

证券研究报告—深度报告

有色金属

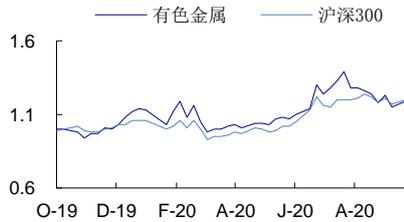
有色行业 10 月投资策略

超配

(维持评级)

2020 年 10 月 14 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《铜行业专题:供需平衡,宏观环境决定铜价上涨高度》——2020-09-30  
《有色行业半年报总结暨 9 月投资策略-中报业绩出现分化,商品价格仍有上行空间》——2020-09-14  
《有色行业 8 月投资策略-全球流动性拐点未至,商品价格仍有上行空间》——2020-08-11  
《黄金行业专题:黄金牛市在路上,全球主流黄金矿山企业产能和估值再梳理》——2020-07-31  
《铝行业专题:电解铝高利润能维持多久?》——2020-07-23

证券分析师:刘孟茜

电话:010-88005312  
E-MAIL:liumengluan@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号:S0980520040001

证券分析师:杨耀洪

电话:021-60933161  
E-MAIL:yangyaohong@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号:S0980520040005

行业投资策略

两条投资主线:盈利复苏+新能源汽车产业链

● 市场回顾:9月延续跌势,“生拔估值”阶段结束

9月至今申万有色板块跌幅4.33%,年初至今累计涨幅9.52%,各个细分板块都有所调整。国内流动性出现边际拐点,市场“生拔估值”行情阶段结束。后市行情主线核心是盈利能否复苏,企业业绩能否如期释放是驱动板块走势的核心因素。

● 工业金属:全球流动性极度宽松,铜铝价格维持高位

铜兼具金融和商品属性。全球流动性极度宽松有利于铜价上行。疫情对全球铜矿供应链的影响使得国内铜矿供应趋紧,加工费下行会增加国内铜冶炼企业的停产和检修。从全球供需平衡表来看,最差的时间点出现在今年Q1和Q2。目前全球流动性宽松格局短期内不会改变,欧美国家复产复工逻辑也会逐步验证,今年下半年全球精铜供需平衡表有望实现逆转,我们对后市铜价持有谨慎乐观的态度。

铝目前是低库存状态,对铝价有支撑。另外成本端氧化铝产能处于长期过剩的状态,很难侵蚀电解铝利润,我们认为至少在年底前电解铝行业可以维持1000元/吨以上中性偏高利润。如果地产竣工周期和基建刺激延续到明年,则电解铝利润有望维持更久。

● 黄金:市场静待美国新一轮财政刺激政策推出

目前市场对名义利率长期保持在低位的预期比较一致,通胀预期将成为决定金价涨幅的关键。10月初美国众院提出总额高达2.2万亿美元的第二轮财政刺激方案,但目前谈判仍在继续,市场对于新一轮刺激方案能否尽快落地及刺激力度能否达到市场预期十分敏感。我们认为美联储货币宽松政策短时间内难以转向,货币超发会推升通胀预期。

● 钴锂:中国和欧洲新能源车市亮眼有望带动需求回暖

中汽协9月份数据显示国内新能源车销量13.8万辆,同比+73%，“金九银十”国内车市整体销售火爆,预计四季度国内新能源车市将迎来全面发展的增长期。另外,欧洲新能源车销量数据表现亮眼,电动化渗透率持续上行,根据已经公布的9月核心7国销量数据合计12.7万辆,同比+202%,超过市场预期,总体呈现大幅回暖态势,预计欧洲全年新能源车销量有望达到110万辆,欧洲电动化仍然值得期待。

● 推荐标的:

紫金矿业、云南铜业、中国宏桥、索通发展、赣锋锂业、山东黄金

● 风险提示:

宏观经济超预期下行;中美关系恶化导致商品价格波动有较大不确定性;供给增加超预期。

相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601899	紫金矿业	买入	6.58	156,265	0.24	0.34	27.0	19.1
000878	云南铜业	买入	14.40	24,475	0.39	0.78	37.0	18.5
1378.HK	中国宏桥	买入	4.88	41,862	1.00	1.06	4.9	4.6
603612	索通发展	买入	14.24	6,174	0.54	0.89	26.4	16.0
002460	赣锋锂业	买入	59.45	73,937	0.44	0.96	136.3	62.0
600547	山东黄金	买入	26.37	108,618	0.68	0.96	38.6	27.4

资料来源:WIND、国信证券经济研究所预测;备注:中国宏桥数据已经转化为人民币元。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

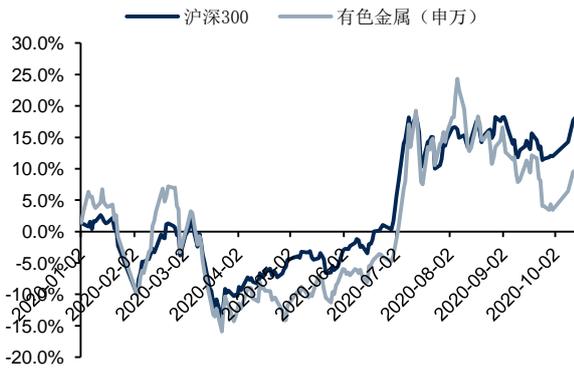
## 内容目录

<b>市场回顾：9月延续跌势，各细分板块都有所调整</b> .....	<b>3</b>
国内流动性出现边际拐点导致各细分板块都有所调整.....	3
大宗商品价格盘整，新能源金属价格有待进一步复苏.....	5
<b>工业金属：铜价继续上行，铝价维持高位</b> .....	<b>6</b>
铜：供需紧平衡，宏观环境决定铜价上涨高度.....	6
铝：低库存对价格有支撑，电解铝高利润有望长期维持.....	11
<b>黄金：市场静待美国新一轮财政刺激政策推出</b> .....	<b>13</b>
全球疫情蔓延导致美联储史无前例快速扩表.....	13
美元走弱是驱动金价上涨的重要推手.....	14
当前贵金属的关键问题是通胀预期.....	15
<b>钴锂：中国和欧洲新能源车市亮眼有望带动需求回暖</b> .....	<b>16</b>
钴：前期非洲运输受阻有所缓解，需求不足国产电钴价格弱势运行.....	17
锂：锂辉石价格跌破400美金/吨，关注氢氧化锂差异化竞争优势.....	18
<b>稀土：商品价格回调，四季度密切关注收储动态</b> .....	<b>20</b>
<b>推荐标的</b> .....	<b>22</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>23</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>23</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>23</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>23</b>

## 市场回顾：9月延续跌势，各细分板块都有所调整

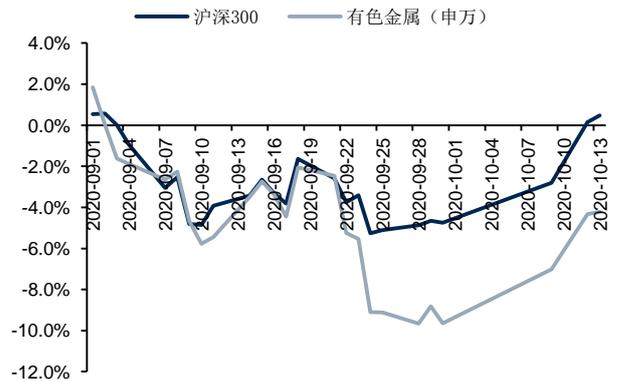
9月至今（截止至10月13日）有色板块整体有较大幅度调整；9月至今沪深300指数跌幅0.14%，年初至今涨幅17.74%；9月至今申万有色板块跌幅4.33%，年初至今涨幅9.52%。根据申万一级行业划分，有色板块年初至今涨幅在28个行业中排第19，处于全行业中等水平；9月至今涨跌幅排第25，处于全行业靠后水平。

图1：有色板块2020年年初至今涨跌幅（10月13日）



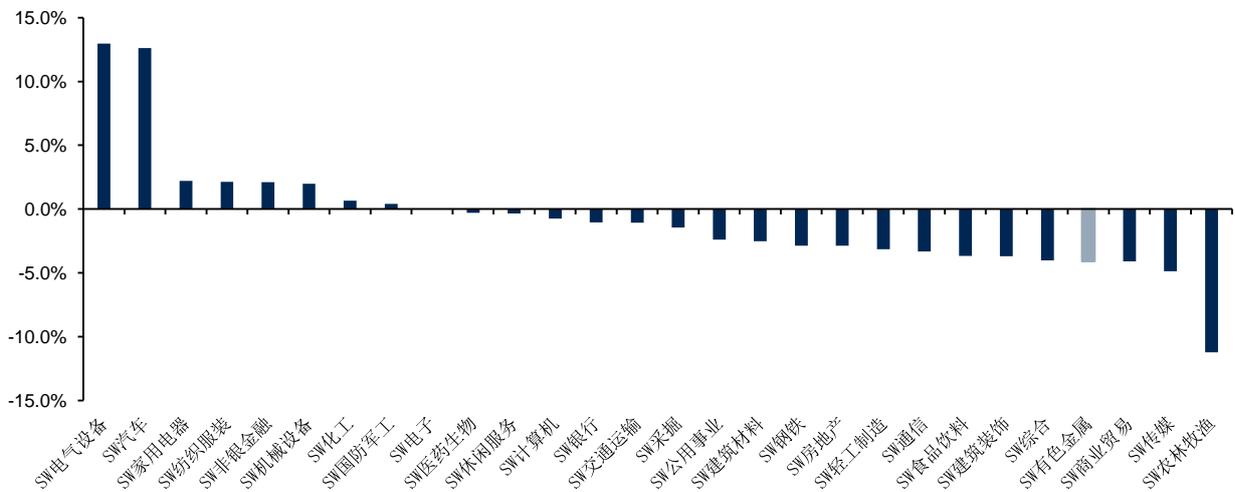
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图2：有色板块2020年9月至今涨跌幅（10月13日）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图3：申万一级行业9月至今涨跌幅排名（10月13日）

