

## 20&amp;21Q1 盈利向好，Q2 关注“碳中和+强复苏”

推荐 (维持)

2021年5月4日

## 重点公司

重点公司	评级
紫金矿业	审慎增持
神火股份	审慎增持
云铝股份	审慎增持
赣锋锂业	审慎增持
华友钴业	审慎增持

## 相关报告

《Q1 有色分化，关注“碳中和”+“强复苏”两条主线》  
2021-04-27

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

研究助理:

赖丹丹

laidandan@xyzq.com.cn

于嘉懿

yujiayi@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **2020&2021Q1 有色板块整体同比/环比涨幅明显，Q1 盈利环比改善明显。**从二级市场来看：2020 年有色金属涨幅为 42.44%，板块排名第七；2021 年年初至今，有色金属涨幅为 7.39%，板块排名第六；细分板块中，稀有金属板块表现持续优于有色板块。从业绩来看：2020&2021Q1 有色板块的营业收入与成本同比均增长，但营收增速略高于成本，导致板块毛利略微上升，2020&2021Q1 归母净利润分别同比上升 217.9%和 401.7%；2021Q1 归母净利润环比提高 24.9%。与此同时，板块毛利率自 2019Q4 触底反弹至今；2020 年板块资产负债率创近十年新低（54.16%），2021Q1 上升至 54.76%。
- **细分版块来看：2021Q1 环比增幅明显，基本金属表现最佳。**①**贵金属：**2020 年金银价格分别上涨 24.77%和 47.85%，贵金属板块实现归母净利润同比增长 167.51%。2021Q1 金银价格分别同比上涨 8.21%、70.36%，环比下滑 16.67%、46.81%，2020Q1 贵金属板块归母净利润同增 77.45%，环增 111.69%；②**基本金属：**2021Q1 年铝/铜/锌价分别环比上涨 5.3%、15.6%、2.5%，扣非归母净利分别环比增长 217%、13%和 164%。③**新能源品种：**2021Q1，由于新能源市场下游需求旺盛，锂产品价格大幅上涨，2021Q1 电池级碳酸锂和氢氧化锂同比分别上涨 52.9%和 10.5%，环比分别上涨 69.4%、29.8%。锂板块行业 2020 年收入增长下滑 9.17%至 469.10 亿元，2021Q1 收入增速转正，合计收入同比上升 27.9%至 125 亿元。钴板块由于 2020Q4 以来终端需求逐渐恢复以及原材料紧张程度加剧，2021Q1 实现增速 73.4%。
- **2020Q1 从机构持仓角度来看，SW 有色 2021Q1 基金略有减持，持仓比例降低至 2.34%。**2021Q1 随着美国疫苗接种率持续走高，疫情缓解与经济修复双超预期，致美联储缩表预期升高，市场风险偏好降低，有色行业持仓降低 0.27%至 2.34%。**从个股增持方面来看，电解铝相关品种增持仓位较大。**其中，电解铝板块：神火股份、云铝股份、中国铝业；铝加工：南山铝业、明泰铝业均获得机构大幅增仓。
- **2021Q2 展望：**①**工业金属：“强复苏+碳中和”，工业金属或进一步走高。**随着美国全面疫苗与基建法案的逐步推进，经济复苏进度持续超预期，海外需求复苏节奏明显快于供给端恢复进度，消费旺季来临，美基建法案进度持续推进的情况下，或将加重低库存下的供需错配，工业金属景气度持续走高。且随着“碳中和”推进，有色投资逻辑有望进一步强化。从供给端来看，限产、限电、严禁新增等压缩电解铝新增供给与开工率，加重低库存下，消费旺季的电解铝供需错配，铝价有望持续走高。从需求端来看，新基建和碳中和或打开铜消费新增长点，且货币环境持续宽松，铜价或创新高。②**新能源板块：新能源汽车+5G 需求持续放量，资源紧张程度或将有效支持价格上行弹性。**欧洲政府补贴政策、罚款政策双管齐下，有效提振受疫情影响的新能源汽车工业，同时，中国政府也宣布“补贴延期、退坡平缓”，上游钴锂产品需求确定性进一步提高。从供给端来看，Mutanda 停产持续大幅影响钴产品供给，国内冶炼厂已经进入去库存周期。此外，由于 Altura 破产关停，全球锂资源多被长单锁定，有限的锂资源增量使锂产品稀缺性愈发明显，紧张的供需格局有望进一步支撑钴锂产品价格上行逻辑。
- **维持行业“推荐”评级。**重点推荐工业金属：铜板块：紫金矿业、西部矿业，建议关注五矿资源；铝板块：南山铝业、云铝股份、神火股份、索通发展；新能源：华友钴业、洛阳钼业、赣锋锂业、天齐锂业、寒锐钴业、正海磁材；贵金属：银泰黄金、赤峰黄金，建议关注恒邦股份、盛达资源、山东黄金。

风险提示：金属价格下跌；需求不如预期；部分企业盈利不达预期等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

1、有色金属：2020&2021Q1 同比涨幅明显，Q1 盈利环比改善显著.....	4 -
2、细分版块来看：2021Q1 工业金属表现最佳，同比、环比增幅明显 .....	9 -
2.1、基本金属：2021Q1 价格同比、环比均上涨，工业金属各细分行业盈利环比均大幅上涨.....	9 -
2.2、贵金属：疫苗进展超预期，FED 缩减购债预期升温，2020 年黄金冲高回落.....	12 -
2.3、稀有金属：资源紧张叠加新能源需求放量，二季度锂价有望延续上涨逻辑.....	14 -
2.3.1、钴板块：一季度钴价同环比大增，企业盈利显著提升.....	16 -
2.3.2、锂板块：Q1 锂价继续上涨，行业龙头业绩大幅改善.....	17 -
3、2021Q1 公募基金有色持仓占比下滑，铝板块获配置 .....	19 -
4、2021Q2 展望：碳中和强化有色投资逻辑，钴锂强需求加重矿端稀缺性 ..	21 -
4.1、工业金属：强复苏+碳中和，铜铝配置正当时.....	21 -
4.2、新能源钴锂等：新能源汽车+5G 强需求持续放量，资源端稀缺性不断提升.....	25 -
5、风险提示 .....	29 -

## 图表目录

图 1、SW 有色板块 2020 年至今整体涨幅为 42.44%（单位：%） .....	4 -
图 2、2020 年有色板块表现相对靠前（单位：%） .....	4 -
图 3、2021 年初至今，SW 有色上涨 7.39%（单位：%） .....	4 -
图 4、2020 年初至 2021 年 4 月 30 日有色金属板块表现强势（SW 申万有色：左轴，单位：点） .....	5 -
图 5、2020 年锂表现突出，涨幅为 105.56%（单位：%） .....	6 -
图 6、2021 至今稀土板块大幅上涨，涨幅 57.93%（单位：%） .....	6 -
图 7、2021 年初至 4 月 30 日涨幅前十的公司（单位：%） .....	7 -
图 8、2021 年初至 4 月 30 日跌幅前十的公司（单位：%） .....	7 -
图 9、有色金属板块销售毛利率及净利率（年度，单位：%） .....	8 -
图 10、有色金属销售毛利率及净利率（季度，单位：%） .....	8 -
图 11、有色金属板块长期借款与短期借款（单位：亿元） .....	8 -
图 12、有色金属板块资产负债率（单位：%） .....	8 -
图 13、2020 工业金属板块营收及增速 .....	10 -
图 14、2021Q1 工业金属板块营收及增速.....	10 -
图 15、2020 工业金属细分行业归母净利及增速.....	11 -
图 16、2021Q1 工业金属细分行业归母净利及增速.....	11 -
图 17、2020 工业金属细分行业扣非归母净利及增速情况.....	11 -
图 18、2021Q1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速情况.....	11 -
图 19、2020 工业金属板块各公司归母净利润.....	12 -
图 20、2021Q1 工业金属板块各公司归母净利润.....	12 -
图 21、2020 年 COMEX 黄金最高涨至 2058.3 美元/盎司 .....	12 -
图 22、2020 年贵金属板块营收及增速情况（亿元） .....	13 -
图 23、2020 年贵金属板块各公司盈利情况（亿元） .....	13 -
图 24、2020 年国内稀土价格呈现先震荡后上升走势.....	14 -
图 25、2020 年稀有金属板块营收及增速情况（亿元） .....	15 -
图 26、2020 年小金属板块各公司盈利情况（亿元） .....	16 -
图 27、2021Q1 小金属板块企业归母净利润（亿元） .....	16 -

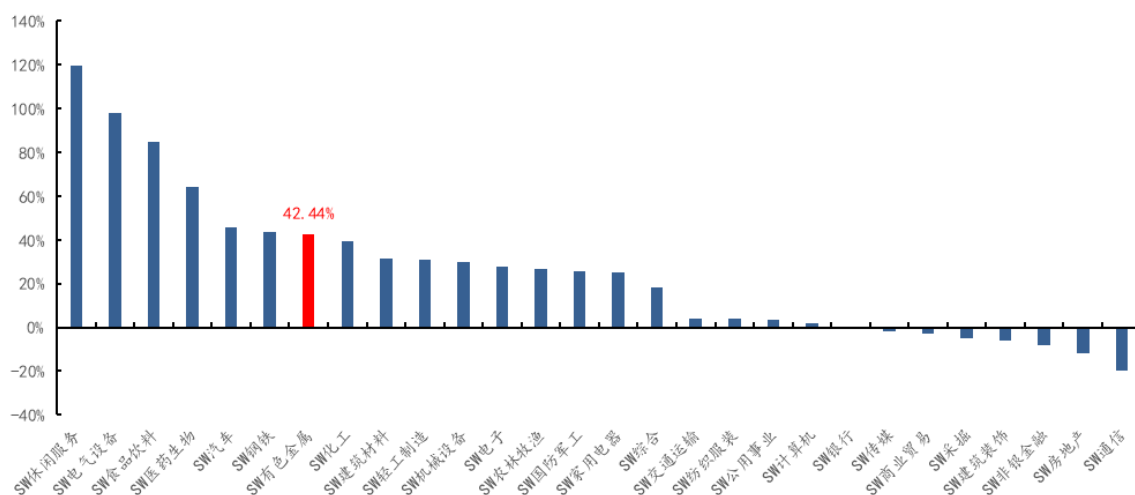
图 28、2020 年及 2021Q1 钴板块营收及增速情况.....	- 16 -
图 29、2020 年&2021Q1 钴板块主要公司归母净利润情况（亿元）.....	- 17 -
图 30、2020 年锂板块营业收入（亿元）.....	- 18 -
图 31、2020 年&2021Q1 锂板块主要公司归母净利润情况（亿元）.....	- 19 -
图 32、有色板块基金配比环比略有下滑.....	- 19 -
图 33、2021Q1 公募基金继续重仓赣锋锂业，但占比略有下滑至 28.3%.....	- 20 -
图 34、2021 年 3 月点阵图显示美联储将维持利率在当前水平直至 2023 年年底..	- 22 -
图 35、各国 PMI 指数情况.....	- 22 -
图 36、通胀与铜价走势.....	- 23 -
图 37、2021 年 4 月 27 日，非商业净多单占比达 19%.....	- 23 -
图 38、2021 年 4 月，中国铜材企业平均开工率为 76.94%.....	- 23 -
图 39、2021 年 2 月，智利和秘鲁铜产量分别为 43.0 和 17.1 万吨.....	- 23 -
图 40、2021 年 4 月 30 日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 82.9	- 24 -
万吨（单位：吨）.....	- 24 -
图 41、2021 年 4 月 30 日，三大期货交易所显性库存合计为 41.6 万吨（单位：吨）	- 24 -
.....	- 24 -
图 42、2021 年 4 月 30 日，吨铝净利润为 3704 元/吨.....	- 24 -
图 43、氧化铝盈利情况.....	- 24 -
图 44、2021 年 4 月 29 日，国内电解铝库存为 111.5 万吨.....	- 24 -
图 45、2020-2025 年，刚果（金）钴供应量年均复合增速为 8.3%（单位：金属吨）	- 25 -
.....	- 25 -
图 46、2021Q1，嘉能可钴产量为 6800 吨，同比上升 11%（单位：千吨）...-	- 25 -
图 47、2021Q1，洛阳钼业钴产量同比小幅上涨 1.74%至 3300 吨（单位：吨）...-	- 25 -
图 48、2020 年国内冶炼厂再次进入去库周期（单位：吨，累计同比：右轴）-	- 26 -
图 49、根据月度库存跟踪来看：2020 年之后，国内冶炼厂原料持续处于去库存状	- 27 -
态（单位：吨）.....	- 27 -
图 50、国内锂盐价格持续上涨（单位：万元/吨）.....	- 27 -
图 51、AM 锂精矿价上升至 630 美元/吨(单位：美元/吨).....	- 27 -
图 52、2021 年 3、4 月份 8 系材料增产明显.....	- 28 -
表 1、有色金属板块表现强于指数（单位：%）.....	- 5 -
表 2、2020 年至今子板块涨跌幅（单位：%）.....	- 5 -
表 3、2020 年至 2021 年 4 月 30 日涨跌幅前十的个股（单位：%）.....	- 6 -
表 4、有色金属板块 2021Q1 财务数据同比表现偏弱，环比改善明显.....	- 7 -
表 5、2021Q1 有色金属子板块中黄金与稀土板块同比、环比均成向好趋势（单位：	- 8 -
亿元）.....	- 8 -
表 6、2021Q1 有色金属子板块中黄金与钨板块同比、环比均成向好趋势（单位：	- 9 -
亿元）.....	- 9 -
表 7、2021Q1，基本金属价同比、环比均上涨（单位：元/吨）.....	- 10 -
表 8、各主要小金属品种价格涨跌幅.....	- 15 -
表 9、钴金属及钴盐价格涨跌幅.....	- 17 -
表 10、锂金属及其盐价格涨跌幅.....	- 18 -
表 11、从持仓市值来看，有色板块 2021Q1 基金持股前 10 大公司.....	- 20 -
表 12、2021Q1 基金增仓 top10.....	- 21 -
表 13、2021Q1 基金减仓 top10.....	- 21 -
表 14、据测算，2023 年，新兴领域对铜的需求量达 104 万吨.....	- 22 -
表 15、Pilbara 产能及包销情况.....	- 27 -
表 16、终端积极的扩产计划利好锂行业长期需求.....	- 28 -

