

金属行业1月投资策略

看好需求复苏，推荐基本金属及加工标的

行业研究 · 行业投资策略
投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

证券分析师：冯思宇
010-88005314
fengsiyu@guosen.com.cn
S0980519070001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

◆黄金行业分析：加息边际放缓，黄金配置需求增强

12月14日，美联储公布加息50bp决议，为年内首次放缓加息，加息幅度符合市场预期。目前，市场普遍预期本轮美联储加息终点在5%以上，2023年底可能降息。衰退预期下，虽然通胀的回落会为实际利率腾挪空间，但降息预期不断升温，或促使实际利率下行，利多黄金。另一方面，各国央行购金也在大幅提升，第三季度全球央行购金量创下近400吨的记录，成为最强劲的需求增长点。地缘政治局势紧张，黄金作为重要的避险资产具备配置意义。

◆工业金属及材料行业分析：电解铝再度减产，推荐低成本冶炼标的

12月份以来贵州两次发文要求电解铝企业降负荷，行业机构预计将减产60万吨。国内电解铝供给端愈加脆弱，山东、河南传统燃煤自备电企业面临成本压力，被迫出让指标缩减铝冶炼产能，水电铝丰富的西南地区来水不稳，频繁减产，如果缺电问题持续，2023年国内电解铝将面临较大的供应缺口。

2023年工业金属供需紧平衡，没有大幅过剩压力。2022年受俄乌冲突、疫情等因素影响，工业金属产量低增长或下降，2023年均呈现恢复式增长，但增速有限。需求端看好国内地产利好政策对工业金属这类地产后周期商品的拉动，欧美经济则面临衰退压力，工业金属需求端呈现国内强、国外弱，内需强、出口链弱。2023年铜、铝、锌均为供需紧平衡格局，短缺或者过剩幅度均在1%以内，没有累库存压力，2023年工业金属低库存仍然是常态。工业金属价格仍能维持在偏高位置。

◆新能源金属行业分析：终端需求转弱，价格重心下移

锂：12月锂价继续调整。虽然供给端国内青海盐湖提锂产能利用率有所下滑，但是下游需求萎缩，终端电池厂和车企有所减产和停产，终端需求不及预期，锂价高位回落。我们认为锂价比预期当中提前出现一定的调整，市场恐慌情绪有所增加，贸易商集中出货，今年年初可能会出现缓跌的格局。另外澳矿拍卖价格小幅回落，Pilbara BMX平台2022年12月14日进行年内第十次锂精矿拍卖，最终结果是7505美金/吨FOB，相较Pilbara 2022年11月16日拍卖价7805美金/吨下跌了3.84%。展望2023年，预计全球锂盐供需基本面会出现一定的反转，从2022年的供需短缺转为2023年的供需过剩，但预计过剩幅度并不明显，考虑到供给端往往会低预期，而需求端又比较容易超预期，我们预计供需仍将维持偏紧格局，2023年的锂价可能会出现回落，但整体可能是缓跌的格局，甚至在某些阶段由于供需错配价格还会出现一定程度的反弹。

钴：12月钴价继续调整。MB标准级钴最新报价21.75美元/磅，相比年初跌幅达到约36%，12月单月跌幅约8.41%；国内电钴最新报价31.4万元/吨，相比年初跌幅达到约35%，12月单月跌幅约3.68%。目前钴终端下游需求表现较为疲软，下游企业原料采购积极性并不高，刚需采购为主，钴原料主流供应商系数进一步下跌至58%-61%，预计短期内钴原料价格仍有一定的下调空间。

镍：12月镍产品价格走势出现一定的分化。LME镍最新报价2.99万美金/吨，较月初上涨11.6%；沪镍最新报价23.20万元/吨，较月初上涨15.89%；国产镍铁(10%min)最新报价1340元/吨度，较月初下降2.19%；国产电池级硫酸镍最新报价3.775万元/吨，较月初下降7.36%。电解镍市场价格震荡上行主要是受到美联储加息边际放缓、国内防疫政策优化以及俄罗斯镍巨头诺里尔斯克镍业正考虑今年将镍产量削减约10%消息提振，从而大幅拉涨镍价。而镍铁和硫酸镍价格有所下滑主要是由于终端需求疲软，其中镍铁的下游不锈钢企业月初持续亏损、提前检修，月末随着不锈钢价格回暖、年前有备库需求，但目前随着年前备库结束，需求又逐步减少；而硫酸镍的下游前驱体和正极材料企业12月由于整个市场需求不及预期，整体供强需弱，现货报价持续下调。

◆ 稀土永磁行业分析：预期改善，价格有望保持景气

稀土需求空间广阔。节能降耗导向下，稀土永磁材料优势愈发突出。从中长期来看，汽车电动化趋势确定，其快速发展带动稀土需求的大幅提升，政策叠加需求有望继续支撑新能源汽车行业发展。此外，政策导向下，永磁电机未来也有望在工业领域得到广泛应用，带动的稀土消费不容忽视。

稀土供需有序，价值有望得到重估。短期来看，疫情对需求影响仍然存在，稀土消费偏弱运行，但预期向好以及行业日趋集中的供给格局对价格形成有效支撑。2023年新的稀土矿指标即将下发，短期需关注供给放量节奏以及节后需求复苏的情况对于市场的扰动。从中长期来看，行业基本面已发生根本性变化，供给有序，产业高度集中。同时，稀土消费多点开花，高速增长。稀土作为战略金属，预期中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及对环境损失的合理补偿，价值有望得到重估。

◆ 钢铁行业分析：供需双弱，预期博弈

春节临近，行业产量下行。长流程方面，随着钢材需求走弱，行业盈利再度收窄，11月以来，行业盈利钢厂比例保持在20%左右，开工意愿下行。12月30日，247家钢厂高炉开工率下降至75.2%。短流程方面，受到疫情影响，废钢收货以及运输受到较大影响，电炉生产成本较高，叠加春节临近，短流程钢厂开始降负荷生产或是提前停产放假。12月30日，电弧炉钢厂开工率下降至46.7%。

强预期、低库存、高成本对钢价形成支撑。短期来看，消费淡季行业供需双弱，但2023年需求改善预期较强，叠加库存处于相对低位以及较高的原燃料成本，钢价景气运行。从盈利情况来看，节前钢焦间博弈加剧；若后期粗钢产量继续下降，对原燃料需求形成压制，钢厂利润存在改善空间。后期，随着疫情影响的弱化，以及各项刺激政策的推出，钢材消费有望迎来信心修复，带动估值提升。

◆ **推荐组合：**金诚信、赤峰黄金、神火股份、天山铝业、紫金矿业、赣锋锂业、华菱钢铁。

◆ **风险提示：**疫情反复导致经济复苏不及预期；国外主要央行货币政策正常化拐点快于市场预期；供给增加超预期。

- ◆ [黄金行业分析：加息边际放缓，黄金配置需求增强](#)
- ◆ [工业金属及材料行业分析：电解铝再度减产，推荐低成本冶炼标的](#)
- ◆ [新能源金属行业分析：终端需求转弱，价格重心下移](#)
- ◆ [稀土行业分析：预期改善，价格有望保持景气](#)
- ◆ [钢铁行业分析：供需双弱，预期博弈](#)
- ◆ [推荐组合](#)
- ◆ [风险提示](#)

黄金行业分析

加息边际放缓，黄金配置需求增强

实质衰退风险不断积聚

◆ 多数据共同指向实质衰退风险的增加。美国三季度GDP改善但内需降温；PMI持续处于荣枯线以下；高通胀抑制个人消费意愿。11月，失业率为3.7%，持平于市场预期和前值。就业数据通常是经济的滞后指标，随着需求降温，失业率或已进入磨底阶段。通胀增速回落叠加失业率筑底的背景下，美联储放缓加息步伐，12月加息50bp，加息最鹰派的时间已经过去。长短端利差持续倒挂。一方面美联储加息周期推高短端利率；另一方面市场对经济前景的担忧压制长端美债收益率。7月以来在对经济衰退的担忧下，10Y-2Y利差持续倒挂，10月起10Y-3M美债也已倒挂。

通胀持续回落但较目标仍有距离

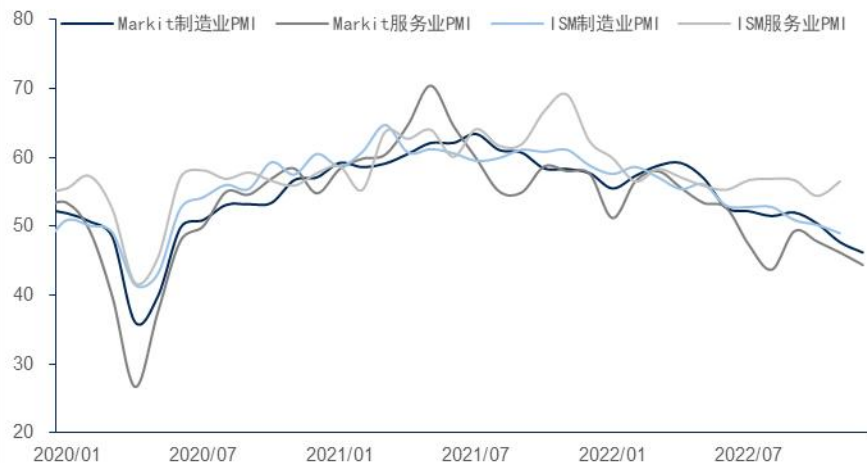
◆ 11月，美国CPI同比上涨7.1%，连续5个月下行。分项来看，能源价格下跌使得能源项同比从前值17.6%降至13.1%；运输项同比由11.2%下降至7.8%。房租作为美国CPI中重要分项，存在一定上涨压力。同时，由于劳动力紧缺，工资-物价螺旋上升问题仍在发酵。多因素影响下，通胀数据虽然回落，但仍处于历史高位，且压力仍然持续。

黄金价格易涨难跌，关注黄金股投资机会

◆ 12月14日，美联储公布加息50bp决议，为年内首次放缓加息，加息幅度符合市场预期。目前，市场普遍预期本轮美联储加息终点在5%以上，2023年底可能降息。衰退预期下，虽然通胀的回落会为实际利率腾挪空间，但降息预期不断升温，或促使实际利率下行，利多黄金。另一方面，各国央行购金也在大幅提升，第三季度全球央行购金量创下近400吨的记录，成为最强劲的需求增长点。地缘政治局势紧张，黄金作为重要的避险资产具备配置意义。

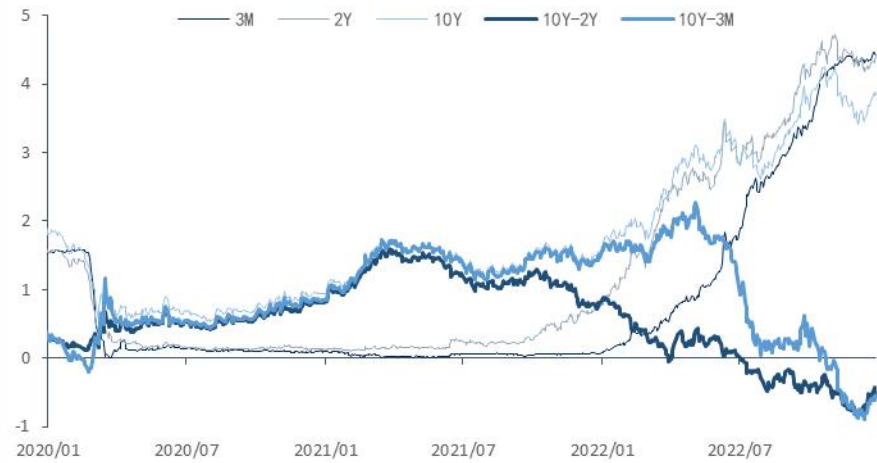
- ◆ **三季度GDP改善但内需降温。**三季度，美国GDP环比增长3.2%（初值2.6%），增速转正。但分结构来看，净出口为主要贡献，出口环比+14.6%（前值+13.8%），进口环比-7.3%（前值+2.2%）。从内需角度，利率上行对房地产市场造成较大影响，固定资产投资中住宅环比-27.1%（前值-17.8%）。
- ◆ **PMI持续处于荣枯线以下。**Markit服务业PMI继续下行至44.4（前值46.2），已持续6个月处于荣枯线下，制造业PMI同样处于荣枯线下为46.2（前值47.7）；11月，ISM制造业PMI降至荣枯线下为49.0（前值50.2），服务业PMI小幅回升至56.5（前值54.4）。PMI作为景气指标，是经济活动变化的晴雨表，相关数据的下滑反映出后续经济增速回落的可能性在加大。
- ◆ **高通胀抑制个人消费意愿。**6月密歇根大学消费者信心指数一度降至50.0。7月后随着CPI下行该指数曾一度小幅修复，至10月升至59.9，12月该指数为59.7，但仍处于较低水平。零售销售数据低迷，11月，美国零售销售环比下降0.6%（前值+1.3%），不及市场预期。
- ◆ **长短端利差持续倒挂。**4月初，2年期和10年期国债收益率出现短暂倒挂。一方面通胀走高，美联储宣布进入加息周期，推高短端利率；另一方面，市场对经济前景的担忧压制长端美债收益率。7月以来在对经济衰退的担忧下，10Y-2Y利差持续倒挂。相较于10Y-2Y，美联储更关注10Y-3M利差，从历史经验来看，这一指标更准确的判断了美国经济衰退的出现，10月起10Y-3M美债也已倒挂。

图：PMI变化



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：美债收益率（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **就业数据仍相对强劲。**美国劳工部12月3日公布了11月非农数据，非农就业人口增加26.3万人，高于预期的20万人，前值28.4万人，主要贡献依然来自于服务行业。就业市场总体保持强劲，与其他经济数据走势呈现背离。这种差异可能来源于劳动力市场的供给瓶颈。疫情后，劳动力市场供给恢复缓慢，劳动力参与率保持相对低迷的状态，11月再度小幅下降至62.1%，表明有就业意愿人口比例下降，而在2020年1月这一数据为63.4%。影响劳动力供给的因素较多，包括前期为居民发放的财政补贴、人口老龄化、新冠疫情导致的提前退休以及照顾儿童需求抬升等。但我们也看到，随着经济数据下行，非农部门职位空缺数从3月触顶后明显回落，反映出招聘需求处于降温通道。
- ◆ **薪资水平仍在提升。**11月非农时薪同比上涨5.1%（前值+4.9%），环比上涨0.6%（前值+0.5%）。其中，生产项增速有所回落，但服务业时薪水平同比增速提升，对通胀造成不利影响。
- ◆ **失业率磨底，加息或已进入下半场。**11月，失业率为3.7%，持平于市场预期和前值。就业数据通常是经济的滞后指标，随着需求降温，失业率或已进入磨底阶段。在此背景下，美联储加息迎来放缓。

图：美国非农就业人数及职位空缺数（百万人）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：失业率与劳动力参与率变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **美国CPI增速稳步回落。**2022年11月，美国CPI同比上涨7.1%，预期上涨7.3%，前值为7.7%，连续5个月下行。核心CPI同比上涨6.0%，预期上涨6.1%，前值为6.3%。分项来看，能源价格下跌使得能源项同比从前值17.6%降至13.1%；运输项同比由11.2%下降至7.8%。通胀增速回落叠加失业率筑底的背景下，美联储如期放缓加息步伐，12月加息50bp，加息最鹰派的时间已经过去。
- ◆ **通胀压力仍然存在。**虽然CPI增速持续回落，但仍处于历史高位。房租作为美国CPI中重要分项，存在一定上涨压力。一方面，前期流动性推升房价，让业主有提高租金的动力；另一方面，随着疫情限制减弱，居民对于房屋需求增加，推升租金。11月，美国CPI住所项仍在持续提升，从6.9%增至7.1%。同时，由于劳动力紧缺，工资-物价螺旋上升问题仍在发酵。多因素影响下，通胀数据虽然回落，但压力仍然持续。
- ◆ **黄金在高通胀时期表现良好。**世界黄金协会数据显示在通胀率高于3%的年份，金价平均上涨14%，在美国CPI平均同比高于5%的年份，金价平均回报率接近25%；在大宗商品主导的高通胀时期，黄金走势往往会在时间上滞后于其他商品，但在随后的12-18个月内会迎头追赶并表现出色。

图：美国及欧元区CPI变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：CPI住所项与房价变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

黄金价格易涨难跌，关注黄金股投资机会

- ◆ **美联储加息放缓，黄金价格易涨难跌。**12月14日，美联储公布加息50bp决议，为年内首次放缓加息，将联邦基金利率的目标区间上调至4.25%-4.5%，加息幅度符合市场预期，黄金价格顺势上涨。目前，市场普遍预期本轮美联储加息终点在5%以上，2023年底可能降息。衰退预期下，虽然通胀的回落会为实际利率腾挪空间，但降息预期不断升温，或促使实际利率下行，利多黄金。另一方面，各国央行购金也在大幅提升，第三季度全球央行购金量创下近400吨的记录，成为最强劲的需求增长点。地缘政治局势紧张，黄金作为重要的避险资产具备配置意义。
- ◆ **黄金股与金价走势趋同，且容易出现“戴维斯双击”。**通常情况下，商品价格出现大涨之后会引发供给端的响应，企业盈利增厚，进一步扩大资本开支带来产量上行，远端价格会出现向下压力，存在明显的“自我减速机制”。但是这个规则对于黄金来说是失效的，因为黄金供应相对稳定，又具备强金融属性，与美元实际利率的变化密切相关，金价上行过程会提振黄金的投资需求，黄金股容易出现“戴维斯双击”，表现出较金价更大的弹性。特别是矿产金产销量有明显增长的企业在金价上行期业绩弹性会更为突出。

表：CME利率预测（1月2日）

	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.7%	32.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	60.5%	25.7%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.2%	41.7%	39.8%	10.4%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	39.5%	39.9%	12.3%	0.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	15.6%	39.6%	33.0%	9.4%	0.5%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.6%	6.0%	22.8%	37.6%	26.0%	6.7%	0.4%
2023/11/1	0.0%	0.2%	2.6%	12.2%	28.2%	33.3%	18.9%	4.4%	0.2%
2023/12/13	0.1%	1.8%	9.0%	23.0%	31.7%	23.6%	9.1%	1.6%	0.1%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

图：申万黄金板块走势与金价（点，美元/盎司）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

工业金属及材料

电解铝再度减产，推荐低成本冶炼标的

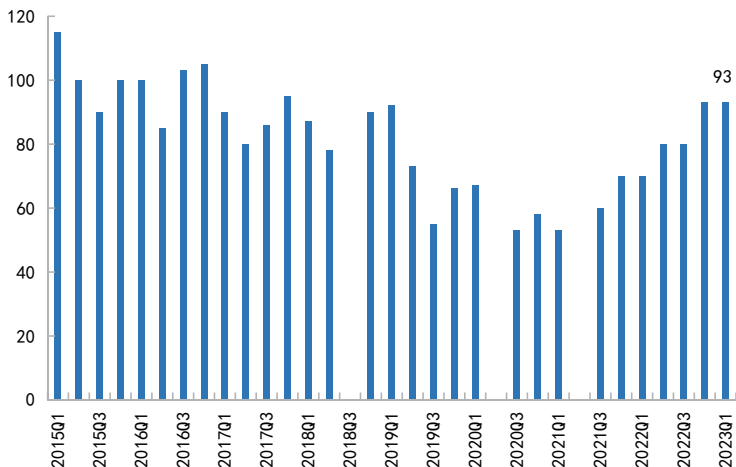
- ◆ 12月份以来贵州两次发文要求电解铝企业降负荷，行业机构预计将减产60万吨。国内电解铝供给端愈加脆弱，山东、河南传统燃煤自备电企业面临成本压力，被迫出让指标缩减铝冶炼产能，水电铝丰富的西南地区来水不稳，频繁减产，如果缺电问题持续，2023年国内电解铝将面临较大的供应缺口。推荐用电成本低，且电力供应稳定的新疆电解铝冶炼标的：神火股份、天山铝业。
- ◆ 2023年工业金属供需紧平衡，没有大幅过剩压力。2022年受俄乌冲突、疫情等因素影响，工业金属产量低增长或下降，2023年均呈现恢复式增长，但增速有限。需求端看好国内地产利好政策对工业金属这类地产后周期商品的拉动，欧美经济则面临衰退压力，工业金属需求端呈现国内强、国外弱，内需强、出口链弱。根据有关机构的供需平衡表，2023年铜、铝、锌均为供需紧平衡格局，短缺或者过剩幅度均在1%以内，没有累库存压力，2023年工业金属低库存仍然是常态。工业金属价格仍能维持在偏高位置。

铜：精矿加工费高位震荡

◆ 2023一季度CSPT铜精矿现货TC指导价与2022年四季度持平：

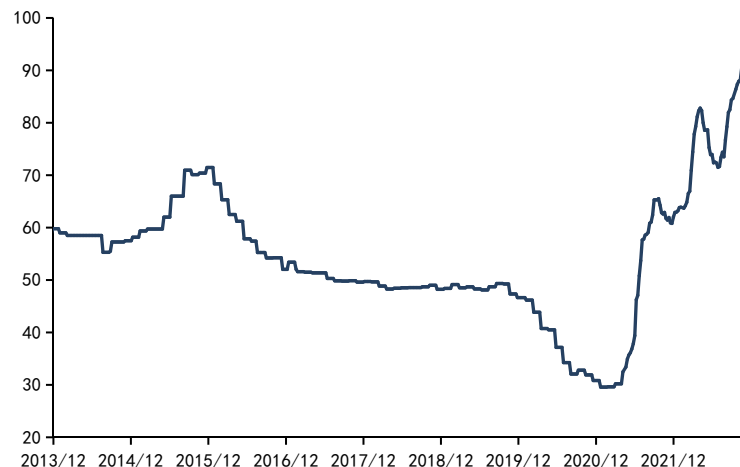
- 2022年12月29日，中国铜原料联合谈判小组召开线上会议，敲定2023Q1铜精矿现货TC指导价为93美元/吨，与2022Q4的指导价持平。仍处于历史偏高位置，表明铜精矿继续处于相对过剩状态。
- 12月下旬，铜精矿现货加工费报86.5美元/吨，较11月下旬小幅下降了4.5美元/吨。
- 铜冶炼利润近期呈小幅回落态势，加工费每上涨10美元/吨，冶炼利润增加约400元/吨以上；另外冶炼的副产品硫酸经历一轮暴跌后价格企稳，铜冶炼利润总体看仍处于历史较高水平。

图：中国铜原料联合谈判小组季度价格（美元/吨）



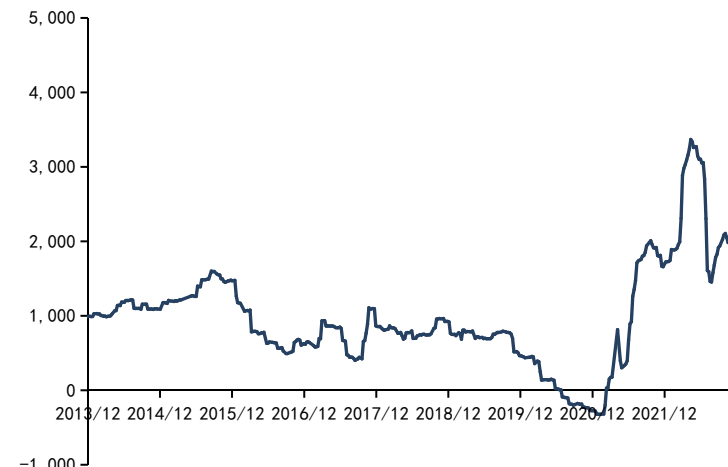
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：铜精矿现货加工费（美元/吨）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：山东地区铜冶炼厂利润（元/吨）



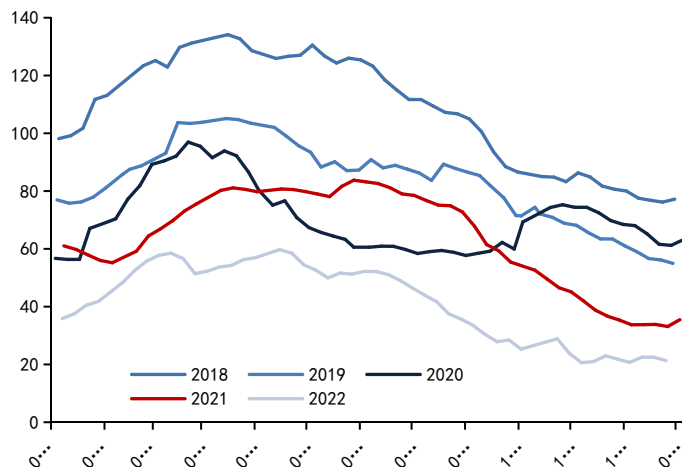
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

铜：库存处于历史低位

◆ 低库存仍然是铜市场最显著的特征之一：

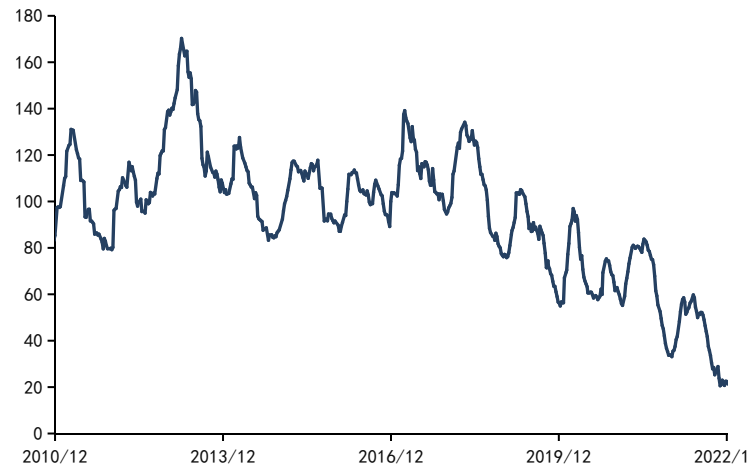
- 截至12月下旬，我们统计的全球铜显性库存（SHFE+LME+COMEX交易所库存+上海保税区库存）仍只有20万吨出头，从长短周期来看都处于极低位置。
- 根据SMM数据，2022年11月中国电解铜产量为89.96万吨，同比增8.9%，环比下降0.2%。1-11月份中国电解铜产量941万吨，同比增3.4%。

图：全球铜显性库存季节图（万吨）



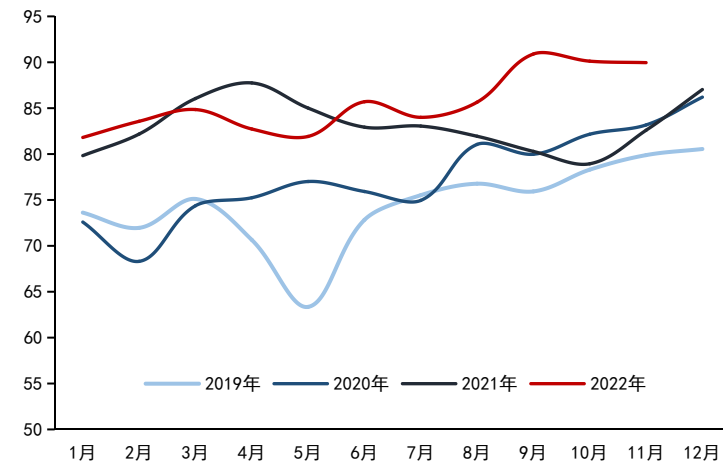
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：全球铜显性库存处于长周期低位（万吨）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：中国电解铜月度产量（万吨）



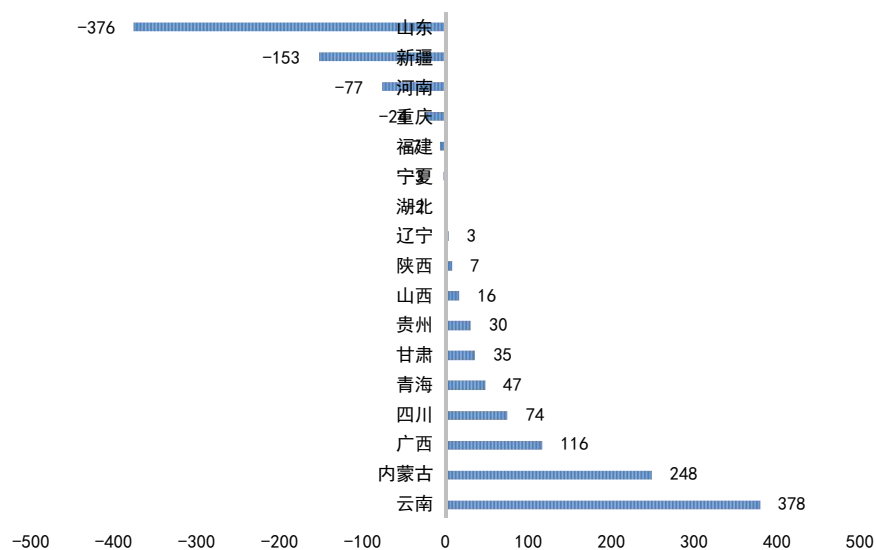
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

铝：供给端愈加脆弱，推荐低成本冶炼标的

◆ 电解铝供给端面临两大问题：

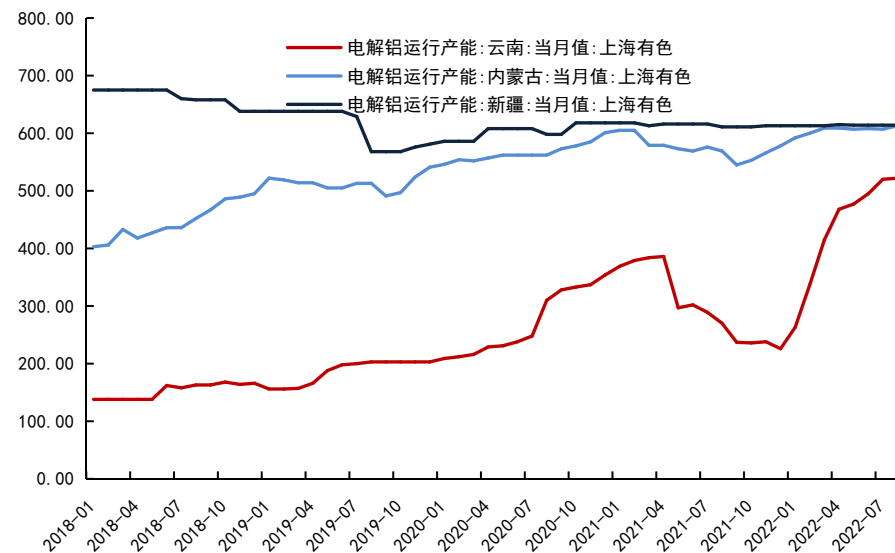
- ① 山东、河南地区产能占全国24%，由于煤炭价格高企，当前铝价，产能处于盈亏边缘。南山铝业在12月23日发布公告，拟转让33.6万吨电解铝产能，占公司总产能41%。从这一点可以看出，山东、河南的其他大型电解铝企业同样面临高成本压力。
- ② 近两年大量产能转入云南、四川等水电资源丰富的地区，成本低，具备竞争优势，但水电资源远不及火力发电稳定，导致电解铝产能频繁减产。而近期贵州电解铝产能也出现大规模减产，12月13日，上海钢联消息，近日贵州电网发布《关于电解铝企业实施负荷管理有关要求的通知》，提到11月底以来，贵州全省气温骤降，用电量迅速攀升，受高热值煤不足影响，在电力外送降至最低水平的情况下，水电被迫超发但目前水电蓄能逼近安全底线，存在大面积拉闸风险。因此决定对电解铝企业实施负荷管理，预计减产40万吨。12月28日，根据百川资讯消息，贵州电解铝产能继续减产，预计减产20万吨。

图：国内电解铝运行产能变化（2017年5月-2022年8月）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：煤电铝运行稳定性高于水电铝



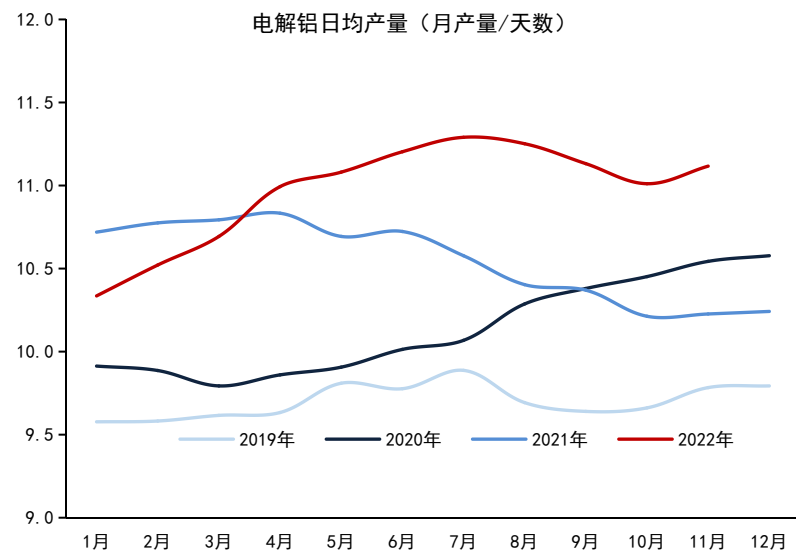
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

铝：供给端愈加脆弱，推荐低成本冶炼标的

◆ 电解铝开始累库存：

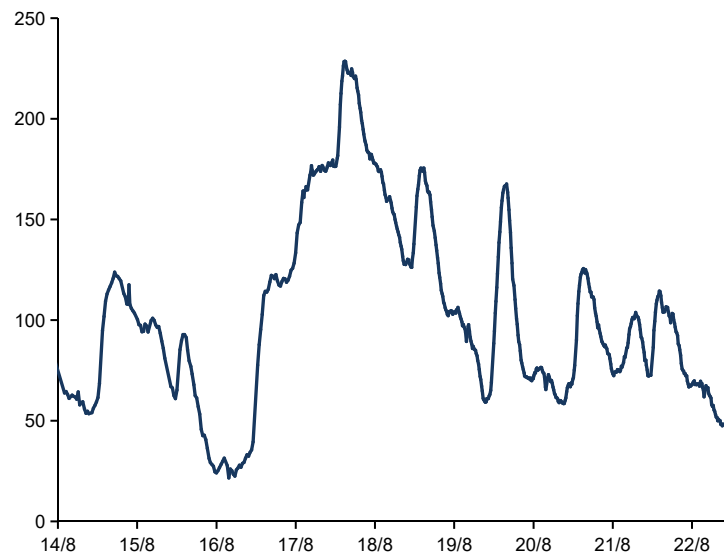
- 根据百川资讯的统计，截至12月底，国内电解铝运行产能4056万吨。年初以来，国内电解铝已复产421万吨；已投产214万吨；已减产360万吨。
- 2022年11月份国内电解铝产量333.5万吨，日均产量11.12万吨，环比增加1%。1-11月份电解铝产量累计3663.5万吨，同比增加3.73%。
- 截至12月下旬，国内电解铝库存48.4万吨。临近春节前2-3周，叠加疫情影响，国内库存开始累积。

图：电解铝日均产量（万吨/日）



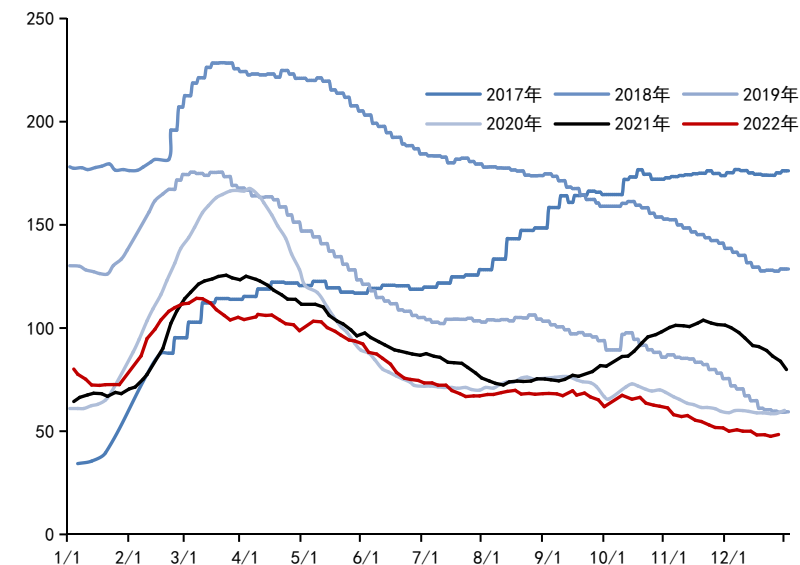
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：国内电解铝库存（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

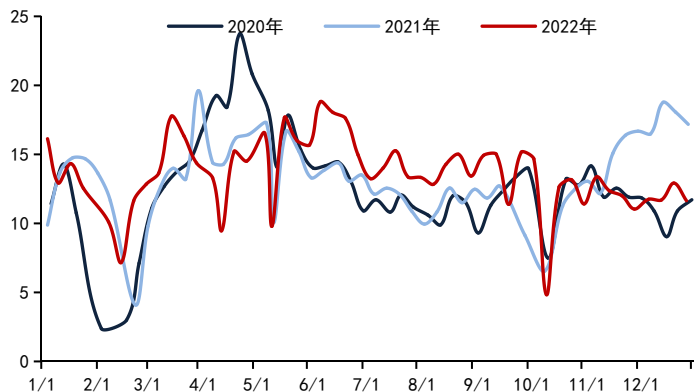
图：国内电解铝库存季节图（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

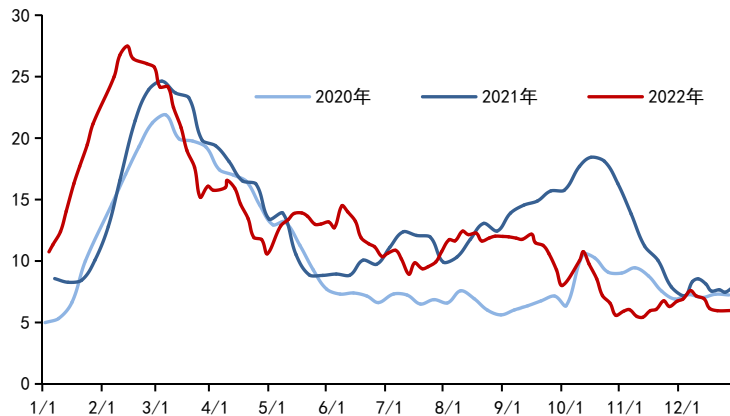
铝：下游开工率下降，进入节前淡季

图：铝锭周度出库量（万吨）



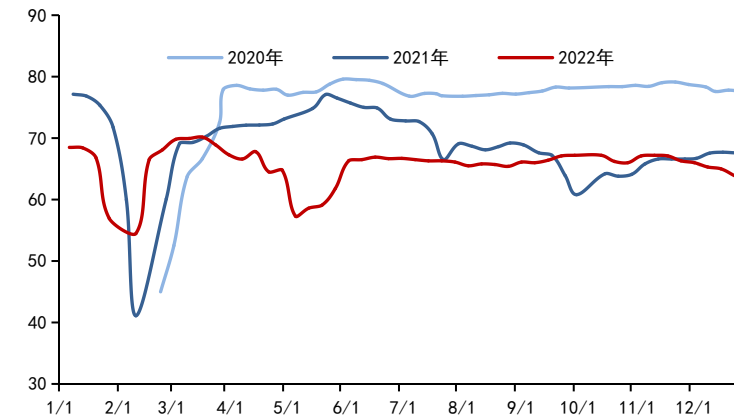
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图：铝棒周度出库量（万吨）



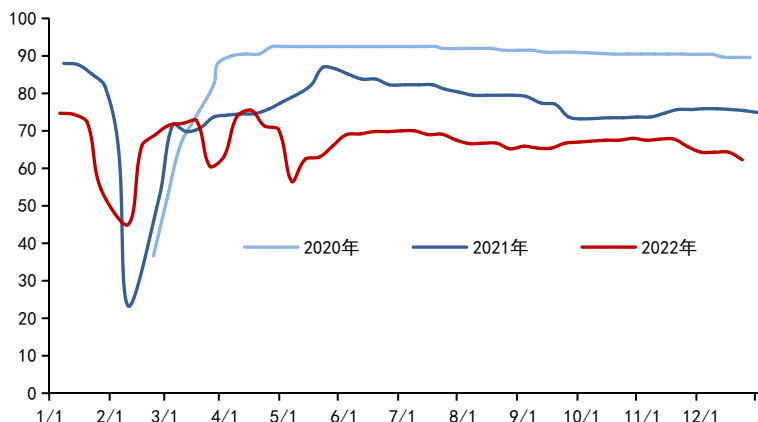
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图：铝加工周度平均开工率



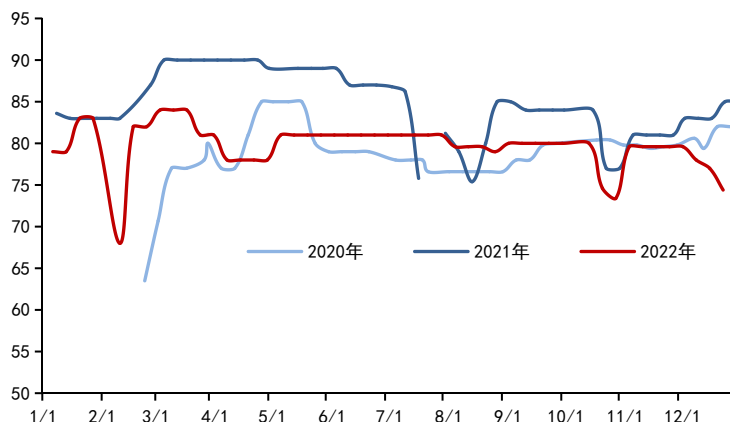
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图：铝型材周度开工率



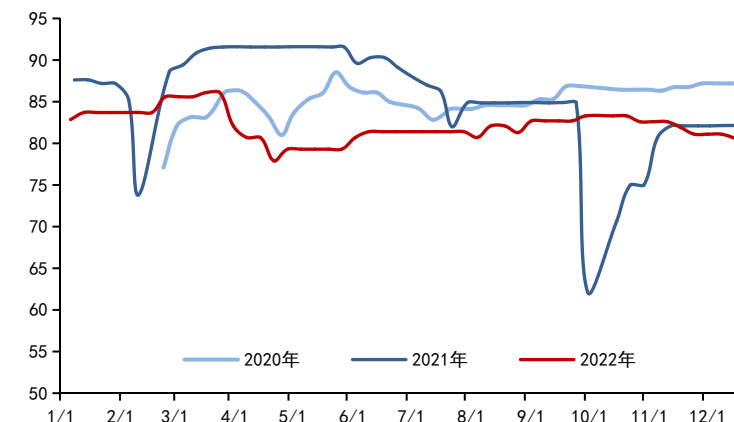
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图：铝板带周度开工率



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图：铝箔周度平均开工率



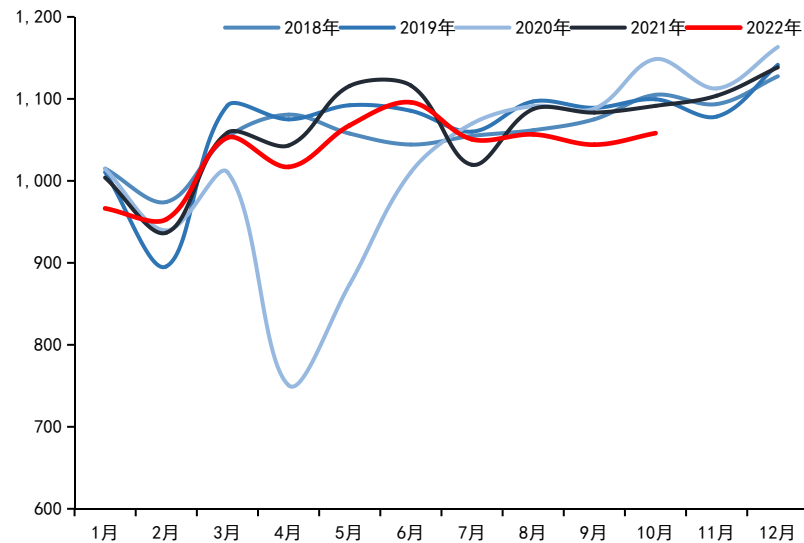
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

锌：供需双弱，库存低位

◆ 供应端收缩：

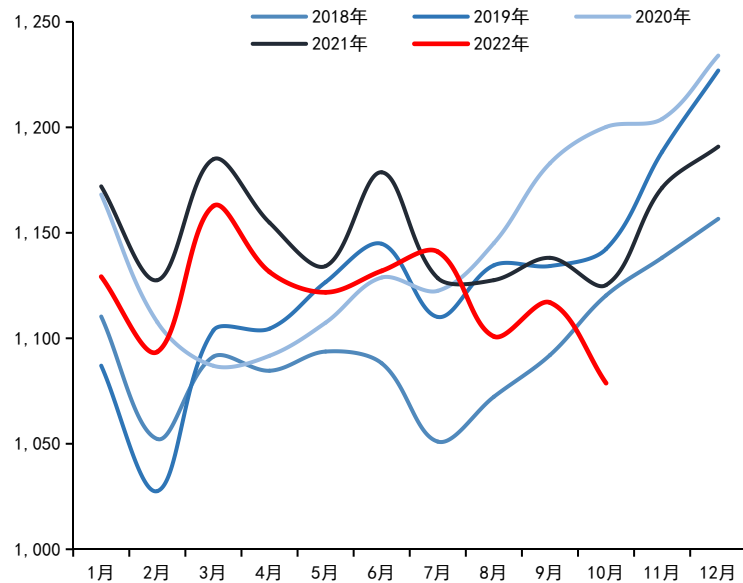
- 根据国际铅锌研究小组数据，2022年10月全球锌精矿产量105.8万吨，同比减少3.1%；2022年1-10月全球锌精矿产量1036万吨，同比下降1.8%。
- 2022年10月全球精炼锌产量107.9万吨，同比下降4.1%；2022年1-10月全球精炼锌产量1121万吨，同比下降2.3%。全球精炼锌产量同比下滑主因欧洲冶炼厂减产，10月欧洲精炼锌产量17.0万吨，同比降幅达12%；1-10月份欧洲精炼锌产量184.5万吨，同比下降10.1%。

图：全球锌精矿月度产量（千吨）



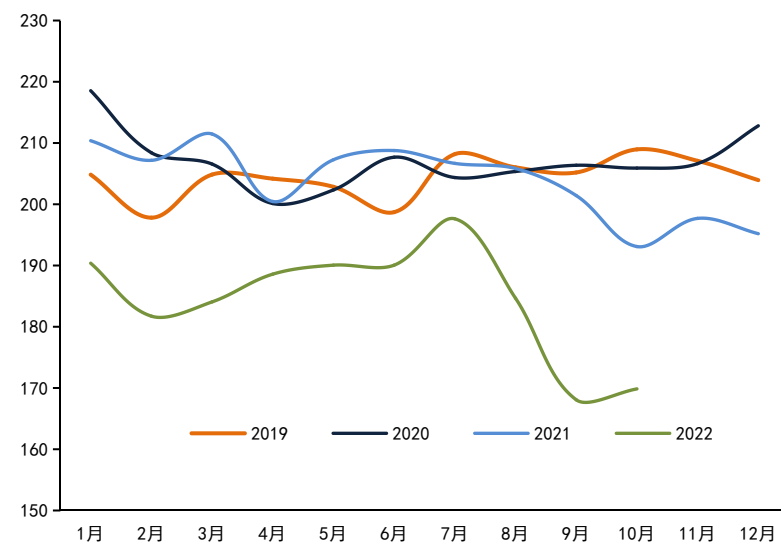
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：全球精炼锌月度产量（千吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：欧洲精炼锌月度产量（千吨）



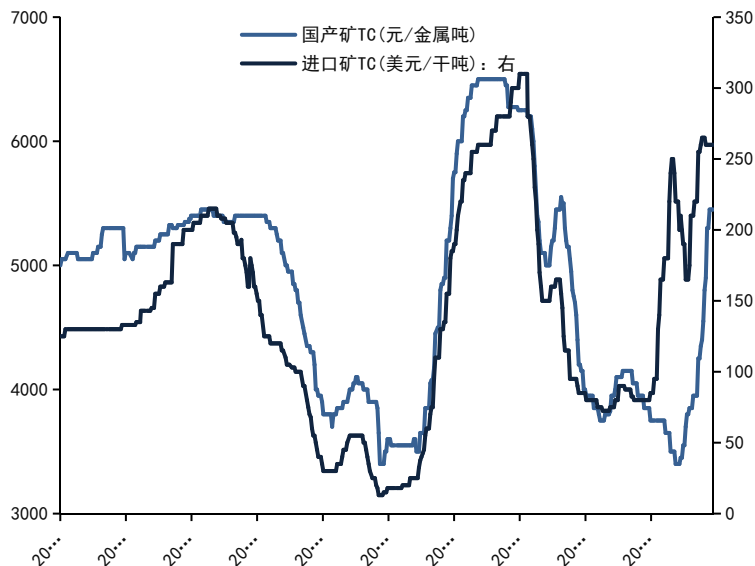
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

锌：供需双弱，库存低位

◆ 库存处于历史低位水平：

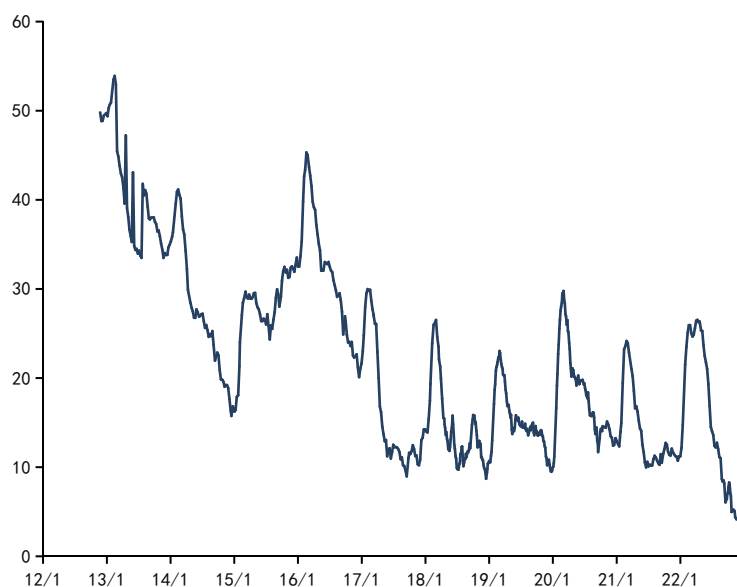
- 根据SMM数据，12月下旬国产锌精矿加工费5450元/吨，进口矿加工费260美元/吨，与11月下旬基本持平。
- 截至12月下旬，国内主要消费地锌锭库存4万吨左右，处于历史最低水平。

图：锌精矿周度加工费



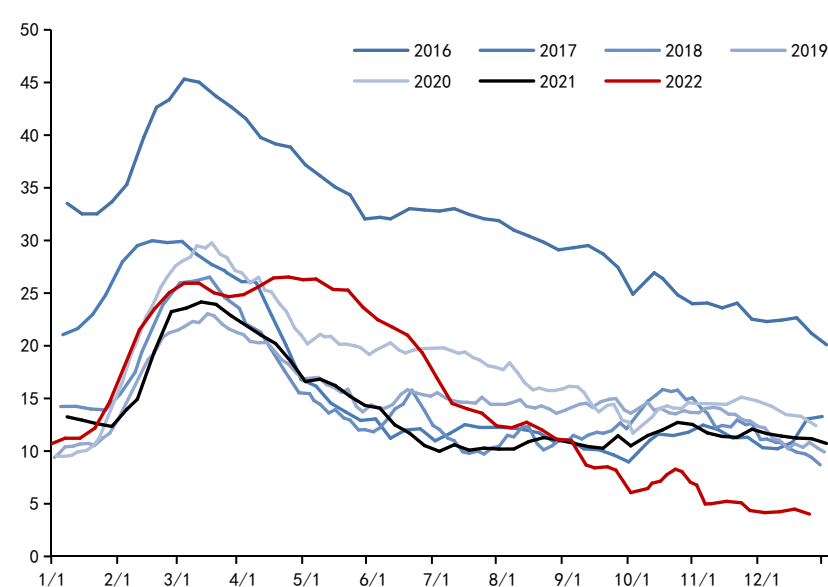
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：国内锌锭库存（万吨）



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图：国内锌锭库存季节图（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

工业金属需求端展望：内强外弱，国内经济增长拉动需求



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 如下表所示，中国占全球工业金属需求量50%以上，欧洲和美国加起来占比20%-25%。中国似乎更能决定工业金属需求强弱。但国内对工业金属的需求当中，至少25%以加工材或终端产品的形式出口到国外，因此国内需求占比并没有那么高。其次，工业金属中的铜、锌、镍等品种的定价权仍在国外。因此，欧美经济衰退会抑制工业金属价格，但目前尚未交易。
- 国内今年工业金属需求低基数，疫情防控更加强调科学精准，近几个月房地产市场政策礼包频出，房地产占到各类工业金属需求20%以上，利好工业金属这类地产后周期品种，预计明年国内需求增速高，国外需求增速低。
- 我们参照Wood Mackenzie对铜、铝、锌三个工业金属明后年供需情况数据，如右表所示。需求端，经历了2022年全球工业金属需求低增速后，看好中国经济恢复对大宗商品需求拉动，2023年需求增速均较2022年显著改善。供给端，2022年因俄乌冲突、疫情等因素导致产量微增或下降，是工业金属产量小年，2023年产量均迎来恢复性增长，产量增速相对可控。供需平衡来看，均没有大幅过剩预期，即使有过剩，过剩幅度也不超过1%，基本处于供需紧平衡状态。

表：2022年各地工业金属需求占比

	铜	铝	锌
中国	51.50%	57.40%	49.30%
印度	2.40%	3.30%	4.90%
美国	8.50%	8.30%	7%
欧洲	15.30%	14.20%	16.00%

资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

表：工业金属供需平衡表（千吨）

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E
精铜平衡表							
全球精铜产量	23571	23598	24075	24852	24995	25921	27129
产量增速	2.6%	0.1%	2.0%	3.2%	0.6%	3.7%	4.7%
全球铜需求	23830	23801	23955	24845	25030	25721	26626
需求增速	3.3%	-0.1%	0.6%	3.7%	0.7%	2.8%	3.5%
供需平衡	-259	-203	121	7	-35	200	503

原铝平衡表

全球原铝产量	63987	63458	65122	67713	68485	71101	73969
产量增速	1.3%	-0.8%	2.6%	4.0%	1.1%	3.8%	4.0%
全球铝需求	64931	65532	63829	68666	69104	70886	73582
需求增速	2.9%	0.9%	-2.6%	7.6%	0.6%	2.6%	3.8%
供需平衡	-944	-2074	1294	-954	-618	215	387

精炼锌平衡表

全球精炼锌产量	13247	13400	13642	13843	13373	13928	14538
产量增速	-2.0%	1.2%	1.8%	1.5%	-3.4%	4.2%	4.4%
全球锌需求	14019	13757	13169	13984	13837	14066	14457
需求增速	-0.9%	-1.9%	-4.3%	6.2%	-1.1%	1.7%	2.8%
供需平衡	-772	-357	473	-142	-464	-138	81

资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

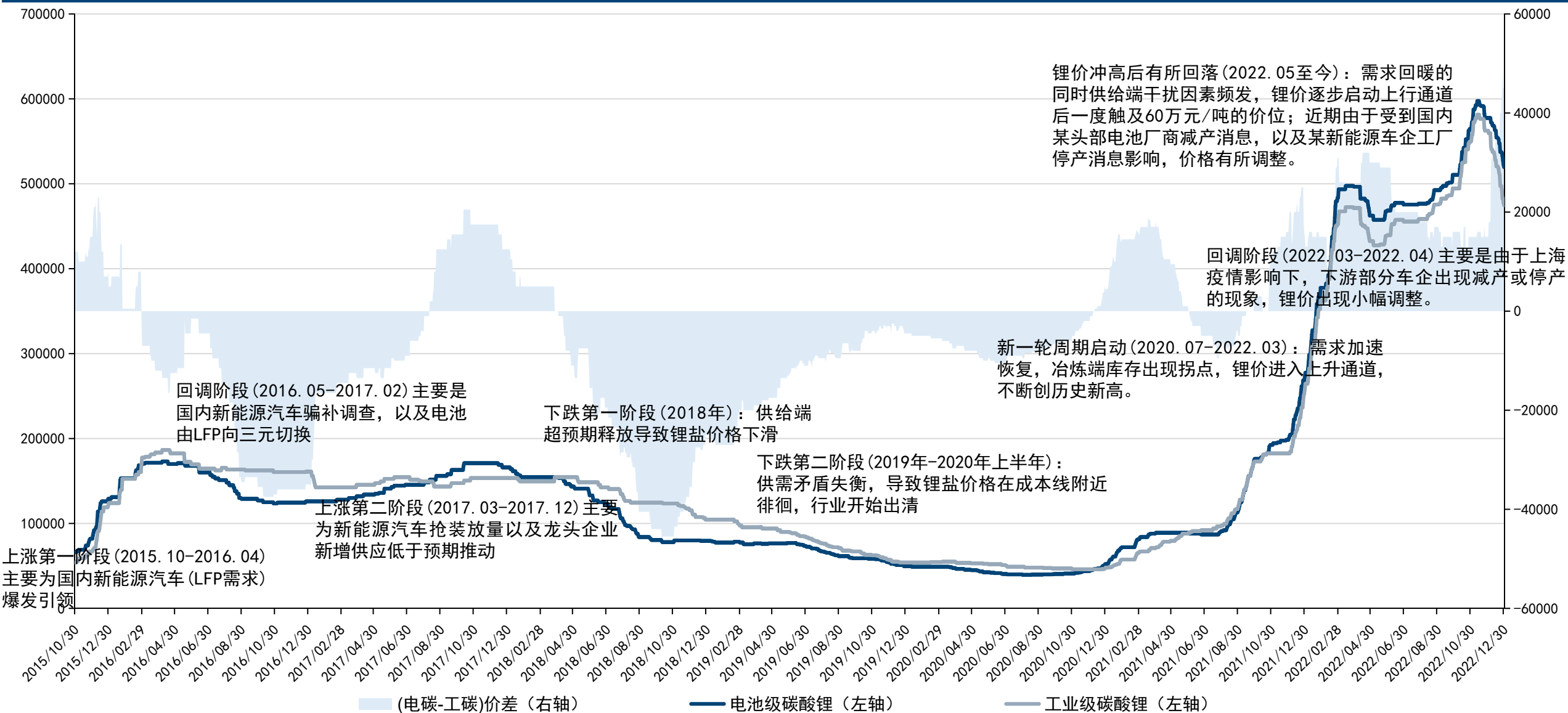
新能源金属行业分析

终端需求转弱，价格重心下移

- ◆ **锂：12月锂价继续调整。**虽然供给端国内青海盐湖提锂产能利用率有所下滑，但是下游需求萎缩，终端电池厂和车企有所减产和停产，终端需求不及预期，锂价高位回落。我们认为锂价比预期当中提前出现一定的调整，市场恐慌情绪有所增加，贸易商集中出货，今年年初可能会出现缓跌的格局。另外澳矿拍卖价格小幅回落，Pilbara BMX平台2022年12月14日进行年内第十次锂精矿拍卖，最终结果是7505美金/吨FOB，相较Pilbara 2022年11月16日拍卖价7805美金/吨下跌了3.84%。展望2023年，预计全球锂盐供需基本面会出现一定的反转，从2022年的供需短缺转为2023年的供需过剩，但预计过剩幅度并不明显，考虑到供给端往往会低预期，而需求端又比较容易能超预期，我们预计供需仍将维持偏紧格局，2023年的锂价可能会出现回落，但整体可能是缓跌的格局，甚至在某些阶段由于供需错配价格还会出现一定程度的反弹。
- ◆ **钴：12月钴价继续调整。**MB标准级钴最新报价21.75美元/磅，相比年初跌幅达到约36%，12月单月跌幅约8.41%；国内电钴最新报价31.4万元/吨，相比年初跌幅达到约35%，12月单月跌幅约3.68%。目前钴终端下游需求表现较为疲软，下游企业原料采购积极性并不高，刚需采购为主，钴原料主流供应商系数进一步下跌至58%-61%，预计短期内钴原料价格仍有一定的下调空间。
- ◆ **镍：12月镍产品价格走势出现一定的分化。**LME镍最新报价2.99万美金/吨，较月初上涨11.6%；沪镍最新报价23.20万元/吨，较月初上涨15.89%；国产镍铁(10%min)最新报价1340元/吨度，较月初下降2.19%；国产电池级硫酸镍最新报价3.775万元/吨，较月初下降7.36%。电解镍市场价格震荡上行主要是受到美联储加息边际放缓、国内防疫政策优化以及俄罗斯镍巨头诺里尔斯克镍业正考虑今年将镍产量削减约10%消息提振，从而大幅拉涨镍价。而镍铁和硫酸镍价格有所下滑主要是由于终端需求疲软，其中镍铁的下游不锈钢企业月初持续亏损、提前检修，月末随着不锈钢价格回暖、年前有备库需求，但目前随着年前备库结束，需求又逐步减少；而硫酸镍的下游前驱体和正极材料企业12月由于整个市场需求不及预期，整体供强需弱，现货报价持续下调。

锂：国产电池级锂盐价格短期出现调整

图28：锂价复盘



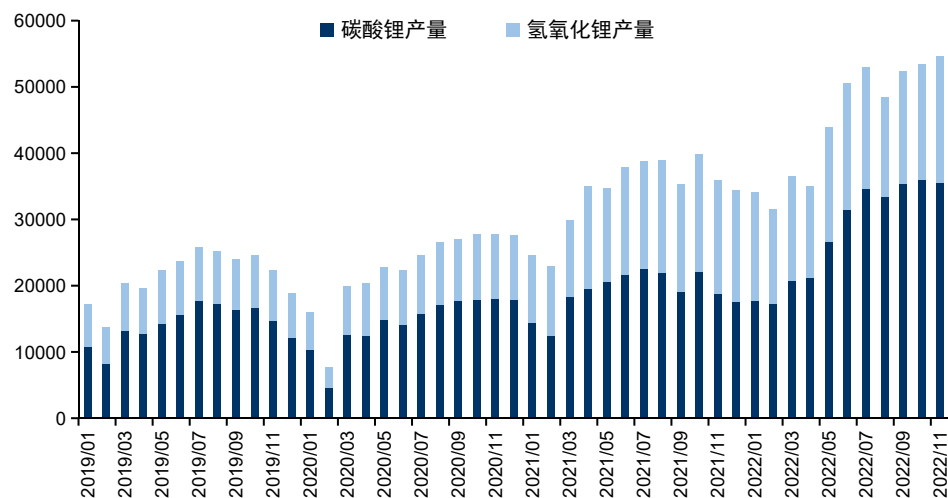
资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

锂：国产电池级锂盐价格短期出现调整

12月锂价继续调整：国产电碳价格11月中旬快速达到最高点将近60万元/吨左右的价位，而后受到国内某头部电池厂商减产的消息影响，贸易商恐慌情绪浮现，无锡电子盘碳酸锂期货合约出现明显调整，带动现货价格也出现一定调整，锂价提前出现下跌。12月锂价继续调整，亚洲金属网数据显示，国产电池级碳酸锂价格从月初57.75万元/吨跌至月末51.95万元/吨，单月跌幅5.80万元/吨；国产电池级氢氧化锂价格从月初56.65万元/吨跌至月末52.05万元/吨，单月跌幅4.60万元/吨。虽然在供给端国内青海盐湖提锂产能利用率有所下滑，但是下游需求萎缩，终端电池厂和车企有所减产和停产，终端需求不及预期，锂价高位回落。我们认为锂价比预期当中提前出现一定的调整，市场恐慌情绪有所增加，贸易商集中出货，今年年初可能会出现缓跌的格局。

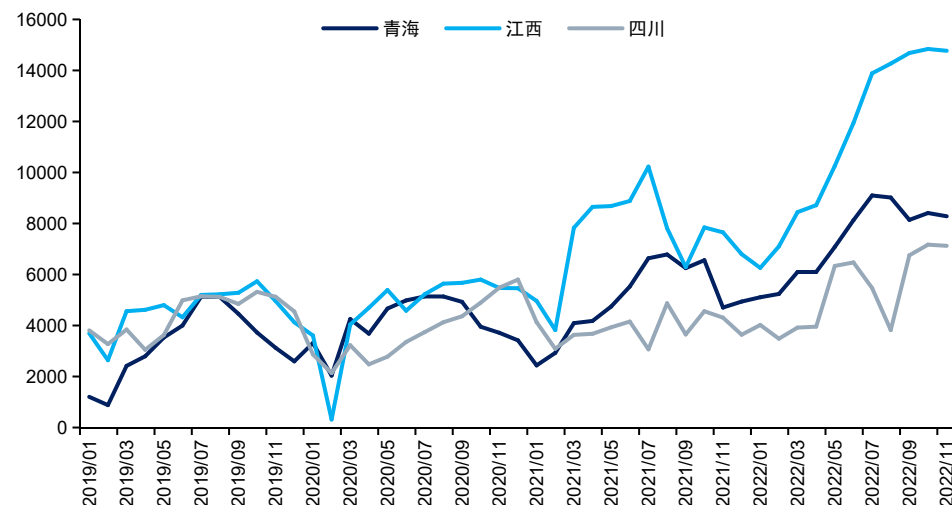
供给端：①青海盐湖提锂月产量进入冬季产能利用率有所回落，但回落幅度相较往年有所收窄。青海盐湖提锂单月产量2022年7月创历史新高，而后几个月仍维持高位水平，进入12月之后青海盐湖提锂的产能利用率有所回落，但是由于企业在2022年陆续都做了技改，预计回落幅度相较往年会有所收窄。②江西锂盐月产量逐步提升，环保趋严但对供给端影响相对有限。江西地区2022年碳酸锂单月产量逐步提升，但近期江西宜春暂停审批陶瓷厂转产锂渣提锂项目，且江西高安因为水源问题正在对上下游企业开展调查工作，位于锦江上游段三家锂盐上市公司先后发布公告称旗下碳酸锂冶炼生产线临时停产，但均在短暂停产之后恢复生产，对供给端影响相对有限。③国内锂盐厂在锂精矿供应紧张背景之下停产检修和限电限产情况频发，对产销量有所影响，尤其是2022年8月四川地区限电影响，鑫椏锂电预估本轮限电影响四川地区碳酸锂产量约3240吨、氢氧化锂产量约5040吨，目前四川地区碳酸锂单月产量已经重新恢复到较高水平。总体上近期国内碳酸锂和氢氧化锂单月产量稳中有升，虽然供给端干扰因素频发，但总体并未产生太大的影响。

图29：国内碳酸锂和氢氧化锂产量（月度值，吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图30：国内核心区域碳酸锂产量变化（月度值，吨）



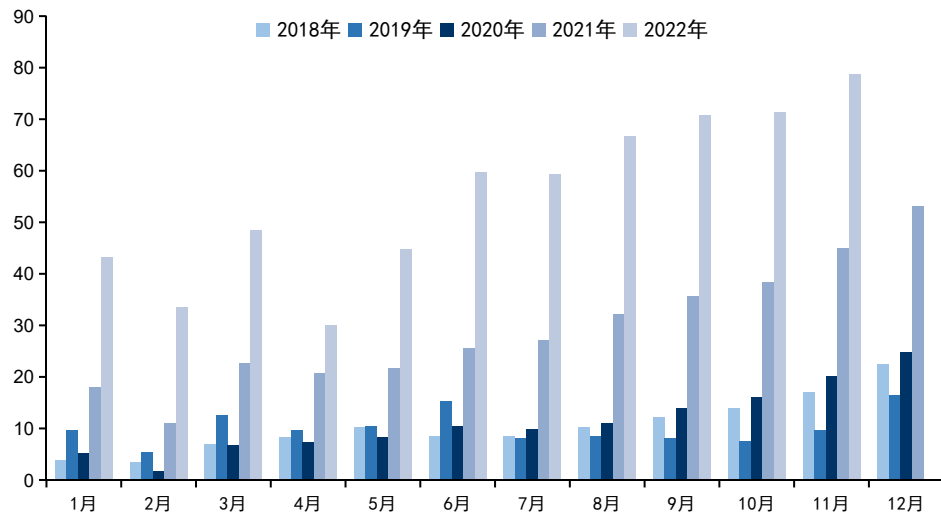
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

锂：中国新能源汽车渗透率快速提升

首先从终端新能源汽车产销量数据来看，2021年中国新能源汽车累计销售352.1万辆，同比增长1.6倍，新能源汽车渗透率由年初5.4%提高至12月19.1%，其中新能源乘用车市场渗透率达20.6%。进入2022年，虽然疫情影响打乱了新能源汽车整体放量的节奏，但是随着疫情影响逐步减弱，全年产销量预期也不断上修。2022年上半年国内新能源汽车累计产销量分别为266.1和260.0万辆，同比增长均约为1.2倍；2022年下半年，7-11月国内新能源汽车单月产量分别为61.7/69.1/75.5/76.2/76.8万辆，销量分别为59.3/66.6/70.8/71.4/78.6万辆，其中11月新能源汽车渗透率已进一步提升至33.8%，下半年总体呈现淡季不淡且产销量逐月上升的态势；2022年1-11月国内新能源汽车累计产销量分别为625.3和606.7万辆，同比增长均约为1倍，预计2022年国内新能源汽车产销量规模有望突破670万辆，同比增长超过80%。展望2023年，虽然有补贴退坡影响，但是考虑到疫情影响有望逐步减弱，叠加从中央到地方刺激汽车消费举措密集实施，新爆款车型不断推出，国内新能源汽车产销量规模仍有望实现较快增长，预计同比增速仍能够达到20%-30%。

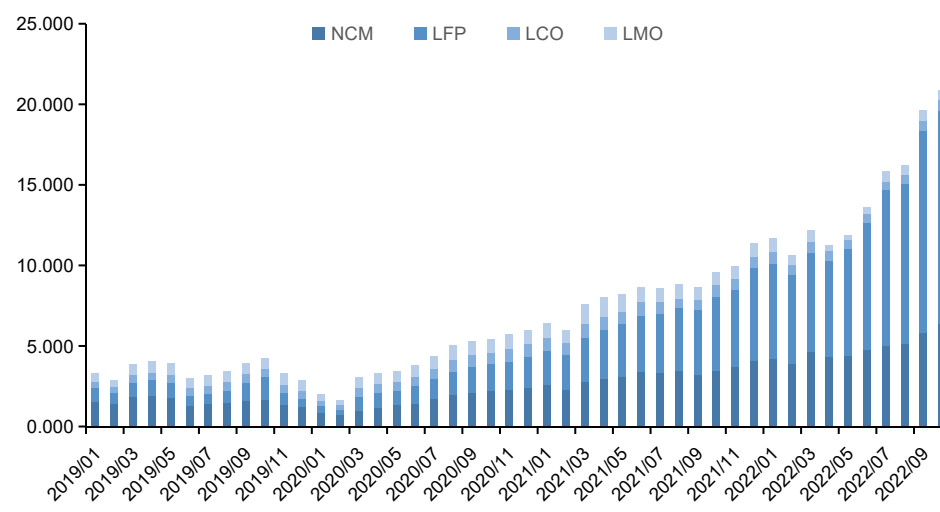
另外从国内正极材料企业产销量数据来看：鑫椏锂电数据显示，2021年国内三元材料总产量39.81万吨，同比+89.5%；磷酸铁锂总产量45.27万吨，同比+168.9%；钴酸锂总产量9.17万吨，同比+24.3%；锰酸锂总产量10.66万吨，同比+14.8%。2022年1-10月份国内三元材料总产量48.68万吨，同比+59.1%；磷酸铁锂总产量83.27万吨，同比+152.6%；钴酸锂总产量6.06万吨，同比-19.9%；锰酸锂总产量5.69万吨，同比-39.7%。短期磷酸铁锂因为性价比更高，装机占比提升。疫情影响下国内正极材料产量4月小幅回落，5月环比改善，6-10月环比又实现较快的增长，11-12月由于受到国内某头部电池厂商减产消息及某新能源车企工厂停产消息影响，需求相比预期有所减弱，市场恐慌情绪有所增加，导致锂盐价格出现一定的调整；但是展望2023年，终端新能源汽车产销量有望保持高速增长，同时考虑到单车带电量的提升，正极材料和电池产量增速仍有望保持在30%以上。

图31：中国新能源汽车销量数据（月度值，万辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图32：中国正极材料生产量（万吨）



资料来源：鑫椏锂电，国信证券经济研究所整理

锂：澳矿拍卖价格小幅回落，澳矿溢价力可能已处于顶部



澳矿拍卖价格小幅回落。Pilbara BMX平台2022年12月14日进行年内第十次锂精矿拍卖，最终结果是7505美金/吨FOB，相较Pilbara 2022年11月16日拍卖价7805美金/吨下跌了3.84%，本次拍卖也是Pilbara BMX平台历史上第十三次拍卖。本次拍卖矿石量为5000吨(±10%)，精矿品位5.5%，该批矿石考虑到物流周期后，预计所产锂盐产品将于2023年一季度末流入市场。

西澳锂矿是全球最重要的原材料供应，“澳洲锂精矿+中国锂盐厂”是目前最经济有效的方式来保障锂盐产品供应。Pilbara作为澳洲主流锂矿供应商，全面推进锂精矿竞价拍卖销售，打开了西澳锂精矿价格的天花板，虽然每次拍卖的量并不多，但是对市场的信心起到了很重要的指导作用。本轮周期，随着国内锂盐价格的快速上涨，Pilbara BMX(Battery Material Exchange)平台每一次拍卖的价格也是不断在刷新历史的新高。如果我们按照第十三次拍卖价格7505美金/吨(SC 5.5%, FOB)来计算，加上90美元到中国的海运费以及适当的加工成本之后，对应生产1吨碳酸锂的完全成本约为55万元/吨(含税价)，所以这样的锂精矿价格对锂盐冶炼端的利润会有明显的挤压。但我们认为，Pilbara锂矿拍卖毕竟是少数，国内主流的锂盐加工企业更多还是和澳洲锂矿供应商签订长单包销协议，它们所采购的锂精矿价格相对较低，所以在冶炼环节还是能获得比较可观的利润。展望未来，Pilbara锂矿拍卖可能趋于常态化，但是随着国内的锂盐价格高位企稳，澳洲锂精矿的议价力可能已处于顶部，再往上提升的空间相对有限。

表15: Pilbara BMX平台历史上的13次拍卖

	拍卖日期	拍卖成交价格 (美金/吨, FOB)	拍卖当天国内电池级碳酸锂报价 (亚洲金属网, 含税价, 元/吨)	拍卖数量(吨)	拍卖锂精矿品位
第一次	2021. 07. 30	1250	91000	10000	5.50%
第二次	2021. 09. 13	2240	142000	8000	5.50%
第三次	2021. 10. 26	2350	190500	10000	5.50%
第四次	2022. 04. 27	5650	467500	5000	5.50%
第五次	2022. 05. 24	5955	457500	5000	5.50%
第六次	2022. 06. 23	6350	477500	5000	5.50%
第七次	2022. 07. 13	6188	475500	5000	5.50%
第八次	2022. 08. 03	6350	476500	5000	5.50%
第九次	2022. 09. 20	6988	501500	5000	5.50%
第十次	2022. 10. 18	7100	542500	5000	5.50%
第十一次	2022. 10. 24	7255	552500	5000	5.50%
第十二次	2022. 11. 16	7805	592500	5000	5.50%
第十三次	2022. 12. 14	7505	562500	5000	5.50%

资料来源: Pilbara Minerals, 国信证券经济研究所整理

锂：预计2023年锂盐供需维持紧平衡格局

展望2023年，我们预计全球锂资源端供给增量在28万吨LCE左右，澳洲锂矿、南美盐湖、非洲锂矿和国内的锂资源均能贡献一定的增量；需求端，目前市场对2023年全球新能源汽车产销量规模的预估普遍在1300万辆，储能领域的需求有望实现翻倍左右的增长；在这样的假设条件下，全球锂盐供需基本面会出现一定的反转，从2022年的供需短缺转为2023年的供需过剩，但预计过剩幅度并不明显，考虑到供给端往往会低预期，而需求端又比较容易超预期，我们预计供需仍将维持偏紧格局，2023年的锂价可能会出现回落，但整体可能是缓跌的格局，甚至在某些阶段由于供需错配价格还会出现一定程度的反弹。

表16：全球锂供需平衡表预测

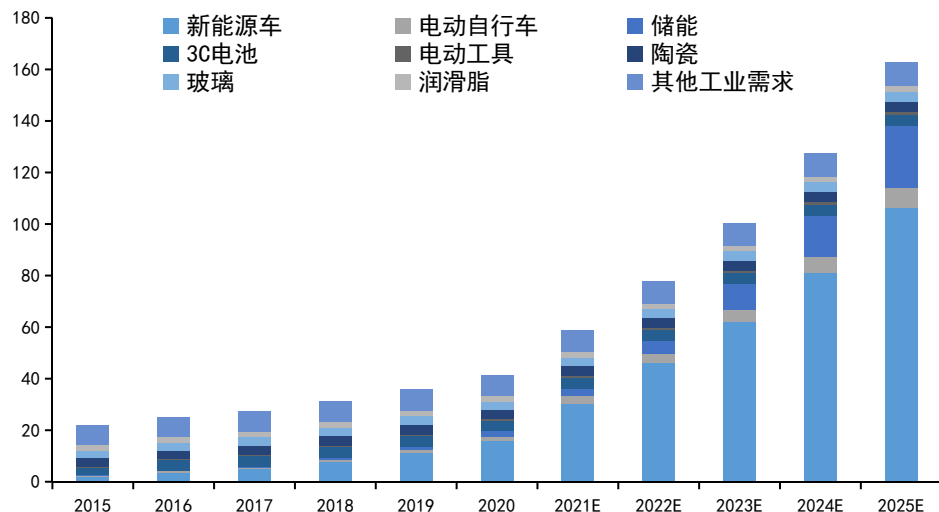
全球锂供给	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
海外锂盐湖	10.95	11.95	12.20	18.10	24.20	29.50	39.95	49.20
海外锂辉石	17.70	22.63	18.25	25.30	33.95	48.90	66.30	79.90
中国锂辉石	0.00	0.00	0.60	1.00	2.00	3.00	4.10	5.20
中国锂盐湖	3.30	3.93	5.06	6.22	8.30	9.70	13.50	19.70
中国锂云母	1.00	3.20	4.15	5.90	7.50	11.55	16.60	22.60
墨西哥锂黏土	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
供给合计	32.95	41.71	40.26	56.52	75.95	102.65	141.45	178.60
全球锂需求	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车	7.70	11.20	15.79	30.11	45.95	61.93	81.14	106.31
电动自行车	0.86	1.16	1.89	3.02	3.80	4.79	6.04	7.62
储能	0.89	1.25	1.99	3.00	5.00	10.00	16.00	24.00
3C电池	4.05	4.06	4.15	4.23	4.31	4.40	4.49	4.58
电动工具	0.50	0.58	0.65	0.71	0.75	0.80	0.85	0.91
陶瓷	3.68	3.79	3.60	3.78	3.87	3.97	4.07	4.17
玻璃	3.29	3.38	3.21	3.37	3.46	3.55	3.65	3.74
润滑脂	2.08	2.11	2.01	2.11	2.14	2.17	2.20	2.24
其他工业需求	8.11	8.35	7.93	8.33	8.56	8.80	9.05	9.30
需求合计	31.16	35.90	41.21	58.66	77.85	100.42	127.48	162.88
供需平衡表	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球锂供给	32.95	41.71	40.26	56.52	75.95	102.65	141.45	178.60
全球锂需求	31.16	35.90	41.21	58.66	77.85	100.42	127.48	162.88
供需平衡（供给-需求）	1.79	5.81	-0.95	-2.14	-1.90	2.23	13.97	15.72

资料来源：各家公司公告，安泰科，中国汽车工业协会，Marklines，国信证券经济研究所整理

锂：预计十四五期间锂盐供需紧张局面有望逐步缓解

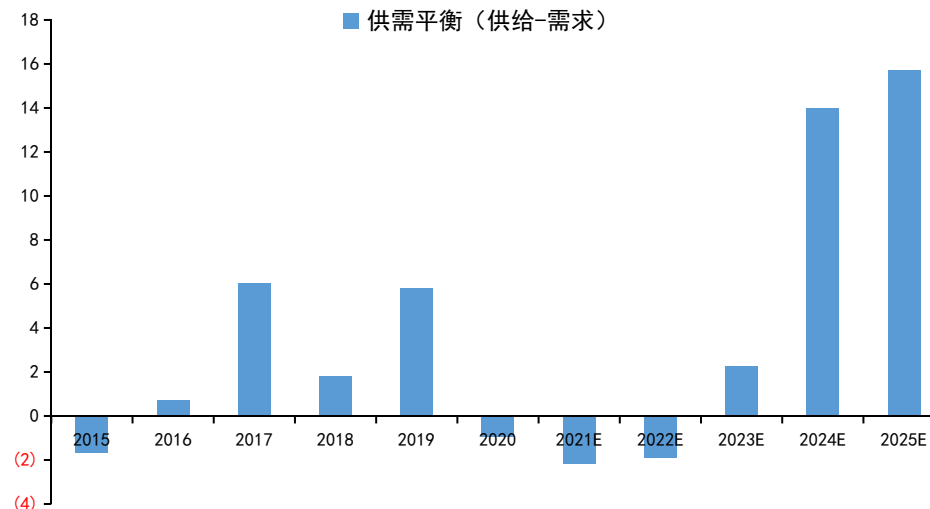
- ◆ **从更长的时间维度来看**，越来越多的企业在加快资源端布局：①澳洲之前破产重组而停产的矿山已经逐步复产，部分在产矿山抛出扩产规划的同时，也有新项目已经启动建设并逐步投产；②南美盐湖开发有望提速，越来越多中资企业收购南美盐湖资源，而中国在盐湖提锂领域的技术已经达到世界领先水平，有望通过新工艺的实施来加快南美盐湖提锂的产出；③非洲大陆同样拥有非常丰富的锂辉石资源，由于国内的矿业公司更熟悉非洲市场，且非洲国家也更欢迎中资企业的投资，从2023年开始非洲锂矿资源开发有望取得实质性突破；④中国国内锂资源开发也不容忽视，多元化资源类型齐头并进，包括四川的锂辉石矿、江西的锂云母矿以及青海&西藏的盐湖资源，中国加快国内锂资源的开发有利于保障锂资源供应的安全和稳定。需求端，全球电动化趋势不可阻挡，新能源汽车和储能领域的发展仍将快速带动锂消费，而且锂也会有更多的应用场景逐步推出，有望快速成长为“大金属”。
- ◆ 综上在需求端成长确定性比较强的同时，供给端也在加速开发，但是由于资源端的开发周期较长，除了现有在产项目扩产之外，新项目从启动建设到投产往往需要2年以上的时间，绿地项目开发周期则更长，所以供给端的增长可能会出现较长时间的滞后，**虽然未来3年供需紧张格局有望缓解，但总体过剩量并不明显**，锂价可能会进入到长周期的下行通道，逐步回落到新的底部区间，我们认为新的底部区间可能是在15-20万元/吨左右的价格位。

图33：预计2025年全球锂盐需求有望达到150万吨LCE以上



资料来源：安泰科，中国汽车工业协会，Marklines，国信证券经济研究所整理

图34：全球锂资源供需平衡表测算（万吨LCE）



资料来源：安泰科，中国汽车工业协会，Marklines，国信证券经济研究所整理

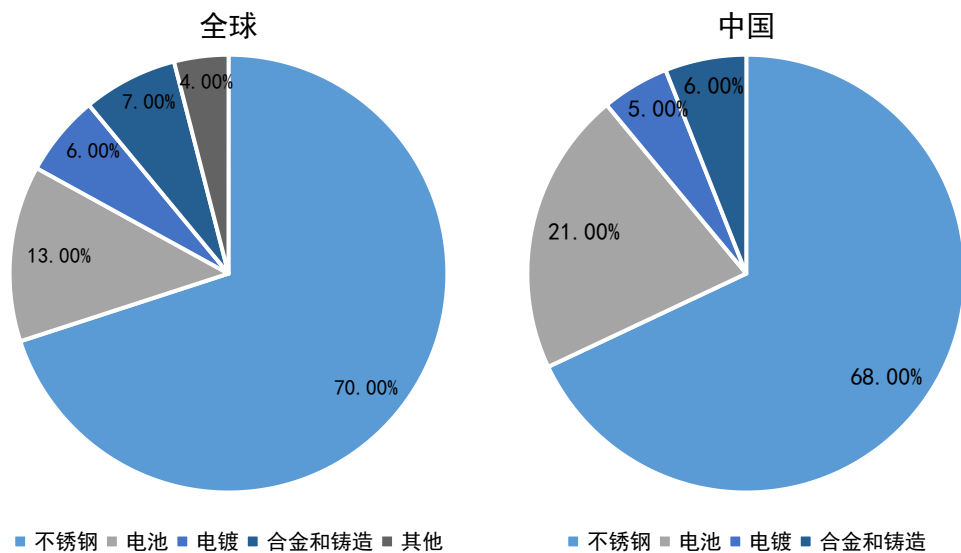
镍：预计镍价重心将下移，或有利于三元材料体系发展

◆ 印尼成为全球镍生产的中心。印尼是全球镍矿资源储量最丰富的国家，曾多年是全球最大的镍矿出口国。但2019年8月，印尼政府最终决定加快对镍矿石的出口禁令，自2020年1月1日起，镍矿品位低于1.7%以下的不再允许出口。自2013年开始，中国与印尼合作开发青山工业园区，印尼逐渐承接国内镍产业转移：一方面是印尼NPI产量快速提升，22-23年仍能够保持高增速；另一方面是印尼已经成为全球电池材料的主要生产国，包括MHP和高冰镍。MHP主要是由中资企业投资建设，项目投资成本相比以往有明显的下降，从2022年开始产能逐步进入到快速放量阶段；高冰镍主要是将过剩的镍铁产能通过硫化工艺生产高冰镍，进而生产硫酸镍，打破了原有的二元供应结构。

◆ 随着印尼MHP和高冰镍产量的快速增长，硫酸镍的原材料需求相对宽裕，通过镍豆溶解生产硫酸镍的方式也会逐步减少，硫酸镍对镍价的支撑会逐步减弱。镍产业链将从结构性的短缺(纯镍或硫酸镍)转变为整个产业链全面的供需过剩，所以镍价中长期价格中枢是会逐步下移的。但是从另外一个角度来说，镍价高企并不利于三元材料体系的发展，国内以华友钴业为代表的企业，大力在印尼发展镍湿法和火法冶炼项目，尤其是HPAL工艺已经成为湿法冶炼红土镍矿的主流工艺，华友钴业目前在印尼规划的镍产能已经达到了58.5万吨，这部分产能的释放可能会对镍价形成压制，但有利于三元材料体系在电池材料领域的发展。

◆ 综上所述我们认为镍价中长期价格重心将逐步下移，但在印尼有镍冶炼项目规划以及在国内有正极材料产业链一体化布局的企业仍值得重点关注。

图43：2022年全球和中国原生镍消费结构



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

表19：全球镍行业供需平衡表

万吨	2019	2020	2021	2022	2023
全球产量	236.7	248.9	260.9	303.6	338.7
全球消费量	240.4	238.5	276.6	289.2	322.0
全球平衡(=产量-消费量)	-3.7	10.4	-15.7	14.4	16.7
中国产量	83.0	74.4	67.7	81.0	94.6
中国消费量	130.8	135.4	154.2	162.2	173.7
均价(美元/吨)	13942	13863	18500	25000	19000

资料来源：安泰科-2022年中国国际镍钴工业年会，国信证券经济研究所整理

稀土行业分析

预期改善，价格有望保持景气

国内资源整合加码，开采配额增长提速，海外稀土矿供应整体平稳

- ◆ 2021年底中国稀土集团正式成立，行业供给整合开启新篇章。2022年中国稀土集团与江铜集团、广晟集团、湖南省人民政府开展战略合作，加快推进央地战略协同，共同推进我国稀土产业高质量发展。随着行业集中度持续提升，我国稀土话语权有望不断加强。
- ◆ 2022年两批合计稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为21万吨和20.2万吨，同比分别增长25%，加速增长。考虑到稀土的战略资源定位，总量指标管控或将长期存在，其增长将与市场需求增长以及环境承载能力密切相关，弹性有限。目前海外稀土矿供应主要包括美国、澳大利亚和缅甸矿，供应整体保持平稳。但从11月矿端数据来看，疫情对物流造成较大扰动，导致进口量有明显下降。后期随着口岸疫情管控政策的调整，进口量有望逐步恢复正常。

稀土需求空间广阔

- ◆ 节能降耗导向下，稀土永磁材料优势愈发突出。从中长期来看，汽车电动化趋势确定，其快速发展带动稀土需求的大幅提升，政策叠加需求有望继续支撑新能源汽车行业发展。此外，政策导向下，永磁电机未来也有望在工业领域得到广泛应用，带动的稀土消费不容忽视。

稀土供需有序，价值有望得到重估

- ◆ 短期来看，疫情对需求影响仍然存在，稀土消费偏弱运行，但预期向好以及行业日趋集中的供给格局对价格形成有效支撑。2023年新的稀土矿指标即将下发，短期需关注供给放量节奏以及节后需求复苏的情况对于市场的扰动。从中长期来看，行业基本面已发生根本性变化，供给有序，产业高度集中。同时，稀土消费多点开花，高速增长。稀土作为战略金属，预期中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及生态环境损失的合理补偿，价值有望得到重估。

国内资源整合加码，开采配额增长提速

- ◆ **行业集中度持续提升，稀土话语权不断加强。**长期以来，稀土产业发展受到高度重视，行业管控不断加强，资源配置愈发合理。为利于政府监管，加强国内资源的合理配置，全国百余个稀土采矿权陆续整合，到2013年形成了六大稀土集团主导的发展格局。2021年底，由中铝集团、中国五矿集团、赣州稀土集团等相关稀土资产战略性重组的中国稀土集团正式成立，行业供给整合开启新篇章。2022年9月，中国稀土集团与江铜集团开展战略合作，以加快稀土资源整合，推动稀土产业专业化集约化管理。10月，中国稀土集团与广晟集团签署《战略合作框架协议》，双方将通过资源整合和产业互补，加快推进央地战略协同，共同推进我国稀土产业高质量发展。11月末，中国稀土集团与湖南省人民政府签署战略合作协议，未来将以中国稀土集团为主体，加快包括相关稀土分离及综合回收利用企业在内的湖南省内稀土产业整合，推动离子型稀土矿权配置，形成湖南离子型稀土和独居石综合利用并重为特色的稀土资源供应体系等，促进湖南稀土产业高质量发展。
- ◆ **稀土开采、冶炼分离总量指标加速增长。**稀土是国家实行生产总量控制管理的产品，国内稀土开采和冶炼分离总量受到严格管控，任何单位和个人不得无指标超指标生产，指标由工信部、自然资源部每年分批下达。2022年8月17日，工信部发布2022年第二批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为10.92万吨和10.48万吨，同比分别增长30%、29.4%。今年两批合计稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为21万吨和20.2万吨，同比分别增长25%，其中中重稀土矿开采指标较2021年保持不变，增量都来自于轻稀土，轻稀土矿开采指标为合计19.09万吨，同比增长28.2%。相对较为充裕的指标下，行业供应或重回市场调节为主导，但考虑到稀土的战略资源定位，总量指标管控或将长期存在，其增长将与市场需求增长以及环境承载能力密切相关，弹性有限。

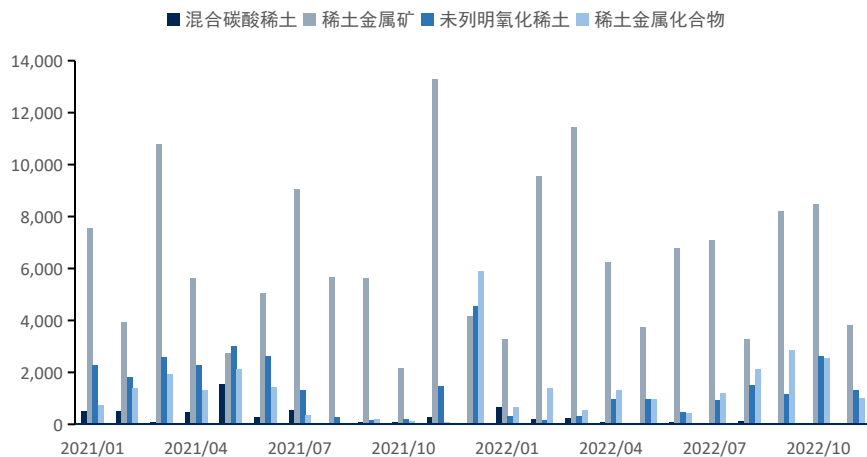
表：稀土矿指标（吨）

序号	单位	2021年第一批稀土矿指标		2021年第二批稀土矿指标		2022年第一批稀土矿指标		2022年第二批稀土矿指标	
		岩矿型稀土	离子型稀土	岩矿型稀土	离子型稀土	岩矿型稀土	离子型稀土	岩矿型稀土	离子型稀土
1	中国稀土集团有限公司（将往年数据合并）	28380	7806	20120	5204	29100	7806	20100	5204
2	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	44130	0	56220	0	60210	0	81440	
3	厦门钨业股份有限公司	0	1620	0	1080	0	1620		1080
4	广东省稀土产业集团有限公司	0	2064	0	1376	0	2064		1376
	合计	72510	11490	76340	7660	89310	11490	101540	7660

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

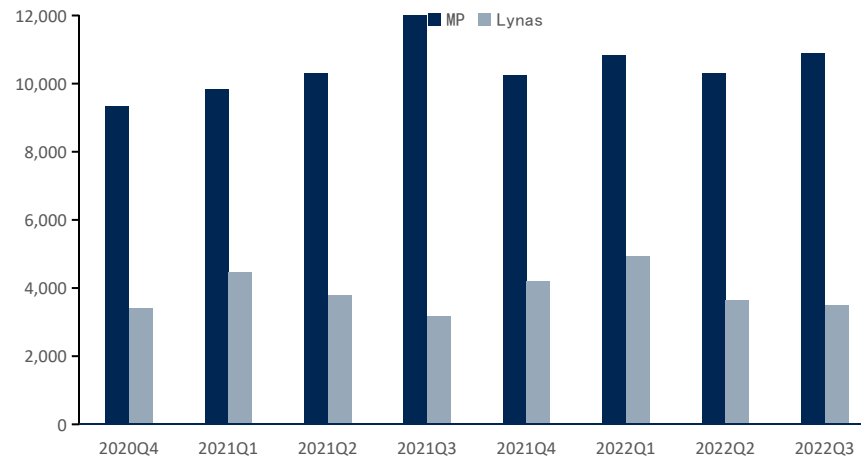
- ◆ **海外稀土资源丰富，但短期难见增量。** 稀土元素在地壳中的含量并不低，近年来在各国陆续有新发现大型矿体，但仍难改变其稀有性。一是因为可开采矿床中的含量低、分布散，导致规模化工业开采难度大。二是稀土矿组成复杂，往往伴生有铀、钍等天然放射性元素，导致稀土开采加工过程需要面对复杂的流程，处理严重的环境污染问题。三是短期会受到融资进展、开发建设周期限制。因此，虽然在稀土资源的战略定位以及较高的市场价格吸引下，开采动力充足，但短期内尚难以放量。
- ◆ **11月进口矿供应阶段性下降。** 目前海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass，澳大利亚的Mount Weld，以及缅甸矿，供应整体保持平稳。但从11月进口矿数据来看，疫情对物流造成较大扰动，导致进口量有明显下降。11月，缅甸未列明氧化稀土、稀土金属化合物进口量分别为715吨、3802吨，环比分别下降40%、68%；美国进口稀土金属矿3802吨，环比下降55%。1-11月，缅甸未列明氧化稀土、稀土金属化合物进口量分别为7950吨、9709吨，环比分别下降49%、上涨9%；美国进口稀土金属矿72109吨，环比上涨1%。后期，随着口岸疫情管控政策的调整，进口量有望逐步恢复正常。

图：稀土进口情况（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

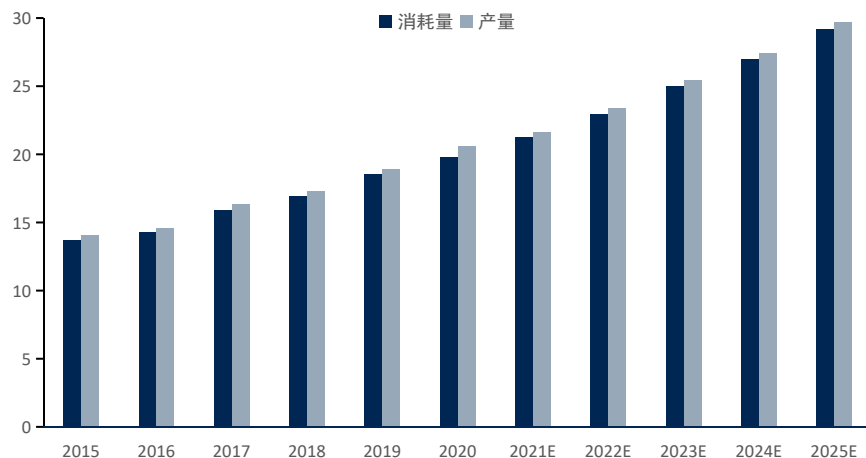
图：MP和Lynas稀土氧化物产量（吨REO）



资料来源：MP、Lynas，国信证券经济研究所整理

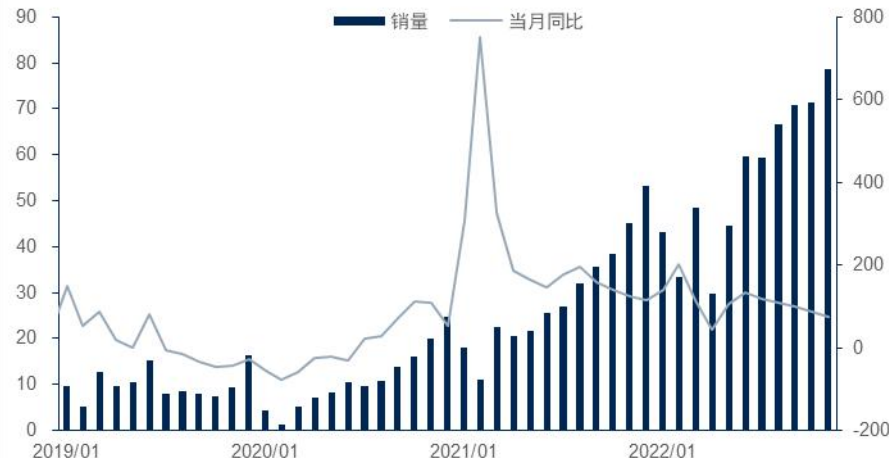
- ◆ **节能降耗导向下，稀土永磁材料优势突出。** 稀土具有无法取代的优异磁、光、电性能，对改善产品性能，被广泛应用于永磁材料、抛光材料、催化材料等领域。其中永磁材料用量占比最大，增速也最快。用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩（转矩）高，体积小、噪音小、温升小，稳定性可靠性好等优点。在节能降耗导向下，材料优势愈发突出。
- ◆ **新能源汽车用稀土需求保持高速增长。** 从中长期来看，汽车电动化趋势确定，2022年1-11月，国内新能源汽车销量达606.7万辆，同比大幅增长103%，新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升。虽然短期市场受补贴政策预期影响较大，但近期政策也频繁提及新能源汽车，《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》提出推进汽车电动化、网联化、智能化，加强停车场、充电桩、换电站、加氢站等配套设施建设。且新能源汽车免征车辆购置税政策延续实施至2023年底，政策叠加需求有望继续支撑行业发展。
- ◆ **节能电机用稀土需求值得关注。** 2022年6月，工信部等六部门印发《工业能效提升行动计划》，提出实施电机能效提升行动，2025年新增高效节能电机占比达到70%以上，在节能降耗导向下，永磁电机未来也有望在工业领域得到广泛应用，带动的稀土消费不容忽视。

图：烧结钕铁硼产销量及预测（万吨）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图：我国新能源汽车当月销量（万辆，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

稀土供需有序，价格有望保持高位运行

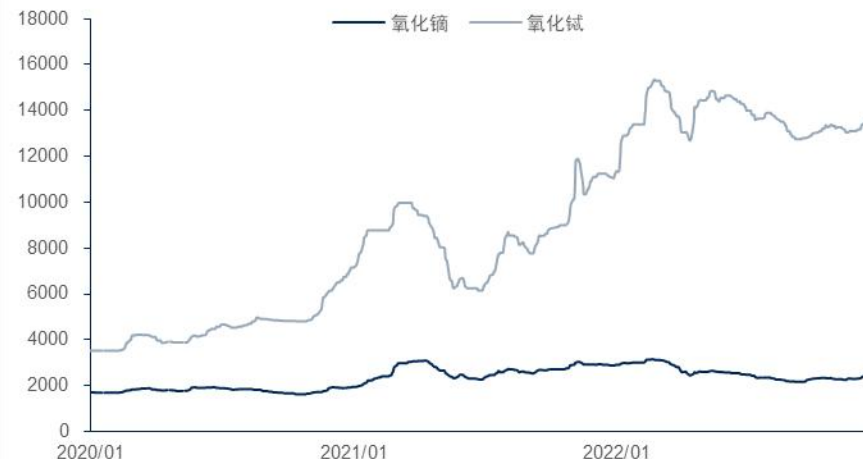
- ◆ **12月稀土价格稳步上涨。**下半年来，因需求支撑不足，库存累积，镨钕价格走弱，叠加第二批指标增量较为充裕，8月价格加速下降，至9月初氧化镨钕价格最低降至58.5万元/吨。传统旺季下游需求逐步改善，叠加节前备货需求，价格反弹，但因旺季成色不足，10月价格再度走弱。随着政策面的积极变化，年末市场信心改善，叠加年底备货需求，稀土价格逐步提升。截至12月30日，氧化镨钕价格为71万元/吨，较11月末上涨4.75万元/吨。中重稀土方面，行业供给有限，特别是铽市场现货不多，相对刚性的需求下，价格保持稳健。截至12月30日，氧化镱、氧化铽价格分别为249万元/吨、1395万元/吨，较11月末分别上涨18.5万元/吨、82.5万元/吨。
- ◆ **稀土供需有序，价值有望得到重估。**短期来看，疫情对需求影响仍然存在，稀土消费偏弱运行，但预期向好以及行业日趋集中的供给格局对价格形成有效支撑。2023年新的稀土矿指标即将下发，短期需关注供给放量节奏以及节后需求复苏的情况对于市场的扰动。从中长期来看，行业基本面已发生根本性变化，黑稀土出清，供给有序，产业高度集中，稀土开采冶炼严格按照配额管控。同时，新能源产业的发展加速以及节能降耗要求提升磁材需求，稀土消费多点开花，高速增长。稀土作为战略金属，预期中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及生态环境损失的合理补偿，价值有望得到重估。

图：氧化镨钕及氧化钕价格（万元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：氧化镱及氧化铽价格（元/千克）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

钢铁行业分析

供需双弱，预期博弈

春节临近，行业产量下行

- ◆长流程方面，随着钢材需求走弱，行业盈利再度收窄，11月以来，行业盈利钢厂比例保持在20%左右，开工意愿下行。12月30日，247家钢厂高炉开工率下降至75.2%。短流程方面，受到疫情影响，废钢收货以及运输受到较大影响，电炉生产成本较高，叠加春节临近，短流程钢厂开始降负荷生产或是提前停产放假。12月30日，电弧炉钢厂开工率下降至46.7%。

需求再度呈现弱现实强预期

- ◆近期，各项政策持续发力，市场对于钢材需求预期大幅改善。地产方面，当下需求仍保持低迷，但房地产调控政策供需两侧齐发力；基建方面，稳增长发力，投资保持高增长，特别是能源投资。但从实际需求来看，受天气以及疫情等因素影响，近期钢材消费维持弱势运行，并且钢贸商冬储意愿偏弱。若冬储保持较低水平，节前钢价或有所调整，但反过来也会为节后酝酿机会。

强预期、低库存、高成本对钢价形成支撑

- ◆短期来看，消费淡季行业供需双弱，但2023年需求改善预期较强，叠加库存处于相对低位以及较高的原燃料成本，钢价景气运行。从盈利情况来看，节前钢焦间博弈加剧；若后期粗钢产量继续下降，对原燃料需求形成压制，钢厂利润存在改善空间。后期，随着疫情影响的弱化，以及各项刺激政策的推出，钢材消费有望迎来信心修复，带动估值提升。

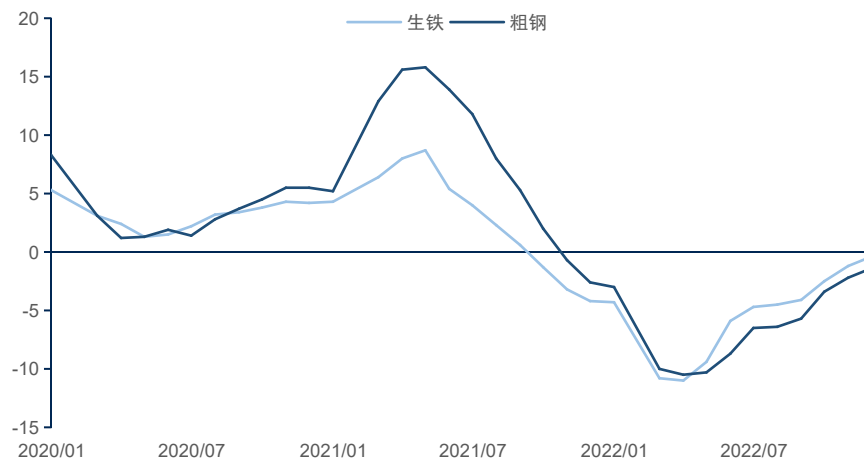
- ◆ **行业盈利艰难，长流程开工率下行。**6、7月，随着行业盈利情况的全面恶化，钢铁企业迅速反馈，主动安排检修或减产，较为及时的减产扭转了行业供需矛盾加严的趋势。8月随着行业盈利逐步好转，钢厂产量也持续抬升。四季度，需求走弱，行业盈利再度收窄，11月以来，行业盈利钢厂比例保持在20%左右，行业开工意愿下行。12月30日，247家钢厂高炉开工率下降至75.2%。
- ◆ **废钢供应紧张，短流程提前放假。**受到疫情影响，废钢收货以及运输受到较大影响，电炉生产成本较高，叠加春节临近，短流程钢厂开始降负荷生产或是提前停产放假。12月30日，电弧炉钢厂开工率下降至46.7%。
- ◆ **行业产能、产量双管控呈现常态化趋势。**2021年受粗钢平控以及能耗双控因素影响，全国粗钢产量下降超过3000万吨；2022年粗钢压降政策叠加钢厂主动减产，粗钢产量呈现继续下行趋势，统计局数据显示，1-11月，全国粗钢产量为93511万吨，同比下降1125万吨。复盘发达国家用钢需求变化规律，结合碳达峰、碳中和目标导向，钢铁行业供给有顶的大方向明确。此外，当前行业盈利分化，市场化退出可能性提升，优质龙头企业通过并购进一步夯实地位的重要时间窗口或已临近，市场化兼并重组加快。行业集中度的提升有利于提高产业链话语权，有利于产业高质量发展。

图：钢厂开工率情况（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

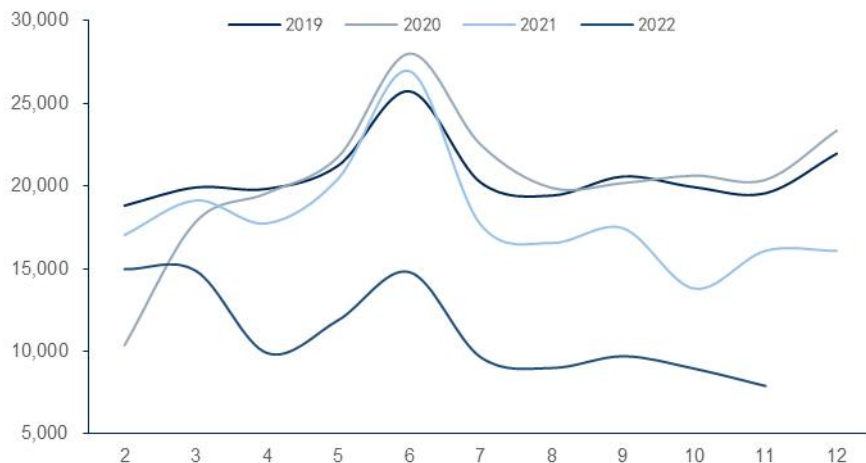
图：全国生铁、粗钢产量累积同比（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

- ◆ **地产端需求低迷，政策持续加码。**统计局数据显示，2022年1-11月，全国房地产开发投资完成额累计同比下降9.8%，房屋新开工面积累计同比下降38.9%，商品房销售面积累计同比下降23.3%，本年购置土地面积累计同比下降53.8%。地产危机叠加疫情影响，相关用钢需求断崖式下降。但可以清晰看到，近期房地产调控政策供需两侧齐发力，一方面对房企的信贷融资、债务融资和股权融资的通道均已打通，另一方面对需求端持续放松，降首付、松限购等。多维度宽松有望对激活市场交易起到积极作用，在销售情况改善后，开工意愿或迎来修复，虽短期内难以扭转地产端用钢需求表现，但有助于市场情绪改善。
- ◆ **稳增长发力，基建投资保持高增长，特别是能源投资。**1-11月，基础设施建设投资同比增长11.7%，增速进一步提升。其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比达19.6%，水利、环境和公共设施管理业累计同比为11.6%。从当下情况来看，基建投资在稳增长的背景下仍将扮演重要角色。2023年部分地方政府专项债额度已提前下达，项目储备也较为充裕，在资金以及政策支持下，基建投资增速有望维持高位，将对钢材消费起到逆周期调节作用。在能源安全背景下，新旧能源建设有望保持高增速，带动相关用钢需求保持景气。

图：房屋新开工面积当月值（万平方米）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：基建投资增速（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

- ◆ **稳增长发力叠加地产预期修复，工程机械需求或迎改善。**1-11月，挖掘机主要企业销量累计同比下降23.3%，降幅持续收窄。分市场来看，海外市场需求旺盛，挖掘机出口保持较高增长，1-11月累计同比增长64.9%；国内市场需求较为低迷，累计同比下降43.7%。2022年在下游需求走弱以及高基数的影响下，挖掘机产销量恶化。随着基建投资高景气持续，以及地产市场回暖预期升温，挖掘机需求有望逐步改善。
- ◆ **乘用车市场保持景气。**1-11月，乘用车销量累计同比上涨11.5%，受到疫情影响，增速有所下滑。新能源车销量保持亮眼，1-11月，新能源乘用车销量达574万辆，同比增长104.8%。购置税政策变化叠加春节前购车需求有望短期拉升乘用车销量，对钢材消费起到积极作用。
- ◆ **商用车市场有望走出低谷。**1-11月，商用车销量累计同比下降32.1%，21年国五升级国六排放标准提前透支市场需求，但近期随着稳增长不断发力，降速有所收敛，后期随着疫情对物流影响的减弱，销量有望逐步改善。

图78：挖掘机销量增速（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图79：汽车销量累计同比（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

- ◆ **需求表现平淡，冬储意愿不足。**受天气以及疫情等因素影响，近期钢材消费维持弱势运行。12月最后一周，五大钢材表观消费量为874万吨，较去年同期低31万吨；全国237家流通商建材日均成交量为11.0万吨，较去年同期低3.1万吨。每年春节前因下游建筑施工暂停，市场真实消费需求回落，冬储接棒需求。钢材市场上主要的主动冬储行为有下游厂商为保证放假期间正常生产而开展的囤货行为，以及钢贸商为博取超额利润进行节前低价购入、节后高价卖出的囤货行为。目前来看，钢贸商冬储意愿偏弱，一方面钢厂冬储政策较为一般，价格较高；另一方面预期改善下，钢价无量上涨，留给钢贸商的博弈空间收缩。若冬储保持较低水平，节前钢价或有所调整，但反过来也会为节后酝酿机会。
- ◆ **库存压力较低。**3-5月钢材需求疲软，库存去化速度远弱于往年同期。6-7月，需求虽未出现明显改善，但随着钢厂持续减产，钢材库存开始稳步下降。8月后，行业供需有序，钢材库存继续下降。12月，随着进入传统淡季，产量提升下库存转增。截至12月30日，五大钢材厂内库存、社会库存分别为437.2万吨、888.2万吨，较去年同期分别高16.3万吨、13.4万吨，在需求低迷的背景下，库存压力较低。

图：五大钢材社会库存（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

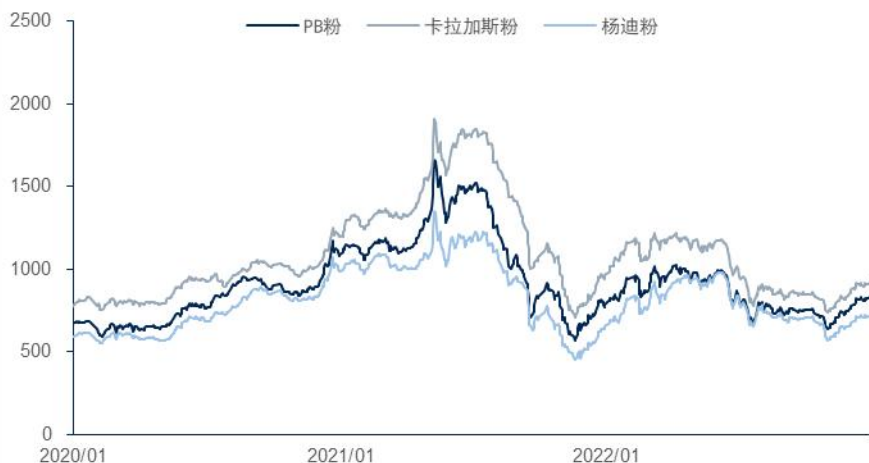
图：五大钢材钢厂库存（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

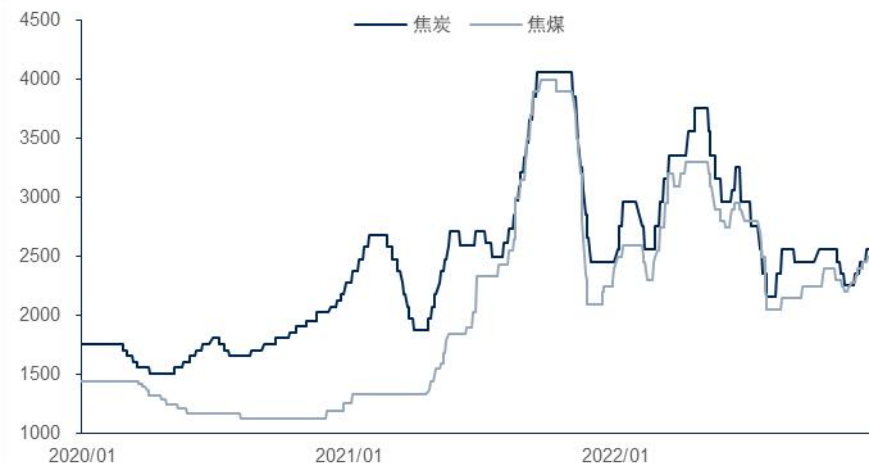
- ◆ **铁矿石价格持续上涨。**近期，铁矿石港口库存保持合理水平，截至12月30日，全国主要港口铁矿石库存量为13186万吨，较11月末下降299万吨。随着下游钢材消费预期好转，节前钢厂补库预期对铁矿石价格形成支撑，叠加废钢供应不足，近期铁矿石到港量也有明显下降，进一步刺激铁矿石价格上涨。截至12月30日，青岛港PB粉价格为854元/湿吨，较11月末上涨92元/吨。短期来看，钢厂节前补库对铁矿石价格有所支撑。但从中长期的角度来看，“基石计划”稳步推进，全球铁矿石供需偏向宽松，对价格或形成压制。
- ◆ **双焦钢厂库存转增，价格强势运行。**12月，补库需求下，焦煤焦炭价格强势上涨，截至12月30日，吕梁主焦煤、焦炭价格分别为2500元/吨、2660元/吨，较11月末分别上涨100元/吨、300元/吨。从焦煤方面来看，春节临近叠加疫情影响，矿山生产节奏放缓，虽然蒙煤进口预期有所增强，但炼焦煤供应保持偏紧运行。截至12月30日，钢厂、独立焦企炼焦煤库存分别为864万吨、1159万吨，较去年同期分别低128万吨、138万吨。焦炭方面，随着价格连续提涨，独立焦化企业盈利有所改善，截至12月30日，全国独立焦化厂平均盈利43元/吨。目前双焦库存虽然有一定回升，但仍处于相对低位，短期来看补库需求仍有望继续支撑价格。

图：进口铁矿石港口价格（元/湿吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：冶金焦以及主焦煤市场价（元/吨）

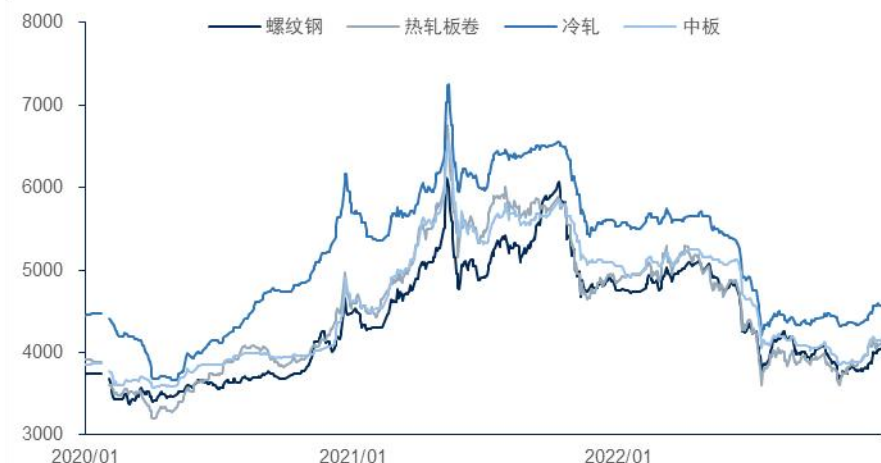


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理测算

强预期、低库存、高成本对钢价形成支撑

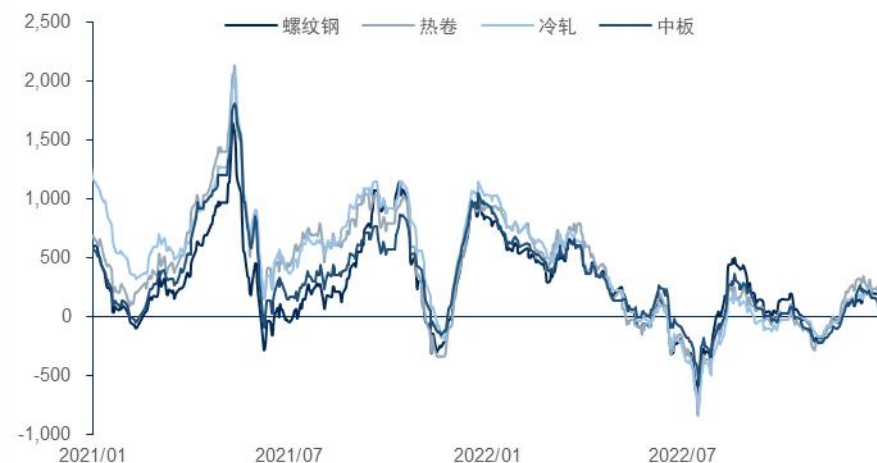
- ◆ 12月，钢材价格在强预期下大幅拉涨。截至12月30日，上海地区螺纹钢、热轧板卷价格分别为4100元/吨、4180元/吨，较11月末分别上涨330元/吨、280元/吨。短期来看，消费淡季行业供需双弱，但2023年需求改善预期较强，叠加库存处于相对低位以及较高的原燃料成本，钢价景气运行。短期尚需关注冬储意愿强弱，若冬储保持较低水平，节前钢价或有所调整，但反过来也会为节后酝酿机会。
- ◆ 从行业盈利情况来看，钢厂盈利微薄。Mysteel数据显示，截至12月30日，247家钢厂盈利比例为19.9%。我们测算，目前长流程原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷毛利润分别为174元/吨、235元/吨，较11月末分别上涨76元/吨、32元/吨。短期来看，节前钢焦间博弈加剧；若后期粗钢产量继续下降，对原燃料需求形成压制，钢厂利润存在改善空间。
- ◆ 在碳达峰、碳中和的背景下，钢铁行业供给有顶的大方向不会变，有利于行业供需关系改善和对原燃料价格的抑制，成材端有望保持合理利润。同时，钢铁行业龙头企业近年来持续开展降本增效工作，盈利韧性有望得到持续验证。随着疫情影响的弱化，以及各项刺激政策的推出，钢材消费有望迎来信心修复，带动估值提升。

图：钢材价格（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：钢材原料滞后一个月模拟毛利润（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理测算

推荐组合：金诚信、赤峰黄金、神火股份、天山铝业、紫金矿业、赣锋锂业、华菱钢铁。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS			PE			PB
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A
601899.SH	紫金矿业	买入	10.00	2601.42	0.60	0.82	0.88	16.7	12.2	11.4	3.1
002460.SZ	赣锋锂业	买入	69.51	1331.64	3.73	10.54	11.20	18.6	6.6	6.2	3.6
002466.SZ	天齐锂业	买入	78.99	1248.57	1.41	13.54	13.71	56.0	5.8	5.8	3.2
000792.SZ	盐湖股份	买入	22.69	1232.72	0.85	3.24	3.24	26.7	7.0	7.0	5.6
600019.SH	宝钢股份	买入	5.59	1244.79	1.07	0.52	0.60	5.2	10.8	9.3	0.6
603993.SH	洛阳钼业	买入	4.55	930.28	0.24	0.35	0.41	19.0	13.0	11.1	1.9
600111.SH	北方稀土	买入	25.05	905.57	1.42	1.75	2.06	17.6	14.3	12.2	5.0
000708.SZ	中信特钢	买入	17.16	866.09	1.58	1.60	1.83	10.9	10.7	9.4	2.5
1378.HK	中国宏桥	买入	6.50	698.35	1.77	2.05	2.22	3.7	3.2	2.9	0.7
002756.SZ	永兴材料	买入	92.17	382.22	2.22	16.00	18.06	41.5	5.8	5.1	3.8
000933.SZ	神火股份	买入	14.96	336.75	1.45	3.06	3.33	10.3	4.9	4.5	2.3
000807.SZ	云铝股份	买入	11.12	385.64	1.06	1.43	1.62	10.5	7.8	6.9	1.8
002240.SZ	盛新锂能	买入	37.49	341.87	1.08	7.33	8.07	34.7	5.1	4.6	3.0
002738.SZ	中矿资源	买入	66.66	307.71	1.77	6.77	10.23	37.7	9.8	6.5	5.0
002532.SZ	天山铝业	买入	7.72	359.13	0.82	0.81	0.88	9.4	9.5	8.8	1.6
600988.SH	赤峰黄金	买入	18.05	300.34	0.35	0.43	0.68	51.6	42.0	26.5	5.5
000932.SZ	华菱钢铁	增持	4.70	324.71	1.48	0.96	0.98	3.2	4.9	4.8	0.7
002497.SZ	雅化集团	买入	23.25	267.97	0.82	4.21	4.26	28.4	5.5	5.5	2.6
600497.SH	驰宏锌锗	买入	5.06	257.62	0.11	0.39	0.46	46.0	13.0	11.0	1.6
601168.SH	西部矿业	买入	10.20	243.07	1.23	1.38	1.46	8.3	7.4	7.0	1.6
600392.SH	盛和资源	买入	14.00	245.40	0.61	1.41	1.52	23.0	9.9	9.2	2.6
300748.SZ	金力永磁	买入	29.26	233.58	0.65	1.07	1.33	45.0	27.3	22.0	3.6
600516.SH	方大炭素	买入	6.12	232.93	0.29	0.45	0.51	21.1	13.6	12.0	1.5
000878.SZ	云南铜业	增持	11.75	235.43	0.38	0.69	0.76	30.9	17.0	15.5	1.8
603876.SH	鼎胜新材	买入	41.04	201.28	0.94	2.99	3.98	43.7	13.7	10.3	3.4
600282.SH	南钢股份	增持	3.15	194.15	0.67	0.56	0.62	4.7	5.6	5.1	0.7
600456.SH	宝钛股份	买入	40.86	195.22	1.18	1.71	2.13	34.6	23.9	19.2	3.2
600711.SH	盛屯矿业	买入	5.89	185.02	0.38	0.68	1.09	15.5	8.7	5.4	1.2
603979.SH	金诚信	买入	25.61	153.73	0.80	1.18	1.75	32.0	21.7	14.6	2.7
000778.SZ	新兴铸管	买入	3.65	145.64	0.50	0.45	0.50	7.3	8.1	7.3	0.6
600507.SH	方大特钢	增持	6.02	140.37	1.27	1.16	1.20	4.7	5.2	5.0	1.8
603612.SH	索通发展	买入	26.02	119.85	1.40	3.24	3.62	18.6	8.0	7.2	2.2
600782.SH	新钢股份	增持	4.09	130.42	1.39	1.29	1.31	2.9	3.2	3.1	0.5
002110.SZ	三钢闽光	增持	4.70	115.22	1.64	0.77	0.80	2.9	6.1	5.9	0.5
601609.SH	金田股份	增持	6.76	100.04	0.51	0.41	0.72	13.3	16.5	9.4	1.4
300057.SZ	万顺新材	买入	8.86	80.61	-0.1	0.36	0.51	-126.6	24.6	17.4	1.5
002540.SZ	亚太科技	买入	5.07	63.38	0.37	0.36	0.46	13.7	14.1	11.0	1.2
002996.SZ	顺博合金	买入	13.03	57.20	0.78	0.83	1.33	16.7	15.7	9.8	2.4
300828.SZ	锐新科技	买入	13.71	22.74	0.69	1.01	1.32	19.9	13.6	10.4	2.8

资料来源：Wind，公司资料，国信证券经济研究所整理预测；备注：中国宏桥股价和EPS已转化成人民币元

疫情反复导致经济复苏不及预期；国外主要央行货币政策正常化拐点快于市场预期；供给增加超预期。

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032