

## 证券研究报告—深度报告

### 有色金属

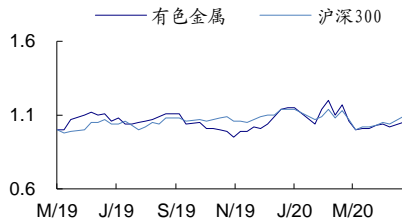
### 财报总结暨 5 月投资策略

中性

(维持评级)

2020 年 05 月 11 日

#### 一年该行业与沪深 300 走势比较



#### 相关研究报告:

《有色行业 4 月投资策略:至暗时刻已过,优先配置黄金》——2020-04-09

#### 证券分析师: 刘孟峦

电话: 15210216914

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040001

#### 证券分析师: 杨耀洪

电话: 18659008657

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040005

#### 行业投资策略

## 企业业绩出现分化, 大宗商品价格反弹

### ● 4 月市场回顾: 有色板块继续跑输沪深 300 指数

4 月中万有色板块整体走势继续弱于沪深 300 指数。本月沪深 300 涨幅 6.14%, 年初至今跌幅 4.49%; 本月申万有色板块涨幅 1.97%, 年初至今跌幅 11.77%, 单月继续跑输沪深 300 指数 4.17 个百分点, 年初至今跌幅跑输沪深 300 指数 7.28 个百分点。

### ● 年报和一季报总结: 整体不佳, 子版块明显分化

有色板块所有公司的年报和一季报都已经披露完毕, 行业整体表现差强人意, 但是其中出现明显的分化。2019 年工业金属板块的净利润出现大幅度的扭亏为盈; 黄金板块在剔除掉异常值的影响之后归母净利润同比约有 16% 的增长; 稀有金属板块的净利润则出现大幅度扭亏为盈, 钴锂板块相关标的业绩同比出现大幅度下滑是主要原因; 金属非金属新材料板块净利润也出现下滑。2020 年一季度, 受到疫情的影响, 除黄金之外其余商品的价格均出现不同程度的下跌, 另外由于运输受到限制, 产品的销售也受到影响, 这使得除了黄金板块有上佳表现之外, 其他板块的业绩均出现大幅度的下滑。

### ● 工业金属: 铜铝价格触底之后稳步提升

当前铜价仍处于全球矿山现金成本曲线的 90 分位线。海外疫情的扩散已影响到全球铜矿供应, 国内铜矿加工费下行表明矿端供应趋紧, 若商品价格持续低位运行, 海外矿山巨头或将开启新一轮主动减产。铝价方面国内外市场出现分化, 符合疫情在国内外发展的情况。4 月随着国内铝价的上行和原料端氧化铝价格的下行, 单位电解铝利润快速修复。

### ● 黄金: 当前黄金的关键问题是通胀预期

目前市场对名义利率长期保持低位的预期比较一致, 通胀预期成为决定金价涨幅的关键。油价中枢上行有利于刺激通货膨胀, 进而有利于拉低美元实际利率。我们认为在全球流动性危机缓解之后, 货币和财政政策持续宽松将有利刺激通胀预期, 金价将走出长牛趋势。

### ● 钴锂: 深度调整之后, 当前配置性价比高

受到疫情的影响, 短期内国内新能源汽车产销量出现下滑的局面是不可避免的。在此背景下, 国家相继出台政策刺激新能源汽车消费, 包括在 4 月出台《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。从原料的供应来看, 全球钴原料供应受到疫情影响仍然存在不确定性, 国内部分冶炼厂在短期内可能会面临原料短缺问题; 锂原料受到的影响较小。

### ● 推荐标的: 山东黄金、紫金矿业

### ● 风险提示: 复工进度晚于预期; 经济超预期下滑; 供给增加超预期。

### 相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600547	山东黄金	买入	36.63	105,641	0.92	1.11	39.8	33.0
601899	紫金矿业	买入	4.01	96,153	0.17	0.26	23.6	15.4

资料来源: Wind; 备注: 投资评价和盈利预测来自 WIND 一致预期

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

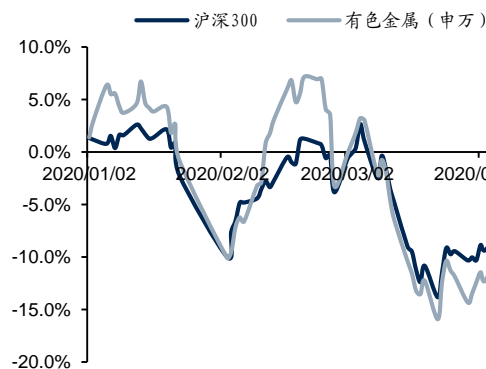
## 内容目录

<b>4 月市场回顾：整体不佳，黄金板块略优</b>	<b>3</b>
子版块中黄金板块表现最优	3
4 月全球大宗商品价格触底反弹，钴锂价格继续下行	5
<b>年报和一季报总结：整体不佳，子版块明显分化</b>	<b>6</b>
<b>工业金属：铜铝价格触底之后稳步提升</b>	<b>8</b>
铜：铜价仍处于全球矿山现金成本曲线 90 分位线，矿端供应趋紧	8
铝：国内库存快速消耗，国内外价格出现分化	9
<b>黄金：当前黄金的关键问题是通胀</b>	<b>10</b>
<b>钴锂：深度调整之后，当前配置性价比高</b>	<b>11</b>
行业政策：《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	12
特斯拉效应：国产 Model3 标准续航升级版价格调至 30 万元以下	12
钴：非洲新冠疫情蔓延，全球钴原料供应存在不确定性	13
锂：全球锂原料供应未受到明显影响，仍推荐电池级氢氧化锂	14
<b>推荐标的</b>	<b>15</b>
<b>风险提示</b>	<b>15</b>
<b>国信证券投资评级</b>	<b>16</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>16</b>
<b>风险提示</b>	<b>16</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>16</b>

## 4 月市场回顾：整体不佳，黄金板块略优

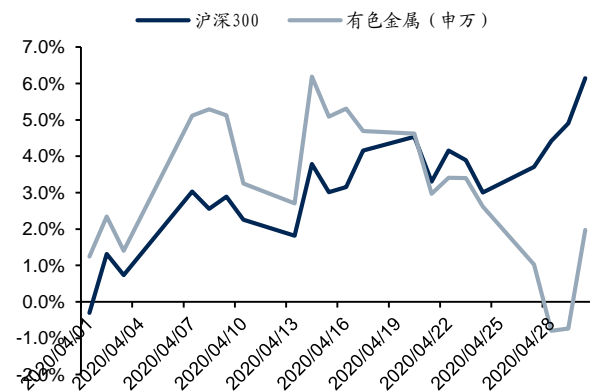
4 月中万有色板块整体走势继续弱于沪深 300 指数。本月沪深 300 涨幅 6.14%，年初至今跌幅 4.49%；本月申万有色板块涨幅 1.97%，年初至今跌幅 11.77%，单月继续跑输沪深 300 指数 4.17 个百分点，年初至今跌幅跑输沪深 300 指数 7.28 个百分点。根据申万一级行业划分，有色板块年初至今涨幅在 28 个行业中排第 24，处于全行业靠后水平；4 月份涨幅在 28 个行业中排第 18，仍处于全行业靠后水平。

