

分析师:周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

中美贸易协议前景不明朗,或有托底政策 促经济企稳

——有色金属行业月报

证券研究报告-行业月报

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12月05日



相关报告

- 1 《有色金属行业年度策略:放眼新未来,拥抱小确幸》 2019-11-15
- 2 《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
- 3 《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

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:

- **有色板块表现居前三。**11月,上证综指下跌1.95%,有色板块上涨1.44%,是表现第三好的板块。子行业中,钴镍板块上涨19.8%,稀有金属和铝板块正收益,其他板块下跌,铅锌跌幅最大。
- **贵金属:**美国11月ISM制造业PMI为48.1,显示经济走弱的态势明显,美联储或继续降息以应对经济放缓态势;以目前英国大选民调来看,约翰逊领导的保守党可能大胜,明年1月31日协议脱欧的概率大幅提升,英镑、欧元或持续走强;双重因素都会导致美元走弱。此外,美通过涉港、涉疆法案,为中美贸易谈判蒙上阴影,避险情绪或随时上升。总体有利于贵金属的价格向好。
- **基本金属:**三季度国内GDP增速逼近6%,经济下行压力继续加大,为完成预定经济目标,管理层启用刺激政策的概率提高,暖冬和地方专项债额度提前下发,或为近期的经济企稳提供动力。铜、铝库存处于历史较低水平,智利铜供给持续下降的概率较高,下半年以来国内电解铝的产量持续负增长。价格有望企稳反弹。
- **小金属: 钴,**嘉能提前关闭穆塔达矿区,钴供给局面改善;三季度智能手机出货量结束8个季度负增长,迎来0.8%正增长,国内新能源汽车销售状况较差。钴价或已度过最坏时期,等待时机反弹。**钼,**由于下游需求逐渐疲软,钼精矿价格继续回落,价格在短期内已降至前期低点,企稳概率较高。**钨,**钨精矿和仲钨酸铵经过持续下跌后,价格处于历史低位,总体处于底部盘整阶段。
- **稀土:**临近岁末年初,下游企业存在补库需求,环保成本上升也对价格有一定的支撑作用。不过,由于长期海外供给可能上升,总体不利于中长期价格的回升。
- **投资建议:**截止11月底,有色板块PE为32.3倍,贵金属PE为45.6倍,基本金属24.5倍,稀有金属43.4倍。有色板块估值处于历史估值中位数34.8倍之下,经济下行压力加大,经济或需托底,管理层出台刺激政策的概率上升,继续给予有色金属行业“同步大市”评级。建议关注板块:贵金属、工业金属、小金属。建议关注公司:山东黄金,洛阳钼业,华友钴业,云南铜业,南山铝业,宝钛股份。

风险提示: (1)中美贸易协议不能达成; (2)宏观经济继续下行

内容目录

1. 有色板块行情回顾	4
2. 金属价格及库存变动	5
2.1. 贵金属: 企稳反弹	5
2.2. 基本金属: 铅、镍大幅下跌, 铜、铝企稳盘整	5
2.3. 小金属: 钼价大跌、钨价续跌、钴锂继续回调, 钛稳定	6
2.4. 稀土: 氧化镨价格反弹, 其他品种价格较弱	6
3. 下游行业需求情况	6
3.1. 地产: 房价同比增速继续回落, 地产销售略有好转	6
3.2. 汽车: 销量降幅收窄至 10% 以内	7
3.3. 家电: 冰柜持续高增长, 彩电负增长扩大	8
4. 宏观与行业资讯	8
4.1. 宏观: 美涉港、涉疆法案为贸易谈判蒙上阴影, PMI 重回荣枯线上方	8
4.2. 行业与公司资讯	11
5. 行业观点与投资建议	12
6. 风险提示	14
7. 附录: 金属价格走势	15

图表目录

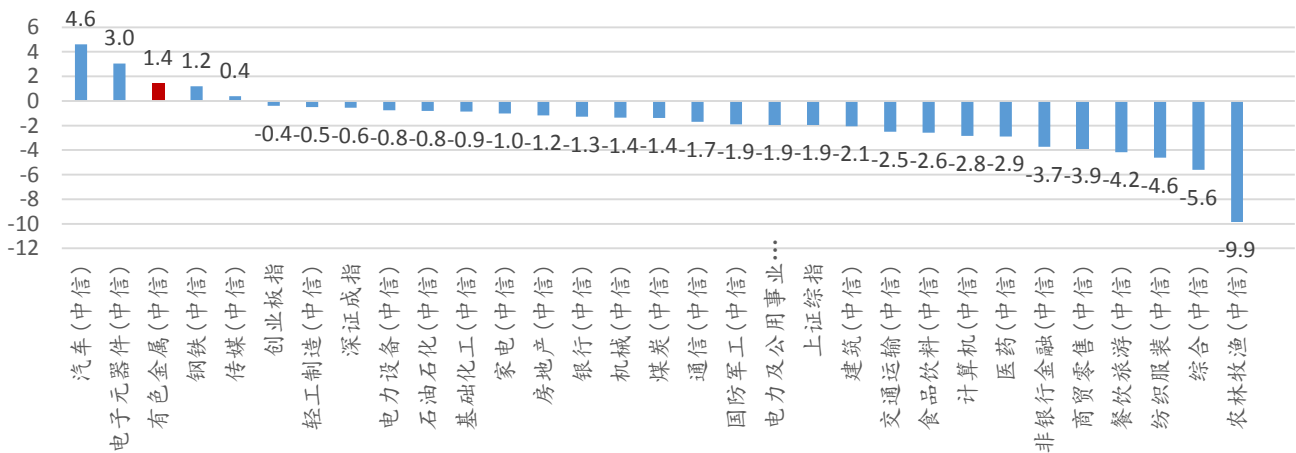
图 1: A 股三大指数及行业涨跌幅 (%)	4
图 2: 有色子行业涨跌幅 (%)	4
图 3: 有色板块公司涨幅前 10 名 (%)	4
图 4: 有色板块公司涨幅居后 10 名 (%)	4
图 5: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数增速	7
图 6: 70 个大中城市二手商品住宅价格指数增速	7
图 7: 房地产开发投资完成额及增速	7
图 8: 商品房销售面积和销售额同比增速	7
图 9: 汽车销量及同比增速	7
图 10: 汽车产量及同比增速	7
图 11: 空调产量及同比增速	8
图 12: 家用电冰箱产量及同比增速	8
图 13: 冰柜产量及同比增速	8
图 14: 彩电产量及同比增速	8
图 15: 有色板块与大盘 PE (倍) 对比	13
图 16: 有色及子板块 PE (倍) 对比	13
图 17: LME 铜价及库存走势	15
图 18: SHFE 铜价及库存走势	15
图 19: LME 铝价及库存走势	15
图 20: SHFE 铝价及库存走势	15
图 21: LME 铅价及库存走势	15
图 22: SHFE 铅价及库存走势	15
图 23: LME 锌价及库存走势	16
图 24: SHFE 锌价及库存走势	16

图 25: LME 镍价及库存走势	16
图 26: SHFE 镍价及库存走势	16
图 27: LME 锡价及库存走势	16
图 28: SHFE 锡价及库存走势	16
图 29: COMEX 黄金价格与美元指数走势	17
图 30: 钴价走势 (元/吨)	17
图 31: 钨精矿价格走势 (元/吨)	17
图 32: 仲钨酸铵价格走势 (元/吨)	17
图 33: 钼精矿价格走势 (元/吨)	18
图 34: 钼铁价格走势 (元/吨)	18
图 35: 氧化镨价格走势 (元/吨)	18
图 36: 氧化镝价格走势 (元/公斤)	18
表 1: 黄金、白银及美元指数收盘价及涨跌幅	5
表 2: LME 和 SHFE 基本金属价格及涨跌幅	5
表 3: LME 基本金属全球库存	5
表 4: SHFE 基本金属总库存	6
表 5: 小金属价格及涨跌幅	6
表 6: 稀土价格及涨跌幅	6

