

分析师：李泽森
登记编码：S0730523080001
lzs1@ccnew.com 021-50586702

稳中求进，静待云开

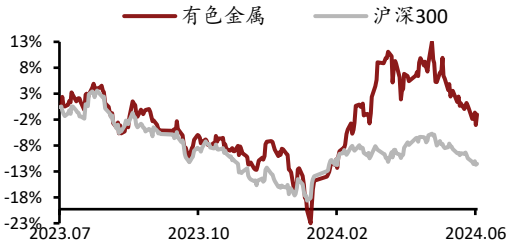
——有色金属行业半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市(维持)

有色金属相对沪深300指数表现

发布日期：2024年07月01日



资料来源：中原证券

相关报告

《有色金属行业月报：美国通胀数据有所降温，金属价格普遍上涨》 2024-06-03

《有色金属行业月报：美联储继续维持利率不变，金属价格普遍上涨》 2024-05-13

《有色金属行业深度分析：铝基材料产业链分析之河南概况》 2024-04-30

投资要点：

- **黄金：全球央行持续购金，国际局势复杂多变，黄金配置优势凸显。**2024年1-5月，受到美联储加息不确定性增强、欧美经济滞胀预期增强、欧美银行风险事件冲击、国际局势复杂多变、地缘政治冲突等因素影响，全球资本市场波动加剧。诸多问题及挑战为世界经济的发展注入了许多不确定性，当前全球面临百年未有之大变局，国际货币体系可能面临变革，各国央行持续购金，去“美元化”和货币多极化趋势下，各国央行黄金储备仍有提升空间，且现阶段市场普遍预期美联储加息即将进入尾声，黄金配置价值继续凸显。建议持续关注国内控制金属矿产资源最多的有色金属行业龙头企业紫金矿业(601899)、黄金板块龙头企业山东黄金(600547)、国内唯一一家央企控股的黄金矿业上市公司中金黄金(600489)的投资机会。
- **铝：建议继续关注电解铝龙头企业。**近期国内电解铝行业维持较高盈利水平。根据安泰科测算，2024年5月中国电解铝加权平均完全成本(含税)为17327元/吨，环比增加472元/吨或2.8%；成本增加的同时铝价亦大幅上行，行业继续保持较高盈利水平，并连续两个月实现全行业盈利。以5月份沪铝连续合约均价20877元/吨计算，当月平均利润为3550元/吨，环比增加83元/吨，同比增加1571元/吨。主要成本要素分析显示，5月份以氧化铝为代表的主要原辅料价格呈快速上涨态势，使得电解铝生产中的相应成本大幅增加。安泰科测算，5月份氧化铝、炭阳极成本环比分别增加536元/吨和29元/吨，电力成本下降90元/吨。随着美联储降息预期不断增强，国内利好政策持续推进，地产、汽车等行业有望逐步修复，建议持续关注绿电铝龙头企业云铝股份(000807)、河南省电解铝龙头及产业链一体化典范企业神火股份(000933)。
- **稀土：未来前景光明，静待需求拐点。**稀土作为我国重要的稀缺战略资源，由于其优异的金属特性，广泛应用于高新材料、冶金、军工、石油化工、玻璃陶瓷、农业等行业，近年来随着我国大型稀土集团的组建以及黑稀土基本出清，稀土行业进入新发展阶段，伴随新能源汽车、风电、工业机器人、人型机器人、变频空调、节能电梯等行业快速发展，稀土需求有望稳步提升。且我国是全球唯一具备稀土全产业链各类产品生产能力的国家，竞争优势凸显，龙头公司有望充分受益。(1)稀土上游资源端，建议关注世界轻稀土龙头企业北方稀土(600111.SH)、国内重稀土龙头企业中国稀土(000831.SZ)(2)稀土精深加工端，建议

关注国内生产高性能钕铁硼磁材的龙头公司。

- **投资建议：**截至5月31日，有色板块PE为23.02倍，贵金属板块PE为36.84倍，工业金属板块PE为18.80倍，稀有金属板块PE为35.07倍。受到国际局势复杂多变、欧美经济滞胀预期增强、地缘政治冲突等因素影响，大宗商品价格波动加剧，维持有色金属行业“同步大市”评级，建议关注黄金、铜板块。

风险提示：(1) 美联储加息超预期导致金属价格回落；(2) 全球经济衰退超预期导致下游需求不足；(3) 地缘政治冲突升级扰动金属供需两端；(4) 矿山产量供给超预期冲击金属价格。

内容目录

1. 宏观经济回顾	6
1.1. 美国通胀数据有所回落但仍保持一定增速，就业数据仍具韧性.....	6
1.2. 美国经济景气指数有所波动，欧元区经济景气指数持续回升.....	8
1.3. 美国国债收益率震荡上行，美元对人民币汇率震荡上行.....	10
1.4. 国内经济温和复苏，CPI 同比小幅上升，制造业投资增速稳步提升.....	12
2. 有色金属行业 2024 年前 5 个月情况回顾	15
2.1. 有色板块行情回顾.....	17
2.1. 上游盈利水平相较去年同期降幅较明显，下游盈利同比增速大幅提升.....	19
2.2. 基本金属和黄金板块盈利增速普遍较好，稀有金属板块业绩分化明显.....	20
2.2.1. 2024Q1 基本金属板块盈利普遍实现正增长.....	20
2.2.2. 2024Q1 黄金板块营收增速稳步提升，归母净利增速有所加快.....	21
2.2.3. 2024Q1 稀有金属板块营收、盈利分化较明显.....	22
3. 黄金：全球央行持续购金，国际局势复杂多变，黄金配置优势凸显	24
3.1. 供给：2024 年 Q1 世界黄金总供应量同比实现增长.....	25
3.2. 需求：2024 年 Q1 全球央行购金需求继续增长.....	26
3.2.1. 黄金配置价值继续凸显.....	28
4. 铝：建议关注绿电和低成本铝企	29
4.1. 供给：运行产能保持相对高位，原铝进口大幅增长.....	29
4.2. 需求：下游行业需求保持分化.....	31
4.2.1. 地产：房地产价格指数增速维持负增长.....	31
4.2.2. 汽车：汽车产销累计同比保持增长，新能源汽车产销累计同比保持较快增长.....	32
4.2.3. 家电：冷柜、空调、家用电冰箱产量累计同比增速保持较快增长.....	33
4.2.4. 近期国内电解铝行业维持较高盈利水平，建议关注电解铝行业龙头企业.....	34
5. 稀土：未来前景光明，静待需求拐点	35
5.1. 供给：国内市场稀土氧化物产量小幅增长.....	35
5.1.1. 2024 年我国稀土开采、冶炼分离指标总量保持增长.....	36
5.1.1. 稀土进出口情况.....	37
5.2. 需求：稀土下游需求未来重点增长领域前景广阔.....	38
5.2.1. 新能源汽车：永磁同步电机及汽车零部件对钕铁硼需求有望稳步提升.....	39
5.2.2. 风力发电：直驱、半直驱型风机对钕铁硼需求有望增长.....	41
5.2.3. 机器人产品：人型机器人有望打开高性能稀土永磁材料需求新空间.....	42
5.2.4. 变频空调：高性能变频空调市占率有望继续提升.....	46
5.2.5. 节能电梯：永磁同步曳引机对钕铁硼需求有望继续提升.....	47
5.2.6. 龙头公司有望充分受益.....	48
6. 投资建议	49
7. 风险提示	51

图表目录

图 1：美国 CPI 和核心 CPI 同比增速.....	6
图 2：美国 PPI 和核心 PPI 同比增速.....	6
图 3：美国失业率季调 (%).....	7
图 4：美国个人总收入及部分分项同比增速 (%).....	7
图 5：美国和欧元区 ZEW 经济景气指数.....	8
图 6：美国 Markit 综合、制造业和服务业 PMI 终值 (%).....	9

图 7: 欧元区综合、制造业和服务业 PMI 终值 (%)	10
图 8: 美国 10 年期国债名义收益率与实际收益率 (%)	10
图 9: 美元兑在岸与离岸人民币汇率走势	11
图 10: 我国 GDP 当季同比 (%)	12
图 11: 我国 CPI 当月同比 (%)	12
图 12: 我国 PPI 当月同比 (%)	13
图 13: 我国 M1 和 M2 增速	13
图 14: 我国月度社会融资规模及存量同比增速	13
图 15: 我国固定资产投资完成额累计同比 (%)	14
图 16: A 股各行业 2024 年初至 5 月 31 日涨跌幅 (%)	17
图 17: 有色子行业 2024 年初至 5 月 31 日涨跌幅 (%)	18
图 18: 有色板块公司 2024 年初至 5 月 31 日涨幅前 10 名 (%)	18
图 19: 有色板块公司 2024 年初至 5 月 31 日涨幅居后 10 名 (%)	18
图 20: 全国有色金属矿采选业营收和利润总额累计同比增速 (%)	19
图 21: 全国有色金属冶炼及压延加工业营收和利润总额累计同比增速 (%)	19
图 22: 全国有色金属矿采选业、冶炼及压延加工业的工业增加值累计同比增速 (%)	20
图 23: 近年基本金属板块营业总收入 (亿元)	21
图 24: 近年基本金属板块营业总收入增速	21
图 25: 近年基本金属板块归母净利润 (亿元)	21
图 26: 近年基本金属板块归母净利润增速	21
图 27: 近年贵金属板块营业总收入及同比增速	22
图 28: 近年贵金属板块归母净利润及同比增速	22
图 29: 近年稀有金属板块营业总收入 (亿元)	23
图 30: 近年稀有金属板块营业总收入增速	23
图 31: 近年稀有金属板块归母净利润 (亿元)	23
图 32: 近年稀有金属板块归母净利润增速	23
图 33: 美国联邦基金目标利率 (%)	24
图 34: 美元指数与 COMEX 黄金价格走势 (美元/金衡盎司)	24
图 35: 近年来世界黄金产量 (吨)	25
图 36: 近年来我国金矿产金和有色副产金产量累计值	26
图 37: 近年来世界黄金需求 (吨)	27
图 38: 2024 年 Q1 全球黄金需求占比	27
图 39: LME 铝价及库存走势	29
图 40: SHFE 铝价及库存走势	29
图 41: 我国原铝折年率产量 (万吨)	30
图 42: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数增速	31
图 43: 70 个大中城市二手商品住宅价格指数增速	31
图 44: 房地产开发投资完成额及增速	31
图 45: 商品房销售面积和销售额同比增速	31
图 46: 汽车产量及同比增速	32
图 47: 汽车销量及同比增速	32
图 48: 新能源汽车产量及同比增速	32
图 49: 新能源汽车销量	32
图 50: 空调产量及同比增速	33
图 51: 家用电冰箱产量及同比增速	33
图 52: 冷柜产量及同比增速	33

图 53: 彩电产量及同比增速	33
图 54: 中国稀土价格指数	35
图 55: 2022 年中国稀土行业下游应用领域分布	39
图 56: 2022 年中国稀土永磁材料应用领域占比	39
图 57: 新能源汽车可能需要使用的稀土金属	40
图 58: 钕铁硼永磁材料在新能源汽车及汽车零部件中的应用	41
图 59: 高性能钕铁硼永磁材料在风电中的应用	42
图 60: 钕铁硼永磁材料在工业机器人中的应用	44
图 61: 特斯拉人型机器人	45
图 62: 钕铁硼稀土磁材在变频空调中的应用	47
图 63: 钕铁硼稀土磁材在节能电梯中的应用	48
图 64: 有色板块与大盘 PE (倍) 对比	50
图 65: 有色及子板块 PE (倍) 对比	50
表 1: LME 和 SHFE 基本金属价格及涨跌幅 (截至 2024 年 5 月 31 日)	15
表 2: 黄金、白银及美元指数收盘价及涨跌幅 (截至 2024 年 5 月 31 日)	15
表 3: LME 基本金属全球库存 (截至 2024 年 5 月 31 日)	16
表 4: SHFE 基本金属库存 (截至 2024 年 5 月 31 日)	16
表 5: 小金属价格及涨跌幅 (截至 2024 年 5 月 31 日)	16
表 6: 稀土价格及涨跌幅 (截至 2024 年 5 月 31 日)	16
表 7: 2024 年 1-4 月国内稀土氧化物产量 (折 REO 计)	36
表 8: 2023 年我国稀土开采、冶炼分离总量控制指标	36
表 9: 2024 年我国稀土开采、冶炼分离总量控制指标 (第一批)	36
表 10: 2024 年 1-4 月国内稀土产品进出口情况 (单位: 吨, 万美元)	37
表 11: 伺服电机分类及区别	44
表 12: 推荐相关标的估值概况	51

1. 宏观经济回顾

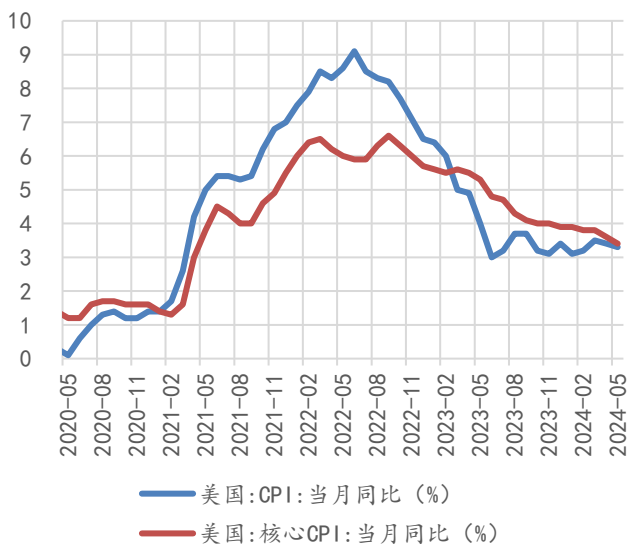
1.1. 美国通胀数据有所回落但仍保持一定增速，就业数据仍具韧性

2024年1-5月，美国核心CPI数据持续回落。美联储6月议息会议继续维持利率不变，CPI同比增速有所起伏，核心CPI同比增速持续回落。

美国5月CPI与核心CPI同比均超预期回落。美国5月末季调CPI同比升3.3%，预期升3.4%，前值升3.4%；季调后CPI环比持平，预期升0.1%，前值升0.3%；未季调核心CPI同比升3.4%，预期升3.5%，前值升3.6%；季调后核心CPI环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.3%；实际收入环比升0.4%，前值降0.4%。

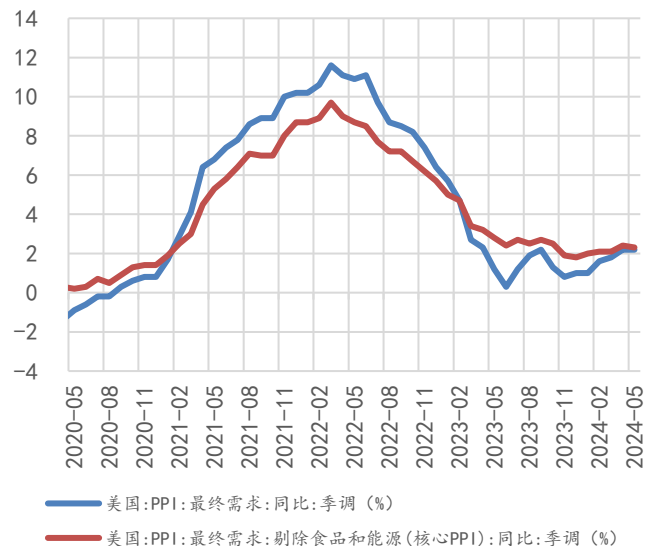
美国5月PPI增速超预期回落。美国5月PPI同比上升2.2%，预估为2.5%，前值为2.2%；美国5月PPI环比下降0.2%，预估为0.1%，前值为0.5%。美国5月核心PPI同比为2.3%，预期为2.4%，前值为2.5%；环比持平，预期为0.3%，前值为0.5%。

图1：美国CPI和核心CPI同比增速



资料来源：美国劳工部，中原证券研究所

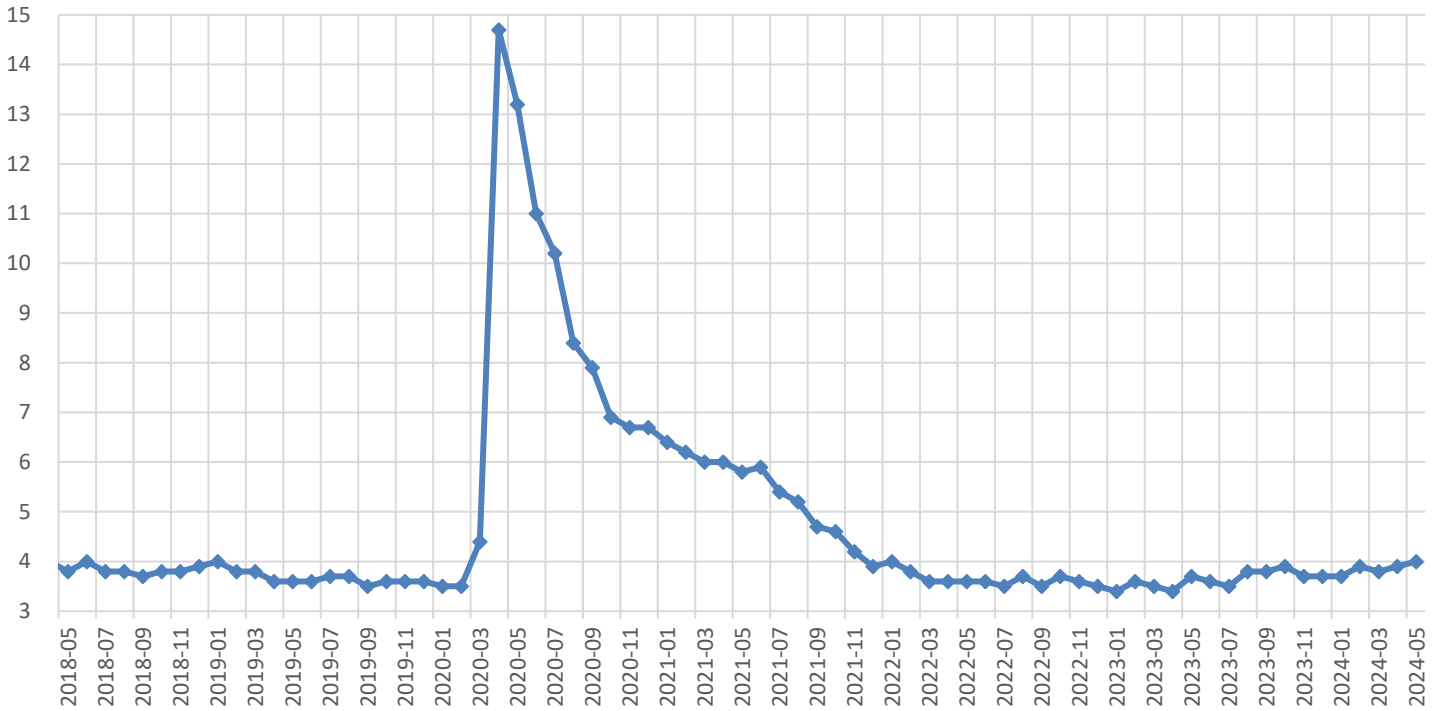
图2：美国PPI和核心PPI同比增速



资料来源：美国劳工部，中原证券研究所

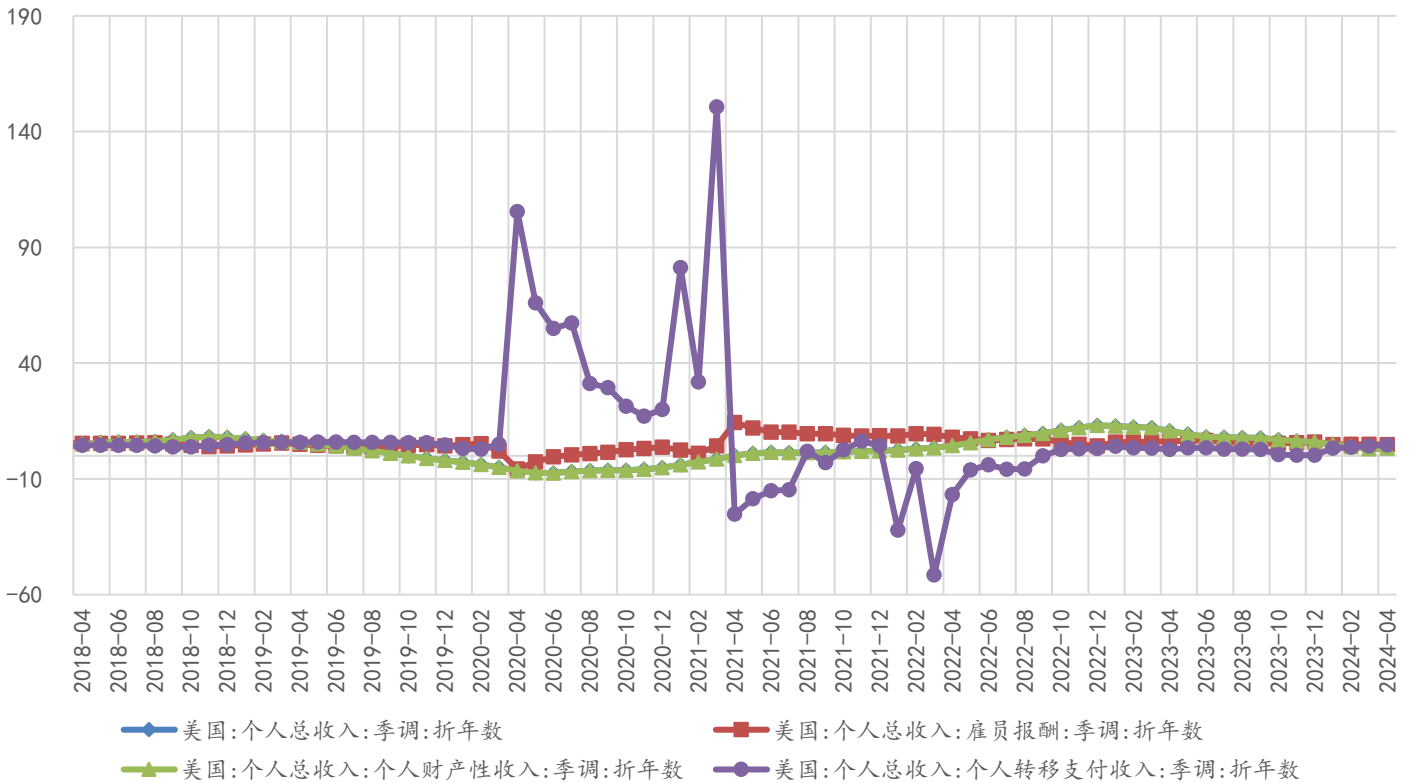
2024年1-5月，美国失业率有所抬升，但仍具一定韧性。美国5月非农就业人口增长27.2万人，预期18万人，前值17.5万人；失业率为4.0%，创2022年1月以来高位。

图3：美国失业率季调（%）



资料来源：美国劳工部，中原证券研究所

图4：美国个人总收入及部分分项同比增速（%）

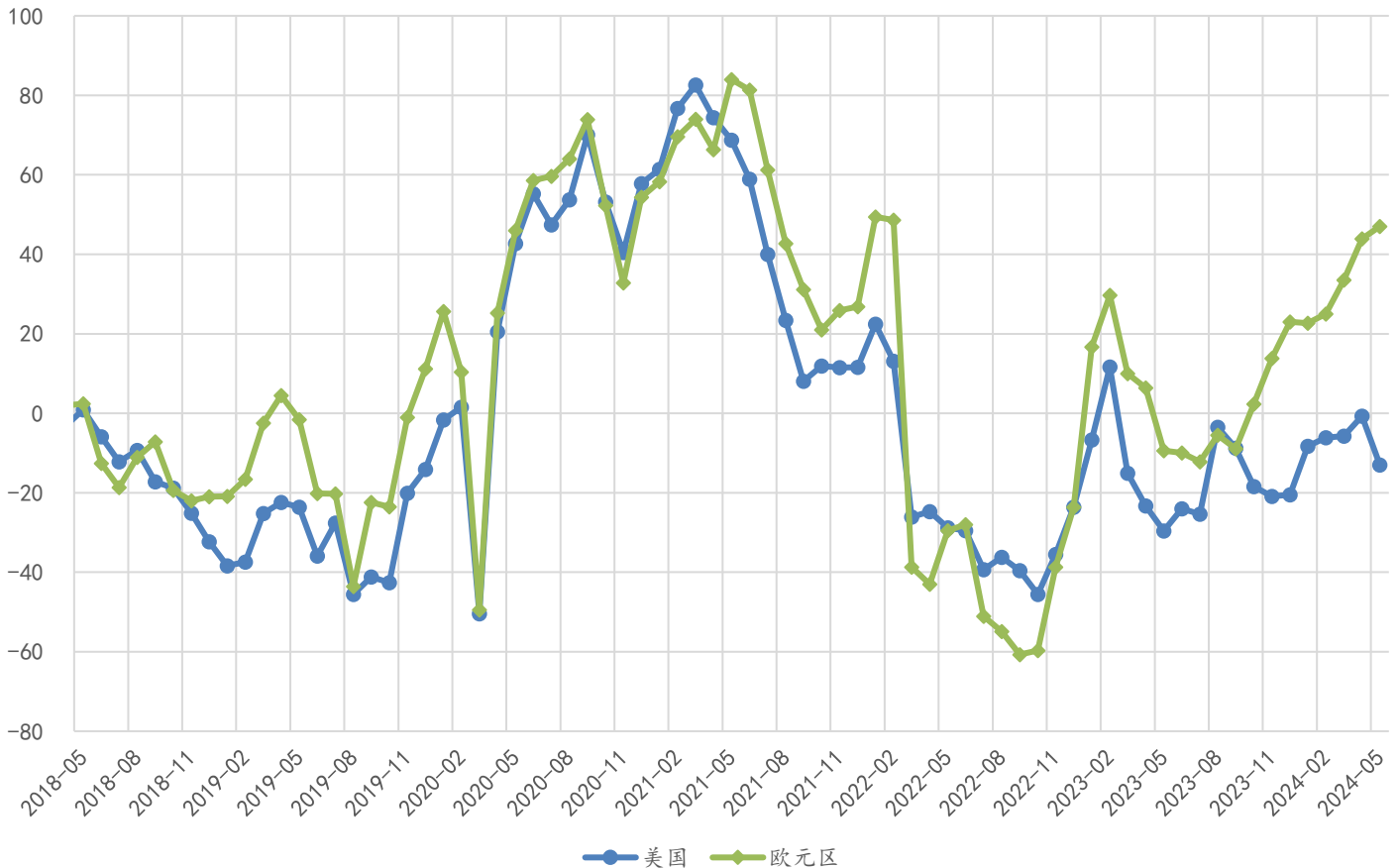


资料来源：美国经济分析局，中原证券研究所

1.2. 美国经济景气指数有所波动，欧元区经济景气指数持续回升

2024年1-5月欧元区ZEW经济景气指数持续回升。2024年1-4月，美国与欧元区ZEW经济景气指数持续回升，但欧元区回升更为显著，截至2024年4月末，美国和欧元区ZEW经济景气指数分别为-0.70和43.90，较年初分别上升-7.60和21.20；5月美国ZEW经济景气指数下滑明显，欧元区继续回升，截至5月末，美国和欧元区ZEW经济景气指数分别为-13.00和47.00。

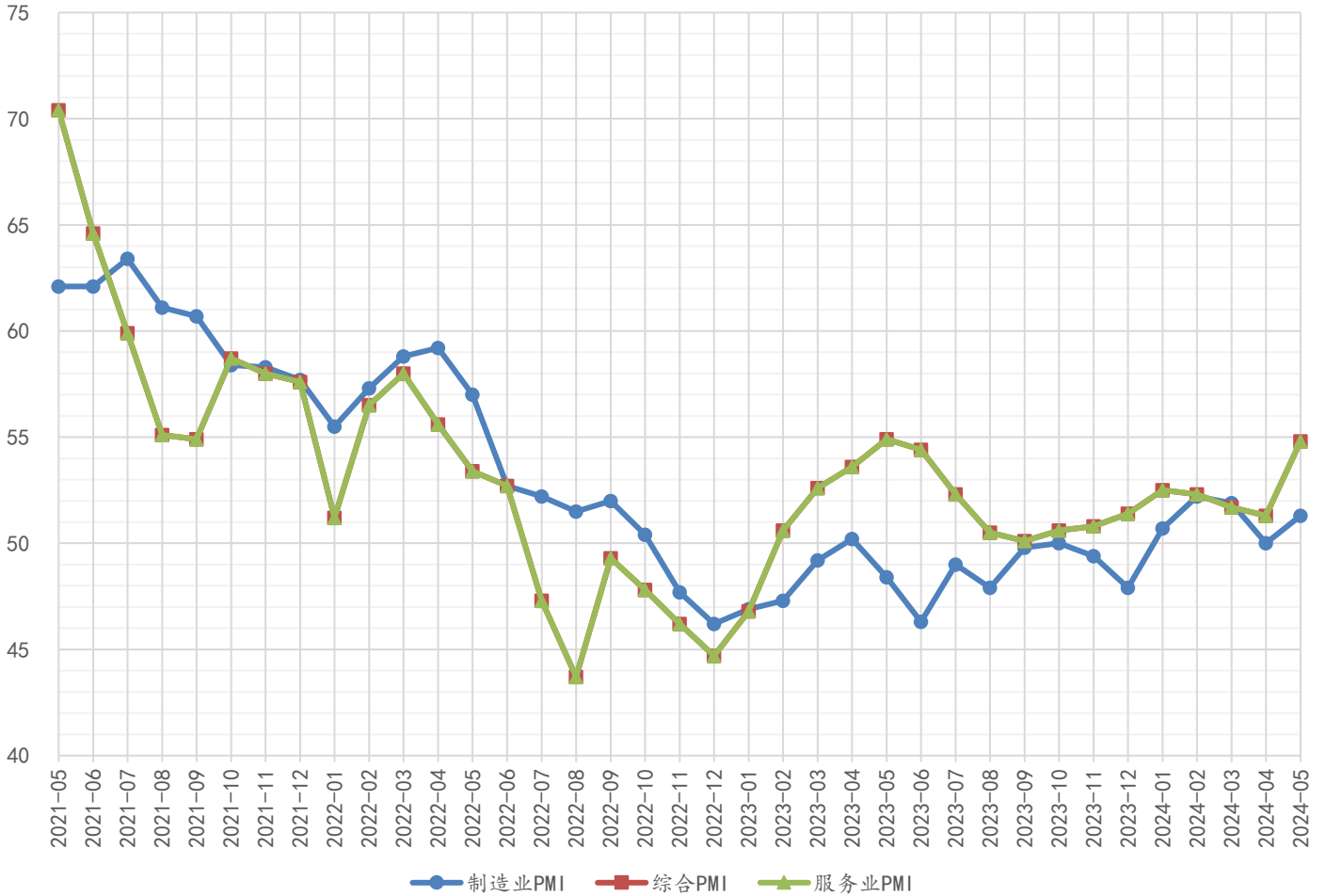
图5：美国和欧元区ZEW经济景气指数



资料来源：欧洲经济研究中心，中原证券研究所

美国 Markit 制造业 PMI 于荣枯线上方波动，综合、服务业 PMI 相较年初有所抬升。2024 年 1-5 月，美国综合、制造业和服务业 PMI 均位于荣枯线上方。5 月美国综合、制造业和服务业 PMI 终值分别为 54.80%、51.30%和 54.80%。

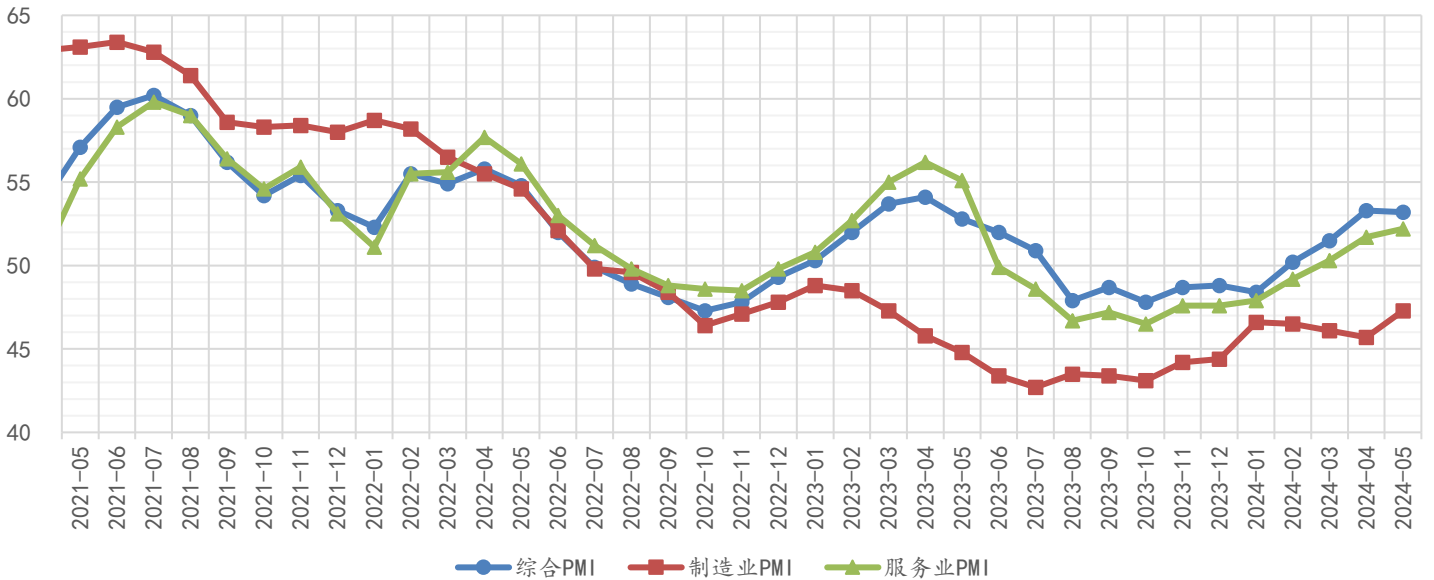
图 6：美国 Markit 综合、制造业和服务业 PMI 终值 (%)



资料来源：通联数据，中原证券研究所

欧元区综合、制造业和服务业 PMI 持续回升，但制造业 PMI 仍处于荣枯线下方。欧元区综合、制造业和服务业 PMI 从 2023 年 12 月开始见底回升，截至 5 月底，欧元区综合 PMI 与服务业 PMI 已处于荣枯线上方，制造业 PMI 仍处于荣枯线下方。截至 5 月底，欧元区综合、制造业和服务业 PMI 分别为 53.20%、47.30%和 52.20%。

图 7：欧元区综合、制造业和服务业 PMI 终值 (%)

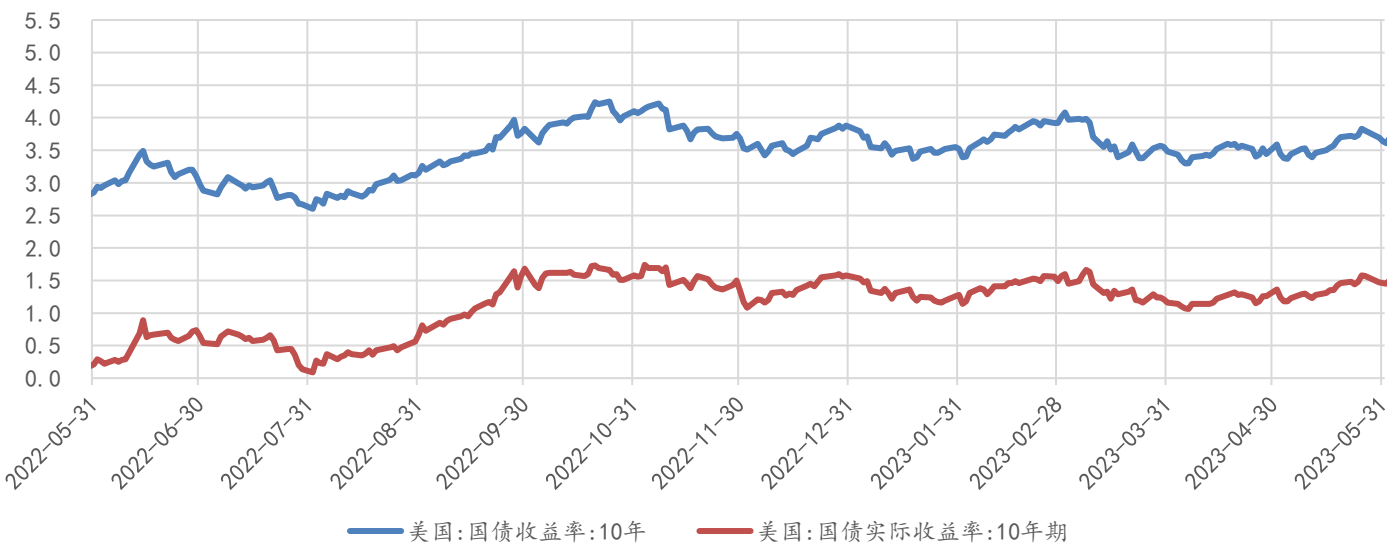


资料来源：通联数据，中原证券研究所

1.3. 美国国债收益率震荡上行，美元对人民币汇率震荡上行

受到美国经济数据仍具一定韧性等因素影响，2024 年 1-5 月美国 10 年期国债名义收益率和实际收益率震荡上行。截至 2024 年 5 月 31 日，美国 10 年期国债名义收益率从年初的 3.95% 震荡上行至 4.51%，实际收益率从年初的 1.74% 震荡上行至 2.16%。

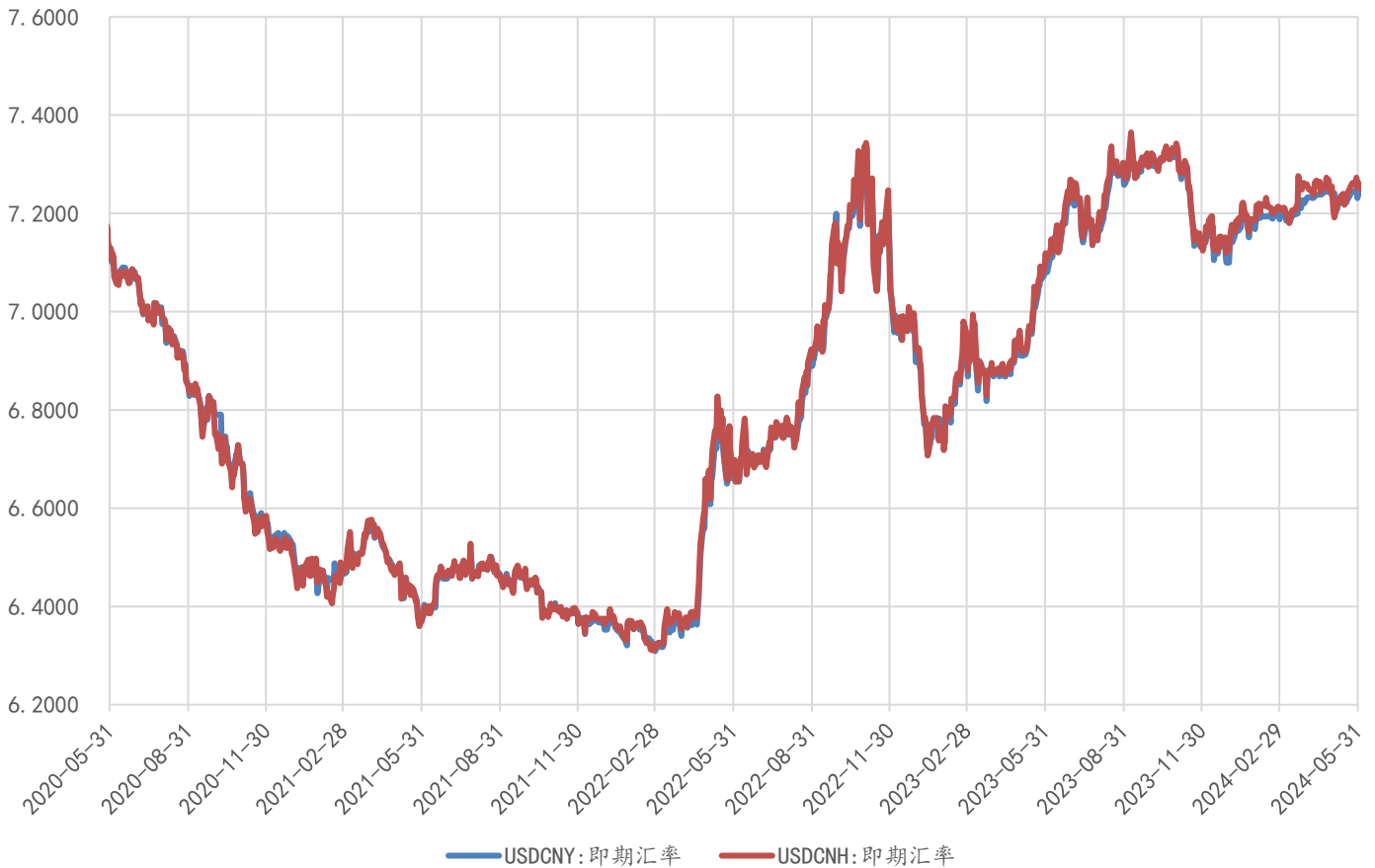
图 8：美国 10 年期国债名义收益率与实际收益率 (%)



资料来源：美联储，美国财政部，中原证券研究所

2024年1-5月，美元兑人民币汇率呈震荡上行趋势。2024年1-5月，受到美国经济数据仍具一定韧性等因素影响，美元整体表现较强，欧元、英镑、日元、韩元等全球其他国家货币表现较弱，美元兑在岸人民币和离岸人民币汇率在1月底触底后逐步震荡上行，截至2024年5月31日，美元兑在岸人民币和离岸人民币汇率分别从年初的7.10和7.12攀升至7.24和7.26，升幅分别为2.00%和1.95%。

图9：美元兑在岸与离岸人民币汇率走势

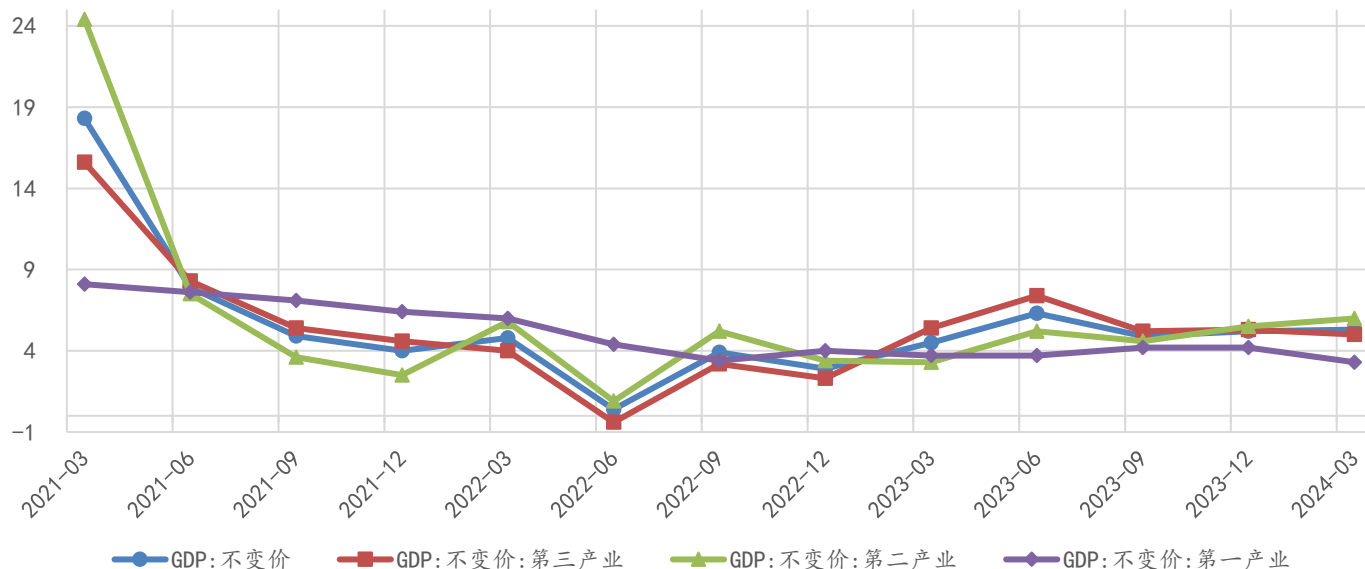


资料来源：ICAP，中原证券研究所

1.4. 国内经济温和复苏，CPI 同比小幅上升，制造业投资增速稳步提升

2024 年 Q1，我国 GDP 增速稳步回升，同比增速为 5.30%。2024 年 Q1 我国第一、第二、第三产业 GDP 分别同比增长 3.30%、6.00%和 5.00%。

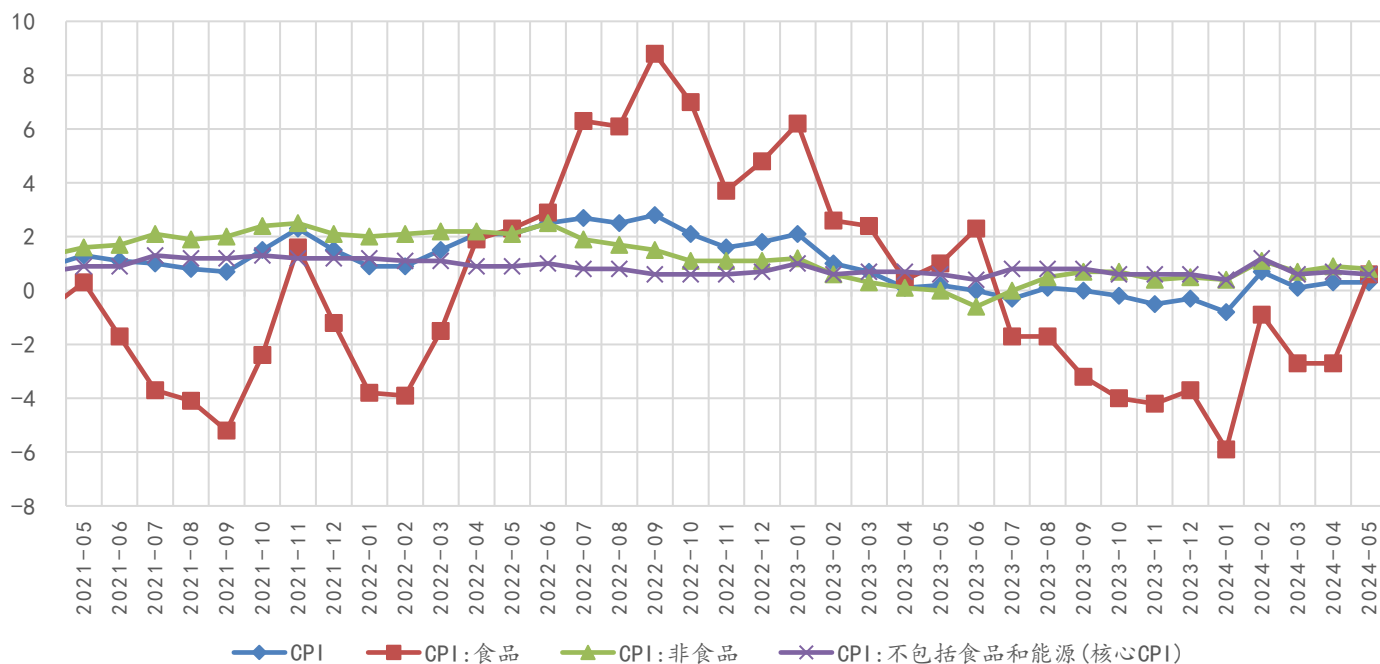
图 10：我国 GDP 当季同比 (%)



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

2024 年 1-5 月，我国核心 CPI 相较年初小幅上升。截至 2024 年 5 月底，我国 CPI 同比增速由年初的-0.80%上升至 0.30%，食品 CPI/非食品 CPI/核心 CPI 的 5 月同比增速分别为 0.60%/0.80%/0.60%。

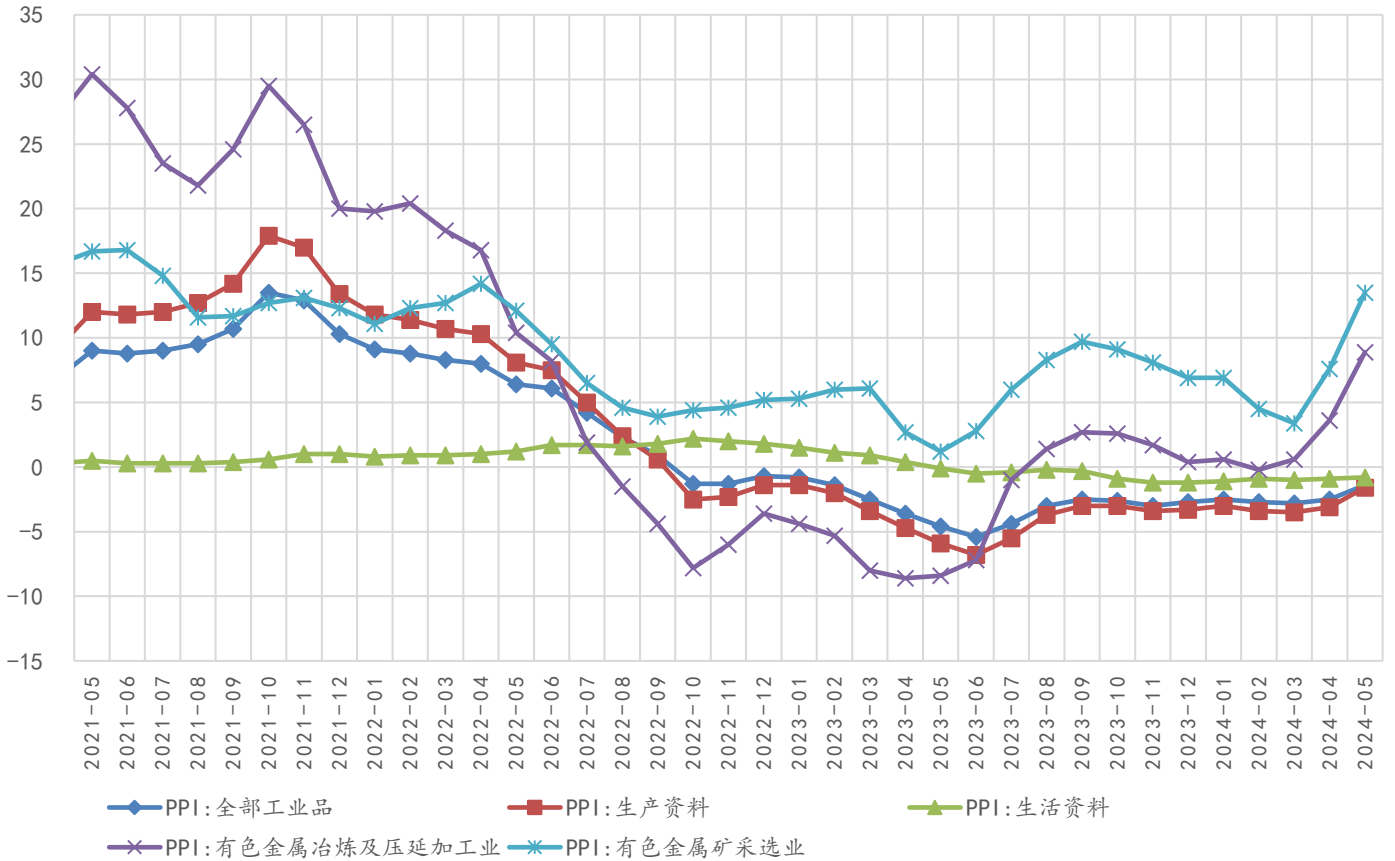
图 11：我国 CPI 当月同比 (%)



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

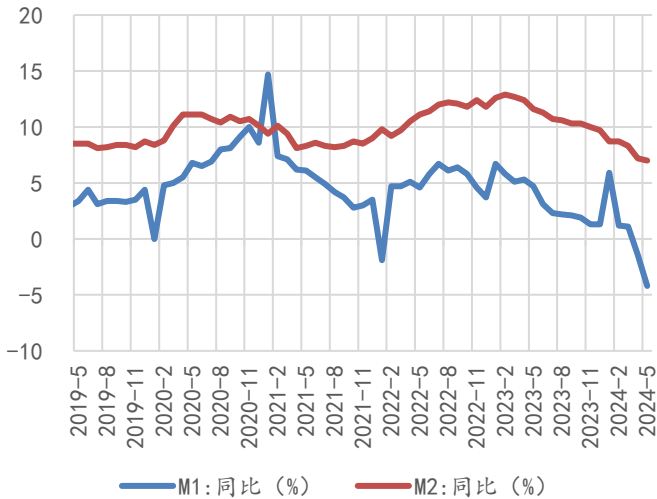
PPI 有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业两个分项同比增速相对较快。2024 年 5 月，我国 PPI 月度同比增速为-1.40%，较年初有所回升；PPI 生产资料分项月度同比增速从年初的-3.00%上升至-1.60%，PPI 生活资料分项月度同比增速从年初的-1.10%回升至-0.80%，PPI 有色金属冶炼及压延加工业分项月度同比增速从 0.60%抬升至 8.90%，PPI 有色金属矿采选业分项月度同比增速从 6.90%回升至 13.50%。

