证券研究报告—动态报告

有色金属

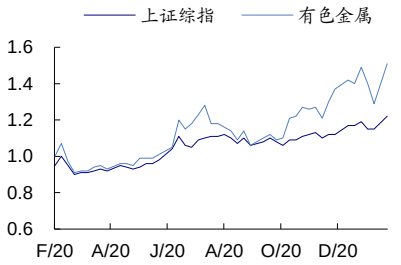
基本金属周观点

超配

（维持评级）

2021 年 02 月 22 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《基本金属行业周观点：水电铝模式顺应行业低碳发展要求》 ——2021-02-09

《有色行业 2 月投资策略：供需矛盾有望继续推升新能源金属和稀土价格》 ——2021-02-03

《新锂程系列报告 1-磷酸铁锂需求强劲，碳酸锂价格将保持强势》 ——2021-01-22

《稀土行业快评：需求推动轻重稀土价格持续上涨》 ——2021-01-19

《有色行业 1 月投资策略：市场拥抱核心资产和新能源金属》 ——2021-01-16

证券分析师：刘孟峦
电话： 010-88005312
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： 021-60933161
E-MAIL： yangyaohong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040005
联系人：焦方冉
电话： 021-60933177
E-MAIL： jiaofangran@guosen.com.cn

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。

行业周报

工业金属基本面继续向好

● 基本金属春节累库情况

春节期间国外铜显性库存和中国保税区库存变动不大，国内上期所库存增加 4.4 万吨，达到 11.1 万吨，国内库存处于往年同期最低点，全球库存也维持在历史低位。

春节当周国内铝锭库存增加 12.6 万吨，过去 11 年均值是 18.7 万吨，过去 3 年均值是 17.3 万吨，今年春节周铝锭库存累积数量显著低于往年同期。根据钢联数据，春节期间铝棒库存增加 5.5 万吨，过去 3 年均值是 3.3 万吨，铝棒库存增量高于往年可能与近几年铝水棒占比逐年增加有关。综合考虑铝棒和铝锭库存变动，今年春节当周铝产品库存增量仍略低于往年同期。

春节当周国内锌锭库存增加 5.7 万吨，过去 3 年均值是 5.4 万吨，锌锭库存增量与往年数据基本持平。上海锌锭保税库存 5.05 万吨，相较节前没有变动。锌锭库存仍处于近年同期最低水平。

● 工业金属基本面延续向好态势

主要金属品种基本面呈现两个特点,一是在矿端，铜、锌精矿供应持续紧张，加工费处于历年低位；二是各金属库存处于历年低点，尤其是铜和铝的库存显著低于往年。春节错位效应导致 1 月份金属消费同比增速较高,其中 1 月国内精炼铜消费增速 16.4%，1 月国内电解铝消费增速 18.7%。由于去年 2 月份受疫情影响国内金属消费同样是低基数，预计今年 2 月份金属表观消费增速仍然会比较高。春季是国内金属消费旺季，金属消费环比向好，而国外随着疫苗接种范围扩大及持续宽松的货币政策和超预期的美国经济刺激计划，经济继续复苏较为确定。工业金属在市场风险偏好上行和自身基本面强劲的双重作用下，价格有望继续维持在高位。

