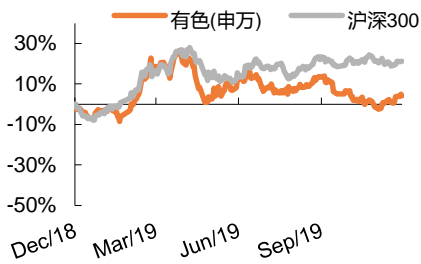


## 有色行业 2020 年度策略报告

## 危中有机

## 中性（维持）

行情走势图



## 证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号  
S1060511020001  
0755-22625476  
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.  
CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 回顾及展望：2019 年延续低迷，2020 年危中有机：** 2019 年有色依然维持较低景气，2019 年前十月，有色金属矿采选利润同比下降 23%。有色产品除黄金价格上涨外，工业金属和小金属多数品种价格下跌。展望 2020 年，预计中美贸易摩擦缓解，但经济增长放缓，有色将呈供需双弱格局。我们从价、量两维度看待投资机会：量维度，关注工业金属未来规模继续扩大的公司投资机会；价格维度，关注受益货币政策放松，价格中枢有望抬升的黄金子行业以及龙头公司停产、供需格局好转的钴子行业投资机会。
- 工业金属：预计价格弱势，关注增量个股：** **铜：** 预计 2020 年铜需求增长维持低位，矿产铜保持 2% 较低增长，供需基本平衡；铜价格震荡，而铜冶炼费随着冶炼产能投放放缓，预计继续大幅下降空间不大。**铝：** 预计 2020 年电解铝的需求小幅回升。受益前期供给侧改革，未来新增产能受限，竞争格局趋稳，2020 年铝价格窄幅波动。**锌：** 预计 2020 年锌需求小幅增长，总体仍低迷。但随着新产能释放以及中国环保制约弱化，锌矿和锌冶炼供给均较宽松。预计 2020 年锌价格承压，锌冶炼费难以继续大幅走高。预计 2020 年工业金属价格弹性较弱，关注规模增长公司投资机会。
- 贵金属：黄金价格仍可高看，配置价值突出：** 2019 年黄金价格受中美贸易摩擦以及货币政策影响，价格走高。2020 年我们预计由于中美贸易摩擦缓解的预期较充分，黄金价格影响因素将重新回归经济基本面。预计 2020 年全球经济增长放缓，货币政策趋于宽松趋势依然不变，对黄金价格构成支撑。黄金 ETF 和央行持续增加黄金持仓，预示对黄金价格看好。
- 小金属：供给收缩，钴价有望企稳回升：** 2019 年受补贴政策、供给增加以及去库存影响，钴价格下跌，企业盈利大幅恶化，我们判断钴行业底部基本探明。2020 年钴供需均有积极变化，需求方面，在双积分制以及 5G 手机导入推动下，预计钴需求重回增长；供给方面，嘉能可主力钴矿山 Mutanda 停产，影响全球约 20% 钴产量，且钴新增项目有限，投产具有不确定性，钴供给有望从过剩转变为略偏紧。我们认为 2020 年钴价格有望企稳回升。
- 投资建议：** 我们预计 2020 年中美贸易摩擦对有色压制将边际降低，但全球主要经济体增长前景存在较大不确定性，有色的需求仍不容乐观，有色总体价格难以逞强，维持行业“中性”投资评级。建议从量价两个维度出发，关注以下投资机会：第一、工业金属有新项目投产，规模有望扩大的个股投资机会，相关公司紫金矿业、云铝股份；第二、受益经济增长放缓，货币政策放松，配置吸引力增强的贵金属投资机会，相关公司山东黄金；第三、小金属钴预计在龙头公司收缩背景下，供给有望从过剩转变为略偏紧，预计价格企稳回升，相关公司华友钴业。

- 风险提示:** (1) 需求低迷风险。如果未来全球及中国经济复苏乏力、固定投资和消费低迷, 或者国际贸易争端增加, 有色金属需求将受到较大的影响, 并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。(2) 供给侧改革和环保政策低于预期的风险。如果未来供给侧改革和环保政策变化或者实施效果低于预期, 将削弱供给侧改革已取得的成效, 有色行业可能重新陷入产能过剩的状态。(3) 价格和库存大幅波动的风险。有色行业具有周期属性, 且存在现货和期货市场, 价格和库存除了受供需影响外, 还受到其他诸多因素影响, 波动较为频繁。如果未来因预期和非预期因素影响, 有色价格和库存出现大幅波动, 将对有色公司经营和盈利产生重大影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2019-12-11	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E		2021E
紫金矿业	601899	3.95	0.16	0.14	0.16	0.19	24.49	28.21	24.69	20.79	推荐
云铝股份	000807	4.66	-0.56	0.15	0.25	0.32	-	31.07	18.64	14.56	推荐
山东黄金	600547	31.25	0.28	0.49	0.76	0.90	110.61	63.78	41.12	34.72	推荐
华友钴业	603799	29.86	1.42	0.38	0.68	0.83	21.08	78.58	43.91	35.98	推荐

# 正文目录

<b>一、 回顾与展望：2019 年延续低迷，2020 年危中有机</b>	<b>7</b>
1.1 2019 年景气延续低迷，二级市场表现不佳	7
1.2 行业展望：预计 2020 年呈供需双弱态势	10
1.3 2020 年行业投资策略：价量两维度，精选投资机会	13
<b>二、 工业金属：预计 2020 年价格弱势，关注增量个股</b>	<b>14</b>
2.1 铜：供需基本平衡，预计 2020 年价格弱势震荡	14
2.2 铝：原材料带来的盈利修复基本完成，2020 年铝价预计窄幅波动	17
2.3 锌：供给压力犹存，预计 2020 年价格承压	20
2.4 关注公司	23
<b>三、 贵金属：黄金价格仍可高看，配置价值凸显</b>	<b>24</b>
3.1 供需平衡，结构分化	24
3.2 预期较充分，预计 2020 年中美贸易摩擦负面影响可控	25
3.3 全球经济走弱、投资需求增加，2020 年黄金价格中枢有望抬升	26
3.4 关注公司	28
<b>四、 小金属：供给收缩，钴价有望企稳回升</b>	<b>29</b>
4.1 盈利大降+去库存，钴底部基本探明	29
4.2 补贴退坡影响弱化，5G 带来增量，2020 年需求向好	30
4.3 嘉能可停产，供给收缩，钴价格有望企稳回升	33
4.4 关注公司	36
<b>五、 投资建议</b>	<b>37</b>
<b>六、 风险提示</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图表 1	2019 年前十月有色金属矿采选利润下滑 23%	7
图表 2	2019 年前十月有色金属冶炼及压延利润小幅增长 (%)	7
图表 3	2019 年以来有色行业景气指数保持低位	7
图表 4	2019 年前十月十种有色金属产量低速增长 (%)	7
图表 5	2019 年以来,多数工业金属价格走低	8
图表 6	2019 年小金属价格疲软	8
图表 7	2019 年以来,黄金价格上涨(美元/盎司)	9
图表 8	2019 年前三季度,有色上市公司业绩下滑 28%	9
图表 9	有色 PE 处于 2016 年以来较低水平(倍)	10
图表 10	有色 PE(TTM,整体法)估值优势不明显(倍)	10
图表 11	2019 年有色涨跌幅居后	10
图表 12	全球主要矿种资本开支处于较低水平(十亿美元)	11
图表 13	中国有色行业固定资产投资增速维持低位(%)	11
图表 14	世界银行最近报告调低经济增长预测(%)	11
图表 15	全球主要经济体 PMI 走势较为疲软	11
图表 16	中国固定资产投资增速放缓(%)	12
图表 17	中国地产表现相对稳健(%)	12
图表 18	中国汽车产销低迷(%)	12
图表 19	中国主要家电产品产量增长回落(%)	12
图表 20	中国 GDP 增长持续放缓(%)	13
图表 21	中国社零增速放缓(%)	13
图表 22	2020 年有色投资机会分析框架图	13
图表 23	全球精炼铜产销增速平稳	14
图表 24	中国精炼铜产销维持较低增长	14
图表 25	2019 年全球铜矿供给冲击影响可控	14
图表 26	中国铜矿石的进口持续增加	14
图表 27	2017 年起全球矿产铜产量增速放缓	15
图表 28	矿产铜在全球精炼铜供给占据主导地位	15
图表 29	2020 年全球矿产铜产量预计增长 2%	15
图表 30	铜冶炼费持续走低	16
图表 31	2020 年中国铜冶炼产能扩张放缓(万吨)	16
图表 32	2019 年 LME 铜价格弱势运行(美元/吨)	16
图表 33	2019 年 SHFE 铜价格弱势运行(元/吨)	16

图表 34	铜交易所库存处于相对较低水平 (吨)	17
图表 35	上海保税仓铜库存处于相对低位 (万吨)	17
图表 36	2019 年前十月, 全球电解铝产量下降	17
图表 37	2019 年前十月, 中国电解铝产量略下降	17
图表 38	预计 2020 年电解铝需求维持低速增长	17
图表 39	中国电解铝产能无序增长得到控制 (万吨)	18
图表 40	2020 年中国电解铝新增产能 (万吨)	18
图表 41	2020 年国内外氧化铝新增产能 (万吨)	19
图表 42	氧化铝价格走势 (元/吨)	19
图表 43	2019 年 LME 电解铝价格走弱 (美元/吨)	20
图表 44	2019 年 SHFE 电解铝价格基本平稳 (元/吨)	20
图表 45	交易所电解铝库存处于低位 (吨)	20
图表 46	2019 年中国电解铝现货库存不断下降 (万吨)	20
图表 47	2019 年全球精炼锌产销小幅增长	21
图表 48	2019 年中国精炼锌消费仍显低迷	21
图表 49	2019~2020 年全球主要新增矿产锌产能 (万吨)	21
图表 50	2019 年全球矿产锌产量保持增长	21
图表 51	2019~2020 年中国主要新增冶炼锌产能	21
图表 52	国内锌精矿价格走势疲软 (元/吨)	22
图表 53	国内锌精矿加工费处于高位 (元/吨)	22
图表 54	LME 锌的价格持续下行 (美元/吨)	22
图表 55	SHFE 锌价格持续下行 (元/吨)	22
图表 56	交易所锌的库存处于低位 (吨)	23
图表 57	中国锌锭社会库存处于低位 (万吨)	23
图表 58	黄金供需基本平衡 (吨)	24
图表 59	2019 年前三季度黄金首饰需求比重有所下降	25
图表 60	2019 年前三季度回收金的比重略有提高	25
图表 61	中美贸易摩擦进程示意图	25
图表 62	2019 年以来, COMEX 黄金期货价格走势	26
图表 63	国内黄金期货价格走势	26
图表 64	上世纪 70 年代以来, 黄金周期及经济背景	26
图表 65	2019 年美国 GDP 增长放缓 (%)	27
图表 66	2019 年以来, 美国 PMI 持续走弱	27
图表 67	2019 年美联储三次降息 (%)	27
图表 68	美国失业率维持低位 (%)	27
图表 69	2018 年四季度以来, 主要黄金 ETF 持续增仓 (吨)	28

图表 70	2019 年全球黄金 ETF 持仓总量增加 (吨) .....	28
图表 71	全球央行持续增加黄金储备 (吨) .....	28
图表 72	全球黄金储备总量持续攀升 (吨) .....	28
图表 73	黄金龙头企业比较 .....	28
图表 74	2019 年钴价格下跌超 20%.....	30
图表 75	2019 年钴上市公司业绩大降 .....	30
图表 76	华友钴业存货变化 (亿元) .....	30
图表 77	华友钴业单季资产减值损失变化 (亿元) .....	30
图表 78	全球钴消费结构 .....	31
图表 79	中国钴消费结构 .....	31
图表 80	纯电乘用车 2019 年补贴政策 .....	31
图表 81	2019 年中国新能源汽车产量增速放缓 .....	32
图表 82	2019 年三季度全球智能手机出货量同比增长 .....	33
图表 83	2020 年中国 5G 基站建设加速 (万站) .....	33
图表 84	预计 2020 年钴需求增长 (吨) .....	33
图表 85	2017 年, 全球钴供给增长较大 .....	34
图表 86	2018 年嘉能可钴的产量较快增长 (万吨) .....	34
图表 87	刚果 (金) 在全球矿产钴产量占比约 70% .....	34
图表 88	全球钴供给集中度较高 .....	34
图表 89	Mutanda 是嘉能可主力钴矿山 .....	35
图表 90	2019~2022 年嘉能可钴产量指引 (万吨) .....	35
图表 91	2019~2020 年主要新增钴项目 .....	35
图表 92	主要钴上市公司比较 .....	36
图表 93	关注公司估值表 .....	37

## 一、回顾与展望：2019年延续低迷，2020年危中有机

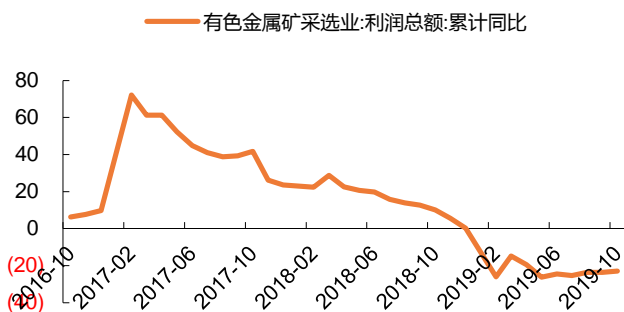
### 1.1 2019年景气延续低迷，二级市场表现不佳

#### ■ 2019年有色景气低迷

2019年以来，随着宏观经济走弱，中国有色行业延续了2018年以来下行的态势，行业景气度保持低位，呈现供需双弱格局。根据国家统计局，2019年前十个月，和有色景气相关度更高、价格波动反应较充分的偏上游有色金属矿采选子行业利润同比下降23%，偏中下游的有色金属冶炼及压延加工业利润也仅小幅增长5.4%。

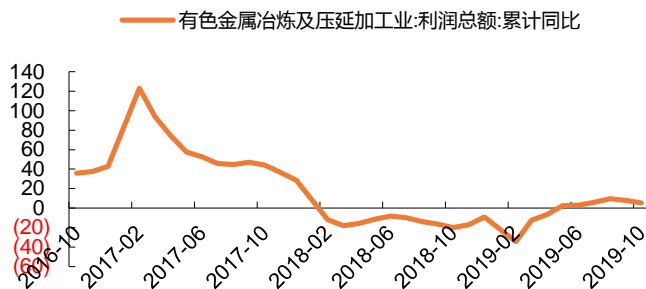
与此同时，尽管2019年环保对行业的压制减弱，但受制需求，有色产量维持低速增长，2019年前十个月，十种有色金属产量仅同比增长4.6%。

