

金属行业一季报前瞻

行业评级：看好

2022年3月28日

分析师

施毅

研究助理

王南清

邮箱

shiyi@stocke.com.cn

邮箱

wangnanqing@stocke.com.cn

证书编号

S1230522100002

► 金属板块业绩，与量、价、本三因素强相关，产量指标与各公司生产经营情况息息相关，价格指标取决于市场供需状态，成本指标与多因素挂钩。因为，我们梳理了主要金属品种季度均价，用于对2023Q1金属板块的业绩前瞻。截至2023年3月26日，各金属品种价格回顾如下：

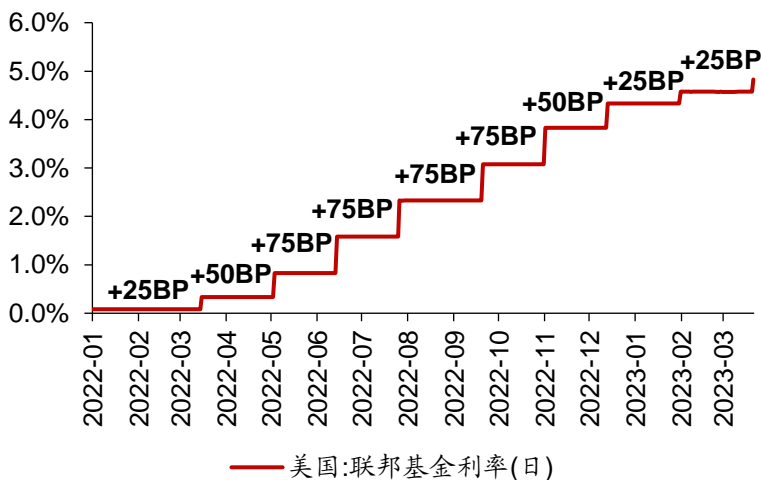
图：美联储有望停止加息、并在年内开启降息

品种	单位	23Q1	22Q4	22Q1	同比	环比	
贵金属	黄金	元/克	418.5	400.8	386.1	8.4%	4.4%
	白银	元/千克	5,072.2	4,901.8	4,950.4	2.5%	3.5%
	铂金	元/克	227.2	232.6	219.4	3.6%	-2.3%
	钯	美元/盎司	318.2	209.4	588.4	-45.9%	52.0%
工业金属	铜	元/吨	68,557	65,701	71,781	-4.5%	4.3%
	铝	元/吨	18,554	18,683	22,248	-16.6%	-0.7%
	锌	元/吨	23,360	24,080	25,335	-7.3%	-3.0%
	铅	元/吨	15,305	15,537	15,370	-0.4%	-1.5%
	锡	元/吨	209,553	181,338	331,190	-36.7%	15.6%
能源金属	锂	元/吨	410,442	563,717	422,155	-2.8%	-27.2%
	硫酸钴	元/吨	41,802	57,642	112,659	-62.9%	-27.5%
	镍	元/吨	201,189	201,023	188,806	6.6%	0.1%
	氧化镨钕	元/吨	676,942	672,583	999,017	-32.2%	0.6%
黑色金属	螺纹钢	元/吨	4,160	3,756	4,789	-13.1%	10.3%
	热轧卷板	元/吨	4,230	3,822	4,958	-14.7%	10.7%
	不锈钢	元/吨	16,533	16,894	18,763	-11.9%	-2.1%

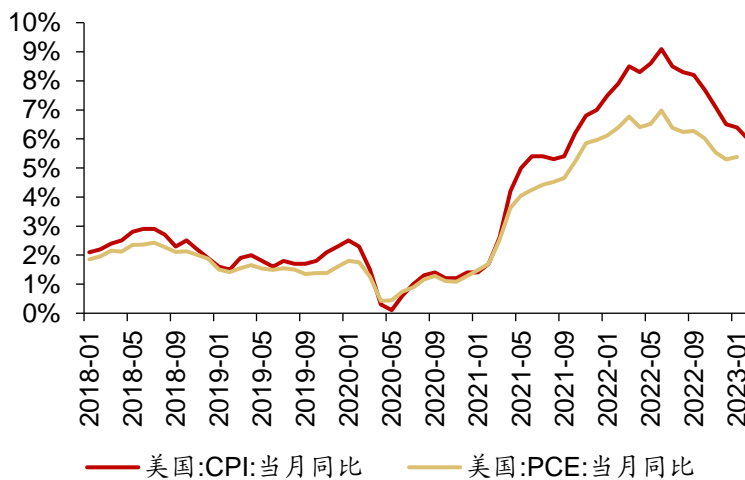
美国通胀边际改善+经济衰退压力+银行风险事件频发

- 美联储自2022年3月以来已连续加息9次、累计加息475BP，联邦基金目标利率升至5.00%，期间黄金的整体走势承压。
- **在此背景下，美国通胀边际改善。**2月美国CPI同比增长6.0%，较前值6.4%继续回落，为2021年10月以来最低水平；1月PCE同比增长5.38%，较前值5.29%略有上升，但相比2022年3月6.77%已有明显回落。美联储加息带来的通胀降温效应初步显现。
- **此外，美国经济面临衰退压力。**（1）美国Markit制造业PMI跌破枯荣线。2月美国Markit制造业PMI终值为47.3，已连续4个月维持在枯荣线以下；相较3月（首次加息当月）的58.8，已显著下降11.5。（2）美债利率出现倒挂，经济下行压力加剧。2年/10年期美债利率倒挂，是判断经济衰退预期的关键指标。自2022年7月开始，2年/10年期美债利率已持续了9个月倒挂。
- **同时，硅谷银行破产、瑞信拟被瑞银收购等银行业风险事件频发，更添美国等地区的经济不确定性。**

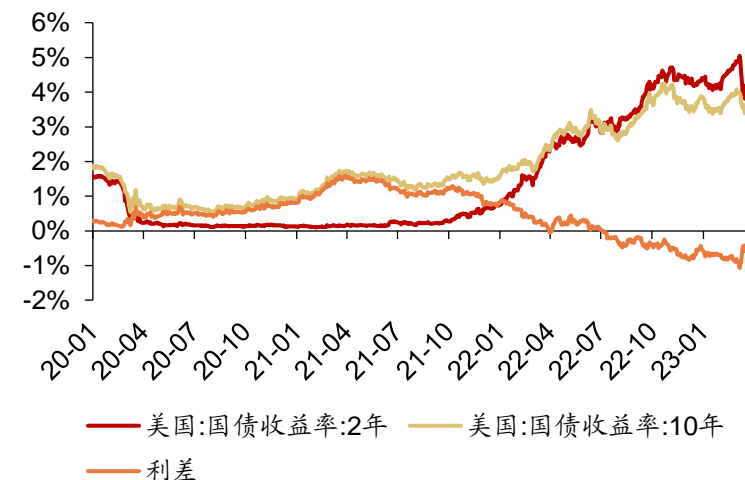
图：本轮周期美联储已累计加息9次



图：美国通胀边际改善



图：2022年7月开始美债利率出现连续倒挂



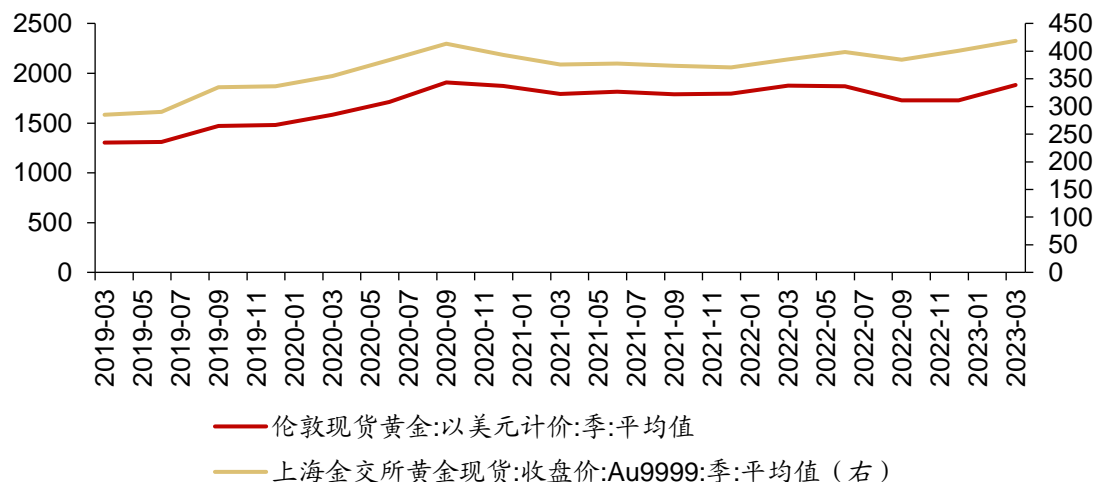
加息停止+降息预期，黄金价格有望上涨

- 总体来看，美国面临经济衰退风险、通胀边际改善，叠加加息抑制通胀具有一定的滞后效应、需考虑银行事件可能带来的风险传染，美联储有望在今年结束加息，并存在降息预期，利好黄金价格上行压力的释放。
- 根据3月26日CME给出的预测数据，美联储最大概率的调息路径为：5月停止加息，6月不调息、7月降息25BP。
- 在此预期下，2023年以来黄金迎来价格上涨，有望提高行业的盈利能力。2023年一季度（1月1日至3月24日），伦敦现货黄金均价1,883.65美元/盎司，同比去年一季度+0.35%、环比去年四季度+8.99%；上海金均价418.86元/克，同比去年一季度+8.78%、环比去年四季度+4.45%。黄金价格的提升有望直接提高行业的盈利能力。

图：美联储有望停止加息、并在年内开启降息

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	88.2%	11.8%
2023/6/14			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.4%	72.2%	9.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	34.0%	54.0%	6.6%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	25.4%	48.0%	20.9%	2.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	18.0%	40.3%	30.1%	8.4%	0.7%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	13.6%	34.0%	33.0%	14.5%	2.9%	0.2%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	28.0%	33.3%	20.0%	6.3%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.8%	23.3%	31.9%	23.5%	9.9%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.0%	23.4%	31.8%	23.3%	9.8%	2.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.4%	3.6%	13.6%	26.5%	28.7%	18.4%	7.1%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.3%	2.7%	10.8%	22.9%	28.1%	21.2%	10.2%	3.1%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.5%	6.8%	16.9%	25.5%	24.7%	15.7%	6.7%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

图：2023年以来黄金价格迎来上涨

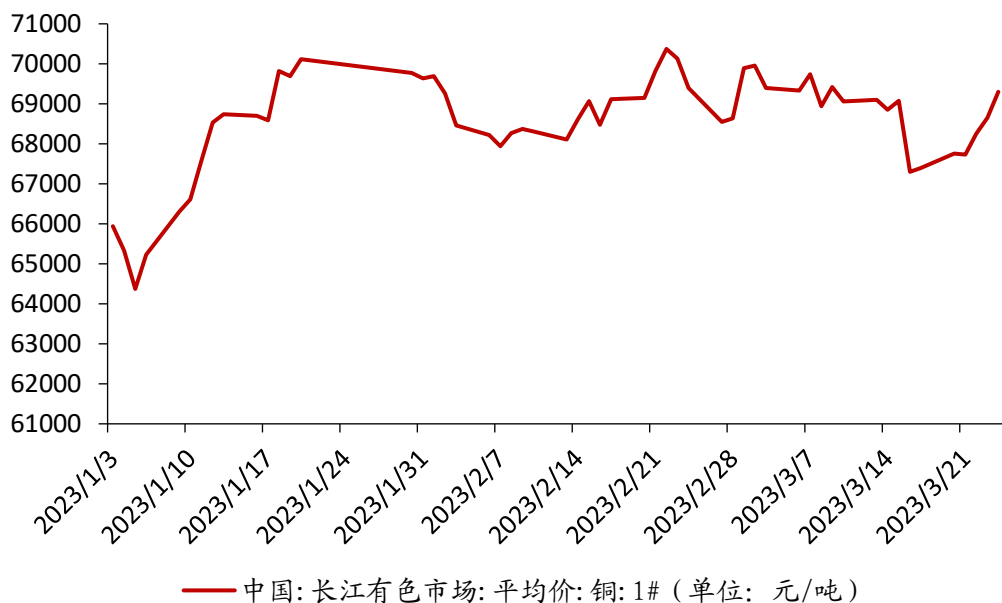


铜价：Q1环比增长4%。一月受美联储加息放缓预期及经济复苏预期影响，市场偏乐观，铜价重心上移，二月、三月受美联储加息预期波动等影响，铜价高位震荡。2023年一季度，铜均价约6.86万元，相较2022年四季度，环比增长约4%。

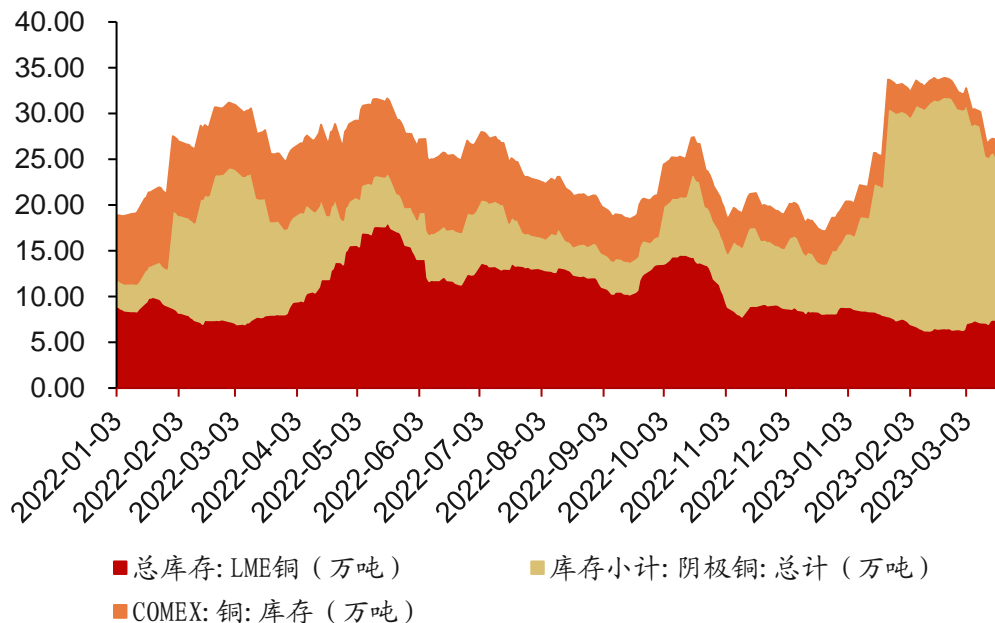
库存：Q1供给端受到扰动，库存先升后降。一月，供给端放量库存回升明显，据ICSG发布一月初步数据，2023年1月，铜矿产量同比增长4.7%，精炼铜产量同比增长5.7%。二月、三月，由于秘鲁内乱持续、Grasberg受洪水影响停产等事件冲击，短期行业供给端受到影响。2023年1月6日，LME+COMEX+上期所铜库存总计约20.1万吨，2023年3月24日，库存合计约24.9万吨。

一季度铜价环比上涨，铜板块相关标的有望受益。重点标的：紫金矿业，洛阳钼业。

图：2023Q1铜价情况



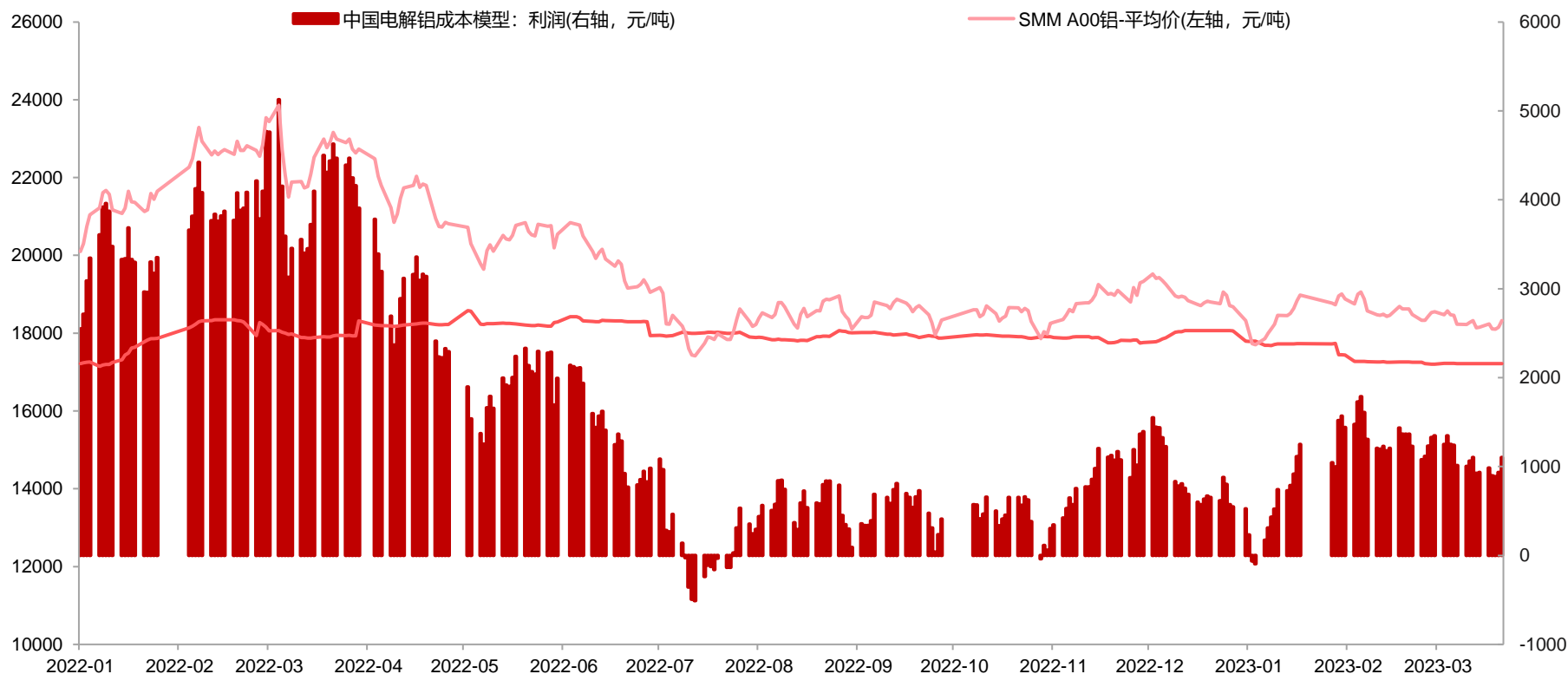
图：LME+COMEX+上期所铜库存情况



2022年上半年以来，国内厂商开始集中复产与投建，供给释放叠加流动性收紧致使电解铝行业盈利水平再度大幅回落，吨铝价格由2022年3月23860元高位逐步回落至18000元左右，利润水平亦逐步接近成本线。在宏观回暖的背景下，低库存和高成本给予价格强支撑，孱弱的消费预期限制了反弹空间，短期来看，铝价难有趋势性下跌。

电解铝盈利情况来看，随着原辅料价格逐步回落，2023Q1电解铝企业单吨盈利水平较上季度显著好转，23Q1平均单吨利润为1052元，较22Q4提升303元/吨。

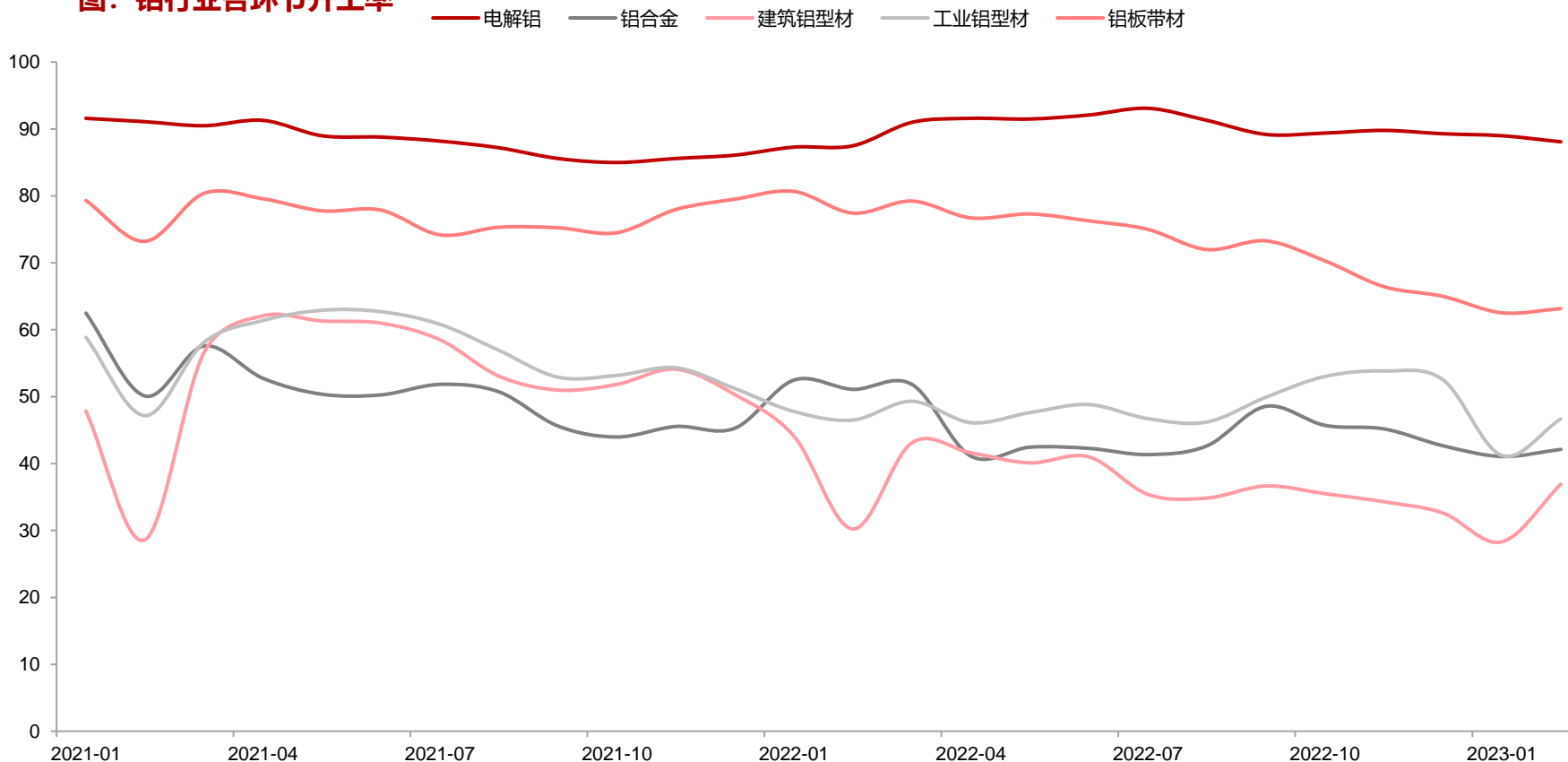
图：电解铝价格及利润水平



资料来源：SMM，浙商证券研究所

在国内稳增长举措的保驾护航下，电解铝企业复工复产稳步进行。从电解铝的开工情况来看，目前开工情况受到限电影响，尤其是在2月份云南限电之后，电解铝产能释放还需观望，供给偏紧。下游铝型材的开工情况来看，建筑铝型材、工业铝型材、铝板带箔的开工情况底部回弹。2023年2月底建筑铝型材开工率达到36.92%，环比增长8.62pct，同比增长6.70pct，随着地产宽松政策的出台，下游建筑铝型材的需求复苏趋势明显。2023年2月底工业铝型材开工率达到46.67%，环比增长5.47pct，同比增长0.18pct。工业铝型材在交通、光伏、汽车领域应用广泛，未来应用前景广阔。

图：铝行业各环节开工率

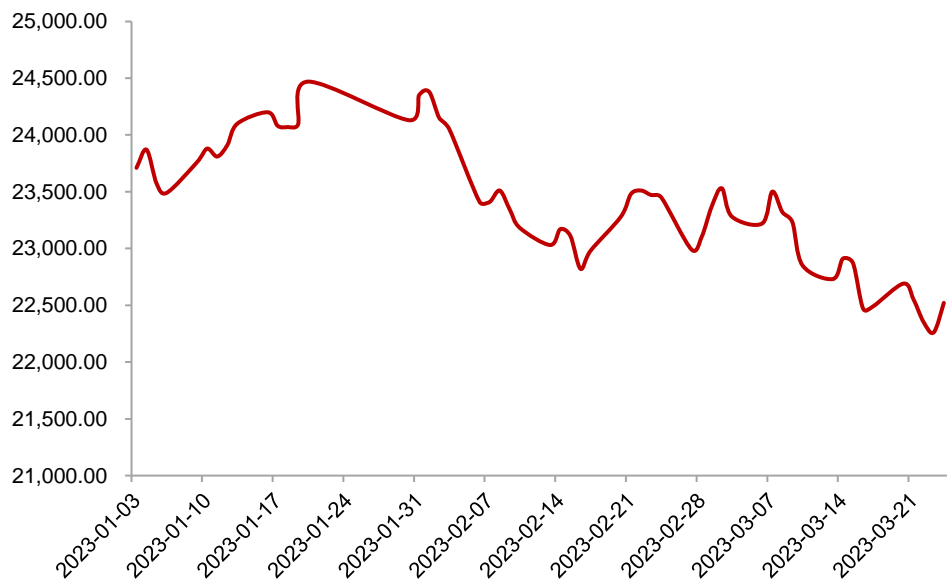


资料来源：SMM，浙商证券研究所

锌价略微下行：2023年一季度，锌价从24500元下行至22500元左右，锌价下行。

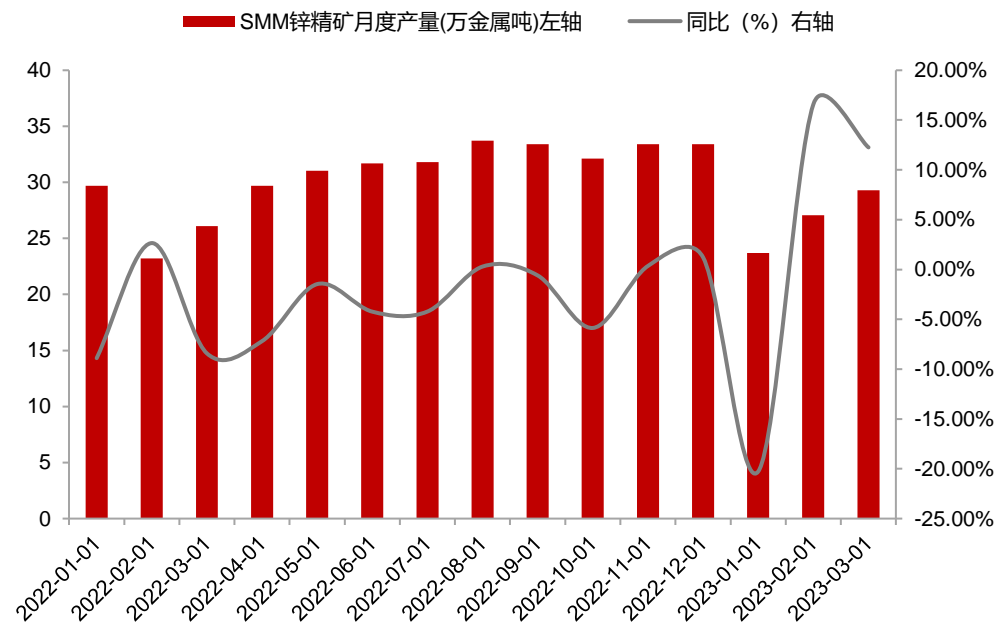
根据SMM数据，锌精矿2023年一月份因春节影响，产量同比下降20.27%，2023年2月、3月逐步恢复。23Q1锌精矿整体产量为80万吨，与22Q1基本持平，略增1%。

图：锌平均价格（元/吨）



资料来源：SMM，浙商证券研究所

图：锌精矿月度产量与同比情况

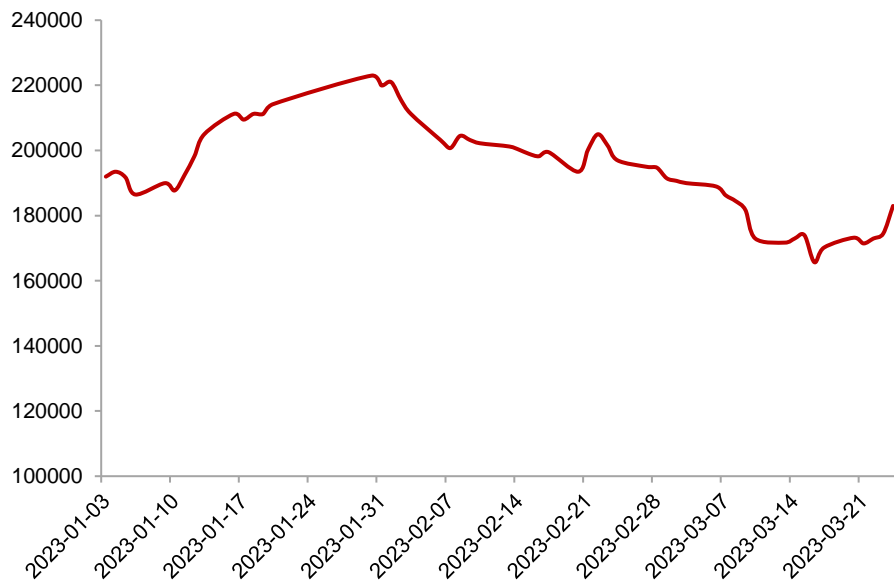


资料来源：SMM，浙商证券研究所

开工率：锡开工率维持高位，2023年1-3月锡行业平均开工率一路上升，供给逐渐放量。

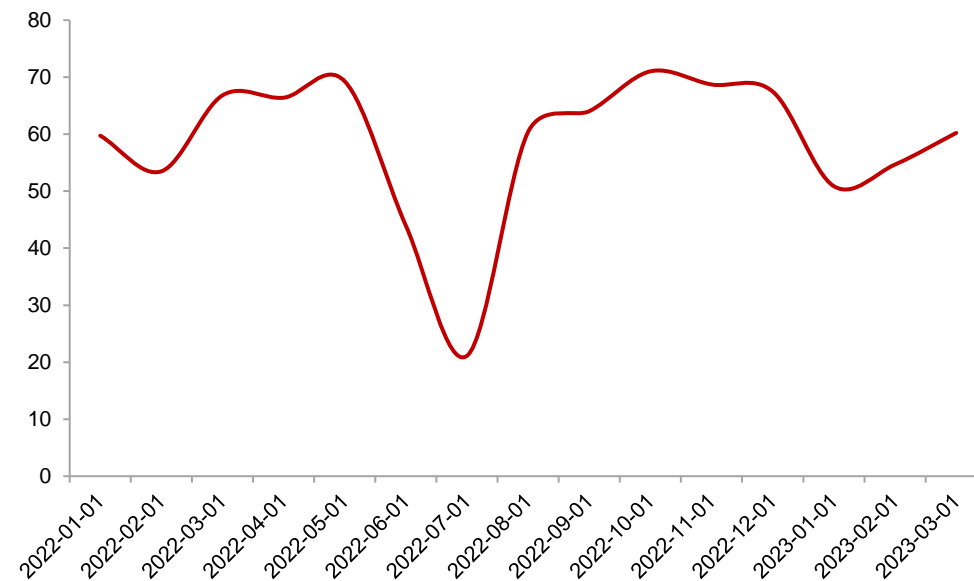
锡精矿价格：2023年一季度，锡精矿价格维持震荡。我们预计，随着宏观经济复苏，锡价将震荡上行。

图：锡精矿价格



资料来源：SMM，浙商证券研究所

图：锡行业开工率

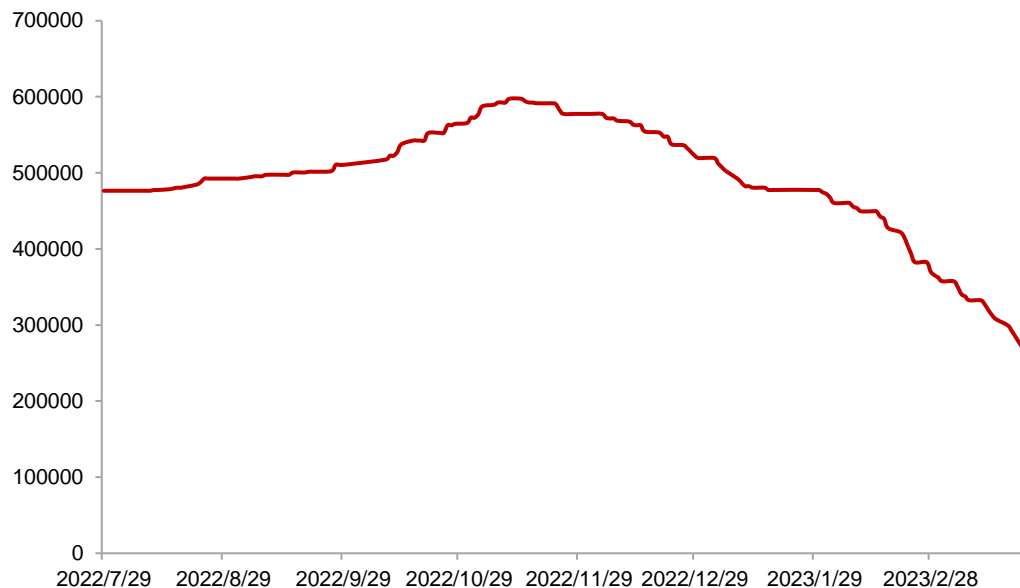


资料来源：SMM，浙商证券研究所

受到2023年新能源车补贴取消影响，Q1下游新能源车排产走弱，中下游企业以去库存需求为主，采购量大幅缩减，导致23Q1碳酸锂价格快速下跌，电碳价格已跌破30万元/吨，单季度跌幅超过25万元/吨。23Q1均价为41.04万元/吨

