



Research and
Development Center

铜、铝先行 金、钴跟上

有色金属行业 2020 年投资策略

2019 年 12 月 17 日

丁士涛 有色金属行业分析师

冯孟乾 研究助理

证券研究报告

行业研究——投资策略

有色金属行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级: 看好, 2019.12.13

丁士涛 行业分析师

执业编号: S1500514080001

联系电话: +86 10 83326718

邮箱: dingshitao@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话: +86 10 83326730

邮箱: fengmengqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

铜、铝先行 金、钴跟上

2019年12月17日

本期内容提要

- **新兴经济体增速回升 中国逆周期调节力度加大。**2020年全球经济增速有望回升至3.4%，增长源于新兴市场和发展中经济体，中国经济稳中向好、长期向好的趋势没有变，未来稳增长主要体现在基建补短板。
- **采选业利润下滑 下游需求有望边际改善。**2019年以来受到美联储降息影响，黄金价格涨幅最大为15%，与经济周期密切相关的基本金属铜、铝、锌、铅、锡价格出现下跌，锌、铅价格跌幅最大为12%。受到价格下跌影响，采选业利润同比下滑，冶炼加工费回升助推冶炼和压延业利润回升。受到房地产竣工面积回暖影响，与房地产后周期相关的家电、装修产业链，汽车产业链，出口市场有望边际改善。
- **铜：超预期存在 铜价谨慎乐观。**2020年全球精炼铜供需可能从短缺转向过剩。但是，精炼铜供给一直存在不确定性，不排除供给存在低于预期的可能。由于中国是全球最大的精炼铜消费国，2019年下半年以来随着逆周期调节力度加大，中国经济短期可能已经探底，中国需求存在超预期的可能，对2020年铜价保持谨慎乐观的判断。
- **铝：成本端趋于稳定 行业盈利改善。**氧化铝价格短期超跌，后期可能出现反弹。但是由于长期处于产能过剩状态，价格上涨空间有限。2020年国内电解铝的供给压力将会加大，铝的下游需求集中在房地产、出口市场、汽车领域，如果以上消费领域需求出现超预期增长，不排除铝价出现进一步上涨的可能，对2020年铝价保持谨慎乐观的判断。
- **贵金属：短期走势承压 长期依然看涨。**由于美联储暂时降息，美元的名义利率存在上行的可能，同时美国通胀率趋于目标通胀率，短期实际利率回升对金价走势构成制约。2020年全球经济的不确定性依然存在，美国经济表现存在低于美联储预期的可能，同时美国将在2020年迎来大选，市场的不确定将会提升黄金的避险需求。
- **钴：供给收缩、需求发力 钴价处于底部抬升阶段。**考虑到嘉能可旗下矿山停产，新能源汽车三元材料需求发力，钴原料供给过剩的局面将改善。长期来看，全球钴资源过度依赖刚果（金），资源国拥有绝对话语权导致钴供应具有不确定性，而新能源汽车动力电池对钴需求的确定性拉动、5G时代3C需求恢复快速增长的前景，均使得钴价具有较大弹性。
- **投资评级：**全球经济短期最坏的阶段已经过去，低利率环境下有利于金属价格表现。中国是全球最大的金属消费国，随着中国经济的短期好转，中国金属的消费需求有望边际改善。维持行业“看好”评级，建议积极关注受益于全球经济回暖的工业金属铜、铝，受益于供给受限和需求向好的钴，长期可以继续关注贵金属。
- **风险因素：**全球经济波动风险、货币政策风险、贸易摩擦升级风险、金属价格下跌风险。

目录

全球经济：新兴经济体增速回升 中国逆周期调节力度加大.....	1
新兴经济体增速回升.....	1
中国经济逆周期调节力度加大.....	1
行业分析：采选业利润下滑 下游需求有望边际改善.....	3
受益于地产竣工面积回暖 下游需求有望边际改善.....	4
中美贸易摩擦暂缓 出口市场有望企稳.....	5
基本金属：看好铜和铝.....	6
铜：供给存在不确定 价格走势谨慎乐观.....	6
铝：成本端趋于稳定 行业盈利改善.....	9
锌、铅：供给过剩 价格承压.....	14
贵金属：短期走势承压 长期依然看好.....	16
金融属性决定金价走势.....	16
美联储降息放缓 实际利率回升压制金价.....	16
金价长期走势依然乐观.....	17
金银比回落 相对看好白银走势.....	17
小金属：供给收缩、需求发力 钴价处于底部抬升阶段.....	18
嘉能可 Mutanda 停产大幅调降钴矿供给预期.....	18
钴价下滑新项目推进受阻 钴增量不达预期.....	18
新能源汽车动力电池需求将再度发力.....	19
价格走势：供给受限 价格底部确认.....	22
行业评级：维持“看好”评级.....	22
推荐公司：紫金矿业、江西铜业.....	23
紫金矿业：并购步伐从未停止 国际矿业巨头继续起航.....	23
江西铜业：外延扩张稳步推进 低估值破净概念值得关注.....	23
建议关注：神火股份.....	24
神火股份：矿权纠纷落地 电解铝盈利能力强.....	24
风险因素.....	24

表目录

表 1：2019 年 10 月全球经济增速预测.....	1
表 2：中国有色金属现货均价.....	3
表 3：全球精炼铜供需预测.....	6
表 4：全球氧化铝供需情况.....	9
表 5：全球电解铝供需情况.....	11
表 6：全球锌铅供需预测.....	15
表 7：美联储利率路径.....	17

图目录

图 1：全国 70 个大中城市房价同比走势.....	2
图 2：中国房地产新开工和竣工面积月度走势.....	2
图 3：中国有色金属采选业利润.....	3
图 4：中国有色金属冶炼及压延业利润.....	3
图 5：中国家电产品产量增速.....	4
图 6：中国汽车月度产量和累计增速.....	4
图 7：中国电网投资完成额.....	4
图 8：中国钢铁产量累计增速.....	4
图 9：中国铜材出口量.....	5
图 10：中国铝材出口量.....	5
图 11：中国铜材出口比例.....	5
图 12：中国铝材出口比例.....	5
图 13：2019 年全球铜冶炼厂减产情况.....	7
图 14：2020 年全球精炼铜需求增速.....	7
图 15：全球精炼铜供需情况.....	7
图 16：历史上生产中断对精炼铜供给的影响.....	7
图 17：铜精矿现货加工费.....	8
图 18：中国硫酸报价.....	8
图 19：中国氧化铝价格走势.....	10
图 20：中国氧化铝月度产量.....	10
图 21：国内电解铝价格走势.....	12
图 22：国际电解铝价格走势.....	12
图 23：LME 和 SHFE 库存情况.....	12
图 24：国内电解铝社会库存.....	12
图 25：中国电解铝行业成本和利润情况.....	13
图 26：全球前十大锌矿山.....	14
图 27：全球锌市场供需预测.....	14
图 28：中国精炼锌需求情况.....	15
图 29：中国精炼铅需求情况.....	15
图 30：美国实际利率与金价走势.....	16
图 31：美国长期和短期利率利差.....	16
图 32：黄金 ETF 持仓情况.....	17
图 33：全球央行购买黄金数量.....	17
图 34：2018 年全球钴金属消费结构.....	19
图 35：2018 年中国新能源汽车动力电池装机结构.....	19
图 36：全球电动乘用车销量和区域占比.....	20
图 37：全球和中国新能源汽车销量增速.....	21
图 38：全球和中国新能源汽车销售份额.....	21
图 39：MB 钴（99.3%）价格走势.....	22
图 40：长江钴 1#价格走势.....	22

全球经济：新兴经济体增速回升 中国逆周期调节力度加大

新兴经济体增速回升

根据国际货币基金组织（IMF）的预测，2019年全球经济增速预计为3%，这是自全球经济危机以来的最低水平，这主要与全球贸易摩擦增加、地缘政治不确定性升高、新兴经济体政局不稳定等因素有关。2020年全球经济增速有望回升至3.4%，增长的原因主要源于新兴市场和发展中经济体。IMF认为，2020年新兴市场和发展中经济体经济增速有望回升0.7个百分点至4.6%，增长主要来源于土耳其、阿根廷、伊朗、巴西、墨西哥等新兴经济体的复苏。

2019年美联储三次降息以抵制外部环境变化对美国经济的负面影响，与2018年相比，经济增速有所下滑，但是经济增长依然强劲。IMF预计2020年美国经济增长为2.1%，较上次预测上调0.2个百分点，这也反应了美联储降息对美国经济的正面影响及美国经济增长的韧性。欧元区经济面临的风险主要包括贸易前景不确定性，英国无协议脱欧和新兴市场对外需的影响。欧洲央行最新一期的金融稳定评估报告指出，欧元区经济前景将出现恶化，增长疲软的前景将持续。IMF预计2020年欧元区经济增速为1.9%，较2019年放慢0.1个百分点。

表1：2019年10月全球经济增速预测（单位：%）

	GDP 增速预测			与上次预测差异	
	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E
全球经济	3.7	3.0	3.4	-0.2	-0.1
发达经济体	2.3	1.7	1.7	-0.2	0.0
美国	2.9	2.4	2.1	-0.2	0.2
欧元区	2.4	2.0	1.9	-0.2	0.0
日本	0.8	0.9	0.5	0.0	0.1
英国	1.4	1.2	1.4	-0.1	0.0
新兴经济体	4.5	3.9	4.6	-0.2	-0.1
中国	6.6	6.1	5.8	-0.1	-0.2
印度	6.8	6.1	7.0	-0.9	-0.2

资料来源：IMF《世界经济展望》，信达证券研发中心

中国经济逆周期调节力度加大

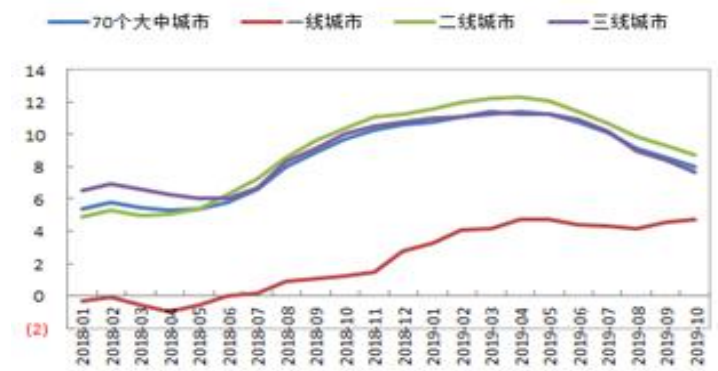
2019年12月6日，政治局会议召开，本次会议中指出，当前和今后一个时期，中国经济稳中向好、长期向好的趋势没有变，我们认为中国经济短期低点已经过去；同时会议强调要加强基础设施建设，我们认为未来稳增长主要体现在基建补短板；会议并未提及房地产调控，我们认为房地产行业的韧性依然存在。

逆周期调节力度加大。2019年8月31日，国务院发布金融委第七次会议精神，加大逆周期调节力度，会议提出了五项具体措施：第一项是稳健货币政策，在“流动性合理充裕”之外增加“社会融资规模合理增长”和“下大力气疏通货币政策传导”；第二项强调货币政策要与积极财政政策有效结合，第三、四项分别为地方政府专项债发行和挖掘投资需求潜力，包括基础设施、高新技术、传统产业改造、社会服务领域、新增长极地区五个重点方向。展望未来，在经济下行压力未现明显缓解背景下，监管层将进一步加大逆周期调节力度。此外，针对制造业、基建领域，以及民营、小微企业的定向滴灌政策还会持续发力。在一些列政策的支持下，制造业投资同比增速环比出现回升。

基建稳增长政策打出“组合拳”。1) 2019年11月13日国务院常务会议，下调部分基建项目资本金比例要求，基建稳增长加码。上一次基建项目资本金比例下调在2015年9月，政策调整后相关领域的基建投资增速止跌企稳。2) 基建项目可发行权益型、股权类金融工具，但这些资金不得来源于债务型资金。3) 政策已经允许专项债所募集资金作为部分重大基建项目的资本金，此次进一步放松资本金要求。后续稳基建的重点，可能转向解决配套资金问题，包括政策性银行加大贷款支持等。

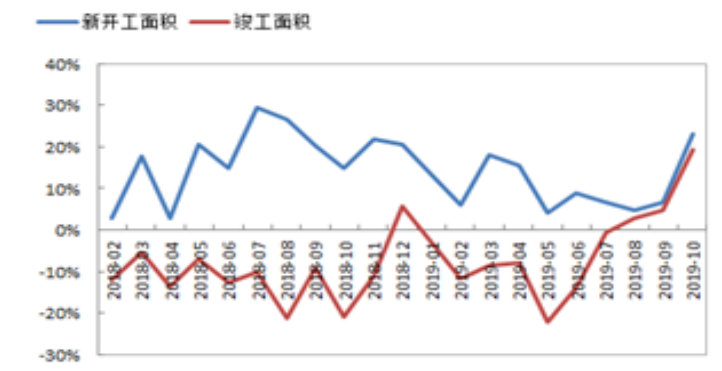
中国房地产行业韧性依然存在。自2018年7月政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”，至2019年7月政治局会议再次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”后，房地产行业经历了一系列政策的打压。当前由于经济下行压力较大，GDP增速持续回落，房地产行业的变化对中国经济增长关键。根据全国70个主要城市房价走势可以看出，全国70个大中城市的房价平稳趋降。房价逐步趋于合理对于中国经济的影响是正面的，在这种背景下房地产行业的韧性逐步体现出来。2019年8月开始，房地产竣工面积增速已经同比转正，新开工面积在2019年10月同比增速达到23%，大幅超出市场预期。我们认为，未来一段时间内，房地产后周期产业链值得关注。

图 1：全国 70 个大中城市房价同比走势（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：中国房地产新开工和竣工面积月度走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

行业分析：采选业利润下滑 下游需求有望边际改善

由于中国是全球最大的金属消费国，中国经济增速放缓对金属需求影响负面。自 2018 年 4 月中美贸易摩擦启动以来，金属价格从高点回落。2019 年以来受到美联储降息影响，黄金价格涨幅最大为 15%，镍涨幅为 7%；与经济周期密切相关的基本金属铜、铝、锌、铅、锡价格出现下跌，锌、铅价格跌幅最大为 12%。

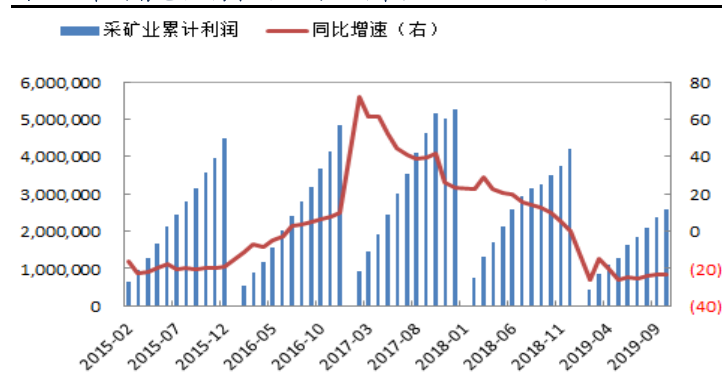
表 2：中国有色金属现货均价（单位：元/吨、元/克）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年至今	2017-2019 年	2015-2019 年
铜	53,239	49,150	40,819	38,221	49,214	50,618	47,677	49,170	45,310
铝	14,491	13,474	12,068	12,497	14,438	14,198	13,916	14,184	13,423
锌	15,450	16,410	15,637	17,153	24,349	23,907	20,879	23,045	20,385
铅	14,228	13,871	13,147	14,606	18,381	19,096	16,754	18,077	16,397
锡	147,714	139,453	110,073	120,108	144,101	145,854	142,279	144,078	132,483
镍	105,436	116,126	89,100	76,244	85,627	104,961	111,819	100,802	93,550
金	281	252	235	268	275	271	311	286	272

资料来源：万得，信达证券研发中心

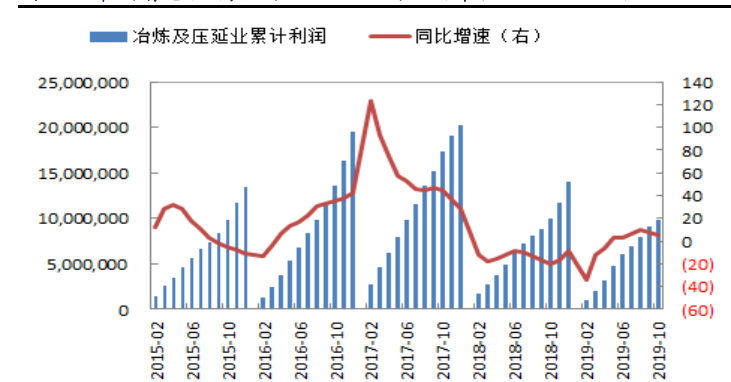
从行业利润看，矿山企业采选成本相对固定，在金属价格下跌的背景下，采选业利润同比出现下滑。2019 年 1-10 月采选业实现利润 258 亿元，同比减少 23%。冶炼和压延业的利润与采选业变化相反，受到供需关系变化后，冶炼加工费回升所致，另外连续两年亏损的电解铝行业在 2019 年实现盈利，助推了冶炼和压延业利润的回升。2019 年 1-10 月冶炼和压延业实现利润 985 亿元，同比增加 5.4%。

图 3：中国有色金属采选业利润（单位：万元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：中国有色金属冶炼及压延业利润（单位：万元，%）

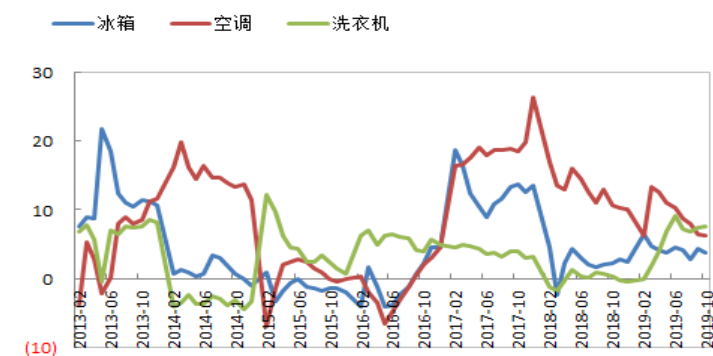


资料来源：万得，信达证券研发中心

受益于地产竣工面积回暖 下游需求有望边际改善

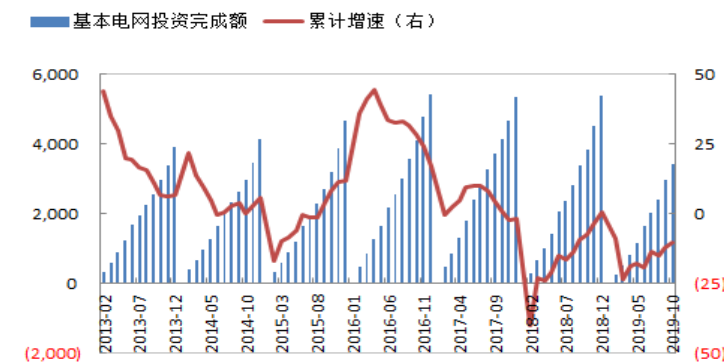
基本金属的下游主要集中在房地产领域、汽车领域、电力电网、钢铁等行业中。2019年除了钢铁产量保持高速增长外，房地产竣工面积、汽车产量、电网投资均出现负增长。2019年1-10月，中国房地产竣工面积同比下滑5.5%，中国汽车产量同比下滑11.1%，中国电网投资增速同比下滑10.5%。受到房地产竣工面积回暖和《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》出台的影响，房地产后周期相关的家电产业链、装修产业链，汽车产业链有望环比改善；由于中国钢铁产量增速放缓的影响，钢铁领域的需求可能同步放缓；受到国网、南网严控电网投资的影响，电网领域的需求依然不容乐观。

图 5：中国家电产品产量增速（单位：%）



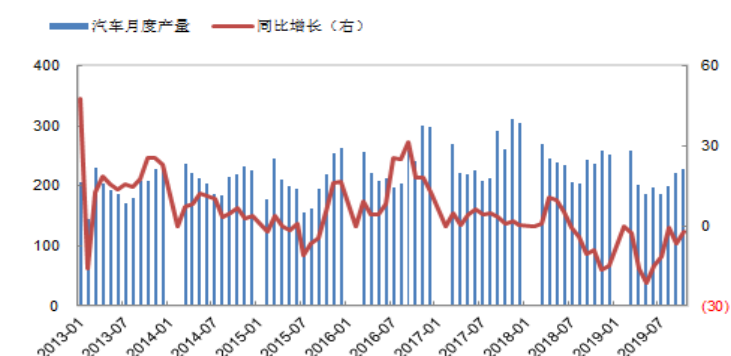
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：中国电网投资完成额（单位：亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：中国汽车月度产量和累计增速（单位：万辆，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：中国钢铁产量累计增速（单位：吨，%）

