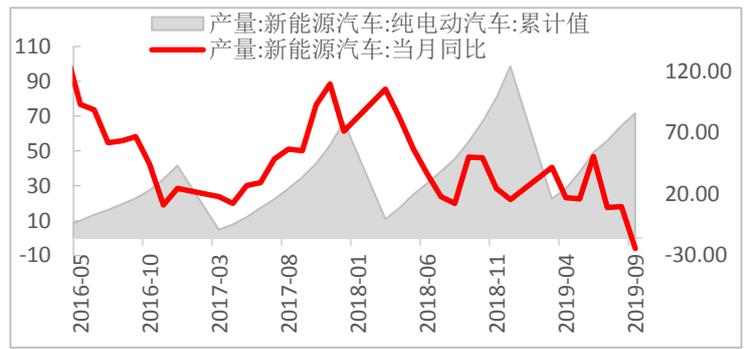
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 31：国内商用车产量及同比增速（辆，%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 33：国内新能源车产量及同比增速（辆，%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

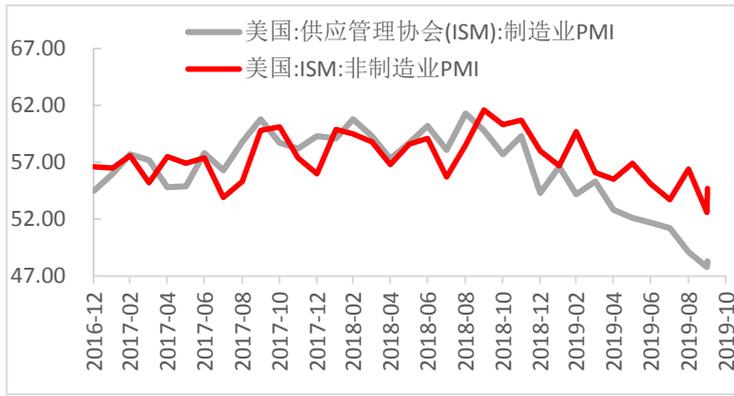
3.宏观因素运行态势跟踪

3.1.美国经济退而未衰，前景不容乐观

PMI 指数一般领先 GDP 同比 1 个季度。美国 ISM 制造业 PMI 指数 10 月录得 48.3，预期 48.9，前值 47.8，低于预期且连续三个月低于荣枯线，显示美国制造业萎缩加剧。美国 10 月 ISM 非制造业 PMI 报 54.7，超出预期的 53.5，前值为 52.6。美国 10 月服务业活动从三年低点回升，且扩张程度超出预期，得益于就业、订单和商业活动的改善，这表明美国经济最大领域正实现稳定而温和的增长。

消费是美国 GDP 最主要的组成部分，占比 70% 左右，从历史经验来看，消费与 GDP 走势也保持高度一致。美国三季度零售销售增速较高，但仍显著低于去年水平。9 月份零售销售和食品服务销售额（不含机动车及零部件）增速同比上升 3.53%，环比下降 0.23%。

图 34: ISM PMI 制造业指数连续 3 个月低于枯荣线



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 35: 9 月零售销售增速下滑



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

就业是经济的最大保障,美国近期就业数据仍然强劲,表明经济仍有一定支撑。美国 10 月非农就业数据放缓,季调后非农就业人口新增 12.8 万人,高于市场预期;10 月美国失业率录得 3.6%,环比上升 0.1 个百分点,劳动参与率保持 63%。美国初请失业金人数数据同样好于预期,至 11 月 5 日当周初请失业金人数为 25.4 万人,预期 26 万人,前值 26.5 万,该数据已经连续 88 周处于 30 万关口下方,表明美国劳动力市场表现强劲,结合前文表现疲弱的领先性指标,我们认为美国经济目前处于退而未衰的状况。

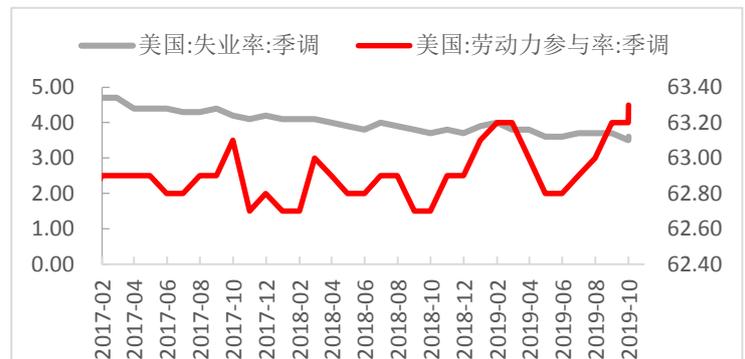
但是,未来经济预期并不好,因为历史经验看,失业率往往反应相对滞后,而前文所述的指标反应更快。也就是说,美国经济暂时还没有大问题,但展望并不乐观。

