

金属行业4月投资策略 看好工业金属需求改善及黄金板块

行业研究 · 行业投资策略
投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

证券分析师：冯思宇
010-88005314
fengsiyu@guosen.com.cn
S0980519070001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

◆工业金属及材料行业分析：下游需求复苏，环比改善

3月工业金属需求继续改善，虽然面临金属价格内强外弱，进口增加、出口减少，但工业金属去库存速度不亚于往年，因此国内表观需求数据亮眼。我们继续看好二季度旺季到来后国内需求走强，叠加低基数因素，需求增速继续上行。同时工业金属库存均处于历年同期偏低水平，继续去库导致现货紧俏，工业金属价格有望突破震荡区间继续上行。

◆黄金行业分析：黄金价格趋势向好

3月23日，美联储公布加息25bp决议，将联邦基金利率的目标区间上调至4.75%-5.0%，加息幅度符合市场预期。本次公布的点阵图显示，2023年中位数在5.0-5.25%，同时美联储在声明措辞中弱化了加息前景。但因为银行风险事件的发酵，市场普遍预期年内即会出现降息，并且美联储资产规模也出现大幅抬升。目前CME工具显示5月加息25BP概率为61%，6月大概率停止加息，7月开启首次降息。加息末期临近，对黄金价格压制大幅减弱。同时，从中长期的维度来看，各国央行购金也在大幅提升，成为最强劲的需求增长点，黄金在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面可起到特殊作用。

◆新能源金属行业分析：短期需求恢复节奏仍不及预期，悲观情绪下价格继续承压

锂：3月锂价继续调整。截至目前，国产电碳和电氢最新报价分别为22.35和31.25万元/吨，相比此前的高点跌幅分别达到约60%和40%。3月国产电碳和电氢价格分别下跌约39.68%和21.12%。分析本轮锂价快速下跌的原因：1）今年2月中旬，国内某家头部电池厂商推出“锂矿返利”计划，计划从今年下半年开始，给下游主机厂长协客户订单当中50%碳酸锂按照20万元/吨的价格来结算，使得下游材料和电池企业在原本可能需要补库的时候，重新又回到一个比较观望的态度，目前来看国内锂盐的库存主要是集中在锂盐厂手中，预计整体已经累计了1个月甚至更长时间的库存周期；2）今年1-2月份国内新能源车单月销量分别是40.80/52.50万辆车，1-2月份累计同比仍有22%左右增长，但环比去年11-12月份下滑超过40%，虽然本身是处在消费的淡季，市场对于销量的下滑有一定的预期，但实际的数据比市场的预期还是要更低一些。另外，3月上旬由湖北东风系燃油车推出降价补贴之后，打响了传统燃油车的价格战，短期对于国内新能源车的销售也会有一定的挤压效应。所以我们原本可能预期在今年3月份国内新能源车消费就会有比较强势的复苏，现在来看这个时间点可能要往后推迟到5月份。

钴：3月钴价底部盘整。MB标准级钴最新报价18.25美元/磅，今年年初至今下跌约16%；国内电钴最新报价28万元/吨，今年年初至今下跌约11%。3月国内电钴价格仅微跌，前期刚需接单后，下游企业原料采购积极性不高，刚需采购为主；国际MB钴价震荡上涨，涨幅约6%，钴原料主流供应商系数上调至55%-63%左右，短期内钴原料价格已跌至底部区间。

镍：3月镍价震荡下行。LME镍月末报价2.36万美金/吨，较月初下跌5.08%；沪镍月末报价17.99万元/吨，较月初下跌12%；国产镍铁（10%min）月末报价1120元/吨度，较月初下跌16.4%；国产电池级硫酸镍月末报价3.495万元/吨，较月初下跌10.2%。3月海外硅谷银行和瑞士信贷流动性风险事件爆发，恐慌情绪蔓延而利空大宗商品，镍价大跌，之后恐慌情绪逐步缓和，镍价企稳，且随着镍价接连下调，市场拿货情况有所增加，内外库存持续去库。

◆ 稀土行业分析：稀土指标有序增长，轻重稀土走势分化

2023年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为12.0万吨和11.5万吨，同比分别增长19%、18%，较2022年指标一半均增长14%。分品种来看，轻稀土指标10.9万吨，同比增长22%，中重稀土指标1.1万吨，同比下降5%，较2022年指标一半均增长14%。考虑到稀土的战略资源定位，总量指标管控或将长期存在，其增长将与市场需求增长以及环境承载能力密切相关，弹性有限。

2023年2月以来，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。因稀土指标分配增速差异等，目前轻重稀土走势出现分化。截至3月31日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为52.3万元/吨、206.0万元/吨、1135.0万元/吨，较2月末分别下降15.8万元/吨、9万元/吨、205万元/吨。短期来看，上半年指标落地，但需求尚未出现明显改善，导致市场看空情绪加深，价格承压。但目前北方稀土集团产品挂牌价格仍保持坚挺，3月氧化镨钕挂牌价为64.24万元/吨，较2月下降400元/吨，后续若需求回升，市场价格有望止跌企稳。

◆ 钢铁行业分析：钢价震荡运行，行业盈利存在修复空间

行业兼并重组提速，龙头优势日益突出。钢铁行业供给侧结构性改革目标明确。近期朝阳市国资委与签署股权转让协议，将其持有的凌钢集团49%股权转让给鞍钢集团。新冶钢与南钢创投、新工投资及南钢集团签署《战略投资框架协议》和《增资协议》，相关增资事项完成后，新冶钢将持有南钢集团55.25%股权。龙头企业优势愈发突出。兼并重组后的钢铁企业将享有更大的市场空间，更高的经营效率，更低的生产成本，能够具备更强的市场话语权，抵抗价格波动的能力更高。鉴于优质钢铁企业更具备兼并重组的动力和实力，未来行业的发展趋势或是强者愈强。

短期来看，需求预期对价格仍有支撑，而铁水产量上涨空间已非常有限，预期成本端利润有望向钢厂端让渡。目前大量钢铁股吨钢市值已远低于市场重置成本，随着各项刺激政策的推出，钢材消费信心修复，有望带动估值修复。

◆ 推荐组合：神火股份、洛阳钼业、紫金矿业、金诚信、华菱钢铁、中信特钢。

◆ 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 看好二季度需求推动价格上涨

◆ **下游需求复苏，环比改善：**3月工业金属需求继续改善，虽然面临金属价格内强外弱，进口增加、出口减少，但工业金属去库存速度不亚于往年，因此国内表观需求数据亮眼。我们继续看好二季度旺季到来后国内需求走强，叠加低基数因素，需求增速继续上行。同时工业金属库存均处于历年同期偏低水平，继续去库导致现货紧俏，工业金属价格有望突破震荡区间继续上行。

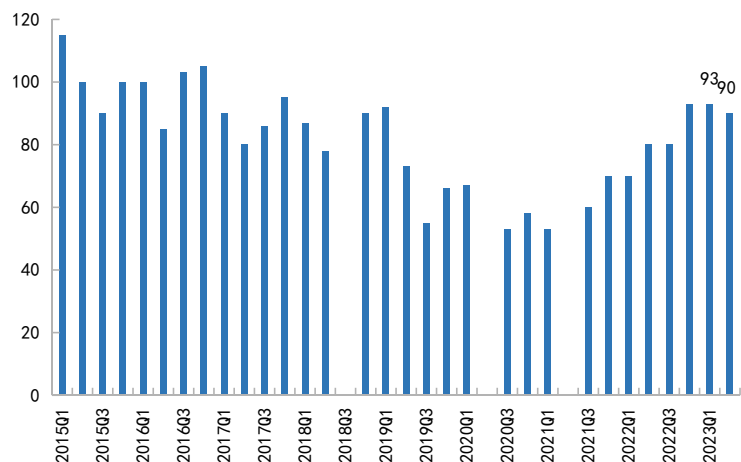
◆ 3月工业金属价格主要交易国外银行风险事件

- 铜价在3月中旬大跌，主因硅谷银行及瑞信风险事件，避险情绪升温，工业金属价格大跌。随着3月22日美联储加息落地，3月24日美国财政部长耶伦表态称政府准备在必要时采取更多行动确保存款安全，工业金属价格开始反弹，收复前期跌幅，回到年初以来的震荡区间。

◆ CSPT二季度铜精矿加工费环比下降3美元/吨

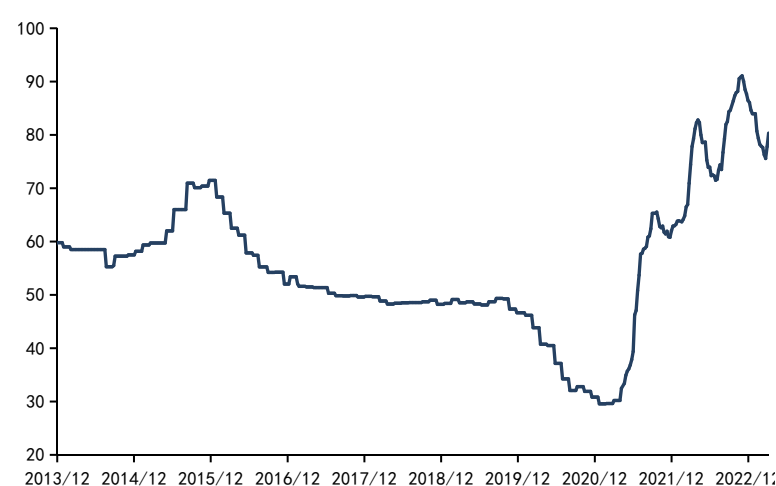
- CSPT小组于3月30日上午在上海召开2023年第一季度总经理办公会议，并敲定2023年二季度的现货铜精矿采购指导加工费为90美元/吨及9.0美分/磅，较2023年一季度现货铜精矿采购指导加工费93美元/吨及9.3美分/磅减少3美元/吨及0.3美分/磅。
- 截至2023年4月初，铜精矿现货加工费报80.33美元/吨，较3月初小幅上涨2.5美元/吨。
- 加工费每上涨10美元/吨，冶炼利润增加约400元/吨以上；铜冶炼利润仍处于近几年较高水平。

图：中国铜原料联合谈判小组季度价格（美元/吨）



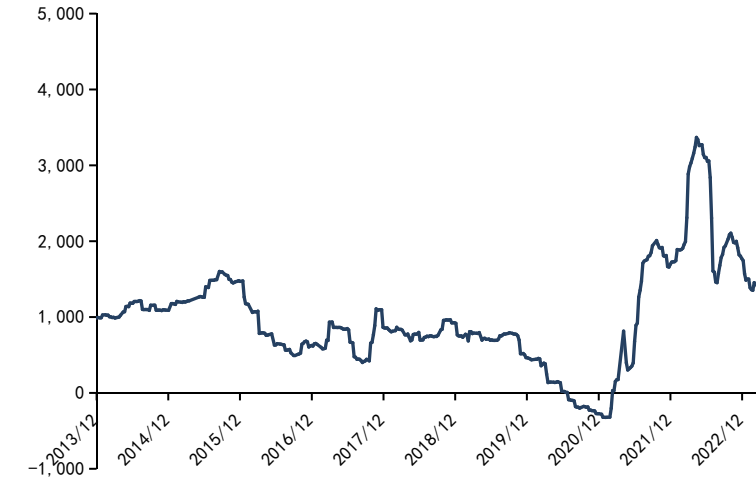
资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

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

图：山东地区铜冶炼厂利润（元/吨）



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

铜：库存处于历史低位，节后需求缓慢复苏

◆ 低库存仍然是铜市场最显著的特征之一：

- 当前处于“金三银四”旺季初期阶段，截至4月初，我们统计的全球铜显性库存（SHFE+LME+COMEX交易所库存+上海保税区库存）39.4万吨，从长短周期来看都处于偏低位置。
- 根据SMM数据，2023年2月中国电解铜产量为90.8万吨，同比增8.6%，环比增长6.4%。2023年1-2月份中国电解铜产量176.11万吨，同比增6.5%。

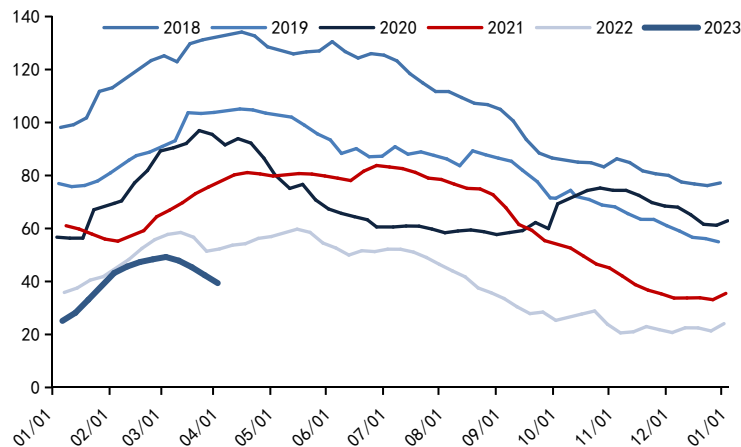
◆ 4月空调排产继续高涨：

- 据产业在线最新发布的家用空调排产报告显示，2023年4月空调排产约为1819万台，较去年同期生产实绩上涨15.4%，涨幅在3月份的基础上扩大近两倍。其中内销排产1097万台，较去年同期内销实绩上涨41.2%；出口排产722万台，较去年同期出口实绩下滑5.5%。

◆ 下游需求复苏：

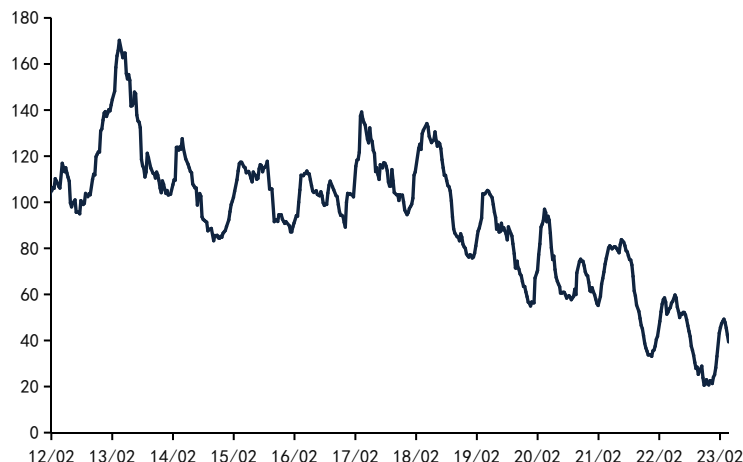
- 出了农历正月之后（2月下旬），不少企业反映订单明显改善。跟踪金属加工材的加工费数据，可以感受到当前需求环比去年下半年显著好转，但同比去年上半年仍然是下降的。分领域来看，出口链条偏弱，地产后端、基建领域需求偏强。

图：全球铜显性库存季节图（万吨）



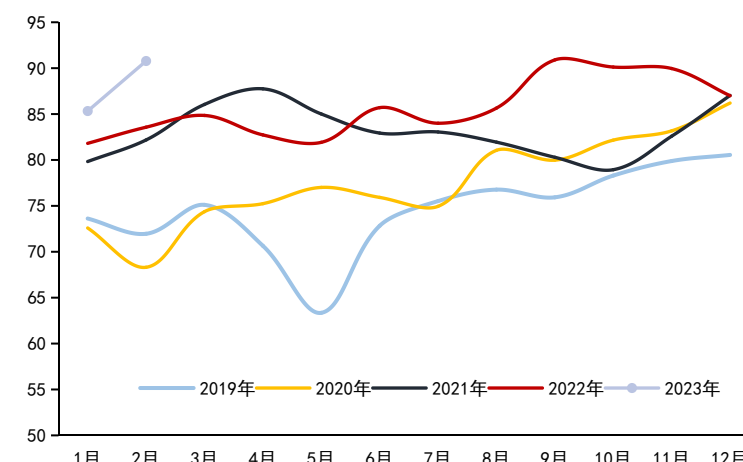
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：全球铜显性库存处于长周期低位（万吨）



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

图：中国电解铜月度产量（万吨）



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

电解铝：4月水电供需仍然紧张

- ◆ 云南吸引电解铝产业迁入后，从2020年开始，电解铝行业新增用电量占到云南新增工业用电量的大部分，加之水力发电丰枯季明显，近2年来西南地区电解铝频繁减产：
- 2021年5月份之后由于云南来水偏枯以及能耗双控等因素，云南地区电解铝产能减产160.5万吨，加上事故及其他因素，总共减产183万吨，占2021年全国电解铝减产总量的49%。
 - 2022年7-8月份，四川异常高温导致用电紧张，省内100万吨电解铝产能全部关停。2022年9月份以来，云南水电来水偏少，电解铝企业再次收到降负荷通知，累计减产达120万吨。
 - 2023年2月，云南电网再次出现供应缺口，根据财联社消息，电解铝企业需要压减负荷100万千瓦，折合电解铝产能65万吨，占全国运行产能1.6%。
 - 截至3月下旬，金沙江主要水电站水位仍处于往年同期偏低值，预期4月电量缺口仍然较大。

