



有色金属行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

金属材料组

 分析师：李超（执业 S1130522120001）
 lichao3@gjzq.com.cn

 分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）
 wangqinyang@gjzq.com.cn

 联系人：高梦遥
 gaomengyao@gjzq.com.cn

有色行业年报&一季报总结：工业金属及贵金属业绩持续向好

投资逻辑

1Q24 有色金属板块涨幅 8.55%，涨幅超过沪深 300 指数；受市场对于美联储降息预期强化影响，贵金属及工业金属价格上涨，带动板块内企业业绩增长及板块表现领先。

铜：价格上涨支撑矿端盈利，铜精矿 TC 下行拖累冶炼企业业绩。铜矿及冶炼企业 1Q24 营收 3499.40 亿元，环比-0.26%，归母净利润 129.98 亿元，环比-6.49%；铜加工板块 1Q24 营收 661.67 亿元，环比+16.34%，归母净利润 8.85 亿元，环比+3.32%。（1）铜矿及冶炼企业产量环比下滑，铜价上行支撑铜矿企业盈利，铜精矿 TC 大幅下挫压制冶炼企业利润释放。（2）铜加工企业 3 月以来产量有所提升，4Q23 以来铜加工企业利润逐季度改善。建议关注紫金矿业等标的。

铝：旺季吨铝盈利显著提升。1Q24 电解铝板块营收 921.98 亿元，环比+11.88%亿元，归母净利润 61.97 亿元，环比-7.95%；1Q24 铝加工板块营收 426.31 亿元，环比-7.79%；归母净利润 16.80 亿元，环比+17.89%。（1）1Q24 测算电解铝单吨生产成本提升 559 元，但受益于铝价上涨，吨铝利润逐季度回升。（2）1Q24，国内外铝价涨幅有所分化，沪伦比值整体趋势下行，出口加工企业在国内采购铝锭，出口以价格较高的 LME 铝计价，出口产品利润改善，Q1 铝加工企业盈利环比上行。建议关注神火股份等标的。

铅锌：价格震荡，企业稳健运行。1Q24 铅锌板块营收 423.42 亿元，环比+17.29%，归母净利 14.11 亿元，环比+1312.68%，主因 1Q24 铅锌板块主要企业驰宏锌锗、中金岭南盈利环比大幅改善，带来板块整体业绩高增。需求端镀锌环保限产解除，叠加政策提振，或将提升锌下游消费量。

贵金属：金价上涨推动业绩提升。1Q24 贵金属板块营收 822.08 亿元，环比+10.77%，归母净利 31.77 亿元，环比+12.69%。24 年一季度市场对于美联储降息预期不断强化，3 月美联储官员发言暗示“反向扭转操作”，同时中东地缘政治风险不断发酵，黄金价格上涨推动黄金生产企业业绩增长。预计 2024 年在金价上涨、成本控制较为稳定的情况下，黄金股业绩将有较好表现，且黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期，具有较大“补涨”空间，我们预计黄金股将迎来主升浪行情。建议关注山东黄金等标的。

稀土磁材：价格步入底部区间拖累板块业绩，静待反转。稀土板块 24Q1 营收环比-45.03%，归母净利润环比-150.62%。24Q1 氧化镨均价 39.5 万元/吨，环比-22.01%，降至历史较低位置；主流稀土上市公司多为加工模式，因而价格难以覆盖生产成本，出现显著亏损。需求端“设备更新”和“以旧换新”配套措施逐步落地，工业设备和汽车电机等领域更新有望进一步拉动稀土磁材需求；供应端年内配额增速显著下滑，进口矿逐步走弱，供应有望边际放缓，我们认为稀土供需有望改善，价格有望回升。资源端建议关注北方稀土等标的。

小金属：锑、钨、钨涨幅显著，关注高弹性细分龙头。板块 24Q1 营收环比-4.15%，归母净利润环比+23.95%；24Q1 钨精矿、钨精矿和锑价格分别环比+6.67%、+2.83%和+10.35%。小金属多数为具有战略属性的品种，广泛应用于新能源、高端制造和油气等领域且面临现有矿山项目品位逐步下滑、新项目投放存在较大不确定的问题。因而在产能周期驱动下小金属价格有望显著上涨。建议关注小金属龙头标的湖南黄金等标的。

锂：锂价持续走低，整体承压。锂板块 24Q1 营收同比-50.64%，环比-33.54%；归母净利润同比-109.67%，环比下降 13.57 亿元至-14.42 亿元；毛利率 28.63%，同比-20.58pcts，环比+2.08pcts；净利率-6.46%，同比-41.92pcts，环比-1.44pcts。

新材料：盈利能力相对稳定，关注细分赛道。新材料板块 24Q1 营收环比-9.73%；归母净利润环比+40.04%。核心逻辑主要为科技创新和国产替代，后续新材料企业仍需跟踪并验证其 α 逻辑。

风险提示

宏观环境波动；提锂新技术带来供应释放；新矿山加速勘探开采，加速供应释放；项目建设进度不及预期。



内容目录

一、有色综述：各板块表现分化.....	5
二、工业金属：旺季供需错配促进价格上涨，企业盈利改善.....	6
2.1 铜：铜精矿 TC 压制铜冶炼企业利润释放.....	6
2.2 铝：旺季吨铝利润显著提升.....	8
2.3 铅锌：价格震荡，企业稳健运行.....	11
三、贵金属：金价上涨推动业绩提升.....	12
四、稀土磁材：价格步入底部区间拖累板块业绩，静待反转.....	13
五、小金属：锑、钼、钨涨幅显著，关注高弹性细分龙头.....	15
六、锂：锂价持续走低，整体承压.....	16
七、新材料：盈利能力相对稳定，关注细分赛道.....	18
八、风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 4Q23 有色金属板块跌幅 2.03%.....	5
图表 2： 4Q23 金属新材料和能源金属涨幅领先.....	5
图表 3： 1Q24 有色金属板块涨幅 8.55%.....	6
图表 4： 1Q24 贵金属和工业金属涨幅领先.....	6
图表 5： 1Q24 铜矿及冶炼营收环比-0.26%（亿元）.....	7
图表 6： 1Q24 铜矿及冶炼归母净利环比-6.49%（亿元）.....	7
图表 7： 1Q24 铜加工营收环比+16.34%（亿元）.....	7
图表 8： 1Q24 铜加工归母净利环比+3.32%（亿元）.....	7
图表 9： 4Q23-1Q24 铜价上涨.....	8
图表 10： 23 年底以来铜 TC 大幅下滑.....	8
图表 11： 4Q23 以来铜杆加工费下行.....	8
图表 12： 1Q24 铜板块企业归母净利有所分化（亿元）.....	8
图表 13： 1Q24 电解铝行业营收 922 亿元.....	9
图表 14： 1Q24 电解铝行业归母净利 62 亿元.....	9
图表 15： 1Q24 铝加工营收 426 亿元.....	9
图表 16： 1Q24 铝加工归母净利 16.8 亿元.....	9
图表 17： 4Q23-1Q24 铝价震荡.....	10
图表 18： 4Q23 以来氧化铝价格上行.....	10
图表 19： 1Q24 利润逐月回升（元/吨）.....	10
图表 20： 1Q24 电解铝企业归母净利润环比回落（亿元）.....	10



图表 21:	1Q24 沪伦比值收窄.....	10
图表 22:	4Q23-1Q24 铝棒加工费涨后回落.....	10
图表 23:	铝箔加工费处于低位.....	11
图表 24:	明泰铝业 1Q24 归母净利环比上升 (亿元).....	11
图表 25:	1Q24 铅锌板块营收 423 亿元.....	11
图表 26:	1Q24 铅锌归母净利 14 亿元.....	11
图表 27:	4Q23-1Q24 锌价震荡.....	12
图表 28:	4Q23-1Q24 铅价震荡.....	12
图表 29:	1Q24 贵金属板块营收 822 亿元.....	12
图表 30:	1Q24 贵金属板块归母净利 32 亿元.....	12
图表 31:	4Q23-1Q24 金价上涨.....	13
图表 32:	4Q23-1Q24 银价上涨.....	13
图表 33:	1Q24 黄金企业营收增长 (亿元).....	13
图表 34:	1Q24 黄金企业归母净利润增长 (亿元).....	13
图表 35:	24Q1 稀土板块营收环比下降 45% (亿元).....	14
图表 36:	24Q1 磁材板块营收环降 7% (亿元).....	14
图表 37:	24Q1 稀土板块归母利润显著亏损 (亿元).....	14
图表 38:	24Q1 磁材板块归母利润环比增速扭亏 (亿元).....	14
图表 39:	24Q1 稀土板块毛利率显著下降.....	14
图表 40:	24Q1 磁材板块毛利率环降 0.4pcts.....	14
图表 41:	轻稀土价格走势.....	15
图表 42:	重稀土价格走势.....	15
图表 43:	24Q1 小金属板块营收环比下降 (亿元).....	16
图表 44:	24Q1 小金属板块归母净利润环增 (亿元).....	16
图表 45:	24Q1 小金属板块毛利率环降.....	16
图表 46:	24Q1 小金属板块净利率环增.....	16
图表 47:	24Q1 锂板块营收环降 34% (亿元).....	17
图表 48:	24Q1 锂板块归母净利润亏损扩大 (亿元).....	17
图表 49:	24Q1 锂板块销售毛利率环比小幅回升.....	17
图表 50:	锂板块销售净利率环降 1.4pcts.....	17
图表 51:	碳酸锂与氢氧化锂价格变化.....	18
图表 52:	锂精矿价格变化.....	18
图表 53:	24Q1 新材料板块营收环降 10% (亿元).....	18
图表 54:	24Q1 新材料板块归母利润环增 40% (亿元).....	18
图表 55:	24Q1 新材料板块毛利率环增.....	19



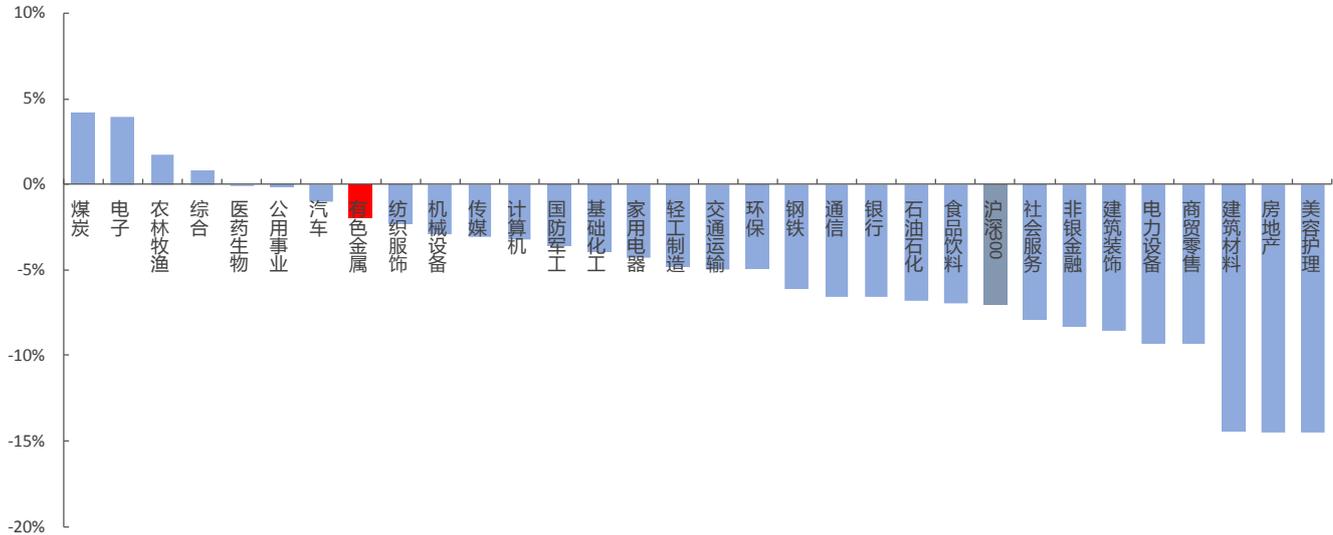
图表 56: 24Q1 新材料板块净利率环比增加..... 19



一、有色综述：各版块表现分化

4Q23 沪深 300 指数跌幅 7.00%，有色金属板块跌幅 2.03%，跌幅小于沪深 300 指数。4Q23 有色金属板块下跌一方面由于 4Q23 市场对于美联储降息预期存在不确定性，价格及股票表现有所波动；另一方面部分品种价格持续下探，企业利润承压。

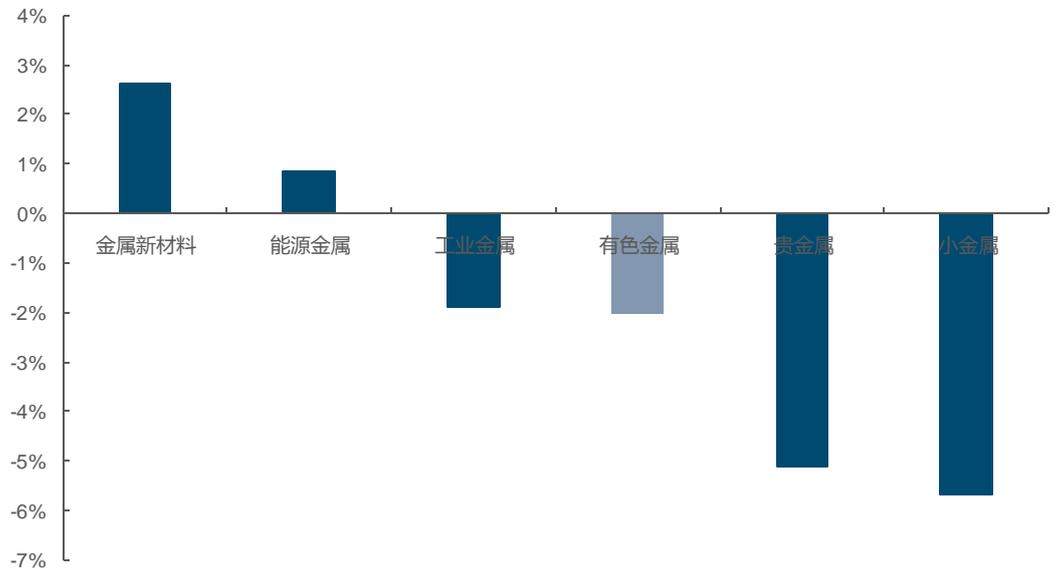
图表1：4Q23 有色金属板块跌幅 2.03%



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

4Q23 有色金属各子版块中，金属新材料和能源金属涨幅领先，涨幅分别为 2.63%和 0.85%，小金属和贵金属跌幅靠前，跌幅分别为 5.69%和 5.11%。

图表2：4Q23 金属新材料和能源金属涨幅领先

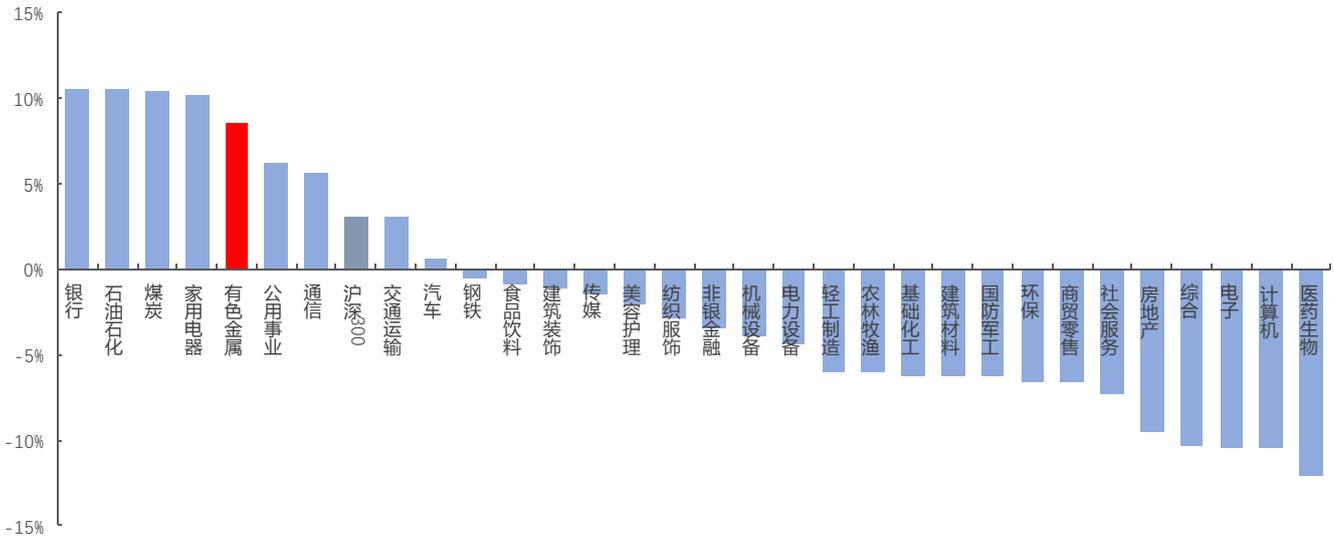


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

1Q24 沪深 300 指数涨幅 3.10%，有色金属板块涨幅 8.55%，涨幅超过沪深 300 指数。1Q24 受市场对于美联储降息预期强化影响，贵金属及工业金属价格上涨，带动板块内企业业绩增长及板块表现领先。



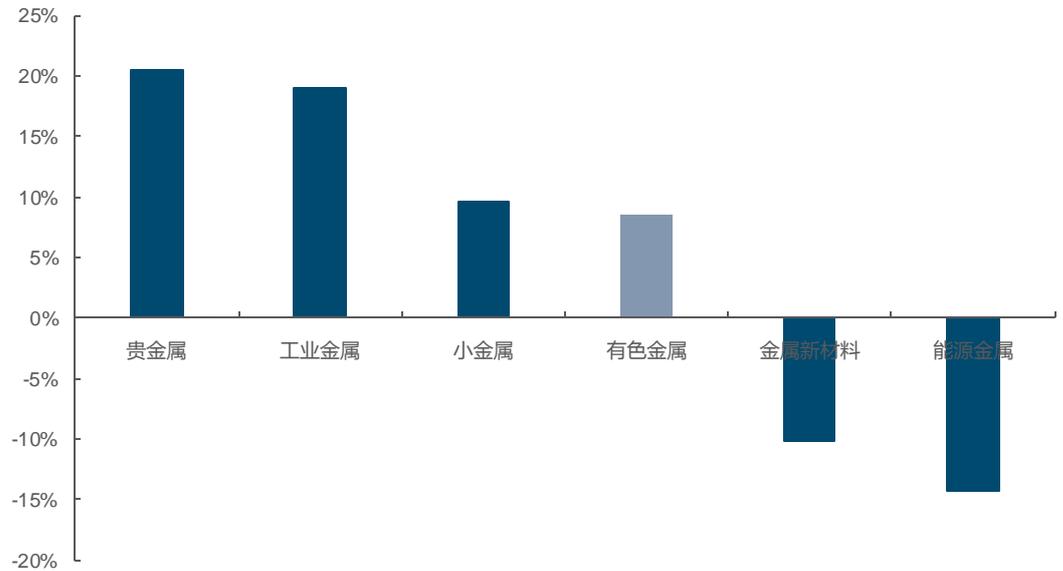
图表3: 1Q24 有色金属板块涨幅 8.55%



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

1Q24 有色金属各子版块中, 贵金属和工业金属涨幅领先, 涨幅分别为 20.45%和 19.04%, 能源金属和金属新材料跌幅靠前, 跌幅分别为 14.25%和 10.24%。

图表4: 1Q24 贵金属和工业金属涨幅领先



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

二、工业金属：旺季供需错配促进价格上涨，企业盈利改善

2.1 铜：铜精矿 TC 压制铜冶炼企业利润释放

铜矿及冶炼板块: 23 年营收 14383.11 亿元, 同比+8.25%; 归母净利润 455.87 亿元, 同比+8.52%; 毛利率 16.85%, 同比+0.41 个百分点; 净利率 7.18%, 同比+0.56 个百分点。4Q23 营收 3508.46 亿元, 环比-3.37%; 归母净利润 139.00 亿元, 环比+12.55%; 毛利率 18.33%, 环比-0.63 个百分点; 净利率 7.26%, 环比-0.93 个百分点。1Q24 营收 3499.40 亿元, 环比-0.26%; 归母净利润 129.98 亿元, 环比-6.49%; 毛利率 17.22%, 环比-1.12 个百分点; 净利率 7.41%, 环比+0.15 个百分点。

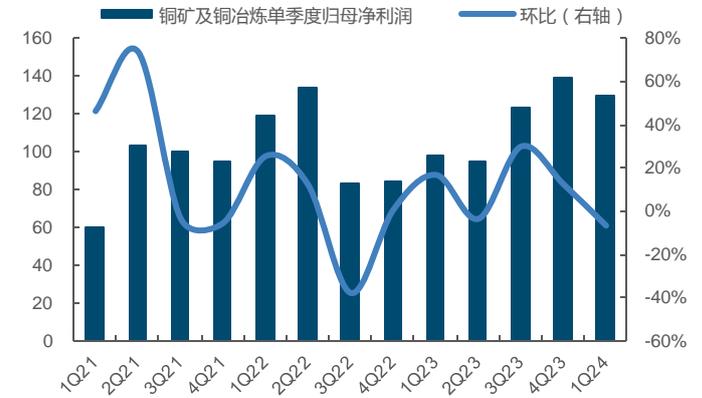
铜加工板块: 23 年营收 668.45 亿元, 同比+9.04%; 归母净利润 36.09 亿元, 同比+30.89%; 毛利率 8.44%, 同比+0.69 个百分点; 净利率 2.71%, 同比+0.20 个百分点。4Q23 营收 568.75



亿元，环比-25.18%；归母净利润 8.57 亿元，环比-2.02%；毛利率 9.47%，环比+1.36 个百分点；净利率 2.53%，环比+0.11 个百分点。1Q24 营收 661.67 亿元，环比+16.34%；归母净利润 8.85 亿元，环比+3.32%；毛利率 8.41%，环比-1.05 个百分点；净利率 3.04%，环比+0.52 个百分点。

图表5: 1Q24 铜矿及冶炼营收环比-0.26% (亿元)

图表6: 1Q24 铜矿及冶炼归母净利润环比-6.49% (亿元)

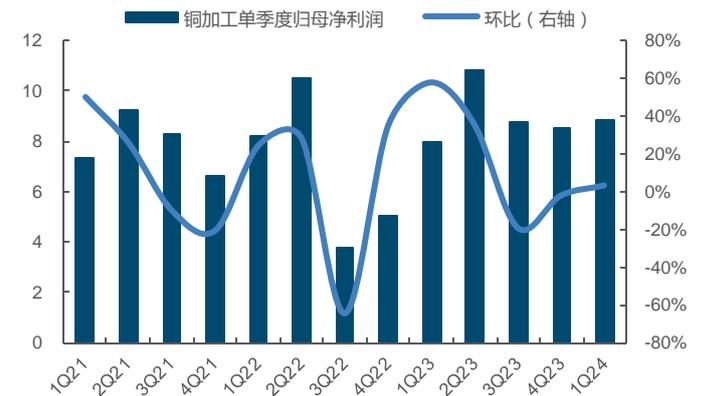


来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表7: 1Q24 铜加工营收环比+16.34% (亿元)

图表8: 1Q24 铜加工归母净利润环比+3.32% (亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

1、铜价: 4Q23 铜价维持震荡走势, SHFE 铜季度均价 6.77 万元/吨, 环比-1.43%, 1Q24 铜价迅速上涨, SHFE 铜季度均价 6.95 万元/吨, 环比+2.60%。4Q23 市场对于美联储未来货币政策倾向存在分歧, 降息预期波动导致铜价震荡。23 年底以来全球铜矿扰动加剧, 24 年以来中美日等主要经济体制造业 PMI 回升, 美国通胀预期持续上行, 支撑 1Q24 铜价上涨。

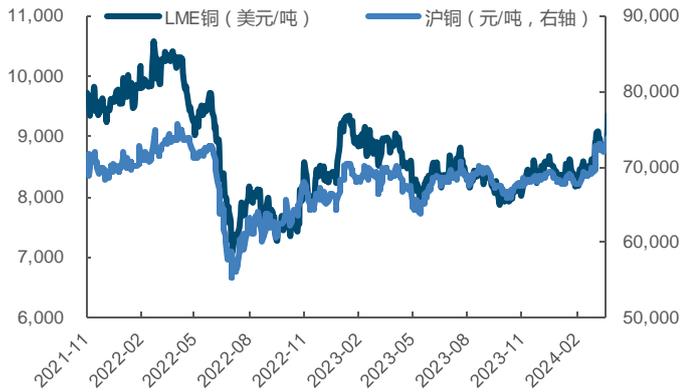
2、产销量: 4Q23 铜矿及铜冶炼企业产量环比下滑, 铜冶炼企业开工率从 10 月的 87.43% 降低至 12 月的 84.43%。1Q24 铜矿及铜冶炼企业产量环比下滑, 铜冶炼企业 3 月开工率有所回升至 82.02%。4Q23 铜箔及铜杆产量环比下滑, 24 年 3 月产量有所提升。

3、4Q23-1Q24 铜板块业绩有所分化: 4Q23-1Q24 铜价上行, 利好铜矿企业业绩释放, 但 23 年 10 月开始进口铜精矿零单 TC 大幅下挫, 铜冶炼副产品硫酸价格有所上涨但涨幅并不明显, 多重因素影响下铜矿及铜冶炼企业业绩环比小幅下滑。4Q23 以来铜杆加工费有所下行, 但铜加工企业利润较好释放, 归母净利润实现逐季度改善。

4、后续走势判断: 2Q24 铜价加速上行, 通胀预期持续抬升支撑铜价上涨。铜矿供应端扰动不断加剧, 国内消费旺季空调、冰箱、洗衣机等家电排产同比增长, 铜下游需求表现较强。建议关注洛阳钼业、紫金矿业等标的。

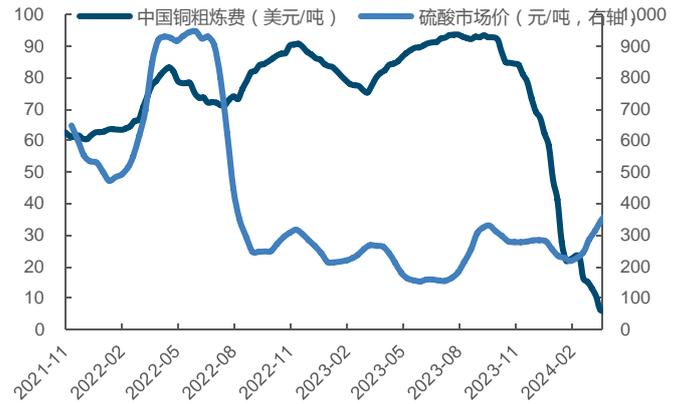


图表9: 4Q23-1Q24 铜价上涨



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表10: 23 年底以来铜 TC 大幅下滑



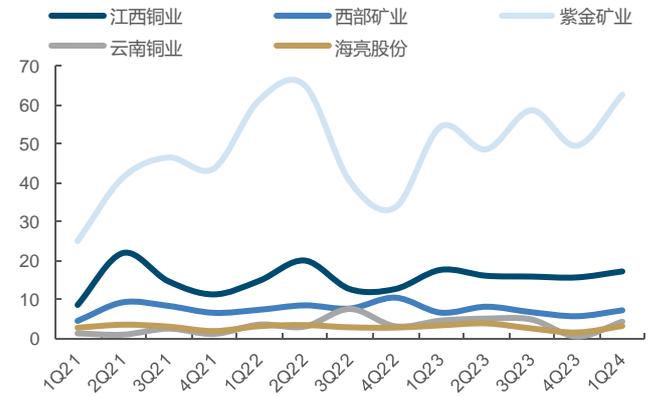
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表11: 4Q23 以来铜杆加工费下行



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表12: 1Q24 铜板块企业归母净利有所分化 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

2.2 铝: 旺季吨铝利润显著提升

电解铝板块: 23 年营收 1008.68 亿元, 同比-18.28%; 归母净利 232.87 亿元, 同比-5.93%; 毛利率 14.55%, 同比-0.75 个百分点; 净利率 8.59%, 同比-0.26 个百分点。4Q23 营收 824.11 亿元, 环比-18.43%; 归母净利 67.32 亿元, 环比+4.96%; 毛利率 15.12%, 环比-2.75 个百分点; 净利率 11.25%, 环比+0.84 个百分点。1Q24 营收 921.98 亿元, 环比+11.88%; 归母净利润 61.97 亿元, 环比-7.95%; 毛利率 15.27%, 环比+0.15 个百分点; 净利率 8.83%, 环比-2.43 个百分点。

铝加工板块: 23 年营收 1691.82 亿元, 同比+0.04%; 归母净利润 63.06 亿元, 同比-30.31%; 毛利率 10.26%, 同比-1.40 个百分点; 净利率 3.60%, 同比-3.31 个百分点。4Q23 营收 462.32 亿元, 环比+4.44%; 归母净利 14.25 亿元, 环比-9.51%; 毛利率 9.73%, 环比-0.69 个百分点; 净利率 3.68%, 环比+0.28 个百分点。1Q24 营收 426.31 亿元, 环比-7.79%; 归母净利润 16.80 亿元, 环比+17.89%; 毛利率 9.25%, 环比-0.48 个百分点; 净利率 3.08%, 环比-0.60 个百分点。



图表13: 1Q24 电解铝行业营收 922 亿元

图表14: 1Q24 电解铝行业归母净利润 62 亿元

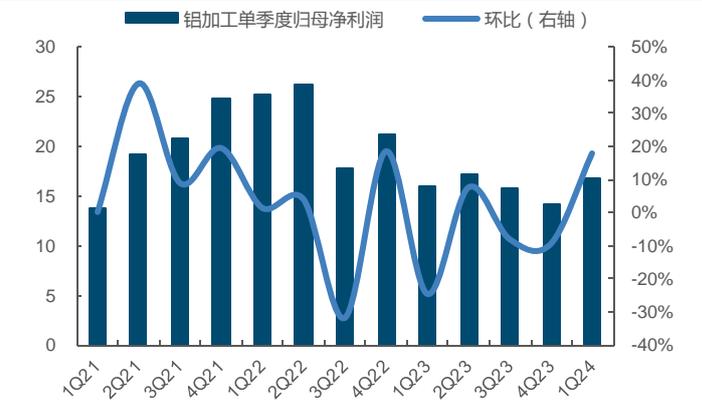


来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表15: 1Q24 铝加工营收 426 亿元

图表16: 1Q24 铝加工归母净利润 16.8 亿元



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

1、铝价: 4Q23-1Q24 内外盘铝价震荡上行, 4Q23 SHFE 铝价 1.89 万元/吨, 环比+1.48%, 1Q24 SHFE 铝价 1.91 万元/吨, 环比+0.69%。云南地区 11 月因枯水期再度减产, 同时地产支持政策提振铝价上涨。3 月进入铝下游消费旺季, 需求增长叠加云南电解铝复产进度不及预期, 短期供需紧张推动铝价进一步上涨。

2、产销量: 4Q23 云南此前电解铝停产产能复产完毕, 电解铝产销环比显著提升。23 年 11 月开始云南再度因电力供应紧张减产, 1Q24 电解铝产销量环比有所下滑。11 月进入电解铝下游消费淡季, 铝加工企业开工率明显下滑, 铝棒企业开工率从 23 年 11 月的 51.78% 降低至 24 年 2 月的 46.98%, 同期铝板带箔企业开工率从 42.7% 降低至 40.15%。3 月进入下游消费旺季, 铝棒及铝板带箔企业开工率分别回升至 51.27% 和 41.29%。

3、铝板块业绩分化:

(1) 1Q24 电解铝吨利逐月改善: 4Q23 氧化铝均价 3005 元/吨, 环比+4.04%, 预焙阳极均价 3974 元/吨, 环比-2.85%, 电解铝行业平均电价 0.433 元/度, 环比+0.93%, 按电解铝行业平均单耗计算, 单吨原铝生产成本上涨 256 元。1Q24 氧化铝均价 3347 元/吨, 环比+11.39%, 预焙阳极均价 3726 元/吨, 环比-6.23%, 电解铝行业平均电价 0.434 元/度, 环比+0.23%, 按电解铝行业平均单耗计算, 单吨原铝生产成本提升 559 元。

由于吨铝生产成本上涨, 电解铝行业 Q1 业绩有所下滑, 但受益于铝价上涨, 1Q24 电解铝吨利润逐月改善。

(2) 铝加工板块业绩承压: 4Q23 国内铝价区间内震荡走势, 铝棒及铝箔加工费均处于低位水平, 铝加工企业利润空间受到压制, 业绩环比有所下滑。

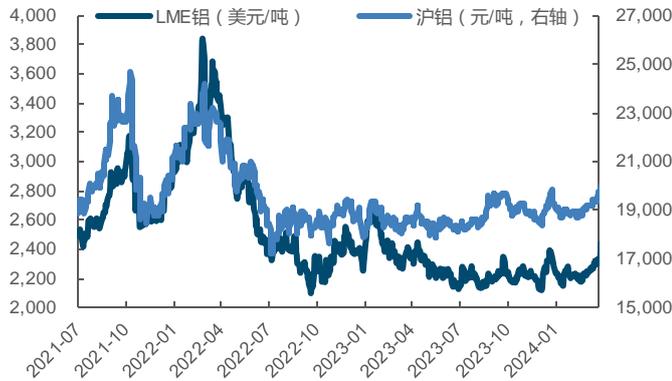
进入 1Q24, 国内外铝价涨幅有所分化, 沪伦比值整体趋势下行, 出口加工企业在国内采购铝锭, 出口以价格较高的 LME 铝计价, 出口产品利润改善, Q1 铝加工企业盈利环比上行。

4、后续走势判断: 考虑到地产竣工预期向好、全球光伏新增装机高增速、特高压以及新



新能源车对铝的消耗，需求端依然韧性较强，供给约束下电解铝供需维持紧平衡格局，旺季铝价上行动力较强。建议关注神火股份、明泰铝业等标的。

图表17: 4Q23-1Q24 铝价震荡



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表18: 4Q23 以来氧化铝价格上行



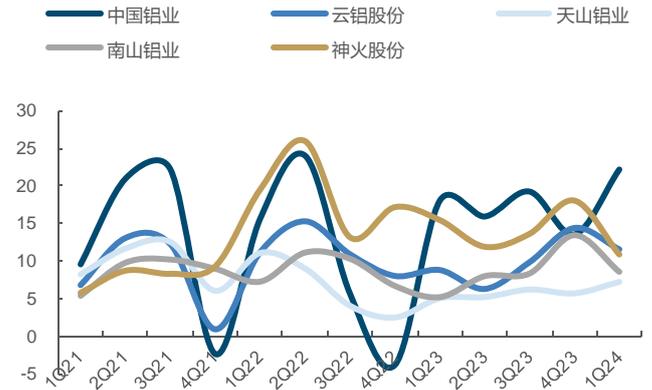
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表19: 1Q24 利润逐月回升 (元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表20: 1Q24 电解铝企业归母净利润环比回落 (亿元)



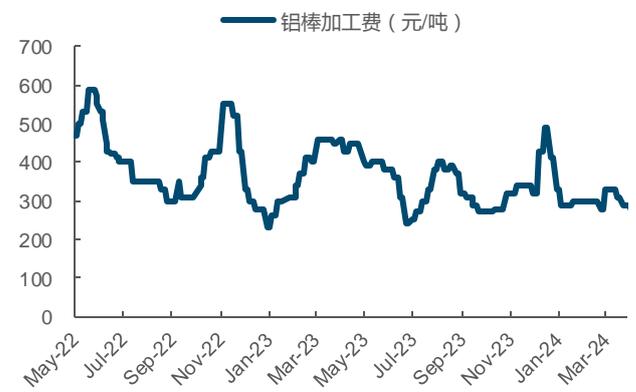
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表21: 1Q24 沪伦比值收窄



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表22: 4Q23-1Q24 铝棒加工费涨后回落



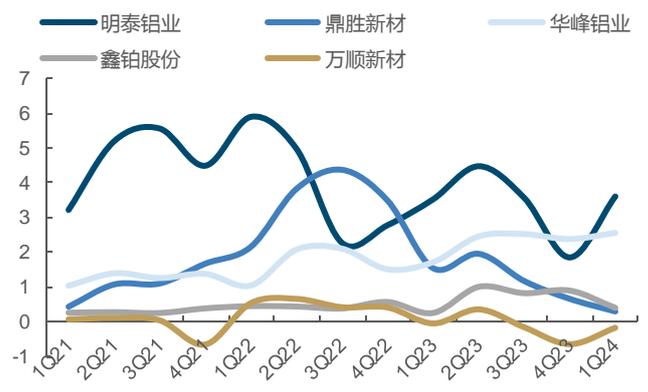
来源: iFinD, 国金证券研究所



图表23: 铝箔加工费处于低位



图表24: 明泰铝业 1Q24 归母净利环比上升 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

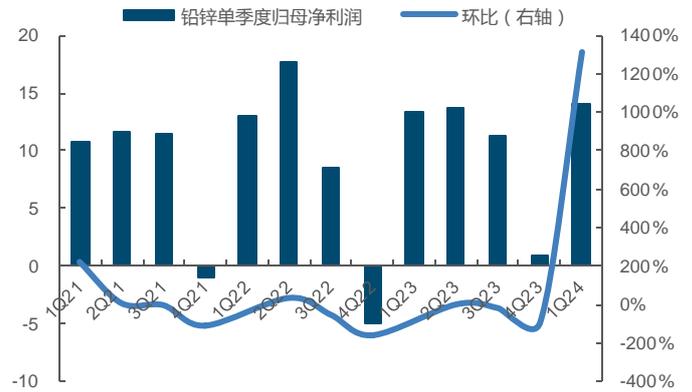
2.3 铅锌: 价格震荡, 企业稳健运行

23 年铅锌板块营收 1681.96 亿元, 同比+8.07%, 归母净利 39.58 亿元, 同比+15.34%, 毛利率 16.06%, 同比-1.04 个百分点, 净利率 3.84%, 同比-1.60 个百分点。4Q23 营收 361 亿元, 环比-15.79%, 归母净利 1 亿元, 环比-91.21%, 毛利率 13.76%, 环比-2.37 个百分点, 净利率 1.83%, 环比-2.54 个百分点。1Q24 营收 423.42 亿元, 环比+17.29%, 归母净利 14.11 亿元, 环比+1312.68%, 毛利率 17.87%, 环比+4.11 个百分点, 净利率 5.68%, 环比+3.85 个百分点。

图表25: 1Q24 铅锌板块营收 423 亿元



图表26: 1Q24 铅锌归母净利 14 亿元



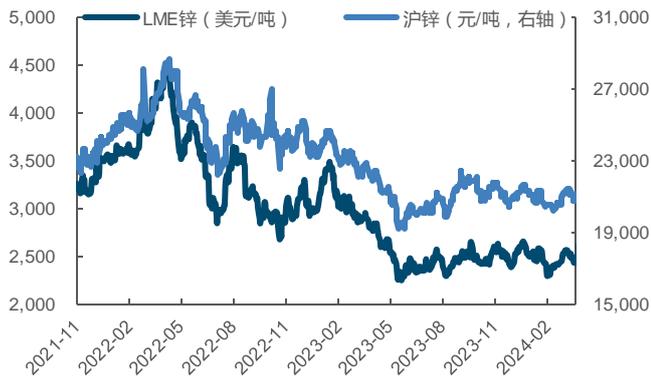
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

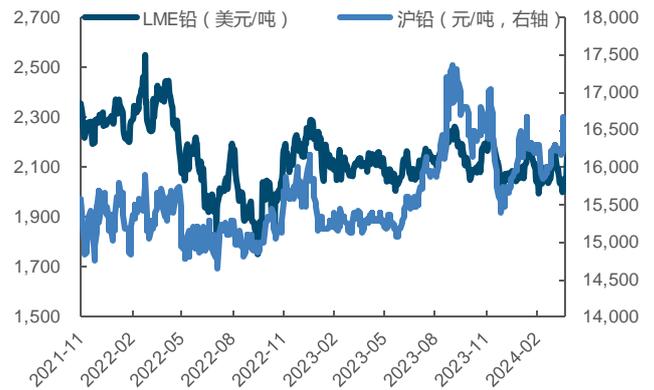
- 1、价格: 4Q23-1Q24 受市场对于美联储降息预期波动, 铅锌价格走势震荡。4Q23 SHFE 锌价 2.12 万元/吨, 环比+1.75%, 1Q24 锌价 2.10 万元/吨, 环比-0.85%。4Q23 铅价 1.62 万元/吨, 环比-0.46%, 1Q24 铅价 1.62 万元/吨, 环比+0.13%。
- 2、产销量: 4Q23-1Q24 铅锌企业产销量环比基本维持稳定, 下游需求较为稳健。
- 3、1Q24 铅锌企业业绩环比高增: 主因 1Q24 铅锌板块主要企业驰宏锌锗、中金岭南盈利环比大幅改善, 带来板块整体业绩高增。
- 4、后续走势判断: 海外矿山减产频发、国内矿山 4 月开始开工回暖, 但矿端仍维持偏紧格局。需求端镀锌环保限产解除, 叠加政策提振, 或将提升锌下游消费量。建议关注驰宏锌锗、中金岭南等标的。



图表27: 4Q23-1Q24 锌价震荡



图表28: 4Q23-1Q24 铅价震荡



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

三、贵金属：金价上涨推动业绩提升

23年贵金属板块营收2969.96亿元,同比+11.45%,归母净利102.37亿元,同比+30.71%,毛利率22.39%,同比+2.56个百分点,净利率7.78%,同比+3.25个百分点。4Q23贵金属板块营收742.17亿元,环比-5.74%,归母净利28.19亿元,环比+14.87%,毛利率21.97%,环比+1.15个百分点,净利率4.37%,环比-4.96个百分点。1Q24贵金属板块营收822.08亿元,环比+10.77%,归母净利31.77亿元,环比+12.69%,毛利率22.99%,环比+1.03个百分点,净利率10.28%,环比+5.91个百分点。

图表29: 1Q24 贵金属板块营收 822 亿元



图表30: 1Q24 贵金属板块归母净利 32 亿元



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

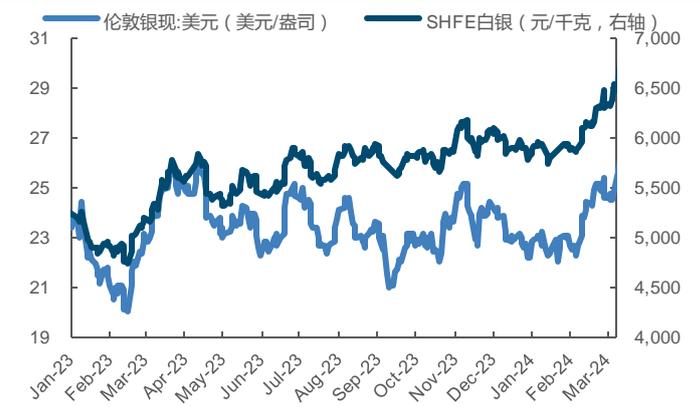
1、价格: 4Q23 以来美国长期平均实际利率处于下行趋势,对于黄金价格压制有所减弱,4Q23 伦敦现货黄金均价 1971 美元/盎司,环比+2.23%。24 年一季度市场对于美联储降息预期不断强化,3 月美联储官员发言暗示“反向扭转操作”,同时中东地缘政治风险不断发酵, Q1 伦敦金现 2070 美元/盎司,环比+4.99%。4Q23 SHFE 白银均价 5.90 元/克,环比+2.58%, 1Q24 均价 6.02 元/克,环比+2.06%。



图表31: 4Q23-1Q24 金价上涨



图表32: 4Q23-1Q24 银价上涨

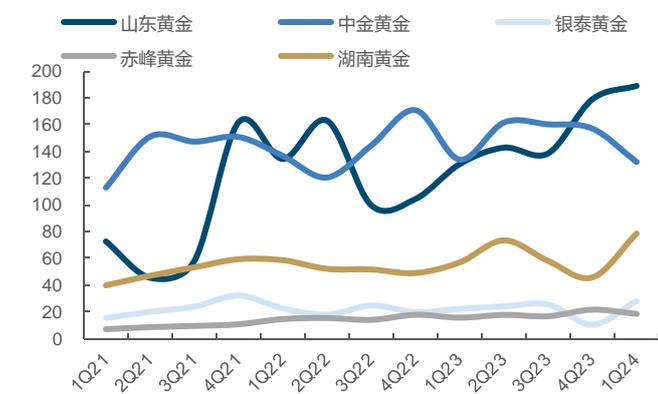


来源: iFinD, 国金证券研究所

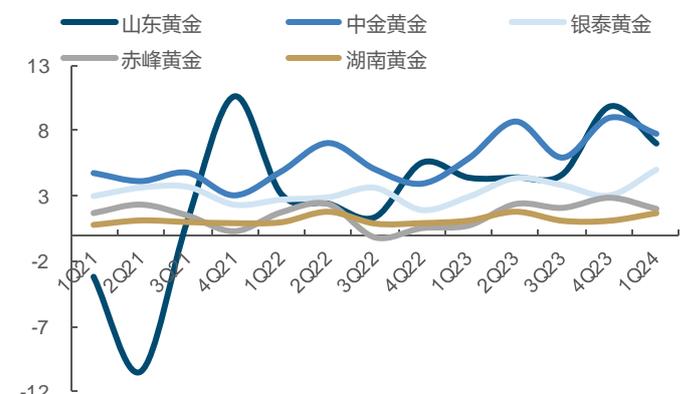
来源: iFinD, 国金证券研究所

- 2、产销量: 4Q23-1Q24 黄金企业整体生产经营较为稳健, 黄金产量整体维持均衡。
- 3、黄金企业盈利能力显著改善: 受黄金价格持续上涨, 黄金生产企业利润空间增厚, 归母净利润逐季度提升。
- 4、后续走势判断: 2Q24 以来黄金短期定价天平向通胀端倾斜, 短端的高名义利率以及后续的再通胀风险使得短端实际利率存在下行预期, 推涨黄金价格。2023 年黄金股自产成本增速放缓, 预计 2024 年在金价上涨、成本控制较为稳定的情况下, 黄金股业绩将有较好表现, 且黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期, 具有较大“补涨”空间, 我们预计黄金股将迎来主升浪行情。建议关注山东黄金等标的。

图表33: 1Q24 黄金企业营收增长 (亿元)



图表34: 1Q24 黄金企业归母净利润增长 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

四、稀土磁材: 价格步入底部区间拖累板块业绩, 静待反转

2023 年稀土板块收入 761.68 亿元, 同比-5.58%; 归母净利润 33.25 亿元, 同比-59.58%; 毛利率为 9.50%, 同比-8.52pcts; 净利率为 4.36%, 同比-5.83pcts。其中 23Q4 营收同比 +6.69%, 环比+5.89%; 归母净利润同比-2.23%, 环比+175.03%; 毛利率 22.31%, 同比 +6.12pcts, 环比+14.42pcts; 净利率 12.26%, 同比+2.50pcts, 环比+9.00pcts。

稀土板块 24Q1 营收同比-50.72%, 环比-45.03%; 归母净利润同比-173.82%, 环比-150.62%; 毛利率 2.62%, 同比-8.13pcts, 环比-19.69pcts; 净利率-29.92%, 同比-33.26pcts, 环比-42.18pcts。

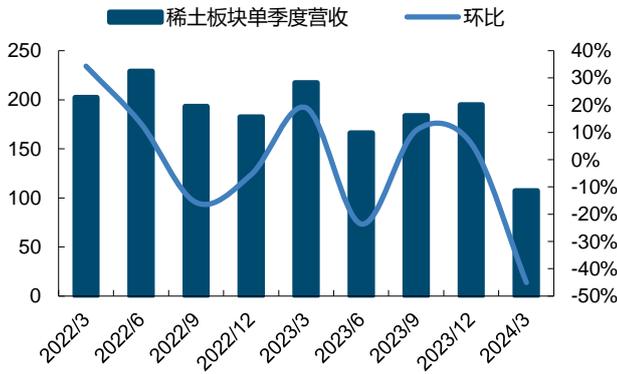
2023 年磁材板块收入 580.42 亿元, 同比-7.18%; 归母净利润 37.76 亿元, 同比-29.16%; 毛利率为 18.06%, 同比-0.43pcts; 净利率为 6.51%, 同比-2.02pcts。其中 23Q4 营收同比 -17.39%, 环比-11.10%; 归母净利润同比-53.16%, 环比-47.13%; 毛利率 21.31%, 同比 -0.55pcts, 环比-0.05pcts; 净利率 5.13%, 同比-5.27pcts, 环比-3.60pcts。

磁材板块 24Q1 营收同比-12.15%, 环比-7.18%; 归母净利润同比-40.05%, 环比+38.53%; 毛利率 20.96%, 同比-0.91pcts, 环比-0.39pcts; 净利率 8.28%, 同比-0.70pcts, 环比



+3.15pcts。

图表35: 24Q1 稀土板块营收环比下降 45% (亿元)



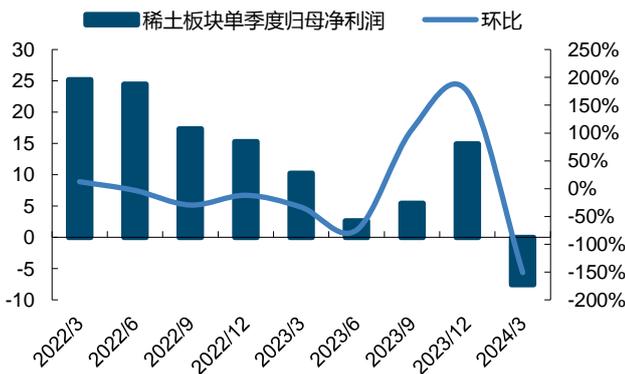
图表36: 24Q1 磁材板块营收环降 7% (亿元)



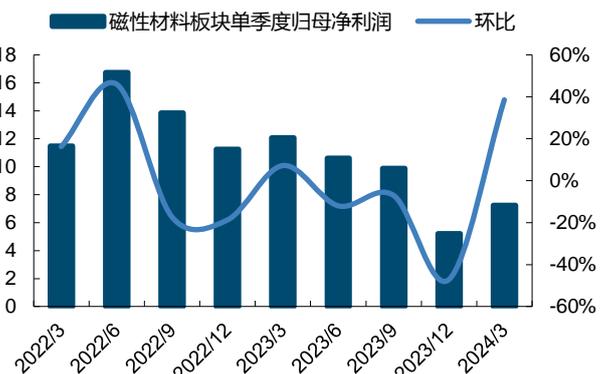
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表37: 24Q1 稀土板块归母利润显著亏损 (亿元)



图表38: 24Q1 磁材板块归母利润环比增速扭亏 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表39: 24Q1 稀土板块毛利率显著下降



图表40: 24Q1 磁材板块毛利率环降 0.4pcts



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

1、价格: 23Q4 氧化镨均价 50.6 万元/吨, 同比-27.954%, 环比+2.22%; 24Q1 氧化镨均价 39.5 万元/吨, 同比-40.53%, 环比-22.01%。稀土磁材下游新能源车、消费电子、工业应用等领域需求增速放缓, 且 23Q4 发布年内第三批配额, 导致稀土供应量大增, 23Q4-24Q1 价格出现显著下行。



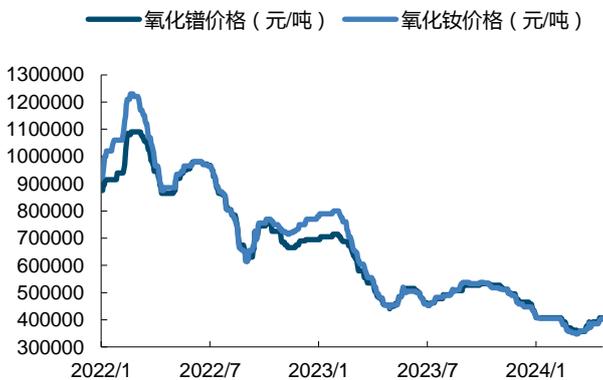
2、产销量：23Q4 稀土与磁材企业出货量环比提升，叠加年内第三批稀土指标，2023 年全年指标均同增近 21%。24Q1 发布年内第一批指标，同比+12.5%，增幅较 22-23 年有所下滑。

3、23Q4 稀土板块业绩有所反弹：Q4 往往为稀土产销旺季，因而 24Q4 价格有所回升，叠加年内第三批配额带来销量增加，稀土板块业绩有所回升；但磁材企业间竞争不断加剧，毛利率有所下降，业绩环比下滑。24Q1 稀土业绩显著下滑，原因为稀土价格降至历史较低位置，主流稀土上市公司多为加工模式，因而价格难以覆盖生产成本，出现显著亏损。

4、后续走势判断：需求端“设备更新”和“以旧换新”配套措施逐步落地，工业设备和汽车电机等领域更新有望进一步拉动稀土磁材需求；供应端年内配额增速显著下滑，进口矿逐步走弱，低价下独居石和回收企业成本倒挂严重进而减产，供应有望边际放缓，我们认为稀土供需有望改善，价格有望回升。稀土板块建议关注北方稀土、中国稀土和包钢股份，磁材板块建议关注布局新能源与新兴领域需求的金力永磁、正海磁材等。

图表41：轻稀土价格走势

图表42：重稀土价格走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

五、小金属：锑、钼、钨涨幅显著，关注高弹性细分龙头

小金属板块 2023 年收入为 1897.69 亿元，同比-6.07%；归母净利润 79.79 亿元，同比+5.17%；毛利率为 12.96%，同比+0.54pcts；净利率为 4.20%，环比+0.45pcts。其中 23Q4 营收同比-10.95%，环比-14.11%；归母净利润同比-41.75%，环比-16.38%；毛利率 14.61%，同比-2.44pcts，环比-1.02pcts；净利率 0.10%，同比-6.31pcts，环比-5.34pcts。

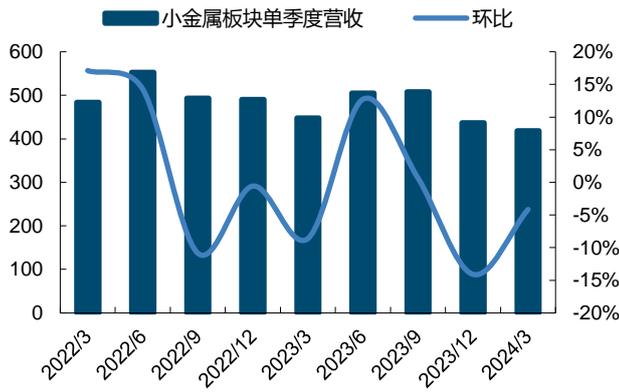
小金属板块 24Q1 营收同比-6.60%，环比-4.15%；归母净利润同比-8.04%，环比+23.95%；毛利率 14.53%，同比-2.10pcts，环比-0.09pcts；净利率 4.34%，同比-1.90pcts，环比 4.24pcts。

24Q1 小金属价格出现显著上涨，钼精矿、钨精矿和锑价格分别环比+6.67%、+2.83%和+10.35%。小金属多数为具有战略属性的品种，广泛应用于新能源、高端制造和油气等领域且面临现有矿山项目品位逐步下滑、新项目投放存在较大不确定的问题。因而在产能周期驱动下小金属价格有望显著上涨。建议关注小金属龙头标的湖南黄金、金钼股份和中钨高新。

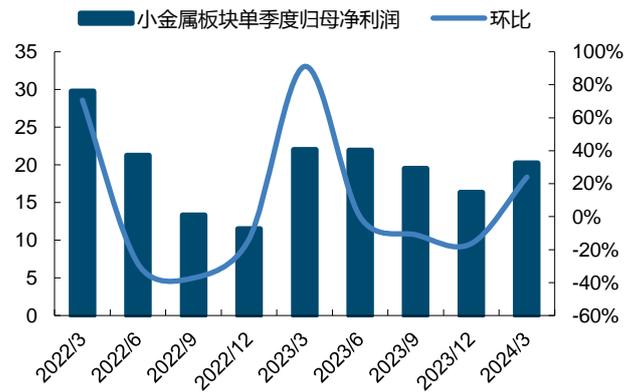


图表43: 24Q1 小金属板块营收环比下降 (亿元)

图表44: 24Q1 小金属板块归母净利润环增 (亿元)



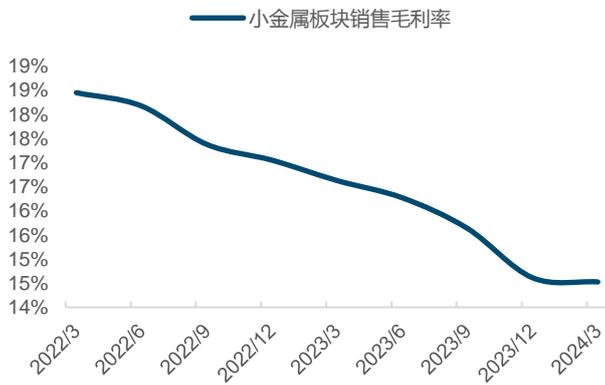
来源: wind, 国金证券研究所



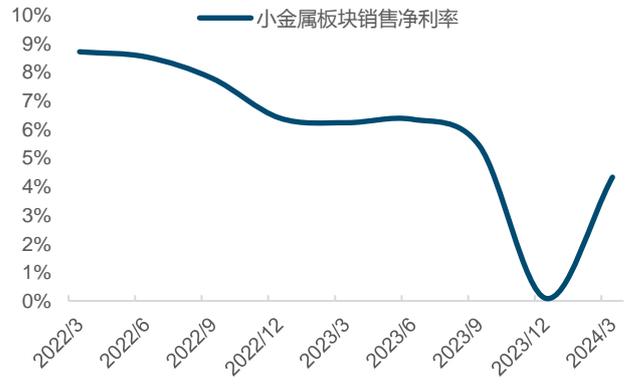
来源: wind, 国金证券研究所

图表45: 24Q1 小金属板块毛利率环降

图表46: 24Q1 小金属板块净利率环增



来源: wind, 国金证券研究所



来源: wind, 国金证券研究所

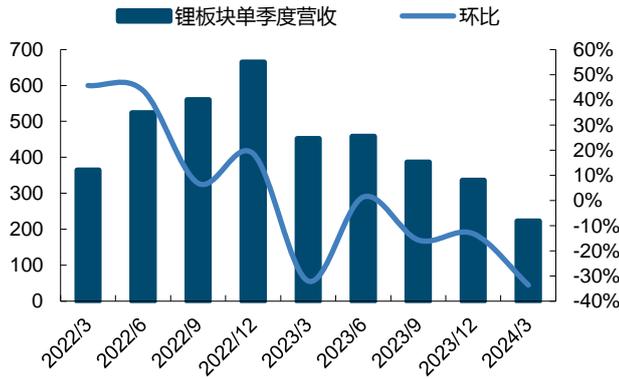
六、锂：锂价持续走低，整体承压

锂板块 2023 年收入为 1633.07 亿元, 同比-22.71%; 归母净利润 338.33 亿元, 同比-66.81%; 毛利率为 44.09%, 同比-19.13pcts; 净利率为 20.72%, 同比-27.53pcts。其中 23Q4 营收同比-49.45%, 环比-13.16%; 归母净利润同比-100.30%, 环比-101.28%; 毛利率 26.55%, 同比-34.64pcts, 环比-17.05pcts; 净利率-5.02%, 同比-59.16pcts, 环比-1.56pcts。

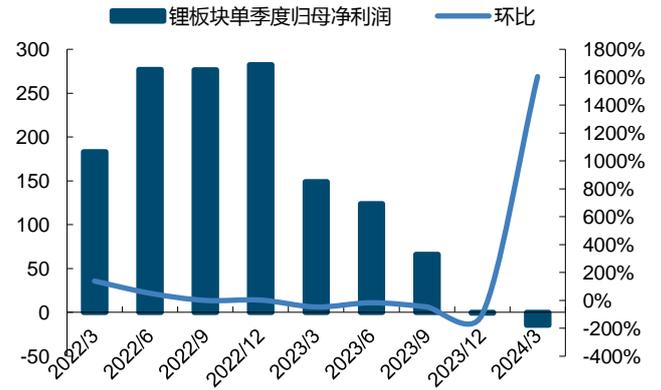
锂板块 24Q1 营收同比-50.64%, 环比-33.54%; 归母净利润同比-109.67%, 环比下降 13.57 亿元至-14.42 亿元; 毛利率 28.63%, 同比-20.58pcts, 环比+2.08pcts; 净利率-6.46%, 同比-41.92pcts, 环比-1.44pcts。



图表47: 24Q1 锂板块营收环降 34% (亿元)



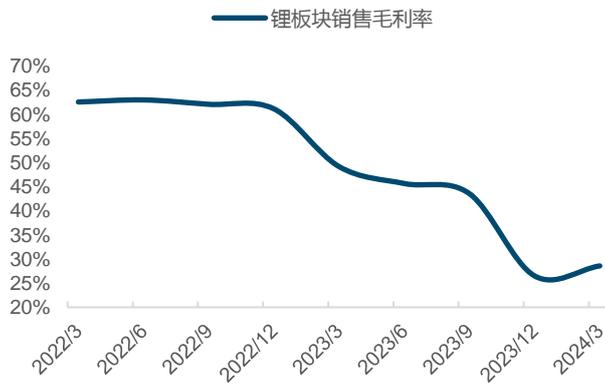
图表48: 24Q1 锂板块归母净利润亏损扩大 (亿元)



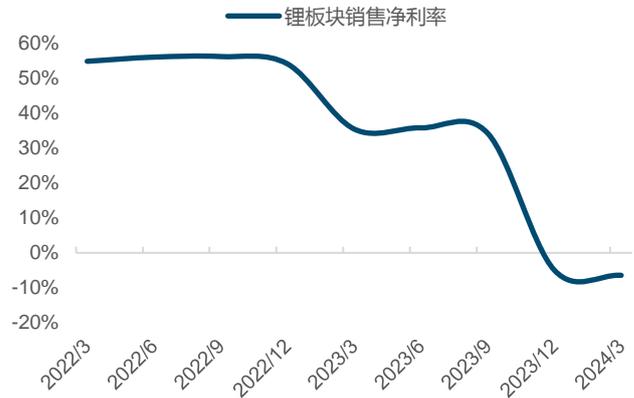
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表49: 24Q1 锂板块销售毛利率环比小幅回升



图表50: 锂板块销售净利率环降 1.4pcts



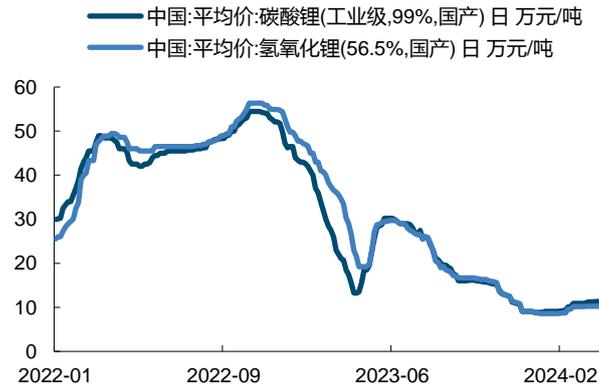
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

- 1、价格: 受需求下滑与产业链去库影响, 电池级碳酸锂价格连续下跌, 24Q1 碳酸锂均价环比-30.57%, 同比-73.99%。
- 2、产销量: 24Q1 碳酸锂产量在 11.45 万吨, 环比+6%。1 月受下游备货、需求前置影响, 碳酸锂产量环比上涨, 下游企业为 2 月放假进行补库。3 月碳酸锂整体供应相对紧张, 主要原因由于江西地区受环保问题影响, 部分地区产量下降, 但 24Q1 总体表现为产量环增。
- 3、24Q1 锂板块业绩下降原因: 锂价承压导致营收环比下滑, 外购矿企业利润空间压缩。
- 4、后续走势判断: 23 年锂供需维持紧平衡; 随着供给端海外新项目的释放, 整体成本曲线走低, 行业持续洗牌, 锂价仍有下探空间, 初步判断 2024 年上半年锂价到达拐点, 同时精矿原料价格跌幅有望与锂盐价格跌幅匹配, 定价模式逐步优化。对于板块企业, 仍建议关注自给率高或自给率快速提升的公司, 分别为中矿资源、永兴材料、天齐锂业等。



图表51: 碳酸锂与氢氧化锂价格变化



图表52: 锂精矿价格变化



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

七、新材料：盈利能力相对稳定，关注细分赛道

新材料板块 2023 年收入 177.96 亿元, 同比+14.67%; 归母净利润 10.30 亿元, 同比+8.36%; 毛利率为 18.28%, 同比+0.19pcts; 净利率为 5.79%, 同比-0.34pcts。其中 23Q4 营收同比+23.01%, 环比+9.17%; 归母净利润同比-7.87%, 环比-27.49%; 毛利率 18.96%, 同比-2.41pcts, 环比+2.49pcts; 净利率 6.79%, 同比-4.45pcts, 环比-3.38pcts。

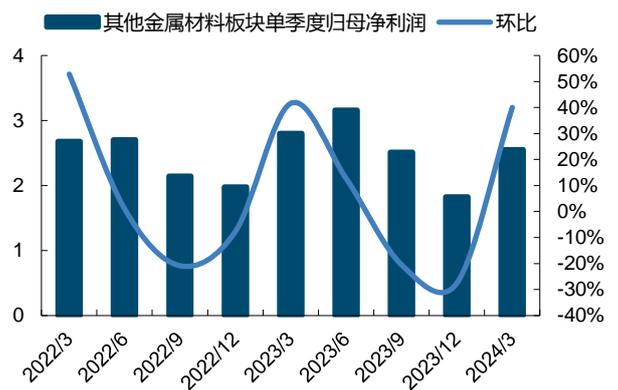
新材料板块 24Q1 营收同比+6.57%, 环比-9.73%; 归母净利润同比-8.90%, 环比+40.04%; 毛利率 20.96%, 同比-0.68pcts, 环比+2.00pcts; 净利率 8.28%, 同比-0.70pcts, 环比+3.15pcts。

新材料企业主要特点为专业性强, 下游应用分散, 不受单一行业景气度限制, 核心逻辑主要为科技创新和国产替代。后续新材料企业仍需跟踪并验证其 α 逻辑, 建议关注以芯片电感为业绩增长曲线的铂科新材、半导体靶材投产放量的有研新材、羰基铁粉降本扩大应用市场的悦安新材、二代半导体衬底在光芯片上游放量的云南锗业等。

图表53: 24Q1 新材料板块营收环降 10% (亿元)



图表54: 24Q1 新材料板块归母利润环增 40% (亿元)

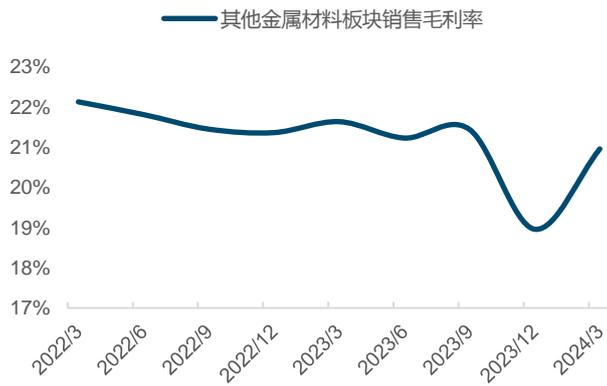


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所



图表55: 24Q1 新材料板块毛利率环增



图表56: 24Q1 新材料板块净利率环比增加



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

八、风险提示

宏观环境波动。基本金属需求与宏观经济运行状况息息相关,若宏观经济走弱,下游需求恢复不及预期,供需结构恶化将导致价格下跌,企业产销受阻,对业绩产生负面影响。此外,美联储货币政策也会对基本金属及贵金属价格产生冲击。

新技术黏土提锂的发展将有可能带动供应大幅释放, Sonora 项目位于墨西哥的索诺拉州,其提锂工艺兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点,既能够以类似矿石提锂的速度在短时间内完成提锂过程,也能够以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂。

新矿山加速勘探开采,加速供应释放。锂产业链利润向上游转移,驱动矿企加速矿山的勘探、建设与开采,投产进度可能提前,加速供给释放。

项目建设进度不及预期。行业内各企业均有不能幅度扩产计划,盈利预测基于产能如期落地,若建设进度不及预期,将对公司利润造成负面影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究