报告正文

## 1、有色金属：2020&2021Q1 同比涨幅明显，Q1 盈利环比改善显著

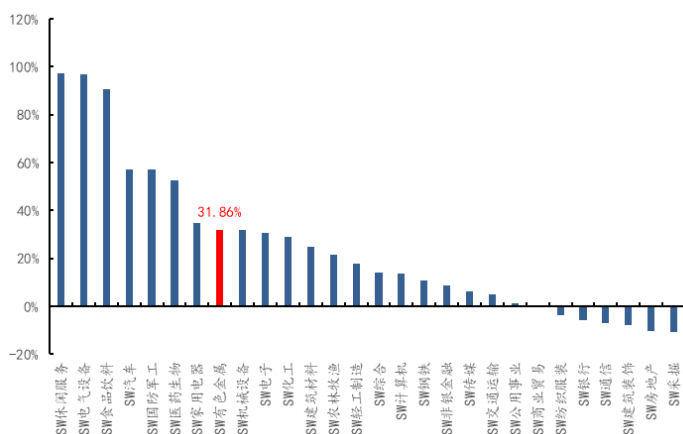
- 2020 年有色金属整体相对靠前，2021Q1 走势继续偏强。2020 年以来有色金属板块整体涨幅为 42.44%，其中 2020 年有色金属涨幅为 31.86%，板块排名第 8；2021 年年初至今，有色金属上涨 7.39%，板块排名第 6，有色金属板块继续强势。

图 1、SW 有色板块 2020 年至今整体涨幅为 42.44%（单位：%）



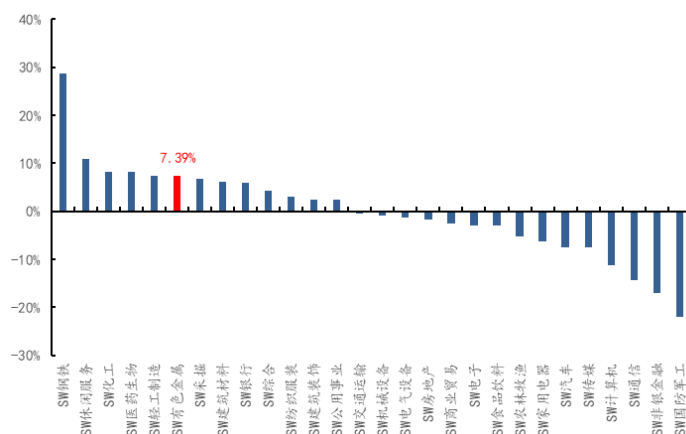
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：涨跌幅为 2020 年初至 2021 年 4 月 30 日市场表现

图 2、2020 年有色板块表现相对靠前（单位：%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：涨跌幅为 2020 年市场表现

图 3、2021 年初至今，SW 有色上涨 7.39%（单位：%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：涨跌幅为 2021 年初至 4 月 30 日市场表现

- 对比指数而言，有色板块仍表现强势。2020 年至今有色金属板块涨幅为 44.2%，显著高于上证综指（11.7%）与沪深 300（23.4%）。分阶段来看，2020

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

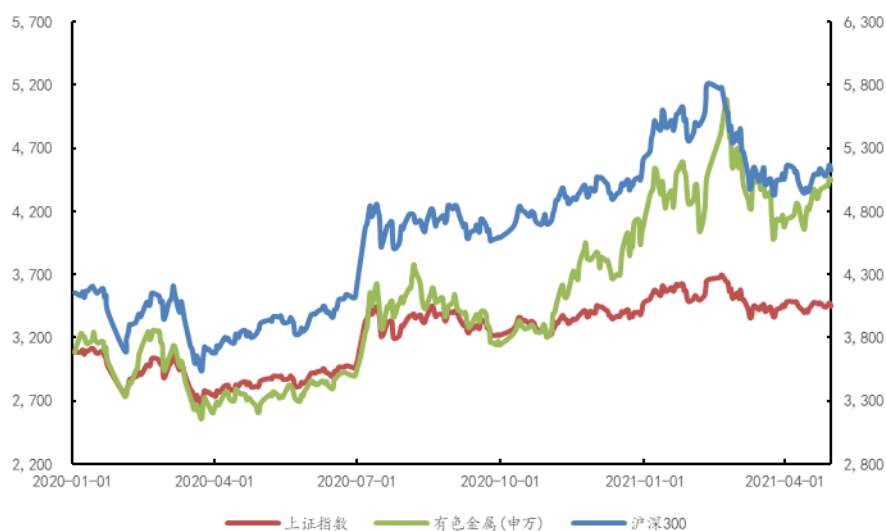
年有色金属板块涨幅为 32.9%，高于沪深 300（25.5%），显著高于上证综指（12.6%）；2021 年有色金属板块继续保持偏强运行，年初至今上涨 2.9%，而同期沪深 300（下滑 2.7%）、上证综指（下滑 1.6%）。

**表 1、有色金属板块表现强于指数（单位：%）**

	沪深 300	上证综指	有色金属
2020 至今(2021 年 4 月 30 日)	23.4%	11.7%	44.2%
2020 年	25.5%	12.6%	32.9%
2021 至今(2021 年 4 月 30 日)	-2.7%	-1.6%	2.9%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 4、2020 年初至 2021 年 4 月 30 日有色金属板块表现强势（SW 申万有色：左轴，单位：点）**



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 从细分板块情况来看，2020 年至今稀有金属板块的涨幅居前，无板块下跌。根据 SW 二级行业指数 2020 年至今的区间涨跌幅来看，有色金属四个板块涨幅由高到低分别为稀有金属、黄金、金属非金属新材料、工业金属。而从三级行业指数来看，涨幅最前的为锂，涨幅最弱的是磁性材料。

**表 2、2020 年至今子板块涨跌幅（单位：%）**

有色金属及各子板块	区间涨跌幅
SW 有色金属	42.44%
	26.85%
SW 工业金属	47.08%
	18.07%
	13.49%
SW 黄金II	49.93%
SW 黄金III	49.93%
SW 稀有金属	60.53%



	SW 稀土	65.29%
	SW 钨	47.22%
	SW 锂	133.24%
	SW 其他稀有小金属	34.56%
		32.88%
SW 金属非金属新材料	SW 金属新材料III	38.86%
	SW 磁性材料	5.84%
	SW 非金属新材料	50.19%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 从细分板块的分阶段数据来看，稀有金属板块表现一直优于有色板块。2020年有色板块涨幅31.86%，其中锂、稀有金属、其它稀有小金属表现突出，分别上涨105.56%、48.31%、43.92%。而2021年至今有色板块上涨8.89%，稀有金属涨幅为11.66%。分阶段来看，稀有金属板块均强于有色板块，属于当前阶段有色板块的强势品种。

图 5、2020 年锂表现突出，涨幅为 105.56%（单位：%）

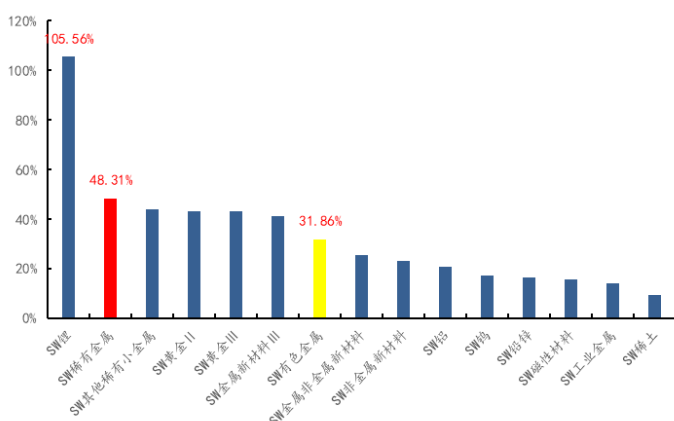
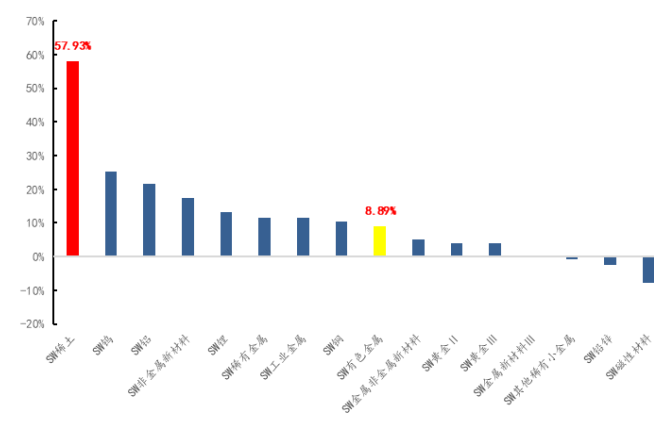


图 6、2021 至今稀土板块大幅上涨，涨幅 57.93%（单位：%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：涨跌幅为 2020 年市场表现

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：涨跌幅为 2021 年初至 4 月 30 日市场表现

- 个股方面：2020 年初至今，区间上涨幅度前五的企业分别是同享科技、博迁新材、赣锋锂业、赤峰黄金、坤彩科技；跌幅前五的企业分别是吉翔股份、\*ST 鹏起 B、\*ST 荣华、\*ST 鹏起、丰华股。跌幅居前五的企业，均属于基本面较差的公司。

表 3、2020 年至 2021 年 4 月 30 日涨跌幅前十的个股（单位：%）

涨幅前十		跌幅前十	
同享科技	730.8%	宁波富邦	-34.7%
博迁新材	220.7%	大地熊	-36.3%
赣锋锂业	215.9%	*ST 金泰	-37.6%
赤峰黄金	201.4%	中洲特材	-40.4%
坤彩科技	153.2%	*ST 园城	-48.1%

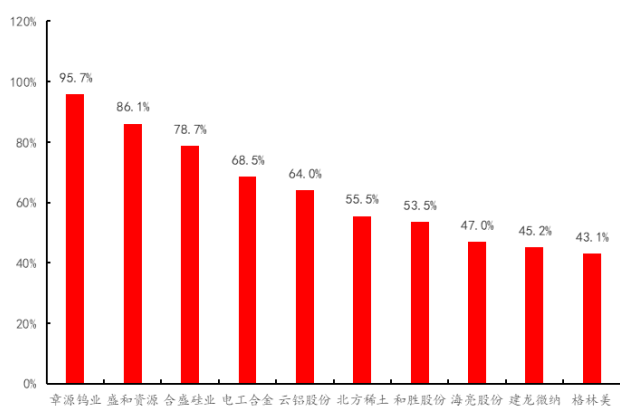
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

紫金矿业	144.8%	丰华股份	-52.1%
云铝股份	140.3%	*ST 鹏起	-54.6%
和胜股份	123.8%	*ST 荣华	-54.9%
图南股份	122.7%	*ST 鹏起 B	-59.0%
章源钨业	115.0%	吉翔股份	-70.3%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 2021 年初以来, 有色板块成长性相对明确的个股表现优异。2021 年初至 4 月 30 日, 涨幅前五的公司为章源钨业、盛和资源、合盛硅业、电工合金、云铝股份, 涨幅分别为 95.7%、86.1%、78.7%、68.5%、64.0%。

图 7、2021 年初至 4 月 30 日涨幅前十的公司(单位: %)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2021 年初至 4 月 30 日跌幅前十的公司(单位: %)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 从有色金属板块细分板块分季度的财务数据来看: 2020 年有色板块营业收入与营业成本出现大幅增长, 但营业收入增速略高于成本收入, 导致毛利率略微上升。2021Q1 有色金属营业成本同比增速 49.9%, 低于营业收入同比增速 (54.6%), 且环比增速 (7.5%) 又低于营业收入环比增速 (7.6%), 盈利能力略有上升。2021Q1 归母净利润同比上涨 217.91%, 环比上涨 24.9%。

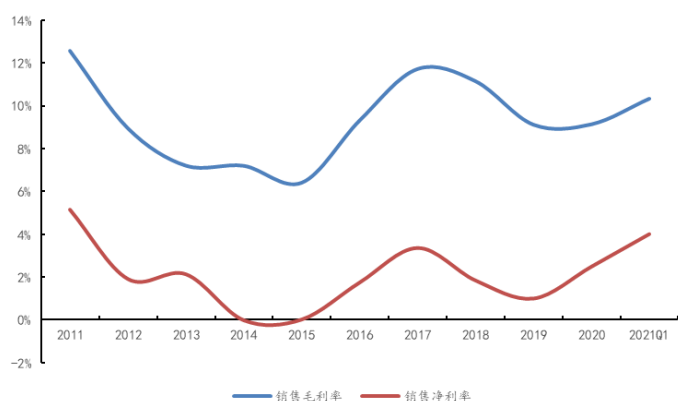
表 4、有色金属板块 2021Q1 财务数据同比表现偏弱, 环比改善明显

	2020Q1	2020H1	2020Q4	2020 同比	2021Q1	2021Q1 同比	2021Q1 环比
营业收入 (亿元)	3835.93	9052.26	5508.16	18.62%	5928.93	54.6%	7.6%
营业成本 (亿元)	3545.92	8332.74	4946.99	18.59%	5316.04	49.9%	7.5%
毛利率 (%)	7.6%	7.9%	10.2%	0.29%	10.3%	36.73%	0.1%
归母净利润 (亿元)	39.30	136.20	157.87	217.91%	197.18	401.74%	24.9%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

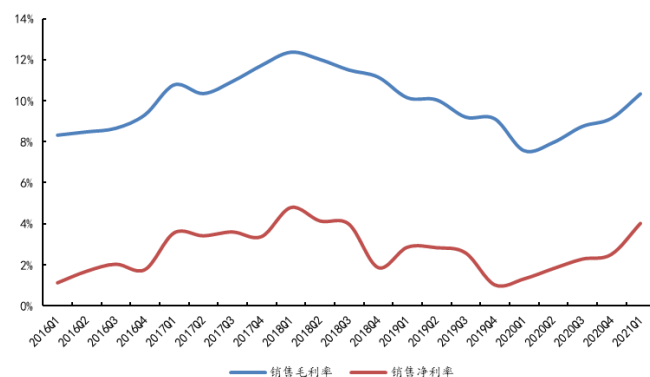
- 从销售毛利率与销售净利率来看: 有色金属板块的销售毛利率自 2019 年起触底反弹, 2021Q1 毛利率已恢复至 2018 年水平。分季度来看, 毛利率在 2019Q4 触底, 2020Q4 起毛利率加速上升。

图 9、有色金属板块销售毛利率及净利率（年度，单位：%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

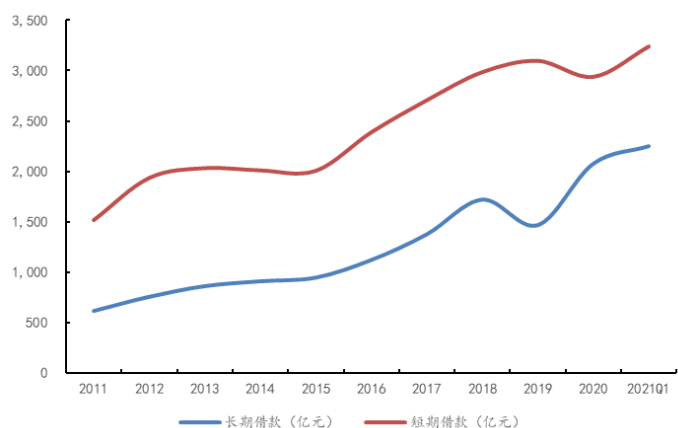
图 10、有色金属销售毛利率及净利率（季度，单位：%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

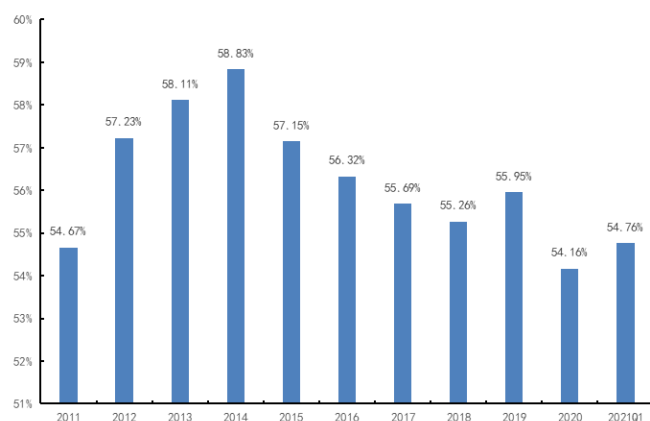
- 从资产负债率的角度来看，有色金属板块近 10 年的长期借款与短期借款基本保持增长趋势，2019 年短期借款出现下滑，2020 年长期借款出现下滑。2020 年整体资产负债率创近十年新低（54.16%），2021Q1 资产负债率小幅上升至 54.76%。

图 11、有色金属板块长期借款与短期借款（单位：亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、有色金属板块资产负债率（单位：%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 细分子板块营业收入方面：2020 年有色金属四个二级子板块营业收入均出现一定程度的增长，其中稀有金属与黄金板块增长最为明显，分别增长 22.9% 与 19.1%。2021Q1，黄金板块与稀有金属板块延续增长趋势，呈现同比、环比均为增长的状态，其中黄金主要是由于全球政治、经济不确定性增强，抗通胀与避险需求激增所致，金属价格大幅上涨所致。而稀土板块是由于电子材料、风电等下游需求增长明显，叠加主要稀土产品价格上涨所致。

表 5、2021Q1 有色金属子板块中黄金与稀土板块同比、环比均成向好趋势（单位：亿元）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020/2019	2021Q1	2021Q1/2020Q1	2021Q1/2020Q4
SW 有色金属	3835.93	5216.33	5558.65	5508.16	18.6%	5928.93	54.6%	7.6%
SW 工业金属	2223.18	3140.66	3271.79	3392.43	18.2%	3664.18	64.8%	8.0%
SW 铝	679.48	797.25	941.57	1000.00	7.3%	1031.52	51.8%	3.2%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



	SW 铜	1270.90	2002.72	1963.31	1997.44	27.5%	2245.94	76.7%	12.4%
	SW 铅锌	272.80	340.68	366.91	394.99	4.6%	386.72	41.8%	-2.1%
SW 黄金II		716.27	968.69	1017.69	829.61	19.1%	844.66	17.9%	1.8%
	SW 黄金III	716.27	968.69	1017.69	829.61	19.1%	844.66	17.9%	1.8%
		712.51	860.74	991.24	965.25	22.9%	1112.97	56.2%	15.3%
	SW 稀土	82.21	92.45	108.50	129.28	32.2%	121.74	48.1%	-5.8%
SW 稀有金属	SW 钨	58.65	75.91	83.14	103.34	11.5%	99.25	69.2%	-4.0%
	SW 锂	20.47	22.18	28.77	28.96	-1.4%	28.81	40.7%	-0.5%
	SW 其他稀有小金属	551.17	670.20	770.82	703.66	24.3%	863.18	56.6%	22.7%
		183.97	246.24	277.93	320.86	8.4%	307.11	66.9%	-4.3%
SW 金属非金属新材料	SW 金属新材料	63.13	82.37	89.73	104.65	1.6%	99.05	56.9%	-5.3%
	SW 磁性材料	47.50	69.67	86.32	95.99	23.7%	89.33	88.1%	-6.9%
	SW 非金属新材料	73.34	94.19	101.88	120.22	4.7%	118.73	61.9%	-1.2%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **细分子板块归母净利润方面：**2020年四个二级子板块中稀有金属同比改善最为明显，同比增长243.6%；金属非金属新材料板块涨幅最不明显，同比仅上涨2.7%。2021Q1，各板块归母净利润同比均出现增长。预计受益于资产减值损失和费用端有所改善，除铝、其他稀有小金属板块环比出现下跌，其余板块净利润在2021Q1环比均上涨。

表 6、2021Q1 有色金属子板块中黄金与钨板块同比、环比均成向好趋势（单位：亿元）

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020/2019	2021Q1	2021Q1/2020Q1	2021Q1/2020Q4
	SW 有色金属	39.30	96.90	140.16	157.87	217.9%	197.18	401.7%	24.9%
		9.91	36.51	66.34	66.64	146.5%	83.77	745.4%	25.7%
SW 工业金属	SW 铝	5.27	9.39	25.78	64.16	580.4%	42.77	710.9%	-33.3%
	SW 铜	0.82	19.55	25.94	17.65	10.3%	22.90	2688.4%	29.7%
	SW 铅锌	3.81	7.57	14.62	-15.16	-70.3%	18.10	374.6%	219.4%
SW 黄金II		18.78	30.77	37.87	15.74	166.7%	33.33	77.5%	111.7%
	SW 黄金III	18.78	30.77	37.87	15.74	166.7%	33.33	77.5%	111.7%
		1.22	9.00	12.45	50.70	243.6%	48.57	3877.1%	-4.2%
	SW 稀土	1.73	3.79	2.68	6.66	75.2%	12.28	611.1%	84.3%
SW 稀有金属	SW 钨	0.83	2.06	2.58	3.67	463.5%	4.05	387.5%	10.3%
	SW 锂	-4.93	-0.48	-1.32	0.37	88.7%	3.10	162.9%	728.2%
	SW 其他稀有小金属	3.59	3.63	8.51	40.00	1226.3%	29.14	711.9%	-27.1%
SW 金属非金属新材料	SW 金属新材料	9.39	20.61	23.49	24.78	2.7%	31.51	235.7%	27.2%
	SW 磁性材料	1.15	4.30	4.48	3.36	-12.9%	6.68	483.3%	98.9%
	SW 非金属新材料	3.19	7.85	8.62	8.11	45.3%	8.13	154.9%	0.2%
		5.05	8.45	10.40	13.31	-11.1%	16.70	230.5%	25.5%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、细分版块来看：2021Q1 工业金属表现最佳，同比、环比增幅明显

### 2.1、基本金属：2021Q1 价格同比、环比均上涨，工业金属各细分行业扣非环比均上涨

- **细分基本金属版块而言，2021Q1 基本金属均价同比、环比均上涨。**随着全

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

球经济复苏的进展，2021年一季度基本金属季度均价同比、环比均上涨。具体来看，2021Q1，SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比上涨15.56%、5.29%、2.80%、2.46%、14.81%、8.68%，环比分别上涨15.56%、5.29%、2.80%、2.46%、14.81%、8.68%；2020，SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+2.15%、+0.70%、-11.48%、-9.17%、-2.04%、-1.08%。

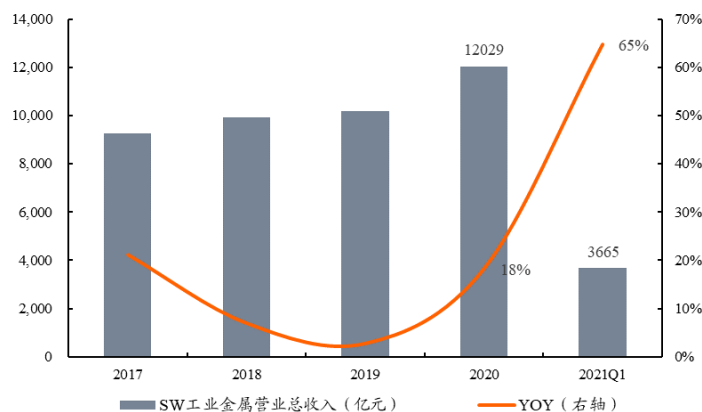
- 由于价格环比上涨，**2021Q1工业金属板块营收环比上涨**。由于2020年下半年经济逐渐复苏，2020年工业金属板块营收同比上涨18%；而随着下游需求回暖以及基本金属价格环比上涨，2021Q1或由于量价齐升，工业金属板块营收同比、环比分别上涨65%和8%。

表 7、2021Q1，基本金属价同比、环比均上涨（单位：元/吨）

基本金属	2019	2020	2020 同比	2020Q1	2020Q4	2021Q1	2021Q1 同比	2021Q1 环比
铜	47691	48719	2.15%	45363	54194	62630	38.06%	15.56%
铝	13888	13984	0.70%	13375	15366	16179	20.96%	5.29%
铅	16572	14669	-11.48%	14418	14739	15151	5.09%	2.80%
锌	20007	18172	-9.17%	16886	20452	20955	24.10%	2.46%
锡	141648	138755	-2.04%	132304	147771	169663	28.24%	14.81%
镍	110475	109284	-1.08%	103269	120362	130811	26.67%	8.68%

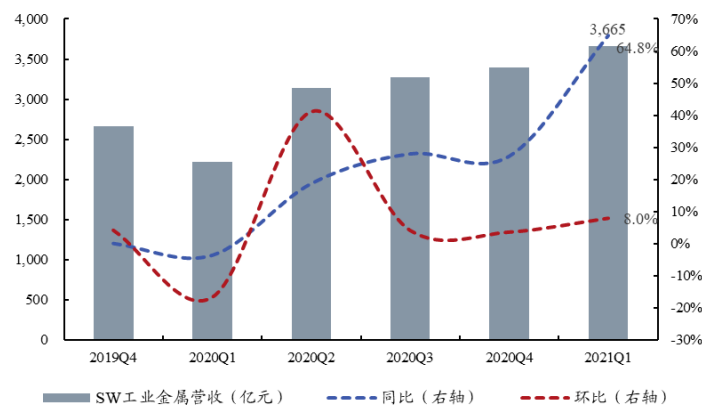
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2020 工业金属板块营收及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

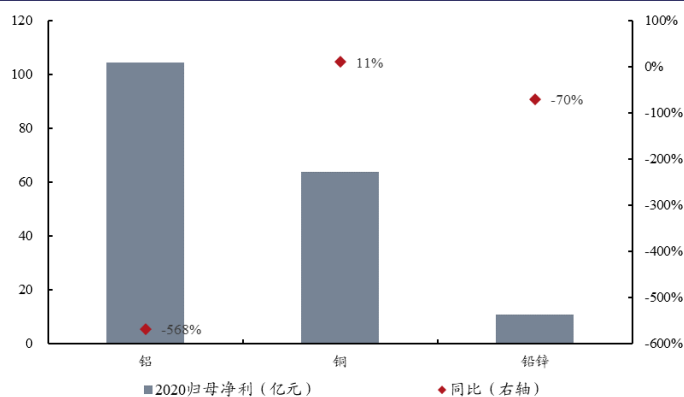
图 14、2021Q1 工业金属板块营收及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

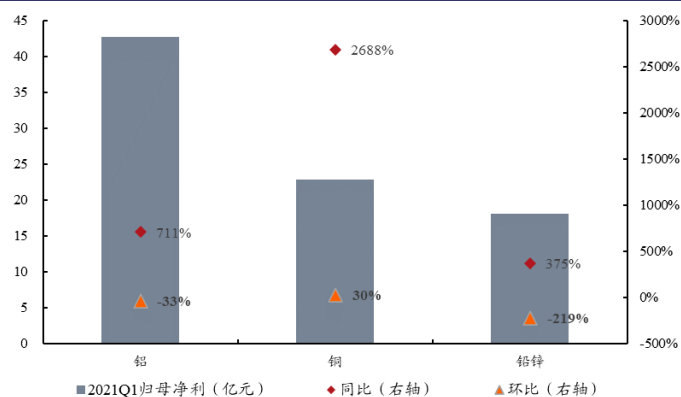
- **2020 年各细分子行业盈利分化，铝板块同比大幅扭亏、铜板块同比增长**。2020 年，铝板块归母净利润合计 104.6 亿元、同比大幅扭亏，铜板块归母净利润合计 64.0 亿元，同比增长 10.7%，铅锌板块归母净利润合计 10.5 亿元，同比下降 70.1%；2020 年下半年，铝均价环比 2020H1 上涨 14% 至 14886 元/吨，使得 2020 年铝板块行业同比实现扭亏。
- **2021Q1 基本金属均价环比上升，使得工业金属各细分行业扣非环比均上涨**。2021Q1 受下游需求回暖、基本金属价格上升所提振，2021Q1 工业金属各细分行业扣非归母净利环比均上涨，细分来看，铝、铜、铅锌行业的扣非归母净利分别为 42.8 亿元、22.9 亿元和 18.1 亿元，分别环比增加 217%、13% 和 164%；**2021Q1 铝行业扣非归母净利环比上涨幅度最大**。

图 15、2020 工业金属细分行业归母净利润及增速



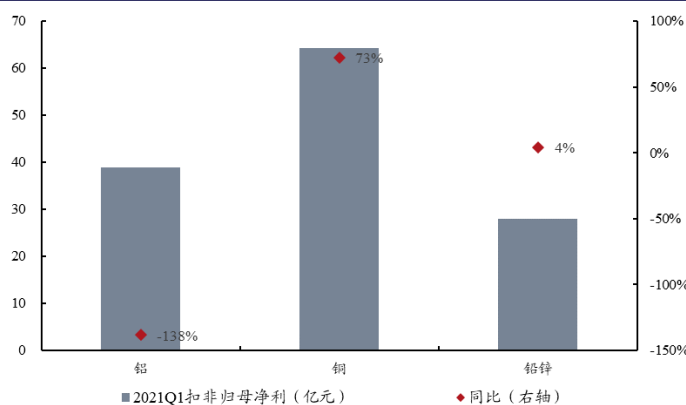
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 2019 年, 铝板块归母净利润为负值

图 16、2021Q1 工业金属细分行业归母净利润及增速



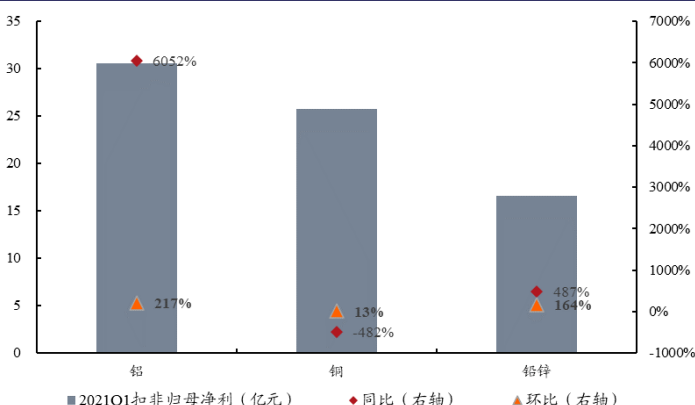
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 2020Q4 年, 铅锌板块归母净利润为负值