图 1：有色板块 2020 年年初至今涨跌幅



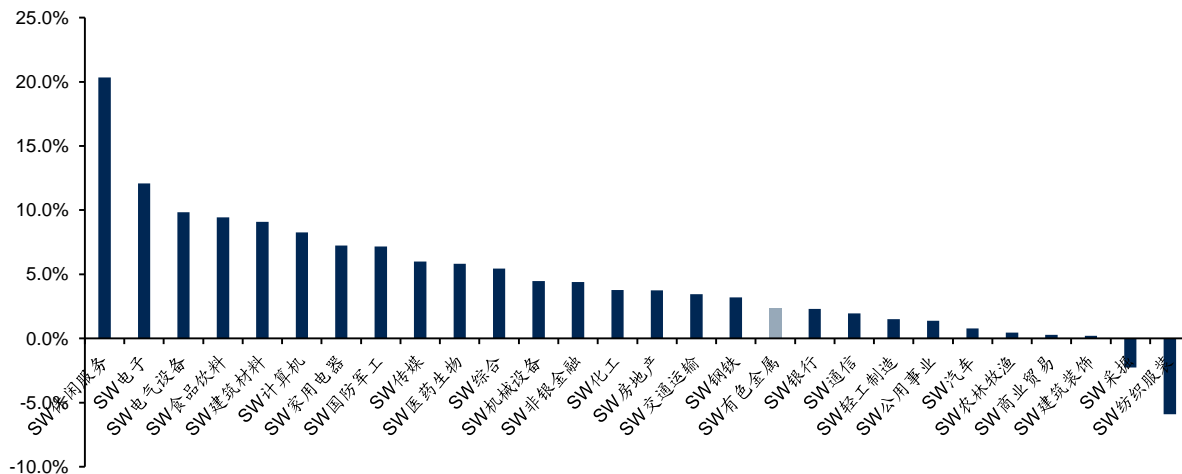
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：有色板块 2020 年 4 月单月涨跌幅



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3：申万一级行业 4 月单月涨跌幅排名

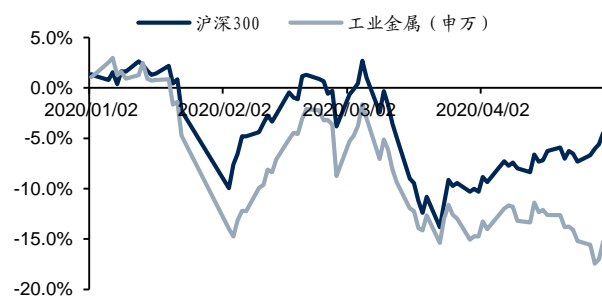


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 子版块中黄金板块表现最优

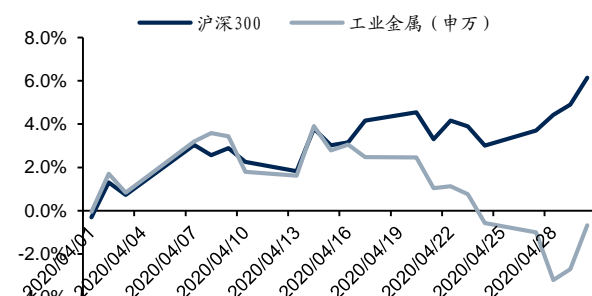
年初至今有色行业各细分板块的表现出现分化，其中黄金板块表现较好，其余板块表现均明显跑输大盘。仅从 4 月份单月的情况来看，工业金属板块全月跌 0.68%，显著跑输沪深 300 指数 6.83 个百分点；黄金板块全月录得 5.06% 的涨幅，跑输大盘 1.08 个百分点；稀有金属板块全月录得 3.88% 的涨幅，跑输大盘 2.26 个百分点；金属非金属新材料板块全月跌 0.25%，显著跑输沪深 300 指数 6.39 个百分点。

图 4：申万二级行业工业金属年初至今涨跌幅



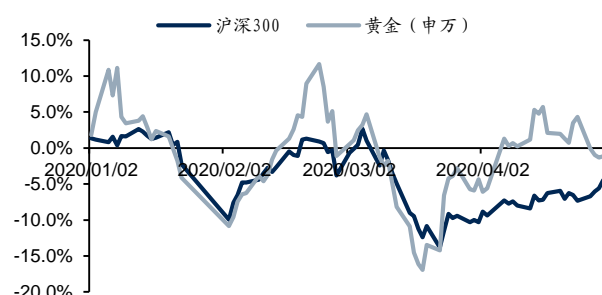
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：申万二级行业工业金属 4 月单月涨跌幅



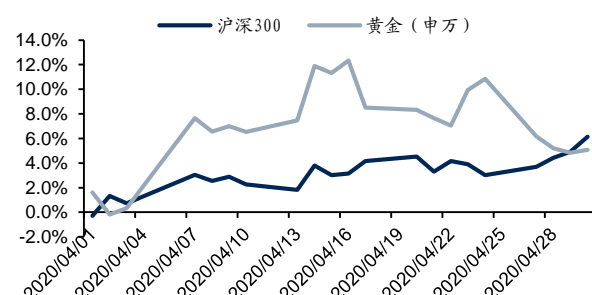
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 6：申万二级行业黄金年初至今涨跌幅



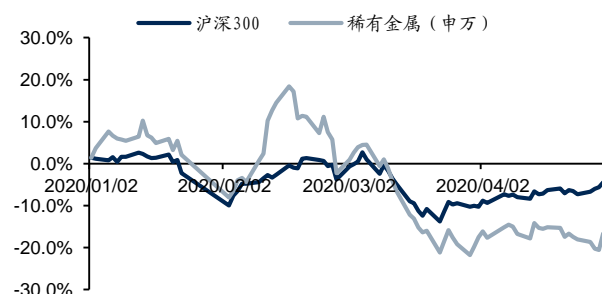
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：申万二级行业黄金 4 月单月涨跌幅



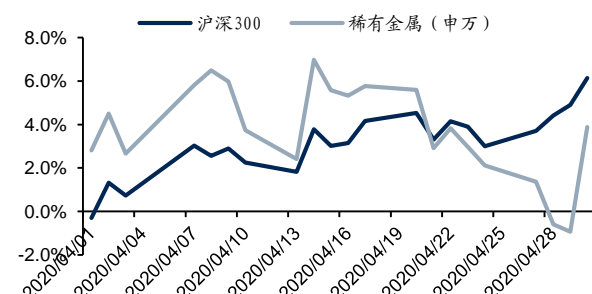
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：申万二级行业稀有金属年初至今涨跌幅



