



Research and
Development Center

库存周期下的工业金属投资机会

金属&新材料行业专题报告

2020 年 09 月 28 日

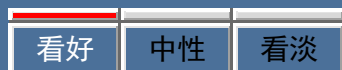
娄永刚 首席分析师

黄礼恒 资深分析师

证券研究报告

行业研究——行业专题研究

有色金属行业



上次评级：看好，2020.7.5

姜永刚 首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业资深分析师

执业编号：S1500520040001

邮箱：huangliheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

库存周期下的工业金属投资机会

2020年09月28日

内容提要

- **工业企业库存周期：预计2020年末或2021年Q1进入新一轮库存周期的主动补库阶段。**我们用工业企业产成品存货累计同比指标来研究工业企业库存周期，中国自2000.05-2019.11，共经历了6轮完整的库存周期，周期时长分别为30、43、39、48、34、41个月。按正常规律，第6轮库存周期于2019年Q4结束，第7轮库存周期于2020年Q1开启，但新冠疫情的出现扰乱了原本的库存周期进程，使新一轮的库存周期直接进入到了被动补库→主动去库的阶段。我们预计2020年末库存释放完毕，工业企业库存周期将重新进入正常的主动补库阶段。
- **有色行业（工业金属）库存周期：预计于2020年Q4进入新一轮库存周期的主动补库阶段。**有色金属作为中上游产业，库存周期的启动时间略早于工业企业库存周期1-3个月，预计2020年Q4进入主动补库阶段，在没有疫情反弹以及经济明显下行等风险情况下，补库阶段将按照以往周期规律持续1年半左右，至2022年Q1结束。**有色金属（工业金属）库存量的周期变动滞后于有色金属PPI的变动3-6个月，有色股票指数领先有色金属PPI（价格指数）的变动3-6个月。**因此，预计工业金属价格指数将维持上升趋势至2021年Q4，工业金属股票指数上行周期有望持续至2021年Q2或Q3。
- **工业金属库存维持低位，主动补库有望对金属价格形成较强地推动作用。**工业金属价格与库存整体呈现负相关关系，但并非完全同步，比如沪铜价格的变化领先于铜社会库存的变化约3个月，沪铝价格变化领先于社会库存约6个月。整体来看，目前铜库存处于历史低位，供给受到抑制，需求随着疫苗后续落地有望持续复苏，若Q4进入主动补库周期，将进一步推动铜需求增长，铜价有望继续上涨。同时电解铝因需求逐步复苏，叠加Q4主动补库，价格有望继续维持高位，而氧化铝价格或继续维持低位运行，电解铝企业或将继续维持较高的盈利水平。
- **投资建议：**我们预计2020年Q4工业金属将进入新一轮库存周期的主动补库阶段，在没有疫情反弹以及经济明显下行等风险情况下，补库阶段将按照以往周期经验规律持续1年半左右，至2022年Q1结束；由于工业金属股票指数领先于库存周期6-12个月，因此我们预计本轮工业金属股票指数上行周期的时间区间为2019年末至2021年Q2，目前基本处于上行周期中段，预计今年四季度及明年上半年工业金属股票指数仍将维持上行趋势。**建议关注工业金属龙头企业：铜（紫金矿业、西部矿业、云南铜业、江西铜业等）、铝（云铝股份、索通发展等）、铅锌（中金岭南、驰宏锌锗等）、镍（盛屯矿业）、锡（锡业股份）。**

- **风险因素：**疫情二次爆发导致波动率提升以及需求复苏低预期、矿山生产恢复超预期、金属价格大幅下跌。

目 录

库存周期总述	1
中国工业企业库存周期: 进入新一轮库存周期	2
有色金属库存周期: 主动补库阶段工业金属的投资机会	6
工业金属库存周期: 主动补库或推动铜铝价格上行	13
投资建议	20
风险因素	20

表 目 录

表 1: 库存周期的 4 个阶段	1
表 2: 库存周期与供需变化的关系	2

图 目 录

图 1: 库存周期与美林周期以及大类资产配置的关系	2
图 2: 中国工业企业库存周期	3
图 3: 房地产投资领先库存变化 6-12 个月	4
图 4: 利润增速反弹领先库存周期变化 8-16 个月	4
图 5: 复盘非典, 预测新冠	5
图 6: 有色金属行业的 6 轮库存周期	6
图 7: 有色金属库存周期&工业企业库存周期	7
图 8: 有色金属库存周期&工业企业库存周期	8
图 9: 房地产开发累计同比持续修复	9
图 10: 购车需求释放带来汽车行业产销两旺	9
图 11: 电网投资同比首次转正	10
图 12: 受季节影响, 空调产量轻微下降	10
图 13: 有色金属库存周期&有色金属 PPI	11
图 14: 有色金属行业指数和 PPI 的关系	12
图 15: 有色金属库存周期&有色金属、工业金属股票指数关系	13
图 16: 工业金属库存量的周期变动趋势	14
图 17: 铜期货价格领先于社会库存	15
图 18: 2020 年铜社会库存处于低位 (万吨)	15
图 19: 全球矿山产能利用率偏低	16
图 20: 全球铜精矿产量收缩 (千吨)	16
图 21: 国内铜材产量逐月上升	16
图 22: 国内铜材产量处于较高水平 (万吨)	16
图 23: 铝期货价格领先于铝社会库存	17
图 24: 2020 年铝社会库存处于低位 (万吨)	17
图 25: 氧化铝产量逐渐上升	18
图 26: 氧化铝产量处于高位 (万吨)	18
图 27: 电解铝产量开始恢复	18
图 28: 电解铝产量处于高位 (万吨)	18
图 29: 铝材产量环比减少, 同比增加	19
图 30: 铝材月度产量维持在平均水平 (万吨)	19
图 31: 铝合金产量环比减少, 同比增加	19
图 32: 铝合金月度产量维持在较高水平 (万吨)	19

库存周期总述

库存周期以厂商库存的变化为表现形态，本质是企业供给对经济需求的滞后响应，这种滞后性导致了供给与需求的错配，从而库存周期出现。库存周期一般历时 2-4 年。理论上，一个完整的库存周期可以分为以下 4 个阶段：

1. 被动去库存：经济开始边际转暖，需求上升。此时企业的产能来不及响应上升的需求，原有库存随着销售的增加而被动下降。
2. 主动补库存：经济开始明显转暖，需求上升。此时企业基于良好的未来经济预期，主动增大产能以适应销售的增长。
3. 被动补库存：经济开始边际下降，需求开始下滑。此时企业来不及收缩生产，导致多余的产能未能及时出清，进入被动补库阶段。
4. 主动去库存：经济开始明显下降，需求已经确认下降，企业预期消极，降低产能、抛售库存以适应需求，进入主动去库存阶段。

