

金属行业2月投资策略

电解铝供应扰动再起，关注新能源领域需求复苏

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

◆工业金属及材料行业分析：电解铝供应扰动再起，推荐低成本冶炼标的

云南地区电解铝可能存在减产风险，根据行业机构信息，近期云南电力供应存在缺口，可能需要关停部分高耗能产业的产能。根据我们测算，如果缺电问题导致120万吨闲置产能无法复产，且在2月份继续减产，2023年国内电解铝将面临1.5%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。

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。据有关机构供需平衡表，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。

◆黄金行业分析：非农强劲，金价短期承压，但不改长期趋势

2月3日，美国1月非农数据公布，非农就业人口大幅增加51.7万人，远高于预期的18.9万人。失业率下降至3.4%，创1969年6月以来新低。从就业市场表现来看，美国经济距离衰退或仍存在一定距离。市场对于美联储加息幅度以及降息节奏做出快速反应，CME观察显示本轮加息终点预期由475-500提升至500-525的概率大幅增加，黄金价格回调。从中长期的维度来看，虽然通胀的回落会为实际利率腾挪空间，但降息预期仍存，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，2022年各国央行全年购金量达1136吨，为历史第二高，成为最强劲的需求增长点。

◆新能源金属行业分析：短期价格继续调整，后市有望逐步交易需求复苏

锂：1月锂价持续调整。国产电池级碳酸锂和氢氧化锂最新报价均为46.75万元/吨，相比此前的高点跌幅达到将近20%。虽然在供给端国内青海盐湖提锂产能利用率有所下滑，但季节性因素导致下游需求萎缩，终端电池厂和车企有所减产或停产，终端需求不及预期导致锂价高位回落。但近期特斯拉持续降价，引发国内其他新能源车企跟随降价，短期有望快速刺激消费。目前市场普遍预估2023年全球新能源汽车产销量规模1300万辆（+20%~30%），储能电池出货量规模200Gwh左右。在这样的假设下，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，且考虑到供给端往往会低预期，而需求端又有比较大向上的弹性，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：1月钴价持续调整。MB标准级钴最新报价17.80美元/磅，今年年初至今继续下跌约18%；国内电钴最新报价28万元/吨，今年年初至今继续下跌约11%。进入2023年钴需求未见改观，下游加工排产出现下滑，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下跌至55%-58%左右，短期内钴原料价格逐步下跌至接近底部的水平。展望2023年，复苏逻辑有望贯穿传统消费电子领域，叠加动力电池领域保持高增长，钴消费有望逐步回暖；但是与此同时全球钴原料供应相对宽裕，所以我们对钴价的判断相对中性，预计电钴价格可能会维持在30万元/吨中枢运行。

镍：1月镍产品价格走势仍有一定的分化。今年年初电解镍市场价格走出震荡上行的趋势主要是受到美联储加息边际放缓、国内防疫政策优化、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%以及菲律宾正在考虑对镍矿出口征税&限制镍矿出口消息提振。展望2023年，由于镍供应二元结构的打破，镍产业链将从结构性短缺转变为整个产业链全面的供需过剩，所以我们认为镍价中长期价格重心将逐步下移，但镍价的波动并不是直接影响股票价格的核心驱动因素，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，一体化布局的企业有望充分受益于下游需求复苏所带来的订单弹性。

◆ 稀土行业分析：战略地位突出，复工复产提振价格

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。2022年11月以来，随着政策面的积极变化，市场信心改善，稀土价格逐步提升，北方稀土2月挂牌价保持稳定。短期来看，节后市场整体气氛良好，市场活跃度不断提升，需求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，消费多点开花。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生态环境损失的合理补偿，价值有望得到重估。

◆ 钢铁行业分析：消费缓慢启动，钢价震荡运行

原材料价格存在回落预期。从需求侧看，短期钢厂盈利低迷，原材料补库以刚需为主。铁矿石方面，监管部门多次表态要强化价格监管，严厉打击过度投机炒作等违法违规行为，价格震荡运行。双焦方面，澳煤即将到港，有望在一定程度上缓解行业供需偏紧局面，价格回落。

强预期下钢厂盈利或有改善。短期来看，受天气以及劳务到岗情况制约，需求偏弱运行，但2023年需求改善预期较强，市场保持乐观态度，有望对价格形成有效支撑。而原料端供需趋向宽松，特别是双焦侧，成本端利润有望向钢厂端让渡。从中长期看，行业供给有顶，成材端有望保持合理利润，特别是行业龙头企业。

◆ **推荐组合：**神火股份、天山铝业、金诚信、紫金矿业、中矿资源、赣锋锂业、北方稀土、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。

◆ [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](#)

◆ [黄金行业分析：加息边际放缓，黄金配置需求增强](#)

◆ [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](#)

工业金属及材料

电解铝供应扰动再起，推荐低成本冶炼标的

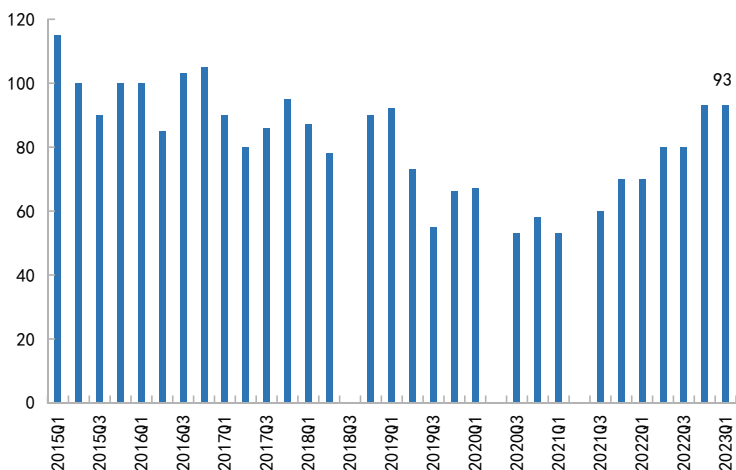
- ◆ **云南地区电解铝可能存在减产风险**，根据行业机构信息，近期云南电力供应存在缺口，可能需要关停部分高耗能产业的产能。根据我们测算，如果缺电问题导致120万吨闲置产能无法复产，且在2月份继续减产，2023年国内电解铝将面临1.5%供应缺口。推荐用电成本低，且电力供应稳定的新疆电解铝冶炼标的：神火股份、天山铝业。
- ◆ **2023年工业金属供需紧平衡，没有大幅过剩压力**。2022年受俄乌冲突、疫情等因素影响，工业金属产量低增长或下降，2023年均呈现恢复式增长，但增速有限。需求端看好国内地产利好政策对工业金属这类地产后周期商品的拉动，欧美经济则面临衰退压力，工业金属需求端呈现国内强、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：精矿加工费小幅回落

◆ 秘鲁政局动荡，五矿资源Las Bambas暂停铜生产：

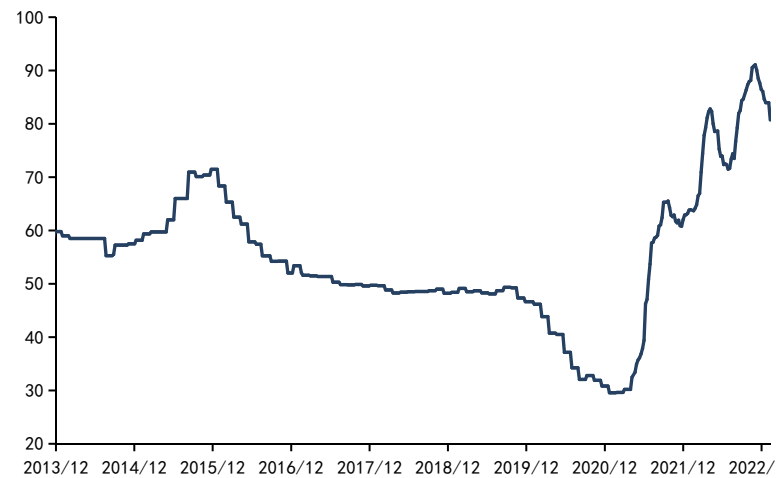
- 1月30日，五矿资源发布公告，秘鲁数周以来的全国性的示威抗议活动，导致Las Bambas运输受阻，关键物资短缺，矿山自2月1日起暂停铜生产，运营将处于维护状态。2022年Las Bambas铜矿铜产量25.48万吨，占全球铜矿产量约1.5%。截至2023年2月初，铜精矿现货加工费报80.7美元/吨，较1月初小幅下降了4美元/吨。
- 2022年12月29日，中国铜原料联合谈判小组召开线上会议，敲定2023Q1铜精矿现货TC指导价为93美元/吨，与2022Q4的指导价持平。仍处于历史偏高位置，表明铜精矿继续处于相对过剩状态。
- 铜冶炼利润近期呈小幅回落态势，加工费每上涨10美元/吨，冶炼利润增加约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）



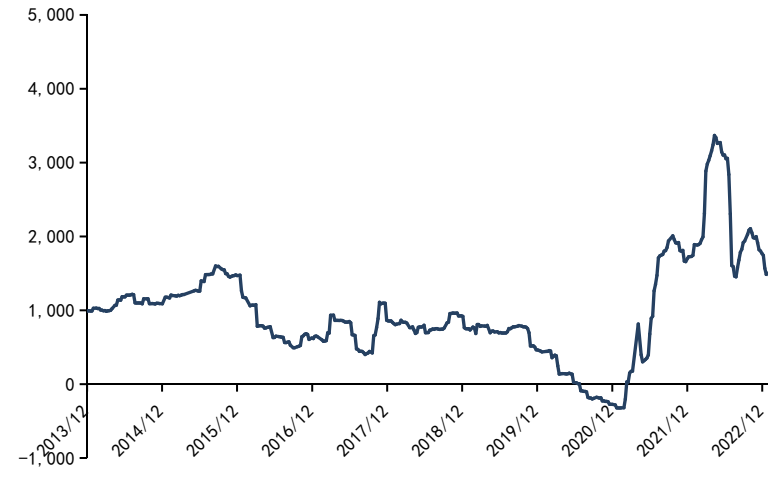
资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

图：铜精矿现货加工费（美元/吨）



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

图：山东地区铜冶炼厂利润（元/吨）



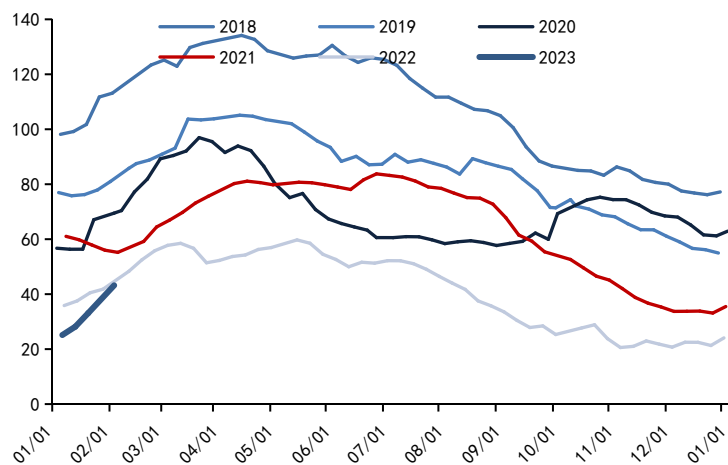
资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

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：

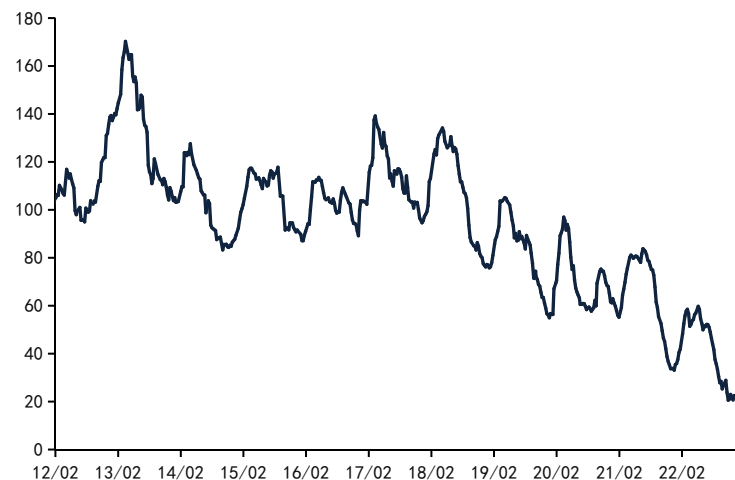
- 当前处于春节后累库阶段，截至2月初，我们统计的全球铜显性库存（SHFE+LME+COMEX交易所库存+上海保税区库存）43.2万吨，从长短周期来看都处于偏低位置。
- 根据SMM数据，2022年12月中国电解铜产量为87万吨，同比持平，环比下降3.3%。2022年1-12月份中国电解铜产量1028万吨，同比增3.1%。

图：全球铜显性库存季节图（万吨）



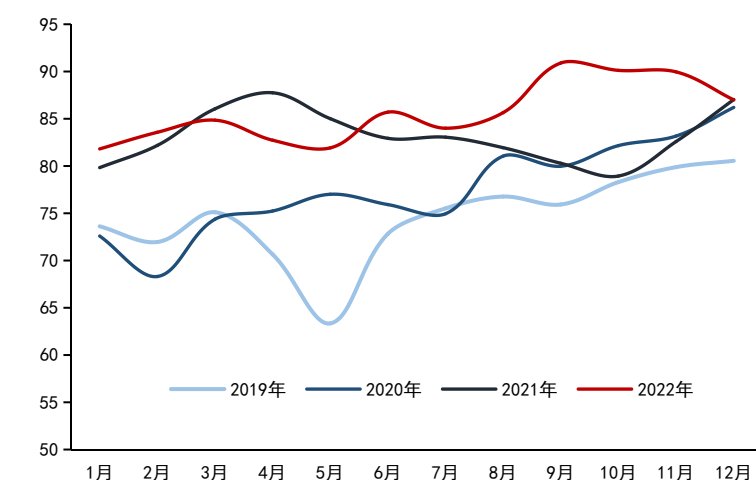
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）



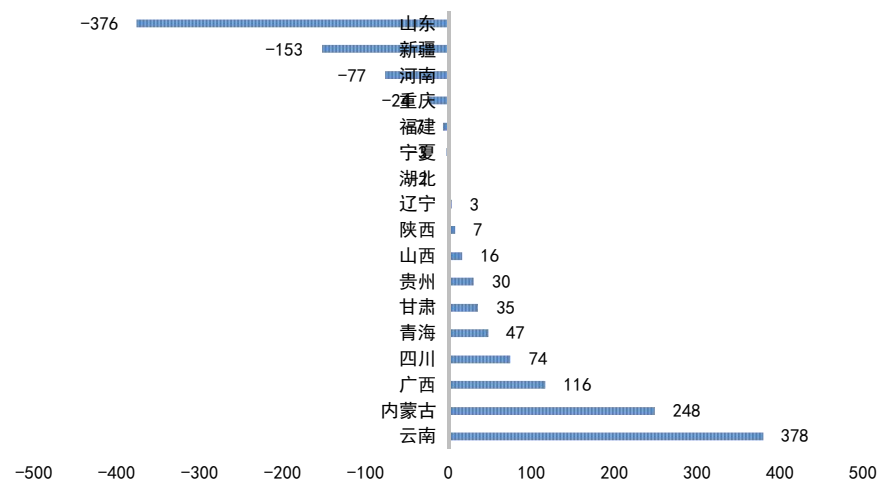
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

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：

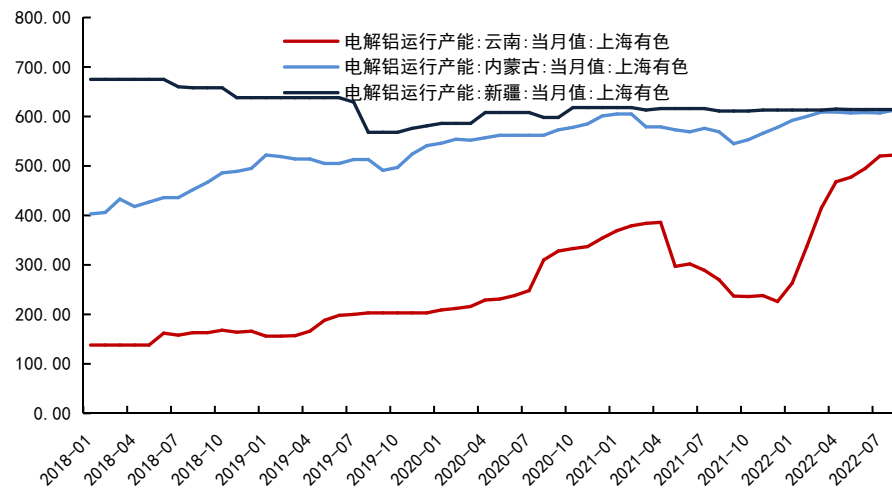
- ①山东、河南地区产能占全国24%，由于煤炭价格高企，当前铝价，产能处于盈亏边缘。南山铝业在2022年12月23日发布公告，拟转让33.6万吨电解铝产能，占公司总产能41%。从这一点可以看出，山东、河南的其他大型电解铝企业同样面临高成本压力。电解铝龙头中国宏桥也于2月3日发布盈利警告，公司2022年净利润比2021年减少约40%（2021年归母净利润161亿元），主因原材料价格大幅度上涨及汇兑损失。
- ②近两年大量产能转入云南、四川等水电资源丰富的地区，成本低，具备竞争优势，但水电资源远不及火力发电稳定，导致电解铝产能频繁减产。而近期贵州电解铝产能也出现大规模减产，12月13日，上海钢联消息，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。
- 根据上海有色网等行业资讯网站消息，由于存在电力负荷缺口，云南将再次对高耗能产业限产，电解铝企业可能于近期再次减产。而去年此时云南电解铝企业已经着手复产。因此今年西南地区水电铝运行存在诸多不确定性，可能导致今年电解铝供需由平衡转向短缺。如果由于限电无法如期复产并且继续减产，全年供需缺口可能达到1.5%以上。

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



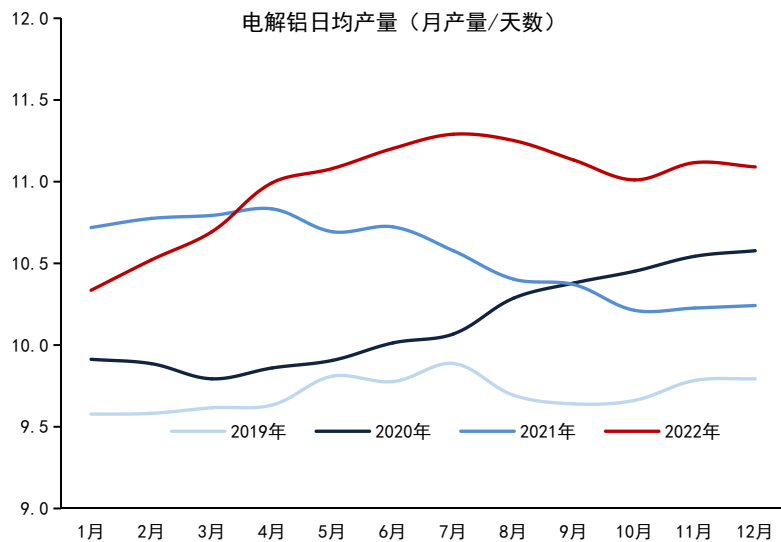
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

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：

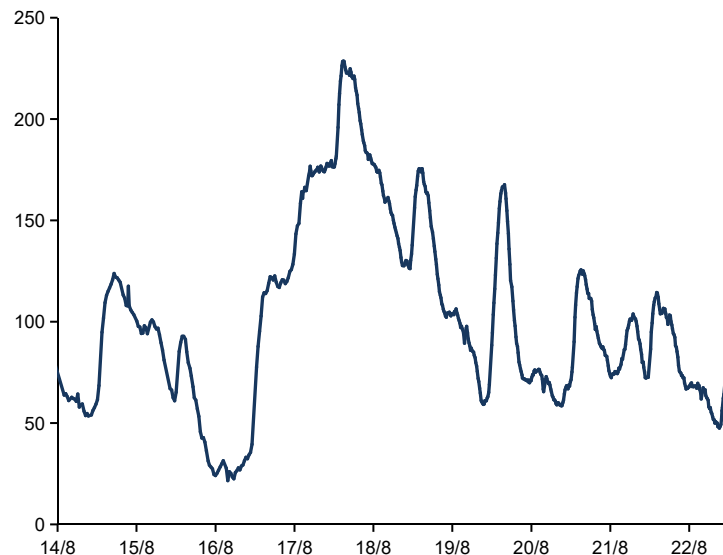
- 根据百川资讯的统计，截至2月初，国内电解铝运行产能4016万吨。年初以来，2023年国内电解铝待复产237万吨，已复产10万吨。
- 2022年12月份国内电解铝产量343.8万吨，日均产量11.1万吨，环比下降0.2%。1-12月份电解铝产量累计4007万吨，同比增加4.11%。
- 截至2月初，国内电解铝库存104.7万吨。当前正处于春节后的快速累库阶段，库存累积速度略高于往年同期。

图：电解铝日均产量（万吨/日）



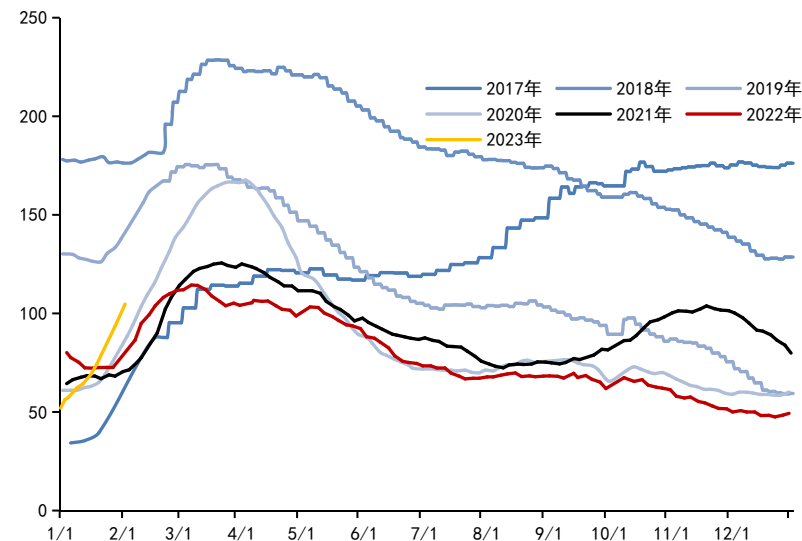
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

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

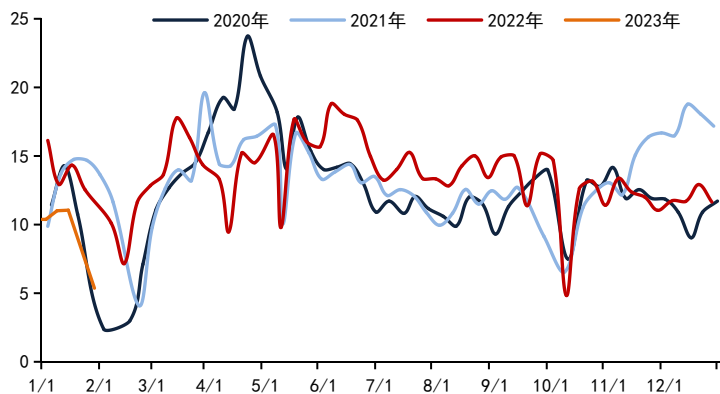
图：国内电解铝库存季节图（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

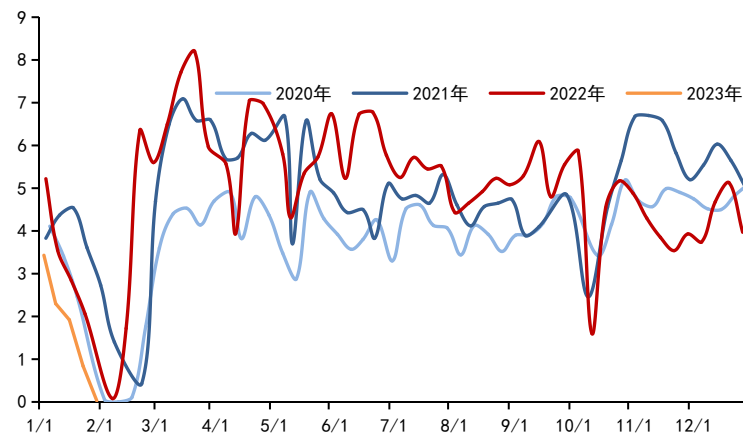
铝：节后需求复苏，下游开工率上升

图：铝锭周度出库量（万吨）



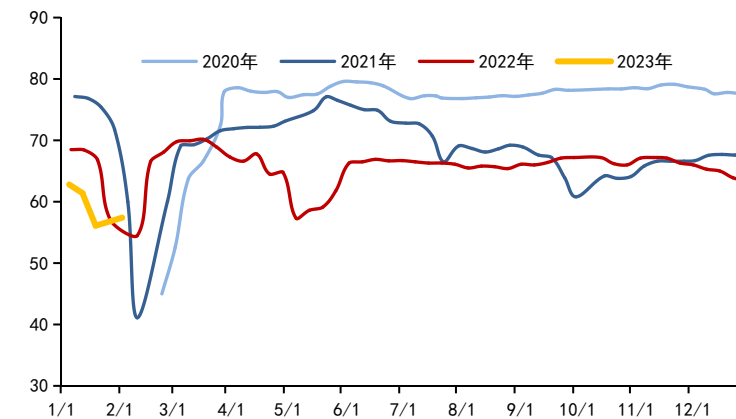
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图：铝棒周度出库量（万吨）



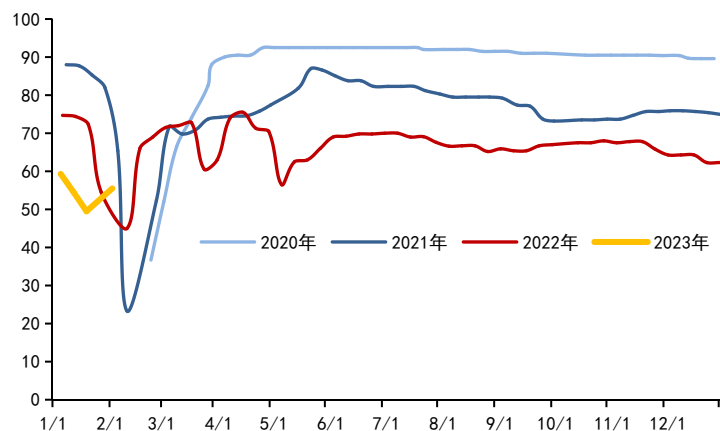
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图：铝加工周度平均开工率



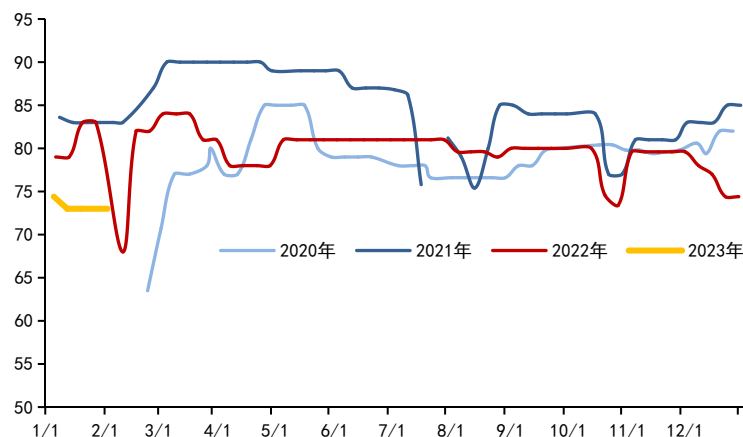
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图：铝型材周度开工率



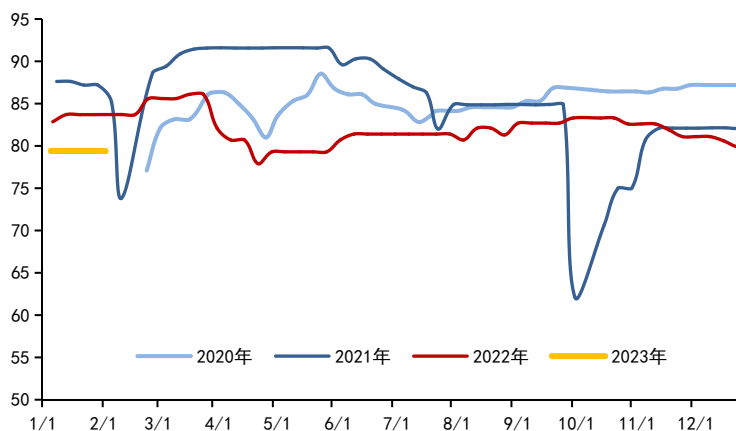
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

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



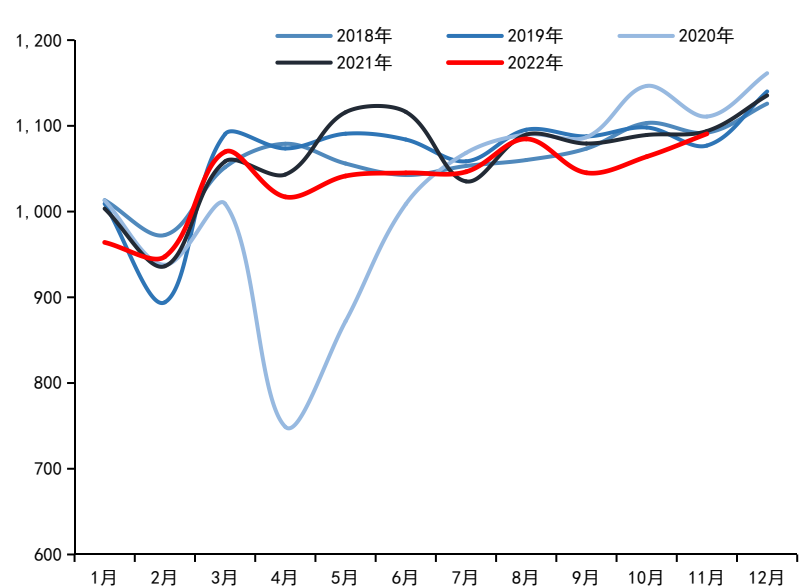
资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

锌：供需双弱，库存低位

◆ 供应端收缩：

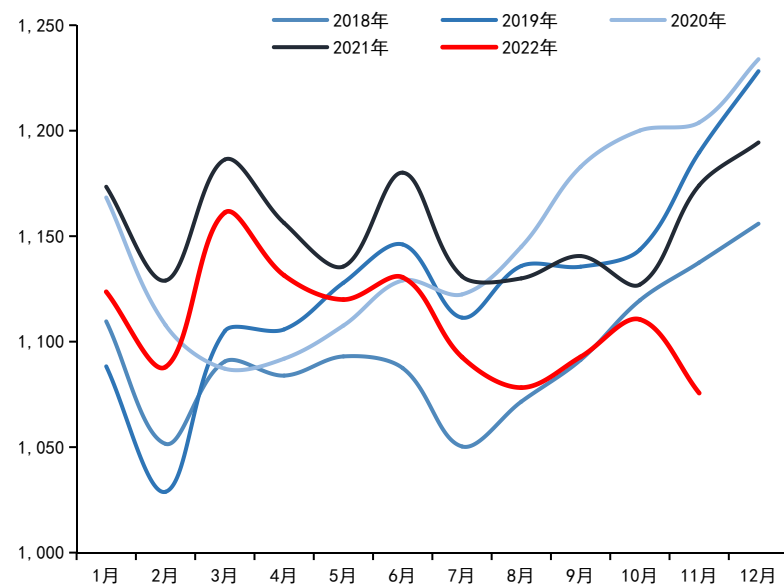
- 根据国际铅锌研究小组数据，2022年11月全球锌精矿产量109.1万吨，同比减少0.3%；2022年1-11月全球锌精矿产量1091万吨，同比下降2.1%。
- 2022年11月全球精炼锌产量107.6万吨，同比下降8.4%；2022年1-11月全球精炼锌产量1220万吨，同比下降3.6%。全球精炼锌产量同比下滑主因欧洲冶炼厂减产，11月欧洲精炼锌产量16万吨，同比降幅达20%；1-11月份欧洲精炼锌产量202.3万吨，同比下降10.4%。

图：全球锌精矿月度产量（千吨）



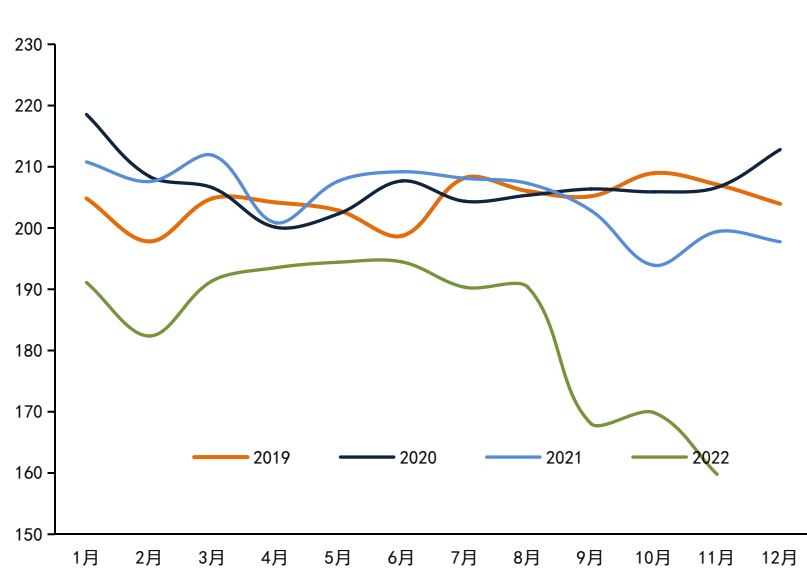
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

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）



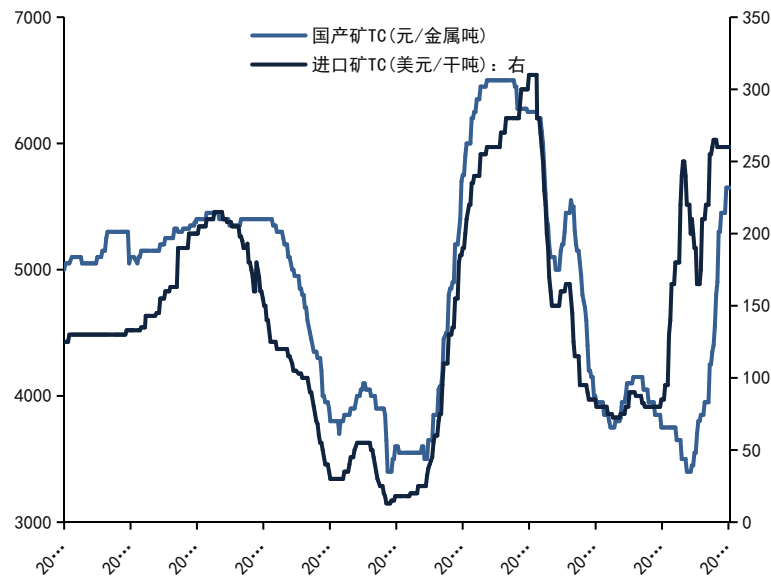
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

锌：供需双弱，库存低位

◆ 库存处于历史低位水平：

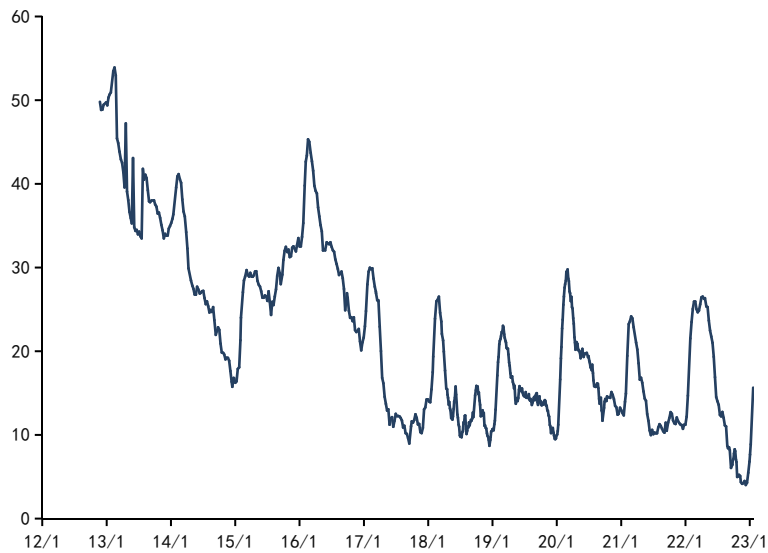
- 根据SMM数据，2月初国产锌精矿加工费5650元/吨，进口矿加工费260美元/吨，与12月下旬基本持平。
- 当前处于春节后的快速累库阶段，截至2月初，国内主要消费地锌锭库存15.6万吨左右，处于历史同期偏低水平。

图：锌精矿周度加工费



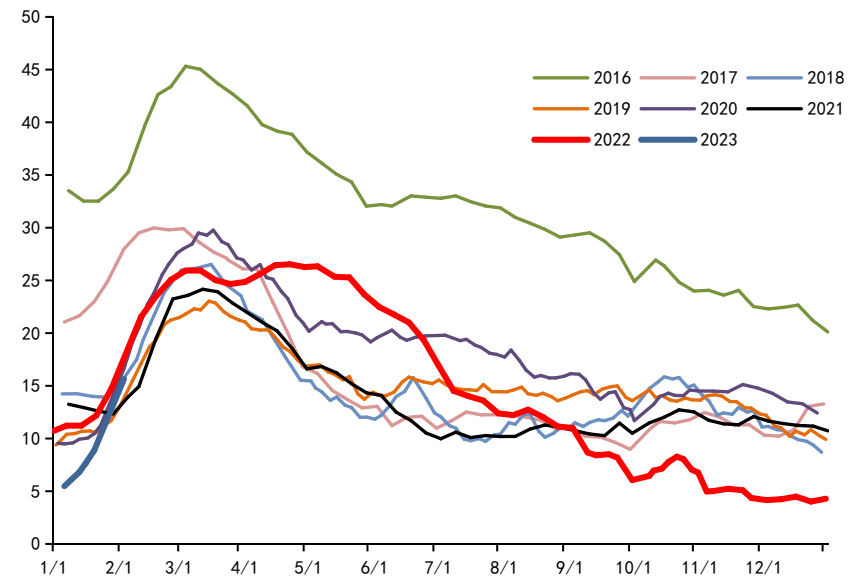
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

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



- 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

黄金行业分析

非农强劲，金价短期承压

就业市场数据超预期

- ◆ 2月3日，美国1月非农数据公布，非农就业人口大幅增加51.7万人，远高于预期的18.9万人。失业率下降至3.4%，创1969年6月以来新低。从就业市场表现来看，美国经济距离衰退或仍存在一定距离。市场对于美联储加息幅度以及降息节奏做出快速反应，CME观察显示本轮加息终点预期由475-500提升至500-525的概率大幅增加，黄金价格回调。

通胀水平持续回落

- ◆ 2022年12月美国CPI同比上涨6.5%，预期6.5%，前值7.1%，已连续6个月下降。其中，住所项CPI仍在持续提升，从7.8%增至8.1%。但从过往情况来看，住所项CPI高点滞后房价一年左右，标准普尔/CS房价指数在2022年4月触顶后已持续回落，预计CPI住所项拐点临近，之后有望带动核心CPI下行。1月非农时薪同比上涨4.4%，预期4.3%，前值4.6%，时薪水平同比增速持续回落，或表明劳动力市场紧张程度正在缓解，在一定程度上有利于通胀的控制。

加息尾声或已临近，黄金价格短期承压，但不改长期趋势

- ◆ 2月2日，美联储公布加息25bp决议，将联邦基金利率的目标区间上调至4.50%-4.75%，加息幅度符合市场预期。在通胀回落，以及衰退预期下，加息尾声或已临近。从中长期的维度来看，虽然通胀的回落会为实际利率腾挪空间，但降息预期仍存，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，2022年各国央行全年购金量达1136吨，为历史第二高，成为最强劲的需求增长点。

- ◆ **就业数据大超预期。**2月3日，美国1月非农数据公布，非农就业人口大幅增加51.7万人，远高于预期的18.9万人，前值26万人（修正）。失业率下降至3.4%，预期3.6%，前值3.5%，创1969年6月以来新低。按照NBER对衰退的定义，包括经济活动显著下降，压力蔓延到整个经济体，并持续数月以上，从就业市场表现来看，美国经济距离衰退或仍存在一定距离。市场对于美联储加息幅度以及降息节奏做出快速反应，CME观察显示本轮加息终点预期由475-500提升至500-525的概率大幅增加，黄金价格回调。
- ◆ **服务业景气叠加劳动力缺口铸就就业市场强劲表现。**分行业来看1月新增就业数据，服务业新增就业39.7万人，其中休闲和酒店业、教育和保健服务以及专业和商业服务贡献最主要增量，服务业景气表现助力就业数据提升。另外，劳动力市场的供给瓶颈仍然存在，1月劳动力参与率小幅提升至62.4%，预期62.3%，前值62.3%，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。
- ◆ **薪资水平增速回落。**1月非农时薪同比上涨4.4%，预期4.3%，前值4.6%；环比上涨0.3%，预期0.3%，前值0.4%。时薪水平同比增速持续回落，或表明劳动力市场紧张程度正在缓解，在一定程度上有利于通胀的控制。

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增速环比转负。**2022年12月美国CPI同比上涨6.5%，预期6.5%，前值7.1%，已连续6个月下降；核心CPI同比上涨5.7%，预期5.7%，前值6.0%。12月CPI环比下降0.1%，预期-0.1%，前值0.1%。分项来看，能源价格下跌特别是汽油价格环比回落降低通胀压力，能源项同比从前值13.1%降至7.3%；运输项同比由7.8%大幅下降至3.9%。
- ◆ **房地产市场降温强化通胀回落预期。**12月，住所项CPI仍在持续提升，从7.8%增至8.1%。房租作为美国CPI中重要分项，对通胀情况造成较大扰动。前期流动性推升房价，让业主有提高租金的动力，而随着利率上行，地产市场降温明显。从过往情况来看，住所项CPI高点滞后房价一年左右，标准普尔/CS房价指数在2022年4月触顶后已持续回落，预计CPI住所项拐点临近，之后有望带动核心CPI下行。通胀增速回落叠加工资增速放缓的背景下，市场对于后续美联储加息放缓预期升温，加息最鹰派的时间或已过去。
- ◆ **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

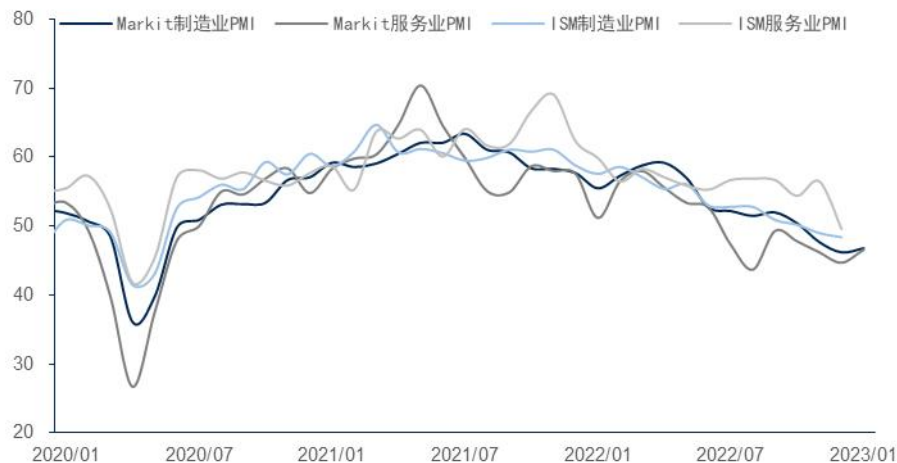
图：CPI住所项与房价变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

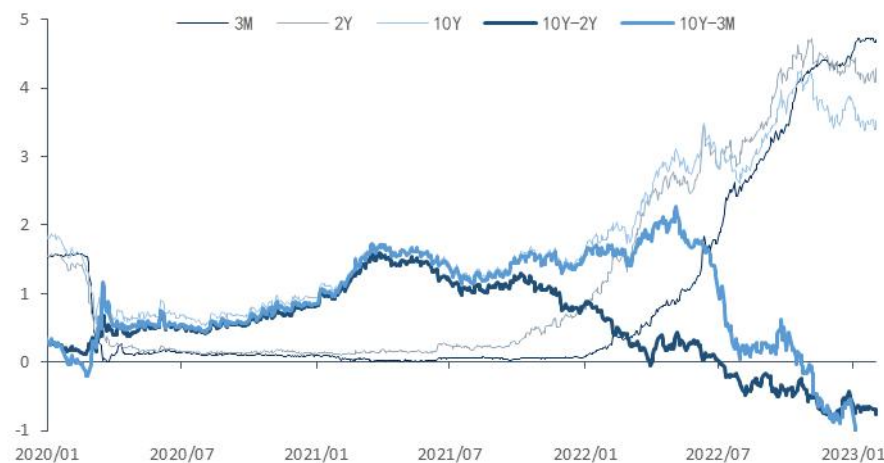
- ◆ **四季度GDP增速放缓。**四季度，美国GDP环比增长2.9%，预期2.6%，前值3.2%。分结构来看，个人消费支出贡献1.42%，前值1.54%，随着疫情后消费修复红利逐步减退，以及高通胀对个人消费意愿的抑制，增速下滑。对应来看，12月，美国零售销售环比下降1.1%，前值-0.6%，创年内最大降幅。国内私人投资贡献率0.27%，前值-1.80%；净出口贡献率0.56%，前值2.86%；政府消费支出和投资贡献率0.64%，前值0.65%。
- ◆ **ISM与Markit的PMI数据有所分化。**1月，Markit服务业PMI终值46.8，预期46.6，前值46.6，已持续7个月处于荣枯线下，综合PMI终值46.8，预期46.6，前值46.6。但ISM非制造业指数意外大幅回升至55.2，预期50.5，前值49.2。PMI作为景气指标，是经济活动变化的晴雨表，若相关数据持续处于荣枯线下，则后续经济增速回落的可能性会加大。
- ◆ **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。2000年来，美债长短端收益率共发生过3次倒挂，分别在2000年、2006年和2019年，其后分别发生了互联网和科技股泡沫、全球金融危机、全球疫情冲击。

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

- ◆ 截至2021年底，地上黄金存量为20.52万吨，按照黄金需求结构可分为金饰需求9.4万吨、投资需求4.5万吨、央行购金3.5万吨和其他需求3.1万吨。金饰需求占比虽然高，但需求波动小，近年来金饰消费除在2020年受疫情影响有大幅回落，其余年间均保持在2000吨以上的水平。相较之下投资需求和央行购金波动较大，反映出黄金的金融属性，对黄金价格的影响也相对显著。
- ◆ **央行购金大幅提升。**世界黄金协会数据显示，2022年全球黄金需求提升至4741吨，同比增长18%；四季度需求量1337吨，创下新高。分项来看，各国央行购金大幅提升，三、四季度全球央行购金量连续超过400吨，全年量达1136吨，成为最强劲的需求增长点。此外，投资需求有小幅提升，达到1107吨（不含场外交易），黄金ETF持仓量降幅较2021年有所收窄，四季度降幅较三季度也有所收窄。

表1：全球黄金供需平衡表（吨）

	2021	2022	2021年第1季度	2021年第2季度	2021年第3季度	2021年第4季度	2022年第1季度	2022年第2季度	2022年第3季度	2022年第4季度
供应量										
金矿产量	3,568.9	3,611.9	830.2	873.0	927.7	938.0	844.2	892.1	945.6	930.0
生产商净套保	-22.7	-1.5	4.8	-17.3	-12.4	2.2	10.9	3.7	-10.9	-5.2
回收金	1,136.2	1,144.1	269.7	278.6	292.9	295.1	296.0	286.1	269.8	292.3
总供应量	4,682.4	4,754.5	1,104.7	1,134.3	1,208.2	1,235.3	1,151.1	1,181.8	1,204.5	1,217.0
需求量										
金饰制造	2,230.6	2,189.8	539.0	456.6	515.2	719.8	515.5	491.6	580.2	602.5
科技	330.2	308.5	81.0	79.8	83.4	85.9	81.0	78.5	77.0	72.0
投资	1,001.9	1,106.8	178.2	288.9	231.3	303.4	553.9	210.2	97.0	245.7
金条和金币总需求量	1,190.9	1,217.1	354.6	248.2	261.7	326.4	283.2	257.5	341.1	335.3
黄金ETFs及类似产品	-189.0	-110.4	-176.3	40.7	-30.4	-23.0	270.7	-47.4	-244.1	-89.6
各国央行和其他机构	450.1	1,135.7	115.6	209.6	90.6	34.3	88.5	185.0	445.1	417.1
黄金需求（制造基础）	4,012.8	4,740.7	913.8	1,035.0	920.6	1,143.4	1,238.7	965.3	1,199.4	1,337.4
顺差/逆差	669.6	13.8	190.8	99.3	287.6	91.8	-87.6	216.6	5.1	-120.3
总需求	4,682.4	4,754.5	1,104.7	1,134.3	1,208.2	1,235.3	1,151.1	1,181.8	1,204.5	1,217.0
LBMA黄金价格 （美元/盎司）	1798.61	1800.09	1,794.0	1,816.5	1,789.5	1,795.3	1,877.2	1,870.6	1,728.9	1,725.9

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

黄金短期承压，中期趋势向好

- ◆ **加息尾声或已临近，黄金价格短期承压，但不改长期趋势。**2月2日，美联储公布加息25bp决议，将联邦基金利率的目标区间上调至4.50%-4.75%，加息幅度符合市场预期。短期来看，非农就业数据强劲，经济仍具备韧性，市场对于美联储加息幅度以及降息节奏做出快速反应，CME观察显示本轮加息终点预期由475-500提升至500-525的概率大幅增加，黄金价格短期承压。但在通胀回落，以及衰退预期下，加息尾声或已临近。从中长期的维度来看，虽然通胀的回落会为实际利率腾挪空间，但降息预期仍存，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，2022年各国央行全年购金量达1136吨，为历史第二高，成为最强劲的需求增长点，黄金视作一种多功能资产，对黄金的配置有利于外汇储备资产组合的表现。此外，地缘政治局势紧张，黄金作为重要的避险资产同样具备配置意义。
- ◆ **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（2月5日）

	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/3/22	0.0%	0.00%	0.00%	17.30%	82.70%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.0%	0.00%	0.00%	7.20%	44.60%	48.20%	0.00%
2023/6/14	0.0%	0.00%	2.30%	19.30%	45.70%	32.60%	0.00%
2023/7/26	0.0%	0.00%	0.90%	8.80%	29.30%	40.80%	20.20%
2023/9/20	0.0%	0.30%	3.40%	15.40%	33.00%	34.20%	13.80%
2023/11/1	0.1%	1.60%	8.50%	22.90%	33.50%	25.50%	7.90%
2023/12/13	1.3%	6.90%	19.60%	31.10%	27.30%	11.90%	1.80%

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

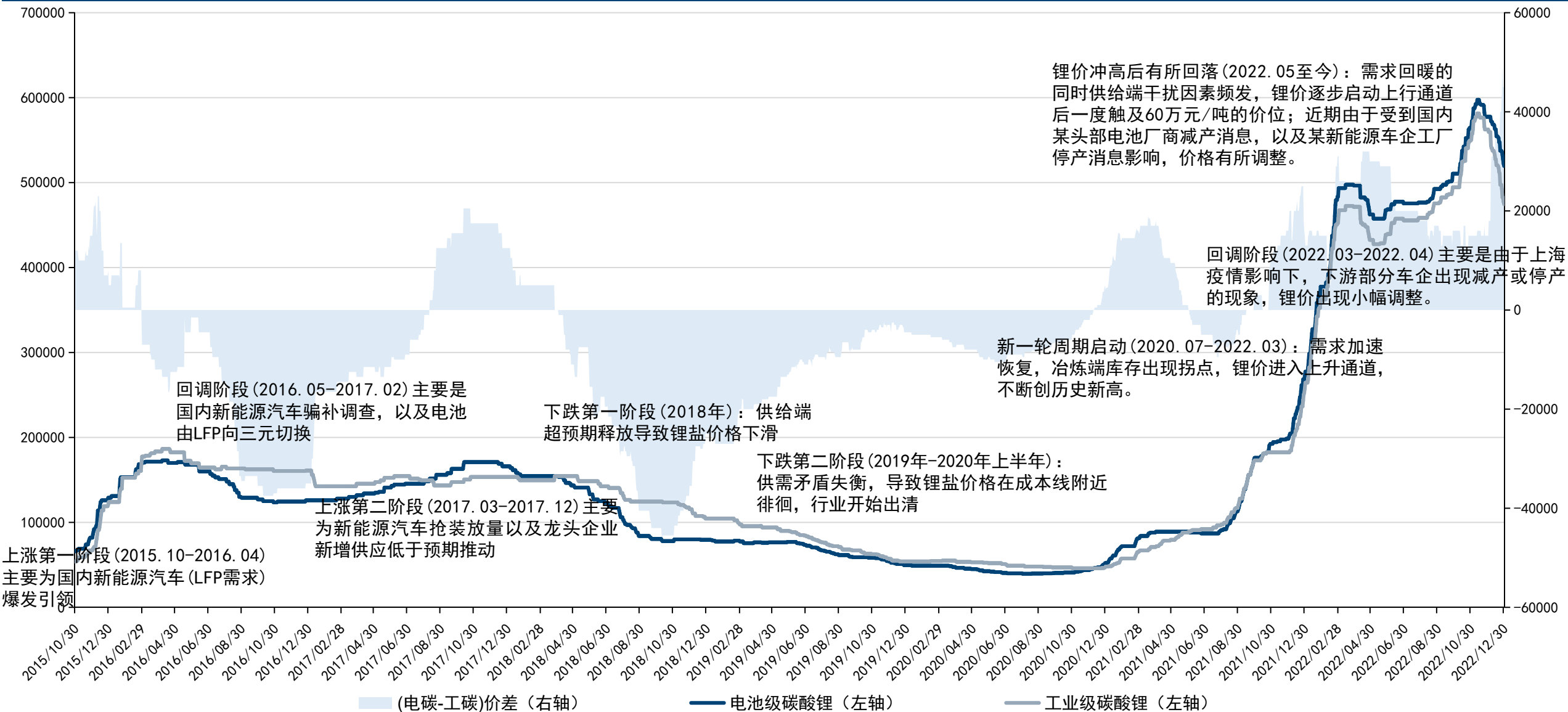
新能源金属行业分析

短期价格继续调整，后市有望逐步交易需求复苏

- ◆ **锂：1月锂价持续调整。**国产电池级碳酸锂和氢氧化锂最新报价均为46.75万元/吨，相比此前的高点跌幅达到将近20%。分析其中原因，虽然在供给端国内青海盐湖提锂产能利用率有所下滑，但是季节性因素导致下游需求萎缩，终端电池厂和车企有所减产或停产，终端需求不及预期导致锂价高位回落。但近期特斯拉持续降价，同时也引发国内其他新能源车企跟随降价，短期有望快速刺激消费。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，同比增长20-30%，其中中国市场预期约850万辆；储能电池出货量规模的预估普遍在200Gwh左右，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，且考虑到供给端往往会低预期，而需求端又有比较大向上的弹性，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：1月钴价持续调整。**MB标准级钴最新报价17.80美元/磅，今年年初至今继续下跌约18%；国内电钴最新报价28万元/吨，今年年初至今继续下跌约11%。进入2023年钴需求未见改观，下游加工排产出现下滑，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下跌至55%-58%左右，短期内钴原料价格逐步下跌至接近底部的水平。展望2023年，复苏逻辑有望贯穿传统消费电子领域，叠加动力电池领域保持高增长，钴消费有望逐步回暖；但是与此同时全球钴原料供应相对宽裕，所以我们对钴价的判断相对中性，预计电钴价格可能会维持在30万元/吨中枢运行。
- ◆ **镍：1月镍产品价格走势仍有一定的分化。**今年年初电解镍市场价格走出震荡上行的趋势主要是受到美联储加息边际放缓、国内防疫政策优化、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%以及菲律宾正在考虑对镍矿出口征税&限制镍矿出口消息提振；而硫酸镍价格有所下滑主要是由于终端需求疲软，正极材料和电池厂订单环比有所缩减，目前未见到明显复苏。展望2023年，由于镍供应二元结构的打破，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，所以我们认为镍价中长期价格重心将逐步下移，但是镍价的波动并不是直接影响股票价格的核心驱动因素，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，这些企业在前期股票有比较明显的调整，市场之后有望逐步交易下游正极材料和动力电池需求复苏，一体化布局的企业有望充分受益于下游需求复苏所带来的订单弹性。

锂：国产电池级锂盐价格持续出现调整

图28：锂价复盘



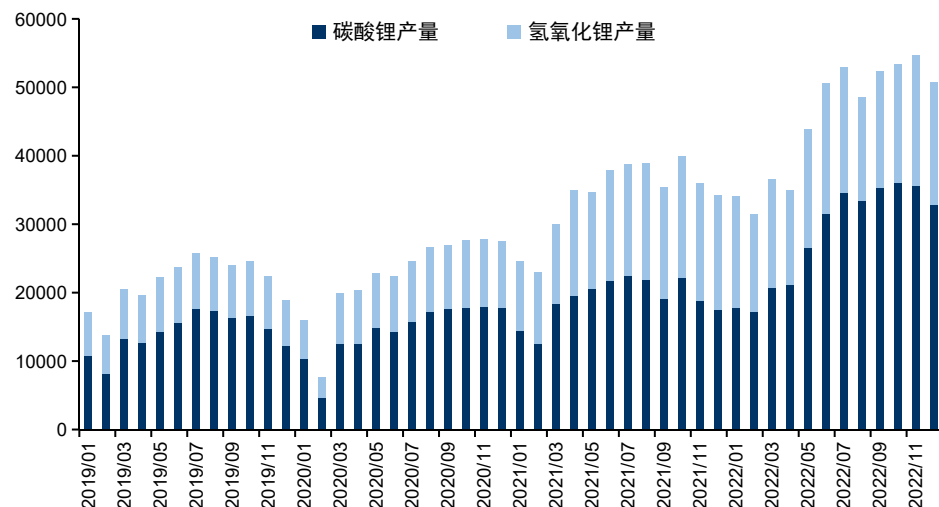
资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

锂：国产电池级锂盐价格持续出现调整

1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、1月锂价持续调整，亚洲金属网数据显示，国产电池级碳酸锂和氢氧化锂最新报价均为46.75万元/吨，相比此前的高点跌幅达到将近20%。分析其中原因，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，调整速度略超预期，市场恐慌情绪有所增加，贸易商集中出货，产业链处于去库的阶段，今年2月锂价可能仍会是缓跌的格局。

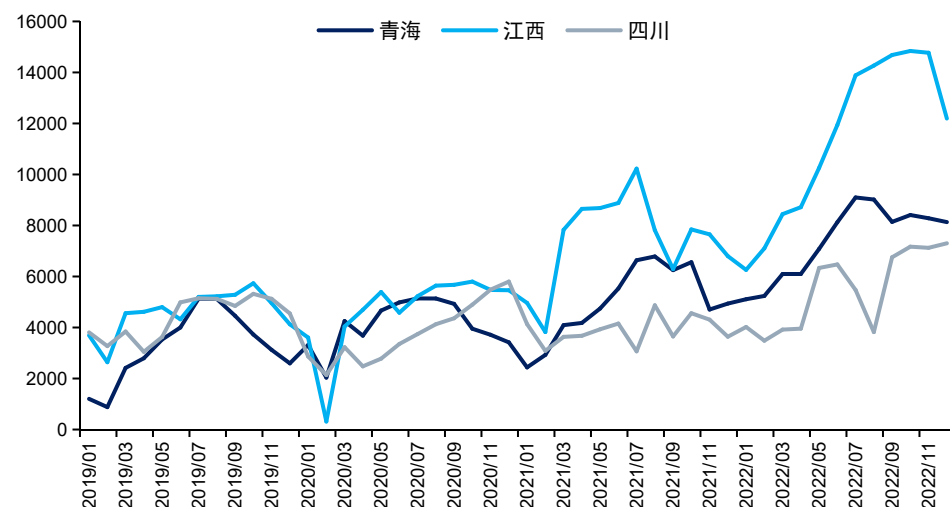
供给端：①青海盐湖提锂月产量进入冬季产能利用率有所回落，但回落幅度相较往年有所收窄。青海盐湖提锂单月产量2022年7月创历史新高，而后几个月仍维持高位水平，进入12月之后青海盐湖提锂的产能利用率有所回落，但是由于企业在2022年陆续都做了技改，预计回落幅度相较往年会有所收窄。②江西锂盐月产量逐步提升，环保趋严但对供给端影响相对有限。江西地区2022年碳酸锂单月产量逐月提升，但近期江西宜春暂停审批陶瓷厂转产锂渣提锂项目，且江西高安因为水源问题正在对上下游企业开展调查工作，位于锦江上游段三家锂盐上市公司先后发布公告称旗下碳酸锂冶炼生产线临时停产，三家锂盐企业均在短暂停产之后恢复生产，所以对供给端影响相对有限。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，鑫锂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）



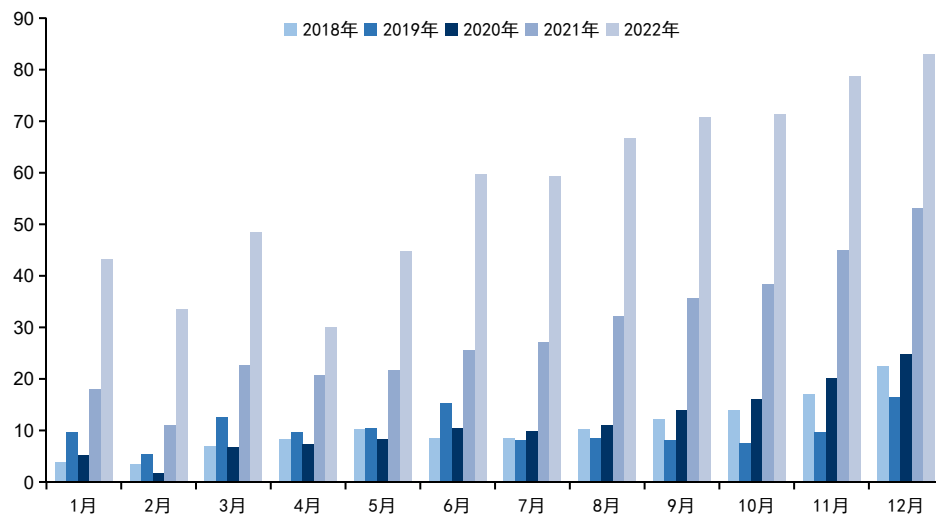
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

锂：短期国内电车需求环比回落，但不改全年乐观预期

首先从终端新能源汽车产销量数据来看：2022年国内新能源汽车产销量规模分别为705.8和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%，渗透率达到25.6%，其中12月单月产销量规模分别为79.5和81.4万辆，再创历史单月新高。进入2023年，受补贴退坡&春节因素影响，国内新能源汽车产销量规模环比去年四季度可能会出现比较明显的回落，但从全年的时间维度来看，考虑到主流新能源车企降价，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%，2023年国内新能源汽车产销量规模有望达到约850万辆。

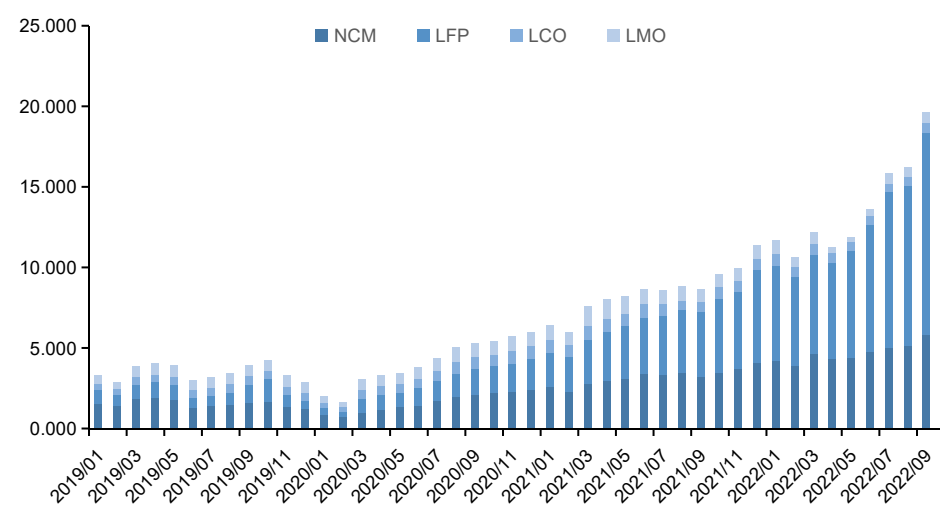
另外从国内正极材料企业产销量数据来看：2022年国内三元材料总产量60.23万吨，同比+51.3%；磷酸铁锂总产量111.09万吨，同比+132.8%；钴酸锂总产量7.70万吨，同比-16%；锰酸锂总产量6.57万吨，同比-35.6%。短期磷酸铁锂因为性价比更高，装机占比提升。2022年，疫情影响下国内正极材料产量4月小幅回落，5月环比改善，6-10月环比又实现较快的增长，11-12月由于受到国内某头部电池厂商减产消息及某新能源车企工厂停产消息影响，需求相比于预期有所减弱，市场恐慌情绪有所增加，导致下游需求出现一定程度的萎缩，且这段时间所产出正极材料和电池产品对应是今年1-2月的装机量，所以市场此前对这段时间需求的缩减有一定的预期。展望2023年，终端新能源汽车产销量有望保持高增速，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%-40%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：鑫椤锂电，国信证券经济研究所整理

锂：特斯拉中国市场降价促销，美国市场重回补贴序列



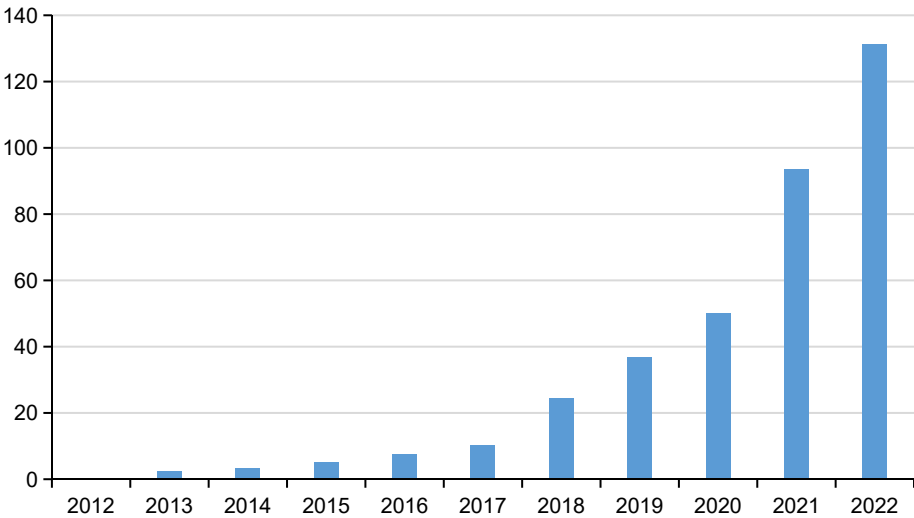
特斯拉作为现象级的电动车产品，电池和电控技术持续领先全行业，能够引发“鲶鱼效应”。特斯拉官网数据显示，公司2022Q1/Q2/Q3/4汽车产量分别为30.54/25.86/36.59/43.97万辆，同比分别增长69.35%/25.27%/53.86%/43.77%；销量分别为31.00/25.47/34.38/40.53万辆，同比分别增长67.77%/26.56%/42.49%/31.33%；2022年产销量规模达到131.39万辆，同比增长40.38%。国内市场方面，特斯拉通过连续降价和保险补贴等方式来刺激订单，特斯拉降价的同时也引发国内其他新能源车企跟随降价，短期也有望快速刺激消费；国外市场方面，特斯拉在美国市场将重回补贴序列将有望拉动消费。

表10：特斯拉产销量数据（辆）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
Model S/X production	14,163	14,517	16,318	17,933	15,390	6,326	16,992	16,097	—	2,340	8,941	13,109	14,218	16,411	19,935	20,613
Model 3/Y production	62,975	72,531	79,837	86,958	87,282	75,946	128,044	163,660	180,338	204,081	228,882	292,731	291,189	242,169	345,988	419,088
Total production	77,138	87,048	96,155	104,891	102,672	82,272	145,036	179,757	180,338	206,421	237,823	305,840	305,407	258,580	365,923	439,701
Model S/X deliveries	12,091	17,722	17,483	19,475	12,230	10,614	15,275	18,920	2,020	1,890	9,275	11,750	14,724	16,162	18,672	17,147
Model 3/Y deliveries	50,928	77,634	79,703	92,620	76,266	80,277	124,318	161,650	182,780	199,360	232,025	296,850	295,324	238,533	325,158	388,131
Total deliveries	63,019	95,356	97,186	112,095	88,496	90,891	139,593	180,570	184,800	201,250	241,300	308,600	310,048	254,695	343,830	405,278

资料来源：特斯拉，国信证券经济研究所整理

图22：特斯拉电动车交付量（万辆）



资料来源：特斯拉，国信证券经济研究所整理

图23：特斯拉产能分布（辆）

Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>750,000	Production
Berlin	Model Y	>250,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	-	Tooling
Nevada	Tesla Semi	-	Early production
TBD	Roadster	-	In development
	Robotaxi & Others	-	In development

资料来源：特斯拉，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且逐步回落，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%
十一次	2022. 10. 24	7255	552500	5000	5.50%
十二次	2022. 11. 16	7805	592500	5000	5.50%
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，同比增长20-30%，其中中国市场预期约850万辆；储能电池出货量规模的预估普遍在200Gwh左右，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，而需求端又有比较大向上的弹性，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	31.50	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	104.65	141.45	178.60
全球锂需求	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车	7.79	11.05	15.20	29.55	46.47	63.80	83.88	106.15
电动自行车	0.74	0.86	1.00	1.75	2.61	3.36	4.15	4.73
储能	0.77	1.15	1.84	4.26	7.02	11.05	15.92	21.78
3C电池	5.54	6.18	6.47	7.63	7.48	7.69	7.90	8.05
电动工具	0.98	1.21	1.44	1.80	2.13	2.51	2.93	3.37
陶瓷	3.68	3.79	3.60	3.78	3.69	3.69	3.69	3.69
玻璃	3.29	3.38	3.21	3.37	3.29	3.29	3.29	3.29
润滑脂	2.08	2.11	2.01	2.11	2.06	2.06	2.06	2.06
其他工业需求	8.11	8.35	7.93	8.33	8.12	8.12	8.12	8.12
需求合计	32.97	38.08	42.69	62.57	82.86	105.55	131.94	161.21
供需平衡表	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球锂供给	35.23	44.19	42.92	59.38	78.95	108.65	146.45	181.60
全球锂需求	32.97	38.08	42.69	62.57	82.86	105.55	131.94	161.21
供需平衡（供给-需求）	2.26	6.11	0.23	(3.19)	(3.91)	3.10	14.51	20.39

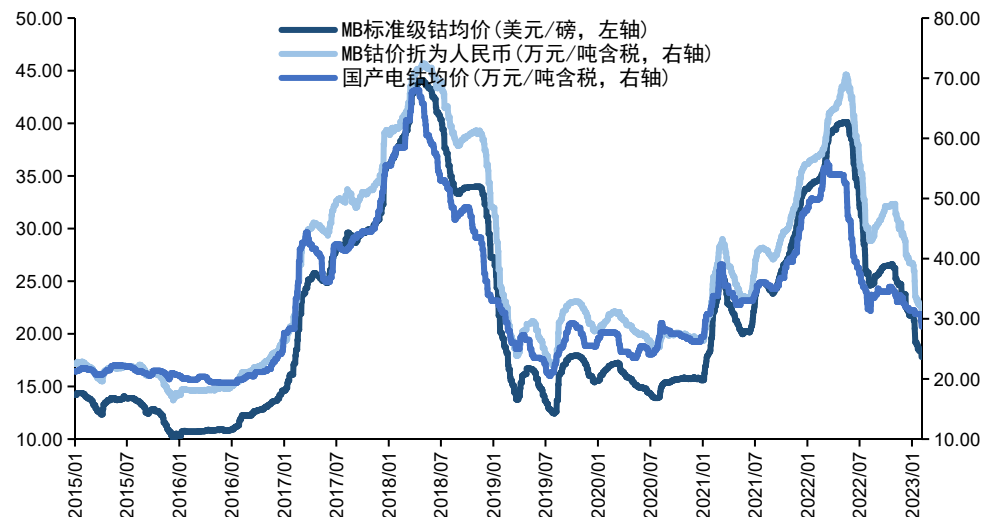
资料来源：各公司公告，安泰科，中国汽车工业协会，Marklines，国信证券经济研究所整理

钴：需求未见改观，钴价继续调整

1月钴价持续调整：MB标准级钴最新报价17.80美元/磅，今年年初至今继续下跌约18%；国内电钴最新报价28万元/吨，今年年初至今继续下跌约11%。进入2023年钴需求未见改观，下游加工排产出现下滑，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下跌至55%-58%左右，短期内钴原料价格已逐步下跌至接近底部的水平。

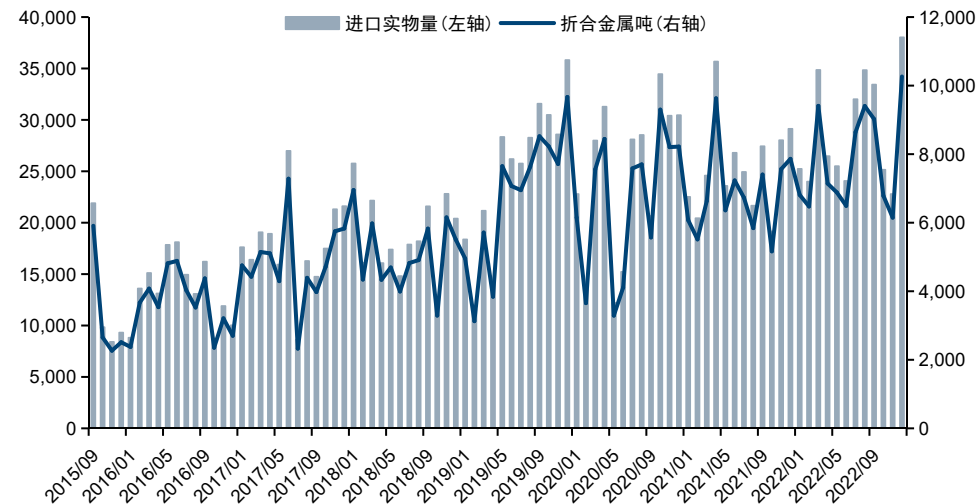
全球钴产业链高度依赖于刚果(金)钴矿供应，而刚果(金)钴原料供应受物流运输影响。刚果(金)钴资源储量约占全球50%，产量约占全球70%，供应又集中来自于加丹加铜钴矿带。刚果(金)钴精矿几乎全部出口至中国，但是近年来中国钴精矿进口量大幅下降，因为多数中国进口商更青睐钴中间产品。2022年中国钴精矿进口实物量约2.63万吨，折合约1970金属吨，同比+38.2%；而钴中间品方面，2022年中国钴湿法冶炼中间品进口实物量约34.62万吨，折合约9.54万金属吨，同比+14.0%；综上2022年中国钴精矿和钴湿法冶炼中间品进口量合计约9.54万金属吨，同比+14.39%。**总体虽然2022年刚果(金)钴原料运输干扰因素频发，但实际影响相对有限。**

图35：短期供需双弱，钴价疲软



资料来源：MB，亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

图36：中国钴湿法冶炼中间品进口情况（吨）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

全球两大钴矿龙头仍有较大增长潜力：

- ①嘉能可作为全球最大的钴矿供应商，旗下钴核心资产是位于刚果（金）的Mutanda铜钴矿和Katanga铜钴矿。Katanga矿于2018年初复产，近几年产能逐步爬坡；Mutanda矿于2019年底停产，Mutanda矿2018年产钴2.7万吨，约占全球总产量的21.6%，目前Mutanda铜钴矿已逐步复产，产能也逐步爬坡。嘉能可于2022年产钴约4.38万吨，同比增长约40%。
- ②洛阳钼业拥有全球顶级铜钴矿山，两大世界级项目建设及投产将使公司成为全球最大的钴生产商。公司目前正加速推进TFM混合矿项目与KFM项目。根据三季报，两个项目均在按计划推进，预计达产后TFM铜钴矿将增加铜年产量20万吨、钴年产量1.7万吨，KFM将增加铜年产量9万吨、钴年产量3万吨，公司铜钴产能将实现大幅度提升，其中钴产能将超过7万吨/年。公司近期公告了2023年的产量指引，其中TFM项目2023年计划产钴2.1-2.4万吨，KFM项目2023年计划产钴2.4-3.0万吨，总产量将实现翻倍以上增长。

表17：嘉能可钴矿山产量汇总（吨）

项目（矿山）	国家	股权结构	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022A
Mutanda	刚果（金）	嘉能可100%	16,500	24,500	23,900	27,300	25,100	停产	3,900	3,900	3,800	3,800	3,200	14,700
KCC (Katanga)	刚果（金）	嘉能可75%，Katanga在多伦多交易所上市交易	2,900	停产	停产	11,100	17,100	23,900	23,800	4,900	6,400	7,600	6,600	25,500
INO (Integrated Nickel Operations)	加拿大	——	800	1,000	800	900	700	600	1,100	200	100	200	100	600
Murrin Murrin	澳大利亚	嘉能可100%	2,800	2,800	2,700	2,900	3,400	2,900	2,500	700	700	800	800	3,000
合计			23,000	28,300	27,400	42,200	46,300	27,400	31,300	9,700	11,000	12,400	10,700	43,800

资料来源：Glencore，国信证券经济研究所整理

印尼镍钴项目的推进将重塑行业格局：印尼是全球镍资源储量最丰富、镍矿产量最大的国家。高压酸浸HPAL (High Pressure Acid Leach) 工艺可以处理印尼低品位红土镍矿，可以回收其中的有价值元素钴，能耗低、碳排放量少，较其他工艺路线具有显著的成本优势，目前满产运行的HPAL项目具有很强的盈利能力。另外，印尼丰富的低品位镍矿储量使得该工艺资源限制小，具备广阔的发展空间。HPAL工艺经过多年时间技术日趋成熟，中国企业和设计院具备丰富的HPAL工艺设计经验和项目运营经验，为该工艺广泛应用奠定基础。

表18：近期投产和部分在建、拟建HPAL项目						
地区	项目	总投资（亿美元）	镍产量（万金属吨）	钴产量（金属吨）	吨镍投资（万美元/吨）	镍矿保障
印尼	华越镍钴	12.8	6	7800	2.13	青创国际和IMIP通过其关联的印尼矿山公司在本项目建成运行10年内，保障优先合资公司红土镍矿的供应，供应品位在镍金属含量 1.0%以上。
印尼	华飞镍钴	20.8	12	15000	1.73	永瑞系WBN关联方，WBN在印尼拥有红土镍矿，永瑞将协助合资公司与WBN签署供矿协议以获取褐铁矿型红土镍矿。
印尼	青美邦	13.75	7.3 项目一期3.0万吨 项目二期4.3万吨	6000	1.88	项目建成运行10年内，新展国际优先保障合资企业红土镍矿供应，供应品位在镍金属含量 1.0%以上，在合资企业需要保证供应时，每年保障供应镍金属不少于50000吨以上的镍矿资源。
印尼	力勤0B1	23.31	12 项目一期3.7万吨 项目二期1.8万吨 项目三期6.5万吨	14250	1.94	

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

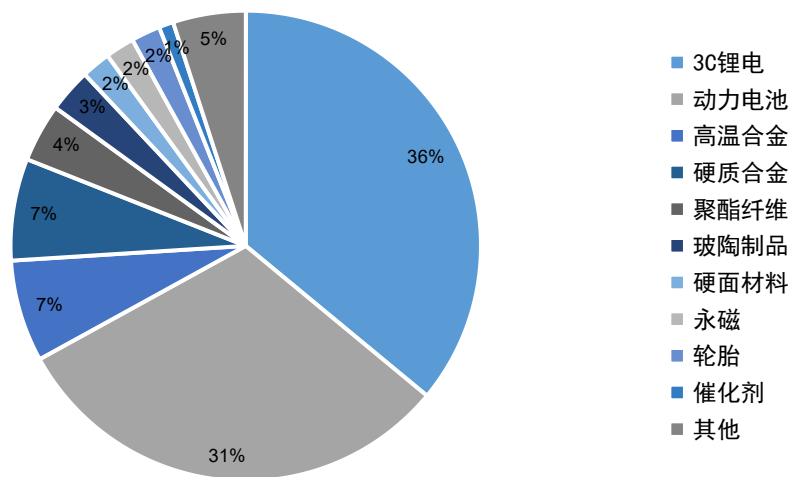
钴：短期需求疲软，后市有望逐步复苏

锂电池领域是全球钴消费增长的主要动力。安泰科预计，2021年全球钴消费结构中，3C锂电占比36%，动力电池占比31%，高温合金和硬质合金分别占比7%；2021年中国钴消费结构中，3C锂电占比56%，动力电池占比31%，硬质合金占比4%，陶瓷占比3%，高温合金占比2%。另外，2021年中国钴消费总量约占全球总消费量的66%。

钴短期需求疲软。消费电子领域，2022年全球消费电子需求疲软是影响钴价持续走弱的最核心影响因素，IDC数据统计，2022年全球智能手机出货量约12.02亿部，同比减少约11%；动力电池领域，虽然2022年全年需求强劲，但是从11月中下旬开始到目前为止，下游正极材料企业和电池厂需求环比出现明显回落，季节性导致的需求环比出现萎缩；综上钴短期需求疲软，且未见明显改观。展望2023年，复苏逻辑有望贯穿传统消费电子领域，叠加动力电池领域保持高增长，钴消费有望逐步回暖。

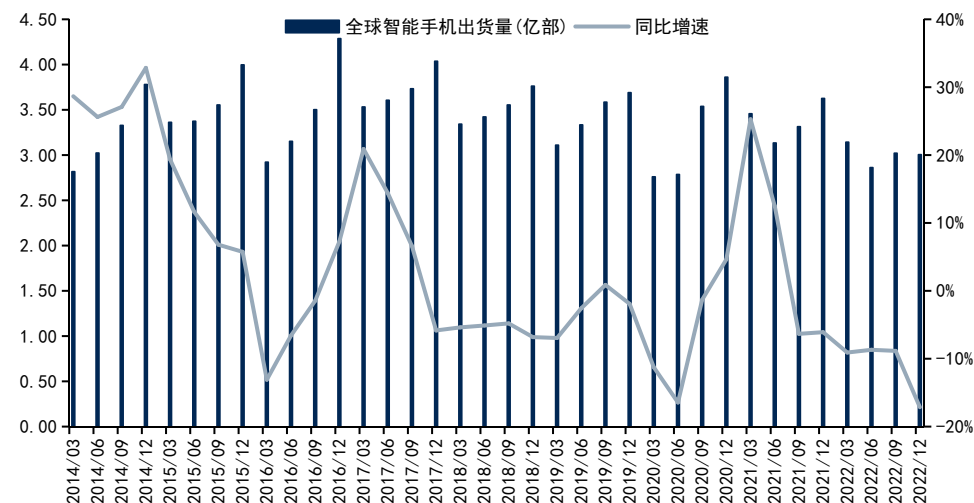
展望未来，全球汽车电动化发展仍将带动钴需求快速增长。虽然高镍化和无钴化是动力电池正极材料主流的两条技术路径，正极材料单位钴消费量会逐步减少，但随着全球新能源汽车产销量快速增长及单车带电量的提升，新能源汽车领域的钴消费量仍然是会快速增长，预计至2025年年均复合增速有望达到30%以上。除此之外，3C消费电子领域受益于居家办公以及远程教学等新模式的拉动，钴消费量有望保持稳定或是略有增长；硬质合金和高温合金受益于高端制造领域的拉动，钴消费量有望保持3-4%的复合增速。综上预计至2025年全球钴消费总量年均复合增速有望达到11.5%。

图37：2021年全球钴消费领域分布



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图38：全球智能手机出货量（亿部，季度值）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

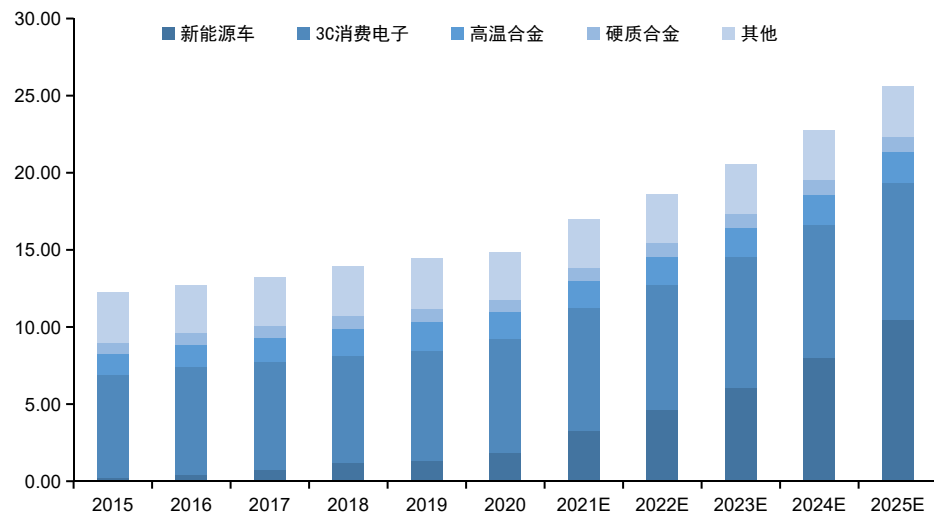
钴：22-24年供需矛盾缓解，25年供需有望回归紧平衡

全球钴产业链高度依赖于刚果(金)的钴矿供应和中国的钴冶炼产能。嘉能可Mutanda铜钴矿复产的预期和爬产的进度对供给端会产生较大的影响。另外，随着中资企业在刚果(金)铜钴项目布局逐步深入，未来刚果(金)钴矿产能的增量部分绝大部分会来自于中资企业的项目，比如洛阳钼业TFM和KFM项目具有非常大的扩产潜能。与此同时，刚果(金)手抓矿&半机械化小规模矿山会进一步规范，产量可能会保持相对稳定，甚至是略有缩减。

印尼湿法镍伴生出来钴金属将成为全球钴矿供应新的增长点。从现有中资企业规划来看，在力勤、华越、青美邦和华飞湿法镍钴项目全部投产之后，钴金属产能将达到4.3万吨；除此外，外资企业在印尼也有湿法项目布局。目前力勤、华越、青美邦项目都已经投产，逐步释放产能；预计2022年和2023年是印尼钴金属产量较为集中的释放期，并且产品多是以中间品形式产出，符合高镍化趋势。

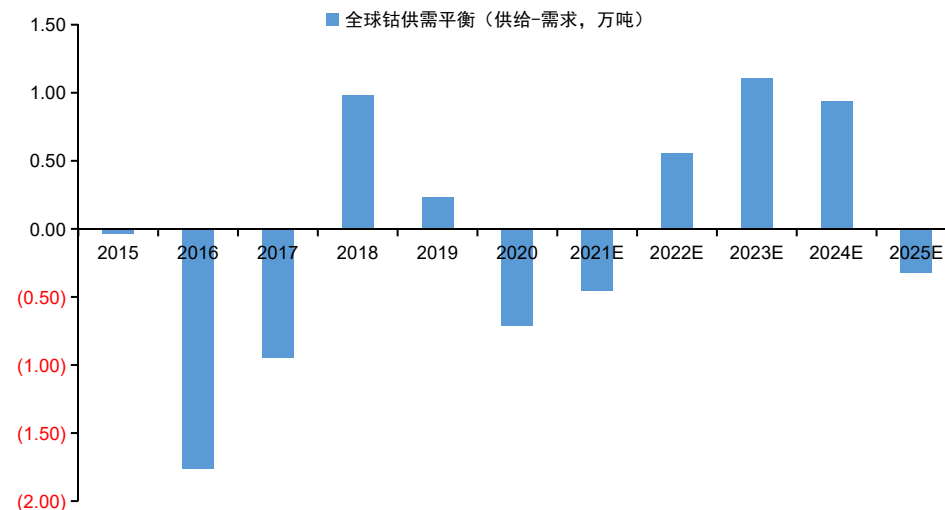
结合以上所分析的供给和需求的情况，2021年全球钴资源是有一定缺口的；2022年供需反转，有一定的过剩量；预计2023-2024年在嘉能可Mutanda铜钴矿山复产、洛阳钼业两个世界级项目扩产以及印尼湿法镍伴生出来的钴金属产能释放之后，供需过剩的幅度会有所扩大；然后2025年可能又会逐步出现供需短缺的格局。综上从未来1-2年的时间维度，我们对钴价的判断相对中性，预计电钴价格可能会维持在30万元/吨中枢运行；从中长期时间维度来看，我们对钴价持相对乐观的态度，电钴价格中枢有望维持在35万元/吨上方。

图39：全球钴资源需求测算（万吨）



资料来源：USGS，安泰科，国信证券经济研究所整理

图40：全球钴资源供需平衡测算



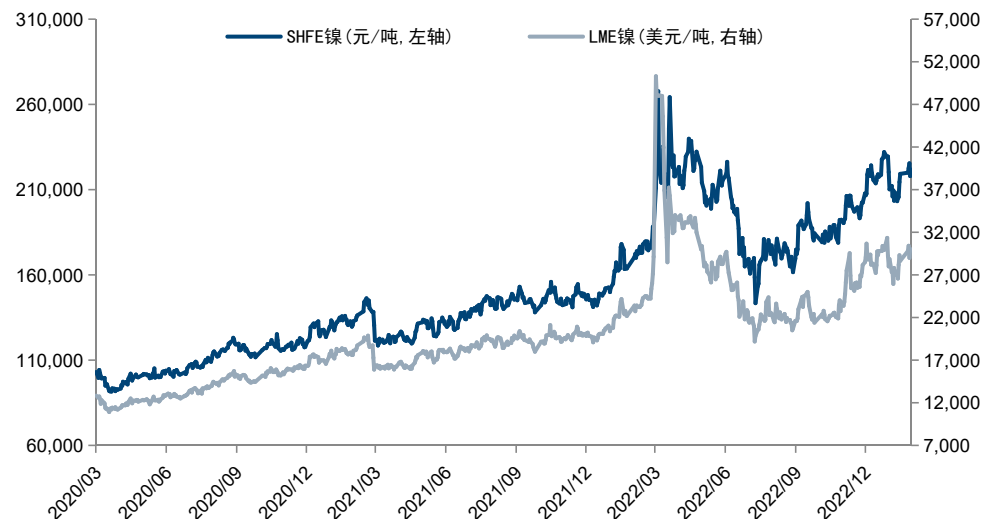
资料来源：USGS，安泰科，国信证券经济研究所整理

镍：镍产品价格仍有一定的分化

1月镍产品价格走势仍有一定的分化：LME镍月末报价3.04万美金/吨，较月初上涨1.64%；沪镍月末报价22.25万元/吨，较月初下跌4.08%；国产镍铁（10%min）月末报价1360元/吨度，较月初上涨1.49%；国产电池级硫酸镍月末报价3.605万元/吨，较月初下降4.50%。今年年初电解镍市场价格走出震荡上行的趋势主要是受到美联储加息边际放缓、国内防疫政策优化、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%以及菲律宾正在考虑对镍矿出口征税&限制镍矿出口消息提振；而硫酸镍价格有所下滑主要是由于终端需求疲软，正极材料和电池厂订单环比有所缩减，目前未见到明显复苏。

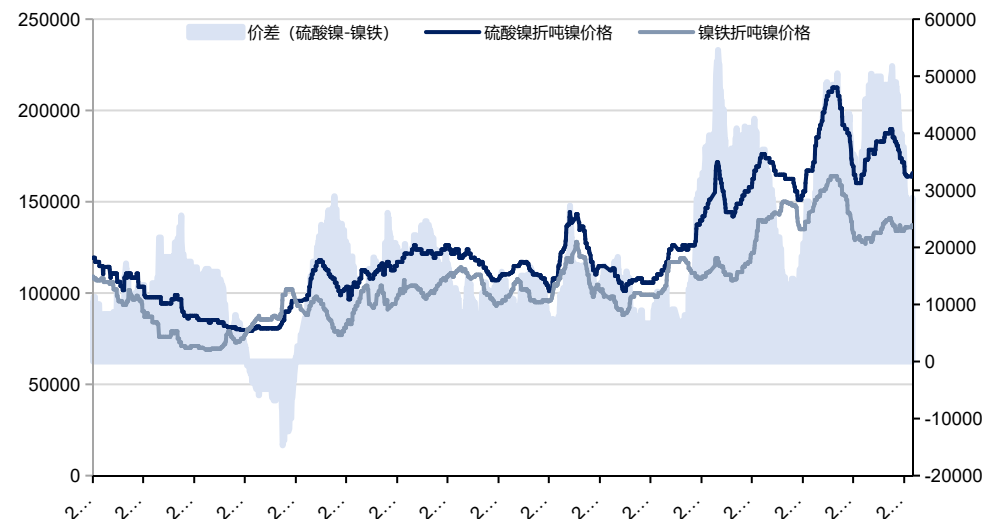
镍产业链结构相对比较复杂，存在二元供应结构：①镍生铁-不锈钢产业链；②硫酸镍-动力电池产业链，RKEF项目大量投产导致镍生铁相对过剩，而电池用镍高增长导致纯镍或硫酸镍相对短缺。①镍生铁-不锈钢产业链：供给端，印尼镍生铁新项目投建顺利，22-23年将保持高增长；需求端，国内不锈钢新增产能大幅增加，22-23年同样将保持高增长，但不锈钢企业最终产量还是要取决于终端消费领域的恢复情况，不锈钢在建筑领域的需求主要还是在竣工端，2022年房地产需求低迷，但近期国内房地产刺激政策频频落地将有望拉动2023年不锈钢终端需求实现较快幅度增长；②硫酸镍-动力电池产业链：供给端，印尼镍冶炼中间品项目投建顺利，包括MHP和高冰镍，22-23年将保持高增长，拉动国内湿法冶炼中间品进口量将实现快速提升，在2022年仍然是供不应求的格局下，2023年供给或相对宽裕；需求端，从22年11月中旬开始由于受到国内某头部电池厂商减产消息以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；但是展望2023年，终端新能源汽车产销量有望保持高增速，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。另外，短期磷酸铁锂因为性价比更高，装机占比快速提升，所以高镍价其实并不利于动力电池三元材料体系的发展。

图41：镍价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：镍铁转产高冰镍窗口打开（当硫酸镍折吨镍价格-镍铁折吨镍价格>30000元/吨）

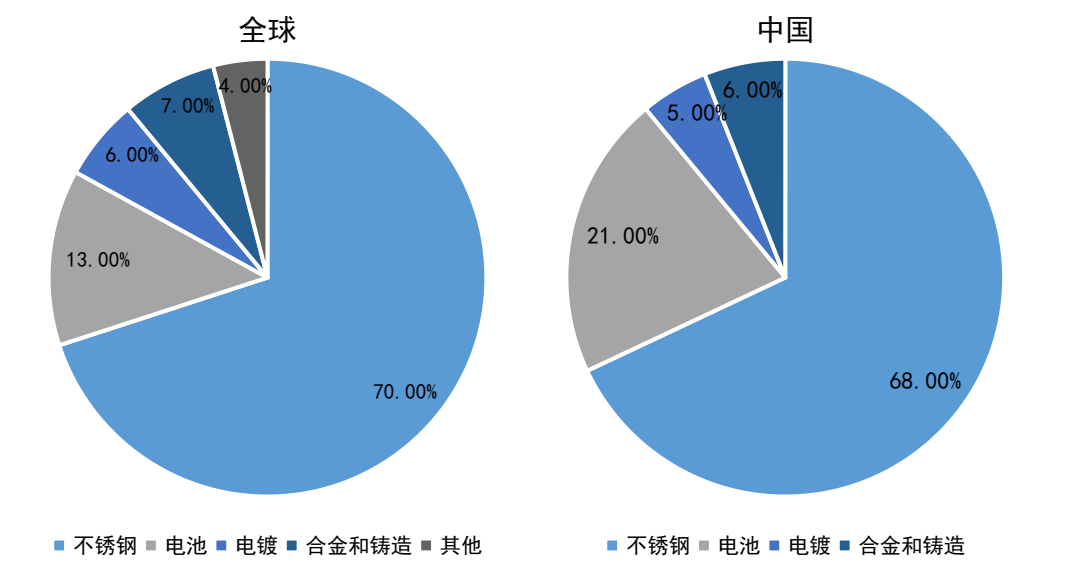


资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

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60万吨以上，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，但是镍价的波动并不是直接影响股票价格的核心驱动因素，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，这些企业在前期股票有比较明显的调整，市场之后有望逐步交易下游正极材料和动力电池需求复苏，一体化布局的企业有望充分受益于下游需求复苏所带来的订单弹性。

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

战略地位突出，复工复产提振价格

国内资源整合加码，行业供应刚性增长

- ◆ 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%。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。

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

- ◆ 2022年11月来，随着政策面的积极变化，市场信心改善，稀土价格逐步提升，北方稀土2月挂牌价保持稳定。短期来看，节后市场整体气氛良好，市场活跃度不断提升，需求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，消费多点开花。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。

- ◆ **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。

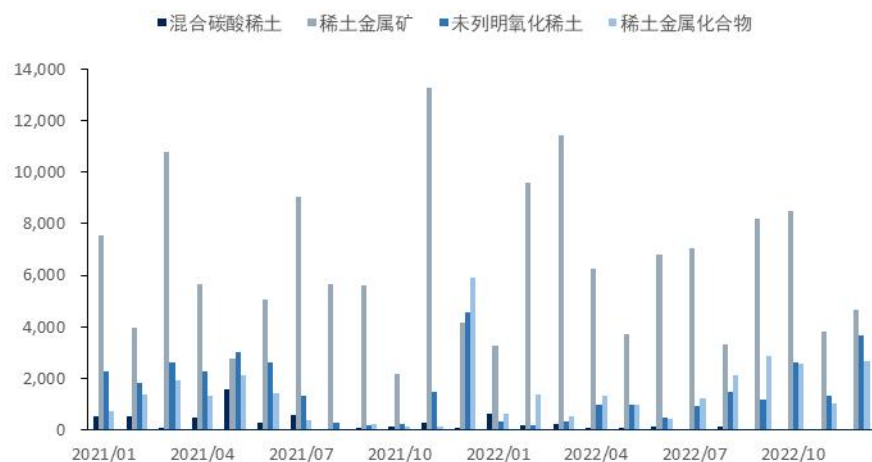
表：稀土矿指标（吨）

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

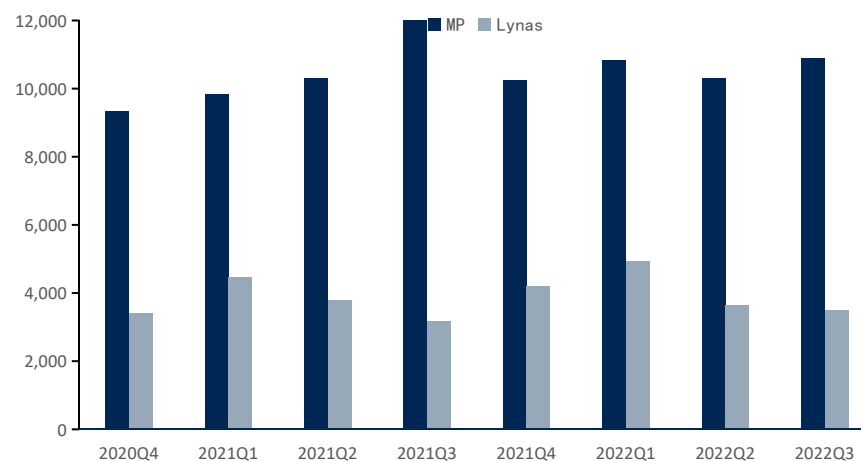
- ◆ **海外稀土资源丰富，但短期难见增量。**稀土元素在地壳中的含量并不低，近年来在各国陆续有新发现大型矿体，但仍难改变其稀有性。一是因为可开采矿床中的含量低、分布散，导致规模化工业开采难度大。二是稀土矿组成复杂，往往伴生有铀、钍等天然放射性元素，导致稀土开采加工过程需要面对复杂的流程，处理严重的环境污染问题。三是短期会受到融资进展、开发建设周期限制。因此，虽然在稀土资源的战略定位以及较高的市场价格吸引下，开采动力充足，但短期内尚难以放量。
- ◆ **进口矿供应有望恢复正常水平。**目前海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass，澳大利亚的Mount Weld，以及缅甸矿。2022年受疫情等因素影响，进口量有所下降，全年缅甸及美国稀土矿进口量折合REO为5.6万吨，同比下降11.6%。从12月进口矿数据来看，进口量大幅增加，缅甸矿因关口恢复正常，辅料、人工入缅恢复，未列明氧化稀土、稀土金属化合物进口量分别为3476吨、2500吨，环比增长205%、249%；美国矿产量平稳，前期扰动消失，进口稀土金属矿4642吨，环比增长22%。后期，随着疫情影响的弱化，稀土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

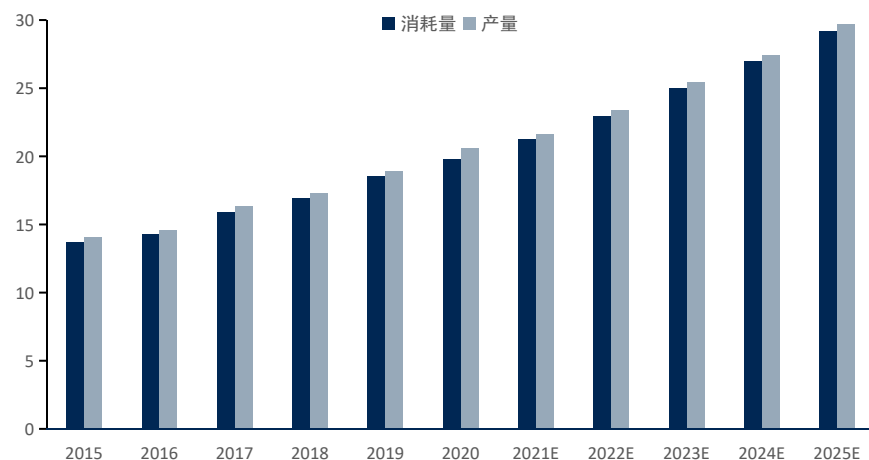
图：MP和Lynas稀土氧化物产量（吨REO）



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，国内新能源汽车销量达688.7万辆，同比大幅增长95.6%，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。1月末，上海提出延续实施新能源车置换补贴，2023年6月30日前个人符合相关标准购买纯电动汽车的，给予每辆车10000元的财政补贴。
- ◆ **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，%）

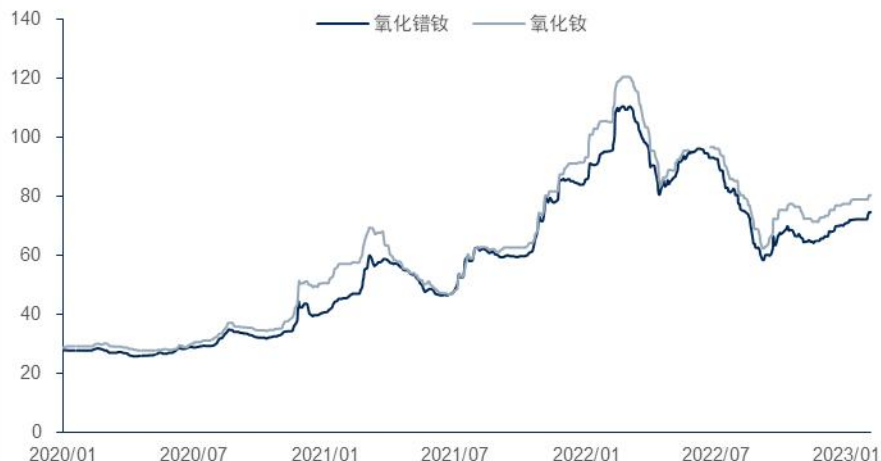


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

稀土供需有序，价格有望保持高位运行

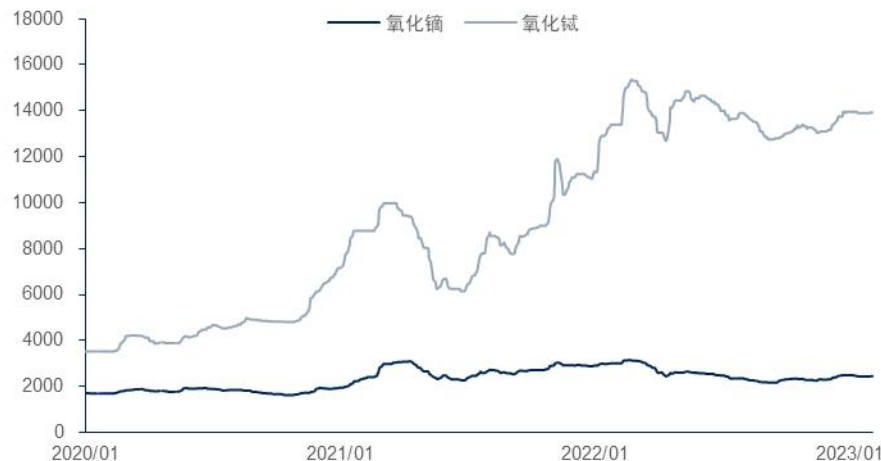
- ◆ **1月稀土价格稳步上涨。**2022年11月来，随着政策面的积极变化，市场信心改善，稀土价格逐步提升。截至2月3日，氧化镨钕价格为74.8万元/吨，较1月初上涨3.5万元/吨。中重稀土方面，行业供给有限，特别是铽市场现货不多，相对刚性的需求下，价格保持稳健。截至2月3日，氧化镱、氧化铽价格分别为244.5万元/吨、1392.5万元/吨，较1月初分别下降4.5万元/吨、2.5万元/吨。北方稀土2月挂牌价保持稳定，氧化镨钕出厂含税价为64.28万元/吨。短期来看，节后市场整体气氛良好，市场活跃度不断提升，需求预期向好以及行业日趋集中的供给格局对价格形成有效支撑。2023年新的稀土矿指标即将下发，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。
- ◆ **稀土供需有序，价值有望得到重估。**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。1月28日，《中国禁止出口限制出口技术目录（征求意见稿）》意见反馈正式截止，禁止出口部分控制要点提及稀土萃取分离工艺技术、稀土金属及合金材料的生产技术、钕钴、钕铁硼、钕磁体制备技术、稀土硼酸氧钙制备技术；其他稀土的采矿、选矿、冶炼技术属于限制出口部分，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：氧化镨钕及氧化铽价格（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

消费缓慢启动，钢价震荡运行

节后需求启动较慢，但预期向好

- ◆截至2023年1月31日（农历正月初十），百年建筑调研全国12220个工程项目，工程项目开复工率为10.51%，较2022年2月10日（农历正月初十）下降16.77%。需求启动相对缓慢一是因为今年春节较早，目前天气依然寒冷，不利于下游施工；二是因为很多人久未返乡，返岗时间可能相对较晚，劳务到位拖累开工。
- ◆1月，制造业PMI增至50.1，前值47.0，重回荣枯线上，供需均有所改善，特别是需求端，新订单指数提升至50.9，前值47.1，反映国内经济修复进程理想。1月28日，国务院常务会议要求持续抓实当前经济社会发展工作，推动经济运行在年初稳步回升。当前，疫情制约因素消失，在相关资金的支持下，预期钢材需求有望逐步走出低谷。

原材料价格存在回落预期

- ◆从需求侧看，短期钢厂盈利低迷，原材料补库以刚需为主。铁矿石方面，监管部门多次表态要强化价格监管，严厉打击过度投机炒作等违法违规行为，价格震荡运行。双焦方面，澳煤即将到港，有望在一定程度上缓解行业供需偏紧局面，价格回落。

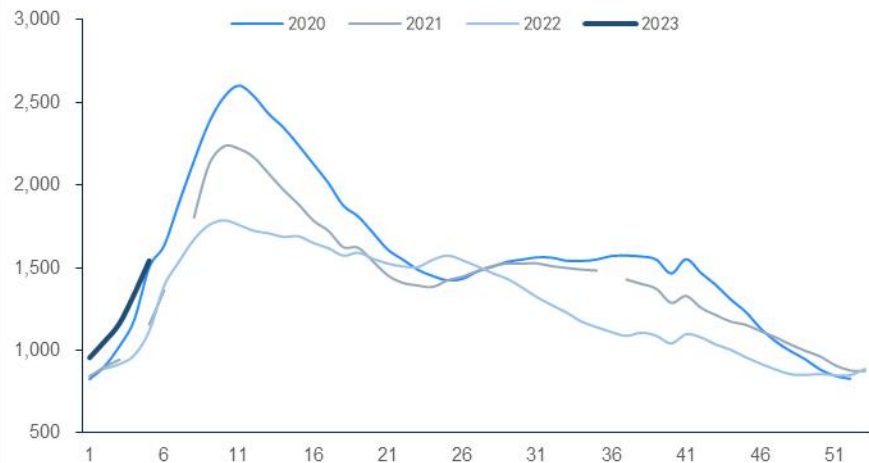
强预期下钢厂盈利或有改善

- ◆短期来看，受天气以及劳务到岗情况制约，需求偏弱运行，但2023年需求改善预期较强，市场保持乐观态度，有望对价格形成有效支撑。而原料端供需趋向宽松，特别是双焦侧，成本端利润有望向钢厂端让渡。从中长期看，行业供给有顶，成材端有望保持合理利润，特别是行业龙头企业。

节后需求启动较慢，但预期向好

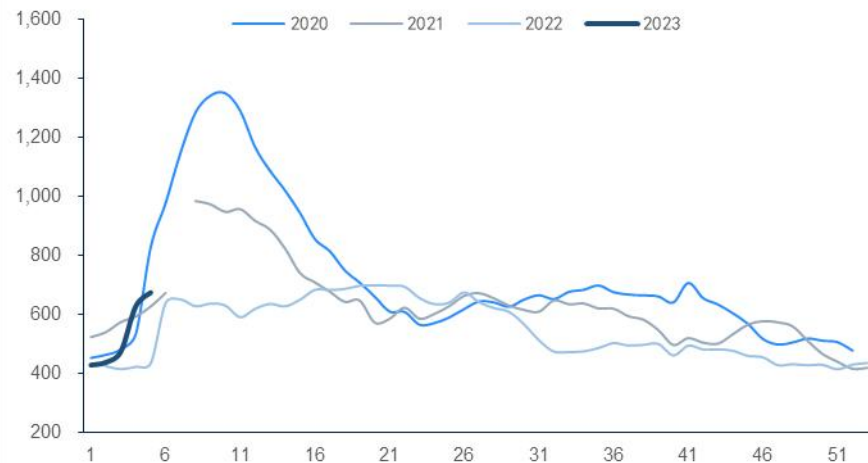
- ◆ **特殊因素影响需求启动进程。**截至2023年1月31日（农历正月初十），百年建筑调研全国12220个工程项目，工程项目开复工率为10.51%，较2022年2月10日（农历正月初十）下降16.77%。本期劳务到位率14.69%，相较于去年（农历正月初十）下降10.97%。开工进度基建快于市政快于房建。但需求启动相对缓慢可能因为一些特殊因素存在，一是今年春节较早，目前天气依然寒冷，不利于下游施工；二是因为很多人久未返乡，返岗时间可能相对较晚，劳务到位拖累开工。
- ◆ **经济复苏，需求预期向好。**1月，制造业PMI增至50.1，前值47.0，重回荣枯线上，供需均有所改善，特别是需求端，新订单指数提升至50.9，前值47.1，反映国内经济修复进程理想。1月28日，国务院常务会议要求持续抓实当前经济社会发展工作，推动经济运行在年初稳步回升。当前，疫情制约因素消失，在相关资金的支持下，预期钢材需求有望逐步走出低谷。
- ◆ **库存压力相对较低。**春节前后，钢材处于季节性累库阶段。截至2月3日，五大钢材厂内库存、社会库存分别为675.8万吨、1542.5万吨，明显高于去年同期。但考虑到春节因素，按照春节后一周数据对比，分别高23.3万吨、5.4万吨，库存压力尚不突出。

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

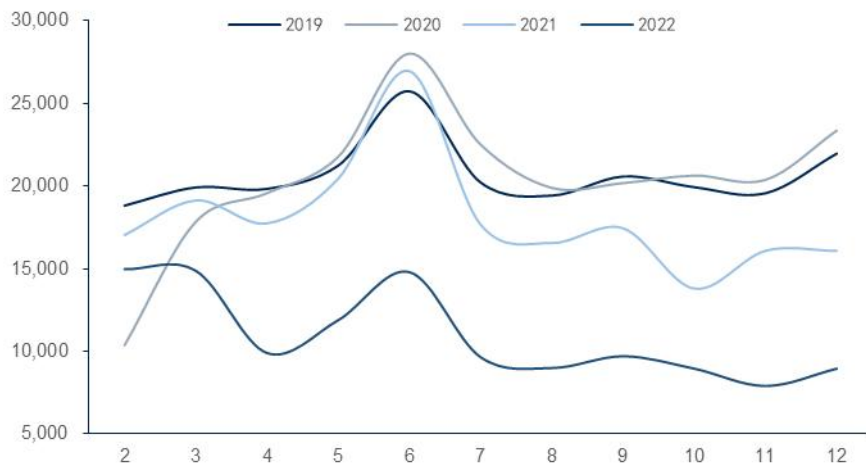
图：五大钢材钢厂库存（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

- ◆ **地产端需求低迷，政策持续加码。**统计局数据显示，2022年，全国房地产开发投资完成额累计同比下降10.0%，房屋新开工面积累计同比下降39.4%，商品房销售面积累计同比下降24.3%，本年购置土地面积累计同比下降53.4%。地产危机叠加疫情影响，相关用钢需求断崖式下降。1月，受春节假期以及供给端发力不足影响，房地产销售尚未回暖。但可以清晰看到，2022年底以来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。**2022年，基础设施建设投资同比增长11.5%，增速较高。其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比达19.3%，水利、环境和公共设施管理业累计同比为10.3%。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，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。在火电领域，随着煤电核准加速，超（超）临界机组使用增加，高端锅炉管需求大幅提升，需求爆发式增长下，产能增长有限，产品供需趋于紧张。

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。**2022年，挖掘机主要企业销量累计同比下降23.8%。分市场来看，海外市场需求旺盛，挖掘机出口保持较高增长，全年累计同比增长59.8%；国内市场需求低迷，累计同比下降44.6%。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。**2022年，乘用车销量累计同比上涨9.5%，增速较2021年有进一步提升。随着疫情影响减弱，出行显著改善，消费者购车意愿有望提升；此外，行业也在积极呼吁购置税减半政策延续。短期来看，购置税减半政策退出及新能源车补贴退坡提前透支部分需求，但后期随着信心修复，乘用车市场有望逐步企稳，对钢材消费起到积极作用。
- ◆ **商用车市场有望走出低谷。**2022年，商用车销量累计同比下降31.2%，21年国五升级国六排放标准提前透支市场需求。商用车数量占比低，但单车用钢量高，对行业影响突出。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

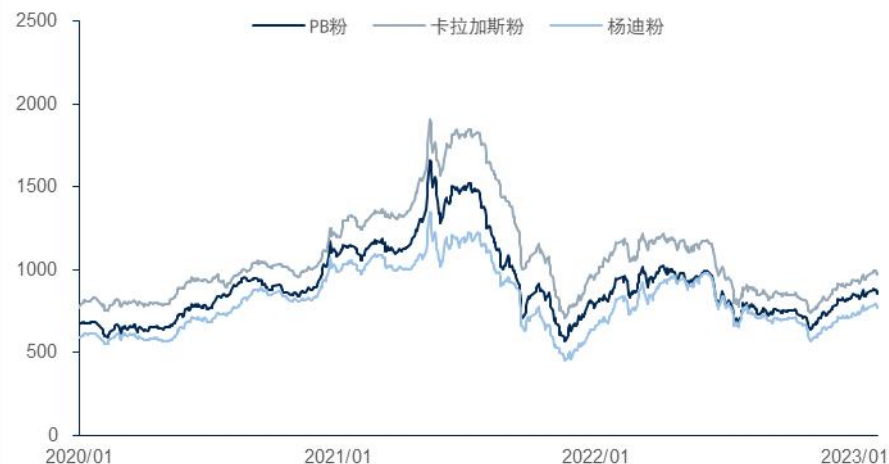
图79：汽车销量累计同比（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

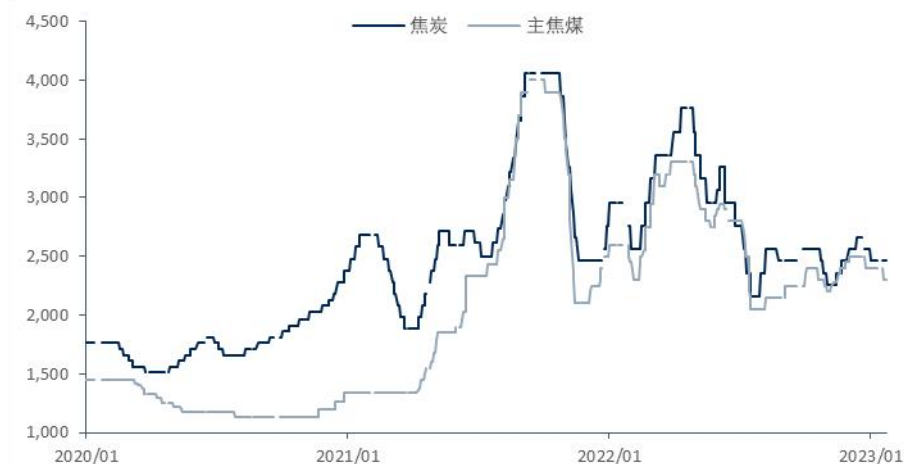
- ◆ **铁矿石价格高位震荡。**截至2月3日，青岛港PB粉价格为868元/湿吨，较1月初上涨20元/吨。近期铁矿石港口库存持续上涨，截至2月3日，全国主要港口铁矿石库存量为13911万吨，较12月末上涨726万吨。短期钢厂盈利低迷，补库以刚需为主，且监管部门多次表态要强化铁矿石价格监管，严厉打击过度投机炒作等违法违规行为，但海外发运因天气等因素进入季节性淡季，对价格形成支撑。从中长期的角度来看，“基石计划”稳步推进，全球铁矿石供需偏向宽松，对价格或形成压制。
- ◆ **澳煤即将到港，双焦价格回落。**截至2月3日，吕梁准一级焦炭、主焦煤价格分别为2460元/吨、2300元/吨，较1月初分别下降100元/吨、200元/吨。据路透社报道，Refinitiv和Kpler船舶追踪数据显示，1月23号，约7.2万吨焦煤从澳大利亚启程前往中国。澳煤与国内主焦煤相比，存在煤质好、性价比高的优势，澳煤解禁或可在一定程度上缓解行业供需偏紧局面。此外蒙煤通关量也保持高位运行。目前炼焦煤库存仍在下行，截至2月3日，钢厂、独立焦企、六港口炼焦煤库存分别为843、1006、126万吨，较12月末分别下降20、下降153、增加11万吨。焦企利润方面，行业仍处于亏损状态，截至2月2日，全国独立焦化厂平均亏损89元/吨。

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）

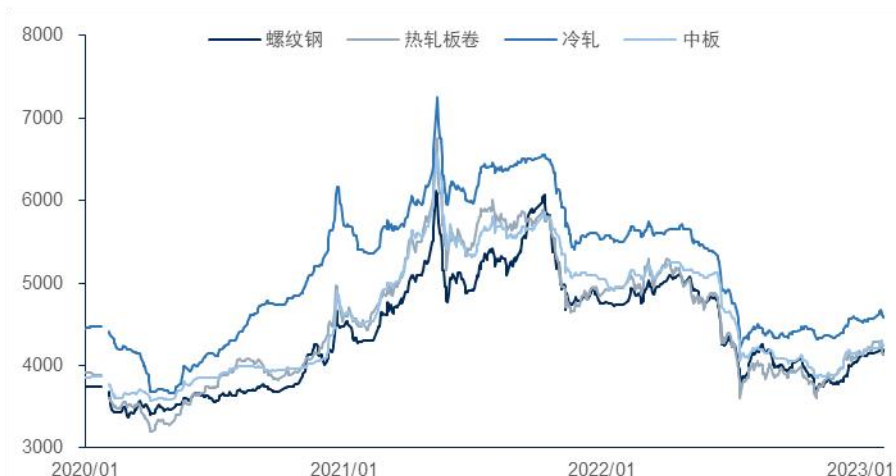


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理测算

强预期下钢厂盈利或有改善

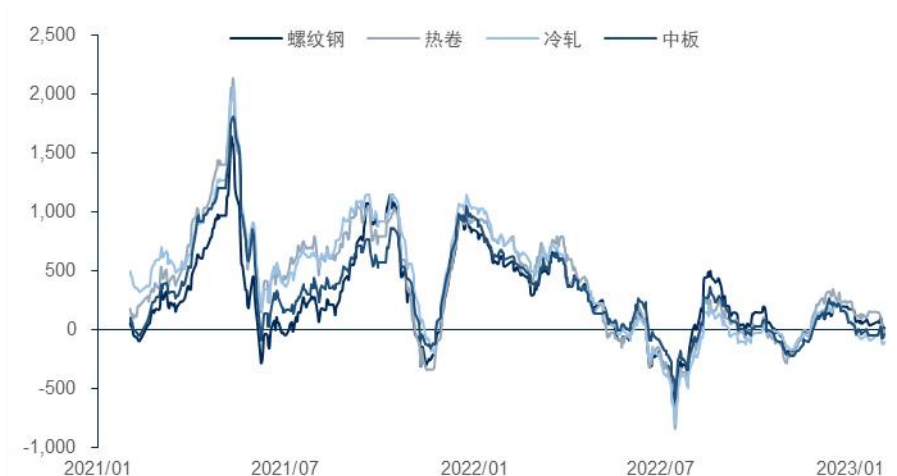
- ◆ **需求启动相对缓慢，钢材价格冲高回落。**截至2月3日，上海地区螺纹钢、热轧板卷价格分别为4130元/吨、4130元/吨，较1月初分别上涨10元/吨、下降10元/吨。短期来看，受天气以及劳务到岗情况制约，需求偏弱运行，但2023年需求改善预期较强，市场保持乐观态度，有望对价格形成有效支撑。
- ◆ **钢厂盈利微薄。**Mysteel数据显示，截至2月3日，247家钢厂盈利比例为34.2%，仍处于较低水平。我们测算，目前长流程原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷毛利润分别为9元/吨、-2元/吨，较1月初分别下降165元/吨、182元/吨。短期来看，需求预期对价格有支撑，而原料端供需趋向宽松，特别是双焦侧，成本端利润有望向钢厂端让渡。
- ◆ **供给有顶，盈利有底。**在双碳背景下，钢铁行业供给有顶的大方向不会变，2022年全国粗钢产量下降1979万吨。产量的持续下降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：神火股份、天山铝业、金诚信、紫金矿业、中矿资源、赣锋锂业、北方稀土、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	2022
601899.SH	紫金矿业	买入	11.85	3076.80	0.6	0.82	0.88	19.8	14.5	13.5	3.1
002460.SZ	赣锋锂业	买入	78.50	1514.64	3.73	10.54	11.2	21.0	7.4	7.0	3.6
002466.SZ	天齐锂业	买入	93.16	1477.30	1.41	13.54	13.71	66.1	6.9	6.8	3.2
000792.SZ	盐湖股份	买入	25.11	1364.20	0.85	3.24	3.24	29.5	7.8	7.8	5.6
600019.SH	宝钢股份	买入	6.11	1360.59	1.07	0.52	0.6	5.7	11.8	10.2	0.6
603993.SH	洛阳钼业	买入	5.89	1198.99	0.24	0.35	0.41	24.5	16.8	14.4	1.9
600111.SH	北方稀土	买入	29.55	1068.25	1.42	1.75	2.06	20.8	16.9	14.3	5.0
000708.SZ	中信特钢	买入	18.57	937.26	1.58	1.6	1.83	11.8	11.6	10.1	2.5
1378.HK	中国宏桥	买入	7.67	841.43	1.77	2.05	2.22	5.0	4.3	4.0	0.7
000807.SZ	云铝股份	买入	13.54	469.56	1.06	1.43	1.62	12.8	9.5	8.4	1.8
002756.SZ	永兴材料	买入	111.00	460.31	2.22	16	18.06	50.0	6.9	6.1	3.8
002532.SZ	天山铝业	买入	8.98	417.74	0.82	0.81	0.88	11.0	11.1	10.2	1.6
000933.SZ	神火股份	买入	18.26	411.03	1.45	3.06	3.33	12.6	6.0	5.5	2.3
002738.SZ	中矿资源	买入	87.93	405.90	1.77	6.77	10.23	49.7	13.0	8.6	5.0
002240.SZ	盛新锂能	买入	41.85	381.63	1.08	7.33	8.07	38.8	5.7	5.2	3.0
000932.SZ	华菱钢铁	增持	5.05	348.89	1.48	0.96	0.98	3.4	5.3	5.2	0.7
600988.SH	赤峰黄金	买入	20.18	335.78	0.35	0.43	0.68	57.7	46.9	29.7	5.5
002497.SZ	雅化集团	买入	25.58	294.83	0.82	4.21	4.26	31.2	6.1	6.0	2.6
600392.SH	盛和资源	买入	16.67	292.20	0.61	1.41	1.52	27.3	11.8	11.0	2.6
600497.SH	驰宏锌锗	买入	5.57	283.58	0.11	0.39	0.46	50.6	14.3	12.1	1.6
601168.SH	西部矿业	买入	11.53	274.76	1.23	1.38	1.46	9.4	8.4	7.9	1.6
300748.SZ	金力永磁	买入	34.07	271.31	0.65	1.07	1.33	52.4	31.8	25.6	3.6
600516.SH	方大炭素	买入	6.61	251.57	0.29	0.45	0.51	22.8	14.7	13.0	1.5
000878.SZ	云南铜业	增持	13.01	260.67	0.38	0.69	0.76	34.2	18.9	17.1	1.8
603876.SH	鼎胜新材	买入	48.38	237.28	0.94	2.99	3.98	51.5	16.2	12.2	3.4
600282.SH	南钢股份	增持	3.54	218.24	0.67	0.56	0.62	5.3	6.3	5.7	0.7
600456.SH	宝钛股份	买入	44.33	211.80	1.18	1.71	2.13	37.6	25.9	20.8	3.2
600711.SH	盛屯矿业	买入	6.45	202.61	0.38	0.68	1.09	17.0	9.5	5.9	1.2
601677.SH	明泰铝业	买入	20.49	198.71	2.71	1.74	2.07	7.6	11.8	9.9	1.5
603979.SH	金诚信	买入	28.73	172.90	0.8	1.18	1.75	35.9	24.3	16.4	2.7
000778.SZ	新兴铸管	买入	3.80	151.62	0.5	0.45	0.5	7.6	8.4	7.6	0.6
600507.SH	方大特钢	增持	6.12	142.71	1.27	1.16	1.2	4.8	5.3	5.1	1.8
600782.SH	新钢股份	增持	4.17	132.97	1.39	1.29	1.31	3.0	3.2	3.2	0.5
002110.SZ	三钢闽光	增持	5.03	123.31	1.64	0.77	0.8	3.1	6.5	6.3	0.5
603612.SH	索通发展	买入	28.72	132.29	1.4	3.24	3.62	20.5	8.9	7.9	2.2
601609.SH	金田股份	增持	7.11	105.22	0.51	0.41	0.72	13.9	17.3	9.9	1.4
300057.SZ	万顺新材	买入	9.80	89.17	-0.07	0.36	0.51	(140.0)	27.2	19.2	1.5
002540.SZ	亚太科技	买入	6.00	75.01	0.37	0.36	0.46	16.2	16.7	13.0	1.2
002996.SZ	顺博合金	买入	14.70	64.53	0.78	0.83	1.33	18.8	17.7	11.1	2.4
300828.SZ	锐新科技	买入	15.48	25.68	0.69	1.01	1.32	22.4	15.3	11.7	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