

# 金属行业1月投资策略

## 供给侧扰动频发，看好工业金属和黄金

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：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

证券分析师：冯思宇

010-88005314

fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

联系人：马可远

0755-81982439

makeyuan@guosen.com.cn

## ◆工业金属及材料：铝土矿供应扰动，氧化铝价格大涨

**铜矿生产端扰动，2024一季度CSPT加工费降至80美元/吨。**2023年12月28日，CSPT召开季度会议，敲定2024年第一季度铜精矿现货TC指导价为80美元/吨及8.0美分/磅，较2023年四季度现货铜精矿采购指导加工费95美元/吨及9.5美分/磅减少15美元/吨及1.5美分/磅。铜的现货加工费波动幅度更大，12月底有资讯机构报道出现60美元/吨的零单加工费。同样供应紧张的还有粗铜，据SMM了解，北京时间2023年12月13日下午中色国际贸易有限公司与江西铜业就2024年CIF进口粗铜RC Benchmark达成一致，为116美金/吨。此RC较今年125美元/吨减少9美金/吨。

**氧化铝价格暴涨。**这次氧化铝暴涨主要是铝土矿短缺的矛盾显现。铝土矿从资源角度十分充裕，但国外矿来源太集中，几内亚矿占国内氧化铝原料供应42%。国内矿则受环保、安监影响，过去几年产量一直不稳定。此次国内矿和国外矿供给同时受扰动，引发了一轮氧化铝上涨行情。

## ◆新能源金属：短期内需求难有提振，价格继续走弱

**12月锂价进入底部区间：**12月末国产电池级碳酸锂报价9.65万元/吨，相较上月末下滑16.5%；国产电池级氢氧化锂报价8.65万元/吨，相较上月末下滑23.6%；短期锂价加速探底，需求疲软是导致锂价加速下滑的主要因素。我们认为，锂价调整到9-10万元/吨这个位置，已进入底部区间。供给端，全球新增锂资源项目仍会逐步放量，主要包括非洲几个由中资企业主导开发的锂辉石项目，以及国内几个由头部锂电企业主导开发的锂云母项目，但这些项目的成本相对来说是比较高的，对锂价会有一定的支撑；另外，供给也有一些变量存在，在2023年12月1日生态环境部发布《青海省柴达木盆地盐湖资源开发无序扩展，加剧生态环境承载负担》文章，对国内青海地区盐湖提锂产量的影响有待进一步评估；需求端，2023年9-10月是下游消费旺季，但旺季同样出现跌价的情况，而11-12月下游排产环比持续出现下滑，普遍处于去库存的状态，另外预计2024年1月下游排产环比仍会继续下降；总体上，锂供需双弱，但有一定的成本支撑。

**12月钴价继续走弱：**截至2023年12月底，MB标准级钴报价15.98美元/磅，相比月初下降约6%；国产电钴报价20.7万元/吨，相比月初下降约6%；目前原料主流供应商计价系数在53%-55%左右。12月国内钴原料到港量增加，市场上流通货源较为充足，另外钴价的影响因素主要在于需求端，需求受制于消费电子和三元材料表现不佳，另外市场对远期供需格局信心不足，预计钴价后市或仍偏弱运行，总体仍在磨底的阶段。

**12月镍价底部窄幅震荡：**12月末LME镍报价1.66万美金/吨，较月初下跌0.09%；沪镍报价12.52万元/吨，较月初下跌4.57%；国产镍铁(10%min)报价930元/吨度，较月初下降3.13%；国产电池级硫酸镍报价2.425万元/吨，较月初下降11.01%。镍金属交易活跃，12月美国降息预期提升对镍价有所利好，但无奈供需基本面疲软，镍价继续承压。基本面方面：供给端，国内电镍产量维持高位，海外纯镍项目与中间品项目逐步放量，进口资源量增加，国内电镍持续累库，市场供应仍呈现偏松格局；需求端，地产竣工端对需求支撑逐步走弱，导致不锈钢的需求走弱，新能源车三元前驱体材料企业仍以去库存为主，供大于求格局下需求不及市场预期，总体市况仍表现平平。

## ◆ 黄金：降息预期反复，金价震荡偏强

**经济存在降温迹象。**美国11月失业率低于预期，降至3.7%，预期3.9%，前值3.9%；职位空缺数从22年3月开始震荡回落，需求层面持续降温，劳动力需求和供给逐步趋于协调。纽约联储使用收益率曲线的斜率或“期限利差”来计算美国未来十二个月出现衰退的可能性，从历史经验来看，该指标超过25%后约2个月，美国经济将进入衰退周期。对应模型表明2024年陷入衰退的可能性仍较高。

**市场普遍预期降息临近。**12月联邦基金目标利率保持5.25-5.5%，FOMC纪要显示，与会者普遍强调在制定货币政策决策时保持谨慎和依赖数据的方法的重要性，并重申政策在一段时间内保持限制性立场是适当的，直到通胀明显持续下降以实现委员会的目标。美联储委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率，而决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据影响。目前CME预测显示，3月降息概率为66.4%，不变概率为33.6%；5月降息概率为93.0%。

## ◆ 稀土：稀土价格偏弱运行

**稀土价格震荡磨底。**随着第三批指标公布，镨钕价格小幅承压下挫，镝钽价格相对保持稳定。截至1月2日，氧化镨钕、氧化镝、氧化钽价格分别为44.3万元/吨，269万元/吨、800万元/吨，较11月末分别下跌4.1万元/吨、下跌1.0万元/吨、持平。1月，北方稀土集团产品挂牌价格下调，氧化镨钕挂牌价为45.33万元/吨，金属镨钕价格为56.0万元/吨，较12月分别下降4.01万元/吨、4.8万元/吨。后期仍需观测需求变化以及节前备货情况。

## ◆ 钢铁：原料表现强势，关注冬储进程

**长弱板强，关注冬储进程。**随着天气转冷，长材需求趋弱，价格偏弱运行；而板材则在相对稳健的需求水平下，随着原料价格上涨。截至1月2日，上海地区螺纹钢、热轧板卷、冷轧、中板价格分别为4000元/吨、4090元/吨、4850元/吨、4060元/吨，较12月初分别下降40元/吨、上涨100元/吨、上涨60元/吨、上涨90元/吨。随着春节临近，市场真实消费需求回落，冬储行为接棒。目前来看，钢材价格较高，钢厂难有盈利，且市场对节后需求预期较为中性，冬储意愿偏弱，或对短期价格形成压制。

◆ **推荐组合：**紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、中孚实业、亚太科技、兴业银锡、中金岭南、驰宏锌锗、银泰黄金、华菱钢铁。

◆ **风险提示：**国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；全球资源端供给增加超预期。

## 工业金属及材料

# 铝土矿供应扰动，氧化铝价格大涨

### ◆ 铜矿生产端扰动，2024一季度CSPT加工费降至80美元/吨

- 2023年12月28日，CSPT召开季度会议，敲定2024年第一季度铜精矿现货TC指导价为 80美元/吨及8.0美分/磅，较2023年四季度现货铜精矿采购指导加工费95美元/吨及9.5美分/磅减少15美元/吨及1.5美分/磅。铜的现货加工费波动幅度更大，12月底有资讯机构报道出现60美元/吨的零单加工费。
- 同样供应紧张的还有粗铜。据SMM了解，北京时间2023年12月13日下午中色国际贸易有限公司与江西铜业就2024年CIF进口粗铜RC Benchmark达成一致，为116美金/吨。此RC较今年125美元/吨减少9美金/吨。

### ◆ 氧化铝价格暴涨

- 这次氧化铝暴涨主要是铝土矿短缺的矛盾显现。铝土矿从资源角度十分充裕，但国外矿来源太集中，几内亚矿占国内氧化铝原料供应42%。国内矿则受环保、安监影响，过去几年产量一直不稳定。此次国内矿和国外矿供给同时受扰动，引发了一轮氧化铝上涨行情。

### ◆ 布局有色金属价格上涨的机会

- 美债收益率下降、美联储降息预期提前到2024年3月，对大宗商品价格压力减小；虽然工业金属需求存在周期波动，但供给端扰动不断，供给增速不高，价格中枢提升。相关标的，铜：紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色；铝：中国铝业、中国宏桥、中孚实业、亚太科技；锌：中金岭南、驰宏锌锗。

# 工业金属：12月价格冲高回落

## ◆ 受两大事件影响，铜价走强

- 产业层面，一是第一量子旗下巴拿马铜矿停产，占全球铜供应1.5%；二是英美资源下调2024年产量指引20万吨。使得铜精矿供应预期从增80万吨骤减为增40万吨，铜供需平衡从过剩0.5%-1%转为供需紧平衡。宏观层面，美联储12月14日议息会议，联储主席声称美联储内部已经开始讨论降息，且市场预期首次降息提前到3月份。在此氛围下，伦铜一度涨至8700美元/吨，创下2023年8月以来新高。

## ◆ 铝价冲高回落

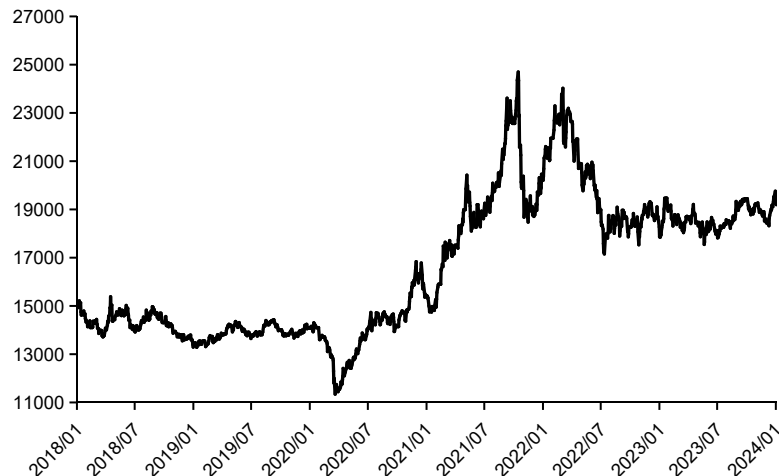
- 12月份铝价同样受美联储降息预期提前影响，价格自2100美元/吨开始反弹。12月20日以后受氧化铝价格暴涨推动，铝价反弹至2400美元/吨附近。

图：LME铜价触底反弹（美元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：铝价运行重心抬升（元/吨）



资料来源：SHFE，国信证券经济研究所整理

图：LME锌价（美元/吨）



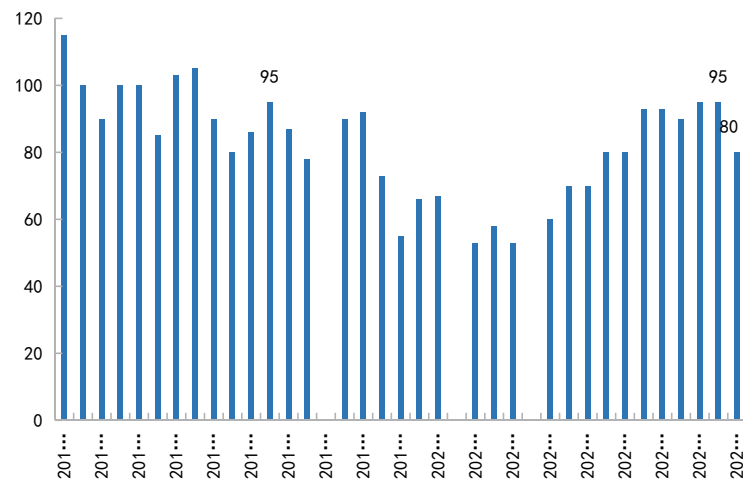
资料来源：LME，国信证券经济研究所整理

# 铜：铜矿生产端扰动，2024一季度CSPT加工费降至80美元/吨

## ◆ 2024Q1 CSPT季度报价80美元/吨，现货加工费跌至60美元/吨附近

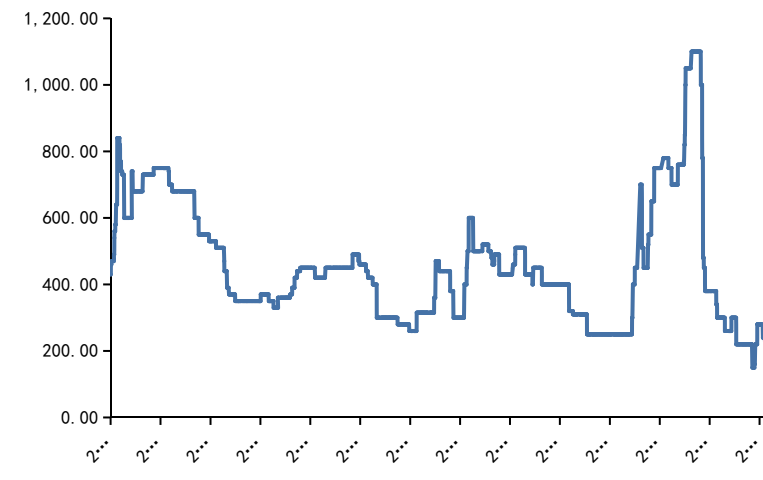
- 2023年12月28日，CSPT召开季度会议，敲定2024年第一季度铜精矿现货TC指导价为 80美元/吨及8.0美分/磅，较2023年四季度现货铜精矿采购指导加工费95美元/吨及9.5美分/磅减少15美元/吨及1.5美分/磅。
- 而铜的现货加工费波动幅度更大，12月底有资讯机构报道出现60美元/吨的零单加工费。
- 同样供应紧张的还有粗铜。据SMM了解，北京时间2023年12月13日下午中色国际贸易有限公司与江西铜业就2024年CIF进口粗铜RC Benchmark达成一致，为116美金/吨。此RC较今年125美元/吨减少9美金/吨。

图：CSPT季度报价（美元/吨）



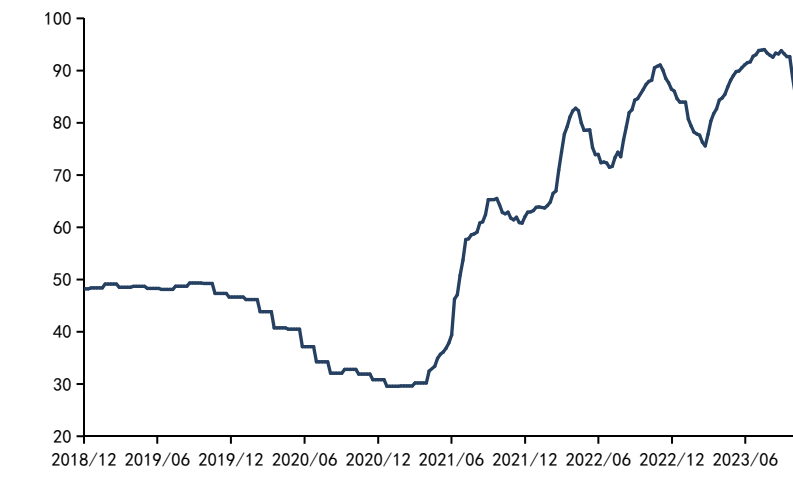
资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

图：山东某冶炼厂硫酸出厂价（元/吨）



资料来源：iFinD，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

# 铜：国内阴极铜产量维持高位

## ◆ 国内阴极铜产量维持高位

- 11月中国阴极铜产量99.38万吨，同比增幅6.8%，环比下降3.3%，主因3家冶炼厂计划内检修。1-11月份国内累计生产阴极铜1044万吨，同比增速10.9%。

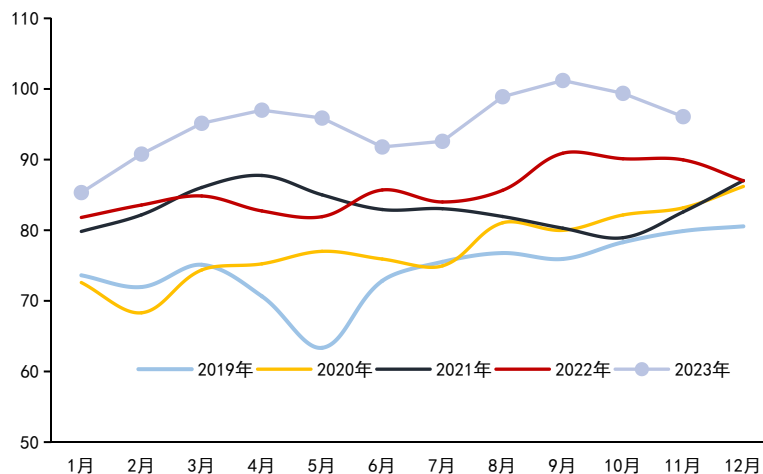
## ◆ 10月全球铜精矿产量189万吨

- 10月全球铜精矿产量192.7万吨，同比增0.4%，1-10月全球铜精矿累计产量1833万吨，同比增1.5%。

## ◆ 10月全球精炼铜产量195.5万吨

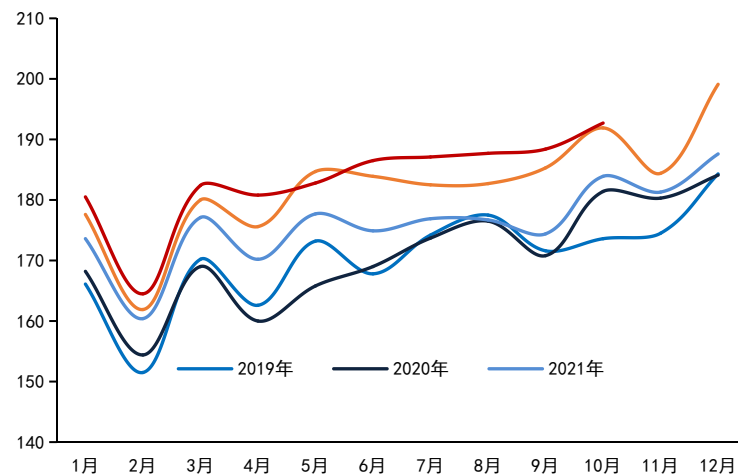
- 10月全球精炼铜产量195.5万吨，同比增5.5%，今年1-10月全球精炼铜累计产量1866万吨，同比增4.4%。

图：中国精炼铜月度产量（万吨）



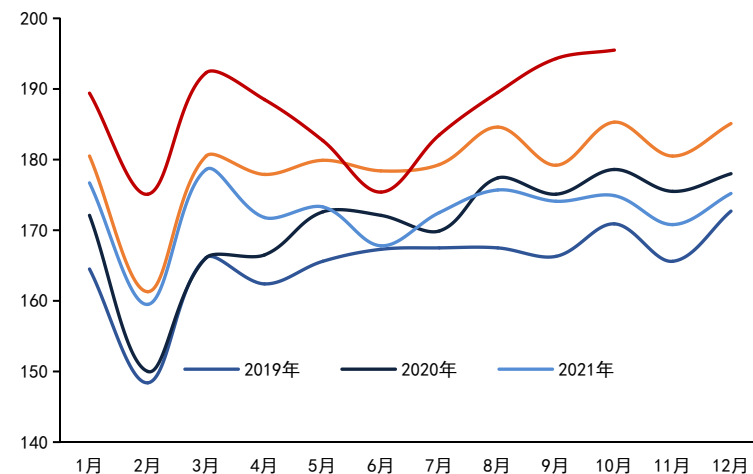
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：全球铜精矿月度产量（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球精炼铜月度产量（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 铝：氧化铝价格暴涨

## ◆氧化铝现货交易特点决定了价格容易大幅波动

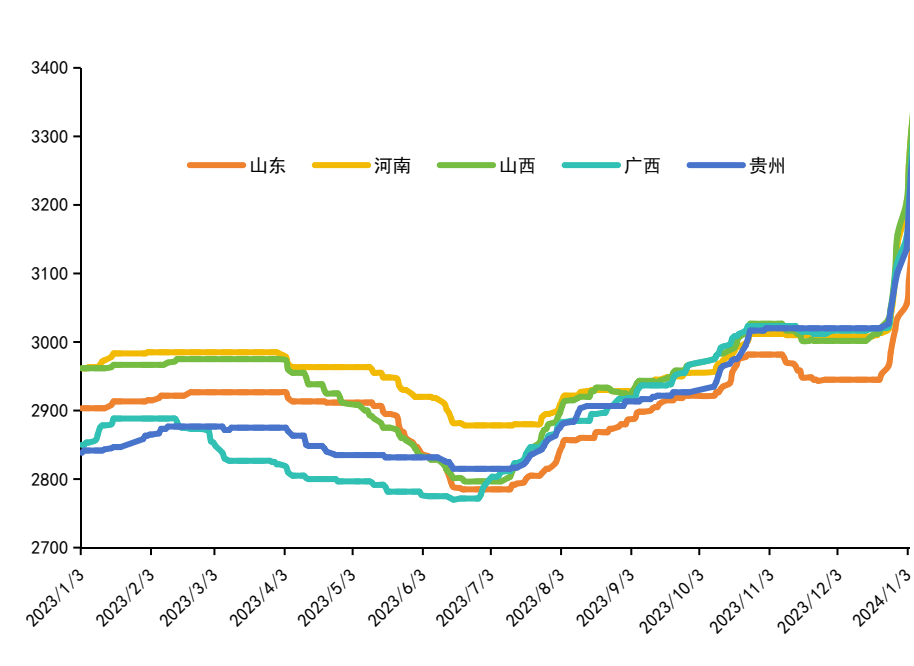
- 国内氧化铝交易市场80%-90%是长单交易，锁量不锁价，价格大部分参照安泰科、阿拉丁、百川三家机构报的指数的月均价。剩余极少量采用现货零单交易，这几家机构是采集现货成交价来制定指数价，因此不到20%的现货零单交易价格决定了其余80%的长单定价。而氧化铝行业集中度远高于电解铝行业集中度，氧化铝价格上涨阶段容易出现高价成交来拉动指数价格。历史上来看氧化铝价格容易大幅波动。
- 从下图来看，氧化铝价格大幅波动是常态，而像过去2年价格平稳是非常态。价格平稳的原因是过去2年电解铝价格受限于产能上限及云南电解铝季节性减产，即氧化铝需求弱，而供给不受限。
- 这次氧化铝暴涨主要是铝土矿短缺的矛盾显现。铝土矿从资源角度十分充裕，但国外矿来源太集中，几内亚矿占国内氧化铝原料供应42%。国内矿则受环保、安监影响，过去几年产量一直不稳定。此次国内矿和国外矿供给同时受扰动，引发了一轮氧化铝上涨行情。