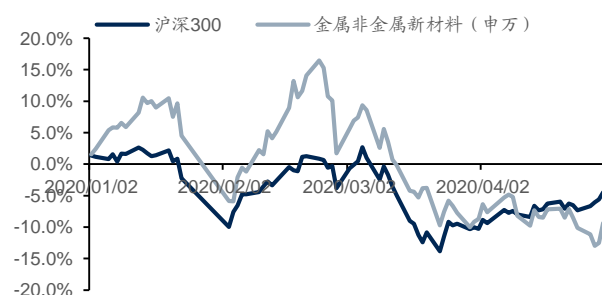
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 9：申万二级行业稀有金属 4 月单月涨跌幅



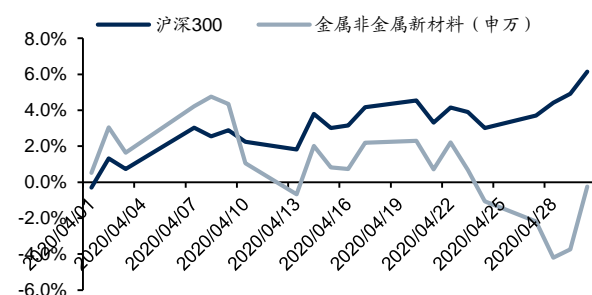
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 10：申万二级行业金属非金属新材料年初至今涨跌幅



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 11：申万二级行业金属非金属新材料 4 月单月涨跌幅



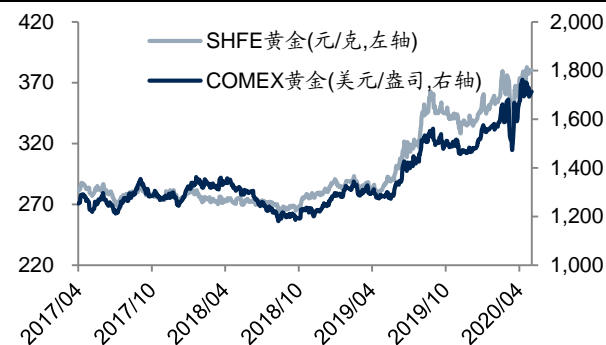
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

#### 4 月全球大宗商品价格触底反弹，钴锂价格继续下行

价格方面，4 月全球大宗商品价格普遍呈现触底反弹的行情，这主要是由于 3 月海外金融市场发生严重的流动性危机，大部分金属价格跌至前期低点，随着流动性风险的缓解，以及国内经济活动逐步回暖，宽松预期叠加需求复苏提振大宗商品的价格。

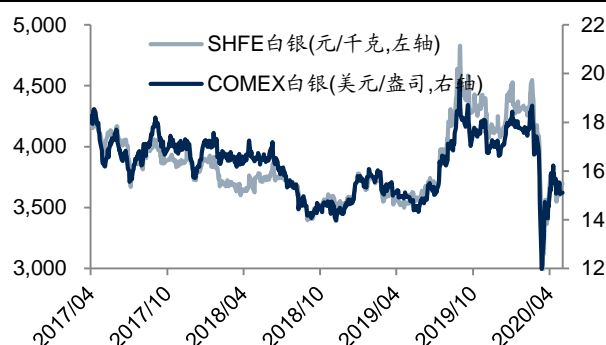
新能源金属方面，钴价继续回调，MB 钴价从月初的 16.28 美元/磅下跌至月末 15.30 美元/磅，跌幅 5.22%。锂价中枢持续下行，电池级碳酸锂价格从月初的 4.65 万元/吨下跌至月末的 4.5 万元/吨，跌幅 3.22%。

图 12: 4 月 Comex 金价上涨 6.42%



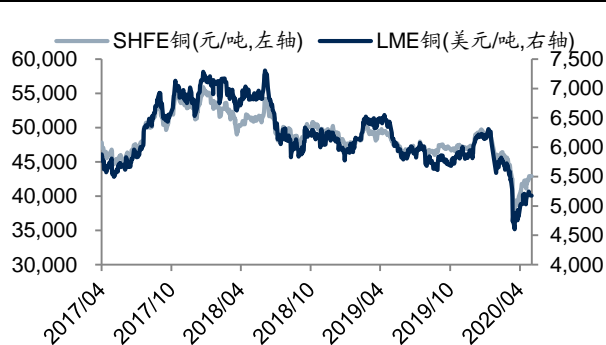
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 13: 4 月 Comex 银价上涨 6.43%



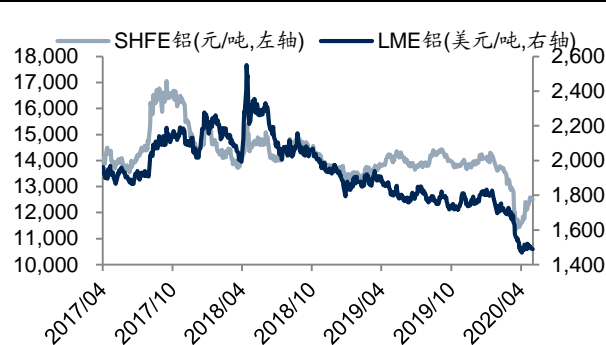
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 14: 4 月 LME 铜价上涨 5.13%



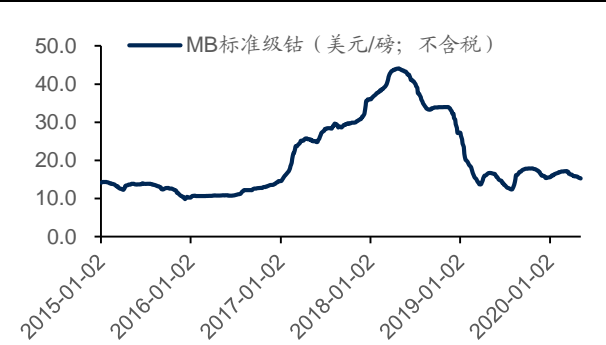
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 15: 4 月 SHFE 铝价上涨 8.04%



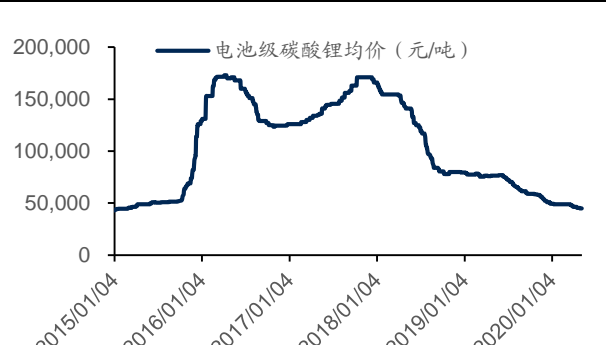
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 16: 4 月 MB 钴均价收于 15.43 美元/磅



资料来源: MB、国信证券经济研究所整理

图 17: 4 月电池级碳酸锂均价收于 4.5 万元/吨



资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

## 年报和一季报总结：整体不佳，子版块明显分化

截至4月30日，有色板块所有公司的年报和一季报都已经披露完毕，行业整体表现差强人意，但是其中出现明显的分化。2019年**工业金属**板块的净利润出现大幅度的扭亏为盈，这在绝大部分工业金属的价格均出现较大幅度的跌幅的情况下，着实让人意外，究其原因主要有三方面因素：1) 铜铝加工企业经营模式主要以赚取加工费为主，利润受商品价格影响较小，所以企业产能扩张的同时利润也会逐步增厚；2) 少部分企业由于自身原因，利润出现大幅度改变，这也影响了行业整体表现。2019年**黄金**板块的净利润出现明显下滑，整体也不符合金价的表现。2019年COMEX黄金均价约为1400美金/盎司，同比增长约为10%，出现背离主要是由于\*ST刚泰归母净利润由2018年-11.6亿元跌至2019年-33.7亿元，直接拖累整体的表现，如果剔除掉异常值的影响，黄金板块归母净利润同比约有16%的增长。2019年**稀有金属**板块的净利润则出现大幅度的扭赢为亏，钴锂板块相关标的的业绩同比出现大幅度下滑是主要原因，其中还有天齐锂业因为计提大额减值损失导致净利润由2018年22亿左右的收益转为2019年60亿左右的亏损。另外\*ST金贵由于经营效益下滑，叠加计提大额的坏账准备和预计负债，2019年亏损43.5亿元，由盈转亏。2019年**金属非金属新材料**板块净利润也出现下滑，其中影响较大的是合盛硅业和方大炭素的利润同比出现较大幅度的跌幅。

表 1：有色板块 2019 年营收和利润变化（单位：亿元）

	营业收入			归母净利润		
	2018A	2019A	同比	2018A	2019A	同比
工业金属	10030.93	10589.69	5.57%	(28.85)	78.34	NA
黄金	2480.16	2966.18	19.60%	50.95	38.68	-24.07%
稀有金属	2265.31	2870.93	26.73%	142.32	(51.10)	NA
金属非金属新材料	930.92	949.09	1.95%	88.78	76.23	-14.13%
有色金属行业汇总	15707.32	17375.89	10.62%	253.20	142.16	-43.86%

资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

表 2：工业金属板块当中 2019 年净利润出现异常变化的企业汇总（单位，亿元）

证券代码	证券简称	申万二级行业	2018 年归母净利润	2019 年归母净利润
601168.SH	西部矿业	工业金属	-20.63	10.07
000807.SZ	云铝股份	工业金属	-14.66	4.95
000933.SZ	神火股份	工业金属	2.39	13.45
600961.SH	株冶集团	工业金属	-16.32	0.77
000758.SZ	中色股份	工业金属	1.20	-10.60
600595.SH	ST 中孚	工业金属	-25.44	1.04
000612.SZ	焦作万方	工业金属	-4.42	1.07
002160.SZ	常铝股份	工业金属	-4.30	0.22
600331.SH	宏达股份	工业金属	-26.72	0.85
002501.SZ	*ST 利源	工业金属	-40.40	-93.40

资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

2020 年一季度，受到疫情的影响，除了黄金之外，其余商品的价格均出现不同程度的下跌，另外由于运输受到限制，产品的销售也受到影响，这也使得除了



黄金板块有上佳表现之外，其他板块的业绩均出现大幅度的下滑。其中较为值得关注的有以下几个方面：1) 龙头企业**紫金矿业**和**洛阳钼业**受益于多元化产品组合净利润逆势上涨，紫金矿业实现归母净利润 10.4 亿元，同比增长约 19%；洛阳钼业实现归母净利润 4.5 亿元，同比增长约 39%；2) 2020Q1 黄金均价同增约 25%，环增约 5%，是为数不多环比价格上涨的品种，其中龙头企业**山东黄金**和**中金黄金**的业绩表现也较为突出，山东黄金实现归母净利润 5.6 亿元，同增约 54%；中金黄金实现归母净利润 1.6 亿元，同增 390%；3) 稀有金属板块当中两个钴相关标的表现值得关注，其中**华友钴业**实现归母净利润 1.8 亿元，同比大幅增长；**寒锐钴业**实现归母净利润 0.2 亿元，扭亏为盈。我们认为两家公司利润实现增长的主要原因是钴价在去年下半年开始止跌反弹的过程当中，由于企业生产周期需要 4-6 个月左右时间，2020Q1 产品所消耗的原料是去年钴价在低点的时候所采购的。

**表 3：有色板块 2020 年一季度营收和利润变化（单位：亿元）**

	营业收入			归母净利润		
	2019Q1	2020Q1	同比	2019Q1	2020Q1	同比
工业金属	2319.23	2302.00	-0.74%	37.90	10.50	-72.30%
黄金	612.07	716.27	17.02%	15.37	18.78	22.23%
稀有金属	515.28	712.67	38.31%	12.62	1.29	-89.81%
金属非金属新材料	207.47	183.97	-11.33%	21.52	9.39	-56.39%
有色金属行业汇总	3654.05	3914.89	7.14%	87.41	39.95	-54.29%

资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

**表 4：金属价格同比和环比变化汇总**

	品种	单位	2019Q1	2020Q1	同比	2019Q4	2020Q1	环比
SGE	黄金(活跃合约)	收盘价, 元/克	286.53	357.50	24.77%	339.76	357.50	5.22%
	白银(活跃合约)	收盘价, 元/千克	3677	4091	11.26%	4239	4091	-3.51%
SHFE	铜(活跃合约)	收盘价, 元/吨	48535	45088	-7.10%	47665	45088	-5.40%
	铝(活跃合约)	收盘价, 元/吨	13531	13300	-1.71%	13904	13300	-4.34%
	铅(活跃合约)	收盘价, 元/吨	17291	14373	-16.88%	15875	14373	-9.46%
	锌(活跃合约)	收盘价, 元/吨	21496	16754	-22.06%	18392	16754	-8.91%
	锡(活跃合约)	收盘价, 元/吨	148113	131783	-11.03%	137781	131783	-4.35%
	镍(活跃合约)	收盘价, 元/吨	98080	103002	5.02%	120038	103002	-14.19%
现货价格	铜 1#	元/吨	48720	44957	-7.72%	47687	44957	-5.72%
	铝 A00	元/吨	13530	13286	-1.81%	14088	13286	-5.70%
	氧化铝	百川, 元/吨	2809	2463	-12.31%	2513	2463	-2.01%
	铅 1#	元/吨	17520	14503	-17.22%	16031	14503	-9.53%
	锌 0#	元/吨	22445	17297	-22.94%	19131	17297	-9.59%
	锡 1#	元/吨	148129	136164	-8.08%	138940	136164	-2.00%
	镍板 1#	元/吨	99415	104203	4.82%	123572	104203	-15.67%
	硫酸镍	元/吨	25690	27638	7.58%	31724	27638	-12.88%
加工费	铜精矿加工费 25%min	美元/吨	83.43	66.37	-20.45%	59.02	66.37	12.45%
	锌精矿加工费国内 TC	元/吨	5867	6305	7.48%	6478	6305	-2.66%
稀土氧化物	氧化镨钕	万元/吨	30.45	27.79	-8.76%	29.27	27.79	-5.07%
	氧化铽	万元/吨	298.05	387.57	30.03%	353.85	387.57	9.53%
	氧化镱	万元/吨	127.74	179.11	40.21%	165.08	179.11	8.50%

