

证券研究报告—深度报告

有色金属

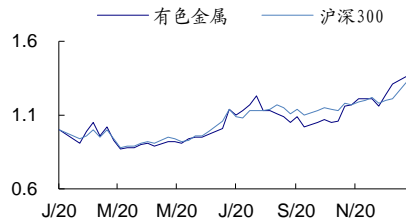
有色行业 1 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 01 月 16 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《铜行业快评: 伦铜创八年新高——供应干扰不断, 需求再添亮点》——2021-01-08
《国信证券-锂行业动态点评: 供不应求, 碳酸锂价格持续快速上行》——2021-01-04
《基本金属行业周报: 铜铝锌价格短期调整不改长期上涨趋势》——2021-01-04
《国信证券-铝行业专题: 电解铝高利润能维持多久?》——2020-12-21
《铅锌行业专题: 疫情延缓精矿扩产, 供需格局好于预期》——2020-12-11

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312
E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001
证券分析师: 杨耀洪
电话: 021-60933161
E-MAIL: yangyao hong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005
联系人: 焦方冉
电话: 021-60933177
E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

行业投资策略

市场拥抱核心资产和新能源金属

● 市场回顾: 市场拥抱核心资产和新能源

顺周期行情下, 市场拥抱核心资产, 有色板块龙头标的在过去 2 个月都有上佳表现。与此同时, 新能源金属板块快速爆发, 本轮由新能源汽车需求回暖驱动下, 锂价走出底部区间, 碳酸锂价格快速反弹, 锂板块十余家企业股价呈现普涨行情, 赣锋锂业和天齐锂业领涨, 表现突出。

● 锂: 供不应求, 碳酸锂价格持续快速上行

国产电池级碳酸锂价格从 2020 年 8 月最底部 3.95 万元/吨到目前为止已经涨至 6.1 万元/吨 (亚洲金属网报价), 涨幅达 54.43%。本轮主要由需求主导驱动的碳酸锂行情, 之后有望叠加澳洲锂辉石矿山产能出清, 原料锂辉石价格启动, 推动碳酸锂和氢氧化锂价格共振, 行业景气度有望持续提升, 利好国内核心锂盐加工企业, 特别是有上游原料布局的企业利润弹性会更大。

● 工业金属: 基本面长期向好, 坚定看多工业金属

铜: 铜精矿主产地南美地区疫情、劳资谈判等风险不断, 精矿产量增幅大概率不及预期, 精矿供应将维持紧张态势。消费端, 由于铜良好的导电性和延展性, 其作为导体在风电、光伏、新能源汽车、大数据等领域不断拓展新应用, 铜消费结构中新能源、新基建占比在提高, 未来消费增速存在上行潜力, 铜的供需错配会凸显。在全球流动性宽松和疫后经济复苏的背景下, 持续看好铜价。

铝: 近期电解铝处于累库周期, 价格回调较多, 但库存累积更多由于限电、天然气紧张等短期因素。即将到来的春节累库是季节性因素, 对单边价格压力有限。长期来看, 电解铝产能释放受限, 需求维持强劲, 绝对库存并不高, 坚定看好铝价和电解铝冶炼利润。

● 稀土: 需求推动稀土价格长期向好

本轮稀土涨价是需求驱动, 叠加供应刚性共同作用的结果。“十三五”时期供给驱动稀土价格上涨往往不具备持续性, 而目前下游需求, 尤其是新能源车、风电、节能家电领域需求向上共振有望使稀土价格迎来长期上涨行情, 稀土采选分离类企业有望长期受益。

● 推荐标的:

赣锋锂业、中矿资源、紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、云南铜业

● 风险提示:

宏观经济超预期下行; 中美关系恶化导致商品价格波动有较大不确定性; 供给增加超预期。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
002460	赣锋锂业	买入	131.20	166,995	0.38	0.93	345.3	141.1
002738	中矿资源	买入	29.30	9,073	0.56	1.01	52.4	28.9
601899	紫金矿业	买入	10.56	251,592	0.26	0.35	40.6	30.2
603993	洛阳钼业	买入	6.36	129,996	0.11	0.15	57.8	42.4
601168	西部矿业	买入	14.03	33,433	0.56	0.66	25.1	21.3
000878	云南铜业	买入	13.87	23,575	0.38	0.62	36.5	22.4

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

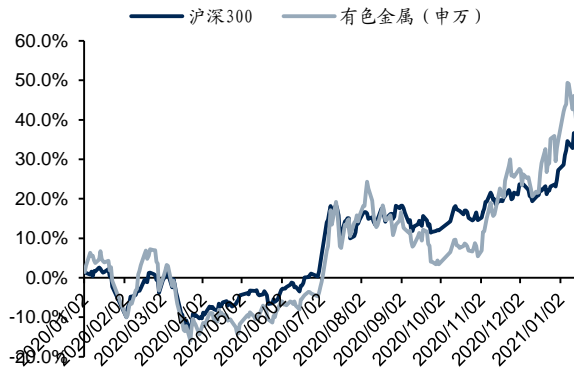
内容目录

市场回顾：市场拥抱核心资产和新能源	3
市场拥抱核心资产，新能源金属板块快速爆发	3
工业金属：基本面长期向好，坚定看多工业金属	5
铜：铜价创八年新高，继续看好铜价	5
铝：不惧淡季累库，看好全年铝价	8
锂：供不应求，碳酸锂价格持续快速上行	9
供应紧张，需求火爆，国产电池级碳酸锂价格有望持续上行	9
预计 2021 年全球锂精矿原料供应紧张，将继续推动锂盐价格上行	10
全球汽车电动化仍是未来锂消费核心驱动力	11
特斯拉 2020 年产销规模达 50 万辆，国产 ModelY 来袭	12
重点关注有上游原料布局的锂盐加工企业	13
黄金：美国维持宽松政策，加大通胀的刺激力度	13
美联储史无前例快速扩表，拜登推出经济刺激计划	13
美元走弱是驱动金价上涨的重要推手	14
当前贵金属的关键问题是通胀预期	14
稀土：需求推动稀土价格持续上涨	15
推荐标的	18
风险提示	18
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

市场回顾：市场拥抱核心资产和新能源

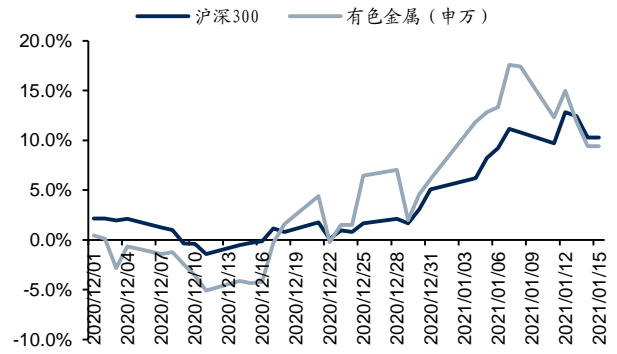
2020年12月至今（截至2021年1月14日）有色板块整体涨幅9.42%，同期沪深300指数涨幅10.29%，跑输沪深300指数0.87个百分点。根据申万一级行业划分，有色板块从12月至今涨幅在28个行业中排名第9位，处于全行业中等水平。

图 1：有色板块 2020 年初至今涨跌幅（1 月 14 日）



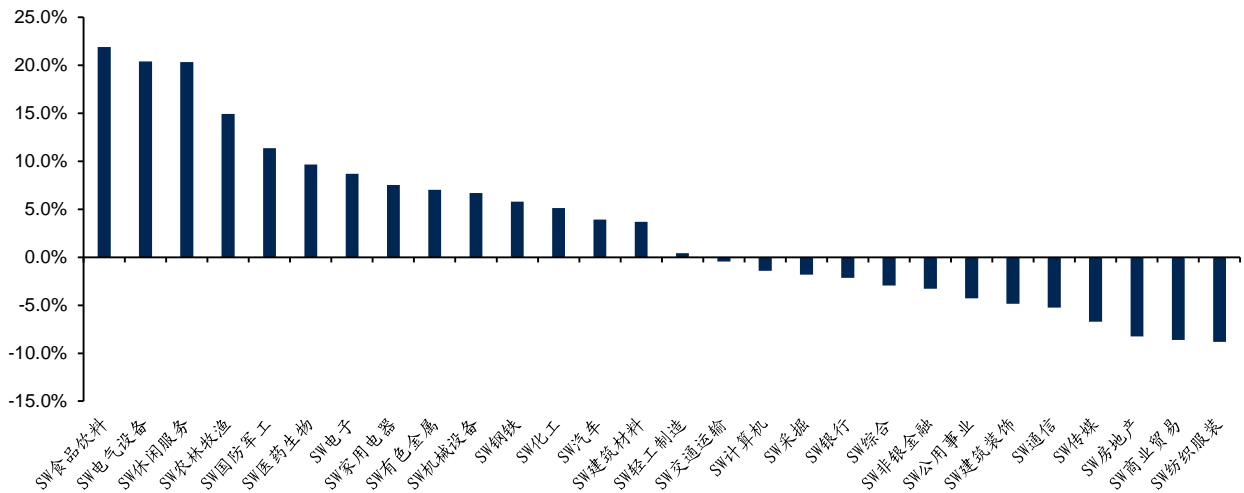
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：有色板块 2020 年 12 月至今涨跌幅（1 月 14 日）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3：申万一级行业 12 月至今涨跌幅排名（1 月 14 日）