图 36: 美国 10 月非农就业回升



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 37: 美国 10 月就业总体强劲



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

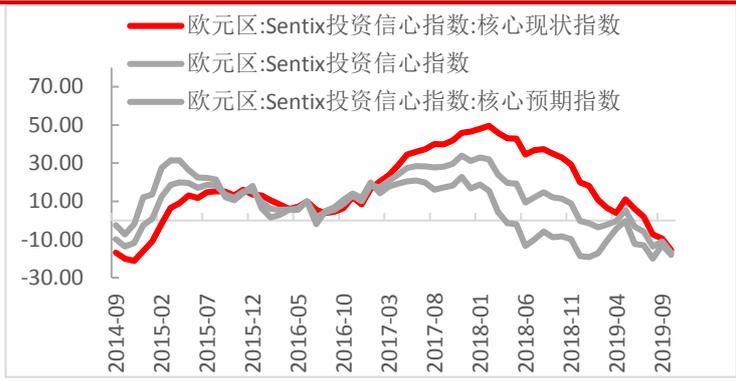
3.2. 欧元区四季度经济面临萎缩风险, 货币宽松压力上升

欧洲经济增长于 2017 年下半年触顶, GDP 增速达到 2.8%, 随后 2018 年开始下行趋势。今年一季度欧元区 GDP 同比录得 1.2%, 与 2018 年第四季度持平, 二季度继续下降至 1.1%。2 月以来欧元区制造业 PMI 指数一直位于临界值之下, 截至 10 月下降至 45.9, 然稍好于 9 月份的 45.7, 但仍然低于 50, 其中新订单数量大幅下降成为影响制造业增长的一个关键因素。与此同时, 由于国内外市场需求的显著疲软, 10 月份, 欧元区出口订单大幅减少, 尤其是奥地利和德国降幅明显。而伴随着订单数量的恶化, 欧元区制造商进一步削减了产出和采购活动的开支, 意味着行业活动大幅降低。服务业 PMI 指数 52.2, 虽然较 9 月略有回升, 但是环比二季度下降明显。欧元区 Sentix 投资者信心指数自 2018 年以来持续下滑, 11 月录得 -4.5, 较 10 月降幅有所收窄, 但从 8 月份开始, 已连续 4 个月下降。在制造业持续不振的背景下, 多家国际机构陆续下调了对欧元区 2019 年经济增长的预期。IMF 在其最新的区域经济展望报告中提出, 欧洲今年的实际 GDP 将从 2018 年的 2.3% 降至 1.4%, 然后在 2020 年反弹至 1.8%。

英国脱欧方面，英国脱欧结局可能将在12月英国大选之后揭晓。保守党政府与欧盟达成的脱欧协议虽然已经达成，但是12月议会的选举可能对于协议的执行影响重大。如保守党能获胜单独组阁，那么可以确保协议能落实执行。反之如果保守党失败丧失组阁权，市场对于风险的厌恶情绪会升温，故最坏的可能性仍未远离。

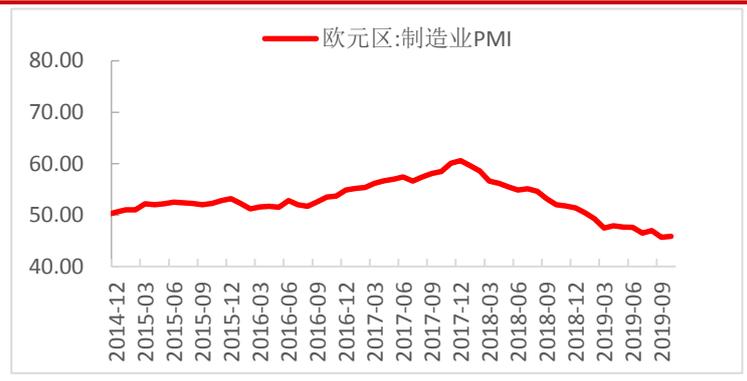
对英国经济来说，拖得越久越危险。收到英国“无协议脱欧”可能性上升等影响，英国央行将2019年GDP增速预测由1.5%下调至1.3%，2020年下调至1.3%。英国制造业PMI指数也直线下滑，制造业PMI自今年3月达到顶点后呈下滑态势，10月录得49.6，略有回升，但连续六个月低于荣枯线。服务业是英国的主导产业，英国服务业PMI10月份录得50，预测值49.7，前值49.5，好于预期，但相比二季度仍呈弱势。