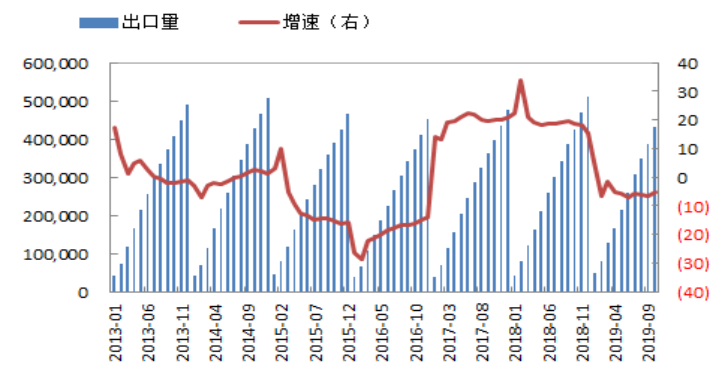


资料来源：万得，信达证券研发中心

中美贸易摩擦暂缓 出口市场有望企稳

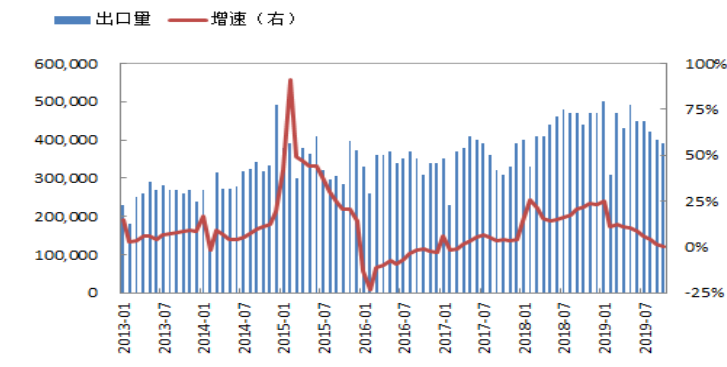
中国每年有大量铜材和铝价出口海外国家，2018 年中国出口铜材 51 万吨、占中国产量比例为 3%，2018 中国出口铝材 523 万吨，占中国产量比例为 11%。2019 年起受中美互加关税影响，中国铜材和铝材的出口数量出现下降。虽然中国直接出口美国的比例不高，但是很多出口是通过转口贸易的形式出口到美国，出口量的减少增加了铜和铝国内的过剩程度。2019 年 12 月 13 日，中美两国宣布第一阶段经贸谈判取得进展，美方将分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升向降的转变。我们认为，随着关税的逐步取消，出口市场有望企稳，有助于提升铜、铝产品的需求，缓解国内过剩。

图 9：中国铜材出口量（单位：吨，%）



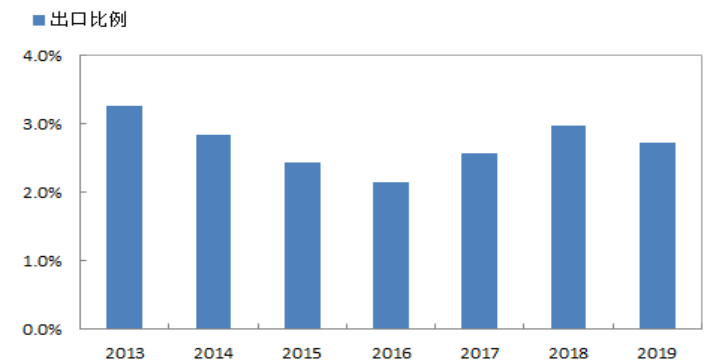
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：中国铝材出口量（单位：吨，%）



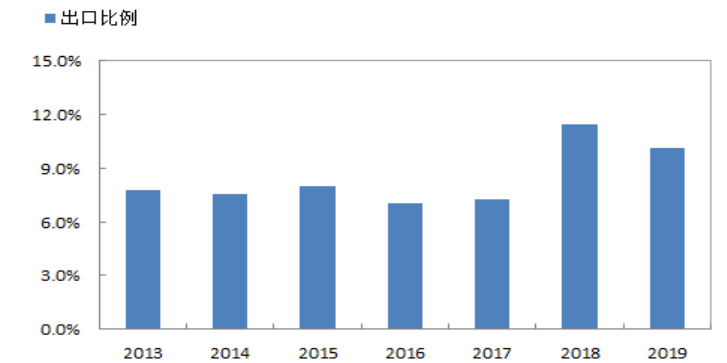
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：中国铜材出口比例（单位：吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：中国铝材出口比例（单位：吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

基本金属：看好铜和铝

铜：供给存在不确定 价格走势谨慎乐观

根据国际铜业研究小组（ICSG）2019年10月发布的预测，2020年全球精炼铜供给量2528.1万吨、精炼铜需求量2500万吨，全球市场过剩28.1万吨。与2019年相比，供需状况由短缺变为过剩，这主要与产量增长和需求放缓有关。

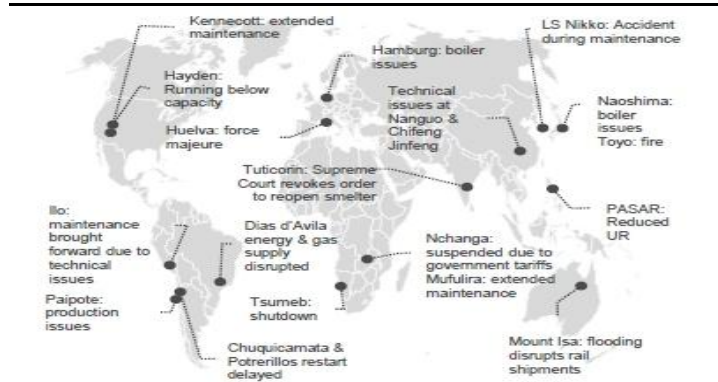
表3：全球精炼铜供需预测（单位：千吨）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
矿山	16,688	18,101	18,527	19,128	20,358	20,041	20,575	20,483	20,921
精炼铜产量	20,147	21,058	22,479	22,883	23,339	23,498	24,098	24,250	25,281
精炼铜需求	20,403	21,331	22,893	23,035	23,491	23,759	24,502	24,570	25,000
短缺+/过剩-	256	273	414	152	152	261	404	320	-281

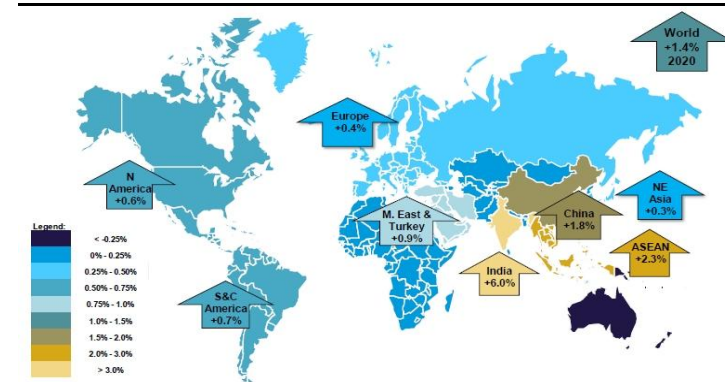
资料来源：ICSG，信达证券研发中心

2019年全球矿产铜产量出现下滑，主要与Grasberg矿由露采转为井采及南美罢工影响矿山生产有关。根据ICSG的统计，2019年全球矿产铜产量同比减少9.2万吨，其中：Grasberg减产28.6万吨、Mutanda减产9.4万吨、Escondida减产5.7万吨、KCM减产5.1万吨、MMH减产3.8万吨。2019年全球精炼铜产量增长0.6%，产量增幅低于预期，这主要受到冶炼厂事故中断和检修的影响。由于中国冶炼产能在2019年达到投产的高峰阶段，剔除中国产能后，全球精炼铜产量减少2.5%。

2020年全球矿产铜产量将会增长2.1%，增长源于新增投产矿山贡献产量，以及印尼产量的恢复。2019年如果剔除这五个矿山减产的52.6万吨后，全球矿产铜产量实际出现了增长。在不考虑突发因素的情况下，2020年全球矿产铜有望恢复增长。2020年全球精炼铜产量将会增长4.3%，增长源于中国冶炼产能的扩张，以及非洲产能增长，及技术检修后的产能复产。从需求角度看，中国是全球最大的精炼铜消费国，中国需求增速放缓和欧元区需求负增长对2019年全球精炼铜消费产生了较大影响。2020年，受到国网、南网严控电网投资影响，中国精炼铜消费依然承压，主要增长可能出现在房地产后周期带来的下游消费增长、新能源汽车领域、基建领域。CRU预计，2020年中国精炼铜消费增速为1.8%、印度需求增速6%。ICSG预计2020年全球精炼铜消费增速1.7%，与2019年相比增速有所加快，但是低于精炼铜的供给增幅，因此2020年全球精炼铜供需存在过剩的可能。

图 13: 2019 年全球铜冶炼厂减产情况


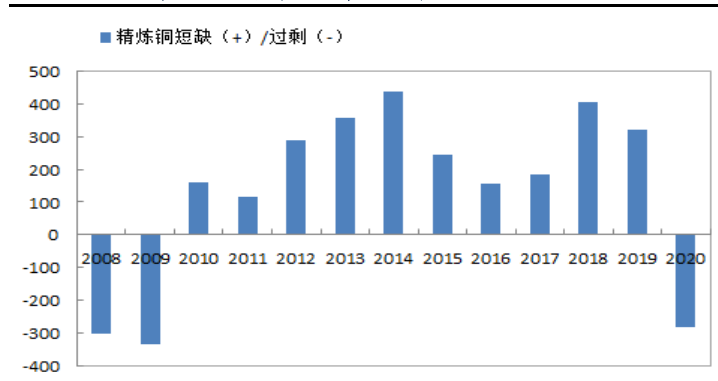
资料来源: CRU、ICSG, 信达证券研发中心

图 14: 2020 年全球精炼铜需求增速


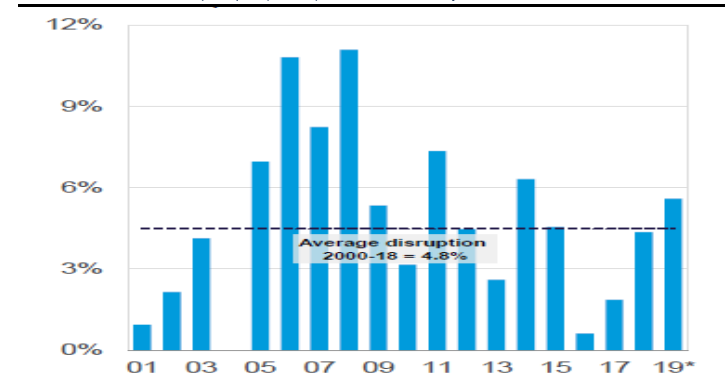
资料来源: CRU, 信达证券研发中心

2020 年全球精炼铜供给可能出现过剩, 但是受到矿山生产中断、冶炼厂达产进度不及预期的影响, 精炼铜供给存在不确定性。

矿山生产会受到罢工、天气、技术等问题影响, 从过去二十年的数据看, 供给中断对全球产量(年化)的影响在 4.8% 左右。2019 年 3 月份以来, Las Bambas 铜矿运输受阻、Chuquicamata 由于劳资合同罢工两周、Mudanta 铜钴矿发生塌方、Tim Maria 项目被秘鲁环保组织封锁港口、智利铜矿山发生大面积罢工, 2019 年供给中断对供给的影响超过了过去 20 年均值, 达到约 6%。由于全球新增产能集中在南美洲、非洲等地区, 影响供给的事件频发, 我们预计矿产铜供给存在低于预期的可能。

图 15: 全球精炼铜供需情况(单位: 千吨)


资料来源: ICSG, 信达证券研发中心

图 16: 历史上生产中断对精炼铜供给的影响


资料来源: CRU、ICSG, 信达证券研发中心 注: 19 年为 1-10 月数据

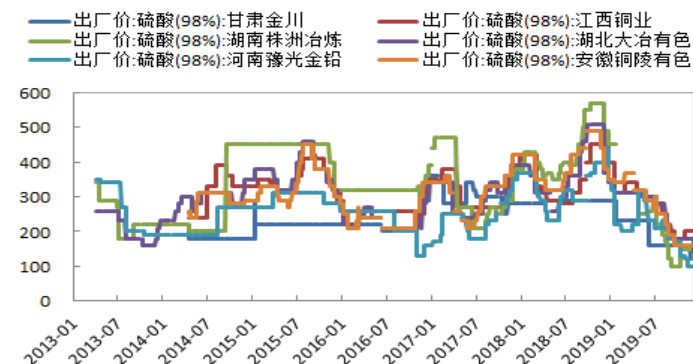
由于铜精矿供给偏紧，2019年以来冶炼加工费持续下行，最低跌至近七年底点 53 美元/吨。根据上海有色网的统计，中国铜冶炼厂的加工费盈亏平衡点在 65 美元/吨附近。2019 年以来，铜精矿现货加工费长期低于 65 美元，同时受到下游对硫酸需求放缓的影响，硫酸价格持续下跌，铜冶炼企业的利润整体承压。根据 2020 年签订的长单加工费合同，2020 年长单 TC 加工费为 62 美元/吨，低于中国冶炼厂的盈亏平衡点，冶炼企业盈利承压后可能会选择性的对现有产能关停或者延期投放新增产能，全球精炼铜的供给存在不确定性。

图 17: 铜精矿现货加工费 (单位: 美元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 中国硫酸报价 (单位: 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

由于 2020 年全球精炼铜供需可能从短缺转向过剩，铜价走势整体承压。但是，精炼铜供给一直存在不确定性，不排除供给存在低于预期的可能。同时，由于中国是全球最大的精炼铜消费国，2019 年下半年以来随着逆周期调节力度加大，中国经济短期可能已经探底，中国需求存在超预期的可能。基于以上两点，我们对 2020 年铜价保持谨慎乐观的判断。

铝：成本端趋于稳定 行业盈利改善

根据国际铝业协会（IAI）数据，2018 年全球氧化铝产量约为 12469 万吨、消费量约为 12840 万吨，短缺 371 万吨；中国氧化铝产量约为 7161 万吨、氧化铝净出口量约为 94 万吨、消费量约为 7270 万吨，短缺 203 万吨。截至 2018 年 12 月底，包括中国在内的全球氧化铝企业产能利用率约为 79%，产能利用率下降原因主要与海德鲁停产有关，中国氧化铝企业产能利用率约为 85%，产能利用率处于较高水平。

表 4：全球氧化铝供需情况（单位：万吨）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
全球市场							
产量	9353	10680	11227	12086	12122	13050	12469
消费量	9196	10447	11128	11781	12220	13032	12840
产能利用率	85%	79.48%	80.51%	82.78%	81.26%	85.80%	79.0%
消费-产量=短缺 (+)	-157	-233	-99	-305	98	-18	371
中国市场							
产量	4165	4900	5125	5865	6016	7025	7161
净进口量	498	364	516	436	292	281	-94
消费量	4020	5130	5623	6183	6440	7249	7270
产能利用率	73%	81.67%	78.85%	84.21%	81.19%	86.50%	85.0%
消费-产量=短缺 (+)	-643	-134	-18	-118	132	-57	203

资料来源：IAI、中国铝业年报，信达证券研发中心

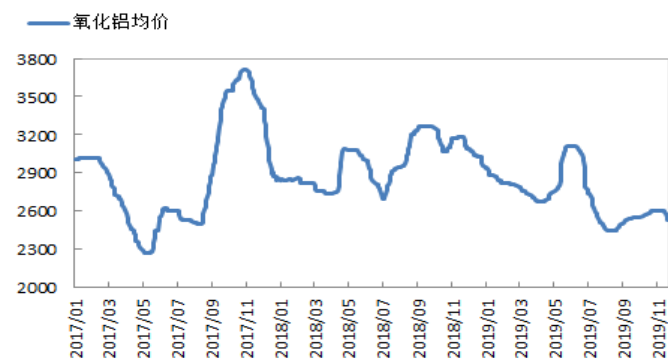
从供需情况看，氧化铝市场长期处于过剩中，在过去七年中仅出现两次供给短缺，出现的原因与均与突发事件有关。2015 年下半年氧化铝价格大幅下跌，中国市场中除了广西地区的氧化铝企业可以现金盈利外，其余企业均出现成本倒挂的情况，这导致了国内氧化铝企业的联合减产，因此 2016 年全球和中国氧化铝市场出现供给短缺。巴西海德鲁铝业是全球最大的单体氧化铝生产企业，氧化铝产能 640 万吨，全球产能占比约 5%。2018 年尾矿库污染关停事件导致了国际市场供给短缺，国际价格首次高于国内价格，中国首次成为氧化铝净出口国，该事件也直接导致了全球氧化铝市场再次出现供给短缺。

从中国氧化铝市场供需情况看，在电解铝行业清理违规产能的背景下，氧化铝产量依然大幅增长。2019 年 1-10 月，中国电解铝产量 2924 万吨，同比增长 0.7%，从 7 月份开始出现了连续四个月的下降；2019 年 1-10 月，中国氧化铝产量 6077 万吨，同比增长 4.4%。按照 1 吨电解铝消耗 1.92 吨氧化铝测算，中国市场对氧化铝的需求量 5652 万吨，已经处于供给过剩的情况，如果将氧化铝净进口量 80 万吨考虑进来，国内市场过剩的情况更加严峻。

从铝行业对违规产能的清理看，氧化铝产能并不在清理范围内，这意味着氧化铝产能的无序扩张还将延续。根据百川资讯的统计，2020年中国的氧化铝新建产能或将达到1000万吨，主要集中在广西、贵州等南方地区。从原料来源看，除了国内自产的原料外，中国每年从澳大利亚、几内亚、马来西亚、印度等国家大量进口铝土矿和氧化铝，氧化铝供应充足。

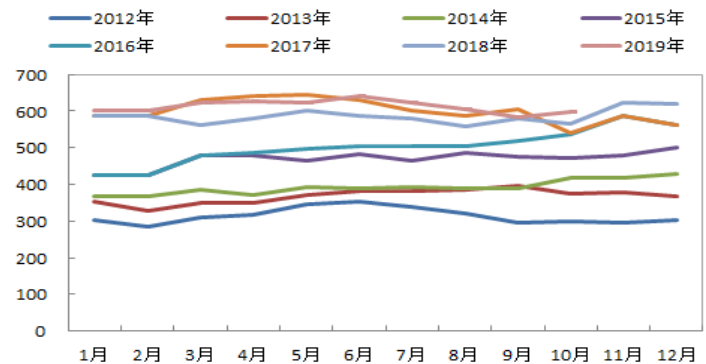
从长期看，氧化铝是电解铝的原材料，其合理价格应该覆盖行业内企业的平均成本。我们看到，自2017年以来氧化铝的价格和成本一直处于动态变化中，成本对于价格的支撑作用明显。氧化铝价格在2017年5月、2019年2月、2019年8月触及成本线后出现反弹，这主要与氧化铝的弹性生产方式有关。目前氧化铝价格2525元/吨，2019年10月末氧化铝行业的平均完全成本2503元/吨，价格与行业平均成本接近，行业盈利水平处于周期底部。如果价格持续维持低位，不排除部分氧化铝企业再次对生产线进行关停。同时，随着2020年国内电解铝产能的逐步投产，对氧化铝需求量会有所增长，因此我们判断后期氧化铝价格存在反弹的可能，氧化铝价格合理运行区间2500元/吨-3000元/吨。

图 19: 中国氧化铝价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 中国氧化铝月度产量 (单位: 万吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

根据国际铝业协会 (IAI) 数据, 2018 年全球电解铝产量约为 6421 万吨、消费量约为 6570 万吨, 短缺 149 万吨; 中国电解铝产量约为 3648 万吨、消费量约为 3713 万吨, 短缺 65 万吨。截至 2018 年 12 月底, 包括中国在内的全球电解铝产能利用率约为 83.9%, 中国电解铝产能利用率约为 83.4%, 产能利用率处于较高水平。

表 5: 全球电解铝供需情况 (单位: 万吨)

全球市场 (含中国)							
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
产量	4706	5057	5390	5720	5887	6328	6421
消费量	4661	5090	5485	5784	5960	6359	6570
产能利用率	84%	78.46%	79.64%	78.85%	79.81%	82.5%	83.9%
消费-产量=短缺 (+)	-45	33	95	64	73	31	149
中国市场							
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
产量	2130	2480	2810	3100	3250	3666	3648
消费量	2145	2480	2805	3064	3270	3540	3713
产能利用率	78%	79.81%	78.40%	79.61%	75.23%	81.6%	83.4%
消费-产量=短缺 (+)	15	0	-5	-36	20	-126	65

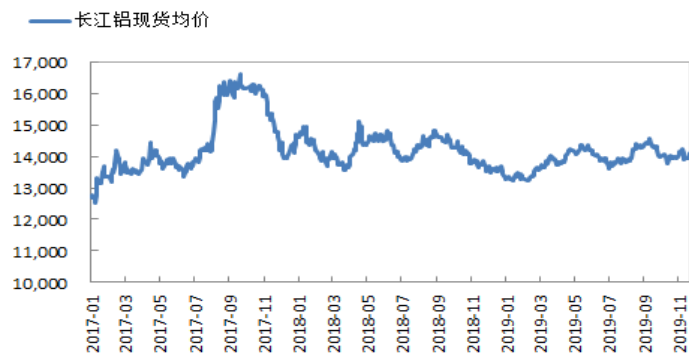
资料来源: IAI, 中国铝业年报, 信达证券研发中心

2018 年 3 月, 国家发改委表示, 电解铝去产能还会继续推进, 政府不提指标, 而是由行业协会、企业按照法规的要求, 按照市场供求的关系、按照行业结构优化调整和企业改革的要求有效推进。我们认为, 这个表态说明未来去产能将由行政化向市场化转变, 监督机构由政府机关向行业协会转移。按照市场供求的表态, 说明电解铝供需关系不会出现大幅过剩和短缺, 市场供需整体保持平衡的状态。

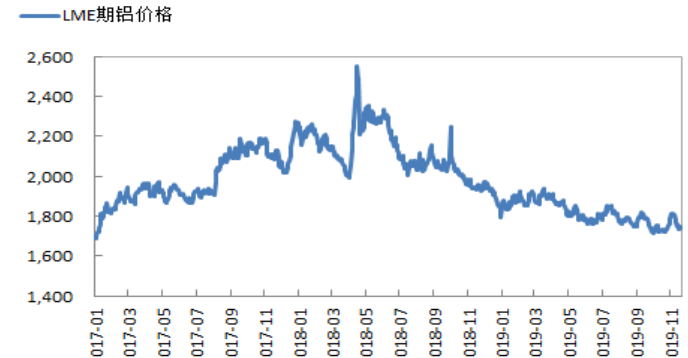
在供给侧改革严控新增产能的背景下, 4500 万吨将是未来一段时间内电解铝产能的天花板。从需求情况看, 国内铝消费需求一直保持较高增速, 铝消费需求增速与 GDP 增速基本持平。我们预计, 在现有政策条件下, 未来三年国内电解铝市场的供需情况为弱平衡。

从过去三年的价格走势看, 国内和国际铝价走势平稳, 国内价格的大幅上涨发生在 2017 年三季度、主要是国家对违规产能清理关停有关, 国际价格的大幅上涨发生在 2018 年二季度、主要与美国对俄铝制裁有关。2019 年以来, 国内铝价走势明显强于国际铝价走势, 国内铝均价 13910 元/吨、同比下跌 2%, 国际铝均价 1817 美元/吨、同比下跌 14%。导致国内价格强于国际价格的原因主要有三个:

(1) 中国是全球最大的金属消费国, 但是中国不具备对金属的定价权。国内金属交易价格是国际价格、汇率、运费、关税等因素结合的结果。2019 年以来由于人民币持续贬值, 导致以美元计价的国际价格折算成人民币计价后出现上涨。

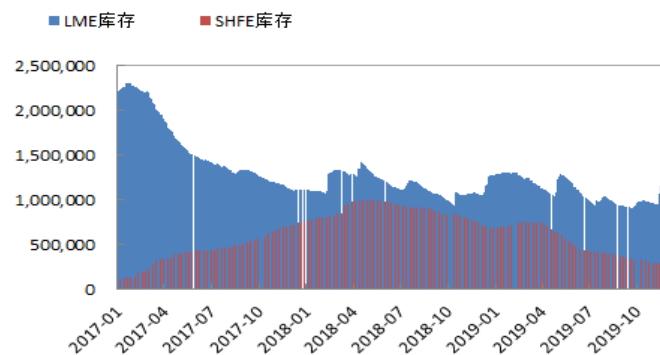
图 21: 国内电解铝价格走势 (单位: 元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

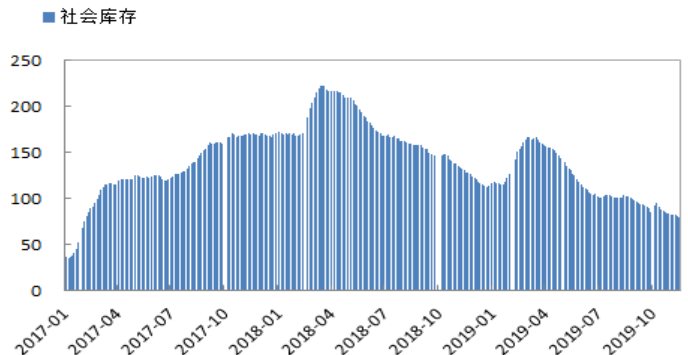
图 22: 国际电解铝价格走势 (单位: 美元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

(2) 2019 年三季度以来, 受突发事件 (台风导致魏桥厂区进水被淹、新疆信发电解槽事故、内蒙铝厂爆炸事故) 影响, 国内电解铝企业生产出现一定程度中断。我们看到, 三季度国内电解铝社会库存降至 100 万吨以下, 交易所库存也在持续回落, 而同期 LME 交易所库存却出现回升。

图 23: LME 和 SHFE 库存情况 (单位: 吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

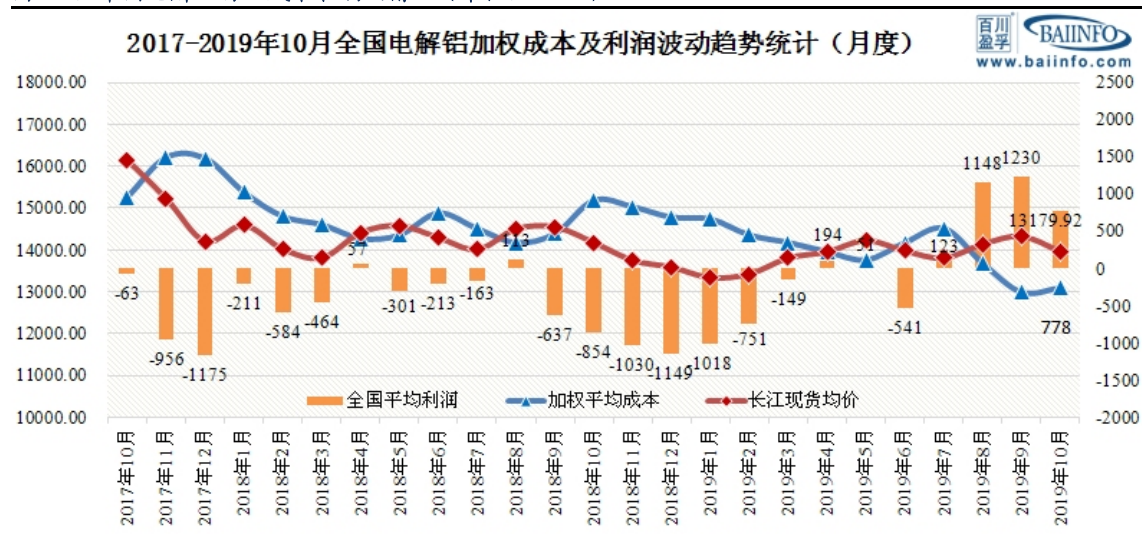
图 24: 国内电解铝社会库存 (单位: 万吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

(3) 自 2017 年电解铝行业清理违规产能以来, 电解铝产量并未出现同步减少, 违规产能的清理导致之前已经停产的僵尸产能以指标转移的形式复活, 另一方面以云南和广西为主的西南地区通过特殊政策依然有新增产能投放。电解铝供给侧改革后, 电解铝行业持续亏损, 2017 年 12 月和 2018 年 12 月行业内电解铝企业吨铝亏损超过 1100 元。在行业持续亏损的情况下, 新建产能纷纷延迟投产进度。

由于行业盈利好转，延期投放的新产能会在 2020 年逐年释放。根据百川资讯的统计，截至 2019 年三季度末，中国电解铝待复产产能 158.5 万吨，已经建成且待投产的新产能 194.75 万吨，2020 年国内电解铝的供给压力将会加大。铝的下游需求集中在房地产、出口市场、汽车领域，如果以上消费领域需求出现超预期增长，不排除铝价出现进一步上涨的可能，我们对铝价保持谨慎乐观的判断。

图 25: 中国电解铝行业成本和利润情况 (单位: 元/吨)



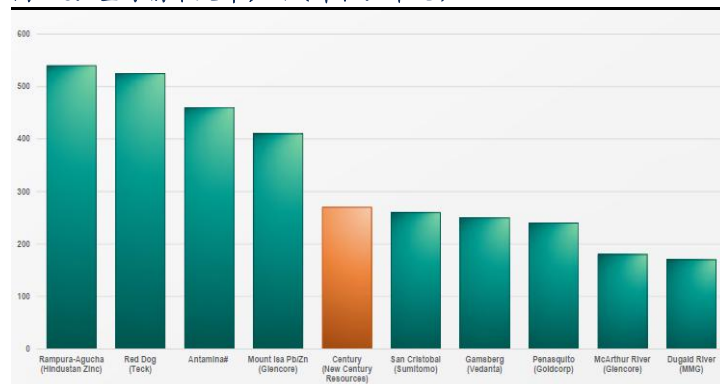
资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

锌、铅：供给过剩 价格承压

矿产锌:由于价格高位运行导致新项目持续投产和老项目复产，2020 年全球矿产锌产量将继续增长。国际铅锌研究小组 (ILZSG) 的预测，2020 年全球矿产锌产量增长 4.7% 至 1364 万吨，增长一方面来自于五矿资源在澳洲的 Dugald River 矿山、新世纪资源公司的 Century 矿山复产、韦丹塔公司的南非 Gamsberg 矿山项目，另一方面像印度、哈萨克斯坦、墨西哥、葡萄牙等国家的新项目和扩产项目集中贡献产量。

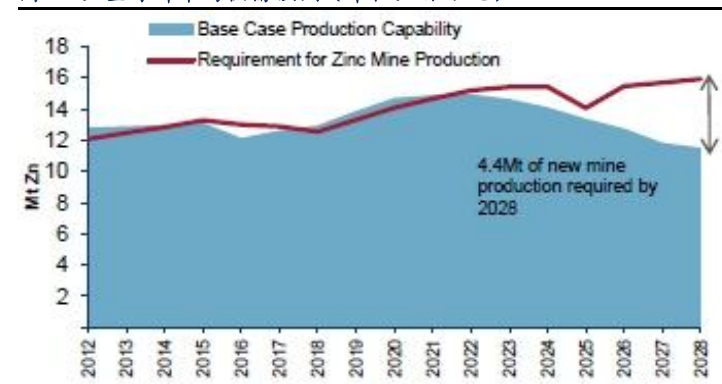
精炼锌:根据 ILZSG 的预测，2020 年全球精炼锌产量增长 3.7% 至 1399 万吨，增长源于中国精炼锌产量的大幅增长，以及印度产量的增长；2020 年全球精炼锌需求量增长 0.9% 至 1380 万吨，中国需求增速 1.2%，其他地区（除中国外）需求增速 0.7%。ILZSG 预计 2020 年全球精炼锌过剩量约 19 万吨，这是自 2015 年以来的首次过剩，主要原因是大量项目集中投产导致的供给增加，此外由于锌的下游主要是镀锌板，汽车产量的下滑也导致了需求的减少。

图 26: 全球前十大锌矿山 (单位: 千吨)



资料来源: New century resources, 信达证券研发中心

图 27: 全球锌市场供需预测 (单位: 百万吨)



资料来源: Wood Mackenzie, MMG, 信达证券研发中心

矿产铅:根据 ILZSG 预测，2020 年全球矿产铅产量增长 3.9% 至 494 万吨，增长源自印度 Hindustan Zinc 公司扩产和澳洲矿山产量的增长。Hindustan Zinc 公司表示，未来将继续扩产，金属产量从现在的 80 万吨/年增至 150 万吨/年。此外，加拿大、哈萨克斯坦、墨西哥的矿山项目的投产也会增加全球矿产铅的供给。

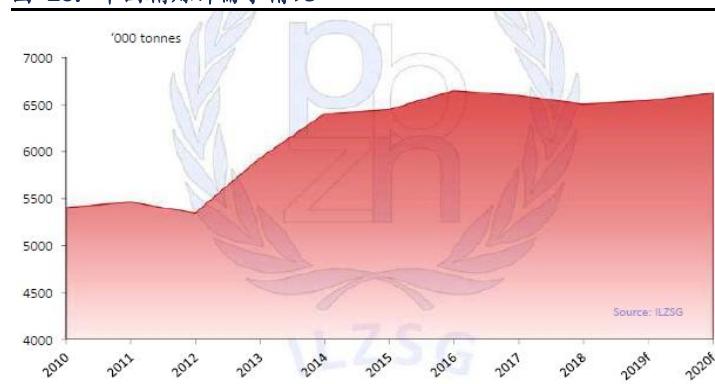
精炼铅:根据 ILZSG 的预测，2020 年全球精炼铅产量增长 2.2% 至 1184.7 万吨，全球精炼铅需求量增长 0.8%，中国需求下滑 0.5%，其他地区（除中国外）需求增速 1.7%。ILZSG 预计 2020 年全球精炼铅市场过剩 6 万吨，供给过剩加剧。

表 6: 全球锌、铅供需预测 (单位: 千吨)

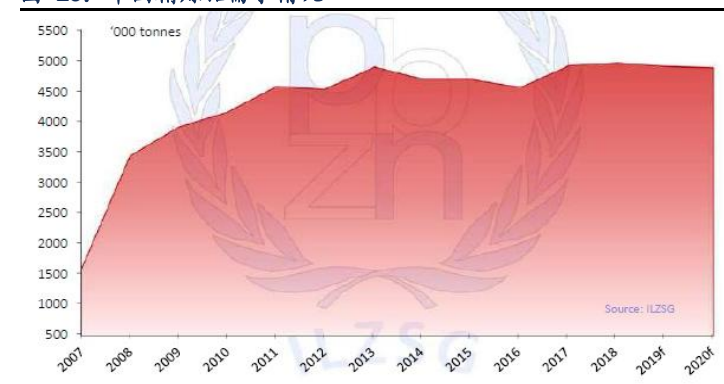
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
锌								
矿山锌产量	13,030	13,471	13,681	12,688	12,781	13,037	13,020	13,640
精炼锌产量	12,980	13,398	13,812	13,547	13,234	13,419	13,490	13,990
精炼锌需求	13,151	13,675	13,643	13,675	13,686	13,741	13,670	13,800
短缺+/过剩-	171	277	-169	128	452	321	180	-190
铅								
矿山铅产量	5,089	4,946	4,850	4,665	4,597	4,579	4,760	4,940
精炼铅产量	11,225	11,021	10,957	11,163	11,546	11,592	11,760	11,960
精炼铅需求	11,211	10,993	10,939	11,127	11,693	11,716	11,810	11,900
短缺+/过剩-	-14	-28	-18	-36	147	124	-50	-60

资料来源: ILZSG, 信达证券研发中心

铅锌下游需求相对单一, 主要集中在汽车领域。受到中国汽车产量增速放缓的影响, 汽车领域对镀锌板和铅酸电池的需求量同步出现放缓。此外, 环保政策导致的中小镀锌板和铅酸电池企业产能关停, 以及新能源汽车对传统汽车的替代也贡献了需求的下滑。中国市场锌的需求自 2016 年基本保持稳定, 铅的需求量可能出现连续三年下滑。

图 28: 中国精炼锌需求情况


资料来源: ILZSG, 信达证券研发中心

图 29: 中国精炼铅需求情况


资料来源: ILZSG, 信达证券研发中心

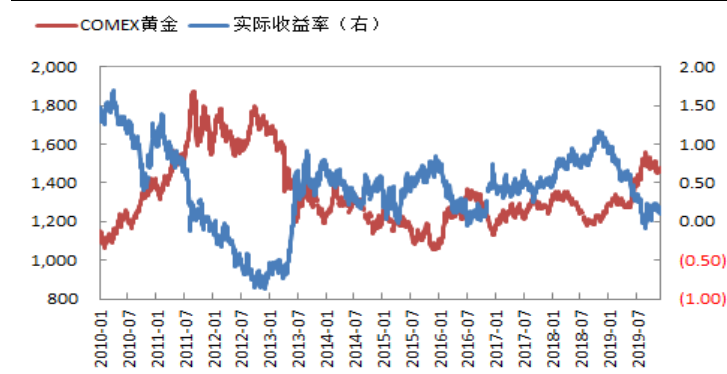
从供给的角度看, 由于嘉能可的减产导致铅锌价格大幅上涨, 这刺激了新矿山的建设进度, 此前停产的老矿山也逐步复产。2020 年仍然是大量项目产能集中投产期, 供给压力持续加大, 铅锌价格走势并不乐观。

贵金属：短期走势承压 长期依然看好

金融属性决定金价走势

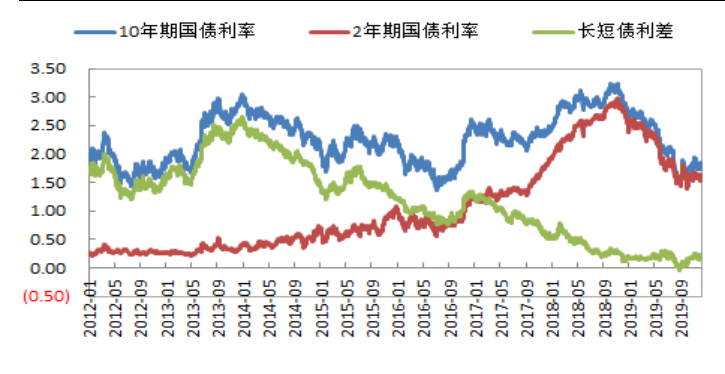
黄金属于类货币，且以美元定价，价格波动与供需无关，美元走势、美国利率走势、全球金融市场波动、避险需求等因素是决定金价走势的关键因素。2019 年黄金价格大幅上涨，COMEX 金价从年初 1285 美元涨至 1475 美元、涨幅 15%，国内金价从年初 284 元涨至 330 元、涨幅 16%。我们分析，价格上涨主要有三个原因：受全球经济下行影响，市场对美国经济出现衰退的风险担忧，美国长、短期利率一度出现倒挂，暗示美国经济前景不乐观；美联储三次降息，全球主要经济体纷纷下调利率，流动性充裕环境下有利于金价表现；受美国经济前景担忧、英国脱欧、地缘政治危机影响，全球市场避险需求增加。

图 30：美国实际利率与金价走势（单位：美元/盎司，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：美国长期和短期利率利差（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

美联储降息放缓 实际利率回升压制金价

2019 年 12 月美联储公布了最新的利率决议，维持当前的利率不变，并表示当前的货币政策对于保持经济持续扩张、强劲的劳动力市场以及接近 2% 目标通胀率是合适的，同时删除了 2019 年 8 月会议中对于经济前景存在不确定性的表述。从最新的利率点阵图看，2020 年美联储将维持当前的利率水平、2021 年和 2022 年各加息一次。

从长期趋势看，美元的实际利率与金价走势最为相关。黄金作为一种类货币，其本质上与美元是一种替代品，投资者通过比较两者的持有收益来决定选择黄金还是美元。美元的投资收益为实际利率，实际利率下行时，投资者倾向于选择黄金；实际利率上行时，投资者倾向于选择美元。从目前的情况看，由于美联储暂时降息，美元的名义利率存在上行的可能，同时美国通胀率趋于目标通胀率，因此短期实际利率回升对金价走势构成制约。

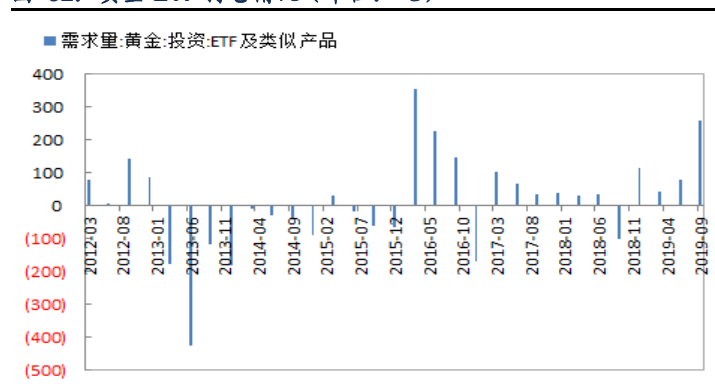
表 7: 美联储利率路径 (单位: BPS)

会议时间	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
2020/1/29			0.0%	2.2%	97.8%	0.7%
2020/3/18	0.0%	0.0%	0.1%	8.6%	91.3%	0.6%
2020/4/29	0.0%	0.0%	1.0%	17.4%	81.5%	0.5%
2020/6/10	0.0%	0.2%	4.1%	29.3%	66.4%	0.4%
2020/7/29	0.0%	0.9%	8.6%	35.9%	54.6%	0.4%
2020/9/16	0.1%	1.5%	10.7%	37.4%	50.2%	0.3%
2020/11/5	0.3%	2.5%	13.5%	38.7%	45.0%	0.3%
2020/12/16	0.5%	3.8%	16.6%	39.5%	39.4%	0.3%

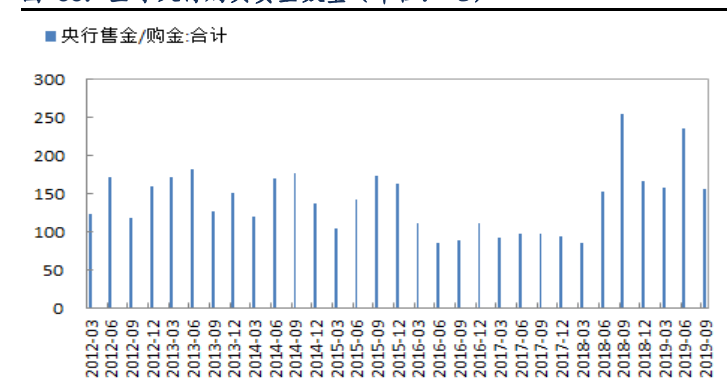
资料来源: CME Fed Watch tool, 信达证券研发中心

金价长期走势依然乐观

黄金 ETF 和央行是黄金重要的两个需求, 两者变化主要受其对黄金长期价格走势判断的影响。自 2019 年以来, 黄金 ETF 持仓持续增加、全球央行购买黄金的数量也在增加, 显示其对金价长期乐观走势的判断。2020 年全球经济的不确定性依然存在, 美国经济表现存在低于美联储预期的可能, 同时美国将在 2020 年迎来大选, 市场的不确定将会提升黄金的避险需求。

图 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 33: 全球央行购买黄金数量 (单位: 吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

金银比回落 相对看好白银走势

从金银比看, 目前金银比约 86, 高于历史均值 60, 意味着相对于黄金而言, 白银处于低估的情况。由于金银同属于贵金属, 金价的预期上涨会带动银价同步上涨, 在金价上涨的中后期, 白银的价格弹性高于黄金。

小金属：供给收缩、需求发力 钴价处于底部抬升阶段

嘉能可 Mutanda 停产大幅调降钴矿供给预期

钴分布高度集中。根据美国地质调查局 2019 年数据，目前全球已探明钴资源量约 2500 万吨，钴矿石储量 690 万吨。钴资源高度集中在刚果(金)，澳大利亚和古巴三个国家，钴储量之和占全球总量的 74%。

