



新华财经研报中心

作者：戴溪瀛

编辑：许坦

审核：白纯洁

排版：谢朝晖

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



有色金属有望进入新一轮顺周期

——2020年有色金属行业分析及2021年展望

有色金属市场供给端紧张、库存进入阶段性低位、下游消费改善、财政政策宽松，叠加宏观情绪改善，灰犀牛和黑天鹅事件阶段性落地，或将进入一轮顺周期，2021年，有色市场走向和波动幅度将在很大程度上取决于疫情对经济的拖累程度、供给释放、中美关系、地缘政治等风险点。2021年，头部企业将从产品升级、技术创新等维度积极谋划，进一步提升资源集中度、加速布局国内新兴消费领域，丰富风险管理工具，主动融入“双循环”发展格局。

目录

一、基本金属价格冲至年内高位.....	3
二、有色企业盈利能力持续改善.....	4
三、基本金属供应进入趋紧周期.....	5
四、预计 2021 年有色金属将进入新一轮补库周期.....	6
五、下游市场需求结构性变化明显.....	6
六、经济刺激政策有望在 2021 年充分释放.....	8
七、中长期维度单边牛市较难成立.....	9
八、2021 年中国有色金属产业升级重点	9
（一）龙头企业资源集中度提升	9
（二）企业生产经营风险管控能力强化.....	10
（三）有色企业“工具箱”愈发多元	11

图表目录

图表 1：LME 期铝、期铅、期锌价格走势	3
图表 2：有色金属采选业、冶炼压延业利润总额累计同比增速	4
图表 3：2020 年 1-6 月主要国家铜精矿产量	5
图表 4：汽车月度销量/同比.....	7
图表 5：商品房月度销售面积/同比.....	7
图表 6：白电产量同比增速.....	7
图表 7：电网投资同比增速.....	7
图表 8：部分有色上市企业疫情期间强化风险管控举措	10

有色金属有望进入新一轮顺周期

——2020年有色金属行业分析及2021年展望

有色金属市场供给端紧张、库存进入阶段性低位、下游消费改善、财政政策宽松，叠加宏观情绪改善，灰犀牛和黑天鹅事件阶段性落地，或将进入一轮顺周期，2021年，有色市场走向和波动幅度将在很大程度上取决于疫情对经济的拖累程度、供给释放、中美关系、地缘政治等风险点。2021年，头部企业将从产品升级、技术创新等维度积极谋划，进一步提升资源集中度、加速布局国内新兴消费领域，丰富风险管理工具，主动融入“双循环”发展格局。

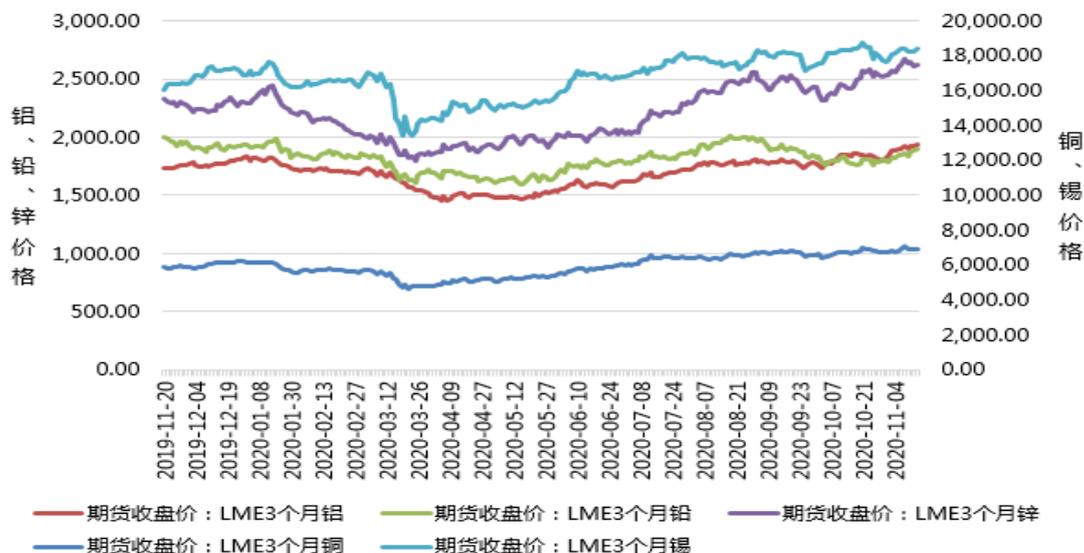
一、基本金属价格冲至年内高位

受新冠肺炎疫情影响，2020年全球经济亮点难寻。世界银行最新一期《全球经济展望》报告显示，预计2020年全球经济将下滑5.2%，这将是二战以来最严重的经济衰退。

二季度以来，中国经济一枝独秀，4月份，中国规模以上工业增加值率先恢复至正增长，国内经济复苏，构建“双循环”新格局对基本金属市场拉动明显。进入四季度以来，全球央行开启货币宽松浪潮、制造业呈现持续恢复迹象，宏观面利好叠加基本面修复，有色金属市场整体延续震荡反弹态势。

最新一期中国有色金属产业景气指数显示，2020年10月，有色景气指数较上月回升1.1个百分点至25.3，其中，有色金属进口额、十种有色金属产量、营业收入及利润总额等9个指标位于“正常”区间，带动有色金属价格年内走出“V”字修复曲线。

图表 1：LME 期铝、期铅、期锌价格走势（单位：美元/吨）



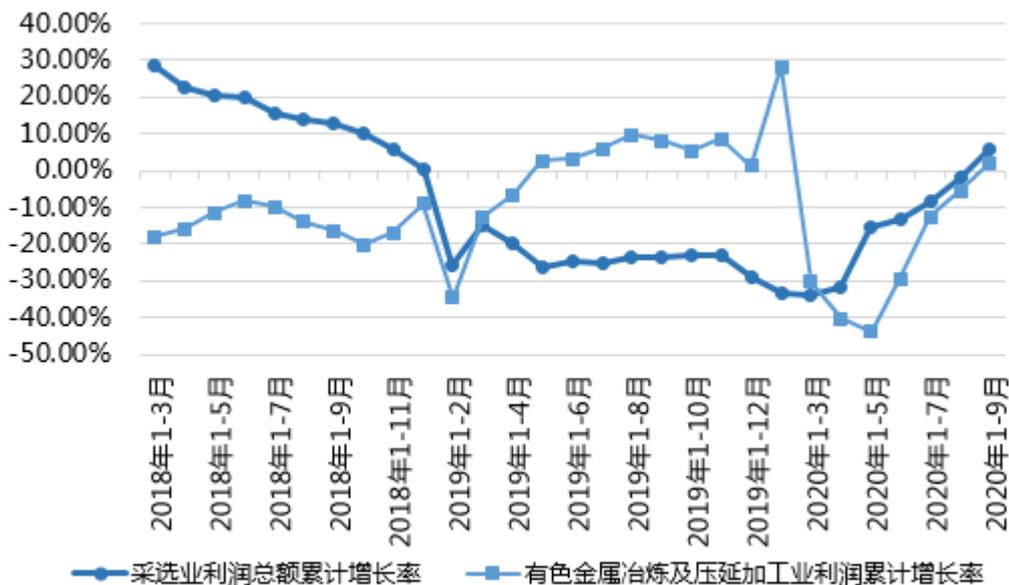
来源：新华财经

截至 11 月 13 日，伦敦金属交易所期铜、期铝、期铅、期锌和期锡 3 个月主力合约价格分别收于 6943.5 美元/吨、1934.5 美元/吨、1904.5 美元/吨、2626 美元/吨和 18375 美元/吨，较 2020 年低点分别上涨约 50.08%、32.55%、19.18%、46.46%、37.28%；上海期货交易所期铜、期铝、期铅、期锌连续合约价格分别收于 52180 元/吨、15530 元/吨、14785 元/吨、20020 元/吨，较 2020 年低点分别上涨约 40.27%、36.89%、14.21%、38.83%。

二、有色企业盈利能力持续改善

2020 年三季度以来，基本金属价格震荡走高，企业盈利能力持续改善，1-9 月有色金属采选业、冶炼压延工业利润总额累计值实现同比正增长。国家统计局数据显示，1-9 月份，有色金属采选业利润总额累计值同比增长 5.9%；有色金属冶炼和压延加工业利润总额累计值同比增长 2.1%。

图表 2：有色金属采选业、冶炼压延业利润总额累计同比增速



来源：国家统计局、新华财经

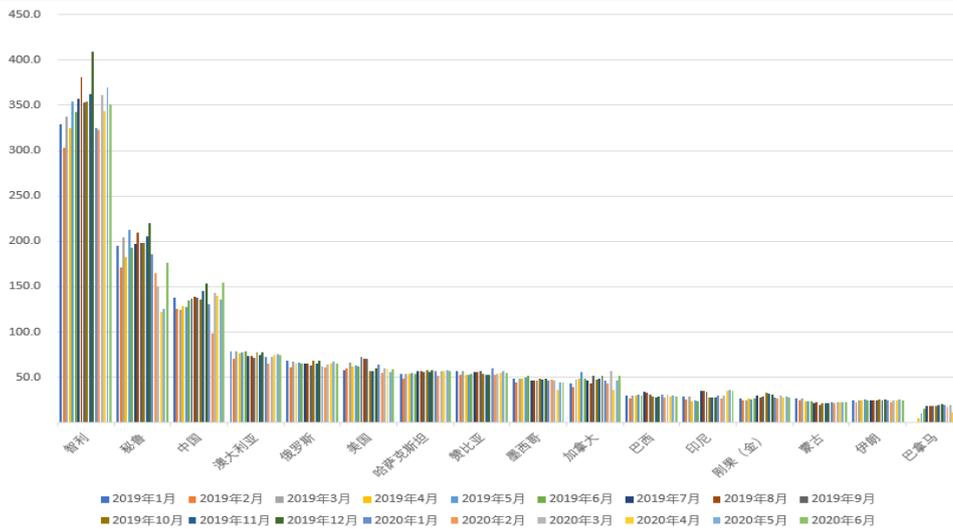
以电解铝产业为例，4 月初，国内铝市现货价格跌破 12000 元/吨水平，行业步入全面亏损。此后，随着铝价底部回暖，叠加当前氧化铝、铝土矿价格偏低运行，电解铝生产企业盈利能力冲高。第三季度，云铝股份实现净利 3.27 亿元，同比增达 148.76%；神火股份第三季度扣非净利润为 1.57 亿元，同比增长 410.48%。

另据上海有色网对 12 家具有铜冶炼厂的上市企业业绩统计，前三季度，仅有 2 家企业营收同比仍小幅下滑，6 家企业净利润同比正增长。其中，豫光金铅、中金黄金、紫金矿业净利润同比涨幅均在 50%以上。

三、基本金属供应进入趋紧周期

2019年，有色金属资本支出增速跌至近年低点，对后续两年整体供应增速产生持续影响。2020年以来，受疫情及前期价格低迷拖累，基本金属供应进入整体趋紧周期。

图表 3：2020年1-6月主要国家铜精矿产量（单位：千吨金属量）



来源：ICSG，安泰科

以金属铜为例，2020年以来，占全球铜精矿产量近40%的智利和秘鲁因疫情停产，部分智利铜矿开启新一轮劳资谈判，其中不乏 Escondida 这样的大型铜矿。数据显示，秘鲁上半年铜精矿铜产量同比下降20.4%；1-8月秘鲁累计产铜1341866吨，同比下滑16.7%。铜矿产量低迷叠加冶炼产能持续投放，导致铜矿加工费跌至50美元之下的低迷水平，较2015年高点下跌61.5%；硫酸价格低迷导致冶炼厂利润进一步压低，甚至出现大面积冶炼亏损，加之不断趋严的废铜进口审批政策影响，增加市场供应的不确定性。2020年，中国铜精矿预计供需缺口为555万吨，需要通过进口及使用废铜的方式满足。

金属铝方面，国内电解铝产能受疫情影响相对较小，但原计划新建项目增量出现滞后。据安泰科预计，2020年底国内电解铝建成产能约4296万吨/年，同比增长3.9%；运行产能约3923万吨/年，同比增长8.3%，短期内新建项目供应对市场的冲击不及预期。2020年，中国电解铝供应量约为3797万吨，消费量约为3720万吨，全年市场过剩77万吨。

金属铅方面，2020年，全球精铅产量降幅收缩至2%左右，中国精铅产量下降1.1%。此外，中国废旧铅蓄电池供应增量难以匹配再生铅产能增加，原料供应紧张将持续困扰再生铅企业。金属锌方面，价格因素导致部分矿山减产，预计国内产量削减约为10万金属吨，国外约为35万金属吨。金属锡方面，缅甸锡矿占中国锡矿总进口量约95%。2020年，锡矿供应受到缅甸矿区塌方影响，1-9

月累计进口缅甸矿同比减少约 16%。

四、预计 2021 年有色金属将进入新一轮补库周期

以金属铜为例，2020 年铜库存先增后减。年初受疫情影响，铜需求预期快速崩塌，市场库存大量堆积。全球交易所库存从年初的 32.5 万吨攀升至 3 月 18 日最高的 63.8 万吨，增幅达 96.3%。国内三地库存同期从 14.0 万吨增至 37.6 万吨。随着各国央行推出经济刺激政策，叠加中国下游复工复产，冶炼厂受到低加工费和硫酸涨库影响开工，去库存速度明显好于往年。全球交易所库存从高位回落至 9 月末最低的 30.9 万吨。国内三地库存最低降至 6 月底的 10.0 万吨。

金属铝方面，受疫情影响，国内电解铝库存迅速攀升。2020 年一季度，上期所库存由春节前的 23 万吨最高增至 3 月中旬的 53.4 万吨，全球交易所库存结束自 2019 年年末以来的去化趋势，在 7 月末达到高点 189 万吨水平；社会库存方面，国内主流仓储地库存较春节前累增约 100 万吨并最高超过 160 万吨，库存压力下现货升贴水持续走低。此后，国内社会库存出现明显去化迹象，截至 10 月底国内社会库存总计 68.3 万吨，半年去化近百万吨库存显示国内需求强劲。

从历史库存情况来看，2005 年至今，有色金属板块存在着四轮外部需求与企业利润双改善开启的主动补库周期。2005-2009 年，随着中国对外开放加速，经济快速发展，外需旺盛带动企业补库；2009-2014 年，美国次贷危机后，货币财政政策宽松，刺激市场需求增加，带动企业补库；2014-2016 年，随着国内加大基建，加快产业结构调整，供需改善带动企业补库；2016-2019 年，供给侧改革叠加基建发力，带动企业补库。

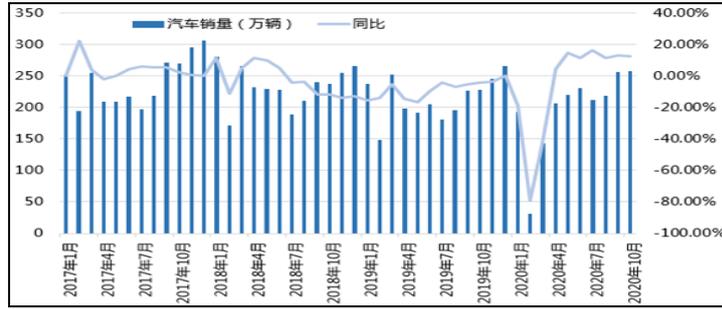
伴随着资本开支周期、库存周期和经济恢复周期共振，预计 2021 年有色金属将进入新一轮补库周期，2020 年四季度以来，部分金属出现现货升水，反映出消费市场逐渐步入景气区间。

五、下游市场需求结构性变化明显

2020 年二季度以来，电力、家电、建筑、交通、电子等有色金属下游需求重点领域进入修复周期。此外，新一轮产业转移加速推进，随着初级产能转移并投入相应配套设施建设，基建需求兴起，诱发固定资产投资快速增加。

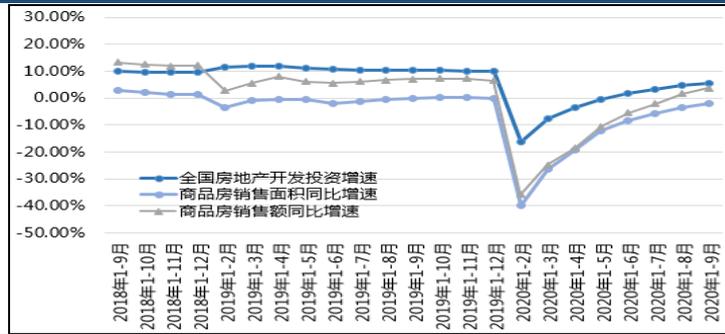
具体来看，汽车市场方面，1-10 月，汽车产销分别完成 1951.9 万辆和 1969.9 万辆，同比分别下降 4.6%和 4.7%，降幅较 1-9 月分别继续收窄 2.1 和 2.2 个百分点。中国汽车工业协会副总工程师许海东预计，2020 年国内汽车产销降幅或低于 5%。

图表 4：汽车月度销量/同比



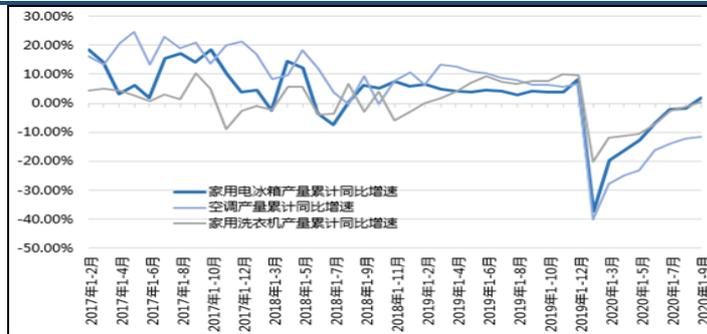
来源：国家统计局、新华财经

图表 5：商品房月度销售面积/同比



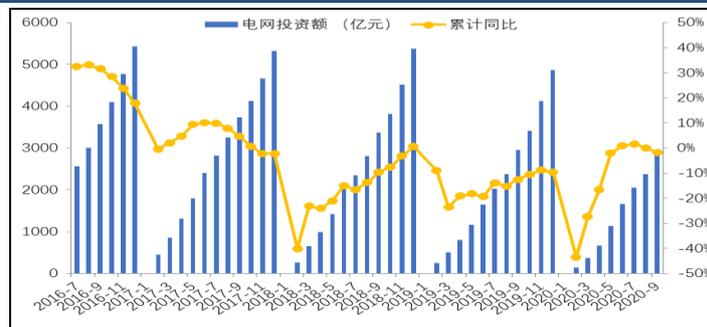
来源：国家统计局、新华财经

图表 6：白电产量同比增速



来源：国家统计局、新华财经

图表 7：电网投资同比增速



来源：国家统计局、新华财经

房地产市场方面， 1-10月，全国房地产开发投资完成额为116556亿元，同比增长6.3%，增

速比 1-9 月份提高 0.7 个百分点；房屋新开工面积 180718 万平方米，下降 2.6%，降幅收窄 0.8 个百分点；商品房销售面积 133294 万平方米，同比持平，而 1-9 月份为下降 1.8%。

值得关注的是电力市场，三季度以来，国内电源投资增速维持高位，四季度电网交货量将较三季度出现大幅增加，且主要集中在 11 月和 12 月，目前线缆企业对于 2021 年的订单持乐观态度。此外，光伏和风电仍是本轮基建项目重点，预计“十四五”期间，电源电网投资将继续对基本金属需求形成有力支撑。

此外，2020 年市场需求结构性变化也较为明显。上半年基建类需求强劲，除了电网电力需求之外，轨道交通、机场建设等也带来了不少增量。下半年需求结构将再度发生变化，前期偏弱的民用类消费开始逐步改善，城市老旧小区改造、城镇基础设施带来新增需求。

六、经济刺激政策有望在 2021 年充分释放

全球疫情仍未真正好转，但进入 2020 年四季度后，多个国家释放疫苗积极信号，其中，中国、美国、俄罗斯等国均表示最快 2020 年年底有望问世。如果疫苗能按预期问世，将彻底改变疫情对经济活动的制约，彻底确立经济拐点，加速全球经济复苏。此外，在疫情的威胁下，全球各国政府采用了历史新高的货币和财政政策力度，全球货币超发，短期内将缓解经济压力，为市场释放异常宽松的流动性，相关政策效果亦有望在 2021 年充分释放。

银河证券在近期报告中指出，欧洲各国因疫情再度封闭后，市场对于欧央行在四季度加码量化宽松的预期加强；美国在大选完成后，新一轮财政刺激计划有望推出，美联储或为配合财政刺激计划进一步宽松货币政策。在各国新一轮财政货币政策刺激下，叠加疫苗大概率将在今年年底或明年年初推出，全球经济复苏的预期与通胀预期将会提升，利好于顺周期板块与经济相关性较强的有色金属板块。

美元方面，2020 年美元指数高位大幅下挫，从 3 月最高的 102.7 降至 10 月 20 日的 93.1，创两年来的新低。考虑到目前美国每日疫情新增不断创新高，加上日本、中国在疫情中经济表现较好，弱美元环境或将贯穿 2021 年，利好基本金属。

此外，10 月 29 日，党的十九届五中全会审议通过“十四五”规划，规划显示中国未来仍保持中高速增长，规划经济增长目标在 5%左右，2035 年 GDP 再翻一番。全球最大的有色金属消费国将为基本金属表现注入强心针。

七、中长期维度单边牛市较难成立

供给端紧张、库存进入阶段性低位、下游消费改善、财政政策宽松，叠加宏观情绪改善，灰犀牛和黑天鹅事件阶段性落地，可初步判断 2021 年有色金属或将进入一轮顺周期。投资银行杰弗瑞在最新报告中上调大宗商品价格、收入和价格区间预期，并称 2021 年将成为基本金属之年。杰弗瑞预测，接下来 6-12 个月内，铜和煤炭价格将走高，其他大宗商品的价格应会维持强劲或同样进一步上涨。

虽然利好因素明显，但我们也应冷静地看到全球新冠疫情仍在蔓延，国际环境日趋复杂等因素，不可避免地给有色金属产业修复带来巨大的不确定性，对此需要保持警惕。

安泰科资深分析师何笑辉指出，目前，基本金属价格已经大幅反弹，累计的风险和承受的压力也在不断增大。从不确定性方面来看，前期复工复产的靓丽数据未必能持续，国内经济和需求仍面临较大不确定性；长期来看，疫情冲击下全球政治经济格局和贸易格局将发生变化，如疫情出现二次暴发，将对市场情绪和宏观面产生重大冲击。此外，全球货币超发导致资本泡沫风险上升、欧美经济复苏缓慢、外需疲软影响国内出口将对基本金属形成利空。

综上，2021 年有色金属市场走向和波动幅度将在很大程度上取决于疫情对经济的拖累程度，此外还需关注地缘政治、供给释放等风险点。基于基本面需求较难维持高速增长，中长期维度的单边牛市较难成立。

八、2021 年中国有色金属产业升级重点

回顾 2020 年有色金属产业发展态势，国际环境复杂化加重国内经济下行压力，疫情导致传统增量消失，存量竞争加剧，行业急剧洗牌，原有发展模式面临挑战，产业格局面临新一轮调整。2021 年，头部企业将从产品升级、技术创新等维度积极谋划，并加紧拓展海外市场、加速布局国内新兴消费领域，风险管理工具进一步丰富，适应“双循环”新发展格局。

（一）龙头企业资源集中度提升

疫情在冲击有色金属市场的同时，也为企业逆周期并购提供机遇。2020 年以来，云锡控股、紫金矿业、山东黄金等企业持续加强资源的整合并购，巩固资源优势的同时，加快构建高适配度的国际化乃至全球化运营管理体系，推进国际化发展。

以世界锡行业龙头——云南锡业集团（控股）为例，近年来集团围绕下游应用市场开发、贴近

市场原则构建郴州、昆山等新基地，重点针对“一带一路”沿线国家，打造“国际、国内一体化”贸易及供应链金融平台。2021年，云锡控股明确将投资方向朝产业链上下游倾斜，加大矿权并购力度，提升资源控制保有量，提高原料自给率。在多金属资源拓展方面，云锡控股提出，在保证现有矿山年开采消耗金属量的基础上，确保锡、铜保有资源的静态服务年限不减少。此外，公司圈定省内外重点靶区，多种方式提升一次资源控制量，拓展锡、铟二次资源，并系统谋划海外资源勘查。

（二）企业生产经营风险管控能力强化

受疫情影响，全球供应链断裂问题凸现，全球化分工面临新的格局调整，有色金属价格波动风险加大。面对疫情期间量价两跌、供需双弱的困难局面，国内有色金属企业强化生产经营风险管控工作，为应对极端市场条件下生产经营工作奠定了基础。

疫情防控为企业应对公共卫生事件积累了经验。调研发现，疫情发生以来，中铝集团围绕“两保一防”（保疫情防控、保生产稳定、防范风险），统筹布局极端市场条件下生产经营工作。其中，降成本方面，严格按照《中铝集团降成本控支出指导意见》的要求，实施全员、全要素、全流程成本管控；对外融资方面，强化现金流动态管理，加强信用管理，把握好疫情期间市场的窗口和时机，持续优化融资结构，降低融资成本；重大风险防控方面，加大对市场的分析和研判，积极做好市场应对，利用好套期保值工具，最大限度预防市场波动风险。

图表 8：部分有色上市企业疫情期间强化风险管控举措

企业	风险管控举措
中国铝业	突出价值创造导向，开展多层级全要素对标，建立对标体系；开展极限降本增效专项行动，确保生产经营稳定，有效防范经营风险。
驰宏锌锗	赶前抓早统筹布局极端市场条件下生产经营工作，克服原材料采购运输受阻、加工费下行、经营成本上升等多项挑战，切实做到生产经营不间断、员工收入有保障。
云南锗业	通过不断延伸产业链、发展深加工产品，希望通过下游精深加工产品保证公司赚取产业链中利润率相对较高的部分。
紫金矿业	通过科学防控，化解疫情对海外项目带来的影响；实施逆周期并购，以较低成本获取矿产资源，保障资源供给；持续深化改革，加快构建高适配度的国际化乃至全球化运营管理体系。
江西铜业	紧扣生产经营年度目标，通过采取抢时间、保进度、强管理、降成本、促发展等一系列行之有效的硬核举措，统筹推进疫情防控和生产经营各项工作。

来源：上市公司半年报

（三）有色企业“工具箱”愈发多元

2020 年以来，一系列有色金属金融创新衍生品陆续面世，为实体企业风险管理提供更加灵活的风险解决方案。8 月 10 日，铝期权和锌期权在上海期货交易所正式挂牌交易，国内有色金属期权品种扩容至 3 个。

11 月 11 日，上期所子公司上期能源正式公布国际铜期货合约及相关细则。作为我国首个拟以“双合约”模式运行的国际化期货合约，国际铜期货的推出，为铜企的套期保值增加多元化选择，其净价交易、保税交割的特点降低了企业的保值成本，规避了增值税税率变化带来的风险；人民币计价的模式为企业在未来进出口贸易过程中的现货结算增加选项，有效降低了汇率风险；冶炼企业可以将国内铜期货“双合约”与 LME 铜期货的价格进行对比测算，选出对企业最有利的报价进行现货交易，对增强中国有色金属产业的价格影响力意义重大。

重要声明

《新华财经年报》由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整。任何情况下，《新华财经年报》所发布的信息均不构成投资建议。