图 38：欧元区投资信心指数下降



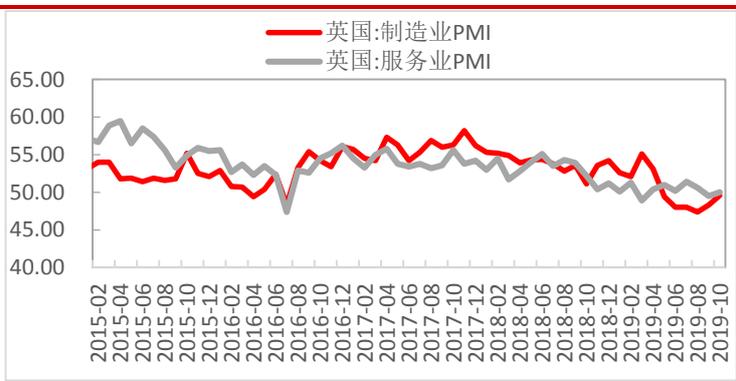
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 39：欧元区 PMI 连续下滑



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 40：英国 PMI 连续下滑



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 41：英国 GDP 增速下滑



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

欧元区黯淡的经济增长前景令市场预期欧洲央行将在更长时期内进一步放松货币政策。目前，欧洲央行已重启了2.6万亿欧元的债券购买计划，以刺激通胀和经济增长。欧洲央行前行长德拉吉曾多次呼吁欧元区国家增加财政支持，以助燃经济增长，但并未得到广泛回应。欧元区内部对重启量化宽松(QE)仍存在分歧，多国对进一步宽松的厌恶情绪高涨。德国和荷兰等资金充裕的国家坚持反对恢复购买债券的决定，欧央行宽松政策压力增大。

如前文所述，虽然美国经济也在下滑，但相比较而言，欧元区面临经济大幅下滑但货币政策捉襟见肘的双重困境，局面更不乐观，未来半年欧洲经济面临萎缩风险可能性，需要持续关注。如今，欧洲央行继任者拉加德也将面临相同的挑战，即如何利用一个即将耗尽“政策子弹库”的央行来重振欧元区经济。一方面，欧洲经济被结构性和周期性逆风拖累，经济增速下滑显著，使得欧洲央行难以退出宽松政策；另一方面，持续的宽松使货币政策的边际效力正在减弱，而其负面影响却在上升。而外部不确定性将持续施压于欧元区表现，使得欧央行货币政策进一步宽松。

3.3.国内环境：国内经济短期或存韧性，但下行趋势未改

经济结构转型仍在进行。10月我国制造业 PMI 指数为 49.3，较上月回落 0.5 个百分点，连续 6 个月落入荣枯线以下。制造业 PMI 回落主要源于新订单指数、库存指数及就业指数均处在萎缩区，非制造业 PMI 为 52.8，低于预期的 53.6 和前值 53.7，航空运输、邮政和互联网等行业处于 55 以上的较快扩张区，但批发业、资本市场服务及房地产行业则处于收缩。10 月综合 PMI 从前月的 53.1 降至 52，但整体而言仍然维持在扩张区，企业部门经营活动总体处于扩张状态，尽管下行压力仍存，但高技术高附加值为代表的高端制造业以及消费性服务业扩张态势仍然良好，显示经济结构转型仍在进行中。

