营收新高、盈利能力续增，基金稳定低配

——有色金属上市公司 2020 三季报回顾

同步大市（维持）

日期：2020 年 11 月 19 日

投资要点：

- **2020 年三季报回顾：量价整体上涨，营收 18 年以来单季新高，盈利能力续增。**供给端受疫情影响，需求端国内疫情控制和经济恢复较好，加之全球货币宽松兜底，三季度贵金属和工业金属价格整体上涨，复工复产则推动销量增加，20Q3 有色板块实现营收 5,434.7 亿元，创 18 年以来新高，同比/环比分别+14.7%/+7.9%；量价增长亦带动板块盈利能力上升，20Q3 有色板块毛利率 10.0%，连续两个季度回升；扣非净利润 155.9 亿元，亦创 18 年以来新高，同比/环比分别+106.9%/+68.9%。细分行业中，仅锂电材料、钨和稀土以外的其他稀有金属板块扣非净利润下降出现环比下降。

- **基金持仓：基金持续低配但比例稳定，紫金矿业、赣锋锂业居前。**20 年以来有色表现弱于大市，市值占比相比 19 年末下降 0.4 个百分点至 2.6%，基金 18 年以来持续维持有色行业“低配”水平，20 配置比例约 1.7%左右相对稳定；从细分行业配置结构来看，金占比 47.9%、上升 12.3 个百分点，锂电材料占比 31.9%、下降 8.4 个百分点；个股方面，紫金矿业、赣锋锂业、山东黄金、西部超导、赤峰黄金基金持股市值居前。

- **投资策略**

近年全球矿业资本开支和当前金属库均处于低位，随着疫后经济复苏，量价向上，有色景气度上行，市场关注度有望提高。具体而言，锂周期见底向上，重点推荐资源、锂盐和锂电池业务处于增长新起点、锂盐加工优势进一步巩固的**赣锋锂业（002460）**等。

全球铜企近年资本开支处于低位，未来 2 年新增产能及释放节奏相对温和，按年增 2%左右与全球经济增长中枢一致，加之铜库存处于低位，价格上涨弹性充分；黄金不是避险，长期看是美元的称重机，疫苗推出、不确定降低不改金价趋势。铜价受益于供给有序和疫后复苏、金价看中期通胀，重点推荐矿产金/铜项目高质量放量，具备低位并购+高位勘探扩产能力的 alpha 矿金/矿铜企业等。

此外，电解铝盈利能力有望高位维持，推荐电解铝产能封顶背景下具备扩产能力的云铝股份（000807），以及周期弱化、产品结构升级、盈利能力提升、财务稳健的铝加工企业明泰铝业（601677）等。

- **风险因素：**金属价格大幅下跌，供需格局恶化，通胀表现不如预期

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21E	评级
赣锋锂业	0.28	0.34	0.71	买入
华友钴业	0.11	0.84	1.13	增持
云铝股份	0.19	0.29	0.37	增持
明泰铝业	1.51	1.49	1.91	增持
南山铝业	0.14	0.16	0.18	增持
赤峰黄金	0.13	0.48	0.84	增持
山东黄金	0.42	0.57	0.99	增持
宝钛股份	0.56	0.76	1.00	增持

有色金属行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 11 月 18 日

相关研究

分析师： 夏振荣
执业证书编号：S0270520090002
电话：01056508505
邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

研究助理： 阮鹏
电话：18275035519
邮箱：ruanpeng@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、三季报回顾：量价整体上涨，营收新高，盈利能力续增 4

1.1 金：价格历史新高，20Q3 营收和扣非净利润创新高 5

1.2 工业金属：价格上涨，20Q3 营收、毛利率和扣非净利润升至高位 5

1.2.1 铜：价格持续恢复，20Q3 营收和扣非净利润创 18 年以来新高 5

1.2.2 铝：价格继续恢复，20Q3 营收和扣非净利润创 18 年以来新高 6

1.3 锂电材料：价格锂跌钴涨，20Q3 营收同比正增，扣非净利润低位 8

1.4 稀有金属 9

1.4.1 稀土：价格下跌，产销量增加，20Q3 营收和扣非净利润处于高位 9

1.4.2 钨：价格止跌回升，20Q3 扣非净利润环比略增 10

1.4.3 其他稀有金属：价格下跌，20Q3 营收和扣非净利润下降 10

1.5 金属材料 11

1.5.1 磁材：20Q3 营收和扣非净利润创 18 年以来单季新高 11

1.5.2 其他新材料：20Q3 营收和扣非净利润环比改善 12

2、基金持股：延续稳定低配，紫金矿业、赣锋锂业居前 12

3、投资策略 13

4、风险因素 15

万联证券

图表目录

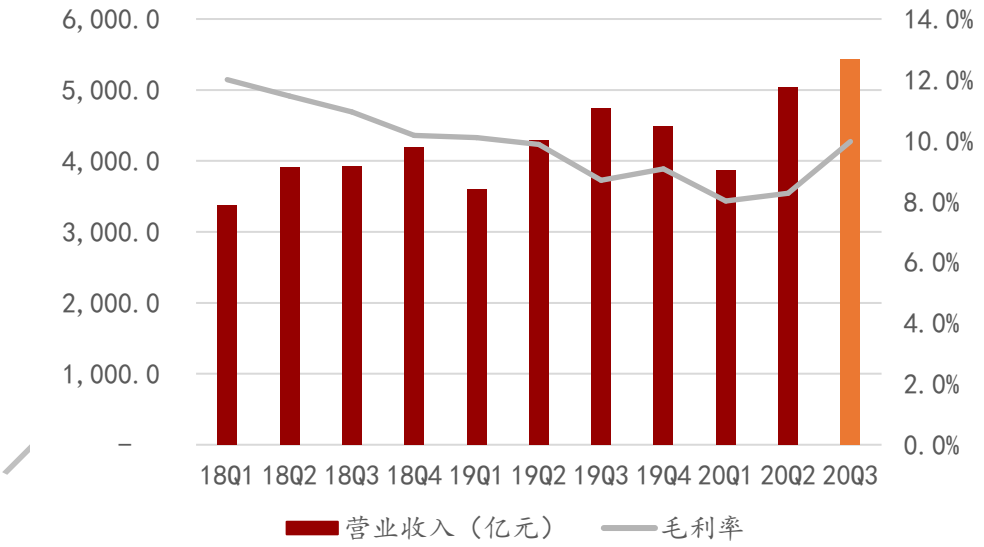
图表 1：18Q1-20Q3 有色行业营收及毛利率回顾 4
图表 2：18Q1-20Q3 有色行业扣非净利润及增速回顾 4
图表 3：18Q1-20Q3 黄金板块主要指标回顾 5
图表 4：18Q1-20Q3 铜板块主要指标回顾 5
图表 5：2018 年以来铜粗炼费走势 6
图表 6：18Q1-20Q3 铝板块主要指标回顾 6
图表 7：2016 年以来电解铝盈利能力变化 7
图表 8：18Q1-20Q3 铅锌等其他工业板块主要指标回顾 8
图表 9：18Q1-20Q3 锂电材料板块主要指标回顾 8
图表 10：18Q1-20Q3 稀土价格变化 9
图表 11：18Q1-20Q3 稀土板块主要指标回顾 9
图表 12：18Q1-20Q3 金属钨板块主要指标回顾 10
图表 13：18Q1-20Q3 其他稀有金属价格变化 11
图表 14：18Q1-20Q3 其他稀有金属板块主要指标回顾 11
图表 15：18Q1-20Q3 磁材板块主要指标回顾 11
图表 16：18Q1-20Q3 其他新材料板块主要指标回顾 12
图表 17：18Q1-20Q3 有色市值占比及基金配置比例 12
图表 18：18Q1-20Q3 有色子行业基金配置结构 13
图表 19：20Q3 末有色行业基金重仓 Top20 13