图 17、2020 工业金属细分行业扣非归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 2019 年, 铝板块扣非归母净利润为负值

图 18、2021Q1 工业金属细分行业扣非归母净利润及增速情况

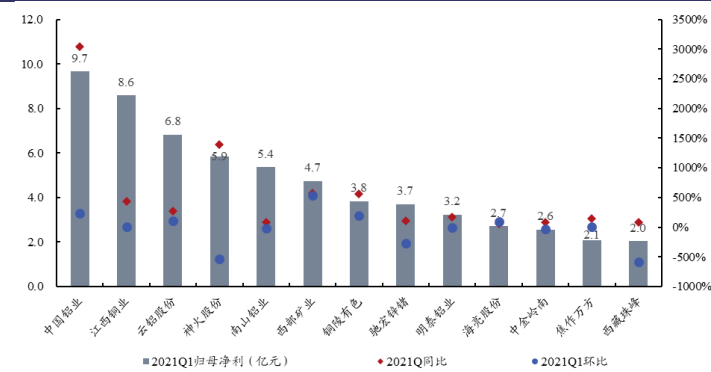
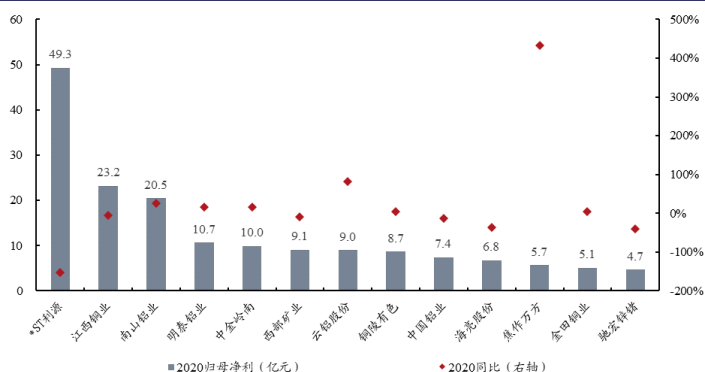


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 2020Q1, 铜板块扣非归母净利润为亏损

- **从个股来看:** 2020 年工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为\*ST 利源 (49.3 亿元)、江西铜业 (23.2 亿元)、南山铝业 (20.5 亿元)、明泰铝业 (10.7 亿元)、中金岭南 (10.0 亿元); 而 2021Q1 归母净利润最高的公司分别为中国铝业 (9.7 亿元)、江西铜业 (8.6 亿元)、云铝股份 (6.8 亿元)、神火股份 (5.9 亿元)、南山铝业 (5.4 亿元)。2021Q1 由于基本金属价格同比上涨, 大部分公司归母净利润同比得到改善。

图 19、2020 工业金属板块各公司归母净利润

图 20、2021Q1 工业金属板块各公司归母净利润



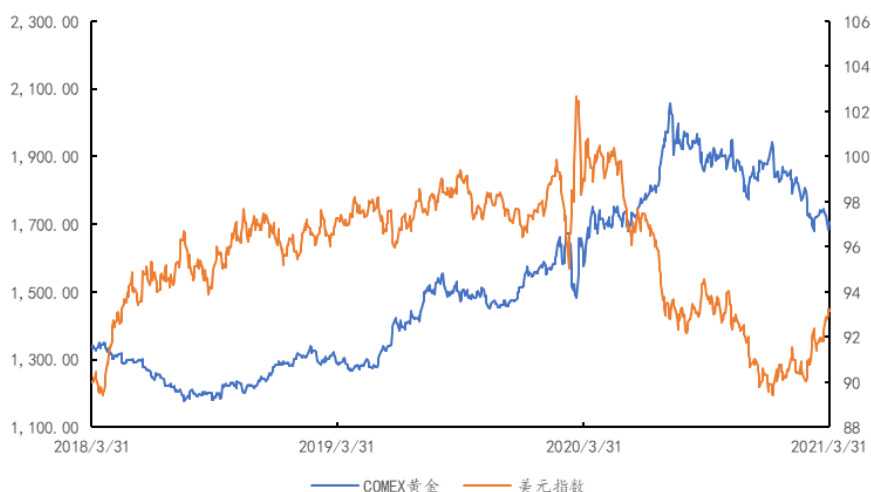
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、贵金属：疫苗进展超预期，FED 缩减购债预期升温，2020 年黄金冲高回落

- **贵金属板块整体而言：**2020 年金银价格分别上涨 24.77%和 47.85%，贵金属板块实现归母净利润同比增长 167.51%。2021Q1 金银价格分别同比上涨 8.21%、70.36%，环比下滑 16.67%、46.81%，2020Q1 贵金属板块归母净利润同增 77.45%，环增 111.69%
- 2020 年黄金、白银价格分别上涨 24.77%和 47.85%，2020 年黄金价格冲破 2000 美元大关，最高涨至 2058.3 美元/盎司，但随着疫苗进展超预期，美联储缩减购债预期升温，黄金 2020 年冲高回落至 1892.7 美元/盎司，我们预计 2021 年黄金价格有望在新兴经济体加速央行购金与美联储缩减购债间博弈，呈现高位震荡走势。

图 21、2020 年 COMEX 黄金最高涨至 2058.3 美元/盎司

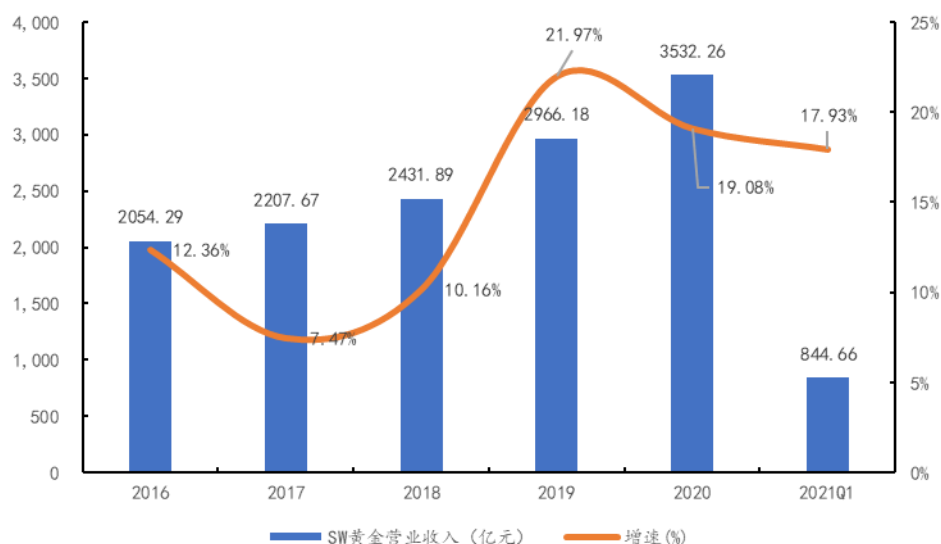


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 从板块经营来看,2020 年行业实现营业总收入 3532 亿元,同比增长了 19.08%,  
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

实现归属于母公司净利润 103.17 亿元，同比增长 167.51%。其中贵金属上市公司净利润上涨主要来自于紫金矿业、山东黄金等大型黄金企业贡献。以紫金矿业、山东黄金为例，2020 年归母净利润为 65.09 亿元，占板块利润的 63%；山东黄金 2020 年实现归母净利润 22.57 亿元，占板块归母净利润的 21.88%。

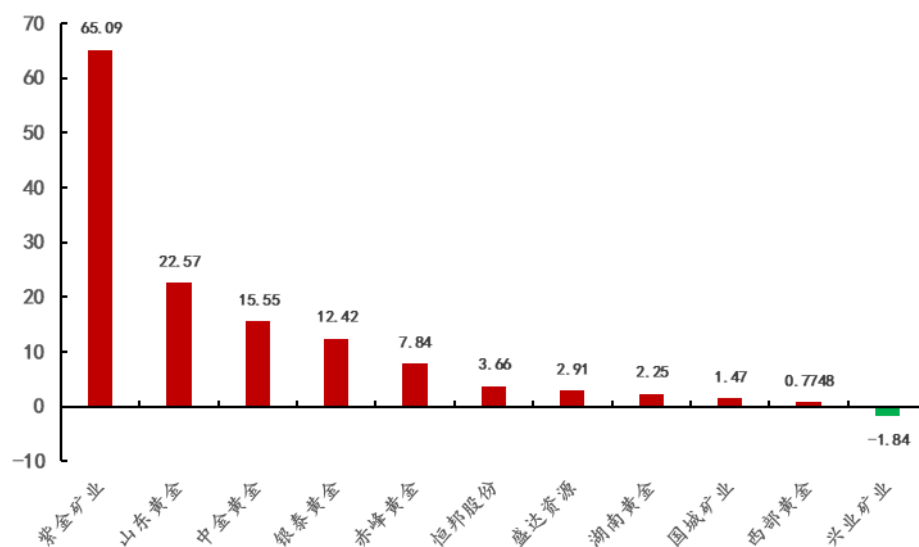
图 22、2020 年贵金属板块营收及增速情况（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 从个股来看，2020 年贵金属板块中实现归属母公司净利润最高的公司分别为紫金矿业（42.8 亿元）、山东黄金（12.9 亿元）和银泰黄金（8.6 亿元）。

图 23、2020 年贵金属板块各公司盈利情况（亿元）



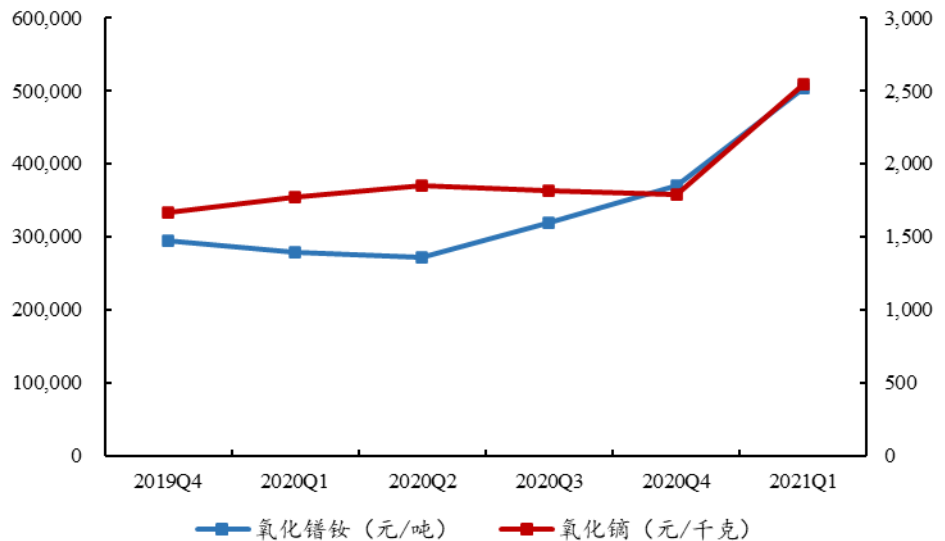
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



### 2.3、稀有金属：资源紧张叠加新能源需求放量，二季度锂价有望延续上涨逻辑

- **2020 上半年受新冠疫情影响，需求端受挫，能源金属钴锂价格继续回调。Q4 新能源需求开始放量，叠加钴锂等上游原材料供应紧张、精矿价格大涨，钴锂价格开始上涨。**2020 年金属钴均价上涨约 0.6%，硫酸钴均价下跌约 0.9%，四氧化三钴均价上涨约 2.4%；锂盐中电池级碳酸锂均价下跌约 35%，电池级氢氧化锂均价下跌约 37%。
- **细分钴锂板块而言：**2020 年硫酸钴、电池级碳酸锂分别同比下跌 0.9%、35%，2020 年钴锂板块归母净利润分别同比增长 92%、105%；2021Q1 硫酸钴、电池级碳酸锂分别同比增长 51.8%、53%，环比分别增长 43.2%、69.4%；2021Q1 钴板块归母净利同增 169%、环比增 29%；2021Q1 锂板块归母净利同比增 1688%、环比增 361%。

图 24、2020 年国内稀土价格呈现先震荡后上升走势



数据来源：亚洲金属网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **稀土板块中，2020 年新冠疫情在全球爆发，对稀土市场也产生了较大影响。**2020 年镨钕金属价格分化，金属镨年初 65 万元/吨，前 9 个月价格在 62.5 万元/吨-69.5 万元/吨之间波动，Q4 价格出现下滑，至年降至 57 万元/吨；金属钕年初 35.7 万元/吨，全年呈现上行趋势，至年末升至 62.25 万元/吨。重稀土走势与轻稀土不同，年初金属镉价格 212.5 万元/吨，之后金属镉价格一路上涨，6 月份涨至最高点 242.5 万元/吨，下半年有所回落，年底价格为 244 万元/吨，全年涨幅 14.82%。而金属铽年初价格 449.5 万元/吨，一路震荡上行，至年末突破 900 万元/吨，全年涨幅达 103%。

表 8、各主要小金属品种价格涨跌幅

	2020	20YOY	2021Q1	21Q1 同比	21Q1 环比
钴精矿(6-8% CIF 中国 美元/磅)	10	-0.9%	15	46.7%	40.1%
金属钴(99.8% 中国 元/公斤)	263	0.6%	340	26.4%	27.5%
硫酸钴(20% 元/吨)	50417	-0.9%	77328	51.8%	43.2%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	197	2.4%	293	48.6%	40.2%
金属锂(99.9% 元/吨)	526550	-24.1%	535172	-7.7%	13.3%
碳酸锂(99.5% 元/吨)	43952	-35.2%	74721	52.9%	69.4%
氢氧化锂(96% 中国 元/吨)	50299	-37.2%	60164	10.5%	29.8%
镍钴锰酸锂前驱体(元/吨)	76155	-11.3%	110172	38.7%	37.7%
镍钴锰酸锂(元/公斤)	107	-19.3%	144	24.2%	35.5%
氢氧化锂(工业级, 96% 中国 元/吨)	44475	-38.1%	57009	17.2%	39.4%
镁锭(99.9% 元/吨)	13458	-14.5%	14822	4.0%	8.1%
镁合金(AZ91D 元/吨)	15429	-12.9%	16805	3.8%	7.3%
镍钴锰酸锂, 622(元/公斤)	122	-18.7%	159	23.0%	30.9%
镍钴锰酸锂前驱体, 622(元/吨)	84893	-7.4%	119974	37.9%	34.8%
镱锭(99.65% 元/吨)	37428	-9.2%	55984	46.6%	39.7%
氧化锆(99.99% 元/公斤)	4276	-13.0%	4418	5.9%	1.0%
钼精矿(45% 元/吨度)	1441	-18.2%	1611	1.7%	12.7%
氧化钼(50% 中国 元/吨度)	1512	-17.8%	1673	1.0%	11.0%
金属钽(99.95% 元/公斤)	2205	0.0%	2125	-3.9%	-0.1%
海绵钛(99.7% 中国 元/吨)	60178	-18.6%	64216	-20.0%	15.3%
钨精矿(WO3 65% 中国 元/吨)	83521	-4.3%	91690	4.2%	8.2%

数据来源: 亚洲金属网, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 小金属板块行业 2020 年收入增长 22.85% 至 3529.8 亿元, 增速同比下降 3.21pct; 21Q1 收入增速进一步提升至 55.38%, 合计营收达到 1113 亿元。

图 25、2020 年稀有金属板块营收及增速情况 (亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 从个股来看, 2020 年稀有金属板块中亏损额最大的公司为天齐锂业 (-18.3 亿元); 实现归属于母公司净利润最高的公司分别为洛阳钼业 (23.3 亿元)、华友钴业 (11.6 亿元) 和赣锋锂业 (10.2 亿元)。2021Q1, 小金属板块中盈

利最多的为洛阳钼业（10.1 亿元）、北方稀土（7.7 亿元）、华友钴业（6.5 亿元）、赣锋锂业（4.8 亿元），亏损居前的为天齐锂业（-2.5 亿元）、\*ST 金贵（-0.6 亿元）。

图 26、2020 年小金属板块各公司盈利情况（亿元）

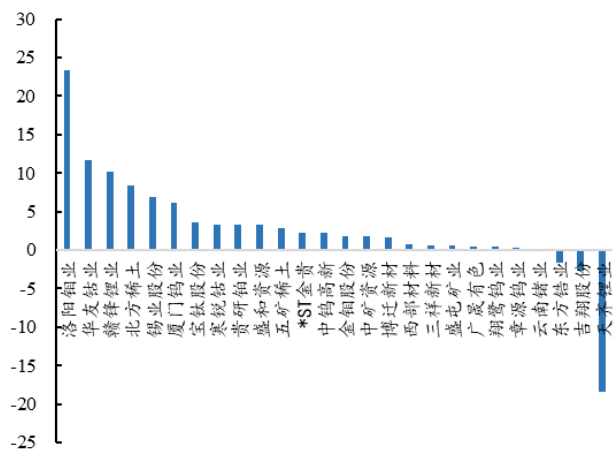
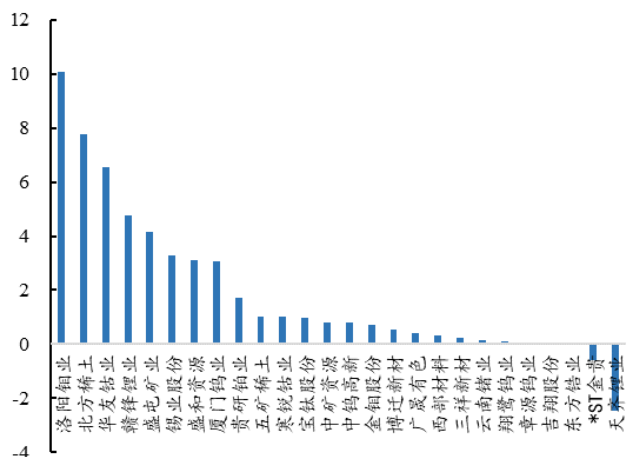


图 27、2021Q1 小金属板块企业归母净利润（亿元）



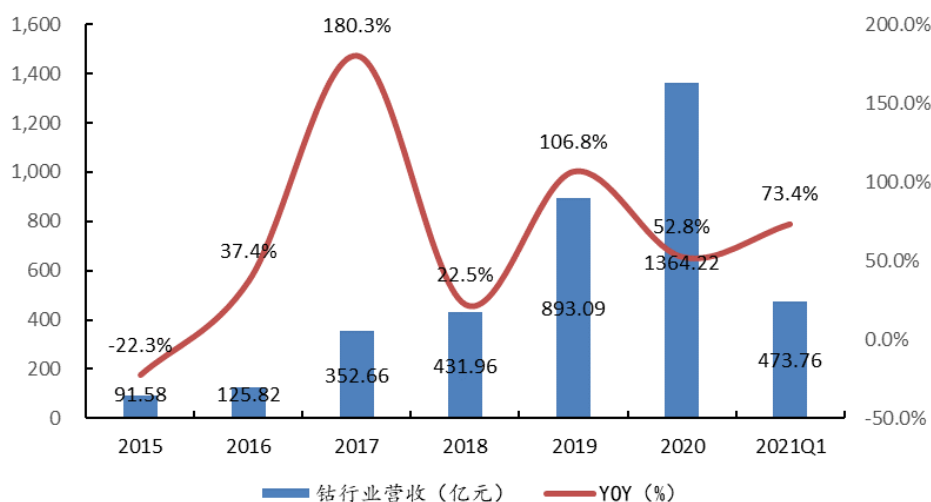
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3.1、钴板块：一季度钴价同环比大增，企业盈利显著提升

- 2020 年，钴价受疫情冲击下大幅下滑，此后进入 Q4 随着终端需求的快速复苏以及原料紧张程度加剧，钴价回升并表现坚挺，整体来看全年钴价同比表现较为平稳，其中金属钴、硫酸钴和四氧化三钴分别-3.48%、+1.59%和+1.48%。进入 2021Q1，受益于终端需求表现坚挺及原料成本的支撑，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴分别同比+25.41%、52.58%、47.83%，环比分别+27.23%、43.98%、39.44%。

图 28、2020 年及 2021Q1 钴板块营收及增速情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：选取洛阳钼业、华友钴业、寒锐钴业三家公司为样本；下同

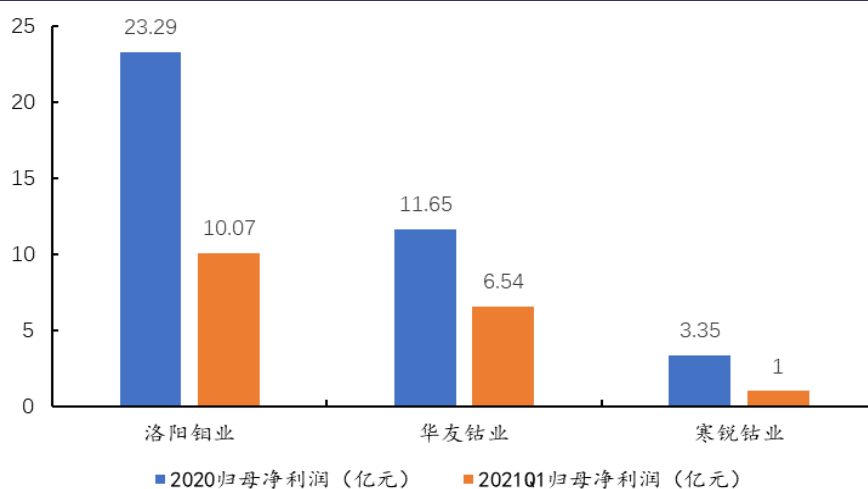
表 9、钴金属及钴盐价格涨跌幅

产品	硫酸钴 (元/吨)	四氧化三钴 (元/吨)	金属钴 (元/吨)
2020	51336.63	196107.00	262026.75
2019	50534.84	193250.00	271465.16
同比	1.59%	1.48%	-3.48%
2021Q1	79224.14	292543.10	339922.41
2020Q1	51923.28	197896.55	271051.72
同比	52.58%	47.83%	25.41%
2020Q4	55025.00	209800.00	267175.00
环比	43.98%	39.44%	27.23%

资料来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

- **钴板块营收显著增长，量价齐增带动公司净利润增加。**钴行业 2020 年收入增长 52.8% 至 1364.22 亿元，增速同比回落 54pct；20Q1 收入增速增至 73.4%，合计营收达到 473.76 亿元。从个股来看，2020 年钴板块公司依次实现归属于母公司净利润为洛阳钼业（23.29 亿元，同比+25.4%）、华友钴业（11.65 亿元，同比+874.48%）和寒锐钴业（3.35 亿元，同比+2312.45%）；2021Q1 钴板块公司受益于钴价上行，归属于母公司净利润继续大幅增长，分别为洛阳钼业（10.07 亿元，同比+125%，环比+40%），华友钴业（6.54 亿元，同比+255%，环比+37%），寒锐钴业（1 亿元，同比+335%，环比-42%）。

图 29、2020 年&amp;2021Q1 钴板块主要公司归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3.2、锂板块：Q1 锂价继续上涨，行业龙头业绩大幅改善

- 2020 年锂板块呈现先跌后涨行情，H1 受疫情等因素影响，锂金属及锂盐均价同比继续下挫。2020 年 Q4，随着供给端部分高成本锂资源因锂价持续下挫被动出清，叠加需求端新能源持续放量，锂资源紧张程度加剧，锂金属及锂盐价格涨势明显。受前三季度锂价拖累，2020 年全年锂价依旧同比下滑，其中金属锂价格下跌约 24%，碳酸锂价格下跌约 35%，电池级氢氧化锂价格下跌约 37%。另一方面，2021 年 Q1，在“成本+需求”驱动下，锂价延续上涨

趋势，同环比速度均表现乐观，其中金属锂 Q1 均价下跌约 7.7%，环比上升约 13.3%；碳酸锂 Q1 均价同比上升约 53%，环比上升约 69.4%；电池级氢氧化锂 Q1 同比均价上升约 10.5%，环比上升约 29.8%。

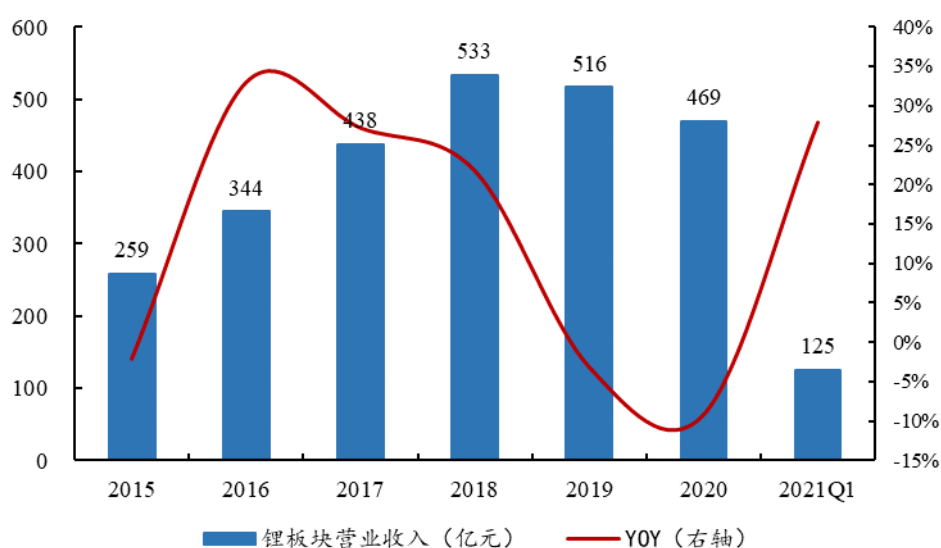
**表 10、锂金属及其盐价格涨跌幅**

	2020	20YOY	2021Q1	21Q1 同比	21Q1 环比
金属锂(99.9% 元/吨)	526550	-24.1%	535172	-7.7%	13.3%
碳酸锂(99.5% 元/吨)	43952	-35.2%	74721	52.9%	69.4%
氢氧化锂(96%中国 元/吨)	50299	-37.2%	60164	10.5%	29.8%
镍钴锰酸锂(元/公斤)	107	-19.3%	144	24.2%	35.5%
氢氧化锂(工业级, 96%中国 元/吨)	44475	-38.1%	57009	17.2%	39.4%

数据来源：亚洲金属网，兴业证券经济与金融研究院整理

- 锂板块行业 2020 年收入增长下滑 9.17% 至 469.10 亿元；21Q1 收入增速转正，合计收入同比上升约 27.9% 至 125 亿元。从个股来看，2020 年锂板块公司依次实现归属于母公司净利润为天齐锂业（-18.34 亿元）、赣锋锂业（10.25 亿元）和雅化集团（3.24 亿元）；2021 年一季度方面，锂板块公司一次实现归母净利润天齐锂业（-2.48 亿元）、赣锋锂业（4.76 亿元）、雅化集团（0.78 亿元）。其中天齐锂业经营情况较 2019 年大幅改善，随着战投的顺利引入，公司财务风险有望明显缓解。

**图 30、2020 年锂板块营业收入（亿元）**

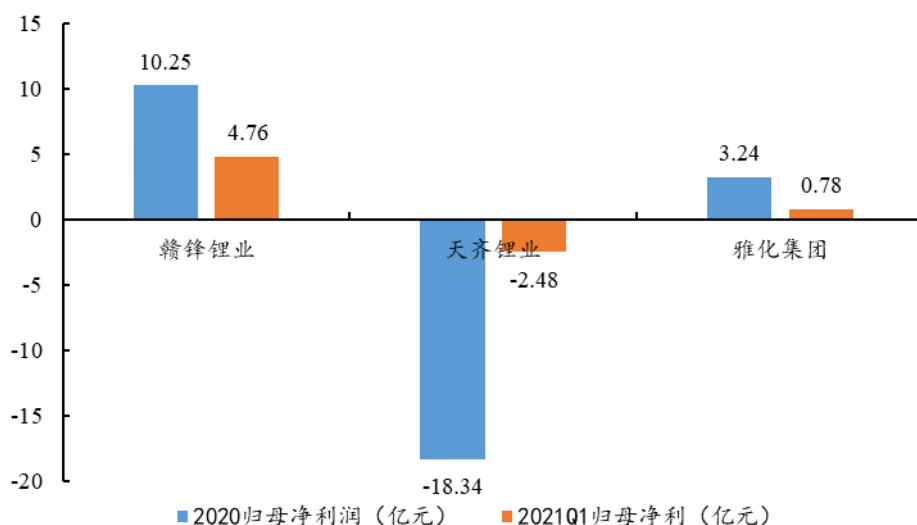


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：锂板块公司包括天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、雅化集团、\*ST 藏格、ST 盐湖、盛新锂能、江特电机、中矿资源、天华超净、永兴材料、科达制造等样本企业。



图 31、2020 年&2021Q1 锂板块主要公司归母净利润情况（亿元）

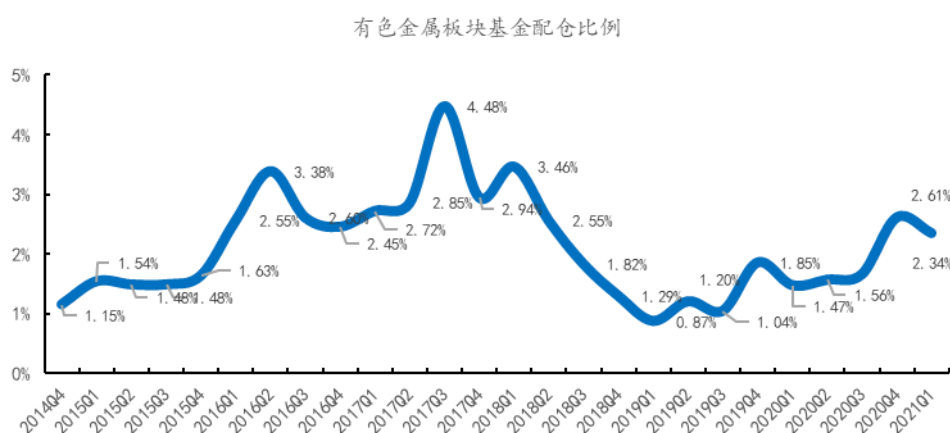


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、2021Q1 公募基金有色持仓占比下滑，铝板块获配置

- 从机构持仓角度来看：SW 有色 2021Q1 基金略有减持，持仓比例降低至 2.34%。2020Q4 随着疫情后国内交通运输、房屋竣工等领域在专项债的助推下释放需求超预期，欧洲多国电车渗透率超预期、国内多部委加码新能源政策，公募基金对有色板块的配置逐步提升至 2.61%，创近 11 个季度新高，但 2021Q1 随着美国疫苗接种率持续走高，疫情缓解与经济修复双超预期，致美联储缩表预期升高，市场风险偏好降低，有色行业持仓降低 0.27% 至 2.34%。

图 32、有色板块基金配比环比略有下滑

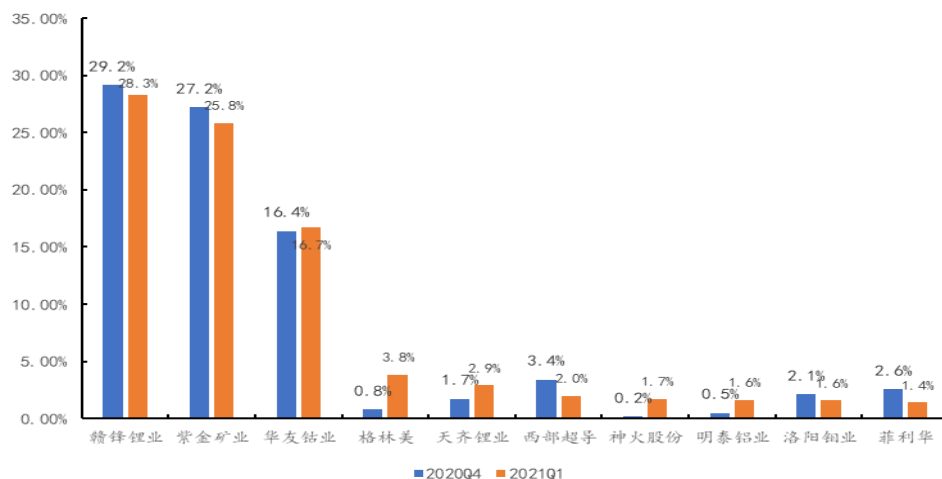


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 细分个股而言：前 10 家企业的公募基金持仓占比从 20Q4 的 84.12% 提升至 21Q1 的 85.91%，其中赣锋锂业持仓占比 28.3%，连续两个季度稳居行业第

一。21Q1 公募基金持仓前 10 家公司合计 580.34 亿元，占全部有色板块的持仓从 20Q4 的 84.12% 提升至 21Q1 的 85.91%，分别为 A 股赣锋锂业 194.13 亿元(28.3%)、紫金矿业 177.04 亿元(25.8%)、华友钴业 114.6 亿元(16.72%)、格林美 26.14 亿元(3.81%)、天齐锂业 19.96 亿元(2.91%)等，其中神火股份、明泰铝业为近 4 年内首次位列重仓名单。

图 33、2021Q1 公募基金继续重仓赣锋锂业，但占比略有下滑至 28.3%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、从持仓市值来看，有色板块 2021Q1 基金持股前 10 大公司

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (万元)	2021Q1 基金有色板块持仓占比 (%)
002460.SZ	赣锋锂业	197	62	20594.99	-46.22	24.92	1941284.07	28.32%
601899.SH	紫金矿业	228	57	184030.99	-25456.80	9.37	1770378.11	25.83%
603799.SH	华友钴业	126	50	16799.47	2012.68	14.72	1146013.18	16.72%
002340.SZ	格林美	47	31	30532.55	22399.88	6.41	261358.67	3.81%
002466.SZ	天齐锂业	51	23	5283.74	2136.69	3.59	199619.59	2.91%
688122.SH	西部超导	23	16	2710.12	-419.00	8.73	136253.90	1.99%
000933.SZ	神火股份	42	19	12224.94	10471.95	6.43	115795.73	1.69%
601677.SH	明泰铝业	35	19	5841.42	3374.51	8.90	112739.45	1.64%
603993.SH	洛阳钼业	28	18	20564.53	-3973.51	1.16	108580.71	1.58%
300395.SZ	菲利华	23	10	2606.77	-494.04	8.37	97102.06	1.42%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 从个股增持方面来看：电解铝相关品种增持仓位较大。Q1 公募基金增持有色板块的前 5 大股票分别为格林美被增仓 2.24 亿股 (0.79%→3.81%)、神火股份被增仓 1.05 亿股 (0.2%→1.69%)、驰宏锌锗被增仓 3763.6 万股 (0.38%→0.66%)、明泰铝业被增仓 3374.51 万股 (0.49%→1.64%)、云铝股份被增仓 3334.01 万股 (0.19%→0.77%)。从 Q1 公募基金增仓来看，电解铝板块：神火股份、云铝股份、中国铝业；铝加工：南山铝业、明泰铝业均获得机构大幅增仓。

表 12、2021Q1 基金增仓 top10

代码	名称	2020Q4 基金持仓占比	2021Q1 基金持仓占比	2020Q4 基金持股总量(万股)	2021Q1 基金持股总量(万股)	2021Q1 基金增减仓(万股)
002340.SZ	格林美	0.79%	3.81%	8132.68	30532.55	22399.88
000933.SZ	神火股份	0.20%	1.69%	1752.99	12224.94	10471.95
600497.SH	驰宏锌锗	0.38%	0.66%	5693.68	9457.28	3763.60
601677.SH	明泰铝业	0.49%	1.64%	2506.91	5841.42	3334.51
000807.SZ	云铝股份	0.19%	0.77%	2089.19	5423.20	3334.01
600219.SH	南山铝业	0.65%	0.85%	14508.30	16875.34	2367.04
002466.SZ	天齐锂业	1.73%	2.91%	3147.04	5283.74	2136.69
603799.SH	华友钴业	16.38%	16.72%	14786.79	16799.47	2012.68
601600.SH	中国铝业	0.35%	0.48%	6832.63	8770.00	1937.37
600392.SH	盛和资源	0.02%	0.47%	190.89	1867.94	1677.05

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 反之, 从个股减持方面来看: 黄金股延续 Q4 节奏, 继续成为主要减仓对象, 紫金矿业被基金减持最多。Q1 公募基金减持有色板块的前 5 大股票分别为: 紫金矿业被减仓 2.55 亿股 (27.2%→25.8%)、方大炭素被减仓 6341.53 万股 (1.68%→0%)、洛阳钼业被减仓 3973.51 万股 (2.14%→1.58%)、赤峰黄金被减仓 3463.73 万股 (1.45%→0.49%)、博威合金被减仓 797.75 万股 (0.36%→0.02%), 机构延续 2020Q4 减仓节奏, 黄金股继续成为 Q1 主要减仓对象。

表 13、2021Q1 基金减仓 top10

代码	名称	2020Q4 基金持仓占比	2021Q1 基金持仓占比	2020Q4 基金持股总量(万股)	2021Q1 基金持股总量(万股)	2021Q1 基金增减仓(万股)
601899.SH	紫金矿业	27.20%	25.83%	209487.79	184030.99	-25456.80
600516.SH	方大炭素	0.63%	0.00%	6377.11	35.58	-6341.53
603993.SH	洛阳钼业	2.14%	1.58%	24538.04	20564.53	-3973.51
600988.SH	赤峰黄金	1.45%	0.49%	5765.65	2301.92	-3463.73
601137.SH	博威合金	0.36%	0.02%	2385.82	113.71	-2272.10
600489.SH	中金黄金	0.34%	0.12%	2795.19	1020.52	-1774.68
000960.SZ	锡业股份	0.25%	0.00%	1627.12	21.75	-1605.37
002155.SZ	湖南黄金	0.31%	0.12%	2601.23	1048.07	-1553.15
300618.SZ	寒锐钴业	2.04%	0.21%	1536.88	216.59	-1320.29
002182.SZ	云海金属	0.34%	0.09%	1841.36	642.53	-1198.82

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

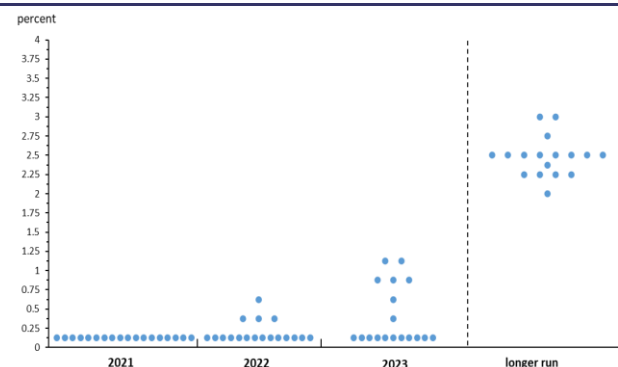
## 4、2021Q2 展望: 碳中和强化有色投资逻辑, 钴锂强需求加重矿端稀缺性

### 4.1、工业金属: 强复苏+碳中和, 铜铝配置正当时

- 强复苏+碳中和, Q2 基本金属铜铝板块配置良机。
  - ✓ 全球经济强复苏, “新基建法案”或加速铜铝上涨。截至 2021 年 4 月, 美

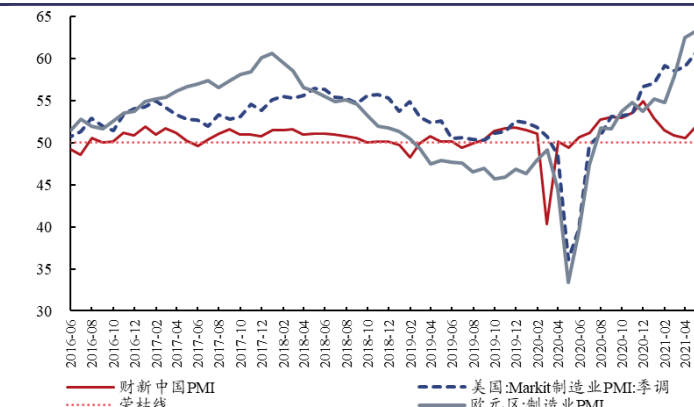
国制造业 PMI 和欧元区制造业 PMI 分别为 60.6 和 63.0，连续 10 个月位于荣枯线以上。且拜登政府自上台后，持续推进疫苗接种，并先后推行 1.9 万亿财政刺激方案以及近期即将上会的 2 万亿基建法案，有望在资金新一轮强刺激下，工业金属有望进一步走强。

图 34、2021 年 3 月点阵图显示美联储将维持利率在当前水平直至 2023 年年底



资料来源：美联储，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、各国 PMI 指数情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

✓ “碳中和”进一步限制供给，强化工业金属投资逻辑。

①对铝而言：碳中和影响下，电解铝自备电厂优势或将削弱，叠加内蒙、贵州、山东等多省份纷纷响应“碳中和”，出台限制新增产能政策，使得国内电解铝 2022 年除云南、广西地区外的新增产能或将不能如期投产，电解铝产能的有效指标或仅为 4401 万吨，供给端进一步压缩；

②对铜而言，新兴领域（新能源汽车+充电桩+风电光伏）拉动对铜的需求明显，海外疫情仍存，供需错配或将加剧。据我们测算，2021-2023 年，新兴领域对铜需求量分别为 74、85、104 万吨；而新增供应受限于资本开支于 2013-2014 年见顶，新兴领域用铜使得铜的供需结构进一步紧张。叠加美联储持续鸽派，Q2 货币环境持续宽松，经济复苏+碳中和的带动，铜铝板块或迎配置良机。

表 14、据测算，2023 年，新兴领域对铜的需求量达 104 万吨

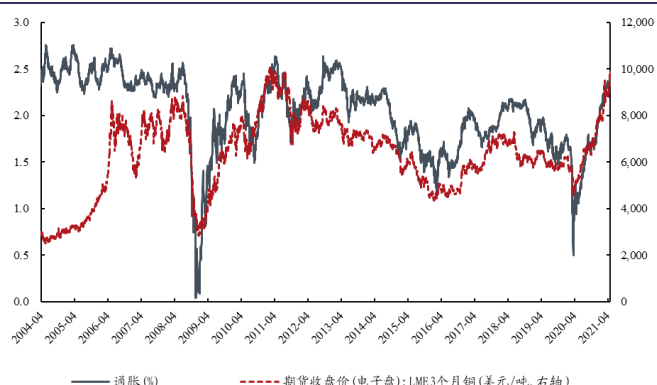
单位: 万吨	2021E	2022E	2023E	2024E
全球矿山产量	2153	2260	2351	2394
全球精炼铜产量	2356	2430	2522	2597
全球精炼铜消费量	2389	2465	2554	2620
中国精炼铜产量	961	1001	1076	1120
中国精炼铜消费量	1271	1304	1341	1359
新兴领域测算耗铜量	74	85	104	124
新兴领域占比	3.11%	3.46%	4.06%	4.74%
全球供需缺口	-33	-35	-32	-23

