

# 金属行业2023半年度展望：关注周期性、成长性及对冲性的配置价值

2023年07月06日

看好/维持

有色金属 行业报告

分析师

张天丰 电话：021-25102914 邮箱：zhang\_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520100001

## 投资摘要：

**金属行业仍处供给周期底部。**行业的供给制约体现为弱供给及低库存。从弱供给角度观察，全球矿端勘探投入低迷所导致的主要矿山产出增速在近20年内维持平缓，中国金属行业固定资产投资累计完成额趋势性下滑且主要金属产量累计增速10年延续低位运行。低库存角度观察，金属产业链库存系统性偏低。全球金属交易所显现库存持续处于低位，中国金属行业显性库存可用天数亦降到十年极低水平（部分已低于2.5天）；此外，从国内工业金属产业链库存角度观察，冶炼厂、加工企业、制品企业的产成品及原材料库存均有去化且处数年低位，鉴于当前期现倒挂的商品数量已创近十年最高，需求的强韧性有望推动产业链补库存的弹性。而从近十年数据观察，三次补库小周期的显现均有效提振金属行业估值水平。

**金属行业已显现较强成长性。**行业成长聚焦于新能源、新基建产业链的相关金属原材料的需求扩张。成长属性体现于新能源基建持续执行所推动的各金属品种需求曲线的系统性右移，具体包括新能源产业链（汽车产业链及发电产业链），存储及产业升级链（储能、温控以及电机设备升级等）以及再生能源低碳循环产业链的扩张及优化。行业的成长性源于政策的有效性 & 项目的实际执行力度，鉴于当前新能源产业链细分行业已经出现产销规模的结构性扩大，中国制造业占GDP比例亦出现再次攀升均显示了政策引导的有效性 & 项目执行的有效性。从品种角度观察，新能源金属（导电、储能、轻量化、催化、合金性能优化等要素金属）及金属粉末新材料（代表冶金最上游的原材料端）成长属性强且成长空间大，这种偏强的成长属性有助于弱化流动性因素对于定价的扰动，亦有助于优化相关板块估值由周期性向成长性转变。

**金属行业依然面临对冲性的冲击。**对冲主要聚焦于“胀”与“不确定”风险，主要对冲标的资产为黄金。通胀角度观察，当前全球经济体仍处系统性的高通胀阶段（至22年10月），考虑到全球利率市场的极端冲击已过（2022年全球央行累计加息超290次），利率冲击弱化叠加经济增长或令全球显现阶段性滞胀。历史数据显示，黄金在滞胀阶段平均回报率近20%，在历史四个FED紧缩周期下12个月平均回报率为7.6%，显示黄金资产具有较强的抗通胀溢价。而从风险角度观察，黄金与多类风险资产相关性均小于30%，近40年内出现的11次高风险事件中黄金资产取得正收益概率高达91%，显示黄金资产具有较强的避险属性。此外，黄金供需基本面延续紧平衡态势（矿端供给增速有限，金饰金条及央行购金等实物需求出现系统性攀升），对冲属性的强化有助黄金资产配置属性的提升。

**投资建议：建议关注周期、成长及对冲三条主线。**金属行业配置属性显现优化，行业景气度及基金持仓比例双抬升。从行业景气度观察，有色行业盈利能力（行业平均毛利升至12.75%）、运营能力（平均负债率由58%降至50.6%，费用率由5.26%降至2.64%）及回报能力（股息率由0.53%增至1.42%，平均ROE由0.66%升至18.28%）均出现有效提升（20-22），显示成长属性强化对行业景气度攀升起到实质性的推动。从基金持仓角度观察，有色行业基金持仓比例由2020年1.32%大幅增至3.78%，其中能源金属及其他金属自22Q2持仓结构出现分化，能源金属持仓回落明显（3.75%=>1.27%），但工业金属（0.78%=>1.47%）、贵金属（0.21%=>0.62%）及金属新材料（0.05%=>0.2%）同期持仓出现趋势性增加。鉴于基金持仓比例提升幅度明显大于行业总市值比例提升幅度（基金持仓+259BP，行业同期市值占比+71BP），可有效反映行业配置属性已出现的实质性优化。考虑到金属行业景气度的系统性攀升以及我们认为金属行业在2023年下半年需关注三条主线，分别是仍处供需紧平衡状态下工业金属的补库弹性释放（以铜行业为代表），行业成长属性强化下新材料金属的需求曲线右移（以金属软磁粉为代表），以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的黄金行业。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

相关公司：金诚信、铂科新材、银泰黄金。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

## 目 录

<b>1. 金属行业供给刚性与需求韧性间仍存博弈</b>	<b>6</b>
1.1 金属行业的供给周期仍处底部	6
1.1.1 金属行业的供给端增速结构性疲弱	6
1.1.2 金属行业库存周期亦处底部	8
1.1.3 金属行业需求的韧性由持续稳定的现货升水印证	9
1.2 金属行业成长属性已出现实质性攀升	9
1.2.1 新能源基建提振多金属品种需求曲线右移	9
1.2.2 政策的有效支持推动细分行业产销规模持续性攀升	10
1.3 产业链库存周期切换或优化金属行业估值水平	11
<b>2. 关注周期性、成长性及对冲性的品种配置价值</b>	<b>11</b>
2.1 铜：矿端供给增速攀升，中国供需仍处结构性偏紧，关注库存周期抬头所带来的预期差逆转	11
2.1.1 铜精矿供给速度增长，中国精铜产量占比攀升	12
2.1.2 铜消费有韧性，2020-2023 年全球累计阶段性铜消费或总计上涨 7.9%	13
2.1.3 中国铜消费仍有远期良性展望：2020-2025 铜消费 CAGR 或达 5.2%	13
2.2 金属粉末新材料：成长属性优化，行业成长空间打开及进口替代效应加强	18
2.2.1 积极的产业政策有助扩容金属粉末行业成长空间	18
2.2.2 羰基铁粉行业供需结构偏紧矛盾或逐渐显现	19
2.2.3 金属软磁粉行业已进入加速成长期	22
2.3 黄金交易的配置有效性开始显现	23
2.3.1 黄金供需基本面延续紧平衡态势：矿产金供给低增速，需求格局发生质变，生产成本趋势性上涨	24
2.3.2 黄金金融端定价逻辑再梳理——避险、通胀及加息对金价的定价影响	27
<b>3. 投资建议及相关公司</b>	<b>30</b>
3.1 金属行业景气度已呈现系统性抬升	30
3.2 金属行业配置属性持续增强	31
3.3 投资建议	32
3.3.1 关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值	32
3.3.2 相关公司	32
3.3.3 风险提示	35

## 插图目录

图 1：全球矿山勘探投入自 2014 年期持续低迷	6
图 2：全球主要矿山产出增速在近 20 年内维持平缓	6
图 3：中国采矿业景气指数自 21Q2 起全面回落	6
图 4：中国十种有色金属产量累计增速近十年低位运行	6
图 5：金属行业固定资产投资累计完成额趋势性低迷，产能释放滞后且刚性	7
图 6：金属供给端刚性推动价格弹性放大，金属价格波动率已创历史新高	7
图 7：主要金属品种全球显性库存走势图	8
图 8：伦敦基本金属注销仓单占比走势图	8

图 9: 中国显性金属量占全球比例 (截止至 23 年 6 月)	8
图 10: 中国基本金属库存可用天数	8
图 11: 上海基本金属升水状况	9
图 12: 伦敦基本金属升水状况	9
图 13: 新能源基建对部分金属行业的指引架构	9
图 14: 国家八大战略新兴产业	9
图 15: 增长结构变化--制造业占 GDP 比重持续性攀升	9
图 16: 全国重点开工项目累计投资额变化情况	9
图 17: 期现倒挂商品数量已创十年最高	11
图 18: 近十年内三次原材料补库均优化金属行业估值水平	11
图 19: 全球铜矿产量增长图 (虚线为预估值)	12
图 20: 铜 TC 反弹显示矿端供给边际宽松	12
图 21: 中国人均铜消费量预测	13
图 22: 全球阶段性铜消费及增速 (以四年为周期)	13
图 23: 中国铜材月增长率及 PMI 生产指标对比图	13
图 24: 中国铜消费主要领域集中于电力、家电、运输及建筑	13
图 25: 铜板带箔开工率走势图 (2016-2023M5)	14
图 26: 铜杆开工率走势图 (2016-2023M5)	14
图 27: 电线电缆开工率走势图 (2016-2023M5)	15
图 28: 铜材开工率走势图 (2016-2023M5)	15
图 29: 中国铜行业 PMI 保持韧性增长, 但电子行业略疲软	17
图 30: 中国铜产业链产成品库存比整体偏低	17
图 31: 全球羰基铁粉市场规模测算 (百万美元)	19
图 32: 全球羰基铁粉市场规模成长性预测	19
图 33: 中国粉末冶金行业市场规模	20
图 34: 中国钢铁粉末市场销量及预测	20
图 35: 中国粉末冶金行业市场规模	21
图 36: 全球吸波材料市场规模不同时期的 CAGR 表现	21
图 37: 羰基铁粉应用领域结构图	21
图 38: 中国羰基铁粉市占率变化	21
图 39: 软磁粉行业上下游产业链	22
图 40: 软磁粉芯产品系列迭代图	22
图 41: 金属软磁粉芯下游应用领域占比	22
图 42: 电感元件解决方案及终端应用	22
图 43: 中国金属软磁粉芯市场规模及需求预测	23
图 44: 全球金属软磁粉芯市场规模及需求预测	23
图 45: 黄金定价逻辑树状图	23
图 46: 全球地上黄金总存量 20.53 万吨, 金饰占比 45.7%	23
图 47: 全球矿产金供应增速已呈现趋势性下滑	24
图 48: 全球回收金供应增速近十年趋近于零	24
图 49: 全球黄金 AISC 生产成本已升至近 1300 美元/盎司	24

图 50: 全球黄金供给比例 .....	24
图 51: 全球黄金总需求在经历 2020 年疫情冲击后开始修复 .....	25
图 52: 黄金消费趋势显示央行购金及黄金 ETF 增速较快 .....	25
图 53: 巴塞尔协议 III 在 2019 年 3 月 29 日执行 .....	26
图 54: 巴塞尔协议 III 对于央行持有黄金类资产属性的再定义 .....	26
图 55: 主要黄金储备国黄金资产占本国外储比例 .....	26
图 56: 全球央行黄金储备量及金价 .....	26
图 57: 黄金实物持仓 ETF 增量明显 .....	26
图 58: 季度黄金 ETF 区域流动跟踪图 (23Q2+34.5 吨) .....	26
图 59: 各高风险阶段不同资产的回报率表现 .....	27
图 60: 全球地缘政治风险依然较高 .....	28
图 61: 在不同周期阶段黄金年均回报率均保持稳定 .....	28
图 62: 2000 年至今主要汇率黄金的实际回报率 .....	28
图 63: 名义金价及通胀调整后的实际金价 .....	28
图 64: 黄金在不同通胀阶段下的回报率表现 .....	29
图 65: 黄金在滞涨阶段表现要明显强于其他资产 .....	29
图 66: 历史上 4 个 FED 紧缩周期下各资产的中位回报 .....	30
图 67: 黄金与美元的负相关性出现弱化 (-0.28) .....	30
图 68: 有色行业销售利润率显示行业利润仍向上游聚拢 .....	30
图 69: 行业费用率及负债率降低, 回报率增高 .....	30
图 70: 有色行业股息率增长明显 .....	31
图 71: 有色行业二级子版块股息率变化 .....	31
图 72: 有色金属行业基金持仓比例持续增加 .....	31
图 73: 能源金属持仓回落明显, 工业金属、贵金属及金属新材料自 22Q2 持仓增长较快 .....	31
图 74: 锂钴基金持仓显著回落, 铜、铝及黄金持仓趋势性攀升 .....	32
图 75: 公募基金金属板块持仓市值分布 (亿元) .....	32

## 表格目录

表 1: 中国主要金属品种年均累计供应增速均值表 .....	7
表 2: 部分新能源基建政策—对行业发展具有明确指引 .....	10
表 3: 风电光伏产业链对各金属需求量提振预期测算 .....	10
表 4: 全球精炼铜供需平衡表及产需增长率 (2016-2024E) .....	12
表 5: 全球及中国精铜产量表 (2016-2023E) .....	12
表 6: 1-5 月用铜产品产量累计数据对比 (2021-2023:M1-M5) .....	14
表 7: 铜下游终端产业用铜量总结 .....	15
表 8: 国内主要用铜行业铜消费年数据对比表 .....	17
表 9: 全球及中国精铜需求表 (2016-2024E) .....	17
表 10: 中国精铜供需平衡表 (2016-2023E) .....	17
表 11: 新材料行业政策一览 .....	18
表 12: 全球黄金供应变化表 .....	24

---

表 13: 全球黄金需求变化表 .....	25
表 14: 自 1970 年来战争事件对伦敦现货金价阶段性影响 .....	27
表 15: 2023 年全球的通胀压力依然较大（红色代表高通胀压力） .....	28
表 16: 自 2000 年以来的加息周期与金价回报率统计 .....	30

## 1. 金属行业供给刚性与需求韧性间仍存博弈

### 1.1 金属行业的供给周期仍处底部

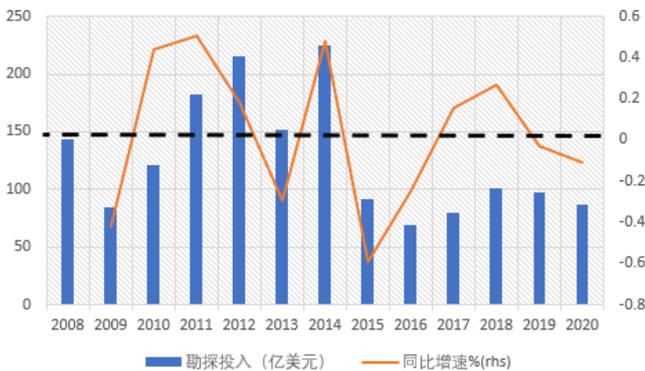
#### 1.1.1 金属行业的供给端增速结构性疲弱

金属行业的供给周期仍处底部。分析金属行业的周期需要看供需，而从供应角度观察，金属行业的供给端增速依然疲弱，这是政策性因素与产业端因素共振的结果。回顾近几年影响金属供应端的事件，国内早些年开始持续实施进行的包括淘汰落后产能、环保整治、双限以及产能转移等政策，令金属行业的供给端整体进入周期性的增速放缓阶段。数据上的反映则是金属行业的固定资产投资累计完成额数据，自 2005 年开始出现趋势性下滑，至 2020 年全年叠加疫情影响三个细分数据-采矿、冶炼及加工行业全面进入投资完成负增长阶段。尽管 21 年该数据在低基数提振下恢复到了常态化的投资增速水平，但行业的实际产能释放具有明显的滞后效应，比如制品业的有效产能释放大约 9-12 个月，采矿业即使是成熟的矿产项目投放也需要最少平均 18 个月，勘探科研项目的有效产出将会平均滞后 5 年更久，这决定了整个供给端的阶段性刚性。

境外市场的金属行业投资情况亦不乐观。从最上游的勘探数据可以发现，全球金属矿山领域勘探投入同期进入了阶段性的收缩(2016-2020 年均投入降幅 43%)，这导致真正有效的矿产品供给增幅受限。若从产品产出角度观察，近 20 年仅有钨矿、锆矿、钽矿、锂矿及稀土矿因价格的波动而出现阶段性的增幅急剧放大，但后期随着价格的下跌也都出现了产能的急剧去化，这点锂市场的反映较为显著。

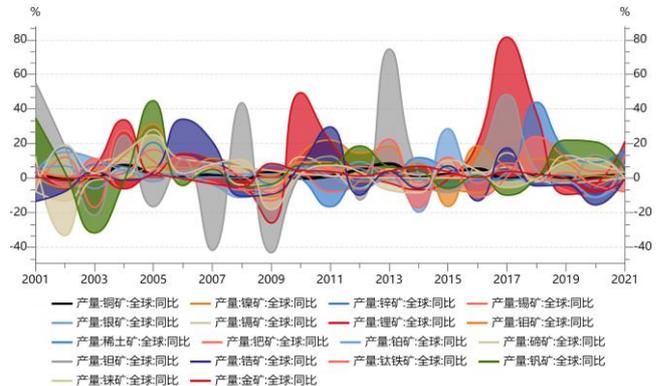
矿端显性供给增量的不足对金属产出形成明显压制。中国作为全球最大的金属冶炼产出国（十种有色金属产量约占全球 50%），十种有色金属产量累计增速自 2011 年开始持续在低位运行。其中 2011 年至 2023M5 平均金属产出增速仅有 5.9%（2016-今平均值降至 4.4%），这远低于 2000-2010 年平均 15.9% 的产量增长速度，周期性数据的变化进一步印证了金属行业的供给仍处周期性底部的特征。

图1：全球矿山勘探投入自 2014 年期持续低迷



资料来源：标准普尔，前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图2：全球主要矿山产出增速在近 20 年内维持平缓



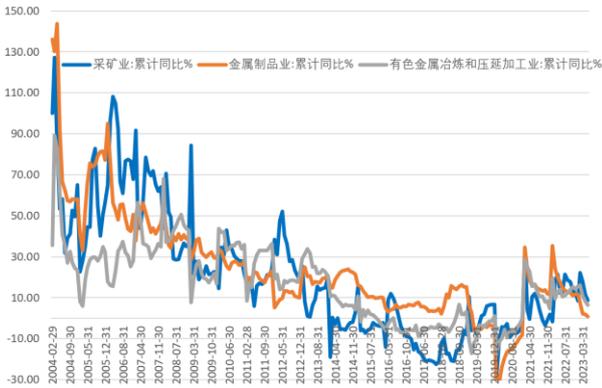
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：中国采矿业景气指数自 21Q2 起全面回落

图4：中国十种有色金属产量累计增速近十年低位运行



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

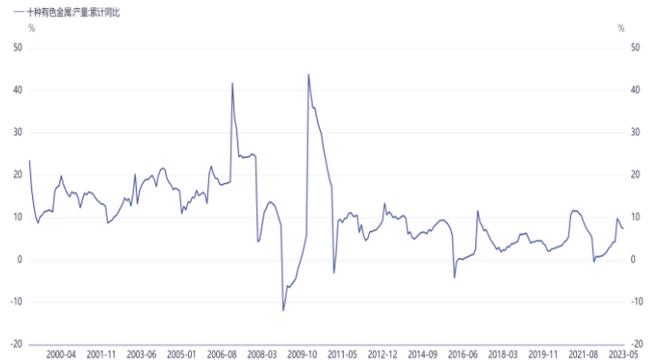
**图5：金属行业固定资产投资累计完成额趋势性低迷，产能释放滞后且刚性**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

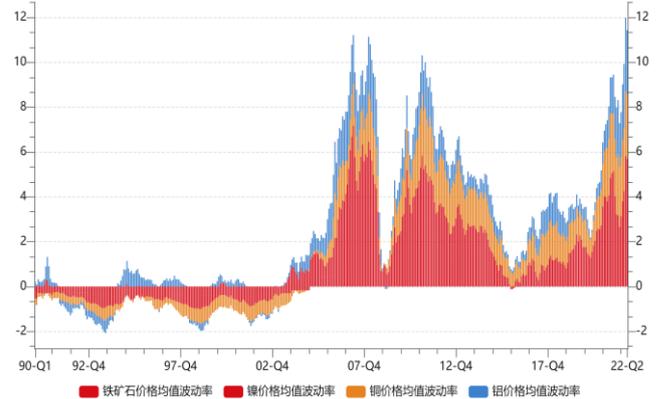
**表1：中国主要金属品种年均累计供应增速均值表**

名称	氧化铝	电解铝	精炼铜	锌	铅	电解镍	精炼锡	铜材	铝材	铝合金
单位	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
2023M1-M5	2.3	3.4	12.1	9.0	10.0	35.3	-2.6	6.7	4	15.9
2022	5.6	4.5	4.5	1.6	4.0	5.2	0.4	5.7	-1.4	13.9
2021	5.0	4.8	7.4	1.7	11.2	-2.1	10.4	-0.9	7.4	14
2020	0.3	4.9	7.4	2.7	9.4	7.4	7.1	0.9	8.6	8.5
2019	-1.0	-0.9	10.2	9.2	14.9	3.3	-10.0	12.6	7.5	2.7
2018	9.9	7.4	8.0	-3.2	9.8	6.1		14.5	2.6	0
2017	7.9	1.6	7.7	-0.7	9.7	-10.9	-4.6	6.9	9.5	10.7
2016	3.4	1.3	6.0	2.0	5.7	-11.8		12.5	9.7	15.7
2015	9.6	8.4	4.8	5.0	-5.3			7.1	9	7.3
2014	7.1	7.7	13.8	7.0	-5.5			13.3	18.6	17.6
2013	14.6	9.6	13.5	11.1	5.0			25.2	24	21.8
2012	10.9	13.2	10.8	-5.6	9.3			11	15.9	20.8
2011	14.8	11.2	14.2	3.8	12.5			18.6	26.8	15.8
2010	22.4	19.9	12.2	19.7	9.8			10.8	26.5	45.9

资料来源：iFinD，Wind，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

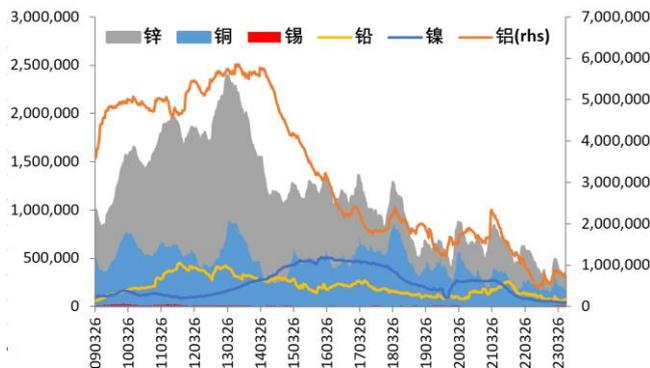
**图6：金属供给端刚性推动价格弹性放大，金属价格波动率已创历史新高**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 1.1.2 金属行业库存周期亦处底部

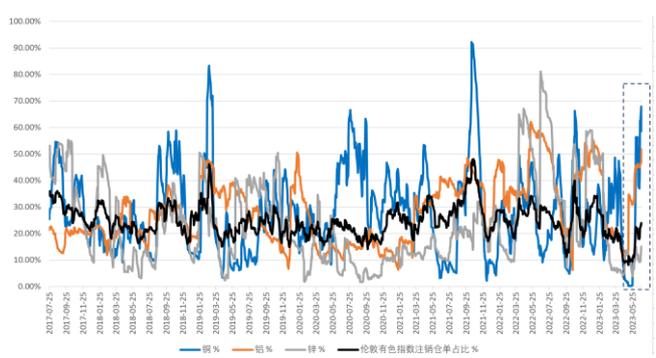
有色金属全球总库存依然处于近 10 年低位，金属的库存周期自 2013 年以来陷入趋势性去化，至 2023 年依然未有出现有效的周期性补库。当前全球电解铝的显性总库存降至 67.7 万吨，为 145 个月以来的绝对低位值；电解铜全球显性总库存降至 18 万吨，而精炼锌、精炼铅及精炼镍库存亦分别处于 13.7 万吨、7.8 万吨及 4.1 万吨的绝对低位水平。金属的库存周期由 2013 年 QT 时期开始进入去化环节，大宗商品价格在 QT 阶段的持续去泡沫化、中国淘汰落后产能及环保政策的执行等均推动金属库存回落周期的持续。当前金属行业依然处于库存周期底部，显性库存的交割压力依然较大。此外，伦敦注销仓单占比已经再度呈现明显抬头迹象，其中自 2023 年 5 月以来铜、铝、锌注销仓单占比明显升高，分别达到 67.9%、51.7%及 15.02%（铜、铝、锌可交割库存至 23 年中旬分别为 3.2 万吨、25.9 万吨及 6.7 万吨），这加剧了库存端的有效供给压力，并且暗示铜及铝或面临软逼仓风险。

图7：主要金属品种全球显性库存走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

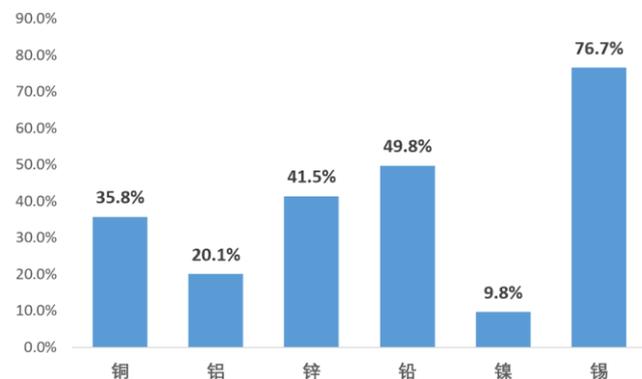
图8：伦敦基本金属注销仓单占比走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

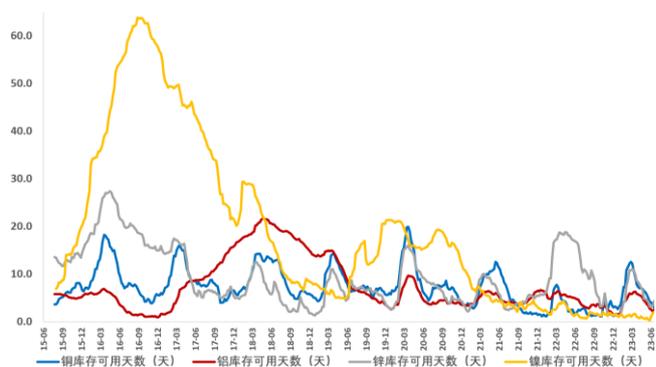
国内基本金属的库存可用天数在低库存影响下整体偏低，显性库存增长受限令部分品种具备软逼仓条件。电解铝库存可用天数降至 2.3 天，库存可用天数创自 2017 年 3 月以来最低。锌库存可用天数同样偏低，降至 4.2 天，为其上市以来均值水平(18 天)的 23%。此外，铜库存可用天数降至 2.7 天，为近 3 年均值水平（8.9 天）的 30%。

图9：中国显性金属量占全球比例（截止至 23 年 6 月）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图10：中国基本金属库存可用天数

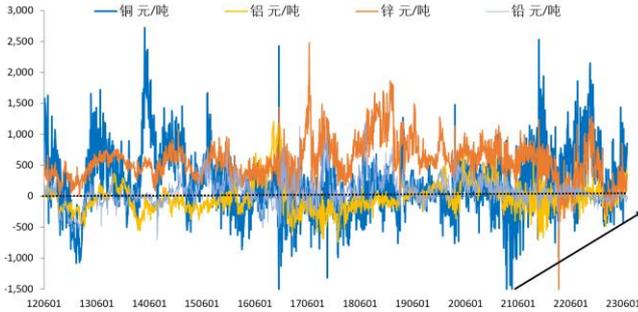


资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 1.1.3 金属行业需求的韧性由持续稳定的现货升水印证

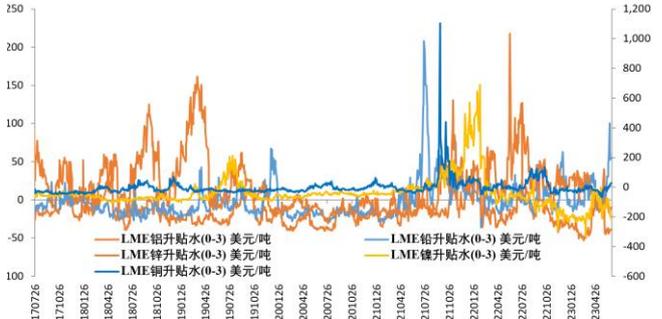
工业金属在全球范围内维持了稳定的现货升水态势。从数据观察，上海的电解铜、铝、及锌年内平均现货升水分别维持在吨 221.9 元、8.9 元及 122.9 元；其中自 5 月份以后铜、铝及锌的现货平均升水分别高达 474.5 元/吨、193.7 元/吨及 230 元/吨，反映了金属现货端供给偏紧加剧的现状，亦显示了需求端仍具有强韧性的特点（当前期现倒挂的商品数量已创十年来最高）。

图11：上海基本金属升水状况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图12：伦敦基本金属升水状况



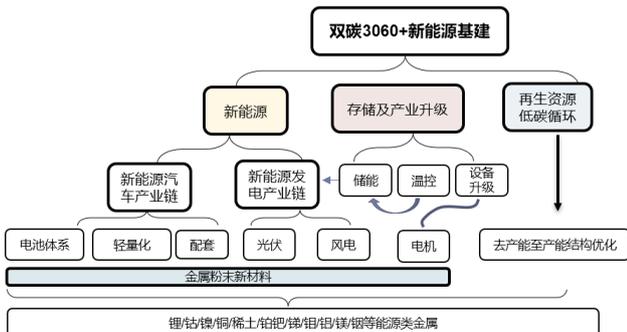
资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 1.2 金属行业成长属性已出现实质性攀升

### 1.2.1 新能源基建提振多金属品种需求曲线右移

金属行业成长聚焦于新能源、新基建产业链的相关金属原材料的需求扩张。成长属性体现于新能源基建持续执行所推动的各金属品种需求曲线的系统性右移，具体包括新能源产业链（汽车产业链及发电产业链），存储及产业升级链（储能、温控以及电机设备升级等）以及再生能源低碳循环产业链的扩张及优化。行业的成长性源于政策的有效性及其项目的实际执行力度，鉴于当前新能源产业链细分行业已经出现产销规模的结构性扩大，中国制造业占 GDP 比例亦出现再次攀升均显示了政策引导的有效性及其项目执行的有效性。从品种角度观察，新能源金属（导电、储能、轻量化、催化、合金性能优化等要素金属）及金属粉末新材料（代表冶金最上游的原材料端）成长属性强且成长空间大，这种偏强的成长属性有助于弱化流动性因素对于定价的扰动，亦有助于优化相关板块估值由周期性向成长性转变。

图13：新能源基建对部分金属行业的指引架构



资料来源：SMM, Mysteel, CPIA, 百川资讯, 东兴证券研究所

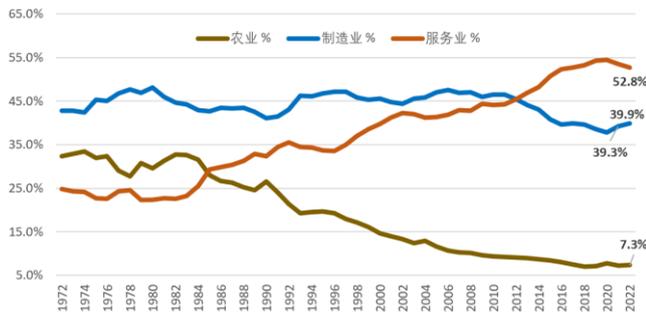
图15：增长结构变化--制造业占 GDP 比重持续性攀升

图14：国家八大战略新兴产业

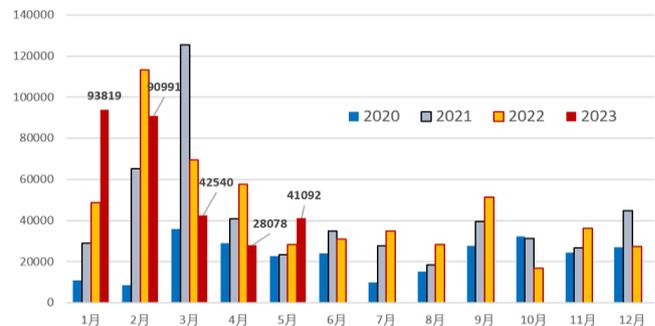


资料来源：SMM, Mysteel, CPIA, 百川资讯, 东兴证券研究所

图16：全国重点开工项目累计投资额变化情况



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所



资料来源：Mysteel, 东兴证券研究所

### 1.2.2 政策的有效支持推动细分行业产销规模持续性攀升

行业成长性源于政策的有效支持。国家重点扶持的八大新兴战略产业聚焦于新能源基建领域，中央和地方全面配套政策的支持显示了国家发展方式的变革方向，而相关新能源产业领域的规模效应亦将逐渐显现，这是行业成长性凸显最根本的要素。

全国重点项目显现强开工执行力，23 年 5 月投资额数据已创新高。从执行力度观察，根据全国重点开工项目累计投资额数据，截止 2022 年，累计投资完成额达 54.34 万亿元，较 2021 年同期增长 3.56 万亿元(+7%)，较 2020 年同期累计增幅达 103%，显示项目落地的实际有效。尽管 2023 年前 5 个月累计投资完成额较 2022 年同期历史高点出现 2.11 万亿元回落，但仍较 2021 及 2020 年同期增长 4.4%及 175.7%。此外，考虑到 23 年 5 月单月项目累计完成额已创历史同期新 4.11 万亿元（较 2022 年同期增加 21%），预计下半年全国重点项目累计完成额仍有发力空间，而该数据与前文提到的工业金属各品种现货升水在 5 月结构放大相吻合。

相关新能源产业链细分行业已经出现产销规模结构性的扩大，而中国制造业占 GDP 比例的攀升则显示了政策引导的有效性。中国制造业占 GDP 比重在经历了近 10 年的持续下行后已经再次出现攀升，这暗示了经济增长结构可能出现的变化，如果我们从行业的角度，不管是光伏、风电，还是新能源汽车、充电桩，或者是锂电的市场规模在近两年均已出现结构性的放大，显示宏观政策与行业数据层面上当前已经出现了相互印证，反映了政策引导的有效性。

表2：部分新能源基建政策一行业发展具有明确指引

表3：风电光伏产业链对各金属需求量提振预期测算

**新能源基建政策性指引清晰明朗**

- 《2030年碳达峰行动方案》明确风电、光伏、新型储能、氢能等行业发展目标；
  - 十四五期间国内年均光伏新增装机规模一般预计70GW，乐观90GW；
  - 全球2021-2025累计光伏新增容量1.097GW，乐观预计1.374GW；
  - 十四五期间国内年均新增风电装机1500万千瓦；
  - 全球2021-2025累计风电装机新增541GW；
- 《电机能效提升计划（2021-2023年）》2023年高效节能电机年产量达到1.7亿千瓦，在役高效节能电机占比达到20%以上（电机耗电占全国总用电量60%）；
  - 稀土永磁电机节能效率约10%（但当前渗透率低于5%，预计至2025年提升至25%）；
- 《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》至2023年底，全国数据中心平均利用率提升到60%以上，总算力规模超过200 EFLOPS，新建大型及以上数据中心PUE降低到1.3以下，数据中心端到端网络单向时延原则上小于20毫秒；
- 《“十四五”现代能源体系规划》加快风电、太阳能发展，建设9大清洁能源基地；
- 《“十四五”工业绿色发展规划》单位工业增加值二氧化碳排放降低18%，鼓励氢能、生物燃料等替代能源在钢铁、水泥、化工等行业的应用
  - 全球氢能市场规模2020年139亿美元，至2025年预计超过184亿美元（复合增长率5.8%）
  - 2025年氢燃料电池汽车保有量至7.5万辆，2030-2035年增至约90万辆；
- 《新型电力系统行动方案2021-2030》智能柔性配电网、数字电网、交直流混联电网，智能配电站等
  - 国家电网“十四五”期间投资2.23万亿元（3500亿美元）；
  - 南方电网“十四五”期间投资3200亿元；
- 《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》
  - 至2025年新能源汽车市场销量占当前汽车总销量的25%，到2030年该销量规模增长至40%；
  - 新能源汽车单车能耗3KG 致碳排，而传统消耗量为0.3-0.4kg；
  - 锂、钴、镍、铜、铝、铂等金属需求均将出现结构性扩张
- 《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，能够满足超过2000万辆电动汽车充电需求；
- 《“十四五”可再生能源发展规划》—将可再生能源在一次能源消费增量中占比超过50%，可再生能源年发电量达到3.3万亿千瓦时左右，风电和太阳能发电量实现翻倍。
- 《有色金属行业碳达峰实施方案》
  - 2025年前，有色金属产业结构、用能结构明显优化，再生金属供应占比达到24%以上的预期目标
  - 2025：再生有色金属产量达到2000万吨，其中再生铜、再生铝和再生铅产量分别达到400万吨、1150万吨、290万吨。
- 《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》：对新能源和清洁能源运输装备推广、充电设施网络构建提出了明确要求
  - 百万人口以上城市新增或更新地面公交、城市物流配送、邮政快递、出租、公务、环卫等车辆中电动车辆比例不低于80%
- 《十四五国家城市基础设施建设规划》：到2035年，全面建成系统完备，高效实用，智能绿色，安全可靠的现代城市基础设施体系。
  - 加强新能源汽车充电桩、加气、加氢等设施建设，加快形成以快充为主的都市新能源汽车公共充电网络完善充电桩、加气、加氢基础设施信息互联网络
  - 预计建设智能化道路4000公里以上，建设智慧多功能杆13万基以上，建设新能源汽车充电桩600万个以上，累计建成公共充电设施150万个。

单位吨	铜	铝	锌	钼	镍	钴	铁
风电每GW用金属量	8600	1000	5500	100	350	700	
光伏每GW用金属量	5200	4000	3000	65000	46000	10	20
风电每年新增（43.2GW）用金属量	371520	43200	237600	4.32	15120	9072	
光伏每年新增（28.8GW）用金属量	149760	115200	86400	140000	1324800	288	576
风电光伏每年累计新增用金属量	521280	158400	237600	86.4	140004.3	1324800	15120
至2030年新增金属量（万吨）	521.3	158.4	237.6	86.4	140.0	1324.8	15.1

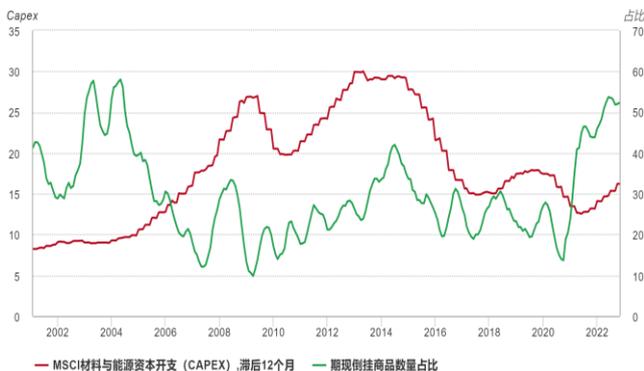
资料来源：SMM, Mysteel, CPIA, 百川资讯, 东兴证券研究所

资料来源：SMM, Mysteel, CPIA, 百川资讯, 东兴证券研究所

**1.3 产业链库存周期切换或优化金属行业估值水平**

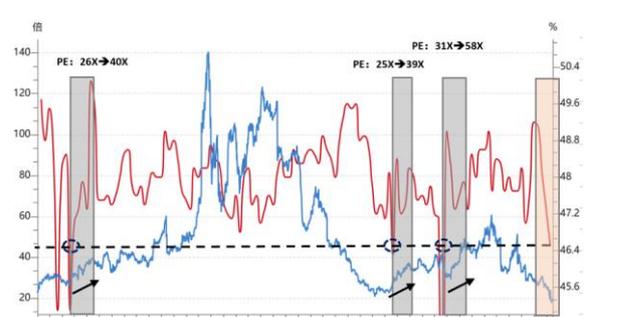
近十年内三次原材料急速补库均有效提振金属行业估值水平。金属的现货升水从一定程度上反映原材料补库的需求行为。从整体的原材料库存角度观察，23年6月已去化至47.4，近十年只有3次原材料库存有效低于这个水平，分别是12Q3/19Q1及20Q2。再前三次补库情况开始后，金属板块的PE变化分别是26X→40X；24.6X→39.2X；30.8X→58X。当前金属行业PE在14X左右，处于近2年1%以下分位水平，近5年0.39%（近10年0.22%）；3年和5年的中位数分别是30X和36X（10年49X），这可以充分反映金属行业当前正处于估值底，风险的计价在估值的变化中已较充分反映，板块配置的安全边际显现提升。考虑到3季度复工复产力度可预期的加强，原材料库存周期的切换或令金属行业的估值再度出现优化。

图17：期现倒挂商品数量已创十年最高



资料来源：彭博社，世界黄金协会，东兴证券研究所

图18：近十年内三次原材料补库均优化金属行业估值水平



资料来源：Wind，东兴证券研究所

**2. 关注周期性、成长性及对冲性的品种配置价值**

**2.1 铜：矿端供给增速攀升，中国供需仍处结构性偏紧，关注库存周期抬头所带来的预期差逆转**

铜仍处供需紧平衡状态。全球精铜市场的供需状态自 2018 年起出现结构性逆转，由持续数年的供需紧平衡转至供应缺口的阶段性放大。全球矿山开支受次贷危机影响的滞后性及中国政府自 2015 年起持续进行的环保整治与淘汰落后产能政策令金属行业新增产能供给趋于规范且刚性，而需求端则经历了中美贸易争端、疫情冲击及全球性的宏观及财政刺激呈现极冷与极热的极端压力测试。尽管自 2023 年起铜矿的供给增速再度进入上升阶段，但鉴于全球铜市依然处于供给与需求的弹性错配阶段，预计铜的供需平衡状态仍将维持紧平衡态势，库存周期的变化将对铜的供需平衡表起到显著影响。

表4：全球精炼铜供需平衡表及产需增长率（2016-2024E）

万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
全球产量	2272.6	2311.4	2360.4	2427.0	2439.3	2493.7	2533.7	2617.8	2718.3
产量增长率%	5.90%	1.71%	2.12%	2.82%	0.50%	2.23%	1.60%	3.32%	3.84%
全球消费	2250.2	2305.6	2365	2433.3	2462.3	2513.7	2553.0	2614.7	2693.3
消费增长率%	1.14%	2.46%	2.58%	2.89%	1.19%	2.09%	1.56%	2.42%	3.01%
供需平衡	22.4	5.8	-4.6	-6.3	-23.0	-20.0	-19.3	3.1	25.0

资料来源：ICSG, CRU, WoodMac, GS, BofA, SMM, 安泰科, 东兴证券研究所

### 2.1.1 铜精矿供给速度增长，中国精铜产量占比攀升

2023 年铜精矿供给速度或明显增长，铜冶炼费用将重心抬升。全球精铜的供需结构在 2020 年进入确定性的供应短缺状态，但转至 2023 年伴随 2016 年起的部分铜矿资本支出项目的投达产落地，铜矿供给增速或升至 3.32%，远高于 2020-2022 年 1.6% 的供应增速均值，并创 2016 年以来最高。全球铜矿供给增速的回暖亦可以被持续攀升的冶炼费用所印证，中国主要冶炼厂在 22Q4 基准 TC/RC 报价已升至 93 美元/9.3 美分，达到近 5 年最高水平，而市场预期 23 年实际 TC 或升至 100 美元之上（23 年 6 月末为 91.1 美元）。

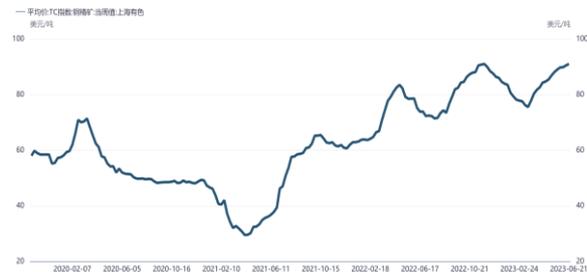
中国精炼铜产量占全球比例或持续攀升。随着 TC 价格的触底回暖，冶炼企业开工率有望缓慢回升，我们预计中国 2023 年的实际开工情况或由 2020 年的 76% 增至 86%。考虑到中国 2023 年中国铜冶炼产能或达 1367 万吨，意味着 2023 年中国的精炼铜产量有望增长 5.94% 至 1172 万吨，中国精铜产量占全球比例将由 2020 年的 41% 提升至 45%。

图19：全球铜矿产量增长图（虚线为预估值）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图20：铜 TC 反弹显示矿端供给边际宽松



资料来源：SMM, iFinD, 东兴证券研究所

表5：全球及中国精铜产量表（2016-2023E）

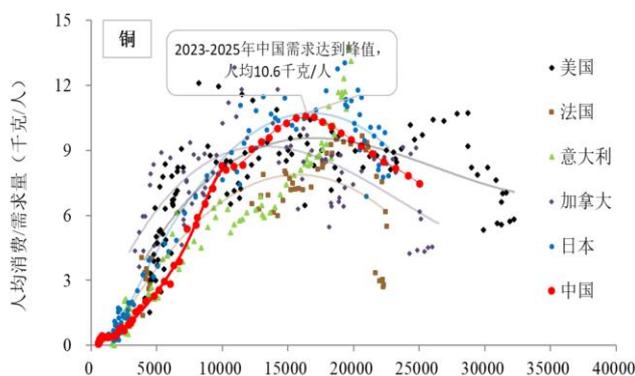
万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
中国精铜产量	843	890	920	975	1003	1049	1,106	1,172
产量增速%	5.90%	5.58%	3.37%	5.98%	2.87%	4.59%	5.46%	5.94%
产能利用率	83%	82%	86%	82%	76%	76%	82%	86%
全球精铜产量	2272.6	2311.4	2360.4	2403	2439.3	2493.7	2534	2618
产量增速%	1.14%	1.71%	2.12%	1.80%	1.51%	2.23%	1.60%	3.32%
中国精铜产量占比	37.1%	38.5%	39.0%	40.6%	41.1%	42.1%	43.7%	44.8%

资料来源：CRU, ICSG, Woodmac, Wind, 东兴证券研究所

### 2.1.2 铜消费有韧性，2020-2023 年全球累计阶段性铜消费或总计上涨 7.9%

从消费角度观察，全球铜消费仍将维持具有韧性的增长。若以 4 年为周期来观察近 30 年的全球铜消费数据，2020-2023 年全球累计阶段性铜消费或总计上涨 7.9% 至 10196 万吨，期间年均消费增长率约 2.47%。自 1992-2019 年，全球铜消费阶段性增长均值（4 年期）为 4.06%，其中 96-15 年间的消费整体维持于 3.2% 左右的良性增长水平，但 08-11 年却因金融危机影响而急速回落至 1.9%，而后在低基数及全球量化宽松提振下消费增速升至 4%，但至 2016 年随着全球宽松环境的逐步退出及中国金融去杠杆的进行（包括去融资铜），增速均值再次回到了 1.3%。对于 2020-2023 年的铜消费，考虑到全球以铜为代表的产业链库存重塑及新能源基建的持续实施，我们认为铜阶段性的总消费或有 7.9% 的增长，即 2020-2023 年全球累计铜消费或增至 10195 万吨。

图 21：中国人均铜消费量预测



资料来源：中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心, 东兴证券研究所

图 22：全球阶段性铜消费及增速（以四年为周期）



资料来源：ICSG, 智利国家铜业委员会, 东兴证券研究所

### 2.1.3 中国铜消费仍有远期良性展望：2020-2025 铜消费 CAGR 或达 5.2%

#### 中国铜消费增速与宏观指标具有极佳的相互印证意义

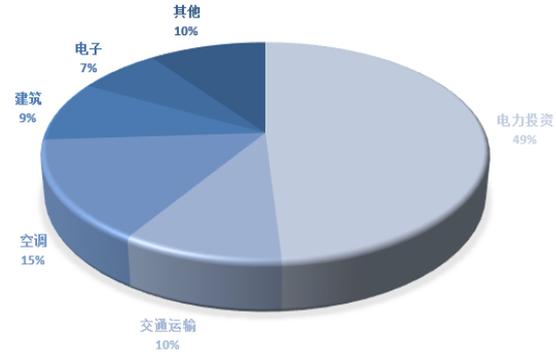
铜作为一个宏观高敏感品种，与制造业景气程度密切贴合。其中铜材作为铜下游的主要产品（包含铜管、铜箔、铜棒、铜线及铜板带等），其月度产量增长率对 PMI 生产指数变化率有较好拟合及领先性（平均领先近一个月）。这一方面显示铜消费指标对工业产出的运行情况有印证意义，另一方面则反映宏观环境变化对铜消费的实际影响。

图 23：中国铜材月增长率及 PMI 生产指标对比图

图 24：中国铜消费主要领域集中于电力、家电、运输及建筑



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所



资料来源：Woodmac, CRU, 东兴证券研究所

### 中国年内铜消费情况：M1-M5 用铜终端产量数据整体上涨

中国涉铜行业的产量数据显示，2023 年铜的终端消费整体显现强韧性特点。其中发电设备、空调及家用洗衣机产量同比增速上涨明显，交流电动机及冷柜产量同比增速出现下滑，汽车及发动机累计产量增速由负转正。相关产量的变化也被涉铜行业开工率的状态所印证，其中电线电缆企业 2023 年 M1-M5 平均开工率较 2020-2022 年同期水平高出 5.46pct，而铜箔、铜杆以及铜材行业开工率亦分别高出 3pct 之上。下游用铜企业开工率的全面性回暖在一定程度上印证了年内中国精铜消费仍有强韧性的特点，另一方面部分解释了今年前 5 个月中国精炼铜产量累计+18.3%而显性社会库存却未能有效补库的现象。

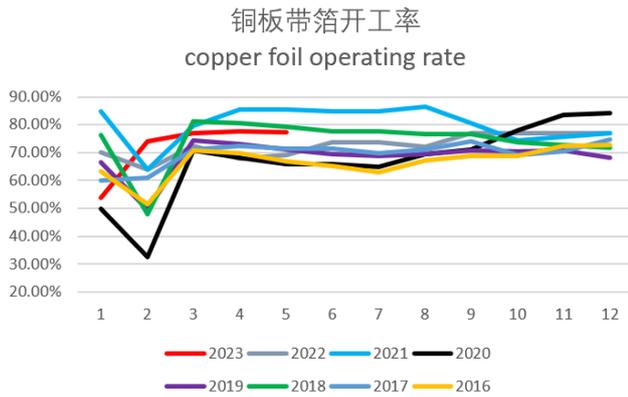
表6：1-5 月用铜产品产量累计数据对比（2021-2023:M1-M5）

	单位	2021		2022		2023	
		M1-M5	%	M1-M5	%	M1-M5	%
<b>发电设备</b>	亿千瓦	0.56	47%	0.61	9%	0.74	21%
<b>光缆</b>	芯亿米	1137.3	8%	1348.3	19%	1361.0	1%
<b>交流电动机</b>	亿千瓦	1.49	43%	1.59	7%	1.52	-4%
<b>发动机</b>	亿千瓦	11.44	18%	8.72	-24%	9.30	7%
<b>汽车</b>	百万辆	10.75	40%	9.94	-8%	10.54	6%
<b>空调</b>	百万台	101.76	30%	99.34	-2%	114.25	15%
<b>冷柜</b>	百万台	13.49	44%	10.53	-22%	9.84	-7%
<b>家用洗衣机</b>	百万台	36.18	40%	34.72	-4%	40.83	18%
<b>铜材</b>	百万吨	8.21	11%	8.26	1%	8.76	6%

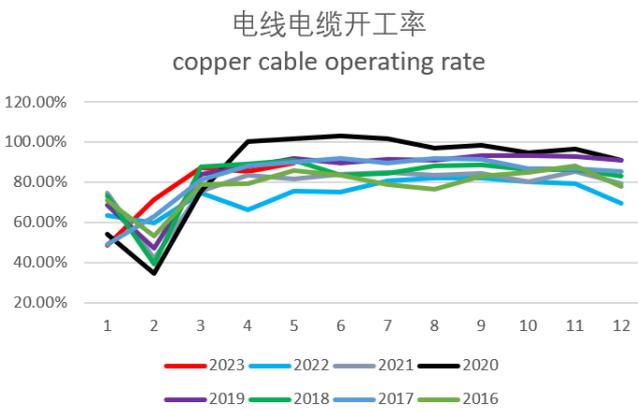
资料来源：国家统计局, SMM, 东兴证券研究所

图25：铜板带箔开工率走势图（2016-2023M5）

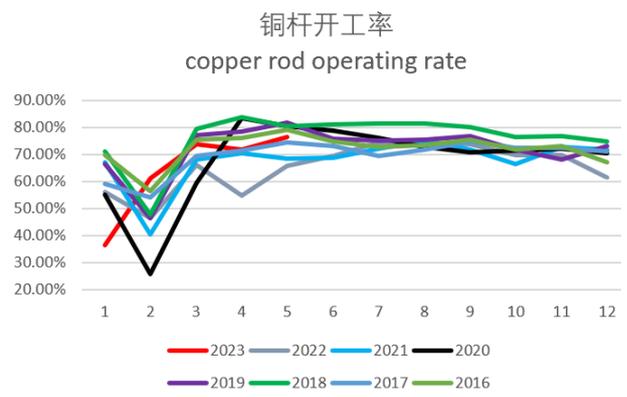
图26：铜杆开工率走势图（2016-2023M5）



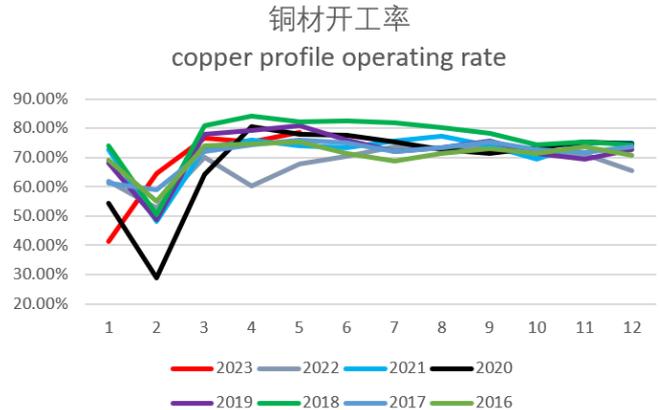
资料来源：SMM，东兴证券研究所

**图27：电线电缆开工率走势图（2016-2023M5）**


资料来源：SMM，东兴证券研究所



资料来源：SMM，东兴证券研究所

**图28：铜材开工率走势图（2016-2023M5）**


资料来源：SMM，东兴证券研究所

我们统计了下游主要铜消费终端的单位耗铜量，并依此对中国的铜消费行业进行梳理。我们发现家电、交运、建筑及电力投资四个行业对铜的消费支持将依然存在，此外，得益于政府的行业规划及政策支持，铜消费仍有较大的增长空间及增长预期。

**表7：铜下游终端产业用铜量总结**

千克(KG)	空调	冰箱	热水器	冷柜	建筑	电网投资	电源投资
	台	台	台	台	每平方米	每亿元	每亿元
耗铜量	8	3	3	3	0.28	900	200
	传统汽车	混动汽车	纯电汽车	混动巴士	电动巴士	DC充电桩	AC充电桩
	辆	辆	辆	辆	辆	台	台
耗铜量	28	60	80	89	300	60	8

资料来源：ICA, Antaike, CRU, JPM, 国土资源部信息中心，东兴证券研究所

**家电行业：2021 至 2025 年的铜消费年均复合增速或为 5.1%**

家电行业占铜消费总比重约 20%，其中空调行业占总家电用铜总消费约 80%。空调行业的产销规模受能效新政实施及全面完成《蒙特利尔议定书》规定的目标而有望进入新的扩张期。根据《蒙特利尔议定书》规定的氢氟碳化物(HCFCs)淘汰时间表，在 2025 年中国需要淘汰消费量极限水平的 67.5%，并且需要在 2024 年冻结氢氟烃的生产消费，这意味着到十四五期间绿色智能生产线占比的提升及低能效产品的加速淘汰。鉴于空调行业产销规模的高基数存在及产品的升级置换需求，我们预计 2021-2025 年的空调产量或有年均 6% 左右的增速，即空调行业的用铜需求至 2025 年或会达到 223 万吨。我们将空调及其他家电产品(热水器、冰

箱及冷柜)的耗铜数据罗列如下,发现家电行业至 2025 年的铜消费平均增速或为 5.1%,累计耗铜量或达到 278.8 万吨。

### 交通行业：2021 至 2025 年的铜消费年均增速或为 11.6%

交通运输行业占中国铜总需求的 10%，用铜量主要集中于传统汽车、新能源汽车的生产及新能源充电基础设施建设（以充电桩为代表）。其中传统汽车尽管单车铜消耗量偏低（辆消耗 28kg 铜），但源于高基数影响是用铜需求的主力（占交运行业耗铜总量约 85%），而新能源汽车得益于政策扶持及技术升级是铜需求的绝对增量（至 2025 年耗铜占比增至近 50%）。此外，充电桩的全面铺建也对后期市场的铜消费起到带动作用。

从新能源汽车市场观察,根据 ICA 及安泰科等机构的数据显示,平均一台混动汽车及纯电汽车分别耗铜 60KG 及 80KG,较传统汽车耗铜的 28KG 出现大幅增长;而对于混动巴士及电动巴士,单车耗铜量则分别升至 89KG 及 300KG。根据工业部、发改委及科技部联合印发的《汽车产业中长期发展规划》,至 2025 年,中国的汽车生产规模计划到 3500 万辆左右,其中新能源汽车产销占比达到 20%以上,动力电池系统比能量达到 350 瓦时/kg;此外,根据国务院《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》,预计到 2025 年新能源汽车市场销量占当前汽车总销量的 25%,到 2030 年该销量规模增长至 40%。考虑到新能源汽车的高增长性及传统汽车的较为稳定的产销量,我们认为汽车行业整体耗铜量 2025 年将达到 130.37 万吨,五年平均增速 11.6%,2025 年较 2020 年的新能源车行业铜消费或增长 75%。

另一方面,充电桩的全面铺建对铜的消费同样具有较强拉动作用。充电桩耗铜量依据直流/交流属性不同而有所分化,其中单台交流电充电桩(AC)用铜 8 公斤,单台直流电充电桩(DC)耗铜 60 公斤(AC 和 DC 桩的最大使用区别表现为充电速度不同)。根据《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》,以新能源汽车的目标保有量以及 2025 年实现车桩比 1:1 的目标推算,到 2025 年充电桩保有量接近 2000 万个,2025 年充电桩用铜量 18.07 万吨(DC:AC 按 3:7 计算),五年复合增速 87%。

### 建筑行业：2021 至 2025 年的铜消费年均增速或为 3%

建筑业占总用铜消费比重 9%，铜水管、燃气管、散热器及电线等均是涉铜消费的主要商品。根据中国社科院《中国农村发展报告》预计,至 2025 年中国城镇化率将达到 65.5%;根据国务院《国家人口发展规划(2016—2030 年)》,至 2030 年城镇化率 70%。考虑到 2022 年中国城镇化率已达 65.22%,这意味着中国的城镇化发展仍有至少约 5 个点以上的增长空间,将带动建筑业用铜需求显现较大增长空间。

经拟合发现,城镇化率、房地产开发投资总额与建筑新开工面积存在较为规整的线性关系,考虑到 2025 年达到 65.5%的城镇化率目标,结合建筑业单位面积每增加一平米平均耗铜 0.28kg(据国土资源部《铜下游行业未来需求》)的行业数据,我们认为到 2025 年建筑行业用铜量保守估计会达到 164.9 万吨,年均 3%的铜消费增幅。

### 电力投资行业：2020 至 2025 年的铜消费年均增速或为 5%

电力行业的需求仍是铜消费增长的核心力量,占中国铜总消费比例约 50%，其中电线电缆、配电器及变压器等铜制品在电力投资中被广泛应用。《国电十四五总体规划及 2035 年远景展望》显示,我国电力结构将由传统化石燃料为主向清洁低碳可再生能源电力转变,其中电网及相关产业投资近 6 万亿元;而根据《新型电力系统行动方案 2021-2030》,智能柔性配电网、数字电网、交直流混联电网,智能配电站等将成为电力行业发展的主要方向。

我们预计在十四五期间电网电源投资完成额总量或分别至 3.03 万亿 (+18.5%) 及 1.94 万亿 (+9.4%)，而风电及光伏是核心投资领域，考虑到每 GW 风电耗铜 8600 吨，每 GW 光伏耗铜 5200 吨，风电光伏每年累计新增用铜量或为 52.13 万吨。我们预计电力行业在十四五期间的耗铜总量或为 3112 万吨，较十三五期间有约 16% 的增长；2025 年较 2020 年的电力行业年用铜消费量或增长 27.1%。

### 至 2025 年四大行业用铜量或增长 286.5 万吨至 1271.4 万吨 (CAGR 5.2%)

从我们统计的用铜行业样本观察，中国的实际铜消费仍具有良好的增速展望。其中 2020 年四大行业（家电、交运、建筑及电力）的样本数据用铜量为 985 万吨，占中国 2020 年铜消费总量 1400 万吨（根据 ICSG 及 WBMS）的 70%；而据我们推测至 2025 年，该四大行业用铜量或增长 286.5 万吨至 1271.4 万吨 (+29.1%)，这意味着主要涉铜行业的铜消费年 CAGR 或达 5.2%。

表8：国内主要用铜行业铜消费年数据对比表

万吨	2019	2020	2021	2022	2025E	2022同比	五年CAGR
家电	218.92	217.40	232.79	245.09	278.79	5.28%	5.10%
交运	77.48	75.50	87.36	95.47	130.37	9.28%	11.55%
建筑	144.23	143.47	138.88	149.80	164.92	7.86%	2.83%
电力	499.82	548.58	573.26	594.07	697.34	3.63%	4.92%
充电桩	1.06	0.79	2.05	3.35	18.07	63.09%	87.00%
<b>合计</b>	<b>940.46</b>	<b>984.95</b>	<b>1032.29</b>	<b>1084.43</b>	<b>1271.42</b>	<b>5.05%</b>	<b>5.2%</b>

资料来源：Wind，东兴证券研究所

综合观察，我们认为在绿色能源基建的支持下，中国的精铜消费增速或逐步恢复至 4% 之上，中国的精铜消费增长或显著高于全球，中国占全球铜消费的比重将不断提升（预计至 2024 年或升至 55% 附近）。

表9：全球及中国精铜需求表（2016-2024E）

万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
中国精铜消费	1155	1182	1225	1270	1307	1342	1374	1412	1469
消费增速%	1.96%	2.34%	3.64%	3.67%	2.91%	2.68%	2.38%	2.77%	4.04%
全球精铜消费量	2250	2306	2365	2433	2462	2514	2553	2615	2693
消费增速%	1.14%	2.46%	2.58%	2.89%	1.19%	2.09%	1.56%	2.42%	2.99%
中国精铜消费占比	51.3%	51.3%	51.8%	52.2%	53.1%	53.4%	53.8%	54.0%	54.5%

资料来源：CRU，ICSG，Woodmac，Wind，东兴证券研究所

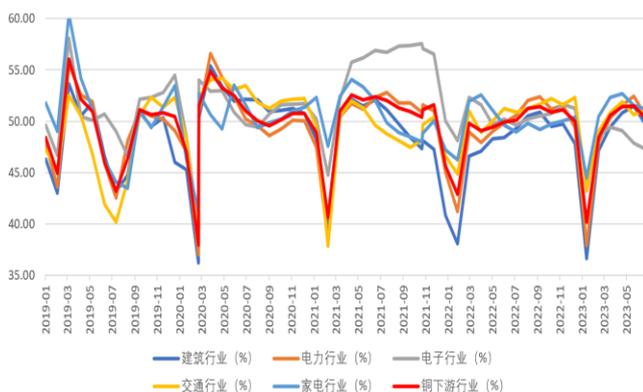
表10：中国精铜供需平衡表（2016-2023E）

万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
中国精铜产量	843	890	920	975	1003	1049	1106	1172
中国精铜消费	1155	1182	1225	1270	1307	1342	1374	1412
精铜供需平衡	-312	-292	-305	-295	-304	-293	-268	-240
日均精铜进口量	26.0	24.3	25.4	24.6	25.3	24.4	22.3	20.0

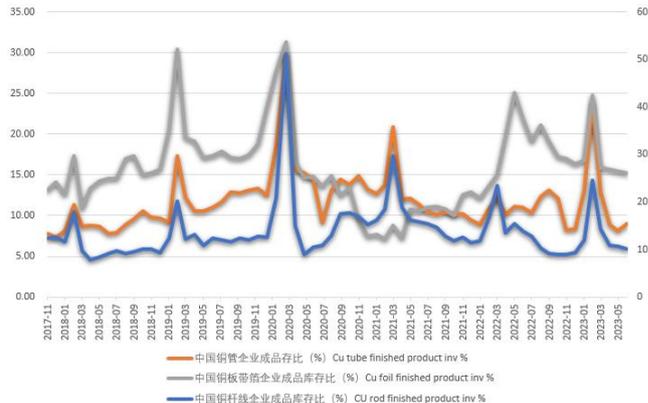
资料来源：CRU，ICSG，Woodmac，Wind，SMM，安泰科，东兴证券研究所

图29：中国铜行业 PMI 保持韧性增长，但电子行业略疲软

图30：中国铜产业链产成品库存比整体偏低



资料来源：smm, 东兴证券研究所



资料来源：smm, wind, 东兴证券研究所

## 2.2 金属粉末新材料：成长属性优化，行业成长空间打开及进口替代效应加强

### 2.2.1 积极的产业政策有助扩容金属粉末行业成长空间

积极的产业政策有助扩容金属粉末行业成长空间。金属粉末新材料在电力电子、节能环保、高端制造、新能源基建等领域的生产环节占据极其重要的地位，是能源转型及产业转型的核心生产要素。从国家对行业政策端的变化观察，自 2010 年以来国家出台了一系列扶持金属粉末新材料行业发展的重大政策，为行业的发展战略、产业培育、体系建设等多个方面提供了明确的政策依据，这为行业的成长性起到了积极且有效的指引。

表11：新材料行业政策一览

发布主体	年份	政策	主要内容
国务院	2010	《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15% 左右。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的前导产业。
工信部	2012	《新材料产业“十二五”发展规划》	“进一步推进高磁导软磁材料、高导电率金属材料及相关型材的标准化和系列化，提高电磁兼容材料产业化水平；加快高性能磁性材料的研发和产业化步伐”。
发改委	2013	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	“新型粉末冶金零件：高密度（≥7.0 克/立方厘米）、高精度、形状复杂结构件；轻量化材料应用：高强度钢、铝镁合金、复合塑料、粉末冶金、高强度复合纤维等”为鼓励类项目。
国务院	2015	《中国制造 2025》	“建立基础工艺创新体系，利用现有资源建立关键共性基础工艺研究机构，开展先进成型、加工等关键制造工艺联合攻关；支持企业开展工艺创新，培养工艺专业人才。加大基础专用材料研发力度，提高专用材料自给保障能力和制备技术水平”。
国务院	2016	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	到 2020 年，力争使若干新材料品种进入全球供应链，重大关键材料自给率达到 70% 以上，初步实现我国从材料大国向材料强国的战略性转变。推广稀贵金属高富集与清洁回收利用。
发改委	2016	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	将“新型石油化工催化剂，化工、医药及环保用催化剂，新型煤化工催化剂，高温燃料电池催化剂”等列入目录。

工信部、发改委、科技部、财政部	2016	《新材料产业发展指南》	开展稀土三元催化材料、工业生物催化剂、脱硝催化材料质量控制、总装集成技术等开发，提升汽车尾气、工业废气净化用催化材料寿命及可再生性能，降低生产成本。推广应用金属材料表面覆层强化、工业部件服役延寿、稀贵金属材料循环利用等技术。
科技部	2017	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	发展重点：①重点基础材料技术提升与产业升级：有色金属材料技术、新型稀有/稀贵金属材料，有色/稀有/稀贵金属材料先进制备加工技术等、石油与化工材料技术、绿色高性能精细化学品关键技术，特种高端化工新材料等。②材料基因工程关键技术与支撑平台：开展能源材料、生物医用材料、稀土功能材料、催化材料和特种合金材料等验证性示范应用研究。③纳米材料与器件：高选择性高转化率纳米催化材料，低成本燃料电池催化剂。④新型功能与智能材料：催化等功能材料，燃料电池等关键材料及工程化技术。
发改委	2017	战略性新兴产业重点产品和服务指导目录	明确将“高端专用材料如磁性材料、功能性金属粉末材料、软磁复合材料”列入指导目录
十三届全国人大四次会议	2021	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，增强要素保障能力，培育壮大产业发展新动能。

资料来源：工信部，发改委，国家统计局，科技部，国务院，东兴证券研究所

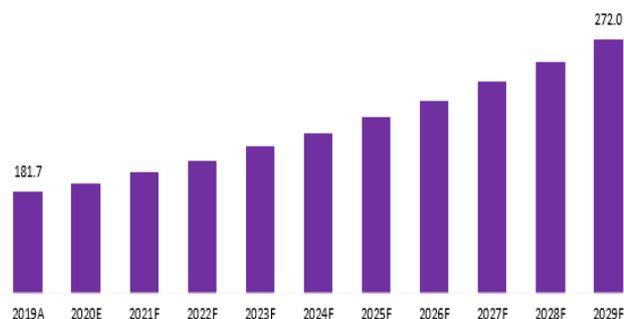
## 2.2.2 羰基铁粉行业供需结构偏紧矛盾或逐渐显现

### 全球羰基铁粉市场规模预期 CAGR 均值超 5%

全球羰基铁粉的市场规模维持稳定增长态势，CAGR 预期均值超 5%。羰基铁粉是粉末冶金行业核心的生产要素，是目前能够采用工业化技术生产的粒度最细、纯度最高、球形外观最好的铁粉，其应用领域涵盖轨交、航空航天、军工、物联网与电子通讯，新能源基建及食品医药等多行业。根据 EINPresswire 及 Marketus 统计，全球羰基铁粉的市场规模在 2019 年为 1.82 亿美元，受新能源产业链持续扩张带动，该规模至 2029 年或增至 2.72 亿美元，CAGR 达到 4.1%。而根据 Market Insights 统计，在 2021 至 2027 年阶段，全球羰基铁粉市场规模将从 2020 年的 1.94 亿美元升至 2.83 亿美元，CAGR 将达到 6%。此外，根据 QY Research，2020 年全球羰基铁粉市场规模为 1.915 亿美元，预计至 2026 年末该市场规模将升至 2.477 亿美元，2021-2026 年的 CAGR 为 3.7%。综合各机构数据观察，2020-2027 年间，全球羰基铁粉市场规模或由 1.89 亿美元增至 2.68 亿美元，规模总量增长 41.8%，CAGR 均值达 5.08%。

图31：全球羰基铁粉市场规模测算（百万美元）

图32：全球羰基铁粉市场规模成长性预测

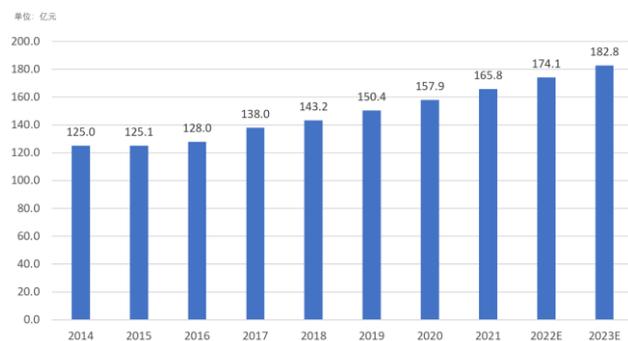


资料来源：prudour, 东兴证券研究所

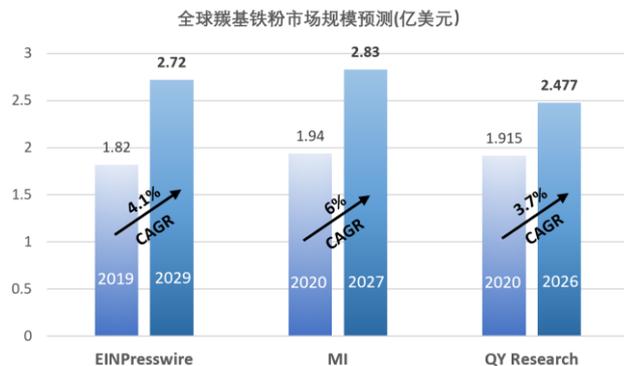
### 中国羰基铁粉市场规模近 5 年 CAGR 达 11.7%

中国粉末冶金市场规模年复合增长率或达 5%。中国的金属粉体销量已由 2016 年的 47.2 万吨增长至 2020 年的 73.6 万吨，近 5 年 CAGR 达 11.7%。根据钢协粉末冶金协会数据，中国粉末冶金行业市场规模有望保持 5% 的年复合增长率继续稳定增长，并于 2023 年达到 182.8 亿元，至 2025 年销量达到 110 万吨左右。鉴于金属粉末冶金制品中 75% 是钢铁粉末冶金制品，其中 69% 的粉末冶金产品又应用于汽车领域，根据中汽协及中国汽车工业协会的数据预测，至 2025 及 2030 年中国汽车市场年产量将分别达到 3000 万辆及 5000 万辆，考虑到单车粉末冶金零件消耗 10.1kg 计算，预计至 2025 年及 2030 年中国的汽车用钢铁粉末制品销量将增长 4 万吨及 24.2 万吨，较 2021 年分别增长 15.4% 及 92.3%。

图 33：中国粉末冶金行业市场规模



资料来源：中国钢协粉末冶金分会, 东兴证券研究所



资料来源：EINPresswire, MI, QY Research, 东兴证券研究所

图 34：中国钢铁粉末市场销量及预测



资料来源：中国钢协粉末冶金分会, 东兴证券研究所

MIM 及吸波材料作为羰基铁粉的下游消费领域，同样进入了强扩张周期。

- **MIM：**中国 MIM 市场规模至 2025 年预期增至 121.9 亿元。BCC Research 的报告显示，全球 MIM 市场的年复合增长率将达到 7.5%，预计到 2023 年总规模量将升至 45 亿美元（2018 年为 31 亿美元）。而中国的 MIM 市场同样呈现出强劲势头，其市场规模由 2011 年至 2020 年大幅增长了约 6 倍（2011:10 亿元，2020:73 亿元）。随着电子产品与汽车工业的创新优化与升级以及 MIM 工艺在 3C 电子产品领域的成熟，市场对于 MIM 这种精密金属零部件的需求有望进一步提升。根据立鼎产业统计，至 2025 年中国 MIM 市场规模有望达到 121.9 亿元，2020-2025 年间 CAGR 达 11%。
- **吸波材料市场规模：**2022-2028 间 CAGR 或达 9%。全球吸波材料市场规模亦加速扩张，2028 年全球市场规模或升至 113 亿美元。根据新思界产业研究数据显示，2015-2019 年全球吸波材料市场规模的年均复合增长率达到 9.2%；而 2019-2021 年间全球吸波材料市场规模 CAGR 则进一步增加至

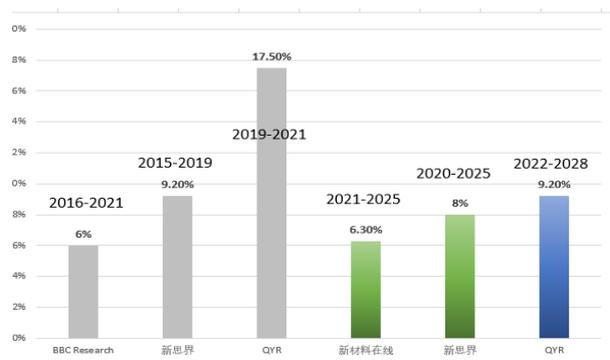
17.5% (2019 年 297.5 亿元, 2021 年 411 亿元), 显示该市场成长性的巨大提升。根据新材料在线、QY Research 及 BBC Research 的数据预测, 至 2025 年及 2028 年全球吸波材料市场规模或分别达到 92 亿美元及 113 亿美元 (764 亿元), 2020-2025 年该市场的年均复合增长率将达到 6.3%-8%, 2022-2028 年的 CAGR 将升至 9.2%, 意味着 2028 年全球电磁屏蔽材料市场规模将较 2021 年增加 85.9%。

图35: 中国粉末冶金行业市场规模



资料来源: 立鼎产业, 中国钢结构协会粉末冶金分会, 东兴证券研究所

图36: 全球吸波材料市场规模不同时期的 CAGR 表现



资料来源: BCC Research, QY Research, 新材料在线, 新思界, 东兴证券研究所

### 中国羰基铁粉供给现结构性扩张, 进口替代效应明显显现

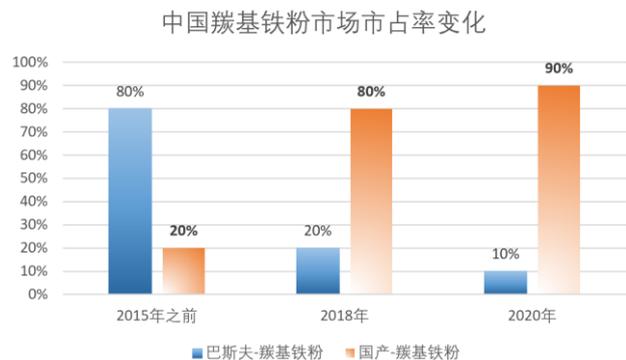
中国羰基铁粉供给现结构性扩张, 进口替代效应已明显显现。从 2010 年至 2020 年, 中国羰基铁粉产量由 771 吨大幅增长至 11850 吨, 增幅达 14.4 倍。羰基铁粉自给率的大幅增加有效推动进口替代效应显现, 中国企业生产的羰基铁粉产品已成为金属注射成型、高密度合金、人造金刚石及金刚石工具、软磁材料等行业进口羰基铁粉的替代产品, 这推动行业国产化率的持续提升。如 2015 年之前巴斯夫的羰基铁粉占全国市场 80%, 而至 2018 年巴斯夫羰基铁粉产品的市占率降至 20%, 当前, 国内自产的羰基铁粉产品市占率已升至 90%。

图37: 羰基铁粉应用领域结构图



资料来源: Cnpowder, 东兴证券研究所

图38: 中国羰基铁粉市占率变化



资料来源: Basf, 新材料在线, 东兴证券研究所

综合观察, 羰基铁粉行业供需结构偏紧矛盾或逐渐显现。考虑到电子及新能源产业链的快速发展对高致密度且高性能羰基铁粉需求的持续提升, 而行业供给端具有进入壁垒且呈现寡头垄断及强刚性特征, 这意味着持

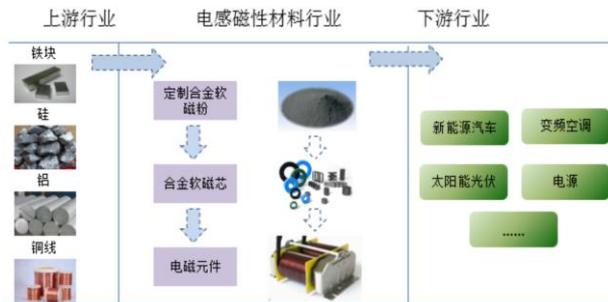
续扩张的需求或推动羰基铁粉行业供应偏紧格局的显现。尽管羰基铁粉是金属粉末领域的分支，但考虑到其应用占比巨大的提升空间，我们建议关注羰基铁粉市场的成长性机会。

2.2.3 金属软磁粉行业已进入加速成长期

金属软磁粉芯属于国家战略新兴产业重点产品。金属软磁粉芯是指将符合性能指标的金属软磁粉采用绝缘包覆、压制、退火、浸润、喷涂等工艺技术所制成的磁芯，是具有分布式气隙的第四代软磁材料。金属软磁粉芯通常以环形磁芯形态使用，并且作为高精度及高灵敏度的核心生产要素在科技领域和工业领域广泛应用，属于国家战略新兴产业的重点产品。公司生产的金属软磁粉芯具有分布式气隙、温度特性良好、损耗小、直流偏置特性佳、饱和磁通密度高等特点，能有效满足电能变化设备的高效率、高功率密度及高频化的要求。

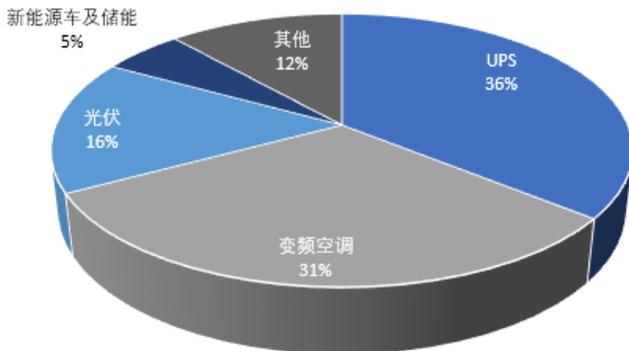
从类别观察，金属软磁粉芯包括铁粉芯、铁硅铝磁粉芯、高通量磁粉芯和钕坡莫磁粉芯四类。其中铁粉芯生产工艺相对简单且成本较低，是软磁粉芯中用量最大最广的一种；铁硅铝磁粉芯因其性价比较高的优势是合金软磁粉系列中使用最大最广的一种；高通量磁粉芯具有高饱和磁密度在特定使用范围上具有不可替代性；而钕坡莫磁粉芯因其综合性能最好而被应用于国防军工及高科技产品等对性能及质量有较高要求的产业。

图39：软磁粉行业上下游产业链



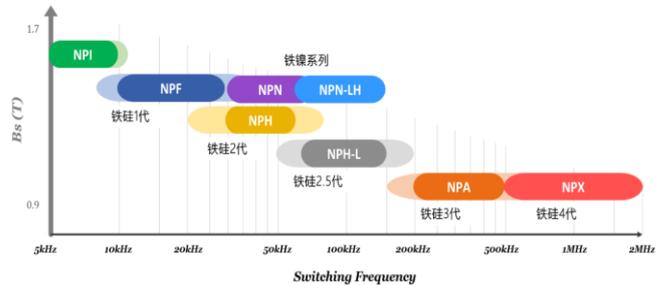
资料来源：铂科新材，东兴证券研究所

图41：金属软磁粉芯下游应用领域占比



资料来源：search4research，东兴证券研究所

图40：软磁粉芯产品系列迭代图



资料来源：铂科新材，东兴证券研究所

图42：电感元件解决方案及终端应用



资料来源：铂科新材，东兴证券研究所

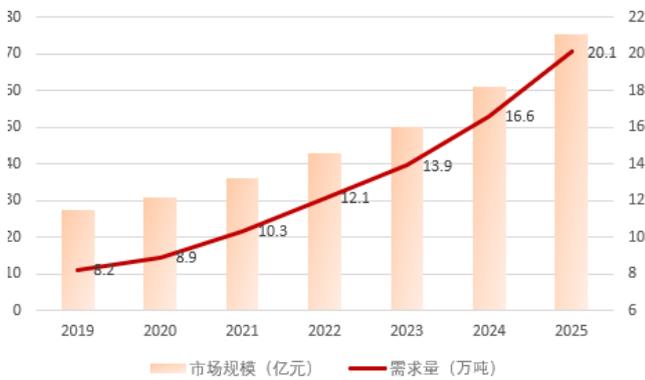
至 2024 年全球软磁材料市场规模或增长至 794 亿美元 (CAGR:9.1%)

亚太地区是增长最快的软磁材料市场。从软磁材料市场规模分布观察，主要集中在日本和中国，其中中国产量约占全球 70%。据磁性材料行业协会统计，2020 年中国磁性材料产业生产销售磁性材料已达 130 万吨（其

中，永磁铁氧体 80 万吨，稀土永磁 16 万吨，软磁 29 万吨，其它磁体约 2 万吨)，市场规模亦达到 1100 亿元以上。而根据中国电子材料行业协会磁性材料分会数据显示，21 世纪初国内金属磁粉芯年产量只有百吨规模，其中 95.00% 为铁粉芯，但由于铁粉芯磁损耗较大，随着高频、高功率应用和 EMC 的更高要求，以及光伏、风电领域需求的增加，铁硅系、镍基坡莫合金系金属磁粉芯迅速发展，这带动近年金属磁粉芯产业生产规模年均增长率达到近 20%。

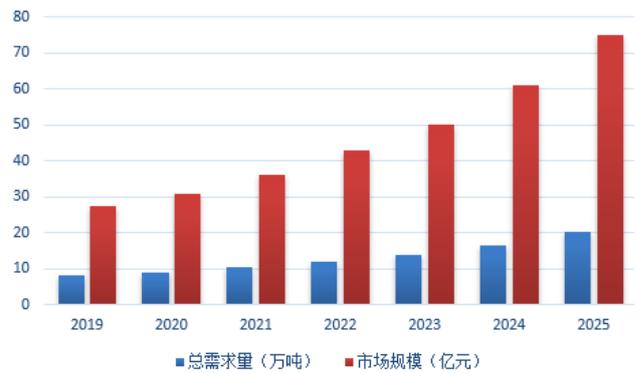
全球软磁材料市场规模具有较大增长空间。根据 BCC Research，2019-2024 年全球软磁材料市场的复合增长率将达到 9.10%，预计到 2024 年，全球软磁市场规模将从 2019 年的 514 亿美元升至 794 亿美元；而根据 IndustryARC 研究显示，2020-2025 年全球软磁市场规模年均复合增速为 9.2%，至 2025 年达到 791.7 亿美元。此外，从金属磁粉芯角度观察，2020-2025 年全球金属软磁粉芯总需求量有望从 8.9 万吨增至 20.1 万吨 (CAGR 13.7%)，而全球市场规模则将从 30.7 亿元增至 75.2 亿元，CAGR 高达 15.5%。

图 43：中国金属软磁粉芯市场规模及需求预测



资料来源：中国磁性材料器件行业协会，Insight&Info，东兴证券研究所

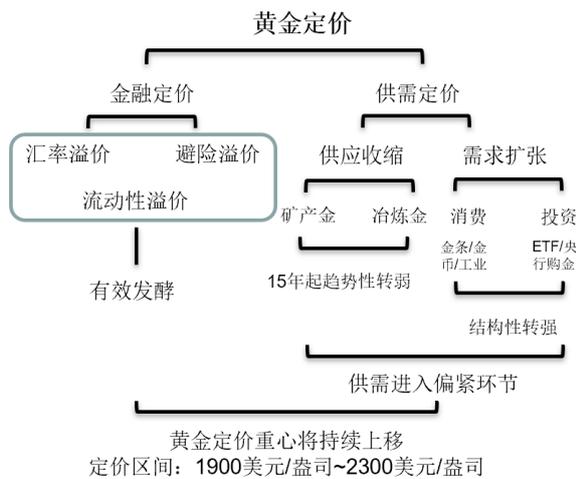
图 44：全球金属软磁粉芯市场规模及需求预测



资料来源：中国磁性材料器件行业协会，Insight&Info，东兴证券研究所

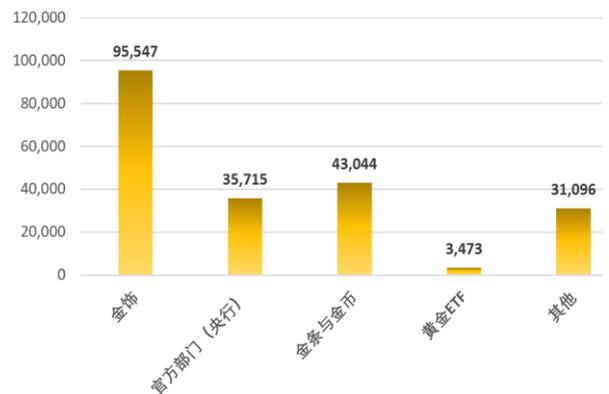
## 2.3 黄金交易的配置有效性开始显现

图 45：黄金定价逻辑树状图



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 46：全球地上黄金总存量 20.53 万吨，金饰占比 45.7%



资料来源：GFMS；美国地质调查局；世界黄金协会，东兴证券研究所

### 2.3.1 黄金供需基本面延续紧平衡态势：矿产金供给低增速，需求格局发生质变，生产成本趋势性上涨

全球矿产金供应已进入低增速阶段。2013 年矿产金供给增速高点过后显现趋势性下滑，至 2020 年受疫情影响出现该数据已出现近 5% 的收缩。2011-2016 年均产量增速+4.16%，但 2017-2022 年均产量增速 0.58%，近五年全球矿产金年均产量维持在 3500 吨左右。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约 74%，显示全球黄金实际有效供给已经极为刚性。

全球回收金供应增速近十年未显有效增长。回收金增速变化与黄金价格变化基本一致，近十年回收金供给平均增速趋近于 0，十年内增速最高值为 2016 年 15.3%，增速最低值为 2013 年-26.9%。近十年回收金年均产量约 1270 吨，近三年该数据为 1240 吨，显示回收金的全球供给亦相对刚性。

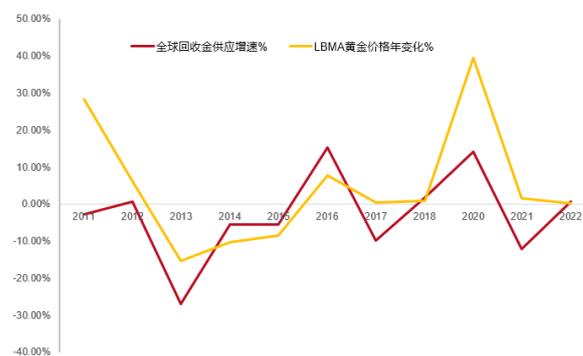
黄金生产成本已经出现趋势性的上涨。地下开采生产成本的提高及矿石品位下滑导致矿产金生产成本的攀升，至 2022 年全球黄金生产成本已逼近 1300 美元/盎司（十年新高），该数据较 2017 年的 878 美元/盎司增长了 48%。考虑到全球能源成本及通胀状态在近两年依然维持高企态势，预计黄金生产成本仍将维持高位，如 Gold Road 预计 2023 年的采金业综合维持成本将升至 1540 美元/盎司至 1660 美元/盎司，这意味着金价的成本支撑效应将在定价中显现。

图 47：全球矿产金供应增速已呈现趋势性下滑



资料来源：wind，世界黄金协会，东兴证券研究所

图 48：全球回收金供应增速近十年趋近于零



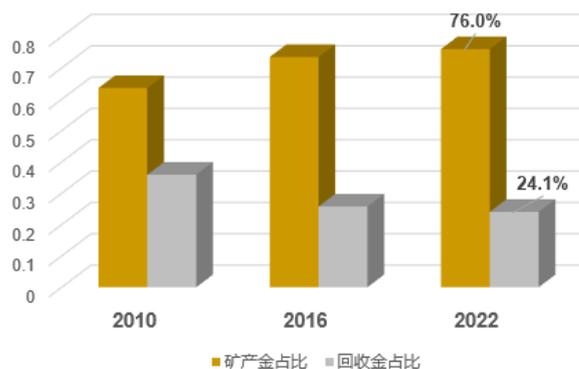
资料来源：wind，世界黄金协会，东兴证券研究所

图 49：全球黄金 AISC 生产成本已升至近 1300 美元/盎司



资料来源：Metals Focus，世界黄金协会，东兴证券研究所

图 50：全球黄金供给比例



资料来源：wind，世界黄金协会，东兴证券研究所

表 12：全球黄金供应变化表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2020	2021	2022
金矿产量	2,754.5	2,876.9	2,957.2	3,166.8	3,262.4	3,366.3	3,515.4	3,578.2	3,652.5	3,474.7	3,568.9	3,611.9
增速变化%		4.44%	2.79%	7.09%	3.02%	3.19%	4.43%	1.79%	2.08%	-4.87%	2.71%	1.20%
回收金	1,671.1	1,626.1	1,637.1	1,197.0	1,131.5	1,069.6	1,232.7	1,111.4	1,132.2	1,292.3	1,136.2	1,144.1
增速变化%		-2.69%	0.68%	-26.88%	-5.48%	-5.47%	15.25%	-9.85%	1.87%	14.14%	-12.08%	0.70%
总供应量	4,316.7	4,525.5	4,549.0	4,335.9	4,498.8	4,448.8	4,785.8	4,664.0	4,772.3	4,721.1	4,682.4	4,754.5
增速变化%		4.84%	0.52%	-4.69%	3.76%	-1.11%	7.57%	-2.54%	2.32%	-1.07%	-0.82%	1.54%

资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 世界黄金协会, 东兴证券研究所东兴证券研究所

全球黄金年均消费量约 4350 吨，总需求自 2020 年疫情后持续性复苏。近十年全球黄金年消费维持稳定，尽管 2020 年受疫情影响消费明显回落，但 21 年至今整体消费状态持续性复苏。尤其是 21Q4，全球黄金需求同比增幅近 50% 并创十个季度来最高水平。而至 2022，黄金需求在经历印度上调黄金消费税及全球利率成本持续攀升下创出了近 11 年最高 (+18% 至 4741 吨)。

黄金消费结构性变化显示，央行及 ETF 消费增速近十年增长明显。珠宝首饰占全球黄金消费比重 55% 之上，近 10 年消费累计增幅约 5.9%，消费状态整体稳定上升。金条金币和科技消费十年内显现下滑，但央行购金及黄金 ETFs 消费规模近几年增长较快，黄金消费开始显现新的结构性变化。尤其是央行购金，巴塞尔协议 III 的执行推动央行购金规模的持续性放大，22 年全球央行购金量已达 1136 吨，创历史新高。而至 2023 年一季度，央行购金规模再度增长 176% 至 228 吨，全球央行黄金储备总量升至 3.5695 万吨。此外，实物黄金持仓 ETF 也出现了明显扩容。诞生于 2003 年的黄金实物持仓 ETF 累计黄金持有量已达 3478 吨（截止 2023 年 5 月末），当前全球已有超过 100 只黄金实物持仓产品，考虑到 2022 年以来受利率及汇率市场变动导致持有黄金机会成本的攀升，预计随着利率环境的常态化回归，全球黄金实物持仓 ETF 的年增长量或有望恢复至 2016-2020 年的平均水平（约增长 451 吨/年）。

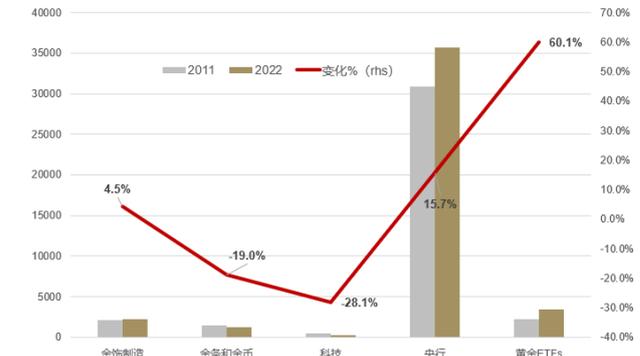
巴塞尔协议 III 提升黄金类资产在央行体系内的配置地位。巴塞尔协议 III 规定，自 2019 年 3 月 29 日起，黄金被列入与货币及国债具有同等地位的一级资产（之前黄金为三级资产），各国央行可以依据按市值计价的黄金持有量计算为现金持有量，从而进行扩充资产负债表的行为。这意味着黄金货币属性强化，推动了以新兴经济体为主的货币储备体系的重建，黄金类资产的扩充已经对美元形成冲击及替代。

图 51：全球黄金总需求在经历 2020 年疫情冲击后开始修复



资料来源：Wind, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图 52：黄金消费趋势显示央行购金及黄金 ETF 增速较快



资料来源：Wind, 世界黄金协会东兴证券研究所

表 13：全球黄金需求变化表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2020	2021	2022
金饰制造	2044.9	2096.4	2140.9	2735.3	2544.4	2479.2	2018.8	2257.5	2284.6	1327.4	2230.6	2189.8
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	302.8	330.2	159.2
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	272.1	251.7
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51.0	49.8	50.7	51.2	49.8	46.8	46.6
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.4	10.3
投资	1596.5	1769.0	1592.3	793.2	932.2	978.8	1655.1	1309.6	1173.3	1274.9	1001.9	1106.8
金条和金币总需求量	1204.3	1501.9	1322.2	1729.6	1066.5	1091.4	1073.1	1043.9	1090.3	899.6	1190.9	1217.1
金条	921.2	1189.5	1023.1	1357.3	780.4	790.2	797.2	779.7	775.4	579.2	810.8	790.9
官方金币	195.9	228.3	187.5	270.9	205.5	225.2	208.2	188.1	241.9	220.7	295.2	334.8
奖章/仿制金币	87.2	84.2	111.7	101.4	80.7	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	84.8	91.4
黄金ETFs及类似产品	392.2	267.1	270.1	-936.4	-134.3	-112.6	582.0	265.7	83.0	874.0	-189.0	-110.4
各国央行和其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	255.0	450.1	1135.7
总需求	4181.2	4775.3	4684.7	4513.7	4426.1	4369.3	4391.7	4278.2	4449.0	3658.8	4,012.8	4,740.7

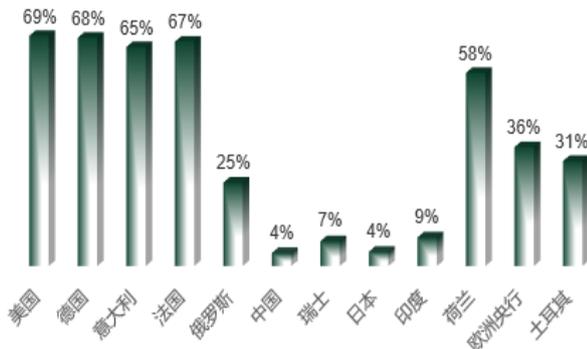
资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图53：巴塞尔协议 III 在 2019 年 3 月 29 日执行



资料来源：BIS, 东兴证券研究所

图55：主要黄金储备国黄金资产占本国外储比例



资料来源：wind, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

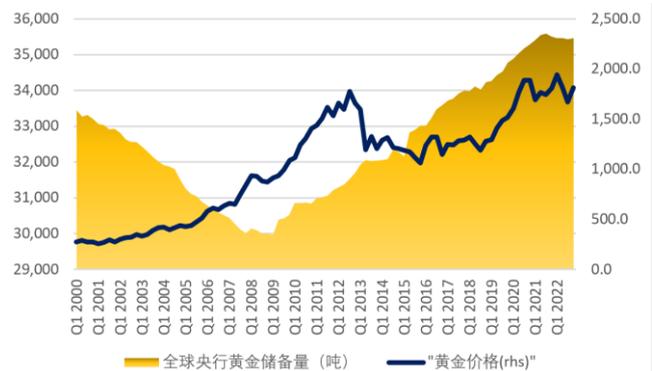
图57：黄金实物持仓 ETF 增量明显

图54：巴塞尔协议 III 对于央行持有黄金类资产属性的再定义

14. Other assets
95. The standard risk weight for all other assets will be 100%, with the exception of exposure: mentioned in paragraphs 96 and 97.
96. A 0% risk weight will apply to (i) cash owned and held at the bank or in transit; and (ii) gold bullion held at the bank or held in another bank on an allocated basis, to the extent the gold bullion assets are backed by gold bullion liabilities.
97. A 20% risk weight will apply to cash items in the process of collection.
148. The following collateral instruments are eligible for recognition in the simple approach:
- (a) Cash (as well as certificates of deposit or comparable instruments issued by the lending bank) on deposit with the bank that is incurring the counterparty exposure.<sup>69, 70</sup>
  - (b) Gold.
  - (c) In jurisdictions that allow the use of external ratings for regulatory purposes:
    - (i) Debt securities rated by a recognised ECAI where these are either:
      - at least BB- when issued by sovereigns or PSEs that are treated as sovereigns by the national supervisor; or
      - at least BBB- when issued by other entities (including banks and other prudentially regulated financial institutions); or
      - at least A-3/P-3 for short-term debt instruments.

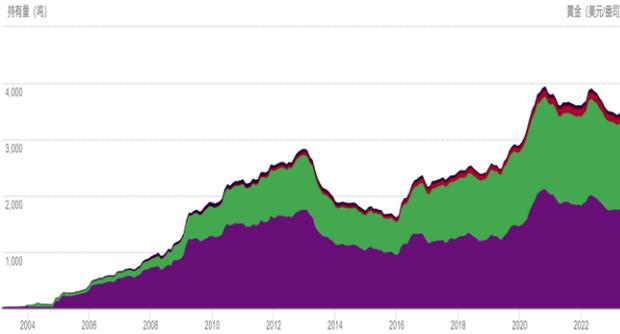
资料来源：BIS, 东兴证券研究所

图56：全球央行黄金储备量及金价



资料来源：国际货币基金组织, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图58：季度黄金 ETF 区域流动跟踪图 (23Q2+34.5 吨)



资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所



资料来源：洲际交易所基准管理机构，世界黄金协会，东兴证券研究所

### 2.3.2 黄金金融端定价逻辑再梳理——避险、通胀及加息对金价的定价影响

#### 黄金的避险属性：高风险阶段时有 91% 概率取得正收益

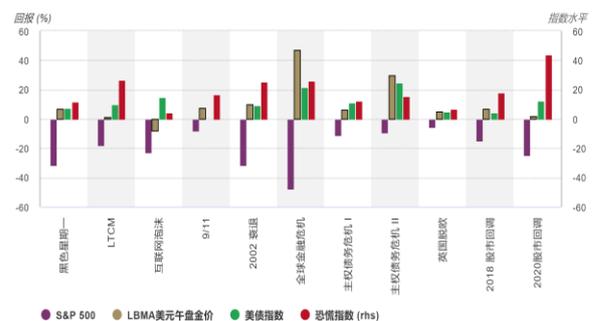
黄金避险溢价长期有效，而避险属性对金价的影响更多体现在事件性的驱动关系。黄金避险溢价与战争的高关联度是在金本位制度下（Gold standard）存在的惯性交易，而随着布雷顿森林体系（Bretton Woods）的瓦解，战争的爆发与黄金价格的上涨间的惯性交易也开始变得模糊。我们统计了 1970 年后各阶段的 14 次局部战争对于黄金价格的影响发现，**战争对于金价的提振作用是否线性有效，取决于市场对于战争爆发的预期有效性**。从统计角度观察，像海湾战争、阿富汗战争、伊拉克战争以及美国空袭叙利亚等事件均是市场预期内大概率发生的战争，战争爆发后对金价的提振作用十分有限；但另一方面，像市场预期之外的突发性事件，比如印巴战争、两伊战争、第五次中东战争、911 事件、叙利亚内战、伊拉克内战等，战争爆发后则对金价形成明显的上行拉动。

另一方面，黄金在金融市场显现风险时依然具有较强的对冲效应。从统计角度观察，近四十年内全球金融市场有 11 次高风险阶段，其中在 10 个高风险阶段中黄金取得了正收益率，显示高风险阶段时黄金资产取得正收益率概率高达 91%。

**表 14：自 1970 年来战争事件对伦敦现货金价阶段性影响**

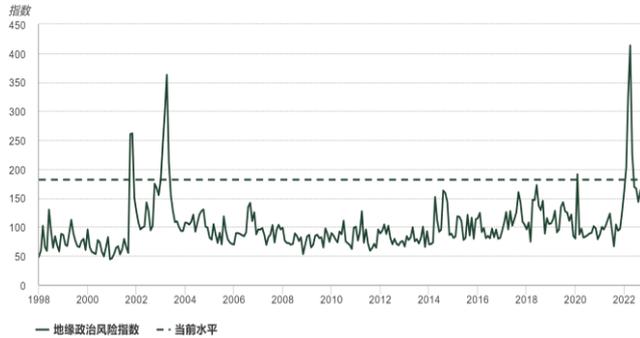
名称	发生时间	伦敦金涨跌幅	市场预期概率
印巴战争	1971.11.21-12.17	3.93%	低
两伊战争	1980.9.22-1988.8.20	11.20%	低
第五次中东战争	1982.06.04-09.29	49.71%	低
伊拉克入侵科威特	1990.08.02	13.17%	低
海湾战争	1991.1.17-2.28	-8.98%	高
波黑战争	1992.04-1995.12	5.91%	低
美国 911 事件	2001.09.11	5.64%	低
阿富汗战争	2001.10.7-2014.12.29	-6.52%	高
伊拉克战争	2003.03.20-2011.12.18	-8.87%	高
叙利亚内战	2011.03.15	11.64%	低
伊拉克内战	2014.01	14.17%	低
克里米亚事件	2014.03.18	1.89%	低
也门内战	2015.03.19	6.46%	低
美国空袭叙利亚	2017.04.06	-0.21%	高

资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 世界黄金协会，东兴证券研究所

**图 59：各高风险阶段不同资产的回报率表现**


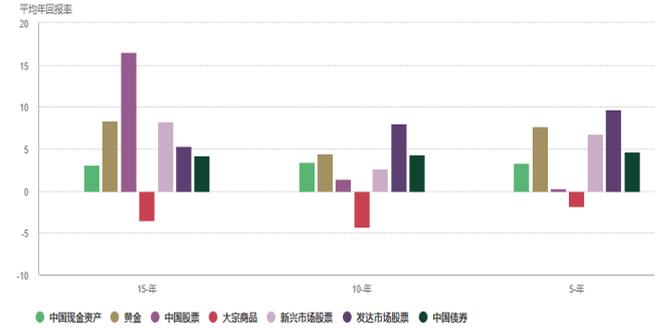
资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 世界黄金协会，东兴证券研究所

图60：全球地缘政治风险依然较高



资料来源：Matteo Iacoviello, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图61：在不同周期阶段黄金年均回报率均保持稳定



资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

黄金的通胀溢价：仍在持续发酵的过程中

通胀压力的全球化扩散将逐渐提升黄金类资产的需求，黄金定价中的通胀溢价已在抬升。从已公布的全球通胀数据观察，2023 年全球通胀依然处于系统性的高压态势（表 15），而通胀的全面化扩散会对黄金需求产生明显的溢出效应，表现为：

原油汽油等大宗生产要素价格上涨 → 氮肥尿素等生产成本上涨 → 粮食作物产出受到影响 → 食品通胀燃起 → 通胀恐慌刺激黄金需求（2022 年全球黄金需求+18%至 4741 吨，创 11 年新高）。

另一方面，当前美元黄金定价较通胀平价下的定价出现较大幅度的折价。我们从 CPI, PPI, WPI 的不同维度对于通胀平价的黄金价格进行拟合发现，真实反映当前通胀水平的美元黄金价格应该在 2300 美元/盎司之上，这意味着在 1900 美元/盎司附近的金价并未完全有效反映通胀的溢出效应，也显示出黄金的通胀溢价仍处发酵阶段。

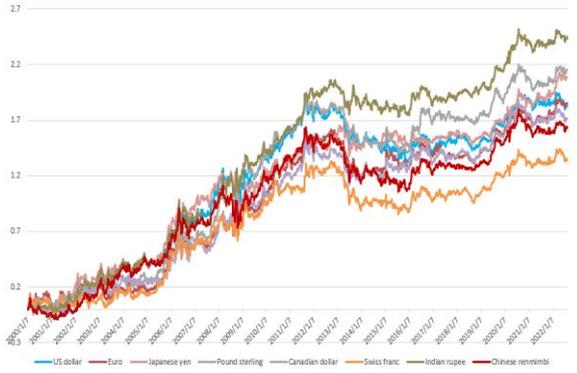
表15：2023 年全球的通胀压力依然较大（红色代表高通胀压力）

Table with multiple columns showing inflation data for various countries and regions, including indicators like CPI, PPI, and WPI. Red highlights indicate high inflation pressure.

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

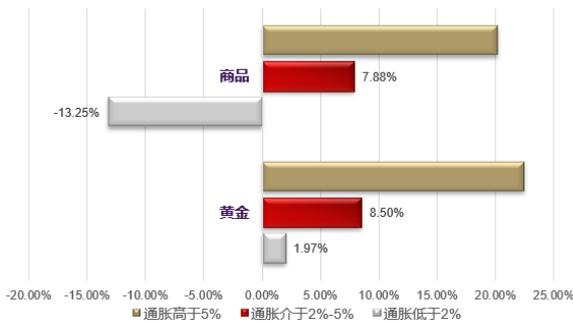
图62：2000 年至今主要汇率黄金的实际回报率

图63：名义金价及通胀调整后的实际金价

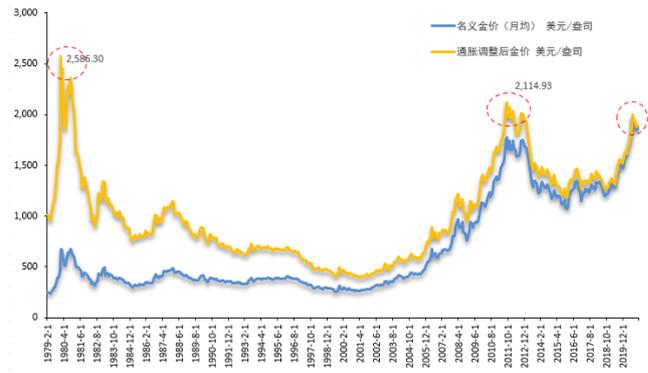


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图64：黄金在不同通胀阶段下的回报率表现

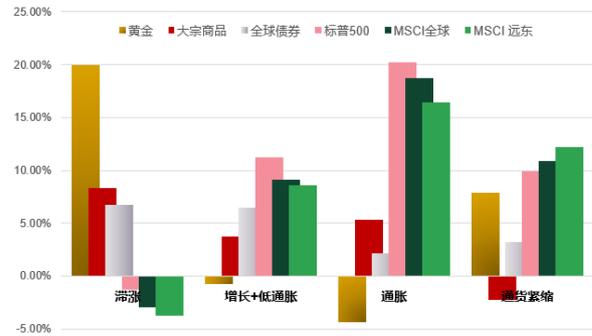


资料来源：Wind，世界黄金协会，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图65：黄金在滞涨阶段表现要明显强于其他资产



资料来源：Wind，世界黄金协会，东兴证券研究所

### 流动性压力对金价的影响：近 20 年历史数据显示加息周期开始六个月后金价回报率为正

流动性的系统性收缩确实会提升持有黄金的机会成本，并对金价形成负反馈。由于黄金是传统的无息资产，利率成本的系统性上涨会增加持有黄金的机会成本，从而影响黄金持仓的减少。近两年市场在不断计入美联储关于加息及缩表的“幅度与进度”的预期概率，这是阶段性影响黄金回报率的核心因素并在金价中持续有所计入。

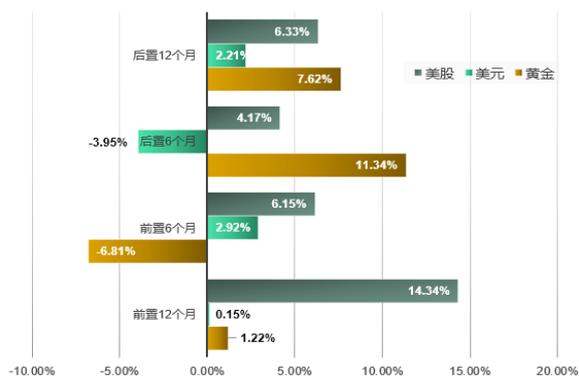
但另一方面，加息周期的存在并不对金价形成强周期性压制。从统计的角度观察，美联储每次进入加息周期六个月后，黄金的平均回报率是+11%，远高于美股和美元的平均回报率；而一年后黄金的平均回报率也有 7.5%，美股和美元平均回报率是 6%及 2%。如果我们再从加息周期所对应的金价回报率角度观察，从 1999 年 6 月至 2000 年 5 月，美国撤回因亚洲金融危机而执行的宽松货币政策并进入加息周期，期间金价涨幅达到 7.36%，并在 2003 年 2 月触及阶段性高点。第二阶段，2004 年 6 月再度进入格林斯潘加息周期后，金价先是触底到 380 美元/盎司，然后跟随利率的上涨同步，至 2006 年 7 月加息周期截止时，金价涨幅达 57.4%；而后至 2011 年 9 月，金价升至 1920 美元/盎司，涨幅升至 405%。然后是 2015 年 12 月开始，美国长期零利率后货币政策回归正常化的过程，耶伦/鲍威尔加息周期开始，金价先跌到自 2010 年至今的最低 1050 美元/盎司附近，然后又开始了结构性的上涨，至 2019 年 3 月本轮加息周期结束时，金价涨幅达 24.76%；而后在 20 个月的时间里金价涨到了 2000 美元/盎司之上。因此从近 20 年的数据来看，每一轮的紧缩周期开始短期内对金价会形成压制，但若将时间周期拉长至 6 个月以上，黄金会表现出结构性的强势。

表16：自 2000 年以来的加息周期与金价回报率统计

加息周期	时任美联储主席	起始时间	伦敦金现货	结束时间	伦敦金现货	期间涨跌幅	后续涨跌幅
加息周期 1	格林斯潘	1999.6	258	2000.5	277	7.36%	47.70%
加息周期 2	格林斯潘	2004.6	1049	2006.6	1334	27.17%	405%
加息周期 3	耶伦/鲍威尔	2015.12	1050	2019.3	1310	24.76%	97.52%

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图66：历史上 4 个 FED 紧缩周期下各资产的中位回报



资料来源：Wind, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图67：黄金与美元的负相关性出现弱化（-0.28）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

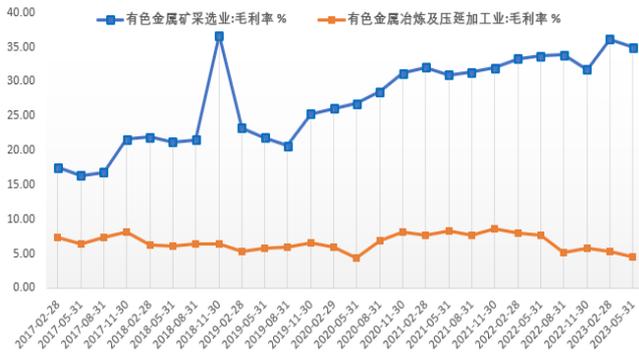
### 3. 投资建议及相关公司

#### 3.1 金属行业景气度已呈现系统性抬升

金属行业景气度显现系统性抬升。从盈利能力观察，行业整体盈利能力出现优化，平均毛利率至 2022 年已升至 12.75%。其中产业链利润向上游采选环节集中趋势加剧，至 23M5 已达到 34.7%（2007 年以来高位），反映供给依然偏紧背景下上游溢价能力与盈利弹性的增强。从运营能力观察，行业整体负债率由 2020 年的 58% 降至 2022 年的 50.6%，行业销售期间费用率由 5.26% 降至 2.64%，流动比率及速动比率升至 1.37 及 0.89，综合显示行业经营能力的增强。从回报能力观察，行业平均 ROE 由 2020 年 0.66% 升至 18.28%，平均 ROA 由 0.25% 升至 7.69%；此外行业股息率由 0.53% 升至 1.42%（能源金属及工业金属板块股息回报率最高），现金分红总额由 104.2 亿元增至 347.99 亿元，整体显示行业盈利回报能力的实质性提升。

图135：有色行业销售利润率显示行业利润仍向上游聚拢

图136：行业费用率及负债率降低，回报率增高



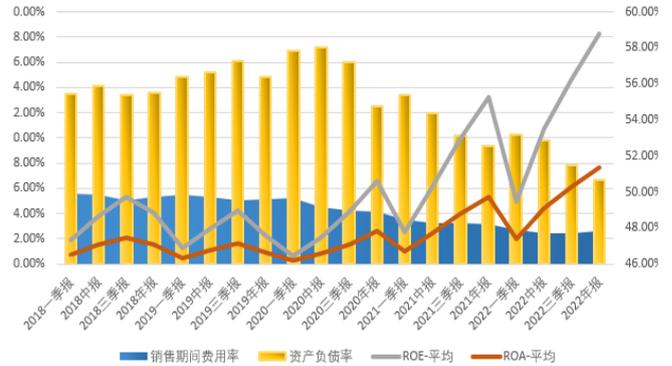
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图137：有色行业股息率增长明显**

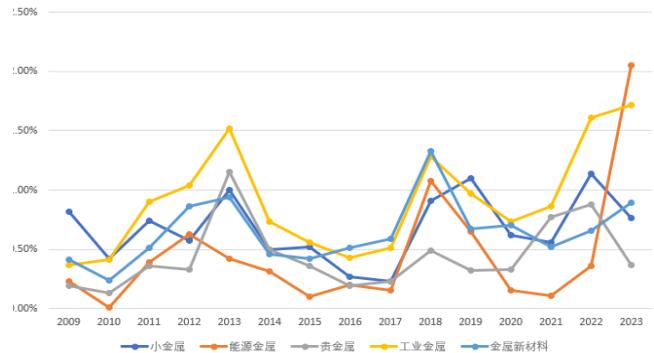

资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

### 3.2 金属行业配置属性持续增强

金属行业配置属性增强，基金持仓比例显著攀升。有色金属行业基金持仓比例由2020年1.32%增至2022年的3.78%（23Q1进一步升至3.91%），其中能源金属及其他金属自22Q2持仓结构出现分化。能源金属持仓回落明显（3.75%→1.27%），但工业金属（0.78%→1.47%）、贵金属（0.21%→0.62%）及金属新材料（0.05%→0.2%）同期持仓出现趋势性增加。鉴于基金持仓比例提升幅度明显大于行业总市值比例提升幅度（基金持仓+259BP，行业同期市值占比+71BP），可有效反映行业配置属性已出现的实质性优化。

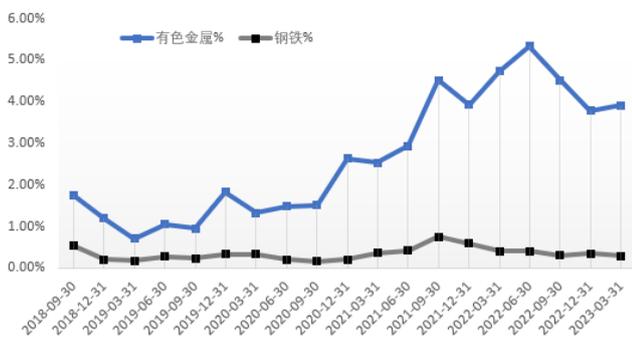
**图139：有色金属行业基金持仓比例持续增加**


资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图138：有色行业二级子版块股息率变化**


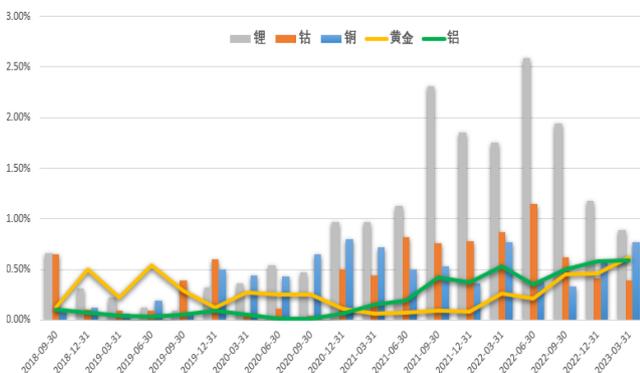
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图140：能源金属持仓回落明显，工业金属、贵金属及金属新材料自22Q2持仓增长较快**

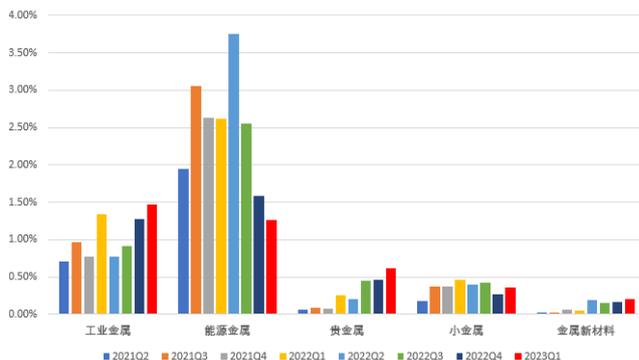


资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图141：锂钴基金持仓显著回落，铜、铝及黄金持仓趋势性攀升

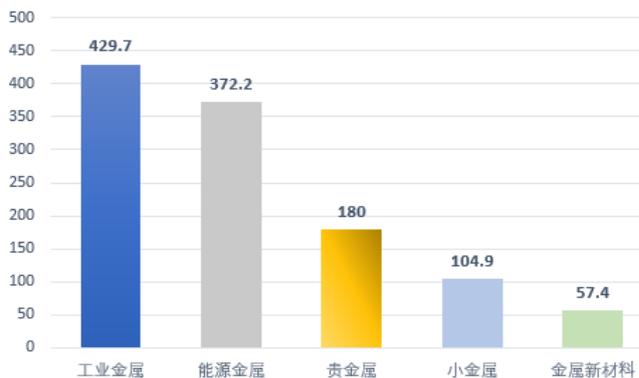


资料来源：iFinD, 东兴证券研究所



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图142：公募机构金属板块持仓市值分布（亿元）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

### 3.3 投资建议

#### 3.3.1 关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值

考虑到金属行业景气度的系统性攀升以及我们认为金属行业在 2023 下半年需关注三条主线，分别是仍处供需紧平衡状态下工业金属的补库弹性释放（以铜行业为代表），行业成长属性强化下新材料金属的需求曲线右移（以金属软磁粉为代表），以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的黄金行业。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

#### 3.3.2 相关公司

##### 金诚信（603979.SH）

公司是国内非煤地下固体矿山开采产业链一体化龙头企业，经营模式为矿业纵向一体化，包括以矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发、矿山机械设备制造在内的矿山开发服务业务，以及矿山资源开发业务。

矿山开发服务业务延续强增长稳定性。尽管 2022 年市场受流动性、事件性及政策性等因素冲击，但公司矿山开发服务业务延续了稳定的强增长性，全年实现采供矿量 3400.43 万吨，掘进总量 347.55 万立方米，分

别达到计划完成率的 103%及 96%。公司矿山开发业务的稳定增长一方面反映了矿山开发服务领域具有一定的抗周期扰动性的特点（矿山端采矿工程停滞对矿山业主易造成巨大机会成本），另一方面则显示出公司在矿采选服务行业市场优势的扩大。合同签署情况也进一步印证公司矿采服务行业的强成长性，22 年公司全年新签及续签合同完成额达 56 亿元（+24.5%），其中海外项目在已有合同基础上进一步承接了 RTB BOR 下部矿带井巷第二标段工程、卡莫亚铜钴矿未来十年的深部矿体采矿工程、Kinsenda 地下铜矿工程及老挝钾盐采矿等工程，综合反映出公司客户的强黏性特点。考虑到公司采矿运营管理业务占主营比例已由 2020 年 49.8%增长至 22 年的 63.7%，毛利率同期由 10.9%升至 30.5%；结合公司海外主营收入已占业务总收入 61.8%（总金额升至 32.3 亿元），海外毛利增至 28.8%，预计公司矿山开发服务业务规模有望维持年均 15%以上的复合增速。矿山资源开发业务即将推动业绩弹性释放。资源开发业务已成为公司第二成长曲线，并有望在 2023 年形成实际的现金流收入。公司当前拥有三个采矿权及七个探矿权并参股哥伦比亚铜金银矿项目，总计拥有矿产权益储量为铜金属 106 万吨，32.65%高品位磷矿石 1920 万吨，银金属 249 吨及金金属 7 吨。其中公司刚果（金）Dikulushi 项目在 2022 年已进入生产期（当前 100%权益，权益铜金属 8 万吨、白银 192 吨，铜及银品位分别高至 6.33%及 144g/t，年处理矿石 15 万吨，15%股权将按法律转让给刚果（金）国有资产管理部），全年试产铜精矿 0.28 万吨（至 23Q1 累计产 0.402 万吨，并已完成 1885 万美元销售），预计 23 年该项目在生产系统完善后有望实现年产约 8000 吨矿产铜。此外，公司刚果（金）Lonshi 项目亦开始全面推进建设并且发现 3 条主要铜矿体（当前 100%权益，当前权益铜金属 87 万吨@2.82%，处理规模 150 万吨/年，达产后年产约 3.72 万吨铜，找矿潜力较大；Sky Pearl 将持有 Lonshi 铜矿 5%权益）。另一方面，公司贵州两岔河磷矿项目（90%权益，采矿权权益资源量 2133.4 万吨，80 万吨年产能，P205 品位达 32.7%，南部采区 30 万吨建设期 1 年，北部采区 50 万吨建设期 3 年）南采矿区已开工建设，项目在 2023 年有望提前形成现金流收入。从矿山资源项目成长性观察，我们预计 2023 年 Dikulushi 项目及贵州磷矿项目将产生实际的矿产品收入（0.8 万吨矿产铜+15 万吨磷矿）；至 2025 年公司或将形成近 5 万吨铜+80 万吨的 P205 生产能力。

多项核心竞争力构筑公司成长优势。公司坚持科技创新驱动具有业内成熟且领先的矿采矿服技术优势；公司具备矿山工程建设、运营管理、设计开发及矿山设备制造的一体化优势；具有超千米深部资源等深井工程综合开发服务优势（竣工竖井最深达 1526 米，斜坡道最长达 8008 米）；矿山采选服务业具有 20 年的高认可度品牌影响力等。

公司成长性将受益于：矿业资本开支仍处强景气周期（行业强成长性），公司主营矿服项目的持续稳定扩张及海外市场市占率的持续攀升（提升公司成长性），公司自身矿商项目的逐步释放（提升公司业绩及估值弹性）。

风险提示：全球矿山资本开支计划不及预期；项目国政治风险；客户集中度偏高风险；应收账款风险；公司矿端项目产出不及预期。

参考报告：《金诚信（603979）：矿服业务强增长，资源业务扩成长》20230427

### 铂科新材（300811.SZ）

公司是经认定的国家级高新技术企业，自设立以来一直从事合金软磁粉、合金软磁粉芯及相关电感元件产品的研发、生产和销售。公司于 2004 年在中国开始粉体的研发试验，并在 2007 年成功开发出铁硅气雾化粉末。公司已经掌握直径 2 $\mu$ m-50 $\mu$ m 的金属粉末制备工艺，建立覆盖 5KHz~2MHz 频率段应用的金属磁粉芯体系并在 2021 年推出碳化硅时代的新磁性材料铁硅 NPC，此外，公司已构建形成服务电能变化的金属软磁协同平台。提供从粉芯的生产、销售、解决方案的设计、特种电感器件的供应。公司产品主要用于光伏、储能、新能源汽车、UPS、变频空调，GPU 及 AI、高数算力等绿色新兴行业。

金属软磁粉芯业务步入稳定高增长期。当前金属软磁粉芯业务占公司总营收比重近 96%，2022 年产量及销量

分别增加 31.3%及 38.7%至 3.07 万吨及 3.04 万吨。该业务自 2020 年以来维持平均 95%产能利用率及 99%产销率，持续性的满产满销状态一方面反映公司所处顺周期行业，另一方面显示公司产品在业内的高认可度。订单交付时间也可以佐证公司产品的受欢迎度，2022 年公司产品订单交付时间最长约 4 个月，至 23Q1 在产能提升背景下，公司订单仍维持 2-3 个月状态。从定价角度观察，公司金属软磁产品具有竞争优势及定价权，产品定价维持 35%-40%毛利率（18%-20%整体净利率），推动 2022 年公司综合毛利率+11.2pct 至 37.64%。这反映出下游对公司产品定价普遍接受程度高，价格传导机制有效。公司产品毛利和净利水平明显优于行业可比公司，核心原因为产品质量及特性不同，公司产品聚焦于合金粉末领域最高质高效范畴。从增长角度观察，公司当前总产能约 3.3 万吨，惠州基地技改叠加河源基地产能释放将推动公司总产能至 2025 年增长 112%至约 7 万吨，生产规模效应的显现有望进一步优化公司盈利能力。

磁性电感业务进入加速扩张期。磁性电感元件业务为公司第二成长曲线，该业务受益于 AI、高算力及数据中心基建而显现几何级增长，从 2020 年的营收 187 万元增长至 2022 年的 2028 万元，三年 CAGR 高达 229.3%。鉴于数字经济已经上升为国家战略，AI 及超算中心的快速发展及建设将持续推动合金软磁电感需求端的结构扩大。而公司具有全球独供的钢铁共烧合金电感并已经独家向英伟达等头部芯片公司供货，公司电感元件业务的领先性将推动公司成长性与数字经济发展共振。根据公司 2022 已公布电感业务数据推测，预计 2023 年公司磁性电感业务板块或有望实现 140%的增速并达到 5000 万左右规模。预计在公司四五规划阶段该业务或实现公司第二曲线的成长，占公司业务总比重或升至 50%左右，这意味着公司的业绩规模或有望出现进一步的指数级增长。

公司在多维度构筑强竞争优势。作为金属软磁材料领域产业链一体化龙头企业，公司具有明显的技术优势及模式优势。国内金属磁材新材料制造行业处于高景气成长期且行业具有高行业壁垒（上游资金、技术及量产壁垒，下游客户认证壁垒），新企业在短期内很难形成有效竞争。公司比较优势体现在：（1）公司具有强技术研发及产品优势，新进企业难在短期内实现技术积累并提供性能指标相似的量产产品（2）磁性材料产业链一体化优势，上游粉末原材料至下游电感解决方案的强一体化协同能力有效优化公司成本优势及强化产品优势（毛利水平整体处于行业头部位置，产品高质高效）（3）粉末新材料行业的高市场壁垒，公司拥有强品牌影响力及高拓展性与高粘性的客户群体（4）业务模式优势，以销定产的柔性生产方式有助公司产销计划的动态调节及现金流管理能力提升（5）金属粉末新材料行业获国家重点政策性支持。

风险提示：原材料价格大幅波动，市场需求不及预期，产能释放不及预期，毛利率下降风险，技术创新风险，市场竞争风险及政策风险。

#### 参考报告：

《铂科新材（300811.SZ）：软磁粉芯业务稳定高增长，电感业务与数字新基建共振助推扩张》20230427

#### 银泰黄金（000975.SZ）

公司主营贵金属及有色金属的矿采选与金属贸易业务。公司拥有 5 家矿山企业及一家贸易子公司，其中黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦为在产金矿矿山，玉龙矿业为在产铅锌银多金属矿山，华盛金矿为停产待复矿山。2021 年公司矿产金产量在中国黄金上市企业排名第七位，实现净利润排名第四位，公司的玉龙矿业是当前国内矿产银最大的单体矿山之一。

金资源储量增长，持续性勘探增储计划仍将提升矿权价值：截止 2022 年，公司共有 7 宗采矿权及 15 宗探矿权，合计总资源矿石量为 10194.17 万吨（同比-0.5%）。其中金金属量 173.9 吨（+2%），银金属量 6921.2 吨（-3.3%），铅+锌金属量 166.71 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨。公司年度勘探支出增长 20.8%至 1.23 亿元，其中青海大柴旦占比 57.2%，金金属量增加 3.13 吨（至 65.95 吨）。考虑到公司近 3 年勘探支出 CAGR 达 23.7%且形成有效金属增量，结合玉龙矿业处于多金属成矿带，青海大柴旦及板庙子均有较

大找矿潜力，以及花敖包特银铅矿深部铜锡矿勘探，预计随着勘探进度推进及增储规划执行，公司矿权价值仍有较大提升空间。

产销因事件性因素承压，金金属产出有强增长空间：公司 2022 年矿产金产量下降 2.1%至 7.06 吨，金/银/铅销量亦分别出现-3.2%/-6.9%/4%下滑，年内冬奥会叠加疫情对公司生产及运输均形成冲击（如吉林板庙子因疫情影响停产导致黄金产量-9.1%至 2.015 吨）。此外，青海大柴旦因磨机筒体问题而在 22H2 停产两个月，导致下半年该矿黄金产量仅有 0.496 吨（22H1 产 1.57 吨，全年产金-3.3%至 2.066 吨）。另一方面，尽管玉龙矿业年内因冬奥会无法采购炸药而遭受生产扰动，但公司银/铅/锌产量却分别同比+7%/+11.9%/+33.7%至 190.7 吨/1.18 万吨/1.77 万吨，显示玉龙矿业 1400t/d 技改的有效性及运营的稳定性。从公司远期产出观察，考虑到事件性扰动因素的消退，青海大柴旦细晶沟金矿（新立）及青龙沟金矿采矿权证的获得（合计 21.46 吨金金属）、黑河银泰选厂改扩建带来的选矿量提升（22 年采矿量+22.5%至 43.5 万吨，年黄金产量+4.6%至 2.98 吨）、玉龙矿业选矿厂改造项目的完成（达到 5000 吨/天）以及华盛金矿产能的释放（年产规模 120 万吨，品位 3.04g/t，露天开采方具备快速复产条件），我们预计公司矿产金产量有望升至 12 吨之上，较 2022 年增幅达 70%，这意味着公司仍是国内成长性最优的矿产金公司之一。

风险提示：金属价格下跌风险；产量不及预期风险；项目产出进度及项目技改进度低于预期风险。

参考报告：《银泰黄金（000975.SZ）：业绩阶段性承压，矿产金业务有强成长空间》20230302

### 3.3.3 风险提示

**风险提示：**政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

## 分析师简介

### 张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526