

有色行业2021年中期策略报告—— 景气尚可期，看好铜铝和能源金属

2021年6月17日



行业评级

有色 强于大市（维持）

证券分析师

陈建文

投资咨询资格编号：S1060511020001

电子邮件：CHENJAINWEN002@PINGAN.COM.CN

投资要点

- **展望：供需错配延续，重视碳中和投资机会。**2021年上半年多数有色产品价格上涨，行业盈利大幅提升，有色二级市场表现较好，截至2021年6月11日，跑赢沪深300 14个百分点，在申万28个行业涨跌幅中位居第四。我们认为下半年有色总体上仍存投资机会，有利因素包括：第一、下半年全球经济复苏延续，有色需求前景相对乐观；第二、金属矿供给弹性较低，对有色价格构成支撑；第三、碳中和优化电解铝竞争格局，促进能源金属需求较快增长；第四、流动性宽松，“水涨船高”效应犹存。同时因经济复苏、通胀担忧增加，也需对流动性预期变化保持关注。分产品下半年我们建议关注供需错配工业金属铜铝以及碳中和下能源金属的投资机会。
- **铜铝：价格有望保持高位，但波动加大。**铜铝下游需求广泛，和宏观经济相关度高，预计下半年需求仍看好，其中2021年全球及中国铜需求增速预计分别为5.2%和3.5%；全球及中国铝的需求增速分别为7%和5%。供给方面，铜供给瓶颈主要在铜矿。近年来全球铜矿供给缓慢增长，2021年新投产项目依然较少；且全球铜矿疫后复产之路并不平坦，全球约7%运行铜矿生产受干扰，最大的铜矿生产国智利前四月铜产量下降。铝供给关键在电解环节，由于碳中和，电解铝产能受控，增长较小，目前产能利用率维持在90%以上，未来提升空间有限，行业利润持续向电解环节转移。库存方面，铜铝交易所和国内现货库存均处于较低水平，有利铜铝价格走强。总体上，我们认为铜铝下半年受益供需错配和较低库存，价格有望保持高位，但受流动性预期影响，铜铝价格波动加大。
- **能源金属：景气度高，预计下半年价稳量增。**在疫情缓解和政策支持下，能源金属下游新能源汽车恢复较快增长，需求旺盛，我们预计2021年全球锂和钴的需求增速分别为22%和9%。能源金属锂和钴2021年上半年随着去库存完成和需求回升，价格较大反弹。下半年我们认为锂由于复产以及中国近年投产项目产能释放，钴由于龙头公司嘉能可提高产量，供给有所恢复，能源金属锂和钴供需将基本匹配，下半年能源金属将由上半年的价量齐升转变为价稳量增。
- **贵金属：价格上行两难，价格震荡。**我们认为在当前背景下，下半年对黄金价格影响最大的因素是流动性和通胀。美国5月份CPI公布后，通胀担忧有所增加，未来通胀水平还有待进一步验证。下半年预计流动性依然充裕，黄金价格有支撑，但通胀压力未真正显现前，经济复苏使得避险需求下降，黄金价格震荡可能性较高。
- **投资建议。**我们认为，下半年尽管流动性预期变化对有色价格产生一定干扰，但顺周期工业金属继续受益经济复苏，行业供需错配延续，较高的景气度有望维持，其中铜因投产项目较少及疫后复产并不平坦，铝因碳中和产能受控，供需格局较好，建议重点关注，相关龙头公司有紫金矿业、西部矿业、云铝股份、中国铝业。此外，受益新能源汽车产销快速增长，能源金属需求旺盛，下半年将呈价稳量增，业绩确定性较强，建议关注龙头公司华友钴业和雅化集团。总体上，下半年有色景气尚可期待，我们维持行业“强于大市”的评级。
- **风险提示。**1) 需求低于预期；2) 流动性收缩；3) 复产及新产能投放超预期；4) 新能源汽车发展低于预期等。

目录 CONTENTS

● 下半年展望：供需错配，重视碳中和机会

● 工业金属：铜铝价格保持高位，波动加大

● 能源金属：景气度高，下半年价稳量增

● 黄金：上下两难，价格震荡

● 投资建议及风险提示

回顾：工业和能源金属价格走高，黄金宽幅震荡

➤ 2021年以来，受经济复苏以及流动性依然宽松的支撑，工业金属的价格大幅走高，其中铜和铝价格创近十年新高。贵金属黄金价格2021年一季度受经济复苏、美债收益率上行影响，价格震荡走低；二季度，随着美债收益率回落和美元汇率走弱，黄金价格反弹，目前已接近年初价格水平。能源金属锂和钴2020年价格见底后，在需求驱动下，2021年以来价格走强，其中截至2021年6月11日，碳酸锂和钴价格同比分别大涨88%和36%。

2021年以来，工业金属价格大幅上涨

品种	铜	铝	铅	锌	锡	镍
LME-同比	73.74%	54.45%	27.00%	53.12%	86.93%	45.02%
LME-相比年初	28.91%	24.31%	10.94%	10.99%	55.41%	10.71%
SHFE-同比	50.66%	37.73%	7.97%	36.17%	52.19%	29.36%
SHFE-相比年初	22.72%	21.87%	2.79%	7.23%	33.28%	3.54%
现货-同比	49.22%	35.71%	7.29%	33.94%	50.18%	31.32%
现货-相比年初	21.54%	19.89%	1.98%	5.43%	33.97%	2.34%

2021年以来，黄金价格震荡，能源金属价格上涨

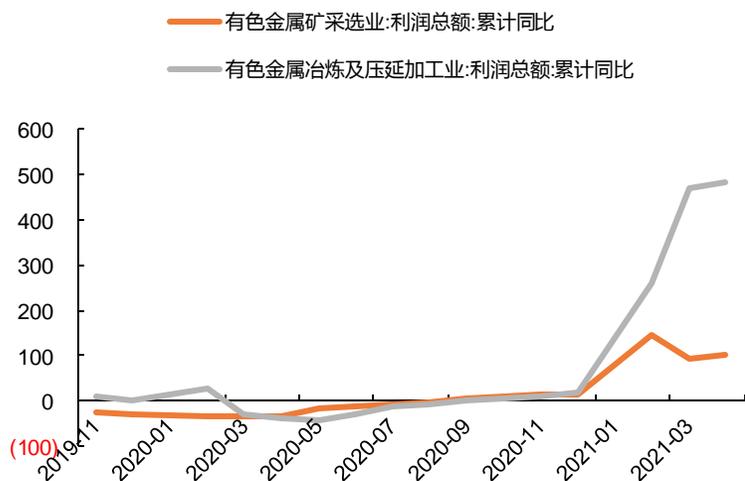
品种	指标	价格变化
黄金	COMEX-同比	8.04%
	COMEX-相比年初	-0.82%
	SHFE-同比	-0.64%
	SHFE-相比年初	-1.52%
	国内现货-同比	-0.73%
	国内现货-相比年初	-1.10%
碳酸锂	同比	88.33%
	相比年初	72.73%
钴	同比	36.29%
	相比年初	26.52%
氧化镨	同比	70.16%
	相比年初	46.53%
氧化钕	同比	62.48%
	相比年初	-4.90%
氧化镝	同比	19.43%
	相比年初	19.12%
氧化铽	同比	40.47%

资料来源：Wind，平安证券研究所（备注：价格截至2021年6月11日）

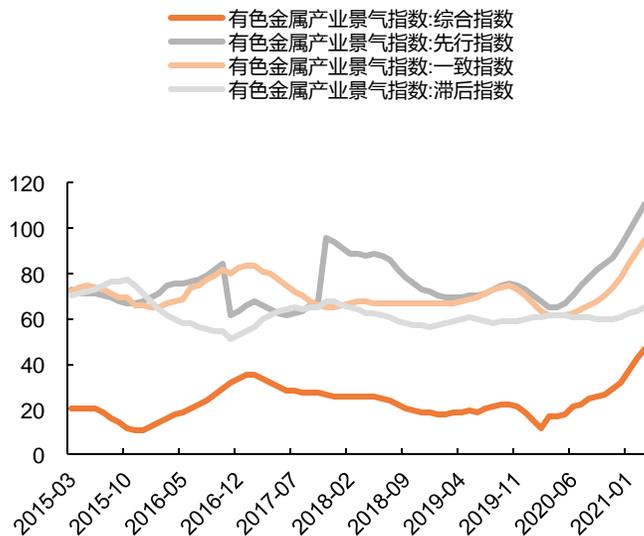
回顾：行业景气指数创近年新高，盈利改善显著

▶ 在价格上扬以及需求复苏下，有色景气度快速提升，2021年3月有色行业景气指数已创近年来新高。有色行业盈利改善显著，2021年前四月，有色金属矿采选和有色金属冶炼及压延利润分别增长101%和484%，即使排除2020年同期较低基数影响，目前盈利水平处于历史较佳水平。

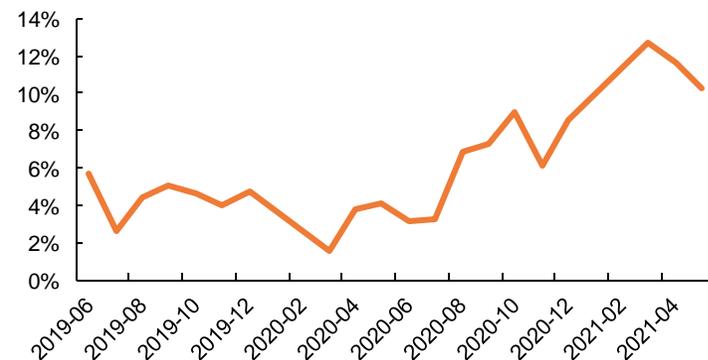
2021年前四月，有色行业利润大增 (%)



2021年3月有色景气指数上升至近年新高



2021年前五月，十种有色金属产量增长10.3%

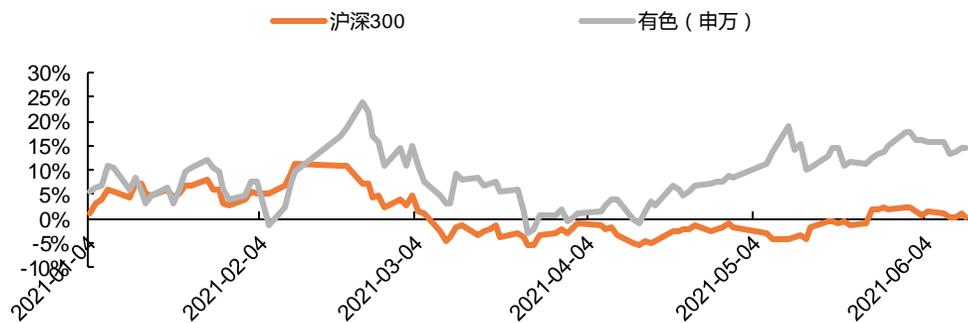


资料来源: Wind, 平安证券研究所

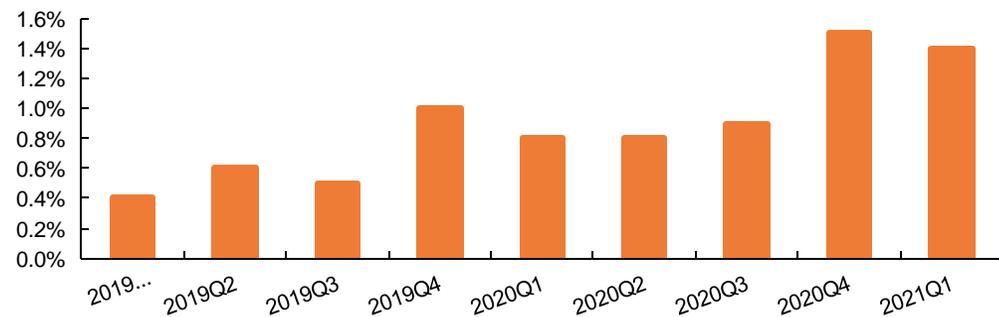
回顾：业绩驱动，有色板块涨幅居前

在价量提升，盈利持续改善推动下，有色二级市场表现较为突出，截至2021年6月11日上涨14.4%，跑赢沪深300 14个百分点，在申万28个行业中位居第四。分子板块看，有色大多子板块上涨，其中稀土、铝和能源金属锂子板块涨幅居前。

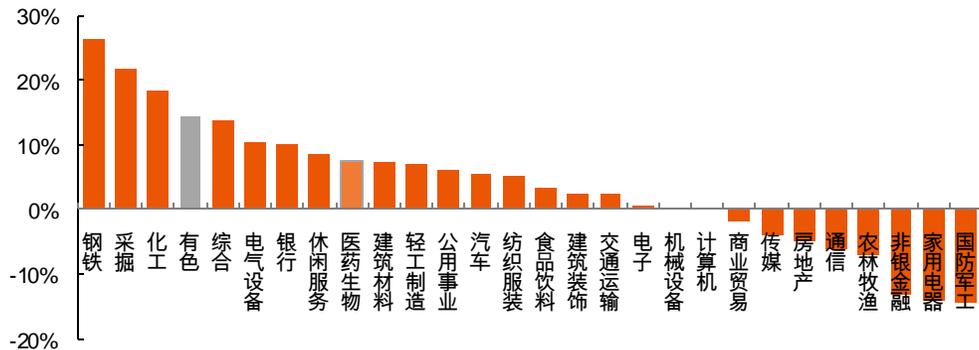
2021年以来，有色跑赢沪深300约14个百分点



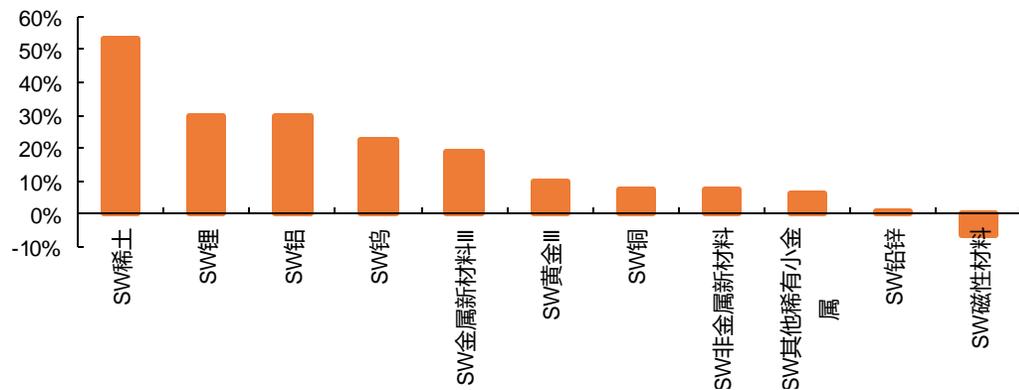
2021年一季度有色在基金持仓市值占比为1.4%



有色在申万28个行业涨幅排名第四



2021年以来，大多有色子板块上涨

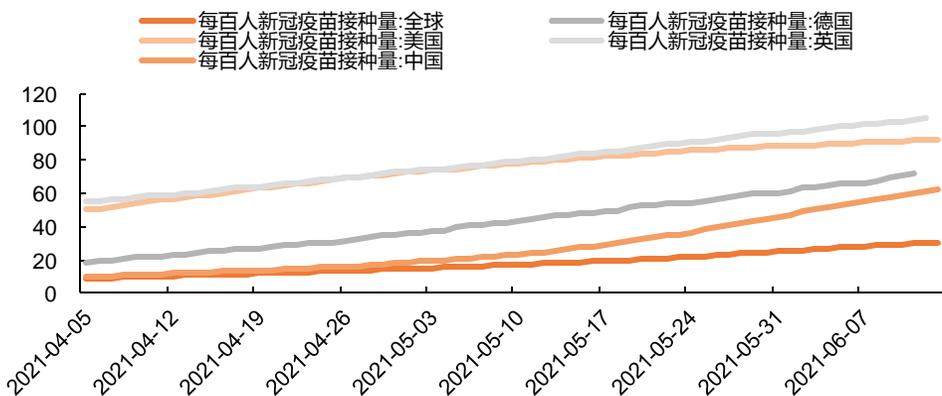


资料来源：Wind，平安证券研究所（备注：截至2021年6月11日）

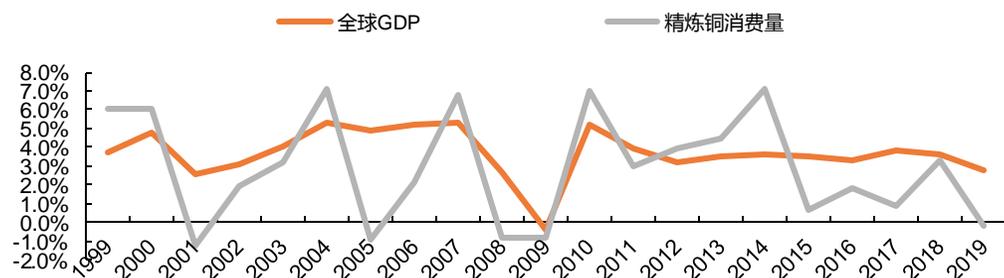
展望：经济复苏，有色下半年需求仍可乐观

➤ 2021年以来，全球疫苗接种持续推进，其中美国、欧盟等发达国家接种进度领先，全球经济复苏的态势良好，全球主要国家的PMI一直处于荣枯线以上。在中国，有色代表性下游地产、汽车、家电和消费等均保持较好增长。有色是基础性原材料，需求和经济增长相关度较高，如全球铜需求和GDP增长正相关。我们判断，持续的经济复苏将推动2021年下半年有色需求增长。

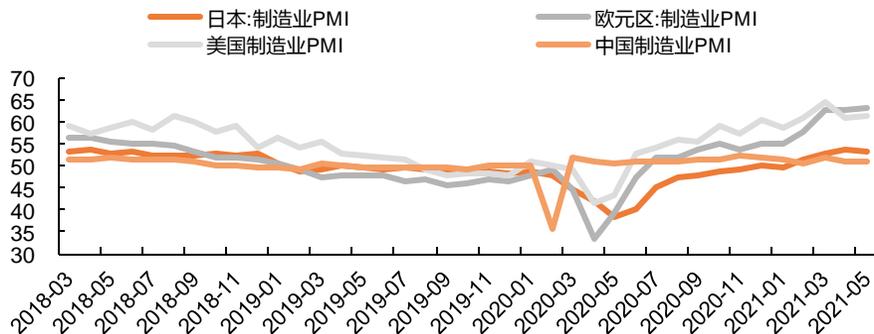
全球每百人新冠疫苗接种不断提升（剂/百人）



全球铜消费增速和GDP增速正相关



全球主要经济体PMI



2021年以来，中国有色代表性下游增长良好

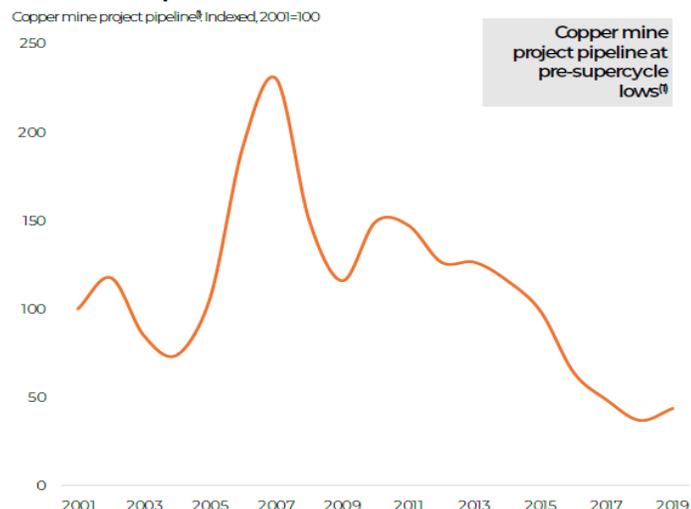
下游	同比增长	下游	同比增长
2021年1~5月房地产开发投资完成额	18.3%	2021年1~4月家电产量	空调: 39.5%; 洗衣机: 44.8%; 冰箱: 40.9%
2021年1~5月固定资产投资	15.4%	2021年1~5月社零	12.4%
2021年1~5月汽车产量	36.4%		

资料来源: Wind, ICSG、IMF、平安证券研究所

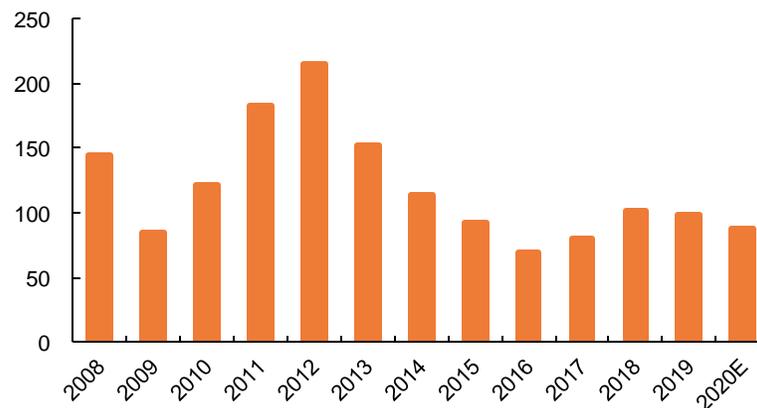
展望：金属矿供给弹性较低，有色价格有支撑

- 由于2011年以来有色产品价格长期低迷，有色勘探投入不足，过去几年新项目开发意愿不高。考虑到开发周期，2021年有色特别上游矿的供给增长较为有限，对金属价格反馈较为缓慢，供给弹性较低。我们认为，在2021年经济复苏带来需求增长背景下，下半年上游有色金属矿的供给总体将继续保持偏紧态势，从而对有色金属价格构成支撑。

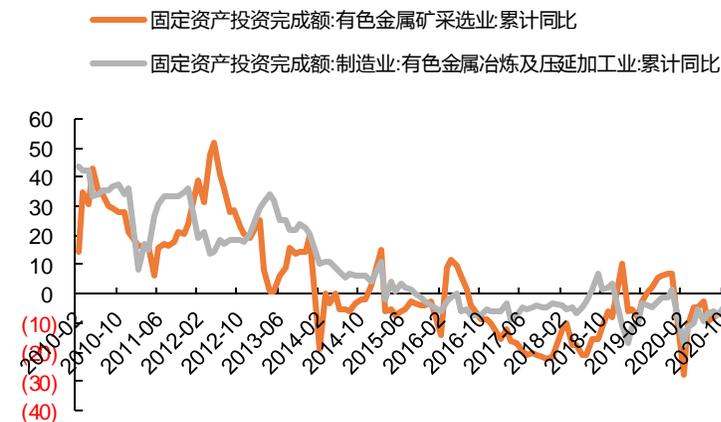
全球拟开发铜矿项目较少



全球有色金属领域勘探投入（亿美元）



中国有色金属固定资产投资增速（%）

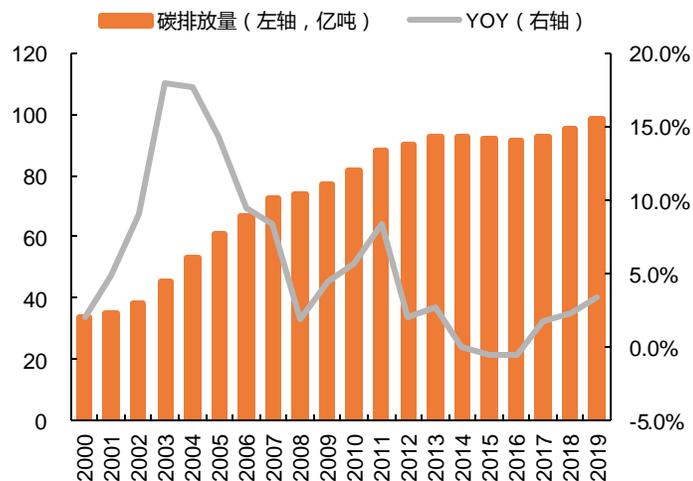


资料来源：嘉能可，标准普尔，Wind，平安证券研究所

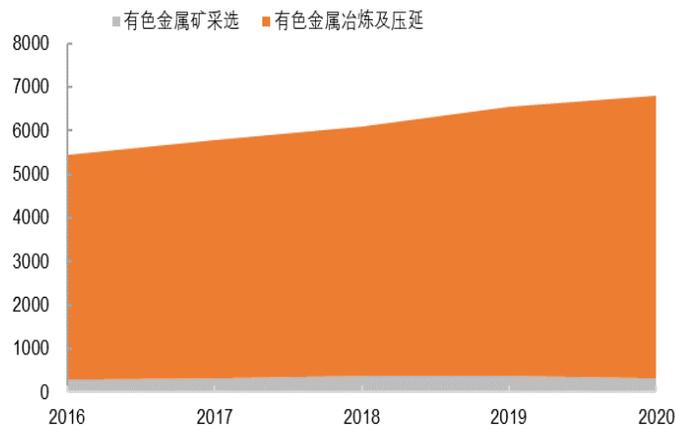
展望：“碳中和”对行业产生深远影响

▶ 今年“两会”政府报告提出，2021年要制定2030年前碳排放达峰行动方案，将对包括有色在内的行业生产深远影响。有色直接碳排放较少，但位列四大高耗能行业，耗电量大，约占2020年全社会用电的9%，间接碳排放不容忽视，其中电解铝又是有色耗电的主要产品，碳中和将优化行业竞争格局。另一方面，碳中和推动新能源汽车发展，能源金属需求旺盛，其中动力锂电池相关锂和钴尤其值得关注。

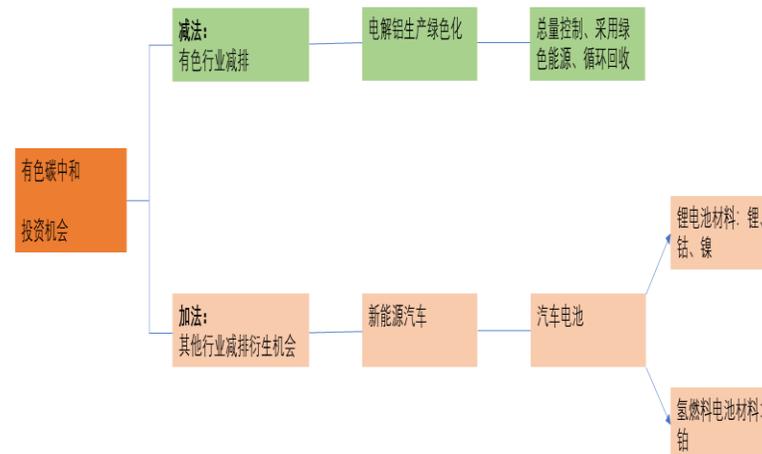
中国碳排放情况



有色行业耗电量 (亿千瓦时)



碳中和有色投资机会示意图

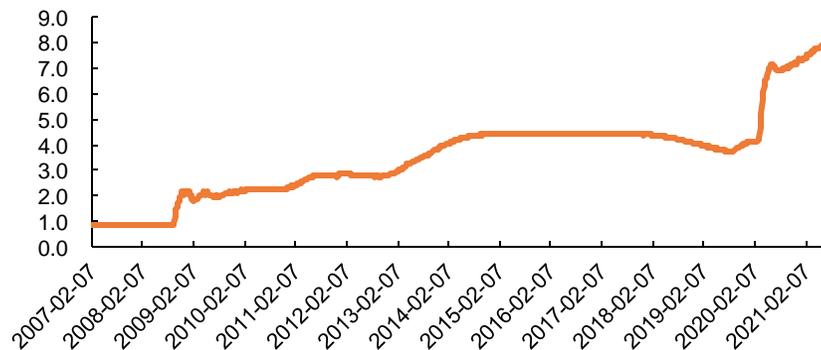


资料来源: Wind, 平安证券研究所

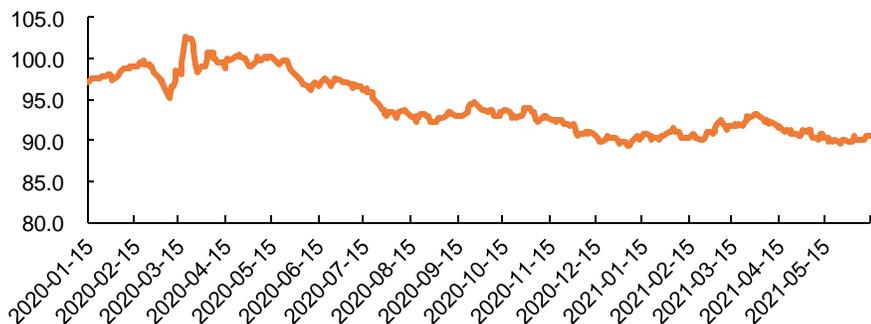
展望：流动性支撑仍存，关注流动性预期变化

▶ 有色金属是全球定价的商品，流动性对价格有较大影响，如历史铜价变化是供需和流动性交替作用的结果。2021年以来，美联储总负债继续增加，全球流动性依然充裕，预计对有色价格构成支撑，“水涨船高”效应犹存。但鉴于经济复苏和通胀担忧增加，更多美联储官员讲话提及缩减QE，在中国大宗商品价格上涨也引起了政府关注，未来如美联储缩减QE，将使流动性对有色价格推动减弱，需加以关

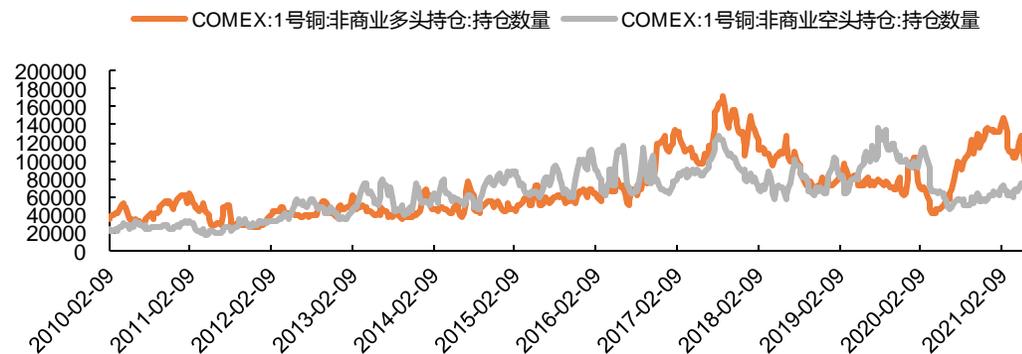
注。2021年以来，美联储总负债继续上升（万亿美



美元指数走势（1973年3月=100）



流动性充裕，COMEX铜非商业持仓增加（张）



历史上流动性对铜价也有较大影响

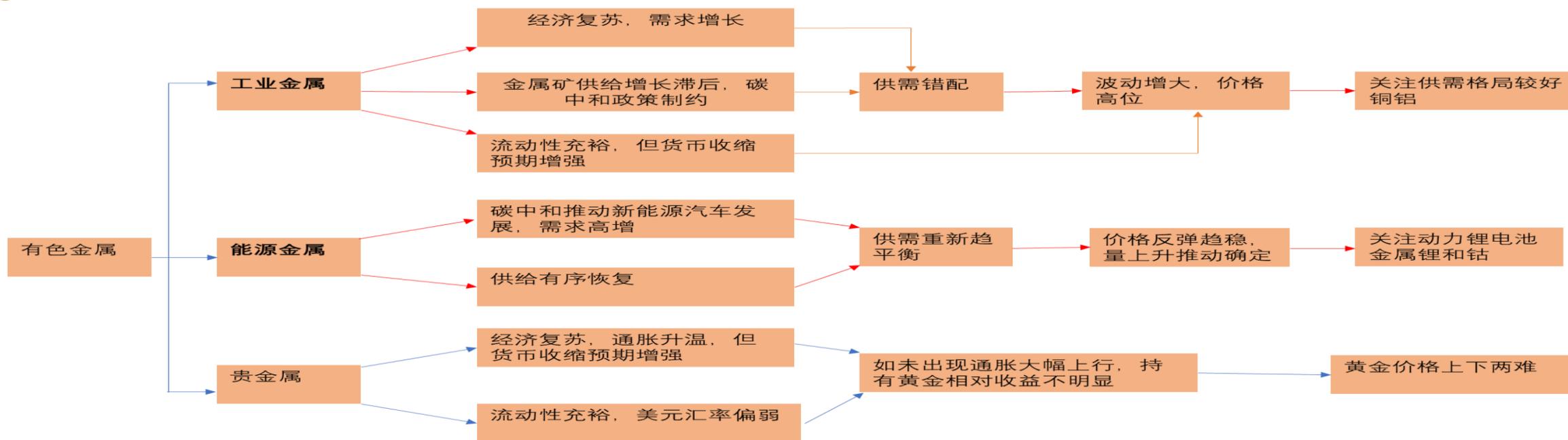


资料来源：Wind，平安证券研究所

展望：关注工业金属和能源金属投资机会

- 我们认为下半年有色总体上仍存在投资机会，分产品看好工业金属和能源金属。**工业金属**：尽管受QE退出预期影响，但在上游矿供给以及碳中和政策影响下，短期供需错配延续，价格仍有支撑，行业景气尚可期，关注供需格局较好铜、铝；**能源金属**：新能源汽车驱动能源金属需求高速增长，供给有序恢复，供需重新趋平稳，价格反弹趋稳，需求拉动行业景气上升，建议关注动力锂电池相关的锂钴金属。**贵金属**：流动性充裕、美元汇率维持偏弱支撑贵金属价格。但经济复苏下，如未出现通胀大幅上行，QE退出预期增强，投资避险需求难以提振，价格震荡，投资机会尚待观察。

2021年有色下半年投资机会分析图



资料来源：平安证券研究所

目录 CONTENTS

- 下半年展望：供需错配，重视碳中和机会
- 工业金属：铜铝价格保持高位，波动加大
- 能源金属：景气度高，下半年价稳量增
- 黄金：上下两难，价格震荡
- 投资建议及风险提示

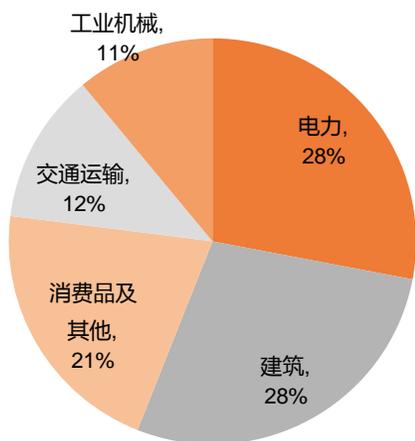


铜：下半年铜的需求预计继续增长

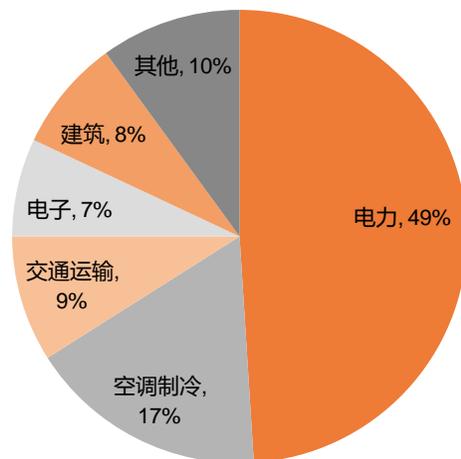
➤ 在六种工业金属中铜铝市场关注度高，供给受限较突出，预计在工业金属价格上涨过程中，受益程度较高，我们作为重点分析。

铜的下游主要包括电力、建筑、汽车、家电等，受益经济复苏。在中国，2021年以来，铜的主要下游电力、家电、汽车等需求良好，推动铜需求的增长。根据百川资讯，2021年前四月中国精炼铜产销两旺，产量和表观消费量分别同比增长9.1%和8.4%。预计2021年下半年经济复苏态势持续，中国及全球精炼铜的需求将继续保持增长。全球知名咨询机构CRU预计，2021年全球及中国精炼铜需求增速分别为5.2%和3.5%。

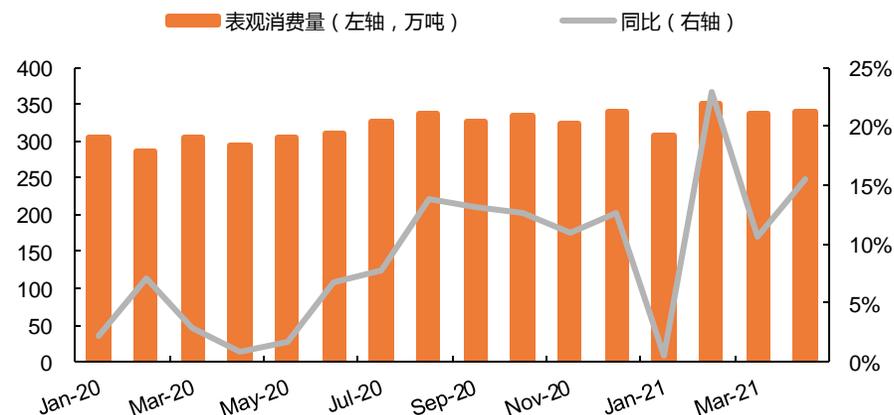
全球铜的消费结构



中国铜的消费结构



2021年前四月，中国铜表观消费增长8.4%

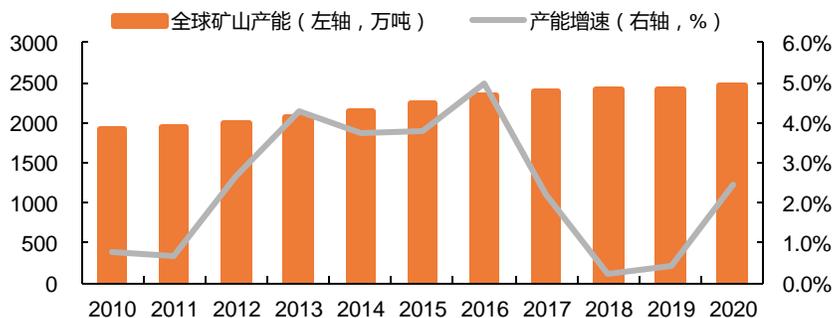


资料来源：百川资讯、平安证券研究所

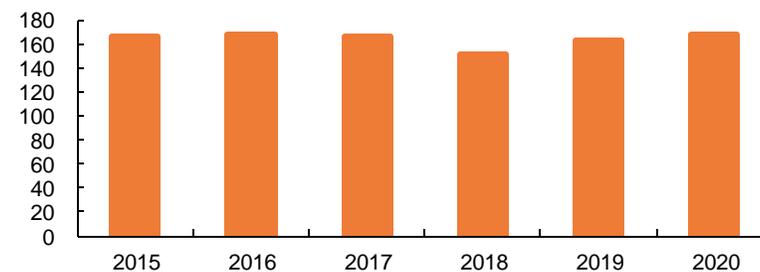
铜：近年来，新投产铜矿项目较少，导致铜矿供给偏紧

在铜的产业链中，上游铜矿具有较强的资源属性，对精炼铜的供给也具有重大影响。由于铜价低迷，2016年起，全球铜矿新投产项目较少，无论是中国还是全球铜矿的产量增长均较为缓慢，铜矿供给偏紧。中国铜冶炼加工费近年来持续走低，也反映了上游铜矿在产业链议价能力仍较强。

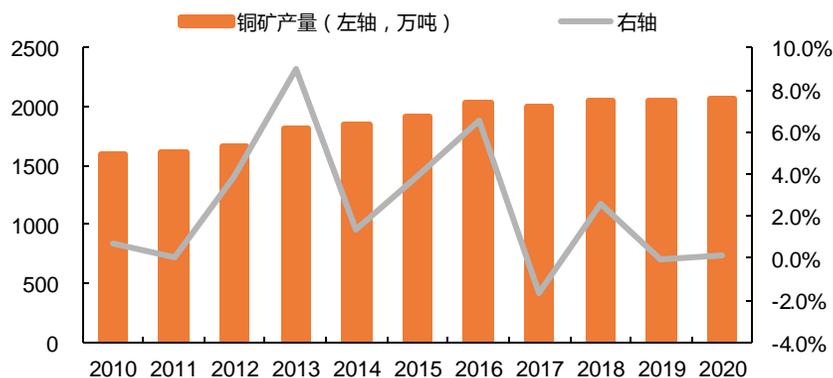
2017年以来，全球铜矿产能增长缓慢



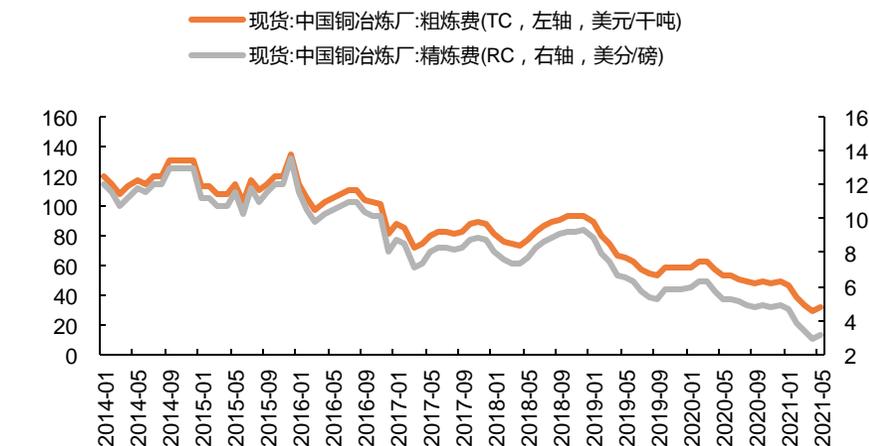
中国铜矿产量 (万吨铜金属)



2017年以来，全球铜矿产量缓慢增长



中国铜冶炼加工费持续走低



资料来源：ICSG, Wind, 平安证券研究所

铜：2021年投产铜矿项目较少，预计实际产量贡献有限

- ▶ 根据泰克资源预计，随着前期建设项目投产，全球铜矿2022~2024年将有所增长。2021年投产项目主要有卡莫阿-卡库拉、塞尔维亚Timok项目，驱龙铜业等少量项目，其中卡莫阿-卡库拉一期第一序列项目于2021年5月底建成投产，预计生产铜精矿含铜8~9.5万吨；塞尔维亚Timok和驱龙铜业预计2021年下半年投产。总体上，2021年铜矿项目投产较少，产量实际贡献有限。

到2024年全球铜矿项目增减产情况

主要项目	增减产 (万吨)
Kamoa-kakula	53.5
PT-Freeport	43.5
Quebrada Blanca 2	30.0
Cobre Panama	25.2
中国企业	34.5
其他 (包括Spec, chuqui UG, Escondida)	109
湿法冶炼项目减量	36.0
减产和关闭	65.4

2021年投产铜矿项目较少

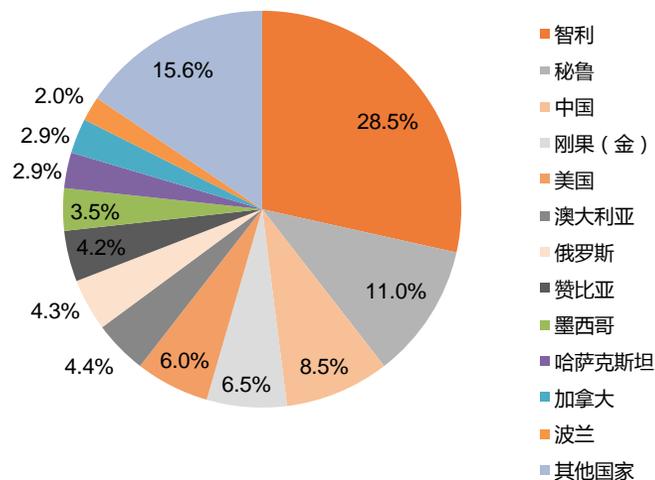
主要项目	所在国家	产能	投产时间
卡莫阿-卡库拉	刚果(金)	40万吨 (分两个序列项目, 各20万吨)	一序列项目已于2021年5月底投产; 二序列2022年三季度投产
Timok	塞尔维亚	9万吨	2021年下半年
驱龙铜业	中国西藏	16万吨	2021年底

铜：全球铜矿疫后复产之路并不平坦

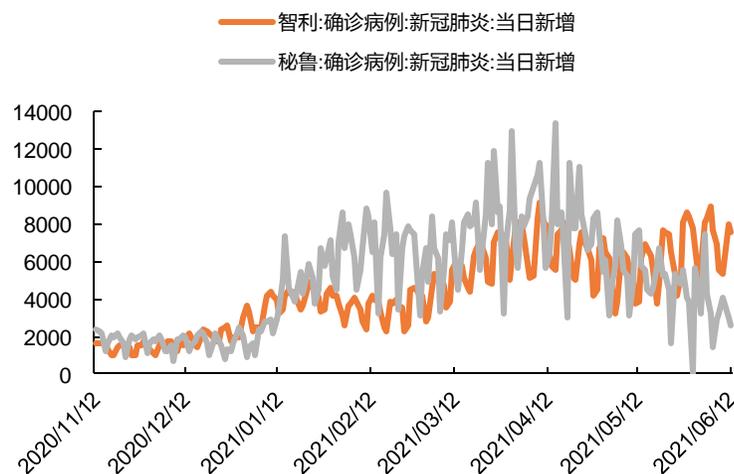
➤ 全球第一大铜矿生产国智利2021年铜矿疫后复产低于预期。根据智利政府统计局（INE）和智利国家铜业委员会，智利继一季度铜产量下降2.2%后，四月份铜产量又同比下降1.5%。智利铜业委员会同时将2021年智利铜产量由之前的600万吨调低至580万吨。这主要受两个因素影响，第一、2021年年以来，智利疫情反复，政府宣布从2021年4月5日到6月15日关闭边境；第二、部分智利铜矿工人罢工影响生产。

➤ 全球范围内，根据泰克资源预计，2021年以来约7%全球铜矿运行产能生产受各种因素干扰。全球铜矿疫后复产仍具有一定不确定性

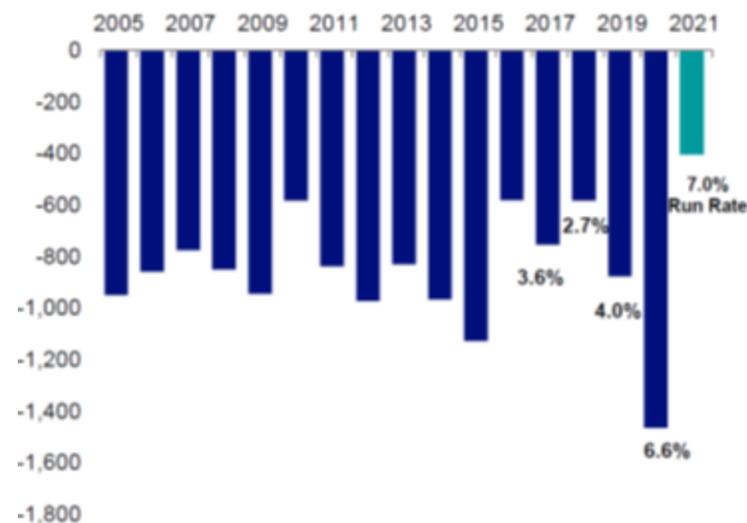
● 智利和秘鲁2020年约占全球铜矿产量的40%



● 2021年以来，全球前两大铜矿生产国疫情反复(例)



● 2021年以来，铜矿生产受干扰的程度仍较高(千吨)

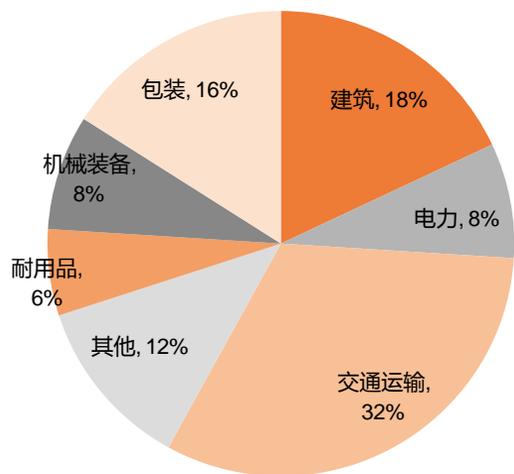


资料来源：Teck Resources, Wind, USGS, 平安证券研究所

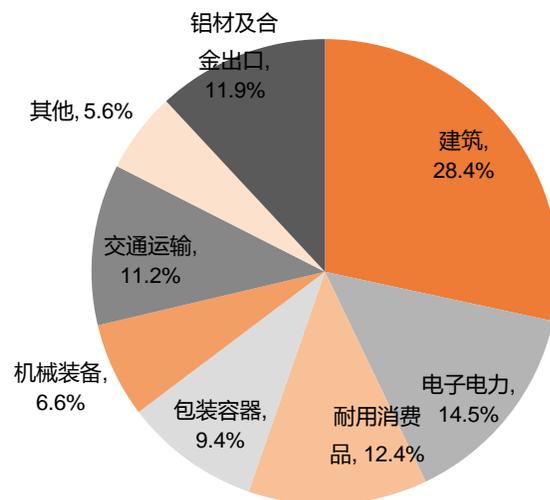
铝：2021年下半年铝需求仍较乐观

➤ 铝是应用广泛的工业金属，下游包括建筑、汽车、电力、包装等，预计将受益中国及全球经济复苏。根据美国铝业的预计，2021年中国及全球铝需求的增速分别为5%和7%，其中由于经济复苏时间比中国晚，海外2021年增速超过中国。在中国，2021以来电解铝需求较为旺盛，根据百川资讯，2021年前四月，中国电解铝表观消费量同比增长8.2%。预计在经济复苏推动下，2021年下半年电解铝需求仍较乐观。

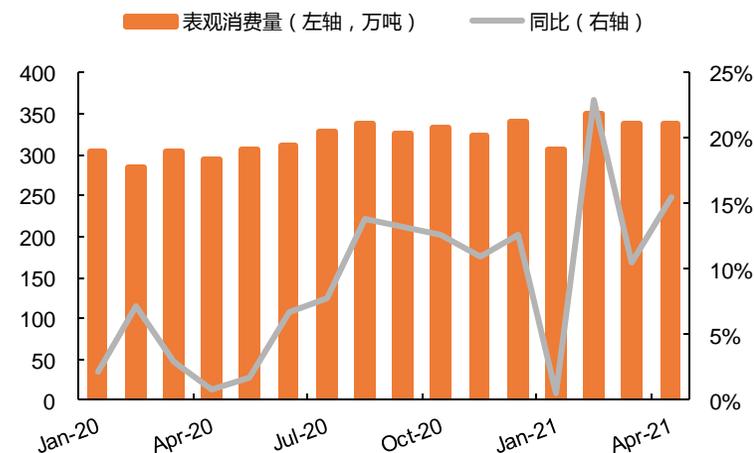
全球铝的消费结构



中国铝的消费结构



2021年前四月，中国电解铝表观消费增长8.2%

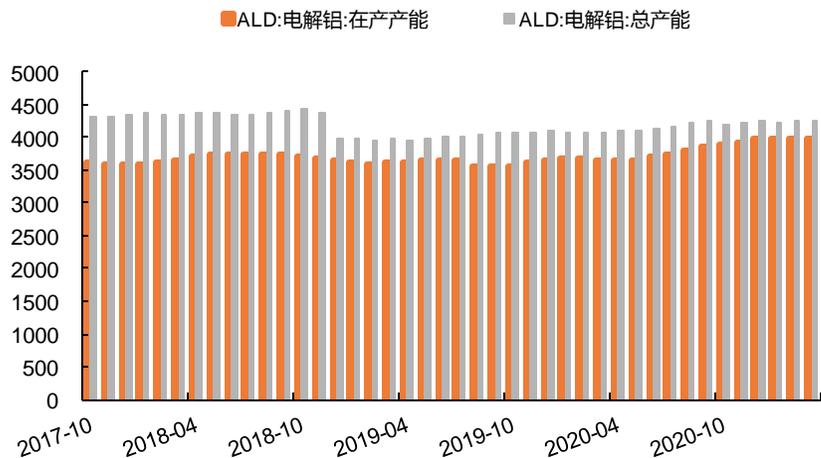


资料来源：Wind，安泰科，百川资讯，平安证券研究所

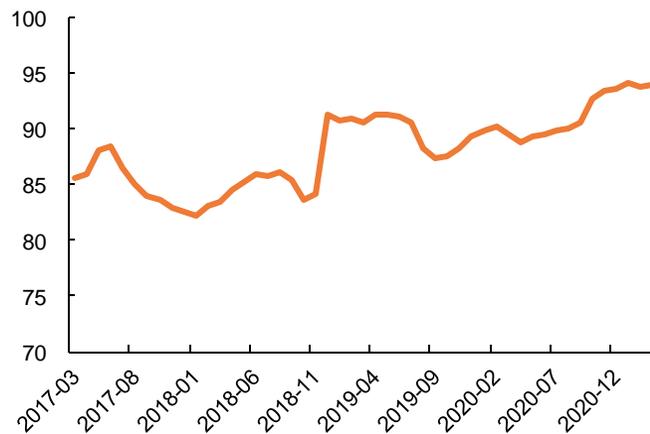
铝：开工率处于高位，中国是电解铝增长主要国家

- 自2017年供给侧改革后，中国电解铝产能增长较慢。根据阿拉丁，2020年底中国电解铝总产能4256万吨，仅比2019年增长约4%，2021年一季度总产能和2020年底基本相当。由于下游需求复苏，2020年9月以来，我国电解铝开工率维持在90%以上高水平。
- 根据IAI，2021年前四月全球电解铝的产量2222万吨，同比增长4.1%，其中中国增长6.9%，海外增长0.4%。可见2021年以来，全球电解铝产量增长主要来自中国。考虑到较高开工率，预计未来中国电解铝开工率继续提升空间有限。

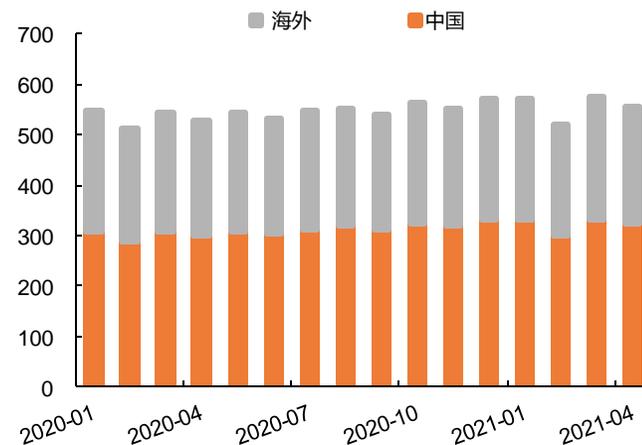
中国铝的产能（万吨）



中国电解铝开工率处于高位 (%)



全球及中国电解铝月度产量（万吨）



资料来源：Wind，IAI，平安证券研究所

铝：2021年中国及海外新增电解铝产能均较小

- 2021年中国及海外电解铝新增产能较小。在中国，由于电解铝是高耗能行业，间接碳排放量大，产能向水电资源丰富的西南地区转移，其中云南和广西是产能转移的主要省份。根据百川资讯，2021年新增电解铝项目产能182.5万吨，其中云南宏泰新材是中国宏桥现有产能转移，投产后并不会产生增量，为此实际产能增加为118万吨，且投产时间多在下半年，预计2021年产能发挥有限。在海外，2021年新增产能仅有四个项目，产能仅约140万吨，增长幅度也较小。

2021年中国电解铝新增产能情况

企业名称	新增产能 (万吨)	投产时间
广西德保百矿铝业有限公司	13	2021年2月
云南宏泰新型材料有限公司 (隶属中国宏桥产能转移)	65	2021年3月
贵州兴仁登高新材料有限公司	25	2021年8月
云南神火铝业有限公司	15	2021年9月
广西华昇新材料有限公司	25	2021年12月
云南其亚金属有限公司	22	2021年12月
广西田林百矿铝业有限公司	17.5	2021年12月

海外电解铝新增产能情况

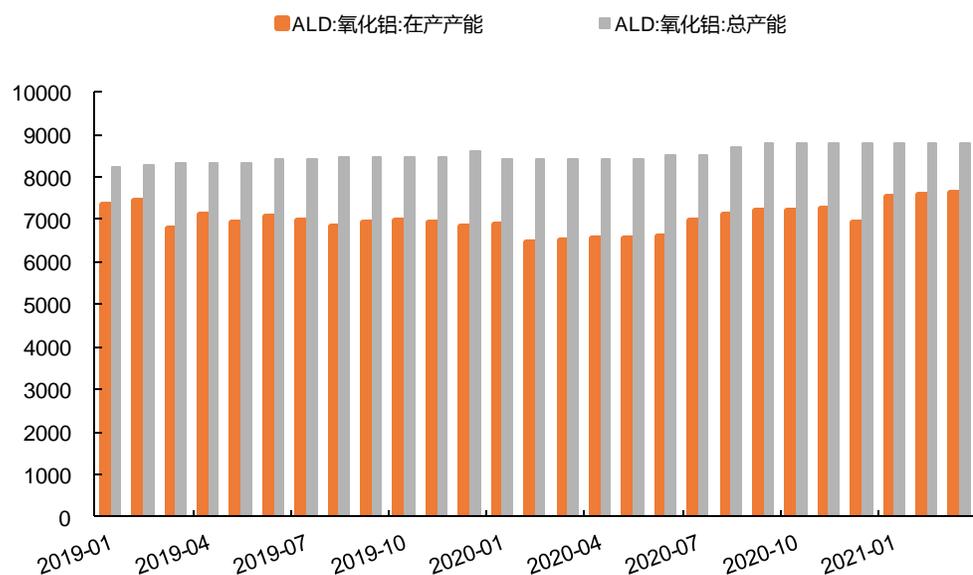
企业名称	所在国家	待投放产能 (万吨)	投产时间
Samalaju (Press Metal)	马来西亚	32	2021年1月
Boguchansky (UC Rusal&RusHydro)	俄罗斯	30.2	待定
Taishet (UC Rusal)	俄罗斯	43	2021年
Jharsuguda (Vedanta)	印度	35	2021年

资料来源：SMM, 百川资讯, 平安证券研究所

铝：原材料氧化铝产能过剩短期难以扭转

- ▶ 反观电解铝的原材料氧化铝因其碳排放问题并不突出，受政策的制约较少，产能增长较快，2020年已达8812万吨，按照1吨电解铝消耗2吨氧化铝测算，可满足4400万吨电解铝生产需求。根据百川资讯，2021年仍将有480万吨氧化铝产能投产，氧化铝产能过剩短期难以扭转。

我国氧化铝产能（万吨）



2021年新增氧化铝产能

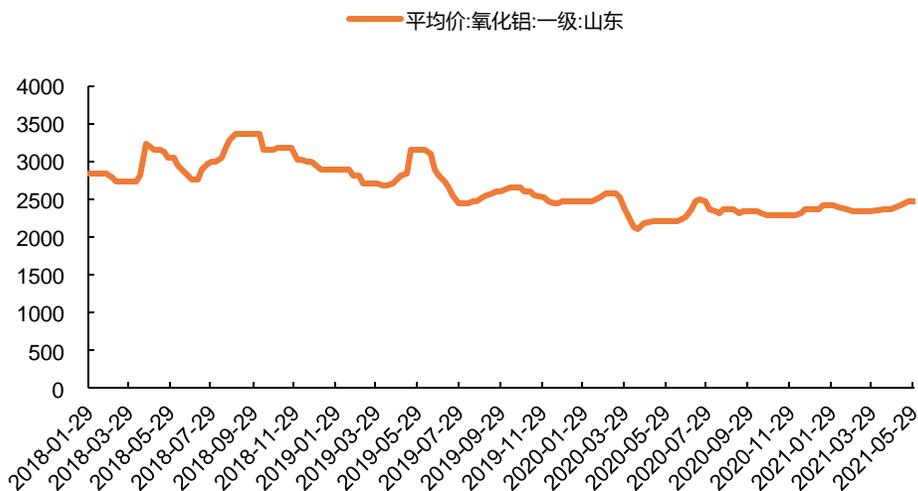
公司名称	产能（万吨）	投产时间
广西龙州新翔生态铝业有限公司	100	2021年2月
靖西天桂铝业有限公司	170	2021年9月
贵州广铝铝业有限公司	30	2021年12月
山东鲁北海生生物有限公司	100	2021年12月
山东鲁渝博创铝业有限公司	80	2021年12月

资料来源：Wind，百川资讯，平安证券研究所

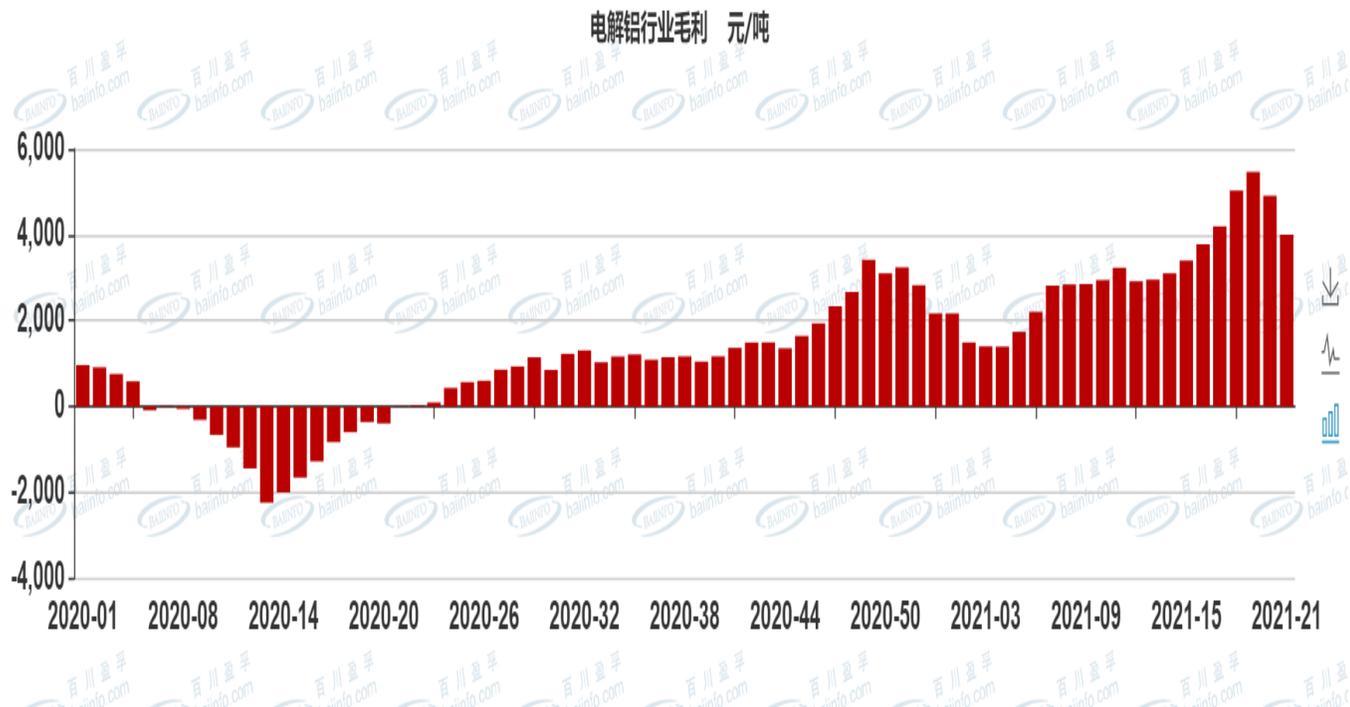
铝：电解铝利润向电解环节倾斜

- 由于产能过剩，原材料氧化铝的价格持续低迷，在本轮大宗商品价格上涨中，氧化铝价格基本平稳。为此，在电价相对稳定下，电解铝行业的利润向产能受控的电解环节倾斜。电解铝毛利水平随着铝价上行而提升。我们判断，电解铝利润向电解环节转移趋势在未来相当长时间将得以维持。

氧化铝价格平稳（元/吨）



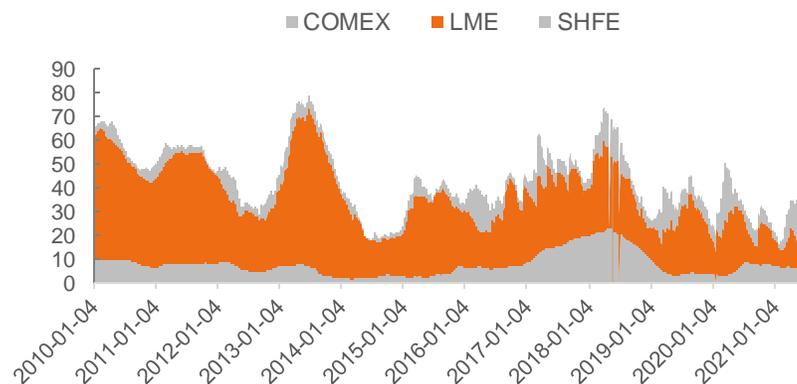
电解铝周度毛利



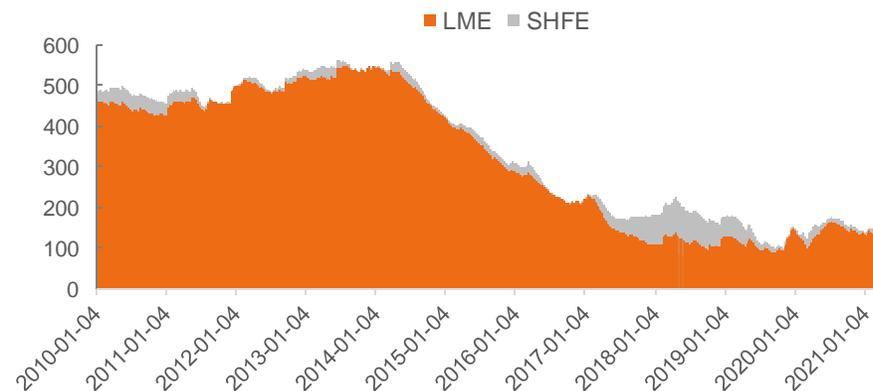
库存：铜铝交易所以及国内现货均处于较低水平

➤ 目前铜和铝无论是交易所还是国内现货库存均处于较低水平，其中铜和铝期货库存处于2010年以来较低水平，国内铜和铝现货库存低于2017年以来的平均水平。较低库存将有利于铜铝未来价格的走强。

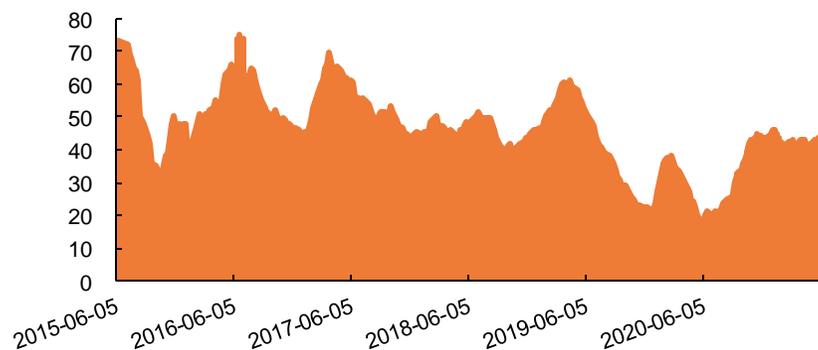
● 铜期货库存处于较低水平（万吨）



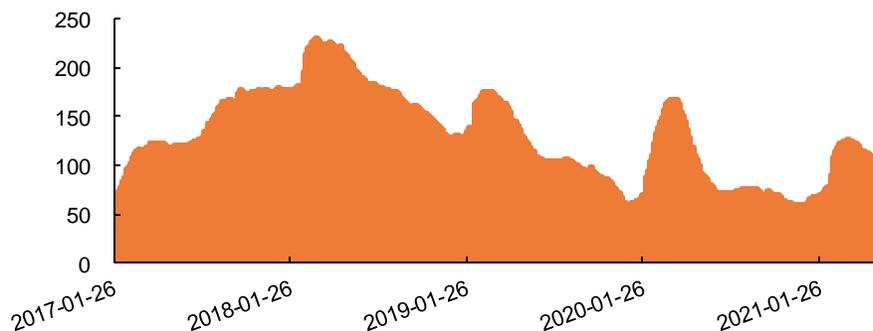
● 铝的期货库存（万吨）



● 上海保税区铜的库存（万吨）



● 国内铝的现货库存（万吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

结论：下半年铜铝价格波动加大，但维持高位，关注铜铝龙头公司

- 我们认为，下半年流动性预期将可能影响铜铝价格，使得价格波动加大，但受益供需错配以及较低的库存，铜铝价格价格仍有较强支撑，有望维持较高水平。建议关注铜铝龙头企业紫金矿业、西部矿业、云铝股份和中国铝业。

关注公司情况

产品	公司	2020年产量 (万吨)	行业地位	未来增长
铜	紫金矿业	45.3	A股上市铜矿公司中，2020年产量位居第一	2021、2022年矿产铜的产量预计分别提高到54~58万吨和80~85万吨
	西部矿业	4.95	2021年铜矿产能及产量增速较大的公司	2020年底玉龙铜矿二期投产，铜精矿总产能达 16万吨
铝	云铝股份	241	2020年电解铝产能278万吨，A股上市铝公司中，产量位居第二。采用绿色水电能源	预计2021年底，公司电解铝总产能将超300万吨。
	中国铝业	369	产业链完整，氧化铝自给有余，2020年电解铝产量位居A股铝上市公司首位	预计产量平稳

资料来源：wind，平安证券研究所

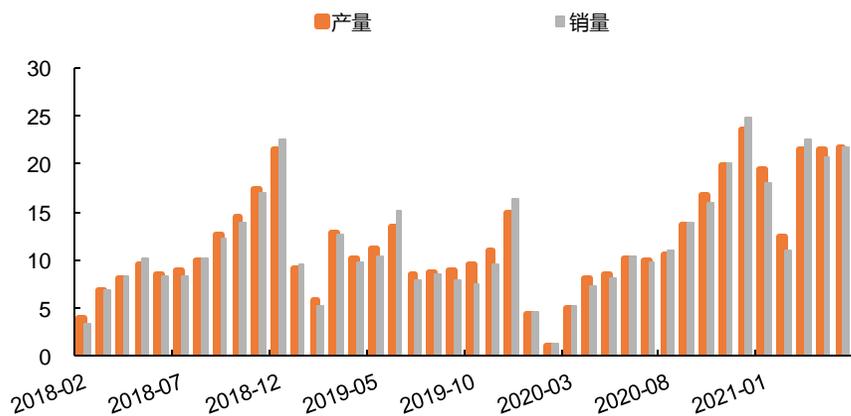
目录 CONTENTS

- 下半年展望：供需错配，重视碳中和机会
- 工业金属：铜铝价格保持高位，波动加大
- 能源金属：景气度高，下半年价稳量增
- 黄金：上下两难，价格震荡
- 投资建议及风险提示

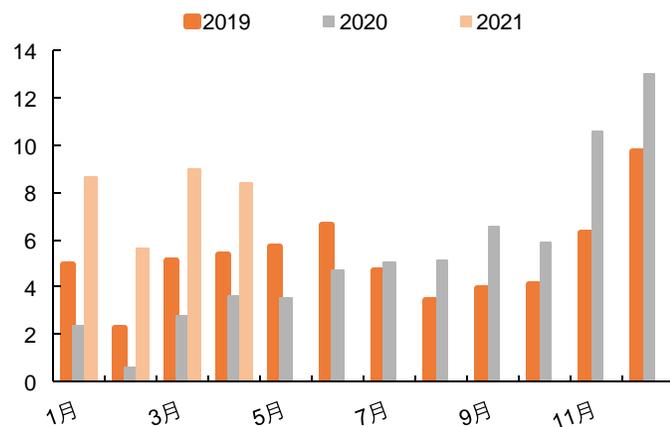
2021年以来新能源汽车保持高景气

➤ 2021年随着疫情缓解以及各国对新能源汽车政策支持，新能源汽车重新步入快速增长。全国乘用车市场信息联席会数据显示，2021年一季度全球新能源汽车乘用车销量约100万辆，同比增长124%。2021年前5月，中国新能源汽车的产量97万辆，同比增长262%，销量94万辆，同比增长253%；相应中国2021年前4月，动力电池装机量同比增长134%。未来美国新能源汽车值得期待：拜登政府十分重视新能源汽车发展，提出1740亿美元的电动汽车促进提案，2021年5月18日又就该提案发表讲话，如提案获得通过，将对美国新能源汽车产生强大推动作用。

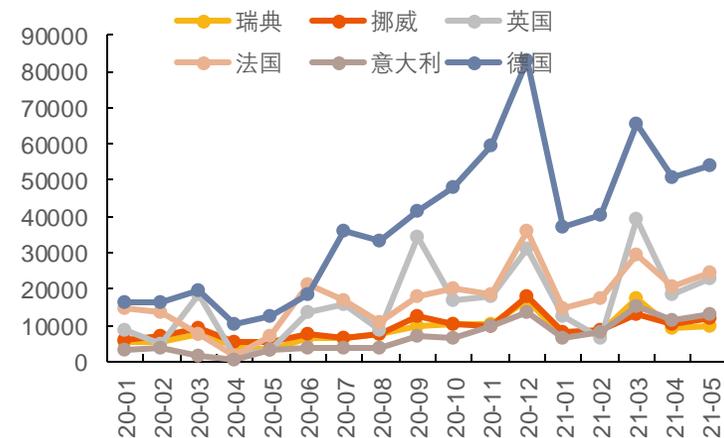
2021年前五月，中国新能源汽车产销快速增长（万辆）



中国动力电池装机量（GWh）



欧洲六国月度电动车的销量（辆）

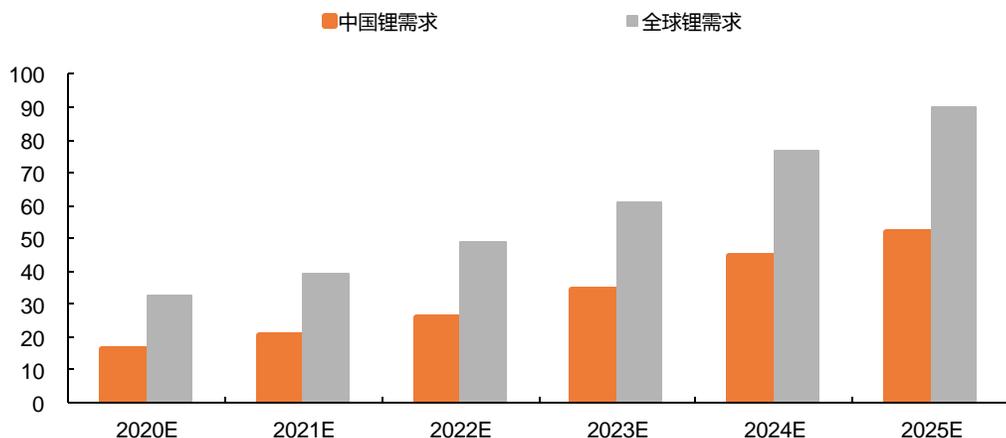


资料来源：Wind，平安证券研究所

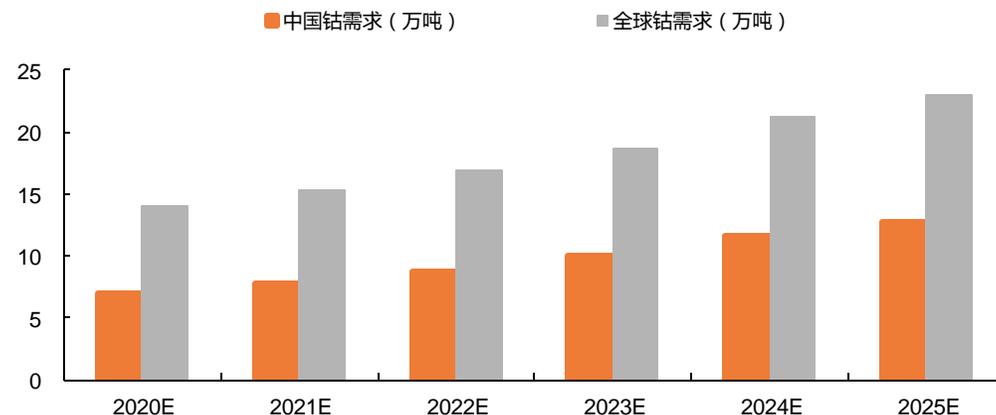
下半年新能源汽车延续较快增长，能源金属需求旺盛

- 受疫情影响，2020年能源金属锂钴的需求增速有所放缓，根据SQM和CRU，2020年全球锂需求约33万吨碳酸锂当量，同比增长6%；2020年全球钴的需求约14万吨钴金属，与2019年基本持平。2021年下半年预计新能源汽车将保持快速增长，推动能源金属需求的较快增长。根据我们预计，2021年全球锂需求将达到39万吨，同比增长22%；全球钴需求提高到15万吨，同比增长约9%。

全球及中国锂的需求预测（万吨碳酸锂当量）



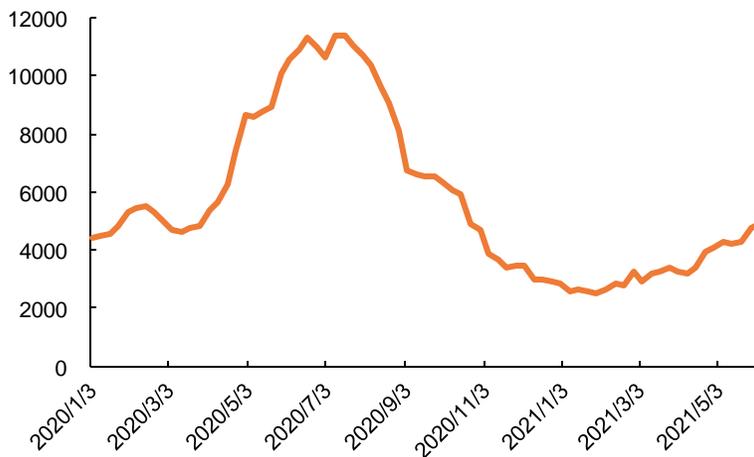
全球及中国钴的需求预测（万吨钴金属量）



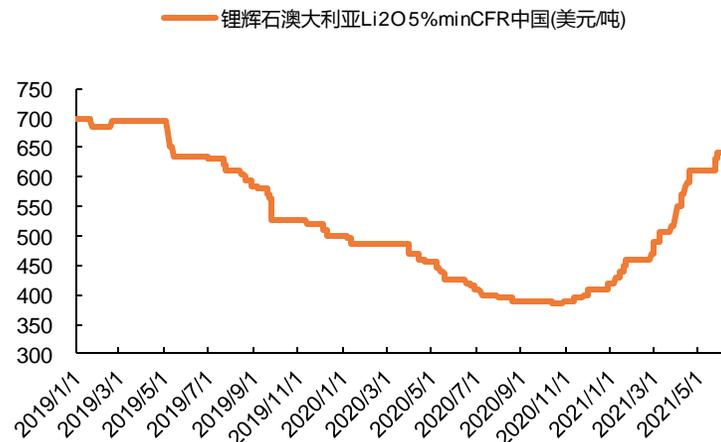
锂：供需向好以及去库完成，2021年行业景气回升明显

- 目前锂的产业链中锂盐产能较为充足，全球最大的锂盐生产国中国，2020年底碳酸锂和氢氧化锂的产能分别为43万吨和23万吨，远超需求。为此，现阶段锂的供给主要取决于上游锂矿资源。随着2021年以来新能源汽车需求恢复增长以及去库存完成，锂矿供给压力大为缓解，锂矿和锂盐价格均出现了较大反弹，行业景气度回升明显。

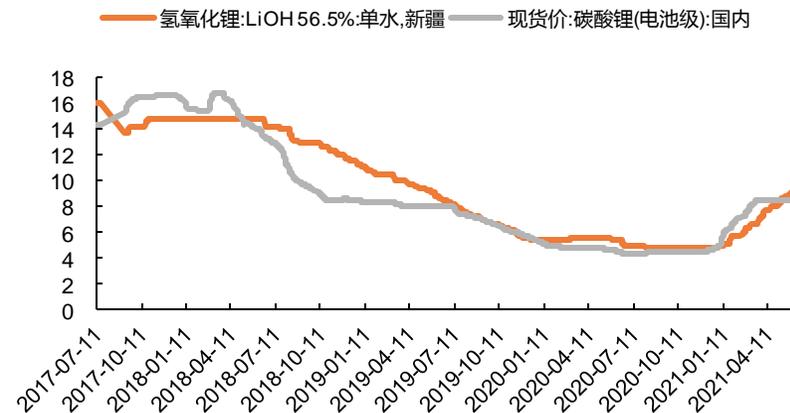
中国碳酸锂工厂库存(吨)



中国从澳大利亚进口锂辉石矿价格回升



氢氧化锂和碳酸锂价格走势(万元/吨)



资料来源: Wind, 百川资讯, 平安证券研究所

锂：预计供需基本平衡，下半年需求增长是主要看点

通过对全球主要锂矿公司分析，我们认为2021年全球锂矿公司新投产项目较少，主要是复产以及中国近年新项目产能释放，全球锂矿供需基本平衡。预计经历上半年较大价格抬升后，预计下半年锂盐价格或趋稳，进入价稳量增阶段。

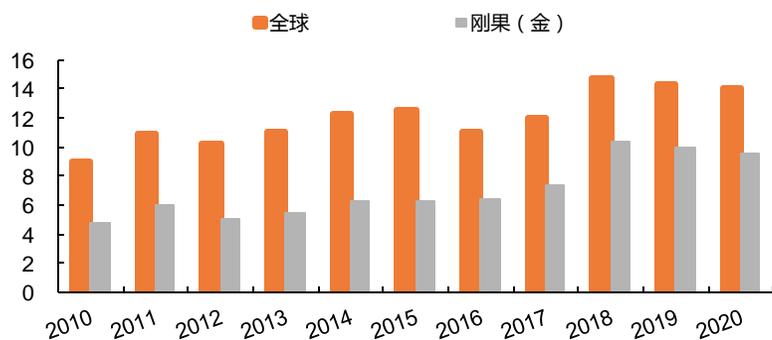
全球主要锂矿公司2021年产量预计

公司	2020年产量	2021年产量预计
南美盐湖(仅盐湖，不包括其在澳大利亚锂辉石矿，万吨碳酸锂当量)		
SQM	6.5	8.5
ALB	4.4	预计变化不大
LIVENT	1.95	预计变化不大
Orocobre	1.13	预计平稳，拟合并Galaxy Resources
Lithium Americas	0	4万吨项计2022年年中投产
澳大利亚辉石矿(万吨锂精矿)		
Talison	58	预计平稳
MRL:Wodgina	0	精矿产能75万吨，继续停产
MRL:MT Marion	50	预计基本平稳
Galaxy resources	15	18~20万吨
Pilbara	18	现产能33万吨，预计接近满产；技改扩产到38万吨，贡献有限。并购ALTURA，目前ALTURA停产
中国(万吨)		
辉石精矿：融捷股份甲基卡	5.84	产能7~8万吨，预计有所增加
辉石精矿：川投能源李家沟	0	17万吨锂精矿预计2021年后投产
辉石精矿：盛新锂能(业隆沟)	1.07	产能7.45万吨，预计产量增长
云母：永兴材料(碳酸锂)	0.87	产能1万吨，预计2021年达产
盐湖：盐湖股份(察尔汗，碳酸锂)	1.36	2万吨新项目投产，预计产量增加
盐湖：藏格控股(察尔汗，碳酸锂)	0.18	产能1万吨，预计2021年逐步达产

钴：基本面好转，2021年以来钴价格反弹

➤ 钴行业经历了去库存和产量缩减，根据USGS，2020年全球钴矿产量14万吨，同比下降约3%，下降主要来自市场份额约70%的全球第一大钴矿生产国刚果（金）。同时钴的代表性产品电解钴和硫酸钴持续去库存，2021年以来库存继续下降。为此，2021年以来钴价格出现较大回升。

2020年全球钴供给下降（万吨钴金属）



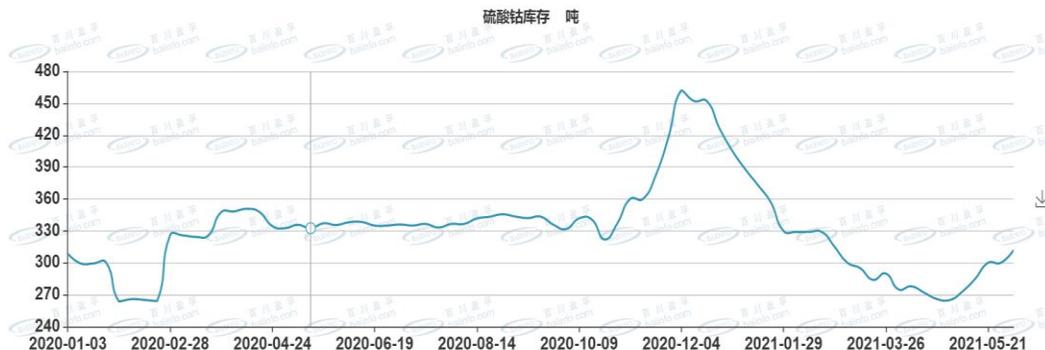
电解钴周度库存变化



2021年以来钴价格回升（万元/吨）



硫酸钴库存变化

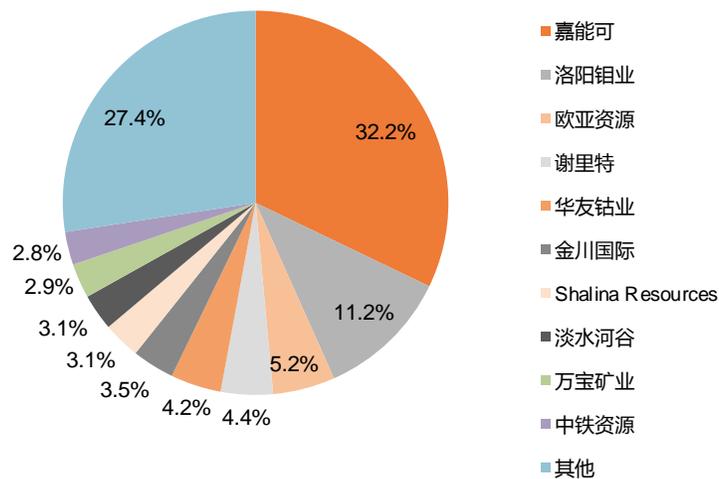


资料来源：百川资讯，平安证券研究所

钴：嘉能可增产，预计钴供需基本匹配，下半年价格走稳

- 2021年钴产量的增长主要来自现有项目产量提升，且全球最大的钴生产企业嘉能可对钴增减产具有重大影响。嘉能可钴项目主要是分布在刚果（金）Katanga 铜钴矿和Mutanda 铜钴矿，其中前者产能3.4万吨，后者产量在2.7万吨左右。2020年起，嘉能可Mutanda铜钴矿山停产，2021年继续维持停产状态；而Katanga 铜钴矿2020年钴产量2.39万吨，预计2021年产量提升，带动嘉能可钴产量由2020年的2.74万吨提高到2021年的3.5万吨。再考虑其他企业在产钴矿提高产出，我们预计2021年全球钴矿产量略高于15万吨，和需求基本匹配。
- 结合供需，我们认为经过上半年反弹后，下半年钴价格持稳的可能性较大。

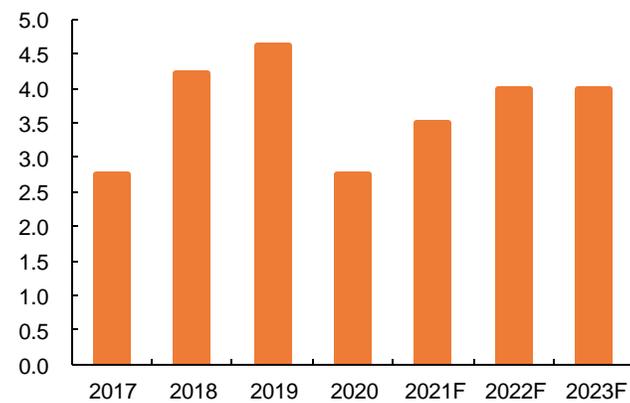
全球主要钴矿企业市场份额（2019年）



2020年嘉能可钴产量分布

矿山	所在国家	产量 (万吨)
Katanga铜钴矿	刚果（金）	2.39
Mutanda铜钴矿	刚果（金）	0
Murrin Murrin 镍钴矿	澳大利亚	0.29
其他		0.06
合计		2.74

嘉能可历年钴产量及未来产量指引 (万吨钴)



资料来源：金川国际，嘉能可，平安证券研究所

行业判断:下半年能源金属价稳量增,龙头公司业绩确定性较强

我们认为,2021年下半年受益新能源汽车高景气,能源金属锂和钴需求将恢复较快增长。与此同时,上半年价格回升带动下,现有锂钴项目的生产也将有所恢复,能源金属锂钴供需基本平稳。为此,下半年锂和钴将从上半年的价量齐升转变为价稳量增,相关龙头公司业绩确定性较强,建议关注钴龙头公司华友钴业和锂龙头公司雅化集团。

➤ 华友钴业:钴龙头公司,新能源材料多点推进

公司主要从事新能源锂电材料和钴新材料产品的研发制造业务,拥有从钴镍资源开发到锂电材料制造一体化产业链,成了总部在桐乡、资源保障在境外、制造基地在中国、市场在全球的空间布局。2020年公司钴产品产量3.34万吨,处于行业领先。除了钴产品外,公司加快了锂电新能源材料布局,三元前驱体方面,目前公司已投产和在建三元前驱体产能合计10万吨,其中全资拥有5.5万吨产能已全部建成投产,合资建设的三元前驱体产能合计4.5万吨。未来拟收购我国正极材料龙头公司巴莫科技部分股权;镍产品方面,公司推进的镍项目有6万吨粗制氢氧化镍(预计将于2021年底建成试产)、3万吨(金属量)高纯三元动力电池级硫酸镍和4.5万吨高冰镍(2021年上半年开工建设),镍有望成为公司未来新增长点。

➤ 雅化集团:锂盐规模持续扩张,具有较强锂资源保障能力

公司主要从事民爆产品服务以及锂盐产品生产和销售。公司目前拥有国理公司、兴晟锂业、雅安锂业和锂业科技四家锂产业公司,锂盐产能合计约4.3万吨,另准备利用非公开发行人股票募集资金新建5万吨电池级氢氧化锂、1.1万吨氯化锂及其制品项目,到2025年公司锂盐产品综合产能规划将达到10万吨以上。公司与澳大利亚锂矿公司银河资源拥有承销协议,参股澳大利Core公司(拥有待开发锂矿项目),此外参股国内李家沟锂矿,锂盐生产所需的锂资源有较强的保障。

目录 CONTENTS

- 下半年展望：供需错配，重视碳中和机会
- 工业金属：铜铝价格保持高位，波动加大
- 能源金属：景气度高，下半年价稳量增
- 黄金：上下两难，价格震荡
- 投资建议及风险提示

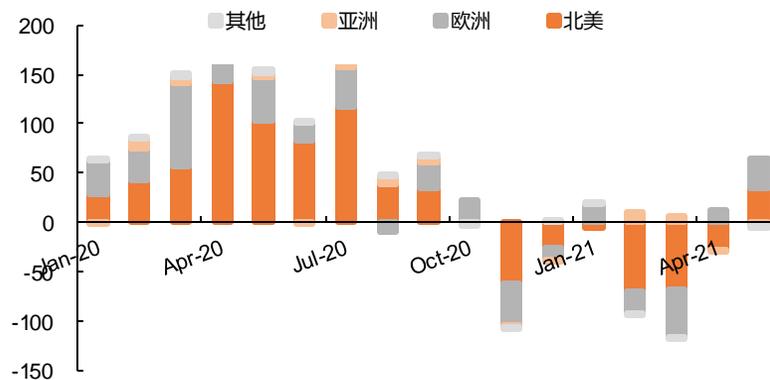
上半年黄金价格波动较剧烈，黄金ETF持仓净流出

- 2021年一季度，随着疫苗接种，经济复苏趋势较为明显，对美联储收缩流动性的担忧增强，美国国债收益率上行，导致了黄金价格回调；4月起由于美国通胀上升，而流动性收缩预期减弱，黄金的价格迎来的较大反弹，目前基本收复失地，回到历史较高水平。
- 对黄金价格较为敏感的黄金ETF流向基本与黄金价格走势正相关。根据世界黄金协会，2021年前四月，全球黄金ETF黄金持仓净流出较多，为195吨，但随着价格回升，2021年5月全球黄金ETF黄金持仓恢复流入，增持黄金约61吨。

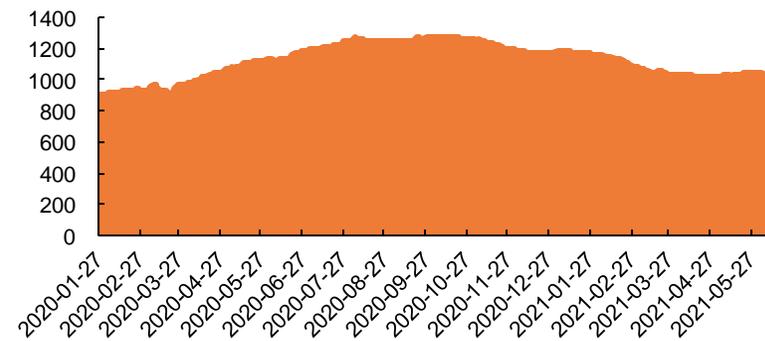
2021年以来，LME黄金价格先抑后扬（美元/盎司）



2021年前四月，全球黄金ETF减持黄金（吨）



SPDR黄金ETF持仓量（吨）

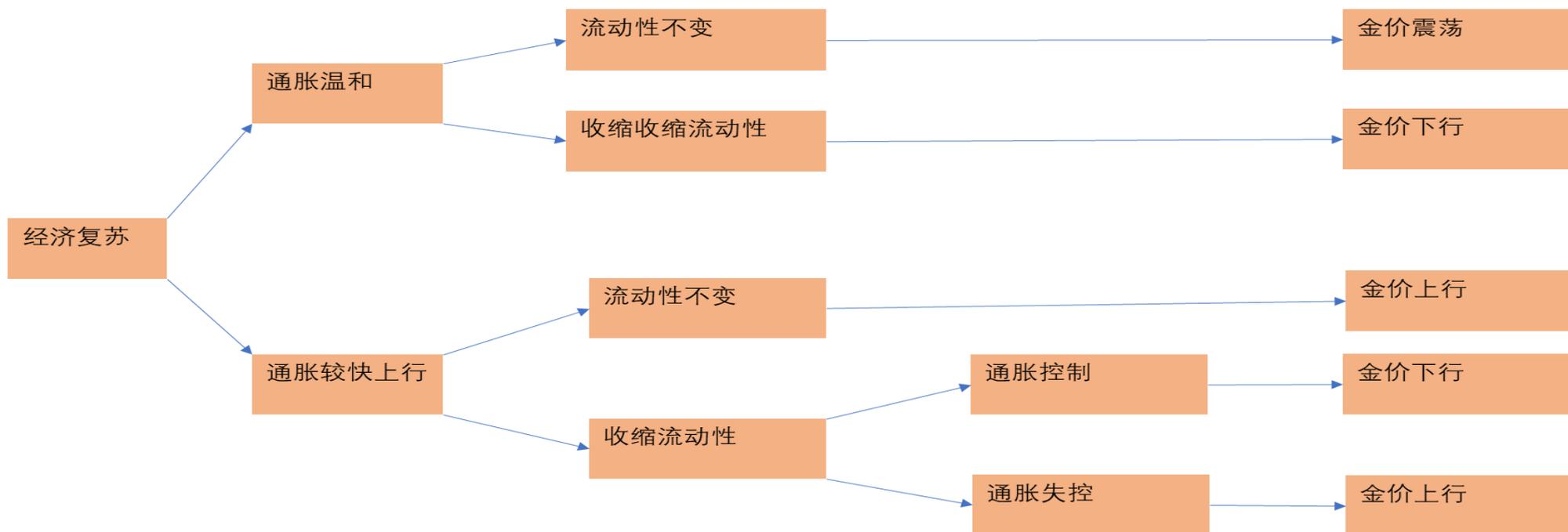


资料来源：Wind, 世界黄金协会, 平安证券研究所

下半年黄金价格主要取决于通胀水平和流动性变化

- 我们认为下半年全球经济仍处于复苏进程，但大宗商品价格上半年较快上涨，使得通胀上升的可能性也在增加，这可能会导致美联储货币政策变化。下半年对黄金价格影响最大的因素是流动性和通胀。
- 通过情景分析，我们认为如下半年通胀温和，流动性宽松，黄金价格趋于震荡；如果通胀失控，金价则可能上行；而在通胀温和，逐步收缩流动性则以及通过收缩流动性控制通胀较快上行，则金价可能下跌。

2021年下半年黄金价格情景分析

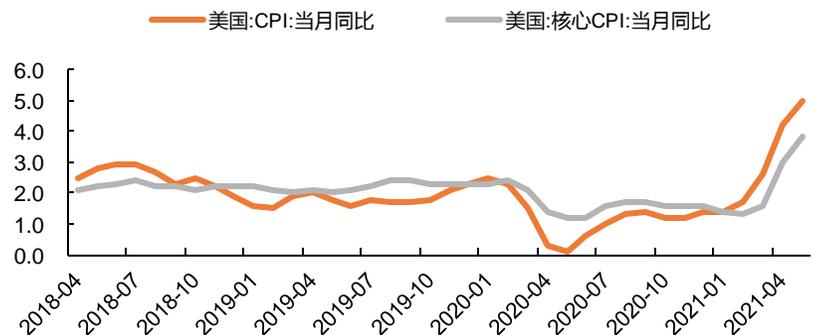


资料来源：平安证券研究所

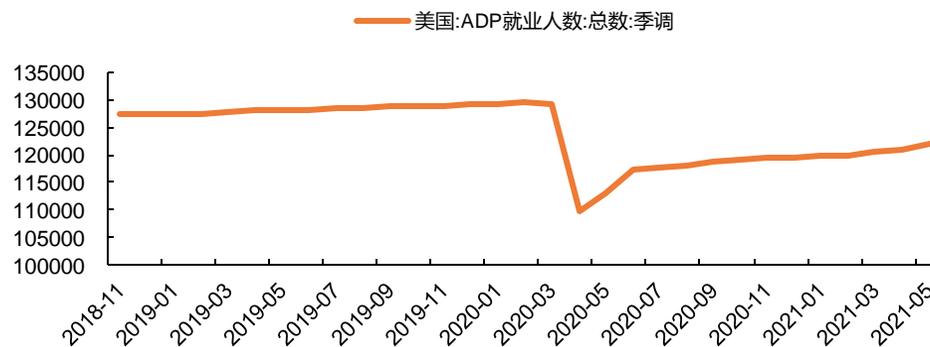
预计下半年黄金价格上下两难，震荡可能性较高

▶ 尽管美国就业人数增加，但总就业人数仍有提升空间，美联储将就业放在首要位置。5月份CPI公布后，通胀担忧有所增加，未来通胀水平还有待进一步验证。下半年流动性充裕，黄金价格有支撑，但通胀压力未真正显现前，经济复苏使得避险需求下降，黄金价格趋震荡可能性较高。

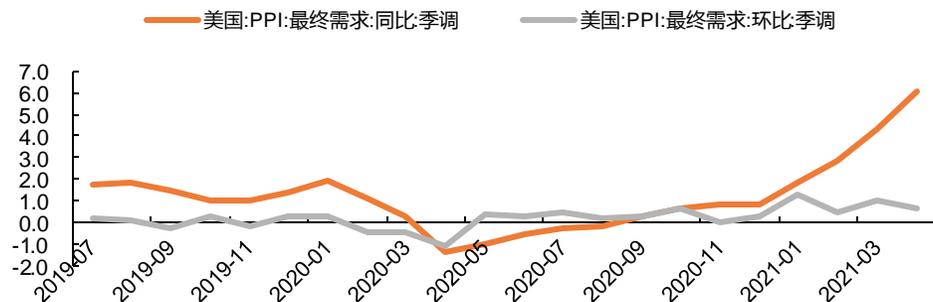
美国CPI走势 (%)



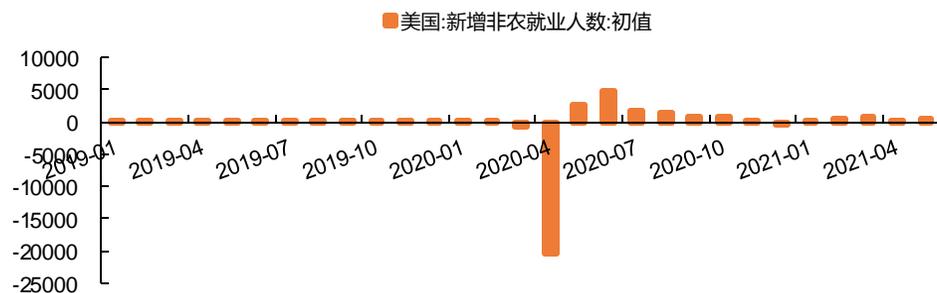
美国ADP就业人数 (千人)



美国PPI走势 (%)



美国新增非农就业人数 (千人)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

目录 CONTENTS

- 下半年展望：供需错配，重视碳中和机会
- 工业金属：铜铝价格保持高位，波动加大
- 能源金属：景气度高，下半年价稳量增
- 黄金：上下两难，价格震荡
- 投资建议及风险提示

投资建议

- 我们认为，下半年尽管流动性预期变化对有色价格产生一定干扰，但顺周期工业金属继续受益经济复苏，行业供需错配延续，较高的景气度有望维持，其中铜因投产项目较少及疫后复产并不平坦，铝因碳中和产能受控，供需格局较好，建议重点关注，相关龙头公司有紫金矿业、西部矿业、云铝股份、中国铝业。此外，受益新能源汽车产销快速增长，能源金属需求旺盛，下半年将呈价稳量增，业绩确定性较强，建议关注龙头公司华友钴业和雅化集团。总体上，下半年有色景气尚可期待，维持行业“强于大市”的评级。

● 重点关注公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格		EPS(元/股)			P/E(倍)				评级
		2021/6/11	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
紫金矿业	601899	11.00	0.25	0.51	0.64	0.67	43.19	21.57	17.19	16.42	推荐
云铝股份	000807	14.21	0.29	1.14	1.35	1.47	49.25	12.46	10.53	9.67	推荐
华友钴业	603799	98.09	0.96	2.25	2.93	3.45	102.14	43.60	33.48	28.43	推荐
西部矿业	601168	13.51	0.38	0.99	1.18	1.26	35.46	13.62	11.48	10.76	未评级
雅化集团	002497	24.20	0.28	0.62	0.89	1.22	86.13	39.34	27.21	19.81	未评级
中国铝业	601600	5.45	0.04	0.25	0.28	0.33	125.20	21.80	19.46	16.52	未评级

注：未评级公司采用wind一致性预期

风险提示

- **需求低于预期的风险。**有色是基础性的原材料行业，需求和宏观经济密切相关，尽管目前随着疫苗接种，全球及中国经济持续复苏，但如果未来病毒变异导致疫苗失败，或者财政政策较快退出，将影响宏观经济增长，并对有色需求产生负面影响。
- **流动性收缩的风险。**2020年二季度以来，有色产品价格大幅上涨受需求复苏和流动性双重推动，如果未来美联储收紧流动性，将使流动性对有色产品价格的推动减弱，有色产品价格存在回落的风险。
- **疫后复产以及新产能投放超预期的风险。**目前有色特别是上游矿产复产依然受疫情影响，如果未来有色复产超预期，将使供给较快恢复。同时，有色现有新产能投放较为有序，如果新项目投产或产能释放较快，都将增加有色供给。为此，复产以及新产能投放超预期，将可能改变有色供需，并对价格构成一定打压。
- **新能源汽车发展低于预期的风险。**能源金属需求和新能源汽车息息相关，如果未来由于政策调整或者新能源汽车事故影响消费者信心，将使得新能源汽车发展低于预期，从而对能源金属需求产生影响。

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±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±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。

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。