



核心观点

❖ 回顾 2019 年：黄金稀土表现突出，基本金属走弱

2019 年有色金属指数跑输沪深 300 指数，整体表现较弱。各子板块中黄金及稀土磁材板块相对收益较高，系一方面全球经济进入下行周期，美元指数走弱，黄金价格上涨。另一方面中美贸易摩擦持续，外部风险增加，稀土国家战略地位高，作为较强的反制手段，受到市场关注。基本金属主要品种指数涨幅均低于有色金属板块整体涨幅，其中铜、铝及铅锌指数分别上涨 17.99%、7.83%、12.42%。铅锌板块涨幅整体略高于铜及铝行业指数。

❖ 基本金属：关注铜铝基本面改善

铝：行业亏损导致供给量逐步恢复理性，上半年电解铝库存下降超预期，供给端同比上涨幅度缩窄。需求方面乘用车销量或回暖，地产房屋竣工同比及新开工面积同比出现改善，新开工房屋面积增加。持续关注电解铝环节盈利改善。

铜：2020 年精铜冶炼长协（TC）价格为 62 美元/吨，2019 年铜精矿加工冶炼费用已多次低于 60 美元/吨，创多年低位，冶炼环节亏损持续，铜精矿供给或将收缩。需求方面，全球流动性逐步宽松，需求企稳将利好铜价。

❖ 新能源小金属：供需格局改善，价格有望回暖

受行业连续亏损影响，钴行业供给端有望出现较大变量，2019 年嘉能可已关停 Mutanda 矿山，钴矿供给过剩的情况将明显改善。需求方面，随着下游消费电子迎来 5G 换机潮及新能源汽车回暖，钴锂金属基本面改善，价格有望反弹。

❖ 贵金属：外部风险仍存，黄金具备配置价值

2019 年上半年世界多家央行先后宣布降息，全球经济进入下行周期，同时中美贸易摩擦持续，黄金作为避险资产配置价值凸显。2019 年上半年能 Comex 黄金价格一度突破 1500 美元/盎司。未来经济下行压力及贸易摩擦仍然存在，中长期看以黄金为主的贵金属具备较强的配置价值。

❖ 投资建议

基本金属考虑铜铝基本面改善，相关标的云铝股份（000807）、中国铝业（601600）、紫金矿业（601899）；新能源小金属方面，相关标的天齐锂业（002466）、赣锋锂业（002460）、华友钴业（603799）；贵金属方面，相关标的银泰黄金（000975）；稀土方面相关标的盛和资源（600392）。

❖ 风险提示：上游矿业复产或增产节奏超预期；环保力度的可持续性；下游需求低于预期。

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部/原材料团队
行业评级	增持评级
报告时间	2019/12/13

👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495651
chenli@cczq.com

👤 联系人

关雪

证书编号：S1100118070003
010-66495927
guanxue@cczq.com

📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2019 年行业回顾：黄金稀土表现突出，基本金属走弱	5
1.1 经济下行叠加外部风险，黄金及稀土板块表现突出	6
1.2 受基本面不景气影响，基本金属亮点较少	8
二、基本金属：铅锌冶炼景气，关注铜铝基本面改善	8
2.1 铝：持续关注电解铝盈利改善	8
2.1.1 氧化铝供给充足，电解铝成本持续降低	10
2.1.2 地产企稳，汽车需求有望回暖	12
2.2 铜：全球流动性宽松，供需边际改善利好铜价	13
2.2.1 宏观数据下行压力较大，流动性宽松需求边际改善	13
2.2.2 精矿供给偏紧，供需格局好转有望支撑铜价	14
三、新能源小金属：供需格局边际改善，锂钴价格有望回暖	16
3.1 锂：受益于下游新能源汽车产业链回暖	16
3.2 钴：供给端有望收缩，需求持续改善	19
四、贵金属：全球降息开启，黄金配置价值逐现	22
五、稀土及稀土氧化物：关注中美关系及供给侧改革影响	25
风险提示	30

图表目录

图 1:	2019 年 1 月至 2019 年 12 月有色金属及沪深 300 指数相对收益走势	5
图 2:	2019 年各子板块相对收益情况	5
图 3:	2019 年 1 月至今板块涨幅前 5 标的	6
图 4:	2019 年 1 月至今板块跌幅前 5 标的	6
图 5:	2019 年 1 月至 2019 年 12 月黄金指数及有色行业指数相对收益走势	6
图 6:	2019 年 COMEX 黄金价格变化	6
图 7:	2019 年 1 月至 2019 年 12 月稀土指数及有色行业指数相对收益走势	7
图 8:	2019 年稀土政策及外部风险变化梳理	7
图 9:	2019 年 1 月至 2019 年 12 月基本金属及有色行业指数相对收益走势	8
图 10:	电解铝市场价 (元/吨)	9
图 11:	电解铝月产量及同比变动	9
图 12:	2019 年 1 月至今国内铝价及库存	10
图 13:	电解铝库存季度变化	10
图 14:	氧化铝价格	10
图 15:	氧化铝产量	11
图 16:	氧化铝季度库存变动	11
图 17:	房地产竣工同比局新开工面积同比	12
图 18:	房屋新开工面积 (万平方米)	12
图 19:	汽车产量 (万辆) 及同比变动	12
图 20:	汽车销量 (万辆)	12
图 21:	国内阴极铜期货及库存	13
图 22:	LME 铜价格及库存	13
图 23:	中国 PMI 及同比	14
图 24:	日本 PMI 及同比	14
图 25:	社会融资规模及 M2 同比	14
图 26:	各融资成本比较	14
图 27:	铜矿石及精矿进口数量 (万吨)	15
图 28:	铜矿及其精矿进口金额 (万美元)	15
图 29:	废铜进口数量 (万吨) 及累计同比	15
图 30:	废铜进口金额 (万美元) 及累计同比	15
图 31:	新增铜冶炼产能 (吨)	15
图 32:	铜精炼费 (美分/磅) 粗炼费 (美元/千吨)	15
图 33:	铜材产量 (万吨) 及月度同比	16
图 34:	铜材净进口量 (吨)	16
图 35:	全球锂矿产量 (公吨)	17
图 36:	碳酸锂 (万吨) 及氢氧化锂 (吨) 产量	17
图 37:	碳酸锂及氢氧化锂价格 (元/吨)	17
图 38:	碳酸锂 (电池级) 价格 元/吨	18
图 39:	碳酸锂 (工业级) 价格 元/吨	18
图 42:	全球钴矿产量及同比变动	19
图 49:	智能手机产量 (万台) 及同比变动	21
图 50:	三元材料价格 (元/千克)	21

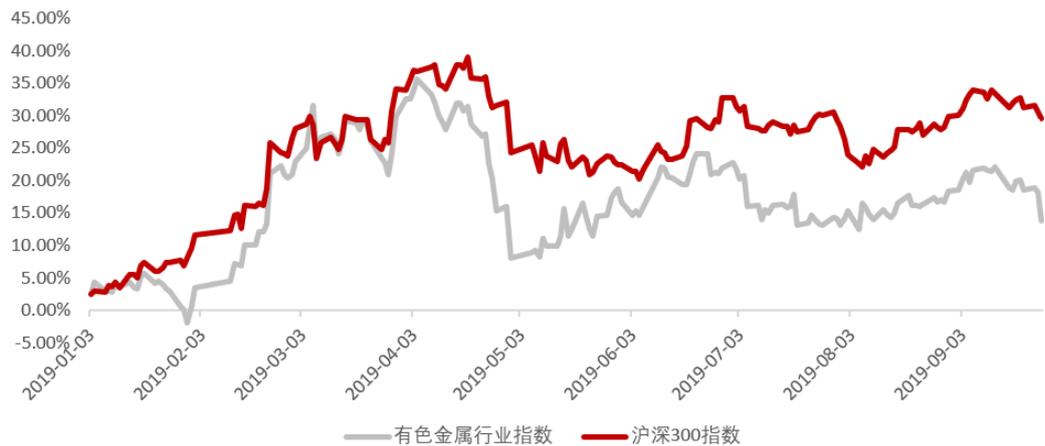
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 51:	伦敦黄金现货 (美元/盎司) 及美元指数	22
图 52:	美国 10 年期国债收益率及美元指数	22
图 53:	美国 10 年期国债及 2 年期国债收益率差	22
图 54:	欧洲 PMI 及同比	23
图 55:	美国 PMI 及同比	23
图 56:	2019 年下半年全球降息	23
图 57:	COMEX 黄金价格及库存	24
图 58:	国内黄金价格及持仓量	24
图 59:	黄金 ETF 持仓量 (吨)	24
图 60:	COMEX 白银价格及库存	24
图 61:	国内白银价格及持仓量	24
图 62:	白银 ETF 持仓量	25
图 69:	川财有色股票池 (截至 2019 年 12 月 13 日收盘价)	28
图 70:	川财有色股票池 (截至 2019 年 12 月 13 日收盘价)	29

一、2019 年行业回顾：黄金稀土表现突出，基本金属走弱

2019 年有色金属板块跑输沪深 300 指数，整体表现较弱。2019 年年初至今有色金属板块整体上涨 11.80%，沪深 300 指数上涨 29.15%。有色金属板块跑输大盘 17.35%。

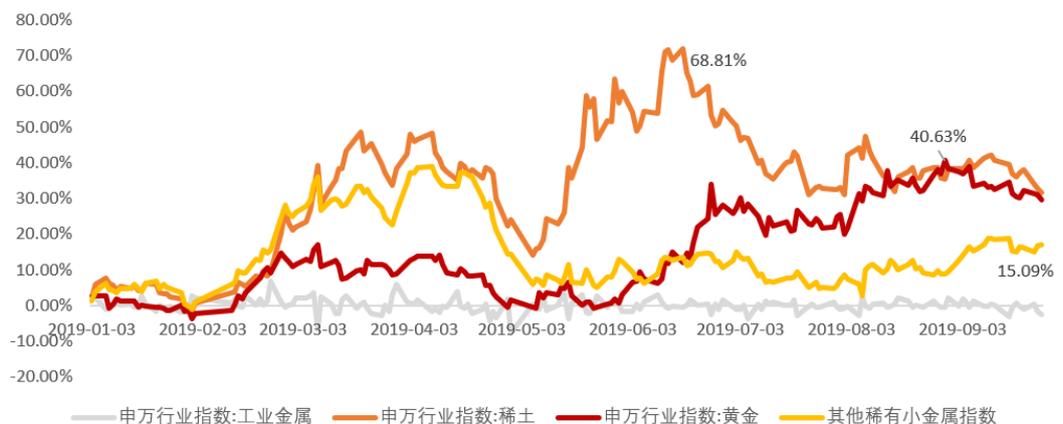
图 1：2019 年 1 月至 2019 年 12 月有色金属及沪深 300 指数相对收益走势



资料来源：Wind，川财证券研究所；注：相对收益以 2019 年 1 月 2 日为基期，截至 2019 年 12 月 13 日

截至 2019 年 12 月 13 日，各子板块中相对收益靠前的为稀土板块及黄金板块。2019 年 6 月，稀土金属板块相对收益达 68.81%，后期随着中美贸易摩擦的阶段性和缓，稀土板块回调至 40.63%。基本金属全年变小较弱。

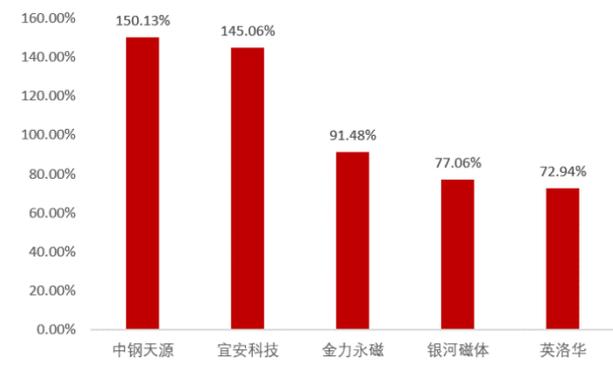
图 2：2019 年各子板块相对收益情况



资料来源：Wind，川财证券研究所；注：相对收益以 2019 年 1 月 2 日为基期，截至 2019 年 12 月 13 日

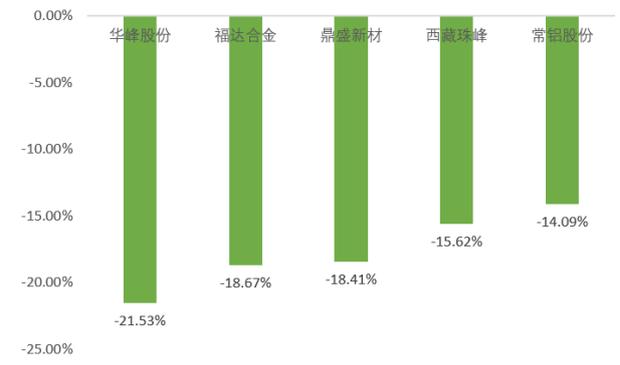
截至 2019 年 12 月 13 日，有色板块涨幅前 5 的个股。

图 3：2019 年 1 月至今板块涨幅前 5 标的



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：2019 年 1 月至今板块跌幅前 5 标的

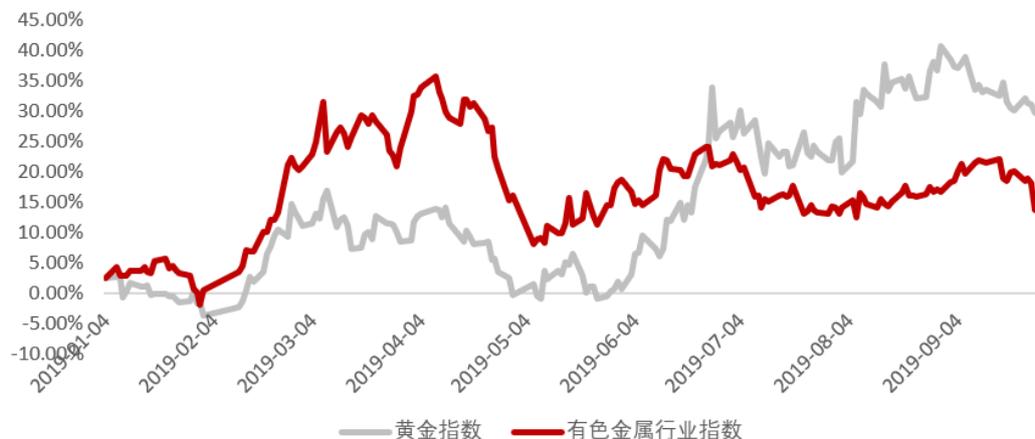


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.1 经济下行叠加外部风险，黄金及稀土板块表现突出

回顾有色金属板块，2019 年黄金和稀土板块表现强势。黄金主要受金价波动影响，在 2019 年下半年相对收益超过有色金属板块。

图 5：2019 年 1 月至 2019 年 12 月黄金指数及有色行业指数相对收益走势



资料来源：Wind，川财证券研究所，截至 2019 年 12 月 13 日

经济数据表现不佳，黄金走强。2015 年开始，美联储连续 4 年采取加息的货币政策，其中 2015 年和 2016 年各 1 次，2017 年 3 次，2018 年 4 次。2018 年底开始，美国各项经济数据出现下滑，2019 年上半年全球经济数据均显示，美国、欧洲等主要经济体均陷入经济下行区间，GDP 增速不及预期，核心消费数据不及预期，制造业数据下滑近 2 年低位，市场降息预期高涨，助推黄金突破近 6 年高点，至 1560 美元/盎司附近。2019 年美联储降息 3 次，虽然经济数据有所下滑，但美联储依旧认为经济整体运行良好，降息是为了提振通胀向目标水平发展。随着 2019 年 3 次降息后期经济数据有所回暖，叠加贸易摩擦阶段性缓解，黄金从高位下探至 1472 美元/盎司附近。

图 6：2019 年 COMEX 黄金价格变化

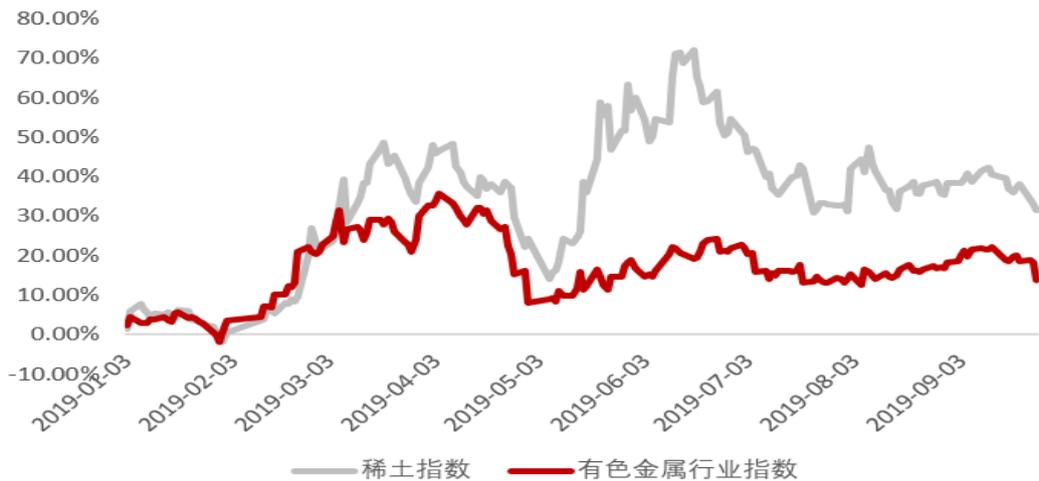
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



资料来源: Wind, 川财证券研究所, 截至 2019 年 12 月 13 日

政策及中美摩擦带动稀土板块表现。回顾 2019 年稀土板块相对收益率一直高于有色金属板块整体相对收益, 2019 年 7 月相对收益最高, 下半年开始出现回落。

图 7: 2019 年 1 月至 2019 年 12 月稀土指数及有色行业指数相对收益走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所, 截至 2019 年 12 月 13 日

稀土表现主要受国内稀土政策及贸易摩擦影响。国内稀土政策方面, 2019 年 2 月云南腾冲全面停止了稀土相关原材料出口缅甸, 使得部分稀土产品价格上涨; 6 月国家发改委再次强调稀土行业重要性, 指出稀土为国家战略资源, 供给侧改革持续深化; 10 月工信部公布 2020 年稀土开采计划, 比 2019 年小幅增加, 仍旧在总量上实行控制。外部风险方面, 受到 2019 年年初中美贸易摩擦加剧影响, 我国是全球稀土重要产量及储量国家, 加之稀土金属下游应用环节广泛, 在美国对中国施加关税时, 可作为较强的反制手段而受到市场关注, 稀土板块持续走强。随着后期中美贸易摩擦达成阶段性结果, 稀土板块相对收益开始回落。

图 8: 2019 年稀土政策及外部风险变化梳理

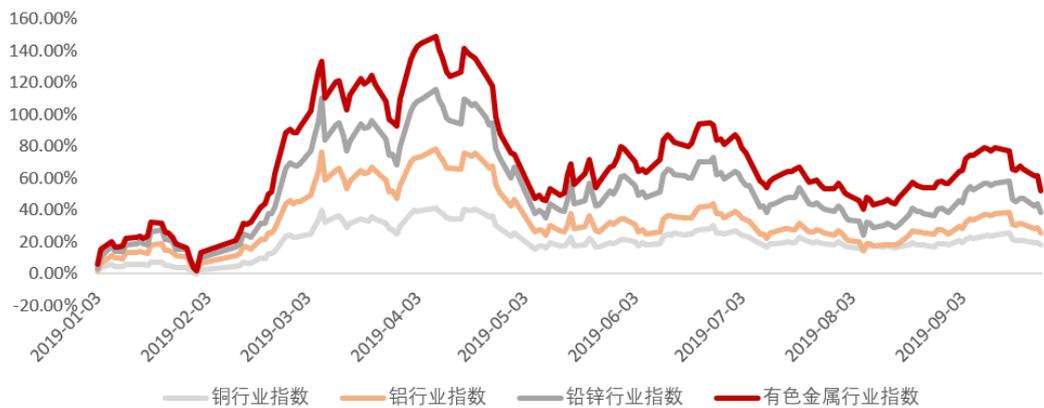
类别	日期	内容	来源
稀土政策	2019/2/14	2019年2月14日，云南腾冲市政府全面停止稀土有关的化工原材料出口到缅甸，覆盖面包括腾冲滇滩口岸、以及国家一级口岸猴桥与周边口岸	云南海关
	2019/6/19	将在深入调研和科学论证的基础上，抓紧研究出台有关政策措施，切实发挥好稀土作为战略资源的特殊价值	发改委
	2019/10/31	2019年稀土开采、冶炼分离总量控制指标增幅10%、10.4%	工信部
外部风险	2019/5/13	美国贸易代表办公室发布公告，公开了对约2000亿美元中国输美商品加征关税的清单，清单上排除了稀土产品	美国贸易代表办公室
	2019/8/16	针对美国贸易代表办公室宣布将对约3000亿美元自华进口商品加征10%关税，国务院关税税则委员会有关负责人表示，美方此举严重违背中美两国元首阿根廷会晤共识和大阪会晤共识，背离了磋商解决分歧的正确轨道。中方将不得不采取必要的反制措施。	国务院

资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 受基本面不景气影响，基本金属亮点较少

各基本金属指数表现均弱于有色金属行业指数。2019年以来，各主要基本金属指数相对收益率均低于有色金属行业指数相对收益率，其中受铜价触底影响，铜行业指数相对收益率最低，铅锌行业冶炼环节景气度相对较高，铅锌行业指数相对收益率最高。

图 9：2019 年 1 月至 2019 年 12 月基本金属及有色行业指数相对收益走势



资料来源：Wind，川财证券研究所，截至 2019 年 12 月 13 日

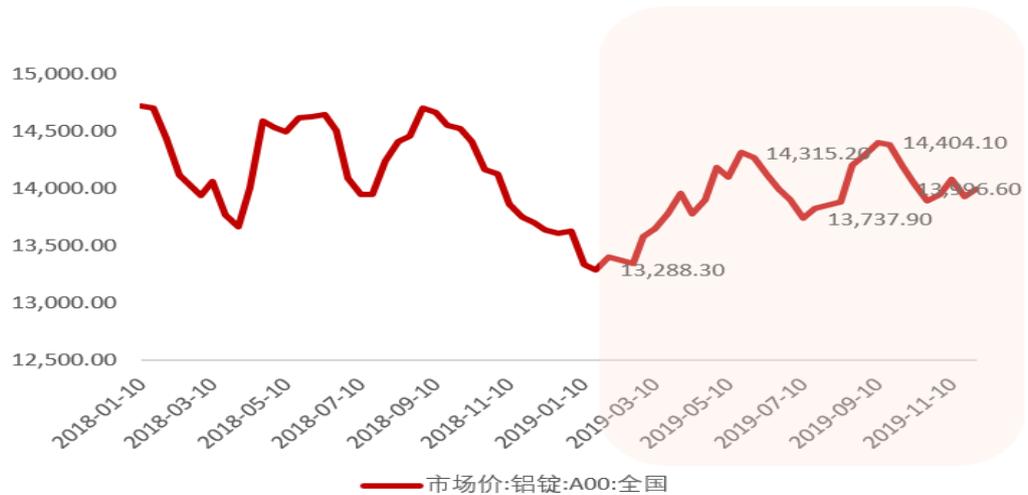
二、基本金属：铅锌冶炼景气，关注铜铝基本面改善

2.1 铝：持续关注电解铝盈利改善

电解铝价格小幅回暖。2019 年初电解铝价格从 13288.30 元/吨上涨至 14315.26 元/吨，最大涨幅为 7.73%。后期电解铝价格有所震荡，均维持在 13500 元/吨以上，为电解铝环节盈利改善提供了一定基础。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 10：电解铝市场价（元/吨）



资料来源：Wind，川财证券研究所

产量方面来看，电解铝产量同比为负。2018 年底开始，电解铝产能从 12 月 305 万吨开始持续下降，月度同比增速大幅降低，2019 年 6 月开始，电解铝产量同比由正转负，2019 年 10 月电解铝产量为 288.20 万吨，同比下降 1.80%。

图 11：电解铝月产量及同比变动

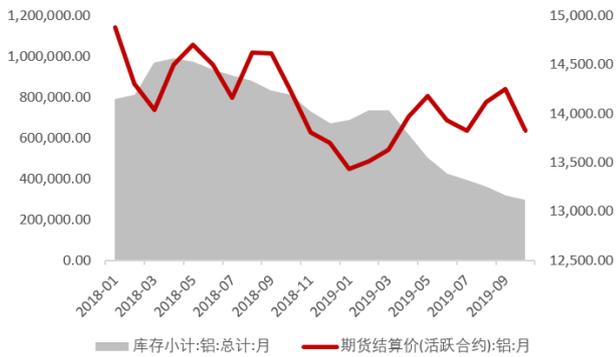


资料来源：Wind，川财证券研究所

库存方面，受下游需求拉动，电解铝去库存速度超预期。2019 年电解铝库存增幅明显缩小，2019 年 3 月份库存相比年度增幅为 4%，10 月份库存下降 8.4%，去库存明显加速。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 12: 2019 年 1 月至今国内铝价及库存



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 电解铝库存季度变化



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.1.1 氧化铝供给充足, 电解铝成本持续降低

氧化铝价格持续走低。氧化铝价格受产能集中投产影响, 自 2018 年年底以来出现下跌, 2019 年 6 月开始价格大幅下探至 1420 元/吨, 电解铝生产成本下降, 盈利能力增加。

图 14: 氧化铝价格



资料来源: Wind, 川财证券研究所

氧化铝供给增加压力仍在。2019 年氧化铝产量同比仍旧呈现增加趋势, 2018 年国内氧化铝产量大幅增加, 2018 年 11 月及 12 月氧化铝产量同比分别增加 25.70% 及 19.60%, 2019 年同比增量缩小, 但仍呈现增加趋势, 2019 年 10 月氧化铝产量同比增加 3.60%, 预计未来氧化铝供给端仍有一定增量。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

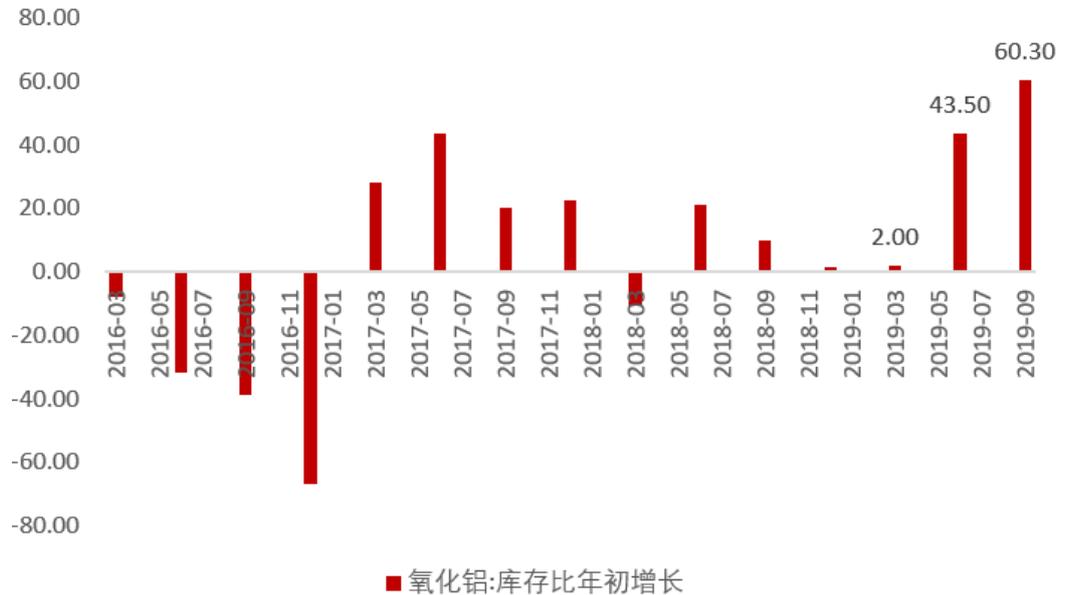
图 15: 氧化铝产量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

氧化铝库存增加。2019 年氧化铝库存增加明显，2019 年 3 月、7 月和 9 月氧化铝库存较年初增加 2%、43.50%和 60.30%。

图 16: 氧化铝季度库存变动



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.1.2 地产企稳，汽车需求有望回暖

房地产竣工面积同比改善，新开工面积企稳。2019年3季度开始地产竣工同比开始由负转正，2019年上半年房屋竣工同比下降22.3%，2019年10月房屋竣工同比上涨19.2%。新开工面积方面，房屋新开工面积2019年维持在16171万平方米以上，2019年10月房屋新开工面积为19328万平方米。

图 17: 房地产竣工面积同比新开工面积同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 18: 房屋新开工面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

汽车产量方面，2019年汽车产量呈现下降趋势，2019年5月汽车产量为185.10万辆，同比下降21.50%，2019年10月产量同比降幅缩小，产量为227.90万辆，同比下降2.10%。销量方面，2019年10月汽车销量为227.90万辆。

图 19: 汽车产量 (万辆) 及同比变动



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 20: 汽车销量 (万辆)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

综上，个股方面，相关标的云铝股份（000807）和中国铝业（601600）。

1) 云铝股份（000807）公司构建了集铝土矿开采、氧化铝生产、电解铝冶炼、铝加工及铝用炭素制品生产为一体的较为完整铝产业链。随着公司昭通、鹤庆、文山水电铝项目以及云铝源鑫60万吨/年炭素二期项目等重点项目的逐步投产，公司电解铝产能将超过300万吨/年、阳极炭素产能超过80

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

万吨/年、铝合金及铝加工产能超过 100 万吨/年，公司绿色低碳水电铝材一体化完整产业链综合竞争优势将更加凸显。

2) 中国铝业 (601600) 公司氧化铝产能位居全球第一、原铝产能全球第二、炭素产能全球第一。公司还积极在非洲、东南亚等地获取海外新的铝土矿资源，提高可持续发展能力。目前拥有海外铝土矿资源 18.7 亿吨，使用年限超过 60 年。拥有完整的产业链，产品竞争优势明显。

2.2 铜：全球流动性宽松，供需边际改善利好铜价

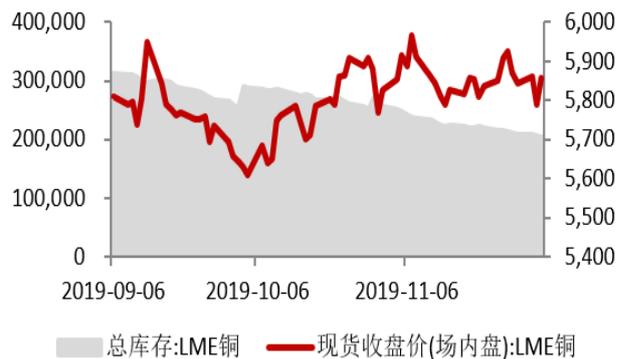
国内铜价走弱，库存小幅下降。国内阴极铜期货活跃合约结算价自 2019 年初开始走弱，维持在 46000 元/吨以上，库存小幅下降至 150000 吨。国外铜价方面，受全球需求较弱影响，LME 铜价走势较弱，库存下降。

图 21：国内阴极铜期货及库存



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：LME 铜价格及库存

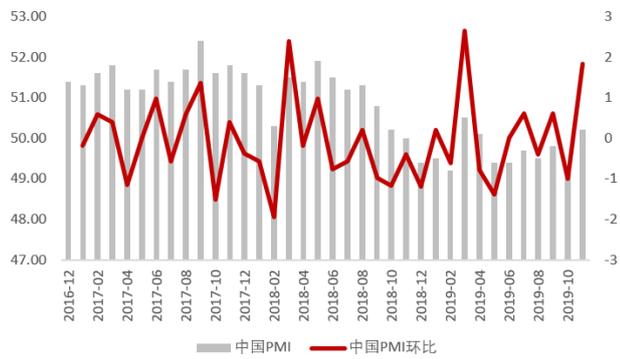


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2.1 宏观数据下行压力较大，流动性宽松需求边际改善

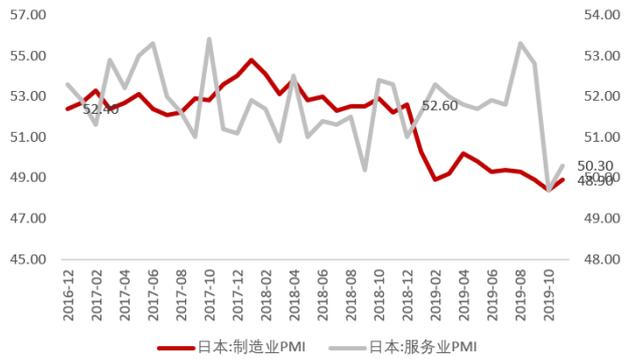
2019 年中国制造业数据创新低，经济下行压力较大。2019 年全球经济进入下行周期，中国制造业数据连续低于 50 荣枯线。

图 23: 中国 PMI 及同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24: 日本 PMI 及同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

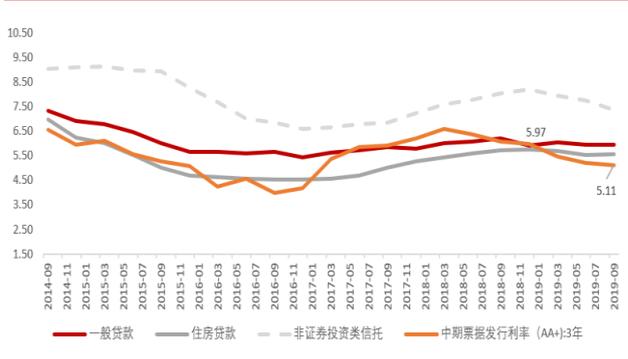
2019 年央行下调 MLF、LPR 利率有望带来流动性宽松。流动性指标来看，在政策引导下，M2 及社会融资总规模同比逐步改善，2019 年 10 月 M2 同比增加 8.40%。融资成本方面，实体企业融资成本下降，AA+ 中期票据发行利率（3 年）下降至 5.11%。

图 25: 社会融资规模及 M2 同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 26: 各融资成本比较



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.2.2 精矿供给偏紧，供需格局好转有望支撑铜价

铜精矿供给有望收缩，基本面迎来改善。2020 年精铜冶炼长协（TC）价格为 62 美元/吨，2019 年铜精矿加工冶炼费用已多次低于 60 美元/吨，创多年低位，冶炼环节亏损持续，铜精矿供给或将收缩。

图 27: 铜矿石及精矿进口数量 (万吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 28: 铜矿及其精矿进口金额 (万美元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

废铜使用量主要看需求去库存程度。2019 年废铜进口量大幅下降, 10 月废铜进口数量仅为 1322634 万吨, 比去年同期下降 32%, 进口金额方面, 10 月废铜进口金额为 661769.20 万元, 比去年同期下降 28.40%。

图 29: 废铜进口数量 (万吨) 及累计同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 30: 废铜进口金额 (万美元) 及累计同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

新增冶炼产能下降。受整个铜冶炼行业景气度影响, 国内新增冶炼产能自 2016 年以后大幅下降, 2018 年冶炼产能同比下降 246%至 44751 吨。

图 31: 新增铜冶炼产能 (吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 32: 铜精炼费 (美分/磅) 粗炼费 (美元/千吨)

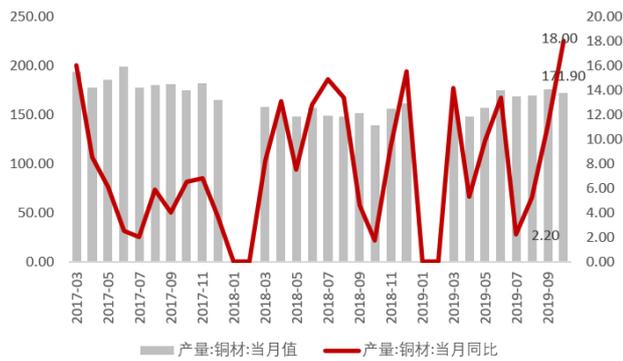


资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

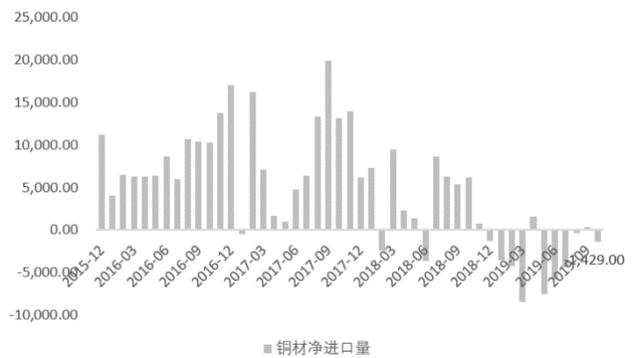
需求方面，铜材产量 2019 年下半年同比改善，10 月铜材产量 171.90 万吨，同比增加 18%。进出口方面，受外需拉动影响，2019 年铜材由净进口转变为净出口，需求端有望出现好转。

图 33： 铜材产量（万吨）及月度同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34： 铜材净进口量（吨）



资料来源：Wind，川财证券研究所

综上，个股方面，相关标的紫金矿业（601899）。

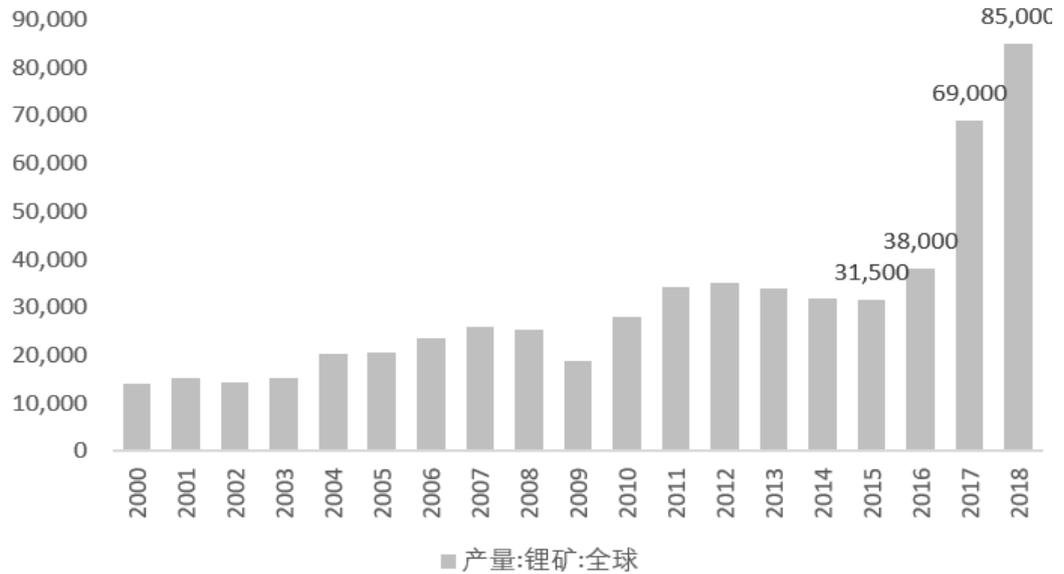
1) 紫金矿业（601899）公司是一家以金、铜、锌等金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团，目前形成了以金、铜、锌等金属为主的产品格局。2019 年上半年公司产铜 397269 吨，同比增长 17.81%。主要由于刚果（金）科卢韦齐铜矿浮选系统达产和湿法系统投产、多宝山二期投产，以及新并购紫金波尔铜业增量。

三、新能源小金属：供需格局边际改善，锂钴价格有望回暖

3.1 锂：受益于下游新能源汽车产业链回暖

全球锂矿产量 2015 年开始爆发式增长，2018 年达 85000 公吨。其中碳酸锂全球产能集中在 SQM、FMC 和 Rockwood 三家手中，这三家公司产能约占全球产能的 70%，我国是碳酸锂全球产能释放的主要区域。

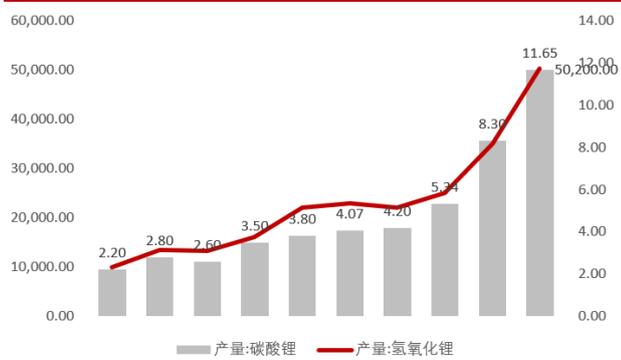
图 35: 全球锂矿产量 (公吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

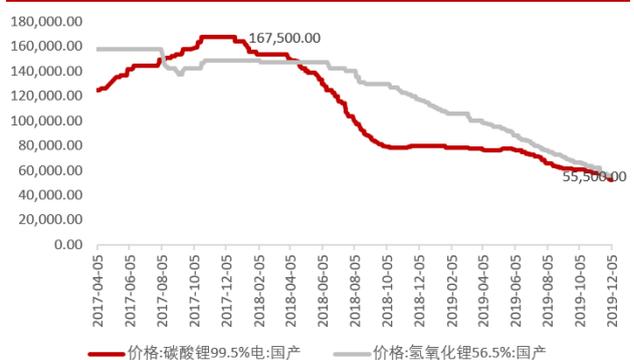
国内供给量方面, 碳酸锂及氢氧化锂产量均放量增加, 供给端增量较大, 需求方面, 随着国内新能源汽车补贴退坡影响, 需求端不及预期, 碳酸锂及氢氧化锂价格处于历史底部。

图 36: 碳酸锂 (万吨) 及氢氧化锂 (吨) 产量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 37: 碳酸锂及氢氧化锂价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 38: 碳酸锂(电池级)价格 元/吨



资料来源: Wind, 川财证券研究所

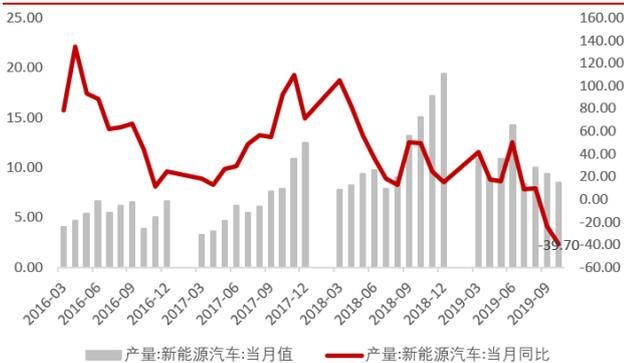
图 39: 碳酸锂(工业级)价格 元/吨



资料来源: Wind, 川财证券研究所

全球汽车企业加码电动车, 锂电池需求有望回暖。以奔驰、宝马、大众、奥迪为主的传统汽车生产企业分别宣布电动化进程, 其中, 奔驰 2025 年纯电动汽车占比 15%-25%, 电动车销量占 40%, 至 2030 年, 电动车型(包括纯电动和插电式混合动力车型)占乘用车新车销量 50% 以上份额; 宝马计划提前 2 年完成 25 款新能源车型布局; 奥迪 2022 年将在中国投放 10 款纯电动车; 大众 2028 年前生产电动汽车 2200 万辆, 2030 年欧洲与中国生产电动汽车占比超 40%。各传统车企电动化进程加快, 并分分提高对中国新能源汽车市场的投资, 新能源汽车行业长期趋势向上。受下游需求回暖影响, 需求或将出现改善。

图 40: 新能源汽车产量及同比(万辆)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 41: 全国汽车产量(万辆)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

综上, 相关标的天齐锂业(002466), 赣锋锂业(002460)。

1) 天齐锂业(002466) 公司是中国和全球领先、以锂为核心的新能源材料企业, 业务包括锂化合物及衍生物生产与锂精矿开采及生产。公司现持有两处锂矿资产, 即公司控股的泰利森所拥有的澳洲格林布什矿场及公司全资子公司盛合锂业拥有的中国雅江措拉矿场。公司已经建立全球销售体系, 实现

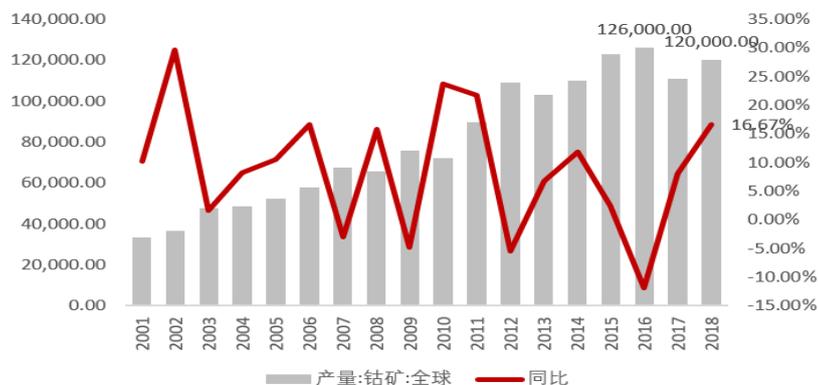
境内外上下游垂直一体协同发展，盈利能力和抗风险能力显著增强。

2) 赣锋锂业(002460)公司拥有垂直整合的业务模式，业务涵盖上游锂提取、中游锂化合物及金属锂加工以及下游锂电池生产及回收等价值链的各重要环节。公司于2018年建成投产的2万吨氢氧化锂项目和年产1.75万吨电池级碳酸锂项目产销量逐步提升。同时公司多元化的资源储备有望为公司锂盐放量提供保障。

3.2 钴：供给端有望收缩，需求持续改善

钴矿供给端变量增多，有望对价格形成支撑。根据嘉能可半年报显示，上半年嘉能可钴产量2.13万吨，只达到年初全年目标的37.37%，并将钴全年产量指引从5.7万吨下调至4万吨-4.6万吨。此外，嘉能可表示其运营的目前全球最大的钴矿项目Mutanda矿将在2019年底维护检修，此举将对全球钴矿供应产生重大影响。

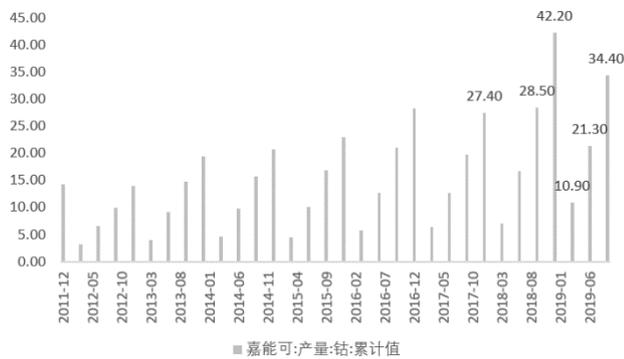
图 42：全球钴矿产量及同比变动



资料来源：Wind，川财证券研究所

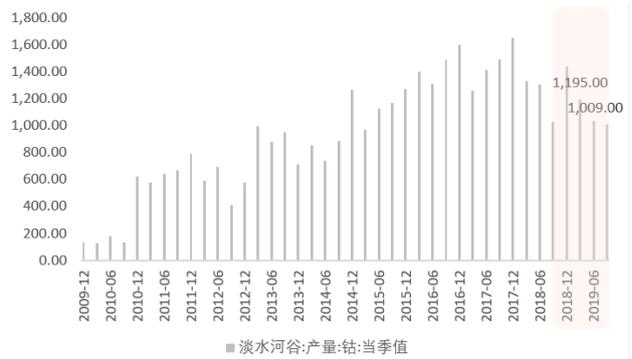
淡水河谷2019年上半年钴产量2227吨，同比下降15%。此外，刚果金当地民采矿受价格及开采条件的影响也出现大幅减少的情况。供给端的变化预计会在未来支撑市场价格。

图 43: 嘉能可钴产量 (千吨)



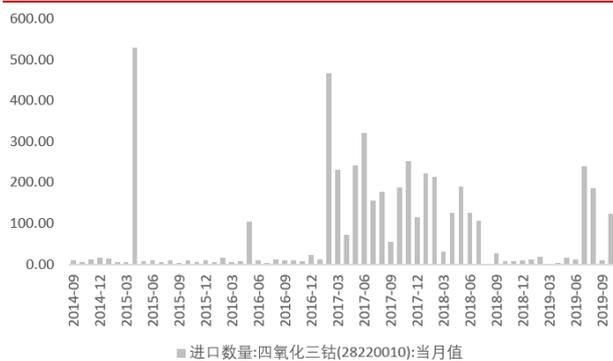
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 44: 淡水河谷钴产量 (吨)



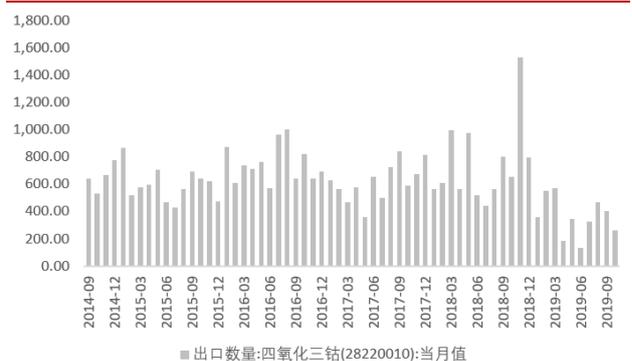
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 45: 四氧化三钴进口数量 (吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

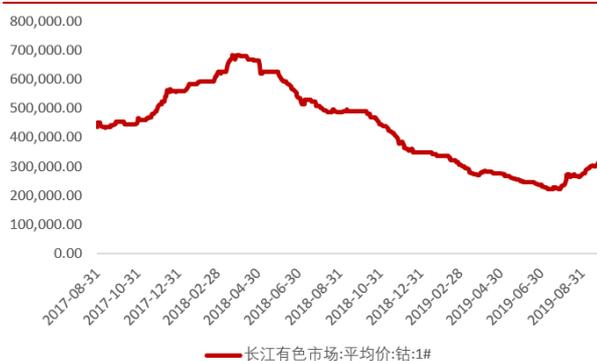
图 46: 四氧化三钴出口数量 (吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

随着供给端逐步紧缩, 钴价有望回暖。2019 年 6 月开始, 钴长江现货报价开始止跌上涨, 国外伦敦战略金属市场股价走强, 钴锭成交价为 33 美元/磅, 钴 99.8% 报价为 17.45 美元/磅。

图 47: 钴长江现货报价 (元/吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 48: 伦敦战略金属钴价格 (美元/磅)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源: Wind, 川财证券研究所

资料来源: Wind, 川财证券研究所

需求方面, 5G 换机及新能源汽车回暖, 三元材料需求有望增加。5G 手机将迎来换机潮, 我国智能手机产量有望放量。新能源汽车方面, 随着主流车企布局电动车, 三元正极材料价格有望回暖。

图 49: 智能手机产量(万台)及同比变动



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 50: 三元材料价格(元/千克)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

综上，相关标的华友钴业（603799）。

华友钴业（603799）公司是一家专注于钴、铜有色金属冶炼及钴新材料产品深加工的高新技术企业，产品主要用于锂离子电池正极材料、航空航天高温合金、硬质合金、色釉料、磁性材料、橡胶粘合剂和石化催化剂等领域。

四、贵金属：全球降息开启，黄金配置价值逐现

黄金及美元指数呈负相关。2012年开始黄金价格开始大幅下跌，美元指数走强，2019年美元指数维持弱势，黄金作为避险资产开始走强。美国国债率方面，2019年美国10年期国债走弱，美国经济增速放缓。

图 51： 伦敦黄金现货（美元/盎司）及美元指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

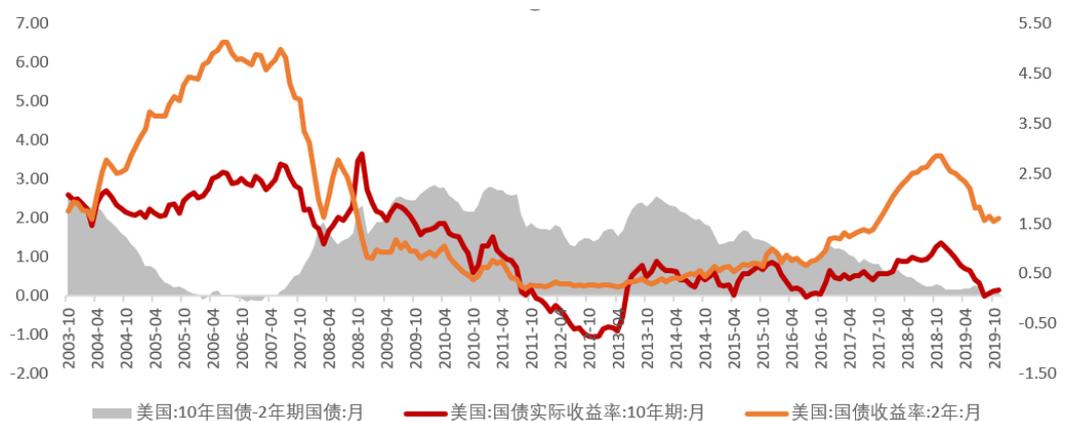
图 52： 美国 10 年期国债收益率及美元指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

2019 年利率出现连续倒挂，黄金持续走强。美国 10 年期国债收益率连续低于 2 年期国债收益率，国债收益率倒挂暗示市场对美国未来经济增长的担忧。

图 53： 美国 10 年期国债及 2 年期国债收益率差

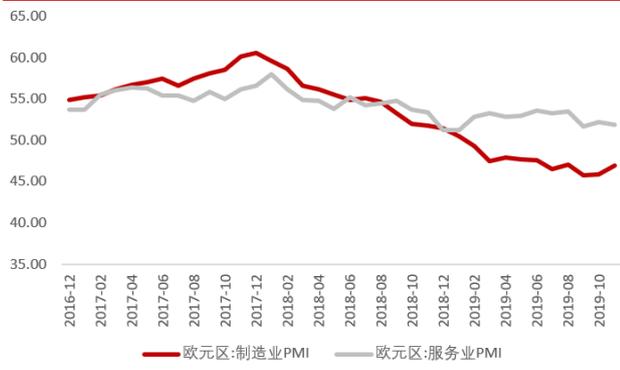


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

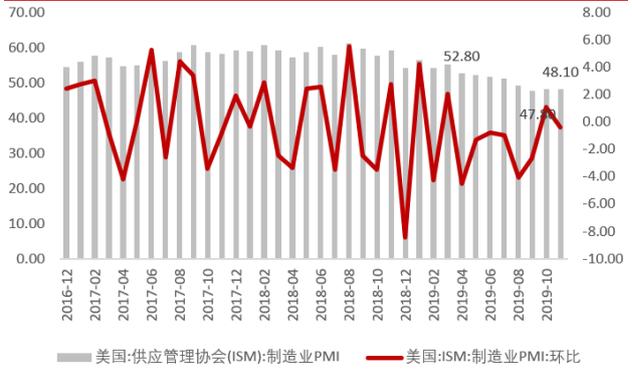
2019 年全球经济进入下行周期，贸易摩擦持续。欧洲制造业数据面临不及预期风险，全球经济景气一致性下行，量化宽松政策预期持续加强，中长期来看，黄金还是具备较强的配置价值。

图 54： 欧洲 PMI 及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 55： 美国 PMI 及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

2019 年下半年全球各国开始密集降息。6 月开始包括欧元区，澳大利亚，南美地区等国家纷纷宣布降息，7 月东南亚国家开始降息，全球经济进入不景气周期，开始密集降息，全球流动性有望边际改善。

图 56： 2019 年下半年全球降息



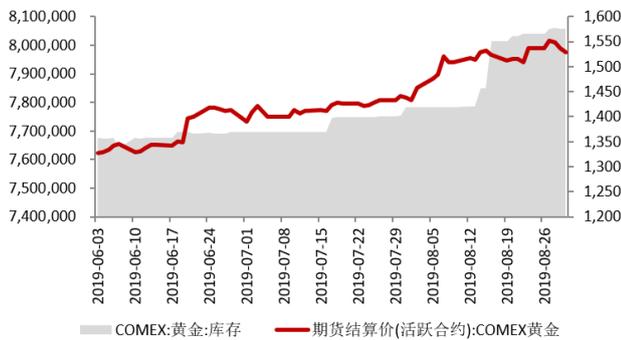
资料来源：Wind，川财证券研究所

2019 年 comex 黄金价格突破 1500 美元/盎司，黄金持仓量不断增加。库存

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

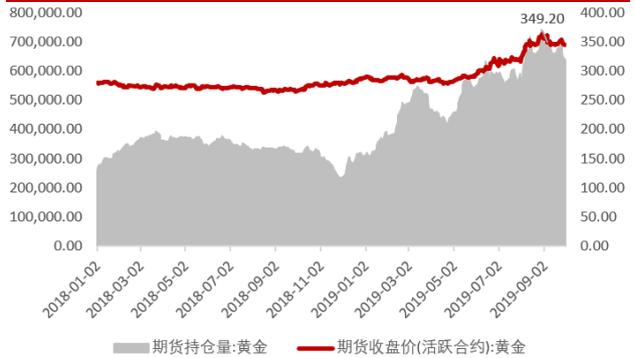
方面 2019 年交易所黄金库存大幅增加。

图 57: COMEX 黄金价格及库存



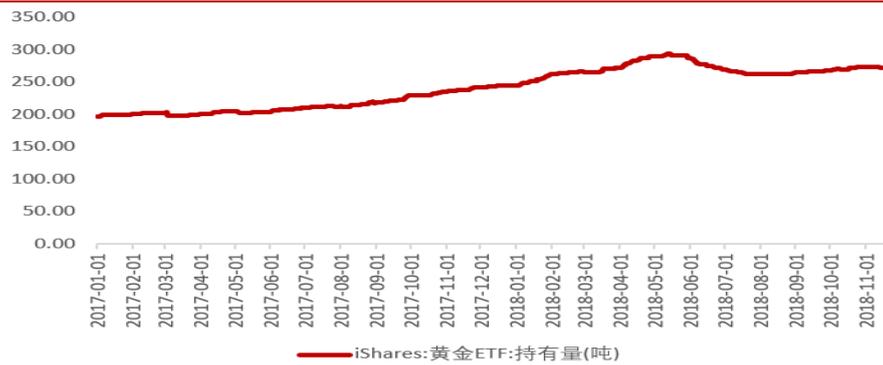
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 58: 国内黄金价格及持仓量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

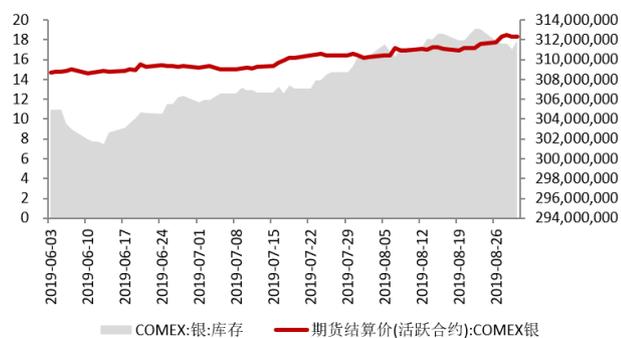
图 59: 黄金 ETF 持仓量 (吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

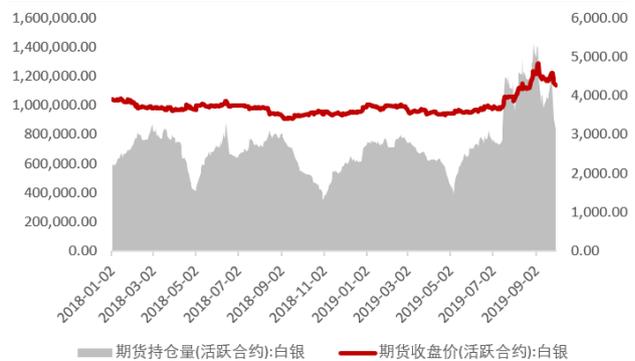
白银价格小幅上涨, 库存持续增加。2019 年随着以黄金为主的贵金属价格走强, 白银价格出现一定幅度上涨。

图 60: COMEX 白银价格及库存



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 61: 国内白银价格及持仓量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 62: 白银 ETF 持仓量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

综上, 相关标的银泰黄金 (000975)。

1) 银泰黄金 (000975), 公司致力于有色金属、稀贵金属的勘探、采选销售及矿产资源行业的投资, 拥有全国储量最大、单体银品位最高的银多金属矿。公司矿山资源禀赋较好, 黄金储量丰富, 品位普遍较高, 将率先受益于黄金价格上涨。

五、稀土及稀土氧化物: 关注中美关系及供给侧改革影响

稀土价格受政策及供给侧改革影响, 全年稳定为主。2019 年稀土金属价格以稳定为主, 氧化镨及氧化铽价格小幅走高, 其余价格震荡。后期继续关注贸易摩擦及稀土行业供给侧改革带来的行业集中度提升。

图 63: 氧化镧价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 64: 氧化铈价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 65: 氧化镨价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 66: 氧化钕价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 67: 氧化铈价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 68: 氧化铈价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

综上，相关标的盛和资源（600392）。

盛和资源（600392）公司以稀土业务为核心，兼顾稀有、稀贵、稀散“三稀”资源。主要产品包括稀土精矿、稀土氧化物、稀土化合物、稀土金属、稀土冶金材料、稀土催化材料、锆英砂、钛精矿、金红石等，广泛应用于新能源、新材料、节能环保、航空航天、军工、电子信息等领域。2017年公司向赣州红石矿业创业投资中心等6名机构及自然人黄平发行股份购买晨光稀土100%股权，公司重组后稀土氧化物产能为8500吨/年。

图 69： 川财有色股票池（截至 2019 年 12 月 13 日收盘价）

日期	2019/12/13	股价	总市值	EPS			PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)						
000060.SZ	中金岭南	4.1	146.7	0.2	0.2	0.3	18	18	16
000603.SZ	盛达资源	13.2	91.1	0.7	0.8	0.9	20	17	15
000630.SZ	铜陵有色	2.2	231.6	0.1	0.1	0.1	29	24	21
000657.SZ	中钨高新	6.5	56.8	0.2	0.3	0.3	30	24	21
000751.SZ	锌业股份	3.1	43.4	0.1	0.2	0.2	21	17	19
000758.SZ	中色股份	4.1	81.1	0.1	0.1	0.1	53	41	37
000807.SZ	云铝股份	4.7	122.3	0.2	0.3	0.5	28	17	10
000813.SZ	德展健康	6.1	136.7	0.2	0.2	0.3	28	26	23
000878.SZ	云南铜业	12.1	205.7	0.4	0.5	0.6	28	22	19
000933.SZ	神火股份	4.9	92.7	0.6	0.3	0.4	8	15	11
000960.SZ	锡业股份	10.2	169.9	0.5	0.6	0.7	19	17	14
000969.SZ	安泰科技	6.3	64.4	0.1	0.2	0.2	44	39	36
000970.SZ	中科三环	9.3	98.9	0.2	0.3	0.4	37	30	23
000975.SZ	银泰黄金	12.7	251.9	0.5	0.6	0.7	25	21	19
002155.SZ	湖南黄金	7.4	89.1	0.2	0.3	0.4	34	25	17
002167.SZ	东方锆业	6.6	40.8	0.1	0.1	0.2	110	57	35
002171.SZ	楚江新材	6.4	85.1	0.4	0.5	0.5	16	14	12
002182.SZ	云海金属	8.9	57.3	0.9	0.7	0.9	10	12	10
002203.SZ	海亮股份	9.7	190.1	0.6	0.7	0.9	17	14	11
002237.SZ	恒邦股份	12.8	116.3	0.5	0.6	0.7	26	22	18
002340.SZ	格林美	4.4	180.5	0.2	0.3	0.3	20	16	13
002378.SZ	章源钨业	5.0	46.1	(0.3)	(0.1)	0.0	-16	-46	-
002460.SZ	赣锋锂业	28.7	345.6	0.5	0.8	1.0	58	38	30
002466.SZ	天齐锂业	27.7	316.6	0.5	1.0	1.7	57	27	17
002540.SZ	亚太科技	4.1	51.6	0.3	0.3	0.4	15	13	10
002600.SZ	领益智造	10.6	725.0	0.3	0.4	0.5	31	26	22
002824.SZ	和胜股份	10.4	19.1	0.3	0.6	1.0	34	17	10
002842.SZ	翔鹭钨业	11.5	31.5	0.2	0.4	0.5	53	27	22
300127.SZ	银河磁体	19.0	61.3	0.5	0.5	0.7	38	36	28
300224.SZ	正海磁材	8.1	66.4	0.2	0.2	0.2	52	47	40
300395.SZ	菲利华	22.0	74.4	0.6	0.8	1.0	37	28	21
300428.SZ	四通新材	13.3	76.7	0.8	0.9	1.1	17	15	12
300618.SZ	寒锐钴业	67.7	181.9	0.4	1.4	2.1	192	49	32
300666.SZ	江丰电子	42.1	92.1	0.2	0.3	0.4	217	164	118

资料来源：Wind，川财证券研究所（均为wind一致预期）

图 70: 川财有色股票池 (截至 2019 年 12 月 13 日收盘价)

日期	2019/12/13	股价	总市值	EPS			PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
600111.SH	北方稀土	10.3	374.2	0.2	0.2	0.2	64	58	51
600114.SH	东睦股份	7.7	47.5	0.5	0.5	0.6	17	14	13
600206.SH	有研新材	11.9	100.3	0.1	0.2	0.4	99	54	30
600219.SH	南山铝业	2.2	260.5	0.1	0.2	0.2	16	13	11
600259.SH	广晟有色	31.7	95.6	0.4	0.4	0.4	84	78	75
600330.SH	天通股份	6.3	62.7	0.3	0.4	0.5	20	16	14
600338.SH	西藏珠峰	10.3	93.8	0.9	1.1	1.2	11	9	9
600362.SH	江西铜业	15.3	442.3	0.8	0.9	1.1	19	16	14
600366.SH	宁波韵升	6.4	63.0	0.1	0.2	0.3	60	38	20
600392.SH	盛和资源	8.5	149.0	0.2	0.2	0.3	41	35	31
600456.SH	宝钛股份	22.9	98.7	0.6	0.8	1.0	40	30	23
600459.SH	贵研铂业	14.5	63.4	0.5	0.6	0.7	30	26	22
600489.SH	中金黄金	8.0	276.4	0.1	0.2	0.2	79	52	42
600490.SH	鹏欣资源	4.3	94.6	0.2	0.2	0.4	21	18	11
600497.SH	驰宏锌锗	4.3	216.9	0.2	0.2	0.3	20	20	16
600516.SH	方大炭素	11.2	305.3	0.9	0.9	1.0	13	13	12
600531.SH	豫光金铅	4.4	48.2	0.1	0.2	0.2	32	24	20
600547.SH	山东黄金	30.9	877.6	0.5	0.8	1.0	57	38	30
600549.SH	厦门钨业	12.2	172.1	0.2	0.4	0.5	55	34	25
600673.SH	东阳光	8.8	264.9	0.4	0.5	0.7	22	16	13
600711.SH	盛屯矿业	4.7	107.6	0.2	0.2	0.3	22	19	14
600888.SH	新疆众和	4.4	45.6	0.2	0.2	0.2	27	22	18
600961.SH	株冶集团	8.4	44.1	0.2	0.5	0.3	39	18	26
600988.SH	赤峰黄金	4.5	70.6	0.2	0.3	0.5	28	15	9
601020.SH	华钰矿业	8.6	45.1	0.5	0.7	0.9	19	12	9
601137.SH	博威合金	10.6	72.4	0.7	0.8	0.9	16	14	12
601168.SH	西部矿业	5.5	130.6	0.4	0.4	0.5	14	14	11
601212.SH	白银有色	3.5	255.5	0.0	0.0	0.1	115	81	65
601600.SH	中国铝业	3.4	531.8	0.1	0.1	0.2	45	25	17
601677.SH	明泰铝业	10.8	66.6	1.2	1.2	1.4	9	9	8
601899.SH	紫金矿业	4.0	948.9	0.2	0.2	0.2	24	20	16
601958.SH	金钼股份	7.5	241.0	0.2	0.2	0.3	41	33	27
603260.SH	合盛硅业	28.1	263.7	1.6	2.3	2.9	18	12	10
603612.SH	索通发展	10.0	33.7	0.4	0.9	1.4	26	11	7
603688.SH	石英股份	17.3	58.4	0.5	0.8	1.0	32	23	17
603799.SH	华友钴业	30.6	330.1	0.3	0.9	1.3	116	33	23
603826.SH	坤彩科技	16.0	75.0	0.4	0.6	0.8	36	26	20
603978.SH	深圳新星	27.3	43.7	1.0	1.5	1.9	26	19	15
603993.SH	洛阳钼业	3.8	772.4	0.1	0.1	0.1	43	35	30

资料来源: Wind, 川财证券研究所 (均为wind一致预期)

风险提示

上游矿业复产或增产节奏超预期

上游矿产资源的复产或增产节奏超预期可能会加速供给，对资源品的价格产生影响。

环保力度的可持续性不及预期

环保核查对冶炼企业生产经营构成影响，核查涉及的限产、停产可能影响生产线调配及产品产量。

下游需求低于预期

需求不及预期可能对加工企业的销售造成影响，使得公司业绩不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004