从全球主要钴矿业企业产能产量情况看，嘉能可拥有超过 60,000 吨钴产能；欧亚资源拥有约 32,000 吨钴产能。此外，洛阳钼业、Caledonia Mining Corporation 以及淡水河谷，分别拥有 18,000、10,000、8700 吨钴产能，也是影响较大的钴资源企业。

国际矿业公司嘉能可垄断钴矿资源。嘉能可钴矿的主要产能集中于非洲的铜钴矿项目及加拿大和澳大利亚的两个镍钴矿项目。其中，刚果(金)的 Mutanda、Katanga 铜钴矿钴品位均超过 0.5%。根据嘉能可 2017 年勘探数据，公司旗下 Mutanda、Katanga、Murrin 等钴矿项目的钴储量合计为 206.07 万吨，钴资源量占比全球总量的 28%。

嘉能可 Mutanda 矿停产大幅调降存量钴资源供给预期。2019 年 8 月 7 日，嘉能可宣布旗下产钴量最大的铜钴矿 Mutanda 将于 2019 年底停产检修，预计关闭 2 年。Mutanda 项目 2018 年钴产量为 2.73 万吨，超过嘉能可钴产量的一半，占全球 2018 年钴原料产量的 17%。11 月 26 日，Mutanda 铜钴矿停止运营，原因是开采过程中的关键原料硫酸难以获取。

Mutanda 矿的停产体现了在产钴矿供应中断的风险。2019 年前三季度 Mutanda 矿山累计铜产量 8.52 万吨，同比大幅下滑 43.9%，显示了矿山运营艰难的事实。此外，欧亚资源的主力钴矿山之一 BossMining 储量和品位不断下降，于 2019 年停产，减少了 2300 吨的钴产量。

钴价下滑新项目推进受阻 钴增量不达预期

2020-2021 年全球钴供应的增量主要是嘉能可 KCC 项目、欧亚资源 RTR 项目的产能释放，以及中资企业扩产。然而，随着钴价下跌，新项目吸引力下降，KCC、RTR 项目产能处于爬坡中，中资企业扩产进度放缓，我们预计实际钴产能释放远不达预期。

嘉能可 KCC 项目：嘉能可 KCC 矿钴年产能 3.4 万吨，约占全球产能的四分之一。KCC 项目 2019-2020 年钴产量目标分别为 3.4、3.2 万吨。截至 2019 年三季度末，嘉能可钴生产总量为 3.44 万吨，较去年同期增长 5900 吨（20.7%），增量主要来自 KCC 项目，但产能释放并未达到预期。KCC 项目的控股方加丹加矿业（KAT）被嘉能可高度控股，受到加拿大监管机构的调查，半年内两换 CEO，11 月 7 日，加丹加矿业公告计划通过发股方式将大股东嘉能可对公司的 58 亿借款实施债转股，这也使得 KAT 股票当日暴跌 70%。

欧亚资源 RTR 项目：欧亚资源 RTR 湿法冶炼项目为尾矿项目，尾矿中钴储量达 36 万吨（品位 0.3%），铜储量 168 万吨（品位 1.5%），一期 1.4 万吨、二期合计约 2 万吨钴产能。一期于 2018 年 10 月投产；二期在建，预计 2020 年投产。

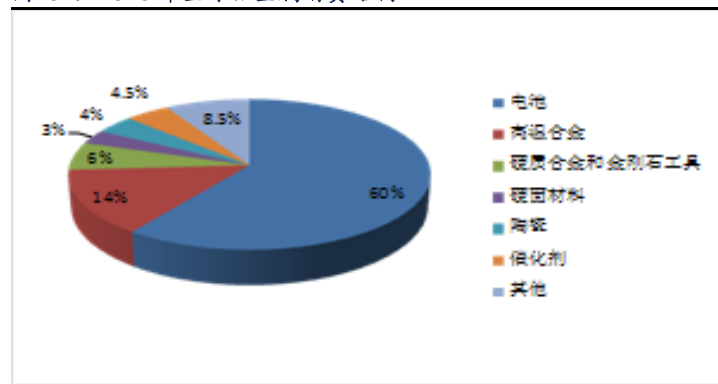
其他中资冶炼产能扩张：一批没有自有矿山的刚果中资企业有较大的扩产计划，其原料来自贸易、代加工或手抓矿。寒锐钴业在刚果金科卢韦齐在建 5000 吨电积钴、2 万吨阴极铜项目，经过多次项目变更，预计 2020 年 6 月底投产；盛屯矿业 2018 年建成 3500 吨钴、1 万吨铜产能，2019 年试生产钴，上半年处于亏损；托马斯矿业在建 3000 吨氢氧化钴、5000 吨铜产能；道氏技术（MJM）二期项目 3000 吨钴处于规划中；凯鹏矿业 2000 吨氢氧化钴产能于 2018 年末建成，处于试生产阶段。然而，随着终端消费厂商对于“清洁钴”的愈加重视，非自有矿山的原料来源将会是产能释放的瓶颈，且低迷的钴价也使得多个新项目不再具备吸引力，预计未来刚果中资钴产能的释放将远不达预期。

新能源汽车动力电池需求将再度发力

根据安泰科数据，2018 年，全球钴消费约为 12.6 万吨。其中电池行业用钴量约为 7.6 万吨，占比约为 60%，其次是高温合金用钴量约为 1.76 万吨，所占比重约为 14%。硬质合金和金刚石工具行业、硬面材料、陶瓷和催化剂行业分别占比约为 6%、3%、4%和 4.5%。

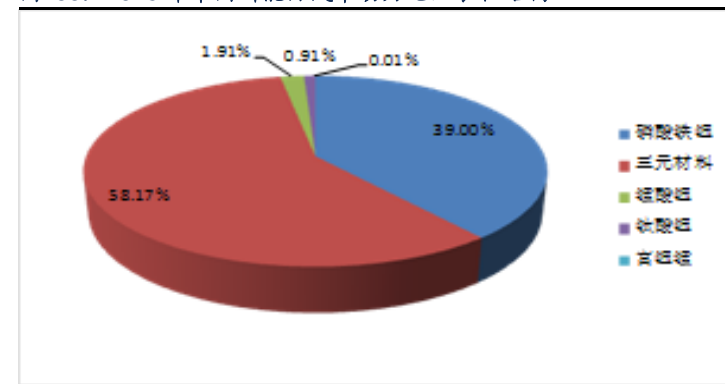
根据安泰科数据，2018 年中国钴市场消费总量达到 6.47 万吨。根据高工锂电数据，2018 年中国钴酸锂（LCO，主要用于 3C 行业）出货量 5.4 万吨，同比增长 22.4%，折合钴金属消费量 3.3 万吨。镍钴锰（NCM，主要用于新能源汽车行业）三元材料出货量 13.7 万吨，同比增长 58.9%，以高工锂电估算的 2018 年 NCM 产品结构计算（523 占 64%、622 占 13%、111 占 6%、811 按 5%、NCA 2%，其他按 333/424 各 5%），折合钴金属消费量 1.8 万吨。即 2018 年中国 LCO 和 NCM 钴消费量 5.1 万吨，对应 3C 行业需求和新能源汽车行业需求占比分别为 51%和 27%。

图 34：2018 年全球钴金属消费结构



资料来源：安泰科，信达证券研发中心

图 35：2018 年中国新能源汽车动力电池装机结构

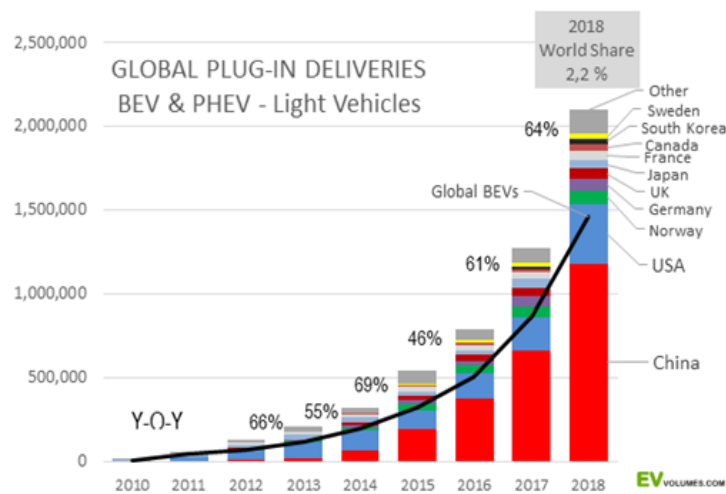


资料来源：SMM，信达证券研发中心

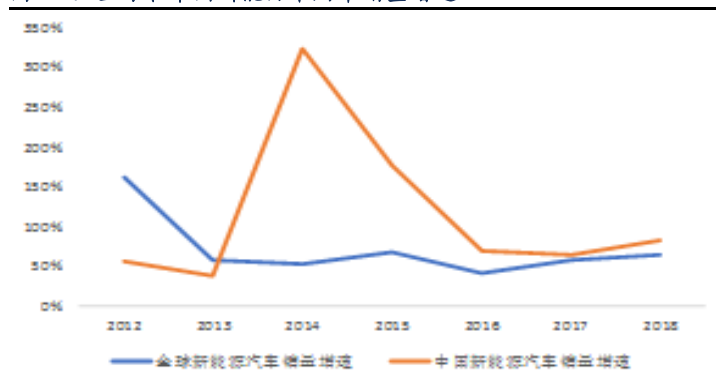
对于 2020-2021 年的钴需求，我们认为，全球 3C 产品消耗钴量基本稳定，新能源汽车动力电池需求将是主要拉动力，并有望在 2021 年超过 3C 产品钴消费量。理由如下：

从销售份额和保有量渗透率来看，新能源汽车仍有广阔市场空间。2011-2018 年，全球新能源乘用车占比乘用车的销售份额从 0.07% 提升到 2.20%；中国新能源乘用车占比乘用车的销售份额从 0.06% 提升到 4.44%。截至 2018 年底，全球新能源乘用车的保有量约为 540 万辆，而全球轻型车的总保有量大约在 13 亿辆，新能源汽车保有量渗透率仅为 0.42%；截至 2019 年 6 月中国新能源汽车保有量约 344 万辆，而传统燃油车保有量达到 2.5 亿辆，新能源汽车保有量渗透率不到 1.4%。如全球新能源乘用车的销售份额达到 10%，则销量将达到大约 700 万辆/年以上，较 2018 年的 200 万辆还有广阔成长空间。而从保有量渗透率来看，全球新能源乘用车渗透率每提高 0.5 个百分点，新能源乘用车保有量将提高 650 万辆。

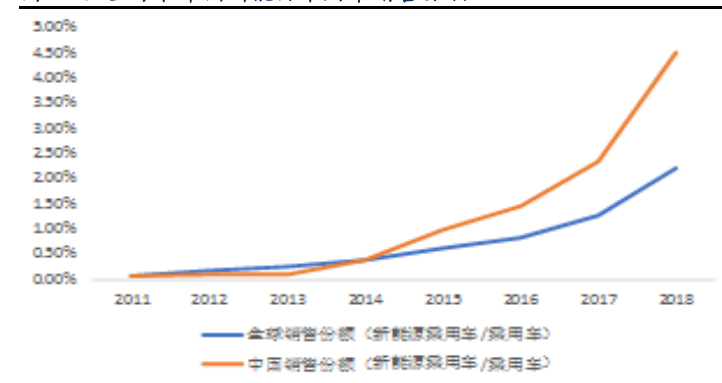
图 36: 全球电动乘用车销量和区域占比



资料来源: EV Sales, 信达证券研发中心

图 37: 全球和中国新能源乘用车销量增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 38: 全球和中国新能源乘用车销售份额


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

欧洲排放新规实施在即, 有望大力拉动新能源汽车销量。根据 EV Sales 数据, 2019H1, 欧洲新能源汽车销量为 26.1 万辆, 同比增长 34%, 占全球销量的 23.0%。为减少温室气体的排放, 欧盟在 2017 年公布了汽车二氧化碳排放法规, 目标是到 2021 年控制在平均 95 克/公里, 2030 年之前再削减三成, 该法规将于 2020 年开始实施, 到 2021 年这一要求必须覆盖所有在欧盟范围销售的新车。欧盟排放新规必然促使汽车制造商通过提供更多的电动汽车实现达标。大众、戴姆勒及本田等车企均在 2019 年 9 月的法兰克福车展上展示了其最新的电动车。大众计划未来 10 年生产约 2200 万辆电动汽车, 推出 70 款新电动车型。Transport&Environmentd 预测, 欧洲地区的电动车或插电式混动汽车的销售 2020 年有望超过 100 万辆, 是 2018 年的 4 倍。IHS Markit 预测 2021 年之前, 欧洲电动车的保有量将是 2018 年的 3 倍。

中国双积分制接替补贴政策, 利好三元材料电池技术路线。根据 EV Sales 数据, 2019H1 中国新能源汽车销量 64.5 万辆, 同比增长 66%, 占全球销量的 57%。中国新能源汽车财政补贴自 2017 年开始明显退坡, 2019 年加速退出, 2020 年后完全退出。2019 年 7 月工信部发布《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》修正案(征求意见稿)。新《积分办法》的出台对能耗要求提高, 托底新能源汽车增速, 有利于行业长期发展。相比目前新能源汽车领域中磷酸铁锂、锰酸锂等技术路线, 三元材料动力电池具有能量密度高、续航里程远的技术优势, 特别是高镍三元材料(NCM811)更是在整体成本没有明显提高的前提下, 进一步提升了能量密度。我们认为, 三元材料电池技术仍将是未来 3 年新能源汽车动力电池领域的核心技术。

价格走势：供给受限 价格底部确认

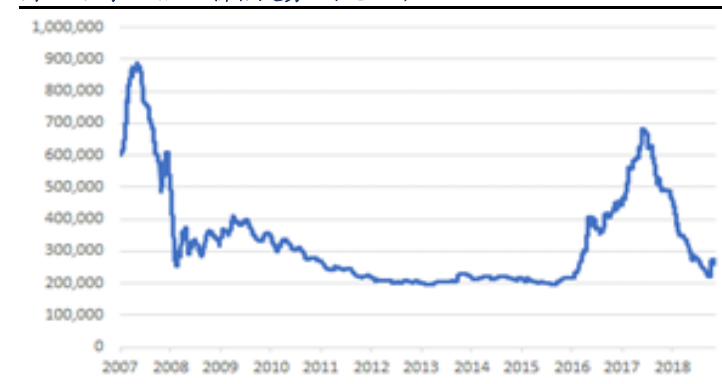
考虑到嘉能可旗下 Mutanda 矿 2020-2021 年停产，新能源汽车三元材料需求发力，钴原料供给过剩的局面将改善。长期来看，全球钴资源过度依赖刚果（金），资源国拥有绝对话语权导致钴供应具有不确定性，而新能源汽车动力电池对钴需求的确定性拉动、5G 时代 3C 需求恢复快速增长的前景，均使得钴价具有较大弹性。

图 39: MB 钴 (99.3%) 价格走势 (美元/磅)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 40: 长江钴 1#价格走势 (元/吨)



资料来源：万得，信达证券研发中心

行业评级：维持“看好”评级

2020 年全球经济增速有望回升至 3.4%，增长的原因主要源于新兴市场和发展中经济体。自 2019 年四季度以来，主要经济体 PMI 出现回升，全球经济阶段性底部已经出现。随着中美之间紧张的贸易形势逐渐缓和，中国经济逆周期调节力度加大，中国经济短期低点已经过去，未来中国稳增长主要体现在基建补短板，房地产行业的韧性依然存在。我们认为，全球经济短期最坏的阶段已经过去，低利率环境下有利于金属价格表现。

中国是全球最大的金属消费国，随着中国经济的短期好转，中国金属的消费需求有望边际改善。自 2019 年三季度以来，中国房地产竣工面积出现正增长，家电、装修等领域有望受益，受中美贸易摩擦影响的出口市场，由于中美第一阶段谈判落地有望出现好转，中国对于消费和新能源汽车的支持也有望使得汽车领域出现改善。维持行业“看好”评级，建议积极关注受益于全球经济回暖的工业金属铜、铝，受益于供给受限和需求向好的钴，长期可以继续关注贵金属。

推荐公司：紫金矿业、江西铜业

紫金矿业：并购步伐从未停止 国际矿业巨头继续起航

公开发行顺利完成，收购将大幅增厚资源储量。2019年11月15日，公司公开发行23.46亿股A股股票，募集资金主要用于收购Nevsun Resources Ltd. 100%股权项目。公司完成收购后，将新增铜资源储量（按权益）约819.01万吨，占公司现有储量的26.02%；新增金资源储量（按权益）约236.36吨，占公司现有储量的17.90%；新增锌资源储量（按权益）约187.69万吨，占公司现有储量的23.97%。TIMOK铜金矿的铜平均品位为0.86%，金平均品位为0.18g/t；BISHA铜锌矿的锌品位为7.02%，铜品位为1.15%，金品位为0.79g/t，银品位为48.55g/t。

收购大陆黄金高品位金矿，黄金业务版图再拓展。2019年12月，公司拟以现金方式收购大陆黄金100%股权。大陆黄金旗下武里蒂卡金矿是世界级高品位大型金矿，探明+控制级别的金资源量165.47吨、银资源量653.17吨，平均品位分别为10.32g/t、40.76g/t，另有推断的资源量黄金187.24吨、银815.53吨，平均品位分别为8.56g/t、37.28g/t。目前武里蒂卡金矿已经完成大部分工程建设，2020年即可建成投产，年均产金7.8吨，产银14.5吨，新增黄金产量约为公司2018年黄金产量的21.38%。

三年产量规划，指引前行方向。2019年11月，公司公布“未来三年（2020-2022）主要产品产量规划”。根据此规划，至2022年，公司矿产金产量为49-54吨，年复合增长率7.9-11.5%；矿产铜产量为67-74万吨，年复合增长率21.9-26.0%；矿产锌产量为38-42万吨，年复合增长率0.9-4.3%；冶炼铜产量为61-76万吨，年复合增长率为3.5-11.4%；冶炼锌产量为26-32万吨，年复合增长率5.7-13.3%。公司矿产铜板块未来将成为业绩增长的重要推动力，旗下的塞尔维亚Timok铜（金）矿、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿都有形成世界级矿山的资源条件，是实现紫金全球矿业梦的重要支撑。根据公司公告，卡莫阿-卡库拉铜矿项目控制级别+推断级别的铜金属资源量合计为4,249万吨，矿石量为16.55亿吨，平均品位为2.56%。

投资评级：给予“买入”评级。

风险因素：全球经济大幅下滑；金属价格大幅波动；在建矿山达产不及预期；环保、安全等突发事件影响。

江西铜业：外延扩张稳步推进 低估值破净概念值得关注

收购FMQ，公司海外布局迈出坚实一步。近年来，公司矿产铜产量已呈现出减少的趋势，而公司主要利润来源就是铜精矿，因此公司急需扩充资源储量，增强自身核心竞争力。公司在2018年年度报告中提出“兼并收购为主 国内外并进”的总体思路，推进海外投资与并购。继收购恒邦股份29.99%股权后，收购FQM是公司海外布局的重大进展，将助力公司走向资源国际化。

FMQ 资源储量丰富，旗下三大世界级矿山已相继投产。FQM 目前在赞比亚、巴拿马、秘鲁等 8 个国家拥有 9 个铜矿开发项目，其中位于赞比亚的 Kansanshi 铜矿、Sentinel 铜矿和巴拿马的 Cobre Panama 铜矿三座世界级矿山已投产。Cobre Panama 铜矿是在 2019 年第二季度正式投产，9 月开始商业化生产，已探明可控制的矿石量 18 亿吨，矿石的品位为铜 0.51%、金 0.08g/t，铜金属量 960 万吨，金 147.42 吨。FQM 合计控制了约 4,925 万吨铜矿资源，其中权益铜资源量为 4,590 万吨。FQM 在 2017 年、2018 年和 2019 年前三季度的铜矿产量，分别为 57.40 吨、60.59 万吨和 47.57 万吨。根据 2019 年 2 月 15 日 FQM2018 年年报披露的产量指引，2019-2021 年铜产量预计分别为：70-73.5 万吨、84-87 万吨、82 万吨。

投资评级：给予“增持”评级。

风险因素：全球经济大幅下滑；美元指数反弹；产品产量不及预期；金属价格大幅波动。

建议关注：神火股份

神火股份：矿权纠纷落地 电解铝盈利能力强

矿权纠纷落地 现金流情况有望改善：截止 2019 年三季报，公司负债率为 81.53%，流动比率仅为 0.48。公司与潞安集团就高家庄煤矿探矿权转让纠纷达成和解，将有助于改善公司的现金流状况。

产能转移完成后 电解铝板块盈利能力强：经过两轮产能转移后，公司电解铝产能已经转移至新疆和云南，盈利能力突出。随着河南本部亏损产能关停和云南低成本产能投产，公司电解铝板块盈利能力有望增强。

风险因素：全球经济大幅下滑；美元指数反弹；产品产量不及预期；云南项目投产进度低于预期；铝价下跌；氧化铝等原料成本增加。

风险因素

全球经济波动风险：有色金属属于典型的周期品，全球经济的波动对金属需求产生影响，经济大幅下滑影响金属需求。

货币政策风险：如果美联储提前加息，将对全球市场流动性产生负面影响。

贸易摩擦升级风险：虽然中美两国已经达成第一阶段协议，但是长期看中美两国的贸易前景依然存在变数。

金属价格下跌风险：有色金属采选和冶炼压延业收入和利润与金属价格密切相关，价格下跌导致行业和公司利润下滑。

研究团队简介

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3年银行业工作经验，2012年2月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

冯孟乾，有色金属行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018年7月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	13818525553	hongchen@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。