

2020 年二季度策略：关注黄金及半导体靶材国产替代

上次评级：同步大势

报告摘要：

疫情影响下，全球经济增速持续放缓，有色工业品需求疲软。欧美经济增速持续放缓，主要经济体景气指标持续回落，而全球疫情蔓延也加速了这一趋势。国内当前应对疫情外紧内松，经济尚存韧性但全年下行压力较大，我们认为 2020 年全球对有色工业品的需求增量拉动难有亮点。今年二季度，在主要经济体疫情得到基本控制前提下，企业陆续复工复产将拉动工业金属总需求复苏，但难以对工业金属价格实现明显提振效果，大概率全年将维持底部震荡状态。

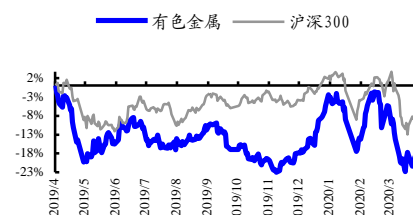
金价长周期向上，板块配置价值凸显。全球疫情蔓延加速了主要经济体出现阶段性衰退，叠加货币政策量化宽松、财政赤字增加、低利率环境，黄金作为美国经济实力相对变化的映射，价格存在长期上行动力。具体的对于黄金板块的研判和分析可以参见我们的三篇深度专题报告：《贵金属专题一：黄金价格与美元指数相关性分析》（2018-12-03）；《贵金属专题二：黄金价格的核心驱动力是什么？》（2018-12-17）；《贵金属专题三：美国加息周期是如何影响金价》（2018-12-24）。我们认为黄金板块的配置价值进一步凸显。

新材料：半导体靶材：进口替代空间达千亿级别。靶材是半导体、显示面板等的关键核心材料，2019 年全球靶材市场预计在 160 亿美元左右，国内总需求占比超 30%，但可自主生产的市场规模不足 2%，伴随高端制造业向国内转移趋势，国产替代空间明显，建议关注隆华科技。**永磁：需求触底反转，龙头率先突围。**在《永磁行业周期反转，订单驱动龙头突围》2019-05-07 报告中，我们认为新能源汽车驱动电机对永磁材料拉动效应和体量逐步凸显，同时考虑到全球竞争格局和我国的资源垄断优势，在周期反转过程中，龙头公司将率先突破，享受行业反转的超额红利，竞争优势进一步扩大。建议关注中科三环。

投资建议：全球疫情蔓延加速了主要经济体进入阶段性衰退阶段，工业品难有亮点，但在流动性宽松、财政赤字增加、低利率环境下黄金配置价值凸显。新材料建议把握两条主线：新能源车和半导体产业链中的核心原料。Q2 我们重点推荐关注黄金及半导体靶材板块。

风险提示：国内宏观经济增长乏力；新能源汽车政策变化带来产销不及预期风险；金属价格剧烈波动风险等

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-11.29%	-12.68%	-16.84%
相对收益	-3.05%	-2.62%	-10.88%

行业数据

成分股数量 (只)	119
总市值 (亿)	13953
流通市值 (亿)	11495
市盈率 (倍)	40.89
市净率 (倍)	1.92
成分股总营收 (亿)	16649
成分股总净利润 (亿)	281
成分股资产负债率 (%)	55.16

相关报告

- 《隆华科技 (300263)：业务转型，打造新材料隐形冠军孵化平台》 2020-03-30
- 《新疆众和 (600888)：高纯技术沉淀，突破 5N 级超纯铝靶基材料》 2020-03-31
- 《有色新材料 2020 年度策略：布局成长赛道，加码金属新材料》 2019-11-19
- 《中科三环 (000970)：永磁行业周期反转，订单驱动龙头突围》 2019-05-07

证券分析师：邱培宇

执业证书编号：S0550519060001
021-20361154 qiupyu@nesc.cn

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
中科三环	9.2	0.23	0.25	0.36	40	36	26	买入
隆华科技	7.7	0.15	0.20	0.26	52	39	29	买入
新疆众和	4.3	0.17	0.14	0.12	25	32	37	增持

每日免费获取报告

- 1.每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2.定期分享**华尔街日报**、**金融时报**、**经济学人**；
- 3.和群成员切磋交流，对接**优质合作资源**；
- 4.累计解锁**8万+**行业报告/案例，**7000+**工具/模板

申明：行业报告均为公开整理，权利归原作者所有，
小编整理自互联网，仅分发做内部学习。

手机用户建议先截屏本页，微信扫一扫

或搜索公众号“**有点报告**”

回复<进群>，加入每日报告分享微信群

限时领取【行业资料大礼包】，回复“2020”获取



(此页只为需要行业资料的朋友提供便利，如果影响您的阅读体验，请多多理解)

目 录

1. 疫情影响下全球经济增长持续放缓.....	5
1.1. 欧美经济增长持续放缓，中国逆周期调控加码.....	5
1.2. 工业金属需求疲弱，全年价格维持底部震荡.....	8
1.3. 全球工业金属供需缺口将延续，需求疲弱是价格承压的主要因素.....	9
2. 金属新材料：配置永磁、靶材	11
2.1. 半导体靶材：进口替代空间达千亿级别.....	11
2.2. 高纯金属：海外垄断下的半导体超高纯铝靶基材.....	14
2.3. 永磁：需求触底反转，龙头率先突围.....	16
2.4. 军工钛材：高端钛材市场扩容，龙头企业受益.....	19
3. 小金属：关注钴价反弹，碳酸锂仍需调整.....	20
3.1. 新能源金属：“钴”价格触底，“锂”仍需调整	20
3.2. 政策金属：利空因素出尽，钨金属静待需求复苏.....	22
4. 传统金属：2020 年 Q2 关注黄金，工业金属时机未到.....	23
4.1. 基本金属去库存周期，价格中枢抬升动力不足.....	23
4.2. 黄金：长周期向上，板块配置价值凸显.....	24
5. 2020 年 Q2 策略：关注黄金板块，把握钴锂及新材料机会	27
6. 重点公司推荐关注	28
6.1. 隆华科技：业务转型，打造新材料隐形冠军孵化平台.....	28
6.2. 新疆众和：高纯技术沉淀，突破 5N 级超高纯铝靶基材.....	29
6.3. 中科三环：永磁行业周期反转，订单驱动龙头突围.....	29
6.4. 江丰电子：国内最大半导体靶材制造商.....	30
6.5. 阿石创：深度布局光学光通讯、显示面板、节能玻璃等靶材.....	30
7. 风险提示	31

图表目录

图 1: 全球综合 PMI 从 1 月 52.2 跌至 3 月 39.4.....	6
图 2: 美国欧洲制造业 3 月 PMI 至 49.1.....	6
图 3: 全球疫情下的经济增长: 阶段性衰退.....	6
图 4: 中国 3 月份 PMI 录得 52.0, 企业复工复产.....	6
图 5: 工业增加值 2 月累计同比下降 15.7%.....	7
图 6: 固定资产投资 2 月累计同比下降 24.5%.....	7
图 7: 2 月 M2 同比增速 8.8%, 流动性合理充裕.....	7
图 8: 2 月社会融资增速维持 10.7%, 保持平稳.....	7
图 9: 全球矿企资本开支出现“防御性”企稳.....	8
图 10: 全球有色金属勘探投资 79.5 亿美元.....	8
图 11: 有色金属 1 月综合景气指数, 回升至 24.4.....	8
图 12: 有色冶炼及压延加工业 2 月负债率 64%.....	8
图 13: 国内十种有色金属产量累计同比增 4.7%.....	9
图 14: 工业企业成品存货 2 月累计同比 8.7%.....	9
图 15: 全球铜 12 月份累计缺口 9.4 万吨.....	9
图 16: 全球铝 12 月份累计供给过剩 68.5 万吨.....	9
图 17: 全球铅 12 月份累计缺口 32.9 万吨.....	10
图 18: 全球锌 12 月份累计缺口 24.4 万吨.....	10
图 19: 全球镍 12 月份累计缺口 0.22 万吨.....	10
图 20: 全球锡 12 月份累计供给过剩 0.03 万吨.....	10
图 21: 铜期货 4 月 3 日显性总库存 47.0 万吨.....	10
图 22: 铝期货 4 月 3 日显性总库存 146.9 万吨.....	10
图 23: 铅期货 4 月 3 日显性总库存 7.7 万吨.....	10
图 24: 锌期货 4 月 3 日显性总库存 16.2 万吨.....	10
图 25: 镍期货 4 月 3 日显性总库存 25.6 万吨.....	11
图 26: 锡期货 4 月 3 日显性总库存 1.0 万吨.....	11
图 27: 全球靶材生产厂家主要集中在欧美及日本.....	12
图 28: 全球靶材市场规模占比: 平板显示占 30%.....	12
图 29: 全球高纯靶材市场竞争格局.....	12
图 30: 中国平板显示用靶材 5 年复合增速 23.3%.....	12
图 31: 中国记录媒体靶材市场规模不断扩大.....	12
图 32: 中国半导体芯片用靶材规模.....	13
图 33: 中国太阳能电池用靶材市场规模.....	13
图 34: 溅射靶材工艺流程.....	13
图 35: 国内靶材厂商与客户对应关系.....	14
图 36: 三层电解法电解槽.....	15
图 37: 偏析法工艺流程.....	15
图 38: 半导体芯片用铝靶.....	16
图 39: 平板显示器用铝靶.....	16
图 40: 超高纯铝溅射靶基材料缺陷检测.....	16
图 41: 5N 级超高纯铝溅射靶基材料实现批量供应.....	16
图 42: 钕铁硼磁材历史: 日本磁材技术先发优势明显.....	17
图 43: 我国磁材应用分成四个阶段, 高端技术差距逐步缩小.....	17

图 44: 从磁学性能角度对磁材分类, 钕铁硼为迄今为止性能最好的永磁材料.....	18
图 45: 烧结钕铁硼工艺流程, 表面防腐是关键.....	18
图 46: 粘结钕铁硼工艺流程, 易于加工.....	18
图 47: 钕铁硼磁材应用场景广泛.....	19
图 48: 钕铁硼磁材产量 CAGR 保持 9%增速.....	19
图 49: 全球高性能磁材需求结构, 汽车占比 52%.....	19
图 50: 海绵钛 4 月 2 日价格: 7.8 万元/吨.....	20
图 51: 钛材产量: 2018 年板材 3.57 万吨.....	20
图 52: 电解钴价格 24.9 万元/吨.....	21
图 53: 四氧化三钴价格 18.3 万元/吨.....	21
图 54: 工业级碳酸锂价格 4.68 万元/吨.....	21
图 55: 电池级碳酸锂价格 4.87 万元/吨.....	21
图 56: 氢氧化锂价格 5.6 万元/吨.....	22
图 57: 钨精矿价格 7.9 万元/吨.....	23
图 58: 仲钨酸铵价格 12.2 万元/吨.....	23
图 59: 2017-2018 年美中欧英实际 GDP 同比增速.....	23
图 60: 2019 年美国与全球制造业 PMI 的分化.....	23
图 61: 2019 年 3 月中国进入主动去库阶段.....	24
图 62: 2019 年 3 月美国进入去库阶段.....	24
图 63: LME3 月期铜价格及库存.....	24
图 64: SHFE3 月期铜价格及库存.....	24
图 65: 全球铝 12 月份累计供给过剩 68.5 万吨.....	24
图 66: 全球铝期货显性总库存 146.9 万吨.....	24
图 67: COMEX 金价 1761.4 美元/盎司.....	25
图 68: COMEX 白银价格 15.54 美元/盎司.....	25
图 69: 全球美元储备和黄金储备 08 年前反向变动.....	26
图 70: 全球美元和黄金储备 08 年后同向变动.....	26
图 71: 金价与美国潜在劳动生产率变化负相关.....	27
图 72: 美指与美国潜在劳动生产率变化正相关.....	27
图 73: 金价与美国劳动生产率负相关.....	27
图 74: 美指与美国劳动生产率正相关.....	27
表 1: 国内主要竞争对手.....	13
表 2: 偏析法和三层电解法工艺对比.....	15

1. 疫情影响下全球经济增速持续放缓

1.1. 欧美经济增速持续放缓，中国逆周期调控加码

疫情影响下，全球经济增速持续放缓，有色商品需求疲软。从有色金属的价格走势来看，2015-2016 年是一个中周期级别的底部，周期性行业产能的自我出清、投资减少，叠加非周期性的供给侧改革、环保等行政因素催生 2017 年有色普涨行情，行业标的资产负债表得到修复，但负债率仍保持 60%以上高位。2018 年开始全球经济景气度指标持续下行，铜、锌、铝等工业金属价格陆续进入下行通道。进入 2020 年，受新冠疫情影响全球主要经济体陆续进入隔离和防御状态，企业停工停产，全球贸易流通大幅下降，具有全球采购需求的产业链面临上游零部件断供压力，另外由于总需求下降，中小企业现金流压力剧增。疫情影响下，有色工业金属供需呈现双弱状况，3 月份对于全球流动性危机的预期的加剧，也加速了全球流动资产的挤兑性抛售，有色金属价格大幅下跌 15-20% 范围，这一阶段黄金的避险属性“失效”。今年二季度，我们认为在主要经济体疫情得到基本控制前提下，企业陆续复工复产将拉动工业金属总需求复苏，但是难以对工业金属价格实现明显提振效果，大概率全年将维持底部震荡状态。

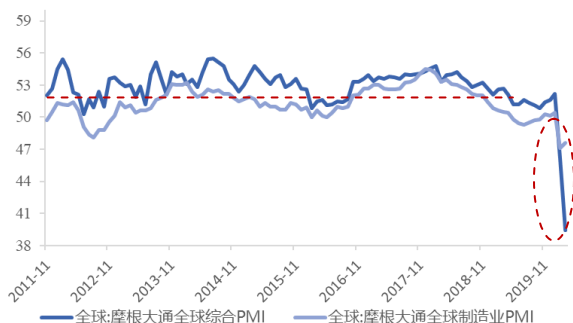
全球主要经济体经济景气度指标持续回落，国内情况外紧内松，积极组织复工复产，但全年下行压力较大，逆周期调控政策持续对冲。全球新冠疫情前，IMF 预计 2020 年全球经济增速为 3.3%，预计 2021 年全球经济增速为 3.4%。中国作为全球经济增长引擎已经进入到城市化后半段，在全球贸易摩擦等不确定性的大背景下，2020 年全球对有色商品的需求增量难有亮点，商品价格尚不具备触底后的趋势上涨行情，今年二季度仍以底部震荡为主。全球新冠疫情发生后，主要经济体陆续进入量化宽松阶段，以缓解流动性压力及对冲实体经济实质性影响，2020 年 2 月份摩根大通全球综合 PMI 录得 46.10，1 月份 52.20，受疫情影响下降明显；制造业 PMI 录得 47.20，1 月份 50.40，持续走弱。2020 年 2 月美国制造业 PMI 录得 50.1，但预计 3 月美国制造业 PMI 不容乐观。2020 年 3 月欧元区制造业 PMI 录得 44.50，为 7 年新低。中国国内受疫情影响，2 月份 PMI 录得 35.70，3 月份 PMI 录得 52.0，国内疫情后周期，企业进入复工复产阶段。全球景气回落背后的原因是 2012 年以来量化宽松导致杠杆水平提高，加速全球景气复苏，但是 2015-2018 年全球加息环境下利率上行，杠杆压力加上中国去杠杆环境推升资金成本，未来全球新的增长动力尚未出现，全球景气度开始持续性见顶回落。2020 年初的疫情影响将加速这一阶段衰退趋势，二季度工业金属价格将继续承压，贵金属板块具备上行动力。

国内各地多个城市陆续调整限购限售。实质上是延续 2019 年 4 月份以来发改委存量文件的精神，在持续地推动各地落实。一方面该政策也是对各个地方，尤其是二线和强三线城市今年以来调整人才落户框架的认可和鼓励，鼓励人口向都市圈、产业发达地区集聚。从户籍人口城镇化率来看，中国目前城镇化水平还是比较低，只有 40% 多。这项政策旨在鼓励农村人口在城市落户，享受到发展的红利。第二方面，我们也注意到广州黄埔区也出台了鼓励人才落户政策，这是比较有代表意义的。过往二线城市以及一线城市的新区会有人才落户的优惠政策，而广州黄埔区作为核心城区，出台鼓励人才落户政策是地方提升对人才吸引力的要求，因此明年一线二线和强三线城市的市场需求还是很旺盛。在“稳地价、稳房价、稳预期”的基础上，我们房地产和宏观分析团队认为需求量可以得到保证，将带动 2020 年房地产销售行情不会太悲观，2020 年整个房地产投资将存在较大韧性，预计会达到 6.5% 以上的增长。如此前的预期，在 2020 年关键之年，为保目标的实现，关键之年必有关键措施。今年关键措施就是着力于房地产，我们认为在房住不炒的大背景

下，2020 年房地产主要任务是保地产、保就业、保财政。我们认为，这些都有助于改善房地产的销售端，从而改善房地产企业的财务状况，进而改善地方财政。从此前房地产土地购置面积、新开工数据、施工数据、竣工数据来看，随着这些政策的推进，未来改善趋势以及力度将会非常明显。伴随地方财政的改善、地产行业的松绑，将直接拉动地方基建投资的积极性。

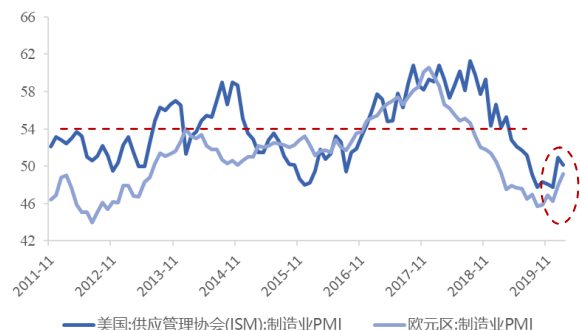
新老基建空间广阔，预计年内基建投资增速 8% 以上。2020 年开年以来，基建相关政策密集部署，各省也纷纷出台了重点建设项目清单，总结项目和资金两方面信息可见：（1）2020 年基建总投资额并未大幅增加，基建政策的加码更多体现为项目落地节奏的前移；（2）今年前 2 月专项债对新基建的支持力度明显提升，但将新基建项目拆分后发现，专项债和 PPP 的投向清单中新基建项目大多数是轨道交通等补短板项目，而 5G 等项目的总量仍很少；（3）近期新基建政策虽大幅加码，但其规模仍然较小，稳增长仍主要依赖传统基建。展望 2020 全年，我们宏观团队预计新基建的投资规模约为 3 万亿左右。财政方面，我们宏观团队测算显示二月份节后全国复工率为 40%，进入 3 月后全国复工率已回复至 60% 以上且修复速度正在加快，考虑到当前国内疫情已明显好转，我们中性预计 4 月后经济活动将基本修复，则根据测算，今年前 4 个月疫情对政府税收收入造成的损失将达 1 万亿元。这一数据与我们测算的年初政府预算稳定调节基金余额一致，因此前 4 月发行特别国债和长期建设国债等并非必要，但若海外风险加剧则有望出台。进一步，我们预计全年一般财政收入同比增 3.5%，而受疫情影响全年财政收入会有所后移，其中上半年财政压力会相对较大些。

图 1：全球综合 PMI 从 1 月 52.2 跌至 3 月 39.4



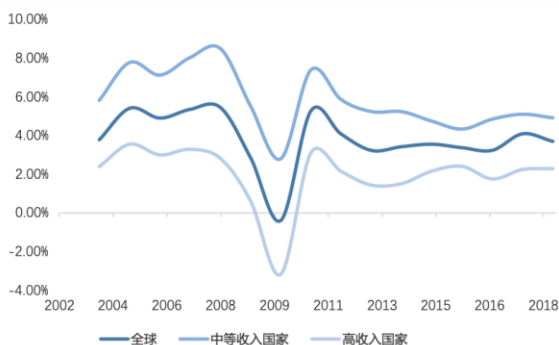
数据来源：Wind，东北证券

图 2：美国欧洲制造业 3 月 PMI 至 49.1



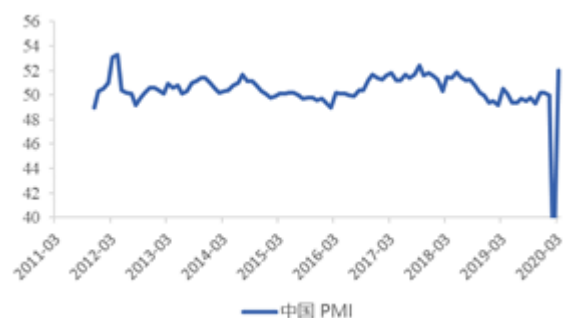
数据来源：Wind，东北证券

图 3：全球疫情下的经济增长：阶段性衰退



数据来源：Wind，东北证券

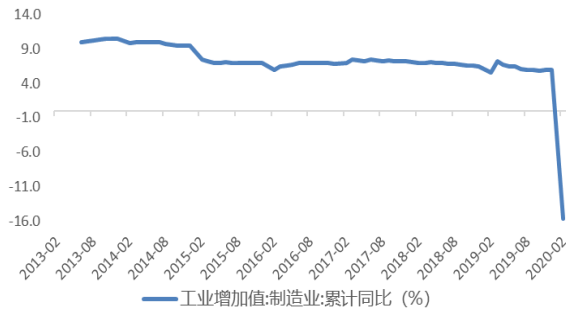
图 4：中国 3 月份 PMI 录得 52.0，企业复工复产



数据来源：国家统计局，东北证券

GDP 增长趋势与工业增加值较接近，中国 2 月工业增加值累计同比下降 15.7%，受疫情影响明显。伴随国内疫情有效控制，预计中国 3 月份规模以上工业增加值将逐步缓和，后续增长情况依赖国内需求拉动。2 月固定资产投资完成额同比下降 24.5%，制造业投资同比下降至-31.5%，房地产开发投资同比下降-16.3%。

图 5: 工业增加值 2 月累计同比下降 15.7%



数据来源：国家统计局，东北证券

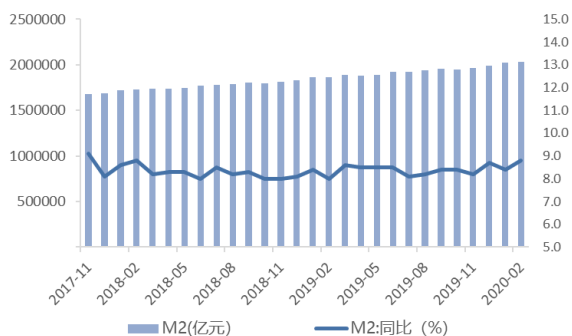
图 6: 固定资产投资 2 月累计同比下降 24.5%



数据来源：国家统计局，东北证券

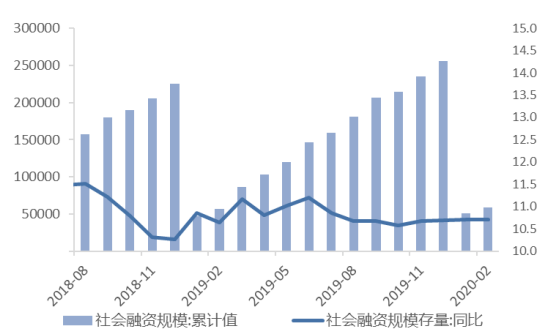
保持流动性合理充裕，妥善应对疫情冲击与经济短期下行压力。今年 2 月份中国 M2 同比增速为 8.8%，比上月末高 0.4 个百分点，2 月末社会融资规模存量为 257.18 万亿元，同比增长 10.7%，社会融资规模增速较高，金融体系对实体经济的支持力度保持加强。货币政策整体维持稳健中性，以维护银行流动性稳定以及实体经济融资需求，预计央行将持续合理适度加大资金投放力度，运用结构性货币政策工具，加大对中小微企业复工复产的支持，继续通过深化 LPR(贷款市场报价利率)改革释放潜力，降低实体经济融资成本。**近期利好政策频发，货币宽松力度进一步加码。**3 月 30 日调降 7 天逆回购利率 20BP，4 月 3 日宣布对中小银行定向降准 1 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元，时隔 12 年之后将超额存款准备金利率自 0.72% 下调至 0.35%。当周 R007 及 DR007 分别下行 44.01BP、10.35BP。我们宏观团队认为央行此次下调超额存款准备金利率主要基于两点考虑：一是打开银行间资金利率的下限，继续降低中小银行负债成本；二是通过下调银行在央行的存款利率，迫使银行降低超额存款准备金规模，减轻银行“惜贷”现象，倒逼银行在市场上配置收益率更高的信贷和债券资产，支持实体经济发展。

图 7: 2 月 M2 同比增速 8.8%，流动性合理充裕



数据来源：中国人民银行，东北证券

图 8: 2 月社会融资增速维持 10.7%，保持平稳

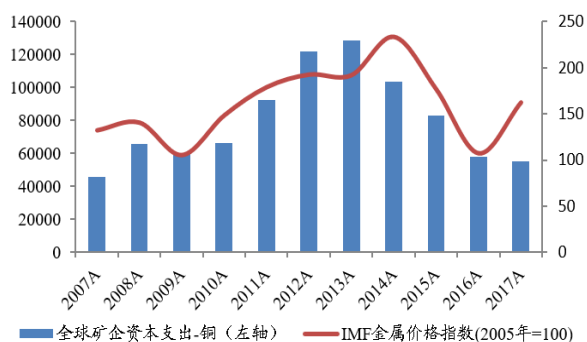


数据来源：中国人民银行，东北证券

1.2. 工业金属需求疲弱，全年价格维持底部震荡

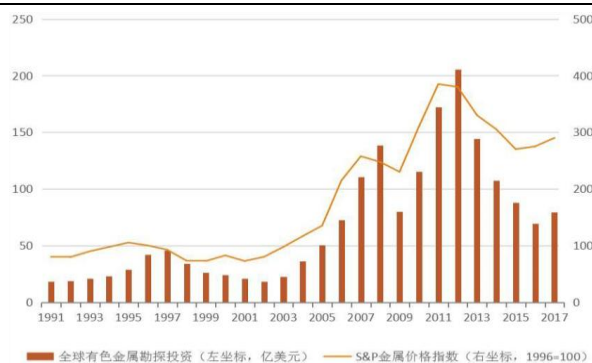
全球矿企资本开支企稳，“防御性”扩展为主。2017 年全球 74 家矿企资本开支 553.7 亿美元，触底企稳。标普全球发布的全球勘查预算数据进入上升通道，但整体而言，金属价格指数上行并未明显带动矿业资本开支大幅提升，从这个角度来看，有色大宗商品并未进入到中周期的扩张期，而资本开支的企稳主要由环保等“防御性”投入增加导致。另外我们看到，国内有色板块资产负债表虽然经历短暂修复，但行业负债率仍处 64% 以上高位，行业高负债压制资本开支扩张，有色行业上市公司的发展思路已从无序扩张切换到降本增效和行业集中度提升阶段，这是未来企业长期发展的主基调。

图 9：全球矿企资本开支出现“防御性”企稳



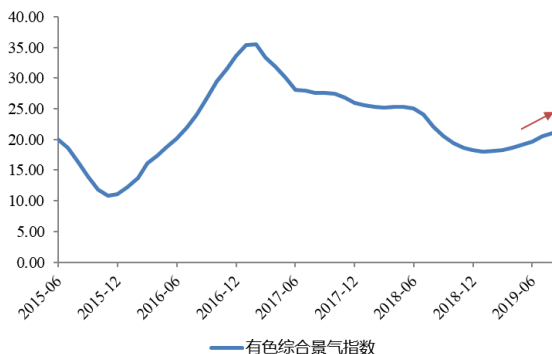
数据来源：Bloomberg，东北证券（样本：全球 74 家矿企）

图 10：全球有色金属勘探投资 79.5 亿美元



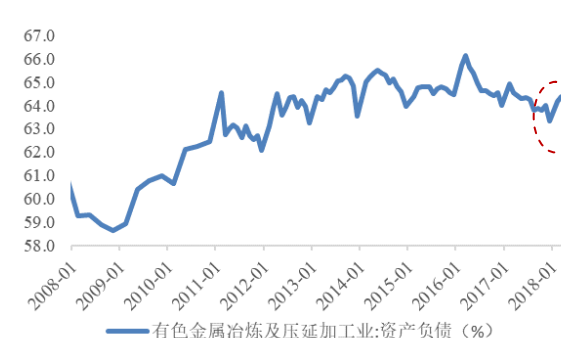
数据来源：Bloomberg，东北证券

图 11：有色金属 1 月综合景气指数，回升至 24.4



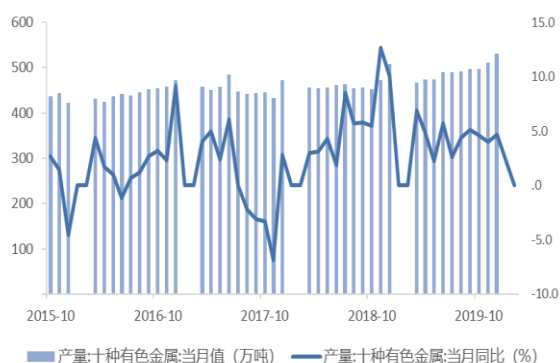
数据来源：有色金属工业协会，东北证券

图 12：有色冶炼及压延加工业 2 月负债率 64%



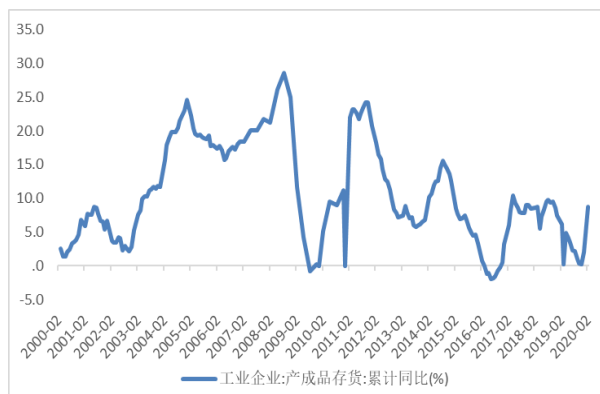
数据来源：有色金属工业协会，东北证券

图 13: 国内十种有色金属产量累计同比增 4.7%



数据来源：国家统计局，东北证券

图 14: 工业企业成品存货 2 月累计同比 8.7%



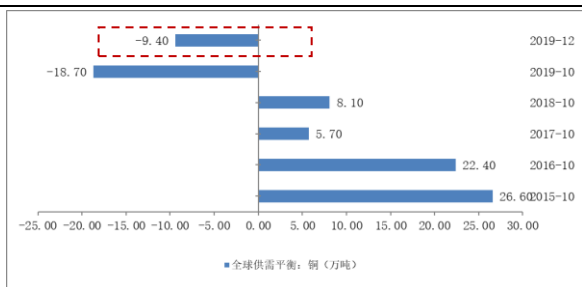
数据来源：国家统计局，东北证券

1.3. 全球工业金属供需缺口将延续，需求疲弱是价格承压的主要因素

2020 年全球工业金属供需缺口将延续，疫情影响下的需求不足是影响全年金属价格的主要因素。主要矿企资本开支企稳，但是铜、钴、锂、金等的勘探投资热度提升明显，资源储备力度提升，但工业金属的产能投放节奏较慢，行业总体扩张性投资谨慎，供需缺口将在本年度延续并继续扩大。

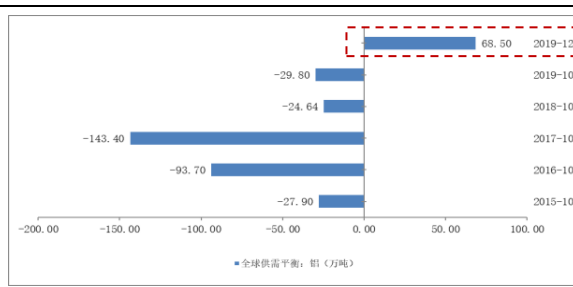
库存方面，工业金属整体库存处历史低位，但由于冶炼端持续生产而需求不足，全球库存以缓慢增加趋势为主。伴随需求的波动率加大，随去库存节奏开始，库存降幅将比以往更为明显，超预期的库存降幅将对金属价格提供支撑。现阶段需求仍具韧性，但下行压力较大，考虑到对传统产业的预期低点及对新产业信心，波动的需求预期将放大金属价格变化。全球金属供需维持紧平衡：铜 12 月份累计缺口 9.4 万吨，铝 12 月份累计供给过剩 68.5 万吨，铅 12 月份累计缺口 32.9 万吨，锌 12 月份累计缺口 24.4 万吨，镍 12 月份累计缺口 0.22 万吨，锡 12 月份累计供给过剩 0.03 万吨。全球金属期货市场显性库存量呈上升趋势，今年 4 月 3 日的库存数据如下：铜期货显性总库存 47.0 万吨，铝期货显性总库存 146.9 万吨，铅期货显性总库存 7.7 万吨，锌期货显性总库存 16.2 万吨，镍期货显性总库存 25.6 万吨，锡期货显性总库存 1.0 万吨。

图 15: 全球铜 12 月份累计缺口 9.4 万吨



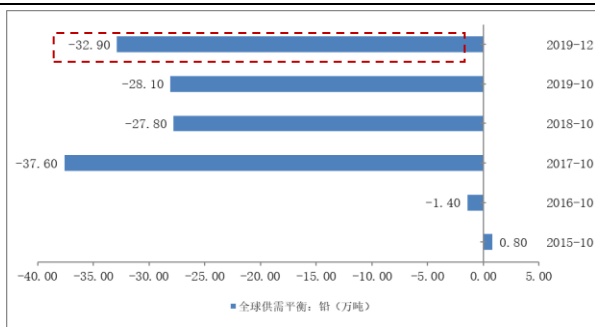
数据来源：WBMS，东北证券

图 16: 全球铝 12 月份累计供给过剩 68.5 万吨



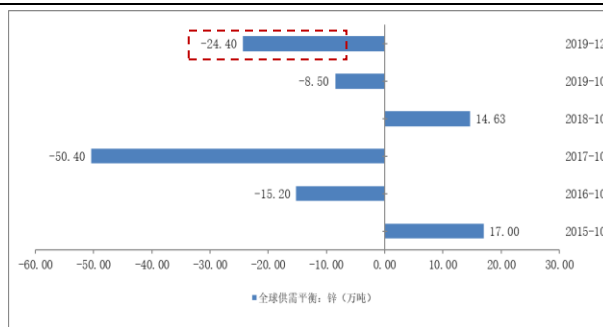
数据来源：WBMS，东北证券

图 17: 全球铅 12 月份累计缺口 32.9 万吨



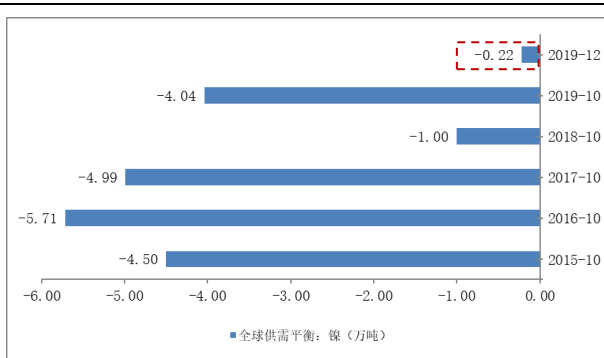
数据来源: WBMS, 东北证券

图 18: 全球锌 12 月份累计缺口 24.4 万吨



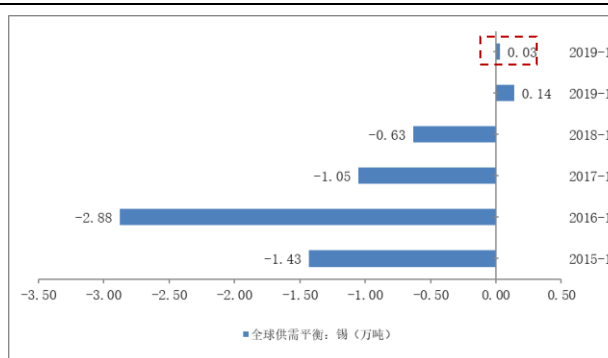
数据来源: WBMS, 东北证券

图 19: 全球镍 12 月份累计缺口 0.22 万吨



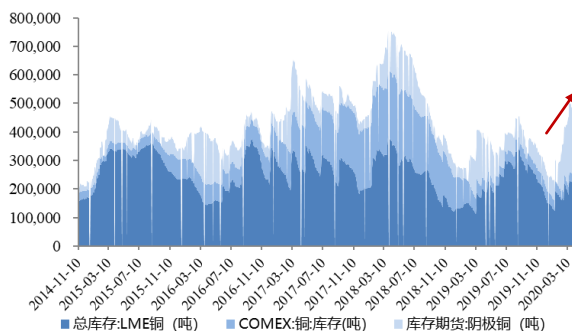
数据来源: WBMS, 东北证券

图 20: 全球锡 12 月份累计供给过剩 0.03 万吨



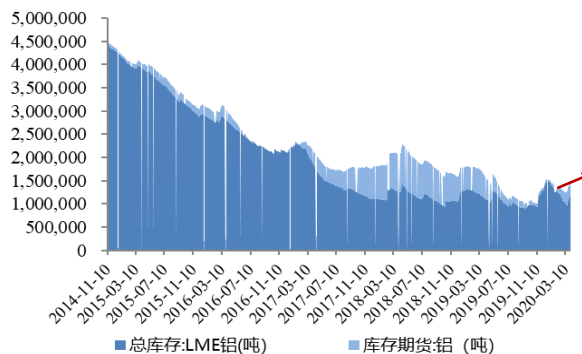
数据来源: WBMS, 东北证券

图 21: 铜期货 4 月 3 日显性总库存 47.0 万吨



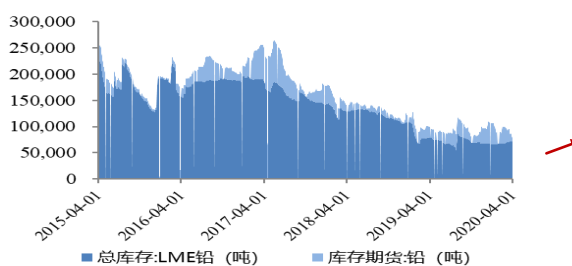
数据来源: Wind, 东北证券

图 22: 铝期货 4 月 3 日显性总库存 146.9 万吨



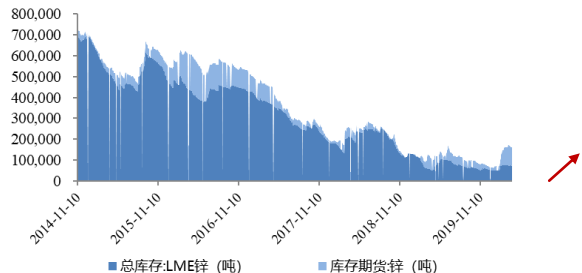
数据来源: Wind, 东北证券

图 23: 铅期货 4 月 3 日显性总库存 7.7 万吨



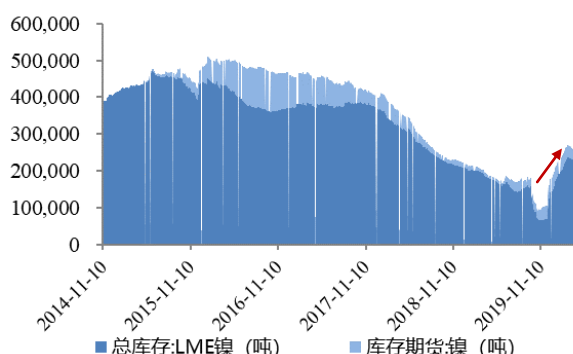
数据来源: Wind, 东北证券

图 24: 锌期货 4 月 3 日显性总库存 16.2 万吨



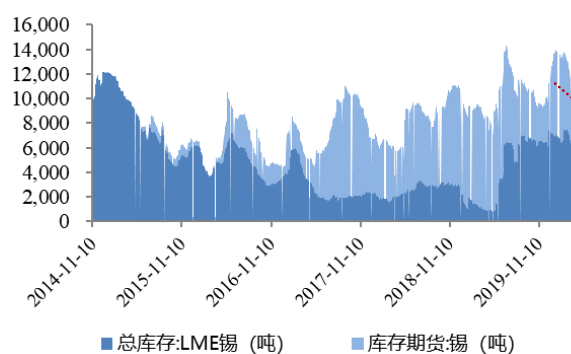
数据来源: Wind, 东北证券

图 25: 镍期货 4 月 3 日显性总库存 25.6 万吨



数据来源: Wind, 东北证券

图 26: 锡期货 4 月 3 日显性总库存 1.0 万吨



数据来源: Wind, 东北证券

2. 金属新材料: 配置永磁、靶材

2.1. 半导体靶材: 进口替代空间达千亿级别

高纯溅射靶材制备的薄膜材料广泛应用在: 集成电路 (半导体)、平板显示器、太阳能电池、信息存储、光学镀膜等行业, 对靶材基体材料的纯度、晶粒取向、稳定性要求较高, 壁垒和护城河明显。

全球高端靶材集中度高, 国内厂商进口替代提速。溅射镀膜技术起源于国外, 所需要的溅射材料——靶材也起源发展于国外。国外知名靶材公司, 在靶材研发生产方面已有几十年的积淀。同时, 随着半导体工业技术创新的不断深化, 以美国、日本和德国为代表的半导体厂商加强对上游原材料的创新力度, 从而最大限度地保证半导体产品的技术先进性。目前全球溅射靶材市场主要有四家企业, 分别是 JX 日矿金属、霍尼韦尔、东曹和普莱克斯, 市场份额占比分别为 30%、20%、20% 和 10%, 合计垄断了全球 80% 的市场份额。作为半导体、显示面板等的核心关键材料, 国内需求占比超 30%, 而中国靶材企业的市场规模不到 2%, 国产靶材制造企业未来市场空间广阔。国产替代的必要性显著。政策方面, 国家“十三五”明确提出, 到 2020 年重大关键材料自给率达到 70% 以上, 初步实现中国从材料大国向材料强国的战略性转变。当前中国靶材制造商在部分靶材制造工艺上已达到了国际先进水平, 产品质量获得国内外下游厂商的认可; 同时通过在下企业工厂附近建厂, 靶材价格可能会比国外厂商低 10%-15%, 替代必要性和战略意义明显。

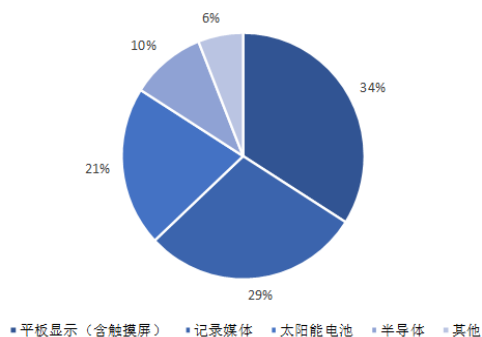
全球靶材市场空间持续扩大, 面板应用是国产替代首选赛道。20 世纪 90 年代以来, 随着消费电子等终端应用市场的飞速发展, 高纯溅射靶材的市场规模日益扩大, 呈现高速增长的势头。据统计, 2016 年世界高纯溅射靶材市场的年销售额约 113.6 亿美元, 2019 年预计在 160 亿美元左右。其中, **平板显示用靶材** (含触摸屏) 年市场销售额 38.1 亿美元, 占比 34%; 记录媒体用靶材年市场销售额为 33.5 亿美元, 占比 29%; 太阳能电池用靶材市场销售额 23.4 亿美元, 占比 21%; 半导体用靶材年销售额 11.9 亿美元, 占比 10%。但是国内靶材市占率不足 2%, 整体需求占比在三成左右。伴随高端制造业产业链持续向国内转移, 靶材供应正逐渐从国外切换到国内。**建议关注国内靶材标的公司: 江丰电子、阿石创、有研新材、隆华科技。**

图 27: 全球靶材生产厂家主要集中在欧美及日本

国家	公司	高端靶材产品
日本	日矿	以钛靶为主，同时有铝靶、ITO靶、钽靶等
	东曹	以铝靶为主，同时有钽靶、钛靶、ITO靶等
美国	霍尼韦尔	钛铝靶、钛靶、铝靶、铜靶、钽靶等
	普莱克斯	以铝靶、钛靶材为主，同时有一些合金靶
奥地利	攀时	钼靶、铝靶、铜靶等

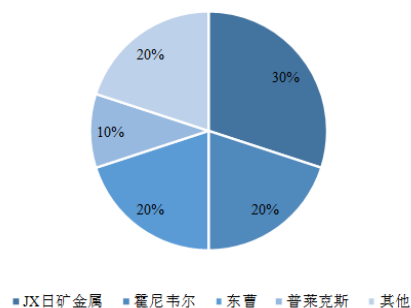
数据来源：公司公告，东北证券

图 28: 全球靶材市场规模占比：平板显示占 30%



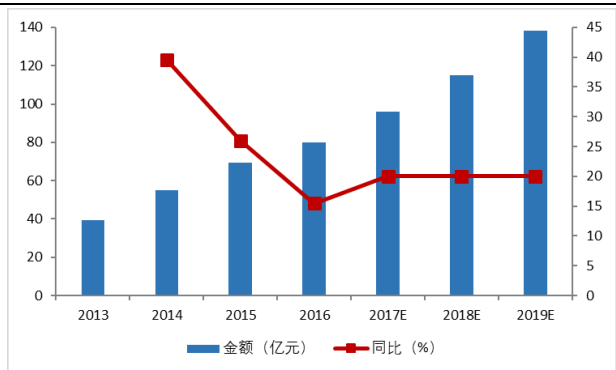
数据来源：阿石创，东北证券

图 29: 全球高纯靶材市场竞争格局



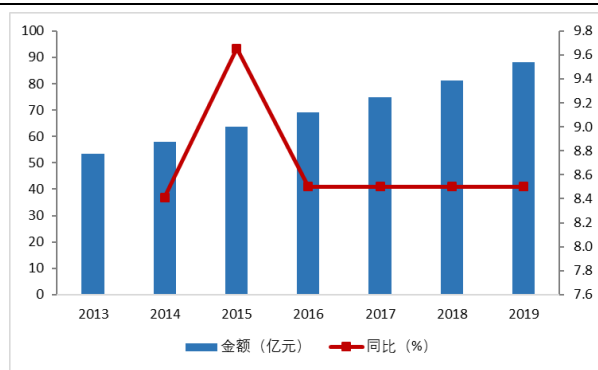
数据来源：阿石创，东北证券

图 30: 中国平板显示用靶材 5 年复合增速 23.3%



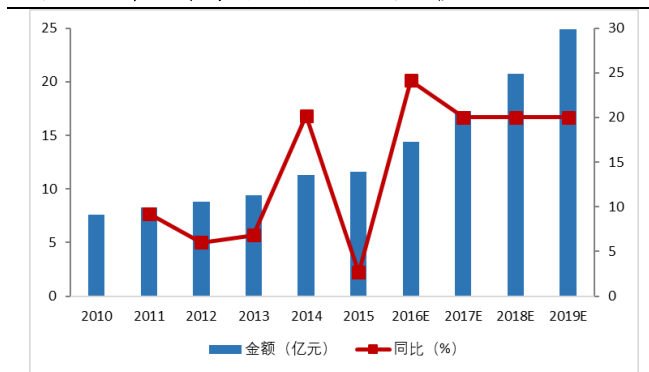
数据来源：江丰电子、产业信息网，东北证券

图 31: 中国记录媒体靶材市场规模不断扩大



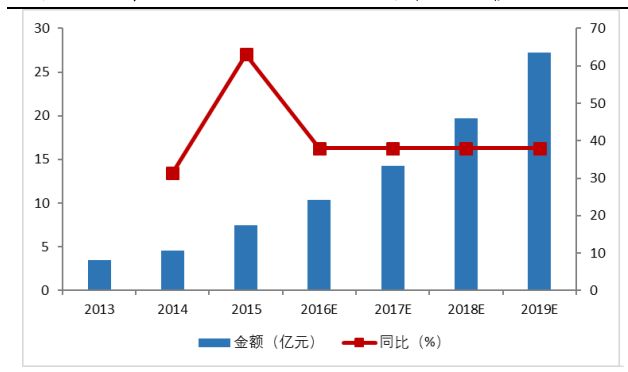
数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

图 32: 中国半导体芯片用靶材规模



数据来源：江丰电子、产业信息网，东北证券

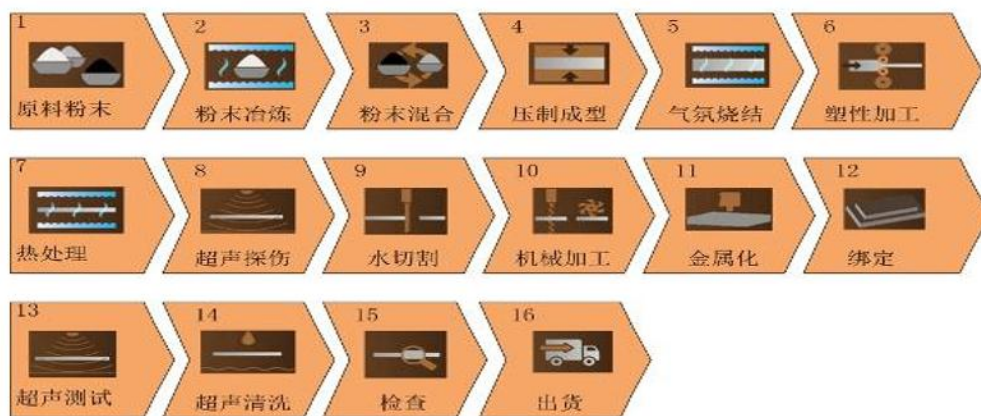
图 33: 中国太阳能电池用靶材市场规模



数据来源：江丰电子、前瞻产业研究院，东北证券

随着 2013 年 2 月，国家发改委修改《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，将铝铜硅钨钼等大规模高纯靶材归属为产业政策鼓励类项目。中国靶材的市场规模在持续扩大，根据我们的测算预计 2019 年中国平板显示用靶材的市场规模将达到 138 亿元，近 6 年复合增速 23.3%，增速高于全球；记录媒体靶材市场规模达 88.14 亿元，复合增速达 8.7%；太阳能电池用靶材市场规模达 27.20 亿元；半导体靶材市场规模达 24.88 亿元。另外，国内消费能力在全球占比不断提升，显示、半导体产业加速向国内转移，加之国家大力扶持半导体和显示产业相关项目，下游应用领域得到快速发展，包括钼靶、ITO 靶在内的高纯靶材市场需求持续扩大。当前国产显示靶材企业正迎来历史性成长机遇，国内企业也开始实现上游原料的突破，半导体钼靶、显示钼靶实现规模供货，加速国产替代进程，提高整体附加值。

图 34: 溅射靶材工艺流程



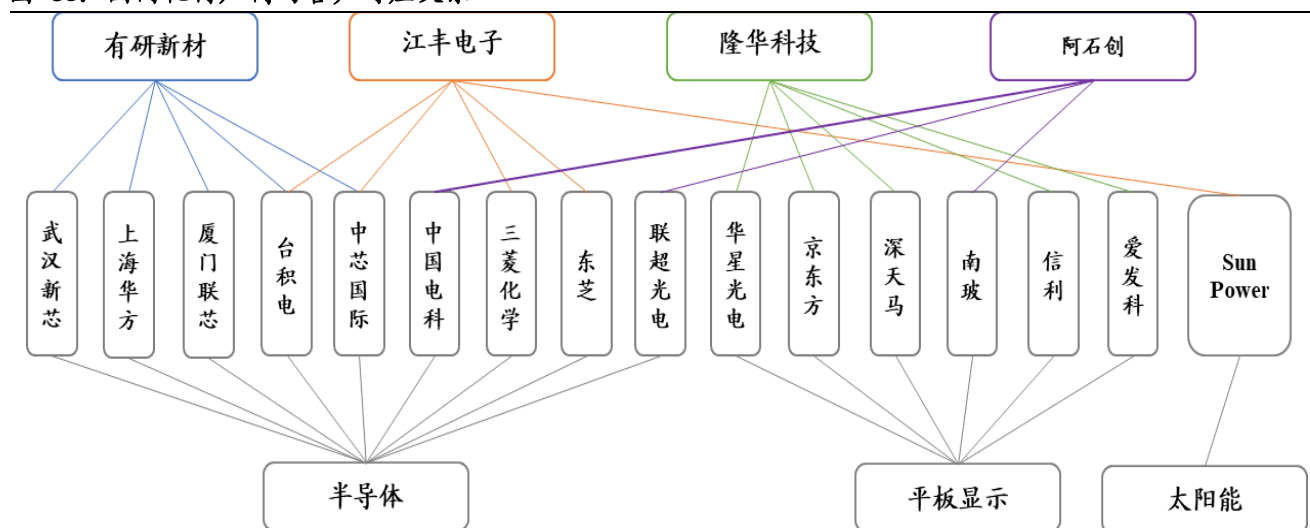
数据来源：阿石创，东北证券

表 1: 国内主要竞争对手

公司	主要产品	主要客户	2018 年营收	净利润
江丰电子	各种高纯金属溅射靶材，包括高纯铝以及铝合金靶材、高纯铜以及铜合金靶材、高纯钼以及钼合金靶材、高纯钛靶材、钼靶材及其它特殊金属靶材等	台积电、联华电子、格罗方德、中芯国际、索尼、京东方、华星光电、SUNPOWER 等	6.50 亿元	0.58 亿元
阿石创	溅射靶材、蒸镀材料	京东方、群创光电、蓝思科技、伯恩光学、爱普生、水晶光电等	2.56 亿元	0.28 亿元
有研新材	高纯铜、钛、钴、铝、镍、金、银、铂、钨及其合金等电子信息行业用的全系列高纯金属材料、溅射靶材和蒸发膜材	台积电、中芯国际、北方华创、GF、TSMC、UMC 等	47.68 亿元	0.83 亿元

数据来源：Wind，东北证券

图 35: 国内靶材厂商与客户对应关系



数据来源：网络资料整理，东北证券

2.2. 高纯金属：海外垄断下的半导体超高纯铝靶基材

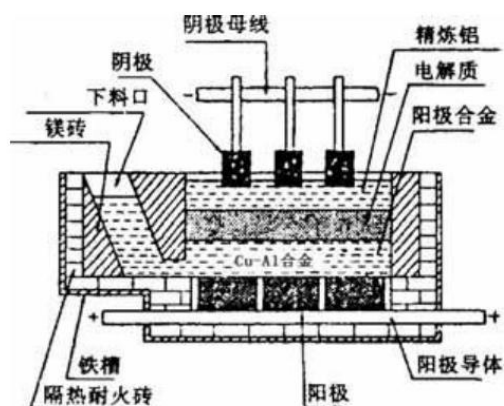
高纯铝的提纯方法主要有三层电解法和偏析法，各有优缺点。偏析法生产高纯铝的电耗不足三层电解法的 1/5，但是无法生产超高纯铝；三层电解法虽然能耗高，但是可以生产 99.999%（5N）及 99.9999%（6N）的超高纯铝。

三层电解法是美铝公司的 Thomas Betts 于 1901 年发明，后来又由美铝的工程师 Hoopes 于 1922 年实现工业化生产，因制备槽内有三层液体而得名。利用该方法进行冶炼时，主要利用阳极含 Al-Cu 母合金熔体、熔融电解质和阴极精铝熔体之间的不同密度（依次为 3.0, 2.7, 2.3g/cm³）使电解槽内保持三层熔体的各自状态。精铝电解槽有一个加入原料的加料口，此口用于加入铝液、交换母合金和捞取沉入槽底的渣。该方法的原理是利用电解质中金属元素不同电极电位来析出高纯度的铝。例如 Fe、Si、Cu、Zn 等是不发生阳极溶解的金属；而残留在阳极中的比铝更负电性的 Na、Ca、Mg 等杂质不会在阴极上析出并残留在电解质中。

偏析法利用偏析的原理让不纯物多的部分和不纯物少的部分分离开来，取出不纯物少的部分，得到高纯度的铝。从冶金学来说，铝中不纯物分为共晶体和包晶体两大类。有代表性的共晶体是 Al-Si 二元系。当含 Si 的熔体降低温度开始冷却凝固时，最先结晶的是铝，之后，将结晶的铝与熔融的含硅铝的共晶体合金分离，即获得高纯铝。由于铝中不纯物基本上是共晶体，因此偏析法可以生产高纯铝。

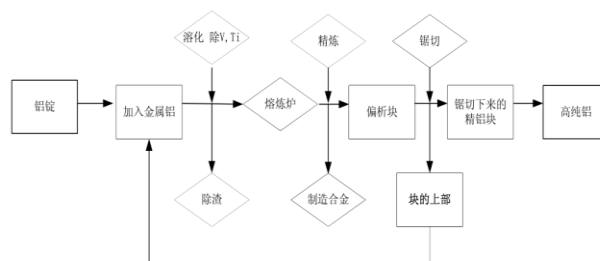
挪威海德鲁是目前全世界 5N5 高纯铝行业做的最大的一家公司。海德鲁掌握三层液电解法和偏析法两种生产高纯铝的方法，这是海德鲁在高纯铝行业中最大的优势。海德鲁铝业在日本的高纯铝工厂使用的联合法，就是以 99.7%-99.9% 的原铝为原料，先用三层电解法提纯到 99.99%，而后通过偏析法可获得 5N-6N 或更高级的高纯铝和超纯铝。海德鲁对高纯铝的研究在全球范围内最早，也是最早进入半导体的企业。相比之下，新疆众和进入高纯铝靶材的时间相对晚些，虽然现在还没有超过海德鲁，但新疆众和与海德鲁的差距在逐渐缩小。新疆众和目前掌握了两种工艺技术，三层电解法的电力消耗较高。假设公司年消耗 20 亿度电，电力成本部分可节省 2 亿元。

图 36: 三层电解法电解槽



数据来源:《高纯铝生产工艺的发展》, 东北证券

图 37: 偏析法工艺流程



数据来源:《高纯铝生产工艺的发展》, 东北证券

表 2: 偏析法和三层电解法工艺对比

工艺流程	优点	缺点	代表公司
偏析法	能耗低 (单位能耗 3000 度)	铝纯度低、	日本昭和
	制造成本低	原料成本高 (3N 铝做原料)	三井铝业
	投资低	产量低	住友化学、包头铝业
三层电解法	铝纯度高、原料成本低	能耗高 (15000 度)	新疆众和
	产量高	投资大	东阳光科
	可生产 5N 及 6N 的超高纯铝	制造成本高	中铝贵州、住友化学等

数据来源:《高纯铝生产工艺的发展》, 东北证券

新疆众和: 实现半导体 5N 级超高纯铝溅射靶基材实现批量供应。公司超高纯铝溅射靶基材及铝基键合丝母线经过十年研发 (国家重大科技专项 02 专项), 2018 年开始陆续供应市场, 2019 年产品逐步实现稳定, 目前已实现批量供应, 是国内唯一具备联合法提纯 5N(99.999%)及以上超高纯铝和高纯化熔炼铸造生产能力的企业, 打破了国外垄断。此外, 公司生产的键合线母线目前已经实现批量供应, 现有的客户包括有研亿金 (有研新材下的全资子公司)、日本的贺利氏等公司。超高纯铝溅射靶基材为超高纯铝靶材的金属原材料, 超高纯铝靶材为半导体、平板显示器、太阳能电池等制造中的金属互连线的主要配套材料, 铝基键合丝母线是半导体分立器件和集成电路封装的基础材料之一。

高纯铝及铝合金是目前使用最为广泛的导电层薄膜材料之一。在其应用领域中, 超大规模集成电路芯片的制造对溅射靶材金属纯度的要求最高, 通常要求达到 99.9995% (5N5) 以上, 平板显示器、太阳能电池用铝靶的金属纯度略低, 分别要求达到 99.999% (5N)、99.995% (4N5) 以上。从靶材供用角度讲, 目前公司供应的靶材中半导体用靶材大概占到 60%, 显示面板用靶材占到 40%左右。

从高纯溅射靶材行业现状来看, 目前全球在做高纯金属的公司有挪威海德鲁、美国霍尼韦尔、日本住友、法国普莱克斯。最源头挪威海德鲁-供应 5N 或者 5N5 的高纯铝坯料, 其中 TFT 面板使用 5N 纯度, 半导体靶材使用 5N5 纯度, 然后供给日本三井、住友化学等, 住友化学同时供应靶材和基材。

公司超高纯铝溅射靶基材 2018 年、2019 年销售数量分别为 31.70 吨、24.39 吨, 营业收入分别为 265.55 万元、382.07 万元, 主要客户为有研亿金新材料有限公司等; 铝基键合丝母线 2018 年、2019 年销售数量分别为 17.09 吨、19.35 吨, 营业收入分

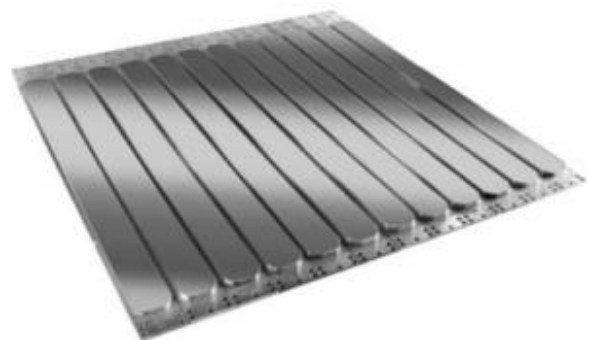
别为 234.58 万元、285.66 万元，主要客户为贺利氏(招远)贵金属材料有限公司等；公司 2018 年营业收入为 44.67 亿元，2019 年 1-9 月营业收入为 34.80 亿元，目前超高纯铝溅射靶基材及铝基键合丝母线业务收入占公司整体营业收入比例较小，对公司经营业绩不产生重大影响，但技术壁垒极高。

图 38: 半导体芯片用铝靶



数据来源：江丰电子招股说明书，东北证券

图 39: 平板显示器用铝靶



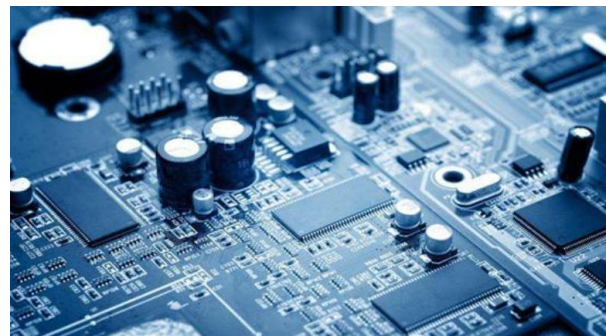
数据来源：江丰电子招股说明书，东北证券

图 40: 超高纯铝溅射靶基材缺陷检测



数据来源：网络资料整理，东北证券

图 41: 5N 级超高纯铝溅射靶基材实现批量供应



数据来源：网络资料整理，东北证券

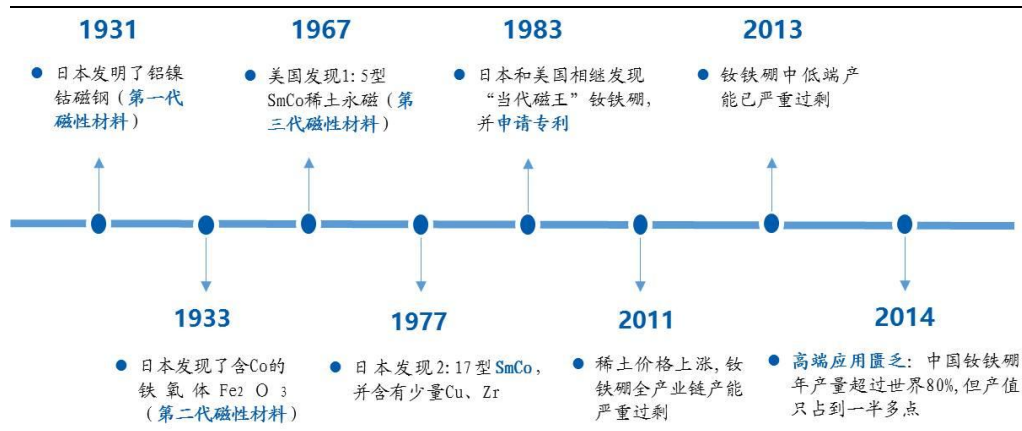
2.3. 永磁：需求触底反转，龙头率先突围

永磁行业反转，龙头最先突围。 稀土永磁是国家重点支持的新材料，行业业绩变化和下游需求变迁紧密相关，在经历 2008-2009 年风电、节能电机的需求爆发后，永磁行业的需求维持每年 5% 的平稳增速，但整体需求的增长不及产能扩张和技术进步快，行业经历了恶性竞争和持续出清。随着永磁材料在新能源汽车和轨道交通牵引电机中的应用，永磁行业将重新步入需求提速阶段。我们认为行业目前正处于十年大周期反转的底部位置。在《永磁行业周期反转，订单驱动龙头突围》2019-05-07 报告中，我们预计 2019 年全球新能源汽车用磁材占比达到 9%，这一阶段可以类比 2015-2017 年的钴锂行情。特殊之处在于，全球永磁行业的竞争格局和我国的资源垄断优势更为明显。在周期反转过程中，龙头公司将率先突破，享受行业反转的超额红利，竞争优势进一步扩大。

“钴锂”之后看永磁。 作为新能源汽车驱动电机的核心材料，稀土永磁将成为下一个现象级的成长风口。永磁材料具有应用范围广、性能优异的特点。烧结钕铁硼材料主要应用在汽车、新能源电机、工业机器人（伺服电机）、VCM 音圈马达、风电、变频空调等方面，总体需求保持平稳。但行业下游细分结构正逐步切换，新

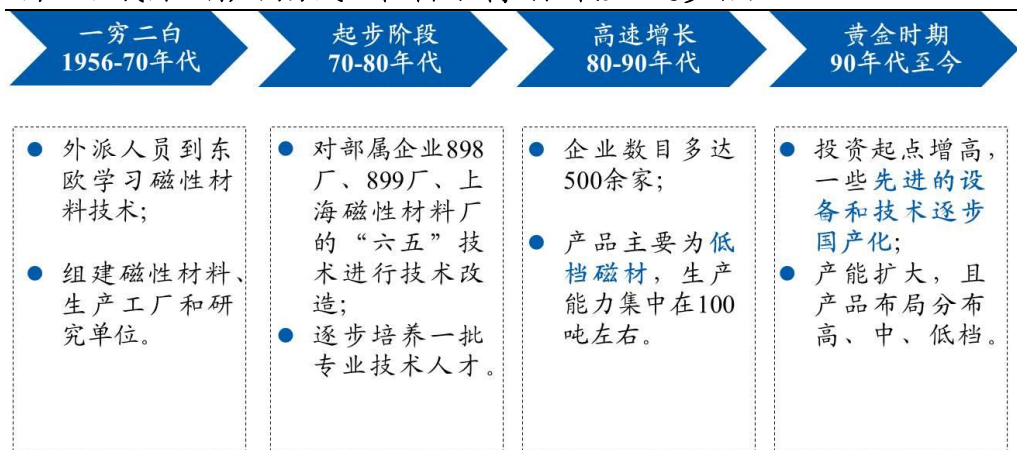
能源汽车驱动电机、工业机器人用伺服马达等是钕铁硼行业最大的边际增量。中国为钕铁硼产能大国，根据有色金属学会等数据显示，2018 年全球钕铁硼总产量为 17 万吨左右，其中，中国钕铁硼产量约为 15 万吨，占比约 90%，日本占 7%。磁材下游消费分布中，中国总消费占 50% 左右。在全球高性能磁材需求结构中，汽车用占比达到 52%，近 3 年永磁行业总产量 CAGR 保持 8-10% 的平稳增速。国内及海外新能源汽车产销量的快速增长对永磁行业的拉动效应逐步显现，我们认为行业拐点将在 2019 年出现，龙头公司将享受订单聚集效应，优势将持续扩大。若新能源汽车国内销量 150 万辆、海外销量 200 万辆，全球新能源汽车用永磁材料需求 1.5 万吨，占全行业产量比重的 8.8%。参考 2015-2017 年钴锂行情，板块启动的时间节点对应着新能源汽车用钴锂占全行业比重的 5-10% 范围。综合考虑，我们认为 2019 年是永磁行业的拐点年，2020 年具备赛道优势的龙头公司业绩将逐步得到验证。

图 42：钕铁硼磁材历史：日本磁材技术先发优势明显



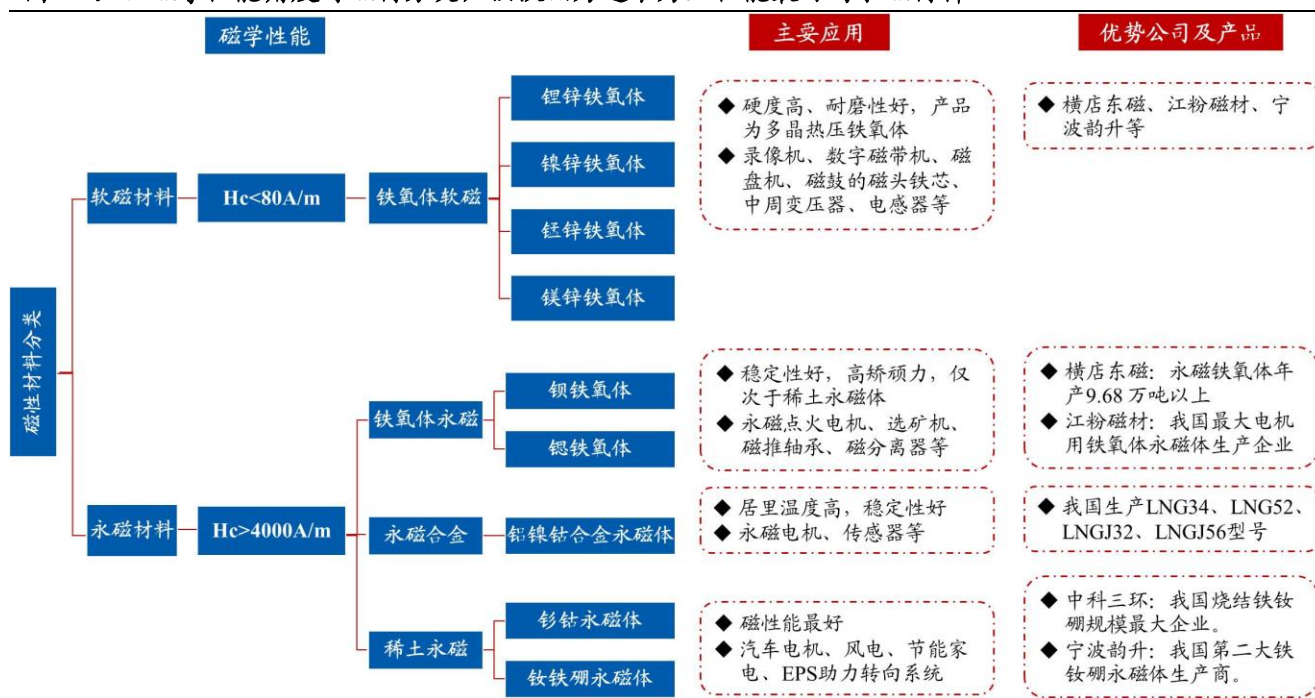
数据来源：网络资料，东北证券

图 43：我国磁材应用分成四个阶段，高端技术差距逐步缩小



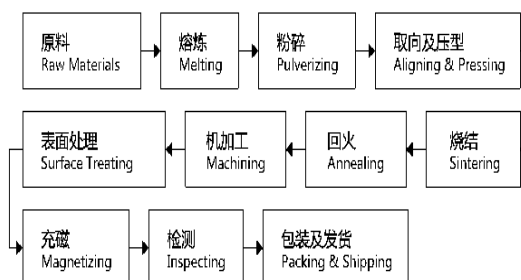
数据来源：网络资料整理，东北证券

图 44: 从磁学性能角度对磁材分类, 钕铁硼为迄今为止性能最好的永磁材料



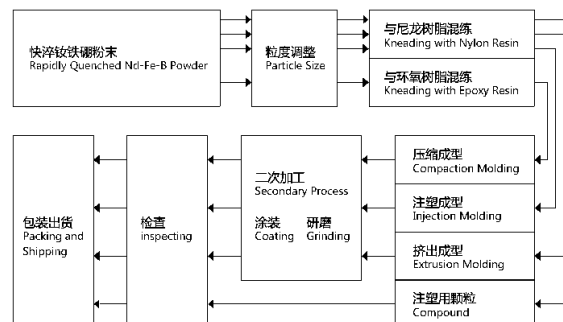
数据来源: 网络资料, CNKI, 东北证券

图 45: 烧结钕铁硼工艺流程, 表面防腐是关键



数据来源: 公司资料, 东北证券

图 46: 粘结钕铁硼工艺流程, 易于加工



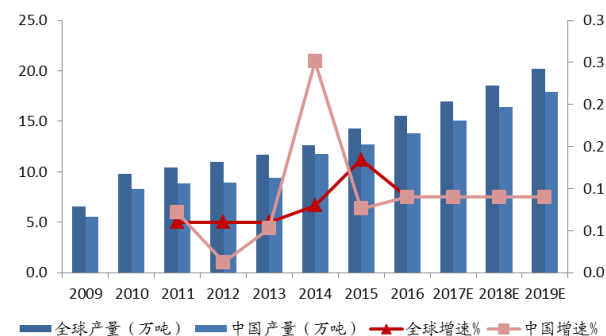
数据来源: 公司资料, 东北证券

图 47: 钕铁硼磁材应用场景广泛



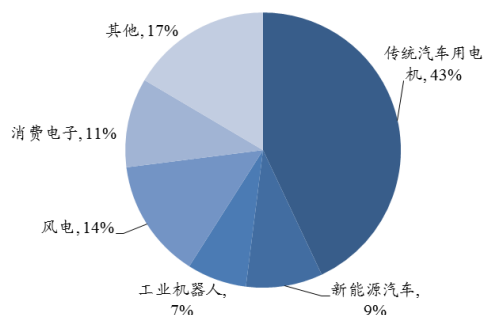
数据来源: 网络资料, 东北证券

图 48: 钕铁硼磁材产量 CAGR 保持 9% 增速



数据来源: 有色金属学会, 新材料在线, 东北证券

图 49: 全球高性能磁材需求结构, 汽车占比 52%



数据来源: 产业信息在线, 磁性材料协会, 东北证券

稀土及永磁供给高度集中在国内, 政策是驱动稀土价格中枢上移的最核心因素, 新能源汽车仍是未来永磁新增需求的最强动力。下半年稀土合规指标扩大长期看是行业规范化必经之路, 打黑整顿仍需推进; 稀土价格整体趋稳, 但重稀土和轻稀土涨跌分化。氧化镨钕现价为 28.25 万元/吨, 2019 年均价为 30.51 万元/吨, 较 2018 年均价下降 7.32%。氧化镱现价为 180.5 万元/吨, 2020 年均价为 178.4 万元/吨, 较 2019 年下半年均价上涨 21.49%。氧化铽现价为 400.5 元/吨, 2020 年均价为 386.1 万元/吨, 较 2019 年下半年均价上涨 1.85%。当前稀土价格仍以震荡为主, 但是未来伴随全球新能源汽车放量, 对于重稀土的需求量持续提升。具备重稀土资源的企业将显著受益, 在获取海外订单过程中具备议价、成本和资源优势, 稳定、大批量的持续交货能力得到巩固。

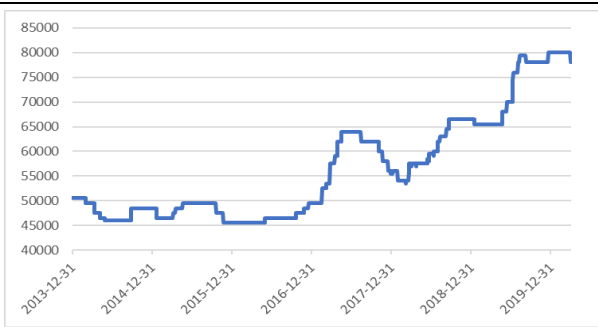
2.4. 军工钛材: 高端钛材市场扩容, 龙头企业受益

随着民用飞机领域扩容, 国内高端钛材产能无法满足。近些年, 我国钛行业结构性调整初见成效, 由过去的中低端需求以及钛产品的结构性过剩, 逐步转向中高端需求, 产业结构逐步转向航空航天、舰船和高端化工等领域。2018 年, 中国钛加

工材消费量达到 5.7 万吨，同比增长 4.2%，2018 年国内钛材消费领域中化工占据主导地位，占比为 45%，航空航天领域占比为 18%。2018 年维持增长态势。目前美国和俄罗斯航空工业用钛占到产量的 70% 以上，而我国航空航天用钛材消费占比不到 20%。受制于技术水平和材料制备工艺的限制，我国高端钛合金的主要下游仍是国产军用飞机领域，未来随着 C919 等民用飞机的放量以及深海空间站项目的实现，高端钛材会有较大的需求释放，目前产能尚不能满足需求释放的缺口。

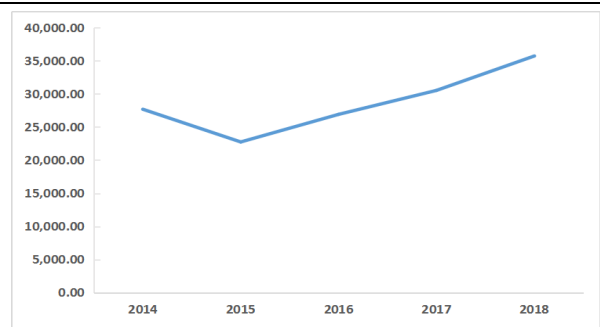
建议关注国内高端钛材龙头公司：宝钛股份。公司系国内高端钛材龙头企业，高端钛材市场扩容直接受益。目前国内高端钛材主要还是运用在军用领域，采用的航空钛材主要来自于宝钛股份和西部超导。公司钛锭年产能 3 万吨，钛材年产能 2 万吨，在国内市场处于领先地位，是中国航天科技集团的优秀供应商，同时也是美国波音、法国空客、法国斯奈克玛、美国古德里奇、加拿大庞巴迪、英国罗尔斯-罗伊斯等公司的战略合作伙伴。公司目前钛材销售主要分为民品、军品以及出口业务，相对而言军品业务毛利率较高，民品业务毛利率较低，订单结构的组成决定了公司的业绩情况。2019 年上半年，公司产品订货量和销售量有较大幅度的提升，实现钛材销售量 10170.10 吨，同比增长 69.26%。2019 年三季度单季度归母净利润为 1.7 亿元，同比去年增加 75.67%，业绩得到大幅提升。未来随着高端钛材市场的扩容，公司订单结构有望持续改善，提振公司业绩。

图 50：海绵钛 4 月 2 日价格：7.8 万元/吨



数据来源：Wind，东北证券

图 51：钛材产量：2018 年板材 3.57 万吨



数据来源：Wind，有色工业协会，东北证券

3. 小金属：关注钴价反弹，碳酸锂仍需调整

3.1. 新能源金属：“钴”价格触底，“锂”仍需调整

“钴”金属价格处于底部区间，安全边际高。继 2019 年上半年价格大幅下挫之后，2020 年初继续微弱下调。电解钴年初至今均价较 2019 年下半年均价下降 1.58%。四氧化三钴 2020 年均价为 18.37 万元/吨，较 2019 年下半年均价下降 6.97%。

供给端：伴生小金属资源，供给相对刚性。钴矿多以铜钴矿、镍钴矿等伴生形式存在，USGS 数据显示，钴资源储量有 41% 来自铜钴矿，36% 来自镍钴硫化矿，伴生矿资源存在独有的供给刚性特点。2018 年全球钴精矿产量约 12.4 万吨（金属量），再生钴供给约 1.6 万吨，共计约 13.4 万吨。资源储量和精矿产量高度集中于刚果金、澳大利亚、古巴等地，其中刚果金钴精矿产量约为 7.5 万吨，全球占比 56%。价格底部区间，大矿资源限制扰动明显。嘉能可宣布自 2019 年底至 2021 年起将暂停全球最大钴矿 Mutanda 生产，将影响 2020-2021 每年约 2.5 万吨钴供给，占比全球钴供给 17%。此前 KCC 在 2019H1 钴产量仅 0.61 万吨（目标完成率约 47%），供给端再次大幅收缩，有望超市场预期。

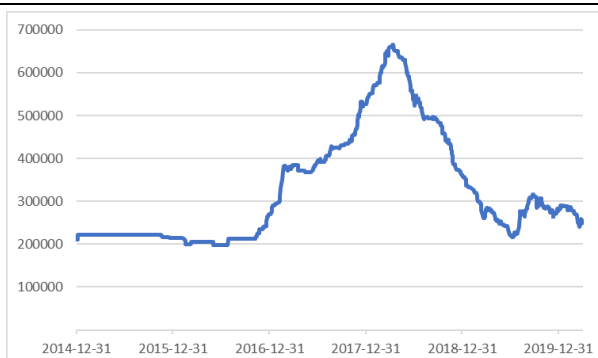
需求端：新能源汽车动力电池的强需求框架下，催化“钴”金属边际需求增量。

钴下游应用包括：3C、高温合金、硬质合金、动力电池，其中钴材料 65% 的应用集中在锂电池领域。我们预计，智能手机 2019 年消耗钴 2.6 万吨，占比 22%，仍为最大应用领域。新能源汽车动力电池 2018 年预计消耗钴金属约 2 万吨，占比约为 17%，边际增速最快。5G 换机潮和电动汽车共振带来需求超预期增长，钴金属价格有望在 2020 年达到 35 万元/吨。

全产业链下游“钴”产品库存处于低位，去库存周期处于后半段。我们可以看到，从刚果金钴矿山→钴盐厂商→正极材料厂商→电池厂商→电动车终端，整个生产流转周期在半年左右，伴随去库结束，叠加市场为 5G 和新能源汽车的需求预期改善，钴价格中枢有望抬升，建议持续关注下游企业的补库情况。

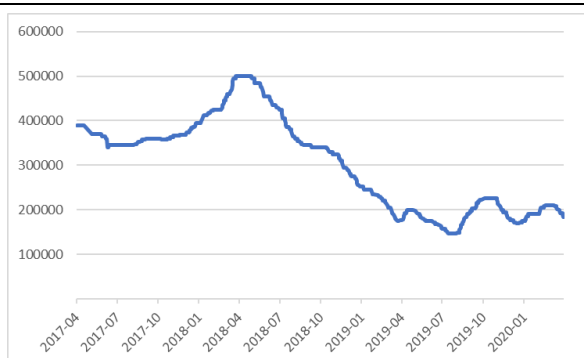
碳酸锂价格反弹稍晚于“钴”，还需继续调整。工业级碳酸锂现价为 4.675 万元/吨，2020 年年初至今均价为 4.872 万元/吨，较 2019 年下半年均价下降 22.55%。电池级碳酸锂现价为 4.87 万元/吨，2020 年均价为 4.93 万元/吨，较 2019 年下半年均价下降 27.79%。单水氢氧化锂现价为 5.60 万元/吨，2020 年年初至今均价为 5.518 万元/吨，较 2019 年下半年均价下降 20.78%。受益于下游电池厂商扩产，2016-2017 年的锂价格持续上涨，产业投资迅速增加。2019-2021 年，供给集中释放，预计锂资源（换算成碳酸锂）约为 45、57 和 70 万吨。而同期需求预计在 32、38、45 万吨，供需错配严重。当前新能源汽车用锂占比约 35%，而过去的 20 年锂行业平均复合增速为 8%，叠加新能源汽车对锂行业需求，从长周期角度来看，锂金属需求有望维持 15% 以上的持续增速。推荐关注华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业、天齐锂业。

图 52: 电解钴价格 24.9 万元/吨



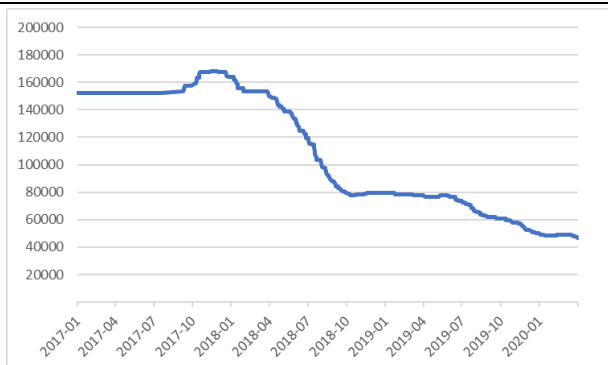
数据来源：Wind，东北证券（4 月 2 日更新）

图 53: 四氧化三钴价格 18.3 万元/吨



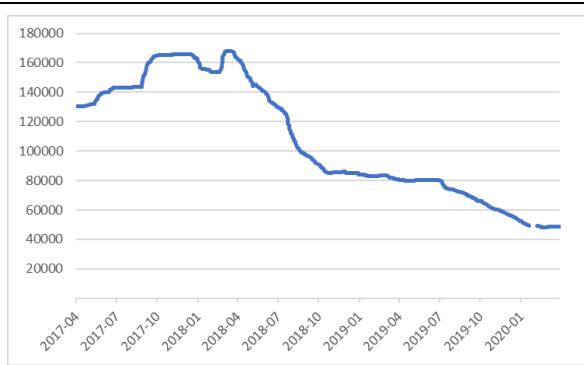
数据来源：Wind，东北证券（4 月 2 日更新）

图 54: 工业级碳酸锂价格 4.68 万元/吨



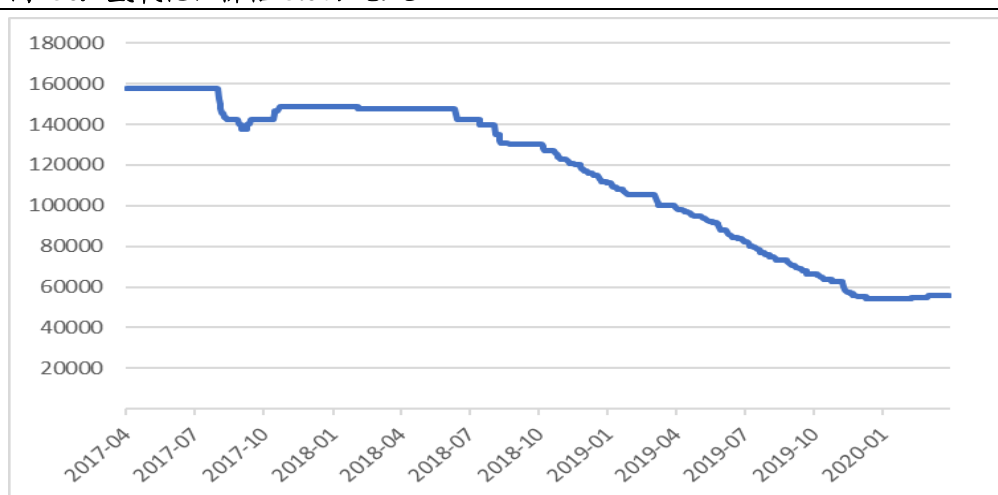
数据来源：Wind，东北证券（4 月 2 日更新）

图 55: 电池级碳酸锂价格 4.87 万元/吨



数据来源：Wind，东北证券（4 月 2 日更新）

图 56: 氢氧化锂价格 5.6 万元/吨



数据来源: Wind, 东北证券 (4 月 2 日更新)

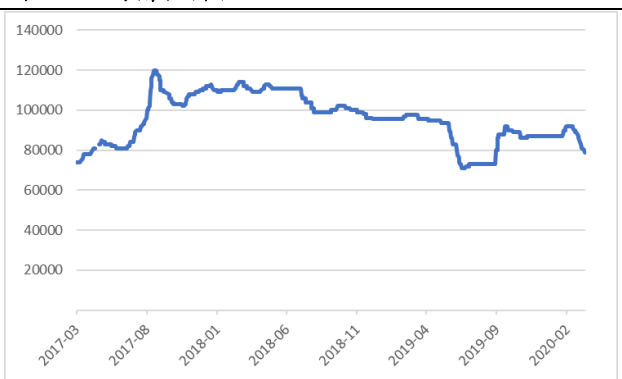
3.2. 政策金属: 利空因素出尽, 钨金属静待需求复苏

泛亚库存利空出尽, 钨价迎来反弹。2019 年 9 月 23 日, 两个大型上市钨企先后发布 9 月下旬 APT 采购长单价格, 分别报在 12.5 和 13.5 万元/吨的水平, 均较前期作出较大幅度上调。伴随泛亚库存落地, 市场涨声一片。泛亚库存落地之后, 市场情绪普遍看涨。洛钼拍下的泛亚 APT 库存单价在 11.5 万/吨, 算上处理成本和资金的时间成本, 整体成本将更高一些。从某种意义上讲, 洛钼拍下的成本基本成为市场现在定价的一个锚。根据铁合金在线的数据, 目前江西地区已经出现 13.5 万/吨的成交价格, 市场报价大多围绕 13.5 万/吨浮动。APT 散货市场低于 13.5 万元/吨已经基本拿不到货, APT 冶炼厂也表示钨精矿价格浮动过大无法接单。

静待需求复苏, 把握两个月短缺时间窗口。前期矿山由于价格跌破成本线, 价格虽然上涨, 但仍需要时间开采。从行业自身来看, 因为之前价格下滑过快, 跌到了成本线以下, 所以矿山产能部分关闭, 月产量 100 吨以下的矿山出现低负荷运行或者关停。由于原料难以获取和价格倒挂, 我们根据铁合金的数据, 今年 8 月份的 APT 产量为 4490 吨, 去年同期 APT 产量在 8590 吨, 同比减少 47.7%。根据中国钨业协会硬质合金分会的数据, 2019 年上半年 51 家统计企业硬质合金总产量 15776 吨, 与上年同比下降 8.11%。尽管需求下滑, 但和上游 APT 的产量减少情况来看, 短期内供需出现一个较大缺口。目前上游钨精矿短缺, 正常来看, 钨精矿采选到出库需要 1 个半月时间, 叠加国庆期间停发炸药, 预计 2 个月内上游原材料都会呈现一个短缺的态势。

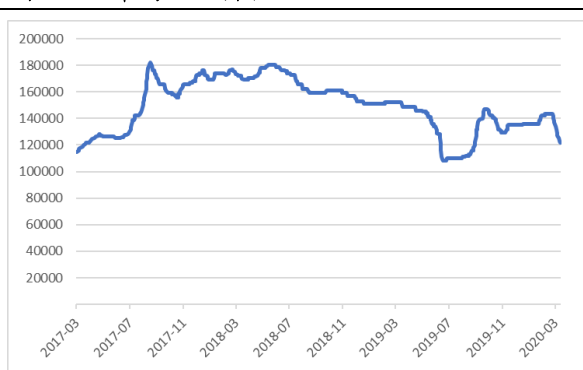
拥有自有矿山的企业将直接受益于此轮上涨。目前市场上原材料供给较为紧缺, APT 价格呈现跳涨状态, 上游钨精矿也跟随涨价。本周钨精矿询价已到 8.5 万元, 并且有向 8.7-8.8 万元/吨价格靠拢的趋势。涨价直接利好有矿山的企业, **推荐关注翔鹭钨业、章源钨业。**

图 57: 钨精矿价格 7.9 万元/吨



数据来源: Wind, 东北证券 (4 月 2 日更新)

图 58: 仲钨酸铵价格 12.2 万元/吨



数据来源: Wind, 东北证券 (4 月 2 日更新)

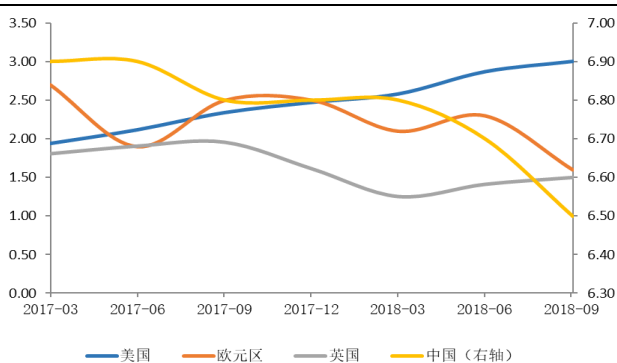
4. 传统金属: 2020 年 Q2 关注黄金, 工业金属时机未到

4.1. 基本金属去库存周期, 价格中枢抬升动力不足

库存周期同时受供给需求两端影响, 是供需错配的“蓄水池”, 也是经济短周期波动的重要决定因素。对于有色金属品类来讲, 供给端产能“刚性”而需求端波动“弹性”, 因此大部分情况下, 存货的调整受下游需求波动影响权重更大, 属于相对滞后的验证性指标。但我们发现, 库存环比变化值在过去五年变化范围的相对位置, 可以预判金属价格未来的运行方向。

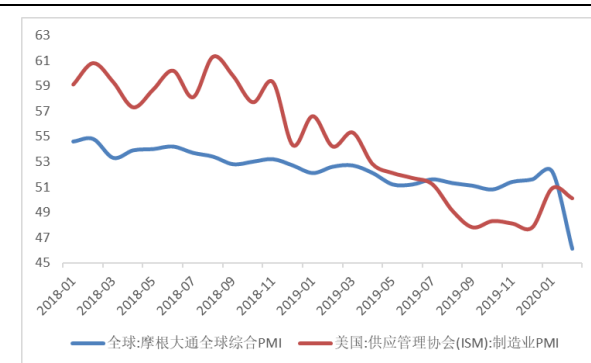
从有色金属库存运行角度看, 2019 年 3 月份中美两大经济体进入主动去库存共振周期, 2020 年 2 季度价格大概率触底。从库存周期运行角度来讲, 一个完整的库存周期由四个阶段组成: 被动去库——需求上升、库存下降; 主动补库——需求上升、库存上升; 被动补库——需求下降、库存上升; 主动去库——需求下降, 库存下降。从有色金属库存运行角度看, 全球处于主动去库存周期。但是从需求端观察, 美国与非美经济体存在库存周期的错位, 目前非美经济体 (包括中国) 进入主动去库存阶段, 而美国尚处于被动补库存阶段, 我们认为 2019 年 3 月份全球将处于主动去库存共振阶段。根据过去 10 年出现的 3 次主动去库存共振阶段的工业品价格表现, 锌、铝、铜、原油大概率会出现 10-20% 左右的跌幅, 而 2008 年跌幅达 40-50%。我们预计 2019 年 3-10 月份全球主动去库存共振周期中, 锌、铝、铜工业品价格大幅下跌概率较大, 存在趋势性做空窗口期, 到 2020 年 2 季度有色工业品价格或触底。“库存环比模型”可作为预判有色商品年度配置时点的重要参考指标。详见《全球主动去库存共振周期下有色商品价格表现》(2019-02-19)。

图 59: 2017-2018 年美中欧英实际 GDP 同比增速



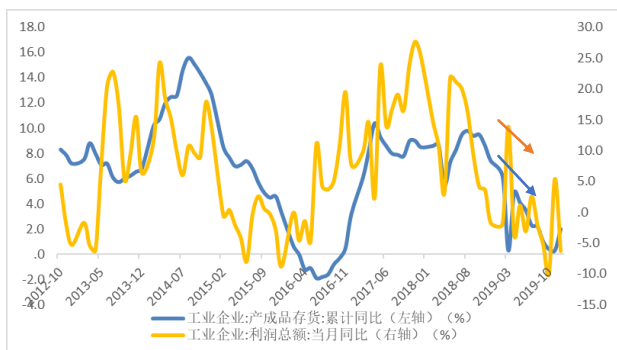
数据来源: Wind, 东北证券

图 60: 2019 年美国与全球制造业 PMI 的分化



数据来源: Wind, 东北证券

图 61: 2019 年 3 月中国进入主动去库阶段



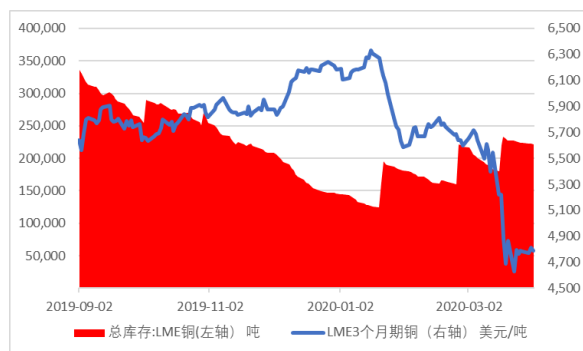
数据来源: Wind, 东北证券

图 62: 2019 年 3 月美国进入去库阶段



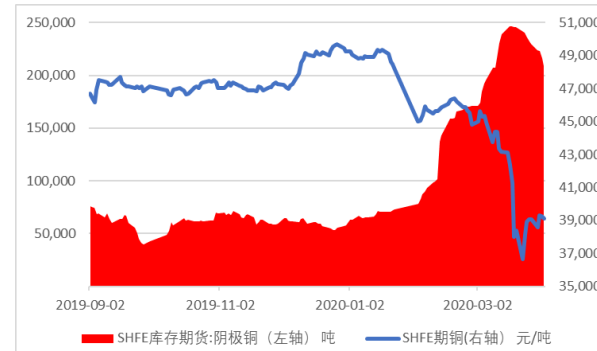
数据来源: Wind, 东北证券

图 63: LME3 月期铜价格及库存



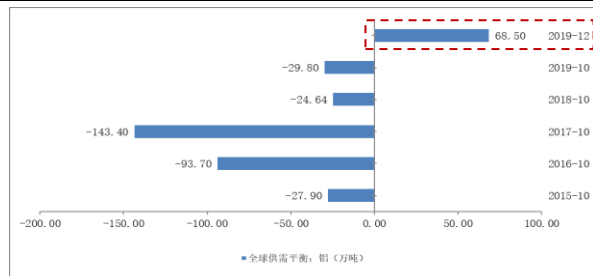
数据来源: Wind, 东北证券

图 64: SHFE3 月期铜价格及库存



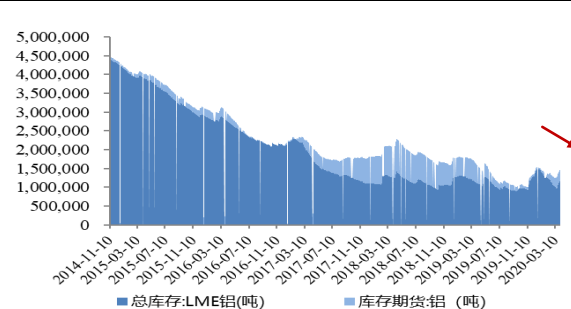
数据来源: Wind, 东北证券

图 65: 全球铝 12 月份累计供给过剩 68.5 万吨



数据来源: WBMS, 东北证券

图 66: 全球铝期货显性总库存 146.9 万吨



数据来源: WBMS, 东北证券 (4 月 3 日更新)

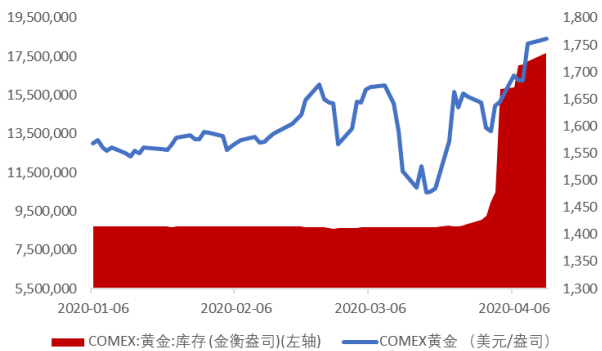
4.2. 黄金: 长周期向上, 板块配置价值凸显

金价长周期向上, 板块配置价值凸显。COMEX 黄金现价为 1761 美元/盎司, 2020 年均价为 1598.01 美元/盎司, 较 2019 年下半年均价上升 8.86%, 库存 1.77 千万盎司, 大幅攀升; COMEX 白银现价为 15.54 美元/盎司, 2020 年均价为 16.65 美元/盎司, 较 2019 年下半年均价下降 1.52%。

在当前时间节点, 全球疫情蔓延, 加速主要经济体出现阶段性衰退, 货币政策量化宽松、财政赤字增加叠加低利率环境, 黄金作为美国经济实力相对变化的映射, 价格存在长期上行动力。同时受益于全球主要贸易结算的货币体系的不稳定性, 全

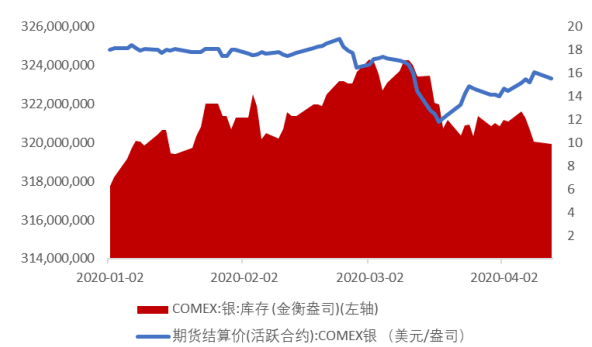
球经济疲软，争相进入量化宽松阶段，以及贸易摩擦带来的经济不确定性增加，黄金作为最传统的价值衡量的锚，关注度持续提升。具体的对于黄金板块的研判和分析可以参见我们的三篇深度专题报告：《贵金属专题一：黄金价格与美元指数相关性分析》（2018-12-03）；《贵金属专题二：黄金价格的核心驱动力是什么？》（2018-12-17）；《贵金属专题三：美国加息周期是如何影响金价》（2018-12-24）。
建议关注山东黄金、紫金矿业。

图 67: COMEX 金价 1761.4 美元/盎司



数据来源：Wind，东北证券（4月3日更新）

图 68: COMEX 白银价格 15.54 美元/盎司



数据来源：Wind，东北证券（4月3日更新）

黄金和美元是一币两面的关系，美国劳动生产率是驱动二者变化的核心要素。黄金和美指的负相关从三个角度理解：（1）在美元作为全球主要结算货币体系背景下，黄金市场通常以美元计价。（2）美元和黄金同为重要的货币储备资产，具有可替代性。在极端情况黄金一直作为避险保值的“锚”，但是本身不具备生息能力，和美元属于“一体两面”的关系。（3）美国劳动生产率的变化是金价和美指负相关的根本原因。另外，关注劳动生产率的增长率而非生产率本身。传导路径：美国劳动生产率→美国经济发展状况→美元币值强弱|金价高低。

实际利率与金价相关系数 0.7655，由名义利率和通货膨胀预期两部分组成。“实际利率=名义利率-通胀预期”，其实就是看一定的投资期限内，名义利率和通胀预期谁跑得快，由此决定的实际利率成为金价的反向指标。**实际利率的内涵是劳动生产率的表征。**美国国债实际利率水平表征美国劳动生产率相对变化率情况，也就是美国实体经济真实的回报率。如果实际利率上升，持有黄金则意味着要放弃其他资产的高收益，黄金的吸引力下降，价格有下跌压力；若实际利率下降，则持有黄金的成本下降，金价有上涨动力。

美国研发支出在 GDP 中的占比可用作表征劳动生产率的增长情况的领先指标。劳动生产率表示的是单位劳动力在单位时间可生产的产品，影响劳动生产率的主要因素包括劳动力熟练程度、设备工艺提升、生产运营等方面，而这些均需要大规模持续性的资本投入，而研发支出是资本投入的一种形式，研发支出占 GDP 的比重越大，可以理解成当年在生产技术方面的投入越多。

美元指数与黄金价格的负相关性可以从三种视角去理解：

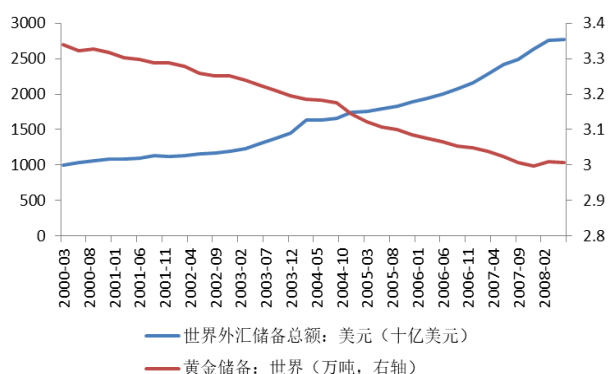
视角一：在美元作为全球主要结算货币体系背景下，黄金市场通常以美元计价。这种标价方式（美元/盎司）本质上表征的是 1 单位黄金的美元价值，是相对概念。美元贬值时，黄金的价值不变，得到 1 单位黄金需支付更多美元，以美元计价的黄金价格上涨。

视角二：美元和黄金同为重要的货币储备资产，具有可替代性。美元是当前流动性最好、被非美国国家储备最多的货币，在国际货币体系中起着压舱石的作用。而

黄金资源由于具备稀缺、易储藏、通用性等特点，本身具备天然的国际货币属性，不需专门的信用背书，因此在极端情况黄金一直作为避险保值的“锚”，但是本身不具备生息能力，和美元属于“一体两面”的关系。

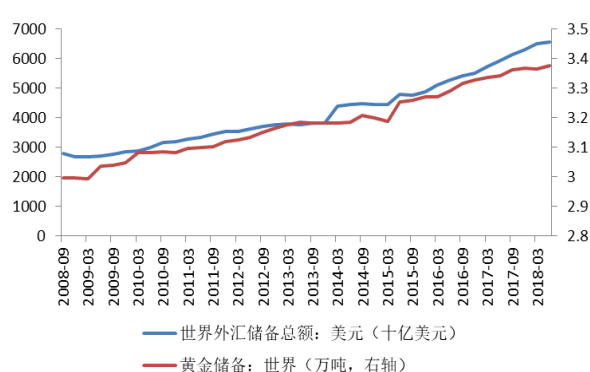
从这个角度来看，在当今货币结算体系下，二者同为重要的货币储备资产，美元的坚挺和稳定就削弱了黄金储备和保值的地位，因此强势美元一般伴随弱势黄金。但是我们发现，2008年前，美元储备和黄金储备的替代性明显，而在之后，美元储备和黄金储备同向变动趋势明显，全球货币储备角度对金价和美指的负相关解释力度在变弱，受其他因素驱动的权重上升。

图 69: 全球美元储备和黄金储备 08 年前反向变动



数据来源：Wind，东北证券

图 70: 全球美元和黄金储备 08 年后同向变动



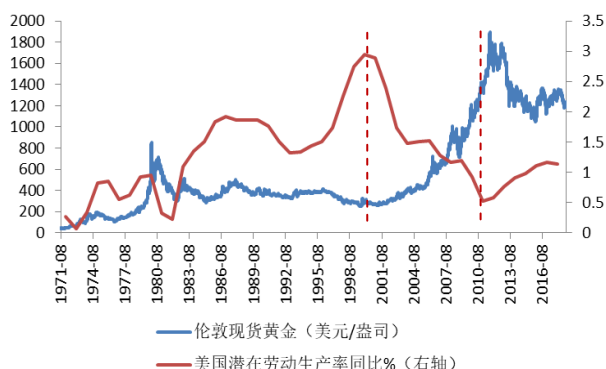
数据来源：Wind，东北证券

视角三：美国劳动生产率的变化是金价和美指变动的核心驱动力，是金价和美元指数负相关的根本原因。虽然黄金有三大属性——商品属性、货币属性和金融属性，但是黄金的商品属性只是价格跟随者并非决定因素。我们主要从货币属性和金融属性去分析。同样地，从标的资产或者融资货币角度看，美元指数也具有货币属性和金融属性。但是无论是货币属性还是金融属性，其价格都不应脱离其实际价值的支撑，实体经济的发展才是驱动价格波动的源头，而劳动生产率正是实体经济发展状况的度量工具。我们认为，美国劳动生产率作为**最核心**的驱动力，同时平行地对黄金价格和美元指数施加影响。

之所以黄金价格和美元指数呈现相反的走势，是因为在全球范围内美国劳动生产率的相对提升，会带动美元指数趋势性上涨，同时使得黄金价格中枢下移。而不是大家主观印象中的：美元的强势导致了黄金价格的下跌。二者并非因果关系，也不存在先验或滞后的关系。

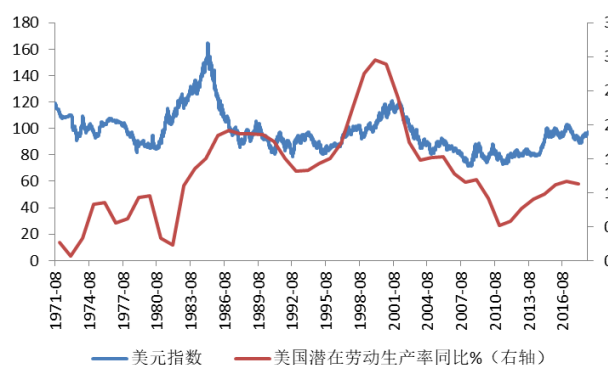
关注劳动生产率的增长率而非劳动生产率本身。值得指出的是，我们关注的是劳动生产率的增长情况，而非劳动生产率本身。我们认为伴随生产技术、设备、工艺优化，劳动生产率本身就处在一个内生的增长过程，当经济、政策等多因素作用下，劳动生产率加速或者减速变化的过程才对黄金价格和美元指数施加影响。

图 71: 金价与美国潜在劳动生产率变化负相关



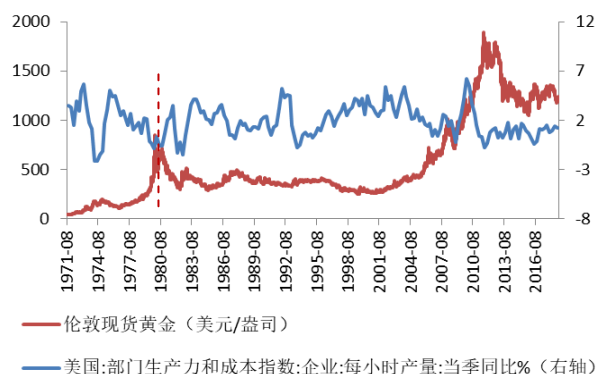
数据来源: Wind, 东北证券

图 72: 美指与美国潜在劳动生产率变化正相关



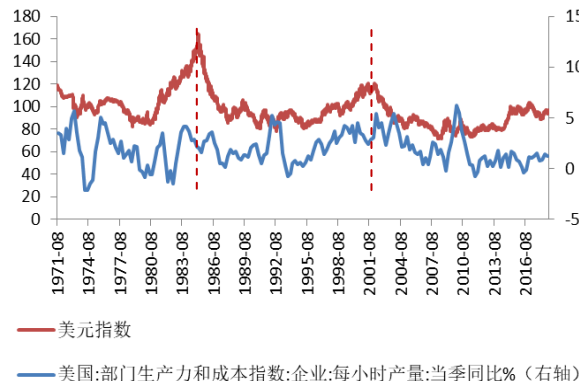
数据来源: Wind, 东北证券

图 73: 金价与美国劳动生产率负相关



数据来源: Wind, 东北证券

图 74: 美指与美国劳动生产率正相关



数据来源: Wind, 东北证券

5. 2020 年 Q2 策略: 关注黄金板块, 把握钴锂及新材料机会

金属新材料: 新能源永磁、半导体靶材。稀土永磁是国家重点支持的新材料, 行业业绩变化和下游需求变迁紧密相关, 在经历 2008-2009 年风电、节能电机的需求爆发后, 永磁行业的需求维持每年 5% 的平稳增速, 但整体需求的增长不及产能扩张和技术进步快, 行业经历了恶性竞争和持续出清。随着永磁材料在新能源汽车和轨道交通牵引电机中的应用, 永磁行业将重新步入需求提速阶段。我们认为行业目前正处于十年大周期反转的底部位置。我们预计 2019 年全球新能源汽车用磁材占比达到 9%, 这一阶段可以类比 2015-2017 年的钴锂行情。特殊之处在于, 全球永磁行业的竞争格局和我国的资源垄断优势更为明显。在周期反转过程中, 龙头公司将率先突破, 享受行业反转的超额红利, 竞争优势进一步扩大。具体参见深度报告: 《中科三环 (000970): 永磁行业周期反转, 订单驱动龙头突围》(20190507), 我们推荐具有顶级新能源汽车磁材龙头优势的中科三环, 受益靶材国产替代的隆华科技。

小金属: 2020 年关注钴、锂、钨。钴: 供给端伴生小金属资源, 供给相对刚性。嘉能可宣布自 2019 年底至 2021 年起将暂停全球最大钴矿 Mutanda 生产, 将影响 2020-2021 每年约 2.5 万吨钴供给, 占比全球钴供给 17%。需求端: 新能源汽车动力电池的强需求框架下, 催化“钴”金属边际需求增量。预计智能手机 2019 年消耗

钴 2.6 万吨，占比 22%，仍为最大应用领域。新能源汽车动力电池 2018 年预计消耗钴金属约 2 万吨，占比约为 17%，边际增速最快。5G 换机潮和电动汽车共振带来需求超预期增长，钴金属价格有望在 2020 年达到 35 万元/吨。**碳酸锂：价格反弹稍晚于“钴”，还需继续调整。**2019-2021 年，供给集中释放，预计锂资源（换算成碳酸锂）约为 45、57 和 70 万吨。而同期需求预计在 32、38、45 万吨，供需错配严重。当前新能源汽车用锂占比约 35%，而过去的 20 年锂行业平均复合增速为 8%，叠加新能源汽车对锂行业需求，从长周期角度来看，锂金属需求有望维持 15% 以上的持续增速。**钨：利空出尽，价格反弹。**钨精矿价格跌到成本线附近，近期泛亚库存拍卖结束，困扰行业多年的泛亚库存问题逐步落地，钨行业利空因素出尽，钨价有望反弹。推荐关注华友钴业、赣锋锂业、翔鹭钨业。

工业金属：尚处于全球主动去库存阶段，工业品价格有望在 2020 年 2 季度触底。库存周期同时受供给需求两端影响，是供需错配的“蓄水池”，也是经济短周期波动的重要决定因素。从库存周期运行角度来讲，一个完整的库存周期由四个阶段组成：主动补库、被动补库、主动去库、被动去库。中国在 2018 年 9 月进入主动去库阶段，美国或最迟于 2019 年 3 月进入主动去库存阶段，届时以中美两大经济体为代表的全球范围内或进入主动去库共振阶段。该阶段有色行业的微观表现：期货库存中枢持续下降或者低位运行、库存环比变化超过“通道”上限概率更大、供需缺口持续存在或处于紧平衡状态、价格处于历史中高位、矿企及冶炼企业盈利较好但企业资本开支不增。我们曾在《全球主动去库存共振周期下有色商品价格表现》（2019-02-19）报告有过详细阐述。从上半年的商品价格表现上来看，均处于趋势下行阶段，且价格底部大概率出现在 2020 年 2 季度。

贵金属：金价具备长期上行动力。在当前时间节点，受益于全球主要贸易结算的货币体系不稳定性增加，全球经济疲软，争相进入量化宽松阶段，以及贸易摩擦带来的经济不确定性增加，黄金作为最传统的价值衡量的锚，关注度持续提升，黄金长期看涨。具体的对于黄金板块的研判和分析可以参见我们的三篇深度专题报告：《贵金属专题一：黄金价格与美元指数相关性分析》（2018-12-03）；《贵金属专题二：黄金价格的核心驱动力是什么？》（2018-12-17）；《贵金属专题三：美国加息周期是如何影响金价》（2018-12-24）。

6. 重点公司推荐关注

6.1. 隆华科技：业务转型，打造新材料隐形冠军孵化平台

国产替代，钼靶及 ITO 靶材行业领先。作为半导体和显示产业核心关键材料，高纯靶材市场正迎来历史性成长机遇，国产替代空间巨大。2019 年四丰电子成为国内真正意义上规模提供条形钼靶、大尺寸一米 8 宽的大宽钼靶的唯一供应商；晶联光电自主研发的 ITO 靶材成为国内首家通过京东方 8.5 代面板线测试认证的供货商；丰联科现已作为合格供应商为国内 14 条面板产线批量供货，2018 年末已达到近 200 片/月产能。

培育军工复合材料的隐形冠军。当前全球高分子复合材料行业产量已超过 1000 万吨，其中中国占比达 40% 左右。目前兆恒科技、海威复材、科博斯基于高分子复合材料技术储备，伴随着军改后装备新型号逐步量产，公司 PMI 泡沫、舰船用复合材料等产品保持快速增长。自 2017 年涉足军工业务，2018 年隆华科技军工业务营收达 1.14 亿元，2019 年仅半年军工业务营收就 1.56 亿元，超 2018 年全年营收，军品业务发展迅猛。兆恒科技：我国军方唯一认可的 PMI 泡沫国产化合格供应商。海威复材：舰船材料轻质化发展的引领者。

传统业务未来资本开支有限，国内知名的专家型企业家-孙建科引领公司转型升级。公司近几年在传统业务上保持不增加资本设备的投入，用现有的资源产生现金流，创造利润，保持每年稳定。2014 年公司引入国内知名的专家型企业家孙建科担任隆华公司副董事长、总经理，公司快速形成人才聚集效应，新的管理团队全面接管隆华公司及其各子公司经营管理工作，转型具备管理和技术保障。

盈利预测及投资建议：预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.79、2.4、2.93 亿元；EPS 分别为 0.2、0.26、0.32 元，以 2020 年 3 月 27 日收盘价对应 P/E 为 33X、25X、20X，看好公司在靶材、军工复合材料等新材料布局的需求爆发，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长乏力、军民融合推进及靶材国产化进程低于预期、项目研发进展不及预期。

6.2. 新疆众和：高纯技术沉淀，突破 5N 级超高纯铝靶基材

公司是国内最早从事铝电子新材料研制的企业之一，拥有全球最大的高纯铝生产基地。历经五十多年的发展，现已成为中国战略性新材料产业的核心骨干企业，主要产品包括：高纯铝、电子铝箔和电极箔等电子元器件原料。公司目前一次电解高纯铝（以下简称“一次高纯铝”）产能 18 万吨，高纯铝产能 5 万吨，电子铝箔产能 3.5 万吨，目前电极箔产能 2000 万平米。公司的募投项目：年产 1500 万平方米高压高性能腐蚀箔项目、年产 1500 万平方米高压高性能化成箔项目。截止 2019 年 12 月底，部分生产线已经进入调试生产阶段。

高纯金属进口替代空间巨大，公司是国内唯一具备联合法提纯 5N(99.999%)及以上超高纯铝和高纯化熔炼铸造生产能力的企业。溅射靶材产业链呈金字塔型分布，高纯金属供给以及高纯溅射靶材制造环节技术门槛高、设备投资大，主要被美国、日本企业垄断，挪威海德鲁是目前全世界 5N5 高纯铝行业最大的公司。相比之下，新疆众和进入高纯铝靶材的时间相对晚些，技术差距在逐渐缩小。高纯铝的提纯方法主要有三层电解法和偏析法，新疆众和目前全部掌握和采用。公司超高纯铝溅射靶基材及铝基键合丝母线经过十年研发（国家重大科技专项 02 专项），2018 年开始陆续供应市场，2019 年产品逐步实现稳定并实现批量供应。目前公司供应的靶材原料中半导体用靶材大概占到 60%，显示面板用靶材占到 40%左右。公司超高纯铝溅射靶基材 2018 年、2019 年销售数量分别为 31.70 吨、24.39 吨，营业收入分别为 265.55 万元、382.07 万元，主要客户为有研亿金新材料有限公司等。

盈利预测及投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利分别为归母净利润分别为 1.22、1.32、1.73 亿元；EPS 分别为 0.12、0.13、0.17 元，以 2020 年 3 月 27 日股价对应 P/E 为 36.74X、34.07X、25.90X，给予“增持”评级。

风险提示：氧化铝及电解铝价格剧烈波动，国产替代不及预期

6.3. 中科三环：永磁行业周期反转，订单驱动龙头突围

专注的钕铁硼行业龙头。中科三环是全球最大的钕铁硼永磁体制造商，背靠中科院，技术储备丰厚，34 年来专注钕铁硼行业研发及生产，研发实力雄厚。目前拥有烧结钕铁硼产能 1.6 万吨，未来可增至 2.8 万吨，粘结钕铁硼产能 1500 吨，产能及技术优势明显。

永磁行业反转，龙头最先突围。稀土永磁是国家重点支持的新材料，行业业绩变化和下游需求变迁紧密相关，在经历 2008-2009 年风电、节能电机的需求爆发后，永磁行业的需求维持每年 5%的平稳增速，但整体需求的增长不及产能扩张和技术进步快，行业经历了恶性竞争和持续出清。随着永磁材料在新能源汽车和轨道交通

牵引电机中的应用，永磁行业将重新步入需求提速阶段。我们认为行业目前正处于十年大周期反转的底部位置。我们预计 2019 年全球新能源汽车用磁材占比达到 9%，这一阶段可以类比 2015-2017 年的钴锂行情。特殊之处在于，全球永磁行业的竞争格局和我国的资源垄断优势更为明显。在周期反转过程中，龙头公司将率先突破，享受行业反转的超额红利，竞争优势进一步扩大。

订单驱动，顶级新能源汽车磁材供应商。有报道称特斯拉曾重申 2019 年将交付 36-40 万辆汽车，若 Model S 和 Model X 同步升级为永磁同步电机，公司作为永磁材料核心主力供应商将充分受益。若未来特斯拉上海建厂顺利投产，若累计交货量达到 200 万辆，我们预计整车（驱动电机+微电机）将拉动公司钕铁硼销量约 6000 吨，保守估算，理论销售收入约 20 亿元，理论毛利润增厚约 6 亿元。

盈利预测及投资建议：预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 2.71、3.80、6.03 亿元；EPS 分别为 0.25、0.36、0.57 元，以 2019 年 6 月 28 日股价对应 P/E 为 45.4X、31.5X、19.9X，看好公司在未来新能源汽车需求爆发、先进轨道交通装备等领域的积极布局 and 永磁材料的应用前景，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长乏力、稀土价格剧烈波动、新能源汽车发展不及预期。

6.4. 江丰电子：国内最大半导体靶材制造商

靶材订单增加，业绩稳步增长。2019 年，公司营业收入 3.17 亿元，同比增长 23.70%，归属母公司股东净利润 1464 万元，同比减少 47.2%。利润减少源于公司产品结构变化且处于订单竞争阶段，同时由于公司 2019 年实施了第一期股票期权激励计划，公司 2019 年 1-9 月需摊销的股票期权费用约为 1,112.31 万元，其中 7-9 月约为 556.16 万元。随着公司产能和规模的不断扩大、各项研发项目加大了研发力度，公司研发费用、折旧等相关费用支出较上年同期有所增加，利息费用也较上年同期相应增加。

海外垄断优势明显，国产替代渐提速。原材料绝大部分均被国际上的少数几家跨国企业所垄断，在高纯溅射靶材行业中，日矿金属、霍尼韦尔等为行业传统的供应商。其中，日矿金属是一家致力开展从上游的原材料开发至下游相关业务的跨国企业，属于全产业链覆盖，溅射靶材只是业务分支的一部分。与国内厂商相比，日矿金属在上游原材料开发方面起步较早、经验丰富。公司目前也在往上游原材料领域拓展。目前，公司已掌握了铜、铝等溅射靶材原材料提纯的核心技术，生产项目一旦建成，将打破少数几家跨国企业垄断钨、铜、铝溅射靶材原材料供应的现状，并向上拓展公司靶材产业链的布局，实现靶材原材料的自给，进而提升公司的盈利能力及抗风险能力。

产品突破国外技术壁垒，募投项目稳步推进。公司生产的靶材产品在技术上成功突破了国外技术壁垒，其技术水平获得了中国外下游厂商的认可。伴随着下游半导体、显示面板等产业逐步向国内转移，公司生产产品进口替代优势和空间显著。根据公司半年报显示，2019 年上半年公司按照计划稳步推进与生产经营相关的 3 个募投项目：“年产 300 吨电子级超高纯铝生产项目”已完成并结项；“分析检测及客户支持服务中心建设项目”已完成并结项；“年产 400 吨平板显示器用钨溅射靶材坯料产业化项目”预计将延期完成。

风险提示：下游需求不及预期；产品竞争力低于预期。

6.5. 阿石创：深度布局光学光通讯、显示面板、节能玻璃等靶材

业绩稳步提高，未来增长可期。2019 年 1-3 季度，公司营业收入 2.43 亿元，同比增长 36%，归属母公司股东净利润 1442 万元，同比减少 46.2%。2019 年上半年，

公司梳理了公司的管理体系和技术组织架构，同时为了优化公司上下游产业结构，降低公司运营成本，细化公司战略布局，从而进一步对公司的整体业务及收入增长提供强有力的推动，对公司未来发展打下良好基础。公司一直积极布局新产能将有效解决产能不足的瓶颈，提高业务承接能力，为公司的持续快速发展奠定坚实的基础。

产品市场广阔，公司客户群粘性强。公司产品包括蒸镀和溅射靶材，主要应用领域包括：光学光通讯、显示面板、节能玻璃等。在公司募集资金投资项目达产后，能够有效扩大公司平板显示溅射靶材的产能，实现扩能增效。该项目产品主要应用于平板显示行业，市场前景广阔，受到国家政策扶持，产能消化具有保障。筹建年产 350 吨平板显示溅射靶材建设项目，包括钼靶、铝靶、铜靶、硅靶和 ITO 靶材等。报告期内，公司已与京东方、群创光电、蓝思科技、伯恩光学、水晶光电等知名企业建立合作关系，得到下游行业广泛认可，树立良好的业界品牌形象。由于 PVD 镀膜材料专业型、技术性较强，且客户对 PVD 镀膜材料质量稳定性、交货及时性等因素要求很高，业务关系一旦建立，就会在相当长的时间内保持稳定，因此客户具有较强粘性。

风险提示：原材料价格波动；市场竞争加剧。

7. 风险提示

国内宏观经济增长乏力；监管政策趋紧带来流动性持续收紧风险；新能源汽车政策变化带来产销量不及预期风险；钴锂产品产能释放超预期导致新增供给大幅提升，价格剧烈波动风险；主要金属需求不及预期，价格剧烈波动风险；新材料公司产品结构调整带来的业绩大幅波动风险。

分析师简介:

邱培宇: 上海交通大学材料科学与工程硕士, 北京科技大学材料科学与工程本科, 现任东北证券有色行业组组长。曾任联合汽车电子有限公司工艺工程师。2017年以来具有3年证券分析师从业经历, 带领团队获得《财经》最佳选股分析师第1名、盈利预测最准确分析师第1名、第二届中国证券分析师“金翼奖”第2名、2019年Wind平台影响力排行榜第5名等奖项。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn

有点报告社群

分享8万+行业报告/案例、7000+工具/模版；
精选各行业前沿数据、经典案例、职场干货等。



截屏本页，微信扫一扫或搜索公众号“有点报告”
回复<进群> 即刻加入