矿业企业分析框架—α+β

——有色金属

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

市场回顾：

截止 11 月 27 日收盘，有色金属板块上涨 4.24%，相对沪深 300 指数领先 2.58pct。有色金属板块涨幅在申银万国 28 个板块中位列第 4 位，处于较好水平。从估值来看，当前行业整体 42.61 倍水平，处于历史中位。

- 子板块周涨跌幅：新材料(2.86%)，稀有金属 (5.36%)，黄金（2.34%）工业金属(5.43%)；
- 股价涨幅前五名：天齐锂业、江西铜业、中国铝业、和胜股份、正海磁材。
- 股价跌幅前五名：电工合金、锐新科技、华钰矿业、合金投资、*ST 金贵。

投资策略及重点推荐：

铜：市场情绪持续乐观，后期有望继续走强。伦铜收于 7505 美元/吨，周内上涨 3.13%；受疫苗、经济复苏、美国权力过渡稳步推进等乐观情绪集中兑现，本周伦铜持续走高。矿端生产近期消息较为平稳，铜精矿 TC 维持不足 50 美元/吨的低水平。但由于库存，尤其是广东库存回落较大，升水明显走高，现货市场交易情绪略有好转。废铜方面，废铜价差在精铜价格明显变化后，上涨幅度不大，表明废铜供应仍偏紧，一方面新规则下废铜进口量仍小，一方面海外受持续疫情影响，拆解、回收等环节受阻，供应量恢复放缓。需求端，11 月铜材订单情况环比略有改善，家电、汽车等板块的良好表现带动漆包线、铜管、铜板带的消费，此外线缆方面环比也有改善迹象但不明显。后市继续对铜持乐观态度。

铝：铝锭库存继续下降，铝上涨强劲。周中铝锭库存已经下降至 60 万吨之下（59.6 万吨），较上周下降 1.9 万吨，去库情况延续。11 月即将进入尾声，目前消费端仍处于较为平稳的状态，支撑着库存持续去化。本周海关公布 10 月原铝进口量为 11.15 万吨，环比下滑 6 万吨，在此前内外比值修复的情况下进口量有所下滑，但近期在国内铝价持续强劲的表现下，进口利润有再度扩大之势，尤其是美元不断走弱的情况下，原铝进口仍将继续维持。供应端，新建产能仍处于不断投放的进程中，国内供应持续增加；市场看多情绪的主逻辑仍未改变，低库存下持续去库的良好基本面持续，同时宏观氛围维持乐观态势，其中基本面短期因消费稳定状态难看到拐点，而宏观乐观情绪释放已久，关注内外 11 月宏观经济数据，是否引起预期差，铝价维持高位运行。

黄金：疫苗进展，美债实际收益率、美元指数区间震荡，金价下跌。本周贵金属整体下跌。周五伦敦金收盘于 1787.50 美元/盎司，较周初跌 4.44%。美债实际收益率和美元指数均呈现区间震荡，但近期新冠疫苗研发进展不断传来好消息，市场避险情绪迅速消退。贵金属价格主要还是锚定美债实际收益率，也就是美国经济基本面的情况。目前美国经济仍在修复前，且距离疫情前的水平仍有一定距离，美债收益率没有短期内大幅反弹的基础，但是也没有更多下降空间，预计贵金属价格将区间震荡。

每周一谈：矿业企业分析框架-α+β

矿业公司产业链通常分为矿山（采选）、冶炼、金属加工三个环节，冶炼环节利润来源于冶炼加工费，通常不能享受金属价格上涨带来收益和价格弹性，呈现出传统制造业特点。

矿端β属性。矿端精矿产品价格与金属价格具有较强的相关性。矿端可获得金属价格上涨的价格弹性，即β属性，具体体现在：价格上涨，利润提升；行业热度，高 PE；高利润刺激，企业产能增加。

矿端α属性。是指企业由于自身发展而获得的未来现金流。主要分为四个方面：

评级　　增持（维持）

2020 年 11 月 29 日

曹旭特　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	128
行业平均市盈率	42.61
市场平均市盈率	24.99

行业表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

1、《有色金属：利好叠加 铜价将延续上涨走势》2020-11-23

2、《锂盐价格有望迎来拐点：有色行业周报》2020-11-02

3、《电池锂获取路径及未来机会分析：有色行业周报》2020-10-28

现有项目创造的现金流；产能兑现创造的现金流；已有资源量未来创造的现金流；未来投资可创造的预期现金流，这也是矿端企业获得α成长属性的核心。

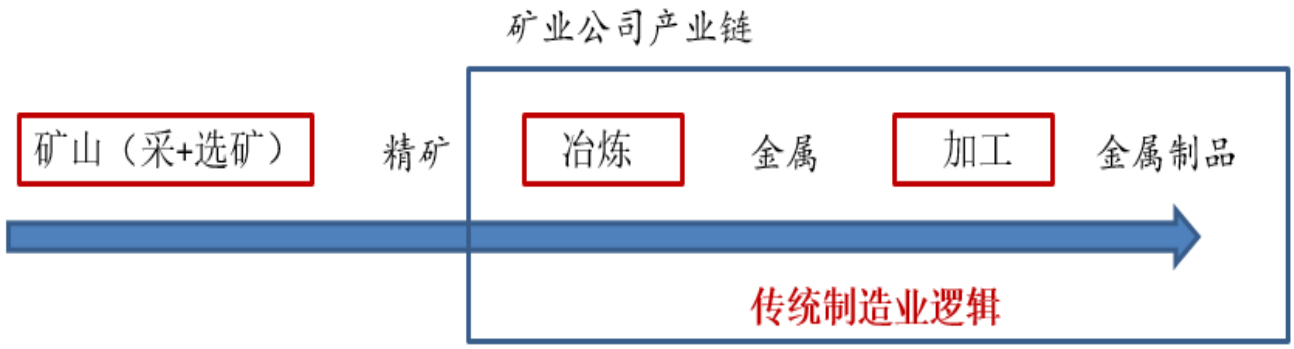
投资组合：紫金矿业 西部矿业 云铝股份 赣锋锂业 驰宏锌锗各20%。

风险提示：疫苗研发进度不及预期，疫情发展扩大。

1. 每周一谈-矿业企业分析框架-α+β

1.1 冶炼、加工制造业特点

图1：矿业公司产业链



资料来源：申港证券研究所

矿业公司产业链通常分为矿山（采选）、冶炼、金属加工三个环节，其中矿山产品为精矿，冶炼产品为金属，加工产品为金属制品。

冶炼环节利润来源于冶炼加工费，其根据金属价格与精矿价格进行计算：精矿价格=金属价格-冶炼加工费。而冶炼加工费与金属价格没有直接关系，主要取决于精矿供给与冶炼厂需求之间的供需关系。冶炼环节通常不能享受金属价格上涨带来收益和价格弹性，呈现出传统制造业特点。

图2：冶炼加工费与金属价格关系

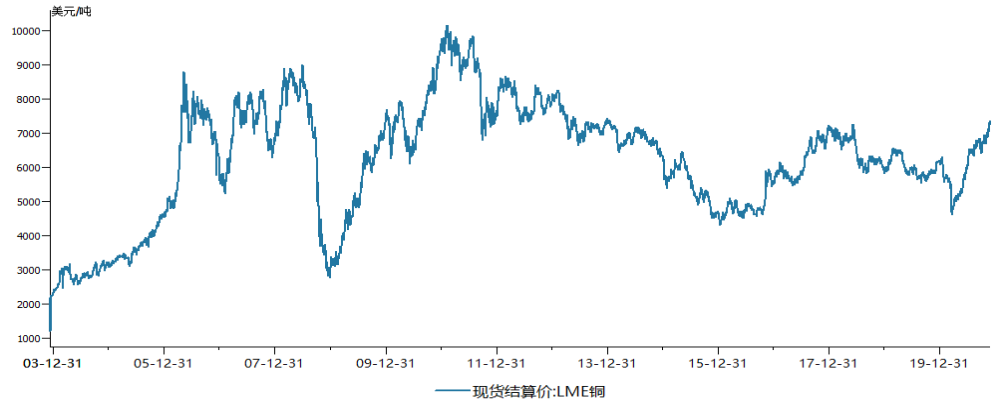


资料来源：wind，申港证券研究所

1.2 矿端β属性

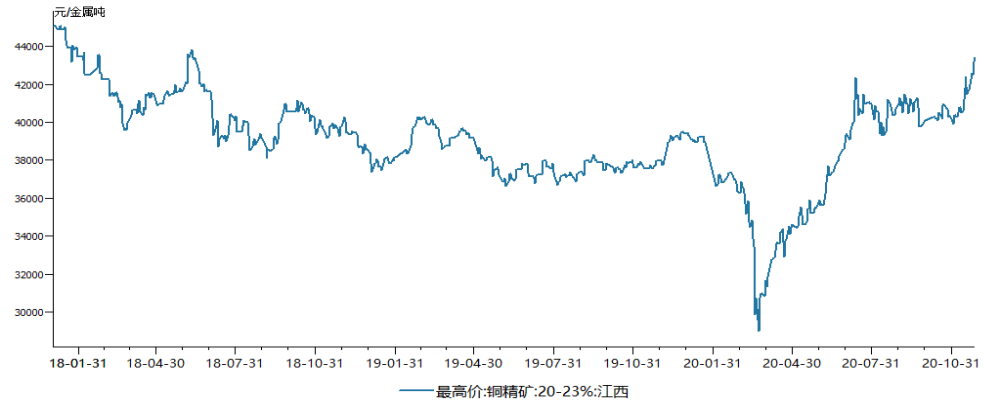
矿端精矿产品价格与金属价格具有较强的相关性。矿端可获得金属价格上涨的价格弹性，即β属性，具体体现在：价格上涨，利润提升；行业热度，高 PE；高利润刺激，企业产能增加。

图3：金属价格



资料来源：wind，申港证券研究所

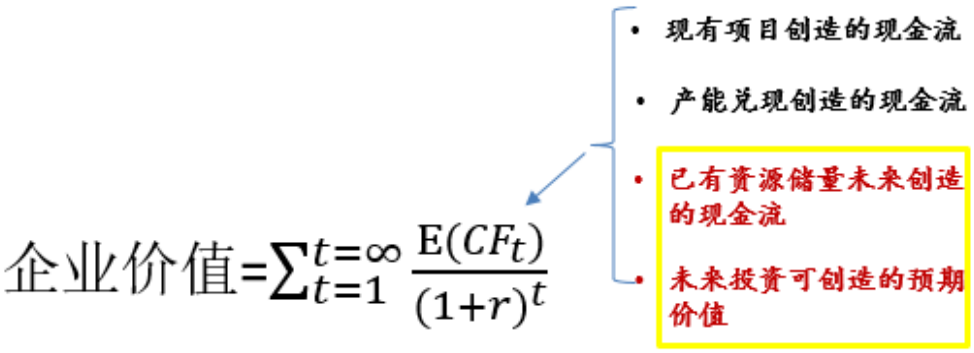
图4：精矿价格



资料来源：wind，申港证券研究所

1.3 矿端α属性

图5：矿端未来现金流来源



资料来源：申港证券研究所

矿端α属性是指企业由于自身发展而获得的未来现金流。主要分为四个方面：

（1）现有项目创造的现金流

主要指现有矿山项目在未来创造的现金流，主要通过未来计划的产能兑现现金流。

（2）产能兑现创造的现金流

主要指在建（扩产）项目，在未来创造的增量现金流。

（3）已有资源量未来创造的现金流

对于矿端企业而言，资源就是未来潜在的现金流，类似于互联网行业积累的用户资源，就是未来可变现的现金流。虽然该部分资产在当下未能体现出收益，但其价值应该被合理评估。

（4）未来投资可创造的预期现金流

企业可通过资源并购、勘探增储投资，扩大未来增加现金流的能力。这种能力也是矿端企业获得α增长属性的核心。

2. 本周有色金属块行情回顾

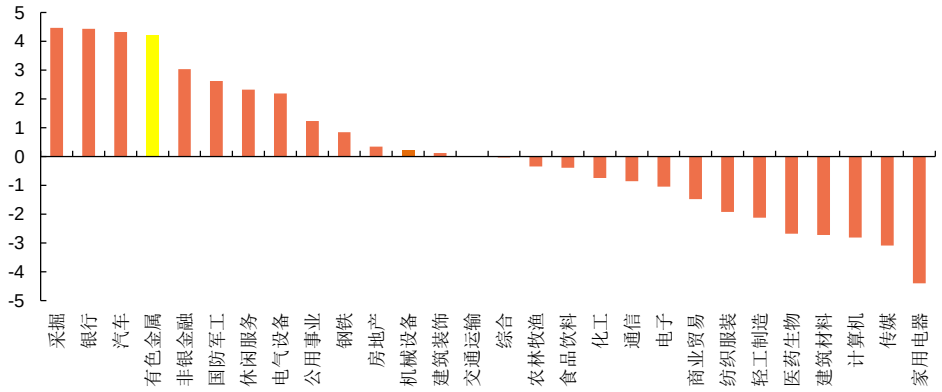
截止 11 月 27 日收盘，有色金属板块上涨 4.24%，相对沪深 300 指数领先 2.58pct。有色金属板块涨幅在申银万国 28 个板块中位列第 4 位，处于较好水平。从估值来看，当前行业整体 42.61 倍水平，处于历史中位。

子板块周涨跌幅：新材料(2.86%)，稀有金属 (5.36%)，黄金（2.34%）工业金属(5.43%)；

股价涨幅前五名：天齐锂业、江西铜业、中国铝业、和胜股份、正海磁材。

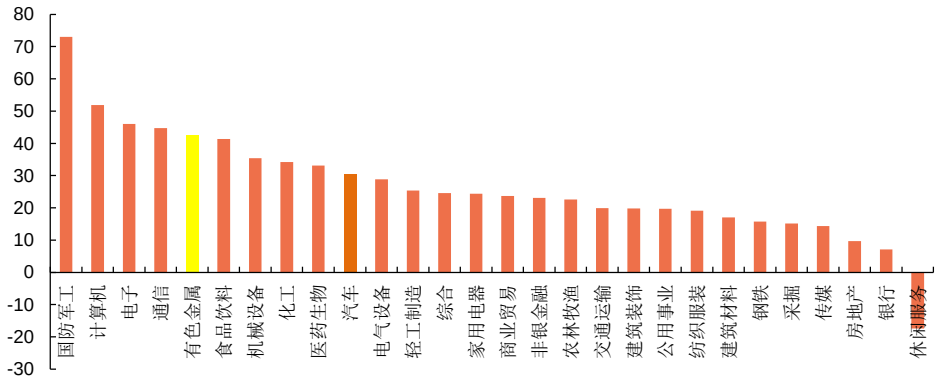
股价跌幅前五名：电工合金、锐新科技、华钰矿业、合金投资、*ST 金贵。

图6：本周各板块涨跌幅（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图7：各版块 PE(TTM）对比



资料来源：wind，申港证券研究所

3. 行业新闻及公司公告

3.1 行业新闻

紫金矿业塞尔维亚 Timok 铜金矿首次揭露高品位矿体

近日，紫金矿业塞尔维亚 Timok 铜金矿在上部矿带-80m 中段 200 线穿脉首次揭露到高品位块状硫化物铜金矿体，高品位矿石即将批量产出。

此次揭露的矿石中硫化铜矿主要为铜蓝，少量的硫砷铜矿和黄铜矿，其他金属矿物主要为黄铁矿。根据当地化验机构出具的数据显示，矿石平均品位铜 9.23%，金 6.23 克/吨，参照上部矿带地质资源模型及结合钻孔揭露矿体，原设计中预计的见矿位置与实际见矿位置和品位基本吻合。

磷酸铁锂“逆袭”

10 月，中国动力电池装车量合计达到 5.9GWh，同比上升 44.0%，继续保持增长趋势。其中，三元锂电池装车量为 3.4GWh，同比上升 15.7%，环比下降 19.1%；磷

酸铁锂电池装车量为 2.4GWh，同比上升 127.5%，环比上升 3.5%，磷酸铁锂加速缩小与三元电池的市场差距。

有分析人士认为，2017 年起，受补贴政策影响，磷酸铁锂的装机占有率持续下降，但随着新补贴政策的实施以及新电池工艺的推广，目前不少厂商开始转向通过磷酸铁锂的低成本优势抢占市场，磷酸铁锂的反转行情或将持续。

澳新银行：下调短期金价预期 但明年仍看好触 2100

受到疫苗消息的影响，近期金价持续承压走低，本周测试 1800 美元/盎司的整数关口。距离 8 月触及的历史顶部水平已经跌去了差不多 250 美元。

澳新银行认为，市场情绪的变化并不会影响黄金长期上行趋势。

“疫苗的出现使得全球经济复苏以及风险资产继续上涨变得更可能，这会影响黄金的避险需求，但这并不能阻挡目前黄金的上行趋势。”

该行认为，无论是疫苗的消息还是市场对明年预期变得更积极都无法改变利好黄金的宏观大环境。

“推动黄金的主要影响是实际利率和美元，这两个因素在明年会继续为黄金提供支撑。在持续低利率且通胀升温的情况下，美国实际利率会进一步跌入负值，全球增长也会使得美元进一步走弱。”

该行预计明年金价将涨至 2100 美元/盎司。

“预计美国通胀会涨至 1.7%，美元指数跌至 90，30 年期美国国债收益率会稳定在 1.6%左右。”

短期而言，黄金市场面临的挑战包括黄金 ETF 的流出以及股市上涨。

“下调三个月金价预期至 1900 美元/盎司，但维持 12 个月预期 2100 美元/盎司。”

3.2 公司公告

【山东黄金】山东黄金矿业股份有限公司 关于以现金方式收购特麦克资源公司进展的公告

【寒锐钴业】南京寒锐钴业股份有限公司 关于控股股东减持公司股份达到 1%的公告

【天齐锂业】天齐锂业股份有限公司关于控股股东减持股份比例达到 1%的公告

4. 投资策略及重点推荐

铜：市场情绪持续乐观，后期有望继续走强。伦铜收于 7505 美元/吨，周内上涨

3.13%；受疫苗、经济复苏、美国权力过渡稳步推进等乐观情绪集中兑现，本周伦铜持续走高。矿端生产近期消息较为平稳，铜精矿 TC 维持不足 50 美元/吨的低水平。但由于库存，尤其是广东库存回落较大，升水明显走高，现货市场交易情绪略有好转。废铜方面，废铜价差在精铜价格明显变化后，上涨幅度不大，表明废铜供应仍偏紧，一方面新规则下废铜进口量仍小，一方面海外受持续疫情影响，拆解、回收等环节受阻，供应量恢复放缓。需求端，11 月铜材订单情况环比略有改善，家电、汽车等板块的良好表现带动漆包线、铜管、铜板带的消费，此外线缆方面环比也有改善迹象但不明显。后市继续对铜持乐观态度。

铝：铝锭库存继续下降，铝上涨强劲。周中铝锭库存已经下降至 60 万吨之下（59.6 万吨），较上周下降 1.9 万吨，去库情况延续。11 月即将进入尾声，目前消费端仍处于较为平稳的状态，支撑着库存持续去化。本周海关公布 10 月原铝进口量为 11.15 万吨，环比下滑 6 万吨，在此前内外比值修复的情况下进口量有所下滑，但近期在国内铝价持续强劲的表现下，进口利润有再度扩大之势，尤其是美元不断走弱的情况下，原铝进口仍将继续维持。供应端，新建产能仍处于不断投放的进程中，国内供应持续增加；市场看多情绪的主逻辑仍未改变，低库存下持续去库的良好基本面持续，同时宏观氛围维持乐观态势，其中基本面短期因消费稳定状态难看到拐点，而宏观乐观情绪释放已久，关注内外 11 月宏观经济数据，是否引起预期差，铝价维持高位运行。

黄金：疫苗进展，美债实际收益率、美元指数均、区间震荡，金价下跌。本周贵金属整体下跌。周五伦敦金收盘于 1787.50 美元/盎司，较周初跌 4.44%。美债实际收益率和美元指数均呈现区间震荡，但近期新冠疫苗研发进展不断传来好消息，市场避险情绪迅速消退。贵金属价格主要还是锚定美债实际收益率，也就是美国经济基本面的情况。目前美国经济仍在修复前，且距离疫情前的水平仍有一定距离，美债收益率没有短期内大幅反弹的基础，但是也没有更多下降空间，预计贵金属价格将区间震荡。

表1：推荐组合

公司	权重
紫金矿业	20%
西部矿业	20%
云铝股份	20%
赣锋锂业	20%
驰宏锌锗	20%

资料来源：申港证券研究所

5. 风险提示

疫苗研发进度不及预期；

疫情发展扩大。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上