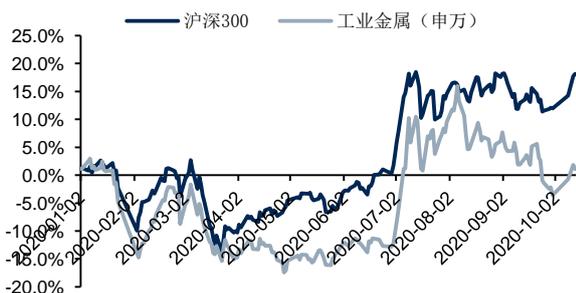


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 国内流动性出现边际拐点导致各细分板块都有所调整

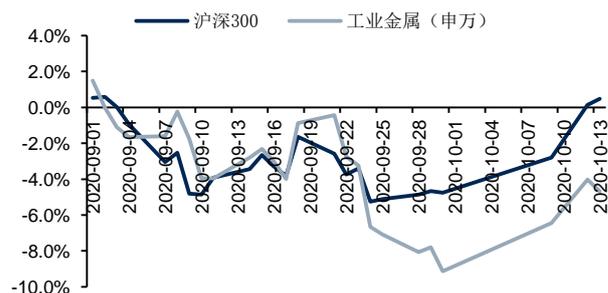
从细分板块的角度来看，9月初至今工业金属板块下跌4.02%；黄金板块下跌7.94%；稀有金属板块下跌2.58%；金属非金属新材料板块下跌2.48%。总体而言，随着整个市场出现调整，特别是在进入8月以后，国内流动性出现边际拐点，市场“生拔估值”阶段结束，有色板块总体也是有所调整，尤其是工业金属板块和黄金板块的调整幅度相对来说也是比较大的。往后我们认为有色板块行情主线核心是盈利能否复苏，在目前大宗商品的价格都已经恢复到相对比较高的水平之后，企业业绩能否如预期中释放，是驱动有色板块走势的核心因素，三季度业绩至关重要。

图 4：申万二级行业工业金属年初至今涨跌幅



资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：申万二级行业工业金属 9 月至今涨跌幅



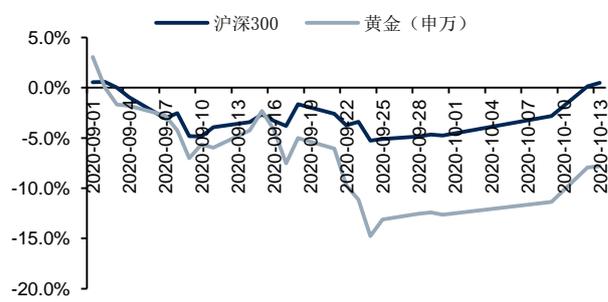
资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

图 6：申万二级行业黄金年初至今涨跌幅



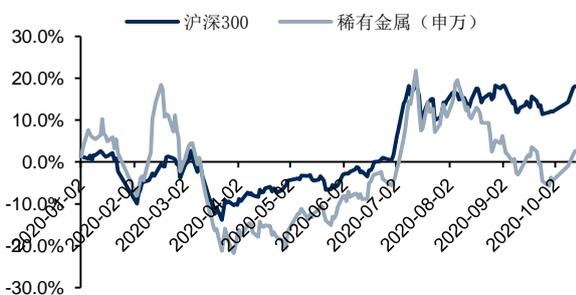
资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：申万二级行业黄金 9 月至今涨跌幅



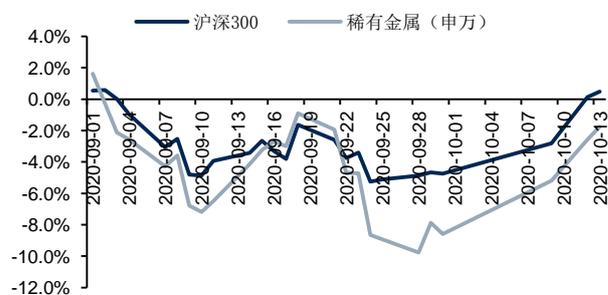
资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：申万二级行业稀有金属年初至今涨跌幅



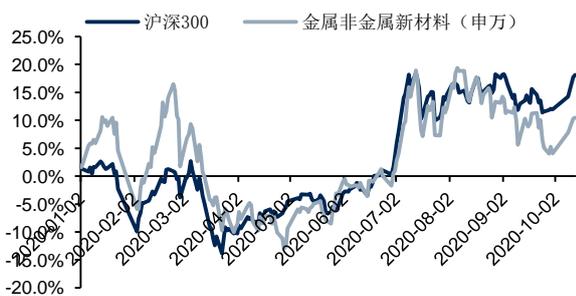
资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

图 9：申万二级行业稀有金属 9 月至今涨跌幅



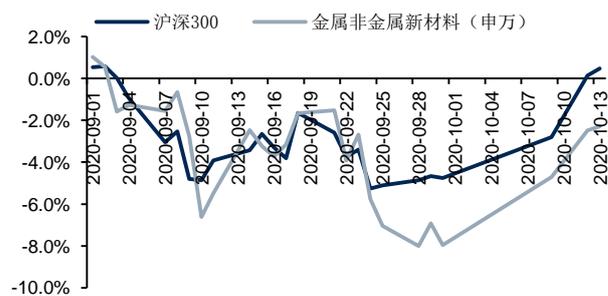
资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

图 10：申万二级行业金属非金属新材料年初至今涨跌幅



资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

图 11：申万二级行业金属非金属新材料 9 月至今涨跌幅

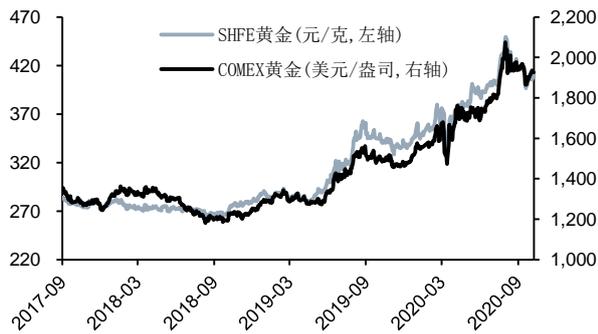


资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

### 大宗商品价格盘整，新能源金属价格有待进一步复苏

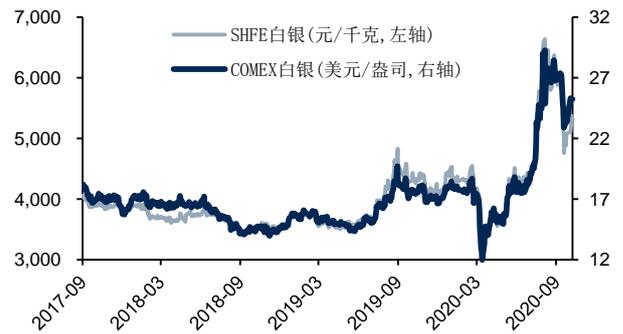
大宗商品价格方面，今年上半年整体波动幅度较大，而随着国内经济活动逐步回暖，宽松环境下叠加需求复苏提振了商品价格，进入下半年至今，铜铝价格也维持在相对比较高的位置，金银价格在创造新高之后，波动率扩大，但仍然维持在高位，大宗商品价格后市走势仍值得期待。新能源金属方面，钴价经历漫长的调整之后终于是有所表现，MB 钴价从此前最低的 13.90 美金/磅反弹至目前的 15.70 美金/磅，整体涨幅仍未达到市场预期，但后市值得期待；而锂价底部信号更加明确，电池级碳酸锂价格此前曾小幅跌破 4 万元/吨的水平，现在是在 4.05 万元/吨的价位盘整，看好后市会出现涨价行情。

图 12：9 月至今 Comex 金价下跌 3.35%（10 月 13 日）



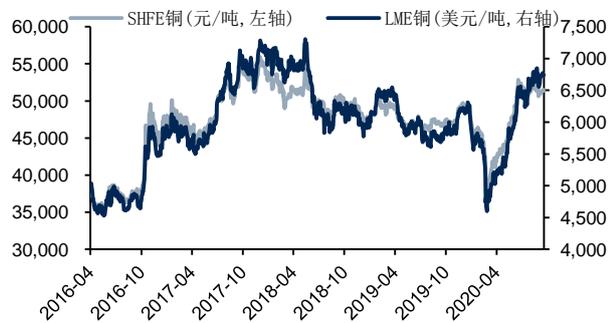
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 13：9 月至今 Comex 银价下跌 11.27%（10 月 13 日）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 14：9 月至今 LME 铜价上涨 0.96%（10 月 13 日）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 15：9 月至今 SHFE 铝价上涨 0.55%（10 月 13 日）



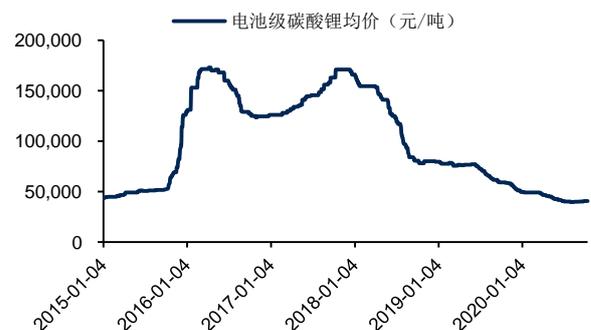
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 16：MB 钴均价收于 15.70 美元/磅（10 月 13 日）



资料来源：MB、国信证券经济研究所整理

图 17：国产电池级碳酸锂收于 4.05 万元/吨（10 月 13 日）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