1. 有色板块行情回顾

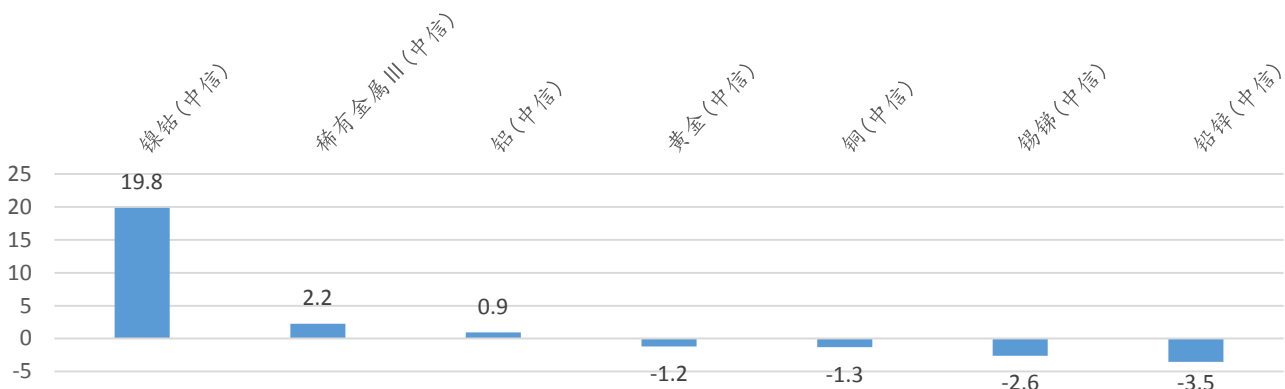
11月，上证综指下跌1.95%，有色板块上涨1.44%，是表现第三好的板块。有色所有子行业中，钴镍板块上涨19.8%，表现最为突出，稀有金属和铝板块正收益，其他板块下跌，铅锌跌幅最大。个股方面，27家公司上涨，77家公司下跌。

图1：A股三大指数及行业涨跌幅（%）



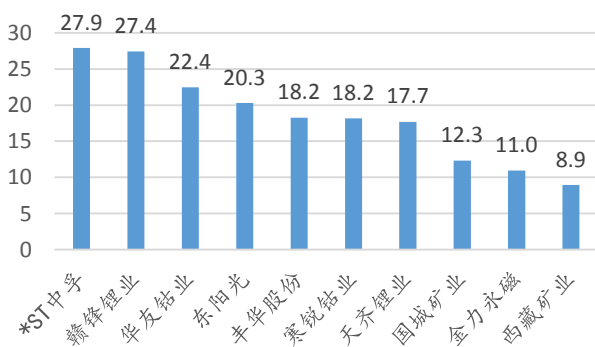
资料来源：Wind，中原证券

图2：有色子行业涨跌幅（%）



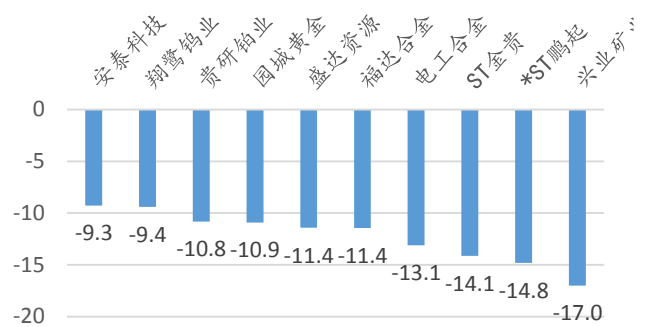
资料来源：中原证券

图3：有色板块公司涨幅前10名（%）



资料来源：Wind，中原证券

图4：有色板块公司涨幅居后10名（%）



资料来源：Wind，中原证券

2. 金属价格及库存变动

2.1. 贵金属：企稳反弹

11月，COMEX黄金下跌3.22%，上海黄金下跌5.8%；COMEX白银下跌2.62%，上海白银下跌5.33%；美元指数上涨0.99%。11月中美贸易谈判一度传出进展顺利的消息，避险情绪下降；英国解散议会准备12月12日举行大选，民调态势一度不太明朗，英镑、欧元上涨受阻，美元相对强势，11月贵金属总体偏弱。

表1：黄金、白银及美元指数收盘价及涨跌幅

	单位	收盘价	月涨跌幅	年初以来涨跌幅
COMEX 黄金连续	美元/盎司	1,462.70	-3.22	-3.22
沪金连三	元/克	16.97	-5.80	-5.80
COMEX 白银连续	美元/盎司	334.35	-2.62	-2.62
沪银连三	元/千克	4,156.00	-5.33	-5.33
美元指数	点	98.28	0.99	0.99

资料来源：Wind，中原证券

2.2. 基本金属：铅、镍大幅下跌，铜、铝企稳盘整

11月，LME期货市场基本金属价格涨跌幅度：铜（1.42%），铝（0.28%），铅（-9.89%），锌（-8.30%），镍（-17.90%），锡（-0.18%）；SHFE期货市场基本金属价格涨跌幅度：铜（-0.11%），铝（0.43%），铅（-7.07%），锌（-4.95%），镍（-17.07%），锡（0.13%）。

表2：LME和SHFE基本金属价格及涨跌幅

	单位	收盘价	月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
LME 铜	美元/吨	5,880	1.42	-1.43
SHFE 铜	元/吨	47,320	-0.11	-1.76
LME 铝	美元/吨	1,760	0.28	-4.66
SHFE 铝	元/吨	13,885	0.43	2.06
LME 铅	美元/吨	1,945	-9.89	-3.79
SHFE 铅	元/吨	15,435	-7.07	-14.27
LME 锌	美元/吨	2,277	-8.30	-7.72
SHFE 锌	元/吨	18,040	-4.95	-12.91
LME 镍	美元/吨	13,665	-17.90	27.83
SHFE 镍	元/吨	109,330	-17.07	24.20
LME 锡	美元/吨	16,495	-0.18	-15.30
SHFE 锡	元/吨	138,410	0.13	-3.80

资料来源：Wind，中原证券

11月，LME期货市场基本金属库存增减幅度：铜（-20.80%），铝（32.59%），铅（-4.21%），锌（7.47%），镍（1.93%），锡（5.26%）。

表3：LME基本金属全球库存

	LME 铜	LME 铝	LME 铅	LME 锌	LME 镍	LME 锡
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------

上月末库存量(吨)	208,625	1,271,650	67,150	59,350	68,280	6,500
月度变动幅度	-20.80%	32.59%	-4.21%	7.47%	1.93%	5.26%
年初以来变动幅度	57.84%	0.04%	-37.51%	-54.11%	-67.07%	198.85%

资料来源: Wind, 中原证券

11月, SHFE 期货市场基本金属库存增减幅度: 铜(-14.52%), 铝(-0.01%), 铅(121.02%), 锌(-27.90%), 镍(46.86%), 锡(-8.12%)。

表 4: SHFE 基本金属总库存

	SHFE 铜	SHFE 铝	SHFE 铅	SHFE 锌	SHFE 镍	SHFE 锡
上月末库存量(吨)	59,594	67,033	28,962	21,103	35,569	2,966
月度变动幅度	-14.52%	-0.01%	121.02%	-27.90%	46.86%	-8.12%
年初以来变动幅度	64.63%	-87.04%	168.66%	2295.35%	185.15%	-62.45%

资料来源: Wind, 中原证券

2.3. 小金属: 钼价大跌、钨价续跌、钴锂继续回调, 钛稳定

10月, 主要小金属价格涨跌幅度: 钨精矿(-2.25%), 仲钨酸铵(-3.37%), 钼精矿(-13.79%), 钼铁(-8.77%), 钴(-5.78%), 锂(-4.80%), 海绵钛(0.00%)。

