

有色金属行业春季调研系列一：

——中期供需错配，关注节后去库存进度

行业评级：增持

报告日期：2021-03-04

主要观点：

● 报告导读：

春节过后，我们走访了7家大型有色金属商贸企业，覆盖铜、铝、钴、镍、锡等细分领域，发现：中期看，供需错配现象依旧存在；长期看，在碳中和及碳达峰的政策预期背景下，有色金属子行业景气度或将不断提升。

● 近期价格表现复盘：

年初至今，主要工业金属价格中，LME铜、铝、锡分别上涨16.06%、13.38%、9.11%，锌、铅、镍下跌0.61%、1.09%、0.55%；SHFE铜、铝、锡、镍、铅、锌均出现不同程度的上涨，涨幅分别为14.27%、12.21%、11.02%、1.78%、0.40%、0.31%。

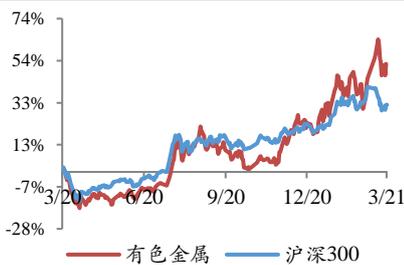
● 铜：疫情对供给端的扰动影响正在减弱，国内消费整体平稳，出口订单需求景气度较强。

供给端，海外疫情对矿石运输的干扰影响正在逐渐减弱。**需求端**，新能源对于铜需求的增长较快是明确的，但是目前对铜的边际消费增量的贡献并不显著。根据我们的测算，预计2025年全球新能源汽车产量为1230万辆，对应用铜需求约为123万吨，2020年至2025年总用铜量增加约93万吨。**冶炼加工端**，国内冶炼产能过剩较为明显，为近一步抢占有限的市场，各家铜加工企业不断压低铜加工费。我们调研了解到，目前铜加工企业亏损情况较为严重，行业或进入存量洗牌阶段。目前高铜价抑制了部分的终端订单需求；而长期看，中国的铜市场相对平稳，短期内不存在爆发性的需求增长，但也不会出现明显的降低。随着铜进入二季度需求旺季，我们预计铜价或将企稳反弹。

● 铝：电解铝产能上限叠加氧化铝产能持续释放，以及轻量化催生新能源汽车对于铝合金需求，电解铝行业继续维持高利润已成市场共识。

受2017年以来供给侧改革影响，以及在下游消费需求持续向好背景下，铝厂生产产能利用率接近饱和。**关于碳中和对铝行业的影响**，市场认为企业会在碳中和政策背景下优化产品性能及结构，进而做出减碳的贡献。与铜终端市场情况类似，铝的终端需求企业对铝等的原材料价格敏感度较低，目前仍按照原定生产计划开展生产活动。**关于废铝市场**，2020年国内废铝开启增长周期，预计每年增长60-70万吨；国内每年进口废料数量都有所增加。市场预计短期内废铝进口政策或将趋于严格，海外废铝供给增量或低于往年。**氧化铝方面**，海内外氧化铝产能过剩现象较为严重，其中海外氧化铝品质以及生产成本都优于国内，并且氧化铝产能释放以及生产周期均明显短于电解铝的生产，氧化铝产能过剩的现状短期难以改变。

行业指数与沪深300走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

电话：18019001956

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

电话：13777083119

邮箱：wengjm@hazq.com

相关报告

1. 供需趋紧，继续看涨商品价格 2021-02-28
2. 就地过年对有色金属行业影响几何？ 2021-02-09
3. 流动性预期波动制约工业金属价格，能源金属继续强势 2021-01-31

● 钴：南非物流为短期钴价上涨的核心矛盾

供给端：钴矿原产地以及原料中转地主要集中在南非，南非疫情扰动影响依旧存在。伴随 2021 年上半年进入冬季，叠加疫苗接种进展缓慢，钴原料供给紧张或将继续刺激钴价上涨。**需求端：**1) 海国内电钴企业采购量与正常采购水平相比整体偏弱，而海外对金属钴以及合金类产品订单数量逐渐增加，预计欧美高温合金生产活动或已逐渐恢复正常。2) 除了电钴外，四氧化三钴的需求较强，2020 年全年需求至少比 2019 年增加 5000 吨。**库存方面，**无锡盘钴库存水平较高，但是受到以下三方面的因素影响，未来几个月去库存或成为大概率事件：1) 上游冶炼厂出现减停产金属钴的情况；2) 部分生产中的金属钴或将用于国储交储；3) 进口钴向国内市场投放数量有限。

● 锡：供需紧张，继续看好锡价上涨

矿石供应端，矿山无法正常开采导致供应端偏紧。锡矿主要来源于缅甸、澳大利亚、印度和内蒙古等国，其中，内蒙古维拉斯托矿区方面，由于目前探转采手续办理处于停滞状态，暂无法如期投产；缅甸方面，由于矿区开采技术落后，破坏性开采导致资源面临枯竭的问题切实存在。综上，预计今年全球主要锡矿供给紧张，且短时间内较难恢复正常生产。**加工端，**2020 年由于疫情影响，海外矿石产能利用率不高，导致国内冶炼厂得不到充分的矿石供应，普遍加工费无法覆盖成本，一定程度导致冶炼厂的加工动力不足。与此同时，锡需求没有减少并且玻璃、PVC、电子、光伏等产业方面仍存在较大增量，锡价或将继续得到有效支撑。

● 投资建议

- ✓ 铜铝板块：建议关注紫金矿业、江西铜业、云铝股份、神火股份等；
- ✓ 能源金属板块：建议关注华友钴业、赣锋锂业、洛阳钼业、寒锐钴业、盛屯矿业等。

● 风险提示

下游需求不及预期；海外矿山供给超预期释放产能；全球疫情反复。

正文目录

1 铜	5
2 铝	7
3 镍	10
4 钴	10
5 锡	11
风险提示:	11

图表目录

图表 1 2016-2021 春节前后国内铜显性库存周度变化 (万吨)	5
图表 2 2016-2021 春节前后三大交易所显性库存周度变化 (万吨)	5
图表 3 锻造的铜及铜材进口数量 (万吨)	6
图表 4 废铜进口数量 (万吨)	6
图表 5 铜矿砂及其精矿进口数量 (万吨)	6
图表 6 电线电缆企业总产能及整体开工率 (万吨, %)	6
图表 7 铜管企业总产能及整体开工率 (万吨, %)	6
图表 8 铜板带箔企业产能及整体开工率 (万吨, %)	6
图表 9 LME 铜及铜加工费	7
图表 10 全球新能源汽车产量 (万吨)	7
图表 11 全球新能源汽车用铜量测算 (万吨, %)	7
图表 12 2016-2021 春节前后国内铝两大交易所库存周度变化 (万吨)	8
图表 13 废铝进口数量及同比变化 (万吨, %)	8
图表 14 未锻造的铝及铝材进口数量及同比变化 (万吨, %)	8
图表 15 电解铝产量及同比变化 (万吨, %)	9
图表 16 电解铝利润 (元/吨)	9
图表 17 2016-2021 春节前后国内镍两大交易所库存周度变化 (万吨)	10
图表 18 钴库存情况 (万吨)	10
图表 19 2016-2021 春节前后国内锡两大交易所库存周度变化 (百吨)	11

1 铜

疫情对供给端的扰动影响正在减弱，国内消费整体平稳，出口订单需求景气度较强。供给端，海外疫情对矿石运输的干扰影响正在逐渐减弱。需求端，新能源对于铜需求的增长较快是明确的，但是目前对铜的边际消费增量的贡献并不显著。根据我们的测算，预计2025年全球新能源汽车产量为1230万辆，对应用铜需求约为123万吨，2020年至2025年总用铜量增加约93万吨。冶炼加工端，国内冶炼产能过剩较为明显，为近一步抢占有限的市场，各家铜加工企业不断压低铜加工费。我们调研了解到，目前铜加工企业亏损情况较为严重，行业或进入存量洗牌阶段。目前高铜价抑制了部分的终端订单需求；而长期看，中国的铜市场相对平稳，短期内不存在爆发性的需求增长，但也不会出现明显的降低。随着铜进入二季度需求旺季，我们预计铜价或将企稳反弹。

图表 1 2016-2021 春节前后国内铜显性库存周度变化（万吨）

	春节前二周库存基数	春节前二周库存变化		春节前一周库存变化		春节期间库存变化		春节后一周库存变化		春节后二周库存变化		春节后三周库存变化		春节后四周库存变化		六周合计增幅
2016	63.17	4.77	8.16%	6.93	10.97%	8.56	12.21%	-3.09	-3.92%	2.91	3.85%	7.5	9.56%	3.86	4.49%	31.44
2017	62.33	0.42	0.68%	0.02	0.03%	8.89	14.25%	9.18	12.89%	5.31	6.60%	1.43	1.67%	3.9	4.48%	29.15
2018	62.43	1.64	2.70%	4.45	7.13%	5.54	8.28%	1.08	1.49%	2.32	-3.16%	5.49	7.71%	0.54	0.71%	21.06
2019	60.27	3.88	6.89%	4	6.64%	8.44	13.13%	-0.03	-0.04%	3.23	4.44%	3.31	4.36%	5.54	7.00%	28.37
2020	40.58	3.31	8.87%	2.1	5.18%	14.94	35.01%	5.95	10.32%	4.09	6.43%	1.41	2.09%	1.59	2.30%	33.39
2021E	49.26	-1.51	-6.77%	0.04	0.21%	0.46	2.19%	3.44	16.11%	3.94	15.89%	3.07	4.85%	1.12	1.69%	10.56

备注：该表为春节前2周、后4周的库存周度变化统计

周度变化百分比数据为环比数据

2021年库存基数选择2021年1月29日数据

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2016-2021 春节前后三大交易所显性库存周度变化（万吨）

	春节前二周库存基数	春节前二周库存变化		春节前一周库存变化		春节期间库存变化		春节后一周库存变化		春节后二周库存变化		春节后三周库存变化		春节后四周库存变化		六周合计增幅
2016	51.39	2.26	4.60%	1.59	3.09%	1.73	3.26%	-1.25	-2.29%	1.83	3.42%	3.58	6.48%	-1.11	-1.89%	8.63
2017	53.83	-1.12	-2.04%	-0.19	-3.05%	3.96	7.39%	4.89	8.48%	0.48	0.76%	-1.7	-2.70%	1.36	2.22%	7.68
2018	67.86	0.62	0.92%	4.66	6.87%	3.59	4.94%	3.57	4.43%	-0.45	-0.57%	4.01	5.08%	0.49	0.59%	16.49
2019	34.81	2.49	7.69%	2.06	5.92%	4.53	12.28%	-0.5	-1.22%	-0.46	-1.12%	-0.31	-0.77%	9.47	23.61%	17.28
2020	29.15	-0.69	-2.31%	8.6	29.49%	2.71	7.17%	4.71	11.65%	3.66	8.10%	6.86	14.04%	1.37	2.46%	27.22
2021E	20.85	-1.27	-2.51%	-0.5	-1.01%	0.4	0.82%	3.92	7.89%	4.22	7.94%	2.18	7.69%	0.46	1.51%	9.41

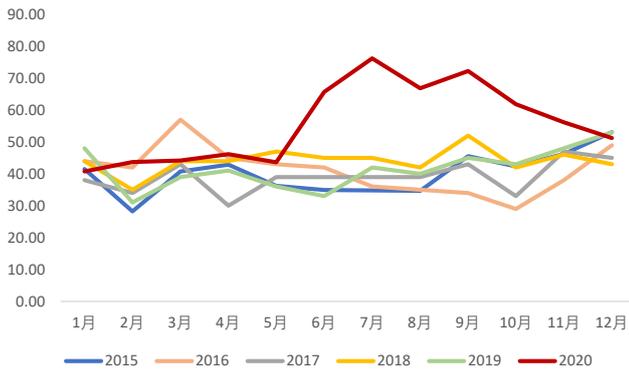
备注：该表为春节前2周、后4周的库存周度变化统计

周度变化百分比数据为环比数据

2021年库存基数选择2021年1月29日数据

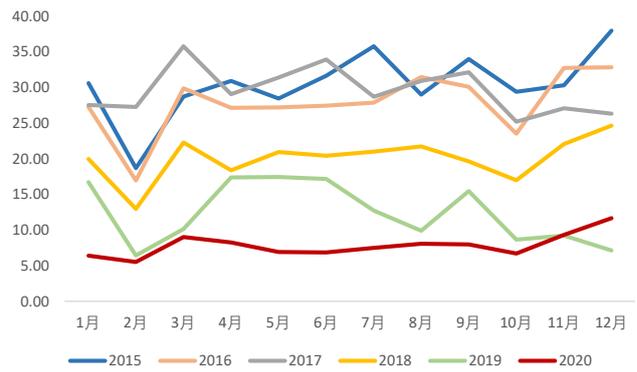
资料来源：wind，华安证券研究所

图表3 锻造的铜及铜材进口数量(万吨)