图：氧化铝价格走势



资料来源：银河期货，国信证券经济研究所整理

图：国产氧化铝三网均价（元/吨）



资料来源：安泰科、阿拉丁、百川资讯，国信证券经济研究所整理



# 电解铝：成本上涨

## ◆ 预焙阳极价格继续回落

- 据SMM获悉，山东某大型铝厂2024年1月份预焙阳极招标价格环比下调150元/吨，2024年1月份预焙阳极现货执行价格为3878元/吨，承兑价格执行3896元/吨。

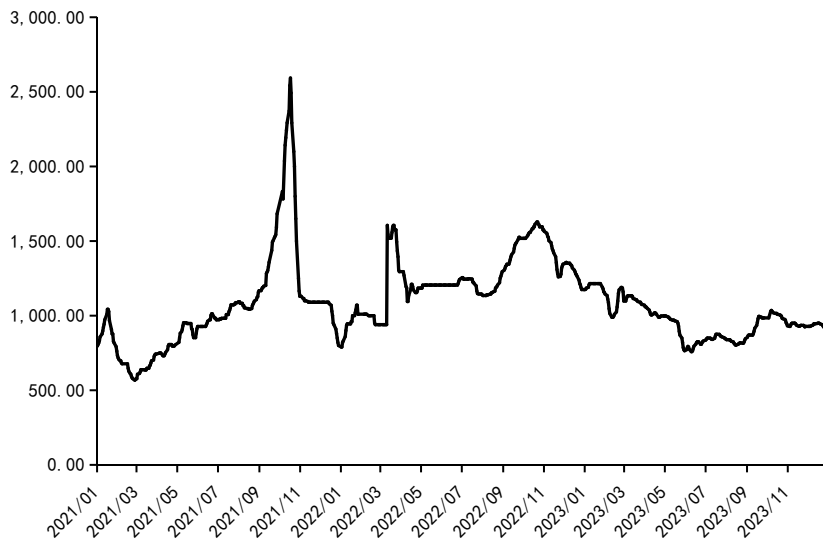
## ◆ 市场煤价格持平

- 根据煤炭江湖数据，山东魏桥电厂1月份煤炭采购价：电煤：魏一、七电、滨二、胡集0.160；六电、北二0.159；五电、阳信汽运、火运0.162；北一0.158；新一电、四电、沾化一电0.161，与12月份基本持平。

## ◆ 氧化铝上涨带动成本上移

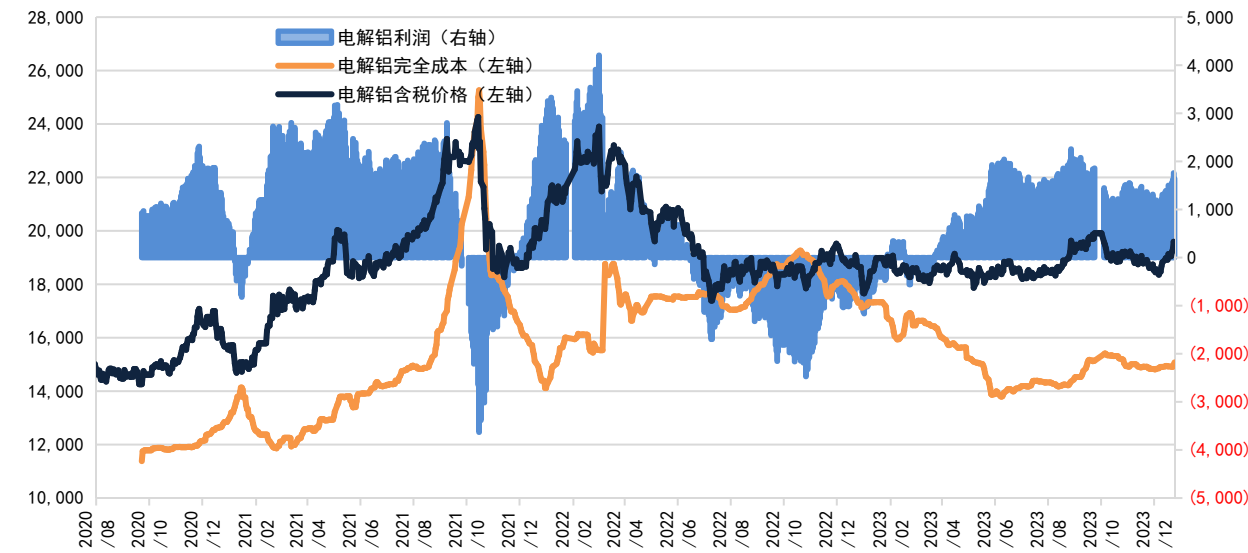
- 截至1月5日，河南、山西的三网均价已涨至3340元/吨附近，比12月初3000元/吨上涨340元/吨，折吨铝成本增加650元/吨。

图：环渤海动力煤价格（5500大卡，山西产，元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：山东地区铝冶炼厂利润（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 锌：国内矿供应不足

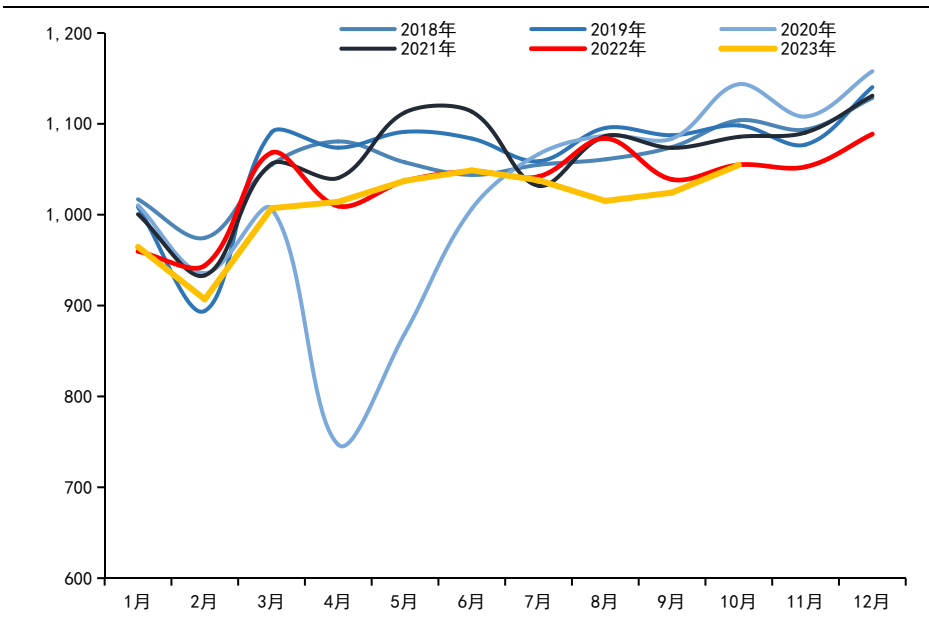
## ◆前10个月全球锌精矿产量同比下降1.7%

- 根据国际铅锌研究小组数据，10月全球锌精矿产量105.5万吨，同比持平，1-10月份全球锌精矿产量1011万吨，同比下滑1.7%。2023年初市场普遍预计全球锌精矿产量增产33万吨至1325万吨，但由于年内锌价低迷，事故、罢工、亏损减产频发，如下表，导致产量大幅不及预期，安泰科预计2023年全球锌精矿产量与2022年基本持平。
- 国内锌矿供应问题同样值得关注，尤其安监、环保对国内铅锌矿山影响逐渐显现，其中不乏行业头部的标杆铅锌矿山，为了满足安全环保要求，产量受到显著影响。

## ◆前10个月全球精炼锌产量同比增加3.8%

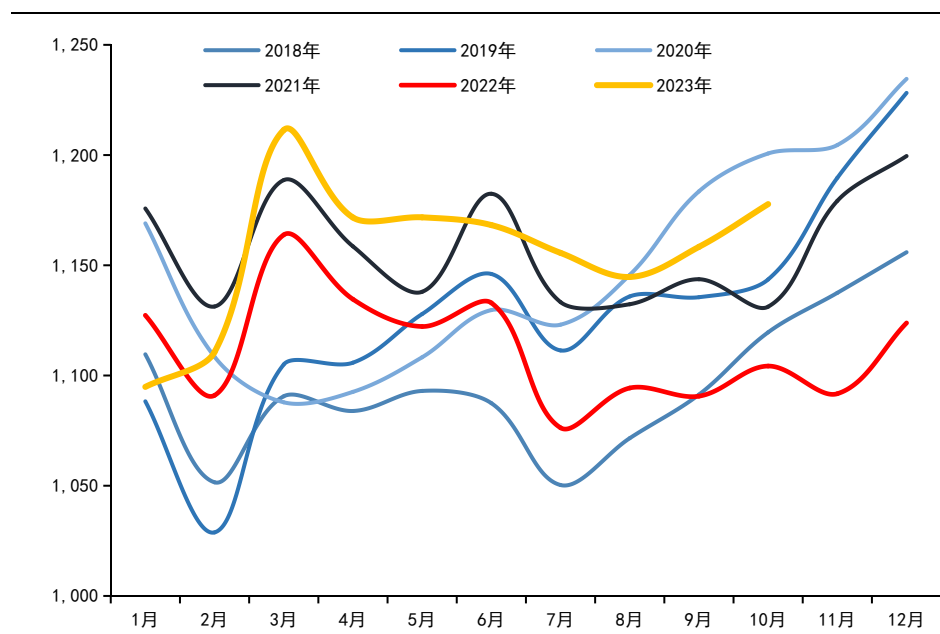
- 根据国际铅锌研究小组数据，10月全球精炼锌产量117.8万吨，同比增加6.7%，1-10月份全球精炼锌产量1156万吨，同比增加3.8%。

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：全球精炼月度产量（千吨）



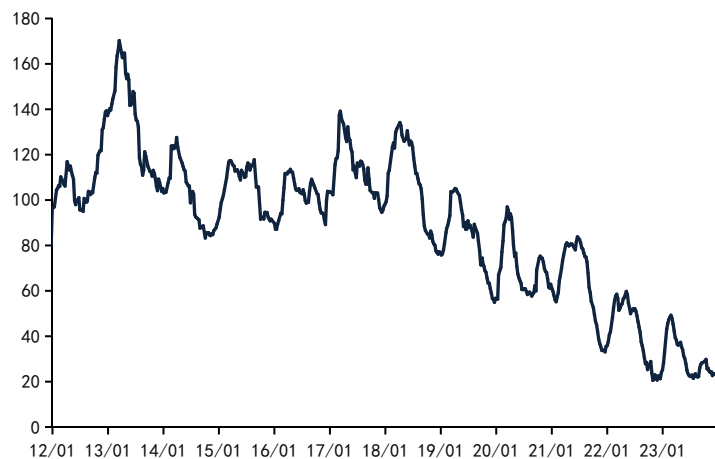
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 工业金属：库存仍维持在历史底部水平

## ◆ 库存均处于往年同期最低位置

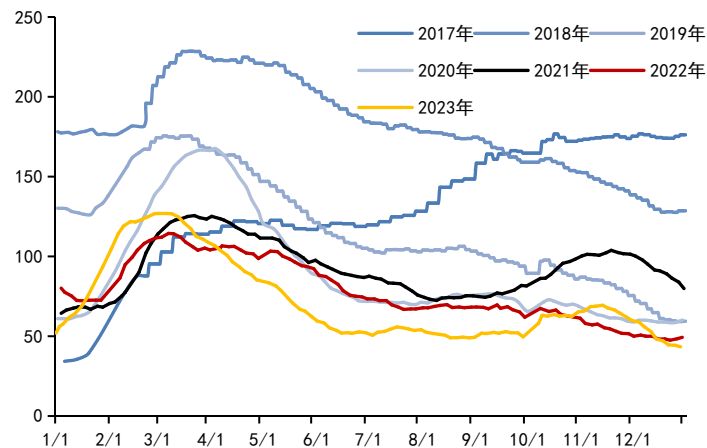
- 铜、铝、锌的库存均处于往年同期低位。在需求预期悲观的情况下，低库存的作用没有显现，一旦预期转向，低库存的大宗商品将呈现很高的价格弹性。并且我们判断特别国债可能给大宗原材料带来一波需求脉冲，随着实际需求好转和补库存需求，库存可能进一步降低，助推价格的绝对高度。
- 其次对于国外的隐性库存，我们认为国外在高利率环境下，库存持有成本提高，国外的隐性库存一定处于历史相对偏低位置。随着美联储降息，以及国外库存重建，同样刺激对金属的需求。

图：全球铜显性库存（万吨）



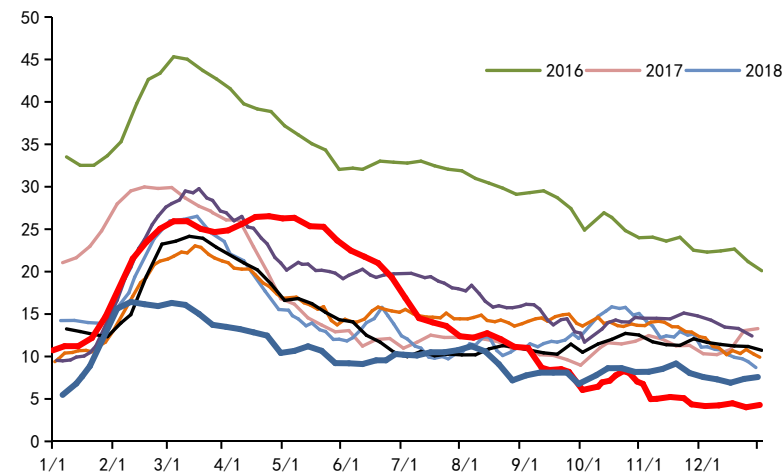
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内铝锭库存季节图（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内锌锭库存（万吨）



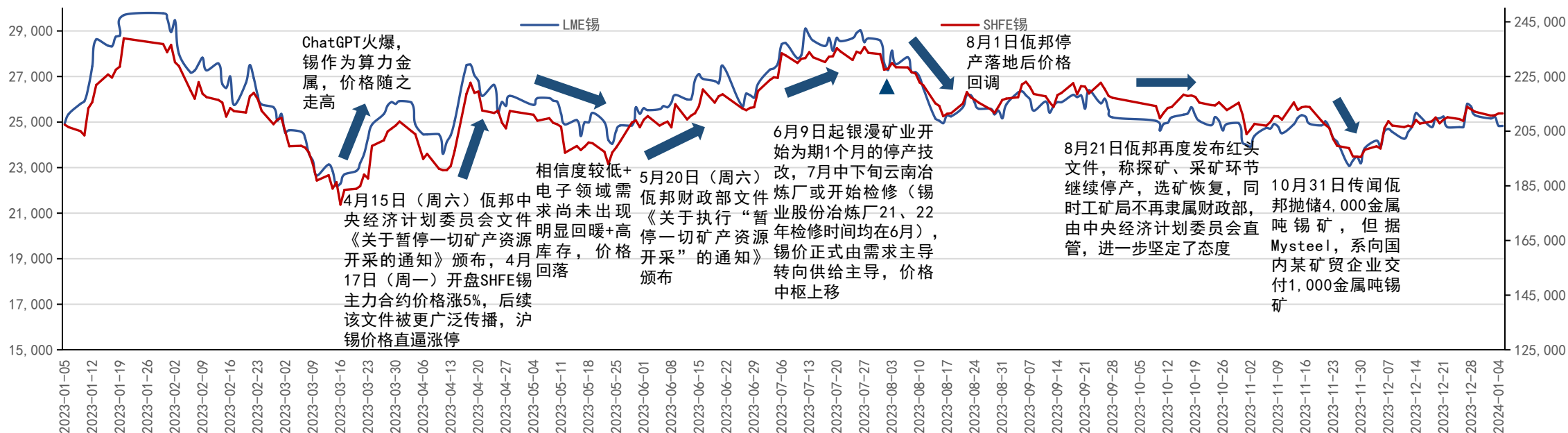
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 锡：价格复盘

锡和其他金属品种相比具有较为明显的独立行情，且4月后锡价波动主要由供给因素主导。我们按时间顺序梳理了近一年以来的矿山停产：

- 1) 2023. 1. 12-2023. 3. 15，秘鲁全国唯一的锡矿——明苏公司旗下的圣拉斐尔锡矿，因当地爆发反政府抗议活动而停止矿山开采，为期2个月，影响3000吨左右的供应量。
- 2) 2023. 6. 9-2023. 7. 10，我国兴业银锡下属子公司银漫矿业因技改原因停产，为期1个月。技改前，公司锡精矿季度产量为700金属吨左右，技改后今年三季度产量为2,600金属吨左右，预计未来或可达到3,000吨/季度的水平。
- 3) 2023. 8. 1-?，缅甸佤邦地区停产，由于佤邦占缅甸锡供应的95%，因此佤邦停产可理解为缅甸停产。继4月15日《关于暂停一切矿产资源开采的通知》的文件后，佤邦在8月21日再次发布红头文件《关于收回矿权及后续事项的决定》，宣布恢复选矿，但探矿和采矿继续关停，并由执行中央经济计划委员会决定的负责人带队实地检查，以确认是否关停；且工矿局不再隶属财政部，由中央经济计划委员会直管，进一步坚定了态度。据SMM，佤邦地区选矿厂已于9月11日开始陆续复工，采矿和探矿继续停产，目前尚无复产迹象，最快也将在5个月后复产。

图：近一年以来锡价走势复盘（2023. 1. 5-2024. 1. 5）



资料来源：Wind，ITA，国信证券经济研究所整理

# 锡：品位下降、成本上升是不可逆的趋势

矿山品位下降，开采成本上升。全球范围内，由于能源成本上升、现有矿山品位下降等原因，锡矿成本上升是不可逆的大趋势。据国际锡业协会ITA数据统计，2022年全球锡矿现金成本曲线90分位线成本为23,171美金/吨，相比2020年增长36.31%；全球锡矿完全成本曲线90分位线成本为25,581美金/吨，相比2020年增长25.12%。目前LME锡价为24,670美金/吨，有较强的成本支撑。另外ITA预计，全球锡矿完全成本曲线90分位线成本2027年将进一步提升至33,800美金/吨，相比2022年增长32.13%；2030年将进一步提升至68,547美金/吨，相比2022年增长1.5倍以上。从LME年均价和全球锡矿开采成本的对比上来看，锡价在成本的90分位线时会有小部分高成本矿山停产，75分位线对锡价能够形成较好支撑，因此长期来看锡价中枢走高是比较确定的。

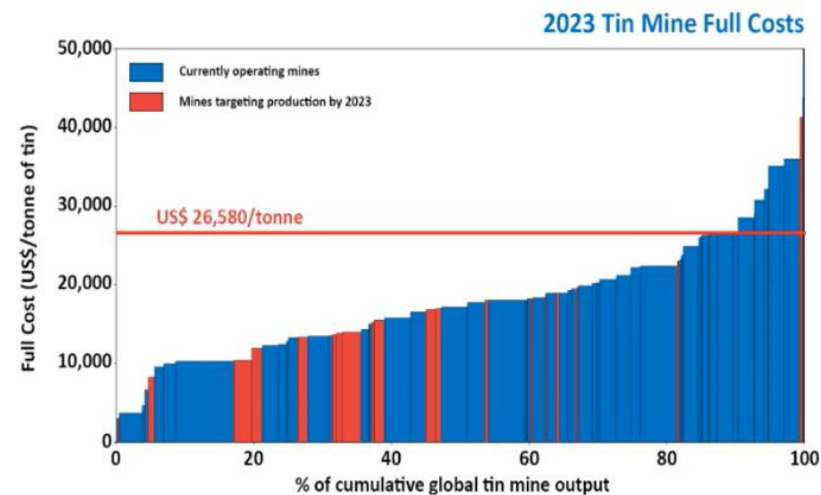
图：全球锡矿行业成本曲线将逐步抬升

Points on cost distribution				
	US\$/tonne			
<b>NBP Cash Costs</b>				
	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 7 201	\$ 10 728	\$ 11 418	\$ 16 625
4th Quartile	\$ 13 353	\$ 16 761	\$ 18 534	\$ 23 964
90th Percentile	\$ 19 805	\$ 19 539	\$ 23 171	\$ 36 290
<b>NBP Full Costs</b>				
	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 10 189	\$ 14 338	\$ 15 562	\$ 22 158
4th Quartile	\$ 17 305	\$ 19 783	\$ 22 634	\$ 31 408
90th Percentile	\$ 23 165	\$ 23 500	\$ 25 581	\$ 53 974
<b>NBP Cash Costs (Real 2022)</b>				
	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 5 329	\$ 9 334	\$ 11 418	\$ 21 114
4th Quartile	\$ 9 881	\$ 14 582	\$ 18 534	\$ 30 434
90th Percentile	\$ 14 655	\$ 16 999	\$ 23 171	\$ 46 089
<b>NBP Full Costs (Real 2022)</b>				
	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 7 540	\$ 12 474	\$ 15 562	\$ 28 141
4th Quartile	\$ 12 806	\$ 17 211	\$ 22 634	\$ 39 888
90th Percentile	\$ 17 142	\$ 20 445	\$ 25 581	\$ 68 547
US inflation index	0,74	0,87	1,00	1,27

Data: ITA Tin Production Cost Model. Costs per tonne of contained tin, net of by-product revenue (NBP). Assumes projects proceed as scheduled.