表 1：库存周期的 4 个阶段

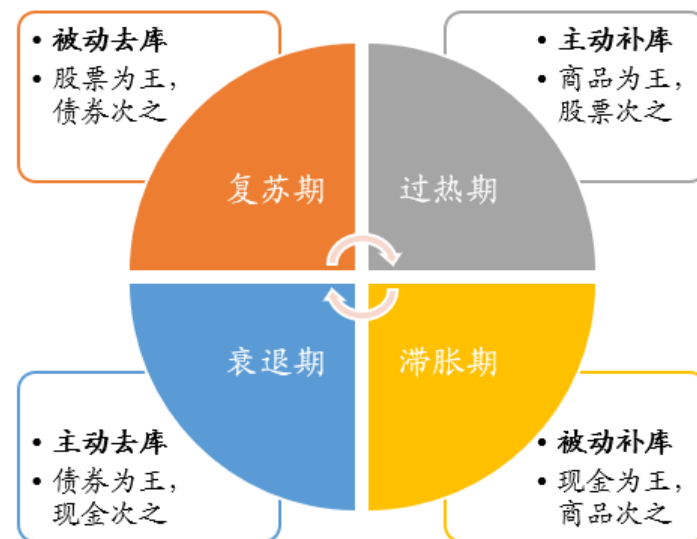
库存周期阶段	产成品库存变化	需求变化	市场情况
主动补库存	增加	增加	经济向好趋势明朗，企业预期良好、扩大生产
被动补库存	增加	减少	经济趋势开始回落，企业产能来不及收缩
主动去库存	减少	减少	经济下行趋势明显，企业预期消极、主动出清
被动去库存	减少	增加	经济趋势开始上升，企业销售增加带动库存下降

资料来源：信达证券研发中心

宏观层面，库存周期的四个阶段大致对应着美林时钟的四个阶段，各个阶段表现优良的资产配置是不同的。

微观层面，库存周期的四个阶段大致对应着量价关系的四个阶段。从市场角度讲，企业根据价格调整出货行为，导致价格的变化领先于生产变化；但实际情况下，价格变化只是需求的外在反映，本质原因是供需平衡的变动，所以量在价先。

图 1: 库存周期与美林周期以及大类资产配置的关系



资料来源: 信达证券研发中心

表 2: 库存周期与供需变化的关系

库存周期阶段	供给	需求	库存	商品价格
被动去库存	减少	增加	减少	上升
主动补库存	增加	增加	增加	上升
被动补库存	增加	减少	增加	下降
主动去库存	减少	减少	减少	下降

资料来源: 信达证券研发中心

工业企业库存周期：即将进入异动后的新一轮库存周期

我们用工业企业产成品存货累计同比指标来研究库存周期，中国自 2000.05-2019.11，共经历了 6 轮完整的库存周期，周期时长分别为 30、43、39、48、34、41 个月，呈现强弱周期交替的规律。

中国的库存周期启动一般都伴随着下游需求端上升的刺激，尤其是海外需求以及国内的房地产、基建投资。第一轮库存周期中，1999 年以纺织业为首的国有企业破产兼并、完成债转股，去产能效果明显。供给端收缩和需求端回稳促使产品价格提升，提高了企业盈利能力。第二轮库存周期中，随着中国加入 WTO 和外部需求转暖，国内产品出现供不应求的情况，企业主动补库存开始，与此同时房地产投资依然维持火爆。第四轮库存周期中，“四万亿”政策的出台让急剧下滑的工业增加值急剧回升，基建和房地产投资起到了至关重要的作用，在投资需求拉动下企业利润率开始好转，重新开始主动补库存。第六轮库存周期中，棚改货币化政策、政府通过融资进行基础设施建设的政策都拉动了需求的上升，带来主动补库进程的推进。

受疫情影响，库存周期于 2019 年 12 月进入被动补库阶段，于 2020 年 3 月进入被动去库阶段。综合“工业增加值同比”以及“工业企业产成品存货累计同比”两个指标来看，可以判断库存周期的四个阶段。当库存同比上升，工业增加值同比也上升时，属于主动补库阶段；当库存同比上升，而工业增加值同比下降时，属于被动补库阶段；当库存同比下降，工业增加值同比也下降时，属于主动去库阶段；当库存同比下降，而工业增加值同比上升时，属于被动去库阶段。综上我们可以观察到，第 7 轮库存周期开始后，受疫情影响，生产端受阻，需求端停滞，库存周期直接进入到被动补库阶段；随着复工复产的进行，企业降低开工率，消化累积库存，进入主动去库阶段。

图 2：中国工业企业库存周期

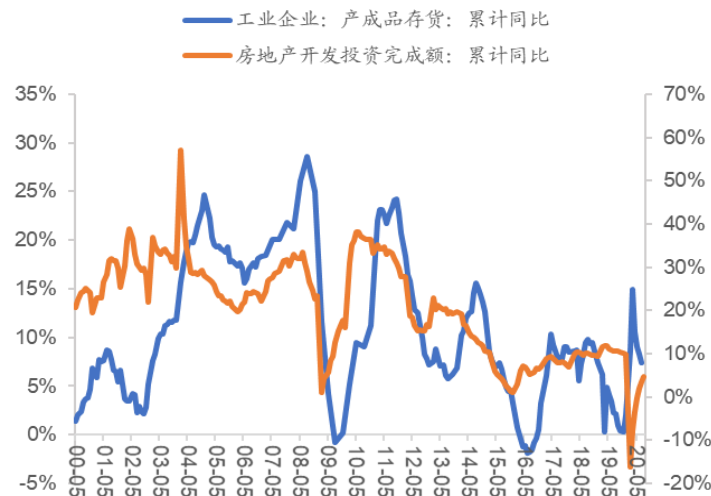


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

房地产开发带动较多工业品需求，包括钢材、混凝土、装修材料等，而地产开发商拿地、开工等领先于对这些材料需求，因此房地产投资领先于库存周期的变化。近年来，国家推行“房子只住不炒”的调控政策理念，房地产开发投资额增速逐渐平稳，预计未来将增长至 5%-10% 的期间内平稳波动。为对冲疫情影响，国家采取更为积极的财政政策和货币政策，而货币宽松和刺激政策短期内对地产投资形成较大支撑，房地产开发对流动性和利率敏感度也更高，因此率先从疫情中恢复。

利润增速作为观察企业盈利修复的指标，同样领先于库存周期的变化。2020 年 4 月份利润增速触底回升，表明需求端向好恢复，带动库存下降。利润增速能否持续回升，是判断库存何时进入主动补库的关键信息。

