

证券研究报告—深度报告

有色金属

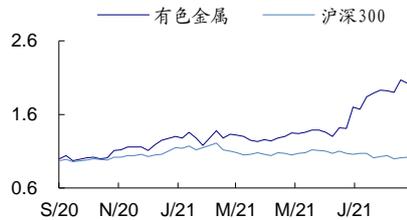
有色行业中报总结暨9月投资策略

超配

(维持评级)

2021年09月06日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《有色行业8月投资策略:金属价格稳中有升,锂矿和稀土仍是最强投资主题》——2021-08-05  
 《国信证券-基本金属行业观点:论基本金属持续性》——2021-07-29  
 《国信证券-电解铝行业快评:供应扰动不断,铝材出口是亮点》——2021-07-19  
 《有色行业中报前瞻&7月投资策略:中报行情有望快速启动,继续重视锂电上游投资机会》——2021-07-13  
 《新锂程系列报告4-战略地位凸显,国内硬岩型锂矿全梳理》——2021-07-08

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: yangyaohong@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:18560060679  
 E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

行业投资策略

中报兑现高增长,有色全面牛市有望延续

●中报总结:商品牛市驱动业绩高增长

有色板块149家公司今年上半年实现总营收1.4万亿元,同比+42.44%;实现总归母净利润661.4亿元,同比+233.03%。其中净利润增长超过100%有62家;净利润增长在50-100%有27家;净利润增长在0-50%有22家;净利润同比实现扭亏为盈的有19家;综合利润实现正增长或扭亏为盈的企业合计达到130家,占比达到87.25%。

●市场回顾:有色指数继续高歌猛进

8月至今有色板块整体涨幅8.07%,同期沪深300指数涨0.66%,大幅跑赢沪深300指数7.40个百分点。8月中旬前后公布的国内7月份经济数据下行略超预期,引发市场对工业金属在内的大宗商品需求前景担忧。8月末,全球央行年会上,美联储主席鲍威尔讲话被市场解读偏“鸽”派,对大宗商品价格冲击较小。

●工业金属:淡季去库存,价格坚挺

**铜:**基本面对定价权重不大,短期主要受市场对美联储货币政策预期影响。  
**铝:**铝价冲击新高,氧化铝价格快速拉涨。国内电解铝供给端频繁出现问题,导致淡季去库。今年云南地区干旱,枯水期长于往年,近期企业再次收到限电通知,复产和新投产计划继续推迟。此外进入8月份用电高峰,多地发布限电限产预警,引发市场对于高耗能行业如电解铝减产预期,且随着各地政策频繁出台,刺激铝价持续上涨,突破前高,涨至2006年以来的最高点。

●锂:锂价上涨超预期,重视国内锂资源开发

从下游正极材料企业排产来看,国内正极材料二季度产量环比一季度有15-20%增长,进入下半年随着新增三元正极材料和磷酸铁锂产能投放,环比增速可能会提升至20-30%,相较之下供给端增量非常有限,碳酸锂在二季度供需紧平衡基础上,进入下半年可能又会出现明显缺口,锂盐涨价确定性较强。目前国产电池级碳酸锂报价已经涨到12万元/吨上方,涨幅超预期,预计短期供需矛盾难以缓解,价格有进一步上行空间。

●稀土:价格维持高位震荡,逻辑向新能源金属转变

6月末稀土价格开始反弹,7月加速上涨,8月又维持震荡。从长时间维度来看,“十四五”期间稀土下游需求向上共振,新能源汽车、变频空调和风电等需求领域将持续拉动对高端稀土磁材需求,稀土价格有望保持强势。

●推荐标的:赣锋锂业、永兴材料、北方稀土、金力永磁、神火股份、怡球资源、盛屯矿业、金诚信

●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	
					2021E	2022E	2021E	2022E
002460	赣锋锂业	买入	180.33	245,234	2.00	3.24	90.2	55.7
002756	永兴材料	买入	103.35	41,955	1.83	3.12	56.5	33.1
600111	北方稀土	买入	51.43	186,849	1.31	1.71	39.3	30.1
300748	金力永磁	买入	37.64	26,073	0.69	1.05	54.6	35.8
000933	神火股份	买入	13.65	30,726	1.68	2.06	8.1	6.6
601388	怡球资源	买入	6.31	13,893	0.41	0.50	15.4	12.6
600711	盛屯矿业	买入	11.50	31,592	0.56	0.66	20.5	17.4
603979	金诚信	买入	22.48	13,296	0.88	1.39	25.5	16.2

资料来源:WIND,国信证券经济研究所预测

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

## 内容目录

中报总结：商品牛市驱动业绩高增长 .....	3
市场回顾：有色指数继续高歌猛进 .....	5
有色全面牛市，新能源金属继续保持强劲表现 .....	5
工业金属：淡季去库存，价格坚挺 .....	7
铜：精废价差收窄，淡季去库存 .....	7
铝：铝价冲击新高，氧化铝价格快速拉涨 .....	10
锌：抛储对锌影响较大 .....	13
锂：锂价上涨超预期，重视国内锂资源开发 .....	15
8月碳酸锂价格加速上涨，最新报价已超过12万元/吨 .....	15
全球汽车电动化仍是未来锂消费核心驱动力 .....	16
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 .....	17
重视国内锂资源的开发 .....	19
稀土：价格维持高位震荡，逻辑向新能源金属转变 .....	20
推荐标的 .....	24
国信证券投资评级 .....	25
分析师承诺 .....	25
风险提示 .....	25
证券投资咨询业务的说明 .....	25

## 中报总结：商品牛市驱动业绩高增长

有色板块 149 家公司(股票池有所调整)今年上半年实现总营收约 1.4 万亿元, 同比增长 42.44%; 实现总归母净利润 661.4 亿元, 同比增长 233.03%。其中净利润增长超过 100%的有 62 家; 净利润增长在 50-100%的有 27 家; 净利润增长在 0-50%的有 22 家; 净利润同比实现扭亏为盈的有 19 家; 综合利润实现正增长或扭亏为盈的企业合计达到 130 家, 占比达到 87.25%。

有色板块今年上半年业绩实现高增长, 主要原因包括: 1) 去年基数较低。去年一季度由于疫情影响全球大宗商品价格出现断崖式下跌, 二季度由于极度宽松的流动性再逐步上行, 到今年上半年为止走出一轮轰轰烈烈的牛市。我们认为, 去年上半年商品价格相当于经历了一轮极限的压力测试, 有色上市公司的经营业绩都受到了极大的影响; 而今年上半年, 以铜为代表品种的有色金属价格都涨至远超疫情爆发前的价位, 在商品牛市过程当中, 企业产销两旺, 一方面能赚取价格上涨带来的利润的增厚, 另一方面还能享受到低成本原料库存带来的收益; 2) 全球流动性宽松带动终端需求快速回暖, 甚至超过疫情前水平, 企业产销两旺。

表 1: 有色板块核心商品价格变化汇总

商品	单位	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	20H1	21H1	H1 同比
COMEX 黄金	美元/盎司	1587.61	1725.82	1917.37	1875.53	1793.37	1817.02	1657.30	1805.39	8.94%
SHFE 黄金	元/克	357.50	385.39	416.77	394.58	377.57	379.04	371.56	378.32	1.82%
COMEX 白银	美元/盎司	16.80	16.71	24.56	24.63	26.22	26.78	16.75	26.50	58.18%
SHFE 白银	元/千克	4090.69	4000.73	5540.65	5169.48	5434.76	5539.15	4045.32	5487.84	35.66%
LME 铜	美元/吨	5647.73	5380.08	6518.78	7278.35	8506.84	9689.55	5512.76	9108.22	65.22%
SHFE 铜	万元/吨	4.51	4.38	5.13	5.45	6.28	7.07	4.44	6.68	50.36%
LME 铝	美元/吨	1710.75	1530.56	1742.91	1949.00	2107.33	2411.54	1619.88	2262.01	39.64%
SHFE 铝	万元/吨	1.33	1.28	1.44	1.55	1.62	1.86	1.30	1.74	33.70%
LME 锌	美元/吨	2118.59	1974.53	2356.72	2682.20	2762.57	2931.62	2045.94	2848.53	39.23%
SHFE 锌	万元/吨	1.68	1.63	1.90	2.06	2.10	2.21	1.65	2.16	30.55%
LME 铅	美元/吨	1829.34	1695.47	1893.62	1930.98	2023.35	2136.48	1761.83	2080.87	18.11%
SHFE 铅	万元/吨	1.44	1.41	1.54	1.47	1.51	1.53	1.42	1.52	7.00%
LME 锡	美元/吨	16239.66	15627.68	17663.64	18891.33	23709.83	29043.58	15931.05	26421.91	65.85%
SHFE 锡	万元/吨	13.18	13.14	14.34	14.80	17.02	19.58	13.16	18.32	39.26%
LME 镍	美元/吨	12795.95	12316.95	14298.64	16174.67	17510.69	17366.00	12554.40	17437.12	38.89%
SHFE 镍	万元/吨	10.30	10.04	11.29	12.12	13.03	12.88	10.17	12.95	27.38%
锂辉石 Li2O 6%min	中国到岸价 美元/吨	488.42	440.81	395.23	393.44	449.08	637.02	463.61	550.40	18.72%
国产电池级碳酸锂	万元/吨	4.89	4.36	3.99	4.42	7.50	8.86	4.61	8.23	78.42%
国产工业级碳酸锂	万元/吨	3.93	3.66	3.42	3.94	7.08	8.16	3.79	7.66	102.13%
国产电池级氢氧化锂	万元/吨	5.44	5.27	4.82	4.63	6.04	8.42	5.35	7.32	36.87%
金属钴 99.8%	万元/吨	26.89	24.50	26.94	26.63	33.98	33.18	25.64	33.55	30.83%
氧化镓	万元/吨	27.79	27.13	32.11	37.17	50.52	51.40	27.45	50.97	85.68%
氧化铊	万元/吨	387.57	414.27	480.03	576.35	909.33	735.03	401.38	820.75	104.48%
氧化镉	万元/吨	179.11	186.30	181.29	180.44	255.22	257.24	182.83	256.25	40.16%

资料来源: 亚洲金属网、百川资讯、WIND、国信证券经济研究所整理

分板块来看, 电解铝板块业绩表现最为突出, 中国铝业上半年实现归母净利润 30.75 亿元, 同比增长 85 倍; 云铝股份实现归母净利润 19.98 亿元, 同比增长 7.2 倍; 神火股份实现归母净利润 14.63 亿元, 同比增长 5.9 倍; 天山铝业实现归母净利润 19.82 亿元, 同比增长 2 倍; 中国宏桥实现归母净利润 81.43 亿元, 同比增长 1.9 倍。

锂矿板块业绩表现也非常亮眼, 龙头企业赣锋锂业上半年实现归母净利润 14.17 亿元, 同比增长约 8 倍; 天齐锂业实现归母净利润 0.86 亿元, 扭亏为盈; 盐湖

股份实现归母净利润 21.14 亿元，同比增长约 53%。自去年四季度以来，锂行业重回上行周期，碳酸锂和氢氧化锂价格均实现跨越式上涨。亚洲金属网数据显示国产电池级碳酸锂 2020Q1/Q2/Q3/Q4/2021Q1/Q2 均价分别为 4.89/4.36/3.99/4.42/7.50/8.86 万元/吨，今年上半年均价 8.23 万元/吨，同比+78.42%；国产电池级氢氧化锂 2020Q1/Q2/Q3/Q4/2021Q1/Q2 均价分别为 5.44/5.27/4.82/4.63/6.04/8.42 万元/吨，今年上半年均价 7.32 万元/吨，同比+36.87%。

表 2: 锂相关标的今年上半年净利润同比实现大幅增长

证券代码	证券简称	2020 年上半年归母净利润 (亿元)	2021 年上半年归母净利润 (亿元)	同比增速
002176.SZ	江特电机	0.03	1.81	6445.13%
002460.SZ	赣锋锂业	1.56	14.17	805.27%
600499.SH	科达制造	0.81	4.09	406.41%
002192.SZ	融捷股份	0.03	0.13	374.91%
002497.SZ	雅化集团	1.32	3.30	151.00%
002738.SZ	中矿资源	0.75	1.73	130.82%
002756.SZ	永兴材料	1.63	3.03	85.32%
000792.SZ	盐湖股份	13.82	21.14	52.97%
000155.SZ	川能动力	1.89	2.25	19.04%
002466.SZ	天齐锂业	-6.97	0.86	扭亏为盈
000762.SZ	西藏矿业	-0.32	0.43	扭亏为盈
002240.SZ	盛新锂能	-1.67	2.91	扭亏为盈
000408.SZ	藏格控股	-1.42	4.45	扭亏为盈