万联证券

1、三季报回顾：量价整体上涨，营收新高，盈利能力续增

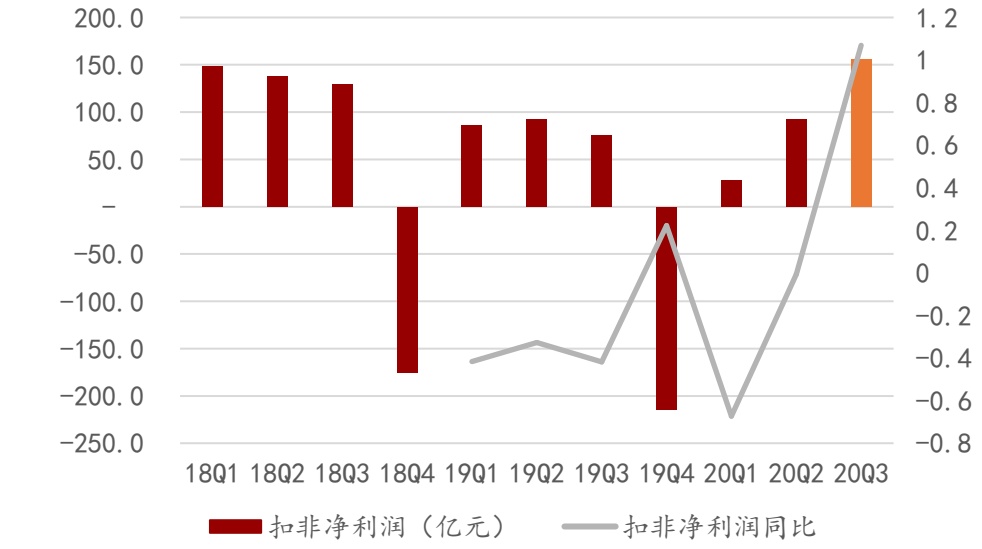
营收和利润18年以来单季高位。供给端受疫情影响，国内疫情控制和经济恢复较好，加之全球货币宽松兜底，三季度贵金属和工业金属金属价格整体上涨，复工复产则推动销量增加，20Q3 有色板块实现营收5434.7亿元，创18年以来新高，同比/环比分别+14.7%/+7.9%；量价增长亦带动板块盈利能力上升，20Q3 有色板块毛利率10.0%，连续两个季度回升；扣非净利润155.9亿元，亦创18年以来新高，同比/环比分别+106.9%/+68.9%。细分行业中，只有锂电材料、钨和稀土以外的其他稀有金属板块由于价格下跌，扣非净利润下降出现环比下降。

图表1：18Q1-20Q3有色行业营收及毛利率回顾



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：18Q1-20Q3有色行业扣非净利润及增速回顾



资料来源：Wind，万联证券研究所

需要指出的是，有色行业内绝大多数公司，产业链上分属于矿业开发、冶炼、加工和贸易数个环节，产品种类繁多，受各个金属品种价格周期和产业链上供需格局影响，

公司之间横向可比性弱、同一公司前后也未必可比。三季报回顾更多作为趋势观察，而非量化反映。

1.1 金：价格历史新高，20Q3营收和扣非净利润创新高

- **金价上涨带动黄金板块营收创18Q1以来单季新高。**20Q3 SHFE金价继续上涨，创历史新高，同比/环比分别+23.6%/+8.1%；期内黄金板块营收1,098亿元，创18Q1以来单季新高，同比/环比分别+10.1%/+6.8%。营收增速不及金价涨幅，主要受非金业务影响。

图表3：18Q1-20Q3黄金板块主要指标回顾

金	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	**594**	**671**	**630**	**755**	**662**	**879**	**997**	**642**	**767**	**1,028**	**1,098**
营收同比					11.3%	30.9%	58.1%	-14.9%	15.9%	17.0%	**10.1%**
营收环比		12.9%	-6.1%	19.7%	-12.3%	32.8%	13.4%	-35.6%	19.4%	34.0%	**6.8%**
SHFE 金（元/克）	276	273	269	278	287	293	337	340	358	385	**417**
SHFE 金价同比					3.9%	7.3%	25.3%	22.1%	24.8%	31.7%	**23.6%**
SHFE 金价环比		-1.2%	-1.3%	3.4%	3.0%	2.1%	15.2%	0.8%	5.2%	7.8%	**8.1%**
营业成本（亿元）	525	599	564	683	588	800	911	554	688	916	**974**
毛利率	**11.6%**	**10.7%**	**10.5%**	**9.5%**	**11.1%**	**9.0%**	**8.6%**	**13.8%**	**10.3%**	**10.9%**	**11.2%**
扣非净利润（亿元）	**22.5**	**23.7**	**14.2**	**-11.0**	**17.9**	**18.9**	**22.8**	**-6.1**	**15.7**	**43.6**	**52.1**
扣非净利润同比					-20.5%	-20.3%	60.4%	-44.6%	-12.3%	130.6%	**128.5%**
扣非净利润环比		5.2%	-40.1%	-177.6%	-262.7%	5.5%	20.5%	-126.8%	-357.5%	177.5%	**19.3%**

资料来源：Wind，万联证券研究所

- **毛利率20Q1以来逐季提高。**20Q3黄金板块毛利率11.2%，同比/环比分别+2.7pct/+0.4pct，20Q1以来逐季提高。同时，受金冶炼费下滑和非金业务影响，金板块上市公司毛利率变化未能完全反映金价上涨趋势。

