

低配明显缓解，结构上锂钴铜增黄金降

——有色金属行业 20Q4 基金持仓观察

强于大市（维持）

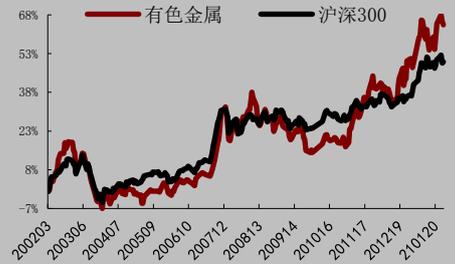
日期：2021 年 01 月 28 日

我们基于 Wind 统计的截至 2021 年 1 月 27 日个股机构投资者明细，梳理了有色板块 2020 年四季度公募基金持仓情况，主要结果如下：

投资要点：

- **有色持仓占比提升 1pct，低配明显缓解，不过基金持仓占比绝对水平仍处历史较低位置。**2020Q4 有色行业基金持仓市值约 745 亿元，持仓市值环比增加约 337 亿元，环比+82.4%，基金持仓占比提升 1.02pct 至 2.73%。据我们测算，自 2018 年以来，有色板块持续处于低配状态；进入 2019 年，低配情况持续改善，2020Q4 低配收窄至 0.39%，相较 2020Q3 提升 0.48pct，低配情况明显缓和，但基金持仓占比绝对水平仍处历史较低位置。
- **锂钴为主要重仓板块，铜次之，金下降：**细分板块中，2020Q4 能源金属（锂钴）板块持仓市值增长显著，环比翻 2 倍，超越铜板块成为基金第一重仓板块；铜板块持仓市值延续上涨，环比增长 57%；铝板块持仓市值有所增加；黄金持仓下降幅度高达 49%。持仓前十，赣锋锂业（221.3 亿元）、紫金矿业（200.7 亿元）、华友钴业（123.8 亿元）、西部超导（25.9 亿元）、雅化集团（18.7 亿元）、洛阳钼业（16.0 亿元）、寒锐钴业（14.7 亿元）、天齐锂业（12.5 亿元）、赤峰黄金（11.7 亿）、山东黄金（9.6 亿）。
- **钴锂铜、钛材获显著增仓，黄金板块配置回落：**钴锂铜、金属材料中钛材板块是机构增仓较多的板块，增仓前 10 为华友钴业、赣锋锂业、盛新锂能、西部矿业、雅化集团、寒锐钴业、洛阳钼业、宝钛股份、明泰铝业、方大炭素；黄金板块配置回落，减仓前 10 为山东黄金、中金黄金、云海金属、银泰黄金、天齐锂业、格林美、索通发展、盛达资源、江西铜业、有研新材。
- **持股集中度提升，但前三持仓市值公司并不稳定，重在周期和经营变化：**基金持股集中度，Top3 由 2019Q1 的 33.9% 上升至 2020Q4 的 73.2%，头部持仓集中效应愈发显著；但 2018 年以来前三持仓市值对应上市公司并不稳定，有色行业上市公司业务可比性差，强者未必恒强，重点在于周期波动和自身经营变化。
- **投资建议：**新能源和工业双星闪耀，金属价格表现持续印证我们年度策略关于“新一轮景气可持续”的判断。有色板块机构关注度和投资力度明显提升，合力行业持续景气和相关公司业务增长，有望凝聚更大共识，我们维持年度策略观点，有色板块估值具备吸引力，周期上行和企业业务增长、能力提升提供推力，看好有色板块 2021 年相对和绝对收益，顺周期推荐相关成长性公司，重点在锂钴、铜板块，关注稀土价值和弹性机会。
- **风险提示：**金属价格大幅下跌，供需格局恶化，通胀表现不如预期

