

撰写日期：2020年3月6日

证券研究报告--产业金融专题报告

此强彼弱，危中存“机”

海外疫情对有色行情影响评估

分析师：王合绪

执业证书编号：S0890510120008

电话：021-20321303

邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

研究助理：白云飞

电话：021-20321072

邮箱：baiyunfei@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆事件：目前，新冠疫情仍持续在多国蔓延。韩国、日本、伊朗、意大利等国确诊病例仍在增加。同时，法国、德国、美国感染人数也在大幅上升。截止3月6日，海外新冠肺炎确诊感染人数已达到16007例，其中韩国新冠肺炎确诊感染人数升至6593例。受到恐慌情绪影响，近日，LME铜、铝、镍价格都已跌破春节后首日开盘的最低价。

◆近期有色金属价格主要受制于全球疫情蔓延带来的悲观情绪。有色金属本周价格表现来看，如果不考虑海外疫情，当前国内有色市场的供需面已经不是最差的时候了，至少边际上没有进一步恶化，下游也在恢复或者进行库存出清。因此，对于有色金属价格此番遭遇的疫情二轮冲击，显然要归咎于海外疫情扩散导致的市场避险情绪急剧升温。

◆从目前海外日本、韩国、意大利、伊朗等几个主疫情区来看，其中伊朗尽管有一些铜及铝的冶炼产能，但占全球比重很小，伊朗疫情的发展主要还是要看其对中东原油市场的影响；亚洲重点看的区域就是日本、韩国，而意大利的疫情传导及经济下滑可能对欧盟造成的影响也值得担忧。

◆如日韩区域疫情再升级，预计其产能转移可对供应削减形成弥补，但消费面将使国内有色金属产业链承压。日韩作为重要的贸易流转国，与其他消费国家尤其中国的联系较为紧密，中国产业链的渗透比较广泛。中国在机电产品、交运设备、金属制品等领域自日韩进口较多，将增加国内制造成本。目前对于海外消费的影响还只是在预期阶段，随着国内快速复工，国内在逐渐由弱转强，而海外需求却在转弱，当下其实是国内外有色需求呈现了此强彼弱的一个动态格局。对于后续市场发展，我们从偏悲观和偏乐观两个角度预测，都可以观察到，随着日韩疫情的发展对于国内的正极材料企业出货量都将形成支撑。

◆稀土永磁行业龙头将受益于中重稀土价格上涨。因中重稀土受制于缅甸进口的关停和南方（江西、广东等地）相对受疫情影响较大，价格有望持续坚挺。随着特斯拉Model3更换用永磁电机的信号，全球EV的永磁电机有望继续放量，中期来看龙头有望受益新能源汽车长期订单。

◆总结来看，海外疫情的快速扩散有可能再次逆转需求端原本边际上由弱转强对有色板块整体的支撑，并可能导致原本二季度有望启动的旺季消费预期再次延后，因海外疫情蔓延有望形成此强彼弱的局部结构性的机会，国内新能源产业链的稀土永磁及钴锂正极材料生产龙头企业或迎来新机遇。

◆风险提示：新冠疫情超预期恶化，延长对市场冲击。

内容目录

1.海外疫情对国内有色金属价格造成第二轮冲击	3
1.1.近期有色金属价格主要受制于全球疫情蔓延带来的悲观情绪.....	3
1.2.海外疫情对有色金属供需面影响的传导逻辑.....	4
2.海外各疫区疫情发展对有色金属产业链影响几何?	4
2.1.如日韩区域疫情再升级, 将从需求端影响国内有色金属产业链.....	4
2.1.1.供应影响较小, 若疫情恶化, 产能转移可对供应削减形成弥补.....	4
2.1.2.如疫情再恶化, 将使国内有色金属产业链消费面承压	5
2.1.3.危中存“机”, 国内钴锂产业链厂商或迎来结构性机会.....	6
2.2.意大利: 如疫情再蔓延将进一步拖累整个欧盟经济及消费需求.....	7
2.3.伊朗: 对有色金属影响有限, 但更应关注中东疫情对原油影响.....	7
2.4.主疫区外亦有部分地区对国内有色金属原料进口蒙上阴霾	8
3.投资建议.....	9
4.风险提示:	9