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

数据来源：彭博，Wood Mackenzie，SMM，兴业证券经济与金融研究院整理与测算  
注：新兴领域包括全球新能源车、国内充电桩、国内风电光伏等

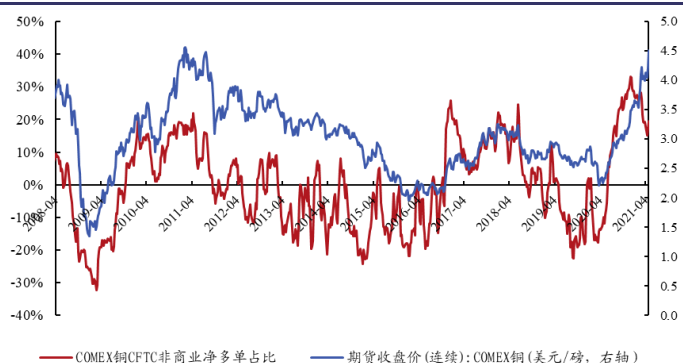
- **就 Q2 来看，货币环境持续宽松；生产仍在修复中，且智利运输时有干扰或影响供给；另外低位库存和消费复苏，金融属性+商品属性的双击，铜价有望创新高。** 货币环境持续宽松，美联储于 4 月 28 日（美国时间）召开议息会议，维持联邦基金目标利率 0%-0.25% 区间不变；另外欧洲央行（4 月 22 日）宣布维持三大关键利率不变（再融资利率 0%、存款机制利率-0.5%、边际借贷利率 0.25%）。供给仍在修复中：目前海外供给（秘鲁、智利等）逐步恢复中，2021 年 2 月产量秘鲁和智利矿产铜产量分别为 17.1 万吨和 43 万吨，同比变化分别为+0.7%和-4.8%，其中智利产量下降或主要由于疫情影响；另外智利封锁边境以及其国内码头工人罢工或对运输有一定影响。从库存和下游需求来看，目前三地库存绝对值为 82.9 万吨。处于同期绝对低点；而 4 月国内铜材企业平均开工率为 76.94%，环比增 3.9pct。货币环境持续宽松；而生产仍在修复中，且智利运输时有干扰或影响供给；另外低位库存和消费复苏，金融属性和商品属性的双击，铜价有望创新高。

图 36、通胀与铜价走势



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：通胀=美国 10 年国债收益率-美国 10 年国债（TIPS）收益率

图 37、2021 年 4 月 27 日，非商业净多单占比达 19%



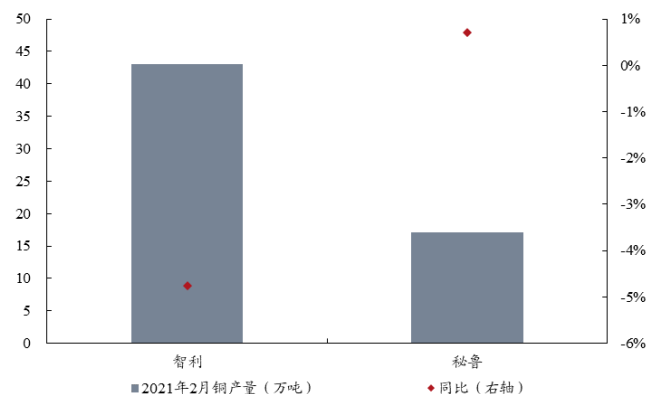
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、2021 年 4 月，中国铜材企业平均开工率为 76.94%



资料来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

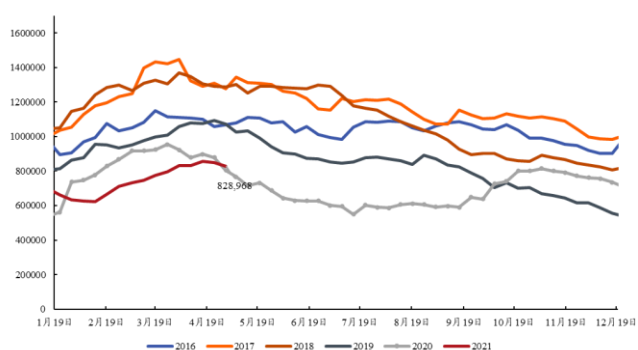
图 39、2021 年 2 月，智利和秘鲁矿产铜产量分别为 43.0 和 17.1 万吨



资料来源：秘鲁能源和矿业部，智利国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

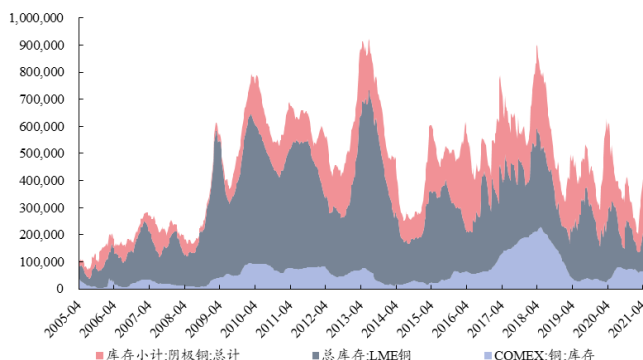


图 40、2021 年 4 月 30 日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 82.9 万吨（单位：吨）



资料来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

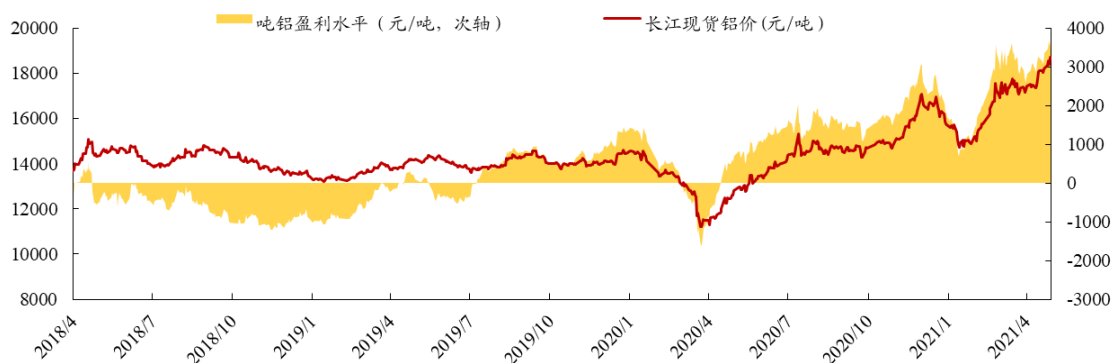
图 41、2021 年 4 月 30 日，三大期货交易所显性库存合计为 41.6 万吨（单位：吨）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

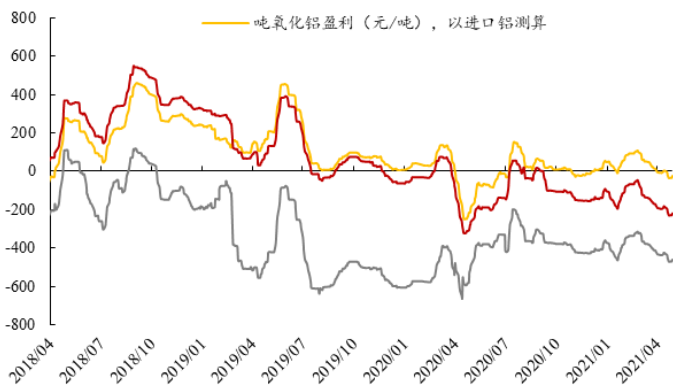
- 就 Q2 来看，消费旺季，铝库或加速去化，吨铝盈利或持续走高。随着碳中和政策的逐步推进，以及各省市督导员的下查，现阶段铝行情已从 2020 年的供给严控，需求恢复的逻辑，演变成需求旺盛且低库存下，供给端限产、限电、降开工率等供给进一步紧缩，加速去库的逻辑。目前海外铝需求恢复较快，且 2 万亿美金有望提振需求的情况下，供给恢复不足造成供需失衡。因此，全球铝行业有望在 Q2 供需格局进一步失衡，加速铝价走高。

图 42、2021 年 4 月 30 日，吨铝净利润为 3704 元/吨



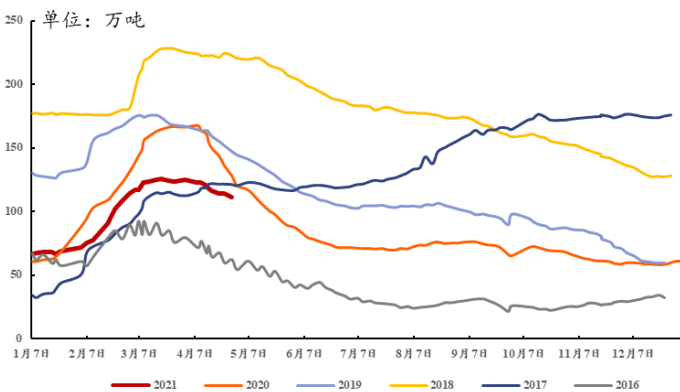
资料来源：wind，亚洲金属网，兴业证券经济与金融研究院整理与测算

图 43、氧化铝盈利情况



资料来源：wind，亚洲金属网，百川，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、2021 年 4 月 29 日，国内电解铝库存为 111.5 万吨



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4.2、新能源钴锂等：新能源汽车+5G 强需求持续放量，资源端稀缺性不断提升

- ①钴：当前钴价仍属于周期底部区域，钴产品价格市场二季度或将进入波动调整阶段，未来随着钴产品供需结构的逐渐明朗——短期钴产品增幅有限，消费电子新能源需求强劲——钴产品价格上行弹性可期。
- 2021 钴产量预计新增有限：受到 Mutanda 停产的影响，嘉能可 2020 年实际生产较 2019 年缩水严重，2020 年全年钴产量 2.74 万吨，较 2019 年 4.63 万吨大幅下降 40.82%。2021Q1 嘉能可钴产量为 6.8 万吨，同比上升约 11%。另外，Mutanda2019 年底暂停生产，目前仍未重启（全球 20% 供给）。洛阳钼业 2020 年全年钴产量 1.54 万吨，较 2019 年 1.61 万吨下降 4.11%。2021Q1 洛阳钼业钴产量 3300 吨，同比仅上升 1.74%。总体来看，2021 年预计全球钴供应量增幅相对有限，未来核心跟踪红土镍矿项目和回收钴放量进度。

图 45、2020-2025 年，刚果（金）钴供应量年均复合增速为 8.3%（单位：金属吨）

企业	矿山	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
嘉能可	Katanga	11,000	17,100	27,400	35,000	31,000	31,000	31,000	31,000
	Mutanda	27,300	25,100	-	-	-	22,500	22,500	25,000
洛阳	Tenke	18,747	16,098	15,436	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000
	Kisanfu	-	-	-	-	-	-	-	-
ENRC	boss mining	3,000	-	-	-	-	-	-	-
	RTR	-	5,500	11,000	13,000	15,000	16,000	17,000	18,000
金川国际	Ruashi	4,752	4,800	4,000	4,000	1,000	-	-	-
	Musonoi	-	-	-	-	4,000	4,000	4,000	4,000
Shalina Resources	Etoile / Usoko	6,000	6,500	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000
	Mutoshi	-	-	1,500	3,500	5,500	6,500	7,000	7,000
华友钴业（不考虑民采矿）	PE527	3,000	3,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
	Mikas	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
万宝矿业	Kamoya	3,500	3,500	3,500	3,500	3,000	2,000	1,500	1,500
	Pumpi	-	-	1,200	1,800	2,200	3,000	3,500	3,500
中铁资源	MKM	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
	华刚矿业	500	500	500	500	500	500	500	500
中色-Gecamines	Deziwa	-	-	2,500	3,500	4,500	5,500	6,500	7,500
	刚波夫矿业	-	-	-	450	630	900	900	900
中国有色矿业公司（不考虑民采矿）	中色非洲矿业（东南矿）	-	-	-	200	400	400	400	400
	Kluwezi II	-	600	1,500	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
Vedanta Resources	Konkola Copper Mines	1,100	900	900	900	900	900	900	900
	Zambia	-	-	18,900	18,980	17,680	17,680	18,180	18,180
民抓矿合计		26,500	15,630	18,980	16,480	17,080	17,680	18,180	18,180
合计		107,499	102,328	102,516	115,730	118,610	143,780	146,780	151,280

资料来源：Darton2019，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、2021Q1，嘉能可钴产量为 6800 吨，同比上升 11%（单位：千吨）

图 47、2021Q1，洛阳钼业钴产量同比小幅上涨 1.74%至 3300 吨（单位：吨）

	Q1 2021	Q1 2020	Change %
Copper	301.2	293.3	3
Cobalt	6.8	6.1	11
Zinc	282.6	295.6	(4)
Lead	55.3	61.7	(10)
Nickel	25.2	28.2	(11)
Gold	224	211	6
Silver	7,761	7,778	-
Ferrochrome	399	388	3

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

主要产品	单位	生产量	销售量	生产量同比增减 (%)	销售量同比增减 (%)
矿山采掘及加工（注 1）					
钼（注 2）	吨	4,031	3,969	14.53	14.41
钨	吨	2,091	2,041	-11.20	14.50
铌	吨	1,877	1,759	-21.64	-23.75
磷肥（HA+LA）	吨	255,166	286,127	-11.29	39.10
铜（TFM）	吨	49,687	46,612	16.38	19.10
钴	吨	3,300	3,794	1.74	-28.87
铜（NPM 80%权益）	吨	5,648	4,498	-20.42	-7.02
金（NPM 80%权益）	盎司	4,489	3,508	-18.85	-5.18

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

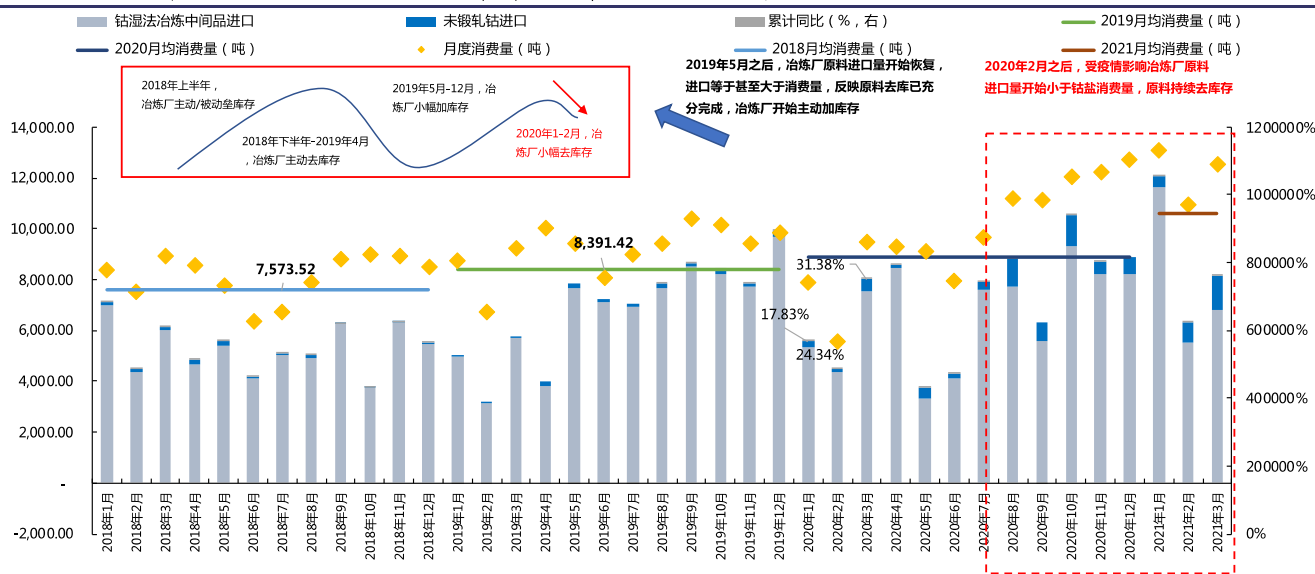
- 2020 年 H2，欧洲政府为了提振受疫情影响的汽车工业，纷纷出台新能源汽车补贴政策刺激新能源汽车消费，补贴政策包括现金补贴、减少或豁免购置

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

税以及增加专用行车道或停车位等，新能源汽车注册量较 2020H1 开始触底反弹。此外，欧盟 2020 年出台史上最严格碳排放法规，要求自 2020 年 1 月 1 日期，欧盟境内销售新车二氧化碳排放需降至 95k/KM，欧洲主流车企将面临支付总计 146.6 亿欧元的巨额罚款。此外，中国政府也宣布 2020 年“补贴延期，退坡平缓”等措施来提振新能源汽车市场。整体来看，新能源汽车 2020H2 的持续放量有效支撑钴价短期反弹，不过钴价仍位于周期底部区域，未来不断扩张的新能源市场需求和紧张的钴产品供应或将进一步支撑钴价上行弹性。

- 更为重要的是，我们预计，2020 年，国内冶炼厂已经进入去库存周期，安全原料库存也继续下滑，为钴价上涨提供强力支撑。基于钴原料进口量（钴矿+粗钴+未锻轧）为供应量，2020 年，受公共卫生事件影响港口运力降低，钴原料进口大幅减少，叠加需求受挫，冶炼厂再次降低自身粗钴原材料库存，安全原料库存也继续下滑。此后随着 2020H2 动力及消费终端市场齐发力，钴消费量环比 H1 大幅增长 32.6%，尽管海外疫情逐渐可控钴原料进口量同步恢复，但钴原料整体进口仍受制于港口运力，2020 年全年来看，钴进口量明显低于消费量，国内冶炼厂再次进入去库存周期。2020 年 12 月之后，南非因公共卫生事件再次收紧疫情管理举措，钴原料进口量受到显著影响。

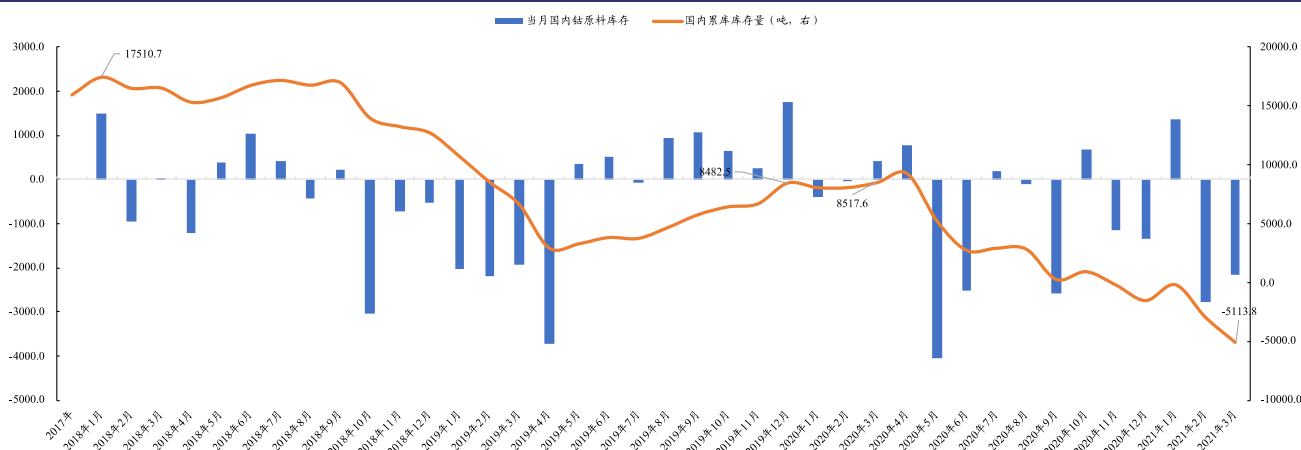
图 48、2020 年国内冶炼厂再次进入去库周期（单位：吨，累计同比：右轴）



数据来源：中国海关，SMM，AM，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：国内原料库存从 2016 年增减量开始统计，未考虑 2015 年及之前的沉淀库存，测算库存量并非真实数据，但趋势成立

图 49、根据月度库存跟踪来看：2020 年之后，国内冶炼厂原料持续处于去库存状态（单位：吨）

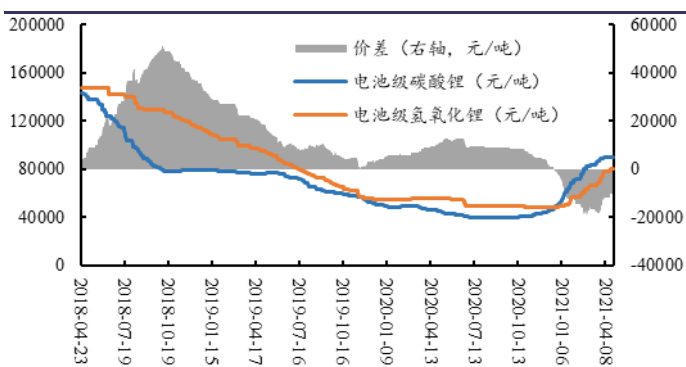


数据来源：中国海关，SMM，AM，兴业证券经济与金融研究院整理

● ②锂：锂资源供给紧张，锂精矿及氢氧化锂价格有望延续上涨逻辑。

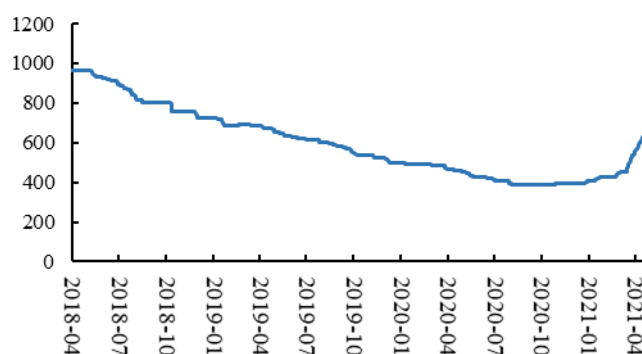
➢ 资源端，当前 AM 锂精矿价格上升至 630 美元/吨，部分 CIF 价格或将突破 640 美元/吨；SMM 电池级碳酸锂上升至 8.9 万元/吨，氢氧化锂升至 8.1 万元/吨，氢氧化锂碳酸锂价差持续收窄至 1 万元/吨以内。目前锂精矿供给紧张情绪仍在，在 Altura 破产关停之后，主要锂矿不足 10 座，并且全球锂资源多被长单锁定，考虑到 2021 年新增锂精矿有限，重点关注 Pilbara 复产及二期扩产进展。近期 Orocobre 公告将吸收合并 Galaxy Resource 100% 股权，合并后 ORE 原股东将持股新公司 54.2%、GXY 原股东将持股 45.8%。随着优质锂资源稀缺性愈发凸显，未来行业或通过并购整合进一步提升集中度，锂金属进入资源整合的新时代。

图 50、国内锂盐价格持续上涨



资料来源：亚洲金属网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、AM 锂精矿价上升至 630 美元/吨(单位：美元/吨)



资料来源：亚洲金属网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 15、Pilbara 产能及包销情况

Pilbara 产能及包销情况			
现有产能:		33 万吨	
技改项目后:	36-38 万吨 (3-5 万吨产能提升)	达产时间:	2021 年底或 2022 年初

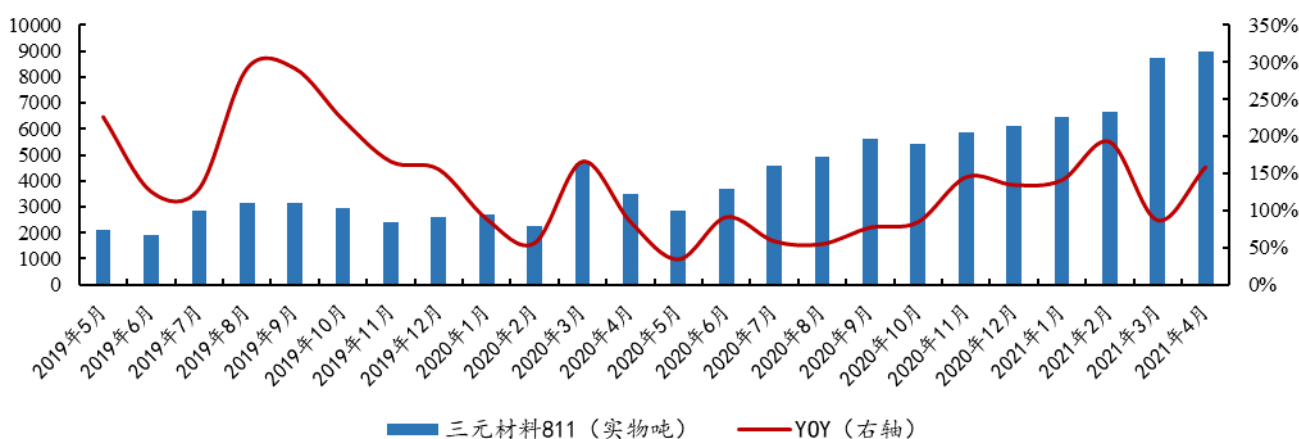
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

二期完成后:	80-85 万吨	目前进度:	阶段性扩张研究接近完成
下游客户	包销量	时间	备注
赣锋锂业	第一期投产后每年 16 万吨锂原材料的包销权, 项目第二期建成投产后, 额外获得每年 <15 万吨锂精矿的包销权		赣锋国际投资 2000 万美元参与 PLS 的定增, 另含两个五年期的展期选择权
容汇锂业	120000 吨	2018-2024	初始 6 年期、四年期展期选择权
天宜锂业	115000 吨/年	2020-2025	2020 年供应 6 万吨。额外的 4 万吨协议已经支付 1500 万美元支持一阶段技改。预计额外承购会在 2021 年末或 2022 年初开始
长城汽车	自 2019 年 8 月起连续 6 年每年供应 2 万吨精矿; 二阶段为 75000+75000	2019-2025	以 0.5 澳元/股的价格认购 PLS 的 5600 万股股份, 交易金额为 2800 万澳元
posco	Pilbara 计划和浦项合作, 合资在韩国建设 3 万吨氢氧化锂冶炼厂		合资建厂

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **氢氧化锂有望继续上行。**碳中和背景下, 新能源需求持续放量, 3 月我国新能源汽车产销环比和同比均呈现高速增长势头, 分别达到 21.6 万辆和 22.6 万辆, 环比增长 74.9% 和 1.1 倍, 同比增长 2.5 倍和 2.4 倍。高镍动力需求传导至材料厂, 三四月份 8 系材料增产明显, 氢氧化锂采购市场火热, 需求持续增加, 氧化锂供应端二季度增量有限, 供需共振下, 价格有望延续上行逻辑。

图 52、2021 年 3、4 月份 8 系材料增产明显



数据来源: 中国海关, SMM, AM, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 16、终端积极的扩产计划利好锂行业长期需求

集团	集团全球电动化规划		
	车型规划	产销规划	研发投资



大众	到 2030 年合计 70 款 (其中约有 20 款已经投产)	计划到 2030 年, 在欧洲市场的纯电动汽车销量占新车销量的 70% 以上, 在中国和美国市场的纯电动汽车销量占比超过 50%。计划 2021 年销售 100 万辆电动汽车。	2025 年以前, 对电动化、混合动力总成和数字化方面的投资提升至约 730 亿欧元, 其中, 电动化领域的投资达到 350 亿欧元; 数字化领域投资 270 亿欧元; 开发混合动力汽车投资 110 亿欧元
奥迪	到 2025 年 30 款, 包括 20 款 EV	/	到 2025 年电动汽车投资 350 亿欧元, 其中新能源转型 150 亿, 开发未来汽车技术 100 亿
特斯拉	2020 年预计设计 4 款 (不含皮卡)	2021 年规划上海超级工厂产能从 25 万辆提升至 45 万辆	/
雷诺-日产	到 2025 年 24 款, 其中 10 款 EV	到 2022 年销量 100 万辆	到 2025 年固定成本减少 30 亿欧元, 投资占收入比重降至 8%
现代-起亚	2025 年预计达到 44 款车型, 预计 23 款电动车车型	到 2025 年销量 100 万辆, 2030 年年销量 160 万辆	预计 2025 年之前投资超过 100 亿韩元 (860 亿美元) 完成公司的电气化业务战略
宝马	到 2023 年 25 款, 其中 13 款 EV	2025 累计销售 200 万辆纯电动汽车, 2030 年累计交付约 1000 万辆纯电动汽车	2025 年总投资超过 300 亿欧元
戴姆勒	到 2022 年 13 款, 包括 EQ 系列、PHEV 及轻混	2039 年实现无二氧化碳产品阵容; 旗下梅赛德斯奔驰品牌最早可以提前 5-8 年完成 100% 电动化	2021-2025 年 700 亿欧元
通用	到 2025 年 30 款纯电动车车型	2025 年销量超过 100 万辆, 三大品牌全部车型实现电动化	270 亿美元
福特	到 2024 年 17 款, 到 2025 年中国市场 15 款	2023 年起在欧洲交付 60 万辆电动汽车 (基于大众 MEB 平台); 到 2030 年在欧洲全面销售电动车	到 2025 年电动汽车投资超过 220 亿美元, 自动驾驶 70 亿美元
丰田	到 2025 年中国市场 10 款以上 EV	到 2025 年全球销量 550 万辆, 其中 100 万辆 EV	/
捷豹路虎	到 2025 年, 捷豹品牌实现完全电动化; 路虎品牌在未来 5 年内推出 6 款 EV, 2030 年实现完全电动化	/	/

数据来源: 公司公告等, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持行业“推荐”评级。**重点推荐工业金属: **铜板块:** 紫金矿业、西部矿业, 建议关注五矿资源、中国有色矿业 (未来矿产铜钴量有望大幅增长, 估值低); **铝板块:** 南山铝业、云铝股份、神火股份、索通发展, 建议关注中国宏桥; **新能源:** 华友钴业、洛阳钼业、赣锋锂业、天齐锂业、寒锐钴业、正海磁材; **贵金属:** 银泰黄金、赤峰黄金, 建议关注恒邦股份、盛达资源、山东黄金。

## 5、风险提示

- 金属价格下跌;
- 需求不达预期;
- 部分企业盈利不达预期等;



## 分析师声明

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

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn