

有色金属行业 2023 中期策略：降息前后迎来贵金属主升浪，能源金属处于大底部——行业深度报告

投资要点

□ 贵金属：降息预期有望催化黄金“主升浪”

展望下半年，若年底或年初进入降息区间，将抑制实际利率上行，进而利好金价上涨。参考美联储前2轮降息区间的情况，相对于开始降息的节点，金价有望提前3个月上涨，即三季度或迎来黄金行情的主升浪。

□ 铜：新能源转型需求强劲，铜价长期中枢向上

供需方面，供给端扰动减弱，但需求整体偏弱。据 ICSG 统计，2023 年 3 月全球累计铜矿产量 5k 吨，同比+2%，精炼铜累计耗铜 6k 吨，同比+3%。长期来看，历史资本开支不足限制供给端放量，新能源需求强劲，供需错配支撑铜价长期向上。

金融属性方面，下半年美联储加息有望结束，若开启降息周期，利好铜价上涨。

□ 铝：受限于产能天花板，供给缺口扩大的趋势基本确定

短期看盈利弹性：当前煤炭价格低位运行，预焙阳极与动力煤价格下调，铝价在低库存紧供给支撑下呈现高韧性，盈利空间进一步打开。2023 年 5 月预焙阳极格下跌 850 元/吨，降幅达到 15.48%，对电解铝成本的影响达到 395 元/吨；动力煤价格下跌 40 元/吨，跌幅为 5.49%，对电解铝成本的影响达到 158 元/吨。

中期看供需缺口：截止到 2023 年 4 月国内电解铝在产产能为 4088 万吨，由于电力能耗受限等因素，国内剩余产能补齐的可能性较低，电解铝运行产能无比接近产能“天花板”，海外限产停产趋势不减，产能新增有限。汽车领域新能源渗透率的提高以及车身轻量化的发展趋势拉动铝需求迅速增长，稳增长背景下，新能源基建也有望发力，光伏、电网的建设推动电子、电力行业用铝占比较大提升。

□ 锂：锂板块处于大底部，短期看反弹，中期看反转

短期看反弹：锂价自 2021 年初启动，2022 年 11 月底锂价高点逼近 60 万元/吨。随后由于中下游去库存态度，锂价快速回落至 20 万元/吨以下。近期受到上游惜售、中游排产环比改善等因素，锂价呈现“V 字反弹”，目前稳定在 30 万元/吨。后续随着新能源车价格战暂缓，消费观望转为现实，下游需求往上游传导，有望进一步抬升锂价至 40 万元/吨，Q3 或将迎来需求带动的股价上涨机会。

中期看反转：23H2 海外多个项目将建成投产，随着精矿陆续运回国内生产，23 年底至 24 年初供需格局将出现反转，锂价或将迎来进一步下挫。我们认为这会导致板块产生实质性的供需过剩，参考上一轮锂价周期，需要一些高成本的产能得以出清后，重新迎来新的供需平衡。长期均衡价格需达到 20 万元/吨，才能促使矿业企业进行资本开支，以满足锂行业需求增长。

□ 镍：镍价逐步回归理性，三元电池装机量有望提升

2023 年随着全球新建项目的逐步投产，供给紧缺有望进一步放缓，价格或将逐步回归理性。我们认为镍价或在火法冶炼成本得到支撑，镍价下行同时降低三元高镍电池成本，有望对于磷酸铁锂电池形成替代，刺激三元电池装机，电池端需求或将放大。我们看好在印尼布局的中资企业，如华友钴业等公司，印尼多个项目逐渐投产。印尼目前政策优惠较大，鼓励企业进一步投资向下延伸产业链，华友钴业等中资有望充分享受印尼免税减税等政策红利。

□ 风险提示

美国超预期加息，影响金属价格；经济复苏不及预期，影响金属需求；供给端超预期释放，影响金属价格；

行业评级：看好(维持)

分析师：施毅

执业证书号：S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

研究助理：王南清

wanganqing@stocke.com.cn

相关报告

- 《金属数据周报（2023 年第 20 周）》 2023.05.14
- 《金属大典（2023 版）》 2023.05.10
- 《新能源材料：范式进阶》 2023.05.08

正文目录

1 贵金属：降息预期有望催化黄金“主升浪”	4
1.1 黄金：央行购金旺盛	6
1.2 白银：金银比处于高位	7
2 铜：新能源转型需求强劲，铜价长期中枢向上	9
3 铝：受限于产能天花板，供给缺口扩大的趋势基本确定	11
4 锂：锂板块处于大底部，短期看反弹，中期看反转	14
5 镍：镍价逐步回归理性，三元电池装机量有望提升	17
6 风险提示	19

图表目录

图 1: 本轮周期美联储已累计加息 10 次.....	5
图 2: 美国通胀边际改善.....	5
图 3: 美国制造业 PMI 跌破枯荣线.....	5
图 4: 美债利率出现倒挂.....	5
图 5: 美联储有望停止加息、并在年内开启降息.....	6
图 6: 近年来央行购金需求上行, 2022 年达历史最高值.....	6
图 7: 央行购金数量与金价正相关.....	6
图 8: 金价与银价的整体走势趋同, 但银价波动更大.....	7
图 9: 金银比处于历史高位.....	7
图 10: LME 铝价及库存.....	12
图 11: SMM 铝价及库存.....	12
图 12: 电解铝成本曲线.....	12
图 13: 锂价周期回顾.....	15
图 14: 锂板块 11 家企业营收及利润情况.....	15
图 15: 锂板块 11 家企业锂盐产量及自有矿.....	16
图 16: 锂板块 11 家企业 23Q1 财务指标.....	16
图 17: 2023 年以来总体 LME 镍价呈现高位震荡.....	17
图 18: 2023 以来国内镍价同样呈现高位震荡.....	17
图 19: 目前 LME 镍库存处于低位.....	17
图 20: 目前上期所镍库存处于低位.....	17
表 1: 2022 年及 2023Q1 贵金属价格变动情况.....	4
表 2: 2023 年以来贵金属价格变动情况.....	4
表 3: 国内主要黄金企业 2022&23Q1 数据一览 (吨; 亿元).....	7
表 4: 国内主要白银企业 2022&23Q1 数据一览 (吨; 亿元).....	8
表 5: 2023Q1 及 2022 年铜价情况.....	9
表 6: 各公司 2023Q1 及 2022 年业绩情况 (亿元).....	9
表 7: 各公司 2022 年铜矿总产量情况.....	10
表 8: A 股电解铝企业 2022&23Q1 数据一览 (万吨, 亿元).....	13
表 9: A 股铝加工企业 2022&23Q1 数据一览 (万吨, 亿元).....	13
表 10: 主要镍行业公司数据 (亿元, 吨).....	18

1 贵金属：降息预期有望催化黄金“主升浪”

美国至6月3日当周，初请失业金人数为26.1万人，为2021年10月30日当周以来新高。美国初请失业金人数高增，市场押注6月不加息，并在11月存在降息的可能性。

展望下半年，若年底或年初进入降息区间，将抑制实际利率上行，进而利好金价上涨。参考美联储前2轮降息区间的情况，相对于开始降息的节点，金价有望提前3个月上涨，即三季度或迎来黄金行情的主升浪。

2022年，黄金和白银均价分别达到392.21元/克和4.72元/克，同比增幅分别为4.72%、-9.35%。金银价格走出背离，或为美联储加息叠加工业需求受公共卫生事件影响有所疲软，进而导致白银价格波动更大所致。

2023Q1，黄金和白银均价分别达到420.45元/克和5.06元/克，同比增幅分别为9.19%、2.85%，环比增幅分别达4.84%和3.52%。

表1：2022年及2023Q1贵金属价格变动情况

品种	单位	2022 年均价	2022 年同比	23Q1 均价	22Q1 均价	22Q4 均价	23Q1 同比	23Q1 环比
黄金	元/克	392.21	4.72%	420.45	385.05	401.04	9.19%	4.84%
白银	元/克	4.72	-9.35%	5.06	4.92	4.89	2.85%	3.52%

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：黄金价格采用上金所AU9999收盘价，白银价格采用上金所Ag(T+D)收盘价）

具体来看，2023年以来贵金属板块价格呈现整体走高的态势。2023Q1黄金和白银价格由年初的412.26元/克和5.40元/克分别变动至440.74元/克和5.30元/克，期间最高价格分别为449.23元/克和5.40元/克；银价一季度小幅下跌，或与美联储一季度延续加息节奏相关——银价波动更甚。截至6月9日，金价和银价分别涨至450.88元/克、5.69元/克，年初至今的涨幅分别为9.37%、5.47%，呈现整体走高的态势。

表2：2023年以来贵金属价格变动情况

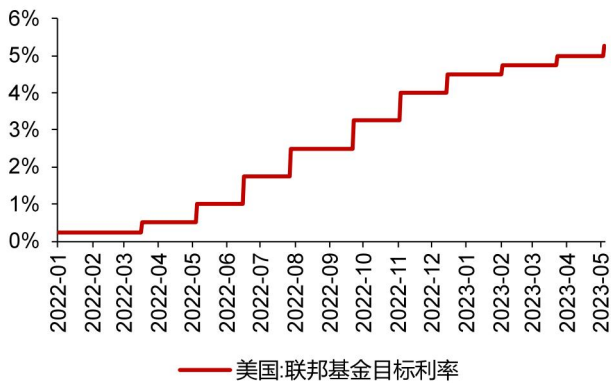
品种	单位	23Q1 初价格	23Q1 末价格	23Q1 最高价	6月9日价格	一季度价格涨幅	年初至今价格涨幅
黄金	元/克	412.26	440.74	449.23	450.88	6.91%	9.37%
白银	元/克	5.40	5.30	5.40	5.69	-1.80%	5.47%

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：黄金价格采用上金所AU9999收盘价，白银价格采用上金所Ag(T+D)收盘价）

我们认为，2023年以来贵金属价格整体走高，主要原因或在于美联储存在停止加息、乃至降息的预期：

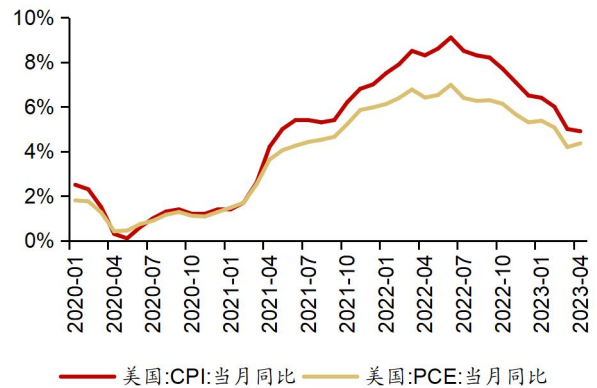
美联储自2022年3月以来已连续加息10次、累计加息500BP，联邦基金目标利率升至5.25%，对贵金属价格形成了一定的压制作用。在此背景下，美国通胀边际改善。4月美国CPI同比增长4.9%，较前值5.0%继续回落，为2021年5月以来最低水平；4月PCE同比增长4.36%，较加息初期同样明显回落。美联储加息带来的通胀降温效应初步显现。

图 1: 本轮周期美联储已累计加息 10 次



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

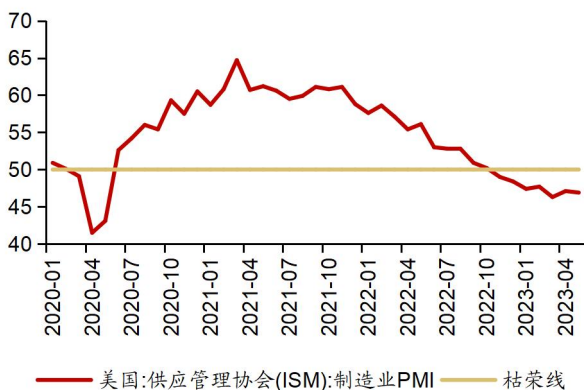
图 2: 美国通胀边际改善



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

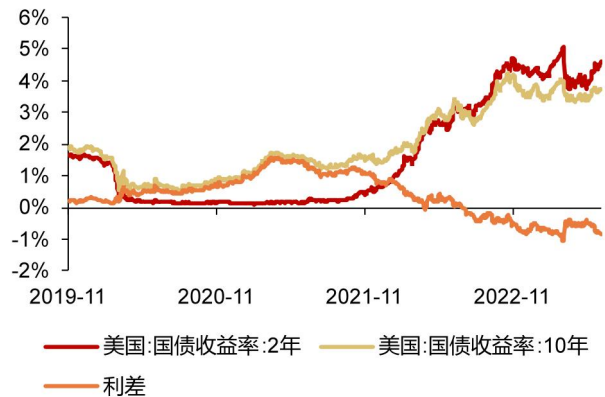
然而，目前美国经济面临衰退压力。(1) 美国 ISM 制造业 PMI 跌破枯荣线。2023 年 5 月，美国 ISM 制造业 PMI 为 46.9，已连续 7 个月维持在枯荣线以下；相较 2022 年 3 月（首次加息当月）的 57.1，已显著下降 10.2。(2) 美债利率出现倒挂，经济下行压力加剧。2 年/10 年期美债利率倒挂，是判断经济衰退预期的关键指标。自 2022 年 7 月开始，2 年/10 年期美债利率已持续了 10 个月倒挂。(3) 同时，硅谷银行破产、瑞信拟被瑞银收购等银行业风险事件频发，更添美国等地区的经济不确定性。

图 3: 美国制造业 PMI 跌破枯荣线



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 美债利率出现倒挂



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

综上，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，利好贵金属的价格上行。

根据 6 月 9 日 CME 给出的预测数据，美联储最大概率的调息路径为：6 月不加息、11 月降息 25BP。

图 5: 美联储有望停止加息、并在年内开启降息

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.1%	29.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.1%	52.8%	17.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	31.9%	50.0%	15.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.0%	39.0%	36.5%	9.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.1%	25.7%	37.8%	23.9%	5.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	17.9%	32.7%	29.8%	13.0%	2.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	13.5%	28.0%	30.7%	18.4%	5.6%	0.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.3%	27.7%	30.7%	18.5%	5.8%	0.8%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	9.1%	21.8%	29.5%	23.5%	11.0%	2.8%	0.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.5%	7.8%	19.6%	28.1%	24.6%	13.2%	4.3%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.2%	6.3%	16.8%	26.1%	25.4%	15.9%	6.4%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.9%	5.1%	14.4%	23.9%	25.6%	18.1%	8.6%	2.7%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 浙商证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 6 月 9 日)

1.1 黄金: 央行购金旺盛

除以上因素外, 由于优异的避险属性, 央行购金需求也对黄金价格起到了支撑作用。

2010 年以来, 央行始终为黄金的净购入方, 2020 年后央行购金需求增长明显, 2022 年达历史最高值。2020 年全球公共卫生事件爆发后, 为稳定国家经济、抵御各类金融风险, 全球央行购金需求显著增长, 2021 年达 454 吨, 同比增长 78%。2022 年, 面对通胀压力和全球市场风险, 各国央行进一步加大购金力度, 全年达 1136 吨, 为历史最高值, 同比增长 152%, 展现了黄金在全球经济中的重要地位。2023 年一季度, 全球央行购金 228 吨, 同比高增 176.20%, 延续了对黄金的旺盛需求。

回顾历史数据可知, 央行购金的数量往往与金价正相关。往后看, 在全球经济面临较强不确定性的背景下, 央行有望继续保持对黄金的旺盛需求, 进而支撑金价。

图 6: 近年来央行购金需求上行, 2022 年达历史最高值



资料来源: WGC, Wind, 浙商证券研究所

图 7: 央行购金数量与金价正相关



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 3: 国内主要黄金企业 2022&23Q1 数据一览 (吨; 亿元)

公司	2022 年						2023 年一季度			
	全口径量	权益量	营收	归母净利	营收同比	归母同比	营收	归母净利	营收同比	归母同比
招金矿业	12.8	11.4	79.9	4.0	14.8%	1092.8%	17.1	1.0	3.2%	17.1%
紫金矿业	56.4	45.9	2703.3	200.4	20.1%	27.9%	749.4	54.4	15.7%	-11.1%
赤峰黄金	13.6	10.7	62.7	4.5	65.7%	-22.6%	15.9	0.8	6.7%	-56.8%
山东黄金	38.7	37.2	503.1	12.5	48.2%	743.2%	131.0	4.4	-2.8%	39.3%
银泰黄金	7.1	6.8	83.8	11.2	-7.3%	-11.7%	21.9	3.0	-1.9%	8.3%
中金黄金	19.9	15.5	571.5	21.2	1.9%	24.7%	133.5	5.9	-2.1%	20.4%
湖南黄金	4.6	4.5	210.4	4.4	6.0%	20.4%	56.7	1.1	-2.7%	13.7%

资料来源: 各公司公告, Wind, 浙商证券研究所

注: 全口径产量及权益产量数据仅统计各公司自有矿山出产的产品量, 其中部分公司为根据矿山权益比例及历史数据等计算的估计值。

1.2 白银: 金银比处于高位

除美联储停止加息、乃至降息的预期外, 目前金银比处于历史高位, 看好未来白银价格更具弹性。

作为贵金属和工业用品, 白银兼具金融与商品属性。从贵金属的金融属性来看, 其价格变动的整体趋势与黄金趋同。相比于黄金, 白银还拥有相对明显的工业属性, 因此价格的波动性更高, 受供需影响的程度也更大——而这也是金银比波动的重要原因之一。

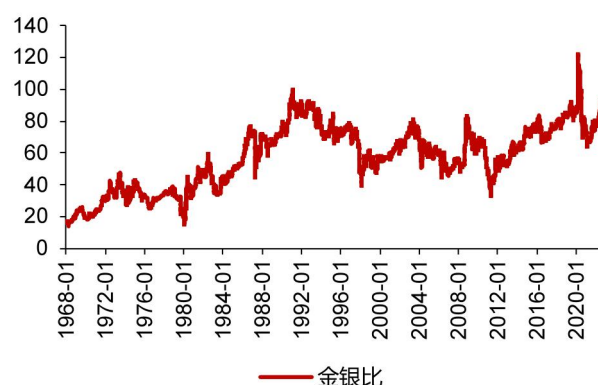
金银比是指同等质量下黄金与白银价格的比率。虽然黄金和白银均被视为贵金属, 但黄金被视为全球通货, 往往在市场走向不明时期充当通胀对冲和避险资产。而白银的工业应用更为广泛, 因此白银价格对经济周期比较敏感。在经济或地缘政治不明朗的时期, 黄金的价格涨幅比白银大, 金银比率扩宽; 而当提振经济、工业需求复苏的时期, 白银的价格则涨幅更大, 金银比率缩窄。目前金银比价格位于历史高位, 未来存在下行的可能性, 白银价格相对于金价或将更具弹性。

图 8: 金价与银价的整体走势趋同, 但银价波动更大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 9: 金银比处于历史高位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 4: 国内主要白银企业 2022&23Q1 数据一览 (吨; 亿元)

公司	2022						2023 一季度			
	全口径量	权益量	营收	归母净利	营收同比	归母同比	营收	归母净利	营收同比	归母同比
盛达资源	203.0	143.0	18.8	3.6	14.7%	-13.5%	2.8	0.2	21.4%	-53.7%
兴业矿业	150.0	150.0	20.9	1.7	3.8%	-29.4%	4.6	0.1	-11.1%	-77.0%

资料来源: 各公司公告, 《西乌珠穆沁旗银漫矿业有限责任公司白音查干东山矿区铜铅锡银锌矿采矿权评估报告书》, 浙商证券研究所

注: 产量仅统计矿产银, 兴业矿业为根据银价和相关经营数据大致估算的白银金属产量 (而非银精粉产量), 可能与实际数据存在误差, 仅作参考

2 铜：新能源转型需求强劲，铜价长期中枢向上

供需方面，供给端扰动减弱，但需求整体偏弱。据 ICSG 统计，2023 年 3 月全球累计铜矿产量 5k 吨，同比+2%，精炼铜累计耗铜 6k 吨，同比+3%。长期来看，历史资本开支不足限制供给端放量，新能源需求强劲，供需错配支撑铜价中枢长期向上。

2023 年一季度，铜价环比持续上涨。2023Q1 铜季度均价为 68655 元/吨，同比下滑 4.4%，环比上涨 4.5%。

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，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 31 日，库存合计约 23.8 万吨。

产量：据国家统计局，2023 年一季度，精炼铜（电解铜）产量 299 万吨，同比增长 10%；铜材 520.5 万吨，同比增长 7.8%。

出口：据海关总署，2023 年一季度未锻轧铜及铜材出口量 26.8 万吨，同比增长 9.3%，进口量 128.8 万吨，同比下降 13%；铜矿砂及精矿进口量 666 万吨，同比增加 5.1%。

表 5：2023Q1 及 2022 年铜价情况

品种	单位	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	23Q1 同比	23Q1 环比	2022	2022 同比
铜	元/吨	68655	65701	61209	72065	71781	-4.4%	4.5%	67503.22	-1.7%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 6：各公司 2023Q1 及 2022 年业绩情况（亿元）

代码	公司	2023Q1					2022			
		营收	营收同比	归母	归母同比	归母环比	营收	营收同比	归母	归母同比
601899.SH	紫金矿业	749.45	16%	54.42	-11%	61%	2708.14	20%	200.42	28%
603993.SH	洛阳钼业	442.84	-1%	3.17	-82%	-58%	1730.76	0%	60.67	19%
600362.SH	江西铜业	1277.33	5%	17.55	19%	39%	4783.93	8%	60.01	4%
000630.SZ	铜陵有色	343.37	19%	6.54	4%	-25%	1214.83	-7%	27.30	-12%
601168.SH	西部矿业	115.74	31%	6.80	-10%	-35%	389.94	3%	34.46	18%
000878.SZ	云南铜业	300.63	4%	4.78	28%	46%	1344.67	6%	18.09	179%
603979.SH	金诚信	14.76	29%	1.85	17%	10%	53.12	19%	6.10	29%
000737.SZ	北方铜业	25.90	-18%	2.05	-23%	575%	105.60	7%	6.10	-27%
1208.HK	五矿资源						227.44	-23%	12.01	-74%
2099.HK	中国黄金国际						76.96	-3%	15.51	-17%
1258.HK	中国有色矿业						285.55	1%	18.37	-26%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 7: 各公司 2022 年铜矿总产量情况

代码	公司	资源量 (万吨)		铜矿总产量 (万吨)			
		2022	2021	2022	2022 同比	2023E	2025E
601899.SH	紫金矿业	7372	58.4	87.7	50%	95.0	117.0
603993.SH	洛阳钼业	3815	23.3	27.7	19%	41.6	57.0
600362.SH	江西铜业	769	20.2	20.4	1%	20.1	20.1
000630.SZ	铜陵有色	913	5.3	5.2	-2%	17.0	20.0
601168.SH	西部矿业	625	11.6	14.4	24%	13.3	13.9
000878.SZ	云南铜业	375	7.6	6.3	-17%	6.9	6.9
603979.SH	金诚信	106	-	0.3	-	0.8	4.8
000737.SZ	北方铜业	136	4.0	4.1	1%	4.2	4.2
1208.HK	五矿资源	771	34.0	30.5	-10%	33.5	35.5
2099.HK	中国黄金国际	681	8.6	8.5	-2%	8.7	8.7
1258.HK	中国有色矿业	554	13.1	15.1	16%	16.0	18.0

资料来源: 公司年报, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 铜陵有色考虑米拉多铜矿注入。

3 铝：受限于产能天花板，供给缺口扩大的趋势基本确定

库存处于十年历史低位，去库趋势持续。截止到 2023Q1，LME 库存为 52.09 万吨，上海期货交易所库存为 20.69 万吨，合计为 72.78 万吨，处于近十年来库存低位，库存低位对铝价具有支撑作用。

短期看盈利弹性：当前煤炭价格低位运行，预焙阳极与动力煤价格下调，铝价在低库存紧供给支撑下呈现高韧性，盈利空间进一步打开。2023 年 5 月预焙阳极格下跌 850 元/吨，降幅达到 15.48%，对电解铝成本的影响达到 383 元/吨；动力煤价格下跌 40 元/吨，跌幅为 5.49%，对电解铝成本的影响达到 158 元/吨。

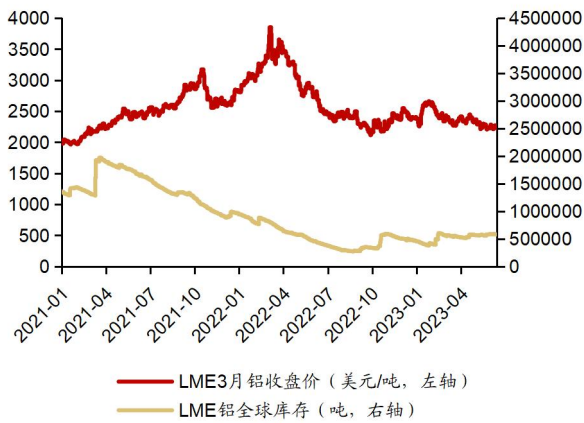
中期看供需缺口：截止到 2023 年 4 月国内电解铝在产产能为 4088 万吨，由于电力能耗受限等因素，国内剩余产能补齐的可能性较低，电解铝运行产能无比接近产能“天花板”，海外限产停产趋势不减，产能新增有限。汽车领域新能源渗透率的提高以及车身轻量化发展趋势拉动铝需求迅速增长，稳增长背景下，新能源基建也有望发力，光伏、电网的建设推动电子、电力行业用铝占比较大提升。

3.1 吨铝盈利环比改善，铝价震荡为主，难有趋势性下跌

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，铝价仍以震荡为主。2022 年 Q1 铝价冲至高位，从下半年开始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价格大幅回落，吨铝价格由 2022 年 3 月 23860 元高位逐步回落至 2023 年初的 18000 元左右。截止到 2023 年 3 月 31 日，LME 铝价收盘价为 2337 美元/吨，同比下跌 1247 美元/吨，降幅 34.79%；2023 年 Q1，LME 铝均价为 2444 美元/吨，相较于 2022 年 Q1LME 铝均价同比下降 839 元/吨，降幅 25.56%。国内铝价来看，截止到 3 月 31 日，SMM 铝收盘价为 18454 元/吨，同比下降 4188 元/吨，降幅 18.50%；2023 年 Q1SMM 铝均价为 18412 元/吨，同比下降 3415 元/吨，降幅为 15.64%。相较于 2022 年 Q1 铝价高位运行，当前铝价仍以震荡为主。

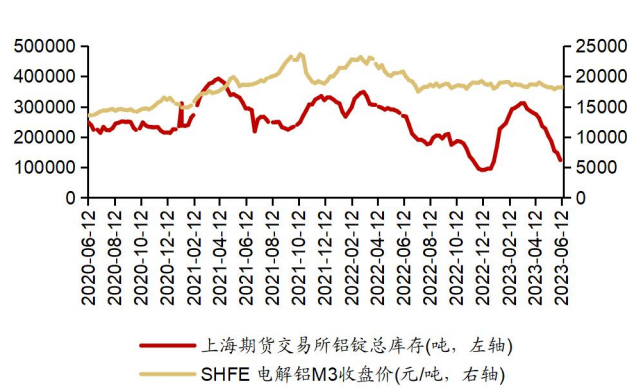
铝库存处于历史地位，供给缺口扩大的趋势基本确定，短期来看，铝价难有趋势性下跌，长期来看，铝价进入新一轮上涨周期。铝库存水平处于历史低位，截止 2023 年 3 月 31 日，LME 库存为 52.09 万吨，上海期货交易所库存为 20.69 万吨，合计为 72.78 万吨，处于近十年来库存低位。电解铝行业当前处于供需弱平衡，供给缺口扩大的趋势基本确定。欧洲地区电解铝受能源危机影响扩大减产，我国原铝供给端存在明显的约束，新增产能受限于产能天花板，可再生能源固有的季节性和不稳定性也给原铝生产稳定运行构成不小的挑战。受制于能源紧张，产能天花板等因素制约，供应端制约给铝价带来较强底部。但全球主要发达国家处于加息周期中，经济将面临衰退风险，带来需求的波动。国内需求受地产和外贸影响，面临总需求不足风险，目前铝市场正在这个逻辑下博弈，处于行情震荡中。

图 10: LME 铝价及库存



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

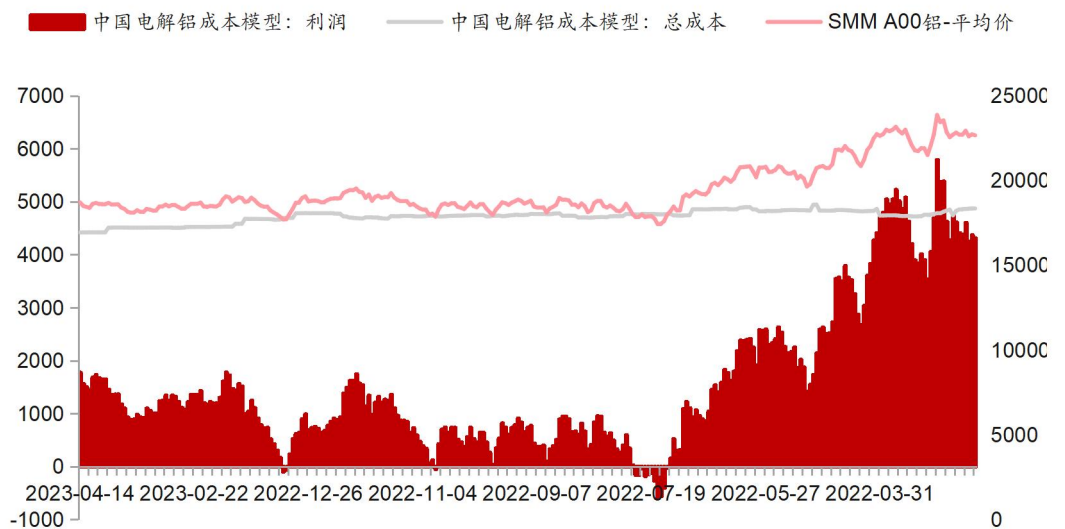
图 11: SMM 铝价及库存



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2023Q1 生产成本逐步回落, 电解铝企业单吨盈利水平较上季度环比转好。2023Q1 生产成本整体震荡下调, 其中, 氧化铝全国均价环比下行, 预焙阳极国标均价持续下跌, 动力煤均价整体稳定。2022Q4 以来的生产成本下调导致吨铝毛利有所恢复, 2023 年 1-3 月平均单吨利润 1077 元/吨, 同比下降 74.99%, 环比增加 27.24%。

图 12: 电解铝成本曲线 (元/吨)



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

3.2 2023Q1 上市电解铝企业归母净利润同比下降, 环比提升

2022Q1 铝价处于历史高位影响, 叠加受春节放假等因素影响, 2023Q1 上市电解铝企业归母净利润同比下降。A 股 3 家电解铝企业 (神火股份、云铝股份、天山铝业) 23Q1 归母净利润同比下降。中国铝业同比大幅提升, 为电解铝企业中同比增幅最大个股。2023Q1 归母净利润同比下降的原因主要在于 2022 年 Q1 铝价处于历史高位, 单吨盈利水平处于较高位置, 2023Q1 铝价处于博弈过程, 行情震荡, 处于 18000-19000 的区间内正常铝价区间, 同时叠加春节放假等因素的影响, 开工率相对较低, 同比盈利呈现下滑。

从环比来看，2023Q1 上市电解铝企业业绩稳步回调，呈现复苏趋势。相较于 2022 年 Q4 的归母净利润负盈利，中国铝业 2023Q1 实现 18.13 亿归母净利润，为电解铝企业中环比增幅最大个股。天山铝业归母净利润环比实现超 100% 增长，保持稳定的低成本优势，凸显较强盈利能力。云铝股份和神火股份小幅波动。

表 8: A 股电解铝企业 2022&23Q1 数据一览 (万吨, 亿元)

电解铝公司	2022 年					2023Q1			
	电解铝产量	产量同比	营业收入	归母净利润	归母同比	营业收入	归母净利润	归母同比	归母环比
中国铝业	688	86.45%	2,909.88	41.92	-17.47%	662.79	18.13	15.12%	-
神火股份	164	16.24%	427.04	75.71	134.11%	95.15	15.46	-20.64%	-9.90%
云铝股份	260	12.89%	484.63	45.69	37.65%	94.43	8.85	-21.32%	9.85%
天山铝业	116	0.38%	330.08	26.50	-30.85%	69.44	5.01	-54.57%	103.12%

资料来源: iFind, 公司公告, 浙商证券研究所

2023Q1 铝加工企业中汽车铝材加工企业充分受益行业放量，盈利能力相对突出，其中立中集团、华峰铝业业绩表现优秀。华峰铝业同比增长 65.03%，环比增长 13.65%，2023Q1 业绩超预期，公司主营业务是汽车铝热传输材料，充分受益于行业需求放量。立中集团 2023Q1 业绩表现稳健，主营一体化压铸免热处理合金，与特斯拉等企业合作紧密，在新能源汽车领域具有较大空间。由于一季度汇率波动较大，汇率对铝加工上市企业外销存在一定影响，同时一季度存在传统消费淡季和 2023 春节放假影响，铝加工产量波动较大，多数企业产能未得到充分释放。

表 9: A 股铝加工企业 2022&23Q1 数据一览 (万吨, 亿元)

代码	铝加工企业	产量	2022			2023Q1			
			营收	归母净利润	归母同比	营收	归母净利润	归母同比	归母环比
600219.SH	南山铝业	铝型材: 19.95 万吨; 铝箔 6.05 万吨	349.51	35.16	3.07%	68.34	5.19	-28.12%	-22.18%
601677.SH	明泰铝业	铝板带: 95.19 万吨; 铝箔: 21.05 万吨; 铝型材 2.11 万吨	277.81	15.99	-13.68%	60.93	3.54	-40.15%	26.64%
300428.SZ	立中集团	铝合金车轮: 1916 万只; 铸造铝合金: 82.32 万吨; 中间合金: 7.50 万吨	213.71	4.92	9.41%	51.22	1.18	-12.11%	26.78%
601702.SH	华峰铝业	铝热传输材料: 29.8 万吨; 电池料: 3.9 万吨; 冲压件: 2.0 万吨	85.45	6.66	33.11%	19.97	1.70	65.03%	13.65%
003038.SZ	鑫铂股份	铝制品(主光伏): 18.04 万吨	42.21	1.88	55.38%	12.44	0.26	-42.95%	-54.77%
603876.SH	鼎胜新材	铝箔: 67.5 万吨 (近 6 万吨电池箔); 铝板带: 9.07 万吨	216.05	13.82	221.26%	45.09	1.55	-28.18%	-55.61%

资料来源: iFind, 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 选取具有代表性的 6 家样本企业进行统计分析

4 锂：锂板块处于大底部，短期看反弹，中期看反转

板块处于大底部：板块股价自 2021 年 9 月见顶后至今已回落近 50%，龙头赣锋锂业、天齐锂业 PB 估值处于上市以来底部位置。

短期看反弹：锂价自 2021 年初启动，2022 年 11 月底锂价高点逼近 60 万元/吨。随后由于中下游去库存态度，锂价快速回落至 20 万元/吨以下。近期受到上游惜售、中游排产环比改善等因素，锂价呈现“V 字反弹”，目前稳定在 30 万元/吨。后续随着新能源车价格战暂缓，消费观望转为现实，下游需求往上传导，有望进一步抬升锂价至 40 万元/吨，Q3 或将迎来需求带动的股价上涨机会。

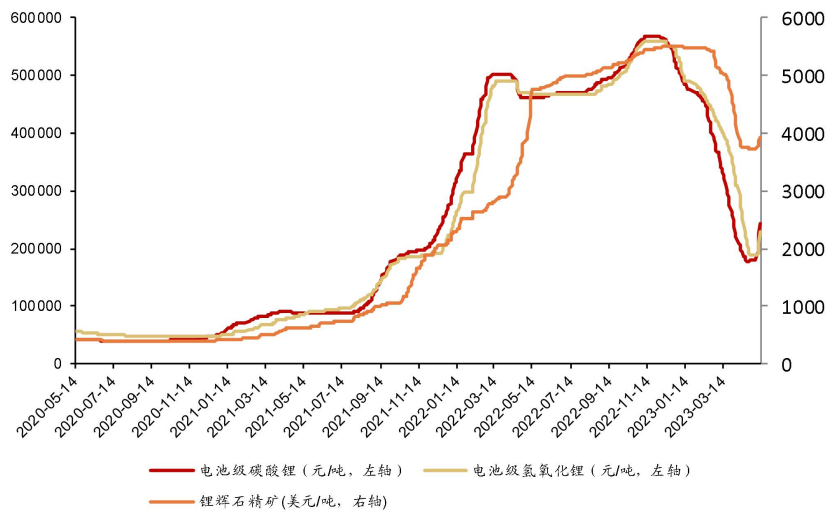
中期看反转：23H2 海外多个项目将建成投产，随着精矿陆续运回国内生产，23 年底至 24 年初供需格局将出现反转，锂价或将迎来进一步下挫。我们认为这会导致板块产生实质性的供需过剩，参考上一轮锂价周期，需要一些高成本的产能得以出清后，重新迎来新的供需平衡。长期均衡价格需达到 20 万元/吨，才能促使矿业企业进行资本开支，以满足锂行业需求增长。

4.1 复盘：供需最紧张时期已过，价格逐步回归理性

锂价格：经历两年触底，2020 年供给出清后，开始狂飙之旅。2017Q4，国内新能源车迎来抢装潮，推动碳酸锂价格上行，最高触摸到 16.8 万元/吨，相较 2013 年的历史底部价格 3.7 万元/吨，增长了 3.5 倍；抢装潮之后，国内新能源车产销放缓，叠加供给端 2018Q2 开始，Bald Hill、Pilgangoora、Altura 等西澳矿山相继投产，碳酸锂供给过剩、价格下跌；2020 年新冠疫情爆发、需求遇冷，碳酸锂价格跌至阶段性底部的 4 万元/吨。在 2020H2，锂盐开始进入本轮上涨周期，受下游动力电池装机及储能电池需求旺盛、上游高成本锂资源供给出清，锂盐价格的持续攀升。进入 2022 年，供给端并没有在高锂价刺激下如期释放，而需求持续高速增长，推动电池级碳酸锂价格向上触摸 60 万元，年内涨幅超 100%。

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。而矿端价格由于滞后性，下跌幅度小于锂盐价格，因此导致冶炼企业毛利率水平受影响。

图 13: 锂价周期回顾



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

2022 年伴随锂盐价格快速上涨, 板块整体业绩大爆发。锂板块 11 家样本企业 2022 年整体营收规模近 2000 亿元, 达到 1936 亿元, 同比增长 223%, 归母净利润近 1000 亿元, 达到 954 亿元, 同比增长 443%。其中天齐锂业营收 404 亿元, 同增 428%, 增速为板块之最。融捷股份归母净利润 24 亿元, 同增 3473%, 增速为板块之最。

图 14: 锂板块 11 家企业营收及利润情况 (亿元)

企业	营业收入	YoY	归母净利润	YoY
赣锋锂业	418	275	205	292
天齐锂业	404	428	241	1,060
盐湖股份	307	108	156	248
藏格矿业	82	126	57	296
融捷股份	30	225	24	3,473
中矿资源	80	233	33	486
西藏矿业	22	243	8	467
盛新锂能	120	299	56	541
雅化集团	145	176	45	385
永兴材料	156	116	63	612
天华超净	170	401	66	623
合计	1,936	223%	954	443%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2022 年 11 家锂板块企业锂盐产量合计约 36.6 万吨, 较 2021 年增长 27%, 占 2022 年中国锂盐产量近 55%。其中自有矿产量合计 17.8 万吨, 自有矿比例 49%, 同比提高约 3pct。

图 15: 锂板块 11 家企业锂盐产量及自有矿

产量 (万吨 LCE)	2022		2021	
	总产量	自有矿	总产量	自有矿
赣锋锂业	9.7	3.6	9.0	3.3
天齐锂业	4.7	7.8	4.4	5.4
盐湖股份	3.1	1.5	2.3	1.2
藏格矿业	1.1	1.1	0.8	0.8
融捷股份	0.7	0.7	0.5	0.5
中矿资源	2.3	0.5	0.8	0.0
西藏矿业	1.0	0.3	0.9	0.3
盛新锂能	4.8	0.9	4.0	0.8
雅化集团	2.8	0.0	2.7	0.0
永兴材料	2.0	1.5	1.1	0.8
天华超净	4.5	0.0	2.4	0.0
总量	36.6	17.8	28.8	13.1

资料来源: 各企业年报, 自有矿根据各企业持股项目预测, 浙商证券研究所

2023Q1 锂板块企业合计实现营业收入 420 亿元, 同增 29%, 归母净利 145 亿元, 同减 14%, 利润同比下滑主要由于锂盐价格下跌幅度大于海外锂矿价格下跌幅度, 导致冶炼企业毛利受到侵蚀。并且板块内企业, 业绩呈现分化趋势, 可分为以下几类: 1) 自有矿放量, 实现以量换价, 如天齐锂业、中矿资源、永兴材料。营收和利润均实现正增长。2) 自有矿比例较高, 但增量有限。如赣锋锂业, 若将 11.8 亿减值加回后, 同比基本持平。3) 盐湖提锂企业, 以散单为主, 产销率较差。如盐湖股份、藏格矿业、科达制造, 归母净利普遍 30-40% 同比下降。4) 冶炼企业, 矿端基本来自长协原料, 在锂价快速下行阶段利润受损, 如盛新锂能、雅化集团、天华超净, 归母净利普遍 40% 以上的同比下降。

图 16: 锂板块 11 家企业 23Q1 财务指标 (亿元)

	营业收入	YoY	归母净利	YoY	毛利率	YoY
赣锋锂业	94.4	75.9	24.0	-32.0	37.3	-29.3
天齐锂业	114.5	117.8	48.8	46.5	89.8	4.5
盐湖股份	47.1	-38.2	22.3	-36.4	72.1	-3.3
藏格矿业	13.7	6.8	9.2	13.1	69.1	-8.3
融捷股份	1.9	-59.5	0.6	-75.6	37.2	16.5
中矿资源	20.7	12.1	11.0	41.4	71.7	14.7
西藏矿业	0.9	-74.5	0.2	-86.8	75.8	-13.1
盛新锂能	27.8	65.0	4.6	-56.7	21.9	-57.8
雅化集团	30.4	14.2	5.9	-42.0	28.8	-25.3
永兴材料	33.4	26.8	9.3	14.8	39.5	-0.5
天华超净	35.4	4.4	8.8	-42.0	40.6	-36.1
合计	420.2	29%	145	-14%	53.1	-12.6

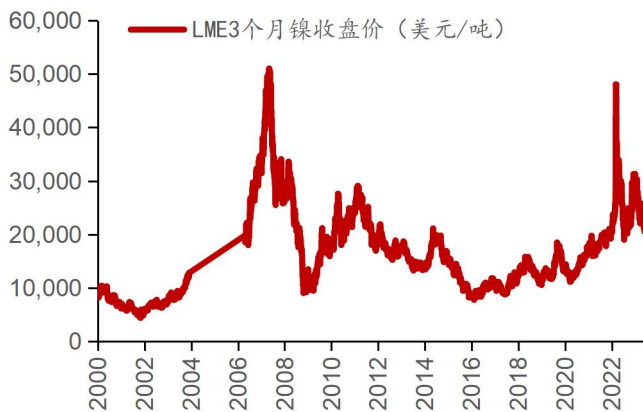
资料来源: 各企业年报, 浙商证券研究所。注: 末行中毛利率数据为均值

5 镍：镍价逐步回归理性，三元电池装机量有望提升

2023 年随着全球新建项目的逐步投产，供给紧缺有望进一步放缓，价格或将逐步回归理性。我们认为镍价或在火法冶炼成本得到支撑，镍价下行同时降低三元高镍电池成本，有望对于磷酸铁锂电池形成替代，刺激三元电池装机，电池端需求或将放大。我们看好在印尼布局的中资企业，如华友钴业等公司，印尼多个项目逐渐投产。印尼目前政策优惠较大，鼓励企业进一步投资向下延伸产业链，华友钴业等中资有望充分享受印尼免税减税等政策红利。

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。

图 17：2023 年以来总体 LME 镍价呈现高位震荡



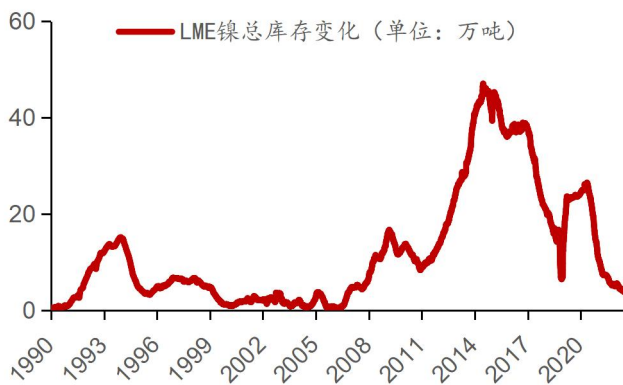
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：2023 年以来国内镍价同样呈现高位震荡



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：目前 LME 镍库存处于低位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：目前上期所镍库存处于低位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

国际镍业研究组织 (INSG) 于 2023.4.25 表示，全球镍需求预计将从 2022 年的 296 万吨增至 2023 年的 313 万吨。全球镍产量预计将从 2022 年的 306 万吨增至 2023 年的 337 万吨。总体来看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。

华友钴业印尼区华越 6 万吨镍金属量湿法冶炼项目自 2022 年上半年提前实现达产后持续稳产超产；华科 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目全流程于 2022 年四季度投料试产，并于今年一季度末基本实现达产；华飞 12 万吨镍金属量湿法冶炼项目按计划顺利推进；华山 12 万吨镍金属量湿法冶炼项目和 Pomalaa 湿法冶炼项目前期准备工作有序展开。华友钴业在印尼镍项目布局合计达 64.5 万吨。

根据华友钴业年报披露，镍产品产量 7.0 万吨，同比+341.85%，销量 1.85 万吨，同比+889.10%，其中自用 4.7 万吨；销售均价为 14.82 万元/吨，毛利率 18.0%。

表 10: 主要镍行业公司数据 (亿元, 吨)

代码	公司	2022 年镍产量	2022 年营收	2022 归母净 利润	同比	23Q1 年营收	23Q1 归母净 利润	同比
603799	华友钴业	69990	630.34	39.1	0.0032	191.1	10.24	-0.151

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

华友钴业 2022 全年实现营业收入 630.3 亿元，同增 78.48%，归母净利 39.1 亿元，同增 0.32%，扣非归母净利 39.8 元，同增 3.29%。2023Q1 实现营业收入 191.1 亿元，同增/环增分别 44.64%/33.43%，归母净利 10.24 亿元，同比/环比分别-15.1%/13.5%。公司下半年华飞项目有望投产，随着镍项目的逐步投产，公司下半年盈利有望增厚。

6 风险提示

美国超预期加息，影响金属价格。若美联储在通胀中枢仍处高位的压力下选择延长加息周期或加大加息幅度，可能会导致金属价格的金融属性受到压制，进而影响金属价格。

经济复苏不及预期，影响金属需求。中国经济正处于复苏阶段，若后续复苏进程受到国内外因素扰动，而不及预期，将影响各金属品种需求水平，导致价格有下跌风险。

供给端超预期释放，影响金属价格。金属产品价格与供需息息相关，若供给端出现超预期释放，将会影响供需关系，进而导致价格有下跌风险。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>