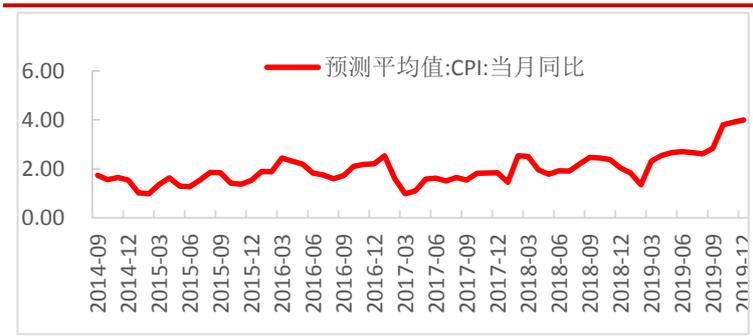
工业企业利润继续筑底。2019 年 1-9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 45933.5 亿元，同比下降 2.1%，降幅比 1-8 月份扩大 0.4 个百分点。9 月当月利润增速为 -5.30%，前值 -2.00%，单月降幅有所增大。自年初出现大规模负增长以来，全年工业利润处于缓慢筑底期，这与制造业 PMI、工业增加值等表现出来的情况也是一致的。

展望未来，年末 CPI 维持 4% 概率较大。2019 年 10 月 CPI 同比上涨 3.8%，环比 0.9%，10 月 CPI 因猪肉价格上涨幅度超出预期，食品之中畜肉类价格同比上涨 66.8%，贡献 2.92 个百分点；其中猪肉价格同比上涨 101.3%，贡献 2.43 个百分点，对 CPI 上行有较强的推动作用，但目前猪肉价上行过快，可能导致较强替代效应，猪肉项峰值可能提前到 2020Q1 出现。9、10 月份 CPI 同比上行明显，预计年末 CPI 当月同比维持在 4% 的可能性较大。2020 年上半年可能运行在 4% 以上。

PPI 亦将在年末继续回落。10 月 PPI 当月同比 -1.6%，环比 +0.1%。在国内经济下行的压力下，工业品出厂价格疲软，考虑到去年同期的基数较高，预期 PPI 同比将在年末继续回落。

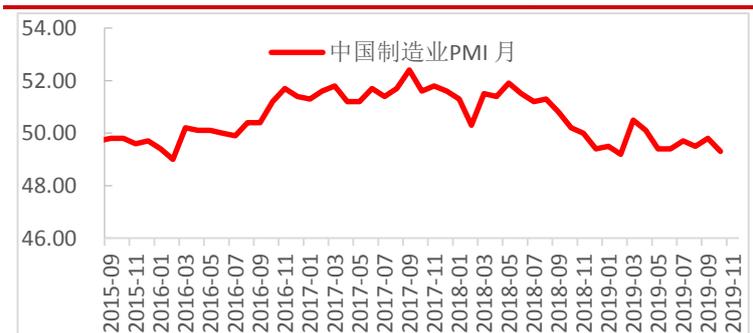
总体来看，外需预计将持续低迷，中美贸易摩擦缓和后的提振作用预期强烈，但仍存不确定性，从内部来看，下游房地产、家电行业同比下滑速度有所收窄，消费端韧性较强，但仍呈较弱势形态，经济下行压力未减。

图 42: CPI 同比预测



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 44: 中国 10 月制造业 PMI 较上月回落 0.5pct



敬请参阅报告结尾处免责声明

图 43: PPI 同比预测



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 45: 中国固定资产投资: 累计同比 (%)



4.后期市场展望

4.1.贵金属: 避险情绪缓解, 黄金短期下跌趋势未止

4.1.1.美联储否认将继续量化宽松, 中美贸易摩擦缓和提振向好预期

11月4日至8日当周, COMEX黄金期货周跌3.41%, 创下三年来最大单周跌幅。近期黄金大幅下跌的原因一是中美经贸问题持续出现改善迹象, 从而避险情绪大幅下降、风险偏好大幅上升, 这是黄金走软的即期根本原因。二是美联储年内第三次降息后, 基本达到了押注于美联储降息的投资者的心理预期。并且美联储政策声明依然偏鹰、后续出现的美国数据强弱互现, 这些都促使市场对美联储再次降息的预期后延, 认为下一次降息可能要到明年的投资者大量增加, 这是黄金走软的中长线根本原因。三是美元指数在近日出现触底反弹迹象, 接连走高, 压制了金价。

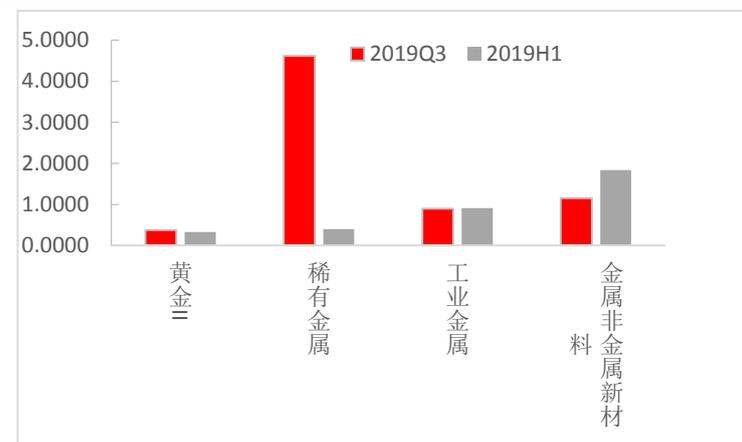
4.1.2.QFII对黄金板块持股比例下降, 三季度全球黄金需求下滑明显

截至到11月14日, 黄金ETF持仓量(SPDR+iShares)1254.68吨, 较9月底下降0.69%, 黄金ETF持仓量整体较为稳定, 但已由二季度的持仓量上涨转为微降。

外资持仓方面, 根据QFII持股比例情况, 从有色板块内部来看, 外资对三季度对于前期青睐的黄金和稀有金属配置有所减少, 特别是稀有金属板块减配明显, 根据2019年11月14日的数据测算, 黄金板块QFII持股比例为0.328%, 稀有金属QFII持股比例为0.399%, 比上半年分别下降, 13.3%及91.36%, 工业金属持股比例稳定。

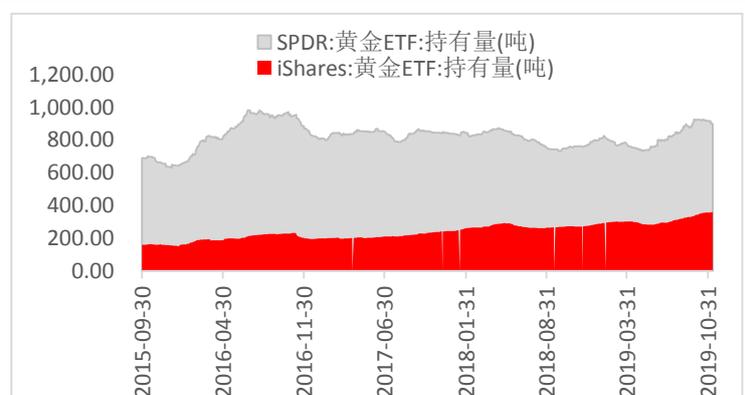
实物黄金需求方面, 全球出现明显降温态势。世界黄金协会最新数据显示, 今年第三季度, 全球金条和金币投资需求减半, 降至150.3吨; 全球金饰需求在第三季度同比下降16%, 至460.9吨, 尤其是全球排名前二的黄金消费国中国和印度, 近期需求明显下降。中国央行公布的数据显示, 中国10月末黄金储备报6264万盎司(约1948.32吨), 9月份为6264万盎司(约1948.32吨)。央行黄金储备环比持平, 结束“十连升”。同时, 全球第二大黄金消费国印度10月份黄金进口量为38吨, 较去年同期下降近三分之一。印度今年的黄金消费量预计下降至700吨至750吨的低端, 达到2016年以来的最低水平。

图 46: 有色板块内部 QFII 持股情况



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 47: 黄金 ETF 持仓情况



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

4.1.3.英国脱欧暂缓但风险仍存, 黄金长期配置价值尤存

近期受英国“脱欧”最后期限被延至明年1月份因素影响，也使黄金的避险吸引力失色不少。但英国无协议脱欧仍然存在不确定性。11月11日，英国脱离欧洲联盟党给执政党保守党送上一份“礼物”，承诺不会在下月议会选举中挑战保守党经由2017年选举赢下的317个议席，如果保守党赢下选举，那么将执行前期签署的脱欧协议，但保守党为赢得议会多数仍需与工党正面对决，保守党为重新赢得议会多数需要拿下英格兰北部的传统工党选区，风险因素仍未完全消除，在明年英国脱欧前期，如议会政治博弈出现逆转则避免情绪将会快速聚集，助推黄金的上行。同时中东等区域的地缘政治冲突仍存，风险因素的短期聚集也会影响黄金走势。

