

贵金属基本金属半年度策略

宏观基本面共振，主升浪持续

分析师：李超 执业编号：S1130522120001
分析师：王钦扬 执业编号：S1130523120001

2024/5/29

- **黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪。**美联储开始放缓缩表，美联储开启降息周期后，在短端利率被基准利率锁定在高位且降息时点或有延后的背景下，短期黄金定价天平逐步向通胀端倾斜，短端实际利率存在下行预期推动黄金价格上涨。我们预计2025年黄金价格或将达到2700美元/盎司。2023年黄金股自产金成本增速放缓，预计2024年在金价上涨、成本控制较为稳定的情况下，黄金股业绩将有较好表现，且黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期，具有较大“补涨”空间。我们预计黄金股将迎来主升浪行情，建议关注吨资源量市值较低的山东黄金等标的。
- **白银：3月以来黄金价格短期大幅上涨，白银COMEX期货及白银ETF持仓有所增加。**商品属性方面，全球矿产银供给增长受限，光伏+AI驱动工业需求增长，预计白银供需将维持短缺，供需基本面给予银价较强支撑；金融属性方面，我们预计市场关注度持续提升将进一步激发白银投资需求，触发白银价格快速上涨。
- **铜：矿端供应限制，电解铜维持紧平衡。**全球铜矿供给增长受限，2024年以来全球头部矿企供应扰动加剧。我们预计未来电解铜下游需求增长点主要为风电、光伏、新能源汽车等领域，预计24-26年全球电解铜消费量分别为2633/2711/2788万吨，同期中国电解铜消费量分别为1510/1560/1603万吨，2024-2026年全球电解铜供需平衡维持小幅短缺状态。建议关注铜矿产量持续增长的紫金矿业等标的。
- **铝：国内产能产量即将达峰，原铝供需短缺。**供给方面，国内仅剩75万吨未建成的电解铝净新增产能指标，海外电解铝新增及复产产能释放较为缓慢。我们预计在电解铝行业利润较好、新增产能投产共同作用下，24年国内电解铝产量同比+2.81%至4268万吨，25年国内电解铝产能达峰，若后续云南持续存在季节性限产，25年产能产量双达峰。需求方面，未来国内原铝需求主要增长点来自光伏、新能源汽车等领域，预计2024-2026年国内原铝需求量分别为4531/4617/4728万吨。我们预计随着国内电解铝产能产量逐步达峰和电解铝需求量的增长，国内原铝供需平衡将逐步转向短缺。建议关注具备丰富上游铝土矿资源的中国铝业、中国宏桥、天山铝业等标的。

01 黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

02 铜：矿端供应限制，电解铜供需短缺

03 铝：国内产能产量即将达峰，原铝供需紧平衡

04 投资建议

05 风险提示

1

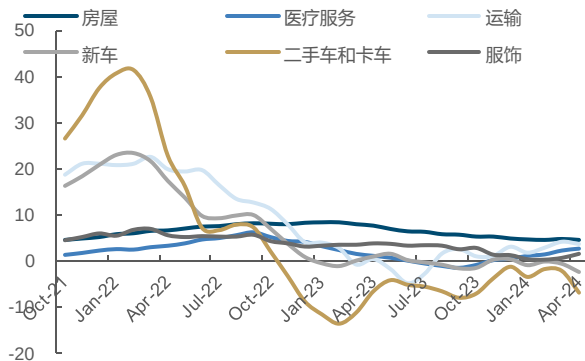
黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

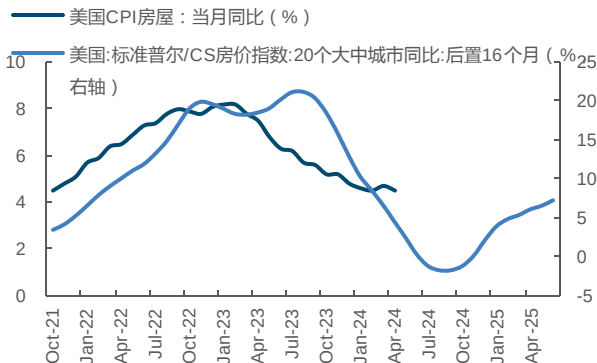
1.1 美国通胀粘性持续，黄金短期定价天平向通胀端倾斜

- 美国4月CPI同比3.4%，符合预期，低于前值的3.5%，核心CPI同比3.6%，符合预期，低于前值的3.8%，4月通胀有所放缓。
- 在短端利率被基准利率锁定在高位且降息时点或有延后的背景下，长端通胀预期以及下半年的再通胀风险使得金价的短期定价逻辑在以实际利率为核心的中观研究框架中，逐步向通胀端倾斜，也即短端的高名义利率以及后续的再通胀风险使得短端实际利率存在下行预期。
- 2024年5月（截至5月24日）名义金价为2353.19美元/盎司，相对1980年高点的2700美元/盎司/CPI还有15%左右的理论上涨空间，在当前的经济环境下，我们预计2025年黄金价格或将达到2700美元/盎司。

图表：美国核心CPI分项同比（%）



图表：美国房屋CPI同比与20个大中城市房价同比



图表：历史最高实际金价接近2700美元/盎司/CPI

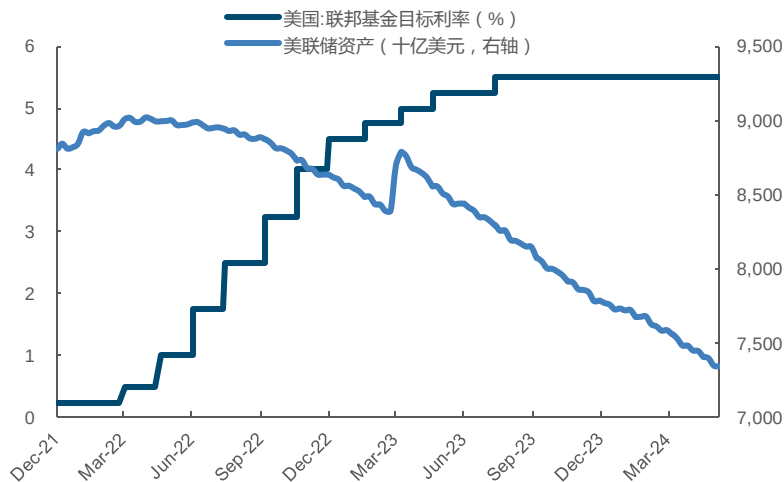


一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

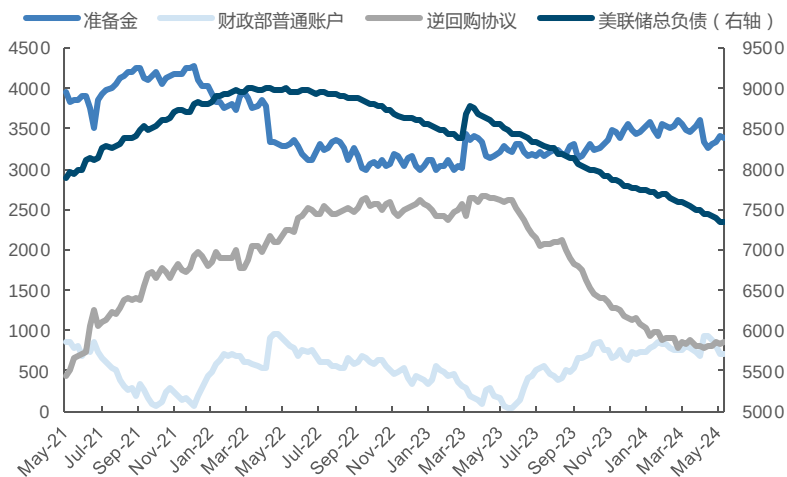
1.2 美联储放缓缩表规模超预期

- 美国5月FOMC会议维持联邦基金目标利率区间为5.25%-5.50%。
- 会议声明宣布将于6月开始放缓缩表，将美国国债每月减持上限下调至250亿美元，MBS减持上限维持350亿美元，这一放缓缩表规模超过市场预期，美联储货币政策逐步转向宽松。
- 截至5月25日，市场定价美联储首次降息时间为11月，Fed Watch工具显示11月降息25BP概率为46.2%。

图表：联邦基金目标利率&美联储资产



图表：逆回购降幅超过美联储缩表规模 (十亿美元)

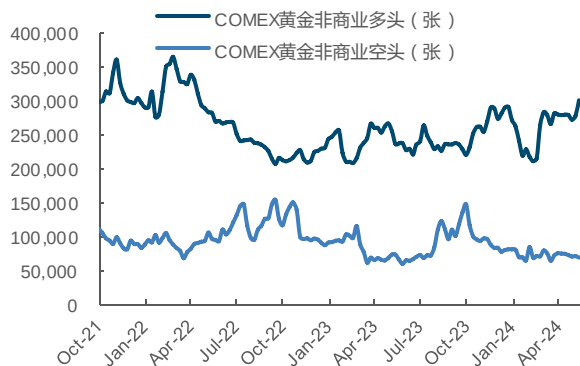


一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

1.3 配置型资金回归或成为金价上涨的另一推动力

- 3月19日至5月21日，COMEX管理基金多头增仓2.20万张，空头回补0.62万张，空头被挤离场是3月下旬以来金价上涨的原因之一。
- 2023年以黄金ETF为代表的配置型资金逐步离场，导致金价和ETF持仓量大幅背离，而今年3月以来黄金ETF持仓量触底回升，截至5月21日黄金ETF持仓增加4.84吨。
- 在2024年美联储降息确定性提升的情况下，配置型资金回归或成为金价上涨的另一推动力。

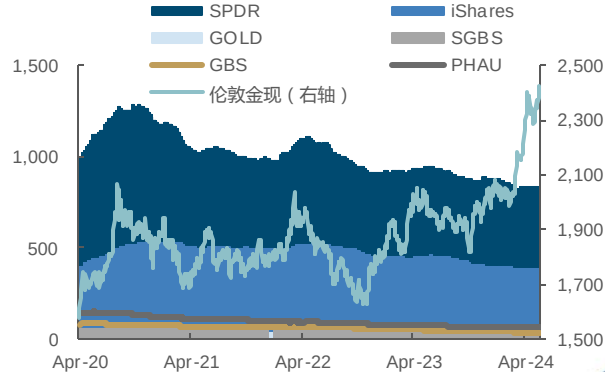
图表：COMEX黄金非商业持仓



图表：COMEX黄金非商业净持仓



图表：全球黄金ETF持仓回升（单位：吨，美元/盎司）



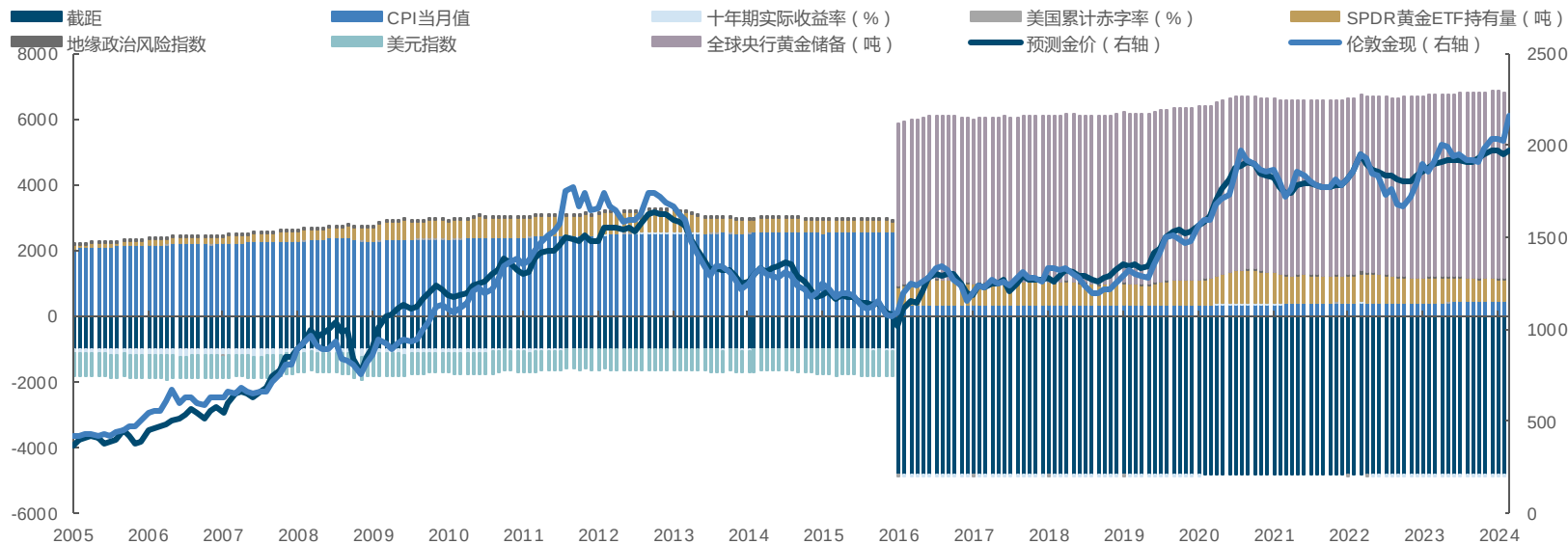
来源：同花顺iFinD，Wind，国金证券研究所

一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

1.4 优化后黄金价格模型主要影响因素为全球央行黄金储备

- 由于2016年开始“逆全球化”浪潮逐步发酵，黄金价格影响因素或与此前产生变化，因此我们以2015年底为分界，构建了两阶段的黄金价格回归模型。
- 一阶段模型确定CPI、实际收益率、累计赤字率、黄金ETF持有量、地缘政治风险和美元指数6个变量为黄金价格回归模型的自变量；二阶段模型确定CPI、实际收益率、累计赤字率、黄金ETF持有量、地缘政治风险指数和全球央行黄金储备6个变量为回归自变量。

图表：黄金价格模型各指标对金价贡献（单位：美元/盎司）



一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

1.4 优化后黄金价格模型主要影响因素为全球央行黄金储备

- 基于上述两阶段黄金价格模型，我们对2024-2025年的黄金价格进行预测。
- 考虑模型未包括的解释因素后，2024年预测金价相对于2023年的黄金价格上涨16.2%至2357美元/盎司，2025年预测金价相对于2024年上涨13.1%至2665美元/盎司。

图表：模型预测2025年金价涨至2665美元/盎司

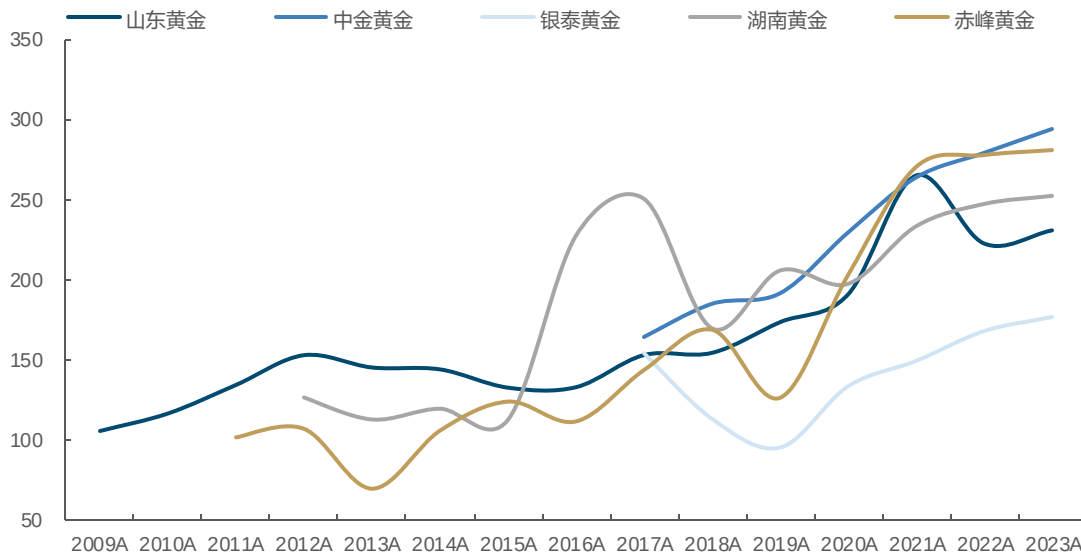
一阶段模型（2005-2015）	2015年	二阶段模型（2016-2024）	2023年	2024E	2025E
CPI当月值	236.53	CPI当月值	306.75	319.02	331.78
十年期实际收益率（%）	0.73	十年期实际收益率（%）	1.84	1.50	1.20
美国累计赤字率（%）	2.61	美国累计赤字率（%）	6.52	6.00	6.30
SPDR黄金ETF持有量（吨）	642.37	SPDR黄金ETF持有量（吨）	879.11	1,050.00	1,200.00
地缘政治风险指数	148.24	地缘政治风险指数	141.39	200.00	250.00
美元指数	98.34	全球央行黄金储备（吨）	37,877.38	38,837.38	39,797.38
模型预测金价（美元/盎司）	1,083.79	模型预测金价（美元/盎司）	1,970.11	2,297.98	2,606.11
模型未考虑的因素	-15.65	模型未考虑的因素	59.18	59.18	59.18
最终预测金价（美元/盎司）	1,068.14	最终预测金价（美元/盎司）	2,029.29	2,357.16	2,665.29
涨幅				16.2%	13.1%

一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

1.5 黄金股成本增速放缓

- 2023年主要黄金上市公司中，山东黄金矿产金单位成本同比+3.68%至230.38元/克，中金黄金同比+5.36%至293.60元/克，银泰黄金同比+5.30%至176.42元/克，湖南黄金同比+1.13%至280.20元/克。上述公司18-22年矿产金成本复合增速分别为9.63%/10.88%/10.46%/9.86%/13.32%，2023年矿产金单位成本增速均有所下降。
- 预计在成本控制较为稳定，黄金价格环比上涨的情况下，黄金上市公司24年业绩将会有较好释放。

图表：2023年黄金上市公司单位成本增速有所放缓（单位：元/克）

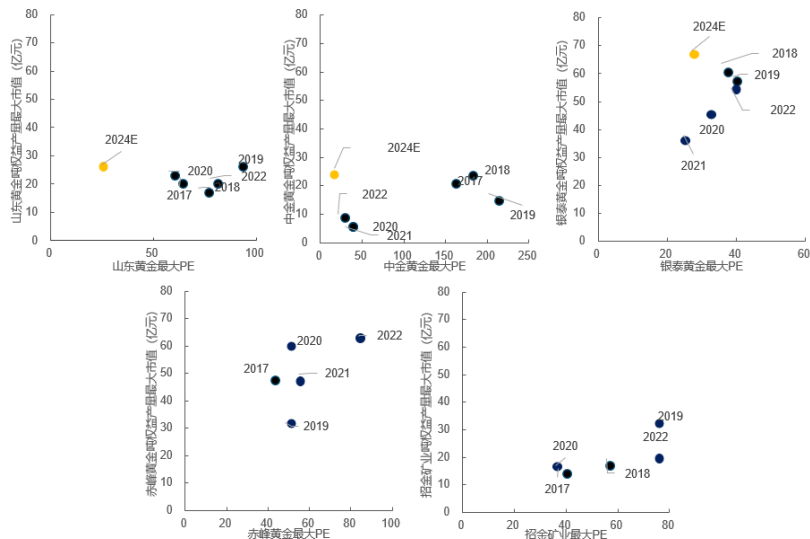


一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

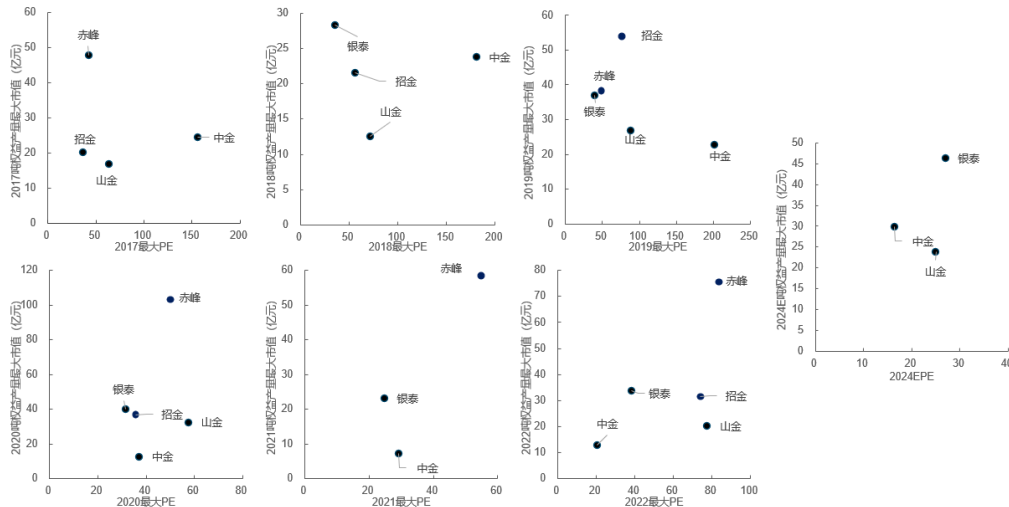
1.6 不同估值维度下黄金股相对金价是否有空间？

- 为综合衡量黄金股估值水平，我们构建黄金股多维度估值体系：吨权益产量市值、吨权益资源量市值、PE、PB，考虑到黄金行业重资产特性及EBITDA的广泛适用性，增加EV/EBITDA这一估值维度。
- 纵向对比：当前山东黄金、中金黄金吨权益产量市值均达到2017-2022年高位，银泰黄金吨权益产量市值超过历史吨权益产量最大市值水平，山东黄金、中金黄金、银泰黄金2024年PE仍处于较低位置。横向对比：银泰黄金吨权益产量市值高于中金黄金和山东黄金。

图表：山东黄金、中金黄金、银泰黄金吨权益产量市值较高（纵向可比）



图表：银泰黄金当前吨权益产量市值较高（横向可比）



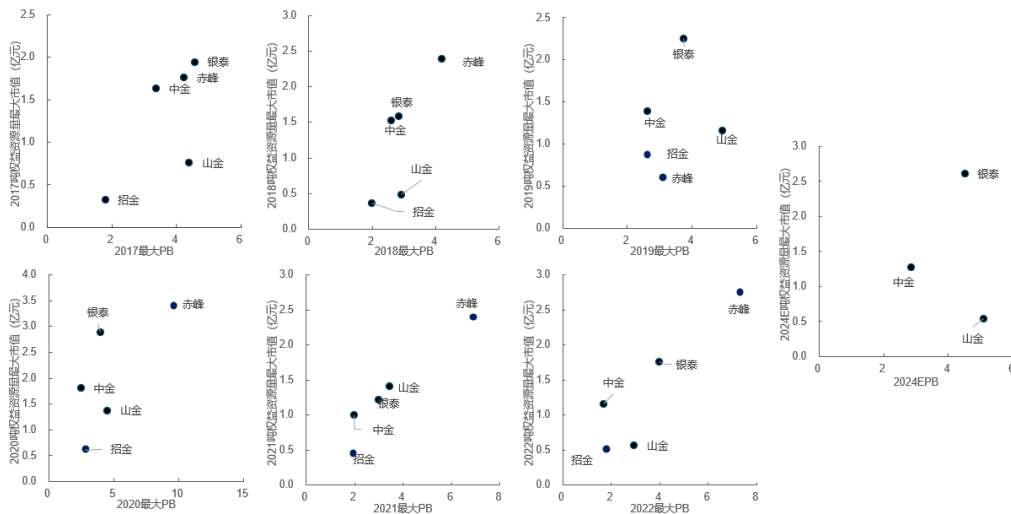
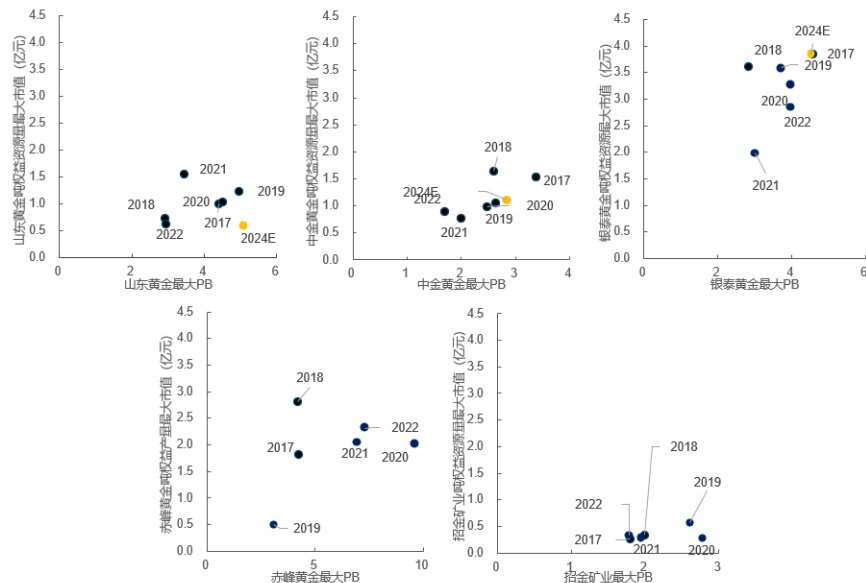
一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

1.6 不同估值维度下黄金股相对金价是否有空间？

- 纵向对比：当前山东黄金吨权益资源量市值仍处于2017-2022年较低位置，银泰黄金吨权益资源量市值较高。
- 横向对比：当前银泰黄金吨权益资源量市值较高，山东黄金吨权益资源量市值一直处于可比公司较低位置。

图表：山东黄金吨权益资源量市值仍有提升空间（纵向可比）

图表：山东黄金吨权益资源量市值较低（横向可比）



一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

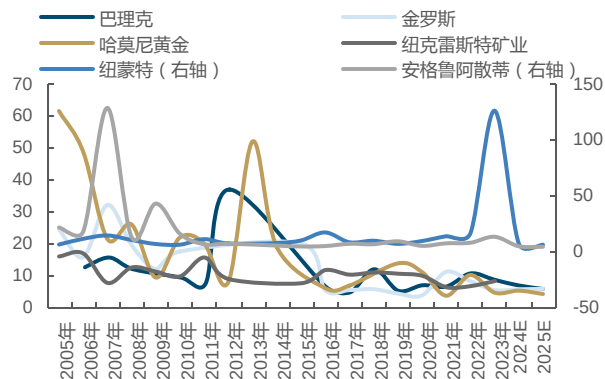
1.6 不同估值维度下黄金股相对金价是否还有空间？

- 2005-2015年海外与A股黄金上市公司EV/EBITDA估值水平较为接近。
- 2016-2023年A股黄金上市公司EV/EBITDA均值为15.23倍，而海外黄金上市公司EV/EBITDA均值仅为10.81倍，显著低于A股黄金上市公司平均水平。
- 对比2024-2025E与2016-2023年平均EV/EBITDA，当前A股黄金上市公司估值仍有较大提升空间。

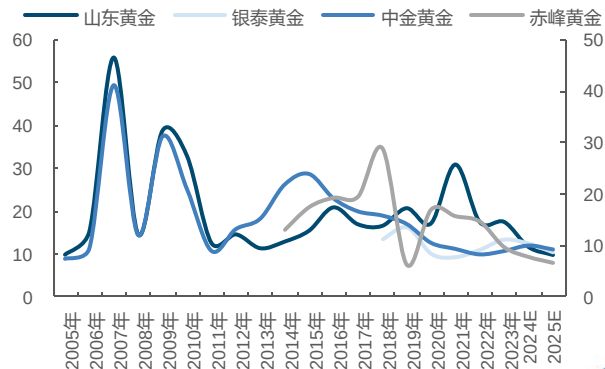
图表：2016-2023年A股黄金上市公司EV/EBITDA显著高于海外黄金上市公司

	2005-2015年平均	2016-2023年平均	2024-2025E平均
巴理克	15.43	7.40	6.08
纽蒙特	9.40	26.20	6.90
金罗斯	19.98	6.06	5.62
安格鲁阿散蒂	26.40	7.74	4.59
哈莫尼黄金	28.71	8.04	4.75
纽克雷斯特新矿业	11.81	9.41	-
海外黄金上市公司	18.62	10.81	5.59
山东黄金	21.15	19.62	10.57
中金黄金	18.58	12.75	9.49
银泰黄金	-	12.34	11.55
赤峰黄金	15.13	16.23	7.09
A股黄金上市公司	18.29	15.23	9.68

图表：海外主要黄金公司EV/EBITDA



图表：A股主要黄金公司EV/EBITDA



来源：Bloomberg，iFinD，国金证券研究所

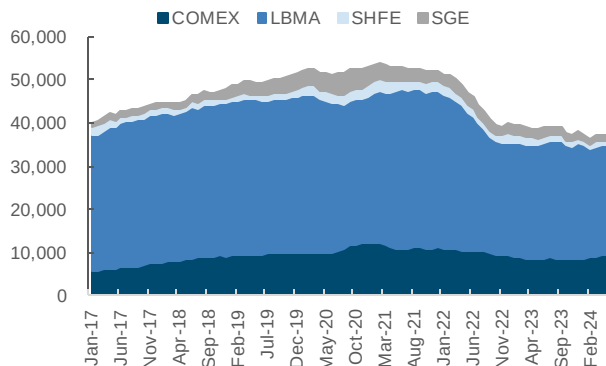
注：海外黄金上市公司2024-2025E来自Bloomberg一致预期，数据截至2024年5月17日收盘；A股黄金上市公司2024-2025E来自iFinD一致预期，数据截至2024年5月24日收盘。

一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

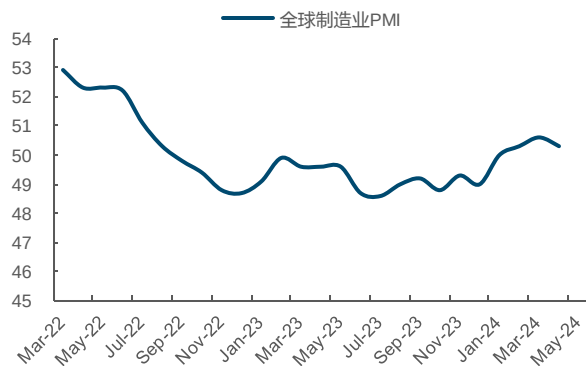
1.7 推荐关注白银价格向上修复的战略性配置机遇

- 从2021年下半年至2022年，主要交易所白银库存急剧下降。
- 2023年下半年以来，主要交易所白银有所去库，库存从2023年6月的3.9万吨降低至2024年5月的3.7万吨，库存反映的白银供需平衡有所改善。
- 白银具有工业属性，2023年工业用银2.04万吨，在白银需求中占比54.76%。2024年以来，中美日等主要经济体制造业PMI有所回升，我们预计随着全球经济边际回暖，白银工业需求有望持续向好。

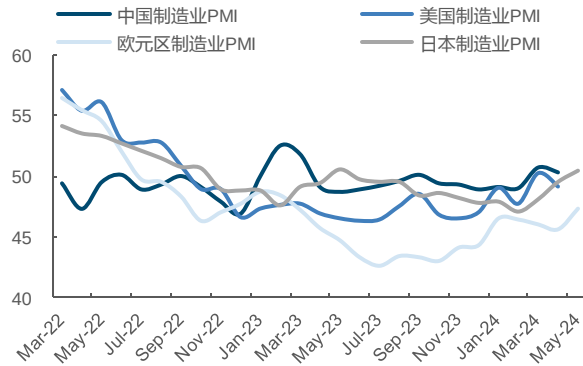
图表：2H2021-2022年白银库存去库（单位：吨）



图表：全球制造业PMI回升



图表：主要经济体制造业PMI回升

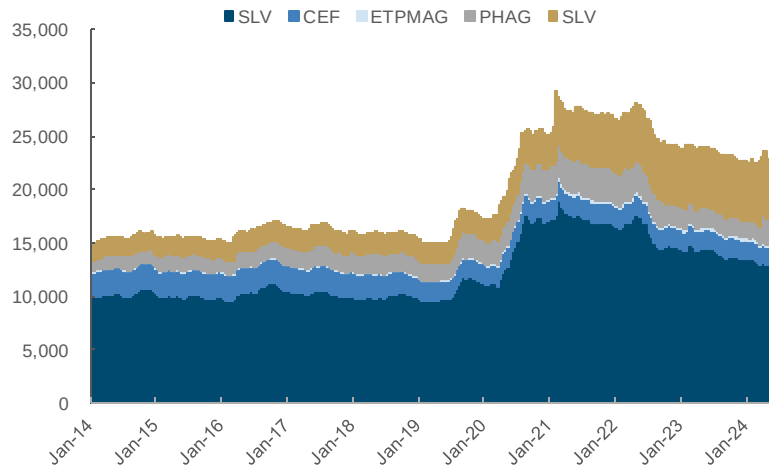


一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

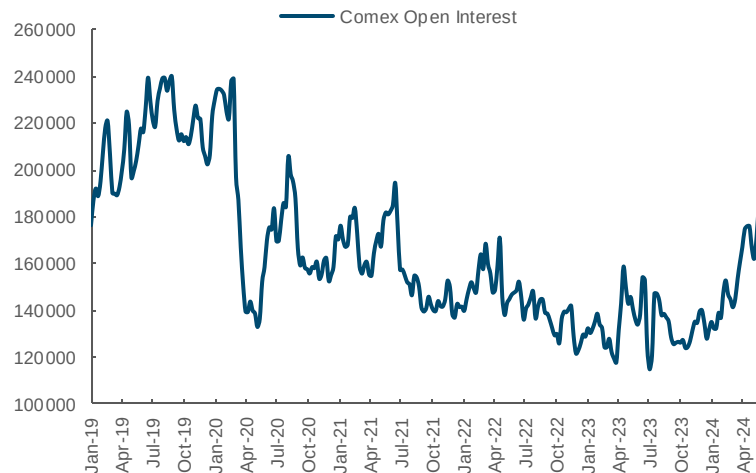
1.7 推荐关注白银价格向上修复的战略性配置机遇

- 投资需求方面，2021年以来白银ETF持仓量波动下降，2023年降幅有所收窄。2024年初至3月底，白银ETF持仓从2.26万吨增加至2.31万吨，白银ETF持仓量有所增长，4月至今白银ETF持仓再度下滑。
- COMEX期货持仓量从2023年底的13.14亿盎司增长至2024年5月18日的18.69亿盎司，2024年以来白银期货持仓显著上涨。

图表：2024年初至3月底白银ETF持仓量回升（吨）



图表：2024年初至今白银期货持仓增长（单位：万盎司）



一、黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪

1.8 投资建议

- 黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪。美联储开始放缓缩表，美联储开启降息周期后，在短端利率被基准利率锁定在高位且降息时点或有延后的背景下，短期黄金定价天平逐步向通胀端倾斜，短端实际利率存在下行预期推动黄金价格上涨。我们预计2025年黄金价格或将达到2700美元/盎司。2023年黄金股自产金成本增速放缓，预计2024年在金价上涨、成本控制较为稳定的情况下，黄金股业绩将有较好表现，且黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期，具有较大“补涨”空间。我们预计黄金股将迎来主升浪行情，建议关注山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、中金黄金、招金矿业等标的。
- 白银：3月以来黄金价格短期大幅上涨，白银COMEX期货及白银ETF持仓有所增加。商品属性方面，全球矿产银供给增长受限，光伏+AI驱动工业需求增长，预计白银供需将维持短缺，供需基本面给予银价较强支撑；金融属性方面，我们预计市场关注度持续提升将进一步激发白银投资需求，触发白银价格快速上涨。建议关注盛达资源、兴业银锡、银泰黄金、金贵银业等标的。

2

铜：矿端供应限制，电解铜供需短缺

二、铜：矿端供应限制，电解铜供需短缺

2.1 供应端：矿端供应扰动加剧

- 2024年以来，铜矿端供应扰动加剧，铜矿供应增速或将放缓。

图表：铜矿端供应扰动加剧

时间	公司/地区	事件
3月	Codelco	Radomiro Tomic铜矿因事故暂停矿区活动，工人发起罢工，2023年Radomiro Tomic 铜产量为 31.5 万吨，智利矿业部长表示4月Codelco铜矿产量预计将下滑
	五矿资源	Las Bambas 铜矿在就向当地发展项目捐款的谈判失败后，正面临对一条关键运输路线的重新封锁，该矿2023年产铜30.2 万吨
	淡水河谷	巴西一家地方法院再次暂停了公司旗下Sossego铜矿的运营许可，推翻了此前法院恢复该矿运营许可的裁决，该矿2023年铜产量为6.68万吨
4月	紫金矿业	刚果（金）的穆索诺伊铜钴矿部分产品检测出辐射含量超标，该矿已经于4月17日关停并进行第二次检测
	赞比亚	干旱导致赞比亚水力发电受阻，赞比亚国家电力公司计划削减对矿业公司的电力供应，降幅达到20%，刚果（金）部分企业依赖赞比亚电力进口，产能同样受到影响，若赞比亚矿企产量减少20%，铜产量将减少15.2万吨
5月	第一量子	巴拿马当选总统排除了与加拿大矿业公司第一量子公司举行谈判的可能性，直至后者放弃因一项有争议的矿山关闭令而对巴拿马政府提起的仲裁程序
	英美资源	南非最大工会联合会敦促英美资源集团当地股东反对必和必拓的收购

二、铜：矿端供应限制，电解铜供需短缺

2.2 需求端：AIDC，铜的新机遇

- 生成式AI带来的算力增长从供给端（数据中心）和传输端（5G基站）增加长期用铜需求。
- 我们预计在AI相关应用领域的拉动下，高端铜合金材料如高端铜板带、PCB用电子电路铜箔的自主研发及进口替代需求不断提升，预计2024-2026年全球数据中心+5G基站PCB+GB200 NVL72用铜量较高情况下将分别达到89/108/129万吨，较低情况下将分别达到39/50/63万吨，AI浪潮将带来铜下游消费长期增长。

图表：预计2026年5G基站PCB+数据中心用铜量达到63-129万吨

单位：万吨	2023年	2024E	2025E	2026E
全球数据中心用铜量（较高情况）	74	85	98	112
全球数据中心用铜量（较低情况）	30	35	40	46
中国PCB用铜量	31.60	32.89	34.38	35.84
全球PCB用铜量	58.12	61.01	64.67	68.30
其中：中国5G基站PCB用铜量	1.91	2.29	1.92	3.66
全球5G基站PCB用铜量	2.74	3.50	2.95	5.60
GB200 NVL72用铜量	—	0.41	6.79	10.87
数据中心+5G基站PCB+GB200 NVL72用铜量合计（较高情况）	76.96	89.15	107.62	128.88
数据中心+5G基站PCB+GB200 NVL72用铜量合计（较低情况）	33.21	38.90	49.92	62.62

二、铜：矿端供应限制，电解铜供需短缺

2.3 需求端：风电、光伏、新能源车贡献主要消费增长点

图表：预计2024年中国电解铜消费量1510万吨

- 国内电解铜消费增长点主要为风电、光伏、新能源汽车等领域：
- ✓ 预计24-26年中国风电用铜分别为31/40/44万吨；
- ✓ 预计24-26年中国光伏用铜分别为106/127/146万吨；
- ✓ 预计24-26年中国新能源汽车用铜分别为91/110/129万吨。
- 24-26年中国电解铜消费量分别为1510/1560/1603万吨。

单位：万吨	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
电力	628	668	694	725	748
增速		6%	4%	4%	3%
风电	13	24	31	40	44
增速		89%	31%	30%	11%
光伏	35	86	106	127	146
增速		147%	23%	20%	15%
电力（其他）	580	558	558	558	558
增速		-4%	0%	0%	0%
家电	194	202	214	217	220
增速		4%	6%	2%	1%
交运	168	180	196	215	234
增速		7%	9%	10%	9%
新能源汽车	57	79	91	110	129
增速		38%	16%	20%	17%
交运（除新能源汽车）	111	101	105	105	105
增速		-9%	4%	0%	0%
电子	119	120	123	125	127
增速		1%	2%	2%	2%
PCB		32	33	34	36
增速			4%	5%	4%
电子（除PCB）		89	90	91	91
增速			1%	1%	1%
建筑	112	116	121	117	113
增速		4%	5%	-4%	-3%
其他	145	161	161	161	161
增速		11%	0%	0%	0%
中国电解铜消费量	1,365	1,447	1,510	1,560	1,603
增速		6%	4%	3%	3%

来源：百川盈孚，CRU，IEA，国际铜业协会，中国电力企业联合会，全球风能协会，立鼎产业研究院，中国汽车工业协会，Clean Technica，生益电子招股说明书，生益科技可转债募集说明书，生益电子2020-2023年年报，Prismark，iFinD，Wind，国金证券研究所测算

二、铜：矿端供应限制，电解铜供需短缺

2.4 需求端：全球电解铜需求稳步增长

图表：预计2024年全球电解铜消费量2633万吨

- 我们预计2024-2026年全球电解铜需求分别为2633/2711/2788万吨，其中：
- ✓ 风电用铜分别为44/51/56万吨；
- ✓ 光伏用铜分别为208/248/285万吨；
- ✓ 新能源汽车用铜分别为154/195/241万吨；
- 上述用铜领域贡献主要铜下游需求增量。

单位：万吨	2023年	2024E	2025E	2026E
建筑	667	668	670	670
增速		0.2%	0.2%	0.0%
基础设施	440	492	538	579
增速		12%	9%	8%
风电	37	44	51	56
增速		19%	16%	10%
光伏	162	208	248	285
增速		28%	19%	15%
基础设施（其他）	242	240	239	238
增速		-0.5%	-0.5%	-0.5%
交通运输	329	371	413	459
增速		13%	11%	11%
新能源汽车	113	154	195	241
增速		36%	26%	23%
交通运输（除新能源汽车）	216	216	217	218
增速		0.3%	0.5%	0.5%
工业	293	294	295	296
增速		0.3%	0.3%	0.3%
其他设备制造	815	807	796	785
增速		-0.9%	-1.4%	-1.4%
PCB	58	61	65	68
增速		5%	6%	6%
其他设备制造（除PCB）	757	746	731	717
增速		-1%	-2%	-2%
全球电解铜消费量	2,545	2,633	2,711	2,788
增速		3.4%	3.0%	2.8%

来源：CRU，IWCC，IEA，国际铜业协会，全球风能协会，立鼎产业研究院，生益电子招股说明书，生益科技可转债募集说明书，生益电子2020-2023年年报，Prismark，iFinD，Wind，国金证券研究所测算

二、铜：矿端供应限制，电解铜供需短缺

2.5 供需平衡：2024年全球电解铜转向小幅短缺

- 受全球铜矿供应端扰动加剧影响，我们预计2024年全球铜矿产量维持2200万吨，全球电解铜短缺14万吨。
- 我们预计2024年全球电解铜供应量2618万吨，同比增长2.4%，全球电解铜供需维持小幅短缺。

图表：预计24-26年全球电解铜维持供需小幅短缺

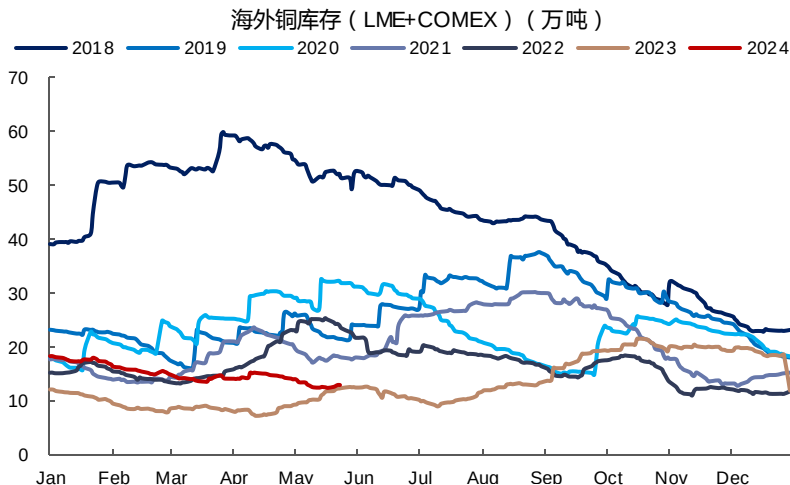
单位：万吨	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
全球铜矿产量	2,190	2,200	2,200	2,248	2,293
增速		0.5%	0.0%	2.2%	2.0%
全球电解铜生产量	2,469	2,558	2,618	2,689	2,769
增速		3.6%	2.4%	2.7%	3.0%
全球电解铜消费量	2,484	2,545	2,633	2,711	2,788
增速		2.5%	3.4%	3.0%	2.8%
全球电解铜供需平衡	-15	13	-14	-22	-19

二、铜：矿端供应限制，电解铜供需短缺

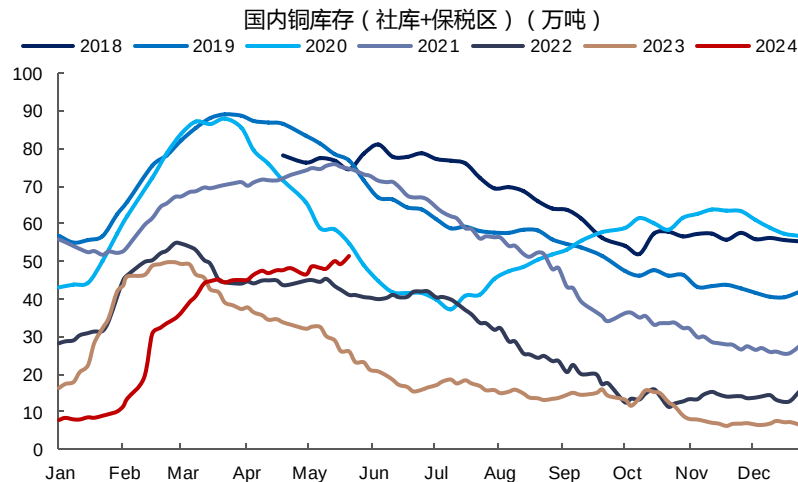
2.6 投资建议

- 全球铜矿供给增长受限，2024年以来全球头部矿企供应扰动加剧。我们预计未来电解铜下游需求增长点主要为风电、光伏、新能源汽车等领域，预计24-26年全球电解铜消费量分别为2633/2711/2788万吨，同期中国电解铜消费量分别为1510/1560/1603万吨，2024-2026年全球电解铜供需平衡维持小幅短缺状态。建议关注洛阳钼业、紫金矿业、西部矿业、金川国际、铜陵有色等标的。

图表：海外电解铜库存



图表：国内电解铜库存



3

铝：国内产能产量即将达峰，原铝供需紧平衡

三、铝：国内产能产量即将达峰，原铝供需紧平衡

3.1 供应端：国内电解铝产能产量即将达峰

- 2024年5月，内蒙古华云三期开始投产，净新增电解铝产能17万吨。
- 我们预计2025年电解铝新增产能主要有：
 - （1）中国铝业青海分公司：预计50万吨电解铝项目（包括青海分公司现有电解铝产能等量置换40万吨和外购云铝股份10万吨）将于2025年投产。
 - （2）霍煤鸿骏铝电扎哈淖尔：二期剩余电解铝建设指标35万吨，当前公司正在推进项目进展，预计35万吨产能将于2025年投产。
 - （3）新疆农六师铝业：预计55万吨产能置换项目（当前产能180万吨，建成后190万吨，净增加10万吨）将于2025年投产。
- 此外天山铝业还有20万吨产能待建设。

图表：国内尚未建成的电解铝净新增产能

项目名称	地区	投产时间	净新增产能（万吨）
中国铝业青海分公司	青海	2025年	20
霍煤鸿骏铝电扎哈淖尔二期	内蒙古	2025年	35
新疆农六师铝业	新疆	2025年	10
天山铝业	新疆	待定	20
合计			75

三、铝：国内产能产量即将达峰，原铝供需紧平衡

3.1 供应端：国内电解铝产能产量即将达峰

- 云南减产产能从3月开始复产，参考2023年11月开始减产，假设2024年云南减产时间为4个月，减产产能20%，我们预计2024年国内电解铝产量约为4268万吨，同比增长2.81%。由于云南枯水期减产问题短期内较难解决，我们假设2025年云南减产4个月，减产产能20%，预计2025年电解铝产量4276万吨，同比增长0.18%

图表：国内电解铝理论最大产量约4300万吨

单位：万吨	2021年	2022年	2023A	2024E（假设云南限产20%）	2025E（假设云南限产20%）
山东	874	802	719	695	656
南山铝业			58	58	48
山东信发			165	165	165
山东宏桥			496	472	443
内蒙古	622	661	661	695	730
中国铝业			134	151	151
白音华			23	40	40
霍煤鸿骏扎哈淖尔			38	38	73
其他企业			466	466	466
云南	458	562	580	604	633
云铝股份			305	305	305
云南神火			90	90	90
云南其亚			35	35	35
云南宏泰			150	174	203
新疆	618	618	618	618	628
青海	283	294	294	294	304
贵州	144	163	177	177	187
其他省区	1378	1427	1432	1451	1406
电解铝建成产能合计	4377	4526	4480	4533	4543
电解铝产量	3849	4007	4151	4268	4276
增量		158	144	117	8
产量增速		4.11%	3.59%	2.81%	0.18%

来源：SMM，国金证券研究所整理 注：有色金属工业协会统计电解铝合规产能为4543万吨/年，三方机构统计数据口径与有色金属工业协会口径存在差异

三、铝：国内产能产量即将达峰，原铝供需紧平衡

3.2 需求端：光伏、新能源汽车贡献主要增长

图表：预计2024年国内原铝需求量4531万吨

- 电解铝消费主要增长点为光伏、新能源汽车等领域：
- ✓ 预计 2024-2026 年 国内 光伏 用 铝 量 分 别 为 450/538/618万吨；
- ✓ 预计 2024-2026年国内新能源汽车用铝量分别为 226/301/369万吨；
- 我们预计 2024-2026 年 国内 原 铝 需 求 量 分 别 为 4531/4617/4728万吨。

单位：万吨	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
房地产	994	1,017	1,006	971	945
增速		2%	-1%	-3%	-3%
电力	679	776	897	1,003	1,093
增速		14%	16%	12%	9%
光伏	188	356	450	538	618
增速		89%	26%	19%	15%
电力（除光伏）	490	420	447	465	475
增速		-14%	6%	4%	2%
交通运输	768	827	869	936	994
增速		8%	5%	8%	6%
新能源汽车	130	192	226	301	369
增速		48%	18%	33%	23%
交通运输（除新能源汽车）	638	635	643	635	625
增速		0%	1%	-1%	-2%
机械	214	245	257	261	262
增速		15%	5%	1%	1%
包装	357	258	264	268	269
增速		-28%	2%	2%	1%
家电	232	242	254	262	270
增速		1%	4%	3%	3%
折原铝净出口	523	477	520	484	474
增速		-9%	9%	-7%	-2%
电子	124	131	133	136	138
增速		5%	2%	2%	2%
其他	196	324	331	298	283
增速		65%	2%	-10%	-5%
国内原铝需求量合计	4,085	4,296	4,531	4,617	4,728
增速		5%	5%	2%	2%

来源：国家统计局，国际系统门窗网，中国有色金属工业协会铝业分会，中国模板脚手架协会，中国电力企业联合会，SMIM，IEA，阿拉丁，IAI，中国汽车工业协会，Clean Technica，海关总署，国金证券研究所测算

三、铝：国内产能产量即将达峰，原铝供需紧平衡

3.3 海外供应：海外新增电解铝产能有限

- 海外新建产能主要集中在东南亚和中东地区，印尼2022-2025年规划新建产能373万吨。
- 印尼新建电解铝厂在2025年以前可投产能较少，新增产能主要集中在2025年之后投产，短期内原铝供给增量有限。

图表：2025年以前海外新投电解铝产能较少

国家	电解铝厂	所属企业	2023年1月运行（万吨/年）	2022-2025新建产能（万吨/年）	2023年新增投产量
马来西亚	Samalaju	Press Metal	108.0	23.0	0.0
印度	Jharsuguda	Vedanta	180.0	15.0	0.0
印尼	华青铝业	Tsingshan Group	0.0	100.0	25.0
印尼	PT KAI	阿达罗能源	0.0	150.0	0.0
印尼	PT BAI	南山集团	0.0	100.0	0.0
印尼	Inalum	Inalum	27.0	23.0	3.0
伊朗	Jajarm	IMIDRO	3.5	3.7	0.0
伊朗		IMIDRO	32.0	45.0	15.0
马来西亚	大马关丹项目	博赛集团	0.0	100.0	0.0
俄罗斯	Taishet	UC Rusal	6.0	42.8	13.0
阿联酋	EMAL	EGA	139.0	11.0	0.0
埃及	Metalco	-		60.0	0.0
合计			495.5	673.5	56.0

三、铝：国内产能产量即将达峰，原铝供需紧平衡

3.4 供需平衡：预计原铝逐步转向短缺

- 我们假设2024-2026年云南地区电解铝产能全年季节性减产4个月，减产产能维持20%。
- 随着国内电解铝产能产量逐步达峰和电解铝需求量的增长，国内原铝供需平衡转向短缺。

图表：预计2024年国内原铝供需紧平衡

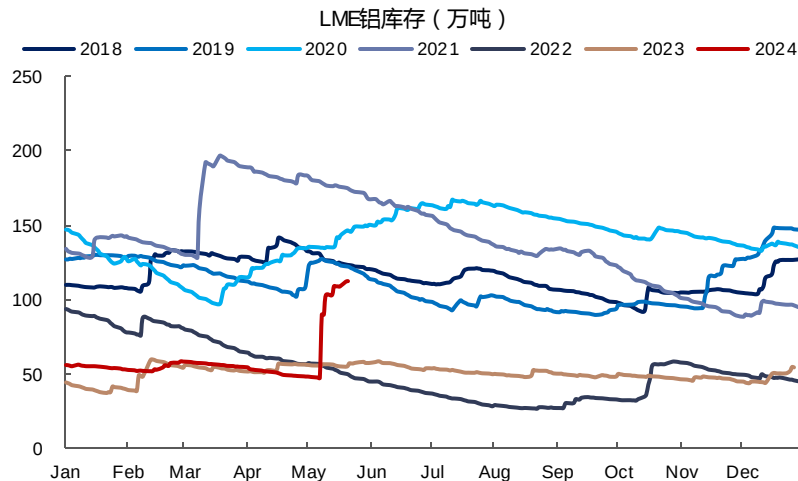
单位：万吨	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
国内原铝产量	4,007	4,151	4268	4276	4276
增速		4%	3%	0.2%	0%
原铝净进口	47	139	265	265	300
增速		195%	90%	0%	13%
国内原铝供应量	4,055	4,291	4,533	4,540	4,576
增速		6%	6%	0.2%	1%
国内电解铝需求量	4,085	4,296	4,531	4,617	4,728
增速		5%	5%	2%	2%
国内电解铝供需平衡	-31	-6	2	-77	-152
海外原铝产量	2,861	2,892	2,987	3,167	3,317
增速		1%	3%	6%	5%
海外原铝消费量	2,864	2,740	2,794	2,845	2,887
增速		-4%	2%	2%	2%
海外净出口	47	139	265	265	300
增速		195%	90%	0%	13%
海外原铝供需平衡	-50	13	-73	57	129

三、铝：国内产能产量即将达峰，原铝供需紧平衡

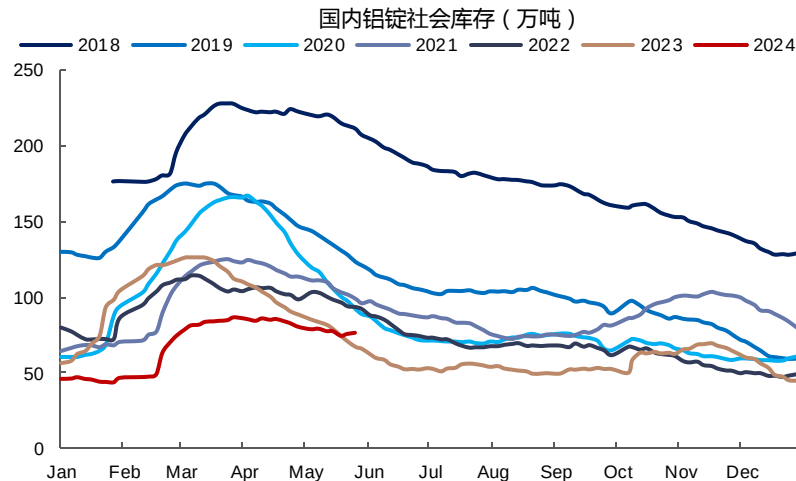
3.5 投资建议

- 供给方面，国内仅剩75万吨未建成的电解铝净新增产能指标，海外电解铝新增及复产产能释放较为缓慢。我们预计在电解铝行业利润较好、新增产能投产共同作用下，24年国内电解铝产量同比+2.81%至4268万吨，25年国内电解铝产能达峰，若后续云南持续存在季节性限产，25年产能产量双达峰。需求方面，未来国内原铝需求主要增长点来自光伏、新能源汽车等领域，预计2024-2026年国内原铝需求量分别为4531/4617/4728万吨。我们预计随着国内电解铝产能产量逐步达峰和电解铝需求量的增长，国内原铝供需平衡将逐步转向短缺。建议关注神火股份、明泰铝业、云铝股份、中国宏桥、中国铝业、南山铝业等标的。

图表：LME铝库存



图表：国内铝锭社会库存



4

投资建议

四、投资建议

- 黄金：强烈推荐关注黄金股主升浪。美联储开始放缓缩表，美联储开启降息周期后，在短端利率被基准利率锁定在高位且降息时点或有延后的背景下，短期黄金定价天平逐步向通胀端倾斜，短端实际利率存在下行预期推动黄金价格上涨。我们预计2025年黄金价格或将达到2700美元/盎司。2023年黄金股自产金成本增速放缓，预计2024年在金价上涨、成本控制较为稳定的情况下，黄金股业绩将有较好表现，且黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期，具有较大“补涨”空间。我们预计黄金股将迎来主升浪行情，建议关注山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、中金黄金、招金矿业等标的。
- 白银：3月以来黄金价格短期大幅上涨，白银COMEX期货及白银ETF持仓有所增加。商品属性方面，全球矿产银供给增长受限，光伏+AI驱动工业需求增长，预计白银供需将维持短缺，供需基本面给予银价较强支撑；金融属性方面，我们预计市场关注度持续提升将进一步激发白银投资需求，触发白银价格快速上涨。建议关注盛达资源、兴业银锡、银泰黄金、金贵银业等标的。
- 全球铜矿供给增长受限，2024年以来全球头部矿企供应扰动加剧。我们预计未来电解铜下游需求增长点主要为风电、光伏、新能源汽车等领域，预计24-26年全球电解铜消费量分别为2633/2711/2788万吨，同期中国电解铜消费量分别为1510/1560/1603万吨，2024-2026年全球电解铜供需平衡维持小幅短缺状态。建议关注洛阳钼业、紫金矿业、西部矿业、金川国际、铜陵有色等标的。
- 供给方面，国内仅剩75万吨未建成的电解铝净新增产能指标，海外电解铝新增及复产产能释放较为缓慢。我们预计在电解铝行业利润较好、新增产能投产共同作用下，24年国内电解铝产量同比+2.81%至4268万吨，25年国内电解铝产能达峰，若后续云南持续存在季节性限产，25年产能产量双达峰。需求方面，未来国内原铝需求主要增长点来自光伏、新能源汽车等领域，预计2024-2026年国内原铝需求量分别为4531/4617/4728万吨。我们预计随着国内电解铝产能产量逐步达峰和电解铝需求量的增长，国内原铝供需平衡将逐步转向短缺。建议关注神火股份、明泰铝业、云铝股份、中国宏桥、中国铝业、南山铝业等标的。

5

风险提示

五、风险提示

- 宏观环境波动。基本金属需求与宏观经济运行状况息息相关，若宏观经济走弱，下游需求恢复不及预期，供需结构恶化将导致价格下跌，企业产销受阻，对业绩产生负面影响。此外，美联储货币政策也会对基本金属及贵金属价格产生冲击。
- 美联储紧缩货币政策反复。我们认为当前美联储停止加息条件已经充分，随着前期紧缩政策的滞后效应逐步显现，通胀、经济增长和劳动力市场的降温将为美联储放松货币政策创造条件。但若因通胀、劳动力市场韧性导致美联储进一步紧缩货币政策，将对黄金价格、黄金公司业绩、黄金股走势产生压制。
- 地产需求超预期下滑。房地产对在铜铝下游需求中所占比重较高，若宽松政策对房地产市场提振不佳，导致开工、建筑、竣工面积超预期回落，将导致地产对铜铝需求产生较大拖累。
- 项目建设进度不及预期。行业内各企业均有不能幅度扩产计划，盈利预测基于产能如期落地，若建设进度不及预期，将对公司利润造成负面影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题