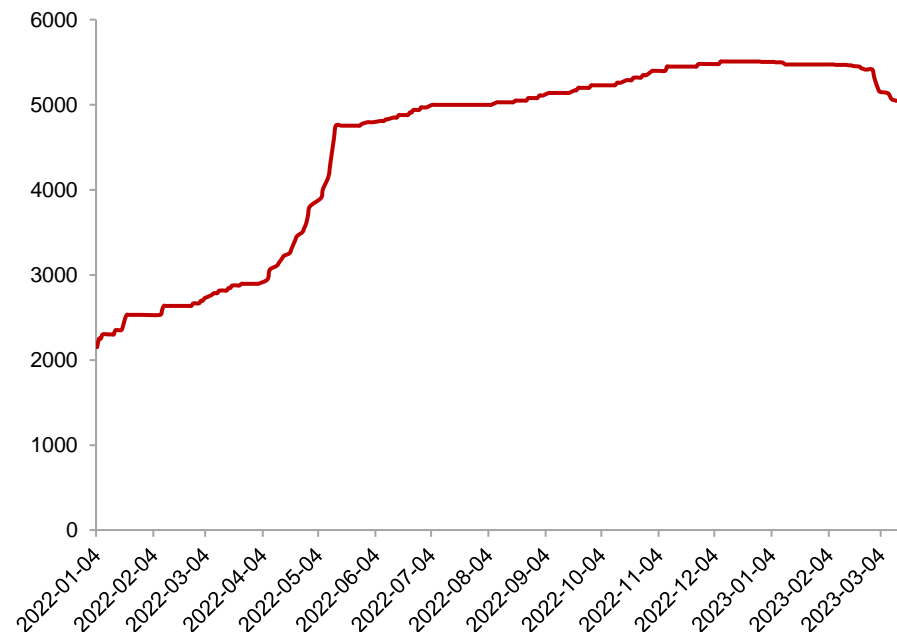
而澳洲进口的锂辉石精矿价格较碳酸锂价格滞后，目前仍处于高位。若以当前价格测算，外采锂辉石作为原材料生产的碳酸锂企业已出现成本与价格倒挂现象。因此看好矿端自给率高的企业一季度经营情况会较为出色，如：赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、永兴材料、藏格矿业、盐湖股份等。

图：电池级碳酸锂价格



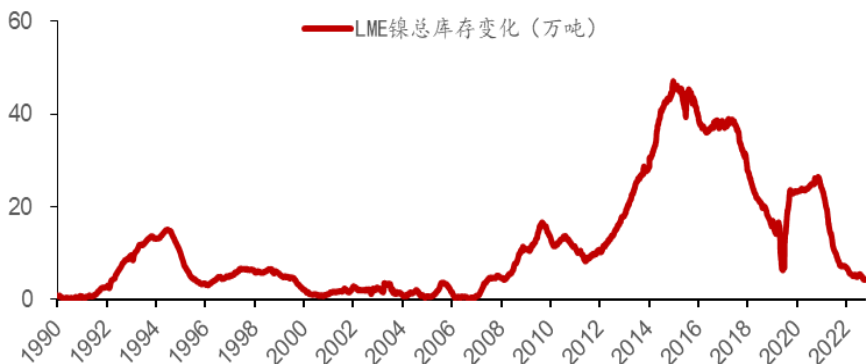
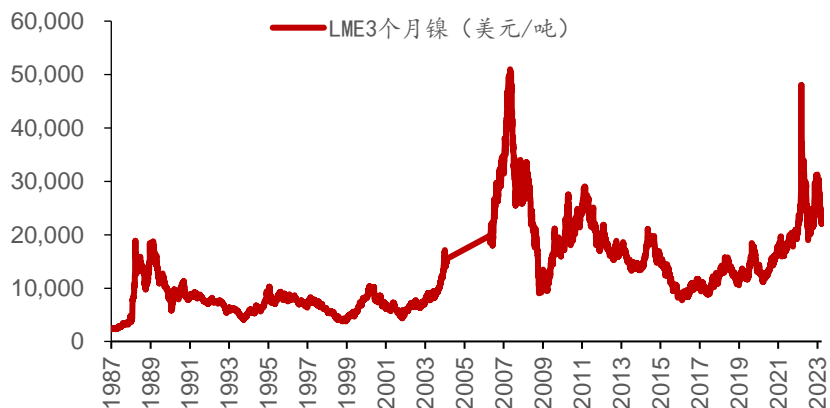
资料来源：亚洲金属网，浙商证券研究所

图：6%锂辉石精矿价格



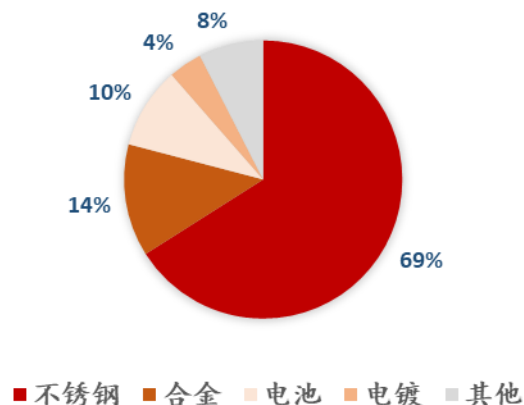
资料来源：SMM，浙商证券研究所

2022年因俄镍进入市场受阻等因素，镍价大幅波动，目前处于高位震荡。交易所镍库存处于低位，短期对于价格有一定支撑。

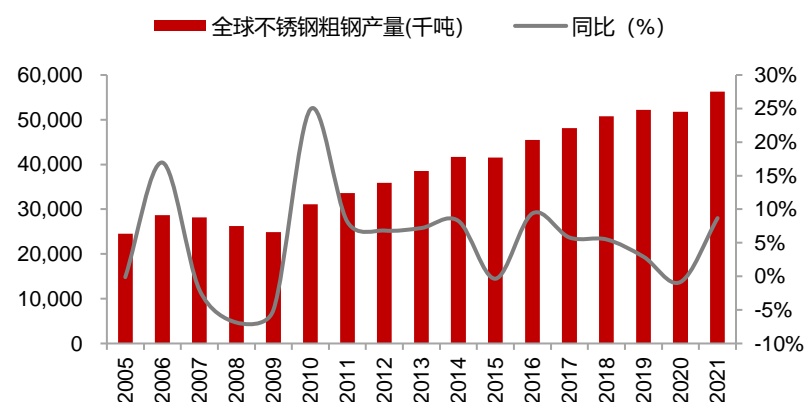
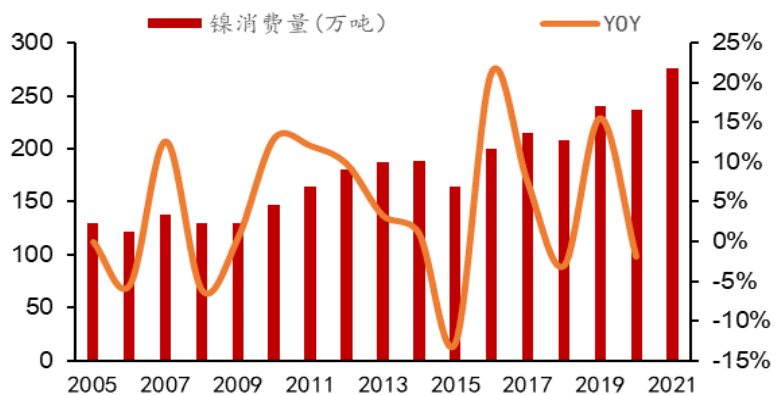
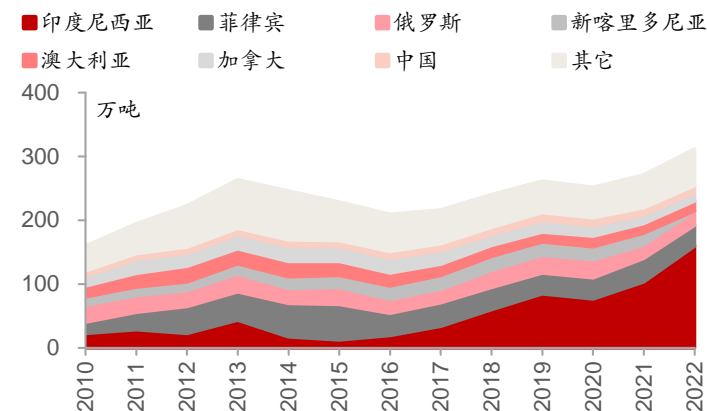


根据SMM统计，2021年镍消费占比最大仍为不锈钢，全球镍消费量与不锈钢粗钢产量基本呈现正相关。供给端主要产量国为印尼，菲律宾等。随着全球新项目逐步投产，2023年全球镍供需偏紧或者缓和，预计后市镍价或将逐步回归理性，三元电池的成本有望下降，从而刺激三元电池的需求。建议关注目前高镍价带来的投资机会，相关标的：华友钴业，格林美，洛阳钼业，盛屯矿业等。

镍下游消费占比



全球镍主要生产国产量 (万吨)



数据来源：USGS, SMM, Wind, 浙商证券研究所

我们根据各公司目前公告的产能进行合理的产量预测，成本根据公司年报和中报等公告推算，产品价格根据SMM、Wind、亚洲金属网等公开报价口径计算。

赣锋锂业			2022Q1	2022Q4	2023Q1
产量	万吨	自有矿	0.7	1.0	1.0
	万吨	冶炼	1.1	1.5	1.2
价格	万元/吨	碳酸锂	42.2	56.4	41.0
成本	美元/吨	自有矿	500	500	500
	美元/吨	锂精矿	2716	5994	5672

天齐锂业			2022Q1	2022Q4	2023Q1
产量	万吨	锂 (LCE)	1.5	1.9	1.6
	万元/吨	锂 (LCE)	42.2	56.4	41.0
成本	万元/吨	锂 (LCE)	4.5	4.5	4.5

鑫铂股份			2022Q1	2022Q4	2023Q1
产量	万吨	工业铝型材	1.80	2.27	2.21
	万吨	建筑铝型材	0.30	0.38	0.31
	万吨	工业铝部件	2.20	2.77	4.37
价格	元/吨	建筑&工业铝材	27748	24183	24054
成本	元/吨	建筑&工业铝材	25192	21765	21453

紫金矿业			2022Q1	2022Q4	2023Q1
产量	万吨	铜	19.4	24.5	24.6
	元/吨	铜	71781	65701	68557

华友钴业			2022Q1	2022Q4	2023Q1
产量	万金吨	镍 (权益量)	0.5	1.0	1.6
	万吨	铜 (自有矿)	1.2	1.2	1.2
价格	万元/吨	镍	18.9	20.1	20.1
	万元/吨	铜	7.2	6.6	6.9
成本	万元/吨	镍	7.7	7.7	7.7
		铜	3.4	3.4	3.4

- 1、 原材料价格上涨过快
- 2、 公司产品销售不及预期

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>