

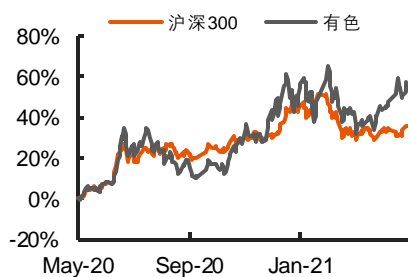
## 有色行业动态跟踪报告

## 价格上涨影响分化，矿产及电解铝受益较明显

## 强于大市（维持）

## 投资要点

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



- 大宗商品价格上涨，有色行业总体受益：**2021年以来，有色主要产品价格明显上涨，其中铜和铝涨幅居前。有色是基础性的原材料，在国民经济中处于上游行业，价格上涨受益程度较高，行业处于景气周期。根据国家统计局数据，2021年一季度我国有色行业利润增速超50%，即使排除基数效应，2021年一季度我国有色行业利润也处于历史较好水平。
- 上游矿产最具价格弹性，受益价格上涨程度高：**上游矿产最具资源属性，开发周期长，投资额大，具有较高的壁垒，投产后生产成本相对固定，是有色最具价格弹性的环节。截至目前，代表性金属矿铜精矿、锌精矿和锡精矿价格分别同比上涨约63%、51%和46%，价格涨幅高于对应金属价格。我们认为此轮大宗商品价格上涨中，上游金属矿价格传导顺利，价格上涨受益程度高。
- 冶炼影响分化：**此次大宗商品价格上涨中，铜和锌单位冶炼加工费并没有随大宗品上涨而提高，反而有所降低。我们判断，大多有色金属冶炼盈利并没有受益，反而遭受一定侵蚀，但冶炼主产品利润损失通过副产品的销售得到一定补偿。电解铝受益碳中和，行业利润向电解冶炼环节倾斜，电解铝利润随着铝价格上涨而提升，大宗商品价格上涨影响积极。
- 大宗商品上涨对有色压延盈利影响较小：**有色压延行业普遍存在产能过剩，市场集中度低，其盈利由加工费决定。代表铝棒产品单位加工毛利2020年二季度起走低，和铝价表现迥异。我们认为有色压延利润和大宗商品价格上涨并没有太多关联，而与同行业自身的供需格局关系紧密。另一方面，尽管压延企业部分享受库存升值的好处，但原材料上涨加大企业营运资金需求，且对原材料价格波动风险管理提出了更高要求。
- 投资建议：**我们认为大宗商品价格上涨总体上利好有色行业，但产业链各环节分化。上游有色金属矿资源属性突出，最具价格弹性，大宗商品价格上涨对业绩的推动最为明显，建议关注铜矿龙头公司紫金矿业、西部矿业；冶炼环节，电解铝受益碳中和，行业利润向电解环节倾斜，也受益大宗商品价格上涨，建议关注电解铝龙头公司云铝股份、中国铝业。
- 风险提示：**(1) 疫情反复，有色需求低于预期的风险。如果未来疫苗接种低于预期或者新冠病毒变异，使疫苗失效，将影响需求复苏，对有色产品价格构成压制；(2) 流动性支撑减弱的风险。如美联储货币政策开始收紧，将使得流动性对有色产品价格支撑减弱，并导致价格下跌。(3) 供给和库存增长超预期的风险。

## 正文目录

一、	大宗商品价格上涨，有色行业总体受益.....	4
二、	上游矿产：最具价格弹性，价格上涨受益程度高.....	5
三、	大宗商品上涨对有色冶炼影响分化.....	6
四、	大宗商品价格上涨对有色压延盈利影响较小.....	8
五、	投资建议 .....	10
六、	风险提示 .....	10

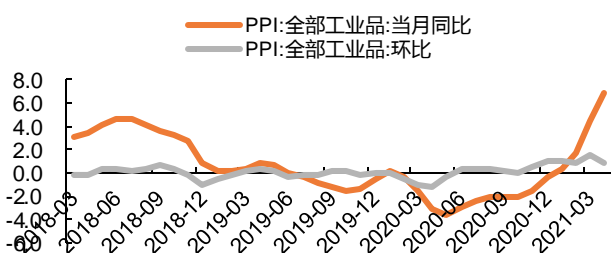
## 图表目录

图表 1	中国 PPI 走势 (%)	4
图表 2	中国 CPI 走势 (%)	4
图表 3	有色主要产品价格上涨幅度较大	4
图表 4	有色金属矿采选利润增速 (%)	5
图表 5	有色冶炼及压延加工业利润增速 (%)	5
图表 6	铜精矿价格走势 (元/吨)	5
图表 7	铝土矿价格走势 (元/吨)	5
图表 8	锌精矿价格走势 (元/吨)	6
图表 9	锡精矿价格走势 (元/吨)	6
图表 10	中国铜冶炼加工费	6
图表 11	中国锌精矿加工费 (元/吨)	6
图表 12	氧化铝价格走势 (元/吨)	7
图表 13	铝现货价格走势 (元/吨)	7
图表 14	电解铝周度毛利	7
图表 15	铜材龙头企业的市占率低 (2019 年)	8
图表 16	铝棒开工率 (%)	9
图表 17	铝棒行业周度毛利	9
图表 18	铝棒周度库存	9

## 一、大宗商品价格上涨，有色行业总体受益

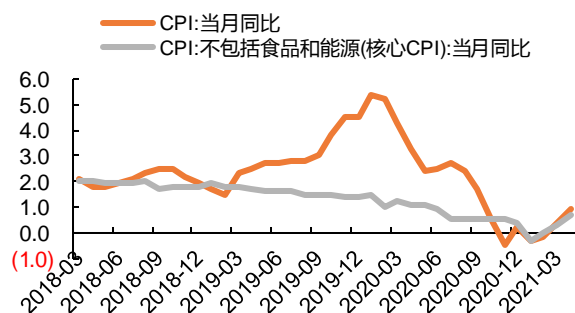
2021年以来，随着大宗商品价格上涨，尽管我国CPI体现尚不明显，但PPI上升较为明显，2021年4月PPI同比上升6.8%。有色金属是大宗商品的重要品种，主要产品价格均出现了明显上涨，其中铜和铝涨幅居前，创近十年新高，截至2021年5月21日，国内现货铜和铝分别同比上涨61%和37%。

图表1 中国PPI走势(%)



资料来源: Wind

图表2 中国CPI走势(%)



资料来源: Wind

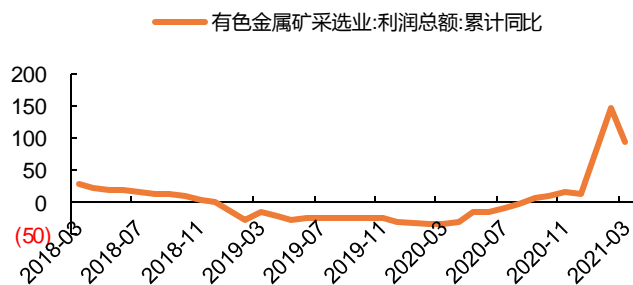
图表3 有色主要产品价格上涨幅度较大

产品	相比 2021 年年初	与 2020 年同期相比
铜	24.12%	61.29%
铝	17.38%	36.90%
铅	5.02%	9.03%
锌	5.45%	30.95%
锡	28.41%	41.16%
镍	-1.33%	19.94%

资料来源: Wind 备注: 日期截至 2021 年 5 月 21 日

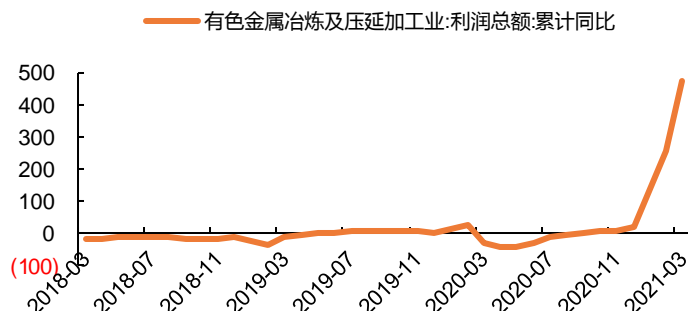
由于有色是基础性的原材料，在国民经济中处于偏上游行业，价格上涨受益程度较高，行业整体盈利提升较快，处于景气周期。根据国家统计局数据，2021年一季度我国有色行业利润增速超50%，即使排除2020年一季度基数影响，2021年一季度我国有色行业利润也处于历史较佳水平。

图表4 有色金属矿采选利润增速 (%)



资料来源: Wind

图表5 有色冶炼及压延加工业利润增速 (%)

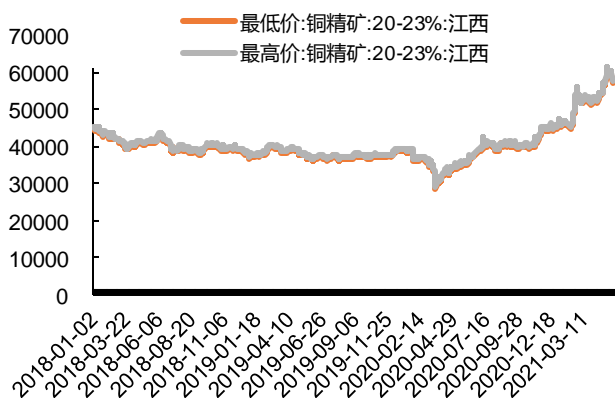


资料来源: Wind

## 二、上游矿产：最具价格弹性，价格上涨受益程度高

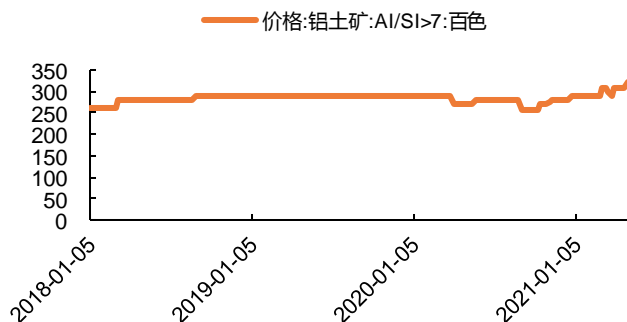
有色上游矿产最具资源属性，开发周期长，投资额大，具有较高的壁垒，投产后生产成本相对固定，是有色最具价格弹性的环节。通过代表性有色金属矿价格，我们可以看出，除了铝土矿因下游电解铝产能受限以及海外铝土矿较大规模投产，价格上涨较为温和外，此轮大宗商品价格上涨过程中，铜精矿、锌精矿和锡精矿价格均达到了近年来高点。截至2021年5月20日，铜精矿、锌精矿和锡精矿价格分别同比上涨约63%、51%和46%，三种矿价格涨幅高于对应金属价格。为此，我们判断此轮大宗商品价格上涨中，上游金属矿价格传导顺利，价格上涨受益程度高。

图表6 铜精矿价格走势 (元/吨)



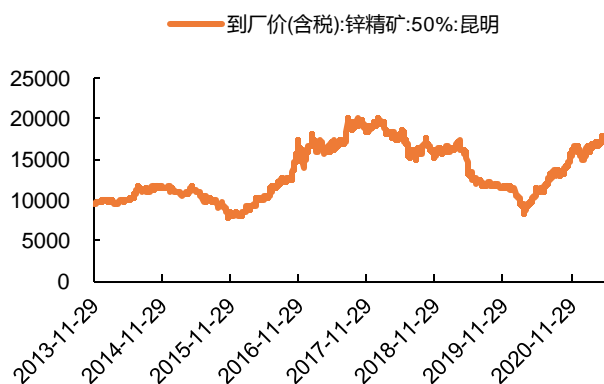
资料来源: Wind

图表7 铝土矿价格走势 (元/吨)



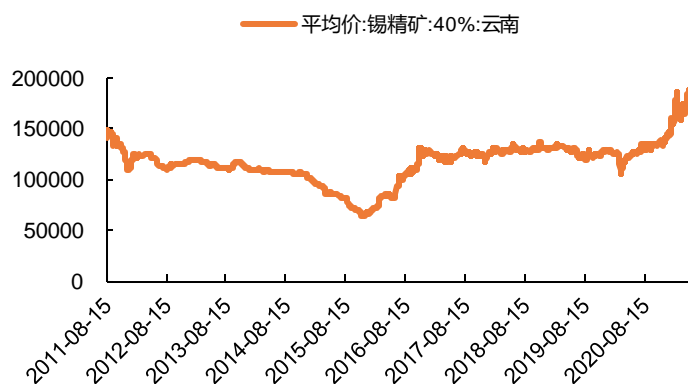
资料来源: Wind

图表8 锌精矿价格走势（元/吨）



资料来源: Wind

图表9 锡精矿价格走势（元/吨）



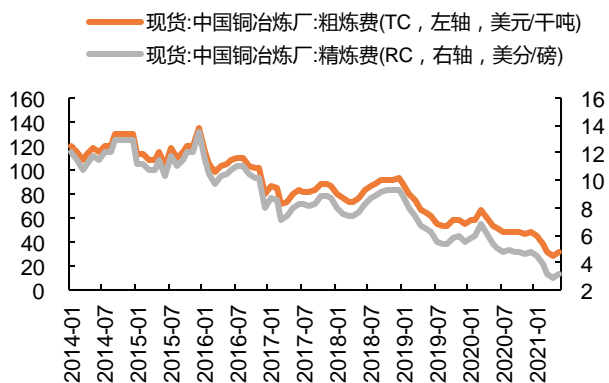
资料来源: Wind

### 三、大宗商品上涨对有色冶炼影响分化

冶炼属于有色的中游环节，其上游是有色金属矿，下游为有色金属压延行业，决定冶炼行业盈利是冶炼费及冶炼毛利水平。目前主流有色品种中铜、锌、铅均有市场冶炼费价格。从冶炼费数据看，在此次大宗商品价格上涨中，铜和锌单位冶炼加工费并没有随大宗品上涨而提高，反而有所降低。我们认为这是因为此轮价格上涨中，需求恢复较快，导致对上游金属矿争夺较为激烈，降低了冶炼议价能力。

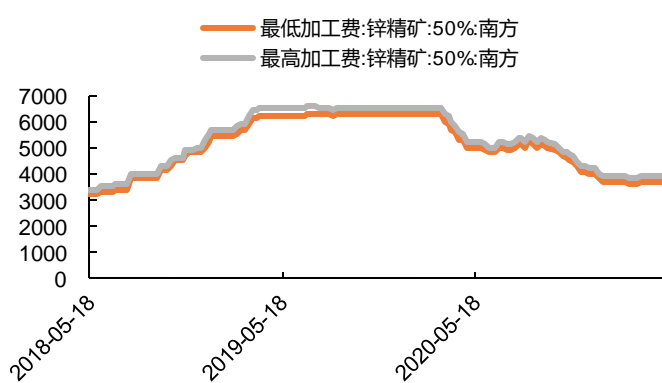
我们判断，在此次大宗商品价格上涨中，大多有色金属冶炼盈利并没有受益，反而遭受一定侵蚀。但另一方面，由于冶炼通常有副产品产生，而副产品在大宗品价格上涨背景下，盈利提升，因此冶炼主产品利润损失通过副产品的销售得到一定补偿。

图表10 中国铜冶炼加工费



资料来源: Wind

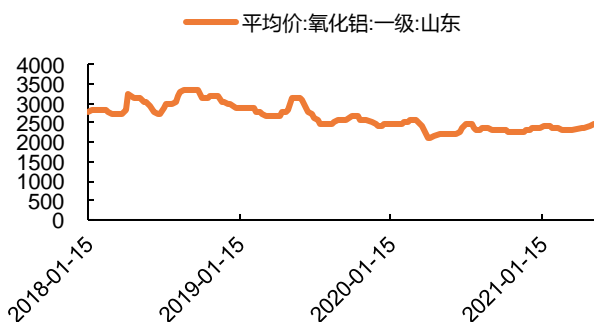
图表11 中国锌精矿加工费（元/吨）



资料来源: Wind

不同于铜、锌产品，电解铝冶炼并无市场加工费，其冶炼利润主要由电解铝价格与氧化铝、电价等原材料的价差决定。由于电解铝能耗大，受碳中和政策影响大，实施产能控制，但原材料铝土矿和氧化铝产能继续扩张，铝行业利润向电解环节倾斜。在此轮大宗商品价格上涨中，电解铝价格大幅上扬，而原材料价格相对平稳，铝行业利润向电解冶炼环节倾斜，电解铝利润随着铝价格上涨而提升。

图表12 氧化铝价格走势（元/吨）



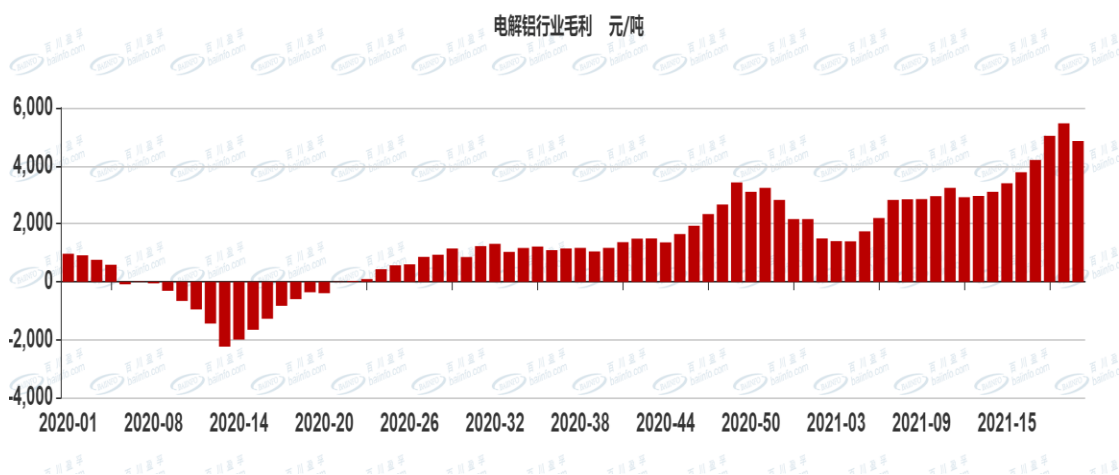
资料来源: Wind

图表13 铝现货价格走势（元/吨）



资料来源: Wind

图表14 电解铝周度毛利

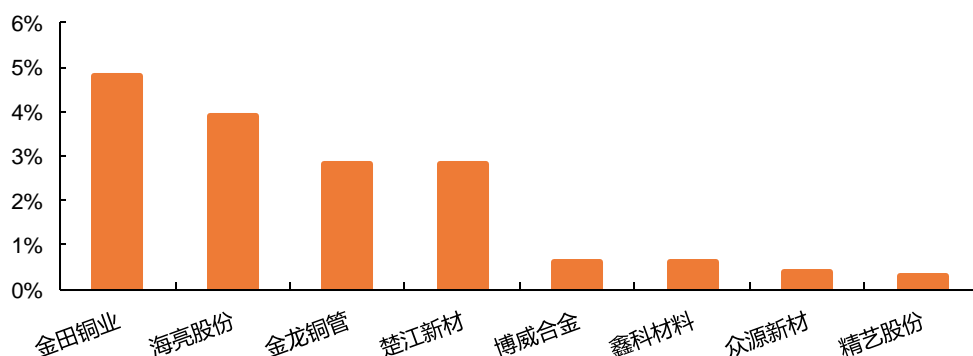


资料来源: 百川资讯

## 四、大宗商品价格上涨对有色压延盈利影响较小

有色产业链下游环节为有色产品压延,主要产品形态为各种有色金属型材,盈利受加工费影响较大。由于进入门槛较低,行业普遍存在产能过剩,竞争激烈,市场集中度低等特点。以铜加工材为例,目前中国铜材企业超千家,市场分散,2019年,前十家铜加工企业市占率仅34%。

图表15 铜材龙头企业的市占率低(2019年)



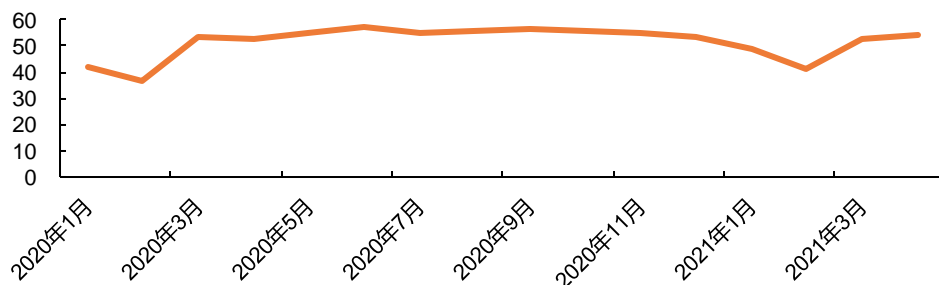
资料来源:金田铜业

有色压延产品较多,我们以代表性铝棒产品为例,分析大宗商品价格对压延行业利润影响。根据百川资讯数据,铝棒产品加工毛利和原材料铝价格走势迥异,2020年二季度起,单位加工毛利总体呈下降态势。我们认为这主要是2020二季度以来,铝棒开工率情况较好,而需求受疫情冲击,波动较大,导致供给相对充足,毛利下行。2020年四季度到2021年一季尽管铝棒开工率有所下行,但库存逐步上升,压制了加工毛利;而2021年二季度尽管库存下降,开工回升,铝棒加工毛利继续承压。