钴	电解钴 99.8%min	万元/吨	31.34	27.08	-13.60%	27.58	27.08	-1.82%
	四氧化三钴 74%min	万元/吨	22.75	19.76	-13.12%	20.48	19.76	-3.51%
	硫酸钴 20%min	万元/吨	6.18	5.39	-12.81%	5.35	5.39	0.61%
	氯化钴 24%min	万元/吨	7.18	6.29	-12.42%	6.60	6.29	-4.64%
锂	金属锂≥99%工业级、电池级	万元/吨	779944.44	543333.33	-30.34%	575081.97	543333.33	-5.52%
	电池级碳酸锂均价 99.5%min	万元/吨	78466.67	48859.65	-37.73%	55647.54	48859.65	-12.20%
	电池级氢氧化锂 56.5%	万元/吨	105677.78	57144.74	-45.93%	61803.28	57144.74	-7.54%
钨	白钨矿 65%min	元/吨	95389	87429	-8.35%	86618	87429	0.94%
	仲钨酸铵赣州	元/吨	152011	137161	-9.77%	137697	137161	-0.39%
钼	钼精矿 45%min	元/吨	1660	1591	-4.13%	1664	1591	-4.37%
	国内氧化钼 51%	元/吨	1772	1711	-3.42%	1784	1711	-4.08%
	国内钼铁现款成交价	元/吨	114722	109357	-4.68%	113500	109357	-3.65%
硅	云南金属硅 441, 昆明港口交货价	元/吨	12117	11841	-2.27%	11402	11841	3.85%
	新疆金属硅 441, 天津港现金价	元/吨	12150	12121	-0.24%	11674	12121	3.83%
	DMC 硅氧烷华东市场价格	元/吨	18784	17852	-4.97%	17454	17852	2.28%
钛	海绵钛:≥99.6%:国产	万元/吨	65.66	79.96	21.78%	78.28	79.96	2.14%
镁	镁锭 1#	元/吨	18102	15453	-14.63%	15488	15453	-0.22%

资料来源: WIND、百川、亚洲金属网、长江有色、国信证券经济研究所整理

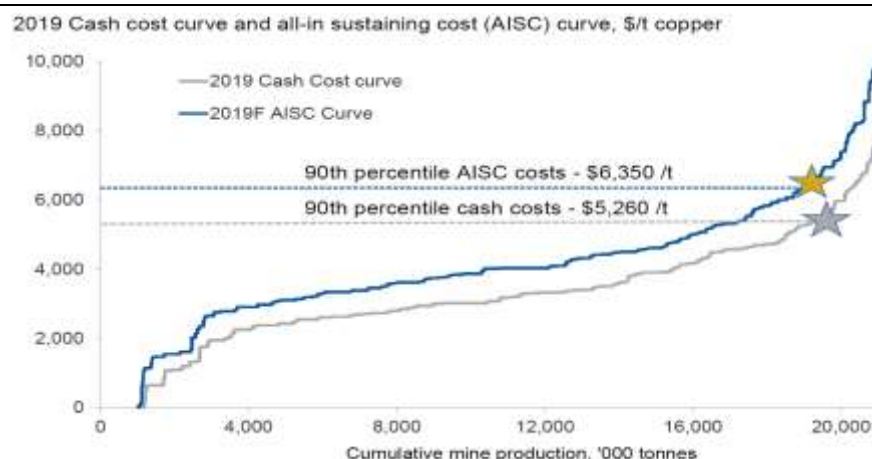
## 工业金属：铜铝价格触底之后稳步提升

3 月海外金融市场发生严重的流动性风险，铜铝价格均跌至 2016 年年初那一轮行情启动初期的位置。4 月流动性风险缓解，叠加国内经济活动逐步回暖提振铜铝价格稳步提升。

### 铜：铜价仍处于全球矿山现金成本曲线 90 分位线，矿端供应趋紧

铜兼具商品和金融属性，铜价既有对自身供需基本面的反映，也有对经济预期的反映。疫情引发了市场对金融体系衰退和企业债务问题的担忧，工业金属中铜金融属性最强，所以铜价也是领跌的。但是在市场信心逐步恢复的过程当中铜价也是领涨的。截止至 5 月 9 日，LME 铜收盘价 5280.5 美金/吨，这个价格基本上仍处于全球铜矿现金成本曲线 90 分位线，CRU 数据显示 2019 年全球铜矿现金成本曲线的 90 分位线是 5260 美金/吨。

图 18：当前铜价仍处于全球矿山现金成本曲线的 90 分位线



资料来源: CRU、国信证券经济研究所整理

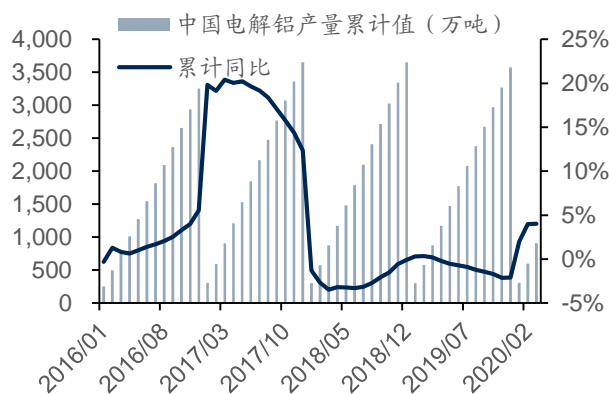


海外疫情的扩散已经影响到全球铜矿的供应。3月中旬开始，秘鲁、智利以及非洲地区等铜矿资源国新增新冠疫情的确诊人数开始上行，3月下旬开始纷纷对矿山生产和港口运输施加限制，导致全球铜矿供应仍然趋紧。亚洲金属网的数据显示，4月份铜矿加工费继续下行，铜精矿现货加工费 25%min 从 4月初 65.5 美金/吨降至 4月底 59.5 美金/吨，冶炼厂利润微薄。我们认为目前铜价的底部已经确认，若商品价格持续低位运行，海外矿山巨头或将开启新一轮主动减产。全球流动性宽松基本确立，宏观逆周期调节政策在未来有望加码。至于铜价何时能开启明显的上行周期，有待观察海外疫情的发展情况。

### 铝：国内库存快速消耗，国内外价格出现分化

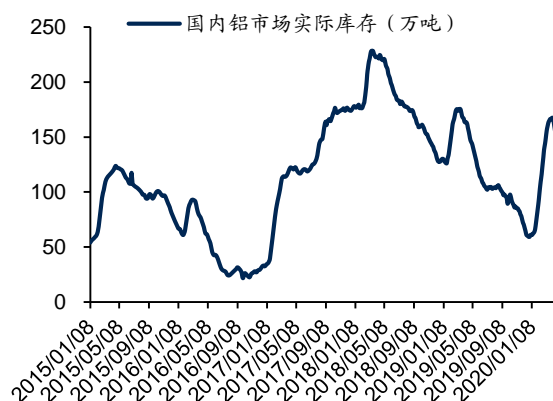
铝在节前属于去库存定价，在节后属于累库存定价。阿拉丁数据显示 1-3 月份国内电解铝产量同比仍有增长。而 4 月随着国内经济活动逐步回暖，电解铝的下游加工企业开工率提升，使得电解铝社会库存快速消耗。SMM 数据显示截止至 5 月 6 日，国内铝市场实际库存 117.2 万吨，相较于 4 月初 167.6 的高点已快速消耗约 50 万吨。

图 19：1-3 月份中国电解铝产量累计同比仍有所增长



资料来源：阿拉丁、国信证券经济研究所整理

图 20：国内电解铝库存快速消耗



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

2020 年 4 月国内外铝价出现明显的分化。4 月 30 日，沪铝收盘价 12500 元/吨，较月初上涨 8.04%；LME 铝收盘价 1495 美金/吨，较月初下跌 2%，两者走势明显分化，这也基本符合新冠疫情在国内外发展的情况。另外对于电解铝环节来说，4 月随着铝价的上行和原料端氧化铝价格的下行，单位电解铝利润快速修复，大幅度扭亏为盈。亚洲金属网数据显示截止至 5 月 8 日国产氧化铝报价是 2175 元/吨（含税价），单月下降幅度接近 10%。

图 21：动态模型测算国产电解铝快速扭亏为盈（单位：元/吨）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 黄金：当前黄金的关键问题是通胀预期

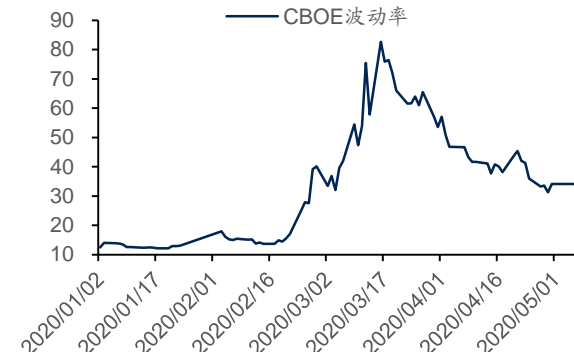
3月全球金融市场出现显著流动性危机。黄金作为避险资产，在流动性风险和通缩预期快速爆发的时候，避险属性出现失效。Comex金价从3月9日1680美金/盎司高点快速跌落至3月19日1473美金/盎司低点，跌幅12.4%。此后面对全球疫情恶化，尤其是美国本土疫情快速爆发，美联储迅速反映，多举措救市。3月3日，美联储降低联邦基金利率50BP到1.00%-1.25%。3月15日美联储再次紧急降息100BP，并推出7000亿美元的量化宽松计划。3月17日美联储正式宣布恢复商业票据融资机制，这是自2008年金融危机以来第一次使用该工具。3月18日美联储推出MMLF来缓解货币市场共同基金的流动性紧张。3月23日美联储进一步宣布广泛新措施来支持经济，包括实施不设额度上限QE、扩大现有MMLF及CPFF的抵押品范围、建立新项目支持实体经济信贷等。经过多轮密集政策发布，美联储全方位给经济主体输送流动性，极大程度上缓解了流动性危机。

图 22：4月美股股指持续稳步提升



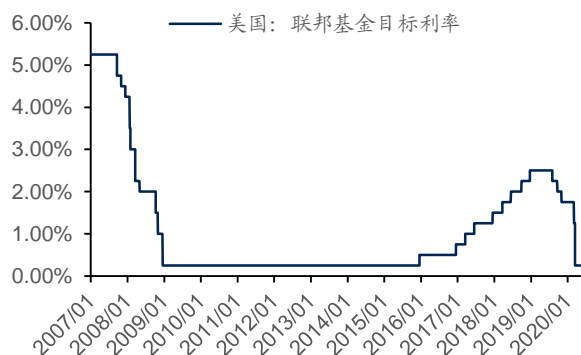
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 23：4月 VIX 恐慌指数下行



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 24：美联储连续紧急降息至近 0 利率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 25：美债收益率仍维持在低位（%）

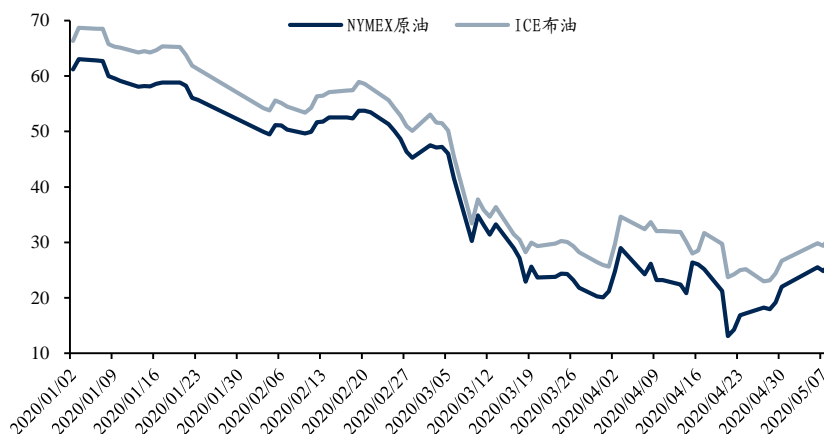


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

目前市场对名义利率长期保持在低位的预期比较一致，通胀预期成为决定金价涨幅的关键。油价的中枢上行有利于刺激通货膨胀，进而有利于拉低美元实际利率。3月初，“OPEC+”减产协议落空导致油价大跌，沙特阿拉伯和俄罗斯矛盾激化加剧油价跌至近二十年来低点。3月9日国际油价跌逾20%；3月30日NYMEX原油更是跌破20美元/桶关口。4月在各产油国的努力之下，“OPEC+”达成历史性减产协议。我们认为原油至暗时刻可能已经过去，4月应该是原油需求最差的时候，5月随着欧美部分地区解除封锁，叠加主要产油国开始实施

减产协议，原油价格有望企稳反弹。

图 26：原油价格在触底之后逐步稳步提升（单位：美金/桶）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

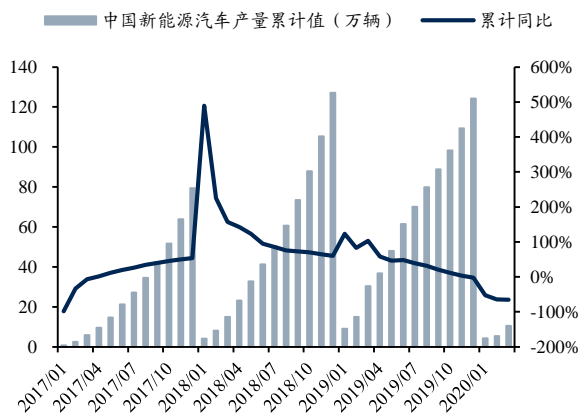
比照 2008 年全球金融危机背景下黄金价格走势：2008 年 9 月开始，美股出现明显流动性危机，风险资产和避险资产黄金、美债等双双快速下跌。之后 2008 年 10 月开始，美联储多轮政策发布救市，2009 年 3 月启动 QE，在悲观预期修复之后，美股触底反弹。在此期间，黄金价格更是领先美股率先上涨，从 2008 年 11 月开始走出长牛趋势，涨幅远超其他大宗商品。

我们认为本轮黄金价格走势有望复制 2008 年金融危机背景下的趋势，在全球流动性危机解除之后，货币和财政政策的持续宽松将有力刺激经济复苏。黄金价格和“美元实际利率负相关”的分析框架是有效的，黄金价格将走出长牛的趋势，甚至突破 2011 年 1900 美金/盎司左右的高点。

## 钴锂：深度调整之后，当前配置性价比高

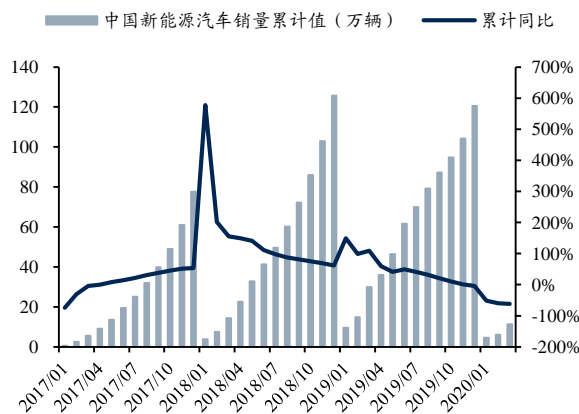
全球汽车电动化的发展趋势是非常明确的，但是全球突发公共卫生事件打乱了短期的节奏。受到疫情影响，短期内国内新能源汽车产销量大幅下滑的局面是不可避免的，中汽协数据显示 2020 年 1-3 月中国新能源汽车产量累计同比下降约 65%；销量累计同比下降约 62%。另外根据 GGII 数据显示，2020 年 1-2 月国内动力电池合计装机量约 2.92GW，同比下降 60%；3 月装机量约 2.76GW，同比下降 46%；4 月装机量约 3.60GW，同比增长 30%。

图 27：1-3 月中国新能源汽车产量累计同比下降约 65%



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

图 28：1-3 月中国新能源汽车销量累计同比下降约 62%



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

### 行业政策：《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》

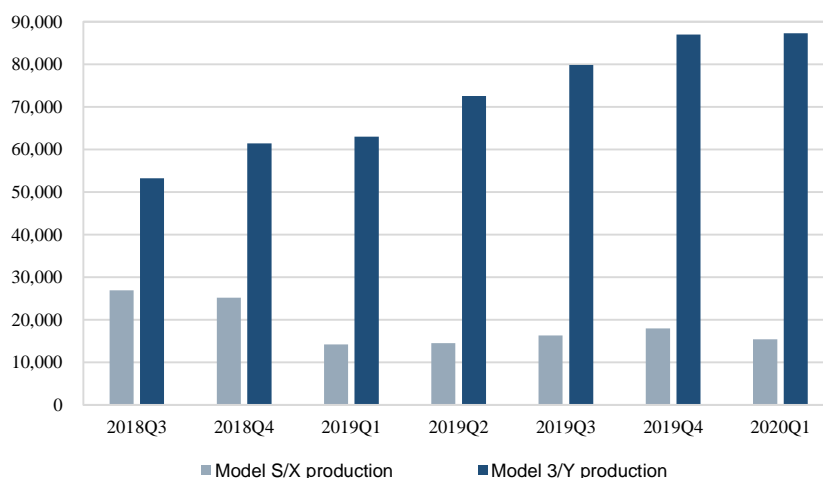
4月23日财政部、工信部、科技部和发改委四部委公布了《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，通知从4月23日起开始实施，设置3个月的过渡期，过渡期内对符合2019年补贴技术要求但不符合2020年技术指标要求的销售上牌车辆按2019年标准的0.5倍补贴，符合2020年技术指标的按2020年标准补贴，2019年6月26日至2020年4月22日推广的燃料电池汽车按照财建〔2019〕138号规定的过渡期补贴标准执行。2020年基本补贴政策主要有以下几个重点：1、延长补贴期限至2022年，原则上2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%；2、设置补贴规模上限为每年约200万辆；3、鼓励公共交通等领域汽车电动化，相关领域的用车2020年补贴标准不退坡，2021-2022年分别在上一年基础上退坡10%、20%；4、技术指标整体稳定，动力电池系统能量密度要求不作调整，适当提高整车能耗和续驶里程的门槛；5、支持“车电分离”等新商业模式，新能源乘用车补贴前的售价需在30万元以下（含），“换电模式”不受限制；6、资金清算制度方面，新能源乘用车、商用车企业单次申报清算车辆数量应分别达到10000辆、1000辆；补贴政策结束后，对未达到清算车辆数量要求的企业，将安排最终清算；7、完善相关配套政策，加大政府采购力度，推动落实新能源汽车免限购、免限行、路权等支持政策。

### 特斯拉效应：国产 Model3 标准续航升级版价格调至 30 万元以下

特斯拉官网数据显示，2020Q1 电动车产量和交付量分别是 102672 辆和 88400 辆，单季度同比分别增长 33%和 40%。Model Y 实现 1 月份开始生产，3 月份开始交付，时间表大幅提前。特斯拉作为现象级电动车产品，电池和电控技术持续领先行业，能够引发“鲶鱼效应”。

国内市场方面，特斯拉 2020Q1 共销售 1.66 万辆，与其他车企销量大幅度下降形成明显对比。特斯拉上海超级工厂的产能也在不断的创新高，目前正在按照正常速度生产，产能每周 3000 辆，预计到 2020 年中产能可以增加到每周 4000 辆（20 万/年）。5 月 1 日特斯拉中国宣布，Model3 标准续航升级版价格由 30.355 万元下调至 27.155 万元，此举主要是为了满足中国新能源补贴政策的最新要求。另外特斯拉 4 月还在中国推出了 Model 3 的长续航版本，这款车的 NEDC 续航将达到 668 公里，售价为 33.9 万元，预计将在 6 月份交付。

图 29：特斯拉 2020Q1 电动车产量创造历年第一季度的最高纪录（单位：辆）



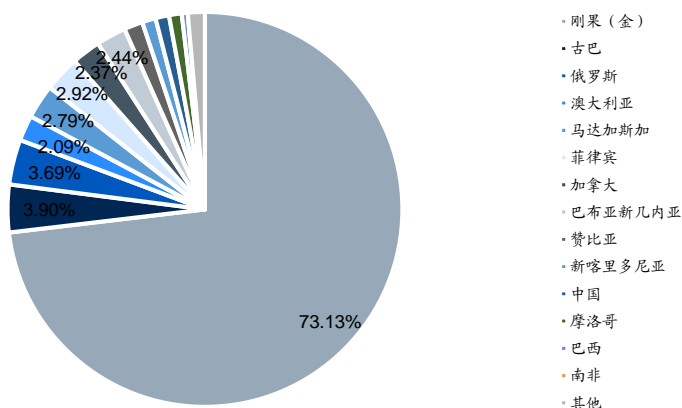
资料来源：TESLA、国信证券经济研究所整理

### 钴：非洲新冠疫情蔓延，全球钴原料供应存在不确定性

刚果（金）钴原料供应占到全球的 73%。刚果（金）总统齐塞克迪 3 月 24 日晚通过国家电视台发表全国性讲话，宣布刚果（金）因疫情进入国家紧急状态。齐塞克迪在讲话中宣布了进一步的防疫措施，包括关闭边界、禁止首都集会和禁止首都金沙萨与外省之间除货运外的一切人员往来等。虽然到目前为止刚果（金）钴矿输出受到的影响较小，暂时较为乐观，但是若疫情严重，采矿封锁延长，将会很大程度影响钴供应。目前我们了解到从刚果（金）至赞比亚再至南非港口的陆路物流仍然受限，短期内较难缓解。

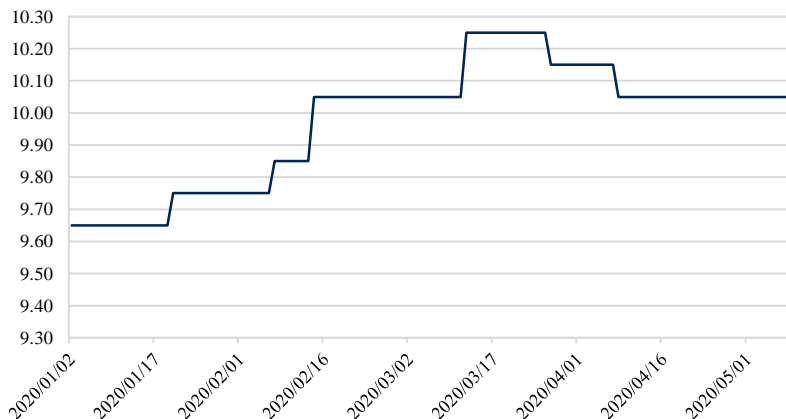
另外随着新冠疫情的蔓延，南非关闭海港以及陆岸口岸，这不仅影响了南非的交通货物运输，而且阻碍了邻国使用南非海港输出矿产以及货物。虽然在近期南非将对当前防疫措施进行适当调整放松，将封锁等级从最为严厉的五级降为四级，这意味着部分商业机构将重新开业，但是根据 SMM 消息称，由于前期 4 月封国、汽运减少，导致大量物资堆积在港口，占用港口储存资源，矿产资源目前运输到港口要进行第一轮排队，出港要进行第二轮排队，运载出去的效率较低。南非是钴原料运输非常重要的节点，这对于国内的冶炼企业来说钴原料进口不确定性仍然较大，部分冶炼厂或面临 6 月上旬原料短缺问题，或许会计计划在 5 月下旬调整开工率。

图 30：2019 年全球钴原料产量分布



资料来源：安泰科、国信证券经济研究所整理

图 31：钴精矿 6-8%中国到岸价较年初仍有所增长（单位：美元/磅）



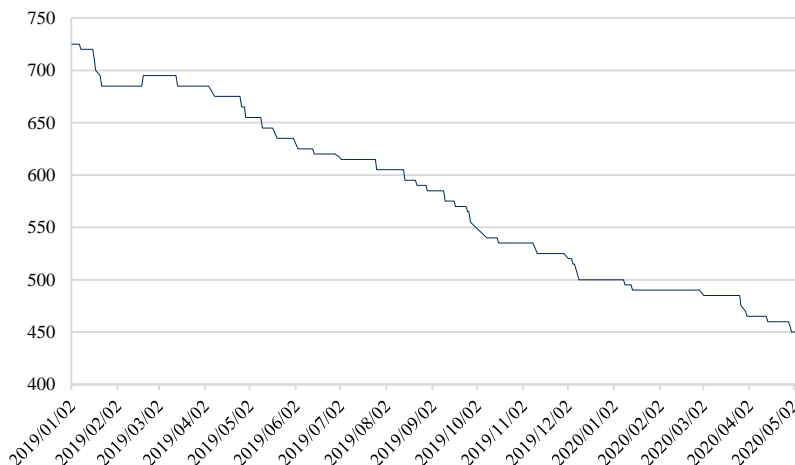
资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理



### 锂：全球锂原料供应未受到明显影响，仍推荐电池级氢氧化锂

相较于钴，锂原料供应受到疫情影响相对较小。SMM 调研数据显示，当前全球疫情蔓延背景下，澳洲主要矿山生产维持正常，产量占全球锂原料供应总量约 38%；智利尽管疫情发展情况并不乐观，但盐湖生产暂未受到太大影响，产量占全球锂原料供应总量约 25%；阿根廷两大盐湖产量占全球锂原料供应总量约 8%，虽然阿根廷盐湖受疫情影响在 3 月暂停生产，但是 4 月初 Livent 表示已获得豁免，Hombre Muerto 盐湖项目复工。总体而言疫情对全球锂原料供应影响相对有限，相反地，对于下游终端需求的冲击更为严重。

图 32：锂辉石 Li<sub>2</sub>O 5%min 中国到岸价仍处于下行通道（单位：美元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

锂板块，我们仍重点推荐电池级氢氧化锂这条主线。通常我们在跟踪商品价格的时候，碳酸锂是跟踪国内市场价格，氢氧化锂是跟踪海外市场价格，这主要是由于碳酸锂主要在国内市场销售，而氢氧化锂主要销往海外市场。当前国产电池级碳酸锂价格已经跌至 4.5 万元/吨（含税）的低点，大部分生产企业呈现亏损的状态。但是海外电池级氢氧化锂的价格要比国产电池级氢氧化锂的价格高出 50-60%，这主要是由于氢氧化锂更多是用于高镍电池，海外市场或者海外车企对于这部分需求更旺盛。

国内两家锂业巨头赣锋锂业和天齐锂业都在加大氢氧化锂产能布局。赣锋锂业在 19 年年底氢氧化锂产能是 3.1 万吨，20 年会新增 5 万吨产能，预计在今年四季度投产。赣锋锂业氢氧化锂 60%以上的产量都是出售给国外客户，毛利率能够达到 45%以上。赣锋锂业是特斯拉指定的电池级氢氧化锂的供应商，通过长单是签订了 20%的产量。另外，天齐锂业在澳洲的全资子公司 TLK 正在建设单水氢氧化锂工厂，设计年产能 4.8 万吨，1 期“年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目”正处于调试状态。

## 推荐标的

推荐标的为：山东黄金、紫金矿业

**山东黄金：**黄金板块龙头标的，2019 年矿产金产量 40.12 吨，业绩对黄金价格有高弹性。

**紫金矿业：**有色板块核心标的，2019 年矿产金产量 40.83 吨，矿产铜产量 36.99 万吨，矿产锌产量 37.41 万吨，多元化的产品组合提升公司抗风险能力。公司作为大型跨国矿业集团，目前在国内 14 个省（区）和海外 11 个国家拥有重要矿业投资项目，在产项目 8 个全部实现盈利，在建项目 3 个都以自主设计建设为主，未来三年将显著放量。

## 风险提示

- （1）复工进度晚于预期；
- （2）宏观经济超预期下滑；
- （3）供给增加超预期。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032