

有色金属

金属&新材料投资策略

作者：

分析师 刘奕町 SAC执业证书编号：S1110523050001



行业评级：强于大市（首次评级）
上次评级：强于大市

投资策略——分品种

1. 贵金属：趋势的确定与时点的不确定，看好贵金属板块投资价值

上半年贵金属价格涨后回落，此后延续震荡局面。美元加息周期迟早会结束，接下来就是美国经济衰退预期的博弈。美国经济的韧性，特别是劳动力市场的韧性，看数据而言相对较强，市场对美国经济何时衰退以及是否衰退有一定分歧。若衰退真正发生，24年联储或开启一轮降息，即使短期内看不到衰退迹象，我们判断也不能排除有经济周期思维的投资者提前在金价上进行抢跑，催生金价的新一轮行情。我们认为下半年或明年金价或将开启上行，不确定的只是时点，看好贵金属板块投资价值。

2. 基本金属：低库存+宏观向好，商品表现易涨难跌

前期因供应增加+需求季节性走弱预期导致市场对基本金属商品淡季表现相对悲观，而七八月淡季结束，基本金属低库存局面未得到缓解。商品价格易涨难跌背景下，股票估值相对扎实，且政策端的任何超预期变化均会带来商品价格及股票弹性。此外，中期维度基本金属供需格局向好，从而使得股票端在短期的回调过程中幅度更加受限，建议关注低估值或高弹性类标的。

3. 战略金属：需求顺周期导向，战略价值待重估

稀土、钨、锑、锡、锆、镓、铟都是我国小金属的强势品种，对全球供应影响巨大。这几种优势的小品种又是机械、电子、军工、建筑等工业不可或缺的重要原料。在保障国内的供应安全的同时，当全球自由贸易受到挑战时，我国强势小金属也有望成为威慑或反制的手段。在此背景下对于相关公司的估值溢价有望逐步体现，下半年或将具备较好的主题性投资机会。

4. 金属新材料：技术革新决定长期趋势，短期关注业绩确定性

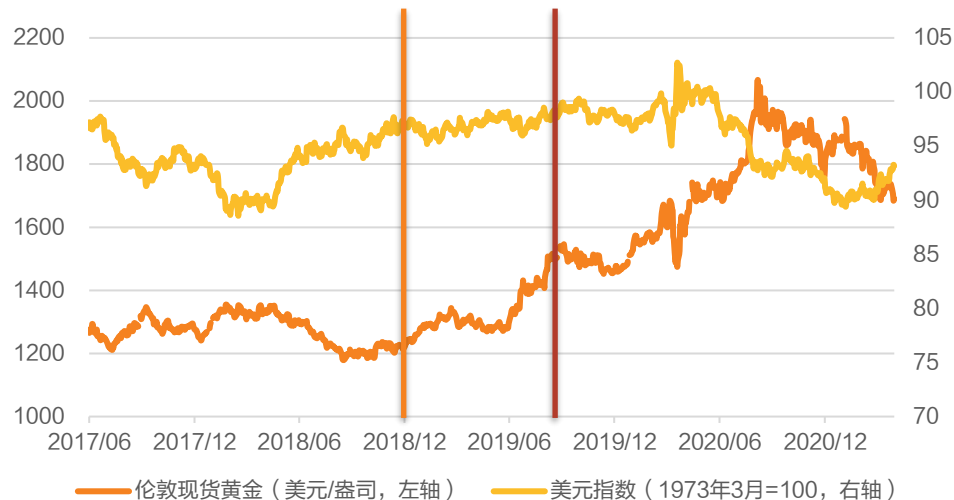
金属新材料的长期技术趋势是三明治结构的底层支撑，不局限于公司看材料本身；中期成长属性是三明治结构的营养层，高景气赛道是平台化雏形培育的润土；短期业绩弹性是三明治结构的表观显现，从微观指标关注边际盈利能力的变化。技术革新决定长期趋势，短期关注业绩确定性。下半年建议关注下游需求增速高，业绩确定性强的标的。

