

有色金属

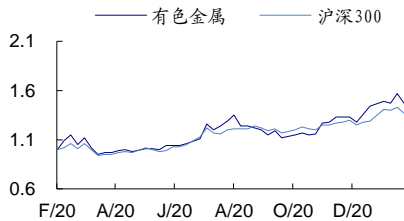
有色行业 2 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 02 月 03 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《新锂程系列报告 1-磷酸铁锂需求强劲, 碳酸锂价格将保持强势》——2021-01-22  
 《稀土行业快评: 需求推动轻重稀土价格持续上涨》——2021-01-19  
 《有色行业 1 月投资策略: 市场拥抱核心资产和新能源金属》——2021-01-16  
 《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

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

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

行业投资策略

供需矛盾有望继续推升新能源金属和稀土价格

● 市场回顾: 需求火爆推动钴锂和稀土磁材板块上行

顺周期行情下, 市场拥抱核心资产, 龙头标的年初至今股价有上佳表现; 新能源金属板块延续此前强势表现, 锂价和钴价上行推动相关标的股价快速拉涨; 稀土板块异军突起, 稀土价格稳步上行, 市场终于关注到被低估的稀土标的。国内终端消费淡季不淡, 延续着此前 11、12 月旺盛的需求状态, 受益于新能源车、风电和空调等领域消费拉动, 钴锂、稀土磁材等商品均出现供不应求的情况, 商品价格表现十分强劲, 也推动着相关标的股价走出一轮轰轰烈烈的牛市。

● 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 7.2 万元/吨 (亚洲金属网报价), 涨幅达 82.28%。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: 基本面坚挺, 短期回调不改长期上行趋势

**铜:** 国内铜精矿供应依旧偏紧, 现货加工费维持在 50 美元/吨以下。1 月终端领域消费尚可, 全球铜金属库存持续回落, LME 铜库存位于 10 万吨以下, 国内铜库存也在持续回落, 当前全球铜库存处于历史低位。

**铝:** 随着电解铝价格回落, 下游补库意愿增强, 铝锭最大集散地无锡地区仓库铝锭出库量在 1 月持续增加, 且在临近春节仍未下降, 这是近期铝锭没有累库的原因之一。预计今年上半年铝锭供应持续紧张, 铝价是易涨难跌。近期电解铝成本有所上升, 主要是由于煤炭价格仍处于高位, 但是氧化铝价格不具备持续上涨的基础。

● 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

● 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。

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	130.73	167,119	0.38	0.93	344.0	140.6
002738	中矿资源	买入	30.80	9,557	0.56	1.02	55.1	30.2
601899	紫金矿业	买入	10.44	253,291	0.26	0.35	40.2	29.8
603993	洛阳钼业	买入	5.96	122,435	0.11	0.15	54.2	39.7
601168	西部矿业	买入	12.50	29,788	0.56	0.66	22.3	18.9

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>市场回顾：需求火爆推动钴锂和稀土磁材板块上行</b> .....	<b>3</b>
钴锂和稀土磁材相关标的有突出表现 .....	3
<b>工业金属：基本面坚挺，短期回调不改长期上行趋势</b> .....	<b>5</b>
铜：铜价再次进入平台震荡，库存下降超预期 .....	5
铝：不惧淡季累库，看好全年铝价 .....	7
<b>锂：供不应求，碳酸锂价格持续快速上行</b> .....	<b>9</b>
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
全球汽车电动化仍是未来锂消费核心驱动力 .....	10
中长期维度：全球锂精矿原料供应紧张，将继续推升锂盐价格 .....	11
重点关注有上游锂原料布局的企业以及主流的锂盐加工企业 .....	12
<b>黄金：美国维持宽松政策，加大通胀的刺激力度</b> .....	<b>13</b>
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 .....	13
当前贵金属的关键问题是通胀预期 .....	14
<b>稀土：需求推动稀土价格持续上涨</b> .....	<b>15</b>
<b>推荐标的</b> .....	<b>16</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>16</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>17</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>17</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>17</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>17</b>

## 市场回顾：需求火爆推动钴锂和稀土磁材板块上行

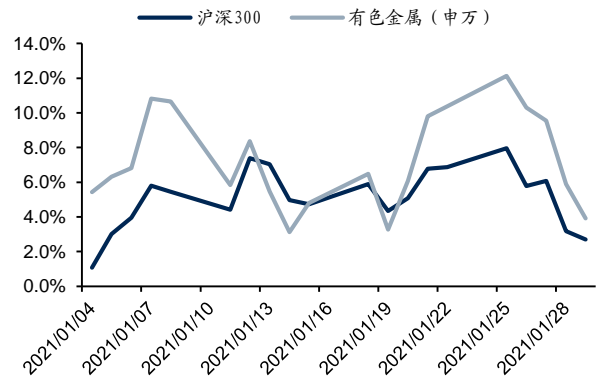
2021年1月有色板块整体涨幅3.91%，同期沪深300指数涨幅2.70%，跑赢沪深300指数1.21个百分点。根据申万一级行业划分，有色板块1月涨幅在28个行业中排名第10位，处于全行业中等水平。

图 1：有色板块 2020 年年初至今涨跌幅（2 月 1 日）



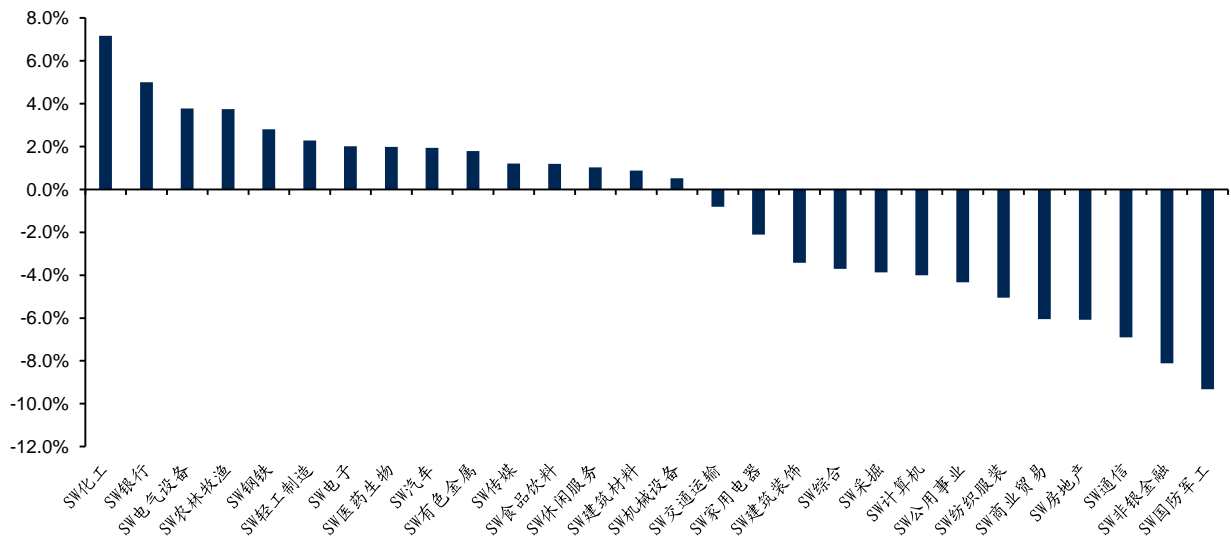
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：有色板块 2021 年 1 月涨跌幅