● 重点推荐

紫金矿业、西部矿业、云铝股份、神火股份、驰宏锌锗

重点公司盈利预测及投资评级

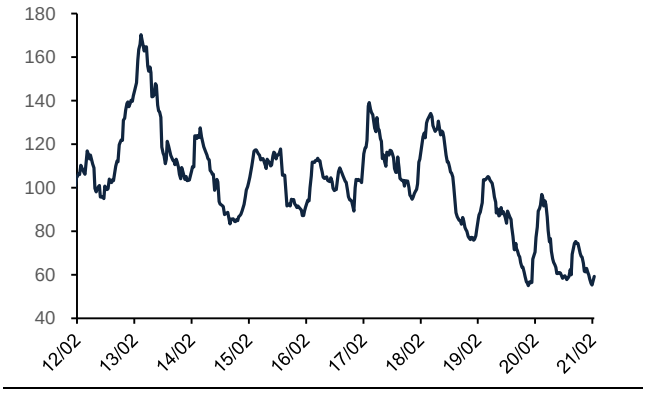
公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E
601899	紫金矿业	买入	13.64	336,154	0.26	0.35	52.5	39.0
601168	西部矿业	买入	18.20	43,371	0.56	0.66	32.5	27.6
000807	云铝股份	买入	9.87	30,875	0.30	0.51	32.9	19.5
000933	神火股份	买入	9.01	20,105	0.39	0.54	23.1	16.7
600497	驰宏锌锗	买入	5.80	29,529	0.21	0.30	27.6	19.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

基本金属春节周库存变动

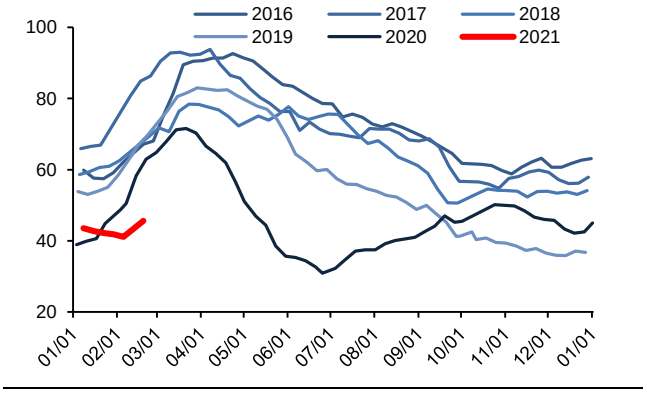
国内铜库存远低于往年同期水平。春节期间国外铜显性库存和中国保税区库存变动不大，国内上期所库存增加 4.4 万吨，达到 11.1 万吨，国内库存处于往年同期最低点，全球库存也维持在历史低位。

图 1：全球铜显性库存（万吨）



资料来源：SMM、Wind、国信证券经济研究所整理

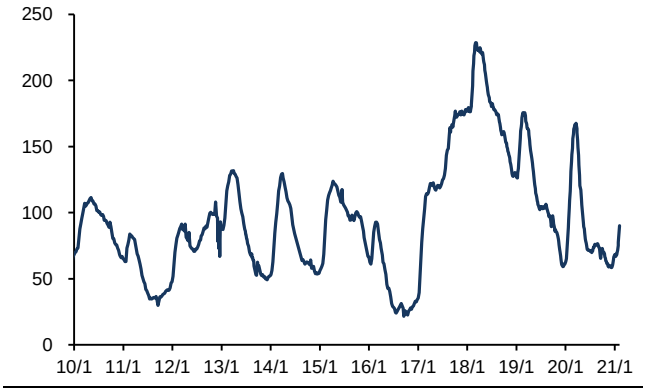
图 2：国内铜库存季节图（万吨）



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

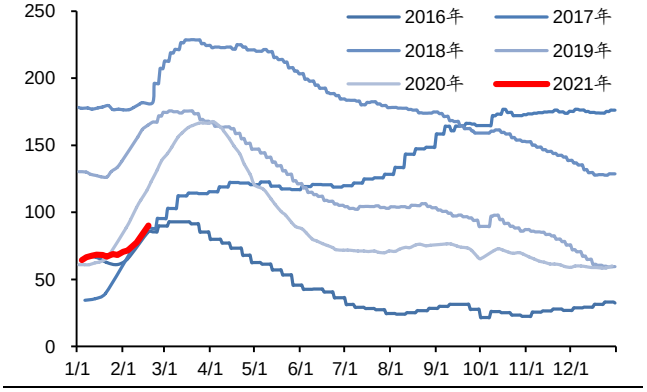
铝锭累库低于往年同期。根据 SMM 统计，春节当周国内铝锭库存增加 12.6 万吨，过去 11 年均值是 18.7 万吨，过去 3 年均值是 17.3 万吨，今年春节周铝锭库存累积数量显著低于往年同期。根据钢联数据，春节期间铝棒库存增加 5.5 万吨，过去 3 年均值是 3.3 万吨，铝棒库存增量高于往年可能与近几年铝水棒占比逐年增加有关。综合考虑铝棒和铝锭库存变动，今年春节当周铝产品库存增量仍略低于往年同期。

