

► **2023 年有色板块股价表现尚可，但业绩出现较大下滑，2024Q1 股价表现出色，业绩逐渐企稳。从二级市场来看：**2023 年有色金属涨跌幅为+3.63%，板块排名第 18；2023 年以来有色金属板块整体涨跌幅为 31.55%，板块排名第 6；2024 年年初至今，有色金属上涨 19.70%，板块排名第 3，有色金属板块走强。细分板块中，2023 年至今铜、黄金板块表现优于其他板块。**从业绩来看，**2023&2024Q1 有色板块营收和成本整体保持稳定，但营业收入增速小于成本增速，毛利率有所下滑，24Q1 环比出现改善。2022 年有色板块归母净利润同比下降 28.7%，2024Q1 有色板块归母净利润同比下降 31.8%，环比下降 7.2%，主要是能源金属板块拖累。

► **细分板块来看：2024Q1 黄金、非金属新材料业绩表现最佳，基本金属表现分化、能源金属承压。**  
 ①**贵金属：**2024Q1 金银价格分别同比变化+11.85%、+21.56%，环比变化+6.54%、+7.97%，2024Q1 贵金属板块归母净利润同比+61.49%，环比+7.96%；  
 ②**基本金属：**2024Q1 年铝/铜/锌价分别同比变化+2.89%、+5.73%、-10%，归母净利分别同比增长 9%、12%和 18%。  
 ③**能源金属：**2024Q1 电碳/电氢/硫酸钴/四钴同比-74.5%、-79.2%、-26.5%、-26.7%，锂、钴板块归母净利润同比-106.9%、-9.9%。

► **投资建议：看好铜铝、贵金属机会。(1) 工业金属：美联储降息周期即将开启新兴经济体正在崛起拉动需求，金融+商品属性共振推动价格上行。**美联储降息周期即将开启，金融属性利好价格上行。供给端：铜铝供给约束具象化，前期资本开支不足以及资源禀赋限制推高工业金属成本曲线，供给端周期延续。需求端：海外新兴经济体带来新增需求，国内需求政策拉动下逐步复苏，商品价格进入主升浪。建议重点关注洛阳铝业、紫金矿业、神火股份、中国铝业、云铝股份。

**(2) 贵金属：加息结束，央行购金趋势难改，金价长牛。**美国经济数据具有下行迹象，美联储高利率难以持续维持，货币政策进入拐点，2024 年降息仍为大概率事件，降息周期开启后利率下降带动金价上行，此外近年来地缘冲突、货币超发背景下全球央行购金持续，为金价上行创造了良好环境，后续金、银价格大概率创新高。建议重点关注中金黄金、银泰黄金、山东黄金、招金矿业、赤峰黄金、盛达资源。  
**(3) 能源金属：供应压力凸显，行业出清尚未开始。锂：**国内新能源需求增速放缓，全球锂供给走向过剩，锂价跌至底部区间，行业出清尚未开始。**钴：**供给压力凸显，但嘉能可下调产量指引、刚果（金）限制出口等供给扰动不断，钴价底部信号明确。**镍：**高冰镍-纯镍工艺打通，二元结构性矛盾破局，纯镍产量释放明显。资源端来看，印尼红土镍矿耗尽速度或将快于预期，需关注资源端的稀缺性。建议重点关注藏格矿业、永兴材料、中矿资源、华友钴业。

► **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，经济衰退风险。

**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
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	17.61	0.80	1.06	1.29	22	17	14	推荐
603993.SH	洛阳铝业	8.98	0.38	0.56	0.60	24	16	15	推荐
000933.SZ	神火股份	21.71	2.65	2.79	3.06	8	8	7	推荐
601600.SH	中国铝业	7.42	0.39	0.53	0.64	19	14	12	推荐
000807.SZ	云铝股份	14.39	1.14	1.35	1.49	13	11	10	推荐
000408.SZ	藏格矿业	28.84	2.18	1.53	1.91	13	19	15	推荐
600489.SH	中金黄金	13.12	0.61	0.84	0.94	22	16	14	推荐
000975.SZ	银泰黄金	18.52	0.51	0.74	0.86	36	25	22	推荐

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价

**推荐**

**维持评级**



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张弋清**

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

**分析师 孙二春**

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

**分析师 李挺**

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

**研究助理 南雪源**

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

**研究助理 袁浩**

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

**相关研究**

- 1.有色金属周报 20240427：美国经济数据分化，但商品价格上行愈发确定-2024/04/27
- 2.有色金属行业海外研究系列深度报告：印尼：资源开发的“蓝海”-2024/04/23
- 3.有色金属周报 20240421：供需格局持续向好，商品价格加速上行-2024/04/21
- 4.真“锂”探寻系列 12：南美盐湖 23Q4 跟踪：新供给逐步落地，扩产计划放缓-2024/04/15
- 5.有色金属周报 20240413：通胀数据打压降息预期，继续看好商品价格上行-2024/04/13

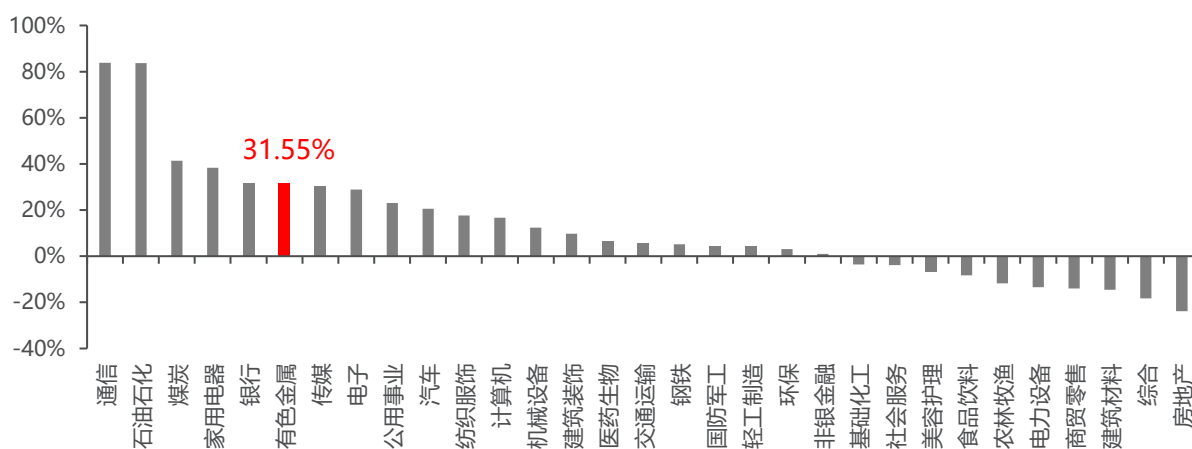
# 目录

<b>1 有色金属：2024Q1 板块涨幅明显，2023 年盈利下滑较多</b>	<b>3</b>
<b>2 细分板块来看：贵金属板块业绩亮眼</b>	<b>10</b>
2.1 基本金属：2024Q1 价格同比除锌镍外均上涨，环比铜铝锡上涨	10
2.2 贵金属：金价大幅上行，板块业绩亮眼	13
2.3 小金属板块：能源金属价格快速回落，业绩大幅下滑	15
<b>3 机构持仓：2024Q1 持仓创历史新高</b>	<b>21</b>
<b>4 2024Q2 展望：春雷惊处，资源崛起</b>	<b>24</b>
4.1 工业金属：降息周期开启+海外需求共振，铜价开启主升浪	24
4.2 贵金属：加息结束，央行购金趋势难改，金价长牛	29
4.3 能源金属：供需逆转，出清尚未开始	31
<b>5 投资建议：铜铝+黄金依然是最佳组合</b>	<b>38</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>40</b>
插图目录	41
表格目录	42

# 1 有色金属: 2024Q1 板块涨幅明显, 2023 年盈利下滑较多

2023 年至今 (截至 2024 年 4 月 30 日) 有色金属涨幅位列第六位, 2024Q1 上涨明显。2023 年以来有色金属板块整体涨跌幅为 31.55%, 其中 2023 年有色金属涨跌幅为 3.63%, 板块排名第 18; 2024 年年初至今, 有色金属上涨 19.7%, 板块排名第 3, 有色金属涨幅明显。

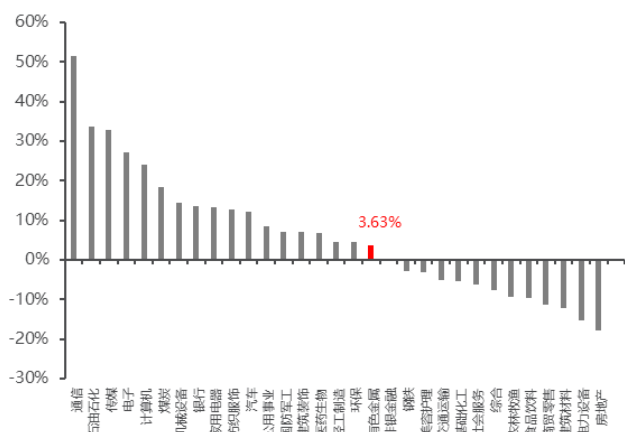
图1: SW 有色板块 2023 年至今整体涨跌幅为 31.55% (单位: %, 截至 2024 年 4 月 30 日)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

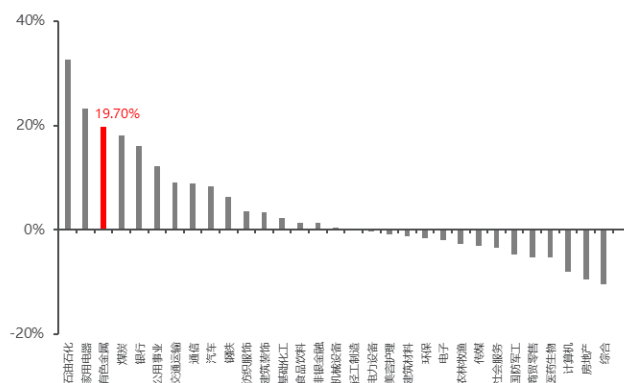
图2: 2023 年有色板块涨幅位列第 18 (单位: %)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图3: 2024 年初至今, SW 有色上涨 19.70% (单位: %, 截至 2024 年 4 月 30 日)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

对比指数而言, 有色板块相对收益明显。2023 年至今有色金属板块涨跌幅为

31.55%，显著高于上证综指 (0.50%)、高于沪深 300 (-6.90%)。分阶段来看，2023 年有色金属板块涨跌幅为 3.63%，高于上证综指 (-3.70%)，高于沪深 300 (-11.38%)；2024 年有色金属板块走强，年初至今上涨 19.70%，高于上证综指 (4.37%)，高于沪深 300 (5.05%)。

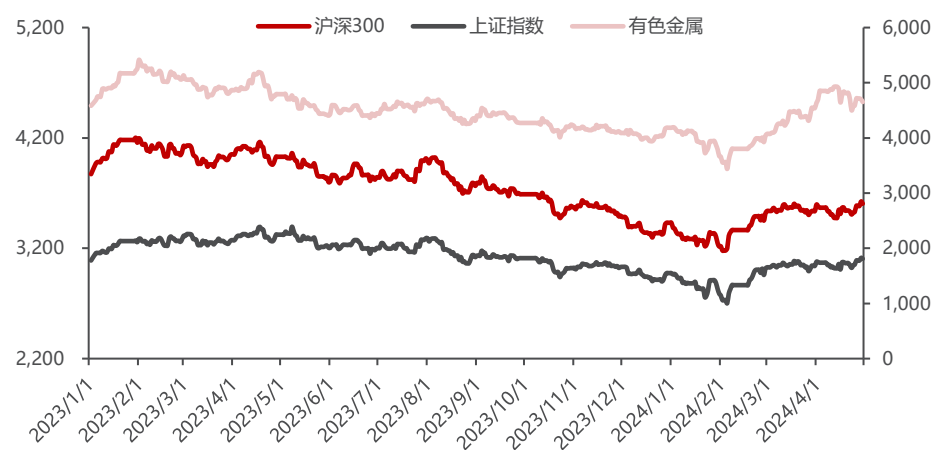
**表1：有色金属板块表现强于指数（单位：%）**

	沪深 300	上证综指	有色金属
2023 年至今 (2024 年 4 月 30 日)	-6.90%	0.50%	31.55%
2023 年	-11.38%	-3.70%	3.63%
2024 年至今 (2024 年 4 月 30 日)	5.05%	4.37%	19.70%

资料来源：ifind，民生证券研究院整理

注：有色金属数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

**图4：2023 年初至 2024 年 4 月 30 日有色金属板块表现较好（有色金属：右轴，单位：点）**



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：有色金属代码是 801050.SL

从细分板块情况来看，2023 年至今贵金属、工业金属、小金属板块涨幅明显，其余细分板块呈下跌趋势。根据申万二级行业指数 2023 年至今的区间涨跌幅来看，有色金属五个板块涨跌幅由高到低分别为贵金属、工业金属、小金属、金属新材料、能源金属。而从三级行业指数来看，涨幅最靠前的为铜，跌幅最大的是镍。

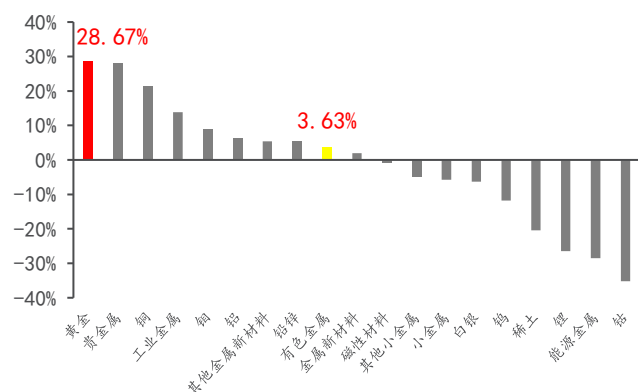
表2：2023 年至今子板块涨跌幅（截至 2024 年 4 月 30 日）

有色金属(申万)		区间涨跌幅
		31.55%
		49.18%
工业金属(申万)	铝(申万)	25.49%
	铜(申万)	68.03%
	铅锌(申万)	24.41%
贵金属(申万)		52.74%
	黄金(申万)	53.95%
小金属(申万)		28.38%
	其他小金属(申万)	-5.36%
能源金属(申万)		-34.84%
		-7.86%
金属新材料(申万)	磁性材料(申万)	-13.52%
	其他金属新材料(申万)	-1.45%

资料来源：ifind，民生证券研究院整理

从细分板块的分阶段数据来看，2023 年黄金、工业金属等板块表现优于有色金属其他板块，2024 年初至今铜板块表现最佳。2023 年有色板块涨跌幅+3.63%，其中黄金、铜、钨、铝、其他金属新材料、铅锌涨跌幅为正，分别上涨 28.67%、21.25%、8.97%、6.17%、5.39%、5.37%。而 2024 年至今有色板块上涨 19.70%，铜板块表现最佳，上涨 36.52%，铜、黄金、钨、铝、铅锌分别上涨 36.52%、24.76%、16.43%、15.51%、14.61%，稀土、钴、锂、镍分别下跌-1.81%、-2.40%、-15.45%、-19.96%。

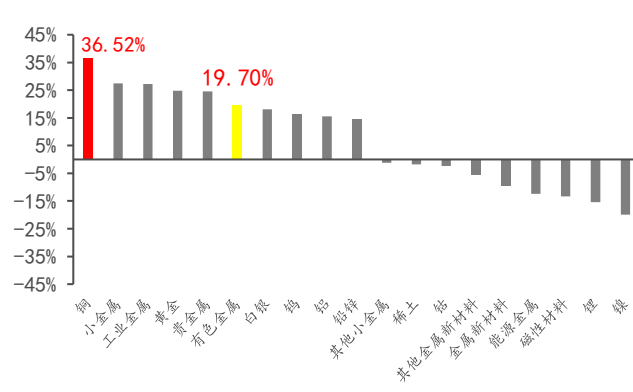
图5：2023 年，黄金板块涨幅最大为 28.67%(单位:%)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图6：2024 年初至今，铜板块上涨 36.52% (单位:%)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

个股方面：2023 年初至 2024 年 4 月 30 日，区间上涨幅度前五的企业分别

是四川黄金、天力复合、兴业银锡、北方铜业和洛阳钼业；跌幅前五的企业分别是鼎胜新材、大地熊、融捷股份、天华新能和西藏珠峰。

表3：2023年初至今涨跌幅前十的个股

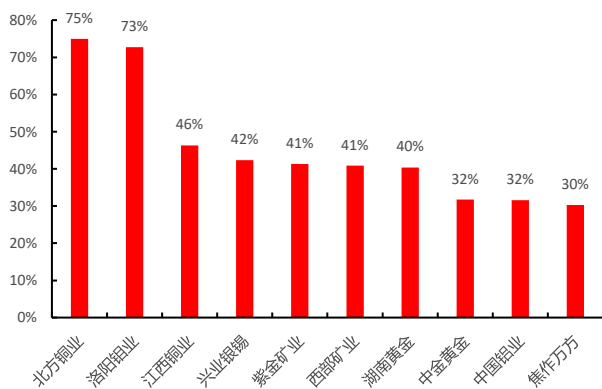
涨幅前十		跌幅前十	
四川黄金	265.16%	鼎胜新材	-74.61%
天力复合	127.38%	大地熊	-65.84%
兴业银锡	112.15%	融捷股份	-62.51%
北方铜业	97.47%	天华新能	-62.06%
洛阳钼业	97.36%	西藏珠峰	-55.32%
西部矿业	97.06%	雅化集团	-54.80%
紫金矿业	76.10%	ST 鼎龙	-54.25%
银泰黄金	67.75%	隆达股份	-52.97%
中国铝业	66.00%	盛新锂能	-52.12%
新威凌	63.97%	博迁新材	-51.39%

资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 4 月 30 日

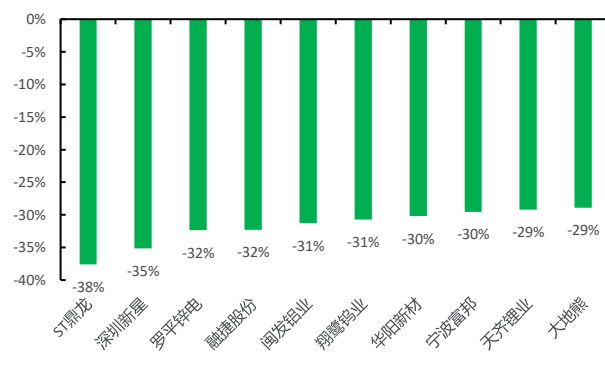
2024年初以来，有色行业铜板块个股表现优异。2024年初至4月30日，涨幅前五的公司为北方铜业、洛阳钼业、江西铜业、兴业银锡、紫金矿业，涨幅分别为75%、73%、46%、42%、41%。

图7：2024年初至4月30日涨幅前十的公司



资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：2024年初至4月30日跌幅前十的公司



资料来源：ifind，民生证券研究院

有色金属板块细分板块分季度的财务数据来看：2023年有色板块营业收入与营业成本略有增长，但营业成本增速高于收入增速，导致毛利率下降。2024Q1有色金属营业成本同比减少2.4%，小于营业收入同比下滑程度（3.6%），但环比增速（0.6%）又低于营业收入环比增速（0.8%），因此毛利率同比下滑，环比略有增长。2023年有色板块归母净利润同比下滑28.7%，2024Q1有色板块归母净利润

同比下降 31.8%，环比下降 7.2%。

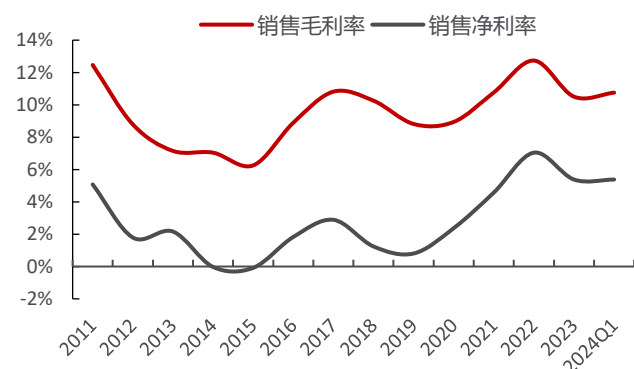
表4：有色金属板块 2023 及 2024Q1 财务数据情况

	2023Q1	2023Q4	2023	2023 同比	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
营业收入 (亿元)	8064	7710	32793	1.3%	7775	-3.6%	0.8%
营业成本 (亿元)	7566	7339	30938	3.2%	7383	-2.4%	0.6%
毛利率 (%)	6.2%	4.8%	5.7%	-1.7%	5.0%	-1.1%	0.2%
归母净利润 (亿元)	375	276	1341	-28.7%	256	-31.8%	-7.2%

资料来源：ifind，民生证券研究院

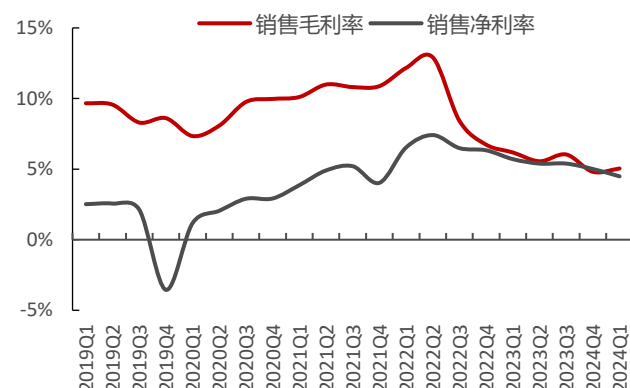
**从销售毛利率与销售净利率来看：**有色金属板块的销售毛利率和销售净利率自 2019 年起触底反弹，2023 年略有回落，24Q1 基本持稳。分季度来看，2019Q4 销售毛利率和销售净利率触底，之后呈现震荡上行走势，2023 年小幅回落，24Q1 已有所回升。

图9：2011-2024Q1 有色金属板块销售毛利率及净利率



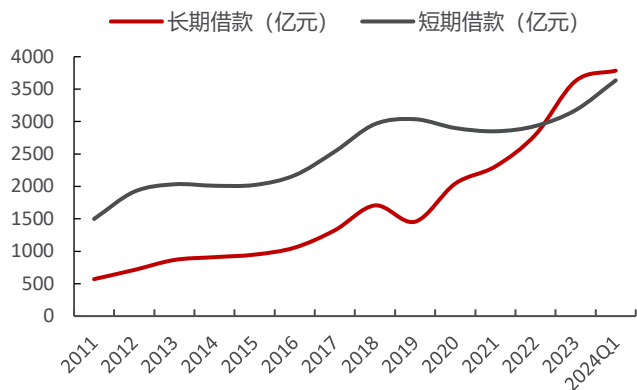
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：2019Q1-2024Q1 有色金属销售毛利率及净利率

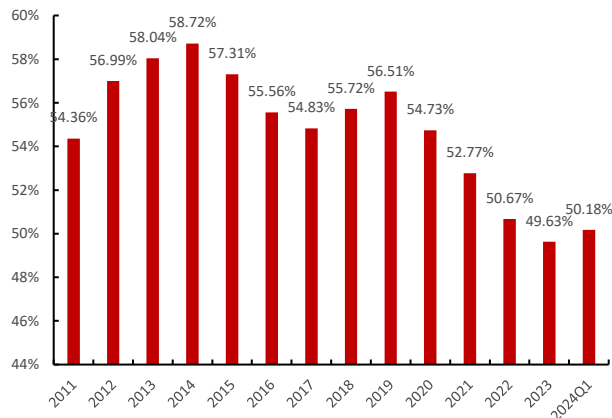


资料来源：ifind，民生证券研究院

**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 年短期借款出现下滑，负债结构在变化，部分企业债务压力下降，开始借短还长。2023 年和 2023 年长期借款和短期借款继续小幅增长，24Q1 短期借款上涨幅度较大。2023 年整体资产负债率 49.63%，进一步创新低，2024Q1 资产负债率有所提升，为 50.18%。

**图11：2011-2024Q1 有色金属板块长期借款与短期借款**


资料来源: ifind, 民生证券研究院

**图12：2011-2024Q1 有色金属板块资产负债率**


资料来源: ifind, 民生证券研究院

**细分子板块营业收入方面：**2023 年有色金属仅工业金属、贵金属、金属新材料子板块营业收入实现同比增长；营收增长板块中，贵金属板块增长最为明显，同比增长 16%，主要因为金银价格上升所致。2024Q1，有色金属二级子板块中贵金属、金属新材料板块同比实现增长，工业金属、贵金属环比实现增长；有色金属三级子板块中仅铜、黄金营收同比、环比均增长。

**表5：2024Q1 有色金属子板块中铜、黄金营收同比、环比均增长 (单位: 亿元)**

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023/2022	2024Q1	2024Q1/2023Q1	2024Q1/2023Q4
SW 有色金属	8064	8635	8384	7710	1.3%	7775	-3.6%	0.8%
SW 工业金属	5579	6117	5860	5224	1.8%	5502	-1.4%	5.3%
SW 铝	1503	1594	1504	1355	-12.4%	1406	-6.5%	3.8%
SW 铜	3634	4037	3900	3483	7.9%	3656	0.6%	5.0%
SW 铅锌	443	487	455	386	8.9%	441	-0.4%	14.1%
SW 贵金属	551	604	611	596	16.0%	688	24.9%	15.3%
SW 黄金Ⅲ	540	595	596	580	15.4%	672	24.5%	15.9%
白银	11	9	15	17	51.4%	16	45.3%	-4.3%
SW 小金属	1109	1091	1136	1175	-1.4%	984	-11.3%	-16.2%
SW 稀土	217	166	184	195	-6.1%	107	-50.7%	-45.0%
SW 钨	128	151	150	144	-13.4%	126	-2.0%	-12.5%
SW 其他稀 有小金属	294	321	319	264	-6.2%	261	-11.2%	-0.9%
SW 钼	469	453	483	573	8.4%	490	4.4%	-14.5%
SW 能源金属	622	598	549	480	-10.4%	396	-36.4%	-17.6%
SW 钴	275	239	257	240	2.4%	237	-13.7%	-0.8%
SW 锂	345	357	290	239	-18.7%	156	-54.8%	-34.6%



		204	225	228	235	2.0%	206	1.3%	-12.4%
SW 金属 新材料	SW 非金属 新材料	112	128	136	145	14.7%	127	13.7%	-12.1%
	SW 磁性材 料	92	97	92	91	-11.7%	79	-13.9%	-12.8%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

**细分子板块归母净利润方面:** 2023 年有色金属三级子板块中仅铜、铅锌、黄金、其他金属材料实现了利润增长。2024Q1, 有色金属三级子板块中黄金、铜、铅锌同环比均实现增长。其中黄金和铜板块表现较为突出, 主要系一季度黄金、铜商品价格上升较多。

**表6: 2024Q1 有色金属子板块中黄金、铜板块盈利表现较强 (单位: 亿元)**

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023/2022	2024Q1	2024Q1/2023Q1	2024Q1/2023Q4
SW 有色金属		375.33	344.94	344.48	276.02	-28.7%	256.10	-31.8%	-7.2%
SW 工业 金属	SW 铝	184.98	185.18	205.12	171.23	1.9%	206.64	11.7%	20.7%
	SW 铜	71.10	70.35	80.04	85.99	-3.3%	77.85	9.5%	-9.5%
	SW 铅锌	99.92	98.11	108.29	83.14	5.5%	112.28	12.4%	35.0%
		13.96	16.72	16.80	2.09	8.9%	16.50	18.2%	688.1%
SW 贵金 属	SW 黄金Ⅲ	15.81	23.11	20.92	22.31	31.0%	25.66	62.3%	15.0%
	白银	15.86	23.14	21.03	23.73	30.1%	25.62	61.5%	8.0%
		-0.05	-0.03	-0.11	-1.42	-3.8%	0.05	-192.5%	-103.3%
SW 小金 属	SW 稀土	47.96	34.69	52.41	93.51	-11.0%	37.08	-22.7%	-60.3%
	SW 钨	10.24	2.63	5.43	14.94	-61.2%	-7.56	-173.8%	-150.6%
	SW 其他稀 有小金属	5.77	5.25	4.45	5.55	-1.9%	4.97	-13.7%	-10.3%
	SW 钼	20.45	16.35	16.69	7.34	-19.7%	12.62	-38.3%	72.0%
		11.50	10.46	25.84	65.69	53.3%	27.05	135.3%	-58.8%
SW 能源 金属	SW 钴	114.40	90.66	53.38	-21.21	-69.3%	-23.73	-120.7%	11.9%
	SW 锂	10.94	13.17	12.09	5.12	-6.0%	9.86	-9.9%	92.5%
		103.44	77.34	41.33	-25.88	-73.0%	-33.74	-132.6%	30.4%
SW 金属 新材料	SW 非金属 新材料	12.18	11.30	12.65	10.18	-17.5%	10.44	-14.2%	2.6%
	SW 磁性材 料	5.93	7.44	7.15	6.27	32.4%	6.69	12.8%	6.8%
		6.25	3.85	5.50	3.91	-45.6%	3.76	-39.9%	-4.0%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 2 细分板块来看：贵金属板块业绩亮眼

### 2.1 基本金属：2024Q1 价格同比除锌镍外均上涨，环比铜

#### 铝锡上涨

细分基本金属板块而言，除锌镍外，2024Q1 基本金属均价同比均上涨，环比来看，铜铝锡上涨。2023&2024Q1 基本金属价格涨跌互现，2023 年全年基本金属价格涨跌互现，表现较强的铜铝铅价格以高位震荡为主，一季度受益于国内需求预期向好，金属价格冲高，二三季度由于过高的预期与平稳恢复的经济之间存在一定预期差，因此金属价格有所回落，四季度供给扰动频发，需求预期转好，股票先行，金属价格震荡抬升。进入 2024 年，一季度美联储降息预期走强，叠加国内经济政策刺激，海外发达国家再工业化以及新兴国家工业化拉动，部分品种还出现了供应扰动的延续，3 月中旬开始金属进入普涨行情。具体来看，2024Q1，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+1.25%、+2.89%、+5.73%、-10%、+3.74%、-35.34%，环比分别变化+2.27%、+0.46%、-0.10%、-1.14%、+3.65%、-5.04%；2023 年，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+1.51%、-6.34%、+3.27%、-13.88%、-14.14%、-12.77%。

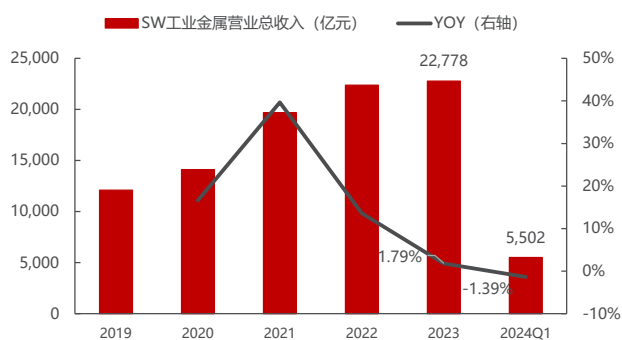
表7：2024Q1，基本金属价同比除锌镍外均上涨，环比铜铝锡上涨（单位：元/吨）

基本金属	2022	2023	2023 同比	2023Q1	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同 比	2024Q1 环 比
铜	67118	68132	1.51%	68523	67841	69382	1.25%	2.27%
铝	19946	18682	-6.34%	18526	18974	19062	2.89%	0.46%
铅	15277	15776	3.27%	15304	16199	16182	5.73%	-0.10%
锌	25033	21557	-13.88%	23308	21220	20978	-10.00%	-1.14%
锡	247212	212244	-14.14%	208963	209155	216786	3.74%	3.65%
镍	195213	170277	-12.77%	202397	137818	130873	-35.34%	-5.04%

资料来源：ifind，民生证券研究院

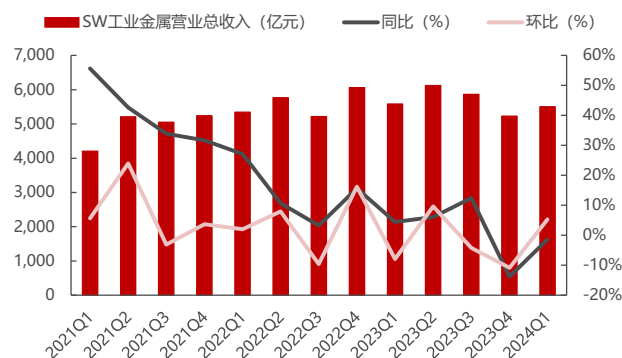
尽管 24Q1 除锌镍外同比均上涨，但金属价格大幅上行在 3 月中下旬，因此 2024Q1 工业金属板块营收同比下跌 1.39%。由于 2023 年基本金属价格同比涨跌互现，依靠部分公司产销量提升，2023 年工业金属板块营收同比上涨 1.79%；2024Q1 工业金属板块营收同比、环比分别变化-1.39%和+5.33%。

图13: 2023 工业金属板块营收及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图14: 2024Q1 工业金属板块营收及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

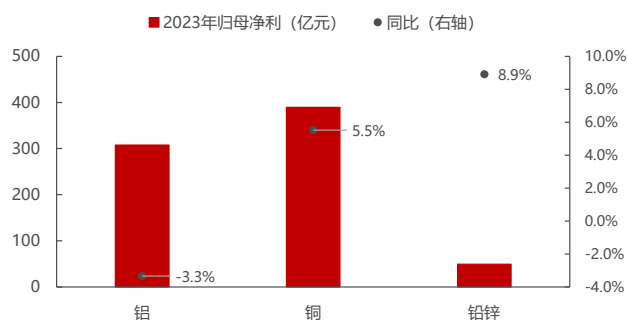
**2023 年细分子行业中铜和铅锌板块盈利同比均有增长, 铝板块盈利同比下滑。**

2023 年, 铅锌板块归母净利润合计 49.6 亿元, 同比增长 8.9%, 为增速最快的子行业, 主要或由于铅锌板块 22 年减值计提较多, 造成低基数; 铜板块归母净利润合计 389.5 亿元, 同比增长 5.5%, 主要得益于铜价同比上涨以及各公司量的提升; 铝板块归母净利润合计 307.5 亿元, 同比下滑 3.3%, 主要是由于铝价同比下滑。

**2024Q1 工业金属各细分行业扣非归母净利环比除铝外均增长。2024Q1 受**

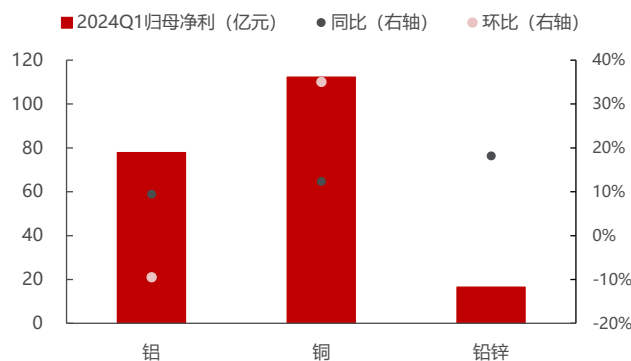
需求预期走强以及降息预期提升, 铜铝铅价格环比均反弹, 锌价受地产影响环比走弱。细分板块来看, 铜和铅锌行业的扣非归母净利分别为 111.6 和 15.5 亿元, 分别环比增长 23%、688%; 2024Q1 铅锌行业扣非归母净利环比增长幅度最大, 主要是由于 23Q4 减值产生低基数。

图15: 2023 年工业金属细分行业归母净利及增速



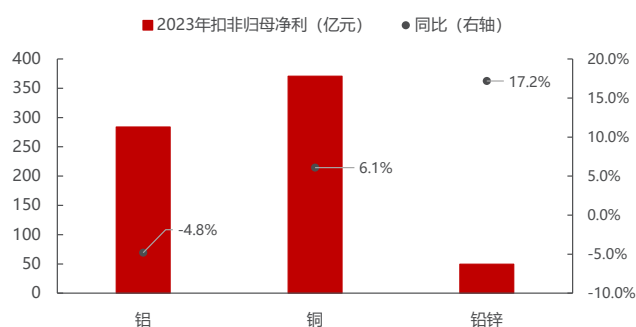
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 2024Q1 工业金属细分行业归母净利及增速

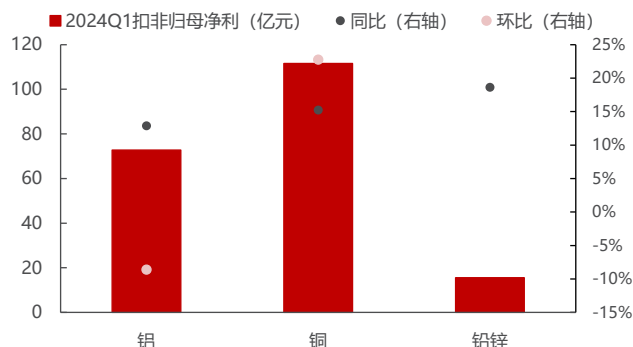


资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 铅锌板块 2024Q1 归母净利润环比增长 688%

**图17：2023年工业金属细分行业扣非归母净利润及增速**


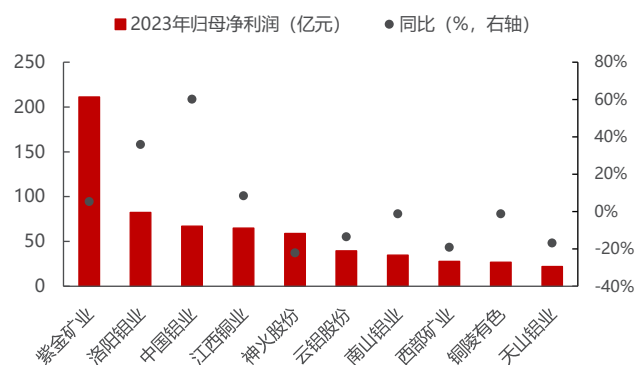
资料来源：ifind，民生证券研究院

**图18：2024Q1工业金属细分行业扣非归母净利润及增速**


资料来源：ifind，民生证券研究院

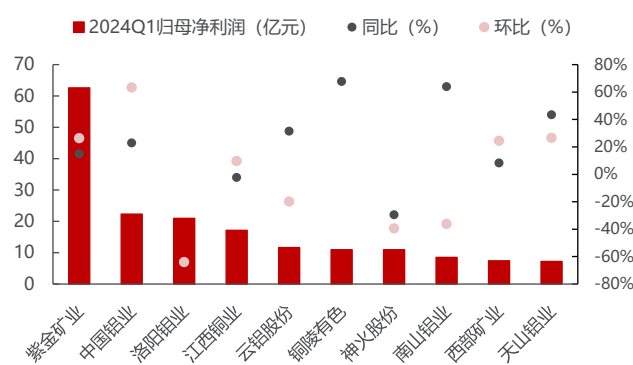
注：铅锌板块 2024Q1 扣非归母净利润环比增长 324%

**从个股来看：**2023年工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为紫金矿业 (211.19 亿元)、洛阳钼业 (60.67 亿元)、中国铝业 (67.17 亿元)、江西铜业 (65.05 亿元)、神火股份 (59.05 亿元)；而 2024Q1 归母净利润最高的公司分别为紫金矿业 (62.61 亿元)、中国铝业 (22.30 亿元)、洛阳钼业 (20.91 亿元)、江西铜业 (17.15 亿元)、云铝股份 (11.64 亿元)。2024Q1 铜铝价格同比均增长，头部公司得益于量的增长，归母净利润同比增幅大多大于价格增长。

**图19：2023年工业金属板块各公司归母净利润**


资料来源：ifind，民生证券研究院

注：申万分类中洛阳钼业属于钼行业，考虑到其主要利润已经是由铜板块贡献，因此这里也纳入排序

**图20：2024Q1工业金属板块各公司归母净利润**


资料来源：ifind，民生证券研究院

注：其中洛阳钼业 24Q1 归母净利润同比增长 560%，铜陵有色 24Q1 归母净利润环比增长 791%

## 2.2 贵金属：金价大幅上行，板块业绩亮眼

贵金属板块整体而言：2023 年金银价格均价分别上升+14.59%和+11.64%，贵金属板块实现归母净利润同比上升 30.10%。2024Q1 金银价格分别同比变化+11.85%、+21.56%，环比变化+6.54%、+7.97%，2024Q1 贵金属板块归母净利润同比+61.49%，环比+7.96%。

随着美国加息周期即将结束，未来即将步入降息周期，我们预计 2024 年实际利率将年内见顶，美元指数也将呈现弱势，叠加近年来各国央行大规模购金需求上升，金价大概率创新高。

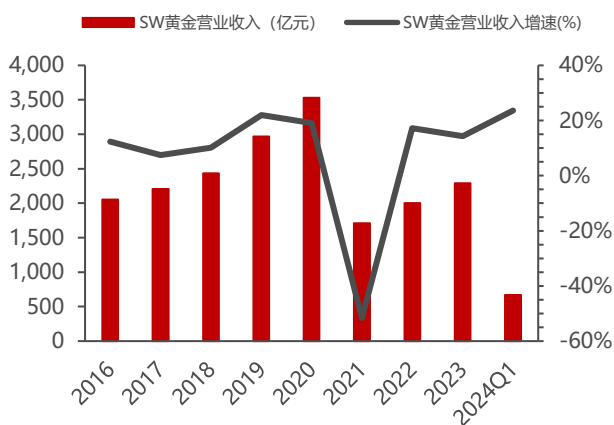
图21：2023 年 COMEX 黄金最高涨至 2234.10 美元/盎司



资料来源：wind，民生证券研究院

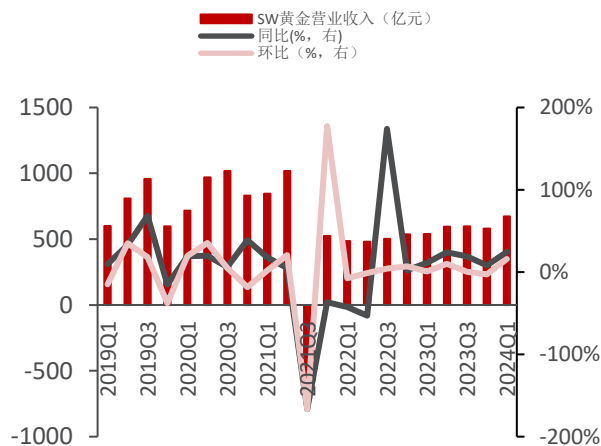
从板块经营来看，2023 年黄金行业实现营业总收入 2291.91 亿元，同比增长 14.37%，2024 年 Q1 黄金板块实现营收 671.70 亿元，同比、环比分别变动+24.41%和+15.87%。

图22：2023 年黄金板块营收及增速情况 (亿元)



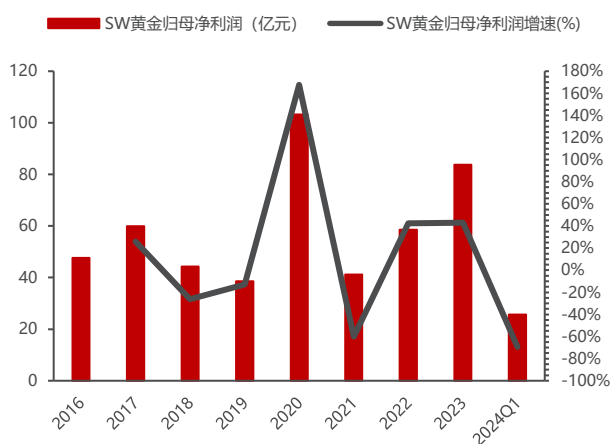
资料来源：wind，民生证券研究院

图23：2024Q1 黄金板块营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

2023 年黄金行业实现归母净利润 83.76 亿元，同比+42.99%，其中贵金属上市公司净利润上涨主要来自于来中金黄金、山东黄金等大型黄金企业贡献，以中金黄金、山东黄金为例，2023 年中金黄金实现归母净利润 29.78 亿元，约占板块总归母净利润的 35.55%，2023 年山东黄金归母净利润为 23.28 亿元，占板块总归母净利润的 27.79%，2024 年 Q1 黄金板块归母净利润为 25.52 亿元，同比、环比分别变动+87.51%和+7.96%。

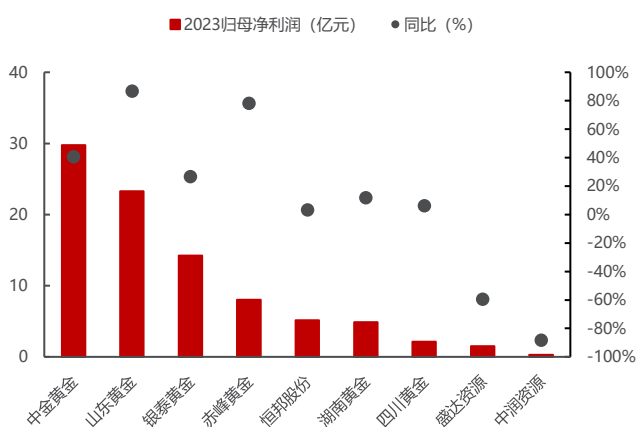
**图24：2023 年黄金板块归母净利润及增速情况(亿元)**


资料来源：wind，民生证券研究院

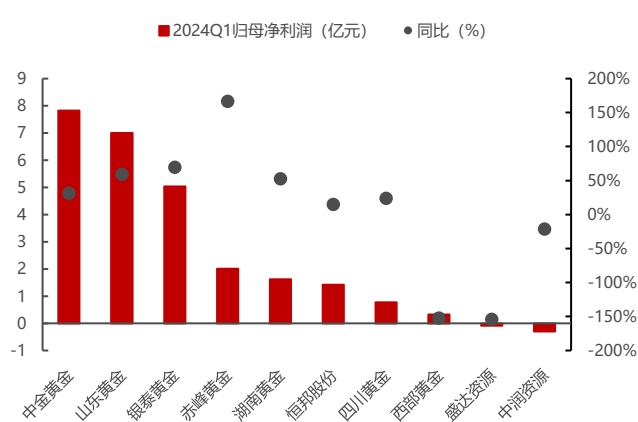
**图25：2024Q1 黄金板块归母净利润及增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

从个股来看，2023 年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（29.78 亿元）和山东黄金（23.28 亿元）和银泰黄金（14.24 亿元）；2024Q1 归母净利最高的公司分别为中金黄金（7.83 亿元）、山东黄金（7.00 亿元）和银泰黄金（5.03 亿元）。

**图26：2023 年贵金属板块各公司盈利情况 (亿元，%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图27：2024Q1 贵金属板块各公司盈利情况 (亿元，%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 小金属板块：能源金属价格快速回落，业绩大幅下滑

供给过剩，锂钴价格 2023 年大幅回落，24Q1 锂价继续快速下跌，钴价降幅放缓。2023 年电池级碳酸锂价格同比下降 48.7%，电池级氢氧化锂价格同比下降 45.1%，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比下降 37.3%、49.7%、45.9%；2024Q1 电池级碳酸锂价格同比下降 74.5%，环比下降 24.2%，电池级氢氧化锂价格同比下降 79.2%，环比下降 31.4%，锂价环比继续快速下跌，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比下降 29.0%、26.5%、26.7%，环比下降 8.9%、10.5%、11.4%，钴价环比降幅放缓。

板块业绩来看：锂板块 2023 年归母净利合计同比-66.5%至 344.1 亿元，主要由于锂盐价格大幅下跌；24Q1 归母净利润-10.6 亿元，同比-106.9%，环比-759.0%；钴板块 2023 年归母净利合计同比-6.0%至 41.3 亿元，主要由于钴价同比下跌；24Q3 归母净利润亿元，同比-9.9%，环比+92.5%。

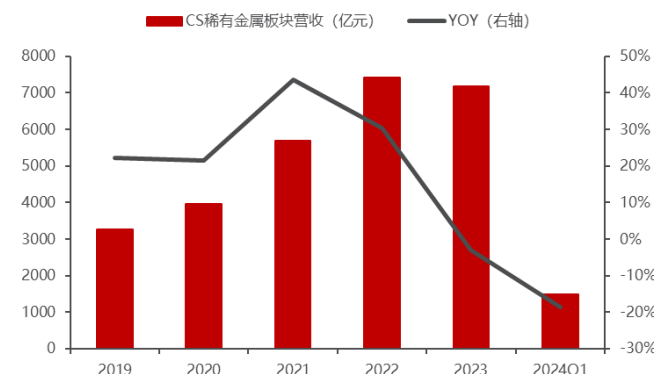
表8：各主要小金属品种价格涨跌幅

类别	单位	2023	2023 同比	2024Q1	24Q1 同比	24Q1 环比
钴精矿(6-8%ClF 中国)	美元/磅	7.2	-64.4%	5.7	-25.9%	-8.6%
金属钴(99.8%中国)	元/公斤	255.3	-37.3%	205.3	-29.0%	-8.9%
硫酸钴(20%)	元/吨	38441	-49.7%	31184	-26.5%	-10.5%
四氧化三钴(73.5%)	元/公斤	160.4	-45.9%	128	-26.7%	-11.4%
金属锂(99.9%)	元/吨	1960376.3	-34.4%	825632	-69.6%	-29.3%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	255774.0	-48.7%	101693	-74.5%	-24.2%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	271657.3	-45.1%	89833	-79.2%	-31.4%
碳酸锂(工业级, 99.0%)	元/吨	238674.3	-49.8%	93702	-74.1%	-25.6%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	257650.8	-46.1%	79728	-80.6%	-35.9%
镁锭(99.9%)	元/吨	22041.6	-21.0%	19467	-8.3%	-9.1%
铋锭(99.65%)	元/吨	80627	2.3%	87605	6.8%	8.4%
金属铬(99%)	元/吨	67882	-5.6%	64420	-10.3%	-4.0%
氧化锆(99.99%)	元/公斤	6201	19.9%	6208	14.4%	-5.7%
钼精矿(45%)	元/吨度	3819	33.8%	3318	-30.2%	6.2%
金属钽(99.95%)	元/公斤	2548	0.1%	2431	-10.3%	2.3%
海绵钛(99.7%中国)	元/吨	64085	-20.4%	51202	-34.4%	-4.4%
钨精矿(WO365%中国)	元/吨	119322	6.1%	123728	4.8%	3.1%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

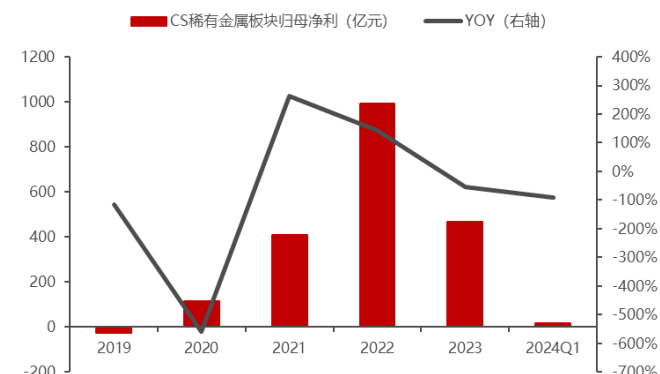
稀有金属板块 2023 年营业收入同比-3.1%至 7182.0 亿元，归母净利润同比-52.9%至 467.1 亿元；24Q1 营业收入同比-18.6%至 1488.6 亿元，归母净利润同比-86.9%至 16.8 亿元，主要由于金属价格同比大幅下跌。

图28: CS 稀有金属板块营收及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图29: CS 稀有金属板块归母净利润及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 2.3.1 锂板块: 锂价快速回落, 业绩大幅下滑

**供需格局逆转, 锂价大幅下滑。**需求端, 国内新能源车渗透率已达高位, 需求增速放缓, 供给端, 2021-2022 年高锂价刺激下的资本开支逐步落地, 澳矿、非洲矿、南美盐湖扩产及新建项目陆续投产, 新增产能进入密集释放期, 锂行业供需格局走向过剩, 锂价中枢大幅下移。2023 年电池级碳酸锂价格同比-48.7%, 电池级氢氧化锂价格同比-45.1%, 2024Q1 锂价继续下跌, 电池级碳酸锂价格同比-74.5%, 环比-24.2%, 电池级氢氧化锂价格同比-79.2%, 环比-31.4%。

表9: 锂金属及锂盐价格涨跌幅

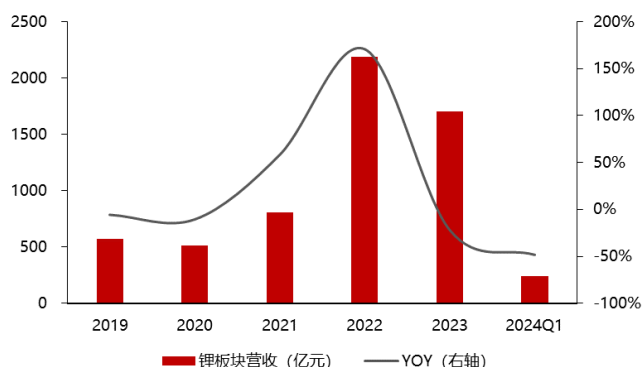
类别	单位	2023	2023 同比	2024Q1	24Q1 同比	24Q1 环比
金属锂(99.9%)	元/吨	1960376.3	-34.4%	825632	-69.6%	-29.3%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	255774.0	-48.7%	101693	-74.5%	-24.2%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	271657.3	-45.1%	89833	-79.2%	-31.4%
碳酸锂(工业级, 99.0%)	元/吨	238674.3	-49.8%	93702	-74.1%	-25.6%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	257650.8	-46.1%	79728	-80.6%	-35.9%

资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

**业绩大幅下滑, 高价精矿库存拖累龙头公司 24Q1 业绩。**锂板块 2023 年营业收入同比-22.2%至 1699.0 亿元, 归母净利同比-66.5%至 344.1 亿元; 锂板块 24Q1 营业收入 241.5 亿元, 同比-48.6%, 环比-31.3%, 归母净利润-10.6 亿元, 同比-106.9%, 环比-759.0%。从板块个股来看, 2023 年天齐锂业归母净利润 73.0 亿元, 同比-69.8%, 赣锋锂业归母净利 49.5 亿元, 同比-75.9%, 盐湖股份归母净利 79.1 亿元, 同比-49.2%; **单季度看**, 2024Q1 天齐锂业归母净利润-39.0 亿元, 环比-386.4%, 主要受高价精矿库存拖累, 赣锋锂业归母净利-4.4 亿元, 环比+58.7%, 盐湖股份归母净利 9.3 亿元, 环比-59.6%。

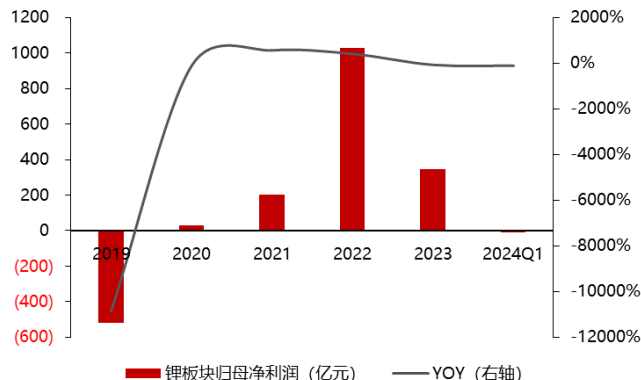


图30: 锂板块营业收入



资料来源: wind, 民生证券研究院

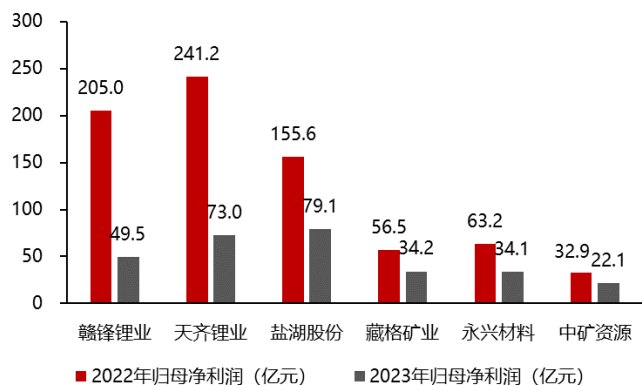
图31: 锂板块归母净利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

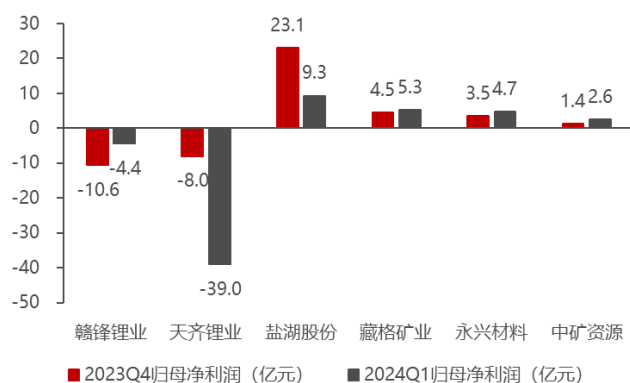
注: 锂板块公司包括天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、融捷股份、藏格矿业、盐湖股份、盛新锂能、江特电机、中矿资源、天华超净、永兴材料等样本企业

图32: 2023年锂板块主要公司归母净利润



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图33: 2024Q1 锂板块主要公司归母净利润



资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 2.3.2 钴板块: 需求弱势延续, 钴价回落导致盈利大幅下滑

供给压力导致钴价 2023 年大幅回落, 但 24Q1 逐渐企稳。供给端, 洛阳钼业旗下铜钴伴生矿山释放增量, 印尼湿法镍项目陆续投产, 钴供给压力较大, 需求端, 2023 年新能源需求增速放缓, 叠加消费电子需求持续疲软, 钴行业过剩压力导致钴价大幅回落。2023 年金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比下降 37.3%、49.7%、45.9%, 2024Q1 金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比下降 29.0%、26.5%、26.7%, 环比下降 8.9%、10.5%、11.4%, 钴价出现企稳迹象。

表10: 钴金属及钴盐价格涨跌幅

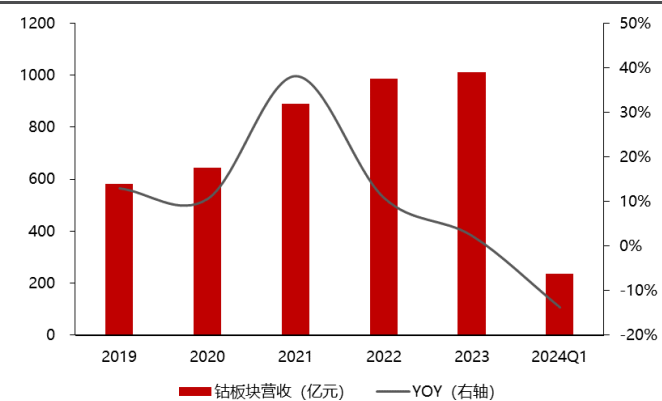
类别	单位	2023	2023 同比	2024Q1	24Q1 同比	24Q1 环比
钴精矿(6-8%ClF 中国)	美元/磅	7.2	-64.4%	5.7	-25.9%	-8.6%
金属钴(99.8%中国)	元/公斤	255.3	-37.3%	205.3	-29.0%	-8.9%
硫酸钴(20%)	元/吨	38441	-49.7%	31184	-26.5%	-10.5%

四氧化三钴(73.5%)	元/公斤	160.4	-45.9%	128	-26.7%	-11.4%
--------------	------	-------	--------	-----	--------	--------

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

**钴价下滑拖累 2023 年业绩，24Q1 钴板块公司业绩环比改善。**钴板块 2023 年营业收入同比+2.4%至 1010.9 亿元，归母净利合计同比-6.0%至 41.3 亿元，主要由于钴价同比下跌；钴板块 24Q1 营业收入 237.5 亿元，同比-13.7%，环比-0.8%，归母净利润 9.9 亿元，同比-9.9%，环比+92.5%。从板块个股来看，2023 年华友钴业归母净利润 33.5 亿元，同比-14.3%，盛屯矿业归母净利 2.6 亿元，同比扭亏为盈，腾远钴业归母净利 3.8 亿元，同比+37.7%，寒锐钴业归母净利 1.4 亿元，同比-34.9%；**单季度看**，24Q1 华友钴业归母净利润 5.2 亿元，环比+54.7%，盛屯矿业归母净利 2.9 亿元，环比+874.8%，腾远钴业归母净利 1.4 亿元，环比+5.1%，寒锐钴业归母净利 0.3 亿元，环比+296.7%。

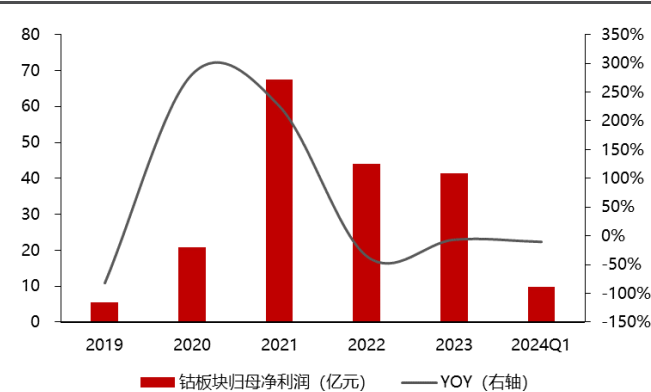
图34：钴板块营业收入



资料来源：ifind，民生证券研究院

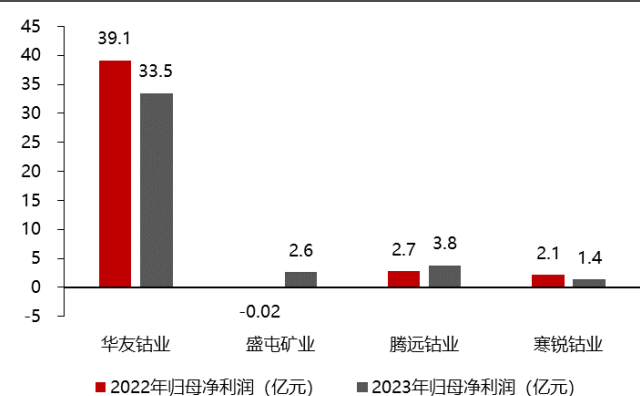
注：选取盛屯矿业、华友钴业、寒锐钴业、腾远钴业四家公司为样本。

图35：钴板块归母净利



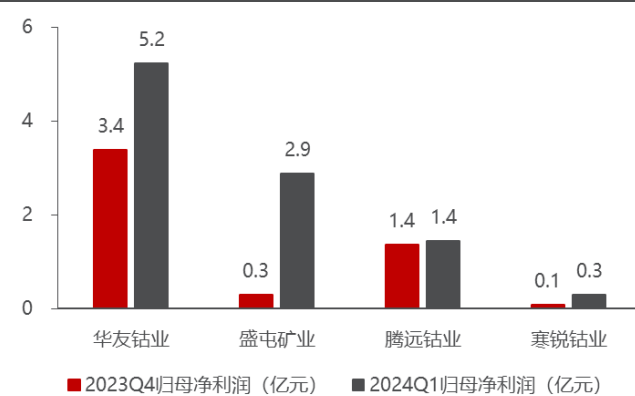
资料来源：ifind，民生证券研究院

图36：2023 年钴板块主要公司归母净利润



资料来源：ifind，民生证券研究院

图37：2024Q1 钴板块主要公司归母净利润

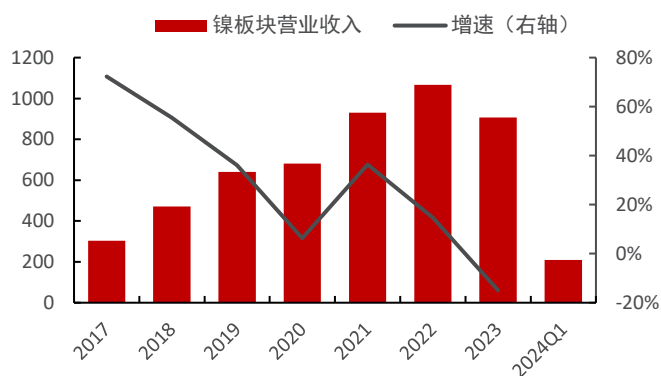


资料来源：ifind，民生证券研究院

### 2.3.3 镍板块：镍价整体走弱，板块业绩整体承压

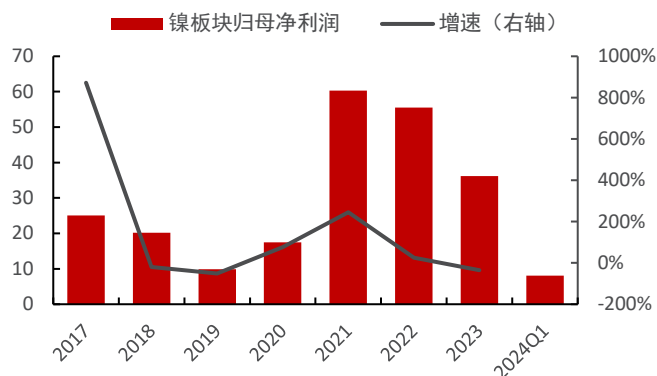
2024Q1 镍价整体走弱，板块业绩整体承压。具体来看，2024Q1 电解镍价格同比-35.79%，环比-5.00%至 132,497 元/吨；硫酸镍价格同比-30%，环比-8.24%至 31,864 元/吨。2024Q1 镍板块整体实现营收 209.2 亿元（不包含力勤资源），同比-17.3%，环比-1.8%，实现归母净利 8.1 亿元（不包含力勤资源），同比-24.1%，环比+120%。

图38：镍板块营业收入（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图39：镍板块归母净利润（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

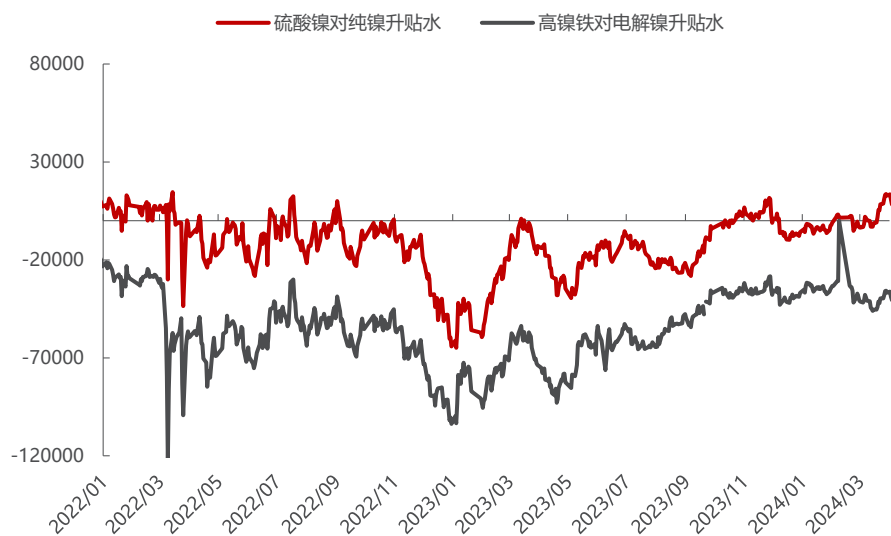
表11：镍主要产品涨跌幅

类别	2024Q1	2023Q1	24Q1 同比	24Q1 环比
电解镍价格 (元/吨)	132,497	206,358	-35.79%	-5.00%
镍铁价格 (折算成金属吨, 元/吨)	93,921	130,884	-28.24%	-7.49%
硫酸镍价格 (元/吨)	31,864	45,518	-30.00%	-8.24%
电解镍价格 (元/吨)	132,497	206,358	-35.79%	-5.00%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

注：选取盛屯矿业、华友钴业为样本。

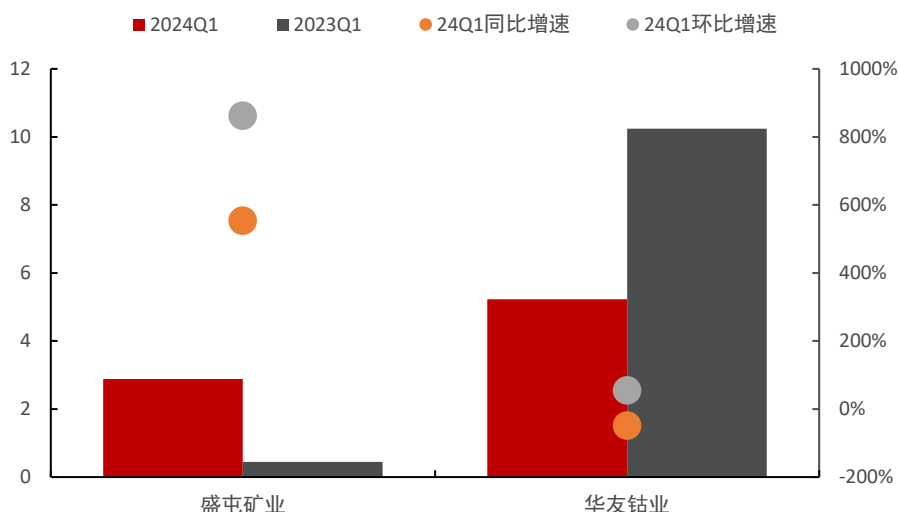
图40：我国主要镍产品对电解镍升贴水（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

分公司来看，盛屯矿业业绩表现相对较好，但主要受公司扩建项目实现满负荷生产，铜产量同比大幅提升且铜价上涨影响。2024Q1 盛屯矿业实现归母净利润 2.89 亿元，同比+553.4%，环比+861.8%；华友钴业实现归母净利润 5.22 亿元，同比-49.0%，环比+54.6%。

图41：2024 Q1 镍板块主要公司归母净利润情况（单位：亿元）

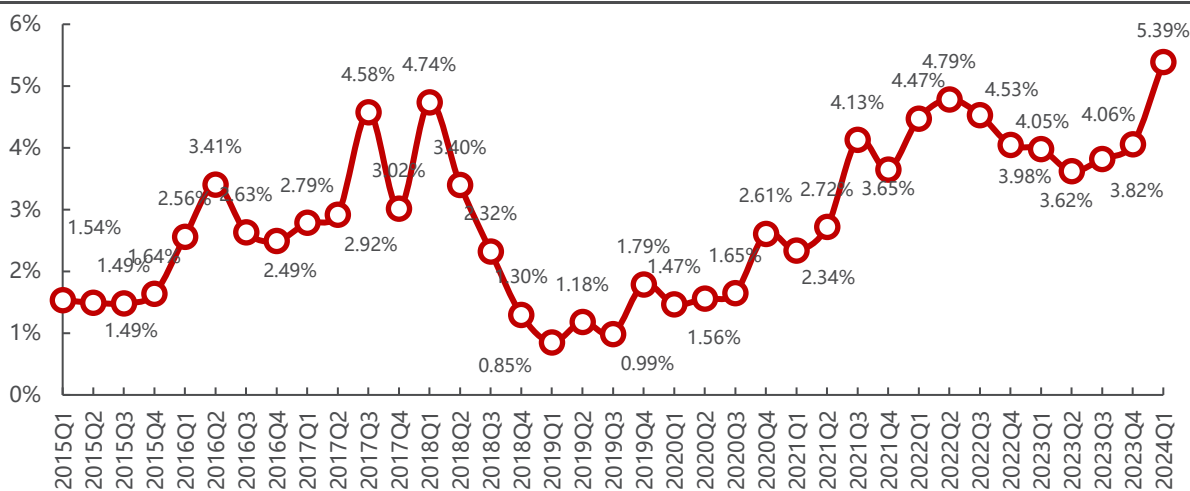


资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 机构持仓：2024Q1 持仓创历史新高

从机构持仓市值角度来看：SW 有色 2024Q1 基金持仓比例环比提升 1.33pct 至 5.39%，创 2015 年以来新高。工业金属方面，2024Q1，降息节点或将来临，供给曲线依旧陡峭，需求端国内需求受政策刺激预期和海外新兴经济体需求强劲，出口良好，工业金属价格上涨。能源金属方面，稀土磁材、锂、钴、镍等新能源产业链相关金属价格受需求增速下滑，供给增长较多影响价格低位震荡。贵金属方面，高利率对经济影响，美国降息节点或将来临，叠加巴以冲突不断升级带来的黄金避险需求提升，同时全球央行持续购买黄金，金价预计在利率政策的过渡期内上行。24Q1 工业金属、贵金属板块表现较好，紫金矿业、洛阳钼业和贵金属板块个股增持仓位较大。

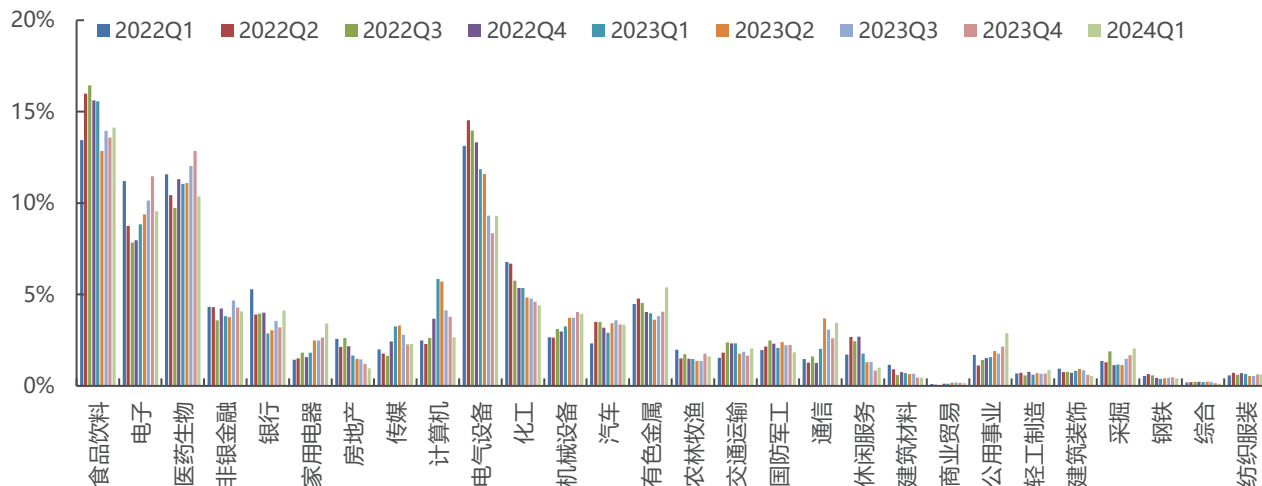
图42：有色基金持仓市值比例环比提升 1.33pct 至 5.39% (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：24Q1 统计口径略有调整，结合申万一级分类（2021）新纳入部分港股及近期上市个股。

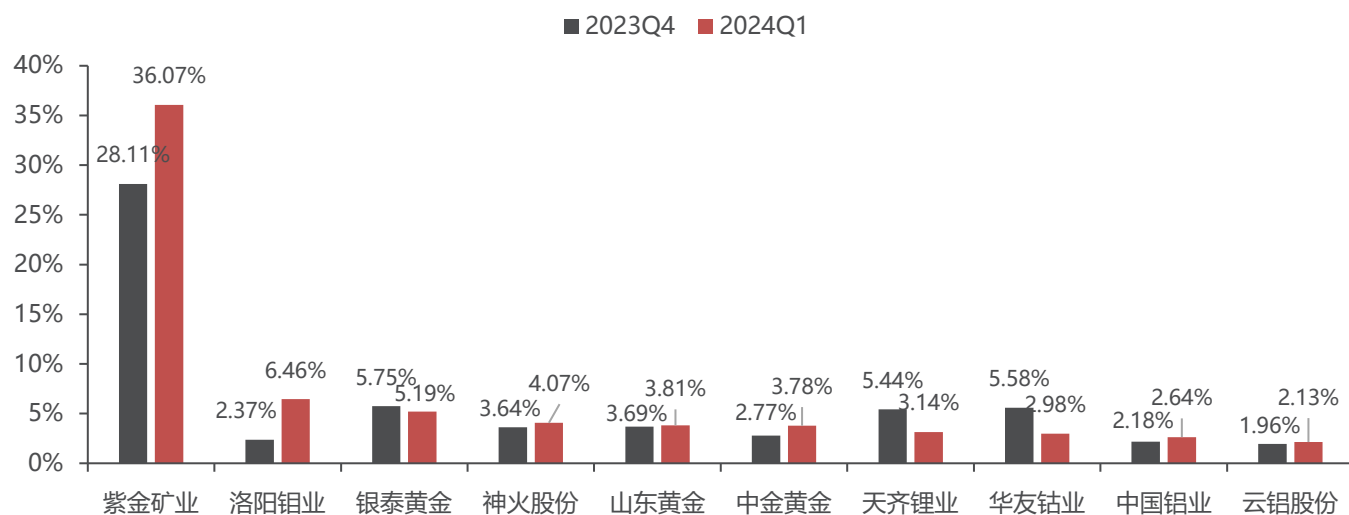
图43：2024Q1 有色行业公募持仓比例为 5.39%，环比 2023Q4 提升 1.33pct (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

细分个股而言：有色金属板块公募基金持仓前 10 家企业的持仓占比从 2023Q4 的 61.48% 提升至 2024Q1 的 70.27%，紫金矿业持仓占比从 28.11% 提升至 36.07%，居行业第一。2024Q1 公募基金持仓前 10 家公司合计 1031.41 亿元，占全部有色板块的持仓由 2023Q4 的 61.48% 提升到 2024Q1 的 70.27%，分别为 A 股紫金矿业 529.44 亿元（36.07%）、洛阳钼业 94.78 亿元（6.46%）、银泰黄金 76.21 亿元（5.19%）、神火股份 59.77 亿元（4.07%）、山东黄金 55.99 亿元（3.81%）、中金黄金 55.44 亿元（3.78%）、天齐锂业 46.09 亿元（3.14%）、华友钴业 43.67 亿元（2.98%）、中国铝业 38.74 亿元（2.64%）、云铝股份 31.28 亿元（2.13%）。其中紫金矿业的基金持仓占比从 2023Q4 的 28.11% 提升至 2024Q1 的 36.07% 居行业第一。

图44：2024Q1 公募基金大量配置紫金矿业，占比为 36.07%



资料来源：wind，民生证券研究院

表12：有色板块 2024Q1 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)	2024Q1 基金有色板块持仓
601899.SH	紫金矿业	1,101	123	314,770	62,694	15.31%	5,294,431	36.07%
603993.SH	洛阳钼业	372	88	113,919	62,955	6.45%	947,803	6.46%
000975.SZ	银泰黄金	234	65	42,127	-1,049	16.94%	762,071	5.19%
000933.SZ	神火股份	160	51	30,034	4,877	13.42%	597,682	4.07%
600547.SH	山东黄金	254	71	19,835	1,804	5.49%	559,949	3.81%
600489.SH	中金黄金	172	53	41,966	10,866	8.66%	554,365	3.78%
002466.SZ	天齐锂业	106	44	9,608	-1,285	6.51%	460,881	3.14%
603799.SH	华友钴业	85	35	16,102	-2,815	9.55%	436,685	2.98%
601600.SH	中国铝业	148	52	52,347	9,260	4.00%	387,367	2.64%
000807.SZ	云铝股份	80	44	22,669	4,317	6.54%	312,839	2.13%

资料来源：wind，民生证券研究院

从个股增持方面来看：紫金矿业、洛阳钼业、中金黄金等铜、贵金属板块个股增持仓位较大。2024年Q1公募基金增持有色板块的前5大股票分别为紫金矿业（A股）被增仓62694.07万股（市值占比28.11%→36.07%）、洛阳钼业（A股）被增仓62955.07万股（市值占比2.37%→6.46%）、中金黄金被增仓10865.69万股（市值占比2.77%→3.78%）、神火股份被增仓4877.30万股（市值占比3.64%→4.07%）、洛阳钼业（H股）被增仓23126.37万股（市值占比0.26%→1.23%）。紫金矿业（A股）24Q1的基金持仓市值占比从28.11%上升至36.07%，24Q1获得基金62694.07万股的增仓，位居行业增仓第一。

**表13：2024Q1 基金增仓市值 top10**

代码	名称	2023Q4 基金持仓占比	2024Q1 基金持仓占比	2023Q4 基金持股总市值(万元)	2024Q1 基金持股总市值(万元)	2024Q1 基金增仓(万元)
601899.SH	紫金矿业	28.11%	36.07%	3140468.02	5294430.53	2153962.50
603993.SH	洛阳钼业	2.37%	6.46%	265010.36	947802.79	682792.43
600489.SH	中金黄金	2.77%	3.78%	309754.90	554365.34	244610.44
000933.SZ	神火股份	3.64%	4.07%	406169.74	597681.59	191511.85
3993.HK	洛阳钼业	0.26%	1.23%	29004.28	180388.25	151383.97
600547.SH	山东黄金	3.69%	3.81%	412363.86	559948.75	147584.89
601600.SH	中国铝业	2.18%	2.64%	243012.22	387366.84	144354.62
601168.SH	西部矿业	1.02%	1.63%	113908.60	239105.00	125196.40
000975.SZ	银泰黄金	5.75%	5.19%	642231.78	762071.29	119839.51
000807.SZ	云铝股份	1.96%	2.13%	219035.53	312839.01	93803.49

资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股减持方面来看：军工、新能源相关板块24Q1减仓较多。24Q1公募基金减持有色板块的前5大股票分别为：西部超导被减仓2212.03万股（市值占比3.75%→1.42%）、华友钴业被减仓2815.47万股（市值占比5.58%→2.98%）、天齐锂业被减仓1285.39万股（市值占比5.44%→3.14%）、菲利华被减仓1330.20万股（市值占比2.21%→1.09%）、赣锋锂业被减仓574.53万股（市值占比2.63%→1.56%），军工及新能源板块相关股票成为24Q1主要减仓对象。

**表14：2024Q1 基金减仓市值 top10**

代码	名称	2023Q4 基金持仓占比	2024Q1 基金持仓占比	2023Q4 基金持股总市值(万元)	2024Q1 基金持股总市值(万元)	2024Q1 基金增减仓(万元)
688122.SH	西部超导	3.75%	1.42%	419079.59	208436.86	-210642.73
603799.SH	华友钴业	5.58%	2.98%	622950.38	436684.66	-186265.71
002466.SZ	天齐锂业	5.44%	3.14%	607725.21	460881.20	-146844.02
300395.SZ	菲利华	2.21%	1.09%	246657.64	160326.89	-86330.74
002460.SZ	赣锋锂业	2.63%	1.56%	293295.76	228274.26	-65021.50
603876.SH	鼎胜新材	0.92%	0.27%	102978.75	38906.53	-64072.22
603688.SH	石英股份	0.81%	0.19%	90188.47	27391.38	-62797.09
600114.SH	东睦股份	1.13%	0.46%	125754.49	67461.33	-58293.15
600988.SH	赤峰黄金	1.92%	1.09%	214669.19	159386.87	-55282.32
300748.SZ	金力永磁	0.52%	0.03%	58099.31	3749.71	-54349.60

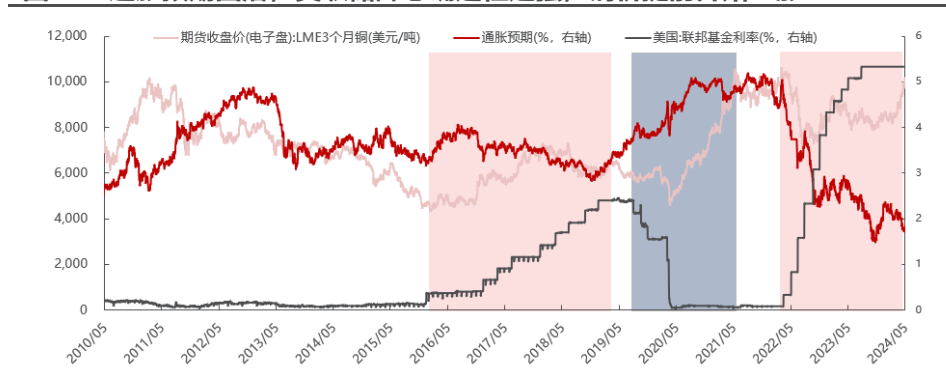
资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4 2024Q2 展望：春雷惊处，资源崛起

### 4.1 工业金属：降息周期开启+海外需求共振，铜价开启主升浪

对铜而言，从金融属性看，美联储降息确定性走强，金融属性从压制铜价转为拉动铜价。随着通胀整体回落，就业形势波动，降息大周期即将开启。尽管年初以来通胀的反复和经济数据的向好使得降息预期向后推迟，但降息仍是目前美联储货币政策的主旋律。

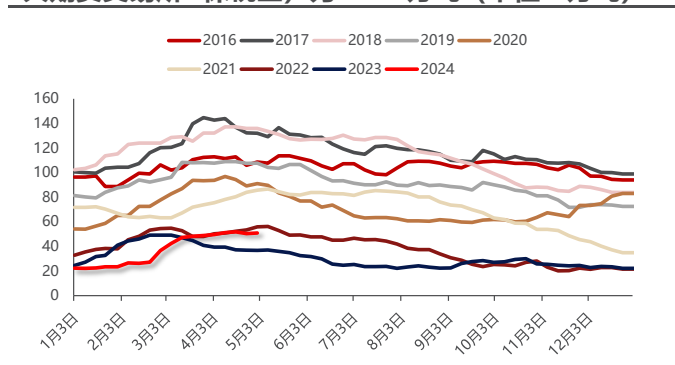
图45：通胀预期回落，美联储降息确定性走强，铜价提前开始上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

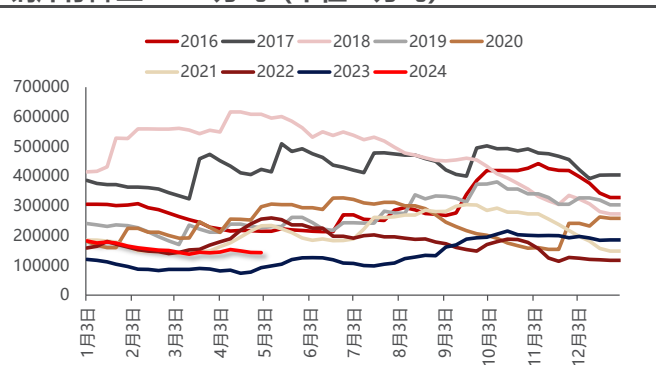
从库存来看，铜显性库存（含保税区）处于历史低位，且4月底出现库存拐点开始进入去库阶段。三大期货交易所及保税区库存处于历史低位，截至2024年4月30日，全球铜显性库存为50.9万吨，细分来看，海外LME+COMEX库存年初以来整体呈现下降趋势，截至4月30日已经降至14.3万吨，处于历史同期低位；国内SMM统计的铜社会库存去库至46.56万吨。低库存情况下，库存作为供需的缓冲垫的作用减弱，后续价格弹性或将较大。

图46：截至2024年4月30日，全球铜显性库存（三大期货交易所+保税区）为50.9万吨（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

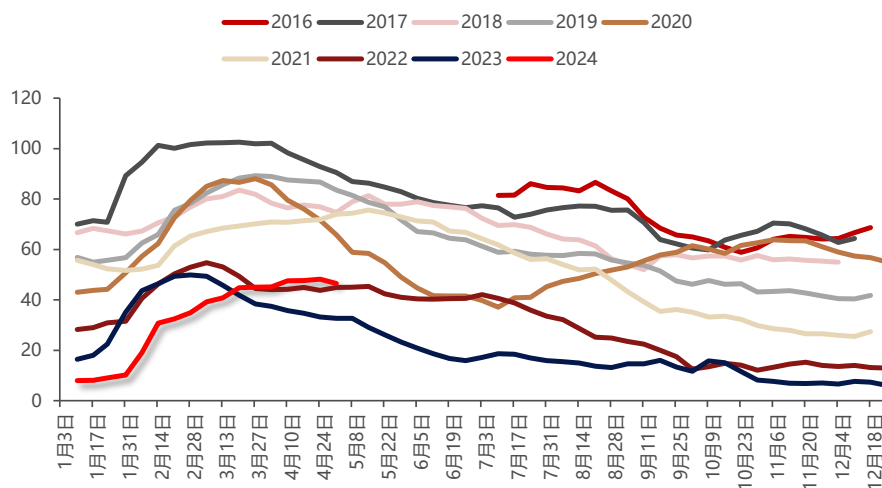
图47：截至2024年4月30日，海外LME+COMEX铜库存降至14.3万吨（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院



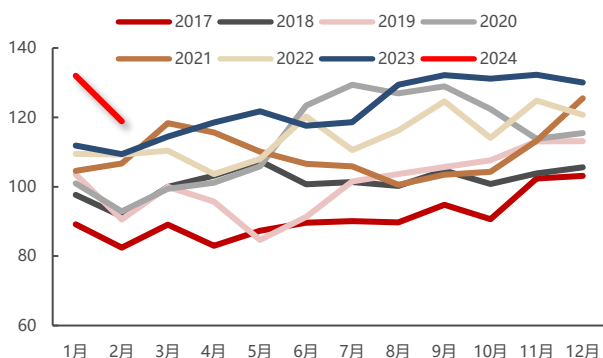
图48: 截至 2024 年 4 月 29 日, SMM 国内铜社会库存去库至 46.56 万吨(包括保税区, 单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

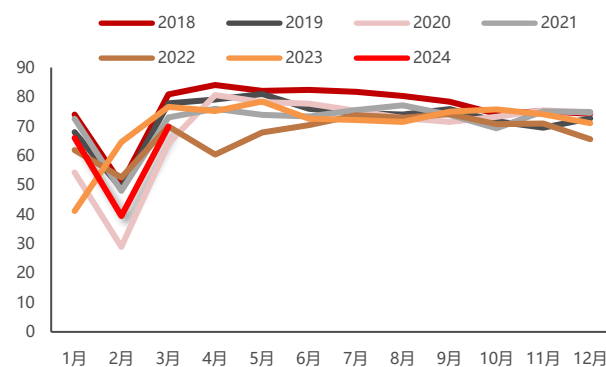
**需求端: 从表观消费来看, 电解铜 2024 年 1-2 月表观消费量同比增长 13.4%。从下游开工率来看, 2024 年 3 月铜加工企业开工率环比提升 30.4pct 至 69.82%。国内需求在政策拉动下持续回暖, 同时海外需求年初以来在新兴国家工业化和欧美国国家再工业化 (电网改造) 拉动下表现较强。新兴领域 (风电、光伏、新能源车) 需求也维持增长态势。需求端向好逐步得到验证。**

图49: 电解铜 2024 年 1-2 月表观消费量同比增长 13.4%



资料来源: SMM, 民生证券研究院

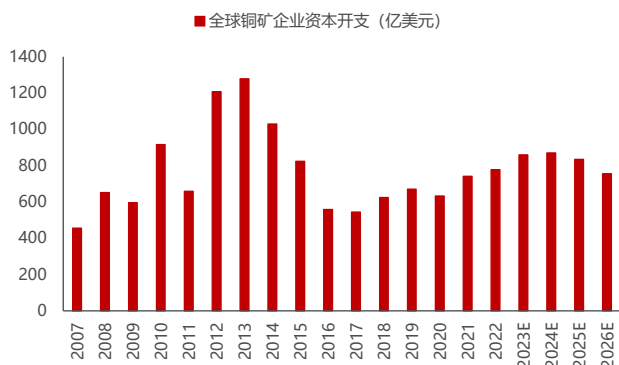
图50: 铜材 2024 年 3 月综合开工率环比提升 30.4pct



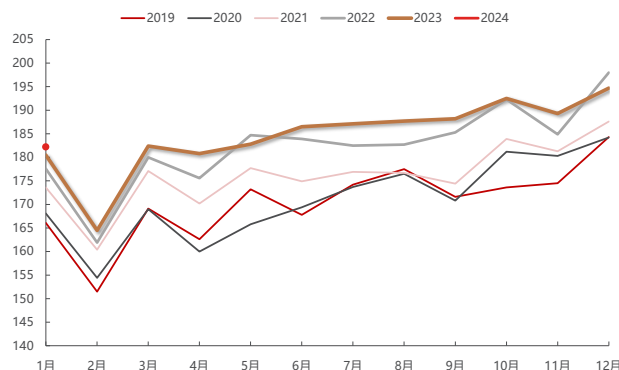
资料来源: SMM, 民生证券研究院

**供给端: 长期来看, 资本开支于 2013 年见顶, 持续低位的资本开支或限制新增供应。全球铜矿资本开支于 2013 年见顶, 按照资本开支规律, 2020 年或为铜矿集中释放的高点, 但由于公共卫生事件影响, 矿山投产延后, 使得供应增量集中**

在 2021-2022 年释放，远期供应或不足。2021 和 2022 年实际供应增量也还是受到了公共卫生事件、地缘政治等影响并没有能够完全释放，2023 年实际产量增长也远低于市场年初预期，且 2023 年 Q4 以来，供给端扰动频发，使得 2024 年铜供应增量面临较大挑战。

**图51：全球铜矿企业资本开支于 2013 见顶**


资料来源：SMM，民生证券研究院

**图52：2023 年全球铜矿产量同比增长 1.3%**


资料来源：SMM，民生证券研究院

**电解铝板块：Q1 国内需求逐步复苏，云南复产伊始，供应仍不充裕，电解铝供应基本持平，库存季节性累积但处于同期历史低位，但需求向好预期支撑铝价，铝价呈现震荡走势。**

**供给端：**投产接近尾声，2024 年净增产能 38 万吨。电解铝在建项目较少，并且大部分是置换产能，净增产能较少，据阿拉丁统计，2024 年国内新投产电解铝产能 130 万吨，但大部分产能是指标转移及置换，2024 年净增产能仅有 38 万吨。截至 2024 年 4 月 30 日，中国电解铝已复产 57 万吨，基本二季度才会开始增加供给，复产之路漫漫，供应仍不充分。

**表15：2024 年中国电解铝复产情况 (单位：万吨)**

省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产
广西	广西田林百矿铝业	2	0	待定	2
贵州	安顺市铝业	13.5	0	2024 年二季度	13.5
山西	山西兆丰铝电	4.5	0	待定	4.5
四川	眉山市博眉启明星铝业	2.5	0	2024 年二季度	2.5
四川	阿坝铝厂	2.5	0	2024 年二季度	2.5
云南	云铝集团	61	23	2024 年 3 月	38
云南	云南神火铝业	36	21	2024 年 3 月	15
云南	云南宏泰新型材料	10	8	2024 年 3 月	2
云南	云南其亚金属	16.5	5	2024 年 4 月	11.5
四川	四川启明星铝业	12.5	0	2024 年 8 月	12.5
<b>总计</b>		<b>161</b>	<b>57</b>		<b>104</b>

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

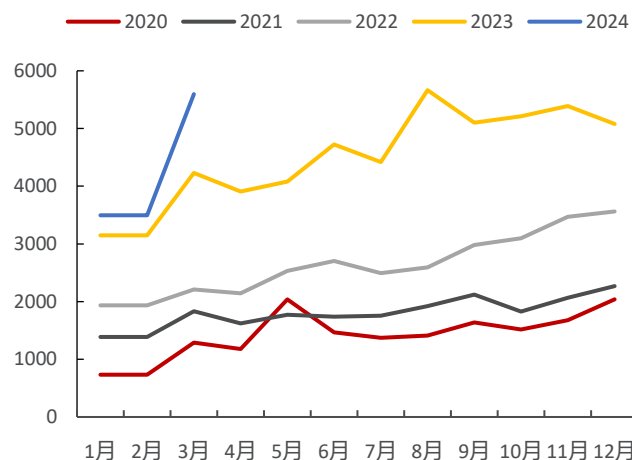
**表16：2024-2025 年产能电解铝产能变化（单位：万吨）**

省市	项目	规划产能	截至 2023 年底投产产能	已有合规产能	2024 新投产能	2024 净增产能	2025 新投产能	备注
云南	云南宏泰	203	150	203	53			产能转移
云南	云南宏合	193	0	193	25			产能转移
贵州	元豪铝业	33	8	10.65	0			暂无指标
贵州	双元铝业	10	14.5	14.5	0		10	产能置换
青海	中铝青海	50	40	50	10	10		产能置换
青海	海源绿能	35	24	35	0	11		重组后复产
内蒙古	华云三期	42	0	42	42	17		产能置换+外购指标
内蒙古	扎铝二期	35	0	35	0		35	
四川	广元弘昌晟	25	12	12	0			暂无指标
山西	中铝华润二期	50	0	0	0			
新疆	天山铝业	120	120	140	0			暂无规划
新疆	农六师铝业	190	170	190	0		20	运行产能增加
<b>合计</b>		<b>986</b>	<b>538.5</b>	<b>925.15</b>	<b>130</b>	<b>38</b>	<b>65</b>	

资料来源：阿拉丁，民生证券研究院

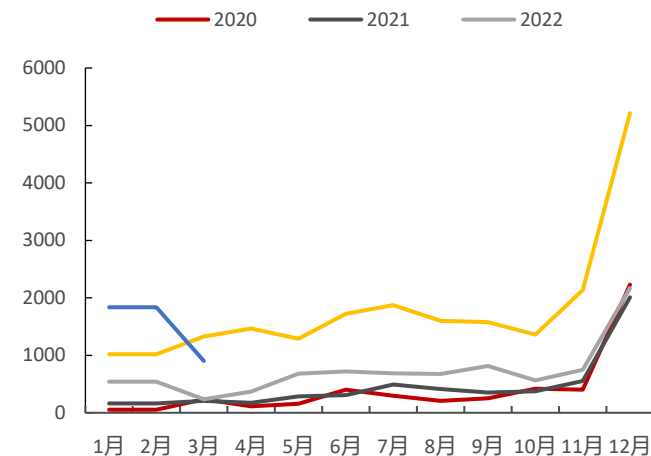
**需求端：**随着经济持续复苏，电解铝下游开工持续回暖，需求走强。尽管建筑端需求相对薄弱但光伏表现强于去年同期。根据 SMM 数据我们测算 3 月电解铝消费量创历史新高，4 月或将进一步走高，Q2 需求进入旺季。出口方面，电解铝出口在经历 2022 年下半年大幅下滑之后，至 2024Q1 长期保持在 40-50 万吨水平，出口最大冲击已经度过，加上海外下游库存较低，预计二季度有补库需求，出口以稳为主。由于需求逐渐复苏，电解铝库存开始下降，库存绝对量均处于历史同期最低水平。我们测算了不同地产竣工及新兴领域消费增速情形下，国内铝消费的弹性变化。假定 2024 年新兴增长领域（新能源汽车+光伏）增速 15%，即使国内地产竣工下滑 6%，新兴增长领域仍能够弥补地产竣工下滑对铝消费的拖累。低库存下的去库对价格影响将明显强化，看好铝价表现。

图53: 中国光伏电池产量(单位: 万千瓦)



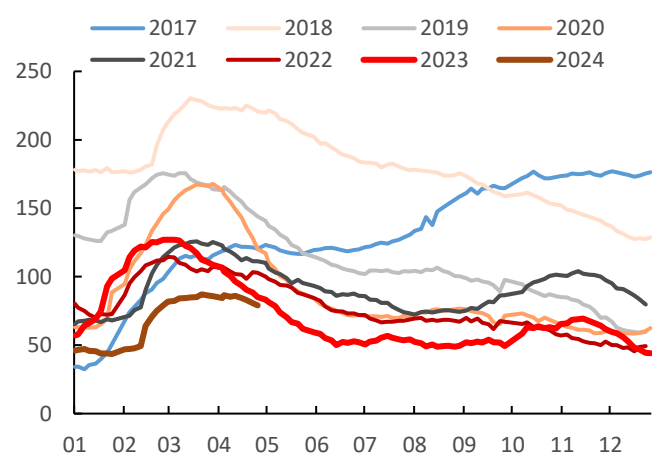
资料来源: wind, 民生证券研究院

图54: 中国光伏新增装机量(单位: 万千瓦)



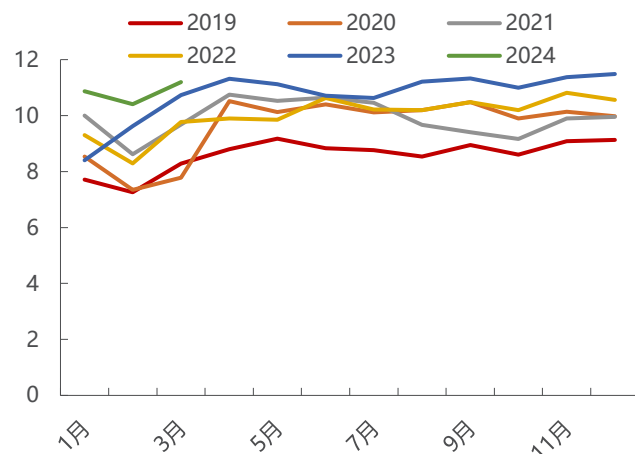
资料来源: wind, 民生证券研究院测算

图55: 截至4月29日铝库存78.9万吨(单位: 万吨)



资料来源: wind, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图56: 国内电解铝日均消费量(万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院测算  
消费量=产量-净出口-库存变动

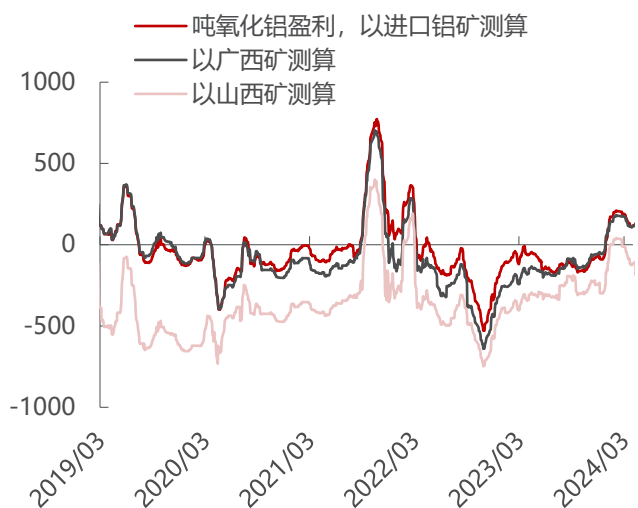
表17: 不同新兴领域&地产竣工增速情形下, 铝消费影响测算(单位: 万吨)

新兴领域增速 (%)	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%
房地产竣工增速 (%)								
0%	0	23	45	68	91	113	136	181
-4%	-37	-15	8	31	53	76	99	144
-6%	-56	-33	-10	12	35	58	80	126
-8%	-74	-52	-29	-6	16	39	62	107
-12%	-112	-89	-66	-44	-21	2	24	70
-16%	-149	-126	-103	-81	-58	-35	-13	33
-20%	-186	-163	-141	-118	-95	-73	-50	-5

资料来源: Wind, SMM, 民生证券研究院

**行业盈利：由于一季度动力煤价格显著下降，电解铝成本端让利明显，行业盈利持续改善。**随着供需格局向好，电解铝改善将更多来自于铝价上涨，铝价和成本让利带来的业绩弹性较大，板块投资性价比突出。

图57：氧化铝盈利情况（单位：元/吨）



资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

图58：2024年4月24日，吨铝净利润为3009元



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.2 贵金属：加息结束，央行购金趋势难改，金价长牛

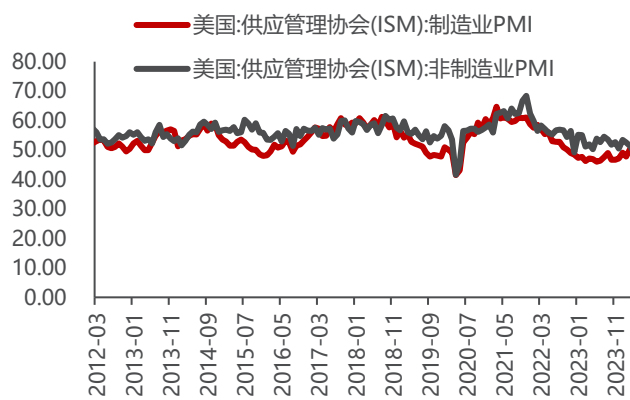
美国经济放缓迹象明显，降息周期渐行渐近。美国 2024 年 Q1 季调后实际 GDP 同比增长 3.0%，环比增长 1.6%，低于市场预期，美国 4 月份制造业和服务业 PMI 数据分别录得 49.2、49.4，重回收缩区间，美国 4 月份新增非农就业人数 17.5 万人，不及此前市场预期，美国经济下行压力始终存在，此外 5 月份议息会议鲍威尔表示不会再次加息，随着加息进入尾声，降息周期也即将逐步到来。

图59：美国 GDP 增速不及预期



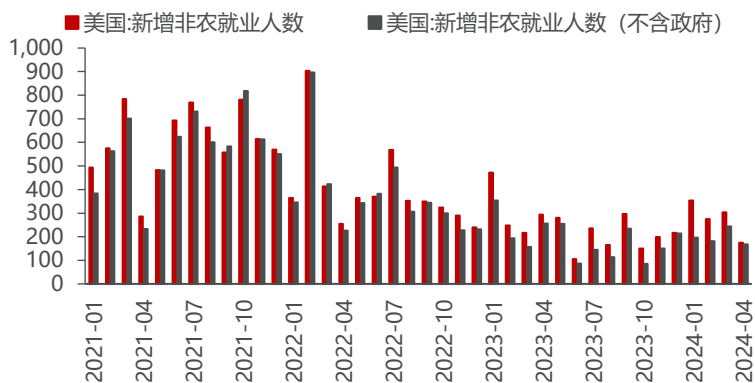
资料来源：wind，民生证券研究院

图60：美国制造业 PMI 持续处于收缩区间（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图61: 美国非农就业人数 (千人)



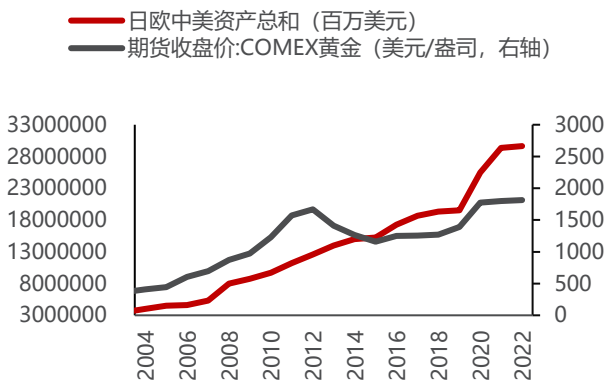
资料来源: wind, 民生证券研究院

**主权信用货币超发严重, 央行购金规模快速上升。**2020 年公共卫生事件出现后, 为刺激疫后经济增长, 全球主要央行不断实施扩表, 2023 年相较于 2019 年, 美联储资产增长 84.24%, 日本央行总资产增长 42.69%, 货币资产的超发反映的是全球主流货币信用的泛滥, 货币资产的安全性和稳定性受到冲击。

在货币超发的背景下, 对于发达国家来说, 央行发行的货币代表国家信用, 如果缺少相应的实物资产背书, 有可能造成货币币值波动和货币信用危机, 需要增储黄金, 增补信用; 对于发展中国家来说, 由于持有大量的外债资产, 货币超发带来持有的外债资产贬值, 使本国经济的波动加大, 不利于本国汇率的稳定, 因此需要抛售外债兑换黄金, 以维护本国资产的安全。

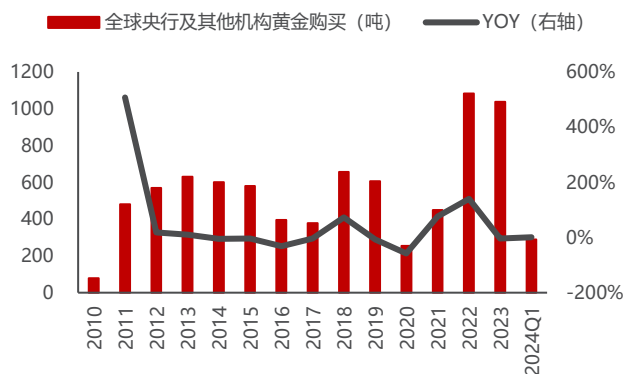
2022 年以来全球央行购金势头不减, 2022 年全年购买量同比增长 140.36%, 2023 年继续维持接近 2022 年的高水平达到 1037.1 吨, 2024 年 Q1 央行购金数量为 289.7 吨, 同比继续增长+1.22%。考虑到当前全球地缘政治等不确定性加大、叠加全球信用货币超发的大背景, 黄金配置的需求可能继续增长, 预计央行购买黄金有望成为中长期的大趋势, 从而支撑金价不断上行。

图62: 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。

图63: 全球央行黄金购买量 2021 年来持续增长

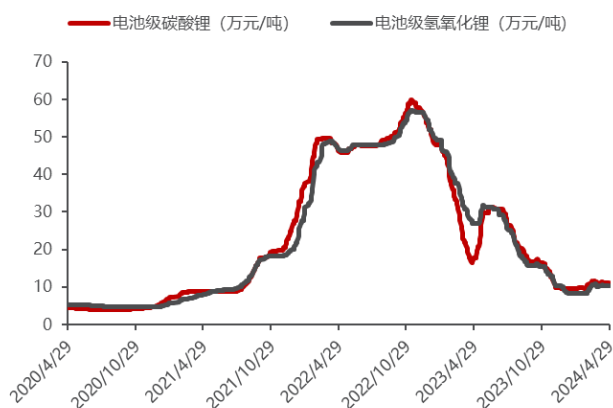


资料来源: wind, 民生证券研究院

### 4.3 能源金属：供需逆转，出清尚未开始

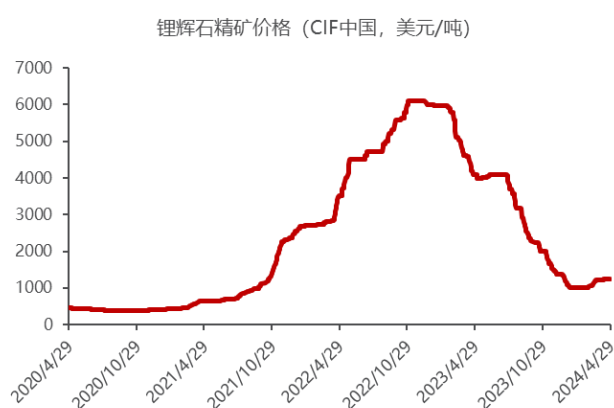
供给压力显现，南美盐湖+非洲&西澳锂矿构成主要增量。尽管部分项目延期，同时由于锂价快速下跌，澳矿、非洲矿部分高成本项目出现减停产，但 2021-2022 年高锂价刺激下规划的扩产/新建项目开始进入产能释放期，锂行业供给压力仍较大。其中，澳矿扩产项目继续爬坡，2023Q4 澳洲六大矿山（不包括 Mt Cattlin、Mt Holland）锂精矿产量合计 87.0 万吨，折 10.9 万吨 LCE，环比+6.2%；南美盐湖供给增量陆续显现，我们预计 2024-2026 年供给增量分别为 10.6、9.1、9.3 万吨 LCE。

图64：2024Q1 国内锂盐价格继续下跌



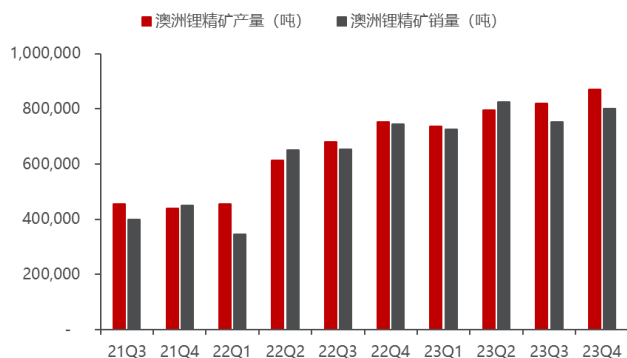
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图65：2024Q1 锂精矿价格继续下跌



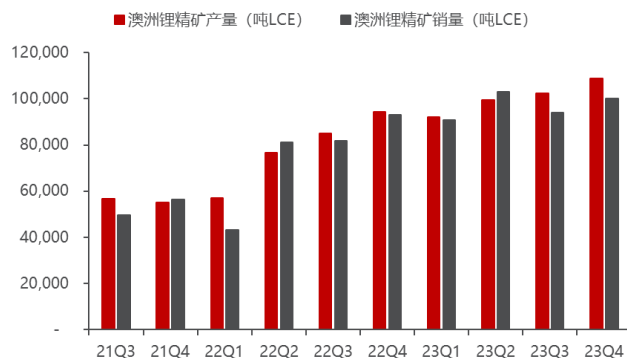
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图66：2023Q4 澳洲六大锂矿合计产销量环比+6.2%和 6.6%



资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：未包含 Mt Cattlin、Mt Holland 23Q4 产销量

图67：2023Q4 澳洲六大锂矿合计产销量（折 LCE）



资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：未包含 Mt Cattlin、Mt Holland 23Q4 产销量

图68：南美盐湖提锂产能产量预测

国家	公司	盐湖	产能 (万吨LCE)				产量 (万吨LCE)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
智利	SQM	Atacama	21.0	24.0	24.0	24.0	18.0	22.2	23.4	23.6
	ALB	Atacama	8.4	8.4	8.4	8.4	4.5	6.4	7.4	7.6
阿根廷	Arcadium	Hombre Muerto	3.6	3.6	4.6	4.6	2.1	2.9	3.3	3.9
		Olaroz	4.3	4.3	4.3	4.3	1.8	2.4	3.4	3.5
		Sal de Vida	0	0	0	1.5	0	0	0	0.3
		Cauchari	0	0	0	0	0	0	0	0
	盛新锂能	SDLA	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
		Pocitos	0	0	0	0.2	0	0	0	0
	赣锋锂业/LAAC	Cauchari-Olaroz	4.0	4.0	4.0	4.0	0.6	2.2	3.4	3.6
	紫金矿业	3Q盐湖	2.0	2.0	5.0	5.0	0	1.0	1.7	3.6
	Eramet/青山	Centenario-Ratones	0	2.4	2.4	5.4	0	0.3	1.2	2.5
	赣锋锂业	Mariana	0	1.8	1.8	1.8	0	0	0.9	1.5
		PPG项目	0	0	0	5.0	0	0	0	0
	西藏珠峰	SDLA	0	0	0	0	0	0	0	0
		Arizaro	0	0	0	0	0	0	0	0
	Argosy	Rincon	0	0.2	0.2	1.2	0.1	0.1	0.2	0.2
	Posco	Hombre Muerto	0	2.5	5.0	5.0	0	0.3	1.8	4.5
	力拓	Rincon	0	0.3	0.3	0.3	0	0	0.2	0.2
Galan Lithium	Hombre Muerto North	0	0	0.5	2.1	0	0	0.1	0.5	
Lake resources	Kachi	0	0	0	0	0	0	0	0	
Lithium South	HMN项目	0	0	0	1.6	0	0	0	0.6	
智利合计			29.4	32.4	32.4	32.4	22.5	28.6	30.8	31.1
阿根廷合计			14.3	21.3	28.3	42.1	4.8	9.3	16.2	25.2
南美合计			43.7	53.7	60.7	74.5	27.3	37.9	47.0	56.3
合计新增			16.7	10.0	7.0	13.8	3.9	10.6	9.1	9.3

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

需求增速放缓，锂供应走向过剩。国内新能源车渗透率已相对高位，需求增速正逐步放缓，储能装机 2023 年不及预期，需求增速或将同步下滑。而供给端，新增产能陆续释放产能，2024-2026 年供给增速远高于需求增速，锂行业供需格局发生逆转，供给出现过剩。根据我们对全球项目的梳理，在不考虑的备货的情况下，我们预计 2024-2026 年锂供给将过剩 22/35/29 万吨 LCE。

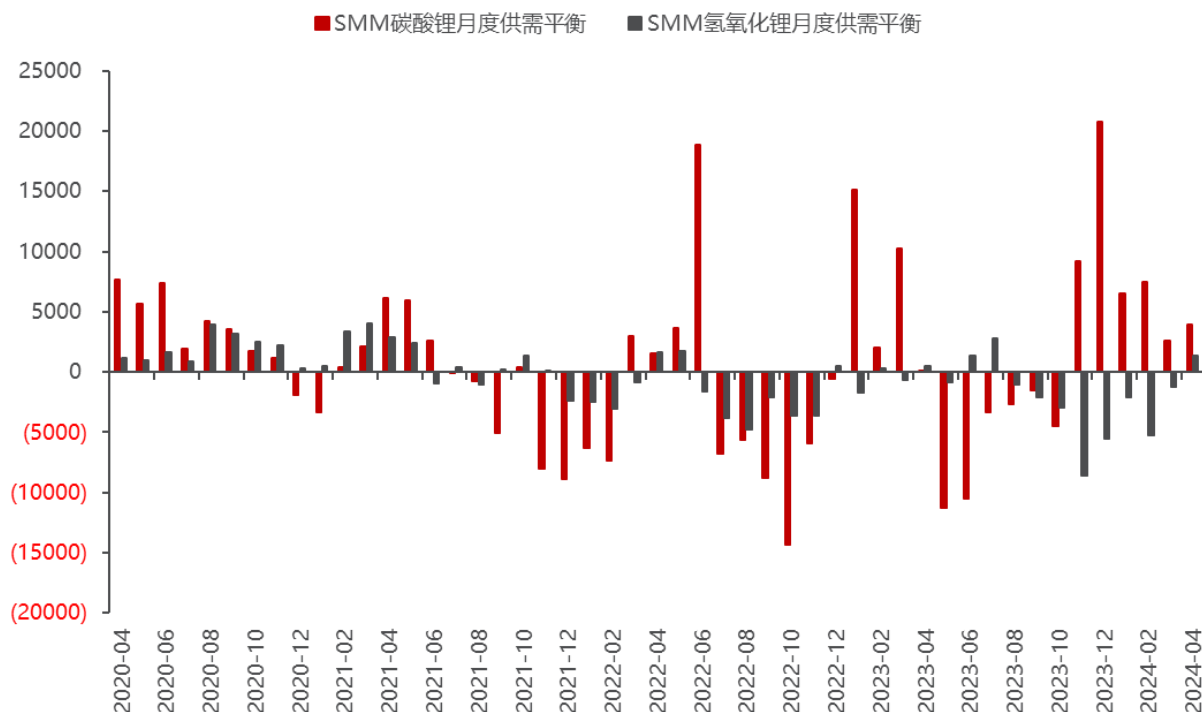
图69：全球锂供需平衡表

锂原料平衡		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
万吨LCE	盐湖	9.4	9.5	12.5	13.3	15.5	17.6	20.3	24.4	34.0	40.1	54.8	75.1	89.1
万吨LCE	锂辉石&透锂长石	7.2	7.3	8.0	14.4	19.2	20.9	18.0	24.1	33.3	49.1	81.0	102.8	114.2
万吨LCE	锂云母	0.0	0.0	0.1	0.2	0.9	1.5	3.1	6.4	8.4	13.5	18.7	24.8	29.3
万吨LCE	锂黏土	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
万吨LCE	电池回收材料	1.1	1.1	1.4	1.4	1.6	1.7	1.7	2.0	3.0	4.2	1.5	1.5	1.5
万吨LCE	其他回收材料	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.3	0.3	0.3
万吨LCE	回收总量	1.6	1.6	1.9	2.0	2.2	2.4	2.4	2.7	3.7	4.9	1.8	1.8	1.8
万吨LCE	全球锂原料供给总量	18.2	18.4	22.6	29.8	37.9	42.4	43.7	57.6	79.4	107.6	156.3	204.5	234.4
终端需求对应原料平衡														
万吨LCE	终端需求总量 (不考虑备货)	15.5	17.8	20.7	23.0	27.4	29.5	35.7	52.9	72.7	100.3	134.3	169.4	205.8
	电池备货周期 (月)	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0
	电池需求 (经备货调整)	5.5	7.5	10.8	12.9	15.8	19.4	29.9	47.4	69.7	79.3	126.8	161.0	198.1
	终端需求总量 (考虑备货)	17.8	20.0	24.0	26.3	30.1	34.3	44.9	63.5	87.0	98.1	147.3	183.6	223.2
	全球锂原料供需平衡 (LCE万吨, 不考虑备货)	2.8	0.6	1.9	6.8	10.5	12.9	8.0	4.7	6.7	7.3	22.0	35.0	28.6
	全球锂原料供需平衡 (LCE万吨, 考虑备货)	0.4	(1.6)	(1.4)	3.5	7.9	8.1	(1.1)	(5.9)	(7.6)	9.5	9.0	20.9	11.2
	过剩/短缺量与需求的比例 (考虑备货)	2.5%	-7.9%	-5.8%	13.5%	26.2%	23.6%	-2.5%	-9.3%	-8.7%	9.7%	6.1%	11.4%	5.0%

资料来源：中汽协、IDC 等，民生证券研究院预测



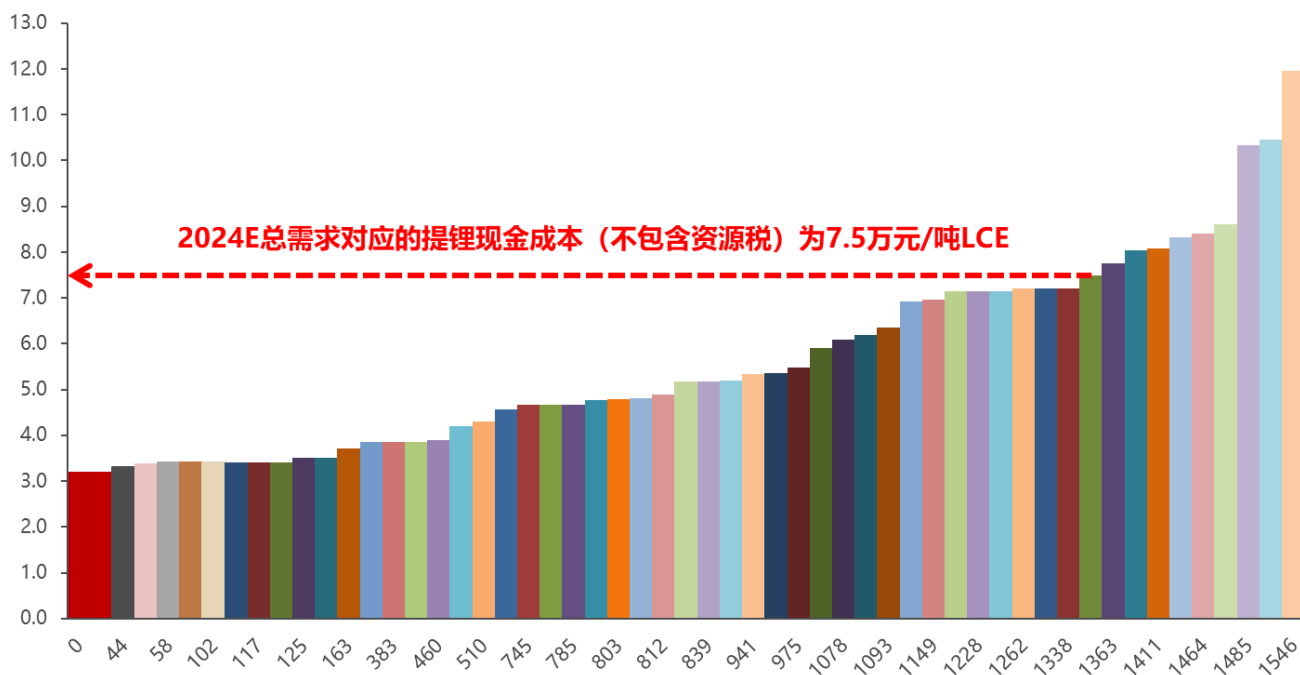
图70: SMM 国内锂供需月度平衡



资料来源: SMM, 民生证券研究院

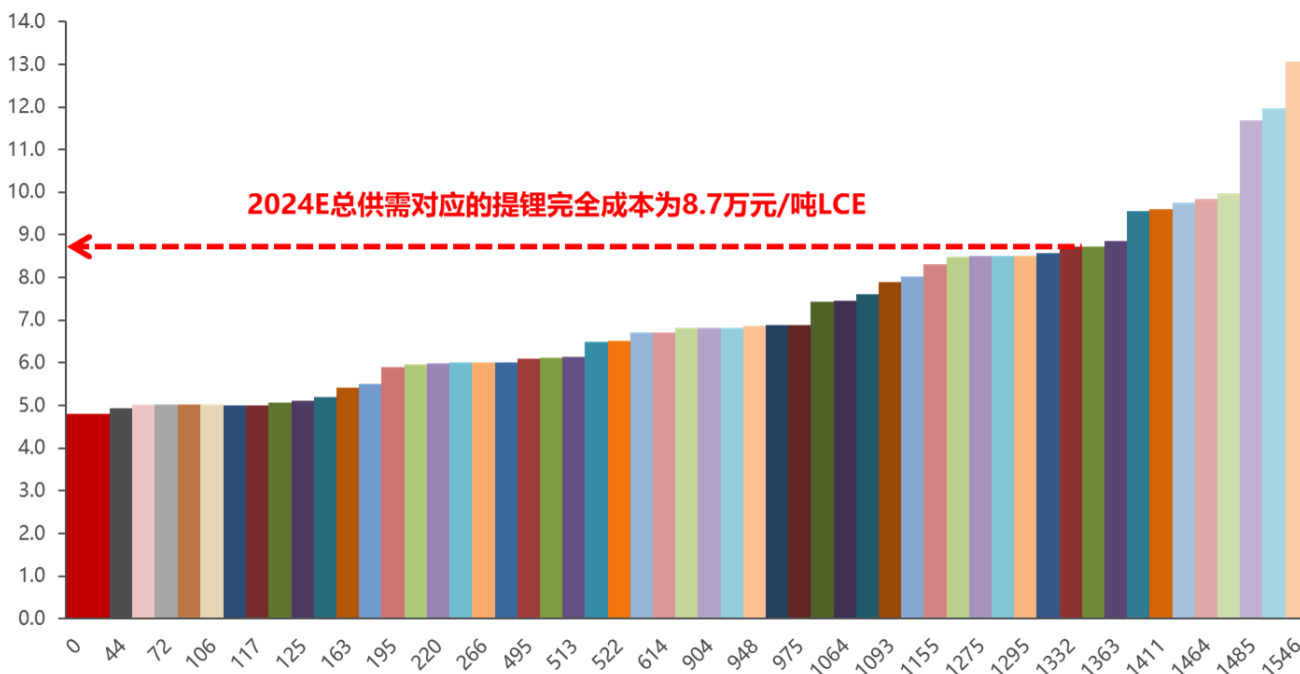
**行业出清为时尚早, 价格进入磨底阶段。**根据我们绘制的 2024 年全球锂行业成本曲线, 2024 年锂行业总需求对应的现金成本为 7.5 万元/吨 LCE, 完全成本为 8.7 万元/吨, 我们认为目前锂价已处于底部区间, 但锂价的反弹上行还需等待高成本矿山的减停产, 从目前来看, 仅有极个别项目因成本压力减停产, 涉及的供给量对行业总供给影响甚小, 因此我们认为行业出清基本尚未开始, 行业或将进入较长周期的磨底阶段。

图71：2024 年全球锂行业现金成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，，横轴为 2024 年累计锂供给）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图72：2024 年全球锂行业完全成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，，横轴为 2024 年累计锂供给）

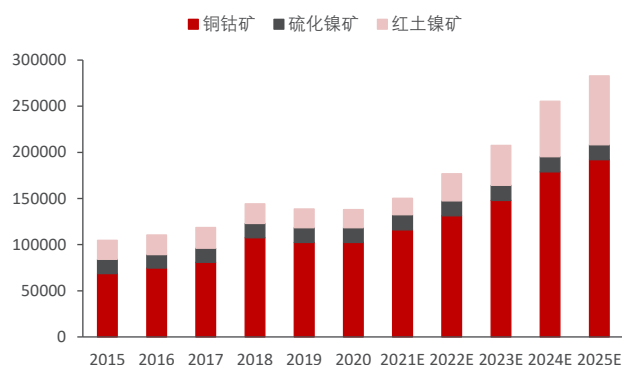


资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

**钴：供给压力仍存但扰动不断，价格底部信号明确。** 钴供应的第三极——红土镍矿或将随着印尼湿法镍项目的大规模建设而迎来快速放量，我们预计至 2025 年，红土镍矿伴生钴供应的全球占比有望从 2020 年的 14%提升至 26%。**铜钴矿作为**

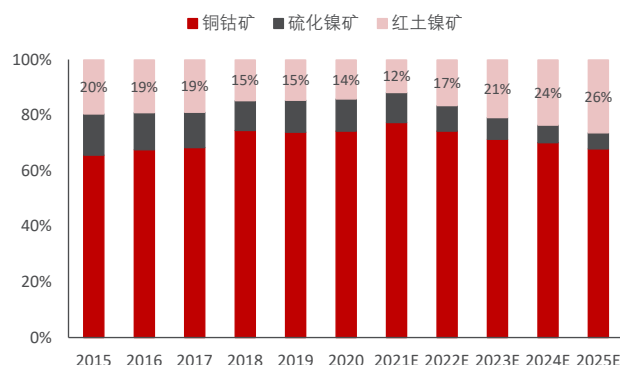
钴供应的重要来源，扰动不断。(1) 嘉能可调低 2024 年钴产量指引到 3.5-4 万吨，最新指引 2024-2026 年旗下自有钴矿产量将分别有望达到 3.5-4 万吨、5-6 万吨和 5-6 万吨；(2) 洛阳钼业已超越嘉能可成为全球第一大钴生产商。洛阳钼业旗下拥有两大新兴的世界级铜钴矿山 TFM 混合矿及 KFM 项目，KFM 铜钴矿作为全球最大、品位最高的未开发铜钴项目之一，于 2023 年投产。2023 年，洛阳钼业钴产量约 5.5 万吨，同比增长 174%，2024 年预计钴产量约 6-7 万吨。(3) 刚果金作为全球主要的钴生产地，刚果金政府也在考虑限制钴出口的政策。钴供给侧扰动因素进一步加剧钴供给不确定性，钴价底部已明确。

图73：铜钴矿和红土镍矿构成未来主要供应增量



资料来源：SMM，民生证券研究院预测

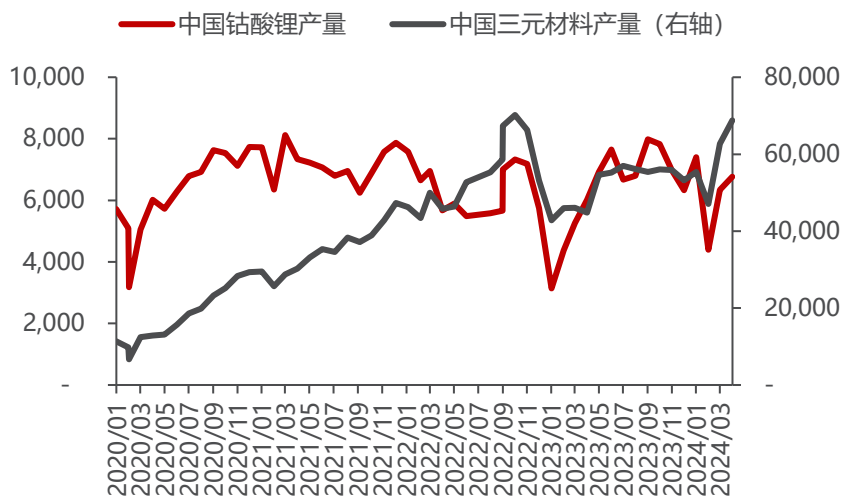
图74：红土镍矿在全球供应中的占比将快速提升



资料来源：SMM，民生证券研究院预测

**23 年钴需求受消费电子、电车需求放缓影响同比下滑。** 电池领域作为钴的主要需求，分为以四氧化三钴为代表的消费电子领域，以及以硫酸钴为代表的动力电池（三元电池）领域，2023 年以来两大需求领域总体需求回落。(1) 四氧化三钴需求受宏观经济低迷、换机意愿降低影响，23 年国内钴酸锂产量合计仅 7.6 万吨，同比减少 1.1%，消费电子需求整体低迷，24Q1，国内钴酸锂产量约 1.8 万吨，同比增长 42.1%。(2) 以硫酸钴为代表的新能源车需求在 2023 年以来增速放缓，而动力电池中钴需求对应的三元正极材料产量回落显著，23 年国内三元正极产量合计 62.3 万吨，同比减少 4.9%，增速远低于新能源车销量增速，24Q1，国内硫酸钴产量约 16.5 万吨，同比增长 22.5%。

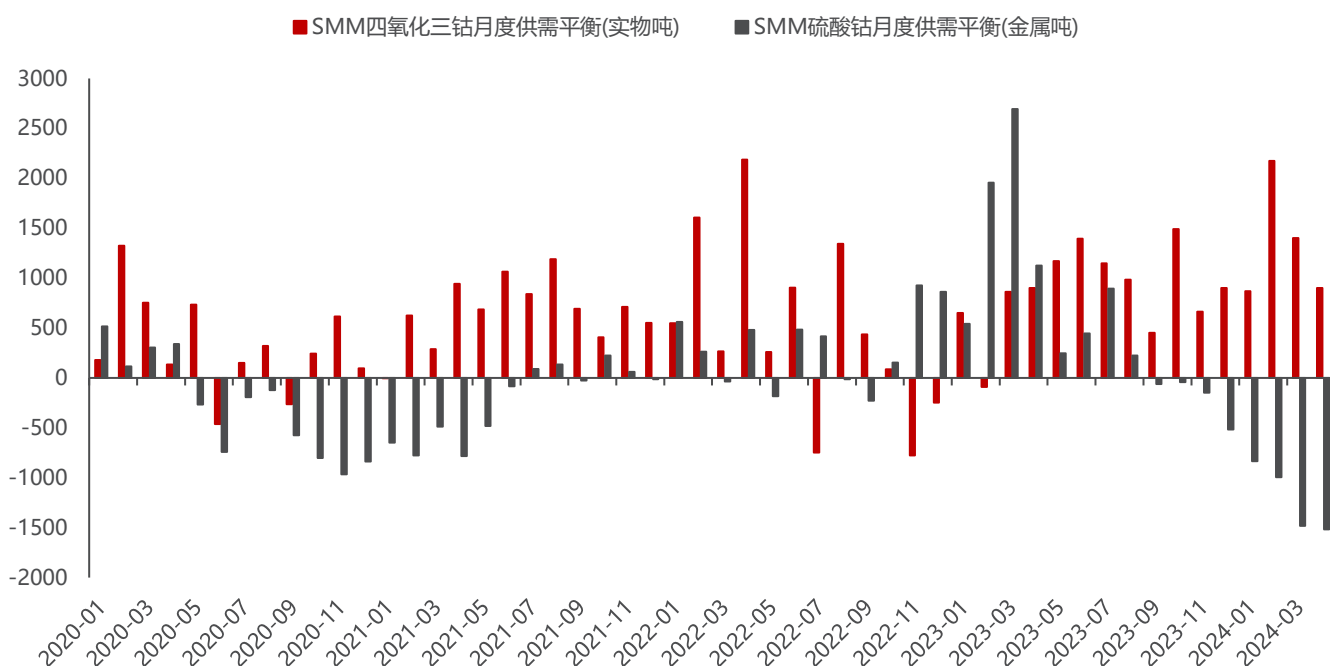
图75：2023年中国钴酸锂、三元材料产量同比下降（吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

**需求低迷供给压力持续。**月度供需平衡的角度，由于消费电子需求整体较弱，23年四氧化三钴供给持续过剩，但24Q1伴随消费电子需求缓慢复苏，缺口呈现略微缩小趋势；由于电车需求23年下半年略微改善，同时产量端产能利用率处于低位，硫酸钴月度平衡目前已呈现缺口持续扩大趋势，但累计供需平衡仍为过剩局面。预计钴两大下游需求有望持续好转，国内四氧化三钴、硫酸钴供应过剩局面有望得到改善。

图76：中国月度钴供需平衡：23年供需供给压力仍然较大



资料来源：SMM，民生证券研究院

**能源金属：供应压力凸显，行业出清尚未开始。**（1）锂：国内新能源需求增速放缓，全球锂供给将走向过剩，锂价跌至底部区间，行业出清尚未开始，行业进入磨底阶段，关注具有成本优势+产量弹性的标的；（2）钴：刚果金铜钴矿+印尼红土镍矿湿法项目放量，供给压力凸显，但嘉能可下调钴产量指引、刚果（金）限制出口等供给扰动不断，钴价底部信号明确；（3）镍：高冰镍-纯镍工艺打通，二元结构性矛盾破局，纯镍产量释放明显，资源端来看，印尼红土镍矿耗尽速度或将快于预期，需关注资源端的稀缺性。建议**重点关注藏格矿业、中矿资源、永兴材料、华友钴业。**

## 5 投资建议：铜铝+黄金依然是最佳组合

**展望 2024：国内外需求回暖+美元走弱，新的共识正在形成，看好商品价格。**

商品需求的边际增长主力或从新能源切换到海外供应链的重构。过去的 3-4 年时间里，新兴领域对商品的拉动作用明显，铜、铝等商品在新领域的需求占比超过了 10% 的范式阶段，这使得投资者普遍感受到了商品价格与宏观经济感受的背离，商品价格在供给约束下极具弹性和韧性；未来的 3-5 年，我们建议关注海外供应链重构所带来的需求增长，2023 年开始去中国化、去全球化的趋势加速，东南亚、北美等区域经济崛起，印度、越南和墨西哥等国家进入高速发展阶段，基建所带来的商品需求增长明显；同时发达经济体为适应电动化、电气化趋势，加速对老旧基建如电网进行改造，铜铝需求拉动明显；国内定调稳增长，政策端发力，进入 2024 年需求预期低，后续观察春季开工旺季来临。美联储面临的两难越来越明显，前瞻指标显示经济正走弱，加息周期行将结束，2024 年商品价格值得期待。品种选择来看，贵金属、铜、铝等将受益最为明显。(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，近期频繁出现减停产事件影响，美联储降息周期即将开启，需求端新兴领域+海外供应链重构带来需求拉动，传统领域需求持续验证。(2) 美国经济仍有走弱趋势，通胀回落下美联储降息周期即将开启，地缘政治冲突以及央行购金趋势难改，看好 2024 年金价中枢上行。(3) 能源金属在面临需求下滑困境，供应虽放量预期较大，但价格的快速下跌导致供应端投资回报率急速下降、供给端或面临不确定性，资源稀缺性逻辑继续强化。

**工业金属：铜价进入主升浪，铝价受产能天花板的约束支撑。铜：金融压制缓解，供需缺口扩大，价格中枢将继续上移。**金融属性：通胀回落、经济走弱美联储降息预期加强，利好铜价上行。供给端，成熟矿山减产持续，新建矿山进度减缓。长期来看，铜矿企业长期资本开支不足，叠加矿石品位下滑带来的资源禀赋的削弱，供给曲线逐渐陡峭。第一量子旗下主力矿山 Cobre Panama 停产使供应雪上加霜。需求端，新兴领域+海外供应链重构成为驱动主力。国内市场强烈的政策预期推动铜价走强，新兴领域需求依然保持快速增长，同时得益于欧洲电网改造、以及海外新兴国家（印度、土耳其、墨西哥等）的需求增长，铜价中枢或持续上移。**铝：产能到达天花板，长期价值可期。**供给端，国内产能达到天花板，有效产能增量有限，叠加云南枯水期限产常态化，电解铝产量维持低增长，欧洲部分电解铝产能仍亏损，复产之路慢慢；需求端，新能源汽车及光伏成为新的增长引擎，随着基数扩大，对铝消费拉动越发重要。房地产竣工在保交楼等政策带动下，无需过度担忧。原料端，动力煤、预焙阳极价格弱势运行，氧化铝供应长期过剩，成本端有望继续让利，电解铝行业盈利修复明显，铝价上涨的业绩弹性仍然较高，投资价值明显**铜：重点关注洛阳钼业、紫金矿业、西部矿业、金诚信、五矿资源、中国有色矿业。铝：重点关注神火股份、中国铝业、云铝股份。**

**贵金属：加息结束，央行购金量上行趋势难改，金价长牛。**一方面，美国经济

数据虽然具备韧性，但是仍然具有下行迹象，且美联储官员表态后续不太可能加息，货币政策拐点渐行渐近，金价压力较小，另一方面，当前全球处于历史级别的货币超发时期，因超发带来的流动性泛滥问题，预计对通胀形成持续的传导，美国通胀下行之路难言平坦，通胀持续下美元信用体系加速弱化，后续美国经济或将步入类滞胀时期，复盘 70-80 年代，滞胀时期黄金涨幅明显，此外自 2022 年 Q3 以来加速对黄金的购买，从而对冲美元信用体系的弱化和应对地缘政治事件的不断冲击，后续我们继续看好本轮金价，短期调整不改中长期牛市。建议关注中金黄金、银泰黄金、招金矿业、山东黄金、赤峰黄金、盛达资源。

**能源金属：供应压力凸显，行业出清信号仍未显。** (1) 锂：供给走向过剩，关注具有成本优势+产量弹性的标的。国内新能源需求增速放缓，全球锂供给将走向过剩，锂价跌至底部区间，行业出清尚未开始，行业进入磨底阶段。(2) 钴：供给压力仍存但扰动不断，价格底部明确。刚果金铜钴矿+印尼红土镍矿湿法项目放量，供给压力凸显，但嘉能可下调钴产量指引、刚果（金）限制出口等供给扰动不断，钴价底部信号明确。(3) 镍：二元定价机制破局，关注资源消耗情况。高冰镍-纯镍工艺打通，二元结构性矛盾破局，纯镍产量释放明显，资源端来看，印尼红土镍矿耗尽速度或将快于预期，需关注资源端的稀缺性。投资建议：锂板块：建议重点关注藏格矿业、永兴材料、中矿资源；镍钴板块，建议重点关注华友钴业。

## 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) **经济衰退风险。**经济衰退下，需求大幅下滑，使得产品价格和销量下降，影响公司盈利和发展。



## 插图目录

图 1: SW 有色板块 2023 年至今整体涨跌幅为 31.55% (单位: %, 截至 2024 年 4 月 30 日)	3
图 2: 2023 年有色板块涨幅位列第 18 (单位: %)	3
图 3: 2024 年初至今, SW 有色上涨 19.70% (单位: %, 截至 2024 年 4 月 30 日)	3
图 4: 2023 年初至 2024 年 4 月 30 日有色金属板块表现较好 (有色金属: 右轴, 单位: 点)	4
图 5: 2023 年, 黄金板块涨幅最大为 28.67% (单位: %)	5
图 6: 2024 年初至今, 铜板块上涨 36.52% (单位: %)	5
图 7: 2024 年初至 4 月 30 日涨幅前十的公司	6
图 8: 2024 年初至 4 月 30 日跌幅前十的公司	6
图 9: 2011-2024Q1 有色金属板块销售毛利率及净利率	7
图 10: 2019Q1-2024Q1 有色金属销售毛利率及净利率	7
图 11: 2011-2024Q1 有色金属板块长期借款与短期借款	8
图 12: 2011-2024Q1 有色金属板块资产负债率	8
图 13: 2023 工业金属板块营收及增速	11
图 14: 2024Q1 工业金属板块营收及增速	11
图 15: 2023 年工业金属细分行业归母净利及增速	11
图 16: 2024Q1 工业金属细分行业归母净利及增速	11
图 17: 2023 年工业金属细分行业扣非归母净利及增速	12
图 18: 2024Q1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速	12
图 19: 2023 年工业金属板块各公司归母净利润	12
图 20: 2024Q1 工业金属板块各公司归母净利润	12
图 21: 2023 年 COMEX 黄金最高涨至 2234.10 美元/盎司	13
图 22: 2023 年黄金板块营收及增速情况 (亿元)	13
图 23: 2024Q1 黄金板块营收及增速	13
图 24: 2023 年黄金板块归母净利润及增速情况 (亿元)	14
图 25: 2024Q1 黄金板块归母净利润及增速	14
图 26: 2023 年贵金属板块各公司盈利情况 (亿元, %)	14
图 27: 2024Q1 贵金属板块各公司盈利情况 (亿元, %)	14
图 28: CS 稀有金属板块营收及增速	16
图 29: CS 稀有金属板块归母净利润及增速	16
图 30: 锂板块营业收入	17
图 31: 锂板块归母净利	17
图 32: 2023 年锂板块主要公司归母净利润	17
图 33: 2024Q1 锂板块主要公司归母净利润	17
图 34: 钴板块营业收入	18
图 35: 钴板块归母净利	18
图 36: 2023 年钴板块主要公司归母净利润	18
图 37: 2024Q1 钴板块主要公司归母净利润	18
图 38: 镍板块营业收入 (单位: 亿元)	19
图 39: 镍板块归母净利 (单位: 亿元)	19
图 40: 我国主要镍产品对电解镍升贴水 (单位: 元/吨)	20
图 41: 2024 Q1 镍板块主要公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	20
图 42: 有色基金持仓市值比例环比提升 1.33pct 至 5.39% (单位: %)	21
图 43: 2024Q1 有色行业公募持仓比例为 5.39%, 环比 2023Q4 提升 1.33pct (单位: %)	21
图 44: 2024Q1 公募基金大量配置紫金矿业, 占比为 36.07%	22
图 45: 通胀预期回落, 美联储降息确定性走强, 铜价提前开始上涨	24
图 46: 截至 2024 年 4 月 30 日, 全球铜显性库存 (三大期货交易所以+保税区) 为 50.9 万吨 (单位: 万吨)	24
图 47: 截至 2024 年 4 月 30 日, 海外 LME+COMEX 铜库存降至 14.3 万吨 (单位: 万吨)	24
图 48: 截至 2024 年 4 月 29 日, SMM 国内铜社会库存去库至 46.56 万吨 (包括保税区, 单位: 万吨)	25
图 49: 电解铜 2024 年 1-2 月表观消费量同比增长 13.4%	25
图 50: 铜材 2024 年 3 月综合开工率环比提升 30.4pct	25
图 51: 全球铜矿企业资本开支于 2013 见顶	26
图 52: 2023 年全球铜矿产量同比增长 1.3%	26
图 53: 中国光伏电池产量(单位: 万千瓦)	28
图 54: 中国光伏新增装机量(单位: 万千瓦)	28

图 55: 截至 4 月 29 日铝库存 78.9 万吨 (单位: 万吨)	28
图 56: 国内电解铝日均消费量 (万吨)	28
图 57: 氧化铝盈利情况 (单位: 元/吨)	29
图 58: 2024 年 4 月 24 日, 吨铝净利润为 3009 元	29
图 59: 美国 GDP 增速不及预期	29
图 60: 美国制造业 PMI 持续处于收缩区间 (单位: %)	29
图 61: 美国非农就业人数 (千人)	30
图 62: 央行扩表将推动金价继续走高	30
图 63: 全球央行黄金购买量 2021 年来持续增长	30
图 64: 2024Q1 国内锂盐价格继续下跌	31
图 65: 2024Q1 锂精矿价格继续下跌	31
图 66: 2023Q4 澳洲六大锂矿合计产销量环比+6.2%和 6.6%	31
图 67: 2023Q4 澳洲六大锂矿合计产销量 (折 LCE)	31
图 68: 南美盐湖提锂产能产量预测	32
图 69: 全球锂供需平衡表	32
图 70: SMM 国内锂供需月度平衡	33
图 71: 2024 年全球锂行业现金成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2024 年累计锂供给)	34
图 72: 2024 年全球锂行业完全成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2024 年累计锂供给)	34
图 73: 铜钴矿和红土镍矿构成未来主要供应增量	35
图 74: 红土镍矿在全球供应中的占比将快速提升	35
图 75: 2023 年中国钴酸锂、三元材料产量同比下降 (吨)	36
图 76: 中国月度钴供需平衡: 23 年供需供给压力仍然较大	36

## 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: 2023 年至今子板块涨跌幅 (截至 2024 年 4 月 30 日)	5
表 3: 2023 年初至今涨跌幅前十的个股	6
表 4: 有色金属板块 2023 及 2024Q1 财务数据情况	7
表 5: 2024Q1 有色金属子板块中铜、黄金营收同比、环比均增长 (单位: 亿元)	8
表 6: 2024Q1 有色金属子板块中黄金、铜板块盈利表现较强 (单位: 亿元)	9
表 7: 2024Q1, 基本金属价同比除锌镍外均上涨, 环比铜铝锡上涨 (单位: 元/吨)	10
表 8: 各主要小金属品种价格涨跌幅	15
表 9: 锂金属及锂盐价格涨跌幅	16
表 10: 钴金属及钴盐价格涨跌幅	17
表 11: 镍主要产品涨跌幅	19
表 12: 有色板块 2024Q1 基金持股市值前 10 大公司	22
表 13: 2024Q1 基金增仓市值 top10	23
表 14: 2024Q1 基金减仓市值 top10	23
表 15: 2024 年中国电解铝复产情况 (单位: 万吨)	26
表 16: 2024-2025 年产能电解铝产能变化 (单位: 万吨)	27
表 17: 不同新兴领域&地产竣工增速情形下, 铝消费影响测算 (单位: 万吨)	28

## 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。	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