

# 行业配置价值提升，持续看好钴锂、贵金属

## ——2020年有色行业投资策略

方驭涛 执业证号：S0100519070001

2019年12月9日

风险提示：需求回暖不及预期、供给超预期释放、政策不确定性增强。

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤



# 主要观点

全球流动性宽松背景下，有色金属行业配置价值提升，细分类别主要看好钴锂、金银和铜铝。

小金属：钴锂仍是明年重要看点，看好海外新能源放量

贵金属：短期震荡，中长期依然看好

基本金属：静待经济企稳，关注供需边际改善的铜铝

推荐标的：华友钴业、赣锋锂业、天齐锂业，山东黄金、盛达资源、银泰黄金、紫金矿业，关注江西铜业、神火股份。

# 目录

一、行情回顾：贵金属表现亮眼

二、小金属：钴锂仍是明年重要看点，看好海外新能源放量

三、贵金属：短期震荡，维持长期上行判断

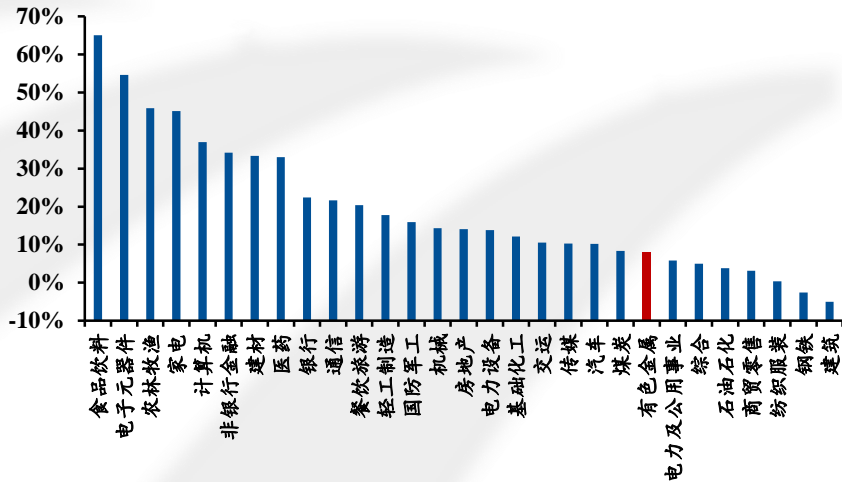
四、基本金属：静待经济企稳，关注供需边际改善的铜铝

五、重点标的推荐及风险提示

# 一、行情回顾：跑输大盘，贵金属表现亮眼

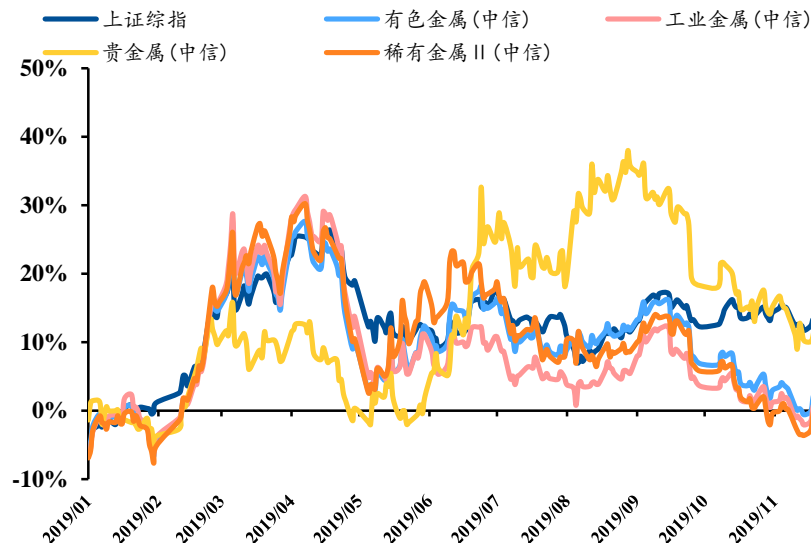
截止至2019年11月29日，上证综指收于2871.98，年初至今上涨16.50%；有色金属板块年初至今上涨9.49%，在29个行业中排名第23名。子板块方面，贵金属板块表现明显强于其他板块。

图 中信一级涨跌幅中有色排名靠后 (2019.1.1-11.29)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 子板块相对走势图 (2019.1.1-11.30)

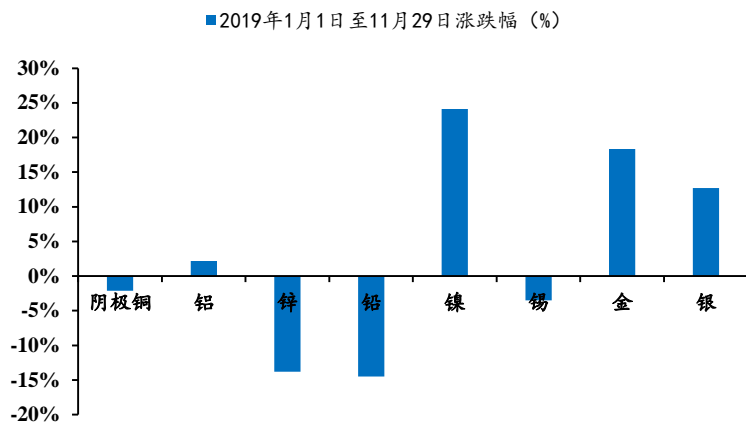


资料来源：Wind，民生证券研究院

# 一、行情回顾：跑输大盘，贵金属表现亮眼

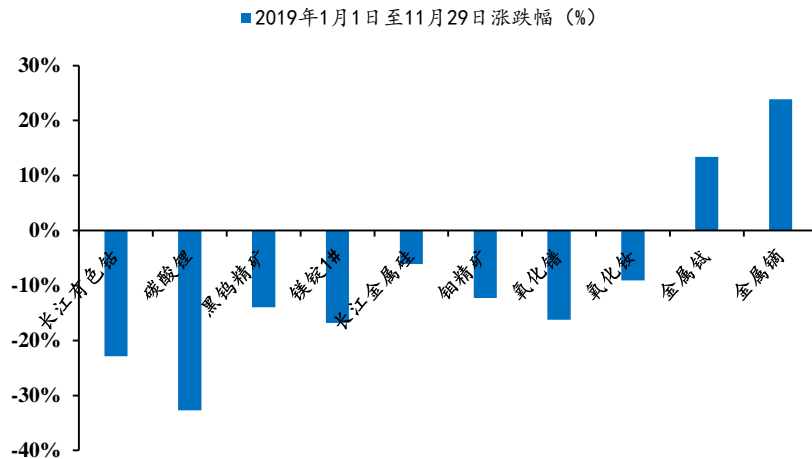
多数金属价格下跌，金银镍表现较强。基本金属：全球经济下行，基本金属的终端需求较差，基本金属价格除镍大幅上涨以外，其他金属表现均较差。贵金属：因美联储开启降息和全球避险情绪回升，金银年内表现较为亮眼。小金属方面，钴锂因供大于求，价格继续下行；其他小金属如镁、硅、钨钼等价格均录得下跌；中重稀土因年内缅甸封关，价格出现上涨。

图 基本金属与贵金属年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 其他小金属、稀土价格年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

# 目录

- 一、行情回顾：贵金属表现亮眼
- 二、小金属：钴锂仍是明年重要看点，看好海外新能源放量**
- 三、贵金属：短期震荡，维持长期上行判断
- 四、基本金属：静待经济企稳，关注供需边际改善的铜铝
- 五、重点标的推荐及风险提示

## 二、小金属：钴锂仍是明年主要看点

**钴锂：供给收缩，全球电动化加速**

**需求：**全球主要国家均已公示碳排放标准以及禁售燃油车时间表，传统汽车厂商大众、奔驰、宝马、奥迪、福特、通用等均宣布对新能源汽车规划增加投入。在环保和能源的约束下，全球汽车电动化的趋势提速，动力电池需求持续增长。3C端，2020年5G手机有望进入爆发期，手机出货量和5G手机单机带电量将迎来齐升，3C领域增速有望提升。

**(1) 钴：**嘉能可Mutanda明年停产产能与其他厂商2020年扩产的产能基本相抵，明年供给将小幅下滑或持平。需求端，随着5G和动力电池的拉动，2020年钴将迎来供需紧平衡，并在2021年转为小幅短缺，钴价有望走出底部，价格中枢逐步上移。

**(2) 锂：**8月份以来，澳洲矿山Alita进入破产重组、ALB对Wodgina停产维护、Mt Cattlin明年减产以及加拿大Nemaska Lithium关闭Whabouchi锂矿，产能有收缩趋势。锂行业仍供大于求，但行业底部已经确认，产能退出仍将继续，锂价下行空间有限；但供求关系仍未扭转，锂盐价格后续将维持震荡。供大于求的基本面已经反映在锂标的当前股价中。后续看好高价库存消化后的锂企利润修复。

钴锂价格短期受动力电池开工率影响或维持震荡，但随着供给逐步收缩和明年需求的改善（海外新能源汽车放量+5G电池单机容量&出货量提升），当前行业底部已经确立。钴锂产品价格与股票均处于底部区间，持续看好后续钴锂行情。持续推荐华友钴业、赣锋锂业、天齐锂业。

# 海外新能源汽车2020年放量，钴锂需求持续改善

欧洲汽车排放标准提高在即，欧洲车企加速电动化布局，各国政府继续加码补贴标准。同时，全球主流车企均将在2020年发布多款电动车型，海外电动车2020年有望迎来放量。

**表 奔驰、大众、宝马电动汽车发布规划 (2019H2-2021)**

车企	车型	动力类型	续航(公里)	电池(KWH)	上市时间	
戴姆勒	EQC	EV	415	79.2	2019年下半年	
	EQA	EV	400	60	2020	
	EQV	EV	400	90	2020	
大众	途观L	PHEV	862	12.1	2019年下半年	
	朗逸纯电	EV	278	38.1	2019年下半年	
	迈腾	PHEV	50		2019年10月	
	探岳	PHEV	480	13	2019年10月	
	e-bora	EV	338	38	2019年下半年	
	e-golf	EV	270	48	2019年下半年	
	帕萨特	PHEV	56	12.1	2019年下半年	
	ID.3	EV	320/430/550	45/58/77	2020	
	ID.初见	EV	500	83	2020年底	
	斯柯达Visson	EV	500	83	2020-2021	
	奥迪A6L e-tron	PHEV	328	14.1	2019年11月	
	奥迪Q2L e-tron	EV	265	37	2019年11月	
	奥迪Q5 e	PHEV	40	14.1	2019年下半年	
	奥迪A8 e	PHEV	40	17.3	2019年底	
	奥迪C-BEV	EV	450	82	2020年	
	奥迪Q4 e-tron	EV	450	82	2020年	
	保时捷Taycan	EV	465	93.4	2019年下半年	
	宝马	BMW 5系	PHEV	650	13	2019
		新BMW X1	PHEV	110	/	2019
		ix3	EV	400	75	2020
i4		EV	550	80	2021	
Inext		EV	63	500	2021	
	Mini cooper E	EV	233	32.5	2020	

资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

**表 其他主流车企电动汽车发布规划 (2019H2-2020)**

车企	车型	动力类型	续航(公里)	电池(KWH)	上市时间
特斯拉	Model 3 (国产)	EV	595	60/75	2020年初
	Model Y	EV	540	80	2020年
通用	别克Velite6	EV	301	35	2019年10月
	英朗EV	EV	301	35	2019
	雪佛兰Menlo	EV	410	140	2019
福特	Escape	PHEV	/	14.4	2020
	Mach-E	EV	600	98.8	2020
丰田	C-HR	EV	400	/	2020
	iA5	EV	510	58.8	2020
	IZOA	EV	400	/	2020
	雷克萨斯UX 300e	EV	400	54.3	2019年底
本田	X-NV	EV	401	53.6	2019年10月
	VE-1	EV	401	59.1	2019年10月
PSA	DS3 Crossback	EV	430	50	2019年下半年
	DS 7 Crossback	PHEV	50	/	2020年
沃尔沃	XC40 BEV	EV	400	78	2019
现代起亚	菲斯塔BEV	EV	490	56.5	2019年底
	昂希诺	EV	500	64.2	2019年下半年

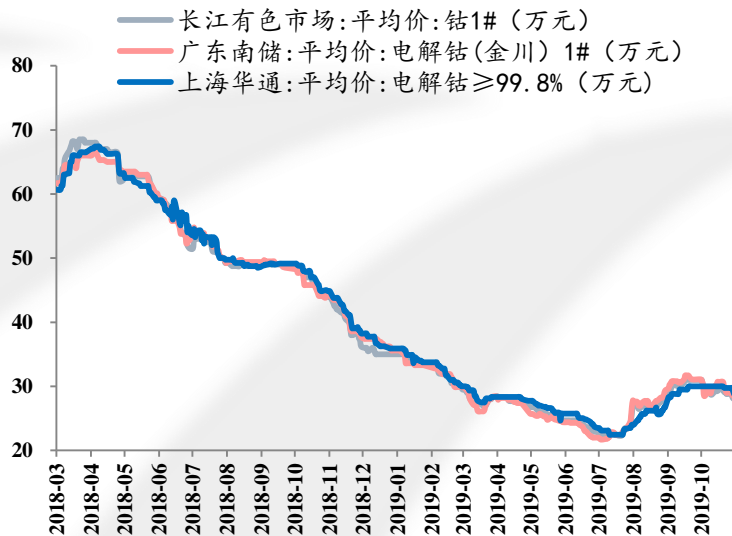
资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理



## 2.1 钴：价格底部明确，供给有望收缩

钴价持续下行后有所反弹。2019年上半年国内外钴价持续下滑，上半年跌幅超30%（自2018年高点跌幅超70%）。7月底8月初，钴价出现企稳反弹：（1）主要是钴价位置较低，大型矿山接近盈亏平衡线，厂商利润率偏低，底部特征较为明显。（2）嘉能可计划2020年关停Mutanda铜钴矿山。

图 国内钴价走势（2018-2019.11）（万元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 国际钴价走势（2018-2019.11）（美元/磅）

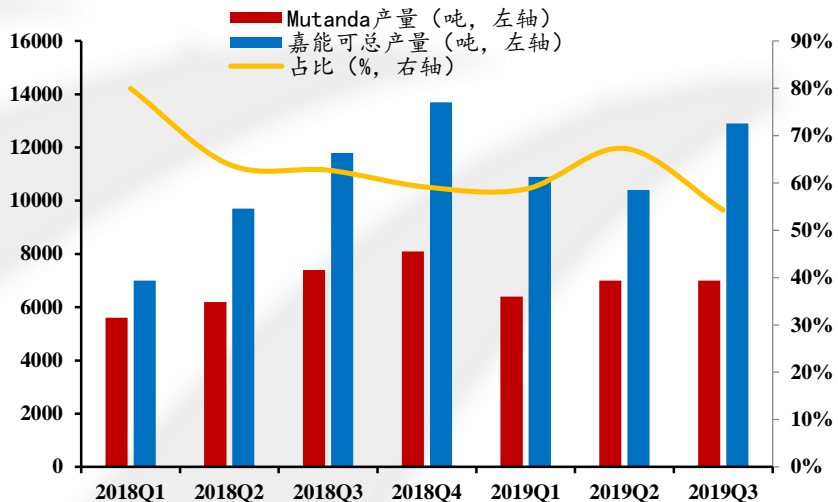


资料来源：Choice，民生证券研究院

## 2.1.1 钴供给：2020年有望小幅收缩

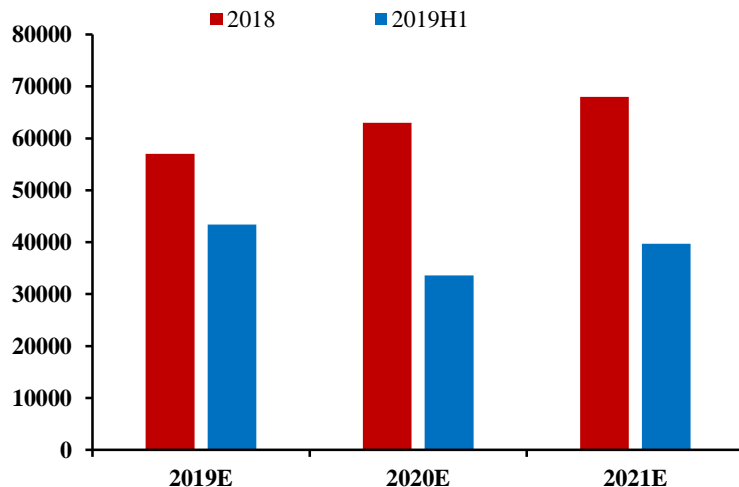
嘉能可下调产能指引。嘉能可于7月底宣布因经济可行性下降将于2019年底关闭Mutanda铜钴矿。Mutanda矿山2018年钴产量27300金属吨，占嘉能可产量比重超60%，约占全球供给20%；2019年上半年产量13400吨。同时，因Katanga产量不及预期，嘉能可下调了钴的产量预期。2019年产量指引由2018年末的57000吨调整为43400吨，2020年产量指引由原63000吨调整为33600吨。

图 Mutanda矿山产量占嘉能可比重较高



资料来源：嘉能可财报，民生证券研究院

图 嘉能可下调对钴的产量指引（金属吨）



资料来源：嘉能可财报，民生证券研究院

## 2.1.1 钴供给：2020年有望小幅收缩

2020年供给小幅收缩。未来供给的主要增量在于欧亚资源的RTR项目（产能1.4万吨）和萨琳娜Chemaf旗下矿山新增产能1.6万吨的产能爬坡。国内企业方面的增量普遍不大，主要是中冶瑞木、盛屯、中铁等小幅增产。全球钴供给预计2020年在13.8万吨左右，同比下滑1-2%左右。

图 国内外主要矿山的供给情况（2016-2021）（吨）

公司	2017	2018	2019E	2020E	2021E
嘉能可	27400	42200	44900	28200	31800
洛阳钼业	16419	18747	18000	18000	18000
谢里特	6654	6086	6287	6300	6300
淡水河谷	5587	5095	4363	4363	4363
欧亚资源	2500	2300	7000	11500	12900
莎琳娜	5160	4100	5540	9140	10740
俄镍	4900	2000	2000	2000	2000
住友	4000	4000	4000	4000	4000
维玛特	2290	3000	3000	3000	3000
古巴镍业	2200	2200	2200	2200	2200
韦丹塔资源	900	900	900	900	900
非洲彩虹	800	800	800	800	800
英美资源	300	300	300	300	300
Implats	250	250	250	250	250

资料来源：各公司财务报告，民生证券研究院

图 国内外主要矿山的供给情况（2016-2021）（吨）

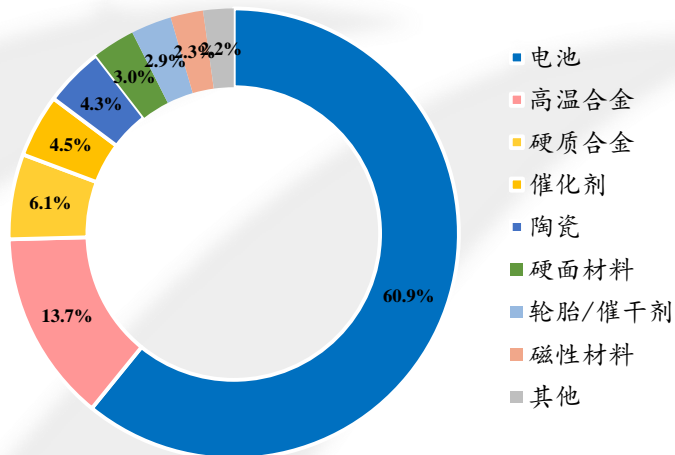
公司	2017	2018	2019E	2020E	2021E
金川	4500	4752	5000	5000	5000
华友	3000	4000	4000	5000	6100
万宝	3500	3000	4000	4500	5000
中冶	3307	3275	3200	3200	3200
中色	0	0	2000	4000	4000
盛屯	0	0	3000	3000	3000
合纵	0	0	1000	1000	2000
鹏欣	0	0	1000	1000	1000
中铁	2000	2800	3000	3000	3000
手抓矿	23000	21500	13500	17000	16000

资料来源：各公司财务报告，民生证券研究院

## 2.1.2需求：动力电池+5G是主要看点

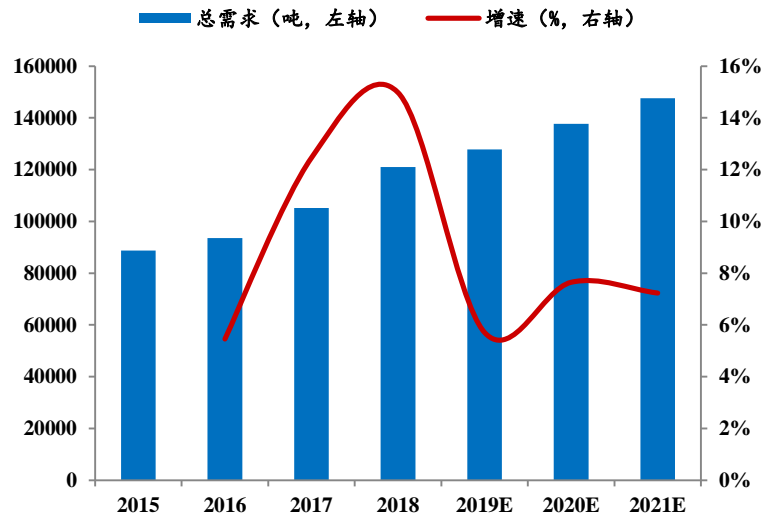
电池为主要下游。钴的主要消费领域为电池、高温合金、硬质合金、陶瓷、催化剂等。2018年全球钴消费约为12.6万金属吨，同比增长接近11.5%，电池行业占比约为60.86%，高温合金行业占比约为13.74%。其他行业的用钴量较为平均。

图 电池仍是钴的主要下游需求



资料来源：安泰科，民生证券研究院

图 全球钴消费量（2015-2021）（金属吨）

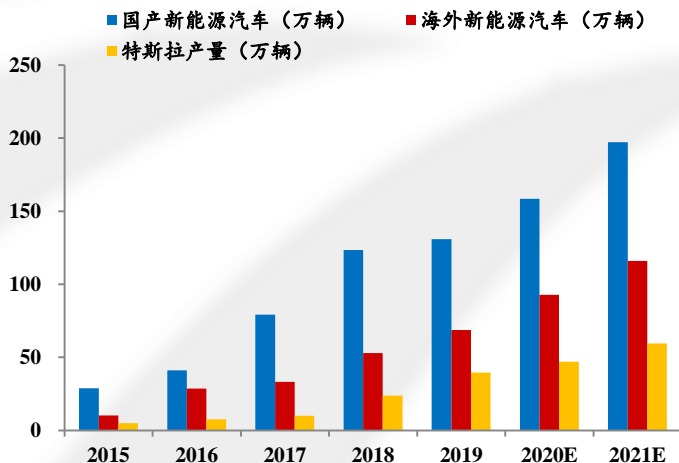


资料来源：安泰科，民生证券研究院整理

## 2.1.2需求：动力电池+5G是主要看点

**动力电池：仍将维持高速增长。**2020年全球将迎来新能源汽车放量，主流汽车厂商大众、宝马等新能源汽车规划逐步落地，整体稳步增长。同时，特斯拉国内进度超预期，预计2020年始开始贡献15万辆以上产量。动力电池领域对钴的需求量有望维持在25%左右复合增速，2020年动力电池钴需求超2.4万吨。

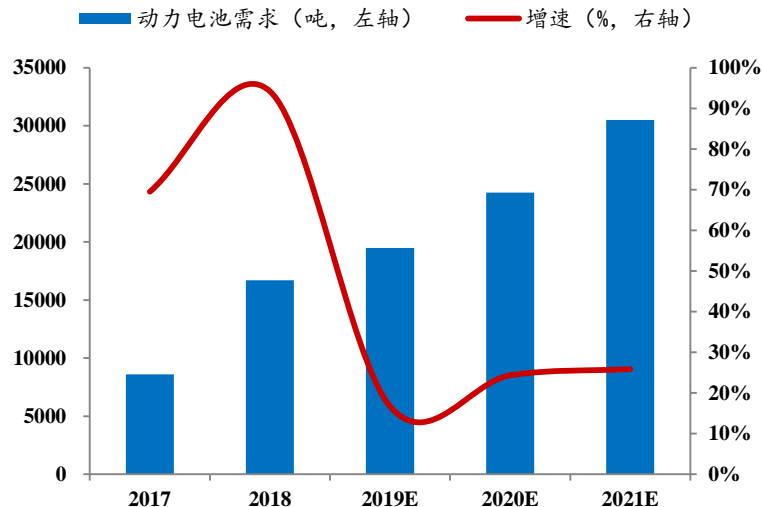
图 国内外新能源汽车有望继续维持高速增长（万辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院整理

注：特斯拉产量单列

图 动力电池领域对钴的需求有望维持25%增速



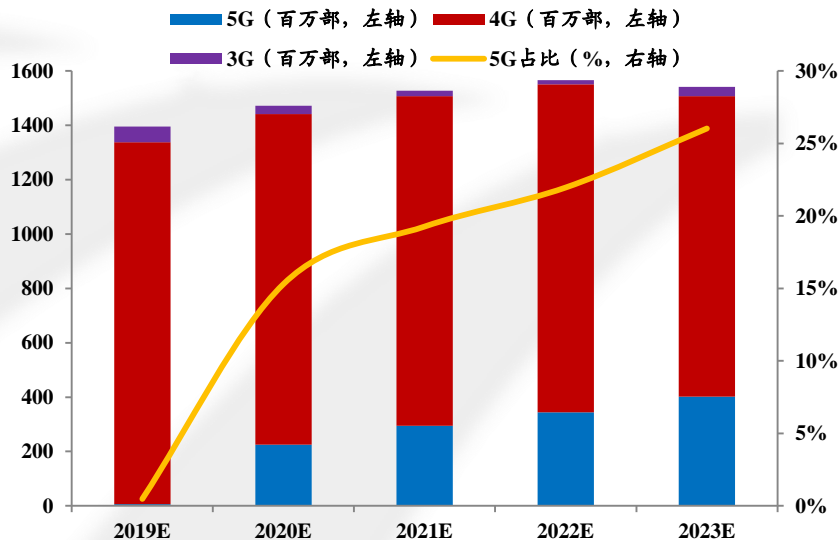
资料来源：安泰科，民生证券研究院整理

理

## 2.1.2需求：动力电池+5G是主要看点

3C：5G手机出货量增长+单机带电量提升。5G换机需求有望在2020年开始逐步放量，单机带电量同步抬升。IDC预计2020年5G手机出货量有望达到2.25亿部，占比有望由2019年的0.5%提升至15%。3C端钴需求增速会有所提升。

图 5G手机有望在2020年迎来放量



资料来源：IDC，民生证券研究院

表 已发布5G机型单机带电量大幅超过市场平均带电量

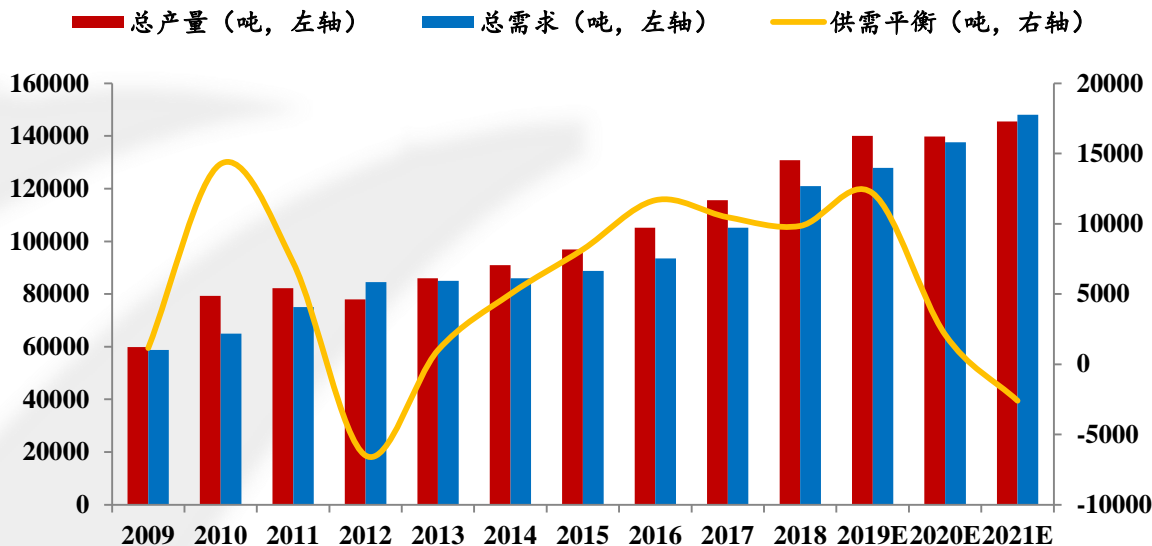
厂商	机型	带电量 (mAh)
华为	Mate30pro	4500
	Mate30	4200
	Mate20X	4200
Vivo	NEX3	4500
	IQOOpro	4500
三星	NOTE10+	3500
	A90 5G	4500
小米	9pro	4000
中兴	天机10pro	4000

资料来源：各公司网上商城，民生证券研究院整理

## 2.1.3 预判：2020年有望紧平衡，2021年短缺

2020年供需紧平衡。嘉能可Mutanda矿山关闭后，行业供给将小幅下滑；随着海外新能源放量带来动力电池需求抬升和3G电池端增速改善，2020年行业整体紧平衡，并在2021年步入短缺。钴价中枢有望逐步抬升至30万元/吨以上。

图 钴行业产量与需求情况（金属吨）

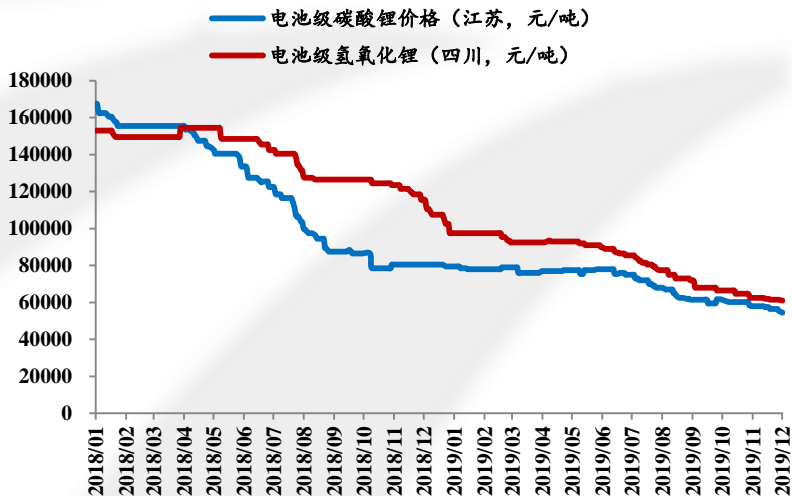


资料来源：安泰科，民生证券研究院

## 2.2 锂：供大于求尚未扭转，底部获确认

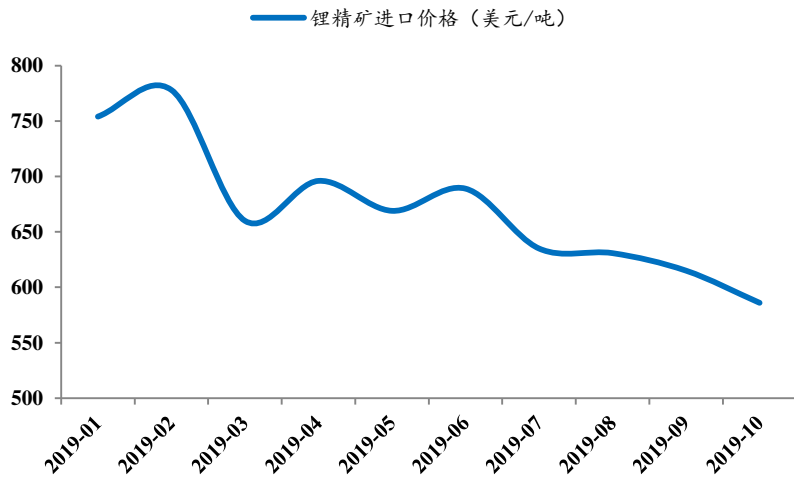
2019年锂盐价格继续走弱。因供给端产能释放，国内动力电池补贴滑坡导致需求不及预期，2019年锂盐价格持续下行；截至12月2日，电池级碳酸锂已经跌至5.45万元/吨，氢氧化锂已经跌至6.1万元/吨。2019年10月进口锂精矿价格已经跌至586美元/吨。

图 2019年碳酸锂和氢氧化锂价格持续下行（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2019年进口锂精矿价格继续下跌（美元/吨）



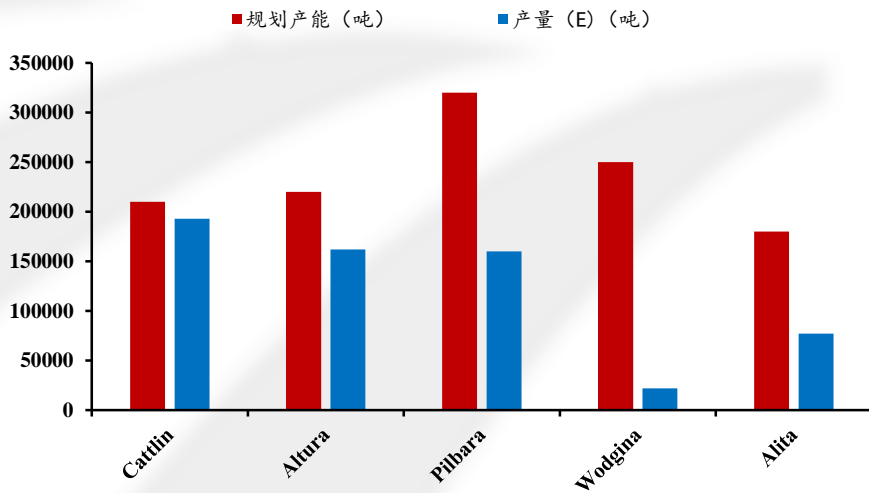
资料来源：SMM，民生证券研究院



## 2.2.1 供给：澳洲矿山产能释放或低于预期

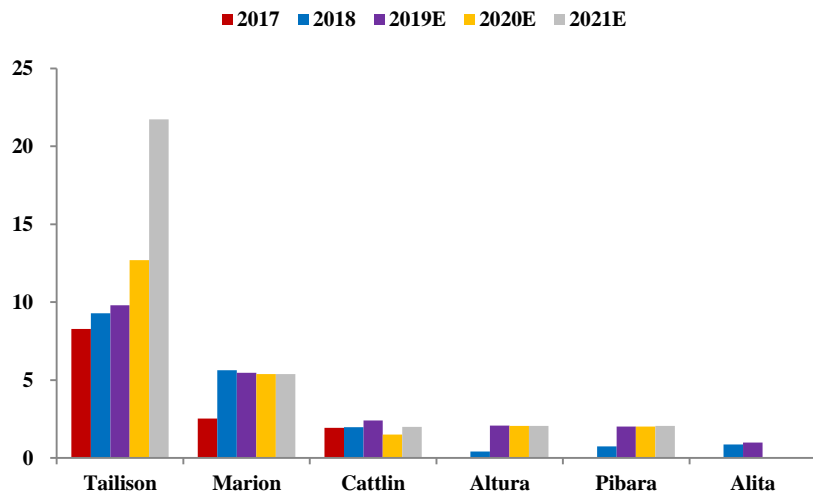
澳洲矿山产能释放低于预期。8月以来锂矿产能不断退出，Alita破产重组，Wodgina暂停运营，Galaxy考虑2020年将Mt Cattlin减产以及加拿大Nemaska Lithium关闭Whabouchi锂矿。2019年澳洲矿山实际产量要远低于前期的规划。2019-2020年澳大利亚矿山主要增量源于泰利森，Altura、Pilbara增量较小。

图 减产/退出的锂矿2019年规划产能与产量（E）对比



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

图 未来澳大利亚矿山的产能规划（万吨LCE）

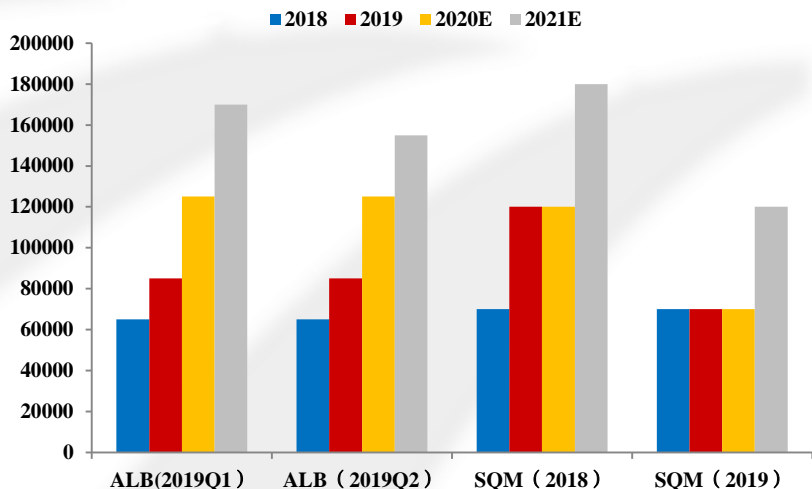


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

## 2.2.1 供给：南美矿山不断推迟产能规划

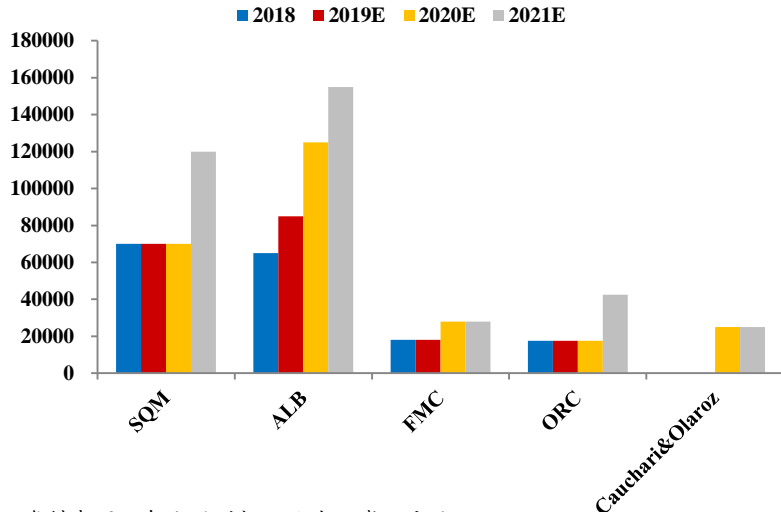
盐湖提锂产能规划延后。SQM、ALB将原锂盐产能扩张计划缩减和后延。SQM将扩产的6万吨产能由2020年投产改为2021年投产。预计2020年南美的盐湖产能增量相较于预期减少，主要增量是雅宝在Atacama新增的4万吨锂盐产能（LCE）。

图 SQM/ALB2018年产能规划与2019年对比（吨LCE）



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

图 南美锂盐产能规划（吨LCE）

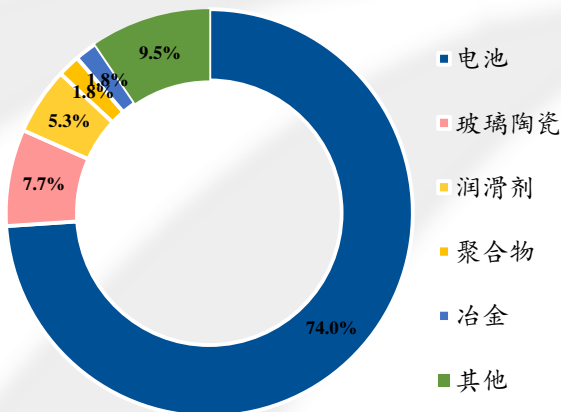


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

## 2.2.2需求：电池仍是主要需求

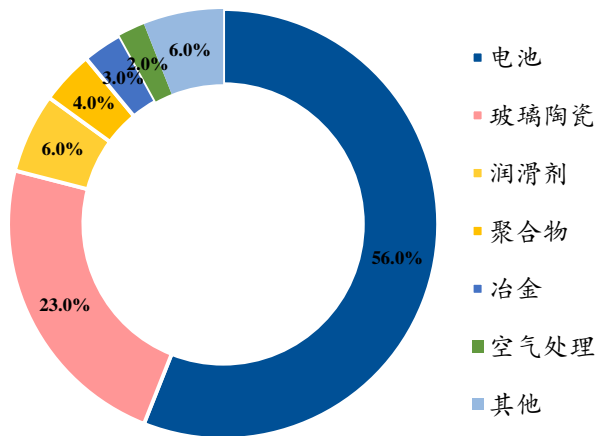
下游需求仍将以电池为主。锂下游的需求主要集中在电池、玻璃陶瓷、润滑剂、冶金等，其中电池是最重要的应用领域。中国与全球消费结构不同之处在于电池的比重较大，国内电池领域的消费比重在不断增加，2018年电池领域锂消费占比达到74%。随着全球新能源的发展，预计未来动力电池为主要应用领域的趋势不变。

图 中国下游锂需求结构



资料来源：安泰科，民生证券研究院

图 全球下游锂需求结构

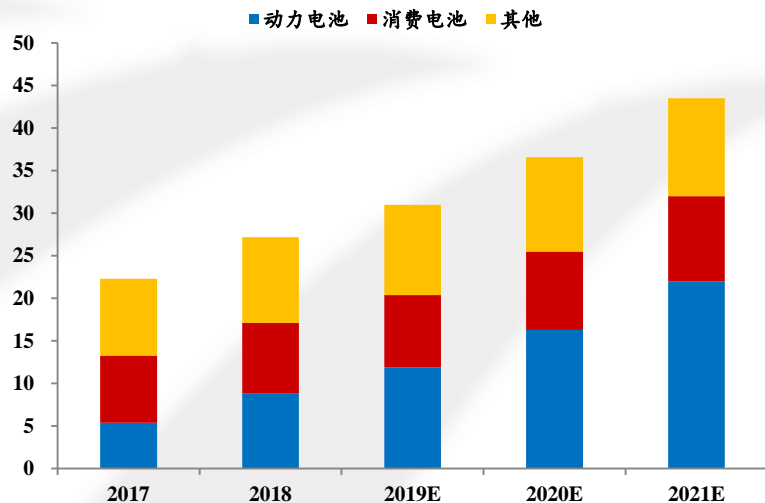


资料来源：安泰科，民生证券研究院

## 2.2.2需求：动力电池增速快，但仍供大于求

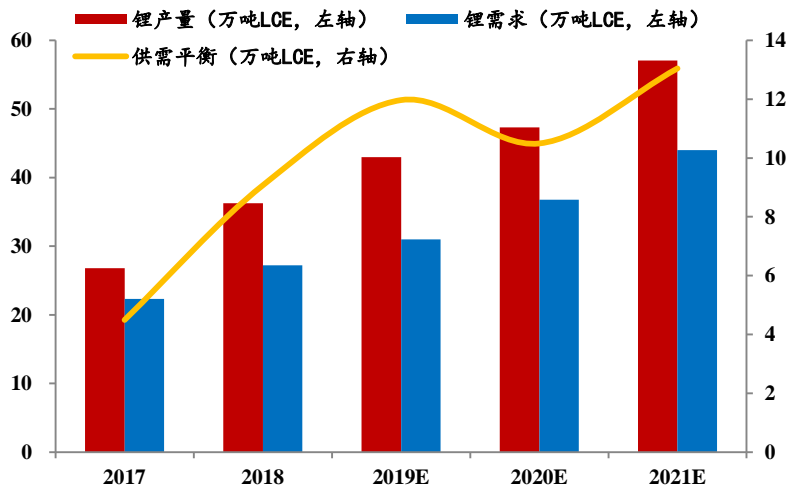
供大于求仍未扭转。预计至2021年，动力电池端需求有望维持30%以上增速，消费电池保持8%左右增长；传统领域锂需求将维持3%左右增速；锂行业整体需求增速15%左右，2019-2021年行业仍呈现出供过于求的状态。（2019-2021年锂行业供给为42.96万吨、47.30万吨、57.05万吨；锂需求为31万吨、36.8万吨、44万吨）

图 全球锂行业需求 (万吨LCE)



资料来源：安泰科，民生证券研究院整理

图 锂行业供需平衡 (万吨LCE)

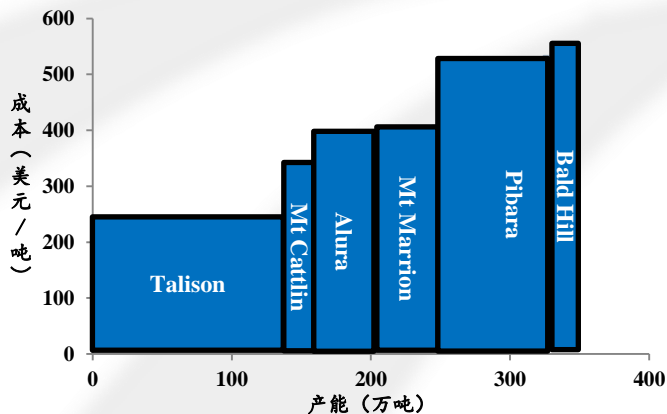


资料来源：安泰科，民生证券研究院整理

## 2.2.3 预判：价格震荡，但底部获确认

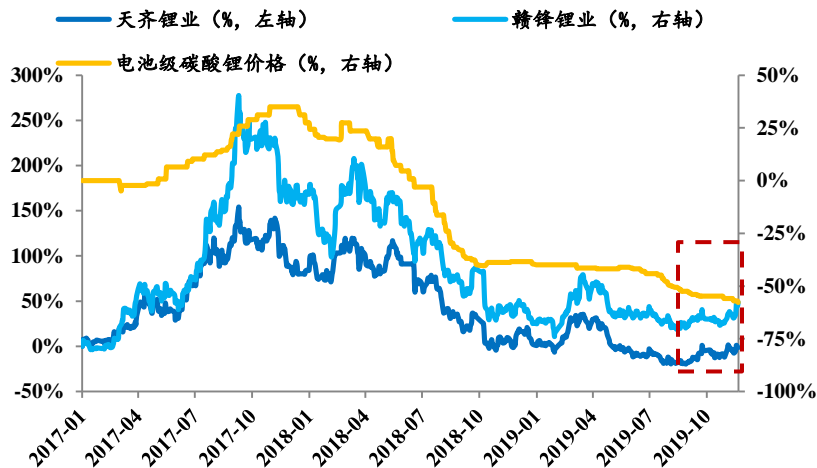
底部确认，看好锂企利润修复。尽管锂仍处于供大于求的局面，但行业底部已经确认，后续将继续看到产能的不断退出，锂价继续下行空间有限，预计锂精矿底部在500美元/吨左右。同时，2019年碳酸锂的价格一直在下跌，但天齐锂业、赣锋锂业的股价却没有创出新高；即当前锂标的跌幅已经反映供大于求的基本面，股价已经包含了对价格的悲观预期。因此，产品价格和股票底部均获确认，但供求关系仍未扭转，锂盐价格后续或将维持震荡；后续看好高价库存消化以后锂企的利润修复。

图 澳大利亚矿山成本（美元/吨）



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

图 锂标的对碳酸锂价格下行已经脱敏



资料来源：Wind，民生证券研究院

# 目录

- 一、行情回顾：贵金属表现亮眼
- 二、小金属：钴锂仍是明年重要看点，看好海外新能源放量
- 三、贵金属：短期震荡，维持长期上行判断**
- 四、基本金属：静待经济企稳，关注供需边际改善的铜铝
- 五、重点标的推荐及风险提示

### 三、贵金属：短期震荡，维持长期上行观点

美国PMI（ISM）等作为经济的先行指标已经率先进入下行通道，确认美国经济从高点开始回落；但短期消费、失业率等（经济同步或滞后指标）仍具有一定韧性。私人非住宅投资和周薪已有下行趋势，投资和消费数据后续对经济的支撑作用有限，经济增速将逐步放缓，经济下行或将逐步兑现；预计2020年美联储会逐步根据经济数据重新引导降息预期，长期持续看好金价。

**短期：维持震荡。**10月美联储如期降息25bp，并在联储声明中删除了“采取适当措施”措辞，鲍威尔发布会发言态度偏鹰但也重申通胀压力。短期经济数据整体稳健，美联储将进入政策观察期，12月降息概率降为5%左右，降息概率较低；风险方面，中美、美欧贸易摩擦，英国脱欧等风险因素虽然存在，但避险情绪整体回落，预计金价短期维持震荡运行。

**长期：维持上行判断。**长期来看，美国乃至全球经济增速放缓是大概率事件，全球将进入降息周期，实际利率有望继续下行。根据历史经验，美元周期一般为4年至8年，这与两党轮替带来的财政政策及货币政策变换高度相关，黄金有望受益于美元的周期轮动。全球负利率债券规模将不断扩大，黄金配置价值提升，维持贵金属长期上行判断。（通胀疲软或将压制金价上行幅度，但以人民币计价的黄金仍有抗通胀价值。）

**标的推荐：**持续推荐山东黄金、紫金矿业、银泰黄金、盛达资源。

### 3黄金与TIPS走势呈现强负相关性

TIPS与黄金走势强负相关。自2003年TIPS诞生以来，黄金与美国十年期国债（TIPS）收益率呈现比较稳定的反向关系，体现了黄金的金融属性。美国十年期国债收益率（TIPS）可以作为投资黄金的机会成本，收益率越高黄金价格越低。COMEX黄金价格与TIPS之间的相关系数为-0.8713，二者之间有明显的负相关性。

图 黄金与美国10年期国债TIPS收益率走势具有明显的负相关性



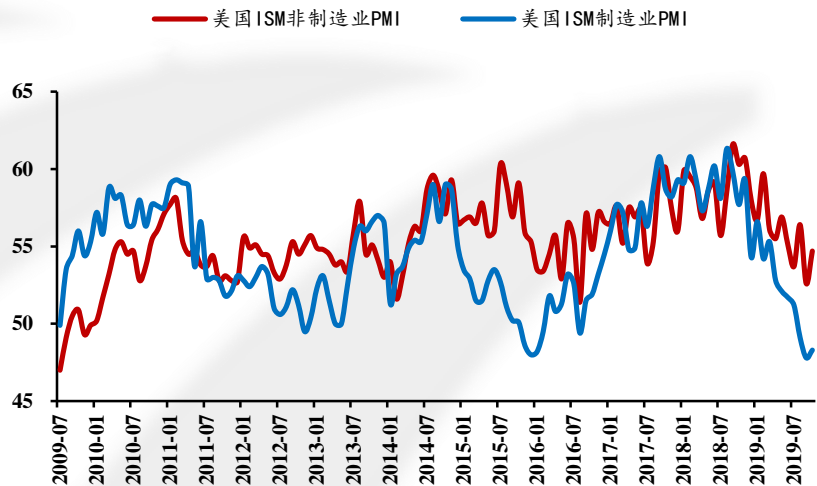
资料来源：Wind，民生证券研究院



# 3.1利好一：美国经济先行指标下行，同步指标回落

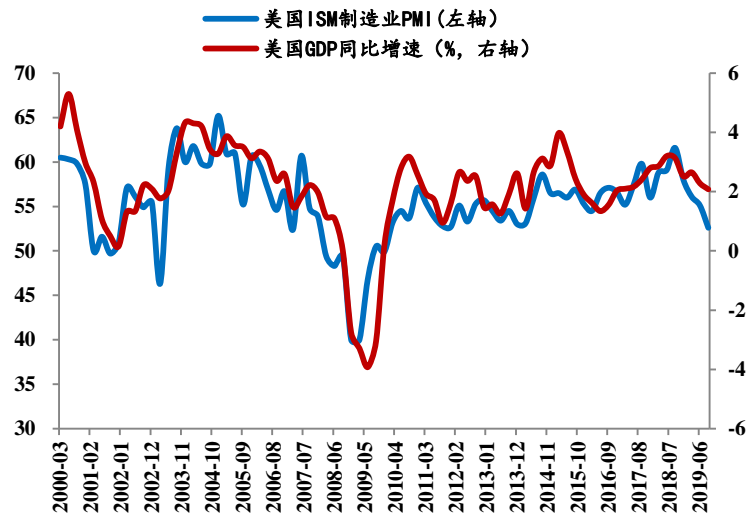
制造业先行指标仍处下行通道。美国11月ISM制造业指数 48.1，不及预期49.2，在10月小幅反弹后，再度下行；10月ISM非制造业PMI52.6，不及预期55.1。作为经济先行指标的PMI数据自2019年3月进入下行通道，并自8月起持续低于荣枯线，美国经济未来走势的不确定性在上升，经济失速风险增加。

图 美国制造业PMI与非制造业PMI持续下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 美国PMI ( ISM ) 与GDP走势

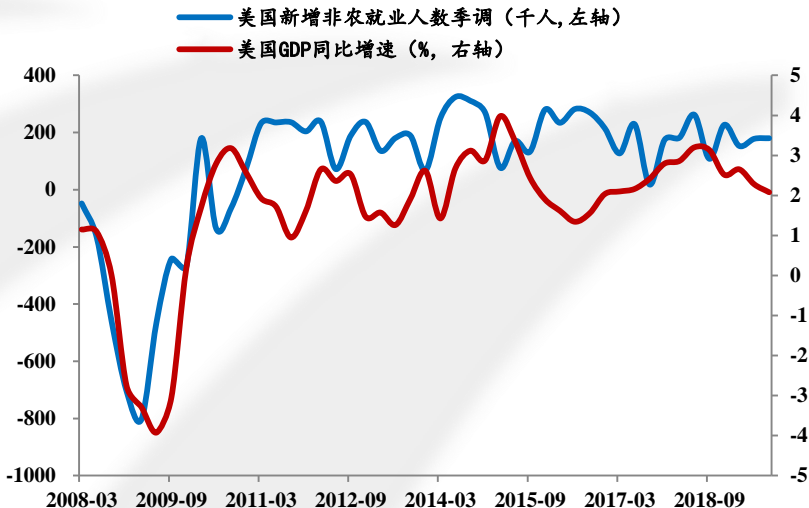


资料来源：Wind，民生证券研究院

# 3.1利好一：美国经济先行指标下行，同步指标回落

非农就业和每周平均工时中枢下移。美国 10月非农就业人数12.8万人，超出预期的8万人，就业整体健康。但2019年月均非农就业人数已由2018年的22.3万人跌至16.7万人。工时和薪资方面亦出现同比下行趋势，美国私人非农企业每周平均工时较2018年出现下滑；平均周薪同比增速由2018年高点3.6%逐步回落至2.7%附近。

图 非农就业人数（季调）约领先GDP增速1-2季度



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 美国私人非农企业平均每周工时（小时）与周薪同比增速

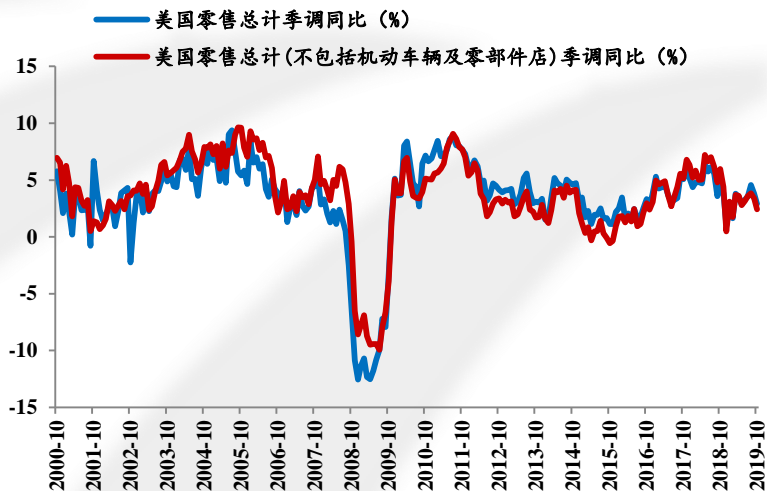


资料来源：Wind，民生证券研究院

# 3.1利好一：美国经济先行指标下行，同步指标回落

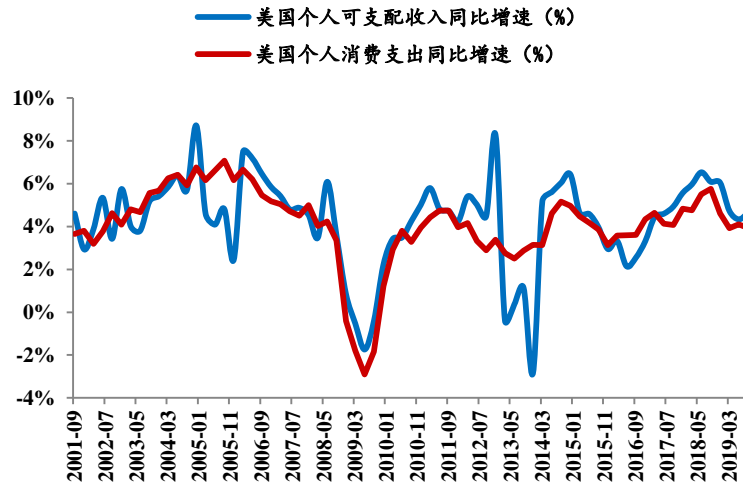
消费：后续对经济的支撑效应或不足。10月美国零售同比增速继续下行至2.89%；零售数据与个人可支配收入同比增速自2018年高点回落明显，而个人可支配同比增速基本与个人消费支出增速走势一致。因此，预计在周薪薪资增速回落和个人可支配收入增速下行后，消费支出增速或继续下行，对后续经济的支撑作用将减弱。

图 美国零售数据有下行趋势（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 美国个人可支配收入与消费支出基本同步（%）

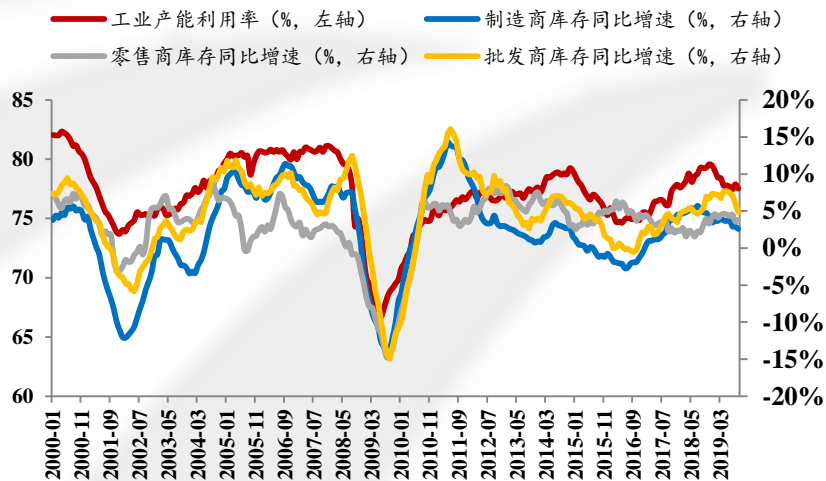


资料来源：Wind，民生证券研究院

# 3.1 利好一：美国经济先行指标下行，同步指标回落

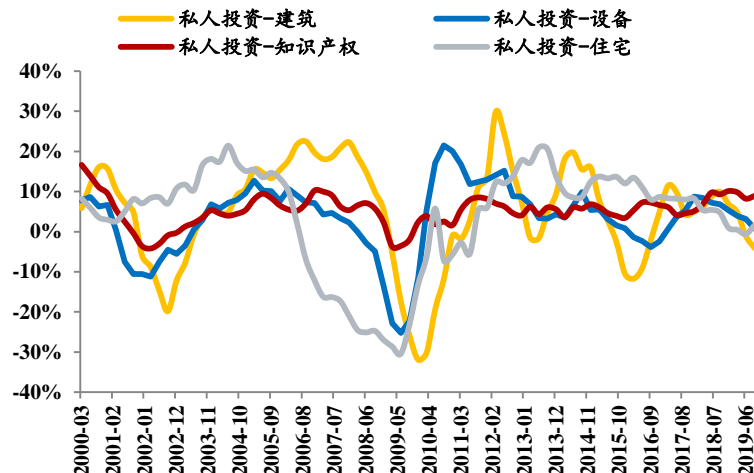
投资：工业利用率下滑，私人投资分项数据不容乐观。工业部门产能利用率已由2018年高点79.57%下行至77.52%。同时，库存方面增速下行，对经济支撑效应减弱。私人投资方面，固定资产中的建筑、设备投资同比增速均进入下行通道，知识产权增速整体平稳，住宅投资有企稳回升趋势，但后者占比较小，难以抵消固定资产投资增速下行的影响。

图 美国工业产能利用率和库存均处下行趋势（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 私人投资主要分项中非住宅投资数据下行（%）

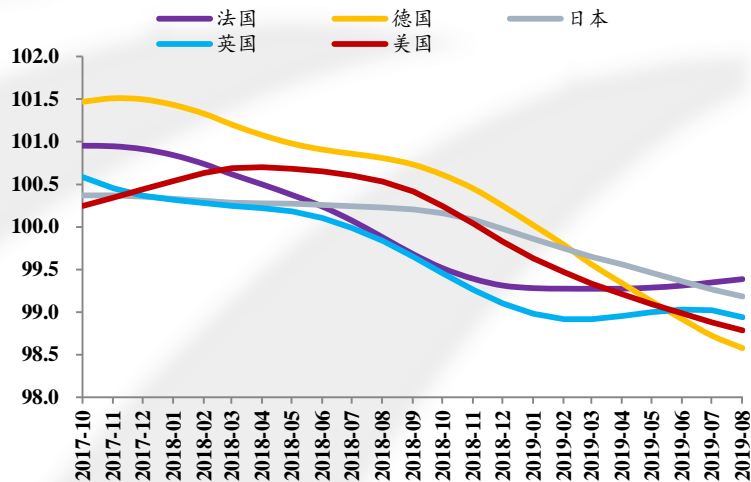


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 3.2利好二：负利率与信用货币风险带来配置需求

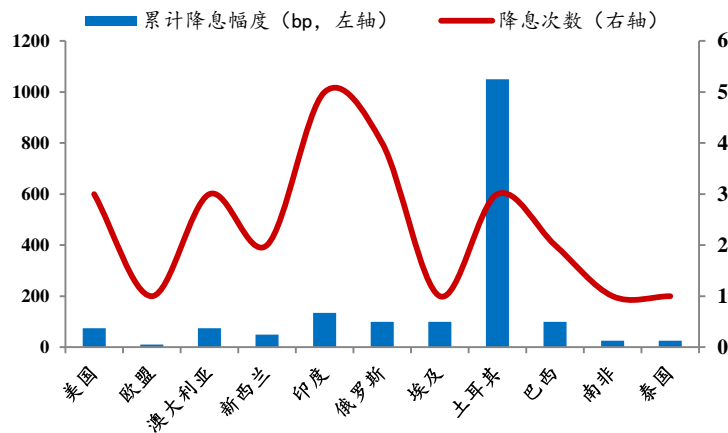
全球经济放缓，全球进入降息潮。2018年以来全球经济增速不断放缓；世界银行与IMF等不断下调全球经济增速。2019年年内全球降息国家超过30个，主要经济体中美国（3次/50bp）、欧盟（1次）、澳大利亚（2次/50bp）、新西兰（2次/50bp）、印度（5次/135bp）、巴西（2次/100bp）等均有不同次数降息。预计全球增速放缓的趋势不变，降息周期难以规避。

图 全球主要经济体OECD综合领先指标均未触底



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2019年主要经济体降息次数和幅度

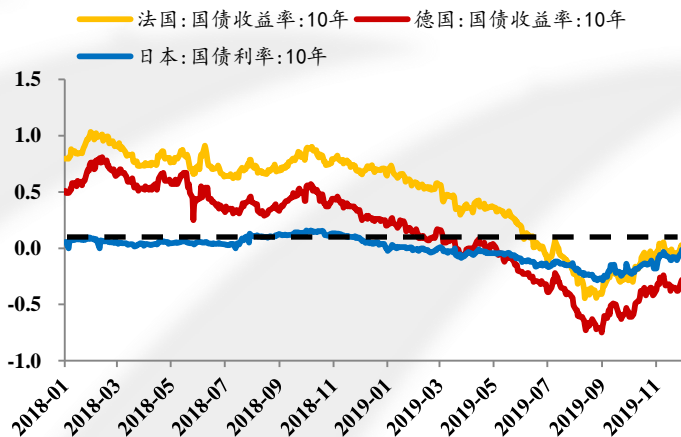


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 3.2利好二：负利率与信用货币风险带来配置需求

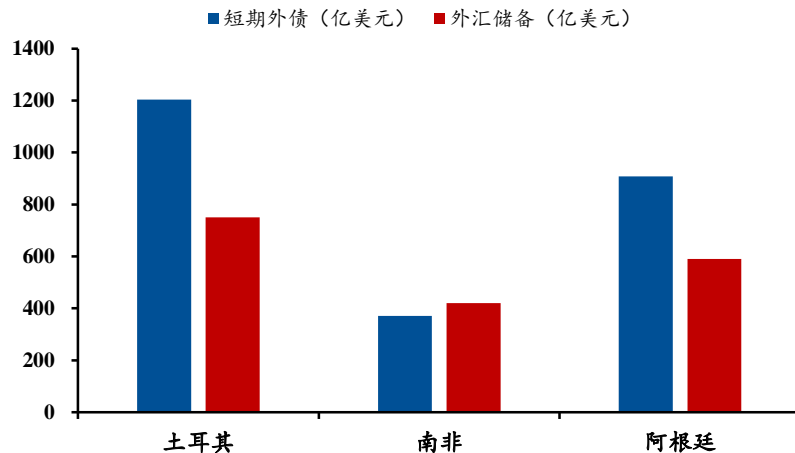
负利率债券规模不断扩大，部分新兴市场国家存货币风险。随着全球进入降息周期，负利率债券规模预计仍将不断攀升，黄金的配置需求将不断提升。美国债务规模持续增长，美元的避险属性或有所减弱；同时，部分新兴市场国家（土耳其、南非、阿根廷）的短期负债较高，而外汇储备难以覆盖，主权债务违约和外汇风险上升。信用货币的价值将不断遭受考验，黄金配置价值继续凸显。

图 欧洲、日本10年期国债利率均在0值下方（%）



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 部分新兴市场国家外汇储备难以覆盖短期外债

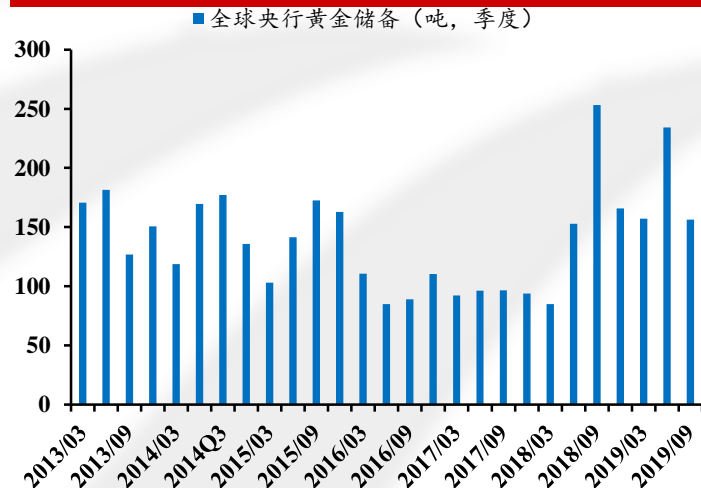


资料来源: 各国央行, 民生证券研究院

### 3.3利好三：全球央行持续增持黄金，ETF创新高

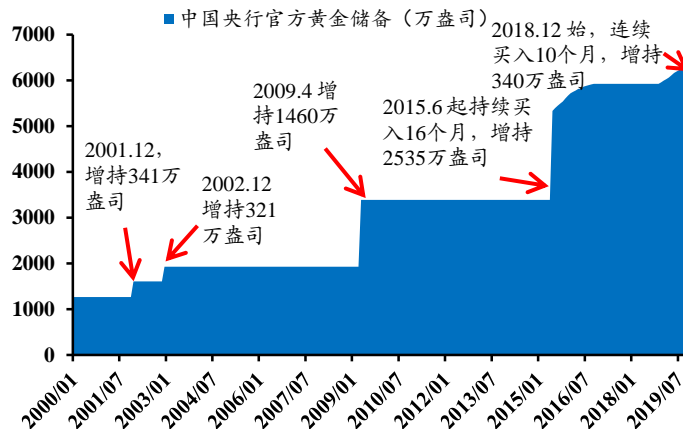
**Q3全球央行继续增持。**2019Q3全球央行净增持156.2吨黄金，同比下滑38%，主要是因为2018Q3黄金增持量为历史高点253吨，以及金价涨幅过高。2018年以来增持黄金的央行多为新兴市场国家，俄罗斯(+368吨)、波兰(+125吨)、土耳其(+112吨)、中国(+84吨)、哈萨克斯坦(+76吨)和印度(+60吨)。其中中国央行自2018年12月连续增持10个月，累计增持340万盎司，黄金储备达6264万盎司(折1948.1吨)。

图 全球央行季度增持黄金储备量



资料来源：WGC，民生证券研究院

图 中国央行历次增持黄金情况

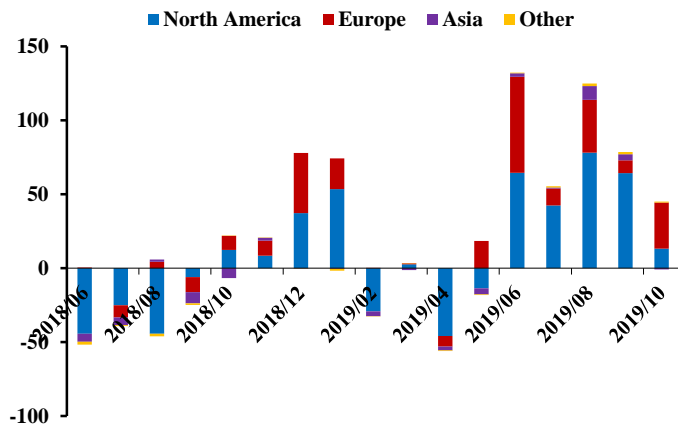


资料来源：WGC，民生证券研究院

### 3.3利好三：全球央行持续增持黄金，ETF创新高

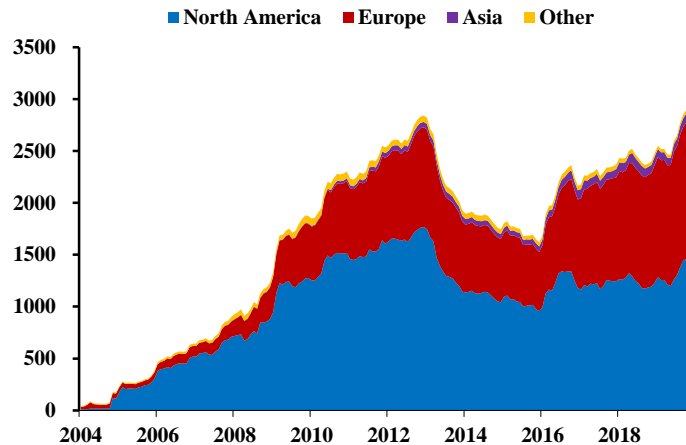
ETF投资需求创历史新高。截至10月底，全球黄金ETF及类似产品总持仓达2900吨，突破2012年的历史高点（金价1800美元以上）；10月单月全球黄金ETF持仓量增加44.4吨。从地区分布来看，全球黄金ETF持仓仍主要分布在北美地区和欧洲地区，亚洲和其他地区占比小。