图 3：国内铝锭库存（万吨）



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图 4：国内铝锭库存季节图（万吨）



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

表 1：春节前后铝锭库存增减（万吨）

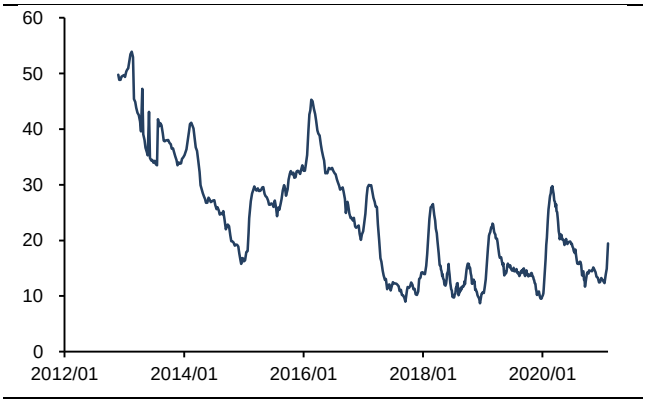
年份	节前四周库存差数	节前三周	节前二周	节前一周	春节周	节后一周	节后二周	节后三周	节后四周	节后五周	节后六周	10 周合计
2010 年	69.7	0.7	2.2	0.8	14.4	4.0	4.0	3.8	3.7	4.0	-2.1	35.5
2011 年	66.8	-1.5	-0.9	-1.5	10.4	3.6	6.1	0.8	-1.0	-0.5	-1.1	14.4
2012 年	43.2	3.7	0.8	4.2	18.2	5.6	5.1	2.0	2.4	2.7	1.6	46.3
2013 年	87.7	-0.4	3.0	5.7	29.5	4.0	2.9	4.8	1.0	2.3	0.1	52.9
2014 年	52.1	1.0	3.1	6.6	21.7	8.2	6.5	7.9	9.4	3.7	6.3	74.4
2015 年	57.6	1.4	2.1	7.4	26.3	7.0	7.6	4.6	1.0	1.7	1.8	60.9
2016 年	66.3	-3.8	-1.5	2.7	16.2	5.5	4.4	3.1	0.0	-1.5	-6.1	19.0
2017 年	34.3	1.2	4.0	11.3	16.9	10.4	10.9	8.4	7.6	9.5	2.1	82.3
2018 年	176.5	-0.2	1.7	3.7	14.2	16.7	8.7	7.1	0.0	-4.1	-1.2	46.6
2019 年	128.2	-1.8	3.9	7.5	18.4	5.5	5.5	7.2	0.5	0.5	-2.0	45.2
2020 年	61.0	0.0	2.0	6.0	19.4	6.1	14.8	13.7	15.5	10.3	10.5	98.3

2021 年	66.9	1.3	3.2	6.1	12.6

资料来源:SMM、国信证券经济研究所整理

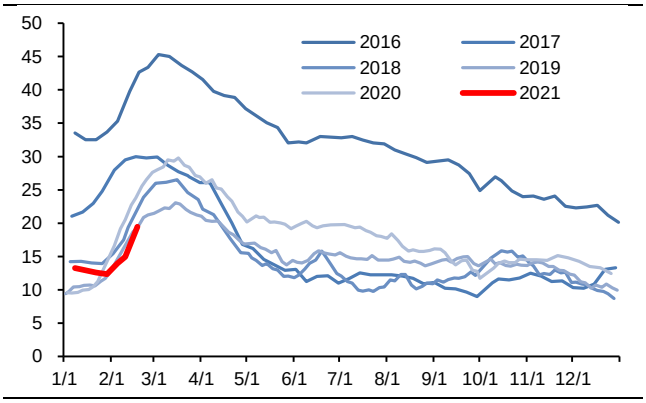
锌锭累库与往年基本持平。根据 SMM 数据，春节当周国内锌锭库存增加 5.7 万吨，过去 3 年均值是 5.4 万吨，锌锭库存增量与往年数据基本持平。上海锌锭保税库存5.05万吨,相较节前没有变动。锌锭库存仍处于近年同期最低水平。

图 5：国内锌锭库存（万吨）



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图 6：国内锌锭库存季节图（万吨）



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

表 2：春节前后锌锭库存增减（万吨）

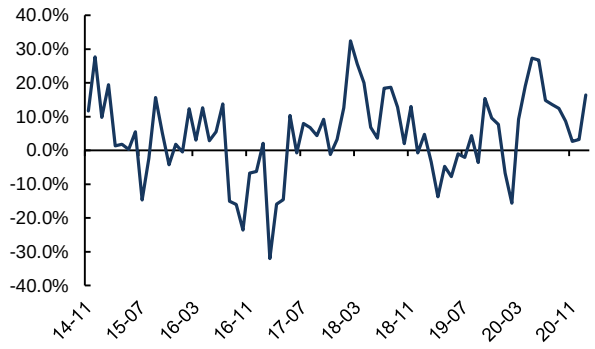
年份	节前三周库存基数	节前三周	节前二周	节前一周	春节周	节后一周	节后二周	6 周合计增量
2011 年	57.0	0.5	0.8	-0.5	2.9	0.5	0.7	4.9
2012 年	55.1	0.2	0.7	0.4	3.9	1.7	-0.3	6.5
2013 年	49.4	0.9	0.4	0.2	2.6	0.4	-1.0	3.6
2014 年	35.0	0.4	0.5	0.5	3.2	1.3	0.3	6.2
2015 年	17.9	0.2	3.2	2.7	3.0	1.4	0.5	11.1
2016 年	32.5	0.0	1.1	1.7	4.5	2.9	0.7	10.9
2017 年	21.1	0.6	1.3	1.8	3.2	1.5	0.5	8.9
2018 年	13.9	1.5	1.5	3.9	4.5	2.1	0.2	13.8
2019 年	10.7	0.6	0.6	0.7	5.7	2.1	0.7	10.4
2020 年	10.8	0.1	0.3	1.7	6.0	2.8	4.4	15.3
2021 年	14.2	-0.4	1.6	1.3	5.7			

资料来源:SMM、国信证券经济研究所整理

受春节错位影响，基本金属表观消费同比增速较高

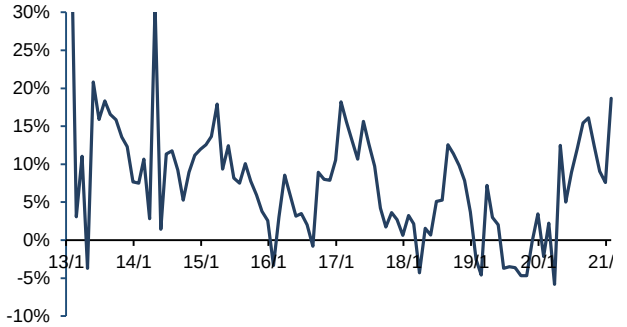
2020 年春节位于阳历 1 月下旬，比今年早 18 天左右，所以去年 1 月金属单月消费偏低，导致今年 1 月金属当月消费增速较高。根据产量、净进口量和库存变动倒推出的表观消费增速，1 月国内精炼铜消费增速 16.4%，1 月国内电解铝消费增速 18.7%。由于去年 2 月份受疫情影响国内金属消费同样是低基数，预计今年 2 月份金属表观消费增速仍然会比较高。

图 7：国内铜表观消费增速



资料来源：SMM、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：国内铝表观消费增速



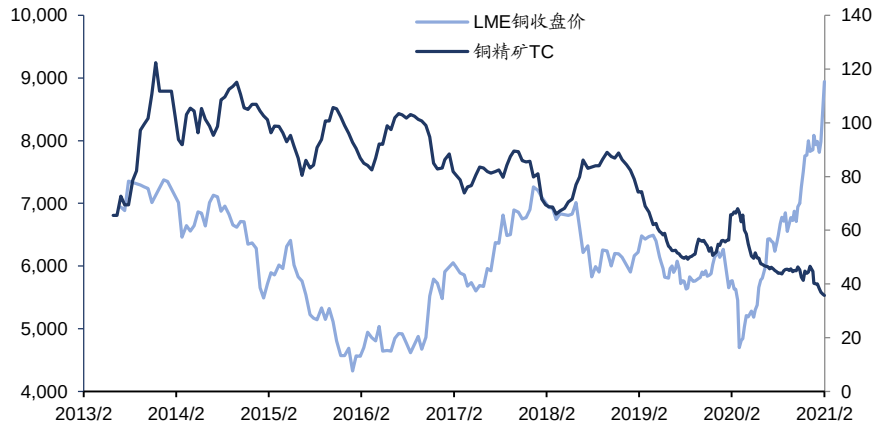
资料来源：SMM、Wind、国信证券经济研究所整理

精矿加工费处于低位

精矿加工费走低反映精矿供应紧张。2 月 19 日 Metal Bulletin 报亚太地区铜精矿加工费指数 35.8 美元/吨，环比上周下降 0.4 美元/吨，继续刷新该指数统计以来的新低。如果铜精矿加工费在 40 美元/吨以下维持更长时间，国内铜冶炼厂减产的可能性会增加。

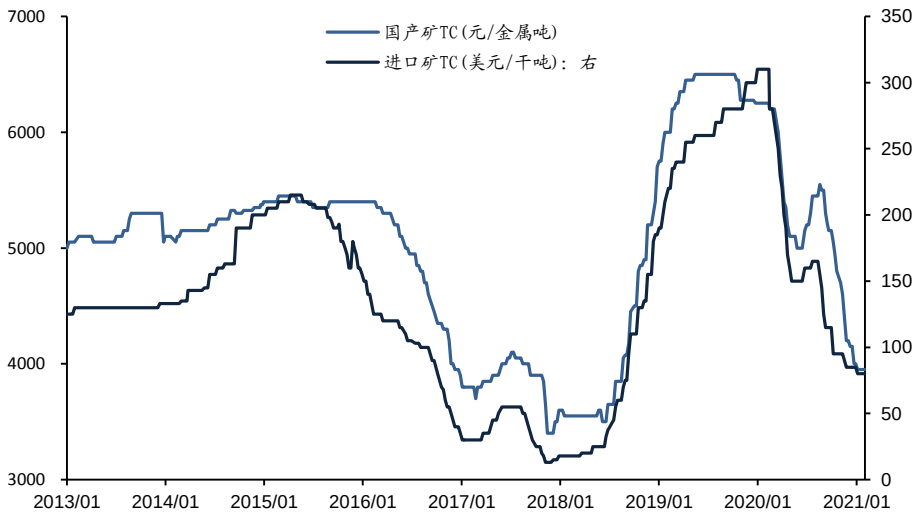
根据 SMM 数据，最新一期国产锌精矿加工费 3950 元/吨，进口矿加工费 80 美元/吨，同样处于历史偏低位置。考虑二八分成则加工费在 5200 元/吨左右，国内锌冶炼厂生产利润较低。

图 9：亚太地区铜精矿加工费处于历史低点（美元/吨）



资料来源:Metal Bulletin、LME、国信证券经济研究所整理

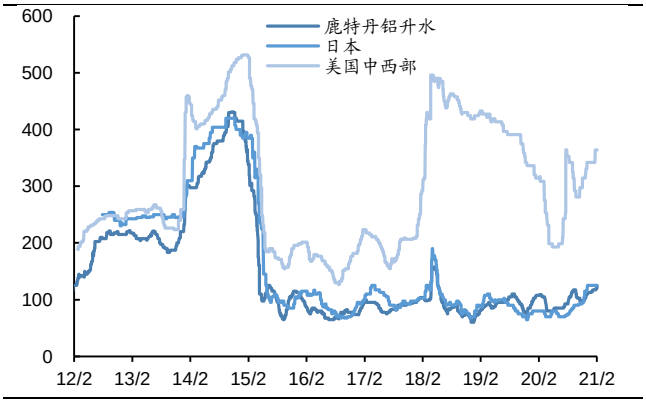
图 10：锌精矿加工费处于低位



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

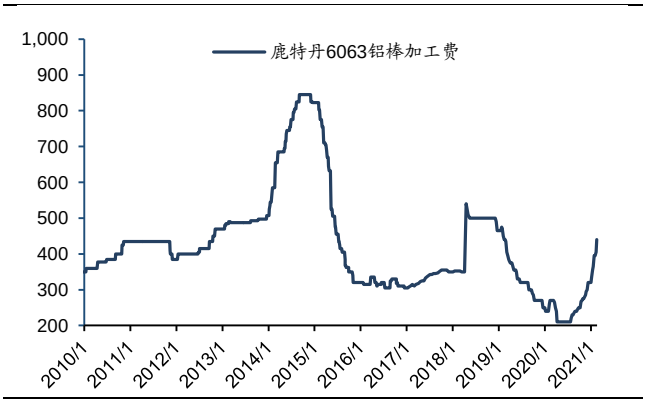
国外铝地区升水和中间品加工费上涨，反映现货需求良好。2 月 19 日鹿特丹铝锭升水报 124 美元/吨，涨至 2018 年 6 月以来新高。鹿特丹 6063 铝棒加工费报 440 美元/吨，处于 2019 年初以来的高点。

图 11：国外铝锭升水不断上涨（美元/吨）



资料来源：Metal Bulletin、国信证券经济研究所整理

图 12：欧洲铝棒加工费上涨（美元/吨）



资料来源：Metal Bulletin、国信证券经济研究所整理

基本金属价格有望维持在高位

2 月份以来，随着美国总统拜登的 1.9 万亿美元经济刺激法案逐步推进，以及英美各国疫苗接种后新增确诊人数回落，市场交易经济复苏和通胀，以原油和铜为代表的大宗商品价格不断上涨，伦铜一度涨至接近 9000 美元/吨，刷新 2011 年以来的新高。各个金属品种的基本面也一直延续向好态势，显著特点一是在矿端，铜、锌精矿供应紧张，加工费处于历年低位；二是金属库存处于历史低位，尤其是铜和铝的库存显著低于往年。消费端国内春季是金属消费旺季，金属消费环比向好，而国外随着疫苗接种范围扩大及持续宽松的货币政策和超预期的美国经济刺激计划，经济继续复苏较为确定。

我们认为今年铜市场会延续“高铜价+低加工费”模式，利好资源类企业和原料自给率高的冶炼企业，重点推荐**紫金矿业**和**西部矿业**。电解铝行业推荐**神火股份**和全球低碳铝头部企业**云铝股份**。锌行业推荐拥有全球最优质的锌资源并具有持续扩张能力的**驰宏锌锗**。

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 ±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 ±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