

## 金属行业3月投资策略

# 工业金属下游需求复苏，钢铁行业估值有望修复

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：下游需求复苏，环比改善

**下游需求复苏，环比改善：**2月下旬以来，下游金属加工类企业普遍反映订单好转，加工费水平比去年3/4季度明显改善，但受去年高基数影响，仍弱于去年上半年。分行业来看，应用于铝合金门窗的铝型材恢复较快，反映在原料端则是铝棒加工费和产量均高于往年同期水平；出口链条相对偏弱，部分铝板带加工企业反映出口订单没有明显好转。空调排产也表现为内需强、外需弱，产业在线发布的3月空调排产数据，内销排产较去年同期内销实绩上涨14.4%，出口排产较去年同期出口实绩下滑4.3%。

**云南电解铝企业完成减产。**根据行业资讯机构实地调研结果，云南地区电解铝企业已于2月底完成减产目标。云南缺电使今年的供需平衡表从小幅过剩向短缺转变。与往年不同的是，经过疫情后的去库存，国内外铝锭库存均处于历史偏低位置，2022年底国内电解铝社会库存不到60万吨。此时如果继续去库存，使铝价具备较高的上涨空间，电解铝行业将迎来一轮盈利上行周期。

## ◆ 钢铁行业分析：复工复产加速，行业估值修复

**需求复苏，库存转降。**2月PMI数据亮眼，复苏趋势强劲。2月，制造业PMI增至52.6%，前值50.1%，景气水平持续上升。分项来看，生产指数大幅提升至56.7%，为2012年5月来新高；新订单指数提升至54.1%，为2017年10月来新高。当前，疫情制约因素消失，在相关资金的支持下，经济活力恢复，预期钢材需求有望逐步走出低谷。在复工复产进度方面，今年春节后第一二周项目开工进度低于去年同期，随后持续加快，第三、四周开工率均高于去年同期。随着消费启动，春节后第4周，钢材库存转降。截至3月2日，五大钢材钢厂库存、社会库存分别为667.6万吨、1652.3万吨。随着金三银四临近，钢材需求有望持续提升。

**原材料价格保持强势。**铁矿石方面，近期价格大幅上涨，监管部门多次表态要强化铁矿石价格监管，从政策层面对铁矿石价格形成压制。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。双焦方面，内蒙阿拉善矿难叠加两会使得安全检查趋严，焦煤供应再度收紧，焦煤价格提涨。

**需求向好，钢价上涨。**随着需求持续改善，钢材价格强势上涨，板材价格涨幅超过长材。钢铁行业龙头企业近年来持续开展降本增效工作，在经历过原燃料价格的大幅上涨、需求断崖式下降等挑战后，盈利韧性得到持续验证。而目前大量钢铁股吨钢市值已远低于市场重置成本，随着各项刺激政策的推出，钢材消费信心修复，有望带动估值修复。

## ◆ 黄金行业分析：加息预期升温，金价短期承

**黄金短期承压，中期趋势向好。**短期来看，非农就业数据强劲，经济仍具备韧性，且通胀问题仍然顽固，市场普遍预期美联储加息尚未结束，CME观察显示本轮加息终点预期提升至525-550的概率大幅增加，黄金价格短期承压。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，但远期降息预期仍存，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，成为最强劲的需求增长点。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。

## ◆ 新能源金属行业分析：短期需求恢复节奏不及预期，价格继续承压

**锂：2月锂价继续调整。**国产电碳价格在2022年11月中旬快速达到最高点将近60万元/吨左右的价位之后，进入快速调整的阶段，截至到目前亚洲金属网数据显示，国产电碳和电氢最新报价分别为35.75和39.25万元/吨，相比此前的高点跌幅达到约40%。分析其原因，主要是由于下游需求萎缩，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。2月国产电碳和电氢价格分别下跌约21.92%和18.27%，在春节之后下游材料企业原本有逐步补库的趋势，但是由于某头部电池厂商和主机厂推出新的定价方式，使得原本准备补库的企业又重新进入观望状态；另外江西宜春地区中央工作组密集调研的消息也曾引起市场一度认为锂价有可能走出逐步企稳的趋势，但此次事件实际影响有限，当地一些拥有采矿证的矿山在短暂停产之后已恢复生产，市场快速消化此次事件影响之后，基本面驱动下锂价继续调整。

**钴：2月钴价筑底。**MB标准级钴最新报价17.50美元/磅，今年年初至今下跌约20%；国内电钴最新报价28.5万元/吨，今年年初至今下跌约11%。2月钴价仅微跌，价格逐步筑底。目前钴需求未见改观，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54%-59%左右，短期内钴原料价格已逐步下跌至接近底部的水平。

**镍：2月镍价震荡下行。**LME镍月末报价2.49万美金/吨，较月初下跌18.15%；沪镍月末报价19.79万元/吨，较月初下跌11.06%；国产镍铁（10%min）月末报价1340元/吨度，较月初下跌1.47%；国产电池级硫酸镍月末报价3.925万元/吨，较月初上涨8.88%。今年1月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；但2月美国就业数据强劲提升加息预期，美元指数强劲打压镍价，同时伴随硫酸镍转产电积镍利润驱动下国内电解镍板新增项目不断投产，叠加需求恢复节奏不及预期的情况下，镍价震荡下行。

## ◆ 稀土行业分析：供给有序，短期扰动不改长期趋势

**短期扰动不改长期发展。**短期特斯拉无稀土永磁电机概念对市场形成较大冲击，稀土价格大幅回落。我们倾向于认为这种技术变更的出发点在于对供应量安全的考量。目前汽车永磁电机使用的钕铁硼仍是目前磁性能最好的成熟材料，国内电车企业短期或尚无更换技术路径的动力。此外，我们看到在节能降耗的导向下，永磁电机有望在工业领域得到大范围使用，提振稀土需求。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。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。

**◆ 推荐组合：**洛阳钼业、神火股份、金诚信、华菱钢铁、宝钢股份、紫金矿业。

**◆ 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：下游需求复苏，环比改善
- ◆ 钢铁行业分析：复工复产加速，行业估值修复
- ◆ 黄金行业分析：加息预期升温，金价短期承压
- ◆ 新能源金属行业分析：短期需求恢复节奏不及预期，价格继续承压
- ◆ 稀土行业分析：供给有序，短期扰动不改长期趋势
- ◆ 推荐组合
- ◆ 风险提示

# 工业金属及材料 下游需求复苏，环比改善

- ◆ **下游需求复苏，环比改善：**2月下旬以来，下游金属加工类企业普遍反映订单好转，加工费水平比去年3/4季度明显改善，但受去年高基数影响，仍弱于去年上半年。分行业来看，应用于铝合金门窗的铝型材恢复较快，反映在原料端则是铝棒加工费和产量均高于往年同期水平；出口链条相对偏弱，部分铝板带加工企业反映出口订单没有明显好转。空调排产也表现为内需强、外需弱，产业在线发布的3月空调排产数据，内销排产较去年同期内销实绩上涨14.4%，出口排产较去年同期出口实绩下滑4.3%。
- ◆ **云南电解铝企业完成减产。**根据行业资讯机构实地调研结果，云南地区电解铝企业已于2月底完成减产目标。云南缺电使今年的供需平衡表从小幅过剩向短缺转变。与往年不同的是，经过疫情后的去库存，国内外铝锭库存均处于历史偏低位置，2022年底国内电解铝社会库存不到60万吨。此时如果继续去库存，使铝价具备较高的上涨空间，电解铝行业将迎来一轮盈利上行周期。

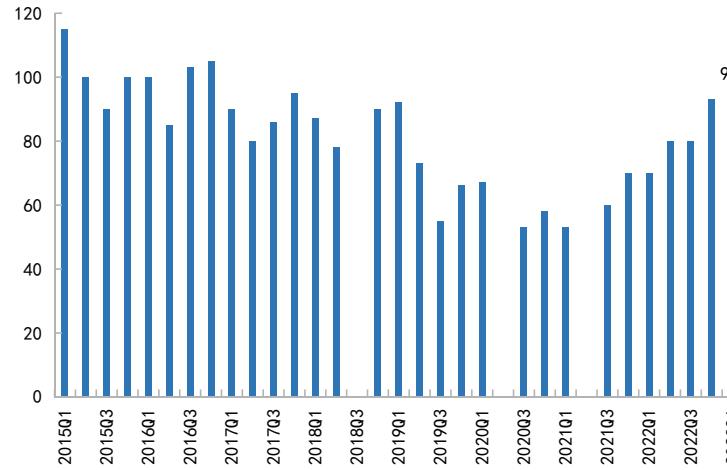
# 铜：精矿加工费继续回落



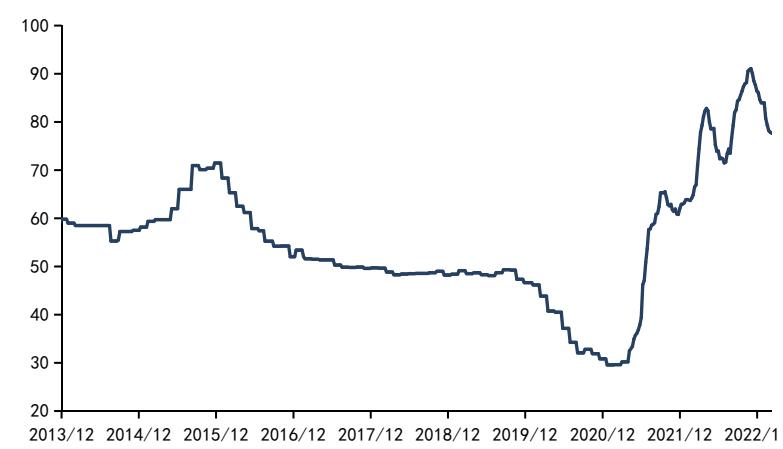
## ◆ 五矿资源Las Bambas、自由港Grasberg铜矿恢复生产：

- 2月10日，五矿资源发布公告，矿山自2月1日起暂停铜生产以来，已确保关键物资供应，生产以较低水平继续运行。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3月初，铜精矿现货加工费报77.6美元/吨，较2月初小幅下降了3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。
- 由于铜精矿加工费持续回落，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；铜冶炼利润仍处于近几年较高水平。

图：中国铜原料联合谈判小组季度价格（美元/吨）



图：铜精矿现货加工费（美元/吨）



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

资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

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，节后需求复苏

## ◆ 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3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）49.5万吨，从长短周期来看都处于偏低位置。
- 根据SMM数据，2023年1月中国电解铜产量为85.3万吨，同比增4.3%，环比下降1.9%。2022年1-12月份中国电解铜产量1028万吨，同比增3.1%。

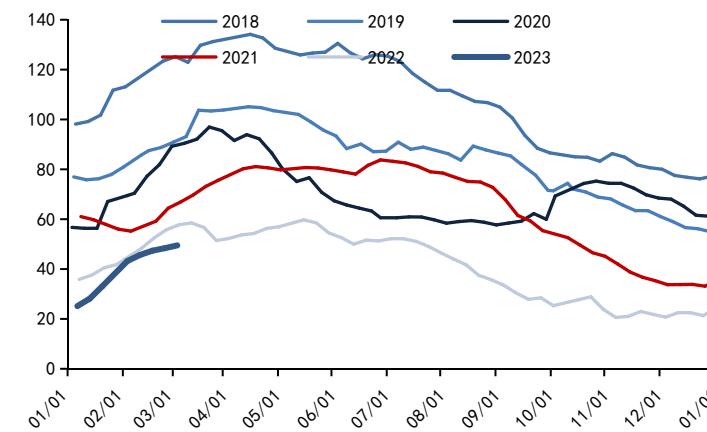
## ◆ 3月空调排产高涨：

- 根据产业在线数据，3月家用空调行业排产约为1750.5万台，较去年同期生产实绩上涨8.0%，上游转子压缩机排产增长3.4%。其中内销排产948万台，较去年同期内销实绩上涨14.4%；3月出口排产802.5万台，较去年同期出口实绩下滑4.3%。
- 1月实际产销和2/3月份排产数据加总，2023年一季度家用空调产量增长3.9%，其中内销同比增10.5%，出口同比下降5.1%。

## ◆ 下游需求复苏：

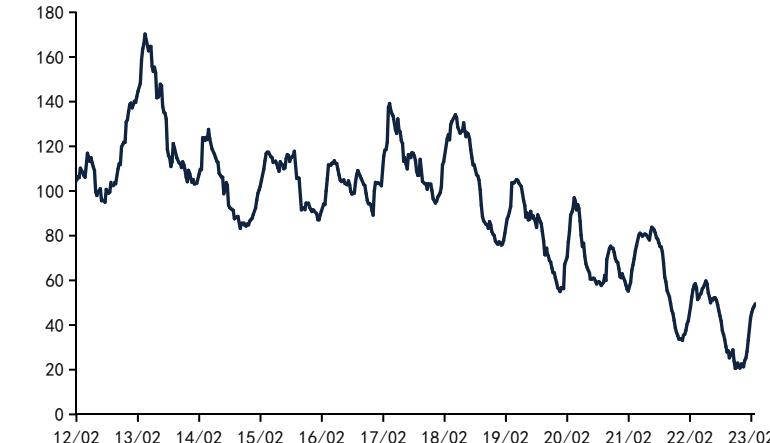
- 出了农历正月之后（2月下旬），不少企业反映订单明显改善。跟踪金属加工材的加工费数据，可以感受到当前需求环比去年下半年显著好转，但同比去年上半年仍然是下降的。

图：全球铜显性库存季节图（万吨）



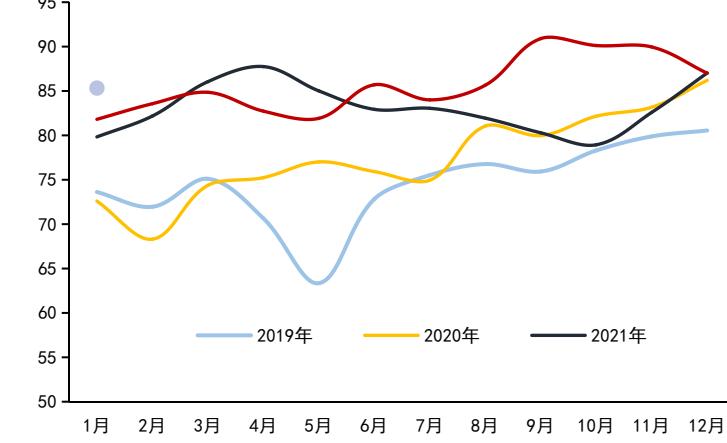
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：全球铜显性库存处于长周期低位（万吨）



资料来源：上海有色网，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：上海有色网，国信证券经济研究所整理

# 电解铝：2020年以来，来水不足导致减产频发



- ◆ 云南吸引电解铝产业迁入后，从2020年开始，电解铝行业新增用电量占到云南新增工业用电量的大部分，加之水力发电丰枯季明显，近2年来西南地区电解铝频繁减产：
- 2021年5月份之后由于云南来水偏枯以及能耗双控等因素，云南地区电解铝产能减产160.5万吨，加上事故及其他因素，总共减产183万吨，占2021年全国电解铝减产总量的49%。
  - 2022年7-8月份，四川异常高温导致用电紧张，省内100万吨电解铝产能全部关停。2022年9月份以来，云南水电来水偏少，电解铝企业再次收到降负荷通知，累计减产达120万吨。
  - 2023年2月，云南电网再次出现供应缺口，根据财联社消息，电解铝企业需要压减负荷100万千瓦，折合电解铝产能65万吨，占全国运行产能1.6%。

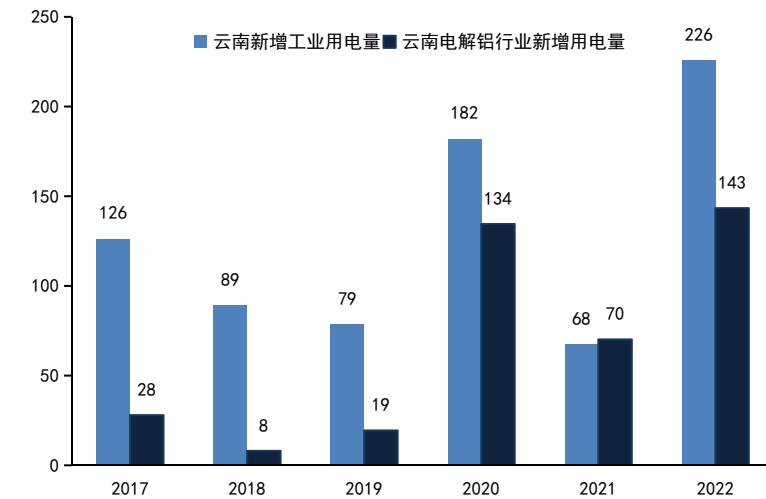
表：近两年云南电解铝减产小结

2021年		
企业	减产产能（万吨）	减产原因
云南铝业	108	能耗双控，电力供应紧张
云南宏泰	11	能耗双控，电力供应紧张
云南神火	37	能耗双控，电力供应紧张
云南其亚	4.5	能耗双控，电力供应紧张
文山铝业	22.5	事故
小计	183	

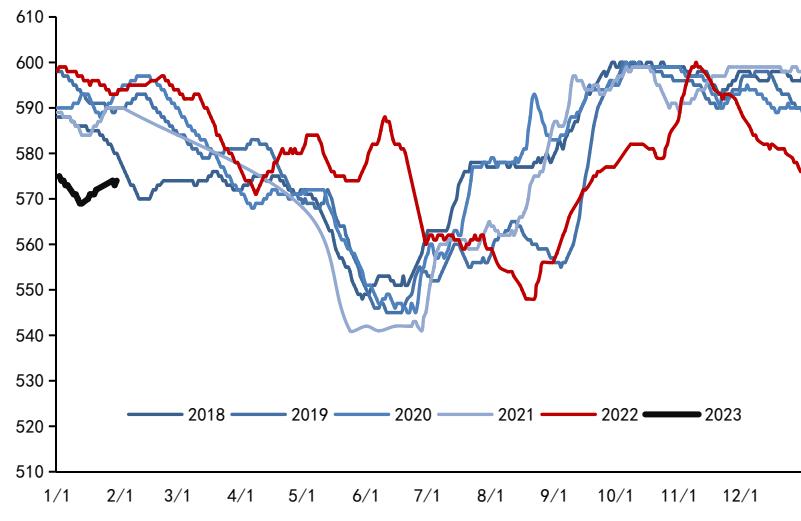
  

2022年		
企业	减产产能（万吨）	减产原因
云南铝业	81	限电
云南宏泰	18	限电
云南神火	18	限电
云南其亚	7	限电
小计	124	

图：近年云南新增工业用电大部分来自电解铝行业（亿千瓦时）



图：溪洛渡水电站上游水位 (m)



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 不同复产假设下的供需平衡表

◆ 根据不同来水情况，作如下假设：

- 假设1：云南地区2月份不减产，且6月份丰水期后，闲置的125万吨产能全部复产；
- 假设2：云南地区2月份减产30万吨，且6月份丰水期后，闲置的155万吨产能半数复产；
- 假设3：云南地区2月份减产65万吨，且6月份丰水期后，闲置的190万吨产能不复产。

根据不同假设条件，得出2023年国内电解铝产量。对于需求端仍维持3.1%增速的判断，得出不同条件下的供需平衡表，如下表所示。

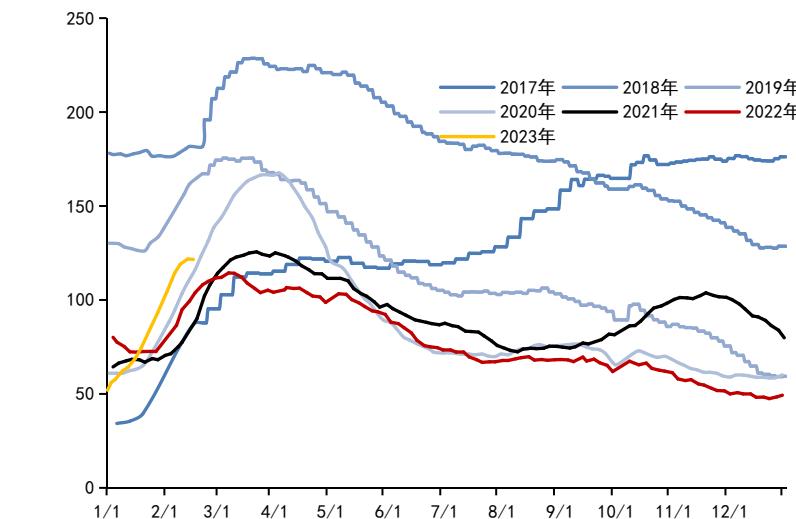
◆ 根据行业资讯机构实地调研结果，云南地区2月份限产是大概率事件，使今年的供需平衡表从小幅过剩向短缺转变。与往年不同的是，经过疫情后的去库存，国内外铝锭库存均处于历史偏低位置（LME库存短期指导意义有限，但回顾过去10年，可以确认是去库存趋势），2022年底国内电解铝社会库存不到60万吨。此时如果继续去库存，使铝价具备较高的上涨空间，电解铝行业将迎来一轮盈利上行周期。

表：不同假设条件下的供需平衡表（万吨）

	假设1	假设2	假设3
中国原铝产量	4170	4124	4064
铝进口量	241	241	241
铝材及铝制品出口量	863	863	863
国内铝需求	3529	3529	3529
铝总需求	4392	4392	4392
供需平衡	19	-27	-87

资料来源：上海有色网，iFinD、国信证券经济研究所预测

图：国内电解铝社会库存季节图（万吨）



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

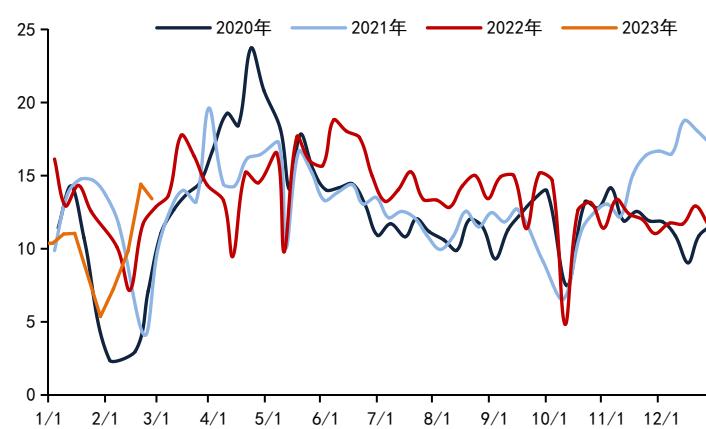
图：LME铝库存（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

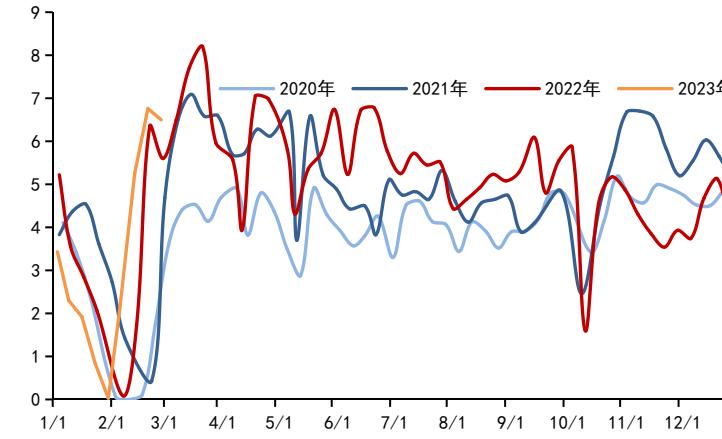
# 铝：下游开工率提升，型材强于板带

图：铝锭周度出库量（万吨）



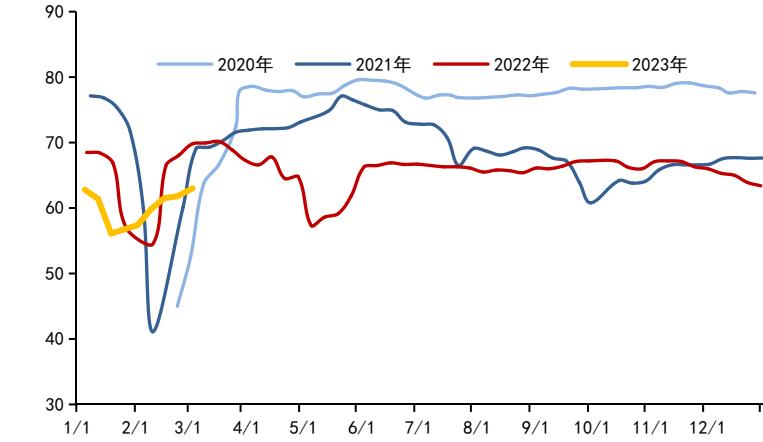
资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：铝棒周度出库量（万吨）



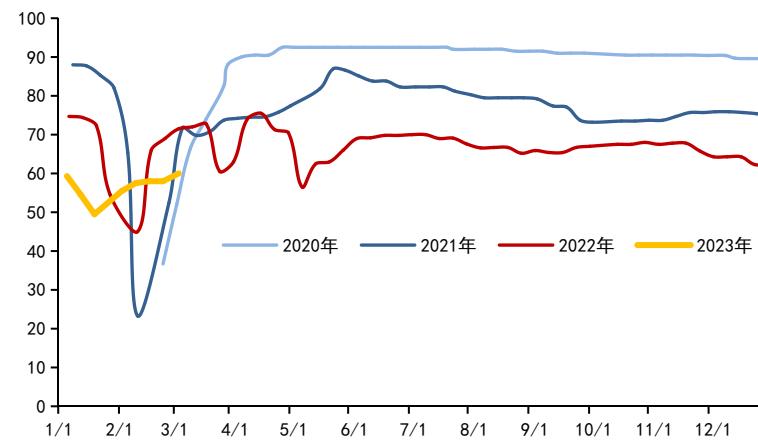
资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：铝加工周度平均开工率



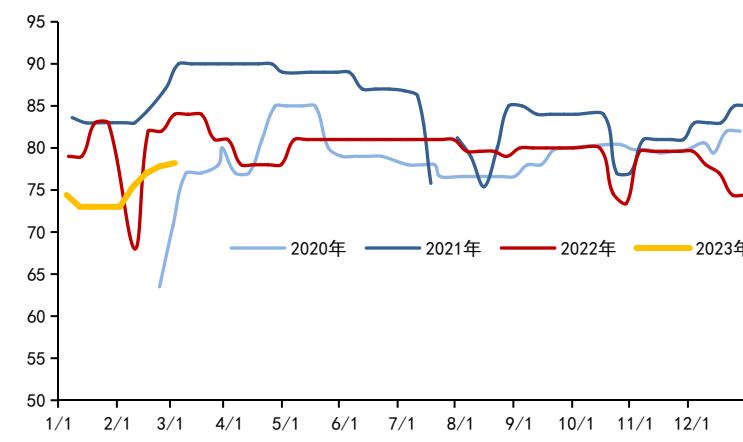
资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：铝型材周度开工率



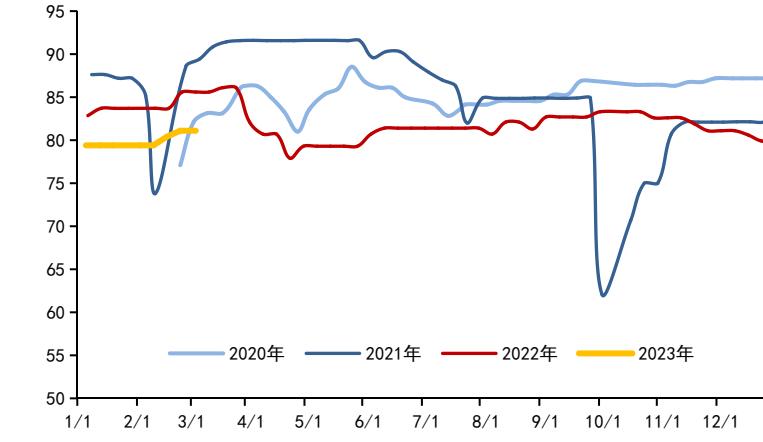
资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：铝板带周度开工率



资料来源：上海有色网、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：上海有色网、国信证券经济研究所整理

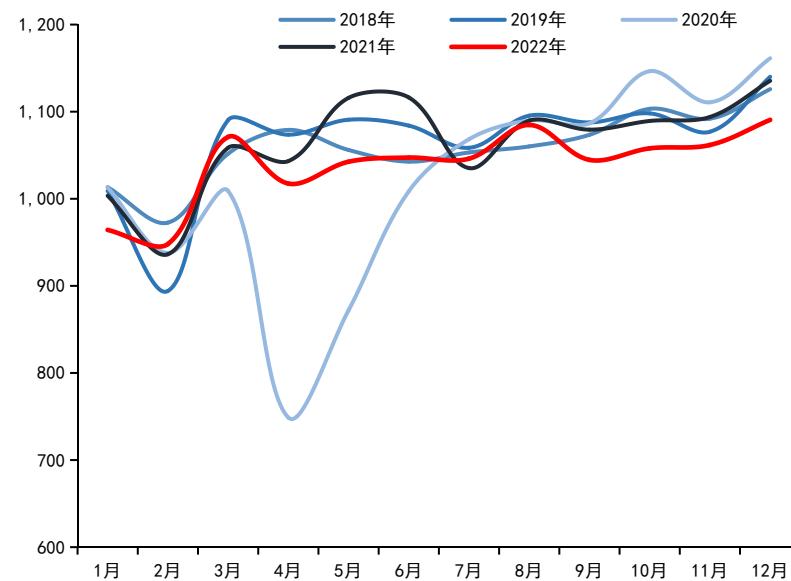
# 锌：精炼锌产量底部反弹



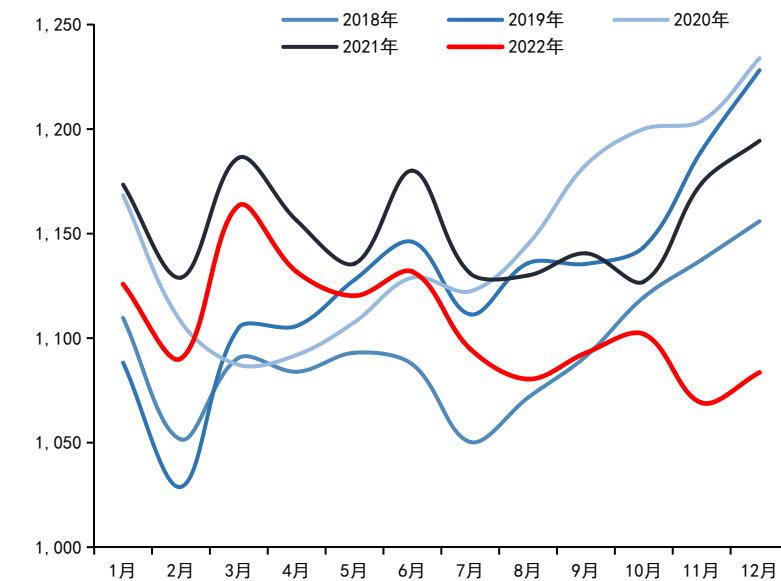
## ◆ 供应端收缩：

- 根据国际铅锌研究小组数据，2022年12月全球锌精矿产量109.1万吨，同比减少4%；2022年1-12月全球锌精矿产量1247.6万吨，同比下降2.5%。
- 2022年12月全球精炼锌产量108.4万吨，同比下降9.3%；2022年1-12月全球精炼锌产量1328.6万吨，同比下降4.1%。全球精炼锌产量同比下滑主因欧洲冶炼厂减产，但随着欧洲天然气价格下跌，部分欧洲锌冶炼厂复产，产量反弹。12月欧洲精炼锌产量15.9万吨，同比降幅达19.8%，环比增3.1%；1-12月份欧洲精炼锌产量219万吨，同比下降10.9%。

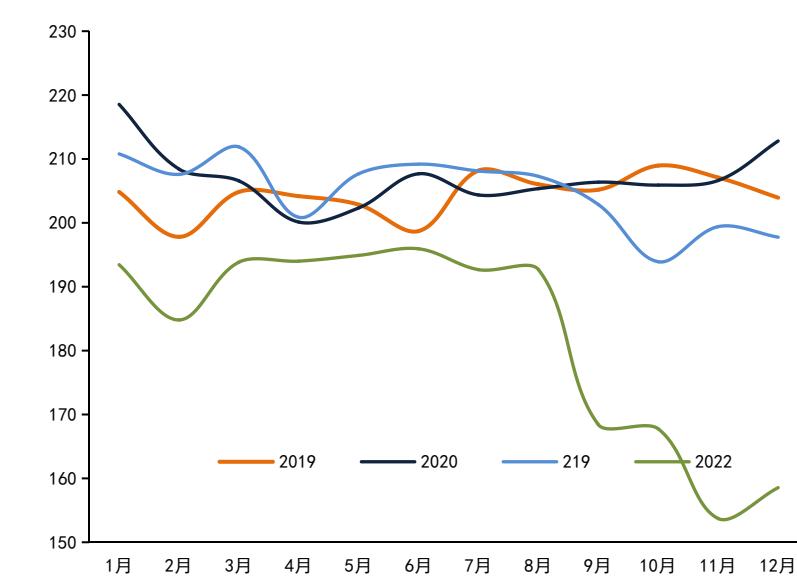
图：全球锌精矿月度产量（千吨）



图：全球精炼锌月度产量（千吨）



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

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

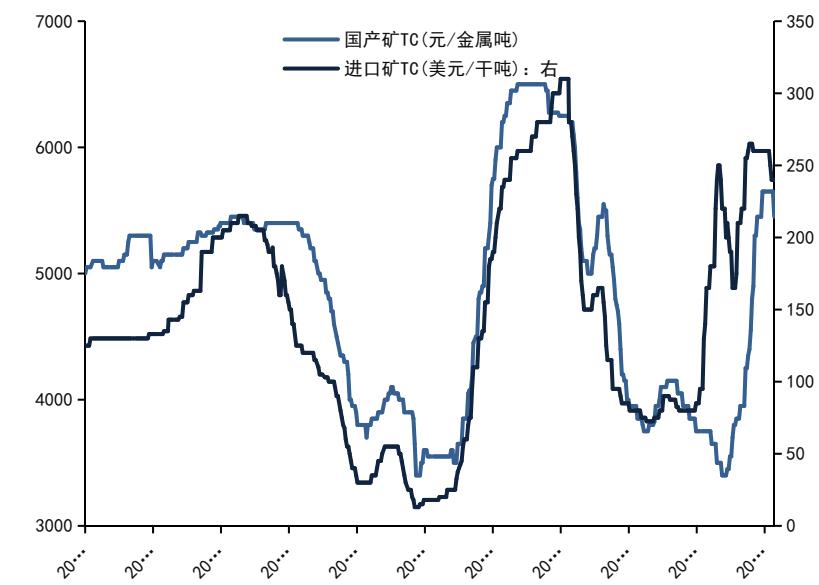
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

# 锌：库存拐点早于往年

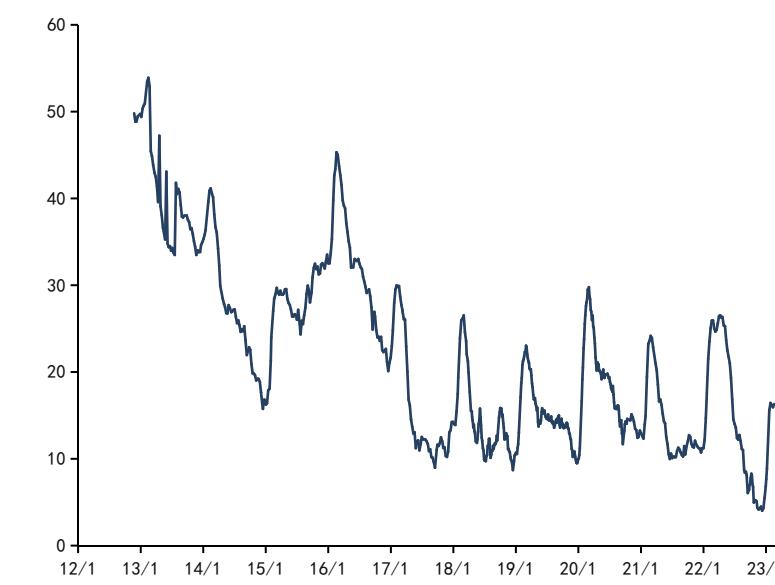
## ◆ 库存处于历史低位水平：

- 根据SMM数据，3月初国产锌精矿加工费5450元/吨，比2月初下降200元/吨；进口矿加工费240美元/吨，比2月初下降20美元/吨。
- 今年锌锭库存顶点显著低于往年同期水平，库存向下拐点也早于往年同期。截至3月初，主要消费地锌锭库存16.31万吨，比2月初增加0.6万吨。

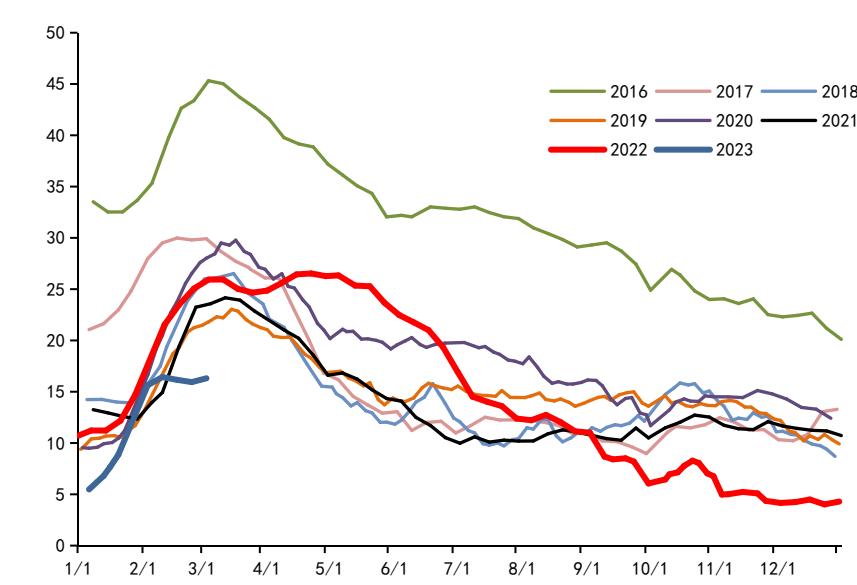
图：锌精矿周度加工费



图：国内锌锭库存（万吨）



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

资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

# 钢铁行业分析

## 复工复产加速，行业估值修复

### 需求复苏，库存转降

- ◆ 2月PMI数据亮眼，复苏趋势强劲。2月，制造业PMI增至52.6%，前值50.1%，景气水平持续上升。分项来看，生产指数大幅提升至56.7%，为2012年5月以来新高；新订单指数提升至54.1%，为2017年10月以来新高。当前，疫情制约因素消失，在相关资金的支持下，经济活力恢复，预期钢材需求有望逐步走出低谷。
- ◆ 复工复产加速，强于去年同期。今年春节后第一二周项目开工进度低于去年同期，随后持续加快，第三、四周开工率均高于去年同期。随着消费启动，春节后第4周，钢材库存转降。截至3月2日，五大钢材钢厂库存、社会库存分别为667.6万吨、1652.3万吨。随着金三银四临近，钢材需求有望持续提升。

### 原材料价格保持强势

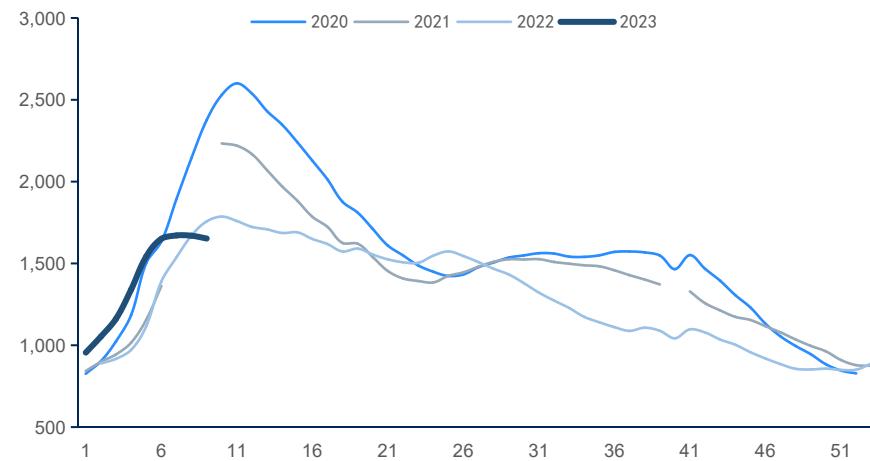
- ◆ 铁矿石方面，近期价格大幅上涨，监管部门多次表态要强化铁矿石价格监管，从政策层面对铁矿石价格形成压制。从中长期的角度来看，“基石计划”稳步推进，全球铁矿石供需偏向宽松，对价格或形成压制。双焦方面，内蒙阿拉善矿难叠加两会使得安全检查趋严，焦煤供应再度收紧，焦煤价格提涨。

### 需求向好，钢价上涨

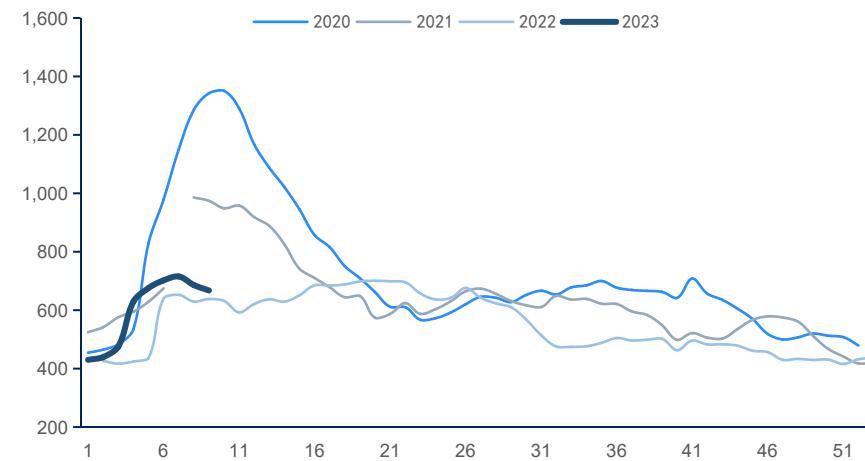
- ◆ 随着需求持续改善，钢材价格强势上涨，板材价格涨幅超过长材。钢铁行业龙头企业近年来持续开展降本增效工作，在经历过原燃料价格的大幅上涨、需求断崖式下降等挑战后，盈利韧性得到持续验证。而目前大量钢铁股吨钢市值已远低于市场重置成本，随着各项刺激政策的推出，钢材消费信心修复，有望带动估值修复。

- ◆ **2月PMI数据亮眼，复苏趋势强劲。**2月，制造业PMI增至52.6%，前值50.1%，景气水平持续上升。分项来看，生产指数大幅提升至56.7%，为2012年5月以来新高，前值49.8%，表明制造业生产明显加快；新订单指数提升至54.1%，为2017年10月以来新高，前值50.9%，表明制造业市场需求继续回升。当前，疫情制约因素消失，在相关资金的支持下，经济活力恢复，预期钢材需求有望逐步走出低谷。
- ◆ **复工复产加速，强于去年同期。**截至2023年2月21日（农历二月初二），百年建筑调研全国12220个工程项目，工程项目开复工率为86.1%，较2022年农历同期提升5.7%。本期劳务到位率83.9%，相较于去年提升2.8%。今年春节后第一二周项目开复工进度低于去年同期，随后持续加快，第三、四周开复工率均高于去年同期。从项目类型来看，开工进度市政快于基金快于房建。分区域来看，华东、华中开工率超过90%，华北、西南、华中开工率较去年同期高10个点以上。
- ◆ **钢材消费提升，库存开始去化。**春节前后，钢材处于季节性累库阶段。随着消费启动，春节后第4周，钢材库存转降。截至3月2日，五大钢材钢厂库存、社会库存、表观消费量分别为667.6万吨、1652.3万吨、982.9万吨。随着金三银四临近，钢材需求有望持续提升。

图：五大钢材社会库存（万吨）



图：五大钢材钢厂库存（万吨）

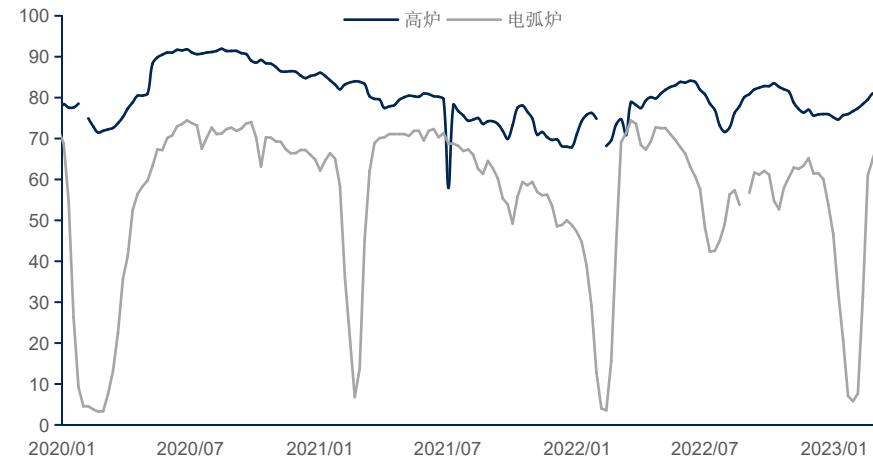


资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

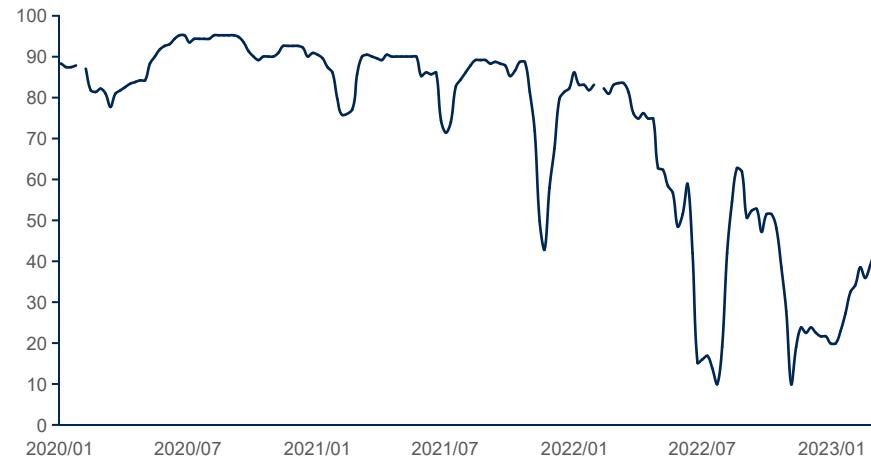
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

- ◆ **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年粗钢压降政策延续，同时受到行业经营情况恶化，钢厂主动减产因素影响，粗钢产量继续下降1979万吨。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，行业产能、产量双管控有望呈现常态化趋势。
- ◆ **钢厂开工率回升。**节后，随着下游复工复产，钢材消费好转，市场预期相对乐观。长流程方面，钢厂盈利情况虽逐步改善，但仍处于相对较低水平，生产逐步恢复。截至3月3日，247家钢厂高炉开工率为81.1%，较去年同比增加6.4%；日均贴水产量234.4万吨，同比增加14.6万吨。短流程方面，目前电弧炉钢厂错峰生产有利润，开工率同样不断上升。截至3月3日，87家独立电弧炉钢厂开工率68.9%，同比减少0.2%；平均产能利用率为57.9%，同比减少5.6%。
- ◆ **五大钢材产量上升。**截至3月2日，五大钢材产量为947.3万吨，较去年农历同期高11.9万吨。

图：高炉、电弧炉开工情况（%）



图：钢厂盈利情况（%）

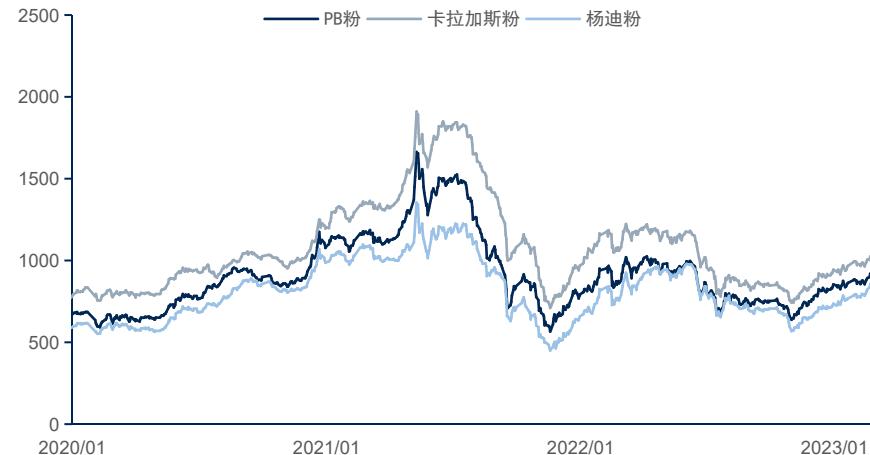


资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

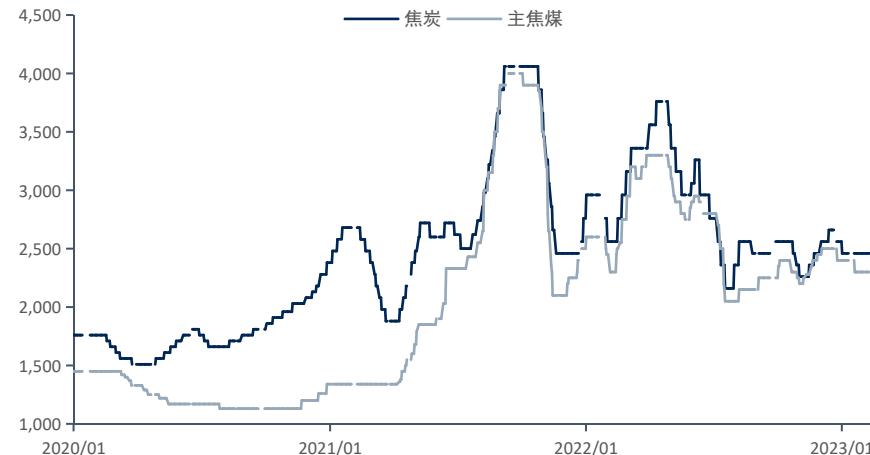
- ◆ **铁矿石价格震荡向上。**截至3月3日，青岛港PB粉价格为925元/湿吨，较2月初上涨47元/吨。较2022年10月末低点已大幅上涨287元/湿吨，涨幅远超成材端。近期海外发运因天气等因素进入季节性淡季，叠加钢厂复工复产铁矿石用量提升，铁矿石港口库存先增后降，截至3月3日，全国主要港口铁矿石库存量为14001万吨，较2月初上涨89万吨。近期随着铁矿石价格的大幅上涨，监管部门多次表态要强化铁矿石价格监管，3月国家发展改革委价格监测中心组织部分市场机构和业内专家召开会议，分析研判铁矿石市场和价格形势，专家建议加强铁矿石调控监管遏制价格不合理上涨，从政策层面对铁矿石价格形成压制。从中长期的角度来看，“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。
- ◆ **矿难影响供应收紧，焦煤价格提涨。**截至3月3日，吕梁准一级焦炭、主焦煤价格分别为2460元/吨、2380元/吨，较2月初分别持平、上涨80元/吨。此前，受澳煤进口恢复影响，焦煤供给上行预期有所提升，但内蒙阿拉善矿难叠加两会使得安全检查趋严，焦煤供应再度收紧。目前炼焦煤库存仍在下行，截至3月3日，钢厂、独立焦企、六港口炼焦煤库存分别为835、980、139万吨，较2月初分别下降9、下降26、增加13万吨。焦企利润方面，行业处于微利状态，截至3月2日，全国独立焦化厂平均盈利10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

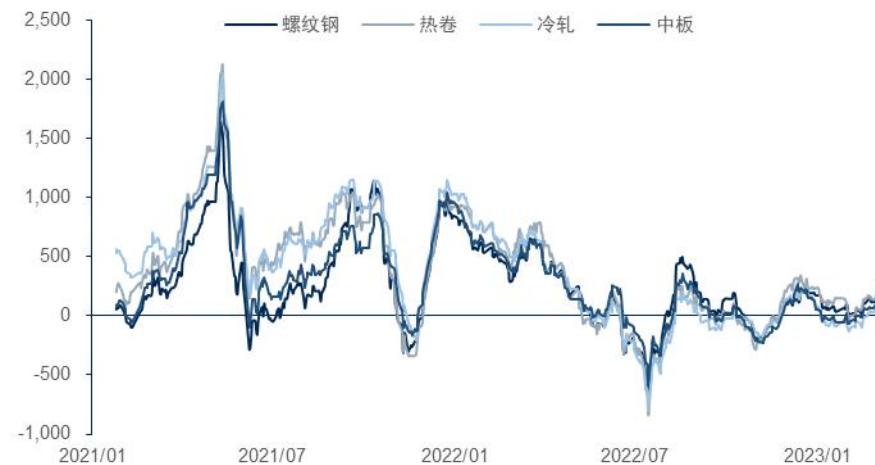
- ◆ **需求持续改善，板材价格强势上涨。**截至3月3日，上海地区螺纹钢、热轧板卷价格分别为4310元/吨、4380元/吨，较2月初分别上涨120元/吨、230元/吨。政府工作报告提出2023年经济增长预期目标为5%左右，将安排新增地方政府专项债发行3.8万亿元。需求复苏预期叠加金三银四临近，钢材价格有望保持强势。随着钢材价格上涨，钢厂盈利逐步改善。我们测算，目前长流程原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷毛利润分别为190元/吨、242元/吨，较2月初分别增加167元/吨、264元/吨。短期来看，需求预期对价格有支撑，而钢厂端保持低库存策略，成本端利润有望向钢厂端让渡。
- ◆ **供需有序，板块估值有望得到修复。**在双碳背景下，钢铁行业供给有顶的大方向不会变，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，在经历过原燃料价格的大幅上涨、需求断崖式下降等挑战后，盈利韧性得到持续验证。而目前大量钢铁股吨钢市值已远低于市场重置成本，随着各项刺激政策的推出，钢材消费信心修复，有望带动估值修复。

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

# 黄金行业分析 加息预期升温，金价短期承压

## 经济前景尚不明朗

- ◆ ISM与Markit的PMI数据不及预期。2月，Markit制造业PMI终值47.3，预期47.8，前值47.8，继续保持于荣枯线下。ISM制造业指数47.7，预期48.0，前值47.4。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。
- ◆ 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月来新低。市场对于美联储加息幅度以及降息节奏做出快速反应，黄金价格承压回调。

## 通胀问题仍然顽固

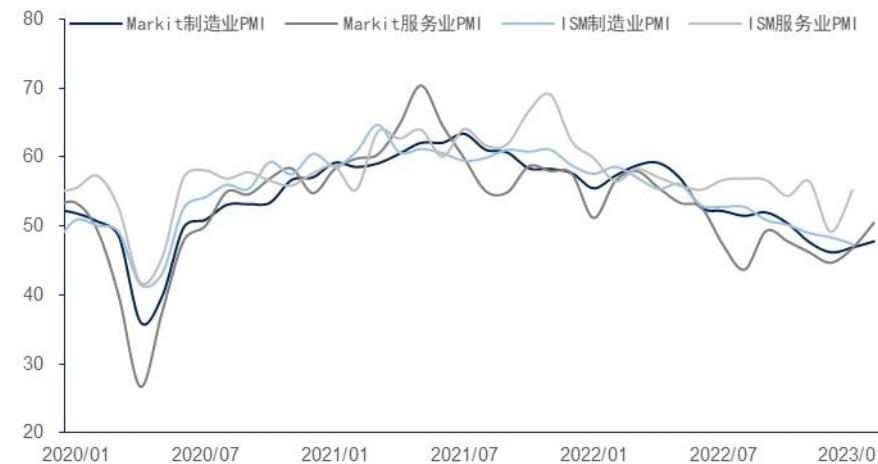
- ◆ 2023年1月美国CPI同比上涨6.4%，预期6.2%，前值6.5%，已连续7个月下降；核心CPI同比上涨5.6%，预期5.5%，前值5.7%。季调后1月CPI环比增长0.5%，预期0.5%，前值修正为0.1%。分项来看，能源价格上涨对CPI增速回落造成影响，能源项同比从前值7.3%升至8.7%。住所项CPI仍在持续提升，从8.1%增至8.2%。房租作为美国CPI中重要分项，对通胀情况造成较大扰动。

## 黄金短期承压，中期趋势向好

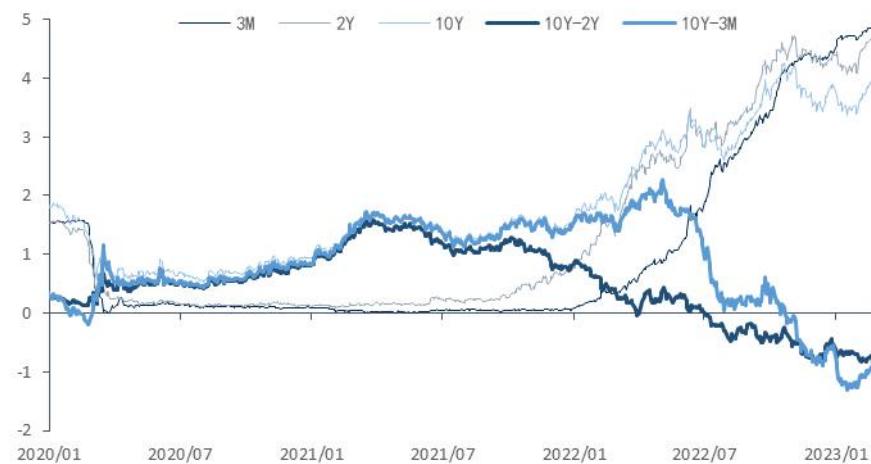
- ◆ 短期来看，非农就业数据强劲，经济仍具备韧性，且通胀问题仍然顽固，市场普遍预期美联储加息尚难结束，CME观察显示本轮加息终点预期提升至525-550的概率大幅增加，黄金价格短期承压。从中长期的维度来看，虽然通胀的回落会为实际利率腾挪空间，但远期降息预期仍存，或促使实际利率下行，利多黄金。另一方面，各国央行购金也在大幅提升，成为最强劲的需求增长点。此外，地缘政治局势紧张，黄金作为重要的避险资产同样具备配置意义。

- ◆ **ISM与Markit的PMI数据不及预期。**2月，Markit制造业PMI终值47.3，预期47.8，前值47.8，继续保持于荣枯线下。ISM制造业指数47.7，预期48.0，前值47.4。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。
- ◆ **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，黄金价格承压回调。
- ◆ **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



图：美债收益率 (%)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **美国CPI增速继续回落，但粘性较高。**2023年1月美国CPI同比上涨6.4%，预期6.2%，前值6.5%，已连续7个月下降；核心CPI同比上涨5.6%，预期5.5%，前值5.7%。季调后1月CPI环比增长0.5%，预期0.5%，前值修正为0.1%。分项来看，能源价格上涨对CPI增速回落造成影响，能源项同比从前值7.3%升至8.7%。
- ◆ **房地产市场降温强化通胀回落预期。**1月，住所项CPI仍在持续提升，从8.1%增至8.2%。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。
- ◆ **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

- ◆ 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。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。1月，中国人民银行宣布再次增储黄金，也是人行连续第三个月增储黄金。截至1月底，中国黄金储备已达到2,025吨，较去年11月已增加77吨。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
<b>供应量</b>										
金矿产量	3,568.9	<b>3,611.9</b>	830.2	873.0	927.7	938.0	844.2	892.1	945.6	930.0
生产商净套保	-22.7	<b>-1.5</b>	4.8	-17.3	-12.4	2.2	10.9	3.7	-10.9	-5.2
回收金	1,136.2	<b>1,144.1</b>	269.7	278.6	292.9	295.1	296.0	286.1	269.8	292.3
总供应量	4,682.4	<b>4,754.5</b>	1,104.7	1,134.3	1,208.2	1,235.3	1,151.1	1,181.8	1,204.5	1,217.0
<b>需求量</b>										
金饰制造	2,230.6	<b>2,189.8</b>	539.0	456.6	515.2	719.8	515.5	491.6	580.2	602.5
科技	330.2	<b>308.5</b>	81.0	79.8	83.4	85.9	81.0	78.5	77.0	72.0
投资	1,001.9	<b>1,106.8</b>	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	<b>1,217.1</b>	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	<b>-110.4</b>	-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	<b>1,135.7</b>	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	<b>4,740.7</b>	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	<b>13.8</b>	190.8	99.3	287.6	91.8	-87.6	216.6	5.1	-120.3
总需求	4,682.4	<b>4,754.5</b>	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	<b>1800.09</b>	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

- ◆ **加息预期升温，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，且通胀问题仍然顽固，市场普遍预期美联储加息尚难结束，CME观察显示本轮加息终点预期提升至525-550的概率大幅增加，黄金价格短期承压。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，但远期降息预期仍存，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（3月5日）

	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	71.6%	28.4%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	32.6%	2.8%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.4%	56.5%	25.0%	2.1%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	40.6%	37.5%	11.2%	0.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	39.4%	37.6%	12.2%	1.2%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	16.2%	39.0%	32.0%	9.8%	1.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.6%	23.5%	36.7%	24.8%	6.9%	0.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.5%	14.7%	29.8%	31.1%	16.3%	4.0%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.2%	2.2%	10.2%	23.7%	30.6%	22.2%	8.9%	1.8%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.2%	2.0%	9.3%	22.2%	29.8%	23.1%	10.4%	2.6%	0.3%	0.0%
2024/6/19	0.1%	1.1%	5.9%	16.1%	26.2%	26.3%	16.4%	6.3%	1.4%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.9%	4.7%	13.7%	23.8%	26.3%	18.8%	8.7%	2.5%	0.5%	0.0%	0.0%

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

## 短期需求恢复节奏不及预期，价格继续承压

- ◆ **锂：2月锂价继续调整。**国产电碳价格在2022年11月中旬快速达到最高点将近60万元/吨左右的价位之后，进入快速调整的阶段，截至到目前亚洲金属网数据显示，国产电碳和电氢最新报价分别为35.75和39.25万元/吨，相比此前的高点跌幅达到约40%。分析其原因，主要是由于下游需求萎缩，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。2月国产电碳和电氢价格分别下跌约21.92%和18.27%，在春节之后下游材料企业原本有逐步补库的趋势，但是由于某头部电池厂商和主机厂推出新的定价方式，使得原本准备补库的企业又重新进入观望状态；另外江西宜春地区中央工作组密集调研的消息也曾引起市场一度认为锂价有可能走出逐步企稳的趋势，但此次事件实际影响有限，当地一些拥有采矿证的矿山在短暂停产之后已恢复生产，市场快速消化此次事件影响之后，基本面驱动下锂价继续调整。
- ◆ **钴：2月钴价筑底。**MB标准级钴最新报价17.50美元/磅，今年年初至今下跌约20%；国内电钴最新报价28.5万元/吨，今年年初至今下跌约11%。2月钴价仅微跌，价格逐步筑底。目前钴需求未见改观，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54%-59%左右，短期内钴原料价格已逐步下跌至接近底部的水平。
- ◆ **镍：2月镍价震荡下行。**LME镍月末报价2.49万美金/吨，较月初下跌18.15%；沪镍月末报价19.79万元/吨，较月初下跌11.06%；国产镍铁（10%min）月末报价1340元/吨度，较月初下跌1.47%；国产电池级硫酸镍月末报价3.925万元/吨，较月初上涨8.88%。今年1月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；但2月美国就业数据强劲提升加息预期，美元指数强劲打压镍价，同时伴随硫酸镍转产电积镍利润驱动下国内电解镍板新增项目不断投产，叠加需求恢复节奏不及预期的情况下，镍价震荡下行。

# 锂：国产电池级锂盐价格持续快速调整



**2月锂价继续调整：**国产电碳价格在2022年11月中旬快速达到最高点将近60万元/吨左右的价位之后，进入快速调整的阶段，截至到目前亚洲金属网数据显示，国产电碳和电氢最新报价分别为35.75和39.25万元/吨，相比此前的高点跌幅达到约40%。分析其原因，主要是由于下游需求萎缩，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。2月国产电碳和电氢价格分别下跌约21.92%和18.27%，在春节之后下游材料企业原本有逐步补库的趋势，但是由于某头部电池厂商和主机厂推出新的定价方式，使得原本准备补库的企业又重新进入观望状态；另外江西宜春地区中央工作组密集调研的消息也曾引起市场一度认为锂价有可能走出逐步企稳的趋势，但此次事件实际影响有限，当地一些拥有采矿证的矿山在短暂停产之后已恢复生产，市场快速消化此次事件影响之后，基本面驱动下锂价继续调整。

**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，12月-2月单月产量回落幅度相较往年会有所收窄。②江西环保趋严，但对供给端影响相对有限。江西地区2022年前10个月碳酸锂单月产量逐月提升，2022年11月底江西高安因水源问题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，但是三家锂盐企业均在短暂停产之后恢复生产；另外，近期中央工作组密集到江西宜春地区调研、督导当地锂矿开采的事件也是类似的节奏，实际对供给影响有限，当地碳酸锂产量的缩减可能更多还是因为需求不好所导致的。

图29：国内碳酸锂和氢氧化锂产量（月度值，吨）

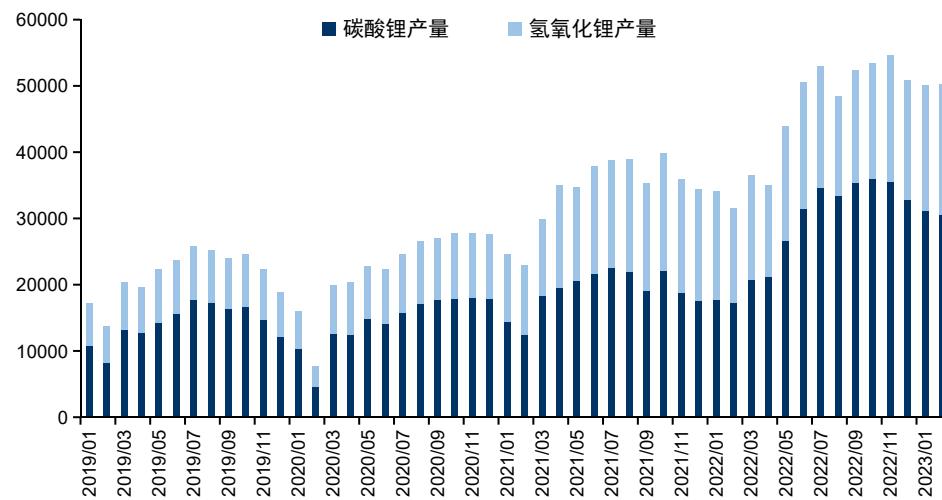
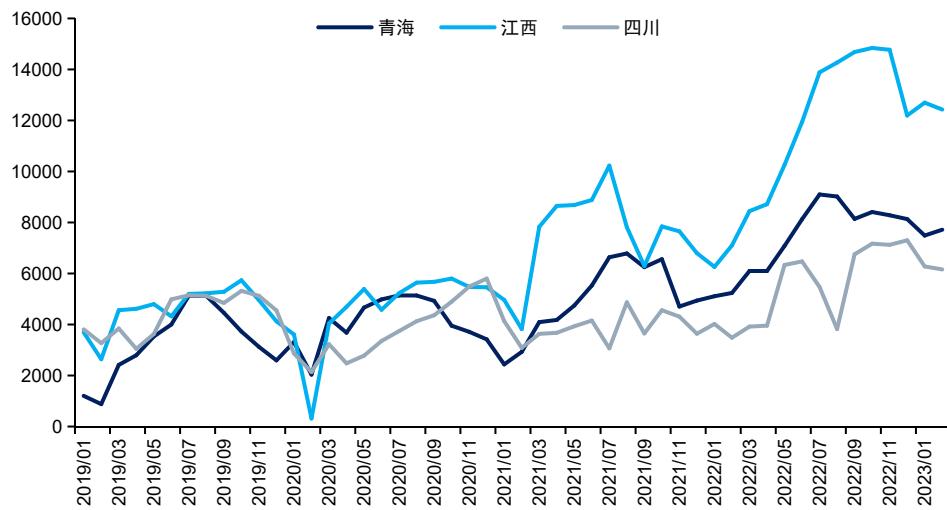


图30：国内核心区域碳酸锂产量变化（月度值，吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

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，年初受补贴退坡&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会出现比较明显的回落，中汽协数据显示，2023年1月国内新能源汽车产销分别完成42.5万辆和40.8万辆，环比分别下降46.6%和49.9%，同比分别下降6.9%和6.3%，市场占有率达到24.7%。与2022年春节月(2月份)相比，产销分别增长15.4%和22.2%。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。进入2023年，国内正极材料企业需求也有触底回升的过程，但是到目前为止还未达到比较旺盛的需求状态。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，预计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）

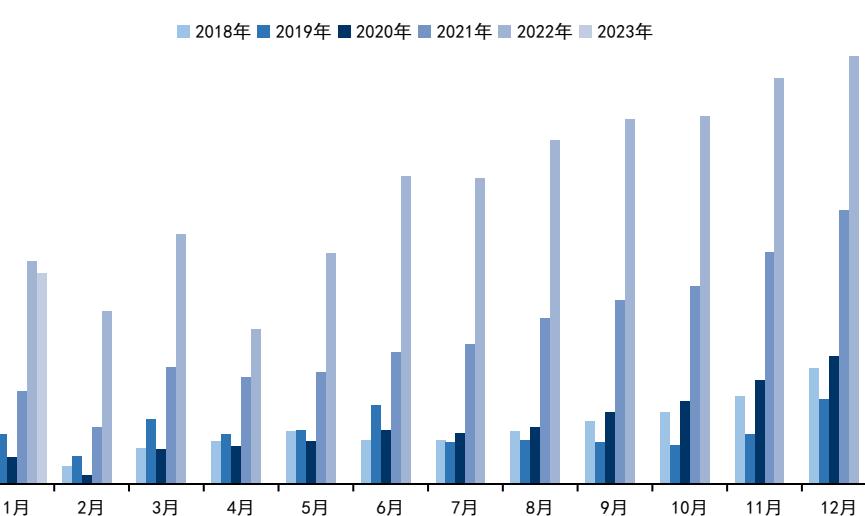
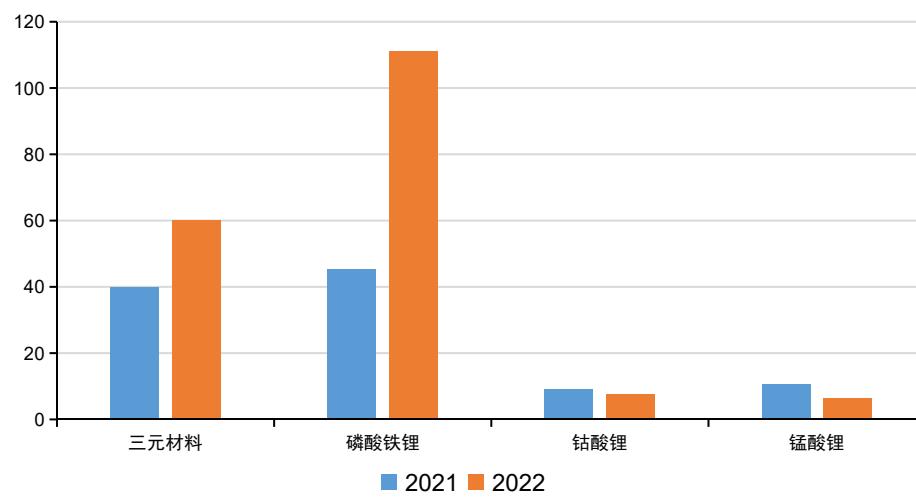


图32：中国正极材料生产量（年度值，万吨）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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



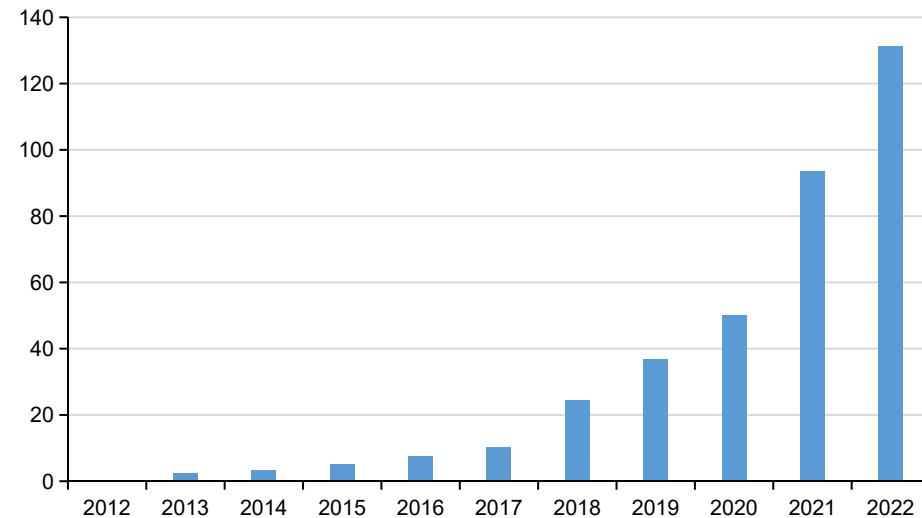
特斯拉作为现象级的电动车产品，电池和电控技术持续领先全行业，能够引发“鲶鱼效应”。特斯拉官网数据显示，公司2022Q1/Q2/Q3/Q4汽车产量分别为30,542/25,863/36,594/43,977万辆，同比分别增长69.35%/25.27%/53.86%/43.77%；销量分别为31,002/25,473/34,384/40,53万辆，同比分别增长67.77%/26.56%/42.49%/31.33%；2022年产销量规模达到131,39万辆，同比增长40.38%。国内市场方面，特斯拉通过连续降价和保险补贴等方式来刺激订单，特斯拉降价的同时也引发国内其他新能源车企跟随降价，短期也有望快速刺激消费；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：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，锂价近期快速的调整，是下游需求疲软叠加电池厂压价预期所导致的，后市随着下游需求逐步回暖，我们认为锂价有望逐步企稳，且年内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	47.25	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	9.90	13.70	19.90
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	103.20	141.65	178.80
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	107.20	146.65	181.80
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)	1.65	14.71	20.59

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

**2月钴价筑底：**MB标准级钴最新报价17.50美元/磅，今年年初至今下跌约20%；国内电钴最新报价28.5万元/吨，今年年初至今下跌约11%。2月钴价仅微跌，价格逐步筑底。目前钴需求未见改观，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54%-59%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，需求疲软背景下国内钴原料供应宽裕。

图35：短期供需双弱，钴价疲软

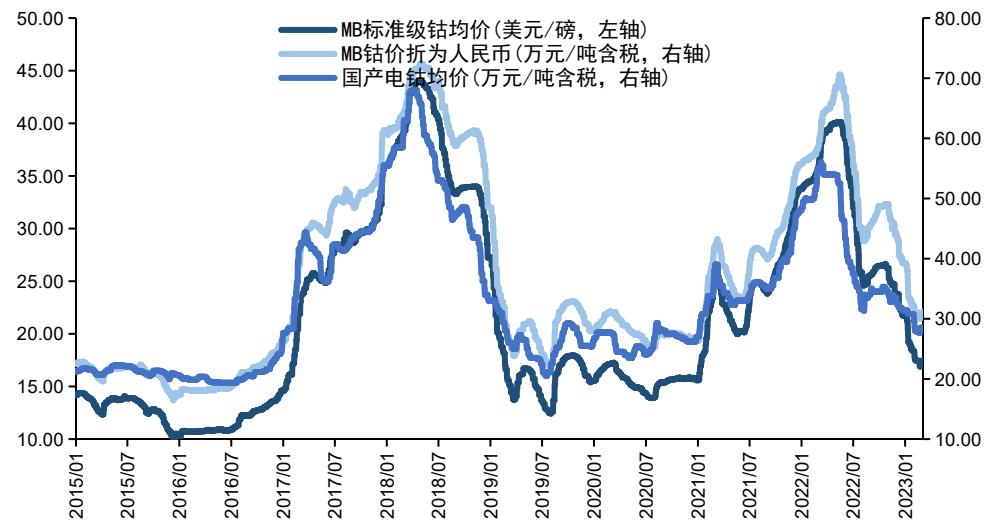
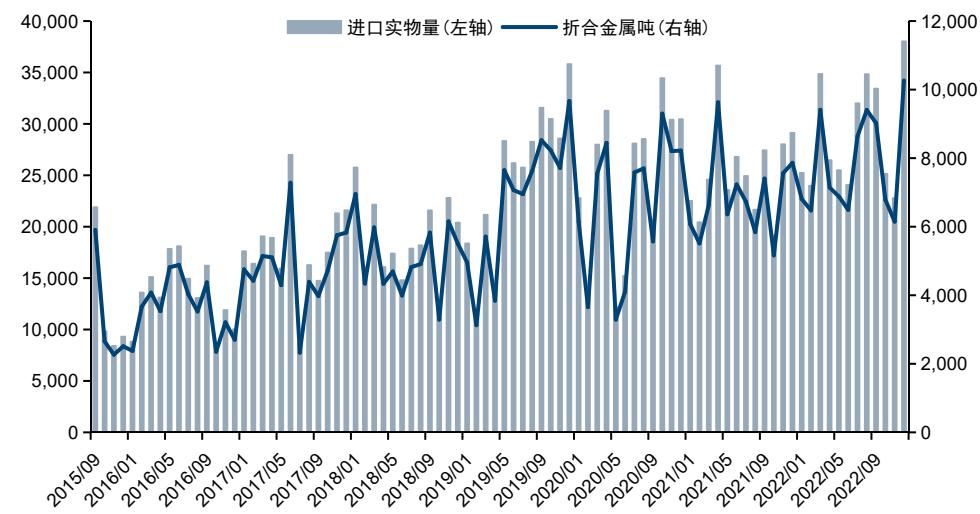


图36：中国钴湿法冶炼中间品进口情况（吨）



资料来源：MB，亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

# 钴：消费电子筑底，锂电池有望逐步回暖

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，消费电子市场景气度预计是上半年逐步筑底，下半年逐步回暖的节奏，同时又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

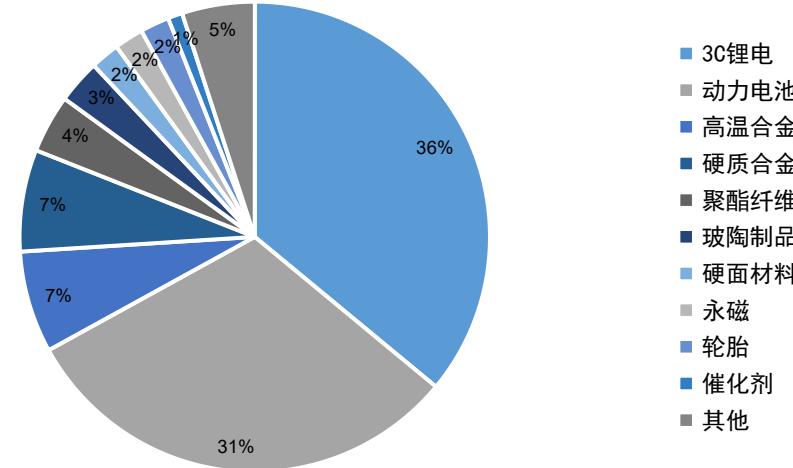
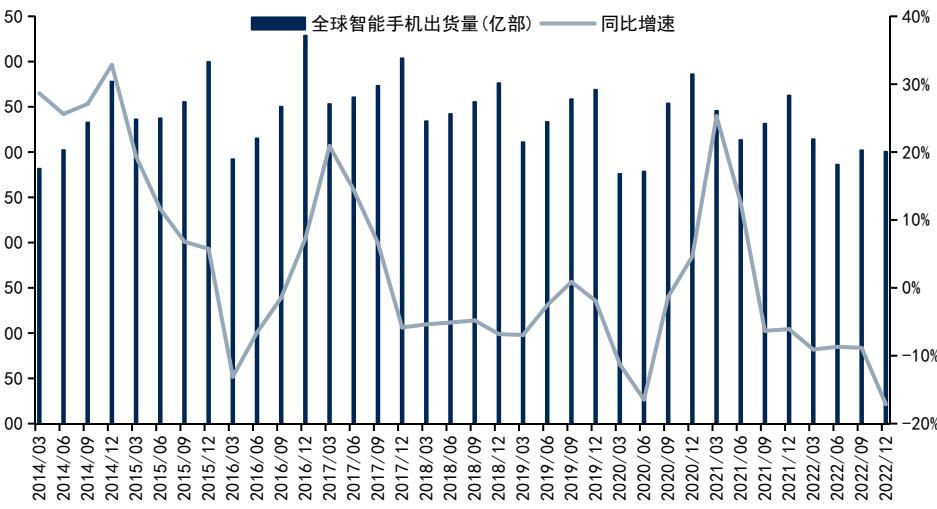


图38：全球智能手机出货量（亿部，季度值）



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 镍：镍价震荡下行

2月镍价震荡下行：LME镍月末报价2.49万美金/吨，较月初下跌18.15%；沪镍月末报价19.79万元/吨，较月初下跌11.06%；国产镍铁（10%min）月末报价1340元/吨度，较月初下跌1.47%；国产电池级硫酸镍月末报价3.925万元/吨，较月初上涨8.88%。今年1月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；但2月美国就业数据强劲提升加息预期，美元指数强劲打压镍价，同时伴随硫酸镍转产电积镍利润驱动下国内电解镍板新增项目不断投产，叠加需求恢复节奏不及预期的情况下，镍价震荡下行。

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

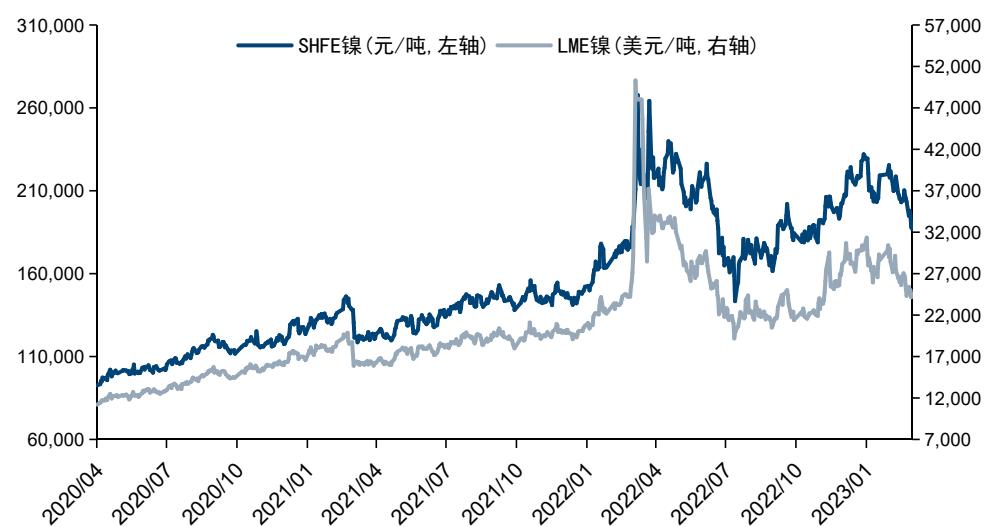


图42：镍铁转产高冰镍窗口打开（当硫酸镍折吨镍价格-镍铁折吨镍价格>30000元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

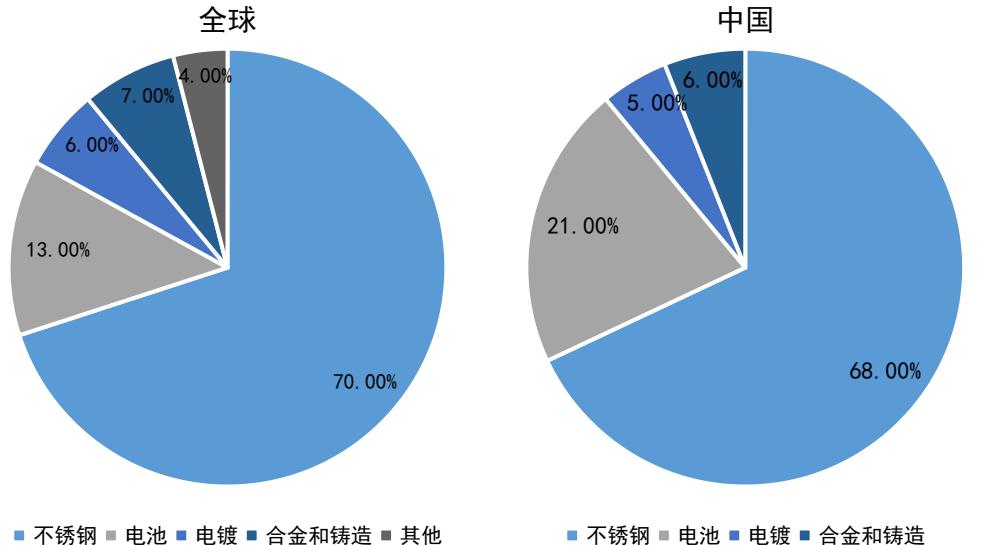
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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 供给有序，短期扰动不改长期趋势

## 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。

## 短期扰动不改长期发展

- ◆ 短期特斯拉无稀土永磁电机概念对市场形成较大冲击，稀土价格大幅回落。我们倾向于认为这种技术变更的出发点在于对供应量安全的考量。目前汽车永磁电机使用的钕铁硼仍是目前磁性能最好的成熟材料，国内电车企业短期或尚无更换技术路径的动力。此外，我们看到在节能降耗的导向下，永磁电机有望在工业领域得到大范围使用，提振稀土需求。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。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。

# 国内资源整合加码，开采按照配额增长



- ◆ **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。

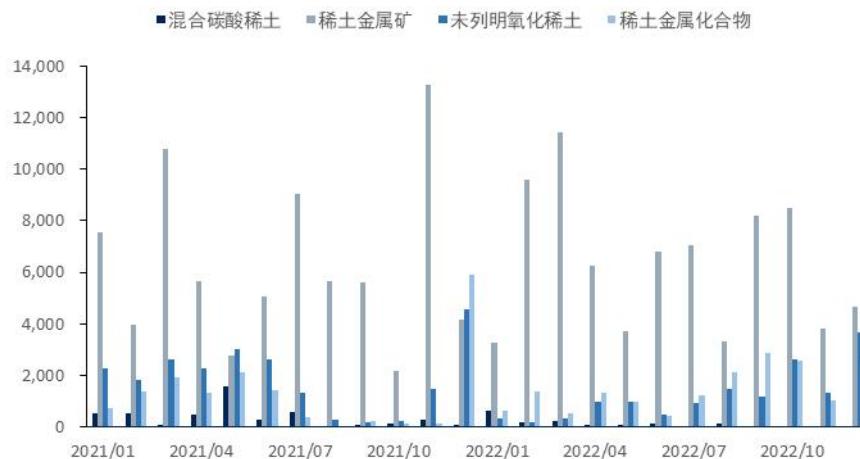
表：稀土矿指标（吨）

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

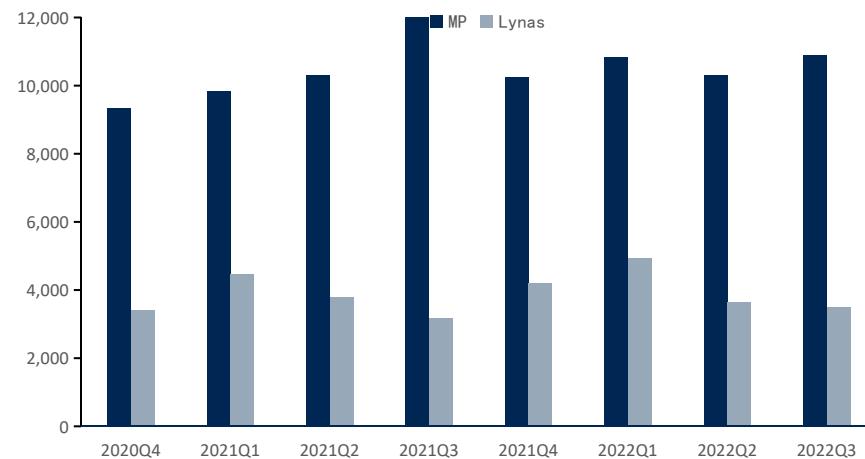
- ◆ **海外稀土资源丰富，但短期难见增量。**稀土元素在地壳中的含量并不低，近年来在多国陆续有新发现大型矿体，但仍难改变其稀有性。一是因为可开采矿床中的含量低、分布散，导致规模化工业开采难度大。二是稀土矿组成复杂，往往伴生有铀、钍等天然放射性元素，导致稀土开采加工过程需要面对复杂的流程，处理严重的环境污染问题。三是短期会受到融资进展、开发建设周期限制。因此，虽然在稀土资源的战略定位以及较高的市场价格吸引下，开采动力充足，但短期内尚难以放量。
- ◆ **进口矿供应有望恢复正常水平。**目前海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass，澳大利亚的Mount Weld，以及缅甸矿。2022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百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

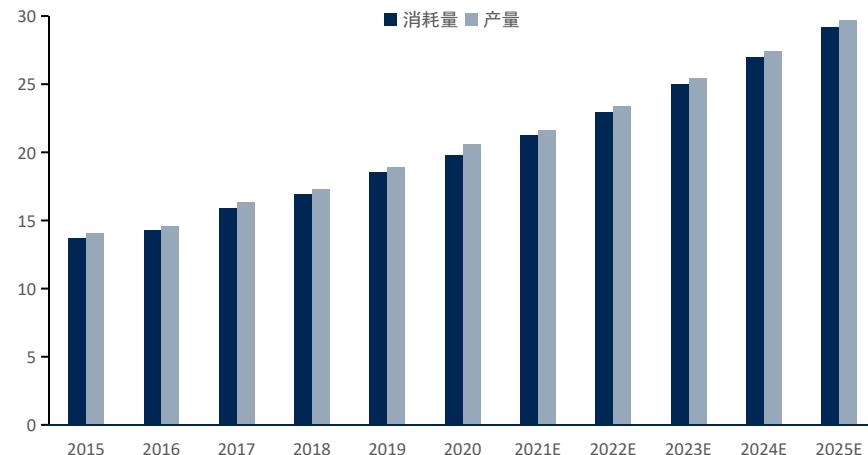
图：MP和Lynas稀土氧化物产量（吨REO）



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）



图：我国新能源汽车当月销量（万辆，%）



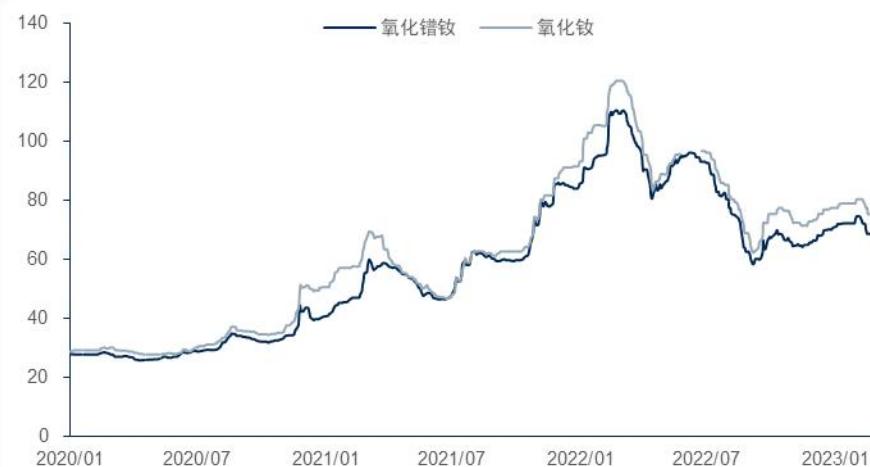
资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

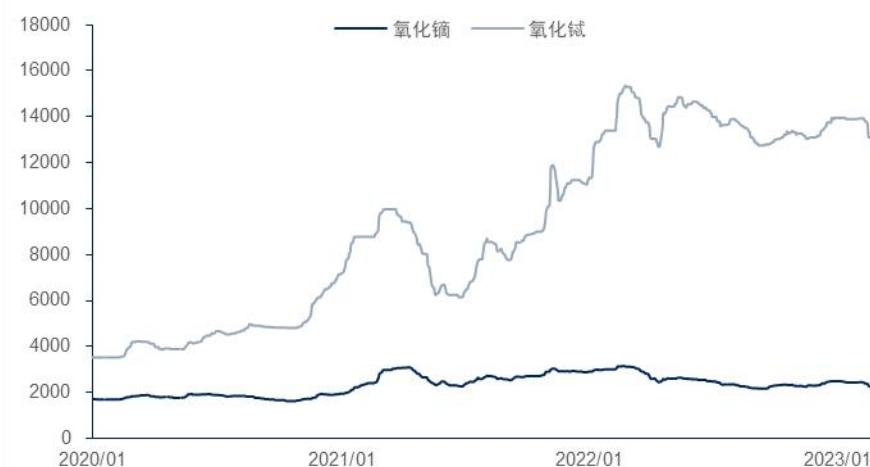
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **近期稀土价格明显回落。**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。进入2月因需求实际表现相对平淡，价格有所下降，3月初特斯拉投资者日提出使用无稀土永磁电机，促使稀土价格大幅回落。截至3月3日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为64.8万元/吨，199.0万元/吨、1130.0万元/吨，较2月初分别下降10.0万元/吨、45.5万元/吨、262.5万元/吨。短期来看，特斯拉无稀土永磁电机对市场形成较大冲击，但我们预期对现阶段市场实际影响有限，情绪因素消化后价格或趋于稳定。2023年新的稀土矿指标即将下发，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。短期特斯拉无稀土永磁电机概念对市场形成较大冲击，我们倾向于认为这种技术变更的出发点在于对供应量安全的考量，近年来欧美车厂也一直在寻找替代稀土的办法，包括对励磁电机的使用。目前汽车永磁电机使用的钕铁硼材料，是第三代永磁体，也是目前磁性能最好的成熟材料，国内电车企业短期或尚无更换技术路径的动力。此外，我们看到在节能降耗的导向下，永磁电机有望在工业领域得到大范围使用，提振稀土需求。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。

图：氧化镨钕及氧化铽价格（万元/吨）



图：氧化镝及氧化铽价格（元/千克）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 推荐组合



推荐组合：洛阳钼业、神火股份、金诚信、华菱钢铁、宝钢股份、紫金矿业。

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)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	PB 2022
601899.SH紫金矿业	买入		11.98	3108.36	0.6	0.82	0.88	20.0	14.6	13.6	3.1
600019.SH宝钢股份	买入		6.80	1513.83	1.07	0.52	0.6	6.4	13.1	11.3	0.6
002460.SZ赣锋锂业	买入		70.93	1341.34	3.73	10.54	11.2	19.0	6.7	6.3	3.6
000792.SZ盐湖股份	买入		24.47	1329.42	0.85	3.24	3.24	28.8	7.6	7.6	5.6
002466.SZ天齐锂业	买入		80.23	1267.01	1.41	13.54	13.71	56.9	5.9	5.9	3.2
603993.SH洛阳钼业	买入		5.98	1219.89	0.24	0.35	0.41	24.9	17.1	14.6	1.9
000708.SZ中信特钢	买入		20.55	1037.19	1.58	1.6	1.83	13.0	12.8	11.2	2.5
600111.SH北方稀土	买入		28.07	1014.75	1.42	1.75	2.06	19.8	16.0	13.6	5.0
1378.HK中国宏桥	买入		7.74	832.90	1.77	2.05	2.22	4.4	3.8	3.5	0.7
000807.SZ云铝股份	买入		13.92	482.74	1.06	1.43	1.62	13.1	9.7	8.6	1.8
000933.SZ神火股份	买入		19.41	436.92	1.45	3.06	3.33	13.4	6.3	5.8	2.3
002532.SZ天山铝业	买入		8.85	411.69	0.82	0.81	0.88	10.8	10.9	10.1	1.6
000932.SZ华菱钢铁	增持		5.93	409.68	1.48	0.96	0.98	4.0	6.2	6.1	0.7
002756.SZ永兴材料	买入		89.73	372.10	2.22	16	18.06	40.4	5.6	5.0	3.8
002240.SZ盛新锂能	买入		37.77	344.42	1.08	7.33	8.07	35.0	5.2	4.7	3.0
002738.SZ中矿资源	买入		73.08	337.35	1.77	6.77	10.23	41.3	10.8	7.1	5.0
600988.SH赤峰黄金	买入		18.64	310.15	0.35	0.43	0.68	53.3	43.3	27.4	5.5
600497.SH驰宏锌锗	买入		5.55	282.57	0.11	0.39	0.46	50.5	14.2	12.1	1.6
601168.SH西部矿业	买入		11.80	281.19	1.23	1.38	1.46	9.6	8.6	8.1	1.6
002497.SZ雅化集团	买入		23.96	276.15	0.82	4.21	4.26	29.2	5.7	5.6	2.6
600392.SH盛和资源	买入		15.13	265.20	0.61	1.41	1.52	24.8	10.7	10.0	2.6
000878.SZ云南铜业	增持		13.07	261.87	0.38	0.69	0.76	34.4	18.9	17.2	1.8
600516.SH方大炭素	买入		6.72	255.76	0.29	0.45	0.51	23.2	14.9	13.2	1.5
600282.SH南钢股份	增持		4.03	248.45	0.67	0.56	0.62	6.0	7.2	6.5	0.7
300748.SZ金力永磁	买入		29.55	237.77	0.65	1.07	1.33	45.5	27.6	22.2	3.6
600456.SH宝钛股份	买入		42.61	203.58	1.18	1.71	2.13	36.1	24.9	20.0	3.2
603876.SH鼎胜新材	买入		41.00	201.09	0.94	2.99	3.98	43.6	13.7	10.3	3.4
600711.SH盛屯矿业	买入		6.27	196.95	0.38	0.68	1.09	16.5	9.2	5.8	1.2
603979.SH金诚信	买入		32.40	194.98	0.8	1.18	1.75	40.5	27.5	18.5	2.7
601677.SH明泰铝业	买入		17.81	172.72	2.71	1.74	2.07	6.6	10.2	8.6	1.5
000778.SZ新兴钢管	买入		4.23	168.78	0.5	0.45	0.5	8.5	9.4	8.5	0.6
600507.SH方大特钢	增持		6.47	150.87	1.27	1.16	1.2	5.1	5.6	5.4	1.8
600782.SH新钢股份	增持		4.69	149.55	1.39	1.29	1.31	3.4	3.6	3.6	0.5
002110.SZ三钢闽光	增持		5.34	130.91	1.64	0.77	0.8	3.3	6.9	6.7	0.5
603612.SH索通发展	买入		25.61	117.96	1.4	3.24	3.62	18.3	7.9	7.1	2.2
601609.SH金田股份	增持		7.07	104.63	0.51	0.41	0.72	13.9	17.2	9.8	1.4
300057.SZ万顺新材	买入		8.99	81.80	-0.07	0.36	0.51	-128.4	25.0	17.6	1.5
002540.SZ亚太科技	买入		6.53	81.64	0.37	0.54	0.48	17.6	12.1	13.6	1.2
003038.SZ鑫铂股份	买入		43.99	64.94	1.14	1.35	2.61	38.6	32.6	16.9	3.6
002996.SZ顺博合金	买入		14.20	62.34	0.78	0.83	1.33	18.2	17.1	10.7	2.4
300828.SZ锐新科技	买入		15.46	25.65	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

# 风险提示



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

# 免责声明



## 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。本报告仅供我公司客户使用，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、自营部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