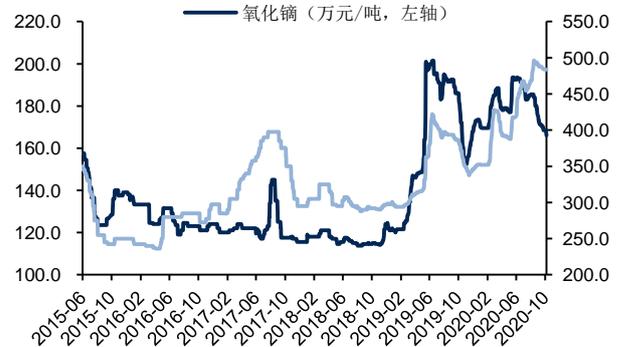
稀土价格方面，稀土的主流品种是氧化镨钕、氧化镝和氧化铽，这三个品种的价格代表稀土品种价格波动的趋势。9月至今氧化镨钕价格下跌5.83%收于32.3万元/吨；氧化镝价格跌7.78%收于166万元/吨；氧化铽价格跌2.03%收于483.5万元/吨。中长期来看，轻重稀土价格分化的格局仍然没有改变，中重稀土价格有比较大的上涨空间。

图 18：9 月至今氧化镨钕价格下跌 5.83%



资料来源：中国稀土行业协会、国信证券经济研究所整理

图 19：9 月至今氧化镝跌 7.78%，氧化铽跌 2.03%



资料来源：中国稀土行业协会、国信证券经济研究所整理

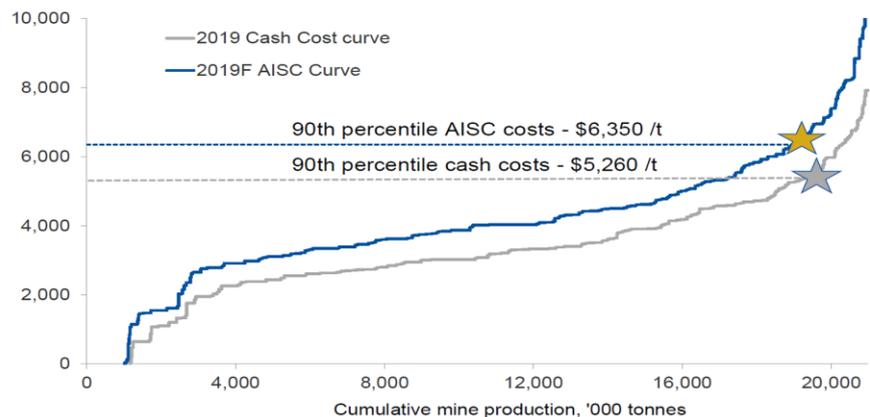
## 工业金属：铜价继续上行，铝价维持高位

### 铜：供需紧平衡，宏观环境决定铜价上涨高度

铜兼具商品和金融属性，铜价既有对自身供需基本面的反映，也有对经济预期的反映。当前在市场信心逐步恢复的过程当中，铜价无论是从商品或者是金融属性都有修复预期。截至 10 月 9 日，LME 铜收盘价 6772 美金/吨，完全修复 3 月份海外金融市场发生严重流动性危机所导致的下跌，另外也创造了 2 年来的新高，全球流动性极度宽松迎来了金铜价格共振的少有的格局。当前的铜价已经超过全球铜矿完全成本曲线的 90 分位线，CRU 数据统计 2019 年全球铜矿完全成本曲线的 90 分位线是 6350 美元/吨。我们判断在宏观经济因素占主导的行情下，全球流动性拐点远未到转向的时候，铜价中枢仍会缓慢上行。

图 20：全球矿山完全成本曲线 90 分位线是 6350 美金/吨

2019 Cash cost curve and all-in sustaining cost (AISC) curve, \$/t copper



资料来源：CRU、国信证券经济研究所整理

**疫情影响全球供应链，国内铜精矿仍然趋紧。**智利和秘鲁是全球两个最大的铜矿生产国，铜矿产量合计在全球产量占比超过 50%。疫情在这两个国家的蔓延也引发市场对铜矿供应的担忧。截止至 10 月 11 日，智利累计确诊约 48.14 万人；截止至 10 月 10 日，秘鲁累计确诊约 84.94 万人。根据 Wood Mackenzie 统计，仅上半年全球受疫情影响铜矿减量至少 49 万吨，其中智利、秘鲁两个主要产铜国就占 61%。上半年因疫情造成的矿山干扰率为 2.3%，其他原因造成的干扰率为 0.8%，如果按历史平均干扰率 5% 计算，则仅剩 1.9% 的干扰率空间。由于疫情没能得到有效控制，8 月份以来国外二次疫情爆发，秘鲁、智利相继宣布进入新一轮的国家紧急状态，可能导致在产项目和新投项目持续受到影响，矿山干扰率可能进一步增加，超过历史平均干扰率，并影响今后两年的矿山投产进度。

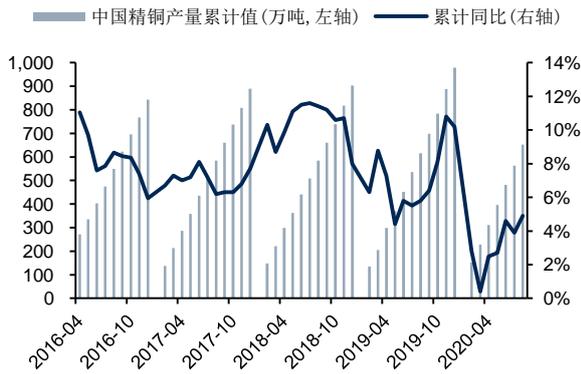
**表 1：疫情影响 2020 年精矿产量（万吨）**

国家	原预测产量	疫情干扰	现预测产量	疫情干扰占比
智利	594	11	582	0.5%
秘鲁	231	19	212	0.9%
中国	172	0	172	0.0%
刚果金	155	1	154	0.1%
美国	140	2	138	0.1%
赞比亚	97	1	97	0.0%
澳大利亚	86	2	84	0.1%
俄罗斯	86	0	86	0.0%
墨西哥	77	0	77	0.0%
哈萨克斯坦	65	0	65	0.0%
加拿大	58	2	56	0.1%
印尼	49	0	49	0.0%
波兰	44	0	44	0.0%
巴西	39	1	38	0.1%
伊朗	34	0	34	0.0%
蒙古	31	0	31	0.0%
巴拿马	30	7	22	0.3%
西班牙	17	0	16	0.0%
缅甸	15	0	15	0.0%
土耳其	12	0	12	0.0%
其他	132	2	130	0.1%
总计	2161	49	2112	2.3%

资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

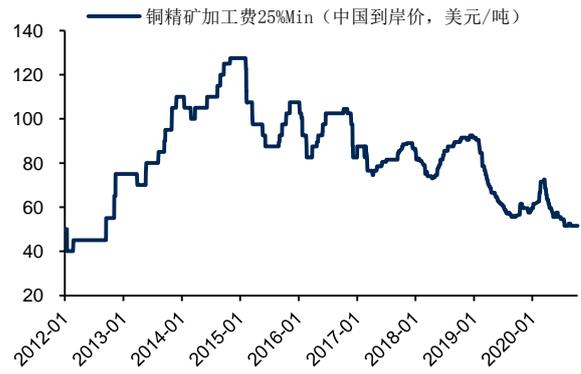
**铜精矿加工费进一步下滑，会增加国内铜冶炼厂的停产和检修。**前端矿端生产或运输受影响，经过一段时间的传导，会导致国内铜矿的供应趋紧，国内冶炼厂减产、检修增加，铜矿加工费持续下跌。2020 年铜精矿长单 TC 仅 62 美元/吨，2020 年 6 月中国铜原料联合谈判小组敲定的三季度 TC 地板价仅 53 美元/吨，另外亚洲金属网最新的数据显示，国内铜精矿现货加工费仅为 51.5 美元/吨，这个价格下会加速国内铜冶炼企业的停产和检修。此外，国内硫酸价格仍处于低位，也会影响冶炼厂利润。

图 21: 中国电解铜累计产量



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 22: 铜精矿现货加工费



资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

**疫情影响废旧金属回收。**废旧金属回收利用是所有金属供应的重要一环，基本金属当中除了锌之外，其余品种的废旧金属均占其总供应量30%以上。铜精炼环节加入的废铜占冶炼铜总量的15%，再考虑到加工环节加入的废铜，废铜在精炼和加工环节用量占铜总供应量达32%，所以废铜供应量大小直接影响供需平衡。今年国内疫情爆发以来，各地采取严格的隔离措施，废铜的回收、拆解活动停顿了2个月左右，造成废铜供应紧张，据SMM统计2-3月份废铜单月减量至少在3-4万吨，导致精废价差一度收窄甚至倒挂。

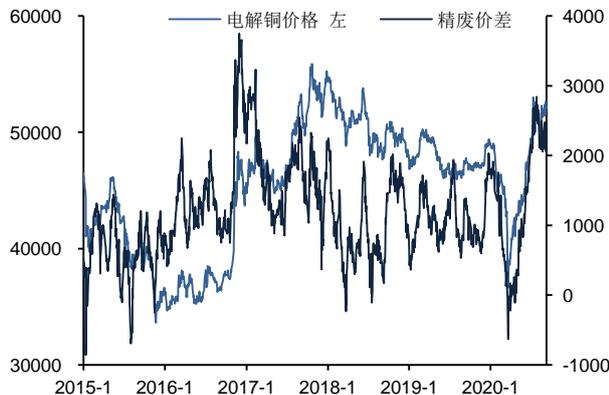
表 2: 废旧金属在金属供应中的占比

	单位	矿供应	精炼供应	废旧用于精炼	废旧占精炼比例	废旧用于加工	废旧总应用	废旧总占比
铅	kt	4601	12747	7987	63%	-	7987	63%
铝	kt	-	62940	-	-	30089	30089	32%
钨	Moz	7021	10237	3217	31%	-	3217	31%
镍	kt	2473	2413	-	-	1030	1030	30%
金	Moz	111464	153388	41865	27%	-	41865	27%
铂	Moz	6396	8456	2016	24%	-	2016	24%
银	Moz	846200	1015000	168800	17%	-	168800	17%
<b>铜</b>	<b>kt</b>	<b>20678</b>	<b>23807</b>	<b>3548</b>	<b>15%</b>	<b>6060</b>	<b>9608</b>	<b>32%</b>
锌	Kt	12913	13699	1775	13%	-	1775	13%
钴	Kt	108	118	10	8%	-	10	8%

资料来源:Citi Research、Wood Mackenzie、BGRIMM、国信证券经济研究所整理

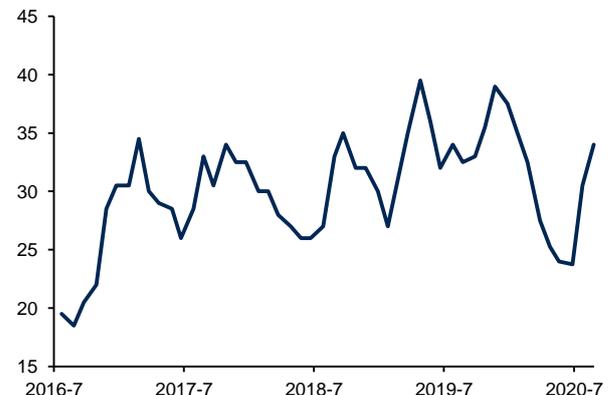
疫情同样影响国外废铜回收，表现在今年5-6月份进口废铜扣减降至24美分/磅。虽然目前国内精废价差和进口废铜扣减已经恢复到正常水平，但国外二次疫情开始蔓延，废铜回收再受抑制，可能再次影响中国废铜进口。

图 23: 国内铜精废价差 (元/吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

图 24: 进口2#紫铜扣减 (美分/磅)



资料来源: Metal Bulletin、国信证券经济研究所整理

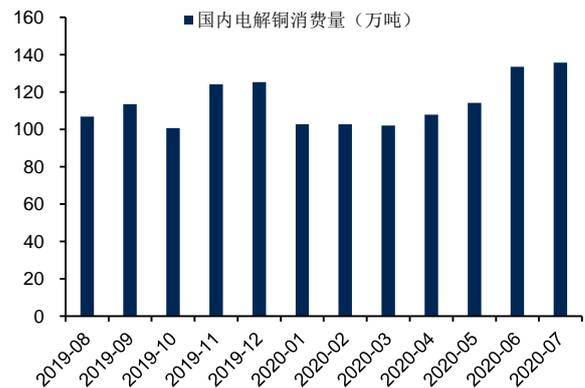
需求来看，国内经济活动全面复苏之后，国内铜材开工率保持高位，短期进入消费旺季有望再度开启去库周期。受到疫情影响，上期所的显性库存在3月13日达到了高点，约38万吨，而随着国内需求的复苏，库存快速消耗，最低在6月24日降至10万吨左右，这表明国内需求强劲，尤其是在国家电网、新基建等方面的铜终端需求。而7-8月份进入消费淡季精铜库存有所反弹，但是马上进入“金九银十”消费旺季，重新回到去库阶段，预计下半年精铜库存会维持在低位，对价格形成支撑。

图 25：上期所精铜库存



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 26：国内电解铜消费量持续提升



资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

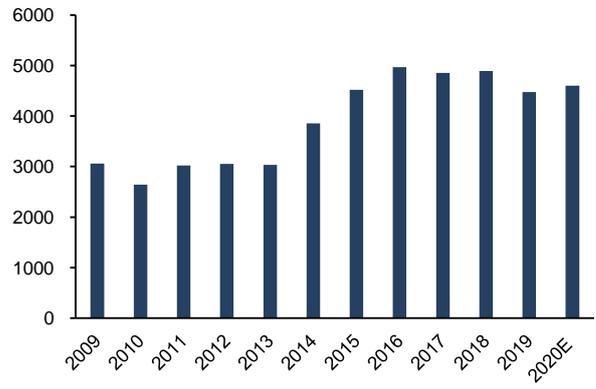
从细分领域来看，今年电力电网投资继续发挥逆周期调节的作用，1-8月份国内电网基本建设投资完成额累计值 2379 亿元，同比增长 0.04%，今年国家电网计划投资额 4600 亿元，比去年实际完成额增长 2.8%，以此推算，四季度仍有小幅度增长的空间。另外两大传统消费领域空调和汽车需求表现较稳健。产业在线空调产销量数据显示，8 月行业总产量同比增长 3.32%，总销量同比增长 2.78%，产销量增长主要是靠出口拉动，出口量同比增长 7.49%。中汽协数据显示，8 月国内汽车产销分别完成 211.9 万辆和 218.6 万辆，同比分别增长 6.3% 和 11.6%。汽车产销量连续 5 个月实现正增长，且销量增速连续 4 个月保持在 10% 以上。

图 27：中国电网基本建设投资完成额累计值同比转正



资料来源：国家电网、国信证券经济研究所整理

图 28：国家电网年度实际投资额 (亿元)



资料来源：国家电网、国信证券经济研究所整理

图 29: 国内空调产量 (万台)



资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

图 30: 国内汽车产量



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

房地产行业用铜主要集中在竣工端, 主要使用装备线缆, 用作布电线等动力连接线。国家统计局公布的房屋竣工数据从 2019 年下半年开始温和反弹, 虽然今年一季度受疫情影响同比降幅较大, 但是随着复工推进逐渐修复。截至今年 8 月份, 房屋竣工面积累计同比-10.8%, 当月同比收窄至-9.8%。由于过去两年开工面积和竣工面积之间有明显的剪刀差, 所以我们认为竣工面积的增速有望持续反弹, 从竣工领先指标如电梯产量和玻璃产量也能得到佐证。

图 31: 房屋开工与竣工面积增速 (%)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

从全球供需平衡表来看, 最差的时间点出现在今年 Q1 和 Q2。目前全球流动性宽松格局短期内不会改变, 欧美国家复产复工逻辑也会逐步验证, 今年下半年全球精铜供需平衡表有望实现逆转, 预计铜价中枢也会稳步的抬升, 综上所述我们对后市铜价持有谨慎偏乐观的态度。

表 3: 全球精铜供需平衡表 (万吨金属量)

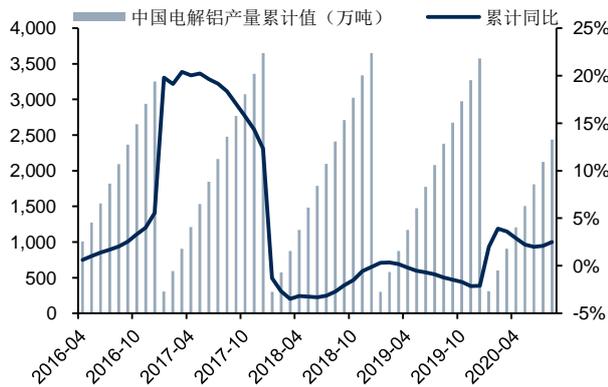
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020
生产量	578	584	591	598	2351	565	571	586	589	2311
消费量	529	606	619	607	2361	492	582	618	602	2294
供需平衡	49	-22	-28	-9	-10	73	-11	-32	-12	17

资料来源: Wood Mackenzie 2020, 国信证券经济研究所整理

### 铝：低库存对价格有支撑，电解铝高利润有望长期维持

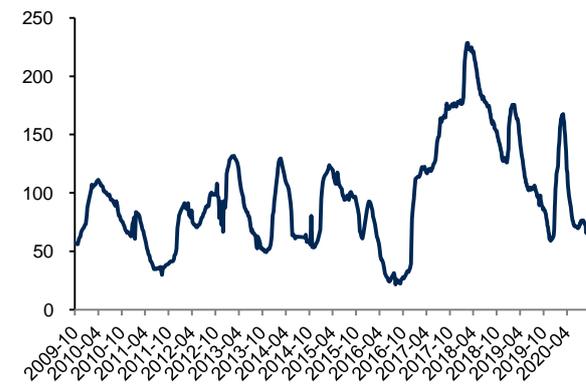
4 月份以来，电解铝库存上演了史上最快去库，导致现货市场极度缺货，现货升水高企，铝价一路攀升。我们分析快速去库的几个原因：一是原铝反向替代废铝，国内废铝月回收量在 60 万吨左右，而疫情导致废铝回收体系中断，废铝紧缺，原铝和废铝价差收窄，原本使用废铝进行生产的企业，转而采购原铝来生产，根据安泰科的估计，这部分的替代量预计在 35-40 万吨；二是疫情后的需求脉冲，企业赶年前订单，且二季度本身是消费旺季，新增订单充裕；三是全产业链逢低囤货，既表现在中下游各个环节直接的储铝，也有终端企业提前订货、超量下单。进入 7-8 月份淡季库存小幅上升，到 9 月份之后旺季又继续去库，年内库存水平有望维持在中性偏低的水平，是铝价的有力支撑。

图 32：中国电解铝产量数据



资料来源：阿拉丁、国信证券经济研究所整理

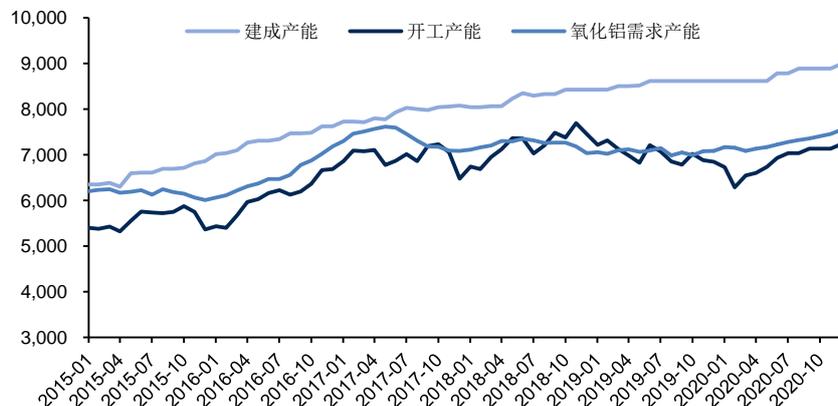
图 33：中国电解铝社会库存



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

从成本端考虑，中国氧化铝建成产能将长期过剩，低开工率是常态。根据百川盈孚统计，截至 9 月底，国内氧化铝建成产能 8800 万吨，年内还有待投产 300 万吨，明年规划产能至少 470 万吨。供给侧改革下，国内电解铝产能天花板约 4550 万吨，按照 1 吨电解铝需要 1.92 吨氧化铝，外加非电解铝行业每年对氧化铝 220 万吨需求，未来国内对氧化铝产能的顶格需求是 9000 万吨左右，即使不考虑进口，现有氧化铝产能就能完全满足国内需求。何况国内目前电解铝运行产能仅 3700 万吨左右，远未达到产能天花板，所以现在和未来相当长的时间内，中国氧化铝产能都是过剩的。亚洲金属网最新数据显示，国产氧化铝价格是 2305 元/吨，自 5 月份价格有所反弹以来，又进入下行通道。氧化铝是电解铝最大的成本构成，在现有格局下，氧化铝很难侵蚀电解铝的利润。

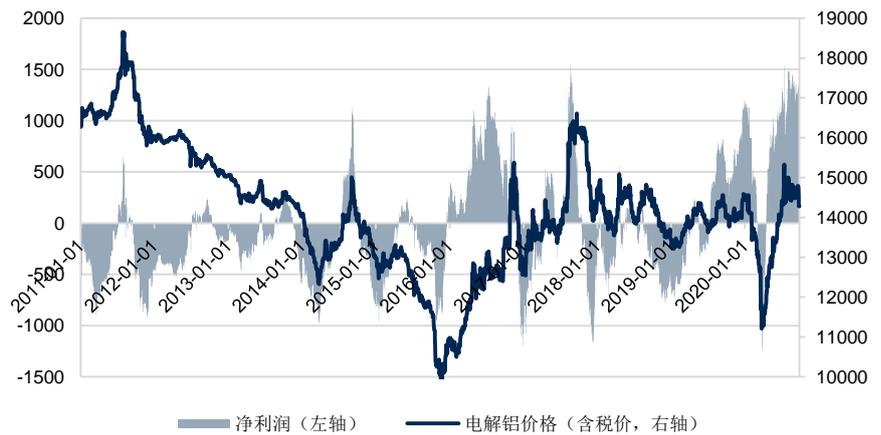
图 34：中国氧化铝产能变动（万吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

我们看好铝冶炼利润主要基于几个原因：一是国内电解铝供应弹性减弱，依靠新增产能不会使产量爆发式增长，并且电解铝产能投产时间较长，短期内无法放量；二是依靠地产后周期和新基建的推动，铝消费有很强的韧性，消费弹性远大于供给弹性。在没有大量过剩的预期之下，低库存是铝价的有力支撑。而成本端氧化铝产能过剩，很难挤占电解铝利润，因此电解铝高利润状态有望维持较长的时间。如果我们把2017年铝行业供给侧改革时2500元/吨的行业平均利润定义为超高利润，那么基于对成本和供需的展望，我们认为至少在年底前，电解铝行业可以维持1000元/吨以上的中性偏高利润。如果地产竣工周期和基建刺激延续到明年，则电解铝利润有望维持更久。

图 35：动态模型测算目前国产电解铝利润丰厚（单位：元/吨）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 4：2020 年中国电解铝已建成新产能和在建产能明细（万吨，截止至 10 月 9 日）

省份	企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	开始投产时间	年内另在建且具备投产能力的新产能	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计
云南	鹤庆溢鑫铝业有限公司	22.5	20.5	2	2020年4月	0	0	20.5
云南	云南神火铝业有限公司	60	45	15	2020年2月	15	15	60
四川	广元中孚高精铝材有限公司	32.5	21.5	11	2020年5月	0	11	32.5
云南	云南文山铝业有限公司	50	50	0	2020年5月	0	0	50
山西	山西中铝华润有限公司	25	12.5	12.5	2020年7月	0	12.5	25
内蒙古	内蒙古源创金属有限公司	30	11	19	2020年8月	0	19	30
云南	云南云铝海鑫铝业有限公司	35	5	30	2020年9月	0	30	35
云南	云南宏泰新材料有限公司	36	3	33	2020年9月	0	33	36
云南	云南其亚金属有限公司	0	0	0	2020年10月	35	15	15
广西	广西德保百矿铝业有限公司	0	0	0	2020年10月	5	5	5
广西	广西田林百矿铝业有限公司	0	0	0	2020年待定	17.5	17.5	17.5
广西	广西隆林百矿铝业有限公司	0	0	0	2020年待定	0	0	0
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	0	0	0	2020年待定	25	10	10
内蒙古	锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司	0	0	0	2021年二季度	0	0	0
合计		291	168.5	122.5		97.5	168	336.5

资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

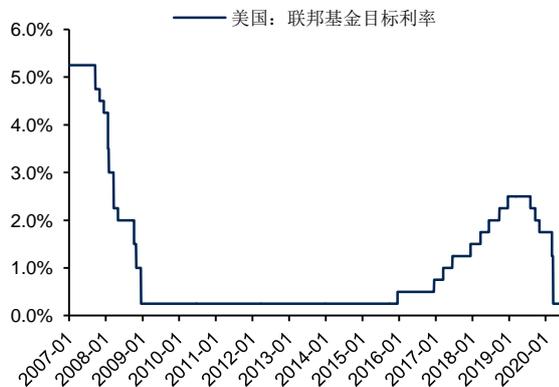
## 黄金：市场静待美国新一轮财政刺激政策推出

### 全球疫情蔓延导致美联储史无前例快速扩表

我们的分析框架是以黄金价格与美元实际利率呈现明显的负相关关系为基础的，而实际利率=名义利率-通胀预期。

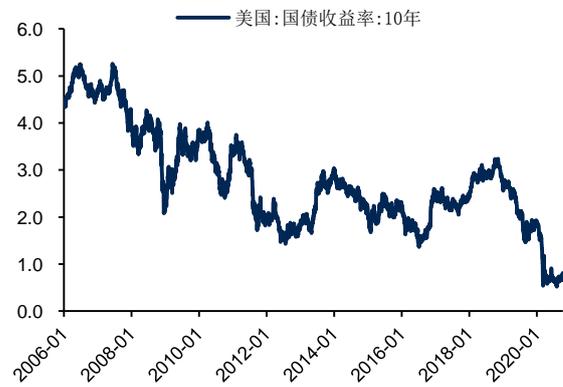
今年3月以来，为应对疫情以及全球金融市场出现的流动性危机，美联储连续多轮密集发布政策，全方位给经济主体输送流动性，包括将联邦基金目标利率降低至零，这是美国有史以来规模最大的财政刺激计划。但是随着疫情在美国以及全球范围内愈演愈烈，美国财政和经济压力并没有得到有效缓解。美联储主席鲍威尔日前呼吁联邦政府和国会通力合作，尽快批准实施新一轮财政刺激计划。10月初美国众院提出总额高达2.2万亿美元的第二轮财政刺激方案，但目前谈判仍在继续，市场对于新一轮刺激方案能否尽快落地，及刺激力度能否达到市场预期十分敏感。

图 36：美联储降息至近 0 利率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 37：美债收益率仍维持在低位（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 38：美联储史无前例快速扩表，名义利率走低



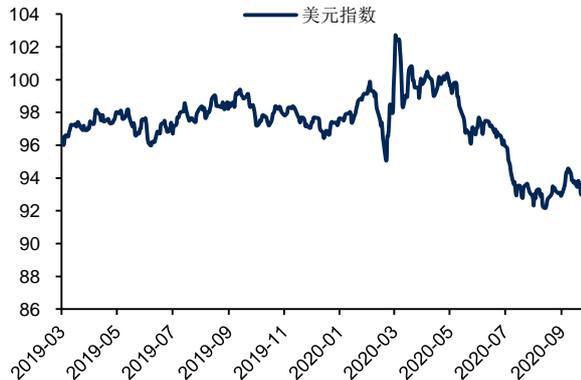
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 美元走弱是驱动金价上涨的重要推手

金价涨跌的核心是与信用货币（纸币）的地位博弈，黄金又是以美元来计价的，所以美元涨跌也是影响金价的重要因素，从长周期来看，美元指数是全球对美国综合实力的综合定价，美国相对其他国家经济实力的强弱变化是构成美元指数的基础。

**美国疫情防控不利，经济复苏缓慢导致美元吸引力下降。**约翰斯·霍普金斯大学统计数据显示，截至美东时间10月12日17时30分，美国新冠肺炎累计确诊病例已接近780万例，累计死亡病例超过21.5万例，10月7日至10日连续4天每日新增病例超过5万例，新发病例呈现令人担忧的趋势。另外，美国总统特朗普确诊也反映了美国整体防疫不利的局面。另一方面，进入10月份，北半球秋冬降临，欧洲多个国家单日新增病例持续创新高，疫情重新抬头，根据世界卫生组织统计，全球单日新增确诊病例数10月8日至10日连续创下疫情爆发以来最高纪录，中国疾病中心原副主任杨功焯在11日表示：全球第二波疫情已经拉开序幕。欧洲疫情二次爆发，而美国确诊病例持续保持在高位，两者对疫情防控的有效性孰强孰弱将决定美元指数是否会进一步走弱。

图 39：美元指数走弱



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 40：美国新冠肺炎当日新增确诊病例



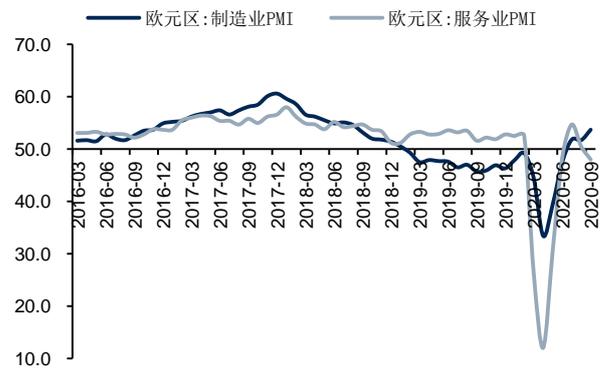
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 41：美国 PMI



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 42：欧元区 PMI

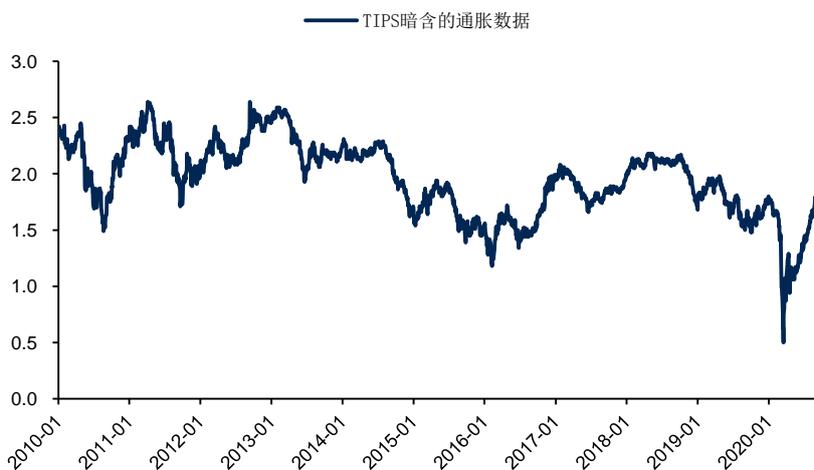


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 当前贵金属的关键问题是通胀预期

目前市场对名义利率长期保持低位的预期比较一致，通胀预期将成为决定金价涨幅的关键。实际上影响黄金价格的通胀并不是传统意义上的通胀数据，比如 PPI 和 CPI，而是对未来通胀预期的变化，主要是美元货币超发的影响。今年受到疫情的影响，美联储将联邦基金目标利率降低至零的同时也启动新一轮的 QE，美联储资产负债表规模从 2 月底的 2.41 万亿美元攀升至 10 月 12 日超过 7 万亿。“直升机撒钱”方式大量增加货币供应，这些货币用来从商业银行手中购买国债，以充实银行的储备，之后再流入股票等纸质资产，所以在推升美国股市的同时并没有造成恶性的通货膨胀，但实际上 TIPS 隐含的通胀预期相比之前已经是有所提升的。

图 43：美国 10 年期通胀指数国债（TIPS）隐含的通胀数据逐步提升（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

我们认为本轮黄金牛市的终点将止步于美联储货币政策的转向，现在还远没有到转向的时间点。参考上一轮黄金牛市，金价在 2011 年底创出历史新高，达到 1923 美元/盎司，进入 2012 年黄金价格盘整后出现回落，主要是因为当时美国各项经济指标向好，美联储开始考虑逐步退出 QE，并考虑缩表事宜，货币政策的转向导致金价进入长期的熊市。

站在目前这个时间点，我们认为除了疫情影响之外，美国经济见顶回落才是中长期逻辑，早在疫情之前美国经济就有隐患，疫情只是催化剂。在 2008 年金融危机之后，美股经历了十年的牛市，宽松的货币环境下企业债务增加，美国上市公司通过回购推升股价，导致股价表现越来越脱离企业基本面，股市泡沫就已经存在。疫情加速了美国股市泡沫的破裂，3 月份美联储兜底经济又再次推升股市上涨，实际上核心的矛盾并没有解决，美国经济进入长期的衰退也是难以避免的，美联储宽松的货币政策在短时间之内难以转向。

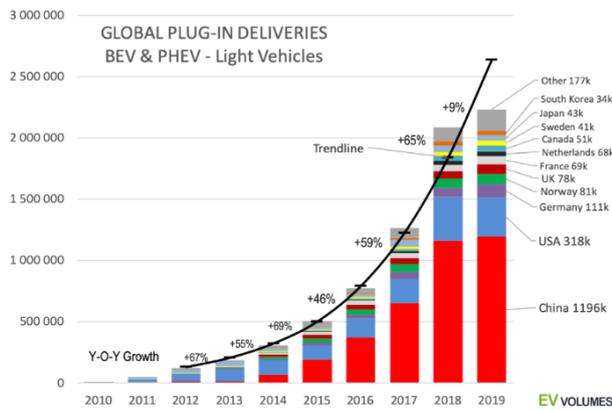
综上所述，我们判断中长期美元实际利率仍然会维持下行的趋势，核心逻辑是美国经济可能进入长期衰退的背景下，美联储始终会采用宽松的货币政策来刺激经济，美元超发会推升通胀预期；在此基础上叠加中美关系出现反复，地缘政治风险和市场避险情绪也会逐步推升金价。

## 钴锂：中国和欧洲新能源车市亮眼有望带动需求回暖

中汽协数据显示今年 1-8 月份国内新能源汽车销量累计同比下滑 24.67%，其中 2-3 月份单月下跌幅度都在 60%左右，4-6 月份环比出现复苏，但单月同比仍有超过 20%的跌幅，7-8 月份同比转正，主要是去年同期基数较低的原因，刚刚公布的 9 月份数据显示国内新能源车销量 13.8 万辆，同比增长 73.03%，“金九银十”国内车市整体销售火爆，预计四季度国内新能源车市将迎来全面发力的增长期。

欧洲新能源车销量数据表现亮眼，电动化渗透率持续上行。根据已经公布 9 月 7 国销量数据（德国 4.1 万辆，同比+337%；英国 3.4 万辆，+166%；法国 1.8 万辆，+222%；意大利 0.7 万辆，+240%；西班牙 0.4 万辆，+201%；挪威 1.3 万辆，+77%；瑞典 1.0 万辆，+174%），合计 12.7 万辆，同比+202%，远超过市场预期，总体呈现大幅回暖态势，预计欧洲全年新能源车销量有望达到 110 万辆，新能源汽车渗透率处于稳定上升的状态，欧洲电动化仍然值得期待。

图 44：全球新能源汽车销量构成



资料来源：EV Volume、国信证券经济研究所整理

图 45：9 月中国新能源汽车销量同比增长 73.03%



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

### 各国纷纷出台刺激新能源汽车消费的政策

中国方面，今年政府工作报告中，加强新型基础设施建设、建设充电桩、推广新能源汽车报告中等被写入报告中。另外在 10 月 9 日国常会通过《新能源汽车产业发展规划》，具体包括：一要加大关键技术攻关，鼓励车用操作系统、动力电池等开发创新。支持新能源汽车与能源、交通、信息通信等产业深度融合，推动电动化与网联化、智能化技术互融协同发展，推进标准对接和数据共享。二要加强充换电、加氢等基础设施建设，加快形成快充为主的高速公路和城乡公共充电网络。对作为公共设施的充电桩建设给予财政支持。鼓励开展换电模式应用。三要鼓励加强新能源汽车领域国际合作。四要加大对公共服务领域使用新能源汽车的政策支持。另外，2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆，新能源汽车比例不低于 80%。

欧洲方面，5 月 19 日欧盟提案将电动车纳入绿色经济复苏计划，具体措施包括：1) 在未来 2 年推动 200 亿欧元的清洁能源汽车采购计划；2) 建立 400-600 亿欧元的清洁能源汽车投资基金；3) 2025 年之前新建 200 万个公共充电桩；4) 对零排放汽车免征增值税等。5 月 26 日法国总统马克龙宣布将为该国汽车产业增加 80 亿欧元的援助计划，单车补贴提升 1000 欧元。6 月 3 日德国推出针对 2020-2021 年经济刺激计划，计划总额为 1300 亿元，其中与新能源汽车行业相关政策包括：1) 政府奖励增加，售价 4 万欧元以内电动车政府补贴增加至

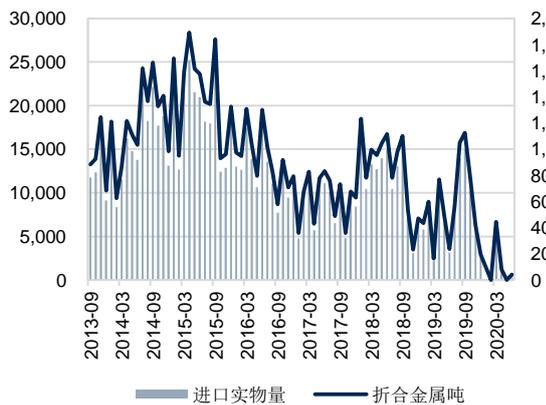
6000 欧元，车企联盟出 3000 欧补贴，总补贴达到 9000 欧元，插电混增加至 6750 欧元，执行时间 2020 年 7 月 1 日至 2021 年底；2) 电动车税收减免上限从 4 万欧元提升至 6 万欧元，免税期从 2025 年延长至 2030 年；3) 对电动车研发、充电基础设施、电池制造等追加 25 亿欧元投资；4) 公共领域商用车电动化 2021 年底支撑达 12 亿欧元。

另外在环保诉求下，欧洲还制定了严苛的碳排放规划。具体为：在 2018 年的欧盟立法中，将乘用车碳排放标准于 2021 年底降至 95g/km，其中 2020 年 95% 销售新车降至 95g/km 水平，2025 年降至 80.8g/km，2030 年进一步降至 59.4g/km。而在 9 月的《2020 年气候目标计划中》，欧盟进一步上调减排的幅度（2030 年相较 1990 年减排幅度由 40% 上调为 55%），则 2030 年碳排放水平为 47.5 g/km。未达排放标准的厂商将面临巨额的罚款，欧洲将加快新能源转型。今年上半年，欧洲新车平均排放量从 122 g/km 下降到 111 g/km，这是十多年来出现过的最大的半年降幅。

