

2022H1 盈利向好，板块继续精彩纷呈

2022 年 09 月 05 日

► **2022 有色板块整体情况**，从二级市场来看：2022 年至今（2022 年 9 月 2 日）有色金属板块整体跌幅为 6.1%，板块排第 15，其中 2022Q2 有色金属涨幅为 10.48%，板块排名第 10；2022 年 H1，有色金属上涨 0.83%，板块排名第 11；细分板块中，2022 年至今铝板块表现优于有色其他板块，此外，2022 年 Q2 磁性材料板块表现最佳。

► **细分板块来看：2022H1 总体业绩上升，能源金属表现亮眼。**①贵金属：2022H1 黄金价格同比变化+4.01%，环比+4.63%，2022H1 贵金属板块归母净利润同比增长 407.32%，环比下降 9.24%；2022Q2 归母净利润 15.80 亿元，同比、环比分别变动+2827.76%和 4.11%。②基本金属：2022H1 铝/铜/锌价分别同比上涨 23.15%、7.03%、19.78%，归母净利润分别同比增长 74%、52%和 15%。③能源金属：2022Q2 电池级碳酸锂和氢氧化锂同比上涨 464.6%和 507.3%；硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比上涨 43.2%和 39.9%；电解镍价格同比上涨 63.5%。锂板块 22H1 归母净利润同比大增约 669%，钴板块 22H1 归母净利润增长 27%，镍板块 22H1 归母净利润同比增加 24.6%。

► **投资建议：看好铜铝、锂钴镍、贵金属机会。(1) 工业金属：供给周期中场休息，金属价格中枢上移。**美联储加息力度环比提升空间有限，金融属性压力逐步缓解。供给端：在双碳大背景下叠加资本开支不足和疫情扰动，推高工业金属成本曲线，供给端周期开启。需求端：新能源领域长坡厚雪，传统领域需求仍具韧性。金属价格中枢或上移。建议重点关注紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、楚江新材、神火股份、中国铝业、南山铝业、天山铝业、驰宏锌锗。(2) 能源金属：新能源需求仍然高增，供需结构长期偏紧，资源溢价能力提升。锂：供给偏紧格局确定，锂资源溢价大幅提升，电动化长期趋势不变，供需格局仍将长期向好，未来价格中枢及行业盈利水平有望持续。钴：短期面临供给增加与需求疲软压力，但电池需求持续向好、国家收储预期之下，价格或触底回暖。镍：短期结构性短缺推升镍价，需求端 4680 电池量产在即，未来高镍化趋势较为确定。建议重点关注华友钴业、中矿资源、天齐锂业、西藏矿业、赣锋锂业。(3) 贵金属：名义利率难以跑赢通胀，实际利率低位支撑金价。我们认为加息预期或已被市场充分反应，美国经济基本面弱化或将持续牵制加息进程。若加息不及预期，叠加俄乌冲突带来的能源危机，届时将出现通胀上行，但名义利率上行不及预期的局面，实际利率将进一步下行。在全球货币超发、央行购金需求上升背景下，黄金将走出一轮上涨行情。建议重点关注赤峰黄金、招金矿业、山东黄金、银泰黄金。

► **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，全球经济衰退。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601899.SH	紫金矿业	8.52	0.60	0.92	1.05	14	9	8	推荐
603993.SH	洛阳钼业	4.90	0.24	0.39	0.42	20	13	12	推荐
000933.SZ	神火股份	16.51	1.44	3.12	3.58	11	5	5	推荐
603799.SH	华友钴业	74.51	3.19	3.51	5.65	23	21	13	推荐
002460.SZ	赣锋锂业*	82.86	3.64	6.83	8.29	23	12	10	/
002466.SZ	天齐锂业	105.22	1.41	12.36	13.04	75	9	8	推荐
002738.SZ	中矿资源	89.89	1.72	7.20	10.04	52	12	9	推荐
000762.SZ	西藏矿业	47.34	0.27	2.19	3.04	175	125	16	推荐
600988.SH	赤峰黄金	19.30	0.35	0.86	1.14	55	22	17	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022-09-02 收盘价，带*为 wind 一致预期

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001
电话：021-80508866
邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002
电话：13148188873
邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006
电话：010-85127604
邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057
电话：13162935853
邮箱：zhangyiqing@mszq.com

研究助理 刘小华

执业证书：S0100121120055
电话：021-80508866
邮箱：liuxiaohua@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20220828：限电支撑工业金属价格，供需向好能源金属价格走高-2022/08/28
2. 民生有色周报 20220821：限电冲击金属供应，叠加需求旺季来临金属价格上涨-2022/08/21
3. 民生有色周报 20220814：加息压力缓解，国内旺季将临支撑金属价格走高-2022/08/14
4. 有色金属周报 20220807：非农超预期衰退担忧缓解，金属价格震荡反弹-2022/08/07
5. 光伏焊带行业深度报告：需求进入高速增长期，产品技术迭代进行时-2022/07/31

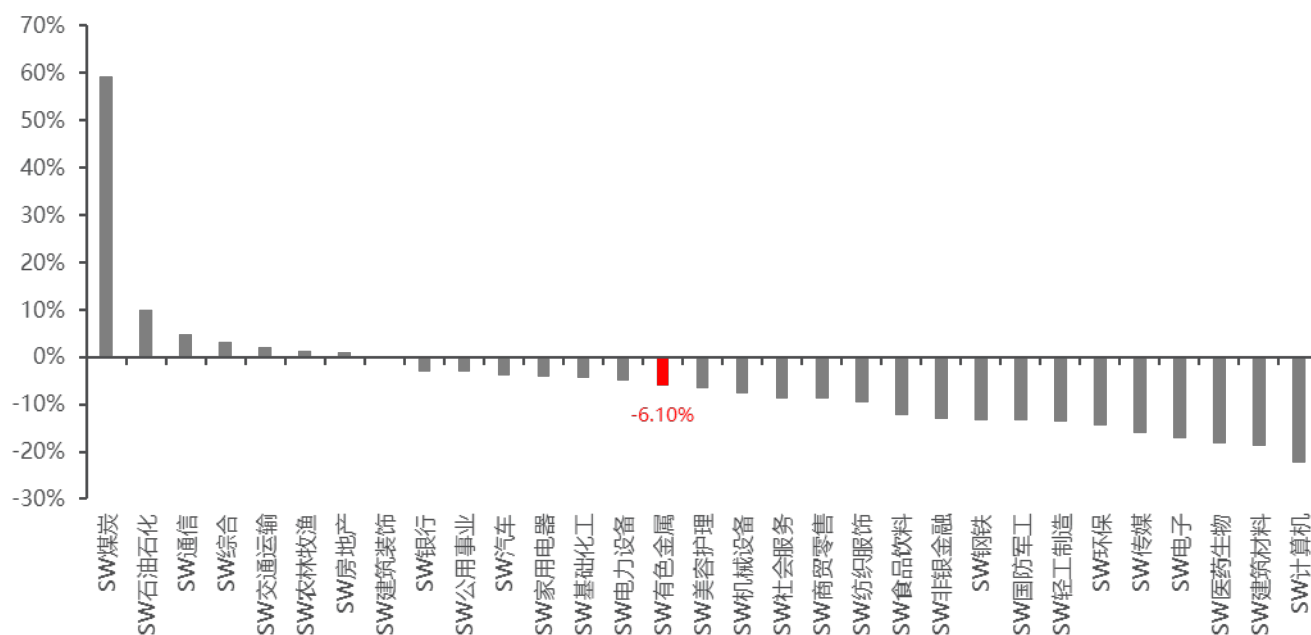
目录

1 有色金属：2022Q2 相对收益明显，盈利同环比持续改善	3
2 细分板块来看：总体业绩上升，能源金属表现亮眼	12
2.1 基本金属：2022Q2 价格环比除锌镍外均下降，工业金属各细分行业扣非环比均上涨	12
2.2 贵金属：金价上半年震荡，板块公司总体业绩上升	14
2.3 稀有金属：供需紧张下价格高位，锂板块表现突出	16
3 2022Q2 有色板块基金持仓比例创新高	25
4 2022H2 展望：供给约束仍在，金属价格中枢上移	29
4.1 工业金属：能源价格上行，供需紧平衡下铜铝锌价格中枢上移	29
4.2 贵金属：名义利率难以跑赢通胀，金价蓄势待发	34
4.3 能源金属：供需紧张下价格有望高位，资源端溢价不断提升	37
5 投资建议：加息周期下，供给约束仍在，金属价格有望维持高位	46
6 风险提示	48
插图目录	49
表格目录	50

1 有色金属：2022Q2 相对收益明显，盈利同环比持续改善

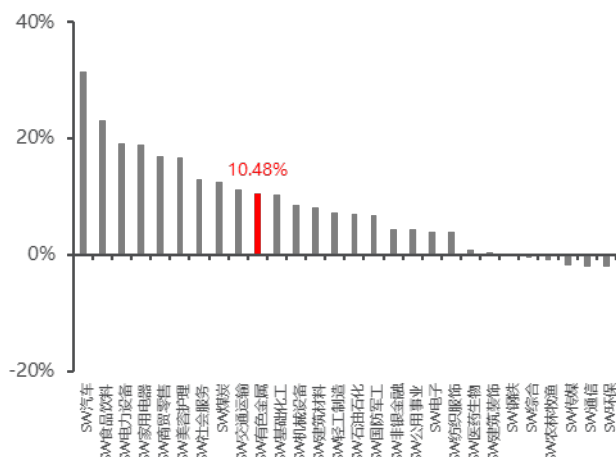
2022 年至今，有色金属下跌 6.1%，其中 2022Q2 上涨 10.48%，位列第 10。2022 年以来有色金属板块整体跌幅为 6.1%，板块排第 15，其中 2022Q2 有色金属涨幅为 10.48%，板块排名第 10；2022 年 H1，有色金属上涨 0.83%，板块排名第 11。

图1：SW 有色板块 2022 年至今（2022 年 9 月 2 日）整体跌幅为 6.1%（单位：%）



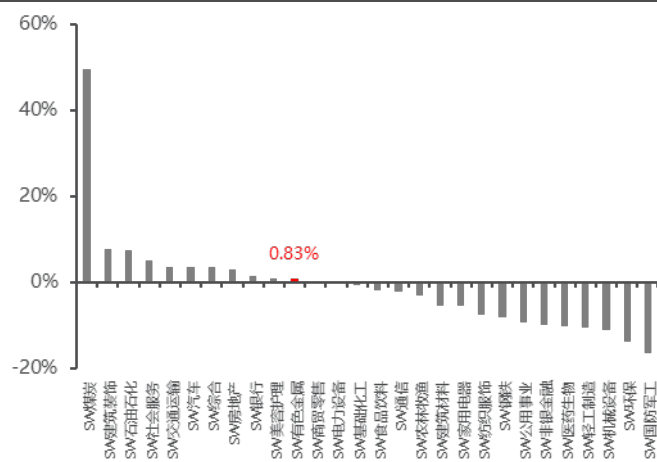
资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据来自 wind 板块数据浏览器-申银万国行业类（2021）

图2：2022 年 Q2，SW 有色上涨 10.48%，位列第 10（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据来自 wind 板块数据浏览器-申银万国行业类（2021）

图3：2022 年 H1，SW 有色上涨 0.83%（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据来自 wind 板块数据浏览器-申银万国行业类（2021）

对比指数而言，有色板块表现较好。2022 年至今有色金属板块跌幅为 6.1%，市场表现优于上证综指（-12.5%）与沪深 300（-18.15%）。分阶段来看，2022 年 Q2 有色金属板块涨幅为 10.48%，优于沪深 300（6.21%），优于上证综指（4.5%）；2022 年 H1 有色金属板块涨幅为 0.83%，优于沪深 300（-9.22%），优于上证综指（-6.63%）。

表1：有色金属板块表现强于指数（单位：%）

	沪深 300	上证综指	有色金属
2022Q2	6.21%	4.50%	10.48%
2022H1	-9.22%	-6.63%	0.83%
2022 至今（2022/9/2）	-18.15%	-12.50%	-6.10%

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

注：有色金属数据来自 wind 板块数据浏览器-申银万国行业类（2021）

图4：2022 年至今（2022 年 9 月 2 日）有色金属板块表现较好（SW 申万有色：右轴，单位：点）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：有色金属（申万）代码是 801050.SI

从细分板块情况来看，根据申万二级行业指数 2022 年至今的区间涨跌幅来看，有色金属五个板块涨幅由高到低分别为贵金属、工业金属、金属新材料、小金属、能源金属。而从三级行业指数来看，涨幅最前的为钼，跌幅最大的是稀土。

表2：2022 年至今子板块涨跌幅

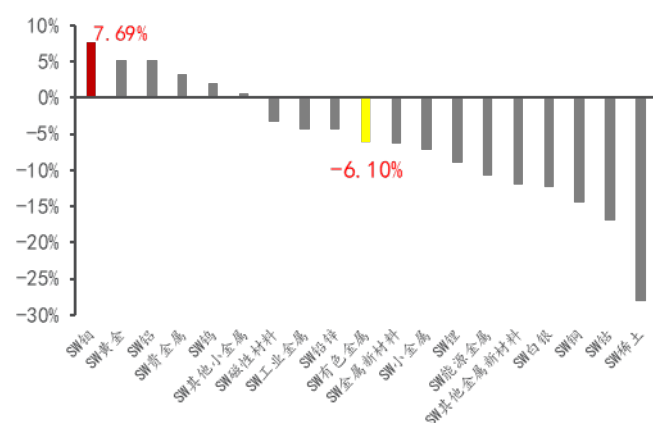
SW 有色金属		区间涨跌幅
		-6.10%
		-6.25%
SW 金属新材料	SW 其他金属新材料	-11.93%
	SW 磁性材料	-3.23%
		-4.30%
SW 工业金属	SW 铝	5.16%
	SW 铜	-14.36%
	SW 铅锌	-4.38%
		3.33%
SW 贵金属	SW 黄金	5.21%
	SW 白银	-12.30%
		-7.10%
SW 小金属	SW 稀土	-28.15%
	SW 钨	1.98%
	SW 其他小金属	0.64%
	SW 钼	7.69%
		-10.72%
SW 能源金属	SW 钴	-16.86%
	SW 锂	-8.88%

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

注：数据来自 wind 板块数据浏览器-申银万国行业类（2021）

从申万有色三级行业指数的分阶段数据来看，2022 年至今（2022 年 9 月 2 日）钼、黄金等板块表现优于有色金属其他板块。2022 年至今有色板块跌幅 6.1%，其中钼、黄金、铝、钨、其他小金属、板块表现突出，分别上涨 7.69%、5.21%、5.16%、1.98%、0.64%，磁性材料、铅锌、锂、其他金属新材料、白银、铜、钴、稀土板块分别下跌 3.23%、4.38%、8.88%、11.93%、12.30%、14.36%、16.86%、28.15%。而 2022 年 Q2 有色板块上涨 10.48%，除铅锌、白银、黄金、铜外，其他板块均有不同程度的上涨。2022H1 有色板块上涨 0.83%，除钼、磁性材料、锂、其他小金属、钴、黄金外，其他板块均有不同程度下跌。

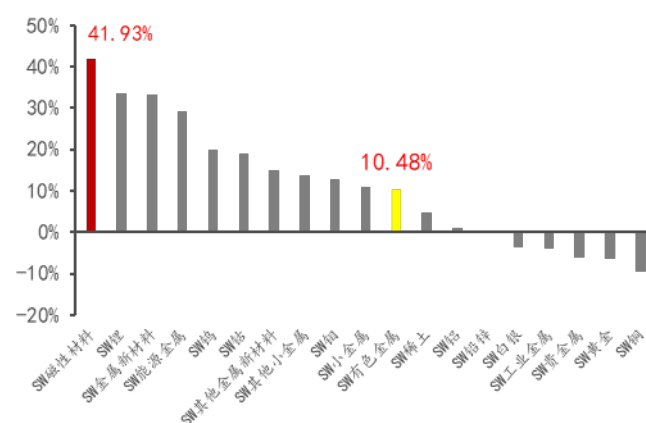
图5：2022 年至今（2022 年 9 月 2 日），钼板块涨幅最大为 7.69%（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据来自 wind 板块数据浏览器-申银万国行业类（2021），下同

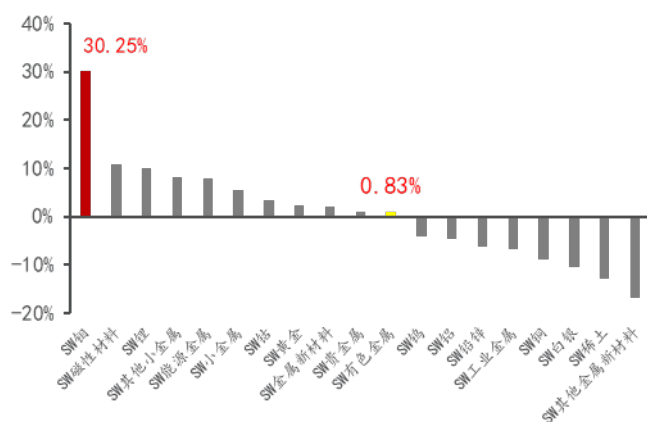
图6：2022 年 Q2，磁性材料等板块涨幅居前（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据来自 wind 板块数据浏览器-申银万国行业类（2021）

图7：2022 年 H1，钼、磁性材料等板块涨幅居前（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据来自 wind 板块数据浏览器-申银万国行业类（2021）

个股方面：2021年初至2022年9月1日，区间上涨幅度前五的企业分别是江特电机、中矿资源、吉翔股份、西藏矿业和鼎胜新材，涨幅靠前的公司以锂矿公司为主；跌幅前五的企业分别是浩通科技、中洲特材、寒锐钴业、云路股份和铜冠铜箔。跌幅居前五的企业，均属于基本面较差的公司。

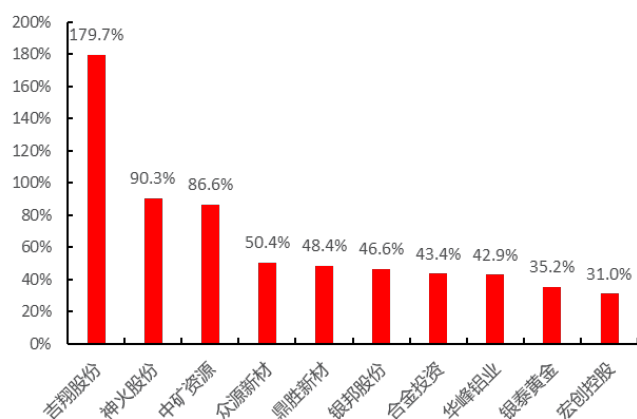
表3：2021年至2022年9月1日涨跌幅前十的个股

涨幅前十		跌幅前十	
江特电机	481.2%	浩通科技	-70.1%
中矿资源	396.7%	中洲特材	-53.7%
吉翔股份	286.8%	寒锐钴业	-48.3%
西藏矿业	272.0%	云路股份	-41.4%
鼎胜新材	265.4%	铜冠铜箔	-33.4%
天华超净	207.7%	悦安新材	-32.9%
融捷股份	191.5%	盛达资源	-31.5%
天齐锂业	174.8%	有研粉材	-31.0%
西藏珠峰	174.3%	斯瑞新材	-29.7%
鑫铂股份	160.7%	恒邦股份	-26.0%

资料来源：wind，民生证券研究院

2022年初以来，新能源车相关铝加工的个股表现优异。2022年初至9月1日，涨幅前五的公司为吉翔股份、神火股份、中矿资源、众源新材、银邦股份，涨幅分别为179.7%、90.3%、86.6%、50.4%、48.4%。今年以来，电池箔、水冷板、电池托盘等新能源车供应链铝加工企业相关股票表现强势。

图8：2022年初至9月1日涨幅前十的公司



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2022年初至9月1日跌幅前十的公司



资料来源：wind，民生证券研究院

有色金属板块分季度的财务数据来看：2022H1 有色板块业绩继续向好，归母净利润同比大幅增加 100.5%。2022Q2 有色金属营业成本同比增加 19.5%，低于营业收入同比增速（22.2%），且环比增速（9.1%）又低于营业收入环比增速（10.1%），盈利能力继续上升，2022Q2 归母净利润同比上涨 81.1%，环比上涨 22.0%。有色金属板块营收、利润大幅上涨，主要得益于宏观面宽松，而有金属供需紧张，价格上涨明显。

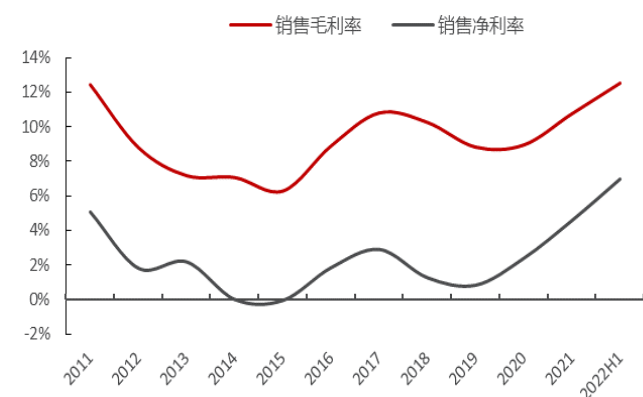
表4：有色金属板块 2022Q2 财务数据同比、环比均表现较强

	2021Q2	2021H1	2022Q1	2022H1	2022H1 同比	2022Q2	2022Q2 同比	2022Q2 环比
营业收入 (亿元)	5837	12917	7514	15785	22.21%	8271	16.8%	10.1%
营业成本 (亿元)	5247	11548	6600	13803	19.53%	7203	14.3%	9.1%
毛利率 (%)	10.1%	10.6%	12.2%	12.6%	1.95pct	12.9%	1.91pct	0.73pct
归母净利润 (亿元)	185.36	473.56	427.70	949.61	100.52%	522.91	81.1%	22.0%

资料来源：wind，民生证券研究院

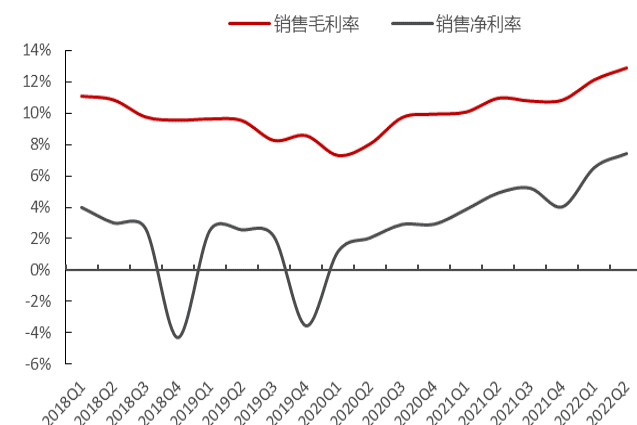
销售毛利率、净利率继续上行：有色金属板块的销售毛利率、净利率自 2019 年起触底反弹，2022H1 毛利率、净利率均已超过至 2011 年水平，盈利能力处于十年来高位。分季度来看，毛利率、净利率在 2019Q4 触底，之后震荡上升，2022Q2 继续向好。

图10：2011-2022Q1 有色金属板块销售毛利率及净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

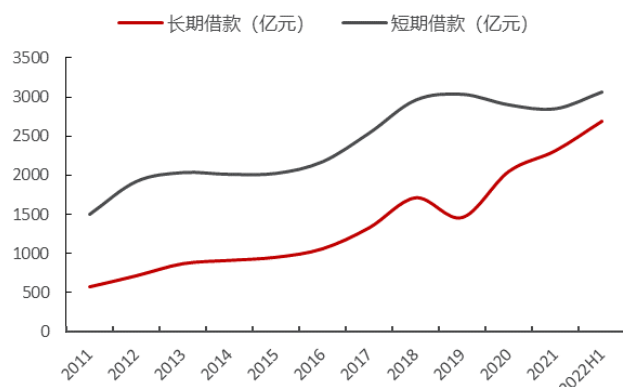
图11：2018Q1-2022Q2 有色金属销售毛利率及净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

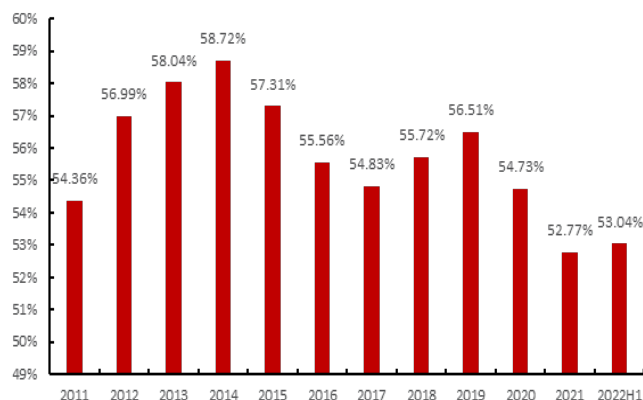
从资产负债率的角度来看：有色金属板块近 10 年的长期借款与短期借款基本保持增长趋势，2019 年长期借款出现下滑，2020 年、2021 年短期借款小幅下滑，有色板块负债结构在变化，由于有色板块盈利能力提升，企业债务压力下降，开始借长压短。2022H1 资产负债率小幅上升至 53.04%，较 2021 年底小幅回升。

图12：2011-2022Q1 有色金属板块长期借款与短期借款



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2011-2022Q1 有色金属板块资产负债率



资料来源：wind，民生证券研究院

细分子板块营业收入方面：2022H1 有色金属四个二级子板块营业收入实现增长，其中能源金属和贵金属增长最为明显，分别增长 904.0%与 27.7%，工业金属同比增加 19.5%。2022Q2，二级板块呈现同比、环比均为增长的状态，其中能源金属主要因为新能源车销量环比大增，而价格保持高位，营收环比大幅增加 46.3%。而工业金属因为通胀支撑价格，营收环比小幅增长 8.5%。

表5：2022Q2 有色金属子板块中工业金属、能源金属、小金属、金属材料营收同比、环比均增长（单位：亿元）

		2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022H1/2021H1	2022Q2	2022Q2/2021Q2	2022Q2/2022Q1
SW 有色金属		7079.34	7012.73	7224.00	7514.28	22.2%	8270.83	16.8%	10.1%
		4886.63	4990.09	5000.27	5086.08	19.5%	5518.06	12.9%	8.5%
SW 工业金属	SW 铝	1311.63	1610.12	1517.37	1561.82	32.1%	1552.88	18.4%	-0.6%
	SW 铜	3236.77	3022.10	2979.83	3112.04	12.3%	3481.36	7.6%	11.9%
		338.22	357.87	503.07	412.22	39.7%	483.82	43.0%	17.4%
SW 贵金属		504.99	599.57	737.22	700.74	27.7%	709.54	40.5%	1.3%
	SW 黄金Ⅲ	397.44	419.02	527.41	485.70	25.4%	480.40	20.9%	-1.1%
	白银	202.13	195.98	212.48	215.04	32.9%	229.14	13.4%	6.6%
		1257.79	718.32	1052.80	1157.35	3.6%	1276.09	1.5%	10.3%
SW 小金属	SW 稀土	157.58	171.03	150.62	202.25	54.4%	228.93	45.3%	13.2%
	SW 钨	125.58	125.48	131.03	148.55	49.1%	186.66	48.6%	25.7%
	SW 其他稀有小金属	974.62	-	269.48	331.69	-63.2%	347.46	-64.3%	4.8%
				501.67	474.87	-	513.04	-	8.0%
SW 能源金属		50.98	679.48	307.09	352.56	904.0%	515.91	912.0%	46.3%
	SW 钴			215.28	225.94	-	281.73	-	24.7%
	SW 锂	50.98	45.73	91.81	126.62	317.1%	234.18	359.4%	84.9%
		236.28	80.47	204.03	217.54	10.4%	251.24	6.3%	15.5%
SW 金属新材料	SW 非金属新材料	124.27	-	80.00	84.13	-23.9%	85.77	-31.0%	1.9%
	SW 磁性材料	112.01	95.19	124.03	133.41	48.4%	165.47	47.7%	24.0%

资料来源：wind，民生证券研究院

细分子板块归母净利润方面：2022H1 有色板块二级子板块均实现增长，其中能源金属增长最快，同比增加 1169%，贵金属板块因为 2021H1 山东黄金亏损较多，低基数效应，2022H1 同比大幅增加 407%。2022Q2，主要有色二级板块业绩继续向好，主要因为通胀高企，支撑金属价格，而产量继续释放，量利双升，能源金属板块环比增加 31.2%，工业金属板块环比增加 19.9%，稀土板块因为价格回调，盈利有所回落。

表6：2022Q2 有色金属子板块中能源金属、工业金属小金属盈利均表现较强（单位：亿元）

		2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022H1/2021H1	2022Q2	2022Q2/2021Q2	2022Q2/2022Q1
SW 有色金属		288.20	327.54	266.82	427.70	100.5%	521.91	81.1%	22.0%
		183.50	213.82	123.47	210.28	58.0%	252.05	37.4%	19.9%
SW 工业金属	SW 铝	75.39	106.55	38.27	91.32	73.8%	114.18	51.5%	25.0%
	SW 铜	92.85	92.14	84.89	104.72	53.8%	116.22	25.2%	11.0%
	SW 铅锌	15.26	15.13	0.31	14.24	17.2%	21.65	41.9%	52.0%
SW 贵金属		-0.56	15.31	18.82	15.18	407.3%	17.68	扭亏为盈	16.4%
	SW 黄金Ⅲ	-0.15	14.07	18.13	14.86	427.4%	17.79	扭亏为盈	19.7%
	白银	-0.41	1.24	0.69	0.32	扭亏为盈	-0.12	亏损缩窄	-136.7%
SW 小金属		66.47	33.82	59.96	84.17	40.2%	77.76	17.0%	-7.6%
	SW 稀土	16.02	14.74	22.36	25.20	75.5%	24.46	52.6%	-3.0%
	SW 钨	5.37	5.85	3.71	5.64	38.4%	7.40	37.8%	31.3%
SW 能源金属	SW 其他稀有金属	45.08	-	17.94	32.64	-33.9%	18.76	-58.4%	-42.5%
	SW 钼		40.22	15.95	20.69	-	27.14	-	31.2%
		15.75	60.09	58.72	102.67	1169.3%	152.34	867.3%	48.4%
SW 金属新材料	SW 钴		-	12.43	22.12	-	16.37	-	-26.0%
	SW 锂	15.75	16.60	46.29	80.55	977.7%	135.97	763.3%	68.8%
		19.61	3.36	13.31	16.20	11.2%	22.08	12.6%	36.3%
SW 金属新材料	SW 非金属新材料	8.13	-	3.44	4.73	-32.0%	5.34	-34.4%	12.8%
	SW 磁性材料	11.48	8.36	9.87	11.47	43.9%	16.74	45.8%	46.0%

资料来源：wind，民生证券研究院

2 细分板块来看：总体业绩上升，能源金属表现亮眼

2.1 基本金属：2022Q2 价格环比除锌镍外均下降，工业金属各细分行业扣非环比均上涨

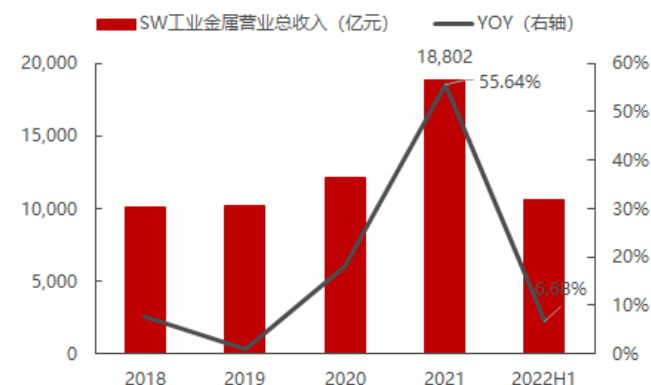
细分基本金属板块而言，2022Q2 基本金属均价同比除铅外均上涨、环比除锌镍外均下跌。上半年基本金属价格冲高回落，Q1 随着稳增长预期发酵和供给端持续约束，基本金属价格整体维持上涨走势。但进入 Q2 后，疫情打乱经济发展节奏，叠加美联储频繁加息，基本金属价格多呈现回调走势。从均价来看锌和镍由于 Q2 前期涨幅较大，Q2 均价环比仍上涨，其他基本金属 Q2 均价均下跌。具体来看，2022H1，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比增长+7.03%、+23.15%、+0.69%、+19.78%、+68.33%、+54.22%；单季度来看，2022Q2，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+1.08%、+10.80%、-0.41%、+18.99%、+46.05%、+63.52%，环比分别变化-0.12%、-7.42%、-1.02%、+4.02%、-13.63%、11.52%。

表7：2022Q2，基本金属价同比除铅外均上涨，环比除锌外均下降（单位：元/吨）

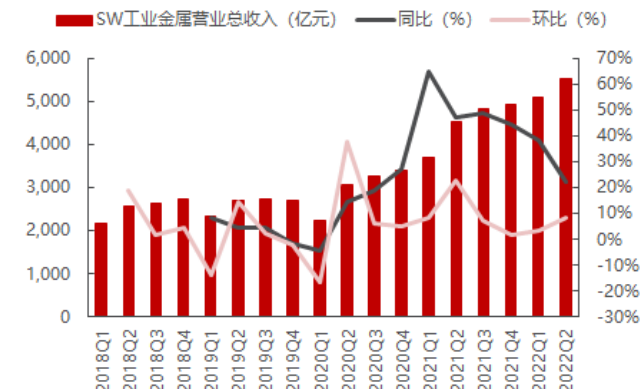
基本金属	2021H1	2021H2	2022H1	2022H1 同比	2022H1 环比	2021Q2	2022Q1	2022Q2	2022Q2 同比	2022Q2 环比
铜	66,818	69,911	71,516	7.03%	2.29%	70,714	71,558	71,474	1.08%	-0.12%
铝	17,396	20,373	21,423	23.15%	5.15%	18,589	22,248	20,598	10.80%	-7.42%
铅	15,220	15,394	15,325	0.69%	-0.45%	15,310	15,404	15,247	-0.41%	-1.02%
锌	21,581	23,096	25,849	19.78%	11.92%	22,148	25,335	26,355	18.99%	4.02%
锡	183,227	260,897	308,422	68.33%	18.22%	195,846	331,190	286,040	46.05%	-13.63%
镍	129,542	144,961	199,775	54.22%	37.81%	128,766	188,806	210,558	63.52%	11.52%

资料来源：wind，民生证券研究院

由于价格同比上涨，2022H1 工业金属板块营收同比上涨。上半年基本金属价格冲高回落，均价同比均有所上涨，因此 2022H1 工业金属板块营收同比上涨 6.68%；2022Q2，虽然大部分基本金属价格在 5-6 月呈现跌势，但由于均价环比回落不大，且多数公司 Q1 受春节、淡季影响并未能完全释放业绩，低基数下工业金属板块营收同比、环比分别上涨 22.06%和 8.33%。

图14：2022H1 工业金属板块营收及增速


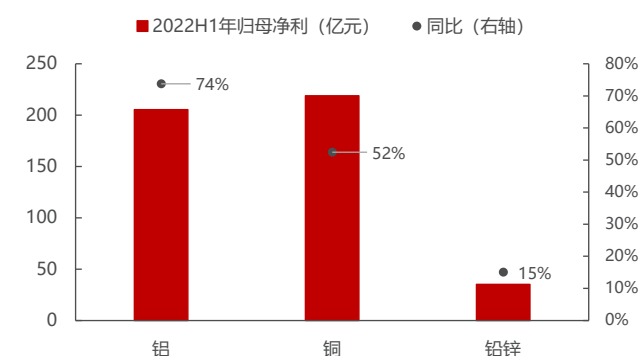
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2022Q2 工业金属板块营收及增速


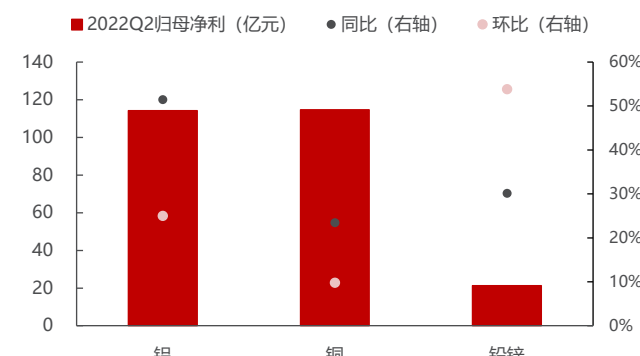
资料来源：wind，民生证券研究院

2022H1 各细分子行业盈利同比均有大幅增长，主要得益于金属价格的同比增长。2022H1，铝板块归母净利合计 205.5 亿元、同比增长 74%，为增速最快的子行业；铜板块归母净利合计 219.0 亿元，同比增长 52%，其中铜行业归母净利增量的 79%来自于紫金矿业的贡献；铅锌板块归母净利合计 35.2 亿元，同比增长 15%。

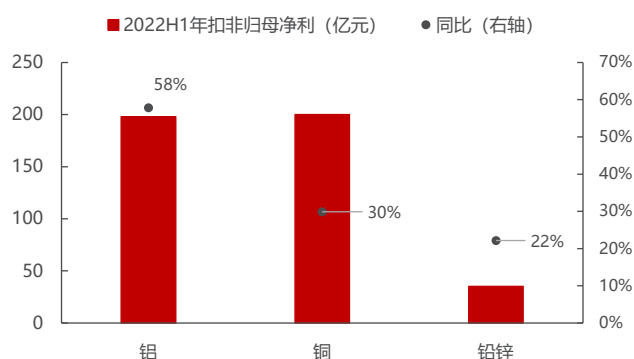
2022Q2 基本金属均价同比除铅外均上涨、环比除锌镍外均下跌，但得益于量的增长和头部企业的利润增长，工业金属各板块归母净利润同比、环比均上涨。细分来看，铝、铜、铅锌行业的归母净利分别为 114.2 亿元、114.6 亿元和 21.3 亿元，分别同比增长 51%、23%和 30%，环比增长 25%、10%和 54%。2022Q2 铅锌行业归母净利环比上涨幅度最大，或得益于锌价 Q2 环比增长 4.02%，而铜铝价格环比均下跌。值得注意的是，从扣非归母净利润来看，2022Q2 铜扣非归母净利润为 95.3 亿元，同比减少 4%，环比减少 9%，或由于部分冶炼企业对产品进行套期保值，使 2022Q2 非经常性损益较大。

图16：2022H1 工业金属细分行业归母净利及增速


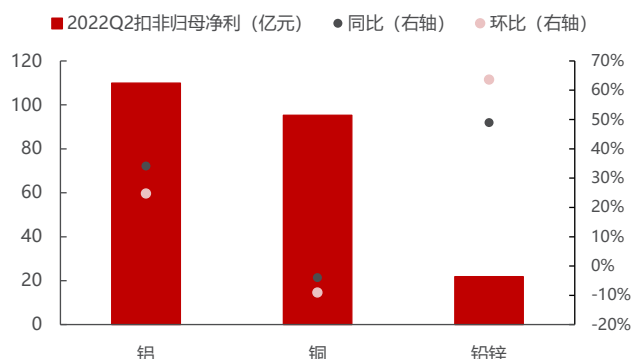
资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2022Q2 工业金属细分行业归母净利及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

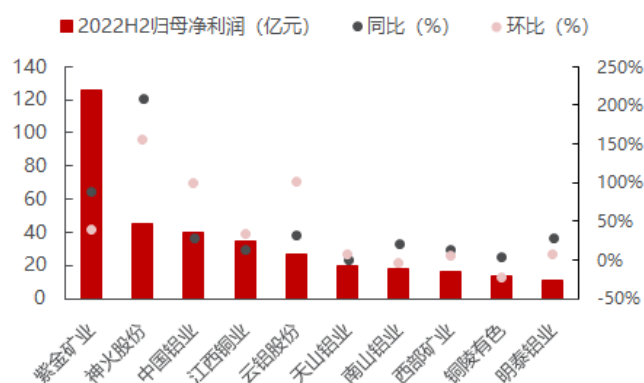
图18：2022H1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

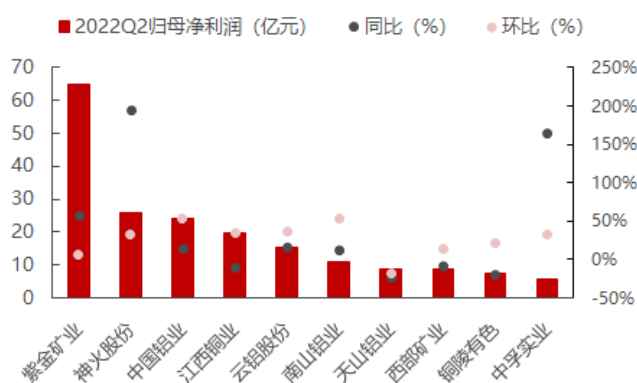
图19：2022Q2 工业金属细分行业扣非归母净利及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

从个股来看：2022H1 工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为紫金矿业(126.3 亿元)、神火股份 (45.4 亿元)、中国铝业 (39.9 亿元)、江西铜业 (34.7 亿元)、云铝股份 (26.7 亿元)；2022Q2 归母净利润最高的公司与 2022H1 归母净利润最高的公司相同，分别为紫金矿业 (65.1 亿元)、神火股份 (25.9 亿元)、中国铝业 (24.1 亿元)、江西铜业 (19.9 亿元)、云铝股份 (15.4 亿元)。2022Q2 由于基本金属价格除铅外同比均上涨，大部分公司归母净利同比仍有较大涨幅。

图20：2022H1 工业金属板块各公司归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

图21：2022Q2 工业金属板块各公司归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

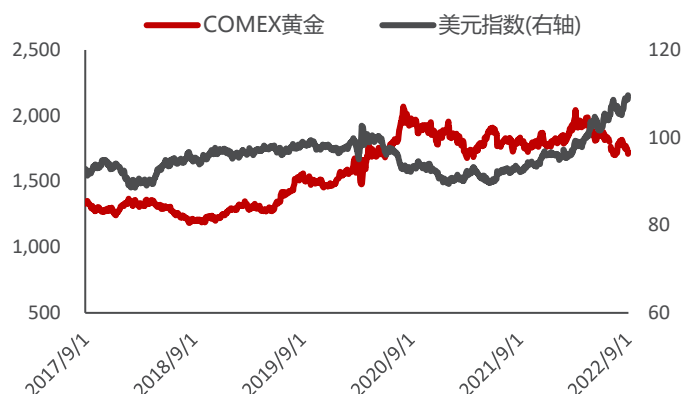
2.2 贵金属：金价上半年震荡，板块公司总体业绩上升

贵金属板块整体而言：2022H1 黄金价格同比变化+4.01%，环比+4.63%，2022H1 贵金属板块归母净利润同比增长 407.32%，环比下降 9.24%。

2022H1, COMEX 黄金均价同比+4.01%，环比+4.63%，黄金价格整体上升，

最高值达 2043.30 美元/盎司。上半年黄金价格收到俄乌冲突、美国通胀率、美联储加息政策预期影响呈现震荡走势，8 月 26 日美联储主席鲍威尔在全球央行会议讲话论调鹰派，黄金价格近期出现回调，但目前俄乌冲突及地缘局势、新冠疫情走势未知，且美国经济出现下行压力，预计下半年联储加息空间有限，金价有望走强。

图22：2022 年 COMEX 黄金最高涨至 2043.30 美元/盎司

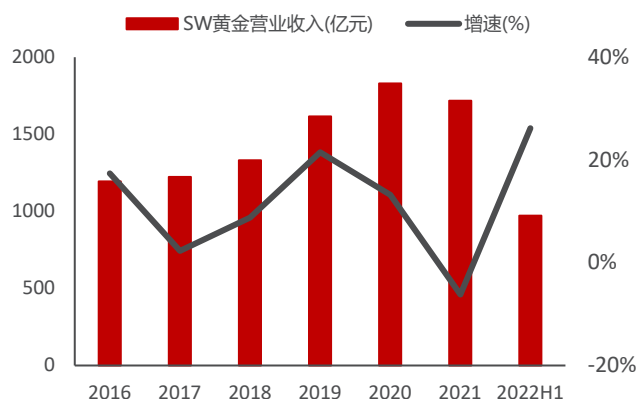


资料来源：wind，民生证券研究院

从板块经营来看，2022H1 黄金行业实现营业总收入 971.96 亿元，同比上升 26.18%；分季度看，2022Q1 黄金板块营收同比、环比分别变动 31.13%和-7.29%，2022Q2 黄金板块营收同比、环比分别变动+21.54 和-1.21%。

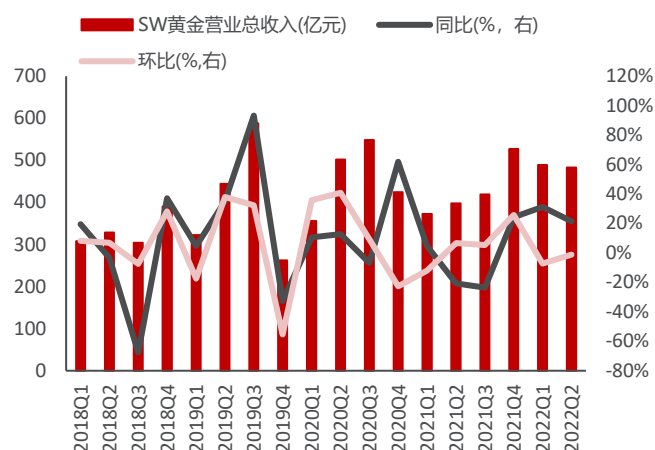
上半年黄金行业实现归属于母公司净利润 30.78 亿元，同比、环比分别变动 +407.32%和-4.42%，2022Q2 黄金行业归属于母公司净利润 15.80 亿元，同比、环比分别变动+2827.76%和 4.11%。

图23：2022H1 黄金板块营收及增速情况（亿元）



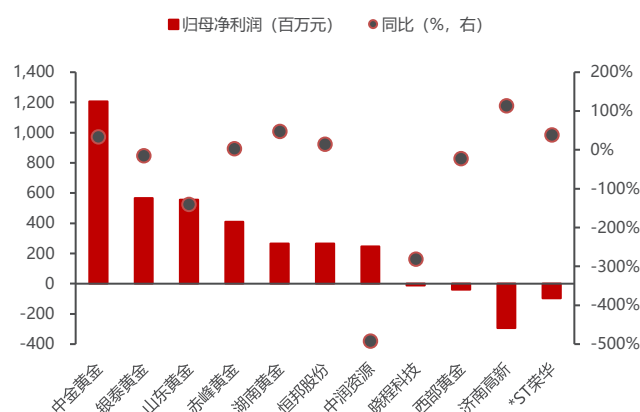
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：2022Q2 黄金板块营收及增速

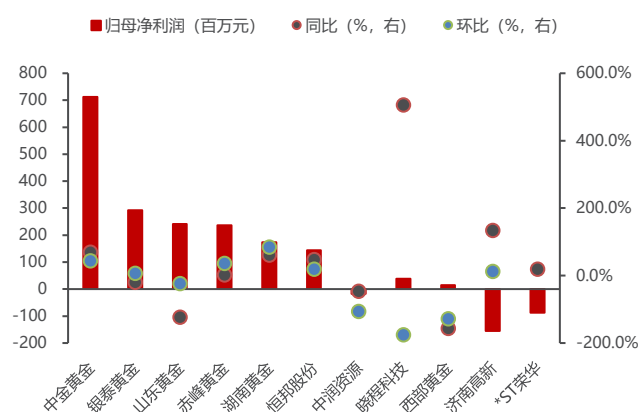


资料来源：wind，民生证券研究院

从个股来看，2022 年 H1 贵金属板块中实现归属母公司净利润最高的公司分别为中金黄金（12.06 亿元）、银泰黄金（5.66 亿元）和山东黄金（5.56 亿元）；而 2022Q2 归母净利最高的公司分别为中金黄金（7.12 亿元）、银泰黄金（2.92 亿元）和山东黄金（2.41 亿元）。

图25：2022H1 贵金属板块各公司盈利情况(百万元, %)


资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2022Q2 贵金属板块各公司盈利情况(百万元, %)


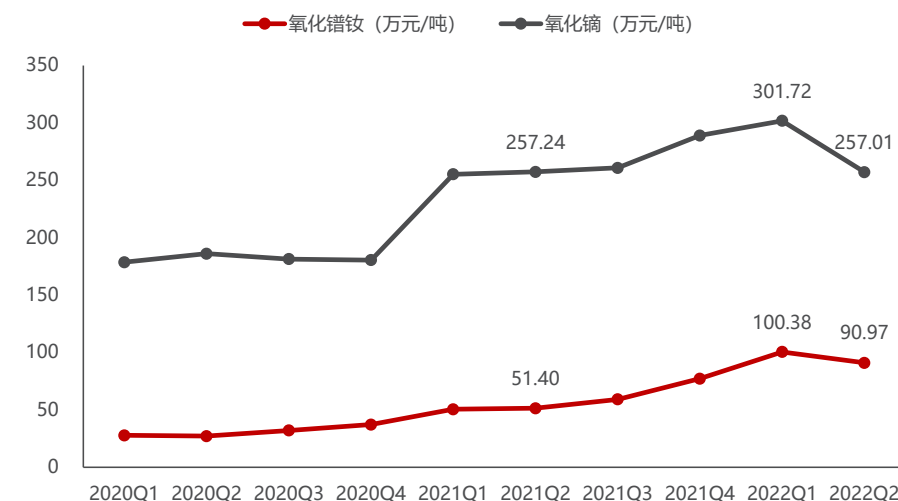
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 稀有金属：供需紧张下价格高位，锂板块表现突出

2022 年受需求端大幅放量拉动，能源金属钴锂价格大幅上涨。2022Q2 金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比+53.7%、+43.2%和+39.9%；锂方面，2022Q2 年金属锂价格同比上涨约 327.9%，电池级碳酸锂价格同比上涨约 464.6%，电池级氢氧化锂价格上涨 507.3%。

细分钴锂板块而言：锂板块 22H1 归母净利润实现大幅增加，合计同比大增约 669%至 439.1 亿元,22Q2 归母净利润为 281.9 亿元,同比大幅增长 553.1%，环比增长 51.4%。钴板块 2022H1 归母净利润增长 27%至 38.5 亿元，22Q2 归母净利润为 16.37 亿元，同比增长 4.3%，环比下滑 26.0%。

稀土板块中，供需错配拉动稀土价格冲至历史高点，下游情绪转向谨慎则使稀土价格有所回落。2022 年上半年氧化镨钕价格冲高回落,氧化镨钕价格于 2022Q1 同比上涨 98.7%，环比上涨 30.04%，刷新历史最高价格，均价达到 100.38 万/吨。由于价格上行过快，叠加疫情影响需求，下游采购趋于谨慎，因此 2022Q2 价格有所回落，尽管同比仍增长 76.99%，但是环比下降 9.37%，回落至 90.97 万元/吨，依然处于历史高位。重稀土方面，氧化镝价格也在上半年冲高回落，2022Q1 同比上涨 18.22%，环比上涨 4.43%，达到 301.72 万元/吨，而后回调，在 2022Q2 同比环比均下降，降幅分别为 0.09%和 14.82%。

图27：2022H1 国内稀土价格冲高回落


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

表8：各主要稀有金属品种价格涨跌幅

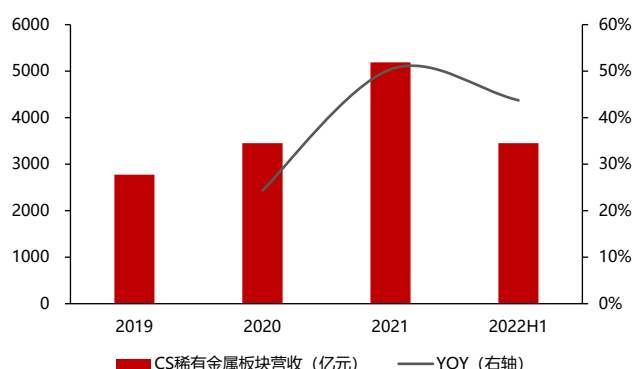
类别	单位	2022Q2	22Q2 同比	22Q2 环比
钴精矿(6-8%ClF 中国)	美元/磅	28	82.21%	4.21%
金属钴(99.8%中国)	元/公斤	477	53.73%	-8.75%
硫酸钴(20%)	元/吨	93833	43.19%	-15.25%
四氧化三钴(73.5%)	元/公斤	362	39.93%	-11.53%
金属锂(99.9%)	元/吨	2993833	327.85%	30.75%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	471983	464.61%	11.88%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	473567	507.25%	29.62%
镍钴锰酸锂前驱体	元/吨	138983	27.48%	-1.04%
镍钴锰酸锂	元/公斤	352	127.00%	7.79%
碳酸锂(工业级) 99.0%	元/吨	445233	471.29%	10.44%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	457583	526.28%	28.16%
镁锭(99.9%)	元/吨	31990	190.79%	-25.78%
铈锭(99.65%)	元/吨	80242	37.62%	4.14%
铈锭(99.99%)	元/吨	43400	4.28%	-1.20%
金属铬(99%)	元/吨	73975	44.70%	9.26%
氧化锆(99.99%)	元/公斤	5658	35.02%	-5.15%
铟锭(99.99%FOB 中国)	美元/公斤	229	23.31%	-3.13%
电解锰(99.7%中国)	元/吨	15338	112.51%	-54.91%
钼精矿(45%)	元/吨度	2706	54.15%	9.01%

金属钽(99.95%)	元/公斤	2600	14.44%	6.93%
海绵钛(99.7%中国)	元/吨	82692	16.02%	11.00%
钨精矿(WO365%中国)	元/吨	112775	26.89%	-3.07%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

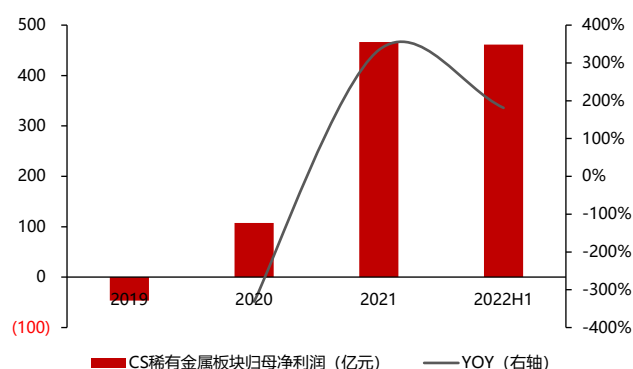
稀有金属板块 2022H1 总营业收入增长 44%至 3450 亿元，归母净利润增长 181%至 461.5 亿元，主要得益于相关金属价格上涨。

图28：CS 稀有金属板块营收及增速情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：CS 稀有金属板块归母净利润及增速情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.1 锂板块：Q2 锂价环比上行，板块业绩创历史新高

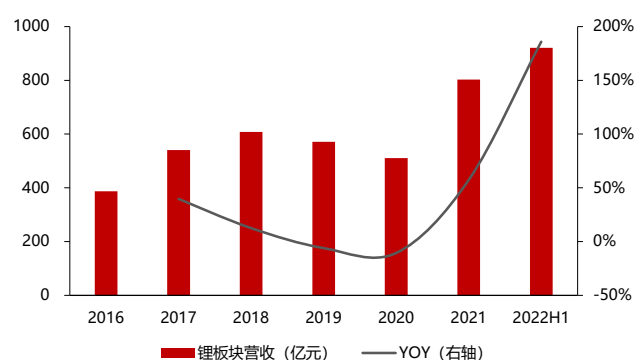
2022Q2 锂板块呈现先跌后涨行情。尽管 Q2 受到疫情扰动影响，锂盐价格出现短暂下跌，但锂盐在供给端难以放量、下游需求同比大幅增长的情况下，锂金属及锂盐均价仍然环比走高、重回上涨。同时在西澳锂矿生产商 PLS 推行的锂精矿拍卖下，锂精矿价格加速上涨，成本端驱动锂价继续加速上行。2022Q2 在“成本+需求”驱动下，锂价同环比均实现上涨，其中金属锂 Q2 均价同比上涨约 327.9%，环比上升约 30.8%；电池级碳酸锂 Q2 均价同比上升约 464.6%，环比上升约 11.9%；电池级氢氧化锂 Q2 均价同比上升约 507.3%，环比上升约 29.6%。

表9：锂金属及锂盐价格涨跌幅

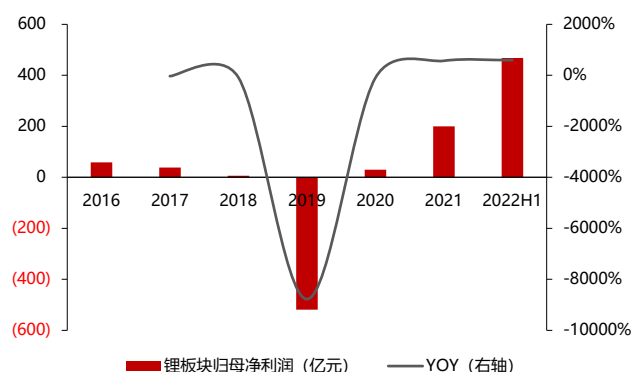
类别	单位	2022Q2	22Q2 同比	22Q2 环比
金属锂(99.9%)	元/吨	2993833	327.85%	30.75%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	471983	464.61%	11.88%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	473567	507.25%	29.62%
碳酸锂(工业级) 99.0%	元/吨	445233	471.29%	10.44%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	457583	526.28%	28.16%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

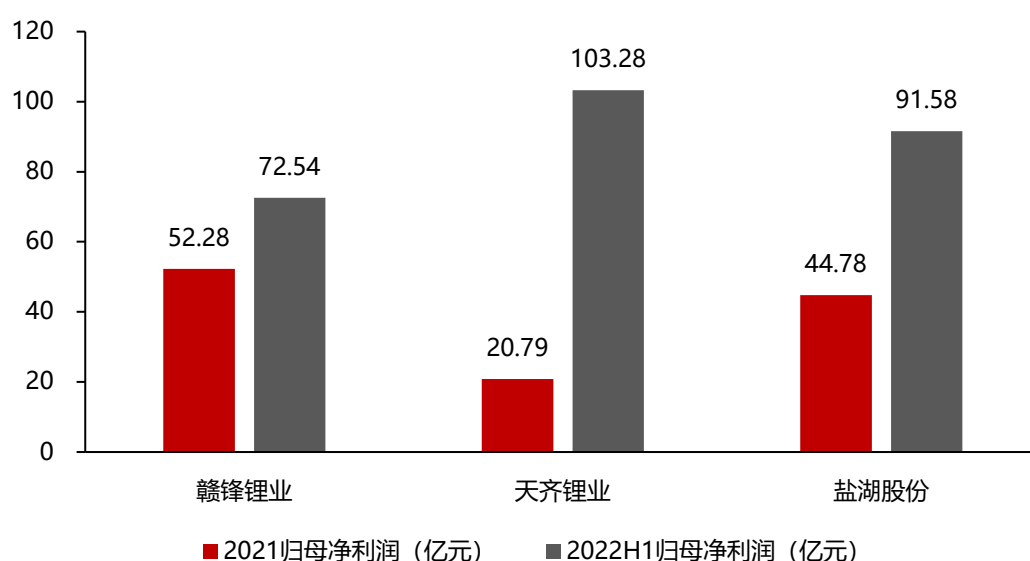
锂板块 2022H1 营业收入同比增长 244%至 832.1 亿元，超过 2021 年全年营收，主要得益于锂盐价格大幅上涨。22H1 归母净利润实现大幅增加，合计同比大增约 669%至 439.1 亿元，尽管锂矿价格上涨明显，但盈利仍处高位。锂板块 22Q2 营业收入为 540.2 亿元，同比大幅增长 204.2%，环比增长 41.9%；22Q2 归母净利润为 281.9 亿元，同比大幅增长 553.1%，环比增长 51.4%。从个股来看，2022H1 锂板块归母公司净利润最高的三家公司为天齐锂业（103.28 亿元）、盐湖股份（91.58 亿元）、赣锋锂业（72.54 亿元），其中天齐锂业随着战投的顺利引入、港股顺利发行，公司财务及经营情况实现大幅改善。

图30：锂板块营收及增速情况（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图31：锂板块归母净利润及增速情况（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图32：2021 年&2022H1 锂板块龙头公司归母净利润情况（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.2 钴板块：Q2 疫情冲击钴价回落，但半年度业绩仍保持增长

2022H1 钴价先涨后跌，22Q1 受非洲疫情冲击影响供给端运输、以及需求端大幅向好的背景下大幅上涨，但是在 22Q2 国内疫情大幅冲击需求的背景下，钴价格开始快速下跌，但受到国家收储等利好支撑下价格企稳。整体来看 22Q2 钴价同比大幅上涨，但环比有所回落，其中金属钴、硫酸钴和四氧化三钴分别同比上涨 53.7%、43.2%、39.9%，环比分别下跌 8.8%、15.3%、11.5%。

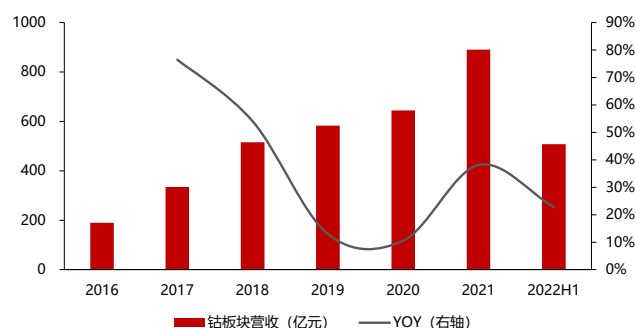
表10：钴金属及钴盐价格涨跌幅

类别	单位	2022Q2	22Q2 同比	22Q2 环比
钴精矿(6-8%ClF 中国)	美元/磅	28	82.21%	4.21%
金属钴(99.8%中国)	元/公斤	477	53.73%	-8.75%
硫酸钴(20%)	元/吨	93833	43.19%	-15.25%
四氧化三钴(73.5%)	元/公斤	362	39.93%	-11.53%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

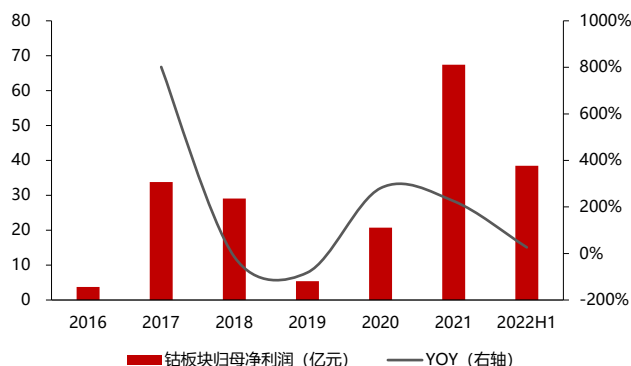
钴板块 2022H1 总营业收入增长 23%至 507.7 亿元，归母净利润增长 27%至 38.5 亿元，主要得益于上半年钴均价上涨。钴板块 22Q2 营业收入为 281.7 亿元，同比增长 31.1%，环比增长 24.7%；22Q2 归母净利润为 16.37 亿元，同比增长 4.3%，环比下滑 26.0%。从个股来看，2022H1 钴板块公司实现归属于母公司净利润依次为华友钴业（22.56 亿元，同比+54%）、盛屯矿业（7.41 亿元，同比+4%）、腾远钴业（5.47 亿元，同比+10%）、寒锐钴业（3.05 亿元，同比-14%）。

图33：钴板块营收及增速情况（亿元）



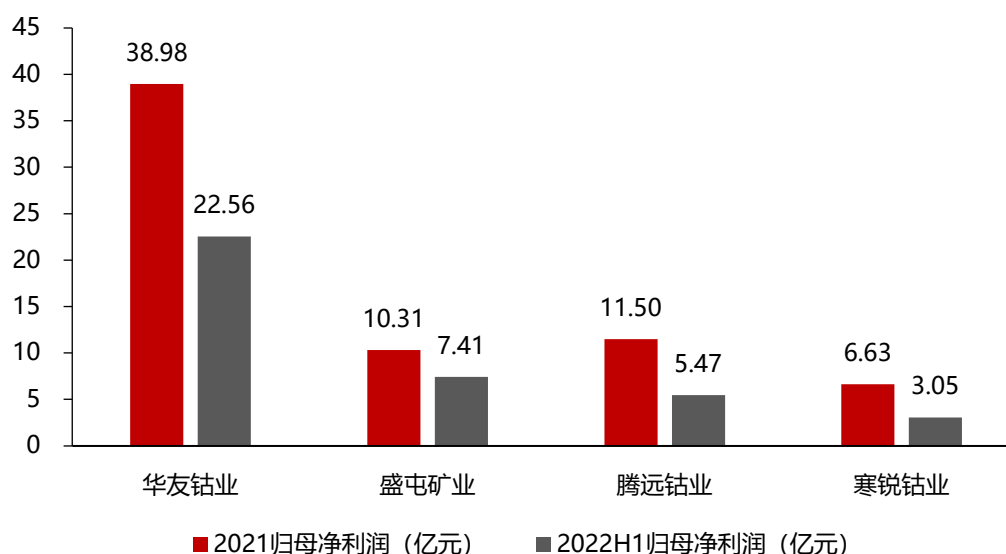
资料来源：wind，民生证券研究院

图34：钴板块归母净利润及增速情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图35：2021年&2022H1 钴板块主要公司归母净利润情况（亿元）

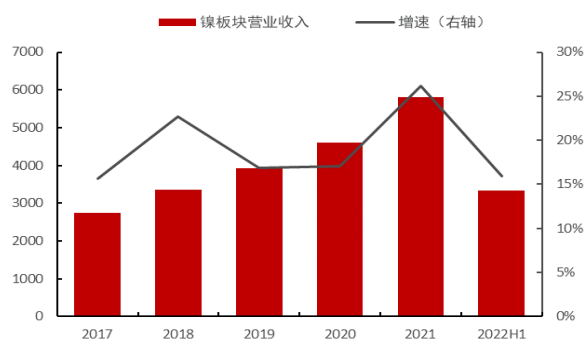


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.3 镍板块：逼仓推高镍价，板块业绩延续改善

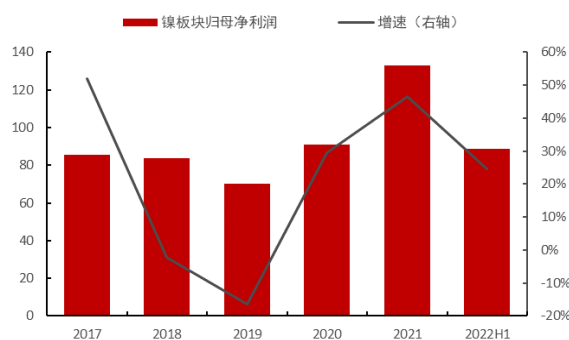
2022H1 由于新能源条线镍原料供应紧张，电解铝缺口较大，库存持续下降，低库存背景下，伦镍发生逼仓行情，价格大幅上涨，也带动板块量利齐升，2022H1 镍板块实现营业收入 3345 亿元，同比增加 16.0%，实现归母净利润 88.7 亿元，同比增加 24.6%。随着逼仓结束，镍价持续回调，但价格维持高位，22Q2 电解镍价格环比上升 11.5%，镍铁价格环比上升 5.6%，硫酸镍价格环比上升 8.3%。价格支撑下，镍板块业绩继续向好，2022Q2 镍板块实现归母净利润 46.1 亿元，同比增加 17.7%，环比增加 8.0%。

图36：2022H1 镍板块营业收入同比增加 16% (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图37：2022H1 镍板块归母净利润同比增加 25% (单位：亿元)



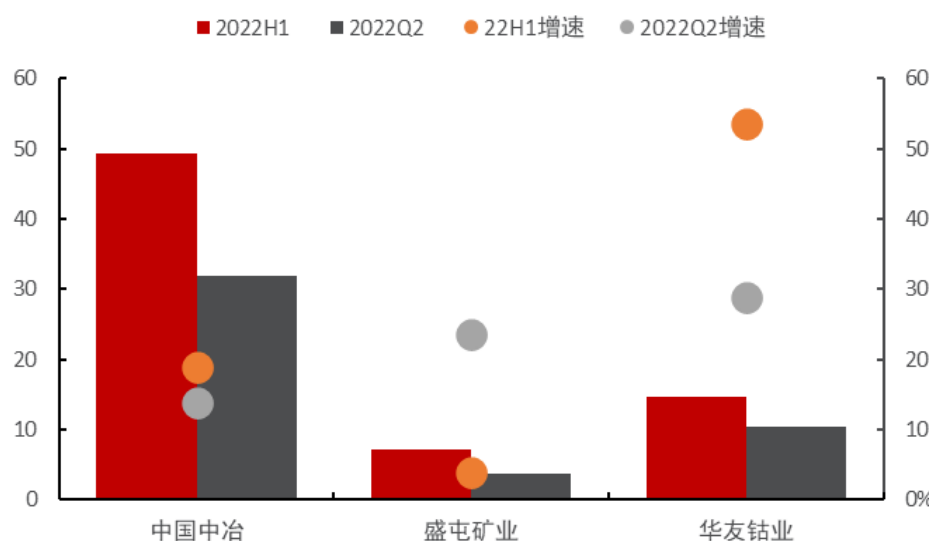
资料来源：wind，民生证券研究院

表11：主要镍产品价格涨跌幅

类别	2022H1	2022Q2	22H1 同比	22Q2 同比	22Q2 环比
电解镍价格（元/吨）	199682	210558	54.1%	63.5%	11.5%
镍铁价格（折算成金属吨，元/吨）	152378	156516	35.6%	39.8%	5.6%
硫酸镍价格（元/吨）	46923	48783	33.2%	39.3%	8.3%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

分公司来看，华友钴业业绩增长较快，中国中冶业绩稳步增长，2022H1 中国中冶、华友钴业、盛屯矿业实现归母净利润分别为 49.4 亿元、14.7 亿元和 7.1 亿元，同比分别增加 18.9%、53.6%和 3.9%。2022Q2 镍板块归母净利润为中国中冶（31.9 亿元，+13.9%）、华友钴业（10.5 亿元，+28.9%）、盛屯矿业（3.7 亿元，+23.5%）

图38：2022H1&22Q2 镍板块主要公司归母净利润（单位：亿元）


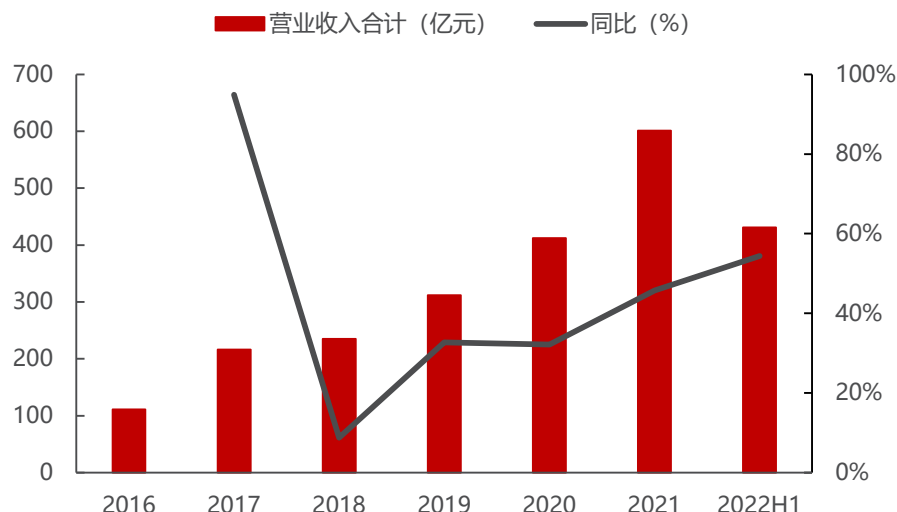
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.4 稀土板块：镨钕价格高位运行，板块盈利能力同比提升

稀土价格同比大幅上涨，稀土板块公司 Q2 业绩整体上行。得益于下游需求旺盛，稀土价格 2022H1 高位运行，2022H1 镨钕金属/镨钕氧化物市场价均价达到 95.1/116.70 万元/吨，同比增长 87.4%/89.5%。稀土板块营业收入 2022H1 同比增长 54.4%至 431.18 亿元；单季度看，22Q2 收入保持高增，合计收入同比

上升 45.3%、环比上升 13.2%至 228.93 亿元。

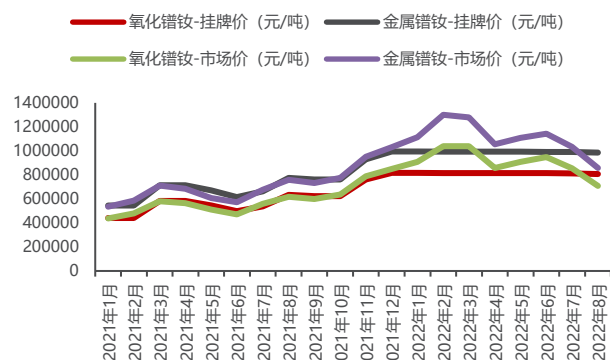
图39：2016-2022H1 稀土板块营业收入（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

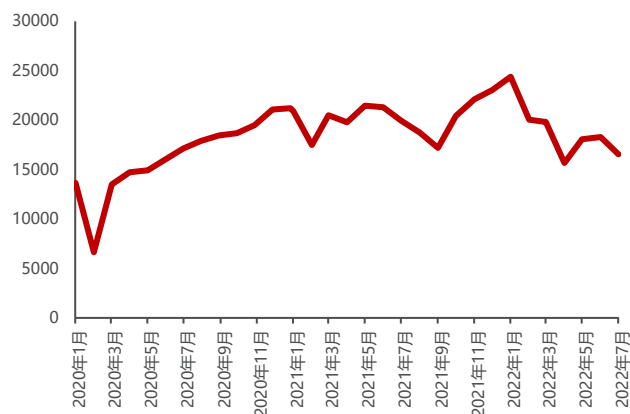
注：选取北方稀土、盛和资源、五矿稀土、广晟有色为样本

图40：氧化镨钕/金属镨钕市场价与北方稀土挂牌价



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

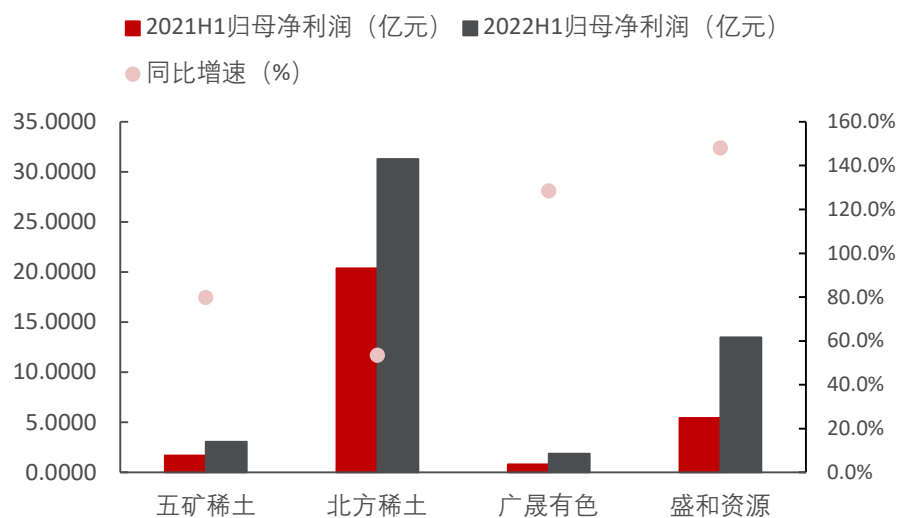
图41：国内钕铁硼月产量年初达到高点（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

从个股来看，2022H1 稀土板块公司实现归属于母公司净利润由高到低依次为北方稀土（31.27 亿元，同比+53.6%）、盛和资源（13.47 亿元，同比+148.1%）、五矿稀土（3.05 亿元，同比+79.9%）、广晟有色（1.87 亿元，同比+128.4%）；2022Q2，稀土板块公司实现归母净利润由高到低依次为北方稀土（15.69 亿元，同比+24.4%）、盛和资源（6.35 亿元，同比+173.3%）、五矿稀土（1.37 亿元，同比+101.2%）、广晟有色（1.06 亿元，同比+156.0%）。

图42：2022H1 稀土板块主要公司归母净利润（亿元）

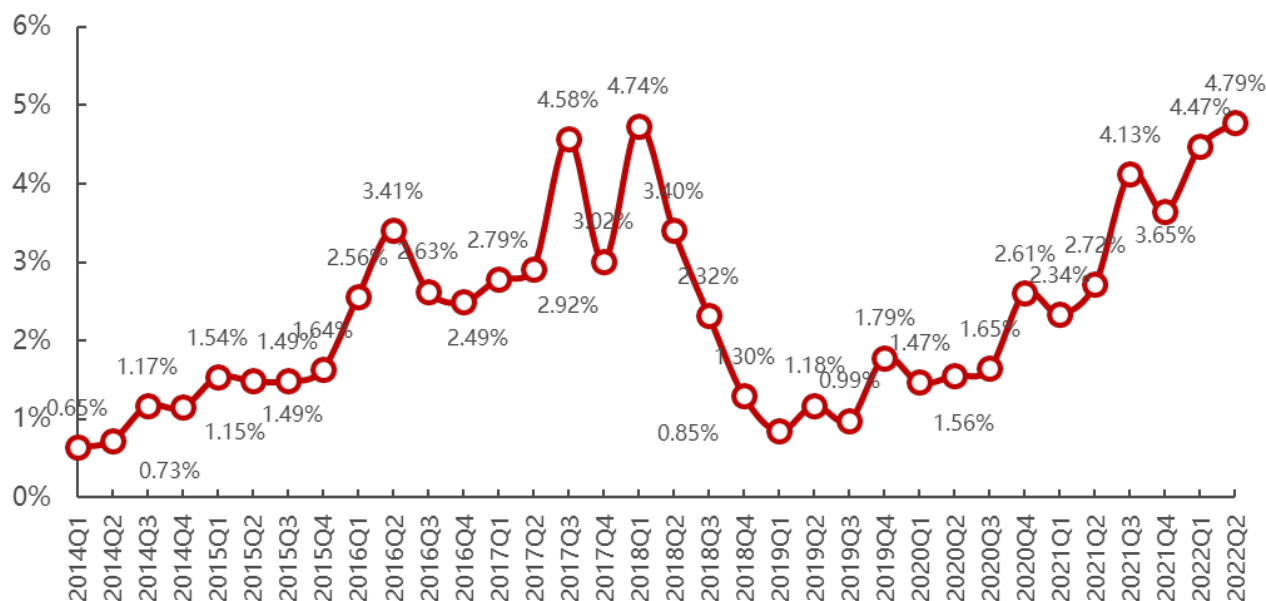


资料来源：wind，民生证券研究院

3 2022Q2 有色板块基金持仓比例创新高

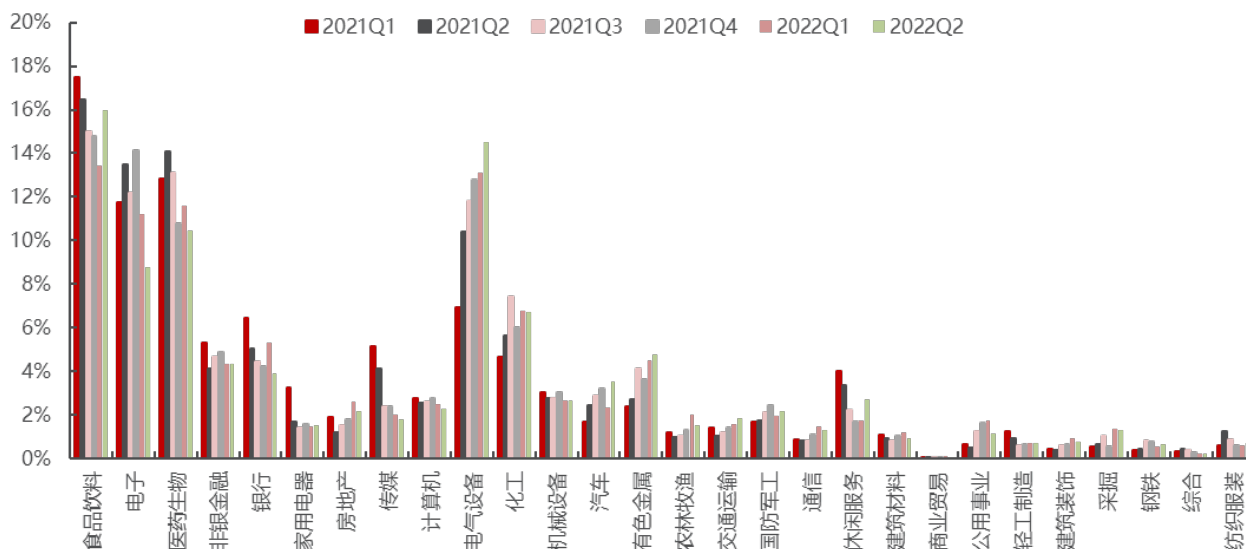
从机构持仓角度来看: SW 有色 2022Q2 基金持仓比例环比提升 0.31pct 至 4.79%。2022 年上半年, 美联储加息层层加码, 叠加国内疫情扰动影响需求, 使基本金属上半年价格波动较大。**能源金属方面**, 经历疫情的扰动, 叠加碳中和对能源体系重塑的推动作用, 全球电动化增长曲线将更加陡峭, 下游更大量级的需求增长与上游资本开支滞后的矛盾将更加凸显, 资源稀缺性逻辑将继续强化。**贵金属方面**, 美国经济进入滞涨阶段, CPI 持续增加, 未见拐点, 实际利率仍然处于历史低位, 支撑金价, 美国基本面的弱化或将持续牵制加息进程, 对金价压力有限, 全球货币超发背景下, 为维持货币稳定, 央行购金需求上升, 金价未来或长期维持高位, 公募基金持仓随之提升。

图43: 2022Q2 有色基金持仓比例环比上升 0.31pct 至 4.79% (单位: %)



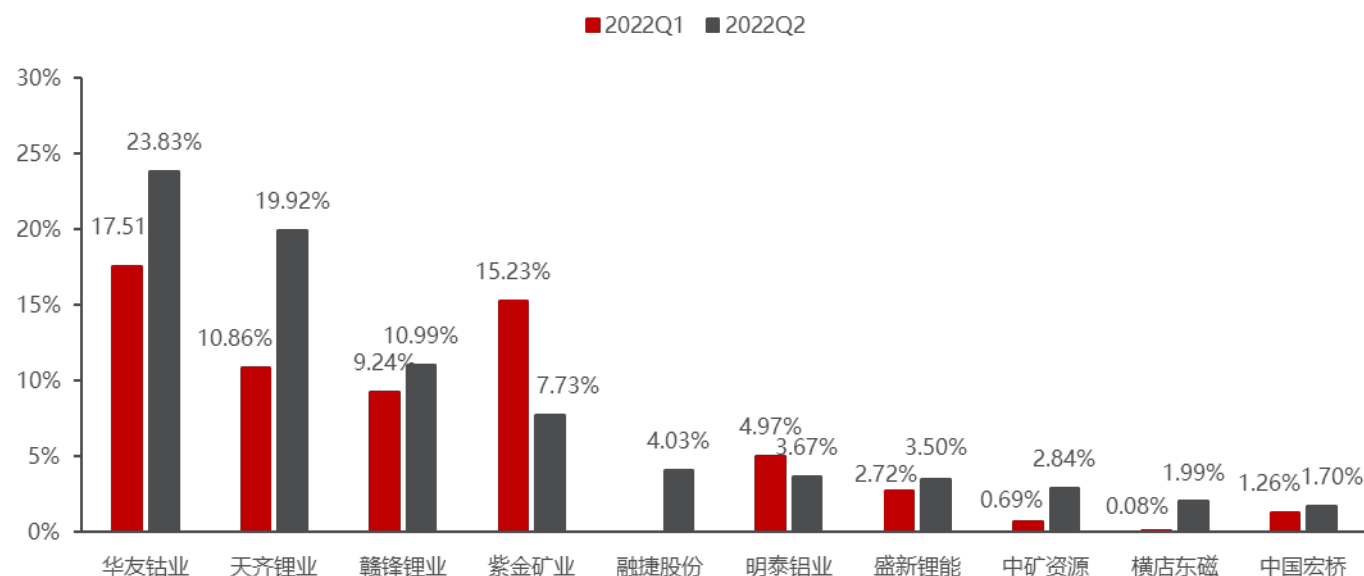
资料来源: wind, 民生证券研究院

图44：2022Q2 有色行业公募持仓比例为 4.79%，环比 2022Q1 上升 0.31pct（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

细分个股而言：前 10 家公司的公募基金持仓占比从 2022Q1 的 74.03% 上
升至 2022Q2 的 80.19%，其中华友钴业持仓占比从 17.51% 提升至 23.83%，
仍居行业第一。2022Q2 公募基金持仓前 10 家公司合计 1253.28 亿元，占全部有
色板块的持仓从 2022Q1 的 74.03% 上升至 2022Q2 的 80.19%，分别为华友钴
业 372.46 亿元 (23.83%)、天齐锂业 311.29 亿元 (19.92%)、A 股赣锋锂业
171.72 亿元 (10.99%)、A 股紫金矿业 120.78 亿元 (7.73%)、融捷股份 63.01
亿元 (4.03%)、明泰铝业 57.30 亿元 (3.67%)、盛新锂能 54.71 亿元 (3.50%)、
中矿资源 44.36 亿元 (2.84%)、横店东磁 31.04 亿元 (1.99%)、中国宏桥 26.60
亿元 (1.70%)。其中华友钴业的基金持仓占比从 2022Q1 的 17.51% 提升至
2022Q2 的 23.83%，仍居行业第一。

图45：2022Q2 公募基金继续大量配置华友钴业，占比为 23.83%


资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022Q1 融捷股份在申万一级行业里被划分为机械设备，2022Q2 被划分至有色金属，因此 1 季度不做比较

表12：有色板块 2022Q2 公募基金持股市值前 10 大公司

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	2022Q2 基金有色板块持仓占比
603799.SH	华友钴业	460	82	38,953	13,093	25	3,724,648	23.83%
002466.SZ	天齐锂业	481	91	24,943	5,668	17	3,112,945	19.92%
002460.SZ	赣锋锂业	314	80	11,548	925	13	1,717,179	10.99%
601899.SH	紫金矿业	166	56	129,453	-64,497	6	1,207,798	7.73%
002192.SZ	融捷股份	97	41	4,099	-65	16	630,071	4.03%
601677.SH	明泰铝业	103	32	24,077	6,696	25	573,041	3.67%
002240.SZ	盛新锂能	115	57	9,064	1,349	13	547,081	3.50%
002738.SZ	中矿资源	121	50	4,796	3,685	11	443,648	2.84%
002056.SZ	横店东磁	61	18	11,660	10,850	7	310,383	1.99%
1378.HK	中国宏桥	13	7	35,062	13,538	4	265,967	1.70%

资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股增持方面来看：天齐锂业和新能源金属板块个股增持仓位较大。2022 年 Q2 公募基金增持有色板块的前 5 大股票分别为天齐锂业(A 股)被增仓 5667.82 万股 (10.86%→19.92%)、华友钴业被增仓 13092.72 万股 (17.51%→23.83%)、融捷股份被减仓 394 万股 (3.6%→4.03%)、赣锋锂业 (A 股) 被增仓 924.83 万股 (9.24%→10.99%)、中矿资源被增仓 3684.63 万股 (0.69%→2.84%)。有色板块整体基金配置从 4.47%升至 4.79%，天齐锂业 (A 股) Q2 的基金持仓占比从 10.86%上升至 19.92%，Q2 获得基金 24943.47 万股的增仓，位居行业增仓第一。

(注：2022Q1 融捷股份在申万一级行业里被划分为机械设备，2022Q2 被划分至有色金属，因此尽管被减持，但是对应持股比例上升)

表13：有色板块 2022Q2 公募基金增仓 top10

代码	名称	2022Q1 基金持 仓占比	2022Q2 基金持 仓占比	2022Q1 基金持 股总市值(万元)	2022Q2 基金持 股总市值(万元)	2022Q2 基金增 减仓 (万元)
002466.SZ	天齐锂业	10.86%	19.92%	1568854.94	3112945.48	1544090.54
603799.SH	华友钴业	17.51%	23.83%	2529096.97	3724648.22	1195551.26
002192.SZ	融捷股份	3.6%	4.03%	520730.83	630071.45	109340.62
002460.SZ	赣锋锂业	9.24%	10.99%	1334907.76	1717179.15	382271.39
002738.SZ	中矿资源	0.69%	2.84%	98973.02	443647.98	344674.97
002056.SZ	横店东磁	0.08%	1.99%	10957.54	310383.19	299425.66
000762.SZ	西藏矿业	-	1.57%	87689.46	244897.13	244897.13
002240.SZ	盛新锂能	2.72%	3.50%	392151.97	547080.71	154928.74
1378.HK	中国宏桥	1.26%	1.70%	182599.69	265967.45	83367.76
600549.SH	厦门钨业	0.14%	0.48%	19500.10	75637.99	56137.89

资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股减持方面来看：工业金属相关板块成 Q2 主要减仓对象，紫金矿业被基金减持最多。Q2 公募基金减持有色板块的前 5 大股票分别为：紫金矿业（A 股）被减仓 64497.21 万股（15.23%→7.73%）、北方稀土被减仓 9181.39 万股（4.06%→1.34%）、云铝股份被减仓 11400.66 万股（1.26%→0.12%）、嘉元科技被减仓 1765.79 万股（1.25%→0.12%）、明泰铝业增仓 6695.83 万股（4.97%→3.67%），工业金属板块相关个股成为 Q2 主要减仓对象。

表14：2022Q2 基金减仓 top10

代码	名称	2022Q1 基 金持仓占比	2022Q2 基 金持仓占比	2022Q1 基金持 股总市值(万元)	2022Q2 基金持股 总市值(万元)	2022Q2 基金增减仓 (万元)
601899.SH	紫金矿业	15.23%	7.73%	2199499.87	1,207,798.49	-991701.38
600111.SH	北方稀土	4.06%	1.34%	586808.27	209,900.75	-376907.52
000807.SZ	云铝股份	1.26%	0.12%	182078.87	18,876.85	-163202.03
688388.SH	嘉元科技	1.25%	0.12%	180929.04	18,158.79	-162770.26
601677.SH	明泰铝业	4.97%	3.67%	717856.68	573,040.87	-144815.80
600459.SH	贵研铂业	0.74%	0.03%	106444.74	3,987.03	-102457.71
600988.SH	赤峰黄金	2.32%	1.52%	335217.09	237,310.43	-97906.66
000960.SZ	锡业股份	0.78%	0.16%	113065.18	25,159.26	-87905.93
600219.SH	南山铝业	1.19%	0.60%	171837.99	94,499.17	-77338.83
600547.SH	山东黄金	1.52%	0.93%	219901.90	144,794.97	-75106.93

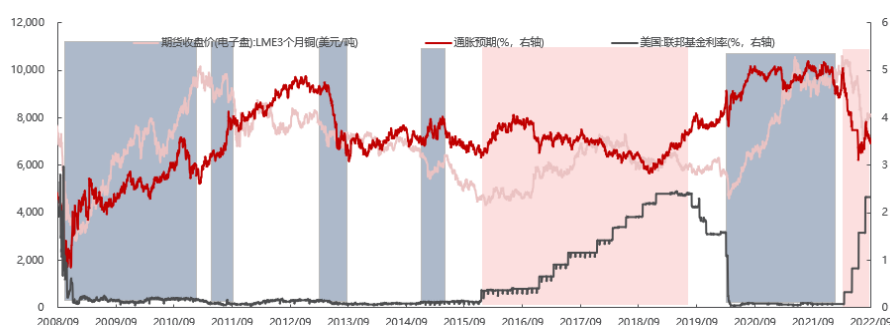
资料来源：Wind，民生证券研究院

4 2022H2 展望：供给约束仍在，金属价格中枢上移

4.1 工业金属：能源价格上行，供需紧平衡下铜铝锌价格中枢上移

短期的金融属性压制正逐步缓解，美联邦利率已逼近前高。通胀+能源价格上行推高工业金属中枢价格，陡峭的供给曲线下新兴领域需求持续增长，供需维持紧平衡格局，9/10 月份旺季即将来临，H2 推荐布局基本金属铜铝板块反弹行情。H1 美联储频繁加息，加息频率和力度超市场预期，金属价格承压回落。但在能源转型过程中，传统能源的资本性开支下滑，在紧平衡的供需格局下，短期的供给扰动被放大，2021 年的限电限产和 2022 年的俄乌冲突，都使得本就脆弱的供给更难以放量，使得能源价格大幅上涨，推高工业金属成本。

图46：加息确认长期通胀，通胀推动铜价上行



资料来源：wind，民生证券研究院

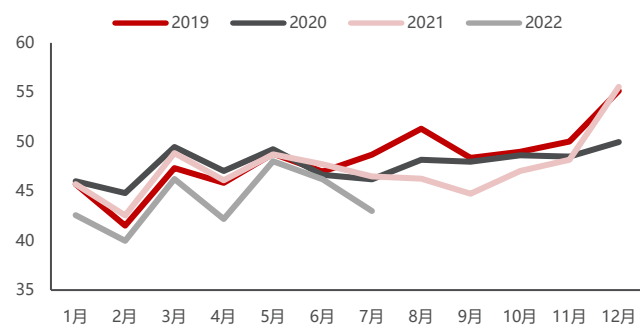
对铜而言：就 H2 来看，供应链干扰仍在，智利、秘鲁两大铜供应国的铜产量或持续受疫情、社区问题、罢工等干扰难有增量；低位库存下国内电网和新能源基建发力，供需紧平衡下铜价有望维持高位震荡。

供给较为紧张：目前海外供给（秘鲁、智利等）仍在恢复中。全球第一大铜矿生产国智利面临着矿石品位下滑和税收政策调整等不确定性风险，矿产铜产量逐年下滑。2021 年、2022H1 智利的矿产铜产量分别为 569.2 万吨和 265.2 万吨，分别同比下降 1.84% 和 5.2%。根据智利国家矿业最新数据显示，智利 2022 年 6 月铜产量同比下降 3.2% 至 46.2 万吨，主要是因为矿石品位下滑、干旱缺水以及部分企业设备检修，值得注意的是，Codelco 调降 2022 年产量目标至 149-151 万吨，此前为 161 万吨，头部矿企下调产量预期也进一步说明供应端并不乐观。第二大铜矿生产国秘鲁也仍未恢复疫情前水平，罢工增加了秘鲁矿山铜产量的不确定性。秘鲁 2022H1 铜产量为 111.2 万吨，同比上升 1.1%。根据 WBMS 最新

统计数据，1-6月全球矿山铜产量为1060万吨，同比增长1.3%。

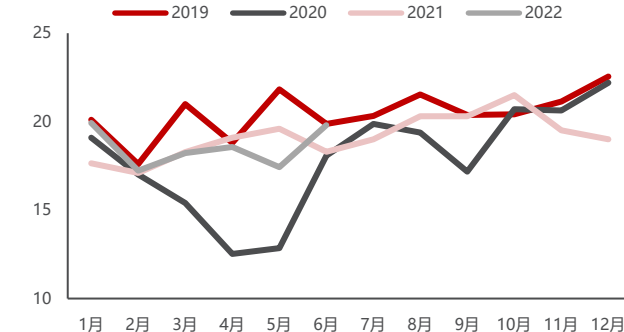
从库存和下游需求来看，目前三大期交所库存和上海保税区库存为37.92万吨，处于同期绝对低点，低位库存反映了供需格局的紧张。传统领域中，国内下游需求占比最大的电力领域年初以来在稳增长政策推动下快速增长。2022年国家电网投资预算达到5012亿元，增速达到6%，大幅高于预期。2022年1-6月电网基本建设投资完成额同比上涨9.9%，预计后续随着疫情进一步改善，电网建设或将加速推进。新兴领域中，新能源汽车、充电桩和风电光伏的快速发展拉动了铜的需求。新能源领域长坡厚雪，传统领域韧性十足，铜价有望维持高位。

图47：2022H1，智利矿产铜产量同比下降5.2%（单位：万吨）



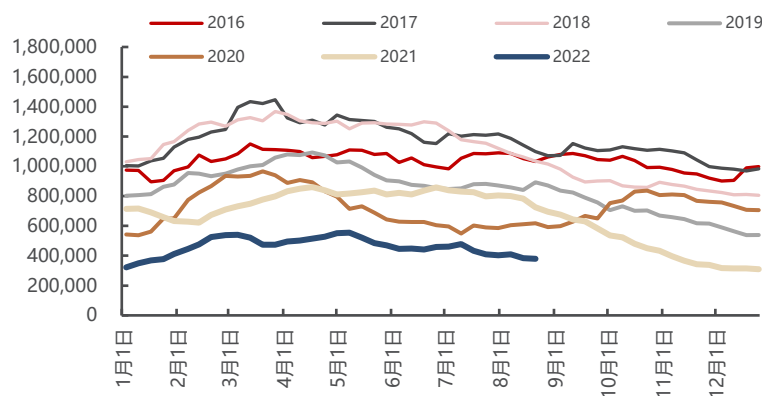
资料来源：智利国家统计局，民生证券研究院

图48：2022H1，秘鲁矿产铜产量同比增长1.1%（单位：万吨）



资料来源：秘鲁能源和矿业部，民生证券研究院

图49：2022年9月1日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为37.92万吨（单位：吨）



资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

对铝而言：底部信号明确，静待反弹。

供给端：能源供应紧张，电力价格高企使得国内外减产频发。国内方面，因今年夏天天气异常高温，居民用电量激增，四川省保供压力较大的同时来水不足，电

力紧张的局面下为了保居民用电，四川省内已建成的 107 万吨电解铝产能基本全部停产。此外，根据 SMM8 月 26 日新闻，重庆及河南地区的电解铝厂也存在部分减产。

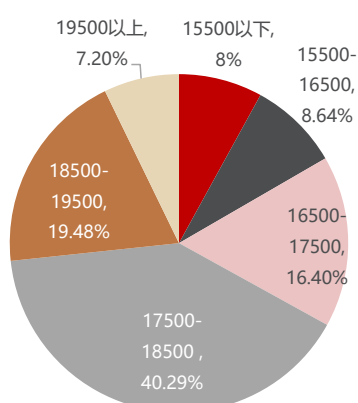
表15：四川省内电解铝企业减/停产情况（截至 8 月 24 日，单位：万吨）

企业名称	建成产能/万吨	6 月运行产能	最新运行产能	备注
企业 1	50	43	2	地区电力不足减产，停产 95%
企业 2	20	20	0	8.9 日突发事故，现在全部停产
企业 3	12.5	12.5	0	地区电力问题，目前全部停产
企业 4	12.5	12.5	0	地区电力问题，目前全部停产
企业 5	25	12	0.6	地区电力不足减产，停产 95%
总计	120	100	2.6	

资料来源：SMM，民生证券研究院

随着原材料价格的上涨和全球能源紧张，电解铝总成本逐渐抬升，成本中枢上移。根据百川盈孚数据，2022 年 7 月国内电解铝平均完全成本为 17729.63 元/吨，高成本产能（18500 元/吨以上）占比达 26.68%。截至 2022 年 8 月 31 日，上期所铝价仅为 18410 元/吨，也就是说当前铝价下，超过 26.68% 的行业产能处于亏损状态，成本支撑较强。

图50：2022 年 7 月，完全成本在 18500 元以上的产能占总产能比例达到 26.68%



资料来源：wind，民生证券研究院

由于供应减少以及冬季临近，欧洲天然气又重回升势。同时能源短缺持续向资源国蔓延，海外电解铝行业成本抬升，产量有进一步下降风险。欧洲能源价格高企，巨大的能源套利，促使贸易商加大出口，能源短缺开始向资源国蔓延。今年开始，印度、印尼对煤炭出口频频限制，2 季度以来，美国气价也节节攀升，价格上涨超过一倍，澳洲煤电倒挂又引发停电风险。随着能源短缺的蔓延，资源国的电价

或将继续上涨，而这些地区是电解铝的主产区，电解铝冶炼成本抬升。由于美国气价大涨，世纪铝业 6 月 27 日开始暂时关闭霍斯维尔 25 万吨电解铝产能，资源国电价上升，或将导致未来更多电解铝企业亏损，电解铝减产或将向资源国蔓延。

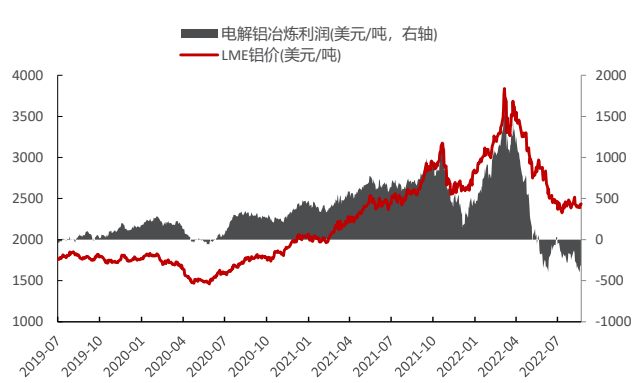
截至 8 月 25 日，我们根据当地天然气价格进行测算，若使用天然气现价进行生产，欧洲/美国电解铝冶炼亏损将达到 4757/318 美元/吨。即使使用的是长协的天然气价格，随着年底新一年长协价格的签订，过去一年天然气价格的大幅上涨势必使得长协价也将有所上调，带来能源成本压力的进一步提升。

图51：截至 8 月 25 日，欧洲电解铝冶炼亏损达到 4757 美元/吨（使用天然气现价生产）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图52：截至 8 月 25 日，美国电解铝冶炼亏损达到 318 美元/吨（使用天然气现价生产）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

截至 8 月 29 日，欧洲和北美地区电解铝年内累计减产产能已达到约 145 万吨，并且减产仍在持续发生。斯洛文尼亚铝冶炼厂 Talum 本周表示，由于电力成本高昂，该公司已将其产量削减了 80%。Talum 的发言人表示，该工厂不得不停止其冶炼的大部分铝生产，这对可持续技术至关重要。Talum 冶炼厂的产能约 8.4 万吨，现在的运行产能 20%左右，年化约 1.7 万吨。

表16：截至 8 月 29 日，欧洲和北美地区电解铝减产产能累计已达到约 145 万吨

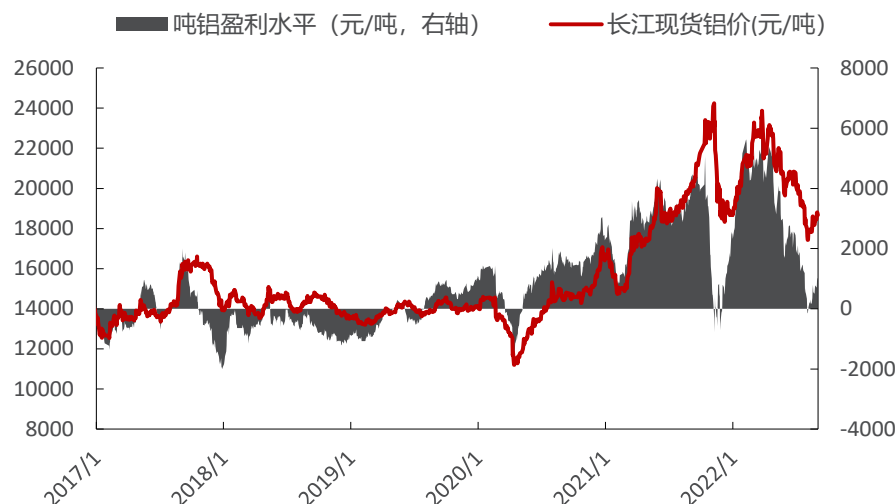
地区	国家	铝厂	建成产能 (万吨)	减产产能 (万吨)	备注
西欧	法国	Aluminium Dunkerque Industries France	28.5	4.3	2022 年 1 月 10 号宣布减产 10%，下周进一步减产 5%
西欧	荷兰	Aldel (Aluminium Delfzijl BV)	11.0	7.2	Aldel 铝厂宣布减产 60%-70%。但 Aldel 有 5 万吨的再生铝产能，原铝 11 万吨左右，减产 60%是在原铝的基础上。
中欧	德国	Primary Products Hamburg	13.0	3.9	Trimet 铝业旗下铝厂近日因能源价格问题减产近 30%
中欧	德国	Niederlassung Voerde	9.5	2.9	Trimet 铝业旗下铝厂近日因能源价格问题减产近 30%
中欧	斯洛伐克	Slovalco	17.5	17.5	Slovalco 铝厂 2022 年 2 月 7 日宣布进一步减产至 60%。2022 年 8 月 17 日宣布 9 月底全部关停

东欧	罗马尼亚	Alro Slatina	26.5	15.9	第一阶段减产 60%
南欧	西班牙	San Ciprian Works	22.8	22.8	2021.12.29 签署停产协议, 于 2022.1.1 执行, 在 2024 年重启生产
南欧	黑山	Podgorica	6.0	6.0	黑山国有电力公司 12 月 31 日停止对 KAP 铝厂供电, Podgorica 铝厂关停
南欧	斯洛文尼亚	Kidricevo	8.5	2.8	Talum 铝厂宣布 2022 年计划产量减少 30%
中欧	德国	Essen	16.5	8.3	3 月 17 日, 德国 Trimet 旗下 Essen 电解铝厂减产进一步扩大至 50%
北美洲	美国	Century Aluminum Hawesville	25.0	25.0	2022 年 6 月 22 日宣布减产, 将于 6.27 日陆续减产, 预计减产 9-12 个月, 主因能源高位
北美洲	美国	Warrick	26.9	5.4	2022 年 7 月 2 日, 美铝由于运营方面的挑战, 将立即停止位于印第安纳州 Warrick 的三座冶炼厂的其中一条产线
欧洲	德国	Speira	23.5	12.0	因能源成本问题考虑 9 月份是否进行减产, 削减产能 50%
欧洲	挪威	Mosjoen	18.8	4.0	8 月 22 号开始罢工, 预计 9 月 19 号之前减产 20%, 若持续到 9 月 19 号之后, 每隔一周将再削减 10% 的产量
欧洲	斯洛文尼亚	Talum	8.4	6.7	能源价格高企, 斯洛文尼亚铝冶炼厂 Talum 将产量削减至 20%
合计			262.4	144.7	

资料来源: SMM, 民生证券研究院

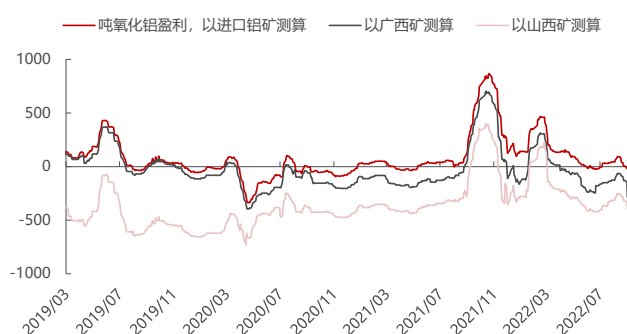
需求端: 疫情短期对下游需求产生影响, 但随着复产复工的持续推进, 影响在边际减弱, 低位库存表明“强现实弱预期”的供需格局, 随着 9/10 月份步入旺季, 需求或将迎来进一步提升。截至 2022 年 8 月 29 日, 根据我们测算, 不考虑折旧, 电解铝行业的吨铝税后盈利达到 1308 元/吨, 相较过去两年来看处于盈利低位。但与之相对应的是, 我国电解铝社会库存震荡去库至 68.2 万吨, 为过去 6 年同期最低位, 传统淡季却并未产生季节性累库, 表明当前供需格局仍然较好, 看好后期铝价走势。

图53: 2022 年 9 月 1 日, 吨铝净利润为 975 元/吨



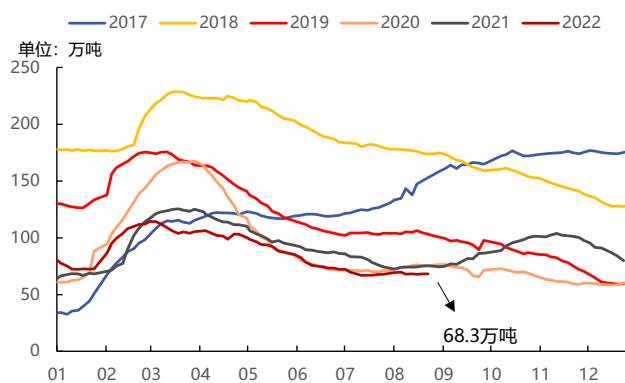
资料来源: wind, 亚洲金属网, 民生证券研究院测算

图54: 氧化铝盈利情况



资料来源: wind, 亚洲金属网, 民生证券研究院测算

图55: 2022 年 9 月 1 日, 国内电解铝库存为 68.3 万吨



资料来源: wind, 民生证券研究院

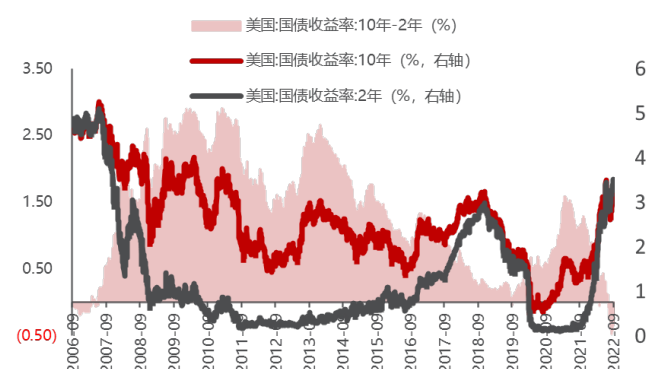
4.2 贵金属：名义利率难以跑赢通胀，金价蓄势待发

衰退预期掣肘加息，2022 年加息或难以跑赢通胀。黄金作为天然货币，其价格的锚为美债实际利率。根据历史数据，黄金价格与实际利率高度负相关，伴随着2022 年 3 月以来全球宽松的货币政策传导，目前通胀水平居高不下，7 月份通胀数据 CPI 仍然高达 8.5%，在通胀高企下，10 年期美债实际利率仍处于历史低位。当前美联储处于加息周期中，加息对实际利率的抬升为短期抑制黄金价格的主要因素，但随着通胀数据居高不下，且衰退预期不断增强，名义利率大难以大幅跑赢通胀，实际利率或将低位徘徊且有可能继续下探，金价受加息影响有限。

美债 10 年期-2 年期期限利差自 3 月 1 日以来逐步收窄，4 月初出现两次倒

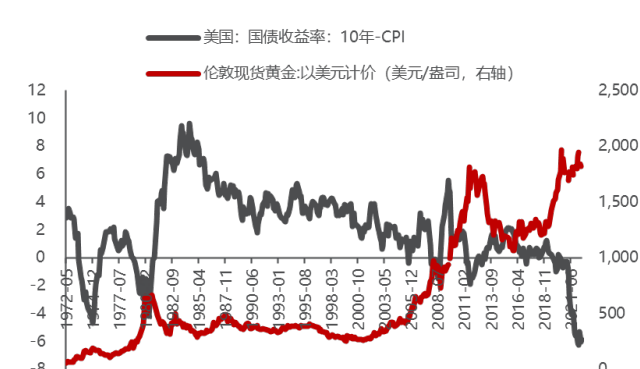
挂, 7月6日再次出现倒挂至今。根据历史经验分析, 期限利差倒挂反映了经济衰退的预期。当前美国通胀高企, 美联储加息控制通胀论述强硬, 支撑短端利率持续上行, 在长端利率上行速率平缓的情况下期限利差或将反复出现倒挂。考虑到美联储在加息初期便呈现出衰退信号, 美联储鹰派货币政策或将面临两难, 加息未来或将不及预期。

图56: 当前美国 10y-2y 利差收窄 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图57: 黄金价格与实际利率高度相关



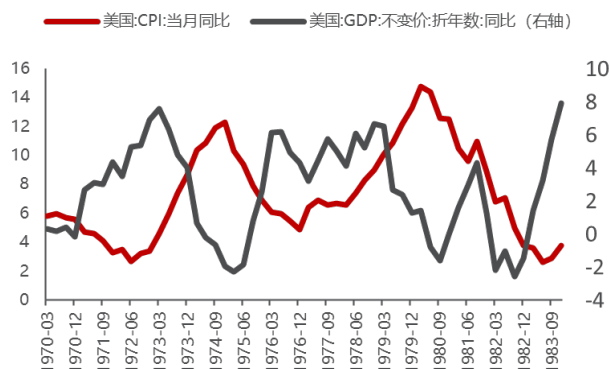
资料来源: Wind, 民生证券研究院

回顾上世纪 70-80 年代滞胀期资产表现, 黄金涨幅较大。70 年代, 爆发了两次石油危机, 1973-1974 年爆发第一次石油危机, 1979 年爆发第二次石油危机, 供应端矛盾难以解决, 大宗商品价格期间大幅上涨, 叠加 60 年代末期长期宽松的货币政策埋下隐患, 第一次滞胀时期 CPI 冲高至 12.60%, 第二次滞胀时期 CPI 冲高至 14.80%。滞胀时期, 高通胀抑制经济增长, GDP 与 CPI 呈现负相关, 复盘 70-80 年代, 黄金价格呈现上涨趋势, 期间涨幅达到 1580.68%, 而 2020 年至今黄金涨幅为 12.14%, 可见滞胀期间黄金价格具有较大上涨潜力。

我们认为, 高通胀下的经济衰退为滞胀的信号。目前全球通胀难见拐点, 全球疫情反复, 持续干扰供应链; 短期内新能源供应难以弥补能源需求缺口, 能源价格居高不下; 俄乌冲突加剧农产品和原油的供应危机, 大宗商品价格上涨至高位。商品价格提升带动工人工资水平上涨, 人工成本上升进一步推升商品成本。

供给端矛盾难以解决的情况下, 通胀难以回落, 且美国 GDP 增速环比出现连续两个季度负增长, 当前已处于滞胀时期, 回顾上世纪 70 年代, 滞胀时期实物资产整体跑赢金融资产, 金价作为天然具有保值属性的商品, 或迎来趋势性上行。

图58：1970-1980s 两次滞胀过程



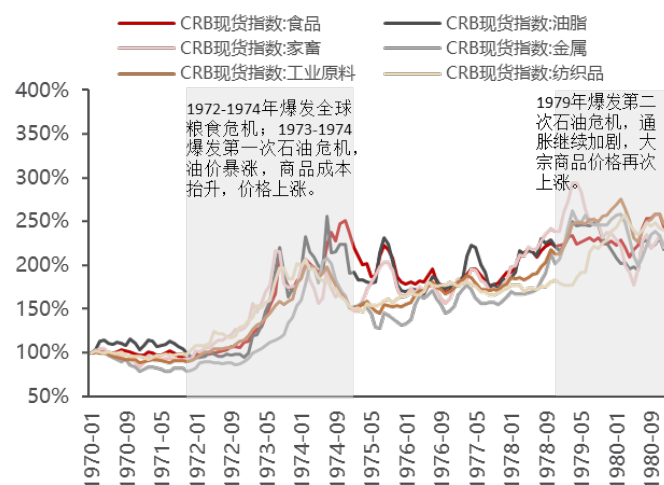
资料来源：Wind，民生证券研究院

图59：1970s 以来黄金价格走势



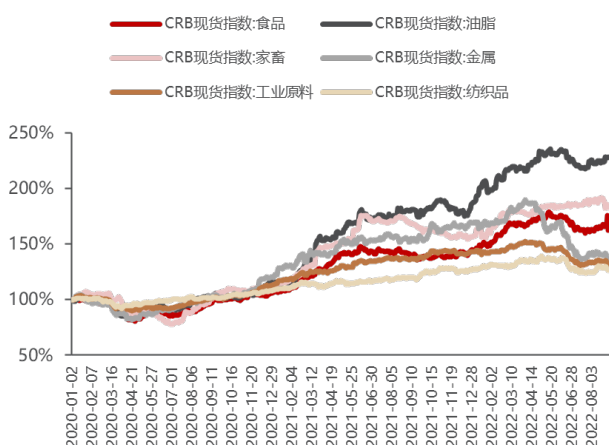
资料来源：Wind，民生证券研究院

图60：1970-1980s 两次滞胀期间大宗商品价格上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

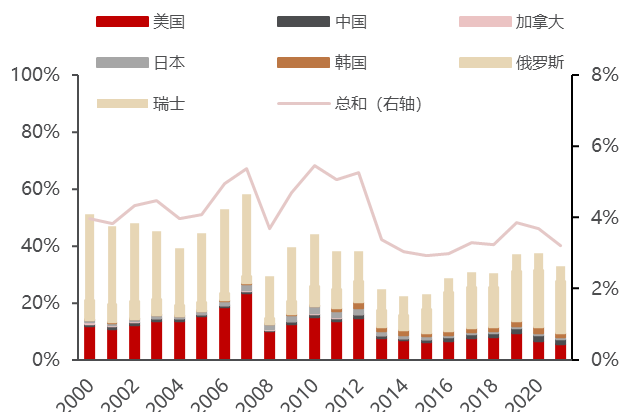
图61：俄乌冲突加剧供需矛盾导致商品价格上涨



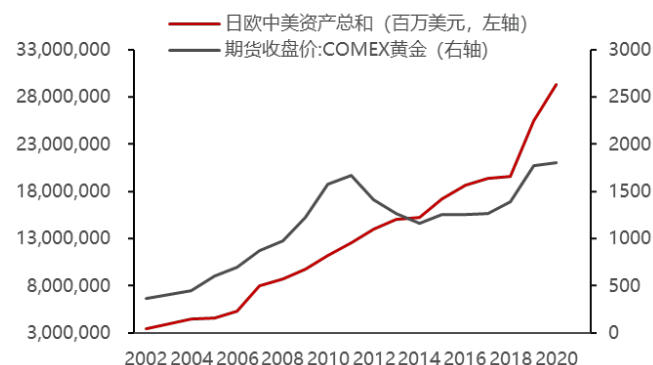
资料来源：Wind，民生证券研究院

全球央行大幅扩表，黄金增储需求明显。2020 年新冠疫情爆发后，为了应对疫情对经济造成的冲击，海外各国央行实行扩张性财政政策，2020 年 1 月-2022 年 3 月，美联储总资产增加扩大了 113.29%，实现翻倍。日本央行和欧洲央行总资产分别扩大了 28.65%和 86.53%，央行大幅扩表使得黄金储备占总资产的比重下降。

黄金作为天然的货币，作为实物资产对于维护本国币值的稳定具有重要意义，我们预计各国央行将加大购金力度以平衡快速扩大的资产负债表。以维护币值稳定和抵抗美元信用走弱的风险。此外，由于国际地缘因素等影响，全球资产避险情绪升温，黄金配置关注度有望提升。

图62：黄金占全球中央银行资产的百分比稳中有降


资料来源：wind, WGC, 民生证券研究院。左轴为各国黄金占央行总资产百分比的累加值，右轴为各国黄金总储备占总资产和的百分比。

图63：央行扩表将推动金价继续走高


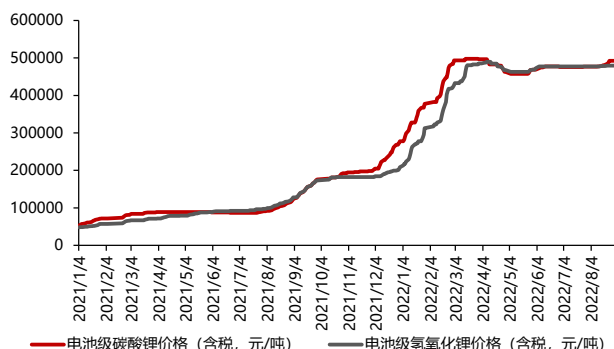
资料来源：wind, 民生证券研究院

我们认为，加息预期已被市场充分反应，美国经济基本面弱化或将持续牵制加息进程。若加息不及预期，叠加俄乌冲突带来的能源危机，届时将出现通胀上行，但名义利率上行不及预期的局面，实际利率将进一步下行。在全球货币超发、央行购金需求上升背景下，黄金将走出一轮上涨行情，维持对行业的“推荐”评级。建议重点关注赤峰黄金、招金矿业、山东黄金、银泰黄金。

4.3 能源金属：供需紧张下价格有望高位，资源端溢价不断提升

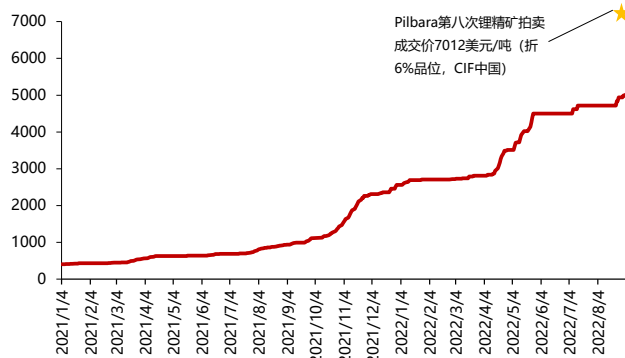
锂：资源供给紧张，锂矿价格加速上涨、锂盐价格成本支撑有望高位。资源端，截至9月2日AM 锂精矿价格上升至5010美元/吨，电池级碳酸锂上升至49.25万元/吨，氢氧化锂升至48.05万元/吨。目前锂精矿供给紧张情绪仍在，全球锂资源多被长单锁定，且PLS 拍卖进一步加剧了锂精矿价格上涨：2022年8月PLS 锂精矿完成第八次拍卖，最终成交价6350美元/吨（FOB，5.5%氧化锂品位），创出历次公开拍卖价格的新高，拍卖数量5000吨，折6%品位锂精矿价格为7012美元/吨，我们测算此次拍卖锂精矿价格对应单吨锂盐的含税成本约45万元/吨，预计2022年锂盐价格在成本支撑下难以大幅回落。展望未来，未来锂资源端的溢价将进一步凸显，同时在供给释放或将低预期的情况下，未来供给紧张局面有望持续。

图64：国内锂盐价格持续上涨（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

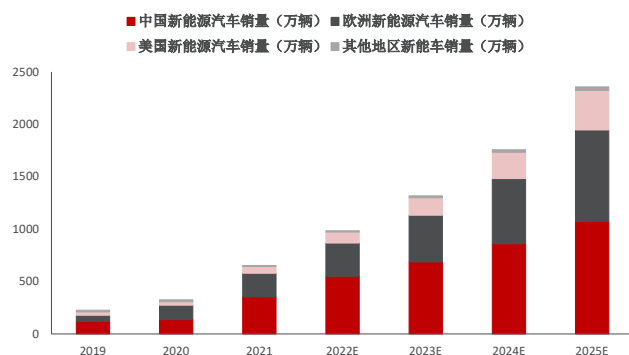
图65：AM 锂精矿价格持续上涨(美元/吨)



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

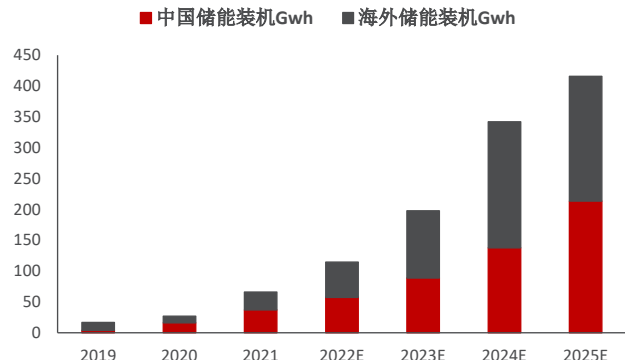
新能源汽车持续向好，储能构成锂的第二增长曲线。（1）我们预计 2025 年全球新能源汽车渗透率有望达到 25%，中国新能源汽车渗透率有望达到 36%，对应全球新能源汽车销量有望达到 2356 万辆，未来增长曲线仍然陡峭。（2）随着光伏风电的快速增长，预计 2025 年中国储能装机量有望达到 214GWh，全球储能装机量有望达到 416GWh，相较于 2021 年的约 66Gwh，2021-2025 年 CAGR 高达 58%，将成为锂的第二增长曲线驱动未来成长。

图66：全球新能源汽车需求增长仍然陡峭



资料来源：SNE，乘联会，民生证券研究院预测

图67：储能构成锂的第二增长曲线



资料来源：IEA，民生证券研究院预测

中游快速扩产，放大器效应助力需求持续高增。根据鑫椏资讯统计，磷酸铁锂正极扩产尤为激进，磷酸铁锂产能从 2018 年底的 18.12 万吨增加至 2021 年底的 89.8 万吨，年复合增长率 70.5%，2021 年同比增速更是高达 167.9%。与之前几年相比，2022 年磷酸铁锂产能扩张速度更快，截止 22Q2 可利用产能已高达 103.4 万吨，较 2021 年年底增加 13.6 万吨，预计到 2022 年底磷酸铁锂可利用产能将达到 299.8 万吨（预计 2025 年磷酸铁锂正极需求仅约 250 万吨），其中三季度增量最大，单季度产能扩张达 86.6 万吨。正极材料远超需求的扩产速度及其带来的

备货需求，有望凸显放大器效应，助力锂盐需求持续高增。

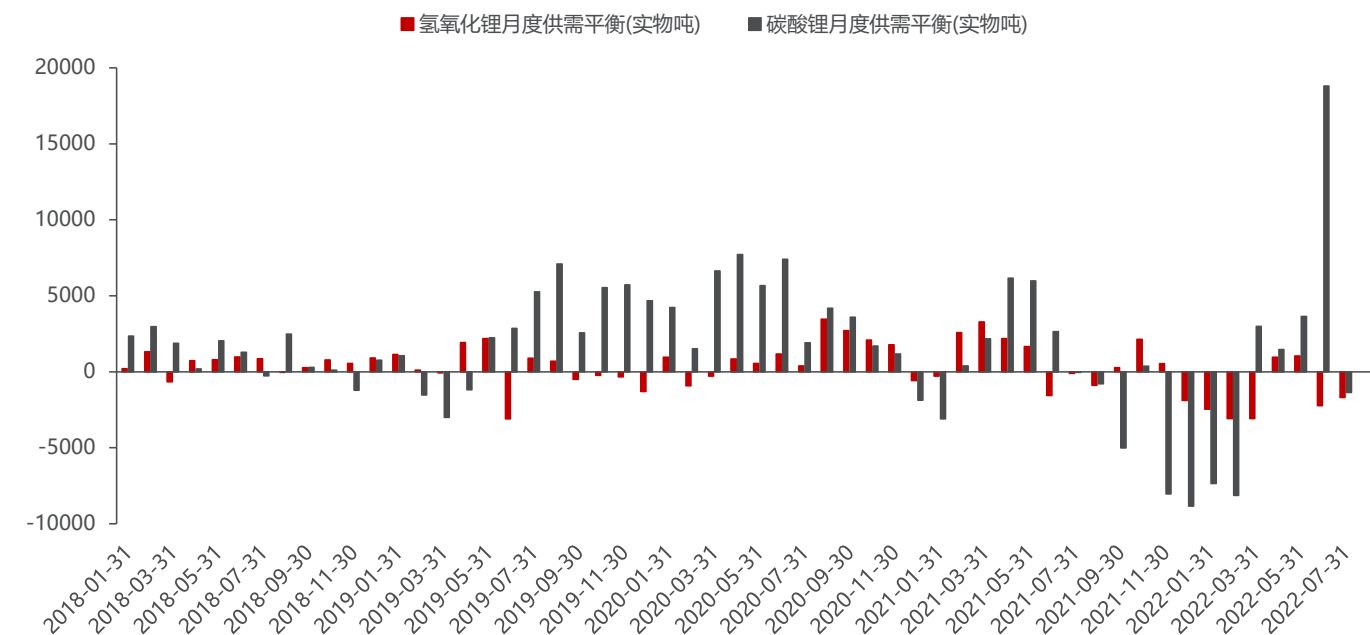
表17：2022 年 Q2-Q4 主要 LFP 正极企业扩产情况（万吨）

时间	公司	产能情况
2022Q2	湖南裕能	26
	德方纳米	11
2022Q3	北大先行	8
	德方纳米	8
	常州锂源	10
	湖南裕能	11
	融通高科	20
	湖南邦盛	15
	佰利新能源	5
	川恒股份	2
2022Q4	江西升华	6
	山东丰元	9
	圣钒科技	23
	海螺创业	5
	佰利新能源	15
	合计	174

资料来源：鑫椤资讯，民生证券研究院

需求持续向好下锂供需缺口难填。月度供需平衡的角度，据 SMM 数据，尽管 Q2 受疫情影响，碳酸锂及氢氧化锂在 4 月和 5 月出现短暂供需缓解，但下游排产、终端销量仍然高增，6-7 月中国锂盐重新趋于供需紧张，其中 7 月中国氢氧化锂月度供需缺口为 1686 吨，碳酸锂月度供需缺口为 1361 吨，预计随着 8 月限电影响供给、下游“金九银十”旺季的来临，锂盐供需缺口或将持续。

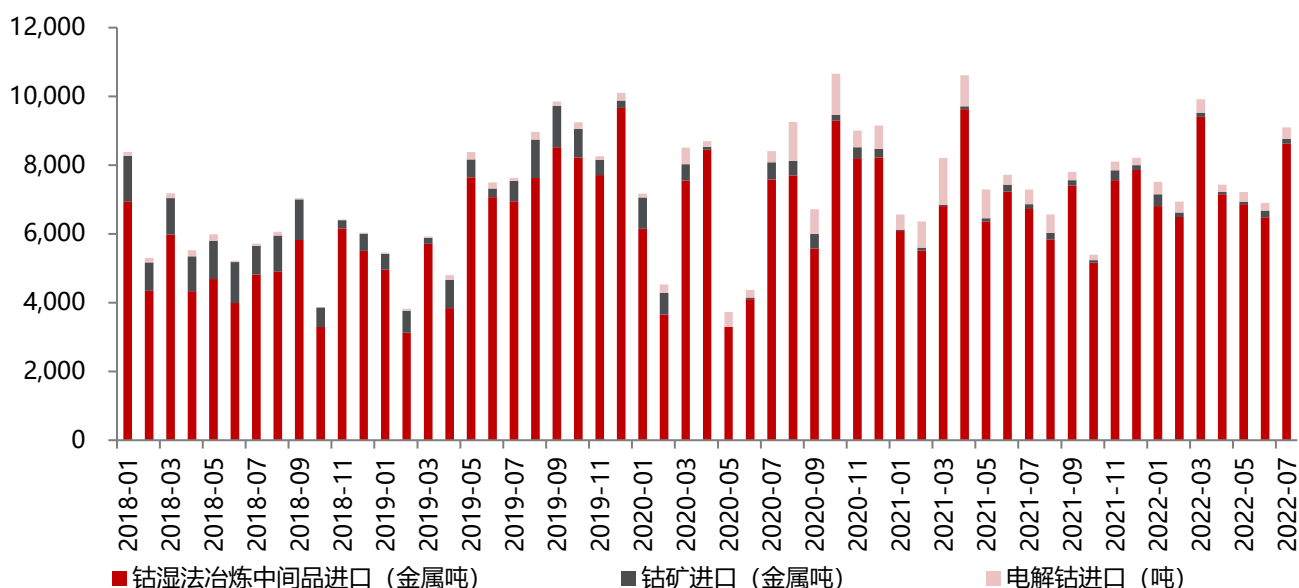
图68：月度锂供需平衡，需求持续向好下供需缺口难填（吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

钴供给：供应扰动逐渐降低，影响有望边际减弱，供应压力凸显。（1）随着2020年以来全球新冠疫情的影响，钴供应链受到非洲疫情、运输、罢工等影响物流，客观上导致了钴原料的供应紧张。但随着疫情防控的常态化，以及洪水、罢工等事件的不可持续性，我们认为在经历了2年的适应之后，供应端的扰动对钴的影响趋于边际减弱。从进口数据看，2022年7月中国钴原料进口9103金属吨，环比大幅增长31.9%，供应扰动边际减弱。（2）展望未来，铜钴矿及红土镍矿湿法项目都将贡献可观增量，随着mutanda复产、华友钴业、格林美等在印尼布局的镍项目大规模投产，供应压力开始凸显。

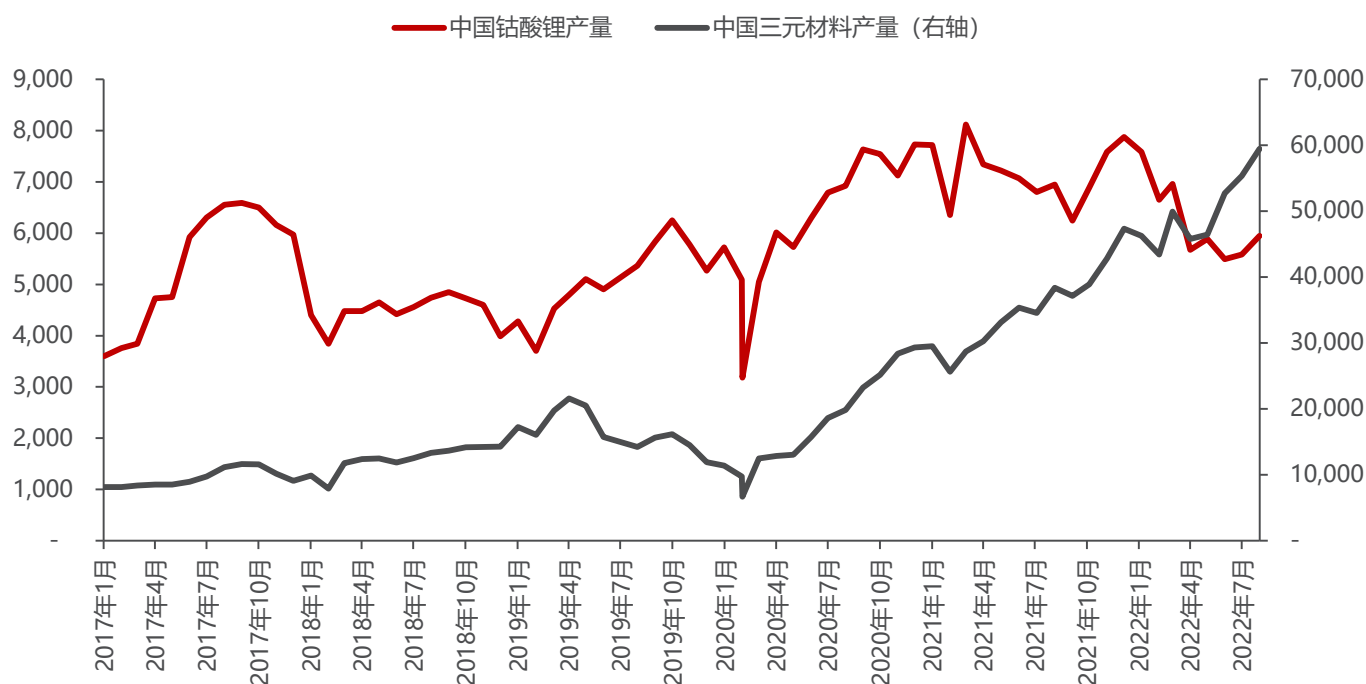
图69：2022 年中国钴原料进口恢复增长，运输扰动边际减弱



资料来源：SMM，民生证券研究院

钴需求：三元材料产量稳步向上，钴酸锂产量重回增长。钴的下游需求主体为电池正极材料，主要分为 3C 的钴酸锂电池正极及动力的三元电池正极材料。从月度数据来看：(1) 今年 2 月开始钴的需求主体钴酸锂正极受 3C 消费疲软影响，产量逐月下滑，至 6 月下降至年内月度产量低点 5490 吨，但是从 7 月开始逐月恢复增长，8 月钴酸锂产量已经恢复至 5949 吨，预计在“金九银十”的消费电子旺季来临之际，钴酸锂产量有望持续增长。(2) 三元正极材料产量持续快速增长，8 月三元材料产量增长至历史高位的 59454 吨，预计随着下游新能源车市场持续增长、三元电池持续放量，动力电池有望拉动钴需求持续增长。

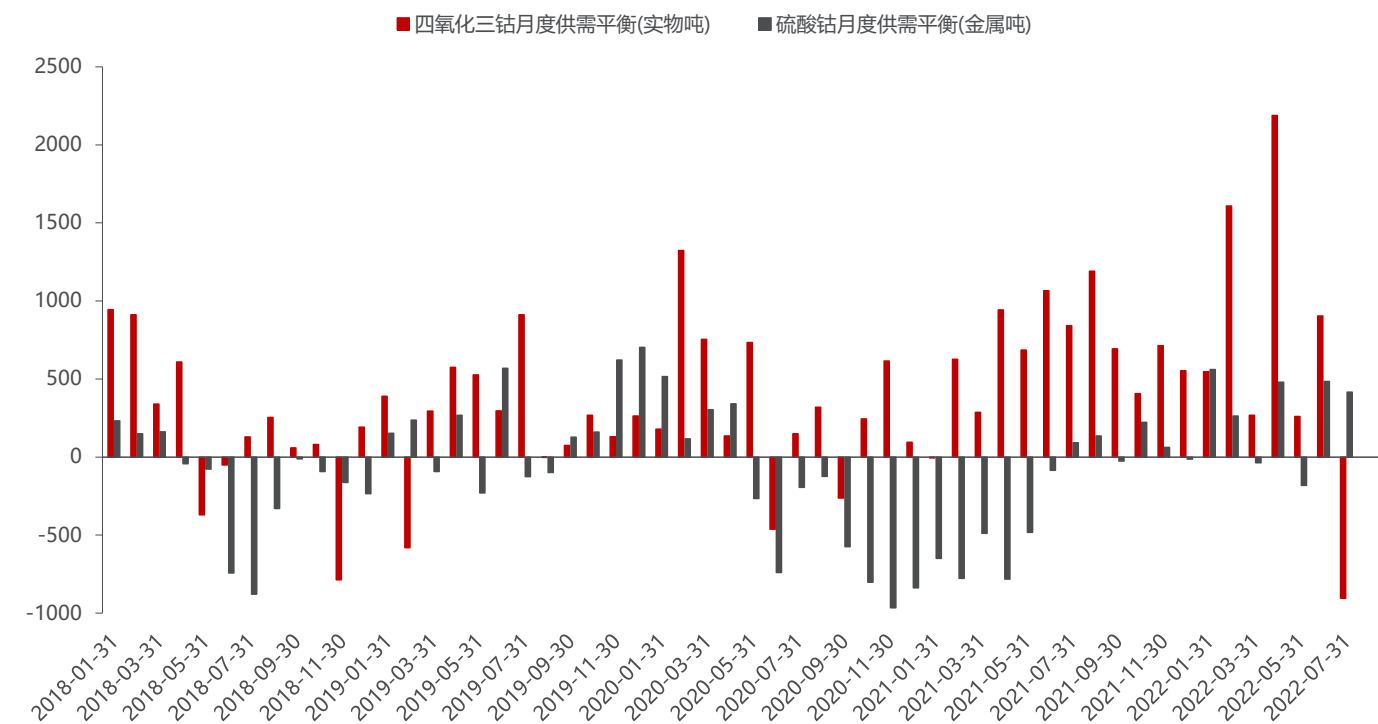
图70：2022 年中国钴酸锂、三元材料产量持续增长（吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

需求持续向好下钴供给过剩有望缓解。月度供需平衡的角度，据 SMM 数据，中国钴原料在 4-6 月出现较大幅度供给过剩，但随着下游排产、终端销量恢复，7 月中国钴原料供给过剩局面大幅缓解，其中 7 月中国三氧化二钴月度供需缺口为 904 吨，硫酸钴月度供给过剩幅度收窄至 416 吨，预计随着下游旺季的来临、国家收储的推进，钴供需局面或将大幅改善。

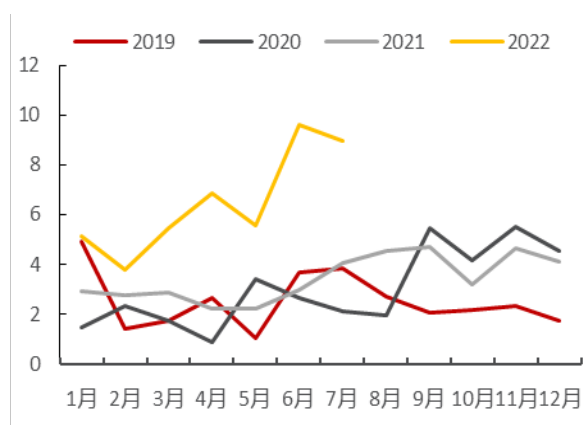
图71：中国月度钴供需平衡，供给过剩的局面正在逐步缓解（吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

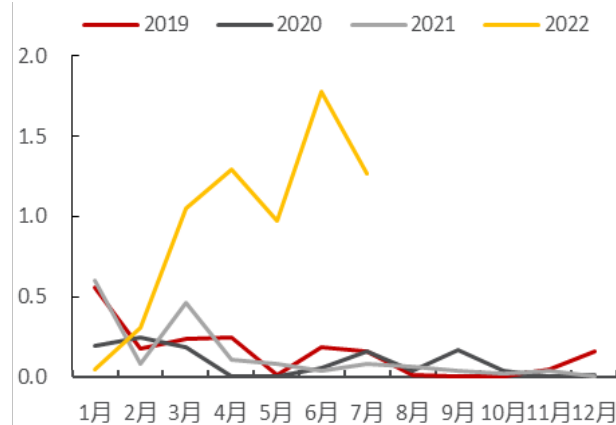
展望：镍原料供应逐步放量，电解镍需求下行。随着湿法中间品和高冰镍产能释放，原料供应大幅增加，2022年1-7月我国湿法中间品进口量45.5万吨，同比增加126.0%，高冰镍进口量3.7万吨，同比增加177.8%，湿法中间品和高冰镍供应折合金属量10.0万吨，同比增加133.2%，硫酸镍原生料供应大幅增长，原料短缺问题明显缓解。需求端，1-8月我国硫酸镍产量21.0万吨，同比增加21.1%，分原料看，根据反推测算，电解镍占硫酸镍原料比例进一步下滑，7月占比跌至9.2%，电解镍需求空间压缩明显。

图72：我国镍湿法中间品进口量（单位：万吨）



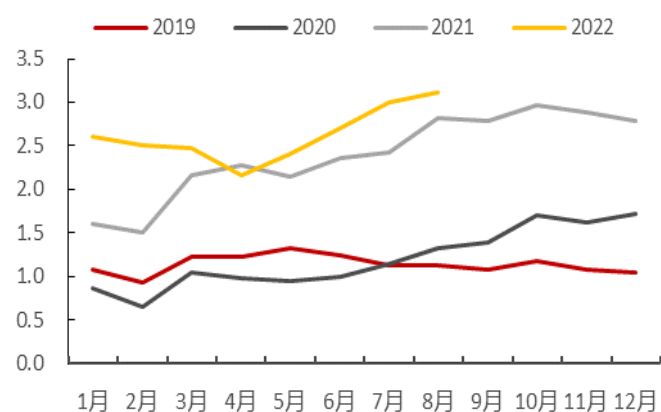
资料来源：wind，民生证券研究院

图73：我国高冰镍进口量（单位：万吨）



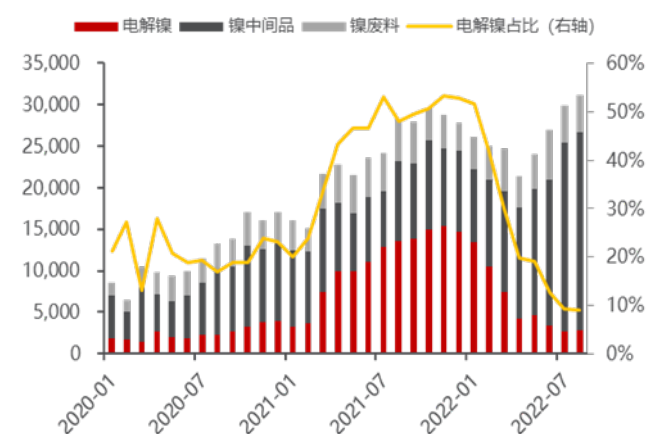
资料来源：wind，民生证券研究院

图74：我国硫酸镍产量（单位：万金属吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图75：我国硫酸镍分原料供应量（单位：万金属吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

加息压力及原料产能释放，镍价受抑，而下游配套产能不足或延缓镍价下行。

宏观上面美联储激进加息压力仍然较大，镍价承压明显，基本面看，2022Q4 高冰镍和湿法中间品产能进一步释放，硫酸镍原料供应比较充足，但下游湿法中间品、高冰镍至硫酸镍配套产能相对迟缓，而需求端，三元电池市场边际改善，特斯拉大圆柱电池将逐步放量，高镍化提速将进一步刺激镍需求，电解镍需求有支撑，镍结构性紧张局面缓解较慢，镍价下行或较为迟缓。

新能源金属：全球电动化长期趋势不变，供需结构长期偏紧之下，资源溢价能力提升。锂：锂供给偏紧格局确定，锂资源溢价大幅提升，电动化长期趋势不变，供需格局仍将长期向好，未来价格中枢及行业盈利水平有望持续。钴：短期面临供给增加与需求疲软压力，但电池需求持续向好、国家收储预期之下，价格或触底回暖。镍：短期结构性短缺推升镍价，需求端 4680 电池量产在即，未来高镍化趋势较为确定，需求支撑下价格下行或较为迟缓。**建议重点关注华友钴业、中矿资源、天齐锂业、西藏矿业、赣锋锂业。**

5 投资建议：加息周期下，供给约束仍在，金属价格有望维持高位

展望 2022 年：短期或有宏观因素扰动，但供给曲线仍旧陡峭，供给周期有望正式开启。在低库存背景下，周期波动的核心是供需变化，我们认为本轮商品价格的上涨具备较强的持续性，主要原因在于在“双碳”的大背景下，供给曲线越发陡峭，决定商品的核心矛盾从需求端切换到供给端，供给端无法及时反映需求端的变化，商品的分析框架将从需求转向于供给端。(1) 铜等工业金属过去长时间资本性开支下滑，同时短期修复存在不确定性，供给端调整能力有限，价格易涨难跌。铝的本质是能源载体，能源结构转型带来了基础能源价格上行，铝价有望高位。同时海外能源价格高企，也影响锌产量释放，锌价支撑较强。需求端工业金属传统领域需求受稳增长政策提振，叠加新兴领域持续拉动，需求有望迎来内部新老需求共振。(2) 能源金属在新能源汽车、储能等领域需求的快速增长之下，原有的供应端资本开支难以跟上下游的大规模扩产，导致未来在长周期之中供需结构可能偏紧，价格有望长期高位，资源稀缺性逻辑继续强化。(3) 当前黄金的持有成本——实际利率处于历史低位，考虑到俄乌冲突带来能源危机、疫情干扰供应链等供给端的扰动因素，高通胀或将持续，实际利率有望进一步下行，叠加全球货币超发背景下央行购金需求上升，长期看好黄金作为避险资产的表现。

工业金属：供给周期中场休息，金属价格中枢上移。美联储频繁加息工业金属价格承压，加息力度环比提升空间有限，金融属性压力逐步缓解。供给端：新老能源交替，传统能源阶段性短缺推高能源价格，环保等维持性资本性开支抬升，推高工业金属成本曲线，叠加资本开支不足，供给周期仍在途。需求端：新能源领域长坡厚雪，传统领域需求仍具韧性。金属价格中枢或上移。建议重点关注紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、楚江新材、神火股份、中国铝业、南山铝业、天山铝业、驰宏锌锗。

贵金属：名义利率难以跑赢通胀，实际利率低位支撑金价。美联储主席鲍威尔上周五释放强硬加息信号，9 月份或再度加息，但美国通胀仍处高位，7 月份 CPI 仍高达 8.5%，名义利率难以跑赢通货膨胀，实际利率低位支撑金价上行。7 月份以来，10 年期-2 年期美债利率差出现持续倒挂，反映市场对美国未来经济信心不足，22 年 H1，美国 GDP 已连续两个季度出现环比负增长，衰退预期将持续掣肘美联储加息进程。疫情发生 2 年来，美欧央行货币大规模超发，为维持币值稳定，各国央行购金需求提升，叠加俄乌冲突长期化导致黄金避险需求提升，长期看好黄金股投资机会。建议重点关注赤峰黄金、招金矿业、山东黄金、银泰黄金。

新能源金属：无惧短期扰动，新能源需求仍然高增，能源金属供需结构长期偏紧，资源溢价能力提升。锂：产业链利润快速转移至上游，供需紧张下价格有望长期维持高位。供给端，锂精矿供应紧张，在锂精矿拍卖等催化下，产业链利润快速

转移至上游，资源端溢价凸显；同时未来产业链整体成本抬升、新项目大概率低预期投放有望使价格高位维持。需求端，下游电池厂、正极材料扩产激进，中游放大器效应将使得实际需求远大于终端需求，激化供需矛盾。**钴**：短期需求承压，看好钴在电池的不可替代性。供给端，运输扰动影响边际弱化、叠加矿山复产将增加供给端压力，需求端，短期消费电子及三元电池需求承压，但钴在三元电池仍然不可或缺，随着钴价回落带来成本下降、消费电子旺季来临、中镍高压三元的推广及三元电池放量，未来钴需求仍将快速增长。**镍**：供给端未来印尼湿法镍及高冰镍项目有望逐步放量，但短期结构性短缺推升镍价，需求端特斯拉 4680 电池量产在即，未来长期高镍化趋势较为确定，镍需求有望长期增长。**稀土磁材**：短期承压不改长期看好。短期需求淡季+指标放量超预期，稀土价格承压，磁材厂商短期受制于稀土价格回调带来库存损失。但中长期新能源+节能电机对需求的强拉动逻辑不变，海外供给难有增量，国内受制于分离产能建设，指标难以完全释放，供需长期维持紧平衡，看好稀土磁材公司中长期投资价值。建议重点关注华友钴业、中矿资源、天齐锂业、西藏矿业、赣锋锂业、北方稀土、盛和资源。

6 风险提示

1) 金属价格大幅下跌。金属价格影响公司盈利情况，若产品价格大幅下跌，公司盈利将受到负面影响。

2) 终端需求不及预期。需求若低于预期，则一方面影响终端产品需求，从而影响产业链产品销量下降；另一方面，产品价格受供需影响，需求较弱时，产品价格或有所下降，进一步对公司盈利造成负面影响。

3) 全球经济衰退。全球经济衰退下需求大幅下降，金属价格大幅下跌，相关公司利润将出现大幅下降。

插图目录

图 1: SW 有色板块 2022 年至今 (2022 年 9 月 2 日) 整体跌幅为 6.1% (单位: %)	3
图 2: 2022 年 Q2, SW 有色上涨 10.48%, 位列第 10 (单位: %)	4
图 3: 2022 年 H1, SW 有色上涨 0.83% (单位: %)	4
图 4: 2022 年至今 (2022 年 9 月 2 日) 有色金属板块表现较好 (SW 申万有色: 右轴, 单位: 点)	5
图 5: 2022 年至今 (2022 年 9 月 2 日), 钨板块涨幅最大为 7.69% (单位: %)	6
图 6: 2022 年 Q2, 磁性材料等板块涨幅居前 (单位: %)	6
图 7: 2022 年 H1, 钨、磁性材料等板块涨幅居前 (单位: %)	6
图 8: 2022 年初至 9 月 1 日涨幅前十的公司	7
图 9: 2022 年初至 9 月 1 日跌幅前十的公司	7
图 10: 2011-2022Q1 有色金属板块销售毛利率及净利率	8
图 11: 2018Q1-2022Q2 有色金属销售毛利率及净利率	8
图 12: 2011-2022Q1 有色金属板块长期借款与短期借款	9
图 13: 2011-2022Q1 有色金属板块资产负债率	9
图 14: 2022H1 工业金属板块营收及增速	13
图 15: 2022Q2 工业金属板块营收及增速	13
图 16: 2022H1 工业金属细分行业归母净利及增速	13
图 17: 2022Q2 工业金属细分行业归母净利及增速	13
图 18: 2022H1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速	14
图 19: 2022Q2 工业金属细分行业扣非归母净利及增速	14
图 20: 2022H1 工业金属板块各公司归母净利润	14
图 21: 2022Q2 工业金属板块各公司归母净利润	14
图 22: 2022 年 COMEX 黄金最高涨至 2043.30 美元/盎司	15
图 23: 2022H1 黄金板块营收及增速情况 (亿元)	15
图 24: 2022Q2 黄金板块营收及增速	15
图 25: 2022H1 贵金属板块各公司盈利情况 (百万元, %)	16
图 26: 2022Q2 贵金属板块各公司盈利情况 (百万元, %)	16
图 27: 2022H1 国内稀土价格冲高回落	17
图 28: CS 稀有金属板块营收及增速情况 (亿元)	18
图 29: CS 稀有金属板块归母净利润及增速情况 (亿元)	18
图 30: 锂板块营收及增速情况 (亿元)	19
图 31: 锂板块归母净利润及增速情况 (亿元)	19
图 32: 2021 年&2022H1 锂板块龙头公司归母净利润情况 (亿元)	19
图 33: 钴板块营收及增速情况 (亿元)	20
图 34: 钴板块归母净利润及增速情况 (亿元)	20
图 35: 2021 年&2022H1 钴板块主要公司归母净利润情况 (亿元)	21
图 36: 2022H1 镍板块营业收入同比增加 16% (单位: 亿元)	21
图 37: 2022H1 镍板块归母净利润同比增加 25% (单位: 亿元)	21
图 38: 2022H1&22Q2 镍板块主要公司归母净利润 (单位: 亿元)	22
图 39: 2016-2022H1 稀土板块营业收入 (亿元)	23
图 40: 氧化镨钕/金属镨钕市场价与北方稀土挂牌价	23
图 41: 国内钕铁硼月产量年初达到高点 (单位: 吨)	23
图 42: 2022H1 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)	24
图 43: 2022Q2 有色基金持仓比例环比上升 0.31pct 至 4.79% (单位: %)	25
图 44: 2022Q2 有色行业公募持仓比例为 4.79%, 环比 2022Q1 上升 0.31pct (单位: %)	26
图 45: 2022Q2 公募基金继续大量配置华友钴业, 占比为 23.83%	27
图 46: 加息确认长期通胀, 通胀推动铜价上行	29
图 47: 图: 2022H1, 智利矿产铜产量同比下降 5.2% (单位: 万吨)	30
图 48: 图: 2022H1, 秘鲁矿产铜产量同比增长 1.1% (单位: 万吨)	30
图 49: 2022 年 9 月 1 日, 三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 37.92 万吨 (单位: 吨)	30
图 50: 2022 年 7 月, 完全成本在 18500 元以上的产能占总产能比例达到 26.68%	31
图 51: 截至 8 月 25 日, 欧洲电解铝冶炼亏损达到 4757 美元/吨 (使用天然气现价生产)	32
图 52: 截至 8 月 25 日, 美国电解铝冶炼亏损达到 318 美元/吨 (使用天然气现价生产)	32
图 53: 2022 年 9 月 1 日, 吨铝净利润为 975 元/吨	34
图 54: 氧化铝盈利情况	34

图 55: 2022 年 9 月 1 日, 国内电解铝库存为 68.3 万吨.....	34
图 56: 当前美国 10y-2y 利差收窄 (%)	35
图 57: 黄金价格与实际利率高度相关	35
图 58: 1970-1980s 两次滞胀过程	36
图 59: 1970s 以来黄金价格走势	36
图 60: 1970-1980s 两次滞胀期间大宗商品价格上涨	36
图 61: 俄乌冲突加剧供需矛盾导致商品价格上涨	36
图 62: 黄金占全球中央银行资产的百分比稳中有降	37
图 63: 央行扩表将推动金价继续走高	37
图 64: 国内锂盐价格持续上涨 (元/吨)	38
图 65: AM 锂精矿价格持续上涨(美元/吨)	38
图 66: 全球新能源汽车需求增长仍然陡峭	38
图 67: 储能构成锂的第二增长曲线	38
图 68: 月度锂供需平衡, 需求持续向好下供需缺口难填 (吨)	40
图 69: 2022 年中国钴原料进口恢复增长, 运输扰动边际减弱	41
图 70: 2022 年中国钴酸锂、三元材料产量持续增长 (吨)	42
图 71: 中国月度钴供需平衡, 供给过剩的局面正在逐步缓解 (吨)	43
图 72: 我国镍湿法中间品进口量 (单位: 万吨)	44
图 73: 我国高冰镍进口量 (单位: 万吨)	44
图 74: 我国硫酸镍产量 (单位: 万金属吨)	44
图 75: 我国硫酸镍分原料供应量 (单位: 万金属吨)	44

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 有色金属板块表现强于指数 (单位: %)	4
表 2: 2022 年至今子板块涨跌幅	5
表 3: 2021 年至 2022 年 9 月 1 日涨跌幅前十的个股	7
表 4: 有色金属板块 2022Q2 财务数据同比、环比均表现较强	8
表 5: 2022Q2 有色金属子板块中工业金属、能源金属、小金属、金属材料营收同比、环比均增长 (单位: 亿元) ..	10
表 6: 2022Q2 有色金属子板块中能源金属、工业金属小金属盈利均表现较强 (单位: 亿元)	11
表 7: 2022Q2, 基本金属价同比除铝外均上涨, 环比除锌外均下降 (单位: 元/吨)	12
表 8: 各主要稀有金属品种价格涨跌幅	17
表 9: 锂金属及锂盐价格涨跌幅	18
表 10: 钴金属及钴盐价格涨跌幅	20
表 11: 主要镍产品价格涨跌幅	22
表 12: 有色板块 2022Q2 公募基金持股市值前 10 大公司	27
表 13: 有色板块 2022Q2 公募基金增仓 top10	28
表 14: 2022Q2 基金减仓 top10	28
表 15: 四川省内电解铝企业减/停产情况 (截至 8 月 24 日, 单位: 万吨)	31
表 16: 截至 8 月 29 日, 欧洲和北美地区电解铝减产产能累计已达到约 145 万吨	32
表 17: 2022 年 Q2-Q4 主要 LFP 正极企业扩产情况 (万吨)	39

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026