总体看来，黄金短期下行趋势将持续，短期仍未见底，预计在12月达到阶段性的底部，空头势力消化完毕后，黄金将等待并借助风险事件的催化后重拾升势。

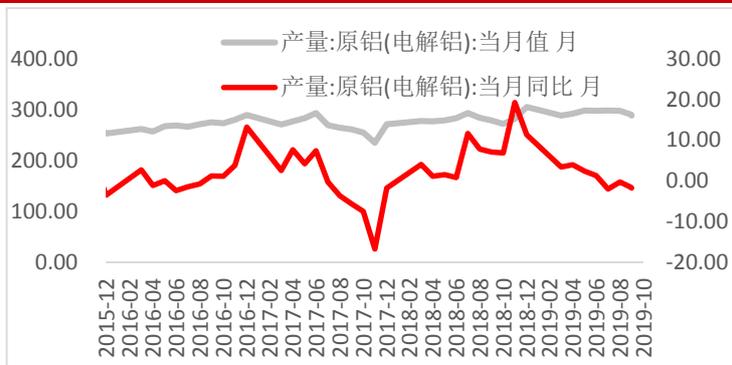
4.2.基本金属：基本金属弱势未改，下游回暖有望提振铜价

4.2.1.铝：国内电解铝日均产量下降明显，铝企开工率低位震荡

10月伦铝先抑后扬，月初伦铝在1734美元/吨上下浮动，后因全球经济指标不及预期拖累，伦铝有所下跌，但表现出一定的抗跌性，伦铝持续下降至1719美元/吨。沪铝方面，因铝锭库存持续去化，支撑铝价，随着中国9月多项宏观经济数据不及预期，以及进入后期铝锭去库节奏缓慢，沪铝在13800-13900区间低位震荡。10月国内电解铝产量环比下降0.69%，同比下降1.8%，比9月份下降幅度扩大，主要因冶炼厂关闭继续打压产量，其中中国领先的铝生产商中国宏桥集团旗下工厂所在地八月遭受洪水袭击，今年洪灾后已经关闭了部分产能。据计算，10月份平均日产量约为92,900吨，低于9月份的每日96700吨，为2019年3月以来最低水平。但是累计产能方面，2019年前10个月，中国生产了2924万吨铝，比去年同期增长0.7%，使其年产量有望达到创纪录高位。

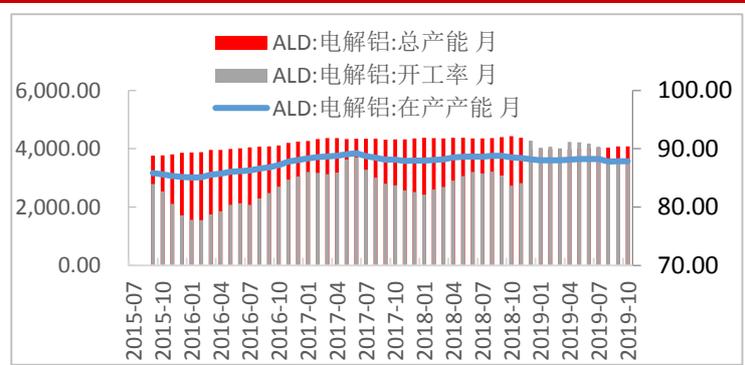
进入11月以来，电解铝去库速度较上周有所上升，LME亚洲以及国内广东去库速度均有所加快。广东地区铝棒库存本周也下降到国庆前的水平，后期依然以去库为主。铝企开工率仍维持低位，根据阿拉丁(ALD)发布10月的中国电解铝产能月度统计数据，2019年10月中国电解铝运行产能3573万吨，同比减少3.58%，环比增加0.43%，截至10月底建成产能4085.5万吨，当月电解铝开工率87.46%，环比9月份下降0.06%。整体来看，电解企业开工率仍在低位，而上游氧化铝上涨承压，预计沪铝仍将整体处于弱势状态。

图 48：10 月电解铝产能同比下滑



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 49：10 月份电解铝开工率 83.25%，环比降低



资料来源：ALD，华宝证券研究创新部

4.2.2.镍：不锈钢价格弱势不改，镍价下跌放缓

10月沪镍价格整体处于下跌走势，前期印尼禁矿令引发的风险已被完全消化，使得镍价从17365持续下跌到16800价格区间，进入11月份以来，随着印尼镍矿商协会在11月13

