

## 铜、金长期看好，锂钴有望迎底部反弹

### ——有色金属行业 2020 年度投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2019 年 12 月 06 日

#### 行业核心观点：

2019 年，受全球贸易摩擦加剧、各主要经济体经济下滑、地缘政治复杂多变等多重因素影响，黄金价格快速攀升。随着中美贸易关系缓和，黄金短期上涨势头暂缓。长期而言，全球性不稳定因素仍然较多，市场投资者的避险情绪仍将大概率推升金价，处于上升通道，该板块个股有望持续受益。19 年铜矿供给整体偏紧，然而国内需求疲软成为阻碍铜价继续上涨的主要原因，预期随着我国逆周期宏观调控政策的不断出台，国内经济有望向好发展，加上新能源汽车的推广普及，对于铜的未来需求我们仍持积极看多态度。另外海外车企巨头加快布局新能源汽车市场，也给钴锂板块个股带来了底部反弹的机会。

#### 投资要点：

- **黄金价格短期上涨乏力，长期依旧处于上升通道，相关个股将持续受益：**受全球经济疲软、全球性贸易摩擦加剧，地缘政治日驱紧张等因素影响，黄金价格在年中大幅攀升。9 月份后，随着宏观情绪回暖，金价开始震荡整理。整体来看，世界经济衰退，地缘政治冲突尚未解决，贸易谈判进展缓慢，投资者的避险情绪依旧浓厚，这为金价提供了有力的支撑，目前金价仍处于上涨通道，得益于金价的持续高位，相关黄金股有望迎来新的行情。
- **铜虽需求疲弱，但是仍保持韧性，未来需求有望增加，看好铜板块长期机会：**19 年初虽然铜矿供给偏紧预期加上市场对于我国宏观经济的乐观态度，铜价一季度大幅上涨。随着中美贸易摩擦加剧，国内铜需求疲软，打压了铜价的上涨势头。然而铜消费依然保持韧性，未来新能源汽车不断推广，5G 发展拉动新的产业需求、光电风电投资加大，预计铜的供需结构将得到改善。中美贸易关系缓和，我国逆周期宏观调控政策或将助力国内经济向好发展。铜板块个股存在长期投资机会。
- **国际车企加快布局新能源汽车业务，钴锂个股有望迎来底部反弹行情：**在行业发展整体放缓的大背景下，电动化、智能化、网联化是汽车行业未来发展方向，新能源汽车仍然是热点领域。各大汽车厂商也正在加大战略布局。新能源电池需求或回暖，钴、锂需求有望回升。目前钴、锂价格已经处于相对低位，未来有望反弹，建议长期关注钴、锂机会。

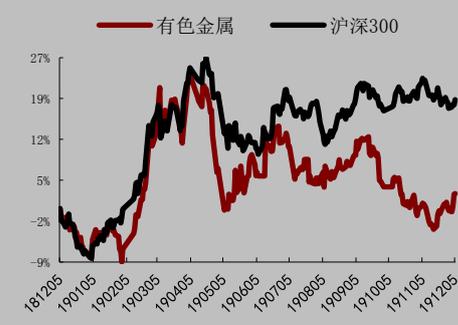
#### 风险提示：

- 中美贸易谈判进程的不确定性、全球政治格局变化、国家行业政策变化、新能源汽车需求不及预期、国家电网投资情况不及预期

#### 盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
山东黄金	0.45	0.47	0.53	增持
紫金矿业	0.18	0.16	0.18	增持
天齐锂业	1.92	0.85	1.04	增持

#### 有色金属行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 12 月 05 日

#### 相关研究

万联证券研究所 20191127\_有色行业月报\_AAA

万联证券研究所 20191119\_铜行业深度报告

\_AAA

万联证券研究所 20191114\_紫金矿业深度报告

\_AAA

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

## 目录

1、 有色金属行情回顾.....	4
2、 宏观环境.....	9
1.1 地缘政治局势升温.....	9
1.2 全球经济下行压力大.....	10
3、 年度策略.....	13
3.1 实际利率下行打开金价上涨空间，有望推动黄金股第二波行情.....	14
3.2 铜未来供需结构有望改善，关注铜板块个股长期机会.....	14
3.2.1 铜矿供给偏紧预期不变.....	15
3.2.2 国内废铜回收力度加大，废铜进口逐年减少，对再生铜产量影响不大.....	18
3.2.3 冶炼端：精炼铜产量逐年上涨.....	19
3.2.4 铜消费现状：19年铜消费疲软，但仍保持一定韧性.....	20
3.2.5 宏观局势向好，铜未来需求有望回升.....	23
3.3 海外车企加快布局新能源汽车，钴锂需求有望回暖.....	23
4、 重点上市公司.....	24
5、 风险提示.....	25
图表 1：有色金属（中信）指数月涨跌幅.....	4
图表 2：有色金属与沪深 300 月涨跌幅比较.....	4
图表 3：29 个中信一级行业年初至 11 月底涨跌幅.....	4
图表 4：19 年前 11 个月，有色子版块涨跌幅.....	5
图表 5：19 年前 11 个月，有色子版块涨跌图.....	5
图表 6：15 年以来黄金价格走势.....	5
图表 7：19 年前 11 个月黄金（中信）板块走势.....	5
图表 8：15 年以来铜价格走势.....	6
图表 9：19 年前 11 个月铜（中信）板块走势.....	6
图表 10：15 年以来铝价格走势.....	6
图表 11：19 年前 11 个月铝（中信）板块走势.....	6
图表 12：19 年前 11 个月铅锌（中信）指数走势.....	7
图表 13：15 年以来铅价格走势.....	7
图表 14：15 年以来锌价走势.....	7
图表 15：15 年以来锡价格走势.....	7
图表 16：19 年前 11 个月锡铋（中信）板块指数走势.....	7
图表 17：19 年前 11 个月镍钴（中信）指数走势.....	8
图表 18：15 年以来镍价格走势.....	8
图表 19：15 年以来钴价格走势.....	8
图表 20：19 年前 11 个月稀有金属 III（中信）指数走势.....	9
图表 21：重稀土钽、镓氧化物价格走势.....	9
图表 22：15 年以来钨条价格走势.....	9
图表 23：美国净出口及私人投资持续低迷.....	10
图表 24：美国库存周期下行.....	10
图表 25：美国 OECD 领先指标持续下行.....	11
图表 26：美国投资信心指数整体下行.....	11
图表 27：德国经济增速持续低于欧盟经济增速.....	11
图表 28：德国制造业 PMI 持续低于枯荣线.....	11

图表 29: 德国出口低迷, 经济失速 .....	12
图表 30: 英国制造业 PMI 持续低于枯荣线 .....	12
图表 31: 日本出口减少, 经济下行压力大 .....	12
图表 32: 韩国出口暴跌, 制造业 PMI 持续低于枯荣线 .....	12
图表 33: 越南 PMI 自 2018 年以来高于全球平均水平 .....	13
图表 34: 拉美地区经济疲软, 外商投资减少 .....	13
图表 35: 我国经济增速放缓 .....	13
图表 36: 我国制造业 PMI 连续低于 6 个月低于枯荣线 .....	13
图表 37: 金价与实际利率呈现显著的负相关关系 .....	14
图表 38: 铜价面临震荡择向 .....	15
图表 39: 国内铜库存处于历史低位 .....	15
图表 40: 铜的产业链 .....	15
图表 41: 2018 年铜矿全球储量分布情况(万吨) .....	16
图表 42: 2018 年全球铜矿产量分布情况(万吨) .....	16
图表 43: 我国铜矿储量占比逐年下降 .....	16
图表 44: 我国铜储量变化图 .....	16
图表 45: 海外矿山新增产能启动时间集中在 2020 年后 .....	17
图表 46: 铜加工粗炼费 (TC) 持续走低 .....	17
图表 47: 铜加工精炼费 (RC) 持续走低 .....	17
图表 48: 我国废铜进口累计值呈下降趋势 .....	18
图表 49: 我国废铜进口当月值呈下降趋势 .....	18
图表 50: 我国再生铜产量 .....	19
图表 51: 我国为铜冶炼大国 .....	19
图表 52: 全球精炼铜产能不断增加 .....	20
图表 53: 全球精炼铜产量呈上涨趋势 .....	20
图表 54: 我国精炼铜产量稳步增长 .....	20
图表 55: 全球精炼铜消费量不断增长 .....	21
图表 56: 近 10 年全球精炼铜消费数据 .....	21
图表 57: 我国精炼铜消费逐年增长 .....	21
图表 58: 近 10 年我国精炼铜年消费数据 .....	21
图表 59: 精炼铜消费月变化图 .....	21
图表 60: 2019 年上半年我国精炼铜消费上涨 .....	21
图表 61: 铜初级消费结构 .....	22
图表 62: 铜终端消费结构 .....	22
图表 63: 国家电网累计投资完成额 .....	22
图表 64: 空调产量持续上涨 .....	22
图表 65: 汽车销量连续负增长 .....	23
图表 66: 策略相关金属 2020 年平均价格预测 .....	24

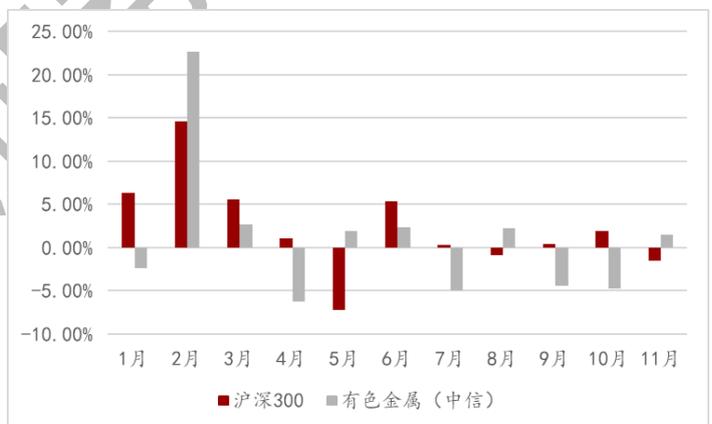
## 1、有色金属行情回顾

19年第一季度国内降准预期、两会推行利好政策，社融资金超预期增长、中美贸易摩擦缓和等利好消息推升有色金属价格整体触底反弹，2月份，在铜价走强，铜板块个股强势的影响下，有色板块整体上涨22.63%，跑赢大盘8.02个百分点。5月10日美国将中国2000亿美元商品的关税从10%提升为25%，标志中美贸易摩擦开始加剧，股市普遍下跌。5月份，由于黄金的避险功能突出，黄金价格在5月后快速攀升。同时，重稀土由于受到腾冲海关关闭及自身特殊战略地位影响，价格也开始大幅攀升，黄金和稀土板块个股表现亮眼。与此同时，钨也获得投资者的热捧，加上钨企集中限产，促使钨板块个股也保持了一段时间的强势。5月份有色板块表现较大盘仍然好了很多。不过，受中美贸易摩擦和国内需求疲软等因素影响，有色总体走势不佳。10月份，中美贸易谈判释放积极信号，黄金和稀土板块个股回调明显。国内需求疲软的现状并未改变，有色板块整体走势不佳。11月份，宏观投资情绪有所回暖，有色板块企稳。

图表1：有色金属（中信）指数月涨跌幅

	沪深300	有色金属	相对涨跌
1月	6.34%	-2.43%	-8.78%
2月	14.61%	22.63%	8.02%
3月	5.53%	2.66%	-2.87%
4月	1.06%	-6.25%	-7.31%
5月	-7.24%	1.95%	9.20%
6月	5.39%	2.33%	-3.06%
7月	0.26%	-4.92%	-5.18%
8月	-0.93%	2.27%	3.20%
9月	0.39%	-4.40%	-4.79%
10月	1.89%	-4.72%	-6.62%
11月	-1.49%	1.44%	2.93%

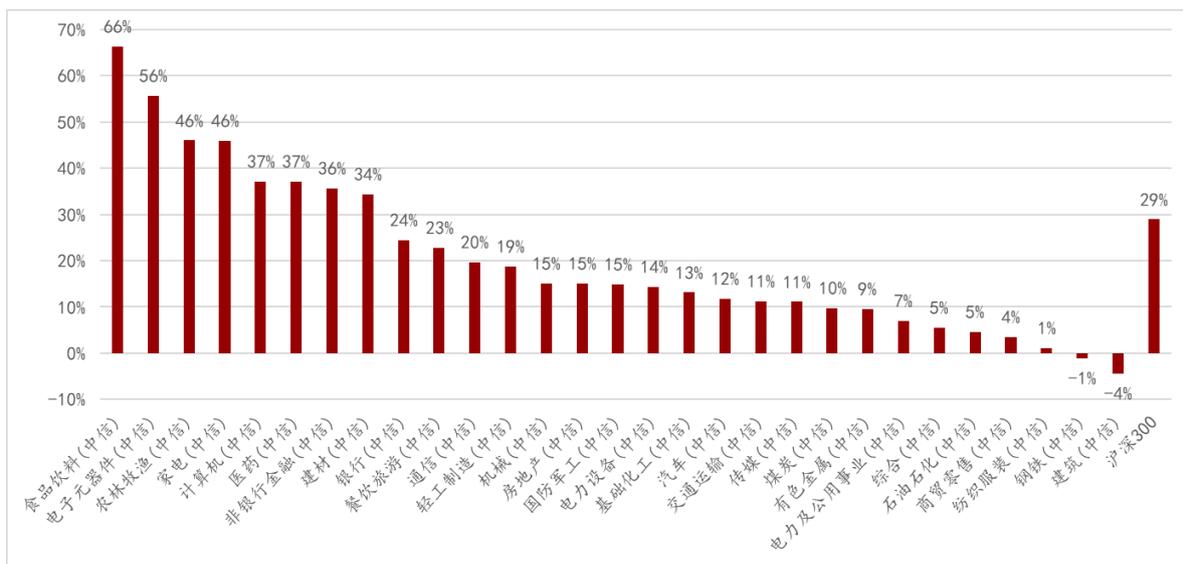
图表2：有色金属与沪深300月涨跌幅比较



资料来源：WIND、万联证券

资料来源：WIND、万联证券

图表3：29个中信一级行业年初至11月底涨跌幅



资料来源：WIND、万联证券

总的来看，19年，沪深300指数从年初到11月底涨幅为29%。主要的上涨阶段为第一季度。有色金属（中信）指数从年初到11月底，整体上涨9%，在29个中信一级行业中，涨幅排第22名。跑输沪深300指数20个百分点。

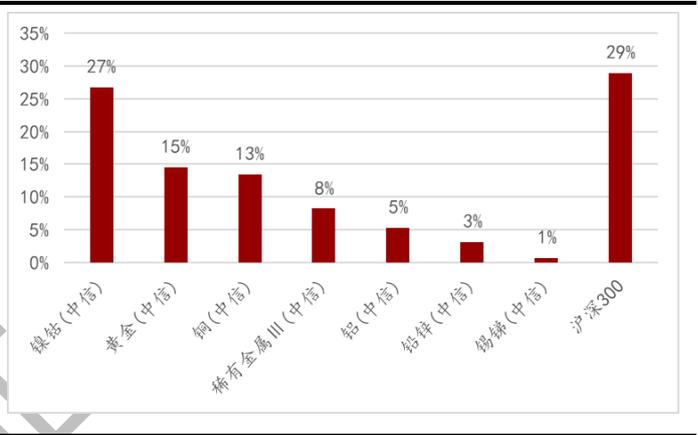
有色子版块受行业供需、全球经济环境、国家政策、地缘政治等多种因素影响，涨幅不一，黄金、镍钴、铜、稀有金属III板块个股涨幅居前，但均未跑赢沪深300指数。

图表4：19年前11个月，有色子版块涨跌幅

	年涨跌幅	相对沪深300 涨跌
黄金(中信)	15%	-14.38%
镍钴(中信)	27%	-2.19%
铜(中信)	13%	-15.56%
稀有金属III(中信)	8%	-20.74%
铝(中信)	5%	-23.62%
铅锌(中信)	3%	-25.81%
锡铋(中信)	1%	-28.32%
沪深300	29%	-

资料来源：WIND、万联证券

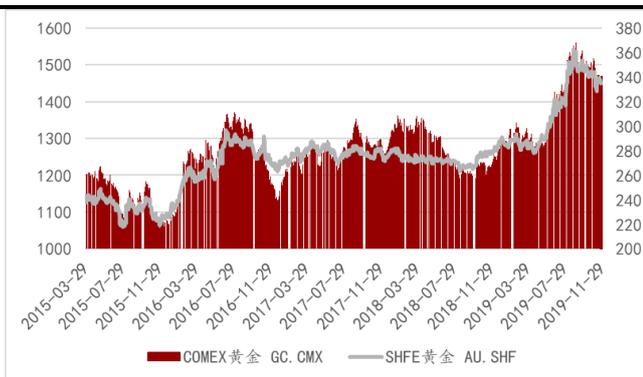
图表5：19年前11月，有色子版块涨跌图



资料来源：WIND、万联证券

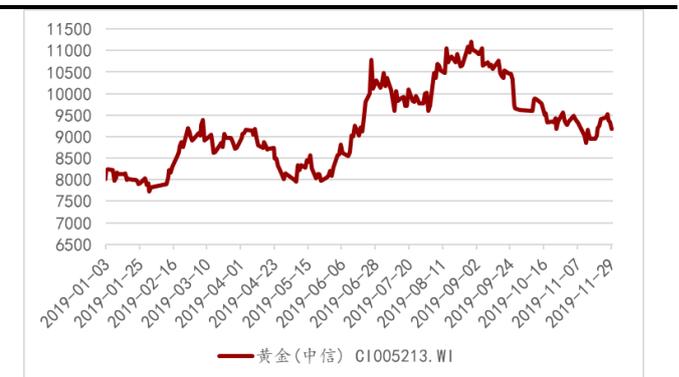
**黄金板块：**年初在弱美元预期下，金价上行。然后随着欧洲、美国、中国等主要经济体制造业PMI等宏观数据陆续公布，欧洲经济持续疲软，未见企稳的情况下，美国经济保持韧性，使得欧元兑美元贬值，美元指数攀升，打压金价。黄金板块高位整理后回落至前期低位。5月10日，美国将2000亿美元中国进口产品关税由10%提升为25%，中国发起反制措施等，标志着中美贸易摩擦加剧。加上美国PMI数据持续下跌、国债利率倒挂等因素导致的市场担忧情绪，美元指数走弱，货币宽松政策浪潮席卷全球各主要经济体。伊朗、叙利亚、英国脱欧等地缘政治问题带来的不确定性，无论从避险功能还是从投资价值而言，黄金配置价值凸显，导致金价在5-8月份快速攀升，COMEX黄金最高至1561.69美元/盎司，SHFE黄金最高至362.8元/克，创近年来新高。黄金类个股走势强劲，黄金（中信）板块指数表现亮眼。而随着中美贸易谈判的不断推进市场情绪逐步回暖，黄金价格面临又一次震荡择向，出现缓跌行情。但是整体依旧维持高位运行，由于全球经济未见明显改善，地缘政治也并未得到妥善处理，各方矛盾依旧持续，总体看来，全球性风险因素并未减少，黄金后期的上行动力依旧大于下行压力。

图表6：15年以来黄金价格走势



资料来源：WIND、万联证券

图表7：19年前11个月黄金(中信)板块走势

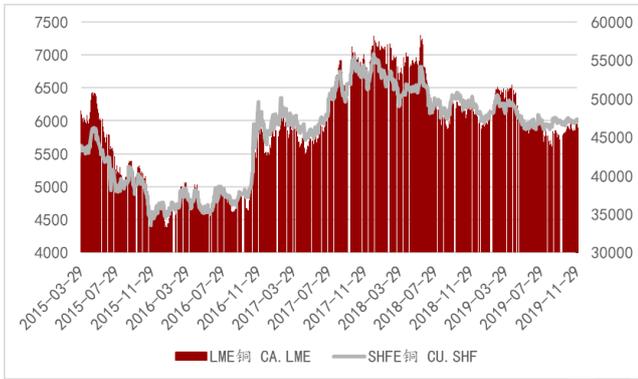


资料来源：WIND、万联证券

**铜板块：**由于春节、供应端受到干扰、铜矿品位下降、年初中美贸易摩擦缓和情绪浓厚、两会相关利好预期等原因，铜板块年初开始强势反弹，一季报陆续公布后，由于一些个股受18年贸易摩擦、毛利率降低等影响，收益不及预期，铜板块盘整回调。后来，随着5月份中美贸易摩擦加剧，国内需求疲弱等影响，虽然铜矿端供给偏紧，但国内加大铜精矿进口，精炼铜供给有增无减，而国内需求并未有效改善，铜

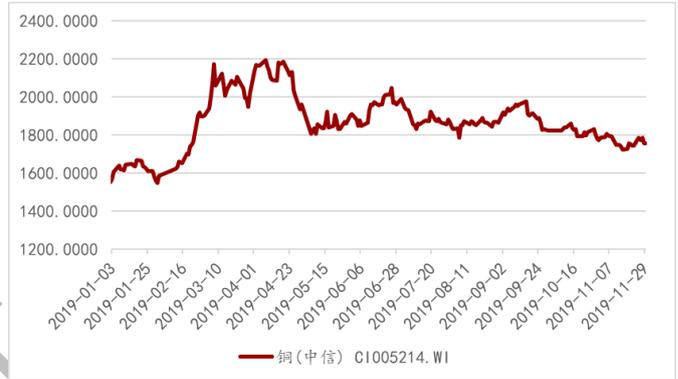
价回调后维持震荡偏弱运行，铜板块个股回调。随着10月份中美贸易谈判释放积极信号，宏观情绪转暖，铜板块开始缓步止跌企稳。考虑到国内股市的一月效应，预计短期铜板块有一波小幅反弹行情。长期来看，铜价仍然处于历史较高位置，2020年预计铜矿供给短缺的情况会得到一定程度的缓解，国家的降息降准政策、税收优惠政策、新能源汽车推广政策等有望拉动国内铜材需求增长，铜市未来依然可期。