资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图：2023年全球锡矿开采完全成本曲线



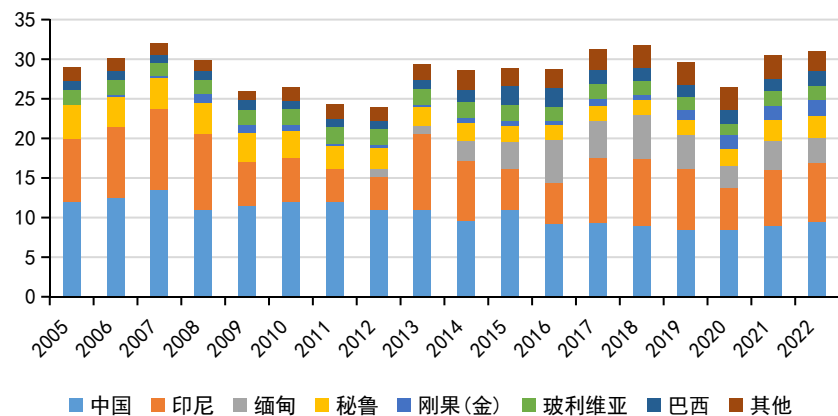
资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

# 锡：全球新增项目有限，供给具有刚性

全球锡矿新增项目有限。全球锡矿资源大型和特大型矿床数量相对较少，中、小型锡矿床数量偏多，且开采方式以地下开采为主。另外相较其他矿种，全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿床较少，新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量，因此全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。

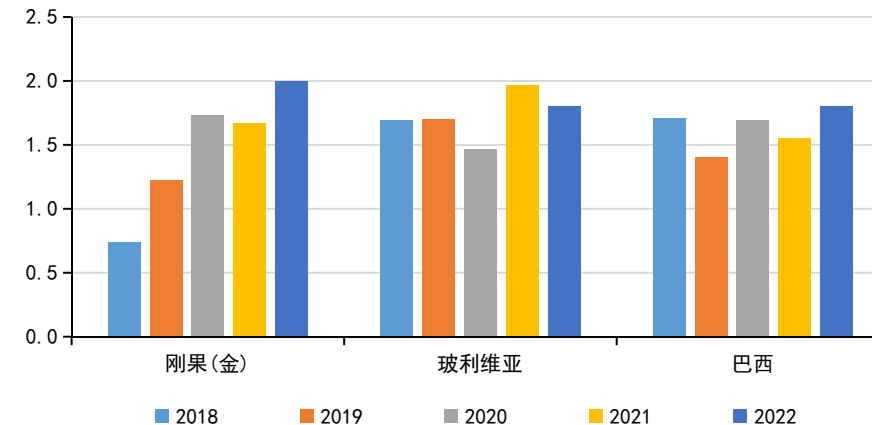
全球锡的主要供应国中，中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、大中型矿为主；东南亚地区印尼、缅甸和马来西亚等地区为全球最重要锡矿带之一，以砂锡矿、中小型矿为主；南美洲地区过去是全球主要的产锡地区，但由于以往过度开采导致该区目前开采锡资源的品位不断下降；非洲地区（刚果（金）、纳米比亚等）改变传统的手工和小规模生产方式，提高机械化，锡矿产量有所增加；俄罗斯锡资源储量较丰富但投资建设条件相对较差；澳洲地区虽然目前锡矿产量较低，但锡资源成矿条件好，未来有较大的扩产潜力，但大部分锡矿项目都要到2025年之后才能投产；而北美洲地区（美国、加拿大等）锡资源相对贫乏，但也在积极开展勘查研究工作。USGS数据显示，过去几年全球锡精矿供给稳定在30万吨上下的水平，但由于主要产区锡矿品位不断下降，叠加环保和政策性原因，或导致锡矿供给减少。

图：全球锡矿产量（吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图：刚果(金)、玻利维亚、巴西近五年锡矿产量（万吨）



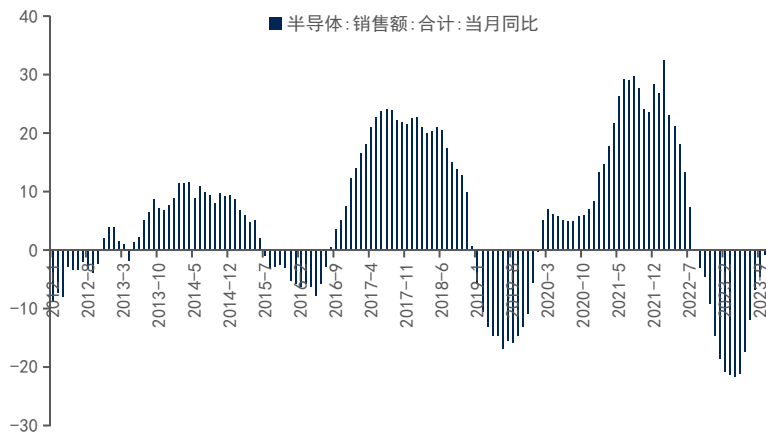
资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

# 锡：11月进口量环比大幅增长

全球半导体销售额已连续多月环比增速为正，但进口量环比高增压制锡价。锡焊料是最主要的消费领域，在全球锡消费中的占比高达49%；锡化工为第二大的锡消费领域，占比17%；马口铁、铅酸电池、锡铜合金的占比分别为12%、7%、7%。鉴于电子焊料在锡消费结构中的重要地位，锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数等指标相关性很高。今年8-10月，全球半导体销售额分别为440.4/448.9/466.2亿美元，同比增速分别为-6.80%/-4.50%/-0.70%，环比增速分别为1.90%/1.93%/3.85%，自2023年3月开始环比增速持续为正，且同比降幅收窄。对比费半和伦锡走势，发现二者相关性较强，但自今年11月初开始却出现了明显的背离，我们认为大概率是由于11月我国自缅甸进口的锡矿量超预期，环比翻倍，说明佤邦当地锡矿库存较为充足。佤邦锡矿库存有可能在2023年12月消耗完毕，届时供给侧将不会给锡价带来压制。

**新能源领域用锡也能够拉动锡消费。**新能源用锡主要指的是光伏用锡及新能源汽车用锡：1) 光伏，锡在光伏中的应用为焊带的表面涂层，用量为72吨/GW，预计2023年光伏用锡2.5万吨，占锡消费6%，2025年或达4.2万吨，占锡消费10%；2) 新能源汽车，较传统燃油车而言锡需求翻倍，用量约700g/辆，因此电动汽车渗透率的提升可拉动锡需求。

图：全球半导体销售额当月同比（十亿美元，截至2023.10）



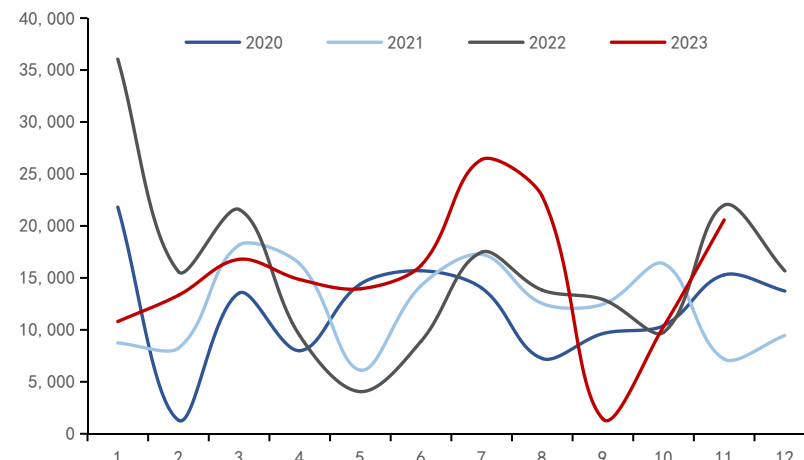
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费城半导体指数与LME锡收盘价对比（截至2024.1.5）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国月度自缅甸进口锡矿砂及精矿量（吨，截至2023.11）

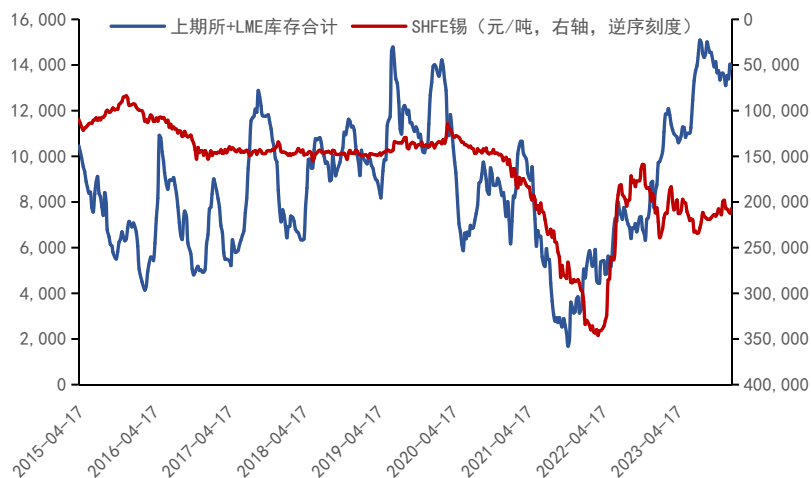


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

# 锡：显性库存波动较小，11月冶炼开工率环比基本持平

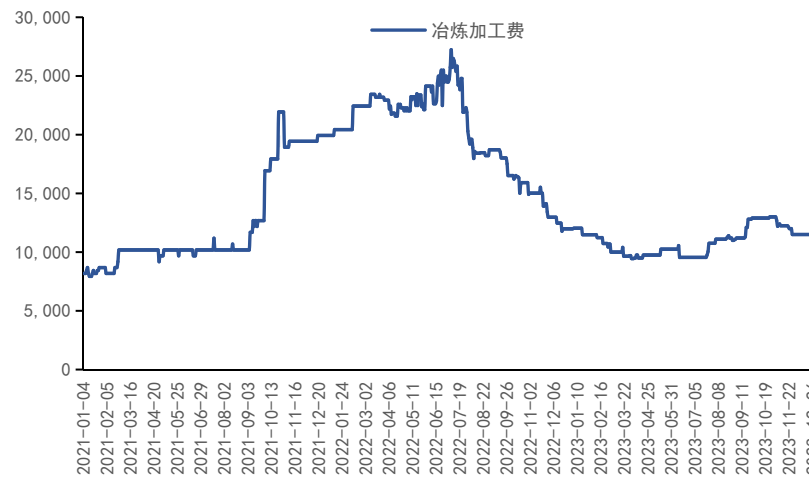
- ◆ **SHFE库存出现明显下降。**截至1月5日，SHFE锡库存为6,402吨，较12月初增加993吨；LME锡库存为7,405吨，较12月初下降615吨；交易所库存合计13,852吨，较12月初增加378吨。2023年4月开始，交易所显性库存与锡价呈现正相关的异常走势，高价+高库存成为常态，或因随着金属价格的大幅上涨，产业链中下游囤货意愿不足，隐性库存向交易所显性库存转移。8月11号开始，库存有回落趋势，其与锡价同向变化的异常走势在佹邦停产逐渐恢复正常。
- ◆ **冶炼加工费维持在1.15万元/吨。**根据百川盈孚数据，截至1月3日，锡锭价格为21.06万元/吨，锡精矿价格为19.91万元/吨，冶炼加工费（锡锭价格-精矿价格）为11,500元/吨，近一个月加工费保持稳定。
- ◆ **11月锡锭冶炼端开工率与10月基本持平。**SMM数据显示，2023年9-11月我国锡锭月度产量分别为1.54/1.55/1.55万吨；百川盈孚数据显示，2023年9-11月我国锡锭月度产量分别为1.51/1.53/1.55万吨，冶炼开工率分别为64.74%/65.77%/66.63%，11月开工率小幅提升。

图：沪锡+伦锡库存与锡价走势对比（截至2024.1.5）



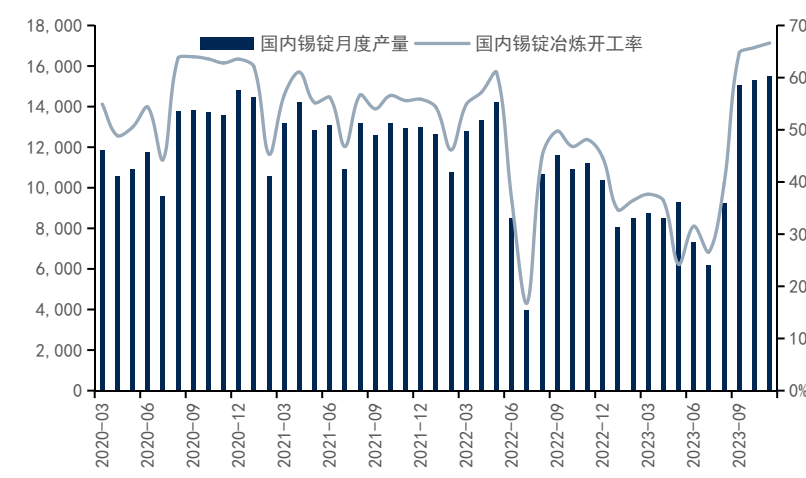
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：精矿紧张程度加剧（元/吨，截至2024.1.3）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：国内锡锭产量及开工率（吨，截至2023.11）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理



# 锡：供需有缺口，成本有支撑

- ◆ **2023年供需双弱，预计供需缺口6,000吨。**今年锡的供给侧发生了多次无法预期的停产事件，如年初的秘鲁明苏矿山罢工和印尼出口许可证撤回、年中的银漫技改、下半年的佤邦资源整合等，使得锡的供给相较于去年下降1.9万金属吨左右。需求侧，由于锡下游50%都用作焊料，而焊料的一个重要应用场景是焊接电子元器件，今年1-10月全球半导体销售额累计同比-14.5%左右，因此我们假设除光伏焊带外，其他焊料需求今年同比下降15%。整体来看，2023年全球精锡的供需缺口约为6,000吨。
- ◆ **2024年需求有恢复性增长，预计供需缺口7,000吨。**锡矿供给相对刚性且不确定因素较多，2024年增量主要来自非洲、澳洲、我国银漫矿业以及缅甸和秘鲁的复产，预计2024年全球锡矿供给为38.5万金属吨，相较于今年增加2.3万金属吨（假设佤邦明年3月初复产，刨除缅甸和秘鲁的恢复性增长则增量为1.5万吨）。需求侧，2023年10月全球半导体销售额达到了466.2亿美元（同比-0.7%，环比+3.85%），相比于9月而言同比降幅收窄3.8个百分点，复苏迹象已现，我们预计2024年焊料需求增速可达到10%左右，精锡需求39.2万吨（+6.7%）。预计2024年供需缺口为7,000吨左右。
- ◆ **供需缺口叠加成本支撑，锡价中枢抬升动力较强。**由于能源成本上升、现有矿山品位下降等原因，锡矿成本上升是不可逆的大趋势，据ITA数据，2022年全球锡矿完全成本90分位线为25,581美金/吨，2023年则增加至26,580美金/吨。目前LME锡价在24,500美金/吨左右，有较强的成本支撑。从历史经验来看，锡是需求定价的品种，在半导体有望开启新一轮周期、供需有缺口、成本有支撑的合力作用下，2024年锡价中枢有望抬升。

表：全球精锡供需平衡测算（单位：万吨）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>需求合计</b>	<b>38.9</b>	<b>38.2</b>	<b>36.8</b>	<b>39.2</b>	<b>40.4</b>
YOY	7.3%	-2.0%	-3.7%	6.7%	3.0%
锡焊料	19.1	18.8	17.5	19.6	20.5
锡化工	6.6	6.3	6.5	6.7	6.8
镀锡板	4.7	4.6	4.4	4.5	4.5
铅酸电池	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7
锡铜合金	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7
其他	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>供给合计</b>	<b>38.1</b>	<b>38.1</b>	<b>36.2</b>	<b>38.5</b>	<b>39.5</b>
YOY	12.1%	0.0%	-5.0%	6.4%	2.6%
增量：					
中国			0.4	0.4	0.2
印尼			-1.5	0.0	0.0
缅甸			-0.8	0.5	0.0
秘鲁			-0.4	0.4	0.0
刚果(金)			0.1	0.4	0.4
澳大利亚			0.1	0.3	0.1
玻利维亚			0.1	0.0	0.0
巴西			0.1	0.1	0.0
其他国家			0.1	0.2	0.2
回收			0.0	0.1	0.1
<b>全球平衡（供给-需求）</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.8</b>

资料来源：ITA, USGS, 相关上市公司公告, 国信证券经济研究所整理

# 新能源金属行业分析

## 短期内需求难有提振，价格继续走弱

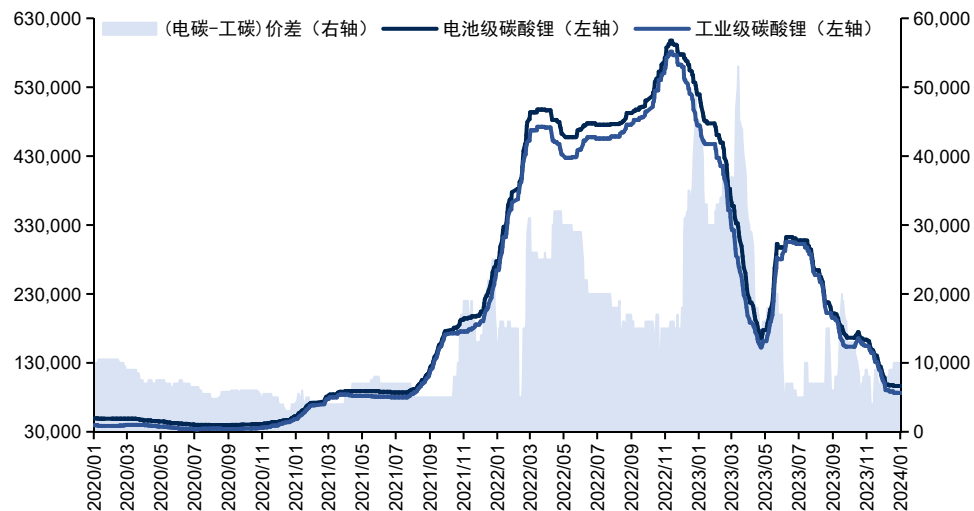
- ◆ **12月锂价进入底部区间：**12月末国产电池级碳酸锂报价9.65万元/吨，相较上月末下滑16.5%；国产电池级氢氧化锂报价8.65万元/吨，相较上月末下滑23.6%；短期锂价加速探底，需求疲软是导致锂价加速下滑的主要因素。我们认为，锂价调整到9-10万元/吨这个位置，已进入底部区间。供给端，全球新增锂资源项目仍会逐步放量，主要包括非洲几个由中资企业主导开发的锂辉石项目，以及国内几个由头部锂电企业主导开发的锂云母项目，但这些项目的成本相对来说是比较高的，对锂价会有一些的支撑；另外，供给也有一些变量存在，在2023年12月1日生态环境部发布《青海省柴达木盆地盐湖资源开发无序扩展，加剧生态环境承载负担》文章，对国内青海地区盐湖提锂产量的影响有待进一步评估；需求端，2023年9-10月是下游消费旺季，但旺季同样出现跌价的情况，而11-12月下游排产环比持续出现下滑，普遍处于去库存的状态，另外预计2024年1月下游排产环比仍会继续下降；总体上，锂供需双弱，但有一定的成本支撑。
- ◆ **12月钴价继续走弱：**截至2023年12月底，MB标准级钴报价15.98美元/磅，相比月初下降约6%；国产电钴报价20.7万元/吨，相比月初下降约6%；目前原料主流供应商计价系数在53%-55%左右。12月国内钴原料到港量增加，市场上流通货源较为充足，另外钴价的影响因素主要在于需求端，需求受制于消费电子和三元材料表现不佳，另外市场对远期供需格局信心不足，预计钴价后市或仍偏弱运行，总体仍在磨底的阶段。
- ◆ **12月镍价底部窄幅震荡：**12月末LME镍报价1.66万美金/吨，较月初下跌0.09%；沪镍报价12.52万元/吨，较月初下跌4.57%；国产镍铁(10%min)报价930元/吨度，较月初下降3.13%；国产电池级硫酸镍报价2.425万元/吨，较月初下降11.01%。镍金属交易活跃，12月美国降息预期提升对镍价有所利好，但无奈供需基本面疲软，镍价继续承压。基本面方面：供给端，国内电镍产量维持高位，海外纯镍项目与中间品项目逐步放量，进口资源量增加，国内电镍持续累库，市场供应仍呈现偏松格局；需求端，地产竣工端对需求支撑逐步走弱，导致不锈钢的需求走弱，新能源车三元前驱体材料企业仍以去库存为主，供大于求格局下需求不及市场预期，总体市况仍表现平平。

# 锂：锂价已进入底部区间

**12月锂价进入底部区间：**12月末国产电池级碳酸锂报价9.65万元/吨，较上月末下滑16.5%；国产电池级氢氧化锂报价8.65万元/吨，较上月末下滑23.6%；短期锂价加速探底，需求疲软是导致锂价加速下滑的主要因素。本轮锂价调整是从2023年7月中下旬开始的，因为在7月21日广期所碳酸锂期货正式上线交易之后，在远期锂价比较悲观的预期之下，很容易造成现货市场的混乱，12月碳酸锂期货主力合约出现巨幅波动，也导致广期所多次修正规则，避免后续出现逼仓风险。目前在供给端，国内青海地区盐湖提锂产量受季节性因素影响有所下滑，预计影响幅度在30%左右；而对于以锂辉石为原料的冶炼企业来说，由于原料降价幅度低于锂盐降价幅度，成本压力提升，叠加下游采购情绪不高，减产和停产现象较为普遍；需求端，下游仍处于淡季时间段，材料企业开工率急剧下降，正极材料企业为把控风险，采购意愿低，整体需求跟进不足，企业排产低于预期。

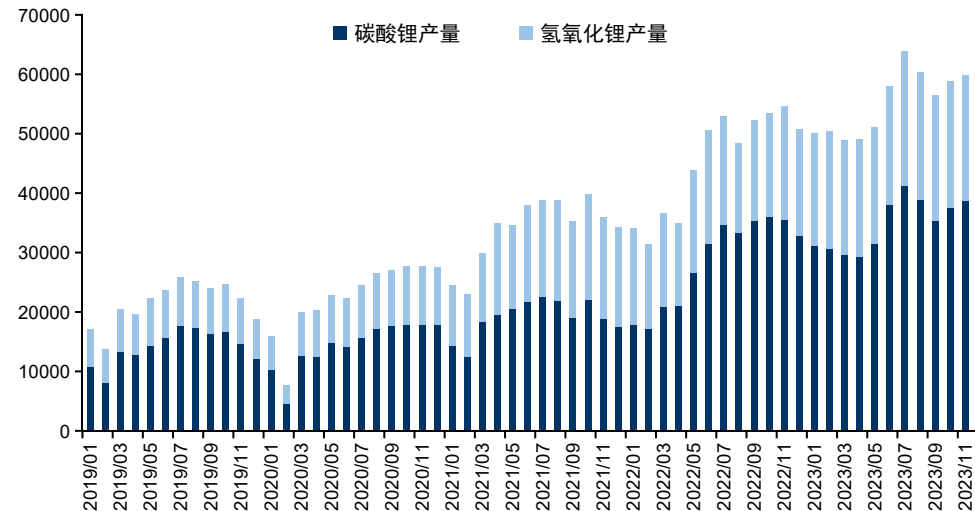
**当前时间点对于锂价的看法：**我们认为，锂价调整到9-10万元/吨这个位置，已进入底部区间。供给端，全球新增锂资源项目仍会逐步放量，主要包括非洲几个由中资企业主导开发的锂辉石项目，以及国内几个由头部锂电企业主导开发的锂云母项目，但这些项目的成本相对来说是比较高的，对锂价会有一些的支撑；另外，供给也有一些变量存在，在2023年12月1日生态环境部发布《青海省柴达木盆地盐湖资源开发无序扩展，加剧生态环境承载负担》文章，对国内青海地区盐湖提锂产量的影响有待进一步评估；需求端，2023年9-10月是下游消费旺季，但旺季同样出现跌价的情况，而11-12月下游排产环比持续出现下滑，普遍处于去库存的状态，另外预计2024年1月下游排产环比会继续下降；总体上，锂供需双弱，但有一定的成本支撑。