日表示反垄断机构对国内冶炼企业影响定价的行为发起调查，印尼镍矿商协会（APNI）认为对比国内冶炼企业压低镍矿石价格，海外出口市场比国内市场更具吸引力。在印尼恢复出口后，印尼镍矿商协会(APNI)预测还有 800 万吨镍矿石出口配额未被使用，按照 10 月的进口量来推算，余下时间仍有可能用完配额，目前提前禁矿预期完全落空，空头情绪持续蔓延，下游不锈钢消费短期内仍难好转，国内不锈钢 11 月排产变化不大依然较高，黑色系波动也对不锈钢带来引导。个别非一体化化工厂因利润受损减产，后续不锈钢在高排产高库存下挤利润仍可能延续，钢厂指导价进一步下调，不锈钢下行压力依然存在，叠加以上因素影响，预计 11-12 月份镍价在大幅下跌过后将维持低位震荡，后续需持续关注印尼反垄断案可能带来对镍矿成本的抬升。

4.2.3.铜：供给及库存收缩支撑铜价，消费端发力助长

铜价方面，10 月铜价先扬后抑，月初受到贸易摩擦风险转缓预期影响，伦铜上涨至 5900 以上，进入 11 月以来，中美贸易不确定性升高，市场乐观情绪有所消退，叠加此前公布的中国 10 月社融及 PPI 数据均回落，导致铜价疲软下跌。供给端对铜价仍有较强支撑，智利码头及智利国铜公司工人参与 12 日罢工，目前铜矿山仍维持运营，对生产影响不大，但未来不确定性较大。秘鲁 TiaMaria 铜矿抗议者再次封锁当地公路，LasBambas、CerroVerde 等矿的铜精矿运输铁路也已被封锁。铜价走低后，下游买盘增多，现货对期货报高升水，铜价偏强震荡。今年以来大型铜矿产量普遍下滑，其中全球第一大铜矿前三季度产量同比下滑 7.9%，同时智利罢工等意外事件加大矿端不确定性，铜供应端或将维持紧张局面；冶炼方面，受 10 月 TC 价格上涨 11%影响，冶炼企业利润回暖，数据显示 10 月铜冶炼活动指标环比回升 3.2%。未来随着宏观政策调节作用逐渐显现，当前全球铜矿供应增速放缓，且国内废铜进口受限，供应端趋紧或抑制铜价跌幅。

需求方面，铜的传统终端下游消费有 27%集中在家电和汽车产品，所以近期针对家电和汽车行业的刺激政策将会对铜价会有明显的推动作用。四季度消费预期仍在，汽车销售方面，经销商库存压力缓解及厂商加快批发节奏预计将使销量回升，需求另一端，电网领域电源投资和电网投资增速依然未兑现预期，但降幅有所收窄。同时当前中美贸易磋商市场保持谨慎乐观，对铜价有一定的提振作用，另一方面，交易所的库存陆续减少，保税区库存持续下降，全球铜库存处于历史低位，库存去化较为可观，为铜价提供较强支撑。

4.3.小金属：价格低位盘整，上涨动力不足

4.3.1.钨：需求端乏力，供需矛盾突出限制价格反弹

10 月钨价持续低位上行，主要受到前期泛亚库存拍卖落地影响，行业内部普遍看好钨价后续上涨空间。进入 11 月份以来，钨价小幅松动。近期因矿山方面新增现货供应充足，加上价格持续偏弱导致买家采购接单计划不断推迟，钨价承压运行。成本与销售压力并存，冶炼工厂操作难度较大，厂商普遍随行就市操作。其中钨精矿价格下调，近期钨价有一定利润空间，持货商炒涨情绪暂缓，出货套现情绪略有增加，市场供应增多但需求端仍乏力运行，因此 11 月价格略有下降，但采矿成本高位支撑，预计下滑空间有限。仲钨酸铵（APT）受下游消费疲软影响，供求矛盾突出，买家心里价位预期下降至 14 万元/吨以下，但低价实际成交量小，预计后续价格稳定为主。

4.3.2.钴：钴价下跌空间有限，静待下游需求复苏

10 月份钴价上涨，主要受到 Mutanda 将停产得预期影响。进入 11 月以来，现货市场价格短期有所回调，但回调空间不大，回调主要受 10 月份新能源车产销量同比大幅下滑影响，市场普遍担心钴锂下游需求疲软。短期看来，新能源车销量将继续维持低位，预计到 2020