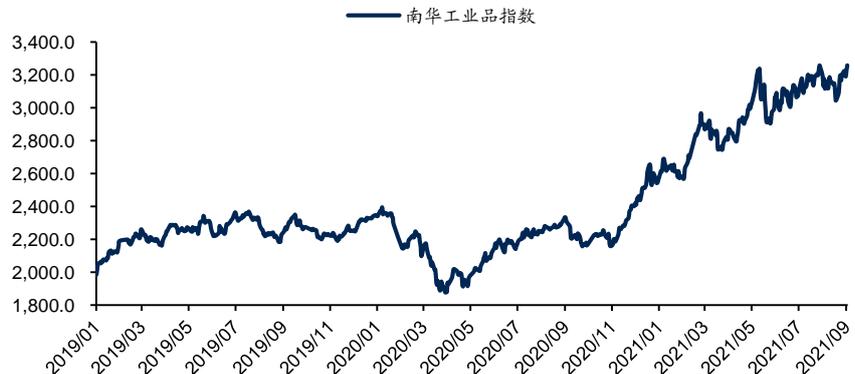
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

稀土板块业绩表现同比也实现跨越式增长，北方稀土上半年实现归母净利润 20.36 亿元，同比增长 5.2 倍；盛和资源实现归母净利润 5.43 亿元，同比增长约 12 倍；广晟有色实现归母净利润 0.82 亿元，同比增长约 2.6 倍；厦门钨业实现归母净利润 6.87 亿元，同比增长约 2 倍；五矿稀土实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 6.47%。

有色板块龙头企业方面，紫金矿业上半年实现归母净利润 66.49 亿元，利润已超出去年全年利润水平，超出市场预期；洛阳钼业上半年实现归母净利润 24.09 亿元，同比增长约 1.4 倍；华友钴业上半年实现归母净利润 14.68 亿元，同比增长超过 3 倍；合盛硅业上半年实现归母净利润 23.72 亿元，同比增长 4.3 倍。

今年上半年有色行业复苏景气，国内外下游需求强劲带动有色商品消费旺盛，同时叠加供给刚性，以及全球流动性极度宽松，今年上半年商品均价同比去年上半年均录得较大幅度增长，其中以铜铝为代表的大宗商品价格，以锂钴镍为代表的能源金属价格，以及以氧化镨钕、氧化铽、氧化镱为代表的稀土金属价格，表现都非常强势。根据有色板块最近的股价表现来看，也是兑现了中报利润的高增长。

图 1: 南华工业品指数

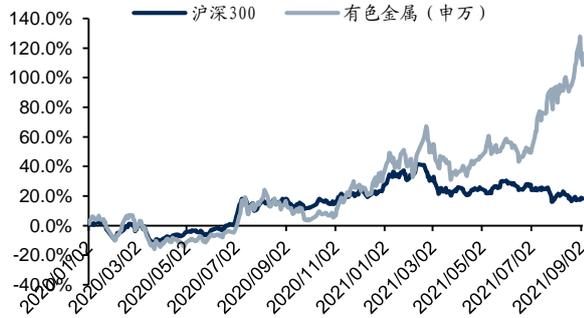


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 市场回顾：有色指数继续高歌猛进

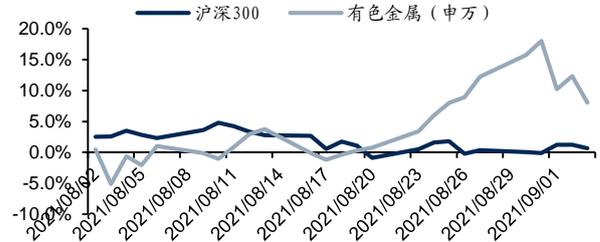
2021年8月至今（9月3日）有色板块整体涨幅8.07%，同期沪深300指数涨0.66%，大幅跑赢沪深300指数7.40个百分点。根据申万一级行业划分，有色板块8月至今涨幅在28个行业中排名第5位，总体延续此前强势的表现。

图2：有色板块2020年年初至今涨跌幅（9月5日）



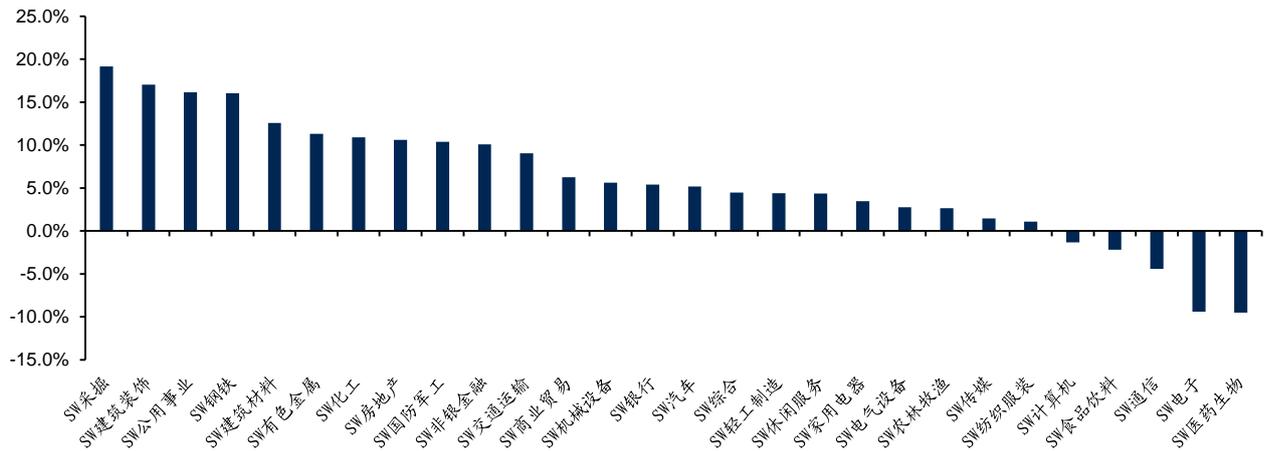
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图3：有色板块2021年8月涨跌幅（9月5日）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图4：申万一级行业2021年8月涨跌幅排名（总市值加权平均，9月5日）



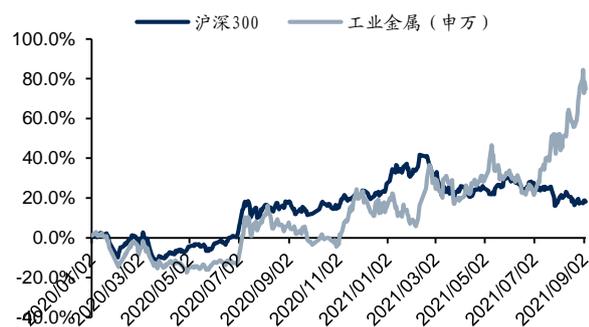
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 有色全面牛市，新能源金属继续保持强劲表现

8月中旬前后公布的国内7月份经济数据下行略超预期，尤其是房地产单月新开工和施工面积同比下滑明显，引发市场对工业金属在内的大宗商品需求前景担忧，工业金属价格出现回调。8月末，全球央行年会上，美联储主席鲍威尔讲话被市场解读偏“鸽”派，对大宗商品价格冲击较小。小金属方面，锂板块继续爆发，碳酸锂价格快速涨至12万元/吨上方，股价整体表现强势，虽进入9月后出现明显回落，但不改后市上涨趋势；稀土板块逻辑也逐步向新能源金属转变，稀土价格高位盘整；而其他小金属价格上行也带动相关标的股价有不错表现，市场逐步挖掘其他小金属在新能源领域的应用。

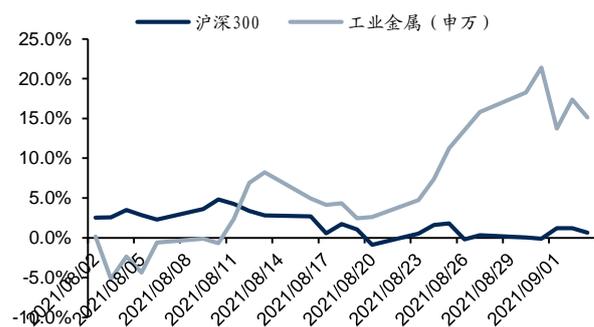
后市全球市场将继续交易“流动性宽松+通胀预期提升”，其中铜作为金融属性最强的工业金属品种，对其他金属品种有重要的指导意义；而铝作为最受益于“碳达峰”“碳中和”政策影响的品种，铝价上行空间进一步打开。新能源金属方面，全球电动化浪潮势不可挡，国内外电动车产销量持续超预期，锂行业新周期启动，重点关注有上游优质锂资源布局的企业。稀土磁材板块，多个终端需求领域爆发有望拉动对高端稀土磁材需求，供需格局持续改善。综上，维持有色行业“超配”评级。

图 5: 工业金属 2020 年初至今涨跌幅 (9 月 5 日)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 工业金属 8 月涨跌幅 (9 月 5 日)



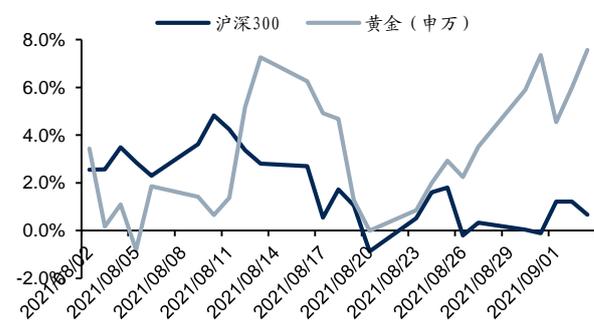
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 黄金 2020 年初至今涨跌幅 (9 月 5 日)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: 黄金 8 月涨跌幅 (9 月 5 日)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 9: 稀有金属 2020 年初至今涨跌幅 (9 月 5 日)



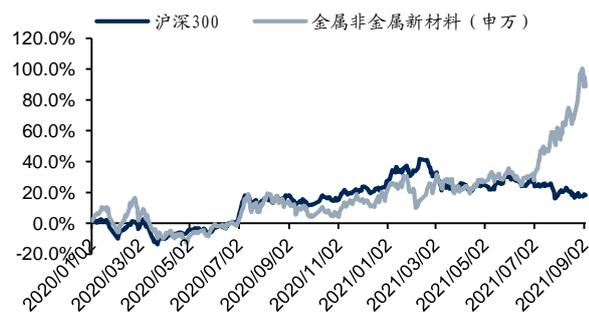
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 10: 稀有金属 8 月涨跌幅 (9 月 5 日)



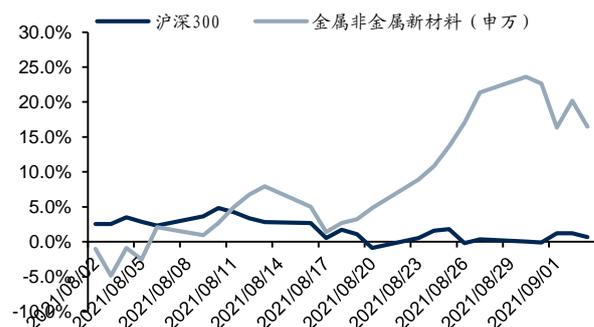
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 11: 金属非金属新材料 20 年初至今涨跌幅(9月 5 日)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 12: 金属非金属新材料 8 月涨跌幅 (9 月 5 日)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 工业金属：淡季去库存，价格坚挺

### 铜：精废价差收窄，淡季去库存

8 月份以来，工业金属价格走势分化，铜、锌、镍维持高位震荡态势，铝呈现持续上涨趋势。8 月中旬前后公布的国内 7 月份经济数据下行略超预期，尤其是房地产单月新开工和施工面积同比下滑明显，引发市场对工业金属在内的大宗商品需求前景担忧，工业金属价格出现一波回调。8 月末，全球央行年会上，美联储主席鲍威尔讲话被市场解读偏“鸽”派，对大宗商品价格冲击较小。

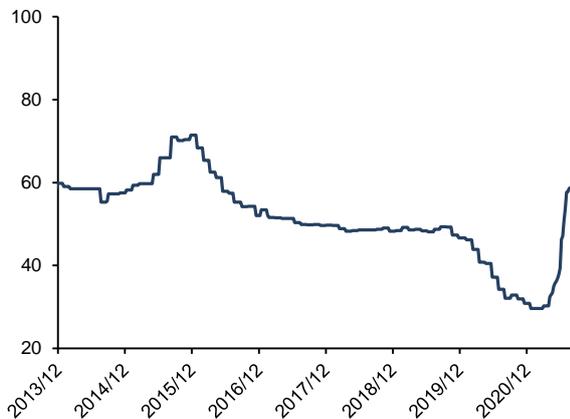
图 13: 基本金属价格反弹 (元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

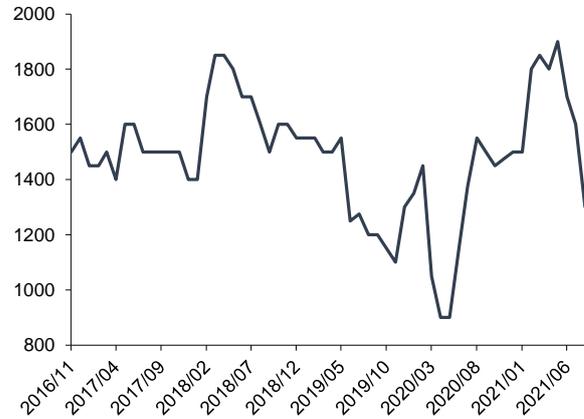
从行业层面看，铜精矿供应紧张态势较之前持续缓解，根据 SMM 数据，8 月下旬铜精矿现货加工费报 59.08 美元/吨，较 7 月下旬上涨 1.4 美元/吨，反弹态势放缓。8 月粗铜月度加工费跌至 1300 元/吨，比 7 月下滑 300 元/吨。受废铜供应持续紧张的影响，国内精铜-废铜价差持续收窄，甚至出现倒挂，导致废铜制杆价格优势丧失，精铜杆的需求增加，精铜杆企业周度开工率明显提升。7 月份我国进口铜精矿 188.74 万吨，同比增长 5.15%；1-7 月份累计进口铜精矿 1338.5 万吨，累计同比增长 5.94%，精矿进口保持稳定增长趋势。

图 14: 铜精矿现货加工费 (美元/吨)



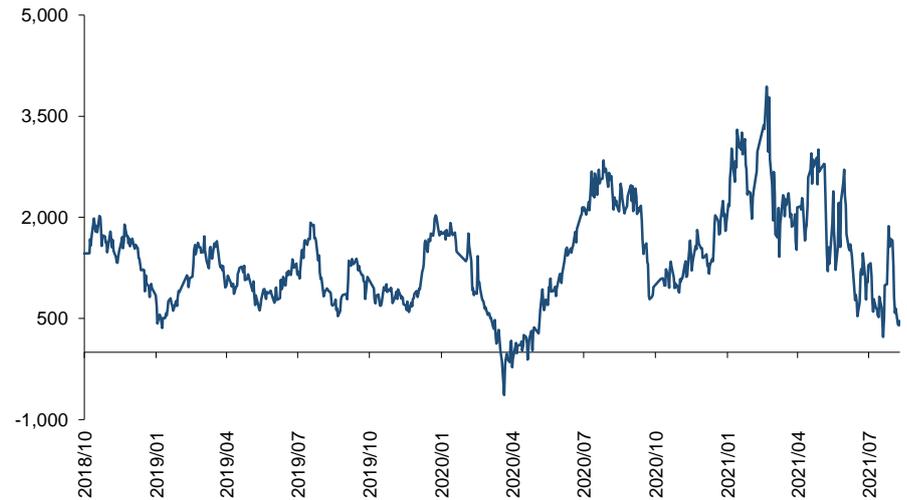
资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

图 15: 中国粗铜加工费 (元/吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

图 16: 电解铜-1#光亮铜价差 (元/吨)

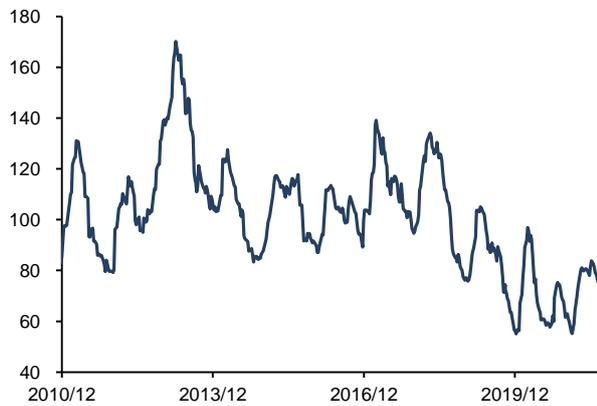


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**全球铜显性库存下降。**截至 8 月下旬,全球三大交易所+中国保税区铜库存共计 72.8 万吨,比 7 月末下降 5.7 万吨。分地区来看,上期所库存减少 1.2 万吨,国外库存增加 1.9 万吨,保税库存比上月减少 6.5 万吨。8 月份铜价持续震荡,下游加速补库,国内库存下降明显,另外废铜供应再度紧张,精废价差显著收窄,一定程度上利好铜消费。

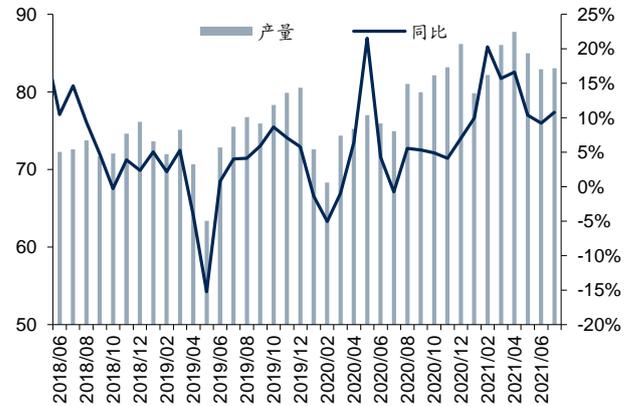
**国内铜产量保持稳定增长。**SMM 统计的 7 月份国内电解铜产量 83.05 万吨,环比上升 0.1%,同比增长 10.8%,2021 年 1-7 月国内电解铜产量 586.8 万吨,同比增速 13.2%。7 月份国内冶炼厂进入集中检修期尾声,在铜精矿加工费上涨以及硫酸价格大涨的情况下,冶炼厂具备生产积极性。

图 17: 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

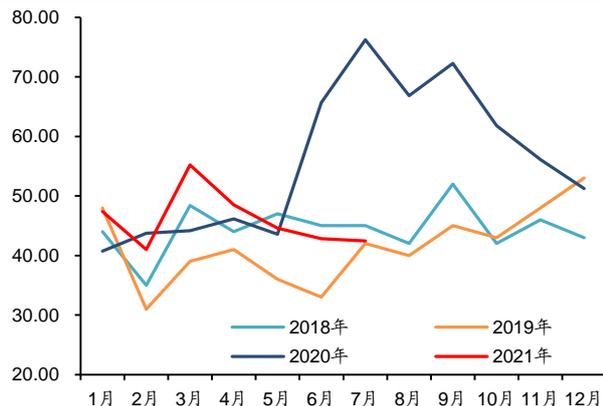
图 18: 中国铜金属产量 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

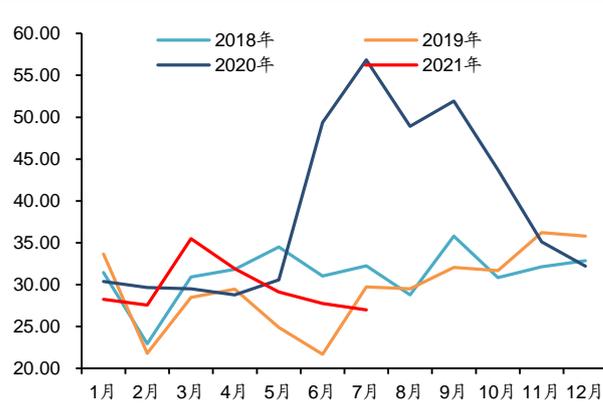
**进口铜及铜材下滑,**7 月份未锻铜及铜材进口 42.43 万吨,同比下滑 44.34%,环比基本持平,1-7 月份未锻铜及铜材累计进口 321.97 万吨,同比下降 10.63%。7 月份进口精炼铜 27.01 万吨,同比下降 52.5%,1-7 月份精炼铜累计进口 207.07 万吨,同比下降 18.83%。

图 19: 未锻铜及铜材进口量 (万吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

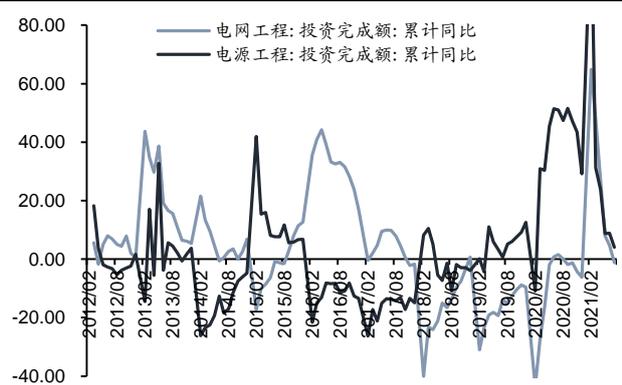
图 20: 中国精炼铜进口 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

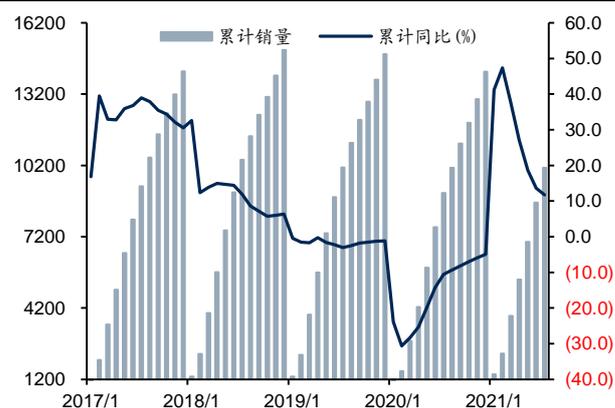
各消费领域增速平稳。1-7 月电网投资 2029 亿元, 同比下降 1.2%; 电源投资完成额 2227 亿元, 同比增长 4.1%。空调领域, 根据产业在线数据, 1-7 月份家用空调销量 10104 万台, 同比增长 11.7%。房地产方面, 1-7 月份, 房屋新开工面积累计同比下降 0.9%, 房屋竣工面积累计同比 25.7%; 7 月单月数据房屋新开工面积同比下降-21.5%, 房屋竣工面积同比增加 25.7%。汽车领域, 1-7 月份国内汽车产量 1444 万辆, 同比增长 17.2%。

图 21: 中国电网建设投资完成额累计同比



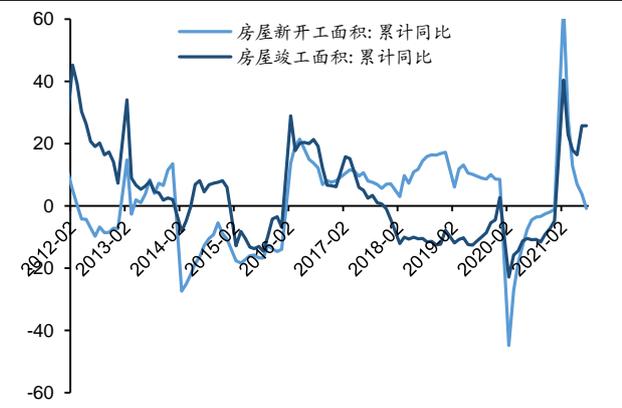
资料来源: 国家电网、国信证券经济研究所整理

图 22: 家用空调销量 (万台)



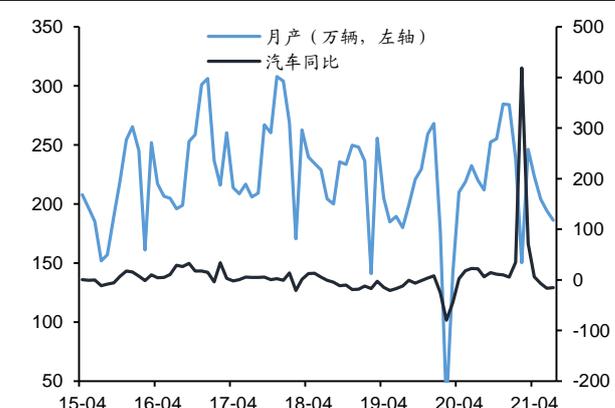
资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

图 23: 房屋开工与竣工面积增速 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 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

综上，自 6 月中旬以来，铜价高位震荡偏弱，国内下游积极补库赶订单，国内精铜库存显著下滑，废铜供应也出现紧张；同时由于内外比价回落，精铜进口量在未来几个月将延续同比下滑趋势，国内精铜当前供需偏紧，库存也不断下降，8 月份现货升水较高。抛储方面，今年第三批抛储数量在 8 月下旬公布，其中铜抛储 3 万吨，相比锌和铝，抛储铜的数量更为谨慎，对铜的现货冲击也最小。宏观层面美联储主席在全球央行会议表态偏鸽派，流动性维持宽松，但国内经济数据尤其是地产数据有下行压力。我们认为铜价维持高位震荡的概率偏大。

**表 3: 全球铜供需平衡表 (千吨)**

	2020 年	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021 年	2022 年
供应	23,852	5,930	5,983	6,036	6,062	24,011	25,042
供应增速		1.97%	1.89%	1.10%	-2.13%	0.67%	4.30%
需求	23,439	5,258	6,051	6,389	6,374	24,073	24,816
需求增速		3.67%	2.20%	2.90%	2.20%	2.71%	3.09%
供需平衡	413	671	-67	-353	-313	-62	226

资料来源: Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

### 铝: 铝价冲击新高, 氧化铝价格快速拉涨

从去年下半年以来，随着铝价不断上涨，电解铝冶炼利润增加至历史高位，根据往年规律，必然刺激电解铝合规产能快速扩张，去年市场普遍预期今年电解铝产量会同比大幅增长。然而今年 2 月份内蒙古自治区因完成能耗“双控”目标压力大，对辖区内电解铝企业运行产能进行压减；今年 5-6 月份云南地区干旱，枯水期长于往年，南方电网通知压低云南电解铝厂用电负荷 30% 以上，据相关机构统计实际减产在 70-90 万吨之间，随着 6 月来水增加，铝企原本计划逐步复产，但近期企业再次收到限电通知，复产和新投产计划继续推迟，且没有明确时间表。因此今年云南新增产能大概率远低于预期。进入 8 月份用电高峰，多地发布限电限产预警，引发市场对于高耗能行业如电解铝的减产预期，且随着各地政策频繁出台，刺激铝价持续上涨，突破前高，涨至 2006 年以来的最高点。

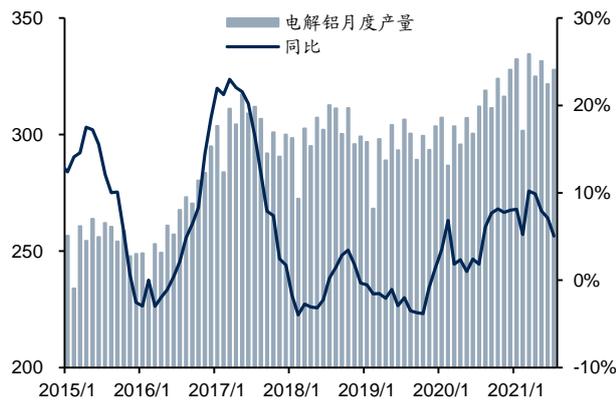
**表 4: 8 月份限电限产政策小结**

时间	地区	限产限电要求
8 月中旬		发改委发布上半年各地能耗双控目标完成情况晴雨表，电解铝集中地青海、宁夏、广西、新疆、云南均为红色一级预警。
8 月 20 日	青海	黄河上游来水偏低，火力发电机组出力不足，部分青海省电解铝企业收到国网西宁的限电预警通知
8 月下旬	新疆	昌吉州发布《关于严管严控电解铝产能产量工作的提醒函》，严禁电解铝超产
8 月 30 日	广西	加强能耗双控工作，9 月份氧化铝减产 50%，电解铝减产 20%，预计氧化铝产量减少 42.5 万吨，电解铝产量减少 4.2 万吨。

资料来源: 上海钢联、国信证券经济研究所整理

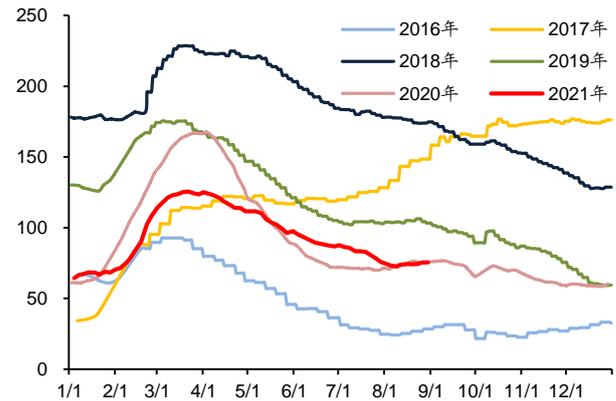
限产已经对电解铝产量造成影响，7 月份国内电解铝产量 327.9 万吨，同比增长 5.1%，日均产量 10.6 万吨，环比下降 0.15 万吨；2021 年 1-7 月国内电解铝产量 2274.7 万吨，同比增长 7.65%。

图 25: 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

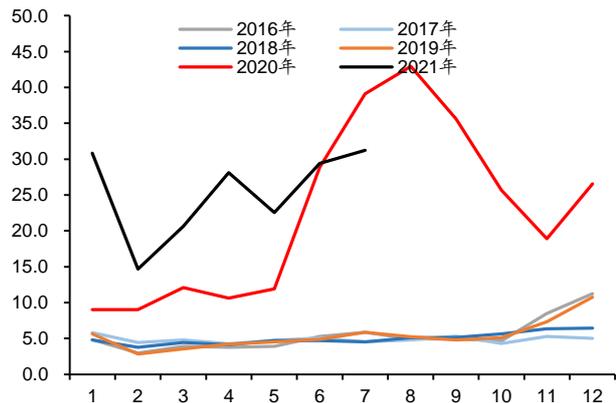
图 26: 中国电解铝社会库存(万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

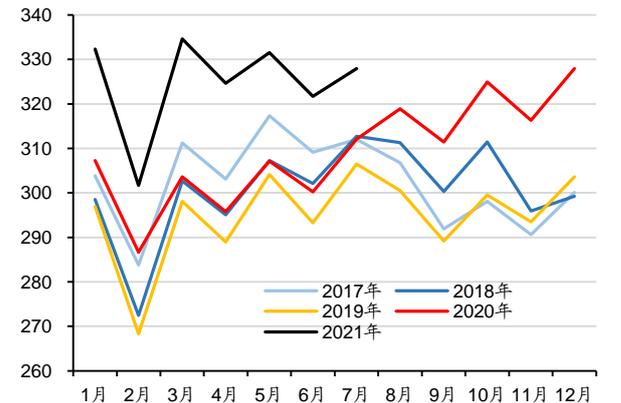
**铝锭库存淡季没有累库。**截至 8 月 30 日，国内电解铝社会库存 75.3 万吨，降至历年同期中等偏低水平。根据海关数据，2021 年 7 月份进口未锻铝及铝材 29.4 万吨，高于市场预期，今年前 7 个月共进口未锻造的铝及铝材 177.4 万吨，比去年同期增长 47.1%，增量主要来自铝锭和铝合金。国内电解铝产量增长，叠加进口量也处于历史高位，且去库存顺畅，即使剔除运输不畅造成的库存下降，也显示出较强的消费韧性。

图 27: 未锻铝及铝材月度进口量(万吨)



资料来源: 海关总署、国信证券经济研究所整理

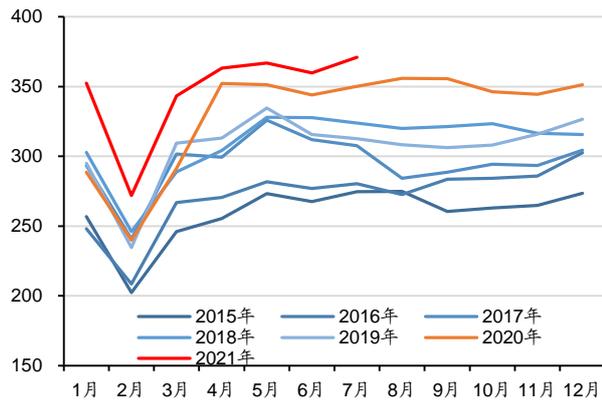
图 28: 中国电解铝月度产量(万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

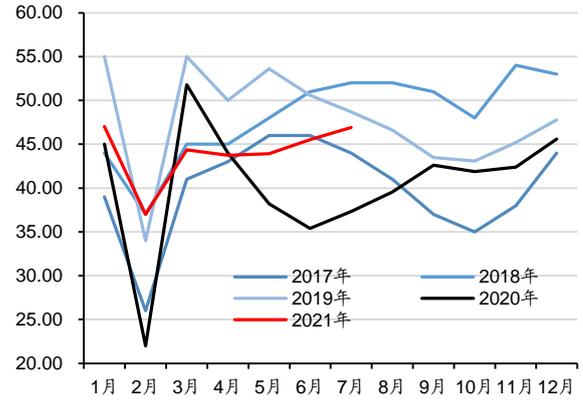
从需求端来看，今年以来国内电解铝表观消费量维持在历史同期最高位，其中 1-3 月由于低基数原因，同比增幅较大，4 月份由于去年同期高基数，表观消费增速回落。出口方面，7 月份我国出口未锻铝及铝材 46.9 万吨，同比增长 25.6%，主要受内外比值下降影响。去年下半年国内铝材出口较少，我们判断随着国外经济持续复苏，出口将成为今年下半年消费主要增长点，不仅限于铝材，还包括各类终端铝制品。内需方面，由于去年下半年内需偏强，且自去年 11 月以来国内社融增速见顶，货币政策回归正常化，今年经济增长目标较为中性，今年铝内需难以在去年高基数基础上有大幅增长。

图 29: 国内电解铝表观消费量(万吨)



资料来源: 国信证券经济研究所整理

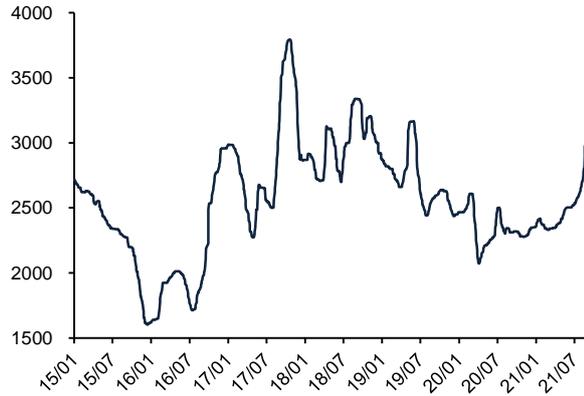
图 30: 未锻铝及铝材出口量(万吨)



资料来源: 海关总署、国信证券经济研究所整理

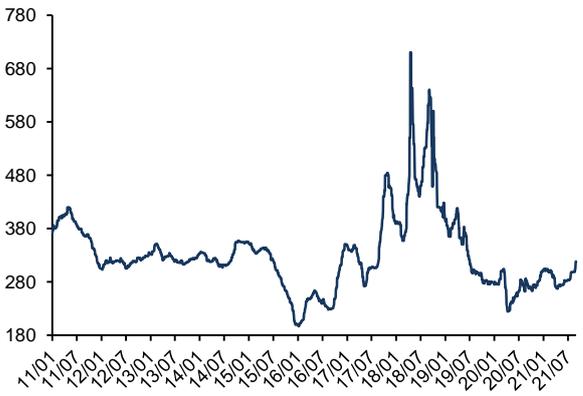
**氧化铝价格加速上涨。**进入8月份之后,氧化铝价格加速上涨,截至9月1日,山西氧化铝三网均价涨至2975元/吨,比8月初上涨387元/吨,澳洲氧化铝离岸价318美元/吨,比8月初上涨20美元/吨。氧化铝价格上涨既有成本上涨的原因,也有国外氧化铝厂生产事故和海运费上涨的因素。西澳大利亚氧化铝到中国主要港口的海运费过去长期维持在20美元/吨以下,目前已经上涨到65美元/吨,港口氧化铝报价已经在3000元左右,中国作为氧化铝净进口国,国内氧化铝现货报价随之升高。

图 31: 山西氧化铝三网均价(元/吨)



资料来源: 国信证券经济研究所整理

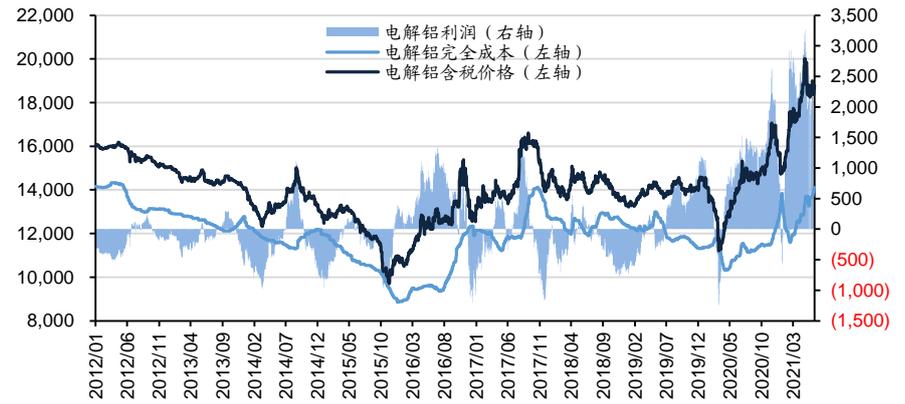
图 32: 西澳氧化铝离岸价(美元/吨)



资料来源: 海关总署、国信证券经济研究所整理

综上,我们认为近期电解铝供应端扰动以及氧化铝涨价值得关注,云南、广西、内蒙古等电解铝主产地限电不但使新增产能大幅低于预期,减产的产能复产也出现延后,6月国内电解铝产量已经环比下滑;实行新国标导致废铝进口减量较大,9月份汽车产销旺季来临后废铝供应会更加紧张。消费端我们继续看好铝材出口对消费的拉动作用。电解铝平衡表维持紧平衡到小幅短缺状态,由于当前库存处于历年同期偏低水平,到9月旺季来临后库存有望进一步降低,我们对铝价走势持乐观态度。短期风险在于当前政策严控大宗商品涨价,月度抛储数量的灵活调整将成为抑制价格过快上涨的手段之一,但铝价稳中偏强的运行趋势不会改变。

图 33: 电解铝冶炼利润维持在历史最高水平 (单位: 元/吨)

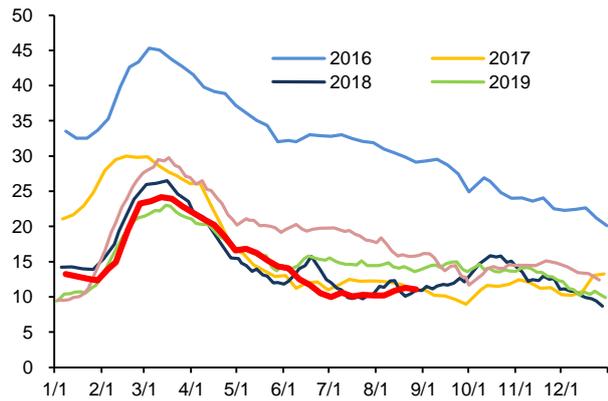


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

锌: 抛储对锌影响较大

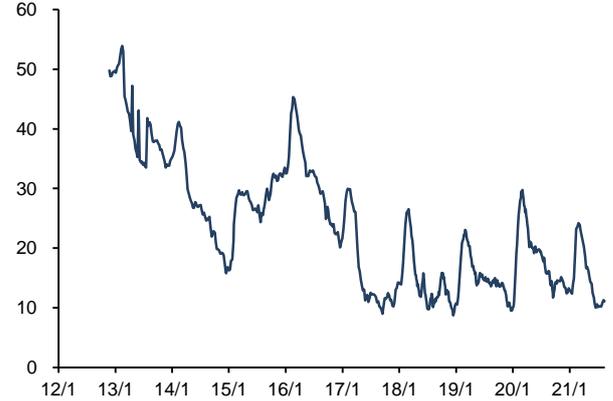
今年3月份以来, 锌是基本金属当中去库最顺畅的品种, 截至8月下旬, 上海、广东、天津三地锌锭库存 11.08 万吨, 在历年同期属于最低的库存水平。

图 34: 锌主要消费地库存季节图 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

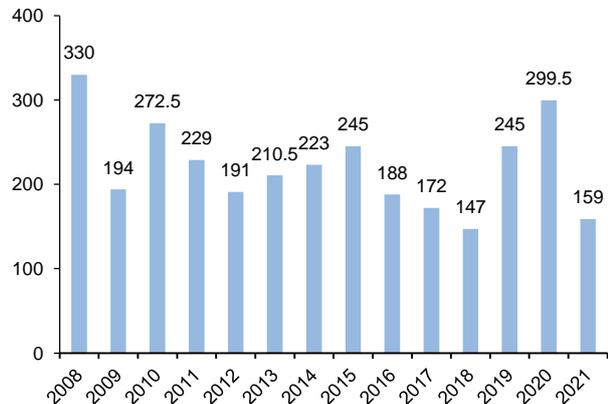
图 35: 锌锭三地库存 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

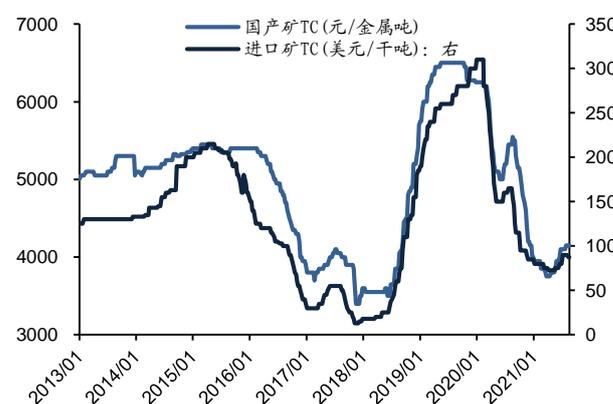
锌精矿供应仍然偏紧。4月初泰克资源与高丽亚铅签订锌精矿年度长单 TC 为 159 美元/吨, 比 2020 年下降 140.5 美元/吨, 表明对今年锌精矿供应预期仍然偏紧。截至 8 月末国产锌精矿现货加工费 4150 元/吨, 仍处于历史偏低水平, 说明精矿供应边际宽松但仍然紧张。

图 36: 锌精矿长单加工费 (美元/吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

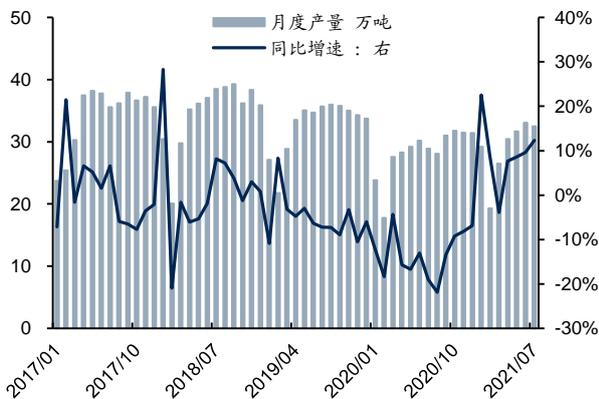
图 37: 锌精矿现货加工费 (美元/吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

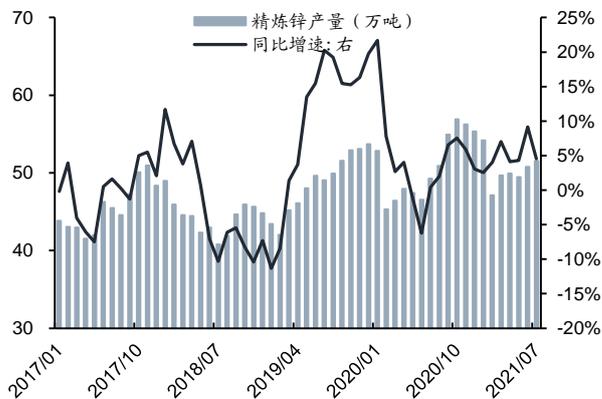
**锌金属产量稳定增长。**据 SMM 数据，1-7 月份国内锌精矿产量 201.3 万吨，1-7 月份国内锌锭产量 352.7 万吨，同比增加 5.05%，1-7 月份共进口锌锭 30.2 万吨，比去年同期增长 13.1%。

图 38: 中国锌精矿月产量及增速



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

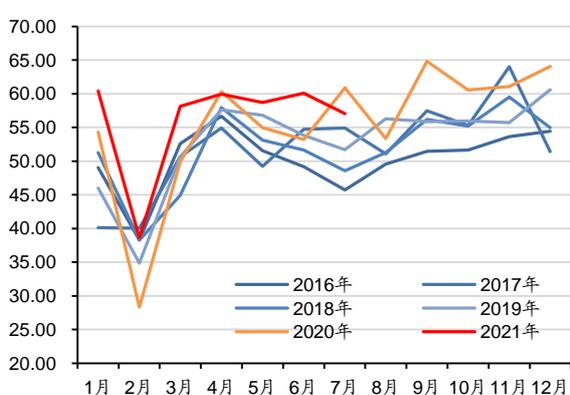
图 39: 中国精炼锌月产量及增速



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

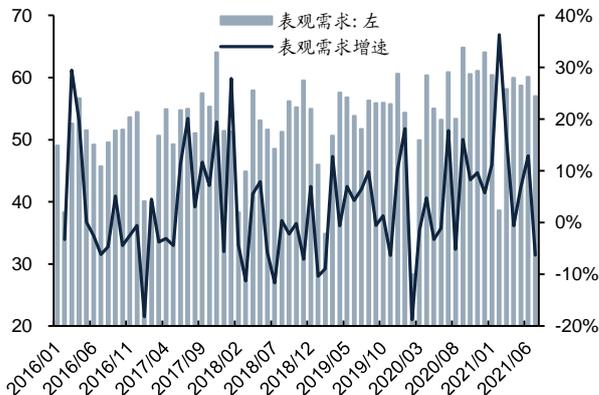
根据产量数据、进出口数据和库存变动倒推表观消费，可以看出今年 1-6 月份国内锌表观消费量绝对值创下新高，同比增长 11.6%，比 2019 年同期增长 12.1%，虽然市场对于锌有远期过剩预期，但目前锌消费整体表现较为稳健，去库也最为顺畅。当前压制锌价的重要因素是抛储，并且抛储对锌的影响最大：根据国储局公告，第三批抛储金属量为 7 万吨铝、5 万吨锌和 3 万吨铜。无论从金属产量/抛储量比值，以及金属库存/抛储量比值，锌受影响最大。当前国内锌社会库存 11 万吨左右，单月抛储量高达 5 万吨，可以有效弥补供需缺口。

图 40: 中国锌消费季节图 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

图 41: 中国锌月度消费 (万吨)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

机构给出的锌平衡表多数呈过剩态势，主要基于未来精矿过剩的预期。但是锌并非大幅过剩，过剩幅度在 1% 左右，供应端的扰动或者需求端超预期都有可能导导致平衡从过剩转向短缺。并且长周期来看国内外锌库存水平并不高。由于市场普遍认为锌精矿远期过剩，且在消费端缺乏亮点，在铜价和铝价均创下 10 年新高的情况下，锌价未能向上突破。我们认为在流动性宽松以及海外经济复苏背景下，尤其是市场对基建普遍抱有一定预期的情况下，锌价在一定程度上是被低估的，我们对锌价持乐观态度。

表 5: 全球锌供需平衡表 (千吨)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
精矿产量	12487	13167	13590	13726
增速	-3.1%	5.4%	3.2%	1.0%

锌精矿供需平衡	-427	235	366	309
锌金属产量	13731	13938	14303	14557
增速	2.5%	1.5%	2.6%	1.8%
锌金属消费	13228	13755	14073	14344
增速	-4.6%	4.0%	2.3%	1.9%
供需平衡	503	183	230	213

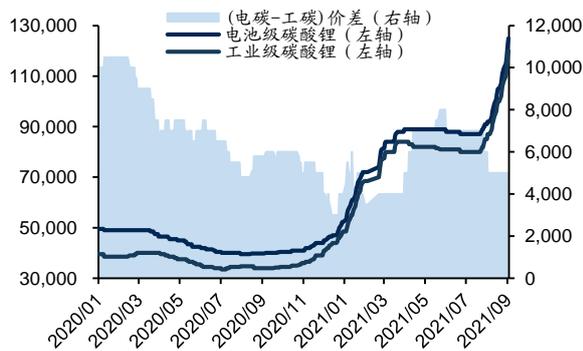
资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所预测

## 锂：锂价上涨超预期，重视国内锂资源开发

### 8月碳酸锂价格加速上涨，最新报价已超过12万元/吨

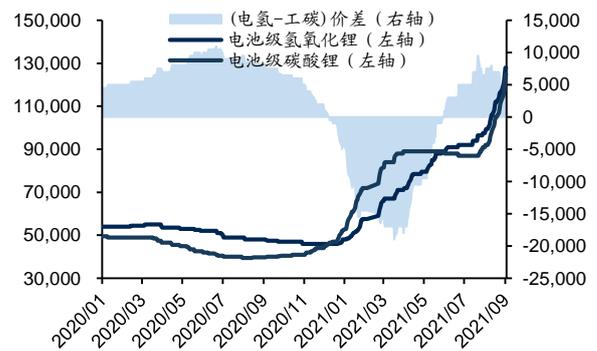
国产电池级碳酸锂价格在横盘3个月左右时间之后，7月底重新启动，8月加速上涨，最新报价已经达到12.5万元/吨（亚洲金属网报价）；国产电池级氢氧化锂价格保持持续上升态势，最新报价12.8万元/吨；中国进口锂辉石现货价格上涨至940美金/吨，相比3月末550美金/吨上涨390美金/吨。锂行业景气度持续提升，价格涨幅持续超出市场预期。另外，7月5日无锡电子盘新上碳酸锂远期合约，截至9月3日碳酸锂2110收录159元/千克，价格远高于现货报价，远期合约上市相信会对未来碳酸锂定价和产业发展起到重要作用。

图 42：碳酸锂价格（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 43：氢氧化锂价格（含税价，元/吨）



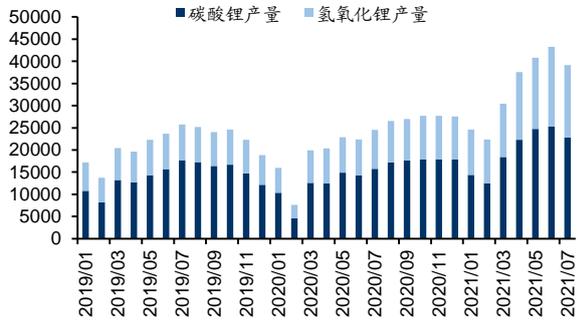
资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

**供给端**，①青海盐湖提锂产量快速回暖。青海地区因为气候寒冷，冬季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7-9月单月产量在5000吨左右，产量减少了3成左右；2021年1-7月的单月产量分别为2437/2926/4093/4696/5648/6354/6636吨，Q2产量逐步恢复；②此前南方地区受到限电的影响，部分企业的产量略有下滑，比如江西地区1-2月碳酸锂产量4963/3823吨，产量不增反减，但是3-7月的单月产量分别为7830/9719/10337/10207/10227吨，单月产量创历史新高。综上，进入二季度之后，国内碳酸锂供给环比一季度有较大幅度的提升，这也是今年二季度碳酸锂价格出现横盘调整的主要原因。**需求端**，国内新能源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等等新车型推出，动力电池企业订单火爆。锂行业整体出现供需两旺的格局。

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太大的波动空间，氢氧化锂逐步缩小与碳酸锂的价差，事实证明也符合我们的判断；Q3-Q4本身是传统消费旺季，从下游正极材料企业排产来看，国内正极材料二季度产量环比一季度大概有15%-20%的增长，进入下半年随着新增三元正极材料和磷酸铁锂产能投产，环比增速可能会提升至20-30%，相比之下供给端增量非常有限，碳酸锂

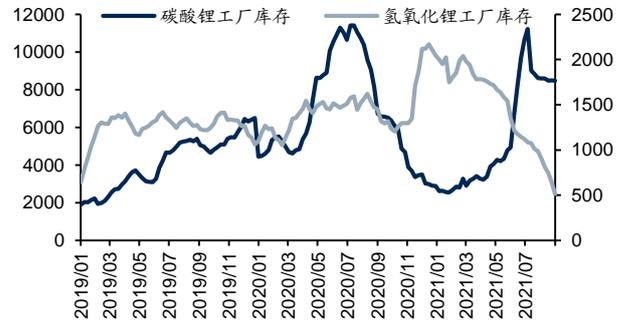
在二季度供需紧平衡基础上，进入下半年可能又会出现明显的缺口。综上所述我们判断碳酸锂涨价确定性是非常强的，目前已涨至 12 万元/吨上方，仍有进一步涨价的空间，而氢氧化锂价格会高于碳酸锂 1-2 万元左右。

图 44: 国内碳酸锂和氢氧化锂产量 (月度值, 吨)



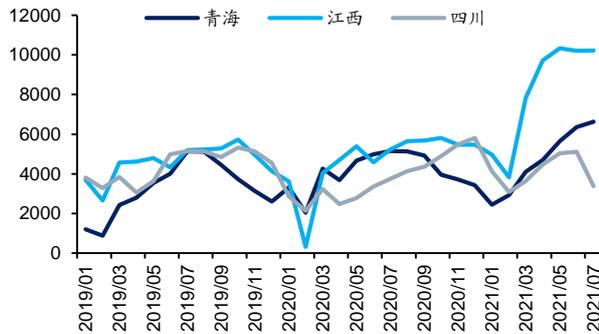
资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

图 45: 国内碳酸锂和氢氧化锂库存 (周度值, 吨)



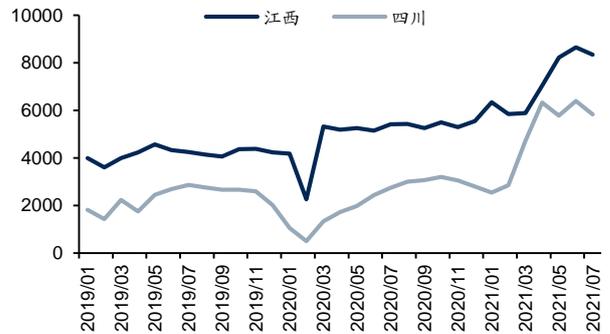
资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

图 46: 国内核心区域碳酸锂产量 (月度值, 吨)



资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

图 47: 国内核心区域氢氧化锂产量变化 (月度值, 吨)

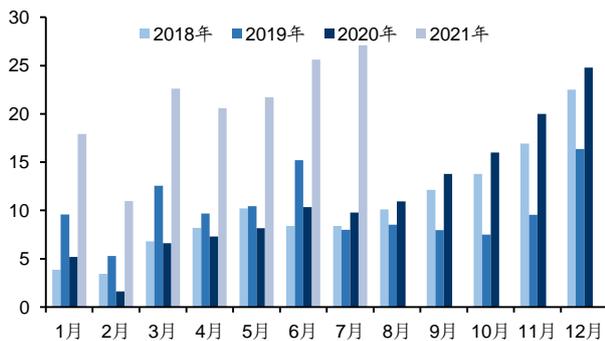


资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

### 全球汽车电动化仍是未来锂消费核心驱动力

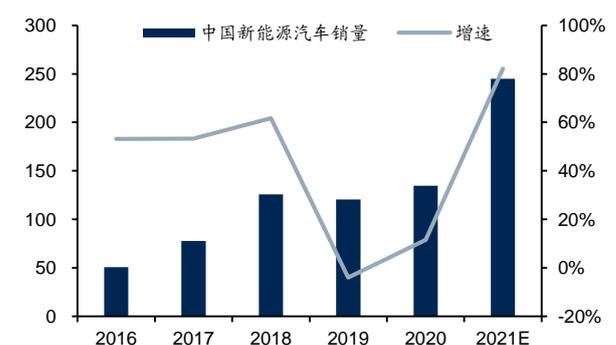
2021 年上半年中国新能源汽车需求持续超预期。1-6 月新能源汽车销量分别为 17.92/10.96/22.60/20.60/21.70/25.60 万辆，合计约 120 万辆，同比增长约 2 倍。新能源汽车渗透率也由今年年初的 5.4% 提高至今年上半年的 9.4%，其中 6 月的渗透率已超过 12%。市场需求仍将保持向好态势。7 月国内新能源汽车产销量分别达到 28.4 和 27.1 万辆，双双创造历史新高。基于此我们大幅上调全年销量预期，预计 2021 年中国新能源车销量有望达到 270 万辆，同比实现翻倍增长。

图 48: 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 49: 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

**特斯拉产销量数据持续超市场预期。**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%。公司全年产销量规模分别是 50.97 和 49.96 万辆，符合年初制定目标。公司 2021Q1 汽车产量为 18.03 万辆，销量 18.48 万辆，小幅刷新去年四季度的交付记录，显著好于市场预期；公司 2021Q2 汽车产量为 20.6 万辆，同比/环比分别+150.9%/+14.5%；销量 20.1 万辆，同比/环比分别+121.4%/+8.9%。另外彭博一致预期显示，2021 年公司汽车销量将为 86 万辆。特斯拉作为现象级电动车产品，电池和电控技术持续领先全行业，能够引发“鲶鱼效应”。

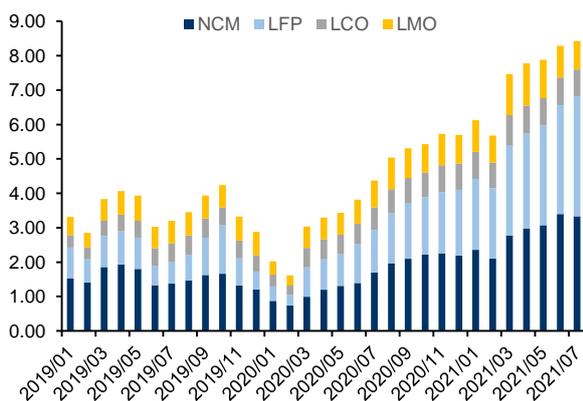
表 6: 特斯拉产销量数据 (辆)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
Model S/X production	14163	14517	16318	17933	15390	6326	16992	16097	—	2340
Model 3/Y production	62975	72531	79837	86958	87282	75946	128044	163660	180338	204081
<b>Total production</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>	<b>180338</b>	<b>206421</b>
Model S/X deliveries	12091	17722	17483	19475	12230	10614	15275	18920	2020	1890
Model 3/Y deliveries	50928	77634	79703	92620	76266	80277	124318	161650	182780	199360
<b>Total deliveries</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>	<b>184800</b>	<b>201250</b>

资料来源: Tesla、国信证券经济研究所整理

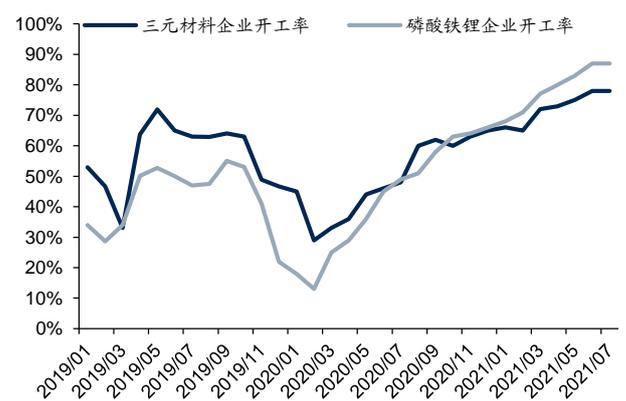
**国内新能源车和电动自行车需求强劲带动正极材料企业开工率提升。**鑫椏锂电数据显示 5 月国内四大正极材料合计产量 7.88 万吨，同比+116%，环比+1.3%，其中三元材料产量 3.07 万吨，磷酸铁锂产量 2.90 万吨；6 月国内四大正极材料合计产量 8.30 万吨，同比+103.7%，环比+5.3%，其中三元材料产量 3.40 万吨，磷酸铁锂产量 3.16 万吨；7 月国内四大正极材料合计产量 8.42 万吨，同比+88.4%，环比+1.6%，其中三元材料产量 3.33 万吨，磷酸铁锂产量 3.49 万吨。另外值得注意的是，随着头部企业新增产能的投入，7 月国内高镍材料总产量达到 13820 吨，同比+268.5%，环比基本持平，市占率已经达到 41.6%，超越此前主流 5 系材料的 41.0%，其中 8 系三元材料市占率 39.1%。国内三元材料和磷酸铁锂企业开工率持续提升至高水平。

图 50: 中国正极材料生产量 (万吨)



资料来源: 鑫椏锂电、国信证券经济研究所整理

图 51: 中国正极材料企业开工率



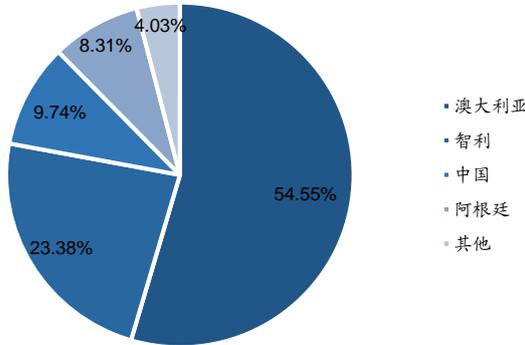
资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

### 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

今年一季度国内碳酸锂价格快速上涨, 但是原料锂精矿价格并没有明显跟涨, 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。进入二季度锂精矿价格快速启动, 三季度供应紧张问题进一步加剧, 目前中国进口

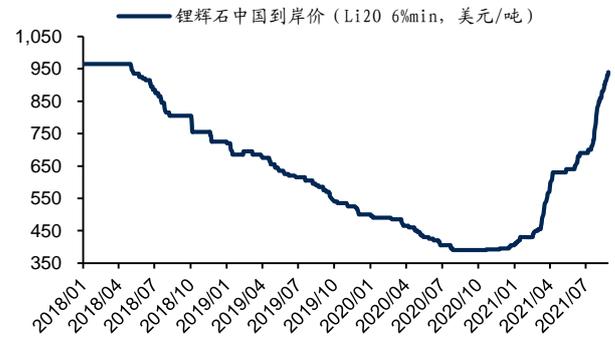
锂辉石矿价已涨至 940 美金/吨的价位。另外，Pilbara 新上线的电子交易平台 BXM7 月 29 日首单交易，5.5% 锂精矿 FOB1250 美金/吨成交，再次引爆市场对矿价上涨的关注。从中长期的角度来看，我们认为澳洲锂精矿价格上涨的确定性是非常强的，“抢矿大战”会持续存在，之后有望从成本角度继续支撑国内锂盐价格上涨，锂行业景气度会持续提升。

图 52: 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

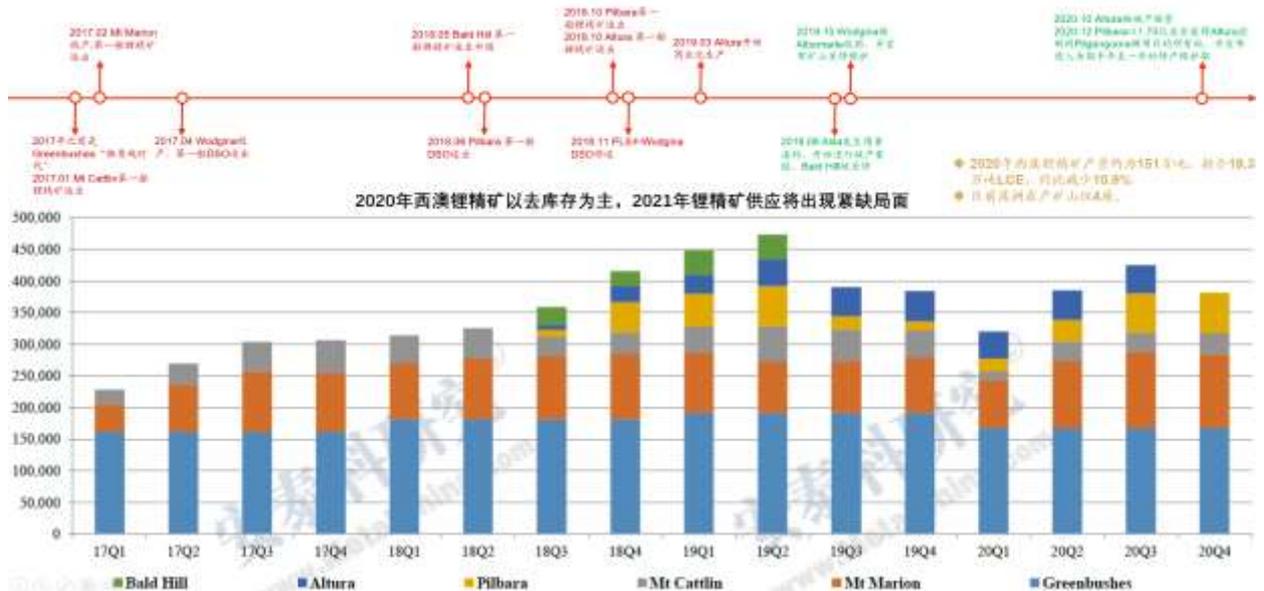
图 53: 锂精矿价格 (美元/吨)



资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

西澳锂矿产能实现出清, 加剧目前矿石供应的紧张程度。中国锂辉石到岸价自 2018 年上半年开始从最高点 965 美金/吨到去年三季度已跌破 400 美金/吨, 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 关停维护; 2020 年 10 月 Altura 被破产接管。澳洲锂辉石矿山产能实现出清, 原计划投入的新增产能也无限延期, 加剧了现在锂辉石矿供应紧张的程度。虽然我们认为下半年西澳现有停产的矿山是有可能复产的, 但是对于今年产量的贡献会相对有限。另外在锂行业新周期启动的时候, 全球矿山资本开支的不足, 也会导致未来 3-5 年全球锂矿供应会一直维持偏紧的格局, 我们认为锂行业有望迎来 3 年以上的景气周期。

图 54: 西澳锂矿实现产能出清



资料来源: 安泰科、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的原材料供应, 约占全球矿石锂产量的 85%, 整体约占全球锂资源供应总量

50%。七个主力矿山锂精矿产能合计 343.5 万吨，折合约 43 万吨 LCE。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。综合上来看，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 7: 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	全部销售给大股东天齐锂业和 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	45	全部销售给赣锋锂业
PLS-Pilgangoora	股权较为分散，截止至 2021Q1，CATL 持有 7.16% 股权，赣锋锂业持有 6.33% 股权	33	赣锋锂业 16+容汇通用 12+天宜锂业 8.5+长城汽车 2
Wodgina	Pilbara 100%	22	停产维护，原有的包销协议在矿山复产之后要重新谈判
Altura-Pilgangoora	Albemarle 60%，Mineral Resources (MRL) 40%	75	停产维护
Bald Hills	Alita 全资控股，Galaxy Resources 持有公司 12.22% 股权，是公司第一大股东	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

图 55: 西澳及海外主要锂精矿的包销情况



资料来源：各公司公告、安泰科、国信证券经济研究所整理

### 重视国内锂资源的开发

中国锂资源储量丰富，卤水和硬岩型两者都有，主要分布在青海、西藏、新疆、四川、江西和湖南等省区。西藏和青海为盐湖卤水型，新疆、四川、江西和湖南为花岗伟晶岩或者花岗岩矿物型，其中四川甘孜州和阿坝州锂辉石资源储量丰富，江西宜春地区是锂云母的主要生产基地。

青海地区，5月16日，建设世界级盐湖产业基地行动方案编制领导小组第一次会议在西宁召开，审议讨论《建设世界级盐湖产业基地行动方案(初稿)》。为深

入贯彻落实习近平总书记参加青海代表团审议时的重要讲话精神，特别是“加快建设世界级盐湖产业基地”的重大要求，青海省委、省政府高度重视顶层设计工作。据了解，建设世界级盐湖产业基地行动方案编制领导小组于5月20日在北京召开《行动方案》国内专家论证会，听取国内盐湖领域知名院士和专家学者对《行动方案(初稿)》评价和修改完善的具体意见，确保行动方案更具科学性、前瞻性和可操作性。另外在7月9日，亿纬锂能宣布布局锂矿，公司及控股股东分别收购大柴旦大华化工5%/29%股权，大华化工拥有大柴旦盐湖的采矿权；同时公司拟与金昆仑成立合资公司，建设年产3万吨碳酸锂/氢氧化锂项目，第一期产能1万吨，下游企业布局锂资源表明保障供应链安全稳定的重要性日益突出。

**江西地区**，5月22日，国轩高科宜春锂电新能源项目开工动员会在宜春经济技术开发区举行。国轩高科宜春锂电新能源项目总投资115亿元，分两期建设，主要从事矿山资源开发、碳酸锂提取、锂电池研发与制造、储能系统开发等，打造动力电池的全产业链体系，达产后预计可实现年产值200亿元。7月30日，江西省政府与宁德时代在南昌签署战略合作框架协议，根据协议，双方按照优势互补、互惠互利、共同发展的原则，建立长效合作机制，开展多渠道、宽领域、深层次合作，培育经济发展新动能，打造未来竞争新优势，实现合作共赢。签约仪式上，宜春市人民政府也与宁德时代签署了战略合作框架协议。根据战略合作框架协议，宁德时代将在宜春经济技术开发区和相关县市区建设新型锂电池生产制造基地及相应碳酸锂等上游材料生产基地，带动上下游产业链企业落户宜春。

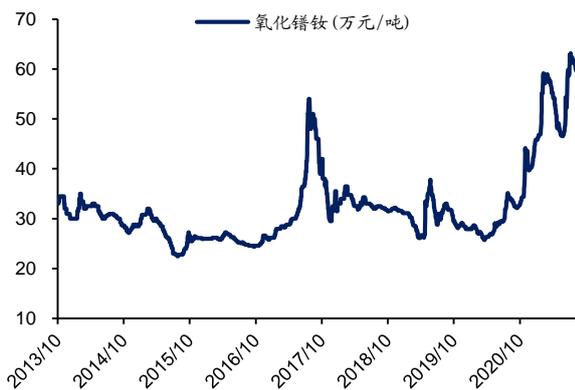
综上所述，我们判断本轮主要是由需求主导驱动的碳酸锂行情，磷酸铁锂需求火爆快速拉动碳酸锂价格上涨；目前开始叠加澳洲锂辉石矿山产能出清，原材料锂辉石价格启动，从成本端推动氢氧化锂价格上涨，同时由于高镍化发展趋势加速，氢氧化锂出现供不应求的情况，氢氧化锂价格后来居上反超碳酸锂。3-8月份锂矿板块整体股价表现非常强势，但我们认为之后行情会出现分化，拥有上游锂资源的标的表现会更加突出。

而从中长期的角度来看，锂行业新周期已经启动，但企业大规模资本开支还未到来，未来很长一段时间内都会出现原料短缺的情况，行业景气度持续提升，利好国内核心锂盐加工企业，尤其是拥有上游锂资源布局的企业。建议配置：赣锋锂业、永兴材料、盛新锂能和中矿资源；建议关注：天齐锂业、天华超净、科达制造、雅化集团、融捷股份、川能动力、江特电机和西藏矿业。

## 稀土：价格维持高位震荡，逻辑向新能源金属转变

今年稀土价格节节攀升。据百川资讯数据显示，3月5日氧化镨钕价格最高达到59.15万元/吨，价格已超过2017年稀土行业“打黑”时期的最高水平；3月4日重稀土氧化铽价格最高达到997.5万元/吨，4月1日重稀土氧化镱价格最高达到309万元/吨，两者皆创造新高。而进入4月份下游企业资金周转压力较大，需求减弱，稀土价格出现调整；但到了6月末稀土价格又开始反弹上涨，进入7月涨幅加大，涨势较快，8月又维持震荡调整，价格有所下行，8月氧化镨钕均价61.83万元/吨，环比7月上涨5.93万元/吨，氧化铽均价839.64万元/吨，环比7月上涨121.01万元/吨，氧化镱均价266.38万元/吨，环比7月上涨14.43万元/吨。截至9月3日氧化镨钕报价59.65万元/吨，较年初涨47.83%；氧化镱报价256万元/吨，较年初涨30.61%；氧化铽报价782.5万元，较年初涨8.30%。

图 56: 氧化镨钕价格



资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

图 57: 重稀土价格



资料来源: 百川资讯、国信证券经济研究所整理

行业动态方面, 2月19日工信部下达2021年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标, 稀土开采和冶炼分离指标分别为8.4万吨和8.1万吨, 同比分别增长27.27%和27.56%。今年稀土指标同比大幅增长, 主要是为了满足下游旺盛的需求状态, 缓解当前主要稀土产品供不应求的紧张局面。另外, 3月1日工信部部长肖亚庆表示, 目前稀土没有卖出“稀”的价格, 卖出了“土”的价格, 是恶性竞争导致的。同时稀土企业确实有不少环保问题。在技术上, 低水平的重复非常多, 高水平稀土产品还比较少, 不利于技术创新和科技进步。6月11日国务院在立法工作计划中将《稀土管理条例》列入2021年拟制定、修订的行政法规; 7月8日工信部副部长在工业和信息化系统产业政策与法规工作视频会议中表示将尽快推动《稀土管理条例》出台, 《稀土管理条例》将有望成为稀土产业良性健康发展的基石。

表 8: 稀土矿指标

序号	单位	2020年第一批稀土矿指标			2021年第一批稀土矿指标		
		岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)	总计	岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)	总计
1	五矿稀土集团有限公司	0	1005	1005	0	1206	1206
2	中国稀有稀土有限公司	7175	1250	8425	8730	1500	10230
3	中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	35375	0	35375	44130	0	44130
4	中国南方稀土集团有限公司	13875	4250	18125	19650	5100	24750
5	广东省稀土产业集团有限公司	0	1350	1350	0	1620	1620
6	厦门钨业股份有限公司	0	1720	1720	0	2064	2064
	合计	56425	9575	66000	72510	11490	84000

资料来源: 工信部、国信证券经济研究所整理

表 9: 稀土冶炼分离指标

序号	单位	2020年第一批冶炼分离指标		2021年第一批冶炼分离指标	
		(折稀土氧化物, 吨)		(折稀土氧化物, 吨)	
1	五矿稀土集团有限公司	2829		3395	
2	中国稀有稀土有限公司	10940		14327	
3	中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	30492		38270	
4	中国南方稀土集团有限公司	11956		16267	
5	广东省稀土产业集团有限公司	5302		6363	
6	厦门钨业股份有限公司	1981		2378	
	合计	63500		81000	

资料来源: 工信部、国信证券经济研究所整理

我们认为, 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，一是空调新能耗标准的实施，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。

#### **风电领域：永磁直驱电机渗透率逐步提高**

风力发电是国内目前新能源及节能环保行业对高性能钕铁硼磁钢需求量最大的领域。风力发电机分为永磁直驱式、半直驱式和双馈异步式，其中永磁直驱式和半直驱式使用高性能钕铁硼磁钢，国内生产永磁直驱式风力发电机的厂商较为集中，主要是金风科技。百川数据显示，每千瓦装机容量对应的钕铁硼用量约为 0.67kg。2019 年全球风电机组的新增装机容量为 60.4GW，其中直驱电机渗透率约 35%，据此计算 2019 年全球风电领域消耗钕铁硼约 1.46 万吨，折合毛坯约为 1.60 万吨；2020 年全球风电机组的新增装机容量为 93GW，同比约增长 54%。预计未来全球风电机组新增装机容量整体有望保持 5% 以上的增速，同时永磁直驱电机渗透率也会逐年提升，将持续带动风电领域对于高端钕铁硼永磁材料的消耗。

#### **汽车领域：新能源汽车是未来消费的核心增长点**

稀土钕铁硼永磁材料在汽车领域的应用主要包括新能源驱动电机以及传统汽车零部件微特电机。百川数据显示，传统汽车每台 EPS 系统消耗 0.15kg 钕铁硼磁体，折合毛坯 0.25kg，按照 2019 年全球汽车产量 9178 万辆和 EPS 系统 50% 渗透率计算，全球 EPS 系统毛坯钕铁硼消费量至少在 1.15 万吨。中国市场 EPS 系统在汽车中渗透率目前为 40-45%，而欧美市场渗透率已到 80% 以上，日本更是达到了 90%，所以国内市场需求还有很大的空间。

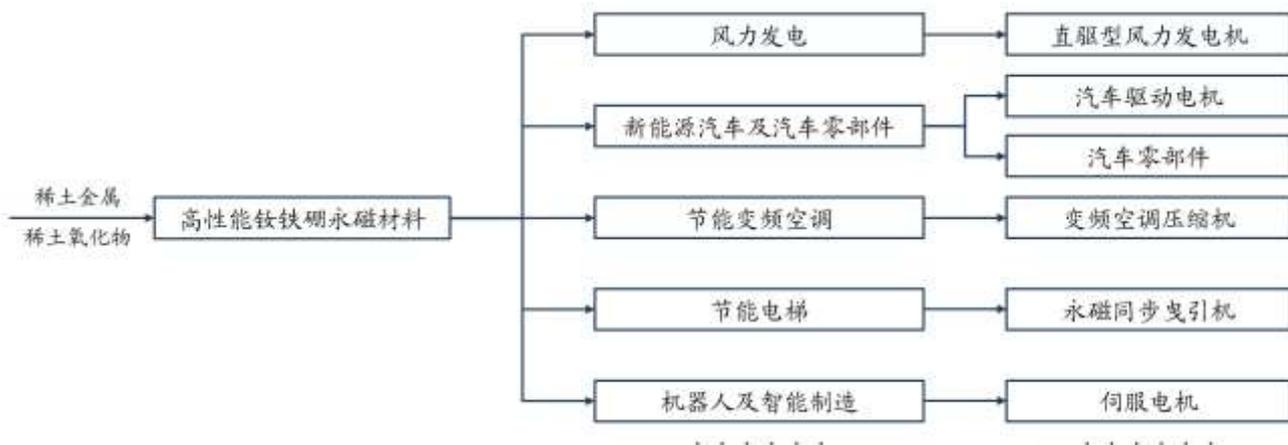
另外，新能源汽车每辆纯电动车消耗钕铁硼 5-10kg，每辆插电式混合动力汽车消耗 2-3kg，每辆混合动力汽车消耗 1-2kg。按照 2020 年全球新能源汽车产量约 300 万辆来测算，毛坯钕铁硼消费量至少在 1.5 万吨。全球汽车电动化发展趋势是非常明确的，根据多家锂电企业及咨询机构分析，预计 2025 年电动车年销量将突破 1600 万辆，2030 年将达到 3500 万辆，综上预计在 2025 年电动汽车毛坯钕铁硼的消费量将达到 8 万吨，在 2030 年将达到 17.5 万吨。

#### **变频空调：国家能效标准提升带来长期政策支持**

变频空调是在常规空调的结构上增加一个变频器。压缩机是空调的核心，其转速直接影响空调的使用效率，变频器就是用来控制和调整压缩机转速的控制系统，使之始终处于最佳的转速状态，从而提高能效比。

产业在线数据统计，2019 年国内家用空调产量是 1.53 亿台，其中变频空调的产量是 6940.5 万台，高端变频空调的渗透率预计为 40% 左右，每台高端变频空调平均需要使用高性能钕铁硼永磁材料约 0.28kg，综合算出来 2019 年国内变频空调毛坯钕铁硼的消费量在 7500 吨以上。2019 年 6 月 18 日国家发改委等七部委联合印发《绿色高效制冷行动方案》提出：“到 2022 年我国家用空调等制冷产品的市场能效水平提升 30% 以上，绿色高效制冷产品市场占有率提高 20%”，“鼓励企业大幅提高变频、温（湿）度精准控制等绿色高端产品供给的比例”，对变频空调带来长期政策支持。另外随着《房间空气调节器能效限定值及能效等级》于 2020 年 7 月 1 日正式实施，定频空调产品全面淘汰，高效能的变频空调成为市场主流，而高性能钕铁硼磁钢作为变频空调压缩机核心材料，未来需求将大幅增长。

图 58: 高性能钕铁硼永磁材料产业链



资料来源: 金力永磁公司公告、国信证券经济研究所整理

中国的稀土产业总体形成三大基地和南北两大生产体系的格局。三大基地包括: 1) 以包头混合型稀土为原料的北方稀土生产基地; 2) 以江西为代表的南方七省的离子型稀土矿为原料的中重稀土生产基地; 3) 以四川冕宁氟碳铈矿为原料的氟碳铈矿生产基地。两大体系是以轻稀土为主的北方工艺体系, 及以中重稀土为主的南方工艺体系。另外, 中国稀土行业目前已经形成六大稀土集团主导的发展格局。

全球稀土市场之所以形成中国主导的格局主要是两方面因素: 1) 中国的轻稀土生产拥有绝对的成本优势。国内轻稀土资源主要是分布在内蒙古包头的白云鄂博矿区, 稀土总储量 REO 为 3500 万吨, 储量超过全国 80%。白云鄂博稀土矿与铁共生, 企业利用提炼出铁之后的尾矿库资源提炼稀土精矿, 再进一步冶炼制得稀土氧化物。独特的资源优势赋予了我国轻稀土生产绝对的成本优势; 2) 富含中重稀土金属的离子型稀土矿是中国等少数国家独有的资源, 在国内主要分布在江西、福建等南方七省, 这类资源矿床埋藏深度浅、开采难度小。

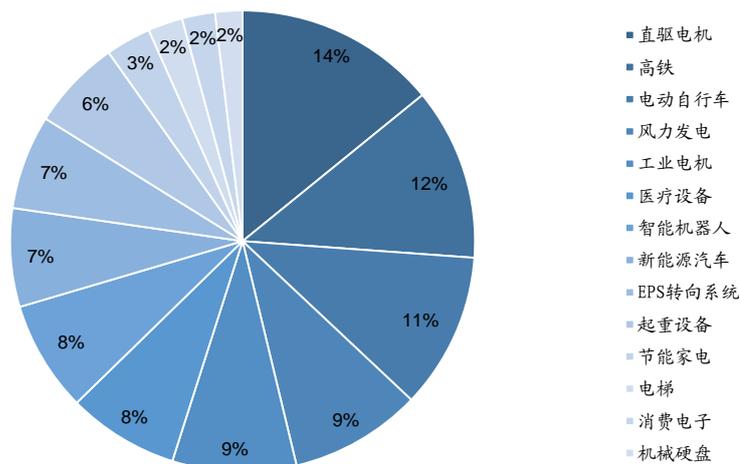
图 59: 中国六大稀土集团主要整合区域



资料来源: 中国稀土行业协会、国信证券经济研究所整理

综上, 稀土在供给端受到产能指标的限制, 在需求端又有新能源汽车、变频空调和风电等需求领域持续拉动对高端稀土磁材的需求, 供需结构有望持续优化, 上下游有望形成良性、健康的发展。建议关注在高端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、金力永磁等。

图 60: 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

## 推荐标的

推荐组合: 赣锋锂业、永兴材料、北方稀土、金力永磁、神火股份、怡球资源、盛屯矿业、金诚信

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 9月3日	EPS			PE			PB
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A
601899	紫金矿业	买入	11.07	0.25	0.54	0.73	44.3	20.5	15.2	5.5
002460	赣锋锂业	买入	180.33	0.79	2.00	3.24	228.3	90.2	55.7	23.9
600111	北方稀土	买入	51.43	0.23	1.31	1.71	223.3	39.3	30.1	17.9
603993	洛阳钼业	买入	7.11	0.11	0.24	0.30	64.6	29.6	23.7	3.9
1378.HK	中国宏桥	买入	9.16	1.22	2.17	2.51	7.5	4.2	3.6	1.1
002240	盛新锂能	买入	62.80	0.04	0.83	1.38	1570.0	75.7	45.5	14.6
000807	云铝股份	买入	16.16	0.29	1.64	1.90	55.7	9.9	8.5	4.3
002532	天山铝业	买入	10.67	0.51	1.06	1.17	20.9	10.1	9.1	2.6
002756	永兴材料	买入	103.35	0.72	1.83	3.12	143.5	56.5	33.1	10.2
601168	西部矿业	买入	16.47	0.38	1.31	1.36	43.3	12.6	12.1	3.6
600711	盛屯矿业	买入	11.50	0.03	0.56	0.66	451.0	20.5	17.4	2.9
000933	神火股份	买入	13.65	0.19	1.68	2.06	71.8	8.1	6.6	4.4
600497	驰宏锌锗	买入	5.90	0.09	0.29	0.34	63.7	20.3	17.4	2.1
000878	云南铜业	增持	16.01	0.22	0.53	0.62	71.7	30.2	25.8	3.3
300748	金力永磁	买入	37.64	0.59	0.69	1.05	63.8	54.6	35.8	10.7
600456	宝钛股份	买入	53.73	0.84	1.21	1.52	63.7	44.4	35.3	5.8
002738	中矿资源	买入	56.21	0.63	1.28	1.82	89.7	43.9	30.9	5.5
002171	楚江新材	买入	12.23	0.21	0.51	0.60	58.2	24.0	20.4	2.9
601388	怡球资源	买入	6.31	0.22	0.41	0.50	28.7	15.4	12.6	4.2
603979	金诚信	买入	22.48	0.63	0.88	1.39	35.7	25.5	16.2	2.9
603612	索通发展	买入	25.80	0.59	1.32	1.52	43.7	19.5	17.0	3.1
002996	顺博合金	买入	18.17	0.49	0.76	0.95	37.1	23.9	19.1	4.2

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。

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