图 3：房地产投资领先库存变化 6-12 个月



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：利润增速反弹领先库存周期变化 8-16 个月

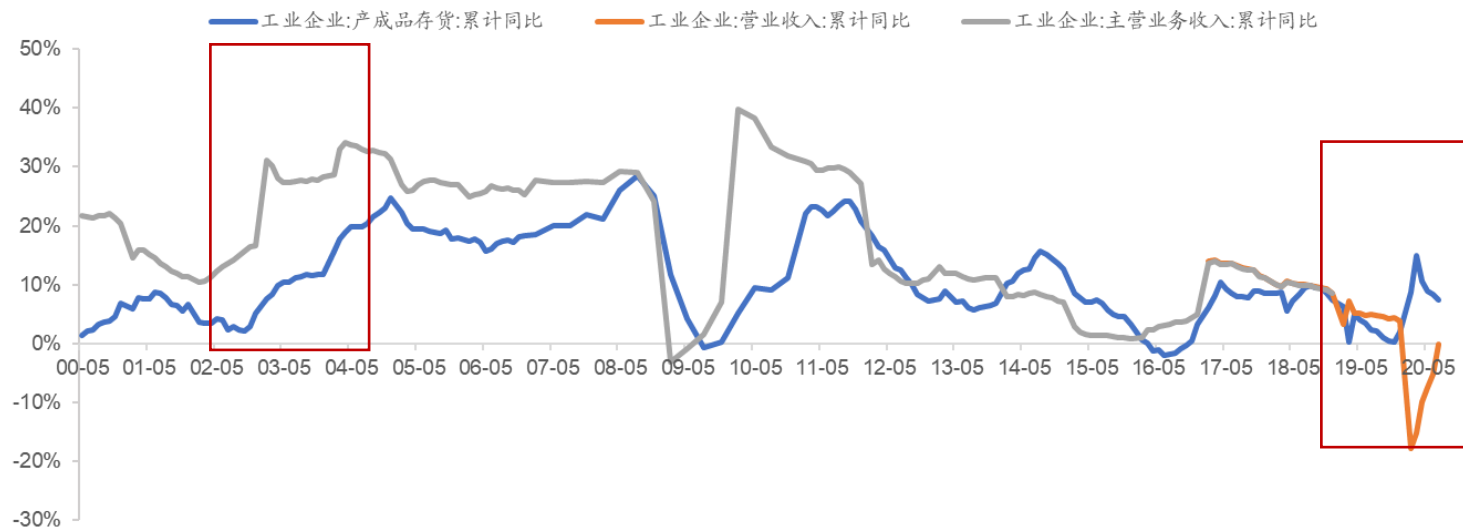


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

本次新冠疫情可类比非典时期。在疫情出现至政府隔离措施出台，再到疫情完全得到控制之间，两次疫情都经历了工业企业主营业务收入下降，库存同比上升的阶段。两次所不同的是，非典时期，工业企业主营收入波动较小，且库存同比在疫情结束之后继续上升；而新冠疫情时期下的工业企业营业收入波动较大，且疫情控制之后的库存同比增速逐渐下降。

所处的大周期不同是新冠与非典变化波动不一致的主要原因。2001 年中国加入 WTO 后，中国经济进入高速增长初期阶段，整体市场预期及外需良好，抗波动能力较强，也未出现全国范围的封锁，故而非典疫情对企业收入产生的波动较小，对企业主动补库进程影响非常短暂，且只是影响了增速的斜率，并未改变方向。而本次新冠疫情处于中国乃至全球经济增速放缓阶段，随着疫情在中国以及全球蔓延后，经济活动短期停滞，打乱了预期于 2020 年一季度启动的主动补库周期。

图 5：复盘非典，预测新冠



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

预计本轮补库周期中的小插曲——“去库存阶段”于 2020 年底或 2021 年 Q1 结束，之后将进入正常库存周期的主动补库阶段。

从地产基建投资看，在疫情冲击下，国家基于刺激需求的目的，采用更为积极的财政政策和宽松的货币政策，大幅投放流动性，并增加专项债额度，房地产受益于融资难度和利率下行，韧性凸显；基建投资在专项债和大型项目的支撑下快速回升，支撑产业链需求的回升。房地产和基建投资同比企稳回升，将带动整体市场产业链库存的进一步下降。

从去库存速度来看，本轮疫情影响下的被动补库存周期 3 月见顶，库存同比为 14.9%，从 14.9% 下降到 7 月份的 7.4% 用时 4 个月；同时经济恢复速度的斜率放缓，预计后续整体工业品需求增速也将跟随放缓，本次库存见底还需要 4-6 个月。

从疫情控制角度来看，国内疫情控制态势较好，但国外疫情形势仍较严重。据国家卫计委信息，疫苗最快将于年底上市，但短期供给量有限，因此预期疫苗将带动经济和需求复苏。但随复苏持续，斜率最大阶段已经过去；在需求和供给不出现停滞的情况下，2021 年的补库存的斜率将大幅低于今年 1 季度疫情影响下的情况。

有色金属库存周期：主动补库阶段工业金属的投资机会

有色金属库存周期现行阶段

有色金属库存周期主要反映的是工业金属的库存周期，自 2000.03-2019.11 共经历了 6 轮完整周期，分别历时 33、30、48、55、30、29 个月。近年来，受国家供给侧改革政策调控，有色金属库存释放受限，导致周期的补库与去库阶段的分界不清晰，在补库与去库的过渡时期，形成 6-12 个月的震荡波动。

本次新冠疫情扰乱了正常的库存周期进程。有色金属的第 6 轮库存周期同样结束于 2019 年 11 月份，但疫情的冲击导致下游开工受阻，库存被动积压，迅速上升，至 2020 年 4 月份库存同比达到 18.1%，超过前两个周期的库存触顶值。后随着疫情缓和，企业逐步复工复产，需求复苏，开始去库。

图 6：有色金属行业的 6 轮库存周期



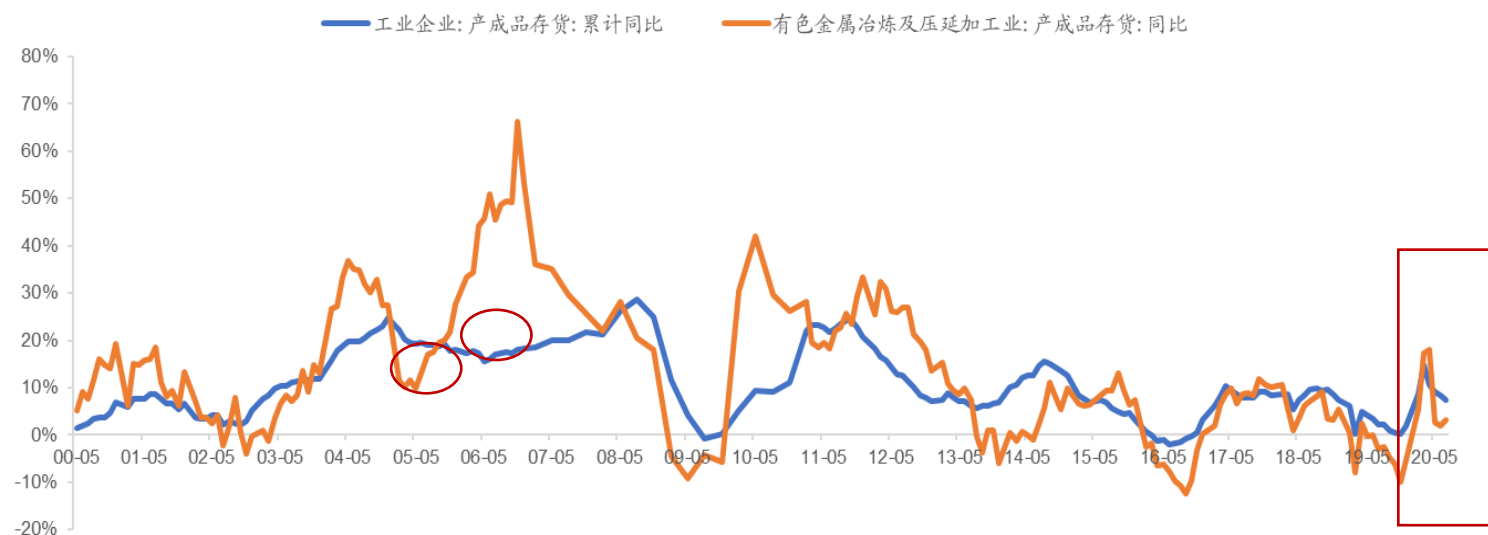
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

有色金属作为中上游产业，库存周期的启动时间往往略早于工业企业库存周期 1-3 个月。其中有色的第三周期早于工业企业

的第三周期约 1 年时间，主要是 2003 年国际大宗商品牛市的到来，使国内有色金属 PPI 持续上涨，带动了补库的快速启动。

本轮疫情下，有色金属冶炼业的库存累积速度与库存去化速度均快于工业企业整体库存，主要是由于在疫情期间有色金属冶炼生产相对刚性，库存被动积累，以及疫情之后下游基建与地产投资产业恢复较快带动销售增长所致。