图：国内电池级碳酸锂和氢氧化锂价格（元/吨，含税价）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

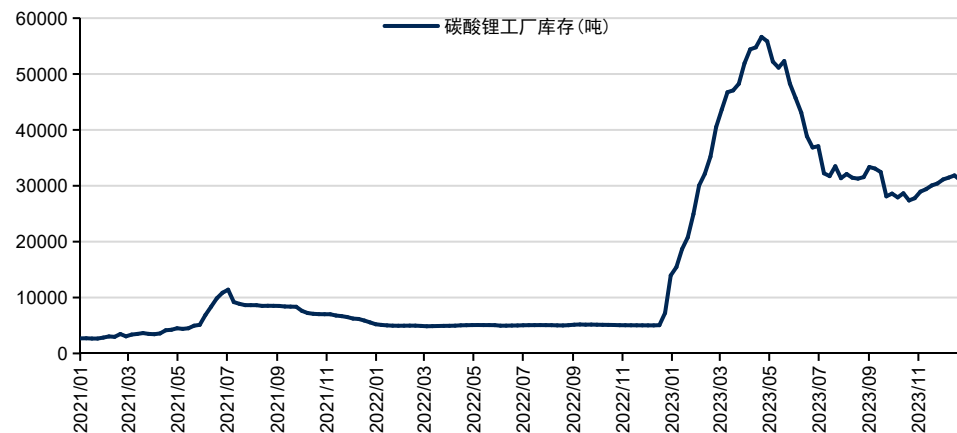
图：国内碳酸锂和氢氧化锂产量（月度值，吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

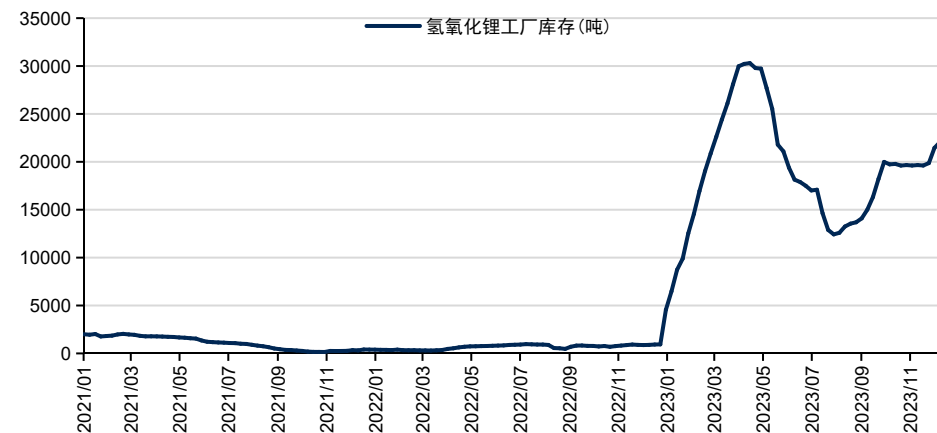
# 锂：锂价已进入底部区间

图：碳酸锂工厂库存（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：氢氧化锂工厂库存（吨）



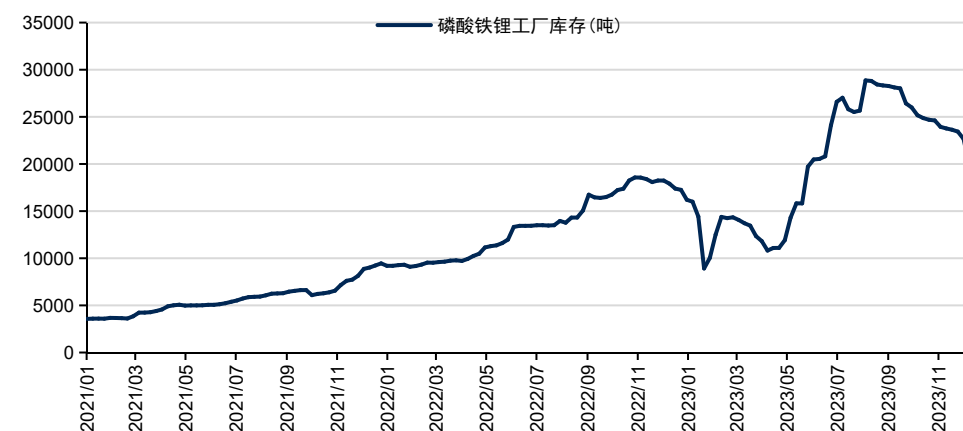
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：三元材料工厂库存（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：磷酸铁锂工厂库存（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

# 锂：全球锂资源开发难度大，但供给将逐步进入放量期

全球锂资源开发难度大，但经历过2-3年左右的开发周期之后，供给将逐步进入放量期——

- ◆ **澳洲锂矿**是全球最容易开发的锂辉石资源，当地矿业发达、法律法规齐全、基础设施良好。2023年新增产能包括由Core Lithium所主导开发的Finniss项目、由Mineral Resources和赣锋锂业所主导开发的Marion技改项目。目前澳洲锂矿仍是国内锂盐厂最主要的原料来源，但之后随着非洲锂矿大量涌入市场，澳洲锂矿商的定价权将有所削弱，澳洲锂矿商挺价意愿虽然强烈，但经过长期谈判，部分长单定价模式转变为M+1，甚至已开始讨论M+2，且国内锂盐厂仍希望通过谈判改变定价模式，尽量减少运输和生产周期过程中，锂价下跌所造成的损失。
- ◆ **南美盐湖**开发提速，越来越多中资企业收购南美盐湖资源，南美盐湖资源储量丰富且品质高，但开发难度大，存在环评审批、高海拔、淡水资源、配套基建等多种因素的限制，需要大规模的资本开支、成熟的技术水平和项目团队支持。仅从2023年的时间维度来看，南美盐湖当中投产且放量的新项目只有赣锋锂业和美洲锂业所主导开发的Caucharí-Olaroz盐湖项目，另外由紫金矿业所主导开发的3Q盐湖项目年产2万吨碳酸锂第一阶段于2023年12月投料试车成功。展望2024-2025年，南美盐湖有望进入盐湖提锂产能&产量快速释放的阶段。
- ◆ **非洲锂矿**资源储量丰富，矿石品位高，过去两年中资企业大规模进入到非洲大陆的锂矿项目，主要是因为非洲的矿业环境对于中资企业更加友善，到目前为止中资企业开发非洲锂矿总体进展速度还是比较快的，中资企业在矿山资源开发的效率优势充分体现出来，且于2023年上半年投产的项目，考虑到一定的运输周期后，将于2023年下半年开始陆续到港，形成有效产出。

表：2023年投产的非洲锂矿项目信息汇总

公司	矿山	国家	矿石量 (Mt)	资源量 (万吨LCE)	品位	产能规划
华友钴业/TIMGO	Arcadia	津巴布韦	72.7	190	1.06%	项目建成后原矿处理规模将达到15,000吨/天，年产能23万吨透锂长石精矿+29.7万吨锂辉石精矿，折合年产约5万吨LCE，项目建设周期1年；2023年3月Arcadia项目全部产线已完成安装调试工作并投料试生产，成功产出第一批产品。
盛新锂能/Liujun	萨比星锂钽矿	津巴布韦	——	——	——	项目设计原矿生产规模90万吨/年，折合锂精矿约20万吨，项目于2023年5月试车投产。
中矿资源	Bikita	津巴布韦	65.42	183.78	1.16%	新建200万吨/年透锂长石精矿(技术级和化学级透锂长石柔性生产线)选矿改扩建工程和200万吨/年锂辉石精矿选矿工程，两个项目于2023年7月初相继建设完成并正式投料试生产，达产后公司将拥有锂辉石精矿产能30万吨/年、化学级透锂长石精矿产能30万吨/年或技术级透锂长石精矿产能15万吨/年，预计将形成折合约6万吨LCE/年的产能规模。
雅化集团控股公司KMC	Kamativi	津巴布韦	18.22	57	1.25%	根据开发计划，雅化集团将分两期开发Kamativi矿山，一期每年处理锂矿石30万吨，预计2023年内投产，目前一期的破碎段已进行单机空载调试和带料试车；二期每年开采和处理锂矿石约200万吨，预计2024年投产，届时Kamativi锂矿每年生产锂精矿规模将超过35万吨。
Abyssinian Metals	Kenticha	埃塞俄比亚	——	100万吨以上	1.03%	项目一期20万吨/年产线的锂精矿预计将在2023年4季度开始交付。

资料来源：各公司公告，安泰科，国信证券经济研究所整理

# 锂：全球锂资源开发难度大，但供给将逐步进入放量期

从保障锂资源“自主可控”的角度出发，国内亟需开发自己的锂矿资源——

- ◆ 四川甘孜州和阿坝州锂辉石资源储量丰富，但开采难度相对较高，主要受自然条件恶劣与矿山基建薄弱影响。四川省主要锂辉石项目中，目前在产的只有康定市甲基卡锂辉石矿和金川县业隆沟锂辉石矿；而金川县李家沟锂辉石矿目前在建105吨/年采选项目，预计2024年投产。四川省其余锂矿目前均无开采预期，雅江县措拉锂辉石矿处于缓建+设计优化过程中，雅江县德扯弄巴锂辉石矿尚未开始，马尔康县党坝锂辉石矿处于停产状态。
- ◆ 江西宜春地区是锂云母的主要生产基地，国内锂云母提锂技术已实现突破和优化，锂云母资源属于埋藏浅、露天开采、比较容易开发的锂矿资源。从2023年下半年开始，由宁德时代所主导开发的柘下窝项目以及由国轩高科所主导开发的水南段项目逐步放量，对于锂云母的供给将产生比较大的影响，此外预计这两个项目投产初期所对应碳酸锂成本相对较高。另外，由江特电机所主导开发的茜坑项目仍处于办理采矿证的过程中，近期有了新进展，有望在短期内拿到采矿证，正式进入到开发阶段。

表：江西省主要锂云母矿山汇总

矿床	所属企业	状态	矿区面积	生产规模	矿石量	Li <sub>2</sub> O资源量	Li <sub>2</sub> O品位
宜春钽铌矿(414)	江西钨业	在产	5.2175 km <sup>2</sup>	231万吨/年	13855万吨	50.40万吨	0.38%
白市村化山瓷石矿	永兴材料70%；宜春时代30%	在产	1.8714 km <sup>2</sup>	300万吨/年	4507万吨	NA	0.39%
白水洞高岭土矿	宜春国轩51%；永兴材料49%	在产	0.7614 km <sup>2</sup>	150万吨/年	731万吨	2.62万吨	NA
狮子岭锂瓷石矿	江特电机	在产	0.1114 km <sup>2</sup>	60万吨/年	1403万吨	8.02万吨	0.55%
袁州区新坊钽铌矿	江特电机	在产	0.0739 km <sup>2</sup>	60万吨/年	382万吨	NA	0.5-0.7%
宜丰县花桥大港瓷土矿	九岭锂业70%；宜春时代30%	在产	0.5000 km <sup>2</sup>	150万吨/年	9192万吨	NA	0.51%
宜丰县东槽鼎兴瓷土矿	同安矿产品58.83%	在产	0.5990 km <sup>2</sup>	120万吨/年	超过5500万吨	NA	NA
宜丰县茜坑矿	江特电机	办理采矿证	10.3800 km <sup>2</sup>	300万吨/年	11000万吨	51.22万吨	0.46%
割石里矿区水南段瓷土矿	宜春国轩	在产	0.2600 km <sup>2</sup>	300万吨/年	5507万吨	18.18万吨	0.33%
柘下窝矿区陶瓷土	宁德时代	在产	6.4400 km <sup>2</sup>	1000万吨/年	96025万吨	265.678万吨	0.28%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ 青海&西藏是国内主要的盐湖产业基地，随着对工艺路线的不断探索，不同企业形成适合自身资源特征的方法。国内盐湖提锂总产能已经超过10万吨/年，且扩张潜力巨大，但同时也面临着高镁锂比、配套基础设施不足或高海拔等多种因素限制，目前还远未达到我们国内盐湖提锂产能大规模投产的时间点，我们认为这个时间点在2024-2025年之间，届时由盐湖股份所主导开发的察尔汗盐湖项目、由西藏矿业所主导开发的扎布耶盐湖项目、由藏格矿业所主导开发的麻米错盐湖项目以及由紫金矿业所主导开发的拉果错盐湖项目都将带来比较可观的产能增量。

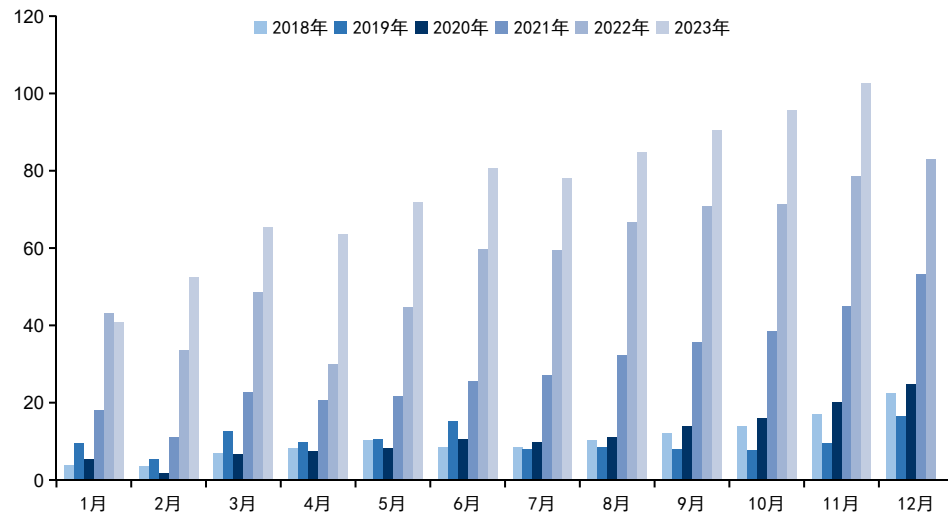
# 锂：国内电车单月销量创新高，但材料企业排产相对疲软



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%。进入2023年，上半年国内新能源汽车产销量规模分别为378.8和374.7万辆，同比分别增长42.4%和44.1%，渗透率达到28.3%，7-11月份国内新能源车单月销量分别为78.00/84.60/90.4/95.6/102.6万辆，其中11月份市场渗透率达到34.5%。2023年1-11月份国内新能源汽车产销量规模分别为842.6和830.4万辆，同比分别增长34.5%和36.7%，渗透率达到30.8%。预计2023年国内新能源汽车产销量规模将达到900万辆以上，同比增长超过30%。

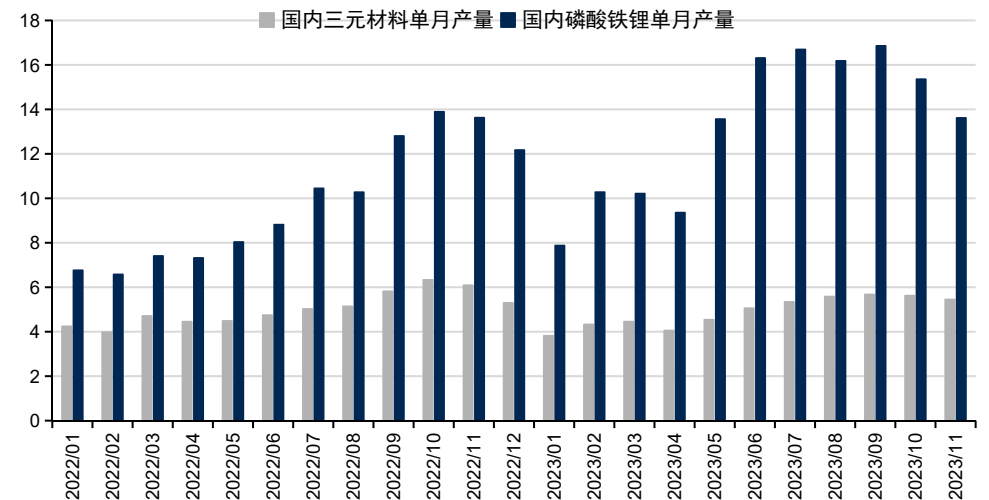
另外从国内正极材料企业产销量数据来看：2022年国内三元材料总产量60.23万吨，同比+51.3%；磷酸铁锂总产量111.09万吨，同比+132.8%；2023年前三季度国内三元材料总产量42.79万吨，同比+0.61%；磷酸铁锂总产量117.27万吨，同比+49.61%。短期磷酸铁锂因性价比更高，装机占比提升。鑫椤锂电数据显示，2023年10月份国内三元材料单月产量5.67万吨，同比-10.4%，环比持平，磷酸铁锂单月产量15.35万吨，同比+10.6%，环比-8.9%；11月份国内三元材料单月产量5.44万吨，同比-10.6%，环比-3.1%，磷酸铁锂单月产量13.61万吨，同比-0.1%，环比-11.3%。我们预计，国内正极材料2023年12月、2024年1月份下游仍会处于去库的阶段，正极产量环比10、11月份难有提升，或仍将继续下滑。

图：中国新能源汽车销量数据（万辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图：中国正极材料生产量（万吨）



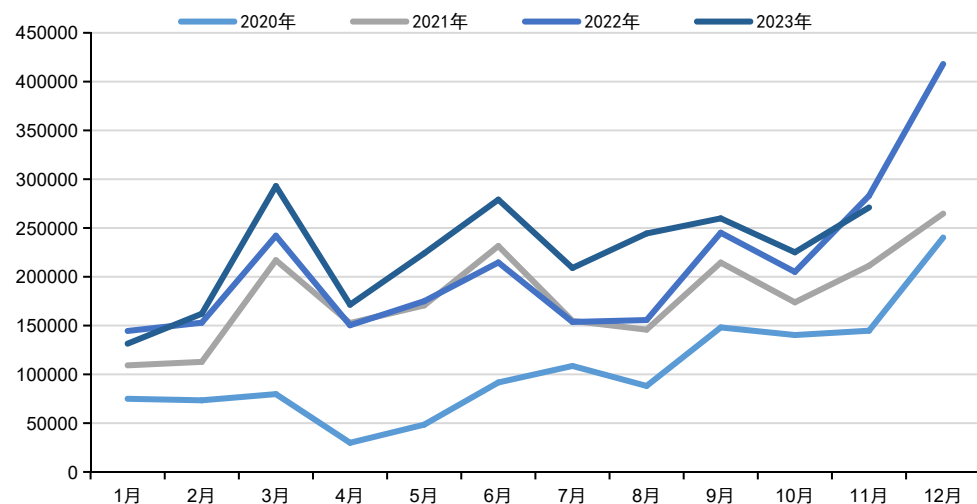
资料来源：鑫椤锂电，国信证券经济研究所整理

# 锂：海外汽车电动化需求稳步提升，美国市场是需求增长亮点

◆ **欧洲新能源汽车销量平稳增长。**2022年6月29日，欧洲联盟27个成员国环境部长经过长达16小时的谈判，一致支持“到2035年实现汽车零碳排放”的目标，届时将不再销售燃油汽车；2022年10月27日，欧盟三大机构——欧盟委员会、欧盟议会和成员国正式达成协议，将从2035年起禁止生产新的燃油车。根据Marklines和IEA数据显示，欧洲2022年新能源车销量约为259万辆，同比增长约14%；2023年欧洲部分国家虽然可能会有补贴退坡的影响，但退坡力度较小，欧洲新能源汽车销量仍然有望实现平稳增长，预计全年销量规模约300万辆，同比增长约15%。展望2024-2025年，预计欧洲新能源汽车销量年均增速仍有望达到约15%。

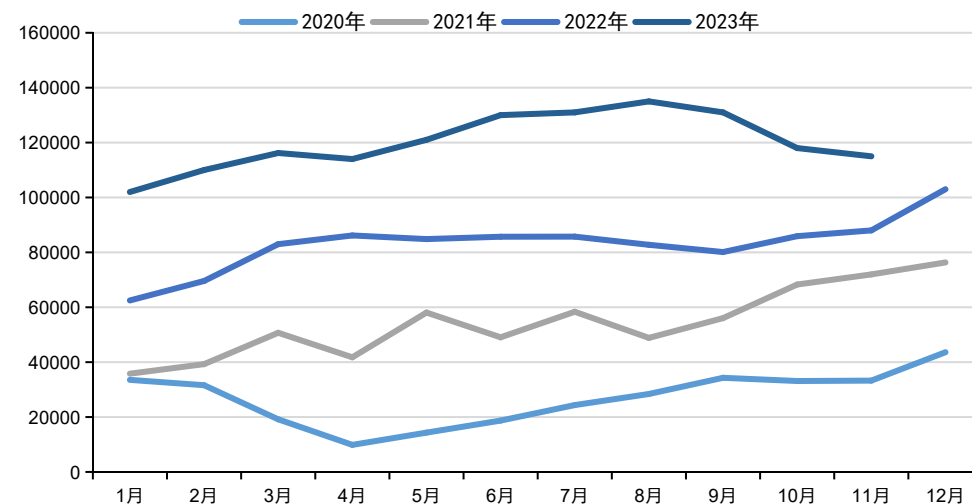
◆ **美国IRA法案有望刺激消费，电动化需求提速。**2022年8月16日美国总统拜登在白宫签署《通胀缩减法案》，该法案是美国有史以来针对气候能源领域的最大投资计划，计划2023年开始执行。IRA法案针对新能源车核心补贴政策为提供7500美元新车税收抵免补贴政策，且取消了对每个车企20万辆的补贴上限，此举意味着包括特斯拉、通用和丰田在内的车企都将在2023年重新获得补贴。2022年美国新能源汽车销量达99.8万辆，同比增长约50%；2023年仍有望保持高增速，预计全年新能源汽车销量将达到约150万辆，同比增长约50%。展望2024-2025年，预计美国新能源汽车销量年均增速仍有望达到约25-30%。

图14：欧洲新能源车销量(月度值, 万辆)