图 全球黄金ETF在6月以来持续净流入（吨）



资料来源：WGC，民生证券研究院

图 全球黄金ETF总持仓创历史新高（吨）



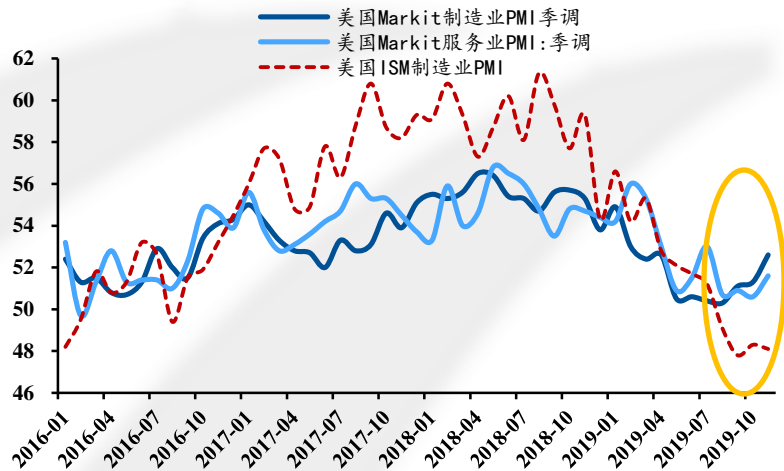
资料来源：WGC，民生证券研究院



## 3.4 利空一:美国经济短期仍有韧性

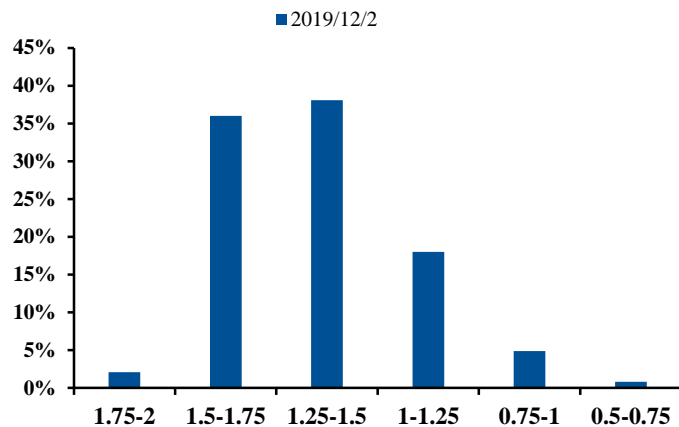
ISM与Markit数据分化体现经济韧性。11月Markit制造业PMI终值52.6,超预期52.2,连续3个月增长;与ISM的制造业PMI走势背离。ISM数据采集源自采购主管的主观判断,对经济走势具有一定前瞻性;而Markit PMI数据则依照实际业务操作填写,与实际经济数据走势更接近。ISM与Markit数据的分化说明,尽管美国经济数据由高景气度回落,但短期数据方向仍向上,未及衰退地步,仍具一定韧性。降息预期方面,CME数据显示至2020年年底前降息1次以上的概率为64%,市场对降息的预期整体不高。

图 Markit 制造业PMI与ISM制造业PMI数据分化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2020年内降息1次以上概率不高(%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 3.5利空二：避险情绪影响边际减弱

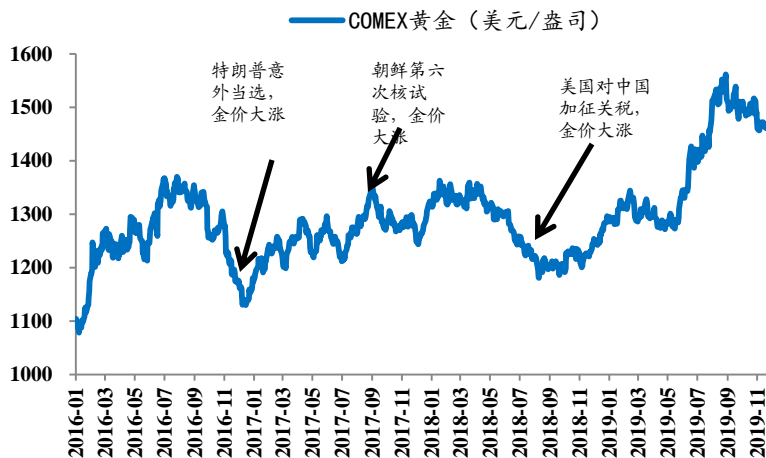
避险情绪好转，利空金价。中美贸易磋商虽有波折，但整体向好；英国硬脱欧风险逐渐减小；VIX指数明显回落至12附近，全球避险情绪出现弱化迹象。从历史数据来看，避险情绪是金价短期走势的强影响因素，但短期突发性事件对金价的影响并不具有持续性，且短期风险事件导致的金价大涨并不能改变金价原有走势。因此，即使后期贸易局势及脱欧事件发生负面变化，对金价的影响预计将边际减弱。

图 VIX指数大幅回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 短期风险事件对金价的影响不可持续

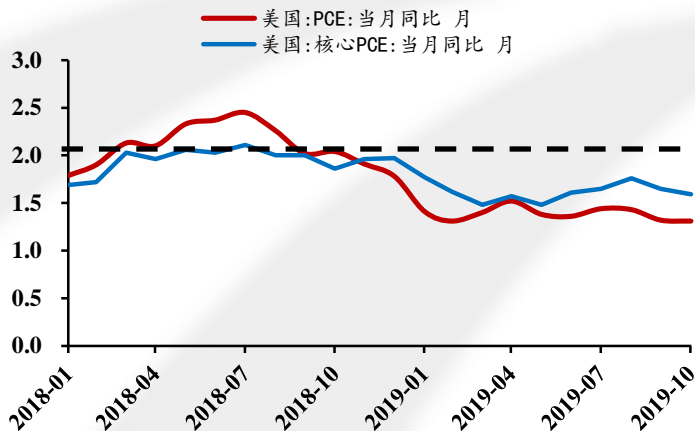


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2.6利空三：通胀疲软或将持续压制金价

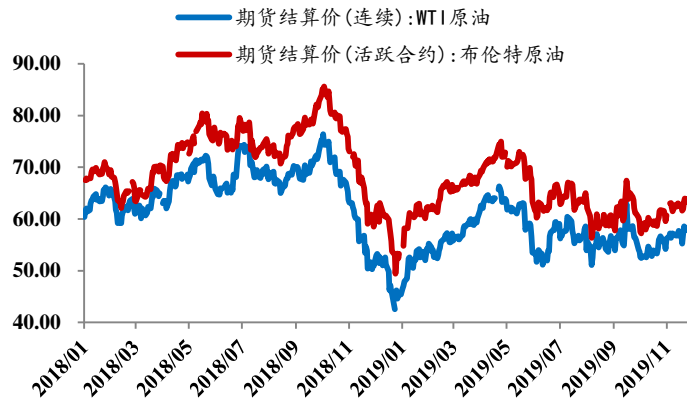
通胀难有持续上行动力。美国10月核心PCE1.6%，不及预期1.7%，美国核心通胀尚未有明显起色。从全球来看，欧洲和日本CPI持续疲软，存通缩风险。原油方面，OPEC减产仍存不确定性，当前油价震荡偏弱的趋势或将延续，全球通胀上行的动力不足。未来低增长、低通胀和低利率或是常态，通胀疲软或成为压制黄金的主要因素。

图 美国CPI与核心CPI短期背离 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 石油价格仍将以震荡为主 (美元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

# 目录

- 一、行情回顾：贵金属表现亮眼
- 二、小金属：钴锂仍是明年重要看点，看好海外新能源放量
- 三、贵金属：短期震荡，维持长期上行判断
- 四、基本金属：静待经济企稳，关注供需边际改善的铜铝**
- 五、重点标的推荐及风险提示

## 四、基本金属：静待经济企稳，关注供需边际改善的铜铝

### 铜铝：关注需求端的边际改善

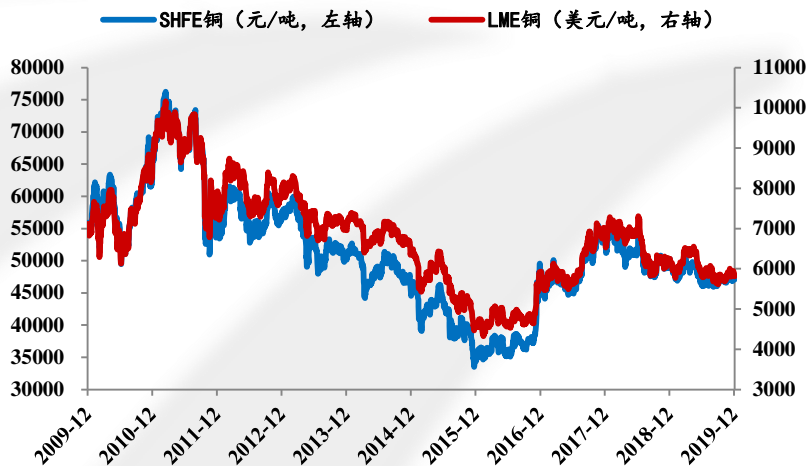
**铜：**供给端，铜矿山的高速扩张期已过，2020-2021年铜矿新增产能有限，矿端整体偏紧；需求端，2020年电网需求整体平稳；随着地产竣工数据的增速回暖，地产用铜和家电用铜有望继续好转。当前铜价已经反映经济下行的悲观预期，供给增速放缓叠加需求的边际改善，使得铜在低价格、低库存、低波动的局势下有望迎来反弹。标的推荐紫金矿业，关注江西铜业。

**铝：**供给端，产能释放或不及预期，需持续跟踪云南、内蒙等低成本产能投产进度；需求端：（1）地产：新开工向竣工逐步传导，预计2020年竣工面积逐步回升，地产用铝需求持续改善；（2）汽车：汽车产销跌幅收窄叠加单车用铝提升明显，交运需求边际好转。全年预计小幅过剩，铝价整体震荡运行，预计氧化铝价格持续偏弱，铝企利润有望修复。关注中国铝业、神火股份。

## 4.1铜：震荡偏弱，反应经济悲观预期

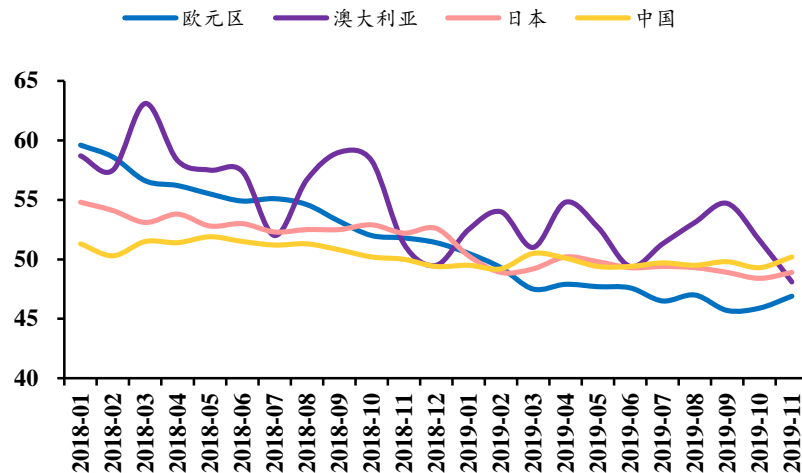
铜价偏弱震荡运行。2018年以来，全球经济增速持续放缓，叠加中美贸易摩擦，铜下游需求亦受到影响，对于需求端的悲观预期使得国内外铜价2019年整体走势偏弱。

图 2018年以来国内外铜价整体下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 全球主要经济体PMI仍处下行通道

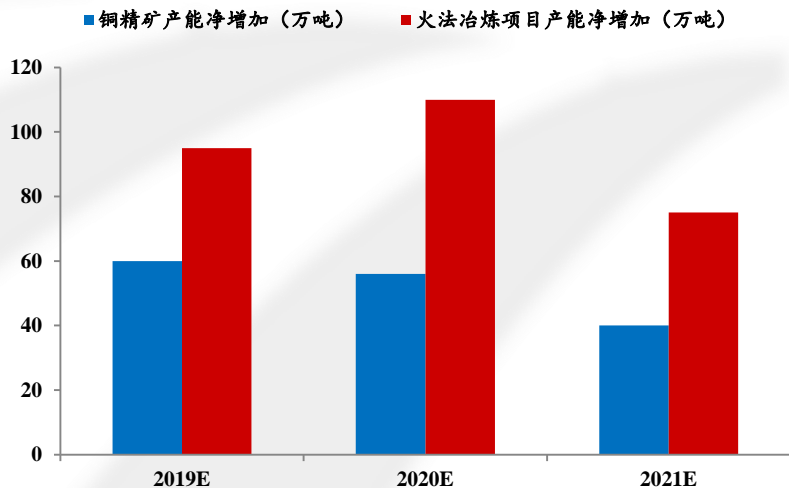


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4.1.1铜供给：铜矿供应偏紧，TC长单价格创8年新低

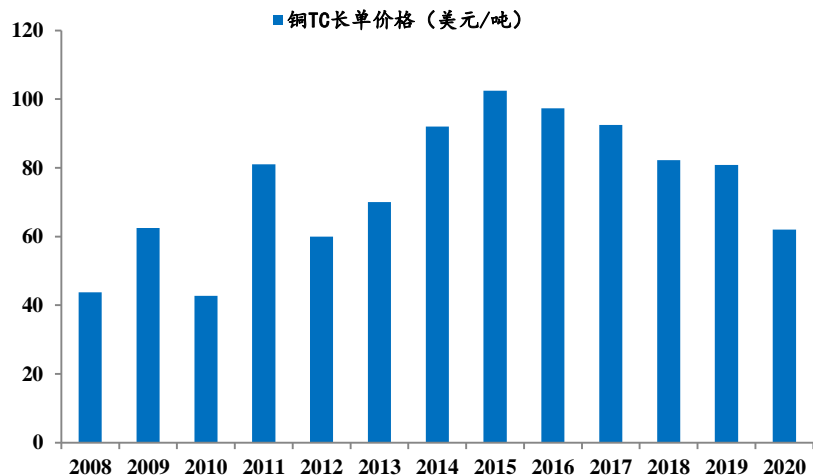
铜矿扩产高峰期已过，未来两年铜矿供应整体偏紧。据安泰科数据，2019-2020年全球铜精矿的产能增加有限，且均小于冶炼产能规划。TC的下降亦显示出铜精矿供应紧张，11月末TC已跌至59.5美元/吨，冶炼厂生产压力持续增加；12月自由港与国内冶炼厂确认的2020年铜的TC长单价格为62美元/吨，较2019年的80.8美元下降18美元，降至近8年来新低，预计2020年矿端产能依然偏紧。同时，2020年为智利劳工合同到期高峰期，铜矿供给端不确定性将继续增加。