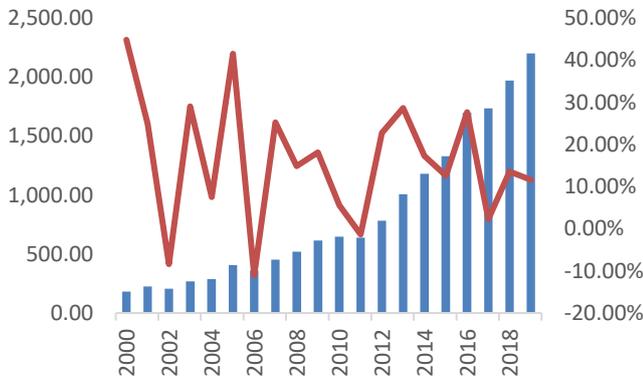
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 废铜进口数量(万吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 铜矿砂及其精矿进口数量(万吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 电线电缆企业总产能及整体开工率(万吨, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 铜管企业总产能及整体开工率(万吨, %)



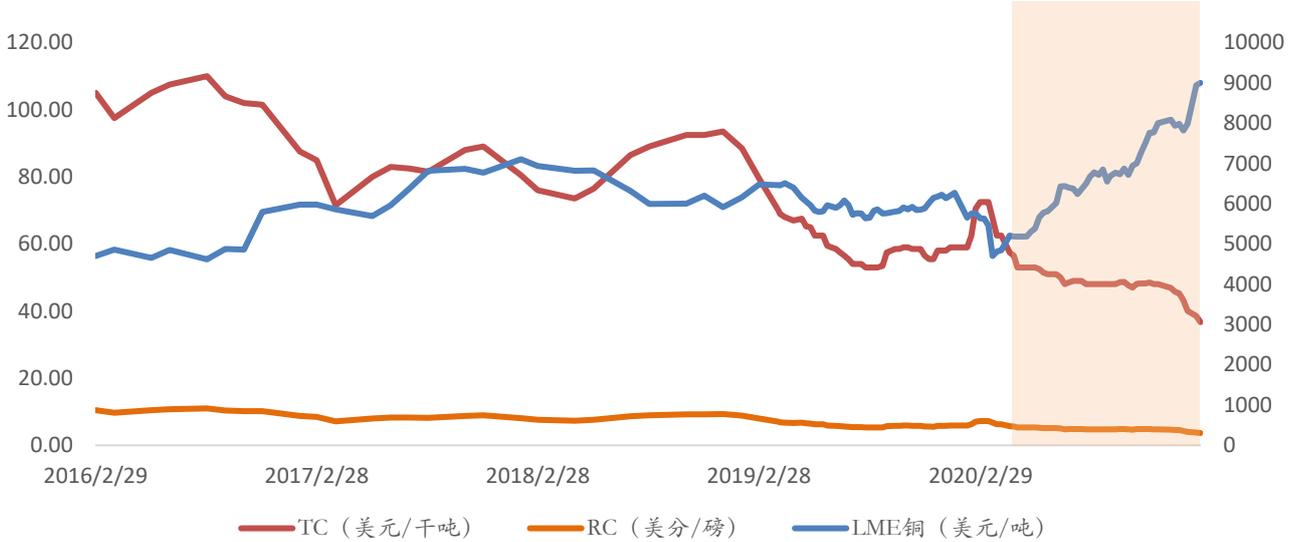
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 铜板带箔企业产能及整体开工率(万吨, %)



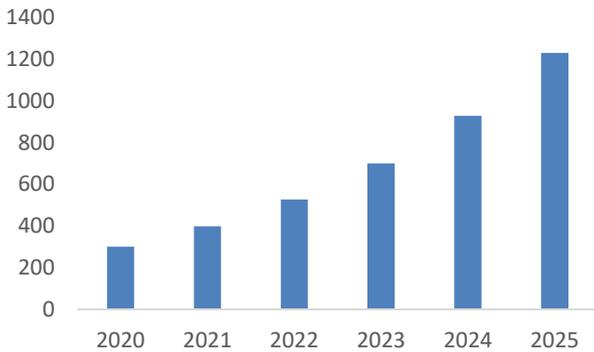
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 LME 铜及铜加工费



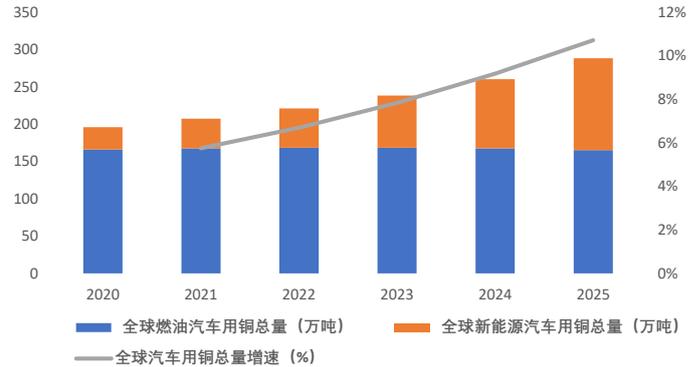
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 全球新能源汽车产量 (万吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 全球新能源汽车用铜量测算 (万吨, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 铝

电解铝产能上限叠加氧化铝产能持续释放, 以及轻量化催生新能源汽车对于铝合金需求, 电解铝行业继续维持高利润已成市场共识。受 2017 年以来供给侧改革影响, 以及在下游消费需求持续向好背景下, 铝厂生产产能利用率接近饱和。关于碳中和对铝行业的影响, 市场认为企业会在碳中和政策背景下优化产品性能及结构, 进而做出减碳的贡献。与铜终端市场情况类似, 铝的终端需求企业对铝等的原材料价格敏感度较低, 目前仍按照原定生产计划开展生产活动。关于废铝市场, 2020 年国内废铝开启增长周期, 预计每年增长 60-70 万吨; 国内每年进口废料数量都有所增加。市场预计短期内废铝进口政策或将趋于严格, 海外废铝供给增量或低于往年。**氧化铝方面**, 海内外氧化铝产能过剩现象较为严重, 其中海外氧化铝品质以及生产成本都优于国内, 并且氧化铝产能释放以及生产周期均明显短于电解铝的生产, 氧

化铝产能过剩的现状短期难以改变。

图表 12 2016-2021 春节前后国内铝两大交易所库存周度变化 (万吨)

	春节前二周库存基数	春节前二周库存变化	春节前一周库存变化	春节期间库存变化	春节后一周库存变化	春节后二周库存变化	春节后三周库存变化	春节后四周库存变化	六周合计增幅
2016	309.83	-3.17 -1.01%	-2.69 -0.87%	1.98 0.65%	-0.57 -0.19%	4.25 1.38%	9.55 3.05%	-2.67 -0.83%	6.68
2017	241.72	5.48 2.32%	-0.94 -0.39%	-1.48 -0.62%	1.72 0.72%	-1.86 -0.77%	-1.63 -0.68%	0.62 0.28%	1.97
2018	187.30	0.06 0.03%	2.79 1.49%	24.19 12.72%	2.27 1.06%	-0.68 -0.31%	8.17 3.79%	-2.37 -1.06%	34.43
2019	198.99	-0.16 0.08%	-0.1 -0.05%	1.44 0.72%	2.68 1.34%	0.35 0.18%	-1.9 -0.96%	-3.9 -1.99%	-6.95
2020	156.08	-4.38 -2.73%	-1.51 -0.97%	-0.04 -0.02%	0.33 0.21%	-2.74 -1.77%	-1.1 -0.72%	-0.35 -0.23%	-9.79
2021E	167.06	1.75 1.06%	0.01 -0.01%	-1.85 -1.11%	0.67 0.41%	0.17 0.10%	-1.4 -0.85%	-1.7 -1.04%	-2.37

备注：该表为春节前2周、后4周的库存周度变化统计
周度变化百分比数据为环比数据
2021年库存基数选择2021年1月29日数据

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 废铝进口数量及同比变化 (万吨, %)



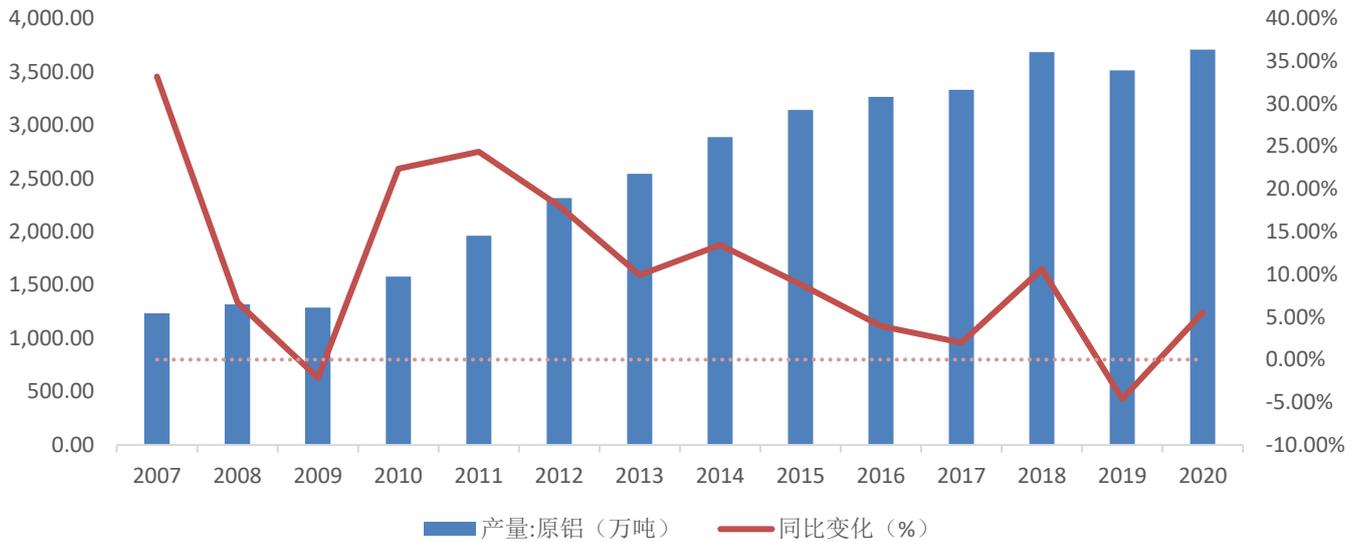
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 未锻造的铝及铝材进口数量及同比变化 (万吨, %)



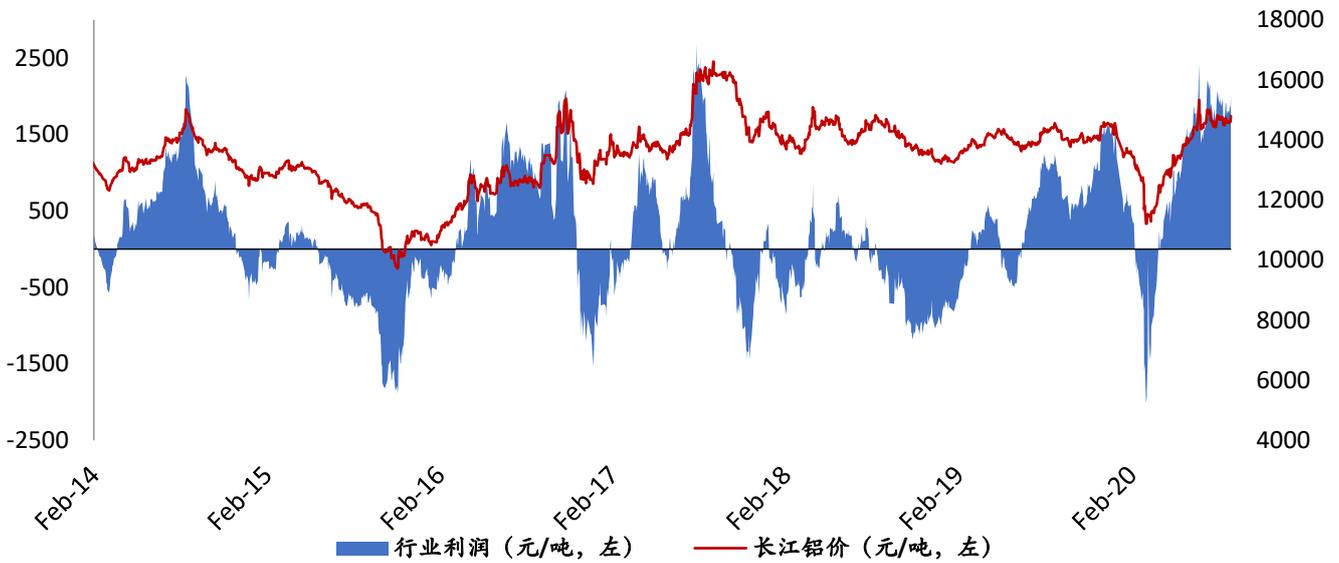
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 电解铝产量及同比变化 (万吨, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 电解铝利润 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 镍

图表 17 2016-2021 春节前后国内镍两大交易所库存周度变化 (万吨)

	春节前二周库存基数	春节前二周库存变化	春节前一周库存变化	春节期间库存变化	春节后一周库存变化	春节后二周库存变化	春节后三周库存变化	春节后四周库存变化	六周合计增幅
2016	50.91	-0.13 -0.25%	0.77 -1.51%	-0.28 -0.57%	0.7 1.40%	-0.88 -1.75%	-0.57 -1.14%	1.55 3.17%	-0.38
2017	46.16	0.02 0.04%	0.93 2.02%	0.01 0.02%	-0.01 -0.03%	-0.32 -0.68%	0.13 0.27%	-0.22 -0.48%	0.54
2018	40.98	-0.87 -2.09%	1.15 -2.80%	-0.64 -1.60%	-0.24 -0.62%	-0.65 -1.66%	-0.75 -1.95%	-0.08 -0.20%	-4.38
2019	21.55	0.04 0.17%	0.12 -0.56%	-0.15 -0.71%	-0.15 -0.70%	-0.35 -1.64%	-0.27 -1.31%	-0.15 -0.74%	-1.15
2020	21.94	1.14 5.48%	0.98 4.48%	1.3 5.22%	0.77 3.21%	1.18 4.72%	0.97 3.72%	-0.09 -0.35%	6.25
2021E	26.26	0.05 0.19%	0.02 -0.08%	0.06 0.25%	-0.03 -0.10%	0.17 0.63%	-0.54 -2.18%	-0.08 -0.33%	-0.39