图表目录

图 1: 国内确诊病例新增趋势 (截止 3 月 5 日)	3
图 2: 海外疫情新增趋势 (截止 3 月 5 日)	3
图 3: LME 铜铝价格变化 (截止 3 月 5 日)	3
图 4: SHFE 铜铝价格变化 (截止 3 月 5 日)	3
图 5: 2 月底以来 SHEF 铜累库速度比年后放缓	3
图 6: 全国主流铜地区市场库存 (万吨)	3
图 7: 韩国铜冶炼厂距离大邱较远.....	5
图 8: 海外疫区日本的精铜产量较大	5
图 9: 中国自日韩进口主要产品	6
图 10: 2019 年中国三元前驱体出口结构.....	6
图 11: 日韩消费量全球占比.....	6
图 12: 2019 年度韩国主要出口产品贸易金额	6
图 13: 氧化镓价格涨幅剧烈.....	9
图 14: 氧化镓价格上涨明显.....	9
表 1 疫情严重的国家铝产业链情况.....	8

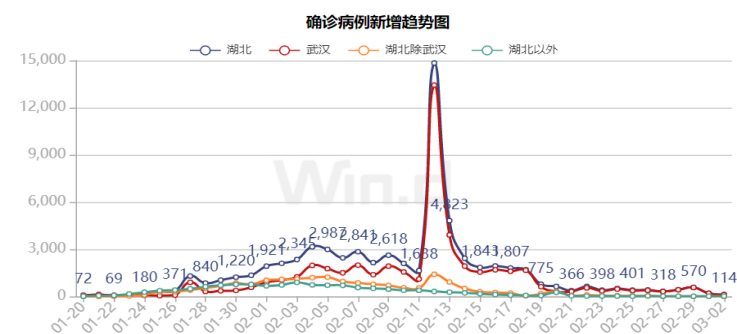
事件：目前，新冠疫情仍持续在各国蔓延。韩国、日本、伊朗、意大利等国确诊病例仍在增加。同时，法国、德国、美国感染人数也在大幅上升。截止3月6日，海外新冠肺炎确诊病例人数已达到16007例，其中韩国新冠肺炎确诊感染人数升至6593例。受到恐慌情绪影响，近日，LME铜、铝、镍价格都已跌破春节后首日开盘的最低价。

1. 海外疫情对国内有色金属价格造成第二轮冲击

1.1. 近期有色金属价格主要受制于全球疫情蔓延带来的悲观情绪

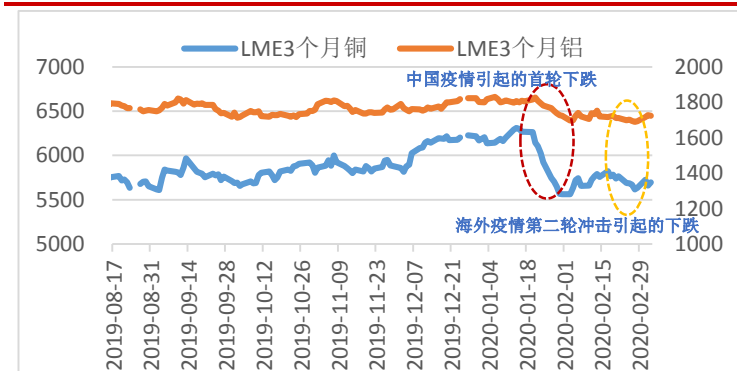
如果不考虑海外疫情，当前国内有色市场的供需面已经不是最差的时候了，至少边际上没有进一步恶化，下游也在恢复或者进行库存出清。因此，对于有色金属价格此番遭遇的疫情二轮冲击，显然要归咎于海外疫情扩散导致的市场避险情绪急剧升温，避险情绪的快速攀升表现在日元及美债的持续上涨中，而上周美股的下跌及本周黄金重拾升势也体现出海外避险情绪仍在脉冲上行。

图1：国内确诊病例新增趋势（截止3月5日）



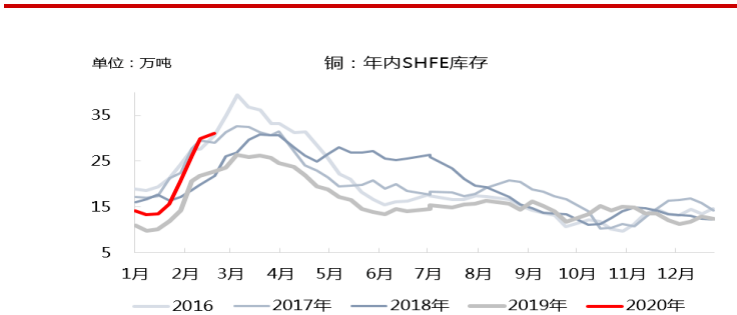
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图3：LME铜铝价格变化（截止3月5日）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

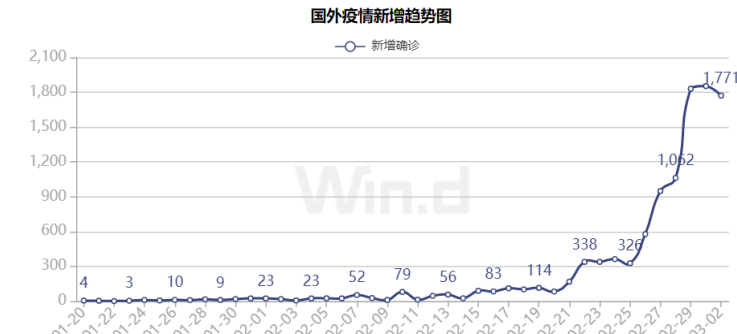
图5：2月底以来SHEF铜累库速度比年后放缓



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

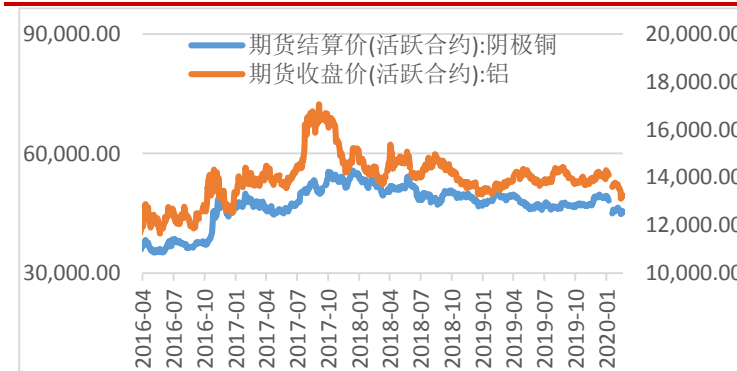
敬请参阅报告结尾处免责声明

图2：海外疫情新增趋势（截止3月5日）



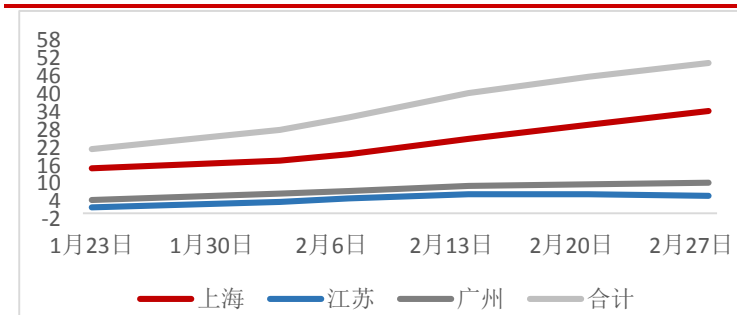
资料来源：SMM，华宝证券研究创新部

图4：SHFE铜铝价格变化（截止3月5日）



资料来源：SMM，华宝证券研究创新部

图6：全国主流铜地区市场库存（万吨）



资料来源：SMM，华宝证券研究创新部

而对于有色金属而言，透视过当下全市场避险情绪，另一方面则需要观察疫情发展落脚在有色需求端的利空预期上。

1.2.海外疫情对有色金属供需面影响的传导逻辑

海外疫情对全球有色金属供需面的影响，不论是从现实角度，还是市场预期角度，都应该是分步走的。当前的传导路径应该是全球主要有色消费国的终端需求面临收缩风险，当地下游制品或加工行业减少对有色金属需求，随后传导至当地及海外供给端冶炼能力的调整，全球供需再平衡。这是逐次递进的过程，当然这个过程进行到哪一步，将很大程度上取决于疫情发展的程度。所以当前需求端的冲击预期是最近端的一个预期，我们认为日、韩、意等国有色金属需求的下降，将可能来自三个因素的影响。

第一，疫情扩散之下，终端消费速度下降，电子、汽车、机械等当地主流制造业需求订单下滑，导致有色加工制品及加工材需求减少；

第二，疫区之间形成物流封锁，物料供应出现短缺，导致终端需求及加工行业被动减产；

第三，为防范疫情，终端企业与加工企业同时受到国家政策强制性限产影响。

从全球整体市场来看，疫情在海外市场扩散，我们需要注意疫情扩散影响全球贸易及经济增速。尤其是若发展严重需要阻隔交通或者采取封城等措施（现阶段意大利封城对有色实际影响较小），则将带来贸易方面的影响，整体需求快速下滑，物流不畅导致产业链各个环节无法顺利进行。可能会出现结构性的价格不均衡，如产业利润分配不均或地区价格不回归等。

2.海外各疫区疫情发展对有色金属产业链影响几何？

从目前海外日本、韩国、意大利、伊朗等几个主疫情区来看，其中伊朗尽管有一些铜及铝的冶炼产能，但占全球比重很小，伊朗疫情的发展主要还是要看其对中东原油市场的影响；亚洲重点看的区域就是日本、韩国，这两个国家在全球有色金属产业链分配上基本可以属于消费国。日本和韩国也有有色金属的冶炼产能例如铜、铝、锌、镍等，但这两个国家以生产并出口下游深加工材及下游制品见长，属于全球有色金属主要的消费国和下游产品的出口国。韩国半导体、新能源汽车等行业深度参与全球分工，溢出效应明显。故如疫情进一步恶化则对日韩等地的有色及下游产业链造成冲击。而意大利的疫情传导及经济下滑可能对欧盟造成的影响也值得担忧。

2.1.如日韩区域疫情再升级，将从需求端影响国内有色金属产业链

2.1.1.供应影响较小，若疫情恶化，产能转移可对供应削减形成弥补

疫情严重的日韩地区是全球贸易重镇，韩国半导体、汽车、船舶等行业深度参与全球分工，溢出效应明显。当前疫情严重的日韩意等地的有色产业链也存在潜在影响，两地受影响的环节主要来源于冶炼端和需求端。

韩日两国资源依赖型国家，原料基本依靠进口，铜铝供需方面，在满足国内生产后，最终表现为净出口，且作为贸易流转国，其对工业链条的影响更大。分国家来看：日本的铜市场份额占比较大，2019年精铜生产150万吨，是亚洲地区除中国外的最大生产国和消费国，消费101万吨，并有40余万吨精铜净出口。此外，日本还是重要的废铜净出口国，2019年中国从日本进口废铜达10万吨。同时日本是铝材的供应大国，铝材产量占全球电解铝产量近8%，日本的CIF升贴水也是市场关注的一个重点，因此，

若日本地区的疫情持续升级，需要关注对铝需求的拖累作用以及日本港口升贴水的变化情况。韩国地区 2019 年精铜产量为 66.5 万吨，精铜消费 60 万吨，净出口的量级在 10 万吨。相比日本，产业的影响力相对较小，但作为重要贸易流转地，也构成产业链条的冲击。

现阶段与国内相类似，疫情对供应的冲击明显小于消费，对供应的冲击主要表现在原料供应、物流运输及工厂直接开工等方面。疫情严重程度来看，韩国的大邱成最大疫区，而日本本土还未形成明显扩散。韩国境内只有一家铜冶炼厂 LS-Nikko 铜业，产能 65 万吨/年，距离大邱 100 公里内，位置靠海。据 SMM 调研，该冶炼厂目前原料供应及生产一切正常。假设疫情持续蔓延，导致冶炼厂生产受到一定折损，减少精矿采购，那么精矿 TC 会上涨，且可通过流入周边铜冶炼产能充裕的国家如中国，通过中国铜冶炼产能利用率的提高来弥补韩国产量的下降。于全球而言，供应的影响并不明显。这与中国疫情对供应的冲击有所不同，境外并没有过剩的产能来吸收这部分原料。

目前自日本废铜进口正常，日本废铜加工厂正常运转，工厂原料多来自自己大型拆解厂较稳定。日本长期注重卫生防疫，早期预防能力强，不担心疫情蔓延。日本本土疫情发展相对可控，且疫情前日本本土对防疫防控工作就相对到位，自主佩戴口罩的意识很强。早期控制对疫情防控至关重要，因此该地区疫情大肆蔓延的概率相对较小。日本的 CIF 升贴水也是市场关注的一个重点，因此，若日本地区的疫情持续升级，需要关注对铝需求的拖累作用以及日本港口升贴水的变化情况。从目前的情况来看，日本地区的需求影响不大，港口升贴水稳定在 80-82 美元/吨。

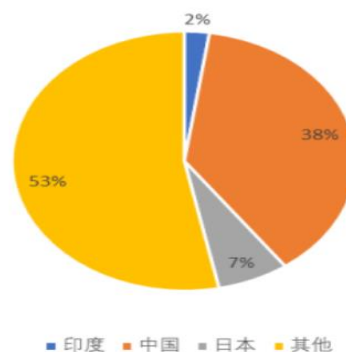
按照上述分析，因日韩地区的基本金属原料均来自于进口，如果疫情导致冶炼减产，TC 将继续上升，会刺激中国的冶炼产能回升，来替代日韩的损失产量。

图 7：韩国铜冶炼厂距离大邱较远



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：海外疫区日本的精铜产量较大



资料来源：SMM，华宝证券研究创新部

2.1.2.如疫情再恶化，将使国内有色金属产业链消费面承压

以中国经验来看，疫情影响使消费端面临的压力更大。具体分析将从二个维度来影响全球及国内市场：

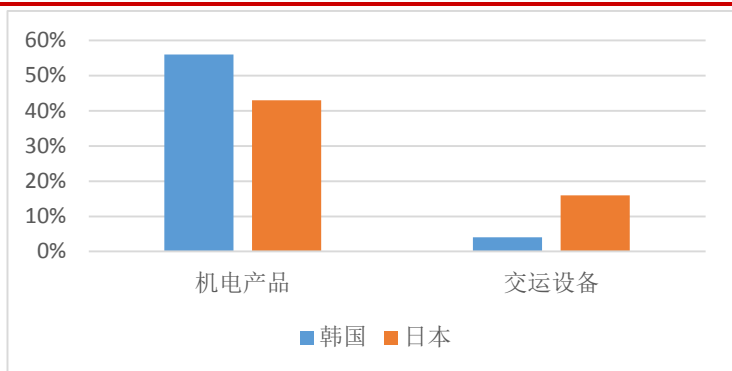
第一个维度，影响全球及中国消费总量。从各有色金属产业链各环节消费来看，原料端，日韩两国当前精炼铜的消费量占到全球总消费的 7.0%，铝占到 5.4%，锌占到 7.3%，铅占到 8.7%，镍占到 12.5%，锡占到 11.1%。在产业链中下游，日韩两国是我国有色金属加工材主要的进口国，其中出口到日韩的铝材占到我国铝下游制品总出口量的 12%左右，不锈钢材也大约占到 12-13%。

除去工业金属外，因我国钴锂原材料及正极材料出口高度依赖日韩市场，氢氧化锂和三元前驱体等产品料受影响较大，如果疫情持续升级，则这部分外需或存在断供或涨价风险。

第二个维度，日韩作为重要的贸易流转国，与其他消费国家尤其中国的联系较为紧密，中国产业链的渗透比较广泛，中国在机电产品、交运设备、金属制品等领域自

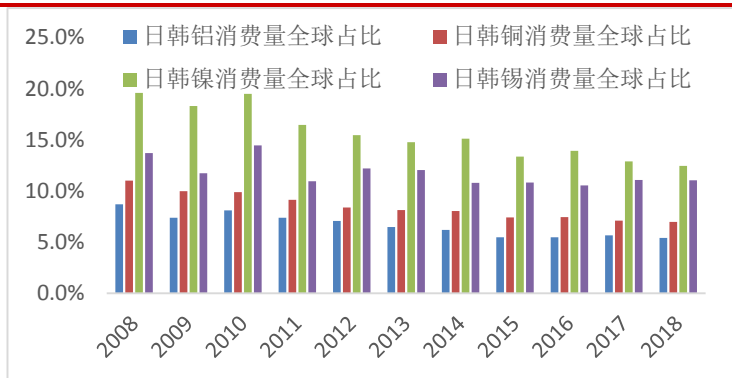
日韩进口较多，将增加国内制造成本。如我国三元正极材料进口量 3.82 万吨，同比增长 85%，且进口量远高于出口量，钴酸锂进口量 1.84 万吨，规模同样较大，若日韩疫情扩散导致其国内正极材料企业停产减产，可能会对国内正极材料进口业务产生影响。

图 9：中国自日韩进口主要产品



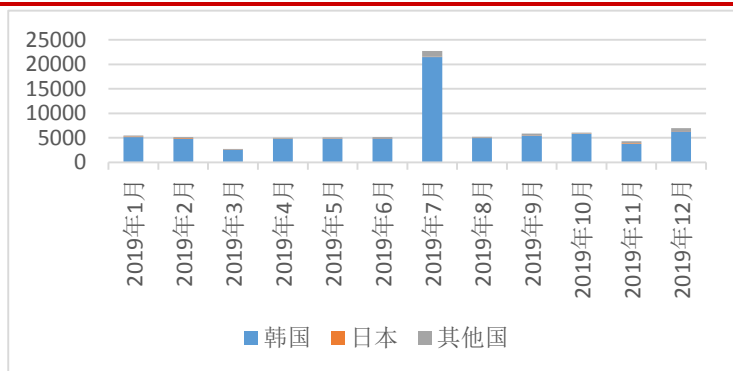
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 11：日韩消费量全球占比



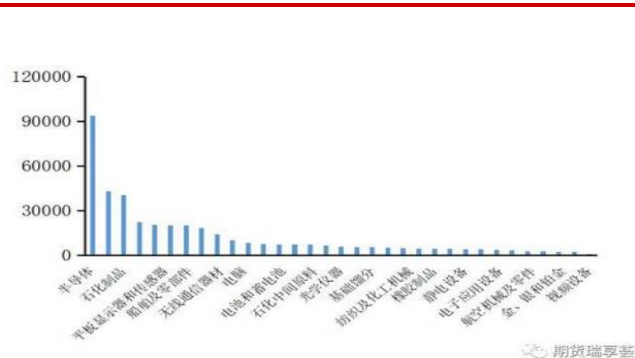
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：2019 年中国三元前驱体出口结构



资料来源：SMM，华宝证券研究创新部

图 12：2019 年度韩国主要出口产品贸易金额



资料来源：SMM，华宝证券研究创新部

2.1.3. 危中存“机”，国内钴锂产业链厂商或迎来结构性机会

从工业金属原料出口消费端看，目前对于海外消费的影响还只是在预期阶段，据 SMM 调研，当前有色下游的出口订单情况并不差，部分行业例如不锈钢下游甚至出现出口订单的暴增。以镍为例来看，目前无锡及佛山的不锈钢加工复产已经逐步恢复到 6-7 成，部分企业反馈订单在爬坡。所以当下其实是国内外有色需求呈现了此强彼弱的一个动态格局，国内在逐渐由弱转强，而海外需求却在转弱，并有可能冲击国内下游加工材的出口需求。

因为日本和韩国均是汽车制造以及机械制造业强国，虽然目前日韩企业生产暂未出现异样，但随着疫情的蔓延及恶化，更多国家会对日韩人员入境进行限制，那么可以预见的是很快也会对其贸易往来进行相应的限制。国内随着新能源汽车产业不断发展以及国内企业深度参与全球供应链体系，2019 年主要钴锂原材料和电池材料中，氢氧化锂和钴酸锂出口依赖度较高，全年出口量占产量比例超过 50%，三元前驱体出口依赖度也较高，2019 年达到 24%。若日韩疫情持续扩散，将对国内钴锂及正极材料产品出口业务造成冲击，影响企业订单执行。

国内进口方面，钴酸锂与三元正极材料进口可能受影响，下游或转向国内采购。日韩在全球锂离子电池和电池材料产业中占据重要地位，2019 年动力电池出货量占比超过 40%，正极材料产能超过 40 万吨。若后期日韩疫情持续扩散，造成其国内企业停产减产，可能对钴锂下游消费造成冲击。根据海关总署的统计数据，2019 年我国三元正极材料进口量 3.82 万吨，同比增长 85%，且进口量远高于出口量，钴酸锂进口量 1.84 万吨，规模同样较大，若日韩疫情扩散导致其国内正极材料企业停产减产，可能会对

我国正极材料进口业务产生影响，下游企业或转向国内采购，对国内正极材料企业出货量形成支撑。

综合来看，尽管当前日韩企业生产暂未出现异样，但疫情较严重的韩国客户考虑后续需求不确定性，已开始采取减少长单履行数量或延缓提货等措施。对于后续市场发展，我们从偏悲观和偏乐观两个角度预测：

较悲观角度：全球性蔓延，将影响全球新能源终端需求大幅不及预期，出口需求下降冲击国内钴锂及正极材料生产链条。感染人数在韩国持续上升，3-4 月份疫情致使处于疫区的韩国部分材料企业停产或开工受限，海外电池企业将增大国内材料出口量。同时随着国内疫情好转及终端需求得到政策支持后需求反弹（如：广州及佛山新能源汽车补贴等），国内电池企业也将转向国内采购，对国内正极材料企业出货量形成支撑。

偏乐观角度：全球疫情在 3 中下旬开始得到控制，新能源终端需求快速反弹，但韩国正极材料企业因疫情扩散期较国内晚约一个月，暂时造成产业链下游需求缺口，国内正极材料企业复工率优于韩国，促使海外及国内电池企业将增大国内材料采购量。

两种视角都可以观察到，随着日韩疫情的发展对于国内的正极材料企业出货量都将形成支撑。

2.2.意大利：如疫情再蔓延将进一步拖累整个欧盟经济及消费需求

意大利是欧洲第四大、世界第八大经济体，但近年来其经济在欧洲主要国家中表现不佳。据欧盟统计局数据，基于季度数据，2019 年意大利 GDP 增速只有 0.2%，不仅明显低于德法两国，也远远低于欧盟 1.2% 的整体水平。意大利制造业在 2 月份经历了连续第 17 个月的下滑，从而助长了新冠病毒即将把这个欧元区第三大经济体推入又一次衰退的迹象。

意大利作为欧洲不锈钢产量头名，产量与消费均会受到疫情的影响而下滑，虽然印尼不锈钢项目投产，将填补以上地区的减量，但是最终消费不济，产出也无法出现很好的增长，对镍的需求产生负面影响。但是当前 12000 美元/吨左右的价格，已实际反映了市场的悲观预期。而意大利作为传统发达国家，铝消费占比也超过 1%，疫情的蔓延对铝消费将产生负面影响。新冠病毒已经导致意大利北部地区的 11 个城镇被封锁，假设接下来意大利加大封锁力度，导致铝加工下游停产，那么直接影响消费量为全年的十二分之一，导致全球铝消费量减少约 0.5%。当然这是在最极端的情况，考虑目前上述国家并非所有地区全部感染，而且我国大范围停工也是在过春节的背景下进行的，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6753

