民生证券 MINSHENG SECURITIES

守正出新 民生在勤

坚守钴锂、贵金属，关注铜铝修复

——2020年中期有色行业投资策略

方驭涛 执业证号：S0100519070001

2020年7月15日

风险提示：需求回暖不及预期、供给超预期释放、政策不确定性增强。



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

主要观点

疫情影响的悲观预期见底，全球流动性宽松背景下，经济逐步开启复苏，有色金属行业配置价值提升，细分类别主要看好贵金属、铜铝、钴锂。

贵金属：维持黄金新高观点不变，关注白银补涨及铂钯弹性

基本金属：经济逐步修复，重点关注铜铝利润修复

小金属：新能源高确定性逐步验证，关注钴锂价格修复

推荐标的：

贵金属：推荐**山东黄金、紫金矿业、盛达资源、银泰黄金**，关注**赤峰黄金**。

铜铝：推荐**紫金矿业**，关注**神火股份、云南铜业**。

钴锂：推荐**华友钴业**，关注**洛阳钼业**；推荐**赣锋锂业**，关注二线标的**威华股份、雅化集团**；铜箔关注**嘉元科技，铜陵有色**。

优质低估值加工股：推荐**贵研铂业、云海金属、明泰铝业**，关注**楚江新材**。

目录

一、行情回顾：金属价格V型反弹，贵金属表现亮眼

二、贵金属：维持黄金新高观点不变，关注白银补涨及铂钯弹性

三、基本金属：经济逐步修复，重点关注铜铝利润修复

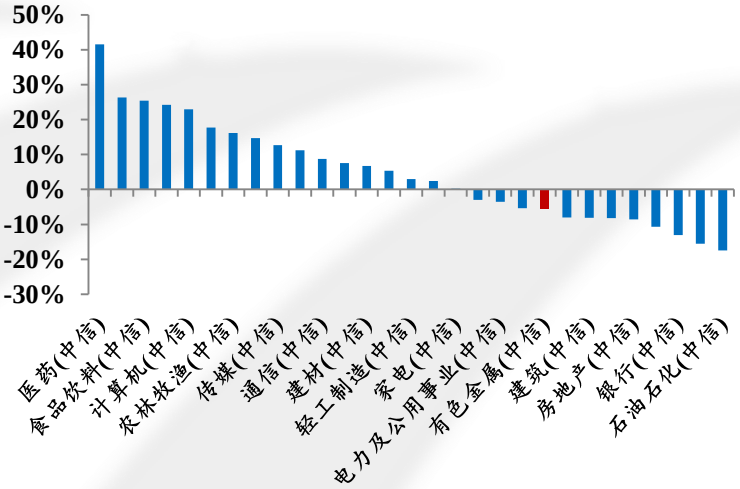
四、小金属：新能源高确定性逐步验证，关注钴锂价格修复

五、重点标的推荐及风险提示

一、行情回顾：跑输大盘，贵金属表现亮眼

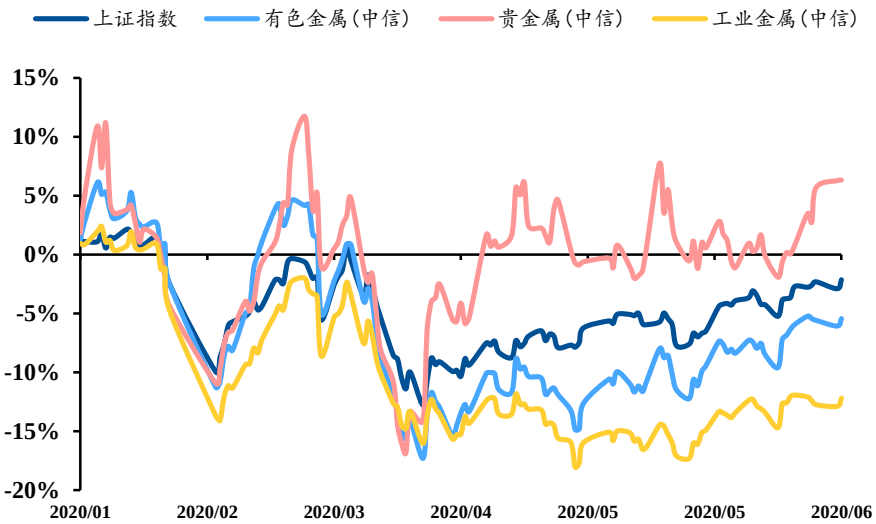
截止至2020年7月1日，上证综指收于2984.37，年初至今上涨16.50%；有色金属板块年初至今下跌5.44%，在29个行业中排名第21名。子板块方面，贵金属板块表现明显强于其他板块。

图 中信一级涨跌幅中有色排名靠后（2020.1.1-6.30）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 子板块相对走势图（2020.1.1-6.30）

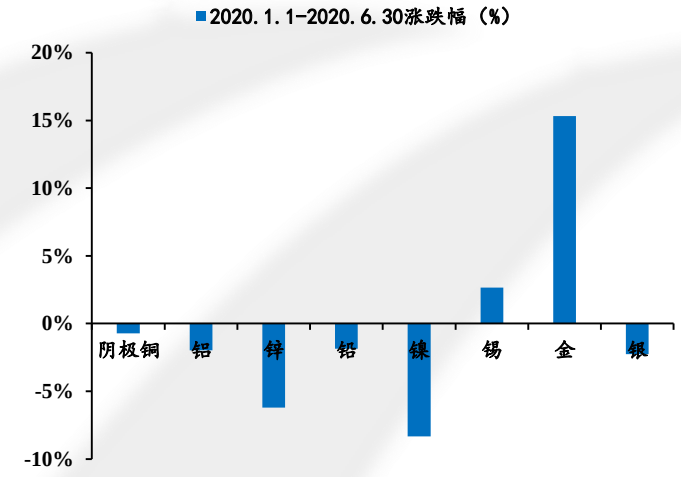


资料来源：Wind，民生证券研究院

一、行情回顾：跑输大盘，贵金属表现亮眼

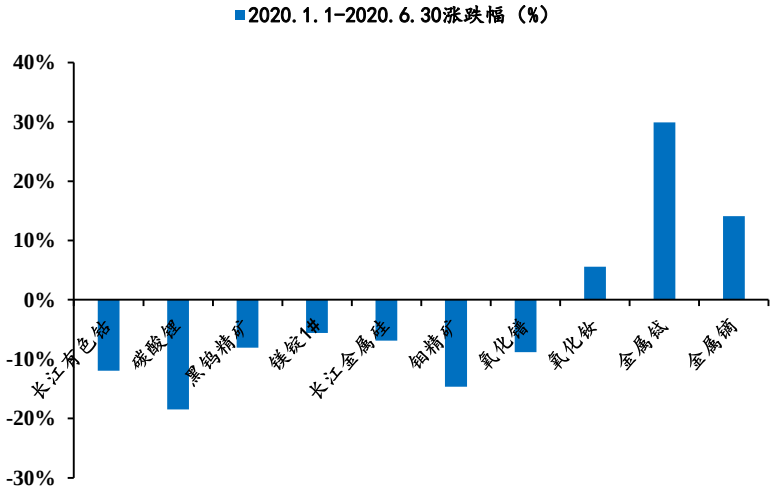
多数金属价格下跌，金价独树一帜。基本金属：受疫情影响，全球经济下行，上半年基本金属价格除锡小幅上涨以外，其他金属表现均录得不同程度下跌。贵金属：因美联储开启无限QE托底，金价上半年上涨15%，银价仍小幅下跌。小金属方面，钴锂、镁、硅、钨钼等价格均录得下跌；稀土：中重稀土因年内缅甸进口下降和收储预期，价格出现上涨。

图 基本金属与贵金属年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 其他小金属、稀土价格年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

目录

一、行情回顾：金属价格V型反弹，贵金属表现亮眼

二、贵金属：维持黄金新高观点不变，关注白银补涨及铂钯弹性

三、基本金属：经济逐步修复，重点关注铜铝利润修复

四、小金属：新能源高确定性逐步验证，关注钴锂修复、铜箔等材料

五、重点标的推荐及风险提示

二、贵金属：维持新高观点不变，关注白银补涨及铂钯弹性

当前黄金的主要交易逻辑并未发生变化，我们维持黄金价格新高观点不变。重申三大逻辑：美元强势不可持续+利率长期低位+通胀预期中长期回升。全球宽松政策延续，纸币信用遭考验，黄金有望成为纸币最佳对冲资产，重视贵金属配置价值。若因美股系统性风险或疫情短期超预期对经济带来的通缩风险造成金价出现回调，建议增配。

（1）**美元弱势：**美国经济反弹不及预期，单日新增病例新高，美国经济在全球相对优势丧失；流动性危机模式解除后美元融资逐步恢复正常，美元需求减弱，弱势美元有望继续支撑金价。

（2）**利率长期维持低位：**美国疫情反复担忧加重，经济恢复仍需时日，持续的政策刺激不会缺席。货币：美联储会维持零利率直至经济出现明显修复，不排除后续会实施收益率曲线控制，10年期国债收益率有望继续下行。财政：美国财长称国会下月将实施新一轮刺激方案。

（3）中长期通胀预期修复：中期来看，黄金的交易逻辑将由当前交易美国经济弱势逐步变为通胀预期恢复。对比2008年油价企稳以后，通胀预期依然会继续回升，当前油价大幅下行的概率较低，通胀预期不会出现明显下行，中期通胀预期还是会逐步回到疫情前1.8%的水平。

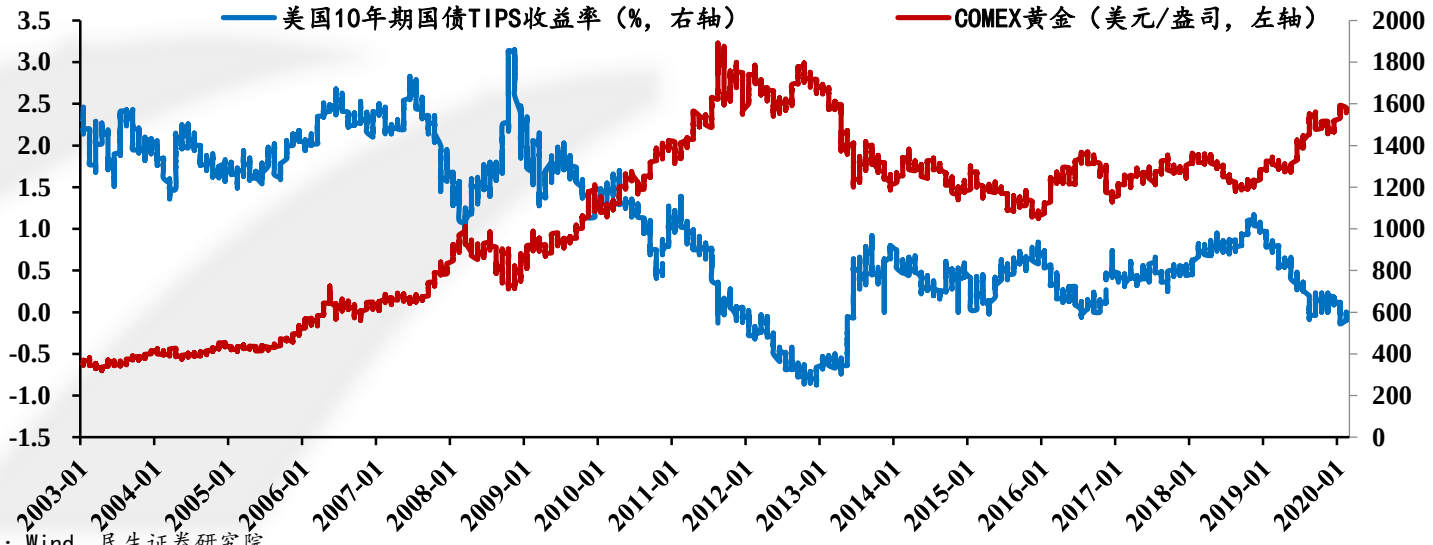
同时，经济修复预期好转阶段白银工业需求逐步复苏，白银表现更佳，关注白银补涨行情。

标的推荐：持续推荐**山东黄金、紫金矿业、银泰黄金、盛达资源**，关注**赤峰黄金**。

2.1 黄金与TIPS走势呈现强负相关性

实际利率框架依然有效。自2003年TIPS诞生以来，黄金与美国十年期国债（TIPS）收益率呈现比较稳定的反向关系，美国十年期国债收益率（TIPS）可以作为投资黄金的机会成本，收益率越高黄金价格越低。COMEX黄金价格与TIPS之间的相关系数为-0.8713，二者之间有明显的负相关性。当前实际利率框架依然有效，实际利率变化能够解释金价的绝大多数波动。

图 黄金与美国10年期国债TIPS收益率走势具有明显的负相关性

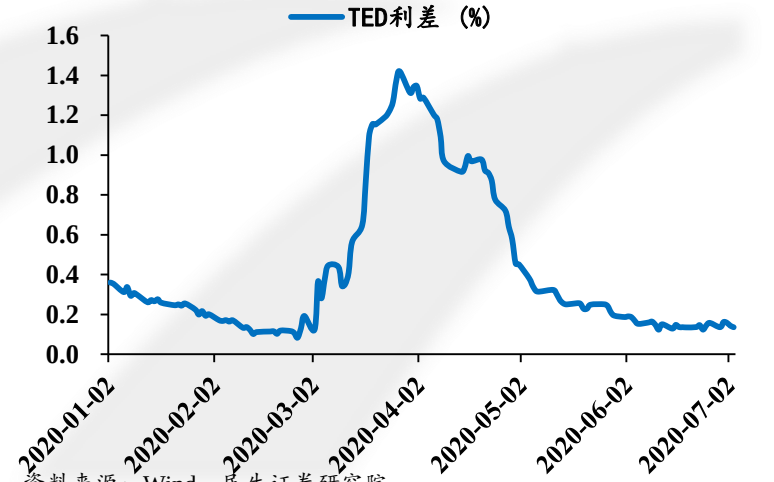


资料来源：Wind，民生证券研究院

利好一：美元流动性紧张缓解，美元维持弱势

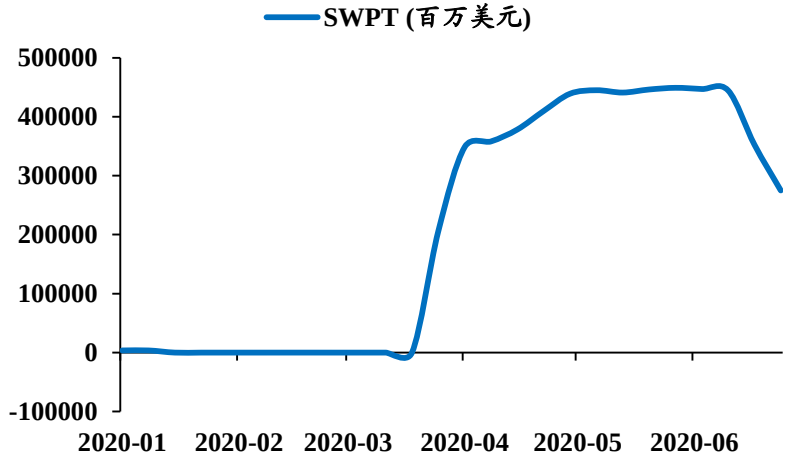
流动性缓解。全球疫情爆发后，金融市场流动性趋紧，市场变现需求急速上行，美元升值明显。而后，美联储连续紧急降息和实施无上限QE，国内流动性基本解决；针对海外需求，美联储迅速开展美元央行互换，欧洲日本美元流动性紧张逐步缓解。TED利差已由3月底4月初的1.4%附近回落至0.2%以下，全球美元流动性危机模式解除，美元融资逐步恢复正常；同时，美联储资产负债表显示美元央行货币互换额度明显减少，全球对美元的需求减弱，二次流动性危机爆发可能较小，美元指数预计持续弱势。

图 4月份以来TED利差逐渐回落趋于稳定低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 美元央行互换额度明显下滑



资料来源：Federal Reserve Bank Of ST/LOUIS，民生证券研究院

利好一：美元流动性紧张缓解，美元维持弱势

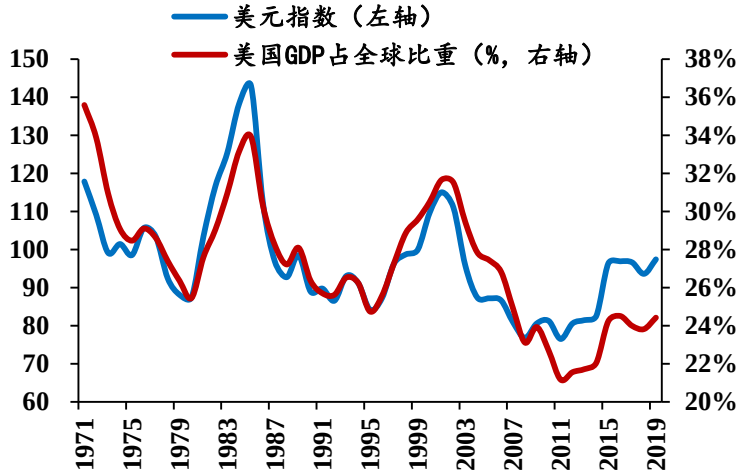
从供给端来看，无限量QE和美国财政部实施超强力度刺激政策（3万亿美元+2.8万亿美元疫情纾困计划），使得美元供给迅速上升，美国M2增速攀升达到历史高点（23%附近），美元存贬值压力。另一方面，从长期来看，美元指数与美国GDP占全球GDP比重高度相关，美国疫情已处二次爆发阶段，单日新增持续新高，经济迅速反弹的乐观预期弱化，经济修复斜率或更加平滑；而欧洲疫情反弹力度较美国相对可控，后续美国经济在全球相对优势将丧失，美元持续弱势，有望对金价构成支撑。

图 美国M2季调增速激增（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 美元指数与美国GDP占全球比重高度相关

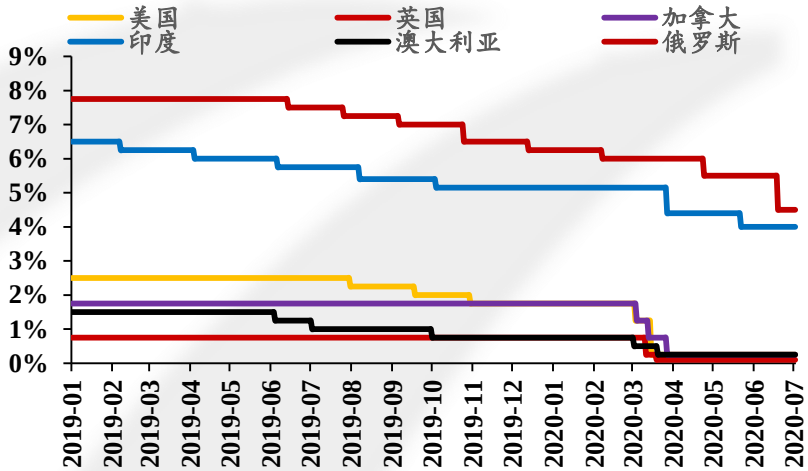


资料来源：Wind，民生证券研究院

利好二：低利率环境持续，配置价值持续提升

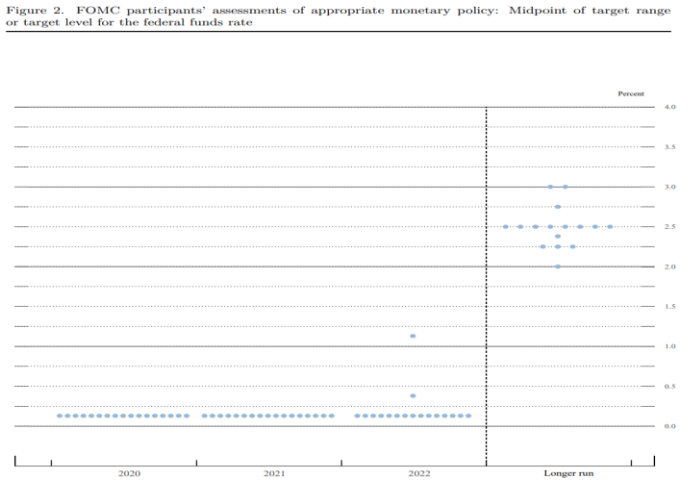
疫情爆发以来，全球经济下行压力增加，全球主要国家均进行了多次降息操作。美国连续两次降息，名义利率已维持在0-0.25%，英国、加拿大的名义利率也降至0%附近。美联储在6月10号的美联储利率决议中整体态度持续鸽派；同时，美联储同意将美国国债和抵押支持债券购买速度保持在每月1,200亿美元水平左右。全球预计将长期处于低利率环境。预计低利率政策维持在接近零的水平，从票委投票的点阵图来看，当前利率或将稳定至2022年底。

图 全球主要国家利率走向（%）



资料来源：Trading Economics，民生证券研究院

图 美联储最新点阵图（6月）

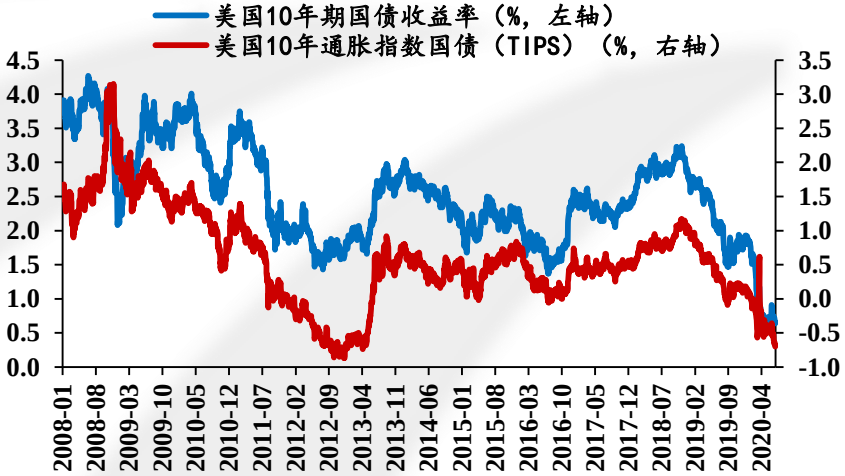


资料来源：FED，民生证券研究院

利好二：低利率环境持续，配置价值持续提升

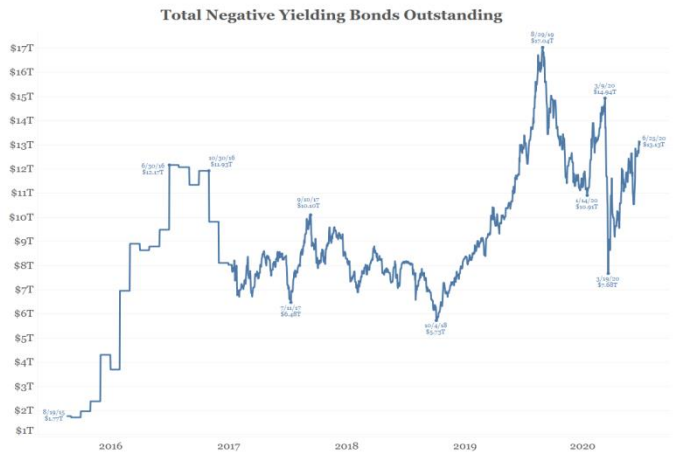
美国疫情持续蔓延，财政刺激政策有望继续出台，考虑融资方面的问题，不排除美联储未来会实施收益率曲线控制政策（YCC），10年期国债收益率有望继续维持低位。同时，在全球负利率债券规模疫情以后继续震荡上行，截至6月底已经达到13.13万亿美元。在全球宽松的大背景下，低利率环境有望延续，全球负利率债券规模有望继续上行，贵金属的配置价值持续提升。

图 美国10年期国债收益率和TIPS指数走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 全球负利率债券规模

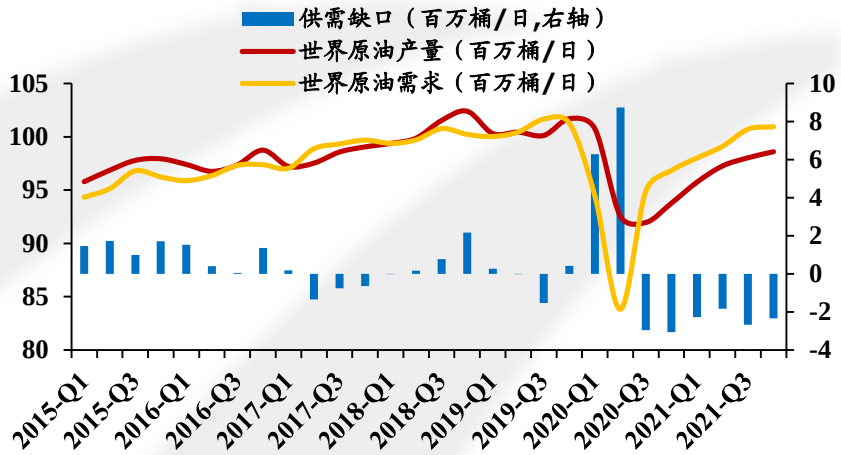


资料来源：德意志银行，民生证券研究院

利好三：通胀预期继续修复，油价企稳回升

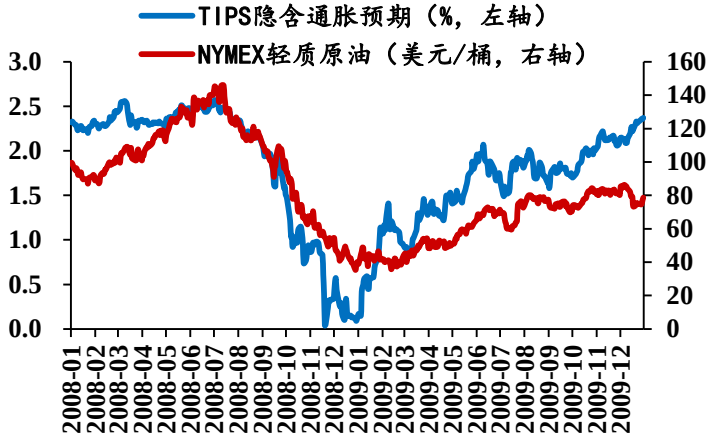
油价中枢企稳，下行风险减弱。疫情爆发以来，Q1和Q2原油过剩达到历史高点（过剩约800万桶/日），但随着OPEC+减产协议达成，减产计划实施后全球原油产量下滑明显。据EIA最新预测， Q3季度原油供需将逐步转变为供不应求（供应缺口约300万桶/日）的局面。考虑疫情影响，短期需求有下行可能，但OPEC+的减产若能够维持，大概率油价能够在40美元/桶附近企稳。

图 全球原油供需及供需缺口



资料来源：EIA，民生证券研究院

图 2008年通胀预期修复明显快于油价修复

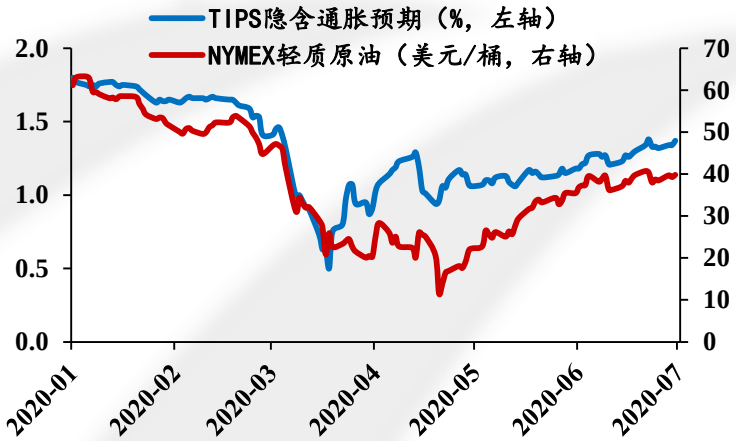


资料来源：Wind，民生证券研究院

利好三：通胀预期继续修复，油价企稳回升

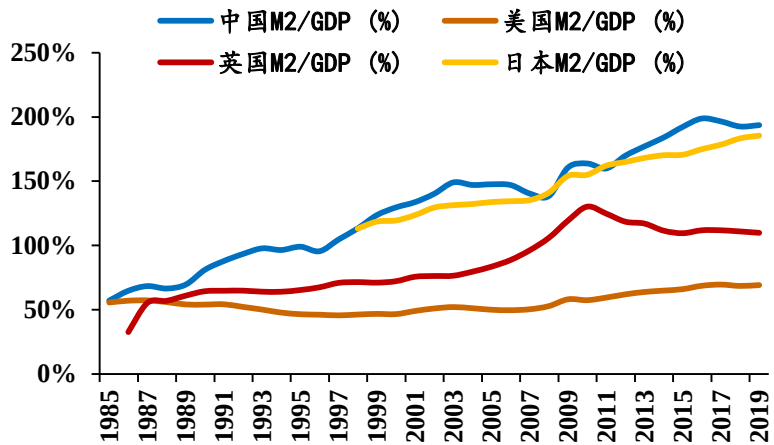
通胀预期与油价走势相关性较强。对比2008年油价见底企稳后，通胀预期出现快速修复，且明显快于油价上行速度，油价企稳以后通胀预期还处于继续回升通道。2020年疫情以来持续走低的油价和通胀预期也已开始修复，油价企稳以后，通胀预期有望继续上行至疫情前1.8%附近的水平。同时，各国推出的天量货币政策或有助于进一步推动通胀预期越过2%以上，而名义利率将长期维持低位，实际利率仍有下行空间。

图 2008年通胀预期修复明显快于油价修复



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 主要国家M2/GDP持续上行

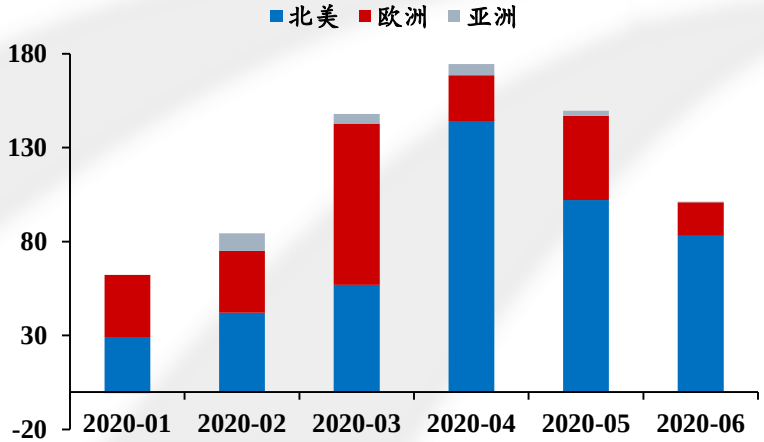


资料来源：WGC，民生证券研究院

利好四：黄金投资需求支撑金价，央行继续增持

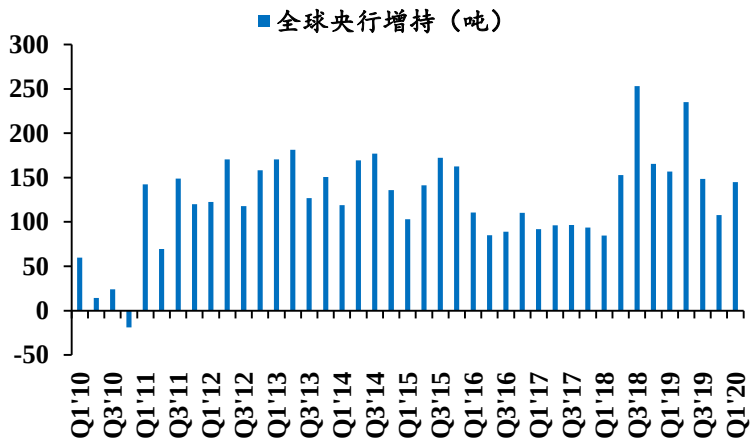
ETF持仓创记录新高，央行继续增持。2020年以来，全球黄金ETF大幅增仓，全球总持仓规模已经超过3600吨，达到历史高位。前六个月欧洲、北美和亚洲国家共增仓719.3吨黄金。其中，欧洲和北美增持规模占据主导地位，分别占总增量的33.16%和63.66%，强势的黄金ETF需求也抵消了实物金需求疲软。此外，各国央行也持续增持黄金，截至5月，全球官方黄金储备共计34904.76吨。全球货币宽松延续，纸币信用存考验，央行黄金储备比例仍有望上行。

图 2020年以来黄金ETF增量



资料来源：WGC，民生证券研究院

图 全球央行增持黄金

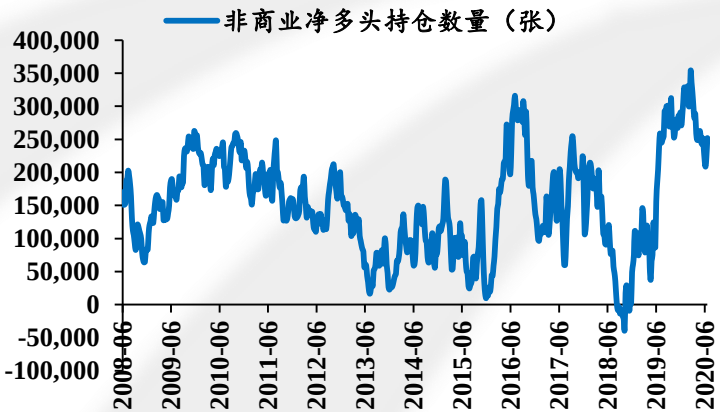


资料来源：WGC，民生证券研究院

利好四：黄金投资需求支撑金价，央行继续增持

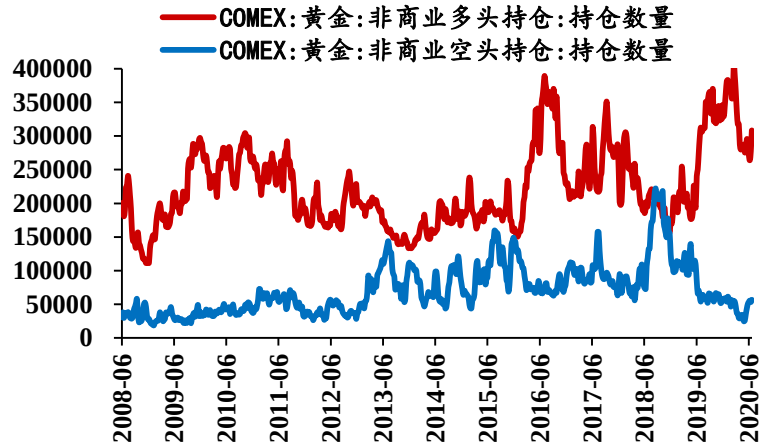
COMEX非商业黄金投机净多头持仓自2月18日的至高点35.35万张后逐步回落至6月初的20万张左右，近期开始小幅上扬。截至7月7日，COMEX黄金非商业多头持仓33.7万张，较6月9日的26.39万张上升28%；非商业空头持仓则由4月明显回落至低点2.4万张后上涨至6.97万张（涨幅182.6%），净多头仍处于上行趋势。

图 COMEX黄金非商业多头持仓（张）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 COMEX黄金投机持仓多空比（张）

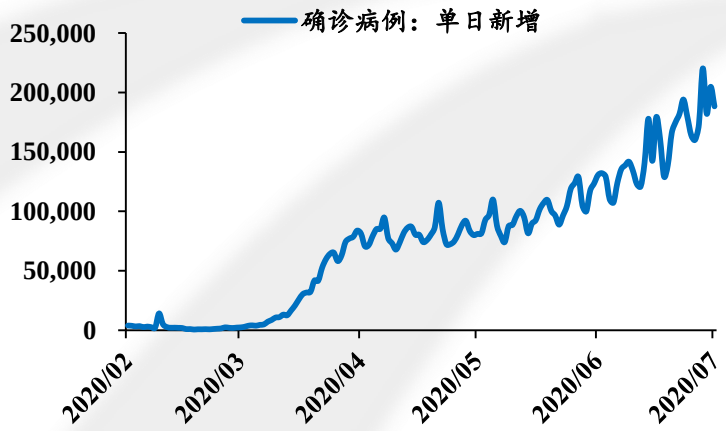


资料来源：Wind，民生证券研究院

利空一:疫情超预期带来的经济衰退和通缩风险

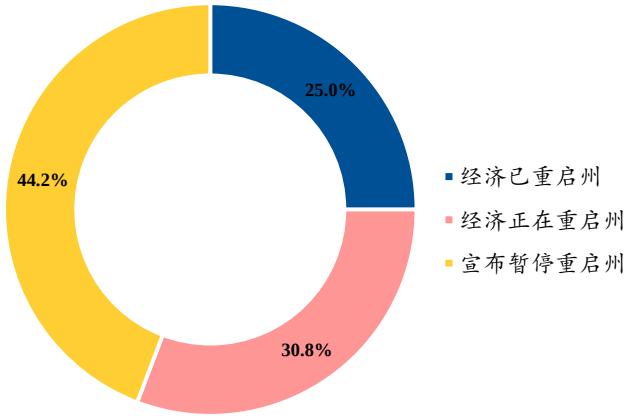
疫情发展有超预期风险。3月全球疫情全面爆发以来，确诊病例单日新增不断创下新高。尽管近期各国逐渐开始重启经济，但随之而来的疫情二次爆发风险开始显现。截至7月12日，全球单日新增确诊191,577例，单日新增人数较5-6月的10万人左右增长明显，疫情蔓延有加速迹象。以美国为例，各州五月开始陆续分阶段重启经济，随之而来的疫情二次爆发和大范围蔓延迫使23个州宣布暂停重启计划，疫情对经济的影响有超预期风险。

图 全球单日新增确诊病例（人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 美国经济重启州占比（%）

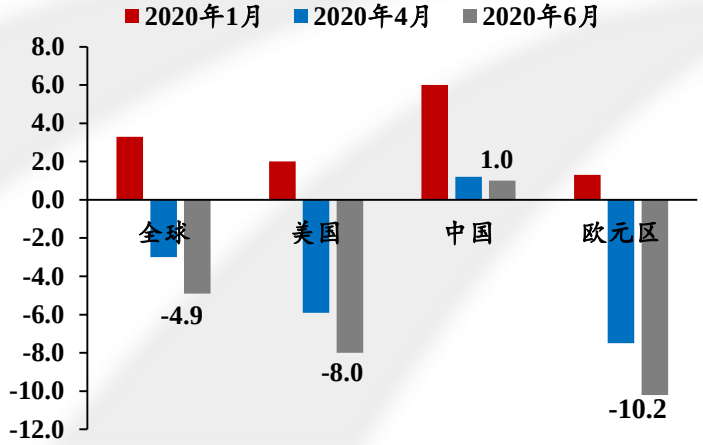


资料来源：纽约时报，民生证券研究院

利空一:疫情超预期带来的经济衰退和通缩风险

经济增速预期下调，通缩风险仍存。6月IMF预计2020年全球GDP增速为-4.9%，美国GDP增速为-8.0%，中国GDP增速为1.0%，欧元区GDP增速为-10.2%，对比4月的预测数据，欧美国家均有显著下调。与过去全球性衰退年份对比，2020年无论是发达经济体还是新兴市场经济体都将遭受55年来最严重的经济衰退；发达经济体的GDP增速和人均GDP增速将分别跌至-7.0%和-7.3%；新兴市场发展中经济体的GDP增速和人均GDP增速将分别跌至-2.5%和-3.6%。目前经济衰退预期较强，通缩风险仍存。

图 2020年IMF世界经济增速预测（%）



资料来源：IMF，民生证券研究院

表 经济衰退年份GDP与人均GDP增速（%）

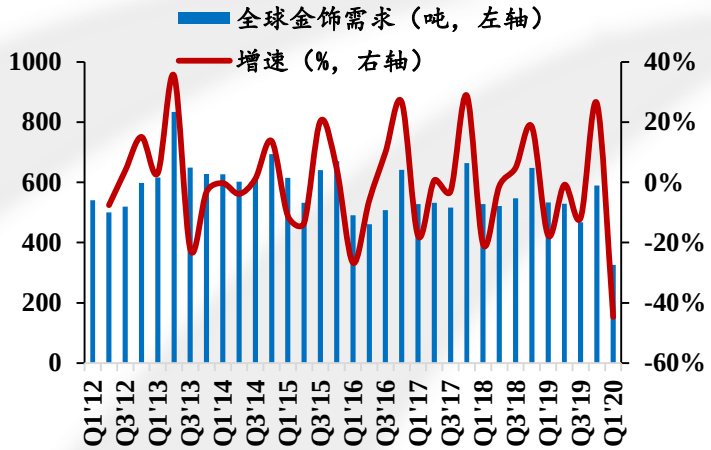
	1975	1982	1991	2009	**2020**	平均
全球						
GDP	1.1	0.4	1.3	-1.8	**-5.2**	-0.8
人均GDP	-0.8	-1.3	-0.3	-2.9	**-6.2**	-2.3
发达经济体						
GDP	0.2	0.3	1.3	-3.4	**-7.0**	-1.7
人均GDP	-0.7	-0.3	0.6	-4.0	**-7.3**	-2.3
新兴市场发展中经济体						
GDP	4.2	0.9	1.5	1.8	**-2.5**	1.2
人均GDP	2.0	-1.2	-0.4	0.4	**-3.6**	-0.5
低收入国家						
GDP	0.0	1.0	-0.7	5.9	**1.0**	1.5
人均GDP	-2.4	-1.6	-3.6	3.0	**-1.6**	-1.2

资料来源：World Bank，民生证券研究院

利空二：金价持续走高，实物金需求下滑

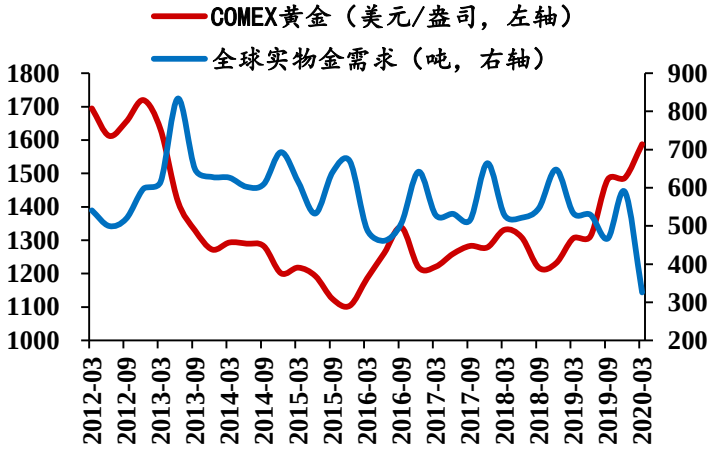
金饰需求与金价负相关。从历史数据来看，金价走势与实物金需求整体负相关。2020年金价持续上行，影响金饰需求；叠加疫情影响，全球实物金需求大幅下滑，2020Q1全球金饰需求创新低，同比下降38.9%，金饰需求增速也跌至历年来的最低点-44.7%。虽然全球各国已经开始逐步解封，经济疲软和消费者信心不足使得黄金零售销售低迷，2020Q2黄金涨幅超过13%，实物金需求有继续下滑风险。

图 全球金饰需求2020Q1明显下滑



资料来源：WGC，民生证券研究院

图 金价和实物金需求呈负相关

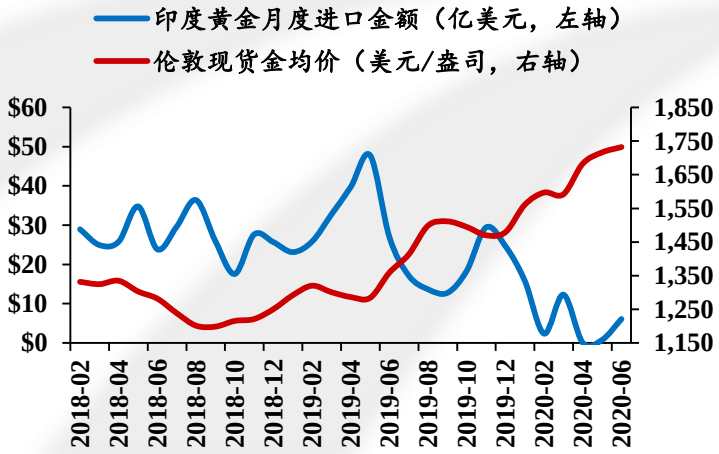


资料来源：WGC，民生证券研究院

利空二：金价持续走高，实物金需求下滑

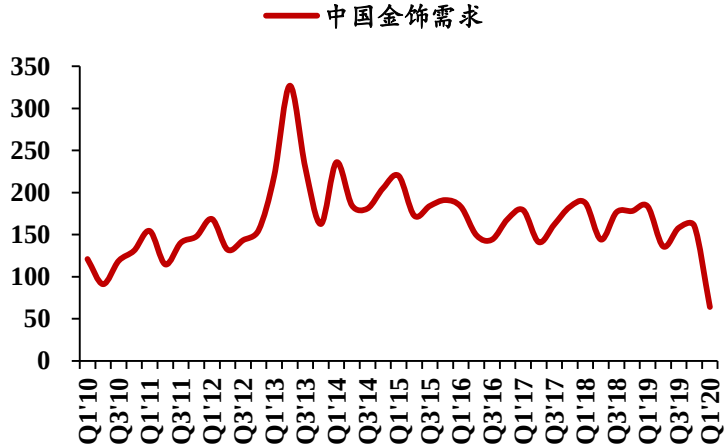
主要金饰消费国金饰消费下滑。印度作为当前累计确诊第三大国，其封锁措施和飙升的金价导致当地实物金需求大幅下滑，二季度印度黄金进口金额6.88亿美元，同比下降94%；作为支撑传统实物金需求的大国之一，一季度中国的金饰需求仅64吨，同比下滑65.13%。全球疫情尚未得到控制，且有持续蔓延风险，经济短期难以全面复苏，居民的消费能力继续受到影响，从而继续拖累金饰需求，印度以及中国等传统金饰消费国后续需求有下行的风险。

图 金价上涨会抑制印度黄金进口



资料来源：印度进出口管理局，民生证券研究院

图 疫情期间中国金饰需求大幅下滑（吨）



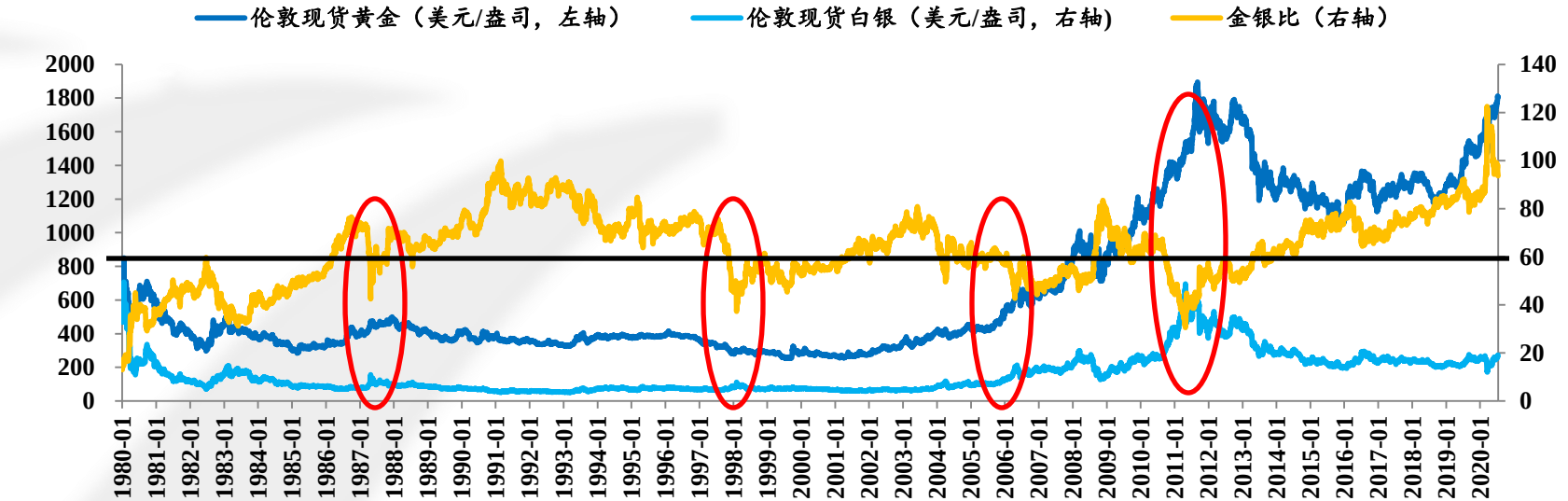
资料来源：WGC，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

2.2 白银：供给扰动，工业需求恢复，看好白银补涨

金银比修复以银价补涨完成。从历史数据来看，金银比大幅偏离均值后，会实现均值回归（金银比均值为57），无论回归是大周期还是小周期，金银比的修复均以银价涨幅超过金价涨幅来完成。

图　近四十年金银比走势及高点均值回归情况



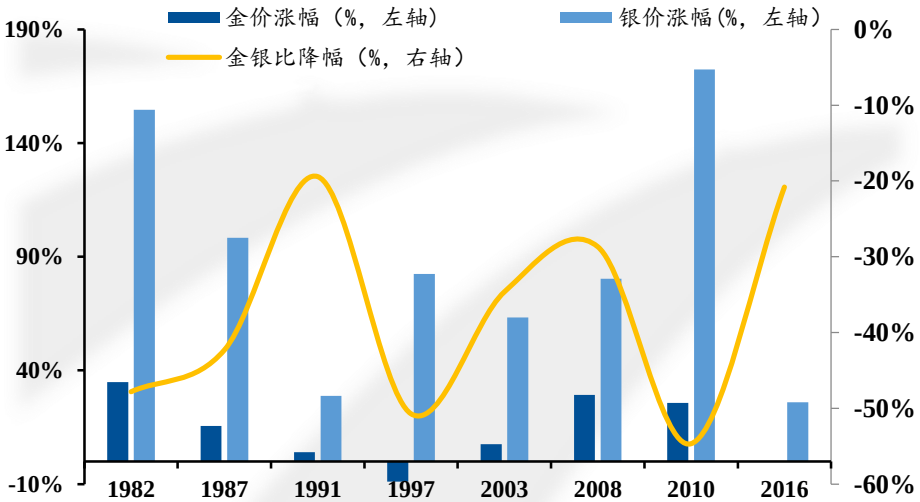
资料来源：WIND,民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

2.2 白银：供给扰动，工业需求恢复，看好白银补涨

我们统计了1980年以来每次金银比达到60以后引起的均值回归情况。金银比从高点到低点恢复的一次下行周期，银价的涨幅均非常可观。即便是最小程度的极值修复（20.81%），银价的涨幅也超过26%。

图　每次金银比修复期间金银价格涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

表　每一金银比修复周期金银价格涨跌幅（%）

时间间隔	金银比极大值	金银比极小值	金银比降幅（%）	金价涨幅（%）	银价涨幅（%）
1982/6/22-1983/6/1（344天）	59.73	31.17	**-47.81%**	34.87%	**154.59%**
1987/3/5-4/27（53天）	73.58	42.46	**-42.30%**	15.58%	**98.37%**
1991/2/25-6/10（105天）	99.82	80.43	**-19.43%**	4.07%	**28.85%**
1997/7/22-1998/2/6（199天）	75.69	37.30	**-50.73%**	-8.88%	**82.48%**
2003/11/12-2004/4/2（142天）	75.79	49.54	**-34.63%**	7.52%	**63.35%**
2008/10/27-2009/9/22（340天）	81.06	57.82	**-28.67%**	29.25%	**80.33%**
2010/8/4-2011/4/28（247天）	67.34	30.53	**-54.67%**	25.65%	**172.37%**
2016/2/29-11/11（256天）	82.72	65.51	**-20.81%**	0.13%	**26.03%**

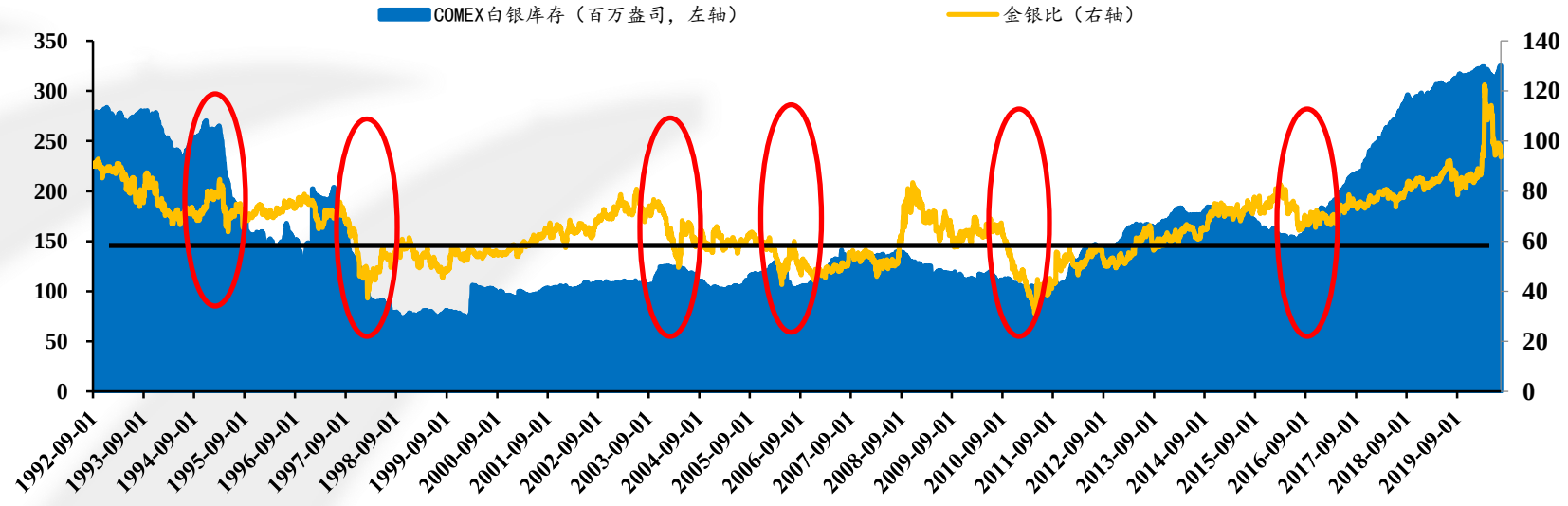
资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

2.2 白银：供给扰动，工业需求恢复，看好白银补涨

从金银比与COMEX库存的关系来看，金银比的走高一般伴有白银库存的上升，即白银过剩的工业属性压制了其金融属性；金银比在回归均值的过程中必然伴有白银库存的下降，即经济进入修复阶段，工业需求回暖，白银价格上行窗口打开。

图　金银比回归均伴随白银库存的下降

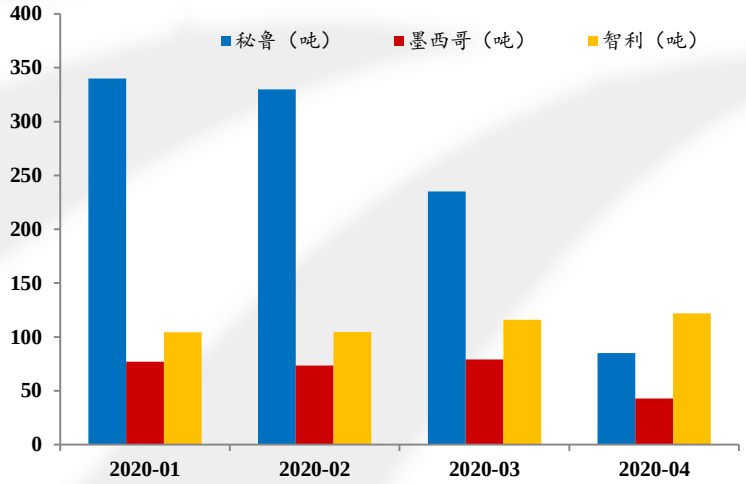


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 白银：供给扰动，工业需求恢复，看好白银补涨

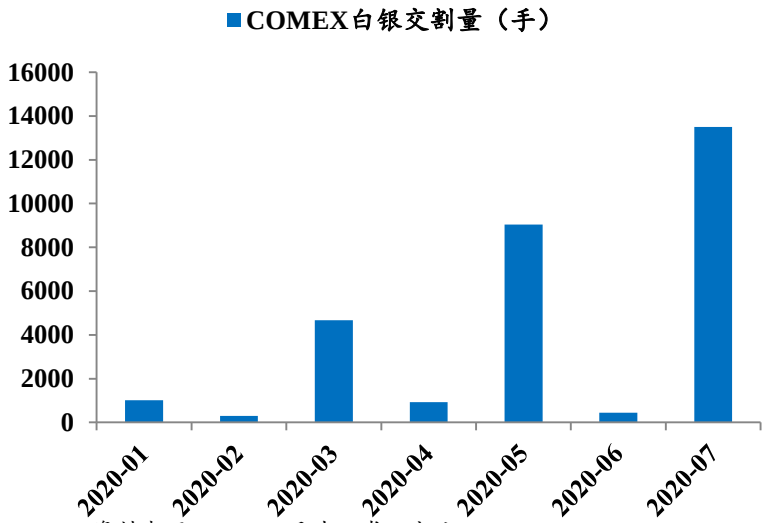
2020年前五月，自3月疫情以来，南美银矿产量开始下滑。秘鲁和墨西哥4月同比下滑极为显著，银矿产量同比下滑73.5%（秘鲁）和98.37%（墨西哥）。智利1-4月生产情况并未受到影响，主要是6月矿山才开始出现确诊和死亡病例，预计6月以后智利银矿产量也会进入下滑趋势，供给端的扰动正在增强。另一方面，白银实物需求有增长迹象。

图 秘鲁、智利、墨西哥2020年前4月白银矿产量



资料来源：各政府网站，民生证券研究院

图 COMEX白银7月上旬实物交割已创年内新高



资料来源：CME，民生证券研究院

目录

一、行情回顾：金属价格V型反弹，贵金属表现亮眼

二、贵金属：维持黄金新高观点不变，关注白银补涨及铂钯弹性

三、基本金属：经济逐步修复，重点关注铜铝利润修复

四、小金属：新能源高确定性逐步验证，关注钴锂修复、铜箔等

五、重点标的推荐及风险提示

三、基本金属：经济逐步修复，关注铜铝利润修复

铜铝：供给扰动延续，需求整体稳定

铜：供给端，铜矿山的高速扩张期已过，2020-2021年铜矿新增产能有限，矿端整体偏紧；当前南美疫情持续蔓延，供给端扰动加剧，铜矿供给收缩或超预期。需求端，国家电网上调年度投资额至4500亿元，同比基本持平，2020年电网需求整体平稳；随着地产竣工数据的增速回暖，地产、家电用铜有望继续好转。需求整体平稳，供给扰动加剧，铜价有望继续上行。标的推荐**紫金矿业**，关注**云南铜业、铜陵有色、江西铜业**。

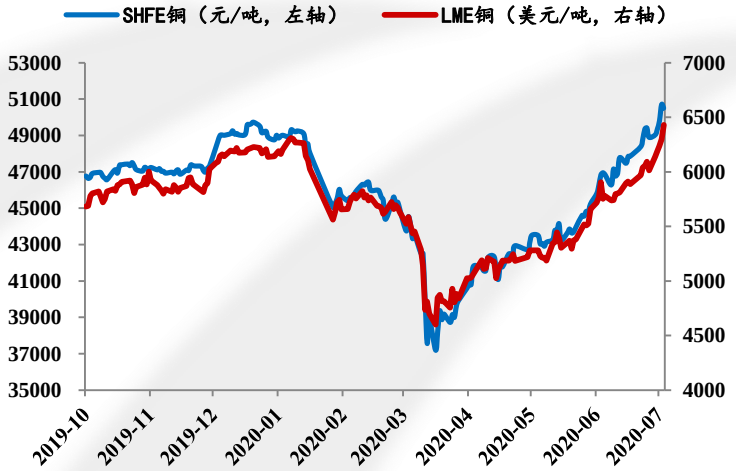
铝：供给释放或不及预期，地产用铝确定性强

供给端，全年净增加300万吨产能，Q4投放占比30%以上，年内实际贡献产量或有限；需求端：（1）地产：新开工向竣工逐步传导，2020年竣工确定性强，地产用铝需求有望超预期；（2）汽车：汽车产销跌幅收窄叠加单车用铝提升明显，交运用铝拖累有限。全年预计小幅过剩；（3）电力：电力需求整体稳定；（4）成本：氧化铝整体供大于求局面难以改观，短期或因部分企业的弹性减产有所支撑，但全年价格整体偏弱，铝企利润修复有望延续。关注**神火股份**。

3.1 基本金属：悲观预期见底，价格V型反弹

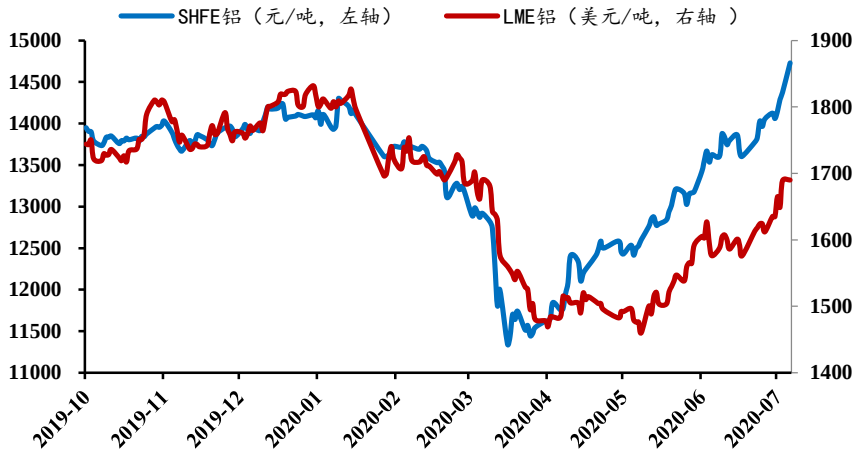
悲观预期见底，V型反弹。受疫情影响，铜铝价格2-3月出现暴跌，在3月份触底后，随着市场对经济的悲观预期见底，国内外货币和财政政策的刺激，铜铝价格开始触底反弹，沪铜沪铝收复了3月份下跌的全部失地。截至7月2日，沪铜报收49410元/吨，年内上涨0.52%；沪铝报收13965元/吨，年内下跌1.02%。伦铜报收6093.5美元/吨，年内下跌1.22%；伦铝报收1624美元/吨，年内下跌9.92%。

图 国内外铜价走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 国内外铝价走势

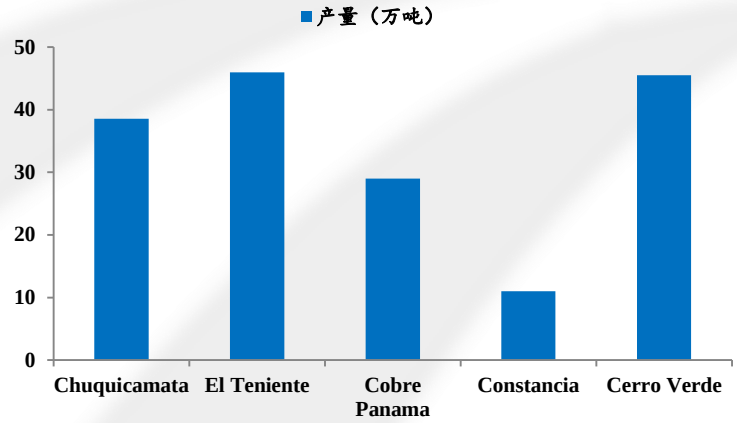


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2.1 铜供给：疫情+罢工影响，供给扰动加剧

疫情+罢工，供给持续扰动。南美洲疫情持续蔓延，主要产铜国智利和秘鲁每日新增确诊人数稳定在3000人以上。智利国家铜业旗下El Teniente和Chuquicamata铜矿已暂停运营，巴拿马的Cobre Panama、Hudbay的Constancia、必和必拓旗下Cerro Verde等大型矿山均因疫情出现停产；因疫情影响，多家铜企宣布下调产量和资本开支，放缓原定投资计划并削减产能，铜矿供给收缩预期再起。同时，安托法加斯塔旗下的Zaldivar铜矿公认99%的成员拒绝了集体薪资协议，并决定于7月15日举行罢工，后续或形成示范效应。疫情+罢工影响，预计下半年铜精矿供应持续偏紧。

图 全球因疫情关停的大型铜矿2019年产量



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 全球主要铜企削减支出（百万美元）及产量削减（吨）

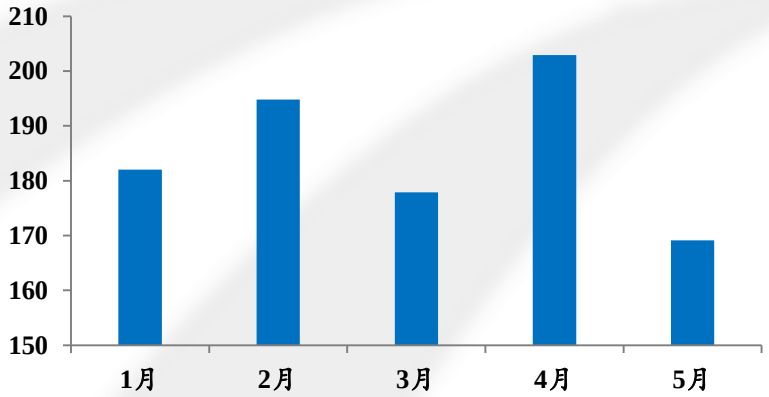
company	原始资本支出	修订资本支出	资本支出变动	原始产量	调整产量	产量变动
Antofagsta	1500	1300	-13.3%-	-	-	
First Quantum Minerals(copper kt)	850	675	-20.6%	855	780	-8.8%
Freeport-McMoRan(copper mt)	2800	2000	-28.6%	1.6	1.4	-12.5%
Glencore(copper mt)	5500	4250	-22.7%	1.3	1.25	-3.8%
Lundin Mining(copper kt)	620	440	-29.0%	284	278.5	-1.9%
Vale(copper kt)	5000	4600	-8.0%	400	370	-7.5%
Rio Tinto(copper kt)	7000	5500	-21.4%	550	497	-9.6%

资料来源：路透社，民生证券研究院

3.2.1铜供给：国内5月进口开始下滑，疫情影响逐步体现

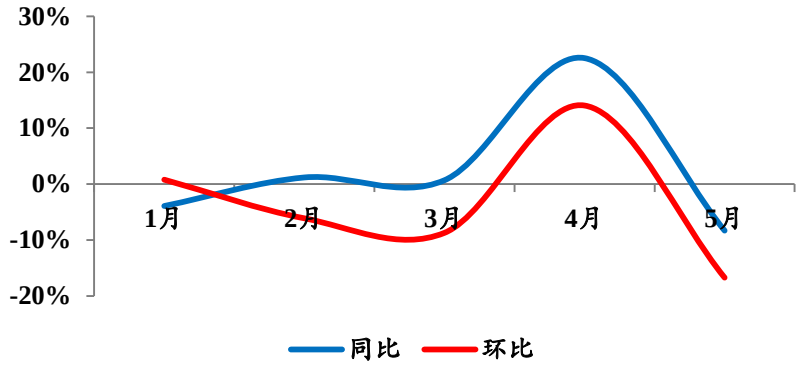
Q2国内经济复苏明显，下游电力需求强劲，但国内5月铜精矿进口数据开始下降，环比4月减少了33.8万吨；其中，自秘鲁和智利进口的铜精矿数量占54%，较2019年的70%以上回落明显，侧面验证证明南美铜矿供给受供给端疫情影响较大。秘鲁：5月自秘鲁进口铜精矿总量仅为30万吨，环比减少35.7%，同比减少53.4%，主因是3月16日起秘鲁开始进入紧急状态，4月Matarani港口发货处于瘫痪状态，多座大型矿山进行检修或暂停运营；由于物流周期对国内进口影响自5月开始显现。

图 中国铜精矿进口量（单位：万吨）



资料来源：上海有色网，民生证券研究院

图 中国铜精矿进口量同比和环比变化

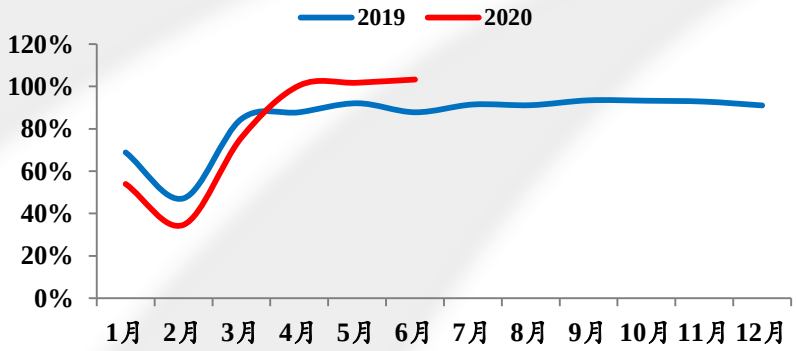


资料来源：上海有色网，民生证券研究院

3.2.2 铜需求：电网需求平稳，家电、地产边际改善

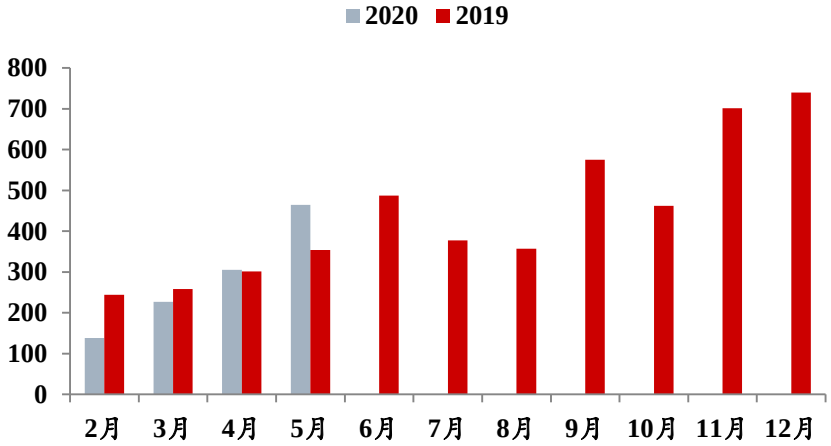
电网需求平稳，线缆企业开工率维持高位。国家电网上调2020年电网投资额至4500亿元（年初计划4080亿元），与去年基本持平，国内电力需求有望继续保持稳定。5月电网的投资完成额累计达到1134亿元，单月投资增速由2月份的-12.02%上升到31.07%。从下游电线电缆企业开工率来看，3月份线缆企业开工率即大幅回升至75.83%，6月份达到103.27%，同比增长13.57%，且大型企业仍旧保持满产，Q3淡季或有回落，但按照年度电网投资额计算，电力用铜整体稳定。

图 电线电缆企业开工率（%）



资料来源：SMM，民生证券研究院

图 电网工程投资完成额月度数据对比（亿元）

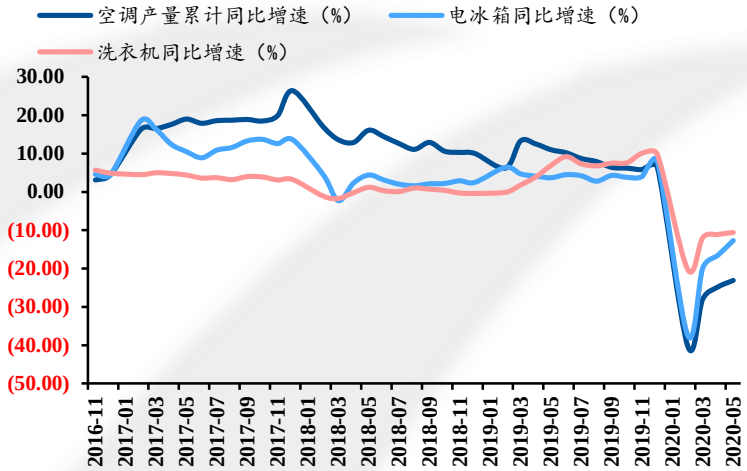


资料来源：发改委，民生证券研究院

3.2.2 铜需求：电网需求平稳，家电、地产边际改善

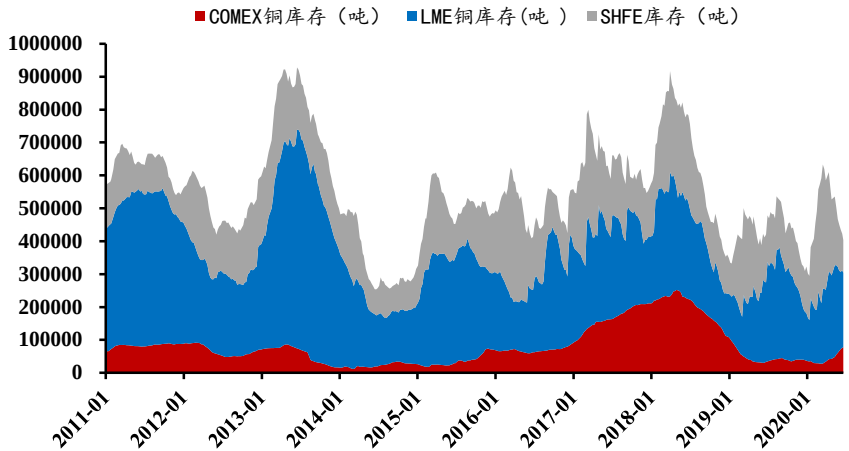
2020年为地产竣工大年，地产、家电领域用铜有望随着竣工增速的恢复逐步好转。5月地产竣工面积单月同比增速已经转正至6%，而家电主要用铜领域空调的产量同比跌幅收窄至-11%；预计下半年地产和家电领域用铜会进一步回升，全年或为负增长，但整体拖累有限。当前全球铜库存处于10年来低位，考虑供给端的持续扰动，铜价下半年依然有望维持强势。

图 空调、冰箱、洗衣机的产量增速开始反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 全球主要交易所铜库存（吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.3.1 铝供给：净增产量有限

实际增产产量或不及预期。2020年建成待投产产能约180万吨，已投产79万吨，待投产产能约101万吨；预计年内还可投产279万吨，预计全年累计可实现投产产能约358万吨；其中Q3投产110万吨，剩余产能Q4投产，对产量的实际贡献相对有限，全年净增加产量或低于预期。

表 2020年中国电解铝已建成新产能及拟投产、在建可投产明细（万吨）

企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	年内另在建且具备投产能力新产能	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计	备注
鹤庆溢鑫铝业	22.5	22.5	0	2020年4月	0	0	22.5	二系列4工段4月23日开始通电投产
云南神火铝业	45	15	30	2020年2月	45	30	60	一段2月17日通电启槽，二段6月投产，三段8月投产
广元中孚高精铝材	37.5	12.5	25	2020年5月	25	35.5	37.5	6月末一期投产完毕，7月或投产2期
云南文山铝业	50	16	34	2020年5月	25	25	25	2020年5月末实现投产
云南云铝海鑫铝业	0	0	0	2020年7月	35	35	35	二系列35万吨产能在建，预期2020年**7月**实现部分投产
山西中铝华润	25	0	25	2020年8月	0	12.5	12.5	二系列25万吨中的12.5万吨预计**8月**或将开始投产
内蒙古创源金属	0	0	0	2020年8月	32	32	32	预计**8月**开始投产
云南宏泰新兴材料	0	0	0	2020年8月	100	36	36	预计2020年**8月**部分投产
云南其亚金属	0	0	0	2020年10月	35	35	35	一期在建，预计2020年**四季度**开始投产
内蒙白音华煤电铝电分公司	0	0	0	2020年10月	40	20	20	在建中，预期2020年**10月**可实现部分投产
广西德保百矿铝业	0	0	0	2020年待定	5	5	5	在建，预期**四季度**投产
广西田林百矿铝业	0	0	0	2020年待定	12.5	12.5	12.5	在建，电量不足，待解决
广西隆林百矿铝业	0	0	0	2020年待定	10	10	10	在建，预计**2020年下半年**可实现投产
贵州兴仁登高新材料	25	0	25	2020年待定	0	10	10	预计**2020年年末**开始通电投产
总计	**180**	**79**	**101**		**339.5**	**279**	**358**	

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.3.1 铝供给：净增产量有限

表 2020年中国电解铝可复产产能规模（万吨）

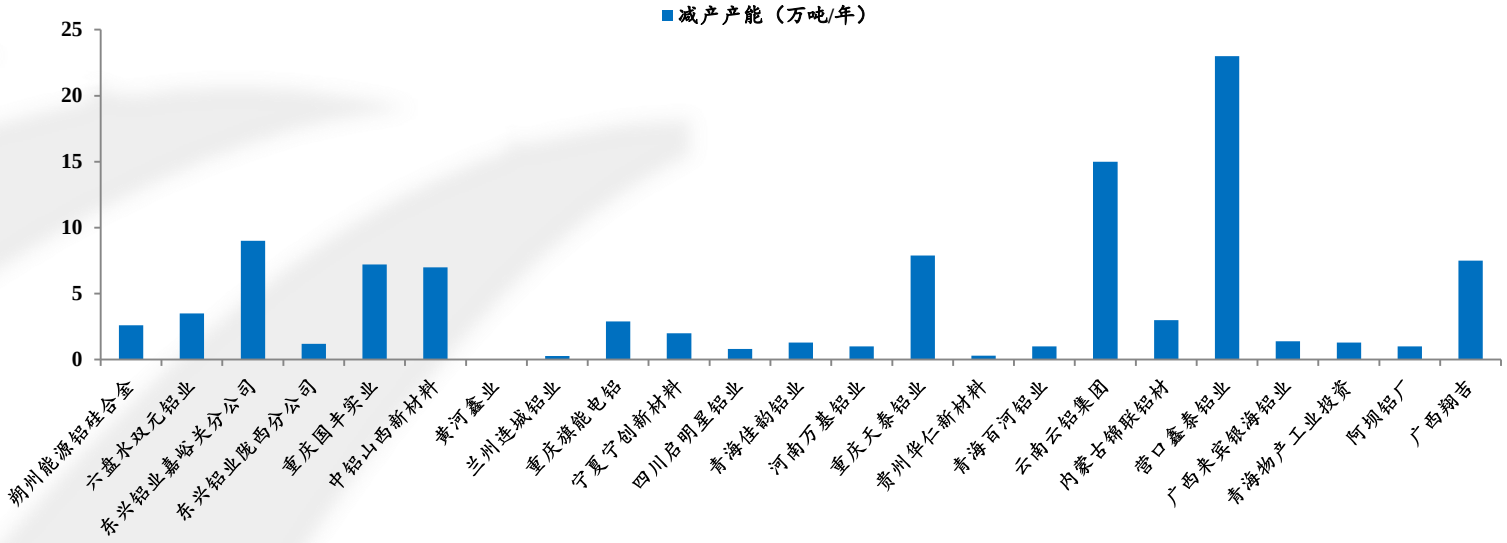
企业	总复产规模	已复产	复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年度最终实现累计	备注
包头市新恒丰能源	10	10	2020年4月	0	0	10	5月18日复产完成
内蒙古锦联铝材	13	8	2020年1月	5	5	13	复产视市场情况
广元市博元铝材	4	3	2020年1月	1	1	4	复产视市场情况
潜江市正豪华盛铝电	0.8	0.22	2020年1月	0.58	0.58	0.8	复产视市场情况
广西信发铝电	3.5	0	2020年2月	3.5	3.5	3.5	复产视市场情况
河南豫港龙泉铝业	6	5	2020年5月	3	3	6	
河南万基铝业股份	8	5	2020年5月	3	3	8	已复产，剩余产能视市场情况
贵州省六盘水双元铝业	3	3	2020年5月	0	0	3	
云铝集团	15	13	2020年5月	2	2	15	5月开始复产
重庆旗能电铝	2.9	1.9	2020年5月	1	1	2.9	5月开始复产，复产速度缓慢
重庆国丰实业	8	3.9	2020年6月	4.1	4.1	8	6月开始通电复产
重庆天泰铝业	10	4.5	2020年6月	5.5	5.5	10	5月下旬供电问题，正在复产
广西翔吉有色	7.5	0	2020年待定	7.5	7.5	7.5	正在抢修
新疆农六师铝业	30	0	2020年待定	30	30	30	复产视市场情况
青海百河铝业	17	0	2020年待定	17	8.5	8.5	暂无具体计划
营口忠旺铝业	43	0	2020年待定	43	43	43	具体时间待定
登电集团铝合金	0.8	0	2020年待定	0.8	0.8	0.8	具体时间待定
安顺市铝业	5	0	2020年待定	5	5	5	电价谈妥后即复产
总计	**187.5**	**57.52**		**129.98**	**129.98**	**186.5**	

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.3.1 铝供给：净增产量有限

净增产能有限。截至6月末，2020年已累计减产产能超过100万吨；考虑减产产能和复产产能（已复产58万吨，多家待复产产能存电力问题，实际复产产能或不及预期），全年产能净增加量十分有限；同时，考虑在建产能明年的逐步投产，2020年新增产能约300万吨。

表 截至2020年4月底中国电解铝已减产、拟减产明细（E）（万吨）



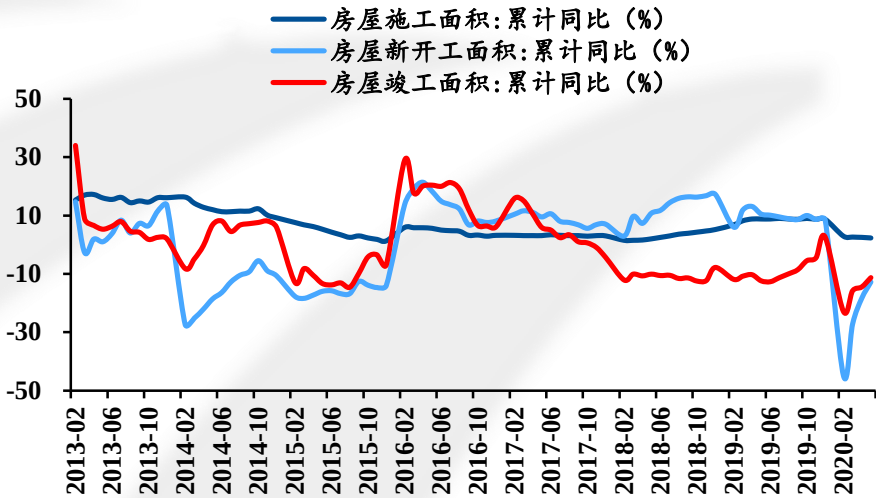
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

3.3.2 铝需求：地产竣工确定性强，汽车、电力边际改善

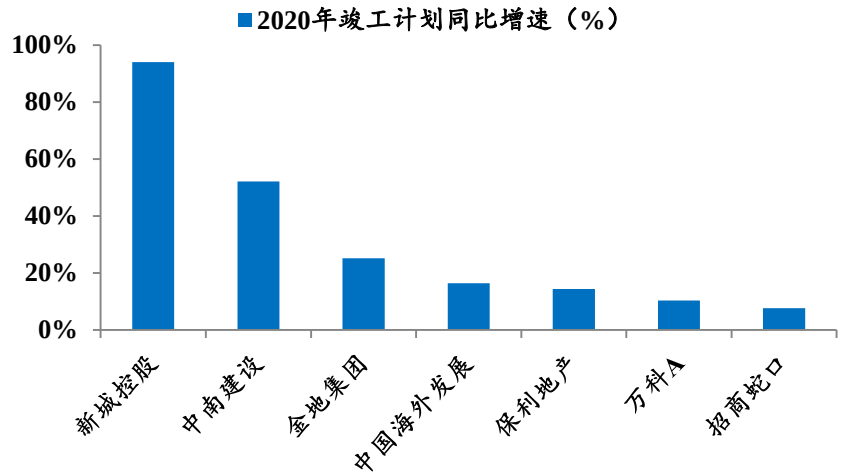
地产竣工面积落后于新开工面积的周期开始上行至2-3年，主要系融资环境收紧（加快开工达到预售加快回款，放缓竣工以降低现金流流出）和精装修比例的提高。2018年的高开工数据有望逐步传导至竣工，同时，主要房企上市公司的竣工计划均有明显提升，2020年竣工的确定性较强，竣工面积增速有望继续回暖，地产用铝有望持续超预期。

图 房地产、施工、新开工、竣工面积累计增同比速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 主要上市公司2020年竣工计划同比增速



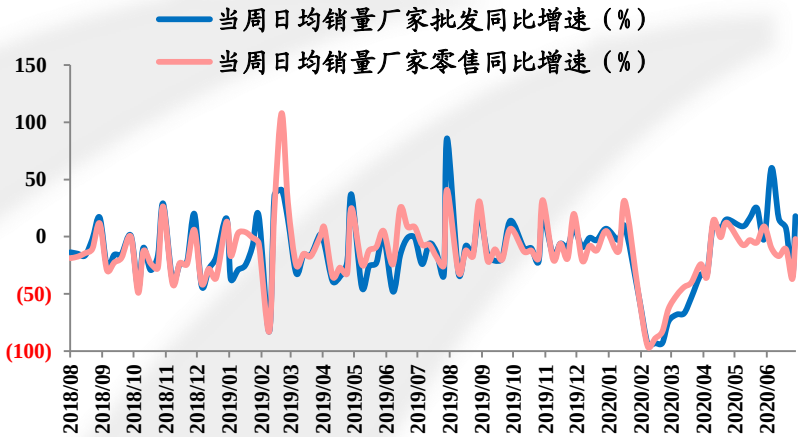
资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

3.3.2 铝需求：地产竣工确定性强，汽车、电力边际改善

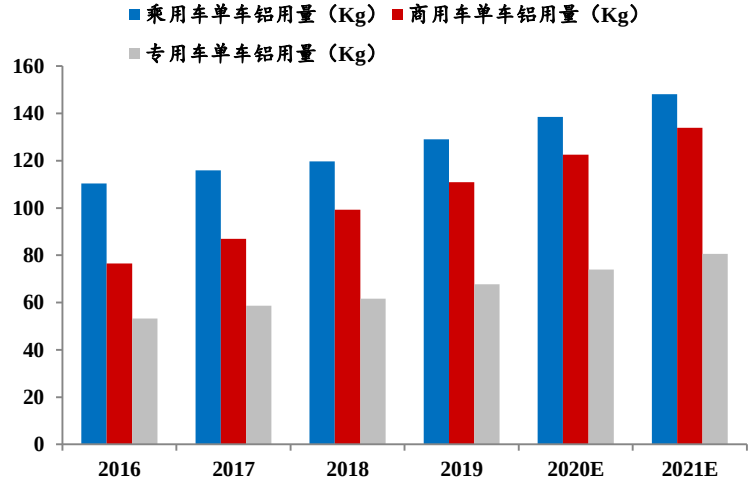
汽车边际改善。2019年国内汽车产销增速下滑明显，拖累交运用铝需求，但交运用铝需求跌幅要小于汽车产销量跌幅，主要是国内单车用铝量的不断提升。面对日益严格的节能减排政策，汽车轻量化是必然方向，新能源车提升续航也对降低车身重量提出了更高要求。预计随着汽车产销量下行速度减缓，传统汽车单车用铝提升+新能源汽车用铝量的增加，汽车领域用铝需求有拖累相对有限。

图 当周日均批零同比增速（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 中国汽车行业单车用铝量不断提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.3.3 铝成本：氧化铝价格整体弱势，铝企利润修复明显

据SMM统计，2018-2020年全国超过1873万吨新建产能，考虑减产产能1180万吨，产能仍将维持较快增长，预计2020年净投产产能约620万吨，氧化铝整体供应过剩，短期因部分厂商减产价格有支撑，全年仍有望延续弱势。

表 国内氧化铝新建产能及投产进度

减产项目	原有产能	新建产能	开始时间	投产时间及进度
泰兴铝镁	10	30	2018.1	投产结束
田园化工	35	5	2018.2	投产结束
华庆铝业	7	28	2018.5	投产结束
山西信发	200	160	2018.9	投产结束
晋中化工2	180	100	2018.9	投产结束
博赛南川氧化铝	0	80	2019.3	复产，4月出料
齐星氧化铝	50	90	2019	3月复产，2020Q1
魏桥2	1600	200	2017	2019.6
靖西天桂	0	80	2018.11	延迟至2020Q1
中电投金元	0	100	2018.12	延迟至2020Q1
广铝	60	70	2019.5	2020Q1
靖西天桂2	80	90	2019	2020Q1
其亚铝业	0	60	2019年末	
中铝防城港	0	200	2020	2020Q3
靖西天桂3	170	80	2020	
山西其亚	0	100	2020	延迟
内蒙古鑫旺	50	50	2018	待投产
贵州广铝铝业	130	120	2022	
锦江龙州	0	100	2020	停滞
山西同德	0	199	待定	
山西复晟	80	80	待定	
兴安化工	280	40	待定	

资料来源：SMM，民生证券研究院

表 国内氧化铝产能减产项目

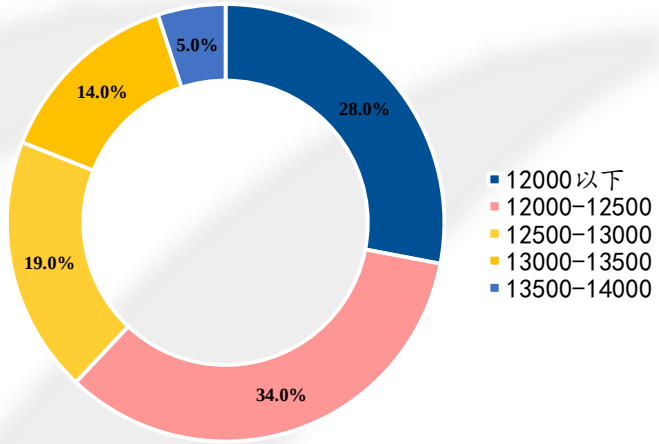
减产项目	减产产能	运行产能	时间
河南汇源	40	0	2018.11
中铝山西	50	210	
中旅华星	70	130	
中铝矿业	100	100	2019.3
灵石希望	70	150	
广西信发	60	240	
三门峡希望	150	120	
贵州华飞	20	20	
博赛水江厂	40	40	
晋中希望	130	150	
山西兆丰	40	0	
河南中美铝业	20	20	
内蒙古鑫旺	60		
交口新发	280	0	
山东魏桥	50	1700	

资料来源：SMM，民生证券研究院

3.3.3 铝成本：氧化铝价格整体弱势，铝企利润修复明显

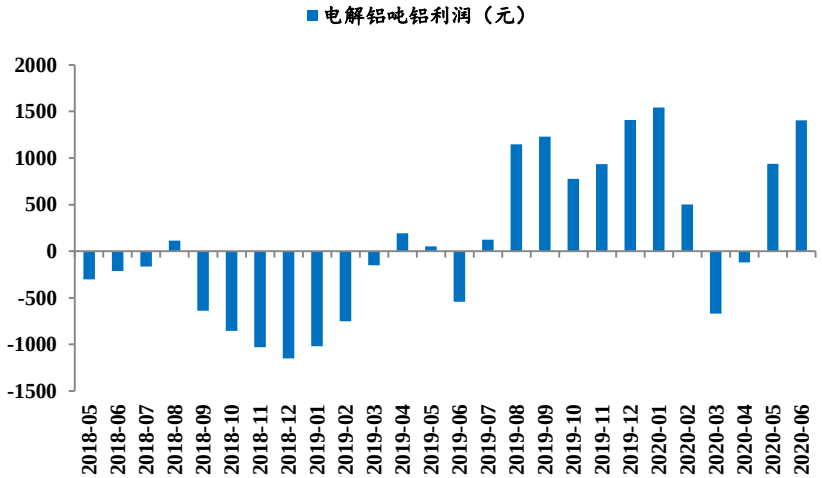
铝价整体震荡，看好铝企利润修复。6月电解铝加权平均完全成本在13000元以下的产能占比已达81%（12000元以下占比28%，12000-12500元/吨的占比34%，12500-13000元/吨占比119%），平均单吨盈利已上行至1406元/吨，部分优势成本企业单吨盈利或达2000元/吨。预计氧化铝的价格2020年整体偏弱运行，氧化铝端利润有望转移部分至电解铝端。2020年国内铝供需仍维持紧平衡（小幅过剩20万吨），预计铝价整体维持震荡，氧化铝价格的下行和电价的成本优势将会带来部分铝企利润修复。

图 2020年6月电解铝加权平均完全成本结构



资料来源：SMM，民生证券研究院

图 全国铝企平均利润修复明显



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

目录

一、行情回顾：金属价格V型反弹，贵金属表现亮眼

二、贵金属：维持黄金新高观点不变，关注白银补涨及铂钯弹性

三、基本金属：经济逐步修复，重点关注铜铝利润修复

四、小金属：新能源高确定性逐步验证，关注钴锂修复、铜箔等

五、重点标的推荐及风险提示

四、钴锂：供给收缩，价格中枢上移

钴锂：欧洲新能源放量确定，供给持续收缩，价格中枢上移

（1）钴：供给整体收缩，情绪&价格修复。

无钴电池短期无法实现：我们一直强调从特斯拉的储备技术和专利来看，其技术路径暂时无法脱离钴元素，特斯拉电池日推出无钴电池概率较小，特斯拉6月向嘉能可采购钴原料验证此前观点，电池日预计仍是基于低钴路线的电极、电解液、工艺等创新。三元/四元电池仍是未来5年内主流方向。

供需延续紧平衡：嘉能可关停的Mutanda矿山产能与其他厂商2020年扩产的产能基本相抵，叠加疫情影响，供给整体收缩。需求端，6月欧洲主要国家电动车销量延续高增长，欧洲新能源汽车放量确定性较强，国内新能源需求下半年逐步修复；手机单机带电量的提升有望抵消出货量下行。2020年延续小幅过剩，2021年开始转为小幅短缺，钴价有望走出底部，价格中枢逐步上移。

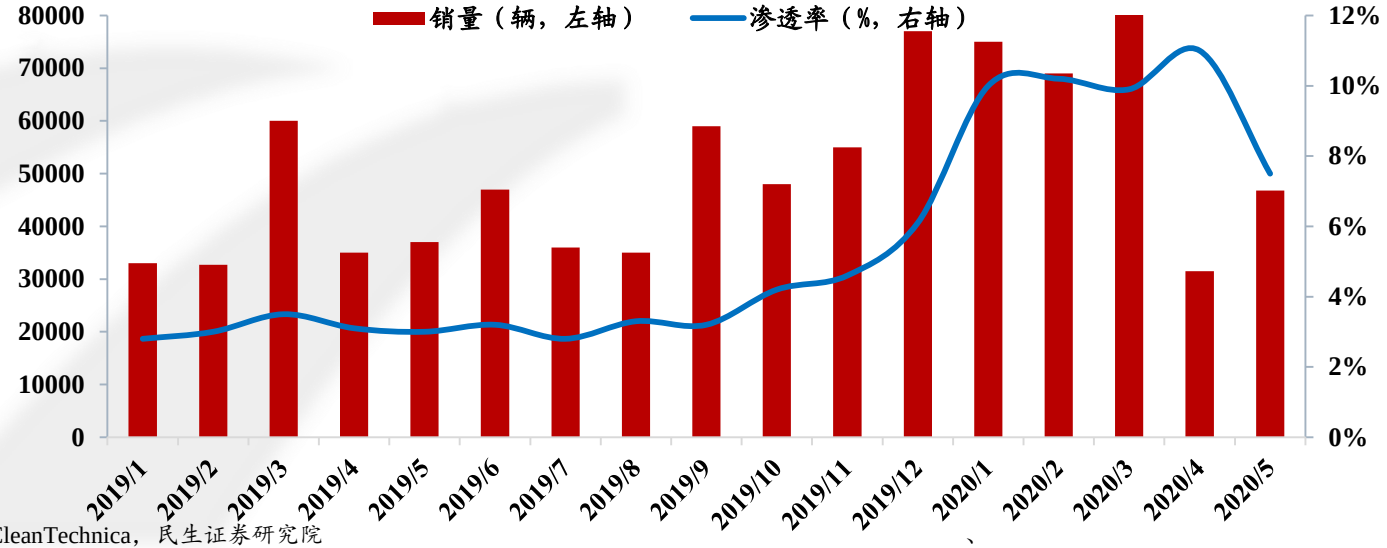
（2）锂：底部确认，继续看好氢氧化锂溢价。锂行业供大于求局面正在逐步扭转，矿山和盐湖供给持续收缩，碳酸锂价格底部确认，或有阶段性反弹行情。继续看好继续高镍化加速带来氢氧化锂需求放量，氢氧化锂溢价有望维持。

钴锂价格底部确认，随着供给逐步收缩和需求的改善（海外新能源汽车放量+手机单机容量提升），价格中枢有望逐步上移。钴持续推荐华友钴业，关注洛阳钼业，锂持续推荐氢氧化锂一线标的赣锋锂业，二线标的威华股份和雅化集团。

4.1 需求之动力：欧洲新能源全年放量确定性强

欧洲新能源放量逐步得到验证：欧洲新能源复苏计划持续推进，法国德国补贴已经二次升级，欧洲主要汽车企业布局新能源速度加快。同时，全球主流车企将在2020年发布多款电动车型，欧美新能源放量确定性强。5月欧洲电动车注册数超46800辆，同比增长23%，渗透率达7.5%，6月部分国家已公布新能源汽车销量，有望延续高增长。

图 欧洲新能源汽车（EV)销量和渗透率

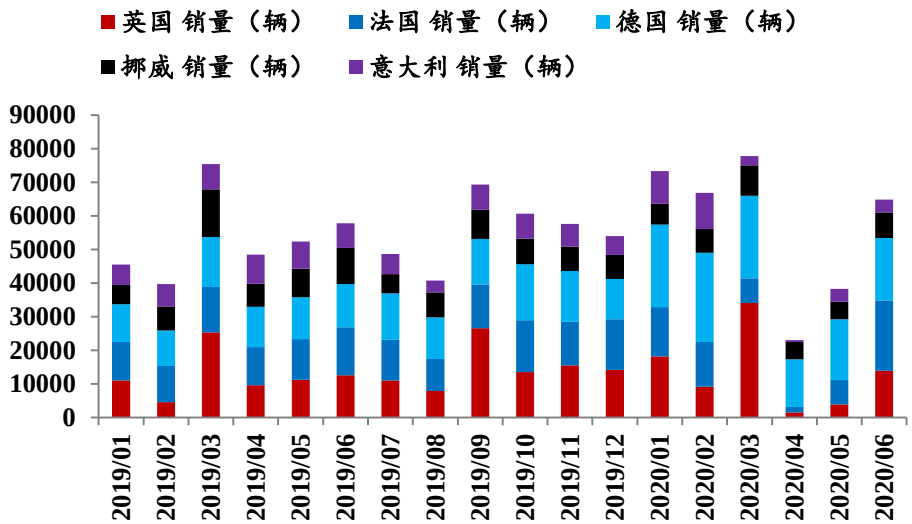


资料来源：CleanTechnica，民生证券研究院

4.1 需求之动力：欧洲新能源全年放量确定性强

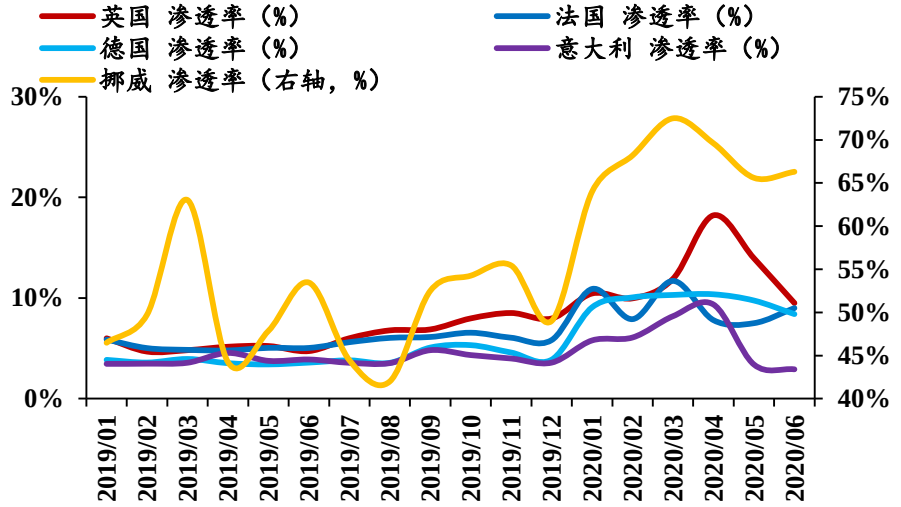
欧洲主要国家新能源汽车6月销售量持续超预期：英国6月新能源汽车销量13829辆，同比上涨10.7%，法国6月新能源销量20990辆，同比上涨46.32%；意大利新能源销量6700台，同比增长109%。

图 欧洲主要国家系能源汽车（HV,PHEV,EV)渗透率



资料来源：Marklines，民生证券研究院

图 欧洲主要国家系能源汽车渗透率（%）

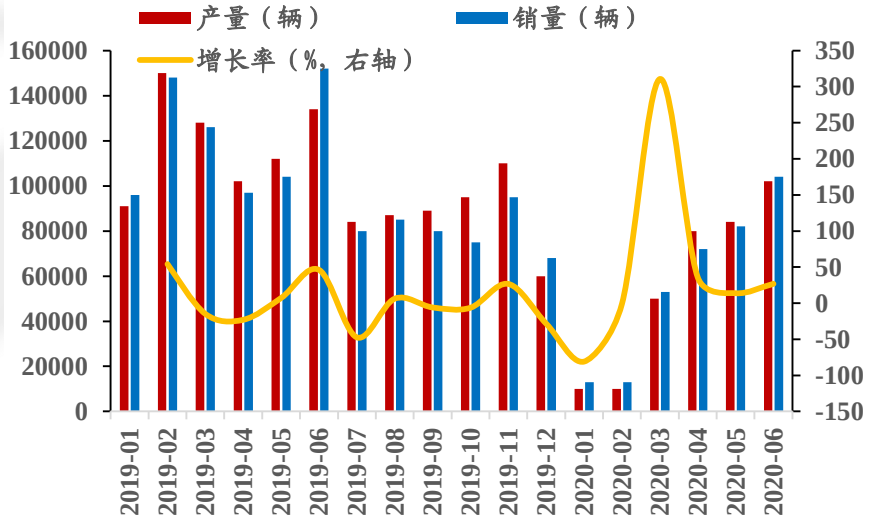


资料来源：Marklines，民生证券研究院

4.1 需求之动力：国内动力电池需求预计下半年恢复

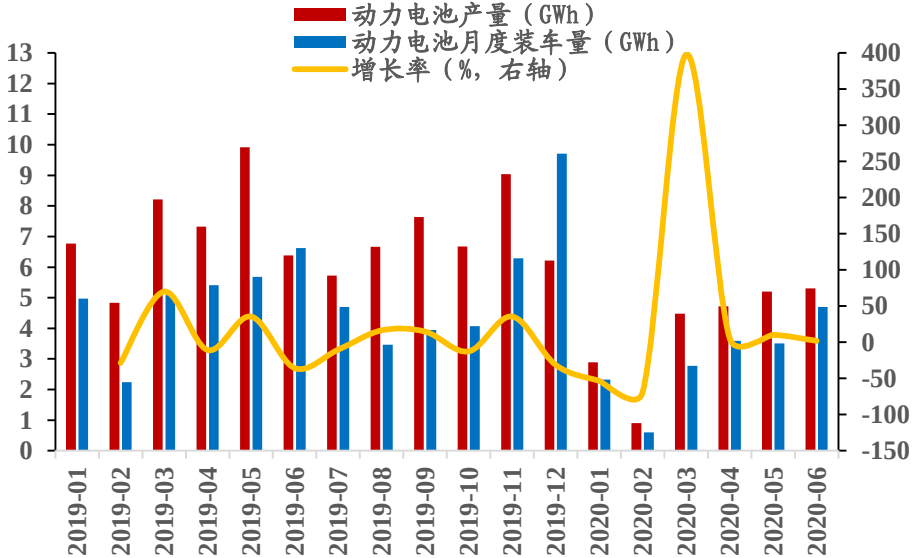
国内动力电池需求恢复：随着国内疫情逐步缓解，国内动力电池产量和装车量逐步恢复。3月至6月，新能源汽车产销量尽管同比下行，但环比不断走高，新能源汽车产销量环比增长21.3%和26.8%；动力电池产量和装机量也逐月上升，6月动力电池月度装车量环比上升33.9%，7月电池排产数据环比继续好转，预计下半年国内动力电池需求将逐步恢复。

图 国内新能源汽车产销量（单位：辆）



资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

图 国内动力电池产量和装机量（单位：GWh）

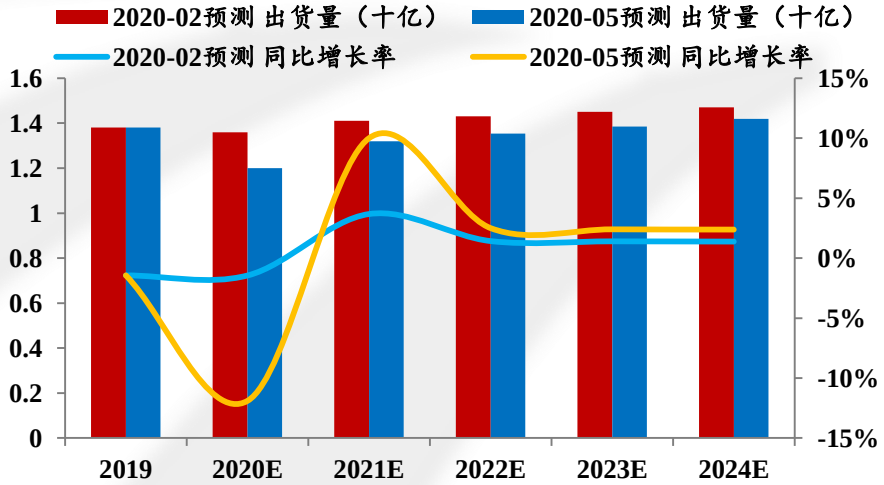


资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

4.1 需求之3C：单机带电量提升抵消出货量下行

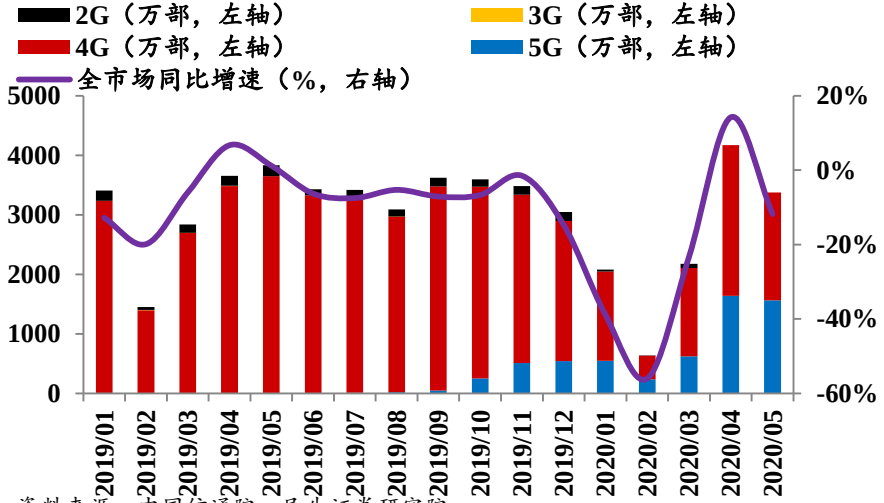
全球手机出货量预计全年下行12%，国内5G手机出货量开始逐步恢复增长。全球智能手机2020Q1出货量总计274.8万台，同比下降16.8%，环比下降25.4%。IDC最新5月预计全球智能手机市场同比下降11.9%，出货量总计12亿部，预计至2021Q1开始增长。国内手机出货量数据已经开始恢复，据中国信通院，5月国内手机市场出货量3375.9万部，同比下跌11.8%，其中5G手机出货量1564.3万部，占同期手机出货量的46.33%，继续看好后续3C端环比改善。

图 全球智能手机出货量与增长率预测（单位：十亿部，%）



资料来源：IDC，民生证券研究院

图 中国智能手机出货量数据（单位：万部，%）



资料来源：中国信通院，民生证券研究院

4.1 需求之3C：单机带电量提升抵消出货量下行

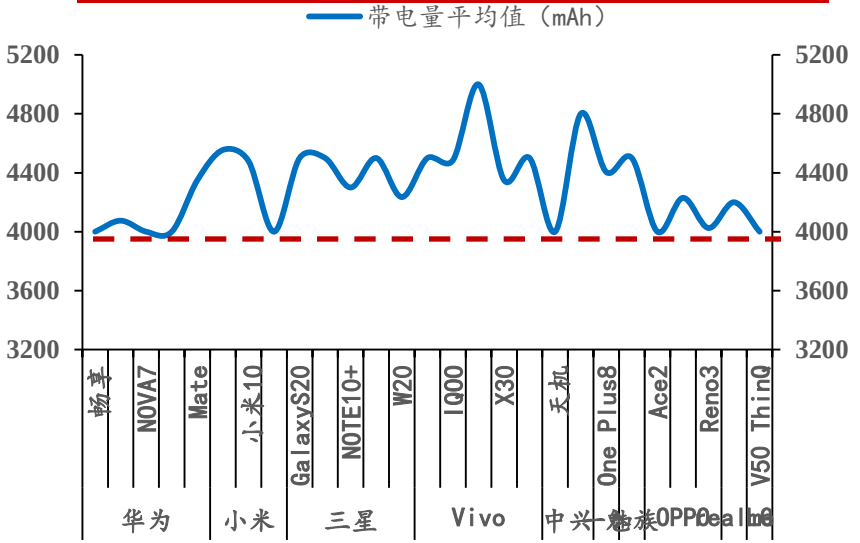
单机带电量提升抵消出货量下行。全球畅销手机的带电量逐步从2018年的3000mAh以下迈向3000mAh以上，整体呈现上升趋势；而5G手机单机电量消耗高于4G手机，5G的渗透率提升进一步加速了手机电量的迭代速度，手机带电量提升趋势不变。2020年国内发布的新款5G手机的单机带电量均在4000mAh以上，预计2020年手机单机带电量提升明显，抵消手机出货量下滑，3C端钴酸锂需求仍有望实现正增长。

表 全球销量前十手机带电量对比（2019VS2018）

	2019机型	手机电量（mAh）	2018机型	手机电量（mAh）
1	iPhone XR	2942	iPhone 8	1821
2	iPhone 11	3110	iPhone X	2716
3	Galaxy A10	3400	iPhone 8 Plus	2675
4	Galaxy A50	4000	Galaxy Grand Prime Plus	2600
5	Galaxy A20	4000	iPhone XR	2942
6	iPhone 11 pro Max	3969	iPhone Xs Max	3174
7	iPhone 8	1821	Galaxy S9	3000
8	Redmi Note 7	4000	Galaxy S9 Plus	3500
9	iPhone 11 pro	3190	P20 Lite	3000
10	Galaxy J2 Core	2600	iPhone XS	2688

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

图 2020年新发布的5G手机单机带电量（mAh）



资料来源：各公司官网，民生证券研究院

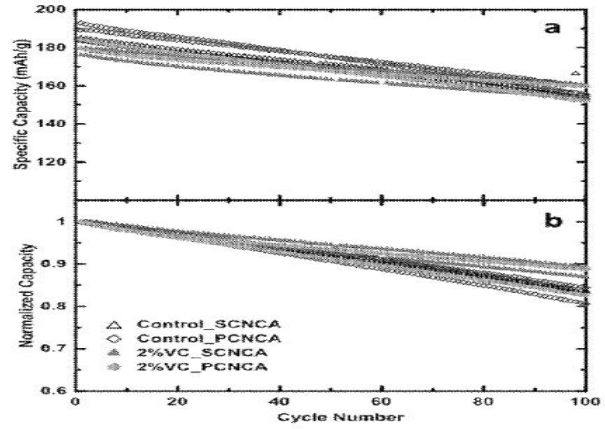
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

4.2 电池日展望：低钴路线的电极/电解液/工艺创新

从特斯拉的储备技术和专利来看，其技术路径暂时无法脱离钴，特斯拉电池日推出无钴电池概率较小。关于特斯拉电池日的猜想——电极（单晶NCA/NCM电极）、电解液（PDO等）、工艺创新（Maxwell干电极+预锂化等）。

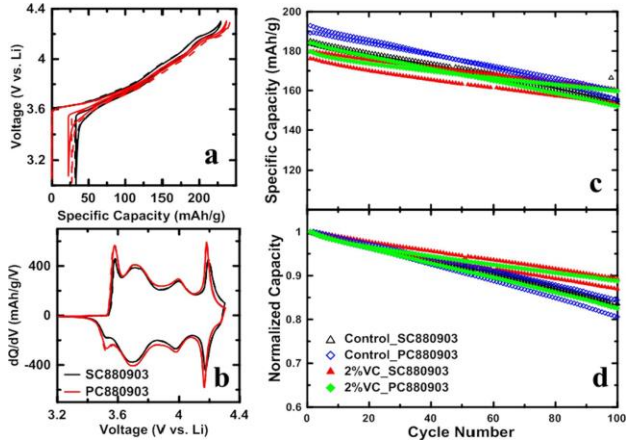
（1）单晶NCA电极专利：特斯拉提出了一种通过两段式的烧结方式来规避材料中杂相的产生，以达到高效提纯获得得到无杂质单晶NCA电极单晶LiNi0.88Co0.09Al0.03O2材料（N88CA）的加热工艺。以单晶N88CA为正极的纽扣电池的晶界更加清晰，比多晶正极的循环性能更好。

图 单晶NCA电极不同条件下电池容量测试结果



资料来源：Quaternary Layered Ni-Rich NCMA Cathode for Lithium-Ion Batteries，民生证券研究院

图 单晶NCA电极晶界清晰、较多晶循环性能更好



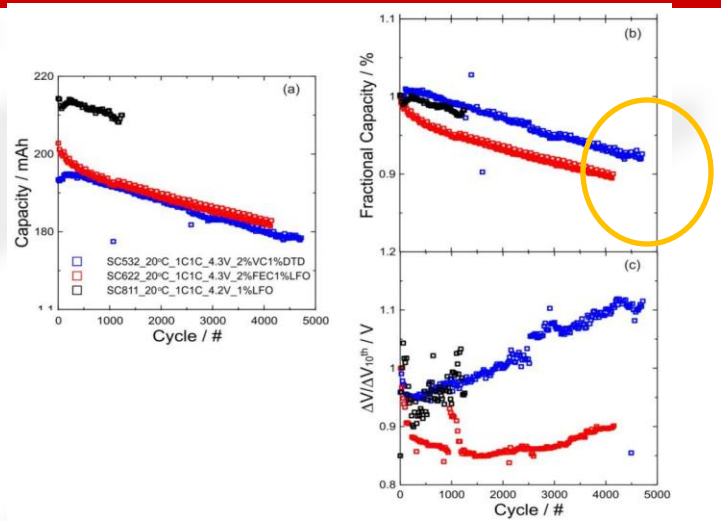
资料来源：Synthesis of SCNCA with a Two-Step Lithiation Method，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

4.2 电池日展望：低钴路线的电极/电解液/工艺创新

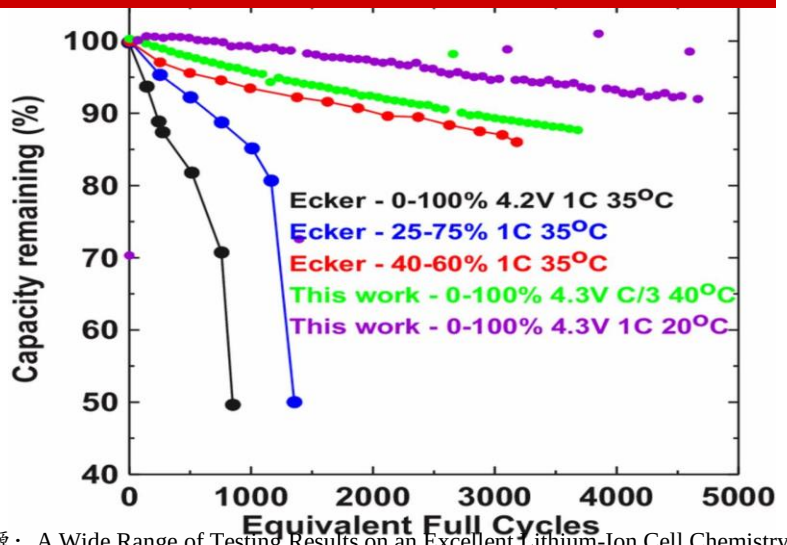
（2）单晶NMC正极：Jeff Dahn等对单晶NMC532正极和石墨负极制备的软包电池进行多项检测和长达3年的长循环和储存测试。结果表明，在20℃和4.3V条件下，100%DOD进行4000次循环（1C），只有4%的容量损失；配合电解液（以2%VC+1%DTD为添加剂的传统LiPF6+碳酸酯电解质），电池充放电循环寿命高于4000次，能够使用 超过100万英里。同时，单晶三元正极材料出现的微裂纹极少，具有良好的结构稳定性。值得一提的是，NCM532在4000次以上循环的剩余容量仍能保持在90%；高于NCM622和NCM811。

图 单晶NCM532/622/811正极的循环数据



资料来源：Positive Electrode Materials Before and After Long Term Cycling by Cross-section Scanning Electron Microscopy，民生证券研究院

图 单晶NMC532在不同条件下的容量



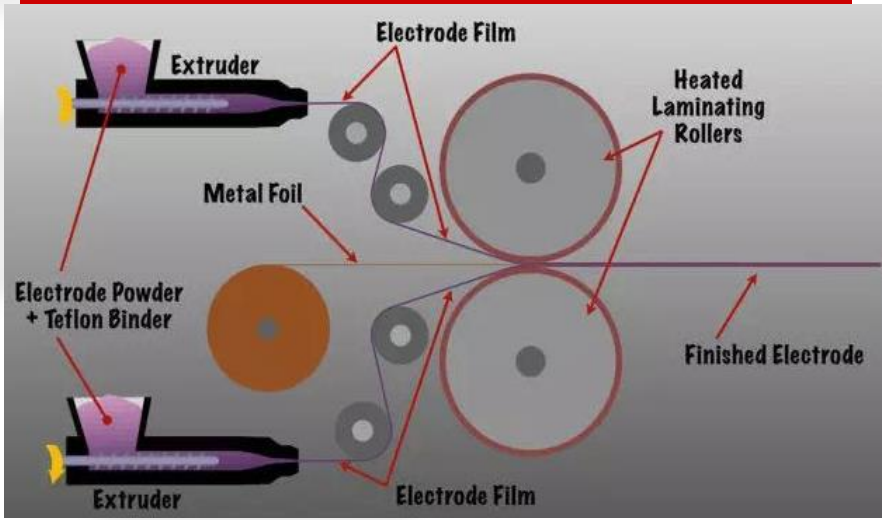
资料来源：A Wide Range of Testing Results on an Excellent Lithium-Ion Cell Chemistry to be used as Benchmarks for New Battery Technologies，民生证券研究院

4.2 电池日展望：低钴路线的电极/电解液/工艺创新

（3）Maxwell干电极降本。Maxwell通过干电极的工艺，去除增加传统湿法的溶剂环节，干电极工艺主要是将PTFE粘合剂与正极粉末混合后与粘合剂粉末通过挤压机形成薄的电极材料带压到金属箔集电体上形成成品电极。由于节省了溶剂，以及减少了传统的涂层和涂覆设备，成本得到了降低。

特斯拉电池日猜测：（1）单晶低钴正极路线；（2）引入新的电解质；（3）新的干电极工艺，最后结合预锂化技术（负极补锂）补充容量的损失。

图 Maxwell的干电极工艺



资料来源：高工锂电，民生证券研究院

图 涂层设备昂贵且巨大



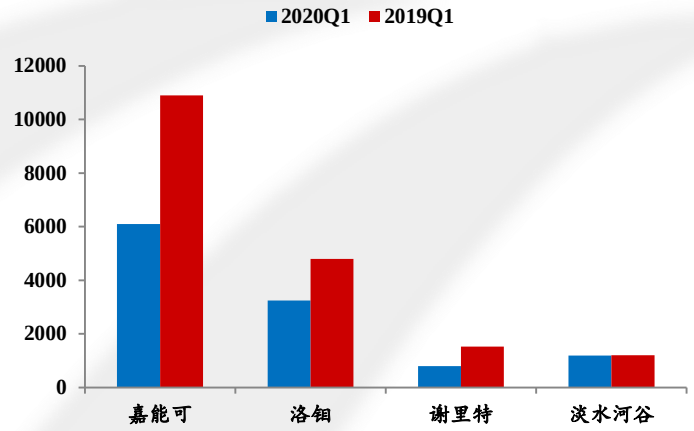
资料来源：Insideevs，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

4.3 钴：钴矿供应整体收缩

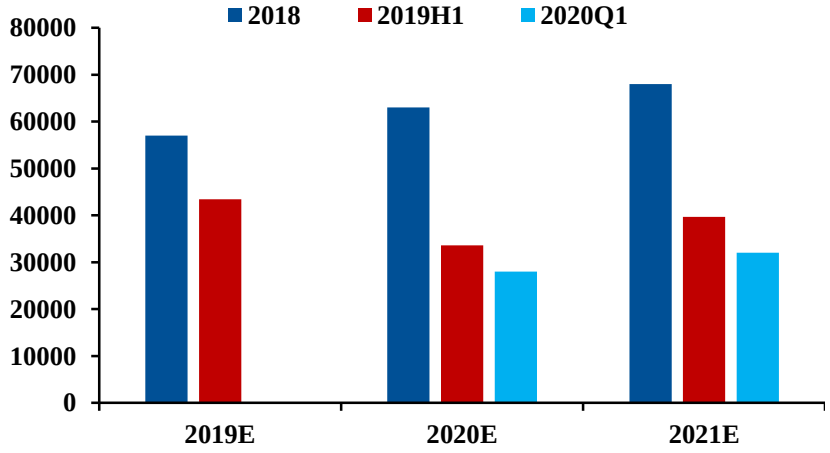
供给整体收缩。2020Q1主要钴矿企业产量均出现同比下滑，嘉能可因Mutanda矿山停产产量由10900吨下降至6100吨，洛钼TFM 2020Q1产量3244吨（2019Q1为4798吨），谢里特2020Q1产量800吨（Ambatovy股权已转让，Moa矿山产量由852吨下滑至800吨），淡水河谷2020Q1产量1189吨（同比下滑6吨）。2020年产量指引已由2019年的33600吨的下调至28000吨，2021年产量指引由39700吨下调至32000吨。同时，刚果金疫情正持续扩散，不排除后续矿山生产持续受到扰动影响。

图 2020Q1钴矿企业产量多数下滑（金属吨）



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

图 嘉能可继续下调对钴的产量指引（金属吨）



资料来源：嘉能可财报，民生证券研究院

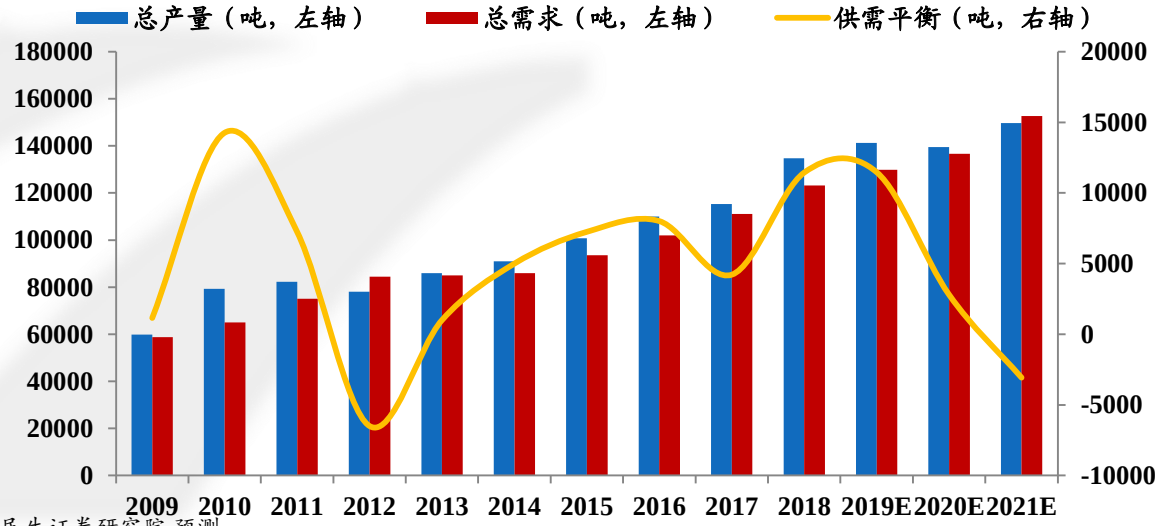
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

4.3 钴：供需紧平衡，钴价中枢有望上移

钴的供需紧平衡格局有望延续

供给：嘉能可关停Mutanda矿山以后，叠加疫情影响，上游矿山开工、运输（南非港口）均受到影响，供给端整体收缩；需求：单机带电量的提升趋势不变，看好3C端需求逐步修复；欧洲新能源放量确定性较强，国内新能源汽车Q3有望逐步改善。2020年行业小幅过剩，2021年进入短缺的供需格局依然不变，需求恢复的确定性强，钴价有望从8月开始走出底部，价格中枢逐步上移。

图 钴供需平衡从小幅过剩转向小幅短缺

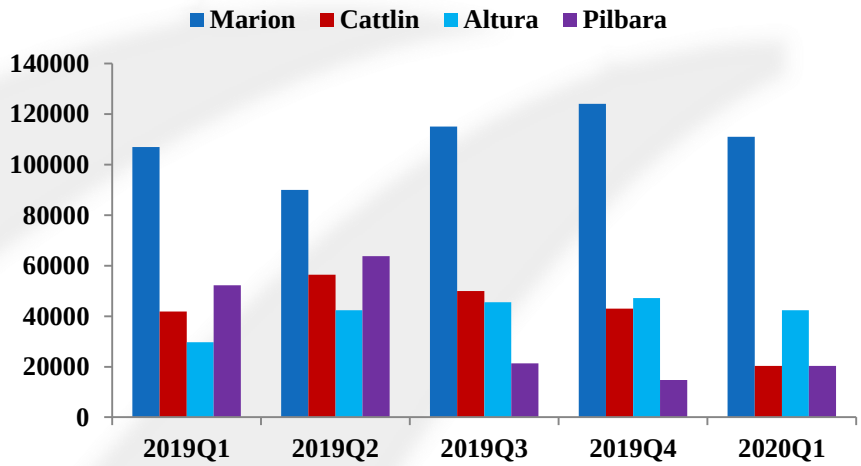


资料来源：安泰科，民生证券研究院 预测

4.4 锂：供给收缩，成本支撑，碳酸锂底部确认

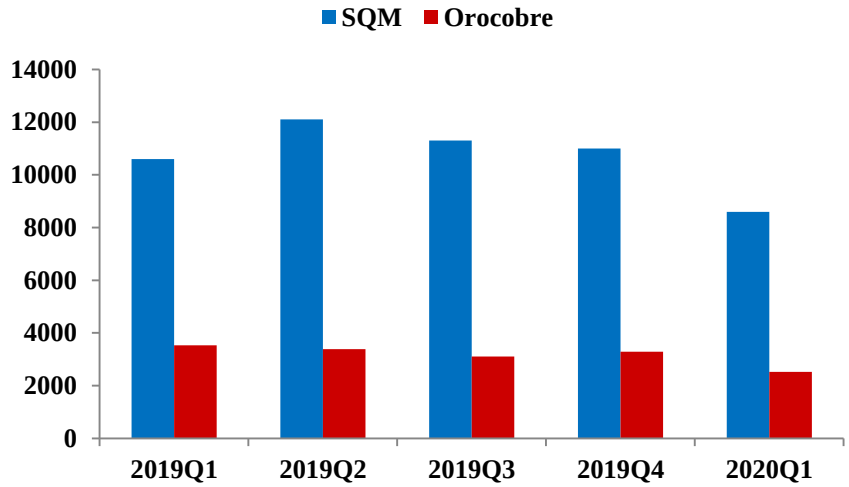
供给整体收缩：澳洲锂矿企业除Pilbara以外，产量环比均出现下滑，四家主要锂矿企业总产量环比下跌15.3%，同比下跌15.9%；南美方面，SQM和Orocobre的销量同比环比下滑幅度均在20%以上，Albemarle和Livent未公布具体销量，但收入均出现明显下滑，供给端整体收缩。

图 澳洲主要矿企锂精矿季度产量（吨）



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

图 南美盐湖企业季度销量（吨）

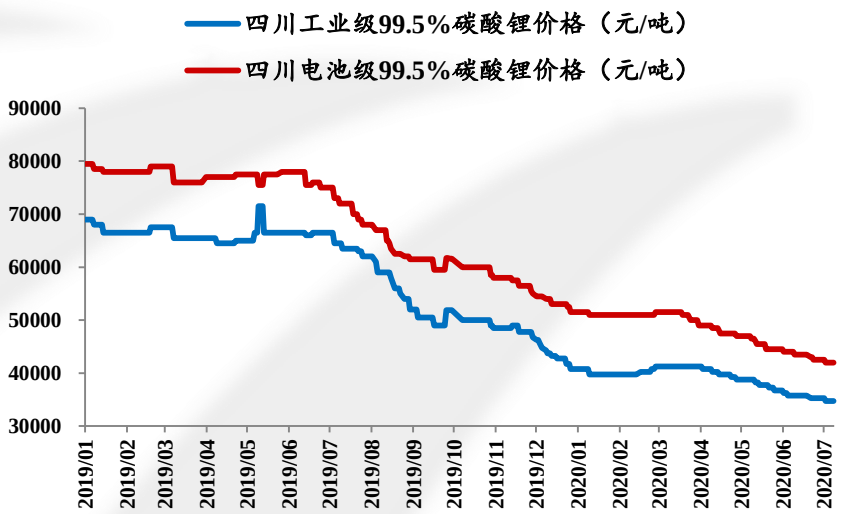


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

4.4 锂：供给收缩，成本支撑，碳酸锂底部确认

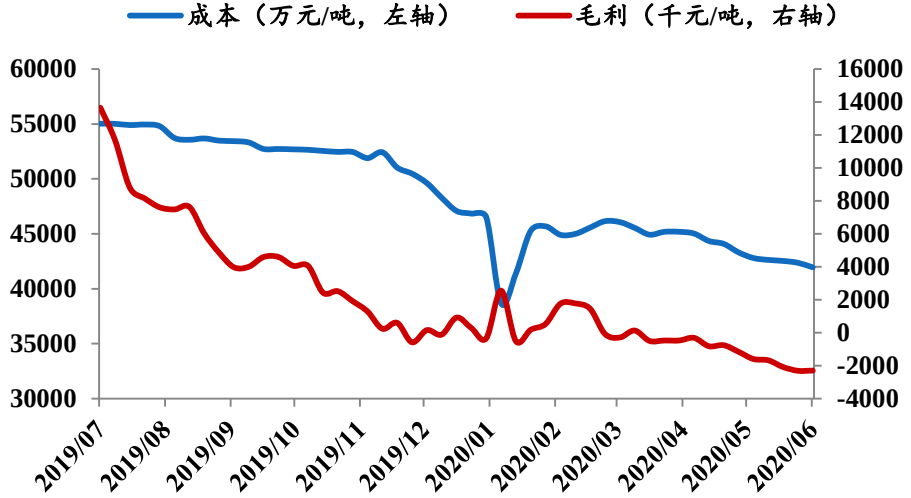
2020年年内碳酸锂价格继续下跌，截至7月初，电池级碳酸锂均价跌至42000元/吨，工业级碳酸锂价格已经跌至35000元/吨，年内跌幅分别为14.7%和18.45%。当前碳酸锂价格对应锂盐企业平均亏损超过2000元，中小企业经营压力较大。当前价格成本支撑明显；随着Q2南美疫情蔓延，预计供给端持续收缩，新建产能进度或不及预期，行业供大于求局面正在逐步改观，碳酸锂底部已经确认，或有阶段性反弹机会。

图 电池级碳酸锂价格已经跌至4万元/吨



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图 国内锂盐企业成本与毛利

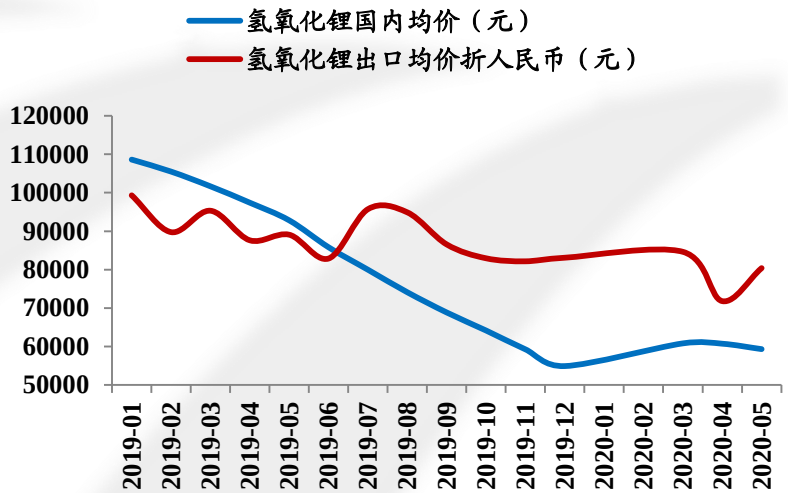


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

4.4 氢氧化锂：实际增量有限，溢价有望维持

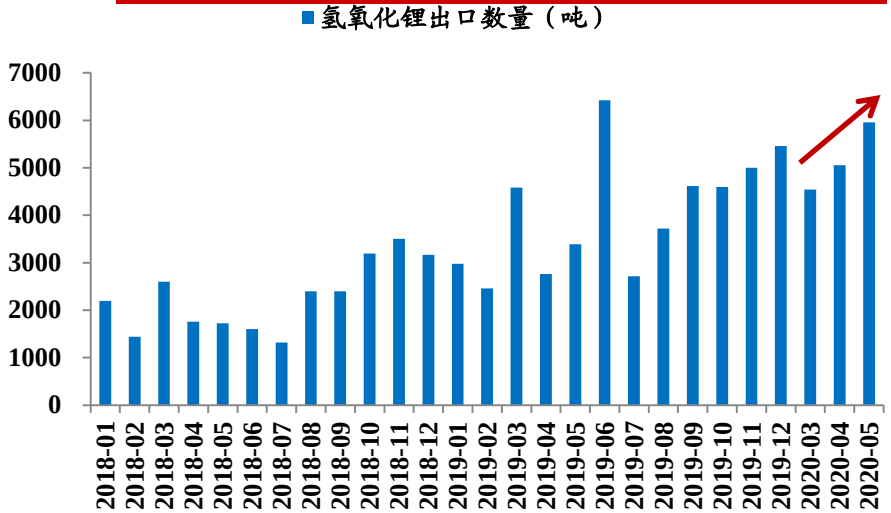
氢氧化锂国外好于国内。因氢氧化锂熔点较碳酸锂更低，符合高镍三元烧结时温度不高于800℃的要求，主要用于NCM622（部分）、NCM811、NCA等高镍三元电池。同时，氢氧化锂规格呈现一定定制化，客户品控和认证周期要求高。目前国外需求好于国内，国内出口的量和价均可侧面验证。3-5月，氢氧化锂出口量环比增长明显，且国内外价差明显，出口均价约8万元，较国内6万均价高出2万元左右。

图 2019年氢氧化锂出口均价与国内均价差价明显



资料来源：中国海关，民生证券研究院

图 月度氢氧化锂出口数量环比增长明显

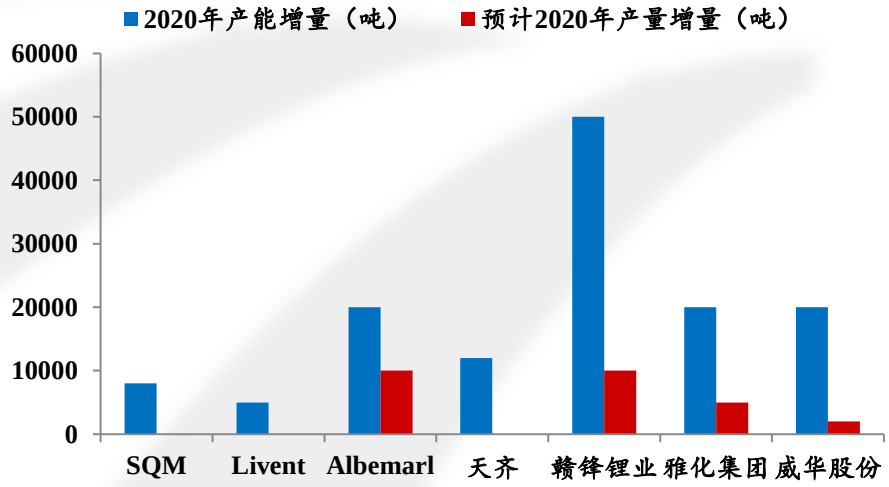


资料来源：中国海关，民生证券研究院

4.4 锂：供给收缩，成本支撑，碳酸锂底部确认

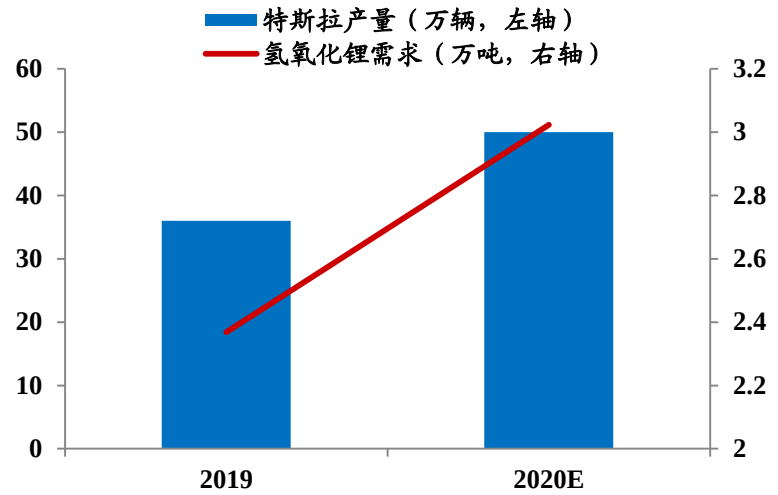
氢氧化锂溢价有望维持。目前电池级氢氧化锂主要供应商为Albemarle、Livent、SQM和赣锋锂业。2020年新增产能包括SQM、Livent、赣锋锂业、雅化集团、威华股份等，但建设进度都受到疫情影响，SQM、Livent、天齐年内无增量，赣锋和Albemarle是主要增量，雅化集团和威华股份亦有部分增量贡献，年内实际增量或相对有限。而年内特斯拉产能释放以及BBA多款纯电动车型会继续拉升氢氧化锂需求。仅考虑特斯拉2020年产量（约50万辆）带来的氢氧化锂需求增量就达6000多吨。氢氧化锂溢价有望维持。

图 2020年氢氧化锂产能增量



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

图 特斯拉产量及对应氢氧化锂需求



资料来源：特斯拉财报，民生证券研究院整理预测

五、推荐标的及风险提示

重点标的推荐：

贵金属：推荐**山东黄金、紫金矿业、盛达资源、银泰黄金**，关注**赤峰黄金**。

铜铝：推荐**紫金矿业**，关注**神火股份、云南铜业**。

钴锂：推荐**华友钴业**，关注**洛阳钼业**；推荐**赣锋锂业**，关注二线标的**威华股份、雅化集团**；铜箔关注**嘉元科技，铜陵有色**。

优质低估值加工股：推荐**贵研铂业、云海金属、明泰铝业**，关注**楚江新材**。

风险提示：

需求回暖不及预期、供给超预期释放、政策不确定性增强。

五、推荐标的及风险提示

表 行业重点公司业绩与估值表

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		7月14日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600547.SH	山东黄金	38.75	0.28	0.53	1.16	138	73	33	推荐
000975.SZ	银泰黄金	17.05	0.44	0.49	0.60	39	35	28	推荐
000603.SZ	盛达资源	14.72	0.65	0.63	0.87	23	23	17	推荐
603799.SH	华友钴业	45.29	0.11	0.68	1.14	412	67	40	推荐
002460.SZ	赣锋锂业	64.56	0.28	0.41	0.80	231	157	81	推荐
601899.SH	紫金矿业	5.82	0.18	0.18	0.25	32	32	23	推荐
601677.SH	明泰铝业	10.15	1.51	1.05	1.13	7	10	9	推荐
002182.SZ	云海金属	11.27	0.51	0.99	0.96	22	11	12	推荐
002237.SZ	恒邦股份	17.47	0.34	0.53	0.62	51	33	28	推荐
600459.SH	贵研铂业	28.95	0.46	0.44	0.69	24	33	28	推荐
600988.SH	赤峰黄金*	13.29	0.13	0.26	0.51	102	51	26	/
002240.SZ	威华股份*	16.90	-0.11	0.22	0.36	-154	77	47	/
002497.SZ	雅化集团*	10.59	0.09	0.23	0.35	118	46	30	/
600362.SH	江西铜业*	16.38	0.71	0.65	0.80	23	25	20	/
000878.SZ	云南铜业*	14.80	0.39	0.46	0.57	38	32	26	/
688388.SH	嘉元科技*	66.13	1.67	1.72	2.30	40	38	29	/
000630.SZ	铜陵有色*	2.33	0.08	0.07	0.08	29	33	29	/
000933.SZ	神火股份*	5.50	0.71	0.17	0.28	8	32	20	/
002171.SZ	楚江新材*	10.85	0.35	0.42	0.51	31	26	21	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院（标*公司盈利预测为Wind一致性预期）

- 分析师简介

方驭涛，执业证号S0100519070001，民生有色金属行业分析师，上海对外经贸大学金融学硕士，3年行研经验，曾就职于华安证券，2019年加入民生证券。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。