表 5: 小金属价格及涨跌幅

	钨精矿	仲钨酸铵	钼精矿	钼铁	伦敦钴锭	钴: ≥ 99.8%	碳酸锂	锂 ≥ 99%	海绵钛
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	美元/磅	元/吨	元/吨	万元/吨	元/千克
上月末价格	87,000	129,000	1,500	104,000	36.25	260,833	58,000	59.50	78.00
月度涨跌幅	-2.25%	-3.37%	-13.79%	-8.77%	0.00%	-5.78%	-5.54%	-4.80%	0.00%
年初以来涨跌幅	-8.90%	-5.49%	-12.28%	-7.96%	0.00%	-24.76%	-32.00%	-26.99%	17.29%

资料来源: Wind, 中原证券

2.4. 稀土: 氧化镨价格反弹, 其他品种价格较弱

11月, 主要稀土品种价格涨跌幅度: 氧化镧(0.00%), 氧化铈(0.00%), 氧化镨(-4.86%), 氧化钕(-2.82%), 氧化铽(-2.87%), 氧化镝(5.92%)。

表 6: 稀土价格及涨跌幅

	氧化镧	氧化铈	氧化镨	氧化钕	氧化铽	氧化镝	氧化镨钕	氧化钪钕
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/公斤	元/公斤	元/吨	元/吨
上月末价格	11,000	10,000	333,000	276,000	3,390	1,610	274,000	42,000
月度涨跌幅	0.00%	0.00%	-4.86%	-2.82%	-2.87%	5.92%	-2.84%	0.00%
年初以来涨跌幅	-8.33%	-16.67%	-16.75%	-11.82%	14.53%	34.17%	-12.74%	-16.00%

资料来源: Wind, 中原证券

3. 下游行业需求情况

3.1. 地产: 房价同比增速继续回落, 地产销售略有好转

房价同比增速继续回落。10月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比上涨 8.0%, 较上月回落 0.6 个百分点, 环比上涨维持 0.5%; 二手住宅价格指数同比上涨 4.2%, 较上月回落 0.4

个百分点，环比增速回落至 0.1%。房地产投资增速回落，2019 年前 10 个月房地产投资增速为 10.3%。地产销售有继续回升，2019 年前 10 个月商品房销售面积同比上升 0.1%，较上月降幅收窄 0.1 个百分点；商品房销售额同比增速为 7.3%，较上月回升 0.2 个百分点。

图 5: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数增速

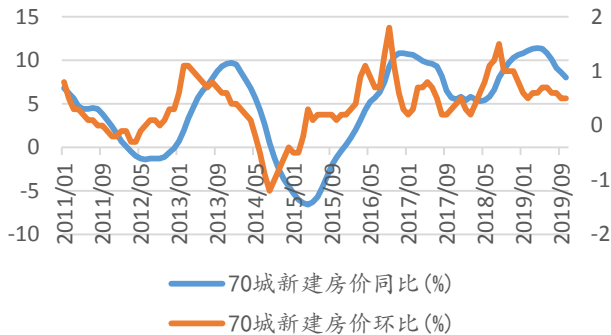
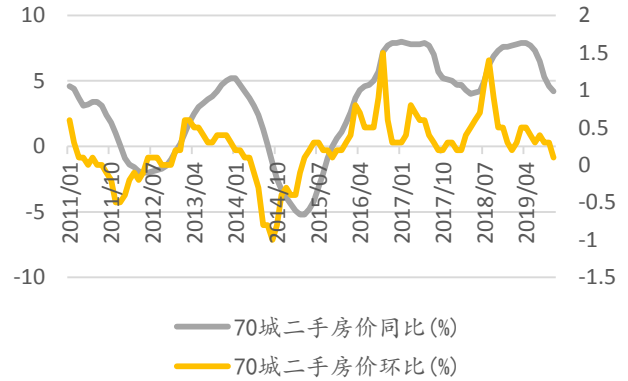
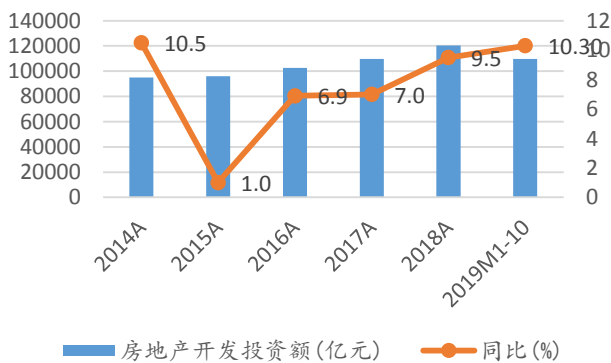


图 6: 70 个大中城市二手商品住宅价格指数增速



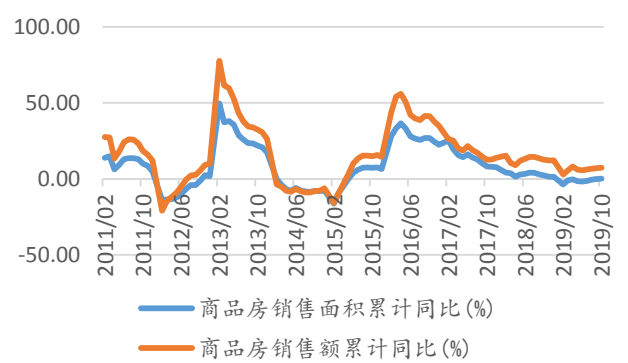
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 房地产开发投资完成额及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 商品房销售面积和销售额同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

3.2. 汽车: 销量降幅收窄至 10%以内

2019 年前 10 个月，汽车产量 2,044.4 万辆，同比下降 11.1%，降幅继续略有收窄；汽车销量 2,065.2 万辆，同比下降 9.7%，降幅继续略有收窄。

图 9: 汽车销量及同比增速

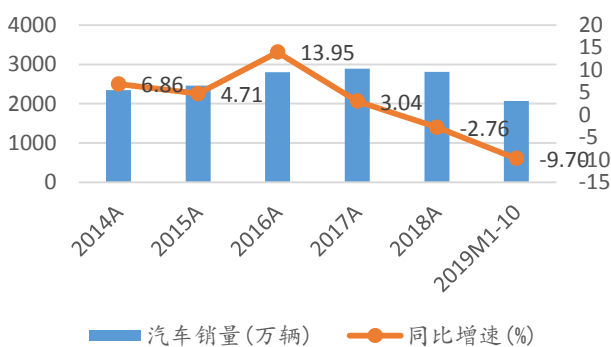
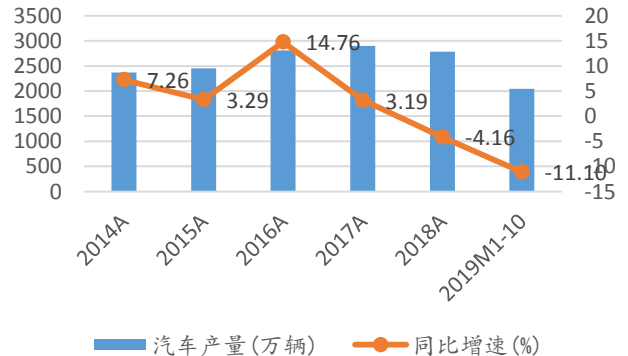


图 10: 汽车产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

3.3. 家电: 冰柜持续高增长, 彩电负增长扩大

冰柜持续高增长, 彩电负增长扩大。2019 年前 10 个月, 空调产量同比增速继续回落至 6.2%, 家用电冰箱产量同比增长回落至 3.8%, 冰柜产量同比增长创新高至 18.9%, 彩电产量今年连续第三个月陷入负增长, 同比下降 3%。

图 11: 空调产量及同比增速

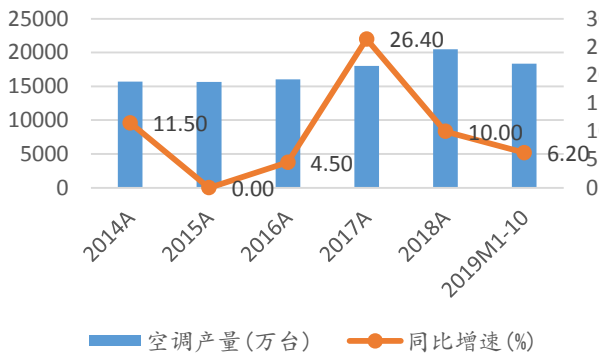
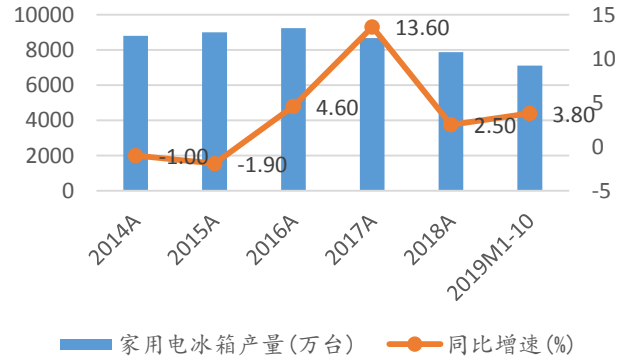
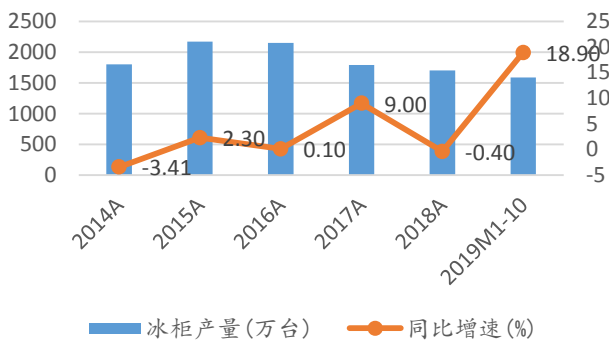


图 12: 家用电冰箱产量及同比增速



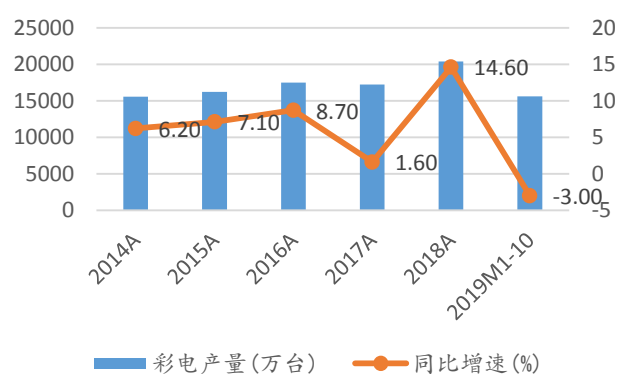
资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 冰柜产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 彩电产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

4. 宏观与行业资讯

4.1. 宏观: 美涉港、涉疆法案为贸易谈判蒙上阴影, PMI 重回荣枯线上方

美通过涉港、涉疆法案, 为中美贸易谈判蒙上阴影: 当地时间 11 月 19 日, 美国参议院不顾中方多次严正交涉和坚决反对, 通过所谓“2019 年香港人权与民主法案”, 11 月 27 日美国总统特朗普签署该法案, 方案正式生效。不过该方案只是授权美国总统针对香港民主与人权状况采取制裁措施, 美国总统是否会真的采取措施还是未知数, 目前只是其手中的武器和筹码。当地时间 12 月 3 日, 美国国会众议院不顾中方坚决反对, 执意审议通过所谓“2019 年维吾尔人权政策法案”, 粗暴干涉中国内政, 严重违反国际关系基本准则。上述两个方案可能为中美贸易谈判前途蒙上一层阴影。特朗普近日谈话反复, 既说“香港法案对谈判没有帮助”、“关于中美贸易谈判的结束时间没有‘最终期限’, 或许等到 2020 年 11 月选举之后更好”, 也表示“磋

商进行得很顺利，我们将拭目以待，看会发生什么。”中美能否在政治关系冲突升温的情况下达成第一阶段协议，还存在诸多变数。

中央全面深化改革委员会第十一次会议，继续全面深化改革实现有机衔接融会贯通：11月26日，召开中央全面深化改革委员会第十一次会议。会议指出，构建更加完善的要素市场化配置体制机制，要坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，破除阻碍要素自由流动的体制机制障碍，扩大要素市场化配置范围，健全要素市场体系，推进要素市场制度建设，实现要素价格市场决定、流动自主有序、配置高效公平，为推动高质量发展、建设现代化经济体系打下坚实制度基础。会议强调，建立完善农业支持保护制度，要坚持农业农村优先发展，以实施乡村振兴战略为总抓手，从农业供给侧结构性改革、农业可持续发展、农业投入保障、农业补贴补偿、支农资金使用管理等方面深化改革，逐步构建符合国情、覆盖全面、指向明确、重点突出、措施配套、操作简便的农业支持保护制度，不断增强强农惠农富农政策的精准性、稳定性、实效性。会议指出，医疗保障制度是民生保障制度的重要组成部分，要坚持保障基本、促进公平、稳健持续的原则，完善公平适度的待遇保障机制，健全稳健可持续的筹资运行机制，建立管用高效的医保支付机制，健全严密有力的基金监管机制，协同推进医药服务供给侧改革，优化医疗保障公共管理服务，加快建立覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次医疗保障体系。会议强调，劳动教育是中国特色社会主义教育制度的重要内容。要全面贯彻党的教育方针，坚持立德树人，把劳动教育纳入人才培养全过程，贯通大中小各学段，贯穿家庭、学校、社会各方面，把握育人导向，遵循教育规律，创新体制机制，注重教育实效，实现知行合一，促进学生形成正确的世界观、人生观、价值观。

国务院常务会议：11月20日国务院常务会议，听取个人所得税改革情况汇报，确定有关税收优惠政策减轻纳税人负担，部署深化医药卫生体制改革进一步推进药品集中采购和使用更好服务群众看病就医，通过《中华人民共和国城市维护建设税法（草案）》，草案保持现行城市维护建设税暂行条例的税制框架和税负水平不变；11月7日国务院常务会议，部署以实施《优化营商环境条例》，为契机加快打造市场化法治化国际化营商环境，更大力度为各类市场主体投资兴业破堵点解难题；12月4日国务院常务会议，部署进一步多措并举做好稳就业工作，要求大力支持灵活就业，决定完善残疾人就业保障金制度，更好促进残疾人就业，通过《保障农民工工资支付条例（草案）》用法治手段治理欠薪顽疾。

央行行长《求是》杂志撰文《坚守币值稳定目标 实施稳健货币政策》：12月1日，中国人民银行行长易纲在《求是》撰文指出，即使世界主要经济体的货币政策向零利率方向趋近，我们也应坚持稳中求进、精准发力，不搞竞争性的零利率或量化宽松政策，始终坚守好货币政策维护币值稳定和保护最广大人民群众福祉的初心使命。同时，应主动作为，继续坚持以供给侧结构性改革为主线，不断健全金融宏观调控机制，更加重视发挥积极财政政策在优化结构、减税降费方面的重要作用，形成供给体系、需求体系和金融体系相互支撑的三角框架，保持中国经济平稳健康发展的好态势。目前，中国人民银行已建立起宏观审慎管理的专职部门，正在强化对系统重要性金融机构和金融控股集团的宏观审慎管理，未来还将逐步拓展宏观审慎管