风险提示：文中的成长判断具有一定主观性，原材料波动，中美贸易摩擦影响经营，扩产不及预期，新品拓展不及预期，需求不及预期

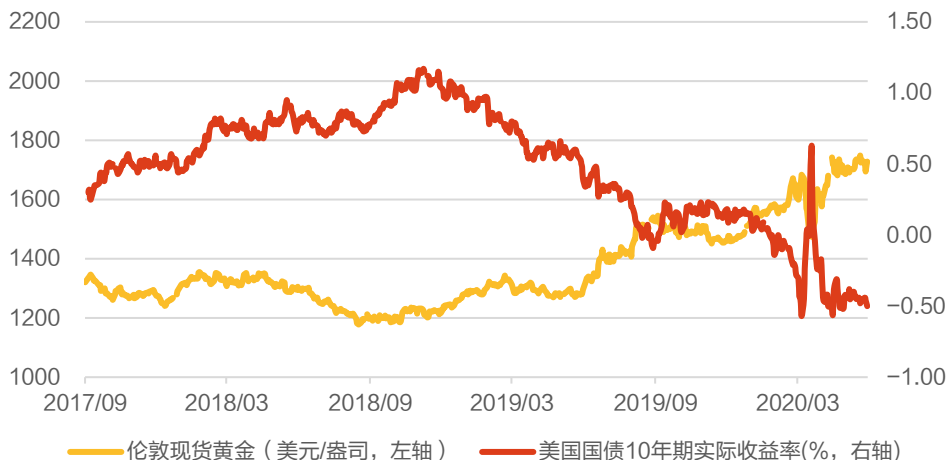
■ 贵金属：趋势的确定与时点的不确定，看好贵金属板块投资价值

- **黄金和美元实际利率的反向相关明显：**2019年的时候，黄金跟美元的走势反向关系实际上是变差的，因为在美元加息周期结束以后，即使遇到了美元降息，美元2019年是震荡偏强的，黄金则是单边走强的牛市，所以黄金跟美元的反向关系在这个阶段失效，相反黄金跟美元实际利率的反向关系依然有效。
- **周期性思维投资者提前在金价上抢跑衰退预期：**美联储2018年12月次贷危机后最后一次加息，2019年8月开始降息。从2019年美元加息周期结束到美元降息真正开始发生，这7个月的实际走势来看，有理由相信我们是不能够阻止有经济周期思维的投资者，在美元加息周期结束以后押注美国经济衰退和美元降息预期，从而推升金价，这是2018、2019年在当下能给我们最大的启示。
- **趋势的确定与时点的不确定，看好贵金属板块投资价值：**美元加息周期迟早会结束，接下来就是美国经济衰退预期之间的博弈。美国经济的韧性，特别是劳动力市场的韧性，看数据而言相对较强。美国的失业率处于历史低位，到目前为止也没有发生触底反弹的转折，所以美国经济何时衰退的预期构成了市场对于未来金价的分歧。但降息终将到来，不确定的只是时点，因此我们看好贵金属板块投资价值。

图：2017-2020伦敦现货黄金与美元指数走势



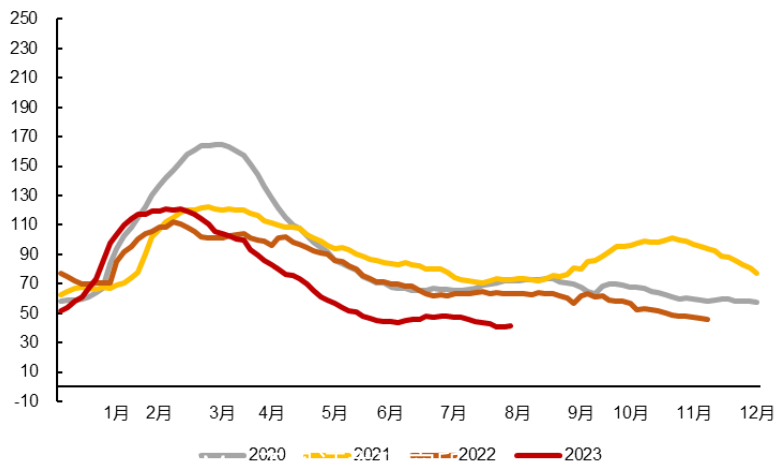
图：2017-2020伦敦现货黄金与美债利率走势



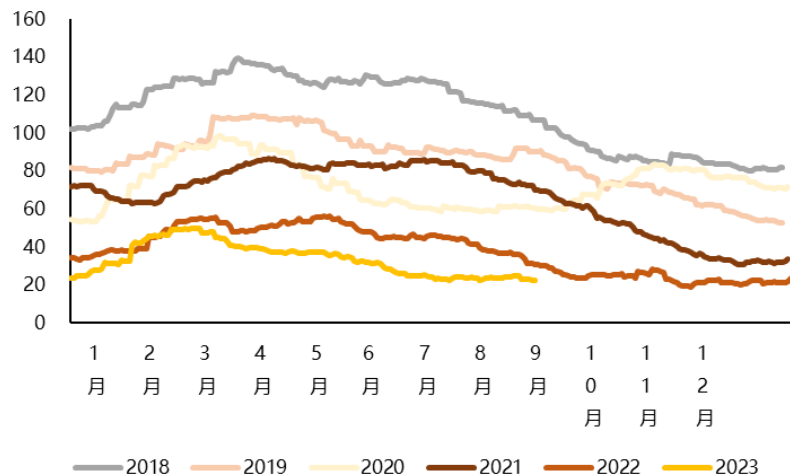
基本金属：低库存托底+宏观预期提供弹性

- **供给：**截至当前云南电解铝复产接近尾声，截至七月底国内电解铝运行产能达到4226万吨，云南复产完毕后后续环比增量优先。受限于前期低资本开支，预计铜矿产量增速将趋于下行。
- **需求：**铜铝需求跟经济相关性较强，年内地产竣工、空调、电力等需求表现较好，拉动铜铝需求。
- **库存：**当前铜铝库存均处于历史低位水平，且七八月传统淡季未完成明显累库，表明今年淡季需求不淡，待行业旺季来临后库存将更加脆弱，对价格形成强支撑。
- **投资建议：**国内宏观情绪向好推升商品价格上涨，低库存形成托底+宏观向好提供弹性背景下，我们认为商品及股票短期内均具备易涨难跌特性，建议关注具备低估值或高弹性属性标的。

LME+COMEX+SHEF+上海保税区铜库存（万吨）



国内铝锭社会库存（万吨）



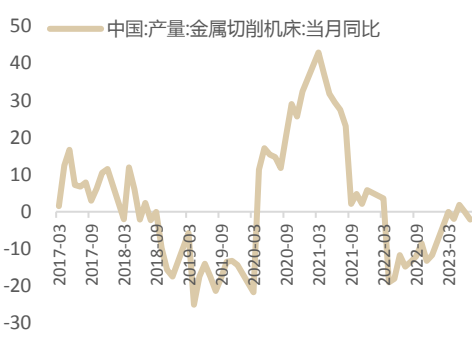
战略金属：中国强势资源有望崛起

- **特色小金属独占市场。**稀土、钨、锑、锡、锆、镓等都是我国小金属的强势品种，对全球供应影响大。在保障国内的供应的同时，当全球自由贸易受到更多挑战时，我国强势小金属也有望成为威慑反制的手段，对于相关公司的估值溢价有望逐步体现。
- **钨：**战略稀缺资源，机床周期逐渐步入上行期。
- **锡：**刚性供给之下，锡需求或跟随半导体周期回暖，锡价有望重回上升区间。
- **锑：**供需持续错配，光伏属性逐渐增强。
- **镓&锆：**战略金属，资源重要性与日俱增。
- **稀土：**产业链优势战略资源，受益新能源及机器人产业发展。

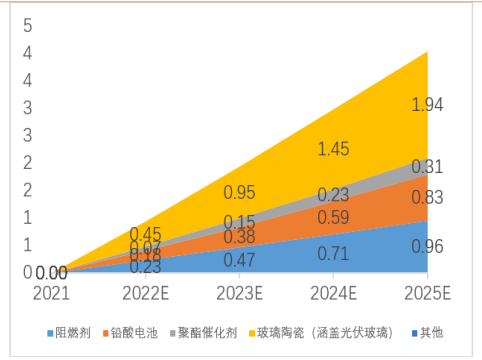
表：我国特色小金属市场份额高（万吨）

	2022年国内产量	全球产量占比
稀土（万吨）	21	70%
钨（万吨）	7.0	84%
锑（万吨）	6	55%
锡（万吨）	9.6	31%
锆	-	>60%
镓	-	90%

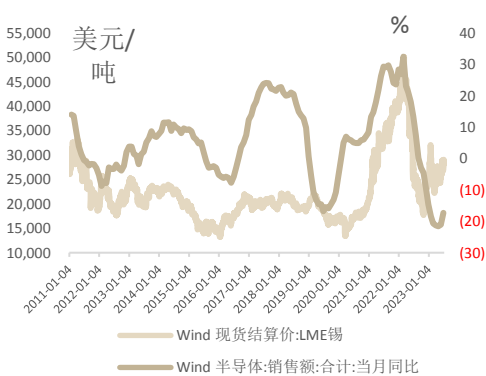
图：机床周期步入上行期（%）



图：全球锑需求增量来源（万吨）



图：锡价有望受益半导体需求回暖



资料来源：矿业天地公众号，中国钨业协会公众号，中国经营报公众号，Wind等，天风证券研究所

新材料：技术革新决定长期趋势，短期关注业绩确定性

长期确定性 α ：三明治结构的底层支撑，不局限于公司回归材料本身



中期确定性 β ：三明治结构的营养层，高景气赛道是平台化雏形培育的润土



短期确定性 α ：三明治结构的表观显现，从微观指标关注边际盈利能力的变化

- **长期技术趋势（三明治结构的底层支撑，不局限于公司看材料本身）**：由材料本身特性（物理、力学、表观性能等）带来的匹配下游降本增效要求，协同产品进步方向，契合国家发展战略目标的确定性；由技术进步、模式进化、产品迭代等带来的长生命周期的确定性。
- **中期成长属性（三明治结构的营养层，高景气赛道是平台化雏形培育的润土）**：新材料公司的普遍成长路径分为三阶段，从0到1更看重赛道增速，1之后看技术壁垒&先发优势，1到100看延伸能力。
- **短期业绩弹性（三明治结构的表观显现，从微观指标关注边际盈利能力的变化）**：行业景气度持续向好，具备技改增效、结构优化、新产品迭代的公司盈利提振能力更强，短期不受宏观经济影响。

风险提示

主观判断风险：本文对行业和赛道的成长性判断具有一定主观性，仅供参考。

上游原材料波动风险：若原材料的价格大幅度波动，对新材料行业公司的采购和生产经营存在一定程度的不利影响。

中美贸易摩擦导致的经营风险：部分新材料出口的产品被列入美国加征关税清单，可能导致公司向美国的出口销售额有所下降。如未来贸易摩擦加剧，可能影响相关公司开拓美国市场，从而给业绩带来不利影响。

扩产不及预期风险：新项目建设具有一定时间周期，在项目实际实施过程中，可能因宏观经济环境影响、报批手续缓慢、工艺技术升级等因素导致项目建设进度不达预期、不能按期达产等风险。

新产品拓展不及预期风险：部分新材料公司存在新产品研发和拓展项目，可能面临客户开拓失败的风险。

下游需求不及预期风险：新材料产品的终端应用领域受宏观经济形势、居民可支配收入以及消费者信心的影响较大。如果我国相关行业景气度持续下降，产销规模不及预期，或新冠疫情影响进一步扩大，进而可能影响行业的经营及收入情况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS