

有色金属行业 2023 年中期策略：蓄势待发，周期终会归来

核心观点：

- **2023 年下半年国内经济持续复苏与美联储结束加息周期，有望使有色金属行业景气度出现更为明显的改善。**2023 年国内经济复苏与美联储的边际宽松是扭转去年有色金属行业颓势的主线逻辑。尽管上半年国内经济复苏的强度与美联储放缓加息进程的节奏不及预期，但国内经济复苏与美联储加息进入尾声的方向是明确的，虽有波折但周期终会到来。2023 年下半年国内经济继续复苏与美联储大概率结束加息下，有色金属行业或将迎来业绩筑底与行业景气度的拐点，目前处于历史底部的 A 股有色金属行业估值有望率先获得修复。
- **美联储加息周期结束在即，黄金将迎来战略性的投资时机，有望启动新一轮黄金价格牛市。**2023 年下半年美国通胀、就业市场、经济增长将继续下滑，美联储加息进入尾声，并有望在 2023Q3 结束加息周期，而 2023Q4 美国经济衰退风险加强或将会打开市场对于美联储 2024 年开启降息的预期，从而导致美债名义利率下行，引导美国实际利率下降，叠加新国际货币体系美元信用受损下美元或将进入新的下行大周期，以及 2024 年美联储或将启动新一轮降息周期，驱动黄金价格进入中期上涨行情。黄金价格的上涨是黄金板块行情最为有力的催化剂，金价上涨将会给黄金板块带来明显的超额收益。随着金价的逐步抬升，下半年黄金板块业绩有望更具弹性的释放，而目前 A 股黄金板块估值处于金价即将进入中期上涨之际可布局的安全位置，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、紫金矿业（601899）。
- **至暗时刻已过，新能源终端需求好转、锂电产业链去库完成，下半年锂行业供需结构边际改善，锂价企稳反弹下锂矿公司有望迎来估值修复。**2023Q2 国内新能源汽车终端需求回暖，锂电产业链基本完成去库存，材料厂开启原材料补库，上游锂行业需求逐步恢复，度过最为艰难时刻。锂价在 2023Q1 大幅下跌后在 2023Q2 强势反弹。2023 年下半年在新能源需求持续好转的支撑下锂行业供需结构将进一步边际改善，配合成本支撑锂价企稳。锂价的稳定，有助于市场对于锂行业企业业绩预期的稳定。目前锂矿板块估值处于历史极低水平，在锂价企稳反弹与新能源产业整体景气回升下，锂矿企业有望迎来估值修复的反弹行情，建议关注拥有优质锂资源开发增量的高成长性锂矿企业中矿资源（002738）、天齐锂业（002466）、永兴材料（002756）、雅化集团（002497）。
- **风险提示：**1) 国内经济复苏不及预期；2) 美联储货币政策收缩超出预期；3) 有色金属下游需求不及预期；4) 矿山新增产能投放快于预期；5) 有色金属价格大幅下跌。

有色金属行业

推荐（维持）

分析师

华立

☎：(8621) 20252650

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

阎于露

☎：(8610) 80927659

✉：yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040004

相关研究

目 录

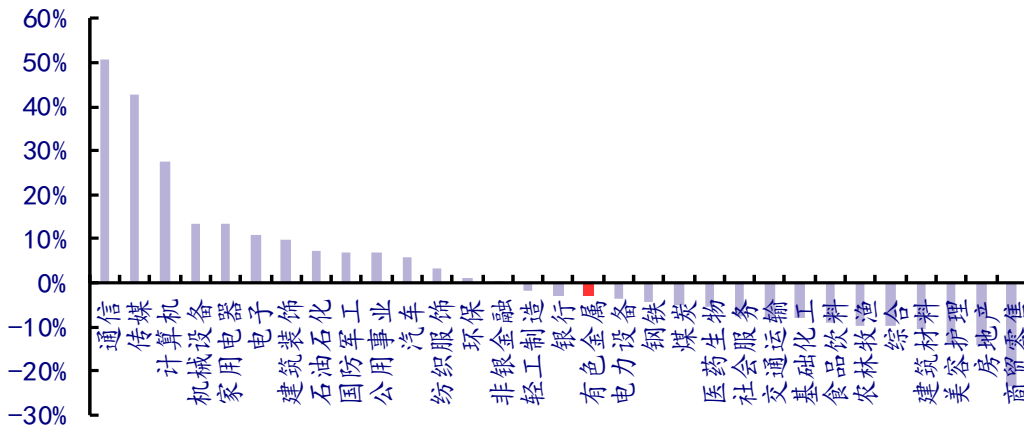
一、道路曲折但复苏确定，行业拐点曙光已现	2
(一) 经济复苏强度主导行情，行业业绩筑底估值见底.....	2
(二) 复苏主线逻辑仍在，静待需求复苏周期归来.....	5
二、美联储加息周期结束在即，黄金战略性投资机会到来	7
(一) 加息周期尾声，黄金牛市在即.....	7
(二) 黄金新上涨周期引发黄金板块价值重塑.....	14
三、需求复苏，锂度过至暗时刻	18
(一) 锂价回调过程中新增锂矿供给释放不及预期.....	18
(二) 至暗时刻已过，新能源需求逐步回升.....	21
(三) 下半年供需边际改善，锂价有望企稳.....	24
(四) 锂价企稳反弹，估值底部的锂矿股具备修复空间.....	27
四、投资策略	28
五、风险提示	29

一、道路曲折但复苏确定，行业拐点曙光已现

(一) 经济复苏强度主导行情，行业业绩筑底估值见底

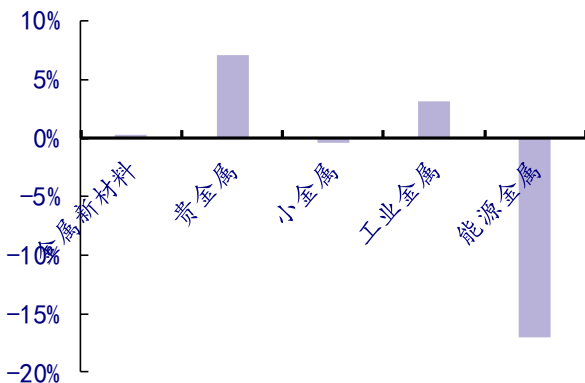
2023 年上半年有色金属行业表现先扬后抑，子行业黄金一枝独秀。截至到 6 月 30 日收盘，有色金属行业指数 2023 年上半年下跌 3.04%，而同期上证综指上涨 3.65%，沪深 300 指数下跌 0.75%。相对来看，有色金属行业 2023 年上半年走势呈现前高后低，在 2023 年 1 月的行业指数大幅反弹后，随后逐步回落，最终 2023H1 跑输大盘 2.29%。而在 SW31 个一级行业中，有色金属行业指数 2023 年上半年涨幅排名第 17 位。从细分子行业的视角看，2023 年上半年有色金属行业二级子行业贵金属、工业金属、金属新材料板块分别上涨 7.12%、3.09%、0.32%，而小金属与能源金属板块分别下跌 0.46%、17.07%；在三级子行业中，黄金板块表现相对突出上涨 11.37%，铜、铅锌、其他稀有金属板块分别上涨 3.72%、6.02%、1.82%，其余子板块均有所下跌。

图 1：A 股一级行业 2023 年上半年涨跌幅



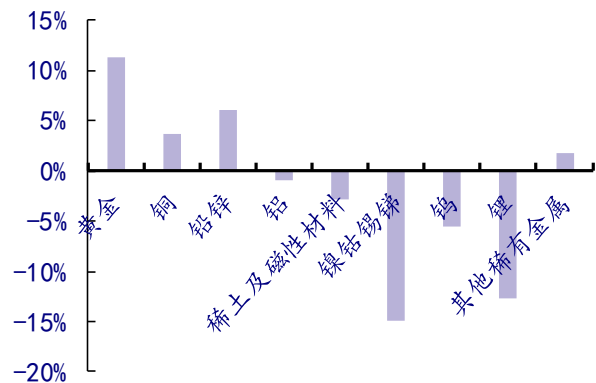
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：A 股有色金属二级子行业 2023 年上半年涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

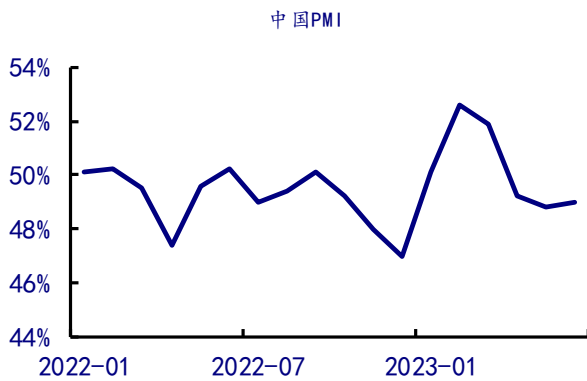
图 3：A 股有色金属三级子行业 2023 年上半年涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

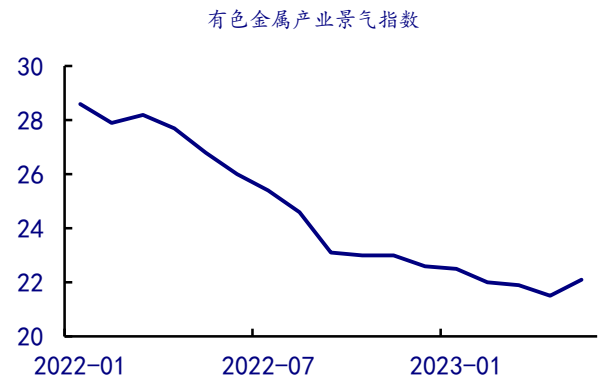
2023 年上半年国内经济复苏强度主导有色金属板块走势。2023 年上半年有色金属行业指数先扬后抑。2023Q1 国内优化防疫，以及鼓励消费与扶持房地产市场的一些列政策出台，经济动能快速恢复。出于对国内经济迅速复苏的预期，叠加美联储加息进度放缓，顺周期的有色金属行业指数在 2023 年年初强势反弹，2023 年 1 月有色金属行业指数上涨 14.67%，在 SW31 个一级子行业中涨幅排名第一。但随着国内经济复苏强度减弱，以及海外通胀韧性使美联储加息的幅度超预期，有色金属行业景气度与有色金属大宗商品价格在一季度末出现了明显的下行，企业盈利能力恶化。与 A 股有色金属行业上市公司总体业绩关联性极强的，由国家统计局所统计的国内有色金属采矿业和有色金属冶炼及压延加工业利润增速也从年初后下滑，行业进入业绩筑底期。在宏观形势、行业景气度与企业业绩的主导下，2023 年上半年有色金属行业指数一路走弱。而从有色金属品种价格走势来看，2023 年上半年黄金、白银等贵金属仍维持涨势，而镍、钴、锂等能源金属价格回调幅度较大，与 2023 年有色金属各子行业指数表现较为一致。

图 4：2023 年上半年国内经济复苏强度逐步走弱



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：2023 年年初后有色金属行业景气度下滑



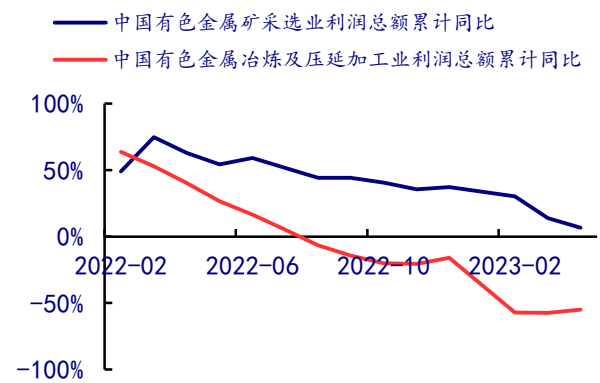
资料来源：中国有色金属工业协会，中国银河证券研究院

图 6：有色金属价格在 2023 年年初后出现明显下行趋势



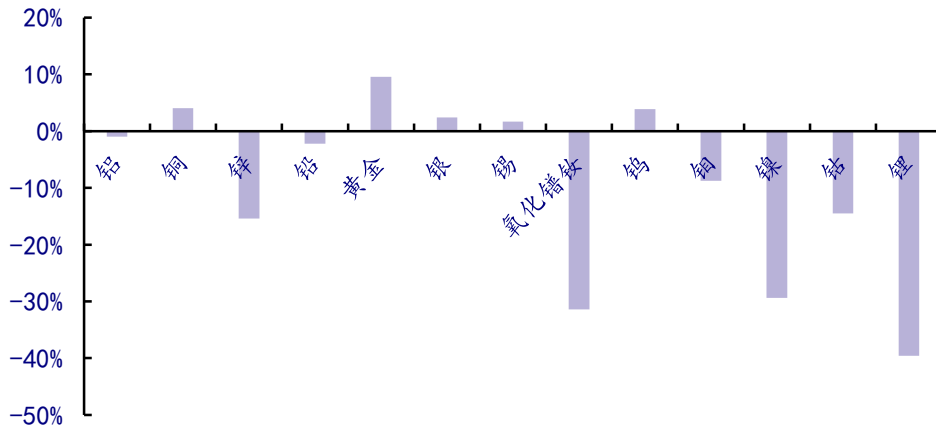
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：2023 年上半年国内有色金属行业利润总额累计增速下行



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

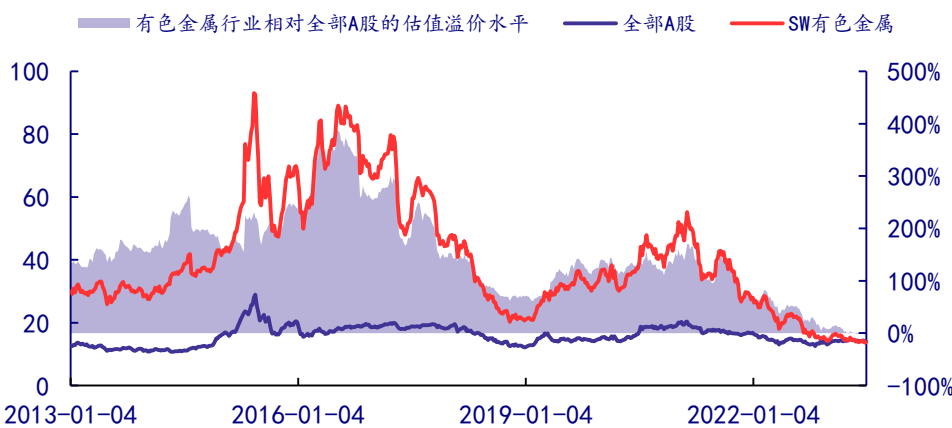
图 8：2023 年上半年有色金属各品种价格涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

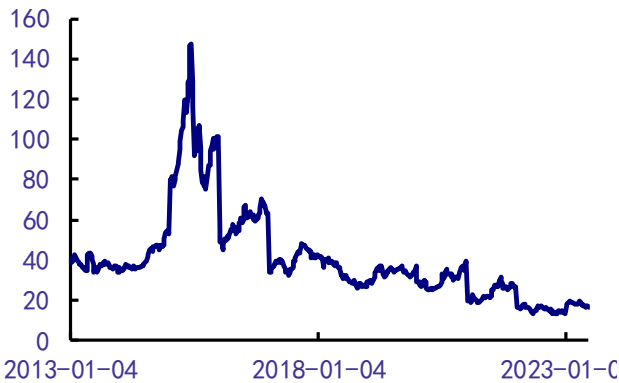
有色金属行业业绩筑底，行业指数持续回调，行业估值处于历史底部区间。从与大盘估值对比来看，截至 6 月 30 日有色金属行业 TTM 市盈率为 13.79x，有色金属行业相对于全体 A 股的估值折价率 2.27%，较 2013 年以来的历史平均水平低 101.51 个百分点。从 A 股有色金属行业的历史估值的纵向比较来看，假若以有色金属行业整体 2023 年一季报业绩乘以 4，乐观预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 16.57x，市净率为 2.18x，均显著低于 2013 年以来市盈率 40.37x、市净率 2.77x 的估值中枢，且市盈率处于近 10 年历史 1.12% 的估值分位。

图 9：有色金属行业估值及溢价分析



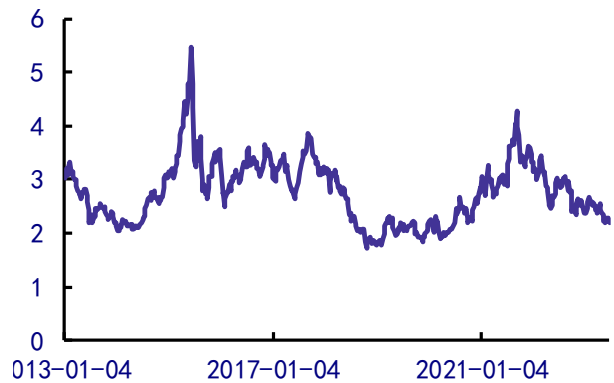
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10: 有色金属行业 PE 估值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

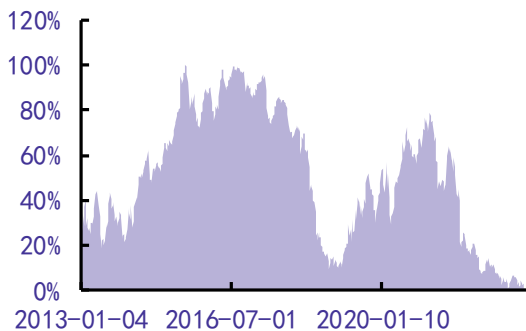
图 11: 有色金属行业 PB 估值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 目前有色金属行业 PE 估值处于 1.12% 的历史分位

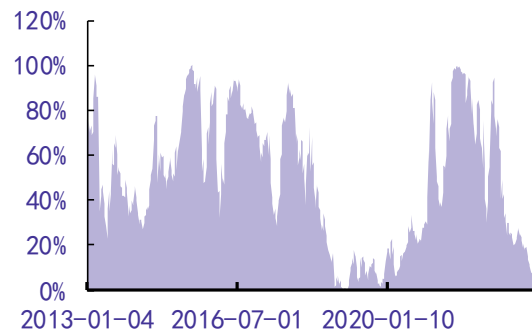
有色金属行业 PE 历史估值分位点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 目前有色金属行业 PB 估值处于 9.14% 的历史分位

有色金属行业 PB 历史估值分位点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

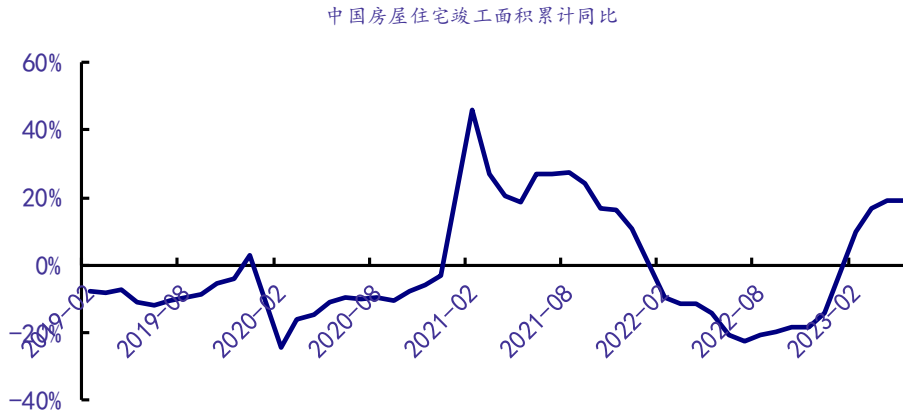
(二) 复苏主线逻辑仍在, 静待需求复苏周期归来

我们在 2023 年年度策略报告中提出, 美联储持续大幅加息与国内经济走弱这两大抑制有色金属行业景气度的风险因素有望在 2023 年出现显著的改善, 将成为 2023 年有色金属行业估值修复的主线逻辑。虽然这主线逻辑在 2023 年上半年有所波折, 但国内经济复苏与美联储放缓加息的进程已明确开启, 在 2023 年下半年随着政策进一步扶持国内经济复苏的速度有望加快, 而海外美国经济下行压力增大下美联储也有望停止加息并给与市场降息预期, 这终将驱动处于底部的有色金属行业景气度反转与估值修复。

政策预期强烈, 有望提振 2023 年下半年国内经济复苏强度。在 2023Q2 国内经济复苏势头显著回落后, 国内或将在 Q3 推出新一轮稳增长政策。2023 年 6 月央行发布降息政策, 将公开市场 7 天逆回购 (OMO) 操作利率、常备借贷便利 (SLF)、中期借贷便利 (MLF) 利率、贷款市场报价利率 (LPR) 分别下调 10 个基点。而 6 月中旬国常会提出研究推动经济持续回升向好的一批政策措施, 国家发改委抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策, “恢复和扩大消费”调研协商座谈会召开。稳增长政策的进一步推出, 有望确立国内经济进一步复苏的势头。此外, 在楼市保交楼与与房地产“三支箭”政策推动下, 2023 年上半年国内房地产竣工加速恢复, 今年前 5 月国内房屋住宅竣工面积累计同比增速上升至 19.6%。一般住宅竣工领先消费品半年左右, 竣工的景气也将拉动下半年汽车、家电等商品的消费, 叠加政策推动整体经济的复苏, 进

而拉动有色金属行业的需求提升。

图 14：国内房地产竣工面积快速回暖

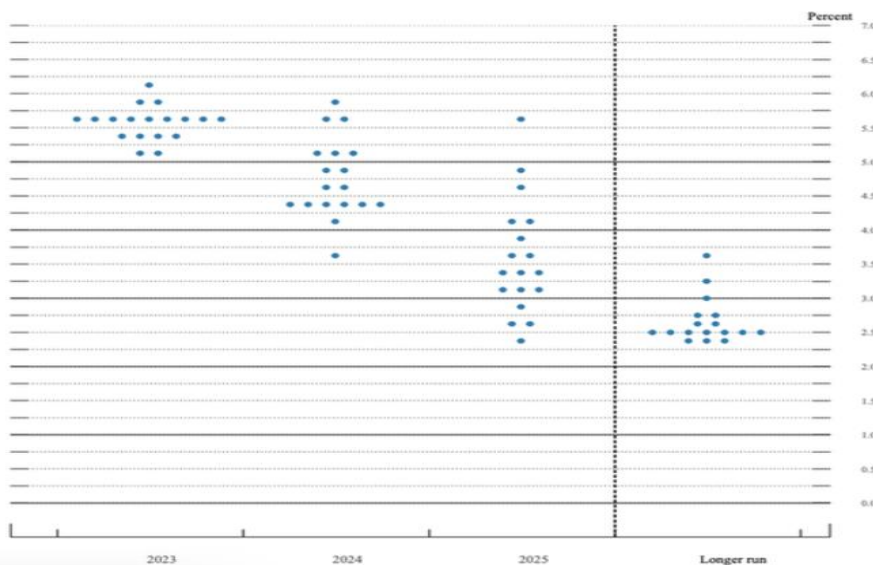


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

美联储加息进度放缓，加息周期进入尾声。在 2022 年 6-11 月的议息会议上连续 4 次极端鹰派的加息 75 个基点后，美联储在 2023 年年初放缓了加息节奏，连续 3 次议息会议仅加息 25 个基点。虽然美国顽固通胀与美国经济韧性超出预期，美联储加息峰值也超出了年初预期。但美联储在 5 月议息会议后的声明中删除了“委员会认为额外紧缩政策可能是合适的”以及“足够限制性的货币政策”这两个表述，表明美联储认为现在的政策利率已经达到了足够“限制性”的水平，并在 6 月的暂停加息。而从 6 月议息会议后的点阵图显示，美联储预计目前离年底的政策利率峰值还有 50 个基点的加息空间，2023 年下半年大概率将结束本轮加息周期。美联储加息周期进入尾声将使美元升值对有色金属大宗商品价格压力的大幅减轻，而在 2023 年底美国经济下滑压力加大衰退风险增加也可能会形成降息预期，支撑有色金属大宗商品价格由弱转强。

图 15：美联储 6 月点阵图显示至 2023 年底仅有 50 个基点加息空间，加息周期进入尾声

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，中国银河证券研究院

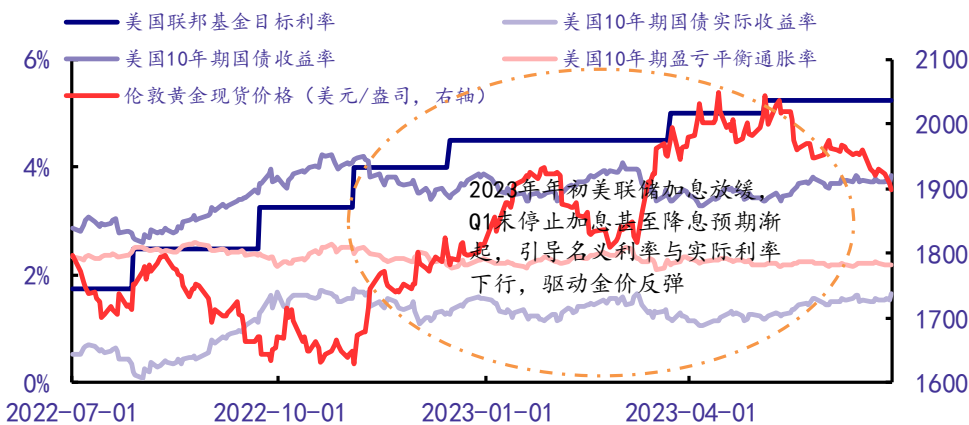
尽管 2023 年上半年国内经济回暖节奏与海外流动性的宽松不及预期，但国内经济复苏与美联储加息进入尾声的方向是明确的，虽有波折但周期终会到来。2023 年下半年国内经济继续复苏与美联储大概率结束加息下，有色金属行业或将迎来业绩筑底与行业景气度的拐点，目前处于历史底部的 A 股有色金属行业估值有望修复。从周期运行进程看，2023 年下半年率先受益于流动性宽松拐点的黄金板块，与消费复苏边际上弹性较大的新能源金属锂板块或有更好的投资机会。

二、美联储加息周期结束在即，黄金战略性投资机会到来

(一) 加息周期尾声，黄金牛市在即

美联储加息放缓，黄金价格由弱转强。 高通胀的压力使美联储在 2022 年下半年采取了极端鹰派的加息措施，美联储在 2022 年 6 月至 11 月连续 4 次大幅加息 75 个基点，拉动美国名义利率与实际利率大幅走高，压制黄金价格大幅下跌。但在 2022 年年底起，美联储开始放缓加息节奏，黄金价格出现反弹，尤其是 2023 年 3 月硅谷银行破产引爆美国银行业流动性风险，使市场对于美联储暂停加息甚至是开启降息的预期提升，引导 10 年期国债名义利率从去年 10 月高位 4.24% 下降至 2023 年 4 月初低点的 3.3%，在通胀预期基本稳定的情况下 10 年期国债实际利率亦从去年 10 月高位的 1.73% 下降至 2023 年 4 月 1.06%。实际利率下行黄金价格由弱转强，2023 年 5 月伦敦现货金价一度上涨至 2081.82 美元/盎司，创下历史新高。但在二季度末，美国经济与通胀韧性超预期，美联储释放了要比此前市场预期“更高更久”利率峰值的鹰派讯息。受此影响，黄金价格在 5 月后有所回落。

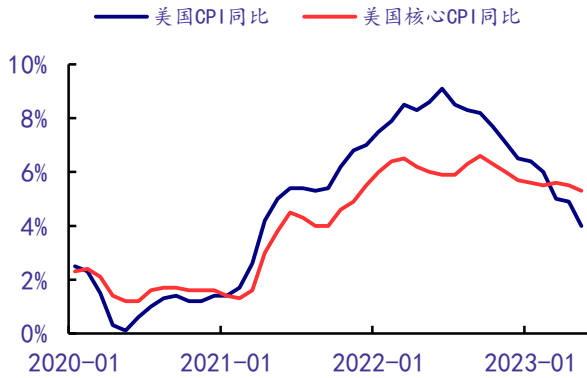
图 16：2023 年上半年美联储放缓加息节奏，黄金价格由弱转强



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

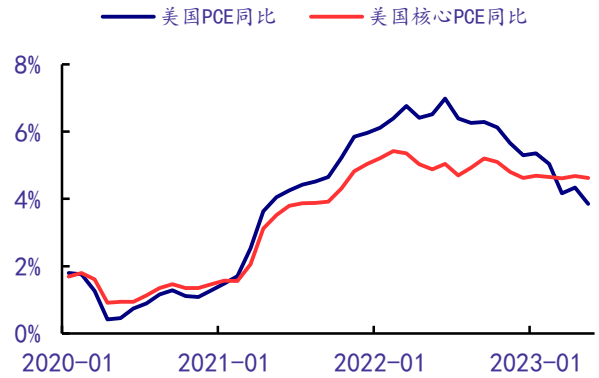
2023 年下半年美国通胀有望进一步下行。 在美联储持续的大幅加息下，美国 CPI 同比增速已从 2022 年 6 月 9.1% 的高位持续下滑。2023 年 5 月美国 CPI 同比增速已下降至 4.0%，低于 4.1% 的市场预期；5 月核心 CPI 增速下降至 5.3%。美国 5 月 PCE 同比增速放缓至 3.8%，自 2021 年 4 月后首次低于 4%；核心 PCE 同比增速降至 4.6%，低于市场预期的 4.7%。

图 17: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速



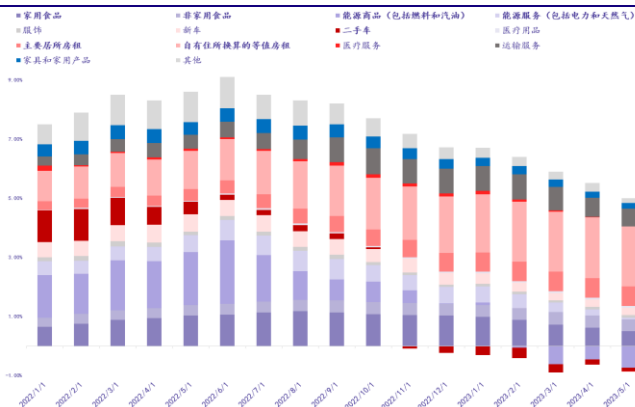
资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图 18: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



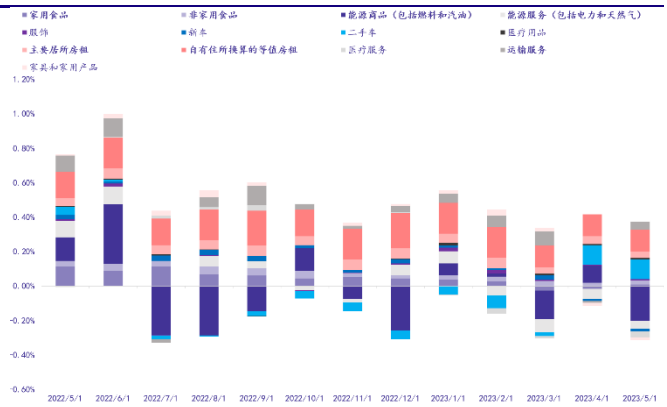
资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图 19: 美国 5 月 CPI 同比主要拉动项拆分



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

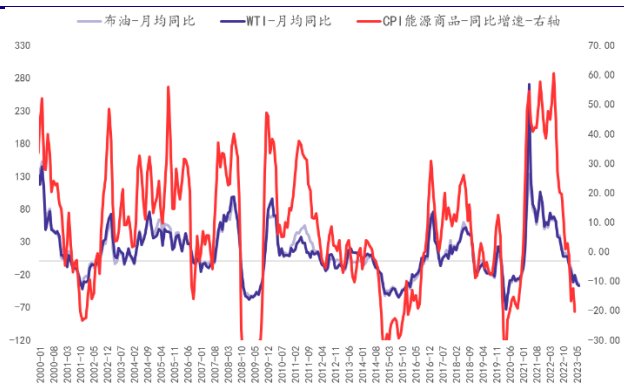
图 20: 美国 5 月 CPI 环比主要拉动项目拆分



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

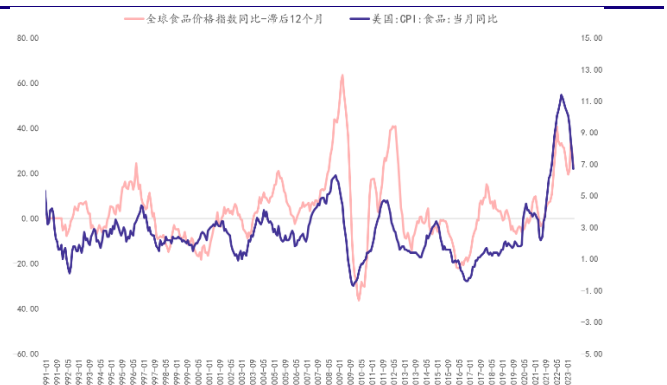
从通胀的分项构成看, 能源部分在 2023Q2 已经进入大幅通缩阶段, 下半年可能保持小幅通缩的状态; 食品价格仍在缓慢缓和当中。核心部分中, 商品涨价乏力, 乘用车和家居及家用产品价格保持回落, 即使下半年可能边际回升, 但对通胀整体压力依然不大。而服务价格里居住成本虽然滞后价格, 但缓慢降低的趋势确定, 这意味着核心 CPI 整体下行的趋势不易逆转。综合来看, 美国通胀韧性的主要因素仍是服务业价格, 这与劳动市场薪资数据的增速密切相关。但伴随就业供需缺口缓解, 美国工资增速已经有了明显回落, 这将减轻服务业价格的压力。

图 21: 美国能源同比维持大幅通缩 (%)



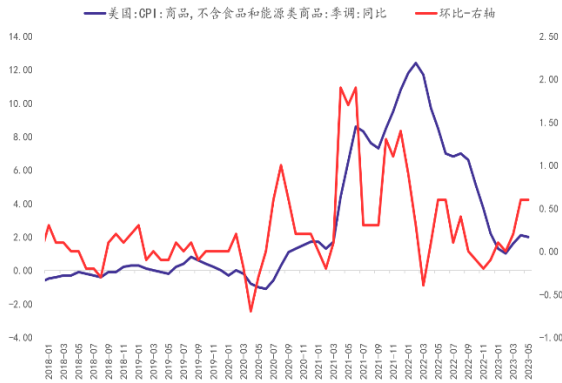
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 美国食品价格回落进一步确认 (%)



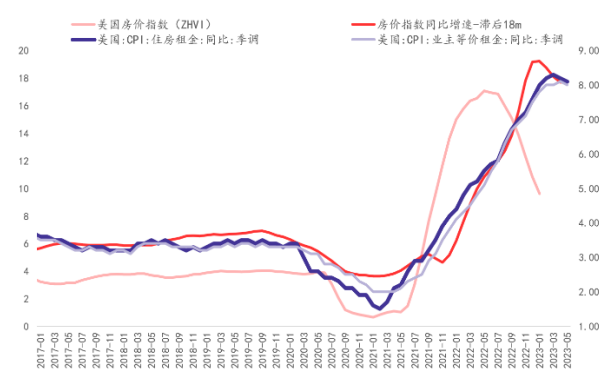
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 美国商品通胀不构成显著压力 (%)



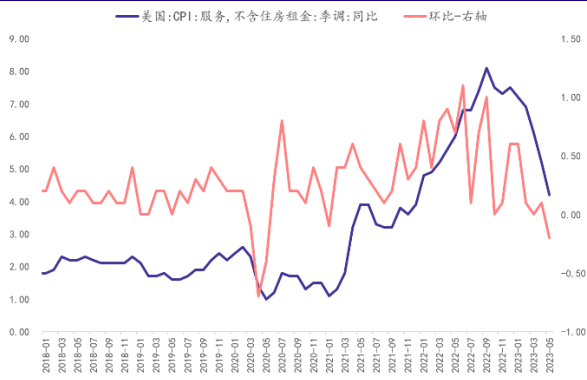
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 美国居住成本对 CPI 的拉动保持放缓 (%)



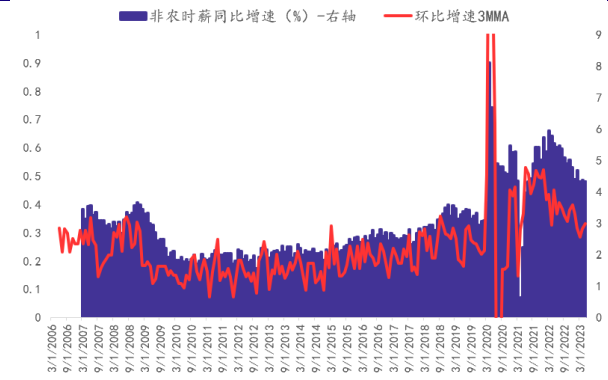
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: 美国居住成本以外的服务价格也在下降 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

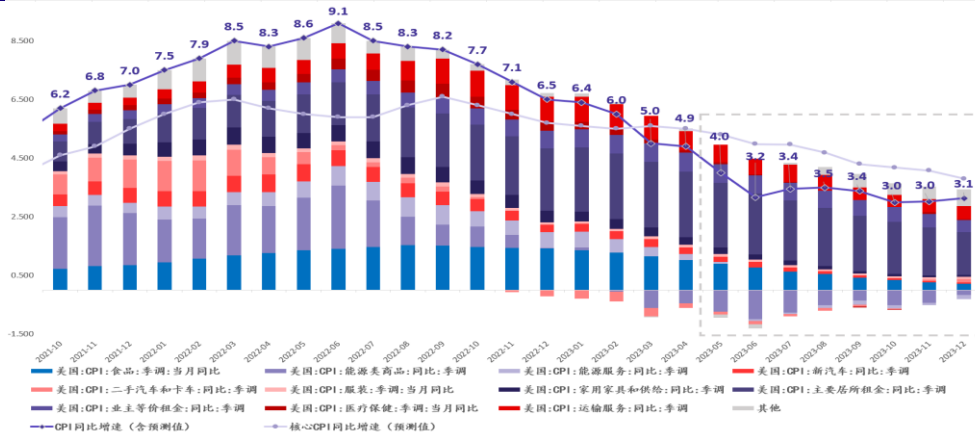
图 26: 美国时薪保持回落趋势, 不易增加服务价格压力 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

银河证券宏观团队预计在商品保持弱势、能源进入通缩局面的情况下，美国名义CPI同比增速将在下半年继续下行，有望在2023Q3回落至3.4%，在2023年年底回落至3.1%。而薪资、超额储蓄和信贷支撑了居住成本与核心服务价格粘性，使核心通胀增速韧性较高，但核心通胀回落方向确定，预计2023年年底核心CPI增速有望下降至3.5%附近。

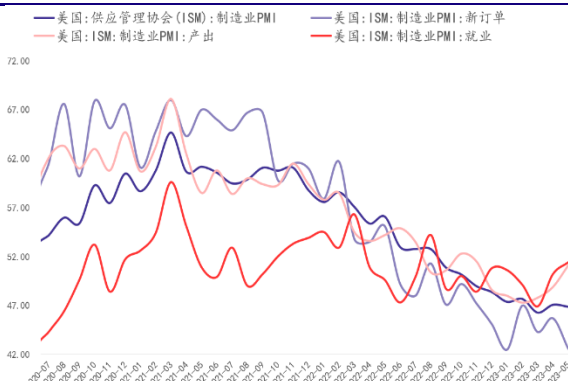
图 27: 2023 年下半年美国 CPI 与核心 CPI 同比增速预测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

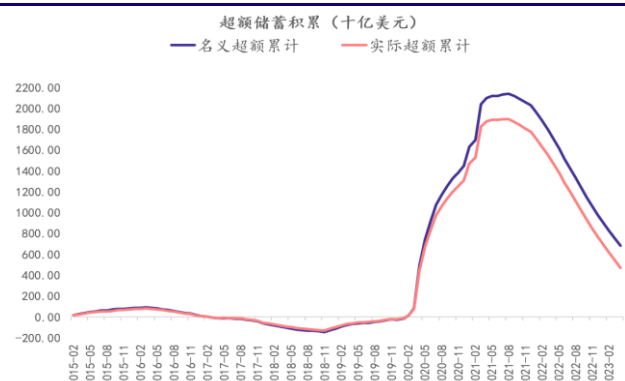
高利率环境下，美国经济与就业市场都在弱化。美国制造业在底部保持疲弱，需求不强且库存不低的状况短期内仍会持续。非制造业 PMI 也在下行，服务业也有弱化。不仅 PMI 下行，美国的工业生产、实际批发和零售额环比增长率仍接近衰退状态，同时实际可支配收入也表现较弱，经济主要依赖服务业和就业指标的支撑。但在 2023 年年底、2024 年年初附近居民超额储蓄消耗完毕后，美国服务业也面临快速回落的风险。信贷方面，迅猛加息后美债长短期利率倒挂下导致硅谷银行、美国第一共和银行破产的银行业流动性风险仍然存在，高利率下工商、消费和房地产贷款增速仍在延续放缓。而此前强劲的就业市场，也有降温现象，5 月美国失业率已升至 3.7%。银河证券宏观团队预计随着经济下行与居民超额储蓄的消耗，2023 年年底美国失业率或将升至 4% 以上，而失业率一旦超过 4.5% 基本可认为经济已处于衰退。

图 28：美国经济仍在缓慢下滑中，只是服务业有支撑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 29：美国居民超额储蓄或在 23 年底、24 年初花完



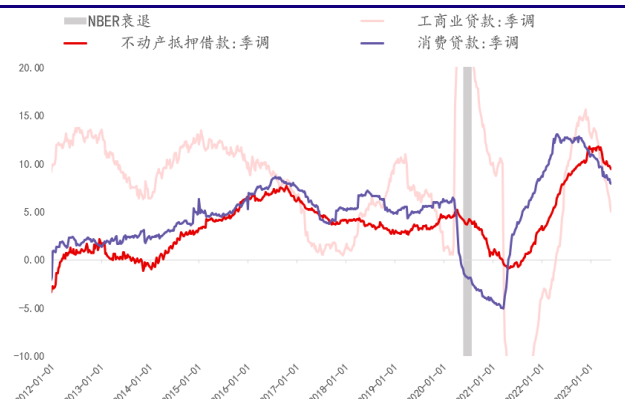
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：美债期限利率倒挂是预测美国经济衰退的可靠指标



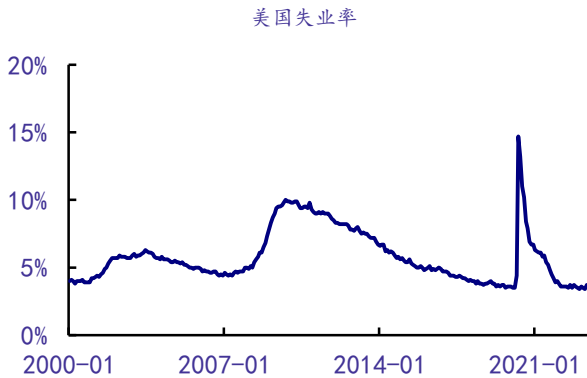
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 31：美国信贷增速没有显著恶化，但也在回落（%）



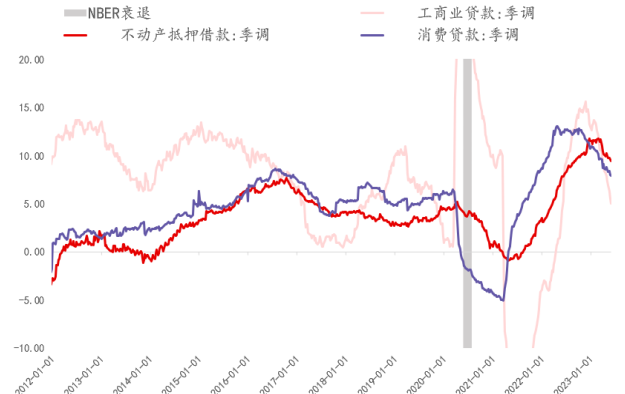
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 32: 美国失业率或将在 2023 年年底升至 4% 以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

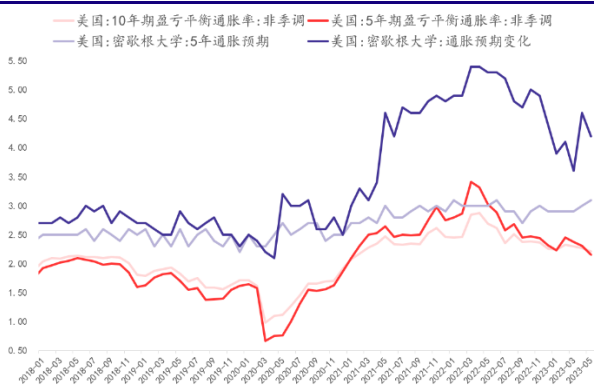
图 33: 阻碍美国进入衰退的劳动力市场也在继续弱化 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

美联储加息进入尾声, 大概率将在 2023 年下半年结束本轮加息周期。尽管美联储在上半年放缓加息节奏, 并在 6 月的议息会议上暂停加息, 但在点阵图上美联储将 2023 年末利率终值从 5.1% 提高至 5.6%, 暗示可能还有 50BP 的加息, 利率峰值的更高更久超出市场预期; 且美联储主席鲍威尔在会后表示年内再进行两次加息。我们认为美联储的鹰派表态更像是为在暂停加息后巩固紧缩预期的预期管理, 以防止出现 2022 年末至今年初加息预期见顶后金融条件大幅缓和的情况。下半年美国通胀继续放缓以及经济、就业压力加大的情况下, 此时未来经济增长和金融稳定的风险在美联储反应公式中的权重或将逐渐高于通胀, 同时实际利率转正的情况下联邦基金利率已经达到足够限制的水平, 使通胀与就业走低、实现温和衰退, 美联储并不需要再大幅加息。银河证券宏观团队预计美联储更大概率在 2023 年下半年只再进行一次加息, 在 7 月加息 25 个基点。而 CME 利率期货也显示市场预期美联储将在 7 月加息 25 个基点后结束本轮加息周期。

图 34: 长期通胀预期稳定, 也不构成再度大幅加息的理由 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 35: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率

FED FUND FUTURES												
Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23	Q3'23
94.8950	94.7200	94.7000	94.6600	94.5900	94.6300	94.6150	94.6300	94.7200	94.7650	94.8450	94.9850	95.1000

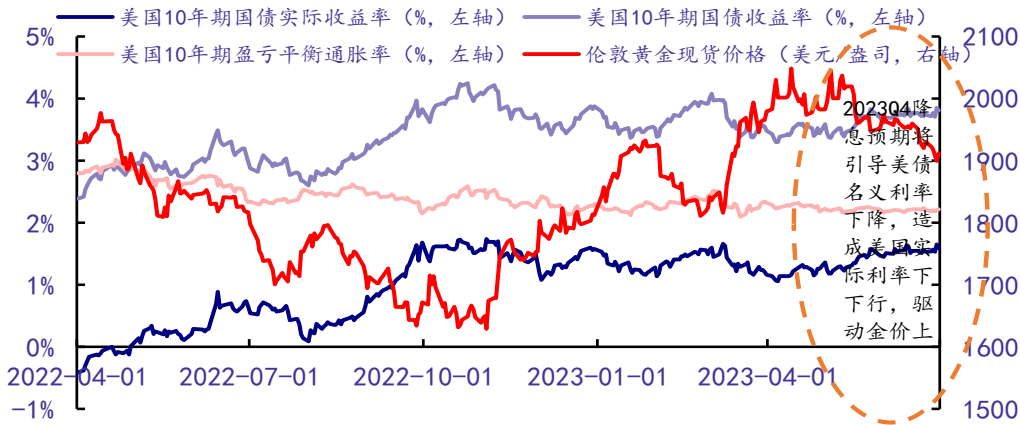
MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.2%	86.8%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	69.1%	20.8%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	54.0%	33.2%	5.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	13.2%	51.4%	29.7%	4.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.5%	27.4%	43.4%	20.4%	2.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	16.5%	35.4%	31.9%	11.7%	1.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	14.3%	32.3%	32.5%	15.0%	3.1%	0.2%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.9%	22.5%	32.4%	24.5%	9.6%	1.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	6.4%	19.4%	30.3%	26.2%	12.8%	3.5%	0.5%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.8%	5.6%	17.3%	28.5%	26.8%	14.9%	5.0%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.7%	4.9%	15.5%	26.8%	27.1%	16.7%	6.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	2.8%	10.3%	21.3%	27.0%	21.8%	11.5%	4.0%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

2023 年年底市场对美联储的降息预期可能升温, 或将引导利率下行, 驱动黄金价格上涨。我们预计 2023Q3 美国通胀的进一步回落将主导美联储结束本轮加息周期。尽管今年美联储很难降息, 但 2023Q4 美国增长下行、失业率推升、经济衰退风险加大将可能引发市场打开对于 2024 年美联储的降息预期, 这将引导美债名义利率的下滑。而本轮美国的通胀韧性将超以往的周期, 很难快速回归至 2% 的美联储长期通胀目标。在四季度降息预期升温后, 美债名义利率的下行速度将快于顽固通胀预期的下行速度, 引导美国实际利率的再度下降, 确定黄金价格

的拐点，并伴随 2024 年可能进入的新一轮降息周期，开启黄金价格进入新一轮牛市。

图 36: 美联储加息放缓→加息终结→降息预期升温，引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从历史复盘上来看，黄金价格的战略性投资机会并非一定需要进入美联储的降息周期。上一轮黄金牛市（2018 年至 2020 年）的起点发生在 2015-2018 年加息周期的末尾，2019-2020 年降息周期开启之前。而从 1990 年以来的美联储 5 轮加息周期来看，在本轮加息结束至下轮降息周期开启前，黄金绝大多数时间在此过程中收益率出现了明显的改善。因此，在 2023 年下半年美联储加息结束时机愈发确定，且 Q4 美国经济衰退担忧加剧增强 2024 年美联储降息预期时，黄金很可能迎来新一轮牛市的起点与战略性的投资机遇。

图 37: 上一轮 2018-2020 年黄金牛市启动于 2015-2018 年加息周期末尾、2019-2020 年降息周期开启前



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 1: 黄金在加息周期结束至下一轮降息周期开启的过程中收益率有明显改善

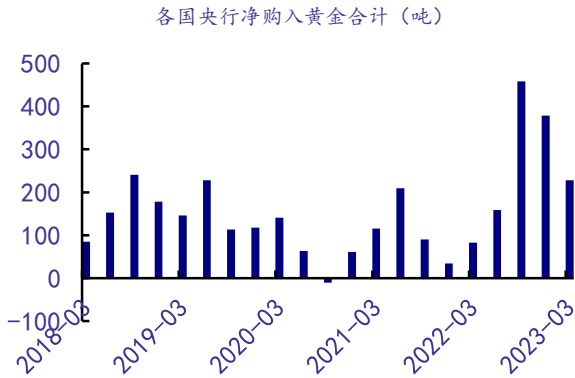
美联储加息周期	时间段	黄金收益率	白银收益率
1994 年 2 月 4 日-1995 年 2 月 1 日	加息结束前 6 个月	-1.98%	-12.24%
	加息结束前 3 个月	-1.98%	-11.37%
	加息结束前 1 个月	-1.63%	-3.56%

	加息结束后 1 个月	-0.15%	-4.38%
	加息结束后 3 个月	2.91%	21.81%
	加息结束后 6 个月	1.75%	7.54%
	加息结束至降息开启	2.10%	8.44%
1996 年 1 月 31 日-1997 年 3 月 25 日	加息结束前 6 个月	-8.58%	4.71%
	加息结束前 3 个月	-5.36%	5.82%
	加息结束前 1 个月	-0.99%	-0.37%
	加息结束后 1 个月	-2.10%	-8.22%
	加息结束后 3 个月	-3.19%	-7.64%
	加息结束后 6 个月	-7.15%	-8.06%
	加息结束至降息开启	-15.33%	3.63%
	1999 年 6 月 30 日-2000 年 5 月 16 日	加息结束前 6 个月	-6.20%
加息结束前 3 个月		-8.76%	-4.30%
加息结束前 1 个月		-2.04%	-2.53%
加息结束后 1 个月		5.11%	0.90%
加息结束后 3 个月		0.13%	-3.20%
加息结束后 6 个月		-3.37%	-6.69%
加息结束至降息开启		-3.21%	-9.59%
2004 年 6 月 30 日-2006 年 6 月 29 日		加息结束前 6 个月	14.86%
	加息结束前 3 个月	4.29%	-4.55%
	加息结束前 1 个月	-10.79%	-19.53%
	加息结束后 1 个月	7.34%	10.21%
	加息结束后 3 个月	1.70%	11.27%
	加息结束后 6 个月	7.88%	24.28%
	加息结束至降息开启	21.30%	24.86%
	2015 年 12 月 17 日-2018 年 12 月 20 日	加息结束前 6 个月	-1.13%
加息结束前 3 个月		4.25%	3.79%
加息结束前 1 个月		3.00%	2.29%
加息结束后 1 个月		1.57%	3.32%
加息结束后 3 个月		3.49%	3.72%
加息结束后 6 个月		9.51%	3.79%
加息结束至降息开启		11.67%	8.36%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

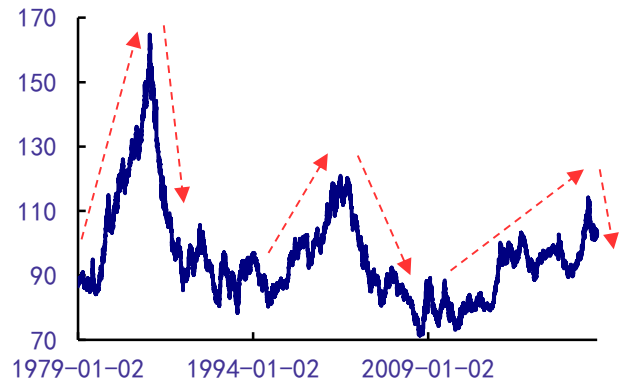
全球新格局宏观范式下,美元指数或将进入新的下行大周期,利好黄金价格在中长期的上涨。从 1980 年以来,美元指数已经历了 2 个完整的周期,目前正在第三个上行周期中运行。在前两轮周期中,美元分别经历了 55 个月、80 个月的上行周期,而这轮的美元上行周期已持续了 136 个月。在中美贸易战、全球疫情冲击、俄乌战争的影响下,逆全球化趋势抬头,地缘冲突加剧以及全球供应链体系重塑都将动摇以美元为基石的国际货币体系。沙特伊朗中东大和解、“一带一路”合作、金砖国家扩容等都表明了国际货币体系向多元化发展。而美国银行业的危机将进一步削弱美元信用,各国央行近期积极储备黄金资产。美元或将进入新一轮下行大周期,这将支撑黄金价格在中长期的上涨。

图 38: 各国央行加大了黄金储备



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 39: 美元指数走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 2: 1980 年以来的美元大周期

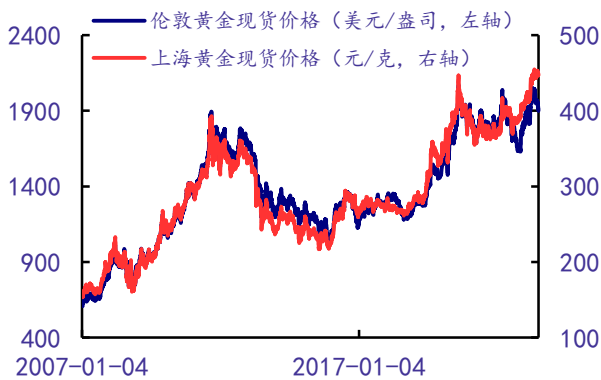
美元指数周期	阶段	时间区间	持续时间 (月)	变化幅度
第一轮周期	上行	1980 年 7 月 25 日 - 1985 年 2 月 25 日	55	95.4%
	下行	1985 年 2 月 26 日 - 1991 年 2 月 11 日	71	-51.1%
第二轮周期	上行	1995 年 5 月 9 日 - 2002 年 1 月 31 日	80	48.8%
	下行	2002 年 2 月 1 日 - 2008 年 4 月 16 日	74	-40.6%
第三轮周期	上行	2011 年 5 月 2 日 - 2022 年 9 月 27 日	136	56.5%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 黄金新上涨周期引发黄金板块价值重塑

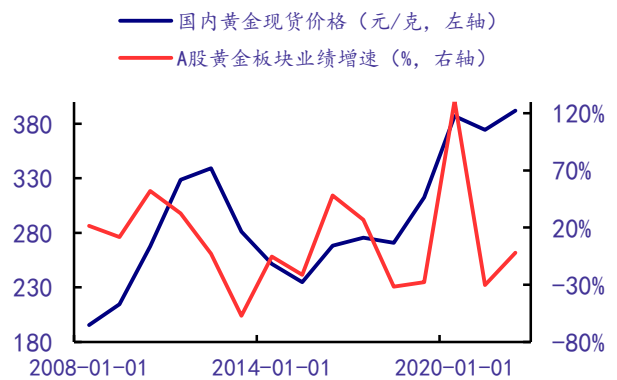
美联储加息进入尾声, 并有望在 2023Q3 结束加息周期, 而 2023Q4 美国经济衰退风险加强或将会打开市场对于美联储 2024 年开启降息周期的预期, 从而导致美债名义利率加速下滑, 叠加通胀韧性, 引发美国实际利率的重新下降, 叠加美元或将进入新的下行大周期, 驱动黄金价格进入中期上涨行情。黄金价格的上涨将会大幅提升黄金企业尤其是黄金采选资源型企业的业绩与盈利能力。

图 40: 黄金价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

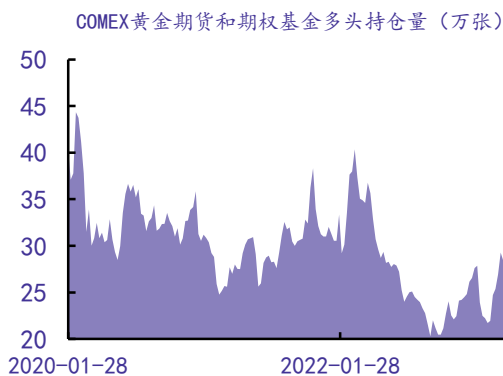
图 41: 黄金价格上涨拉动 A 股黄金板块业绩



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

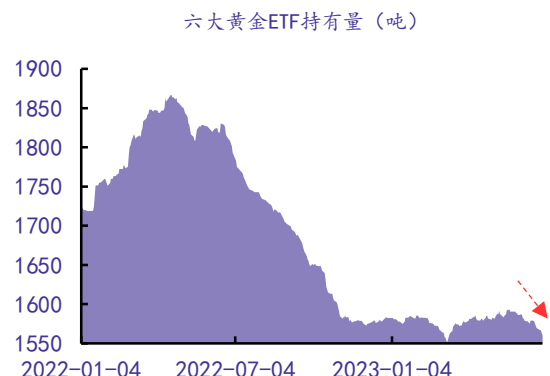
因 5 月美国经济数据超预期以及 6 月美联储议息会议给出的超市场预期加息指引, 黄金价格与 A 股黄金板块在近期出现回调。国际黄金价格从 5 月初高点的 2085 美元/盎司回落至 6 月底的 1910 美元/盎司, 同期 Comex 黄金期货与期权基金多头与 SPDR、iShares 等六大黄金 ETF 都对黄金进行了减持, 目前金价已基本消除了此前乐观预期 2023 年下半年降息对黄金的溢价, 以及充分反映了更高更久利率峰值预期, 处于较为合理的价格位置。

图 42: Comex 黄金期货与期权基金多头持仓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

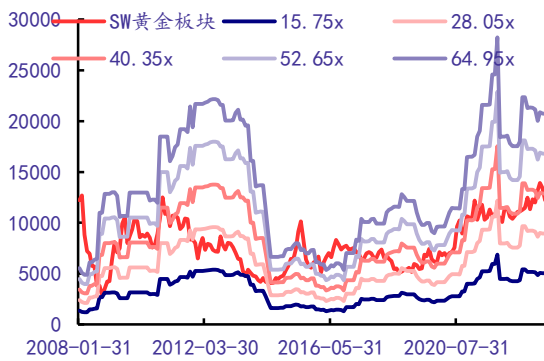
图 43: 黄金 ETF 持仓量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

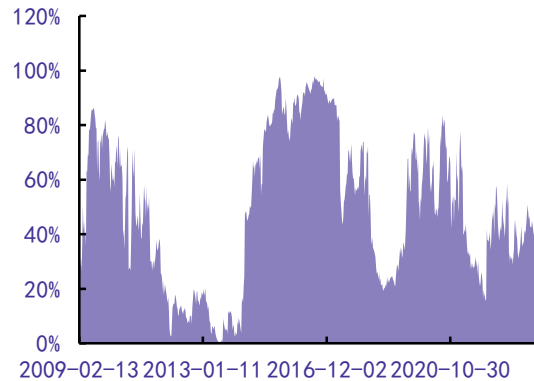
从估值上看, 从 2008 年至今这近 15 年 A 股黄金板块的 PE (TTM) 估值主流是在 20-50 倍的区间内波动, 极端情况下有低至 16 倍, 高至突破 60 倍。黄金作为周期性的行业, 市场一般在周期品价格顶点、周期性企业盈利附近时, 给其自身历史上较低的市盈率。而在 2011 年 8 月与 2020 年 8 月这两轮黄金价格历史峰值创出新高之时, A 股黄金板块的 PE (TTM) 估值分别为 36 倍、58 倍。而在这两轮黄金价格顶峰过去黄金价格下跌, 市场快速杀估值阶段, A 股黄金板块的 PE (TTM) 估值没有低于 20 倍。A 股黄金板块在经历了近 2 个多月的回调后, 估值已回落至相对安全的位置。目前 A 股黄金板块的动态市盈率 38x, 位于近 15 年 40% 的历史分位, 在金价即将进入中期上涨之际, 处于极好的布局阶段。

图 44: A 股黄金板块动态 PE-Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

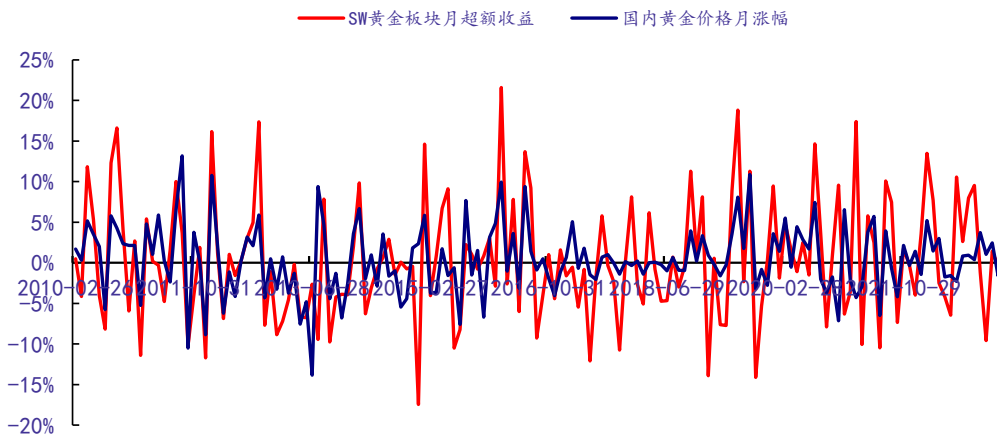
图 45: A 股黄金板块历史 PE 分位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从历史上看, 黄金价格的上涨是黄金板块行情最为有力的催化剂, 2012 年以来金价上涨将会给黄金板块带来明显的超额收益。随着 2023 年下半年起黄金价格的逐步抬升, A 股黄金板块业绩有望更具弹性的释放, 推荐山东黄金、中金黄金、银泰黄金, 建议关注湖南黄金、赤峰黄金、紫金矿业、华钰矿业。

图 46: 国内黄金价格涨幅与 A 股黄金板块超额收益率具有较强相关性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3: A 股黄金行业相关上市公司权益产量与储量

	黄金权益储量(吨)	自产金权益产量(吨)			2022-2025 权益产量 CAGR	权益黄金产量增量来源	其他金属业务
		2022	2023E	2025E			
山东黄金	1319	34.2	35.1	60.0	21%	集团黄金资产注入, 外延收购黄金资产, 卡蒂诺 namdini 投产, 焦家金矿扩产	
紫金矿业	3117	45.9	60.7	75.0	18%	海域金矿、Rosebel 等矿山投产, 哥伦比亚武里蒂卡等金矿扩产	铜、铅锌、白银、钨、铁精矿, 碳酸锂等

中金黄金	394	15.0	15.7	25.0	19%	集团黄金资产注入	铜、钨、铁精矿
银泰黄金	137.2	6.8	9.3	12.5	22%	吉林板庙子、青海大柴旦等产能利用率提升，青海大柴旦探转采扩产，芒市金矿投产	银、铅锌精矿
赤峰黄金	291.4	10.7	12.4	17.7	18%	五龙、吉隆、老挝 Sepon、加纳 Wassa 扩产，溪灯坪投产	银、铅锌、铜精矿
湖南黄金	145	4.7	5.0	9.7	27%	辰州、金龙、黄金洞内部挖潜扩产，甘肃加鑫金矿探转采，集团黄金资产注入	锑精矿、钨精矿
华钰矿业	56.7	0.0	0.8	3.2	100%	塔吉克塔金、贵州泥堡、埃塞俄比亚提格雷投产	锑、锌、铜、铅精矿

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 4：A 股黄金行业相关上市公司业绩弹性与估值

	不同金价对应 2023 年业绩弹性 (亿元)				不同金价对应 2023 年 PE 估值				不同金价对应 PE 估值下降幅度				PE (TTM)
	目前 金价	黄金价格相对于 2022 年均价			目前 金价	黄金价格相对于 2022 年均价			目前 金价	黄金价格相对于 2022 年均价			
		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%	
国内金价 (元/克)	448	431	470	510	435	431	470	510	435	431	470	510	
国际金价 (美元/盎司)	1912	1986	2167	2347	1912	1986	2167	2347	1912	1986	2167	2347	
山东黄金	22.0	17.0	28.7	40.4	29	34	24	19	77%	60%	71%	78%	77
紫金矿业	47.6	39.0	59.0	79.0	12	12	11	11	20%	16%	23%	28%	15
中金黄金	7.3	5.2	10.0	14.8	17	18	16	14	27%	19%	31%	40%	23
银泰黄金	8.0	6.7	9.6	12.4	17	18	16	14	44%	37%	46%	53%	28
赤峰黄金	6.9	5.3	9.0	12.8	20	23	17	13	72%	55%	68%	75%	64
湖南黄金	2.4	1.8	3.2	4.7	22	24	20	16	40%	29%	43%	52%	33
华钰矿业	1.5	1.4	1.6	1.9	23	24	22	20	52%	48%	52%	56%	40

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：以 6 月 30 日收盘价计算；仅考虑金价对公司业绩与估值影响；金价上涨幅度相对于 2022 年均价

表 5：A 股黄金行业相关上市公司推荐标的

代码	公司	市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS (元)		PE		PB	2023Q1 归母净 利润 (亿元)	2023Q1 业 绩同比	2023Q1 业 绩环比
				2023E	2024E	2023E	2024E				
600547.SH	山东黄金	883	54	0.46	0.60	46	36	4.2	4.39	39%	-21%
601899.SH	紫金矿业	3039	15	0.96	1.08	12	11	3.7	54.42	-11%	61%
600489.SH	中金黄金	480	24	0.52	0.60	19	16	1.9	5.95	20%	48%
000975.SZ	银泰黄金	371	33	0.54	0.69	25	19	3.4	2.96	8%	52%
600988.SH	赤峰黄金	343	80	0.77	1.17	27	18	6.2	0.75	-57%	37%
002155.SZ	湖南黄金	185	43	0.66	0.97	23	16	3.2	1.06	14%	22%
601020.SH	华钰矿业	83	60	0.70	1.29	21	11	2.9	0.15	-499%	80%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

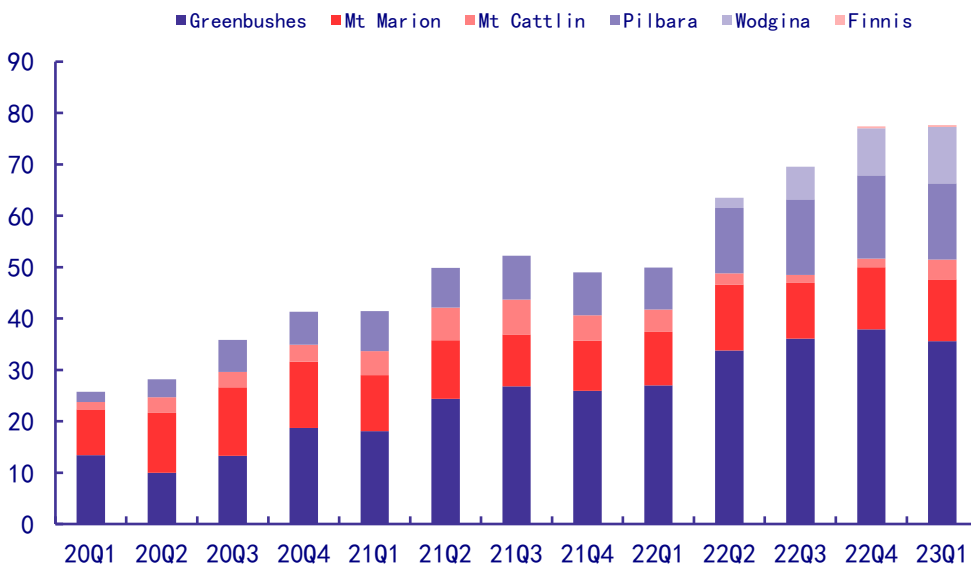
注：以 6 月 30 日收盘价计算

三、需求复苏，锂度过至暗时刻

(一) 锂价回调过程中新增锂矿供给释放不及预期

澳洲锂精矿产量稳定，但产能释放不及预期。由于劳动力短缺、设备运输及物流等影响，部分矿山调低 2023 年产量指引。Greenbushes 2023Q1 的产量为 35.6 万吨，由于 CGP1 及 CGP2 矿区的运营时间较短造成生产质量较低导致产量环比下降 6.1%。Mt Marion 2023Q1 锂精矿产量为 12 万吨，环比上季度保持稳定，由于 2023 矿山扩建项目的延迟，产量指引为此前 32-36 万吨下限（按 6.0%品位计算）。Wodgina 在 2023 年重启两条生产线后产能逐步释放，一季度产量 11 万吨，环比上升 19.6%，全年产量指引 38-42 万吨。Mt Cattlin 2023Q1 产量为 3.89 万吨，较上季度增长 137.2%，预计二季度矿山产量为 8-9 万吨、全年产量指引为 11.4-12.4 万吨。Pilbara 锂精矿 2023Q1 产量为 14.8 万吨，环比下降 8.6%，继 2022Q3 后精矿品位由 5.7-6%下调至 5.3%导致出货率环比下降 3%。总体来看澳洲主要锂矿产量基本保持稳定，2023 年一季度澳洲主要锂精矿总产量约为 77.6 万吨，预计全年产量 272-293 万吨。

图 47：澳洲主要锂矿产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

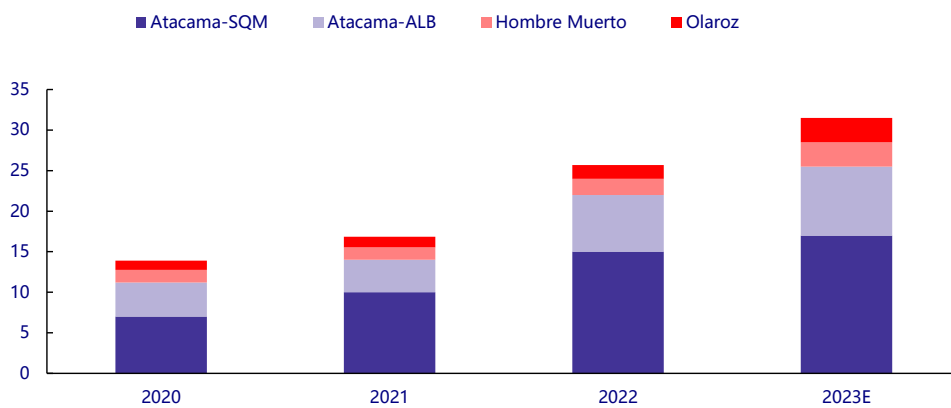
澳矿仍是全球供给增量的主力，部分新建产能有所推迟。澳洲现有矿山的扩产与复产，有望成为 2023 年锂矿新增产量的最主要贡献。Pilbara 的 P680 项目新增产能 10 万吨/年，预计于 2023Q3 开始调试，2023Q4 增加产量，达产后 Pilgangoora 项目的综合总产能将增加到约 64-68 万吨/年。Mt Marion 扩产项目再度延期，预计 2023 年 5 月开始投产，7 月满产运行。Wodgina 三期项目产能 25 万吨，已预去年底进入调试阶段，目前项目仍在继续测试中，预计 2023 年提供。Core Lithium 旗下的 Finnis 在 2023 年 2 月实现了锂精矿首次生产，交付了 0.35 万吨的锂精矿至达尔文港，预计 5 月装运；第二批 1.5 万吨锂精矿的生产正在进行中，预计 7 月底运输出口。

表 6: 2023 年澳洲新增锂矿产能

公司	项目	2023 新增锂精矿产能	投产时间	项目情况
Pilbara	P680	10 万吨	2023Q4	预计 2023Q3 开始调试, Q4 有望达产; 本季度(2023Q1) 在进行的场内施工为土木工程和混凝土施工, 场外工程包括长期订单和钢铁制造
Mineral Resources	Mt Marion	30 万吨	2023 年 5 月	预计 2023 年 5 月开始投产, 7 月满产运行
Mineral Resources&雅宝	Wodgina 三期	25 万吨	2023 年	2022Q4 已机械完工, 提供额外柔性产能, 进入调试阶段
Alita Resources	Bald Hill	15.5 万吨	2023Q1	2022Q3 已开始预试生产, 预计 2023 年初投产
Core Lithium	Finniss	17.3 万吨	2022 年年底	2 月实现了锂精矿首次生产

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

南美盐湖 2023 年产量增长稳定。SQM 旗下位于智利的 Salar de Atacama 项目是目前产量最大的盐湖, 目前产能 18 万吨/年, 鉴于 2023 年一季度 SQM 销量 3.23 万吨, 环比下降 25%, 预计 2023 年全年产量为 18 万吨。Livent 旗下的 Hombre Muerto 现有产能 2 万吨, 随着扩产产能投产, 预计 2023 年产量 2.4 万吨。Allkem 的 Olaroz 现有产能为 1.75 万吨/年, 预计 2023 年的产能将提升至 4.2 万吨, 目前一季度产量为 4102 吨, 环比下降 4%, 主要受到公司决定一季度后暂停向中国销售现货的影响。预计 2023 年全年南美盐湖总产量约 30.5 万吨, 同比增长 19%。

图 48: 南美盐湖主要碳酸锂产量情况 (万吨)


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

南美盐湖增量集中在 2023 下半年至 2024 年。Atacama 2023 年碳酸锂产能维持 18 万吨, 预计 2023 年末扩产至 21 万吨。Allkem 阿根廷 Olaroz 盐湖二期 2.5 万吨碳酸锂扩产项目的投产时间由 2022 年下半年推迟至 2023 年二季度。Argosy 的阿根廷 Salar del Rincon 盐湖 0.2 万吨项目 2022Q4 开始调试, 预计 2023 年投产。赣锋锂业 Cauchari-Olaroz 盐湖 4 万吨碳酸锂项目已产出碳酸锂, 预计 2023 年下半年将逐渐释放产能形成一定增量。Argosy 阿根廷

Salar del Rincon 盐湖 2000 吨碳酸锂项目已于 2023 年二季度生产首批碳酸锂，预计下半年提供增量。SQM 继续 3 万吨碳酸锂产能扩产、Livent 阿根廷盐湖项目一期碳酸锂产能的扩产、紫金矿业阿根廷 3Q 盐湖一期项目保持进度，将于 2023 年投产。

表 7：2022-2023 年南美盐湖新增产能情况

公司	项目	新增碳酸锂产能 (万吨 LCE)	投产时间	项目情况
SQM	Atacama 盐湖 Carmen 项目	3 万吨	2023 年底	2022 年提升碳酸锂产能至 18 万吨，2023 年继续提升碳酸锂产能至 21 万吨
Allkem	阿根廷 Olaroz 盐湖二期	2.5 万吨	2023 年 H2	Olaroz 盐湖二期 2.5 万吨项目总体建设已完成 98%，预计 6 月进行调试
Argosy	阿根廷 Salar del Rincon 盐湖	0.2 万吨	2023 年 Q2	2023 年 5 月已生产 13.5 吨电池级碳酸锂
赣锋/LAC	Cauchari-Olaroz 盐湖	4 万吨碳酸锂	2023Q2	2023 年 6 月产出第一批碳酸锂，后续会增加 2 万吨
紫金矿业	3Q 盐湖	2 万吨碳酸锂	2023 年底	
Posco	Salar de hombre mueto	0.2+1 万吨碳酸锂计划建成	2023Q2	一期 2024 年上半年竣工
赣锋锂业	Mariana 盐湖	2 万吨氯化锂	2023 年底	-
Livent	阿根廷 Hombre Muerto 盐湖一期	2 万吨	2023Q1、2023Q4	阿根廷盐湖扩产 2 万吨碳酸锂，2023Q1 与 2023Q4 各投 1 万吨
紫金矿业	阿根廷 3Q 盐湖一期	2 万吨	2023 年底	盐田于 2022 年 3 月 20 日开工，碳酸锂工厂于 4 月初动工建设，预计 2023 年底建成投产

资料来源：公司公告，安泰科，中国银河证券研究院

非洲锂矿在中资加持下开发加速推进，集中于 2023 年下半年投产。中矿资源 Bikita 200 万吨锂辉石采选项目与 200 万吨透锂长石矿建项目预计将于 2023 年年中投产；盛新锂能萨比星锂钽矿 20 万吨锂精矿项目目前试生产情况良好，已产出第一批锂精矿；华友钴业 Arcadia 项目所有生产线均已完成设备安装和调试，并以开始试生产，根据公司 3 月发布的公告，已成功生产出第一款产品。Sayona Mining 的 NAL 重启后已经于 2023Q1 投产，产量为 22.6 万吨锂辉石精矿。ABY 公司 Kenticha 一期 20 万吨锂精矿产能项目预计最快于 2023Q2 投产。天华超净投资的 Premier 旗下的 Zulu 锂矿项目受阻。此外，其他地区 Sigma 公司巴西 Grota do Cirilo 锂辉石项目一期 27 万吨锂精矿推迟至 2023 年 4 月开始生产，预计 2023 年 7 月达满，二、三期项目将在 2024 年投产，预计将新增 5 万吨锂精矿/年(约为 6.7 万吨 LCE)；巴西 AMG 的 Mibra 扩产 4 万吨锂精矿项目预计将于 2023Q2 开始投产。

表 8：2022-2023 年非洲与美洲地区锂矿新增产能情况

公司	项目	新增锂精矿产能	投产时间	项目情况
Sigma	巴西 Grota do Cirilo 锂辉石项目一期	27 万吨	2023	2023 年 4 月 18 日正式投产，目前的产能利用率为 75%，预计 2023 年 7 月满产
华友钴业	Arcadia 锂矿	5 万吨 LCE	2023 年 3 月	项目折合约 5 万吨 LCE 产能，已投料试生产，2023 年 3 月已成功生产处第一批产品
Sayona Mining	NAL (Abitibi Hub)	22.6 万吨锂辉石精矿	2023Q1	已经开始试生产

公司	项目名称	产能	投产时间	备注
中矿资源	Bikita 锂辉石 200万吨项目 200万吨透锂长石	61.2万吨 (Li ₂ O 6%)	2023Q2	透锂长石项目扩建后, 预计年产锂精矿 41.2 万吨, 其中透锂长石精矿 30 万吨, 含锂辉石, 锂云母, 锂霞石等混合锂精矿 11.2 万吨; 锂辉石年产锂精矿 30 万吨
AVZ	Manono 锂矿	70 万吨	原计划 2023Q2	Manono 锂锡矿项目的采矿许可正式授予其子公司 Dathcom 矿业公司, 矿山产能将由此前 70 万吨 SC6 锂精矿扩张至 160 万吨
ABY	Kenticha 锂矿一期	20 万吨	2023Q2	一期 20 万吨/年产线的锂精矿预计将在 2023 年二季度开始交付
巴西 AMG	Mibra 扩产项目	4 万吨	2023Q2	将锂精矿产能扩大 4 万吨, 使其年产能达到 13 万吨, 施工于 2022Q2 开始, 调试将于 2023Q1 开始
盛新锂能	萨比星锂钽矿	20 万吨	2023Q2	试生产, 已生产出第一批锂精矿
天华超净	ZULU 锂矿	5 万吨	2023Q1	可将锂精矿的产能提高 5 万吨。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

锂云母成主要国内主要增长点, 受环保调查影响开工率下降。宁德时代开发奉新县视下窝矿区陶瓷土矿, 建设锂云母 4500 万吨采矿与 3300 万吨选矿产能, 预计有望在 2023 年产出, 截至目前进展符合预期。国轩高科的宜丰县割石里矿区水南矿段瓷土矿与白水洞高岭土矿, 布局总计 12.5 万吨 LCE 的锂云母提锂产能, 已取得白水洞、水南段矿的探矿权和采矿权, 白水洞生产规模由现有 25 万吨/年扩能至 150 万吨/年, 已于 2023 年 5 月底取得新的采矿许可证; 水南段矿山于去年底取得了 300 万吨/年开采规模的采矿许可证, 目前开采规模降至 180 万吨/年, 计划于 2023 年 6 月底之前取得安全设施设计批复。宜丰国轩锂业有限公司年产 5 万吨碳酸锂项目一期 (年产 2.5 万吨), 将于 2023 年 6 月 21 日投产, 与其配套的年处理 300 万吨瓷土矿 (含锂) 选矿厂同步在厂房施工, 预计 2023 年 10 月投产。永兴材料 3 万吨碳酸锂产能与去年四季度达产。今年将贡献增量。预计 2023 国内锂云母新增产能在 3 万吨左右, 但参考今年上半年江西地区受到环保调查导致宜春锂盐厂开工率下降, 江西锂云母远期共计增速或收到环保约束而减慢。而国内盐湖提锂受制于开发难度及资源禀赋限制增量有限, 2023 年主要以盐湖股份的 3 万吨项目、金海锂业的大柴旦盐湖、以及金圆股份的捌千错盐湖产能释放为主, 国内锂辉石以现有矿山的产能利用率提升为主。

合计西澳锂矿山、南美盐湖以及国内的锂矿山、盐湖、锂云母外, 再叠加美洲、非洲等其他地区资源以及锂电回收, 预计 2023 年全球锂资源产量为 118 万吨 LCE, 同比增长 40%。

表 9: 全球锂产量预测 (万吨 LCE)

	2020	2021	2022	2023E	2024E
锂辉石	19.2	25.5	35.6	49	70
盐湖	20.1	23.1	34.1	44	51
云母	4.1	5.3	9.2	17	22
黏土	0	0	0	0	0
锂电回收	1	2	5	8	10
合计 (万吨 LCE)	44.4	55.9	84	118	153

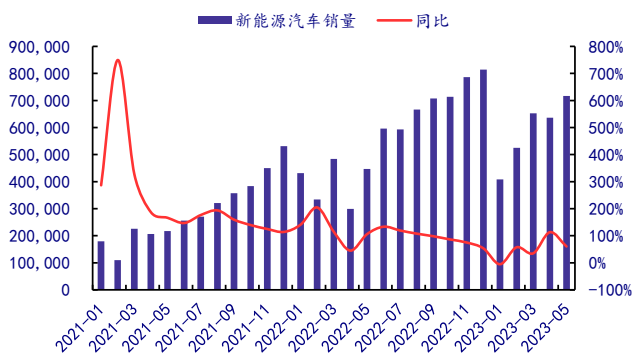
资料来源: Wind, SMM, 安泰科, 中国银河证券研究院

(二) 至暗时刻已过, 新能源需求逐步回升

年初新能源汽车销量的疲软已逐步修复, 新能源汽车增长重回良好势头。2023Q1 受国补

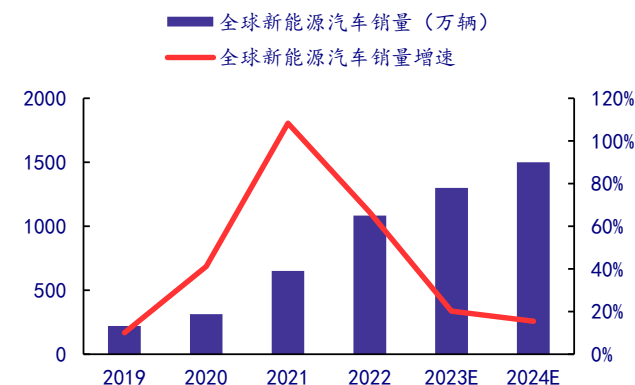
退坡与燃油汽车降价去库存抢占市场等影响，国内新能源汽车销量出现罕见下滑，同环比增速均创历史新低。根据中汽协数据，2023年1月份国内新能源汽车销量为40.8万辆，同比下滑6.3%，环比下降50%。之后，随着新品推出及价格促销力度加大，新能源车市场逐步回暖，车企排产逐渐提升，截至5月，国内新能源汽车实现累计销量294万辆，累计同比增速回升至46.8%，市场占有率达27.7%。根据TrendForce统计，2023年一季度全球新能源车销量为265.6万辆，同比增长28%，海外新能源汽车市场增长势头仍良好。

图 49：国内新能源汽车销量与销量增速



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

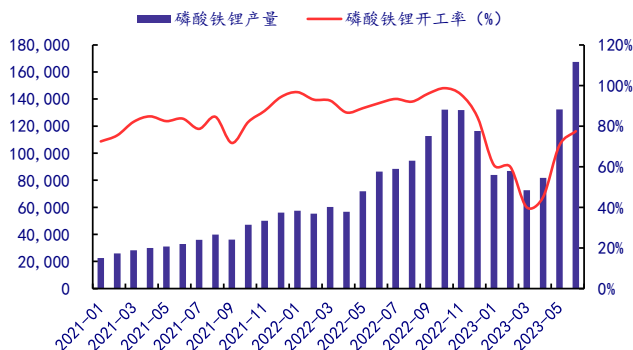
图 50：全球新能源汽车销量与销量增速



资料来源：EV sales, EVtank, 中国银河证券研究院

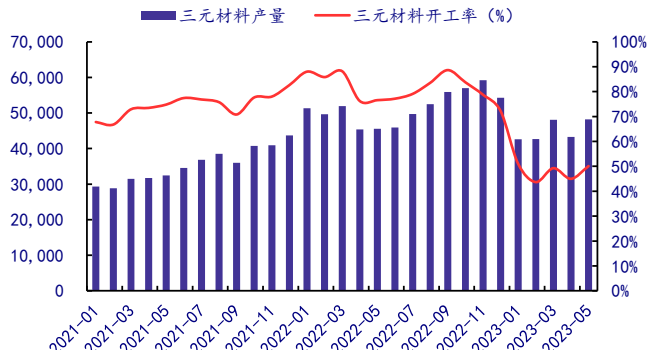
锂电产业链去库已基本结束，终端回暖拉动产业链开工率回升。自2022年底开始，受终端动力市场增速放缓，以及锂电产业链电池企业去库存影响，正极材料厂产量及开工率均出现大幅下降，百川盈孚数据显示，国内三元材料厂1月开工率仅为51%，同比下滑37%，磷酸铁锂厂开工率为60.82%，同比下滑36%。下游终端减产延产业链向上传导，今年一季度锂电产业链整体以去库存为主线，据高工产业研究院GGII统计2023Q1国内锂电池企业去库存超35GWh，以此去库速度锂电行业或将在Q2完成去库回到40-50GWh的正常库存水平。而材料方面根据百川盈孚统计，2023年一季度末国内磷酸铁锂和三元材料的工厂库存较去年底均下降近30%。二季度开始，新能源汽车销量回暖拉动锂电池企业的采购，正极材料厂开工率和产量逐步回升，并开始向上游补原材料库存，锂盐需求也逐步回暖。

图 51：磷酸铁锂产量及开工率



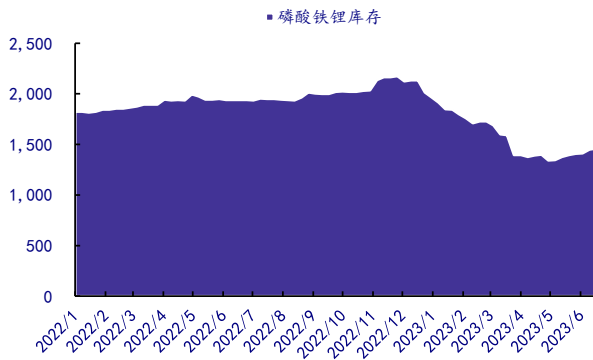
资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

图 52：三元材料产量及开工率



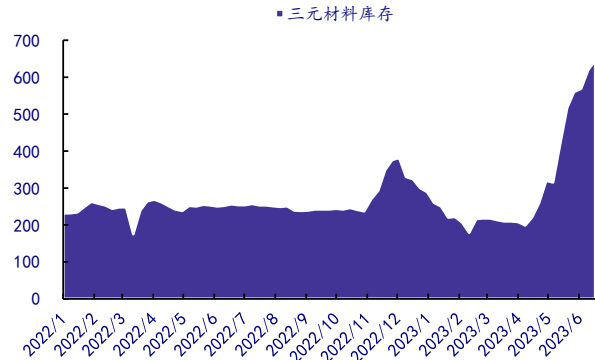
资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

图 53: 国内磷酸铁锂工厂库存 (吨)



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究院

图 54: 国内三元材料工厂库存 (吨)



资料来源: EV sales, EVtank, 中国银河证券研究院

政策仍在为新能源汽车发展提供支持。自今年年初中央一号文提出鼓励有条件地区开展新能源汽车下乡以来, 相关支持政策及活动相继落地, 对新能源产业链起到明显支持作用, 各地区关于促进汽车消费相关优惠政策逐步落地, 郑州、沈阳、海南、深圳等地已陆续发放消费券或消费补贴。6 月 21 日, 财政部、税务总局和工信部制发《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》, 对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税。在国务院政策例行吹风会上关于大力推动新能源汽车高质量发展的发言, 工信部副部长辛国斌在表示, 将加大工作力度推动新能源汽车产业高质量发展, 支持中国新能源车相关企业走出国门到境外投资设厂; 将制定促进锂资源产业发展实施方案, 加快重点矿产项目开发; 加快提升城市公交等车型的电动化比例。6 月 28 日, 国家统计局工业司统计师孙晓解读 5 月份工业企业利润数据时表示, 受汽车销售较快增长、新能源汽车产销两旺、投资收益增加等因素共同作用, 汽车制造业利润增长 1.02 倍。

表 10: 2023 年上半年新能源车产业链相关支持政策

时间	机构	发布文件/举措
2 月 13 日	中央一号文	鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡
5 月 14 日	发改委、能源局	《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》
6 月 8 日	商务部	组织开展“百城联动”等汽车促消费活动, 进一步丰富农村新能源汽车产品供应
6 月 15 日	工信部、发改委等	组织开展 2023 年新能源汽车下乡活动, 时间为 2023 年 6 月-12 月, 参与活动车型共有 69 款
6 月 21 日	财政部、税务总局等	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》

资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

在新能源车下乡、免征购置税政策延长等相关政策支持下, 叠加下半年大量新车型推出市场有望提升新能源汽车整体销售热度, 预计 2023 年下半年新能源汽车消费有望得到提振。根据银河电新测算, 结合乘联会及 IEA 预测, 预计 2023 年国内新能源汽车销量 850 万辆, 同比增长 26.3%; 全球新能源汽车销量 1400 万辆, 同比增长 29.3%。在新能源汽车终端需求复苏的带动下, 预计 2023 年全球锂需求量约 112 万吨, 同比增长约 34%。

表 11: 全球锂需求预测 (万吨 LCE)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
动力锂电池	12	15.6	31.5	52	72.1	88.4
3C 消费电子电池	4.1	5.2	4.3	5	5	6
储能电池	1.3	2.1	3.5	6.6	13.7	22.1
其他锂电池	1.9	2.6	3.8	4.6	5.3	6.1
玻璃	4.6	4.7	5.1	5.4	5.6	5.7
陶瓷	4.1	4.2	4.7	5.1	5.4	5.6
润滑脂	1.7	2	2.1	2.3	2.4	2.5
其他	0.8	2	2	2	2	2
全球锂总需求合计	30.5	38.4	57.0	83	112	139

资料来源: Wind, 安泰科、百川盈孚、乘联会、IEA 中国银河证券研究院

(三) 下半年供需边际改善, 锂价有望企稳

2023 年全球锂资源供给宽松, 过剩主要集中在一季度, 下半年产业链修复、供需边际改善, 锂价将明显强于上半年。从供需平衡表来看, 2023 年全球锂资源供给预计有 6 吨过剩, 虽有过剩但处于可接受的健康范围内, 且过剩主要集中在一季度。虽然澳洲与南美产能建设的延期释放所需要一定的过程, 2023 年新增产能主要集中在 2023 年下半年或 2024 年释放产量。但国内新能源汽车需求的复苏以及锂电产业链去库的完成, 材料厂与电池厂排产持续的环比提升, 将使 2023 年下半年锂盐的供需格局较上半年有明显的好转。

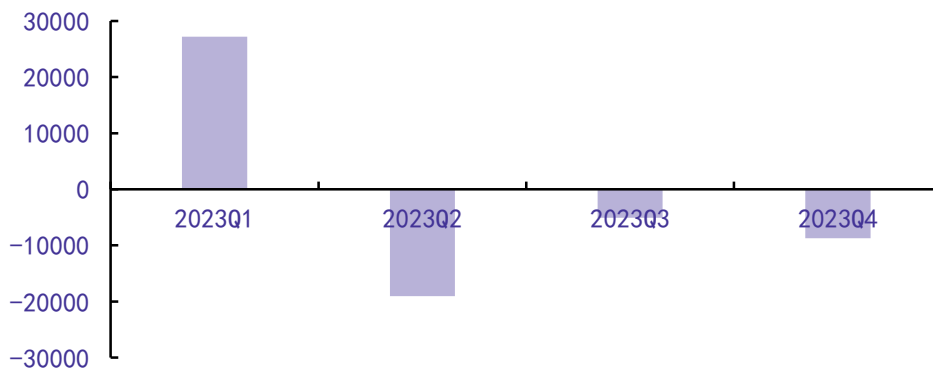
表 12: 全球锂供需平衡表 (万吨 LCE)

	2020	2021	2022	2023E	2024E
全球锂资源供给	44.4	55.9	84	118	153
全球锂需求	38.4	58.0	83	112	139
全球锂资源供需平衡	6	-2.1	1	6	14

资料来源: Wind, 安泰科, SMM, 中国银河证券研究院

图 55: 2023 年国内碳酸锂供应过剩集中在上半年

国内碳酸锂季度供需平衡 (吨)

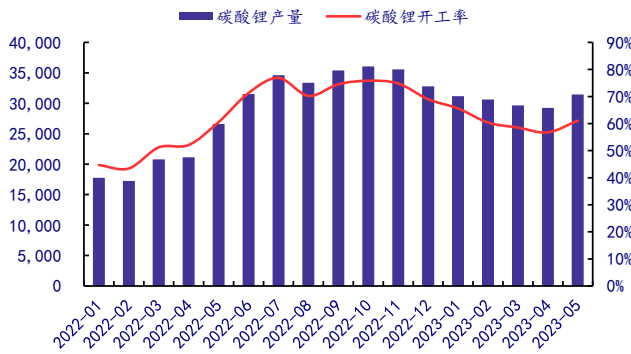


资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

2023年1-4月上游疲软传导至锂盐累库、价格大幅下跌，5-6月行业复苏锂盐被动去库、价格企稳反弹。2022年底至2023年4月，受到上游正极材料厂大幅减产导致对下游采购量的影响，锂盐厂库存进入累库阶段。百川盈孚数据显示，在此期间，碳酸锂工厂库存由7202吨增至55039吨，增幅达664%，氢氧化锂工厂库存由943吨增至30306吨，增幅达3114%。随着年初正极厂备货放缓和贸易商抛售，锂盐价格进入下行通道，电池级碳酸锂均价由2022年高点59.2万元/吨将至2023年低点17.3万元/吨，降幅71%；电池级氢氧化锂均价由高点57.6万元/吨降至19.3万元/吨，降幅66%。锂盐价格大幅下降导致锂盐厂主动减产，今年一季度碳酸锂行业开工率由69%降至58%，氢氧化锂行业开工率由47.5%降至35%。

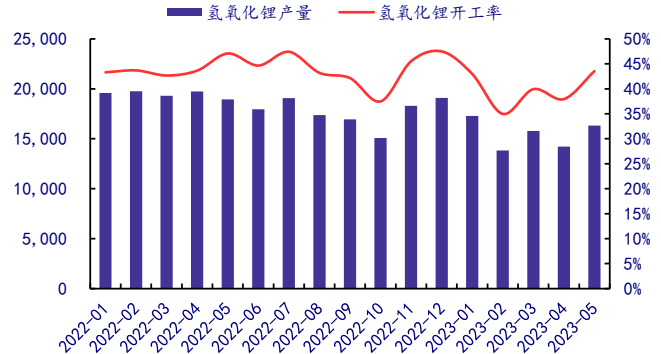
今年二季度，在终端新能源汽车消费复苏带动下，正极厂开工率显著回升，锂盐需求回暖，锂盐库存进入被动去库周期，截至2023年6月23日，碳酸锂和氢氧化锂工厂库存分别较4月高点降低34%和41%，库存去化效果显著。电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂价格分别回升至30.4万元/吨和30.5万元/吨，较年内低点涨幅分别达76%和58%，价格反弹并企稳。

图 56: 国内碳酸锂产量及开工率 (吨)



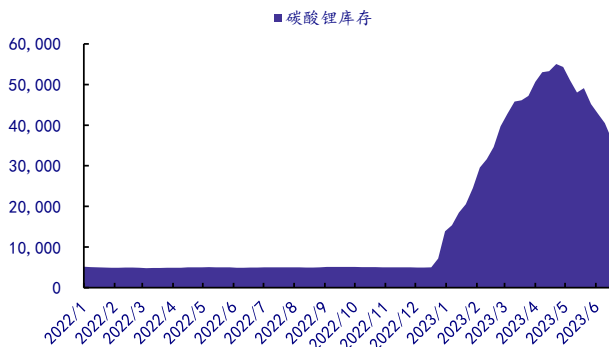
资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

图 57: 国内氢氧化锂产量及开工率 (吨)



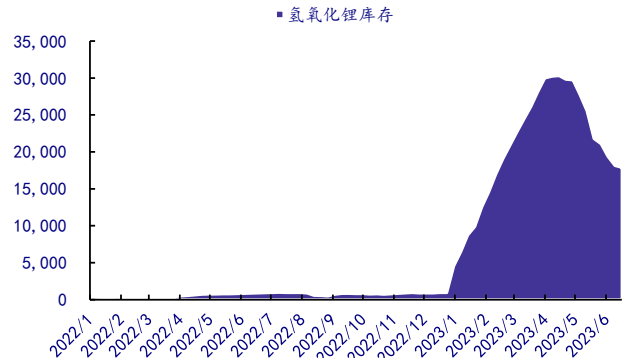
资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

图 58: 国内碳酸锂工厂库存 (吨)



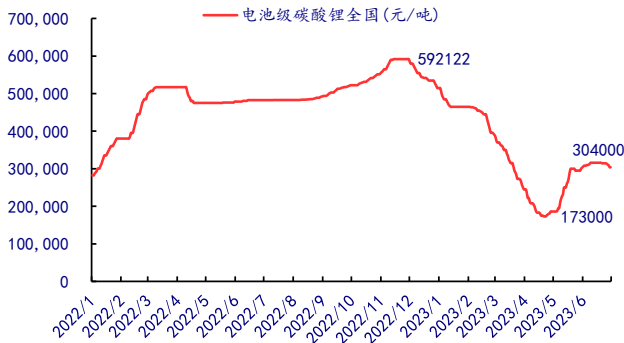
资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

图 59: 国内氢氧化锂工厂库存 (吨)



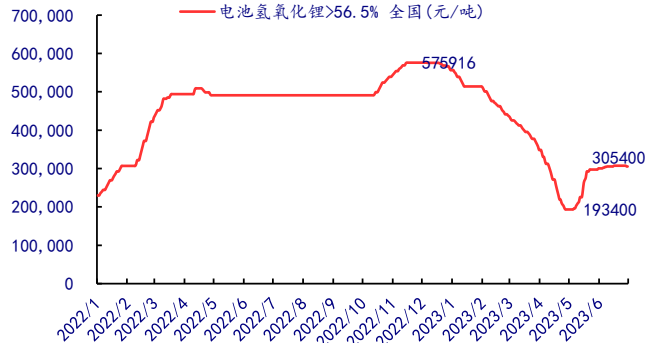
资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

图 60: 电池级碳酸锂价格 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

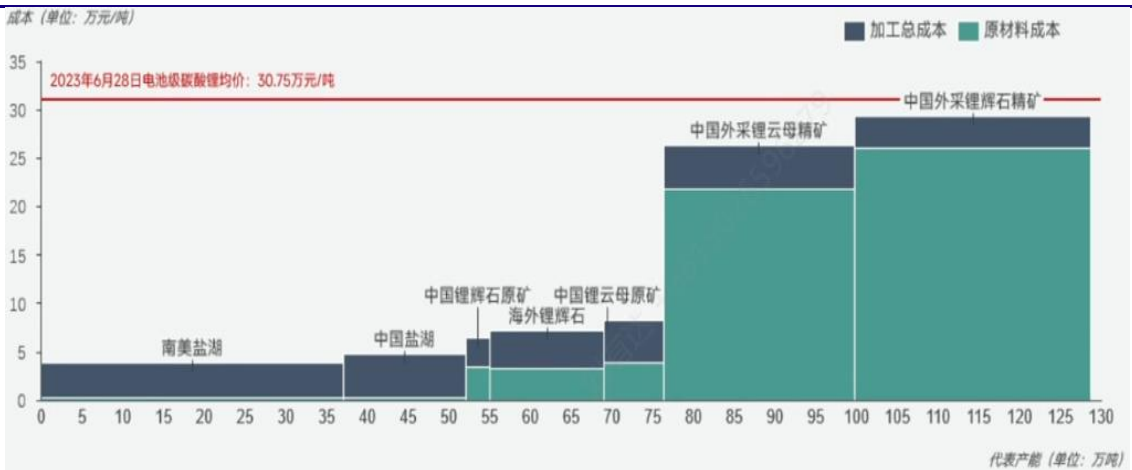
图 61: 电池级氢氧化锂价格 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

极端供需环境过后, 下半年成本对锂价也将有支撑。根据安泰科统计, 2022 年我国锂原料供应结构中, 锂辉石占比 57%、锂云母占比提升至 18%、盐湖占比 16%、回收占比 9%, 锂辉石仍占主导, 而锂辉石供应中 93% 来自澳大利亚进口。以占比最大, 也是整个锂行业成本曲线最顶端的澳大利亚锂辉石为例, 根据百川盈孚数据, 以目前澳大利亚锂辉石 (Li₂O=5% minCFR 中国) 价格 3850 美元/吨, 生产单吨碳酸锂矿石成本在 25 万元/吨以上。而在下半年锂行业供需边际改善的情况下, 处于今年锂需求范围内的澳洲锂精矿制碳酸锂产能成本也将对锂价有较强支撑。

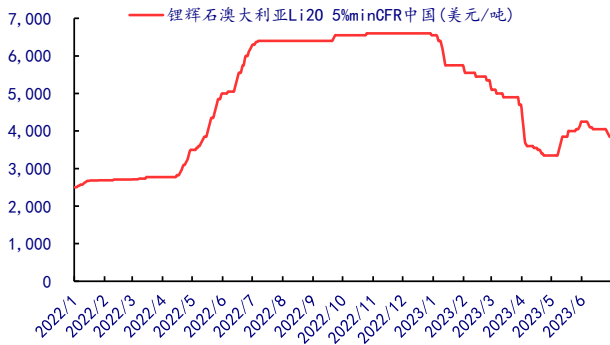
图 62: 2023Q2 锂行业成本曲线



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

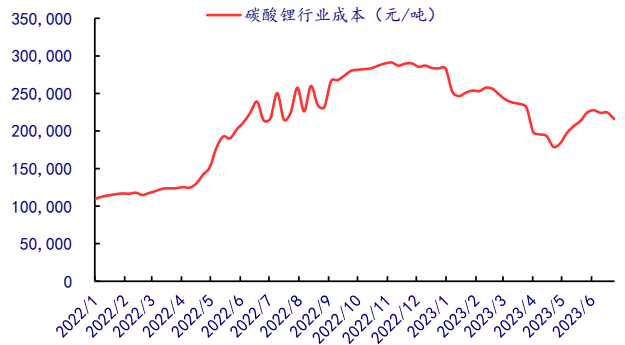
今年以来, 碳酸锂行业整体成本在 18-26 万元/吨区间内波动, 而碳酸锂价格在 17-30 万元/吨间波动, 行业盈利仅在 4 月下旬出现了短暂的亏损情况, 其余时间行业利润均为正, 可见锂行业成本对锂价具备较强支撑。下半年, 随着国内新能源产业链复苏, 在供需结构边际改善与成本支撑下, 锂价大概率不会出现一季度大幅下跌的状况, 有望维持在 25-30 万元/吨的价格水平左右。

图 63: 澳洲锂辉石价格



资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

图 64: 碳酸锂行业成本



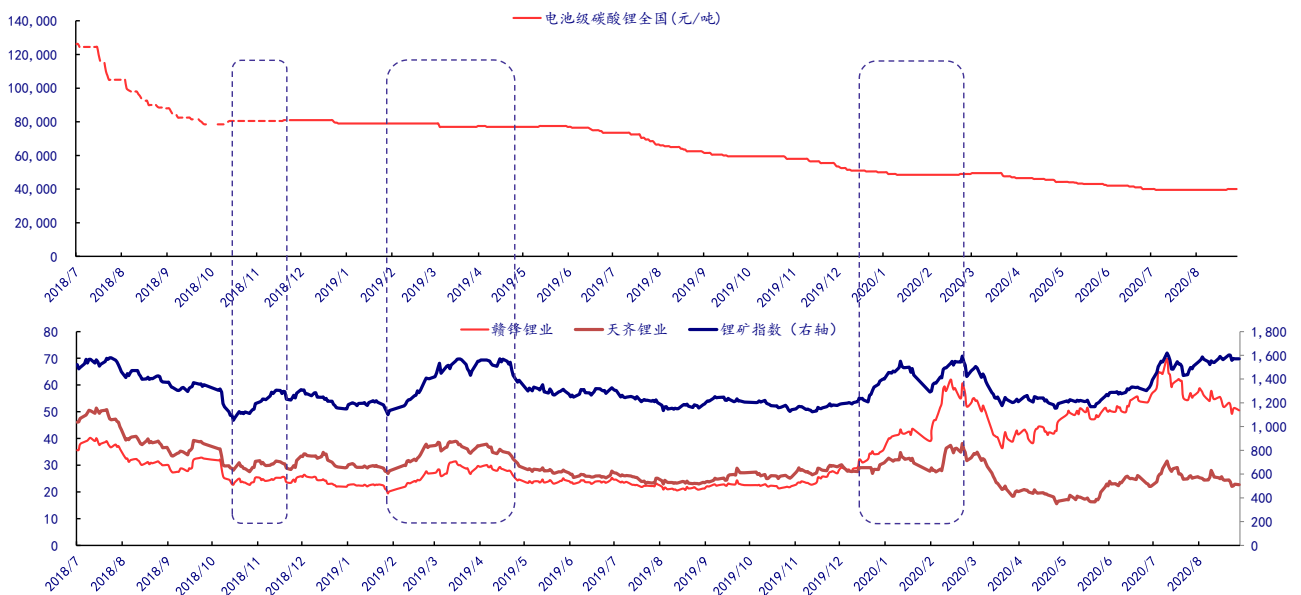
资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

(四) 锂价企稳反弹, 估值底部的锂矿股具备修复空间

锂矿股估值已回调至历史底部, 具备较大修复空间。回顾上一轮锂价完整的波动周期, 受到新能源汽车抢装放量以及龙头企业新增供给低于预期引发的供需失衡影响, 碳酸锂价格在 2017 年 3 月至 2017 年 12 月上涨近 30%。随后由于海外新建锂矿放量, 供应大量过剩, 锂盐价格在成本线附近徘徊, 导致 2018-2020 年间锂价经历下跌回调。

通过观察这轮锂价上涨行情之后、锂价下行期间锂矿股的表现可以发现: 在锂价下跌时, 锂矿股随之下跌; 在锂价止跌企稳后, 锂矿股往往迎来估值的修复, 产生较大规模的反弹行情。2018 年 10-11 月期间, 锂价首次止跌企稳, 锂矿指数累计涨幅 23%; 随后, 2019 年 1-3 月、2020 年 1-2 月期间, 随着锂价再次经历下跌后企稳, 锂矿指数分别累计上涨 37%和 14%。

图 65: 2018-2020 锂价下跌期间锂矿股表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2023 年二季度以来，新能源汽车需求复苏向好，拉动锂盐需求量上升，库存持续去化，当前碳酸锂价格距离年内低点已反弹 75%，已具备了此前一轮锂价下行大周期下，锂价企稳，锂矿股估值修复进行反弹行情的条件。而当前锂矿股估值远低于上一轮锂价上涨周期结束后进入下行期，锂价下跌企稳、锂矿股反弹时的最低估值。且由于近两年新增锂矿产能较此前已大幅增加，导致锂行业整体边际成本抬升，边际成本曲线更为陡峭，这使此次锂价止跌企稳后反弹幅度较此前更为强劲，也将令具备低成本优势的龙头锂矿股具备更大的估值修复空间。

表 13：上一轮锂价上涨周期结束后三次锂价回调企稳时锂矿股估值情况

	当前 PE (TTM)	2018 年 10 月-11 月			2019 年 1 月-3 月			2020 年 1 月-2 月		
		最小 PE	最大 PE	PE 修复幅度	最小 PE	最大 PE	PE 修复幅度	最小 PE	最大 PE	PE 修复幅度
赣锋锂业	6.3	17.5	21.5	22%	16.3	34.0	109%	102.8	179.7	75%
天齐锂业	4.5	12.7	16.3	29%	13.3	20.1	52%	62.4	86.6	39%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2023Q2 新能源汽车终端需求回暖，锂电产业链完成去库存，上游锂行业需求逐步恢复，渡过最为艰难时刻，锂价在大幅回落后企稳反弹。2023 年下半年在新能源需求持续好转的支撑下锂行业供需结构将进一步边际改善，锂价有望稳定。锂价的企稳，有助于市场对于锂行业企业业绩预期的稳定。目前锂矿板块上市公司均处于较低水平，在锂价企稳反弹与新能源产业景气回升下，锂矿企业有望迎来估值修复，建议关注拥有优质锂资源开发增量的高成长性锂矿企业中矿资源、天齐锂业、永兴材料、雅化集团。

表 14：锂行业相关上市公司推荐标的

代码	公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)		PE		PB
				2023E	2024E	2023E	2024E	
002466.SZ	天齐锂业	1,115	4.5	11.51	10.40	6.1	6.7	2.2
002738.SZ	中矿资源	363	10.0	5.07	7.85	9.0	6.5	3.2
002756.SZ	永兴材料	338	5.2	11.94	7.63	8.1	8.2	2.6
002497.SZ	雅化集团	208	5.1	2.33	2.43	7.7	7.4	1.9

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：以 2023 年 6 月 30 日收盘价为基准

四、投资策略

2023 年上半年国内经济回暖强度与海外流动性的宽松不及预期，但国内经济复苏与美联储加息进入尾声的方向是明确的，虽有波折但周期终会到来。2023 年下半年国内经济继续复苏与美联储大概率结束加息下，有色金属行业或将迎来业绩筑底与行业景气度的拐点，目前处于历史底部的 A 股有色金属行业估值有望率先获得修复。从周期运行进程看，2023 年下半年率先受益于海外流动性拐点的黄金板块，在美联储大概率在 Q3 结束加息，Q4 市场开启美联储降息预期，有望驱动金价进入中期上涨周期，建议关注山东黄金、中金黄金、银泰黄金、紫金矿业。而下半年国内经济继续回暖，度过新能源汽车终端疲软与锂电产业链去库最艰难时刻的锂行业，其需求在边际上将得到较大弹性的改善，估值底部锂板块有望迎来反弹良机，建议关注中矿资源、天齐锂业、永兴材料、雅化集团。

五、风险提示

- 1) 国内经济复苏不及预期;
- 2) 美联储货币政策收缩超出预期;
- 3) 有色金属下游需求不及预期;
- 4) 矿山新增产能投放快于预期;
- 5) 有色金属价格大幅下跌。

插图目录

图 1: A 股一级行业 2023 年上半年涨跌幅	2
图 2: A 股有色金属二级子行业 2023 年上半年涨跌幅	2
图 3: A 股有色金属三级子行业 2023 年上半年涨跌幅	2
图 4: 2023 年上半年国内经济复苏强度逐步走弱	3
图 5: 2023 年年初后有色金属行业景气度下滑	3
图 6: 有色金属价格在 2023 年年初后出现明显下行趋势	3
图 7: 2023 年上半年国内有色金属行业利润总额累计增速下行	3
图 8: 2023 年上半年有色金属各品种价格涨跌幅	4
图 9: 有色金属行业估值及溢价分析	4
图 10: 有色金属行业 PE 估值	5
图 11: 有色金属行业 PB 估值	5
图 12: 目前有色金属行业 PE 估值处于 1.12% 的历史分位	5
图 13: 目前有色金属行业 PB 估值处于 9.14% 的历史分位	5
图 14: 国内房地产竣工面积快速回暖	6
图 15: 美联储 6 月点阵图显示至 2023 年底仅有 50 个基点加息空间, 加息周期进入尾声	6
图 16: 2023 年上半年美联储放缓加息节奏, 黄金价格由弱转强	7
图 17: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速	8
图 18: 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速	8
图 19: 美国 5 月 CPI 同比主要拉动项拆分	8
图 20: 美国 5 月 CPI 环比主要拉动项目拆分	8
图 21: 美国能源同比维持大幅通缩 (%)	8
图 22: 美国食品价格回落进一步确认 (%)	8
图 23: 美国商品通胀不构成显著压力 (%)	9
图 24: 美国居住成本对 CPI 的拉动保持放缓 (%)	9
图 25: 美国居住成本以外的服务价格也在下降 (%)	9
图 26: 美国时薪保持回落趋势, 不易增加服务价格压力 (%)	9
图 27: 2023 年下半年美国 CPI 与核心 CPI 同比增速预测	9
图 28: 美国经济仍在缓慢下滑中, 只是服务业有支撑 (%)	10
图 29: 美国居民超额储蓄或在 23 年底、24 年初花完	10
图 30: 美债期限利率倒挂是预测美国经济衰退的可靠指标	10
图 31: 美国信贷增速没有显著恶化, 但也在回落 (%)	10
图 32: 美国失业率或将在 2023 年年底升至 4% 以上	11
图 33: 阻碍美国进入衰退的劳动力市场也在继续弱化 (%)	11
图 34: 长期通胀预期稳定, 也不构成再度大幅加息的理由 (%)	11
图 35: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率	11
图 36: 美联储加息放缓→加息终结→降息预期升温, 引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行	12
图 37: 上一轮 2018-2020 年黄金牛市启动于 2015-2018 年加息周期末尾、2019-2020 年降息周期开启前	12
图 38: 各国央行加大了黄金储备	14
图 39: 美元指数走势	14
图 40: 黄金价格走势	15
图 41: 黄金价格上涨拉动 A 股黄金板块业绩	15
图 42: Comex 黄金期权与期货基金多头持仓	15
图 43: 黄金 ETF 持仓量	15
图 44: A 股黄金板块动态 PE-Bands	16
图 45: A 股黄金板块历史 PE 分位	16
图 46: 国内黄金价格涨幅与 A 股黄金板块超额收益率具有较强相关性	16
图 47: 澳洲主要锂矿产量情况 (万吨)	18
图 48: 南美盐湖主要碳酸锂产量情况 (万吨)	19
图 49: 国内新能源汽车销量与销量增速	22

图 50: 全球新能源汽车销量与销量增速	22
图 51: 磷酸铁锂产量及开工率	22
图 52: 三元材料产量及开工率	22
图 53: 国内磷酸铁锂工厂库存 (吨)	23
图 54: 国内三元材料工厂库存 (吨)	23
图 55: 2023 年国内碳酸锂供应过剩集中在上半年	24
图 56: 国内碳酸锂产量及开工率 (吨)	25
图 57: 国内氢氧化锂产量及开工率 (吨)	25
图 58: 国内碳酸锂工厂库存 (吨)	25
图 59: 国内氢氧化锂工厂库存 (吨)	25
图 60: 电池级碳酸锂价格 (元/吨)	26
图 61: 电池级氢氧化锂价格 (元/吨)	26
图 62: 2023Q2 锂行业成本曲线	26
图 63: 澳洲锂辉石价格	27
图 64: 碳酸锂行业成本	27
图 65: 2018-2020 锂价下跌期间锂矿股表现	27

表格目录

表 1: 黄金在加息周期结束至下一轮降息周期开启的过程中收益率有明显改善.....	12
表 2: 1980 年以来的美元大周期.....	14
表 3: A 股黄金行业相关上市公司权益产量与储量.....	16
表 4: A 股黄金行业相关上市公司业绩弹性与估值.....	17
表 5: A 股黄金行业相关上市公司推荐标的.....	17
表 6: 2023 年澳洲新增锂矿产能.....	19
表 7: 2022-2023 年南美盐湖新增产能情况.....	20
表 8: 2022-2023 年非洲与美洲地区锂矿新增产能情况.....	20
表 9: 全球锂产量预测 (万吨 LCE).....	21
表 10: 2023 年上半年新能源车产业链相关支持政策.....	23
表 11: 全球锂需求预测 (万吨 LCE).....	24
表 12: 全球锂供需平衡表 (万吨 LCE).....	24
表 13: 上一轮锂价上涨周期结束后三次锂价回调企稳时锂矿股估值情况.....	28
表 14: 锂行业相关上市公司推荐标的.....	28

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：华立，金融投资专业硕士研究生毕业，2014 年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

分析师：阎予露，2021 年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_vj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_vj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_vj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_vj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tanganmanling_bj@chinastock.com.cn