理的覆盖面，完善宏观审慎管理的组织架构，更好地防范和化解金融风险。下一阶段，要继续合理运用好结构性货币政策工具，并根据需要创设和完善政策工具，疏通货币政策传导，补短板、强弱项，支持经济结构调整优化。坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，按照因城施策原则，加强对房地产金融市场的宏观审慎管理，强化对房地产整体融资状况的监测，综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节。人民币汇率是由市场供求决定的，我们不将汇率工具化，也绝不搞“以邻为壑”的竞争性贬值。下一阶段，中国人民银行将继续推动人民币汇率市场化形成机制改革，保持汇率弹性，并在市场出现顺周期苗头时实施必要的宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。评判和衡量货币政策，根本上是要看其是否有利于最广大人民群众的利益。守护好老百姓手里的钱，保持币值稳定，并以此促进经济增长，是货币政策的使命。不能让老百姓手中的票子变“毛”了，不值钱了。

10月份官方制造业PMI为50.2%，历经6个月重回荣枯线之上：2019年11月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月上升0.9个百分点。从企业规模看，大型企业PMI为50.9%，比上月上升1.0个百分点；中型企业PMI为49.5%，比上月回升0.5个百分点；小型企业PMI为49.4%，比上月回升1.5个百分点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为52.6%，比上月上升1.8个百分点，高于临界点，表明制造业企业生产扩张加快。新订单指数为51.3%，比上月上升1.7个百分点，重返临界点之上，表明制造业市场需求有所增长。原材料库存指数为47.8%，比上月回升0.4个百分点，位于临界点之下，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。从业人员指数为47.3%，虽位于临界点之下，但与上月持平，表明制造业企业用工景气度变化不大。供应商配送时间指数为50.5%，比上月上升0.4个百分点，位于临界点之上，表明制造业原材料供应商交货时间加快。

2019年1—10月份全国规模以上工业企业利润下降2.9%：1—10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额50151.0亿元，同比下降2.9%，降幅比1—9月份扩大0.8个百分点。1—10月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额14715.5亿元，同比下降12.1%；股份制企业实现利润总额36623.3亿元，下降2.4%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额12585.0亿元，下降4.0%；私营企业实现利润总额13915.0亿元，增长5.3%。1—10月份，采矿业实现利润总额4721.3亿元，同比增长2.4%；制造业实现利润总额41291.4亿元，下降4.9%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额4138.4亿元，增长14.4%。1—10月份，在41个工业大类行业中，30个行业利润总额同比增加，11个行业减少。主要行业利润情况如下：电力、热力生产和供应业利润总额同比增长16.2%，电气机械和器材制造业增长15.0%，专用设备制造业增长12.0%，非金属矿物制品业增长10.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长6.0%，有色金属冶炼和压延加工业增长5.4%，农副食品加工业增长5.1%，石油和天然气开采业增长3.4%，通用设备制造业增长2.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降51.2%，黑色金属冶炼和压延加工业下降44.2%，化学原料和化学制品制造业下降25.3%，汽车制造业下降14.7%，纺织业下降6.4%，煤炭开采和洗选业下降2.1%。1—10月份，规模

以上工业企业实现营业收入 85.66 万亿元，同比增长 4.2%；发生营业成本 72.19 万亿元，增长 4.5%；营业收入利润率为 5.85%，同比降低 0.44 个百分点。10 月末，规模以上工业企业资产总计 117.49 万亿元，同比增长 5.8%；负债合计 66.74 万亿元，增长 4.9%；所有者权益合计 50.75 万亿元，增长 7.0%；资产负债率为 56.8%，同比降低 0.5 个百分点。10 月末，规模以上工业企业应收票据及应收账款 17.46 万亿元，同比增长 3.5%；产成品存货 43170.1 亿元，增长 0.4%。1—10 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.28 元，同比增加 0.21 元；每百元营业收入中的费用为 8.71 元，同比增加 0.22 元。10 月末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为 90.5 元，同比减少 1.6 元；人均营业收入为 137.5 万元，同比增加 10.3 万元；产成品存货周转天数为 17.3 天，同比减少 0.2 天；应收票据及应收账款平均回收期为 55.4 天，同比增加 1.6 天。10 月份，规模以上工业企业实现利润总额 4275.6 亿元，同比下降 9.9%，降幅比 9 月份扩大 4.6 个百分点。

4.2. 行业与公司资讯

国内有色金属行业运行情况: 10 月份，全国十种有色金属产量 497 万吨，同比增长 4.6%，增速同比回落 0.9 个百分点。其中，铜产量 87 万吨，增长 17.9%，提高 14.1 个百分点；电解铝产量 288 万吨，下降 1.8%，去年同期为增长 6.8%；铅产量 54 万吨，增长 16.5%，回落 7.2 个百分点；锌产量 55 万吨，增长 8.3%，去年同期为下降 7.6%。氧化铝产量 597 万吨，增长 3.6%，回落 5.1 个百分点。1-10 月，全国十种有色金属产量 4815 万吨，同比增长 4.6%，增速同比提高 0.2 个百分点。其中，铜产量 783 万吨，增长 8.1%，回落 2.5 个百分点；电解铝产量 2924 万吨，增长 0.7%，回落 3.7 个百分点；铅产量 462 万吨，增长 17.4%，提高 9.1 个百分点；锌产量 512 万吨，增长 9.4%，去年同期为下降 3.1%。氧化铝产量 6077 万吨，增长 4.4%，提高 0.5 个百分点。

智利国家铜业公司减少投资: 11 月 29 日智利国家铜业公司 (Codelco) 公布第三季度报告。三季度，公司税前收入为 6.03 亿美元，同比下降 57%。矿山铜产量为 110 万吨，下降 6.7%。主要原因是矿山开采品位下降，年初丘基卡马塔 (Chuquicamata) 铜矿工人罢工，以及天气条件恶劣等因素。智利国家铜业委员会 (Cochilco) 称，受到贸易战的影响，铜价依然面临压力。短期内看，全球铜需求依然疲弱。Codelco 公司首席执行官奥克塔维奥·阿雷内达 (Octavio Aranedo) 表示，公司面临的挑战是 2021 年利润如何才能达到，2020 年增加 4 亿美元。这将允许 Codelco 获得开发结构性调整项目确保竞争力，并保持 50 年来对国民经济的贡献力。阿雷内达同时宣布，未来 10 年将减少投资 80 亿美元。虽然这仅仅占公司项目投资总额的 20%，但公司高层表示尚无计划停止结构性调整项目。为此，Codelco 公司将简化项目设计，加强生产维护和供应。阿雷内卡表示，公司的未来取决于结构性项目能够及时和低成本完成。没有这些项目，公司产量将大幅降低，对经济的贡献将停止。他透露，尽管智利动乱已经进入六周，但公司的生产仍按原计划进行。但是，港口工人罢工导致库存增加。不过，公司仍维持企业承诺不变。

嘉能可 Mutanda 铜钴矿提前停产: 嘉能可的子公司 Mutanda Mining 在 11 月 25 日发给员工的一封信中显示, 由于该公司目前难以获得硫酸的原因, 嘉能可位于刚果民主共和国的 Mutanda 矿山已经暂停运营。停产已于 11 月 25 日生效, 而此前嘉能可在 8 月通过官宣透露, 该项目将从年底将矿山暂停两年。按照此前的官宣, 作为全球最大的钴矿开始进行停产维护和保养提前了一个月的时间。公司高层同时在给路透社的一封邮件中也证实: “由于采购硫酸出现困难, Mutanda Mining 被迫比原计划提前停止铜和钴的提取和处理。” 同时, 嘉能可发言人证实了这封信的内容。据估算, 本次停产虽然提前了一个月, 但不会影响当年全球的钴原料总供应格局, Mutanda 此次停产对 2019 年的产量影响约为 1000 金属吨左右, 今年的影响可以忽略不计, 不过对 2020 年的全球总供应量将会产生一定的影响, 钴原料原料供应将会从严重过剩转向一般过剩的情况。