图表1 2019年前十月有色金属矿采选利润下滑23%



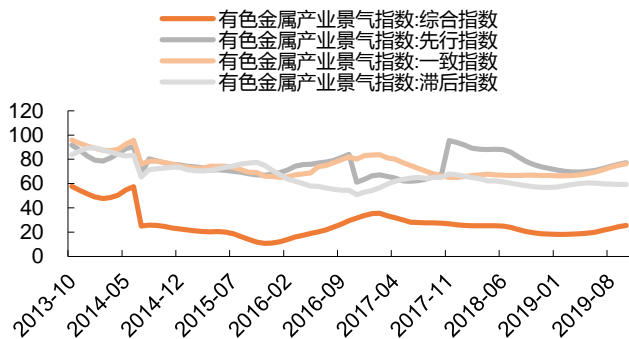
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表2 2019年前十月有色金属冶炼及压延利润小幅增长(%)



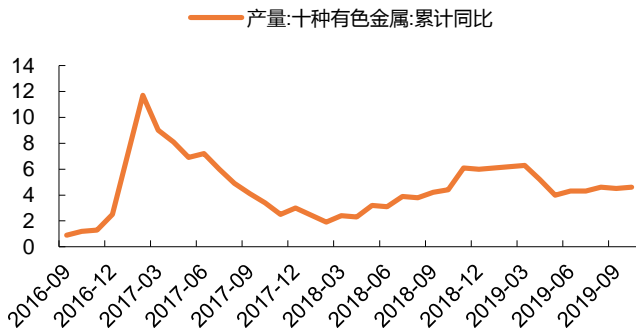
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表3 2019年以来有色行业景气指数保持低位



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表4 2019年前十月十种有色金属产量低速增长(%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

■ 2019 年以来大多品种价格弱势，黄金表现亮眼

受行业景气影响，2019 年有色产品价格总体走势疲软。工业金属方面，除了铝受益库存改善，镍受益印尼禁止矿石出口影响，价格上扬外，其他品种价格走势疲软。其中相比年初，铅和锌的价格均大幅下降超 10%。小金属价格方面，除了部分稀土氧化物受中美贸易摩擦升级以及云南腾冲海关禁止缅甸稀土进口影响，价格上扬外，其他品种价格以下跌为主，其中能源金属锂和钴，相比年初，价格分别下跌 33%和 22%。

逆经济周期的黄金受益避险需求增长，价格表现亮眼，2019 年以来，COMEX 黄金期货价格上涨约 14%。

图表5 2019 年以来，多数工业金属价格走低

产品名称	LME	SHFE	国内现货
铜	1.91%	-1.85%	-1.70%
铝	-4.88%	1.98%	4.61%
铅	-6.04%	-16.30%	-16.71%
锌	-8.76%	-13.78%	-15.75%
锡	-12.41%	-4.48%	-3.81%
镍	26.73%	20.10%	21.75%

资料来源：Wind 备注：截至 2019 年 12 月 6 日

图表6 2019 年小金属价格疲软

品种	价格变动	品种	价格变动
碳酸锂	-33.18%	氧化镧	-7.84%
1#钴	-22.14%	氧化铈	-13.58%
海绵锆	2.00%	氧化镨	-15.00%
钨精矿	-8.90%	氧化钕	-7.01%
海绵钛	17.29%	氧化钇	-2.44%
1#钼	-6.14%	氧化钆	-7.27%
锆锭	-9.55%	氧化镝	38.84%
1#铈	-17.65%	氧化铕	-25.86%
1#镁锭	-18.50%	氧化铽	16.92%
铌	-16.94%		

资料来源：Wind 备注：截至 2019 年 12 月 6 日



图表7 2019年以来，黄金价格上涨（美元/盎司）



资料来源: Wind

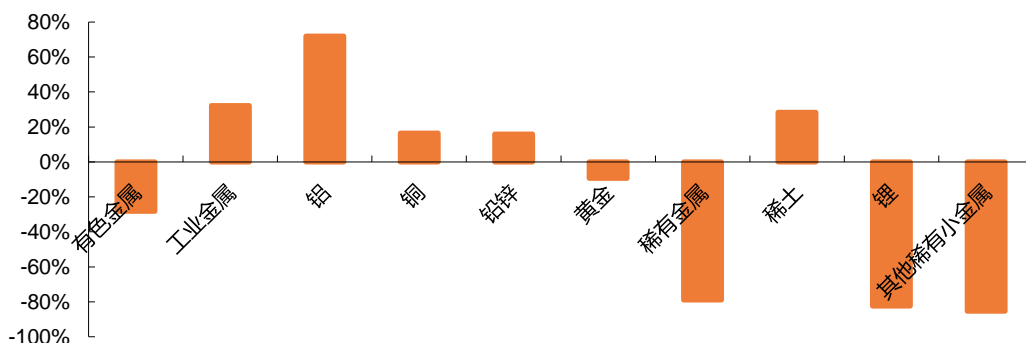
■ 二级市场表现不佳，估值处于相对低位

2019年有色上市公司业绩总体不佳，前三季度，有色上市公司业绩下滑28%。分子行业看，有色业绩出现了较大分化，工业金属业绩保持增长，而贵金属和小金属业绩普遍下滑。

由于业绩对行业运行反映的滞后性，二级市场对有色行业景气度和产品价格变化更为敏感。受困较低的行业景气度，有色二级市场表现不佳。截止2019年12月11日，相比年初，有色板块上涨11%，大幅跑输沪300约18个百分点，在申万28个行业中仅位列第21位。

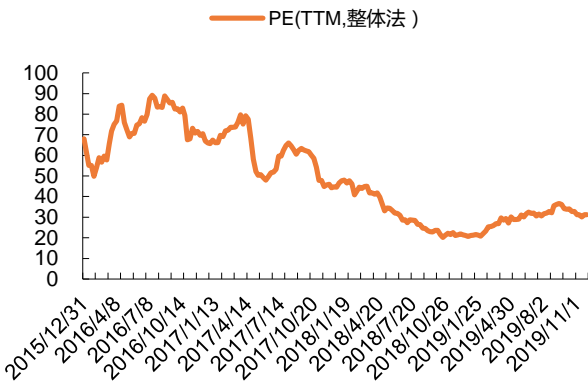
估值方面，目前有色无论PE还是PB均处于2016年以来相对较低水平，但和其他行业相比估值优势并不明显。

图表8 2019年前三季度，有色上市公司业绩下滑28%



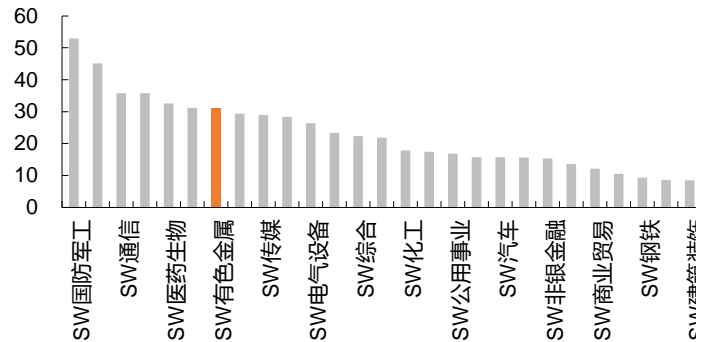
资料来源: Wind

图表9 有色 PE 处于 2016 年以来较低水平 (倍)



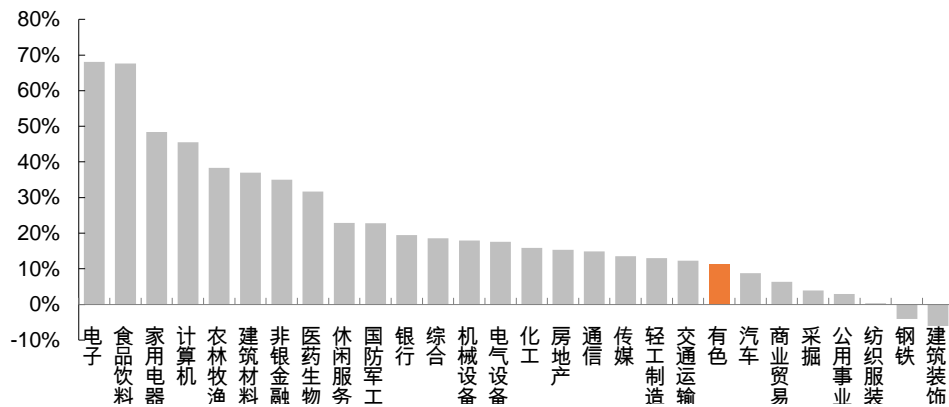
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表10 有色 PE(TTM,整体法)估值优势不明显 (倍)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表11 2019 年有色涨跌幅居后



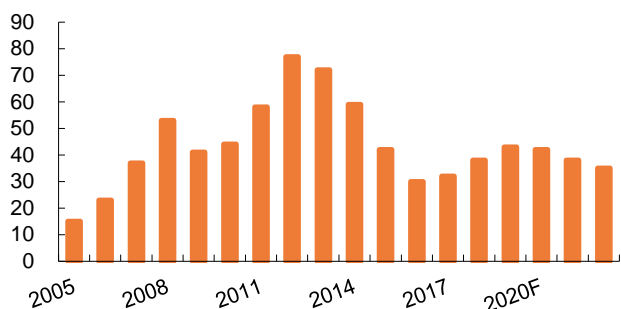
资料来源: Wind 备注: 截止 2019 年 12 月 11 日

## 1.2 行业展望: 预计 2020 年呈供需双弱态势

### ■ 预计 2020 年有色供给压力较小, 行业关注点仍在需求

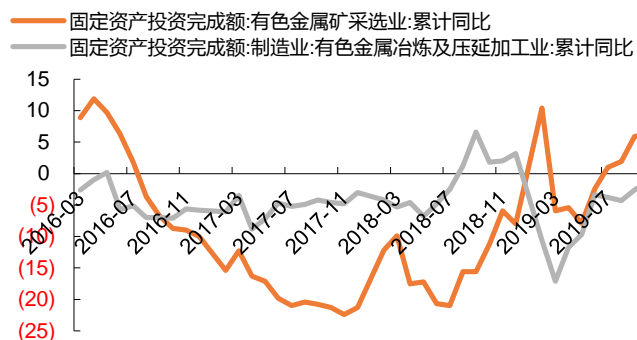
供给端, 全球范围内, 尽管 2017 年有色产品价格出现一定反弹, 但需求前景不明朗, 全球矿业投资并没有相应大幅增加, 目前仍处于 2010 年以来相对较低水平。在中国, 2019 年有色供给侧改革没有重大的政策, 有色固定资产投资尽管略有回升, 但总体仍维持低位。预计 2020 年出台新供给侧改革措施可能性不大, 影响行业运行因素仍主要是需求。

图表12 全球主要矿种资本开支处于较低水平（十亿美元）



资料来源：嘉能可、平安证券研究所

图表13 中国有色行业固定资产投资增速维持低位（%）



资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 2020 年有色需求维持偏弱态势

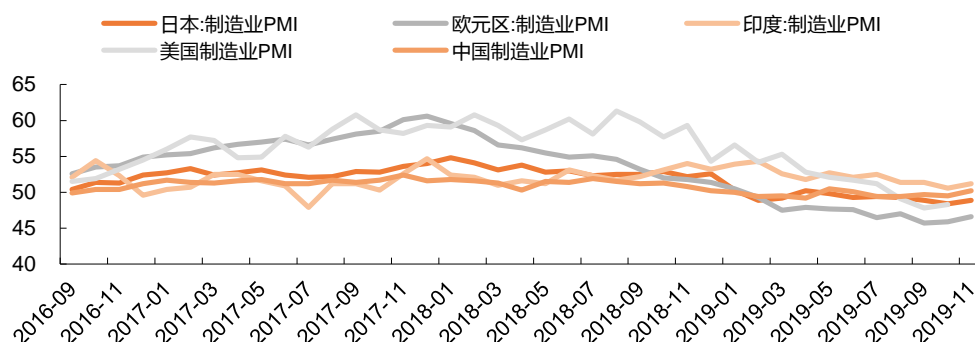
在需求端，作为基础性原材料，大部分有色品种需求和经济增长具有较强正相关。目前来看，全球经济增长面临压力，世界银行在 2019 年 10 月发布的报告中，调低了 2019、2020 年全球经济增长的预期。先行的全球主要经济体的 PMI 指数也在持续走弱。我们认为受宏观经济影响，全球有色 2020 年需求承压。

图表14 世界银行最近报告调低经济增长预测（%）

产品名称	2019 年 10 月预测			与 2019 年 7 月差异	
	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E
全球	3.6	3.0	3.4	-0.2	-0.1
发达国家	2.3	1.7	1.7	-0.2	0.0
欧元区	1.9	1.2	1.4	-0.1	-0.2
新兴市场和发展中国家	4.5	3.9	4.6	-0.2	-0.1

资料来源：世界银行

图表15 全球主要经济体 PMI 走势较为疲软



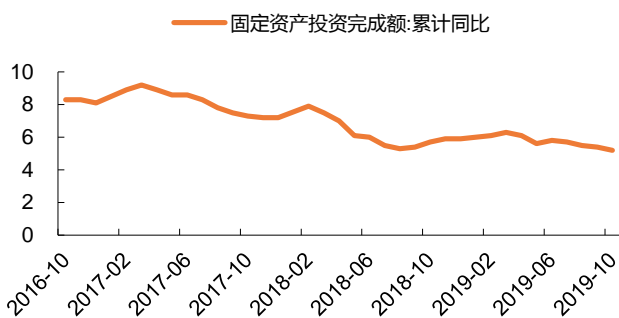
资料来源：Wind

作为全球最大的有色产品需求国中国，有色需求同样面临压力。以下我们分析有色主要下游投资、地产、汽车、家电、其他消费品需求。

- (1) 固定资产投资方面，2019 年前十个月，中国全社会固定资产投资 5.2%。预计随着基建政策加码，2020 年固定资产投资增速会有所回升，但在地方债务约束下，难以较大上行。平安宏观预计 2020 年中国固定资产投资增速将小幅反弹至 5.6%。
- (2) 地产方面，2019 年地产呈现一定韧性，除竣工面积外，投资、施工和新开工面积均保持增长。2020 年地产在稳地价、稳房价、稳预期的基调下，将以稳为主，继续较大幅度依赖地产拉动经济增长可能性较小，预计 2020 年地产运行保持稳定。
- (3) 家电方面，家电具有地产后周期特征，根据上述地产方面判断，我们预计国内家电需求基本平稳，而海外对中国家电需求可能走弱，预计 2020 年家电需求维持弱势。
- (4) 汽车方面，考虑到 2020 年宏观经济可能进一步放缓，购置税减半政策仍处于消化期，且国六切换引起的透支效应可能延续到 2020 年，预计 2020 年汽车销量难以大幅回暖。
- (5) 其他消费品方面，其他消费品和收入水平和收入预期相关。中国社零增速随着经济增长放缓，已由 2018 年 9.0% 放缓至 2019 年前十月的 8.1%。预计 2020 年中国经济继续放缓，其他消费品需求也随之略有放缓。

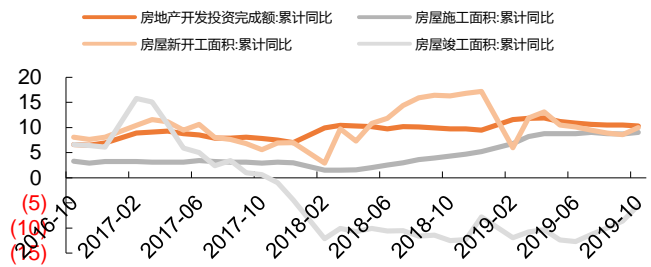
综上对下游分析，我们认为 2020 年国内有色需求将呈偏弱态势。

图表16 中国固定资产投资增速放缓 (%)



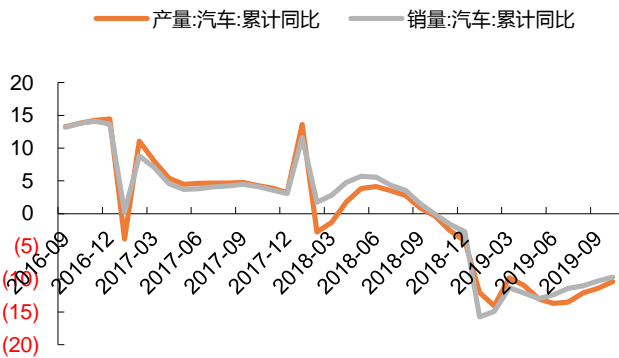
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表17 中国地产表现相对稳健 (%)



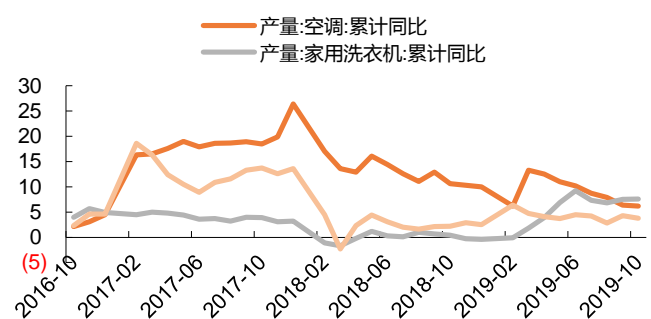
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表18 中国汽车产销低迷 (%)



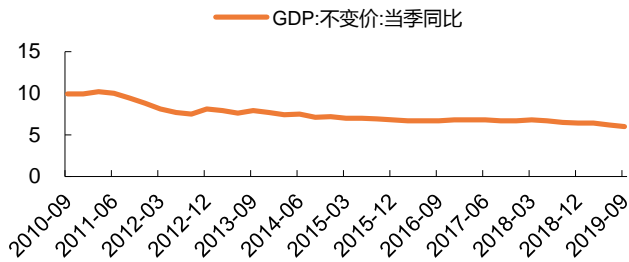
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表19 中国主要家电产品产量增长回落 (%)



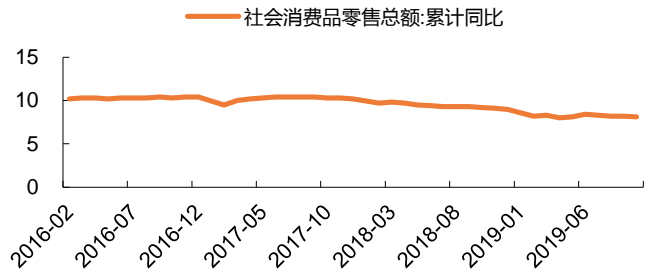
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表20 中国 GDP 增长持续放缓 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表21 中国社零增速放缓 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

### 1.3 2020 年行业投资策略：价格两维度，精选投资机会

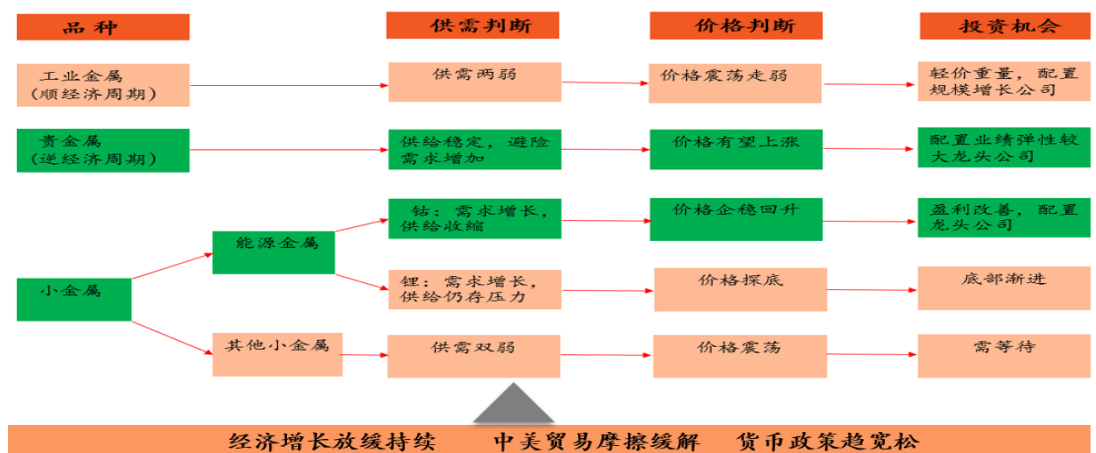
我们判断 2020 年有色需求仍将偏弱，行业将继续维持供需双弱的格局。除供需外，其他主要的影响因素包括流动性以及中美贸易摩擦，其中流动性预计将继续趋宽松，但有色需求不佳，流动性对有色价格支撑有限；而中美贸易摩擦预计 2020 年将有所缓解，但市场的预期较为充分，在有色价格体现也较为明显，中美贸易摩擦对有色价格边际影响将大幅减弱。因此，我们判断，2020 年对有色景气及价格影响最大的因素还是行业供需。

我们认为在行业依然处于较低景气背景下，有色行业危中有机，具有结构性投资机会。2020 年我们从价、量两个维度，精选投资机会。

(1) 量维度：工业金属具有顺经济周期特征，预计 2020 年价格维持弱势，产品价格对行业的盈利提振有限。工业金属投资机会我们认为应重量轻价，自下而上，看好逆势扩张、规模有望持续扩大的个股投资机会。

(2) 价格维度：我们看好景气有望上升、价格上涨、业绩提升的贵金属以及钴子行业投资机会。其中贵金属中的黄金预计在中美贸易摩擦缓解影响边际减弱后，将受益货币政策放松，2020 年价格中枢有望继续抬升；钴子行业，因龙头企业停产，供需格局好转，预计 2020 年价格将企稳回升。

图表22 2020 年有色投资机会分析框架图



资料来源: 平安证券研究所

## 二、工业金属：预计2020年价格弱势，关注增量个股

工业金属包括六个品种，但锡和镍投资标的较少，铅受环保以及替代品冲击，未来前景不乐观。为此，我们重点分析市场体量较大、上市主体较多、市场关注较高的铜、铝、锌三个品种。

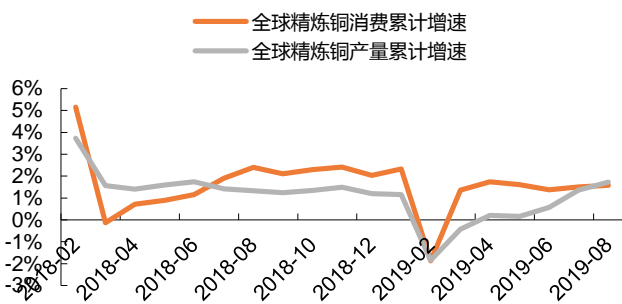
### 2.1 铜：供需基本平衡，预计2020年价格弱势震荡

#### ■ 预计2020年铜需求延续放缓

铜需求和经济发展较为密切，随着中国及全球经济增长放缓，全球铜低位运行。根据国际铜业研究小组数据，2019年前八个月全球精炼铜的消费及产量增速分别为1.59%和1.73%。中国铜的消费增速也呈下降态势，我们可以看到，中国产量增速高于消费，这或与国内冶炼产能增加投放，对进口精炼铜需求减少相关。我们预计受宏观经济影响，2020年全球及中国铜需求增长维持低位，预计全球铜需求增速约为2%，中国铜消费增速将降低到3%以下。

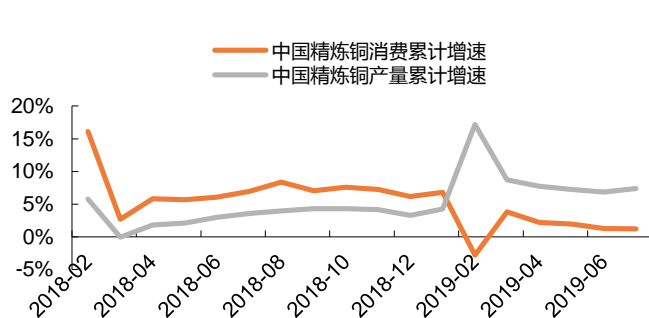
2019年矿产铜供给尽管受部分停产事件影响，但影响矿产铜产量比重不到5%，未造成重大影响。

图表23 全球精炼铜产销增速平稳



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表24 中国精炼铜产销维持较低增长



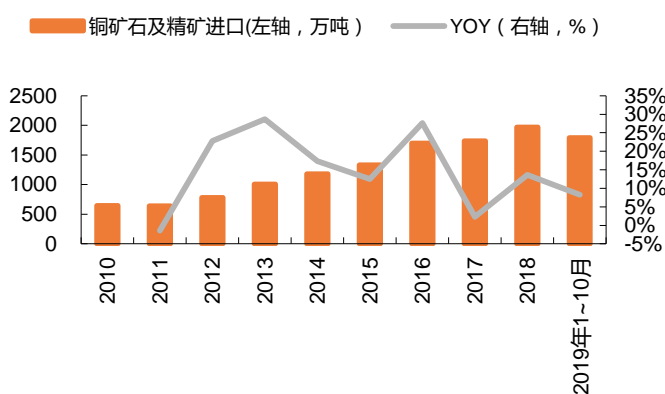
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表25 2019年全球铜矿供给冲击影响可控



资料来源：泰克资源、平安证券研究所

图表26 中国铜矿石的进口持续增加

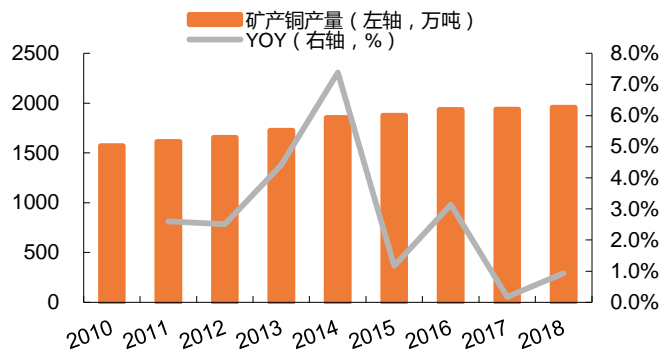


资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 2020 年矿产铜供给增长相对有限，铜冶炼费继续下降空间不大

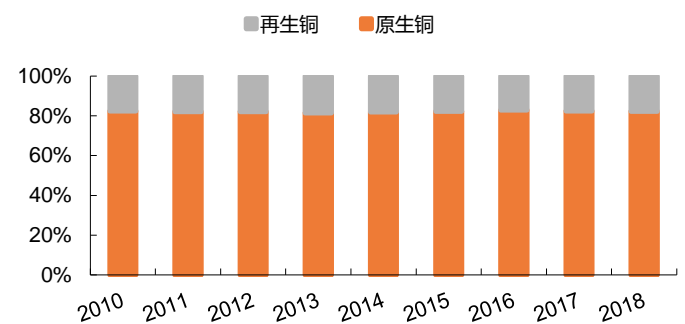
矿产铜是精炼铜供给主要来源，在全球和中国精炼铜的份额占比均超 70%，是全球精炼铜供给的主要来源。上轮铜矿扩产带来供给相对较快增长在 2017 年前基本体现，2017~2020 年矿产铜供给增长相对有限。预计 2020 年全球矿产铜供给仍保持相对有序，根据 SMM 数据，2020 年海外矿产铜新增产量 55 万吨，而中国矿产铜产量增长较少，为 6.6 万吨，同时海外矿产铜停产以及品位下降带来减产产量达到 24 万吨，综合来看，全球 2020 年矿产铜的产量预计增加 37 万吨，增长约 2%。

图表27 2017年起全球矿产铜产量增速放缓



资料来源：ICSG、Wind、平安证券研究所

图表28 矿产铜在全球精炼铜供给占据主导地位



资料来源：ICSG、Wind、平安证券研究所

图表29 2020 年全球矿产铜产量预计增长 2%

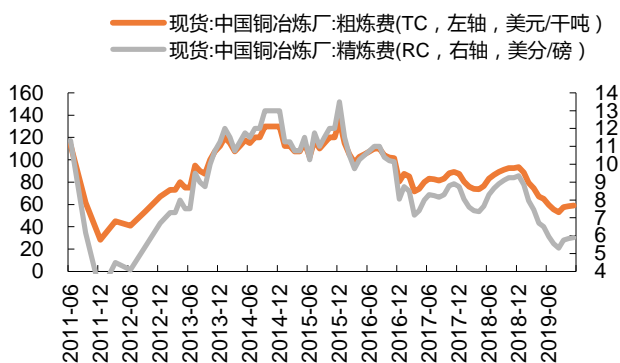
矿山	国家	公司	产量变化 (千吨)
Cobre Panama	Panama	First Quatuam	127.5
Batu Hijau PT Amman	Indonesia	Amman Mineral	75
Katanga	Congo	Glencore	73
PT-FI ( Grasberg )	Indonesia	Freeport	68
Chambish	Zambia	CNMC	50
Mirado	Ecuador	Tongling Nonferrous	45
Deziwa	Congo	CNMC	35
Carrapateena	Australia	OZ Mineral	30
Kolwezi	Congo	Zijin Mining ( 紫金矿业 )	25
Pumpkin Hollow	U.S.	Neveda Copper	21.4
Duobaoshan Phase II	China	Zijin Mining	15
Yangla Pulang	China	Yunnan Copper	10
Yulong Phase II	China	West Mining Group	10
Chifeng Fubo	China	Chifeng Fubo Mining	8
Jiama Phase II	China	China Gold Group	8
Yinshan	China	Jiangxi Copper	6.5
Shaxi Cu Mine	China	Tongling Nonferrous Metals	4.6
Dabaoshan	China	Dabaoshan Mining	2
Zhibula Cu Mine	China	Julong Copper	1.6
Andina	Chile	Codelco	-10
Prominent hill	Australia	OZ Mineral	-24
Cerro Verde	Peru	Freeport	-27

矿山	国家	公司	产量变化(千吨)
Sepon	Laos	Chifeng Gold	-35
Centinala	Chile	Antofagasta	-40
Mutanda	Congo	Glencore	-105
合计			374.6

资料来源: SMM

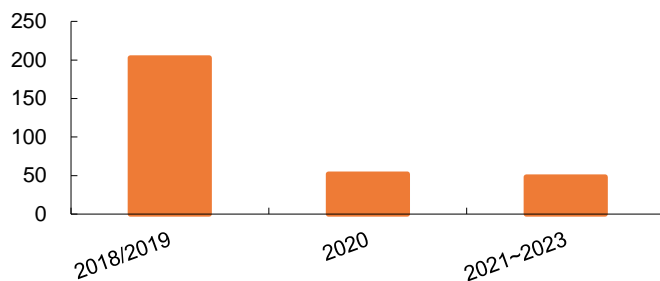
冶炼方面,近年来中国铜冶炼产能增长较快,而全球矿产铜产量增速则放缓,使得铜冶炼在产业链的话语权不断下降,铜冶炼费不断下降。但我们也注意到,2020年起,中国铜冶炼扩张将开始放缓,泰克资源预计,2020年中国铜冶炼新增产能52万吨,大幅低于2018~2019年度的203万吨。我们认为随着冶炼产能扩张放缓,铜冶炼盈利将有所回升,预计2020年,铜冶炼加工费继续下跌的空间不大。

图表30 铜冶炼费持续走低



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表31 2020年中国铜冶炼产能扩张放缓(万吨)



资料来源: 泰克资源、平安证券研究所

■ 预计2020年铜价格弱势震荡

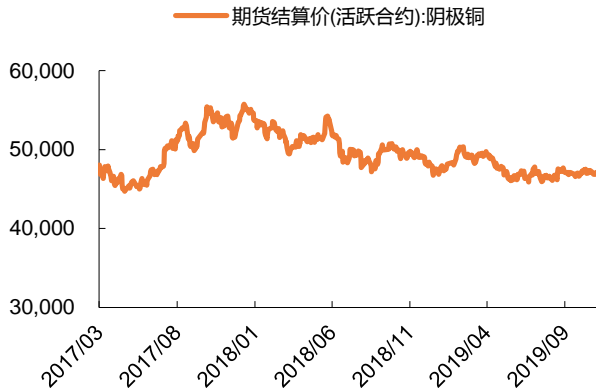
目前铜无论是交易所库存还是保税仓库均处于相对较低水平。结合铜供需以及库存分析,我们认为受制需求,2020年铜补库存动力仍显不足,铜价格弱势震荡的可能性较大。

图表32 2019年LME铜价格弱势运行(美元/吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

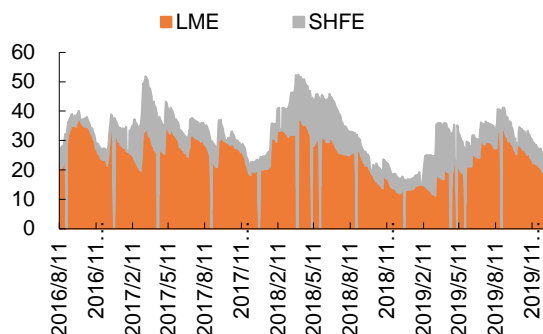
图表33 2019年SHFE铜价格弱势运行(元/吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

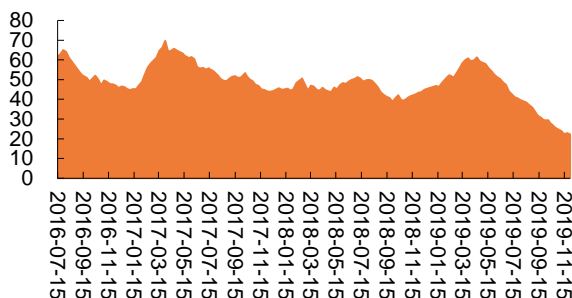


图表34 铜交易所库存处于相对较低水平（吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表35 上海保税仓铜库存处于相对低位（万吨）



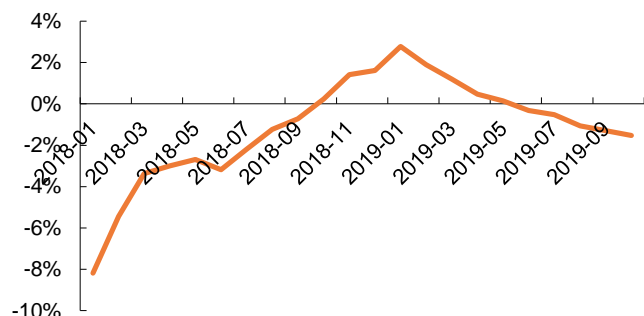
资料来源：Wind、平安证券研究所

## 2.2 铝：原材料带来的盈利修复基本完成，2020 年铝价预计窄幅波动

### ■ 预计 2020 年电解铝需求缓慢增长

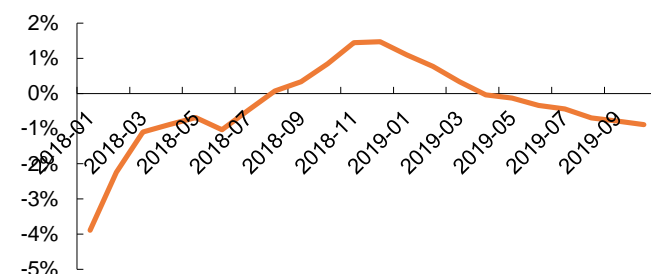
由于经济放缓以及中美贸易摩擦，2019 年电解铝产销较低迷。产量方面，根据国际铝业协会数据，2019 年前十个月，全球及中国电解铝产量分别下降 1.5%和 0.9%；电解铝消费方面，根据海德鲁预计，2019 年全球电解铝需求增速在-0.5%~0.5%，2020 年电解铝需求小幅回升，但增速保持低位，预计在 0.8~1.7%，而中国电解铝需求增速预计在 1~3%之间。

图表36 2019 年前十月，全球电解铝产量下降



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表37 2019 年前十月，中国电解铝产量略下降



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表38 预计 2020 年电解铝需求维持低速增长

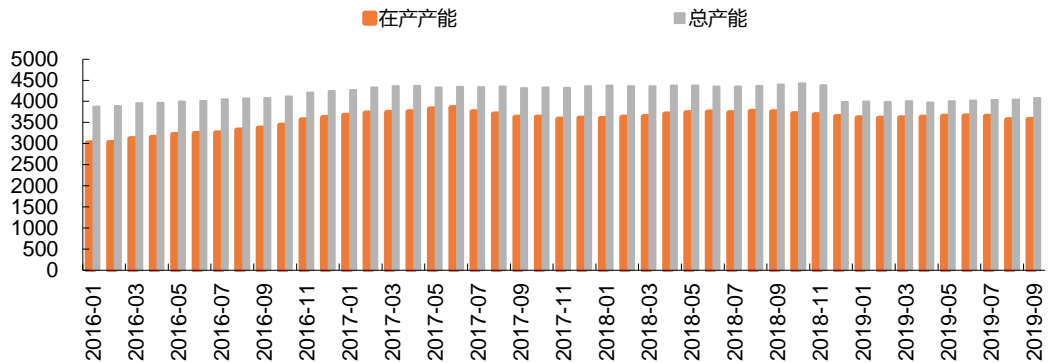
国家或地区	2019E	2020E
中国	1%~2%	1%~3%
全球除中国外	-2%~-1%	-1%~1%
全球	-0.5%~0.5%	0.8%~1.7%

资料来源：海德鲁、平安证券研究所

■ 供给格局趋稳，原材料价格带来盈利改善影响趋弱

供给端，根据 2018 年 1 月工信部发布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》，要求 2011-2017 年关停并列入淘汰公告的电解铝产能指标，须在 2018 年 12 月 31 日前完成产能置换，逾期将不得用于置换。综合产能建设周期，根据百川统计，2020 年中国电解铝新增产能约 180 万吨，相对 2019 年 9 月末的产能，产能增速约为 4.5%。我们判断，2020 年后新增产能将以等量置换为主，对电解铝产能总量的影响相对较小，电解铝供给格局趋稳。

图表39 中国电解铝产能无序增长得到控制（万吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表40 2020 年中国电解铝新增产能（万吨）

国家或地区	2020E
广西隆林百矿铝业有限公司（隆林）	20
靖西天桂铝业有限公司	25
广西华昇新材料有限公司	50
伊川电力集团豫港龙泉铝业有限公司	25
内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司	25
云南云铝泓鑫铝业有限公司（德宏州芒市）	15
云南文山铝业有限公司（文山）	25

资料来源：百川资讯、平安证券研究所

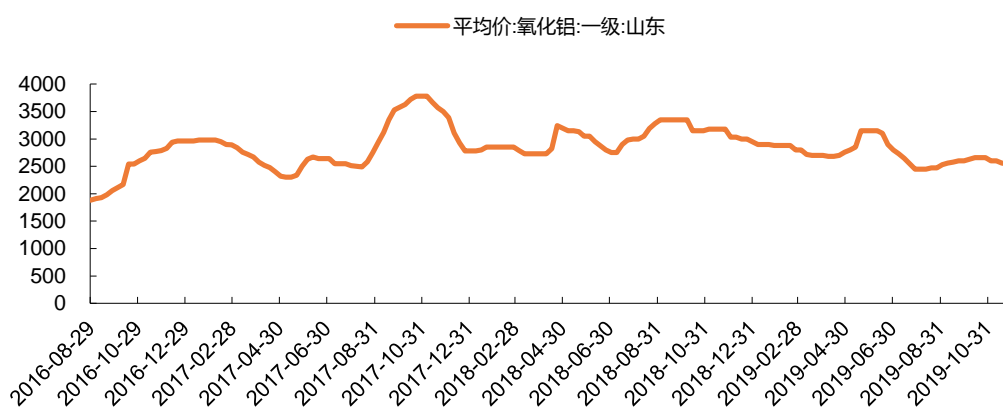
2018 年受到海德鲁、美铝等公司氧化铝停产事件影响，电解铝原材料氧化铝价格大幅上扬，挤压了电解铝盈利水平。2019 年起，随着停产项目复产以及新项目投放，氧化铝供给趋于宽松，电解铝成本压力缓解，盈利水平有较大恢复。展望 2020 年氧化铝供给仍偏宽松，预计中国和海外新增产能分别为 620 万吨和 1220 万吨，相对中国约 7000 万吨，全球约 1.3 亿吨产量而言，2020 年氧化铝产能供给增量较大，我们预计 2020 年氧化铝价格将维持弱势。但另一方面，氧化铝价格经 2019 年大幅下跌后，目前盈利水平不佳，我们判断 2020 年氧化铝价格继续大幅下跌的可能性也不高。预计 2020 年因原材料氧化铝价格下跌带来的盈利修复将大为减弱。

图表41 2020年国内外氧化铝新增产能（万吨）

公司名称	投产产能（万吨）
<b>中国</b>	
齐星氧化铝	40
魏桥	100
靖西天桂	60
中电投金元	100
广铝	70
靖西天桂二期	90
其亚铝业	60
中铝防城港	100
<b>小计</b>	<b>620</b>
<b>国外</b>	
Friguia ( restart )	65
Shaheen	200
Alunorte(restart)	320
Alpart	65
PT Well Harvest Winning	100
PT Bintan	100
Utkal	150
Sarab	20
Damanjodi	100
Mempawah	100
<b>小计</b>	<b>1220</b>

资料来源：SMM、平安证券研究所

图表42 氧化铝价格走势（元/吨）

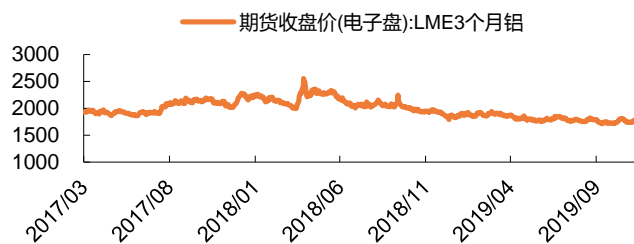


资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 预计 2020 年电解铝价格窄幅波动

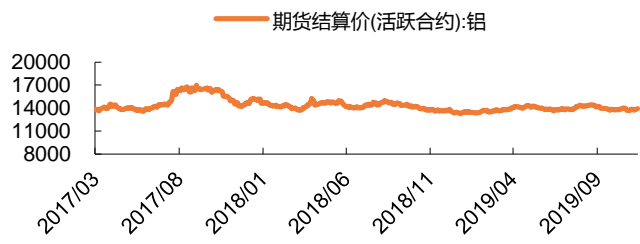
目前电解铝交易所库存处于历史较低水平，社会库存 2018 年下半年以来持续下降，库存对行业压制减弱。同时，电解铝产能增长较为有序，供给格局趋稳。我们认为受需求影响，电解铝上行动力不足，但大幅下跌的可能性亦较小，2020 年电解铝价格预计维持窄幅波动。

图表43 2019 年 LME 电解铝价格走弱（美元/吨）



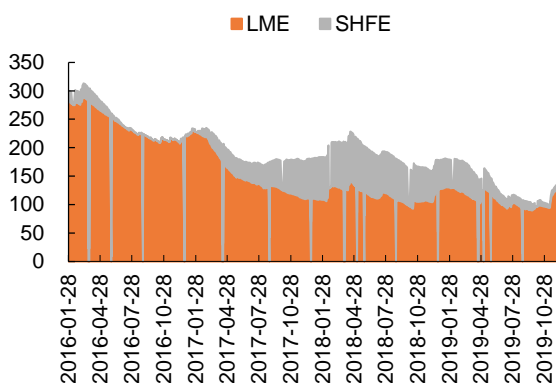
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表44 2019 年 SHFE 电解铝价格基本平稳（元/吨）



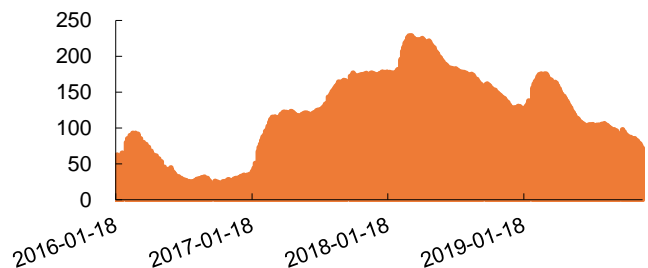
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表45 交易所电解铝库存处于低位（吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表46 2019 年中国电解铝现货库存不断下降（万吨）



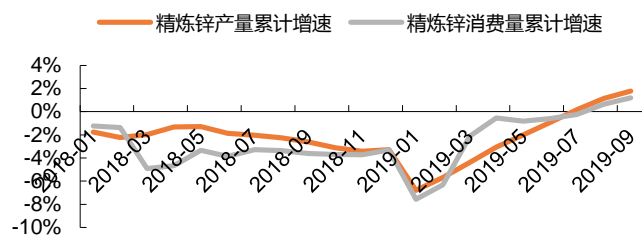
资料来源：Wind、平安证券研究所

### 2.3 锌：供给压力尤存，预计 2020 年价格承压

■ 预计 2020 年锌需求仍可能较低迷

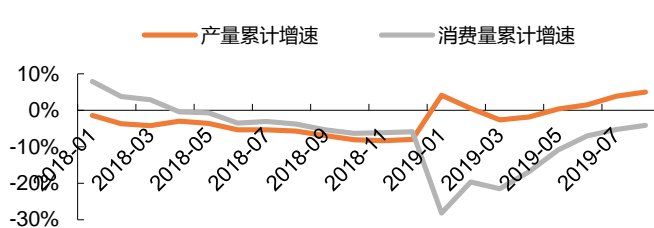
锌的主要下游为镀锌产品，其和建筑、汽车、家电等行业相关，2019 年全球及中国锌的需求低迷。根据国际铅锌研究小组（ILZSG）数据，2019 年前三季度，全球锌消费增长 1.2%，中国前八个月锌的需求下降 4.1%。预计 2020 年全球及中国锌需求将相比 2019 年略有恢复，但总体依然低迷。在产量方面，随着环保对锌冶炼制约的减弱，2019 年中国精炼锌产量增长有所恢复，且高于锌需求增速。

图47 2019年全球精炼锌产销小幅增长



资料来源: ILZSG、Wind、平安证券研究所

图48 2019年中国精炼锌消费仍显低迷



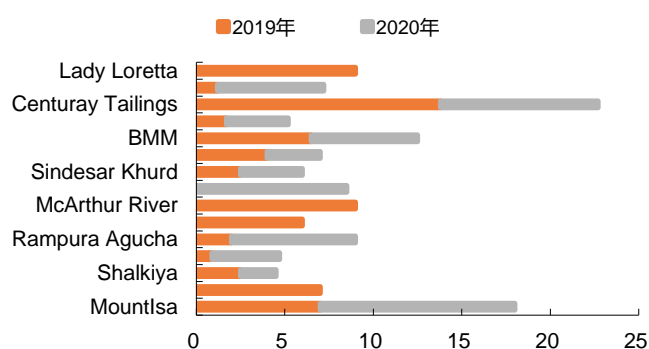
资料来源: ILZSG、Wind、平安证券研究所

■ 矿产锌及冶炼供给均趋宽松, 锌冶炼费上涨空间不大

2017年以来, 尽管中国矿产锌开采受限, 产出受到影响, 但随着海外矿产锌复产以及新项目的投产, 全球矿产锌供给趋于宽松。根据国际铅锌研究小组, 2019年前三季度, 全球矿产锌产量增速为2.4%, 高于全球锌消费增速。锌矿价格也反映了行业供需格局, 自2017年下半年以来, 锌矿的价格持续走低。预计2020年上游锌矿仍处于产能释放期, 根据SMM数据, 2019年、2020年全球矿产锌产能分别增加73万吨、63万吨, 相对2018年全球约1300万吨矿产锌产量而言, 2020年全球矿产锌供给延续宽松格局。

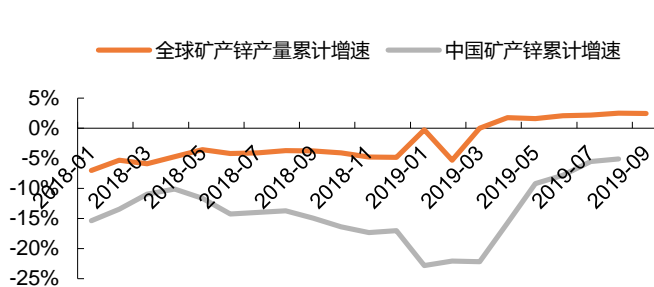
在冶炼环节, 2018年起环保对中国锌冶炼产生较大影响, 锌现有产能发挥以及新产能释放受阻, 锌冶炼费不断攀升。但我们也注意到, 2019年环保对锌冶炼制约已经减弱, 且冶炼较高盈利将推动现有产能开工率提升以及新增项目投产达产, 锌冶炼环节未来供给偏紧格局将缓解。我们判断, 2020年锌冶炼费继续上扬的空间不大。

图49 2019-2020年全球主要新增矿产锌产能(万吨)



资料来源: SMM、平安证券研究所

图50 2019年全球矿产锌产量保持增长



资料来源: Wind、平安证券研究所

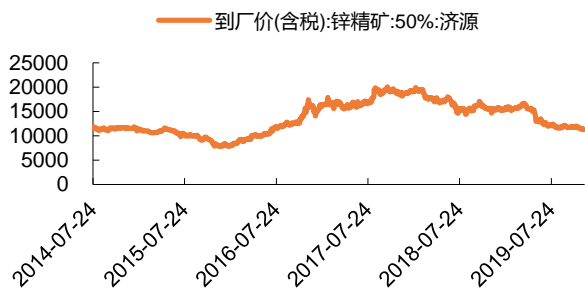
图51 2019-2020年中国主要新增冶炼锌产能

年份	公司名称	产能(万吨)	备注
2019	株冶集团	30	2018年12月投产, 原有50万产

年份	公司名称	产能(万吨)	备注
			能退出
2019	鑫沙锌业	10	2018 年底投产
2019	唐山腾龙再生科技有限公司	15	2019 年底
2019	四川会理鑫沙锌业有限责任公司	10	2020 年
2020	新疆紫金锌业有限公司	10	2020 年
2020	云南永昌铅锌股份有限公司	30	
2020	新疆紫金有色金属有限公司	10	

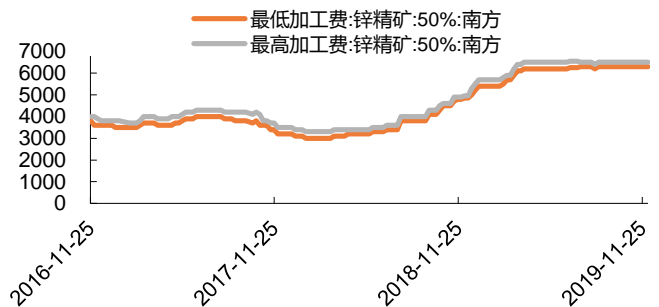
资料来源: 百川资讯、平安证券研究所

图表52 国内锌精矿价格走势疲软(元/吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表53 国内锌精矿加工费处于高位(元/吨)

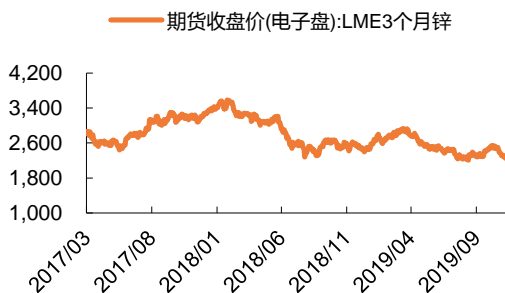


资料来源: Wind、平安证券研究所

■ 2020 年锌价格将继续承压

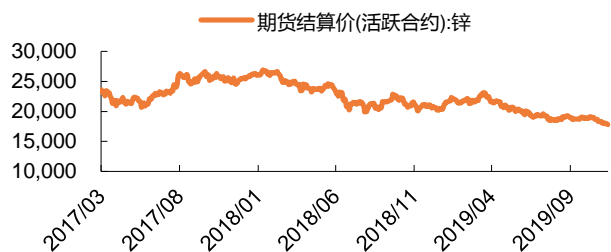
目前锌交易所库存处于历史低位,中国锌社会库存也低于 2016 年以来平均水平,库存对锌压制较小。但考虑到锌上游以及中游冶炼供给偏宽松,且需求前景不佳,预计 2020 年锌的价格将由供需主导,继续承压的可能性较大。

图表54 LME 锌的价格持续下行(美元/吨)



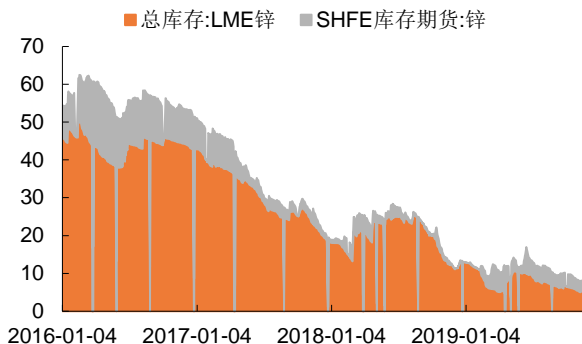
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表55 SHFE 锌价格持续下行(元/吨)



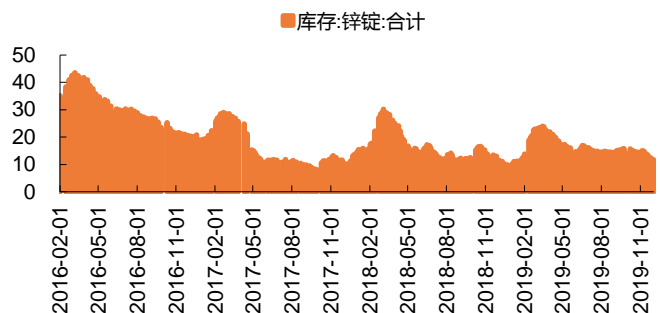
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表56 交易所锌的库存处于低位（吨）



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表57 中国锌锭社会库存处于低位（万吨）



资料来源: Wind、平安证券研究所

## 2.4 关注公司

根据上述我们对工业金属价格判断,我们认为铜和铝供需格局相对稳定,2020年价格相对平稳,可从中选取规模保持增长公司配置,其中铜我们建议关注龙头企业紫金矿业,铝建议关注云铝股份。

### ■ 紫金矿业:铜资源丰富,矿产铜规模保持较快增长

(1) 全球布局,铜资源步入国际一流企业行业。公司是中国矿企走出去的典范,通过一系列的并购投资,实现全球布局。公司海外铜矿资源主要位于非洲刚果(金)、东欧塞尔维亚,其中刚果(金)卡莫阿-卡库拉为世界级超大型高品位未开发铜矿,铜资源储量超4200万吨。随着对塞尔维亚Timok下矿带100%股权收购,公司按权益计的铜资源储量增加至5724万吨,步入国际一流矿企水平。

(2) 矿产铜规模位居国内上市铜企首位。近年来,随着公司国内铜矿项目、刚果(金)科卢韦齐项目以及新并购紫金波尔铜业贡献,公司矿产铜产量保持增长,2018年达到25万吨,预计2019年进一步提高到约37万吨水平,位居国内上市铜企首位,也在国际铜矿供给占有一席之地。

(3) 未来铜矿规模将持续增长。公司位于塞尔维亚的Timok铜(金)矿、刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿拥有世界级矿山的资源条件,未来将重点推进,矿产铜产量有望继续保持较快增长。根据公司规划,2022年公司矿产铜产量将从2019年的约37万吨大幅提高到约70万吨水平。

(4) 盈利预测。预计公司2019~2021年EPS分别为0.14元、0.16元和0.19元,维持“推荐”投资评级。

### ■ 云铝股份:产业链完整,电解铝规模有望继续扩大

(1) 地域资源优势突出。氧化铝原材料铝土矿以及电力是电解铝成本主要构成,也是决定电解铝企业竞争力重要因素。公司地处云南,发展电解铝基础良好。电力方面,云南是全国水能资源最丰富的地区之一,可开发水电装机容量约占全国的25%,截止2019年上半年,水电装机约6700万千瓦,预计2025年云南水电装机将突破1亿千瓦以上,绿色水电供给充足。铝土矿方面,云南铝土矿储量位居全国第六,公司全资子公司云铝文山铝业铝土矿保有资源储量约1.7亿吨,铝土矿资源保障能力较强。

(2) 产业链布局较完整,原铝规模处行业前列。公司以打造绿色、低碳、清洁、可持续的水电铝材一体化产业模式为核心,构建了集铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工为一体的产业链。

目前公司拥有年产铝土矿 264 万吨、氧化铝 140 万吨、水电铝 210 万吨、铝合金及铝加工 100 万吨、炭素制品 65 万吨的生产能力，其中电解铝产能位居行业前列。

(3) 未来公司电解铝产能有望继续提高。目前公司仍有一定数量的在建电解铝项目，预计随着昭通、鹤庆、文山水电铝项目完全投产，公司电解铝的产能有望超过 300 万吨。在电解铝产能受限的背景下，公司是少数规模仍有较大扩张的电解铝龙头企业。

(4) 盈利预测。我们预计 2019~2021 年公司 EPS 分别为 0.15、0.25 和 0.32 元，维持“推荐”投资评级。

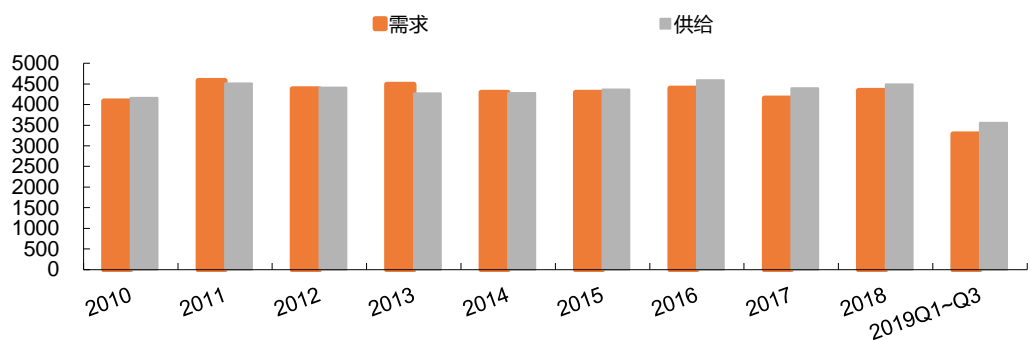
### 三、 贵金属：黄金价格仍可高看，配置价值凸显

#### 3.1 供需平衡，结构分化

2019 年黄金价格出现了较大上涨，但和工业品不同，黄金价格上涨并不是由供需面决定的。根据世界黄金协会的数据，2019 年前三季度全球黄金需求和产量分别为 3290 吨、3559 吨，供给略大于需求。2019 年黄金价格走势与历史规律并没有背离，即黄金价格取决于金融属性。具体来看，2019 年受益中美贸易摩擦和全球货币政策趋宽松，避险需求增加，黄金价格上涨。

我们注意到，黄金价格上涨对各下游的影响各异，总体上，价格上扬对偏消费的金饰产生抑制，而对偏投资的金币、金条和黄金 ETF 则有利。根据世界黄金协会数据，2019 年前三季度，全球金饰消费下降 4.5%，而投资需求上升近 30%，并导致前 2019 年前三季度，金饰在全球黄金消费的占比下降以及投资需求占比提升。在黄金供给方面，受价格上涨刺激，回收金比重有所上升，尤其在 2019 年三季度，回收金供给体现更为明显，同比增长 10%。

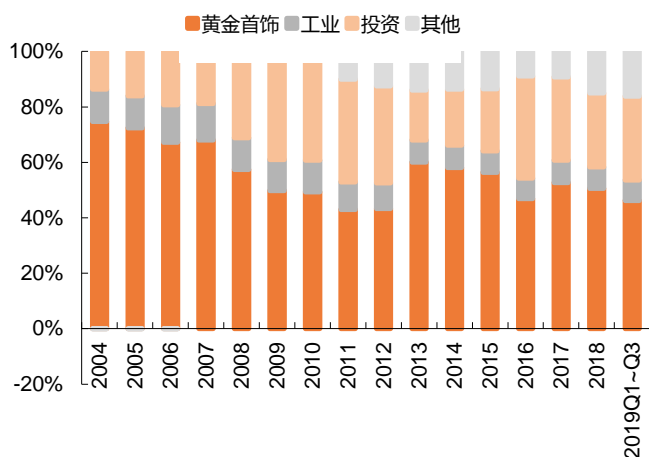
图表58 黄金供需基本平衡（吨）



资料来源：世界黄金协会、平安证券研究所

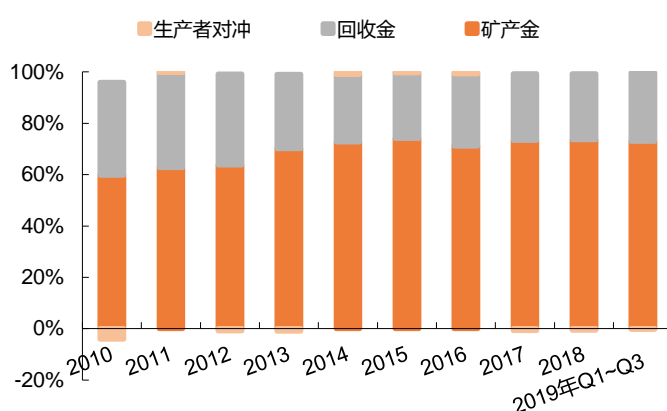


图表59 2019年前三季度黄金首饰需求比重有所下降



资料来源：世界黄金协会、平安证券研究所

图表60 2019年前三季度回收金的比重略有提高



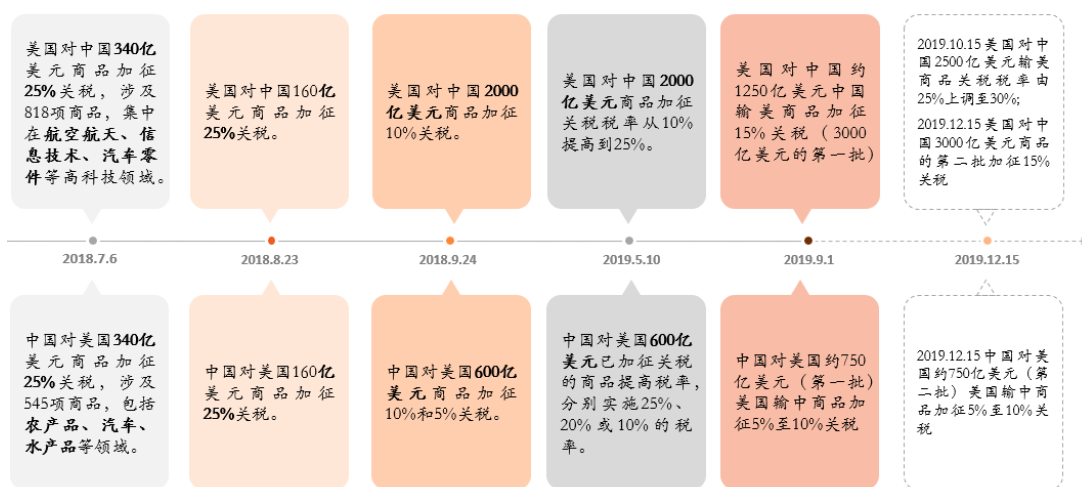
资料来源：世界黄金协会、平安证券研究所

### 3.2 预期较充分，预计2020年中美贸易摩擦负面影响可控

2019年黄金价格先抑后扬，总体上受中美贸易摩擦以及美联储降息的影响，其中中美贸易摩擦造成不确定性影响更大些。这可以从黄金价格走势得到验证，2019年5月~8月，美国升级对中国加征关税，且美联储2019年8月宣布年内首次降息，黄金价格快速上涨。9月中美恢复贸易磋商，并在10月第十三轮磋商中取得积极进展，尽管美联储在9月、10月两次降息，但中美贸易摩擦缓解，黄金价格回调。

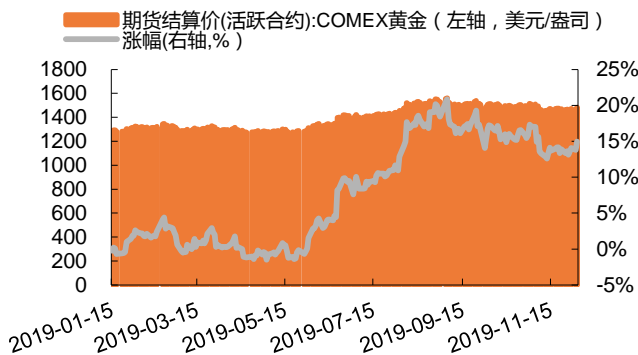
我们认为，经过2019年三季度黄金价格的调整，市场对中美贸易缓解，达成第一阶段协议的预期较充分，即使未来中美达成第一阶段协议，其对黄金价格负面影响已得到了较为充分的体现，不会对黄金价格造成大的冲击。相反如果中美贸易磋商久拖不决或者出现反复，因该因素市场预期较弱，则会对黄金价格有较大的促进作用。

图表61 中美贸易摩擦进程示意图



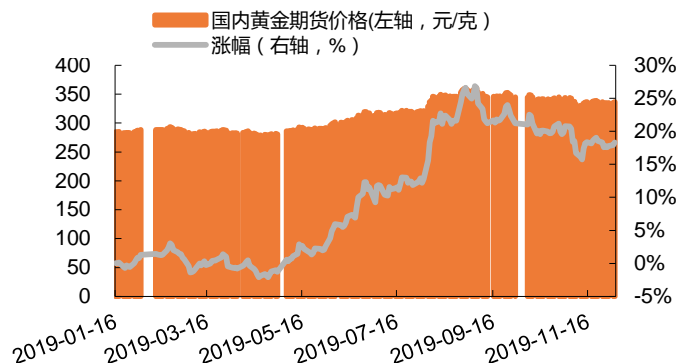
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表62 2019年以来, COMEX 黄金期货价格走势



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表63 国内黄金期货价格走势



资料来源: Wind、平安证券研究所

### 3.3 全球经济走弱、投资需求增加, 2020 年黄金价格中枢有望抬升

- 由于对中美贸易磋商乐观情绪反应较为充分, 预计 2020 年中美贸易谈判进展对黄金价格压制相对有限, 市场将重新关注经济基本面。通过黄金历史周期规律可以看出, 黄金价格波动深层原因在于经济增长变化和相应货币政策调整。当经济进入下行周期, 倒逼政府放松货币政策, 黄金相对收益和避险需求显现, 最终推动黄金价格上涨。

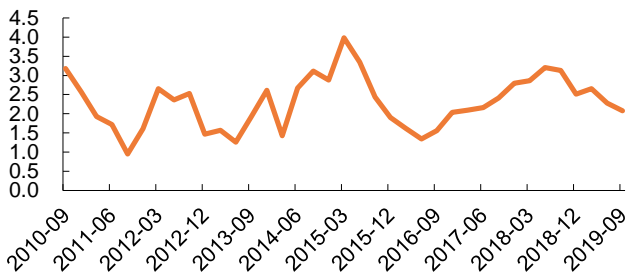
图表64 上世纪 70 年代以来, 黄金周期及经济背景

时期	黄金价格周期	美国经济表现及政策
1970~1974 年	人为压制释放后, 黄金价格开启上涨	布雷顿森林体系崩溃, 第一次石油危机爆发。经济增长放缓, 通胀上升, 美联储被动提高利率水平, 相对经济增长, 货币供给偏宽松
1975~1980 年	快速上涨, 黄金大牛市	第二次石油危机爆发。经济增长波动大, 先恢复后衰退, 通胀问题突出, 美联储被动加息至历史高点, 货币供给偏宽松
1981~1990 年	1980~1984 年较大回调, 随后震荡	经济增长逐步恢复, 并趋稳, 高通胀水平得以控制, 利率水平回落, 并于 1985~1990 年保持相对稳定, 货币供给中性略偏宽松
1991~2000 年	1991~1995 年上半年稳定, 1995 年下半年~2000 年略有下跌。黄金震荡, 小幅走弱	美国经济发展进入黄金期, 经济持续较好增长, 通胀水平处于较低水平, 货币供给偏中性, 利率水平相对稳定
2001~2012 年	黄金价格步入上升通道, 2005 年起上涨加速, 2008 年快速上涨。是黄金 21 世纪首个大牛市	地缘政治动荡, 911 事件、伊拉克战争、阿富汗战争, 网络泡沫破裂, 美国经济放缓, 低利率环境, 2008~2012 年几乎处于零利率。次贷危机前货币政策策略显宽松, 次贷危机后货币政策大幅宽松, 2009 年~2012 年持续 QE
2013~2018 年	黄金价格回调走弱。2011 年~2012 年高位震荡。2013 年起总体走弱	2013 年开始收缩流动性, 货币供给增速下降。2015 年开始升息。美国经济从次贷危机逐步走出, 货币供给先松后紧

资料来源: bloomberg, 平安证券研究所

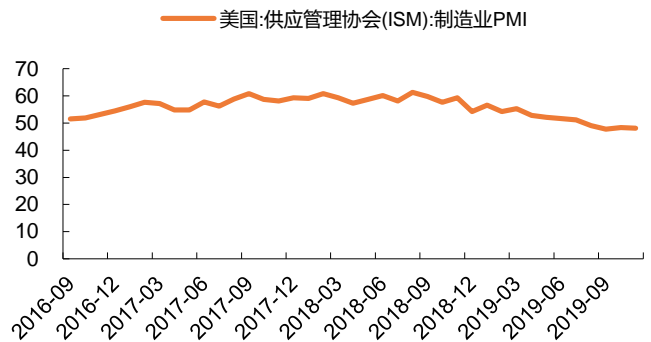
从目前全球经济表现较好的美国看，尽管失业率仍维持低位，但美国 PMI 持续走弱，经济增长放缓的风险增加，其中 2019 年三季度 GDP 增速已放缓至 2%，而 PMI 自 2019 年 8 月起持续低于 50，未来美国经济增长压力加大可能性高。全球其他主要经济体 2018 年以来 PMI 已经走弱。预计在全球经济增长放缓下，全球货币政策 2020 年继续趋于宽松，平安宏观组判断，2020 年全球央行货币政策仍将协同宽松。我们认为 2020 年黄金配置相对吸引力将继续提升，价格中枢继续抬升。

图表65 2019 年美国 GDP 增长放缓 (%)



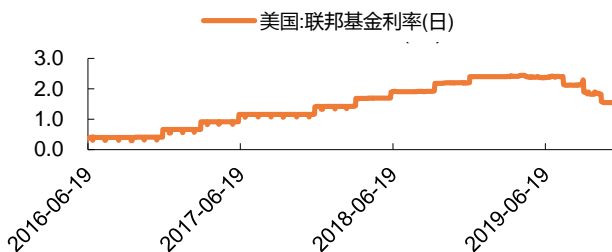
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表66 2019 年以来, 美国 PMI 持续走弱



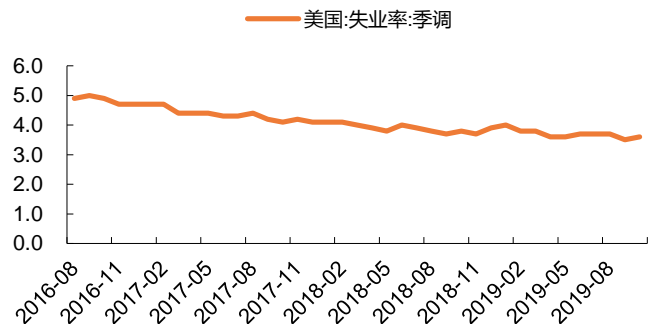
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表67 2019 年美联储三次降息 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表68 美国失业率维持低位 (%)

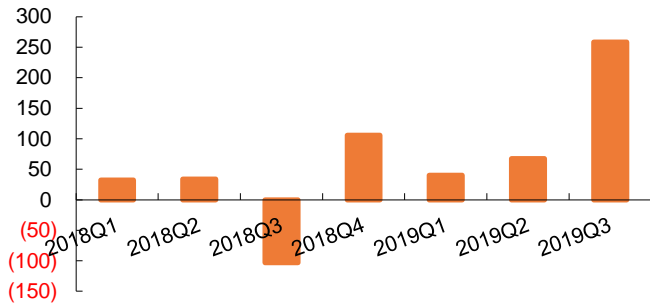


资料来源: Wind、平安证券研究所

■ 不同于金饰消费需求，投资和央行储备反映对黄金价格短期和中长期态度。其中，黄金 ETF 在 2018 年四季度开始由减仓变为增仓，且连续四个季度增持，2019 年三季度增持量达到 258 吨，为近四个季度高点，预示对黄金短中期价格积极看法。而作为中长期黄金市场参与者，全球央行黄金储备需求旺盛，2019 年继续增持黄金，前三季度增加黄金储备 526 吨，同比大增 48%，反映了对黄金中长期价格走势看好。

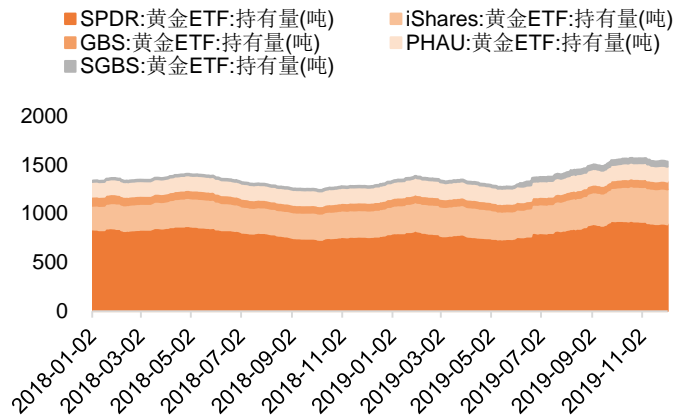
我们判断，2020 年全球经济增长仍存在较大不确定性，避险需求仍将增加，偏投资需求的黄金 ETF 和央行继续增持黄金的可能性较大，对黄金价格走强提供一定支撑。

图表69 2018年四季度以来,主要黄金ETF持续增仓(吨)



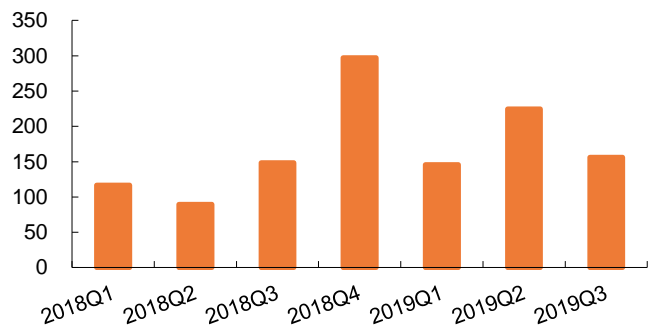
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表70 2019年全球黄金ETF持仓总量增加(吨)



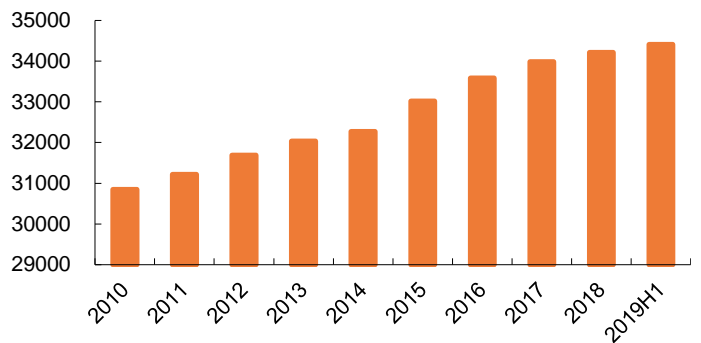
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表71 全球央行持续增加黄金储备(吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表72 全球黄金储备总量持续攀升(吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

### 3.4 关注公司

目前上市黄金龙头企业主要包括山东黄金、紫金矿业、中金黄金、银泰黄金等,其中山东黄金的黄金业务占比高,规模及资源均居行业前列,建议关注。

图表73 黄金龙头企业比较

公司名称	黄金资源量 (吨)	矿产产量 (吨)		备注
		2018年	2019H1	
山东黄金	968	39.32	20.51	其他业务少
紫金矿业	1889	36.50	19.10	其他业务还包括铜、锌、银、铁矿石等,是综合

				矿业公司
中金黄金	496	24.36	11.18	其他业务还包括铜
银泰黄金	65	5.57	3.27 (销售量)	其他业务: 铅锌、银等

资料来源: 平安证券研究所

#### ■ 山东黄金: 资源规模优势突出, 受益黄金价格上涨较明显

(1) 资源丰富, 矿产金规模居前。公司是我国规模最大的黄金企业之一。截止 2018 年底, 公司权益黄金资源量 968 吨, 位居行业前列, 2017 年随着对阿根廷贝拉德罗金矿 50% 股权收购完成, 公司黄金业务拓展至海外。公司是国内唯一拥有两座累计产金突破百吨的矿山企业的上市公司。三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”。公司 2018 年矿产金产量约 39 吨, 在 AH 股上市黄金企业位居第一。

(2) 大股东资源丰富, 未来存在导入公司可能。公司控股股东黄金集团共拥有 30 处属于中国境内的金矿探矿权, 按中国矿业权评估准则初步探明后报有关部门备案的黄金资源量共计约 676.7 吨。同时拥有 16 处金矿采权, 已探明黄金资源量总计约 56.7 吨。公司拥有向大股东收购相关资源的优先买权, 未来有大股东优质黄金资产导入上市公司预期。

(3) 公司黄金业务占比高, 受益黄金价格上涨较明显。公司是 A 股上市黄金企业中产量规模最大的公司, 且黄金在收入和利润占比超 90%, 其他业务干扰较少, 是较为纯正的黄金股。未来金价上涨, 公司受益程度高。

(4) 盈利预测。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.49、0.76 和 0.90 元, 维持“推荐”投资评级。

## 四、小金属: 供给收缩, 钴价有望企稳回升

小金属品类较多, 除了能源金属钴和锂之外, 其他小金属市场容量相对有限, 且成长性欠佳, 和工业金属类似, 具有顺经济周期属性, 在目前经济背景下, 价格较难有大的作为。2020 年我们重点看好需求好转、供给收缩的钴子行业的投资机会。

### 4.1 盈利大降+去库存, 钴底部基本探明

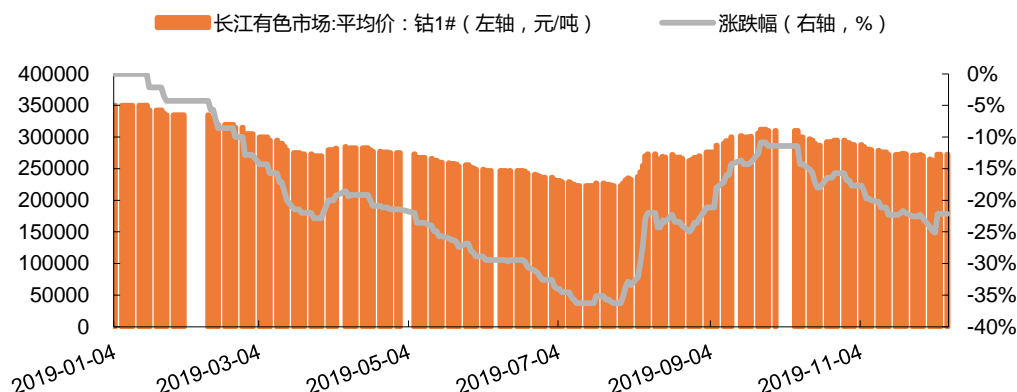
2019 年钴价格延续跌势, 相比年初下跌超 20%, 钴行业景气低迷, 究其原因包括中国新能源汽车补贴政策冲击需求、供给增加以及去库存。

但我们看到, 钴价格的大幅下跌导致企业盈利急剧恶化, 钴上市代表性龙头企业洛阳钼业、华友钴业、寒锐钴业 2019 年前三季度业绩及毛利率水平均大幅下滑, 目前已处盈亏边缘。钴价格如果继续下跌将可能导致行业大规模减产, 我们判断钴行业盈利已见底。

库存方面, 根据 SMM 研究, 2018 年之前, 中国增加了 2 个月钴原料库存。此后, 由于中国冶炼厂拒绝了海外供应商的长单报价, 库存停止增长并于 2019 年开始去库存。龙头企业华友钴业存货变化基本与行业一致, 2018 年三季度达到高点后, 此后的四个季度持续去库存, 2019 年三季度末, 公司存货处于 2018 年以来的低位。

结合行业盈利以及库存, 我们认为目前钴行业底部基本探明, 价格继续大幅下降的可能性较小。

图表74 2019年钴价格下跌超20%



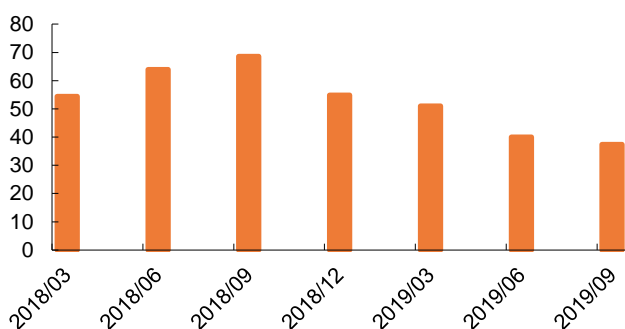
资料来源: Wind、平安证券研究所 备注: 截止 2019 年 12 月 6 日

图表75 2019年钴上市公司业绩大降

公司名称	2019年前三季度业绩	钴业务毛利率(2019年中报)
洛阳钼业	扣非净利润下降 70%	铜钴业务: 7.94%
华友钴业	扣非后下降 98%	钴产品 11.43%
寒锐钴业	扣非后下降 106%	钴产品: -4.47%
盛屯矿业	扣非后下降 83%	钴材料: -5.44%

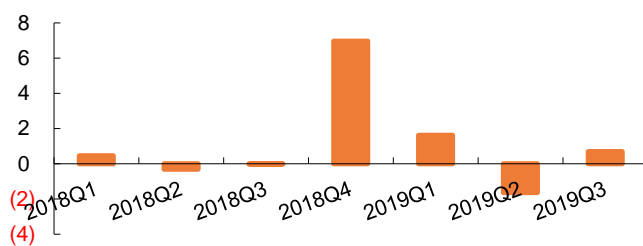
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表76 华友钴业存货变化(亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表77 华友钴业单季资产减值损失变化(亿元)

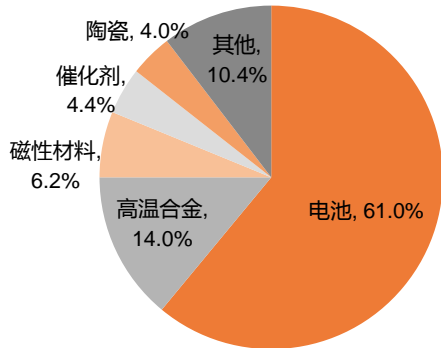


资料来源: Wind、平安证券研究所

## 4.2 补贴退坡影响弱化, 5G 带来增量, 2020 年需求向好

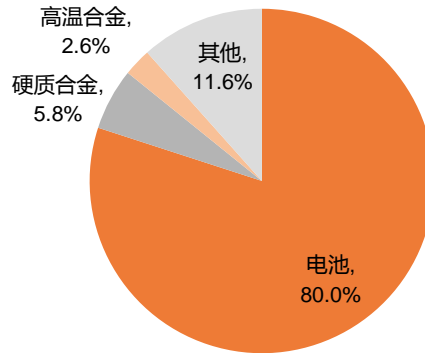
电池是钴的主要下游, 2018 年全球及中国电池领域钴消费占比分别高达 61%和 80%, 是钴需求增长的主要来源。而电池又主要包括新兴的新能源汽车领域和传统的 3C 领域, 因此, 在钴需求中, 我们重点分析这两个子领域。

图表78 全球钴消费结构



资料来源：安泰科

图表79 中国钴消费结构



资料来源：安泰科

- 新能源汽车方面，2020年将重归增长。2019年3月26日，财政部、工业和信息化部、科技部、发展改革委联合下发《关于进一步完善新能源汽车推广应用补贴政策的通知》，补贴强度普遍退坡幅度为50%，且预留三个月过渡期（3月26日到6月25日），过渡期后除了新能源公交车和燃料电池车外，强制取消地方补贴。受政策影响，2019年新能源汽车产量增速放缓，前十个月累计产量为96万辆，同比增长11.5%。预计2019年全年产量和2018基本持平。

预计2020年底新能源汽车补贴将退坡到低，但双积分制的约束将显现。根据2017年9月发布的《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（简称“双积分制”），2019年和2020年新能源汽车积分比率要求为10%和12%，2019年和2020年的新能源积分可以合并考核。2019年12月3日，工信部装备工业司发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿），提出了到2025年新能源汽车新车销量占比达到25%左右，高于此前的20%目标。预计2020年在双积分制推动下，中国新能源汽车将重归较快增长。

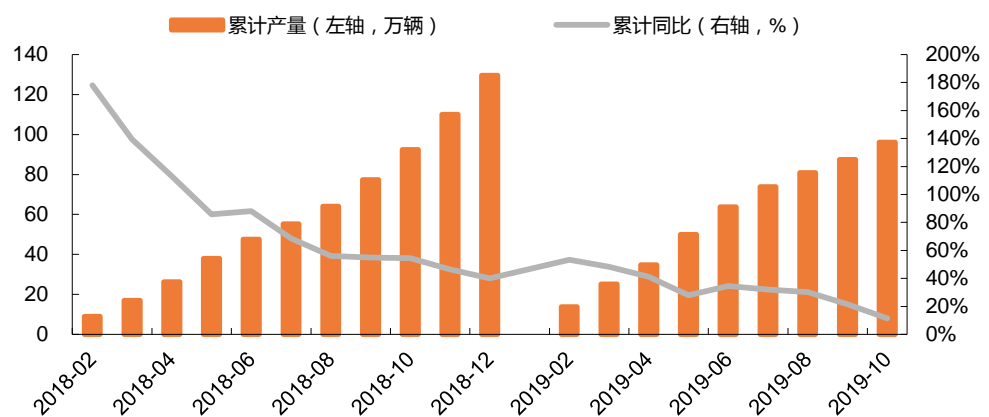
图表80 纯电乘用车2019年补贴政策

项目		2018年国家补贴	2019年国家补贴	退坡比例
纯电续航里程	150-200km	1.5万元	/	100%
	200-250km	2.4万元	/	100%
	250-300km	3.4万元	1.8万元	47%
	300-400km	4.5万元	1.8万元	60%
	400km以上	5.0万元	2.5万元	50%
电池系统能量密度调整系数	125-140wh/kg	1.0	0.8	↓
	140-160wh/kg	1.1	0.9	↓
	160wh/kg以上	1.2	1.0	↓
车辆能耗	0-5%	0.5	/	↓

调整系数	5-10%	1.0	/	↓
	10-20%	1.0	0.8	↓
	20-25%	1.0	1.0	持平
	25-35%	1.1	1.0	↓
	35%以上	1.1	1.1	持平
单位电量补贴限值		1200 元/kwh	550 元/kwh	54%

资料来源：工信部、平安证券研究所

图表81 2019 年中国新能源汽车产量增速放缓

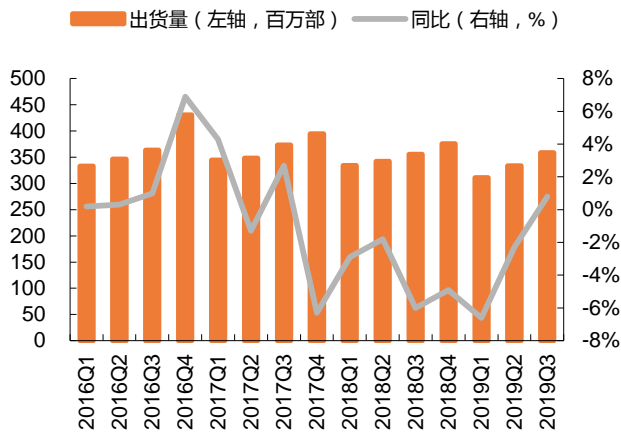


资料来源：Wind、平安证券研究所

- 5G 手机导入，带动 3C 领域需求复苏。手机是 3C 最重要的产品，2016 年随着智能手机渗透率提升以及换机周期延长，全球智能手机出货量增长低迷，2019 年前三季度出货量仍同比下滑约 3%，但 2019 年第三季度有所复苏。同时 2019 年 5G 手机开始进入市场导入期，运营商积极推出 5G 套餐，5G 手机的商用正式开启，5G 相应的基站建设 2019 年起步，2020 年将大幅加速。预计随着 5G 基站布局逐步完善，智能手机换机需求将得以激活，2020 年智能手机出货量有望恢复增长。

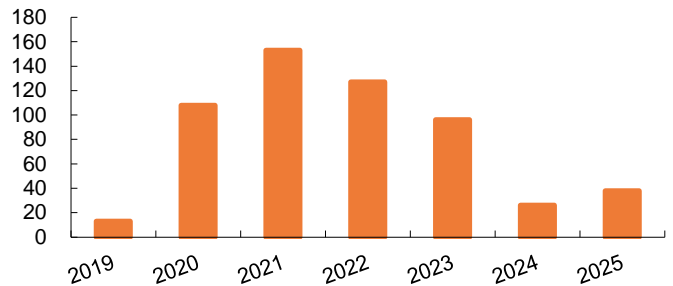


图表82 2019年三季度全球智能手机出货量同比增长



资料来源: Wind

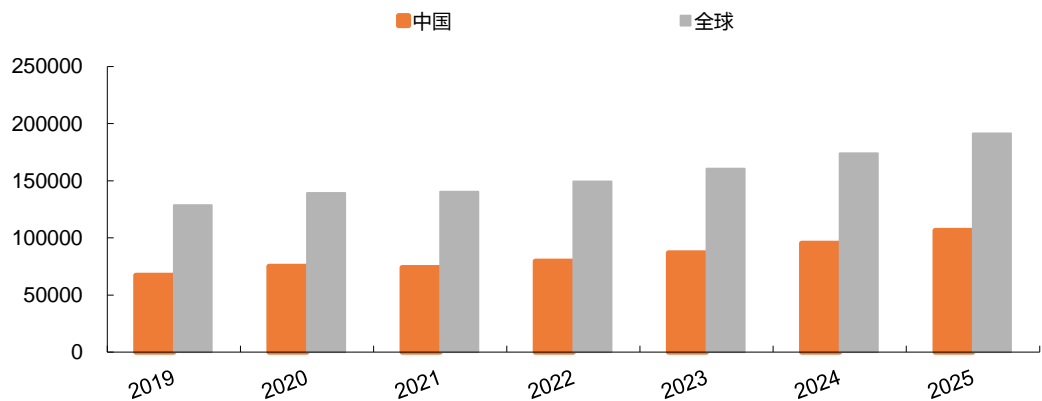
图表83 2020年中国5G基站建设加速(万站)



资料来源: 平安证券研究所

结合新能源汽车以及智能手机分析, 我们判断 2019 年全球及中国钴需求增长相对有限, 但 2020 年随着新能源汽车以及智能手机产销增长, 全球及中国钴需求增速分别有望达到 8%和 11%。

图表84 预计 2020 年钴需求增长 (吨)

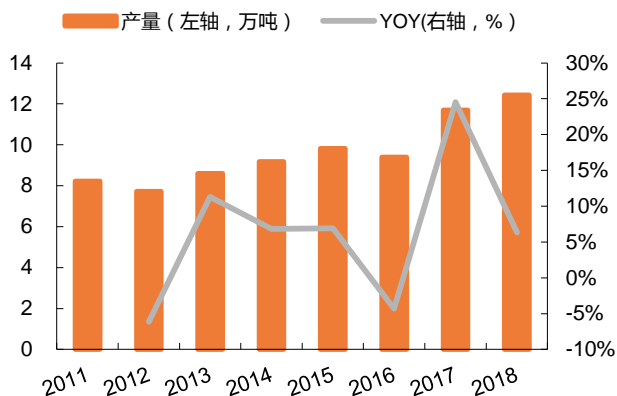


资料来源: 平安证券研究所

### 4.3 嘉能可停产, 供给收缩, 钴价格有望企稳回升

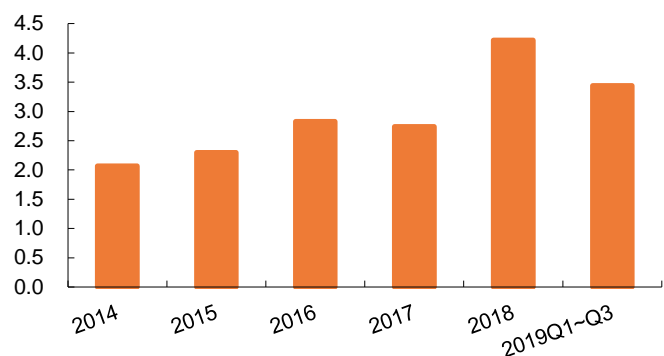
2017 年以来, 随着钴价上涨, 刚果(金)当地手抓矿增加以及龙头公司尤其是嘉能可、欧亚资源扩产导致钴供给较快增长, 行业处于供大于求的格局。具体来看, 嘉能可钴 Katanga 项目 2017 年底投产, 满产可达约 3 万吨产量, 而 RTR 一期项目 2018 年底投产, 新增产能 1.4 万吨, 二期项目预计可将产能提高到约 2 万吨水平。

图表85 2017年，全球钴供给增长较大



资料来源：钴发展协会

图表86 2018年嘉能可钴的产量较快增长(万吨)



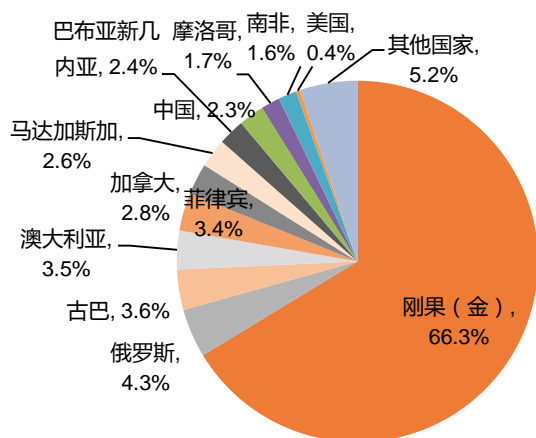
资料来源：嘉能可

尽管如此，钴资源区域分布以及行业集中度较高，龙头公司话语权较强。区域分布上，根据 USGS，2018 年刚果（金）在全球钴资源以及矿产钴产量的占比分别高达 50%和 66%，对全球钴供给具有重大影响。在公司层面上，钴龙头企业市场份额也较高，根据我们估算，前两大企业嘉能可和洛阳钼业在全球钴供给份额接近 50%，其中嘉能可更达到 32%，龙头企业对行业同样有重大影响。

由于钴价格低迷，嘉能可在 2019 年半年报宣布位于刚果（金）的钴主力矿山 Mutanda 将从 2020~2021 停产维护，同时将 2019 年钴的产量指引从年初的 5.7 万吨下调至和 2018 接近的 4.3 万吨。在 2019 年 12 月，公司发布新的产量指引，2021~2023 钴的产量指引分别为 2.9 万吨、3.2 万吨、3.2 万吨。

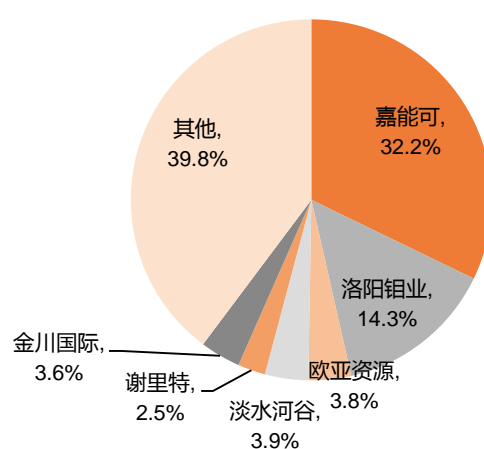
嘉能可 Mutanda 钴年产量在 2 万吨以上，在全球钴产量占比约 20%，停产，如果 Katanga 项目产量无较大提升，嘉能可 2020 年产量存在低于产量指引的可能。目前其他公司增量主要来自欧亚资源，Mutanda 产量超过欧亚资源 RTR 项目，其他 2020 年投产项目较少，且存在较大不确定性。综合来看，我们认为 2020 年由于 Mutanda 停产，钴供给可能由宽松转变为略偏紧，2020 年钴价格有望企稳回升。

图表87 刚果（金）在全球矿产钴产量占比约 70%



资料来源：USGS

图表88 全球钴供给集中度较高



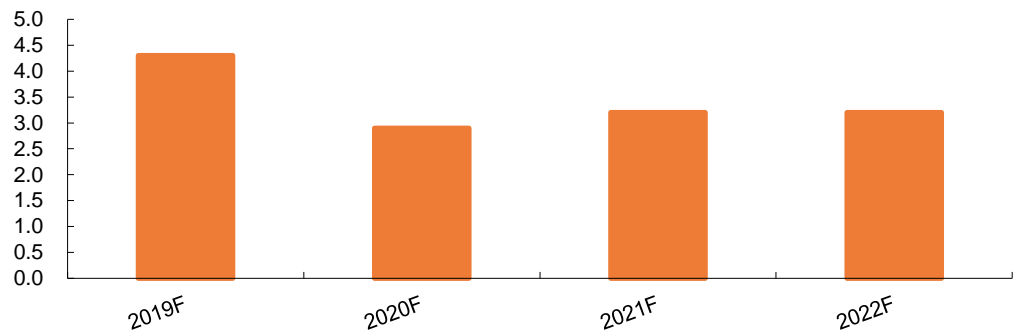
资料来源：USGS，平安证券研究所

图表89 Mutanda 是嘉能可主力钴矿山

矿山名称	所在国家	形态	产量 (万吨)		
			2017	2018	2019Q1~Q3
Katanga	刚果(金)	铜伴生	-	1.11	1.11
Mutanda	刚果(金)	铜伴生	2.39	2.73	2.06
Murrin	澳大利亚	镍伴生	0.27	0.29	0.23
其他		镍伴生	0.08	0.09	0.04
合计			2.74	4.22	3.44

资料来源: 嘉能可、平安证券研究所

图表90 2019~2022 年嘉能可钴产量指引 (万吨)



资料来源: 嘉能可

图表91 2019~2020 年主要新增钴项目

公司名称	产能/产量	备注
嘉能可	3 万吨	2017 年底投产, 后因放射性元素含量过高, 产量大幅低于预期
欧亚资源	2 万吨	RTR 一期 1.4 万吨, 2018 年底已投产, 二期建设中, 达产后提高到 2 万吨, 投产时间待定
紫金矿业	3000 吨	2019 年上半年投产
天津茂联	3000 吨	2020 年上半年投产
华钢矿业	6000 吨 (氢氧化钴)	预计 2020 年底投产

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

#### 4.4 关注公司

目前钴的上市公司主要包括华友钴业、寒锐钴业、洛阳钼业、盛屯矿业、道氏技术五家，其中华友钴业钴相关业务占比高，产业链完善，建议重点关注。

图表92 主要钴上市公司比较

公司名称	上游自有资源	中游冶炼深加工	下游布局	备注
华友钴业	√	√	√	部分钴原料外购
洛阳钼业	√	-	-	除了钴外，还有铜、钼、铌、磷等，是综合矿业公司
寒锐钴业	-	√	-	拟向下游延伸
盛屯矿业	-	√	√	其他业务包括铅锌铜钨锡等精矿开采、金属贸易和产业链服务
道氏技术	-	√	√	其他业务还包括锂、石墨烯、建筑陶瓷材料

资料来源：公司网站，平安证券研究所

#### ■ 华友钴业：钴产品规模居前，产业布局完整

(1) 三大板块业务协同发展。公司主导产品为新能源锂电材料三元前驱体产品和四氧化三钴、硫酸钴等钴新材料产品。经过十多年的发展积淀，公司完成了总部在桐乡、资源保障在非洲、制造基地在衢州、市场在全球的空间布局，启动了印尼镍资源开发，形成了资源、有色、新能源三大业务板块一体化协同发展的产业格局。

(2) 上游钴资源保障能力强，钴产品规模居前。公司钴资源业务集中于非洲刚果(金)子公司 CDM 公司、MIKAS 公司，主要产品为粗制氢氧化钴和电积铜，已形成以自有矿山为保障，以刚果(金)当地矿山、贸易商为补充的商业模式。公司是我国最大的钴产品提供商，钴产品种类丰富，2018 年和 2019 年上半年钴产品产量分别达到 2.4 万吨和 1.3 万吨。

(3) 积极延伸产业链，产业布局日趋完善。公司新能源板块主要产品为锂电正极材料三元前驱体，运营主体包括新能源衢州、华海新能源、与 POSCO 合资的华友浦项和与 LG 化学合资的华金公司。同时公司还通过参股浦华公司、乐友公司开展正极材料业务。公司新能源核心产品已进入 LG 化学、CATL、比亚迪、POSCO 等新能源锂电行业全球知名客户供应链。

(4) 拟募集资金加码硫酸镍，提高产业协同性。目前公司拟通过发行股份购买下属的主要钴盐深加工企业华友衢州 15.68% 股权，收购完成后，华友衢州将成为公司全资子公司。同时公司拟募集配套资金，用于华友衢州 3 万吨(金属量)高纯动力电池级硫酸镍项目建设，这将使华友衢州硫酸镍产能大幅提升，提高公司新能源电池材料产业协同性。

(5) 盈利预测。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.38、0.68 和 0.83 元，维持“推荐”投资评级。

## 五、投资建议

我们预计 2020 年中美贸易摩擦对有色压制将边际降低,但全球主要经济体增长前景存在较大不确定性,有色的需求仍不容乐观,有色总体价格难以逞强,维持行业“中性”投资评级。建议从量价两个维度出发,关注以下投资机会:第一、工业金属有新项目投产,规模有望扩大的个股投资机会,相关公司紫金矿业、云铝股份;第二、受益经济增长放缓,货币政策放松,配置吸引力增强的贵金属投资机会,相关公司山东黄金;第三、小金属钴预计在龙头公司收缩背景下,供给有望从过剩转变为略偏紧,预计价格企稳回升,相关公司华友钴业。

图表93 关注公司估值表

公司名称	EPS (元/股)				PE(倍)				评级
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
紫金矿业	0.16	0.14	0.16	0.19	24.49	28.21	24.69	20.79	推荐
云铝股份	-0.56	0.15	0.25	0.32	-	31.07	18.64	14.56	推荐
山东黄金	0.28	0.49	0.76	0.90	110.61	63.78	41.12	34.72	推荐
华友钴业	1.42	0.38	0.68	0.83	21.08	78.58	43.91	35.98	推荐

资料来源:平安证券研究所 备注:股价为 2019 年 12 月 11 日收盘价

## 六、风险提示

### (1) 需求低迷的风险

有色金属是基础原材料,和基建、地产、汽车、家电等领域需求具有一定的关联性,如果未来全球及中国经济复苏乏力、固定投资和消费低迷,或者国际贸易争端增加,有色金属需求将受到较大的影响,并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。

### (2) 供给侧改革和环保政策低于预期的风险

随着中国供给侧改革和环保政策的实施,有色金属中铝、铅锌、稀土、钨等品种供给受到了较大的抑制,此前有色供给增长屡禁不止的现象得到了缓解。如果未来供给侧改革和环保政策变化或者实施效果低于预期,将削弱供给侧改革已取得的成效,有色行业可能重新陷入产能过剩的状态。

### (3) 价格和库存大幅波动的风险

有色行业具有周期属性,且存在现货和期货市场,价格和库存除了受供需影响外,还受到其他诸多因素影响,波动较为频繁。如果未来因预期和非预期因素影响,有色价格和库存出现大幅波动,将对有色公司经营和盈利产生重大影响。

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编: 518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编: 200120  
传真: ( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编: 100033