

## 2024H1 盈利亮眼，咬定青山不放松

2024年09月04日

► **2024年以来有色板块整体情况。**从二级市场来看，2024年至今（截至2024年8月30日），有色金属板块整体涨幅为6.87%，板块排第7；其中2024Q2下跌1.52%，位列第13；2024年H1，有色金属上涨16.32%，板块排名第5。细分板块中，2024年至今黄金和铜板块表现优于有色其他板块。

► **细分板块来看：2024H1 盈利亮眼，贵金属和工业金属表现亮眼。**①贵金属：2024H1 黄金价格同比+14.1%，2024H1 贵金属板块归母净利润同比+44.10%；2024Q2 归母净利润33.73亿元，同比、环比分别增长35.92%和25.63%。②工业金属：2024H1 铝/铜/锌价分别同比增长7.26%/9.85%/0.52%，归母净利润分别同比增长46.7%/30.4%/32.3%。③能源金属：2024H1 电池级碳酸锂和氢氧化锂同比下跌68.2%和74.4%；硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比下降21.8%和23.6%；电解镍价格同比下降28.7%。2023H1 锂板块归母净利同比下降120.0%，钴板块归母净利同比上涨36.0%，镍板块归母净利同比上涨23.2%。

► **投资建议：看好铜铝+贵金属机会。(1) 工业金属：供给约束持续，需求国内政策发力，叠加供应链重构拉动海外需求，金属价格中枢有望上行。**铜：金融压制缓解，供给端矿端紧张依旧，冶炼厂减产在即，需求端供应链重构拉动海外需求，国内政策发力需求有望恢复，价格中枢将继续上移。铝：产能达到天花板，长期价值可期。**建议重点关注洛阳钼业、紫金矿业、中国有色矿业、中国铝业、中国宏桥、神火股份、云铝股份。(2) 能源金属：供给压力加剧，静待资源端出清信号。**锂：供需过剩锂价大幅下跌，部分高成本项目成本压力正在加剧，行业触底仍需等待代表性矿山的减停产信号。钴：钴价底部信号明确，成本压力导致刚果（金）供应不及预期，在国内大力度收储催化下，钴价有望触底反弹。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，印尼镍矿耗尽速度或将快于预期，资源的稀缺性可能会很快体现。**建议重点关注中矿资源、赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料、华友钴业。(3) 贵金属：联储利率政策进入过渡期，金价蓄势待发。**美国CPI逐渐回落背景下降息焦点逐渐转向就业数据，美联储降息在即。复盘历史同期阶段，金价在相同时期走势呈现震荡偏强，随着后续美国经济下行降息周期正式开始，金价中长期中枢有望进一步走高。另外，全球主要经济体在疫后实行了货币超发，为稳定本国币值、汇率稳定，各国央行购金需求持续增加，除美联储降息节奏及幅度外，央行购金行为也将成为影响黄金需求的重要变量，进一步支撑金价中枢上行。**建议重点关注中金黄金、山金国际、山东黄金、赤峰黄金、招金矿业、兴业银锡和盛达资源等黄金白银标的。**

► **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，海外经济衰退。

## 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603993.SH	洛阳钼业	6.94	0.38	0.53	0.69	18	13	10	推荐
601899.SH	紫金矿业	14.68	0.80	1.12	1.37	18	13	11	推荐
601600.SH	中国铝业	6.61	0.39	0.78	0.90	17	8	7	推荐
01378.HK	中国宏桥	9.01	1.21	1.88	2.12	7	5	4	推荐
002738.SZ	中矿资源	29.18	3.15	1.21	1.37	9	24	21	推荐
600489.SH	中金黄金	12.49	0.61	0.84	0.94	20	15	13	推荐
000975.SZ	山金国际	15.33	0.51	0.73	0.89	30	21	17	推荐

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2024年9月4日收盘价)

## 推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuuzuxue@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 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 20240901：旺季将至，看好工业金属价格走势-2024/09/01
- 2.有色金属周报 20240824：美联储降息渐行渐近，金价上行可期-2024/08/24
- 3.有色金属周报 20240818：美联储降息临近，金价再创新高-2024/08/17
- 4.有色金属周报 20240811：美联储降息渐行渐近，商品价格逐步企稳-2024/08/11
- 5.有色金属周报 20240804：美联储降息即将开启，商品价格波幅加大-2024/08/04

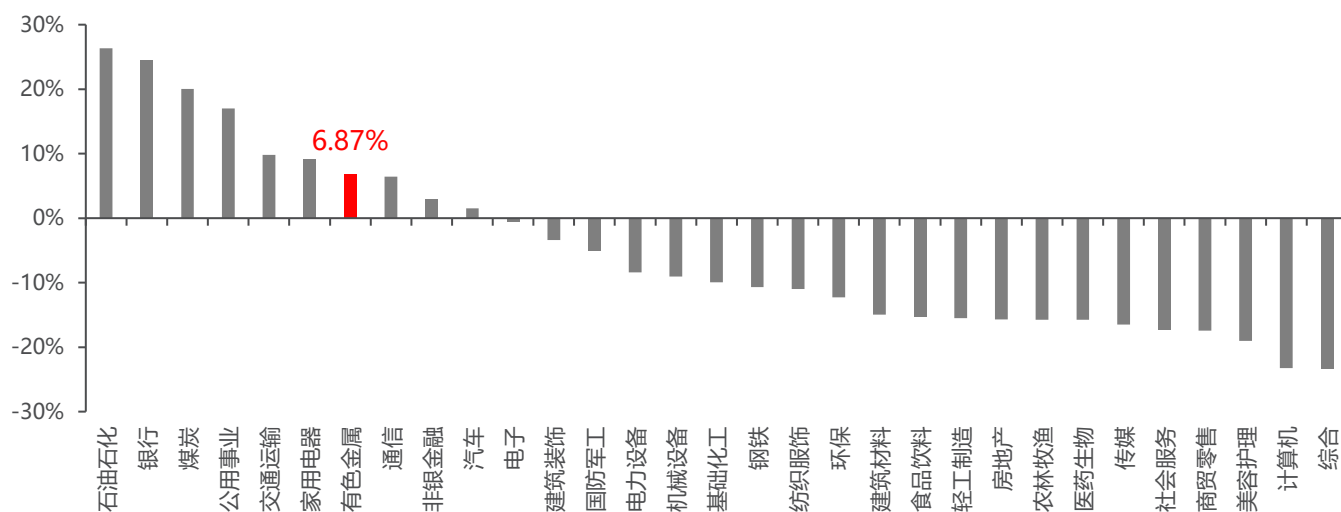
# 目录

<b>1 有色金属：2024H1 相对收益明显，24Q2 行业利润显著抬升</b>	<b>3</b>
<b>2 细分板块来看：价格上行，业绩整体表现亮眼</b>	<b>10</b>
2.1 基本金属：2024Q2 基本金属价格同环比均上涨为主，业绩好转	10
2.2 贵金属：金价先扬后抑，板块业绩同比上升	13
2.3 稀有金属：供给压力加剧，锂板块龙头大幅亏损	15
<b>3 2024Q2 有色板块基金持仓比例环比上升</b>	<b>23</b>
<b>4 2024H2 展望：任尔东西南北风，咬定青山不放松</b>	<b>27</b>
4.1 工业金属：供给大周期，金属价格中枢抬升	27
4.2 贵金属：降息周期即将开启，金价蓄势待发	34
4.3 能源金属：成本压力加剧，静待资源端出清信号	39
<b>5 投资建议：铜铝+黄金依然是最佳组合</b>	<b>49</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>51</b>
<b>插图目录</b>	<b>52</b>
<b>表格目录</b>	<b>53</b>

# 1 有色金属：2024H1 相对收益明显，24Q2 行业利润显著抬升

2024 年至今，有色金属上涨 6.87%，其中 2024Q2 下跌 1.52%，位列第 13。2024 年以来有色金属板块整体涨幅为 6.87%，板块排第 7，其中 2024Q2 有色金属跌幅为 1.52%，板块排名第 13；2024 年 H1，有色金属上涨 16.32%，板块排名第 5。

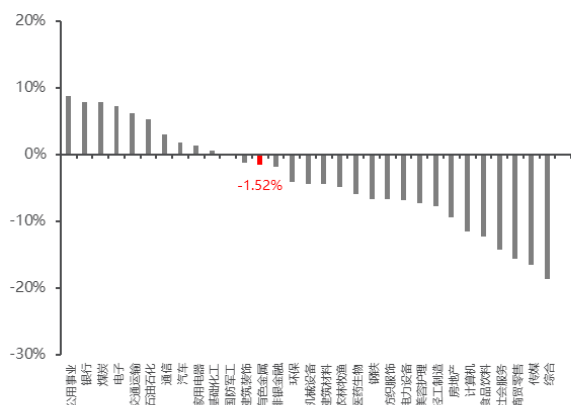
图1：SW 有色板块 2024 年至今（2024 年 8 月 30 日）整体涨幅为 6.87%（单位：%）



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

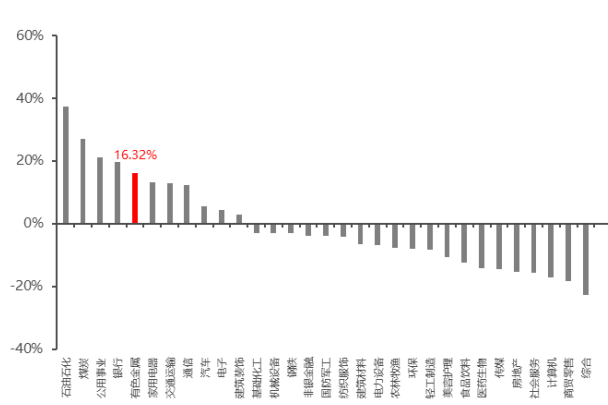
图2：2024 年 Q2，SW 有色下跌 1.52%（单位：%）



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 H1，SW 有色上涨 16.32%（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

对比指数而言,有色板块表现较好。2024 年至今有色金属板块涨幅为 6.87%,市场表现优于上证综指 (-4.46%) 与沪深 300 (-3.20%)。分阶段来看,2024 年 Q2 有色金属板块跌幅为 1.52%,优于沪深 300 (-14.55%),优于上证综指 (-9.33%);2024 年 H1 有色金属板块涨幅为 16.32%,优于沪深 300 (0.89%),优于上证综指 (-0.25%)。