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

图15：美国新能源车销量(月度值, 万辆)



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理



# 锂：全球锂资源供需矛盾有望逐步缓解

展望2023年，我们预计全球锂资源端供给增量在25万吨LCE左右；需求端，我们预计2023年全球新能源汽车产销量规模约1400万辆，同比增长约30%；储能电池出货量规模约195Gwh，同比增长约70%；在这样的假设条件下，全球锂盐供需基本面将由2022年的供需短缺转为2023年的供需过剩，但是预计过剩幅度并不明显。

展望2024-2025年，越来越多的企业在加快资源端布局，且经历过2-3年左右开发周期之后，供给将逐步进入放量期，澳洲锂矿、南美盐湖、非洲锂矿和国内的锂资源均能贡献比较可观的增量；需求端，新能源车和储能领域的发展仍将快速带动锂消费，且锂也会有更多的应用场景逐步推出，我们预计全球锂需求年均复合增速仍有望达到25%以上，2025年市场需求将达到170万吨以上，有望快速成长为“大金属”。综上，在需求端成长确定性比较强的同时，供给端也在加速落地，随着前期投入开发的项目逐步进入投产期之后，供给端释放的速度可能会更快一些，锂供需总体将呈现过剩的格局，过剩幅度约10%。

表：全球锂供需平衡表预测（万吨）

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	24.98	29.80	38.30	47.15
海外锂辉石&锂黏土	17.70	22.63	18.25	25.30	32.25	46.60	68.15	83.50
中国锂辉石	0.00	0.00	0.60	1.00	1.38	2.00	3.00	4.00
中国锂盐湖	3.30	4.57	5.65	7.16	9.10	11.40	15.60	24.30
中国锂云母	1.00	3.20	4.15	5.90	7.30	10.60	15.60	25.35
供给合计（不含回收）	32.95	42.35	40.85	57.46	75.01	100.40	140.65	184.30
全球锂需求	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车	7.79	11.05	15.20	30.02	47.56	60.12	84.61	111.14
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	12.00	18.06	28.02
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	63.04	83.95	102.82	134.81	172.45
供需平衡表	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球锂供给	35.23	44.83	43.51	60.32	78.01	104.40	145.65	190.30
全球锂需求	32.97	38.08	42.69	63.04	83.95	102.82	134.81	172.45
供需平衡（供给-需求）	2.26	6.75	0.82	(2.72)	(5.95)	1.58	10.84	17.85

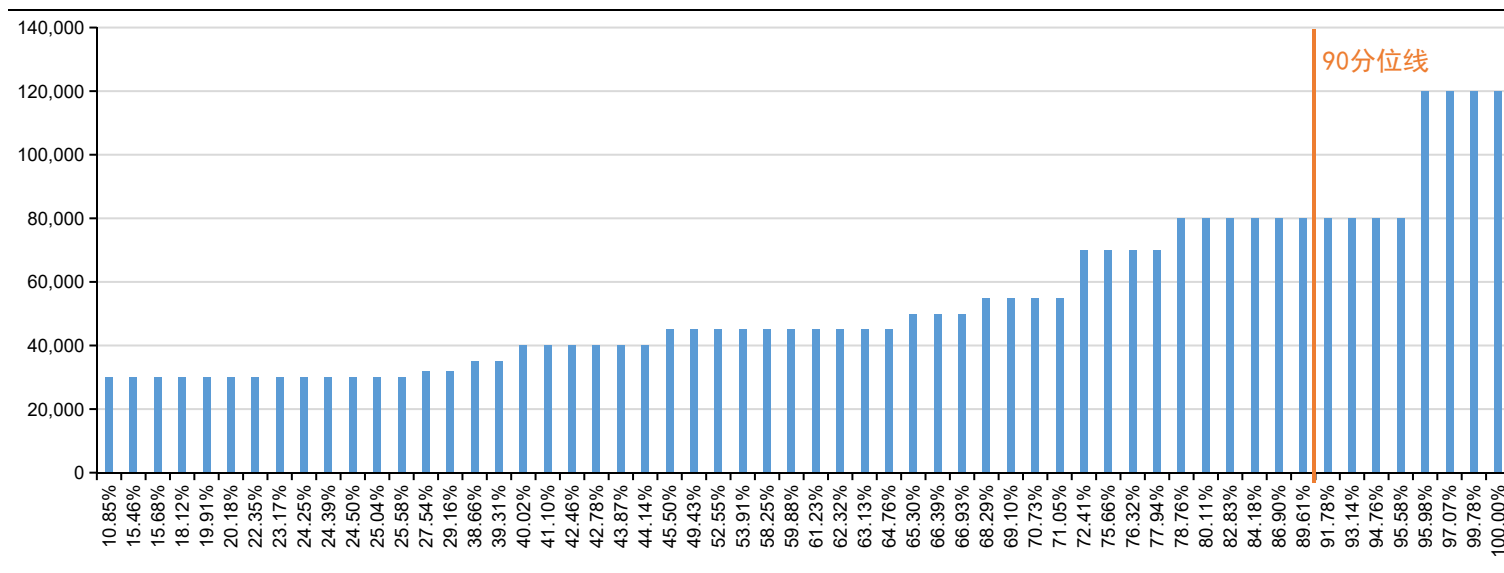
资料来源：各公司公告，安泰科，中国汽车工业协会，Marklines，国信证券经济研究所整理和预测

# 锂：锂价将重回边际成本定价

基于前文的分析，我们认为锂价将重回边际成本定价，行业成本曲线90分位线的位置对价格将会有强支撑，同时考虑到下游需求将保持高增速，锂价有望始终维持在行业成本曲线90分位线以上的位置，所以我们给到锂价中长期的价格中枢是10-12万元/吨，在这个价格水平下，一些品质相对来说比较差的资源可能会面临产能的出清，同时也能支持一些优质的资源不断得到开发，以满足下游需求的增长。目前国内电池级碳酸锂和氢氧化锂的现货价格在10万元/吨(含税)左右，而广期所碳酸锂期货远月合约的价格已经跌至将近10万元/吨(含税)，已落到我们给到的价格中枢的范围，所以预计锂价再大幅下跌的空间相对有限。

另外从股票的角度而言，锂矿标的股价在经历长达1年左右的调整之后，我们认为基本上已经调整到位，目前主流标的的市值当中隐含的锂价假设条件也在10万元/吨左右，后续随着锂价调整到位之后，锂价对股价的影响会逐步减弱，而股价涨跌将更多受到下游需求预期变化的影响，更多受到终端新能源车和储能领域需求预期变化的影响。

图：2025年全球锂资源行业成本曲线（折合LCE，元/吨）

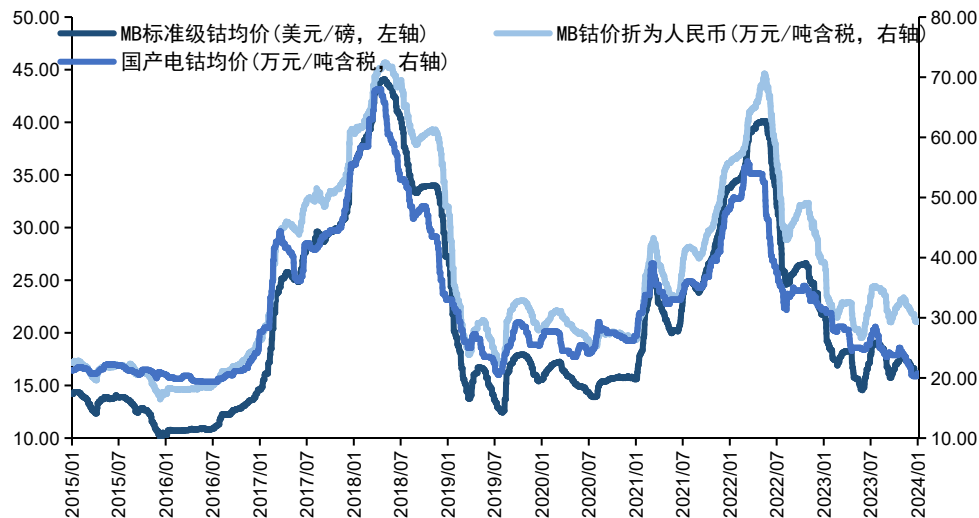


资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

**12月钴价继续走弱：**截至2023年12月底，MB标准级钴报价15.98美元/磅，相比月初下降约6%；国产电钴报价20.7万元/吨，相比月初下降约6%；目前原料主流供应商计价系数在53%-55%左右。12月国内钴原料到港量增加，市场上流通货源较为充足，另外钴价的影响因素主要在于需求端，需求受制于消费电子和三元材料表现不佳，另外市场对远期供需格局信心不足，预计钴价后市或仍偏弱运行，总体仍在磨底的阶段。

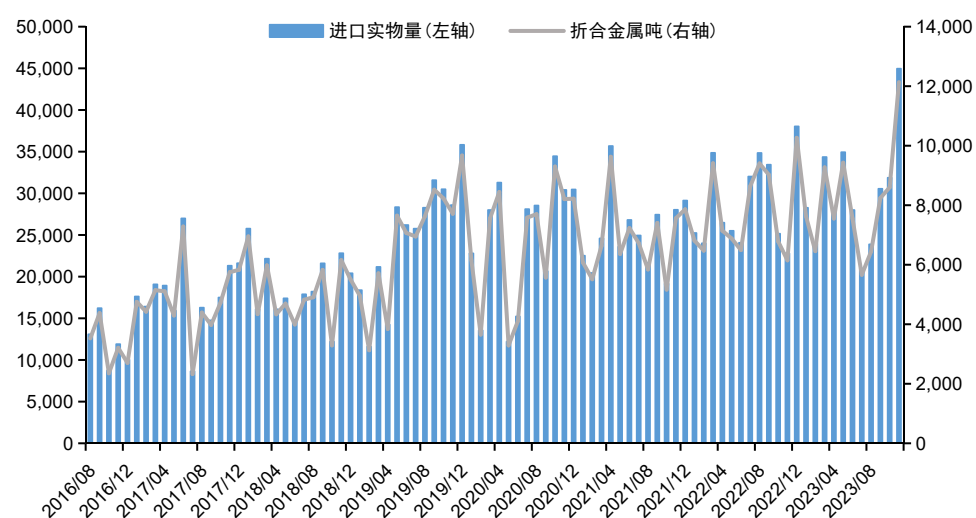
**国内钴中间品整体供应相对充足。**2022年中国钴精矿进口实物量约2.63万吨，折合约1970金属吨，同比+38.2%；钴中间品方面，2022年中国钴湿法冶炼中间品进口实物量约34.62万吨，折合约9.54万金属吨，同比+14.0%；综上2022年中国钴精矿和钴湿法冶炼中间品进口量合计约9.54万金属吨，同比+14.4%。2023年1-11月钴精矿进口实物量约1.68万吨，折合约1259金属吨，同比-28.3%；钴湿法冶炼中间品进口实物量约32.95万吨，折合约8.90万金属吨，同比+6.9%；综上2023年1-11月国内钴原料进口量约9.02万金属吨，同比+6.2%。

图：钴价底部震荡



资料来源：MB，亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

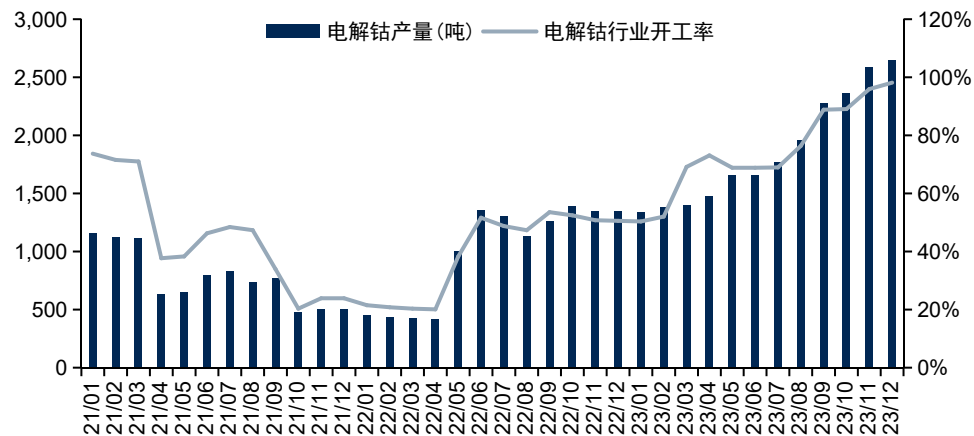
图：中国钴湿法冶炼中间品进口情况（吨）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

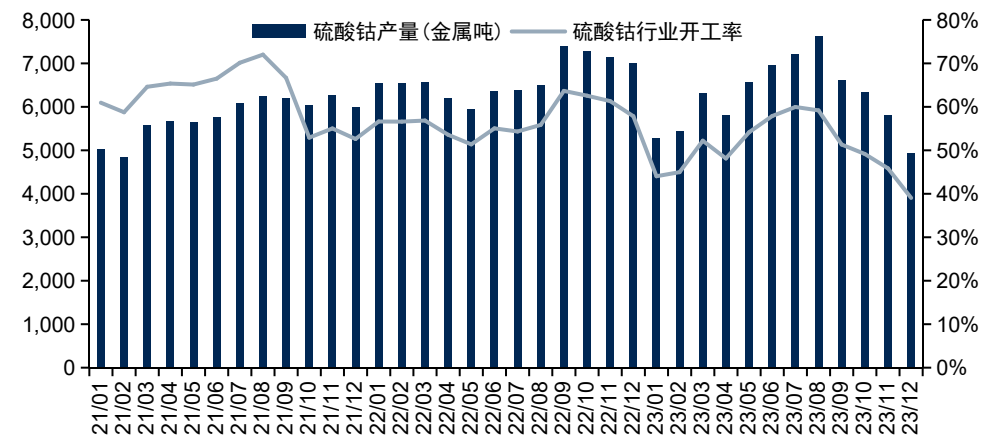
# 钴：钴价继续走弱

图：电解钴产量和开工率



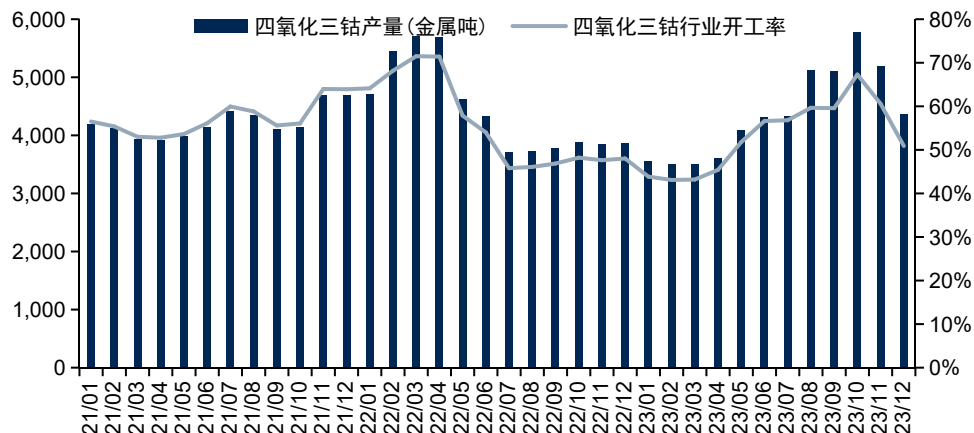
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：硫酸钴产量和开工率



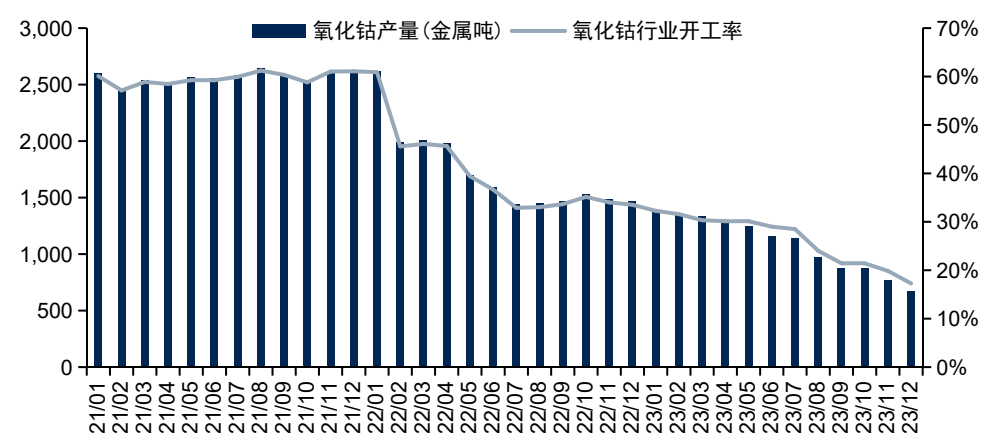
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：四氧化三钴产量和开工率



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：氧化钴产量和开工率



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

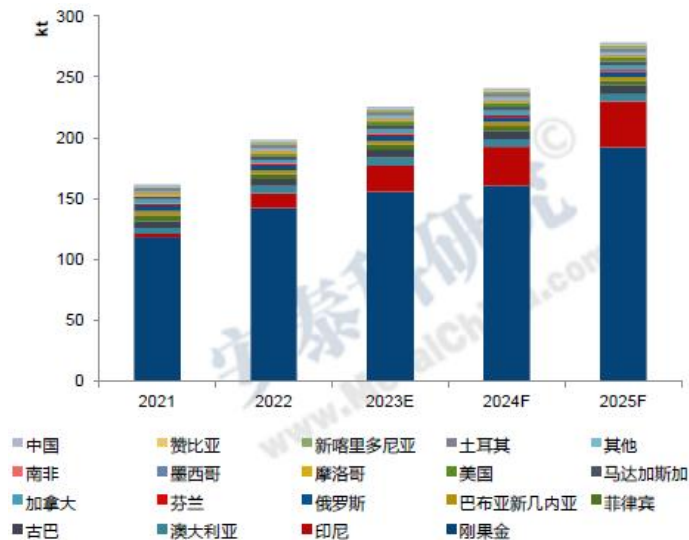
# 钴：全球钴原料供应相对宽裕

**全球钴原料供应相对宽裕。**安泰科数据显示，2022年全球钴原料产量约19.8万吨，同比增长约21%，其中刚果(金)产量14.2万吨，印尼产量1.2万吨；另外预计2023年全年钴原料产量将达到22.7万吨，同比增长14.6%。

**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年复产，近几年产能逐步爬坡；Mutanda矿于2021年复产，其爬产的进度会对全球钴供给产生较大的影响。嘉能可2022年钴矿产量约4.38万吨，同比增长约40%，约占全球总供给量的22%；2023年钴矿产量指引在(3.8±0.5)万吨范围内，保持相对稳定。②洛阳钼业拥有全球顶级铜钴矿山，两大世界级项目的建设及投产将使公司成为全球最大的钴生产商。公司加速推进TFM混合矿项目与KFM项目。2023年上半年，TFM混合矿中区项目顺利投产，KFM铜钴矿达到设计产能，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提升，其中钴产能将超过7万吨/年。根据洛阳钼业最新的公告显示，公司2023年钴金属产量约5.55万吨，同比+174%。

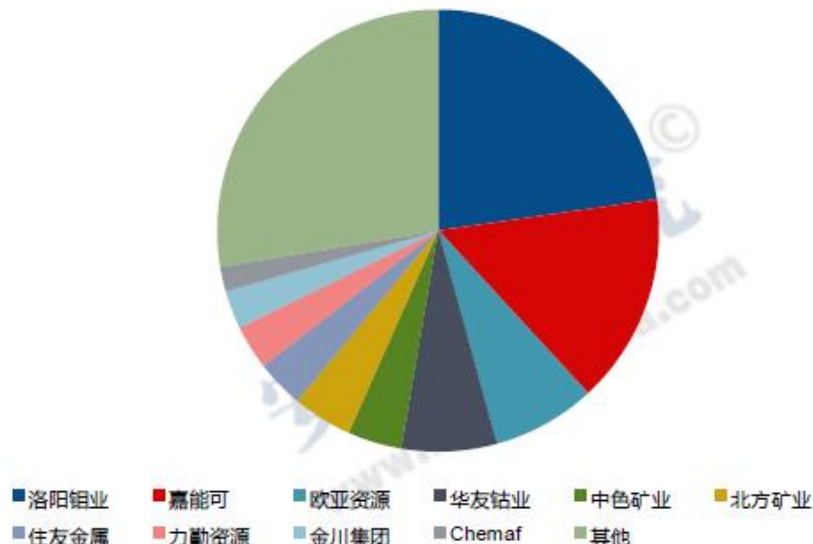
**印尼镍钴项目的推进将重塑行业格局：**印尼是全球镍资源储量最丰富、镍矿产量最大的国家。高压酸浸HPAL(High Pressure Acid Leach)工艺可以处理印尼低品位红土镍矿，可以回收其中的有价元素钴，能耗低、碳排放量少，较其他工艺路线具有显著的成本优势，目前满产运行的HPAL项目具有很强的盈利能力。另外印尼丰富的低品位镍矿储量使得该工艺资源限制小，具备广阔的发展空间。HPAL工艺经过多年时间技术日趋成熟，中国企业和设计院具备丰富的HPAL工艺设计经验和项目运营经验，为该工艺广泛应用奠定基础。

图：全球钴原料供应



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图：全球钴原料供应构成（2023年）



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

表：全球钴原料增量来源项目（2023年）

公司	矿山	增产(吨)	类型
洛阳钼业	TFM	800-3800	铜钴矿
洛阳钼业	KFM	24000-30000	铜钴矿
五矿资源	Kinsevere	1000	铜钴矿
Chemaf	Motoshi	-	铜钴矿
华友钴业	华越镍钴	2800	红土镍矿湿法冶炼
华友钴业	华飞镍钴	5000	红土镍矿湿法冶炼
力勤0B1	PT Halmahera Persada Lygend	2000	红土镍矿湿法冶炼
格林美	青美邦	2000	红土镍矿湿法冶炼
嘉能可/Vale等	Mutanda/Katanga	-8000	铜钴/镍钴矿
	合计	30000	取低幅