有色金属行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2021 年 01 月 27 日

相关研究

万联证券研究所 20210122_有色金属行业专题系列研究之靶材——国内需求高增、国产替代加速，蓄势待发

万联证券研究所 20201216_有色金属行业 2021 年年度投资策略报告_新一轮景气可持续，与时迁移把握成长

分析师：夏振荣

执业证书编号：S0270520090002

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

研究助理：阮鹏

电话：18275035519

邮箱：ruanpeng@wlzq.com.cn

目录

1、有色持仓占比显著提升，低配明显缓解.....	3
2、锂钴为主要重仓板块，铜次之，金下降.....	3
3、钴锂铜、钛材获显著增仓，黄金板块配置回落.....	4
4、持仓集中效应持续加强.....	5
5、投资建议.....	6
6、风险因素.....	7
图表 1：20Q4 基金持仓提升，低配情况缓解.....	3
图表 2：2018 年以来有色分板块基金持仓情况（亿元）.....	3
图表 3：2020Q4 有色板块基金重仓 Top10	4
图表 4：2020Q4 有色板块加仓 Top10	4
图表 5：2020Q4 有色板块减仓 Top10	5
图表 6：有色板块基金持仓越发集中	5
图表 7：2018 年以来有色行业持仓前三变化.....	5

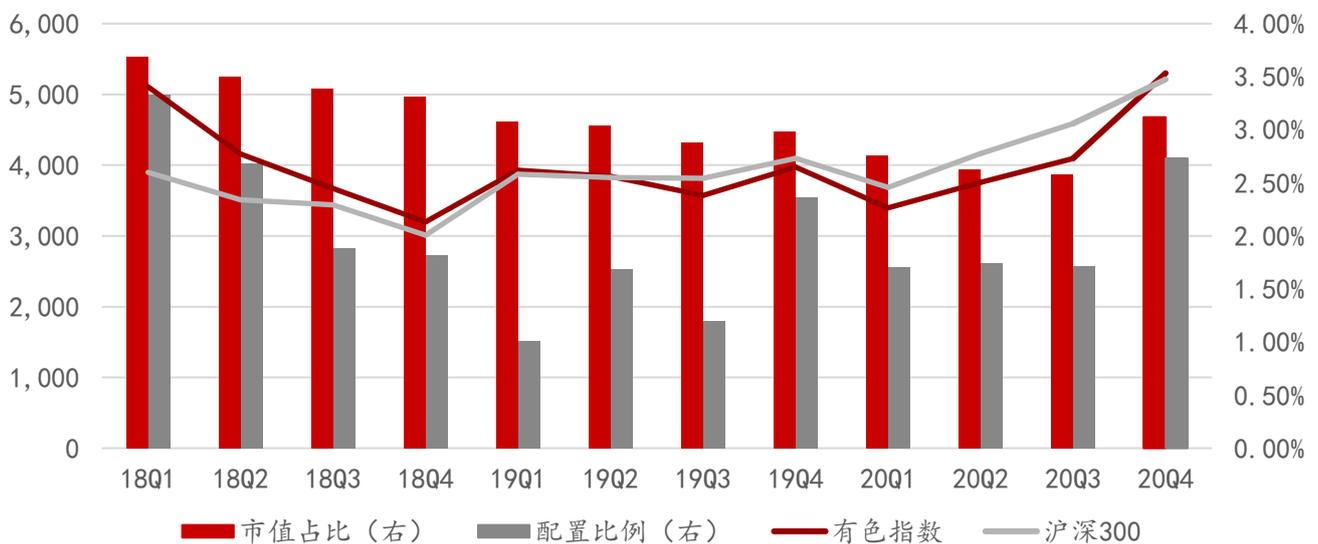
我们基于Wind统计的截至2021年1月27日个股机构投资者明细，梳理了有色板块2020年四季度公募基金持仓情况。鉴于多数公司经营涉及多品种、多环节，有色上市公司所属细分板块来自我们研究判断，主要结果如下：

1、有色持仓占比显著提升，低配明显缓解

有色持仓占比提升1pct，低配明显缓解，不过基金持仓占比绝对水平仍处历史较低位置。2020Q4有色行业基金持仓市值约745亿元，持仓市值环比增加约337亿元，环比+82.4%，基金持仓占比提升1.02pct至2.73%。