全球最大铂生产商 Sibanye-Stillwater 公司同意工资协议: Sibanye-Stillwater 公司是目前最大的铂生产商, 该公司称, 根据协议, 第一年, 4-9 级工人基本工资增长 1000 兰特/月, 或者增长 5%, 两者取高的值, 第二年和第三年也是这样。对于初级地下矿工, 第一年工资为 18,400-18,500 兰特/月, 第二年为 19,500-19,600 兰特/月, 第三年为 20,700-20,800 兰特/月。该公司首席执行官 Neal Froneman 称, 很高兴与工会达成工资协议, 这个员工提供了富有竞争力的报酬, 同时也考虑到南非项目的可持续发展。BusinessDay 网上援引 AMCU 工会总裁 Joseph Mathunjwa 称, 矿山老板们享受到了铂族金属价格高涨带来的利润, 他们会给股东投资者分红, 但这不能以牺牲雇员利益为代价。协议将很快达成, 因为铂族金属价格上涨了。这项协议的期限为 2019 年 7 月-2022 年 6 月。

5. 行业观点与投资建议

贵金属: 美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 48.1, 低于前值 48.3, 也大幅低于预期值 49.2, 显示经济走弱的态势明显, 美联储或继续降息以应对经济放缓态势; 以目前英国大选民调来看, 约翰逊领导的保守党可能大胜, 明年 1 月 31 日协议脱欧的概率大幅提升, 英镑、欧元或持续走强; 上述双重因素都会导致美元走弱。此外, 美通过涉港、涉疆法案, 为中美贸易谈判蒙上阴影, 避险情绪或随时上升。总体有利于贵金属的价格向好。

基本金属: 三季度国内 GDP 增速逼近 6%, 经济下行压力继续加大, 为完成预定经济目标, 管理层启用刺激政策的概率提高, 暖冬和地方专项债额度提前下发, 或为近期的经济企稳提供动力。铜、铝库存处于历史较低水平, 智利铜供给持续下降的概率较高, 下半年以来国内电解铝的产量持续负增长。虽然需要依然不振, 但在政策刺激和供给收缩的双重作用下, 价格有望企稳反弹。

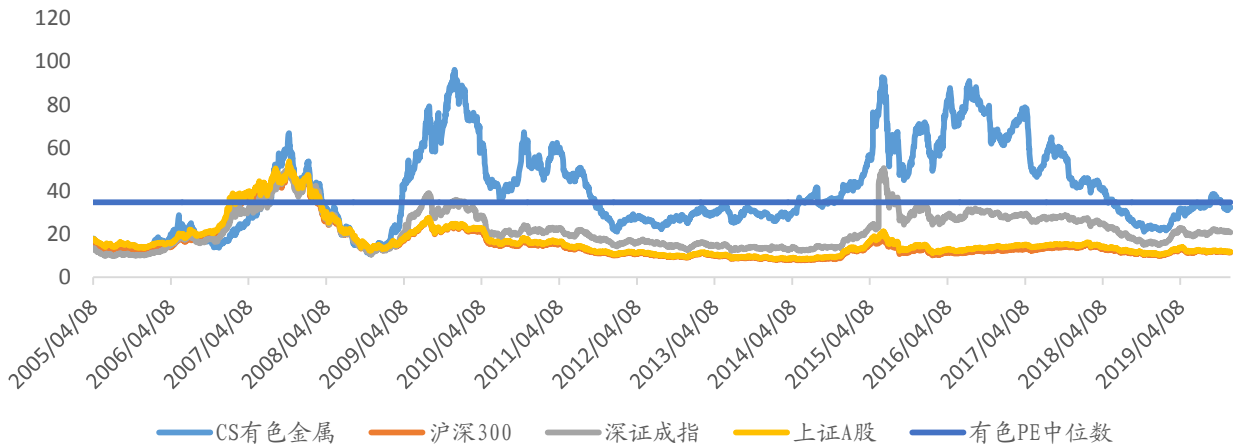
小金属: 钴产品, 第一大供应商嘉能提前关闭刚果(金)穆塔达矿区, 对 2020 年全球钴供给产生较大影响, 钴供给过剩的局面将得到改善; 三季度智能手机出货量结束 8 个季度负增长的局面, 首次迎来 0.8% 正增长, 9-10 国内新能源汽车产量分别下降 24.2%、39.7%, 状况

较差。不过钴价或已度过最坏时期，等待时机反弹。**钨产品**，由于下游需求逐渐疲软，钨精矿价格继续回落，价格在短期内已降至前期低点，企稳概率较高。**钨产品**，钨精矿和仲钨酸铵经过持续下跌后，价格处于历史低位，总体处于底部盘整阶段。

稀土：临近岁末年初，下游企业存在补库需求，环保成本上升也对价格有一定的支撑作用。供应端，10月份一些生产厂商一度停产或者减产，短期稀土价格或有望企稳。不过，由于长期海外供给可能上升，总体不利于中长期价格的回升。

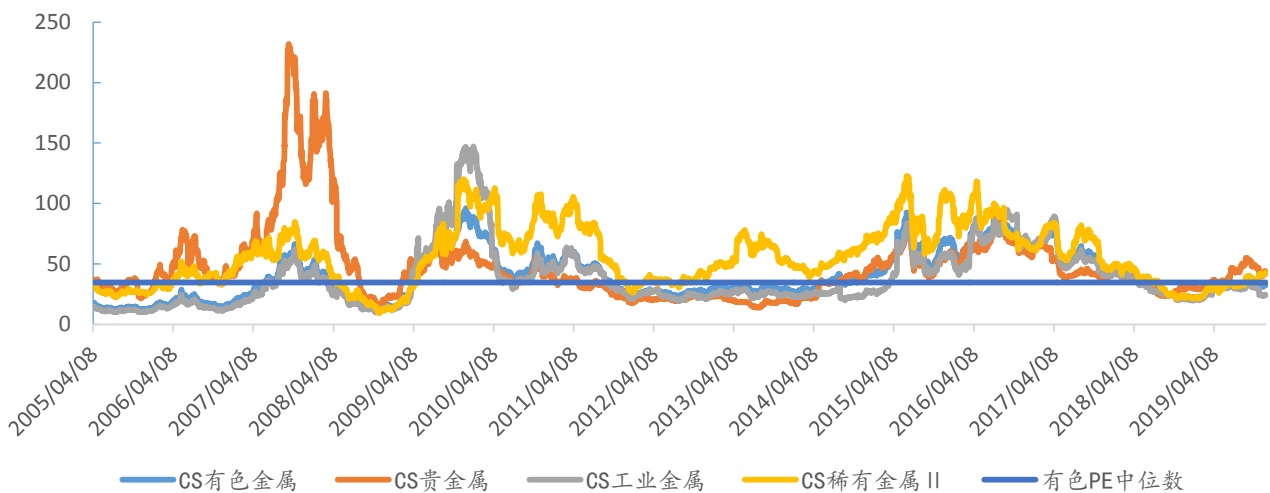
投资建议：截止11月底，有色板块PE为32.3倍，贵金属PE为45.6倍，基本金属24.5倍，稀有金属43.4倍。有色板块估值处于历史估值中位数34.8倍之下，经济下行压力加大，经济或需托底，管理层出台刺激政策的概率上升，继续给予有色金属行业“同步大市”评级。建议关注板块：贵金属、工业金属、小金属。建议关注公司：山东黄金（600547），洛阳钼业（603993）、华友钴业（603799）、云南铜业（000878）、南山铝业（600219）、宝钛股份（600456）。