### 钴：前期非洲运输受阻有所缓解，需求不足国产电钴价格弱势运行

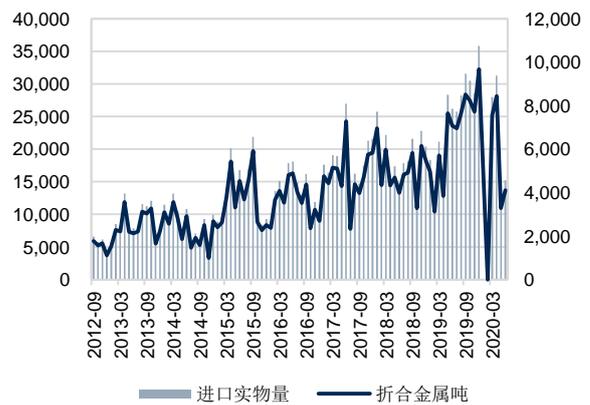
刚果（金）钴原料供应占到全球的 73%。疫情以来，刚果金钴矿供给风险一直是市场关注重点。刚果（金）3 月 24 日进入国家紧急状态，刚果（金）到赞比亚再到南非港口的陆路物流受到限制。另外随着新冠疫情蔓延，南非关闭海港以及陆岸口岸，这不仅影响了南非的交通货物运输，而且阻碍了邻国使用南非海港输出矿产以及货物。目前南非疫情已经得到了有效控制，经济活动已全面重启，前期因为封国、汽运减少，导致大量物资堆积港口，运载出去效率较低的情况已经有所缓解。但海外疫情迎来二次爆发，全球脆弱的供应链容易受到影响，可能会再次给刚果（金）钴原料出口带来影响。除此之外，刚果（金）本身政治较为动荡，近期几百名的分离主义叛军入侵了刚果（金）加丹加省东南部的采矿城镇卢本巴希，目前局势已经得到控制，但是政治动荡也会增加钴矿供应商的各种隐性成本。

图 46：钴矿砂及其精矿进口量（吨）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图 47：钴湿法冶炼中间品进口量（吨）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

表 5：预计 2020 年全年钴原料供应将减少 5.8%

国家名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
刚果（金）	70,920	66,956	79,917	97,600	104,000	98,000
古巴	5,834	5,894	5,801	5,300	5,400	5,000
俄罗斯	5,800	5,600	4,900	5,000	5,300	5,000
澳大利亚	4,100	4,150	3,650	2,900	3,400	3,300
马达加斯加	3,464	3,273	3,053	2,900	2,900	2,800
菲律宾	4,300	4,700	5,600	5,600	5,100	5,000

加拿大	2,765	3,469	3,607	3,500	2,900	2,600
巴布亚新几内亚	2,505	2,187	3,307	3,300	2,900	2,500
赞比亚	1,600	300	900	700	900	800
新喀里多尼亚	2,391	3,188	2,780	2,100	1,700	1,500
中国	1,600	1,700	1,700	1,600	1,600	1,600
摩洛哥	1,900	1,750	1,600	1,600	1,500	1,500
巴西	1,100	400	0	0	0	0
南非	1,250	1,650	1,350	1,300	1,300	1,200
其他	1,500	1,700	1,800	1,800	3,100	3,000
总计	111,029	106,917	119,965	135,200	142,000	133,800

资料来源：安泰科、国信证券经济研究所整理

从价格角度来看，进入8月份MB钴价已经率先反弹，小金属和低基数的特性也使得其价格弹性较大，但国产电钴均价在修复至30万元/吨的位置之后又有所回落，主要还是由于下游需求不足导致，预计后市随着终端需求复苏，同时叠加国储局收储的预期，仍有较大的上行空间，短期或运行至35-40万元/吨的区间。国储局收储若正式落地，也将加剧钴矿供应原本较为紧张的格局。

图 48：进入 8 月份 MB 钴价率先反弹



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图 49：国产电钴均价修复至 30 万元/吨后有所回落

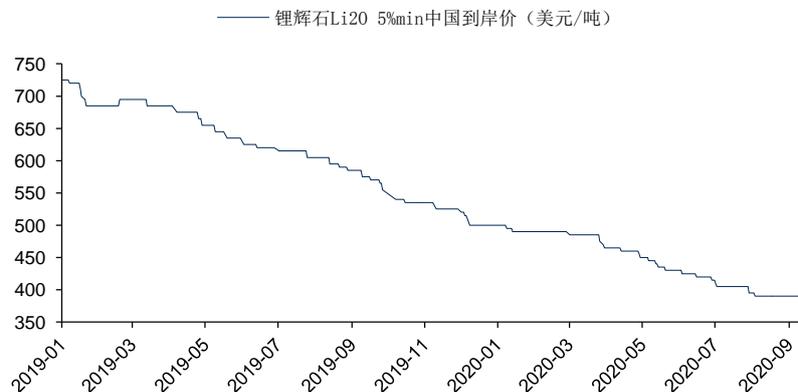


资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

**锂：锂辉石价格跌破 400 美金/吨，关注氢氧化锂差异化竞争优势**

原料方面，进入下半年，中国锂辉石到岸价已经跌破 400 美金/吨的位置，这个价格已经低于西澳七大锂矿当中 Wodgina 和 Bald Hills 的单位现金成本，行业减产或者停产在所难免。这同样也会影响到原本计划投入的新增产能。但目前市场上锂精矿库存仍然较多，所以预计锂精矿价格将会继续在低位徘徊。

图 50：锂辉石 Li<sub>2</sub>O 5%min 中国到岸价已经跌破 400 美元/吨



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

表 6: 全球“四湖七矿”生产碳酸锂现金成本汇总

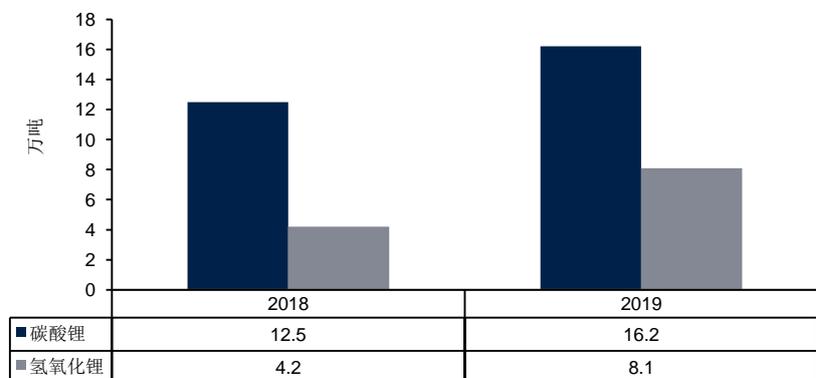
所属公司	矿山	所在国家	矿物类型	锂精矿产能 (万吨)	锂精矿现金成本 (美元/吨)	折 LCE 产能 (万吨)	折 LCE 现金成本 (元/吨)
Livent	Salar del Hombre Muerto & Fenix Operations	阿根廷	盐湖	—	1.80	—	28000
Lithium Americas	Cauchari-Olarzoz	阿根廷	盐湖	—	2.50	—	30000
Orocobre	Olaroz Lithium	阿根廷	盐湖	—	1.75	—	30000
ALB-ROC	Salar de Atacama	智利	盐湖	—	4.40	—	31500
SQM	Salar de Atacama & Salar del Carmen	智利	盐湖	—	7.00	—	34000
Talison Lithium	Greenbushes	澳大利亚	矿石	135	16.88	250	39000
Galaxy Resources	MT Cattlin	澳大利亚	矿石	18	2.25	350	44600
Altura Mining	Pilgangoora	澳大利亚	矿石	22	2.75	350	44600
Reed Industrial Minerals	MT Marion	澳大利亚	矿石	45	5.63	380	46280
Pilbara Minerals	Pilgangoora	澳大利亚	矿石	33	4.13	380	46280
Albemarle/Mineral Resources	Wodgina (精矿)	澳大利亚	矿石	75	9.38	450	50200
Alita	Bald Hills	澳大利亚	矿石	16	1.94	500	53000

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

从锂盐的价格来说, 亚洲金属网最新的报价显示, 国产电池级碳酸锂均价大约 4.05 万元/吨, 触底后略有提升, 已经跌破上一轮行情启动的价位, 又重新回到历史价格底部区间, 而在这个价格水平之下, 国内大部分碳酸锂生产线基本上都是呈现亏损的状态。国产电池级单水氢氧化锂的价格同样是经历了长周期的下滑, 目前报价在 4.7 万元/吨左右, 也处于历史最低位。我们认为行业底部的迹象是越来越清晰, 建议在这个时间点来进行长期的布局。另外, 我们重点推荐氢氧化锂所具备差异化竞争优势所带来的投资机会。

从动力电池目前的技术路径来看, 三元材料高镍化发展趋势仍然是主流。单水氢氧化锂含量虽然低于碳酸锂 (1KG 单水氢氧化锂折算仅约 0.88KG 碳酸锂当量), 但是价格往往比碳酸锂更高。目前 NCM523、NCM333 等中低镍三元材料主要采用电池级碳酸锂制备; NCM622 既可采用电池级碳酸锂, 也可采用电池级氢氧化锂; NCM811、NCA 等高镍三元主要采用电池级氢氧化锂。另外从产量占比来看, 2018 年国内氢氧化锂产量为 4.2 万吨, 占比 25%; 2019 年产量为 8.1 万吨, 占比 33%。未来随着高端电动汽车产销量放量, 电池级氢氧化锂的占比仍会逐步提升。

图 51: 国内电池级氢氧化锂产量占比逐渐提升

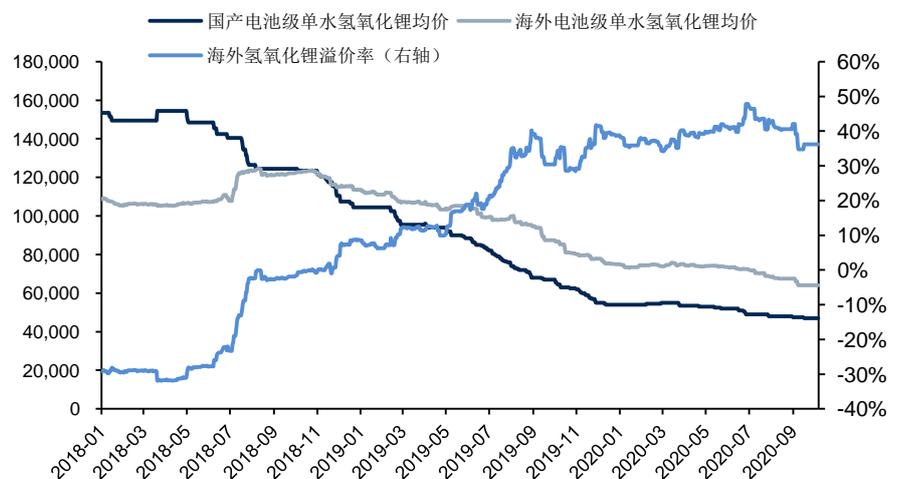


资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

电池级氢氧化锂产品更注重差异化，主要体现在：1) 电池级氢氧化锂各项指标要求上更加严格，Know-how 更加重要；2) 根据下游客户需求，产品性质仍有差异性；3) 目前高镍三元主要仍是海外客户，认证难度大，认证周期长。短期来看氢氧化锂的供给壁垒较高。在目前工艺体系下，矿石生产高品质氢氧化锂是主要路径，因此具备矿山资源的企业更具备竞争力。

从价格来看，目前海外电池级氢氧化锂均价比国产电池级氢氧化锂均价要高出35%以上。国内国外价格出现这么大的差距主要在于，氢氧化锂主要都是销售给海外的电池厂或者车企，价格更具有参考意义，以赣锋锂业来举例，2019年公司氢氧化锂产品出口占比达到60-70%，而今年这一比例甚至会更高。相反地对于碳酸锂来说，国内市场报价更具有参考意义，国产电池级碳酸锂出口占比比较低。综上，电池级氢氧化锂由于存在差异化竞争的优势，单位利润更高。

图 52：海外电池级氢氧化锂销售价格相比国内溢价率超过 35%（含税价，元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

## 稀土：商品价格回调，四季度密切关注收储动态

稀土主流品种是氧化镨钕、氧化镝和氧化铽。这三个品种的价格代表稀土品种价格波动的趋势。百川数据统计，2019年国内氧化镨钕产量5.12万吨，同比略有增长；氧化镝产量2016吨，氧化铽产量370.5吨，两者产量同比都出现大幅度下滑，其中主要原因是去年5月份缅甸封关导致国内中重稀土资源供应减少。另外从平衡表来说，2019年氧化镨钕还是处于过剩的状态，氧化镝过剩幅度收窄，氧化铽供需基本平衡。

表 7：2018-2019 年镨钕镝铽月度产量

月度	氧化镨钕产量			氧化镝产量			氧化铽产量		
	2018 年	2019 年	增减	2018 年	2019 年	增减	2018 年	2019 年	增减
01 月	4150	4237	87	298	166	-132	57	32	-25
02 月	3789	3353	-436	252	135	-117	43	22	-21
03 月	4475	4339	-136	321	156	-165	58	30	-28
04 月	4495	4391	-104	313	178	-135	56	32	-24
05 月	4086	4082	-4	288	182	-106	50	39	-11
06 月	3950	4443	493	185	166	-19	32	28	-4
07 月	5102	4370	-732	240	165	-75	34	29.5	-4.5
08 月	4417	4361	-56	195	165	-30	27	26	-1
09 月	4277	4478	201	172	185	13	23.5	31	7.5
10 月	4335	4019	-316	146.5	182	35.5	23	33	10
11 月	4100	4428	328	130.5	171	40.5	21	35	14

12月	3850	4651	801	146	165	19	25	33	8
合计	51026	51152	126	2687	2016	-671	449.5	370.5	-79

资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

### 氧化镨钕：9月供需稍显过剩，价格有所回调

今年随着国内疫情的爆发，国内稀土冶炼分离企业有一半左右停产，造成镨钕产量下降40-50%，而下游加工企业产量也受到40-50%的影响，但是下游企业复工较快，所以3月份下游企业开始补库的时候镨钕价格也略有上涨，3-4月份镨钕价格在小范围内波动，前段时间镨钕价格虽然是降到25万元左右的位置，但是市场上现货少，因为2月份有一半的产量减少，加上国内终端需求恢复得比较快，所以导致全面复产复工后镨钕在现货市场上基本上是买不到的。另外8月份受到洪水的影响，四川乐山两大镨钕生产企业短期内难以复工，加剧了镨钕原本供应紧张的趋势，氧化镨钕在8月涨到了年内的高点。但是进入9月氧化镨钕供需仍显过剩，现货流通市场开始价格竞争，价格有所回调，中国稀土行业协会10月12日报价32.30万元/吨。

### 氧化镧和氧化铈：受终端采购影响，价格跟随镨钕回落

实际上最近几年国内中重稀土生产成本有比较明显的提升，以前中国私矿开采泛滥的时候，生产成本较低，但是在国家严厉打击“黑稀土”开采之后，很多企业转移到国外去探矿和生产，比如缅甸离子型稀土矿，导致成本提升。另外从需求角度来说，国内高端钕铁硼磁材产能受益于新能源汽车等终端领域需求的提升，产能仍处于扩张周期，这些高性能订单消耗的氧化镧和氧化铈等中重稀土金属的规模也在持续提升。综上国内镧铈基本面呈现出成本有增加、产量有下降、需求有增长的发展格局。但是从短期的角度来看，镨钕的采购回落也导致镧铈等产品联动影响，氧化镧价格回落明显，氧化铈价格小幅回调。

### 中长期价格判断：氧化镨钕 28 万，氧化镧 200 万以上，氧化铈 450 万以上

目前国内氧化镨钕还是处于供需过剩的格局，随着海外轻稀土冶炼分离产能的逐步投产，国内的产品需要参与国际市场的竞争，比如 Lynas 现在主要生产的是镨钕镧铈，Lynas 镨钕和国内的镨钕是有竞争的，中国也在不断上调轻稀土指标的数据，未来氧化镨钕的供应量还是会有所增加的，价格可能维持在28万元/吨上下。相比之下，镧铈价格有比较大的上涨空间，首先是基本面维持供需偏紧格局，其次中重稀土作为中国独家供应的品种，国家也有保护这部分珍贵资源的意识，所以国家在重稀土开采和冶炼指标也一直没有上调，另外国储局在考虑收储的时候，也会重点考虑中重稀土的品种。进入四季度，稀土行业受外界因素影响有可能会增多，集团检修减产以及收储新进展都可能对市场产生提振作用，保持紧密关注。

**表 8：“十三五”期间稀土收储情况统计**

时间	批次	数量/价格	氧化镨	氧化钕	氧化镨钕	氧化铈	氧化镧	氧化铈	氧化钕	氧化铈	氧化钕	氧化铈	合计
2016.04.15	第一批商储	数量(吨)								300		700	1000
2016.05.31	第二批商储	数量(吨)			1250	46	250	54					1600
2016.08.31	第三批商储	数量(吨)	260	330	750	214	580	216	200	50			2600
2016.12.13	第一批国储	价格(万元/吨)	32.31	25.59	25.33	287.72	125.03	42.2	17.11	429.7	2.45		
		数量(吨)	5	45	流标	流标	280	60	330	16	670		1406
2017.01.19	第二批国储	价格(万元/吨)			26	300	125	45					
		数量(吨)			1300	95	440	80					1915
2017.03.28	第三批国储	价格(万元/吨)		27		310	125	50					
		数量(吨)		220		178	450	170					1018
2017.05.27	第四批国储	价格(万元/吨)		28.5	29.5	350	125	57	19	521	2.6		
		数量(吨)		250	流标	流标	520	200	300	35	330		1635
合计		数量(吨)	265	845	3300	533	2520	780	1130	101	1700	11174	

资料来源：安泰科、国信证券经济研究所整理

## 推荐标的

**推荐标的：紫金矿业、云南铜业、赣锋锂业、中国宏桥、索通发展、山东黄金**

**紫金矿业：**有色板块核心标的，2019年矿产金产量40.83吨，矿产铜产量36.99万吨，矿产锌产量37.41万吨，多元化的产品组合提升公司抗风险能力。公司作为大型跨国矿业集团，目前在国内14个省（区）和海外11个国家拥有重要矿业投资项目，在产项目8个全部实现盈利，在建项目3个都以自主设计建设为主，未来三年将显著放量。

**云南铜业：**铜板块核心标的，2019年铜精矿产量8.5万吨，阴极铜产量111.5万吨。公司铜资源储量丰富。截止至2020年6月底，公司保有矿石量11.33亿吨，铜金属量475.05万吨，铜平均品位0.42%。公司阴极铜年产能已经达到130万吨，国内三大冶炼基地形成稳定的产业格局，包括：依托云南省铜资源优势，形成以西南铜业为主的西南冶炼基地；依托内蒙、外蒙的铜资源和港口交通枢纽优势，形成以赤峰云铜为主的北方冶炼基地；依托秘鲁及其他海外铜资源和港口交通枢纽优势，形成以东南铜业为主的华东冶炼基地。

**中国宏桥：**全球电解铝行业龙头，拥有646万吨电解铝产能指标。公司最大的优势在于形成“铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工”全产业链配套。公司参股几内亚丰富的铝土矿资源，打通了几内亚到中国沿海工厂的远洋联运通道，铝土矿保障能力强；氧化铝产能可以100%自给，多余产量外销，成为国内氧化铝市场重要的供应商；拥有庞大的燃煤发电机组，组建了区域独立电网，发电成本长期低于行业水平，云南水电铝项目投产将会进一步降低单位用电成本，提高清洁能源比例。公司在山东滨州建立了世界上最大的“氧化铝-电解铝-铝加工”产业集群，与下游加工企业紧密合作，规模效益显著。

**索通发展：**国内商用预焙阳极龙头，目前行业处于产能出清的阶段，公司凭借显著的成本优势，产能实现逆势扩张，未来3-5年总产能有望提升至400-500万吨，商用领域市占率提升至40-50%，提升对上下游企业的定价权。

**赣锋锂业：**氢氧化锂龙头，年底有5万吨新产能投产，届时将成为全球第一大氢氧化锂生产商。氢氧化锂为高镍三元材料的必然选择，产品毛利率高于其它锂盐产品，赛道进入有门槛；近十年公司均在行业底部扩张，今年开始迎来收获期。另外公司在电池领域布局卓有成效，TWS纽扣电池产能逐步释放，呈现供不应求的状态

**山东黄金：**黄金板块龙头标的，2019年矿产金产量40.12吨，业绩对黄金价格有高弹性。

## 风险提示

- (1) 宏观经济超预期下行；
- (2) 中美关系恶化导致商品价格波动有较大不确定性；
- (3) 供给增加超预期。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032