图表8：15年以来铜价格走势



资料来源：WIND、万联证券

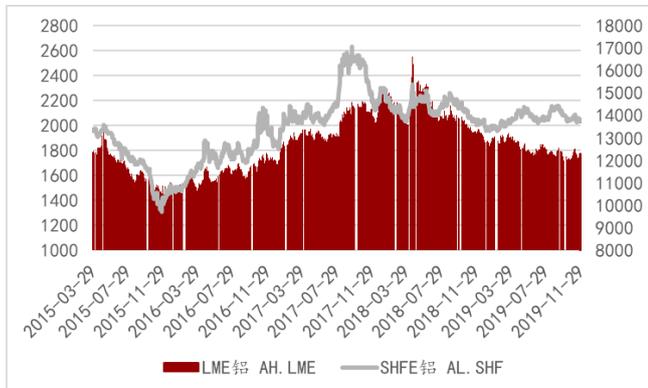
图表9：19年前11个月铜(中信)板块走势



资料来源：WIND、万联证券

**铝板块：**一季度，受中国经济预期向好、铝行业加速整合（中国铝业并购云铝股份）、两会相关利好预期等，铝板块大幅反弹。一季报陆续公布后，多数企业受行业竞争加剧、18年贸易摩擦影响，收益不及预期，铝板块大幅回调至前期低点。受中美贸易摩擦及国内经济影响，铝需求持续低迷，铝板块回调后开始维持低位盘整，未来面临择向。若宏观向好，铝需求将有较大提升，铝板块后市仍有机会。

图表10：15年以来铝价格走势



资料来源：WIND、万联证券

图表11：19年前11个月铝(中信)板块走势



资料来源：WIND、万联证券

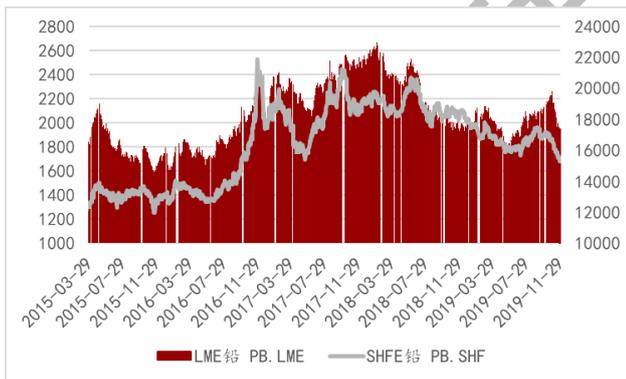
**铅锌板块：**前半年，由于铅锌行业的采矿环节和冶炼环节都会对自然环境造成一定的污染，在环保整治保持高压的背景下，国内铅锌行业的供给近年出现了一定程度的短缺。俄罗斯工业和贸易部计划于5月1日至10月31日禁止从俄罗斯出口有色金属矿石和精矿，以及贵金属废料。我国进口铅精矿占整体供应约30%。俄罗斯一直是我国铅精矿进口的主要来源国，俄罗斯禁止出口铅精矿，加深市场对我国铅精矿供应紧张的预期。铅锌板块整体维持上涨趋势。然而，中美贸易摩擦加剧，需求不足，铅锌价格承压下行，铅锌板块个股整体下跌，已经接近年初低位。总体而言，铅锌价格仍处于下行趋势。

图表12: 19年前11个月铅锌(中信)指数走势



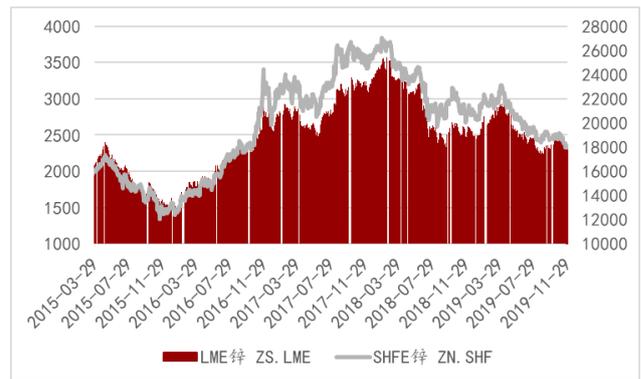
资料来源: WIND、万联证券

图表13: 15年以来铅价格走势



资料来源: WIND、万联证券

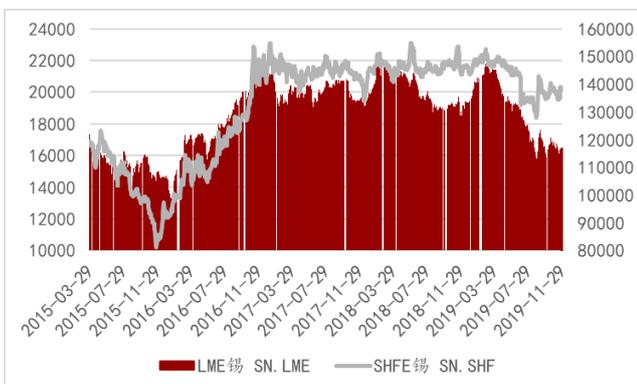
图表14: 15年以来锌价走势



资料来源: WIND、万联证券

**锡铋板块:** 锡面临主要供应国缅甸的锡矿品位下降、资源枯竭、限制出口及环保因素影响, 总体供应偏紧。受下游企业观望情绪影响, 锡价走低, 锡铋板块震荡回落。

图表15: 15年以来锡价格走势



资料来源: WIND、万联证券

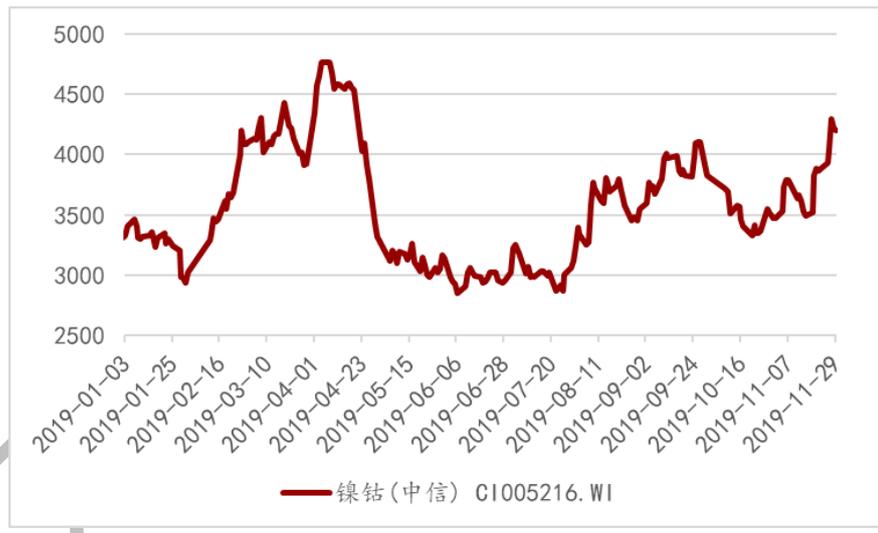
图表16: 19年前11个月锡铋(中信)板块指数走势



资料来源: WIND、万联证券

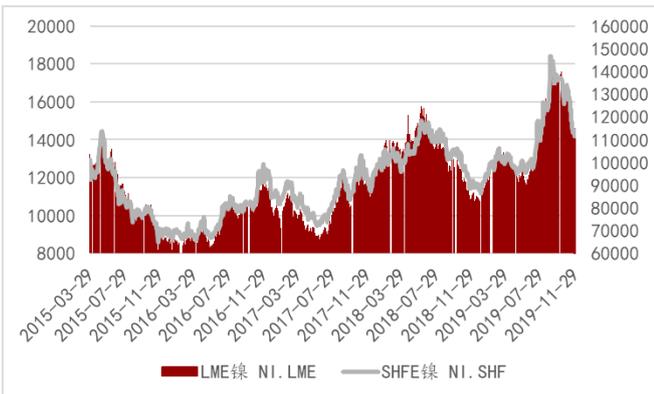
**镍钴板块：**一季度受宏观利好影响，镍供应收紧促使镍价加速上行。加上国家汽车补贴政策的变化使得市场对于高镍三元材料未来需求普遍乐观，镍钴板块走势良好。随着供应增多，而国内需求不及预期，钴企出货不顺、下游企业库存充足，原料供大于求的局面出现；且动力电池市场竞争激烈，短期回暖困难，导致中国钴市场价格不断下滑。镍钴板块4月份后开始快速回调至前期低位并维持震荡，近期受钴价反弹拉动，镍钴板块有所上涨。短期来看，国内需求疲软的情况并未改善，但是长期来看，新能源汽车销量逐渐增长，市场占有率不断提升，将有助于拉动三元电池、锂钴产品的未来需求，镍价格虽然回调，但仍处于历史较高位置，钴价处于底部反弹阶段，下跌空间有限，镍钴板块长期而言，后市仍有机会。

图表17：19年前11个月镍钴（中信）指数走势



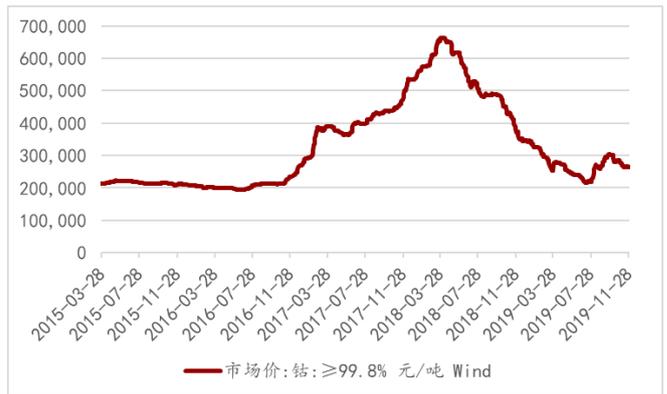
资料来源：WIND、万联证券

图表18：15年以来镍价格走势



资料来源：WIND、万联证券

图表19：15年以来钴价格走势



资料来源：WIND、万联证券

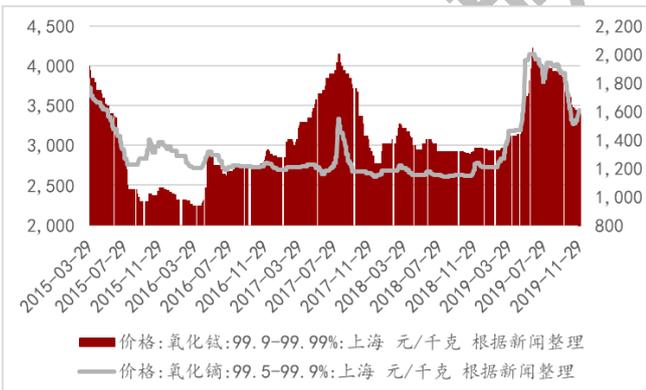
**稀有金属III板块：**一季度国内经济回暖趋于高涨，有色个股表现较强，稀有金属III板块整体走势较好，5月份中美贸易摩擦加剧，伴随中国领导人视察江西稀土产业，稀土价格逆市大涨，稀土板块维持了较长时间的强势。钨的战略价值也获得市场关注，钨相关个股5月表现也十分突出。加上后来钨企集中限产，对钨价形成利好，钨相关个股8月-9月间仍然有一段强势期。但是，国内需求疲软的事实并未改变，重稀土价格冲高回落，钨价下挫，稀有金属III板块也出现较大回调。

图表20: 19年前11个月稀有金属III (中信) 指数走势



资料来源: WIND、万联证券

图表21: 重稀土钽、镨氧化物价格走势



资料来源: WIND、万联证券

图表22: 15年以来钨条价格走势



资料来源: WIND、万联证券

## 2、宏观环境

19年以来, 全球经济见顶回落, 下行压力加大。全球性贸易摩擦升级, 贸易不畅、投资下滑、需求疲软, 地缘政治复杂多变, 各方面矛盾有增无减。多国央行持续放“鸽”, 全球迎来降息潮。7月以来降息的央行数量骤增, 9月达到12家, 年内已有超20国央行进入降息进程, 全球步入低利率时代。