据我们测算，自2018年以来，有色板块持续处于低配状态；进入2019年，低配情况持续改善，2020Q4低配收窄至0.39%，相较2020Q3提升0.48pct，低配情况明显缓和，但基金持仓占比绝对水平仍处历史较低位置。

图表1：20Q4基金持仓提升，低配情况缓解



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、锂钴为主要重仓板块，铜次之，金下降

有色主要细分板块中，2020Q4能源金属（锂钴）板块持仓市值增长显著，环比翻2倍，超越铜板块成为基金第一重仓板块；铜板块持仓市值延续上涨，环比增长57%；铝板块持仓市值有所增加；黄金持仓下降幅度高达49%。

图表2：2018年以来有色分板块基金持仓情况（亿元）

细分板块	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	趋势
金	20	32	13	70	30	110	35	68	43	100	62	32	↓
铜	41	66	14	57	11	70	19	179	74	139	145	228	↑
铝	12	27	13	28	11	27	7	29	7	21	12	20	↑
其他工业金属	20	37	8	20	8	23	10	18	7	14	12	11	↑
能源金属	229	239	118	62	37	60	64	214	106	222	130	397	↑
金属非金属新材料	6	24	2	13	3	15	11	33	13	26	34	34	↑
其他	13	25	8	17	10	31	7	36	9	33	13	24	↑

资料来源：Wind，万联证券研究所

2020Q4机构持仓市值居前的有色个股分别为赣锋锂业(221.3亿元)、紫金矿业(200.7亿元)、华友钴业(123.8亿元)、西部超导(25.9亿元)、雅化集团(18.7亿元)、洛阳钼业(16.0亿元)、寒锐钴业(14.7亿元)、天齐锂业(12.5亿元)、赤峰黄金(11.7亿)、山东黄金(9.6亿);重仓股涨幅,雅化集团、华友钴业、天齐锂业、赣锋锂业居前,洛阳钼业、寒锐钴业、紫金矿业居中,赤峰黄金、山东黄金靠后,代表能源金属、铜、黄金板块走势。

图表3: 2020Q4有色板块基金重仓Top10

代码	公司	持股市值(亿元)	持股数量(万股)	当季持股变动(万股)	股价变动
002460.SZ	赣锋锂业	221.3	21,867	4,023	87%
601899.SH	紫金矿业	200.7	216,092	-1,517	51%
603799.SH	华友钴业	123.8	15,614	13,245	129%
688122.SH	西部超导	25.9	3,262	-230	36%
002497.SZ	雅化集团	18.7	8,515	3,682	132%
603993.SH	洛阳钼业	16.0	25,530	10,699	68%
300618.SZ	寒锐钴业	14.7	1,544	731	55%
002466.SZ	天齐锂业	12.5	3,191	-1,362	98%
600988.SH	赤峰黄金	11.7	6,520	-144	2%
600547.SH	山东黄金	9.6	4,046	-5,207	-7%

资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、钴锂铜、钛材获显著增仓, 黄金板块配置回落

增仓方面, 钴锂铜、金属材料中钛材板块是机构增仓较多的板块, 增仓市值前10分别为华友钴业、赣锋锂业、盛新锂能、西部矿业、雅化集团、寒锐钴业、洛阳钼业、宝钛股份、明泰铝业、方大炭素, 所在板块以锂钴为主。

图表4: 2020Q4有色板块加仓Top10

公司	板块	持仓市值(亿元)	持仓数量(万股)	持股变化(万股)	区间成交(亿元)
华友钴业	能源金属	123.8	15,614	13,245	69.9
赣锋锂业	能源金属	221.3	21,867	4,023	30.8
盛新锂能	能源金属	8.7	3,557	3,557	6.6
西部矿业	铜	9.0	7,309	5,195	6.3
雅化集团	能源金属	18.7	8,515	3,682	5.5
寒锐钴业	能源金属	14.7	1,544	731	5.4
洛阳钼业	铜	16.0	25,530	10,699	5.2
宝钛股份	钛材	6.5	1,242	917	3.6
明泰铝业	铝	4.0	2,828	2,613	3.6
方大炭素	石墨及炭素	4.5	6,377	5,223	3.5

资料来源: Wind, 万联证券研究所

减仓方面, 黄金板块配置回落, 本季度减仓居前的标的为山东黄金、中金黄金、云海金属、银泰黄金、天齐锂业、格林美、索通发展、盛达资源、江西铜业、有研新材。

图表5：2020Q4有色板块减仓Top10

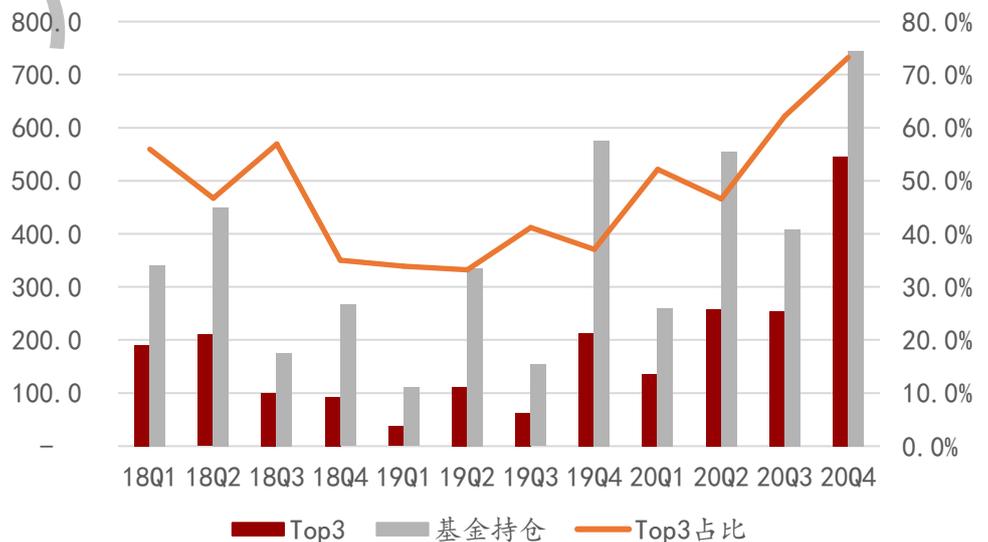
公司	板块	持仓市值 (亿元)	持仓数量 (万股)	持股变化 (万股)	区间成交 (亿元)
山东黄金	金	9.6	4,046	-5,207	-12.8
中金黄金	金	2.5	2,862	-6,428	-6.1
云海金属	铝	2.4	1,841	-4,297	-5.0
银泰黄金	金	2.0	2,365	-4,630	-4.5
天齐锂业	能源金属	12.5	3,191	-1,362	-3.8
格林美	能源金属	5.7	8,143	-6,444	-3.7
索通发展	预焙阳极	0.5	377	-2,312	-3.6
盛达资源	多金属	4.7	2,949	-1,896	-2.9
江西铜业	铜	1.0	511	-1,336	-2.6
有研新材	靶材	0.0	1	-1,614	-2.4

资料来源：Wind，万联证券研究所

4、持仓集中效应持续加强

2019年以来，公募基金有色板块持仓前三位的市值占比，由2019Q1的33.9%上升至2020Q4的73.2%，头部持仓集中效应愈发显著，赣锋锂业、紫金矿业、华友钴业三家大象起舞。

图表6：有色板块基金持仓越发集中



资料来源：Wind，万联证券研究所

虽然持仓集中度提升，但有色行业上市公司业务可比性不强，2018年以来前三持仓市值对应上市公司并不稳定，强者未必恒强，重点在于周期波动和自身经营变化。

图表7：2018年以来有色行业持仓前三变化

排名	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
1	天齐 锂业	天齐 锂业	天齐 锂业	山东 黄金	山东 黄金	山东 黄金	华友 钴业	紫金 矿业	紫金 矿业	赣锋 锂业	紫金 矿业	赣锋 锂业

2	华友 钴业	华友 钴业	华友 钴业	紫金 矿业	天齐 锂业	紫金 矿业	山东 黄金	华友 钴业	赣锋 锂业	紫金 矿业	赣锋 锂业	紫金 矿业
3	赣锋 锂业	紫金 矿业	寒锐 钴业	天齐 锂业	中金 黄金	银泰 黄金	寒锐 钴业	赣锋 锂业	山东 黄金	山东 黄金	山东 黄金	华友 钴业

资料来源: Wind, 万联证券研究所

5、投资建议

新能源和工业双星闪耀,金属价格表现持续印证我们年度策略关于“新一轮景气可持续”的判断。有色板块机构关注度和投资力度明显提升,合力行业持续景气和相关公司业务增长,有望凝聚更大共识,我们维持年度策略观点,有色板块估值具备吸引力,周期上行和企业业务增长、能力提升提供推力,看好有色板块 2021 年相对和绝对收益,顺周期推荐相关成长性公司。具体而言:

1、未来 2 年锂周期温和复苏, 2023 年起或加速向上:我们逐一分析汇总全球锂资源和锂盐加工项目,发现由于产能普遍退出和开工不满、投资不足的影响,未来 5 年产量预计按年增 12%,需求量则受益于电动车加速渗透按年增 24%。当前需求已达成成本项目产量,22 年需求达到中低成本项目 45.7 万吨碳酸锂产能,锂周期将温和复苏,22 年前锂盐价格涨幅或在 30%左右;23 年起全行业供需关系逆转,锂周期或加速向上。全球新能源车产业链确定性高增,锂周期见底向上,重点推荐掌握锂资源和锁定锂资源包销企业,并重点关注相关能源金属及金属材料标的。

2、未来 2 年铜矿新增产能小高峰有望平滑:2016 年以来铜企资本开支持续处于低位,2021-2022 年全球矿产铜新增产能迎来一轮超经济增长小高峰,产能投放角度可能确实并不支持商品价格的中期上涨;但在行业整体供需错配、通胀预期上行背景下,铜矿新增产能小高峰有望平滑,铜价中期有支撑,短期受益于低位库存。

3、有色行情扩散,由工业和能源金属至稀土:稀土板块,国内配额、国外开发和冶炼能力不足,供给刚性,需求端新能源汽车、风电、家电能耗标准提升等持续发酵,本轮稀土价格无收储预期背景下上涨,更多由基本面支撑,预计持续性较强,弹性和价值机会具存。考虑稀土业务占比、价格弹性、所处业务环节,相关公司预计继续表现。

4、电解铝高盈利或维持,长期格局改善:受复产和新投产影响,21 年电解铝平均运行产能相比 20 年增长 8.4%,供给端确实有一定压力;从成本端看,虽然目前氧化铝价格处于国内高成本产能成本区间,但氧化铝过剩格局没有改变,价格缺乏上行基础,预计氧化铝价格以稳为主,电解铝高位盈利能力应无忧。特别是 2021 年后,电解铝产能封顶,供给端氧化铝资源相对而言本身并不稀缺、全球低成本竞争持续进行,电解铝冶炼在铝产业链中更具话语权,行业格局改善,高盈利能力有望长期维持。

5、黄金慢牛斜率预计进一步拉平:金价的中期核心影响因素是美元实际利率,二者在年度和季度时间维度上呈现比较显著的反向关系。在美国和全球经济缓慢复苏的预期之下,预计美元实际利率上行概率和空间大于下行,2020 年下半年以来美国实际利率低位震荡,综合看黄金的胜率与赔率、收益分散和避险价值均有疑虑,金价慢牛行情斜率预计进一步拉平。

6、风险因素

风险提示：金属价格大幅下跌，供需格局恶化，通胀表现不如预期

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场