

有色金属行业 2020 年一季报总结

龙头盈利有韧性，黄金受益大宽松

核心观点：

- **龙头盈利有韧性，黄金受益大宽松。**据各公司一季报，20 年一季度 112 家有色金属企业实现归母净利润 49.4 亿元（19 年一季度 87.3 亿元），同比下降 43%。结构上看，五家龙头企业盈利占全行业比重为 54%，前十家企业盈利占全行业比重为 75%，周期下行过程中，龙头企业的盈利水平仍有韧性，各梯队企业差距将继续拉大。利润：贵金属板块盈利增长，基本金属和锂电材料板块盈利大幅下滑。资产负债：行业库存持续增加，负债率微涨，主要是贵金属和铜板块龙头企业并购带来的库存和负债率提升。现金流：经营现金流改善明显，资本开支仍处高位，主要是贵金属、铜、铝板块的龙头企业仍在扩张。
- **金价上涨，基本金属和小金属价格下跌。**基本金属：20 年一季度，受新冠疫情影响，全球基本金属需求受损，供给收缩，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍价格变化分别为 -20.08%、-15.39%、-9.15%、-16.20%、-15.20%、-18.42%。贵金属：20 年一季度，美国经济受疫情影响边际下行，美联储实施量化宽松刺激，提振金价。COMEX 黄金上涨 4.67% 至 1591 美元/盎司。小金属：20 年一季度，电池级碳酸锂价格下跌 5.93% 至 4.7 万元/吨，同比下降 38.62%；电解钴价格下跌 4.72% 至 25.3 万元/吨，同比下跌 13.26%；轻稀土供大于求，氧化镨钕价格下跌 5.46% 至 26.85 万元/吨，同比下跌 9.02%；中重稀土受疫情影响延迟复工，氧化镱价格上涨 6.47% 至 1810 万元/吨，同比上涨 39.77%；钨精矿价格下跌 11.30% 至 7.85 万元/吨，同比下跌 7.55%。
- **底部区间待需求转暖，金价趋势仍上行。**基本金属：随着疫情逐步好转，金属价格将在短期的持续震荡中呈现逐步上涨的趋势，而海外产量占比高的铜和亏损面较大的铝等金属将呈现出较强的弹性。贵金属：此次疫情加剧美国经济下行压力，而美联储或将推出更大幅度的刺激方案，流动性的外溢和资本回报率的下行将使得美元指数和美债实际收益率面临进一步下行压力，金价趋势仍将继续上行。小金属：行业龙头即将或已进入亏损区间，行业底部特征明显，等待需求预期好转；国内钨精矿紧缺导致进口海外矿明显增加，随着疫情好转，海外需求的复苏将使得目前紧缺的局面更加凸显，钨价有望继续上涨。
- **风险提示。**疫情在全球范围蔓延的不确定性；美联储货币政策的不确定性；中国新能源汽车政策的不确定性；全球贸易争端影响宏观经济增速。

行业评级

买入

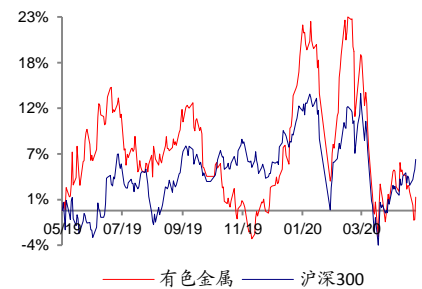
前次评级

买入

报告日期

2020-05-05

相对市场表现



分析师：

巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-82535901

juguoxian@gf.com.cn

分析师：

宫帅



SAC 执证号：S0260518070003



SFC CE No. BOB672

010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

相关研究：

- 有色金属行业:金钼涨价,锂钴补库 2020-04-26
- 有色金属行业:钨铜铝齐涨价,锂钴还看补库存 2020-04-19
- 有色金属行业:金价上行趋势不改,基本金属或继续反弹 2020-04-12

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
洛阳钼业	603993.SH	CNY	3.48	2020/4/30	买入	5.45	0.07	0.09	49.71	38.67	14.18	13.87	5.10	6.20
洛阳钼业	03993.HK	HKD	2.49	2020/4/30	买入	3.81	0.07	0.09	32.54	25.31	14.18	13.87	5.10	6.20
紫金矿业	601899.SH	CNY	3.91	2020/4/29	买入	4.44	0.18	0.26	21.72	15.04	11.24	8.83	7.70	10.70
紫金矿业	02899.HK	HKD	3.26	2020/4/29	买入	3.58	0.18	0.26	16.57	11.47	11.24	8.83	7.70	10.70
山东黄金	600547.SH	CNY	36.29	2020/4/17	增持	42.25	0.77	0.86	47.13	42.20	17.67	16.58	9.00	8.80
山东黄金	01787.HK	HKD	23.45	2020/4/17	增持	24.29	0.77	0.86	27.86	24.94	17.67	16.58	9.00	8.80
中金黄金	600489.SH	CNY	8.40	2020/3/5	买入	10.00	0.31	0.32	27.10	26.25	10.45	10.20	7.30	6.90
银泰黄金	000975.SZ	CNY	16.43	2020/4/29	买入	22.64	0.75	0.77	21.91	21.34	14.00	14.01	13.60	12.10
中国铝业	601600.SH	CNY	2.85	2020/3/27	买入	3.61	0.06	0.18	47.50	15.83	11.27	7.81	2.00	5.20
中国铝业	02600.HK	HKD	1.54	2020/3/27	买入	1.93	0.06	0.18	22.00	8.56	11.27	7.81	2.00	5.20
西部矿业	601168.SH	CNY	5.47	2020/3/13	买入	10.53	0.47	0.54	11.64	10.13	11.21	10.56	10.10	10.50
驰宏锌锗	600497.SH	CNY	3.48	2020/3/23	买入	4.20	0.12	0.21	29.00	16.57	13.66	11.10	3.70	5.60
中金岭南	000060.SZ	CNY	3.49	2020/3/10	买入	4.80	0.24	0.24	14.54	14.54	10.94	10.42	7.10	6.70
宝钛股份	600456.SH	CNY	25.22	2020/3/19	买入	31.00	0.75	0.96	33.63	26.27	18.00	15.61	7.90	9.30
天齐锂业	002466.SZ	CNY	16.56	2020/2/14	买入	48.11	0.37	0.79	44.76	20.96	20.68	16.13	3.90	7.60
赣锋锂业	002460.SZ	CNY	46.31	2020/2/9	买入	49.55	0.62	0.98	74.69	47.26	54.54	34.53	8.80	12.20
赣锋锂业	01772.HK	HKD	25.95	2020/2/9	买入	29.03	0.62	0.98	38.28	24.22	54.54	34.53	8.80	12.20
鼎胜新材	603876.SH	CNY	13.52	2020/2/26	买入	27.70	0.92	1.33	14.70	10.17	13.73	10.69	9.90	12.50
华友钴业	603799.SH	CNY	34.44	2020/4/17	买入	45.60	0.61	0.92	56.46	37.43	30.60	23.68	9.50	12.60
金钼股份	601958.SH	CNY	5.91	2020/4/12	买入	9.00	0.20	0.27	29.55	21.89	11.28	10.73	5.60	5.60
盛和资源	600392.SH	CNY	6.84	2020/4/2	买入	10.50	0.20	0.24	34.20	28.50	22.66	19.40	6.30	7.00
锡业股份	000960.SZ	CNY	8.44	2019/4/17	增持	14.76	0.60	0.69	14.07	12.23	11.34	9.79	7.70	8.10
厦门钨业	600549.SH	CNY	11.26	2019/8/22	增持	16.80	0.30	0.42	37.53	26.81	13.52	12.01	5.60	7.30
嘉元科技	688388.SH	CNY	60.60	2020/2/18	买入	87.10	1.46	1.93	41.51	31.40	28.74	21.00	32.40	30.00

