

谨慎推荐（首次）

2020 年下半年投资策略：

风险评级：中风险

复工复产带来需求改善

2020 年 6 月 17 日

许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

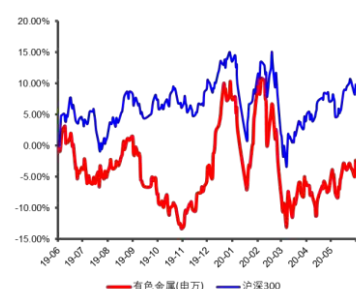
电话：0769-22110925

邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

细分行业评级

黄金	推荐
工业金属	谨慎推荐
稀有金属	谨慎推荐
新材料	未评级

行业指数走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

相关报告

- **磁材：**高性能钕铁硼磁主要应用于新能源和节能环保领域，如风力发电、新能源汽车、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造、3C等。当前，中国高端磁材供应相对不足，未来需求受益于风电新装机量提升、风电永磁直驱式电机渗透率提升、变频空调渗透率提升、电动车产量增长。
- **黄金：**本轮黄金价格上涨分为两个阶段，第一阶段由美联储降息带动美元收益率下行驱动黄金价格上涨。随着美联储实施零利率，第一阶段已接近尾声。第二阶段是美国通胀预期上升支撑黄金价格上涨的过程，但当前美国经济下行，叠加原油价格低位，物价水平处于通缩状态。预期随着美国进入复工复产，通缩得到修复，但难以形成高通胀预期，第二阶段尚未到来。展望2020年下半年，黄金价格上涨动力主要来自美元信用下降及风险事件的脉冲。
- **钴、锂：**欧美陆续启动复工计划，新能源车成为重要刺激产业，2020年5月，欧洲、中国加码新能源车补贴政策，有望刺激上游电池消费，进而带动钴、锂金属需求。
- **铜：**主要铜矿出口国与铜消费国疫情高峰呈现错位，供给偏弱，需求逐步修复，南美等主要铜矿出口国疫情能否在下半年出现拐点存在不确定性；从库存看，国内铜库存在经济修复带动下，出现被动去库存。随着疫情后经济修复带来的需求增加，下半年铜价有望延续强势。
- **铝：**受益于中国率先复工复产，国内电解铝库存继续去化，2020/05/31—2020/06/06电解铝市场库存为89.65万吨，较2020年高峰-47%；铝棒库存为7.24万吨，较2020年高峰-86%。下游电解铝、氧化铝企业毛利润边际改善，电解铝5月有效产能提升17.30万吨。铝下游企业开工率回升，受房地产竣工周期驱动，电解铝下游消费量提升，4月铝合金、铝材分别环比增长13.20%、14.50%。预期2020年下半年，地产竣工驱动将延续。
- **投资建议。**黄金仍处于上涨周期，高端磁材将受益于风电、变频空调、电动车产量增长，钴、锂有望受益于动力电池产量上升，铜、铝将受益欧美、中国复工复产推进。建议关注正海磁材（300224）、山东黄金（600547）、银泰黄金（000975）、五矿稀土（000831）、华友钴业（603799）。

- **风险提示。**国外疫情恶化风险，国外宏观经济波动风险；中国宏观经济波动风险；新能源汽车产销量不及预期风险；金属价格大幅下跌风险。

目录

1. 黄金价格仍在上涨通道，金银比有望修复	5
1.1 分析框架：美元实际收益率为黄金价格核心驱动因素	5
1.2 分析框架：美元指数与风险事件对黄金价格的驱动	6
1.3 美元流动性紧张缓解，美国通缩预期修复	7
1.4 黄金第一阶段上涨接近尾声	8
1.5 下半年：美元信用下降及避险情绪脉冲将推动黄金价格上行	10
1.6 欧美进入复工复产阶段，金银比或迎来修复	11
2. 稀土	12
2.1 稀土经济价值极高	12
2.2 中国在稀土储量、矿产量、冶炼分离产品具主导地位	12
2.3 中重稀土价格有望走高	14
3. 磁材、钴、锂	17
3.1 磁材	17
3.2 钴	20
3.3 锂	21
4. 基本金属	22
4.1 铜	23
4.2 铝	23
5. 投资建议	25
6. 风险提示	26

插图目录

图 1：黄金价格与美国长端国债实际收益率负相关（美元/盎司，%）	5
图 2：黄金价格与美元指数负相关（美元/盎司）	6
图 3：避险需求增加推动黄金价格上涨	7
图 4：油价下跌拖累黄金价格（美元/盎司，美元/桶）	7
图 5：美股下跌拖累黄金价格（美元/盎司）	7
图 6：风险资产大幅下跌引发美元流动性紧张（%）	8
图 7：流动性紧张引发美元指数上升，黄金下跌（美元/盎司）	8
图 8：低油价拉低美国通胀预期（美元/桶，%）	8
图 9：低通胀预期导致黄金价格下跌（美元/盎司，%）	8
图 10：10 年期国债收益率横盘窄幅震荡（%）	9
图 11：油价回升有助于通缩修复（美元/桶，%）	9
图 12：疫情冲击下美国经济下行显著（%）	9
图 13：美联储资产负债表快速扩张后美元指数下跌（%）	10
图 14：美元指数高位回落刺激金价上涨（美元/桶、美元/盎司）	10
图 15：随着货币扩张，美国贫富差距拉大	10
图 16：金银价格比	11
图 17：美国 PMI 回弹	11
图 18：欧元区 PMI 回弹	11
图 19：2019 年世界稀土储量分布（%）	12
图 20：2019 年稀土冶炼分离产品产量（吨，REO）	14
图 21：中国稀土冶炼产能利用情况（吨，REO）	14

图 22: 收储刺激稀土价格走高（元/公斤、元/吨）	15
图 23: 收储期间稀土股价走势（元）	15
图 24: 中重稀土价格走势（元/公斤）	16
图 25: 轻稀土价格走势（元/吨）	16
图 26: 中国混合碳酸稀土进口量（吨）	16
图 27: 中国未列名稀土氧化物进口量（吨）	16
图 28: 中国稀土氧化物产量（吨）	16
图 29: 中国氧化镨供需情况（吨）	16
图 30: 全球风电新装机量（GW）	17
图 31: 中国变频空调产销量（万台）	18
图 32: 全球电动车销量（万辆）	19
图 33: 嘉能可 2020 年产量指引（千吨）	20
图 34: 中国钴矿进口量（吨）	21
图 35: 刚果（金）新冠肺炎现有及新增人数（例）	21
图 36: 南非新冠肺炎现有及新增人数（例）	21
图 37: 中国钴盐产量及产能利用率（金属吨，%）	21
图 38: 氢氧化锂价格与成本（元/吨）	21
图 39: 碳酸锂价格与生产成本（元/吨）	21
图 40: 中国氢氧化锂库存（吨，%）	22
图 41: 中国碳酸锂库存（吨，%）	22
图 42: 中国锂产品价格走势（元/吨）	22
图 43: 照顾共铜冶炼厂 TC、RC（美元/干吨、美分/磅）	23
图 44: 铜价（点、美元/磅）	23
图 45: 广东、上海社会铜库存（吨）	23
图 46: 铜库存（吨、短吨）	23
图 47: 2020 年国内电解铝工厂库存（吨）	24
图 48: 2020 年电解铝市场库存（吨）	24
图 49: LME 铝库存（吨）	24
图 50: 2020 年中国铝棒库存（吨）	24
图 51: 铝下游企业开工率（%）	24
图 52: 电解铝产能提升（吨）	24
图 53: 氧化铝毛利润回升（元/吨）	25
图 54: 电解铝毛利润上升（元/吨）	25

表格目录

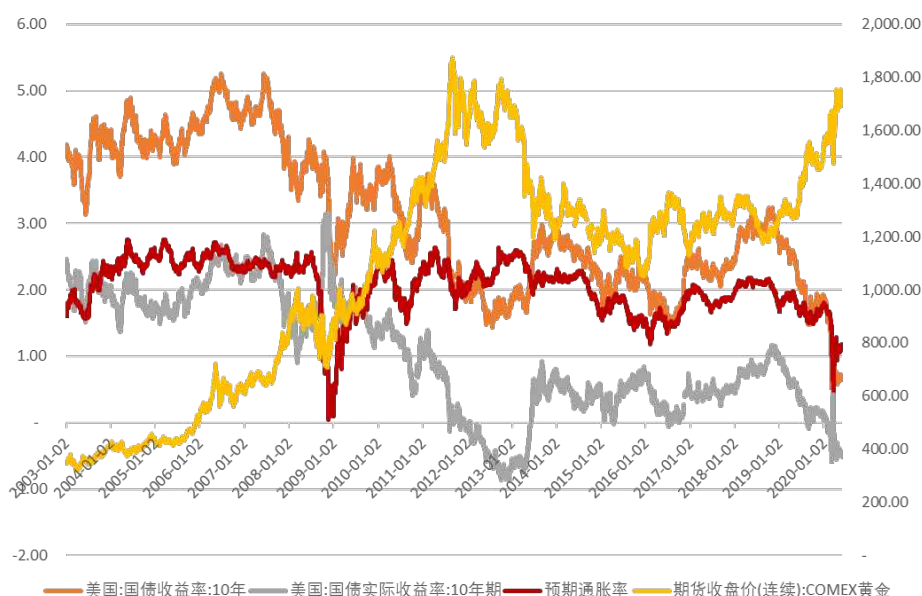
表 1: 历史上的黄金上涨驱动因素	5
表 2: 稀土应用领域	12
表 3: 全球稀土矿产量及占比（吨，%）	13
表 4: 国外新增稀土矿项目	14
表 5: 新能源汽车补贴政策	19

1. 黄金价格仍在上涨通道，金银比有望修复

1.1 分析框架：美元实际收益率为黄金价格核心驱动因素

黄金作为全球性、抗通胀、不产生孳息的金融资产，其对标的是美元资产，而美元资产实际收益率则为持有黄金的机会成本。因此，中长期看，黄金价格走势与美国长端国债（无风险美元资产代表）实际收益率负相关。从实际收益率衍生，实际收益率=名义收益率-预期通胀率，推导出黄金价格与名义利率负相关，与预期通胀率正相关。从历史看，几轮黄金上涨周期分别由美国降息及通胀推动。

图 1：黄金价格与美国长端国债实际收益率负相关（美元/盎司，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 1：历史上的黄金上涨驱动因素

主因	期间	历史行情
通胀	1970 年 8 月-1974 年 12 月	第一次石油危机推升美国通胀，美国 CPI 从 1972 年 12 月的 3.40% 上升至 1974 年 12 月的 12.1%，黄金价格上涨了 453%。
通胀	1976 年 9 月-1980 年 9 月	第二次石油危机爆发，1978 年 11 月至 1980 年 9 月期间，美国 CPI 从 8.90% 上升至 12.80%，黄金价格上涨了 531%
降息	1982 年 6 月-1983 年 1 月	应对经济衰退，美国进入降息周期，1982 年 6 月至 1983 年 1 月期间，联邦基金利率从 13.76% 降至 8.56%，10 年期国债到期收益率从 13.93% 跌至 10.80%，受美国无风险收益率下降刺激，黄金价格在 8 个月内上涨了 57%。
降息	1985 年 3 月-1987 年 11 月	美国经济结构转型，降息应对经济下行，1985 年 3 月至 1987 年 11 月期间，美国 10 年期国债收益率从 11.86% 降至 8.99%，期间 CPI 先降后升，但实际利率处于下降状态，从 8.06% 降至 4.49%，黄金价区间涨幅为 71%。
通胀	2003 年 12 月-2007 年 4 月	期间中国经济得到快速发展，对铜等基础金属需求增加，拉动铜价在 2003 年 12 月至 2007 年 4 月间上涨了 272%，给美国带来输入性通胀，此外油价大幅上涨，美国炼油厂原油收购成本上涨 111%，导致美国 CPI 从 1.9% 上升至 2.6%，美国实际收

益率（美国 10 期国债收益率-CPI）从 2.50%降至 2.03%，受通胀推动，黄金价格上涨了 69.14%。

降息
2007 年 8 月-2011 年 8 月

次贷与欧债危机促使利率下调，黄金价格上涨 172%。

降息

2018 年 11 月-2020 年 5 月

2018 年末，降息预期产生，美国 10 年期国债收益率开始从高位回落，随着美国经济下滑逐渐显现，2019 年美联储降息三次；疫情加速美国经济衰退，2020 年 3 月 15 日，美联储紧急宣布将基准利率降至 0%-0.25%水平，期间黄金价格上涨 40%。

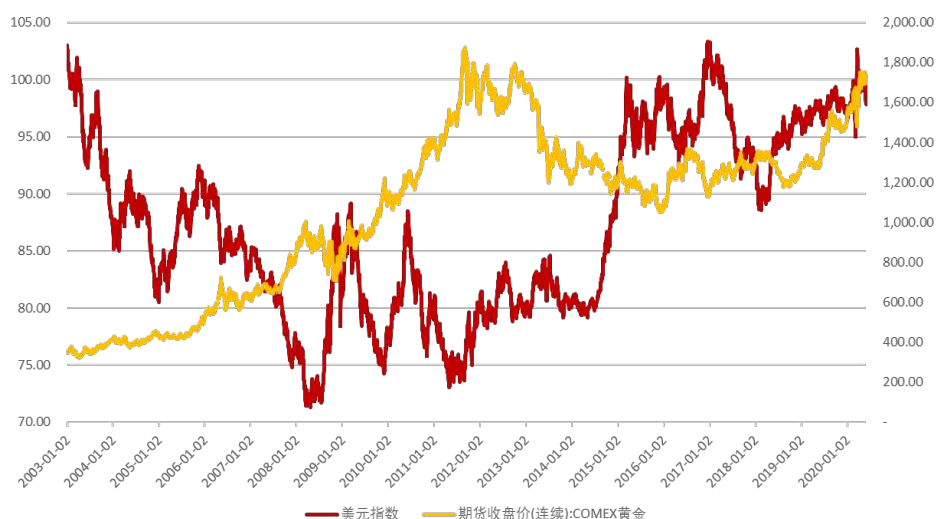
资料来源：东莞证券研究所

1.2 分析框架：美元指数与风险事件对黄金价格的驱动

美元指数与黄金价格负相关。美国经济周期影响着全球资金流动，当美国进入繁荣周期，美元资产回报率提升，资金流入美国，美元对其他货币升值，美元指数上升；当美国经济衰退，美元资产回报率下降，资金流出美国，美元遭抛售，美元指数下跌，因此延伸得出传导关系“美国经济繁荣-美元资产回报上升（黄金持有成本上升，黄金需求下降）-资金流入美国-美元指数上涨”，美元指数涨跌体现的是美国经济较其他经济体的相对强弱，从以上推导得出美元指数与黄金价格负相关。

从另一个角度看，自 1973 年布雷顿森林体系瓦解后，美元失去黄金支撑，成为纯信用货币，当美元信用度下降时，市场更倾向于减持美元，增持黄金。而政府高负债率、经济下滑将导致信用货币的信用度下降。

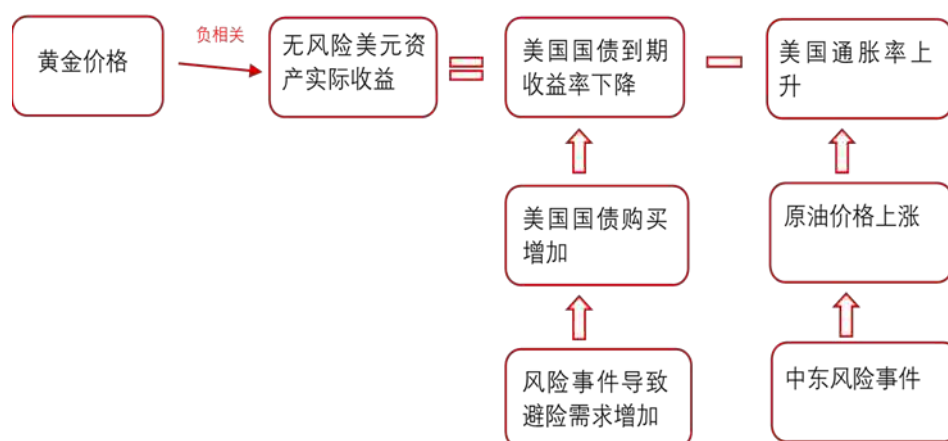
图 2：黄金价格与美元指数负相关（美元/盎司）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

避险需求驱动黄金价格上涨。黄金、美国国债作为世界主要的避险资产，风险事件爆发将刺激对避险资产的需求上升，一是增加黄金购买，例如黄金 ETF 投资增加；二是增加美国国债购买，从而推动美国国债到期收益率（可视为无风险美元资产名义收益率）下行，根据黄金价格与无风险美元资产名义收益率负相关的传导关系，美国国债到期收益率下行将推动黄金价格上涨。一般风险事件对黄金价格是脉冲式，持续时间较短。

图 3：避险需求增加推动黄金价格上涨



数据来源：东莞证券研究所

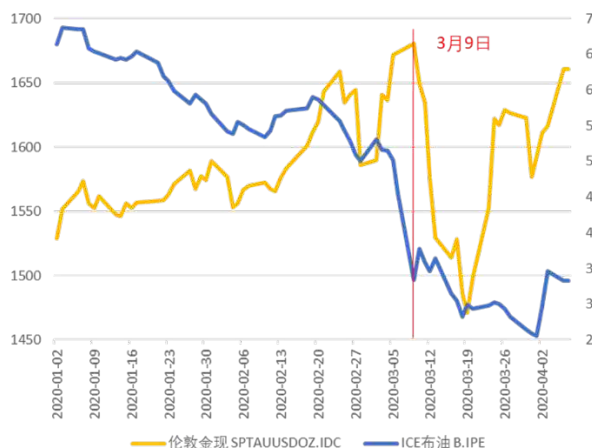
1.3 美元流动性紧张缓解，美国通缩预期修复

2020 年 3 月 6 日，沙特、俄罗斯就进一步扩大原油减产协议谈判失败，随后两国分别宣布增加石油产量，沙特还进一步降低原油售价，导致原本在需求萎缩预期下的原油价格短期内急速下跌，传导至经济层面，市场对美国经济产生强通缩预期，黄金价格随即短期内大幅下跌。新冠疫情带来美国经济衰退预期加强，导致美股等风险资产大幅下跌，2020 年 2 月 20 日-3 月 23 日标普 500 下跌 33.92%，美股进入技术性熊市；此外，叠加原油下跌并带动其他大宗商品下跌的冲击，股票及商品多头的杠杆投资被迫补充保障金，以及恐慌促使投资者变现金融资产，造成美国市场流动性紧张，资金从全球赎回回流美国，美元指数上升，黄金遭到抛售。强通缩预期及流动性紧张双重冲击下，致使黄金价格短期内大幅下行，2020 年 3 月 9 日-3 月 19 日，COMEX 黄金价格急速下跌 11.68%。

美联储宣布实施无限量 QE 及美国政府开展大规模的财政刺激计划，逐步缓冲了流动性紧张，3 个月 LIBOR 美元与 3 个月美国国债利差从 3 月高位大幅收窄，恢复至 3 月前水平；2020 年 4 月 9 日举行的 OPEC+会议最终达成减产协议，随着欧美逐步复工复产，5 月 OPEC+履行减产协议，原油供需关系得到改善，WTI 原油价格在 4 月 30 日开始回升，通缩预期得到修复。现阶段通缩预期成为制约黄金价格上涨的主要因素。

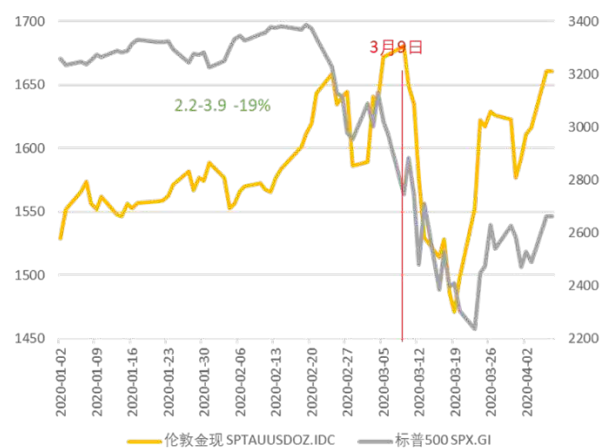
图 4：油价下跌拖累黄金价格（美元/盎司，美元/桶）

图 5：美股下跌拖累黄金价格（美元/盎司）



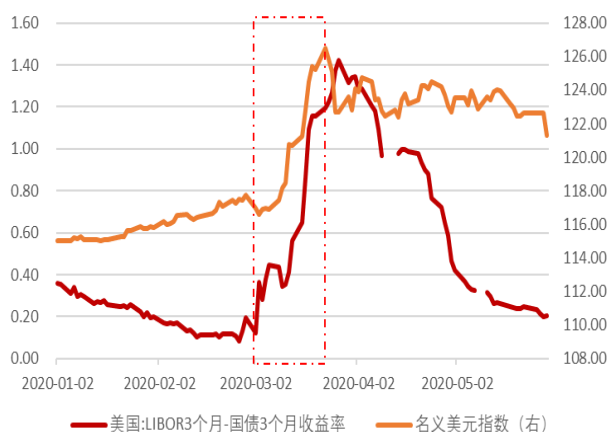
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：风险资产大幅下跌引发美元流动性紧张 (%)



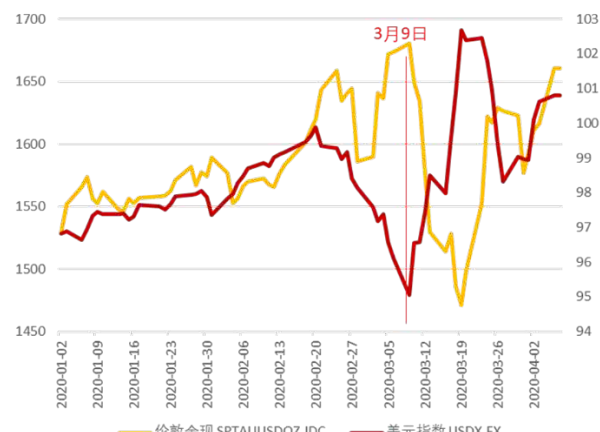
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 7：流动性紧张引发美元指数上升，黄金下跌（美元/盎司）



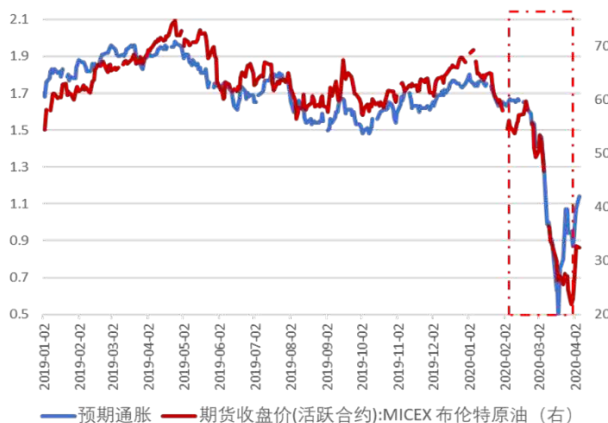
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：低油价拉低美国通胀预期（美元/桶，%）

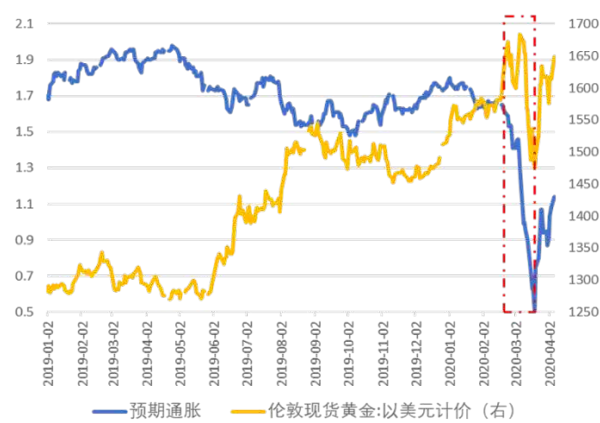


资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 9：低通胀预期导致黄金价格下跌（美元/盎司，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

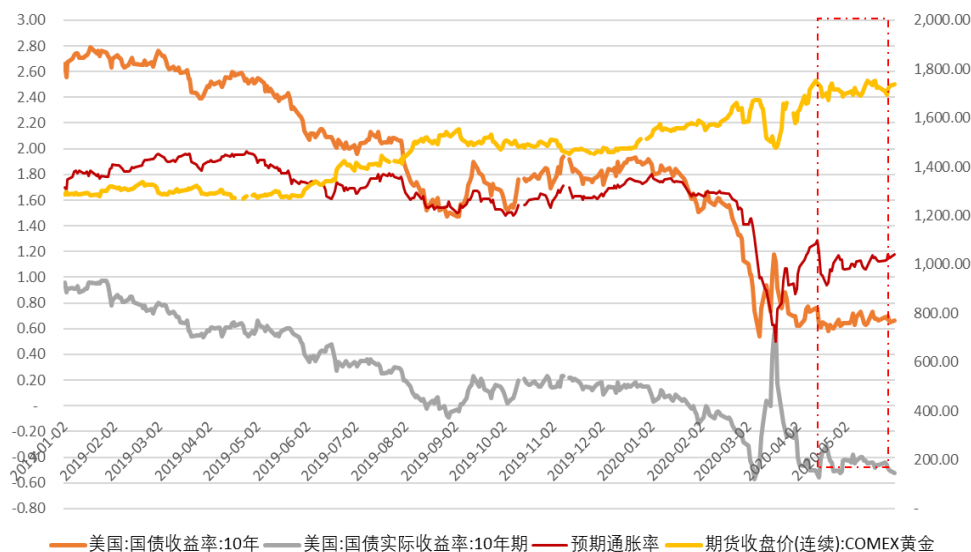
1.4 黄金第一阶段上涨接近尾声

本轮黄金价格上涨分为两个阶段，第一阶段由美联储降息带动美元收益率下行驱动黄金价格上涨。2020 年 3 月 15 日，美联储紧急宣布将基准利率降至 0%-0.25% 水平，

此后美元收益率下降空间见底，美国 10 年期国债收益率窄幅盘整，黄金价格第一阶段上涨接近尾声。2020 年 5 月 12 日，美国总统特朗普在社交媒体上提议实施负利率，市场负利率预期产生，即使能实现，美元收益率下降空间有限，黄金价格第一阶段上涨接近尾声。

第二阶段是美国通胀预期上升支撑黄金价格上涨的过程，但当前美国经济下行，叠加原油价格低位，物价水平处于通缩状态。随着欧美逐步复工复产带来的原油需求增加，以及 5 月 OPEC+ 履行减产协议，原油供需关系得到改善，WTI 原油价格在 4 月 30 日开始回升，通缩预期得到一定程度的修复，但难以支撑黄金价格继续上涨。物价水平回升依赖于美国经济修复，经济修复依赖于疫情控制，疫情控制依赖于疫苗投放，疫苗 2020 年推出的概率较低。因此，预期 2020 年下半年美国经济保持低利率、通缩修复、低通胀环境，从实际利率框架得出，除非美国实施大幅度负利率或通胀急速上升，否则黄金价格不具有大跌、大涨的基础。

图 10：10 年期国债收益率横盘窄幅震荡（%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 11：油价回升有助于通缩修复（美元/桶、%）

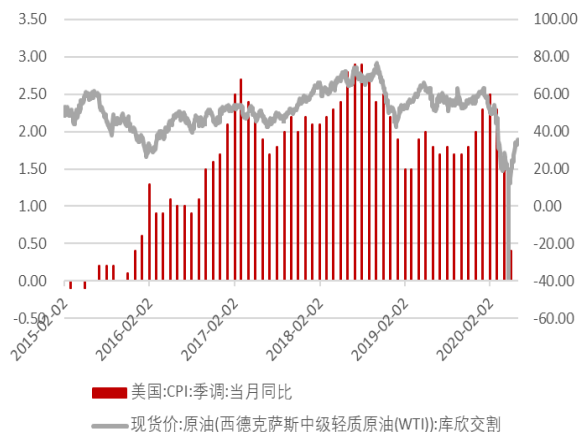
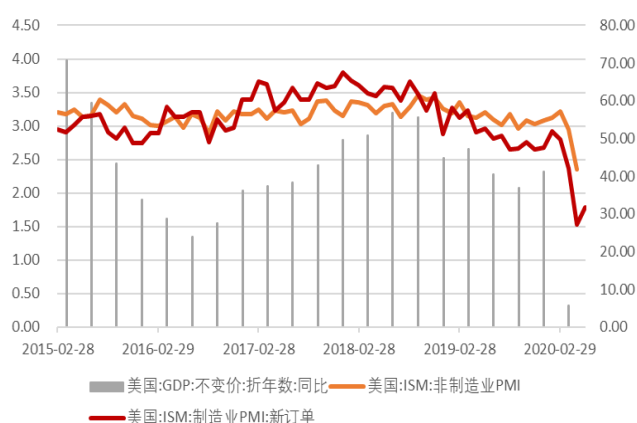


图 12：疫情冲击下美国经济下行显著（%）

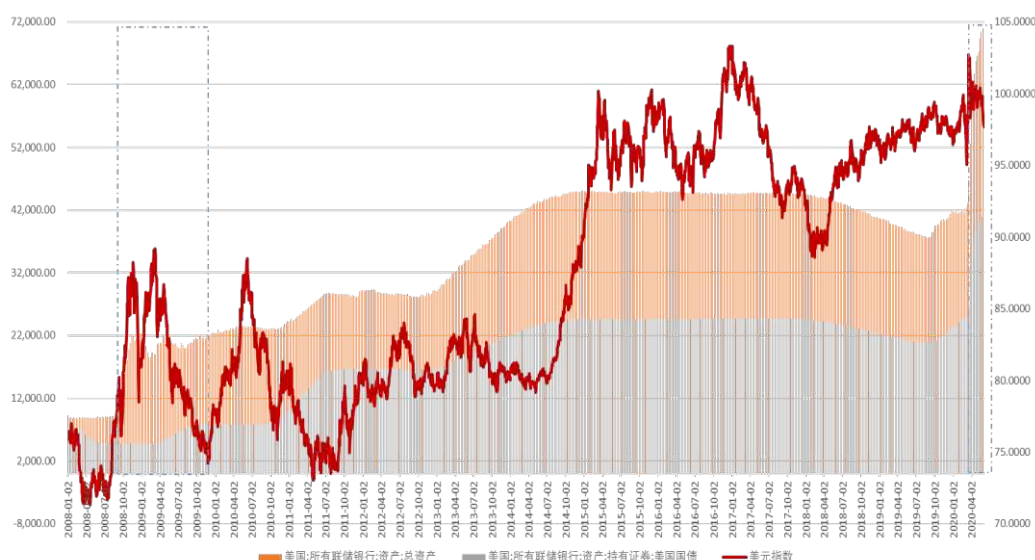


1.5 下半年：美元信用下降及避险情绪脉冲将推动黄金价格上行

2008 年金融危机期间，美联储资产负债表迅速扩展，对美元信用形成冲击，美元指数随后出现大幅下跌。为应对本轮经济下行，美国实施无限版 QE 及大规模财政刺激，美联储资产负债表再次迅速扩张，美国政府负债率急速上升，联邦政府高负债和快速扩张的央行资产负债导致美元信用下行风险再现，我们观察到在美元流动性危机缓解后，美元指数从高位 103.01（2020 年 3 月 20 日）回落，进而刺激黄金价格中枢上移。

在过往应对经济危机过程中，美国货币供应不断增加，导致资产价格膨胀，占有更多资产的富裕阶层在通胀中名义财富增速更高，美国社会贫富差距在资产价格膨胀过程中被逐渐拉大。截止 2018 年末，美国全部住户、家庭住户基尼系数分别为 0.49、0.45，处于收差距较大状态。贫富差距扩大更易诱发社会矛盾，近期美国警察至黑人死亡只是在贫富差异较大及经济下行背景下社会矛盾爆发的缩影。从美国外部看，中东问题依然复杂，地缘冲突仍可能爆发；世界向多极格局发展，全球化与反全球化碰撞，大国博弈持续，地缘、经济冲突发生概率上升。预期 2020 年下半年，黄金价格上涨动力主要来自美元信用下降及风险事件的脉冲。

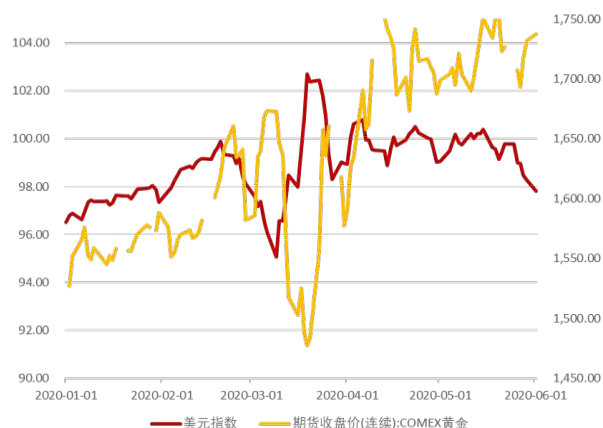
图 13：美联储资产负债表快速扩张后美元指数下跌（%）



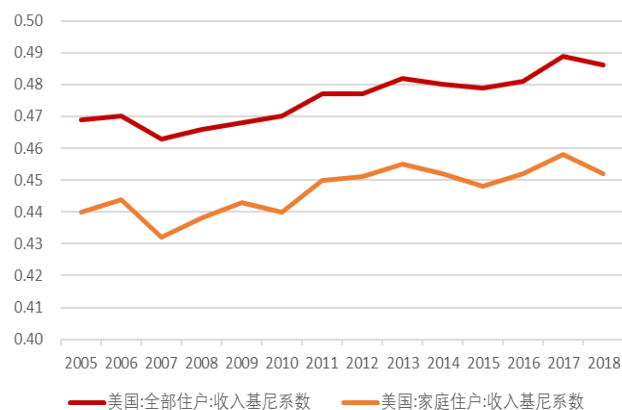
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 14：美元指数高位回落刺激金价上涨（美元/桶、美元/盎司）

图 15：随着货币扩张，美国贫富差距拉大



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.6 欧美进入复工复产阶段，金银比或迎来修复

近 30 年金银比在 40-80 区间运行，甚少突破 100，2020 年 3 月-5 月运行在 100 以上后开始有所回落，截止 2020 年 6 月 2 日为 95.36，仍在历史高位。白银工业应用较黄金广泛，其工业需求对价格有较大影响，随着美国、欧元区逐步进入复工复产阶段，中国经济向正常状态回归，预计白银工业需求上升，金银比将得到修复。

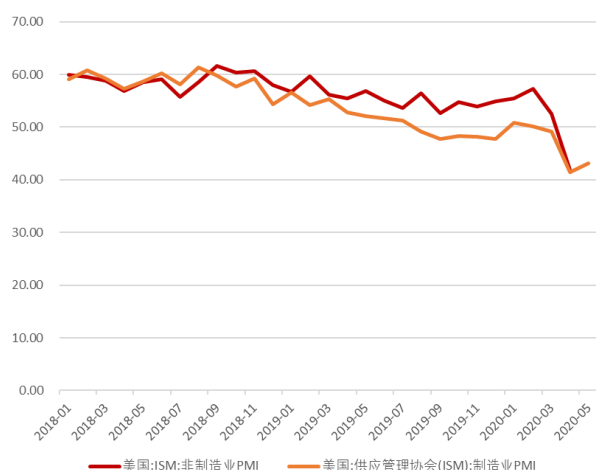
图 16：金银价格比



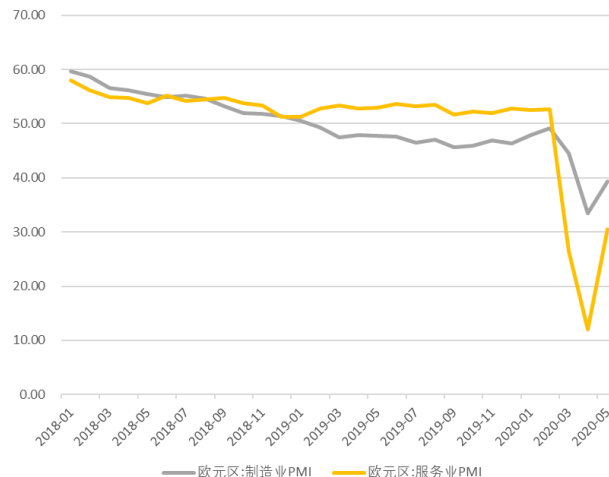
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 17：美国 PMI 回弹

图 18：欧元区 PMI 回弹



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2. 稀土

2.1 稀土经济价值极高

稀土具有无法取代的优异磁、光、电性能，对改善产品性能具有重要作用，用量虽少，但具有不可替代性，被誉为“工业味精”，集中应用于新能源汽车、变频电机、风电电机、军工等高技术领域。

表 2：稀土应用领域

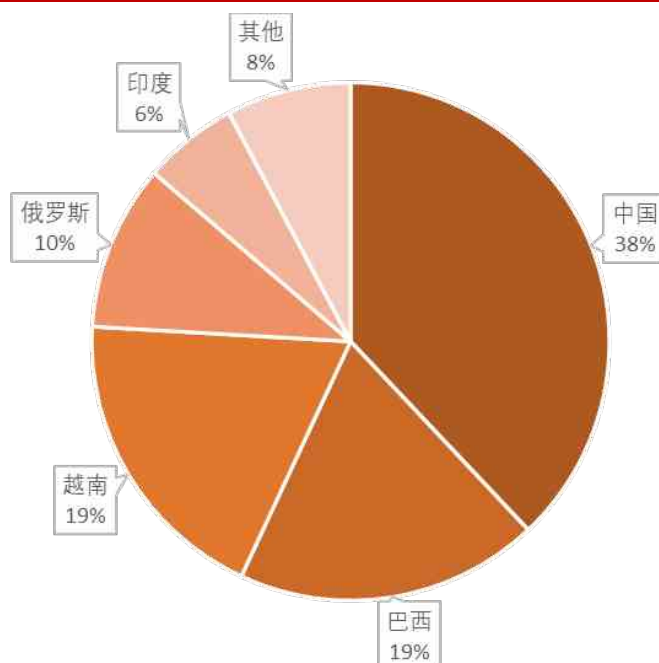
品种	主要用途	品种	主要用途
镧	用于合金材料和农用薄膜	铒	军事上用于激光测距仪
铈	大量应用于汽车玻璃	镝	用于电影、印刷等照明光源
镨	广泛应用于陶瓷颜料	钬	用于制作光通讯器件
钕	广泛用于航空航天材料	铥	用于临床诊断和治疗肿瘤
钷	为卫星提供辅助能量	镱	电脑记忆元件添加剂
钐	应用于原子能反应堆	镱	用于能源电池技术
铕	制造镜片和液晶显示屏	铕	制造电线和飞机受力构件
钆	用于医疗核磁共振成像	铕	常用于制造合金
铽	用于飞机机翼调节器		

资料来源：中国有色网，东莞证券研究所

2.2 中国在稀土储量、矿产量、冶炼分离产品具主导地位

中国稀土储量全球最大。根据美国地质调查局 2020 报告，2019 年世界稀土储量前三位分别是中国（4400 万吨，占比 38%）、巴西（2200 万吨，占比 19%）、越南（2200 万吨，占比 19%）。此外，中国、缅甸等少数国家拥有富含中重稀土金属的离子型稀土矿，其中大部分储量在中国。

图 19：2019 年世界稀土储量分布（%）



数据来源：USGS，东莞证券研究所

中国稀土矿产量全球最高。根据美国地质调查局数据，中国稀土矿产量占比虽然逐年下滑，但在 2019 年产量依然占世界总产量 60% 以上，中国、美国、缅甸、澳大利亚合计产量为 20.10 万吨，占世界总产量的 95.71%。中国稀土矿产量依然为全球最大，在供应端具有重大影响力。

表 3：全球稀土矿产量及占比（吨，%）

	全球	中国	美国	缅甸	澳大利亚	印度	俄罗斯	泰国	巴西	越南
2015	130,000	105,000	5,900		12,000	1,700	2,800	760	880	250
2016	129,000	105,000			15,000	1,500	2,800	1,600	2,200	220
2017	132,000	105,000			19,000	1,800	2,600	1,300	1,700	200
2018	190,000	120,000	18,000	19,000	21,000	2,900	2,700	1,000	1,100	920
2019	210,000	132,000	26,000	22,000	21,000	3,000	2,700	1,800	1,000	900
	全球	中国	美国	缅甸	澳大利亚	印度	俄罗斯	泰国	巴西	越南
2015	100%	80.77%	4.54%	0.00%	9.23%	1.31%	2.15%	0.58%	0.68%	0.19%
2016	100%	81.40%	0.00%	0.00%	11.63%	1.16%	2.17%	1.24%	1.71%	0.17%
2017	100%	79.55%	0.00%	0.00%	14.39%	1.36%	1.97%	0.98%	1.29%	0.15%
2018	100%	63.16%	9.47%	10.00%	11.05%	1.53%	1.42%	0.53%	0.58%	0.48%
2019	100%	62.86%	12.38%	10.48%	10.00%	1.43%	1.29%	0.86%	0.48%	0.43%

资料来源：wind，东莞证券研究所

海外稀土矿产量增长显著。实际上其他国家也有稀土资源，由于上世纪中国稀土管理不完善，导致中国稀土大量低价出口，国外稀土矿因成本较高，大多在停止开采。近年来，国际市场新的稀土矿项目不断增加，由于中国稀土矿冶炼产业发达，工艺成熟，新增的稀土矿产量基本作为冶炼原材料流入中国。未来两年，国外稀土矿山将相继达产，国外稀土矿产量将保持增长，增量部分主要为轻稀土，预期未来轻稀土价格将承压。

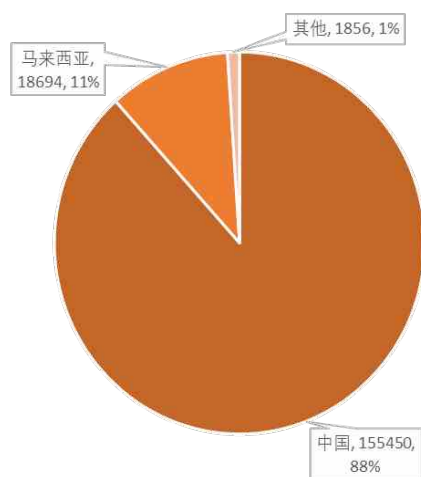
表 4：国外新增稀土矿项目

项目	预计达产时间
格陵兰矿业公司科瓦内湾稀土矿	/
国外最大轻稀土矿美国芒廷帕斯仍有增产空间	/
非洲布隆迪加卡纳稀土矿达产	2022 年
北方矿业公司的布朗山项目投入商业生产	2021 年下半年
西澳加斯科因地区杨戈博纳稀土旗舰项目，每年生产 15000 吨混合碳酸稀土	2021 年

资料来源：网络新闻，东莞证券研究所

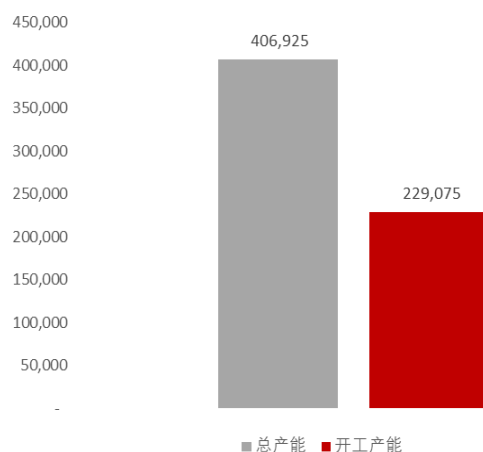
中国稀土冶炼分离产品产量居全球首位。中国丰富的稀土资源促进冶炼业的快速发展，2019 年全球稀土冶炼分离产品产量为 17.6 万吨，其中中国产量为 15.55 万吨，占全球总产量的 88%。中国产量包括六大稀土集团计划内产品及计划外产品（进口稀土矿进行的生产）。由于国家严格控制稀土产量，国内稀土冶炼产能利用率较低，百川数据显示，国内 2019 年开工率为 56%。

