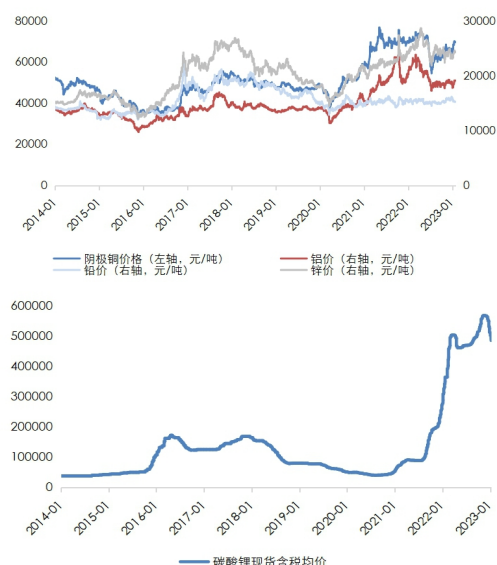
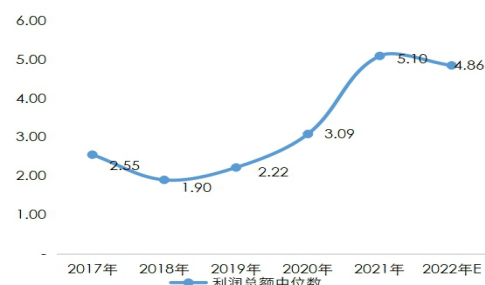


有色金属行业信用风险回顾与 2023 年展望

主要有色金属价格



有色金属行业盈利情况



有色金属行业债务负担情况



分析师：郭哲彪、贾圆圆、孙青莲

- 受下游需求增速放缓，全球货币市场流动性边际趋紧等因素影响，2022 年有色金属价格重心有所下移，行业利润水平小幅下降；
- 预计 2023 年全球经济下行压力较大，铜需求增速或将有所下降，供需格局相对宽松，铜价中枢小幅下降，加工费仍将保持增长；
- 预计 2023 年受海外需求下降及地产需求较弱影响，电解铝需求整体较弱，铝供需格局较为宽松，电解铝价格中枢将有所下降；
- 预计 2023 年铅锌下游需求将继续弱化，海外炼厂生产逐步恢复，行业供需格局宽松，铅锌价格将进一步下降；
- 预计 2023 年“碳中和”政策将继续带动新能源汽车及储能方面锂需求；但锂精矿产能扩张速度显著加快，锂供给大幅增长，锂供需将维持紧平衡，锂价将见顶回落但依旧维持相对高位运行；
- 预计 2023 年全球经济下行压力较大，美联储加息步伐放缓，国际地缘风险仍存，黄金投资及央行购金需求仍将支持黄金价格保持在较高水平；
- 2023 年主要有色金属价格重心将小幅下移，行业整体盈利有所减弱，加之债务负担或小幅上升，行业信用风险总体小幅上行，原材料自给率较低冶炼企业及产业链单一的加工企业风险水平或将有所提高。

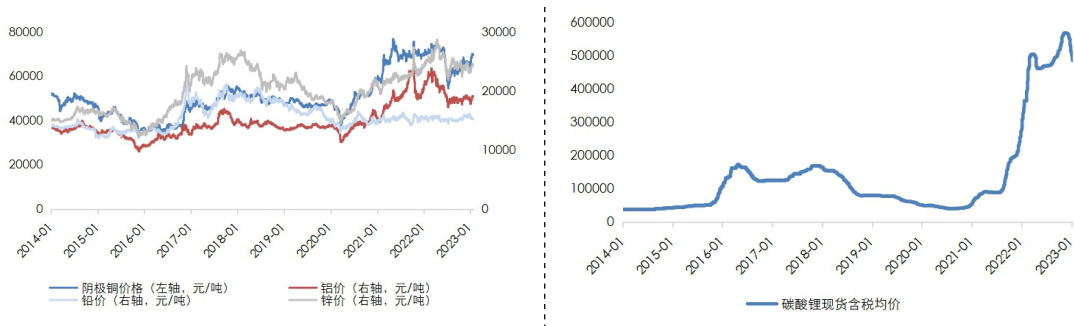
一、有色金属行业信用基本面

受下游需求增速放缓，全球货币市场流动性边际趋紧等因素影响，2022 年有色金属价格重心将有所下移，行业利润水平小幅下降；2023 年有色金属供需格局相对宽松，主要产品价格及行业盈利水平将继续下降

2018 年以来中美贸易摩擦以及美元指数走强，对工业金属价格形成了压制，导致有色金属价格回落。2019 年受全球贸易环境恶化、经济增速继续放缓及下游需求疲软影响，有色金属价格普遍下行。2020 年一季度受疫情影响有色金属价格快速下降，二季度以来国内复工复产，有色金属下游需求密集释放，但海外精矿供给结构性不足，叠加全球流动性宽松，有色金属价格快速反弹。受益于各国财政及货币政策推动，疫苗接种率的提高，2021 年全球经济波动复苏，带动有色金属需求保持增长，有色金属价格延续上涨态势。

2022 年一季度受地缘政治危机持续发酵等因素影响，有色金属价格大幅增长；二季度受疫情影响，国内有色金属下游需求相对较弱，同时受美联储货币政策转向影响，有色金属价格快速下行；三季度受益于国内经济恢复，有色金属价格边际上升，前三季度有色金属价格与去年同期差异不大，四季度价格高位震荡，全年平均价格有所下降。2022 年锂金属受益于新能源汽车需求拉动，锂金属及锂盐价格保持快速增长态势，整体价格处于历史最高水平。

图表 1 近年来主要有色金属价格变化（单位：元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

现阶段美国通胀水平仍原高于美联储 2% 的目标，实际政策利率还未转正，劳动力市场仍然紧张，美元指数回落可能进一步推高通胀，因此美联储加息的持续时间和最终加息的目标利率都有可能进一步延长和提升，预计 2023 年美联储或将维持偏紧的政策取向。同时，2023 年美国下行压力较大，在 IMF 最新的预测中，2023 年美国年增速预计在 1%，3 个月期和 10 年期美债收益率曲线出现倒挂，美国对有色金属需求整体较弱。欧洲通胀仍处于高位，欧洲主要国家制造业 PMI 指数均持续下降并处于在收缩区，预计 2023 年欧洲仍将继续保持大幅加息，经济仍面临下行压力，对有色金属需求整体较弱。

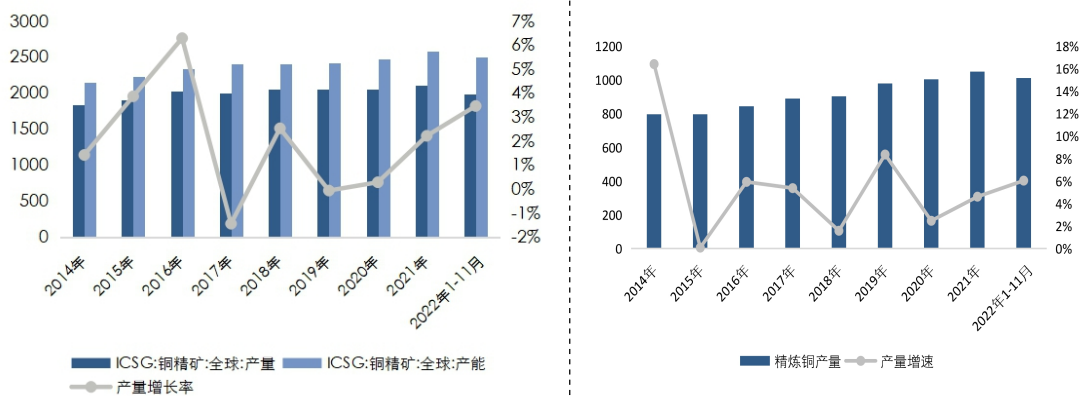
国内方面，2023 年随着疫情对经济活动影响的全面消退，国内经济或在全球经济减速背景下逆势回升。基础设施建设及新能源相关方面的投资及消费产品仍将支撑有色金属需求保持增长，但受有色金属海外需求较弱，国内房地产市场景气度边际改善对有色金属需求支撑有限，有色金属整体需求增速放缓。供给方面，2023 年主要有色金属供给仍将保持增长，有色金属价格或将整体有所下降。

二、铜行业

2022 年全球铜供需均保持增长，受全球货币市场收紧，2022 年铜价中枢有所下降，加工费小幅增长，2023 年全球经济下行压力较大，铜需求增速或将有所下降，供需格局相对宽松，铜价中枢小幅下降，加工费仍将保持增长

近年来铜价较高，海外矿山建设加快，同时也促使部分矿山复产，2022 年全球铜精矿产能及产量继续保持增长。虽然社区矛盾及天气等因素对秘鲁及智利等国的 2022 年的矿产量产生了一定负面影响，但受益于刚果及印度尼西亚等国的铜矿山产能释放，2022 年全球铜矿产能及产量仍保持增长，2022 年 1~11 月，全球铜精矿产量同比增长 3.2%，全年估计增长 3%。2023 年全球铜矿产量仍将继续增长。2017 年和 2018 年，铜价处于持续上涨过程中，大量的新建和扩建铜矿项目逐步立项，并逐步在 2022 年及 2023 年投产，同时 2021 年以来受益于较高的铜价，也推动矿山建设及产能释放，预计 2023 年全球铜矿产量仍将保持 3.5%~5% 的增长。

图表 2 近年全球矿山铜产量及我国精炼铜产量情况（单位：万吨、万吨/年）



资料来源：ICSG，Wind，东方金诚整理

2022 年全球精炼铜产量保持增长。其中，受能源价格较高等因素影响，海外铜冶炼厂生产受到一定负面影响。受益于较高的铜加工费及新增产能释放，2022 年国内精炼铜产量保持增长，2022 年 1~11 月国内精炼铜产量为 1010.10 万吨，同比增长 6.04%，受国内产量推动，2022 年 1~11 月全球精炼铜产量 2348.29 万吨，同比增长 3.4%。预计 2023 年，能源价格下跌，欧洲铜冶炼厂生产将逐步恢复。同时 2022 年国内精炼铜产能约有 100 万吨/年的增长，在铜冶炼产能增加、铜精矿新增产能充足及铜加工费增长共同作用下，预计 2023 年国内及全球精炼铜产量仍为增长趋势。

中国是全球第一大铜消费国，铜消费量约占全球总消费量的一半左右。铜的需求下游主要包括电力行业、建筑业、汽车、家电等。2022 年国内基建、电网投资等大幅增长，用铜需求有所增长，其中 2022 年 1~11 月基建投资累计同比增长 8.90%，电网投资同比增长 2.60%，电源投资同比增长 15.77%。受疫情等因素影响，房地产景气度较弱，2022 年 1~11 月房屋新开工面积及竣工面积分别累计同比下降 38.90% 和 19.00%，家电产量有所下降，地产及家电产业用铜需求大幅下降；2022 年受益于国家政策支持及新能源汽车市场需求量的提高，汽车产量小幅增加，新能源汽车渗透率大幅提高，汽车行业用铜需求或将小幅增长。整体来看，2022 年基础设施投资及电网投资有所增长，基建、电网投资及汽车等

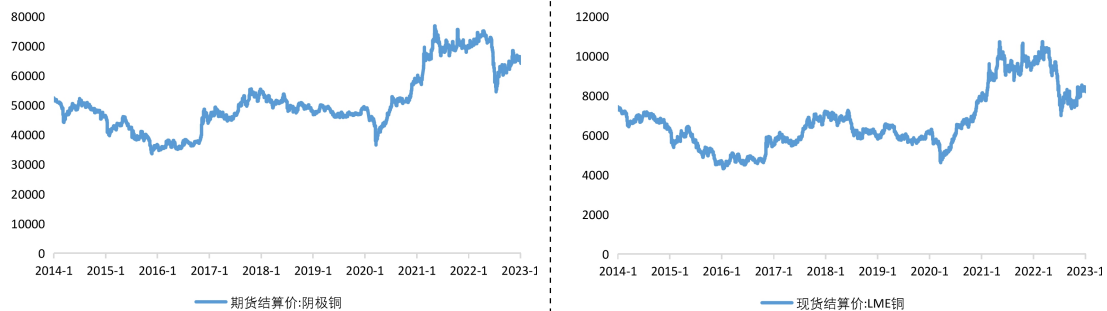
方面对铜需求仍保持增长。

2023 年，全球经济仍面临一定下行压力，预计铜需求增速将有所下降，行业供需格局宽松。受经济下行压力及欧洲高通胀影响，预计 2023 年海外铜需求增速将大幅放缓。国内方面，国内基建及电网投资对经济仍将有托底作用，光伏等新能源发电装置对铜需求仍将保持增长；房地产方面，虽然 2022 年四季度出台的相关政策，但在需求放缓的背景下，房地产景气度改善情况有限，用铜需求增长有限；家电方面，受房地产市场及海外需求减弱等方面影响，预计家电市场用铜需求仍较弱；汽车市场方面，在新能源汽车补贴政策退出后，预计 2023 年汽车及新能源汽车产销量增速将有所下降。整体来看，在全球经济下行压力下，预计 2023 年铜需求增速将有所下降，铜供需格局相对宽松。

2022 年一季度受俄乌冲突等因素影响，铜价延续 2021 年上涨态势，二季度随着美联储开启加息周期及国内疫情影响，铜价快速走弱，2022 年 8 月以来，受益于疫情对于经济活动的减弱，铜价边际小幅回升，受益于国内需求支撑，2022 年四季度铜价下行趋势较前三季度减弱，2022 年 11 月以来，国内防控政策逐步调整、房地产利好政策出台等刺激铜价小幅上行；整体来看，2022 年铜价有所下降，但整体价格仍保持在较高水平。受供需格局宽松影响，预计 2023 年铜价中枢有所下降，整体价格仍将保持在相对较高的水平。

铜加工费方面，受益于 2021 年以来铜精矿供给改善，2022 年铜矿加工费逐步提高，国内现货铜精矿 TC/RC 由年初的 62 美元/吨和 6.20 美分/磅，上涨至 85 美元/吨和 8.50 美分/磅。2022 年 11 月江西铜业、中国铜业、铜陵有色和金川集团与 Freeport 敲定 2023 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 88 美元/吨 8.8 美分/磅，创 2017 年以来新高。在铜矿供给保持增长背景下，预计 2023 年铜加工费整体仍将保持增长。

图表 3 2014 年以来铜价格变化（单位：元/吨、美元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

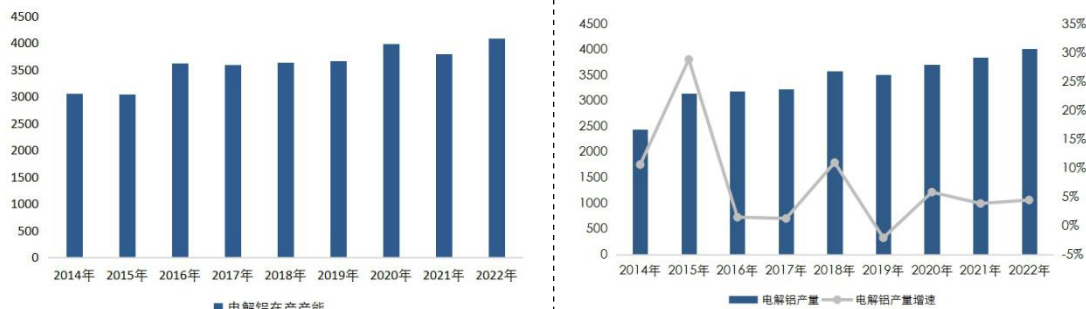
三、铝行业

2022 电解铝需求增速放缓，供给保持增长；2023 年受海外需求下降及地产需求较弱影响，电解铝需求整体较弱，铝供需格局较为宽松，电解铝价格中枢将有所下降

中国是世界第一大电解铝生产国和消费国。受益于电解铝转移产能陆续投产，2019 年以来国内电解铝产能整体保持增长。2022 年以来，国内电解铝逐步复产及新增产能投产，截至 2022 年 12 月，电解铝建成产能为 4510 万吨，同比增长 5.30%，在产产能 4199 万吨，较 2021 年末增长 8.25%。2022 年西南地区限电对国内电解铝仍有一定影响，但受益于新增产能投产，2022 年产量为 4021.40 万吨，同比增长 4.50%。

2023 年电解铝供给仍将保持增长。2023 年海外将有印尼等项目建成投产，但大部分产能处于规划或待建状态或投产进展缓慢，但随着能源价格下降，海外铝冶炼厂产量将逐步恢复。预计 2023 年国内新投产产能主要来自内蒙古及甘肃等地，2023 年新投产产能约 50 万吨，同时随着 2022 年新投产产能市场，预计 2023 年电解铝供给仍将保持增长。但在海外产能增量释放缓慢及国内电解铝产能净增量有限的情况下，预计 2023 年电解铝供应增速将有所放缓。

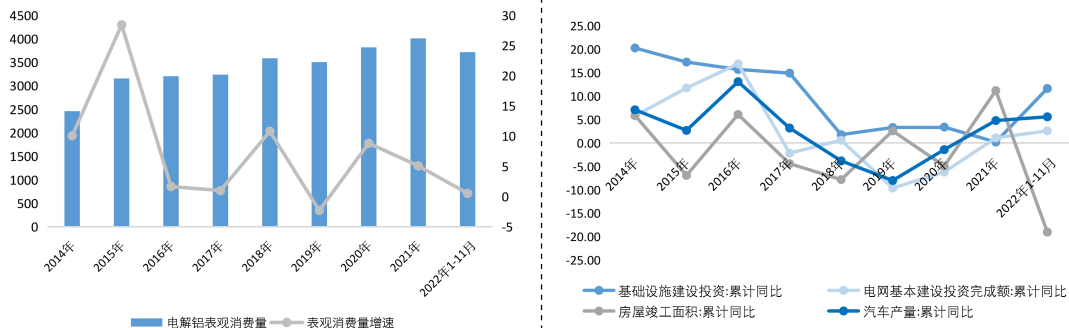
图表 4 近年我国电解铝生产情况（单位：万吨/年、万吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

铝下游需求主要为房地产建筑业、电力电子和交通运输等，消费需求占比分别约为 30%、16%和 14%。2022 年，受疫情影响，电解铝下游需求增速放缓。2022 年 1~11 月基础设施建设、电网投资及汽车等方面铝需求保持增长。但受疫情及房地产市场景气度较差等因素影响，2022 年 1~11 月房屋新开工面积及竣工面积分别累计同比下降 38.90%和 19.00%，我国电解铝实际表观消费量为 3712.62 万吨，同比增长 0.52%。整体来看，2022 年基建投资及电网投资保持增长，同时受益于宏观经济恢复和政策支持，汽车产销量保持增长，但房地产景气度较弱，2022 年电解铝需求增速下降。预计 2023 年新能源车、光伏发电站等领域为铝下游需求形成支撑，受政策支持，房地产市场景气度将边际改善，但地产用铝需求仍较弱，受经济下行压力，预计海外需求回落，铝及铝材出口将有所下降，电解铝需求整体较弱，供需格局宽松。

图表 5 近年我国电解铝表观消费量和下游消费情况（单位：万吨、%）

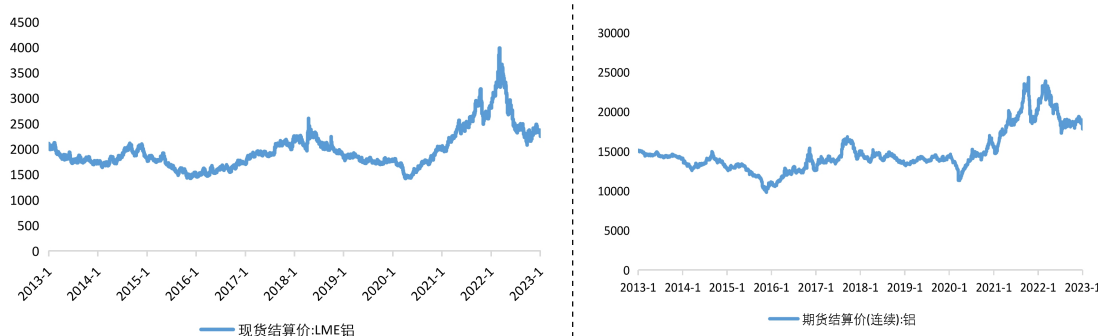


资料来源：Wind，东方金诚整理

全球新冠肺炎疫情带来铝价大幅波动后，受国内能耗双控、“碳中和”“碳达峰”政策及缺电限产影响，电解铝供需格局整体偏紧，2021 年电解铝价格持续上升。2021 年长江

有色电解铝均价为 18898.11 元/吨，较上年同期均价上涨 33.19%。2022 年上半年，受地缘政治危机持续发酵，加之高油价、国外电解铝企业面临减产的危险，铝价一季度一路走高，二季度在美联储大幅提高利率和国内疫情的影响下，铝价进入快速下降态势，2022 年三四季度铝价走势平稳，7 月中旬随着加息政策落地，市场悲观情绪放缓，铝价有所反弹，8 月以来由于部分地区实行限电政策，导致部分电解铝企业减产，市场供应量减少，给予铝价一定支撑，且美联储加息放缓，进一步催化铝价，2022 年全年电解铝均价为 2703 元/吨左右，较上年约提高 9%。预计 2023 年电解铝供需格局宽松，电解铝中枢价格将有所下降。

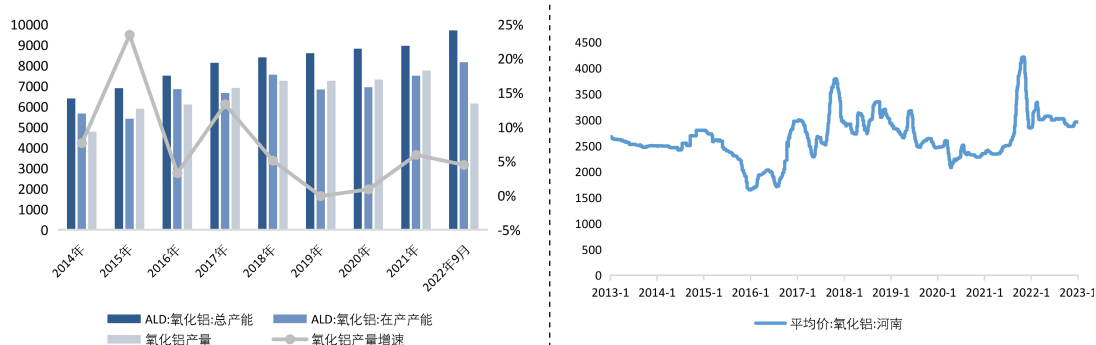
图表 6 近年国内外电解铝价格走势（单位：美元/吨、元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

受国内铝企完善产业链，增加对上游氧化铝产能的投资影响，近年来国内氧化铝产能保持增长，截至 2022 年末氧化铝总产能和在产产能分别为 9952.00 万吨和 8165.00 万吨，高于国内电解铝产能可消耗量。预计 2023 年产能过剩情况仍将存在，氧化铝价格相对稳定，动力煤价格有所下降，电解铝成本下降，但受铝价下降影响，预计企业整体盈利将有所下降。

图表 7 近年我国氧化铝生产情况及价格变化（单位：万吨/年、万吨、元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

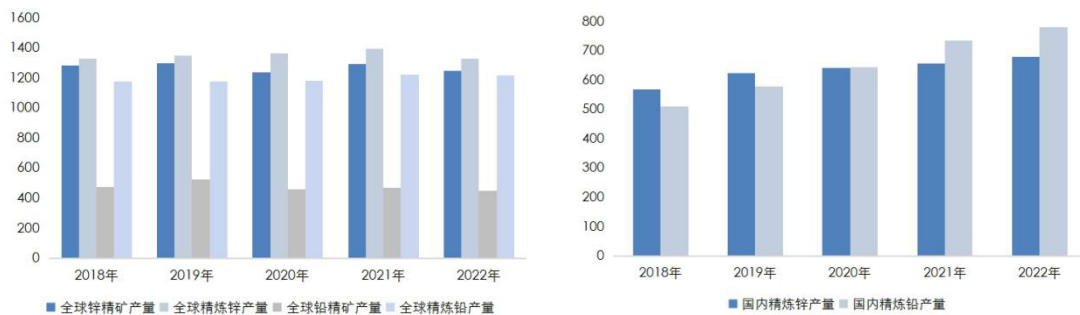
四、铅锌行业

2022 年全球铅、锌精矿产量下降，受能源价格较高等因素影响，精炼铅锌产量有所下降；预计 2023 年铅锌下游需求将继续弱化，行业供需格局宽松，铅锌价格将进一步下降

2022 年受疫情、俄乌冲突及自然灾害等因素影响，全球部分铅锌矿企减产，全球铅锌精矿产量均有所下降，其中锌精矿产量为 1246.18 万吨，同比下降 3.59%，铅精矿产量为 450.40 万吨，同比下降 4.23%。冶炼方面，受俄乌冲突及海外能源价格较高等因素影响，海外铅锌冶炼厂产能利用率较低，受此影响，全球精炼铅、锌产量分别为 1218.96 万吨和 1329.73 万吨，同比分别下降 0.42% 和 4.57%。

国内方面，2022 年，受疫情等因素影响，国内锌精矿产量有所下降，受益于进口锌矿补充，国内精炼锌产量同比增长 1.60%，至 680.20 万吨；同期国内铅精矿产量保持增长，进口铅矿有所下降，原生铅产量有所增长，叠加再生铅产能释放，精炼铅产量同比增长 4.00%，至 781.10 万吨。预计 2023 年国内外矿山产量将有所恢复，同时部分矿山产能增长，国内精矿进口增长，铅锌矿山端供应宽松；冶炼环节海外铅锌冶炼厂生产逐步恢复，国内铅锌冶炼厂生产维持稳定，国内再生铅产能产量仍将保持增长，铅锌供给仍将保持增长。

图表 8 近年全球铅锌生产及国内精炼铅锌产量情况（单位：万吨）

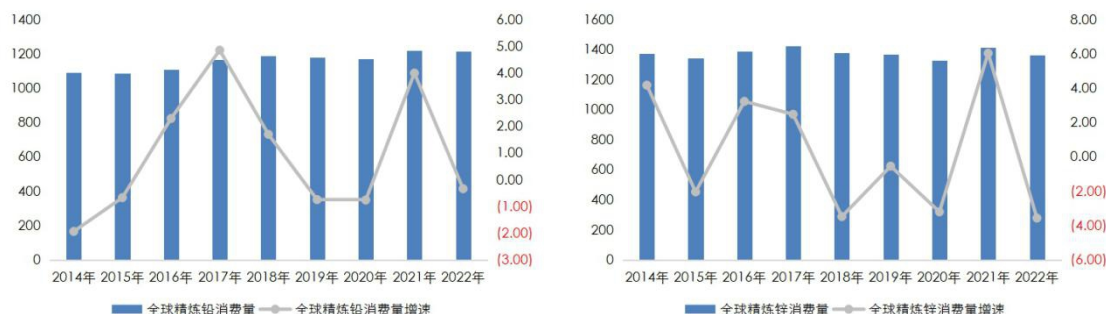


资料来源：公开资料，东方金诚整理

我国铅锌消费占全球比重均接近 50%，是主要的铅锌消费国。国内约 70% 的锌用于加工镀锌板，主要作为建材应用于建筑、地产和交通运输等终端领域；铅约 86% 用于生产铅酸蓄电池，最终用于电动车及汽车制造。2022 年，受美联储加息及高通胀等因素影响，海外铅锌需求较弱。同期，国内基础设施托底效应明显，汽车消费场景景气度较高，但房地产市场开发投资大幅下降，家电市场景气度较弱，锌需求整体有所下降；铅受益于汽车需求提高及两轮电动车需求拉动，需求保持增长。整体来看，受海外需求及国内房地产市场景气度较弱，2022 年全球铅锌需求均有所下降。

2023 年海外经济仍面临下行压力，海外铅锌需求较弱；国内基础设施建设对经济仍将有托底作用，汽车产销量增速面临下行压力，房地产市场改善情况有待观察，在供给增长的背景下，预计 2023 年铅锌市场供需格局将相对宽松。

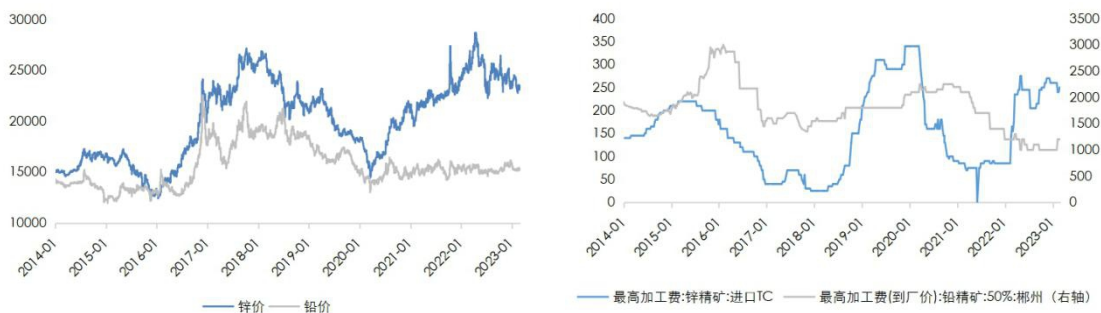
图表 9 近年全球铅锌需求量情况（单位：万吨、%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

2022 年锌价前高后低，整体价格有所下降。2022 年 1 至 4 月受俄乌冲突等因素影响，铅锌价格快速上涨，4 月至 7 月受美联储加息及国内疫情等因素影响，铅锌价格快速下降，8 月以来随着国内生产经营逐步恢复，铅锌价格波动上涨。整体来看，2022 年锌价格重心较去年同期有所下降，铅价格重心相对稳定。加工费方面，2022 年锌矿加工费保持增长；同期，铅矿加工费保持低位震荡。

图表 10 近年铅锌价格及锌精矿加工费情况（单位：元/吨、美元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2023 年铅锌供给保持增长，但全球经济面临下行压力，国内房地产市场改善情况有待观察，汽车市场销售增速收窄，铅锌价格或将有所下降。加工费方面，随着铅锌矿供给恢复，预计铅锌加工费将有所增长。受此影响，铅锌采选企业毛利率将有所下滑。

五、 锂行业

受益于政策及市场需求驱动，2022 年新能源汽车产销量继续保持高速增长，新能源汽车行业已成为锂需求的主导因素；长期来看“碳中和”已是全球共识，预计将继续带动新能源汽车及储能方面的锂需求

受益于政策推动及行业技术进度，2022 年新能源汽车产销量继续保持高速增长，新能源汽车行业已成为锂需求的主导因素。政策方面，“碳中和”已是全球共识，目前各国纷纷制定包括碳中和目标、新能源车政策，大力推动新能源汽车的发展，新能源车成为各国减排重要的一环，也是锂消费最重要的增长极。国内政策方面，国内新能源车补贴政策功

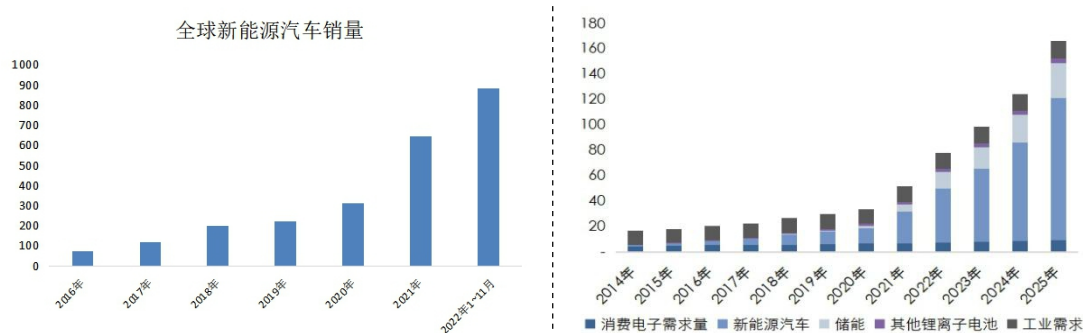
不可没，但中央的补贴政策在 2022 年底结束，各地市或根据具体情况出台相应的地方财政或者税收支持政策；海外政策方面，欧洲 2020 年起实施超严格减排法案，倒逼车企电动化，且欧洲各国纷纷加大了对于新能源汽车的基础设施建设及补贴，尽管部分补贴政策在 2022 年结束或者有所收紧，为实现碳中和目标，各国可能会有新的政策代替以保证新能源车增长；疫情后美国推动了多项经济刺激法案，汽车需求大幅提高，美国拜登政府上台也高度重视电动车产业，加大对于新能源汽车的税收优惠、购置补贴和基建投入。

内生需求方面，受益于动力电池和新能源汽车技术持续改进，动力电池整体成本在下降，同时续航里程和稳定性逐步提高，同时新车型不断推出，带动新能源汽车需求的内生动力快速增长。2021 年全球新能源汽车销量为 644.20 万辆，同比提高 107.45%，锂消耗量约为 25 万吨 LCE，其中国内新能源汽车销量为 352.05 万辆，同比增长 157.48%。2022 年 1~11 月全球新能源汽车销量合计 880.87 万辆，同比增长 59.16%；2022 年 1~11 月中国新能源汽车销量为 606.68 万辆，同比增速为 102.93%。根据乘联会发布的最新的批发销量数据，2022 年 12 月国内新能源乘用车厂商批发销量 73 万辆，同比去年 12 月增长约 45%。预估 2022 年国内新能源批发销量为 649 万辆，较 2021 年的 331 万辆同比增长 96%。受益于政策及内生需求的带动，预计 2023 年全球新能源汽车产销量大幅增长，带动锂需求大幅增长。

受益于能源转型，未来储能需求将成为支持锂需求的重要补充。锂电池储能调节用电高峰、提高用电效率，对于促进能源结构向低碳转型起到重要作用。锂电池储能可应对新能源发电的波动性，是能源结构转型中重要的环节。2021 年以来光伏、风能发电加速并网，需要对应配套，加速锂电池储能需求放量，中国储能装机容量为 20.6GWh 同比提高 67.48%；2022 年 1~11 月光伏累计新增装机 65.71GW，同比增长 88.66%。海外方面，2020 年以来欧洲主要国家出台了一系列的储能支持政策，带动了海外锂电池储能需求；2021 年锂储能需求大幅提高 86.6%，至 40.9GWh。2022 年以来，由于俄乌冲突造成的对能源短缺的担忧，欧洲户储需求同样激增，预计 2022 年全球出货量可达 130GWH。由于国内的政策硬性规定和美国对储能项目抵税政策的刺激以及成本的下降，预计 2023 年储能将迎来黄金时刻，全球储能电池将维持较高增速，全年出货量可达 270GWH。

消费电子方面，由于疫情扰动加上电子产品换机周期增加，2022 年以手机、PC、平板为代表的消费电子表现普遍偏弱，同时换机周期的增加也导致了手机销量的下滑。从全球来看，2022 年三季度全球智能手机出货量为 3.02 亿部，同比下滑 9.7%，前三季度共出货 9.02 亿部，同比下滑 8.9%，预计 2022 全球 PC、平板销量均大幅下滑，TWS、VR 等虽然有较高的正增长，但由于电池带电量小，对需求也仅有边际增量。整体来看，2022 年全球经济的普遍不景气是消费电子下滑的主因，就目前来看，欧美央行持续快节奏加息推高了利率，这对经济的累积负面影响在加大，预计 2023 年全球经济形势依旧严峻，若消费电子设备无关键创新，则需求将继续保持弱势。

图表 11 全球新能源汽车销量及锂需求量（单位：万辆、万吨 LCE）



资料来源：EV Sales、同花顺、公开资料，东方金诚整理

“碳中和”已是全球共识，预计将继续带动新能源汽车及储能方面的锂需求，未来 3 至 5 年锂需求仍将维持高速增长。截至 2021 年末，全球已有 164 国提交国家自主贡献碳减排方案，多数发达国家以 2050 年为实现碳中和的目标年份，中国承诺努力争取 2060 年前实现碳中和。随着能源结构调整，全球光伏风电渗透率提升，带动锂电池储能需求保持增长。针对汽车方面，2020 年 11 月，国务院印发了《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，提出“到 2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右、纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用”等目标。并给予购车补贴、加强充电、换电基础设施等配套政策支持。2021 年 12 月 31 日，财政部等四部委发布 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策，根据政策内容，2022 年新能源汽车购置补贴标准将在 2021 年基础上退坡 30%，补贴政策于 2022 年 12 月 31 日终止，之后上牌的车辆不再给予补贴；国内购置税税收减免延续到 2023 年。为缓冲中央补贴退坡带来的影响，实现新能源车普及和稳定经济增长的目的，我国上海、长春、深圳等各地市均推出了当地的新能源车补贴政策，预计 2023 年，为防止补贴结束对新能源车消费产生不利影响，更多旨在刺激新能源车消费的地方财政或者税收政策将会出台。

海外方面，近年来欧洲国家补贴政策不断滑坡：英国政府的插电式汽车补贴(PiCG)在持续了 10 多年后，于 2022 年 6 月停止，自 2011 年引入 PiCG 以来，其条件发生了数次变化，补贴从最初的高达 5000 欧元降到 1500 欧元；法国电动车补贴政策也将在 2022 年 12 月 31 日结束；德国则是在未来两年继续补贴电动车但对补贴范围和金额逐步收紧。整体来看，2022 年是多个国家政策补贴最后一年，并且在此前政策就经历过多次退坡，尽管补贴结束或者收紧，为实现碳中和目标，各国可能会有新的政策代替以保证新能源车增长。为实现“去中国化”的目的，2022 年 8 月美国通过 IRA 法案，对新能源车税收抵免提出了供应链方面的限制。限制集中在包含锂的关键电池矿物和电池组件的供应上，二者均可税收抵免最高 3750 美元。同时，IRA 法案要求只有在北美完成最终组装的新能源车可申请税收抵免，2025 年起，含有来自“国外关注实体”的关键矿物和 2024 年起，含有来自“国外关注实体”的电池组件的，都将无法享受消费者补贴。此外、韩国和日本也出具了相关的新能源汽车的补贴政策。受益于政策推动、技术积累及进步等多重因素，新能源汽车需求逐步进入内生需求拉动。预计 2023 年~2025 年全球新能源汽车销量和储能需求仍将维持较高水平的增速，并带动锂需求保持增长。

图表 12 全球主要国家新能源车发展规划和补贴政策

国家	新能源汽车发展规划	补贴政策
中国	2025 年新能源汽车渗透率达到 15%~25%，电动汽车占比 90%以上；2030 年新能源汽车渗透率 30%~40%，电动汽车占比 93%以上；2035 年新能源汽车渗透率 50%~60%，电动汽车占比 95%以上。2035 年将停售燃油车，到 2050 年将全面停止使用燃油车	2022 年补贴退坡结束，2023 年免征购置税
美国	2030 年新能源汽车销量占比达 40~50%，2050 年实现 100%零排放汽车销售的目标。加州计划 2035 年起禁止传统燃油车上市销售	对规定电池容量的本土组装的电动车给与税收减免，IRA 通过之后将有更多限制
日本	计划到 2035 年，销售的新车将 100%为电动车。	2022 年春季开始，纯电动车补贴最多为 80 万日元，插电混动补贴最多 50 万日元。
韩国	2025 年和 2030 年新能源车分别增至 283 万辆和 785 万辆，2030 年汽车碳减排 24%，2035 年起禁止在首尔销售燃油车	电动汽车购置税的减免将持续到 2024 年 12 月 31 日，最多可减免 140 万韩元。
德国	到 2030 年，将上路 700 万至 1000 万辆电动汽车。2030 年后禁售传统汽车。	2023~2024 年总补贴预算 34 亿欧元，2023 年起 PHEV 取消补贴，公司车补贴取消
法国	计划 2025 年生产 100 万辆新能源汽车。2040 年全面停止出售汽油车和燃油车。	新能源乘用车补贴上限 6000 欧元，自 2022 年 12 月 31 日结束

资料来源：公开资料，东方金诚整理

受益于基期数据较低及市场需求推动，2022 年起锂精矿产能扩张速度显著加快，锂供给大幅增长，预计 2023 年锂供给继续保持增长，锂需求供需偏紧趋势将有所缓解

受前期锂价较低及疫情影响，2020 年部分成本较高的澳大利亚锂矿石生产企业关停，导致 2020 年锂供给能力大幅下降，产量增速大幅放缓。2020 年下半年以来锂价快速上涨及全球政策倾斜，大幅改变市场预期，推动锂企增加产量，2021 年锂供给量大幅增长 30% 左右。受益于基期数据较低及市场需求推动，2022 年起锂精矿产能扩张速度显著加快，锂供给大幅增长。

澳洲锂矿依然是供给主力。澳大利亚是全球硬岩锂矿石的主要产地，其中 Greenbushes 和 Pilgangoora 更是全球在产优质锂矿代表，此外 Wodgina、Mt Holland、Kathleen Valley 等也具有不小的潜力。2022 年起，澳洲锂精矿产能扩张速度显著加快，估计至 2022 年底，澳洲锂精矿名义产能将达到 388 万吨，较 2021 年底增加近 150 万吨。天齐锂业控股的泰利森锂业拥有的 greenbushes 矿是目前世界上正开采的储量丰富、品质优越的锂辉石矿，已开采超过 30 年。greenbushes 锂矿的总资源量折合碳酸锂当量 1351 万吨；锂矿储量折合碳酸锂当量 838 万吨，平均氧化锂品位 2%，2022 年格林布什新建尾矿

再处理厂 (TPR) 2022 年已完工, 新增加 28 万吨锂精矿产能。2022 年前三季度产量为 96.9 万吨锂精矿, 超过去年总和, 预计 2022 年生产总量可达 140 万吨锂精矿, 按照生产指引, 2023 年可提供 9 万吨锂精矿增量, 折 1.2 万吨 LCE。2023 年 Wodgina 将提供最大产能增量。Wodgina 矿山位于西澳大利亚州北 Pilbara 地区, 规划锂精矿产能 75 万吨/年, 于 2019 年停产。随着锂市场的持续火爆, 产线一 25 万吨 (6%品位) 产能已于 2022 年 5 月投产, 且当季度产量 2 万吨锂精矿, 7 月开启产线二且预计 12 月开启产线三。均为 25 万吨 6%品位, 另有 25 万吨的产线 4 视情况建设。三条产线的复产将使 Wodgina 在 2023 年达到 75 万吨锂精矿的满产产能, 根据 23 财年 38~42 万吨的指引, 预计 2023 年带来 55~60 万吨锂精矿供给增量, 折 7.5 万吨 LCE 左右。Pilgangoora 项目融合 Pilgan 和 Ngungaju, 2023 年提供 68 万吨锂精矿产能。今年随着 ngungaju 项目的重启, Pilgangoora 拥有高达 580ktpa(sc6) 的锂辉石精矿产能, 包括 Pilgan 的 360~380ktpa 和 Ngungaju 的 180~200ktpa。随着今年二季度的 P680 项目的竣工和试运行, 产能提升至 68 万吨/年。下一阶段预计于 2022 年 Q4 进行项目 P1000 的最终投资决策 (FID), 随着 P1000 项目的完成, 预计 2023 年底或 2024 年初产能将提升至 100 万吨/年。扩产项目使 Pilgangoora 本年预计产量较 2021 年增加 20 万吨, 2023 年再新增 10 万吨左右, 折 2.8 万吨 LCE。

图表 13 主要澳矿禀赋情况

矿山	矿石资源量 (百万吨)	氧化锂 品位	碳酸锂 当量 (万吨)	矿石储量 (百万吨)	氧化锂 品位	碳酸锂 当量 (万吨)
Greenbushes	340	1.60%	1351.2	170	2.00%	838.8
Pilgangoora	309	1.14%	868.9	162	1.18%	471.5
Mt Cattlin	12	1.30%	38.5	8	1.10%	21.7
Mt Marion	51.4	1.45%	183.8	17.2	1.56%	66.2
Finniss	18.9	1.32%	61.5	10.6	1.30%	34
Wodgina	259	1.17%	747.5	147	1.20%	435.1
Kathleen Valley	156	1.40%	538.7	68.5	1.34%	226.4
Bald Hill	26.5	0.96%	62.8	11.3	1.01%	28.2
Mt Holland	186	1.53%	702	84	1.57%	325.3

资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

南美盐湖产能处于爬坡阶段。2022 年、2023 年是南美盐湖投产的关键之年, 但由于盐湖爬产较慢, 2023 年仅能释放部分产能, 满产或要到 2024 年。2023 年预计新增产能依然主要来自 Atacama、Olaroz 和 HombreMuerto 等盐湖。智利 Atacama 盐湖是目前全球开发程度最高、产量最大的盐湖, 主要由 ALB 和 SQM 控制生产。其中 SQM 在 2018-2030 年提锂限额为 220.6 万吨 LCE。2022H1 末拥有产能 18 万吨碳酸锂。2024 年碳酸锂、氢氧化锂目标产能各 21 万吨、4 万吨。碳酸锂于今年上半年扩至 18 万吨, 目前新建产线正在微调中, 预计 9 月下旬完成爬产。将于 2023 年扩至 21 万吨, 2024 年进一步扩至 24 万吨, 即明年底带来 3 万吨产能, 但新增产量主要来自于产能爬坡。ALB 目前在 Atacama 拥有 4 万吨产能 (LaNegra1/2), 今年新增的 LaNegra3/4 两条产线共 4 万吨碳酸锂项目如期推进并已进入商业认证阶段, 预计明年新增提供 4 万吨碳酸锂产能或者 2 万余吨产量增量。

图表 14 南美主要锂盐湖汇总

盐湖	资源量 (万吨 LCE)	浓度 (mg/L)	镁锂比	2023 年产能新 增(万吨 LCE)
Atacama-ALB	1360	1959	6.4	4
Atacama-SQM	4551	1500	6.4	3
Cauchari-Olaroz-赣锋锂业, LAC	2458	592	2.4	4
Olaroz-Allkem	647	690	2.8	2.5
Sal de Vida-Allkem	623	754	2.4	1.5
3Q-紫金矿业	763	612	1.7	2
Sal de los Angeles-西藏珠峰	205	490	3.8	5
Fenix-Livent	740	740	1.4	2
Rincon -力拓	580	367	10.1	-
Centenario-Ratones-青山, Eramet	989	346	-	-
Mariana-赣锋锂业	520	327	4	-
PPG-Pluspetro	125	518	5.7	-
Pastos Grandes-LAC	231	465	6.6	-
Maricunga-MSB	191	1122	6.5	-
Hombre Muerto North-HMN Li	227	946	-	-
Sal de Oro-POSCO	1350	920	-	-
Kachi-Lake Resources	440	211	4.7	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

中国新增锂矿项目进度缓慢。国内盐湖多数分布在青海、西藏、四川、江西等省区，占全国锂资源总量 95%以上。中国已探明的锂资源储量为 600 万金属吨，其中盐湖资源约占总储量的 70%，矿石资源约占 30%。四川锂矿主要集中在甘孜州的甲基卡和阿坝州的可尔因两大矿田，江西省锂云母储备丰富，资源集中于宜春市。盐湖主要包括青海和西藏的察尔汗、东台吉乃尔、西台吉乃尔、一里坪盐湖、扎布耶盐湖等，储量巨大，受益于锂价上行和盐湖提锂技术的成熟，国内盐湖提锂行业在 2021 年迎来拐点，产能开始加速扩张。与南美盐湖提锂项目相比，青海地区的盐湖锂项目在资源禀赋、增产潜力方面略显不足，西藏地区的盐湖锂项目则受制于开发环境艰难、基础设施条件较差等因素，增长前景同样存在不确定性。目前国内盐湖提锂总的产能规划较大，但 2023 年产能有的新增较少。近期盐湖扩产项目中，金海锂业投建的大柴旦盐湖项目和金圆股份投建的捌千错盐湖项目预计于 2022 年底投产，各贡献 1 万吨碳酸锂产能。比亚迪与盐湖股份合作建设的年产 3 万吨碳酸锂项目，目前处于中试阶段。扎布耶二期 1.2 万吨碳酸锂、结则茶卡 1 万吨/年氢氧化锂产能计划 2023 年底投产。

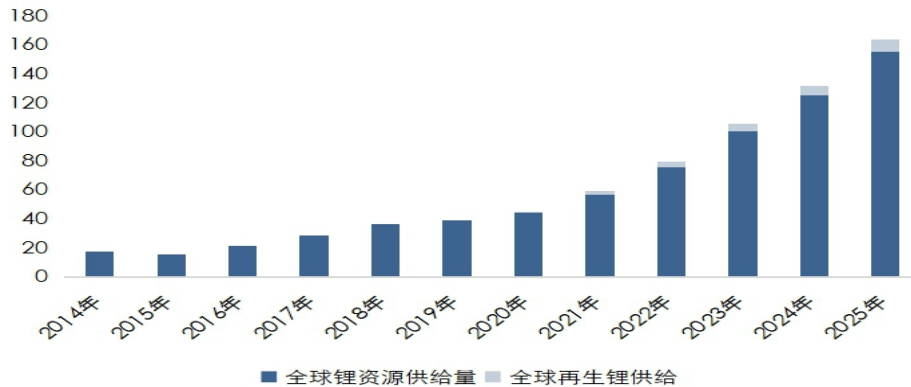
图表 15 国内主要盐湖禀赋

盐湖	储量(万吨 LCE)	锂浓度(mg/L)	镁锂比	现有 产能	2023 新增
察尔汗盐湖	1415	100	1577	4	-
东台吉乃尔	247	440	37	2	-
西台吉乃尔	268	264	61	3	-
一里坪	157	2520	90.5	1	-
大柴旦盐湖	161	192	134	1	1
扎布耶盐湖	183	880	0	0.5	1.2
结则茶卡	200	190	1.2	-	1
龙木措	187	130	95	-	-
拉果措	270	214	3.3	-	-
麻米错	218	1073	3.97	-	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

受益于各地锂资源产能的快速扩张，预计 2023 年多个锂项目将集中产出投产，锂供给将大幅增长，提供约 36 万吨 LCE 的增量，但考虑到下游需求仍然保持旺盛，预计 2023 年锂供需由紧转松，但仍无法满足全部需求。

图表 16 全球锂供给量（单位：万吨 LCE）



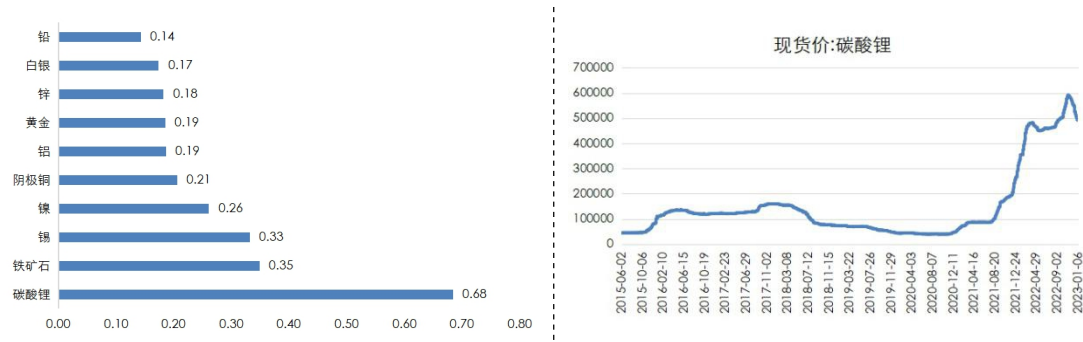
资料来源：公开资料，东方金诚整理

长期来看，受益于锂价较高及市场普遍的预期，锂企普遍计划扩产现有项目，同时紫金矿业、力拓等大型有色金属企业也进入锂行业。目前行业新建及扩建项目较多，其中澳洲和南美复产及扩产将集中于 2022 年下半年，非洲和南美矿山则集中于 2023 年投产。预计将带动原生锂供给大幅增长。除原生原料供应，随着锂电池市场存量提高，国内众多的资源回收企业、前驱体及锂电池生产企业，也在布局或者扩展锂电池回收产能，大部分项目 2022 年年底和 2023 年投产。整体来看，随着现有项目的投产，2023 年锂供给将大幅增长，预计锂供需格局将转为相对宽松的态势，价格水平将见顶回落。

受益于国内新能源汽车产业的高速发展，2022 年锂价一直处于高位震荡，预计 2023 年锂供需将维持紧平衡，锂价将见顶回落但依旧维持相对高位运行

锂在历史上呈现较明显的周期性，价格波动较为激烈。锂价格波动主要系供需变化。锂金属周期波动与其他有色金属存在一定相似性。有色金属上游主要为矿山，上游供给初始投入较，建设周期长，而产能释放需要一定时间。很多有色金属企业在行业景气度较高的时期，进行资本支出，产能集中释放后，行业供给突然增加，导致金属价格大幅下降。但相较于一般工业金属，锂存在一定特性，主要为锂金属的下游需求市场并不稳定，随着经济发展和技术进步，锂下游需求结构及需求量大幅变化，进一步导致价格波动。2015 年以来锂价离散系数（标准差/期望）为 0.68，远高于工业金属、贵金属及铁矿。

图表 17 2015 年至今主要金属价格离散系数及碳酸锂价格（单位：元/吨）



资料来源：wind，东方金诚整理

锂行业历史上两轮大周期主要是下游消费产品应用推动的，分别是 2004~2007 年消费电子驱动的一轮周期和 2015~2020 年新能源汽车发展初期的又一轮周期。2021 年以来，受益于下游新能源行业的高速发展，锂行业新来新一轮快速上行周期。

2015 年~2016 年上半年，受国内新能源汽车补贴政策推动，锂需求快速提高，带动锂价由 5 万元/吨（LCE）大幅提升至 17 万元/吨（LCE）。2016 年下半年及 2017 年前三季度受新能源骗补调查及海外矿山投产，锂价由 17 万元/吨（LCE）下降至 13 万元/吨（LCE）。2017 年四季度受新能源汽车抢装潮（2018 年新能源补贴退坡）影响，锂价再次冲击到 17 万元/吨（LCE）。2018 年~2019 年受新能源补贴透支需求，新能源补贴退坡以及 3C 产品出货量下降等因素，锂需求大幅下降；供给方面，锂资源项目如 Bald Hill、Altura、Pilbara 陆续投产，17 年投产的 Mt Marion、Mt Cattlin 进入产能释放期，锂价格持续下降。2020 年上半年受疫情影响，锂价继续下行探底。

2020 年下半年部分澳大利亚锂矿山关停退出市场，同时受国内暂缓新能源汽车补贴退坡，全球碳中和政策以及海外经济刺激政策等因素影响，各大传统车厂也陆续全面转向新能源车，新能源车产业链进入高景气度时代，锂电中下游排产不断超预期。2020 年三季度碳酸锂价格触底反转，四季度在新能源汽车消费旺季推动下锂价经历了新一轮超级周期的第一波加速上涨，电碳价格上涨至 9 万元/吨，实现翻倍涨幅；2021 年上半年锂价维持 9 万元/吨左右的价格，三季度随着新能源车进入消费旺季后开启了第二波加速上涨，再度实现翻倍涨幅且创历史新高，超过 18 万元/吨；四季度以来锂价在 19~20 万元/吨持稳运行，11 月底开启了第三轮加速上涨，此后至 2022 年 11 月一年多时间以来，锂价一直处于高位震荡，维持在 50 万元/吨左右，最高时国内碳酸锂现货价于 2022 年 11 月上旬达到 59.10 万元/吨，2022 年 12 月，受市场对 2023 年全球经济下滑及消费预期悲观的影响，锂下游正极和电池厂排产计划下调，采购意愿不高，带动整体碳酸锂需求走势减弱，价格高位回落。2023 年锂供给将大幅增长，预计锂供需格局将转为相对宽松的态势，价格水平将

见顶回落。

六、 黄金行业

受对冲通胀及避险需求等因素推动，2022 年黄金投资需求及央行购金大幅增长，带动黄金需求及价格小幅增长；预计 2023 年全球经济下行压力较大，美联储加息步伐放缓，国际地缘风险仍存，黄金投资及央行购金需求仍将支持黄金价格保持在较高水平

黄金需求主要来源于黄金饰品和投资需求，分别占消费量的 50%和 30%左右，央行和其他机构购金及工业用金占比均为 10%左右。受疫情及全球经济下行压力影响，2022 年金饰需求规模同比下降 3%。短期内世界经济仍存在下行压力，预计 2023 年金饰需求将保持下跌趋势。黄金投资需求主要指对金条和金币投资，以及黄金交易所交易基金（ETFs）投资。2022 年为抵消高通胀及对俄乌冲突的担忧，北美、欧洲及中东等地区，对金币和金条投资需求大幅增长；黄金 ETFs 投资受美联储加息影响，净流出 110 万吨，黄金投资需求整体增长 10%。2022 年在美联储加息及全球高通货膨胀的背景下，土耳其、中国等国央行为抵御通胀，丰富外汇储备结构等因素，央行购金大幅增长 152%。受益于投资投资需求及央行购金，2022 年全球黄金需求大幅增长 18%。

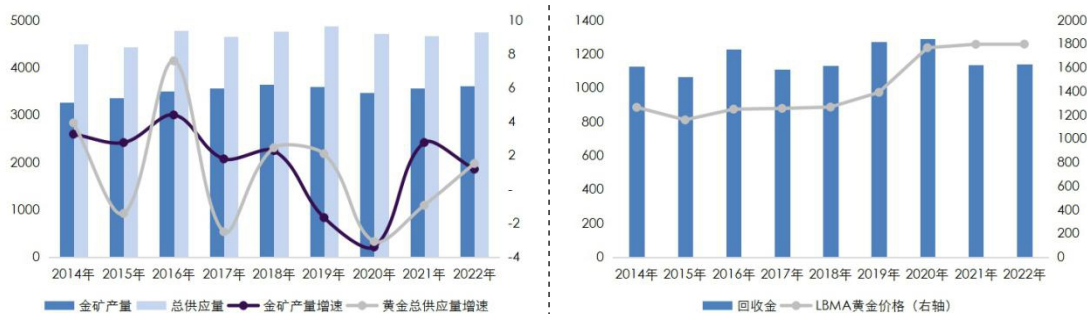
图表 18 近年黄金需求及黄金投资与金价变动情况价（单位：吨、美元/盎司、%）



资料来源：世界黄金协会，东方金诚整理

全球黄金供给主要来自矿产金和回收金。中国是全球最大的矿产金生产国，约占全球产量的 11%，受益于前期国内因生产安全停工的黄金矿山逐步恢复生产，国内矿产金产量增长，带动全球矿产就产量小幅增长 1%。回收金约占黄金产量的四分之一，得益于 2022 年上半年黄金价格较高，2022 年全球回收金供给量同比提高 1%。整体来看，2022 年全球黄金供给量同比小幅增长 2%。2023 年黄金价格处于相对高位，预计会推动矿产金产量增加，但考虑到全球黄金储量增速保持低位以及现阶段全球环保要求越发严格，2023 年矿产金产量增长将有限，黄金供给整体保持低速增长。

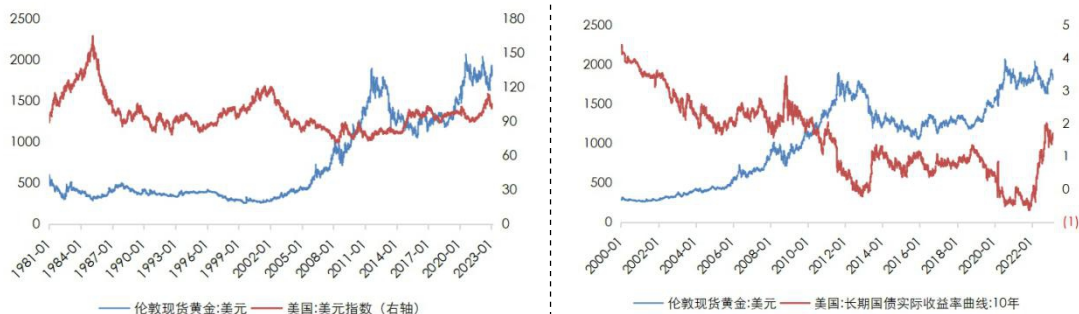
图表 19 近年全球矿产金及回收金供给情况（单位：吨、美元/盎司、%）



资料来源：世界黄金协会，东方金诚整理

黄金价格受投资需求影响较大。同时，黄金通常以美元计价，黄金价格与美元指数以及利率水平具有较强的负相关性。短期来看，在金饰需求以及供给较弱的背景下，黄金投资的避险需求对价格的影响较为明显，风险事件会推动黄金价格上涨，但随着风险事件逐步被消化，黄金价格将有所回调。2022 年一季度受俄乌冲突等因素影响，黄金价格快速上涨，4 月至 10 月受美联储加息，黄金价格震荡下行；11 月以来美联储加息预期减弱，黄金价格反弹上涨，全年平均价格略高于 2021 年。

图表 20 美元指数、美国实际利率与黄金价格变动情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2023 年全球经济下行压力较大，随着美联储加息步伐放缓，未来美元预期回调。央行及其他投资机构储备的美元资产面临贬值，因此通过持有更多黄金对冲贬值，黄金需求或仍将保持增长，同时在全球经济下行预期下，国际地缘风险仍存，利好国际金价，预计 2023 年黄金价格仍将保持在较高水平。

七、有色金属企业信用表现

本文选取国内 138 家有色金属发债及上市企业进行信用观察，其中发债企业 50 家（包含上市发债企业），细分行业涵盖综合型、铜、铝、铅锌、黄金、锂及稀土等行业。

2023 年有色金属价格仍面临下行压力，有色金属企业盈利水平将有所下降，加之债务负担持续加重，行业整体信用风险小幅上行

近年来受安环及全球货币环境变化影响，有色金属行业壁垒不断提高，行业集中度提

升，大型企业市场地位较为稳定。2022 年有色金属价格虽普遍下行，但大中型有色金属企业依靠产能释放及项目收并购，企业规模和盈利能力有所提升。受益于有色金属资本支出及经营占款，有色金属企业整体债务规模有所增长，但受益于经营积累及股权融资，有色金属企业资本结构及债务负担程度均有所优化，行业信用风险有所下降。

预计 2023 年有色金属价格面临下行压力，行业整体盈利水平有所下降；资源获取及完善产业链仍是有色金属企业保持竞争力的重要途经，行业债务规模稳中有升，有色金属企业偿债能力有所弱化，但主要有色金属价格下行幅度有限，信用风险小幅上行。

1. 市场地位

2022 年有色金属行业集中度将继续提高，部分企业将向产业链上下游延伸，加快布局矿山资源及扩大冶炼产能，龙头企业市场地位进一步上升，产品结构多元化及产业链完善的企业抗风险能力将进一步提升，产业链单一的企业经营风险加大

近年来随着行业对新建冶炼产能规模、技术、环保能力要求的提高，行业集中度将有所提升。行业龙头企业受益于规模优势和资源优势，经营稳定性相对较高，抵御风险能力亦相对较强。锂行业市场集中度较高，龙头企业依赖矿山及盐湖资源以及客户渠道获得较高的市场占有率。2020 年下半年以来，行业内新增矿山及冶炼产能均较多，未来行业竞争格局可能有调整。

铜、金行业方面，近年来国内大型铜企为弥补资源困局，加快了海外矿山收购步伐，铜矿储量及矿产铜产量保持增长。其中，紫金矿业、铜陵有色、西部矿业等有色金属企业近年来均有大型矿山项目投产，同时中国黄金、紫金矿业等大中型黄金企业，通过对外投资和收购以及对矿山深边部的勘探开采，黄金产量整体保持增长。随着东南铜业、赤峰云铜项目产能完全释放，云铜股份阴极铜冶炼产量规模保持，加之铜矿产量增加，盈利能力和行业竞争力将明显增强。江西铜业上游铜矿项目保持相对稳定，受益于对外收购，铜冶炼产能和产量保持增长，市场竞争优势有所增长。产业链下游方面，紫金矿业、江西铜业、铜陵有色也加大了对铜箔等铜加工行业的投资。另一方面，阳谷祥光等原材料保障程度较低的铜企，随着铜冶炼加工费处于低位，铜矿采购占款增加，市场地位和竞争优势都将有所弱化。

铜加工企业方面，近年来国内铜加工企业产能规模保持增长，受益于产能释放，宁波金田、浙江海亮和安徽楚江的铜加工产品产量保持增长；但受铜价上涨及行业竞争压力提高影响，盈利能力仍较弱，存货占款增加，现金流较为紧张，市场竞争力一般。铅锌行业产能集中度依然比较分散，驰宏锌锗、中金岭南等龙头企业依托于丰富的铅锌金属储量，地位仍较为稳固。

近年来电解铝行业完成供给侧改革，大量落后产能退出市场，同时部分高成本地区产能，逐渐向低成本地区转移。其中国内的电解铝龙头企业山东宏桥（山东魏桥）、中铝股份、信发集团和国家电投等龙头铝企产能维持相对稳定，或小幅下降；但部分大中型铝企，如东方希望、云铝股份、神火股份产能有所增长，但与龙头企业仍存在一定差距，行业整体竞争格局较为稳定，龙头企业市场地位稳定。同时铝企多通过完善产业链、增强成本控制能力来提高盈利水平。中国铝业、山东宏桥、信发集团、锦江集团和东方希望氧化铝自给率较高，氧化铝价格波动对企业影响有限。同时大型铝企业也计划进一步扩大氧化

铝产能。2020 年以来中国铝业、山东宏桥、天山铝业等大型铝企均有氧化铝项目建成投产，相关企业盈利水平得到显著提升。铝加工方面，目前山东宏桥、云南冶金集团等铝企也在逐步增加对于铝加工行业的投入，提升产业链整体的盈利水平。整体来看，未来大型铝企将进一步完善“铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工”产业链布局，抗风险能力将有所提升。

锂行业市场集中度较高，现有龙头企业正在积极扩张产能。目前全球锂产品主要集中在 ALB、SQM、赣锋、天齐和 Livent 五家企业，产能约占全球总设计产能的 50% 左右，产量约占全球总供给的 75% 左右。目前大型企业均在积极扩产锂矿资源，同时逐步扩大中游冶炼资源。同时高镍三元电池需求提升，也促使企业加速布局氢氧化锂产线，部分使用盐湖资源的锂企，也在扩大使用盐湖碳酸锂苛化生产氢氧化锂的产线。对于 ALB、赣锋、天齐、雅化等主要使用矿石锂资源的企业，也在积极扩产碳酸锂和氢氧化锂的产能。部分中小型锂企及新进入行业的企业，产能扩展力度也比较大，未来行业竞争格局可能有所改变。锂价格波动加大，在行业高速发展的阶段，资源禀赋是企业的核心竞争优势。目前全球锂资源供给相对紧缺，拥有大型锂资源的企业，可为冶炼端扩产提供原材料支持。同时资源禀赋情况直接决定企业生产成本，自有锂矿企业成本相对稳定且普遍较低，近年来国内锂企增加了对上游资源的投资和并购，其中较大的并购项目包括天华时代收购 Manono 项目（储量 1628 万吨 LCE）、赣锋锂业并购 Sonora 锂黏土项目（储量 882 万吨 LCE）和紫金矿业收购的 Tres Quebradas 项目（储量 530 万吨 LCE）等等。同时部分锂企还通过参股等形式，获得锂矿资源的包销权。依托于锂矿资源，国内锂企锂盐产能产量保持高速增长，未来行业市场竞争态势将逐步加剧。

2. 企业规模

2022 年有色金属企业整体收入保持增长，2023 年部分有色金属企业产能及产量规模仍将保持增长，但受产品价格下跌影响，预计 2023 年有色金属企业整体收入规模将保持相对稳定

2022 年，样本有色金属企业预计实现营业收入 60428 亿元，同比增长约 10%。分板块来看，黄金行业涨幅在 20% 左右，主要是山东黄金受 2021 年事故影响基期数据较低，2022 年自产黄金及外购黄金均大幅增长，带动营业收入大幅增长；紫金矿业及赤峰黄金受益于前期及 2022 年新增的矿山产能释放，营业收入有所增长。铜板块收入增长在 10% 左右，2022 年铜行业新增产能较少，同时受铜价下跌，行业大部分企业营业收入保持相对稳定，其中金田铜业及海亮股份等大型铜加工企业，受益于产能释放，营业收入有所增长；江西铜业、金川集团及白银有色等采选冶炼企业，自产产品销量及贸易规模有所增长，带动相关公司收入增长。

铝企营业收入增长相对较少，其中铝箔等铝加工企业，下游需求较好，收入增长幅度较大，云铝股份及神火煤电新增产能顺利释放，产销量有所增长，营业收入增长较快。铅锌行业 2022 年收入整体有所下降，主要系产品价格下降所致，其中中金岭南贸易规模扩大，整体有所规模大幅增长。

受益于新能源汽车市场景气度较高，锂及稀土产品价格大幅上涨，叠加锂企业新增产线投产，2022 年锂企业及稀土企业收入普遍大幅增长，其中锂行业收入增长在 150% 以上，稀土行业收入增长在 20% 左右。

图表 21 近年样本有色金属企业营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2023 年部分有色金属企业仍有新增产能将投产，主要集中在锂、铜和铝行业，预计相关企业产品产销量将保持增长，但受产品价格下跌影响，预计 2023 年有色金属企业整体收入规模将保持相对稳定。

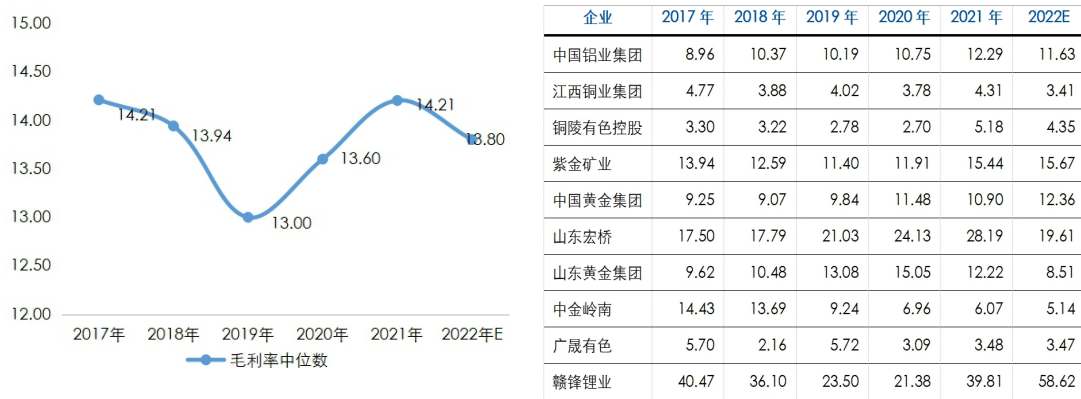
3. 盈利能力

2022 年有色金属企业整体利润规模保持相对稳定，预计受有色金属价格下跌影响，2023 年预行业整体盈利或小幅下降，黄金行业利润规模或将有所增长稳定

2022 年，样本有色金属企业预计毛利率中位数为 13.75%，同比略有下降。其中铜企毛利率保持相对稳定，2022 年铜价整体呈下降趋势，但铜价重心与 2021 年差异较小，但部分铜企铜精矿产量同比有所增长，同时铜冶炼费用、硫酸价格也处于较高水平、整体毛利率小幅下行。2022 年黄金价格重心小幅增长，黄金企业毛利率波动较小，其中山东黄金由于生产恢复，毛利率提升 3 个百分点。受益于新能源汽车行业景气度较高，锂价格大幅提高，锂企业毛利率大幅增长。其中，锂矿资源自给率较高的天齐锂业等锂企业，毛利率增长超过 20 个百分点。

同期，铝企及铅锌企业毛利率整体分别下降 2.15 个和 3.85 个百分点，降幅相对较大。2022 年上半年，氧化铝价格高位下降，同期煤炭价格整体有所下降，受益于成本下降，电解铝企业盈利水平好于 2021 年同期。但 2022 年 7 月氧化铝及煤炭价格企稳，但电解铝价格降幅仍较大，行业盈利空间大幅缩小，2022 年前三季度铝企整体盈利水平低于去年同期。2022 年四季度铝价小幅回升，氧化铝价格相对稳定，但 2022 年四季度动力煤价格仍将处于相对高位，行业整体盈利水平有所下降，其中焦作万方及山东宏桥等企业降幅相对较大。铅锌行业受铅锌价格下跌、铅冶炼费用处于低位及锌精矿产量下降等因素影响，行业整体利润率水平有所下降。其中盛达资源受开采深度提高，生产成本大幅增长，毛利率降幅较大；西藏珠峰受生产成本提高及运输费用计入成本核算等因素影响，毛利率降幅较大。

图表 22 近年样本有色金属企业毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2022 年以来，受益于产能扩充及释放、部分有色金属企业产业链完善程度提高及冶炼副产品硫酸等价格提高，有色金属样本企业利润总额预计约 4241 亿元，同比增长 38%。其中锂企、稀土及铜企利润增长幅度较大。2021 年及 2022 年是锂企产能投产高峰期，锂企产品产销量大幅提高，同时受益于 2022 年以来锂价大幅提高，锂企利润总额大幅增长，大部分锂企利润总额增长超过 300%。2022 年以来部分稀土元素价格大幅增长，稀土企业利润总额普遍用于 20% 以上的涨幅。同期黄金价格有所上涨，国内黄金利润总额有所增长，其中山东地区黄金企业受基期数据较低等因素影响，涨幅相对较高；紫金矿业等企业，受益于产能释放，利润总额有所增长。

铜企方面，2022 年受益于铜冶炼费用提升、硫酸价格相对较高及部分铜企产能释放，铜行业整体利润总额有所增长，大部分铜企利润总额增长在 10% 以上，其中，云南铜业利润总额涨幅较大，主要系公司控制成本费用及在铜价较高时扩大销售规模所致。但铜加工企业利润涨幅较小，部分企业因下游需求波动等因素影响，产生亏损。

受原材料、能源价格相对较高影响，2022 年铝企整体利润总额有所下降。其中，云铝股份、焦作万方及山东宏桥，受益于新增产能释放，利润总额有所增长；部分铝加工企业，受房地产市场景气度较弱等因素影响，盈利水平有所下降。同期，受铅锌价格下降、企业产量下降及铅矿石加工费下降等因素影响，铅锌企业盈利水平有所下降，部分原材料自给率较高的铅锌企业，利润保持相对稳定或小幅增长。

图表 23 近年样本有色金属企业利润总额情况（单位：亿元）



企业	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E
中国铝业集团	8.96	10.37	10.19	10.75	12.29	11.63
江西铜业集团	4.77	3.88	4.02	3.78	4.31	3.41
铜陵有色控股	3.30	3.22	2.78	2.70	5.18	4.35
紫金矿业	13.94	12.59	11.40	11.91	15.44	15.67
中国黄金集团	9.25	9.07	9.84	11.48	10.90	12.36
山东宏桥	17.50	17.79	21.03	24.13	28.19	19.61
山东黄金集团	9.62	10.48	13.08	15.05	12.22	8.51
中金岭南	14.43	13.69	9.24	6.96	6.07	5.14
广晟有色	5.70	2.16	5.72	3.09	3.48	3.47
赣锋锂业	40.47	36.10	23.50	21.38	39.81	58.62

资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2023 年有色金属行业整体盈利或小幅下降。受有色金属价格下降影响，有色金属行业整体盈利水平小幅下降，但受益于精矿加工费提高及能源成本回落，冶炼端利润将继续改善，行业整体利润空间降幅较小。2023 年锂价见顶回落，但整体价格仍处于相对较高水平，行业整体利润水平同比下降，等整体仍将保持在较高水平。黄金企业受益于黄金价格维持高位，整体盈利水平或将有所增长。

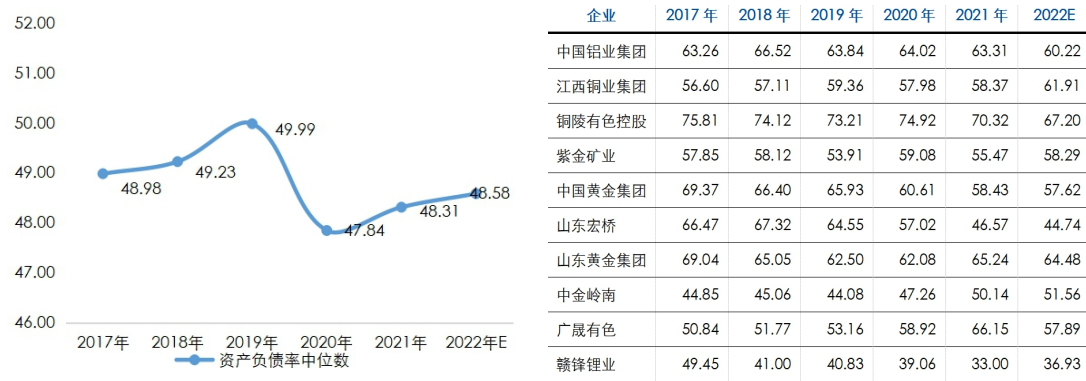
4. 资本结构及债务负担水平

2022 年以来受有色金属企业资本支出及运营占款等因素影响，有色金属企业债务规模保持增长，但受益于经营积累及股权融资，行业整体债务负担保持相对稳定，2023 年行业债务负担或将有所提高

2022 年有色金属行业整体债务规模保持增长，主要系大型有色金属企业资本支出、对外收并购及部分企业运营占款增加所致。其中，债务主要增长主要来源于行业内大型企业。但受益于行业内企业经营积累及股权融资，有色金属行业整体资产负债率保持相对稳定。其中铜企业由于整体盈利水平提升，资产负债率小幅下降，云南铜业由于利润增幅较大，负债率降幅较大；铜陵有色债务规模保持相对稳定，资产负债率小幅下降。锂企业负债率水平有所下降，其中赣锋锂业债务规模大幅增长，但其负债率水平小幅提升；天齐锂业因股权融资及经营积累，负债率水平大幅下降。2022 年，稀土企业整体负债率大幅下降，其中五矿稀土、北方稀土债务规模下降，带动负债率水平有所下降，广晟有色由于非公开发行股权，所有者权益大幅增长，负债率水平下降。

2022 年，黄金企业，受债务规模大幅增长影响，整体负债率水平同比上升 2 个百分点左右，其中紫金矿业、山东黄金及赤峰黄金，新增债务规模较大，负债率同比上升 2 至 3 个百分点。2022 年铝企整体负债率水平保持相对稳定，其中，南山集团及广西投资集团等企业由于非铝项目投资规模较大及运营占款增加，债务规模大幅增长，受益于经营积累，负债率水平小幅提高，其他铝企债务规模保持相对稳定或小幅下降，负债率水平有所下降。同期，铅锌企业债务规模小幅增长，负债率水平保持相对稳定。

图表 24 近年样本有色金属企业资产负债率情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2022 年，有色金属样本企业 EBITDA 利息倍数略有下降。其中，样本铝企受债务规模下降，EBITDA 利息倍数中位数同比增长 0.21 倍；铅锌企业受盈利水平下降影响，EBITDA 利息倍数中位数同比下降 1.25 倍；铜企受盈利能力提升及债务规模上涨影响，EBITDA 利息倍数保持相对稳定，其中云南铜业受益于盈利提升，EBITDA 对利息覆盖水平有所提高。同期黄金价格虽有所上涨，但债务规模增加等因素影响，黄金企业 EBITDA/利息覆盖率指标弱于 2021 年同期水平。2022 年锂及稀土企业盈利规模大幅增长，EBITDA/利息覆盖率大幅提高。

图表 25 近年样本有色金属企业 EBITDA 利息倍数情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2023 年有色金属行业债务规模将继续增加，行业整体债务负担将小幅上升。其中，黄金企业基于 2023 年黄金价格高于 2022 年平均水平，但债务规模难以下降，盈利对债务及利息的覆盖难以明显改善；铜、铝及铅锌行业受盈利下滑影响，债务负担或有所提高，需关注在建项目规模较大、债务负担较重、融资渠道受限的企业偿债能力弱化的风险。锂行业整体盈利水平仍将保持在较高水平，债务负担相对仍较小。

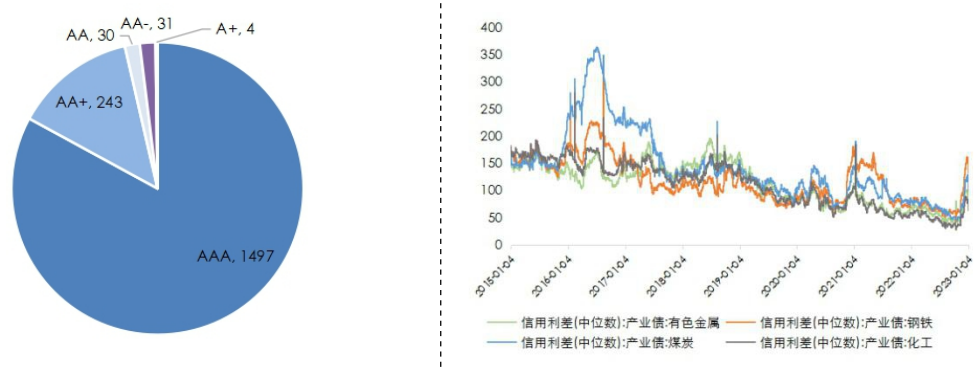
八、有色金属行业债市表现

受益于行业景气度上行，近年来有色金属企业盈利水平较好，行业债券市场融资规模呈下降趋势，发债主体以高信用等级企业为主，债券收益率水平一般

债券市场是制造业企业直接融资的主要渠道之一。2019 年~2022 年，有色金属行业发债规模分别为 2438 亿元、2057 亿元和 1818 亿元，呈现明显下降趋势。从 2020 年起，上市有色金属企业开始发行可转债进行融资，但整体规模有限。2021 年有色金属行业发债规模大幅下降，主要系 2020 年一季度债券融资市场利率较低，大型有色金属发行大量短融及超短融债券，2021 年利率水平提高，有色金属企业短融及超短融债券债券融资规模下降所致。2022 年铜、铝及新能源系的相关金属市场景气度仍较高，该行业的大型企业盈利水平仍较高，且行业整体资本支出规模有限，大型企业融资需求较弱。净融资额方面，2022 有色金属行业到期债券为 1491 亿元，净融资额为 327 亿元。

2022 年发债主体仍主要以 AAA 及 AA+ 企业为主，AAA 级别及 AA+ 级别企业发债金额占全年有色金属行业新发行规模的比例分别为 82.33%、13.37%。受供给侧改革以来，国内有色金属行业集中度持续提高，部分中型企业退出发债市场。利差方面，受益于行业景气度提高，2022 年有色金属行业利差水平整体有所下降。相较于其他周期性行业，有色金属行业利差水平低于钢铁和煤炭行业，略高于化工行业。

图表 26 有色金属行业 2022 年债券发行级别结构和近年来利差情况（单位：亿元、BP）



资料来源：wind，东方金诚整理

以 2022 年底数据为基础，2023 年有色金属行业债券到期规模约为 1185 亿元，远低于 2022 年水平，再融资需求有限。预计 2023 年有色金属行业债券发行规模将维持相对稳定。

九、2023 年信用风险展望

2023 年主要有色金属价格重心将小幅下移，行业整体盈利有所减弱，加之债务负担或小幅上升，行业信用风险总体小幅上行，原材料自给率较低冶炼企业及产业链单一的加工企业风险水平或将有所提高

2023 年全球经济面临一定下行压力，预计主要有色金属价格将呈下行态势，有色金属企业盈利能力有所减弱，加之在建项目投入及并购持续，行业债务负担水平或持续上升，行业信用风险总体小幅上行。其中，大型国有有色金属企业依托于较强的市场地位、资源

优势及业务多元化，信用风险相对稳定；细分行业中原材料自给率较低铜冶炼企业及产业链单一的加工企业可能受下游需求弱等因素影响，风险水平或将有所提高；铜、铝企业受锌铅价格走低影响盈利能力有所下降；受锂矿及锂盐产能释放，锂价将见顶回落，行业盈利下降等整体仍处于较好水平。但锂盐产能释放相对较快，行业利润逐步向上游倾斜，锂矿自给率低的锂企盈利降幅相对较大。

声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。