资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

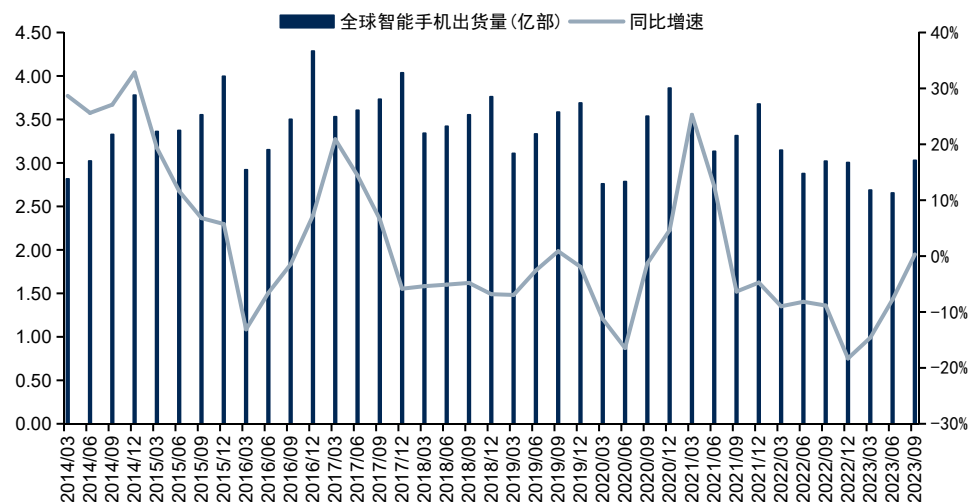
# 钴：短期需求仍显平淡，消费电子需求有望逐步回暖

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%，2021年中国钴消费总量约占全球总消费量的66%。另外预计2022年全球精炼钴消费量17.7万吨，同比+7%，其中3C电池消费量同比下降17%；三元动力电池消费量同比+63%；预计2023年全球精炼钴消费量仍有望保持一定程度的增长，其中3C电池消费进一步下滑，增量主要来自动力电池和高温合金领域。

**消费电子领域：**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%，2023年前三季度出货量约8.37亿部，同比减少约7%，但其中2023年三季度出货量约3.03亿部，同比+0.30%，环比+14.13%，考虑到2021年是全球智能手机出货量的高点，手机的平均换机周期为2-3年，所以2024年消费电子需求有望逐步回暖。

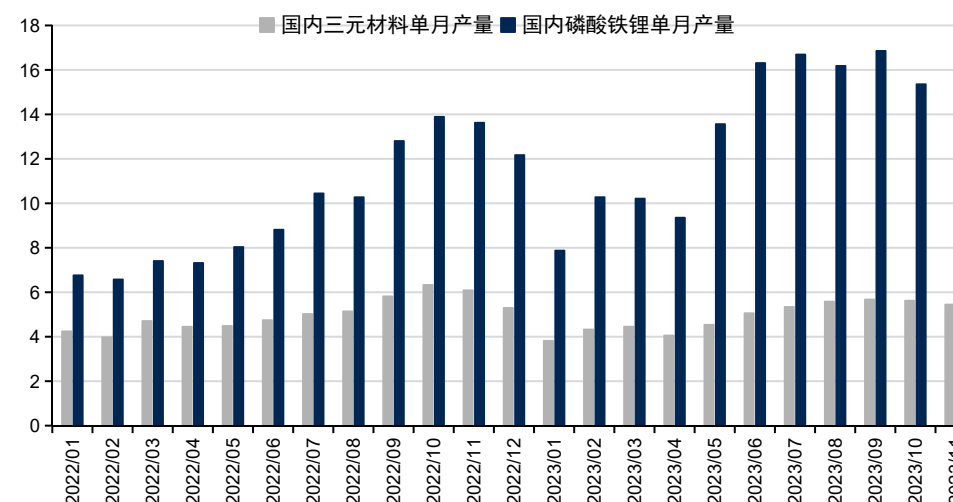
**动力电池领域：**磷酸铁锂因为性价比更高，装机量占比提升，挤占了三元材料份额。鑫椏锂电数据显示，2023年前三季度国内三元材料总产量42.79万吨，同比+0.61%；磷酸铁锂总产量117.27万吨，同比+49.61%；10月国内三元材料单月产量5.67万吨，同比-10.4%，环比持平，磷酸铁锂单月产量15.35万吨，同比+10.6%，环比-8.9%；11月国内三元材料单月产量5.44万吨，同比-10.6%，环比-3.1%，磷酸铁锂单月产量13.61万吨，同比-0.1%，环比-11.3%。但展望未来，全球汽车电动化发展仍将带动钴需求快速增长。虽然高镍化和无钴化是动力电池正极材料主流的两条技术路径，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提升，动力电池钴消费量仍然是增速最快的领域。

图：全球智能手机出货量(亿部)



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

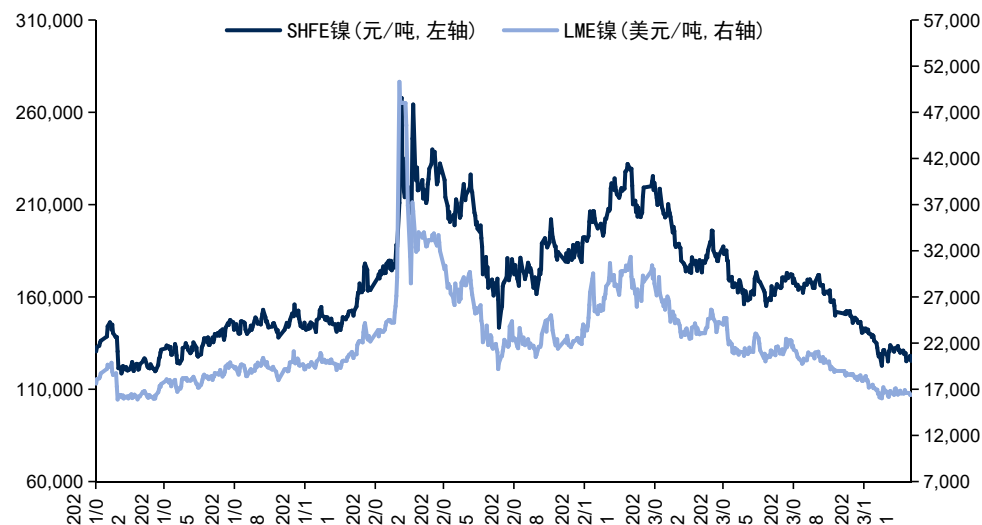
图：中国正极材料生产量(万吨)



资料来源：鑫椏锂电，国信证券经济研究所整理

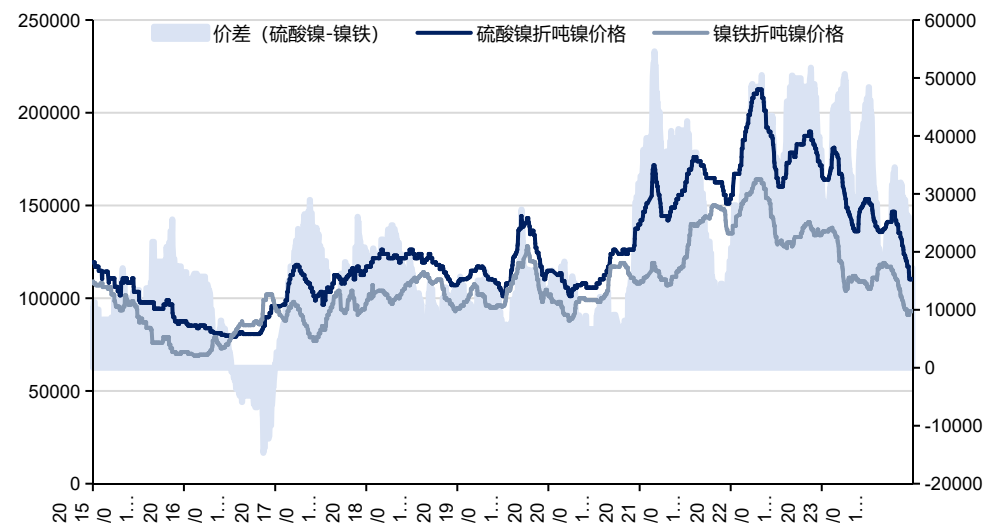
**12月镍价底部窄幅震荡：**12月末LME镍报价1.66万美金/吨，较月初下跌0.09%；沪镍报价12.52万元/吨，较月初下跌4.57%；国产镍铁(10%min)报价930元/吨度，较月初下降3.13%；国产电池级硫酸镍报价2.425万元/吨，较月初下降11.01%。镍金属交易活跃，12月美国降息预期提升对镍价有所利好，但无奈供需基本面疲软，镍价继续承压。基本面方面：供给端，国内电镍产量维持高位，海外纯镍项目与中间品项目逐步放量，进口资源量增加，国内电镍持续累库，市场供应仍呈现偏松格局；需求端，地产竣工端对需求支撑逐步走弱，导致不锈钢的需求走弱，新能源车三元前驱体材料企业仍以去库存为主，供大于求格局下需求不及市场预期，总体市况仍表现平平。

图：镍价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

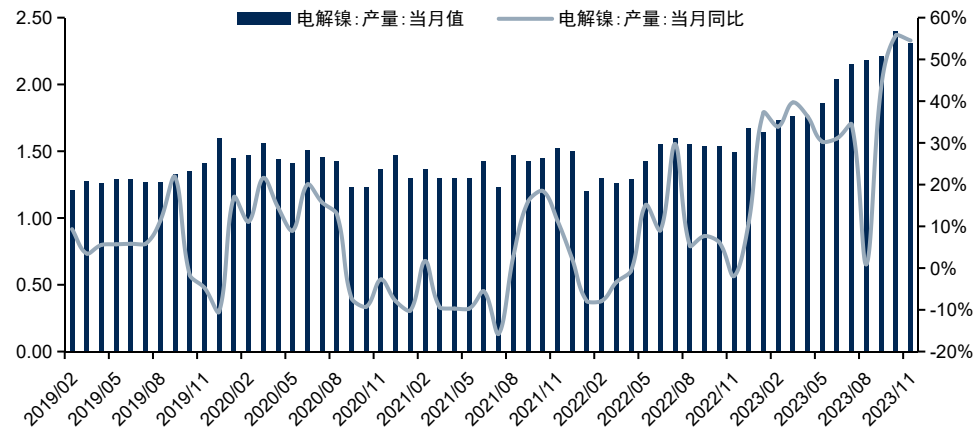
图：镍铁转产高冰镍窗口关闭（当硫酸镍折吨镍价格-镍铁折吨镍价格<30000元/吨）



资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

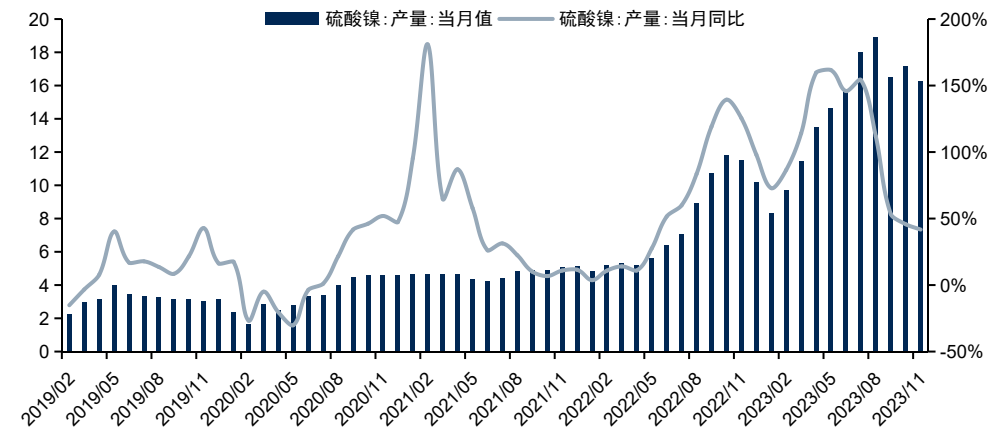
# 镍：镍价底部窄幅震荡

图：国内电解镍产量（当月值，万吨）



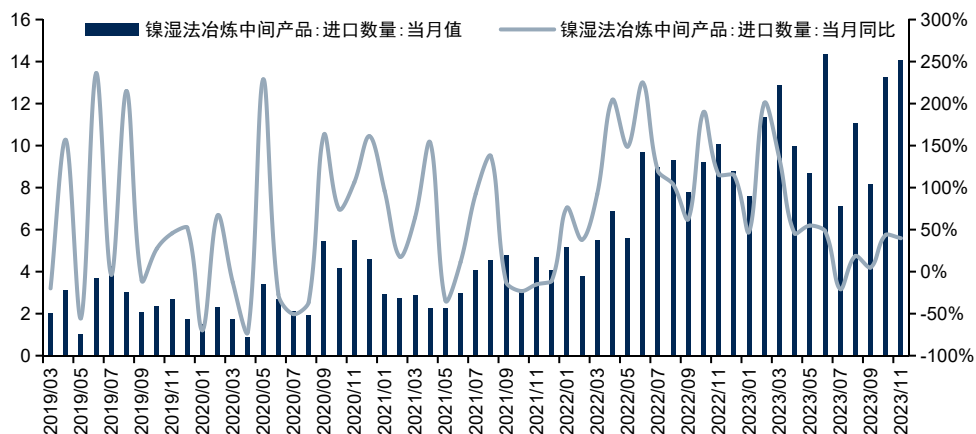
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：国内硫酸镍产量（当月值，万吨）



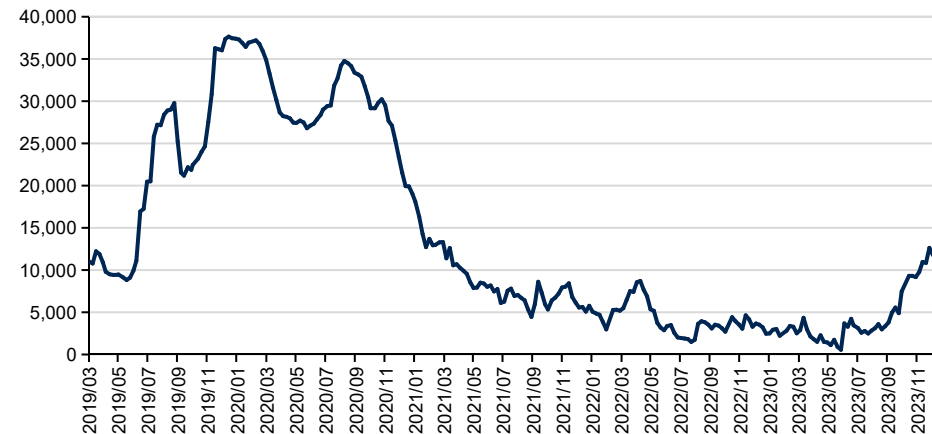
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：国内镍湿法冶炼中间产品进口数量（当月值，万吨）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图：SHFE镍期货库存（吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



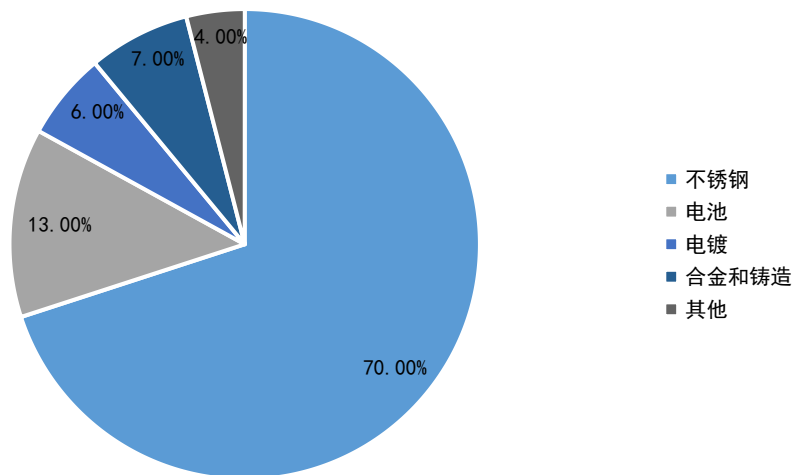
# 镍：不锈钢需求受益于竣工端，动力电池镍需求相对疲软

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**：供给端，印尼镍生铁新项目投建顺利，22-23年保持高增长；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，2023年国内地产竣工端数据表现抢眼拉动不锈钢需求实现较快幅度增长，2023年1-11月份国内300系不锈粗钢产量累计约1708万吨，同比+9.2%，200系不锈粗钢产量累计约1008万吨，同比+5.2%。但是短期随着地产竣工端对需求支撑逐步走弱，导致不锈钢的需求走弱，不锈钢领域镍消耗量从单月数据来看，环比是有所减弱的。

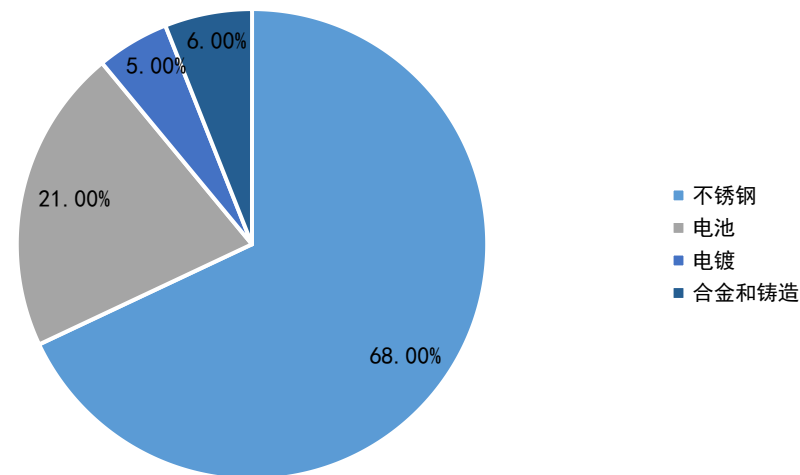
②**硫酸镍-动力电池产业链**：供给端，印尼镍冶炼中间品项目投建顺利，包括MHP和高冰镍，22-23年保持高增长，拉动国内湿法冶炼中间品进口量将实现快速提升，在2022年仍然是供不应求的格局下，2023年供给相对宽裕；需求端，硫酸镍主要应用在动力电池三元材料体系，2023年前三季度国内三元材料总产量42.79万吨，同比+0.61%，磷酸铁锂总产量117.27万吨，同比+49.61%；10月份国内三元材料单月产量5.67万吨，同比-10.4%，环比持平，磷酸铁锂单月产量15.35万吨，同比+10.6%，环比-8.9%；11月份国内三元材料单月产量5.44万吨，同比-10.6%，环比-3.1%，磷酸铁锂单月产量13.61万吨，同比-0.1%，环比-11.3%。短期磷酸铁锂因为性价比更高，装机占比提升，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：2022年全球原生镍消费结构



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图：2022年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

# 镍：预计中长期镍价重心将下移，或有利于三元材料体系发展



- ◆ 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减少，反之国内通过硫酸镍制备电积镍产量增加，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，国内以华友钴业和力勤资源等为代表的企业，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，力勤资源目前在印尼规划的镍产能已经达到40万吨，同时还有其他中资企业的布局，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三元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。

表：全球镍行业供需平衡表

万吨	2019	2020	2021	2022	2023
全球产量	236.8	248.9	260.6	302.4	330.0
全球消费量	240.5	238.5	277.3	291.1	297.0
全球平衡(=产量-消费量)	-3.7	10.4	-16.7	11.3	33.0
中国产量	83.0	74.4	67.5	80.2	91.0
中国消费量	130.8	135.4	154.4	167.6	171.5
均价(美元/吨)	13942	13863	18515	26223	19000

资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

# 黄金行业分析

## 降息预期反复，金价震荡偏强

### 经济存在降温迹象

- ◆ 美国11月失业率低于预期，降至3.7%，预期3.9%，前值3.9%；职位空缺数从22年3月开始震荡回落，需求层面持续降温，劳动力需求和供给逐步趋于协调。纽约联储使用收益率曲线的斜率或“期限利差”来计算美国未来十二个月出现衰退的可能性，从历史经验来看，该指标超过25%后约2个月，美国经济将进入衰退周期。对应模型表明2024年陷入衰退的可能性仍较高。

### 通胀有所放缓

- ◆ 美国11月核心CPI同比4%，预期4%，前值4%；核心PCE物价指数同比3.2%，预期3.3%，前值3.5%（修正3.4%），通胀水平较峰值有明显回落。

### 市场普遍预期降息临近

- ◆ 12月联邦基金目标利率保持5.25-5.5%，FOMC纪要显示，与会者普遍强调在制定货币政策决策时保持谨慎和依赖数据的方法的重要性，并重申政策在一段时间内保持限制性立场是适当的，直到通胀明显持续下降以实现委员会的目标。美联储委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率，而决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据影响。在2023年初银行风险事件之后，美联储及财政部的果断行动已使相关状况稳定下来，但货币政策具有时滞性，更高的利率会对企业偿债能力造成更大的挑战。随着劳动力市场需求放缓，失业率上升，通胀回落，市场对于降息的预期提升。目前CME预测显示，3月降息概率为66.4%，不变概率为33.6%；5月降息概率为93.0%。

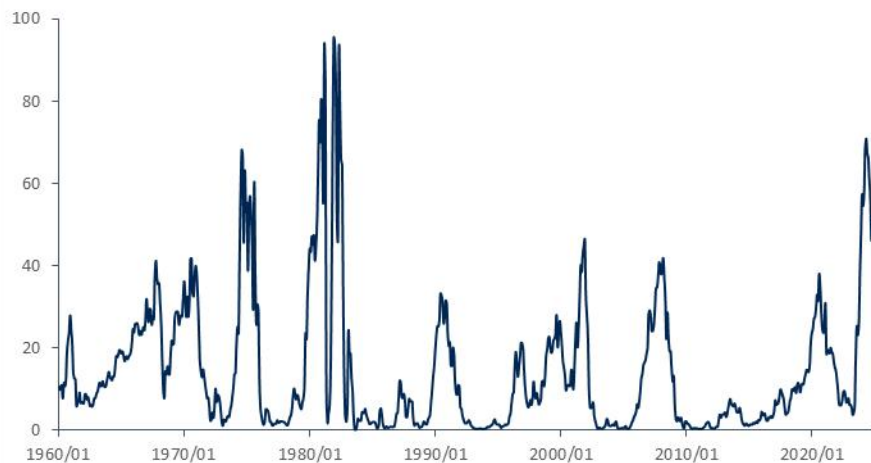
- ◆ **三季度GDP增长超预期，但四季度存在放缓迹象。**美国三季度实际GDP年化季环比修正值5.2%，预期5.0%，初值4.9%，居民消费和私人投资表现出较强的增长动能。但11月褐皮书显示，经济活动有所放缓，包括汽车在内的零售额仍然好坏参半，非必需品和耐用品的销售下降，交通运输服务需求低迷；商业贷款需求略有下降，尤其是房地产贷款；商业地产活动继续放缓；报告期内，未来六至十二个月的经济前景有所减弱。
- ◆ **劳动力市场降温，但仍较紧张。**美国11月失业率低于预期，降至3.7%，预期3.9%，前值3.9%；劳动参与率小幅上升为62.8%，预期62.7%，前值62.7%；非农就业人口增加为19.9万人，预期18.3万人，前值15万人，但今年就业人数新增多次出现下修。同时，职位空缺数从22年3月开始震荡回落，表明需求层面持续降温，劳动力需求和供给逐步趋于协调。
- ◆ **ISM制造业PMI持续处于荣枯线下。**12月，ISM制造业指数47.4，预期47.1，前值46.7，连续14个月处于荣枯线下。
- ◆ **纽约联储使用收益率曲线的斜率或“期限利差”来计算美国未来十二个月出现衰退的可能性，从历史经验来看，该指标超过25%后约2个月，美国经济将进入衰退周期。对应模型表明2024年陷入衰退的可能性仍较高。**

图：美国非农就业人数与职位空缺数（千人）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

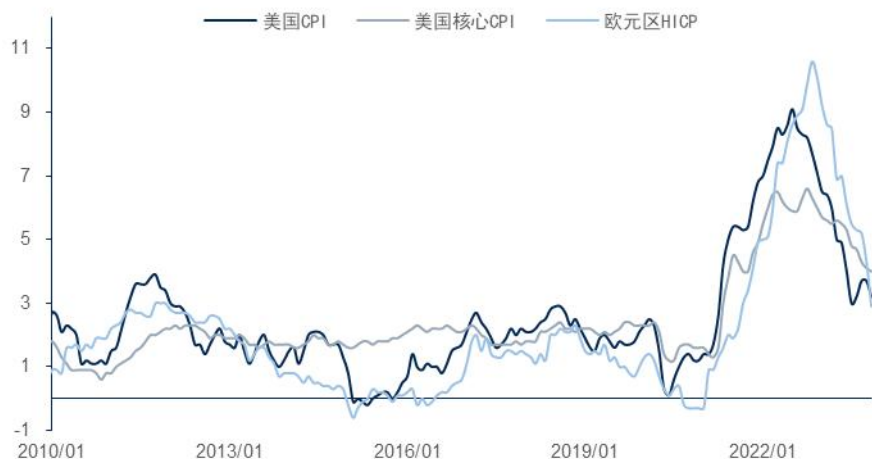
图：美国未来12个月经济衰退概率（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **美国核心PCE继续回落。**11月，核心CPI同比4%，预期4%，前值4%；CPI同比3.1%，预期3.1%，前值3.2%；分项来看，能源、教育和通信为负增速，食品和饮料、服饰、娱乐、其他商品和服务分项增速出现不同幅度的下降；房屋持平；运输、医疗服务有所上涨。核心PCE物价指数同比3.2%，预期3.3%，前值3.5%（修正3.4%），通胀水平较峰值有明显回落。
- ◆ **能源价格下跌贡献较大。**11月油价下降，能源项同比下降5.4%，需求不佳对价格形成拖累。但近期红海危机发酵，市场对于运输的担忧增加。
- ◆ **住房服务通胀已从峰值放缓。**住所CPI11月为6.5%，此前3月高点为8.2%。对利率敏感的地产行业在去年就出现弱化，而因租赁周转缓慢等原因，租金变化滞后。2022年以来，租金要价和新租赁合同租金的增长速度有所放缓，给今年的住房通胀带来了下行动力。地产行业经过一轮急剧减速后房价出现复苏迹象，但难以排除是供给紧张导致。
- ◆ **工资增长仍然较快。**劳动力供应不足导致供需偏紧，11月平均每小时工资环比增长0.4%，预期0.3%，前值0.2%，增速略高于预期。

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（%）

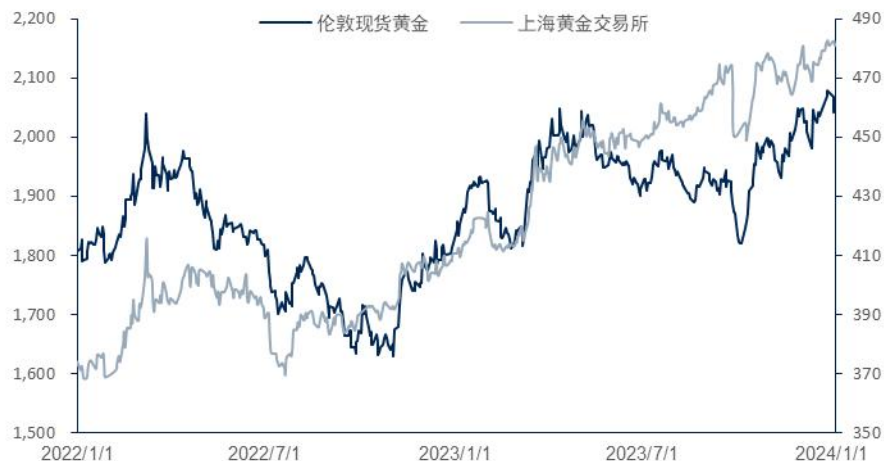


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 市场预期降息临近，黄金价格偏强运行

- ◆ **12月议息会议暂停加息。**12月联邦基金目标利率保持5.25-5.5%，符合市场预期。但对通胀问题表述由通货膨胀率仍然居高不下变为过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。点阵图显示过半官员预计明年至少降息三次。但FOMC纪要显示，与会者普遍强调在制定货币政策决策时保持谨慎和依赖数据的方法的重要性，并重申政策在一段时间内保持限制性立场是适当的，直到通胀明显持续下降以实现委员会的目标。
- ◆ **市场普遍预期降息临近。**美联储委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率，而决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据影响。在2023年初银行风险事件之后，美联储及财政部的果断行动已使相关状况稳定下来，但货币政策具有时滞性，更高的利率会对企业偿债能力造成更大的挑战。随着劳动力市场需求放缓，失业率上升，通胀回落，市场对于降息的预期提升。目前CME预测显示，3月降息概率为66.4%，不变概率为33.6%；5月降息概率为93.0%。
- ◆ **沪金价格仍存在溢价。**2023年9、10月境内外黄金价差一度大幅扩大，沪金溢价一度超过100美元/盎司，除人民币贬值预期外，国内市场黄金资产相对配置价值较高以及国内实物黄金需求景气等原因也助推价差的扩大。后期随着人民币企稳，价差有所收窄，但近期仍超过30美元/盎司，保持较高水平。

图：黄金价格走势（美元/盎司，元/克）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：CME利率预测（1月4日）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	93.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	62.1%	33.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	50.1%	39.5%	7.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	48.2%	39.9%	8.3%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	41.8%	41.1%	12.8%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.6%	38.3%	41.2%	15.3%	2.4%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.6%	25.1%	40.1%	24.9%	7.2%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.3%	20.9%	37.4%	27.6%	10.4%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

# 央行购金需求强劲

- ◆ 黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平，作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，风险事件多发，为应对逆全球化发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。
- ◆ 央行购金大幅提升，对金价形成中长期推力。世界黄金协会数据显示，2022年全球黄金需求提升至4699吨，同比增长17%，其中各国央行购金大幅提升，全年量达1082吨。2023年，各国央行继续保持净购入，一季度达288吨、2季度175吨、3季度337吨，成为最强劲的需求增长点。2019年欧洲各国为主的签署国重申黄金仍是货币储备的重要组成部分；另一边新兴市场的黄金配置需求在持续提升。截至2023年11月，中国人民银行已连续13个月增储黄金，黄金储备达到2226吨，较去年10月增加278吨，但黄金储备占我国官方储备资产比重仍仅有4.3%。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

	2021	2022	2022年第1季度	2022年第2季度	2022年第3季度	2022年第4季度	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度
<b>供应量</b>									
金矿产量	3,576.5	3,624.8	839.4	889.7	949.1	946.7	860.2	912.7	971.1
生产商净套保	-5.4	-13.1	25.7	1.6	-26.8	-13.6	37.1	-19.5	7.2
回收金	1,136.2	1,140.2	295.9	285.2	268.3	290.7	312	322.9	288.8
<b>总供应量</b>	<b>4,707.3</b>	<b>4,751.9</b>	<b>1,161.00</b>	<b>1,176.50</b>	<b>1,190.60</b>	<b>1,223.80</b>	<b>1,209.30</b>	<b>1,216.10</b>	<b>1,267.10</b>
<b>需求量</b>									
金饰制造	2,230.3	2,195.4	517.4	493.5	582.6	601.9	512.4	492.8	578.2
科技	330.2	308.7	81.1	78.3	77.3	72.1	70.1	70.4	75.3
投资	990.5	1,113.0	555.9	209.3	100.5	247.4	274.3	255.7	156.9
金条和金币总需求量	1,180.3	1,222.6	284.1	257.6	344.2	336.6	303	276.8	296.2
黄金ETFs及类似产品	-189.7	-109.5	271.8	-48.3	-243.7	-89.2	-28.6	-21.1	-139.3
<b>各国央行和其他机构</b>	<b>450.1</b>	<b>1,081.9</b>	<b>82.4</b>	<b>158.6</b>	<b>458.8</b>	<b>382.1</b>	<b>287.7</b>	<b>174.8</b>	<b>337.1</b>
黄金需求（制造基础）	<b>4,001.2</b>	<b>4,699.0</b>	<b>1,236.8</b>	<b>939.6</b>	<b>1,219.2</b>	<b>1,303.5</b>	<b>1,144.5</b>	<b>993.7</b>	<b>1,147.5</b>
顺差/逆差	706.1	52.8	-75.8	236.9	-28.6	-79.7	64.7	222.4	119.6
<b>总需求</b>	<b>4,707.3</b>	<b>4,751.9</b>	<b>1,161.0</b>	<b>1,176.5</b>	<b>1,190.6</b>	<b>1,223.8</b>	<b>1,209.3</b>	<b>1,216.1</b>	<b>1,267.1</b>
LBMA黄金价格 （美元/盎司）	1798.61	1800.09	1,877.2	1,870.6	1,728.9	1,725.9	1,889.9	1,975.9	1,928.5

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

# 稀土行业分析

## 稀土价格偏弱运行

### 行业集中，供给增长有序

◆ 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，塑造行业一南一北新格局。2023年第三批稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为15000吨和13850吨，全年指标分别增长为25.5万吨和24.4万吨，同比分别增长21.4%、20.7%，在持续增长的需求下，指标保持较快增速。

### 稀土进口矿扰动仍存

◆ 稀土海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass，澳大利亚的Mount Weld，缅甸矿，此外老挝矿量正在不断提升。2023年1-11月，因缅甸矿进口大幅增加，缅甸和美国稀土矿进口量折合REO为7.5亿吨，同比增长50.7%。目前，缅甸矿方面，境内局势复杂，政策限制稀土矿开采辅料进口，影响稀土开采。美国矿方面，MP Materials公司三季度已实现镨钕氧化物的生产，进口量或有所减少。马来西亚等国也在加严对稀土开采或出口的管控。

### 稀土价格震荡磨底

◆ 随着第三批指标公布，镨钕价格小幅承压下挫，镝铽价格相对保持稳定。截至1月2日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为44.3万元/吨，269万元/吨、800万元/吨，较11月末分别下跌4.1万元/吨、下跌1.0万元/吨、持平。1月，北方稀土集团产品挂牌价格下调，氧化镨钕挂牌价为45.33万元/吨，金属镨钕价格为56.0万元/吨，较12月分别下降4.01万元/吨、4.8万元/吨。后期仍需观测需求变化以及节前备货情况。



- ◆ **行业高度集中，供应有序。**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。2022年至今，中国稀土集团先后与江铜集团、广晟集团、湖南省人民政府、四川省自然资源投资集团、云南省人民政府、厦门钨业展开合作，2024年初广晟有色公告实控人拟变更为中国稀土集团，塑造行业一南一北新格局。供给端高度集中的稀土行业或更有效的统筹稀土资源勘探、开发利用。
- ◆ **稀土开采、冶炼分离总量指标有序增长。**2023年12月，工信部、自然资源部下达2023年第三批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为15000吨和13850吨，这是首次发布第三批指标。全年指标分别增长为25.5万吨和24.4万吨，同比分别增长21.4%、20.7%，在持续增长的需求下，指标保持较快增速。分品种来看，全年轻稀土指标23.6万吨，同比增长23.6%，中重稀土指标1.9万吨，同比持平。

表：稀土矿指标（吨）

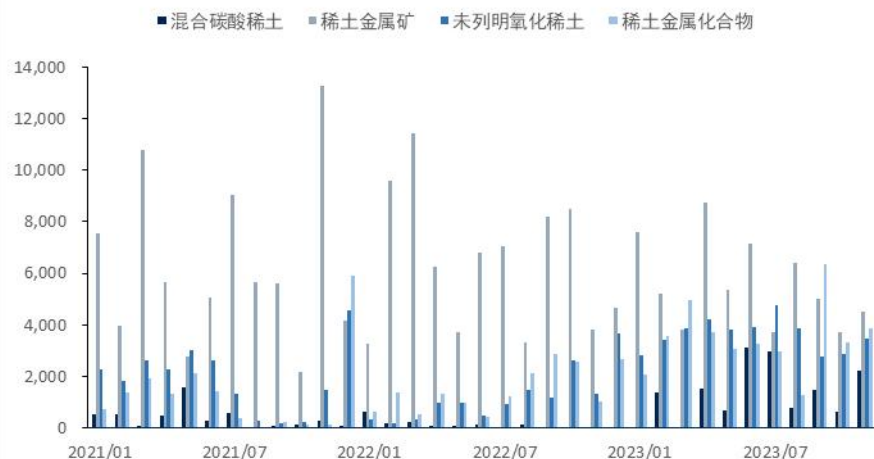
稀土矿指标	中国稀土集团有限公司	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	广东省稀土产业集团有限公司	厦门钨业股份有限公司	合计
2021年第一批					
岩矿型稀土	28380	44130	0	0	72510
离子型稀土	7806	0	1620	2064	11490
合计	36186	44130	1620	2064	84000
2021年第二批					
岩矿型稀土	20120	56220	0	0	76340
离子型稀土	5204	0	1080	1376	7660
合计	25324	56220	1080	1376	84000
2022年第一批					
岩矿型稀土	29100	60210	0	0	89310
离子型稀土	7806	0	1620	2064	11490
合计	36906	60210	1620	2064	100800
2022年第二批					
岩矿型稀土	20100	81440			101540
离子型稀土	5204		1080	1376	7660
合计	25304	81440	1080	1376	109200
2023年第一批					
岩矿型稀土	28114	80943	0	0	109057
离子型稀土	7434	0	1543	1966	10943
合计	35548	80943	1543	1966	120000
2023年第二批					
岩矿型稀土	26086	85707	0	0	111793
离子型稀土	5576	0	1157	1474	8207
合计	31662	85707	1157	1474	120000
2023年第三批					
岩矿型稀土	3000	12000	0	0	15000
离子型稀土	0	0	0	0	0
合计	3000	12000	0	0	15000

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

# 稀土进口扰动仍存，对中重稀土影响相对更大

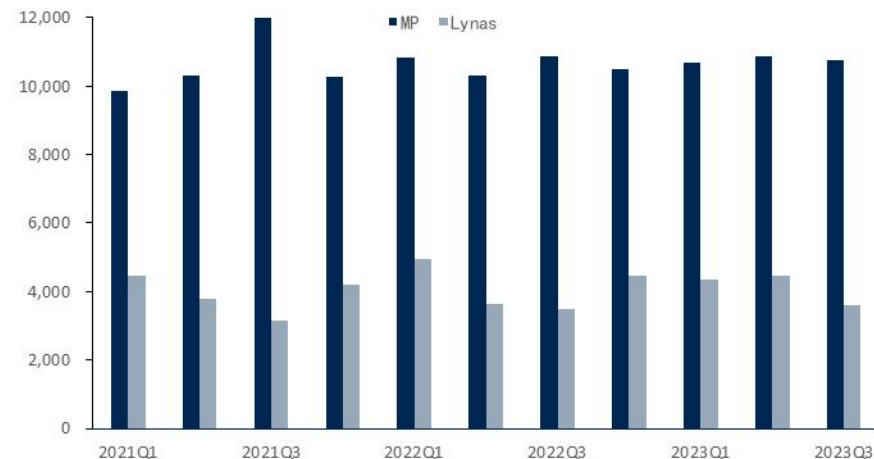
- ◆ **海外稀土资源丰富，但短期难见大幅增量。**稀土元素在地壳中的含量并不低，近年来在各国陆续有新发现大型矿体，但仍难改变其稀有性。一是因为可开采矿床中的含量低、分布散，导致规模化工业开采难度大。二是稀土矿组成复杂，往往伴生有铀、钍等天然放射性元素，导致稀土开采加工过程需要面对复杂的流程，处理严重的环境污染问题。三是短期会受到融资进展、开发建设周期限制。因此，虽然在稀土资源的战略定位以及较高的市场价格吸引下，开采动力充足，但短期内尚难以放量。目前海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass，澳大利亚的Mount Weld，缅甸矿，此外老挝矿量正在不断提升。
- ◆ **进口量扰动仍存。**2022年，受疫情等因素影响，中国稀土矿进口量有所下降，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%。2023年11月，我国分别进口混合碳酸稀土、稀土金属矿、未列明氧化稀土、稀土金属化合物2222吨、4524吨、3449吨、3855吨，较10月有不同程度提升。1-11月，因缅甸矿进口大幅增加，缅甸和美国稀土矿进口量折合REO为7.5万吨，同比增长50.7%。目前，缅甸矿方面，境内局势复杂，政策限制稀土矿开采辅料进口，影响稀土开采。美国矿方面，MP Materials公司三季度已实现镨钕氧化物的生产，进口量或有所减少。马来西亚等国也在加严对稀土开采或出口的管控。

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，我国新能源车产销量高速增长。2023年1-11月，我国新能源车销量达830万辆，同比增长36.9%。新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升，新能源车也是目前高性能稀土永磁材料需求增速最快的领域。
- ◆ **人形机器人产业发展加速。** 11月2日，工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》，提出到2025年，人形机器人创新体系初步建立，整机产品达到国际先进水平，并实现批量生产。到2027年，综合实力达到世界先进水平，产业加速实现规模化发展，应用场景更加丰富，相关产品深度融入实体经济，成为重要的经济增长新引擎。磁材企业也在积极布局包括人形机器人在内的磁体及磁组件等产品。人形机器人产业加速发展，未来有望打造稀土磁材需求新的增长点。

图：机器人当月产量变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

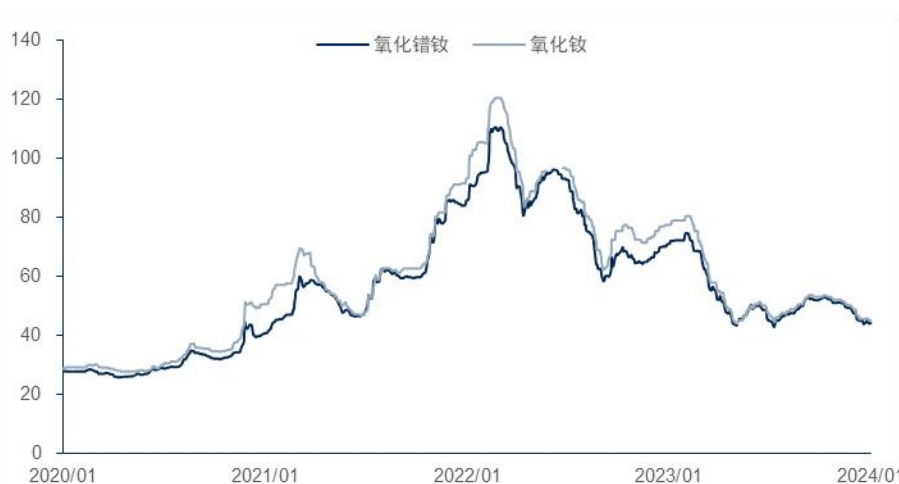
图：我国新能源汽车当月销量（万辆，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

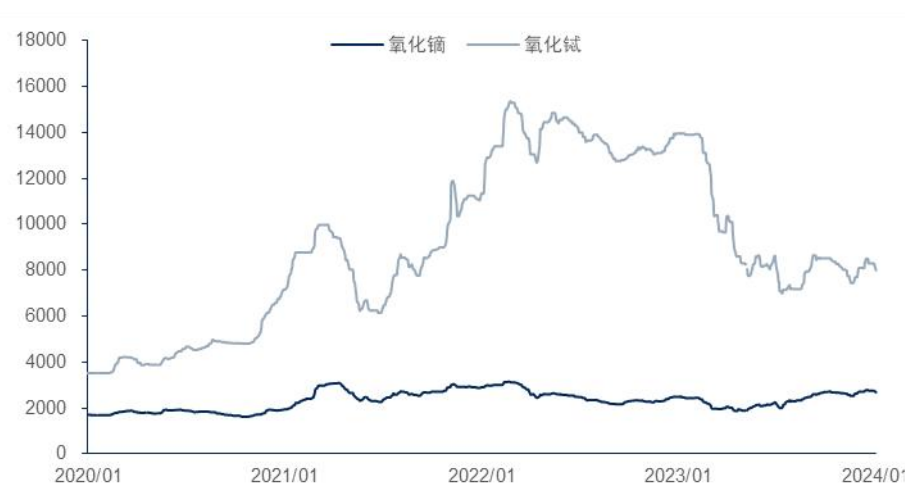
- ◆ **轻稀土价格下降。**2023年2月因稀土需求实际表现相对平淡，价格开始下降，3月初特斯拉投资者日提出使用无稀土永磁电机，对市场预期形成较大冲击，促使稀土价格大幅回落。到5月初，氧化镨钕价格最低降至43.6万元/吨，废料及独居石原料成本出现倒挂，叠加北方稀土挂牌价仍高于市场价，稀土价格筑底回升，氧化镨钕价格阶段回升至50.4万元/吨，其后价格保持窄幅震荡。近期，随着第三批指标公布，镨钕价格小幅承压下挫，镱钕价格相对保持稳定。截至1月2日，氧化镨钕、氧化镱、氧化铽价格分别为44.3万元/吨，269万元/吨、800万元/吨，较11月末分别下跌4.1万元/吨、下跌1.0万元/吨、持平。1月，北方稀土集团产品挂牌价格下调，氧化镨钕挂牌价为45.33万元/吨，金属镨钕价格为56.0万元/吨，较12月分别下降4.01万元/吨、4.8万元/吨。后期仍需观测需求变化以及节前备货情况。
- ◆ **中长期，稀土价值有望得到重估。**从中长期来看，稀土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。而需求方面，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。人形机器人产业快速发展，未来有望助推稀土需求。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）



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

## 原料表现强势，关注冬储进程

### 行业供给阶段性下降

- ◆ 2023年随着行业盈利水平大幅震荡，高炉开工率起起落落。12月，在行业盈利水平保持低迷的背景下，部分地区环保加压，导致高炉开工率下滑。截至12月29日，高炉开工率为75.19%，较11月末下降4.93%。而因铁矿石价格拉涨，短流程性价比抬升。截至12月29日，电弧炉钢厂产能利用率65.39%，较11月末上涨1.95%。

### 出口有效对冲内需弱势

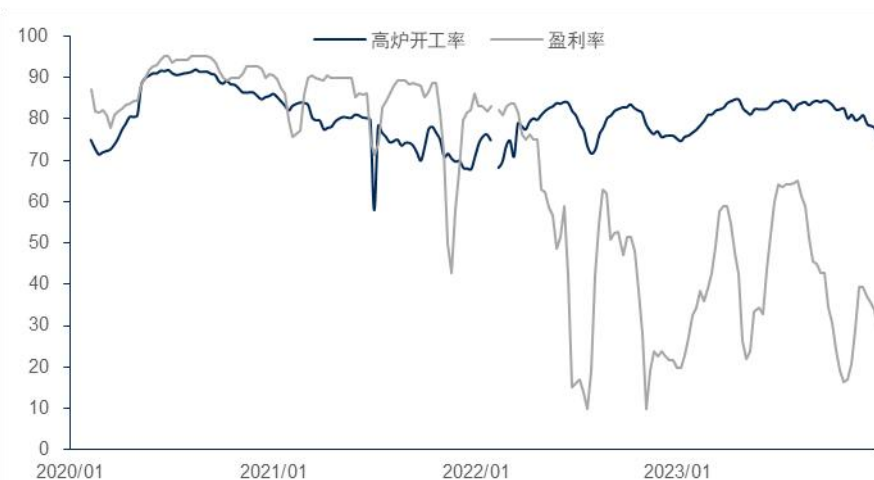
- ◆ 地产新开工当月同比回正，11月当月同比为4.66%，为2021年4月来的首个正增长。已开未售面积不足或倒逼开工意愿增长，同时地产政策的优化有助于提振市场信心。汽车行业回暖，11月我国乘用车产量达270.5万辆，同比大幅增长25.6%，创单月历史新高，冷热轧价差保持高位。出口高景气，1-11月我国钢材净出口累计值为7596万吨，同比增长2914万吨，缓解国内市场紧张，但需警惕贸易摩擦加剧风险。高产量充分消化，钢材库存保持低位。

### 长弱板强，关注冬储进程

- ◆ 随着天气转冷，长材需求趋弱，价格偏弱运行；而板材则在相对稳健的需求水平下，随着原料价格上涨。截至1月2日，上海地区螺纹钢、热轧板卷、冷轧、中板价格分别为4000元/吨、4090元/吨、4850元/吨、4060元/吨，较12月初分别下降40元/吨、上涨100元/吨、上涨60元/吨、上涨90元/吨。随着春节临近，市场真实消费需求回落，冬储行为接棒。目前来看，钢材价格较高，钢厂难有盈利，且市场对节后需求预期较为中性，冬储意愿偏弱，或对短期价格形成压制。

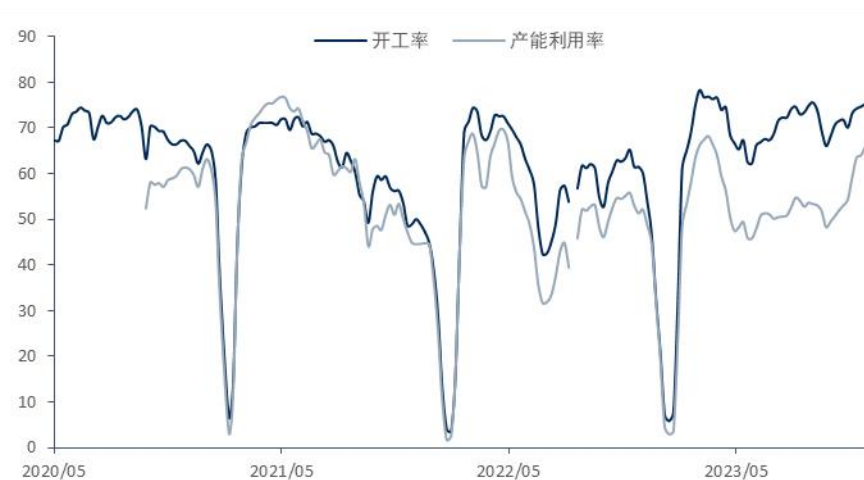
- ◆ **行业产能、产量双管控呈现常态化趋势。**2021年受粗钢平控以及能耗双控因素影响，全国粗钢产量下降超过3000万吨；2022年粗钢压降政策延续，同时受到行业经营情况恶化，钢厂主动减产因素影响，粗钢产量继续下降1979万吨至10.1亿吨。2023年8月，七部门印发《钢铁行业稳增长工作方案》，提出2023年钢铁行业供需保持动态平衡。统计局数据显示，今年1-11月，我国粗钢产量9.5亿吨，较去年同期增加1703万吨；11月当月粗钢产量7610万吨，同比增长2.1%，环比下降3.8%。
- ◆ **12月长流程钢厂开工下降。**2023年随着行业盈利水平大幅震荡，高炉开工率起起落落。12月，在行业盈利水平保持低迷的背景下，部分地区环保加压，导致高炉开工率下滑。截至12月29日，高炉开工率为75.19%，较11月末下降4.93%；日均铁水产量221.28万吨，较11月末下降14.05万吨。
- ◆ **短流程产能利用率处于年内较高水平。**随着铁矿石价格大幅拉涨，短流程性价比抬升。截至12月29日，电弧炉钢厂开工率为73.63%，较11月末下降0.59%；产能利用率65.39%，较11月末上涨1.95%。

图：高炉盈利及开工情况（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：电炉开工情况（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

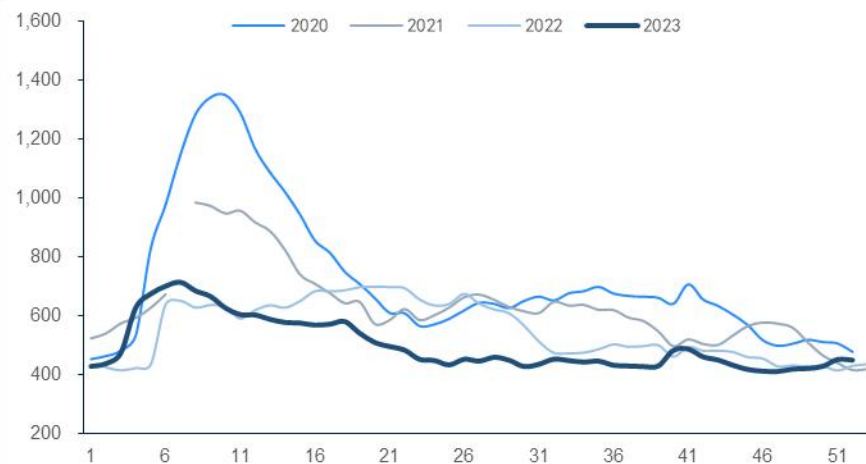
- ◆ **地产新开工当月同比回正。**1-11月，房屋新开工面积累计同比下降21.2%，对钢材消费形成拖累；但11月当月同比为4.66%，为2021年4月来的首个正增长。已开未售面积不足或倒逼开工意愿增长，同时地产政策的优化有助于提振市场信心。
- ◆ **基建投资保持较高增长。**1-11月，基础设施建设投资同比增长8.0%，基建投资需求旺盛，特别是电力、热力、燃气及水的生产和供应业，有效托底钢材需求。
- ◆ **汽车行业回暖，冷热轧价差保持高位。**11月，我国乘用车产量达270.5万辆，同比大幅增长25.6%，创单月历史新高。
- ◆ **出口高景气。**1-11月我国钢材净出口累计值为7596万吨，同比增长2914万吨，缓解国内市场紧张，但需警惕贸易摩擦加剧风险。
- ◆ **高产量充分消化，库存保持低位。**今年钢铁行业表现出高产量，稳内需，强出口，低库存的特征。截至12月29日，五大钢材钢厂库存451万吨，较上周下降2万吨，较去年同期高14万吨；五大钢材社会库存887万吨，较上周增加22万吨，较去年同期低1万吨。

图：五大钢材社会库存（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

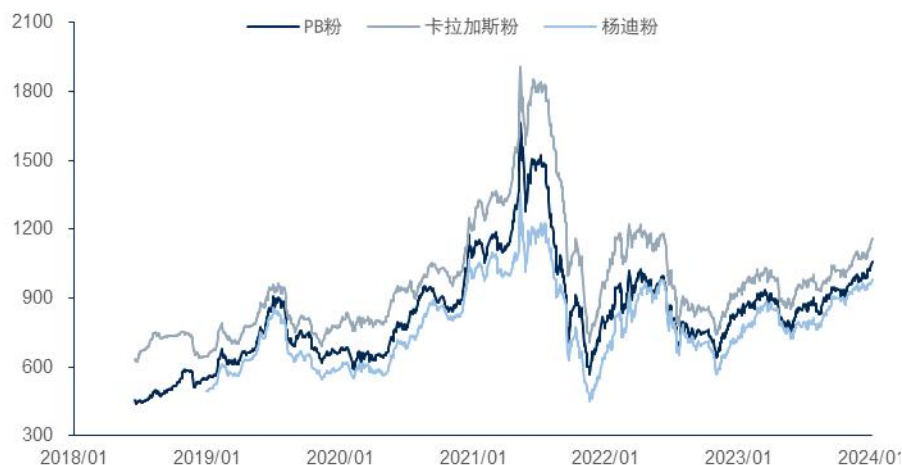
图：五大钢材钢厂库存（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

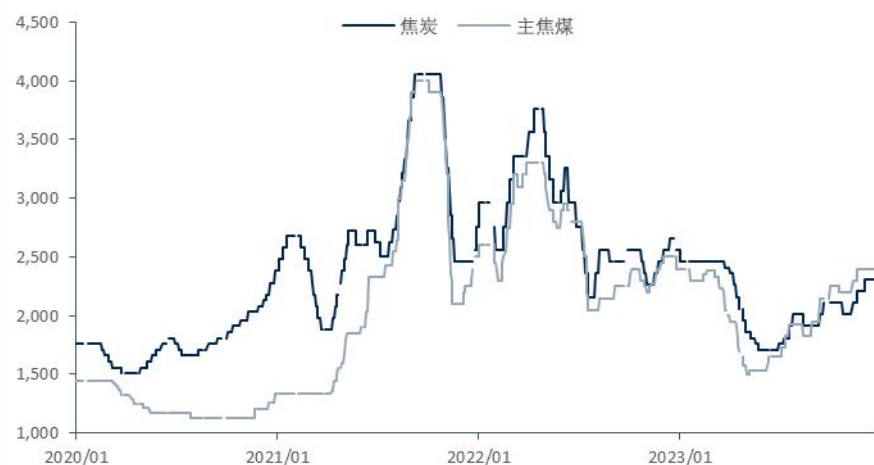
- ◆ **铁矿石价格不断冲高。**12月铁水产量下降，港口库存也有所上涨，但在节前补库预期以及红海事件情绪催化下，铁矿石价格强势上涨，12月末普氏指数冲破140美元/吨。截至1月2日，青岛港PB粉价格为1049元/湿吨，较12月初上涨61元/吨。12月29日，港口铁矿石库存为11992万吨，较11月末上涨683万吨，或对铁矿石价格形成压制，并且随着价格向上突破，相关监管或进一步加严。从中长期的角度来看，虽然本轮价格景气周期四大矿山铁矿石资本开支远低于2012-2013年，后期增量相对有限，但国内“基石计划”稳步推进，且废钢对铁元素的补充增强，全球铁矿石供需偏向宽松，对价格或形成压制。
- ◆ **煤矿事故频发，双焦价格上涨。**煤矿安全事故影响发酵对行业供应形成抑制，叠加钢厂补库预期对价格形成支撑。截至1月2日，吕梁主焦煤价格为2400元/吨，较12月初持平；准一级焦炭为2310元/吨，较12月初上涨100元/吨。全国独立焦化厂平均盈利51元/吨，较12月初增加69元/吨。截至12月29日，钢厂、独立焦企、六港口炼焦煤库存分别为805、1106、156万吨，较11月末分别增加28、增加94、下降37万吨。焦煤库存逐步累库，但整体库存仍然较低。

图：铁矿石价格（元/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）



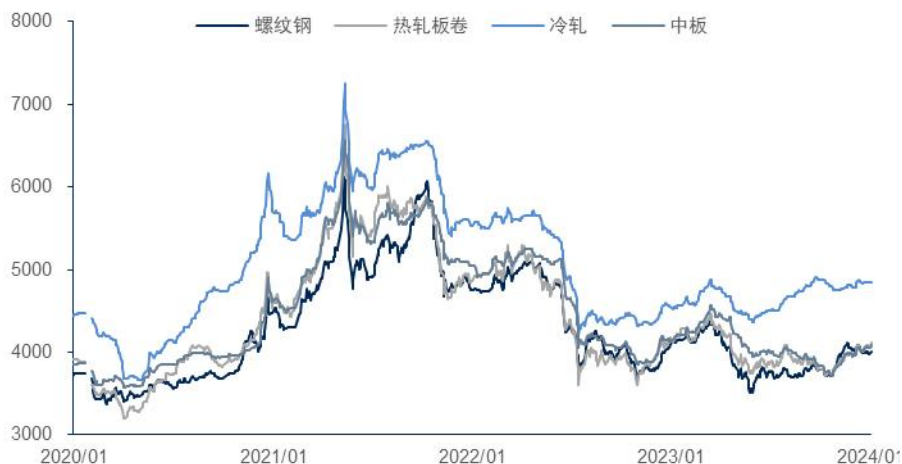
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理



# 钢价涨跌互现，关注冬储进程

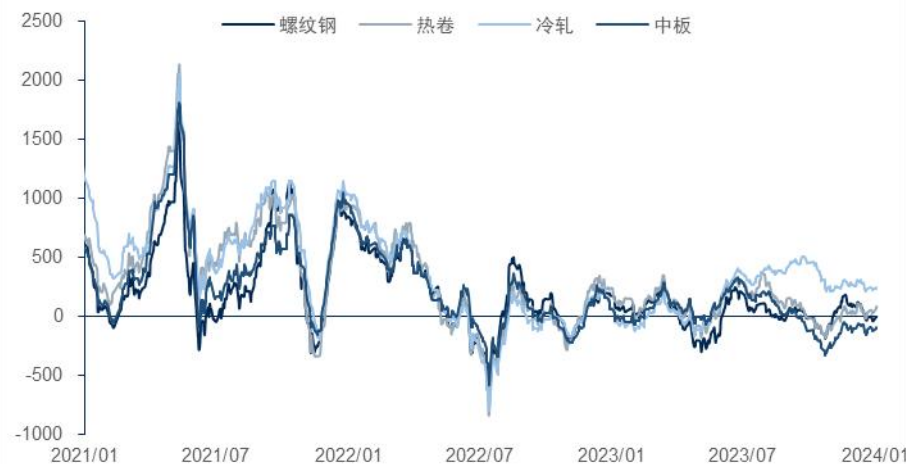
- ◆ **长弱板强，关注冬储进程。**随着天气转冷，长材需求趋弱，价格偏弱运行；而板材则在相对稳健的需求水平下，随着原料价格上涨。截至1月2日，上海地区螺纹钢、热轧板卷、冷轧、中板价格分别为4000元/吨、4090元/吨、4850元/吨、4060元/吨，较12月初分别下降40元/吨、上涨100元/吨、上涨60元/吨、上涨90元/吨。随着春节临近，市场真实消费需求回落，冬储行为接棒。目前来看，钢材价格较高，钢厂难有盈利，且市场对节后需求预期较为中性，冬储意愿偏弱，或对短期价格形成压制。
- ◆ **行业利润涨跌互现。**从行业利润角度来看，我们测算，目前长流程原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧、中板毛利润分别为-8元/吨、62元/吨、242元/吨、-101元/吨，较12月初分别下降108元/吨、上涨16元/吨、下降22元/吨、上涨4元/吨。短期来看，供给端减产力度将决定钢厂盈利空间，若减产加速，成本端利润有望向钢厂端让渡。
- ◆ **优质企业估值仍有修复空间。**双碳背景下，钢铁行业供给有顶的大方向不会变，兼并重组提速，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。同时，优质钢厂降本增效成果明显，钢厂经营效率、运营能力发生了根本性改变，业绩韧性反复验证，有望迎来估值修复。

图：上海地区钢材价格（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



推荐组合：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、中孚实业、亚太科技、兴业银锡、中金岭南、驰宏锌锗、银泰黄金、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 (亿元)	EPS			PE			PB 2022	公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB 2022
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E							2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601899.SH	紫金矿业	买入	12.5	3,224.9	0.76	0.88	1.05	16.4	14.2	11.9	3.1	002738.SZ	中矿资源	买入	36.1	263.3	7.21	3.62	4.40	5.0	10.0	8.2	5.0
600019.SH	宝钢股份	买入	6.2	1,367.0	0.55	0.47	0.52	11.2	13.1	11.9	0.6	600497.SH	驰宏锌锗	买入	5.1	257.6	0.13	0.38	0.40	38.5	13.3	12.7	1.6
603993.SH	洛阳钼业	买入	5.3	1,083.7	0.28	0.40	0.50	18.8	13.2	10.5	1.9	600988.SH	赤峰黄金	买入	14.7	245.3	0.27	0.47	0.60	54.6	31.4	24.6	5.5
600547.SH	山东黄金	买入	22.9	941.2	0.28	0.46	0.60	81.6	49.7	38.1	3.8	600282.SH	南钢股份	增持	3.9	238.0	0.35	0.38	0.42	11.0	10.2	9.2	0.7
601600.SH	中国铝业	增持	5.6	871.2	0.24	0.40	0.49	23.3	13.9	11.3	1.3	300748.SZ	金力永磁	买入	19.1	235.4	0.84	1.00	1.21	22.7	19.1	15.8	3.6
002466.SZ	天齐锂业	买入	54.0	860.0	15.52	5.58	5.17	3.5	9.7	10.4	3.2	000960.SZ	锡业股份	买入	14.2	233.7	0.82	0.99	1.51	17.4	14.3	9.4	1.5
000792.SZ	盐湖股份	买入	15.4	837.2	2.86	1.93	1.92	5.4	8.0	8.0	5.6	603979.SH	金诚信	买入	38.2	230.1	1.02	1.70	2.90	37.5	22.5	13.2	2.7
002460.SZ	赣锋锂业	买入	42.0	781.6	10.18	3.52	5.13	4.1	11.9	8.2	3.6	000878.SZ	云南铜业	增持	10.9	218.8	0.90	1.08	1.10	12.1	10.1	9.9	1.8
000708.SZ	中信特钢	买入	14.2	715.2	1.41	1.21	1.40	10.0	11.7	10.1	2.5	000426.SZ	兴业银锡	买入	9.5	175.3	0.09	0.47	0.95	100.7	20.3	10.0	2.0
600111.SH	北方稀土	买入	18.5	667.7	1.66	0.59	0.66	11.2	31.3	28.0	5.0	000060.SZ	中金岭南	增持	4.3	162.2	0.33	0.34	0.38	13.2	12.8	11.4	1.1
1378.HK	中国宏桥	买入	5.4	512.7	0.85	0.95	1.37	6.3	5.7	3.9	0.7	000778.SZ	新兴铸管	买入	3.8	152.8	0.42	0.37	0.42	9.1	10.4	9.1	0.6
600489.SH	中金黄金	买入	9.9	480.9	0.44	0.61	0.68	22.7	16.3	14.6	1.6	002497.SZ	雅化集团	买入	12.4	142.9	3.94	1.06	2.22	3.1	11.7	5.6	2.6
000975.SZ	银泰黄金	买入	14.9	413.7	0.41	0.57	0.61	36.8	26.1	24.4	2.9	600595.SH	中孚实业	买入	3.4	137.5	0.27	0.29	0.50	12.7	11.8	6.9	1.0
000630.SZ	铜陵有色	买入	3.3	411.7	0.26	0.30	0.34	12.5	10.8	9.6	1.3	601677.SH	明泰铝业	买入	11.1	132.4	1.66	1.81	2.05	6.7	6.1	5.4	1.5
000807.SZ	云铝股份	买入	11.8	410.3	1.32	1.16	1.60	9.0	10.2	7.4	1.8	002182.SZ	宝武镁业	买入	18.6	131.4	0.95	1.21	1.80	19.6	15.3	10.3	3.5
000932.SZ	华菱钢铁	增持	5.6	386.9	0.92	0.79	0.87	6.1	7.1	6.4	0.7	603876.SH	鼎胜新材	增持	11.3	100.9	2.82	1.02	1.39	4.0	11.1	8.2	3.4
000933.SZ	神火股份	买入	17.2	386.9	3.39	2.68	2.86	5.1	6.4	6.0	2.3	601609.SH	金田股份	增持	6.8	100.6	0.29	0.47	0.61	23.4	14.5	11.1	1.4
601168.SH	西部矿业	买入	14.6	347.0	1.45	1.32	1.69	10.0	11.0	8.6	1.6	002540.SZ	亚太科技	买入	6.5	81.4	0.55	0.45	0.58	11.9	14.5	11.2	1.2
002756.SZ	永兴材料	买入	51.1	275.5	15.59	6.90	6.10	3.3	7.4	8.4	3.8	603612.SH	索通发展	买入	14.7	79.5	1.97	(0.17)	2.22	7.5	(86.5)	6.6	2.2
002532.SZ	天山铝业	买入	5.9	274.5	0.57	0.63	0.70	10.4	9.4	8.4	1.6	003038.SZ	鑫铂股份	买入	32.9	48.3	1.27	2.14	3.04	25.9	15.4	10.8	3.6

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

- 一、国内经济复苏不及预期；
- 二、国外货币政策边际放缓幅度不及预期；
- 三、全球资源端供给增加超预期。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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