

经济温和复苏，静待上行周期

2024 年度策略报告

2023 年 12 月 22 日

评级 同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
有色金属	-4.62	-7.61	-13.66
沪深 300	-6.81	-9.13	-12.88

周策

分析师

执业证书编号:S0530519020001
zhouce67@hncasing.com

相关报告

- 1 有色金属 11 月月度报告：有色板块持续走弱，黄金价格小幅回升 2023-11-29
- 2 有色金属 10 月月度报告：地缘冲突支撑黄金，有色板块弱势运行 2023-10-27
- 3 有色金属 9 月月度报告：美元走强有色承压，不改黄金长期配置价值 2023-09-26

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
紫金矿业	0.76	15.95	0.83	14.67	1.05	11.52	增持
银泰黄金	0.40	37.02	0.57	26.40	0.66	22.84	买入
中金黄金	0.44	22.30	0.61	15.90	0.68	14.36	买入
湖南黄金	0.36	29.66	0.56	19.24	0.66	16.46	增持
锡业股份	0.82	16.83	0.90	15.32	1.27	10.88	买入
中矿资源	4.53	7.93	3.65	9.84	4.68	7.66	买入

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- **有色板块情况：**申万有色板块 135 家上市公司 2023 年前三季度实现总营业收入 25034.53 亿元，同比增长 5.4%，比 2022 年全年 17.46% 的同比增幅有所下降。2022 年前三季度实现归母净利润 1056.47 亿元，同比减少 28.76%，和 2022 年全年 78.22% 的同比增幅相比大幅下降。有色金属板块指数落后上证指数 10.71 个百分点，落后沪深 300 指数 2.12 个百分点。在申万 31 个一级子行业中位列第 23 位，排名靠后。
- **美联储加息周期或已结束，黄金价格进入新一轮上升周期。**目前全球经济增长下滑迹象明显，欧美主要发达经济体衰退迹象显现。美联储本轮加息周期或已结束，美国利率可能维持较高水平一段时间后迎来转向，美债利率开始回落，在长期通胀预期较为平稳的情况下美债实际收益率已进入下行通道，叠加全球主要发达国家经济体通胀处于较高水平，黄金价格或将迎来新一轮上升周期。
- **铜基本面向好，价格或有支撑。**当前全球主要发达国家经济面临较大压力，预计海外铜消费增长将放缓，但 2022 年以来，我国铜消费在宏观经济缓慢复苏的带动下持续修复，带动全球铜消费总量不断增长。未来我国在传统需求逐渐恢复，以及风电、光伏等新能源产业不断发展的带动下，铜消费将持续增长，为全球铜需求提供有力支撑。在需求逐渐增长，供给端增速放缓的环境下，铜价中长期或有支撑。
- **光伏和汽车智能化为锡带来新的增长空间。**全球锡资源储量集中度高且呈逐步下降趋势，近年来由于现存矿山品味下降、开采难度增加等因素影响，锡矿产量增长困难。锡传统需求领域有望复苏，新兴应用领域需求快速增长，光伏焊带、汽车智能化为锡的应用带来快速增长空间。
- **新能源汽车相关小金属需求持续旺盛。**2022 年，中国新能源汽车销量 688.7 万辆，同比增长 95.60%，2023 年 1-11 月，新能源汽车销量 830.4 万辆，同比增长 36.87%。与之相对应是，2022 年全年动力电池装车量

294.65GWh，同比增长 90.72%，2023 年 1-11 月，动力电池装车量 339.70GWh，同比增长 31.41%，对锂电池材料的需求持续旺盛。

- **投资建议：**黄金领域建议关注紫金矿业、银泰黄金、中金黄金、湖南黄金。锡下游消费电子有望引领需求复苏，建议关注锡业股份，新能源小金属方面建议关注锂矿自给率高的中矿资源。
- **风险提示：**美联储超预期加息，大宗商品价格大幅波动，下游需求不及预期，新能源汽车销量不及预期，行业竞争加剧。

内容目录

1 2023 年前三季度回顾	5
1.1 申万有色板块业绩保持增长	5
1.2 有色金属行业指数表现	6
1.3 有色金属价格及库存情况	7
2 美联储加息周期或已结束，黄金价格进入新一轮上升周期	9
2.1 全球经济放缓时，金价表现较好	10
2.2 美联储本轮加息周期或已结束	12
3 铜基本面向好，价格或有支撑	14
4 光伏和汽车智能化为锡带来新的增长空间	17
4.1 锡矿产量增长困难	17
4.2 传统需求领域有望复苏，新兴应用领域需求快速增长	20
4.2.1 以消费电子板块为代表的传统需求领域有望复苏	20
4.2.2 锡化工领域消费有望趋稳	23
4.2.3 光伏焊带、汽车智能化为锡的应用带来快速增长空间	24
5 新能源汽车相关小金属	25
6 投资策略	27
7 风险提示	27

图表目录

图 1：申万有色板块营收及同比	5
图 2：申万有色板块归母净利润及同比	5
图 3：申万有色板块毛利率、净利率（右轴）	5
图 4：申万有色板块资产负债率	5
图 5：申万有色板块现金流情况	5
图 6：申万有色板块存货情况	5
图 7：2023 年以来有色金属板块表现	6
图 8：2023 年以来申万 31 个行业表现	6
图 9：2023 年以来有色板块涨幅前十位公司	7
图 10：2023 年以来有色板块涨幅后十位公司	7
图 11：2019 年以来基本金属价格变化	8
图 12：2023 年以来基本金属价格变化	9
图 13：有色金属行业存货变化	9
图 14：黄金期货结算价格	10
图 15：部分发达国家制造业 PMI	10
图 16：部分发达国家服务业 PMI	11
图 17：黄金价格与经济周期	11
图 18：黄金价格与美债实际收益率	12
图 19：美国 CPI 和核心 CPI	13
图 20：美国 CPI 能源分项	13
图 21：美国 CPI 房屋分项	13
图 22：美国 CPI 食品和饮料分项	13
图 23：美国 CPI 运输分项	13

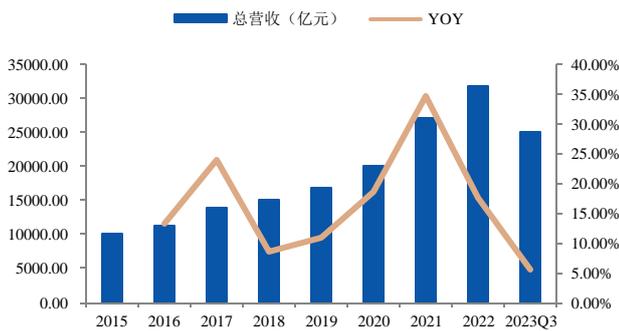
图 24: 铜价格变化	14
图 25: 全球铜精矿产量及精铜供需平衡	15
图 26: 中国铜精矿产量情况	15
图 27: 中国铜矿进口量情况	15
图 28: 中国废铜进口情况	16
图 29: 中国电解铜产量变化	16
图 30: 进口铜矿 TC	16
图 31: 中国电解铜开工率 (%)	16
图 32: 我国光伏新增装机	16
图 33: 中国电解铜表观消费量 (万吨)	17
图 34: 2022 年全球锡资源储量分布	17
图 35: 全球锡资源储量变化情况	17
图 36: 全球锡矿产量变化	18
图 37: 2022 年全球锡矿产量分布	18
图 38: 印尼锡矿产量	18
图 39: 印尼锡矿产量占全球比重	18
图 40: 缅甸锡矿产量	19
图 41: 缅甸锡矿产量占全球比重	19
图 42: 中国锡矿产量	20
图 43: 中国锡矿产量占全球比重	20
图 44: 申万消费电子板块营业收入情况 (亿元)	21
图 45: 申万消费电子板块归母净利润情况 (亿元)	21
图 46: 中国智能手机产量情况	21
图 47: 全球智能手机出货量情况	22
图 48: 中国平板电脑出货量情况	22
图 49: 全球平板电脑出货量情况	23
图 50: 全球 PC 出货量情况	23
图 51: 国内房地产竣工面积	24
图 52: 新能源汽车销量	25
图 53: 动力电池装车量	25
图 54: 新能源汽车销量月度数据 (万辆)	25
图 55: 动力电池月度装机量 (GWh)	25
图 56: 磷酸铁锂价格走势	26
图 57: 电池级碳酸锂 99.5% 价格走势	26
图 58: 氢氧化锂 56.5% 价格走势	26
图 59: 三元材料价格走势 (万元/吨)	26
图 60: 硫酸镍价格走势	26
图 61: 硫酸钴价格走势	26
表 1: LME 基本金属价格情况	7
表 2: SHFE 基本金属价格情况	8
表 3: 贵金属和部分小金属价格情况	8
表 4: 光伏焊带锡需求量	24

1 2023 年前三季度回顾

1.1 申万有色板块业绩保持增长

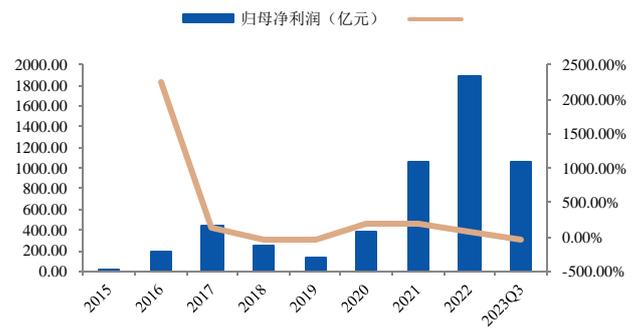
申万有色板块 135 家上市公司 2023 年前三季度实现总营业收入 25034.53 亿元, 同比增长 5.4%, 比 2022 年全年 17.46% 的同比增幅有所下降。2023 年前三季度实现归母净利润 1056.47 亿元, 同比减少 28.76%, 比 2022 年全年 78.22% 的同比增幅大幅下降。

图 1: 申万有色板块营收及同比



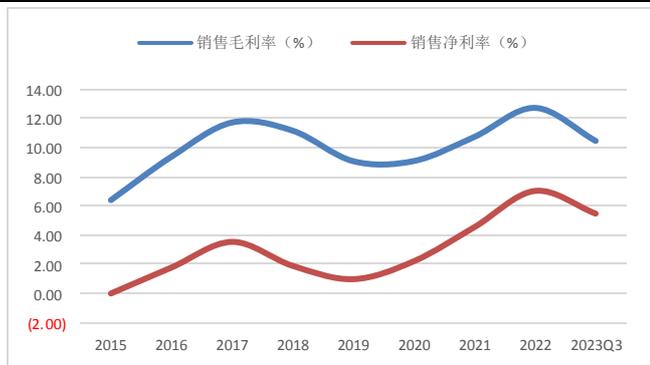
资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

图 2: 申万有色板块归母净利润及同比



资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

图 3: 申万有色板块毛利率、净利率 (右轴)



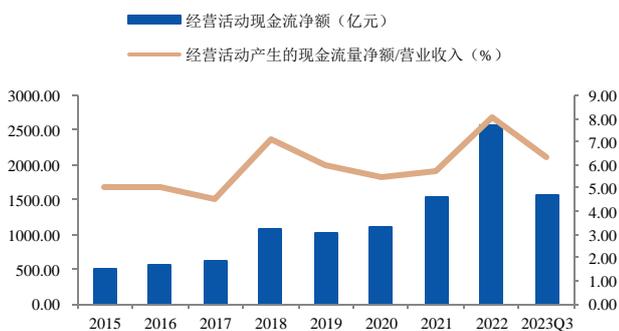
资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

图 4: 申万有色板块资产负债率



资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

图 5: 申万有色板块现金流情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

图 6: 申万有色板块存货情况

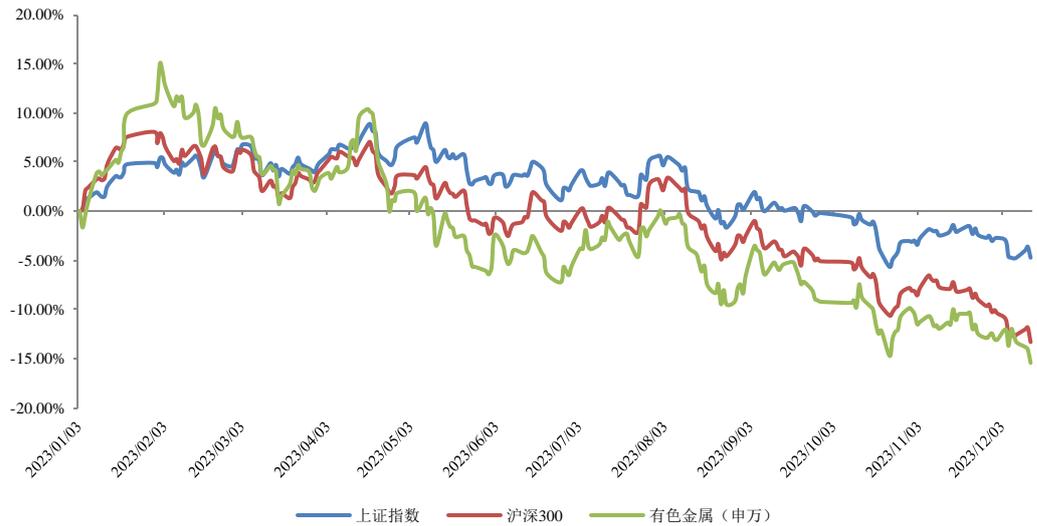


资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

1.2 有色金属行业指数表现

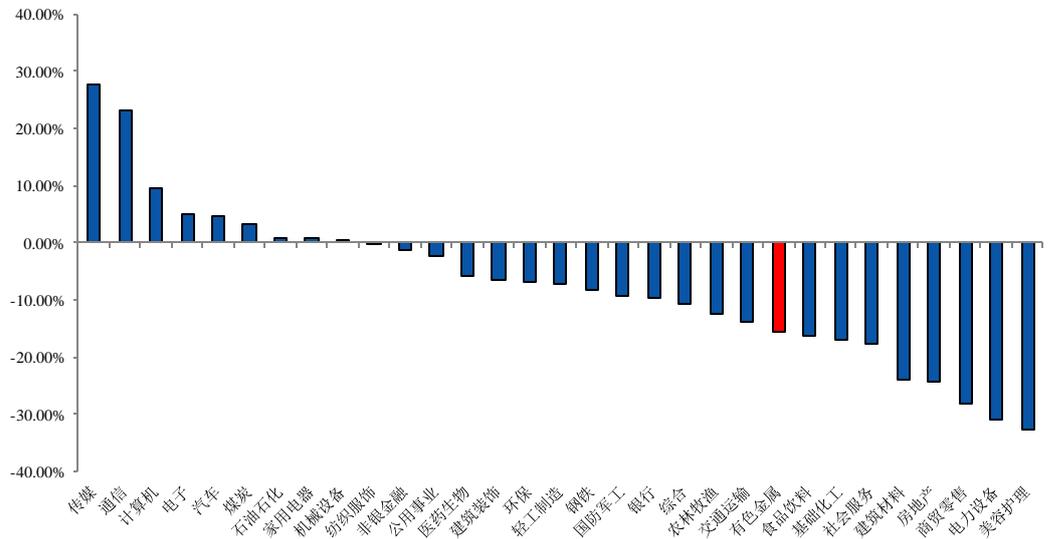
2023年1月3日至12月13日，上证指数下跌4.74%，沪深300指数下跌13.33%，申万有色金属指数下跌15.45%，有色金属板块指数落后上证指数10.71个百分点，落后沪深300指数2.12个百分点。在申万31个一级子行业中位列第23位，排名靠后。

图 7：2023 年以来有色金属板块表现



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 8：2023 年以来申万 31 个行业表现

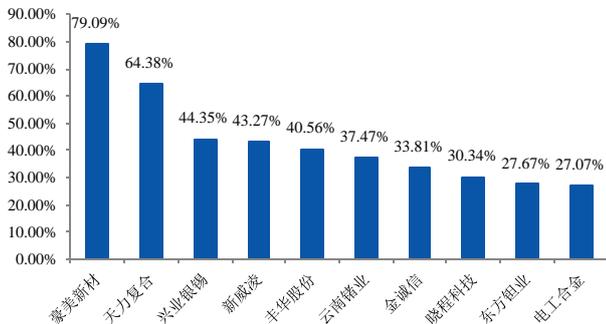


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

有色金属板块 139 只个股中，除今年上市的 4 只新股外，剩余的 135 只个股 47 只个股上涨，87 只个股下跌，1 只个股股价没有变化，上涨幅度排名前五的个股为：豪美新材（79.09%）、天力复合（64.38%）、兴业银锡（44.35%）、新威凌（43.27%）、丰华股份

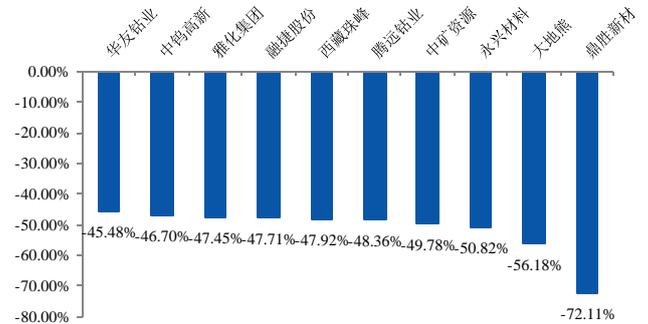
(40.56%)，涨幅排名后五位的个股为：鼎盛新材 (-72.11%)、大地熊 (-56.18%)、永兴材料 (-50.82%)、中矿资源 (-49.78%)、腾远钴业 (-48.36%)。

图 9：2023 年以来有色板块涨幅前十位公司



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 10：2023 年以来有色板块涨幅后十位公司



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

1.3 有色金属价格及库存情况

2020 年 3 月底至 2022 年 3 月初，基本金属价格经历了一次时间较长、幅度较大的上涨过程，基本金属价格于 2022 年 3 月初达到顶峰后快速下降。2023 年 1 月以来，锡价格冲高后回落，于 2023 年 1 月涨幅达到最高点，涨幅达 139.07%，后市价格逐渐下降。镍价格呈持续下跌态势，铜、铝、锌、铅价格在低位震荡，截至 2023 年 12 月 13 日，LME 铜价略有上升，涨幅为 0.23%，LME 铝、锌、镍、铅、锡价格下跌，价格变动幅度分别为 -7.18%、-18.41%、-47.66%、-10.72%、-2.27%。

表 1：LME 基本金属价格情况

LME	单位	2023 年 12 月 13 日价格	2023 年以来涨幅	2022 年以来涨幅	2021 年以来涨幅	2020 年以来涨幅	2019 年以来涨幅
铜	美元/吨	8339	0.23%	-14.86%	6.15%	34.35%	42.00%
铝	美元/吨	2145	-7.18%	-24.27%	5.67%	19.13%	19.53%
锌	美元/吨	2439	-18.41%	-31.80%	-12.83%	5.79%	1.86%
镍	美元/吨	16400	-47.66%	-22.05%	-5.61%	15.17%	51.50%
铅	美元/吨	2041	-10.72%	-11.21%	-1.19%	6.55%	4.19%
锡	美元/吨	24800	-2.27%	-36.73%	18.26%	44.23%	27.24%

资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

表 2：SHFE 基本金属价格情况

SHFE	单位	2023 年 12 月 13 日价格	2023 年以来涨幅	2022 年以来涨幅	2021 年以来涨幅	2020 年以来涨幅	2019 年以来涨幅
铜	元/吨	67810	3.07%	-2.75%	16.59%	37.74%	42.22%
铝	元/吨	18325	0.30%	-9.33%	18.76%	30.06%	36.80%
锌	元/吨	20655	-11.94%	-14.12%	-1.20%	15.52%	1.05%
镍	元/吨	130400	-43.01%	-14.53%	1.71%	17.15%	51.14%
铅	元/吨	15545	-2.08%	1.04%	3.32%	4.26%	-13.64%
锡	元/吨	206630	-1.16%	-28.74%	33.87%	52.83%	43.62%

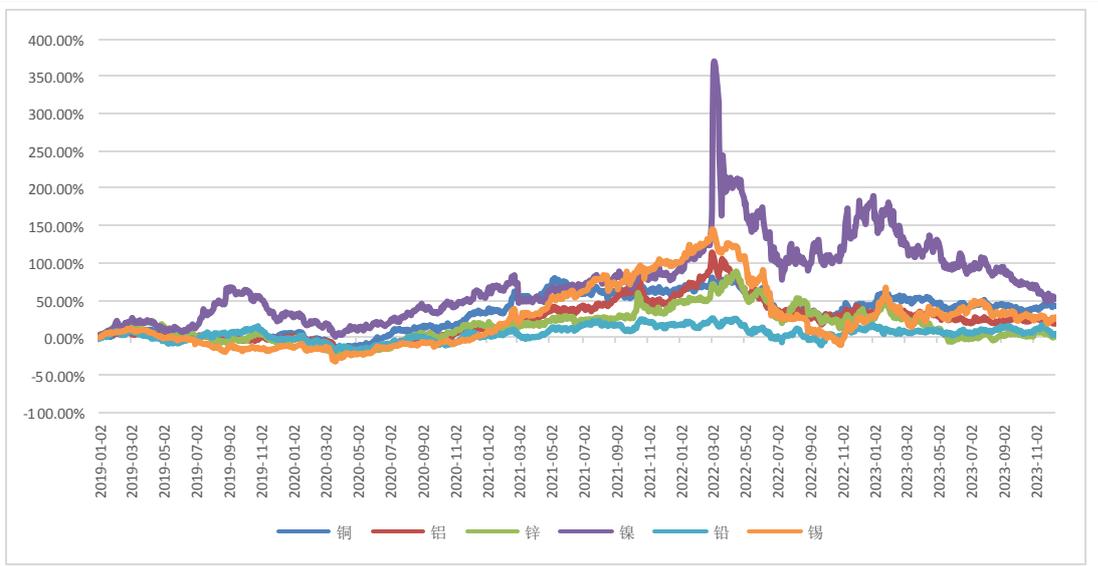
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

表 3：贵金属和部分小金属价格情况

	单位	2023 年 12 月 13 日价格	2023 年以来涨幅	2022 年以来涨幅	2021 年以来涨幅	2020 年以来涨幅	2019 年以来涨幅
COMEX 黄金	美元/盎司	1982.3	7.75%	10.16%	1.93%	30.03%	54.75%
SHFE 黄金	元/克	469.02	14.06%	25.17%	17.24%	35.46%	62.68%
COMEX 白银	美元/盎司	24.12	-0.25%	5.24%	-11.94%	33.41%	54.81%
电池级碳酸锂:99.5%	万元/吨	12.2	-76.08%	-56.04%	136.89%	136.89%	53.46%
硫酸镍	万元/吨	2.7	-30.32%	-26.03%	-8.47%	8.00%	8.00%
硫酸钴	万元/吨	3.15	-35.71%	-70.28%	-46.15%	-29.21%	-51.91%

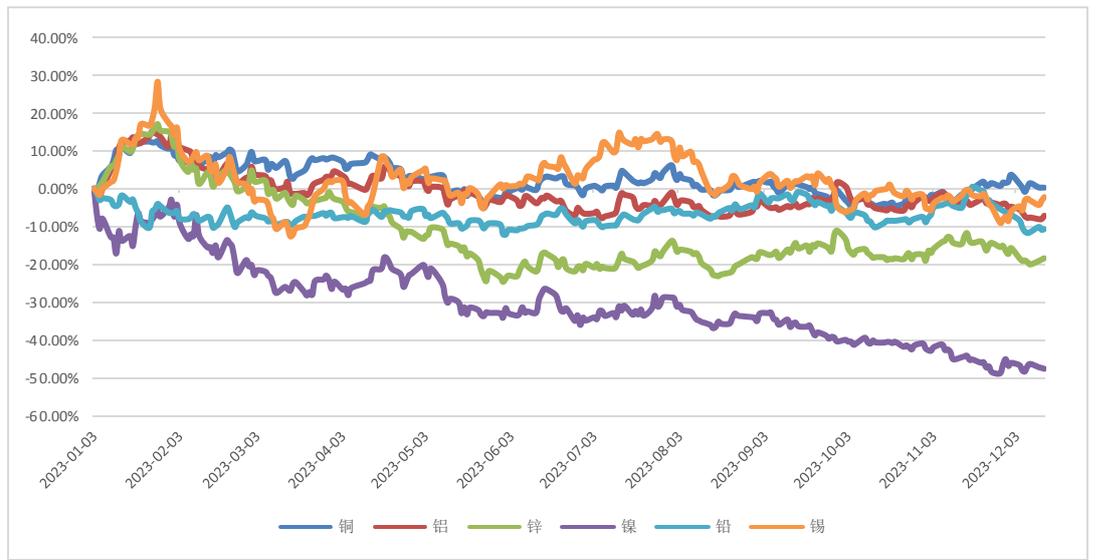
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 11：2019 年以来基本金属价格变化



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 12：2023 年以来基本金属价格变化



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 13：有色金属行业存货变化

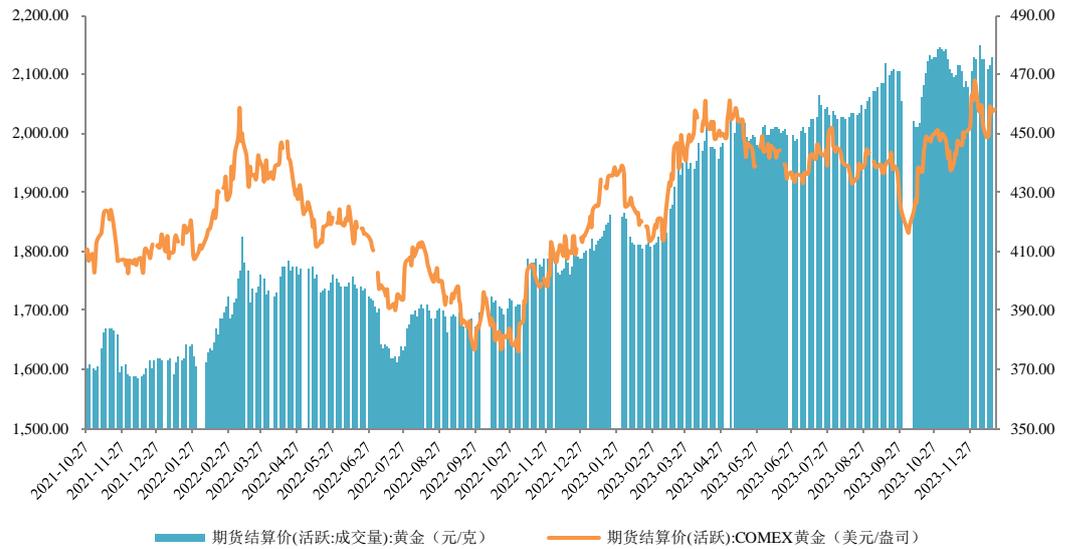


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

2 美联储加息周期或已结束，黄金价格进入新一轮上升周期

从宏观经济发展的背景来看，目前全球经济增速下滑迹象明显，欧美主要发达经济体衰退迹象显现。美联储本轮加息周期或已结束，美国利率可能维持较高水平一段时间后迎来转向，美债利率开始回落，在长期通胀预期较为平稳的情况下美债实际收益率已进入下行通道，叠加全球主要发达国家经济体通胀处于较高水平，黄金价格或将迎来新一轮上升周期。

图 14：黄金期货结算价格

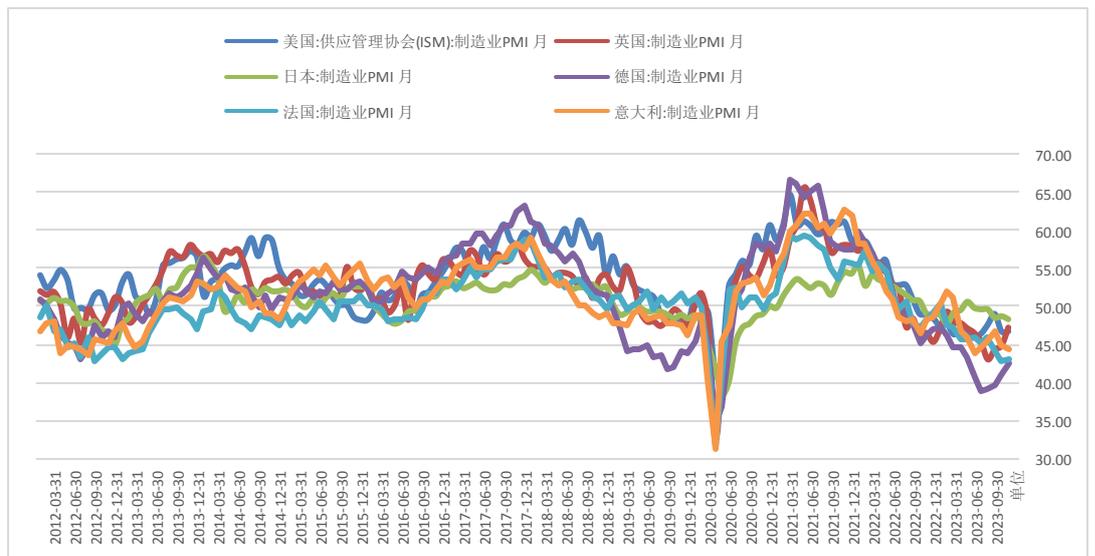


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

2.1 全球经济放缓时，金价表现较好

2023 年三季度以来，全球主要经济体经济快速降温，显现衰退迹象，2023 年 11 月，美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.7%，低于预期的 47.6%，经济降温快速。此外，英国、日本及欧元区代表国家德国、法国、意大利制造业 PMI 均在荣枯线下方。服务业方面，美国、英国、日本服务业 PMI 2023 年 11 月分别录得 52.7%、50.9%、50.8%，在荣枯线上方震荡，欧元区主要国家德国、法国、意大利服务业 PMI 则在荣枯线下方，且普遍呈现出季节性回落特征。总体而言，全球经济增速放缓趋势不改，短期内难以看到趋势性改变。

图 15：部分发达国家制造业 PMI



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

2.2 美联储本轮加息周期或已结束

黄金和美债都具有保值避险功能，美债收益率可以看作持有黄金的机会成本，当美债实际收益率上升时，黄金的持有成本随之升高，导致资金从黄金向美债流动，引起金价下跌；反之，美债实际收益率的下降会带来金价上涨。

10年期美债实际收益率即 TIPS 收益率 (Treasury Inflation-Protected Securities)，是10年期美债名义收益率与通胀预期的差值。从长期来看，美联储长期把通胀目标控制在2%左右，美联储调整的联邦基金利率(Federal Fund Rate)会直接影响美债的名义收益率，进而影响美债实际收益率。

图 18：黄金价格与美债实际收益率



资料来源：wind，财信证券

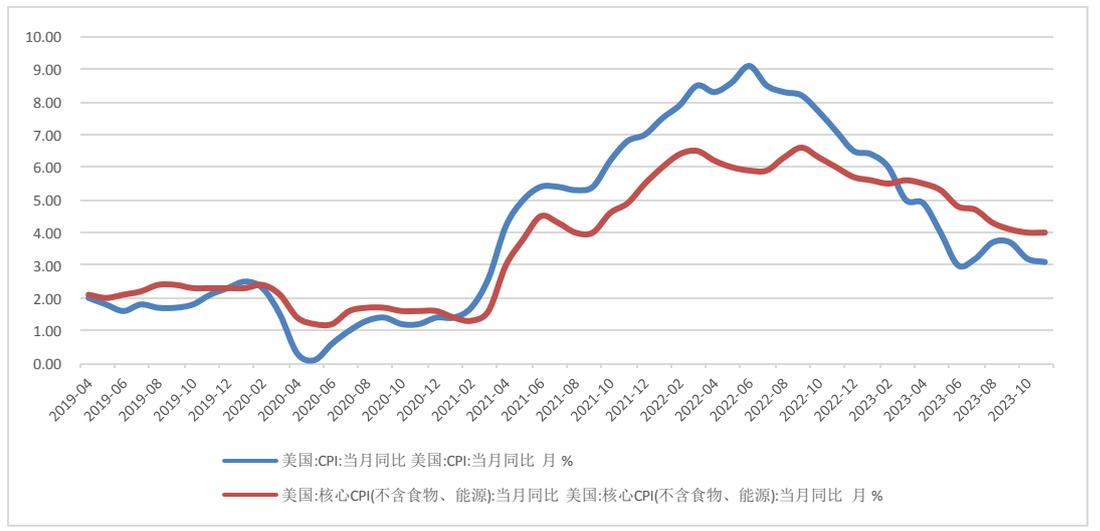
美联储的利率政策与美国通胀水平密切相关。2023年2月，美国调整了CPI分项权重，根据最新版本，二手车权重下降，这一类别带来的下行影响或更小。另外，住房权重有所上调，其现在占CPI的44.384%，高于此前的43.008%；交通的权重较此前的17.737%被下调至16.744%；食品权重从13.867%下调到13.531%。

2023年11月，美国CPI同比上涨3.1%，前值3.2%，预期3.1%；环比上涨0.1%，前值0%，预期0%。核心CPI同比上涨4%，前值4%，预期4%；环比上涨0.3%，前值0.2%，预期0.3%。

从CPI分项表现来看，2023年11月，能源分项录得-5.4%，负增长程度持续扩大，目前全球经济放缓，能源需求走弱，随着国际地缘政治冲突对原油价格的扰动逐渐淡化，未来价格主要受供需基本面影响；房屋分项录得5.2%，继续与上月持平，预计后续将持续改善；食品与饮料分项录得2.9%，不改回落态势，依据其领先指标联合国粮农组织食品价格指数来看，未来一段时间内大概率继续回落；运输分项录得0.9%，比上月数据略

有回升但处于回落区间。美联储进一步加息的必要性减弱，2023年12月，美联储FOMC（联邦公开市场委员会）议息会议连续三次暂停加息，基本上意味着本轮加息周期结束。

图 19：美国 CPI 和核心 CPI



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 20：美国 CPI 能源分项



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 21：美国 CPI 房屋分项



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 22：美国 CPI 食品和饮料分项



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 23：美国 CPI 运输分项



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

3 铜基本面向好，价格或有支撑

当前全球主要发达经济体通胀维持较高水平，预计美国和高利率将维持较长时间，传统发达国家经济面临较大压力，海外铜消费增长将放缓，但 2022 年以来，我国铜消费在宏观经济缓慢复苏的带动下持续修复，带动全球铜消费总量不断增长。未来我国在传统需求逐渐恢复，以及风电、光伏等新能源产业不断发展的带动下，铜消费将持续增长，为全球铜需求提供有力支撑。在需求逐渐增长，供给端增速放缓的环境下，铜价中长期或有支撑。

2022 年一季度，国际铜价创下历史高位，一季度上涨 5.84%，均价 9980.48 美元/吨，二季度后在美联储持续加息的因素影响下，国际铜价大幅回调，LME 铜三个月期货收盘价下跌 19.79%，均价 9502.33 美元/吨，三季度铜价继续下跌 7.01%，均价 7724.36 美元/吨，四季度铜价冲高后回落，2022 年全年 LME 铜三个月期货收盘价均价 8786.09 美元/吨。2023 年以来，铜价中枢有所回升后震荡，截至 2023 年 12 月 19 日，LME 铜三个月期货收盘价均价 8523.04 美元/吨，比 2022 年均价下降 2.99%。

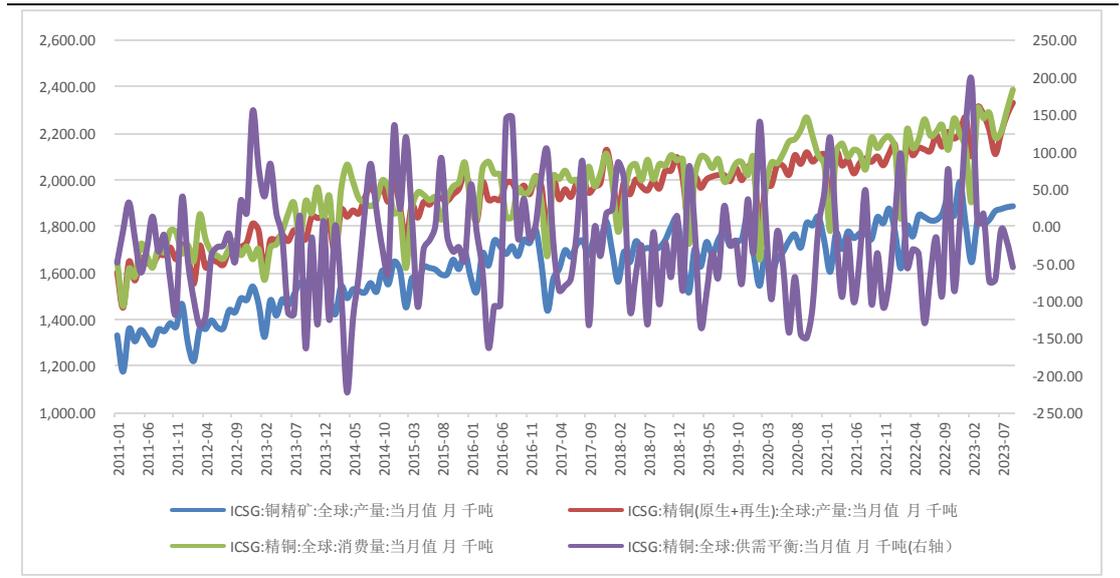
图 24：铜价格变化



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

全球铜供给和消费呈现逐步上升态势，根据 ICSG（国际铜研究组织）数据，2022 年全球铜精矿产量为 2188 万吨，同比增长 3.47%，全球精铜供给量 2565.3 万吨，同比增长 3.42%，全球精铜消费量 2596.7 万吨，2022 年全年供给缺口 31.4 万吨。2023 年前三季度，全球铜精矿产量 1640.7 万吨，比去年同期增长 1.64%，全球精铜产量 2008.3 万吨，比去年同期增长 24.41%，全球精铜消费量 1996.8 万吨，比去年同期增长 3.04%，2023 年前三季度合计供给过剩 11.5 万吨。

图 25：全球铜精矿产量及精铜供需平衡

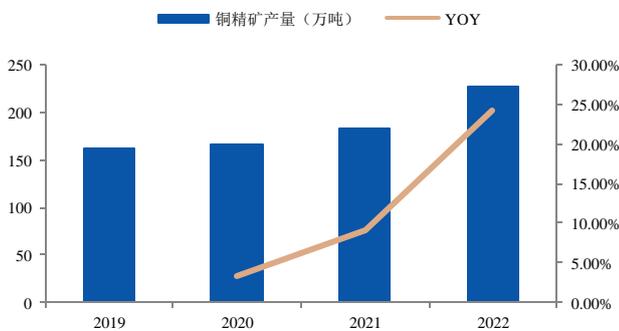


资料来源：同花顺iFinD，ICSG，财信证券

海外铜消费增长将放缓。后续来看，根据本文 2.1 所述，2023 年三季度以来，全球主要经济体经济快速降温，显现衰退迹象，2023 年 11 月，美国 ISM 制造业 PMI 持续低迷，经济降温快速。此外，英国、日本及欧元区代表国家德国、法国、意大利制造业 PMI 均在荣枯线下方，全球经济增速放缓趋势不改，海外铜消费增长将放缓。

中国铜消费为全球需求带来支撑。2022 年，中国铜精矿产量 226 万吨，同比增长 24.3%，中国铜精矿进口增长较快，2022 年，全国铜矿进口 2531.76 万吨，同比增长 8.07%，废铜进口 177.17 万吨，同比增长 4.57%，增速有所放缓。2022 我国电解铜表观消费量 1435.75 万吨，同比增长 6.79%，结束了 2021 年全年的下降势头，在宏观经济缓慢复苏的背景下，铜消费开始逐渐修复，2023 年以来，增长势头得以延续。未来我国在传统需求逐渐恢复，以及风电、光伏等新能源产业不断发展的带动下，铜消费将持续增长，为全球铜需求提供有力支撑。

图 26：中国铜精矿产量情况



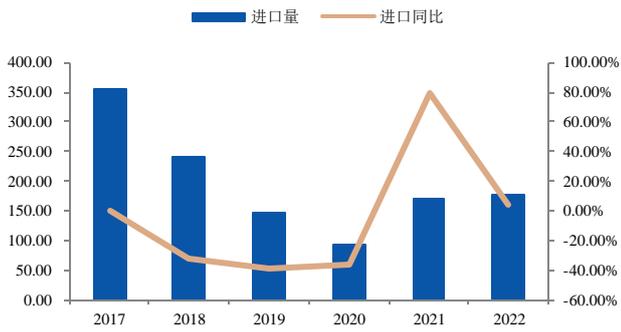
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

图 27：中国铜矿进口量情况



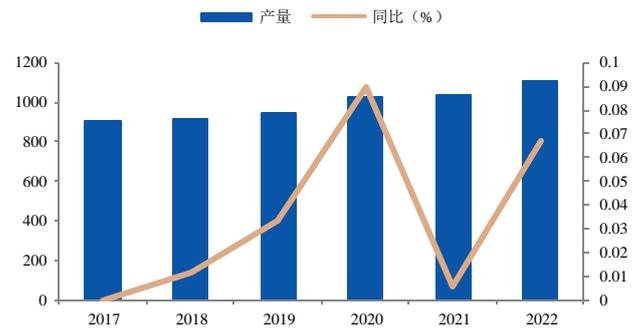
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

图 28：中国废铜进口情况



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

图 29：中国电解铜产量变化



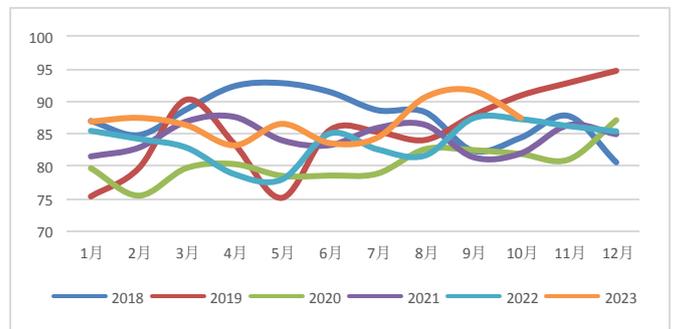
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

图 30：进口铜矿 TC



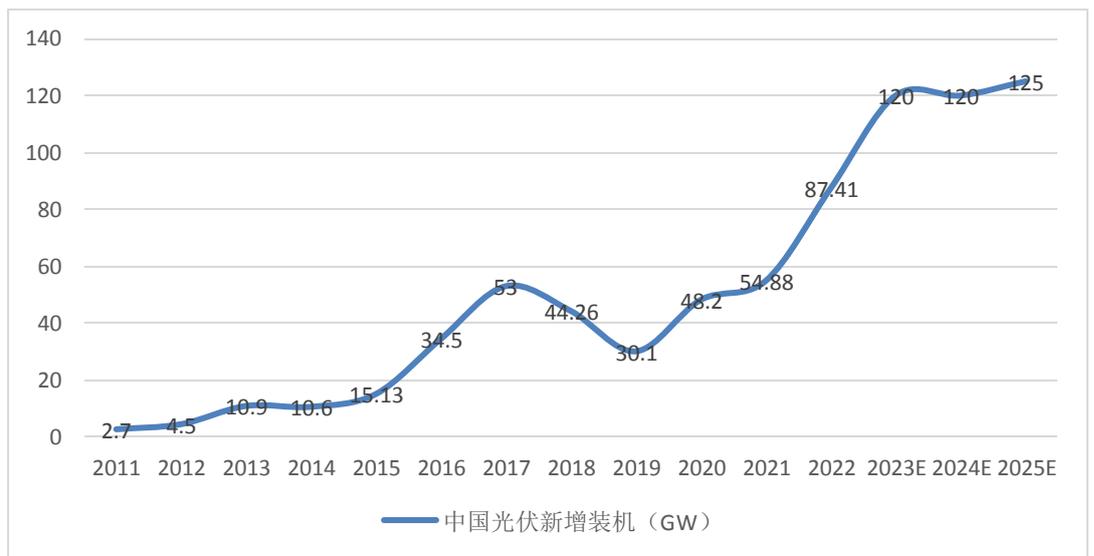
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

图 31：中国电解铜开工率 (%)



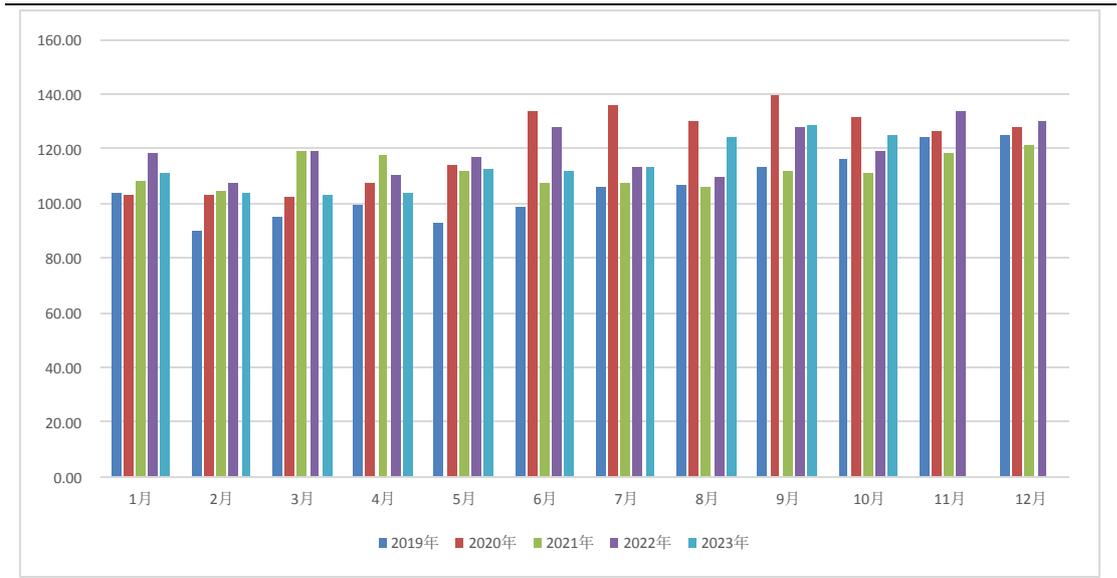
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

图 32：我国光伏新增装机



资料来源：CPIA，财信证券

图 33：中国电解铜表观消费量（万吨）

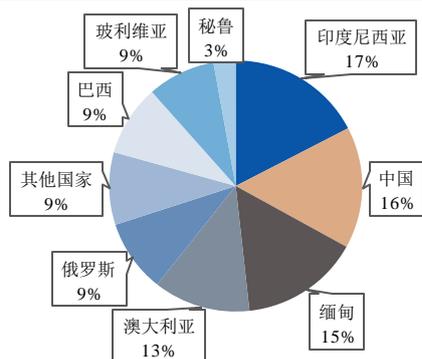


资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

4 光伏和汽车智能化为锡带来新的增长空间

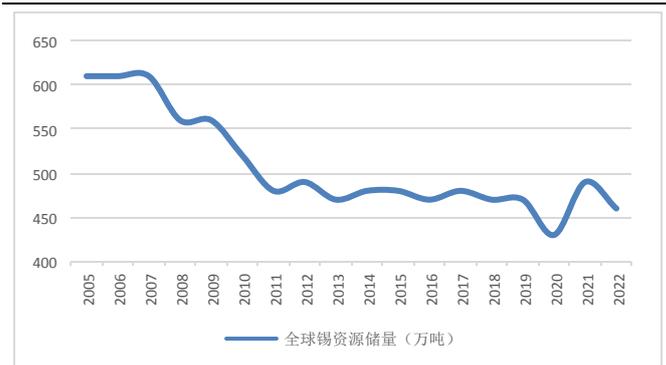
全球锡资源储量集中度高且呈逐步下降趋势，截至 2022 年末，全球锡资源储量约 460 万吨。其中印度尼西亚锡矿储量全球第一，锡矿储量达 80 万吨，占全球储量约 17.3%，其次中国储量 72 万吨，占比约 15.6%。随后有缅甸、澳大利亚、俄罗斯、巴西、玻利维亚和秘鲁锡矿资源储量分别为 70 万吨、57 万吨、43 万吨、42 万吨、40 万吨和 13 万吨，前八占全球锡资源储量 90% 以上，全球锡矿储量集中度较高。

图 34：2022 年全球锡资源储量分布



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 35：全球锡资源储量变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

4.1 锡矿产量增长困难

近年来，全球锡矿产量维持在 30 万金属吨左右，近年来由于现存矿山品味下降、开采难度增加等因素影响，锡矿产量增长困难。USGS 数据显示，2022 年，全球锡矿产量 31 万金属吨，产量主要集中在锡资源比较丰富的国家。其中产量最高的是中国，2022 年中国锡矿产量为 9.5 万金属吨，占全球锡矿总产量的 30.65%。其次是印尼、缅甸和秘鲁，

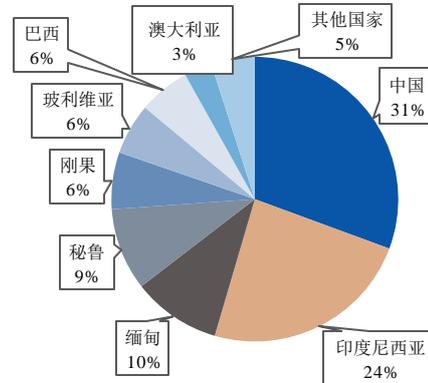
2022 年的锡矿产量分别为 7.4、3.1 和 2.9 万金属吨，占当年全球锡矿总产量的比例分别为 23.87%、10.00% 和 9.35%。产量排名前四的国家合计占全球锡矿总产量的比例为 73.87%。

图 36：全球锡矿产量变化



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 37：2022 年全球锡矿产量分布

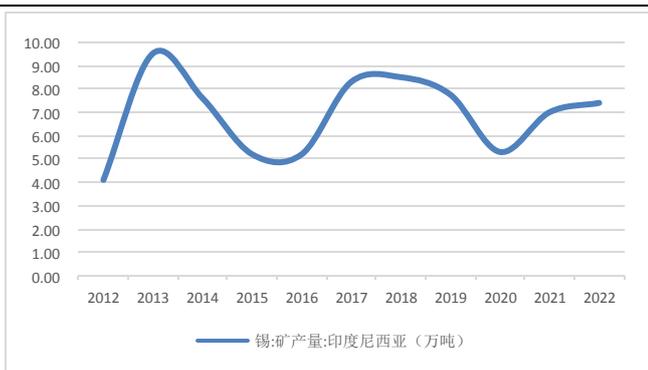


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

印尼：锡矿资源品味下降且限制出口

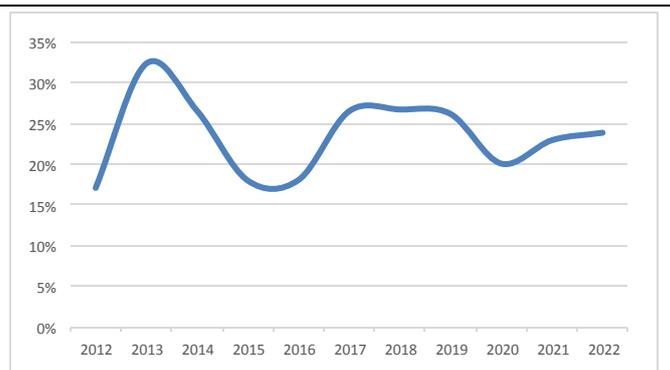
印尼是全球最主要的锡矿供应市场之一。根据美国地质调查局 (USGS) 统计并发布的数据显示，2022 年，印尼锡矿资源储量达到 80 万吨，占据着全球锡矿资源总储量的 17.3%，稳居第一。目前印尼本土的锡矿开采深度已达到地下 100-150 米，开采难度逐渐加大，再加上当地锡矿品位不断下降，开采成本逐步上升，这使得印尼锡矿产量增长困难。2013 年，印尼锡矿产量达到最高的 9.52 万吨，占全球锡矿总产量的 32%，之后开始呈现下滑趋势。

图 38：印尼锡矿产量



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 39：印尼锡矿产量占全球比重



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

印尼锡出口政策逐步收紧。2014 年，为提升其锡产业的附加及锡资源的定价话语权，印尼贸易部颁布贸易法规 44 号文，禁止粗锡出口，印尼锡矿产量缩减。2022 年 10 月，印尼能源和矿产资源部矿产与煤炭司司长里德万·贾马鲁丁 (Ridwan Djama luddin) 表示，印尼当局正准备数据以评估当前的行业状况，为可能禁止锡出口做准备。印尼总统佐科·维多多已将锡列入希望停止出口的金属清单，目标鼓励投资发展下游产业。印尼是锡的

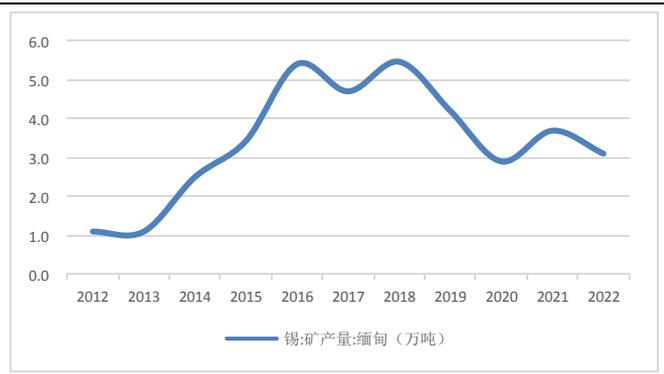
主要出口国，一直在出口纯度超过 90% 的锡锭。印尼仅消费其锡金属产量的 5%，将发展有能力进一步加工锡的下游产业。作为全球重要的锡矿供应国，印尼禁止锡出口将给全球锡市场带来重大影响。

缅甸：政策性停产扰动锡矿供应

缅甸是我国主要的锡矿进口国，据海关数据，2022 年中国从缅甸进口锡矿总量约为 18.73 万吨，约占国内锡矿进口总量的 76.82%，据 SMM 估算，2022 年从缅甸进口锡矿的金属量约占国内供应总量的 1/3。2012 年到 2015 年，缅甸锡矿以露天开采为主，矿石多为 5% 以上的富矿，缅甸锡矿产量呈上升趋势。2017 年起，缅甸矿石品味开始下降至 1.5%-2%，开采方式也转为地采，开采难度加大，缅甸锡矿产量开始进入下行区间。

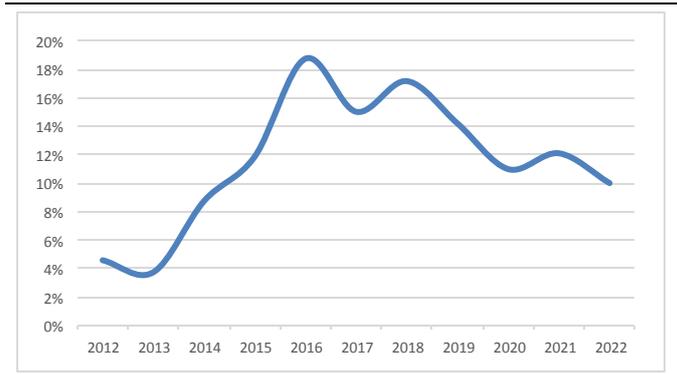
2023 年 4 月 15 日缅甸佤邦中央经济计划委员会文件显示，“为及时保护佤邦剩余锡矿资源，在不具备成熟的开采条件之前，暂停一切矿产资源的开采和挖掘，8 月 1 日后矿山停止一切勘探、开采、加工等作业”。佤邦所有矿山及选厂，不论规模大小，已于 2023 年 8 月 1 日全部停产。缅甸锡矿停产给全球锡市场尤其是我国锡矿供应带来较大扰动。

图 40：缅甸锡矿产量



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 41：缅甸锡矿产量占全球比重



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

中国锡资源丰富，储量相对集中

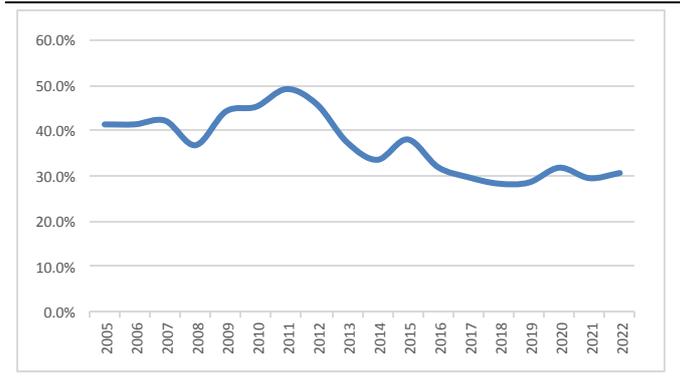
我国锡资源量相对较丰富，仅次于印度尼西亚，排名全球第二，锡资源储量约为 72 万吨，主要分布在云南、广西、湖南、内蒙古、广东和江西等省区。在锡矿山资源逐渐减少、环保措施趋严的背景下，我国锡矿产量逐年下降，2022 年，我国锡矿产量 9.5 万吨，占全球总产量的 30.6%。根据国际锡业协会的数据，2022 年全球 TOP10 锡生产企业中，中国有 4 家企业上榜，分别是云南锡业股份、云南乘风有色、江西新南山和广西华锡集团。

图 42：中国锡矿产量



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 43：中国锡矿产量占全球比重



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

4.2 传统需求领域有望复苏，新兴应用领域需求快速增长

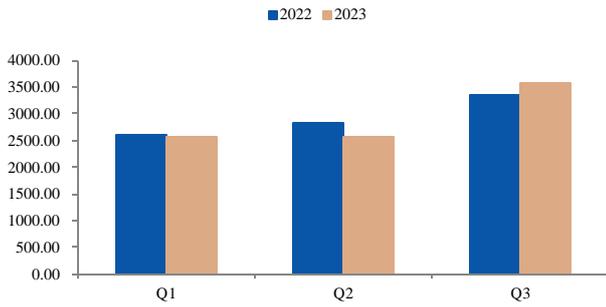
全球锡消费主要集中在 中国，占全球精锡消费的比重为 46%，其次是亚洲其他地区，占比为 24%，美洲占比为 15%，欧洲占比为 14%。从下游消费领域来看，全球精锡消费主要应用于锡焊料、锡化工、马口铁、铅酸电池、锡铜合金及其他领域。2022 年全球锡下游消费中，锡焊料占比 48%，锡化工占比 17%，马口铁占比 12%，铅酸电池占比 8%，锡铜合金占比 7%，其他领域占比 8%。中国锡消费结构与全球结构差别不大，排名前三的分别是焊料占比 64%，锡化工占比 13%，铅酸电池占比 8%。

4.2.1 以消费电子板块为代表的传统需求领域有望复苏

锡焊料是锡的主要消费领域，锡焊料是用于金属间连接的锡合金，通过加热融化以连接电子元器件使其形成稳定的机械和电气连接，主要起连接、导电、导热的作用，是家用电器、个人通讯、汽车电子、光伏等电子产品功能输入输出的桥梁和纽带，具有不可替代的作用。锡焊料按照形态分类可分为锡粉、锡丝、锡条、锡膏、锡球等，电子焊料在焊料中占比达 85%。

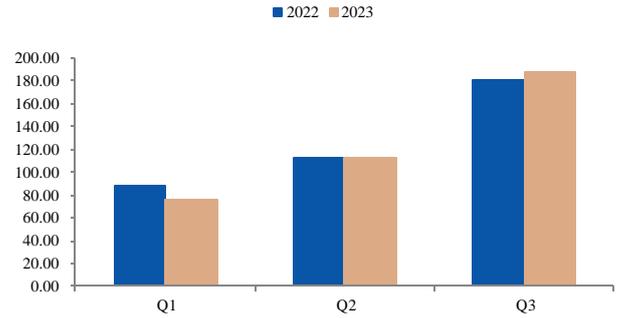
2023Q3，消费电子板块业绩环比改善，市场呈现回暖迹象。申万电子行业下二级行业消费电子板块 2023 年第三季度实现营业收入 3585.99 亿元，环比增长 39.03%；实现归母净利润 186.91 亿元，环比增长 66.03%，板块整体盈利能力有所提升。

图 44：申万消费电子板块营业收入情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 45：申万消费电子板块归母净利润情况（亿元）

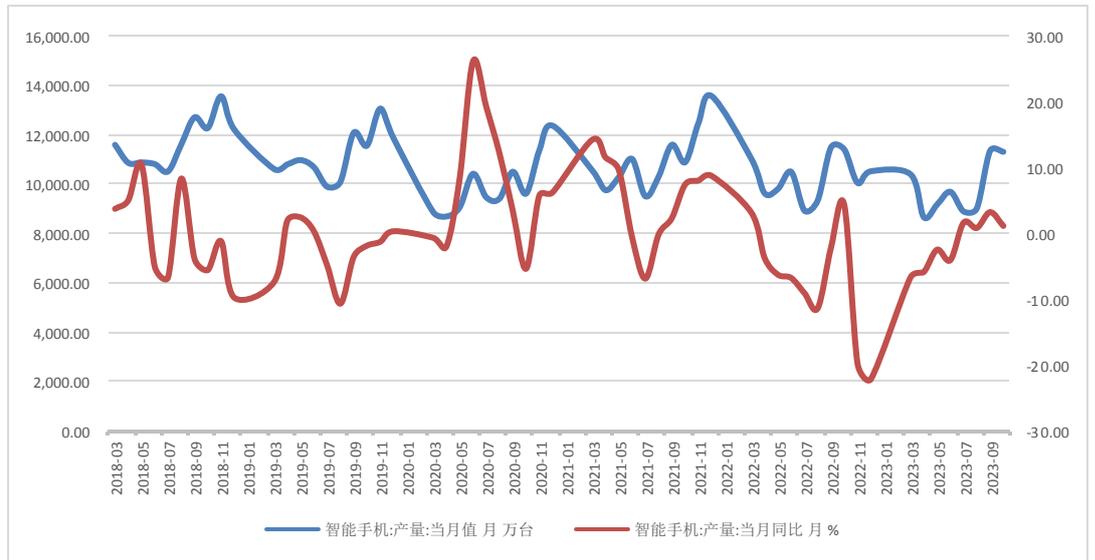


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

根据 IDC 报告显示，2023 年 10 月 23 日至 11 月 3 日期间，整体 PC 市场销量同比增加 1.4%，手机市场同比增长 10.2%，平板电脑销量同比增长 13.5%，显示器市场增长 5.3%，智能手表市场销量增长 23.6%，智能手环市场增长 15.2%。

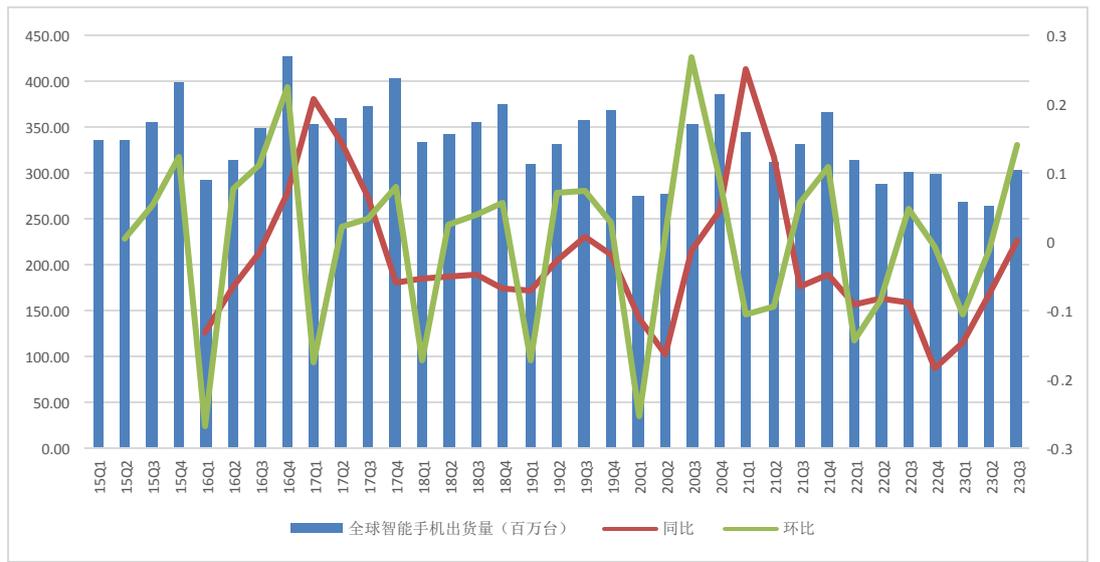
智能手机市场有望迎来拐点。2023 年 10 月以来，以华为高端机型 mate60 为代表的一系列新机型陆续发布，高端手机受到消费者的持续热捧，华为芯片的突破，带动了整条华为产业链的复苏，包括小米 14 在内的一众高端机型销售火热，一度出现缺货严重的情形，带动中国智能手机市场热度回暖，消费者需求出现明显好转，安卓系手机整体销售好转，持续拉动整条产业链改善。此外，随着存量机型的日益老化，人们被压制的换机需求逐渐释放，中国智能手机市场有望迎来拐点。

图 46：中国智能手机产量情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

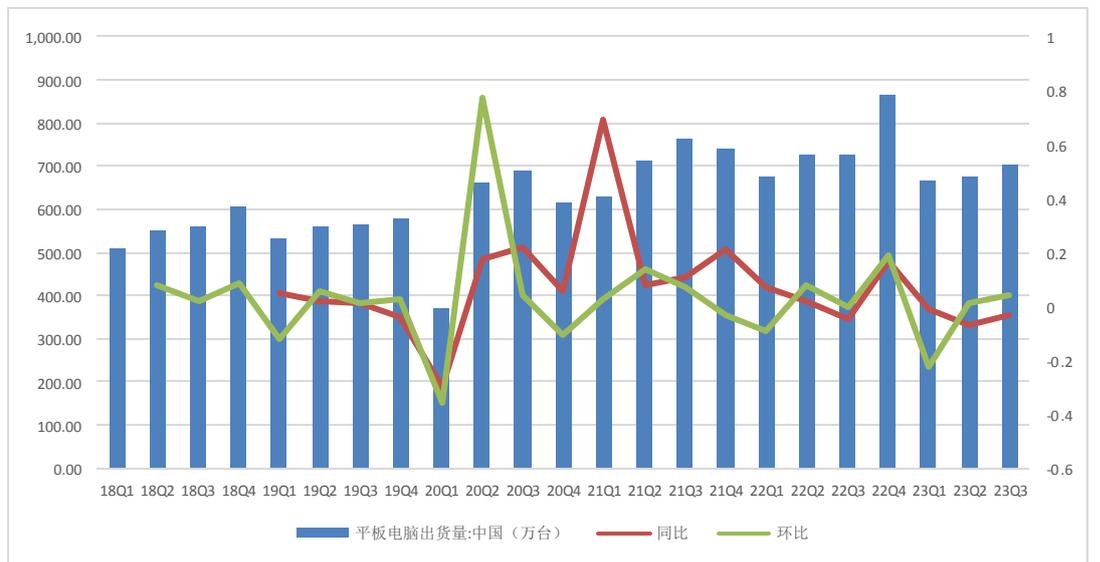
图 47：全球智能手机出货量情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

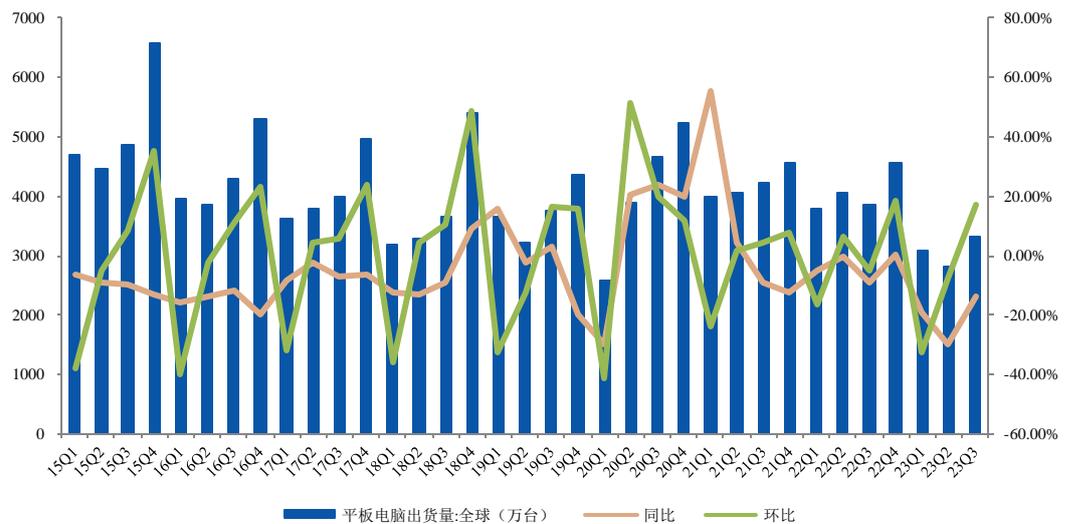
平板电脑出货量环比恢复正增长。2023Q3，中国平板电脑出货量同比减少 3.29%，环比增加 4.14%，环比增幅比二季度+2.94pct，全球平板电脑出货量同比减少 13.99%，环比增加 17.31%，环比恢复正增长。

图 48：中国平板电脑出货量情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

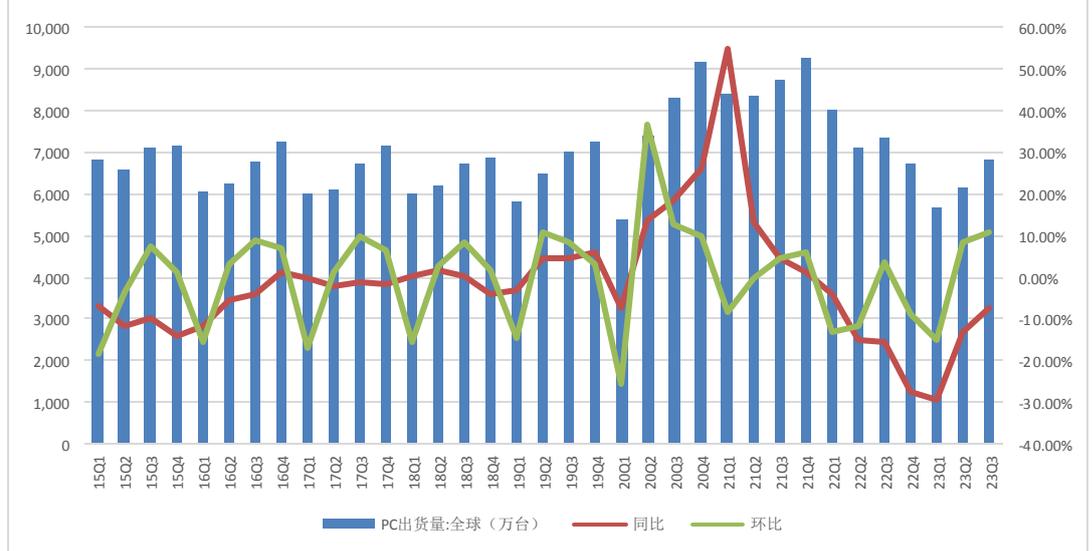
图 49：全球平板电脑出货量情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

2023 年全球 PC 出货量逐季度增长。2023Q3，全球 PC 出货量 6820 万台，同比下降 7.59%，环比增加 10.71%，2023 年以来，全球 PC 出货量呈现逐季增长态势，且环比涨幅逐渐扩大，四季度为传统销售旺季，PC 出货量有望保持环比增长。

图 50：全球 PC 出货量情况



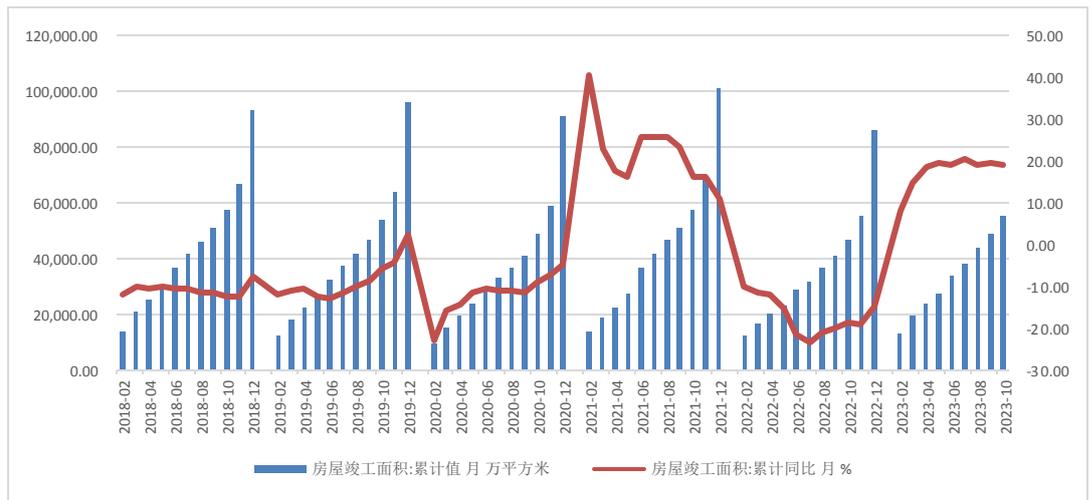
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

4.2.2 锡化工领域消费有望趋稳

锡化工是锡的第二大消费领域，可分为有机锡和无机锡两大类。根据行业统计数据，国内锡化工的下游应用非常广泛，但需求量相对集中，PVC 热稳定剂占七成左右，是锡化工的最主要消费去向。

PVC 是重要的建材，主要应用于房产、基建等行业，其需求量与地产竣工周期密切相关。2022 年以来，中国房地产行业显现下行态势，PVC 需求面临较大下行压力，随着国内针对房地产政策的不断加码，地产行业的困境得到逐步缓解，2023 年一季度末开始，房屋竣工面积逐渐回暖，尤其是 2023 年 11 月金融机构座谈会要求金融机构坚持“两个毫不动摇”，一视同仁地满足不同所有制房地产企业合理融资需求，支持民营地产企业发债融资以及合理股权融资，加大保交楼金融支持，积极服务“三大工程”建设等措施的出台，将推动房地产行业整体逐步向好，锡化工需求有望趋稳。

图 51：国内房地产竣工面积



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

4.2.3 光伏焊带、汽车智能化为锡的应用带来快速增长空间

根据 CPIA 报告，2023 年全球光伏装机预测 305-350GW，其中中国国内装机量为 120-140GW。每 GW 光伏组件所需焊带为 550 吨，在光伏焊带中，锡合金质量占比约为 17%，锡合金中锡金属量占比为 60%或 63%，由此可以推算 2023 年光伏焊带可拉动锡需求 2.06 万吨，2025 年可拉动锡需求 3.00 万吨。

表 4：光伏焊带锡需求量

	2023E	2024E	2025E
全球新增光伏装机量 (GW)	350	420	510
1GW 组件所需光伏焊带 (吨)	550	550	550
光伏焊带市场需求 (吨)	192500	231000	280500
锡合金质量占比	17%	17%	17%
锡金属质量占比	63%	63%	63%
光伏焊带锡需求量 (万吨)	2.06	2.47	3.00

资料来源：CPIA，宇邦新材公司公告，财信证券

新能源汽车智能化程度明显高于传统燃油车，对于电子元器件的使用量也高于传统燃油车，相应地，对锡金属的耗用也明显增加。随着新能源汽车渗透率的不断提升，对锡的需求将持续增加。根据行业经验，新能源汽车单车用锡量约为 0.7kg，我们预计

2023-2025 年全球新能源汽车产量分别为 1300 万辆、1600 万辆和 2100 万辆，可以推算 2023-2025 年新能源汽车可拉动锡需求 0.91 万吨、1.12 万吨和 1.47 万吨。

5 新能源汽车相关小金属

2021 年以来，我国新能源汽车销售呈现爆发式增长，根据中汽协的数据，2022 年，中国新能源汽车销量 688.7 万辆，同比增长 95.60%，2023 年 1-11 月，新能源汽车销量 830.4 万辆，同比增长 36.87%。与之相对应是，2022 年全年动力电池装车量 294.65GWh，同比增长 90.72%，2023 年 1-11 月，动力电池装车量 339.70GWh，同比增长 31.41%。对锂、钴、镍等电池材料的需求持续旺盛。

图 52：新能源汽车销量



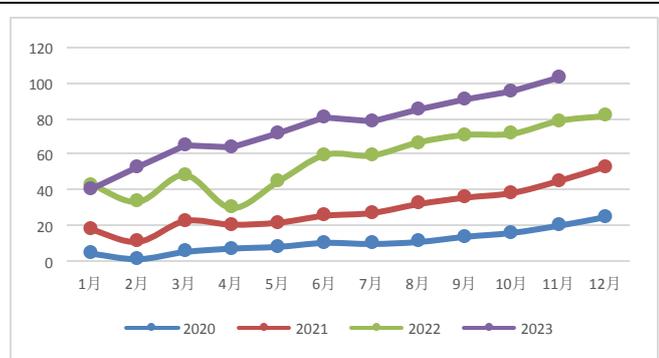
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 53：动力电池装车量



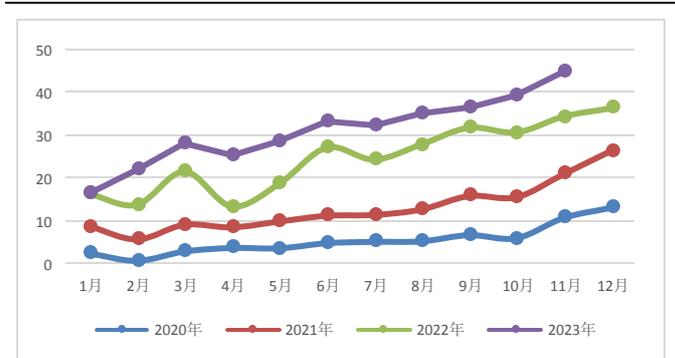
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 54：新能源汽车销量月度数据（万辆）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 55：动力电池月度装机量（GWh）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

随着电池材料产能不断释放，2023 年以来，磷酸铁锂、碳酸锂、氢氧化锂等锂盐价格在一季度冲高后大幅下跌，截至 2023 年 12 月 20 日，磷酸铁锂价格由 16.6 万元/吨下降至 4.9 万元/吨，降幅达 70.48%，电池级碳酸锂 99.5% 价格由 51.4 万元/吨下降至 11.8 万元/吨，降幅 77.04%，氢氧化锂 56.5% 价格由 53.1 万元/吨下降至 11 万元/吨，降幅 79.28%。三元材料下降，8 系、6 系、5 系三元材料价格分别由 40.00 万元/吨、36.45 万元/吨、33.75 万元/吨下降至 16.60 万元/吨、14.15 万元/吨、12.90 万元/吨，降幅分别为 58.50%、61.18%、61.68%。镍盐、钴盐价格均下跌，硫酸镍价格由 3.88 万元/吨下降至 2.63 万元/吨，降幅

32.22%。硫酸钴价格由 4.90 万元/吨下降至 3.05 万元/吨，降幅 37.76%。在新能源汽车上游原材料产能不断释放的背景下，预计在未来较长一段时间内，行业将延续激烈竞争态势，相关商品价格将持续承压。在行业竞争加剧的趋势下，新能源汽车原材料行业相关公司的毛利率不断降低，相对成本较低的公司竞争力将逐渐显现，预计产业链将在完成产能出清后逐步优化。

图 56：磷酸铁锂价格走势



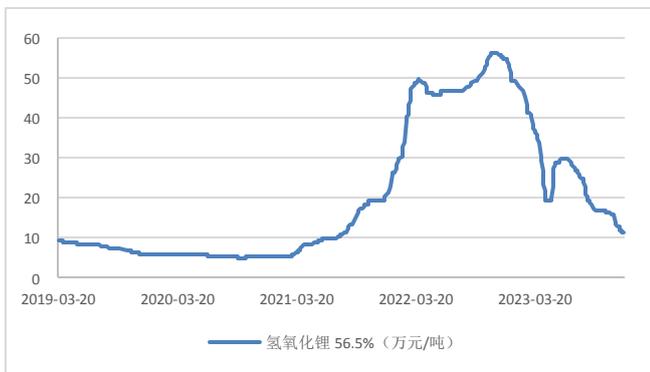
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 57：电池级碳酸锂 99.5% 价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 58：氢氧化锂 56.5% 价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 59：三元材料价格走势 (万元/吨)



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 60：硫酸镍价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 61：硫酸钴价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

6 投资策略

金、铜板块。目前全球经济增速下滑迹象明显，欧美主要发达经济体衰退迹象显现。美联储本轮加息周期或已结束，美国利率可能维持较高水平一段时间后迎来转向，美债利率开始回落，在长期通胀预期较为平稳的情况下美债实际收益率已进入下行通道，叠加全球主要发达国家经济体通胀处于较高水平，黄金价格或将迎来新一轮上升周期。预计未来海外铜消费增长将放缓，但我国在传统需求逐渐恢复，以及风电、光伏等新能源产业不断发展的带动下，铜消费将持续增长，为全球铜需求提供有力支撑。在需求逐渐增长，供给端增速放缓的环境下，铜价中长期或有支撑。金、铜板块建议关注紫金矿业、银泰黄金、中金黄金、湖南黄金。

锡板块。全球锡资源储量集中度高且呈逐步下降趋势，近年来由于现存矿山品味下降、开采难度增加等因素影响，锡矿产量增长困难。锡传统需求领域有望复苏，新兴应用领域需求快速增长，光伏焊带、汽车智能化为锡的应用带来快速增长空间。建议关注锡业股份。

新能源板块。新能源汽车销量持续突破新高，带动相关企业的估值上涨后，经历了较长时间的回调。2023年随着行业竞争加剧，相关原材料价格经历了一轮较大幅度的调整后到达底部区间，相关公司的毛利率不断降低，估值也来到相对底部的区间，相对成本较低公司的竞争力将逐渐显现，预计产业链将在完成产能出清后逐步优化。预计2024年锂资源供应仍将持续过剩，成本较低的公司可发挥优势。建议关注中矿资源。

7 风险提示

(1) 美联储超预期加息；(2) 大宗商品价格大幅波动；(3) 下游需求不及预期；(4) 新能源汽车销量不及预期 (5) 行业竞争加剧。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438