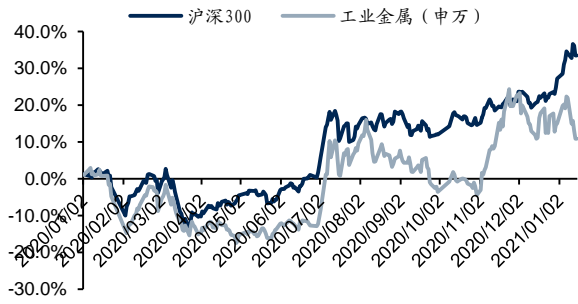


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

市场拥抱核心资产，新能源金属板块快速爆发

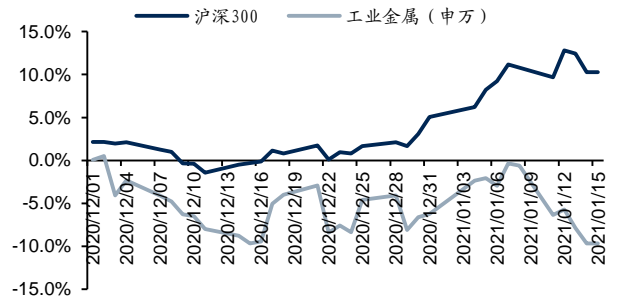
顺周期行情下，市场拥抱核心资产，有色板块龙头标的在过去 2 个月都有上佳表现，其中紫金矿业 60 日涨幅达 49.43%，赣锋锂业涨幅 111.94%，洛阳钼业涨幅 56.09%，华友钴业涨幅 122.90%，天齐锂业涨幅达 156.44%，江西铜业涨幅 45.18%。与此同时，新能源金属板块异军突起，快速爆发，除了上述龙头标的之外，包括永兴材料、雅化集团、盛新锂能和格林美等标的股价涨幅达到 50% 以上，甚至已经实现翻倍增长。本轮由新能源汽车需求爆发主导行情驱动之下，锂价走出底部区间，碳酸锂价格快速反弹，锂板块十余家企业股价呈现普涨行情，赣锋锂业和天齐锂业领涨，表现非常突出。

图 4：工业金属 2020 年初至今涨跌幅



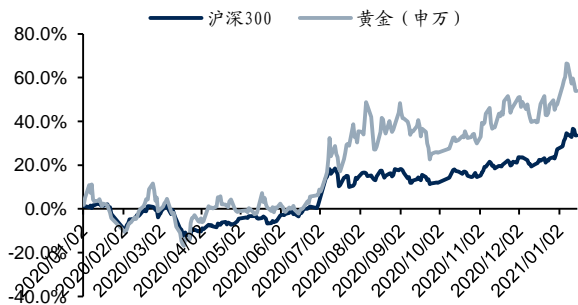
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：工业金属 12 月至今涨跌幅



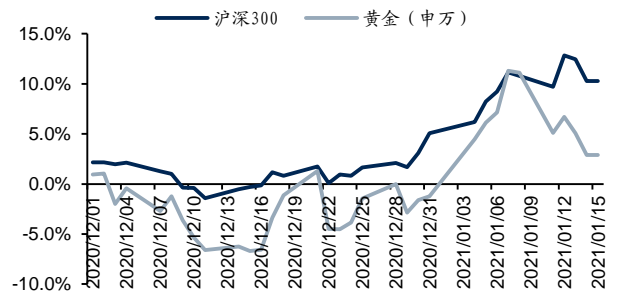
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 6：黄金 2020 年初至今涨跌幅



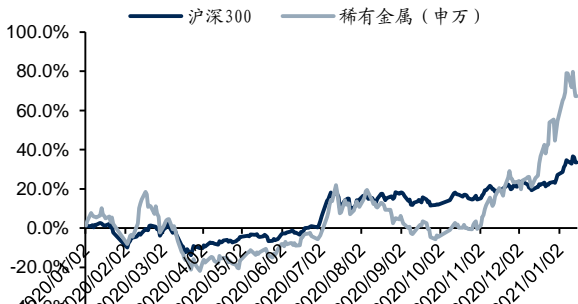
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：黄金 12 月至今涨跌幅



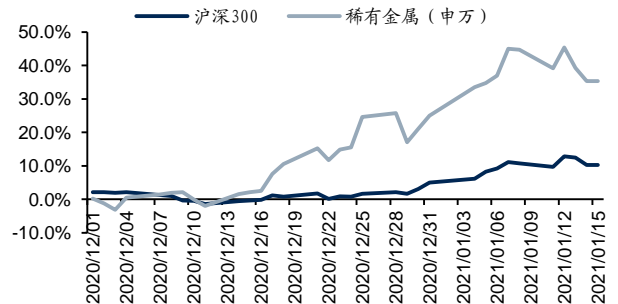
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：稀有金属 2020 年初至今涨跌幅



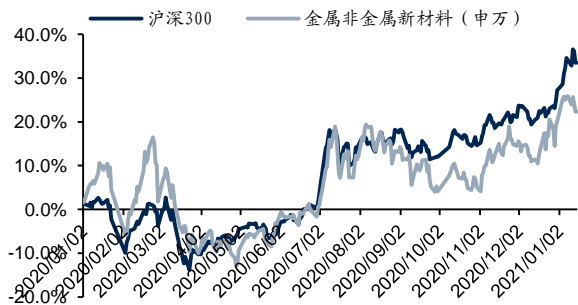
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 9：稀有金属 12 月至今涨跌幅



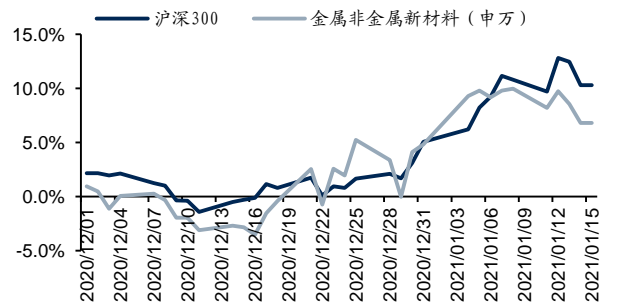
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 10：金属非金属新材料 2020 年初至今涨跌幅



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 11：金属非金属新材料 12 月至今涨跌幅



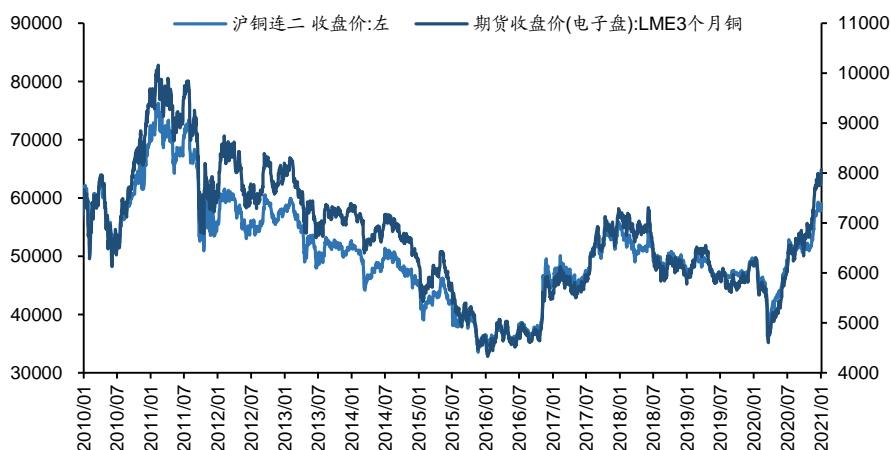
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

工业金属：基本面长期向好，坚定看多工业金属

铜：铜价创八年新高，继续看好铜价

一月上旬伦铜最高涨至 8238 美元/吨，创下 2013 年 2 月以来新高，沪铜主力合约也突破 60000 元/吨，同样位于 8 年来高点。

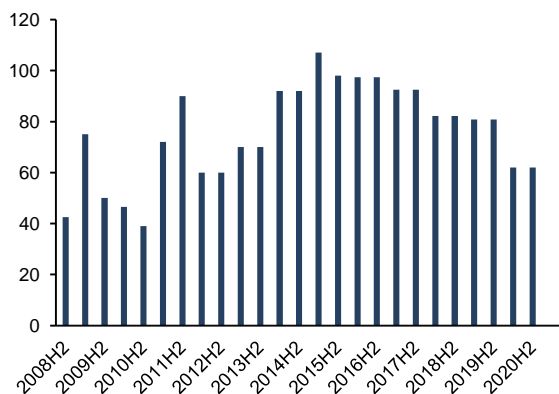
图 12: LME 铜价创 8 年新高



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

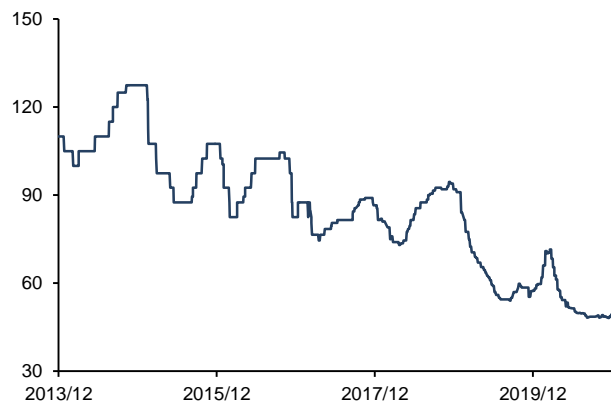
2021 年度长单加工费 10 年新低，全球精矿供应持续紧张。去年 12 月中旬中国铜冶炼厂与 Freeport 商定的 2021 年铜年度长单 Benchmark 为 59.5 美元/吨，创下 2012 年以来新低，说明今年全球铜精矿市场维持供应紧张局面，将为铜价提供支撑。近期铜矿生产仍受扰动，全球第九大铜矿秘鲁 Las Bambas 铜矿遭当地人员封锁道路，五矿资源在 12 月下旬发布公告，称可能影响铜矿生产。据 CRU 统计 2021 年智利和秘鲁有 33 家铜矿山共计 696 万吨产能合同到期面临劳资谈判，在目前的高铜价背景下，工会倾向于向资方提出更多条件，增加了罢工发生的概率。另外，秘鲁将于今年 4 月 11 日举行总统选举，智利将于今年二三季度修宪并在 11 月进行总统选举，两国铜精矿产量约占全球 40%，今年潜在的不稳定因素可能导致铜矿生产扰动增加。综合市场普遍预期，今年全球铜供需处于紧平衡略过剩，过剩幅度不到 1%。如果矿山干扰率增加，平衡表大概率转向短缺。

图 13: 进口铜精矿长单加工费 (美元/吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

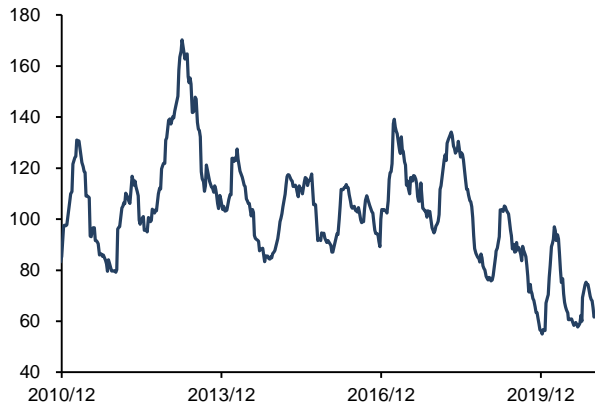
图 14: 铜精矿现货加工费 (美元/吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

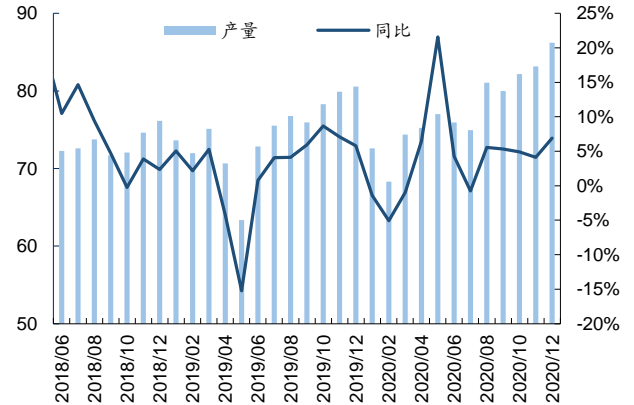
全球铜显性库存仍处于低位。截至1月上旬，全球三大交易所+中国保税区铜库存共计43.6万吨，处于历史低点。其中LME铜库存10.2万吨，上期所铜库存8.2万吨。铜产量保持稳定增长。SMM统计的2020年12月国内电解铜产量86.2万吨，同比增速6.9%，2020年全年生产电解铜931万吨，同比增长4.1%。

图 15: 全球铜显性库存处于低位 (万吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

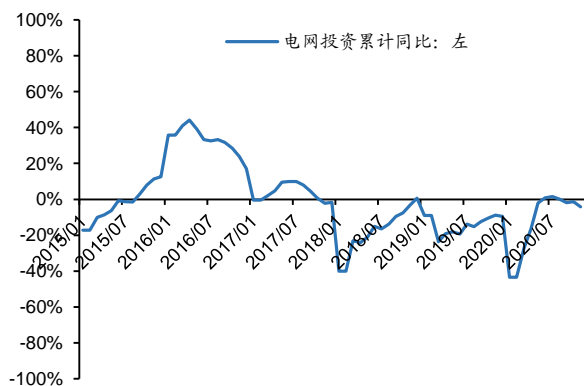
图 16: 中国铜金属产量 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

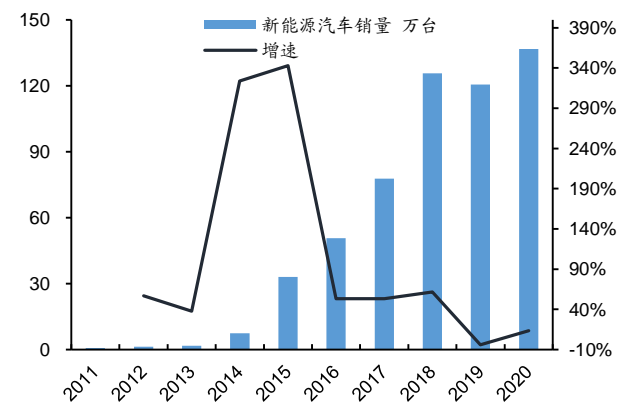
终端消费领域维持强势。1-11 月份国内电网基本建设投资完成额累计值 3942 亿元,同比下降-4.2%;2020 全年国内新能源车销量 136.7 万辆,同比增幅 13.3%。中汽协数据显示,12 月份全国汽车产量 284 万辆,同比增速 5.7%;2020 全年汽车产量 2522.5 万辆,同比增速-2%。铜的另一重要终端消费领域空调表现较强,据产业在线数据,2020 年 11 月空调销量 1002 万台,同比增速 8.9%,1-11 月空调累计销售 1.3 亿台,同比增速-5.9%,同比降幅收窄。

图 17: 中国电网建设投资完成额累计同比



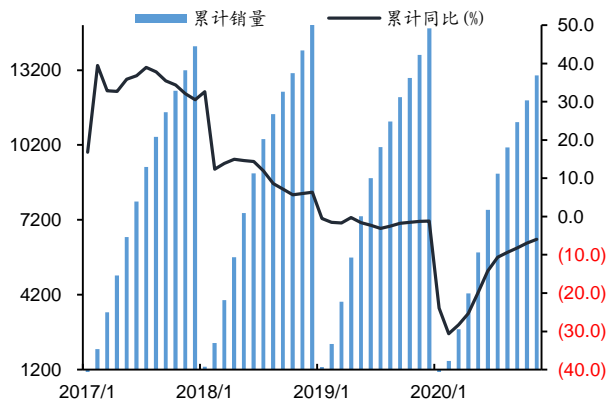
资料来源: 国家电网、国信证券经济研究所整理

图 18: 中国新能源汽车年度销量



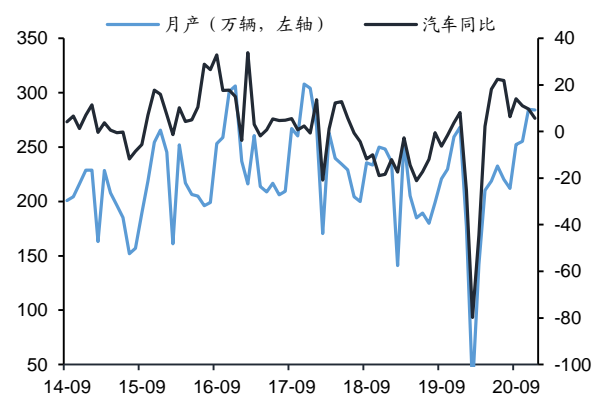
资料来源: 国家电网、国信证券经济研究所整理

图 19: 国内空调销量 (万台)



资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

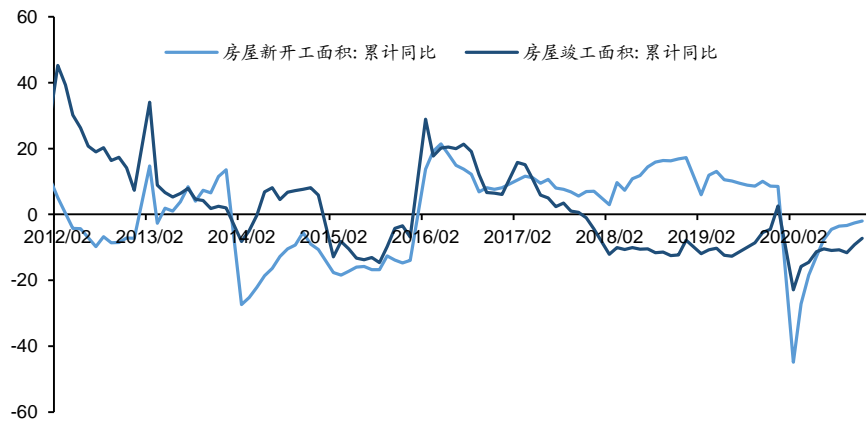
图 20: 国内汽车产量 (万辆)



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

房地产方面, 截至 2020 年 11 月份, 房屋新开工面积累计同比-2%, 房屋施工面积累计同比增速 3.2%, 房屋竣工面积累计同比-7.3%。11 月单月数据, 房屋新开工面积同比增速 4.12%, 房屋竣工面积同比持平。综上, 除电网投资偏弱以外, 汽车、空调、房地产等领域消费仍保持向好态势。

图 21: 房屋开工与竣工面积增速 (%)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

总体来看, 受 2017 年以来铜矿山资本开支增加影响, 到 2023 年之前全球铜精矿产量持续增加, 但由于本轮资本开支规模较低, 并不能带动精矿产量高速增长, 且精矿产地南美疫情、劳资谈判等风险不断, 精矿产量增幅大概率不及预期, 精矿供应将维持紧张态势。消费端, 由于铜良好的导电性和延展性, 其作为导体在风电、光伏、新能源汽车、大数据等领域不断拓展新应用, 铜消费结构中新能源、新基建占比在提高, 未来消费增速存在上行潜力。未来铜的供需错配会凸显, 同时在全球流动性宽松和疫后经济复苏的背景下, 我们持续看好铜价。

表 1: 全球精铜供需平衡表 (万吨金属量)

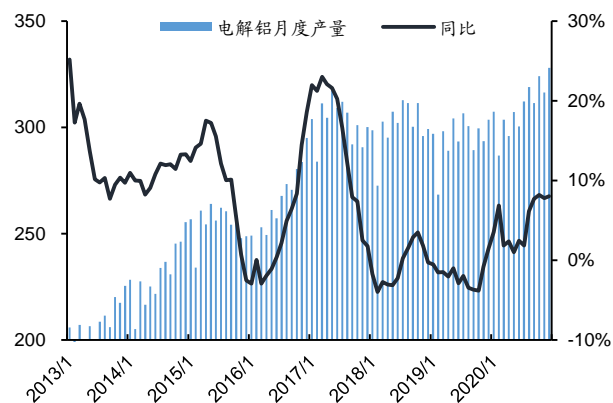
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021
生产量	576.7	583.5	597.6	618.0	2,375.7	601.9	601.6	601.7	605.7	2,411.0
消费量	496.8	579.5	625.4	633.8	2,335.5	533.0	596.6	641.5	628.6	2,399.6
供需平衡	79.8	4.0	-27.8	-15.8	40.3	69.0	5.0	-39.8	-22.9	11.3

资料来源: Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

铝：不惧淡季累库，看好全年铝价

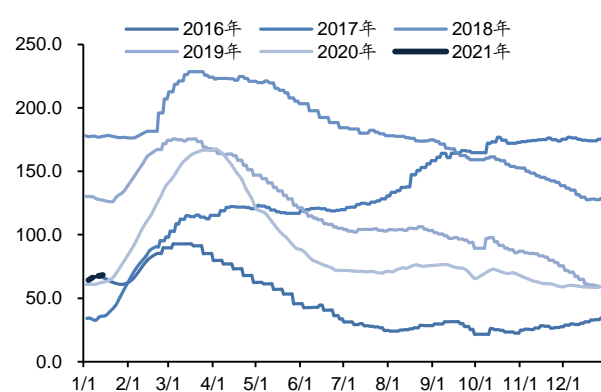
受电解铝高利润刺激，国内电解铝产量持续高增长。据 SMM 数据，2020 年 12 月国内电解铝产量 327.9 万吨，同比增速 8%，截至 1 月初，全国电解铝运行产能增至 3924 万吨/年，建成产能规模 4320 万吨/年，全国电解铝企业开工率 90.80%。2020 年 1-12 月国内电解铝累计产量 3712.4 万吨，同比 2019 年增加 4.80%。

图 22：中国电解铝产量（万吨）



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图 23：中国电解铝社会库存（万吨）



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

近期铝库存累积略超市场预期。从往年经验来看，一般在春节前三周左右开始累库，对应今年一月中旬。但今年从上个月下旬就开始累库。我们认为一方面是铝价创出近年新高后，下游部分采购开始观望，另一方面是疫情、天然气紧张、限电等原因导致下游开工率下滑，均是短期现象，不能说明铝的消费有滑坡。从累库幅度来看并不大，目前社会库存仍维持在 70 万吨以下，属于中低库存水平。即将到来的春节累库是正常的季节因素，节后下游消费启动就会大幅去库。结合当前现货市场情绪和铝价表现，我们认为铝价是超跌的。长期看，铝市场消费增速强劲和供应增速不及预期的错配还会持续。

近期氧化铝价格小幅反弹，但非趋势性上涨。近期氧化铝价格出现小幅上涨，截至 1 月 15 日三网均价已经比上月均价高出 60 元/吨。主要原因是近期北方部分地区疫情反弹，导致内蒙古方向物流不畅，铝厂为保障原料安全，增加采购导致的，是短期现象。长周期来看，我国氧化铝建成产能相对于电解铝产能过剩的态势会缩小，但不会扭转。决定了氧化铝价格只能在边际成本上下浮动，价格重心会比 2020 年上升。只要 2021 年新增氧化铝项目能如期投产，氧化铝就不会出现大幅短缺。

我们看好铝冶炼利润主要基于几个原因：一是国内电解铝供应弹性减弱，依靠新增产能不会使产量爆发式增长，并且电解铝产能投产时间较长，短期内无法放量；二是依靠地产后周期和新基建的推动，铝消费有很强的韧性，消费弹性远大于供给弹性。在没有大量过剩的预期之下，低库存是铝价的有力支撑。而成本端氧化铝产能过剩，很难挤占电解铝利润，因此电解铝高利润状态有望维持较长的时间。如果我们把 2017 年铝行业供给侧改革时 2500 元/吨的行业平均利润定义为超高利润，那么基于对成本和供需的展望，我们认为至少在年底前，电解铝行业可以维持 1000 元/吨以上的中性偏高利润。如果地产竣工周期和基建刺激延续到明年，则电解铝利润有望维持更久。

图 24: 动态模型测算目前国产电解铝利润仍然丰厚 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

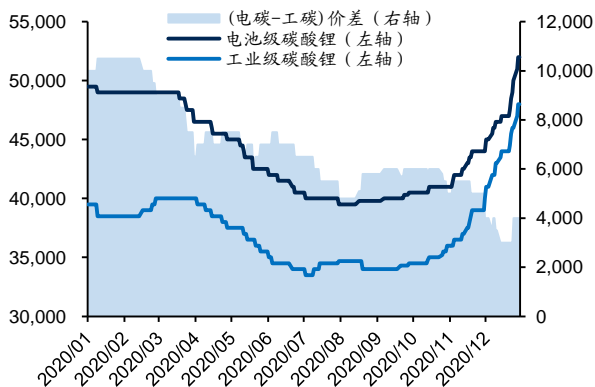
锂: 供不应求, 碳酸锂价格持续快速上行

供应紧张, 需求火爆, 国产电池级碳酸锂价格有望持续上行

国产电池级碳酸锂价格从 2020 年 8 月最底部 3.95 万元/吨到目前为止已经涨至 6.1 万元/吨 (亚洲金属网报价), 涨幅达 54.43%。相反, 国产电池级氢氧化锂价格持续下行, 最低跌至 4.60 万元/吨, 直至最近价格才开始上涨, 最近两周的时间内价格跳涨 4500 元至 5.05 万元/吨。另外值得注意的是, 中国进口锂辉石现货价格也开始启动, 此前最低曾跌至 390 美金/吨, 最近两周时间价格小幅度上调至 415 美金/吨。本轮主要由需求主导驱动的碳酸锂行情, 之后有望叠加澳洲锂辉石矿山产能出清, 原料锂辉石价格启动, 推动碳酸锂和氢氧化锂价格共振, 行业景气度有望持续提升, 利好国内核心锂盐加工企业, 特别是有上游原料布局的企业利润弹性会更大。

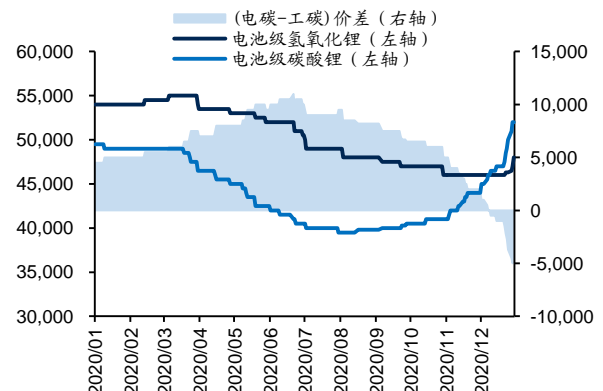
当前国内碳酸锂市场现货库存依然紧张, 上游报价坚挺且惜售意愿较强。国内青海地区因为气候寒冷, 碳酸锂产量维持低位; 南方地区受到限电的影响, 部分企业的产量有所下滑; 新能源汽车需求复苏带动正极材料企业开工率提升, 叠加特斯拉 ModelY 等新车型推出, 以及年前的备货周期, 动力电池企业订单火爆, 出现较明显的供需错配, 市场看涨情绪依然高涨, 预计短期内国产电池级碳酸锂价格仍会继续上行, 甚至有望达到 7 万元/吨。

图 25: 碳酸锂价格持续上行 (含税价, 元/吨)



资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

图 26: 氢氧化锂价格开始启动 (含税价, 元/吨)



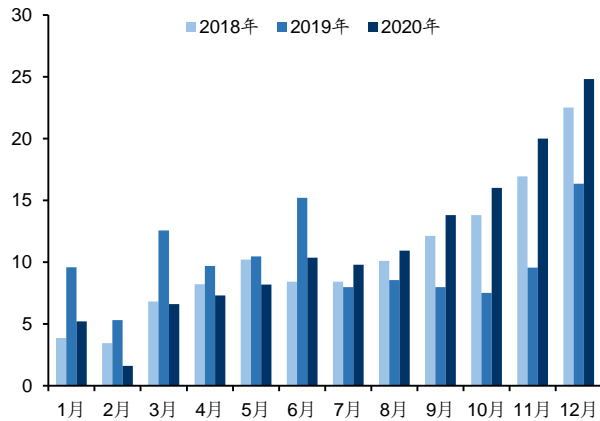
资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

中国新能源汽车需求强势复苏。中汽协数据显示，中国新能源车销量数据连续6个月同比转正，2020年7-12月销量分别为9.79/10.93/13.79/16.02/20.00/24.80万辆，同比分别增长22.6%/28.2%/73.0%/113.4%/109.7%/51.7%；全年销量累计为134.53万辆，累计同比增长11.54%。从行业发展情况来看，消费信心持续回升，市场需求仍将保持稳中向好的态势。

磷酸铁锂需求表现亮眼是使得本轮碳酸锂价格率先上行的主要原因。鑫椏锂电数据显示，磷酸铁锂材料11月单月产量将近1.8万吨，1-11月份产量合计达12.48万吨，累计同比增长30.57%，远高于其他正极材料品种。在新能源补贴退坡之后，行业开始由强政策驱动向市场驱动转变，企业降本压力增加，2020年多款市场爆款车型直接选择了磷酸铁锂，比如比亚迪“汉”，11月单月销量突破1万辆，宏光MiniEV，11月单月销量达到3.3万辆，以及搭载宁德时代磷酸铁锂电池的特斯拉Model3等等。

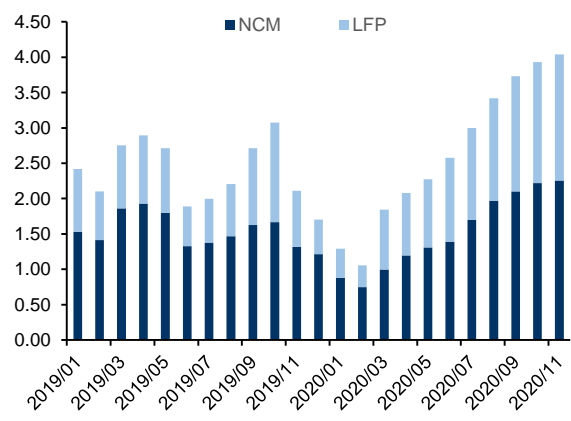
相比之下，三元正极材料1-11月产量累计16.77万吨，同比减少3.23%，磷酸铁锂挤占了三元材料部分市场份额。但进入下半年，国内三元正极产量复苏态势明显，7-11月产量分别为1.70/1.97/2.10/2.22/2.26万吨，同比分别增长23.3%/34.0%/29.2%/33.3%/71.0%，其中8-11月产量数据不断刷新历史新高。鑫椏锂电预计2020年国内三元正极材料产量将达到19.5万吨左右，同比基本持平。

图 27: 中国新能源汽车销量 (月度值, 万辆)



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

图 28: 中国正极材料生产量 (月度值, 万吨)



资料来源: 鑫椏锂电、国信证券经济研究所整理

预计 2021 年全球锂精矿原料供应紧张, 将继续推动锂盐价格上行

锂精矿价格跌至底部, 西澳锂矿产能加速出清。中国锂辉石到岸价自 2018 年上半年开始从最高点 965 美金/吨到此前已跌破 400 美金/吨, 这个价格已低于西澳七大锂矿当中 Wodgina 和 Bald Hills 的单位现金成本。2019 年 8 月 Alita 公司发生债务违约, 开始进行破产重组; 2019 年 10 月雅保宣布 Wodgina 矿山关停维护; 2020 年 10 月 Altura 被破产接管。澳洲锂辉石矿山产能加速出清, 原计划投入的新增产能无限延期, 行业底部信号愈加清晰, 预计之后随着全球新能源汽车重回高增长, 澳矿价格也将重回长周期上行通道。

表 2: 全球“四湖七矿”生产碳酸锂现金成本汇总

所属公司	矿山	所在国家	矿物类型	锂精矿产能 (万吨)	折 LCE 产能 (万吨)	2020E 锂精矿现金成本 (美元/吨)	制取 1 吨碳酸锂的现金成本 (元/吨)
Livent	Salar del Hombre Muerto & Fenix Operations	阿根廷	盐湖	—	1.80	—	28000
Lithium Americas	Cauchari-Olarzoz	阿根廷	盐湖	—	2.50	—	30000
Orocobre	Olaroz Lithium	阿根廷	盐湖	—	1.75	—	30000
ALB-ROC	Salar de Atacama	智利	盐湖	—	4.40	—	31500

公司	名称	国家	资源类型	产能 (万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	库存 (万吨)
SQM	Salar de Atacama & Salar del Carmen	智利	盐湖	—	7.00	—	34000
Talison Lithium	Greenbushes	澳大利亚	矿石	135	16.88	250	29000
Galaxy Resources	MT Cattlin	澳大利亚	矿石	18	2.25	350	34600
Altura Mining	Pilgangoora	澳大利亚	矿石	22	2.75	350	34600
Reed Industrial Minerals	MT Marion	澳大利亚	矿石	45	5.63	380	36280
Pilbara Minerals	Pilgangoora	澳大利亚	矿石	33	4.13	380	36280
Albemarle/Mineral Resources	Wodgina (精矿)	澳大利亚	矿石	75	9.38	450	40200
Alita	Bald Hills	澳大利亚	矿石	16	1.94	500	43000

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

西澳主力矿山以长单包销为主，能够流通的散单寥寥无几。澳洲锂辉石是全球最重要原材料供应，2019年澳洲矿石锂产量约占全球矿石锂产量85%，整体约占全球锂资源供应总量的51%。但是根据统计，澳洲锂辉石精矿产量已几乎完全被包销协议锁定，散单销售量寥寥无几。其中，Greenbushes产量全部给两大股东——天齐锂业和Albemarle；Mt Cattlin年产18万吨锂精矿分别包销给雅化集团12万吨和盛新锂能6万吨；Mt Marion年产40万吨锂精矿已全部包销给赣锋锂业；Pilbara-Pilgangoora年产33万吨锂精矿，包销给赣锋锂业16万吨和通用锂业14万吨，剩余部分散单销售；Altura-Pilgangoora年产22万吨锂精矿，包销给赣锋锂业7万吨、永杉锂业6万吨、瑞福锂业3.5万吨、Lionergy6.5万吨以及盛新锂能5万吨，即使考虑Altura在破产重组之后又快速复产，Altura已经没有多余产能可以进行散单销售。

表 3：西澳锂矿山包销情况

矿山	股权结构	锂精矿产能 (万吨)	包销情况
Greenbushes	天齐锂业51%，Albemarle49%	135	全部销售给天齐锂业和Albemarle
Mt Cattlin	Galaxy Resources100%	18	雅化集团12+盛新锂能6
Mt Marion	RIM100%，赣锋锂业和Mineral Resources(MRL)各持有RIM50%股权	40	全部销售给赣锋锂业
PLS-Pilgangoora	CATL持有Pilbara8.24%股权，是Pilbara单一第一大股东；赣锋锂业持有Pilbara6.86%股权。	33	赣锋锂业16+通用锂业14
Wodgina	Albemarle60%，Mineral Resources (MRL) 40%	75	停产维护
Altura-Pilgangoora	Altura全资控股，杉杉股份持有Altura15.11%股权	22	赣锋锂业7+永杉锂业6+瑞福锂业3.5+Lionergy6.5+盛新锂能5；Altura于2020年10月26日被破产接管
Bald Hills	Alita全资控股，Galaxy Resources持有公司12.22%股权，是公司的第一大股东	15.5	破产重组

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

全球汽车电动化仍是未来锂消费核心驱动力

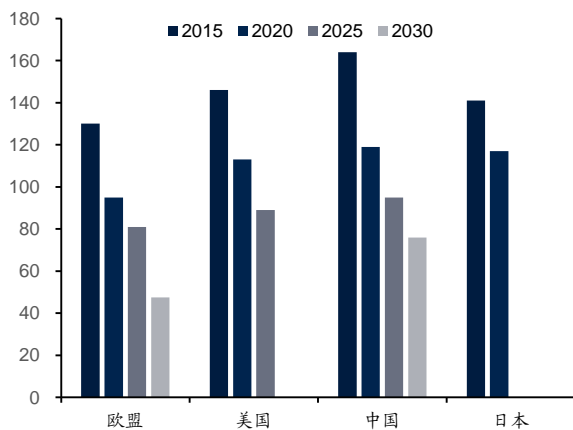
中国发布《新能源汽车产业发展规划》。11月2日国务院办公厅发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》正式版本相比于此前发布的征求意见稿中，有两点差异：1)对于新能源汽车销量占比的指引：原征求意见稿中规划2025年新能源汽车新车销量占当年汽车总体销量比例达到25%，正式稿中将该比例下调为20%，但预计至2025年国内新能源汽车产销量年均复合增长率仍可以达到30%以上。2)对于新能源乘用车平均电耗，征求意见稿中要求2025年新能源乘用车新车平均电耗降至11.0kWh/100km，正式稿中将该指标放宽至12.0kWh/100km。

欧洲制定严苛的碳排放规则。2018年欧盟立法中，将乘用车碳排放标准于2021年底降至95g/km，其中2020年95%销售新车降至95g/km水平，2025年降至80.8g/km，2030年进一步降至59.4g/km。而今年9月的《2020年气候目标计划中》，欧盟进一步上调减排幅度（2030年相较1990年减排幅度由40%上调为55%），则2030年碳排放水平为47.5g/km。

在疫情之前，欧洲各国已纷纷出台补贴政策。以德国为例，政府规定自2020

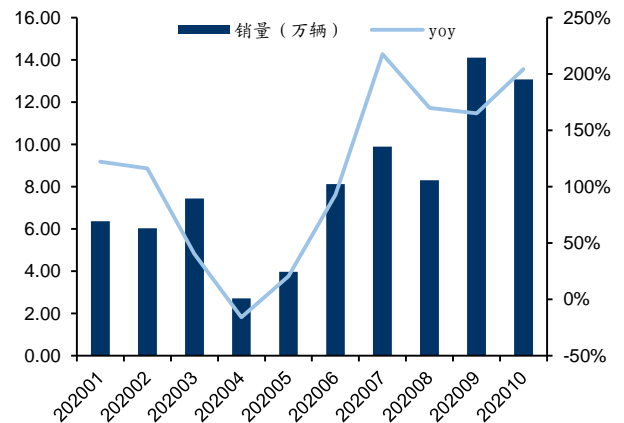
年开始的五年内，将插电混动车补贴从 3000 欧元提升至 4500 欧元，针对价格高于 4 万欧元电动车的补贴增至 5000 欧元。在疫情影响之下，欧洲各国电动车补贴政策加速落地，支持力度更大。5 月 19 日欧盟提案将电动车纳入绿色经济复苏计划，具体措施包括：1) 在未来 2 年推动 200 亿欧元的清洁能源汽车采购计划；2) 建立 400-600 亿欧元的清洁能源汽车投资基金；3) 2025 年之前新建 200 万个公共充电桩；4) 对零排放汽车免征增值税等。5 月 26 日法国总统马克龙宣布将为该国汽车产业增加 80 亿欧元的援助计划，单车补贴提升 1000 欧元。6 月 3 日德国推出针对 2020-2021 年经济刺激计划，计划总额为 1300 亿元，其中与新能源汽车行业相关政策包括：1) 政府奖励增加，售价 4 万欧元以内电动车政府补贴增加至 6000 欧元，插电混增加至 6750 欧元，执行时间 2020 年 7 月 1 日至 2021 年底；2) 电动车税收减免上限从 4 万欧元提升至 6 万欧元，免税期从 2025 年延长至 2030 年；3) 对电动车研发、充电基础设施、电池制造等追加 25 亿欧元投资；4) 公共领域商用车电动化 2021 年底支撑达 12 亿欧元。

图 29: 全球主流汽车市场碳排放目标 (g/km)



资料来源: HIS、EEA、国信证券经济研究所整理

图 30: 欧洲主流国家新能源汽车销量数据



资料来源: SMMT、CCFA、国信证券经济研究所整理

特斯拉 2020 年产销规模达 50 万辆，国产 ModelY 来袭

特斯拉产销量数据持续超市场预期。Model 3 显著放量帮助特斯拉持续领跑全球电动车企，Model 3 从 2017 年 7 月正式交付，到 2018Q3 显著放量，2019 年全年销量超过 30 万辆，是全球最畅销的电动车型，帮助特斯拉在 2019 年销量接近 37 万辆，并在 2017-2019 年持续领跑全球电动车企。特斯拉官网数据显示，公司 2020Q1/Q2/Q3/Q4 汽车产量分别为 10.27/8.23/14.50/17.98 万辆，同比分别增长 33.10%/-5.49%/50.84%/71.38%；2020Q1/Q2/Q3/Q4 汽车销量分别为 8.85/9.09/13.96/18.06 万辆，同比分别增长 40.43%/-4.68%/43.63%/61.09%。公司全年合计产销规模分别是 50.97 和 49.96 万辆，符合年初制定的目标。特斯拉作为现象级的电动车产品，电池和电控技术持续领先行业，能够引发“鲶鱼效应”。

上海超级工厂是特斯拉全球布局的重要一环。特斯拉上海超级工厂于 2020 年 1 月 7 日正式交付第一辆国产 Model 3，目前产能已提升至每周 5600 辆（约 30 万/年），二期 ModelY 产线按计划建设中，首批车型将于 2021 年交付。2020 年 5 月 1 日，特斯拉中国宣布 Model3 标准续航升级版价格由 30.355 万元下调至 27.155 万元，10 月 1 日又进一步下调至 24.99 万元（补贴后）。特斯拉 4 月还在中国推出了 Model 3 的长续航版本，这款车 NEDC 续航将达到 668 公里，5 月份已经开始交付。另外特斯拉于 2021 年 1 月 1 日推出国产 Model Y 和 Model 3 高性能版。国产 Model Y 长续航版/高性能版起售价为 33.99/36.99 万元，降

价 14.81/16.51 万元, 分别于 2021.1/2021Q3 交付; 下架长续航后驱版 Model 3, 推出 33.99 万元的高性能版, 1 月开始交付。

表 4: 特斯拉产销量数据 (辆)

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
Model S/X production	26903	25161	14163	14517	16318	17933	15390	6326	16992	16097
Model 3/Y production	53239	61394	62975	72531	79837	86958	87282	75946	128044	163660
Total production	80142	86555	77138	87048	96155	104891	102672	82272	145036	179757
Model S/X deliveries	27710	27607	12091	17722	17483	19475	12230	10614	15275	18920
Model 3/Y deliveries	56065	63359	50928	77634	79703	92620	76266	80277	124318	161650
Total deliveries	83775	90966	63019	95356	97186	112095	88496	90891	139593	180570

资料来源: Tesla、国信证券经济研究所整理

重点关注有上游原料布局的锂盐加工企业

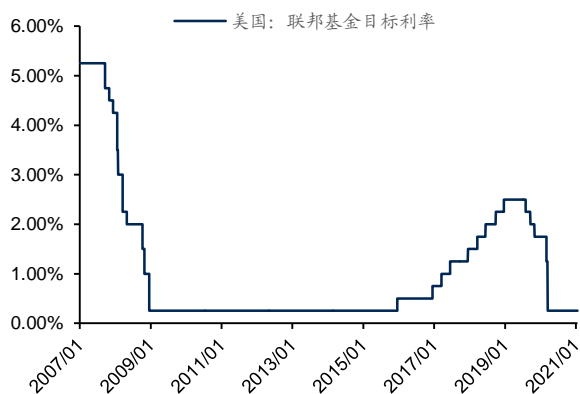
新能源汽车产业链是今年下游需求确定性比较高的行业, 中国和欧洲新能源车产销量数据有支撑, 相关政策也陆续出台, 中长期仍有巨大的上行空间。而锂行业本身在经历漫长的下行周期之后, 随着下游需求回暖, 已走出底部, 供需错配下加速锂盐价格上涨。预计产业链龙头有望长期受益, 建议配置: 赣锋锂业和中矿资源; 建议关注标的: 天齐锂业、雅化集团、盛新锂能、永兴材料和川能动力。

黄金: 美国维持宽松政策, 加大通胀的刺激力度

美联储史无前例快速扩表, 拜登推出经济刺激计划

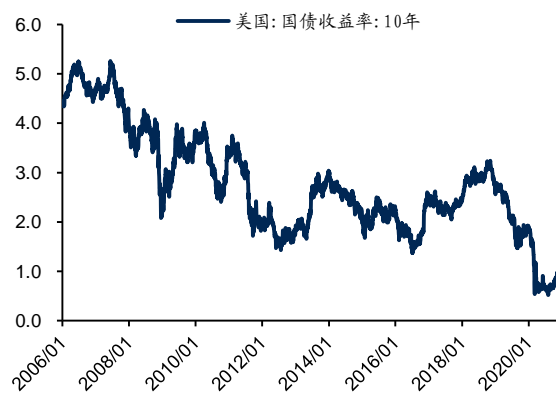
我们的分析框架是以黄金价格与美元实际利率呈现明显的负相关关系为基础的, 而实际利率=名义利率-通胀预期。2020 年 3 月以来, 为应对疫情及全球金融市场出现的流动性危机, 美联储连续多轮密集发布政策, 全方位给经济主体输送流动性, 包括将联邦基金目标利率降低至零, 这是美国有史以来规模最大的财政刺激计划, 美联储快速扩表至 7 万亿美金以上。当前美国防疫工作仍然严峻, 新总统拜登近日公布了他的经济刺激计划, 该计划规模达到 1.9 万亿美金; 美联储主席鲍威尔发表讲话表示: 除非出现令人不安的通胀和失衡, 否则将不会加息; 美联储将非常透明, 当讨论缩减宽松的具体日期变得合适时, 会让市场知晓。理论上美国大量“放水”是利多黄金的, 但流动性泛滥也会导致美债价格下跌, 收益率上升, 削弱黄金的吸引力。

图 31: 美联储降息至近 0 利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 32: 美债收益率仍维持在低位 (%)



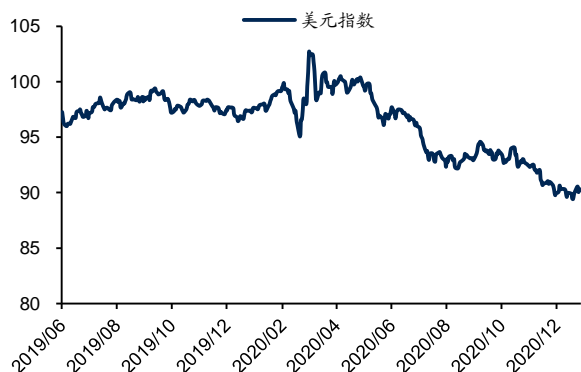
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

美元走弱是驱动金价上涨的重要推手

金价涨跌的核心是与信用货币（纸币）的地位博弈，黄金又是以美元来计价的，所以美元涨跌也是影响金价的重要因素，从长周期来看，美元指数是全球对美国综合实力的综合定价，美国相对其他国家经济实力的强弱变化是构成美元指数的基础。

美国疫情防控不利，经济复苏缓慢导致美元吸引力下降。约翰斯·霍普金斯大学统计数据显示，截至美东时间 1 月 14 日 16 点 22 分，美国确诊新冠病毒感染人数达 2322.28 万人，因新冠肺炎感染相关死亡人数达 38.71 万人，该数据与 24 小时前相比，新增确诊 22.45 万人，新增死亡 3765 人。

图 33: 美元指数走弱



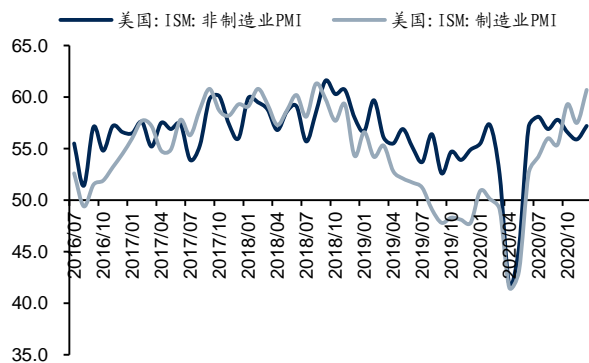
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 34: 美国新冠肺炎当日新增确诊病例



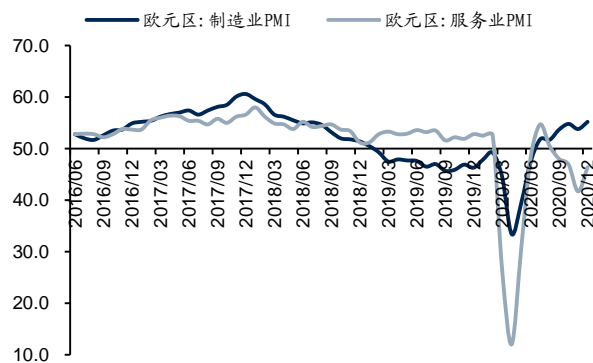
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 35: 美国 PMI



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 36: 欧元区 PMI

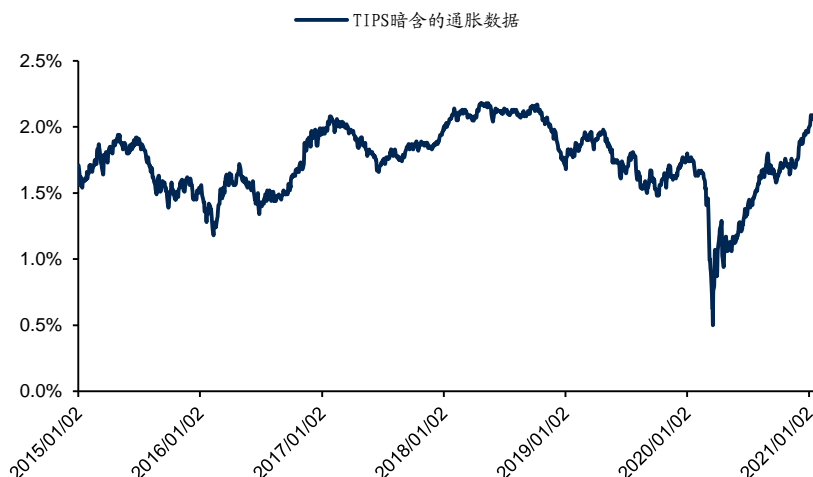


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

当前贵金属的关键问题是通胀预期

目前市场对名义利率长期保持低位的预期比较一致，通胀预期将成为决定金价涨幅的关键。实际上影响黄金价格的通胀并不是传统意义上的通胀数据，比如 PPI 和 CPI，而是对未来通胀预期的变化，主要是美元货币超发的影响。去年受到疫情的影响，美联储将联邦基金目标利率降低至零的同时也启动新一轮的 QE，美联储资产负债表规模从 2 月底 2.41 万亿美元攀升至 7 万亿以上。“直升机撒钱”方式大量增加货币供应，这些货币用来从商业银行手中购买国债，以充实银行的储备，之后再流入股票等纸质资产，所以在推升美国股市的同时并没有造成恶性的通货膨胀，但实际上 TIPS 隐含的通胀预期相比之前已经是有所提升的。

图 37: 美国 10 年期通胀指数国债 (TIPS) 隐含的通胀数据逐步提升 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

我们认为本轮黄金牛市的终点将止步于美联储货币政策的转向, 现在还远没有到转向的时间点。参考上一轮黄金牛市, 金价在 2011 年底创出历史新高, 达到 1923 美元/盎司, 进入 2012 年黄金价格盘整后出现回落, 主要是因为当时美国各项经济指标向好, 美联储开始考虑逐步退出 QE, 并考虑缩表事宜, 货币政策的转向导致金价进入长期的熊市。

站在目前这个时间点, 我们认为除了疫情影响之外, 美国经济见顶回落才是中长期逻辑, 早在疫情之前美国经济就有隐患, 疫情只是催化剂。在 2008 年金融危机之后, 美股经历了十年的牛市, 宽松的货币环境下企业债务增加, 美国上市公司通过回购推升股价, 导致股价表现越来越脱离企业基本面, 股市泡沫就已经存在。疫情加速了美国股市泡沫的破裂, 2020 年 3 月份美联储兜底经济又再次推升股市上涨, 实际上核心的矛盾并没有解决, 美国经济进入长期衰退也是难以避免的, 美联储宽松的货币政策在短时间之内难以转向。

综上所述, 我们判断中长期美元实际利率仍然会维持下行的趋势, 核心逻辑是美国经济可能进入长期衰退的背景下, 美联储始终会采用宽松的货币政策来刺激经济, 美元超发会推升通胀预期; 在此基础上叠加中美关系出现反复, 地缘政治风险和市场避险情绪也会逐步推升金价。

稀土: 需求推动稀土价格持续上涨

近期稀土价格涨幅较大, 据百川资讯数据, 截至 1 月 12 日氧化镨钕价格 42.85 万元/吨, 较上月上涨 2.7 万元/吨, 涨幅 6.7%, 已涨至 2017 年稀土行业“打黑”时期的水平; 重稀土氧化铽价格 797.5 万元/吨, 较上月上涨 125 万元/吨, 涨幅 18.6%, 涨至 2012 年以来的新高。

图 38: 氧化镨钕价格接近 2017 年行业高点



资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

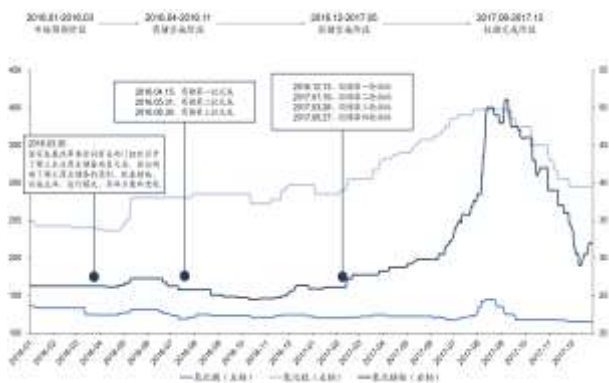
图 39: 重稀土价格持续快速增长



资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

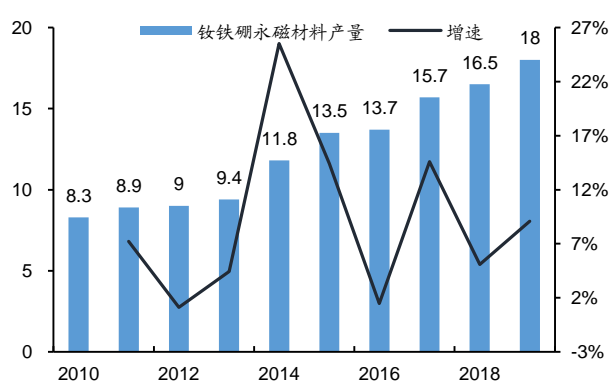
“十三五”期间稀土涨价行情驱动来自供给端，一是收储，二是稀土行业整顿。上一轮收储过程当中，氧化铈价格从行情初期 240 万元/吨涨至最高点 400 万元/吨，涨幅 66%；氧化镨钕的价格从行情初期 26.15 万元/吨涨至最高点 51 万元/吨，涨幅 95%。但是随着收储工作的完成，商品价格快速回落。2017 年工信部对稀土行业存在的超采、盗采等问题进行整顿，联合七部委在全国开展力度空前的打击稀土违法违规专项行动，稀土超采、盗采现象得到有效遏制，并形成打击稀土违法违规行为常态化机制，相当于稀土行业的一次供给侧改革。自此国内稀土资源开发以六大集团为主体更加有序可控，国内稀土供应弹性显著降低。

图 40: 稀土收储稀土商品价格变化 (万元/吨)



资料来源: 中国稀土行业协会、Wind、国信证券经济研究所整理

图 41: 中国钕铁硼永磁材料产量变化 (万吨)

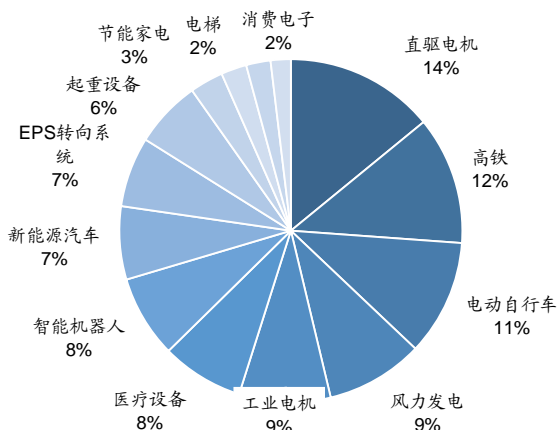


资料来源: 中国稀土行业协会、国信证券经济研究所整理

需求端驱动的上涨更具持续性和上涨空间。稀土下游消费当中，稀土永磁材料产值占比高达 75%，其次是用于石油裂化或汽车尾气处理催化剂占比 20%。其中钕铁硼永磁材料是第三代稀土永磁材料，是目前工业化生产中综合性能最优的永磁材料，主要用于新能源和节能环保领域，如风力发电、新能源汽车、节能变频空调、机器人及智能制造、3C 等。2020 年以来稀土价格上涨主要驱动来自上述几大消费领域需求共振。

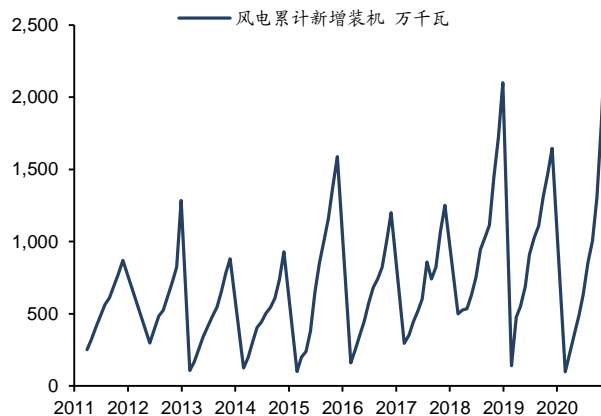
风电领域受国家风电补贴政策影响，2020 年出现“抢装潮”，预计 2021 年仍将持续，并且如果达到“碳中和”目标，“十四五”期间需要继续加快风电、光伏等新能源装机。业内提出的“十四五”期间年均新增风电装机 50GW，这一数值约为 2020 年预增装机量的 1.5 倍，根据百川数据，每千瓦装机容量对应的钕铁硼用量约为 0.67kg，若其中直驱电机渗透率约 35%，则 2021 年国内风电领域新增钕铁硼消耗量近 4000 吨。

图 42: 全球钕铁硼消费结构



资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

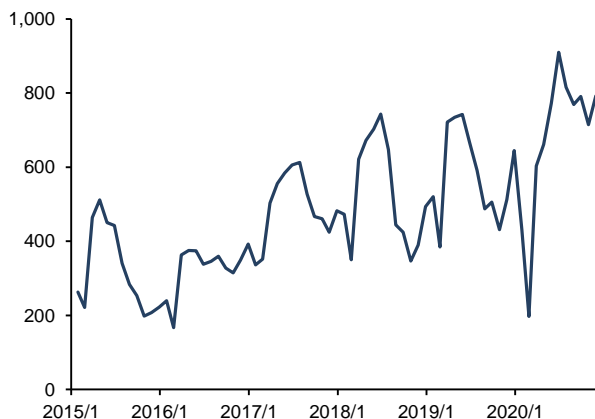
图 43: 中国风电累计新增装机 (2020 年截至 11 月)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

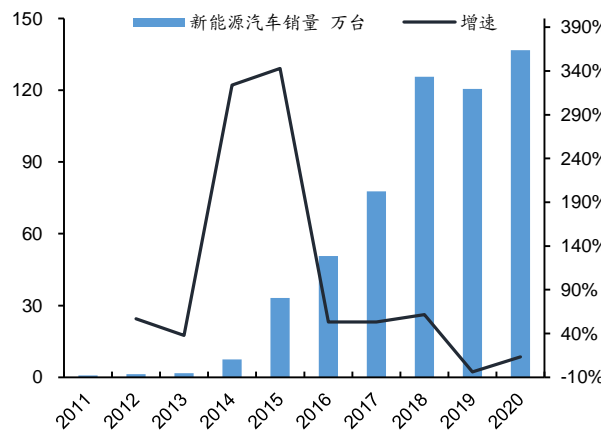
变频空调领域, 国内于 2020 年 7 月 1 日开始实施新版空调能耗标准, 高端变频空调产销具有长期增长趋势, 据产业在线数据, 2020 年 1-11 月我国变频空调产量 7456 万台, 比 2019 年同期大增 18.4%, 拉动钕铁硼永磁材料需求增长。按百川资讯数据, 单台高端变频空调平均使用钕铁硼永磁材料 280g, 2018 年高端变频空调渗透率 40%。受新版空调能耗标准推动, 如果 2021 年变频空调产量增速仍保持 18%, 保守估计变频空调领域可拉动钕铁硼消费增量 1660 吨。

图 44: 中国变频空调月产量 (万台)



资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

图 45: 中国新能源汽车销量



资料来源: 中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理

新能源汽车领域, 据百川资讯数据, 新能源汽车每辆纯电动车消耗钕铁硼 5-10kg, 每辆插电式混合动力汽车消耗 2-3kg, 每辆混合动力汽车消耗 1-2kg。按照《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035)》(以下简称《规划》), 2025 年新能源汽车新车销量达到汽车总销量的 20%, 保守预计 500 万辆, 以 2020 年新能源车销量 137 万辆为基数, “十四五” 期间我国新能源汽车销量年均复合增速至少 30%。假设每辆车消耗钕铁硼 5kg, 则 2021 年新能源车可带来钕铁硼消费增量 2055 吨。

仅上述三个领域, 保守估计能带来 7715 吨钕铁硼年需求增量。另外, 全球经济复苏进程拉动制造业设备投资, 工业电机、智能机器人等领域均有望迎来显著增长。钕铁硼终端需求领域看似分散, 实则与风电、新能源汽车、工业智能化、消费电子等领域密切相关。“十四五” 期间碳排放缩减、节能环保、数字化、智能化趋势继续强化, 稀土消费增速可能远高于“十三五” 时期。

本轮稀土涨价是需求驱动，叠加供应刚性共同作用的结果。“十三五”时期供给驱动稀土价格上涨往往不具备持续性，而目前下游需求向上共振有望使稀土价格迎来长期上涨行情，稀土采选分离类企业有望长期受益。

推荐标的

推荐组合：紫金矿业、洛阳钼业、赣锋锂业、中矿资源、西部矿业、云南铜业

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 1月15日	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002460	赣锋锂业	买入	131.20	0.28	0.38	0.93	468.6	345.3	141.1	20.8
002738	中矿资源	买入	29.30	0.50	0.56	1.01	58.1	52.4	28.9	3.0
601899	紫金矿业	买入	10.56	0.17	0.26	0.35	62.1	40.6	30.2	5.8
603993	洛阳钼业	买入	6.36	0.09	0.11	0.15	70.7	57.8	42.4	3.4
000878	云南铜业	买入	13.87	0.39	0.38	0.62	35.6	36.5	22.4	2.8
601168	西部矿业	买入	14.03	0.42	0.56	0.66	33.4	25.1	21.3	3.3
000807	云铝股份	买入	6.78	0.16	0.30	0.51	42.4	22.6	13.3	1.9
000933	神火股份	买入	6.78	0.71	0.39	0.54	9.5	17.4	12.6	1.7
1378.HK	中国宏桥	买入	5.78	0.71	1.00	1.06	8.1	5.8	5.5	0.8
603612	索通发展	买入	12.84	0.26	0.54	0.89	49.4	23.8	14.4	1.7
600547	山东黄金	买入	22.88	0.42	0.68	0.96	54.5	33.6	23.8	3.1
000603	盛达资源	买入	14.01	0.65	0.77	1.14	21.6	18.2	12.3	4.3
600456	宝钛股份	买入	49.60	0.56	0.80	1.00	88.6	62.0	49.6	5.7

数据来源：WIND、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

风险提示

- (1) 宏观经济超预期下行；
- (2) 中美关系恶化导致商品价格波动有较大不确定性；
- (3) 供给增加超预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032