- **扣非净利润亦创18Q1以来单季新高。**20Q3黄金板块扣非净利润52.1亿元，创18Q1以来单季新高，同比/环比分别+128.5%/+19.3%。

1.2 工业金属：价格上涨，20Q3营收、毛利率和扣非净利润升至高位

1.2.1 铜：价格持续恢复，20Q3营收和扣非净利润创18年以来新高

- **铜价继续恢复，板块营收创18Q1以来单季新高。**20Q3 SHFE铜价继续恢复，同比/环比分别+9.7%/+17.2%；期内铜板块营收1,866.8亿元，创18Q1以来单季新高，同比/环比分别+21.3%/+1.6%。

图表4：18Q1-20Q3铜板块主要指标回顾

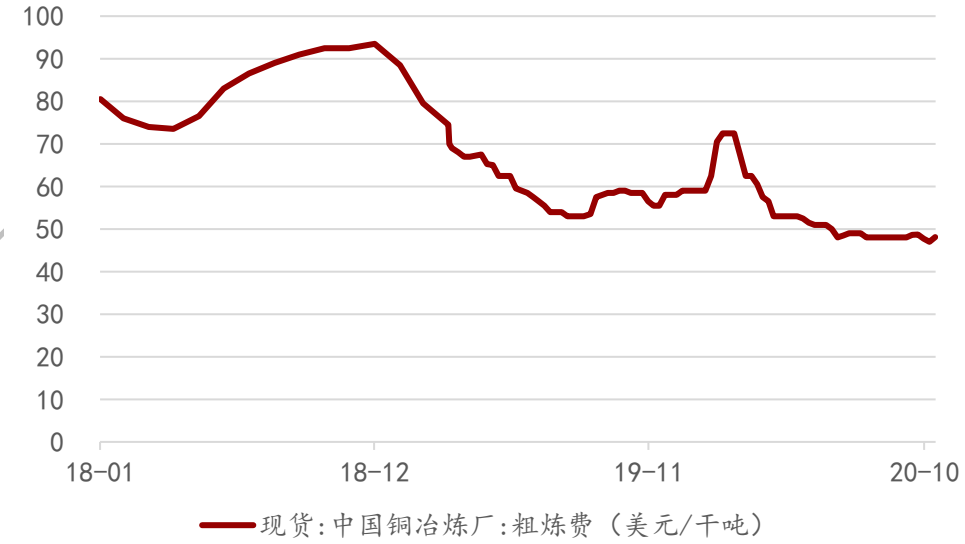
铜	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	**1,134.4**	**1,296.2**	**1,378.5**	**1,404.0**	**1,220.2**	**1,420.9**	**1,539.3**	**1,576.6**	**1,292.2**	**1,837.8**	**1,866.8**
营收同比					7.6%	9.6%	11.7%	12.3%	5.9%	29.3%	21.3%
营收环比		14.3%	6.3%	1.9%	-13.1%	16.4%	8.3%	2.4%	-18.0%	42.2%	1.6%
SHFE 铜（万元/吨）	5.3	5.2	4.9	4.9	4.9	4.8	4.7	4.8	4.5	4.4	5.1
SHFE 铜价同比					-8.0%	-7.4%	-4.5%	-3.6%	-7.1%	-8.4%	9.7%

SHFE 铜价环比		-2.1%	-5.1%	0.8%	-1.8%	-1.5%	-2.1%	1.9%	-5.4%	-2.9%	17.2%
营业成本（亿元）	1,078.2	1,222.9	1,308.1	1,328.9	1,153.7	1,346.6	1,459.5	1,502.2	1,240.4	1,768.0	1,767.1
毛利率	**4.9%**	**5.7%**	**5.1%**	**5.4%**	**5.4%**	**5.2%**	**5.2%**	**4.7%**	**4.0%**	**3.8%**	**5.3%**
扣非净利润（亿元）	**20.7**	**9.2**	**18.8**	**-34.2**	**21.9**	**15.2**	**22.3**	**-13.1**	**-5.9**	**18.2**	**39.6**
扣非净利润同比					5.8%	64.6%	18.4%	-61.6%	-127.2%	19.6%	77.8%
扣非净利润环比		-55.3%	104.1%	-281.7%	-163.9%	-30.5%	46.8%	-158.9%	-54.8%	-405.4%	118.2%

资料来源：Wind，万联证券研究所

□ **受益于低价铜精矿库存和铜价恢复，毛利率处于18Q1以来高位；冶炼费已行至低位，铜供给趋紧，高毛利率或继续维持。**得益于低价铜精矿库存和铜价上涨，20Q3铜板块毛利率5.3%，同比/环比分别+1.5pct/+0.2pct，处于18Q1以来高位。展望未来，国内铜板块上市公司业务以冶炼、加工和贸易为主，受铜产能释放有序、需求复苏影响，矿铜供给趋紧，但铜冶炼费已行至低位，高毛利率或继续维持。

图表5：2018年以来铜粗炼费走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

□ **扣非净利润亦创18Q1以来单季新高。**20Q3铜板块扣非净利润39.6亿元，创18Q1以来单季新高，同比/环比分别+77.8%/+118.2%。

1.2.2 铝：价格继续恢复，20Q3营收和扣非净利润创18年以来新高

□ **铝价继续恢复，板块营收创18Q1以来单季新高。**20Q3 SHFE铝价继续恢复，同比/环比分别+2.5%/+12.9%；期内铝板块营收948.1亿元，创18Q1以来单季新高，同比/环比分别+4.3%/+12.1%。

图表6：18Q1-20Q3铝板块主要指标回顾

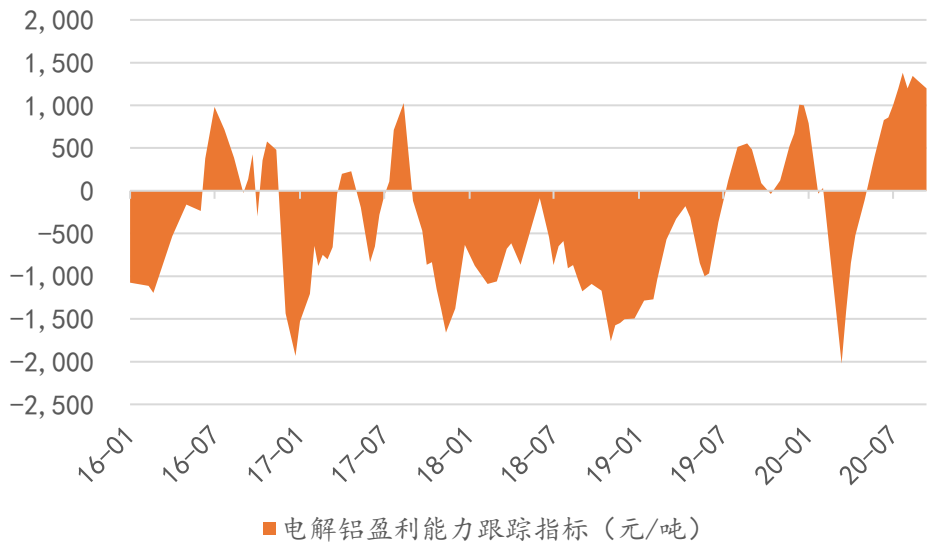
铝	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	**715.0**	**841.6**	**846.1**	**922.4**	**792.1**	**899.1**	**908.9**	**826.8**	**720.7**	**845.8**	**948.1**
营收同比					10.8%	6.8%	7.4%	-10.4%	-9.0%	-5.9%	**4.3%**
营收环比		17.7%	0.5%	9.0%	-14.1%	13.5%	1.1%	-9.0%	-12.8%	17.4%	**12.1%**

SHFE 铝（万元/吨）	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	**1.4**
SHFE 铝价同比					-6.1%	-3.8%	-2.8%	0.0%	-1.7%	-9.1%	**2.5%**
SHFE 铝价环比		1.2%	-0.8%	-3.9%	-2.6%	3.7%	0.2%	-1.1%	-4.3%	-4.1%	**12.9%**
营业成本（亿元）	648.4	763.1	758.3	843.7	721.5	804.1	824.1	731.2	647.0	756.6	**828.8**
毛利率	**9.3%**	**9.3%**	**10.4%**	**8.5%**	**8.9%**	**10.6%**	**9.3%**	**11.6%**	**10.2%**	**10.5%**	**12.6%**
扣非净利润（亿元）	**5.6**	**3.4**	**15.8**	**-111.6**	**1.0**	**7.9**	**6.8**	**-108.8**	**2.8**	**8.7**	**27.8**
扣非净利润同比					-82.7%	130.5%	-57.2%	-2.5%	188.6%	9.7%	**309.5%**
扣非净利润环比		-39.1%	360.9%	-804.2%	-100.9%	711.4%	-14.3%	-1702.0%	-102.6%	208.3%	**219.9%**

资料来源：Wind，万联证券研究所

□ **毛利率水平创18Q1以来新高，电解铝高盈利能力预计维持。**国内铝板块公司业务以冶炼、加工和贸易为主，得益于低价铝土矿/氧化铝库存和铝价上涨，20Q3铝板块毛利率12.6%，创18Q1以来新高，同比/环比分别+2.0pct/+3.3pct。展望未来，考虑到成本端氧化铝行业利用率持续下降、产能过剩明显，而电解铝在供给侧改革后产能趋于稳定，下游铝消费受益于房地产竣工周期、家电回暖、汽车销售转正形势向好，电解铝当前盈利水平有望高位维持。

图表7：2016年以来电解铝盈利能力变化



资料来源：Wind，万联证券研究所

□ **扣非净利润亦创18Q1以来单季新高。**20Q3铝板块扣非净利润27.8亿元，创18Q1以来单季新高，同比/环比分别+309.5%/+219.9%。

1.2.3 其他工业金属：价格有所恢复，20Q3营收创18年以来新高、扣非净利润转正

□ **铅锌价格有所恢复，板块营收创18Q1以来单季新高。**20Q3 SHFE铅价企稳、同比/环比分别-7.8%/+9.7%，SHFE锌价继续恢复、同比/环比分别-0.3%/+16.3%；期内铅锌等其他工业金属板块营收428.2亿元，处于18Q1以来高位，同比/环比分别+5.7%/+6.0%。

图表8：18Q1-20Q3铅锌等其他工业板块主要指标回顾

铅锌	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	**367.4**	**445.0**	**410.0**	**355.0**	**336.0**	**394.7**	**405.3**	**363.7**	**308.0**	**403.9**	**428.2**
营收同比					-8.5%	-11.3%	-1.1%	2.4%	-8.3%	2.3%	5.7%
营收环比		21.1%	-7.9%	-13.4%	-5.4%	17.5%	2.7%	-10.3%	-15.3%	31.1%	6.0%
SHFE 铅（万元/吨）	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.7	1.6	1.4	1.4	1.5
SHFE 铅价同比					-9.4%	-16.0%	-10.0%	-13.5%	-16.9%	-13.6%	-7.8%
SHFE 铅价环比		1.7%	-4.1%	-1.3%	-5.8%	-5.8%	2.8%	-5.2%	-9.5%	-2.1%	9.7%
SHFE 锌（万元/吨）	2.6	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6	1.9
SHFE 锌价同比					-16.9%	-12.0%	-10.1%	-13.8%	-22.1%	-22.5%	-0.3%
SHFE 锌价环比		-7.6%	-11.4%	0.8%	0.7%	-2.1%	-9.5%	-3.4%	-8.9%	-2.6%	16.3%
营业成本（亿元）	318.2	393.7	366.3	313.9	295.7	356.3	367.6	329.9	285.3	374.9	384.3
毛利率	**13.4%**	**11.5%**	**10.7%**	**11.6%**	**12.0%**	**9.7%**	**9.3%**	**9.3%**	**7.4%**	**7.2%**	**10.3%**
扣非净利润（亿元）	**17.8**	**16.6**	**10.5**	**-10.8**	**12.7**	**11.1**	**-4.6**	**-27.0**	**-1.1**	**-2.1**	**5.9**
扣非净利润同比					-28.3%	-33.1%	-143.5%	149.8%	-108.7%	-118.9%	-228.0%
扣非净利润环比		-6.4%	-36.7%	-202.8%	-217.7%	-12.6%	-141.1%	490.3%	-95.9%	89.3%	-379.3%

资料来源：Wind，万联证券研究所

- **受益于低价铜精矿库存，毛利率水平自19年以来首次回升。**得益于低价库存、铅锌价格企稳或恢复，20Q3铅锌板块毛利率10.3%，同比/环比分别+1.0pct/+3.1pct，自19年下降以来首次回升。

- **扣非净利润19年下半年以来首次转正。**20Q3铅锌板块扣非净利润5.9亿元，19年下半年以来首次转正。

1.3 锂电材料：价格锂跌钴涨，20Q3营收同比正增，扣非净利润低位

- **锂盐价格跌幅明显、钴价有所上涨，产销量增加带动营收正增。**20Q3 碳酸锂价格继续下跌，同比/环比分别-46.4%/-10.1%，但钴产品价格涨幅明显，四氧化三钴价格同比/环比分别+15.7%/+13.3%；期内锂电材料板块营收135.1亿元，处于18Q1以来高位，同比/环比分别+1.6%/+8.9%，在锂盐价格同比较大跌幅背景下实现营收正增，主要是产销量增加和其他业务贡献。

图表9：18Q1-20Q3锂电材料板块主要指标回顾

锂电材料	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	**111.1**	**127.6**	**116.5**	**136.8**	**121.9**	**127.5**	**132.9**	**138.5**	**102.5**	**124.0**	**135.1**
营收同比					9.7%	0.0%	14.1%	1.3%	-15.9%	-2.7%	1.6%
营收环比		14.9%	-8.7%	17.4%	-10.9%	4.6%	4.2%	4.2%	-26.0%	21.0%	8.9%
电池级碳酸锂均价（万元/吨）	16.1	14.1	10.2	8.0	7.9	7.8	7.5	6.1	5.0	4.5	4.0
碳酸锂价同比					-50.8%	-44.6%	-26.7%	-23.5%	-36.5%	-42.6%	-46.4%
碳酸锂价环比		-12.9%	-27.2%	-22.2%	-0.1%	-2.0%	-3.7%	-18.9%	-17.1%	-11.4%	-10.1%
四氧化三钴均价（万元/吨）	43.6	47.5	36.7	30.7	22.1	18.3	17.3	19.9	19.8	17.7	20.0
四氧化三钴价同比					-49.3%	-61.5%	-52.9%	-35.3%	-10.4%	-3.3%	15.7%
四氧化三钴价环比		8.9%	-22.6%	-16.3%	-28.1%	-17.3%	-5.4%	15.0%	-0.4%	-10.8%	13.3%

营业成本（亿元）	69.6	79.6	81.8	103.6	95.9	99.0	107.0	113.2	81.6	99.2	109.8
毛利率	**37.3%**	**37.6%**	**29.8%**	**24.2%**	**21.3%**	**22.4%**	**19.5%**	**18.3%**	**20.4%**	**20.0%**	**18.7%**
扣非净利润（亿元）	**24.0**	**25.2**	**15.5**	**4.9**	**5.5**	**8.1**	**5.7**	**-64.4**	**-2.6**	**6.4**	**5.4**
扣非净利润同比					-77%	-68%	-64%	-1421%	-148%	-21%	-5%
扣非净利润环比		5%	-38%	-69%	13%	47%	-30%	-1240%	-96%	-344%	-16%

资料来源：Wind，万联证券研究所

- **毛利率下行至18年以来低位。**整体受锂盐价格下跌拖累，20Q3锂电材料板块毛利率18.7%，同比/环比分别-0.8pct/-1.3pct，处于18年以来低位。

- **扣非净利润处于18年以来低位。**20Q3锂电材料板块扣非净利润5.4亿元，处于18年以来低位。

1.4 稀有金属

1.4.1 稀土：价格下跌，产销量增加，20Q3营收和扣非净利润处于高位

- **稀土价格下跌，产销量带动营收创18Q1以来单季新高。**20Q3 稀土价格同比以下跌为主，环比涨跌互现、整体持平；期内稀土板块营收108.5亿元，创18年以来新高，同比/环比分别+23.8%/+17.4%。

图表10：18Q1-20Q3稀土价格变化

稀土价格（万元/吨）	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	同比 20Q3	环比 20Q3
氧化镧（轻稀土）	1.4	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	**1.0**	**-17.3%**	**-8.4%**
氧化铈（轻稀土）	1.4	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	**1.0**	**-17.3%**	**-8.2%**
氧化钕（轻稀土）	34.9	33.0	31.9	31.4	30.7	30.9	31.7	29.4	29.3	28.4	**33.9**	**6.8%**	**19.2%**
氧化镨（轻稀土）	43.4	43.3	41.0	40.2	39.7	37.6	39.0	34.9	32.5	30.4	**31.6**	**-19.0%**	**4.0%**
氧化镨钕（轻稀土）	35.6	34.6	32.9	31.9	31.0	30.9	32.6	30.3	28.8	28.1	**33.1**	**1.5%**	**17.6%**
氧化钐（轻稀土）	40.7	40.0	31.5	29.1	26.3	26.0	22.9	21.5	21.0	21.3	**21.0**	**-8.4%**	**-1.6%**
氧化铽（重稀土）	308.4	304.5	294.3	293.8	297.5	349.8	396.6	353.4	386.4	412.8	**478.1**	**20.6%**	**15.8%**
氧化镝（重稀土）	118.7	116.5	114.9	118.1	126.6	171.7	191.5	165.2	178.3	185.7	**181.3**	**-5.3%**	**-2.4%**
氧化钬（重稀土）	10.7	11.6	12.9	13.1	13.5	17.3	17.6	16.4	16.4	16.5	**18.1**	**3.2%**	**9.8%**
氧化钇（重稀土）	2.2	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0	**2.0**	**-5.5%**	**-0.5%**
氧化镱（重稀土）	19.5	19.5	19.5	19.5	18.8	15.4	13.2	11.5	11.4	11.3	**11.2**	**-15.3%**	**-0.7%**
氧化镥（重稀土）	485.0	485.0	431.8	410.0	408.0	403.1	418.2	420.0	420.0	414.2	**412.5**	**-1.4%**	**-0.4%**

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11：18Q1-20Q3稀土板块主要指标回顾

稀土	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	**51.0**	**53.5**	**63.6**	**67.0**	**65.1**	**84.0**	**87.7**	**75.4**	**82.2**	**92.5**	**108.5**
营收同比					*27.6%*	*56.9%*	*37.8%*	*12.4%*	*26.4%*	*10.1%*	*23.8%*
营收环比		*4.9%*	*18.9%*	*5.4%*	*-2.9%*	*29.0%*	*4.4%*	*-14.0%*	*9.1%*	*12.5%*	*17.4%*
营业成本（亿元）	43.8	45.7	55.6	58.3	58.6	74.4	78.8	65.4	75.3	83.2	98.0
毛利率	**14.2%**	**14.6%**	**12.5%**	**13.0%**	**10.0%**	**11.4%**	**10.1%**	**13.2%**	**8.4%**	**10.0%**	**9.6%**

扣非净利润（亿元）	**2.1**	**1.8**	**1.9**	**-1.0**	**1.0**	**3.3**	**2.9**	**-1.0**	**1.6**	**2.2**	**2.9**
扣非净利润同比					-52.4%	89.7%	53.2%	5.6%	56.3%	-34.0%	0.9%
扣非净利润环比		-17.1%	6.2%	-151.9%	-204.2%	230.0%	-14.2%	-135.8%	-254.3%	39.4%	31.1%

资料来源：Wind，万联证券研究所

- **稀土价格拖累毛利率下行至18年以来低位。**受稀土价格下跌拖累，20Q3稀土板块毛利率9.6%，同比/环比分别-0.4pct/-0.3pct，处于18年以来低位。

- **产销量增长带动扣非净利润升至18年以来高位。**20Q3稀土板块扣非净利润2.9亿元，处于18年以来高位，同比/环比分别+0.9%/+31.1%，在毛利率下降背景下扣非净利润增长主要来自产品产销量增长。

1.4.2 钨：价格止跌回升，20Q3扣非净利润环比略增

- **价格止跌回升，钨板块营收处于18年以来高位。**20Q3 钨精矿价格止跌回升，同比/环比分别+9.2%/+3.5%；期内钨板块营收83.1亿元，处于18Q1以来高位，同比/环比分别+18.6%/+9.5%。

图表12：18Q1-20Q3金属钨板块主要指标回顾

钨	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	**59.7**	**82.2**	**85.0**	**85.9**	**65.6**	**74.7**	**70.1**	**77.5**	**58.7**	**75.9**	**83.1**
营收同比					9.9%	-9.1%	-17.5%	-9.8%	-10.6%	1.6%	18.6%
营收环比		37.6%	3.4%	1.1%	-23.6%	13.8%	-6.2%	10.5%	-24.3%	29.4%	9.5%
65%钨精矿（万元/吨）	11.1	11.1	10.4	9.9	9.6	9.3	7.4	8.8	8.8	7.9	8.1
钨价同比					-13.5%	-16.5%	-28.2%	-11.3%	-8.8%	-15.1%	9.2%
钨价环比		-0.3%	-6.5%	-4.1%	-3.2%	-3.7%	-19.6%	18.5%	-0.5%	-10.4%	3.5%
营业成本（亿元）	49.8	65.5	71.4	71.2	56.0	61.0	59.2	63.6	47.9	61.5	68.4
毛利率	**16.6%**	**20.3%**	**15.9%**	**17.1%**	**14.7%**	**18.3%**	**15.5%**	**17.9%**	**18.4%**	**19.0%**	**17.8%**
扣非净利润（亿元）	**1.2**	**4.3**	**2.8**	**1.6**	**0.5**	**1.2**	**-0.4**	**1.7**	**1.4**	**2.7**	**2.8**
扣非净利润同比					-58.1%	-72.3%	-112.7%	9.6%	172.1%	128.9%	-894.3%
扣非净利润环比		253.0%	-34.8%	-42.9%	-68.1%	133.2%	-130.0%	-592.5%	-21.0%	96.2%	4.0%

资料来源：Wind，万联证券研究所

- **毛利率处于18年以来中枢水平。**得益于低价库存、钨价止跌回升，20Q3钨板块毛利率17.8%，同比/环比分别+2.2pct/-1.2pct，处于18年以来毛利率中枢水平。

- **扣非净利润环比略增。**20Q3钨板块扣非净利润2.8亿元，整体处于20年以来上市通道，环比略增4.0%。

1.4.3 其他稀有金属：价格下跌，20Q3营收和扣非净利润下降

- **价格整体下跌，板块营收下降。**20Q3 其他稀有金属价格同比和环比整体都出现下跌；期内板块营收48.1亿元，同比/环比分别-7.3%/-1.2%。

图表13：18Q1-20Q3其他稀有金属价格变化

其他稀有金属（万元/吨）	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	同比 20Q3	环比 20Q3
海绵钛	5.5	5.8	6.2	6.7	6.6	6.7	7.7	7.8	8.0	6.5	**5.8**	**-25.2%**	**-11.1%**
海绵锆	24.3	24.9	25.0	25.0	25.3	25.4	25.7	25.6	25.5	25.5	**22.1**	**-14.1%**	**-13.4%**
镁锭	1.6	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5	1.4	**1.4**	**-14.8%**	**-2.6%**
粗铟	164.3	177.7	153.7	140.7	121.9	106.2	99.7	94.6	83.2	85.7	**94.9**	**-4.8%**	**10.8%**
锗锭	998	1,050	954	865	888	837	794	789	765	766	**777**	**-2.0%**	**1.6%**
钼精矿	1,593	1,576	1,744	1,897	1,643	1,783	1,923	1,610	1,595	1,444	**1,282**	**-33.3%**	**-11.2%**

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：18Q1-20Q3其他稀有金属板块主要指标回顾

其他稀有金属	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	**42.7**	**53.2**	**48.7**	**52.5**	**47.1**	**53.3**	**51.9**	**52.7**	**43.2**	**48.7**	**48.1**
营收同比					10.4%	0.3%	6.6%	0.4%	-8.3%	-8.6%	-7.3%
营收环比		24.6%	-8.4%	7.9%	-10.3%	13.1%	-2.6%	1.6%	-18.1%	12.8%	-1.2%
营业成本（亿元）	36.2	45.2	40.8	39.7	40.4	40.8	42.0	44.7	36.2	40.5	40.7
毛利率	**15.2%**	**15.1%**	**16.3%**	**24.5%**	**14.3%**	**23.5%**	**19.2%**	**15.2%**	**16.3%**	**16.8%**	**15.5%**
扣非净利润（亿元）	**0.9**	**1.9**	**1.6**	**0.4**	**1.0**	**4.1**	**2.6**	**-3.4**	**0.4**	**1.1**	**0.9**
扣非净利润同比					19.7%	111.2%	59.7%	-868.0%	-56.9%	-73.6%	-66.1%
扣非净利润环比		122.1%	-16.3%	-72.9%	138.1%	291.8%	-36.7%	-230.1%	-113.4%	140.1%	-18.9%

资料来源：Wind，万联证券研究所

- **毛利率跌至2018年以来低位。**20Q3 其他稀有金属板块毛利率15.5%，同比/环比分别-3.7pct/-1.3pct，处于18年以来低位。

- **扣非净利润环比下降。**20Q3 其他稀有金属板块扣非净利润0.9亿元，同比/环比分别-66.1%/-18.9%。

1.5 金属材料

1.5.1 磁材：20Q3营收和扣非净利润创18年以来单季新高

营收和利润创18年以来单季新高。20Q3 磁材板块营收51.8亿元，创18年以来新高，同比/环比分别+21.5%/+15.4%；毛利率21.8%，20Q2以来持续回升至2019年水平；扣非净利润3.5亿元，创18年以来新高，同比/环比分别+39.1%/+34.9%。

图表15：18Q1-20Q3磁材板块主要指标回顾

磁材	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	31.7	39.2	40.6	41.6	33.8	38.8	42.6	47.5	31.8	44.8	51.8
营收同比					6.8%	-1.1%	5.0%	14.3%	-6.0%	15.6%	21.5%
营收环比		23.8%	3.5%	2.5%	-18.7%	14.7%	9.9%	11.6%	-33.2%	41.1%	15.4%
营业成本（亿元）	24.2	30.5	31.0	32.2	26.5	30.4	33.4	37.2	25.3	35.5	40.5
毛利率	23.5%	22.1%	23.7%	22.6%	21.6%	21.5%	21.6%	21.8%	20.4%	20.8%	21.8%
扣非净利润（亿元）	2.4	2.8	3.1	1.0	3.0	1.6	2.5	1.6	1.5	2.6	3.5
扣非净利润同比					23.2%	-41.5%	-18.9%	54.7%	-51.7%	58.4%	39.1%
扣非净利润环比		14.6%	10.8%	-67.4%	197.7%	-45.5%	53.6%	-37.9%	-7.0%	78.5%	34.9%

资料来源：Wind，万联证券研究所

万联证券

1.5.2 其他新材料：20Q3营收和扣非净利润环比改善

营收和扣非净利润环比增加。20Q3 其他新材料板块营收214.5亿元，创18年以来新高，同比/环比分别+27.2%/+45.3%；毛利率15.7%，创18年以来新低；扣非净利润7.7亿元，处于18年以来低位，同比/环比分别-35.4%/+108.1%。

图表16：18Q1-20Q3其他新材料板块主要指标回顾

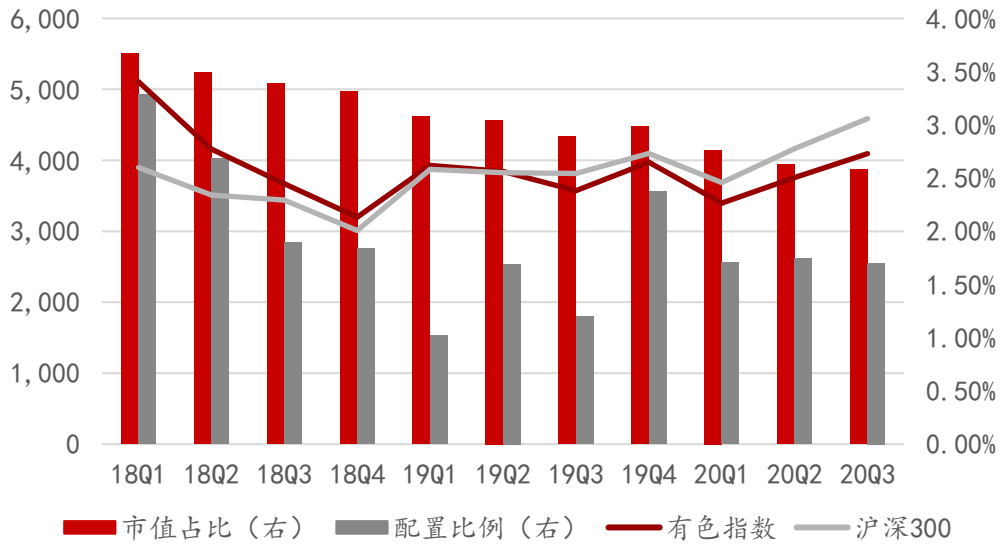
金属非金属新材料	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入（亿元）	131.9	145.7	160.2	203.3	154.7	167.0	168.6	188.8	148.0	147.7	214.5
营收同比					17.3%	14.6%	5.2%	-7.1%	-4.3%	-11.6%	27.2%
营收环比		10.5%	10.0%	26.9%	-23.9%	8.0%	1.0%	12.0%	-21.6%	-0.2%	45.3%
营业成本（亿元）	77.6	95.9	97.2	144.1	106.9	123.9	127.9	145.3	108.6	121.7	180.9
毛利率	41.1%	34.2%	39.3%	29.1%	30.9%	25.8%	24.1%	23.0%	26.6%	17.6%	15.7%
扣非净利润（亿元）	30.6	28.4	33.5	-18.1	20.4	14.8	11.9	6.0	12.1	3.7	7.7
扣非净利润同比					-33.4%	-47.9%	-64.4%	-133.3%	-40.6%	-75.0%	-35.4%
扣非净利润环比		-7.1%	18.2%	-154.0%	-212.5%	-27.4%	-19.3%	-49.5%	100.6%	-69.4%	108.1%

资料来源：Wind，万联证券研究所

2、基金持股：延续稳定低配，紫金矿业、赣锋锂业居前

市值占比下降，配置比例稳定。20年以来有色表现弱于大市，权重下降0.41个百分点至2.58%（19年末为2.99%）；基金18年以来持续维持有色行业“低配”水平，20年有色板块基金配置比例约1.7%左右，在有色市值占比下降背景下，稳定的配置比例显示基金对板块内特定细分行业的重视。

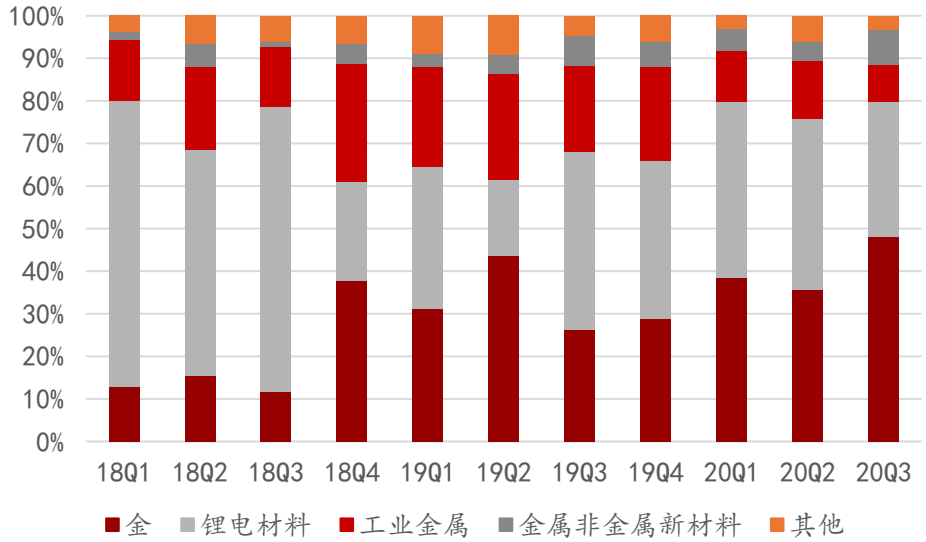
图表17：18Q1-20Q3有色市值占比及基金配置比例



资料来源：Wind，万联证券研究所

板块内配置结构，金提升、锂电材料下降。从配置结构来看，金占比47.9%、上升12.3个百分点，锂电材料占比31.9%、下降8.4个百分点。

图表18：18Q1-20Q3有色子行业基金配置结构



资料来源：Wind，万联证券研究所

从个股来看，紫金矿业、赣锋锂业、山东黄金、西部超导、赤峰黄金基金持股市值居前。以2020年3季度平均成交价计算，基金对西部超导加仓力度最大，净买入值达15.0亿元；对主要公司持股数量有所下降，华友钴业、赣锋锂业、洛阳钼业、天齐锂业、赤峰黄金减持力度最大，净卖出均超18亿元。

图表19：20Q3末有色行业基金重仓Top20

公司	持仓市值（亿元）		持仓数量（万股）		持股变化（万股）	成交金额（亿元）
	2020/6/30	2020/9/30	2020/6/30	2020/9/30	20Q3	20Q3
紫金矿业	97.81	133.83	222,300	217,609	-4,691	-2.88
赣锋锂业	115.00	96.70	21,467	17,844	-3,623	-20.53
山东黄金	45.66	23.59	12,469	9,253	-3,216	-11.82
西部超导	0.13	20.38	39	3,492	3,454	15.00
赤峰黄金	19.96	11.68	16,769	6,664	-10,105	-18.04
中金黄金	8.88	9.34	9,716	9,290	-426	-0.46
天齐锂业	28.20	9.05	12,289	4,552	-7,737	-19.29
华友钴业	37.34	8.22	9,610	2,369	-7,240	-30.64
银泰黄金	17.32	7.33	11,046	6,995	-4,051	-6.87
盛达资源	1.33	6.99	1,135	4,845	3,709	6.32
格林美	17.99	6.87	36,202	14,587	-21,615	-11.71
云海金属	1.71	5.69	1,795	6,138	4,344	4.93
洛阳钼业	21.79	5.52	59,384	14,831	-44,553	-19.55
寒锐钴业	16.71	4.98	2,695	812	-1,883	-13.75
雅化集团	6.30	4.58	6,829	4,833	-1,996	-1.98
恒邦股份	1.41	4.02	1,032	2,850	1,818	3.10
博威合金	2.02	3.94	1,292	2,916	1,624	2.44
索通发展	3.02	3.49	2,644	2,689	45	0.07
湖南黄金	2.37	2.96	3,011	3,464	453	0.42
西部黄金	1.26	2.81	911	1,996	1,085	1.70

资料来源：Wind，万联证券研究所

3、投资策略

就板块投资而言，我们认为近年全球矿业资本开支和当前金属库均处于低位，随着

疫后经济复苏，量价向上，顺周期有色板块景气度上行，资本市场关注度有望提高。

- **锂电材料：**由于产能普遍退出和闲置、投资不足的影响，未来5年产量预计按年增12%，需求量则受益于电动车加速渗透按年增24%，2022年需求量达到中低成本项目折碳酸锂45.7万吨产能，锂周期将温和复苏，2022年前锂盐价格涨幅或在30%左右；2023年起全行业供需关系逆转，锂周期或加速向上。重点推荐资源、锂盐和锂电池业务处于增长新起点、锂盐加工优势进一步巩固**赣锋锂业（002460）**等。

- **铜：**全球铜企近年资本开支处于低位，未来2年新增产能及释放节奏相对温和，按年增2%左右与全球经济增长中枢一致，伴随全球经济恢复，特别是中国作为铜消费绝对大国，下游电力、建筑、家电和交通运输等领域需求持续正增向好，加之铜库存处于低位，铜价上涨弹性充分。当前重点推荐具备低位并购+高位勘探扩产能力的成长性矿铜企业等。

- **金：**伦敦金现11月9日受“BioNTech&Pfizer的新冠疫苗的保护效力达到90%以上”消息影响，当日下跌4.5%、抵去此前一周涨幅，但目前依然处于10月以来1,900美元/盎司平台位置。我们维持此前观点，黄金不是避险，长期看是美元的称重机，疫苗推出、不确定降低不改金价趋势。中期疫后复苏、欧美刺激政策明朗和“平均通胀目标制”鼓励通胀超调，名义利率低位维持，通胀预期中期向上，金价易涨抗跌，当前建议配置具备低位并购+高位勘探扩产能力的成长性矿金企业。

- **铝：**成本端氧化铝行业利用率持续下降、产能过剩明显，而电解铝在供给侧改革后产能趋于稳定，下游铝消费受益于房地产竣工周期、家电回暖、汽车销售转正形势向好，电解铝当前盈利水平有望高位维持。推荐行业电解铝产能封顶背景下，未来3年保持20%年规模增长的云铝股份（000807）、以及周期弱化、产品结构升级、盈利能力提升、财务稳健的铝加工企业明泰铝业（601677）等。

有色金属行业重点上市公司估值情况一览表

（数据截止日期：2020年11月18日）

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		19A	20E	21E	最新		19A	20E	21E	最新	
002460	赣锋锂业	0.28	0.34	0.71	6.96	70.80	263.5	208.6	99.1	10.2	买入
603799	华友钴业	0.11	0.84	1.13	8.48	51.50	491.7	61.2	45.4	6.1	增持
000807	云铝股份	0.19	0.29	0.37	3.67	8.50	53.7	28.9	23.2	2.3	增持
601677	明泰铝业	1.51	1.49	1.91	11.46	14.50	9.7	9.7	7.6	1.2	增持
600219	南山铝业	0.14	0.16	0.18	3.34	2.90	21.4	18.1	16.5	0.9	增持
600988	赤峰黄金	0.13	0.48	0.84	2.34	18.52	163.9	38.5	22.2	7.9	增持
600547	山东黄金	0.42	0.57	0.99	5.66	24.37	82.0	43.0	24.7	4.3	增持
600456	宝钛股份	0.56	0.76	1.00	8.81	37.17	66.6	48.9	37.3	4.1	增持

资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险因素

金属价格大幅下跌，供需格局恶化，通胀表现不如预期

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅－5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场