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、龙头盈利有韧性，黄金受益大宽松.....	5
（一）受金属价格下跌影响，一季度盈利同比降 43%.....	5
（二）库存水平持续上行，资产负债率微涨	8
（三）经营现金流好转，龙头扩张带动资本开支增加.....	9
二、金价上涨，基本金属和小金属价格下跌.....	10
（一）受疫情冲击整体累库，基本金属价格同步走低.....	10
（二）美国经济边际下行预期加大，黄金价格涨 4.67%.....	12
（三）轻重稀土分化，钨需求端疲软，锂钴两端承压.....	13
三、底部区间待需求转暖，金价趋势仍上行.....	15
（一）基本金属：关注疫情好转预期下的铜铝等弹性品种	15
（二）贵金属：疫情加剧美国经济下行压力，金价趋势仍将上行	15
（三）锂电材料：供给收缩进行时，需求期待转暖.....	15
（四）其他小金属：供给收缩，钼价将继续上涨	16
四、风险提示	16

图表索引

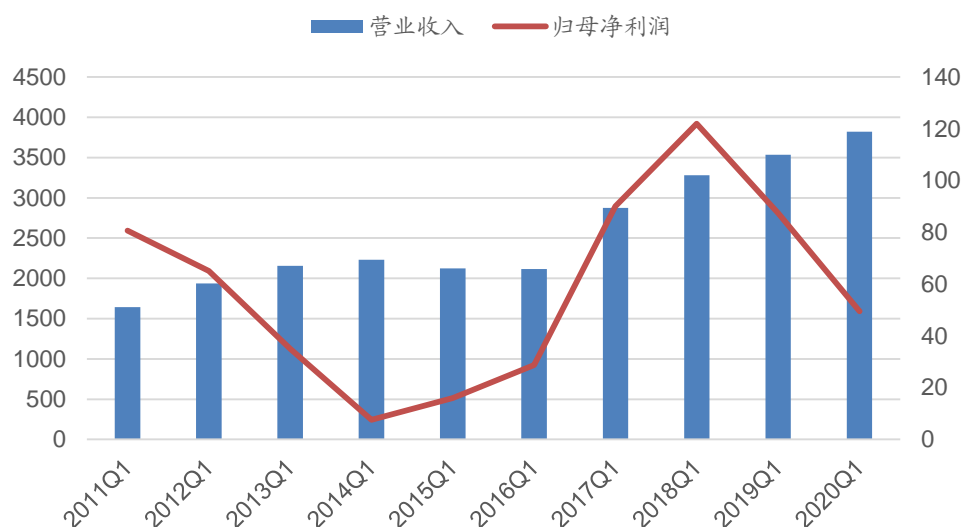
图 1: 2011-2020 年一季度有色金属板块收入、归母净利润情况 (亿元)	5
图 2: 2011-2020 年一季度有色金属板块收入、净利润季度走势 (亿元)	5
图 3: 2020 年一季度前十名盈利企业归母净利润情况 (亿元)	7
图 4: 2019 年一季度前十名亏损企业归母净利润情况 (亿元)	7
图 5: 2011 年-2020 年行业存货及资产负债率情况 (亿元)	8
图 6: 2011 年-2019 年一季度行业经营和投资现金流情况 (亿元)	9
图 7: LME 和 SHFE 铜价格走势 (美元/吨、元/吨)	10
图 8: LME 和 SHFE 铝价格走势 (美元/吨、元/吨)	10
图 9: LME 和 SHFE 铅价格走势 (美元/吨、元/吨)	11
图 10: LME 和 SHFE 锌价格走势 (美元/吨、元/吨)	11
图 11: LME 锡、镍价格走势 (美元/吨)	11
图 12: COMEX 和 SHFE 黄金价格走势 (美元/盎司、元/克)	12
图 13: COMEX 和 SHFE 白银价格走势 (元/千克、美元/盎司)	12
图 14: 氧化镨钕、氧化镝价格走势 (元/公斤、万元/吨)	13
图 15: 黑钨精矿、硬质合金价格走势 (元/吨、元/公斤)	13
图 16: 国内电池级碳酸锂、氢氧化锂价格走势 (元/吨)	14
图 17: 国内电解钴、钴粉价格走势 (万元/吨)	14
表 1: 19Q1 和 20Q1 有色金属行业盈利情况 (亿元)	6
表 2: 2019 年和 2020 年一季度各子行业库存及资产负债率情况 (亿元)	8
表 3: 19Q1 和 20Q1 有色金属行业现金流情况 (亿元)	9

一、龙头盈利有韧性，黄金受益大宽松

（一）受金属价格下跌影响，一季度盈利同比降 43%

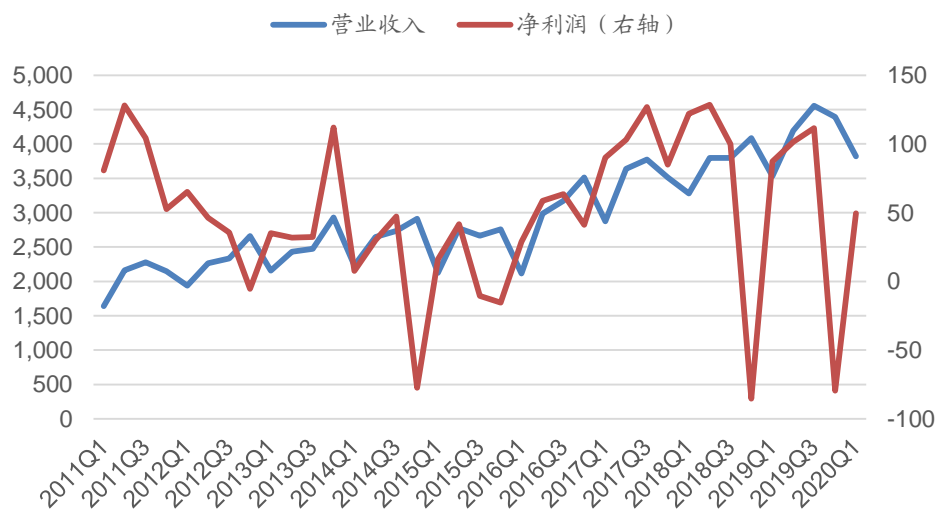
据各公司披露的一季报，2020年一季度112家有色金属企业实现营收3822亿元（19年一季度为3534亿元），同比增长8%；实现毛利314.9亿元（19年一季度为357.5亿元），同比下降12%；实现归母净利润49.4亿元（19年一季度87.3亿元），同比下降43%。受疫情影响导致金属价格下跌，一季度行业盈利整体回落。

图1：2011-2020年一季度有色金属板块收入、归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：2011-2020年一季度有色金属板块收入、净利润季度走势（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

一季度，从有色金属行业的各子板块来看：

基本金属中，铝企业一季度实现归母净利润11.9亿元，同比下降12%，主要因为电解铝价格下跌，同时，氧化铝和铝土矿价格也出现下跌，在一定程度上缓解了电解铝盈利水平的压力；铅锌企业实现归母净利润4.3亿元，同比下降57%，主要是由于铅锌价格同比大幅下跌；铜企业实现归母净利润1.9亿元，同比下降91%，主要是由于铜价同比大幅下跌。

贵金属企业实现归母净利润17.6亿元，同比增长9%，主要由于：1.目前国内黄金矿山企业品位相对偏低，虽然金价大幅上涨，但矿山企业为拓展矿山的潜力和寿命，降低了整体的入选品位，导致成本均出现上涨；2.受疫情影响，部分矿山企业开工不足导致产销量有所下降。

小金属中，锂企业受碳酸锂价格下跌的影响，实现归母净利润-4.9亿元，同比下降249%；钴企业实现归母净利润6.5亿元，同比增长135%；电池材料企业实现-0.1亿元，同比下降106%，主要是行业加工费下跌；稀土企业实现归母净利润1.7亿元，同比下降7%，主要是受海外稀土矿进入中国，供给端增加的影响，氧化镨钕价格同比下跌，而氧化镱和氧化铽受供给端影响，价格同比增长；钨企业归母净利润0.8亿元，同比增长107%，主要是厦门钨业的非钨板块业务盈利明显改善；永磁材料企业实现归母净利润2.2亿元，同比下降50%，主要是行业产能过剩加剧竞争，行业毛利率水平下滑。

表1：19Q1和20Q1有色金属行业盈利情况（亿元）

行业	营业收入			毛利			归母净利润		
	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比
黄金	619	718	16%	74.3	76.2	3%	16.1	17.6	9%
铝	759	694	-9%	86.7	88.2	2%	13.5	11.9	-12%
铜	1,283	1,392	9%	69.2	56.3	-19%	20.7	1.9	-91%
铅锌	219	210	-4%	27.1	20.0	-26%	10.1	4.3	-57%
稀土	65	82	26%	6.5	6.9	7%	1.9	1.7	-7%
永磁	46	42	-7%	9.7	8.8	-9%	4.4	2.2	-50%
钨	66	59	-11%	9.6	10.8	12%	0.4	0.8	107%
锂	34	25	-26%	12.8	8.6	-33%	3.3	-4.9	-249%
钴	94	273	191%	12.4	-4.6	-137%	2.8	6.5	135%
电池材料	56	43	-23%	7.4	5.9	-19%	1.4	-0.1	-106%
其他	293	283	-4%	41.8	37.8	-10%	12.7	7.5	-41%
合计	3,534	3,822	8%	357.5	314.9	-12%	87.3	49.4	-43%

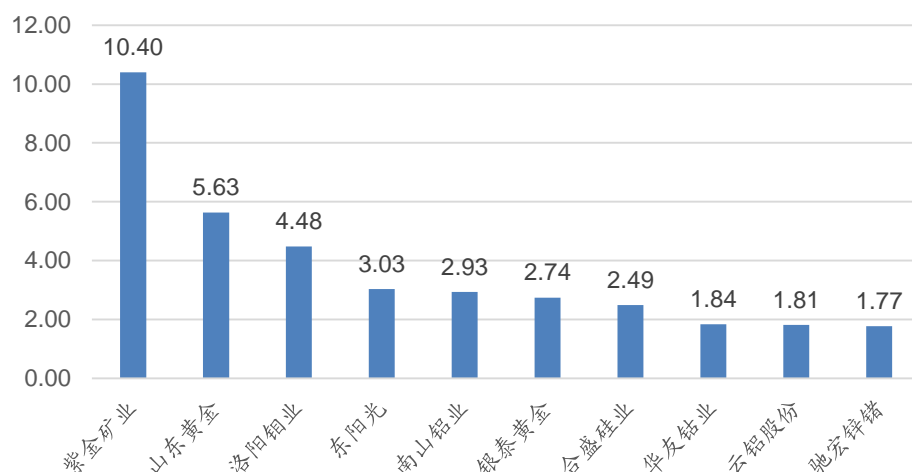
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从所统计的112家公司的情况来看：

20年一季度，78家企业盈利，实现归母净利润70亿元，行业亏损面达到30%；而19年一季度96家企业盈利，实现归母净利润94亿元，主要是：1.部分加工企业本身处于微利状态，宏观经济的疲软导致销售不畅，加工费下跌，企业由盈转亏；2.金属价格的下跌开始进入高成本分位线，部分矿山企业开始亏损，显示行业开始步入出清阶段。前五名盈利企业（归母净利润）分别为：紫金矿业（10.40亿元）、山

东黄金（5.63亿元）、洛阳钼业（4.48亿元）、东阳光（3.03亿元）、南山铝业（2.93亿元），五家龙头企业盈利占全行业比重为54%，前十名企业盈利占全行业比重为75%，意味着行业不到10%的企业盈利占到了3/4，在行业下行阶段龙头效应进一步凸显；同时我们也可以看到，部分龙头企业在金属价格下跌过程中仍能够靠量的增长和成本的大幅下降来实现盈利水平的提升，这一趋势体现了龙头企业未来的扩张潜力，各个梯队的企业之间的差距将进一步拉大。

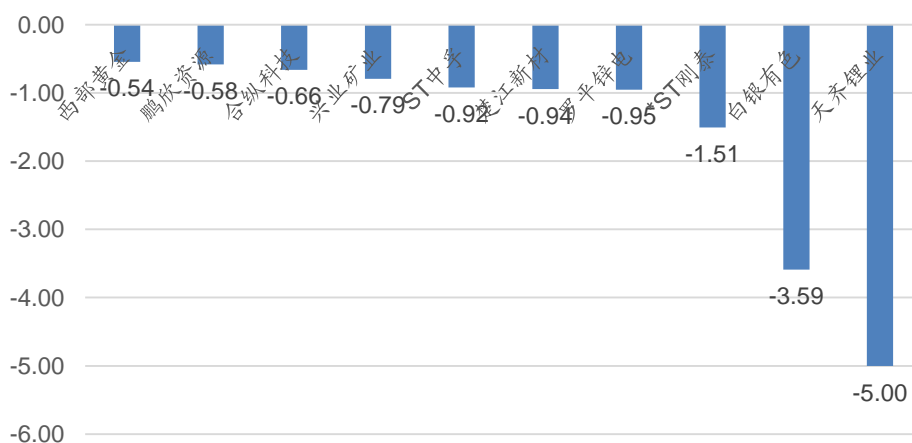
图3：2020年一季度前十名盈利企业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

20年一季度，34家企业亏损，亏损归母净利润总额20.5亿元，19年一季度，16家企业亏损，亏损归母净利润总额6.4亿元。前五名亏损企业（归母净利润）分别为：天齐锂业（-5.00亿元）、白银有色（-3.59亿元）、*ST刚泰（-1.51亿元）、罗平锌电（-0.95亿元）、楚江新材（-0.94亿元）。

图4：2019年一季度前十名亏损企业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）库存水平持续上行，资产负债率微涨

2020年一季度，有色金属板块总库存2740亿元，同比增加287亿元，增幅17%，主要是洛阳钼业收购合并IXM贸易公司增加123亿元，中金黄金和紫金矿业的收购导致贵金属行业同比增加73亿元，江西铜业和云南铜业存货大幅上涨导致铜行业存货同比增加153亿元。自2016年以来，行业库存水平不断增加，主要是龙头企业的持续扩张带来库存水平的上升，预计后续将经历去库存阶段。

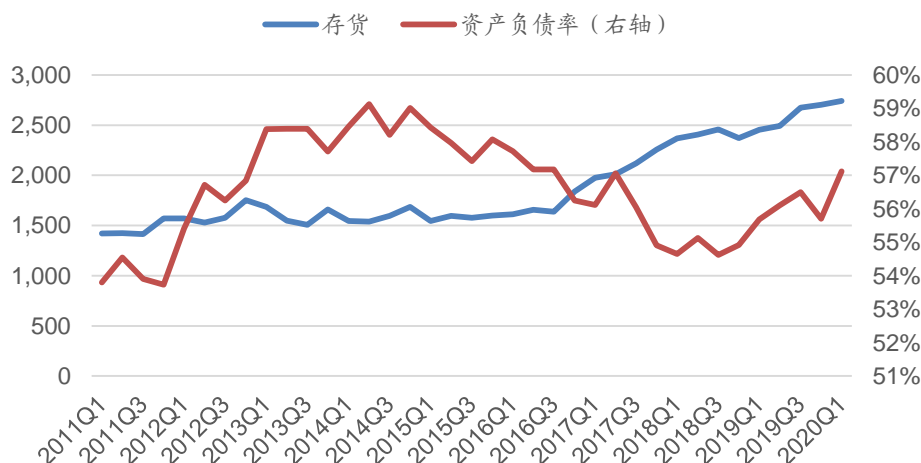
2020年一季度，有色金属板块整体负债率为57%，同比增加1个百分点。受金属价格同比下滑，行业盈利水平回落，但总体盈利水平仍较强劲，企业投资活动复苏带来经营杠杆自2015年持续下滑后出现回升，受新能源板块下游需求的拉动，锂、钴、电池材料等新能源材料企业前期的持续扩张带动负债率的上行，黄金和铜行业的龙头企业的扩张也带动其负债率的提升。

表2：2019年和2020年一季度各子行业库存及资产负债率情况（亿元）

行业	存货			资产负债率	
	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1
贵金属	433	506	17%	52%	55%
铝	486	433	-11%	63%	61%
铜	621	774	25%	59%	62%
铅锌	175	139	-20%	53%	53%
稀土	158	168	6%	44%	45%
永磁	51	56	10%	24%	29%
钨	94	84	-11%	57%	57%
锂	31	37	16%	65%	69%
钴	129	234	82%	53%	60%
电池材料	36	49	35%	56%	62%
其他	238	260	9%	42%	46%
合计	2,453	2,740	12%	56%	57%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：2011年-2020年行业存货及资产负债率情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）经营现金流好转，龙头扩张带动资本开支增加

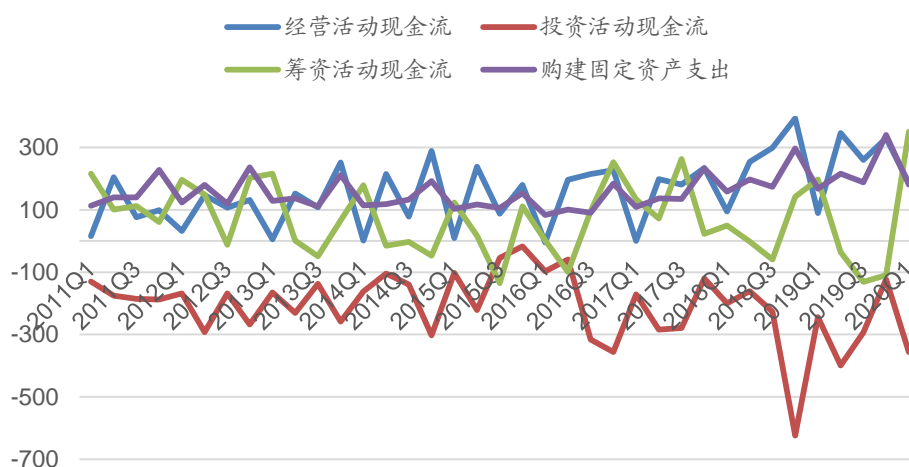
2020年一季度，有色金属板块企业经营活动净现金流为186亿元，同比增加96亿元；投资活动净现金流-356亿元，较去年同期的-245亿元相比，净流出增加，主要是企业并购行为增加以及资本开支增加；固定资产及无形资产等投资现金支出181亿元，同比增加13亿元，数据显示铝行业的电解铝产能建设投资明显增加，黄金和铜行业龙头企业建设投资增加，而锂行业企业受锂价下跌影响，建设投资明显下降。

表 3：19Q1和20Q1有色金属行业现金流情况（亿元）

行业	经营活动现金流净额			投资活动现金流净额			购建固定资产等支出		
	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比
贵金属	21	31	43%	-39	-140	257%	31	37	19%
铝	15	70	367%	-32	-25	-21%	39	48	24%
铜	39	7	-81%	-57	-49	-14%	25	34	36%
铅锌	3	6	87%	-10	-16	53%	13	12	-1%
稀土	4	6	55%	-1	-10	829%	0	1	10%
永磁	2	1	-45%	-2	-13	630%	3	3	-2%
钨	-3	0	-99%	-8	-5	-37%	7	5	-26%
锂	7	-1	-117%	-22	-6	-71%	14	5	-65%
钴	8	61	635%	-63	-84	34%	10	18	89%
电池材料	-2	0	-99%	-6	-4	-44%	3	2	-16%
其他	-5	5	-208%	-4	-5	29%	23	15	-37%
合计	90	186	107%	-245	-356	46%	168	181	8%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：2011年-2019年一季度行业经营和投资现金流情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

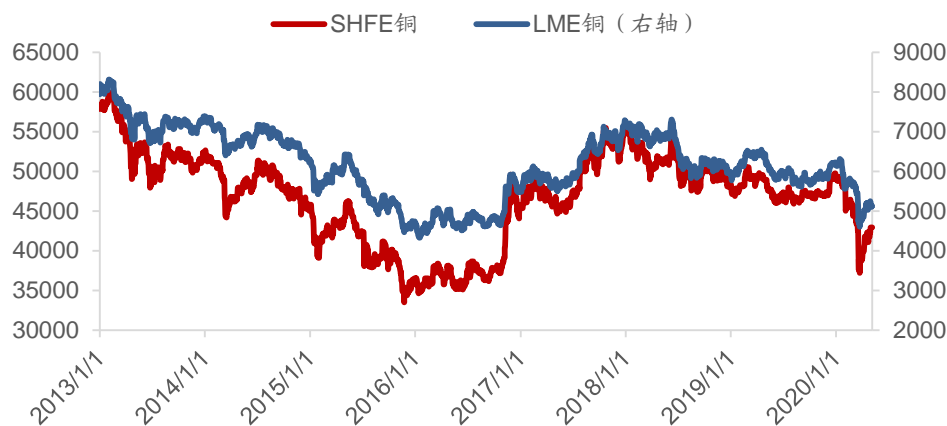
二、金价上涨，基本金属和小金属价格下跌

（一）受疫情冲击整体累库，基本金属价格同步走低

2020年一季度，新型冠状病毒疫情在全球爆发，海外疫情持续恶化压制需求，为防范疫情，部分矿山开始停产，价格跌破至部分企业的成本线，2月28日世界卫生组织将新冠肺炎全球风险级别调为非常高，受此影响全球基本金属需求受损，2020年一季度铜、铝、铅、锌、锡、镍价格同步走低。

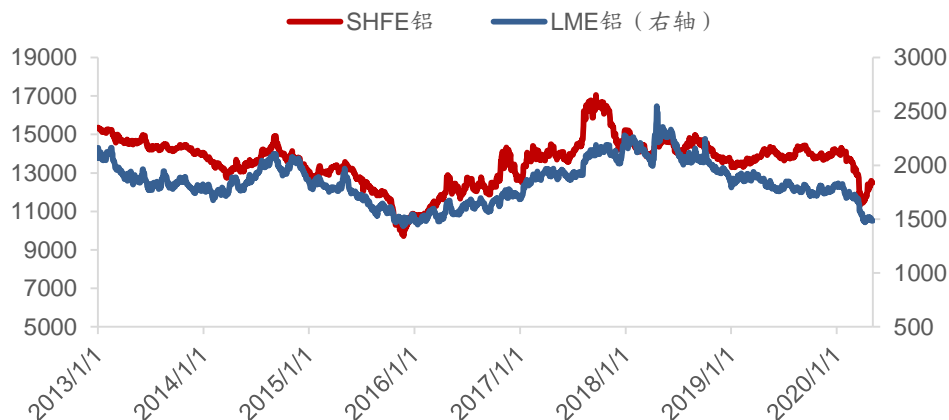
2020年一季度，LME铜、铝、铅、锌、锡、镍价格变化为-20.08%、-15.39%、-9.15%、-16.20%、-15.20%、-18.42%；SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍价格变化为-20.35%、-18.00%、-15.46%、-7.74%、-10.79%、-18.10%。

图7：LME和SHFE铜价格走势（美元/吨、元/吨）



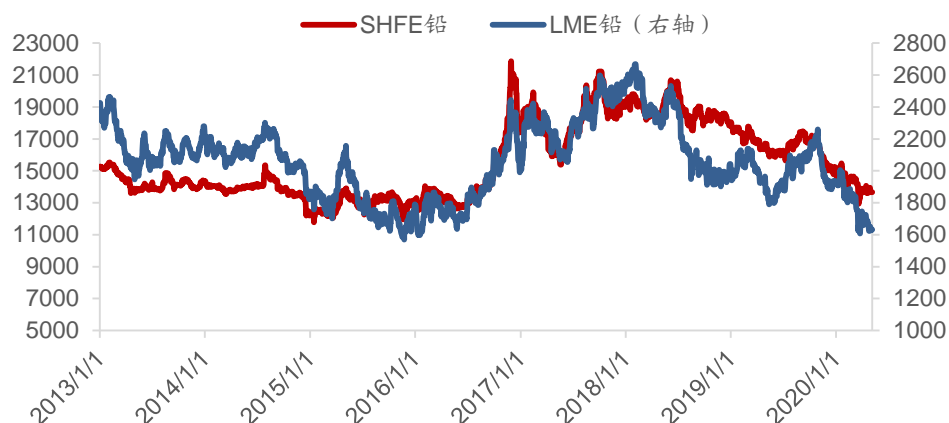
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：LME和SHFE铝价格走势（美元/吨、元/吨）



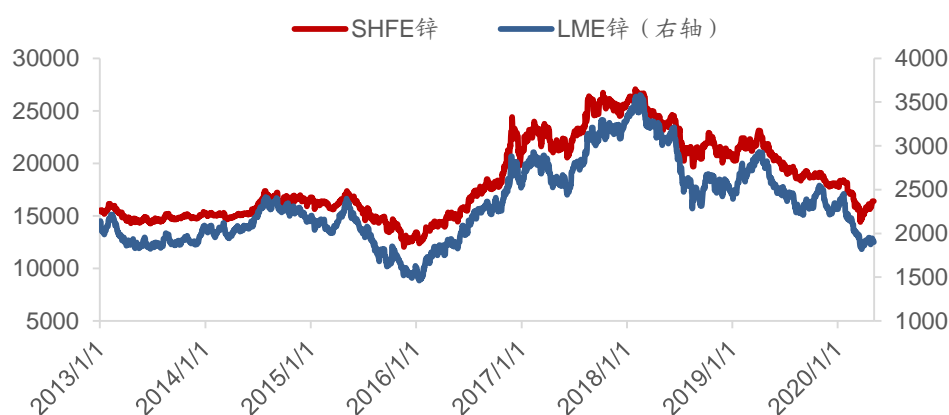
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9: LME和SHFE铅价格走势 (美元/吨、元/吨)



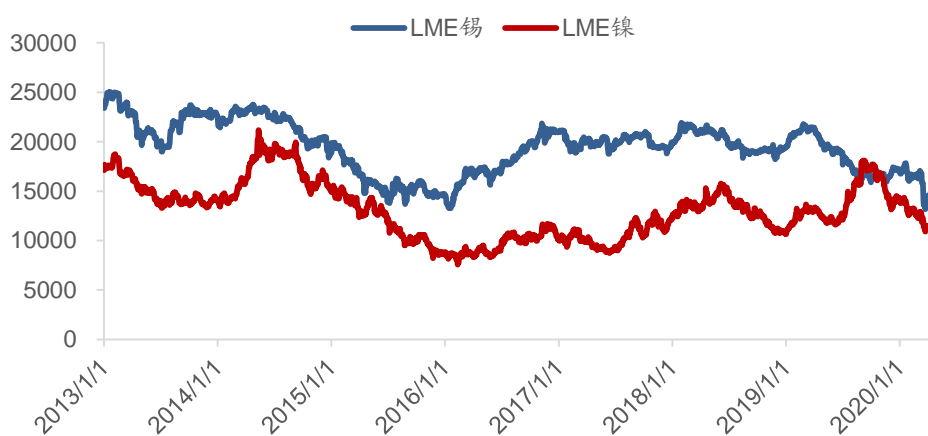
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: LME和SHFE锌价格走势 (美元/吨、元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: LME锡、镍价格走势 (美元/吨)



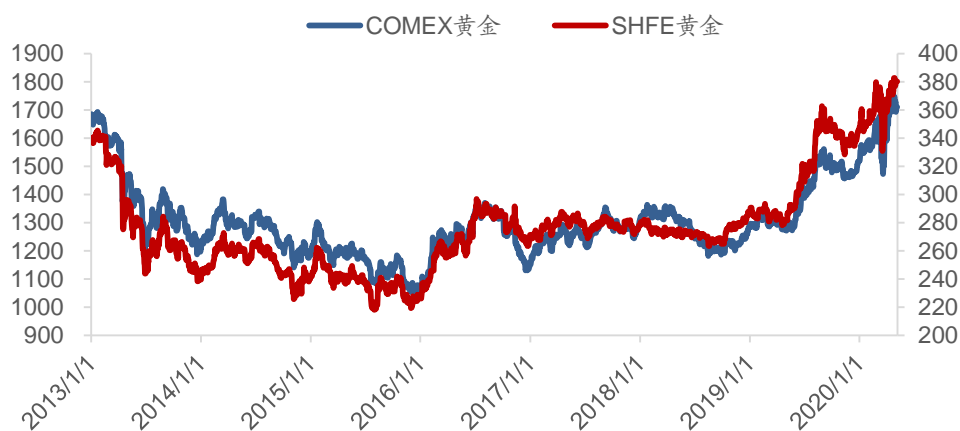
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）美国经济边际下行预期加大，黄金价格涨 4.67%

2020年一季度，新冠疫情在美国扩散，初请失业金人数增至历史新高，消费信心指数下降，生产链部分停顿，PMI指数下跌幅度较大，美国经济边际下行。初期受疫情和原油价格暴跌的影响，欧美股市大幅下跌，投资者为弥补股票头寸的流动性紧张卖出黄金造成金价下跌，但随着疫情发展，市场避险情绪加重，黄金的避险属性得以彰显，加上全球各国央行为应对新冠疫情不断实施量化宽松刺激，维持宽松的货币政策，推动实际利率走低，提振金价。综合来看，黄金价格上涨4.67%。

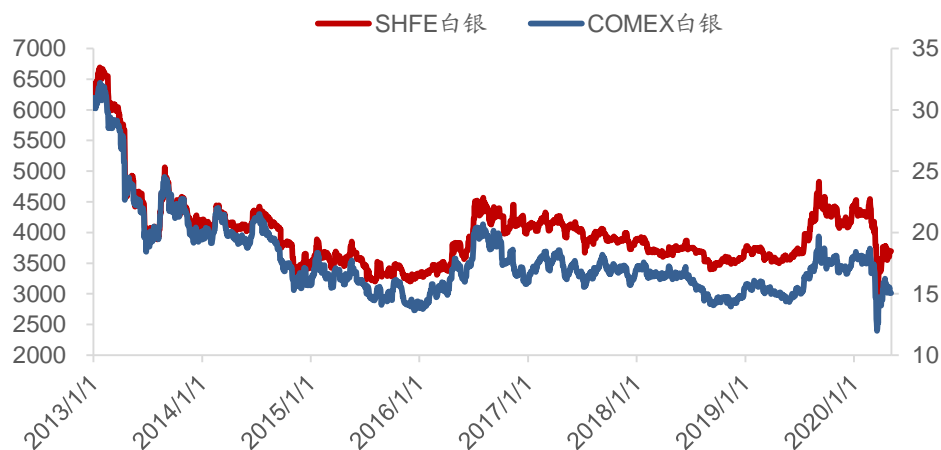
2020年一季度，COMEX黄金和SHFE黄金价格分别上涨4.67%和5.01%至1591美元/盎司和365元/克；COMEX白银和SHFE白银价格分别下跌20.92%和22.78%至14美元/盎司和3433元/千克。

图12: COMEX和SHFE黄金价格走势（美元/盎司、元/克）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图13: COMEX和SHFE白银价格走势（元/千克、美元/盎司）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）轻重稀土分化，钨需求端疲软，锂钴两端承压

稀土：

2020年一季度，受疫情影响中重稀土企业延迟复工，导致产量下降，下游高端钕铁硼企业复工较好，镨钕需求增加，中重稀土价格涨幅较大。而轻稀土分离企业受疫情影响小，多数正常开工，下游企业复工不足，对于镨钕需求相对弱，库存一直增加，轻稀土价格持续下滑。氧化镨钕价格下跌5.46%至26.85万元/吨，同比下跌9.02%；氧化镨价格上涨6.47%至1810万元/吨，同比上涨39.77%。

图14：氧化镨钕、氧化镨价格走势（元/公斤、万元/吨）

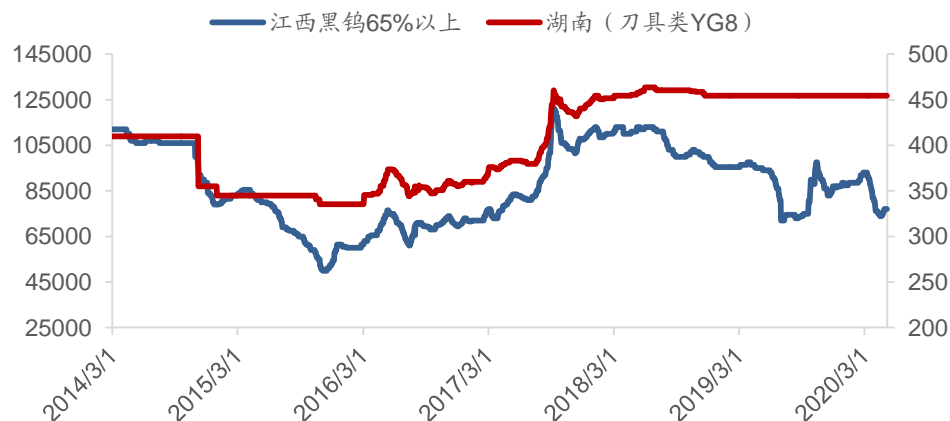


数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

钨：

2020年春节后受疫情影响，钨矿企业推迟，短期内钨供给端偏紧，钨价小幅上涨；随着国内疫情好转，企业陆续复工，供给端产能稳步提升，但终端需求受到海外疫情发酵的影响表现萎靡，钨价持续下跌。一季度黑钨精矿价格较年初下跌11.30%至7.85万元/吨，同比下跌7.55%；硬质合金价格保持在455元/公斤。

图15：黑钨精矿、硬质合金价格走势（元/吨、元/公斤）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

锂:

2020年一季度,欧美众多车企因受疫情影响宣布关闭部分工厂,导致海外需求下降,但氢氧化锂厂商出货较稳定,且高镍材料厂有新一轮的采购计划,氢氧化锂价格上调。一季度电池级碳酸锂价格下跌5.93%至4.7万元/吨,同比下降38.62%;一季度氢氧化锂价格上涨3.11%至5.8万元/吨,同比下降46.03%。

图16: 国内电池级碳酸锂、氢氧化锂价格走势(元/吨)

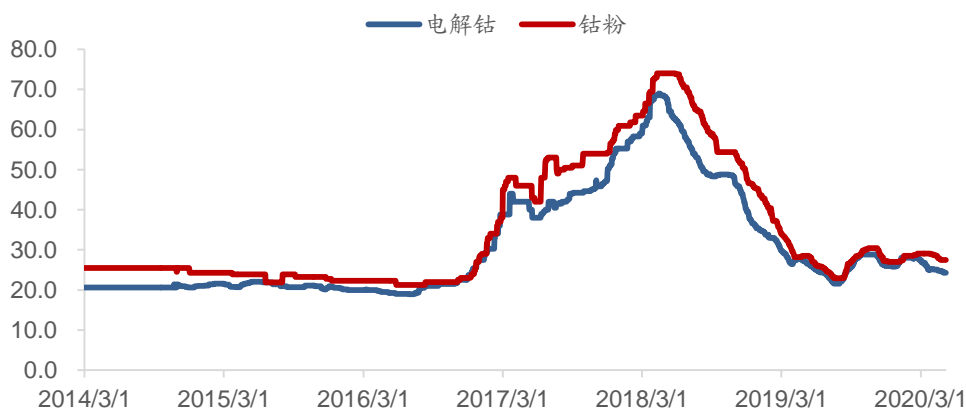


数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

钴:

疫情影响供需两侧,市场需求减少,供给端高度依赖海外,也面临短缺风险,钴价回落。2020年一季度电解钴价格下跌4.72%至25.3万元/吨,同比下跌13.26%;2020年一季度钴粉价格上涨7.04%至28.9万元/吨,同比下跌22.6%。

图17: 国内电解钴、钴粉价格走势(万元/吨)



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

三、底部区间待需求转暖，金价趋势仍上行

（一）基本金属：关注疫情好转预期下的铜铝等弹性品种

受疫情影响，基本金属价格短期出现了大幅下跌，多数品种已经跌至行业平均成本以下，部分企业开始出现亏损现金流的情况，金属价格短期已经充分反映了疫情所带来的影响。

由于16年之后的金属价格上涨使得国内企业的资产负债表得到明显修复，企业抗风险能力仍较强，因此短期企业不会出现大幅减产的情况，可能会选择提高采选矿石的品位和减少维持性资本开支来降低成本，而海外企业的矿山规模一般较大，部分受疫情影响的地区将出现明显减产；同时，18年下半年以来金属价格开始下跌，而多数矿业公司刚刚完成资产负债表的修复，面临着金属价格下跌的情况下，企业扩张的信心和能力均不足，只有龙头公司具备扩张的实力，这在一定程度上限制了未来几年供给端的增长潜力。

因此，我们认为随着疫情逐步好转，金属价格将在短期的持续震荡中呈现逐步上涨的趋势，而海外产量占比高的铜和亏损面较大的铝等金属将呈现出较强的弹性。

（二）贵金属：疫情加剧美国经济下行压力，金价趋势仍将上行

疫情引发的非美经济体的担忧叠加避险情绪，推动了美元与金价短期同向上涨。相对来看，欧元区、英国、瑞典、瑞士等国的经济增速从18年以来持续疲软，尤其是英国受脱欧的影响，其失业率逐步走高，英镑兑美元持续走弱；此次疫情对日本等出口型经济体也产生了较大的冲击，引发市场对日本经济的担忧，日元兑美元也持续走弱。因此，短期来看，欧洲和日本经济增速的担忧叠加市场的避险情绪，全球风险资产向美元和黄金流入，美元与金价呈现阶段性同向上涨，金价创下近几年以来的新高。

从美联储核心关注的PCE和失业率数据来看，美国经济在疫情前持续坚挺，这是美国减税的财政政策和量化宽松的货币政策共同刺激的结果，但量化宽松也使得美国十年期国债实际收益率持续下行，并且步入了负实际利率时代。而进入19年下半年，美联储再次开始扩张资产负债表，但Markit制造业PMI指数在经历短暂几个月的反弹后，继续开始走低，显示美国经济后续增长乏力，市场对于美联储继续降息和扩大资产负债表的预期将持续走强；此次疫情在美国持续大幅蔓延加剧了美国经济的下行压力，而美联储为实现经济复苏或将推出更大幅度的刺激方案，流动性的外溢和资本回报率的下行将使得美元指数和美债实际收益率面临进一步下行压力，金价趋势仍将继续上行。

（三）锂电材料：供给收缩进行时，需求期待转暖

锂：行业进入周期底部，供给收缩助于价格反弹

供给过剩需求疲软，累库压力迫使碳酸锂价格走低，氢氧化锂因海外订单稳定价格总体持稳。值得关注的是，目前部分行业龙头即将或者已经进入亏损阶段，新建产能的释放或将低于预期，现有产能已经开始收缩，这将有助于价格的反弹。随着欧洲疫情好转，德国车企准备复产，但需求修复仍需时间，预计短期碳酸锂价格承压震荡，需求转暖后将出现反弹修复。

钴：供给担忧将解除，钴价短期或继续承压，但成本对价格形成支撑

短期来看，需求仍未全面恢复，同时南非逐渐解禁港口，钴原料供给担忧解除短期或将继续冲击钴盐价格。而行业龙头嘉能可和洛阳钼业的钴产量持续下降，钴价再次跌至15美元/磅的低位，成本的支撑有利于钴价筑底企稳，随着疫情逐步好转，叠加下游三元电池材料的产能释放，需求端或将迎来补库存，钴价将明显反弹。

（四）其他小金属：供给收缩，钼价将继续上涨**稀土永磁：成本支撑，稀土价格将稳中有涨**

据亚洲金属网，3月份中国氧化镨钕生产商产量为2574吨，环比上涨19.8%，同比下降9.3%；3月份中国氧化镨钕生产商销量为2664吨，环比上涨29.9%，同比下降4.3%。由于海外疫情形势仍然严峻，需求持续低迷，海外矿山开工率低，莱纳斯公司宣布在5月12日前继续暂停马来西亚稀土工厂的运营。由于此前稀土价格持续走低，几乎接近成本线，包括中国、俄罗斯在内的大量供应商拒绝降价增产，大多持观望态度。因此预计稀土价格接近触底，短期整体保持平稳，并将缓慢回升。

钨：终端需求低迷，减产将有助于钨价筑底反弹

据亚洲金属网，3月份中国钨精矿生产商开工率为60.58%，环比上涨124%，同比上涨20.6%；目前钨市场普遍预期较为悲观，终端客户订单减少，需求走低，供应商采取低价策略，但在目前钨价下多数矿山已经处于亏损状态，预计后续矿山企业将明显减产基本已经跌至了预计未来钨价仍将走低，但由于已经逼近成本线，下降幅度有限。

钼：供给将持续偏紧，钼精矿价格有望继续上涨

据亚洲金属网，3月中国钼粉生产商产量为1145吨，环比增加59.03%，同比增加23.12%。国内鹿鸣矿业尾矿事故后处于停产阶段，洛阳钼业受采选品位下降的影响产量同比下降，赤峰金鑫矿业宣布将在5月份停产钼精矿进行技术改造，持续至少三个月。预计受供给减少影响，钼精矿价格有望继续上涨。

四、风险提示

疫情在全球范围蔓延的不确定性，全球经济复苏缓慢；美联储货币政策导向发生变化；海外稀土矿大量进入中国；中国新能源汽车产业政策的不确定性；刚果金钴产量大幅增长；全球贸易争端影响宏观经济增速。

广发有色金属行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名，2019年新财富金属和金属新材料行业第四名。

宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员，2019年新财富金属和金属新材料行业第四名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。