备注：该表为春节前2周、后4周的库存周度变化统计

周度变化百分比数据为环比数据

2021年库存基数选择2021年1月29日数据

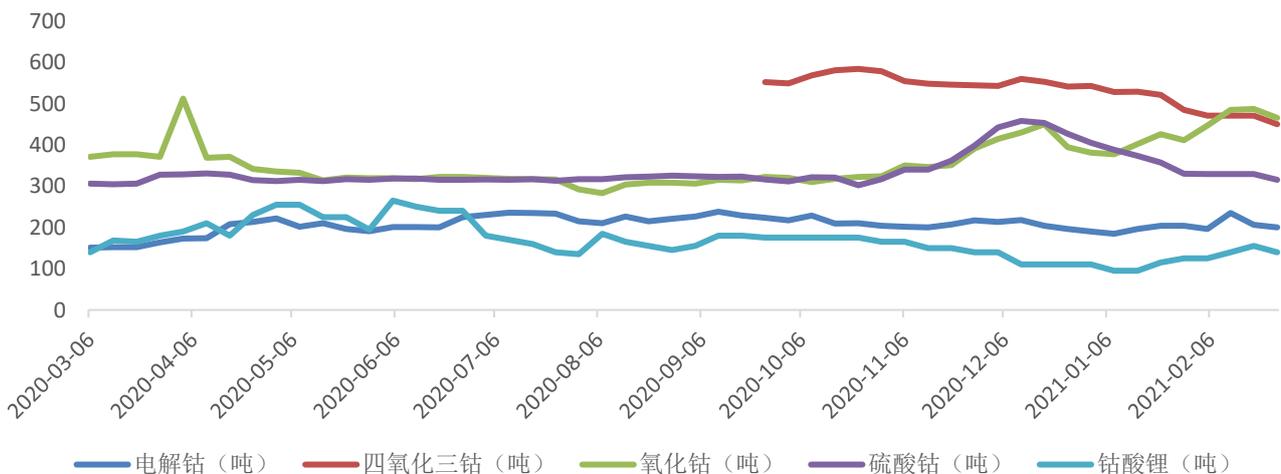
资料来源：wind，华安证券研究所

4 钴

南非物流为短期钴价上涨的核心矛盾

供给端：钴矿原产地以及原料中转地主要集中在南非，南非疫情扰动影响依旧存在。伴随 2021 年上半年进入冬季，叠加疫苗接种进展缓慢，钴原料供给紧张或将刺激钴价上涨。**需求端：**1) 海国内电钴企业采购量与正常采购水平相比整体偏弱，而海外对金属钴以及合金类产品订单数量逐渐增加，预计欧美高温合金生产活动或已逐渐恢复正常。2) 除了电钴外，四氧化三钴的需求较强，2020 年全年需求至少比 2019 年增加 5000 吨。**库存方面，**无锡盘钴库存水平较高，但是受到以下三方面的因素影响，未来几个月去库存或成为大概率事件：1) 上游冶炼厂出现减停产金属钴的情况；2) 部分生产中的金属钴或将用于国储交储；3) 进口钴向国内市场投放数量有限。

图表 18 钴库存情况 (万吨)



资料来源：wind，华安证券研究所

5 锡

供需紧张，继续看好锡价上涨。 **矿石供应端**，矿山无法正常开采导致供应端偏紧。锡矿主要来源于缅甸、澳大利亚、印度和内蒙古等国，其中，内蒙古维拉斯托矿区方面，由于目前探转采手续办理处于停滞状态，暂无法如期投产；缅甸方面，由于矿区开采技术落后，破坏性开采导致资源面临枯竭的问题切实存在。综上，预计今年全球主要锡矿供给紧张，且短时间内较难恢复正常生产。**加工端**，2020年由于疫情影响，海外矿石产能利用率不高，导致国内冶炼厂得不到充分的矿石供应，普遍加工费无法覆盖成本，一定程度导致冶炼厂的加工动力不足。与此同时，锡需求没有减少并且玻璃、PVC、电子、光伏等产业方面仍存在较大增量，锡价或将继续得到有效支撑。

图表 19 2016-2021 春节前后国内锡两大交易所库存周度变化（百吨）

	春节前二周库存基数	春节前二周库存变化	春节前一周库存变化	春节期间库存变化	春节后一周库存变化	春节后二周库存变化	春节后三周库存变化	春节后四周库存变化	六周合计增幅
2016	60.66	-6.1 -9.14%	10.09 -16.63%	-5.55 -10.97%	-2.15 -4.78%	-1.45 -3.38%	10.96 4.73%	6.3 14.52%	-17.08
2017	76.96	11.17 16.98%	0.83 1.08%	12.27 15.77%	-2.42 -2.69%	-2.72 -3.10%	3.43 -4.04%	-3.91 -4.80%	11.79
2018	69.19	4.82 7.49%	0.17 0.25%	3.92 5.65%	-1.71 -2.33%	-3.55 -4.96%	0.94 -1.38%	0.66 -0.98%	2.05
2019	102.60	10.96 11.96%	-2.98 -2.90%	-2.15 -2.16%	-0.73 -0.75%	3.11 3.21%	1.1 -1.10%	-2.72 -2.75%	4.39
2020	140.09	0.64 0.46%	-0.69 -0.49%	-4.25 -3.05%	2.95 2.18%	4.08 2.95%	-2.38 -1.67%	6.42 -4.59%	-6.07
2021E	71.71	9.99 16.19%	10.89 15.19%	4.91 5.94%	13.41 15.32%	3.32 3.29%	2.21 -1.20%	2.07 -2.08%	39.24

备注：该表为春节前2周、后4周的库存周度变化统计

周度变化百分比数据为环比数据

2021年库存基数选择2021年1月29日数据

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

下游需求不及预期；海外矿山供给超预期释放产能；全球疫情反复。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。