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3：申万一级行业 2021 年 1 月涨跌幅排名（总市值加权平均）

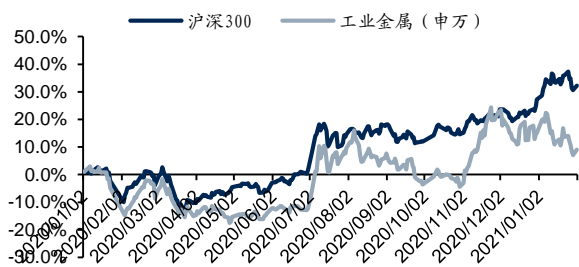


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 钴锂和稀土磁材相关标的有突出表现

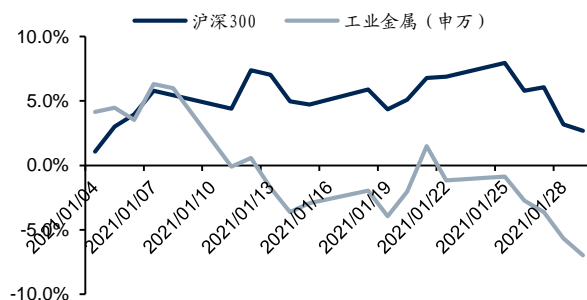
顺周期行情下，市场拥抱核心资产，龙头标的年初至今股价有上佳表现，包括紫金矿业、赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业等；新能源金属板块延续此前强势表现，锂价和钴价上行推动相关标的股价快速拉涨；与此同时，稀土板块也是异军突起，稀土价格稳步上行，市场终于关注到被低估的稀土标的，相关标的股价也是快速拉涨。国内终端消费淡季不淡，延续着此前11、12月旺盛的需求状态，受益于新能源汽车、风电和空调等领域消费拉动，钴锂、稀土磁材等等商品均出现供不应求的情况，商品价格表现十分强劲，也推动着相关标的股价走出一轮轰轰烈烈的牛市。

图 4: 工业金属 2020 年初至今涨跌幅 (2 月 1 日)



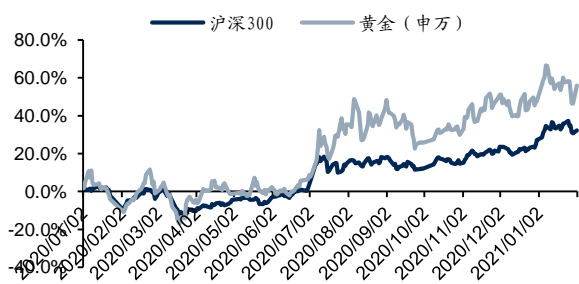
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 工业金属 1 月涨跌幅



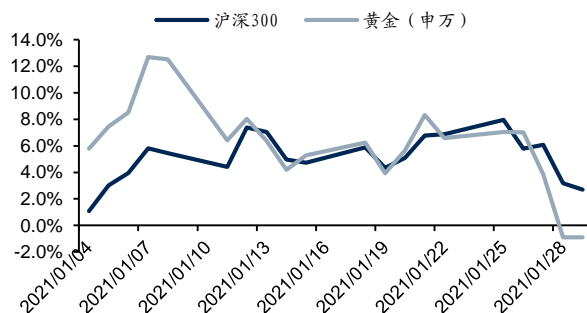
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 黄金 2020 年初至今涨跌幅 (2 月 1 日)



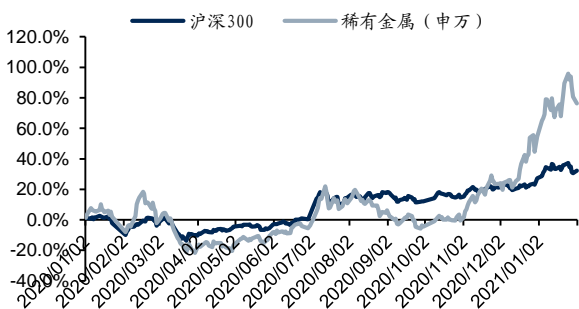
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 黄金 1 月涨跌幅



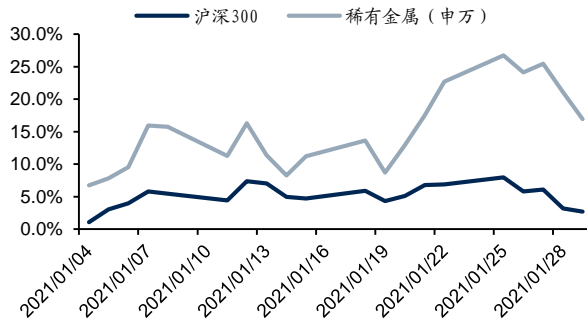
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: 稀有金属 2020 年初至今涨跌幅 (2 月 1 日)



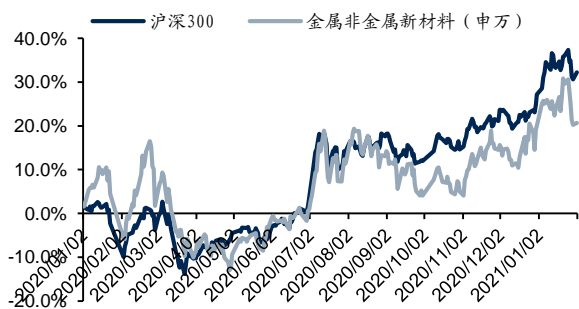
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 9: 稀有金属 1 月涨跌幅



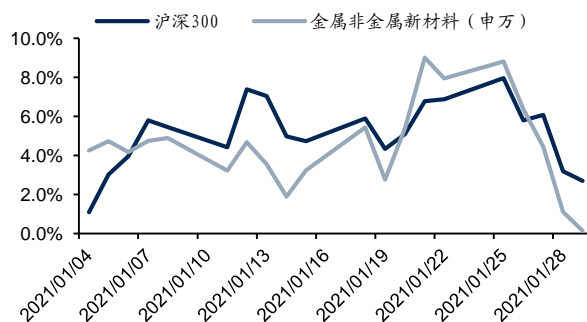
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 10: 金属非金属新材料 2020 年初至今涨跌幅(2月 1 日)



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 1 月涨跌幅



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 工业金属：基本面坚挺，短期回调不改长期上行趋势

### 铜：铜价再次进入平台震荡，库存下降超预期

一月上旬伦铜最高涨至 8238 美元/吨，创下 2013 年 2 月以来新高之后维持震荡整理；沪铜回调到 60000 元/吨下方，在 58000-60000 元/吨区间震荡。近期铜价走势虽然没有延续涨势，但绝对价格仍稳定在近 8 年以来的高点。1 月下旬货币市场利率上升较快，央行持续净回笼略超预期，导致基本金属价格集体回调，但各品种基本面仍延续之前较好的局面，且临近春节各品种仍延续去库存，与往年形成明显对比。我们从基本面的角度看看不到基本金属趋势性下跌的逻辑。

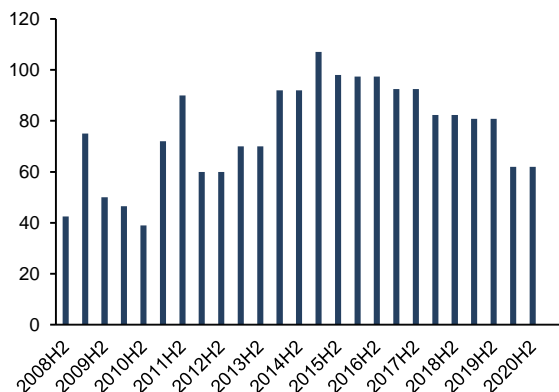
图 12：金属价格小幅回调（元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

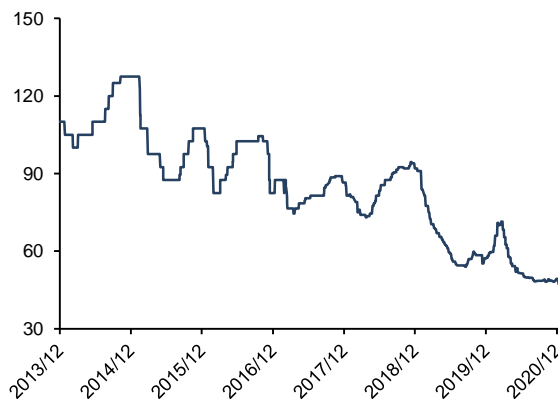
**1 月铜精矿现货加工费维持在历史低位。**据 SMM 数据，1 月份铜精矿现货加工费维持在 50 美元/吨以下的偏低位置，智利和秘鲁船期问题导致国内精矿供给短期内出现缺口，导致国内冶炼厂补库需求增加，是加工费下行的主要原因。1 月初五矿资源发布公告，Las Bambas 所在社区拆除了矿山外运道路的路障，精矿运输自此恢复外运。此次社区堵路导致 Las Bambas 矿增加了 1.8 万吨精矿库存，但并未影响精矿生产。南美产铜国秘鲁为应对第二波疫情，再次采取封锁措施，首都利马和 9 个大区将在 1 月 31 日至 2 月 14 日期间封锁，采矿活动作为秘鲁经济支柱之一，被允许继续进行。我们总体认为南美产铜国仍将持续受疫情影响，对铜矿开采、发运等环节造成影响；另外今年南美产铜国劳资谈判明显高于往年，增加了罢工的概率，今年全球铜精矿干扰率可能会超预期。

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

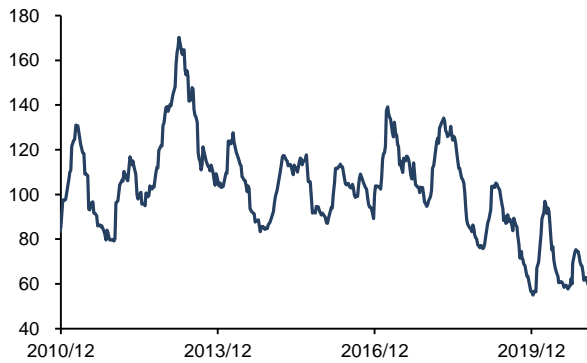
图 14：铜精矿现货加工费（美元/吨）



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

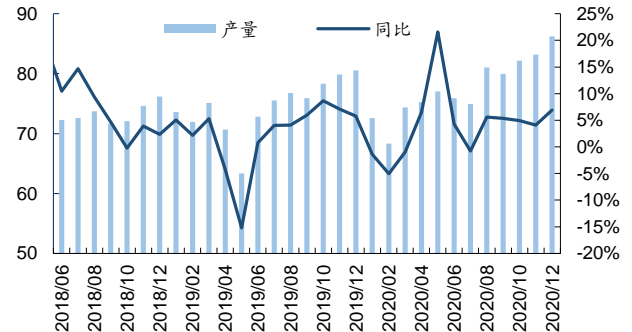
全球铜显性库存仍处于低位。截至1月下旬，全球三大交易所+中国保税区铜库存共计57.9万吨，处于历史低点。其中LME铜库存7.5万吨，上期所铜库存6.7万吨。铜产量保持稳定增长。SMM统计的2020年12月国内电解铜产量86.2万吨，同比增速6.9%，2020年全年生产电解铜931万吨，同比增长4.1%。

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

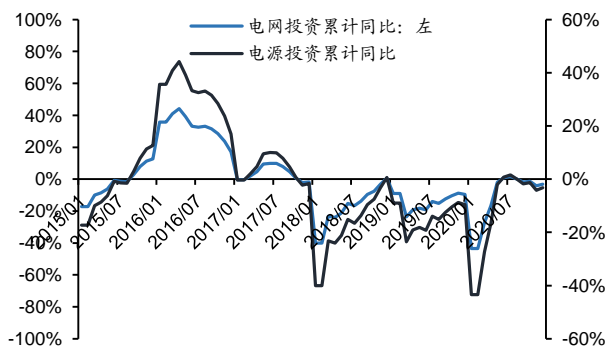
图 16: 中国铜金属产量 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

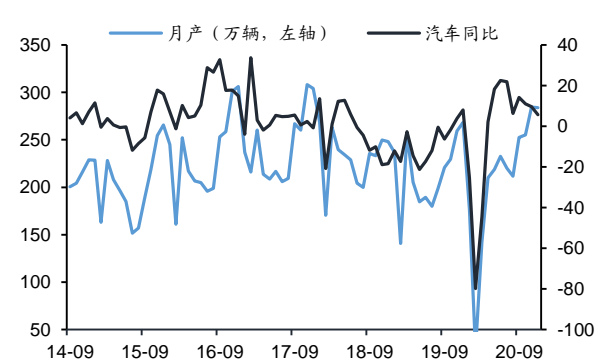
终端消费领域维持强势。2020年国内电网基本建设投资完成额累计4699亿元，同比下降3.2%。中汽协数据显示，12月全国汽车产量284万辆，同比增长5.7%；2020全年汽车产量2522.5万辆，同比下降2%；国内新能源车销量136.7万辆，同比增长13.3%。铜的另一重要终端消费领域空调表现较强，据产业在线数据显示，2020年12月空调销量1156万台，同比增长8.0%，2020全年空调累计销售1.41亿台，同比下降4.9%。

图 17: 中国电网建设投资完成额累计同比



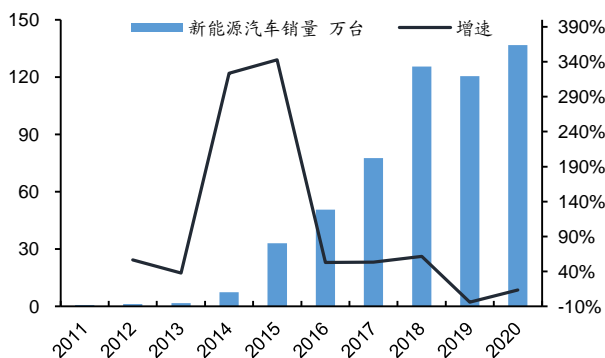
资料来源: 国家电网、国信证券经济研究所整理

图 18: 国内汽车产量



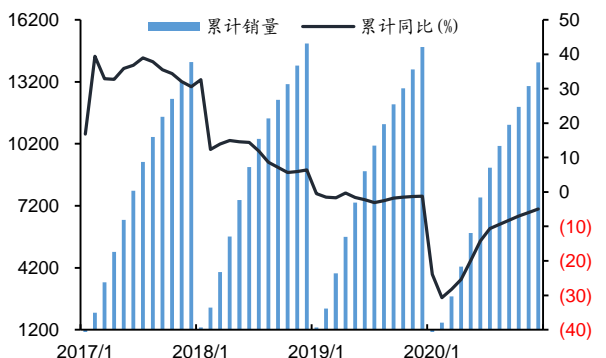
资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

图 19: 中国新能源汽车年度销量



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

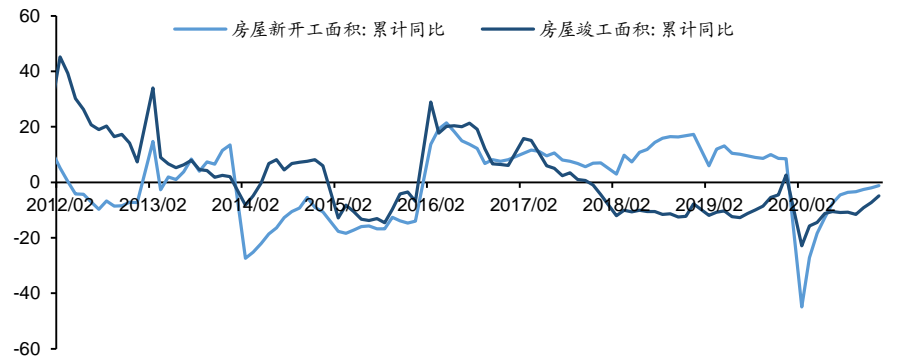
图 20: 国内空调销量 (万台)



资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

房地产方面，截至 2020 年 12 月份，房屋新开工面积累计同比-1.2%，房屋竣工面积累计同比-4.9%。12 月单月数据，房屋新开工面积同比增速 6.33%，房屋竣工面积同比持平。

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，12 月国内铜下游终端消费并没有明显走弱，国内外铜库存直到 1 月下旬也一直延续去库趋势。虽然 1 月下旬以来受货币市场利率走高影响包括铜在内的有色金属价格出现小幅回调，但看不到国内流动性确定转向的信号，铜自身供需基本面依然良好。长期看，国外疫情后经济复苏的趋势比较确定，国内经济复苏也没有见顶，铜本身良好的导电性使铜在新能源领域增量可观。虽然短期铜价略有回调，但我们认为铜价向上的趋势没有改变。“高铜价+低加工费”格局长期持续，矿山类企业和铜矿自给率高的冶炼企业最为受益，我们继续推荐兼具规模和成长性的铜矿龙头紫金矿业以及高成长性的西部矿业。

表 1：全球精铜供需平衡表（万吨金属量）

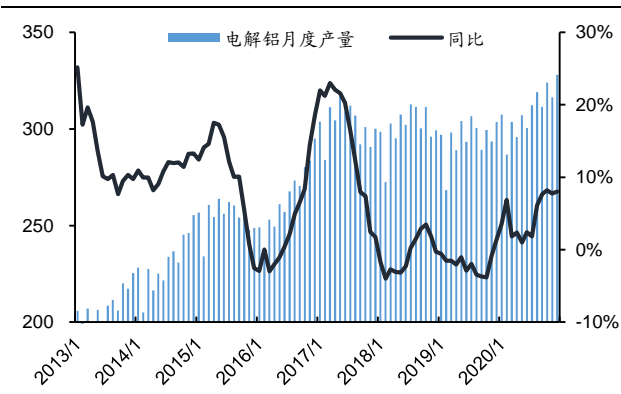
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021
生产量	576.7	583.5	597.6	618.0	2,375.7	601.9	601.6	601.7	605.7	2,411.0
消费量	496.8	579.5	625.4	633.8	2,335.5	533.0	596.6	641.5	628.6	2,399.6
供需平衡	79.8	4.0	-27.8	-15.8	40.3	69.0	5.0	-39.8	-22.9	11.3

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

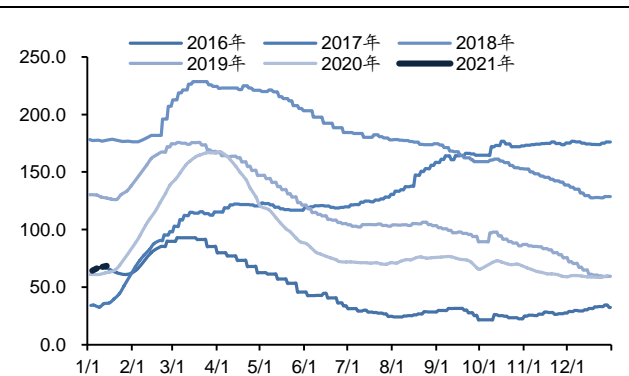
受电解铝高利润刺激，国内电解铝产量持续高增长。据 SMM 数据，2020 年 12 月国内电解铝产量 327.9 万吨，同比增速 8%，截至 1 月初，全国电解铝运行产能增至 3924 万吨/年，建成产能规模 4320 万吨/年，全国电解铝企业开工率 90.80%。2020 全年国内电解铝产量 3712.4 万吨，同比增长 4.80%。

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

**铝锭即将开启春节累库。**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1月中旬。去年11-12月铝价暴涨，下游减少接货，导致12月铝锭库存提前累积。随着12月下旬以来铝价大幅回调，下游接货开始增加，我们跟踪全国最大的铝锭集散地无锡地区的铝锭出库量，发现自1月上旬以来出库持续增长，即使到1月末出库水平仍然很高。这是1月末铝锭库存没有增长的原因之一。随着春节临近，预计2月开始铝锭库存明显累积，并持续到节后3-4周。基于我们的平衡表，库存高点在130万吨左右，今年现货将持续紧俏，上半年铝价不会出现大幅回调，我们对铝价持乐观态度。

**近期氧化铝价格小幅反弹，但非趋势性上涨。**近期氧化铝价格持续上涨，截至1月29日北方三网均价已经涨至2420元/吨，比上月均价高出50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。近期随着铝厂采购意愿已经出现下降，氧化铝上涨后劲不足。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，电解铝开工率维持高位，几乎没有有效的闲置产能，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，我们认为至少在今年上半年，电解铝行业可以维持1500元/吨左右的中性偏高利润。如果地产竣工和新能源对铝消费的拉动超预期，则电解铝利润有望维持更久。

由于自2020年四季度以来动力煤价格大幅上涨，超过了发改委之前划定的动力煤价格“绿色区间”，导致依靠自备电的电解铝企业发电成本大幅提高，内蒙古、山东、河南地区的电解铝企业受影响较大，虽然近期动力煤期货价格出现明显回落，但煤炭现货供应依然偏紧，可能春节后才能有所缓解。而网电比例高，或水电铝企业受煤炭价格上涨影响很小，另外新疆煤炭市场相对独立，涨价幅度较小。我们建议关注以水电铝为主的云铝股份和在新疆、云南均有布局的神火股份。

图 24：动态模型测算目前国产电解铝利润（单位：元/吨）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

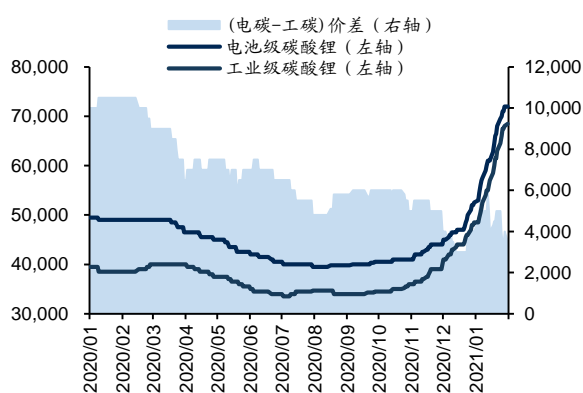


## 锂：供不应求，碳酸锂价格持续快速上行

### 供应紧张，需求火爆，国产电池级碳酸锂价格有望持续上行

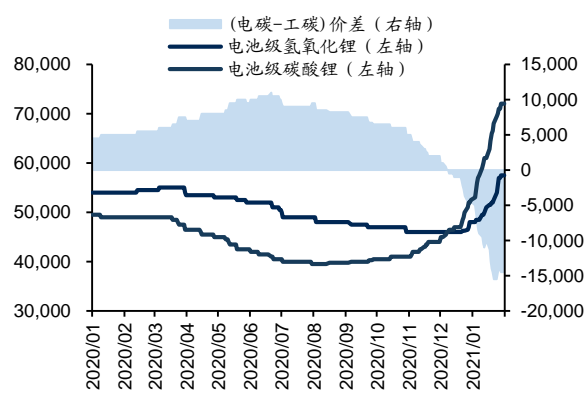
国产电池级碳酸锂价格从2020年8月最底部3.95万元/吨到目前为止已经涨至7.20万元/吨（亚洲金属网报价），涨幅达82.28%。国产电池级氢氧化锂价格在此前最低跌至4.60万元/吨，最近一段时间开始启动，价格涨至5.75万元/吨，涨幅达25%。另外值得注意的是，中国进口锂辉石现货价格也开始启动，此前最低曾跌至390美金/吨，目前已小幅上调至430美金/吨。本轮主要由需求主导驱动的碳酸锂行情，之后有望叠加澳洲锂辉石矿山产能出清，原料锂辉石价格启动，推动碳酸锂和氢氧化锂价格共振，行业景气度有望持续提升，利好国内核心锂盐加工企业，特别是有上游原料布局的企业利润弹性会更大。

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）

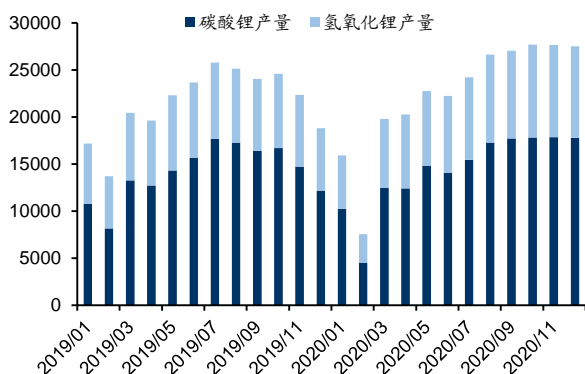


资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

**供给端**，①国内青海地区因为气候寒冷，碳酸锂产量维持低位，百川数据统计，2020年10-12月青海地区碳酸锂的单月产量分别为3952/3714/3418吨，相比于7-9月单月产量在5000吨左右，产量减少了3成左右；②南方地区受到限电的影响，部分企业的产量略有下滑。**需求端**，新能源汽车和电动自行车需求强劲带动正极材料企业开工率提升，又叠加特斯拉ModelY等新车型推出，动力电池企业订单火爆，供需两端出现较为明显的错配。

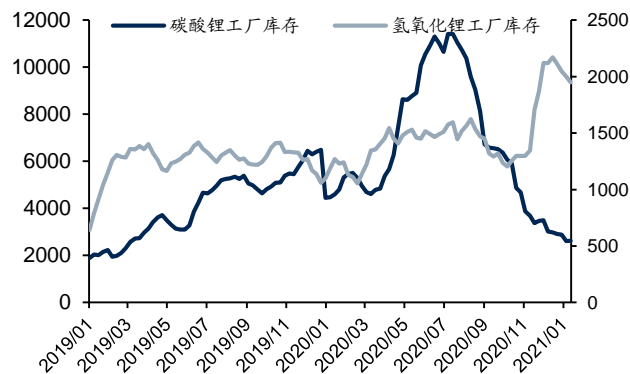
目前国内碳酸锂市场现货库存依然紧张，下游部分企业依然有节前备库的需求，因为终端订单增加明显，磷酸铁锂企业对碳酸锂补库意愿强烈，所以上游碳酸锂供应商仍在不断上调报价，预计在春节之前电池级碳酸锂价格大概率会涨至7.5万元/吨以上。从全年的角度看，Q1供应偏紧，价格快速上行；Q2供应会有所增加，尤其是国内青海盐湖提锂的产量会有所恢复，市场价格可能会略有松动，但我们预计下游需求有望保持强劲，国产电池级碳酸锂价格并不会会有太大的波动空间；Q3-Q4本身是传统的消费旺季，Q4叠加年底备货的支撑，价格有望进一步上行。综上我们预计全年国产电池级碳酸锂的价格始终会维持在7.5万元/吨上方，保持强势。

图 27: 国内碳酸锂和氢氧化锂产量 (月度值, 吨)



资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

图 28: 国内碳酸锂和氢氧化锂库存 (周度值, 吨)

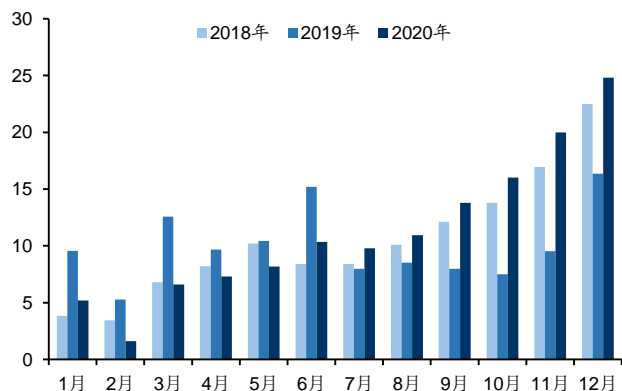


资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

### 全球汽车电动化仍是未来锂消费核心驱动力

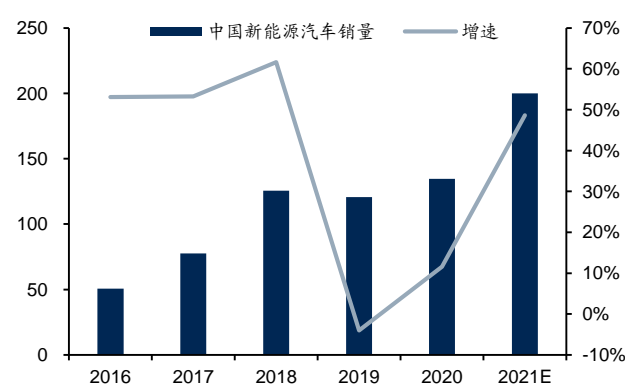
**中国新能源汽车需求强势复苏。**中汽协数据显示, 中国新能源汽车销量数据连续 6 个月同比转正, 2020 年 7-12 月销量分别为 9.79/10.93/13.79/16.02/20.00/24.80 万辆, 同比分别增长 22.6%/28.2%/73.0%/113.4%/109.7/51.7%, 全年销量累计 134.53 万辆, 同比增长 11.54%。消费信心持续回升, 市场需求仍将保持稳中向好的态势, 我们预计 2021 年中国新能源汽车销量有望达到 200 万辆, 同比增长超过 40%。

图 29: 中国新能源汽车销量数据 (月度值, 万辆)



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

图 30: 中国新能源汽车销量数据 (年度值, 万辆)

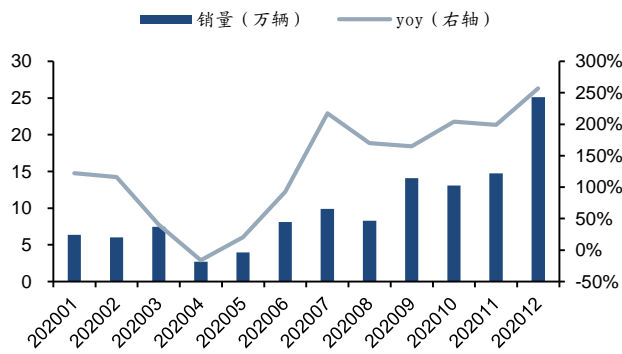


资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

**欧洲新能源汽车销量持续超市场预期。**2020 年 12 月欧洲主要国家(德、法、英等八国)新能源车注册量 21.3 万辆, 欧洲 2020 年整体销量约为 130 万辆, 同比+140%, 持续大超市场预期, 欧洲主流国家新能源汽车渗透率达到 13.9%。预计 2021 年欧洲新能源车市仍将维持高增速, 多款爆款车型集中上市, 有望快速拉动消费, 全年销量有望达到 200 万辆。

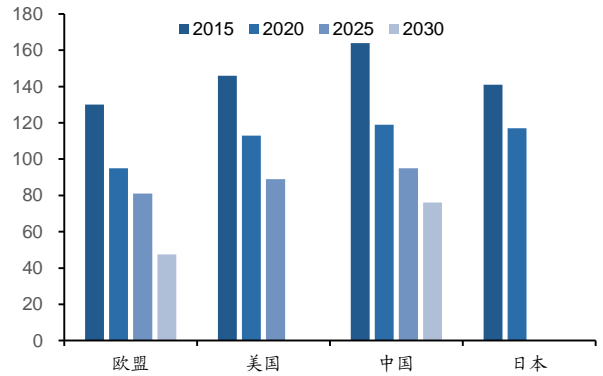
**欧洲制定严苛的碳排放规则。**2018 年欧盟立法中, 将乘用车碳排放标准于 2021 年底降至 95g/km, 其中 2020 年 95% 销售新车降至 95g/km 水平, 2025 年降至 80.8g/km, 2030 年进一步降至 59.4g/km。而 2020 年 9 月的《2020 年气候目标计划中》, 欧盟进一步上调减排幅度(2030 年相较 1990 年减排幅度由 40% 上调为 55%), 则 2030 年碳排放水平为 47.5g/km。

图 31: 欧洲主流国家新能源汽车销量数据 (万辆)



资料来源: SMMT、CCFA、国信证券经济研究所整理

图 32: 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

**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 Model Y 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 Model 3 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）。特斯拉于 2020 年 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；同时下架长续航后驱版 Model 3，推出 33.99 万元的高性能版，1 月开始交付。

表 2: 特斯拉产销量数据 (辆)

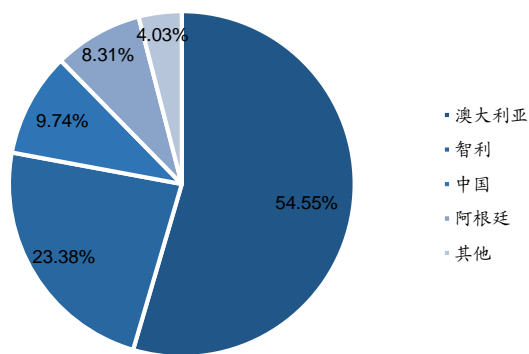
	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
Model S/X production	26903	25161	14163	14517	16318	17933	15390	6326	16992	16097
Model 3/Y production	53239	61394	62975	72531	79837	86958	87282	75946	128044	163660
<b>Total production</b>	<b>80142</b>	<b>86555</b>	<b>77138</b>	<b>87048</b>	<b>96155</b>	<b>104891</b>	<b>102672</b>	<b>82272</b>	<b>145036</b>	<b>179757</b>
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
<b>Total deliveries</b>	<b>83775</b>	<b>90966</b>	<b>63019</b>	<b>95356</b>	<b>97186</b>	<b>112095</b>	<b>88496</b>	<b>90891</b>	<b>139593</b>	<b>180570</b>

资料来源: Tesla、国信证券经济研究所整理

### 中长期维度: 全球锂精矿原料供应紧张, 将继续推升锂盐价格

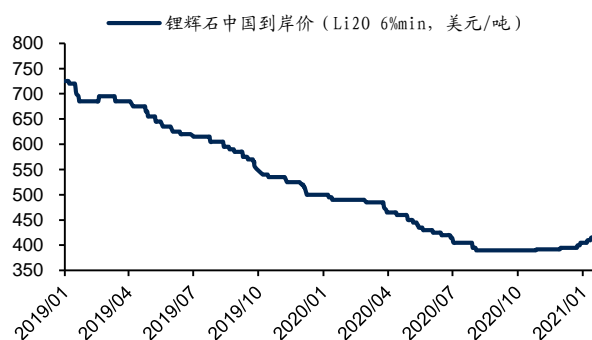
近期国内碳酸锂价格快速上涨, 但原料锂精矿价格仅小幅度上调, 两者出现比较明显的价格错配, 主要原因是由于澳洲锂精矿产销量基本已经被锁定, 没有过多外销的量, 所以价格就没有像锂盐价格这么频繁的变动。目前来看锂盐厂利润是比较可观的。但从中长期的角度来看, 我们认为澳洲锂精矿价格上涨的确定性是非常强的, 之后有望从成本角度继续支撑国内锂盐价格上涨, 锂行业景气度会持续提升。

图 33: 全球锂资源供应 (2019 年)



资料来源: USGS、国信证券经济研究所整理

图 34: 锂精矿价格 (美元/吨)



资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

**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 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 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也无限延期, 行业底部信号愈加清晰。

**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的原材料供应, 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 万吨锂精矿已经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、容汇通用锂业 12 万吨和天宜锂业 7.5 万吨; Altura-Pilgangoora 年产 22 万吨锂精矿, 分别包销给赣锋锂业 7 万吨、永杉锂业 6 万吨、瑞福锂业 3.5 万吨、Lionergy 6.5 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, 也已经没有多余产能可以进行散单销售。综合来看, 澳洲锂辉石资源包销主要还是集中在国内几家一、二线的锂盐加工企业手中, 而对于大部分三、四线的锂盐加工企业而言, 如果没有资源端的保障, 很难能够给下游客户提供质量和数量都比较稳定的产品。

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%, Albemarle 49%	135	全部销售给天齐锂业和 Albemarle
Mt Cattlin	Galaxy Resources 100%	18	雅化集团 12+盛新锂能 6
Mt Marion	RIM 100%, 赣锋锂业和 Mineral Resources (MRL) 各持有 RIM 50% 股权	40	全部销售给赣锋锂业
PLS-Pilgangoora	CATL 持有 Pilbara 8.24% 股权, 是 Pilbara 单一第一大股东; 赣锋锂业持有 Pilbara 6.86% 股权。	33	赣锋锂业 16+通用锂业 14
Wodgina	Albemarle 60%, Mineral Resources (MRL) 40%	75	停产维护
Altura-Pilgangoora	Altura 全资控股, 杉杉股份持有 Altura 15.11% 股权	22	赣锋锂业 7+永杉锂业 6+瑞福锂业 3.5+Lionergy 6.5+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

### 重点关注有上游锂原料布局的企业以及主流的锂盐加工企业

我们判断, 本轮主要是由需求主导驱动的碳酸锂行情, 磷酸铁锂需求火爆快速拉动碳酸锂价格上涨; 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, 继续推动碳酸锂和氢氧化锂价格共振上行, 行业景气度将持续提升, 利好国内核心

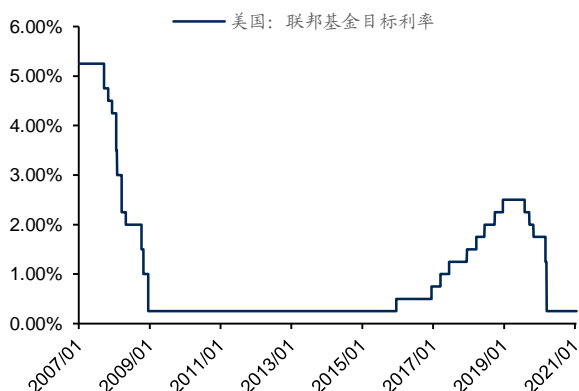
锂盐加工企业，尤其是对于拥有上游原料布局的企业，利润弹性更大。建议配置：赣锋锂业和中矿资源；建议关注：天齐锂业、雅化集团、盛新锂能、永兴材料和川能动力。

## 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

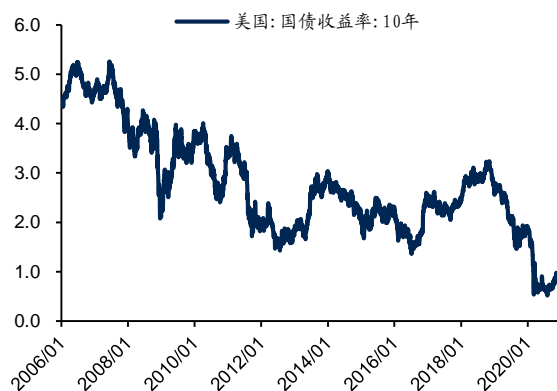
我们的分析框架是以黄金价格与美元实际利率呈现明显的负相关关系为基础的，而实际利率=名义利率-通胀预期。2020年3月以来，为应对疫情及全球金融市场出现的流动性危机，美联储连续多轮密集发布政策，全方位给经济主体输送流动性，包括将联邦基金目标利率降低至零，这是美国有史以来规模最大的财政刺激计划，美联储快速扩表至7万亿美金以上。当前美国防疫工作仍然严峻，新总统拜登近日公布了他的经济刺激计划，该计划规模达到1.9万亿美金；美联储主席鲍威尔发表讲话表示：除非出现令人不安的通胀和失衡，否则将不会加息；美联储将非常透明，当讨论缩减宽松的具体日期变得合适时，会让市场知晓。理论上美国大量“放水”是利多黄金的，但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 35：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 36：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30日晚6时，美国确诊新冠病毒感染人数达2604.38万人，因新冠肺炎感染相关死亡人数达43.89万人，该数据与24小时前相比，新增确诊15.61万人，新增死亡3148人。

图 37: 美元指数走弱



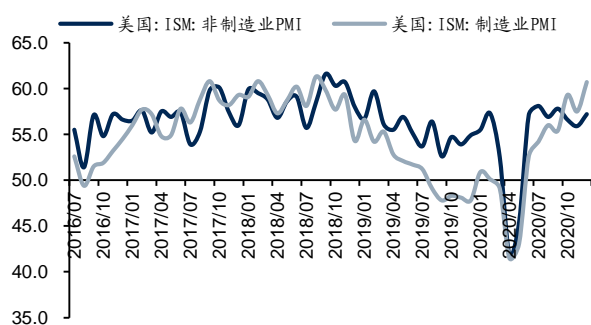
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 38: 美国新冠肺炎当日新增确诊病例



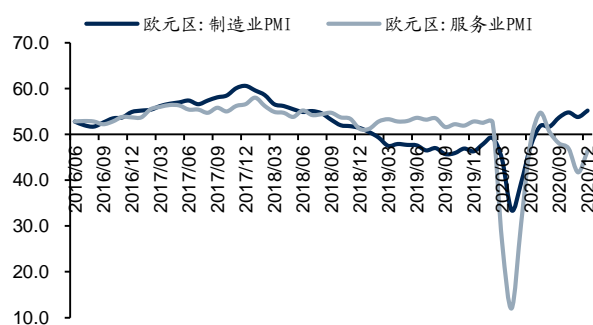
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 39: 美国 PMI



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 40: 欧元区 PMI

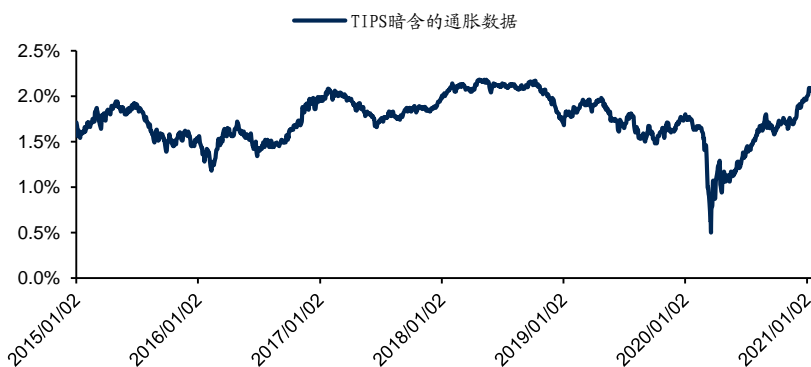


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 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提升的。

图 41: 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

近期稀土价格延续涨势，据百川资讯数据，截至 1 月 29 日氧化镨钕价格 45.85 万元/吨，较上月上涨 5.5 万元/吨，涨幅 13.6%，已涨至 2017 年稀土行业“打黑”时期的水平；重稀土氧化铽价格 882.5 万元/吨，较上月上涨 125 万元/吨，涨幅 23.9%，涨至 2012 年以来的新高。

图 42：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

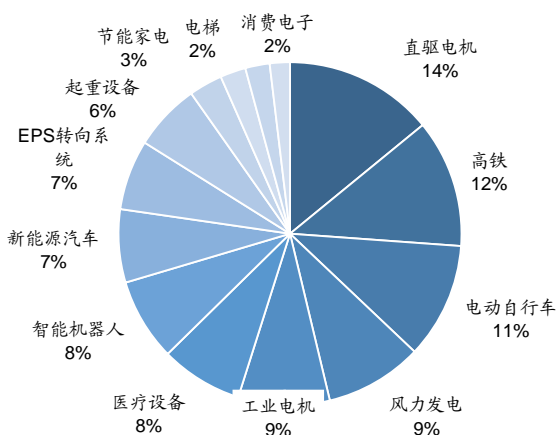
图 43：重稀土价格持续快速增长



资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

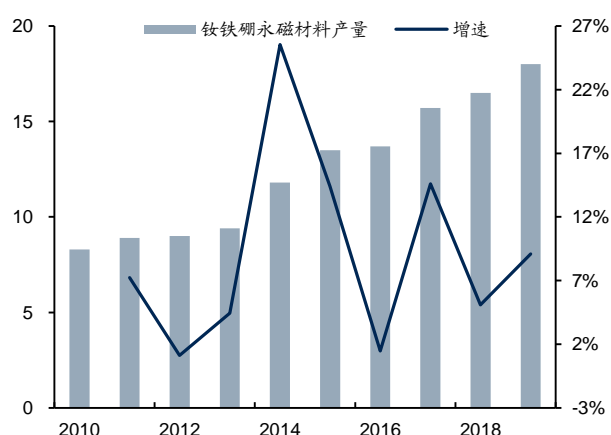
现货市场方面，轻稀土镨钕价格上调，氧化物现货持续紧张，月初金属厂逐渐补货，询单成交好转，价格坚挺上探，整体成交量尚可，随价格上涨，且下游补货逐渐完成，需求减弱，成交减少，报价坚挺持稳，低价现货仍不好买，商家挺价心态明显，后市继续观望为主。镧铈价格稳定，下游需求没有明显增加，整体供大于求。中重稀土氧化镨主流集团支撑较强，随下游询单增加，报价上调，商家出货稳定，氧化镨报价 225 万元/吨以上，镨钕跟随调整，报价到 223 万元/吨以上。氧化铽及金属铽报价坚挺上调，现货出货量少，整体货源有限，下游按需补货，成交价格不断上调，成交量一般。

图 44: 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 45: 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

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，政策约束往往给市场以较高的预期，但如果需求无法持续增长，稀土价格上涨周期较为短暂。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，一是空调新能效标准的实施，为使用稀土永磁材料的高端变频空调打开了需求空间；二是“碳达峰”、“碳中和”等长期政策趋势拉动风电、新能源汽车领域稀土永磁材料需求。稀土永磁材料有了长期需求增长的逻辑。建议关注在上述领域应用广泛的镨钕镝铽等稀土元素，相关标的：北方稀土、盛和资源、五矿稀土等。

### 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

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 2月2日	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002460	赣锋锂业	买入	130.73	0.28	0.38	0.93	466.9	344.0	140.6	20.7
002738	中矿资源	买入	30.80	0.50	0.56	1.02	61.1	55.1	30.2	3.2
601899	紫金矿业	买入	10.44	0.17	0.26	0.35	61.4	40.2	29.8	5.7
603993	洛阳钼业	买入	5.96	0.09	0.11	0.15	66.2	54.2	39.7	3.2
000878	云南铜业	买入	13.11	0.39	0.38	0.62	33.6	34.5	21.1	2.7
601168	西部矿业	买入	12.50	0.42	0.56	0.66	29.8	22.3	18.9	3.0
000807	云铝股份	买入	7.43	0.16	0.30	0.51	46.4	24.8	14.6	2.1
000933	神火股份	买入	6.57	0.71	0.39	0.54	9.3	16.8	12.2	1.6
1378.HK	中国宏桥	买入	6.10	0.71	1.00	1.06	8.6	6.1	5.8	0.8
603612	索通发展	买入	14.67	0.26	0.51	1.01	56.4	28.8	14.5	2.0
600547	山东黄金	买入	22.83	0.42	0.68	0.96	54.4	33.6	23.8	3.1
000603	盛达资源	买入	15.97	0.65	0.77	1.14	24.6	20.7	14.0	4.9
600456	宝钛股份	买入	46.80	0.56	0.86	1.05	83.6	54.4	44.6	5.4

数据来源: WIND、公司资料, 国信证券经济研究所整理预测; 备注: 中国宏桥股价和 EPS 已转化成人民币元

### 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