### 1.1 地缘政治局势升温

近期, 全球最具影响力的政治风险研究咨询公司欧亚集团创始人、斯坦福大学政治学博士伊恩·布雷默撰文提及目前比起经济基本面, 地缘政治成了全球经济不确定性的主要驱动力。他说: “这是我人生中第一次遇到这种情况, 世界进入了‘地缘政治衰退’, 这对全球系统和政府间关系而言是一个衰退而非繁荣周期。从历史视角来看, 地缘政治衰退更为罕见, 会比经济衰退更加持久。如果不解决, 那么起码这种地缘政治衰退会至少在未来十年持续。”

11月, OPEC 地缘政治动荡仍在持续, 围绕伊朗的地缘政治紧张局势升温。由于伊朗政府提高汽油费用引发的抗议活动已经在伊朗境内50多个城市蔓延, 并且抗议活动不断升级。抗议活动在部分地区甚至出现失控, 有的激进的示威者还冲击加油站, 点

燃部分加油设施。此外，美国宣称伊朗通过发展核武器和导弹项目支持恐怖主义。中东另一产油大国伊拉克同样爆发骚乱，人们走上街头抗议财政困难和糟糕的治理。而在此之前，OPEC 成员国已经面临着一系列供应威胁，委内瑞拉的经济崩溃、阿尔及利亚国内的不满情绪加剧，沙特阿拉伯遭受的导弹袭击，多国的局势都在趋于恶化。

中美虽然在贸易谈判中不断争取好的结果，但是随着美国通过所谓“香港人权与民主法案”及另外一项有关香港的法案，粗暴干涉中国内政，多场合抹黑中国，宣扬中国威胁论，遭到国内一直强烈反对，市场开始担忧中美关系的未来发展。

欧洲方面，在 11 月初法国总统马克龙发表北约“脑死亡”的言论后，反应最激烈的不是美国，而是德国，这确实让外界有点意外。德国总理默克尔先是公开不赞同马克龙的言论，接着德国外长马斯在 11 月 26 日公开炮轰马克龙发表的北约“脑死亡”言论，拒绝法国关于建立欧洲军队的倡议。11 月 28 日，德国外长马斯再次批评法国。此次德国对法国的批评更加严重甚至有些“危言耸听”，马斯不仅再次力挺北约，声称德国和欧洲安全离不开北约，还指责法国“居心不良”，试图分裂欧洲。德国给法国扣的这个帽子够严重的了，这意味着目前主导欧盟的德法在安全领域彻底分道扬镳，也意味着欧盟内部分裂已成事实。再看英国，距离英国大选越来越远，距离脱欧最后期限也仅剩两个月，但无协议脱欧的疑云仍未完全消散。根据过去最近五次的民意调查，英国首相约翰逊领导的保守党平均领先反对党工党 12 个百分点，这意味着约翰逊通过下一届议会达成脱欧协议的几率很大。目前，对于 2020 年 1 月 31 日之后的英欧谈判，欧盟似乎已经准备好尽可能地与英国缔结更紧密的关系了。但届时的英国首相是否同意这样的选择，还要等待大选揭晓。

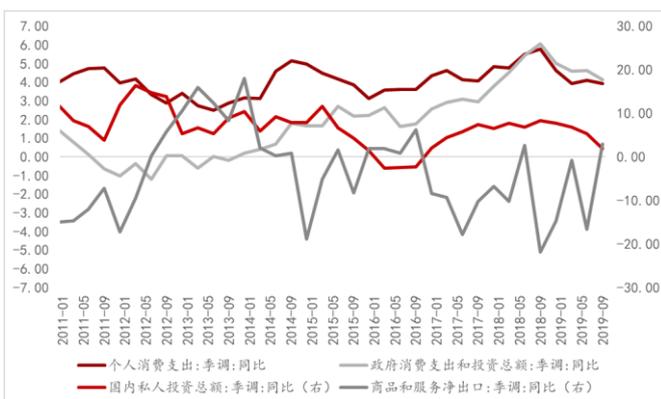
地缘政治的复杂多变，为世界经济蒙上一层阴影，如果真如伊恩·布雷默所说，地缘政治问题无法妥善解决，会比经济衰退更加持久。

## 1.2 全球经济下行压力大

2019 年，受宏观经济周期和全球贸易摩擦加剧影响，全球经济加速下行，发达经济体美、欧、日经济增速下行，新兴经济体发展分化，东南亚地区相对平稳，拉美地区经济下行。未来经济持续衰退可能性上升，各主要央行纷纷降息，货币宽松浪潮席卷全球。

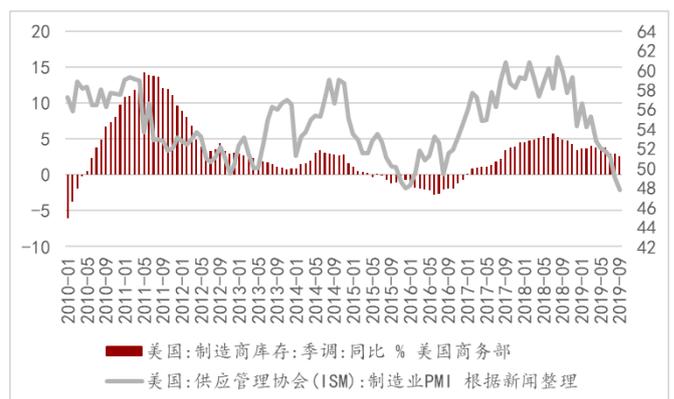
美国经济增速放缓，投资、出口走弱，库存、产能周期向下，领先指标 PMI 和 OECD 综合指标下行，且持续低于枯荣线运行，美国经济下行趋势确立，美国投资信心指数不断下行。

图表 23：美国净出口及私人投资持续低迷



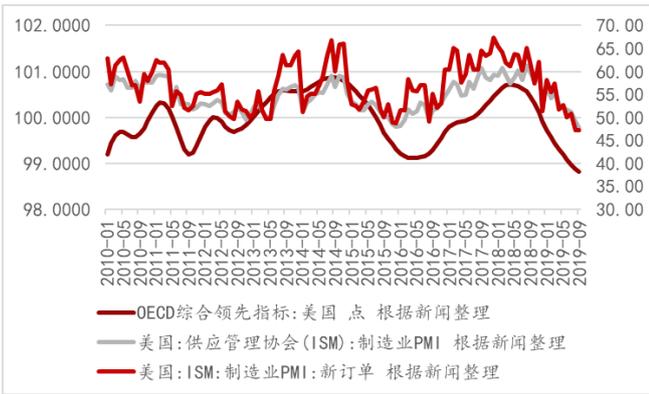
资料来源：WIND、万联证券

图表 24：美国库存周期下行

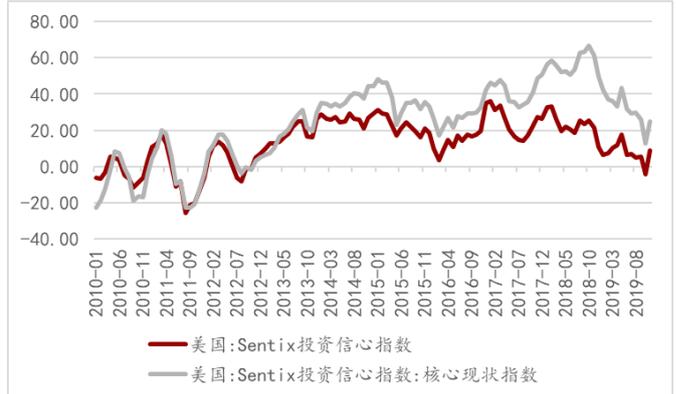


资料来源：WIND、万联证券

图表25: 美国OECD领先指标持续下行



图表26: 美国投资信心指数整体下行



资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

欧盟经济基本处于停滞状态,美欧贸易摩擦升级,以德国经济失速,英国脱欧迟迟未决,英脱欧不确定性提高市场避险情绪,也打击了投资者于消费者的信心。

本轮欧盟经济下行主要由于德国经济火车头失速。德国制造业发达,出口贸易繁荣。在全球经济摩擦升级的背景下,2018年来,德国经济持续承压,制造业PMI连续11个月低于枯荣线运行,2019年11月,德国PMI43.80,虽较上月有所回升,但仍低于50的枯荣线。19年2季度德国GDP同比增0.3%,较1季度下降0.7%。3季度虽较2季度有所回升,也仅仅只有0.5%。2、3季度德国GDP同比增长数据为14年以来新低。货物和服务净出口从2018年三季度以来连续负增长,仅在2019年3季度同比增长0.3%。

英国脱欧迟迟未决,拖累国内和欧盟经济。自2016年6月公投通过脱欧以来,英国在脱欧费用、在英欧盟公民权利、爱尔兰边界三大问题上与欧盟存在分歧,且一直未提出双方满意的提案,硬脱欧不确定性不断提高,英国经济陷入滞涨,制造业PMI从2019年5月以来,连续6个月低于枯荣线运行,11月制造业PMI数据为48.3,较10月的49.6仍有所回落。此外,意大利、希腊政府的债务问题也使得欧洲经济需上加霜。

图表27: 德国经济增速持续低于欧盟经济增速



图表28: 德国制造业PMI持续低于枯荣线



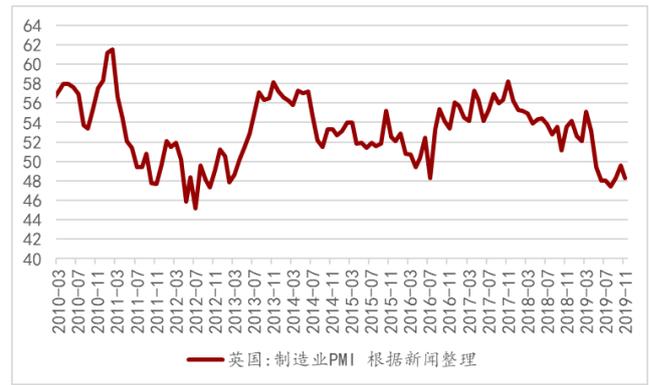
资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

图表29: 德国出口低迷, 经济失速



图表30: 英国制造业PMI持续低于枯荣线



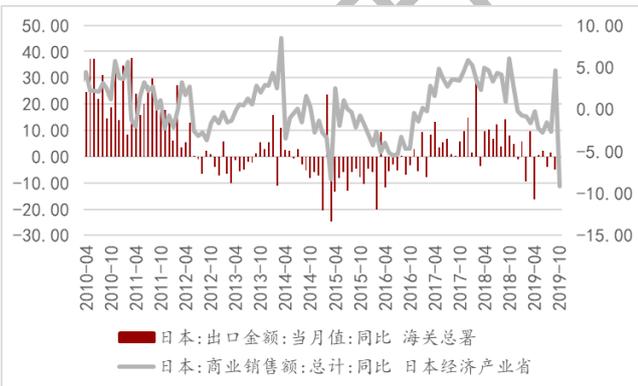
资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

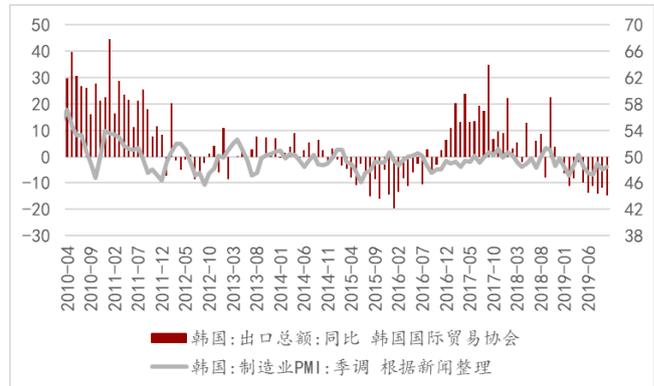
全球贸易摩擦加剧, 日本外需疲软, 投资及出口下行。10月日本消费税税率从8%上调至10%, 对消费造成负面冲击, 日本经济下行压力进一步加大。

韩国出口暴跌, 制造业持续疲软, 外需疲软, 韩国作为出口导向的国家, 出口金额占其GDP总额的40%-43%。其中, 半导体、汽车及石化制品为韩国主要出口产品。中美贸易摩擦及全球需求疲软导致韩国出口大幅下降, 日韩贸易摩擦使得日本对韩国出口的三种生产半导体和显示器的关键材料进行更严格的限制, 导致韩国制造业雪上加霜。

图表31: 日本出口减少, 经济下行压力大



图表32: 韩国出口暴跌, 制造业PMI持续低于枯荣线



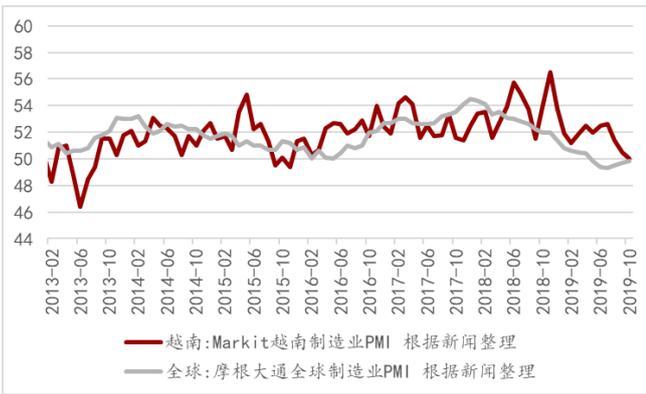
资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

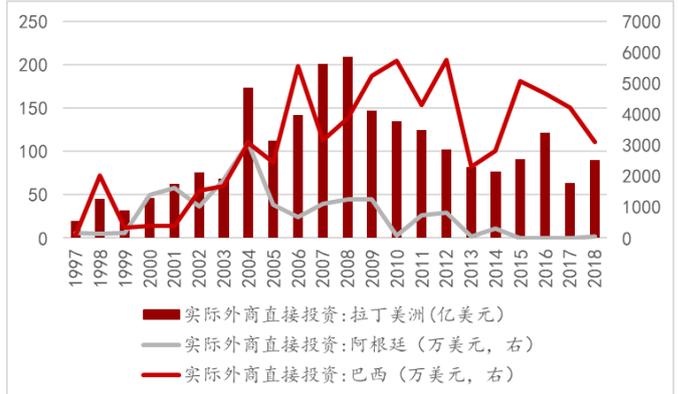
贸易摩擦重塑全球, 受全球供应链转移影响, 以越南为代表的东南亚地区部分发展中国家出口大增, 制造业景气度保持平稳上升态势。越南经济受益于中美贸易摩擦, 出口大增。

拉美地区发展中国家经济持续疲软, 失业率居高不下, 汇率大幅贬值。一方面, 全球贸易摩擦叠加世界经济下滑对巴西、阿根廷等拉美国家经济造成负面影响。巴西8月出口同比-13.5%, 创2016年6月以来新低; 另一方面, 国内政局不稳、高外债发展模式等问题使得拉美国家经济难以复苏。其中, 阿根廷2019年总统初选中左翼候选人阿尔贝托·费尔南德斯票数领先, 引发海外投资者忧虑升温。

图表33: 越南PMI自2018年以来高于全球平均水平



图表34: 拉美地区经济疲软, 外商投资减少



资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

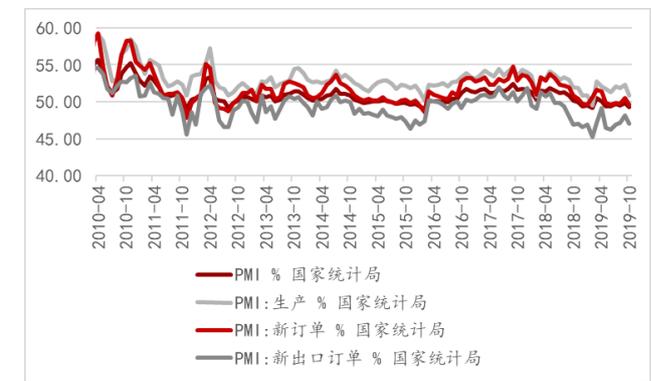
我国受中美贸易摩擦影响较大, 2018 年以来, 经济增速放缓, 制造业持续不景气。2019 年以来, 制造业创造 GDP 同比增速不断下滑。GDP 同比增速自 18 年起开始持续下滑。2019 年三季度, GDP 同比增速 6%, 制造业创造 GDP 同比增速 4.8%, 均为有历史数据以来新低。

2019 年 5 月以来, 中美贸易摩擦升级, 我国制造业 PMI 开始低于枯荣线运行, 10 月我国制造业 PMI 为 49.3, 较 9 月份的 49.8 继续回落。10 月份 PMI: 生产指标仍然高于 50 的枯荣线, 为 50.8。而新订单及新出口订单则低于枯荣线水平, 分别为 49.6 和 47。总体而言, 我国 PMI 数据仍紧紧围绕枯荣线波动, 仍然表现出较强的经济韧性。

图表35: 我国经济增速放缓



图表36: 我国制造业PMI连续低于6个月低于枯荣线



资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

但是, 从以上数据和分析中, 我们可以看出, 目前, 全球主要经济体均面临着较大的经济下行压力。

### 3、年度策略

从前面的宏观环境分析我们可以看出, 全球性的货币宽松, 复杂的地缘政治因素, 全球性的经济疲软乏力, 黄金投资价值 and 避险价值共存, 对金价构成长期利好。

另外, 低利率将推动避险资金涌入收益率相对较高的市场。股票作为风险和收益率相对较高的资产吸引力也将不断提升。有色金属板块个股, 受宏观经济周期和自身固有库存周期影响, 同时也受国家行业政策的影响较大, 长期来看, 我们看好铜、铝板块后市机会。小金属中, 建议关注锂钴相关个股的底部投资机会。从概念上来看, 拥有丰富资源储量或掌握新材料领先技术且技术壁垒较高的企业有望获得更好的超额收益。从基本面看, 行业间及行业内部出现估值分化, 关注小市值、低 PE 的个股未来

机会。

### 3.1 实际利率下行打开金价上涨空间，有望推动黄金股第二波行情

黄金价格在 6-8 月的强势拉升，创近 3 年新高。随后开始出现震荡择向，受 10 月以来中美贸易谈判释放积极信号影响，金价虽有所下调，但下行空间有限。我们认为，金价后期上行的概率和空间依然较高。短期而言，受全球性宽松预期和地缘政治反复的影响，市场风险偏好不断变化引发金价上下波动，金价短期上涨乏力，但是长期来看依然处于上行趋势。

从宏观周期的角度看，衰退晚期到萧条期，黄金的避险价值和投资价值突出。其信用对冲属性使得黄金资产在这一阶段有着明显的超额收益。美国实际利率下行，美债利率一度倒挂且下行趋势不改，市场对于经济衰退和危机的恐慌情绪及悲观预期对金价上行起着重要作用。

伴随全球经济回落压力加大，各经济体央行纷纷放鸽，2019 年以来全球宣布降息的央行已近 30 家。全球性的货币宽松浪潮席卷而来。

发达经济体方面，10 月 30 日美国联邦公开市场委员会（FOMC）决定将其基准利率下调 25 个基点至 1.5% 到 1.75% 的目标区间。这已经是美国自 2019 年 7 月以来的第 3 次降息，此外，美联储自 10 月 15 日开始每月购买 600 亿美元短期国债，并至少维持至 2020 年 2 季度；欧央行 9 月宣布下调存款便利利率 10BP 至 -0.5%，同时宣布将实行两级分级利率体系和新一轮 QE；日本 10 月 31 日修改前瞻性指引，表示如果达成通胀目标的动能进一步走弱，利率水平将保持在目前的水平甚至更低，为日后“再开闸放水”打开大门。

新兴经济体方面，印度、埃及、土耳其、智利、墨西哥等国央行均已开始降息。中国央行 9 月 6 日发布全面降准和定向降准，并分别于 8 月 20 日和 9 月 20 日通过降低加点的方式降低 LPR 利率。11 月 5 日，央行开展 1 年期 MLF 操作，利率从 3.3% 下调至 3.25%，为 2016 年以来首次下调 MLF 利率。

图表 37：金价与实际利率呈现显著的负相关关系



资料来源：WIND、万联证券

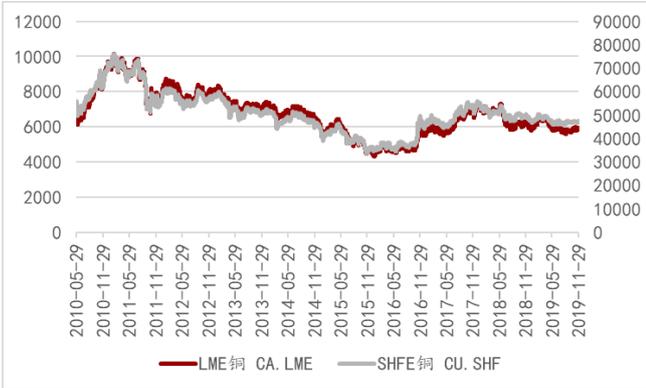
黄金资产与其他商品资产相比，保持着独立的趋势性行情。黄金价格主要受实际利率影响，实际利率可以视为持有黄金的机会成本。黄金价格通常与实际利率负相关。美国实际利率的长期趋势水平为决定金价的核心因素。随着美国产出缺口由正转负，美国经济周期未来将逐步进入下行空间，美联储降息周期的开启推升未来黄金价格中枢上移，而金价趋势上行预期为估值相对低位的黄金股牛市启动提供了基本条件，黄金股有望迎来第二波行情。

### 3.2 铜未来供需结构有望改善，关注铜板块个股长期机会

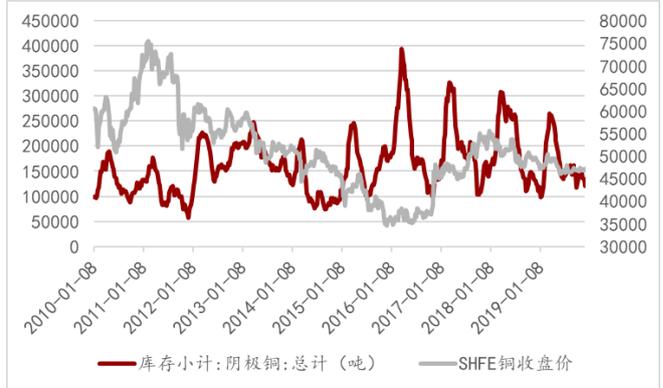
5 月中美贸易摩擦加剧，铜价维持在低位震荡，9 月中下旬以后，随着贸易谈判释放积极信号，铜价获得底部有力支撑，缓步上行后，跌幅收窄，基本在 47200 元/吨附近

近震荡，国内阴极铜库存处于历史低位，从历史数据特征可以看到，阴极铜库存处于历史低点后，铜价会有所拉升，由于国内需求依旧疲软，铜价上涨空间很大程度上依赖于未来的供需结构情况。

图表38：铜价面临震荡择向



图表39：国内铜库存处于历史低位

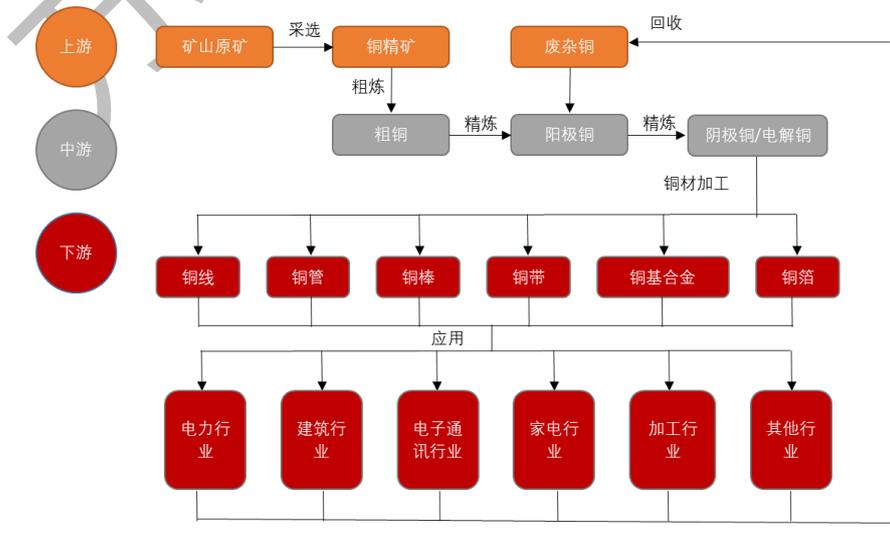


资料来源：WIND、万联证券

资料来源：WIND、万联证券

从供应面来看，19年以来受罢工、抗议、矿山关闭、极端天气、主产国环保趋严、铜矿品味下降等影响，加工费持续走低，全球矿山产铜供给始终处于偏紧态势。我国废铜进口政策趋严，废七类铜进口受到较大影响，铜供应局势并无大的改善。

图表40：铜的产业链



资料来源：公开资料整理、万联证券

需求方面，铜消费仍显不足，但整体保持相对稳定。终端方面，市场仍对于我国的逆周期财政政策抱有希望，新能源汽车对铜需求增长的拉动虽短期十分有限，但是中长期而言，随着新能源汽车技术的不断成熟，能耗成本下降，市场推广力度增强，汽车销售有望边际转好；另外，电网投资存在上行空间；家电、通讯等所在的制造业在中美贸易关系缓和的背景下有望向好发展。若预期兑现将对铜需求形成有力拉动，铜市场基本面向好。库存持续下行背景下，铜价易涨难跌。

### 3.2.1 铜矿供给偏紧预期不变

美国地质调查局公布的数据显示，2018年，全球铜资源储量83000万吨，产量2100万吨。智利是目前铜矿最丰富的国家，由于近几年智利铜矿品味下降，其储量占全球储量的比例有所降低，为20.48%，其铜矿产量(27.62%)、出口量(35.68%)亦居世界第一位，其他储量较多的国家有秘鲁、澳大利亚、俄罗斯、印尼、墨西哥、美国、中国、刚果、波兰、赞比亚、加拿大、哈萨克斯坦、菲律宾等。

图表41：2018年铜矿全球储量分布情况(万吨)

国家或地区	2018年储量	占比
智利	17,000	20.48%
澳大利亚	8,800	10.60%
秘鲁	8,300	10.00%
俄罗斯	6,100	7.35%
印尼	5,100	6.14%
墨西哥	5,000	6.02%
美国	4,800	5.78%
中国	2,600	3.13%
刚果(金)	2,000	2.41%
赞比亚	1,900	2.29%
其他	21,000	25.30%
<b>总计</b>	<b>83,000</b>	<b>100%</b>

资料来源：USGS、万联证券

图表42：2018年全球铜矿产量分布情况(万吨)

国家或地区	2018年产量	占比
智利	5,80	27.62%
秘鲁	2,40	11.43%
中国	1,60	7.62%
美国	1,20	5.71%
刚果(金)	1,20	5.71%
澳大利亚	95	4.52%
赞比亚	87	4.14%
印尼	78	3.71%
墨西哥	76	3.62%
俄罗斯	71	3.38%
其他	440	20.95%
<b>总计</b>	<b>2,100</b>	<b>100%</b>

资料来源：USGS、万联证券

我国铜矿资源十分匮乏，18年我国矿储量2600万吨，仅占全球储量的3.13%。且有下滑趋势。

图表43：我国铜矿储量占比逐年下降

年份	中国铜储量	占全球储量比例(%)
2018	2600	3.13
2017	2700	3.42
2016	2800	3.89
2015	3000	4.17
2014	3000	4.29
2013	3000	4.35
2012	3000	4.41
2011	3000	4.35
2010	3000	4.76
2009	3000	5.56
2008	3000	5.45

资料来源：USGS、万联证券

图表44：我国铜储量变化图



资料来源：USGS、万联证券

铜矿资源分布比较集中。主要在智利、秘鲁等地区。全球前十大矿业公司，有2家位于智利。全球前十大产能矿山，有五座位于智利。目前世界矿山老龄化的趋势越来越严重，全球约有一半的铜矿山的矿龄已超过50年，在全球最大的七个矿山中，更是有四个已经开采超过了70年。由于开采时间太长，矿山品位正逐年下降，全球矿山平均品位由1990年的1.6%下滑至1%左右。其中智利铜矿整体品位下滑情况突出，大型矿山Escondida、ElTeniente和Los Bronces近三年铜矿品位以平均每年减少0.02%—0.04%的速度变化。智利的铜矿企业采取了不同的办法来应对品位下降所带来的影响，但是整个铜矿品位下降的趋势是不可逆的，同时它对产量所带来的影响也比较大。据百川资讯统计，目前，境外矿山新投产能在2019年较少，主要产能启动时间集中在2020年后。

图表45: 海外矿山新增产能启动时间集中在2020年后

公司	项目	国家	产能 (万吨)	启动时间
1 第一量子	Cobre Panama	巴拿马	<10	2018
2 嘉能可	Katanga 复产	刚果 (金)	15	2018
3 南方铜业	Toquepala Expansion	秘鲁	4	2018
4 智利国家铜业	Chuiqicamata U/G	智利	37	2019
5 OZ 矿业	Carraoateena	澳大利亚	6	2019
6 自由港	Lonestar/Safford Project	美国	6	2020
7 南方铜业	Tia Maria	秘鲁	12	2020
8 力拓	Oyu Tolgoi Underground	蒙古	>50	2020
9 必和必拓	Spence Growth Option	智利	18.5	2020
10 安托法加斯塔	Los pelambres Exp Ph1	智利	5.5	2021
11 泰克资源	Quebrada Blanca 2	智利	30	2021
12 第一量子	Taca Taca	阿根廷	25	2021
13 紫金矿业	Kamoa	刚果金	30	2021

资料来源: 百川资讯、万联证券

铜冶炼费不断走低预示铜矿供给偏紧。铜冶炼费用通常被认为是判断行业供需的重要指标, TC/RC (Treatment and refining charges for Processing concentrates) 指精铜矿转化为精铜的总费用。TC 就是处理费 (Treatment charges) 或粗炼费, 而 RC 就是精炼费 (Refining charges)。TC/RC 是矿产商或贸易商 (卖方) 向冶炼厂商或贸易商 (买方) 支付的、将铜精矿加工成精炼铜的费用。目前通行的做法是, 铜精矿加工完毕后, 矿产商或贸易商与冶炼厂商事先谈好 TC/RC 费用, 然后从基于 LME 基准价确定的售价中扣除 TC/RC 费用, 就是铜精矿的销售价格。所以, 最后还原的仍是买方向卖方支付铜精矿的价格。

图表46: 铜加工粗炼费 (TC) 持续走低



图表47: 铜加工精炼费 (RC) 持续走低



资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

TC/RC 高表明冶炼厂商的收益高, 必将极大刺激冶炼厂商的生产积极性, 但决定 TC/RC 水平高低的重要因素是铜矿砂的供求关系。一般而言, 当铜矿砂供应短缺时, 矿山在对冶炼厂商的谈判中占据主动, 其支付的 TC/RC 就会下降; 反之, 当铜矿砂供应充裕时, TC/RC 就会上涨。换言之, TC/RC 与铜精矿的供应量具有正向关系。正因为如此, 一般可以将 TC/RC 的变化称之为铜精矿供需的晴雨表。

Wind 数据显示，铜冶炼费用持续走低，可以看出，铜矿供应端偏紧。世界金属统计局 (WBMS) 最新数据：2019 年 1-8 月，全球矿山铜产量为 1,341 万吨，较去年同期增加 0.5%。所以，我们预计，2019 年，铜矿供给量，与 2018 年，基本持平，增幅或在 1% 以内，供给总体偏紧。结合海外矿山新增产能情况预测，2020 年铜矿供应偏紧态势将有所改善，但增量依然十分有限。

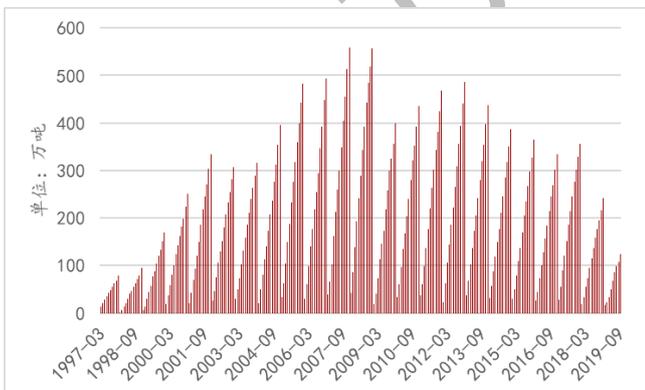
### 3.2.2 国内废铜回收力度加大，废铜进口逐年减少，对再生铜产量影响不大

我国对进口铜矿依赖度较高，为了实现可持续发展，近年来我国大力发展再生资源回收。再生资源回收体系制度逐步完善，市场化程度也将逐步提高。Wind 数据显示，2014-2018 年，我国废铜产量分别为 283、252、162、210、200 万吨。

受国家环保政策影响，今年来，我国对于固体废物的管理越发严格，对于废铜进口，也提出了更加严格的条件。从而导致我国废铜进口量呈逐年减少趋势。目前进口废铜贸易中需要 2 个证书：国内收货人证和进口许可证（环保批文）。无论进口废六类还是七类，都需要申请国内收货人证，2018 年起，国内收货人证书中，加工利用单位必须和收货人统一，这意味着：代理进口报关的方式被禁止，贸易商失去进口废铜的资格，但是其仍可以作为中间商，为铜企业提供供应链服务，因此废六类铜进口受到冲击小。废七类铜还需要申请进口许可证，2018 年起，进口许可证中，进口商与利用商必须统一，这意味着：单纯的废铜加工厂或者冶炼厂，没有资格进口七类废铜，由于许多铜企不具备拆解资质，环保部已经限制进口许可证的发放，废铜政策主要影响废七类铜进口。