图 2019-2020年全球铜精矿产能增加有限



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 TC长单价格创近8年以来新低

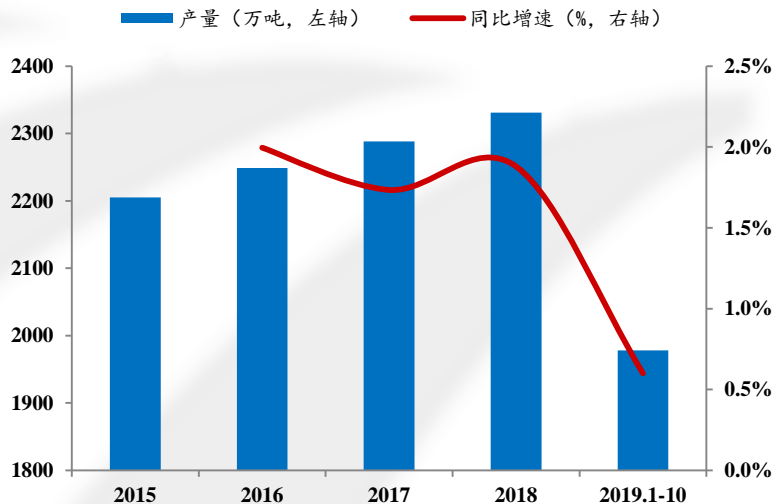


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4.1.1 铜供给：供给增速下滑，铜库存处于低位

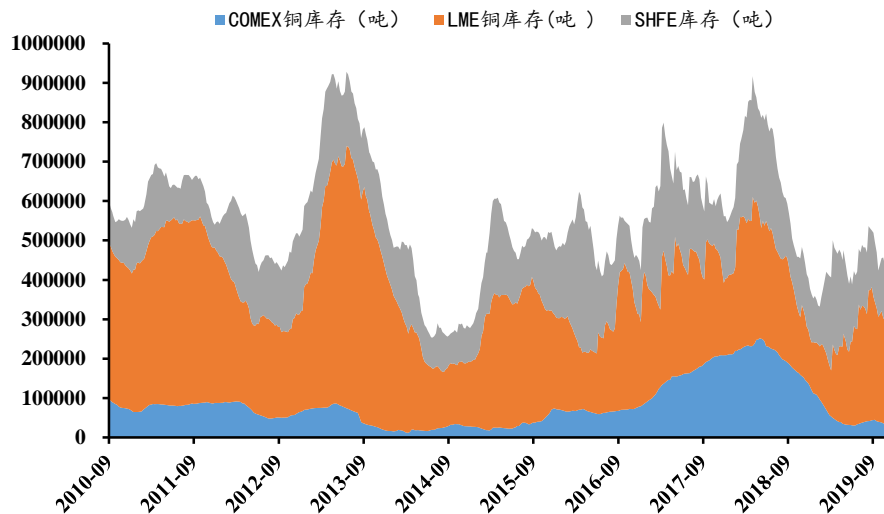
供给增速下滑，库存处于低位。由于2019年上半年多数冶炼企业进入检修阶段，精炼铜的供应受到影响，增速放缓。库存方面，截至11月底，沪铜库存约12万吨，已经逐步接近近十年来低位（2014年的低点8万吨）；LME铜库存约20.8万吨，亦逐步接近2014底部；COMEX铜库存约4万吨，维持较低水平。

图 2019年1-10月精炼铜产量增速有所下滑



资料来源：ICSG，民生证券研究院

图 三大交易所库存均较低位置



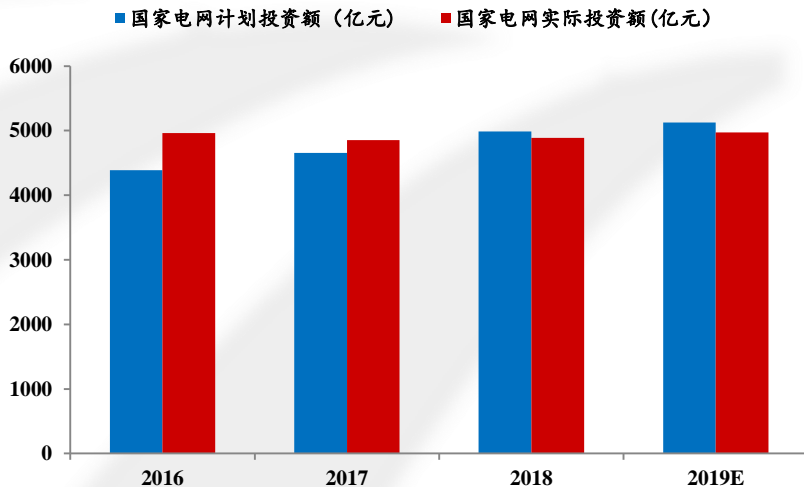
资料来源：Wind，民生证券研究院



## 4.1.2铜需求：预计平稳增长

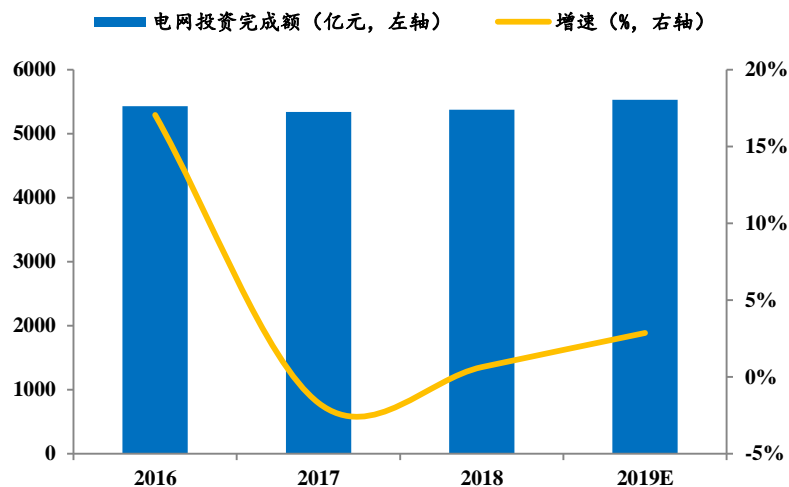
需求平稳增长。（1）电网：2019年国家电网计划投资额5126亿元，年内投资进度不及预期，11-12月赶工效应明显，但实际完成投资额或略低于规划，预计约4970亿元，对应全国电网投资完成额约5520亿元，同比增速约2.86%。当前投资额距“十三五”规划投资额仍有较大差距，但考虑全国用电量增速放缓，预计2020年电网投资规划不会大幅调整，但投资额或要高于2019年，2020年电网用铜增速整体平稳。（2）地产、家电：随着地产竣工数据的增速回暖，地产用铜和家电用铜有望继续好转。

图 国家电网投资额基本能完成规划额（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 国内电网投资历年完成额及同比增速

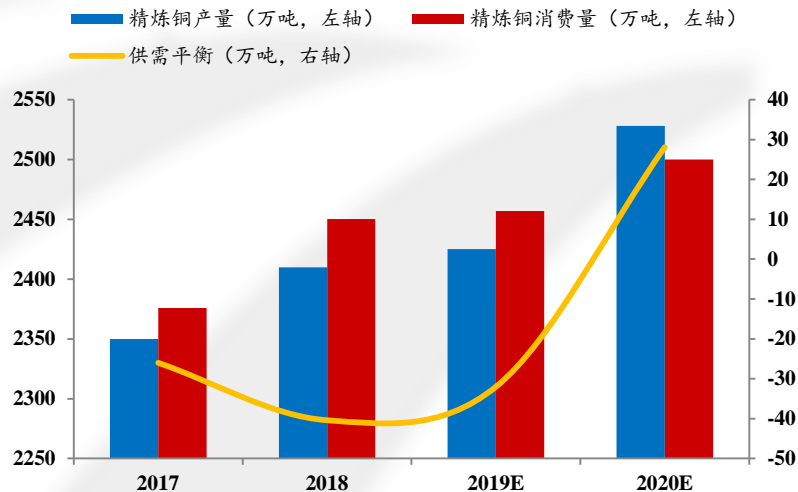


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4.1.3 预判：隐含悲观预期，需求边际改善价格有望上行

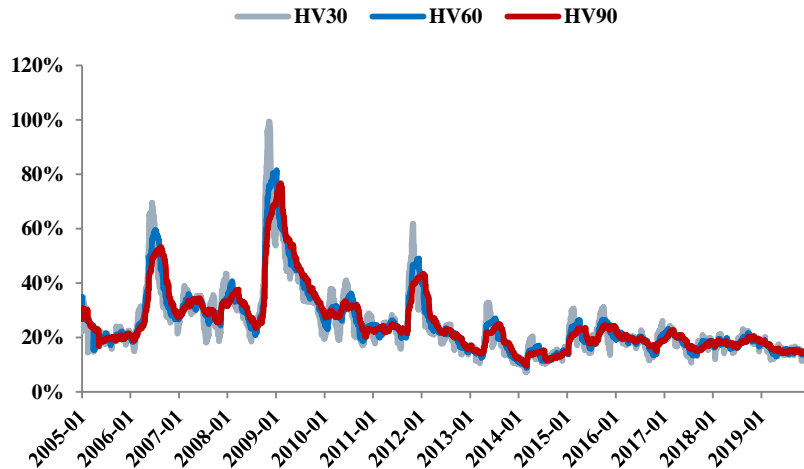
仍处紧平衡，关注需求改善。据ICSG最新统计，2019年精铜短缺32万吨，因需求的疲软，预计2020年铜小幅过剩28.1万吨，整体仍处于紧平衡。同时，铜价的波动率已经处于历史低位，并持续较长时间。2020年供给端精矿产能增幅有限，精铜供给整体偏紧，若需求端出现企稳，铜在低价格、低库存、低波动的局势下有望迎来反弹。

图 全球精炼铜供需平衡（万吨）



资料来源：ICSG，民生证券研究院

图 LME铜的波动率处于低位

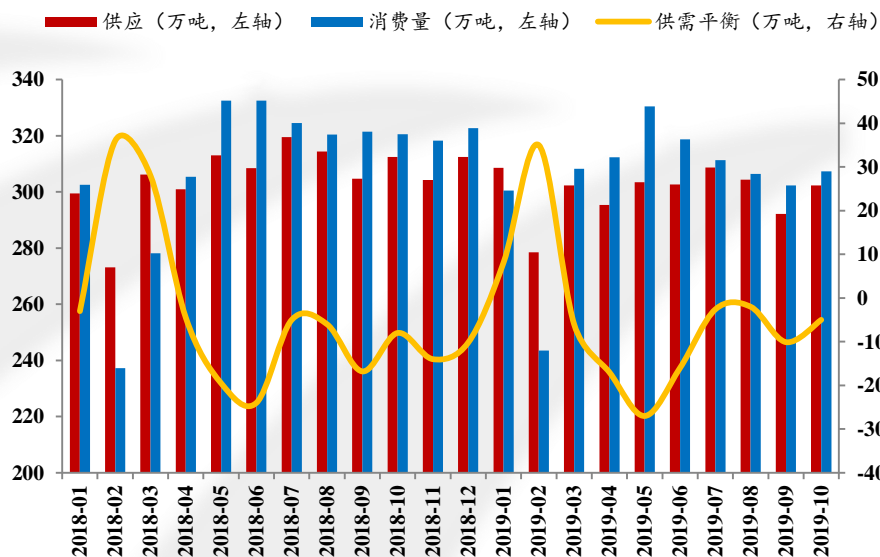


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4.2铝：年内库存去化顺利

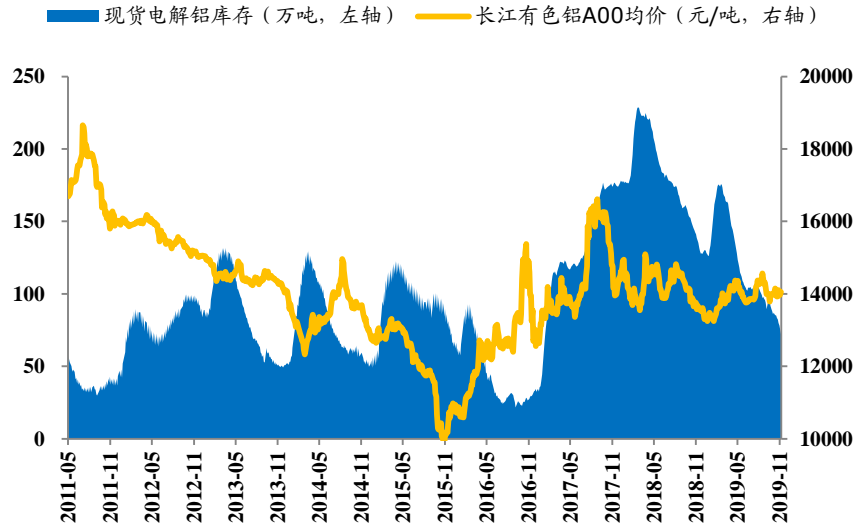
年内库存下降明显。从电解铝月度供需平衡来看，二季度进入消费旺季，需求端上涨明显而产量同比下行，供需缺口持续扩大，单季缺口超60万吨；三季度进入淡季以后，因铝厂事故造成产量增加有限，整体仍维持小幅缺口。库存方面，2019年春节累库结束后，社会电解铝库存攀升至175.5万吨；3月开工以来，电解铝库存持续下降，11月末跌至70万吨左右，从高点下降超过100万吨，全年库存去化明显。

图 国内电解铝月度供需平衡（单位：万吨）



资料来源：安泰科，民生证券研究院

图 年内电解铝去库顺利



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4.2.1 铝供给：净增产能有限

新建产能投产不及预期。2019年新建产能约346.55万吨，截至11月底已投产188.55万吨，已建成待投产产能约158万吨；预计年内还可投产58万吨，2019年全年累计投产产能约246.55万吨。

表 2019年中国电解铝已建成新产能及拟投产、在建可投产明细（万吨）

企业	新产能	新产能 已投产	待开工新 产能	始投产时间	年内另 且在 具备 投产 能力 新产能	预期年内 还可 投产	预期年度 最终 实现 累计	备注
甘肃中瑞铝业有限公司	30	0	30	2019年待定	0	0	0	在建
广西苏源投资股份有限公司	10	10	0	2019年3月	0	0	10	二系列10万吨7月4日已完成投产
广西德保百矿铝业有限公司	10	10	0	2019年2月	10	0	10	二系列10万吨已完成投产
广西田林百矿铝业有限公司	10	0	10	2019年待定	10	10	10	一系列10万吨2018年已完成投产，二系列投产时间待定
广西隆林百矿铝业有限公司	0	0	0	2019年待定	20	0	0	在建，预计2019年投产可能性较小
贵州兴仁登高新材料有限公司	12.5	12.5	0	2019年8月	0	7	12.5	二段12.5万吨产能8月1日开始投产，9月下旬完成
内蒙古创源金属有限公司	28	28	0	2019年1月	40	10	38	一期40万吨已完成投产，二期40万吨预计2019年末开始投产
鄂尔多斯市蒙泰新型铝合金材料有限责任公司	25	25	0	2019年7月	0	17	25	二期7月19日开始投产，10月20日完成投产
包头市新恒丰能源有限公司	25	12	13	2019年10月	0	25	25	二期10月15日开始投产
内蒙古锦联铝材有限公司	35	0	35	2019年待定	0	10	10	锦宁10万吨指标转移至锦联
陕西英鑫产业投资有限公司	27.3	27.3	0	2019年1月	0	0	27.3	剩余8万吨7月16日开始投8月20完成
山西中铝华润有限公司	10	10	0	2019年7月	0	0	10	7月19日完成二段12.5万吨产能投产
营口鑫泰铝业有限公司	13.75	13.75	0	2019年9月	0	0	13.75	10月20日
鹤庆溢鑫铝业有限公司	20	20	0	2019年3月	0	10	20	一阶段10万吨3月50开始投产，二段10万6月5日完成投产
云南云海铝业股份有限公司	20	20	0	2019年3月	0	0	20	
云南神火铝业有限公司	45	0	45	2019年待定	0	10	10	在建，预计年末有可能开始投产
广元中学项目	25	0	25	2019年待定	0	5	5	2019年11月末开始通电测试
<b>总计</b>	<b>346.55</b>	<b>188.55</b>	<b>158</b>		<b>80</b>	<b>58</b>	<b>246.55</b>	

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

## 4.2.1 铝供给：净增产能有限

净增产能有限。叠加三季度魏桥和信发的事件影响的减产（超100万吨），2019年已累计减产产能约226万吨；考虑减产产能，全年产能净增加量十分有限；同时，考虑在建产能明年的逐步投产，2020年新增产能约180万吨。（另有复产产能约90万吨）

表 2019年中国电解铝已减产、拟减产明细（E）（万吨）

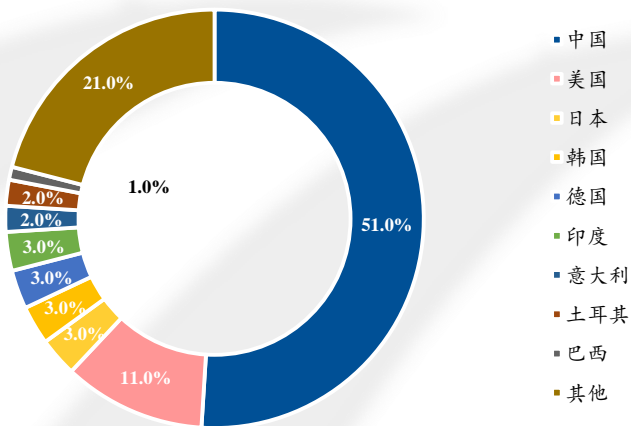
企业	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定待减	或减产但未明确	备注
霍煤集团通顺铝业股份有限公司	17.6	11.5	0	11.5	2019年2月	0	0	2月2日开抬减产，2月28日全部关停
山东华宇铝电有限公司	20	9	0	9	2019年1月	0	0	亏损减产
山西华圣铝业有限公司	22	19	0	19	2019年1月	0	0	亏损减产，指标转至鹤庆
中铝山西新材料有限公司	43	43	39	4	2019年1月	0	0	就电价问题与政府协商
河南永登铝业有限公司（阳城）分公司	7.8	5.2	0	5.2	2019年2月	0	0	亏损全部关停
福建省南平铝业有限公司	15	12.3	7.5	7.5	2019年2月	0	0	
焦作万方铝业股份有限公司	43	43	36	7	2019年2月	0	0	关停网电部分产能
河南神火（集团）有限公司	90	21	0	21	2019年5月	0	0	5月26日突发火灾，暂时全停
广西信发铝电有限公司	32	32	28.7	3.3	2019年6月	0	0	开关短路
营口忠旺铝业有限公司	43	43	23	20	2019年7月	20	0	
中宁锦宁铝镁新材料有限公司	30	29	19	10	2019年8月	0	0	
阿坝铝厂	20	20	17.7	2.3	2019年8月	0	0	泥石流影响供电
山东魏桥铝电有限公司	922	610	554	56	2019年8月	0	0	台风影响生产
新登衣六师铝业有限公司	190	172	122	50	2019年8月	0	0	电解槽漏液
<b>合计</b>				<b>225.8</b>		<b>20</b>	<b>0</b>	

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

## 4.2.2铝需求：有望迎边际改善

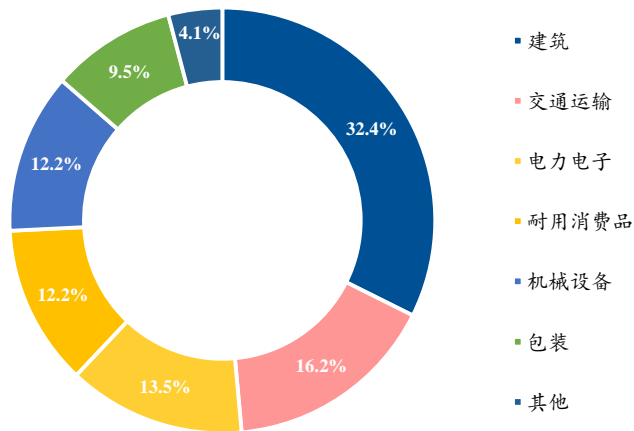
中国消费占比51%，建筑、交运占比近50%。目前国内铝消费占据全球消费总量的比例超过50%，对全球铝需求影响较大。其中国内铝的主要消费领域包括建筑、交通运输、电子电力等。

图 国内铝消费在全球占比超50%



资料来源：安泰科，民生证券研究院

图 建筑、交通领域对铝需求绝对量较大



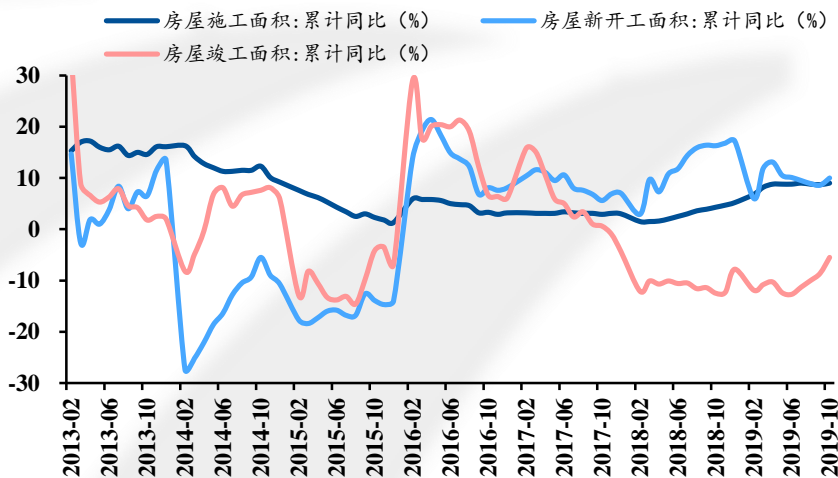
资料来源：安泰科，民生证券研究院

## 4.2.2铝需求：有望迎边际改善

(1) **地产**：竣工面积一般落后于新开工面积1年半左右，2018年的高开工数据有望逐步传导至竣工；9月以后竣工面积累计同比跌幅开始收敛，预计明年竣工面积增速有望继续回暖，地产用铝持续改善。

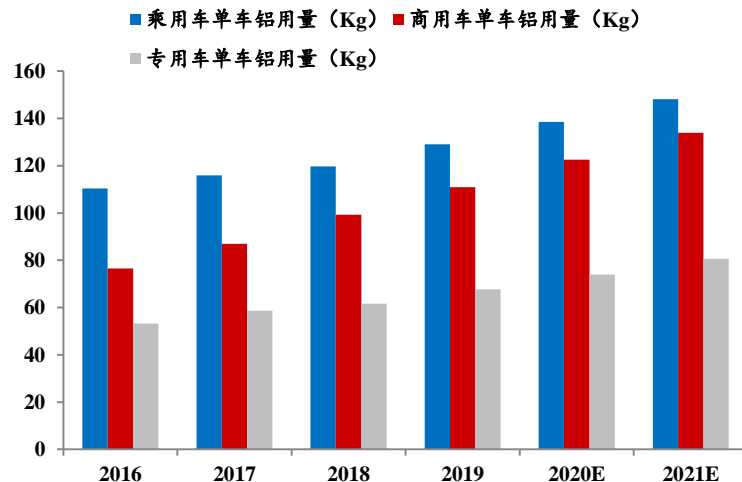
(2) **汽车**：2018-2019年国内汽车产销增速下滑明显，拖累交运用铝需求，但交运用铝需求跌幅要小于汽车产销量跌幅，主要是国内单车用铝量的不断提升。预计随着汽车产销量下行速度减缓，传统汽车单车用铝提升+新能源汽车用铝量的增加，汽车领域用铝需求有望继续改善。

图 房地产、施工、新开工、竣工面积累计增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 中国汽车行业单车用铝量不断提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4.2.3 预判：氧化铝价格易跌难涨，铝企利润修复明显

从成本端来看，据SMM统计，2018-2020年全国超过1873万吨新建产能，考虑近年来减产产能1180万吨，产能仍将维持较快增长，预计2020年投产产能约620万吨，氧化铝整体供应过剩，价格易跌难涨。

表 国内氧化铝新建产能及投产进度

减产项目	原有产能	新建产能	开始时间	投产时间及进度
泰兴铝镁	10	30	2018.1	投产结束
田园化工	35	5	2018.2	投产结束
华庆铝业	7	28	2018.5	投产结束
山西信发	200	160	2018.9	投产结束
晋中化工2	180	100	2018.9	投产结束
博赛南川氧化铝	0	80	2019.3	复产，4月出料 3月复产，新产能延迟
齐星氧化铝	50	90	2019	至2020Q1
魏桥2	1600	200	2017	2019.6
靖西天桂	0	80	2018.11	延迟至2020Q1
中电投金元	0	100	2018.12	延迟至2020Q1
广铝	60	70	2019.5	2020Q1
靖西天桂2	80	90	2019	2020Q1
其亚铝业	0	60	2019年末	
中铝防城港	0	200	2020	2020Q3
靖西天桂3	170	80	2020	
山西其亚	0	100	2020	延迟
内蒙古鑫旺	50	50	2018	待投产
贵州广铝铝业	130	120	2022	
锦江龙州	0	100	2020	停滞
山西同德	0	199	待定	
山西复晟	80	80	待定	
兴安化工	280	40	待定	

资料来源：SMM，民生证券研究院

表 国内氧化铝产能减产项目

减产项目	减产产能	运行产能	时间
河南汇源	40	0	2018.11
中铝山西	50	210	
中旅华星	70	130	
中铝矿业	100	100	2019.3
灵石希望	70	150	
广西信发	60	240	
三门峡希望	150	120	
贵州华飞	20	20	
博赛水江厂	40	40	
晋中希望	130	150	
山西兆丰	40	0	
河南中美铝业	20	20	
内蒙古鑫旺	60		
交口新发	280	0	
山东魏桥	50	1700	

资料来源：SMM，民生证券研究院



## 4.2.3 预判：氧化铝价格易跌难涨，铝企利润修复明显

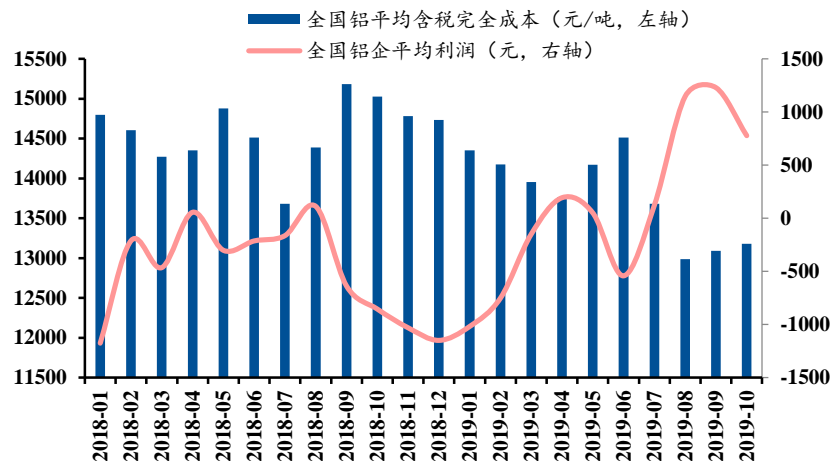
铝价整体震荡，看好铝企利润修复。10月电解铝加权平均完全成本在13500元以下的产能占比已达78%（13000元以下占比50%，13000-13500元/吨的占比23%），平均单吨盈利约778元，预计氧化铝的价格2020年整体偏弱运行，氧化铝端利润有望转移部分至电解铝端。2020年国内铝供需仍维持紧平衡（小幅过剩20万吨），预计铝价整体维持震荡，氧化铝价格的下行和电价的成本优势将会带来部分铝企利润修复。

表 2020年预计电解铝小幅过剩

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
中国原铝产量 (万吨)	3058	3180	3630	3609	3554	3644
中国原铝净进口 量(万吨)	12	17	10	6	-3.2	-5
中国原铝表现需 求量(万吨)	3070	3197	3640	3615	3551.2	3639
中国原铝库存差 (万吨)	75	-33	114	-49	-58.6	20
中国原铝消费量 (万吨)	2995	3232	3526	3664	3609.8	3619

资料来源：SMM，民生证券研究院

图 全国铝企平均利润修复明显



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

# 5推荐标的及风险提示

重点标的推荐:

贵金属: 山东黄金、银泰黄金、盛达资源;

铜铝: 紫金矿业, 关注江西铜业、神火股份;

钴锂: 华友钴业、赣锋锂业、天齐锂业。

风险提示:

需求回暖不及预期、供给超预期释放、政策不确定性增强。

表 重点推荐公司业绩与估值表

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		12月4日	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547.SH	山东黄金	32.22	0.45	0.44	0.69	91	58	46	推荐
000975.SZ	银泰资源	13.3	0.49	0.6	0.68	31	25	22	推荐
603799.SH	华友钴业	31.39	0.16	0.69	1.06	151	36	23	推荐
002460.SZ	赣锋锂业	28.74	1.07	0.36	0.6	71	43	28	推荐
000603.SZ	盛达资源	13.32	0.6	0.66	0.72	23	21	19	推荐
601899.SH	紫金矿业	3.77	0.18	0.16	0.21	23	18	15	推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## • 分析师简介

方驭涛，执业证号S0100519070001，民生有色金属行业分析师，上海对外经贸大学金融学硕士，3年行研经验，曾就职于华安证券，2019年加入民生证券。

## 分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。