图 12：我国 PPI 当月同比 (%)



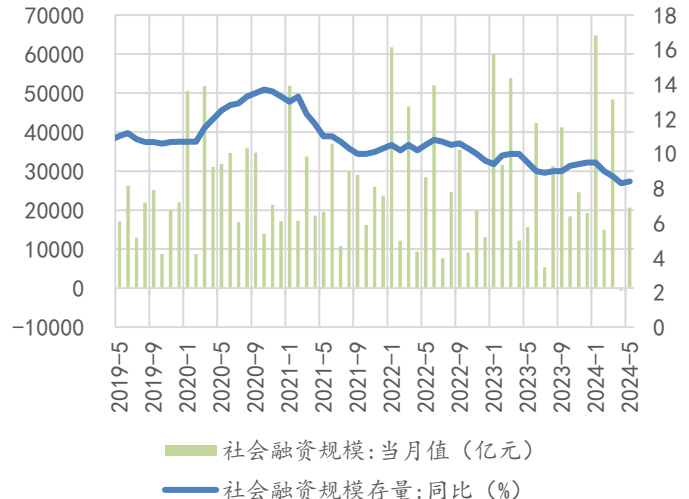
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 13：我国 M1 和 M2 增速



资料来源：中国人民银行，中原证券研究所

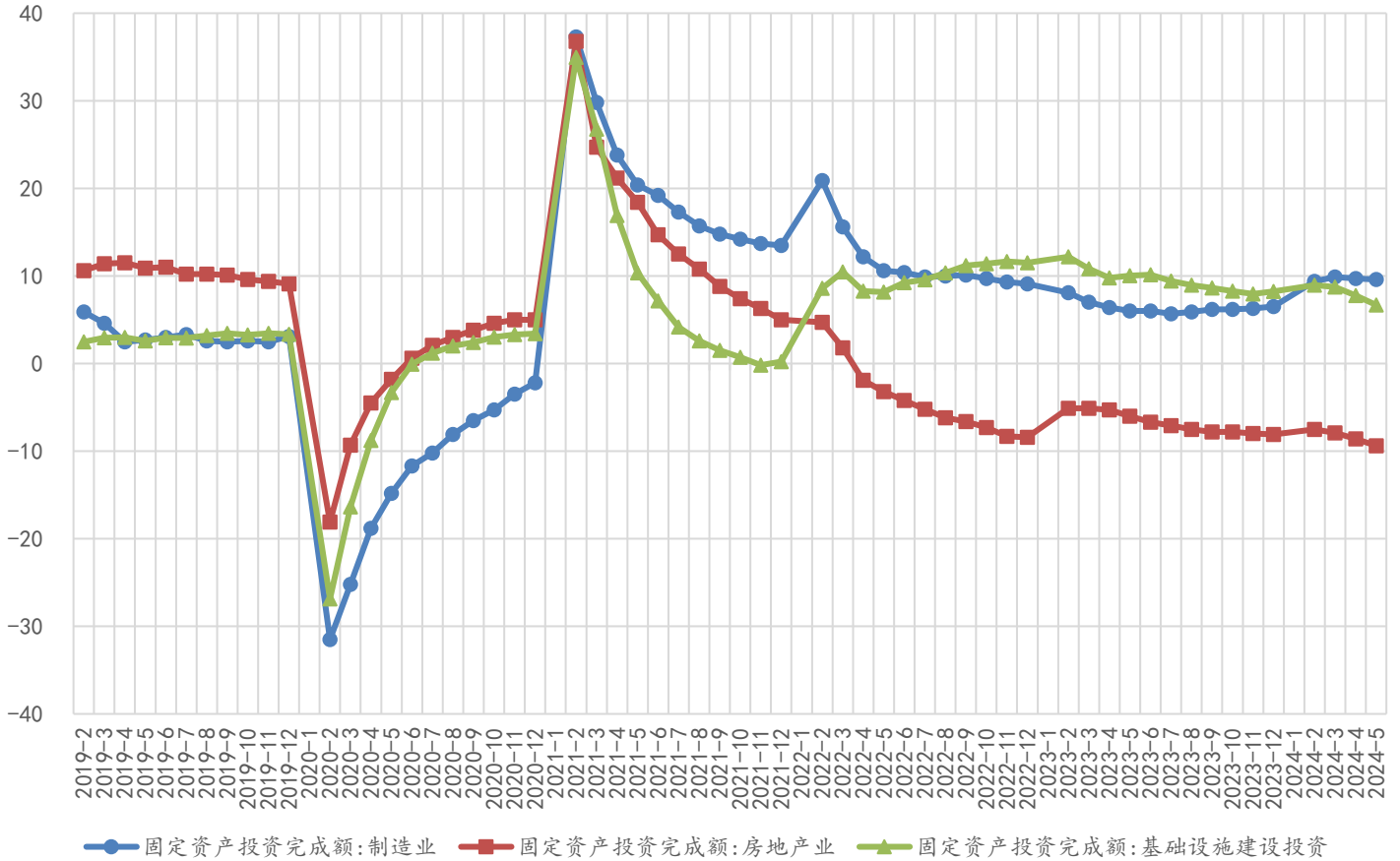
图 14：我国月度社会融资规模及存量同比增速



资料来源：中国人民银行，中原证券研究所

制造业、基建固定资产投资完成额累计同比增速保持增长，房地产增速有所回落。2024年1-5月，我国制造业、房地产业、基础设施建设投资固定资产投资完成额累计同比增速分别为9.60%、-9.40%、6.68%。

图 15：我国固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

2. 有色金属行业 2024 年前 5 个月情况回顾

受到美联储持续维持高利率、国际宏观经济、国际局势复杂多变等因素影响，2024 年前 5 个月基本金属普遍呈现先跌后涨走势，黄金价格震荡上行。2024 年年初，受到美联储放缓降息预期增强、宏观经济下行等因素影响，基本金属价格普遍下跌，但随后由于美联储降息预期有所增强、宏观经济数据回暖等因素，基本金属价格普遍回升；黄金价格受到各国央行持续购金、美债上限问题、地缘政治冲突等因素影响，一度冲击历史最高价并维持高位震荡。截至 5 月 31 日，基本金属与黄金价格普遍收涨，COMEX 黄金价格年初以来涨幅达 12.27%，COMEX 白银价格上涨 27.45%，LME 铜价格上涨 17.64%，LME 铝价格上涨 11.37%，LME 铅价格上涨 9.91%，LME 锌价格上涨 12.30%，LME 镍价格上涨 18.26%，LME 锡价格上涨 28.31%。

表 1：LME 和 SHFE 基本金属价格及涨跌幅（截至 2024 年 5 月 31 日）

名称	报价单位	收盘价	5 月涨跌幅 (%)	年初以来涨跌幅 (%)
LME 铜	美元/吨	10069.00	0.78	17.64
SHFE 铜	人民币元/吨	82500.00	0.89	19.62
LME 铝	美元/吨	2655.00	2.45	11.37
SHFE 铝	人民币元/吨	21535.00	4.51	10.49
LME 铅	美元/吨	2273.50	2.55	9.91
SHFE 铅	人民币元/吨	18840.00	8.71	18.79
LME 锌	美元/吨	2985.00	2.02	12.30
SHFE 锌	人民币元/吨	24890.00	6.50	15.71
LME 镍	美元/吨	19635.00	2.06	18.26
SHFE 镍	人民币元/吨	151650.00	5.35	18.32
LME 锡	美元/吨	32610.00	4.47	28.31
SHFE 锡	人民币元/吨	274950.00	5.20	29.75

资料来源：Wind，中原证券研究所

表 2：黄金、白银及美元指数收盘价及涨跌幅（截至 2024 年 5 月 31 日）

名称	报价单位	收盘价	5 月涨跌幅 (%)	年初以来涨跌幅 (%)
COMEX 黄金连续	美元/金衡盎司	2326.10	1.51	12.27
沪金连三	人民币元/克	559.14	1.15	15.94
COMEX 白银连续	美元/金衡盎司	30.40	15.19	27.45
沪银连三	人民币元/千克	8241.00	16.81	36.87
美元指数	—	104.63	-1.60	3.21

资料来源：Wind，中原证券研究所

LME 铝和 SHFE 铜、铝、锌、锡库存较年初大涨。截至 5 月末，LME 铝库存年初以来上涨 103.38%；SHFE 铜库存年初以来涨幅达 3974.35%；SHFE 铝库存年初以来涨幅达 277.74%；SHFE 锌库存年初以来涨幅达 1901.81%；SHFE 锡库存年初以来涨幅达 182.60%。

表 3：LME 基本金属全球库存（截至 2024 年 5 月 31 日）

	LME 铜	LME 铝	LME 铅	LME 锌	LME 镍	LME 锡
5 月末库存量 (吨)	116,475	1,116,650	185,400	257,025	83,730	4,995
月度变动幅度	-0.77%	128.24%	-31.39%	0.84%	6.63%	3.52%
年初以来变动幅度	-30.38%	103.38%	36.62%	14.32%	30.71%	-35.00%

资料来源：Wind，中原证券研究所

表 4：SHFE 基本金属库存（截至 2024 年 5 月 31 日）

	SHFE 铜	SHFE 铝	SHFE 铅	SHFE 锌	SHFE 镍	SHFE 锡
5 月末库存量 (吨)	243,524	148,423	53,352	90,622	21,737	17,162
月度变动幅度	20.94%	17.58%	15.35%	18.11%	11.12%	9.91%
年初以来变动幅度	3974.35%	277.74%	11.38%	1901.81%	92.35%	182.60%

资料来源：Wind，中原证券研究所

小金属价格普遍上涨，锂价格有所下滑。截至 2024 年 5 月 31 日，碳酸锂及金属（锂 \geq 99%）价格年初以来分别上涨 9.31%和-12.95%；钨精矿与仲钨酸铵价格分别较年初上涨 25.16%和 28.53%；钼精矿和钼铁价格年初以来分别上涨 22.72%和 17.45%。

表 5：小金属价格及涨跌幅（截至 2024 年 5 月 31 日）

	钨精矿	仲钨酸铵	钼精矿	钼铁	伦敦钴锭	钴： \geq 99.8%	碳酸锂 99.5%	锂 \geq 99%	海绵钛
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	美元/磅	元/吨	元/吨	万元/吨	元/千克
10 月末价格	153,000	232,000	3,900	249,000	23	226,000	105,880	84	51
月度涨跌幅	6.62%	11.54%	8.79%	7.79%	0.00%	6.05%	-5.31%	1.20%	-3.42%
年初以来涨跌幅	25.16%	28.53%	22.72%	17.45%	0.00%	2.31%	9.31%	-12.95%	0.79%

资料来源：Wind，中原证券研究所

稀土氧化物价格普遍较年初有所下跌，氧化铈价格较年初上涨。截至 2024 年 5 月 31 日，氧化镨、氧化钆、氧化铽、氧化镱、氧化镨钆延续去年跌势，年初以来跌幅分别为 17.63%、16.70%、20.08%、23.19%和 16.17%；氧化铈价格较年初上涨 20.00%。

表 6：稀土价格及涨跌幅（截至 2024 年 5 月 31 日）

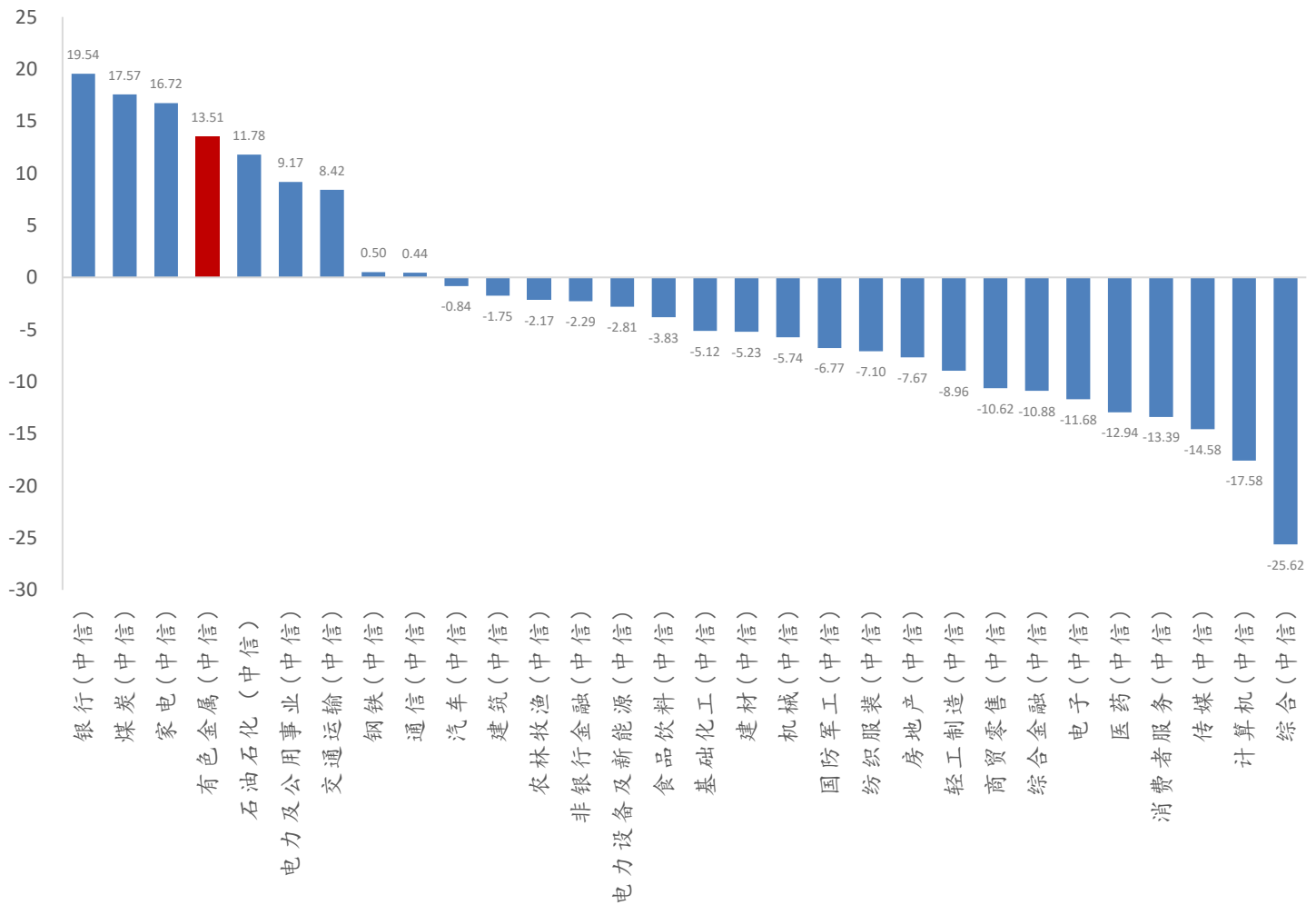
	氧化镧	氧化铈	氧化镨	氧化钆	氧化铽	氧化镱	氧化镨钆	氧化钪钪
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/公斤	元/公斤	元/吨	元/吨
10 月末价格	3,000	6,000	369,000	369,000	5,910	1,905	363,000	42,000
月度涨跌幅	0.00%	0.00%	-7.98%	-7.98%	-9.49%	-4.99%	-7.40%	0.00%
年初以来涨跌幅	0.00%	20.00%	-17.63%	-16.70%	-20.08%	-23.19%	-16.17%	0.00%

资料来源：Wind，中原证券研究所

2.1. 有色板块行情回顾

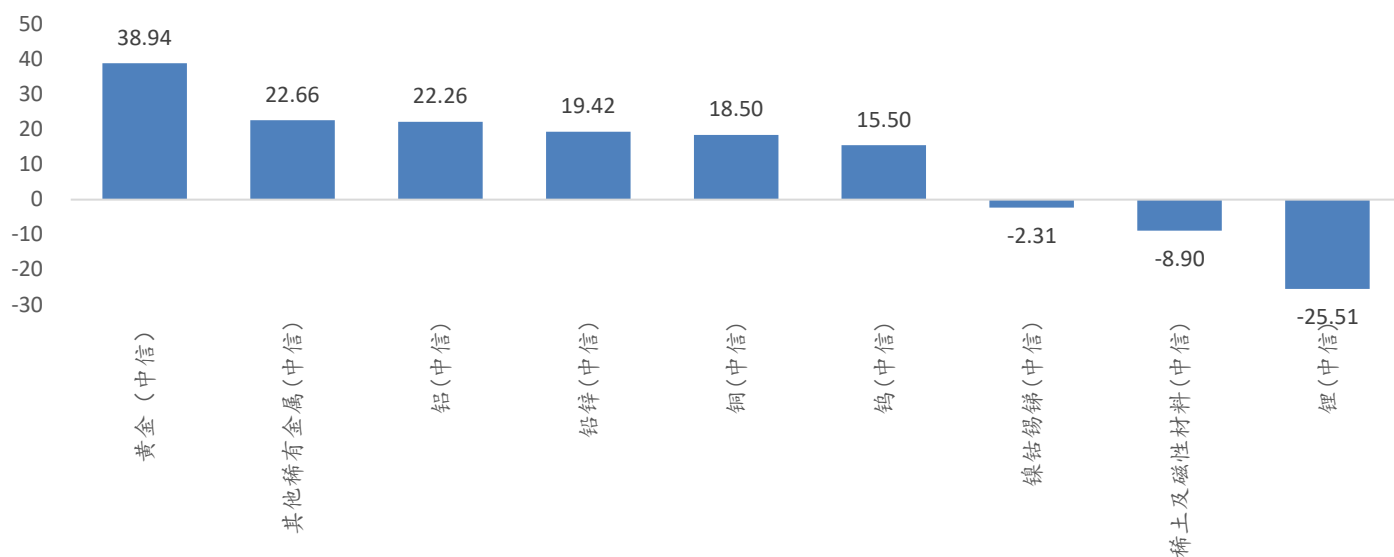
截至 2024 年 5 月 31 日，年初以来，沪深 300 上涨 4.31%，有色板块上涨 13.51%，在 30 个行业中排名第 4，表现较好。有色子行业中，黄金（38.94%）、其他稀有金属（22.66%）、铝（22.26%）、铅锌（19.42%）、铜（18.50%）、钨（15.50%）、镍钴锡锑（-2.31%）、稀土及磁性材料（-8.90%）、锂（-25.51%）。有色个股方面，57 家上涨，67 家下跌。

图 16: A 股各行业 2024 年初至 5 月 31 日涨跌幅 (%)



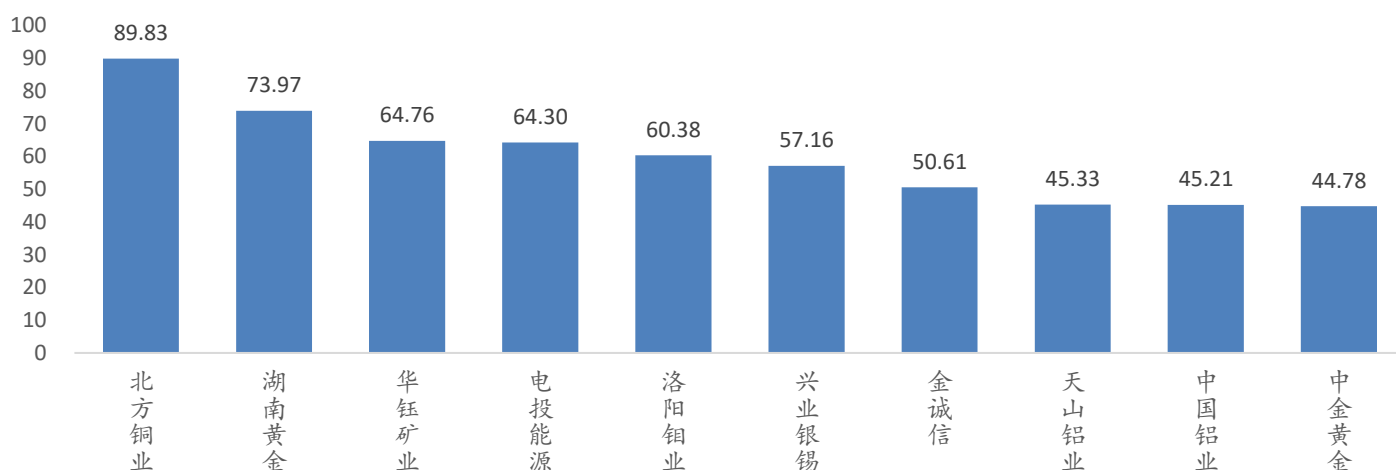
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 17: 有色子行业 2024 年初至 5 月 31 日涨跌幅 (%)



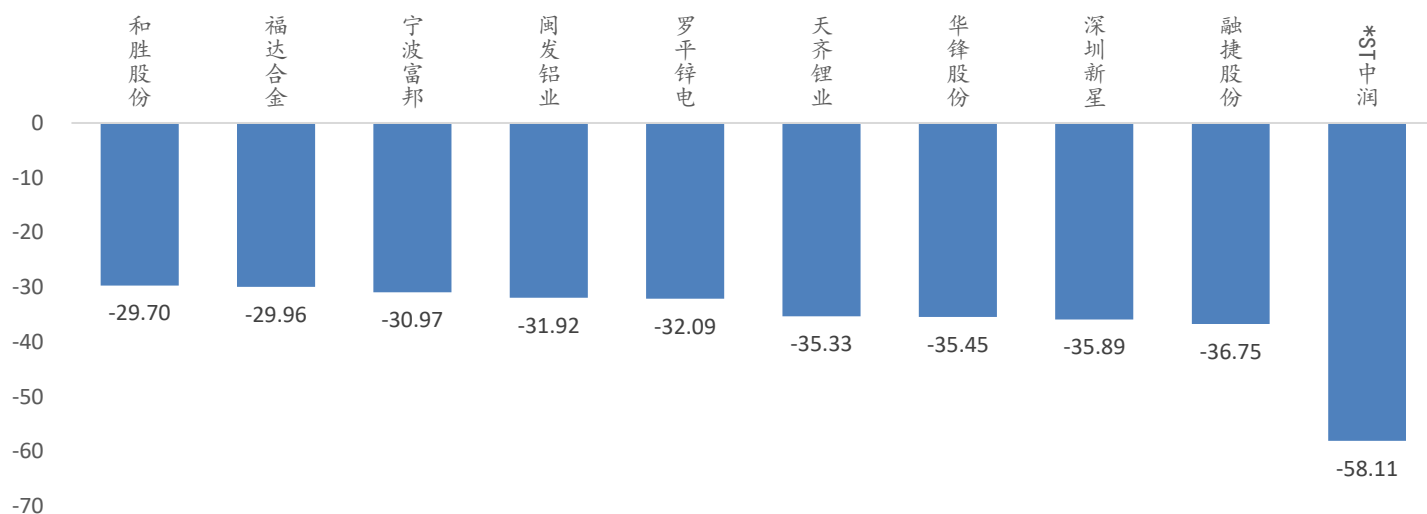
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 18: 有色板块公司 2024 年初至 5 月 31 日涨幅前 10 名 (%)



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 19: 有色板块公司 2024 年初至 5 月 31 日涨幅居后 10 名 (%)



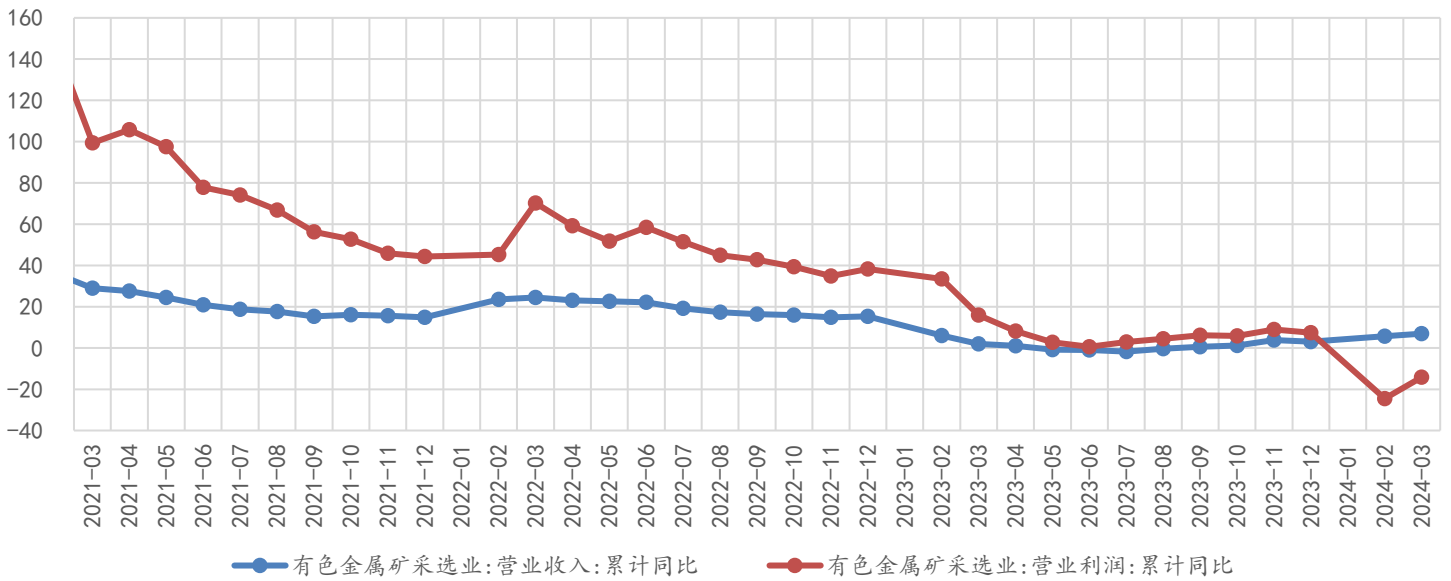
资料来源: Wind, 中原证券研究所

2.1. 上游盈利水平相较去年同期降幅较明显，下游盈利同比增速大幅提升

受到美联储维持高利率、欧美滞胀预期增强、国际局势复杂多变等因素影响，2024年第一季度，有色金属行业上游盈利水平相较去年同期降幅较明显。行业上游营收实现增长，盈利同比增速收窄。截至一季末，有色金属矿采选业营业收入达810.90亿元，同比增长7.00%，营业利润达165.10亿元，同比增长-14.20%。