由此可见,有色压延利润和大宗商品价格上涨并没有太多关联,而与同行业自身的供需格局关系紧密。由于有色压延普遍存在较为严重的产能过剩,开工率对盈利影响最大,此外需求和库存也起到较为重要的作用。另一方面,尽管压延企业部分享受库存升值的好处,但原材料上涨加大企业营运资金需求,且对原材料价格波动风险管理提出了更高的要求,为综合优势较为明显的龙头企业巩固和提升行业地位提供了机遇。

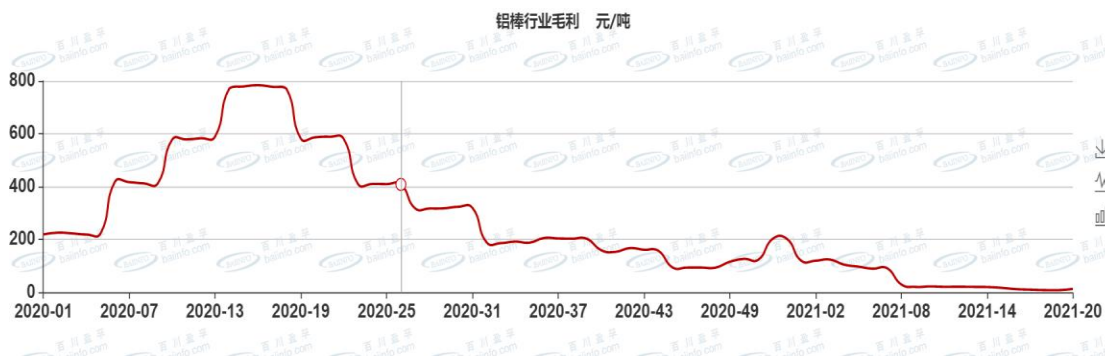


图表16 铝棒开工率 (%)



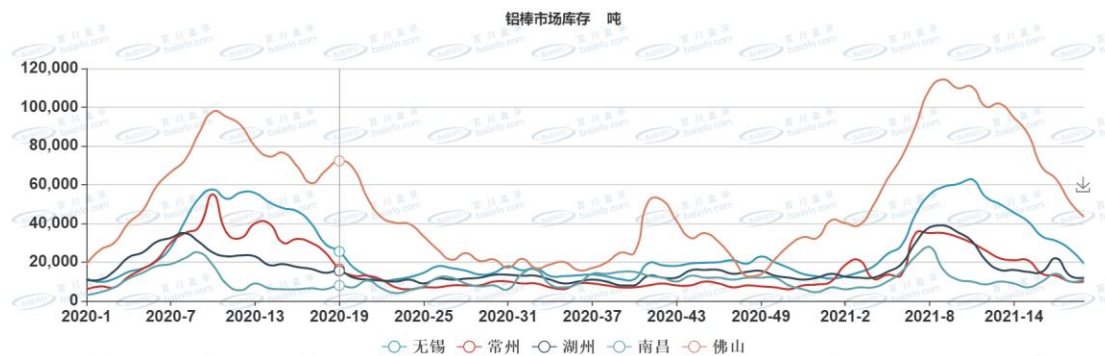
资料来源：百川资讯

图表17 铝棒行业周度毛利



资料来源：百川资讯

图表18 铝棒周度库存



资料来源：百川资讯

## 五、投资建议

综上，我们认为大宗商品价格上涨总体上利好有色行业，但产业链各环节分化。偏上游有色金属矿资源属性突出，最具价格弹性，大宗商品价格上涨对业绩的推动最为明显，建议关注铜矿龙头公司紫金矿业、西部矿业；而冶炼环节，电解铝受益碳中和，行业利润向电解环节倾斜，也受益大宗商品价格上涨，建议关注电解铝龙头公司云铝股份、中国铝业。

## 六、风险提示

### （1）疫情反复，有色需求低于预期的风险

尽管目前随着疫苗推出，全球经济增长以及有色需求前景看好。但如果未来疫苗接种低于预期或者新冠病毒变异，使疫苗失效，将影响需求复苏，对有色产品价格构成压制。

### （2）流动性支撑减弱的风险

尽管目前美联储货币维持宽松，如果未来随着经济复苏，通胀压力增加，美联储货币政策开始收紧，将使得流动性对有色产品价格支撑减弱，并导致价格下跌。

### （3）供给及库存增长超预期的风险

如果未来有色产能扩张较快，或者库存大幅上升，将对有色供需产生较大影响，产品价格承压，降低行业景气度。

## 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 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 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