年下半年，随着外资及合资品牌新能源车的上市，有望扭转销量下滑趋势。

在供给端，钴处于过剩状态，预计年底前钴价维持在低位震荡，进入到 2020 年，由于 Mutanda 停产计划的施行，供需格局大幅或将大幅改善，2020-21 年供需结构或将趋势性扭转。

4.3.3. 锂：锂价接近底部中枢，高成本锂矿出清将持续

10 月份锂价格持续下跌，锂价经过大幅下跌后，已经进入底部价格中枢。供给端底部特征也是不断出现，如高成本矿山 Bald Hill 宣布破产重组，Galaxy 表示将缩减其 Mt Cattlin 的运营情况，预计其开采量减少约 40%，并将全年的产量指引从之前的 21 万吨/年削减至 19.3 万吨干精矿等。预计在未来一年内可以看到更多格局重塑的事件，需求端，因国内手机市场趋于饱和，短期难迎新的需求拐点；同时受新能源补贴退坡影响，新能源汽车市场成交疲软，订单走弱，锂价维持弱势，但随着供给端整合的加快，预计近阶段锂精矿或将止跌于 500 美元/吨

5. 个股表现、投资建议

5.1. 非金属新材料个股涨幅最大，钨行业个股跌幅靠前

10 月涨幅较大的股票当中：东方锆业（锆矿投产有望增厚业绩预期）、宏达股份（净利润 7 同比增长 345.69%）也涨幅靠前，ST 金贵股价下跌主要受净利润大幅下滑（同比减少 855%）影响，章源钨业及翔鹭钨业也主要受三季报净利润大幅下降影响，股票跌幅居前。

表 4：10 月有色金属板块跌幅前五公司

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	市盈率 PE (倍)	市净率 PB (倍)	月涨跌幅 (%)
ST 金贵	002716.SZ	25.16	-1.50	1.18	-52.19
章源钨业	002378.SZ	47.13	-49.30	2.54	-24.22
翔鹭钨业	002842.SZ	32.71	139.30	3.91	-22.00
*ST 刚泰	600687.SH	23.82	-1.54	0.52	-21.57
西部超导	688122.SH	136.57	90.98	5.41	-20.15

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 5：10 月有色金属板块涨幅前五公司

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	市盈率 PE (倍)	市净率 PB (倍)	周涨跌幅 (%)
东方锆业	002167.SZ	44.15	1275.66	4.21	-1.11
丰华股份	600615.SH	17.58	72.17	2.79	33.12
宏达股份	600331.SH	55.68	-2.13	2.44	16.33
明泰铝业	601677.SH	69.33	8.64	0.99	-2.69
电工合金	300697.SZ	32.45	25.53	3.95	-1.32

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5.2. 铜价反弹可期，关注黄金再次走强转机

铜价有望上行：铜价方面，如前文所述，铜价供给端紧缩，需求端随着国常会释放提振基建的信号及国家政策对家电汽车消费刺激政策的落地，有望进一步复苏，随着下游的转暖，铜需求仍存在较大韧性。在智利取消 11 月的 APEC 会议后，中美仍然保持沟通，中方近期表示双方同意分阶段同时取消加征关税，在此之前，美方历次谈判中都未涉及取消已加征关税，

这也显示出双方均为能够达成协议做出努力，市场风险偏好也在回升，若 11 月中美能签署临时贸易协议，将有效提振市场做多信心则将助长铜价向上之势。建议关注铜行业内产品产量稳步增长，特别是具备全产业链竞争优势的公司，未来 5G 用铜箔高附加值产品有望成为铜企业绩增长点。

金价寻找阶段性底部：11 月以来，黄金持续下跌明显，金价一度跌破 1465，预计金价将在 11 月份继续探底，值得注意的是，尽管根据美联储的表态，12 月美联储降息概率大幅下降，但美联储强行控制短端利率下，一旦遇到外部环境或经济数据恶化的冲击，收益率曲线再次倒挂，将给予金价强刺激。金价经历此轮下跌后，预计在 12 月有望企稳，明年初有望再次走强。建议关注国内快速扩张的黄金龙头企业，随着企业扩张将具备相对成本优势，叠加金价上行周期，量价齐升将显著增厚公司的业绩。

6.风险提示：

美元超预期走强及小金属需求不及预期

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。