表：近两年云南电解铝减产小结

2021年

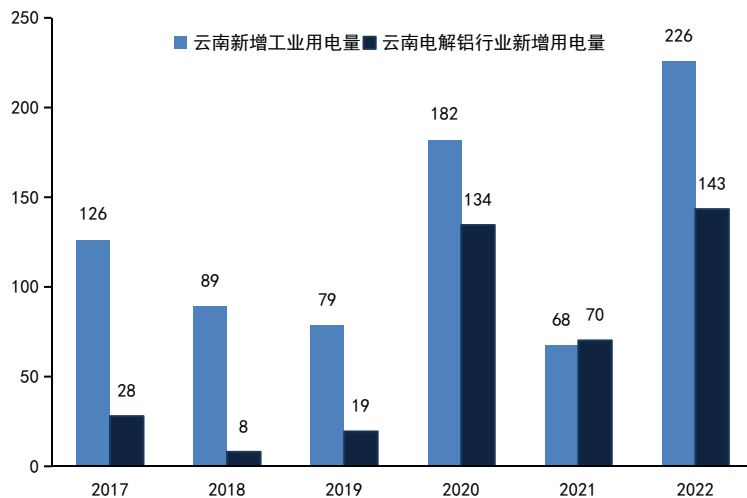
企业	减产产能（万吨）	减产原因
云南铝业	108	能耗双控，电力供应紧张
云南宏泰	11	能耗双控，电力供应紧张
云南神火	37	能耗双控，电力供应紧张
云南其亚	4.5	能耗双控，电力供应紧张
文山铝业	22.5	事故
小计	183	

2022年

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

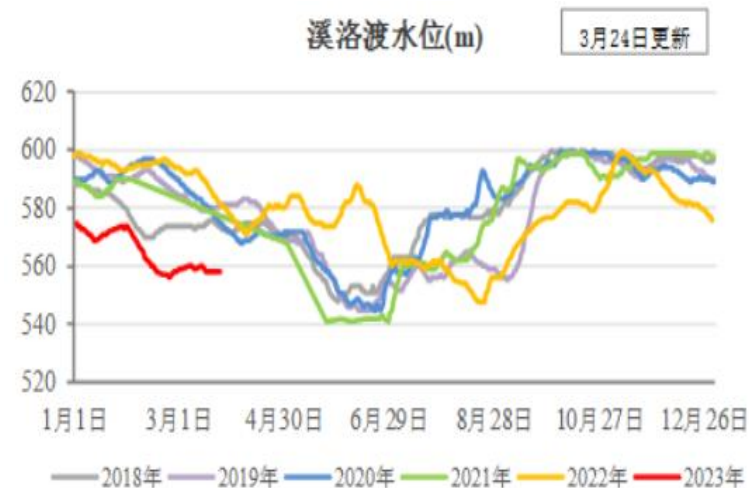
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：近年云南新增工业用电大部分来自电解铝行业（亿千瓦时）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：溪洛渡水电站上游水位（m）



资料来源：永安期货，国信证券经济研究所整理

不同复产假设下的供需平衡表

◆ 根据不同来水情况，作如下假设：

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

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

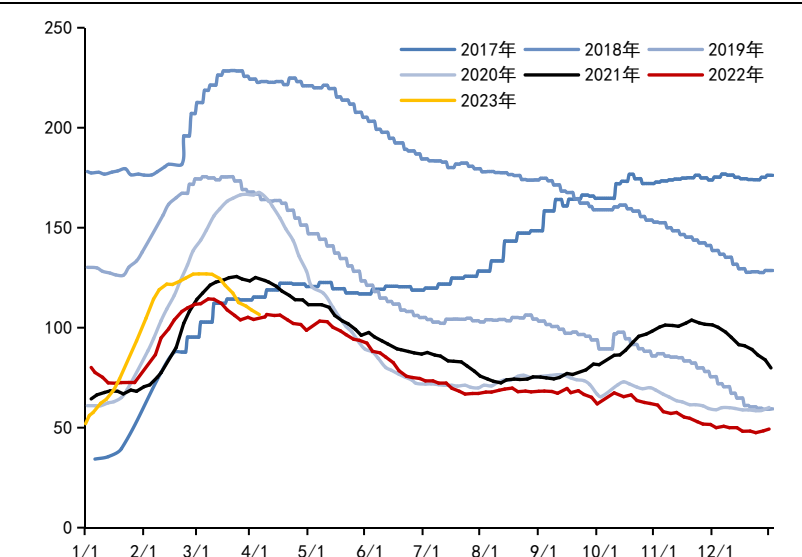
◆ 根据库存数据推算，我们预期3月份铝需求增速7.5%，其中内需增速达13.3%，全年供需缺口35万吨。

表：不同假设条件下的供需平衡表（万吨）

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

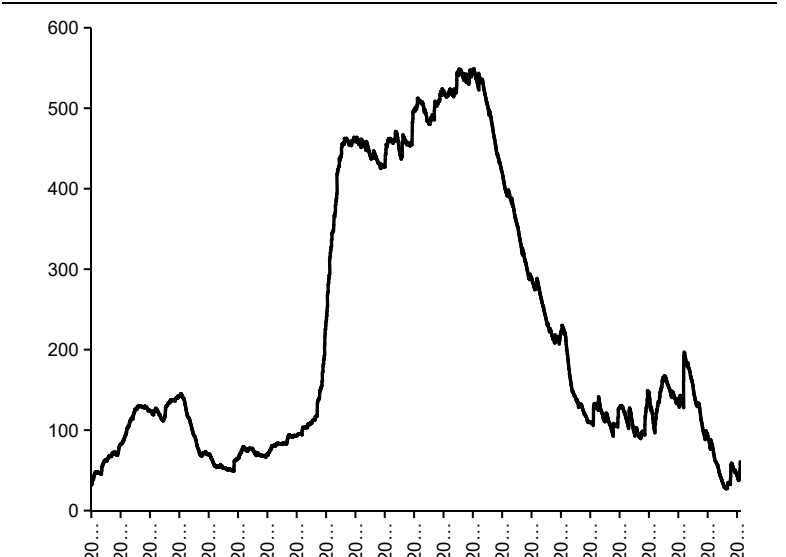
资料来源：上海有色网，iFinD、国信证券经济研究所预测

图：国内电解铝社会库存季节图（万吨）



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

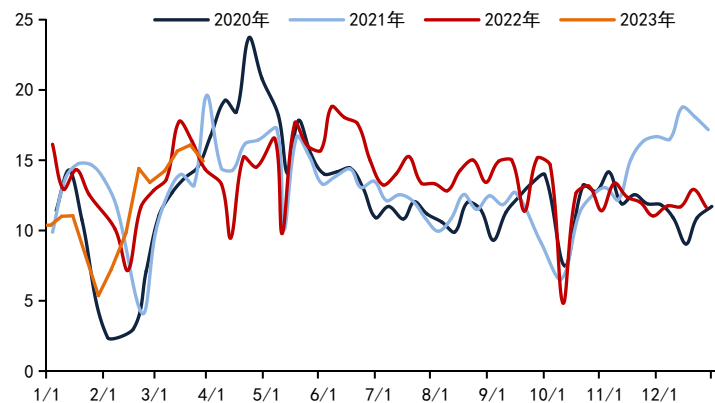
图：LME铝库存（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

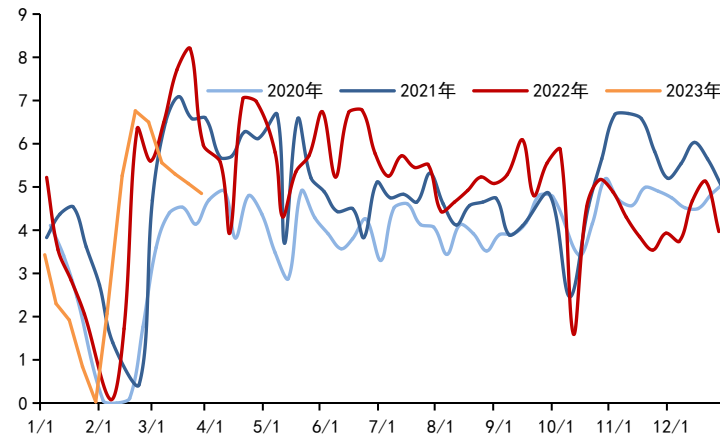
铝：下游开工率提升，型材强于板带

图：铝锭周度出库量（万吨）



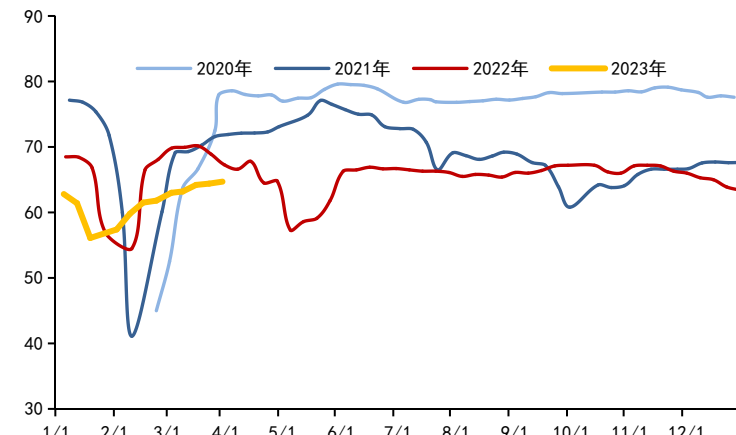
资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：铝棒周度出库量（万吨）



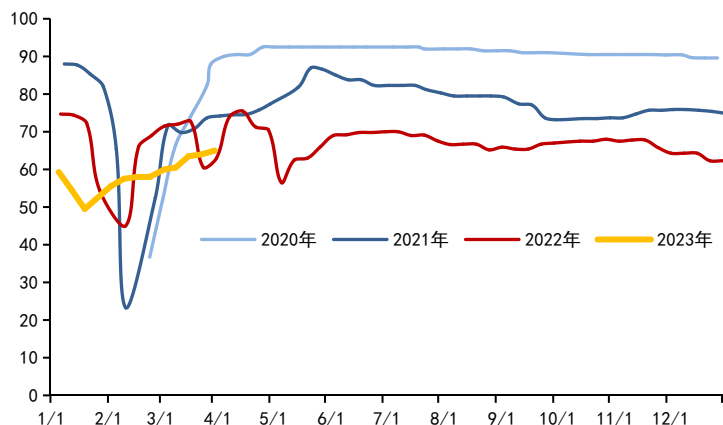
资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：铝加工周度平均开工率



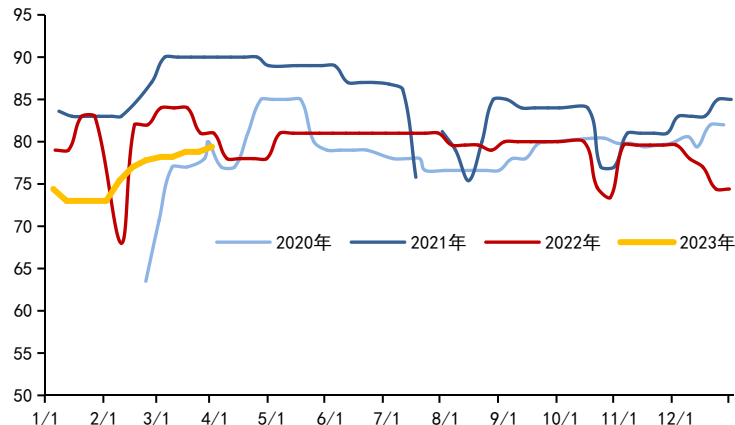
资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：铝型材周度开工率



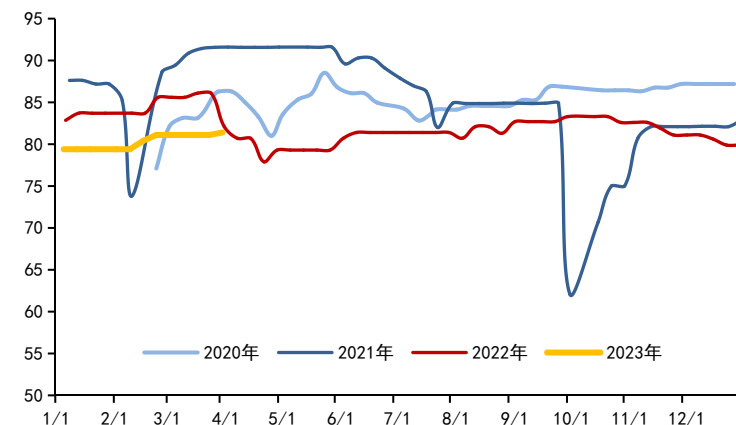
资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：铝板带周度开工率



资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：铝箔周度平均开工率



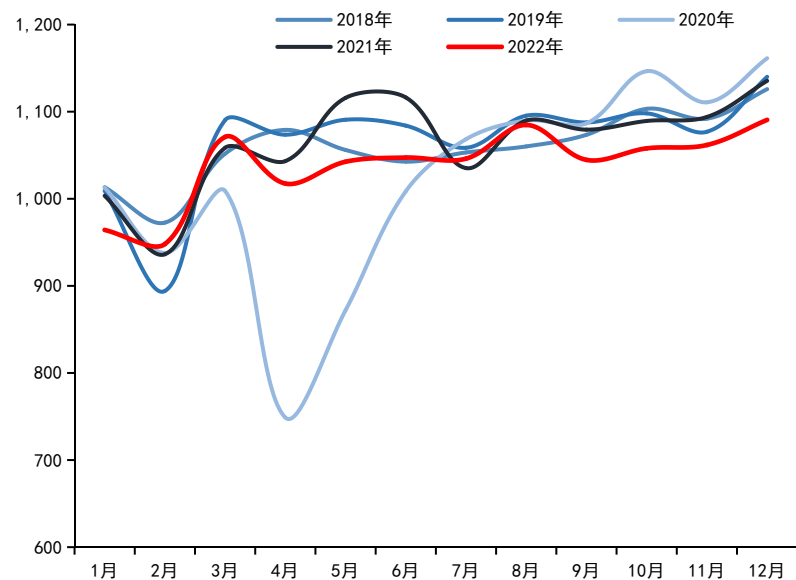
资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

锌：精炼锌产量底部反弹

◆ 供应端收缩：

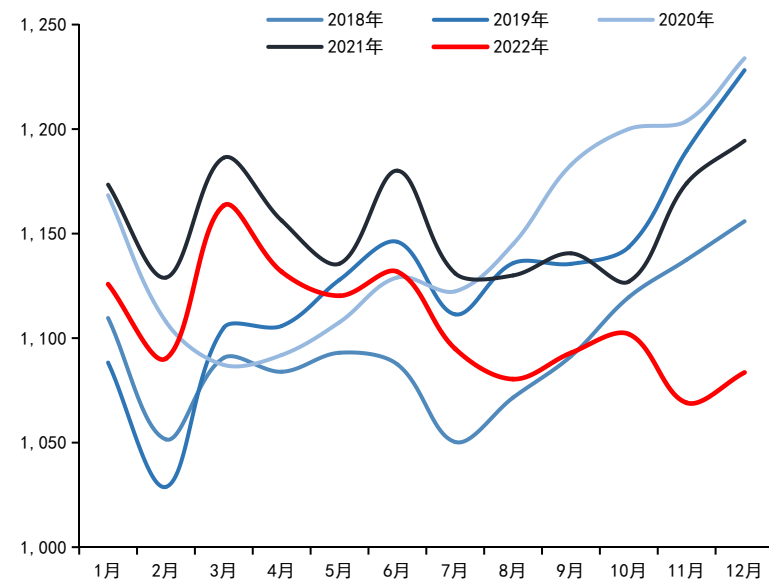
- 根据国际铅锌研究小组数据，2023年1月全球锌精矿产量97.9万吨，同比增加1.6%；2022年1-12月全球锌精矿产量1247.6万吨，同比下降2.5%。
- 2023年1月全球精炼锌产量107.4万吨，同比下降4.6%；2022年1-12月全球精炼锌产量1328.6万吨，同比下降4.1%。全球精炼锌产量同比下滑主因欧洲冶炼厂减产，但随着欧洲天然气价格下跌，部分欧洲锌冶炼厂复产，产量反弹。1月欧洲精炼锌产量16.2万吨，同比降幅16.5%，环比增1.8%；1-12月份欧洲精炼锌产量219万吨，同比下降10.9%。

图：全球锌精矿月度产量（千吨）



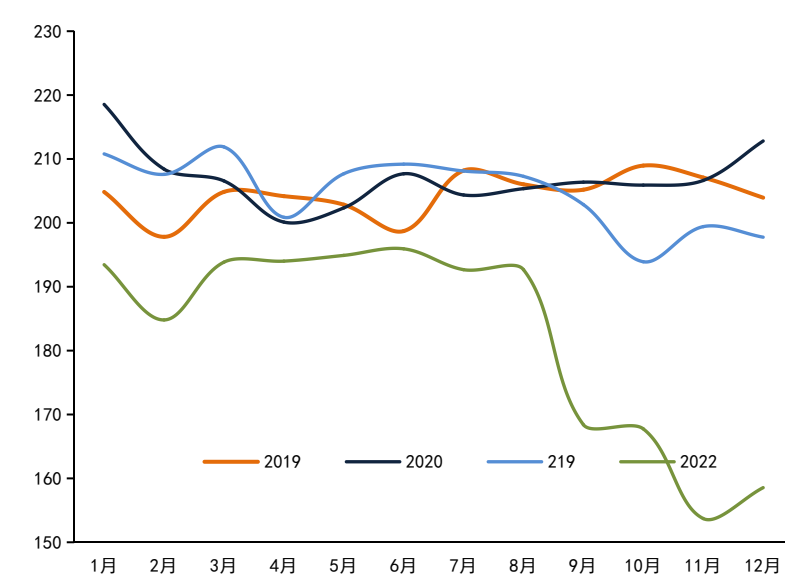
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：全球精炼锌月度产量（千吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：欧洲精炼锌月度产量（千吨）



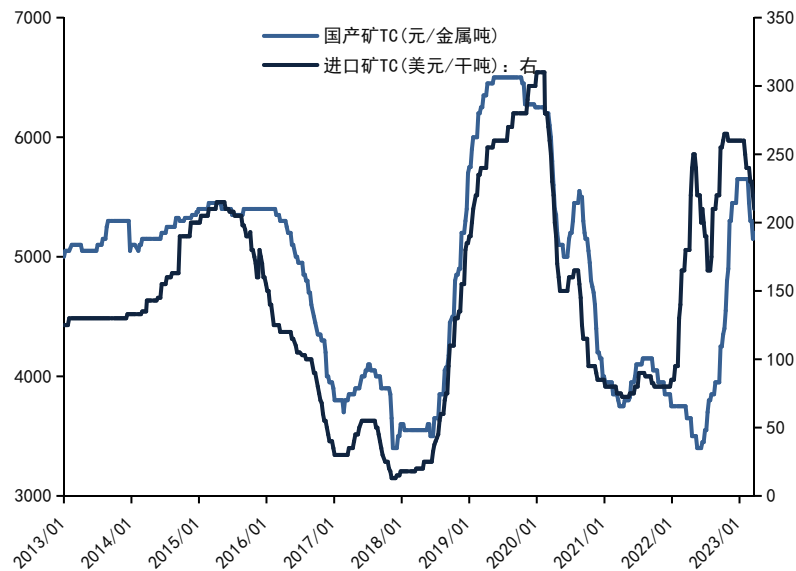
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

锌：库存拐点早于往年

◆ 库存处于历史低位水平：

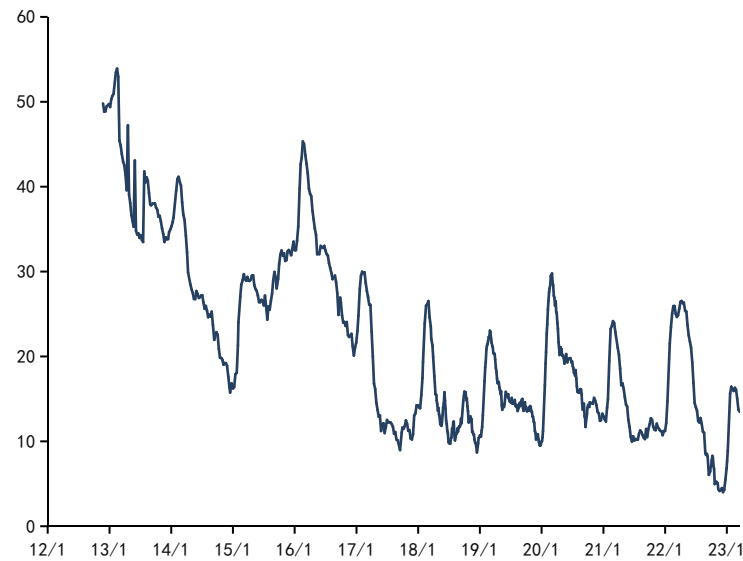
- 根据SMM数据，4月初国产锌精矿加工费5200元/吨，比3月初下降250元/吨；进口矿加工费210美元/吨，比3月初下降30美元/吨。
- 今年锌锭库存顶点显著低于往年同期水平，库存向下拐点也早于往年同期。截至4月初，主要消费地锌锭库存13.49万吨，比2月初下降2.8万吨。

图：锌精矿周度加工费



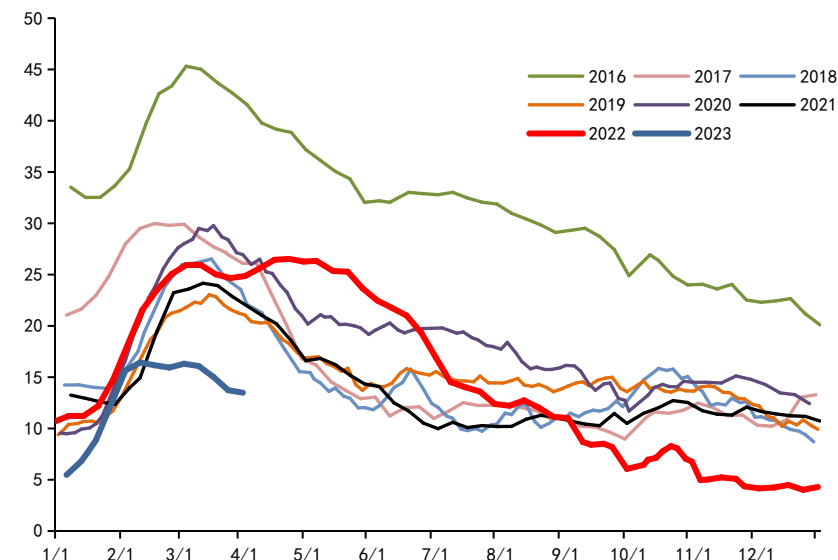
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：国内锌锭库存（万吨）



资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图：国内锌锭库存季节图（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

黄金行业分析

滞胀预期升温，金价冲击新高

经济存在下行压力

- ◆ 制造业PMI持续处于荣枯线下，3月Markit制造业PMI初值49.3，预期47.0，前值47.3。零售销售环比下降，2月环比下降0.4%，预期-0.4%，前值3.2%（修正）。非农就业呈现结构性弱化。2月美国非农数据显示，非农就业人口增加31.1万人，前值50.4万人（修正），新增就业人口数量持续收敛，部分行业出现下降。失业率有所上涨，2月3.6%，前值3.4%。随着供给市场的修复，薪资增长有所放缓，2月平均每小时工资环比上涨0.2%，前值0.3%。

通胀问题仍然顽固

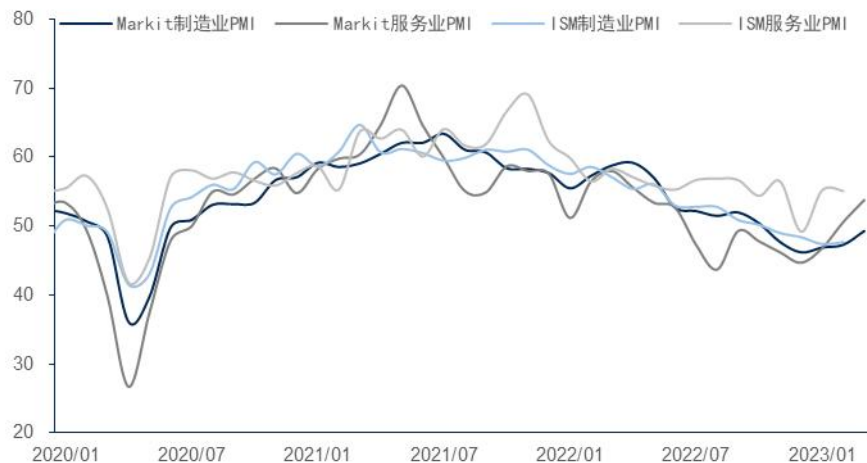
- ◆ 美国CPI增速继续回落，但粘性较高。2023年2月美国CPI同比上涨6%，预期6%，前值6.4%，连续8个月下降；核心CPI同比上涨5.5%，预期5.5%，前值5.6%。2月CPI环比增长0.4%，预期0.4%，前值0.5%；2月核心CPI环比增长0.5%，预期0.4%，前值0.4%。

黄金价格趋势向好

- ◆ 3月23日，美联储公布加息25bp决议，将联邦基金利率的目标区间上调至4.75%-5.0%，加息幅度符合市场预期。本次公布的点阵图显示，2023年中位数在5.0-5.25%，同时美联储在声明措辞中弱化了加息前景。但因为银行风险事件的发酵，市场普遍预期年内即会出现降息，并且美联储资产规模也出现大幅抬升。目前CME工具显示5月加息25BP概率为61%，6月大概率停止加息，7月开启首次降息。加息末期临近，对黄金价格压制大幅减弱。同时，从中长期的维度来看，各国央行购金也在大幅提升，成为最强劲的需求增长点，黄金在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面可起到特殊作用。

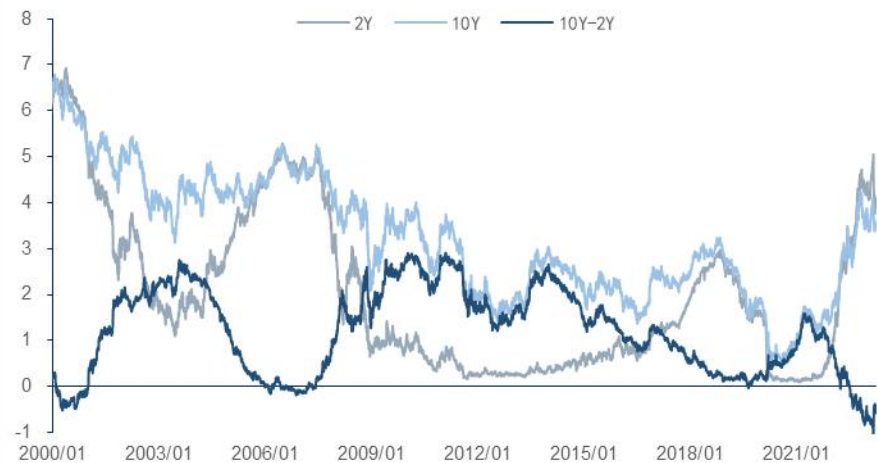
- ◆ **制造业PMI持续处于荣枯线下。**3月，Markit制造业PMI初值49.3，预期47.0，前值47.3，仍处于荣枯线下；2月，ISM制造业指数47.7，预期48.0，前值47.4。PMI作为景气指标，是经济活动变化的晴雨表，若相关数据持续处于荣枯线下，则后续经济增速回落的可能性会加大。
- ◆ **非农就业呈现结构性弱化。**2月美国非农数据显示，非农就业人口增加31.1万人，预期22.5万人，前值50.4万人（修正）。失业率3.6%，预期3.4%，前值3.4%。平均每小时工资环比上涨0.2%，预期0.3%，前值0.3%。从就业市场表现来看，美国经济距离衰退或仍存在一定距离，但新增就业人口数量持续收敛，部分行业出现下降；失业率有所上涨；并且随着供给市场的修复，薪资增长有所放缓。
- ◆ **零售销售环比下降。**2月美国零售和食品服务销售额环比下降0.4%，预期-0.4%，前值3.2%（修正）。
- ◆ **长短端利差持续倒挂。**4月初，2年期和10年期国债收益率出现短暂倒挂。一方面通胀走高，美联储宣布进入加息周期，推高短端利率；另一方面，市场对经济前景的担忧压制长端美债收益率。7月以来在对经济衰退的担忧下，10Y-2Y利差持续倒挂。相较于10Y-2Y，美联储更关注10Y-3M利差，从历史经验来看，这一指标更准确的判断了美国经济衰退的出现，10月起10Y-3M美债也已倒挂。2000年来，美债长短端收益率共发生过3次倒挂，分别在2000年、2006年和2019年，其后分别发生了互联网和科技股泡沫、全球金融危机、全球疫情冲击。

图：PMI变化



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：美债收益率（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **美国CPI增速继续回落，但粘性较高。**2023年2月美国CPI同比上涨6%，预期6%，前值6.4%，连续8个月下降；核心CPI同比上涨5.5%，预期5.5%，前值5.6%。2月CPI环比增长0.4%，预期0.4%，前值0.5%；2月核心CPI环比增长0.5%，预期0.4%，前值0.4%。具体来看，能源、食品和饮料、运输、医疗服务等分项下降，房屋、教育和通讯持平，服饰、娱乐出现上涨。
- ◆ **房地产市场降温强化通胀回落预期。**2月，住所项CPI仍在高位，保持8.2%。房租作为美国CPI中重要分项，对通胀情况造成较大扰动。前期流动性推升房价，让业主有提高租金的动力，而随着利率上行，地产市场有所降温。从过往情况来看，住所项CPI高点滞后房价一年左右，标准普尔/CS房价指数在2022年4月触顶后已持续回落，预计CPI住所项拐点临近，之后有望带动核心CPI下行。
- ◆ **能源价格下行难度加大。**2月，能源项CPI继续回落，降至5.2%，能源价格的持续下跌对通胀压力的缓解贡献了重要力量。但4月2日，多国宣布实施自愿石油减产计划，减产时间从5月开始，持续到2023年底，对石油价格形成托底作用，或导致能源分项下降速度放缓。

图：美国及欧元区CPI变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：CPI住所项与房价变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ 截至2021年底，地上黄金存量为20.52万吨，按照黄金需求结构可分为金饰需求9.4万吨、投资需求4.5万吨、央行购金3.5万吨和其他需求3.1万吨。金饰需求占比虽然高，但需求波动小。相较之下投资需求和央行购金波动较大，反映出黄金的金融属性，对黄金价格的影响也相对显著。
- ◆ **央行购金大幅提升。**世界黄金协会数据显示，2022年全球黄金需求提升至4741吨，同比增长18%；四季度需求量1337吨，创下新高。分项来看，各国央行购金大幅提升，三、四季度全球央行购金量连续超过400吨，全年量达1136吨，成为最强劲的需求增长点。1、2月，中国人民银行宣布再次增储黄金，连续四个月增储黄金。截至2月底，中国黄金储备已达到2050吨，较去年11月已增加102吨。此外，投资需求有小幅提升，达到1107吨（不含场外交易），黄金ETF持仓量降幅较2021年有所收窄，四季度降幅较三季度也有所收窄。

表1：全球黄金供需平衡表（吨）

	2021	2022	2021年第1季度	2021年第2季度	2021年第3季度	2021年第4季度	2022年第1季度	2022年第2季度	2022年第3季度	2022年第4季度
供应量										
金矿产量	3,568.9	3,611.9	830.2	873.0	927.7	938.0	844.2	892.1	945.6	930.0
生产商净套保	-22.7	-1.5	4.8	-17.3	-12.4	2.2	10.9	3.7	-10.9	-5.2
回收金	1,136.2	1,144.1	269.7	278.6	292.9	295.1	296.0	286.1	269.8	292.3
总供应量	4,682.4	4,754.5	1,104.7	1,134.3	1,208.2	1,235.3	1,151.1	1,181.8	1,204.5	1,217.0
需求量										
金饰制造	2,230.6	2,189.8	539.0	456.6	515.2	719.8	515.5	491.6	580.2	602.5
科技	330.2	308.5	81.0	79.8	83.4	85.9	81.0	78.5	77.0	72.0
投资	1,001.9	1,106.8	178.2	288.9	231.3	303.4	553.9	210.2	97.0	245.7
金条和金币总需求量	1,190.9	1,217.1	354.6	248.2	261.7	326.4	283.2	257.5	341.1	335.3
黄金ETFs及类似产品	-189.0	-110.4	-176.3	40.7	-30.4	-23.0	270.7	-47.4	-244.1	-89.6
各国央行和其他机构	450.1	1,135.7	115.6	209.6	90.6	34.3	88.5	185.0	445.1	417.1
黄金需求（制造基础）	4,012.8	4,740.7	913.8	1,035.0	920.6	1,143.4	1,238.7	965.3	1,199.4	1,337.4
顺差/逆差	669.6	13.8	190.8	99.3	287.6	91.8	-87.6	216.6	5.1	-120.3
总需求	4,682.4	4,754.5	1,104.7	1,134.3	1,208.2	1,235.3	1,151.1	1,181.8	1,204.5	1,217.0
LBMA黄金价格 （美元/盎司）	1798.61	1800.09	1,794.0	1,816.5	1,789.5	1,795.3	1,877.2	1,870.6	1,728.9	1,725.9

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

- ◆ **降息预期升温，黄金价格景气。**3月23日，美联储公布加息25bp决议，将联邦基金利率的目标区间上调至4.75%-5.0%，加息幅度符合市场预期。本次公布的点阵图显示，2023年中位数在5.0-5.25%，同时美联储在声明措辞中弱化了加息前景。但因为银行风险事件的发酵，市场关注的矛盾点不再是就业市场强弱而是能否有效应对风险，普遍预期年内即会出现降息，并且美联储资产规模也出现大幅抬升。目前CME工具显示5月加息25BP概率为61%，不加息预期为39%；6月大概率停止加息，7月开启首次降息。加息末期临近，对黄金价格压制大幅减弱。同时，从中长期的维度来看，各国央行购金也在大幅提升，2022年各国央行全年购金量达1136吨，为历史第二高，成为最强劲的需求增长点，黄金视作一种多功能资产，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。此外，地缘政治局势紧张，黄金作为重要的避险资产同样具备配置意义。
- ◆ **黄金股与金价走势趋同，且容易出现“戴维斯双击”。**通常情况下，商品价格出现大涨之后会引发供给端的响应，企业盈利增厚，进一步扩大资本开支带来产量上行，远端价格会出现向下压力，存在明显的“自我减速机制”。但是这个规则对于黄金来说是失效的，因为黄金供应相对稳定，又具备强金融属性，与美元实际利率的变化密切相关，金价上行过程会提振黄金的投资需求，黄金股容易出现“戴维斯双击”，表现出较金价更大的弹性。特别是矿产金产销量有明显增长的企业在金价上行期业绩弹性会更为突出。

表：CME利率预测（4月2日）

	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	39.4%	60.6%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.8%	60.2%	1.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.5%	46.2%	39.7%	0.7%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	32.5%	42.4%	17.0%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	21.2%	37.9%	28.7%	8.0%	0.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	15.5%	32.3%	31.7%	14.9%	2.7%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	11.5%	27.0%	31.9%	20.2%	6.6%	0.9%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	1.4%	9.1%	23.1%	30.7%	23.1%	10.0%	2.3%	0.2%	0.0%
2024/5/1	0.1%	1.7%	9.7%	23.4%	30.4%	22.6%	9.7%	2.2%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.9%	5.5%	16.2%	26.7%	26.7%	16.5%	6.2%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	4.5%	13.9%	24.4%	26.7%	18.7%	8.4%	2.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	18.1%	25.3%	23.5%	14.6%	6.0%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

图：申万黄金板块走势与金价（点，美元/盎司）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

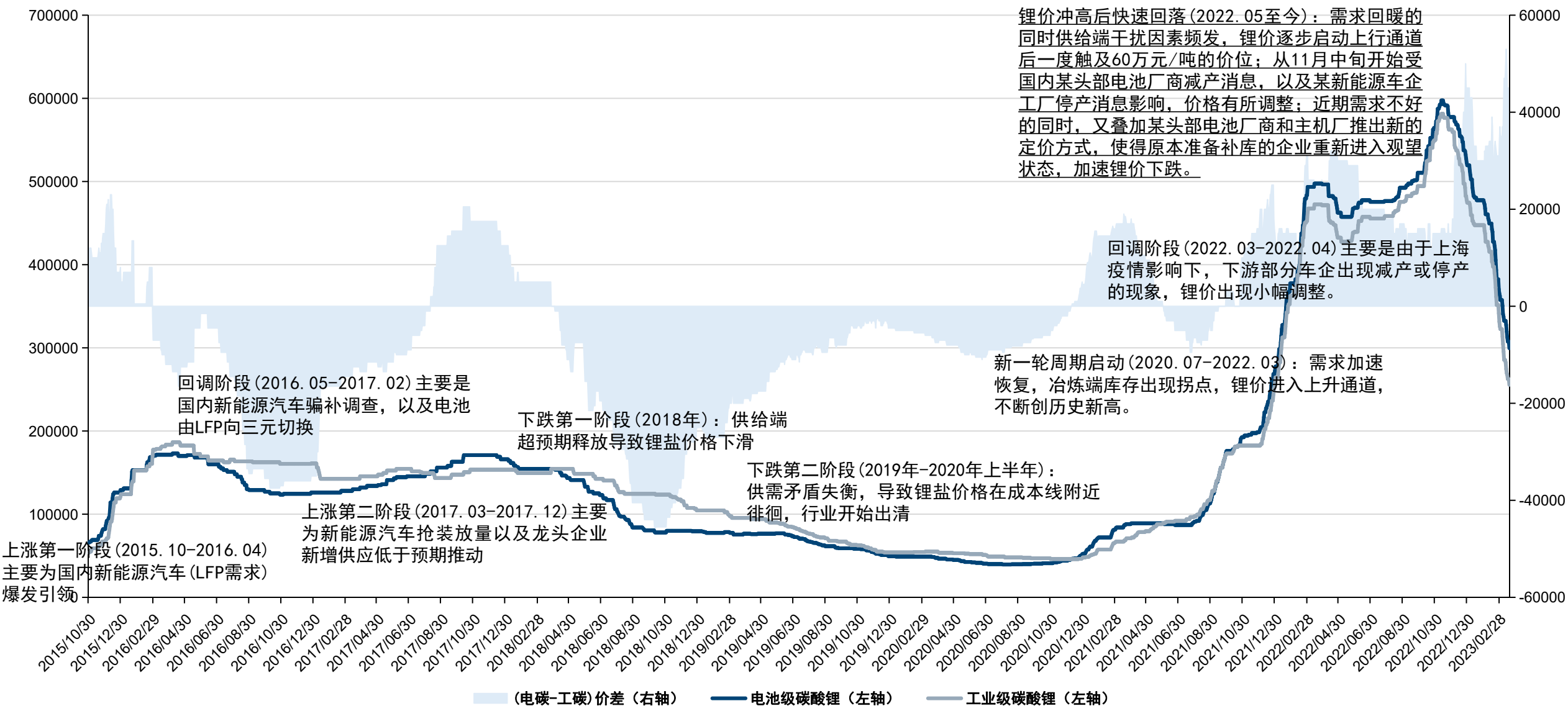
新能源金属行业分析

短期需求恢复节奏不及预期，价格继续承压

- ◆ **3月锂价继续调整：**截至目前，国产电碳和电氢最新报价分别为22.35和31.25万元/吨，相比此前的高点跌幅分别达到约60%和40%。3月国产电碳和电氢价格分别下跌约39.68%和21.12%。分析本轮锂价快速下跌的原因：1）今年2月中旬，国内某家头部电池厂商推出“锂矿返利”计划，计划从今年下半年开始，给下游主机厂长协客户订单当中50%碳酸锂按照20万元/吨的价格来结算，使得下游材料和电池企业在原本可能需要补库的时候，重新又回到一个比较观望的态度，目前来看国内锂盐的库存主要是集中在锂盐厂手中，预计整体已经累计了1个月甚至更长时间的库存周期；2）今年1-2月份国内新能源车单月销量分别是40.80/52.50万辆车，1-2月份累计同比仍有22%左右增长，但环比去年11-12月份下滑超过40%，虽然本身是处在消费的淡季，市场对于销量的下滑有一定的预期，但实际的数据比市场的预期还是要更低一些。另外，3月上旬由湖北东风系燃油车推出降价补贴之后，打响了传统燃油车的价格战，短期对于国内新能源车的销售也会有一定的挤压效应。所以我们原本可能预期在今年3月份国内新能源车消费就会有比较强势的复苏，现在来看这个时间点可能要往后推迟到5月份。
- ◆ **3月钴价底部盘整：**MB标准级钴最新报价18.25美元/磅，今年年初至今下跌约16%；国内电钴最新报价28万元/吨，今年年初至今下跌约11%。3月国内电钴价格仅微跌，前期刚需接单后，下游企业原料采购积极性不高，刚需采购为主；国际MB钴价震荡上涨，涨幅约6%，钴原料主流供应商系数上调至55%-63%左右，短期内钴原料价格已跌至底部区间。
- ◆ **3月镍价震荡下行：**LME镍月末报价2.36万美金/吨，较月初下跌5.08%；沪镍月末报价17.99万元/吨，较月初下跌12%；国产镍铁（10%min）月末报价1120元/吨度，较月初下跌16.4%；国产电池级硫酸镍月末报价3.495万元/吨，较月初下跌10.2%。3月海外硅谷银行和瑞士信贷流动性风险事件爆发，恐慌情绪蔓延而利空大宗商品，镍价大跌，之后恐慌情绪逐步缓和，镍价企稳，且随着镍价接连下调，市场拿货情况有所增加，内外库存持续去库。

锂价复盘：国产电池级锂盐价格短期出现快速调整

图：锂价复盘



资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

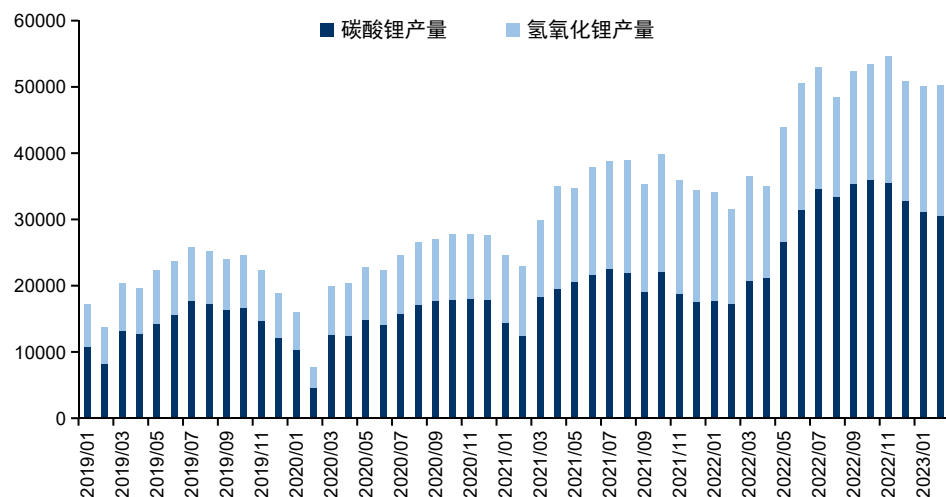
锂：国产电池级锂盐价格持续快速调整

3月锂价继续调整：国产电碳价格在2022年11月中旬快速达到最高点将近60万元/吨左右的价位之后，进入快速调整的阶段，截至到目前亚洲金属网数据显示，国产电碳和电氢最新报价分别为22.35和31.25万元/吨，相比此前的高点跌幅分别达到约60%和40%。3月国产电碳和电氢价格分别下跌约39.68%和21.12%。分析本轮锂价快速下跌的原因：

- 1) 今年2月中旬，国内某家头部电池厂商推出“锂矿返利”计划，计划从今年下半年开始，给下游主机厂长协客户订单当中50%碳酸锂按照20万元/吨的价格来结算，使得下游材料和电池企业在原本可能需要补库的时候，重新又回到一个比较观望的态度，目前来看国内锂盐的库存主要是集中在锂盐厂手中，预计整体已经累计了1个月甚至更长时间的库存周期；
- 2) 今年1-2月份国内新能源车单月销量分别是40.80/52.50万辆车，1-2月份累计同比仍然有22%左右增长，但环比去年11-12月份下滑超过40%，虽然本身是处在消费的淡季，市场对于销量的下滑有一定的预期，但实际的数据比市场的预期还是要更低一些。另外，3月上旬由湖北东风系燃油车推出降价补贴之后，打响了传统燃油车的价格战，短期对于国内新能源车的销售也会有一定的挤压效应。所以我们原本可能预期在今年3月份国内新能源车消费就会有比较强势的复苏，现在来看这个时间点可能要往后推迟到5月份。

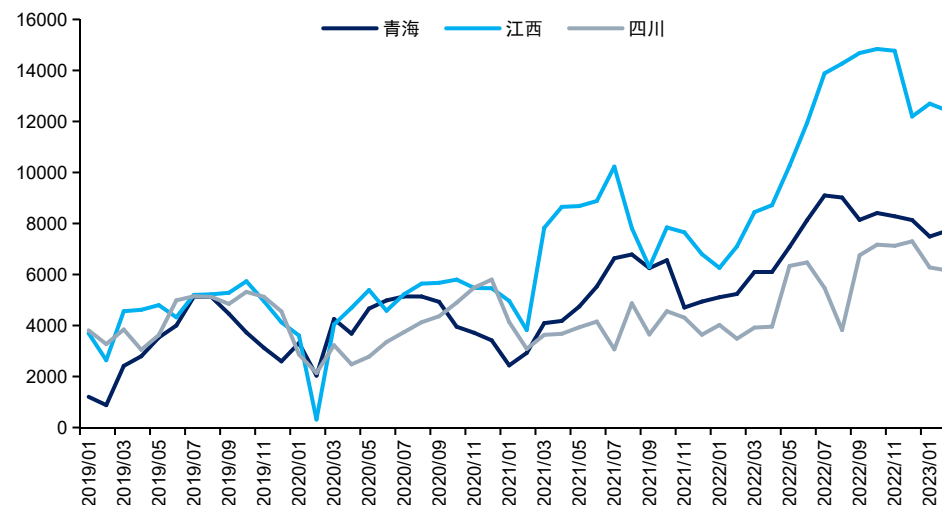
另外今年2月下旬，江西宜春地区中央工作组密集调研的消息也曾引起市场一度认为锂价有可能走出逐步企稳的趋势，但此次事件实际影响相对有限，当地一些拥有采矿证的矿山在短暂停产之后已恢复生产，市场快速消化此次事件影响之后，基本面驱动下锂价继续调整。

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

图：国内核心区域碳酸锂产量变化（月度值，吨）



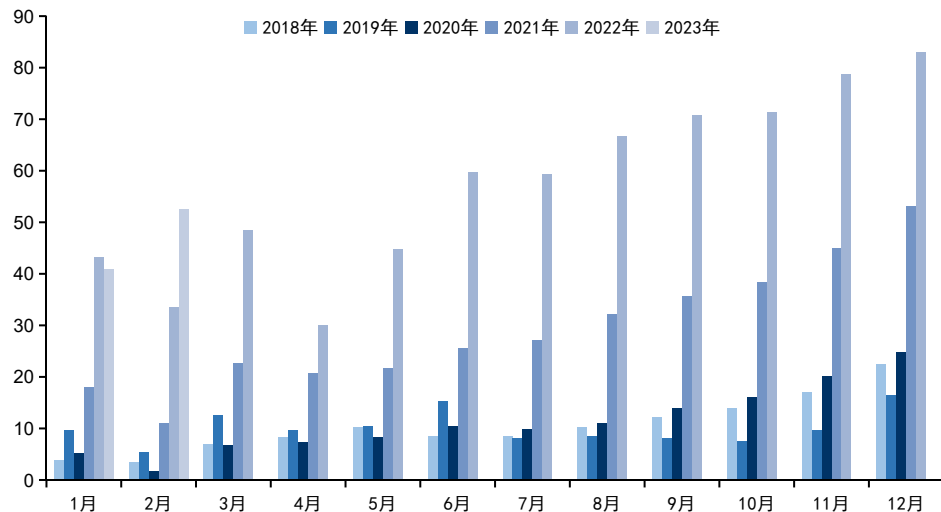
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

锂：短期国内电车需求环比回落

首先从终端新能源汽车产销量数据来看：2022年国内新能源汽车产销量规模分别为705.8和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%，渗透率达到25.6%，其中12月单月产销量规模分别为79.5和81.4万辆，再创历史单月新高。进入2023年，年初受补贴退坡&春节因素影响，国内新能源汽车产销量规模环比去年四季度会出现比较明显的回落，中汽协数据显示，2023年1月国内新能源汽车产销分别完成42.5万辆和40.8万辆，环比分别下降46.6%和49.9%，同比分别下降6.9%和6.3%，市场占有率达到24.7%，与2022年春节月(2月份)相比，产销分别增长15.4%和22.2%；2月国内新能源汽车产销分别完成55.2万辆和52.5万辆，环比分别上升29.9%和28.7%，同比分别增长48.8%和55.9%，市场占有率达到26.6%。短期下游需求相对疲软，但从全年时间维度看，考虑到主流新能源车企降价，叠加中央到地方刺激汽车消费举措密集实施，新爆款车型不断推出，国内新能源汽车产销量规模仍有望实现较快增长，预计同比增速仍能够达到20%-30%，2023年国内新能源汽车产销量规模有望达到约850万辆。

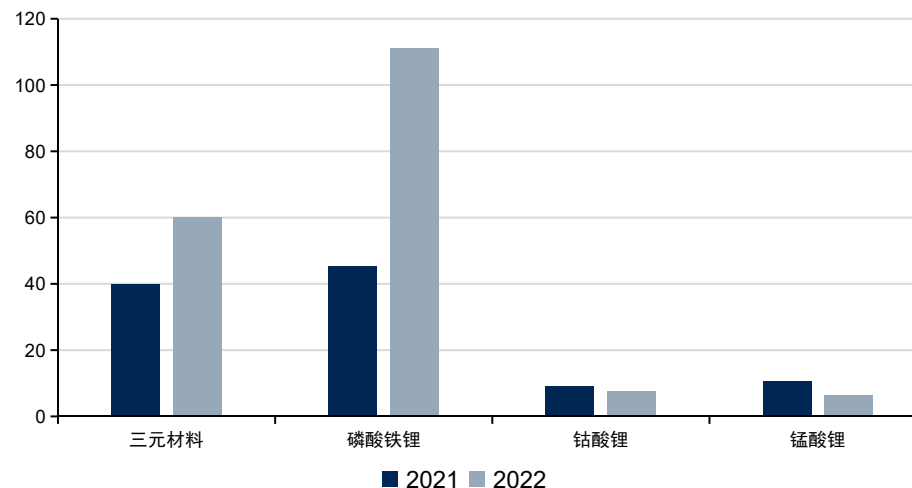
另外从国内正极材料企业产销量数据来看：2022年国内三元材料总产量60.23万吨，同比+51.3%；磷酸铁锂总产量111.09万吨，同比+132.8%；钴酸锂总产量7.70万吨，同比-16%；锰酸锂总产量6.57万吨，同比-35.6%。短期磷酸铁锂因为性价比更高，装机占比提升。2022年，疫情影响下国内正极材料产量4月小幅回落，5月环比改善，6-10月环比又实现较快的增长，11-12月由于受到国内某头部电池厂商减产消息及某新能源车企工厂停产消息影响，需求相比于预期有所减弱，市场恐慌情绪有所增加，导致下游需求出现一定程度的萎缩，且这段时间所产出正极材料和电池产品对应是今年1-2月的装机量，所以市场此前对这段时间需求的缩减有一定的预期。进入2023年，国内正极材料企业需求也有触底回升的过程，但是到目前为止还未达到比较旺盛的需求状态。展望2023年，终端新能源汽车产销量有望保持高增速，同时考虑到单车带电量的提升，预计正极材料和电池产量增速仍有望保持在30%-40%以上。

图：中国新能源汽车销量数据（月度值，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（年度值，万吨）



资料来源：鑫椤锂电，国信证券经济研究所整理

锂：特斯拉中国市场降价促销，美国市场重回补贴序列



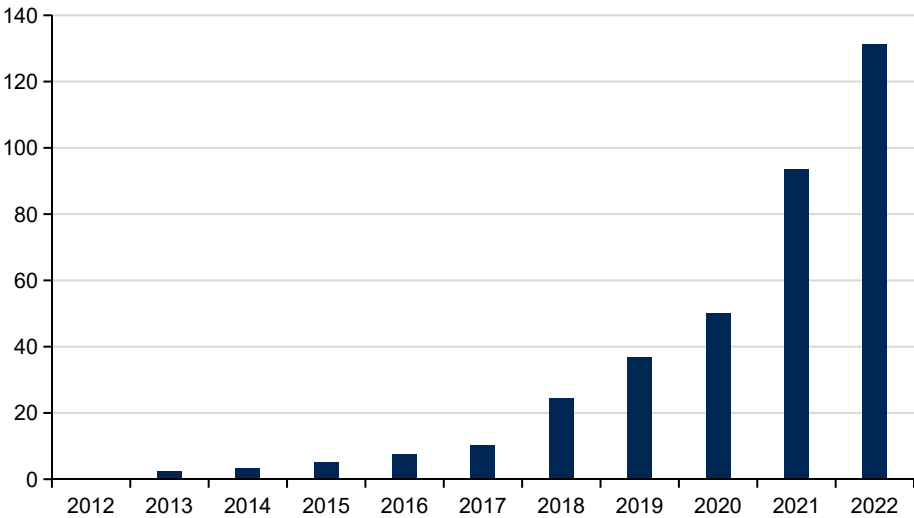
特斯拉作为现象级的电动车产品，电池和电控技术持续领先全行业，能够引发“鲶鱼效应”。特斯拉官网数据显示，公司2022Q1/Q2/Q3/4汽车产量分别为30.54/25.86/36.59/43.97万辆，同比分别增长69.35%/25.27%/53.86%/43.77%；销量分别为31.00/25.47/34.38/40.53万辆，同比分别增长67.77%/26.56%/42.49%/31.33%；2022年产销量规模达到131.39万辆，同比增长40.38%。国内市场方面，特斯拉通过连续降价和保险补贴等方式来刺激订单，特斯拉降价的同时也引发国内其他新能源车企跟随降价；国外市场方面，特斯拉在美国市场重回补贴序列将有望拉动消费。4月3日，特斯拉发布今年第一季度全球生产及交付报告，23Q1产量44.08万辆，销量42.3万辆，同比分别增长44.33%和36.39%，打破了特斯拉单季度的交付纪录。

表：特斯拉产销量数据（辆）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
Model S/X production	14,163	14,517	16,318	17,933	15,390	6,326	16,992	16,097	—	2,340	8,941	13,109	14,218	16,411	19,935	20,613	19,437
Model 3/Y production	62,975	72,531	79,837	86,958	87,282	75,946	128,044	163,660	180,338	204,081	228,882	292,731	291,189	242,169	345,988	419,088	421,371
Total production	77,138	87,048	96,155	104,891	102,672	82,272	145,036	179,757	180,338	206,421	237,823	305,840	305,407	258,580	365,923	439,701	440,808
Model S/X deliveries	12,091	17,722	17,483	19,475	12,230	10,614	15,275	18,920	2,020	1,890	9,275	11,750	14,724	16,162	18,672	17,147	10,695
Model 3/Y deliveries	50,928	77,634	79,703	92,620	76,266	80,277	124,318	161,650	182,780	199,360	232,025	296,850	295,324	238,533	325,158	388,131	412,180
Total deliveries	63,019	95,356	97,186	112,095	88,496	90,891	139,593	180,570	184,800	201,250	241,300	308,600	310,048	254,695	343,830	405,278	422,875

资料来源：特斯拉，国信证券经济研究所整理

图：特斯拉电动车交付量（万辆）



资料来源：特斯拉，国信证券经济研究所整理

图：特斯拉产能分布（辆）

Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>750,000	Production
Berlin	Model Y	>250,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	-	Tooling
Nevada	Tesla Semi	-	Early production
TBD	Roadster	-	In development
	Robotaxi & Others	-	In development

资料来源：特斯拉，国信证券经济研究所整理

锂：预计2023年维持紧平衡格局，中长期供需矛盾缓解

展望2023年，我们预计全球锂资源端供给增量在28万吨LCE左右，澳洲锂矿、南美盐湖、非洲锂矿和国内的锂资源均能贡献一定的增量；需求端，目前市场对2023年全球新能源汽车产销量规模的预估普遍在1300万辆，同比增长20-30%，其中中国市场预期约850万辆；储能电池出货量规模的预估普遍在200Gwh左右，有望实现翻倍左右的增长；在这样的假设条件下，全球锂盐供需基本面会出现一定的反转，从2022年的供需短缺转为2023年的供需过剩，但预计过剩幅度并不明显，考虑到供给端往往会低预期，而需求端又有比较大向上的弹性，我们预计供需仍将维持偏紧格局，锂价近期快速的调整，是下游需求疲软叠加电池厂压价预期所导致的，后市随着下游需求逐步回暖，我们认为锂价有望逐步企稳，且年内甚至在某些阶段由于供需错配价格还会出现一定程度的反弹。另外从更长的时间维度来看，我们认为之后锂价中长期价格中枢应该是在15万元/吨左右的水平，因为这个价格所对应的是一些资源品质相对来说比较差的资源所开发出来的碳酸锂的成本，有一定的成本支撑。

表：全球锂供需平衡表预测

全球锂供给	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
海外锂盐湖	10.95	11.95	12.20	18.10	24.20	31.50	39.95	49.20
海外锂辉石	17.70	22.63	18.25	25.30	33.95	47.25	66.30	79.90
中国锂辉石	0.00	0.00	0.60	1.00	2.00	3.00	4.10	5.20
中国锂盐湖	3.30	3.93	5.06	6.22	8.30	9.90	13.70	19.90
中国锂云母	1.00	3.20	4.15	5.90	7.50	11.55	16.60	22.60
墨西哥锂黏土	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
供给合计	32.95	41.71	40.26	56.52	75.95	103.20	141.65	178.80
全球锂需求	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车	7.79	11.05	15.20	29.55	46.47	63.80	83.88	106.15
电动自行车	0.74	0.86	1.00	1.75	2.61	3.36	4.15	4.73
储能	0.77	1.15	1.84	4.26	7.02	11.05	15.92	21.78
3C电池	5.54	6.18	6.47	7.63	7.48	7.69	7.90	8.05
电动工具	0.98	1.21	1.44	1.80	2.13	2.51	2.93	3.37
陶瓷	3.68	3.79	3.60	3.78	3.69	3.69	3.69	3.69
玻璃	3.29	3.38	3.21	3.37	3.29	3.29	3.29	3.29
润滑脂	2.08	2.11	2.01	2.11	2.06	2.06	2.06	2.06
其他工业需求	8.11	8.35	7.93	8.33	8.12	8.12	8.12	8.12
需求合计	32.97	38.08	42.69	62.57	82.86	105.55	131.94	161.21
供需平衡表	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球锂供给	35.23	44.19	42.92	59.38	78.95	107.20	146.65	181.80
全球锂需求	32.97	38.08	42.69	62.57	82.86	105.55	131.94	161.21
供需平衡（供给-需求）	2.26	6.11	0.23	(3.19)	(3.91)	1.65	14.71	20.59

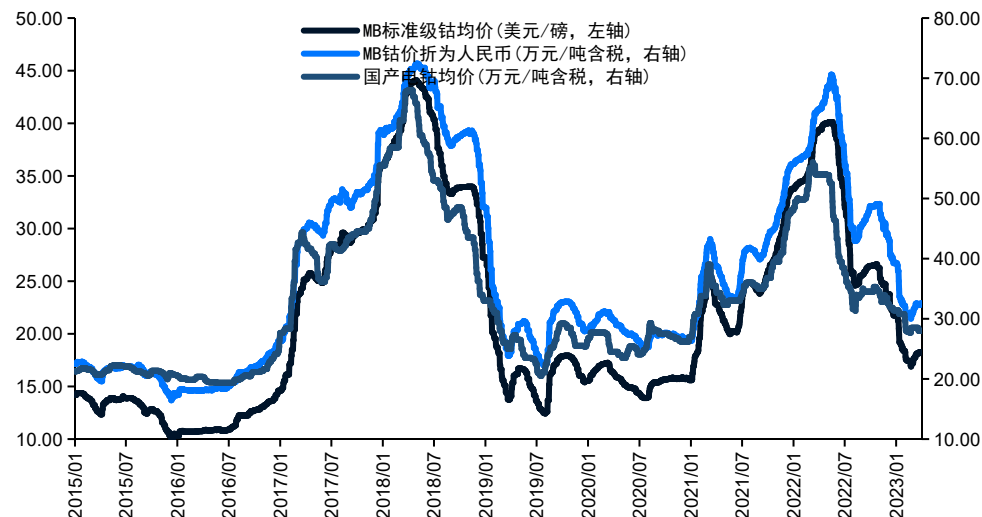
资料来源：各公司公告，安泰科，中国汽车工业协会，Marklines，国信证券经济研究所整理

钴：需求未明显回暖，钴价仍弱势运行

3月钴价底部盘整：MB标准级钴最新报价18.25美元/磅，今年年初至今下跌约16%；国内电钴最新报价28万元/吨，今年年初至今下跌约11%。3月国内电钴价格仅微跌，前期刚需接单后，下游企业原料采购积极性不高，刚需采购为主；国际MB钴价震荡上涨，涨幅约6%，钴原料主流供应商系数上调至55%-63%左右，短期内钴原料价格已跌至底部区间。

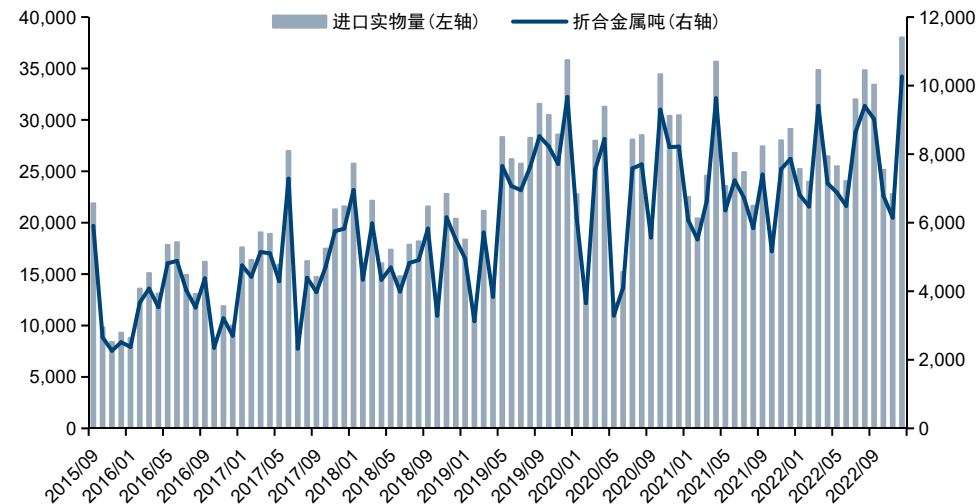
全球钴产业链高度依赖于刚果(金)钴矿供应。刚果(金)钴资源储量约占全球50%，产量约占全球70%，供应又集中来自于加丹加铜钴矿带。刚果(金)钴精矿几乎全部出口至中国，但是近年来中国钴精矿进口量大幅下降，因为多数中国进口商更青睐钴中间产品。2022年中国钴精矿进口实物量约2.63万吨，折合约1970金属吨，同比+38.2%；而钴中间品方面，2022年中国钴湿法冶炼中间品进口实物量约34.62万吨，折合约9.54万金属吨，同比+14.0%；综上2022年中国钴精矿和钴湿法冶炼中间品进口量合计约9.54万金属吨，同比+14.39%。总体虽然2022年刚果(金)钴原料运输干扰因素频发，但实际影响相对有限，需求疲软背景下国内钴原料供应宽裕，且预计这种状态可能仍会持续较长时间。

图：钴价底部盘整



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

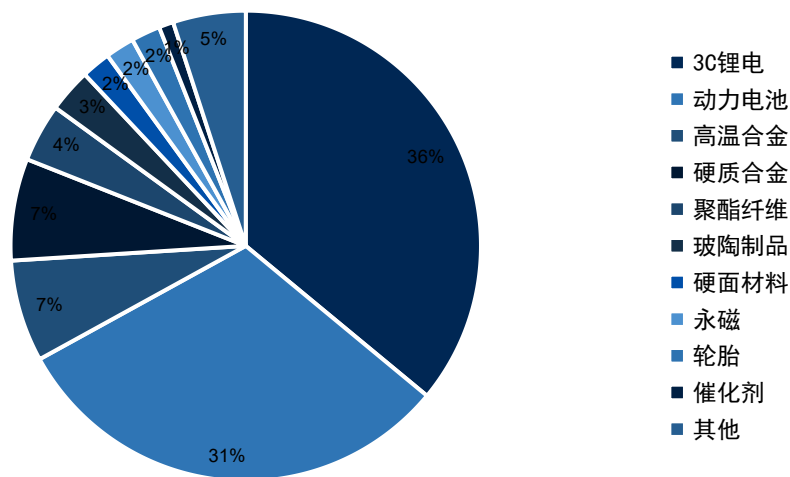
钴：消费电子筑底，锂电池有望逐步回暖

锂电池领域是全球钴消费增长的主要动力。安泰科预计，2021年全球钴消费结构中，3C锂电占比36%，动力电池占比31%，高温合金和硬质合金分别占比7%；2021年中国钴消费结构中，3C锂电占比56%，动力电池占比31%，硬质合金占比4%，陶瓷占比3%，高温合金占比2%。另外，2021年中国钴消费总量约占全球总消费量的66%。

钴短期需求疲软。消费电子领域，2022年全球消费电子需求疲软是影响钴价持续走弱的最核心影响因素，IDC数据统计，2022年全球智能手机出货量约12.02亿部，同比减少约11%；动力电池领域，虽然2022年全年需求强劲，但是从11月中下旬开始到目前为止，下游正极材料企业和电池厂需求环比出现明显回落，季节性导致的需求环比出现萎缩；综上钴短期需求疲软，且未见明显改观。**展望2023年，复苏逻辑有望贯穿传统消费电子领域，消费电子市场景气度预计是上半年逐步筑底，下半年逐步回暖的节奏，同时又叠加动力电池领域保持高增长，钴消费有望逐步回暖。**

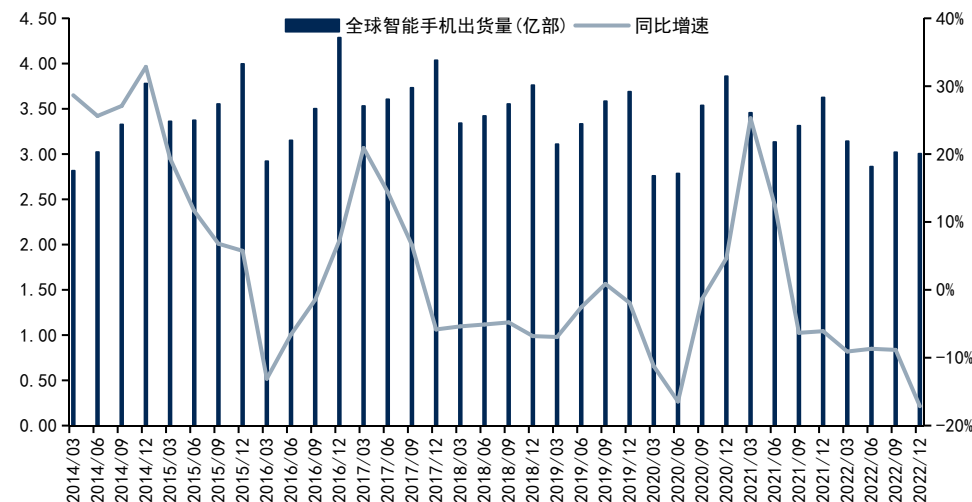
展望未来，全球汽车电动化发展仍将带动钴需求快速增长。虽然高镍化和无钴化是动力电池正极材料主流的两条技术路径，正极材料单位钴消费量会逐步减少，但随着全球新能源汽车产销量快速增长及单车带电量的提升，新能源汽车领域的钴消费量仍然是会快速增长，预计至2025年年均复合增速有望达到30%以上。除此之外，3C消费电子领域受益于居家办公以及远程教学等新模式的拉动，钴消费量有望保持稳定或是略有增长；硬质合金和高温合金受益于高端制造领域的拉动，钴消费量有望保持3-4%的复合增速。综上预计至2025年全球钴消费总量年均复合增速有望达到11.5%。

图：2021年全球钴消费领域分布



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图：全球智能手机出货量（亿部，季度值）



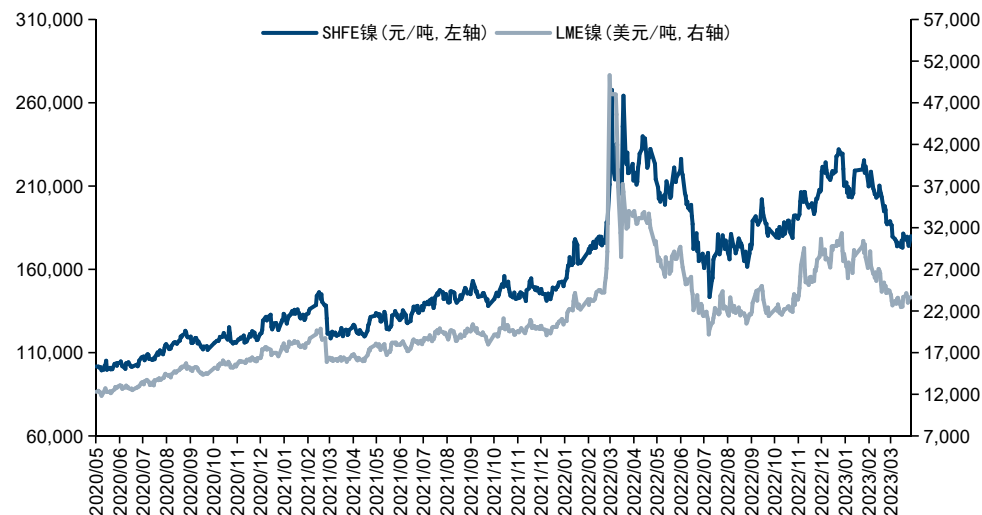
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

镍：镍价震荡下行

3月镍价震荡下行：LME镍月末报价2.36万美金/吨，较月初下跌5.08%；沪镍月末报价17.99万元/吨，较月初下跌12%；国产镍铁（10%min）月末报价1120元/吨度，较月初下跌16.4%；国产电池级硫酸镍月末报价3.495万元/吨，较月初下跌10.2%。今年1月电解镍市场价格走出震荡上行的趋势主要是受到美联储加息边际放缓、国内防疫政策优化、俄罗斯镍巨头诺里尔斯克镍业正考虑今年将镍产量削减约10%以及菲律宾正在考虑对镍矿出口征税&限制镍矿出口消息提振；但2月美国就业数据强劲提升加息预期，美元指数强劲打压镍价，同时伴随硫酸镍转产电积镍利润驱动下国内电解镍板新增项目不断投产，叠加需求恢复节奏不及预期的情况下，镍价震荡下行；3月海外硅谷银行和瑞士信贷流动性风险事件爆发，恐慌情绪蔓延而利空大宗商品，镍价大跌，之后恐慌情绪逐步缓和，镍价企稳，且随着镍价接连下调，市场拿货情况有所增加，内外库存持续去库。

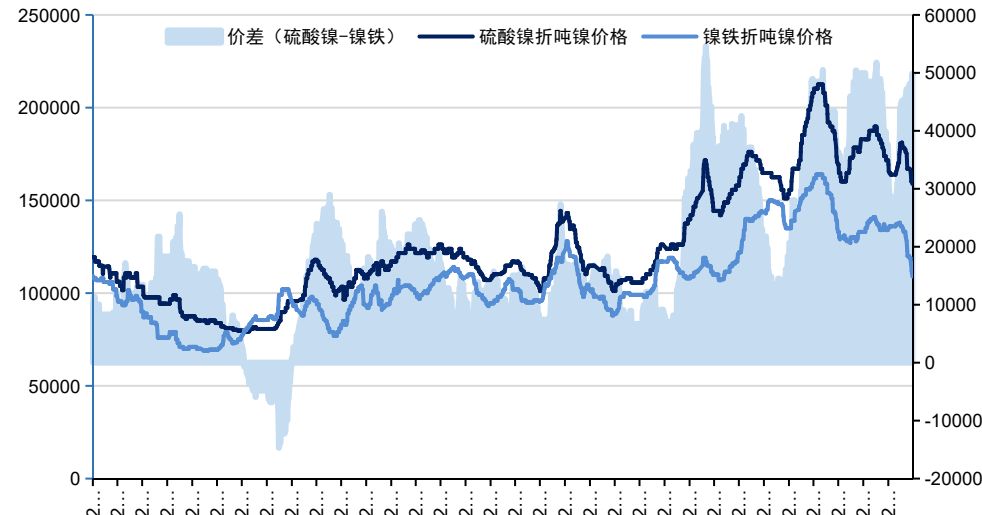
镍产业链结构相对比较复杂，存在二元供应结构：①镍生铁-不锈钢产业链；②硫酸镍-动力电池产业链，RKEF项目大量投产导致镍生铁相对过剩，而电池用镍高增长导致纯镍或硫酸镍相对短缺。①镍生铁-不锈钢产业链：供给端，印尼镍生铁新项目投建顺利，22-23年将保持高增长；需求端，国内不锈钢新增产能大幅增加，22-23年同样将保持高增长，但不锈钢企业最终产量还是要取决于终端消费领域的恢复情况，不锈钢在建筑领域的需求主要还是在竣工端，2022年房地产需求低迷，但近期国内房地产刺激政策频频落地将有望拉动2023年不锈钢终端需求实现较快幅度增长；②硫酸镍-动力电池产业链：供给端，印尼镍冶炼中间品项目投建顺利，包括MHP和高冰镍，22-23年将保持高增长，拉动国内湿法冶炼中间品进口量将实现快速提升，在2022年仍然是供不应求的格局下，2023年供给或相对宽裕；需求端，从22年11月中旬开始由于受到国内某头部电池厂商减产消息以及某新能源车企工厂停产消息影响，需求相比预期有所减弱，市场恐慌情绪有所增加；但是展望2023年，终端新能源汽车产销量有望保持高增速，同时考虑到单车带电量的提升，正极材料和电池产量增速仍有望保持在30%以上。另外，短期磷酸铁锂因为性价比更高，装机占比快速提升，所以高镍价其实并不利于动力电池三元材料体系的发展。

图：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打开（当硫酸镍折吨镍价格-镍铁折吨镍价格>30000元/吨）

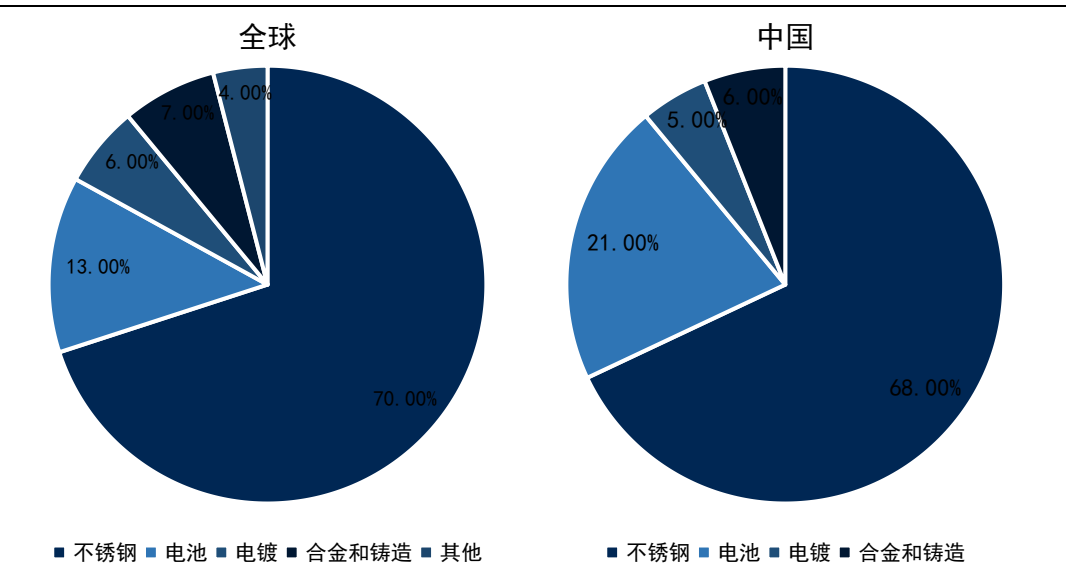


资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

镍：预计镍价重心将下移，或有利于三元材料体系发展

- ◆ 印尼成为全球镍生产的中心。印尼是全球镍矿资源储量最丰富的国家，曾多年是全球最大的镍矿出口国。但2019年8月，印尼政府最终决定加快对镍矿石的出口禁令，自2020年1月1日起，镍矿品位低于1.7%以下的不再允许出口。自2013年开始，中国与印尼合作开发青山工业园区，印尼逐渐承接国内镍产业转移：一方面是印尼NPI产量快速提升，22-23年仍能够保持高增速；另一方面是印尼已经成为全球电池材料的主要生产国，包括MHP和高冰镍。MHP主要是由中资企业投资建设，项目投资成本相比以往有明显的下降，从2022年开始产能逐步进入到快速放量阶段；高冰镍主要是将过剩的镍铁产能通过硫化工艺生产高冰镍，进而生产硫酸镍，打破了原有的二元供应结构。
- ◆ 随着印尼MHP和高冰镍产量的快速增长，硫酸镍的原材料需求相对宽裕，通过镍豆溶解生产硫酸镍的方式也会逐步减少，硫酸镍对镍价的支撑会逐步减弱。镍产业链将从结构性的短缺(纯镍或硫酸镍)转变为整个产业链全面的供需过剩，所以镍价中长期价格中枢是会逐步下移的。但是从另外一个角度来说，镍价高企并不利于三元材料体系的发展，国内以华友钴业为代表的企业，大力在印尼发展镍湿法和火法冶炼项目，尤其是HPAL工艺已经成为湿法冶炼红土镍矿的主流工艺，华友钴业目前在印尼规划的镍产能已经达到60万吨以上，这部分产能的释放可能会对镍价形成压制，但有利于三元材料体系在电池材料领域的发展。
- ◆ 综上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正极材料和动力电池需求复苏，一体化布局的企业有望充分受益于下游需求复苏所带来的订单弹性。

图：2022年全球和中国原生镍消费结构



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

表：全球镍行业供需平衡表

万吨	2019	2020	2021	2022	2023
全球产量	236.7	248.9	260.9	303.6	338.7
全球消费量	240.4	238.5	276.6	289.2	322.0
全球平衡(=产量-消费量)	-3.7	10.4	-15.7	14.4	16.7
中国产量	83.0	74.4	67.7	81.0	94.6
中国消费量	130.8	135.4	154.2	162.2	173.7
均价(美元/吨)	13942	13863	18500	25000	19000

资料来源：安泰科-2022年中国国际镍钴工业年会，国信证券经济研究所整理

稀土行业分析

需求不及预期，价格承压下挫

稀土指标有序增长

- ◆ 2023年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为12.0万吨和11.5万吨，同比分别增长19%、18%，较2022年指标一半均增长14%。分品种来看，轻稀土指标10.9万吨，同比增长22%，中重稀土指标1.1万吨，同比下降5%，较2022年指标一半均增长14%。考虑到稀土的战略资源定位，总量指标管控或将长期存在，其增长将与市场需求增长以及环境承载能力密切相关，弹性有限。

稀土需求空间广阔

- ◆ 节能降耗导向下，稀土永磁材料优势愈发突出。从中长期来看，汽车电动化趋势确定，其快速发展带动稀土需求的大幅提升，政策叠加需求有望继续支撑新能源汽车行业发展。此外，政策导向下，永磁电机未来也有望在工业领域得到广泛应用，带动的稀土消费不容忽视。

轻重稀土走势分化

- ◆ 2023年2月以来，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。因稀土指标分配增速差异等，目前轻重稀土走势出现分化。截至3月31日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为52.3万元/吨、206.0万元/吨、1135.0万元/吨，较2月末分别下降15.8万元/吨、9万元/吨、205万元/吨。短期来看，上半年指标落地，但需求尚未出现明显改善，导致市场看空情绪加深，价格承压。但目前北方稀土集团产品挂牌价格仍保持坚挺，3月氧化镨钕挂牌价为64.24万元/吨，较2月下降400元/吨，后续若需求回升，市场价格有望止跌企稳。

- ◆ **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。为利于政府监管，加强国内资源的合理配置，全国百余个稀土采矿权陆续整合，到2013年形成了六大稀土集团主导的发展格局。2021年底，由中铝集团、中国五矿集团、赣州稀土集团等相关稀土资产战略性重组的中国稀土集团正式成立，行业供给整合开启新篇章。2022年，中国稀土集团先后与江铜集团、广晟集团、湖南省人民政府展开合作，塑造行业一南一北新格局。
- ◆ **稀土开采、冶炼分离总量指标稳健增长。**稀土是国家实行生产总量控制管理的产品，国内稀土开采和冶炼分离总量受到严格管控，任何单位和个人不得无指标超指标生产，指标由工信部、自然资源部每年分批下达。2023年3月24日，工信部、自然资源部下达2023年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为12.0万吨和11.5万吨，同比分别增长19%、18%，较2022年指标一半均增长14%。分品种来看，轻稀土指标10.9万吨，同比增长22%，中重稀土指标1.1万吨，同比下降5%，较2022年指标一半均增长14%。分集团来看，北方稀土指标同比增长34%，占比为67%；稀土集团指标同比下降4%，占比为30%；厦门钨业、广晟有色指标量均同比下降5%；若按2022年指标一半看各家均增长14%。随着指标发放，短期不确定性落地。考虑到稀土的战略资源定位，总量指标管控或将长期存在，其增长将与市场需求增长以及环境承载能力密切相关，弹性有限。

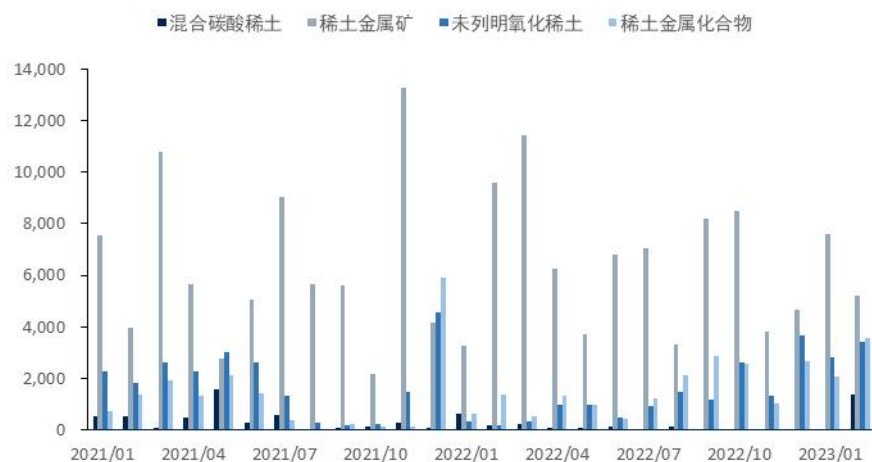
表：稀土矿指标（吨）

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

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

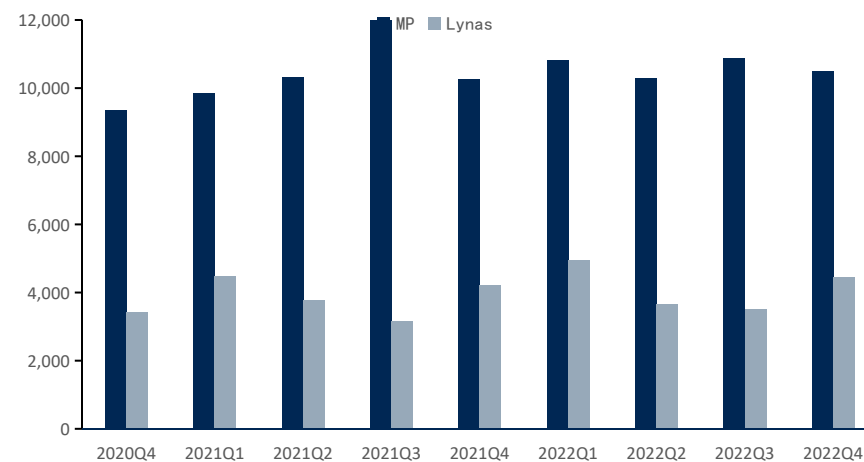
- ◆ **海外稀土资源丰富，但短期难见增量。**稀土元素在地壳中的含量并不低，近年来在各国陆续有新发现大型矿体，但仍难改变其稀有性。一是因为可开采矿床中的含量低、分布散，导致规模化工业开采难度大。二是稀土矿组成复杂，往往伴生有铀、钍等天然放射性元素，导致稀土开采加工过程需要面对复杂的流程，处理严重的环境污染问题。三是短期会受到融资进展、开发建设周期限制。因此，虽然在稀土资源的战略定位以及较高的市场价格吸引下，开采动力充足，但短期内尚难以放量。目前海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass，澳大利亚的Mount Weld，以及缅甸矿。2022年四季度，Mountain Pass、Mount Weld产量分别为10485吨、4457吨，环比分别下降4%、上涨27%。
- ◆ **进口矿供应有望恢复正常水平。**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%。从2023年1-2月进口矿数据来看，混合碳酸稀土、稀土金属矿、未列明氧化稀土、稀土金属化合物进口量分别为1362吨、12812吨、6192吨、5644吨，同比分别增长63%、0%、1170%、179%。分国别来看，缅甸矿进口大幅增加，主要因关口运输正常，辅料、人工入缅重组；美国矿进口量相对平稳，同时美国也在积极恢复下游产业链。

图：稀土进口情况（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

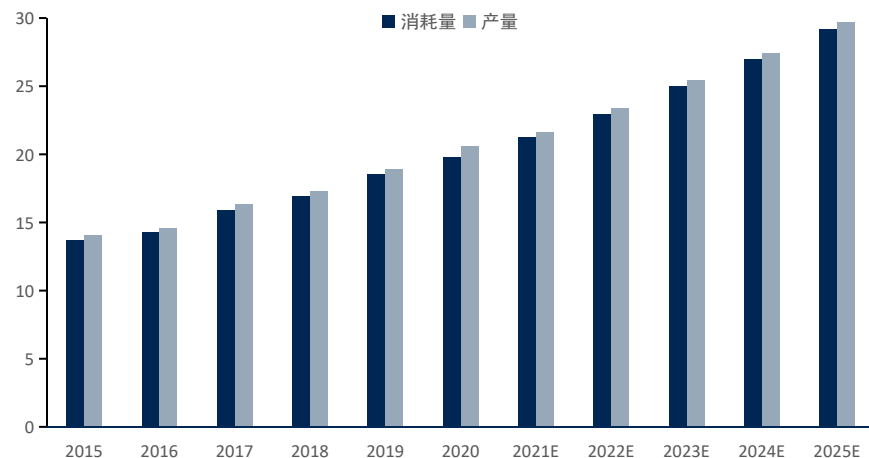
图：MP和Lynas稀土氧化物产量（吨REO）



资料来源：MP、Lynas，国信证券经济研究所整理

- ◆ **节能降耗导向下，稀土永磁材料优势突出。**稀土具有无法取代的优异磁、光、电性能，对改善产品性能，被广泛应用于永磁材料、抛光材料、催化材料等领域。其中永磁材料用量占比最大，增速也最快。用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩（转矩）高，体积小、噪音小、温升小，稳定性可靠性好等优点。在节能降耗导向下，材料优势愈发突出。
- ◆ **新能源汽车用稀土需求保持高速增长。**从中长期来看，汽车电动化趋势确定，2022年，国内新能源汽车销量达688.7万辆，同比大幅增长95.6%，新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升。虽然短期市场受补贴政策预期影响较大，但近期政策也频繁提及新能源汽车，《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》提出推进汽车电动化、网联化、智能化，加强停车场、充电桩、换电站、加氢站等配套设施建设。4月1日，工业和信息化部党组成员、副部长辛国斌在中国电动汽车百人会论坛（2023）上表示要及早研究明确新能源汽车车辆购置税减免等接续优惠政策，支持扩大新能源汽车消费，近日广州也颁布了新能源车补贴政策。
- ◆ **节能电机用稀土需求值得关注。**2022年6月，工信部等六部门印发《工业能效提升行动计划》，提出实施电机能效提升行动，2025年新增高效节能电机占比达到70%以上，在节能降耗导向下，永磁电机未来也有望在工业领域得到广泛应用，带动的稀土消费不容忽视。

图：烧结钕铁硼产销量及预测（万吨）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

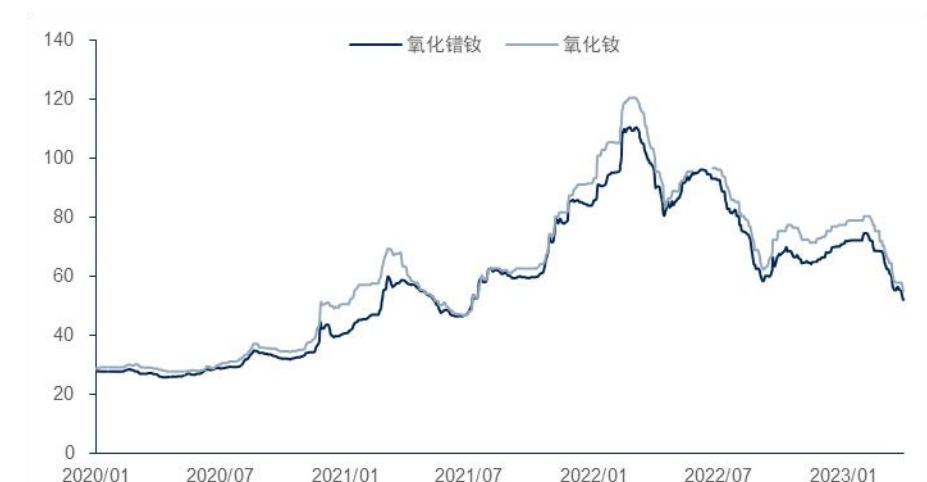
图：我国新能源汽车当月销量（万辆，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

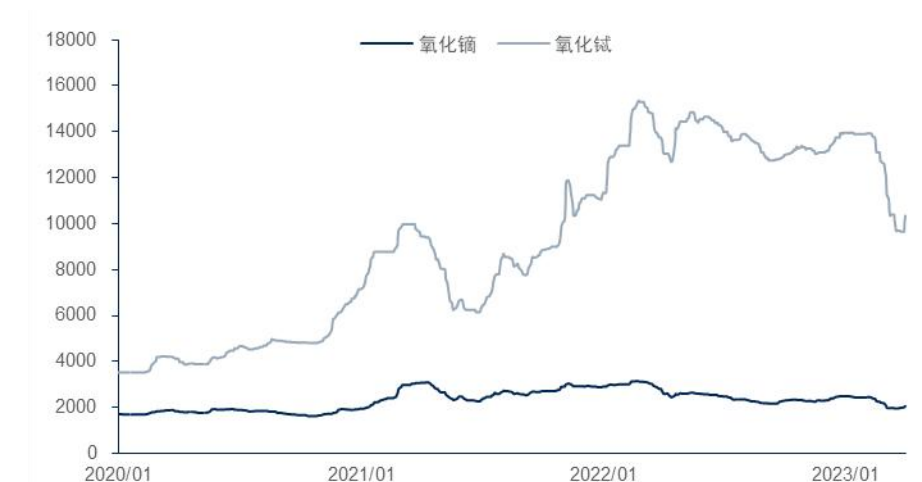
- ◆ **轻稀土价格持续回落，中重稀土价格企稳。**2023年2月以来，因稀土需求实际表现相对平淡，价格开始下降，3月初特斯拉投资者日提出使用无稀土永磁电机，对市场预期形成较大冲击，促使稀土价格大幅回落。因稀土指标分配增速差异等，目前轻重稀土走势出现分化。截至3月31日，氧化镨钕、氧化镱、氧化铽价格分别为52.3万元/吨，206.0万元/吨、1135.0万元/吨，较2月末分别下降15.8万元/吨、9万元/吨、205万元/吨。短期来看，上半年指标落地，但需求尚未出现明显改善，导致市场看空情绪加深，价格承压。但目前北方稀土集团产品挂牌价格仍保持坚挺，3月氧化镨钕挂牌价为64.24万元/吨，较2月下降400元/吨，后续若需求回升，市场价格有望止跌企稳。
- ◆ **稀土供需有序，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。短期特斯拉无稀土永磁电机概念对市场形成较大冲击，我们倾向于认为这种技术变更的出发点在于对供应量安全的考量，近年来欧美车厂也一直在寻找替代稀土的办法，包括对励磁电机的使用。目前汽车永磁电机使用的钕铁硼材料，是第三代永磁体，也是目前磁性能最好的成熟材料，国内电车企业短期或尚无更换技术路径的动力。此外，我们看到在节能降耗的导向下，永磁电机有望在工业领域得到大范围使用，提振稀土需求。稀土作为战略金属，预期中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及生态环境损失的合理补偿，价值有望得到重估。

图：氧化镨钕及氧化铈价格（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

供给侧秩序持续优化，行业盈利存改善空间

需求修复未达预期，库存压力相对较小

- ◆ PMI保持扩张，基建投资高景气持续。3月，制造业PMI为51.9%，前值52.6%，虽有小幅回落但仍处于扩张区间。1-2月，基础设施建设投资同比增长12.2%，其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比达25.4%。基建投资需求旺盛，或有效托底钢材需求。
- ◆ 钢材消费修复未达预期，库存保持下降态势。此前，市场对“金三”保有较高预期，但近两周钢材表观消费量表现相对弱势。

行业兼并重组提速，龙头优势日益突出

- ◆ 钢铁行业供给侧结构性改革目标明确。近期朝阳市国资委与签署股权转让协议，将其持有的凌钢集团49%股权转让给鞍钢集团。新冶钢与南钢创投、新工投资及南钢集团签署《战略投资框架协议》和《增资协议》，相关增资事项完成后，新冶钢将持有南钢集团55.25%股权。
- ◆ 龙头企业优势愈发突出。兼并重组后的钢铁企业将享有更大的市场空间，更高的经营效率，更低的生产成本，能够具备更强的市场话语权，抵抗价格波动的能力更高。鉴于优质钢铁企业更具备兼并重组的动力和实力，未来行业的发展趋势或是强者愈强。

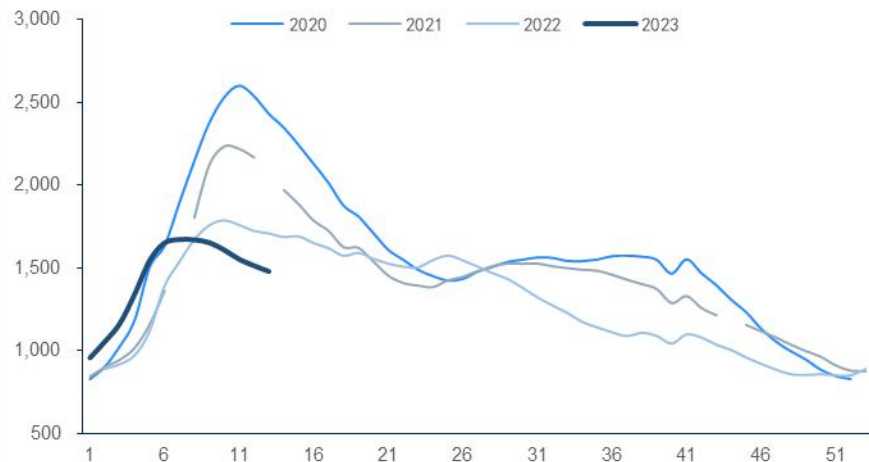
钢价震荡运行，行业盈利存在修复空间

- ◆ 短期来看，需求预期对价格仍有支撑，而铁水产量上涨空间已非常有限，预期成本端利润有望向钢厂端让渡。目前大量钢铁股吨钢市值已远低于市场重置成本，随着各项刺激政策的推出，钢材消费信心修复，有望带动估值修复。

需求修复未达预期，库存压力相对较小

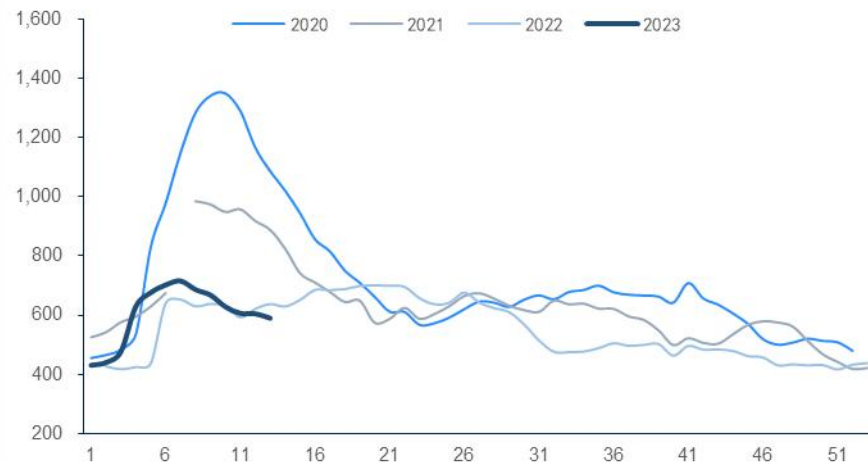
- ◆ **PMI保持扩张，制造业稳步复苏。**3月，制造业PMI为51.9%，前值52.6%，虽有小幅回落但仍处于扩张区间。分项来看，各项指数有不同程度回落，但生产指数、新订单指数分别为54.6%、53.6%，处历史较高水平。预期随着经济活力恢复，钢材需求有望继续回暖。
- ◆ **地产端需求尚未好转。**统计局数据显示，2023年1-2月，全国房地产开发投资完成额累计同比下降5.7%，房屋新开工面积累计同比下降9.4%，商品房销售面积累计同比下降3.6%，降幅较2022年明显收窄。当下，多维度宽松有望对激活市场交易起到积极作用，开工意愿或迎来修复，虽短期内难以扭转地产端用钢需求表现，但有助于市场情绪改善。
- ◆ **基建投资高景气持续。**1-2月，基础设施建设投资同比增长12.2%，其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比达25.4%。基建投资需求旺盛，或有效托底钢材需求。
- ◆ **钢材消费修复未达预期，库存保持下降态势。**此前，市场对“金三”保有较高预期，但近两周钢材表观消费量表现相对弱势。截至3月31日，五大钢材钢厂库存、社会库存、表观消费量分别为590万吨、1478万吨、1024万吨。

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

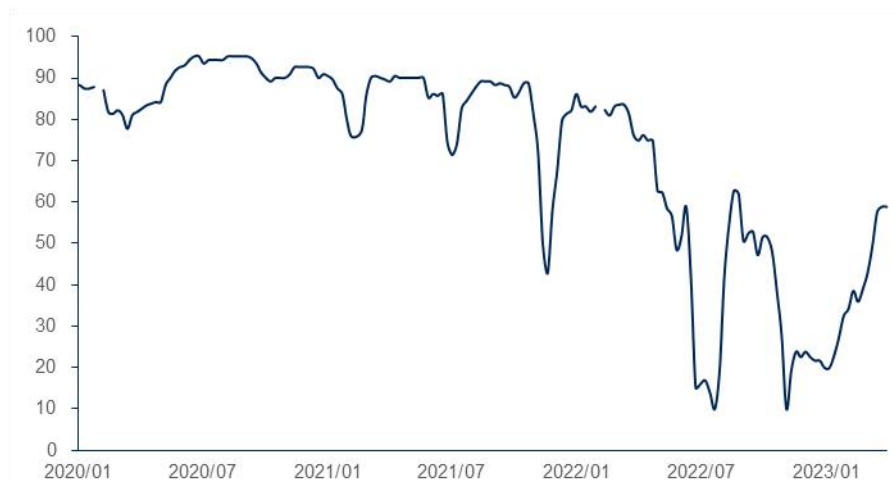
- ◆ **行业产能、产量双管控呈现常态化趋势。**2021年受粗钢平控以及能耗双控因素影响，全国粗钢产量下降超过3000万吨；2022年粗钢压降政策延续，同时受到行业经营情况恶化，钢厂主动减产因素影响，粗钢产量继续下降1979万吨。复盘发达国家用钢需求变化规律，结合碳达峰、碳中和目标导向，钢铁行业供给有顶的大方向明确，行业产能、产量双管控有望呈现常态化趋势。短期，限产预期仍在博弈。
- ◆ **钢厂高炉开工率持续上升。**随着需求恢复，钢厂盈利情况也在改善，促进开工率提升。截至3月31日，247家钢厂高炉开工率为83.9%，环比增加1.1%，较去年同比增加6.4%；日均铁水产量243.4万吨，环比增加3.5万吨，同比增加17.3万吨；钢厂盈利率58.9%，环比持平，同比下降16.0%。
- ◆ **短流程盈利低迷。**受制于盈利情况，3月31日，87家独立电弧炉钢厂开工率76.9%，3月中旬高点为78.3%。
- ◆ **产量增量明显。**从统计局数据来看，1-2月，我国粗钢累计产量达1.9亿吨，同比增长5.6%，对应1074吨。

图：高炉、电弧炉开工情况（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：钢厂盈利情况（%）

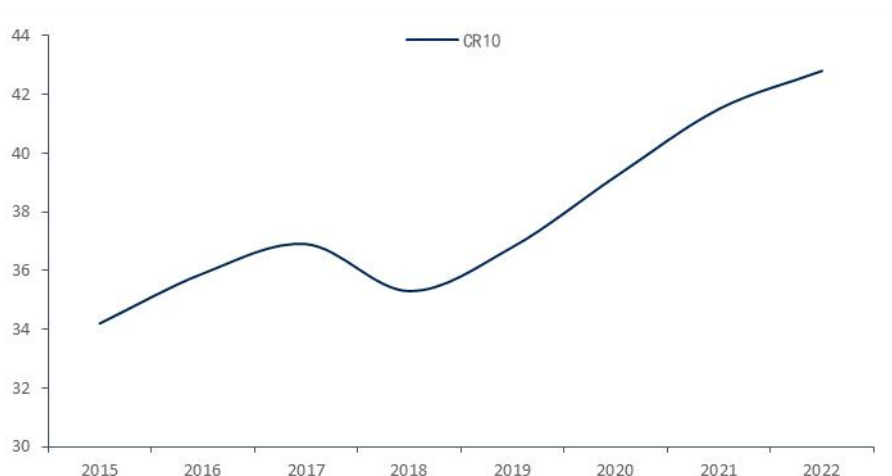


资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

行业兼并重组提速，龙头优势日益突出

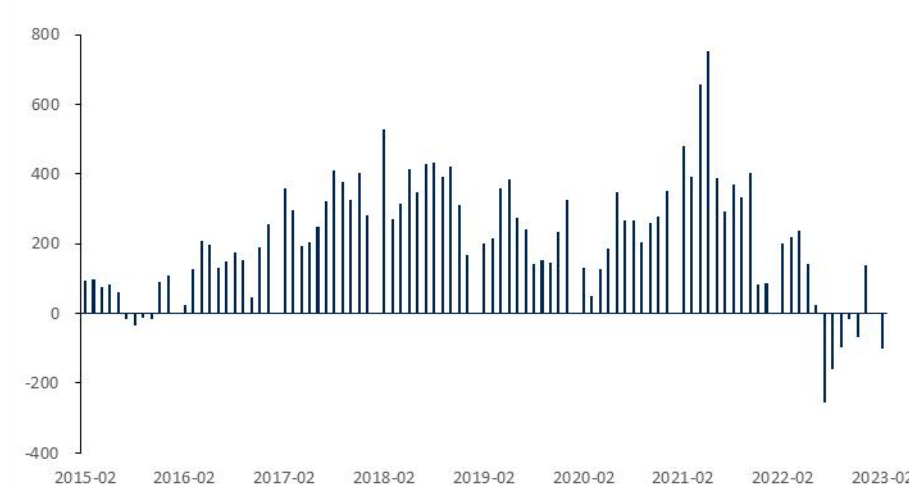
- ◆ **行业供给侧结构性改革目标明确。**3月25日，工信部原材料工业司副司长张海登表示，今年要严格落实产能置换，严禁新增产能。进一步深化混合所有制改革，加快行业兼并重组，在专业领域形成一批世界先进的领航企业，同时通过兼并重组改变部分地区钢铁产业小散乱的局面。当前，我国钢铁行业已逐步进入稳增长、控总量、调结构、促转型的深度调整阶段，并且现阶段部分企业面临着较大的经营压力。在此背景下，CR10持续提升，产业集中度的提升有利于促进产业协调发展。
- ◆ **兼并重组大幕再度拉开。**3月30日，朝阳市国资委与签署股权转让协议，将其持有的凌钢集团49%股权转让给鞍钢集团。4月2日，新冶钢与南钢创投、新工投资及南钢集团签署《战略投资框架协议》和《增资协议》，相关增资事项完成后，新冶钢将持有南钢集团55.25%股权，成为南钢集团控股股东；同日，南钢集团通过行使优先购买权方式，与复星高科、复星产投、复星工发签署《股权转让协议》，收购南京钢联60%股权。
- ◆ **龙头企业优势愈发突出。**兼并重组后的钢铁企业将享有更大的市场空间，更高的经营效率，更低的生产成本，能够具备更强的市场话语权，抵抗价格波动的能力更高。鉴于优质钢铁企业更具备兼并重组的动力和实力，未来行业的发展趋势或是强者愈强。

图：中国钢铁行业CR10变化情况（%）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图：黑色金属冶炼和压延加工业利润总额（亿元）

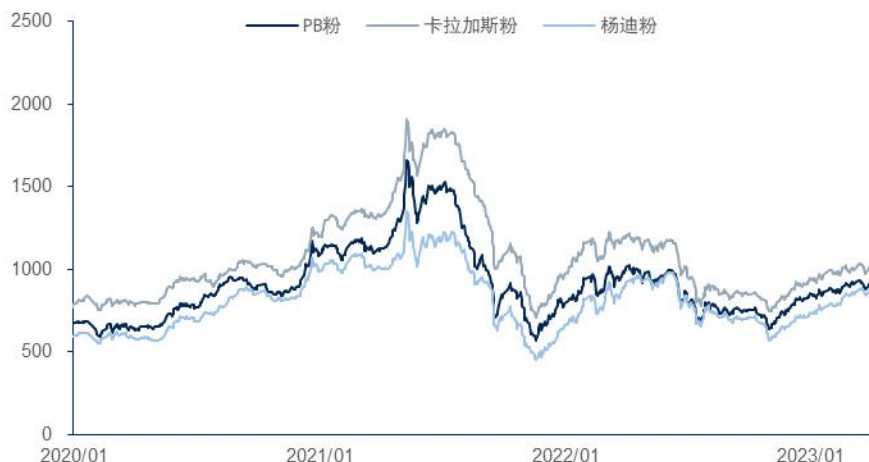


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

铁矿石价格偏强，焦煤价格回落

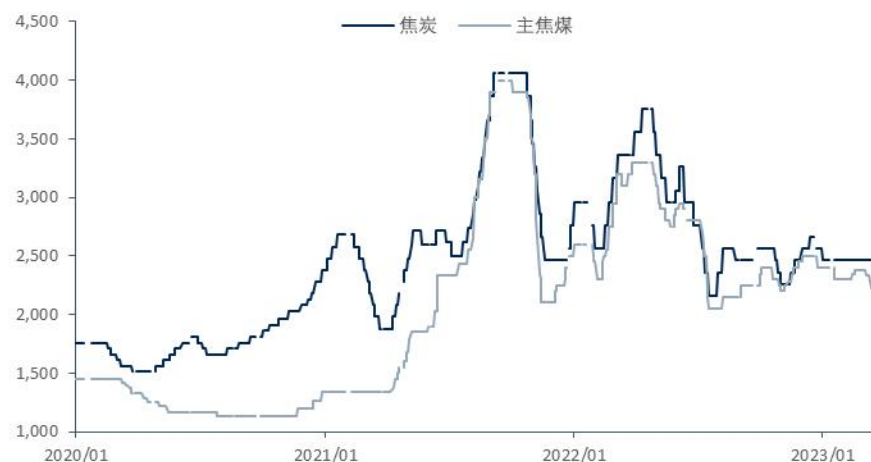
- ◆ **铁矿石价格偏强运行。**截至3月31日，青岛港PB粉价格为918元/湿吨，较2月末上涨23元/吨，月中价格低点为875元/吨。月中，国家发展改革委开展实地调研，深入研究铁矿石保供稳价工作，随着铁矿石价格的大幅上涨，监管部门已多次表态要强化铁矿石价格监管。但因阶段性铁矿石到港量有所下降，且需求提升，铁矿石港口库存持续下降，对价格形成支撑。截至3月24日，铁矿石中国到港量为2124万吨，3月周均为2176万吨，2月周均为2282万吨，1月周均为2442万吨。截至3月31日，全国主要港口铁矿石库存量为13461万吨，较3月初下降539万吨。但从中长期的角度来看，“基石计划”稳步推进，全球铁矿石供需偏向宽松，对价格或形成压制。
- ◆ **焦煤价格回落。**截至3月31日，吕梁准一级焦炭、主焦煤价格分别为2460元/吨、2200元/吨，较2月末分别持平、下降180元/吨。焦煤方面，煤矿维持生产，炼焦煤库存仍在低位，但进口量大幅提升，截至3月31日，钢厂、独立焦企、六港口炼焦煤库存分别为838、940、153万吨，较3月初分别增加3、下降40、增加15万吨。焦炭方面，行业利润有所修复，截至3月31日，全国独立焦化厂平均盈利55元/吨。但Mysteel数据显示，二季度焦炭产能净新增397万吨，预期焦炭供应趋于宽松，或仍将处于产业链中弱势地位。

图：进口铁矿石港口价格（元/湿吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：冶金焦以及主焦煤市场价（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

钢价震荡运行，行业盈利存在修复空间

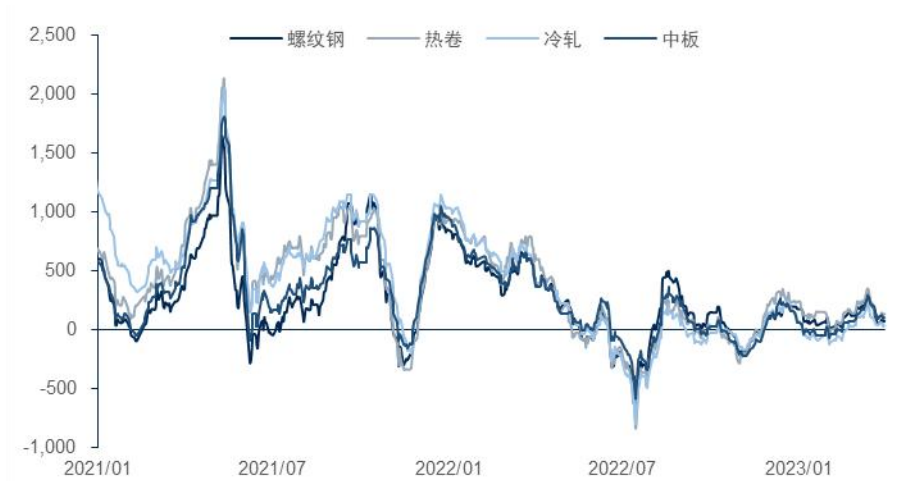
- ◆ **需求不及预期，钢价震荡偏强。**截至3月31日，上海地区螺纹钢、热轧板卷、冷轧、中板价格分别为4260元/吨、4340元/吨、4790元/吨、4470元/吨，较2月末分别上涨20元/吨、60元/吨、60元/吨、100元/吨，板材表现相对占有。3月需求复苏程度不及预期，特别是周度螺纹钢表观消费量一度出现下降，但在政策导向下，以及基建投资高景气带动下，4月钢材需求仍有进一步上升空间，对钢材价格形成支撑。从行业利润角度来看，我们测算，目前长流程原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧、中板毛利润分别为72元/吨、133元/吨、32元/吨、105元/吨，较2月末分别下降46元/吨、下降10元/吨、下降13元/吨、增长22元/吨。短期来看，需求预期对价格有支撑，而钢厂端保持低库存策略，铁水产量上涨空间已非常有限，预期成本端利润有望向钢厂端让渡。
- ◆ **供需有序，板块估值有望得到修复。**在双碳背景下，钢铁行业供给有顶的大方向不会变，产量的持续下降有利于行业供需关系改善和对原燃料价格的抑制，成材端有望保持合理利润。同时，钢铁行业龙头企业近年来持续开展降本增效工作，在经历过原燃料价格的大幅上涨、需求断崖式下降等挑战后，盈利韧性得到持续验证。而目前大量钢铁股吨钢市值已远低于市场重置成本，随着各项刺激政策的推出，钢材消费信心修复，有望带动估值修复。

图：钢材价格（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：钢材原料滞后一个月模拟毛利润（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理测算

推荐组合

金属行业4月推荐组合：神火股份、洛阳钼业、紫金矿业、金诚信、华菱钢铁、中信特钢。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	2021A	2022E	EPS 2023E	2021A	2022E	PE 2023E	PB 2022
601899.SH	紫金矿业	买入	12.12	3136.29	0.60	0.76	0.91	20.2	15.9	13.3	3.1
600019.SH	宝钢股份	买入	6.28	1398.07	1.07	0.52	0.6	5.9	12.1	10.5	0.6
002460.SZ	赣锋锂业	买入	68.34	1279.20	3.64	10.17	7.29	18.8	6.7	9.4	3.6
002466.SZ	天齐锂业	买入	80.09	1264.36	1.41	13.54	13.71	56.8	5.9	5.8	3.2
000792.SZ	盐湖股份	买入	22.51	1222.94	0.82	2.86	2.41	27.5	7.9	9.3	5.6
603993.SH	洛阳钼业	买入	5.91	1204.02	0.24	0.28	0.51	24.6	21.1	11.6	1.9
600111.SH	北方稀土	买入	26.53	959.08	1.42	1.75	2.06	18.7	15.2	12.9	5.0
000708.SZ	中信特钢	买入	17.77	896.88	1.58	1.41	1.70	11.2	12.6	10.5	2.5
1378.HK	中国宏桥	买入	7.74	686.03	1.77	2.05	2.22	4.4	3.8	3.5	0.7
000807.SZ	云铝股份	买入	13.14	455.69	0.96	1.32	1.51	13.7	10.0	8.7	1.8
000933.SZ	神火股份	买入	17.69	398.20	1.44	3.36	3.44	12.3	5.3	5.1	2.3
000932.SZ	华菱钢铁	增持	5.51	380.67	1.40	0.92	1.01	3.9	6.0	5.5	0.7
002756.SZ	永兴材料	买入	87.23	361.74	2.19	15.24	9.9	39.8	5.7	8.8	3.8
002532.SZ	天山铝业	买入	7.56	351.68	0.82	0.57	0.85	9.2	13.3	8.9	1.6
002738.SZ	中矿资源	买入	72.68	335.50	1.77	6.77	10.23	41.1	10.7	7.1	5.0
002240.SZ	盛新锂能	买入	35.48	323.54	1.08	7.33	8.07	32.9	4.8	4.4	3.0
601168.SH	西部矿业	买入	12.77	304.31	1.23	1.45	1.57	10.4	8.8	8.1	1.6
600988.SH	赤峰黄金	买入	18.00	299.50	0.35	0.27	0.47	51.4	66.7	38.3	5.5
600497.SH	驰宏锌锗	买入	5.19	264.24	0.11	0.39	0.46	47.2	13.3	11.3	1.6
600516.SH	方大炭素	买入	6.50	261.69	0.29	0.45	0.51	22.4	14.4	12.7	1.5
000878.SZ	云南铜业	增持	12.88	258.07	0.38	0.69	0.76	33.9	18.7	16.9	1.8
600392.SH	盛和资源	买入	14.52	254.51	0.61	1.41	1.52	23.8	10.3	9.6	2.6
002497.SZ	雅化集团	买入	21.59	248.84	0.82	4.21	4.26	26.3	5.1	5.1	2.6
600282.SH	南钢股份	增持	3.91	241.06	0.66	0.35	0.48	5.9	11.2	8.1	0.7
300748.SZ	金力永磁	买入	28.96	231.63	0.64	0.84	1.00	45.3	34.5	29.0	3.6
603876.SH	鼎胜新材	买入	40.39	198.10	0.94	2.99	3.98	43.0	13.5	10.1	3.4
600711.SH	盛屯矿业	买入	5.77	181.25	0.38	0.68	1.09	15.2	8.5	5.3	1.2
603979.SH	金诚信	买入	30.02	180.76	0.8	1.18	1.75	37.5	25.4	17.2	2.7
600456.SH	宝钛股份	买入	35.54	169.80	1.18	1.71	2.13	30.1	20.8	16.7	3.2
000778.SZ	新兴铸管	买入	4.02	160.40	0.5	0.45	0.5	8.0	8.9	8.0	0.6
601677.SH	明泰铝业	买入	15.95	154.69	2.71	1.74	2.07	5.9	9.2	7.7	1.5
600782.SH	新钢股份	增持	4.19	133.61	1.39	1.29	1.31	3.0	3.2	3.2	0.5
600507.SH	方大特钢	增持	5.63	131.28	1.27	1.16	1.2	4.4	4.9	4.7	1.8
002110.SZ	三钢闽光	增持	4.88	119.64	1.64	0.77	0.8	3.0	6.3	6.1	0.5
603612.SH	索通发展	买入	22.90	116.07	1.4	3.24	3.62	16.4	7.1	6.3	2.2
601609.SH	金田股份	增持	6.76	100.04	0.51	0.41	0.72	13.3	16.5	9.4	1.4
300057.SZ	万顺新材	买入	8.42	76.61	-0.07	0.36	0.51	-120.3	23.4	16.5	1.5
002540.SZ	亚太科技	买入	6.05	75.64	0.37	0.54	0.48	16.4	11.2	12.6	1.2
003038.SZ	鑫铂股份	买入	40.37	59.60	1.14	1.27	2.31	35.4	31.8	17.5	3.6
002996.SZ	顺博合金	买入	12.85	56.41	0.78	0.46	0.84	16.5	27.9	15.3	2.4
300828.SZ	锐新科技	买入	14.49	24.04	0.69	1.01	1.32	21.0	14.3	11.0	2.8

资料来源：Wind、公司资料、国信证券经济研究所整理预测；备注：中国宏桥股价和EPS已转化成人民币元

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

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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