

分析师:周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

贵金属为盾，新材料为矛

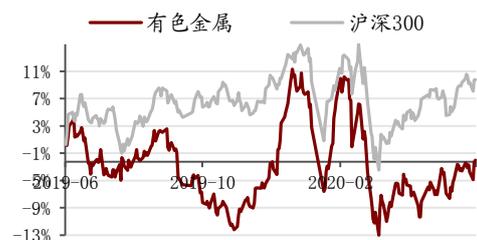
——有色金属行业半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市（维持）

有色金属相对沪深300指数表现

发布日期: 2020年06月18日



相关报告

- 1 《有色金属行业月报:经济逐步复苏,金属价格企稳回升》 2020-06-02
- 2 《有色金属行业月报:欧美面临压力,全球需求放缓》 2020-04-02
- 3 《有色金属行业月报:稳经济或需积极政策,复工复产促需求提升》 2020-03-03

联系人:朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- **有色行业受疫情影响较大。**2019年和2020年一季度,有色金属采选业的营业收入同比增速分别为-4.6%、-15.0%,利润总额同比增速分别为-28.8%、-33.9%;有色金属冶炼及压延加工业的营业收入同比增速分别为7.2%、-10.0%,利润总额同比增速分别为1.2%、-30.2%。受疫情影响,有色行业面临不少经营压力。下游需求出现断崖式下滑,冶炼企业出现硫酸胀库等生产问题。当然,随着国内疫情得到快速有效控制,复工复产进度加快,3月份以来行业回暖态势非常明显,工业增加值增速出现V型反弹。
- **共克时艰的全球经济。**疫情不但让全球经济受到沉重打击,国际环境也随之改变。经济停摆和长时间的封禁对部分行业造成永久性损伤,全球贸易前景不容乐观。为应对危机,各国央行采取大幅宽松的货币政策,为短期市场注入流动性和信心。在供给收缩的情况下,中期可能触发通胀。大国博弈是走向合作还是对抗,还是个未知数,全球经济的不确定性上升。
- **以贵金属为盾,以新材料为矛。**全球疫情形势在复产复工后依然呈现反复的态势,行业下游需求较弱,但环比出现改善,供给层面对价格的影响较大,大部分金属呈现供需双收缩的态势。疫情对价格冲击的最坏时刻或已过去,完全恢复则有待时日。建议采取防守和进攻兼备的策略,从三方面把握有色金属行业:一是避险的贵金属、二是氢能源和电动车产业链的铂和钴、三是高端新材料制造板块。
- **给予有色金属“同步大市”评级。**截止6月17日,有色板块PE为36.4倍,贵金属PE为42.9倍,基本金属25.8倍,稀有金属52.6倍,有色板块估值略高于历史中位数34.9倍。给予有色金属行业“同步大市”评级。建议关注贵金属、钴、高端新材料制造等板块;建议关注公司:山东黄金(600547.SH)、白银有色(601212.SH)、贵研铂业(600459.SH)、洛阳钼业(603993.SH)、华友钴业(603799.SH)、寒锐钴业(300618.SZ)、宝钛股份(600456.SH)、西部超导(688122.SH)、有研新材(600206.SH)、楚江新材(002171.SZ)、云海金属(002182.SZ)。

风险提示: (1) 全球经济下行超预期,下游需求大幅下降。(2) 全球疫情反复,导致金属需求疲弱。

内容目录

1. 回顾与展望	4
1.1. 行业基本面：疫情冲击下经营压力较大	4
1.2. 贵金属价格走强，工业金属受疫情冲击较大	6
1.3. 上半年有色板块表现：弱于大市	8
2. 共克时艰的全球经济	9
2.1. 全球贸易前景不乐观	9
2.2. 货币大宽松时代	11
2.3. 大国博弈走向对抗还是合作依然未知	12
3. 以贵金属为盾，以新材料为矛	13
3.1. 黄金依然是防守的好选项	13
3.2. 看好铂金的远期价值	15
3.3. 钴的价值需要重估	20
3.4. 中重稀土受制于供给	23
3.5. 新材料高端制造加速发展	24
4. 投资策略	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1: 全国有色金属矿采选业营收和利润累计同比增速	4
图 2: 全国有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业的利润总额同比增速	4
图 3: A 股有色行业营收和归属母公司股东净利润同比增速	5
图 4: A 股有色金属公司营业收入及增速	5
图 5: A 股有色金属公司归母公司股东净利润及增速	5
图 6: A 股贵金属公司营业收入及增速	5
图 7: A 股贵金属公司归属母公司股东净利润及增速	5
图 8: A 股工业金属公司营业收入及增速	6
图 9: A 股工业金属公司归母公司股东净利润及增速	6
图 10: A 股稀有金属公司营业收入及增速	6
图 11: A 股稀有金属公司归母公司股东净利润及增速	6
图 12: 黄金价格与美元指数走势	7
图 13: 有色金属指数和大盘指数走势对比	8
图 14: 2019 年前 5 个月行业指数和大盘指数涨跌幅 (%)	9
图 15: 2019 年前 5 个月有色板块子行业涨跌幅 (%)	9
图 16: 全球贸易量指数 (点, 2010 年基准=100 点)	10
图 17: 摩根大通全球制造业 PMI (%)	10
图 18: 美联储资产负债表急剧攀升	11
图 19: 美联储联邦基金目标利率 (%)	11
图 20: 美国 M2 季调月度环比增速 (%)	11
图 21: 中国 M2 月度同比增速 (%)	12
图 22: 欧盟 M2 月度同比增速 (%)	12
图 23: 美元指数和国际黄金价格走势	13
图 24: 美国国债平均实际利率 (%) 和黄金价格(美元/盎司)	14
图 25: 全球主要经济大国 GDP 增速 (季度, %)	14

图 26: 美国 GDP 占全球经济比重 (%) 和美元指数 (点) 走势	15
图 27: 黄金、钯金、铂金的价格走势 (美元/盎司)	16
图 28: 氢能源应用前景	17
图 29: 美国能源署氢能源计划	18
图 30: 广东国鸿氢能燃料电池电堆产品技术参数	18
图 31: 铂金的工业应用	19
图 32: 铂金在燃料电池中的应用示意图	19
图 33: 日本丰田 MIRAI 氢能源汽车	19
图 34: 韩国现代 NEXO 氢能源汽车	19
图 35: 日本丰田 MIRAI 氢能源汽车结构示意图	20
图 36: 日本丰田 MIRAI 氢能源汽车储氢系统架构图	20
图 37: 国内钴市场价 (元/吨)	20
图 38: 伦敦战略金属市场钴价 (美元/磅)	21
图 39: 2019 年钴的下游消费占比	21
图 40: 2019 年我国电池行业钴用量占比	21
图 41: 2020 年 1-5 月国内新能源汽车销量前 10 名	22
图 42: 刀片电池	22
图 43: 嘉能可的钴产量及同比增速	22
图 44: 国内新能源汽车销量及同比增速	22
图 45: 全球智能手机季度出货量及同比增速	23
图 46: 国内新能源汽车产量及同比增速	23
图 47: 下游行业稀土消费比例	23
图 48: 新材料领域稀土消费比例	23
图 49: 氧化镨价格 (元/吨)	24
图 50: 氧化镝价格 (元/公斤)	24
图 51: 全球半导体季度销售额及同比增速	24
图 52: 中国集成电路产业销售额及同比增速	24
图 53: 各国军用飞机数量 (架)	25
图 54: 国外主要战斗机钛用量占比 (质量分数)	25
图 55: 国产海绵钛价格走势 (元/千克)	26
图 56: 2011-2019 年中国燃气轮机行业产量情况 (台)	26
图 57: 下游行业对高温合金的需求比例	27
图 58: 航空发动机成本构成比例	27
图 59: 有色板块与大盘 PE (倍) 对比	27
图 60: 有色及子板块 PE (倍) 对比	28
表 1: 贵金属价格和 2020 年前 5 个月涨跌幅	6
表 2: 基本金属价格及涨跌幅	7
表 3: 小金属价格及年度涨跌幅	8
表 4: 主要稀土品种价格及年度涨跌幅	8
表 5: 新中国成立后中美关系发展历程	12
表 6: 铂金供需平衡表 (单位: 吨)	15
表 7: 各类能源的热值对比	17

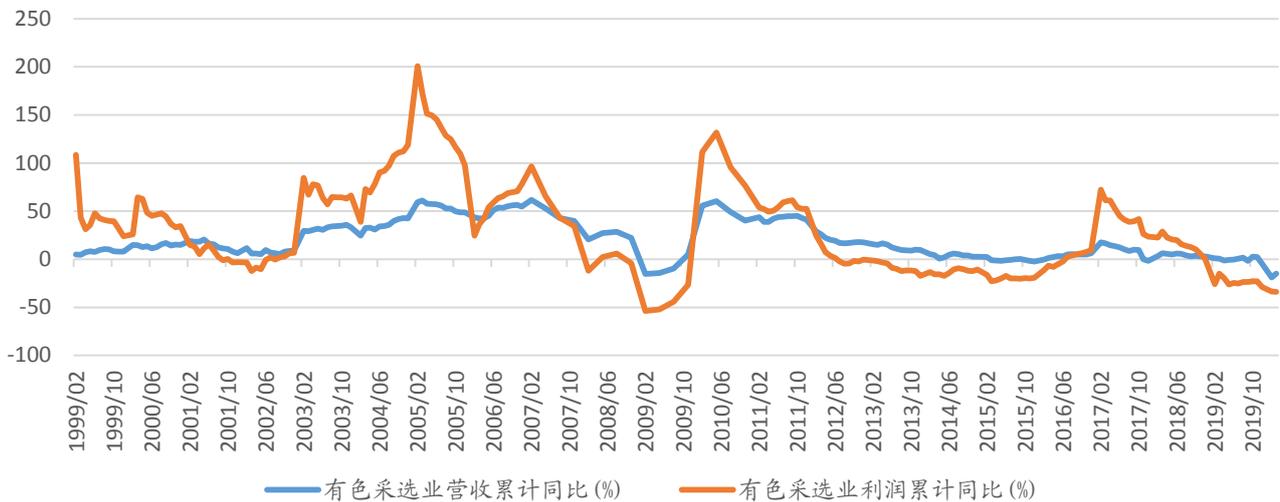
1. 回顾与展望

1.1. 行业基本面：疫情冲击下经营压力较大

从全国有色行业运行状况来看，2019年和2020年一季度，有色金属采选业的营业收入同比增速分别为-4.6%、-15.0%，利润总额同比增速分别为-28.8%、-33.9%；有色金属冶炼及压延加工业的营业收入同比增速分别为7.2%、-10.0%，利润总额同比增速分别为1.2%、-30.2%。

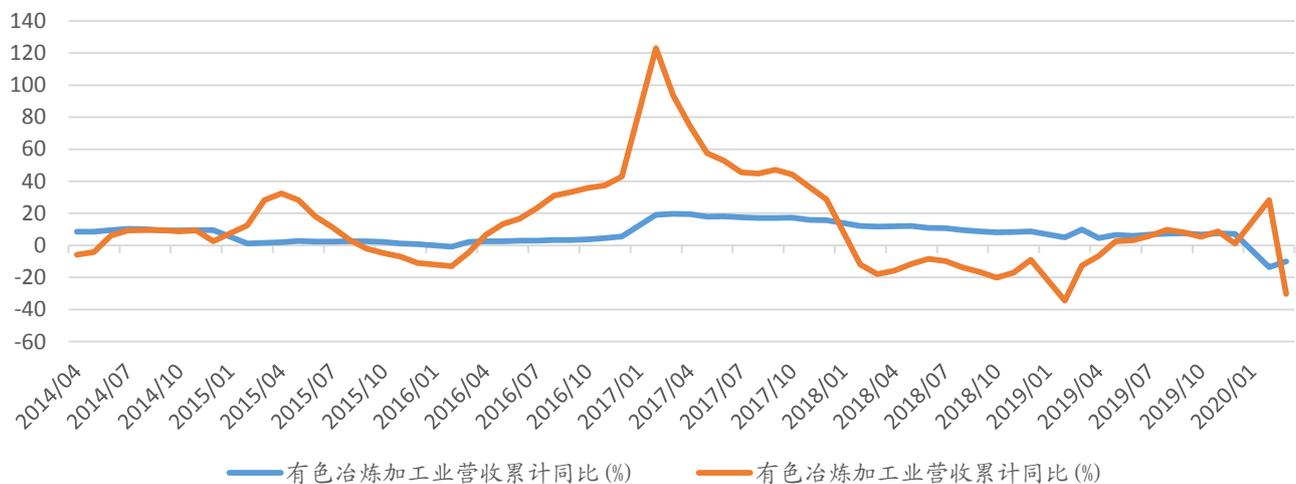
受疫情影响，有色行业面临不少经营压力。一方面下游需求出现断崖式减少，另一方面冶炼业出现硫酸胀库等生产问题。2020年2月，全国有色采选业工业增加值累计同比增速为-13.1%，有色冶炼加工工业增加值累计同比增速为-8.5%，创2006年历史以来最低值，其快速下挫的态势类同2008年金融危机。当然，随着国内疫情得到快速有效的控制，复工复产进度加快，3月份以来行业回暖态势非常明显，工业增加值增速出现V型反弹。

图 1：全国有色金属矿采选业营收和利润累计同比增速



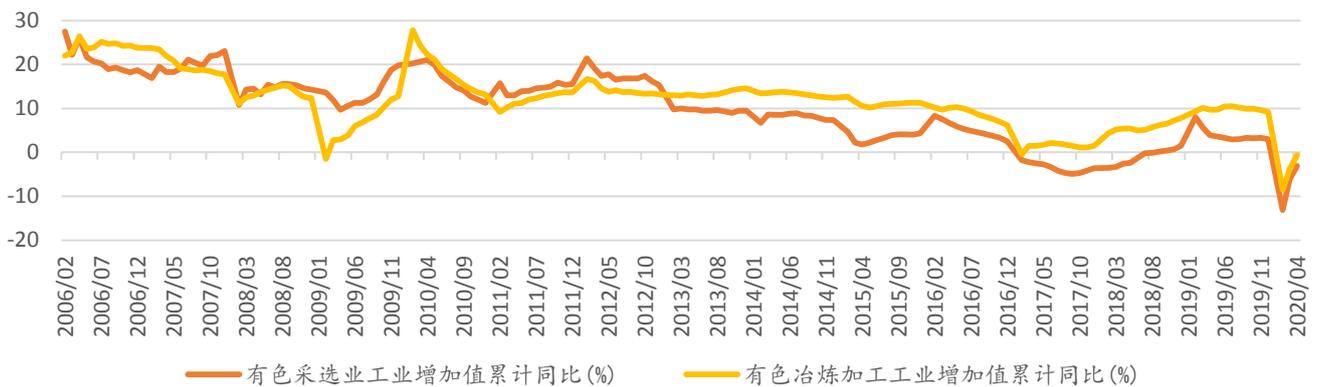
资料来源：Wind，中原证券

图 2：全国有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业的利润总额同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 3: A 股有色行业营收和归属母公司股东净利润同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

从上市公司角度来看, 2019 年和 2020 年一季度有色金属上市公司分别实现营收 1.61 万亿元(+11.5%)、3,660 亿元(+7.9%); 实现净利润分别为 79.1 亿元(-55.5%)、38.4 亿元(-53.2%), 盈利情况整体较差。

图 4: A 股有色金属公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: A 股有色金属公司归母公司股东净利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券

从上市公司有色金属子行业看, 2019 年和 2020 年一季度贵金属上市公司分别实现营收 2,966 亿元(+18.8%)、716 亿元(+14.9%); 实现净利润分别为 38.6 亿元(-27.7%)、10.4 亿元(+10.4%), 2020 年一季度盈利情况明显改善。

图 6: A 股贵金属公司营业收入及增速

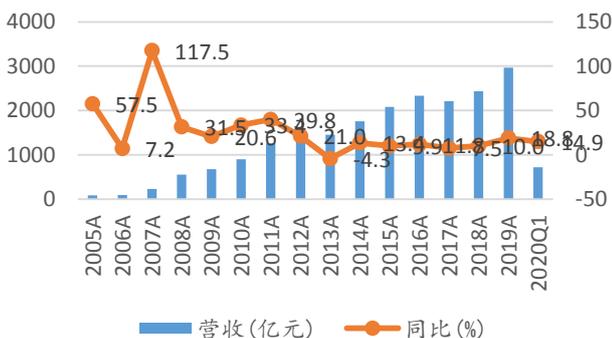
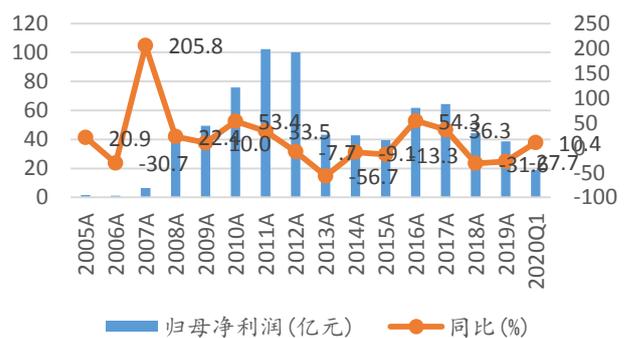


图 7: A 股贵金属公司归母公司股东净利润及增速

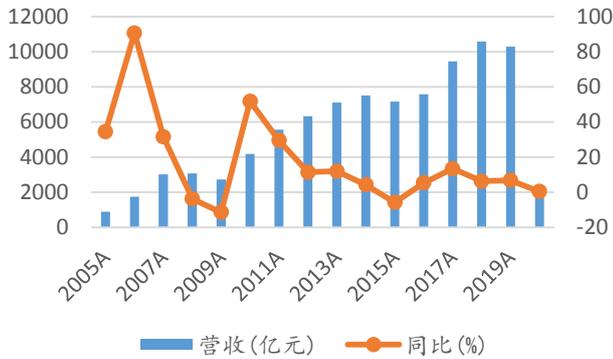


资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

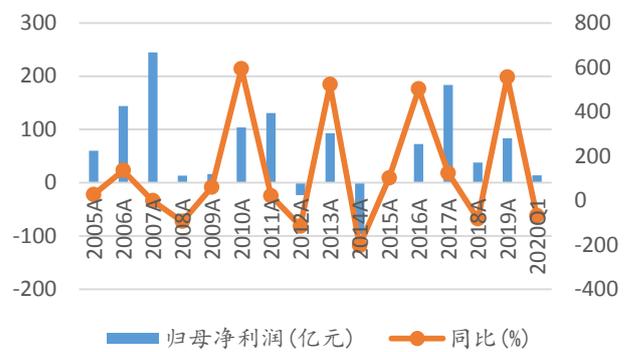
2019 年和 2020 年一季度工业金属上市公司分别实现营收 1.03 万亿元 (+6.8%)、2,254 亿元 (+0.5%); 实现净利润分别为 83.5 亿元 (+556.1%)、14.2 亿元 (-68.5%), 2019 年工业金属整体盈利情况较好, 但 2020 年一季度盈利情况出现急剧恶化。

图 8: A 股工业金属公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券

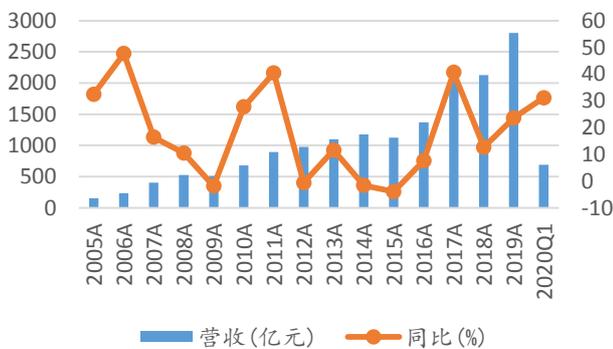
图 9: A 股工业金属公司归母公司股东净利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券

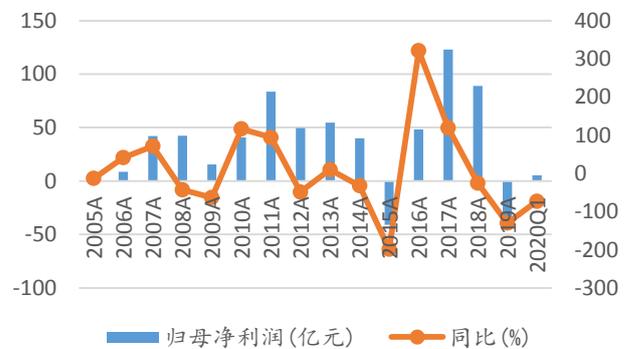
2019 年和 2020 年一季度稀有金属上市公司分别实现营收 2,801 亿元 (+23.6%)、689.5 亿元 (+31.1%); 实现净利润分别为-43 亿元 (-130.2%)、5.4 亿元 (-72.8%), 稀有金属上市公司 2019 年收入增长, 但利润亏损, 2020 年盈利呈现边际改善。

图 10: A 股稀有金属公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 11: A 股稀有金属公司归母公司股东净利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券

1.2. 贵金属价格走强, 工业金属受疫情冲击较大

贵金属方面, 2020 年一季度疫情在全球蔓延, 造成全球股市急剧下跌, 因为采取隔离措施导致各国失业率攀升, 全球避险情绪升温, 黄金价格延续 2019 年的上涨势头, 继续攀升突破 1700 美元/盎司大关。白银因为具备较强工业属性, 价格一度出现大幅下跌, 不过 4、5 月份 V 型反弹基本收复年初的下跌。

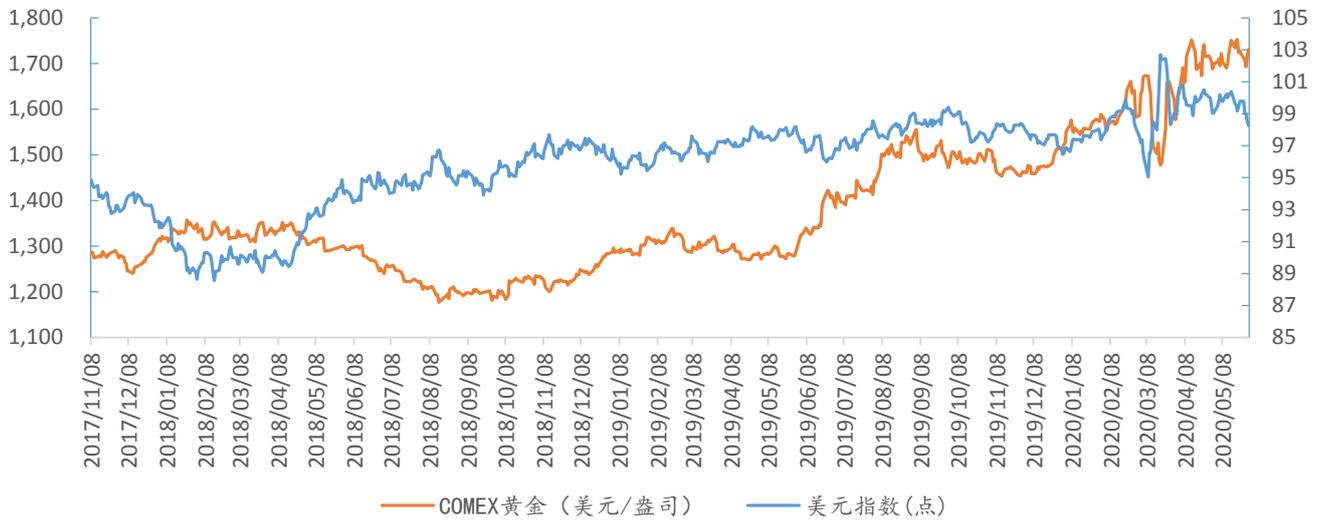
表 1: 贵金属价格和 2020 年前 5 个月涨跌幅

	单位	收盘价	年初以来涨跌幅(%)
COMEX 黄金连续	美元/盎司	1,731.60	13.96

COMEX 白银连续	元/克	393.66	14.31
沪金连三	美元/盎司	17.87	0.21
沪银连三	元/千克	4,277.00	-2.66
美元指数	点	98.26	1.88

资料来源: Wind 中原证券

图 12: 黄金价格与美元指数走势



资料来源: Wind, 中原证券

工业金属方面, 疫情冲击导致全球经济骤然停摆, 短期需求出现断崖式下跌, 工业金属价格也在一季度出现断崖式下跌, 大部分工业金属从 2020 年初到 3 月下旬, 跌幅高达 30%。不过随着疫情在各国逐步得到控制, 复工复产活动加快, 工业金属价格也迎来了一个 V 型反转, 价格虽然还未达到 2019 年年底水平, 但较 3 月下旬已有了较大反弹。从均价的角度来看, 2020 年前 5 个月的均价较 2019 年均价都要较大的下降。

表 2: 基本金属价格及涨跌幅

	单位	5 月底收盘价	2020 年初以来涨跌幅(%)	2020 年前 5 月均价	2019 年均价	均价涨跌幅(%)	
CA.LME	LME 铜	美元/吨	5,380	-12.86	5471	6,017	-9.07
CU.SHF	SHFE 铜	元/吨	43,940	-10.84	43930	47,611	-7.73
AH.LME	LME 铝	美元/吨	1,547	-14.53	1630	1,811	-9.99
AL.SHF	SHFE 铝	元/吨	13,215	-6.21	13002	13,913	-6.54
PB.LME	LME 铅	美元/吨	1,662	-13.78	1768	2,007	-11.92
PB.SHF	SHFE 铅	元/吨	14,220	-5.92	16503	20,125	-18.00
ZS.LME	LME 锌	美元/吨	1,987	-12.57	2057	2,504	-17.87
ZN.SHF	SHFE 锌	元/吨	16,400	-8.99	14262	16,587	-14.02
NI.LME	LME 镍	美元/吨	12,390	-11.66	12500	13,963	-10.47
NI.SHF	SHFE 镍	元/吨	100,080	-10.70	101108	110,691	-8.66
SN.LME	LME 锡	美元/吨	15,415	-10.25	15823	18,583	-14.85
SN.SHF	SHFE 锡	元/吨	134,420	-0.39	133539	141,272	-5.47

资料来源: Wind, 中原证券

小金属方面，特斯拉动力电池着手去钴化，同时一季度新能源汽车销售出现大幅下降，钴价从年初 27.5 万元/吨降至 4 月下旬 24 万元/吨。钼依然处于近几年来价格高位区间，但也受到需求下降的影响，上半年价格呈现下行态势。钨精矿价格上半年出现回落，但仲钨酸铵价格相对平稳，钨价处于近几年较低水平。海绵钛价格较为坚挺，但 3 月下旬后出现大幅下跌。

表 3: 小金属价格及年度涨跌幅

	钨精矿	仲钨酸铵	钼精矿	钼铁	钴: > 99.8%	碳酸锂	锂 > 99%	海绵钛	锆锭 50Ω /cm
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	万元/吨	元/千克	元/千克
5 月底价格	81,000	129,500	1,510	103,000	255,667	46,300	55.50	60.50	7,000
年涨跌幅	-6.90%	0.39%	-3.82%	-2.83%	-4.07%	-12.64%	-6.72%	-24.38%	2.19%

资料来源: Wind, 中原证券

稀土方面，2020 年上半年稀土价格依然呈现轻稀土弱，中重稀土强的格局。疫情发生后，市场整体需求下降，轻稀土的国内供给恢复较好；中重稀土有相当比例依赖缅甸进口，疫情之下进口受限，推升价格上行。

表 4: 主要稀土品种价格及年度涨跌幅

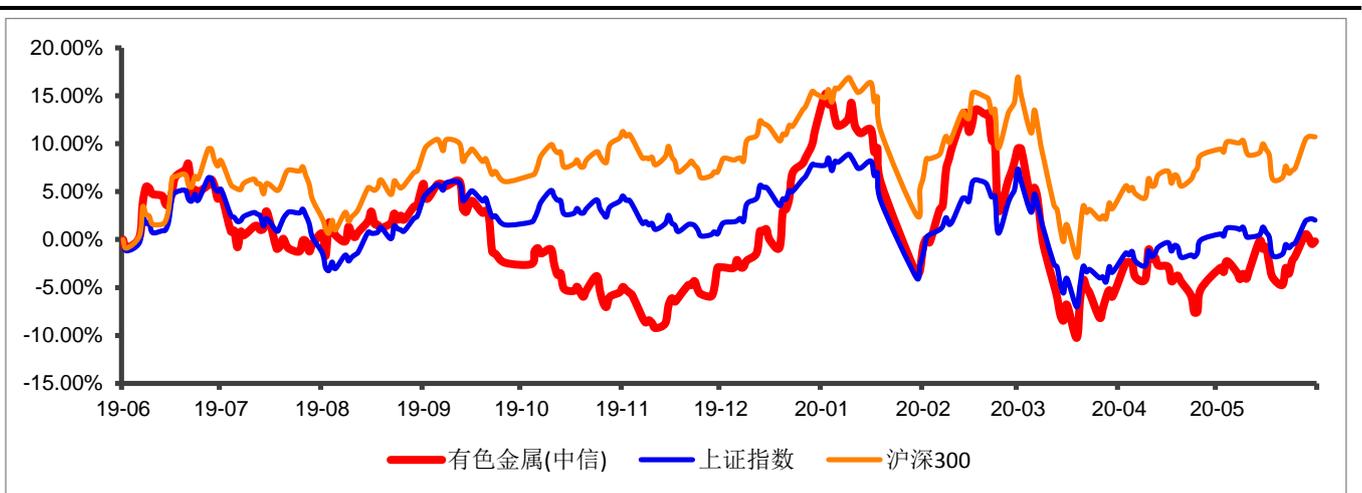
	氧化镧	氧化铈	氧化镨	氧化钆	氧化铽	氧化镱	氧化镨钆	氧化钆铈
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/公斤	元/公斤	元/吨	元/吨
5 月底价格	10,000	10,000	286,000	271,000	4,145	1,905	261,000	42,000
年涨跌幅	-9.09%	0.00%	-14.11%	-2.17%	18.60%	11.08%	-4.74%	0.00%

资料来源: Wind, 中原证券

1.3. 上半年有色板块表现: 弱于大盘

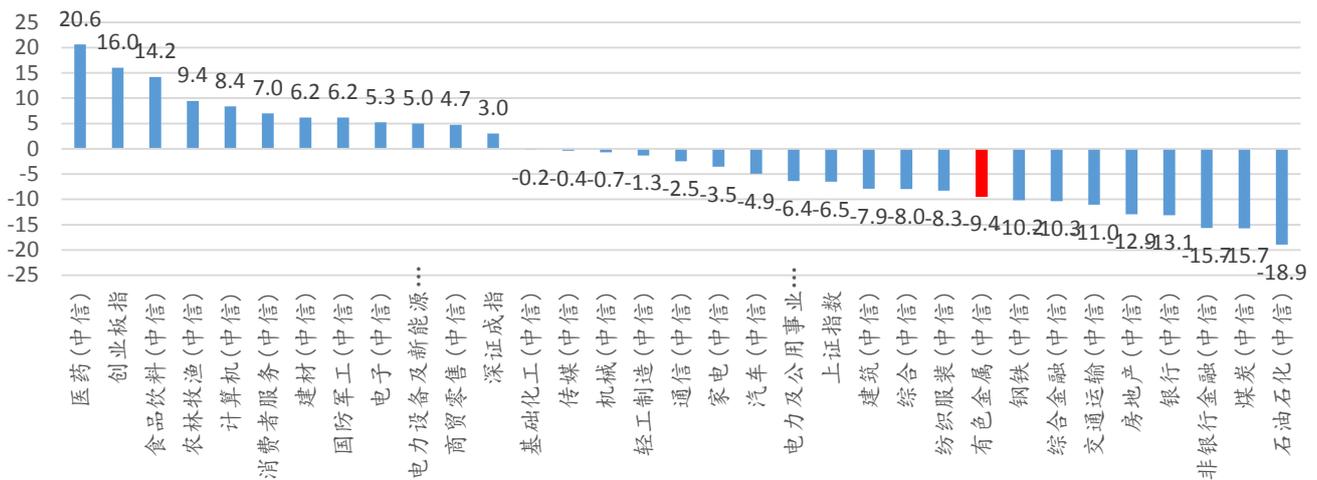
2020 年前 5 个月有色板块下跌 9.42%，上证综指下跌 6.48%，有色板块跑输大盘指数；在 29 个行业涨跌幅位于第 22 位，行业对比表现较差；有色子行业中只有贵金属和锂板块略涨，铜和钴镍板块跌幅最大。在 2 月大盘上涨阶段，有色板块的走势明显强于大盘；此后大盘下跌和盘整阶段，有色板块的走势又明显弱于大盘，整体波动性高于大盘走势。

图 13: 有色金属指数和大盘指数走势对比



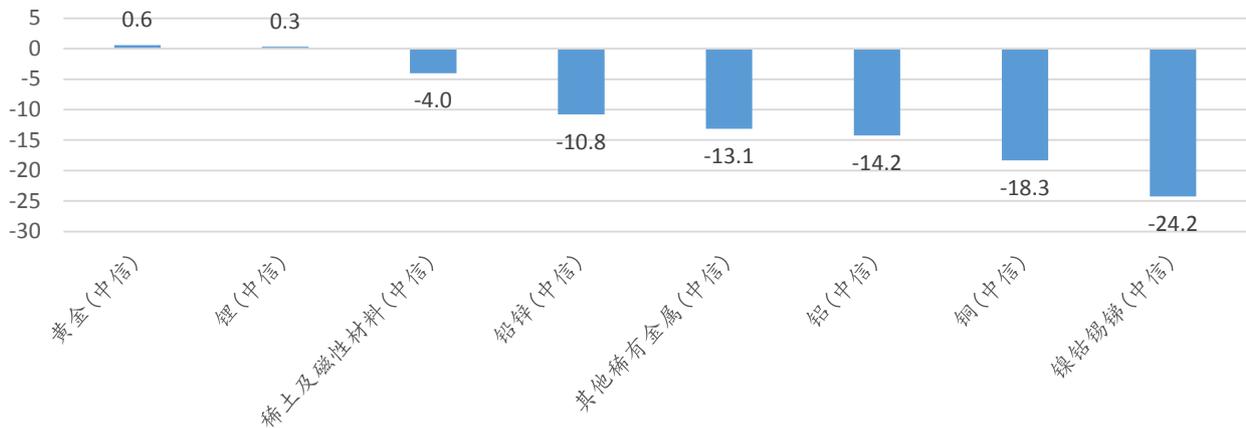
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 2019 年前 5 个月行业指数和大盘指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 2019 年前 5 个月有色板块子行业涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

2. 共克时艰的全球经济

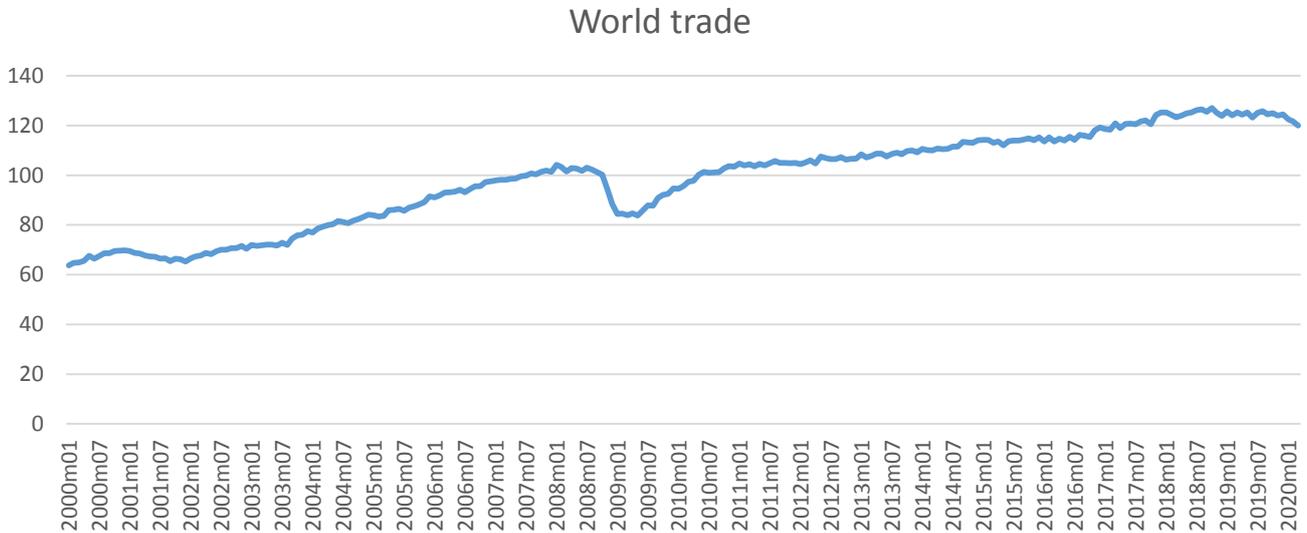
2.1. 全球贸易前景不乐观

全球贸易在 2020 年一季度遭遇重大冲击。根据世界贸易监测 (World Trade Monitor) 的数据, 3 月份全球贸易量同比下降 4.3%, 创下 2009 年以来的最大降幅。3 月贸易量环比下降 1.4%, 为连续第三个月下降。上述下滑只是遏制疫情封锁措施所造成损害的初步迹象, 之后的调查显示经济正在经历深度衰退。公布贸易监测数据的荷兰经济政策分析局 (The CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) 表示, 4 月尚不完整的数据显示出“大多为负面的景象”, 领先指标预示未来几个月全球贸易将进一步下滑。

2020 年 4 月 8 日中央政治局会议, 提出“做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备”, 也从另外一个侧面反映了当前全球贸易前景的不容乐观。特朗普上台以来, 美国挥舞“关税”大棒, 针对包括中国在内的主要贸易伙伴施压, 致使贸易冲突频现, 全球贸易环境恶化;

2010年一季度,冠状病毒则使全球贸易雪上加霜,为避免疫情扩散而采取的封闭措施进一步打击了全球贸易。

图 16: 全球贸易量指数 (点, 2010 年基准=100 点)



资料来源: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 中原证券

疫情在逐步得到控制后,全球贸易有望前景有望改观,但不容乐观。首先,冠状病毒疫情加深了各国民众之间的猜忌,进而影响舆论和选举,政治人物可能更倾向保护本国产业、限制进口的政策。其次,全球主要大国间的敌对态势在升温,原来运作良好的产业链可能陷入动荡期,贸易障碍的增加会重塑全球产业链,这个过程对全球贸易是负面的。全球化,特别是全球化贸易是过去数十年全球经济繁荣与政治和平的基石。这个基石正变得脆弱,一旦全球贸易的基石动摇,全球贸易量将持续下降,进而导致市场需求量的下降。

图 17: 摩根大通全球制造业 PMI (%)



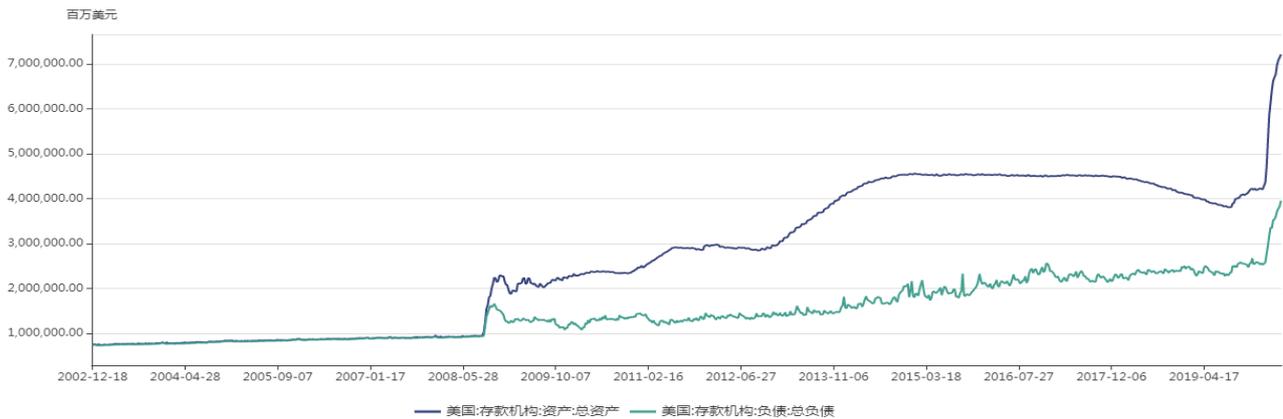
资料来源: Wind, 中原证券

2.2. 货币大宽松时代

2008年美国次贷危机引发全球金融海啸，量化宽松成为西方主要发达国家央行救市的主要手段，央行扩表和宽松时代到来，从而推动了过去十多年全球房价、股市的持续攀升。本来随着经济的复苏动力增强，按过往货币政策逻辑，宽松政策有望逐步退出。

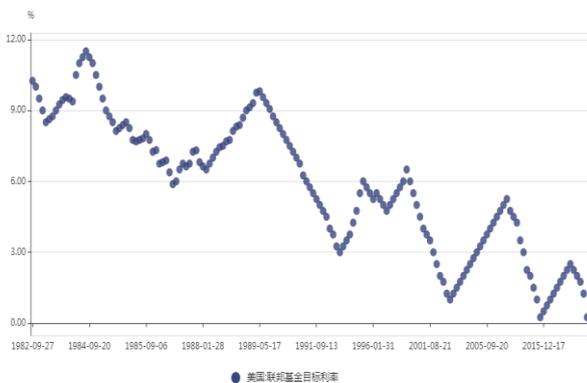
但是由于疫情对全球的冲击，最近几个月全球大宽松再起，各国央行都开足马力，为市场注入流动性和信心，阻止了市场垂直下落的态势。美国为应对严峻的经济形势，美联储在3月份将联邦基金利率降至0，并推出无限量QE，同时美联储推出临时回购机制，向外国央行提供美元，确保金融市场流动性。美联储资产负债表在短短2个月时间里，从4.2万亿美元膨胀至7.2万亿美元。欧洲央行在3月18日宣布推出总额7500亿欧元的PEPP量宽刺激计划，执行至2020年底。6月4日又将这一QE规模扩大至1.35万亿欧元，并将购债期限至少延长到2021年6月底，同时表示其将一直执行QE计划，直至其认为“新冠疫情的危机阶段已经结束”。欧洲央行同继续维持低利率水平，主要再融资利率和隔夜贷款利率分别为0%和0.25%，隔夜存款利率则为负0.50%。中国央行也采取许多有针对性的积极举措来应对疫情冲击，3、4月份M2同比增速回到10%以上。

图 18: 美联储资产负债表急剧攀升



资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 美联储联邦基金目标利率 (%)



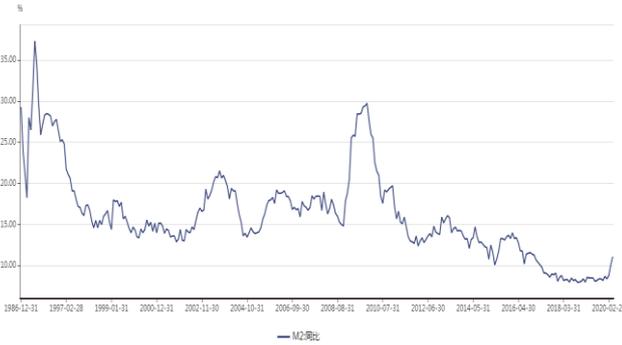
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 美国 M2 季调月度环比增速 (%)



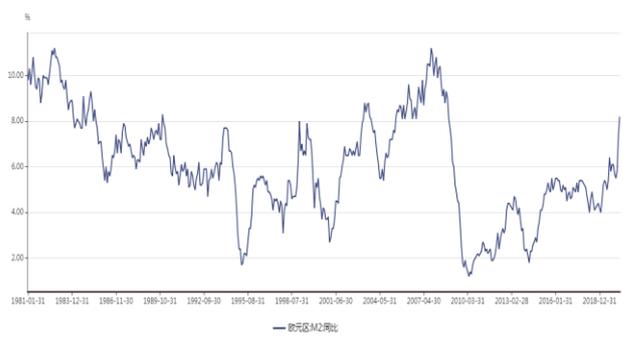
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 中国 M2 月度同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 欧盟 M2 月度同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

2.3. 大国博弈走向对抗还是合作依然未知

1946 年 3 月 5 日, 英国前首相丘吉尔在应邀访问美国期间在密苏里州富尔敦城的威斯敏斯特学院发表了题为《和平砥柱》的演讲。在演讲中, 丘吉尔对苏联大加攻击。他说: “从波罗的海边的什切青到亚得里亚海边的的里雅斯特, 已经拉下了横贯欧洲大陆的铁幕。这张铁幕后坐落着所有中欧、东欧古老国家的首都——华沙、柏林、布拉格、维也纳、布达佩斯、贝尔格莱德、布加勒斯特和索菲亚。这些著名的都市和周围的人口全都位于苏联势力范围之内, 全都以这种或那种方式, 不仅落入苏联影响之下, 而且越来越强烈地为莫斯科所控制。”现在, 我们也看到美国政界的许多重要人物, 频频发表类似的言论, 把今天的中国类比苏联, 把中国当做假想敌和战略威胁。全球最大的两个经济体本来联系紧密, 但现在却面临痛苦的博弈。当然对抗肯定对双方都没有好处, 携手合作才是出路, 不过未来路依然未知。

2020 年下半年, 特朗普面临 11 月份竞选连任压力, 短期政策上可能只会对华更强硬。特美国政府在疫情防控上显然失分, 但为了选票, 他们必须把责任推卸给他国。同时, 在香港、台湾等涉及中国核心利益的事务上, 美国也在采取更强硬的政策。即使民主党获胜, 按目前美国政客表态和社会舆论情况来看, 对华友好的程度较以往也是大幅下降。中美博弈可能在相当长一段时间里影响全球经济格局。

表 5: 新中国成立后中美关系发展历程

阶段	时间	特征及重大事件
对抗	1949-1972	美国推行反共、反社会主义的全球霸权政策, 美国支持蒋介石政权、发动朝鲜战争和越南战争, 中国采取“一边倒”的外交策略
接触	1972-1979	美苏争霸中处于劣势, 迫使美国调整对华战略, 中苏关系交恶, 中美联合对抗苏联, 1972 年尼克松访华、1979 年中美建交
甜蜜	1979-1989	中国实施改革开放并取得巨大成就、美国加大在华投资、中美经济交流日益繁荣
反复	1989-2018	中美关系总体呈现全方位发展, 并形成双向交流, 经贸关系更紧密, 但人权问题、意识形态、贸易摩擦以及若干意外事件干扰双边关系, 干扰事件包括中国驻南联盟大使馆被炸、南海军机相撞等
未知	2018-至今	2018 年美方挑起贸易战、2020 年初新冠病毒疫情, 中美关系的不可控性增加

资料来源: 根据互联网资料整理, 中原证券

3. 以贵金属为盾，以新材料为矛

3.1. 黄金依然是防守的好选项

过去 2 年国际黄金价格已经从 1200 美元/盎司上冲到 1700 美元/盎司上方，去年我们看好黄金的逻辑之一就是民粹主义兴起带来的社会动荡（参见 2019 年 1 月 4 日深度报告《全球民粹主义兴起和黄金崛起的可能》），不可预见的冠状病毒疫情加剧了这种社会政治经济动荡。虽然黄金价格已经持续上涨 2 年，但这种态势有望持续。核心的逻辑依然不变：美国经济在全球比重降低会导致美元走弱、大国贸易和政治冲突会导致市场避险情绪走高。除此之外，我们也看到另外两个因素可能加强这种趋势。

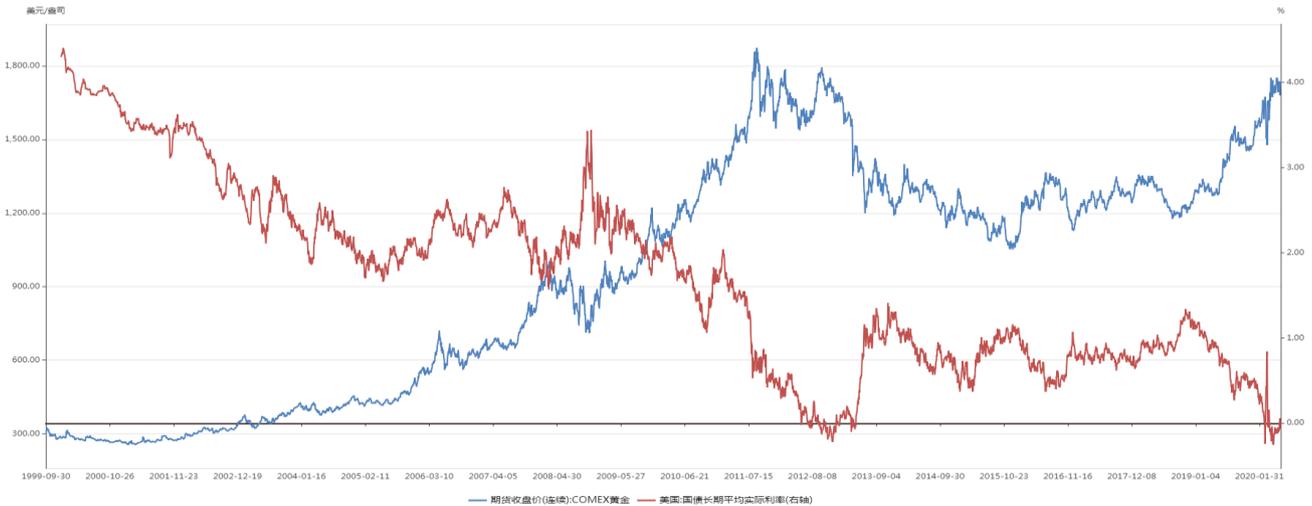
图 23: 美元指数和国际黄金价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

第一、全球正经历前所未有的货币宽松。长期来看，通货必然是膨胀的。1913 年在美国联邦储备银行创建时就持有 100 万美元纸币，到今天的价值是 2 万美元，缩水了 98%。相反，1913 年就持有的 100 万美元的黄金，在今天的价值将是 6200 万美元。与不可逆的时间相对应，黄金无疑是一种能够保持价值而非丧失价值的货币元素。在今天，全球货币过度宽松，甚至使用负利率手段刺激经济的情况下，各国 CPI 似乎没有明显走高，主要是因为资金流向了地产、股票等资产，加上科技和工业化大生产提高了产出效率，生活用品的价格的上涨相对温和。风险在于，一旦供给受到不可抗力的影响，譬如这次疫情，生活用品的价格将出现急剧上涨。在长期的货币宽松之下，长期的通胀风险是在不断的累积，黄金则是避免通货膨胀对购买力侵蚀的选项之一。

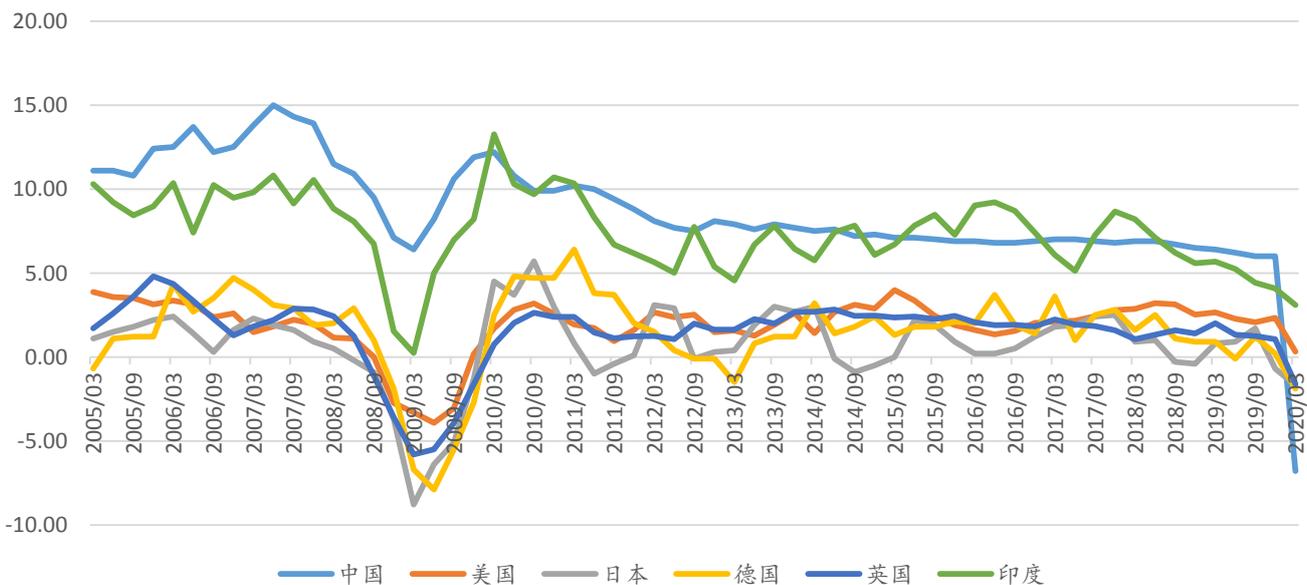
图 24: 美国国债平均实际利率 (%) 和黄金价格(美元/盎司)



资料来源: Wind, 中原证券

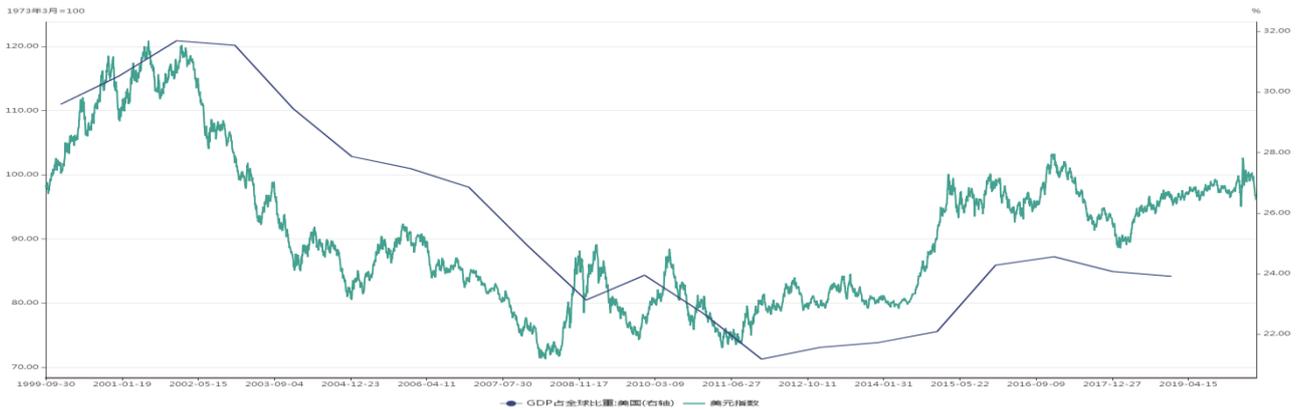
第二、以比特币、Libra 为代表的数字货币崛起。回顾历史，第一次黄金牛市出现在布雷顿森林体系的崩溃之后，美国经济相对实力下降，美元走弱，国际黄金价格从布雷顿森林体系下的固定价格 35 美元/盎司上涨到 800 美元/盎司；第二次是 1999-2011 年黄金牛市，最重要的原因之一就是欧元的崛起，欧盟统一货币推动了欧洲经济一体化的加速融合，强劲的经济又反过来支撑欧元走强，从而带动美元走弱，国际黄金价格走强，从 250 美元/盎司持续上涨到 1900 美元/盎司。短期数字货币还难以撼动美元的地位，规划中的 Libra 将以美元、欧元、英镑等货币的储备作为支持，预计其中一半储备金是美元为储备。无疑，数字货币是未来的趋势，总体上会削弱各国货币，美元也不例外，同时我们也会看到美国经济的相对地位可能持续下降，美元走弱的概率较高，国际黄金价格或延续当前牛市的态势。

图 25: 全球主要经济大国 GDP 增速 (季度, %)



资料来源: Wind, 中原证券

图 26: 美国 GDP 占全球经济比重 (%) 和美元指数 (点) 走势



资料来源: Wind, 中原证券

3.2. 看好铂金的远期价值

目前铂金主要应用在汽车催化剂 (约占 42%)、珠宝首饰 (约占 32%)、工业制造 (约占 26%)，此外铂金也是贵金属的投资品之一。2019 年全球铂金的总需求大约为 240.5 吨，矿山产出约 170.7 吨，回用利用供给 64.1 吨，2019 年铂金实体消费略降，但投资需求大幅增长。未来受益于汽车三元催化材料和氢能源的发展，铂金的实体需求和投资需求有可能大幅上升。

表 6: 铂金供需平衡表 (单位: 吨)

	2017A	2018A	2019A
供给			
南非	126.2	126.6	125.0
俄罗斯	20.4	19.5	18.9
其他地区	27.5	27.1	26.7
总供给	174.0	173.2	170.7
需求			
汽车催化剂	90.9	84.1	82.6
珠宝	67.7	64.1	59.0
工业	57.8	70.7	66.8
投资	10.2	1.9	32.1
总需求	226.6	220.8	240.5
回收利用	-58.1	-59.5	-64.1
净需求	168.5	161.3	176.4
库存变动	5.5	11.9	-5.8

资料来源: 世界铂金投资协会官网, 中原证券

汽车催化剂领域铂金的用量有望提升。过去数年，钯金需求的增长，在很大程度上是由中国、欧洲和印度收紧汽车排放法规导致的市场失衡，以及欧洲市场从轻型柴油汽车转向轻型汽油汽车造成的。尽管钯金的年产量高于铂金，但汽车对钯金的需求大约是铂金的 3 倍。钯金的价格也在过去 4 年从最低 500 美元/盎司涨到最高 2700 美元/盎司，这给汽车制造商带来了高昂的成本。而三元催化可以改善这一问题。2020 年 2 月份，巴斯夫 (BASF) 宣布，贵金属矿业

公司斯班一-静水 (Sibanye-Stillwater)、英英帕拉铂业 (Implats) 和巴斯夫合作开发出一种三元铂族金属催化剂, 三元催化剂可以在不降低排放标准的情况下, 在轻型汽油汽车中实现铂钯的部分替代, 三元催化的方法可能会替代目 20%-50%的钯金, 这是目前汽车厂商迫切需要的, 这样可以降低钯金和铑金的需求, 因为钯金和铑金短缺, 而铂金的供应则有盈余。预计采用这种催化剂可能需要两到三年的时间。目前汽车催化剂上钯与铂的比例大约是 2:1, 未来有望提高铂金的比例, 从而带动铂金的需求。

图 27: 黄金、钯金、铂金的价格走势 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 中原证券

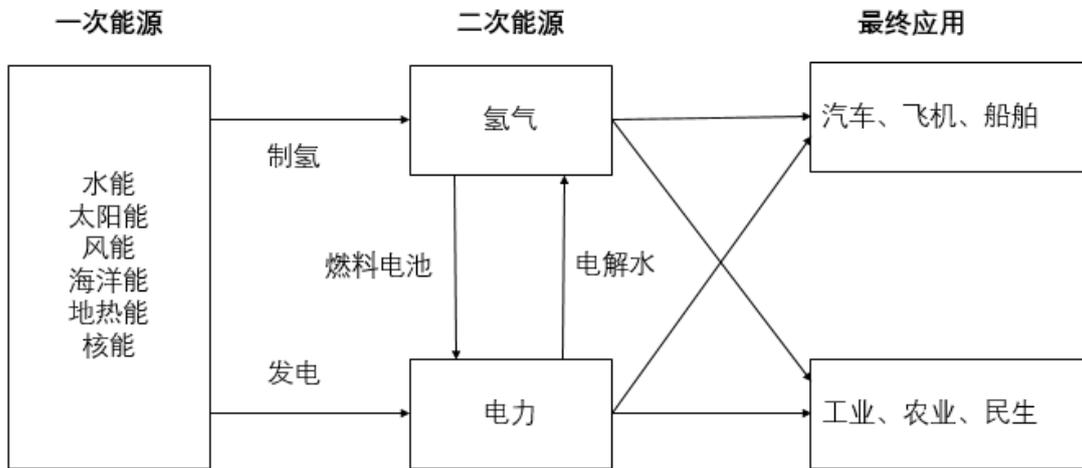
氢能源的远期前景可能导致铂金需要的增长。在不可再生能源终将枯竭和环境恶化两大困境的威胁下, 可持续清洁能源的开发日益迫切。传统能源中 80%以上都被用作能量载体为交通运输、工业和发电提供能量。可持续清洁能源替代石化能源已经是大势所趋, 目前可替代的新能源包括可再生电力 (风能和太阳能)、生物质和氢能等。氢能是最理想的新能源, 最有希望成为能源的终极解决方案, 因为氢能相比于其他能源方案有几个显著的优势: **(1) 储量大、污染小、效率高。**氢元素是宇宙储量最丰富的, 它构成了宇宙质量的 75%, 在地球上排第三, 大储量保证其作为能源供给的充足性。氢元素主要以水的形式存在, 原料非常容易获取。氢气的供能方式主要是和氧气反应生成水释放化学能, 其产物除了水无其他中间产物, 整个供能过程无浪费、零污染。**(2) 比能量高 (单位质量所蕴含的能量高)。**氢气是常见燃料中热值最高的 (142KJ/g), 约是石油的 3 倍, 煤炭的 4.5 倍。这意味着, 消耗相同质量的石油、煤炭和氢气, 氢气所提供的能量最大, 这一特性是满足汽车、航空航天等实现轻量化的重要因素之一。和目前成熟的锂电池相比, 氢能的理论比能量是锂电池的 71 倍, 即使加上目前技术水平下的储氢材料, 其比能量也是锂电池的 7 倍多。**(3) 具备可持续发展性。**氢能来自于电解水, 使用后的产物仍为水, 由此形成一个可循环闭环系统, 具有很强的可持续性。

表 7: 各类能源的热值对比

燃料	主要成分	化学反应	理论热值 (kJ/g)
氢气	H ₂	H ₂ +O ₂ → H ₂ O	142
天然气	CH ₄	CH ₄ +O ₂ → CO ₂ +H ₂ O	56
汽油	C ₈ H ₁₈	C ₈ H ₁₈ +O ₂ → CO ₂ +H ₂ O	48
煤	C	C+O ₂ → CO ₂	33
乙醇	C ₂ H ₅ OH	C ₂ H ₅ OH+O ₂ → CO ₂ +H ₂ O	27
甲醇	CH ₃ OH	CH ₃ OH+O ₂ → CO ₂ +H ₂ O	20
锂电池			1~2

资料来源: 互联网资料整理, 中原证券

图 28: 氢能源应用前景

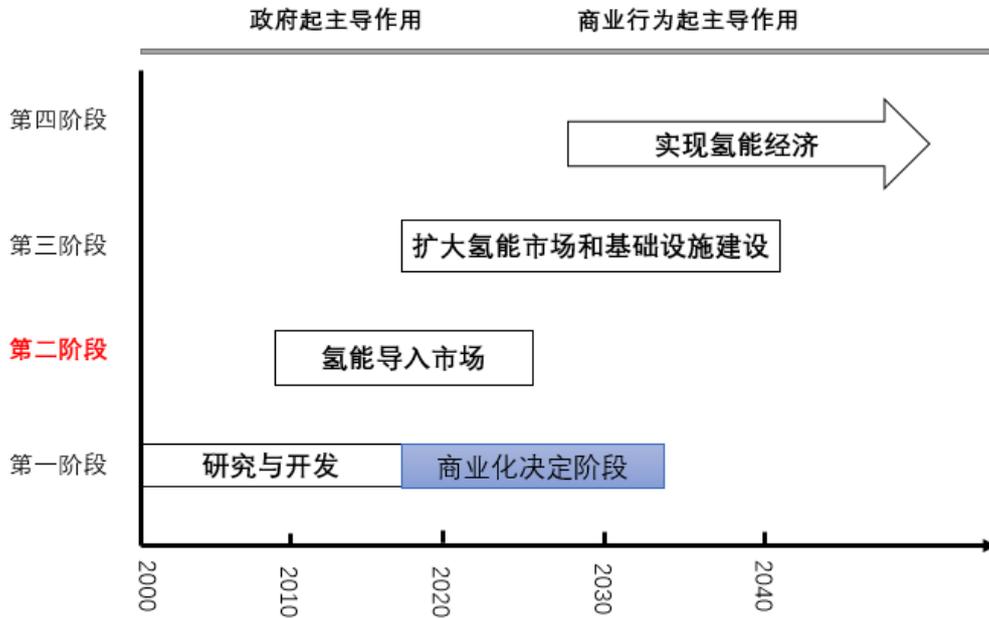


资料来源: 互联网资料整理, 中原证券

各国在氢能方面已经处于商业化导入期。1.美国: 根据美国能源署氢能源计划显示一个新产业的新起一般需经历四个阶段: (1) 技术研究; (2) 过渡到市场; (3) 基础设施完善; (4) 实现产业化。氢能的应用已经积累了大量研究, 开始逐渐走向市场, 目前处于第二个阶段, 即产业化的前夜。2018 年 10 月 1 日, 美国参议院一致通过了“参议院第 664 号决议”, 宣布 2018 年 10 月 8 日为美国国家氢能与燃料电池纪念日 (National Hydrogen and Fuel Cell Day)。2.德国: 2020 年 6 月 10 日, 德国内阁通过了《国家氢能战略》, 该战略的关键一点是承认“从长远来看, 仅可再生能源生产的氢 (绿氢) 是可持续的”, 这是未来投资的重点领域。包括最迟在 2040 年之前在德国部署 10 GW 的绿氢电解槽, 到 2030 年部署最高 5 GW (是当前全球市场份额约为 20%, 相当于增长 200 倍), 包括所需的额外可再生能源发电能力。德国希望将氢的使用重点放在运输, 航空和工业 (钢铁和化学) 上。3.日本: 2017 年 12 月日本政府发布“氢能基本战略”, 该战略旨在实现氢能平价生产, 建立涵盖从生产到下游市场应用的整个供应链, 除了燃料电池车还包括氢能发电、燃料电池船运、化工生产行业氢气替代天然气等应用。日本汽车氢能技术领先, 丰田的 Mirai 车型已经逐步成熟, 目前全球销量超过 9000 台, 占据氢能源车市场主要份额。4.中国: 2019 年, 氢能首次写进了《政府工作报告》, 要求“推动充电、加氢等设施建设”。2019 年 3 月, 财政部等四部委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应

用财政补贴政策的通知》，指出地方应完善政策，过渡期后不再对新能源汽车（新能源公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。全国各地也积极行动，出台地方政策加快对氢能产业的规划布局。

图 29: 美国能源署氢能计划



资料来源：互联网资料整理，中原证券

氢燃料电池车相比传统汽车，具有无污染，“零排放车”，无噪声，无传动部件的优势，相比电动车，具有续航里程长，充电时间短，起动快的优势，因此非常具有发展前景。譬如，丰田 Mirai 与普通电动车相比在性能上有很大的优势。续航里程约 700km，足够普通家庭日常使用一周以上，是普通电动车的四到五倍，并且随着行驶里程的加长，在系统成本上相对于普通电动车也将占优势。此外，加氢时间仅需 3 分钟，最低启动温度可在零下 30 度，行驶过程中不排放二氧化碳。

图 30: 广东国鸿氢能燃料电池电堆产品技术参数

产品型号	外形重量		操作条件		反应介质		额定功率	低位启动	寿命
	尺寸	重量	温度	压力	燃料	氧化剂			
9SSL	90节 255*760*60 (mm)	14.3kg	60°C	0-0.1Mpa	氢气	空气	17.4kW	-20°C	> 20,000
GH-100	355*420*103 (mm)	19.5kg	70°C	0-0.15Mpa	氢气	空气	36kW	-30°C	> 20,000

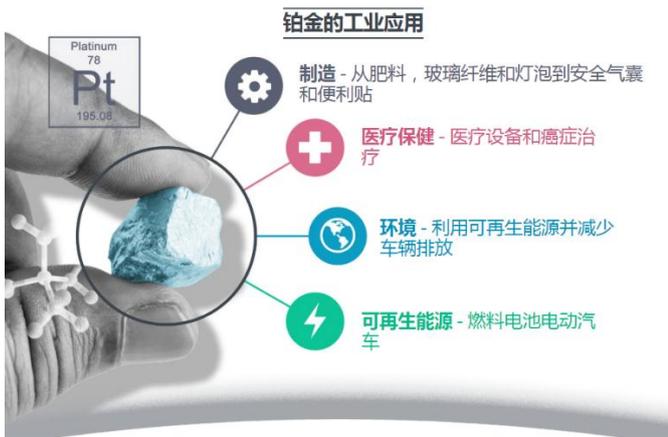
资料来源：广东国鸿氢能科技有限公司官网，中原证券

铂在氢燃料电池催化剂的地位不可替代。由于燃料电池中质子交换膜的化学反应环境要求特殊，铂是优质的燃料电池催化剂。铂催化剂约占氢能源电堆成本 10%。铂的缺点是价格昂贵且容易一氧化碳中毒。无铂催化剂一直是科研人员的研发方向，但受限于基础理论没有突破，无铂催化剂还处于概念阶段，铂与铂基的催化剂依然是第一选择。

在 2019 东京车展期间，丰田发布了旗下第二代氢燃料电池车—Mirai，这款氢燃料电池车能把液态氮化为电能，排出的是无害的水，甚至可以达到饮用标准。第一代 Mirai 在全球销量已超出 9000 辆。每辆丰田 Mirai 车需要用 15 克铂金左右。韩国现代第二代氢燃料电池车 NEXO，3 分钟加满氢能跑 600 公里，每辆车需要用 56 克铂金。目前较成熟的氢能源汽车车型的铂金使用量大致在 20-50 克左右。即使在技术进步后，每台车铂金的使用量会下降，若氢能源汽车的广泛普及后，铂金总体的需求量将大幅增加。

铂金的供给非常集中，主要产地是南非，占到全球矿产铂金供应的 70%以上；同时，全球前 10 大厂商的供给量占全球的 90%。由于南非的政治社会环境较复杂，供给时常受到不确定因素的影响。虽然近年来铂金受汽车催化剂需求量减少，供给略有过剩，但长期需求前景乐观。

图 31：铂金的工业应用

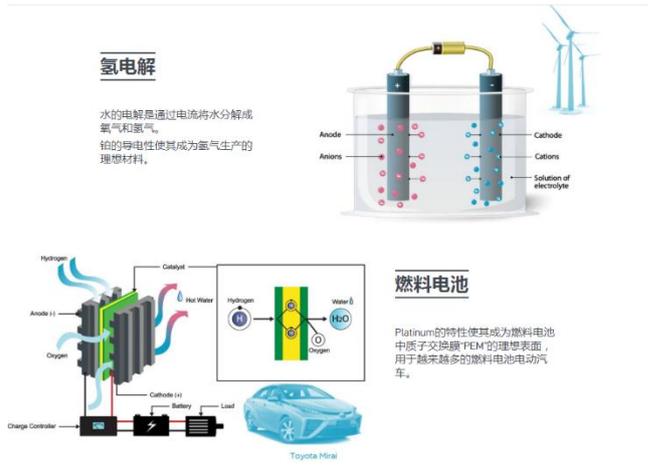


资料来源：世界铂金投资协会，中原证券
图 33：日本丰田 MIRAI 氢能源汽车



资料来源：互联网资料，中原证券

图 32：铂在燃料电池中的应用示意图



资料来源：世界铂金投资协会，中原证券
图 34：韩国现代 NEXO 氢能源汽车



资料来源：互联网资料，中原证券

图 35: 日本丰田 MIRAI 氢能源汽车结构示意图

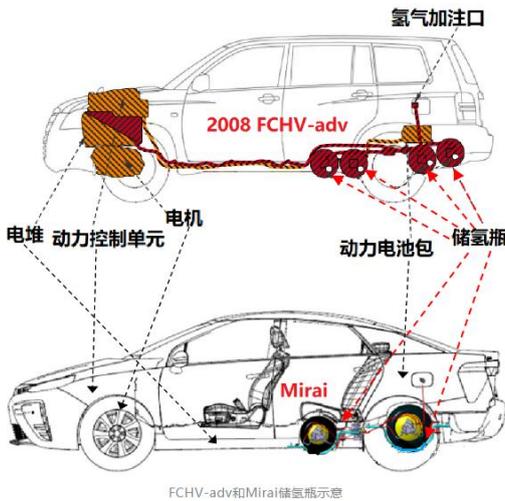
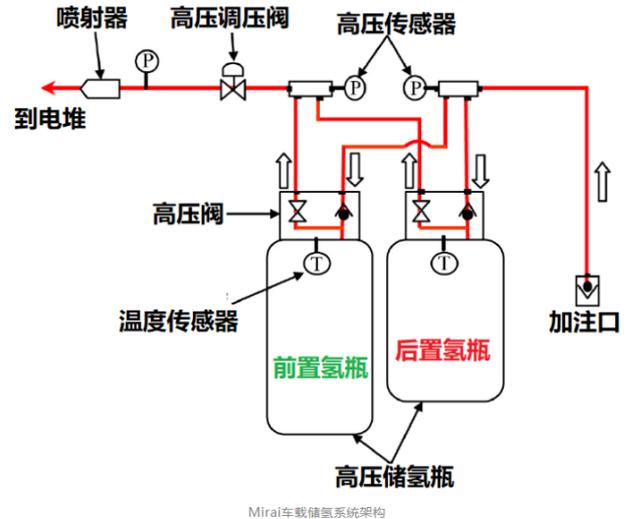


图 36: 日本丰田 MIRAI 氢能源汽车储氢系统架构图



资料来源: 互联网资料, 中原证券

资料来源: 互联网资料, 中原证券

3.3. 钴的价值需要重估

自 2016 年以来钴价呈现了一个“过山车”行情。钴的价格从 2016 年上半年约 20 万/吨持续上涨到 2018 年一季度最高约 66 万/吨, 然后持续下跌了 5 个季度, 到 2019 年 7 月最低跌至约 22 万/吨, 此后钴价呈现一个低位震荡的态势。

图 37: 国内钴市场价 (元/吨)



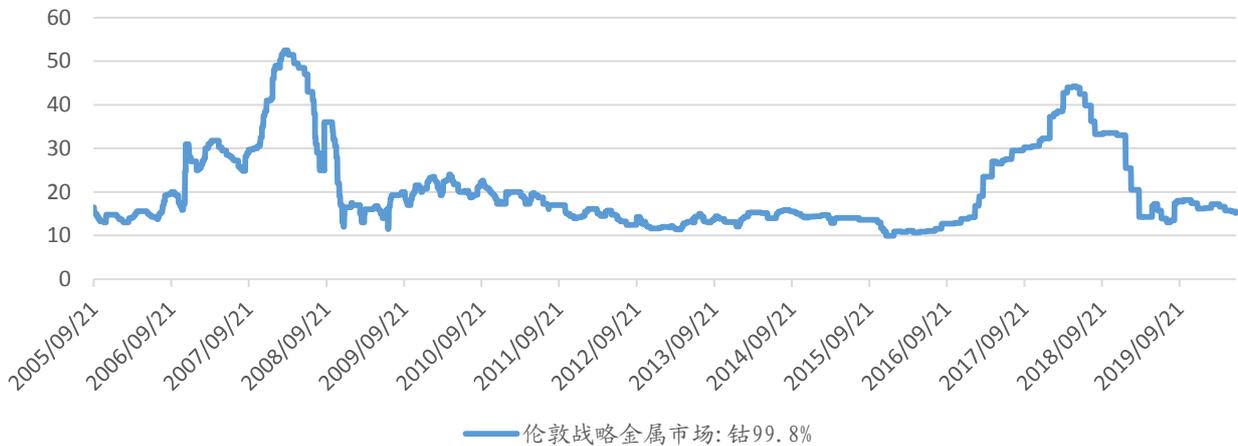
资料来源: Wind, 中原证券

2016-2017 年钴价上涨的主要是因为供需失衡。供给侧出现收缩, 刚果(金)政局不断动荡、大型矿山停产、价格低迷导致手抓矿减少, 2016 年全球精炼钴产量同比下降 2% 左右; 需求预期则大幅提升, 当时国内出台多个政策保障新能源汽车产业发展, 规划到 2020 年实现新能源汽车产销 200 万辆以上, 累计产销超过 500 万辆; 同时, 新能源汽车对能量密度的要求越来越高, 三元电池逐渐成为新能源汽车的主流, 渗透率持续提升, 电动车钴需求延续高增长。

2018 年一季度后的下跌, 也是因为供给过剩导致的。供给侧, 2018 年一季度嘉能可 KCC

矿山复产，Chemaf Sprl 称将加速扩产 2.2 万吨钴矿产能，中色集团将与刚果金国家矿业总公司共同成立 DEZIWA SAS 投资铜矿开发，各路人马纷纷踏足钴矿开发；需求侧，国内新能源汽车补贴政策退坡，新能源汽车销售量增速开始放缓，消费电子出现负增长。可见，供需关系时钴价涨跌的关键，当前估价相对低迷，主要是供给过剩，加上新冠疫情导致需求大幅下降。

图 38: 伦敦战略金属市场钴价 (美元/磅)

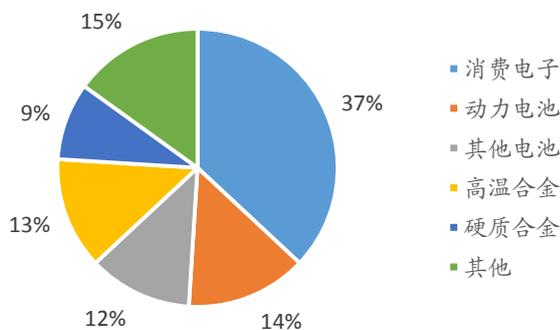


资料来源: Wind, 中原证券

当前对钴价判断，有两个问题需要回答，一是去钴化预期，二是供需何时改善。

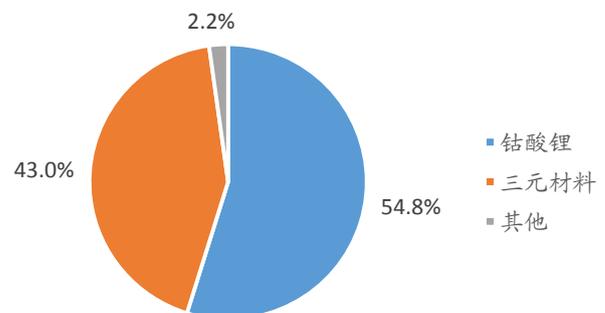
去钴化实质影响有限。2020 年 2 月 18 日，路透社报道特斯拉准备在国产 Model 3 车型中采用“无钴”电池，市场普遍认为报道中所指的“无钴”电池指的就是磷酸铁锂电池，宁德时代的 CTP 电池有望成为 Model 3 三元电池的替代者。2020 年 6 月 16 日，英国金融时报称特斯拉将从嘉能可购买钴用于上海工厂以及计划中的柏林工厂。2020 年 3 月 29 日，比亚迪发布“刀片”电池，据称航里程可提升 50%以上，达到了高能量密度三元锂电池的同等水平。去钴化预期存在不确定性，即使特斯拉去钴化对钴需求的实质性影响并不大。全球钴消费量约为 15 万吨，新能源汽车的用钴量占比约为 14%，假设 2020 年特斯拉国产 Model 3 车型的销量为 40 万辆，采用“无钴”电池后对钴需求量的影响大约是 150-300 吨，约占全球销量的 0.1-0.2%。

图 39: 2019 年钴的下游消费占比



资料来源: 安泰科, 中原证券

图 40: 2019 年我国电池行业钴用量占比



资料来源: 安泰科, 中原证券

图 41: 2020 年 1-5 月国内新能源汽车销量前 10 名

排名	车企	车型	销量 (辆)
1	特斯拉	Model 3	30800
2	比亚迪	全新秦EV	16482
3	广汽新能源	埃安S	14516
4	BEIJING汽车	北汽EU系列 (估值)	11377
5	上汽宝骏	宝骏E100	10764
6	蔚来汽车	蔚来ES6	9235
7	华晨宝马	宝马5系PHEV	8212
8	理想汽车	理想ONE	7666
9	奇瑞新能源	奇瑞小蚂蚁	7156
10	比亚迪	元EV	6823

资料来源: 中国乘用车联合会, 中原证券

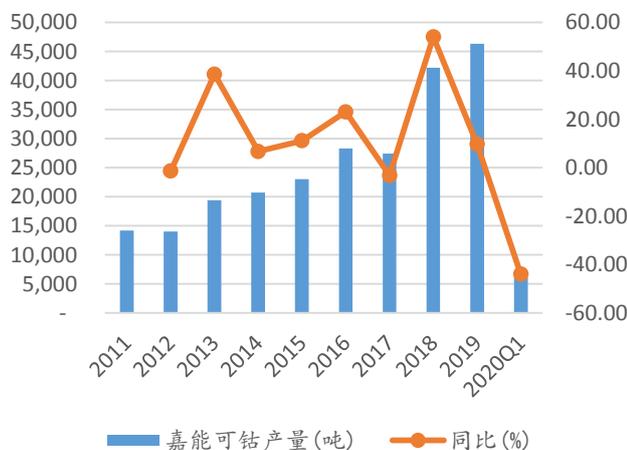
图 42: 刀片电池



资料来源: 互联网资料, 中原证券

供给下降幅度大于需求减少, 对价格构成支撑。受疫情影响, 需求出现全面下降。智能手机方面, 据 IDC 数据, 2020 年一季度全球智能手机出货量降至 2.76 亿台, 同比下降 11.7%, 首度出现两位数负增长。新能源汽车方面, 2020 年前 5 个月国内新能源汽车销量仅为 28.9 万辆, 同比下降 37.78%。疫情虽然还未解除, 但最坏的时刻可能已经过去, 未来下游需求将呈现边际改善的态势。供给层面, 2020 年一季度下降更大。最大钴供应商嘉能可 (Glencore) 2020 年第一季度钴产量降至 6100 吨, 同比下滑 44%, 主要是公司暂停位于刚果(金)Mutanda 铜钴矿运作。钴第二大供应商洛阳钼业位于刚果(金)的 Tenke 矿山 2020 一季度钴产量同比下滑 32%, 全年产量或将继续走低。可见, 供给的下降速度超过了需求的下降速度, 如果钴价继续低迷, 厂商或倾向暂停开采, 钴的总体供需关系时改善的, 这也是钴价在目前价格有强支撑的原因。

图 43: 嘉能可的钴产量及同比增速



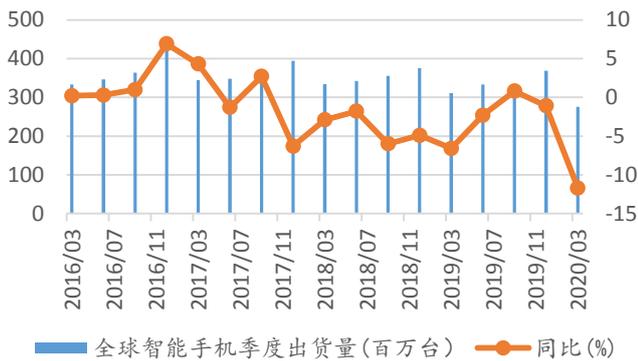
资料来源: Wind, 中原证券

图 44: 国内新能源汽车销量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 45: 全球智能手机季度出货量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 46: 国内新能源汽车产量及同比增速



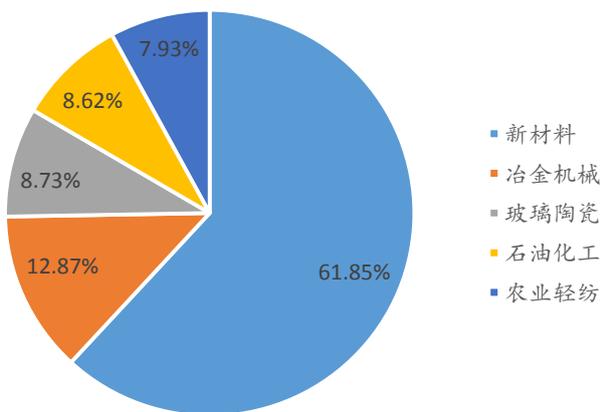
资料来源: Wind, 中原证券

3.4. 中重稀土受制于供给

受到全球疫情影响, 稀土需求呈现下降态势, 价格波动更多受到供给层面的影响。稀土下游应用主要包括永磁材料、催化材料、抛光材料和冶金材料等, 永磁材料受益于新能源汽车、节能风电、节能空调、汽车 EPS (电动助力转向系统)、电子工业等前景较好领域的广泛应用而需求良好, 在全球稀土消费领域占比最高; 催化材料主要用于汽车尾气净化和石油硫化裂化等稀土传统应用领域; 其次为抛光材料和冶金材料。由于国内疫情控制较好, 复工复产进程较快, 轻稀土供给未受太大影响, 轻稀土价格变现相对疲软。我国中重稀土资源有三分之一依赖进口, 特别是缅甸地区的进口, 疫情导致生产和进口受限, 价格则比较坚挺。

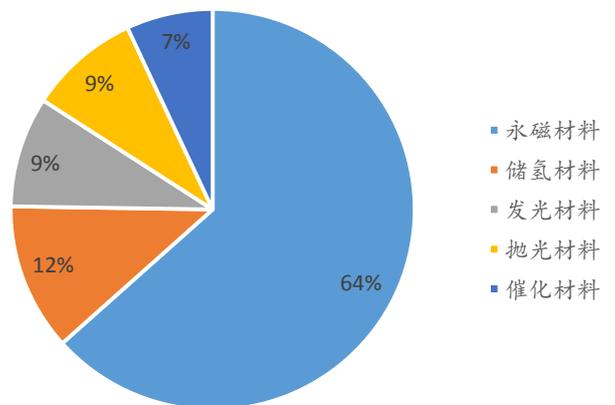
大国之间的博弈正在进行中, 中印出现军事冲突, 稀土作为军事领域的重要材料, 相关需求可能提升, 国家也可能提高稀土等战略物质的储备。

图 47: 下游行业稀土消费比例



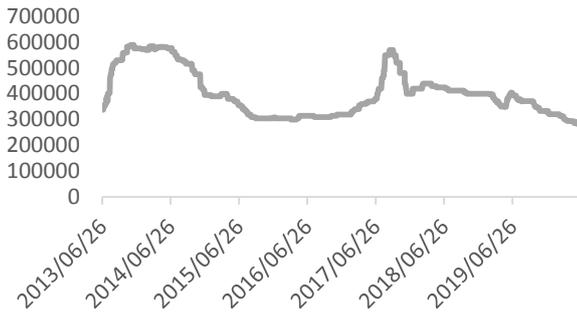
资料来源: 中国产业经济信息网, 中原证券

图 48: 新材料领域稀土消费比例



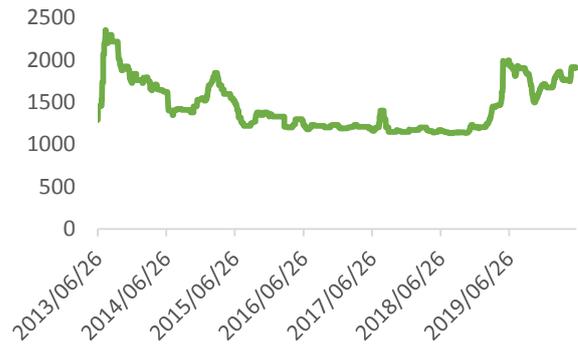
资料来源: 中国产业经济信息网, 中原证券

图 49: 氧化镨价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 50: 氧化镨价格 (元/公斤)



资料来源: Wind, 中原证券

3.5. 新材料高端制造加速发展

中美博弈的大背景之下，半导体、军工、航空航天等高端制造材料的国产化，是不可回避的命题。中外在高端新材料制造领域还存在差距，也是国家重点支持的领域，未来在这一领域有望诞生具备独特竞争优势的企业。

(1) 半导体靶材: 国内半导体产业快速发展推升对高纯度溅射靶材的需求。高纯度溅射靶材是伴随着半导体工业的发展而兴起的，半导体靶材是制备集成电路的关键原材料，要求靶材超高纯度金属、高精度尺寸、高集成度。随着全球晶圆制造厂产能逐步向中国转移，驱动半导体需求将进一步释放。据国际半导体设备材料产业协会 (SEMI) 预测，到 2020 年，全球将新建 62 座晶圆厂，其中 26 座将落户中国，占比高达 42%。据中国电子材料行业协会预测，随着 12 英寸晶圆厂普及，2017-2020 年间国内将投产多座 12 英寸半导体厂，预测国内靶材的市场规模增速将超过 15%。政策方面，《中国制造 2025》中的目标是至 2020 年晶圆自给率达到 40%、2025 年达到 50%，半导体在国内正蓬勃发展。2018 年底，国家对进口靶材的免税期结束，这也将有利于国内靶材企业升级发展。

图 51: 全球半导体季度销售额及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

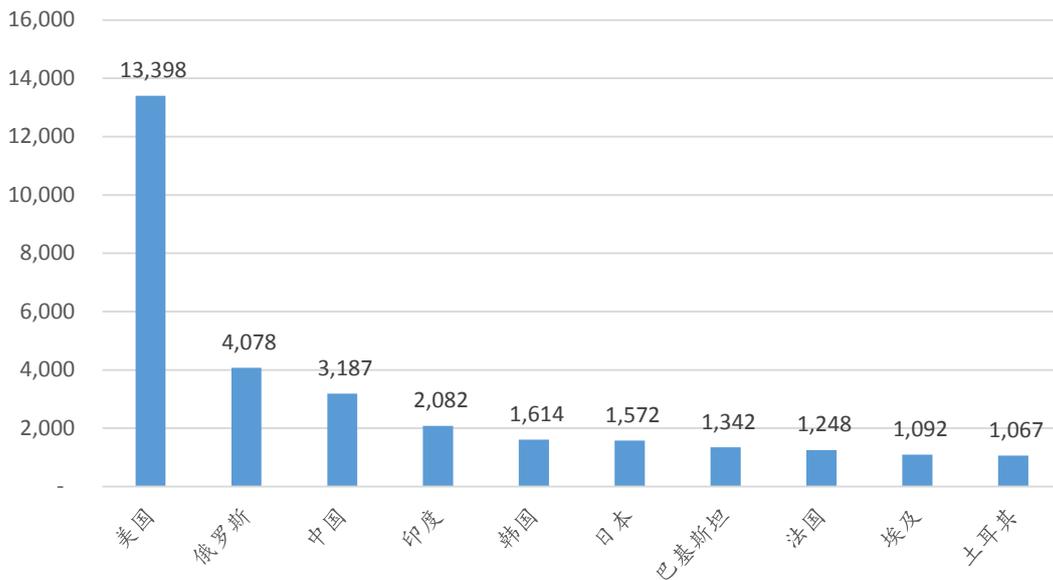
图 52: 中国集成电路产业销售额及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

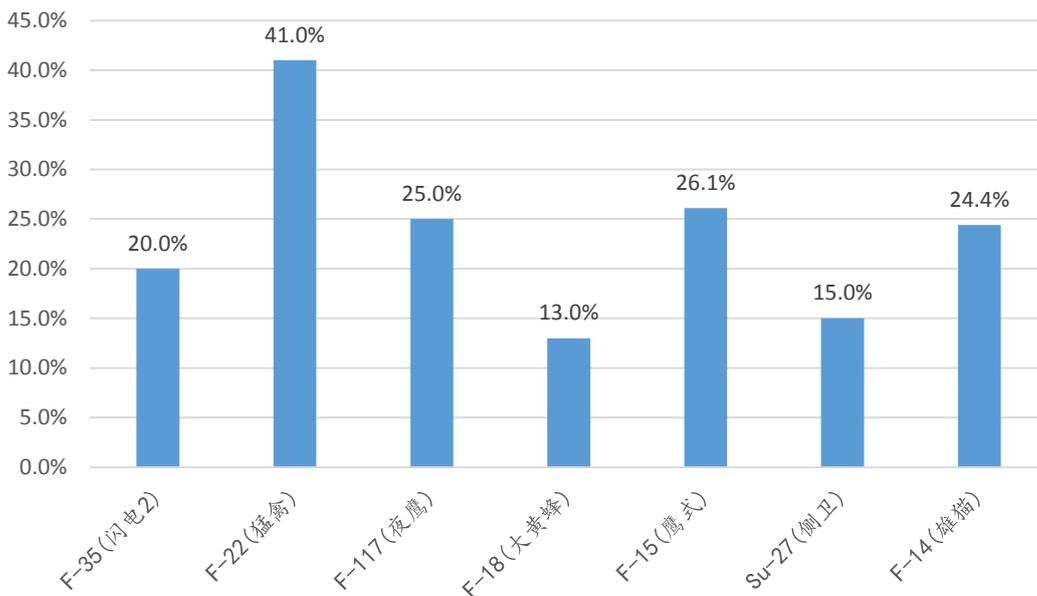
(2) 高端钛材：航空方面，高端钛材是现代飞机不可或缺的结构材料。美国军用战斗机 F/A-22 钛合金用量高达 41%，较 1976 年 F-16 战机 2% 的用量大幅提升；民用飞机波音 787 单架飞机用钛量达 15%。我国航空钛材短期内主要应用于国产军用飞机领域，随着未来我国国产大飞机 C919 逐步商业化量产，军用及民用飞机钛材用量将逐渐上升。根据中国商飞发布的《中国商飞公司市场预测年报（2018-2037）》，未来 20 年中国将交付 9,008 架客机。航天方面，随着登月工程和火星探索步伐加快、北斗导航系统北斗卫星导航系统全球组网密集进行、国内民营商业航天的蓬勃发展，航天钛材的用量也将持续增长。

图 53：各国军用飞机数量（架）



资料来源：Flightglobal《World Air Forces 2019》，中原证券

图 54：国外主要战斗机钛用量占比（质量分数）



资料来源：《飞机钛合金结构设计与应用》，中原证券

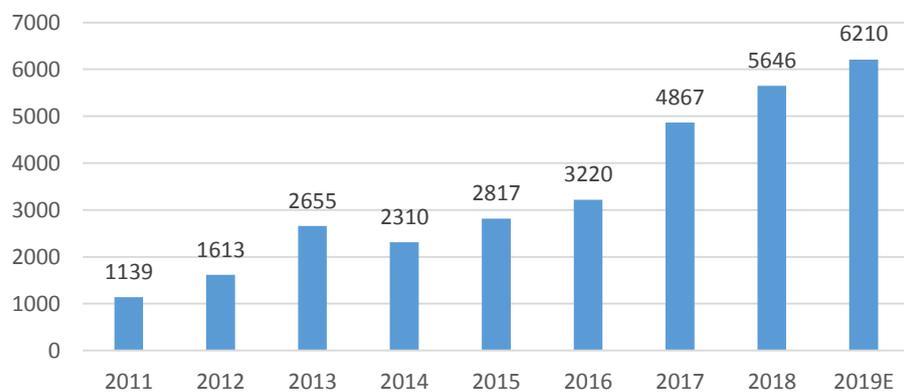
图 55: 国产海绵钛价格走势 (元/千克)



资料来源: Wind, 中原证券

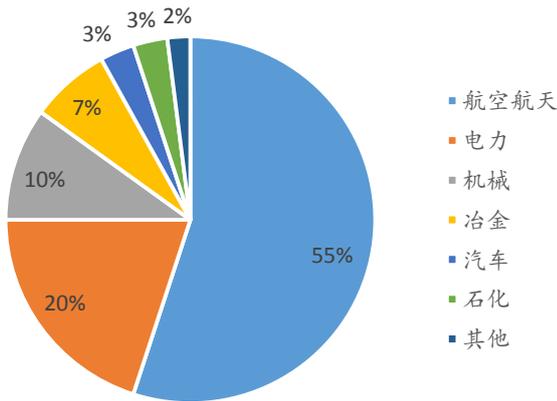
(3) 高温合金: 高温合金是指以铁、镍、钴为基, 能在 600℃ 以上的高温及一定应力作用下长期工作的一类金属材料, 具有优异的高温强度, 良好的抗氧化和抗热腐蚀性能, 良好的疲劳性能、断裂韧性等综合性能, 又被称为“超合金”, 主要应用于航空航天领域和能源领域。我国航空发动机市场发展前景广阔, 军用及民用领域均有较大空间, 带动高温合金行业加速发展。我国航空领域对高温合金的需求分为军用市场和民用市场, 随着国家对航空发动机自主研发的力度加大以及“两机”重大专项、“飞发分离”等政策的落实, 产业发展日渐加速。我国燃气轮机重点应用在分布式发电、热电联供、天然气管道运输、船舶推进和机械驱动等方面。燃气轮机也是我国“两机”重大专项的重点发展方向之一, 我国“西气东输”、“西电东送”、“南水北调”等工程均需要大量 30 兆瓦级工业型燃气轮机, 同时我国舰船制造业的快速发展需要大量 30 兆瓦级舰船燃气轮机, 我国已成为世界最大的燃气轮机潜在市场, 是发达国家燃气轮机出口的主要需求国之一。燃气轮机大规模应用为高温合金行业带来广阔的市场前景。

图 56: 2011-2019 年中国燃气轮机行业产量情况 (台)



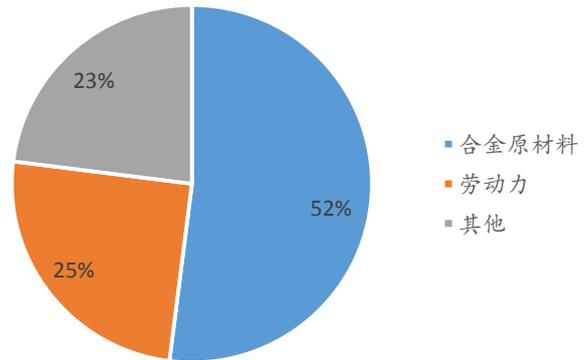
资料来源: 互联网资料整理, 中原证券

图 57: 下游行业对高温合金的需求比例



资料来源: 中国产业信息网, 中原证券

图 58: 航空发动机成本构成比例

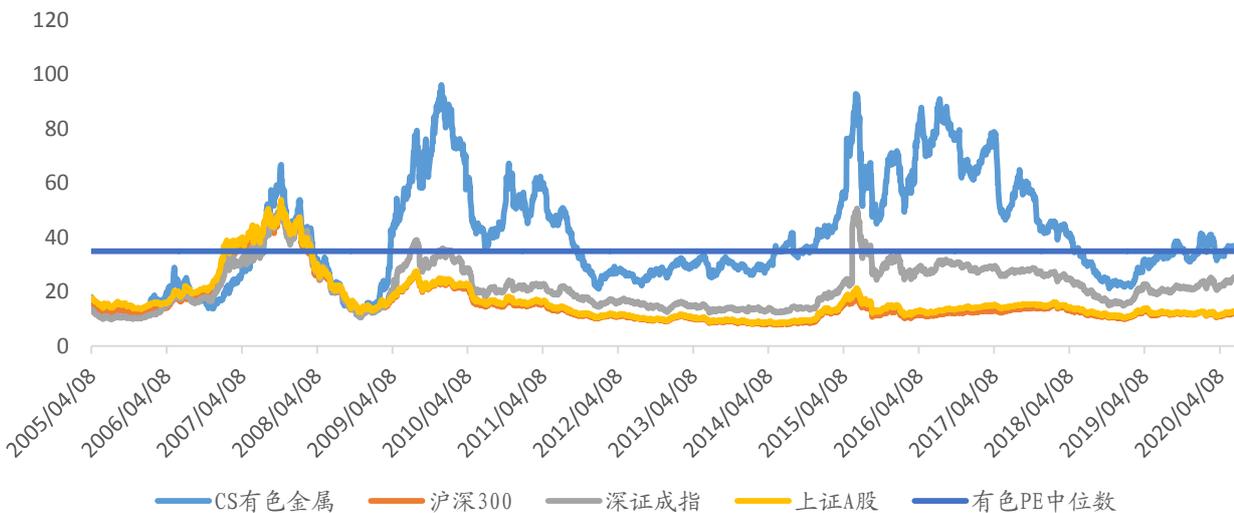


资料来源: 中国产业信息网, 中原证券

4. 投资策略

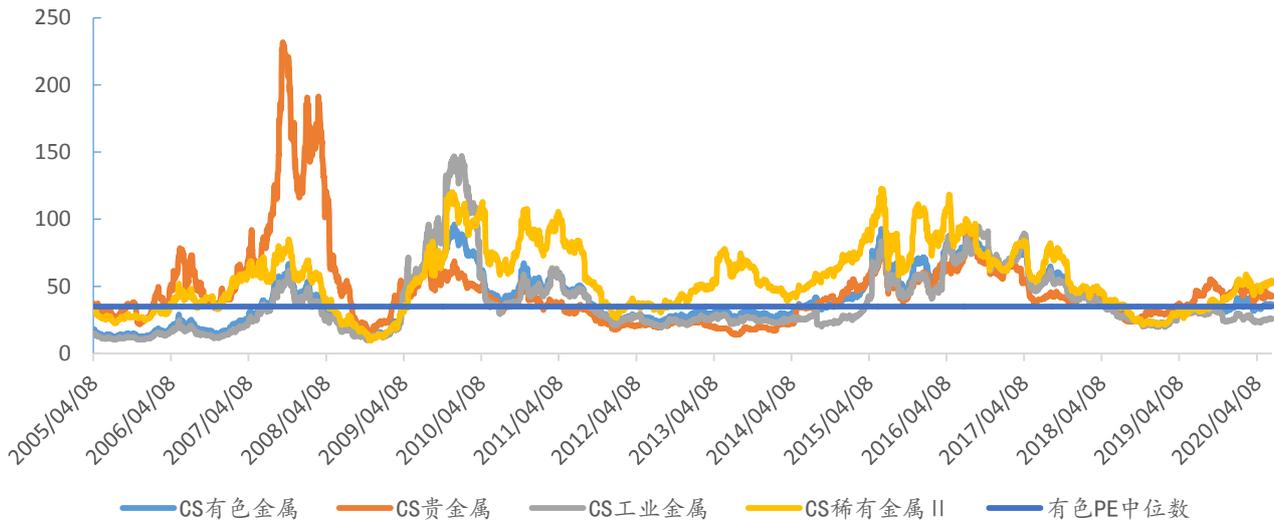
截止 5 月底, 有色板块 PE 为 36.9 倍, 贵金属 PE 为 43.0 倍, 基本金属 26.0 倍, 稀有金属 54.4 倍, 有色板块估值略高于历史中位数 35.0 倍。全球疫情形势在复产复工后依然呈现反复的态势, 下游需求较弱, 但环比出现改善, 供给层面对价格的影响较大, 大部分金属呈现供需双收缩的态势, 疫情对价格冲击最坏时刻或已过去, 完全恢复则有待时日, 继续给予有色金属行业“同步大市”评级。建议从三方面把握有色金属行业: 一是避险的贵金属、二是氢能源和电动车产业链的铂和钴、三是高端新材料制造板块。建议关注公司: 山东黄金(600547.SH)、白银有色(601212.SH)、贵研铂业(600459.SH)、洛阳钼业(603993.SH)、华友钴业(603799.SH)、寒锐钴业(300618.SZ)、宝钛股份(600456.SH)、西部超导(688122.SH)、有研新材(600206.SH)、楚江新材(002171.SZ)、云海金属(002182.SZ)。

图 59: 有色板块与大盘 PE (倍) 对比



资料来源: Wind, 中原证券

图 60: 有色及子板块 PE (倍) 对比



资料来源: Wind, 中原证券

5. 风险提示

- (1) 全球经济下行超预期，下游需求大幅下降。
- (2) 全球疫情反复，导致金属需求疲弱。

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。