海关总署公布数据显示，14-18 年度铜进口量分别为 387、366、335、356、241 万吨。14-18 年度铜总体供应量分别为 670、618、497、566、441 万吨。18 年的废铜总量较 14 年，下降了 34%。降幅明显。19 年前 9 个月，废铜进口总量为 124 万吨，较去年同期的 178 万吨，下调 30.33%。

图表48：我国废铜进口累计值呈下降趋势



资料来源：海关总署、万联证券

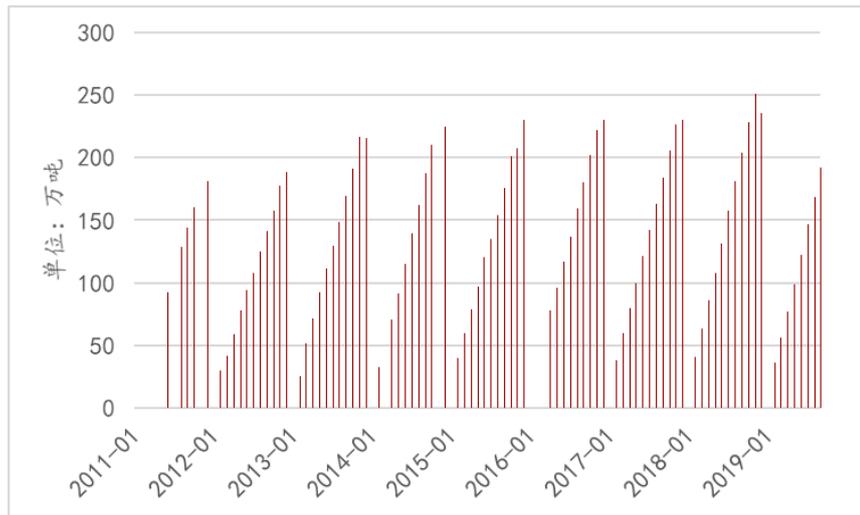
图表49：我国废铜进口当月值呈下降趋势



资料来源：海关总署、万联证券

从我国再生铜的产量来看，2013-2018 年间，我国再生铜产量基本稳定。2019 年前 9 个月的再生铜产量为 191.79 万吨，2018 年前 9 个月为 203.65 万吨，同比下降 5.8%。并未出现大幅下滑。综合来看，未来，随着我国废铜回收利用能力的增强，未来，在废铜进口减少的情况下，有望保持再生铜产量基本稳定。所以废铜进口量的减少，对于再生铜产量影响有限。

图表50：我国再生铜产量



资料来源：国家统计局、万联证券

### 3.2.3 冶炼端：精炼铜产量逐年上涨。

我国虽然铜矿资源匮乏，但是确实名副其实的铜冶炼大国。全球冶炼铜产量主要集中在 中国、日本、智利、俄罗斯、赞比亚等国。根据智利国家铜业委员会统计数据，2018 年，全球冶炼铜产量 1779.73 万吨，我国的冶炼铜产量就达到 635.74 万吨，占比达 35.72%。日本的冶炼铜产量位居全球第二，为 156.45 万吨，占全球总产量的 8.79%，仅为我国冶炼铜产量的 24.61%。

图表51：我国为铜冶炼大国

	冶炼铜产量	全球占比
中国	635.74	35.72%
日本	156.45	8.79%
智利	124.61	7.00%
俄罗斯	89.70	5.04%
印度	42.50	2.39%
赞比亚	85.20	4.79%
德国	52.56	2.95%
波兰	51.06	2.87%
韩国	51.98	2.92%
美国	53.56	3.01%
澳大利亚	37.20	2.09%
其他	399.17	22.43%
总计	1,779.73	100.00%

资料来源：智利国家铜业委员会、万联证券

ICSG 统计数据显示，2015 年来，全球精炼铜产能不断扩张，产能利用率维持在 86% 左右的高位。2018 年，全球精炼铜产能达到 2777 万吨，产能利用率高达 86.80%。原生精炼铜产量 2005.5 万吨，再生精炼铜产量 404.3 万吨。精炼铜总产量 2409.9 万吨，同比增长 2.38%。由于我国 19 年前 9 个月的精炼铜产量总体增长 8.89%，预计 19 年，全球精炼铜产量较 18 年增加 3% 左右。

图表52: 全球精炼铜产能不断增加



图表53: 全球精炼铜产量呈上涨趋势

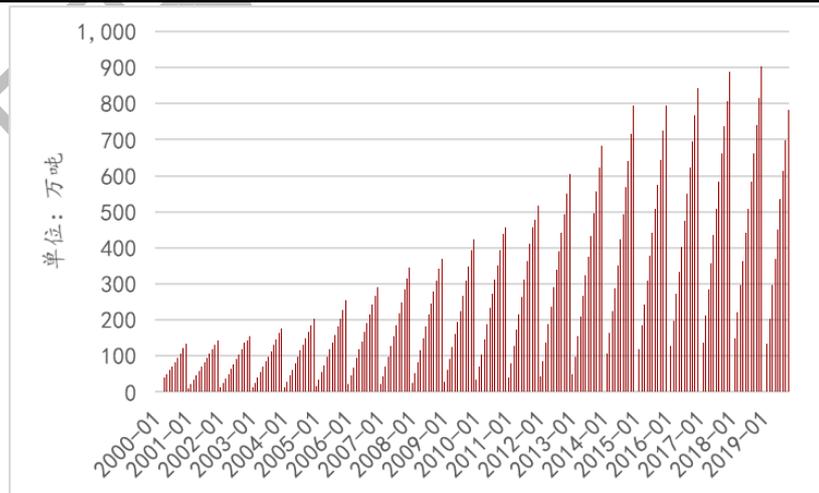


资料来源: ICSG、万联证券

资料来源: ICSG、万联证券

国家统计局数据显示,我国精炼铜产量从16-18年间,均维持在620万吨以上,且保持小幅上涨。18年,我国精炼铜产量667.40万吨,同比上涨10.1%。2019年前9个月,精炼铜产量累计达506.8万吨,同比增长8.89%。由此可以看出,我国精炼铜产量正在不断增加。预计19年,精炼铜产量较18年将增长在9%左右。

图表54: 我国精炼铜产量稳步增长



资料来源: 国家统计局、万联证券

### 3.2.4 铜消费现状: 19年铜消费疲软, 但仍保持一定韧性

根据 ICSG 统计数据,全球精炼铜消费呈整体上涨趋势。10-14年消费量增速较快,随后增速放缓,18年精炼铜消费增速有所提升。

我国的精炼铜消费量,在2007年-2014年的7年间,增速放缓,但是仍呈现出逐年上涨的趋势。且我国精炼铜消费占全球精炼铜消费的比重越来越大。2018年我国精炼铜消费量达到1248万吨,较17年增长5.86%。

19年前6个月我国精炼铜消费量为612.2万吨,18年同期数据为595.95万吨,同比上涨2.7%。可以明显看出需求增长主要集中在一季度,考虑到中美贸易摩擦从19年5月份开始升级及我国经济周期的影响,国内铜消费疲软,预计6月份后,精炼铜消费将连续出现同比下降的情况。估计,19年全年精炼铜消费量较18年数据变化不大。国内精炼铜消费依然保持了一定的韧性。

图表55: 全球精炼铜消费量不断增长



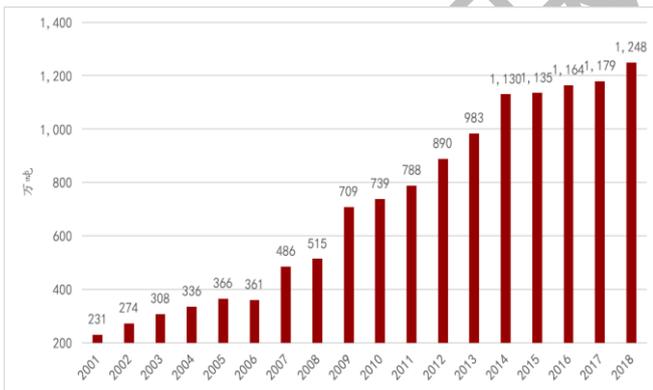
资料来源: ICSG、万联证券

图表56: 近10年全球精炼铜消费数据

年份	全球精炼铜消费量 (万吨)	同比变化率%
2008	1,805	-0.8
2009	1,789	-0.9
2010	1,914	7.0
2011	1,970	3.0
2012	2,047	3.9
2013	2,140	4.5
2014	2,293	7.2
2015	2,308	0.7
2016	2,351	1.8
2017	2,372	0.9
2018	2,450	3.3

资料来源: ICSG、万联证券

图表57: 我国精炼铜消费逐年增长



资料来源: 智利国家铜业委员会、万联证券

图表58: 近10年我国精炼铜年消费数据

年份	我国精炼铜消费量 (万吨)	同比增长
2008	514.89	5.87%
2009	708.58	37.62%
2010	738.54	4.23%
2011	788.08	6.71%
2012	889.56	12.88%
2013	983.01	10.51%
2014	1,130.27	14.98%
2015	1,135.31	0.45%
2016	1,164.22	2.55%
2017	1,179.05	1.27%
2018	1,248.23	5.87%

资料来源: ICSG、万联证券

图表59: 精炼铜消费月变化图



资料来源: ICSG、万联证券

图表60: 2019年上半年我国精炼铜消费上涨

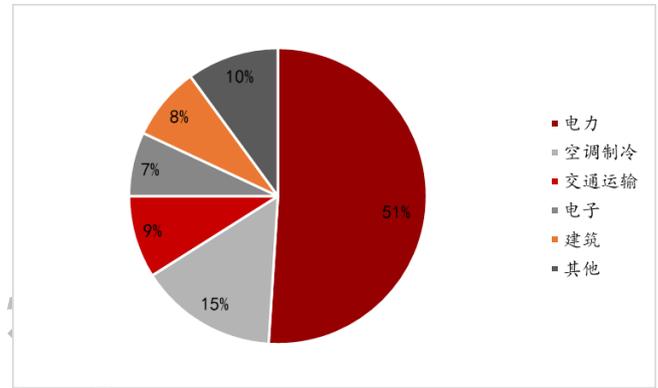
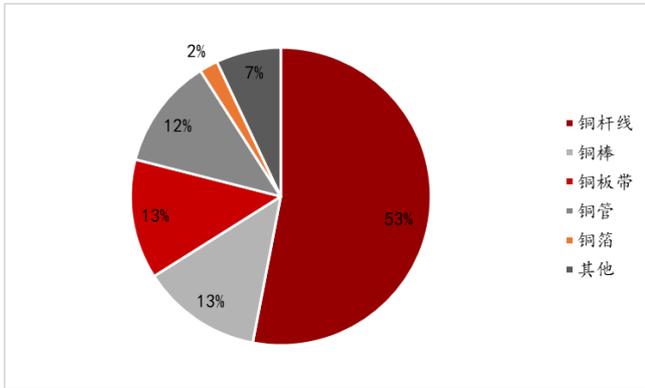
月份	精炼铜消费月度值		同比变化
	2018年	2019年	
1月	97.96	111.58	13.9%
2月	84.64	82.28	-2.8%
3月	92.43	101.56	9.9%
4月	109.53	109.05	-0.4%
5月	106.09	107.42	1.3%
6月	105.3	100.31	-4.7%
合计	595.95	612.2	2.7%

资料来源: ICSG、万联证券

在铜的初级消费结构中，铜杆线占比最高，达到 53%，其次为铜板带 13%，铜棒 13%，铜管 12%，铜箔 2%，其他产品 7%。终端消费领域，国内以电力、空调制冷、交通运输、建筑和电子为主，其中电力板块占比超过 50%，其余占比分别为 15%、9%、8%和 7%。

图表61：铜初级消费结构

图表62：铜终端消费结构



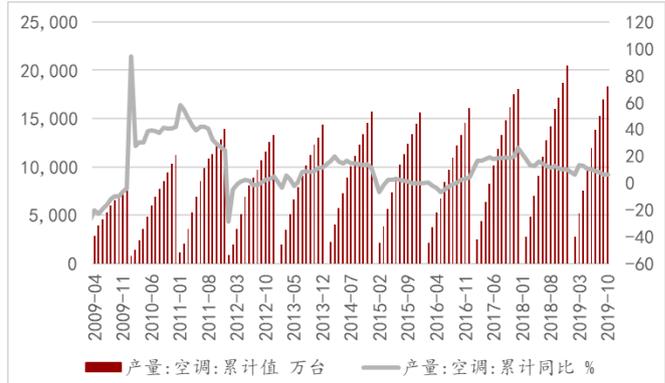
资料来源：中国报告网、万联证券

资料来源：中国报告网、万联证券

电力板块在铜消费结构中的占比高达 51%。我们主要关注的指标为国家电网基本建设投资完成额。

图表63：国家电网累计投资完成额

图表64：空调产量持续上涨



资料来源：中国报告网、万联证券

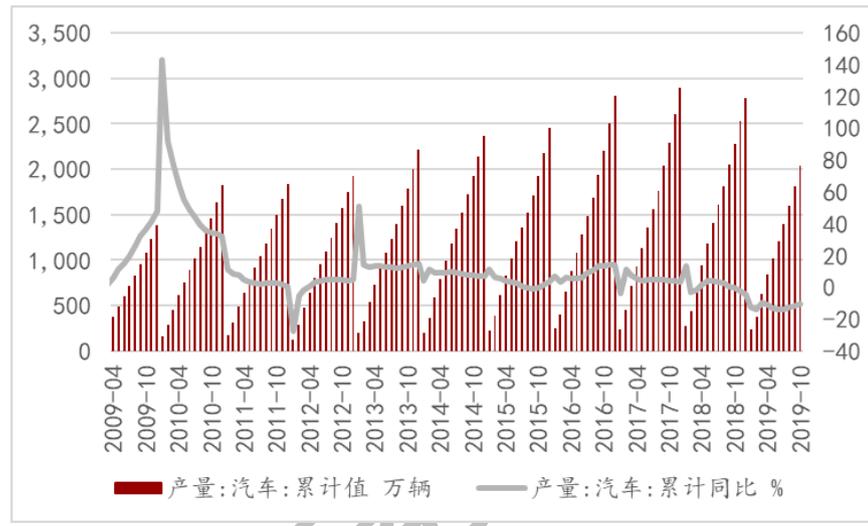
资料来源：中国报告网、万联证券

Wind 数据显示 16-18 年，我国电网基本投资完成额处于历史高位，且保持稳定。19 年前 10 个月的累计投资完成额同比下降了 10.5%。从历史数据来看，11-12 月的投资额度会有所提高，粗略估计，19 年全年，国家电网基本建设投资完成额较 18 年或将回落 5%左右。2020 年，随着新增的风电、光电建设需求，有望拉动电力投资完成额边际改善。

近年来，我国空调产量稳中有增，但是 18 年后，同比增速放缓，但仍处于上涨趋势。

WIND 数据显示，17 年前，我国汽车销量逐年增长，而 18 年后，开始负增长。18 年汽车销量为 2781 万辆，同比下降 4.16%。19 年前 10 个月汽车销量总计 2044 万辆，同比下滑 10.4%。而随着未来新能源汽车的不断发展和推广，我们预计汽车销量在 2020 年将有所改善。

图表65：汽车销量连续负增长



资料来源：WIND、万联证券

### 3.2.5 宏观局势向好，铜未来需求有望回升

随着中美贸易谈判取得阶段性进展，国内宏观局势逐渐向好。全球性的货币宽松政策有望进一步刺激经济的发展。我国的一系列逆周期调控政策有望对国内经济带来更多动力。

另外，考虑到国内 5G 的推广应用，有望带动更多新兴产业，新能源汽车推广力度不断增强，也给铜需求带来了新的增长契机。出于环保要求，国内对于清洁能源的部署不断扩大，全国风电、光电的未来发展潜力依然较大；一带一路建设仍在不断推进，沿途国家基础设施建设力度增加，有望进一步带动铜需求增长。所以，我们对于铜的未来需求仍持乐观态度。预计 2020 年，中国精炼铜需求量增加，并且传统需求领域可能有所复苏；供应方面，矿端供给增量有限，国内依旧以来扩大铜精矿进口满足国内需求，所以，未来铜供需结构有望得到改善。目前，受中美贸易摩擦影响，铜板块个股整体处于历史低位，具有较好的长期投资价值。

### 3.3 海外车企加快布局新能源汽车，钴锂需求有望回暖

德国宝马宣布，围绕纯电动汽车用电池单元，与宁德时代和韩国三星签署了总额 102 亿欧元的采购协议。其中，宝马将其与宁德时代在 2018 年签署的价值 40 亿欧元的电池订单增加到 73 亿欧元，合同供货时间为 2020 年至 2031 年。这包括，宝马集团采购 45 亿欧元，宝马中国基地采购 28 亿欧元。目前，宝马是宁德时代德国电池工厂的首个客户。

11 月 21 日，2019（第十七届）广州国际车展前夜，大众汽车集团（中国）CEO 冯思翰在媒体沟通会上发布了这家公司 2020 年的投资规划：在即将到来的这一年，大众汽车集团计划与合作伙伴共同在中国市场投资超过 40 亿欧元（约合人民币 311.5 亿元），并将在电动汽车领域的投资比重提升至 40%。除了投资外，大众汽车集团在新能源产品方面的攻势也已开启：奥迪旗下首款全球化纯电动汽车 e-tron 已在中国上市；到 2019 年年底，大众汽车集团将在华推出 14 款全新新能源汽车。

2020 年，基于大众汽车 MEB 电动模块化平台的纯电动汽车将在其在华合资公司的两座新工厂投产。11 月初，该集团旗下首个专为 MEB 平台打造的全新工厂——上汽大众安亭工厂启动预生产。根据规划，上汽大众安亭工厂与一汽-大众佛山工厂将在 2020 年 10 月正式投产，综合年产能将达到 60 万辆。

到 2029 年之前，大众集团计划推出多达 75 款纯电动车型，高于此前预计的 70 款。大众汽车预计，到 2029 年，将生产约 2600 万辆电动汽车，其中 2000 万辆将基于大众 MEB 电动汽车平台打造，剩下的 600 万辆将基于高性能平台 PPE 打造。同时，大众将在 2029 年前推出大约 60 款混合动力车型，销售目标为 600 万辆。

从今年广州车展透露的情况来看，在行业整体放缓的大背景下，电动化、智能化、网

联化是汽车行业未来发展方向，SUV 与新能源汽车仍然是热点所在，各大汽车厂商也正在加大战略布局。海外车企在新能源汽车方面的大力布局，将拉动新能源电池需求回暖，碳酸锂需求有望回升。目前钴价已经处于历史低位，嘉能可关停 Mutanda 调控全球钴供给，预计未来随着新能源市场的扩大，钴价将进一步反弹。所以，小金属方面建议关注钴、锂后市机会。

#### 4、重点上市公司

**山东黄金：**公司为国内名副其实的纯黄金龙头企业，黄金资源储量丰富，且开采成本处于行业较低水平，在全国黄金产量下滑的背景下，公司矿产金产量仍保持逐年上涨。19 年黄金价格在 5 月份后大幅上涨，9 月以后虽然维持震荡，但是整体处于高位，且仍处于长期上涨趋势，受益于金价的持续走高，公司未来营收有望进一步增长。

我们预计：19-21 年，山东黄金归母净利润分别为：14.59、16.54、18.95 亿元；EPS 分别为：0.47、0.53、0.61 元；对应收盘价 31.79 元的 PE 分别为：67.64、59.98、52.11 倍。维持“增持”评级。

风险提示：金价单边下跌、黄金产量不及预期、国际形势突变、国家政策性、资源开采、矿山生产安全

**紫金矿业：**作为国内铜、金、锌等多金属业务并存的矿业龙头，资源储量丰富，公司海外矿山并购脚步仍在继续，资源储量进一步提升，主营业务产销均不断增长。11 月，A 股增发获准，将进一步助力公司海外资源并购扩张。黄金价格整体处于高位震荡择向，短期不具备大幅下跌的可能，长期仍处于上涨趋势，这对于公司黄金开采业务形成较大利好。铜价格随着宏观情绪的不断向好，有望底部反弹，并形成长期上涨趋势，由于铜板块毛利率在公司毛利率中占比最大，铜价上涨，将对公司未来营收及利润的上涨构成较大利好。

我们预计：19-21 年，紫金矿业归母净利润分别为：39.35、45.44、57.75 亿元；EPS 分别为：0.16、0.18、0.23 元；对应收盘价 3.70 元的 PE 分别为：23.13、20.56、16.08 倍。维持“增持”评级。

风险提示：金价单边下跌；铜、锌需求不及预期、矿山生产安全、海外并购进展不及预期。

**天齐锂业：**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。产品品种包括化学级锂精矿、技术级锂精矿、工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、工业级氢氧化锂、电池级氢氧化锂、无水氯化锂、金属锂等锂化工产品。公司资源与加工产能尚未释放，同时锂行业在 19 年供需格局恶化，行业处于历史底部，预计随着锂需求逐渐回暖的预期加强，公司股价有望先于行业而动。

我们预计：19-21 年，天齐锂业归母净利润分别为：9.70、11.83、16.00 亿元；EPS 分别为：0.85、1.04、1.40 元；对应收盘价 30.19 元的 PE 分别为：35.52、29.03、21.56 倍。维持“增持”评级。

风险提示：矿山储量不及预期，产品价格下跌，开发成本过高、矿山安全，新能源汽车需求不及预期。

图表 66：策略相关金属 2020 年平均价格预测

2020 年平均价格预测			
	黄金	铜	锂 ≥ 99%
COMEX	1510 美元/盎司	-	
LME	1496 美元/盎司	6800 美元/吨	
SHFE	358 元/克	51320 元/吨	
国内现货平均价			61 万元/吨

资料来源：WIND、万联证券

## 5、风险提示

中美贸易谈判进程的不确定性、全球政治格局变化、国家行业政策变化、新能源汽车需求不及预期、国家电网投资情况不及预期、金属价格大幅下跌、产品产量不及预期

万联证券

有色金属行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期: 2019年12月05日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600547	山东黄金	0.45	0.47	0.53	7.17	31.79	65.56	67.64	59.98	4.10	增持
601899	紫金矿业	0.18	0.16	0.18	1.59	3.70	19.06	23.13	20.56	1.97	增持
002466	天齐锂业	1.92	0.85	1.04	8.90	30.19	17.45	35.52	29.03	2.85	增持

资料来源: WIND、万联证券

万联证券

## 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。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场