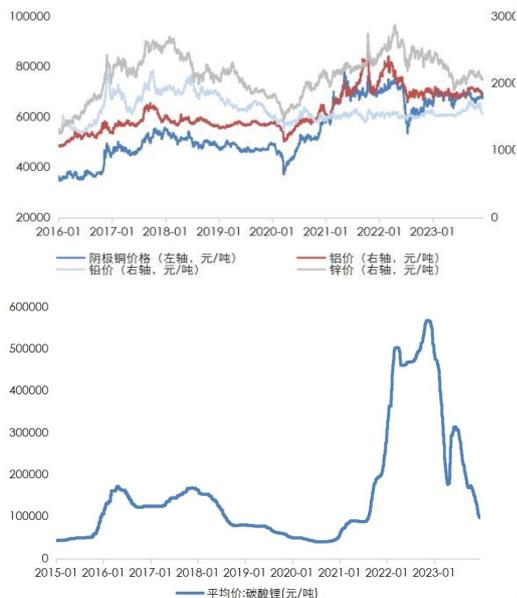
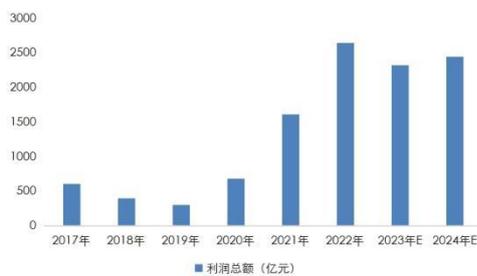


2024 年有色金属行业信用风险展望

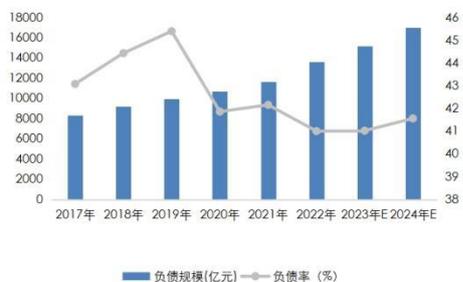
主要有色金属价格



有色金属行业盈利情况



有色金属行业债务负担情况



分析师：郭哲彪、乔艳阳

- 2023 年有色金属海外需求较弱，叠加发达经济体加息等因素对有色金属价格形成压制，国内有色金属需求相对较好，对需求具有一定支撑，价格重心高位震荡下行，利润规模有所下降；
- 预计 2024 年全球制造业边际改善，铜需求将保持增长，供需维持平衡，铜价中枢小幅上涨，加工费将有所下降；
- 预计 2024 年基础设施、电力投资及新能源等领域为铝下游需求形成支撑，海外需求边际改善，电解铝需求将有所改善，价格中枢将有所提高；
- 预计 2024 年铅锌供需均保持增长，行业供需格局相对宽松，铅锌价格将有所下降；
- 预计 2024 年新能源汽车及储能方面的锂需求仍将报增长，同期锂新增供给规模较大，供需格局仍处于宽松态势，锂价重心仍将有所下降；
- 预计 2024 年美元预期回调，国际地缘风险仍存，黄金投资及央行购金需求仍将支持黄金价格保持在较高水平；
- 2024 年主要有色金属价格重心将有所提高，行业整体盈利有所提高，整体债务负担水平将维持稳定，行业信用风险保持平稳，原材料自给率较低冶炼企业及产业链单一的加工企业风险水平或将有所提高，高成本锂企面临较大风险。

一、有色金属行业信用基本面

2023年有色金属海外需求较弱，叠加发达经济体加息等因素对有色金属价格形成压制，国内有色金属需求相对较好，对需求具有一定支撑，价格重心高位震荡下行，利润规模有所下降，2024年国内有色金属需求较好，海外需求边际改善，主要产品价格及行业盈利水平将有所提高

2018年以来中美贸易摩擦以及美元指数走强，对工业金属价格形成了压制，导致有色金属价格回落。2019年受全球贸易环境恶化、经济增速继续放缓及下游需求疲软影响，有色金属价格普遍下行。2020年一季度受公共卫生事件影响有色金属价格快速下降，二季度以来国内复工复产，有色金属下游需求密集释放，但海外精矿供给结构性不足，叠加全球流动性宽松，有色金属价格快速反弹。受益于各国财政及货币政策推动，疫苗接种率的提高，2021年全球经济波动复苏，带动有色金属需求保持增长，有色金属价格延续上涨态势。2022年受国内有色金属下游需求相对较弱，同时受美联储货币政策转向影响，有色金属价格整体有所下降。

2023年有色金属海外需求较弱，叠加发达经济体加息等因素对有色金属价格形成压制，国内有色金属需求相对较好，对有色金属需求形成支撑，2023年有色金属价格重心高位震荡。其中，贵金属、铜、铅等金属价格小幅增长；铝、锌、锡以及稀土等金属受供给增加等因素影响，价格有所下降；锂金属及锂盐受供给大幅增加影响，产品价格重心大幅下降。

图表 1 近年来主要有色金属价格变化（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2023年受能源价格及利率水平较高，美国及欧洲主要国家制造业 PMI 指数均持续处于收缩区，制造业及地产行业景气度处于较低水平。2023年四季度以来，美欧等主要经济体均已出现经济转弱信号，通胀也在持续去化，进一步加息对于经济增长抑制较大，预计2024年欧美货币政策转向。2023年美国工业生产量及库存水平处于较低水平，随着货币政策转向，制造业景气度改善，预计美国制造业对有色金属需求将边际改善；2023年四季度以来美国新建住宅规模保持增长，同时随着货币政策转向，房地产市场景气度提升，对有色金属需求将有所增加。2023年欧洲失业率及能源价格逐步改善，预计受益于持续稳定的劳动力市场及能源价格下降，2024年欧洲制造业景气度将边际改善。整体来看，受益于发达国家制造业景气度边际改善，预计2024年有色金属海外需求将有所提高。

国内方面，2024年是实现“十四五”规划目标的关键之年，稳增长压力依然存在，宏

观政策托底经济作用进一步凸显，预计稳增长政策效果将继续显现，国内有色需求有望持续提高，其中基建和制造业投资有望较快增长，房地产投资降幅或小幅收窄。供给方面，2024年主要有色金属供给仍将保持增长，但受益于需求增长，有色金属价格或将整体有所提高。

二、铜行业

2023年全球铜供需均保持增长，铜价中枢小幅上涨，加工费小幅增长，预计2024年全球制造业边际改善，铜需求将保持增长，供需维持平衡，铜价中枢小幅上涨，加工费将有所下降

近年来铜价较高，海外矿山建设加快，同时也促使部分矿山复产，2023年全球铜精矿产能及产量继续保持增长。其中，铜精矿产能增长相对较快，但受部分矿山品位下降，部分矿山操作事故，南美主要铜矿产区缺水及社区问题，2023年铜精矿产量增长幅度小于预期。2023年，全球铜精矿产能同比增长4.5%，产量同比仅增长0.1%。受益于铜价水平较高，2020年至2023年，铜价处于持续上涨过程中，大量的新建和扩建铜矿项目逐步投产，同时2021年以来受益于较高的铜价，也推动矿山建设及产能释放，预计2024年全球铜矿产量仍将保持增长，预计铜矿产量增速在2%~3.5%左右。

图表2 近年全球矿山铜产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：ICSG，东方金诚整理

2023年全球精炼铜产量保持增长。受能源价格较高等因素影响，海外铜冶炼厂生产受到一定负面影响。近年来国内精炼铜产能保持较快增长，叠加较高的铜加工费及新增产能释放，2023年国内精炼铜产量保持增长，2023年国内精炼铜产量为1298.80万吨，同比增长13.50%，受国内产量推动，全球精炼铜产量2688.1万吨，同比增长5.88%。废铜方面，2023年国内回收废铜量为235万吨，整体规模保持稳定；随着海外废铜收集及运销产业链恢复，国内废铜进口量为198.57万吨，同比增长12.14%，预计2024年国内废铜进口规模仍将保持增长。

预计2024年，能源价格下跌，欧洲铜冶炼厂生产将逐步恢复。同时2024年国内精炼铜产能约有80万吨/年的增长，在铜冶炼产能增加、铜精矿新增产能充足等共同作用下，预计2024年国内及全球精炼铜产量仍为增长趋势。

图表3 近年全球精炼铜产能产量及我国精炼铜产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：ICSG，同花顺，东方金诚整理

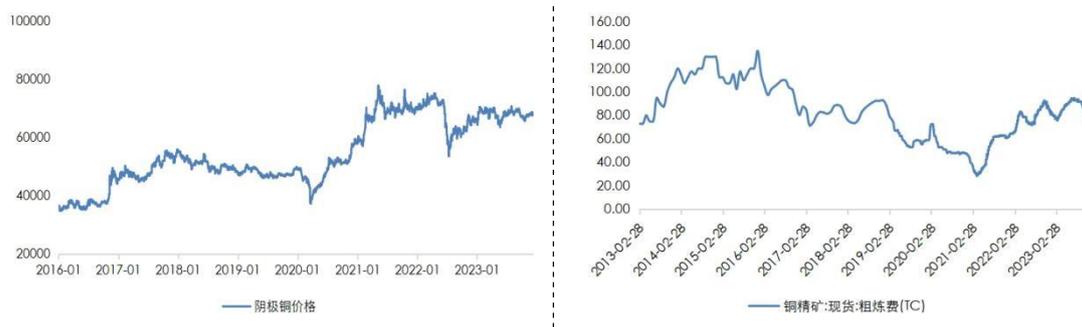
中国是全球第一大铜消费国，铜消费量约占全球总消费量的一半左右。铜的需求下游主要包括电力行业、建筑业、汽车、家电等。2023年国内基建、电源及电网投资等大幅增长，用铜需求有所增长，其中2023年基建投资累计同比增长8.24%，电网投资同比增长5.40%，电源投资同比增长30.10%；同期房地产景气度较弱，2023年房屋新开工面积累计同比下降20.40%，但竣工面积同比增长17.00%，受益于竣工面积增加及出口量增加，2023年家电产量大幅增长，地产及家电产业用铜需求有所改善。2023年受益于国家政策支持及新能源汽车市场需求量的提高，汽车产量小幅增加，新能源汽车渗透率大幅提高，汽车行业用铜需求或将小幅增长。整体来看，2023年基建、电力投资及汽车等方面对铜需求仍保持增长，地产及家电用铜需求有所改善。

2024年，全球经济边际改善，铜需求增速将有所提高，行业供需格局维持平衡。预计受益于持续稳定的劳动力市场及能源价格下降，2024年海外制造业景气度将边际改善，用铜需求将有所提高。国内方面，在“稳预期、稳增长、稳就业”的政策预期下，积极的财政政策将继续推动基础设施投资，预计2024年国内基建及电力投资对经济仍将有托底作用，光伏等新能源发电装置对铜需求仍将保持增长。房地产方面，虽然2023年房地产竣工面积有所增长，一方面来源于“保交楼”推动，一方面系房地产投资建设周期拉长，部分原本应在2022年交付项目，拖延至于2023年交付。但在需求放缓的背景下，房地产景气度改善情况有限，用铜需求增长有限；家电方面，房地产竣工面积下降，家电行业对有色金属需求相对较弱。汽车市场方面，随着新能源汽车及动力电池企业的技术进步，新能源汽车市场逐步从政策推动向消费者偏好推动，新能源汽车渗透率快速提高。2024年消费支持政策仍延续，新能源汽车及汽车销量仍保持增长。

2023年铜价高位震荡，一季度受益于中国经济复苏，铜价整体有所上涨，二季度在中国经济在弱复苏状态下，需求预期进一步转弱，铜价大幅回调，三季度和四季度得益于国内宏观政策集中释放，铜价有所反弹，并在高位震荡，整体来看，2023年铜价重心小幅增长。

铜加工费方面，2023年铜加工费整体有所波动，年初现货铜精矿TC/RC为85美元/吨和8.50美分/磅，七月上涨至94.70美元/吨和9.47美分/磅，年末下降至62.40美元/吨和6.24美分/磅。2023年12月国内大型铜冶炼厂与国外铜矿山敲定的2024年铜精矿长单加工费Benchmark为80美元/吨与8.0美分/磅，比2023年下降8美元/吨与0.8美分/磅，预计2023年铜加工费整体有所下降。

图表4 近年铜价格及加工费变化情况（单位：元/吨、美元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

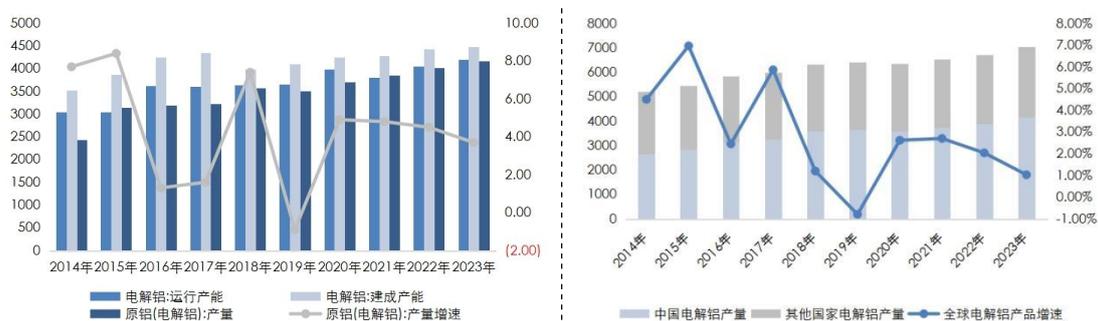
三、铝行业

2023年铝的下游消费需求保持较强韧性，铝供需格局紧平衡，叠加成本下行电解铝价格中枢有所下降；预计2024年基础设施、电力投资及新能源等领域为铝下游需求形成支撑，海外需求边际改善，电解铝需求将有所改善，价格中枢将有所提高

中国是世界第一大电解铝生产国和消费国。受益于电解铝转移产能陆续投产，近年国内电解铝产能整体保持增长，截至2023年12月，电解铝建成产能为4481万吨，在产产能为4204万吨，较2022年末保持稳定，受益于电解铝产能释放，2023年国内电解铝产量为4159.40万吨，同比增长3.70%。受能源价格较高及俄乌冲突等因素影响，欧洲电解铝产量较低，2023年全球电解铝产量为7058.1万吨，同比增长1.03%，增量主要来源于中国。

2024年电解铝供给仍将保持增长。2024年国内电解铝产能释放，电解铝产量仍将有所增长，海外将有印尼等项目建成投产，但大部分产能处于规划或待建状态或投产进展缓慢，但随着能源价格下降，海外铝冶炼厂产量将逐步恢复。预计2024年电解铝供给仍将保持增长，但在海外产能增量释放缓慢及国内电解铝产能净增量有限的情况下，预计2024年电解铝供应增速仍将处于较低水平。

图表5 近年我国电解铝生产情况及全球电解铝生产情况（单位：万吨/年、万吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

铝下游需求主要为房地产建筑业、电力电子和交通运输等，消费需求占比分别约为30%、16%和14%。2023年，电解铝市场需求相对较弱，基础设施建设、电网投资及汽车等方面铝需求保持增长。同期房地产景气度较弱，2023年房屋新开工面积累计同比下降20.40%，但竣工面积同比增长17.00%，但建筑工程和安装工程同比分别下降12.20%和

4.90%，地产实际用铝需求较弱；此外，铝材出口量大幅下降13.90%。整体来看，2023年基建投资及电网投资保持增长，同时受益于宏观经济恢复和政策支持，汽车产销量保持增长，但房地产景气度较弱，铝材出口量大幅下降，电解铝需求相对较弱。

预计2024年新能源车、电网投资及新能源等领域为铝下游需求形成支撑，海外需求边际改善，铝及铝材出口将有所提高，电解铝需求整体将有所改善。

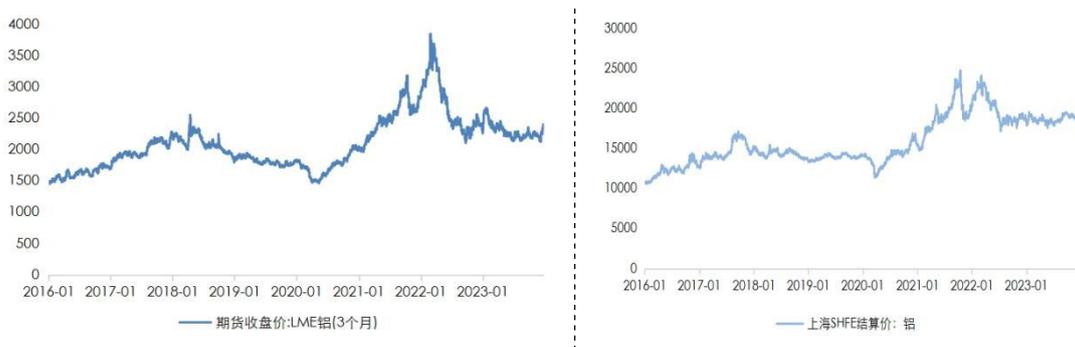
图表6 近年我国电解铝表观消费量和下游消费情况（单位：万吨、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2023年全年，国内铝价呈现前低后高的走势，2023年SHFE铝三月期货平均价格为18473元/吨，同比下降6.9%。上半年受季节及需求恢复的影响，铝价走弱回到18000元/吨下方。下半年，以铝型材为代表的下游铝需求明显复苏，铝价恢复上升态势。预计2024年电解铝供需格局偏紧，电解铝中枢价格将有所提高。

图表7 近年国内外电解铝价格走势（单位：美元/吨、元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2023年受能源价格下降，国内电解铝能源成本及预培阳极等原材料价格有所下降。但同期受年中部分项目检修、年末缺矿及环保限产等因素影响，氧化铝产量增速有所下滑，仅为1.40%，供需格局偏紧，受此影响国内氧化铝价格小幅上涨，电解铝生产成本有所下降，但降幅低于价格降幅，铝冶炼端利润有所下降。但生产稳定的氧化铝及铝土矿企业其利润空间整体有所上涨。

近年来受国内铝企完善产业链，增加对上游氧化铝产能的投资影响，近年来国内氧化铝产能保持增长，截至2023年末氧化铝总产能和在产产能分别为10324万吨和7635万吨，全年运行最高产能为8650万吨，2023年末受缺矿、检修、大气污染限制等因素导致

氧化铝价格运行产能有所下降，氧化铝开工率较低，整体来看目前氧化铝仍处于相对过剩状态。2024年新增总产能或将达到750万吨左右，产能过剩情况仍将存在，氧化铝价格或将有所下降，电解铝成本下降，预计整体盈利将有所提高。

图表8 近年我国氧化铝生产情况及价格变化（单位：万吨/年、万吨、元/吨）



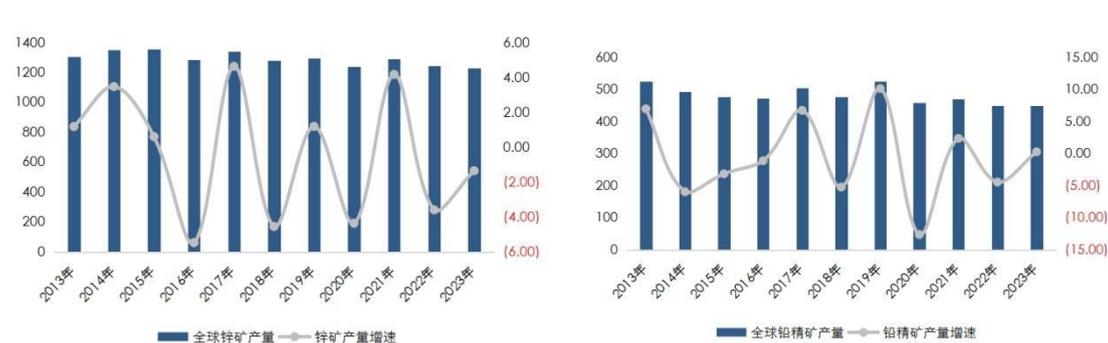
资料来源：同花顺，东方金诚整理

四、铅锌行业

2023年全球铅、锌精矿产量处于低位，受国内产能释放，精炼铅锌产量有所增长，铅锌需求保持增长；预计2024年铅锌供需均保持增长，行业供需格局相对宽松，铅锌价格将有所下降

2023年受锌价下跌部分高成本矿山停产，以及事故停产等因素影响，锌矿产量有所下降，低于预期；同期矿石品位下降、资源接续等因素，铅精矿产量处于低位。其中锌精矿产量为1229.23万吨，同比下降1.35%，铅精矿产量为450.52万吨，同比增长0.26%。2024年部分新增产能投产及项目复工，预计铅锌精矿产量小幅增长。

图表9 近年全球铅锌产量情况（单位：万吨、%）

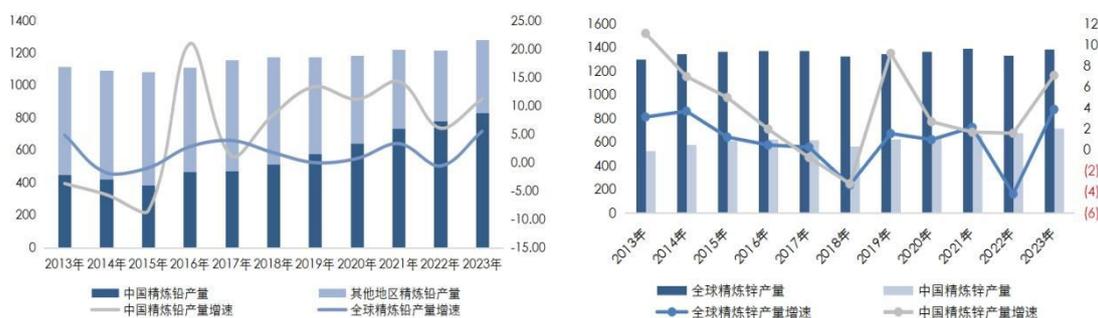


资料来源：公开资料，东方金诚整理

冶炼方面，2023年受能源价格较高影响，欧洲精炼锌产量相对较低；基于国内精炼锌产能释放，推动全球产量保持增长。2023年中国精炼铅产能释放，产量大幅增长，推动全球精炼铅产量大幅增长。受此影响，全球精炼铅、锌产量分别为1283.37万吨和1386.86万吨，同比分别增长5.49%和3.87%。预计2024年冶炼环节海外铅锌冶炼厂生产逐步恢复，国内铅锌冶炼厂生产维持稳定，国内再生铅产能产量仍将保持增长，铅锌供给仍将保

持续增长。

图表 10 近年全球铅锌生产及国内精炼铅锌产量情况（单位：万吨、%）

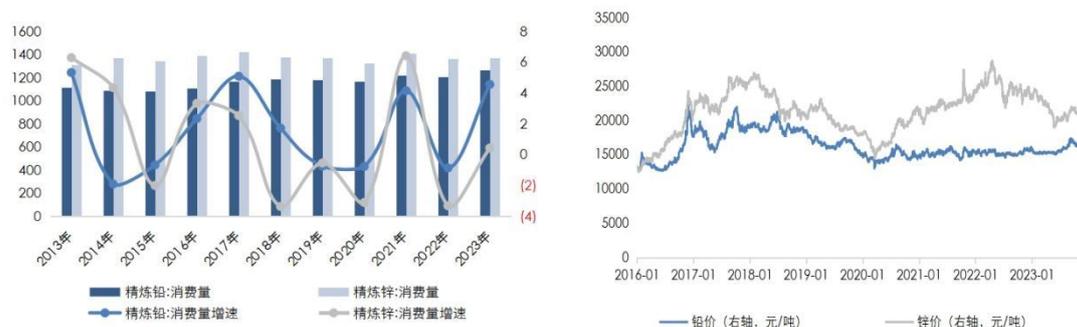


资料来源：公开资料，东方金诚整理

我国铅锌消费占全球比重均接近 50%，是主要的铅锌消费国。国内约 70%的锌用于加工镀锌板，主要作为建材应用于建筑、地产和交通运输等终端领域；铅约 86%用于生产铅酸蓄电池，最终用于电动车及汽车制造。2023 年，受美联储加息及高通胀等因素影响，海外铅锌需求较弱。同期，国内基础设施托底效应明显，汽车消费市场景气度较高，但房地产市场开发投资大幅下降，锌需求整体小幅提高。2023 年锂价较高，铅酸蓄电池对启动电池及电动自行车方面具有一定替代作用，2023 年汽车产销量保持高速增长，电动自行车小幅下降，同时铅酸蓄电池和精炼铅出口量同比分别增长 25.47%和 61.63%。

2024 年海外经济边际改善，海外铅锌需求逐步改善；国内基础设施建设对经济仍将有托底作用，汽车产销量仍将保持增长，房地产市场改善情况有待观察，在供给增长的背景下，预计 2024 年铅锌市场供需格局将相对宽松。

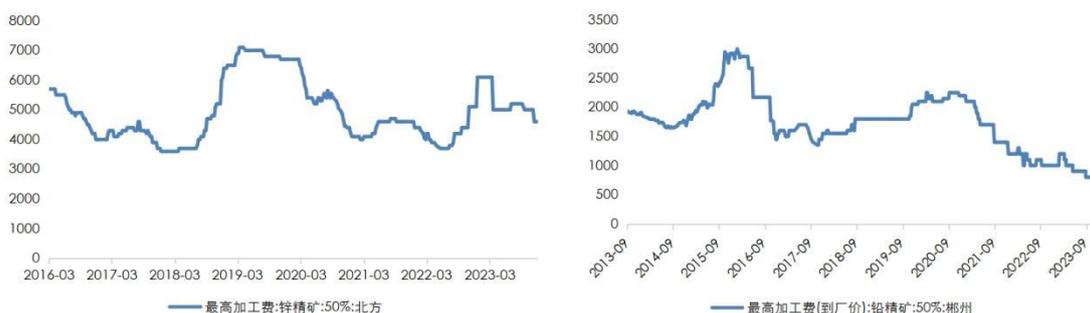
图表 11 近年全球铅锌需求量级及价格情况（单位：万吨、%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

受国内产能释放及海外项目逐步复产，海外需求相对较弱，锌供需格局宽松，2023 年锌价呈现出先跌后宽幅震荡的走势，整体价格有所下降。同期，铅供给大幅增长，但锂价较高，铅整体市场需求较好，铅价高位震荡，价格重心较去年同期有所提高。2024 年铅锌供需均将有所增长，但供给增速相对较高，供需格局相对宽松，预计铅锌价格将有所下降。

图表 12 近年铅锌精矿加工费情况（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

加工费方面，2021年下半年至2022年底，能源危机持续抑制冶炼厂的生产，锌加工费从2021年下半年持续上升一直延续至2023年上半年；2023年因为欧洲精炼产能复产，叠加国内大量进口锌矿，锌加工费不断向下移，随着锌矿供给恢复，预计2024年锌加工费将有所增长。2023年铅精矿相对较紧缺，加工费持续下降，预计2024年铅精矿供给将有所增长，加工费或将边际改善。

五、 锂行业

受益于政策及市场需求驱动，2023年新能源汽车产销量继续保持高速增长，锂市场需求保持高速增长；长期来看“碳中和”已是全球共识，预计将继续带动新能源汽车及储能方面的锂需求

受益于政策推动及行业技术进步，2023年新能源汽车产销量继续保持高速增长。中央的补贴政策在2022年底结束，各地市或根据具体情况出台相应的地方财政或者税收支持政策，同时政府也推出了“新能源汽车下乡”等政策，继续推动了新能源汽车行业的发展。海外政策方面，欧洲多国宣布收紧新能源汽车补贴政策，其中，德国、法国、荷兰等国本轮补贴政策变化最为明显，但相关收紧政策主要在2023年年底或2024年实施，一定程度上对2023年新能源汽车销售起到促进作用。美国实施《通胀削减法案》，用于重点支持电动车、光伏等清洁能源产业的发展，给予新能源汽车7500美元/税收抵免，在政策刺激下，2023年美国新能源车销量为147万辆，同比增长49%。

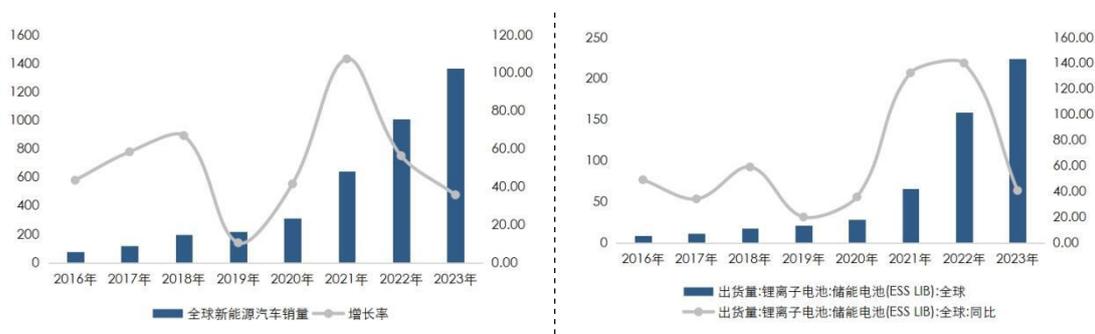
内生需求方面，受益于动力电池和新能源汽车技术持续改进，动力电池整体成本在下降，同时续航里程和稳定性逐步提高，同时新车型不断推出，带动新能源汽车需求的内生动力快速增长。2023年国内新能源汽车销量同比增长35.83%，至958.70万辆。

受益于能源转型，未来储能需求成为支持锂需求的重要补充。锂电池储能调节用电高峰、提高用电效率，对于促进能源结构向低碳转型起到重要作用。锂电池储能可应对新能源发电的波动性，是能源结构转型中重要的环节。2021年以来光伏、风能发电加速并网，需要对应配套，加速锂电池储能需求放量。海外方面，2020年以来欧洲主要国家出台了一系列的储能支持政策，带动了海外锂电池储能需求；2022年以来，由于俄乌冲突造成的对能源短缺的担忧，欧洲户储需求同样激增。但较高的锂价对储能发展有一定抑制，2023年锂离子储能电池同比出货量同比增长40.74%，低于预期，但整体规模仍较高。

消费电子方面，由于海外通货膨胀、经济发展的不确定性加上电子产品换机周期，

2022年以手机、PC、平板为代表的消费电子表现普遍偏弱。从全球来看，2023年全球智能手机出货量为11.63亿部，同比下滑3.57%，PC、平板出货量大幅下降，对锂需求有所下降。整体来看，2023年全球经济的普遍不景气是消费电子下滑的主因，预计2024年全球经济形势边际改善，预计消费电子边际改善，对锂需求小幅改善。

图表 13 全球新能源汽车销量及锂需求量（单位：万辆、GWh、%）



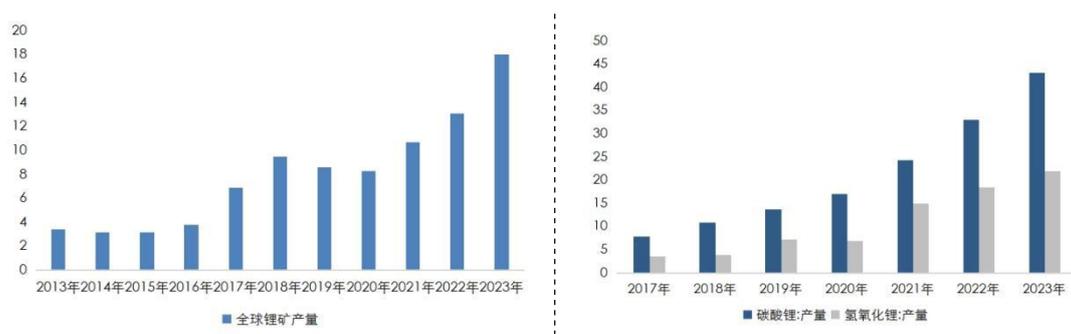
资料来源：同花顺、公开资料，东方金诚整理

2024年国内仍将出台新能源汽车销售支持政策，同时锂价下降，有利于新能源汽车销售，预计2024年国内新能源汽车销量仍将保持高速增长。海外方面，欧盟通过法规要求从2035年开始在欧盟境内停止销售新燃油车，相对预期有所推迟，同时近年来欧洲国家补贴政策不断滑坡，预计2024年欧洲新能源汽车销量小幅增加，美国政策支持仍将推动新能源汽车销量增长。储能方面，2024年光储产业链价格已经大幅下降，光伏配储项目的经济性与需求随之显著提升，预计储能需求仍将维持较高水平的增速。预计2024年全球新能源汽车销量和储能需求仍将维持较高水平的增速，并带动锂需求保持增长，但整体增速将低于2023年。

在前期高锂价及下游旺盛需求的推动下，2023年起锂精矿产能扩张速度显著加快，锂供给大幅增长，供需格局宽松，预计2024年锂供给继续保持增长，锂供需格局仍处于宽松态势

受益于极高的锂价及市场需求，澳洲格林布什矿扩产、wodgina等原关停矿山复产，碳酸锂产量快速增长，非洲及国内项目稳步推进，2023年锂供给量将增长23%左右，约为18万吨金属锂，增速符合预期。由于锂矿项目的建设周期相对较长，但锂盐项目及锂电池项目建设周期相对较短，2023年锂盐产能仍保持增长，推动锂盐产量增长。

图表 14 全球锂供给量及国内锂盐产量（单位：万吨）



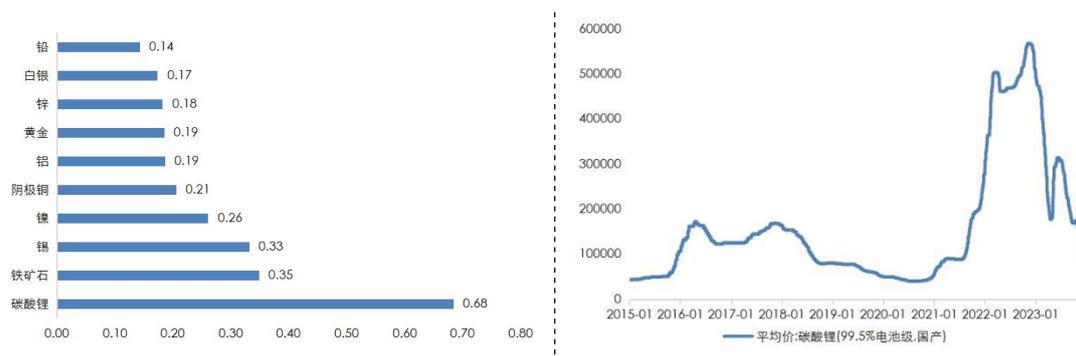
资料来源：同花顺、公开资料，东方金诚整理

2021年以来，受益于锂价较高，锂企扩产计划较多，同时紫金矿业、力拓等大型有色金属企业也进入锂行业。考虑到矿山项目投资的连续性，预计上游矿山扩产增速不减，澳洲、南美及非洲矿山将继续增量，新增产能较2023年进一步加速。同期中游冶炼产能增速有所放缓。2024年全球锂盐产能落地规模较大。但若锂盐价格出现大幅下跌，尤其当跌破部分项目成本时，部分成本较高的项目产能规模将下降。整体来看，供给增速高于需求，供需宽松态势将进一步提高。

2023年锂供给大幅增加，行业供需格局宽松，价格大幅下降，预计2024年锂供需格局仍处于宽松态势，锂价重心仍将有所下降

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

图表 15 2015年至今主要金属价格离散系数及碳酸锂价格（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

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

2020年下半年部分澳大利亚锂矿山关停退出市场，同时受国内暂缓新能源汽车补贴退坡，全球碳中和政策以及海外经济刺激政策等因素影响，各大传统车厂也陆续全面转向新能源车，新能源车产业链进入高景气度时代，锂电中下游排产不断超预期。2020年三季度碳酸锂价格触底反转，四季度在新能源汽车消费旺季推动下锂价经历了新一轮超级周期的第一波加速上涨，电碳价格上涨至9万元/吨，实现翻倍涨幅；2021年上半年锂价维持9万元/吨左右的价格，三季度随着新能源车进入消费旺季后开启了第二波加速上涨，再度实现翻倍涨幅且创历史新高，超过18万元/吨；四季度以来锂价在19万~20万元/吨持稳运行，11月底开启了第三轮加速上涨，此后至2022年11月一年多时间以来，锂价一直处于高位震荡，维持在50万元/吨左右，最高时国内碳酸锂现货价于2022年11月上旬达到59.10万元/吨，2022年12月，受市场对2023年全球经济下滑及消费预期悲观的影响，锂

下游正极和电池厂排产计划下调，采购意愿不高，带动整体碳酸锂需求走势减弱，价格高位回落。

2023年1-4月新能源汽车增速放缓、锂盐供给缺口明显缩小，锂价快速下跌，4月下旬跌至17.65万元/吨。5月及6月锂盐企业亏损严重，下游补库，锂盐价格快速回升，6月中旬反弹至31.4万元/吨。7月以来锂盐供过于求预期下，锂价快速下跌，锂价最低下降至15万元/吨。10月大型锂盐厂减产，锂盐价格短暂反弹，期货主力收盘最高反弹至17万元/吨，10月下旬以来，锂盐供给大幅增加，下游需采购意愿一般，锂盐价格震荡下降，其中电池级碳酸锂价格最低下降至10万元/吨以下。整体来看，供给增速高于需求，全年供需格局宽松态势进一步扩大，价格仍然趋势性下降，价格中枢低于2023年。

六、黄金行业

受对冲通胀及避险需求等因素推动，2023年黄金投资需求及央行购金大幅增长，带动黄金需求及价格小幅增长；预计2024年美元预期回调，国际地缘风险仍存，黄金投资及央行购金需求仍将支持黄金价格保持在较高水平

黄金需求主要来源于黄金饰品和投资需求，分别占消费量的50%和30%左右，央行和其他机构购金及工业用金占比均为10%左右。2023年，国内经济恢复金饰需求较好，海外需求一般，整体需求小幅下降。2024年全球经济改善，预计金饰需求将小幅增长。黄金投资需求主要指对金条和金币投资，以及黄金交易所交易基金（ETFs）投资。2023年为抵御高成本的生活成本以及利率水平，对金币和金条投资需求大幅下降；黄金ETFs投资受美联储加息影响，净流出244吨，黄金投资需求整体下降15%。2023年在美联储加息及全球通货膨胀的背景下，中国、新加坡和波兰等国央行为抵御通胀，丰富外汇储备结构等因素，央行净购金量1037.4吨，仍保持增长。受投资需求下降，2023年全球黄金需求小幅下降5%。

图表 16 近年黄金需求及黄金投资与金价变动情况价（单位：吨、美元/盎司、%）

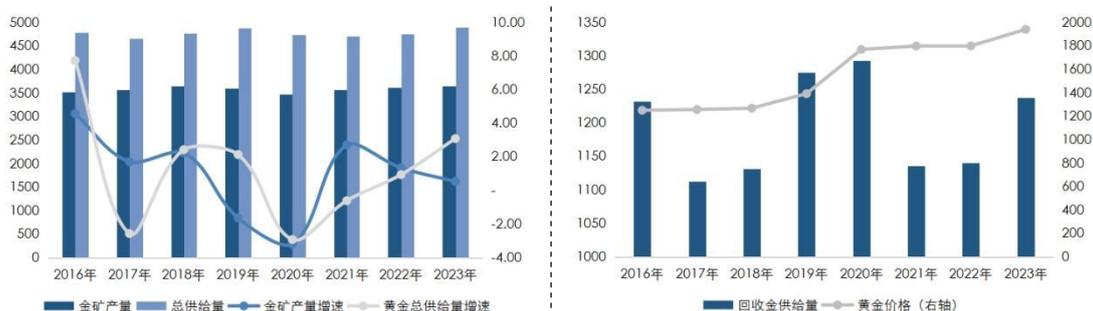


资料来源：世界黄金协会，东方金诚整理

全球黄金供给主要来自矿产金和回收金。中国是全球最大的矿产金生产国，约占全球产量的11%，受益于矿山产能释放，国内矿产金产量增长，带动全球矿产金产量小幅增长1%。回收金约占黄金产量的四分之一，得益于2023年黄金价格较高，2023年全球回收金供给量同比提高9%。整体来看，2022年全球黄金供给量同比小幅增长3%。2024年黄金价格处于相对高位，预计会推动矿产金产量增加，但考虑到全球黄金储量增速保持低位以及现阶段全球环保要求越发严格，2024年矿产金产量增长将有限，黄金供给整体保持低速增

长。

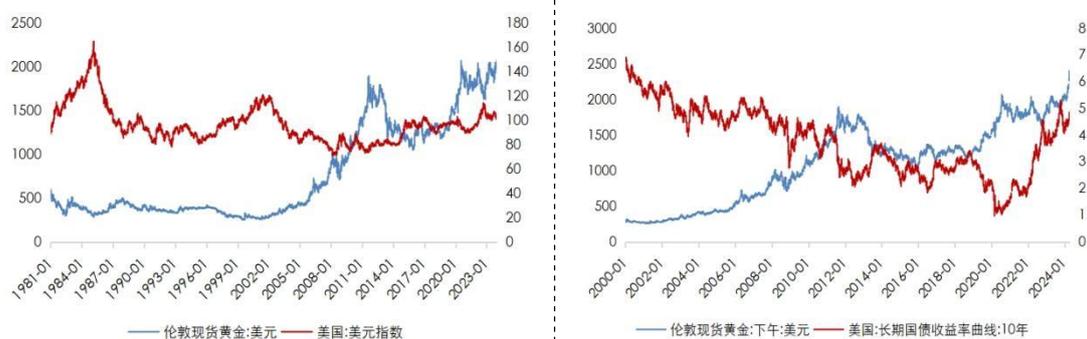
图表 17 近年全球矿产金及回收金供给情况（单位：吨、美元/盎司、%）



资料来源：世界黄金协会，东方金诚整理

黄金价格受投资需求影响较大。同时，黄金通常以美元计价，黄金价格与美元指数以及利率水平具有较强的负相关性。短期来看，在金饰需求以及供给较弱的背景下，黄金投资的避险需求对价格的影响较为明显，风险事件会推动黄金价格上涨，但随着风险事件逐步被消化，黄金价格将有所回调。2023年一季度受美国硅谷银行等中小银行倒闭黄金价格大幅提高，5月以来黄金震荡下行，四季度受巴以冲突等因素影响，黄金价格快速上涨，全年平均价格略高于2022年。

图表 18 美元指数、美国实际利率与黄金价格变动情况（单位美元/盎司、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

随着美联储已经到加息周期的尾声，2024年美元预期回调。央行及其他投资机构储备的美元资产面临贬值，因此通过持有更多黄金对冲贬值，黄金需求或仍将保持增长，根据央行黄金储备调查显示，71%的受访央行认为，全球央行的黄金持有量将在未来12个月增加，去美元化和全球央行系统性增持黄金储备的趋势愈加凸显，将继续推动金价上涨。同时国际地缘风险仍存，利好国际金价，预计2024年黄金价格仍将保持在较高水平。

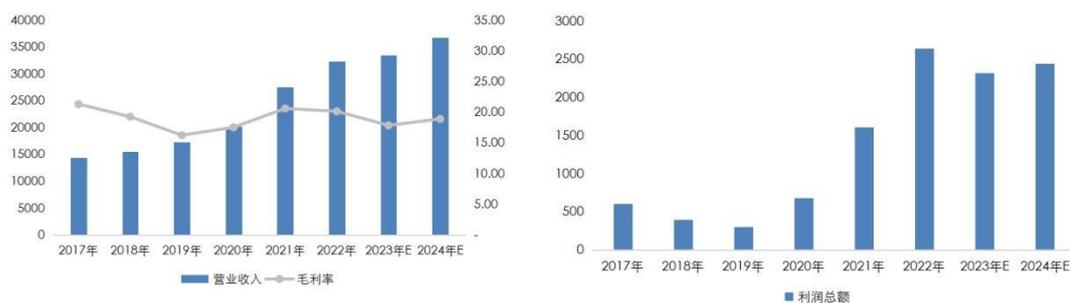
七、有色金属企业信用表现

1. 盈利

2024年有色金属企业产量仍将保持增长，叠加产品价格提高，收入规模将保持增长，利润规模或将小幅增长，原材料自给率较高企业盈利表现较好

2023年，有色金属产品价格有所分化，产品价格整体有所下行。受益于产能释放，有色金属企业产量及销量整体有所增长，并带动有色金属行业收入规模保持增长。同期，受价格下降影响，有色金属企业毛利率大幅下降，整体同比下降2至3个百分点。锂及稀土行业降幅较大，工业金属相对稳定。受产品价格下降等因素影响，2023年有色金属行业整体利润规模有所下降，同比下降10%左右。其中，锂及稀土行业降幅较大，受益于产能释放，工业金属，利润总额小幅增长，黄金行业利润有所增长。分产业链来看，2023年上游有色金属采选行业，产量增长较快，利润规模保持增长，有色金属冶炼及压延企业利润总额有所下降。

图表 19 近年有色金属企业营业收入及利润总额情况（单位：亿元、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2024年有色金属行业仍新增产能投产及已建成产能的释放，产品产销量规模仍将保持增长，同时铜、铝等行业原材料自给率水平将有所增长。2024年有色金属价格将继续分化，叠加价格提升及有色金属工业企业普遍提高的原材料自给率，预计工业金属企业收入及利润总额将有所增长；但铜矿冶炼费有所下降，铜冶炼端利润将有所下降。同期，受益于黄金价格上涨，贵金属行业收入及利润总额将有所增长。受行业供需格局宽松，2024年锂行业利润总额将继续下降。整体来看，受益于工业金属及贵金属行业利润总额增长，有色金属行业整体利润规模或将小幅增长。

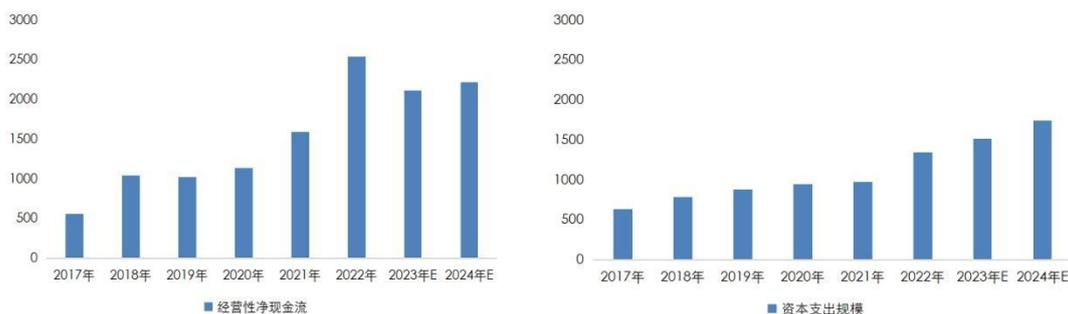
2. 现金流

受益于行业利润规模增长，2024年有色金属行业经营性净现金流将有所增长，行业资本支出规模仍较大，但投资压力相对较小

2023年有色金属行业对下游企业，仍保持较强的议价能力，同时叠加金属价格下跌，经营性占款压力较弱，但受盈利水平下降，有色金属行业经营性净现金流规模整体有所下降。其中，锂行业经营性净现金流降幅较大。受益于原材料占款压力减弱，工业金属经营性净现金流整体有所提高。分产业链来看，上游采选及中游冶炼企业现金流较好，下游加工企业市场竞争较为激烈，现金流改善情况有限。

资本支出方面，2023年有色金属行业仍维持较大规模的资本支出，其中资本支出主要包括新建项目的建设支出以及生产项目的“智能化”和“绿色化”改造。随着国内有色金属企业经营积累及对资源重视程度的提高，2023年有色金属企业对于矿山项目的投资增速大幅提高。同时为实现提高生产安全、降低生产成本以及低碳发展等目标，国内有色金属企业逐步对生产线的“智能化”和“绿色化”改造进行投资。

图表 20 近年有色金属企业现金流及资本支出情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

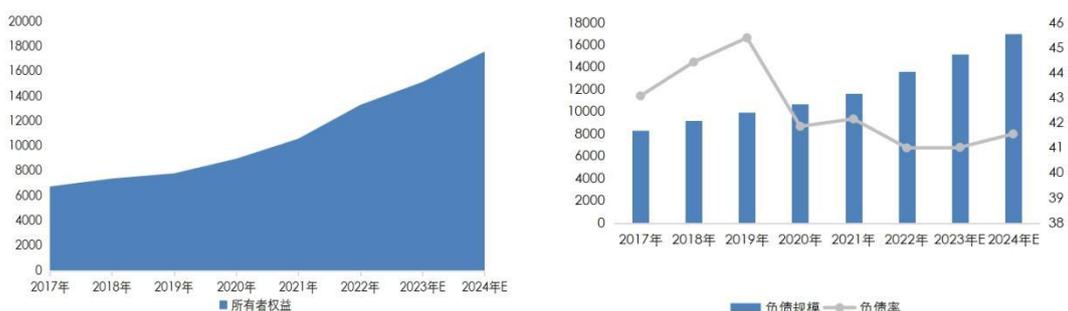
受益于产品价格上涨，2024年有色金属企业盈利整体将有所上涨，且运营占款将有所增长，考虑价格上涨幅度较小，运营占款增加有限，行业经营性现金流净流入规模将小幅上涨。资本支出方面，2024年有色金属行业资本支出仍将维持在较高水平，其中上游采矿项目投资增速较快，但相对于经营性净现金流规模，整体投资增长幅度相对审慎。

3. 资本结构及债务负担水平

2023年有色金属行业负债规模有所增长，但资产负债率维持相对稳定，预计2024年行业负债规模将保持增长，但受益于经营积累，行业债务负担及信用风险将维持稳定

2023年有色金属行业整体负债规模保持增长，主要系大型有色金属企业资本支出、对外收并购所致。其中，债务主要增长主要来源于行业内大型企业，分行业来看主要是铜、贵金属及锂行业负债规模增长较快。但2023年有色金属行业景气度较高，有色金属企业整体盈利仍较好，部分企业进行股权融资，有色金属行业净资产规模大幅增长，行业整体资产负债率保持相对稳定。其中工业金属负债率保持相对稳定，贵金属企业负债率有所下降，锂行业负债率有所上升。

图表 21 近年样本有色金属企业资产负债率情况（单位：%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

近年有色金属行业景气度较高，一定程度上推动行业内企业进行资本支出，且有色金属矿山项目投资韧性较足，短期价格波动对项目投资影响有限。近年来有色金属行业资本支出规模持续保持增长，预计2024年有色金属行业资本支出规模仍将保持较高水平。受此影响，预计行业负债及债务规模将保持上涨。考虑到行业景气度较高，预计2024年行业盈利较好，行业债务负担及信用风险将维持稳定。

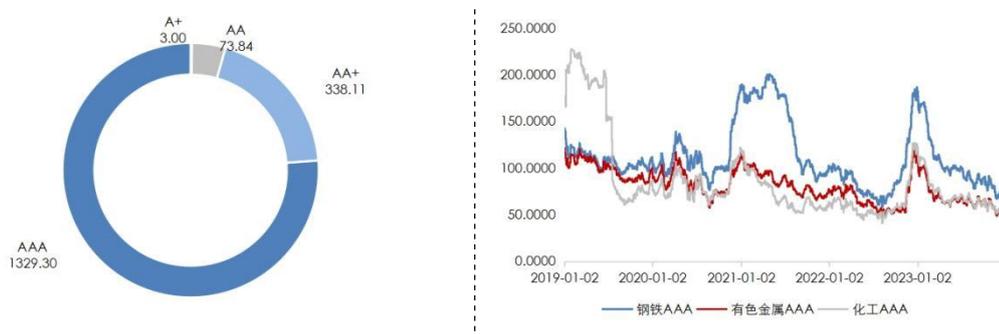
八、有色金属行业债市表现

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

债券市场是制造业企业直接融资的主要渠道之一。2019年~2023年，有色金属行业发债规模分别为2438亿元、2057亿元、1818亿元和1744亿元，呈现明显下降趋势。从2020年起，上市有色金属企业开始发行可转债进行融资，但整体规模有限。2021年有色金属行业发债规模大幅下降，主要系2020年一季度债券融资市场利率较低，大型有色金属发行大量短融及超短融债券，2021年利率水平提高，有色金属企业短融及超短融债券融资规模下降所致。2022年铜、铝及新能源等相关金属市场景气度仍较高，该行业的大型企业盈利水平仍较高，大型企业融资需求较弱。2023年有色金属行业整体盈利水平仍处于较高水平，融资需求较弱，债券融资规模有所下降。

2023年发债主体仍主要以AAA及AA+企业为主，AAA级别及AA+级别企业发债金额占全年有色金属行业新发行规模的比例分别为76.21%、19.38%。受供给侧改革以来，国内有色金属行业集中度持续提高，部分中小型企业退出发债市场。利差方面，受益于行业景气度较好，2023年有色金属行业利差水平整体有所下降，相较于其他周期性行业，有色金属行业利差水平低于钢铁，略低于化工行业。

图表 22 有色金属行业 2022 年债券发行级别结构和近年来利差情况（单位：亿元、BP）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

以2023年底数据为基础，2024年有色金属行业债券到期规模约为1276亿元，高于2022年水平，再融资需求有所提高，2024年有色金属行业资本支出规模较大，预计2024年有色金属行业债券发行规模将有所增加。

九、结论

2024年主要有色金属价格重心将有所提高，行业整体盈利有所提高，整体债务负担水平将维持稳定，行业信用风险保持平稳，原材料自给率较低冶炼企业及产业链单一的加工企业风险水平或将有所提高，高成本锂企面临较大风险

2023年海外发达国家有色金属需求边际改善，叠加国内有色金属需求较好，预计主要有色金属价格将呈上行态势，有色金属企业盈利能力有所提高。考虑到在建项目投入及并购持续，预计行业负债及债务规模将有所提高，但整体债务负担水平将维持稳定，行业信用风险总体保持平稳。其中，大型国有有色金属企业依托于较强的市场地位、资源优势及

业务多元化，信用风险相对稳定。考虑到铜加工费用下降，细分行业中原材料自给率较低铜冶炼企业及产业链单一的加工企业可能受行业竞争加剧等因素影响，风险水平或将有所提高；铅锌企业受铅锌价格走低影响，盈利能力有所下降；受锂矿及锂盐产能持续释放，锂价价格重心将有所下降，行业整体盈利水平将大幅下降，资源自给率低及高成本的锂企面临较大风险。

声明

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