图 15: 有色板块与大盘 PE (倍) 对比



资料来源：Wind，中原证券

图 16: 有色及子板块 PE (倍) 对比



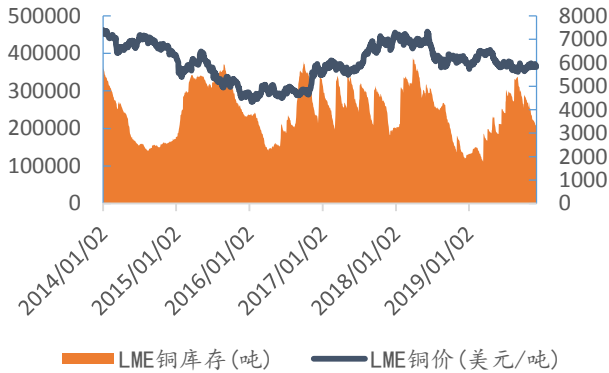
资料来源：Wind，中原证券

6. 风险提示

- (1) 中美贸易谈判不及预期;
- (2) 宏观经济继续下行。

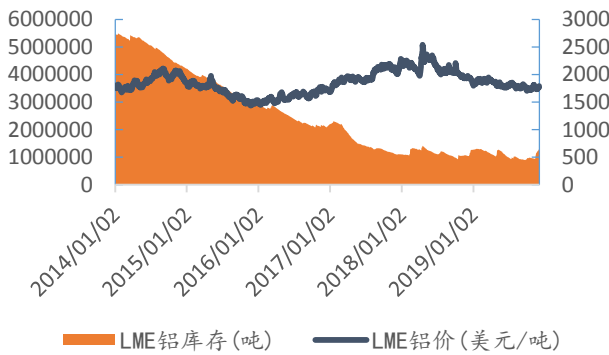
7. 附录：金属价格走势

图 17: LME 铜价及库存走势



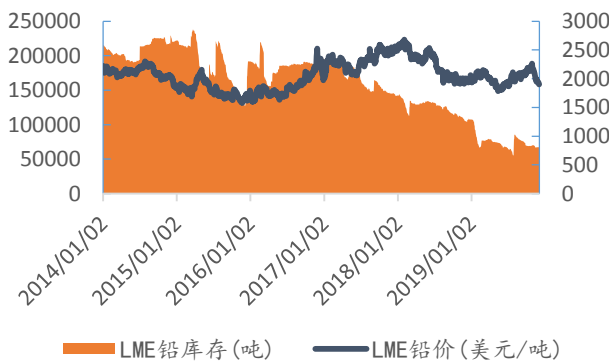
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: LME 铝价及库存走势



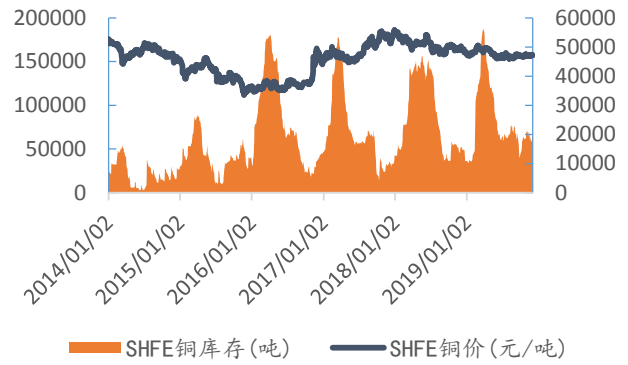
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: LME 铅价及库存走势



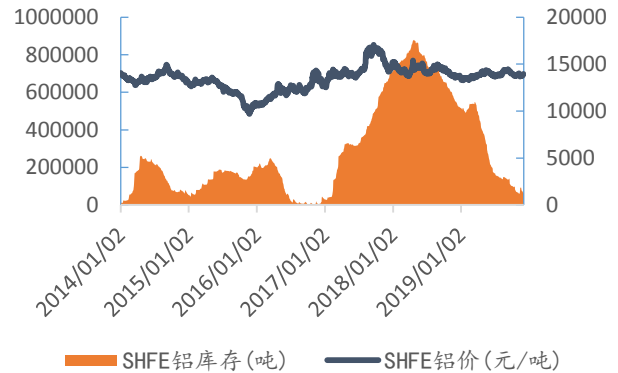
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: SHFE 铜价及库存走势



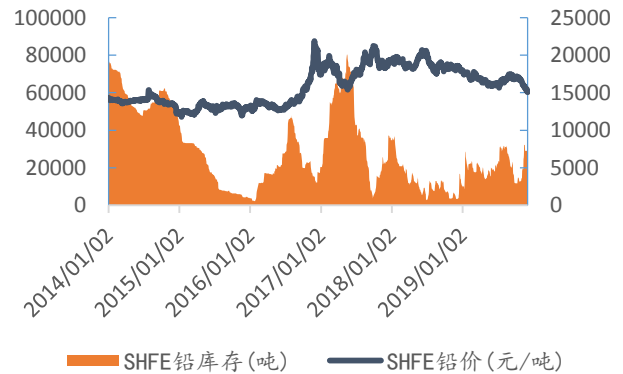
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: SHFE 铝价及库存走势



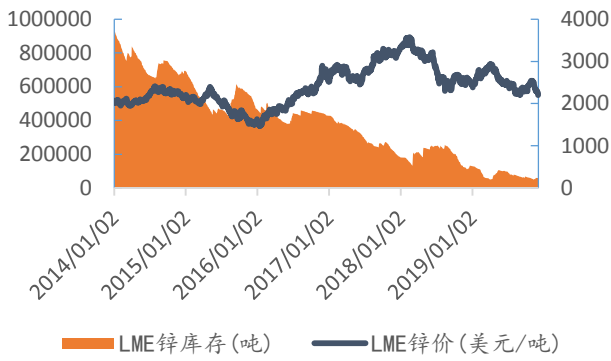
资料来源: Wind, 中原证券

图 22: SHFE 铅价及库存走势



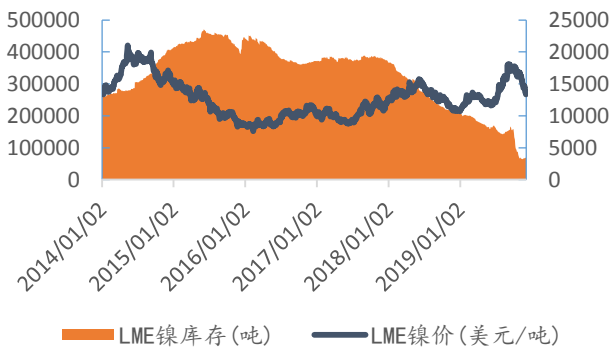
资料来源: Wind, 中原证券

图 23: LME 锌价及库存走势



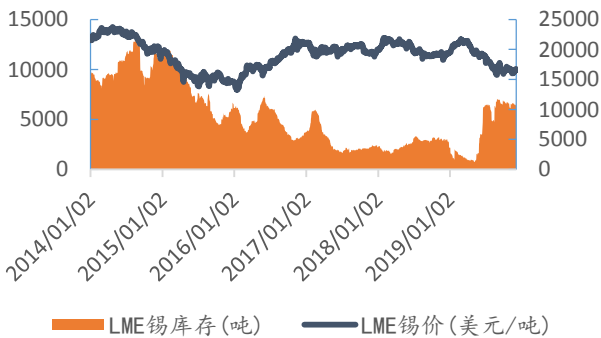
资料来源: Wind, 中原证券

图 25: LME 镍价及库存走势



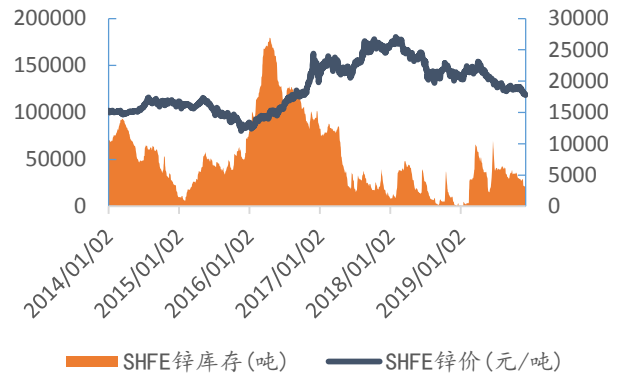
资料来源: Wind, 中原证券

图 27: LME 锡价及库存走势



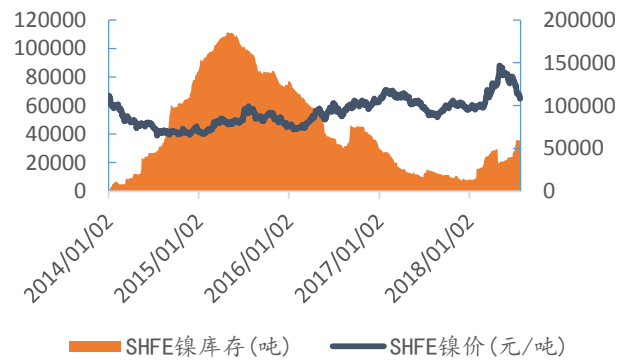
资料来源: Wind, 中原证券

图 24: SHFE 锌价及库存走势



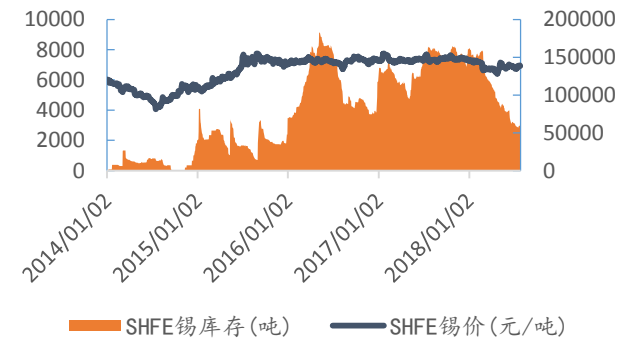
资料来源: Wind, 中原证券

图 26: SHFE 镍价及库存走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 28: SHFE 锡价及库存走势



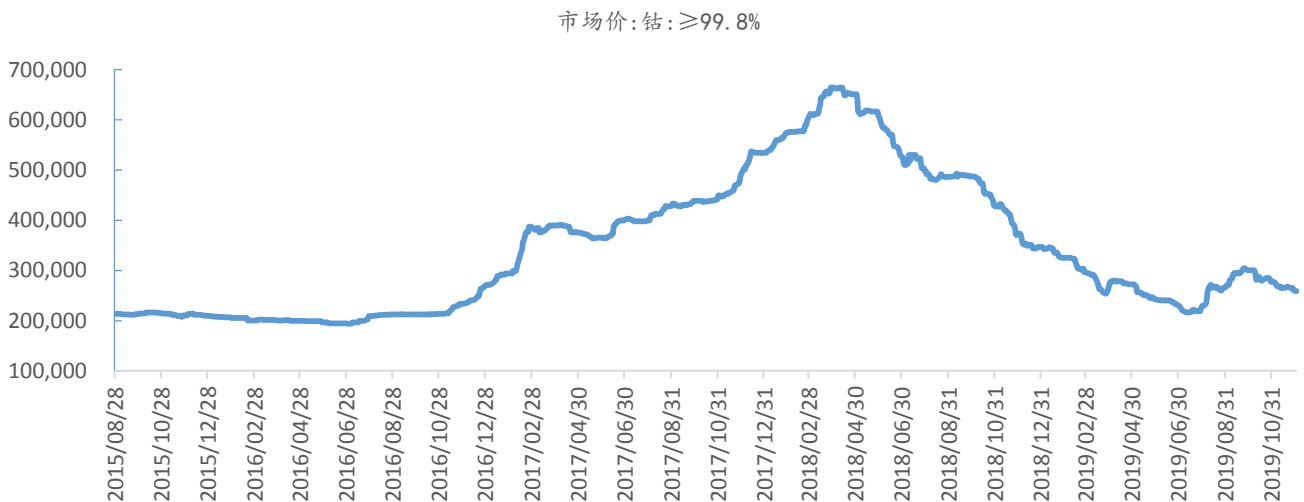
资料来源: Wind, 中原证券

图 29: COMEX 黄金价格与美元指数走势



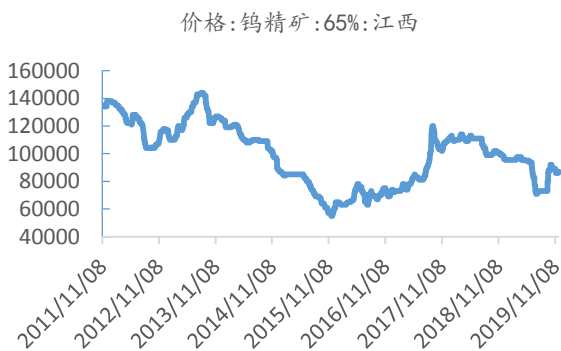
资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 钴价走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 31: 钨精矿价格走势 (元/吨)



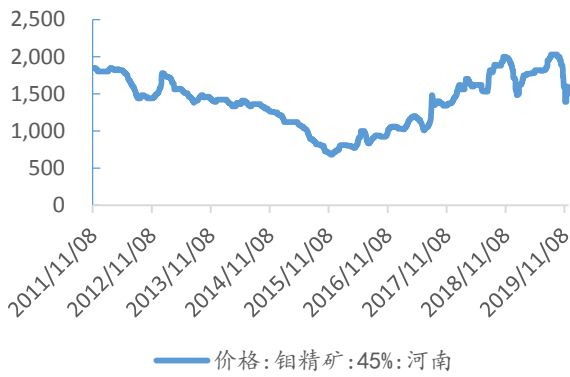
资料来源: Wind, 中原证券

图 32: 仲钨酸铵价格走势 (元/吨)



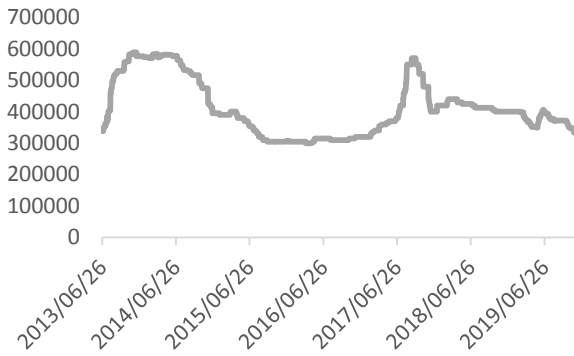
资料来源: Wind, 中原证券

图 33: 钼精矿价格走势 (元/吨)



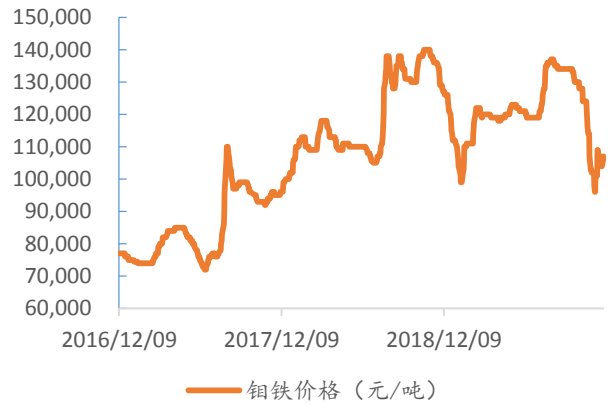
资料来源: Wind, 中原证券

图 35: 氧化镨价格走势 (元/吨)



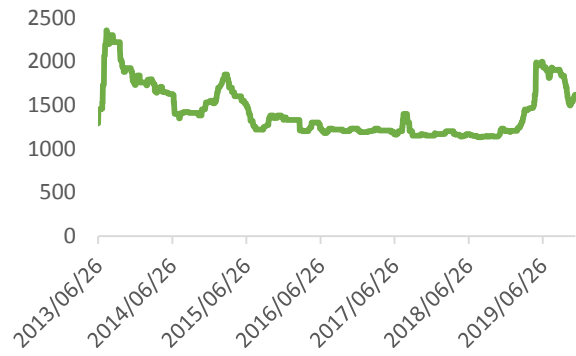
资料来源: Wind, 中原证券

图 34: 钼铁价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 36: 氧化镨价格走势 (元/公斤)



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。