图 7：有色金属库存周期&工业企业库存周期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

有色金属或于 2020 年 Q4 进入主动补库阶段

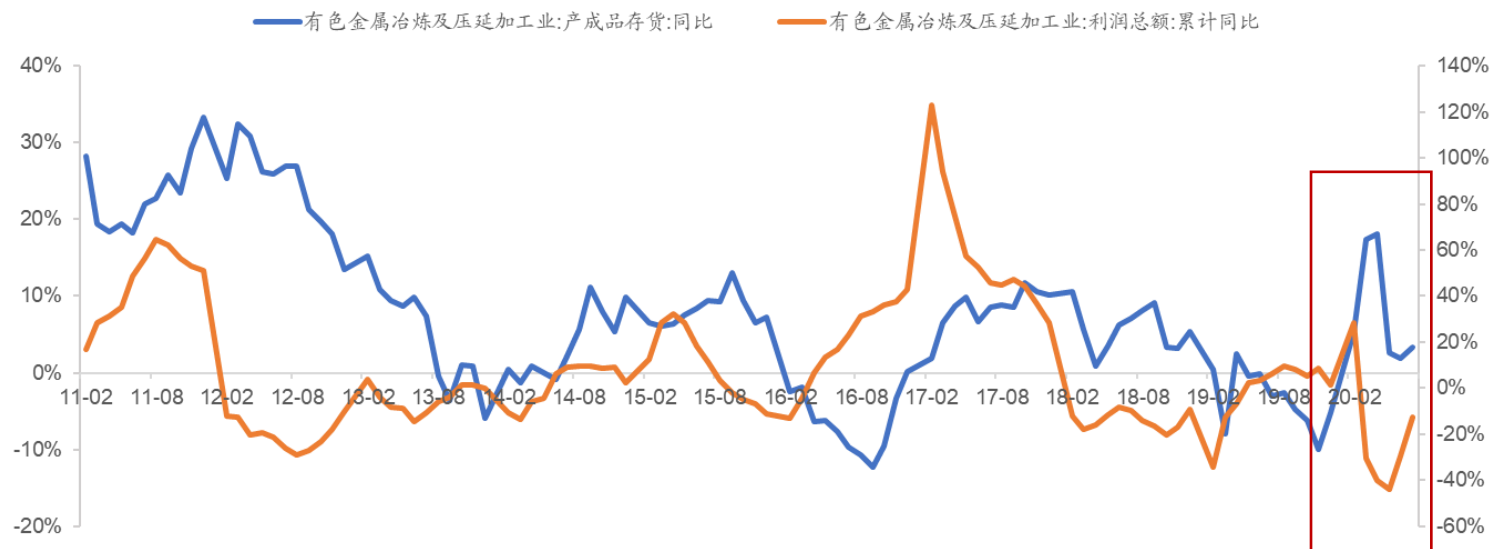
通过分析历史数据，有色金属的利润同比变化往往领先于库存周期变化 10 个月左右的时间。2020 年利润同比见底为 5 月份的 -43.70%，库存同比暂时见底为 6 月份的 1.9%，仅领先 1 个月，生产、需求的大幅波动将传导周期大幅压缩。所以，**库存影响下的有色金属库存变化可以理解为加速了的“第 7 轮库存周期”。**

2019 年末利润同比回升正值，有色金属冶炼及压延工业产成品库存触底回升，为主动补库阶段；2020 年 2 月-2020 年 4 月，疫情影响下，利润同比下降，库存继续积累，为被动补库阶段；2020 年 4 月-2020 年 5 月，利润同比与库存同比共同下降，

说明企业基于悲观预期，进入主动去库阶段；2020年5月-2020年6月，利润同比上升，库存同比下降，进入被动去库阶段。

预计有色金属于2020年Q4进入主动补库存阶段。近期的7月份数据显示，库存同比出现抬头趋势，在利润上升趋势不变的情况下，有色金属有望在今年第四季度进入正常的补库周期，持续时间1.5年左右。

图 8：有色金属库存周期&工业企业库存周期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从需求端来看，工业金属的主要终端应用领域房地产、汽车、电网、空调等均需求向好，利润同比有望维持上升趋势，若年底前疫苗落地，经济有望持续复苏。

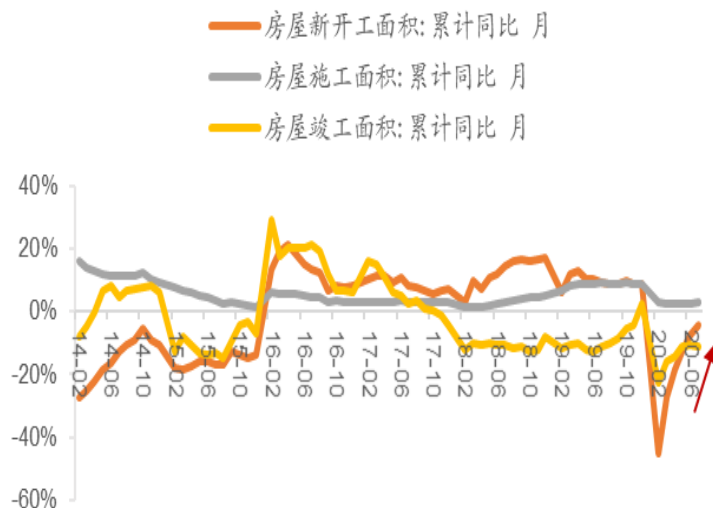
房地产方面，2020 年初，房地产开工与竣工面积经历了大幅下跌。随复产复工进行，房地产投资从上游拿地到开工、施工竣工等均快速恢复，5 月新开工及竣工单月增速同比转正，6-8 月延续高增趋势，预计未来房地产行业将持续修复。

汽车方面，疫情期间，汽车销量同比与产量同比下跌至谷底，5 月后逐渐恢复至往年水平，至 8 月汽车销售同比增速转正，9 月延续正增长趋势，汽车行业需求反转基本确定，预计未来汽车销量将继续上涨。

电网方面，7 月份电网投资额同比实现 1 年来的首次转正，电网投资由国家主导且特高压是“新基建”的重要组成部分，预计国家未来将通过增大电网来带动基建投资，对冲疫情对国内经济造成的影响。

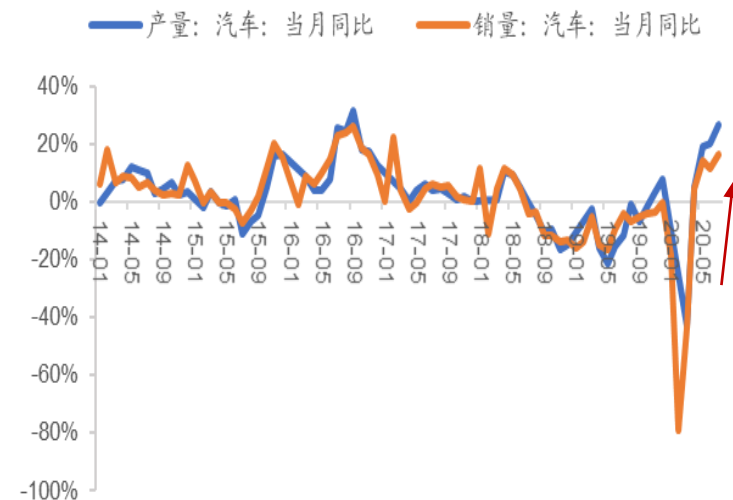
空调方面，空调的产销量具有明显的季节性规律，二三季度为消费旺季、生产淡季，一四季度为消费淡季、生产旺季。7 月份，空调的产量同比增加 6%，已经恢复至往年平均水平，预计未来将于小幅区间内震荡。

图 9：房地产开发累计同比持续修复



资料来源:Wind，信达证券研发中

图 10：购车需求释放带来汽车行业产销两旺



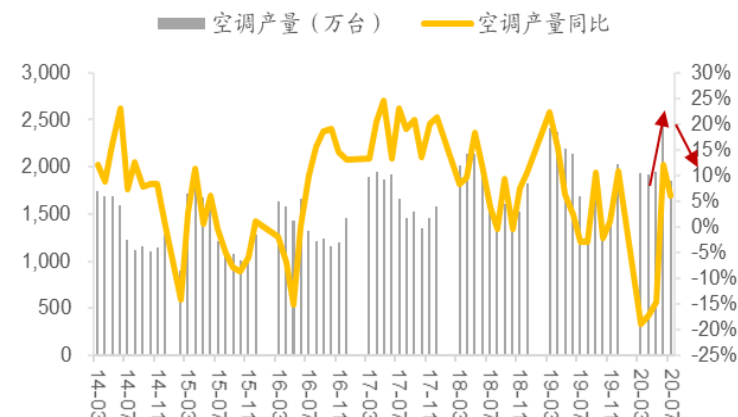
资料来源:Wind，信达证券研发中心

图 11: 电网投资同比首次转正



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 12: 受季节影响, 空调产量轻微下降



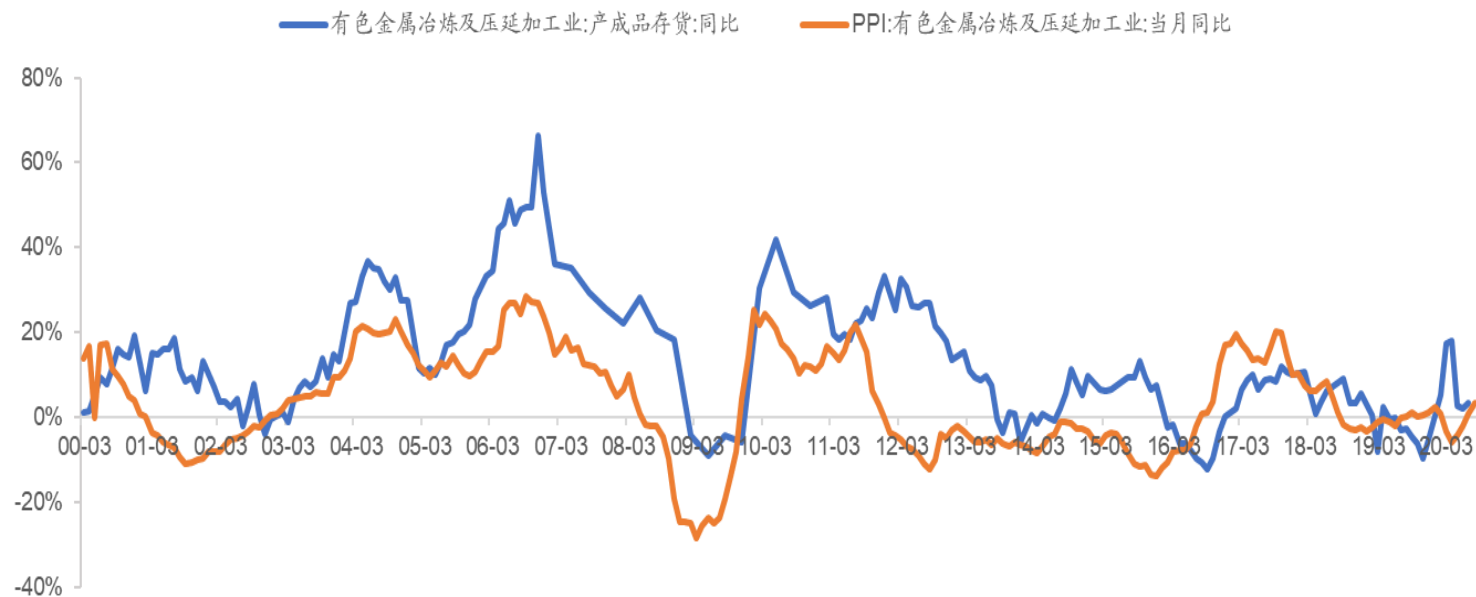
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

工业金属股票指数有望持续上升至 2021 年 Q2 或 Q3

有色金属 PPI (价格指数) 领先于有色库存周期 3-6 个月。我们用 PPI 作为有色金属价格指数, 来研究价格和库存周期的关系。PPI 是供需变化的反映指标, PPI 上升而库存下降时, 意味着供给小于需求, 代表企业未来得及响应市场需求的变化, 处于被动去库阶段; 随着 PPI 的持续上升, 企业产能产量开始恢复, 进入主动补库阶段。PPI 与库存变化的时间差, 即为企业的市场反应时间。

从实质的生产角度看, 库存作为供需的“蓄水池”是 PPI 变化的根本原因。前文预测 2020 年 Q4 有色将进入主动补库阶段, 持续时间 1.5 年左右, 因此, **预计 2020 年 Q4 有色金属价格指数维持上升趋势, 有望持续至 2021 年 Q4。**

图 13: 有色金属库存周期&有色金属 PPI



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

股票指数是对价格指数的预期，有色股票指数一般领先于价格指数 3-6 个月。

有色行业股指与有色 PPI 关联度较高。PPI 上升时，一般情况下为行业供需关系相对较高，尤其是下游需求推动，带动市场对行业利润增长预期，进而推动行业估值触底回升带动股指上涨。

图 14: 有色金属行业指数和 PPI 的关系



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

分析发现,有色金属行业股票指数领先于库存周期 6-12 月。有色金属与工业金属指数同向波动,表明工业金属的股指变化与有色金属库存周期的变化相关性很高。

预计本轮工业金属股票指数将持续波动上升至 2021 年 Q2 或 Q3。基于前文有色金属的库存周期判断,预计 2020 年末有色金属进入主动补库阶段,在没有疫情反弹以及经济明显下行等风险情况下,补库阶段将按照以往周期规律持续 1 年半左右,至 2022 年 Q1,因此预计本轮工业金属股票指数上行周期的时间区间为 2019 年末至 2021 年 Q2。

图 15: 有色金属库存周期&有色金属、工业金属股票指数关系



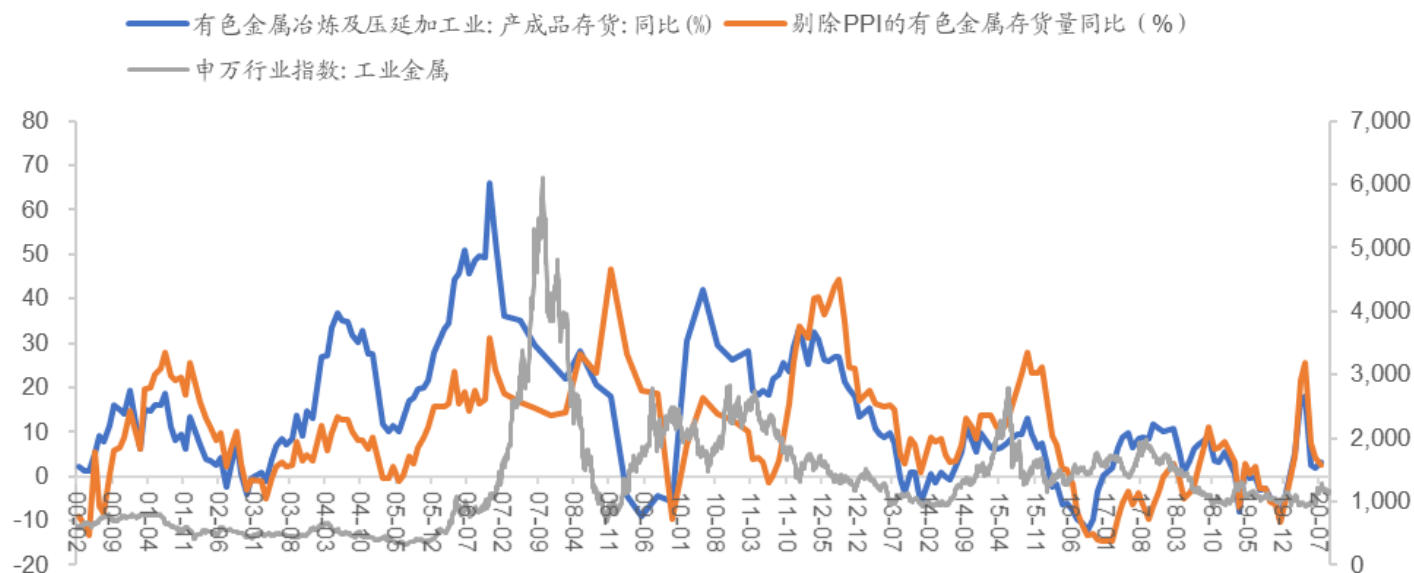
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

工业金属库存周期：主动补库或推动铜铝价格上行

工业企业和有色行业的库存周期指标为库存金额的变动，既包含量的变动趋势，也包含价的变动趋势。基于“ $PPI \times \text{库存量} = \text{存货金额}$ ”这一公式，我们可以得到“ $PPI(1+x\%) \times \text{库存量}(1+x\%) = \text{存货金额}(1+x\%)$ ”，从而可以得到只反映库存量的同比变化的指标： $\text{库存量}\% = (1 + \text{存货金额}\%) / (1 + PPI\%) - 1$ ，我们用该指标来分析工业金属的“量价关系”。

由于有色金属的库存量主要由工业金属构成，所以剔除 PPI 后的有色金属的产成品存货量同比可以用来表示工业金属库存量的变动。通过分析历史数据发现，工业金属库存量的变动约滞后于工业金属股票指数变动 6-12 个月。2021 年 Q4 工业金属股票指数开始回升，受到疫情冲击后，本次库存周期预计 2020 年 Q4 工业金属库存量重新开始累积，进入主动补库周期。

图 16: 工业金属库存量的周期变动趋势



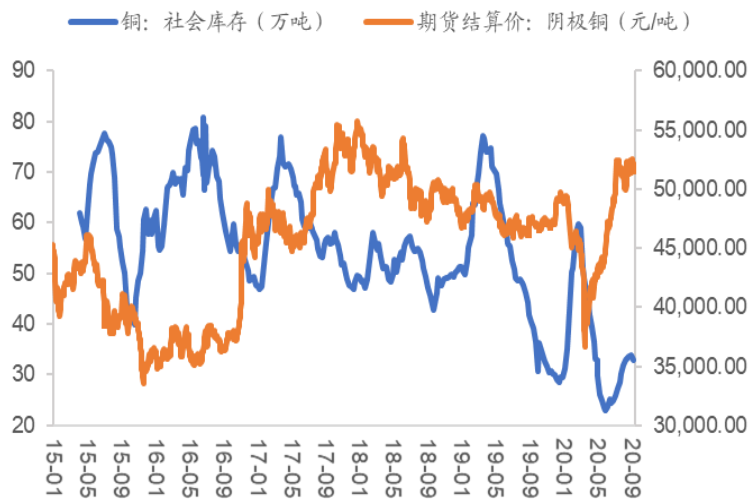
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

铜: 主动补库有望推动铜价继续上涨

铜价与铜库存整体呈现负相关关系, 但沪铜的价格变化领先于铜社会库存的变化约 3 个月。新冠疫情期间, 铜价率先下跌, 社会库存被动累积, 铜进入被动补库阶段; 后续复工复产开始, 厂商主动去库存, 叠加海外疫情爆发, 铜价格跌入底部, 社会库存继续下降; 随着复工复产的进行, 以及流动性因素推动, 铜价回升, 厂商进入被动去库阶段; 预计 Q4 进入主动补库阶段。

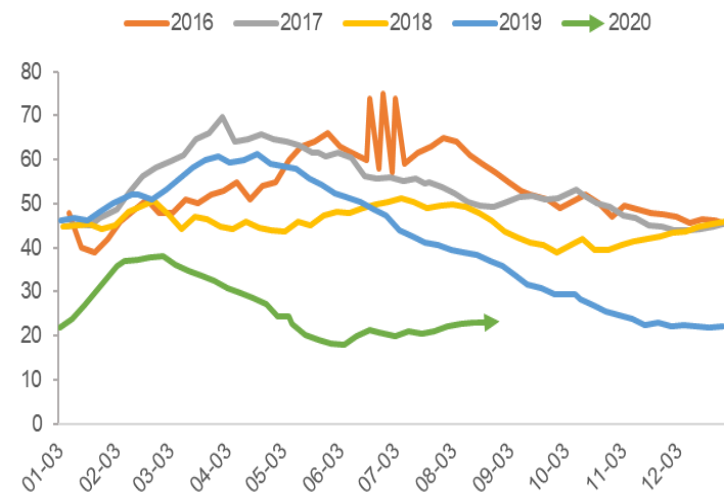
以上海保税区、上海其他仓库、广东、天津、江苏以及重庆的铜社会库存总和代表铜的社会库存量, 可以发现目前铜的社会库存处于近 5 年的低位, 新的库存周期即将开启, 主动补库将对铜价形成有效支撑。

图 17: 铜期货价格领先于社会库存



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

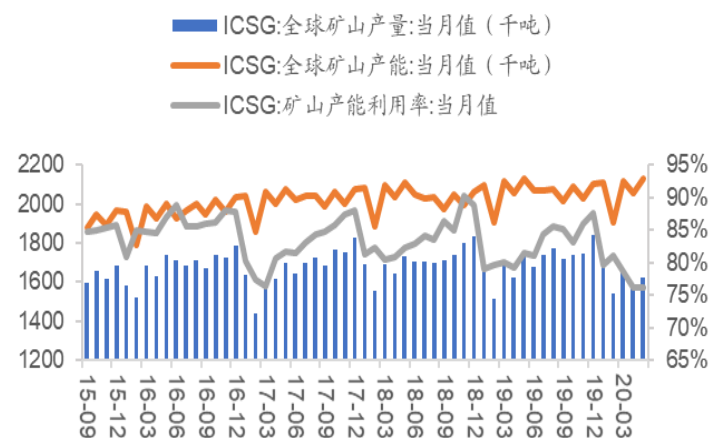
图 18: 2020 年铜社会库存处于低位 (万吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

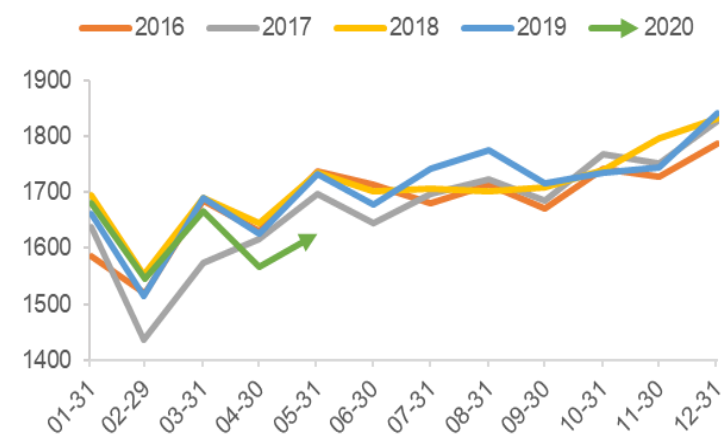
从铜的供给端来看，铜矿主要集中在南美地区，受疫情影响严重，目前全球矿山铜的产能利用率较低，仍处于下降态势。全球铜精矿的产量也处于近 5 年的低位水平，供给端收缩明显。

图 19: 全球矿山产能利用率偏低



资料来源: ICSG, 信达证券研发中心

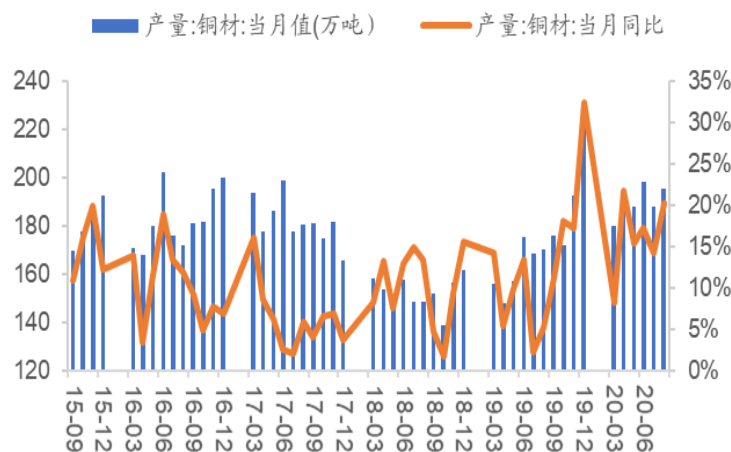
图 20: 全球铜精矿产量收缩(千吨)



资料来源: ICSG, 信达证券研发中心

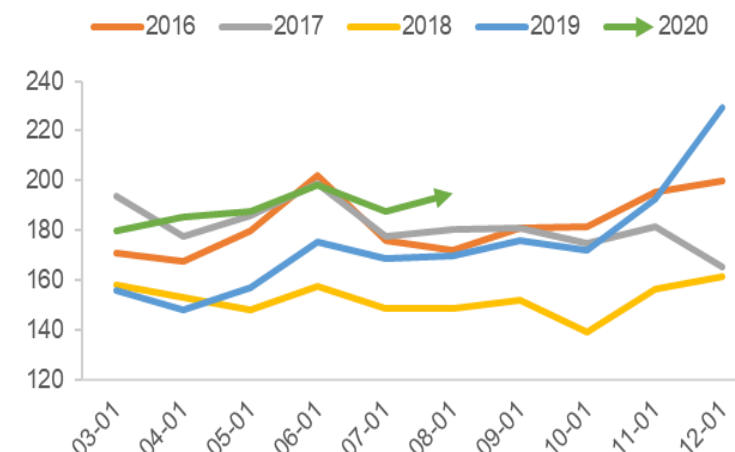
从铜的需求端来看，国内铜材产量与往年相比维持高位，产量同比有所恢复并继续上升。

图 21: 国内铜材产量逐月上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 国内铜材产量处于较高水平(万吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

整体来看，目前铜库存处于历史低位，供给受到抑制，需求随着疫苗后续落地有望持续复苏，若 Q4 进入主动补库周期，将进一步推动铜需求增长，铜价有望继续上涨。

铝：电解铝有望继续维持较高盈利水平

沪铝价格的变化领先于铝社会库存的变化大概 6 个月。

2020 年铝的社会库存处于近 4 年低位，从产量与需求看，近期电解铝的供给端与需求端恢复态势良好，库存累积较低。

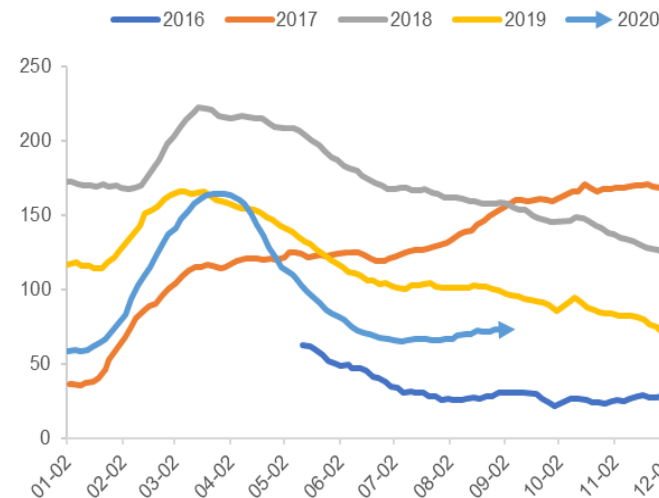
目前铝价超过去年均价水平，随着经济复苏，地产及汽车端持续好转带动铝需求继续回暖，5G 基站等新基建领域用铝需求增加，叠加 Q4 铝库存周期将由被动去库阶段迈向主动补库阶段，电解铝价格有望继续维持高位。而氧化铝产量升至近 5 年高位，因此氧化铝价格或继续维持低位运行状态，电解铝环节将继续维持较高的盈利水平。

图 23：铝期货价格领先于铝社会库存



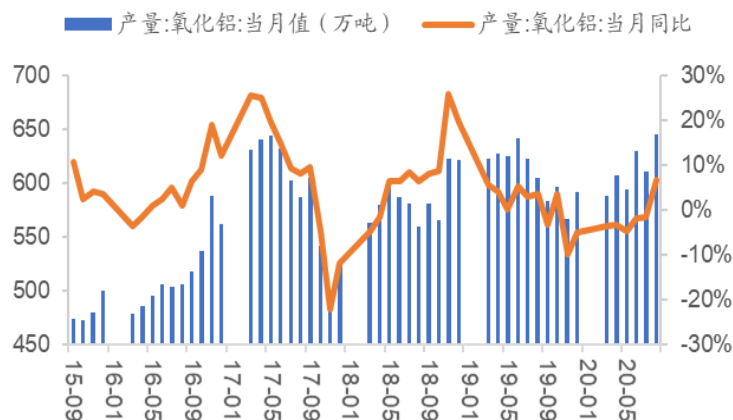
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24：2020 年铝社会库存处于低位（万吨）



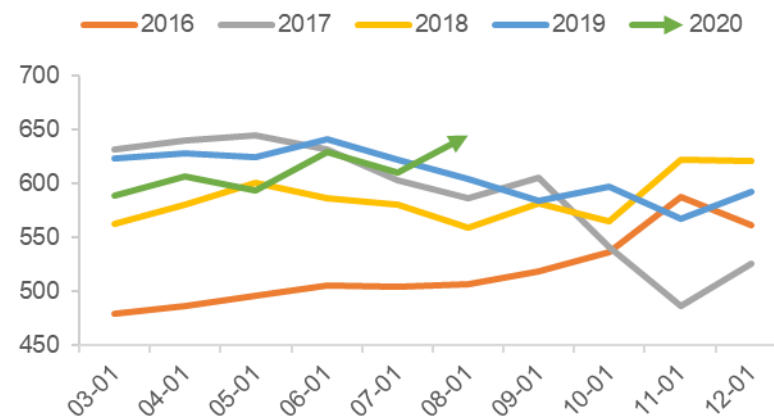
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 氧化铝产量逐渐上升



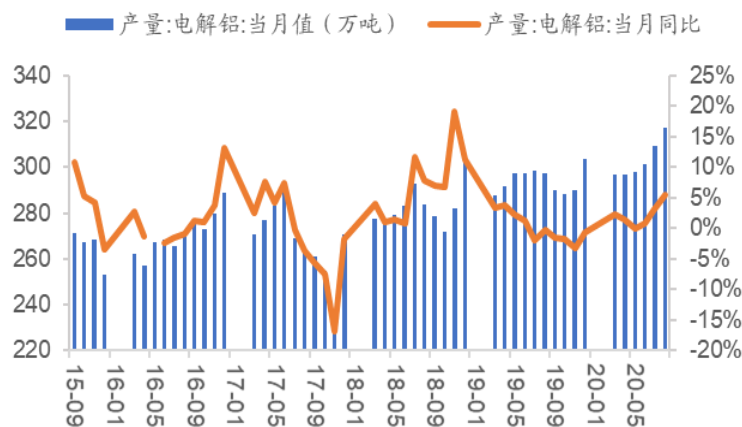
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 氧化铝产量处于高位 (万吨)



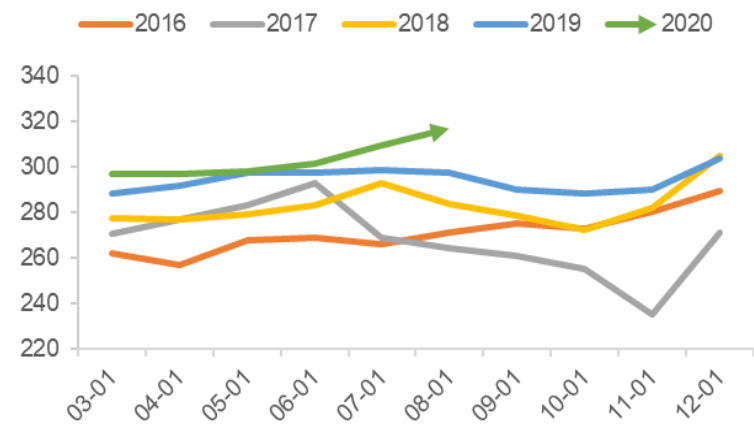
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 电解铝产量开始恢复



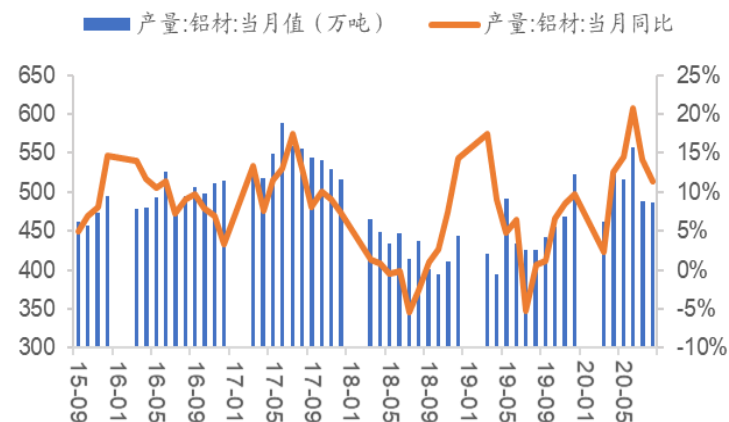
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 电解铝产量处于高位 (万吨)



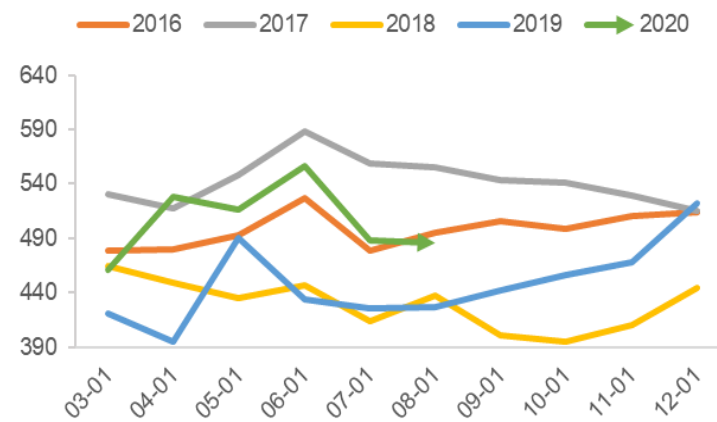
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 铝材产量环比减少, 同比增加



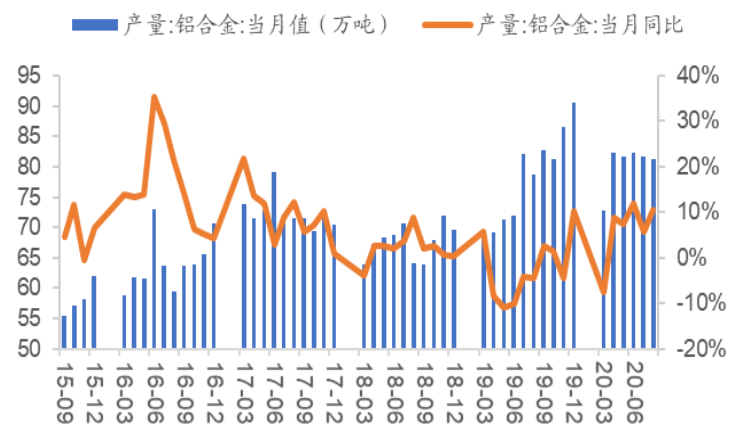
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30: 铝材月度产量维持在平均水平 (万吨)



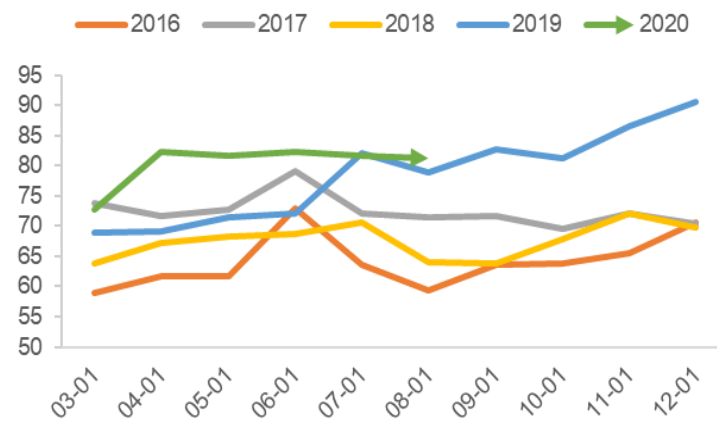
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 铝合金产量环比减少, 同比增加



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32: 铝合金月度产量维持在较高水平 (万吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

投资建议

根据我们的研究分析，预计 2020 年 Q4 工业金属将进入新一轮库存周期的主动补库阶段，在没有疫情反弹以及经济明显下行等风险情况下，补库阶段将按照以往周期经验规律持续 1 年半左右，至 2022 年 Q1 结束；另外根据前文分析，工业金属股票指数领先于库存周期 6-12 个月，因此我们预计本轮工业金属股票指数上行周期的时间区间为 2019 年末至 2021 年 Q2 或 Q3，目前基本处于上行周期中段，预计今年四季度及明年上半年工业金属股票指数仍将维持上行趋势。建议关注工业金属龙头企业：铜（紫金矿业、西部矿业、云南铜业、江西铜业等）、铝（云铝股份、索通发展等）、铅锌（中金岭南、驰宏锌锗等）、镍（盛屯矿业）、锡（锡业股份）。

风险因素

宏观风险：疫情二次爆发导致波动率提升、经济恢复速度低预期。

行业风险：需求复苏低预期、矿山生产恢复超预期、金属价格大幅下跌。

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色金属行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。