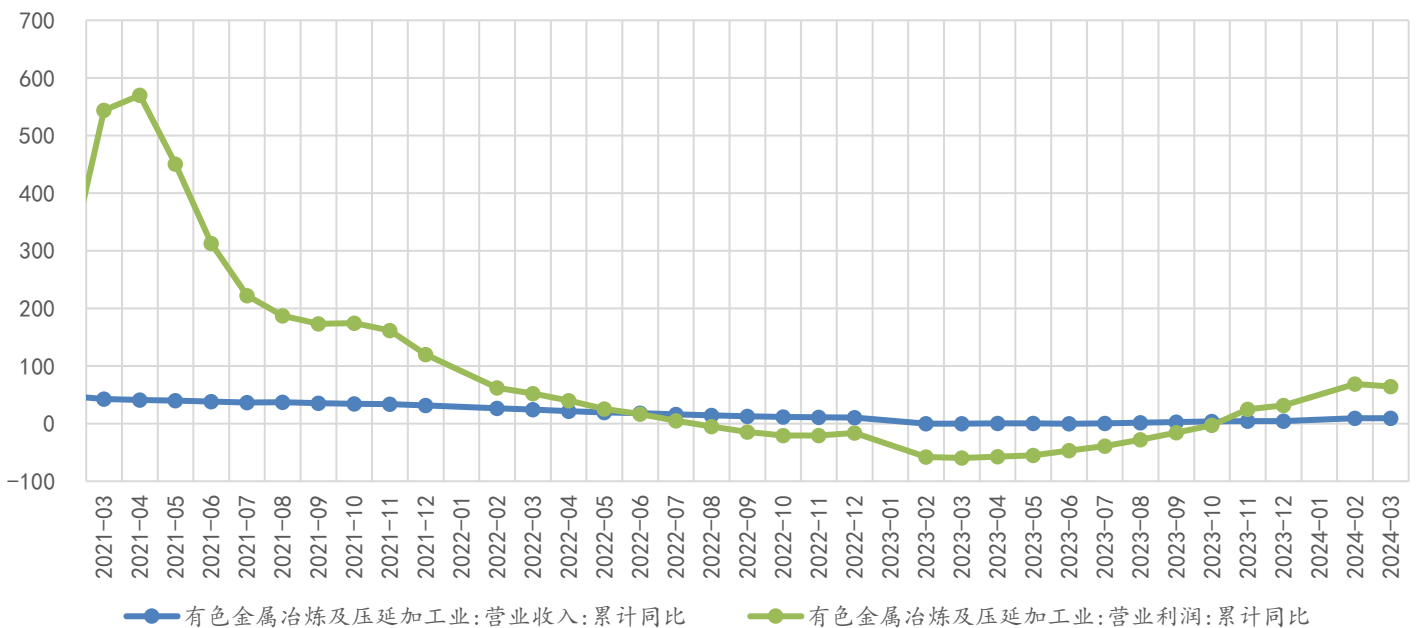
行业中下游营收实现增长，盈利同比增速大幅提升。截至一季末，有色金属冶炼及压延加工行业营业收入达18290.30亿元，同比增长9.50%，营业利润达468.30亿元，同比上涨64.40%。

图 20：全国有色金属矿采选业营收和利润总额累计同比增速（%）



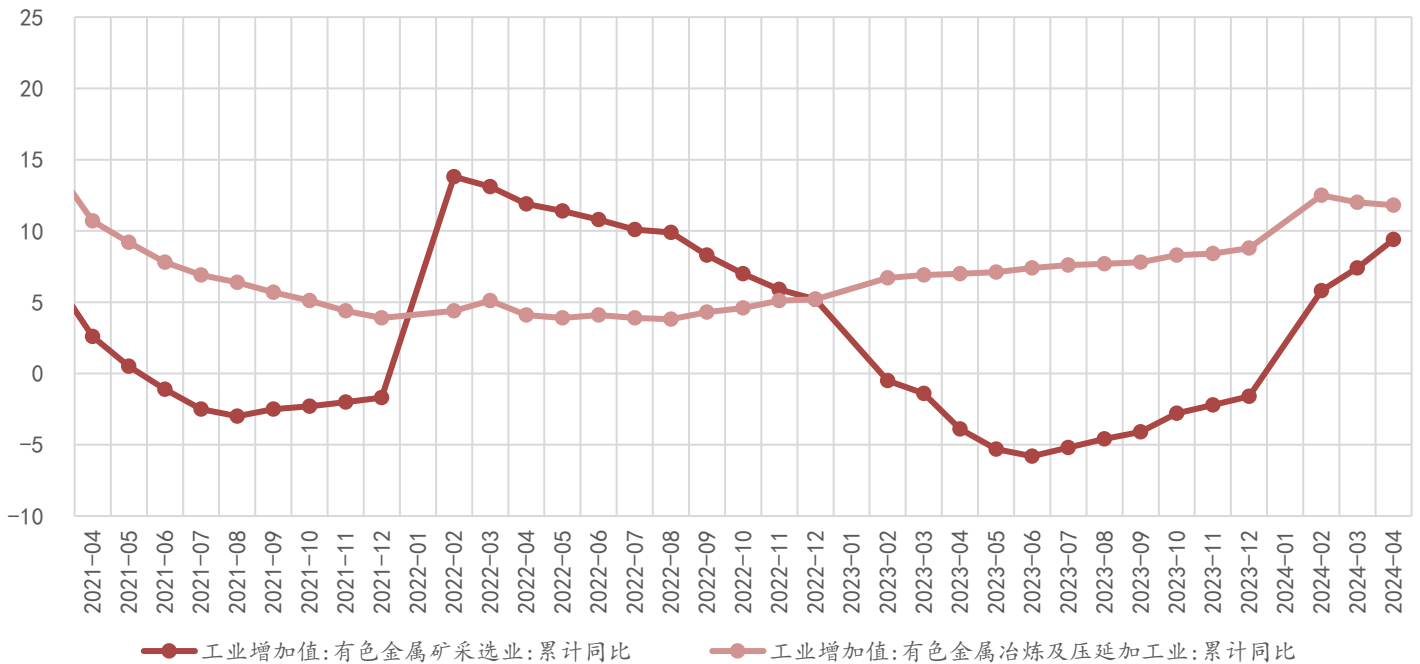
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 21：全国有色金属冶炼及压延加工业营收和利润总额累计同比增速（%）



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 22: 全国有色金属矿采选业、冶炼及压延加工业的工业增加值累计同比增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 中原证券研究所

2.2. 基本金属和黄金板块盈利增速普遍较好, 稀有金属板块业绩分化明显

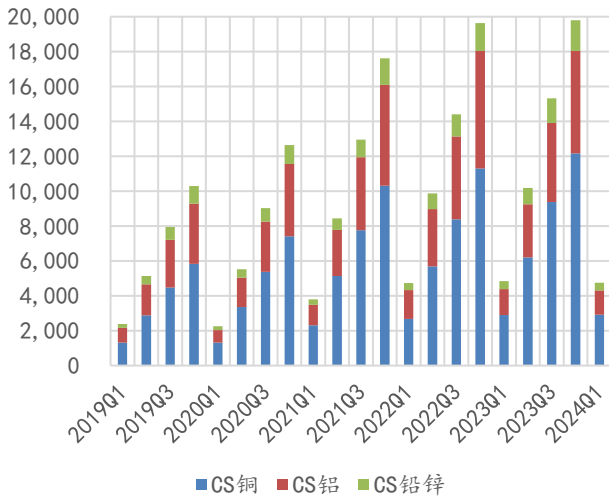
2.2.1. 2024Q1 基本金属板块盈利普遍实现正增长

铜板块营收和盈利保持稳步提升。2024 年 Q1 铜板块营收为 2919.34 亿元, 同比增长 0.71%; 归母净利润为 50.40 亿元, 同比增长 11.99%。

铝板块营收增速为负增长, 盈利同比增速实现增长。2024 年 Q1 铝板块营收为 1395.97 亿元, 同比增长-6.30%; 归母净利润为 98.44 亿元, 同比增长 13.66%。

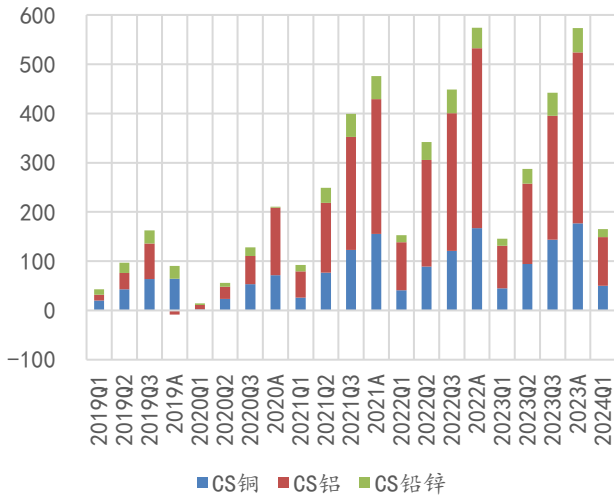
铅锌板块营收增速为负增长, 盈利同比增速增长较快。2024 年 Q1 铅锌板块营收为 439.24 亿元, 同比增长-2.37%; 归母净利润为 16.45 亿元, 同比增长 17.34%。

图 23：近年基本金属板块营业总收入（亿元）



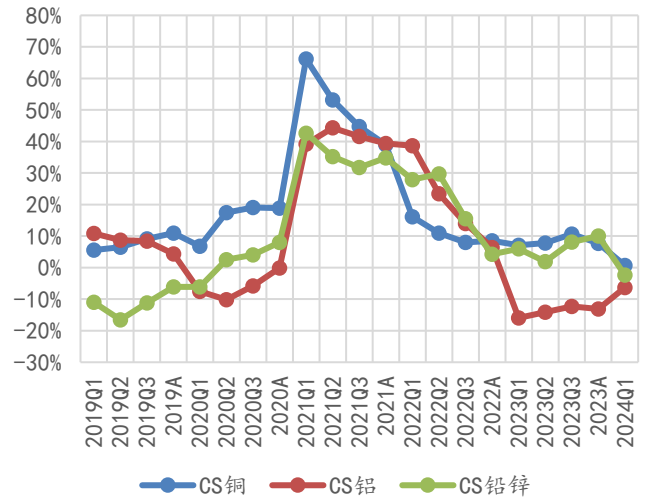
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 25：近年基本金属板块归母净利润（亿元）



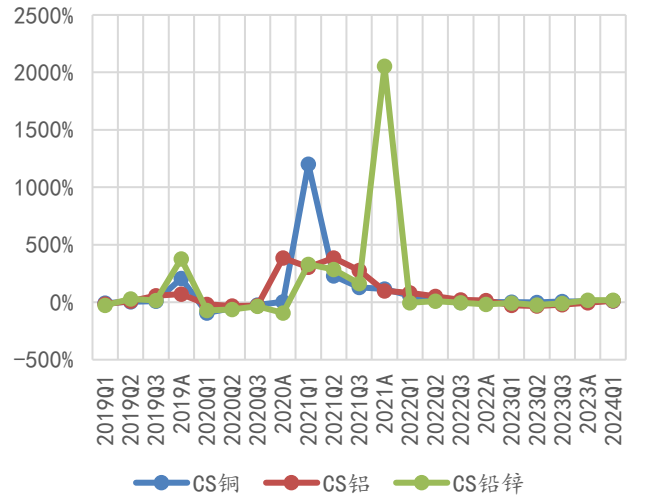
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 24：近年基本金属板块营业总收入增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 26：近年基本金属板块归母净利润增速

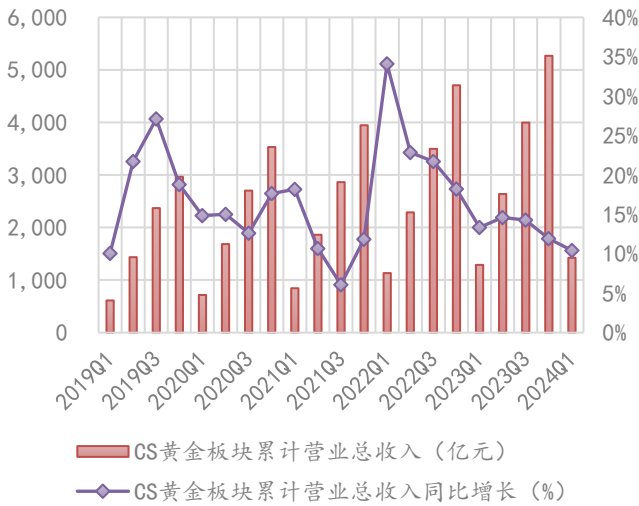


资料来源：Wind，中原证券研究所

2.2.2. 2024Q1 黄金板块营收增速稳步提升，归母净利增速有所加快

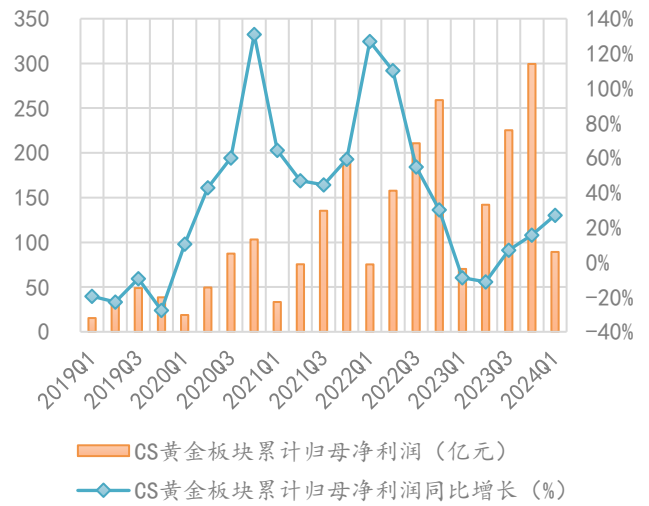
受到央行持续购金、国际局势复杂多变等因素影响，2024Q1 黄金板块营收增速稳步提升，归母净利增速有所加快。2024Q1 黄金板块累计营收为 1423.27 亿元，同比增长 12.91%；归母净利润为 89.28 亿元，同比增长 27.03%。

图 27：近年贵金属板块营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 28：近年贵金属板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

2.2.3. 2024Q1 稀有金属板块营收、盈利分化较明显

稀土板块营收同比增速降幅扩大，盈利增速下降较明显。2024Q1 稀土及磁性材料板块累计营收为 194.66 亿元，同比增长-38.81%；归母净利润为-3.34 亿元，同比增长-119.27%。

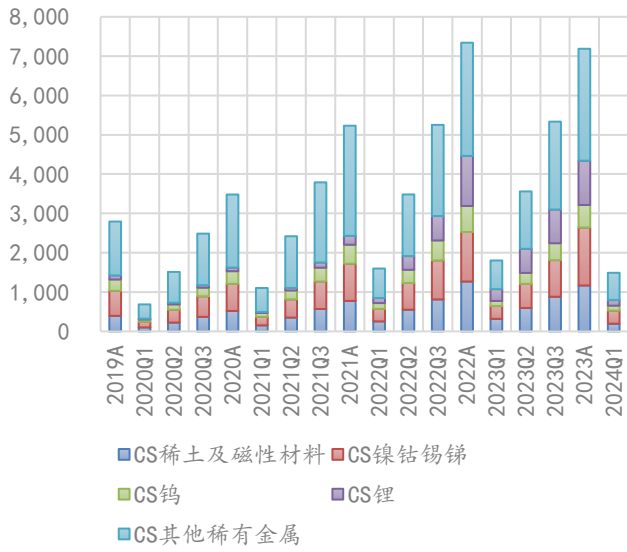
镍钴锡铋板块营收同比增速由负转正，盈利改善明显。2024Q1 镍钴锡铋板块累计营收为 333.57 亿元，同比增长 2.23%；归母净利润为 15.43 亿元，同比增长 16.88%

钨板块营收同比增速降幅收窄，盈利同比增速降幅扩大。2024Q1 钨板块累计营收为 125.72 亿元，同比增长-2.01%；归母净利润为 4.97 亿元，同比增长-13.79%。

锂板块营收同比增速降幅扩大，盈利同比增速降幅明显。2024Q1 锂板块累计营收为 142.17 亿元，同比增长-52.98%；归母净利润为-37.12 亿元，同比增长-139.82%。

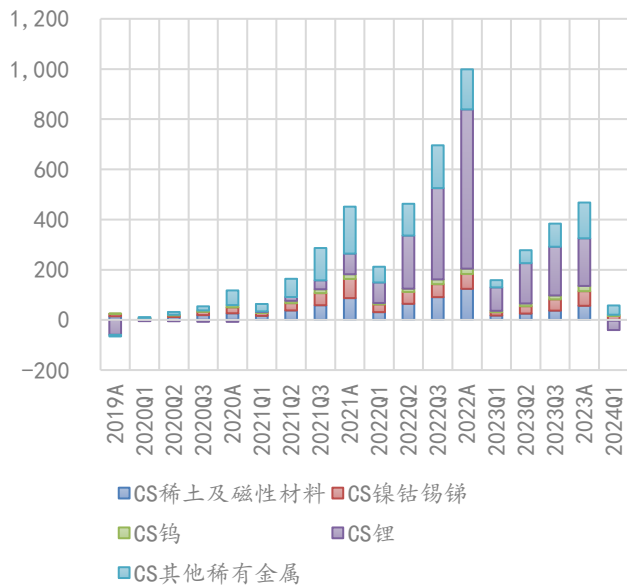
其他稀有金属板块营收同比增速维持负增长，盈利同比增速改善明显。2024Q1 其他稀有金属板块累计营收为 693.96 亿元，同比增长-4.74%；归母净利润为 37.07 亿元，同比增长 28.73%。

图 29: 近年稀有金属板块营业总收入 (亿元)



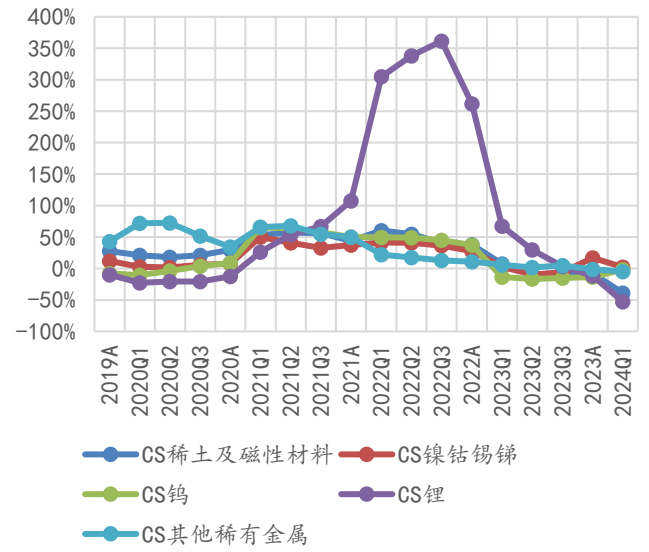
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 31: 近年稀有金属板块归母净利润 (亿元)



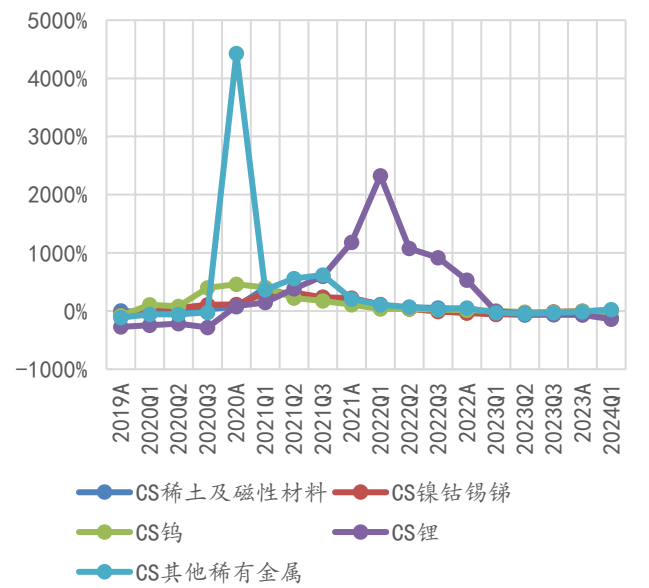
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 30: 近年稀有金属板块营业总收入增速



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 32: 近年稀有金属板块归母净利润增速

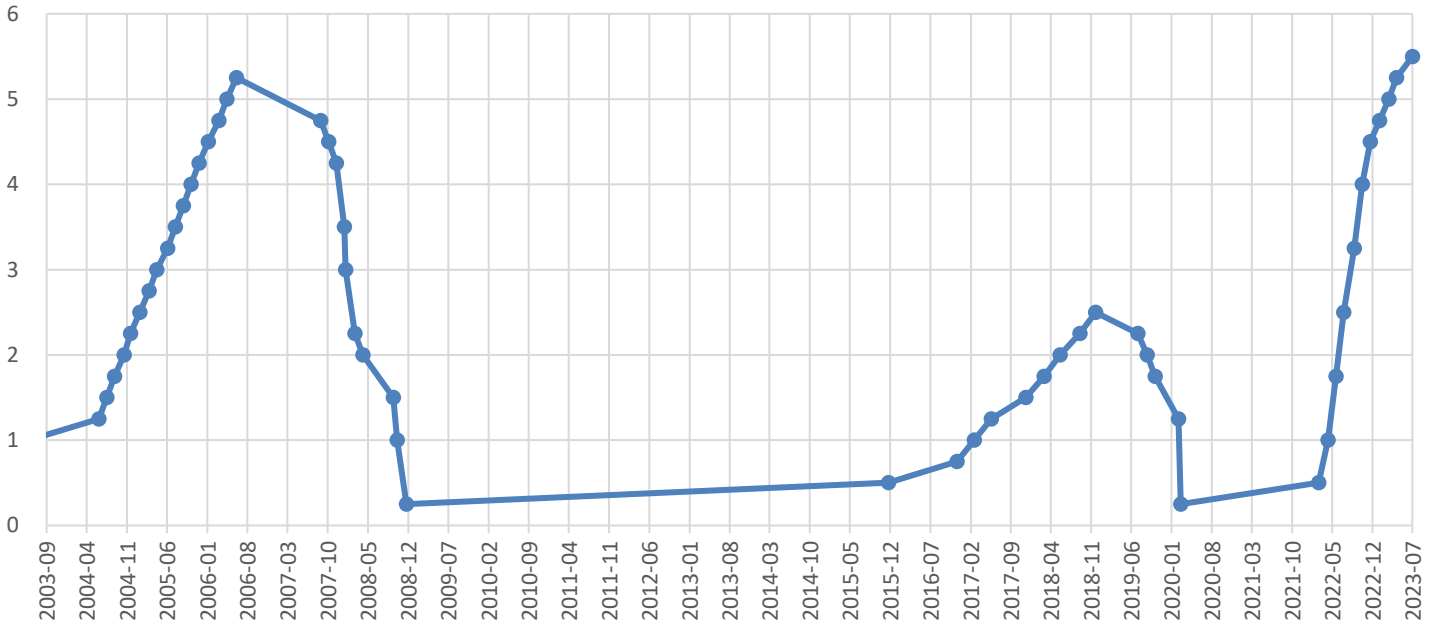


资料来源: Wind, 中原证券研究所

3. 黄金：全球央行持续购金，国际局势复杂多变，黄金配置优势凸显

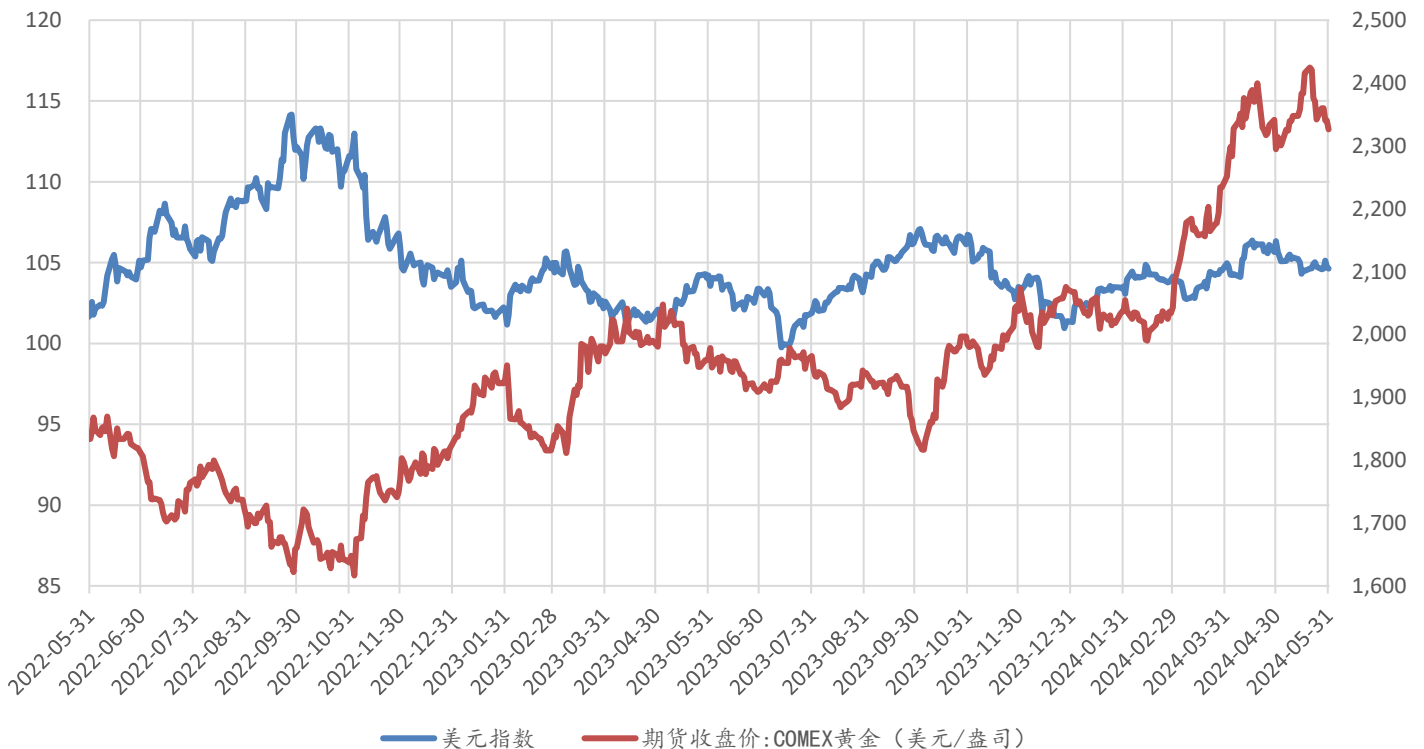
美国通胀增速有所回落但仍保持一定增速，黄金价格呈现震荡上行格局。截至 2024 年 5 月 31 日，美联储本轮加息自 2023 年 7 月以来持续维持利率不变。截至 2024 年 5 月 31 日，COMEX 黄金期货收盘价为 2326.10 美元/盎司，较年初上涨 12.27%。

图 33：美国联邦基金目标利率 (%)



资料来源：美联储，中原证券研究所

图 34：美元指数与 COMEX 黄金价格走势 (美元/金衡盎司)

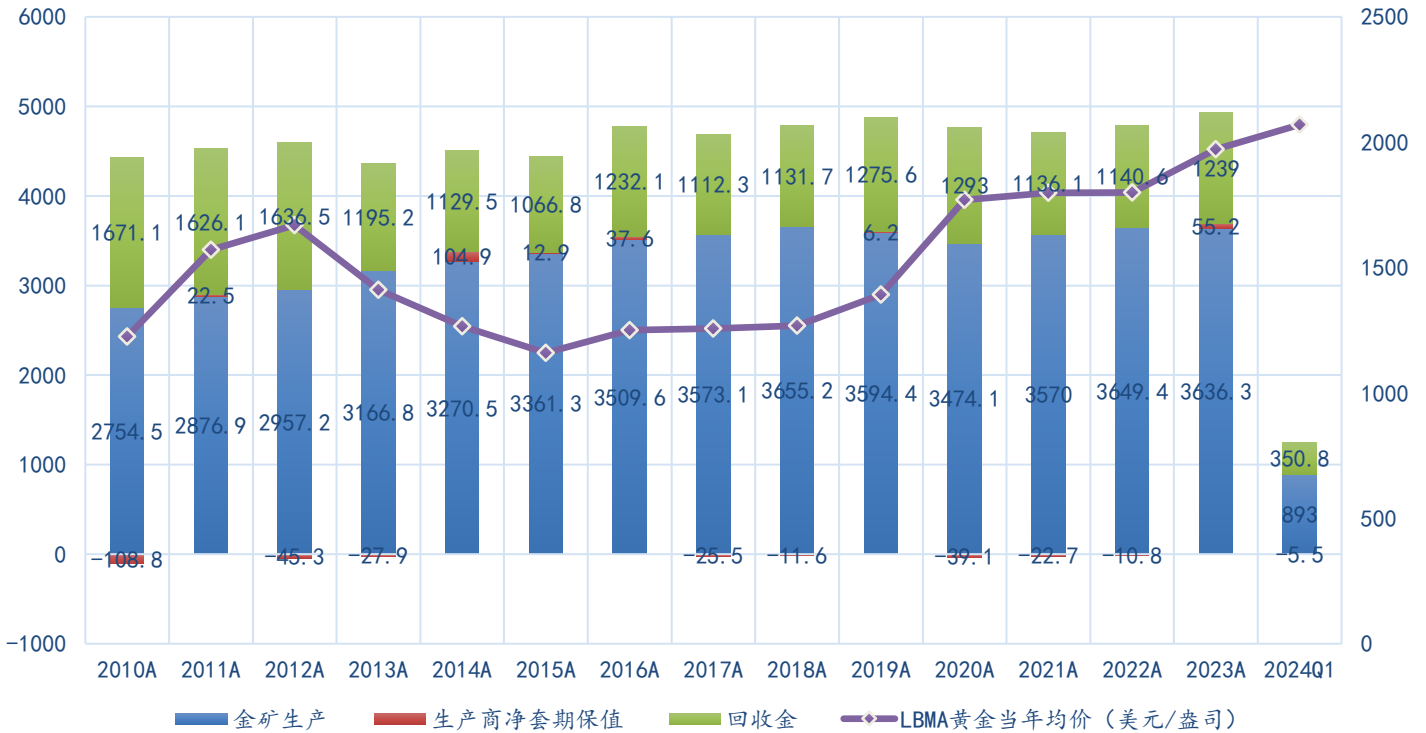


资料来源：Wind，中原证券研究所

3.1. 供给：2024 年 Q1 世界黄金总供应量同比实现增长

世界矿山产金保持增长，再生金产量同比增速有所提升。2024 年 Q1，世界矿山产金为 893.0 吨，同比增长 4.43%，为历史最高的第一季度；高金价则推动再生金供应同比上升，再生金产量 350.8 吨，同比增长 12.47%。黄金总供应量为 1238.3 吨，同比增长 2.64%。

图 35：近年来世界黄金产量（吨）

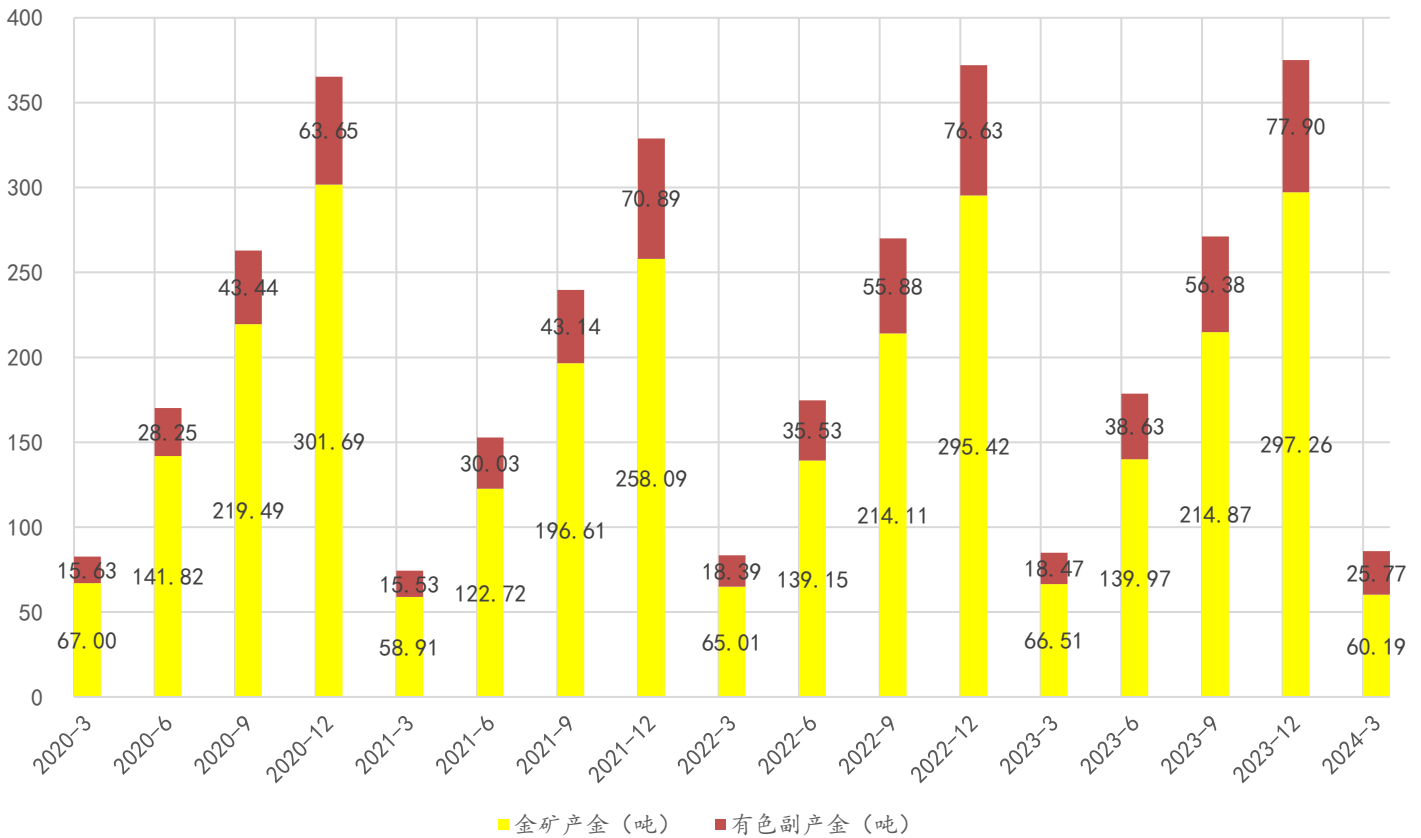


资料来源：ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, 中原证券研究所

2024 年一季度，我国黄金产量稳步提升。根据中国黄金协会的数据，2024 年一季度，国内原料黄金产量为 85.959 吨，与 2023 年同期相比增产 0.987 吨，同比增长 1.16%，其中，黄金矿产金完成 60.191 吨，有色副产金完成 25.768 吨。另外，2024 年一季度进口原料产金 53.225 吨，同比增长 78.00%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 139.184 吨，同比增长 21.16%。

2024 年一季度，黄金价格强势上涨为黄金企业带来了新的发展机遇。在金价快速上涨生产经营成本保持相对稳定的情况下，企业盈利空间增加，金矿企业开展地质勘探和基建技改意愿加强，企业可以进一步降低入选品位，最大限度利用金矿资源，黄金产量进一步增长。黄金价格上涨还促使冶炼企业加大进口黄金原料采购力度，进口原料产金大幅增加。大型黄金企业（集团）境内矿山矿产金产量 32.011 吨，占全国的比重为 53.18%。紫金矿业、山东黄金和赤峰黄金等企业境外矿山实现矿产金产量 16.339 吨，同比增长 13.50%。

图 36：近年来我国金矿产金和有色副产金产量累计值



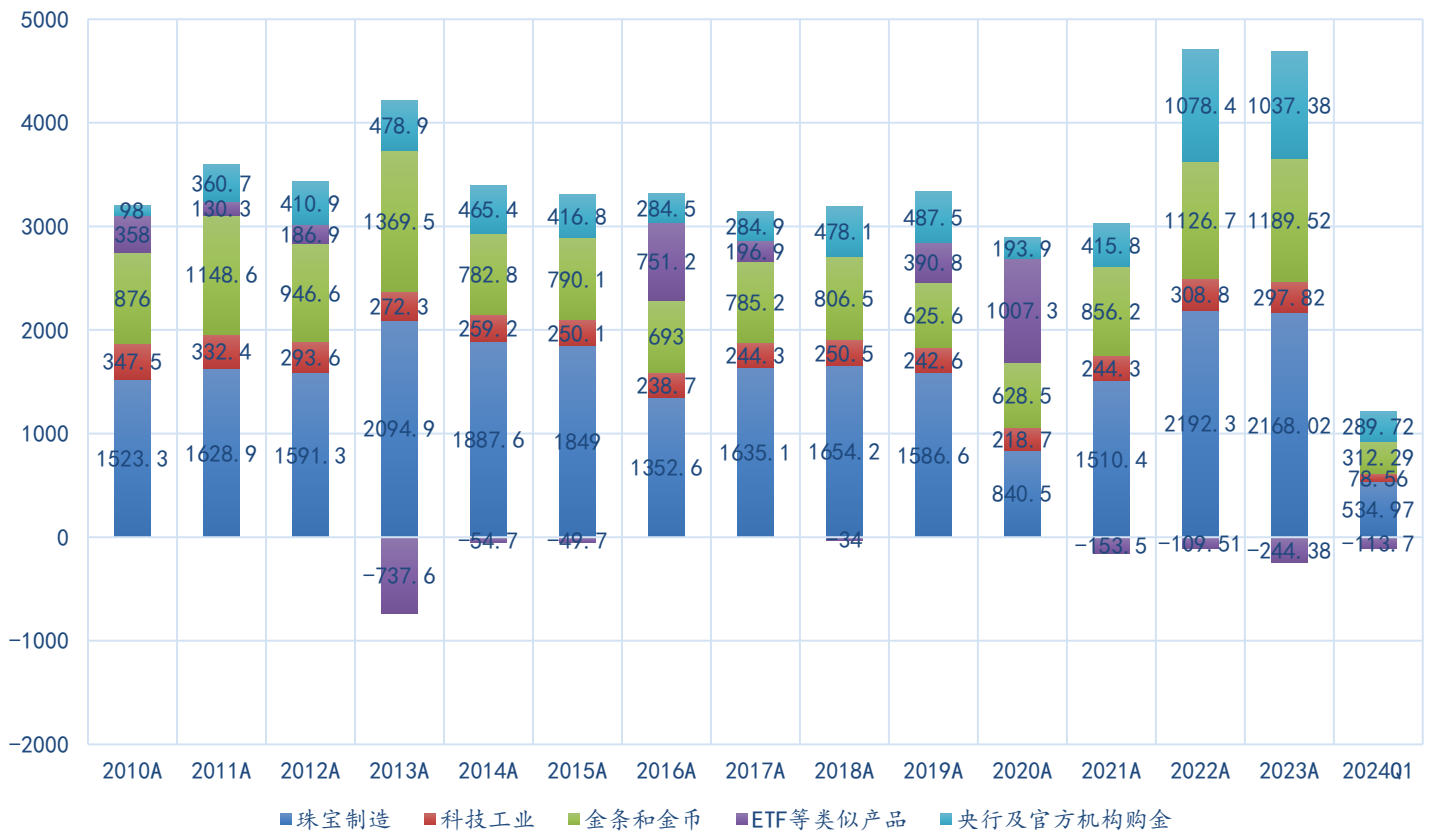
资料来源：中国黄金协会，中原证券研究所

3.2. 需求：2024 年 Q1 全球央行购金需求继续增长

2024 年 Q1 全球央行购金需求继续增长，我国央行购金数量位居世界第一。根据世界黄金协会统计，2024 年 Q1 全球珠宝制造、金条和金币、央行及官方机构购金和科技工业需求占比分别为 40.25%、23.49%、21.80%和 5.91%，需求量分别为 534.97、312.29、289.72 和 215.7 万吨。全球央行再度大举购金；金条和金币投资需求环比持平，同比上升 3%；但黄金 ETF 总持仓下降了 114 吨；全球金饰消费展现韧性，仅有 2% 的小幅同比下滑；金饰制造同比上涨 1%，金饰制造和金饰消费间的差值导致一季度库存增加 56 吨；科技用金需求出现了同比 10% 的复苏，主要由 AI 热潮推动。

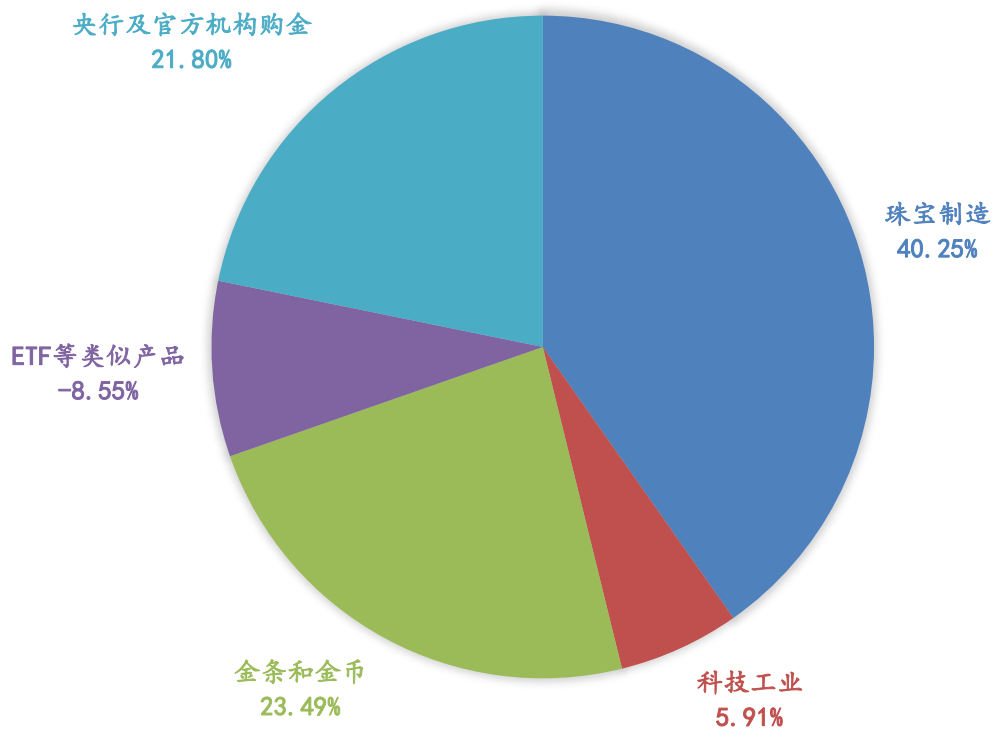
2024 年一季度，我国累计增持黄金 27.06 吨，截至 3 月末，我国黄金储备为 2262.47 吨。2022 年 11 月至 2024 年 3 月，我国连续十七个月增持黄金。

图 37: 近年来世界黄金需求 (吨)



资料来源: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, 中原证券研究所

图 38: 2024 年 Q1 全球黄金需求占比



资料来源: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, 中原证券研究所

受到国际局势复杂多变、宏观经济下行、地缘政治冲突等因素影响，根据中国黄金协会数据统计，2024年一季度，全国黄金消费量308.905吨，与2023年同期相比增长5.94%。其中：黄金首饰183.922吨，同比下降3.00%；金条及金币106.323吨，同比增长26.77%；工业及其他用金18.660吨，同比增长3.09%。2024年一季度，高金价对黄金消费影响出现两极分化。快速上涨的黄金价格，叠加黄金首饰加工费和品牌溢价高等因素，消费者观望情绪增强，使得黄金首饰消费在一定程度上受到了抑制，黄金首饰零售商销售压力增加。金价高企及巨幅波动使得黄金加工销售企业生产经营风险增大，批发零售企业进货变得谨慎，首饰加工企业原料成本上升、出货量下降，部分中小型加工企业甚至停工放假。相比之下，由于避险需求的激增，实物黄金投资获得较高关注，溢价相对较低的金条及金币消费大幅上涨。

2024年一季度，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量双边1.53万吨（单边0.76万吨），同比增长32.29%，成交额双边7.49万亿元（单边3.74万亿元），同比增长54.73%；上海期货交易所全部黄金品种累计成交量双边2.90万吨（单边1.45万吨），同比增长14.89%，成交额双边12.53万亿元（单边6.26万亿元），同比增长33.98%。3月份以来，黄金价格快速上涨，交易量环比大幅上升。为此，交易所采取了一定的市场风险控制措施。上海黄金交易所发布通知提高黄金延期合约交易保证金比例及涨跌幅度限制，上海期货交易所则对黄金期货品种实施交易限额，并上调黄金期货主力合约手续费。2024年一季度，受金价上涨提振，国内黄金ETF持有量上升至66.96吨，较2023年底61.47吨增长5.49吨，同比增长8.93%。

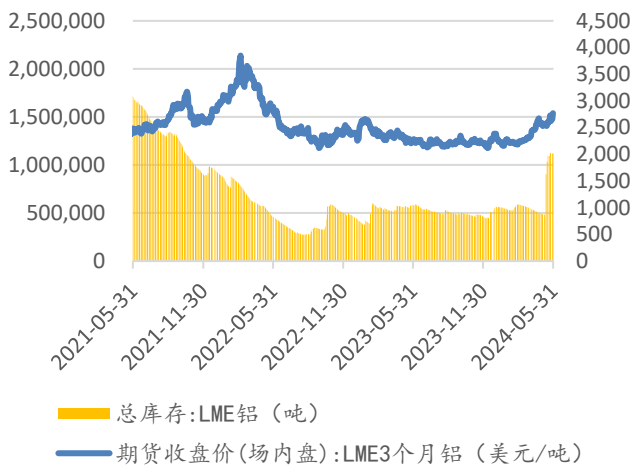
3.2.1. 黄金配置价值继续凸显

全球央行持续购金，国际局势复杂多变，黄金配置优势凸显。2024年1-5月，受到美联储加息不确定性增强、欧美经济滞胀预期增强、欧美银行风险事件冲击、国际局势复杂多变、地缘政治冲突等因素影响，全球资本市场波动加剧。诸多问题及挑战为世界经济的发展注入了许多不确定性，当前全球面临百年未有之大变局，国际货币体系可能面临变革，各国央行持续购金，去“美元化”和货币多极化趋势下，各国央行黄金储备仍有提升空间，且现阶段市场普遍预期美联储加息即将进入尾声，黄金配置价值继续凸显。建议持续关注国内控制金属矿产资源最多的有色金属行业龙头企业紫金矿业（601899）、黄金板块龙头企业山东黄金（600547）、国内唯一一家央企控股的黄金矿业上市公司中金黄金（600489）的投资机会。

4. 铝：建议关注绿电和低成本铝企

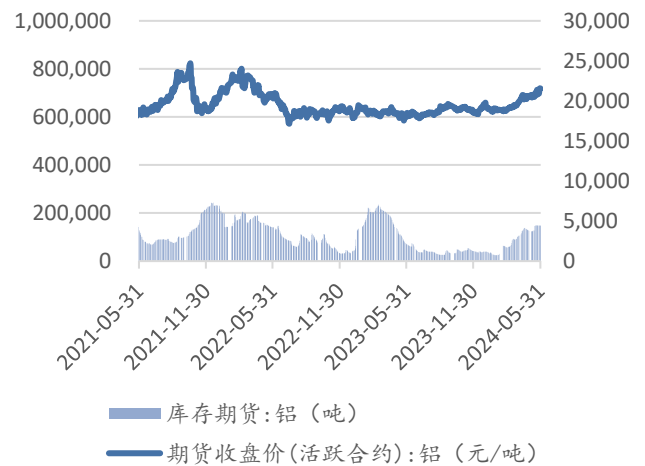
2024年1-5月，LME与SHFE铝价均呈现先跌后涨走势。受到美联储持续维持高利率不变、全球宏观经济下行等因素影响，1-2月LME铝与SHFE铝价均表现较为低迷，1月和2月LME与SHFE现货铝价均价分别为2194美元/吨、19040元/吨和2183美元/吨、18849元/吨。随后，由于国内外经济数据回暖、美联储降息预期增强、国内利好政策频出等多重因素影响，3-5月LME铝与SHFE铝价均呈现震荡上行走势。

图 39：LME 铝价及库存走势



资料来源：LME，中原证券研究所

图 40：SHFE 铝价及库存走势



资料来源：SHFE，中原证券研究所

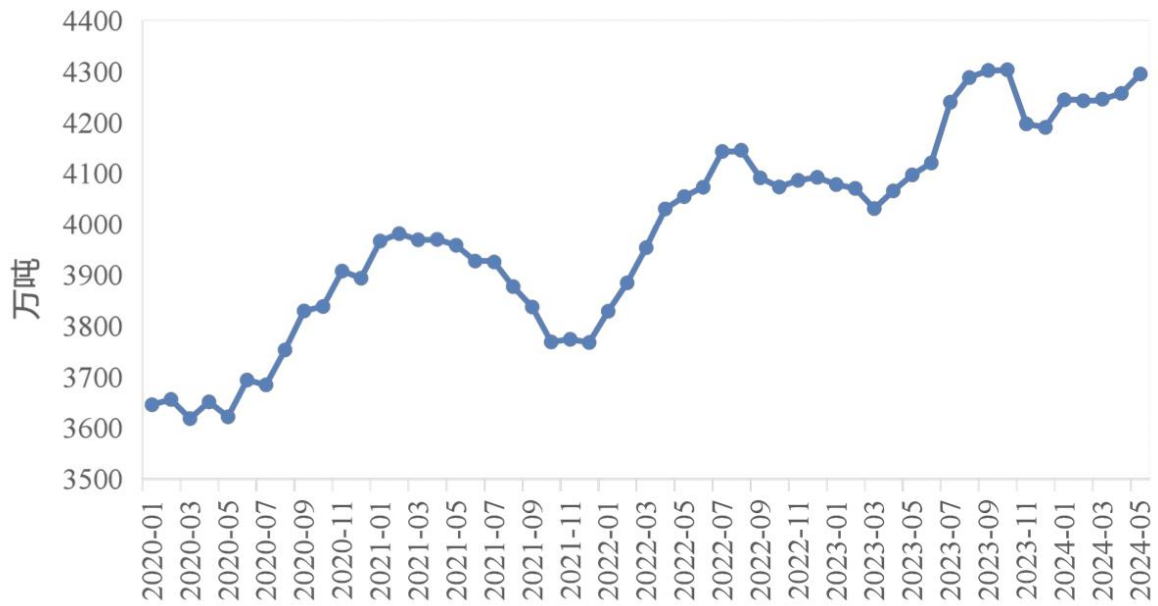
4.1. 供给：运行产能保持相对高位，原铝进口大幅增长

2024年1-5月我国氧化铝产量整体维持小幅波动。据安泰科统计，5月底全国氧化铝建成产能为10335万吨/年，运行产能8502万吨/年，开工率82.3%，环比增长0.7个百分点。4月中国氧化铝产量为722万吨，日均产量23.3万吨，较上月日均产量增长0.2万吨。

2024年1-5月我国电解铝产量整体维持小幅波动。根据安泰科统计，2024年5月，国内电解铝建成产能4445万吨/年，运行产能4287万吨/年，比上月小幅增长0.2%。5月份产量为364.8万吨，环比增长4.3%，同比增长4.8%，日均产量11.77万吨，环比小幅增长0.9%。复产方面，5月份云南地区降水量逐渐增加，水电供应较好。加之5月份电解铝行业处于全行业盈利阶段，国内电解铝企业运行产能不断增加，截至目前云南地区已完成70余万吨产能复产，预计6月底实现满产运行。

根据安泰科统计，2024年4月海外原铝日均产量7.99万吨，环比小幅下降0.1%，同比增长1.3%。从同比来看，除非洲有5.4%的降幅外，其余地区均实现同比增长，其中南美地区增幅最大，达到4.2%；从环比来看，各主要地区产量均呈环比下降，其中亚洲（除中国）地区降幅最大，达4.2%。

图 41：我国原铝折年率产量（万吨）



资料来源：安泰科，中原证券研究所

原铝进出口：据海关数据，2024年4月，我国原铝进口量为21.9万吨，环比减少12.4%，同比增长118.6%；2024年1-4月，原铝累计进口94.0万吨，同比增长191.9%，原铝主要进口来源国为俄罗斯、印度、中国、印度尼西亚、马来西亚等国家。其中，来源于俄罗斯的进口原铝总量约为10.7万吨，占总进口量的49.1%，仍然是中国进口原铝的主要来源，同比增加20.6%。2024年4月，我国原铝出口1.2万吨，同比增长197.9%；2024年1-4月，原铝累计出口1.4万吨，同比增长10.7%。

铝合金进出口：2024年4月中国铝合金进口量为12.5万吨，同比增加33.7%，环比增加29.8%。其中，马来西亚、泰国、越南是供应占比较大的国家。2024年4月中国铝合金出口量为1.34万吨，同比减少18.7%，环比减少23.6%。2024年1-4月中国铝合金进口量总计41.5万吨；2024年1-4月中国铝合金出口量总计7.2万吨。

废铝进出口：4月我国铝废料及碎料进口量为18.1万吨，环比下降2.3%，同比增加39.9%。马来西亚是第一大供应国，当月从马来西亚进口废铝2.9万吨，环比减少5.1%，同比增加59.3%。泰国是第二大供应国，当月从泰国进口废铝2.3万吨，环比减少4.7%，同比上升77.5%。

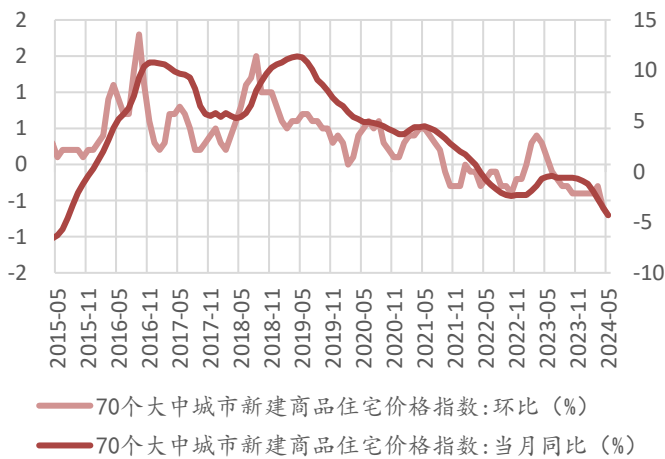
铝材进出口：2024年4月，我国铝材进口量为4.0万吨，环比增长14.3%，同比增长36.2%；2024年1-4月，铝材累计进口13.3万吨，同比增长16.4%。2024年4月，我国出口铝材49.2万吨，环比增长0.2%，同比增长12.4%；2024年1-4月，铝材累计出口190.1万吨，同比增长9.2%。

4.2. 需求：下游行业需求保持分化

4.2.1. 地产：房地产价格指数增速维持负增长

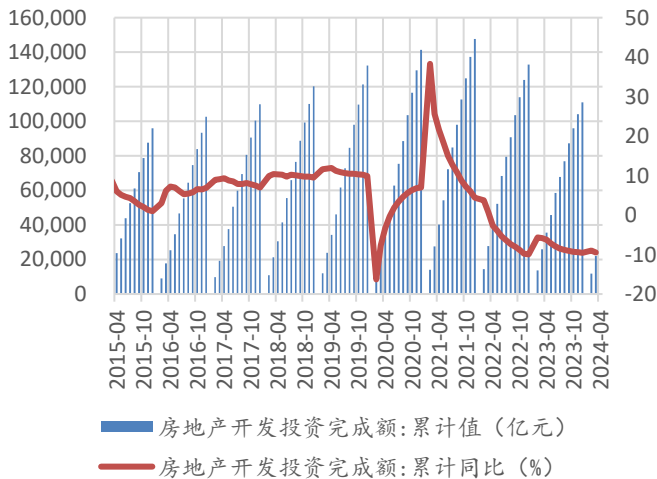
房地产价格指数增速维持负增长。2024年5月，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比下跌4.3%，环比下降0.7%；二手住宅价格指数同比下跌7.5%，环比下降1.0%。根据国家统计局数据，1—5月份，全国房地产开发投资40632亿元，同比下降10.1%；其中，住宅投资30824亿元，下降10.6%。1—5月份，房地产开发企业房屋施工面积688896万平方米，同比下降11.6%；其中，住宅施工面积481557万平方米，下降12.2%。房屋新开工面积30090万平方米，下降24.2%；其中，住宅新开工面积21760万平方米，下降25.0%。房屋竣工面积22245万平方米，下降20.1%；其中，住宅竣工面积16199万平方米，下降19.8%。1—5月份，新建商品房销售面积36642万平方米，同比下降20.3%，其中住宅销售面积下降23.6%。新建商品房销售额35665亿元，下降27.9%，其中住宅销售额下降30.5%。5月末，商品房待售面积74256万平方米，同比增长15.8%。其中，住宅待售面积增长24.6%。

图 42：70 个大中城市新建商品住宅价格指数增速



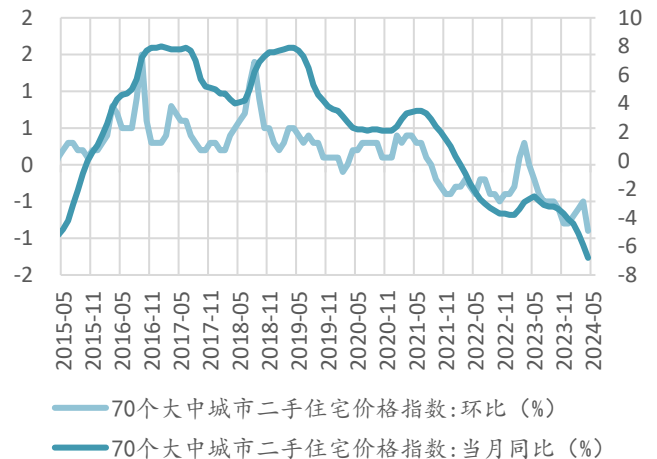
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 44：房地产开发投资完成额及增速



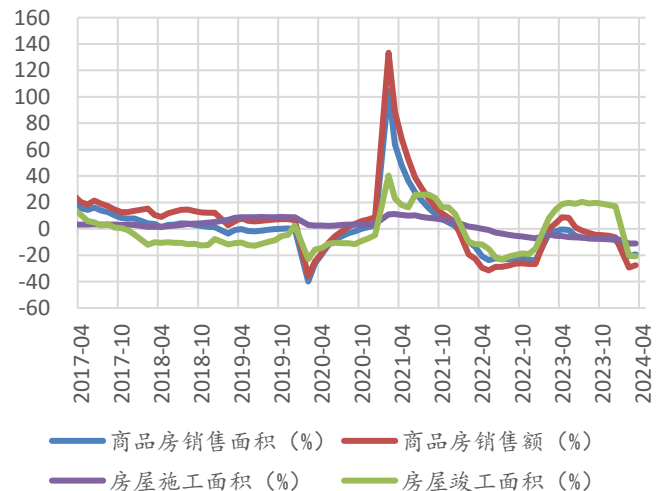
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 43：70 个大中城市二手商品住宅价格指数增速



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 45：商品房销售面积和销售额同比增速



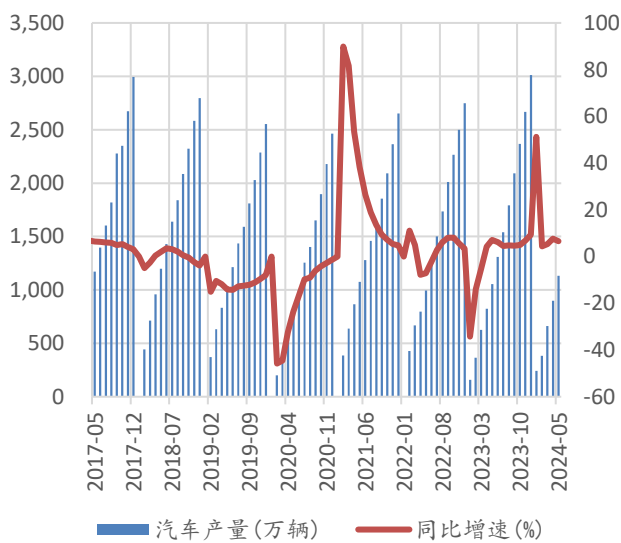
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

4.2.2. 汽车：汽车产销累计同比保持增长，新能源汽车产销累计同比保持较快增长

汽车累计产销同比保持增长。根据汽车工业协会的数据,5月,我国汽车产销分别完成237.2万辆和241.7万辆,同比分别增长1.7%和1.5%。1—5月,我国汽车产销量达1138.4万辆和1149.6万辆,同比分别增长6.5%和8.3%。

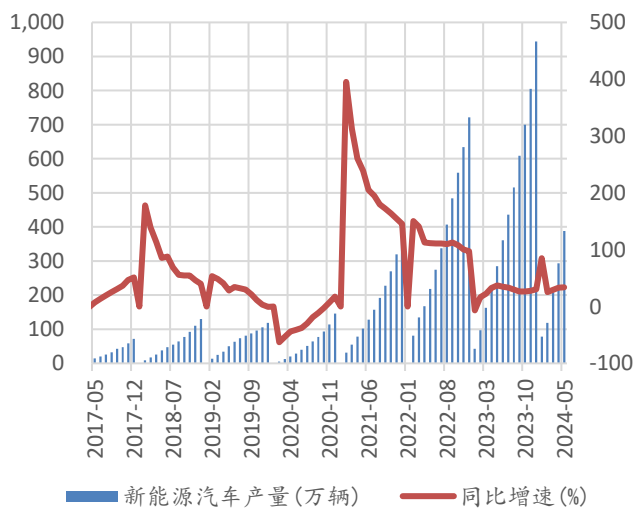
新能源汽车产销累计同比保持较快增长。根据汽车工业协会的数据,新能源汽车5月产销分别完成94万辆和95.5万辆,同比分别增长31.9%和33.3%,市场占有率达到39.5%。1-5月,新能源汽车产销分别完成392.6万辆和389.5万辆,同比分别增长30.7%和32.5%,市场占有率达到33.9%。

图 46：汽车产量及同比增速



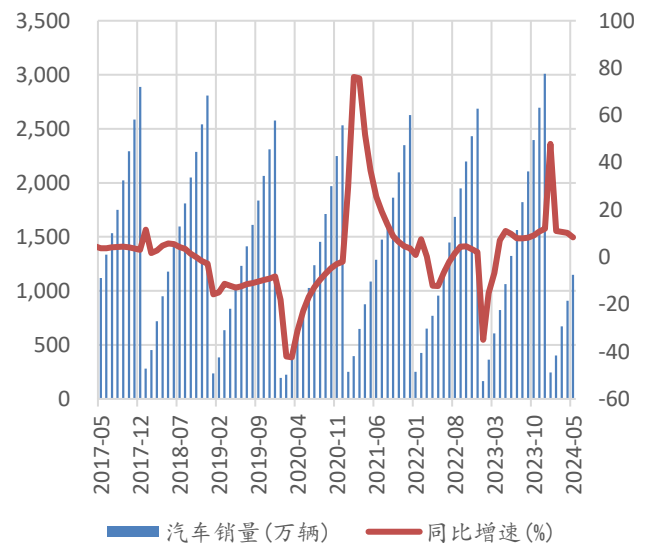
资料来源：中国汽车工业协会，中原证券研究所

图 48：新能源汽车产量及同比增速



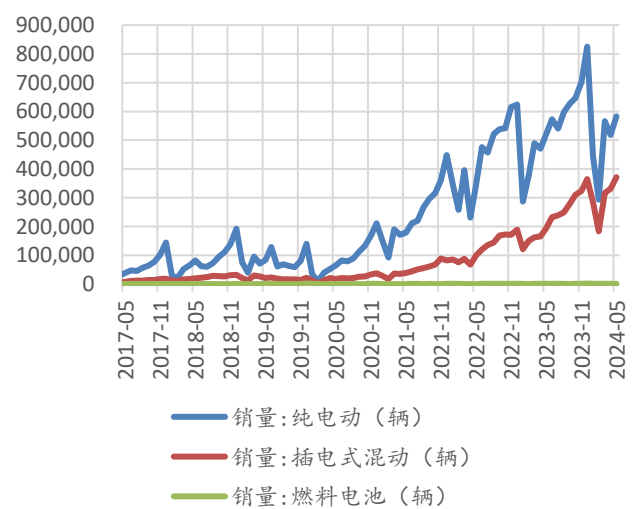
资料来源：中国汽车工业协会，中原证券研究所

图 47：汽车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，中原证券研究所

图 49：新能源汽车销量



资料来源：中国汽车工业协会，中原证券研究所

4.2.3. 家电：冷柜、空调、家用电冰箱产量累计同比增速保持较快增长

1—5月，空调、冷柜、家用电冰箱产量累计同比增速保持较快增长。根据国家统计局数据，2024年1—5月，我国空调累计产量12880.70万台，同比上升16.70%；冷柜累计产量1143.10万台，同比上升22.80%；家用电冰箱累计产量4179.10万台，同比上升12.10%；彩电累计产量7758.80万台，同比增长-0.10%。

图 50：空调产量及同比增速

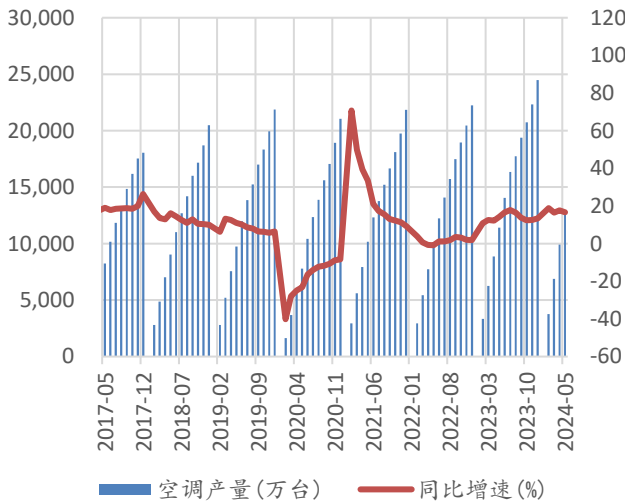
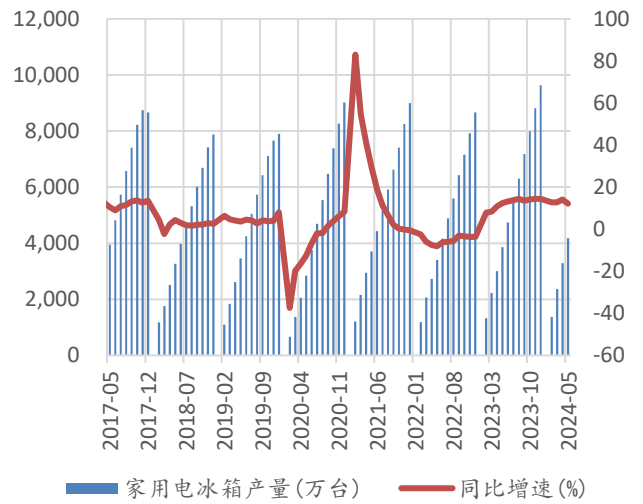


图 51：家用电冰箱产量及同比增速



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 52：冷柜产量及同比增速

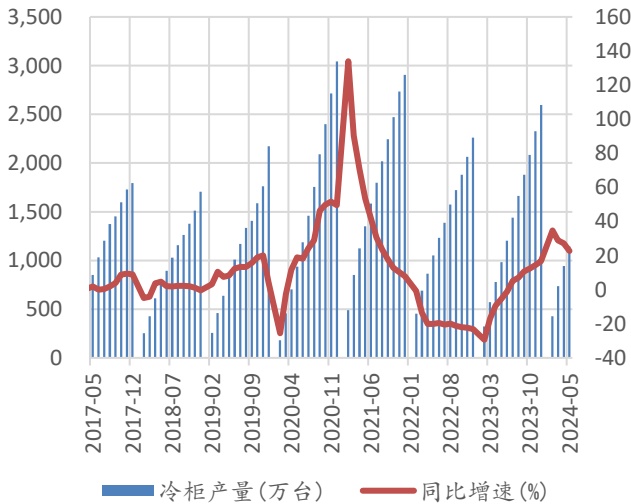
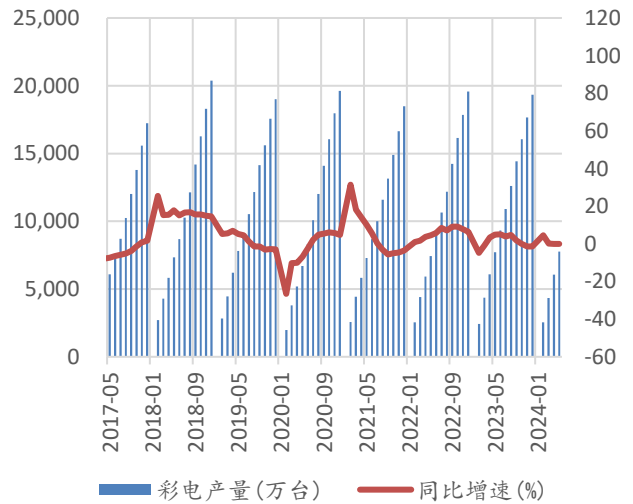


图 53：彩电产量及同比增速



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

资料来源：国家统计局，中原证券研究所

4.2.4. 近期国内电解铝行业维持较高盈利水平，建议关注电解铝行业龙头企业

供给预期有所增加。根据安泰科数据，从宏观面来看，市场继续维持美联储推迟年内降息时间及减少降息幅度的预期，美元指数自年初以来始终位于 100 以上的高位，施压铝价上行空间。从基本面来看，6 月云南电解铝复产稳步进行，供应预期增加；需求端，当前进入消费淡季，且铝价高位运行，下游加工企业多按需采购，整体消费意愿较弱；从成本来看，当前随着煤炭价格的触底反弹，自备电企业的电力成本正在上升；但随着西南地区进入丰水期，网电成本将逐步下滑，预计将带动全行业用电成本进一步下降。但氧化铝价格重心大幅抬升后短期内或将持续高位震荡运行，电解铝主要成本项变化有增有降，预计 6 月份总成本将继续在 17000 元/吨以上窄幅波动。综合来看，短期内宏观情绪走弱，供应增长，消费预期下降但成本仍能支撑价格。

近期国内电解铝行业维持较高盈利水平。根据安泰科测算，2024 年 5 月中国电解铝加权平均完全成本（含税）为 17327 元/吨，环比增加 472 元/吨或 2.8%；成本增加的同时铝价亦大幅上行，行业继续保持较高盈利水平，并连续两个月实现全行业盈利。以 5 月份沪铝连续合约均价 20877 元/吨计算，当月平均利润为 3550 元/吨，环比增加 83 元/吨，同比增加 1571 元/吨。主要成本要素分析显示，5 月份以氧化铝为代表的主要原辅料价格呈快速上涨态势，使得电解铝生产中的相应成本大幅增加。安泰科测算，5 月份氧化铝、炭阳极成本环比分别增加 536 元/吨和 29 元/吨，电力成本下降 90 元/吨。随着美联储降息预期不断增强，国内利好政策持续推进，地产、汽车等行业有望逐步修复，建议持续关注绿电铝龙头企业云铝股份（000807）、河南省电解铝龙头及产业链一体化典范企业神火股份（000933）。

5. 稀土：未来前景光明，静待需求拐点

稀土价格普遍较年初回落。2024 年一季度，受到供给较多、需求较弱等因素影响，稀土价格持续下行；4 月，由于天气和消息面、上游生产企业挺价等因素，稀土价格有所回升；5 月，由于需求依旧较弱，稀土价格再度出现回落。根据安泰科数据，5 月份，由于“五一”假期影响以及部分市场需求节前集中释放以及地缘政治冲突对国际供应链和外贸的影响，国内外市场需求都偏弱运行；上游生产较为稳定，5 月份的环保督察并未对企业生产造成太大影响；因需求的弱势，下游企业备采意愿下降，市场交易冷清，金属厂出货有限，金属价格不断下调且金属厂原料采购意愿下降，氧化物价格持续走低。

图 54：中国稀土价格指数



资料来源：中国稀土行业协会，中原证券研究所

5.1. 供给：国内市场稀土氧化物产量小幅增长

根据安泰科数据，4 月份，国内市场稀土氧化物产量约 3.14 万吨，环比增加 1.3%，产量增加的主要原因是东南亚国家进口有所增多。1-4 月份，国内市场稀土氧化物产量约 11.93 万吨，同比增长 1.4%。产量增加的主要原因是我国指标内矿产量和东南亚国家稀土原料进口增加所致。

目前全球稀土冶炼分离产量主要来自我国。根据安泰科数据显示，2022 年，全球稀土冶炼分离产品产量主要来自中国和澳大利亚莱纳公司马来西亚工厂，估计全球稀土冶炼分离产品产量约 28.9 万吨，同比增长 31%。其中，中国 27.5 万吨（含稀土集团生产总量指标 20.2 万吨，利用进口美国矿和独居石矿生产的冶炼分离产品产量大约分别为 4.2 万吨和 3.1 万吨），同

比增长 37%；澳大利亚莱纳公司位于马来西亚的关丹稀土 (LAMP) 分离厂受疫情及缺水影响，全年产量同比下降 16%，约 1.6 万吨。根据安泰科预测，未来两年稀土冶炼分离产品的产量呈增长趋势，且增幅主要来自于中国，但随着国外产能的投产，中国的份额会有小幅下降，预计 2023 年，全球稀土氧化物产量大约为 31.1 万吨。

表 7：2024 年 1-4 月国内稀土氧化物产量（折 REO 计）

来源	4 月份 (吨)	环比	1-4 月份 (吨)	同比 (%)
国内指标	20750.7	0.0%	83002.8	3.8%
美国进口稀土精矿	2477.0	-16.5%	9225.6	-27.9%
东南亚国家进口稀土原料	5748.0	17.8%	17345.3	14.8%
独居石矿	2425.5	0.0%	9702.0	0.0%
合计	31371.2	1.3%	119275.7	1.4%

资料来源：安泰科，中原证券研究所

5.1.1. 2024 年我国稀土开采、冶炼分离指标总量保持增长

2024 年我国稀土开采、冶炼分离指标总量保持增长。工信部和自然资源部下发的 2024 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标合计分别为 135000 吨、127000 吨，同比分别增长 12.50% 和 10.40%。矿产品中，中国稀土集团岩矿型稀土矿指标 3.028 万吨，同比增长 7.7%，中国稀土集团离子型稀土矿指标 1.014 万吨，同比减少 7.3%；北方稀土集团 2024 年第一批岩矿型稀土矿指标 9.458 万吨，同比增加 16.8%。冶炼分离产品中，中国稀土集团冶炼分离产品指标 3.899 万吨，同比减少 6.3%；北方稀土集团 2024 年第一批冶炼分离产品指标 8.801 万吨，同比增加 19.9%。

表 8：2023 年我国稀土开采、冶炼分离总量控制指标

序号	稀土集团	矿产品（折稀土氧化物，吨）		冶炼分离产品（折稀土氧化物，吨）
		岩矿型稀土（轻）	离子型稀土（以中重为主）	
1	中国稀土集团有限公司	54200	13010	63199
2	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	166650		152234
3	厦门钨业股份有限公司		3440	3963
4	广东省稀土产业集团有限公司		2700	10604
	其中：中国有色金属建设股份有限公司			3610
	合计	190850	220850	19150
	总计	210000		240000
	总计同比	25.00%		14.29%

资料来源：工信部，自然资源部，中原证券研究所

表 9：2024 年我国稀土开采、冶炼分离总量控制指标（第一批）

序号	稀土集团	矿产品（折稀土氧化物，吨）		冶炼分离产品（折稀土氧化物，吨）
		岩矿型稀土（轻）	离子型稀土（以中重为主）	
1	中国稀土集团有限公司	30280	10140	38990
2	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	94580		88010

合计	124860	10140	127000
总计	135000		127000
总计同比	12.50%		10.4%

资料来源：工信部，自然资源部，中原证券研究所

5.1.1. 稀土进出口情况

据海关统计数据显示，我国在2024年1-4月累计进口稀土精矿1.8万吨，同比下降27.2%，稀土精矿的进口几乎全部来自于美国，因而随着美国本土冶炼分离产能在去年投产之后，进口量出现明显的减少；我国1-4月累计进口稀土冶炼分离产品3万吨，同比下降10.7%；同期出口1.8万吨，同比增长10%。我国1-4月累计进口稀土永磁材料523吨，同比下降0.5%；累计出口稀土永磁材料1.8万吨，同比下降2.5%。

从稀土冶炼分离产品的进口方面来看，1-4月份，我国累计进口稀土金属及合金约为138吨，同比增长809%；累计进口稀土氧化物1.9万吨，同比增长27.9%；累计进口稀土盐类产品约1.2万吨，同比下降40.4%。其中，4月份，我国稀土金属及合金进口量为0.1吨；进口稀土氧化物约6363吨，环比增加21.7%；进口稀土化合物为1847吨，环比下降18%。

从稀土冶炼分离产品的出口方面来看，今年前4个月我国累计出口稀土金属及合金3429吨，同比增加23.3%；出口稀土氧化物7410吨，同比增加1.1%；出口稀土盐类产品7196吨，同比增长14.7%。其中，4月份我国稀土金属及合金出口量约为784吨，环比下降26.1；稀土氧化物出口量约为2294吨，环比增长28.2%；稀土化合物出口量约为1486吨，环比下降20%。

表 10：2024 年 1-4 月国内稀土产品进出口情况（单位：吨，万美元）

产品分类	进口					
	4月数量	累计数量	累计同比	4月金额	累计金额	累计同比
稀土精矿	4935.6	18447.0	-27.21%	1386.7	5550.0	-60.25%
稀土金属及合金	0.1	138.1	808.50%	1.1	1054.2	526.77%
稀土氧化物	6363.0	18671.9	27.88%	15212.4	44167.4	-17.02%
稀土化合物	1847.1	11585.2	-40.35%	1248.5	6612.1	-60.89%
冶炼分离产品合计	8210.2	30395.2	-10.71%	16462.1	51833.7	-26.27%
稀土永磁体	159.7	523.4	-0.45%	1034.1	3494.8	-23.14%
产品分类	出口					
稀土精矿						
稀土金属及合金	784.1	3429.4	23.27%	675.8	4012.6	-59.82%
稀土氧化物	2293.9	7410.0	1.05%	2066.2	10680.4	-40.31%
稀土化合物	1486.3	7195.8	14.66%	426.4	1658.7	-23.13%
冶炼分离产品合计	4564.4	18035.2	10.03%	3168.5	16351.6	-45.56%
稀土永磁体	4784.7	17568.1	-2.46%	25155.2	95221.7	-22.19%

资料来源：安泰科，中原证券研究所

从贸易品种来看，1-4月份，稀土金属及合金的进口中，全部为其他稀土金属、钕及钇，占比100%；稀土氧化物的进口中以未列名氧化稀土所占份额最大，约1.8万吨，占98.8%；在稀土盐类进口中，其他未列名稀土金属及其混合物的化合物所占份额居首，约为6186吨，

占 53.4%；其次为混合碳酸稀土和碳酸铈，占比分别为 22.6%和 14.3%。

1-4 月，在我国稀土金属及合金的出口中，其他稀土金属、铈及钇，已相混合或相互熔合所占份额最大，为 1752 吨，占比 51.1%；稀土氧化物出口中以氧化镧所占比例最高，为 3323 吨，占比 44.8%；其次为未列名氧化稀土和氧化铈，占比分别为 24.7%和 15.1%；稀土盐类的出口中以碳酸镧所占份额最大，为 1732 吨，约占 24.1%，碳酸铈、其它铈的化合物和其它碳酸稀土占比次之，分别为 17.3%、13.8%和 10.6%。

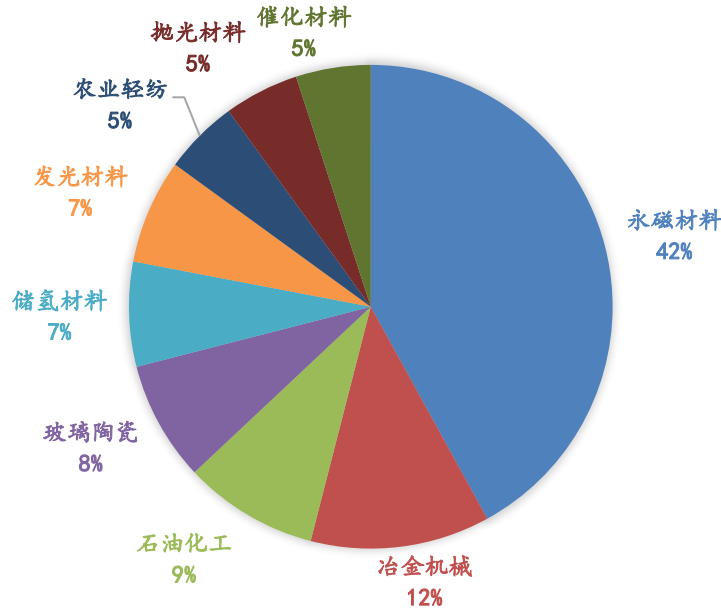
从贸易地区来看，今年 1-4 月份，我国从越南进口稀土金属及合金占比最高，约 85%，我国对日本稀土金属和合金出口居首位，占 57.7%。我国稀土氧化物进口来源国主要是缅甸和老挝，占比达 79.9%和 15.1%；出口目的地主要是日本和美国，占比分别为 35%和 32.8%。我国稀土化合物进口来源国主要是缅甸、马来西亚和越南，占比为 46.9%、36.1%和 9.4%；出口目的地主要是美国、荷兰、中国台湾和日本，占比分别为 40.3%、23.7%、14.5%和 11.0%。

5.2. 需求：稀土下游需求未来重点增长领域前景广阔

我国稀土消费量位居世界第一。根据中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心高级工程师宋科余的《稀土资源中长期供需格局》报告，本世纪以来我国稀土消费量长期占据全球消费量第一的位置，2022 年消费量占到全球的 75%，较 2000 年增长了近 10 倍；日本在 2007 年达到消费峰值后，稳中有降，2022 年消费量排名全球第二；美国近几年稀土消费量维持在 1 万吨上下。

目前我国稀土行业下游需求占比最大的为永磁材料。根据 SMM 的数据显示，稀土永磁材料在全球稀土消费量中占比最高，为 35%；稀土永磁材料虽然只占据 35%的消费量，但却占有高达 91%的消费价值，是稀土消费价值最高的领域；我国稀土行业下游需求占比最大的为永磁材料，占比 42%，其次为冶金机械、石油化工、玻璃陶瓷、储氢材料、发光材料、农业轻纺、抛光材料和催化材料，占比分别为 12%、9%、8%、7%、7%、5%、5%、5%。

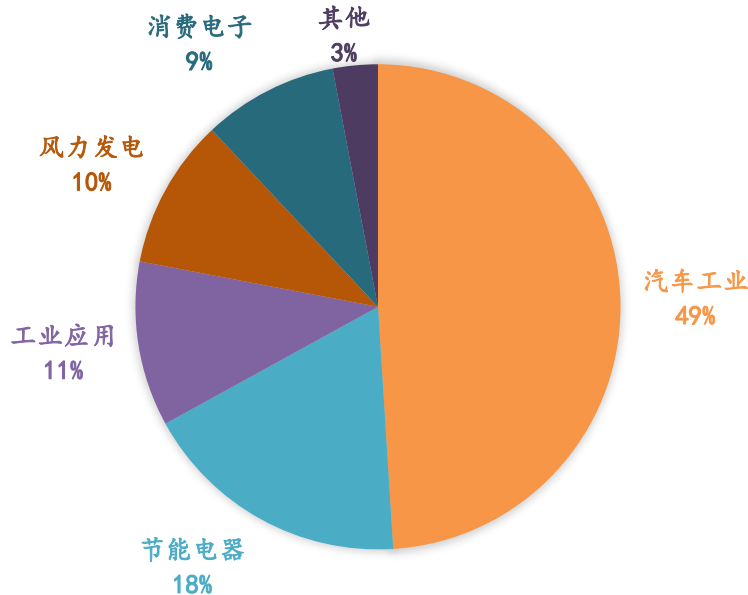
图 55：2022 年中国稀土行业下游应用领域分布



资料来源：SMM，中原证券研究所

目前我国稀土永磁材料应用领域中占比最大的为汽车工业。根据 SMM 的数据显示，我国稀土永磁材料应用领域占比中最大的为汽车工业，占比 49%，节能电器、工业应用、风力发电、消费电子和其他占比分别为 18%、11%、10%、9%和 3%。

图 56：2022 年中国稀土永磁材料应用领域占比

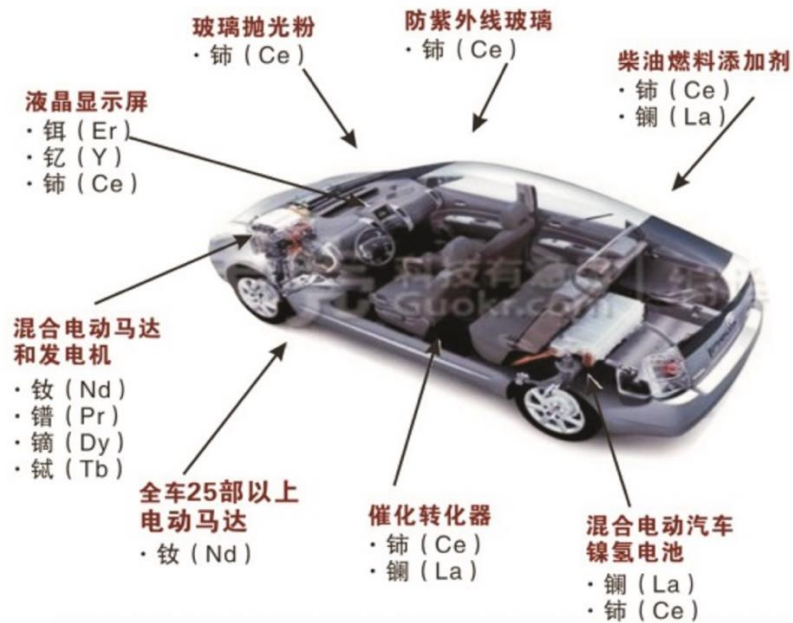


资料来源：SMM，中原证券研究所

5.2.1. 新能源汽车：永磁同步电机及汽车零部件对钕铁硼需求有望稳步提升

新能源汽车主要包括混合动力汽车(HEV)和纯电动汽车(EV)。高性能钕铁硼永磁材料主要用于新能源汽车驱动电机及 ABS（防抱死制动系统）、EPS（电子转向系统）等汽车零部件，可以提高电机功率密度，使其具有更高的运行效率。

图 57：新能源汽车可能需要使用的稀土金属

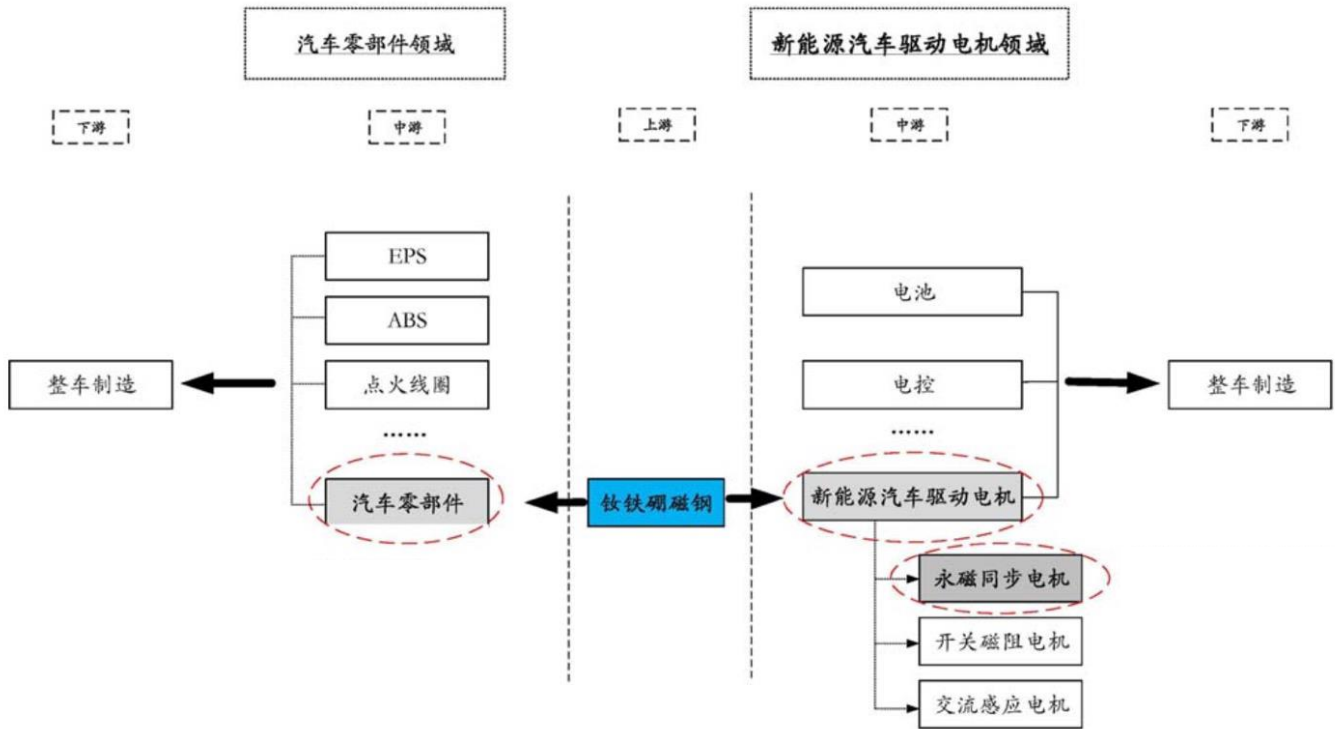


资料来源：国家钨与稀土产品质量监督检验中心，江西省钨与稀土研究院，中原证券研究所

高性能钕铁硼永磁材料广泛应用于新能源汽车的永磁同步电机中。驱动电机是新能源汽车的三大核心部件之一，按照电源类型可分为直流电机和交流电机，其中交流电机可分为同步电机和异步电机，同步电机可分为永磁同步电机、磁阻同步电机和磁滞同步电机。永磁同步电动机由定子、转子和端盖等部件构成；定子（通常为硅钢片搭配铜线圈）与普通感应电动机基本相同，采用叠片结构以减小电动机运行时的铁耗；转子（材料通常为电磁铁、永磁体或硅钢片）可做成实心，也可用叠片叠压；电枢绕组可采用集中整距绕组的，也可采用分布短距绕组和非常规绕组。永磁同步电机具有效率高、转矩密度高等优点，且由于采用了永磁材料磁极，特别是采用了稀土材料永磁体，其磁能积高，可得到较高的气隙磁通密度，因此在容量相同时，电机的体积小、重量轻，已经成为新能源汽车驱动电机的主流。

汽车零部件中的微特电机大量使用高性能钕铁硼永磁材料，包括电动助力转向系统（EPS）、防抱死制动系统（ABS）、汽车油泵、点火线圈等。随着我国汽车产量的增加，以及EPS和ABS等零部件在汽车中的渗透率不断提高，汽车零部件领域需要的高性能钕铁硼永磁材料有望稳步上升。

图 58：钕铁硼永磁材料在新能源汽车及汽车零部件中的应用

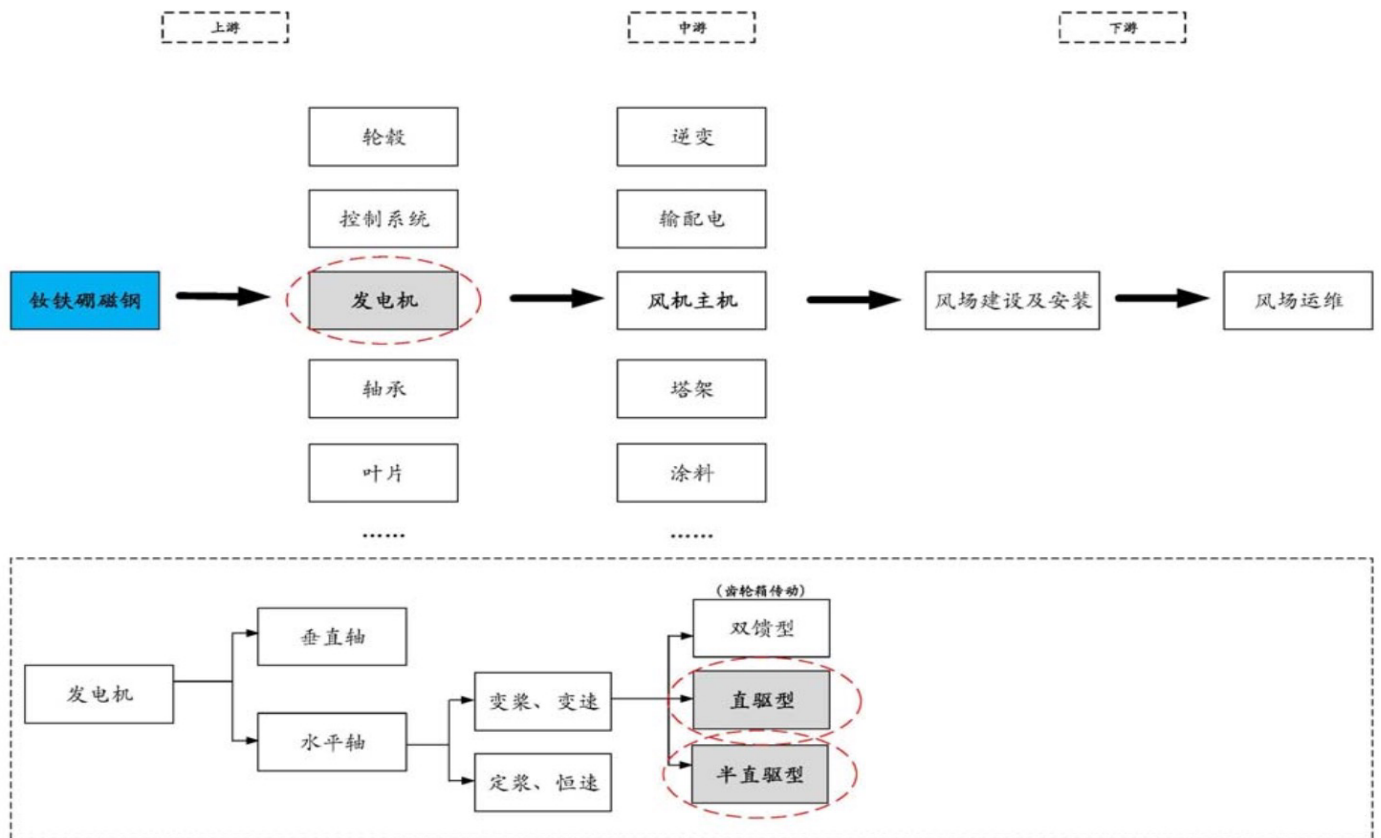


资料来源：金力永磁招股书，中原证券研究所

5.2.2. 风力发电：直驱、半直驱型风机对钕铁硼需求有望增长

高性能钕铁硼永磁材料主要用于直驱、半直驱型风力发电机组。风力发电机是风力发电系统的核心部件，目前风力发电电机主要有四种，双馈异步风力发电系统、电励磁直驱风力发电系统、永磁半直驱和直驱同步电机。与双馈异步风机相比，永磁直驱风力发电机组具有结构简单、运行与维护成本低、使用寿命长、并网性能良好、发电效率高、更能适应在低风速的环境下运行等特点，因此其市场份额在不断上升。

图 59：高性能钕铁硼永磁材料在风电中的应用



资料来源：金力永磁招股书，中原证券研究所

5.2.3. 机器人产品：人型机器人有望打开高性能稀土永磁材料需求新空间

机器人一般分为工业机器人和服务机器人两大类。全球机器人产业快速发展，正极大改变人类生产和生活方式，机器人的研发、应用是衡量一个国家创新和高端制造业水平的重要标志。根据国际机器人协会的标准，按照场景分类来看，机器人可分为工业机器人和服务机器人。

根据国际标准化组织的定义，工业机器人是自动控制、可重新编程的多用途机械手，可编程为三个或更多轴，可以固定到位，也可以固定在移动平台上，用于工业环境中的自动化应用。工业机器人可以根据机械结构分为笛卡尔机器人（又称为矩形机器人，有三个殓柱关节的机械手，其轴形成笛卡尔坐标系）、SCARA 机器人（机械手，有两个平行的旋转接头，在选定的平面上提供合规性）、铰接机器人（有三个或更多旋转接头的机械手）、平行/三角洲机器人（手臂有形成闭环结构的环节的机械手）、圆柱形机器人（机械手，至少有一个旋转接头和至少一个棱柱形接头，其轴形成圆柱形坐标系）、极地机器人（机械手，有两个旋转接头和一个棱柱接头，其轴形成一个极坐标系）等。

根据国际标准化组织的定义，服务机器人是个人使用或专业使用的机器人，为人类或设备执行有用的任务，机器人需要“一定程度的自主性”，即“在没有人工干预的情况下，根据当前状态和传感执行预期任务的能力”，对于服务机器人来说，这从部分自主性（包括人类机器人交互）到完全自主性——无需主动人类机器人干预。服务机器人根据个人或专业用途进行分类。它们有许多形式和结构以及应用领域。

根据中国电子学会的分类，机器人可分为工业机器人（包括搬运机器人、加工机器人、焊接机器人、喷镀机器人等）、服务机器人（包括家用服务机器人、医疗机器人、公共服务机器人）和特种机器人（包括救援机器人和军用机器人等）。

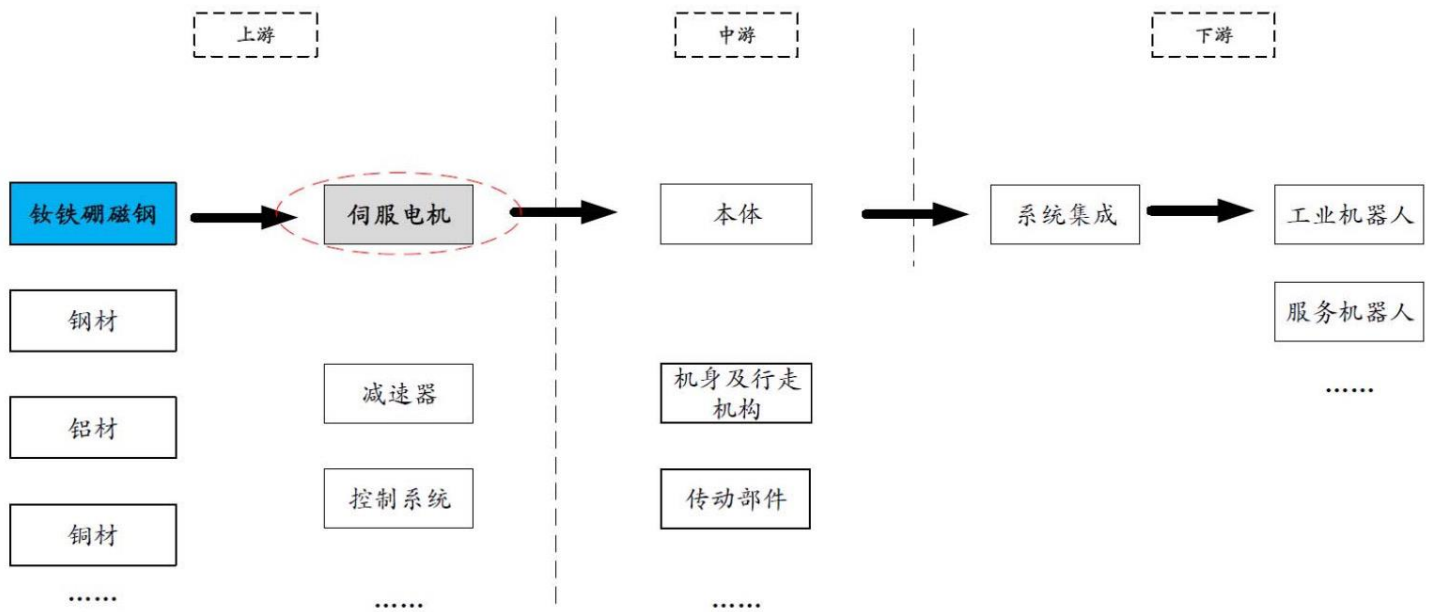
我国对机器人产业发展提出更高要求和目标。“十三五”以来，我国机器人产业呈现良好发展势头，“十三五”期间，我国机器人产业年均复合增长率达到 15%，2020 年机器人产业营业收入突破千亿大关，随着机器人技术的不断成熟和应用场景的日益增多，产业的强劲增长势头仍将继续延续，根据中国机器人产业联盟的预计和推算，“十四五”期间我国机器人产业将进一步发展壮大，预计营业收入年均增速将超过 20%，以此推算，2025 年我国机器人产业营业收入将超过 2500 亿元。

2021 年 12 月，工信部、发改委、科技部等十五部门印发《“十四五”机器人产业发展规划》，提出到 2025 年，我国成为全球机器人技术创新策源地、高端制造集聚地和集成应用新高地。一批机器人核心技术和高端产品取得突破，整机综合指标达到国际先进水平，关键零部件性能和可靠性达到国际同类产品水平。机器人产业营业收入年均增速超过 20%。形成一批具有国际竞争力的领军企业及一大批创新能力强、成长性好的专精特新“小巨人”企业，建成 3~5 个有国际影响力的产业集群。制造业机器人密度实现翻番。到 2035 年，我国机器人产业综合实力达到国际领先水平，机器人成为经济发展、人民生活、社会治理的重要组成。

工业机器人

高性能钕铁硼永磁材料主要用于工业机器人伺服系统中的永磁同步交流伺服电机。工业机器人由本体、伺服、减速器和控制器四大部分组成。伺服系统（servomechanism）又称随动系统，是用来精确地跟随或复现某个过程的反馈控制系统。伺服系统使物体的位置、方位、状态等输出被控量能够跟随输入目标（或给定值）的任意变化的自动控制系统。伺服系统由伺服驱动器、伺服电机、反馈装置（编码器）三大部分构成。按照执行元件来分，伺服系统的类型可分为电气伺服系统、液压伺服系统和气压伺服系统，其中，电气伺服系统应用最广，包括直流（DC）伺服电机、交流（AC）伺服电机、步进电机以及电磁铁等。高性能钕铁硼永磁材料用于工业机器人中的永磁同步交流伺服电机，可以提高功率密度、减少电机体积，提高相关组件的性能。

图 60：钕铁硼永磁材料在工业机器人中的应用



资料来源：金力永磁招股书，中原证券研究所

表 11：伺服电机分类及区别

电机类型	主要特点	构造与工作原理	控制方式
直流伺服电机	只需接通直流电即可工作，控制特别简单；启动转矩大、体积小、重量轻、转速和转矩容易控制、效率高；需要定时维护和更换电刷，使用寿命短、噪声大	由永磁体定子、线圈转子、电刷和换向器构成。通过电刷和换向器使电流方向不断随着转子的转动角度而改变，实现连续旋转运动	转速控制采用电压控制方式，因为控制电压与电机转速成正比。转矩控制采用电流控制方式，因为控制电流与电机转矩成正比
交流伺服电机	没有电刷和换向器，不需维护，也没有产生火化的危险；驱动电路复杂，价格高	按结构分为同步电机和异步电机，转子是由永磁体构成的为同步电机，转子是由绕组形成的电磁铁构成的为异步电机。无刷直流电机，结构与同步电机相同，特性与直流电机相同	分为电压控制和频率控制两种方式。异步电机通常采用电压控制方式
步进电机	直接用数字信号进行控制，与计算机的接口比较容易；没有电刷，维护方便、寿命长；启动、停止、正转、反转容易控制。步进电机的缺点是能量转换效率低，易失步等。	按产生转矩的方式可分为永磁体式（PM），可变磁阻式（VR）和混合式（HB）。PM 式产生的转矩较小，多用于计算机外围设备和办公设备；VR 式能够产生中等转矩，而 HB 式能够产生较大转矩，因此应用最广	单相励磁：精度高，但易失步；双相励磁：输出转矩大，转子过冲小，常用方式，但效率低；单-双相励磁：分辨率高，运转平稳

资料来源：工业机器人，中原证券研究所

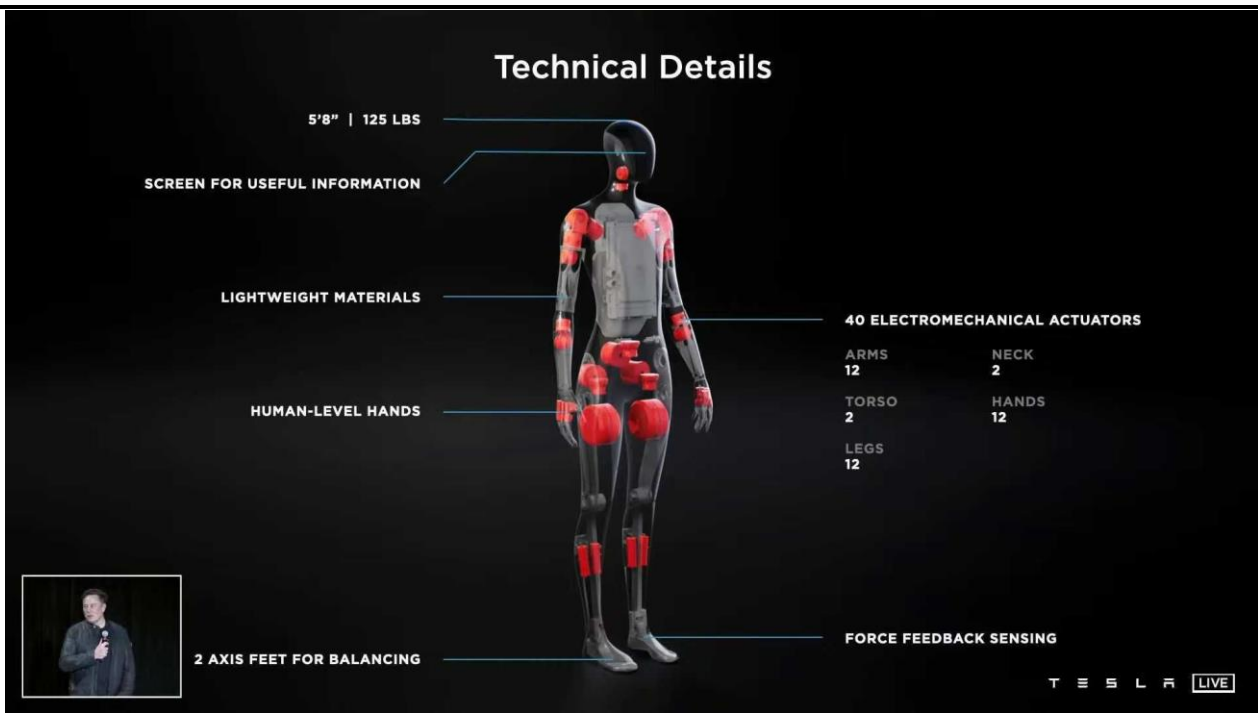
人型机器人

人型机器人有望打开高性能稀土永磁材料需求新空间。人型机器人产业链主要分为上游核心零部件（包括伺服系统、减速器、传感器、控制器等）、中游为系统集成商及服务提供商以及下游人型机器人终端应用市场（医疗、教育、救援、公共安全、生产制造、家居等；其中，上游核心零部件尤为重要，根据高工机器人研究所统计（GGII），人型机器人的关节中数量多达 25-50 个，成本占比高达整机的 50%，电机作为关节里的核心驱动部件，影响关节的输出力大

小和运动性能。无论是无框电机还是空心杯电机，其主要材料均为高性能稀土永磁材料。根据高工机器人产业研究所预计,2026 年全球人型机器人在服务机器人中的渗透率有望达到 3.5%，市场规模超 20 亿美元，到 2030 年，全球市场规模有望突破 200 亿美元。据高盛预测，在技术得到革命性突破的理想情况下人形机器人 2025-2035 年销量 CAGR 可达 94%，2035 年市场规模达 1540 亿美元。

特斯拉在 2023 年世界人工智能大会上展出人型机器人 Optimus（擎天柱），该机器人定位为家政服务类机器人，身高 172cm，体重 73kg，量产后每台暂定价格为 2.5 万美元。擎天柱全身共 40 个电机（28 个无框电机和 12 个空心杯电机），其中胳膊上有 12 个，手部 12 个，腿部 12 个，咽喉 2 个，躯干 2 个。在 2023 年 7 月 20 日举行的特斯拉二季度业绩说明会上，马斯克表示特斯拉已经生产了 10 台人形机器人，预计在 11 月份进行行走测试，计划 2024 年在特斯拉工厂进行实用性测试。

图 61：特斯拉人型机器人



资料来源：特斯拉，中原证券研究所

工信部 2023 年印发《人形机器人创新发展指导意见》，人型机器人有望打开高性能稀土永磁材料需求新空间，稀土磁材行业龙头有望受益。《意见》提出，到 2025 年，人形机器人创新体系初步建立，“大脑、小脑、肢体”等一批关键技术取得突破，确保核心部组件安全有效供给。整机产品达到国际先进水平，并实现批量生产，在特种、制造、民生服务等场景得到示范应用，探索形成有效的治理机制和手段。培育 2-3 家有全球影响力的生态型企业 and 一批专精特新中小企业，打造 2-3 个产业发展集聚区，孕育开拓一批新业务、新模式、新业态。到 2027 年，人形机器人技术创新能力显著提升，形成安全可靠的产业链供应链体系，构建具有国际竞争力的产业生态，综合实力达到世界先进水平。产业加速实现规模化发展，应用场景更加丰富，相关产品深度融入实体经济，成为重要的经济增长新引擎。

5.2.4. 变频空调：高性能变频空调市占率有望继续提升

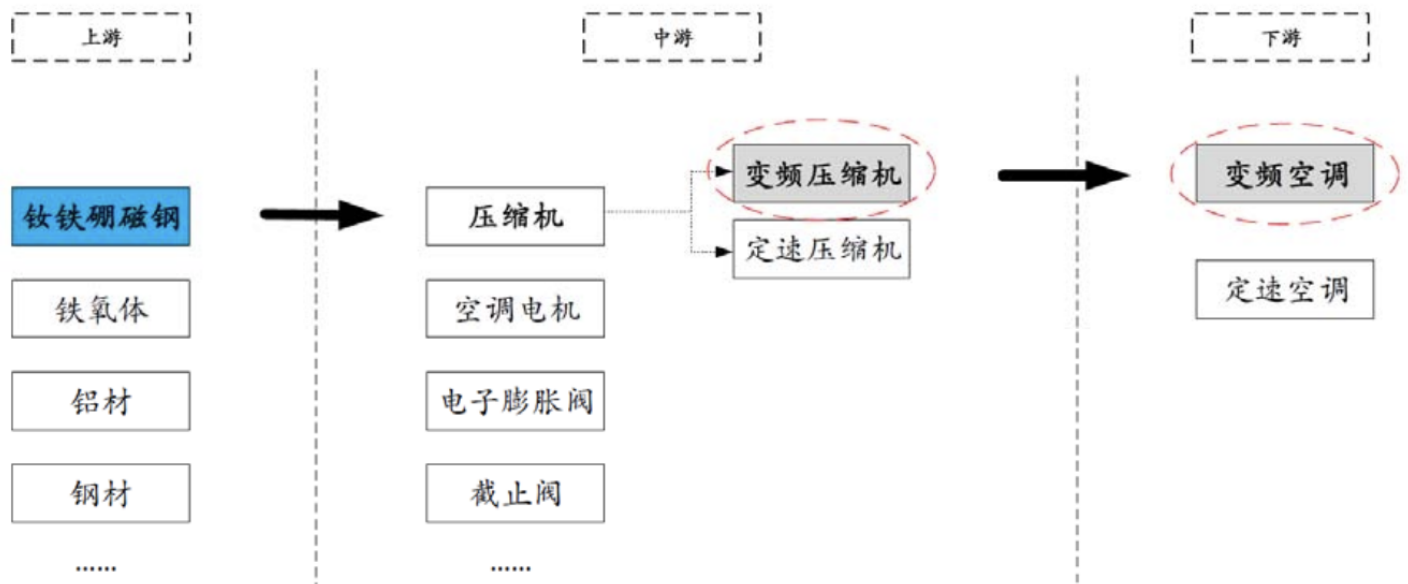
节能标准是为实现节约能源目的而制定的标准，是全球公认的最为经济有效的节能措施之一，目前已有超过 100 个国家和地区制定了强制性节能标准，涉及工业、能源、建筑、交通、农业等多个领域。2023 年 3 月，国家发展改革委、市场监管总局联合印发《关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知》（发改环资规〔2023〕269 号），对相关工作进行部署，加快推进节能标准更新升级，切实加强节能标准应用实施，为进一步夯实节能工作基础，积极稳妥推进碳达峰碳中和，加快发展方式绿色转型提供有力支撑。

节能标准是推进节能降碳工作的重要抓手。我国从上世纪 80 年代即开始研究制定节能标准。“十二五”期间，国家发展改革委联合国家标准化管理委员会为加快重点领域节能标准制修订工作，启动了两期“百项能效标准推进工程”，共制修订 206 项节能国家标准，基本解决了标准体系建设初期覆盖范围窄、能效水平不高的问题，有力支撑节能政策措施的实施。“十三五”以来，节能标准更新升级工作扎实推进，房间空调、电动机等重点产品能效指标达到国际领先水平。2021 年以来，陆续制修订 17 项强制性节能国家标准和 26 项推荐性节能国家标准。截至目前，我国已发布实施强制性能耗限额国家标准 108 项、强制性能效国家标准 66 项、推荐性节能国家标准 190 项，节能标准体系基本建立。

我国空调行业经过结构性调整，高效变频空调产量占比有望继续提升。2020 年 1 月 6 日国家市场监督管理总局和国家标准化管理委员会发布了《中华人民共和国国家标准公告》（2019 年第 17 号），批准颁布了 GB21455-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》强制性国家标准，发布日期为 2019 年 12 月 31 日，实施日期为 2020 年 7 月 1 日。新标准主要修订技术内容包括：统一采用 SEER（单冷性空调器）或 APF（热泵型空调器）考核空调器的能效，不再为定频空调和变频空调分别设置评价考核体系；进一步提升了各能效等级的指标要求，有望带来巨大的节能效益。新标准 1 级能效指标对标国际，已达到国际领先水平，变频空调能效准入要求（3 级）基本与欧盟、美国等的准入要求相当，能效准入指标比原标准提高 1 级，相当于原变频标准的 2 级。定频空调能效准入要求（5 级）约相当于原标准能效 1 级要求；将近年来为响应国家清洁能源供暖政策而出现的低环境温度空气源热泵热风机产品纳入标准实施范围，设置了能效限定值和能效等级要求，填补了其能效要求的空白。按新版标准，大部分低能效的定频和变频空调将遭淘汰。

高性能稀土磁材作为变频空调压缩机核心材料，需求有望保持增长。变频空调是在常规空调的结构上增加了一个变频器。压缩机是空调的心脏，其转速直接影响到空调的使用效率，变频器就是用来控制和调整压缩机转速的控制系统，使之始终处于最佳的转速状态，从而提高能效比。变频式压缩机主要是通过改变电源频率使压缩机的电机转速变化而达到流量控制的目的。由于实际制冷系统通常是在设计的额定负荷以下工作的，变频压缩机通常可以在低频、低制冷量的情况下运行以维持热的平衡，功耗较小。变频空调压缩机核心材料可分为铁氧体永磁材料和钕铁硼永磁材料，铁氧体永磁材料价格相对低廉但性能较低，多用于生产中低端变频空调；钕铁硼永磁材料主要用于生产高端变频空调，可以使其在不同速度下运转，提升电器的效率、可靠度及性能，降低使用成本，未来随着高性能变频空调市占率的进一步提升，钕铁硼永磁材料的需求有望保持增长。

图 62：钕铁硼稀土磁材在变频空调中的应用

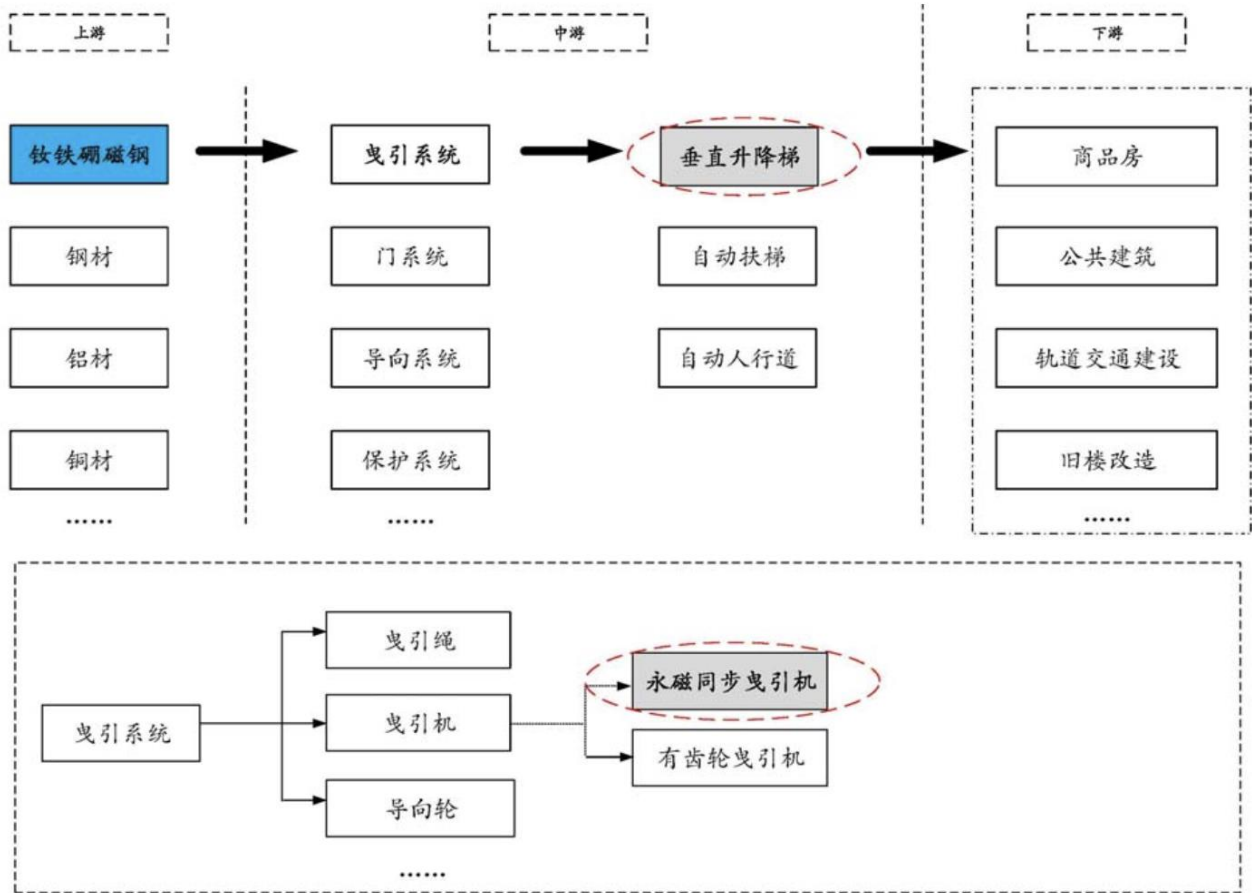


资料来源：金力永磁招股书，中原证券研究所

5.2.5. 节能电梯：永磁同步曳引机对钕铁硼需求有望持续提升

钕铁硼永磁材料在节能电梯中的应用主要是电梯曳引机，永磁同步曳引机有望逐步取代传统异步曳引机。电梯是高层建筑中耗能最大的设备之一，据中国电梯协会测算，每部电梯每天的能耗约为 40kwh，约占整个建筑能耗的 5%，因此，节能电梯在节能建筑中占有重要地位。曳引机是电梯能耗的关键部件，包括永磁同步曳引机与传统异步曳引机，永磁同步电动机采用高性能永磁材料和特殊的电机结构，具有节能、环保、低速、大转矩等特性。根据沙利文数据，与传统异步曳引机相比，采用高性能稀土永磁材料的永磁同步曳引机有许多优点：驱动模式为直接驱动方式，可减小机器尺寸和重量；噪音水平可降低 5-10 分贝；整体能耗降低 45-60%；传输效率增加 20-30%；由于没有型材磨损和定期更换油的问题，使用寿命更长维护成本更低。未来永磁同步曳引机有望逐步取代传统异步曳引机。

图 63：钕铁硼稀土磁材在节能电梯中的应用



资料来源：金力永磁招股书，中原证券研究所

5.2.6. 龙头公司有望充分受益

稀土作为我国重要的稀缺战略资源，由于其优异的金属特性，广泛应用于高新材料、冶金、军工、石油化工、玻璃陶瓷、农业等行业，近年来随着我国大型稀土集团的组建以及黑稀土基本出清，稀土行业进入新发展阶段，伴随新能源汽车、风电、工业机器人、人型机器人、变频空调、节能电梯等行业快速发展，稀土需求有望稳步提升。且我国是全球唯一具备稀土全产业链各类产品生产能力的国家，竞争优势凸显，龙头公司有望充分受益。

(1) 稀土上游资源端我们建议关注世界轻稀土龙头企业北方稀土 (600111.SH)、国内重稀土龙头企业中国稀土 (000831.SZ)、国家级稀土集团广东省稀土集团的核心企业广晟有色 (600259.SH)。

(2) 稀土精深加工端我们建议关注国内新能源和节能环保领域高性能稀土永磁材料的领先供应商金力永磁 (300748.SZ) 以及生产高性能钕铁硼磁材的龙头公司。

6. 投资建议

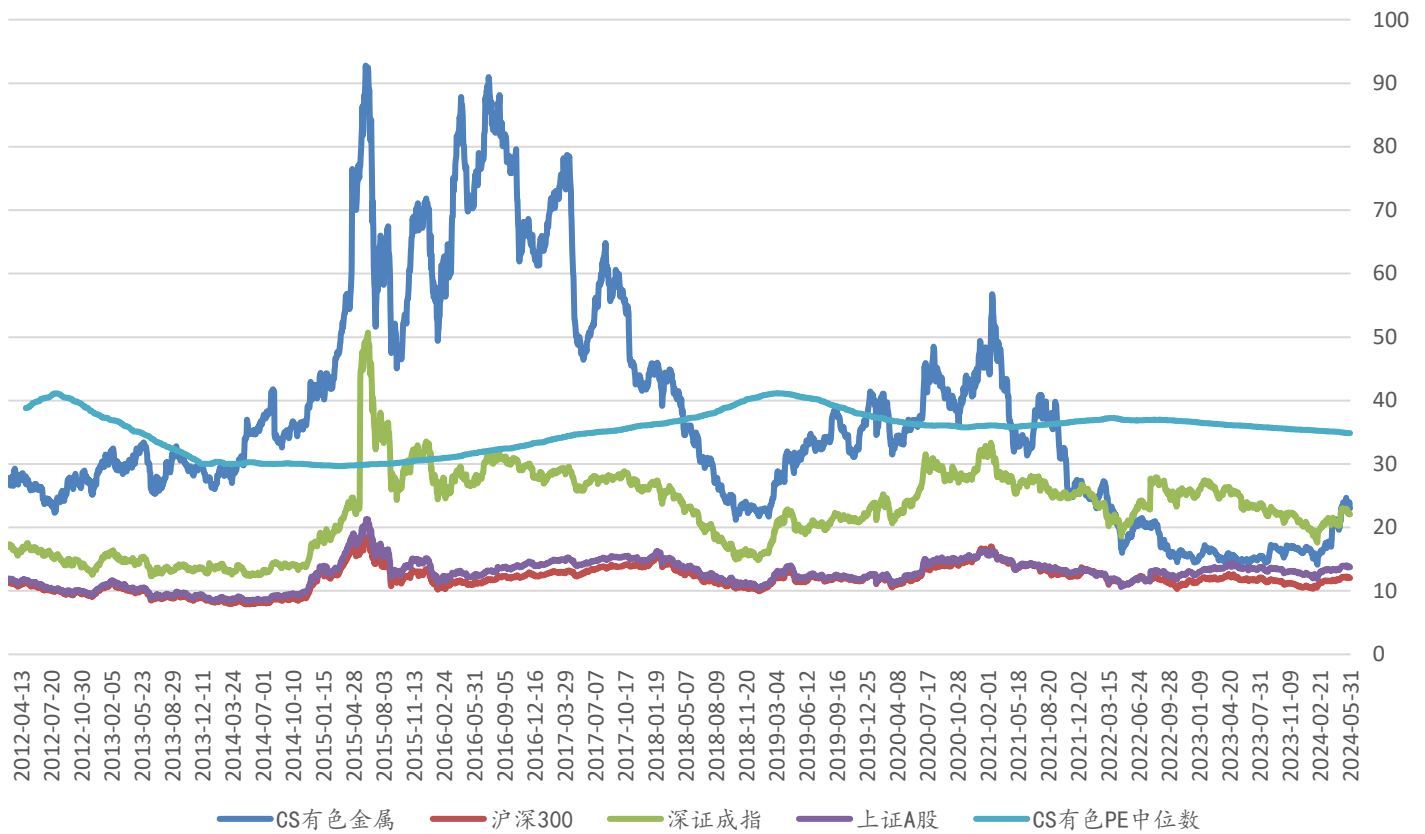
黄金：全球央行持续购金，国际局势复杂多变，黄金配置优势凸显。2024年1-5月，受到美联储加息不确定性增强、欧美经济滞胀预期增强、欧美银行风险事件冲击、国际局势复杂多变、地缘政治冲突等因素影响，全球资本市场波动加剧。诸多问题及挑战为世界经济的发展注入了许多不确定性，当前全球面临百年未有之大变局，国际货币体系可能面临变革，各国央行持续购金，去“美元化”和货币多极化趋势下，各国央行黄金储备仍有提升空间，且现阶段市场普遍预期美联储加息即将进入尾声，黄金配置价值继续凸显。建议持续关注国内控制金属矿产资源最多的有色金属行业龙头企业紫金矿业（601899）、黄金板块龙头企业山东黄金（600547）、国内唯一一家央企控股的黄金矿业上市公司中金黄金（600489）的投资机会。

铝：建议继续关注电解铝龙头企业。近期国内电解铝行业维持较高盈利水平。根据安泰科测算，2024年5月中国电解铝加权平均完全成本（含税）为17327元/吨，环比增加472元/吨或2.8%；成本增加的同时铝价亦大幅上行，行业继续保持较高盈利水平，并连续两个月实现全行业盈利。以5月份沪铝连续合约均价20877元/吨计算，当月平均利润为3550元/吨，环比增加83元/吨，同比增加1571元/吨。主要成本要素分析显示，5月份以氧化铝为代表的主要原辅料价格呈快速上涨态势，使得电解铝生产中的相应成本大幅增加。安泰科测算，5月份氧化铝、炭阳极成本环比分别增加536元/吨和29元/吨，电力成本下降90元/吨。随着美联储降息预期不断增强，国内利好政策持续推进，地产、汽车等行业有望逐步修复，建议持续关注绿电铝龙头企业云铝股份（000807）、河南省电解铝龙头及产业链一体化典范企业神火股份（000933）。

稀土：未来前景光明，静待需求拐点。稀土作为我国重要的稀缺战略资源，由于其优异的金属特性，广泛应用于高新材料、冶金、军工、石油化工、玻璃陶瓷、农业等行业，近年来随着我国大型稀土集团的组建以及黑稀土基本出清，稀土行业进入新发展阶段，伴随新能源汽车、风电、工业机器人、人型机器人、变频空调、节能电梯等行业快速发展，稀土需求有望稳步提升。且我国是全球唯一具备稀土全产业链各类产品生产能力的国家，竞争优势凸显，龙头公司有望充分受益。（1）稀土上游资源端我们建议关注世界轻稀土龙头企业北方稀土（600111.SH）、国内重稀土龙头企业中国稀土（000831.SZ）（2）稀土精深加工端我们建议关注生产高性能钕铁硼磁材的龙头公司。

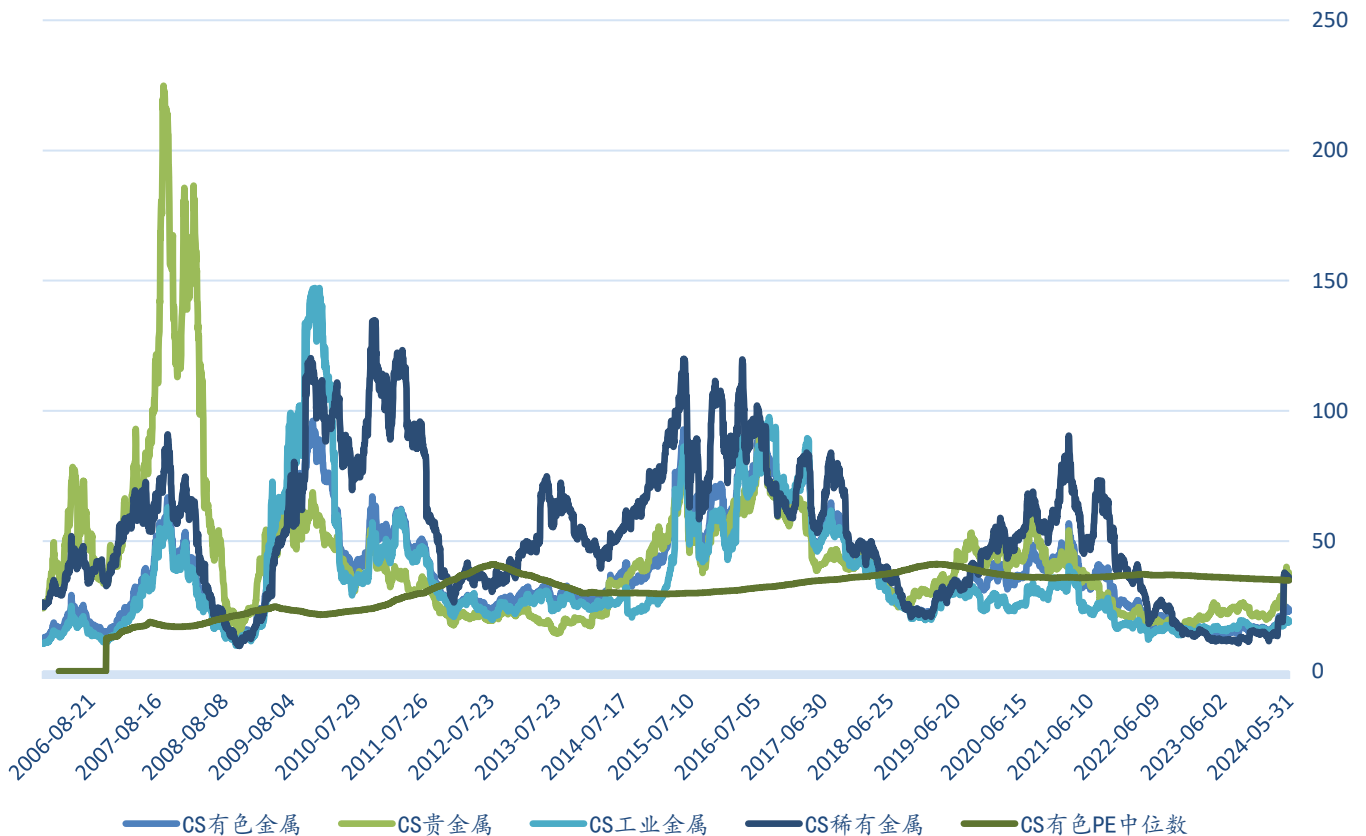
投资建议：截至5月31日，有色板块PE为23.02倍，贵金属板块PE为36.84倍，工业金属板块PE为18.80倍，稀有金属板块PE为35.07倍。受到国际局势复杂多变、欧美经济滞胀预期增强、地缘政治冲突等因素影响，大宗商品价格波动加剧，维持有色金属行业“同步大市”评级，建议关注黄金、铜板块。

图 64：有色板块与大盘 PE（倍）对比



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 65：有色及子板块 PE（倍）对比



资料来源：Wind，中原证券研究所

表 12：推荐相关标的估值概况

公司 简称	总股本 (亿股)	流通股 (亿股)	股价 (元)	ROE		EPS (元)		每股净 资产 (元)	PE (倍)		PB(倍)	投资 评级
				2022A	2023A	2024E	2025E		2024E	2025E		
紫金矿业 (601899)	265.78	205.56	16.90	22.53%	19.64%	0.92	1.01	4.08	19.28	17.65	3.91	增持
山东黄金 (600547)	44.73	36.14	26.88	3.79%	7.04%	0.63	0.77	5.17	40.42	33.34	5.05	增持
中金黄金 (600489)	48.47	48.47	14.27	8.18%	11.49%	0.75	0.71	5.34	19.15	17.01	2.60	未评级
云铝股份 (000807)	34.68	34.68	13.11	20.44%	15.37%	1.23	1.33	7.42	11.09	10.29	1.74	增持
神火股份 (000933)	22.51	22.38	20.03	47.18%	29.78%	3.37	2.62	8.81	8.51	7.77	2.35	增持
北方稀土 (600111)	36.15	36.15	16.97	30.17%	10.97%	0.71	1.03	5.98	23.79	16.50	2.86	未评级
中国稀土 (000831)	10.61	10.61	24.66	13.78%	8.60%	0.31	0.49	4.58	79.62	50.78	5.84	未评级

资料来源：Wind，中原证券研究所(注：股价为 2024 年 6 月 27 日收盘价)

7. 风险提示

- (1) 美联储加息超预期导致金属价格回落；
- (2) 全球经济衰退超预期导致下游需求不足；
- (3) 地缘政治冲突升级扰动金属供需两端；
- (4) 矿山产量供给超预期冲击金属价格。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。