图 20：2019 年稀土冶炼分离产品产量（吨，REO）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：中国稀土冶炼产能利用情况（吨，REO）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

大国博弈提升稀土配置价值。稀土由于其优秀的磁、光、电性能，是改进产品性能的重要元素，被广泛用于各行业，工业价值极高。中国在稀土储量、稀土矿产品及稀土分离产品产量均为全球最大，在稀土行业具备主导优势；而欧洲、美国、日本稀土主要依赖中国进口，尤其是欧美自身储量较少的中重稀土。因此，每当中美关系紧张，稀土战略价值将提升，稀土标的配置将受到市场重视。

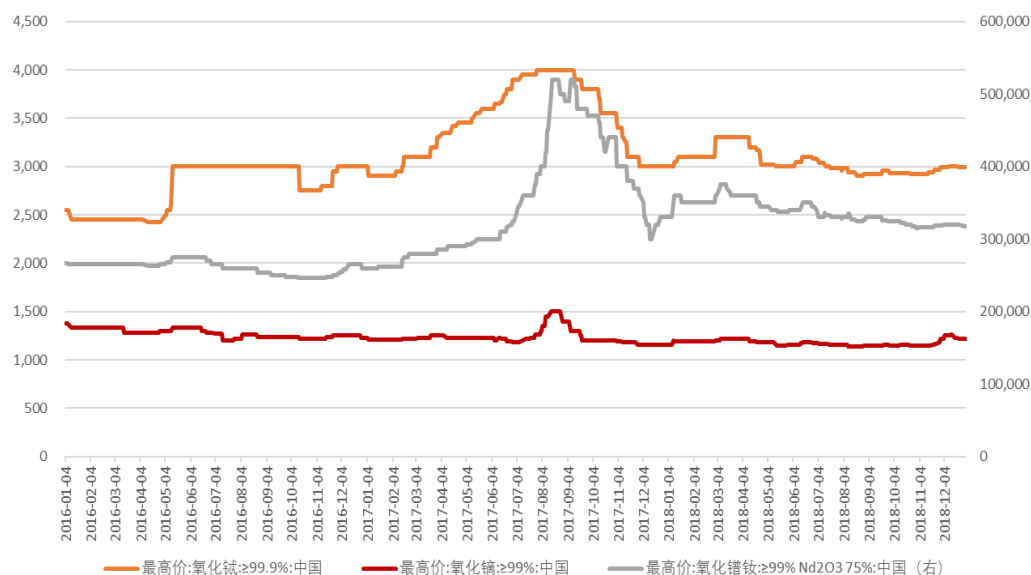
2.3 中重稀土价格有望走高

中国中重稀土优势明显。离子型稀土矿仅中国、缅甸等少数国家拥有，其富含中重型稀土。中国的中重稀土矿埋藏较浅，开采难度小，并且离子型稀土矿开采工序简单，中国在中重稀土具有储量、矿产量、冶炼分离产品产量及生成成本优势。

收储预期有望刺激中重稀土价格上升。中重稀土工业应用价值高，中国在中重稀土有产业优势，是国家资源收储重要对象。我们复盘上一轮国家收储，在招标至收储完成

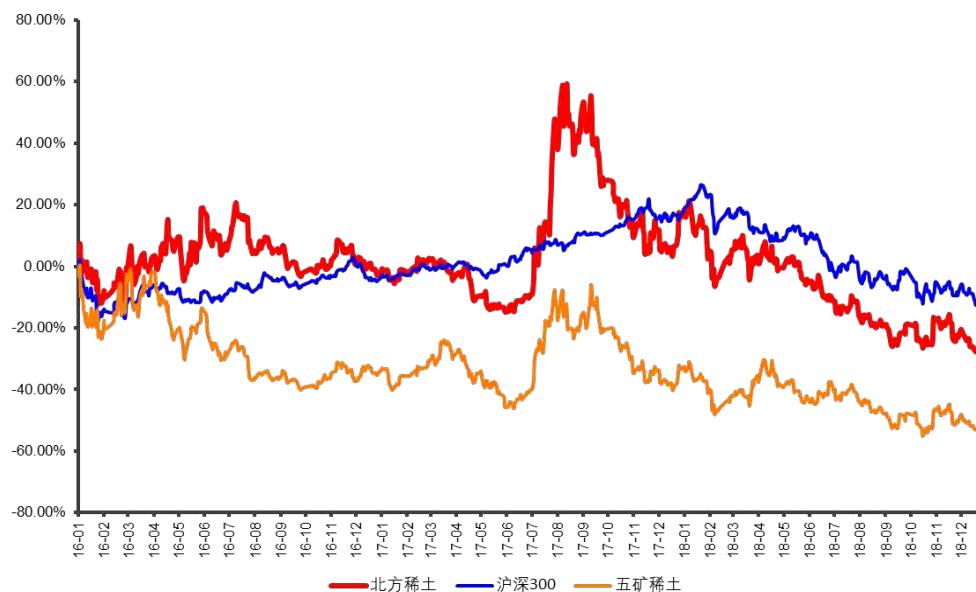
期间中重稀土价格出现明显上涨，但随着收储完成稀土价格开始回落，收储对稀土价格影响不具持续性。2016 年 4 月-2017 年 5 月为商业收储、国家收储招标阶段，2017 年 6 月-2017 年 12 月为收储完成阶段，2016 年 4 月-2017 年 12 月间氧化铽、氧化镝、氧化镱钕最高涨幅分别为 63.27%、17.19%、96.23%。收储预期泛起，有望刺激稀土价格上涨。

图 22：收储刺激稀土价格走高（元/公斤、元/吨）



数据来源：中国稀土行业协会，东莞证券研究所

图 23：收储期间稀土股价走势（元）



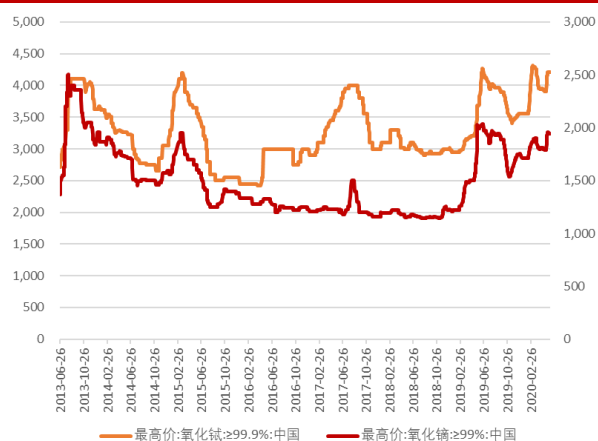
数据来源：wind，东莞证券研究所

成本、需求、产量推动中重稀土价格向上。2013 年国家加强对稀土资源管控，成立六大集团统筹国内稀土采、选、冶环节，每年常态化打击私挖稀土行为，并且部分企业转移到缅甸探矿和生产，导致稀土生产成本有一定程度上升。2019 年 5 月缅甸封关导致

出口至中国的中重稀土矿减少，导致中国中重稀土氧化物 2019 年产量明显下跌，氧化镨、氧化铽 2019 年产量分别同比下降 24.97%、17.58%。

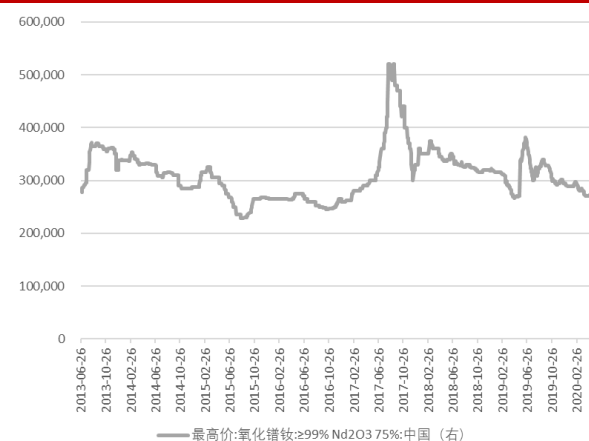
从需求看，新能源汽车未来放量将带动国内高端钕铁硼磁材的需求能提升，从而增加对氧化镨、氧化铽等中重稀土的需求。当前，平衡表显示氧化镨供需改善，转向平衡状态，预期未来供应略趋紧张。2020 年下半年，预期中重稀土氧化物在产量下降、需求增长的推动下，从供应过剩向供应略偏紧转变。

图 24：中重稀土价格走势（元/公斤）



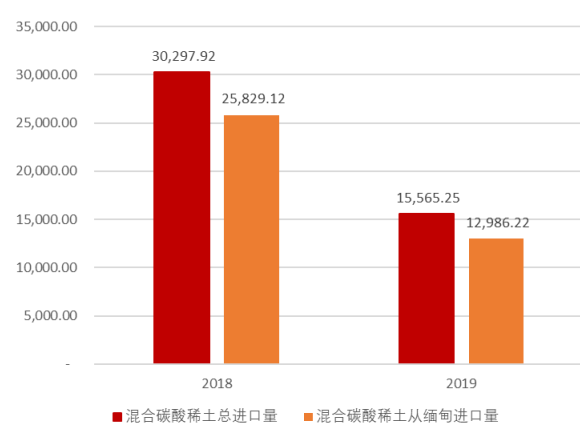
资料来源：中国稀土行业协会，东莞证券研究所

图 25：轻稀土价格走势（元/吨）



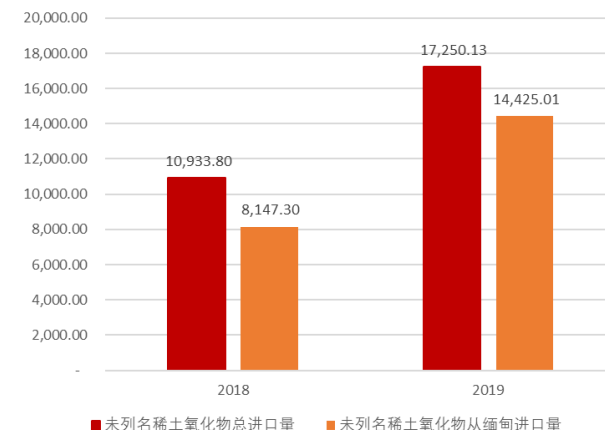
资料来源：中国稀土行业协会，东莞证券研究所

图 26：中国混合碳酸稀土进口量（吨）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

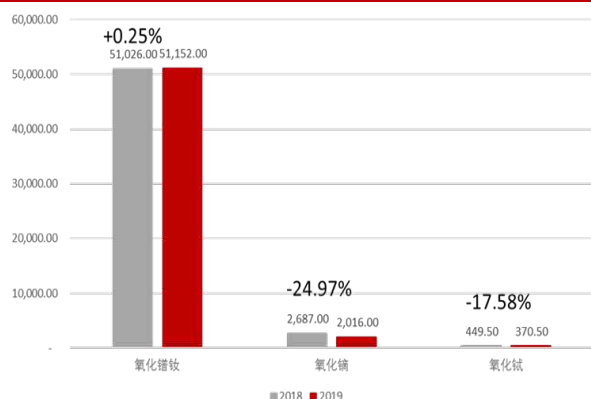
图 27：中国未列名稀土氧化物进口量（吨）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 28：中国稀土氧化物产量（吨）

图 29：中国氧化镨供需情况（吨）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

3. 磁材、钴、锂

3.1 磁材

高端磁材供应偏紧。磁材是稀土最大消费领域，中国钕铁硼磁材料总体产能过剩，主要体现在低端钕铁硼磁材，由于行业进入壁垒低，产品差异化小，行业整体盈利水平较低。另一方面，高端钕铁硼磁材由于行业壁垒高，应用前景广阔，则供应相对不足。

高性能钕铁硼磁主要应用于新能源和节能环保领域，如风力发电、新能源汽车、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造、3C 等。

来自风电领域的增长。高性能钕铁硼磁钢消费需求最大的是风力发电领域，根据 2020 年 3 月 25 日全球风能理事会（GWEC）第十五次发布《全球风电报告》显示，2019 年全球新增风电装机 60.4GW，比 2018 年增长 19%，为历史第二高，GWEC 在 2020 年初预测 2020 全球风电新增装机将再创纪录（达 76GW）。百川数据显示每千瓦装机容量对应的钕铁硼用量约为 0.67 千克，按此计算，预期 2020 年钕铁硼用量约同比增长 26%。

此外，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，2019 年中直驱电机渗透率约 35%，预期永磁直驱电机渗透率也会逐年提升。

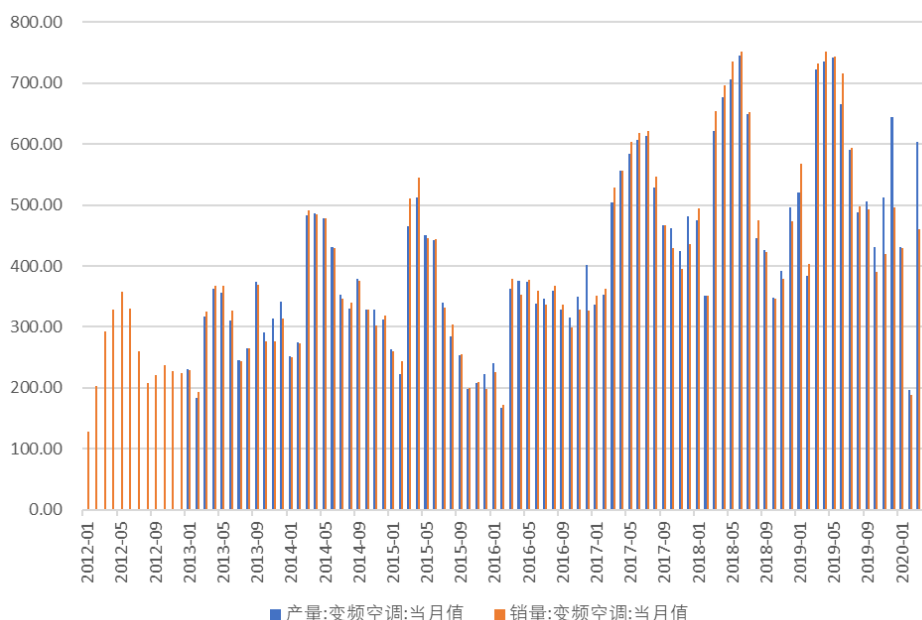
图 30：全球风电新装机量（GW）



数据来源：全球风能理事会报告，东莞证券研究所

来自变频空调增量。2019 年，国家发改委、工信部等七部门联合发布《关于印发〈绿色高效制冷行动方案〉的通知》（发改环资〔2019〕1054 号），明确到 2022 年，家用空调能效准入水平提升 30%、多联式空调提升 40%、冷藏陈列柜提升 20%、热泵热水器提升 20%。到 2030 年，主要制冷产品能效准入水平再提高 15% 以上。随着新能效标准的实施，高效能的变频空调逐步取代传统低效能的定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，未来需求增长可期。

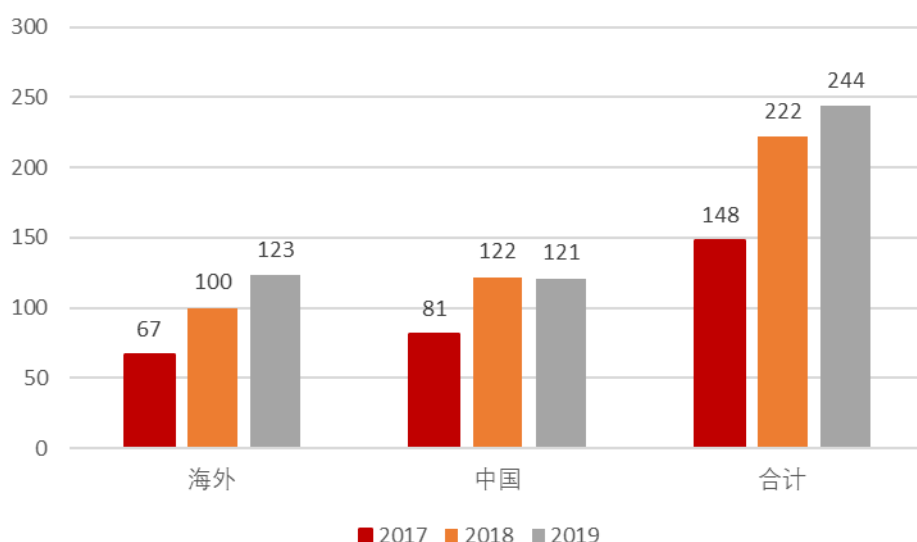
图 31：中国变频空调产销量（万台）



数据来源：产业在线，东莞证券研究所

新能源汽车是核心增长点。新能源汽车是高性能钕铁硼永磁材料应用的主要领域之一，根据工信部牵头编制的《汽车产业中长期发展规划》，明确到 2020 年我国新能源汽车年产量将达到 200 万辆，年均复合增长率 25.47%。一方面，在全球节能减排的浪潮下，积极发展各类新能源汽车已成为全球共识，不少国家已经制定了明确的燃油车退出时间表，鼓励积极发展新能源汽车，例如法国、德国、欧盟等增加新能源汽车投入。另一方面，全球各主流车企纷纷转向电动化，持续加码投资推动向电动化转型，覆盖的电动平台、车辆类型等将不断扩大。随着 2020 年下半年全球进入复工复产，预期新能源汽车将加大投入拉动经济的重要领域吗，高端钕铁硼瓷材料需求有望提升。

图 32：全球电动车销量（万辆）



数据来源：Marklines, AECA, EV Volumes, 中汽协，东莞证券研究所

表 5：新能源汽车补贴政策

中国	2020 年 4 月 23 日：将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底。平缓补贴退坡力度和节奏，原则上 2020 -2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%（2020 年补贴标准见附件）。为加快公共交通等领域汽车电动化，城市公交、道路客运、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆，2020 年补贴标准不退坡，2021-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%。原则上每年补贴规模上限约 200 万辆。
法国	2020 年 5 月 26 日：法国将纯电动车消费补贴由 6000 欧元/辆提高至 7000 欧元/辆，对满足一定要求的燃油车消费给予补贴 3000 欧元/辆

2020 年 5 月 31 日：德国经济部提议发放总额 50 亿欧元的汽车购置补贴。单价低于 77350 欧元的电池驱动汽车或燃油驱动汽车均可享受购车补贴，补贴期限截止到今年年底。依德国经济部提议，购置新车可获得 2500 欧元补贴，节油型车辆额外再获 500 欧元补贴；针对电动汽车，在现有补贴政策之外，纯电动汽车单车购置可获 1500 欧元补贴，混合动力电动汽车可获 750 欧元补贴。

德国

2020 年 6 月 3 日：2020 年下半年德国的汽车增值税率将由 19%降至 16%。购买价格 4 万欧元以下的新能源汽车，政府补贴由此前 3000 欧元/辆提高至 6000 欧元/辆，企业补贴保持 3000 欧元/辆不变。建设充电桩、支持动力电池生产的项目资金增加 25 亿欧元。

欧盟

2020 年 5 月 22 日：欧盟正考虑出台多项政策鼓励车企生产清洁能源汽车，并投资电动车基础设施。最新提出的鼓励措施具体包括：提议建立全欧盟清洁汽车采购机制，在未来两年有望达到 200 亿欧元；规划 400 亿至 600 亿欧元清洁汽车投资动力系统方向；欧盟准备在充电系统的投资增加一倍，用于在 2025 年前建设 200 万个公用充电桩；计划对零排放车型免征增值税。

资料来源：网络新闻，东莞证券研究所

3.2 钴

钴矿供应趋紧。由于疫情在非洲扩散，南非于 3 月下旬开始封闭，钴原料运输受限；由于 2020 年 1-5 月锂电池需求降低，国内冶炼厂降低开工率，钴盐出货量大幅减少，5 月钴盐产量同比-0.12%，环比-3.62%，5 月产能利用率回落 2.76 个百分点至 73.42%。

嘉能可关停 Mutanda 矿山，计划 2020 年全年计划生产 28 ± 2 kt 钴，同比-39%，其 2020 年第一季度钴产量同比-44%，至 6.1 kt。

图 33：嘉能可 2020 年产量指引（千吨）

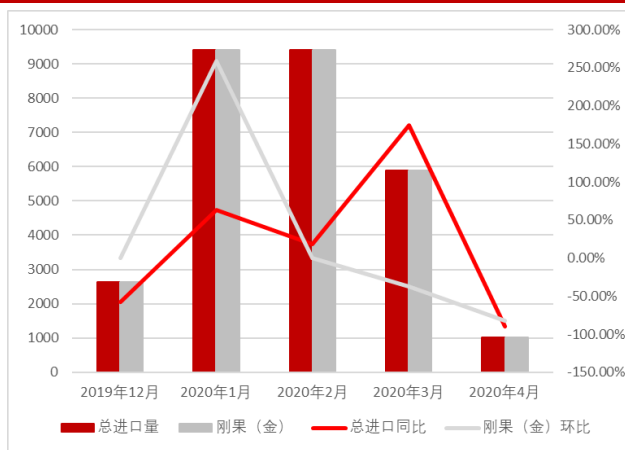
		Actual FY 2017	Actual FY 2018	Actual FY 2019	Previous guidance 2020	Current guidance 2020	2020 weighting	
							H1	H2
Copper - excl. African Copper	kt	1,071	1,043	1,001	975 ± 25	975 ± 20	47%	53%
Copper - African Copper	kt	239	471	370	325 ± 25	280 ± 25	50%	50%
Copper	kt	1,310	1,454	1,371	1,300 ± 50	1,255 ± 45	48%	52%
Cobalt	kt	27.4	42.2	46	29 ± 4	28 ± 2	48%	52%
Zinc	kt	1,090	1,068	1,078	1,265 ± 30	1,160 ± 30	50%	50%
Nickel	kt	109	124	121	125 ± 5	122 ± 5	46%	54%
Ferrochrome	kt	1,531	1,580	1,438	1,340 ± 25	1,000 ± 25	47%	53%
Coal	mt	121	129	140	135 ± 4	132 ± 3	47%	53%
Oil	mmbbl	5.1	4.6	5.5	6.5 ± 0.2	See below	n.a.	n.a.

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

海外复工，中欧新能源车补贴力度加大。欧美陆续启动复工计划，新能源车成为重要刺激产业。对于欧洲，加大新能源汽车投入，既是满足 CO2 排放计划需求，又是疫情下刺激经济的首选行业；对于中国，新能源既是产业升级方向，又是产业链足够长、产

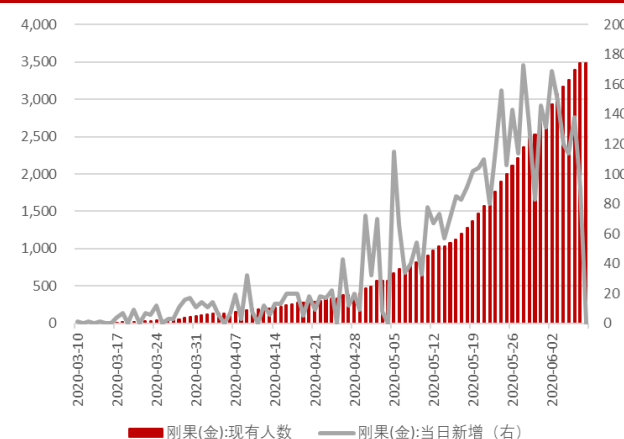
值规模足够大，能有效拉动经济增长的重要行业。2020 年 5 月，欧洲、中国加码新能源汽车补贴政策，有望刺激上游电池消费，进而带动钴、锂金属需求。

图 34：中国钴矿进口量（吨）



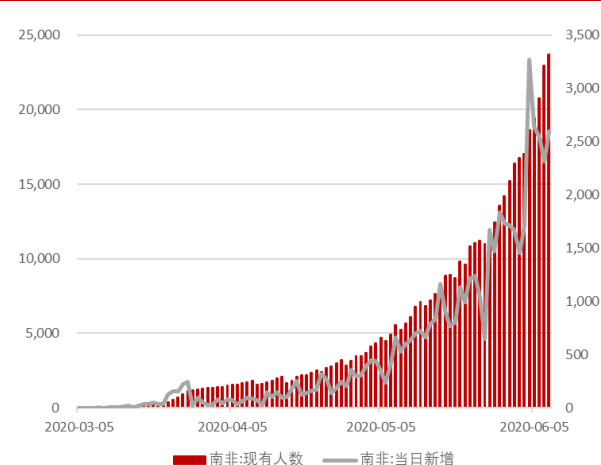
资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 35：刚果（金）新冠肺炎现有及新增人数（例）



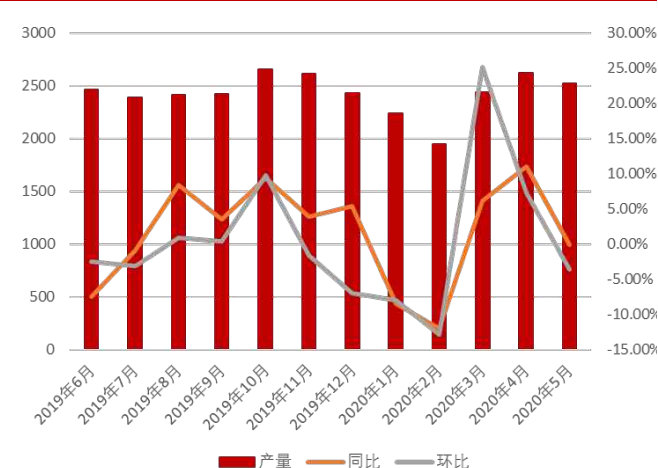
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 36：南非新冠肺炎现有及新增人数（例）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 37：中国钴盐产量及产能利用率（金属吨，%）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

3.3 锂

供给端：受疫情影响，动力电池、消费类电池产量下降，碳酸锂及氢氧化锂累库持续，价持续走低；碳酸锂价格已跌至行业成本线附近，再下降空间有限。由于疫情扩大，南非盐湖提锂生产受到影响，生产效率及交通运输均受到不利影响，导致产量下降，预期拉美国家复工在欧美之后，而产品处于低价亦影响盐湖企业增产积极性。需求端：随着欧美复工，新能源车产销量增加，需求有望恢复，看好三元材料高镍化趋势带来氢氧化锂的需求增长。

图 38：氢氧化锂价格与成本（元/吨）

图 39：碳酸锂价格与生产成本（元/吨）



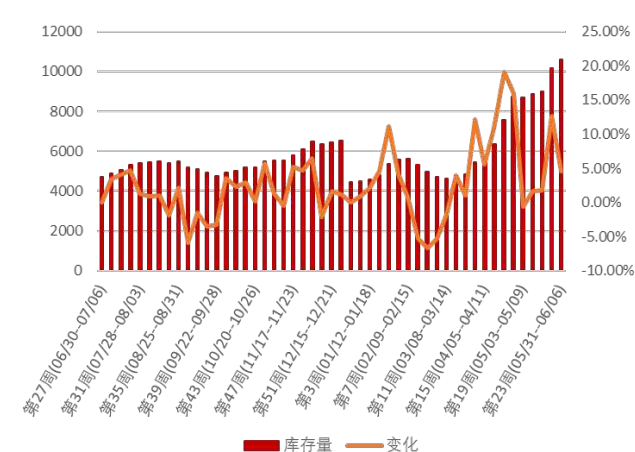
资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 40：中国氢氧化锂库存（吨，%）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

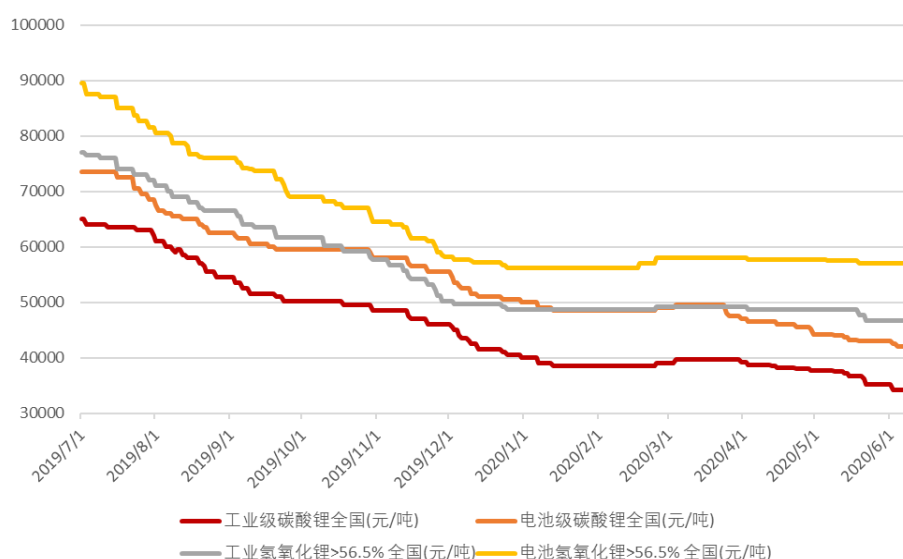
图 41：中国碳酸锂库存（吨，%）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 42：中国锂产品价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

4. 基本金属

4.1 铜

供给端：主要铜矿出口国智利、秘鲁、赞比亚疫情于 5 月进入高峰期，生产效率及运输受影响，目前南美疫情尚未出现拐点，下半年铜供应能否恢复至疫情前存在不确定性。

需求端：欧美开始步入复工复产阶段，逆周期调节政策将贯穿下半年，预期宏观经济将有所修复。中国基建刺激有序推进，全国复工复产进展良好，5 月南方电网全网调发受电量达 1042 亿千瓦时，同比增长 9.46%。

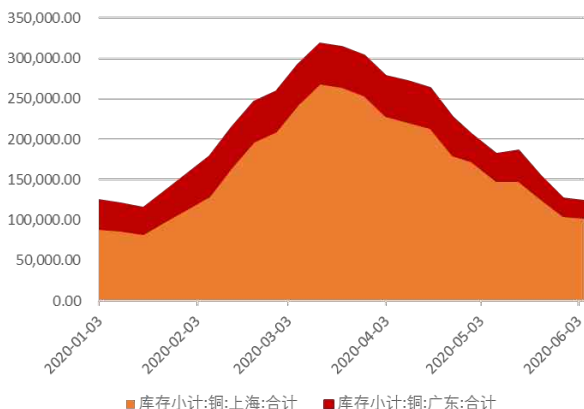
主要铜矿出口国与铜消费国疫情高峰呈现错位，供给偏弱，需求逐步修复，南美等主要铜矿出口国疫情能否在下半年出现拐点存在不确定性，预期价格保持强势。从库存看，国内铜库存在经济修复带动下，出现被动去库存。随着疫情后经济修复带来的需求增加，下半年铜价有望延续强势。

图 43：照顾共铜冶炼厂 TC、RC（美元/干吨、美分/磅）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 45：广东、上海社会铜库存（吨）



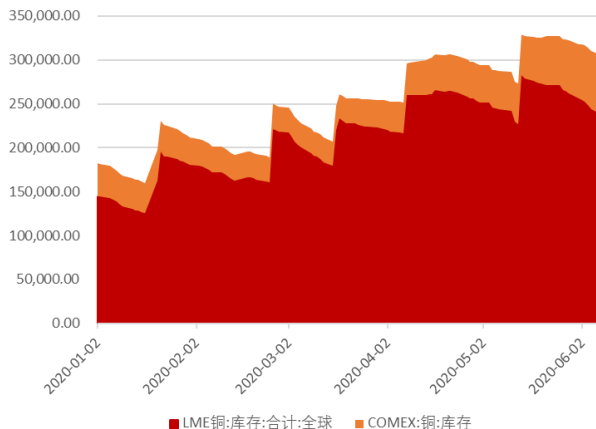
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 44：铜价（点、美元/磅）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 46：铜库存（吨、短吨）

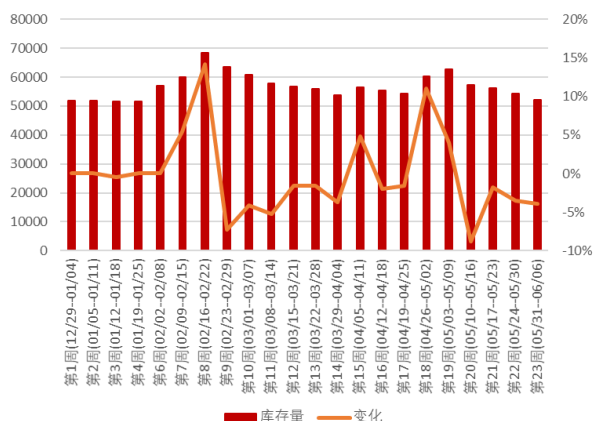


资料来源：wind，东莞证券研究所

4.2 铝

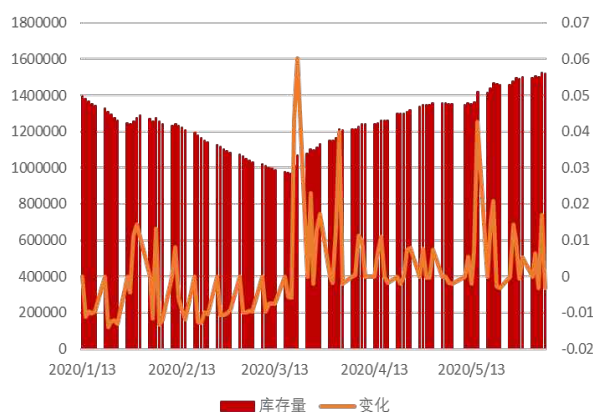
国内库存去化。受益于中国率先复工复产，国内电解铝库存继续去化，2020/05/31—2020/06/06 电解铝市场库存为 89.65 万吨，较 2020 年高峰-47%；铝棒库存为 7.24 万吨，较今年高峰-86%。国外 6 月才开始进入复工阶段，LME 铝库存累计。

图 47：2020 年国内电解铝工厂库存（吨）



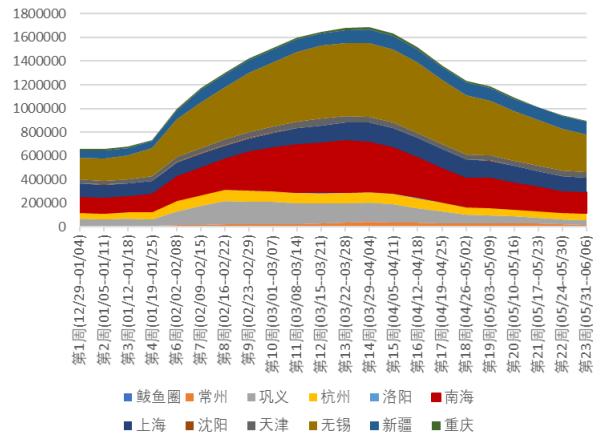
资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 49：LME 铝库存（吨）



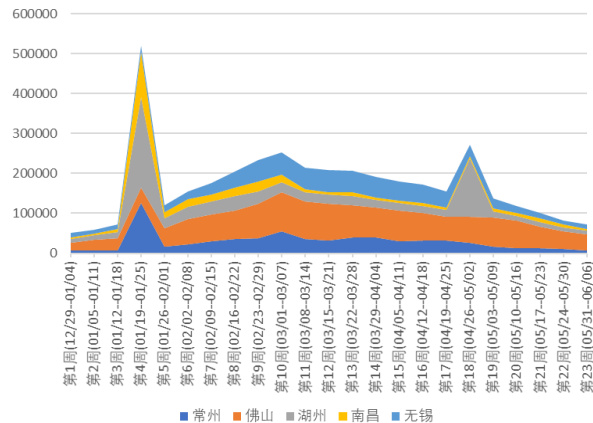
资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 48：2020 年电解铝市场库存（吨）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 50：2020 年中国铝棒库存（吨）

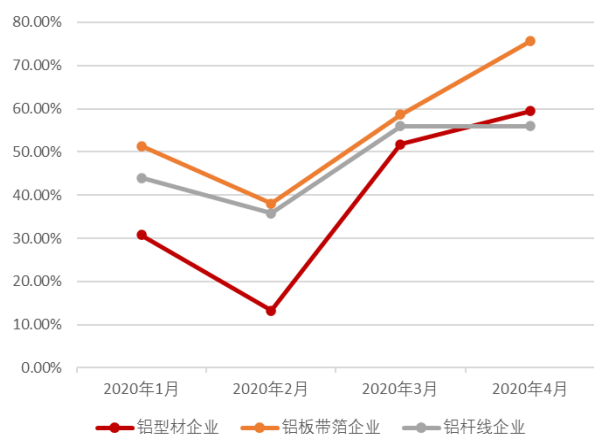


资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

地产竣工驱动将延续。下游电解铝、氧化铝企业毛利润边际改善，电解铝 5 月有效产能提升 17.30 万吨。铝下游企业开工率回升，受房地产竣工周期驱动，电解铝下游消费量提升，4 月铝合金、铝材分别环比增长 13.20%、14.50%，2020 年下半年，地产竣工驱动将延续。

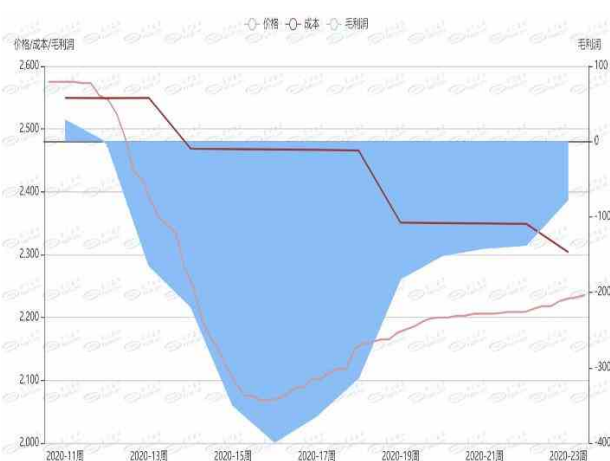
图 51：铝下游企业开工率（%）

图 52：电解铝产能提升（吨）

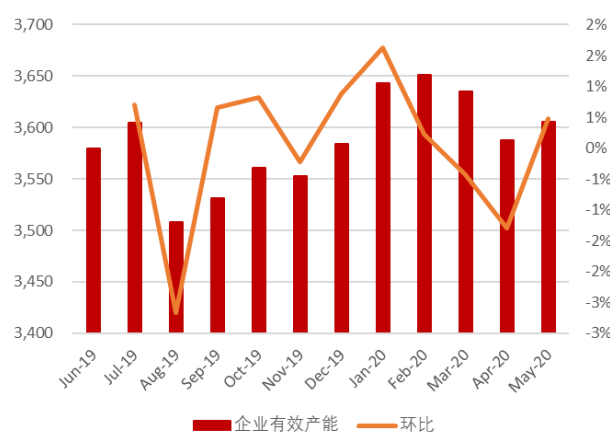


资料来源：我的有色网，东莞证券研究所

图 53：氧化铝毛利润回升（元/吨）

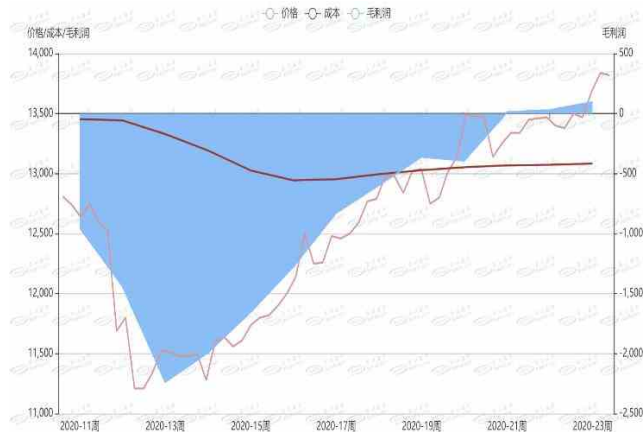


资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 54：电解铝毛利润上升（元/吨）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

5. 投资建议

磁材：高性能钕铁硼磁主要应用于新能源和节能环保领域，如风力发电、新能源汽车、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造、3C 等。当前，中国高端磁材供应相对不足，未来需求受益于风电新装机量提升、风电永磁直驱式电机渗透率提升、变频空调渗透率提升、电动车产量增长。

推荐关注正海磁材（300224）：公司是集研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料于一体的高新技术企业，是国内新能源和节能环保领域核心应用材料的领先供应商。其产品被广泛应用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造等领域，并与各领域国内外龙头企业建立了长期稳定的合作关系。公司建有毛坯生产、机械加工、成品电镀等钕铁硼生产全过程生产线，掌握毛坯生产和晶界渗透技术等核心技术，可长期稳定地给客户供应高性价比的高性能稀土永磁体，并根据高端应用领域的需求，配备国际先进生产、检验和研发设备，产品种类齐全，稳定性强，综合品质及性价比较高，在行业中具有较强的竞争力。

黄金：本轮黄金价格上涨分为两个阶段，第一阶段由美联储降息带动美元收益率下

行驱动黄金价格上涨，随着美联储实施零利率，第一阶段已接近尾声。第二阶段是美国通胀预期上升支撑黄金价格上涨的过程，但当前美国经济下行，叠加原油价格低位，物价水平处于通缩状态。预期随着美国进入复工复产，通缩得到修复，但难以形成高通胀预期，第二阶段尚未到来。展望 2020 年下半年，黄金价格上涨动力主要来自美元信用下降及风险事件的脉冲。

推荐山东黄金、银泰黄金。

山东黄金 (600547): 公司聚焦黄金业务，矿产金产量居全国首位，黄金毛利占总毛利比例达 90%以上，旗下 9 座矿山位于黄金资源丰富的山东省内，收购国外优质金矿，开展海外扩张，对内积极探矿增储，大股东山东黄金集团将向上市公司注入资源，增产扩储潜力较大；此外公司生产升本具有优势，国内金矿品位较高，海外贝拉德罗金矿随着开采新矿区，品位及黄金产量均有望提升。山东黄金拟收购加拿大金矿公司 TMAC，其核心资源 Hope Bay 项目拥有证实+可信储量 354.5 万盎司（110.3 吨）黄金，平均品位 6.5 克/吨。若收购完成，将极大增加公司黄金储量。

银泰黄金 (000975): 随着旗下子公司产能恢复及技改增产，公司合质金产能有望逐步放量，且预期 2020-2021 年黄金价格持续上升，业绩将受益于合质金的量价齐升。此外，公司资产负债率远低于同行，流动比率高于行业平均，具有较强融资能力，加杠杆收购潜力大，便于收购优质资产。公司估值低于行业平均，性价比突出。

稀土: 新能源汽车未来放量将带动国内高端钕铁硼磁材的需求能提升，从而增加对氧化镨、氧化铽等中重稀土的需求。当前，平衡表显示氧化镨供需改善，转向平衡状态，预期未来供应略趋紧张。2020 年下半年，预期中重稀土氧化物在产量下降、需求增长的推动下，从供应过剩向供应略偏紧转变。

推荐五矿稀土 (000831): 公司是国内最大的南方离子型稀土分离加工企业之一，主要从事稀土氧化物、稀土金属、稀土深加工产品经营及贸易，以及稀土技术研发、咨询服务。公司主导产品包括高纯的单一稀土氧化物及稀土共沉物产品，其中 80%以上的产品纯度大于 99.99%，高纯氧化镧、高纯氧化铈等部分稀土氧化物纯度可达 99.9999% 以上。

钴、锂: 欧美陆续启动复工计划，新能源车成为重要刺激产业，2020 年 5 月，欧洲、中国加码新能源车补贴政策，有望刺激上游电池消费，进而带动钴、锂金属需求。

推荐华友钴业 (603799): 公司是一家专注于钴、铜有色金属冶炼及钴新材料产品深加工的高新技术企业，产品主要用于锂离子电池正极材料、航空航天高温合金、硬质合金、色釉料、磁性材料、橡胶粘合剂和石化催化剂等领域。公司经过十多年的发展积淀，完成了总部在桐乡、资源保障在非洲、制造基地在衢州、市场在全球的空间布局。形成了自有矿产资源为保障，钴新材料为核心，铜、镍产品为辅助，集采、选、冶、新材料深加工于一体的纵向一体化产业结构。

6. 风险提示

国外疫情恶化风险；国外宏观经济波动风险；中国宏观经济波动风险；新能源汽车产销量不及预期风险；金属价格大幅下跌风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn