

2023年金属板块研究框架

行业评级：看好

2023年6月19日

分析师	施毅
邮箱	shiyi@stocke.com.cn
电话	18621369158
证书编号	S1230522100002

目录

CONTENTS

01 金属产业链划分及规律

02 供给与需求的匹配

03 贵金属的逻辑

04 股票和商品的关系

05 总结

01

金属产业链划分及规律

工业金属

市值
10264亿

能源金属

6038亿

小金属

5061亿

贵金属

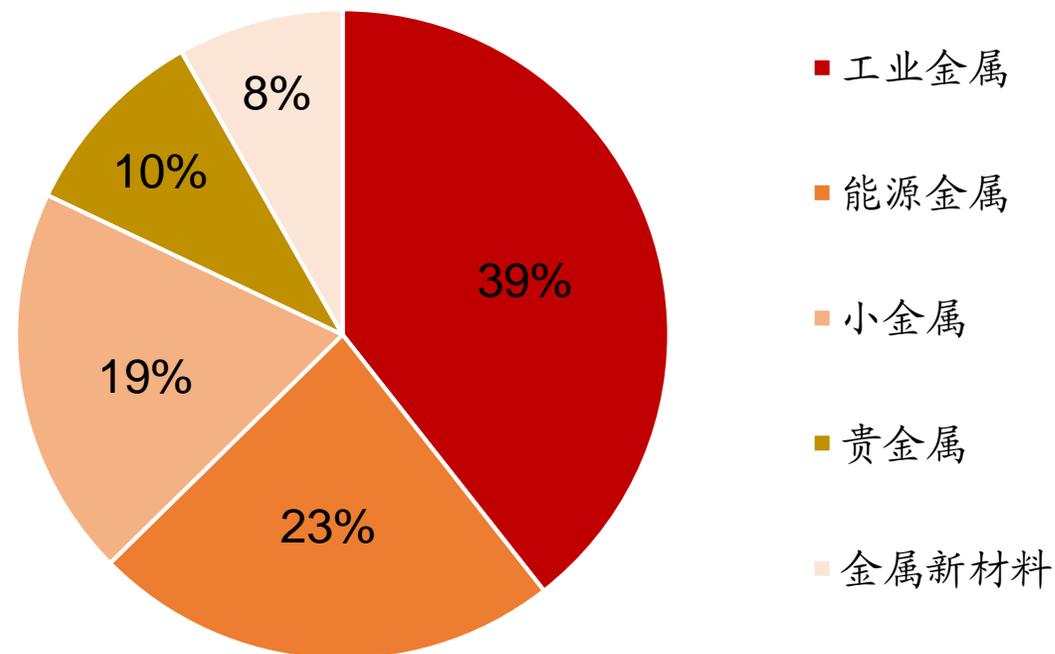
2534亿

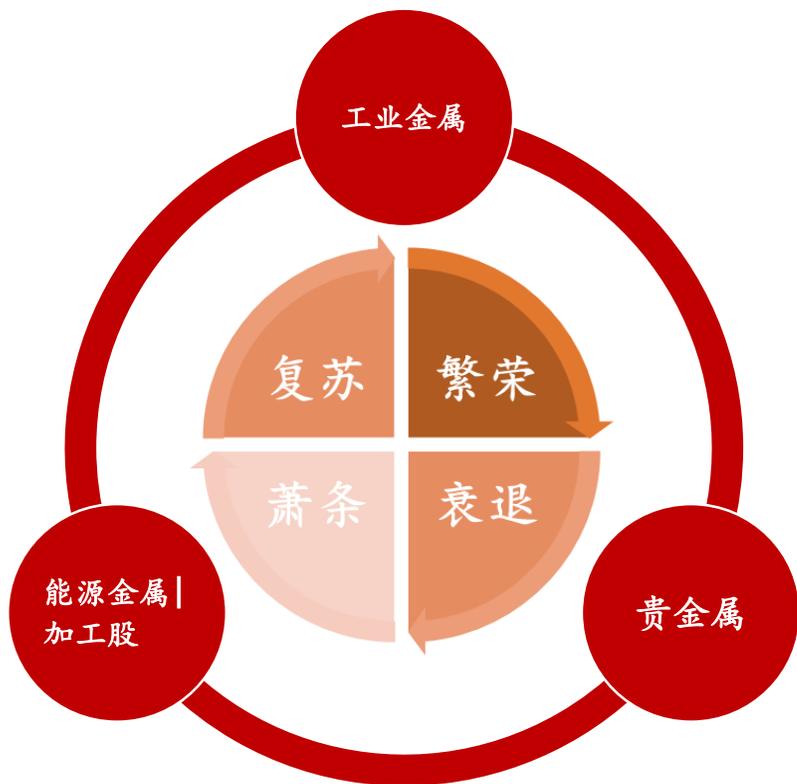
金属新材料

2140亿

对于金属板块而言，分为5个大的子板块：
 工业金属（铝、铜、铅锌）、能源金属（锂、钴、镍）、小金属（稀土、钨、钼、其他小金属）、贵金属（黄金、白银）、和金属新材料（磁性材料、其他新材料）。

图：金属各子板块市值占比





可以这么理解板块轮动：

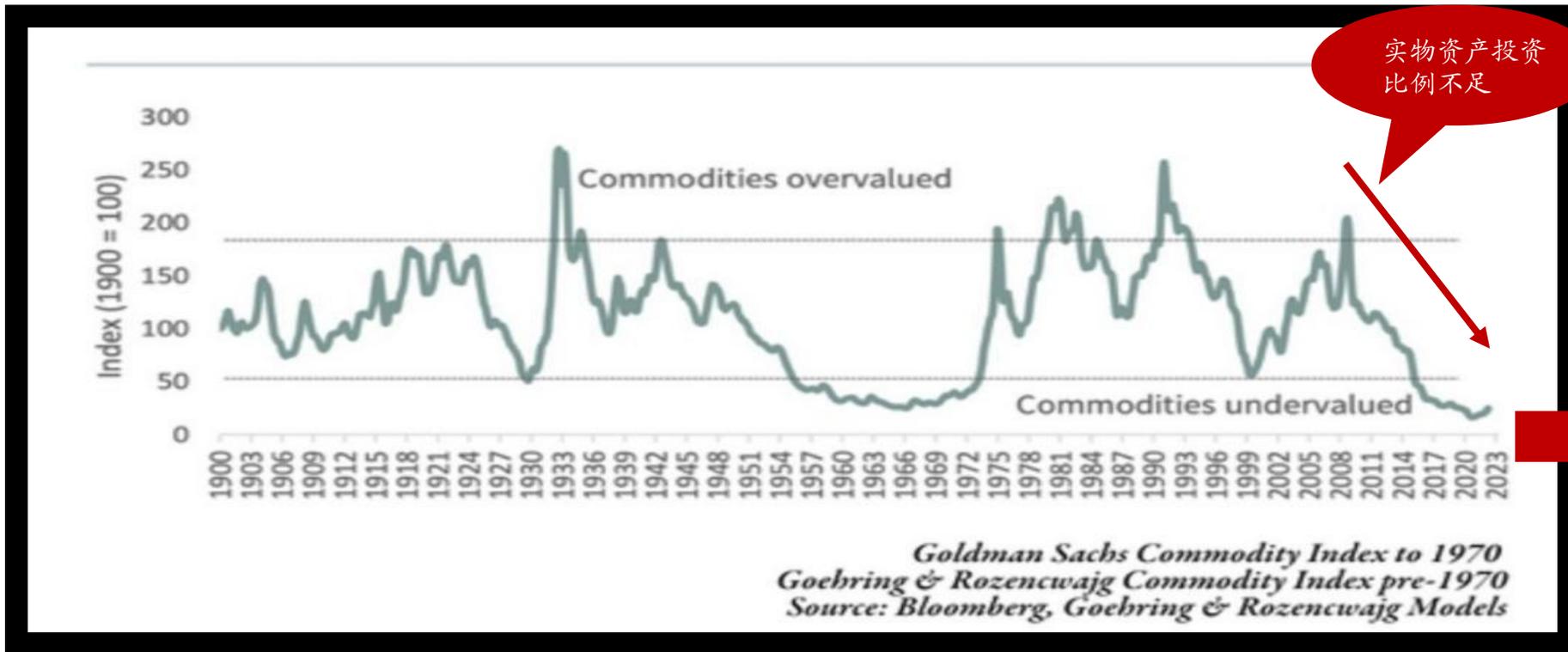
- 1) 当经济向好，工业金属价格上涨。此时，伴随基准利率上行。
- 2) 当利率超过经济增速阈值后，经济显示疲态。
- 3) 贵金属是“危机”产物，危在前，机在后。若经济增速进一步下降，央行往往采取降息以刺激经济。而利率 r 的下行，引发权益资产整体估值提升。

金属板块的权益资产，最重要的是能源金属和加工股。

总结而言：在一轮经济复苏→衰退过程中，工业金属-贵金属-能源金属轮番登场。

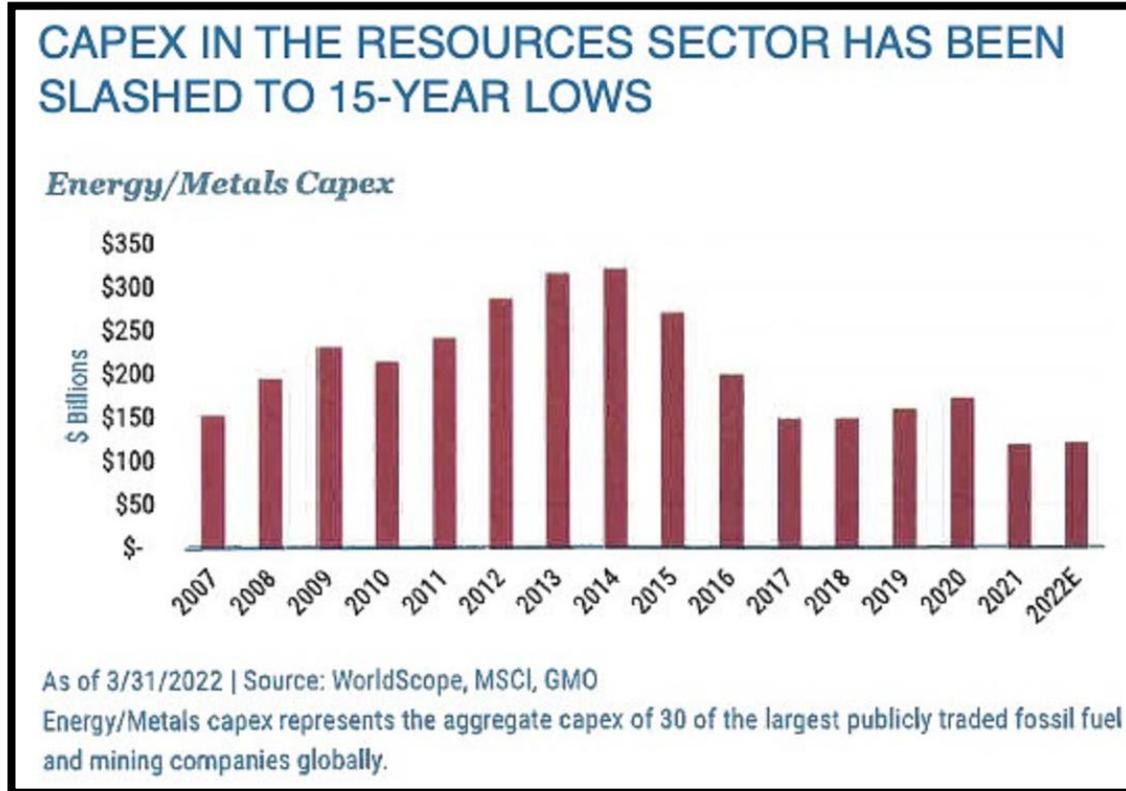
从大方向上讲，我们团队偏好用商品价格/权益价格的比值作为长周期衡量指标。这个指标处于1900年以来最底部，可以这么理解该现象：过去10年，相比于权益资产，资金在实物资产的投入比例过低；而这直接导致资本开支不足的问题。

长周期衡量指标：商品价格/权益价格



1900年以来
最底部

全球能源+材料资本开支自2007年开始逐年上行，2014年达到最高点。之后供给侧改革效果开始显现，资本开支开始下行，即使2020年出现一个小高峰，峰值也远低于2014年，随后又回落至较低水平。

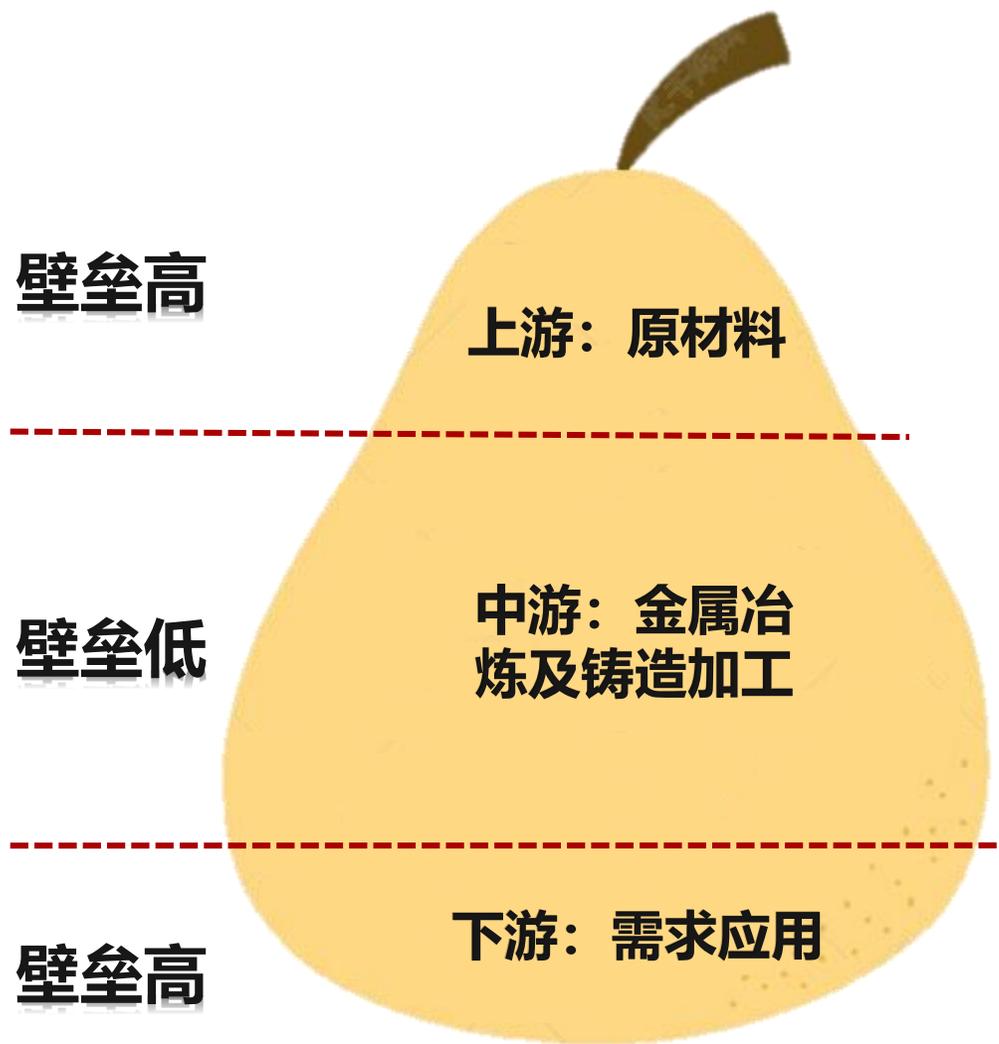


全球商品的资本开支

- **2007-2014年**
资本开支逐年上升
- **2014-2022年**
资本开支逐年下降

02

供给与需求的匹配



价格的高弹性，本质在于上、中、下游类似“梨型”分布，而并非“直筒型”。

简单而言：上游挖矿、中游加工、下游引领新需求，上、下游进入门槛高于中游。因此，当资金面对投资选择，大多流入门槛较低的中游环节，“梨型”分布因此形成。



金属矿石开采|废料回收



工业金属|贵金属|能源金属|加工板块



能源转型|建筑业|制造业



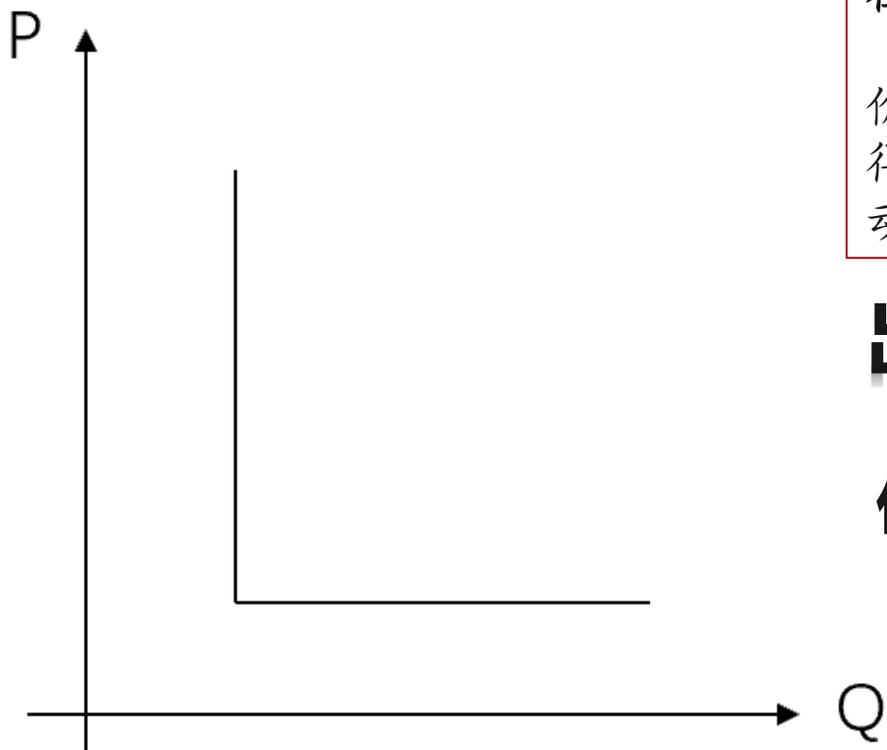
中游的产能因此成为杠杆。当供不应求的时候，中游的库存成为需求；当供大于求，中游的库存成为供给。



供不应求：库存成为需求



供大于求：库存成为供给



出清是供给端变为刚性的最好方式。而对于出清品种，价格走势，往往呈现“L”走势。

价格暴跌及长期低迷，导致对资本的吸引力低，最终产业出现破产。值得一提的是：对于权益资产而言，往往在“破产”迹象后，股价快速启动上行；可以理解为最差的预期已price in。

出清是供给端变为刚性的最好方式

价格暴跌+长期低迷



对资本的吸引力低



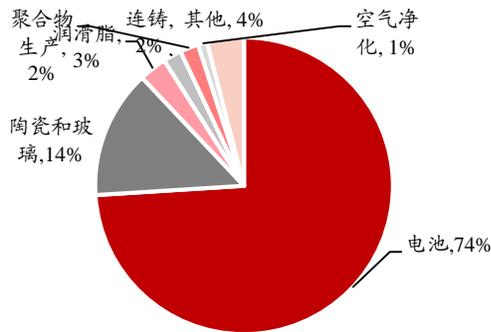
产业出现破产

破产迹象后，权益资产价格快速**上行**

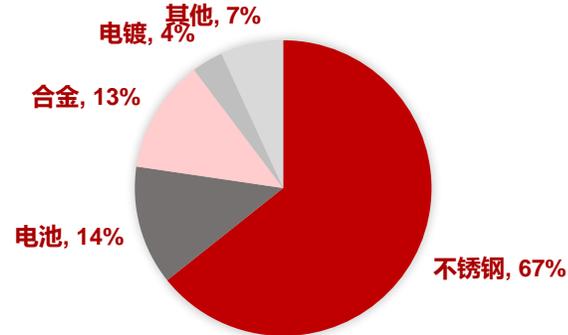
原因：最差的预期已price in

每个子品种的下游需求结构不同，关注两点：1) 最核心的下游需求。2) 边际增长最快的需求。

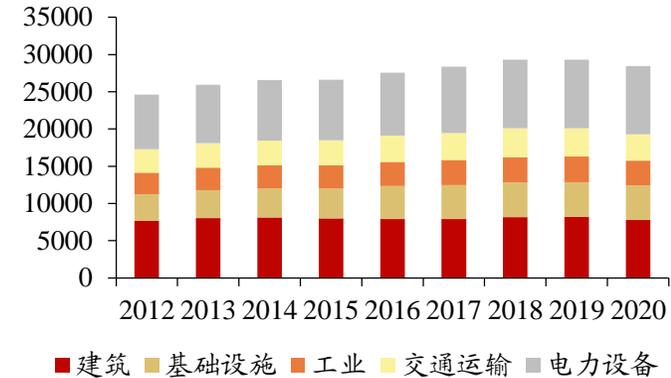
图：全球锂需求结构



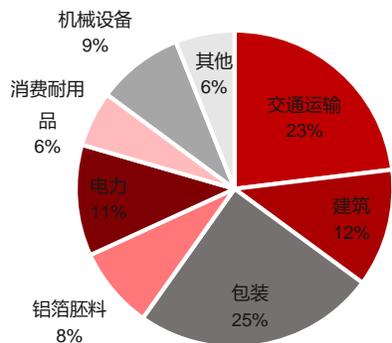
图：全球镍需求结构



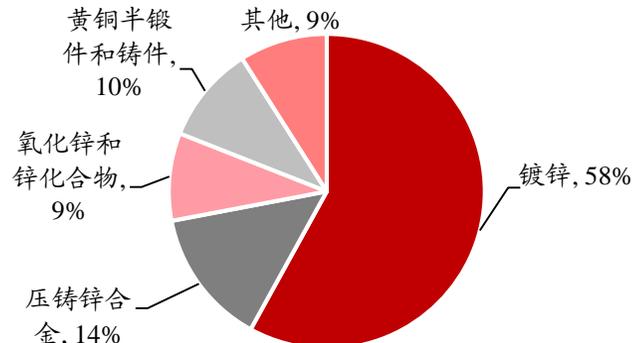
图：全球精炼铜需求结构



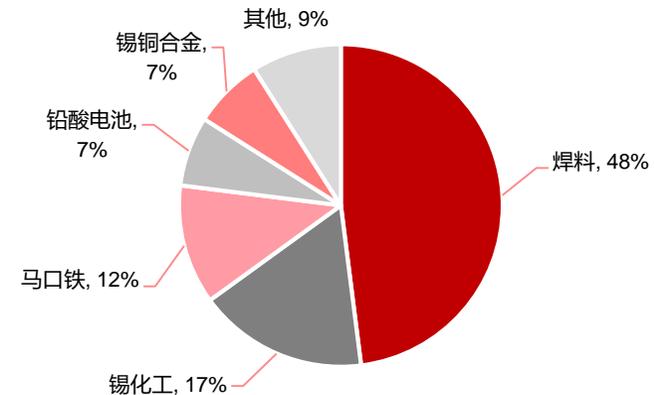
图：全球铝需求结构

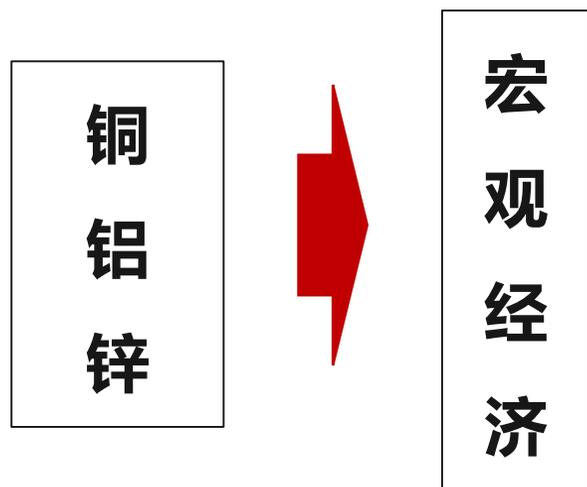
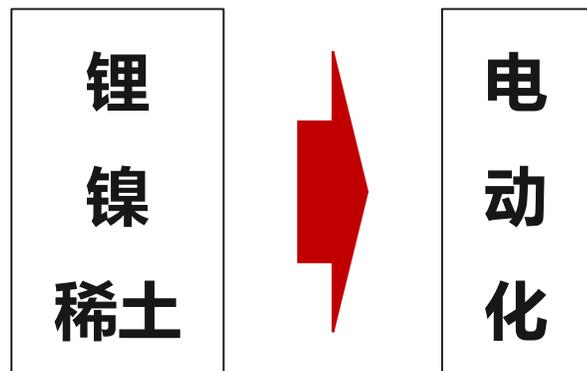


图：全球锌需求结构



图：全球锡需求结构





锂、镍、稀土对应的是电动化，铜、铝、锌偏向宏观经济，锡偏向电子需求。

对于需求端：

子领域占比超**一定比例**

价格弹性开始显现



产业中易出现“0到1”的破冰现象

本质：**To C端的平价**

03

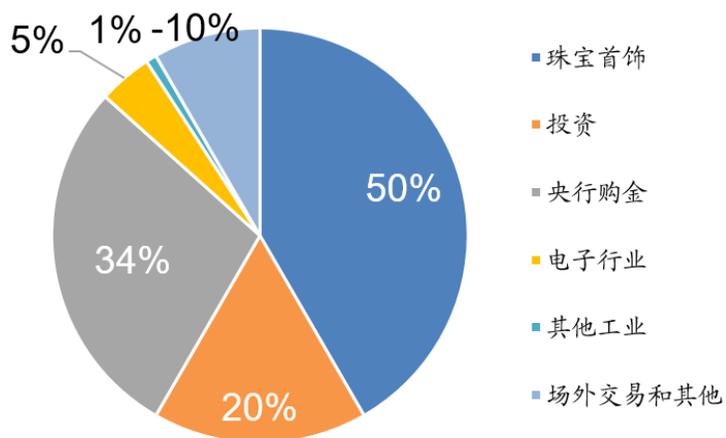
贵金属的逻辑

不同于工业金属，贵金属的下游需求集中在金融属性。因此，贵金属的需求和信用体系相关。经常讲的贵金属是“没有利息的债”，反应的就是这个道理。

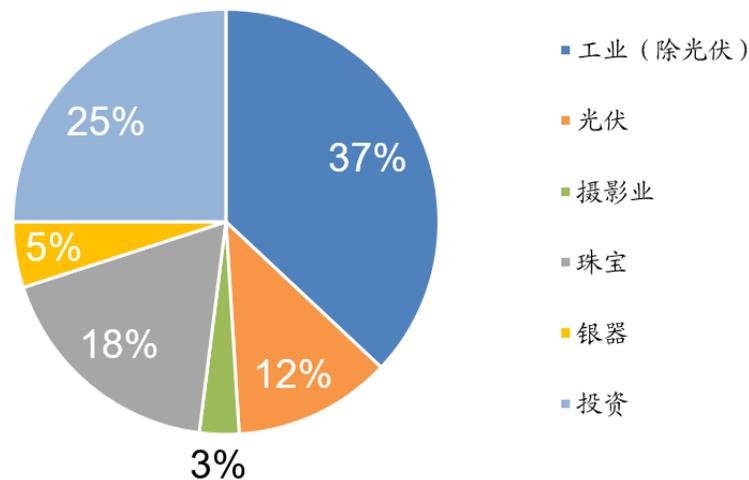
贵金属的下游需求集中在**金融属性**，区别于工业金属

贵金属的需求和信用体系相关，是“**没有利息的债**”

2022年黄金下游需求结构



2022年白银下游需求结构

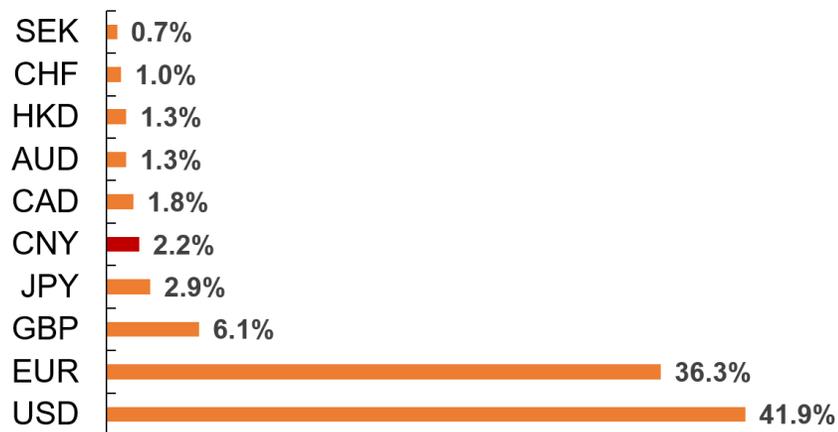


全球的货币，美元占比极高。因此，具体到货币政策，主要针对FED的货币政策。

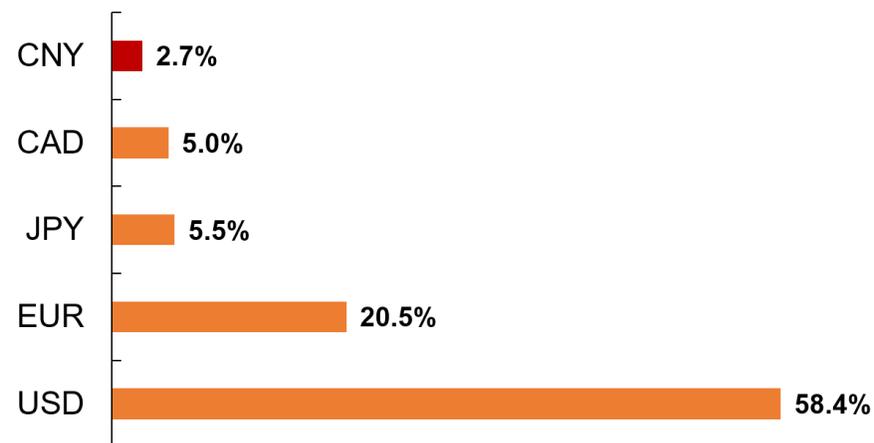
➤ 2022年全球支付交易币种占比中，欧元和美元合计占比约80%，人民币仅为2.2%。全球外汇储备币种占比中欧元和美元合计占比同样80%左右，人民币仅占 2.7%。

全球货币中美元占比极高，因此主要针对FED的货币政策

2022全球支付交易各币种占比



2022全球外汇储备币种占比



客观讲，贵金属没有太多好的前瞻指标。但有较好的同步指标：美国实际利率；黄金和实际利率负相关性强。
实际利率=名义利率-通胀。

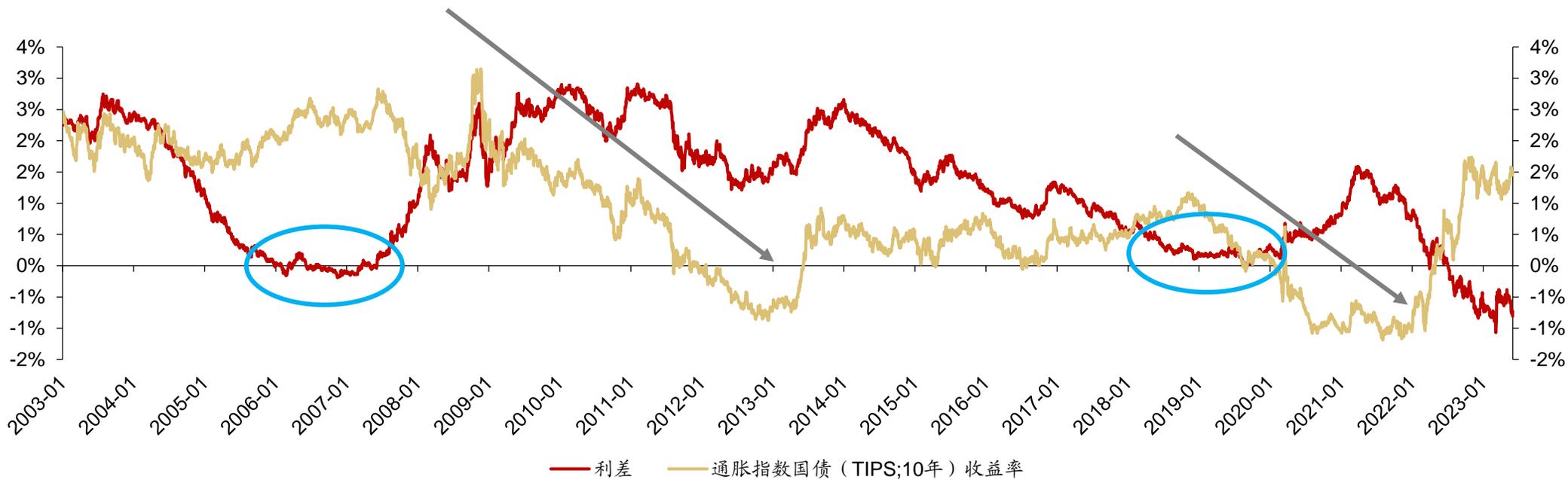
因此，关于金价的判断，可以集中讨论名义利率和通胀的比对。

1) 当通胀涨幅快于名义利率，实际利率下行，利多金价。反之，利空。

2) 当名义利率快速下降时，利多金价。这个时候往往经济开始步入衰退期，美国长短端国债收益率倒挂是很好的前瞻指标。



► 每次长短端国债收益率利差接近0值、突破负值，后续往往跟随实际利率的显著下降。

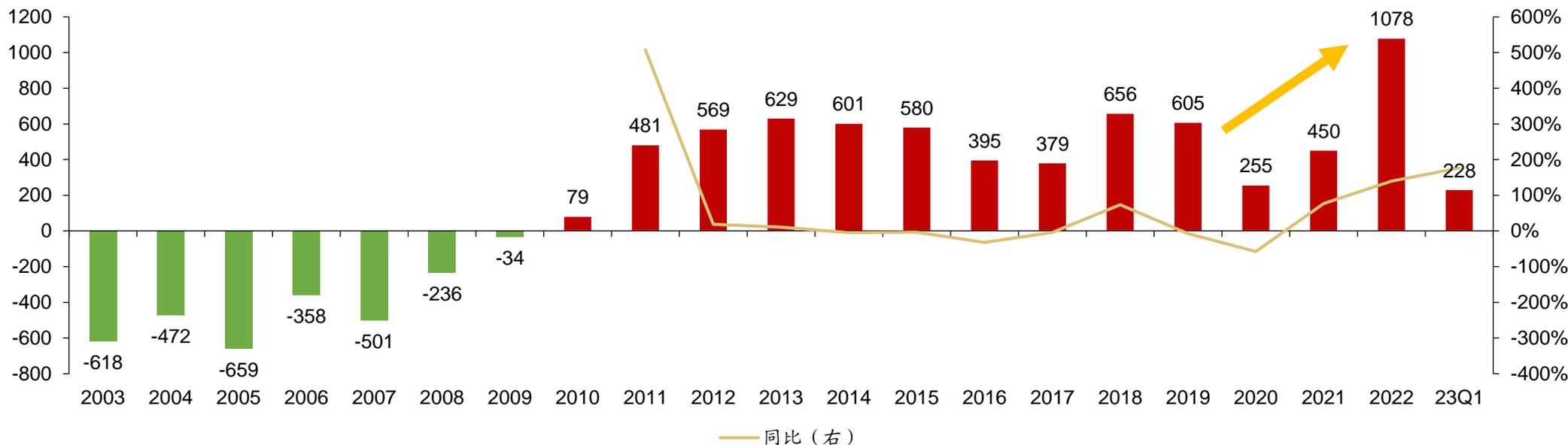


以商品为基础的货币体系，可能会削弱欧洲美元体系。

当然，黄金的研究中新增了长期变量：即央行购金。若以商品为基础的货币体系，可能会削弱欧洲美元体系。

➤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。

✓面对通胀压力和全球市场风险，2022年各国央行进一步加大购金力度，全年1078吨，为历史最高值，同比+140%；2023年一季度，全球央行购金228吨，同比+176%，展现了黄金在全球经济中的重要地位。



白银的年产值大约是黄金的15%，我们建议将白银理解为黄金的一个跟随者。因此，判断白银价格走势的核心是要判断黄金的价格趋势。

白银价格走势核心：黄金价格趋势

- 白银的年产值大约是黄金的15%
- 白银可以理解为黄金的跟随者

	年产量 (万吨)	产值 (亿元)
白银	2.4	1200
黄金	0.36	14323

数据来源：共研网、中国财富网

注：金产量为2021年数据，银产量为2022年数据，黄金产值按400元/g估算 白银产值按5元/g估算

04

股票和商品的关系

当商品价格低位，按照PB估值。在景气低位，大部分企业盈利能力弱，甚至出现亏损情况。当景气高位，按照PE估值。

简单总结：景气底部高估值，景气高位低估值。

那针对中枢价格，我们尝试给一套benchmark，意在给予一个平均的行业估值水平。注：当然，每家企业、每个矿山成本和经营能力均不同，这里的benchmark是针对行业一个平均水平。

中枢价格：

给予一个平均的行业估值水平

(注：不同企业、矿山成本和经营能力均不同，这里的benchmark是针对行业一个平均水平)

万吨产量的平均中枢				
锂	200亿	假设：20万/吨	单吨盈利10万	20倍PE
铜	50亿	假设：7万/吨	单吨盈利2.5万	20倍PE
镍	100亿	假设：2万美金/吨	单吨盈利5万	20倍PE
金	40亿	假设：500元/克	单吨盈利2亿	20倍PE

根据特斯拉的测算，2030年需求中，锂、铜、镍成为增速最快的品种。23-30年CAGR，锂超30%，铜4%，镍8%。

总材料投入 (百万吨)				
	发电	电池	输电	总计
镍	4	36	-	40
钴	-	1	-	1
铝	150	52	210	412
锰	10	8	-	18
铁	2826	113	495	3434
铜	115	49	-	164
石墨	-	353	-	353
LHM (锂)	-	118	-	118
银	0.07	-	-	0.07
锌	66	-	-	66
磷	-	61	-	61
混凝土	4991	-	2019	7010
塑料	145	-	-	145
玻璃	883	-	11	893
硅	37	2	-	38
聚合物	56	-	-	56
铬	6	-	-	6
总计	9288	793	2734	12815

每年材料投入 (百万吨)				
	发电	电池	输电	总计
镍	0	3	-	3
钴	-	0	-	0
铝	5	3	7	15
锰	0	0	-	1
铁	94	6	16	117
铜	4	3	-	7
石墨	-	19	-	19
LHM (锂)	-	7	-	7
银	0.002	-	-	0.002
锌	2	-	-	3
磷	-	3	-	3
混凝土	166	-	67	234
塑料	5	-	-	5
玻璃	29	-	0.4	30
硅	1	-	-	1
聚合物	2	-	-	2
铬	0.2	-	-	0.2
总计	310	43	91	444

05

总结

- 长周期而言，资源品由于长期缺乏资本开支，开启长期牛市。
- 在一轮经济复苏至衰退过程中，工业金属-贵金属-能源金属会轮番登场。
- 供需同比增速错配引发价格波动弹性。
- 当前FED利率高位，贵金属是战略品种。此外，可持续能源的范式进阶对锂、镍、铜产生明显助推力。
- 股票是预期的定价，在达到预期前“一波三折”，因此，一开始想得远才能拿的稳。

06

风险提示

宏观经济风险:宏观经济影响工业金属/能源金属等品种的需求, 从而影响各种金属的价格

新技术出现改变材料需求:新的技术出现, 尤其是更改技术路径后, 可能会影响上游金属的需求量。

新能源汽车销量不及预期:新能源汽车是动力电池的重要下游应用领域, 新能源汽车销量直接影响锂/镍等金属的需求量。

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>