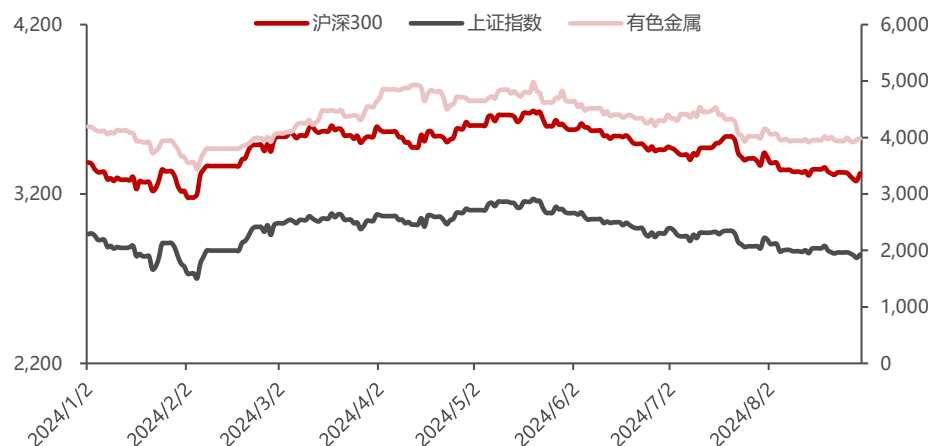
表1: 有色金属板块表现强于指数 (单位: %)

	沪深 300	上证综指	有色金属
2024Q2	-14.55%	-9.33%	-1.52%
2024H1	0.89%	-0.25%	16.32%
2024 年至今 (2024 年 8 月 30 日)	-3.20%	-4.46%	6.87%

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

图4: 2024 年至今 (2024 年 8 月 30 日) 有色金属板块表现较好 (SW 申万有色: 右轴, 单位: 点)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 有色金属 (申万) 代码是 801050.SL

从细分板块情况来看,根据申万二级行业指数 2024 年至今的区间涨跌幅来看,有色金属五个板块涨幅由高到低分别为贵金属、工业金属、小金属、金属新材料、能源金属。而从三级行业指数来看,涨幅最前的为铜(不将钼板块作为涨幅最高是由于申万分类将洛阳钼业归类为钼而非铜,下同),跌幅最大的是锂。

表2: 2024 年至今 (2024 年 8 月 30 日) 子板块涨跌幅

行业分类	区间涨跌幅
SW 有色金属	6.87%
SW 金属新材料	-18.83%
SW 其他金属新材料	-15.75%
SW 磁性材料	-21.70%
SW 工业金属	12.94%

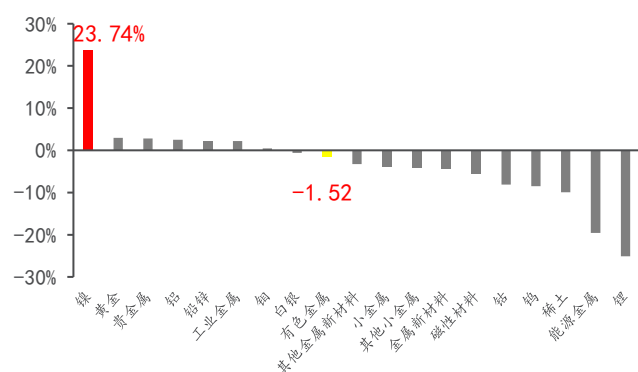
SW 铝	4.43%
SW 铜	20.81%
SW 铅锌	-0.72%
SW 贵金属	19.48%
SW 黄金	19.87%
SW 白银	4.96%
SW 小金属	9.47%
SW 稀土	-16.68%
SW 钨	-1.81%
SW 其他小金属	-9.94%
SW 钼	40.03%
SW 能源金属	-28.74%
SW 钴	-18.91%
SW 锂	-32.68%

资料来源: ifind, 民生证券研究院整理

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

从申万有色三级行业指数的分阶段数据来看, 除镍外, 2024 年 H1 (2024 年 8 月 30 日) 黄金、铜铝、铅锌等板块表现优于有色金属其他板块, Q2 铜和黄金表现最佳。2024 年 H1 有色板块跌幅 1.52%, 其中镍、黄金、铝、铅锌、铜板块相对较好, 分别上涨 23.74%、2.93%、2.54%、2.23%、1.93%, 白银、其他金属新材料、其他小金属、磁性材料、钴、钨、稀土、锂分别下跌 0.64%、3.28%、4.12%、5.52%、8.12%、8.47%、9.95%、25.12%。而 2024 年 Q2 有色板块上涨 16.32%, 其中铜、黄金、铝、铅锌、白银表现突出, 分别上涨 33.34%、24.81%、15.60%、10.80%、10.28%, 而小金属 (除钼钨)、金属新材料、能源金属中的子版块则有不同程度的下跌。

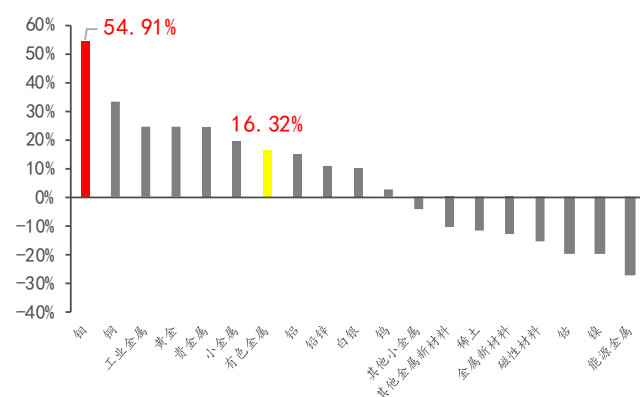
图5: 2024 年 H1, 镍板块涨幅最大为 23.74% (单位: %)



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6: 2024 年 Q2, 钼铜板块涨幅居前 (单位: %)

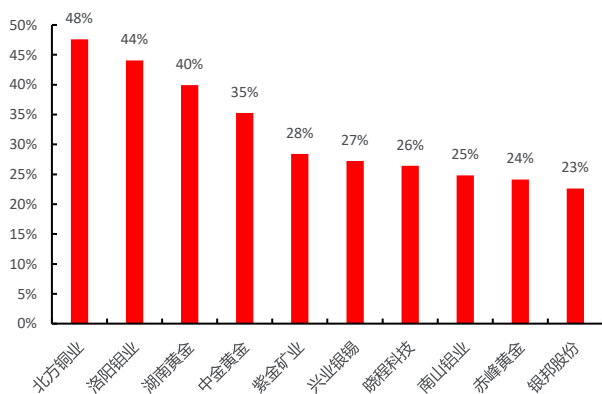


资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

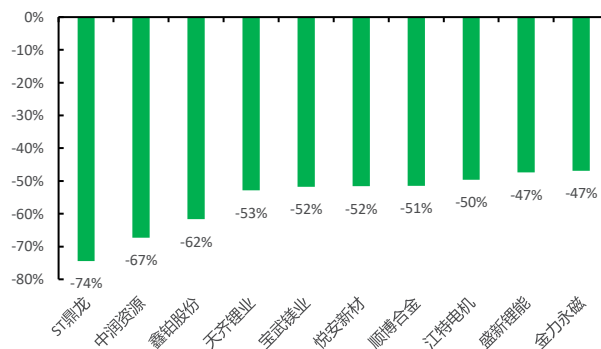
2024 年初以来，铜与黄金个股表现较为优异。2024 年初至 8 月 30 日，涨幅前五的公司为北方铜业、洛阳钼业、湖南黄金、中金黄金和紫金矿业，涨幅分别为 47.6%、44.0%、39.9%、35.2%、28.4%。今年表现较好的个股主要集中在铜和黄金板块，其中涨幅主要是二季度贡献，二季度随着宏观转好与降息预期升温，铜金商品价格上涨明显，铜价一度突破 11000 美元/吨，金价也突破 2400 美元/盎司受海外通胀等影响，商品价格上升同步带动了相关个股的上涨。

图7：2024 年初至 8 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 8 月 30 日跌幅前十的公司



资料来源：ifind，民生证券研究院

有色金属板块分季度的财务数据来看：2024H1 有色板块业绩整体保持稳定，归母净利润小幅减少 3.63%，2024Q2 有色板块业绩提升明显，归母净利润同环比分别上升 26.97%、71.02%。2024Q2 有色金属营业成本同比增加 4.12%，低于营业收入同比增速（6.64%），且环比增速（15%）又低于营业收入环比增速（18.43%），盈利能力上升明显。有色金属板块 Q2 利润出现明显提升，主要是由于商品价格 Q2 上涨较多，成本相对保持稳定，上涨的价格部分大多均转化为了利润。

表3：有色金属板块 2024Q2 财务数据同比、环比均呈上升态势

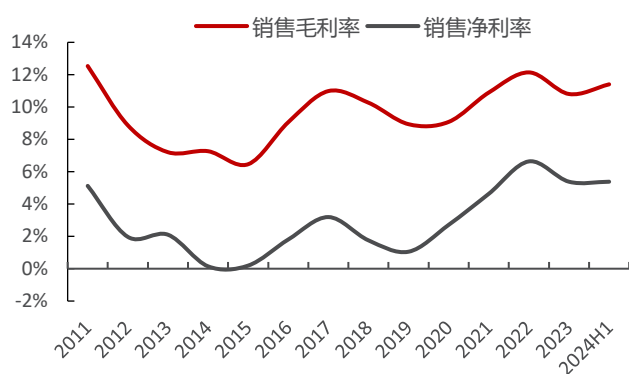
	2023Q2	2023H1	2024Q1	2024H1	2024H1 同比	2024Q2	2024Q2 同比	2024Q2 环比
营业收入 (亿元)	8635	16699	7775	16983	1.70%	9208	6.64%	18.43%
营业成本 (亿元)	8155	15721	7383	15874	0.97%	8491	4.12%	15.00%
毛利率 (%)	5.6%	5.9%	5.0%	6.5%	0.67%	7.8%	1.26%	2.74%
归母净利润 (亿元)	345	720	256	694	-3.63%	438	26.97%	71.02%

资料来源：ifind，民生证券研究院



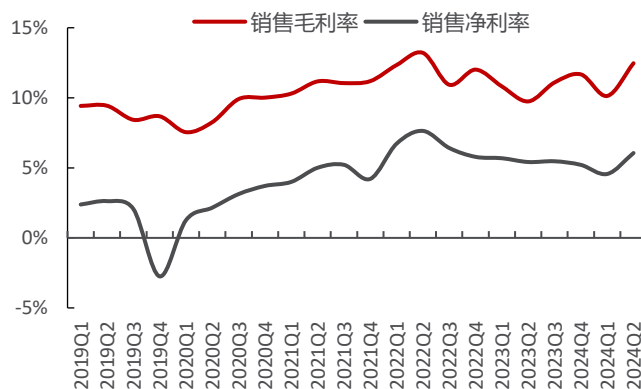
**销售毛利率、净利率均上升：**有色金属板块的销售毛利率、净利率自 2019 年起触底反弹，至 2022 末达到高点，2023 年有所回落之后，2024H1 又重新回升。分季度来看，毛利率、净利率在 2019Q4 触底，之后震荡上升，2022Q2 触顶后，整体波动小幅下滑，24Q2 则明显上升，毛利率已是自 22Q3 以来的新高，重新回到 12%以上；净利率是 22Q4 以来的新高，重新回到 6%以上。

图9：2011-2024H1 有色金属板块销售毛利率及净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

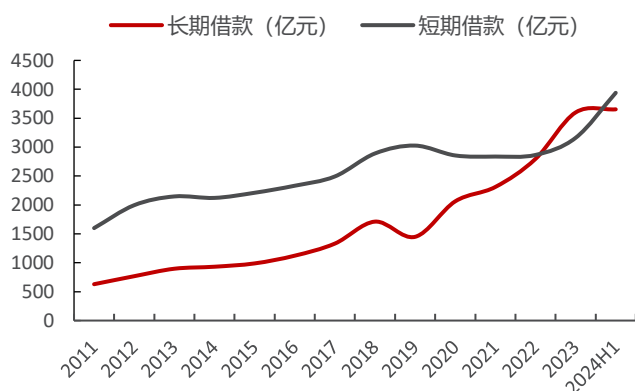
图10：2019Q1-2024Q2 有色金属销售毛利率及净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

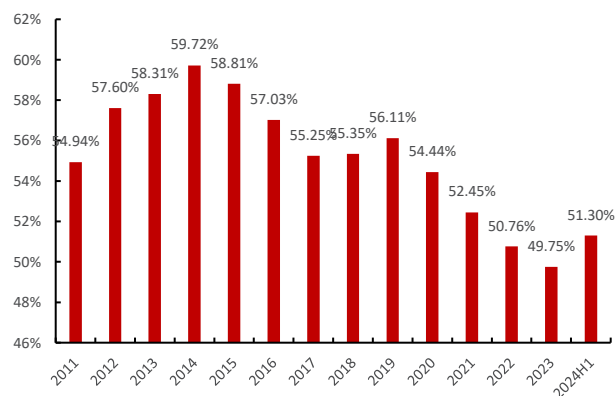
**从资产负债率的角度来看：**有色金属板块自 2011 年以来的长期借款与短期借款基本保持增长趋势，2019 年长期借款出现下滑后持续上升，2020 年、2021 年短期借款小幅下滑后继续小幅上升，由于有色板块盈利能力回升明显，2024H1 长期借款上升明显放慢，而短期借款上升较明显。2024H1 资产负债率小幅上升至 51.3%，较 2023 年底小幅回升，但仍处在历史较低水平。

图11：2011-2024H1 有色金属板块长期借款与短期借款



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2011-2024H1 有色金属板块资产负债率



资料来源：wind，民生证券研究院

**细分子板块营业收入方面：**2024H1 工业金属、贵金属、小金属、金属新材料板块实现营业收入增长，同比分别增长 3.16%、28.98%、1.29%、1.41%，能源金属营收下滑明显，同比下滑 37.26%。2024Q2，除能源金属外，其他板块营收同比环比均上升，其中贵金属和工业金属板块营收上升较为明显。

**表4：2024Q2 有色金属子板块中除能源金属外其他板块营业收入同环比均上升，其中贵金属和工业金属板块表现较为亮眼（单位：亿元）**

	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024H1/ 2023H1	2024Q1	2024Q2	2024Q2/20 23Q2	2024Q2/ 2024Q1
SW 有色金属	8635	8384	7710	1.70%	7775	9208	6.64%	18.43%
SW 工业金属	6117	5860	5224	3.16%	5502	6564	7.31%	19.31%
SW 铝	1594	1504	1355	-0.03%	1406	1690	6.03%	20.23%
SW 铜	4037	3900	3483	5.54%	3656	4440	9.99%	21.46%
SW 铅锌	487	455	386	-5.85%	441	434	-10.78%	-1.51%
SW 贵金属	604	611	596	28.98%	688	802	32.72%	16.61%
SW 黄金Ⅲ	595	596	580	28.30%	672	784	31.78%	16.76%
白银	9	15	17	67.58%	16	18	94.59%	10.27%
SW 小金属	1091	1136	1175	1.29%	984	1244	14.07%	26.46%
SW 稀土	166	184	195	-35.49%	107	140	-15.57%	30.93%
SW 钨	151	150	144	-4.49%	126	141	-6.60%	12.25%
SW 其他稀 有小金属	321	319	264	0.85%	261	359	11.89%	37.30%
SW 钼	453	483	573	18.62%	490	604	33.36%	23.34%
SW 能源金属	598	549	480	-37.26%	396	369	-38.19%	-6.59%
SW 钴	239	257	240	-8.14%	237	235	-1.71%	-1.15%
SW 锂	357	290	239	-58.94%	156	132	-62.97%	-15.20%
SW 金属新材 料	225	228	235	1.41%	206	228	1.55%	10.66%
SW 非金属 新材料	128	136	145	11.62%	127	140	9.77%	10.41%
SW 磁性材 料	97	92	91	-11.54%	79	88	-9.29%	11.06%

资料来源：ifind，民生证券研究院

**细分子板块归母净利润方面：**2024H1 有色金属除能源金属板块外，其他板块



均实现归母净利润增长，工业金属、贵金属、小金属、金属新材料归母净利润分别同比上升 36.34%、57.13%、29.21%、8.93%。2024Q2，同样只有能源金属板块利润同环比均下滑，其余二级子板块利润同环比均有不同程度上升，其中铜金利润上涨明显，小金属、金属新材料板块 Q2 利润得到良好修复。

**表5：2024Q2 有色金属子板块归母净利润中除能源板块外，其余子板块同环比均上升明显（单位：亿元）**

	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024H1/ 2023H1	2024Q1	2024Q2	2024Q2/ 2023Q2	2024Q2/ 2024Q1
SW 有色金属	344.94	344.48	276.02	-3.63%	256.10	437.98	26.97%	71.02%
SW 工业金属	185.18	205.12	171.23	36.34%	206.64	298.04	60.95%	44.23%
SW 铝	70.35	80.04	85.99	46.67%	77.85	129.61	84.25%	66.48%
SW 铜	98.11	108.29	83.14	29.58%	112.28	144.32	47.10%	28.54%
SW 铅锌	16.72	16.80	2.09	32.34%	16.50	24.10	44.15%	46.01%
SW 贵金属	23.11	20.92	22.31	57.13%	25.66	35.50	53.59%	38.32%
SW 黄金Ⅲ	23.14	21.03	23.73	55.32%	25.62	34.97	51.09%	36.49%
白银	-0.03	-0.11	-1.42	扭亏为盈	0.05	0.53	扭亏为盈	1036.60%
SW 小金属	34.69	52.41	93.51	29.21%	37.08	69.71	100.92%	87.98%
SW 稀土	2.63	5.43	14.94	-144.21%	-7.56	1.87	-28.84%	-124.74%
SW 钨	5.25	4.45	5.55	14.88%	4.97	7.68	46.31%	54.40%
SW 其他稀有 小金属	16.35	16.69	7.34	-16.89%	12.62	17.96	9.84%	42.33%
SW 钼	10.46	25.84	65.69	215.32%	27.05	42.19	303.32%	55.99%
SW 能源金属	90.66	53.38	-21.21	-102.01%	-23.73	19.61	-78.37%	-182.66%
SW 钴	13.17	12.09	5.12	35.95%	9.86	22.92	74.05%	132.55%
SW 锂	77.34	41.33	-25.88	-120.71%	-33.74	-3.70	-104.78%	-89.04%
SW 金属新材料	11.30	12.65	10.18	8.93%	10.44	15.12	33.90%	44.80%
SW 非金属新 材料	7.44	7.15	6.27	28.15%	6.69	10.45	40.41%	56.20%
SW 磁性材料	3.85	5.50	3.91	-16.52%	3.76	4.68	21.33%	24.51%

资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2 细分板块来看：价格上行，业绩整体表现亮眼

### 2.1 基本金属：2024Q2 基本金属价格同环比均上涨为主，业绩好转

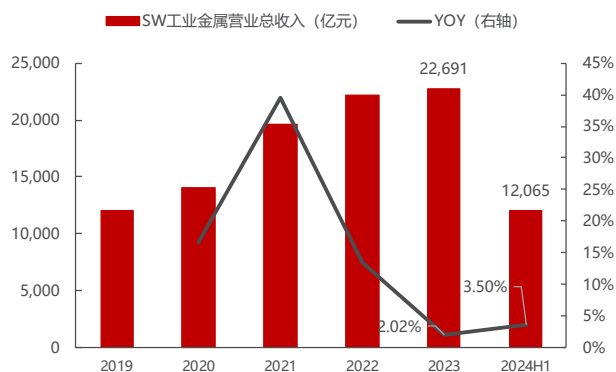
细分基本金属板块而言，2024Q2 基本金属均价除镍同比下降外，其余金属同环比价格均上涨。上半年基本金属价格冲高回落，年初到 5 月中旬，受益于供给紧张、海外需求上行、美联储降息预期抬升，基本金属价格整体维持上涨走势。但进入 5 月中旬后，由于前期价格持续抬升，短期又有逼仓等事件影响，库存持续抬升，下游需求预期逐步下行，金属价格回调。具体来看，2024H1，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+9.85%、+7.26%、+11.98%、+0.52%、+15.44%、-27.82%；单季度来看，2024Q2，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+18.60%、+11.65%、+18.24%、+12.29%、+27.27%、-19.14%，环比分别增长 14.95%、8.07%、11.74%、11.47%、21.30%、8.44%。

表6：2024Q2，基本金属价同比除镍外均上涨，环比均上涨（单位：元/吨）

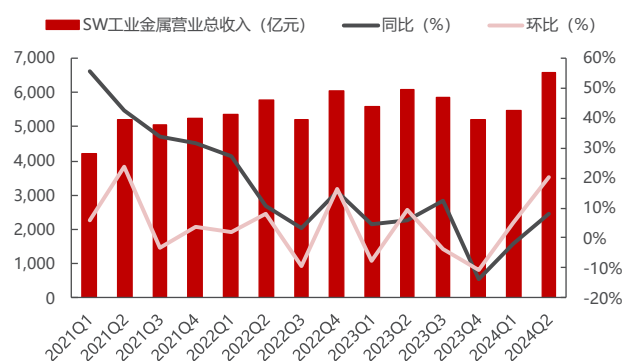
基本金属	2023H1	2024H1	2024H1 同比	2023Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q2 同比	2024Q2 环比
铜	67885	74570	9.85%	67248	69382	79758	18.60%	14.95%
铝	18489	19831	7.26%	18452	19062	20601	11.65%	8.07%
铅	15298	17131	11.98%	15292	16182	18081	18.24%	11.74%
锌	22067	22181	0.52%	20826	20978	23384	12.29%	11.47%
锡	207791	239874	15.44%	206620	216786	262961	27.27%	21.30%
镍	188958	136399	-27.82%	175518	130873	141924	-19.14%	8.44%

资料来源：ifind，民生证券研究院

**2024H1 工业金属板块营收同比维持上涨态势。**上半年基本金属价格普遍走高，均价同比多有所上涨，因此 2024H1 工业金属板块营收同比上涨 3.50%，涨幅相比于 2023 年有所上涨，2024Q2 工业金属价格环比均上涨，且一季度有春节影响低基数，工业金属板块营收同比、环比分别上涨 8.03%和 20.22%。

**图13：2024H1 工业金属板块营收及增速**


资料来源：ifind，民生证券研究院

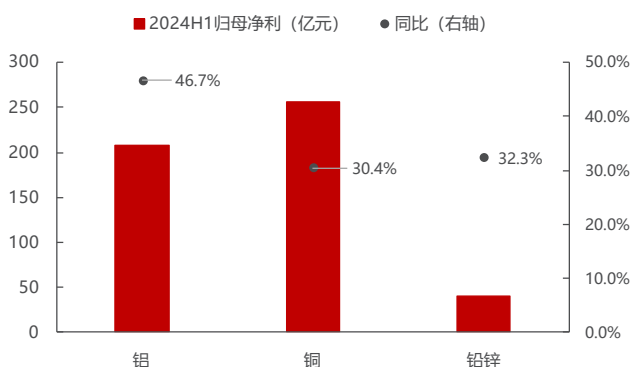
**图14：2024Q2 工业金属板块营收及增速**


资料来源：ifind，民生证券研究院

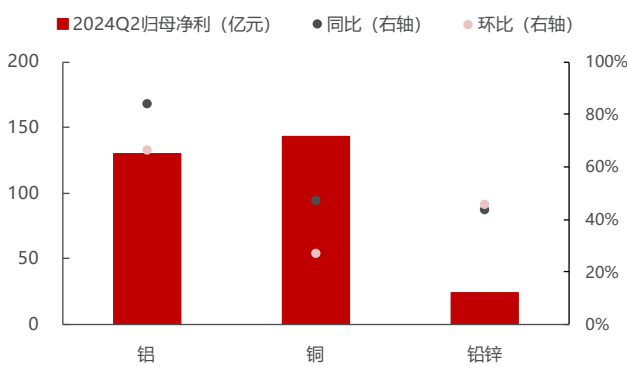
**2024H1 各细分子行业盈利同比均有所增加，主要受金属价格上涨的影响。**

2024H1，铝板块归母净利润合计 207.47 亿元、同比增长 46.7%，为同比增长最多的子行业，主要是因为电解铝价格和氧化铝价格均有所上涨；铜板块归母净利润合计 256.61 亿元，同比增长 30.4%；铅锌板块归母净利润合计 40.60 亿元，同比增长 32.3%。

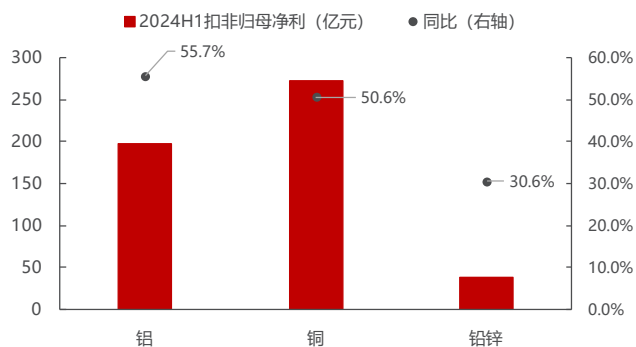
**2024Q2 基本金属铜铝铅锌价格同环比均上涨，受此影响工业金属各板块归母净利润同环比均上涨。**细分来看，2024Q2 铝、铜、铅锌行业的归母净利润分别为 129.61 亿元、143.57 亿元和 24.10 亿元，同比分别增长 84%、47%和 44%，环比分别增长 66%、27%和 46%。从扣非归母净利润来看，铜板块扣非归母净利润 2024Q2 为 160.87 亿元，同比增长 89%，环比增长 43%。铝和铅锌板块非经常性损益较少，扣非归母净利润和归母净利润差距不大。

**图15：2024H1 工业金属细分行业归母净利润及增速**


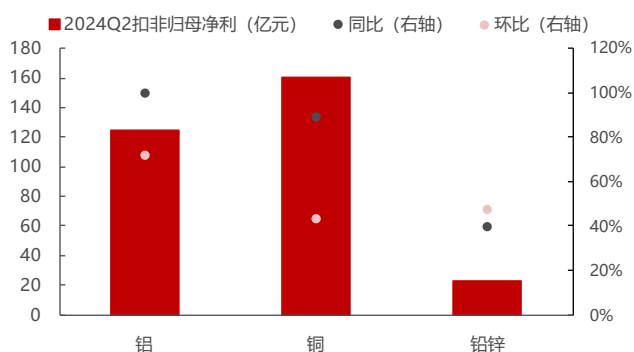
资料来源：ifind，民生证券研究院

**图16：2024Q2 工业金属细分行业归母净利润及增速**


资料来源：ifind，民生证券研究院

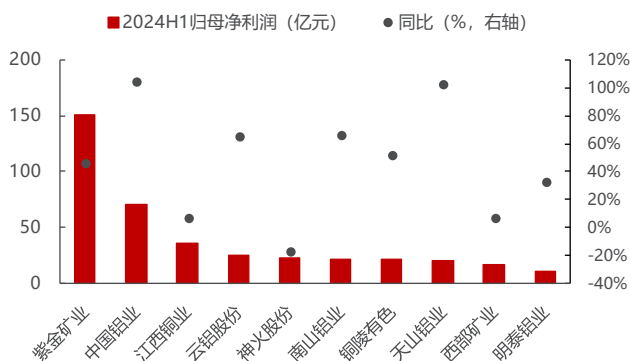
**图17：2024H1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速**


资料来源：ifind，民生证券研究院

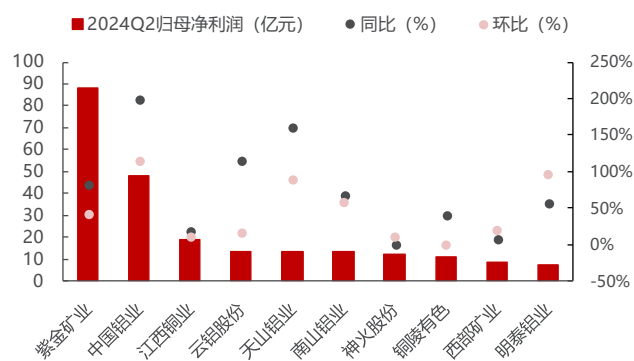
**图18：2024Q2 工业金属细分行业扣非归母净利及增速**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**从个股来看：**2024H1 工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为紫金矿业(150.8 亿元)、中国铝业 (70.2 亿元)、江西铜业 (36.2 亿元)、云铝股份 (25.2 亿元)、神火股份 (22.8 亿元)；2024Q2 归母净利润最高的公司分别为紫金矿业 (88.2 亿元)、中国铝业 (47.9 亿元)、江西铜业 (19.0 亿元)、云铝股份 (13.6 亿元)、天山铝业 (13.5 亿元)。2024Q2 由于基本金属价格环比均上涨，因此大部分公司归母净利环比有较大涨幅。

**图19：2024H1 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

**图20：2024Q2 工业金属板块各公司归母净利润**


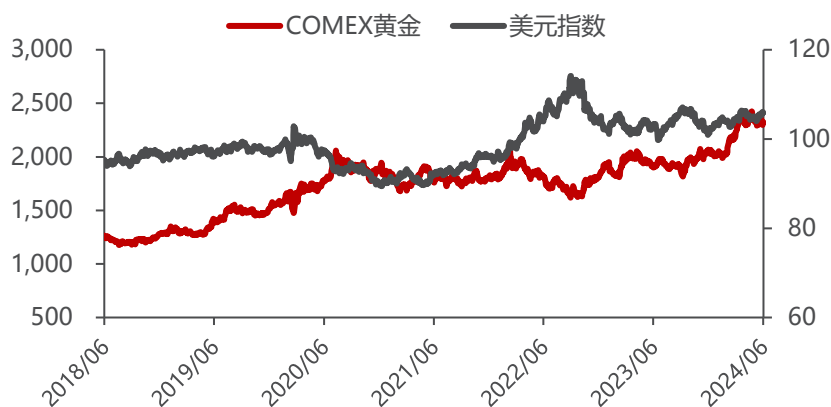
资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2.2 贵金属：金价先扬后抑，板块业绩同比上升

贵金属板块整体而言:2024H1 黄金价格同比+14.1%,环比+13.2%,2024H1 贵金属板块归母净利润同比+44.10%, 环比+28.56%。

2024H1, COMEX 黄金均价同比+14.1%, 环比+13.2%, 黄金价格上升, 最高值达 2424.60 美元/盎司。年初以来金价整体处于震荡, 彼时降息预期尚不明朗。三月下旬开始, 美联储淡化前期超预期通胀数据, 同时地缘冲突、央行持续购金对金价给予支撑, 在资金推动下金价一路冲高。后续随着降息预期降温, 央行暂停购金, 加之资金获利了结, 金价有所回落, 而后金价再次回到震荡阶段。

图21: 2024H1 COMEX 黄金最高涨至 2424.60 美元/盎司

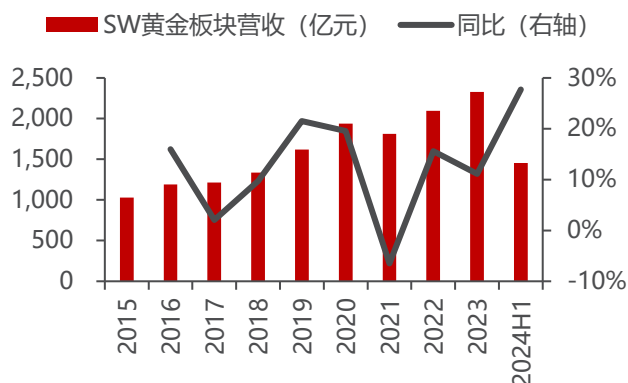


资料来源: wind, 民生证券研究院

从板块经营来看, 根据 SW 有色金属板块去年同期分类, 2024H1 黄金板块实现营业总收入 1455.95 亿元, 同比+27.72%; 2024Q2 黄金板块营收同比、环比分别变动+30.70%和+15.71%。

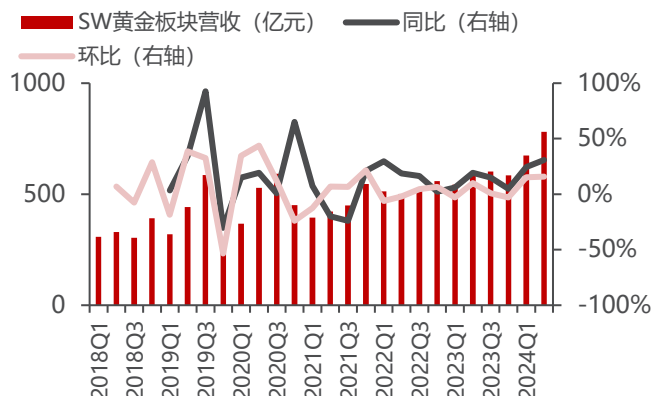
2024H1 黄金板块实现归属于母公司净利润 60.58 亿元, 同比+44.10%, 2024Q2 黄金板块归属于母公司净利润 33.73 亿元, 同比、环比分别变动+35.92%和+25.63%。

图22：2024H1 黄金板块营收及增速情况



资料来源：wind，民生证券研究院

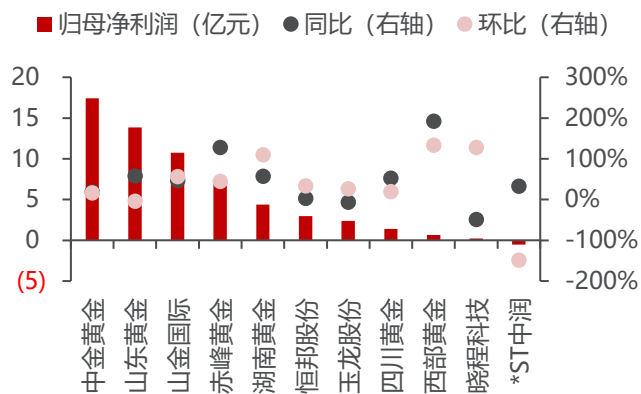
图23：2024Q2 黄金板块营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院（部分样本数据缺少，未计算处理）

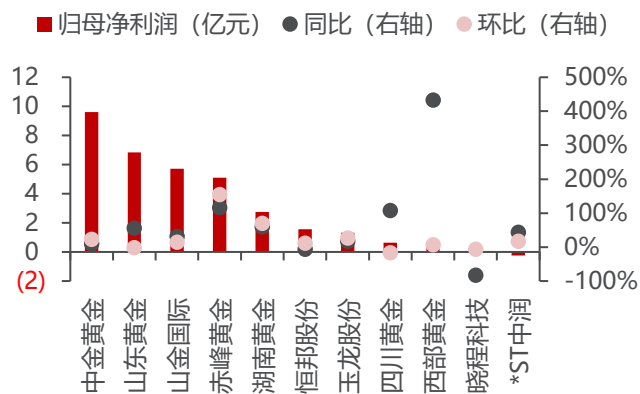
从个股来看，根据 SW 有色金属板块当期分类，2024 H1 贵金属板块中实现归属母公司净利润最高的公司分别为中金黄金（17.43 亿元）、山东黄金（13.83 亿元）和山金国际（10.75 亿元）；而 2024Q2 归母净利最高的公司分别为中金黄金（9.60 亿元）、山东黄金（6.84 亿元）和山金国际（5.72 亿元）

图24：2024H1 黄金板块各公司盈利情况（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2024Q2 黄金板块各公司盈利情况（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院



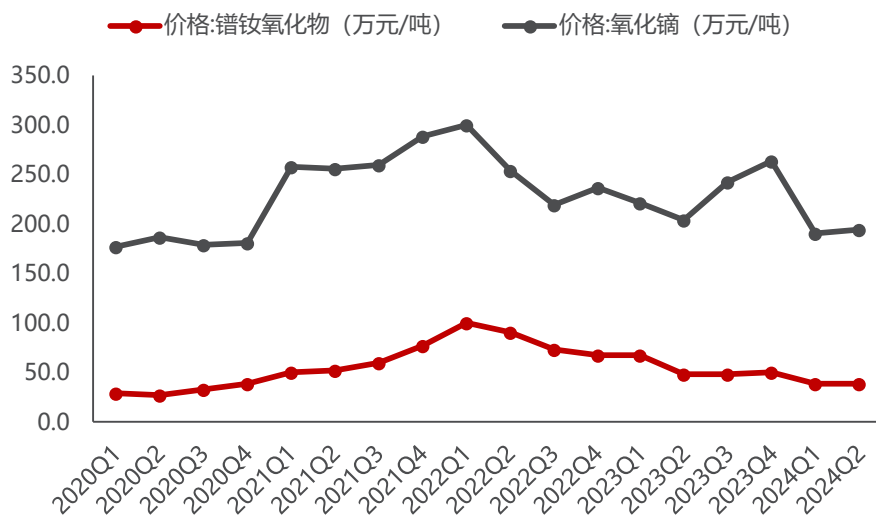
## 2.3 稀有金属：供给压力加剧，锂板块龙头大幅亏损

供给明显过剩，锂钴价格持续下滑。2024H1 电池级碳酸锂价格同比-68.2%，电池级氢氧化锂价格同比-74.4%，金属钴价格同比-25.6%，硫酸钴价格同比-21.8%，四氧化三钴价格同比-23.6%；分季度来看，24Q2 电池级碳酸锂均价同比-58.2%，环比+3.3%，电池级氢氧化锂均价同比-67.5%，环比+8.0%，金属钴、硫酸钴、四氧化三钴价格分别同比-21.8%、-16.4%、-20.3%，环比-3.7%、-1.5%、+0.6%。

细分钴锂板块而言：受钴锂价格下跌影响，锂板块 2024H1 归母净利同比-96.6%至 9.3 亿元，24Q2 归母净利润 19.9 亿元，同比-84.2%，环比+153.1%；钴板块 2024H1 归母净利同比+36.0%至 32.8 亿元，24Q2 归母净利润 22.9 亿元，同比+74.0%，环比+57.0%，钴板块表现良好主要由于非钴业务的贡献。

稀土板块中，2024H1 稀土价格持续回落，季度来看，2024Q2 稀土价格底部企稳，环比跌势放缓。由于供应持续增长，需求不及预期，稀土价格持续回落。但 2024 年国内两批指标供应均低于预期，加上成本支撑较强，稀土价格 Q2 底部企稳。

图26：2024H1 国内稀土价格延续回落趋势



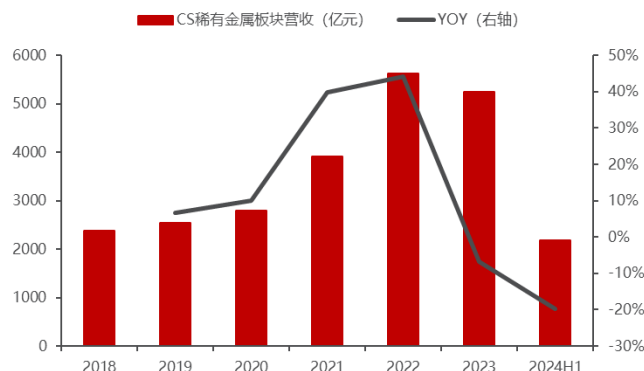
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

表7：各主要稀有金属品种价格涨跌幅

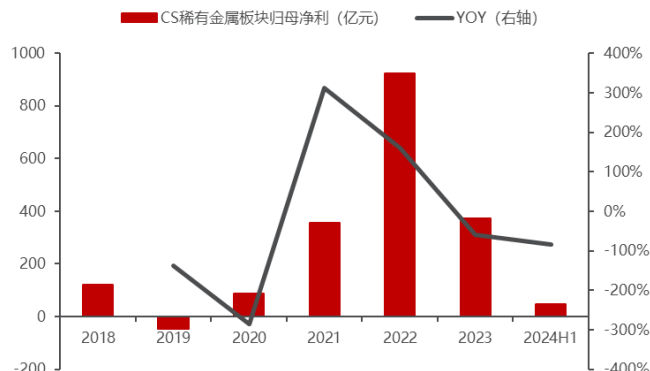
类别	单位	24Q2	24H1	24H1 同比	24Q2 同比	24Q2 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国)	美元/磅	5.5	5.6	-24.6%	-23.2%	-3.4%
金属钴(99.8%中国)	元/公斤	198	202	-25.6%	-21.8%	-3.7%
硫酸钴(20%)	元/吨	30711	30947	-21.8%	-16.4%	-1.5%
四氧化三钴(73.5%)	元/公斤	129	129	-23.6%	-20.3%	0.6%
金属锂(99.9%)	元/吨	877193	851412	-65.2%	-59.6%	6.2%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	105044	103368	-68.2%	-58.2%	3.3%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	97061	93447	-74.4%	-67.5%	8.0%
镍钴锰酸锂前驱体	元/吨	70728	68439	-21.9%	-13.7%	6.9%
镍钴锰酸锂	元/公斤	120	117	-54.3%	-43.6%	6.7%
碳酸锂(工业级) 99.0%	元/吨	102851	98276	-67.2%	-56.5%	9.8%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	87525	84747	-75.4%	-68.4%	6.8%
镁锭(99.9%)	元/吨	18477	18972	-14.3%	-19.9%	-5.1%
铈锭(99.65%)	元/吨	118895	103250	26.5%	46.4%	35.7%
铋锭(99.99%)	元/吨	69386	61812	15.6%	22.4%	27.9%
金属铬(99%)	元/吨	64487	64454	-7.6%	-4.8%	0.1%
氧化锆(99.99%)	元/公斤	6661	6434	10.0%	6.2%	7.3%
铟锭(99.99%FOB 中国)	美元/公斤	341	301	44.7%	66.1%	31.0%
电解锰(99.7%中国)	元/吨	12844	12567	-16.7%	-13.1%	4.5%
钨精矿(45%)	元/吨度	3644	3481	-13.3%	11.2%	9.8%
金属钽(99.95%)	元/公斤	2448	2440	-9.1%	-7.8%	0.7%
海绵钛(99.7%中国)	元/吨	52225	51713	-30.1%	-25.4%	2.0%
钨精矿(WO365%中国)	元/吨	144202	133965	12.8%	20.7%	16.5%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

稀有金属板块 2024H1 总营业收入同比下降 19.9%至 2178.0 亿元，归母净利润同比下降 83.2%至 45.8 亿元，主要由于金属价格大幅下跌。

**图27: CS 稀有金属板块营收及增速**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图28: CS 稀有金属板块归母净利润及增速**


资料来源: wind, 民生证券研究院

### 2.3.1 锂板块：锂价下跌业绩下滑，龙头公司大幅亏损

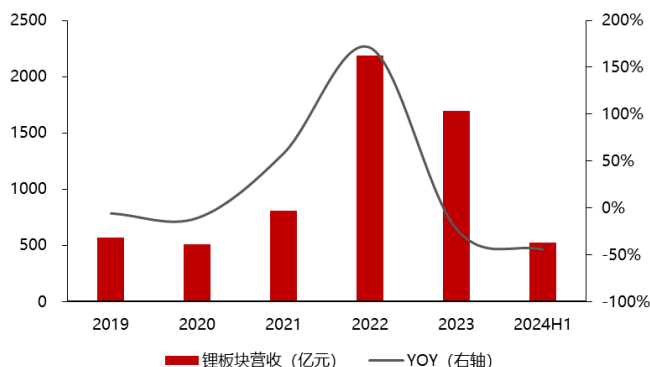
**2024H1 锂盐价格先跌后涨。**2024H1 国内新能源车需求增速放缓，供给端增量项目陆续投产放量，过剩压力下锂盐价格持续下滑，电池级碳酸锂均价同比-68.2%，电池级氢氧化锂均价同比-74.4%；分季度来看，24Q2 由于国内新能源车需求超预期带来的中下游材料厂补库，叠加江西环保事件干扰，锂盐价格环比小幅反弹，电池级碳酸锂均价同比-58.2%，环比+3.3%，电池级氢氧化锂均价同比-67.5%，环比+8.0%。

**表8: 锂金属及锂盐价格涨跌幅**

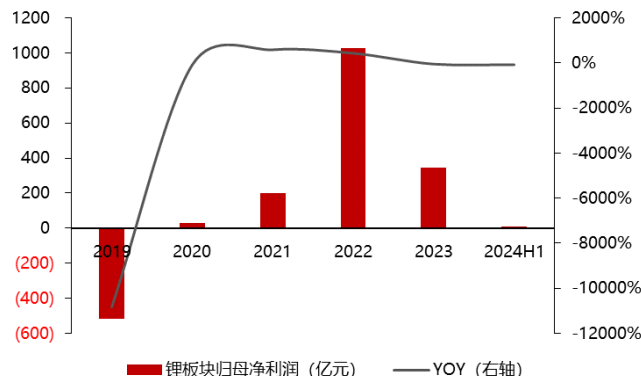
类别	单位	24Q2	24H1	24H1 同比	24Q2 同比	24Q2 环比
金属锂(99.9%)	元/吨	877193	851412	-65.2%	-59.6%	6.2%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	105044	103368	-68.2%	-58.2%	3.3%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	97061	93447	-74.4%	-67.5%	8.0%
碳酸锂(工业级) 99.0%	元/吨	102851	98276	-67.2%	-56.5%	9.8%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	87525	84747	-75.4%	-68.4%	6.8%

资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

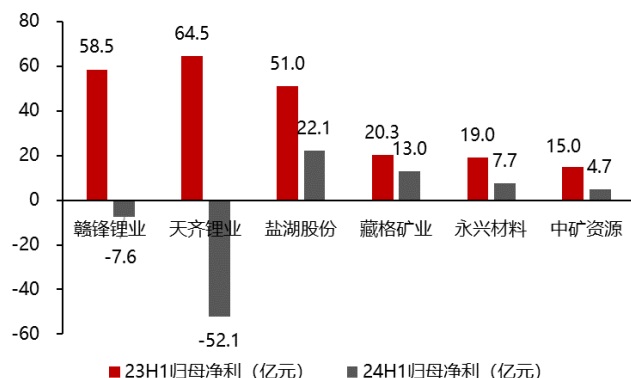
**业绩大幅下滑，龙头公司亏损严重。**锂板块 2024H1 营业收入同比-44.4%至 525.8 亿元，归母净利润同比-96.6%至 9.3 亿元，主要由于锂盐价格下跌；分季度来看，24Q2 锂板块营业收入 284.3 亿元，同比-40.2%，环比+17.7%，归母净利润 19.9 亿元，同比-84.2%，环比+153.1%。从个股来看，龙头公司大幅亏损，2024H1 天齐锂业归母净利润-52.1 亿元，同比-180.7%，赣锋锂业归母净利润-7.6 亿元，同比-113.0%，分季度来看，Q2 天齐锂业归母净利润-13.1 亿元，赣锋锂业归母净利润-3.2 亿元，亏损大幅减少。

**图29：锂板块营收及增速**


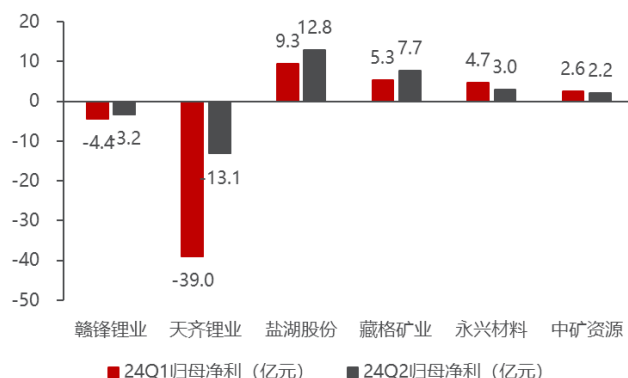
资料来源：ifind，民生证券研究院

**图30：锂板块归母净利润及增速**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**图31：锂板块主要公司归母净利**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**图32：锂板块主要公司单季度归母净利**


资料来源：ifind，民生证券研究院

### 2.3.2 钴板块：钴价持续磨底，业绩亮眼主要由于非钴业务贡献

**2024H1 钴价持续磨底。**2024H1 虽然国内新能源车需求超预期，消费电子回暖复苏，但供给过剩压力下钴价持续磨底，金属钴价格同比-25.6%，硫酸钴价格同比-21.8%，四氧化三钴价格同比-23.6%；分季度来看，24Q2 钴价继续承压，但价格跌势已放缓，金属钴、硫酸钴、四氧化三钴价格分别同比-21.8%、-16.4%、-20.3%，环比-3.7%、-1.5%、+0.6%。

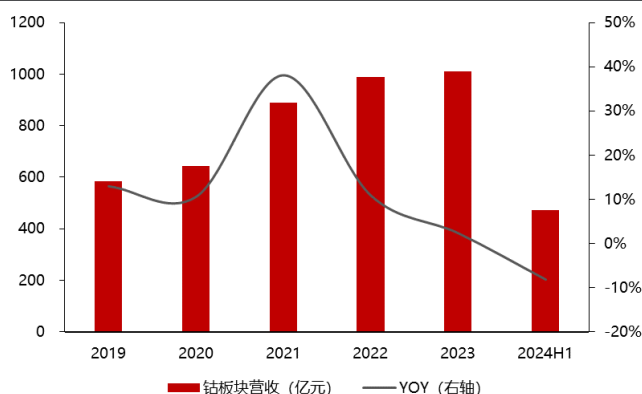
**表9：钴金属及钴盐价格涨跌幅**

类别	单位	24Q2	24H1	24H1 同比	24Q2 同比	24Q2 环比
钴精矿(6-8%ClF 中国)	美元/磅	5.5	5.6	-24.6%	-23.2%	-3.4%
金属钴(99.8%中国)	元/公斤	198	202	-25.6%	-21.8%	-3.7%
硫酸钴(20%)	元/吨	30711	30947	-21.8%	-16.4%	-1.5%
四氧化三钴(73.5%)	元/公斤	129	129	-23.6%	-20.3%	0.6%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

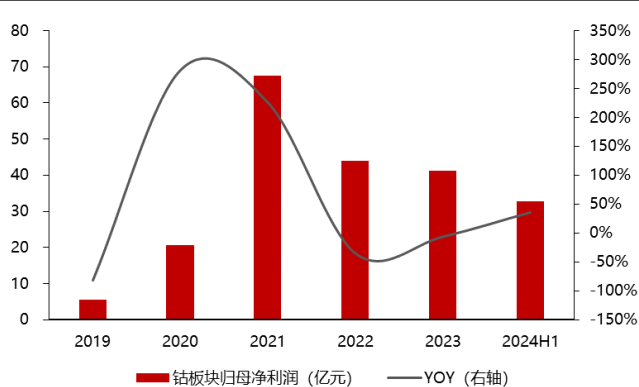
业绩大幅改善，主要由于非钴业务表现亮眼。钴板块 2024H1 营业收入同比-8.1%至 472.3 亿元，归母净利润同比+36.0%至 32.8 亿元，分季度来看，24Q2 钴板块营业收入 234.8 亿元，同比-1.7%，环比-1.2%，归母净利润 22.9 亿元，同比+74.0%，环比+57.0%。从个股来看，2024H1 盛屯矿业、腾远钴业归母净利润分别同比+524.1%、428.0%，主要由于铜业务盈利较好，24Q2 华友钴业归母净利润环比+119.8%，主要由于镍业务盈利大幅增长。

图33：钴板块营收及增速



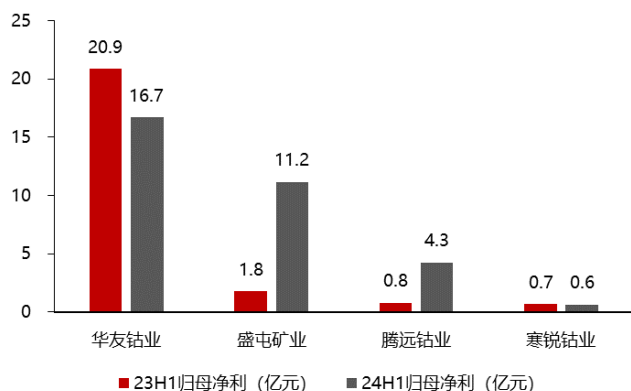
资料来源：ifind，民生证券研究院

图34：钴板块归母净利润及增速



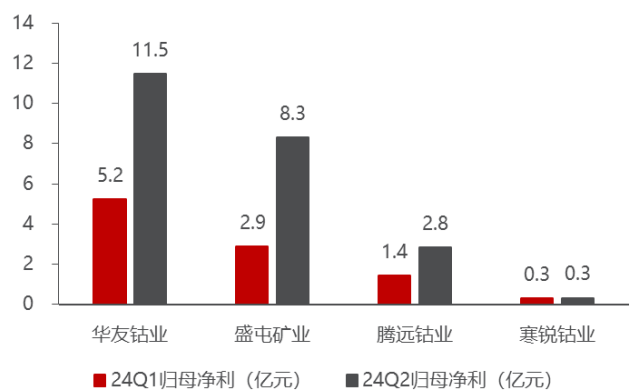
资料来源：ifind，民生证券研究院

图35：钴板块主要公司归母净利



资料来源：ifind，民生证券研究院

图36：钴板块主要公司单季度归母净利



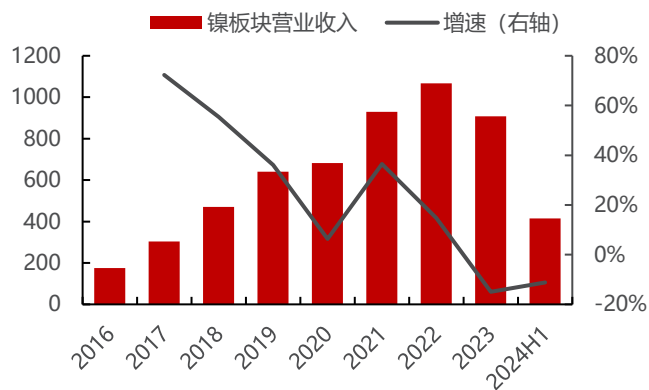
资料来源：ifind，民生证券研究院

### 2.3.3 镍板块：镍价阶段性走强，板块业绩回升

印尼镍矿 RKAB 审批缓慢导致镍矿供应阶段紧张，叠加 4 月 15 日美国财政部和英国发布禁令，禁止进口俄罗斯的镍等金属，2024Q2 镍价走势偏强，向好。具体来看，2024Q2 电解镍价格同比-20.56%，环比+7.87%至 13.78 万元/吨；硫酸镍价格同比-19.61%，环比+2.93%至 3.23 万元/吨。2024H1 镍板块整体实现

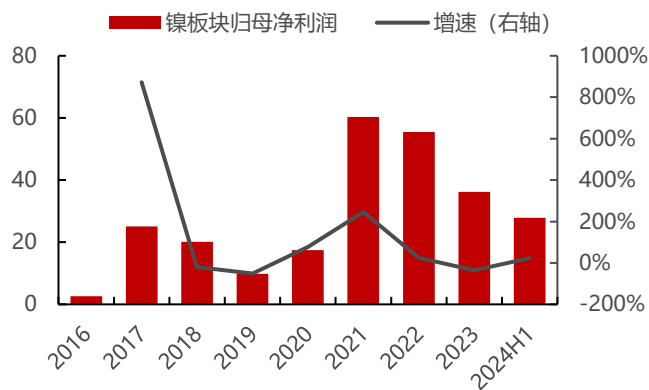
营收 414.65 亿元，同比-11.14%，实现归母净利润 27.88 亿元，同比+23.15%。

图37：镍板块营业收入（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图38：镍板块归母净利润（单位：亿元）



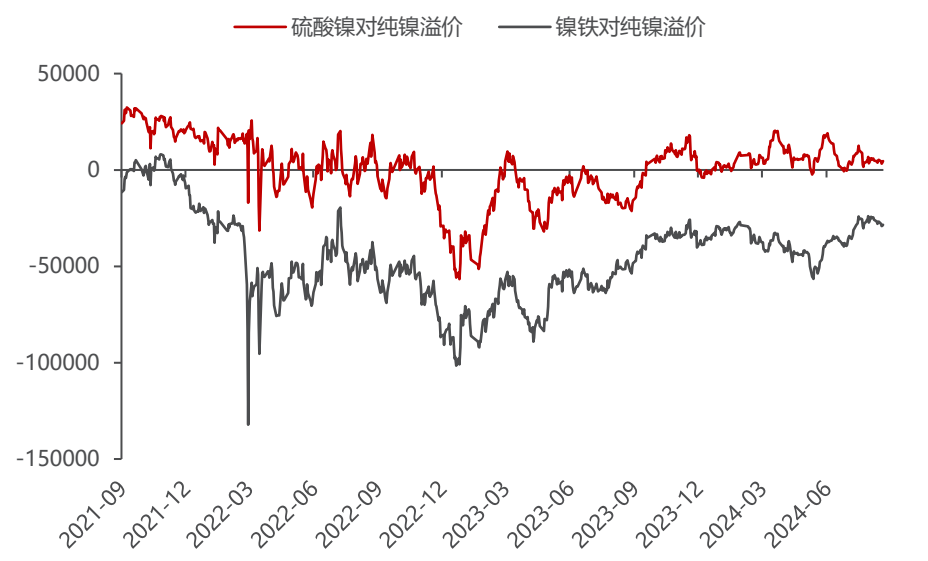
资料来源：wind，民生证券研究院

表10：镍主要产品涨跌幅

类别	2024H1	2024Q2	24H1 同比	24Q2 同比	24Q2 环比
电解镍价格 (元/吨)	137,758	137,758	-28.68%	-20.56%	7.87%
镍铁价格 (折算成金属吨, 元/吨)	956	95,580	-20.07%	-11.21%	3.39%
硫酸镍价格 (元/吨)	32,335	32,335	-25.08%	-19.61%	2.93%

资料来源：wind，民生证券研究院

图39：我国主要镍产品对电解镍升贴水（单位：元/吨）

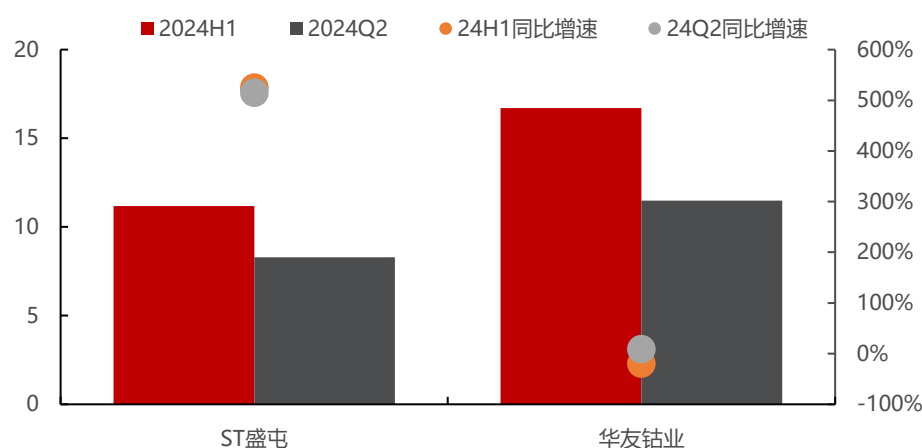


资料来源：wind，民生证券研究院



分公司来看，ST 盛屯矿业业绩表现相对较好，主要由于公司刚果（金）铜钴项目铜产品产量大幅增长以及铜价走强等因素。2024Q2 盛屯矿业实现归母净利润 8.29 亿元，同比+514.6%，环比+187.3%；2024Q2 华友钴业实现归母净利润 11.48 亿元，同比+8.2%，环比+108.5%，主要由于公司上游镍资源开发项目逐步达产达标，一体化成效逐步显现。

图40：2024 H1 镍板块主要公司归母净利润情况（单位：亿元）

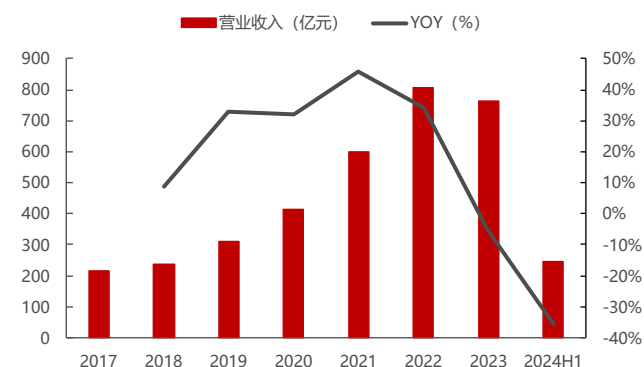


资料来源：wind，民生证券研究院

### 2.3.4 稀土板块：稀土价格延续回落趋势，板块业绩整体欠佳

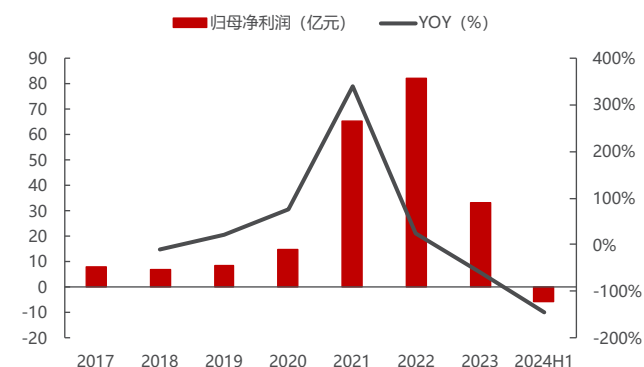
稀土价格延续回落趋势，稀土板块公司 2024H1 业绩整体欠佳。由于需求较弱，叠加供给较多，供需偏过剩情况下，稀土价格延续 2023 年价格下降走势，稀土板块营业收入 2024H1 同比下降 35.5%至 247.14 亿元，稀土板块归母净利润 2024H1 同比下降 144.2%至 5.69 亿元，同比转负，行业头部公司亏损，底部信号明显。

图41：2017-2024H1 稀土板块营业收入（亿元）



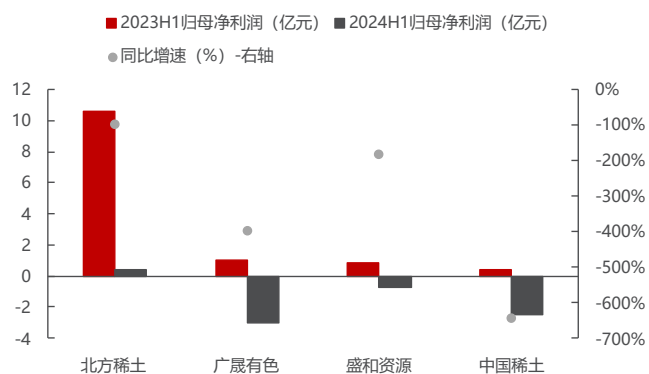
资料来源：ifind，民生证券研究院

图42：2017-2024H1 稀土板块归母净利润（亿元）

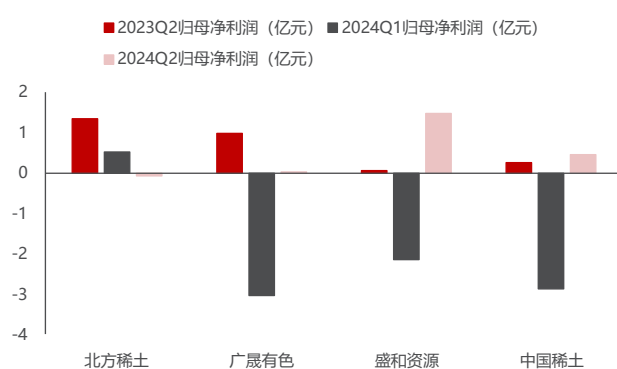


资料来源：ifind，民生证券研究院

从个股来看，2024H1 稀土板块公司实现归属于母公司净利润由高到低依次为北方稀土 (0.45 亿元, 同比-96%)、盛和资源 (-0.69 亿元, 同比-182%)、中国稀土 (-2.44 亿元, 同比-639%)、广晟有色 (-3.02 亿元, 同比-395%); 2023Q2, 稀土板块公司实现归母净利润由高到低依次为盛和资源 (1.47 亿元, 环比扭亏为盈)、中国稀土 (0.44 亿元, 环比扭亏为盈)、广晟有色 (0.02 亿元, 环比扭亏为盈)、北方稀土 (-0.07 亿元, 环比由盈利转为亏损)。

**图43: 2024H1 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)**


资料来源: ifind, 民生证券研究院

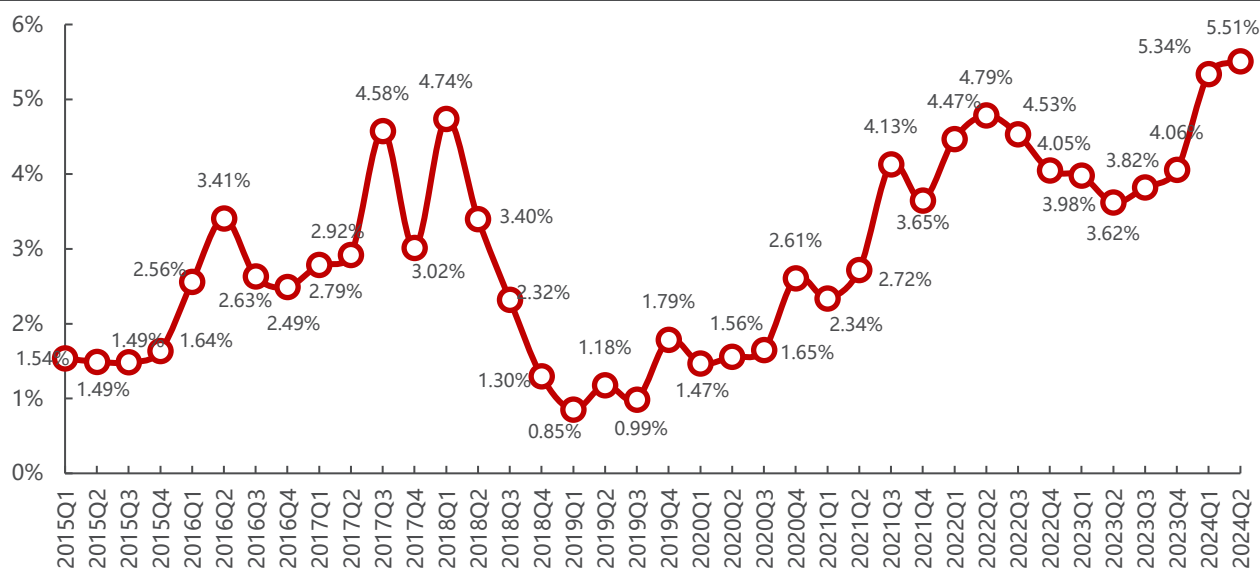
**图44: 2024Q2 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)**


资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 3 2024Q2 有色板块基金持仓比例环比上升

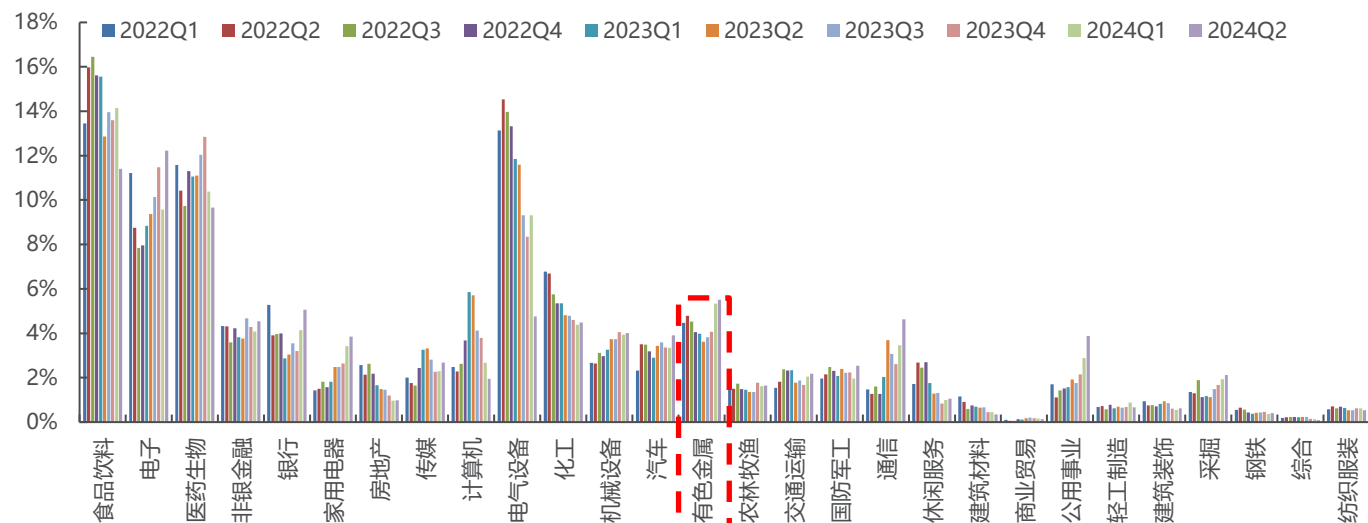
从机构持仓市值角度来看: SW 有色 2024Q2 基金持仓比例环比上升 0.17pct 至 5.51%。工业金属方面, 2024Q2, 供给曲线依旧陡峭, 需求端降息节点或将来临叠加国内政策刺激预期较强, 工业金属价格环比上涨显著。能源金属方面, 稀土磁材、锂、钴、镍等新能源产业链相关金属价格受需求增速下滑, 供给增长较多影响价格仍处于低位, 但 24Q2 能源金属价格环比小幅上涨。贵金属方面, 美国经济仍表现出一定韧性, 但考虑到高利率对经济影响的不确定性, 美国降息节点渐行渐近, 叠加巴以冲突不断升级带来的黄金避险需求提升, 金价在利率政策的过渡期内持续上行。24Q2 工业金属、贵金属板块表现较好, 紫金矿业和氧化铝、贵金属板块个股增持仓位较大。

图45: 有色基金持仓市值比例环比上升 0.17pct 至 5.51% (单位: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

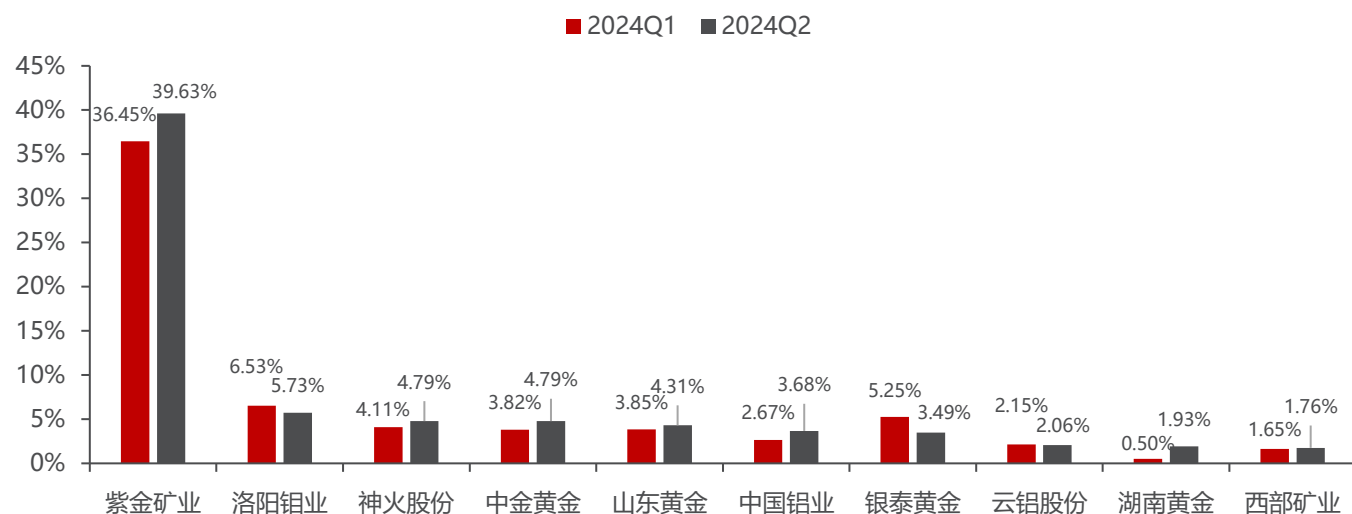
图46：2024Q2 有色行业公募持仓比例为 5.51%，环比 2024Q1 上升 0.17pct (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

细分个股而言：持仓占比最大的前 10 家企业的公募基金持仓占比从 2024Q1 的 70.27% 上升至 2024Q2 的 72.16%，紫金矿业持仓占比从 36.45% 提升至 39.63%，居行业第一。2024Q2 公募基金持仓前 10 家公司合计 1010.66 亿元，占全部有色板块的持仓从 2024Q1 的 70.27% 上升至 2024Q2 的 72.16%，分别为 A 股紫金矿业 555.12 亿元 (39.63%)、洛阳钼业 80.31 亿元 (5.73%)、神火股份 67.05 亿元 (4.79%)、中金黄金 67.05 亿元 (4.79%)、山东黄金 60.38 亿元 (4.31%)、中国铝业 51.49 亿元 (3.68%)、银泰黄金 48.84 亿元 (3.49%)、云铝股份 28.85 亿元 (2.06%)、湖南黄金 26.97 亿元 (1.93%)、西部矿业 24.61 亿元 (1.76%)。其中紫金矿业的基金持仓占比从 2024Q1 的 36.45% 提升至 2024Q2 的 39.63% 居行业第一。

图47：2024Q2 公募基金大量配置紫金矿业，占比为 39.63%



资料来源：wind，民生证券研究院

**表11：有色板块 2024Q2 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)	2024Q2 基金有色板块持仓占比 (%)
601899.SH	紫金矿业	1,158	123	315,950	1,180	15.37%	5,551,239	39.63%
603993.SH	洛阳钼业	308	80	94,480	-19,439	5.35%	803,077	5.73%
000933.SZ	神火股份	151	45	33,142	3,108	14.81%	670,464	4.79%
600489.SH	中金黄金	211	58	45,301	3,336	9.35%	670,459	4.79%
600547.SH	山东黄金	231	72	22,054	2,218	6.10%	603,829	4.31%
601600.SH	中国铝业	184	61	67,477	15,130	5.14%	514,851	3.68%
000975.SZ	银泰黄金	176	63	29,982	-12,145	12.06%	488,403	3.49%
000807.SZ	云铝股份	62	31	21,357	-1,312	6.16%	288,534	2.06%
002155.SZ	湖南黄金	70	29	14,899	9,574	12.40%	269,671	1.93%
601168.SH	西部矿业	134	53	13,710	1,315	5.75%	246,102	1.76%

资料来源：wind，民生证券研究院

从个股增持方面来看：紫金矿业以及氧化铝、贵金属相关板块个股增持仓位较大。2024Q2 公募基金增持有色板块的前 5 大股票（按金额排序）分别为紫金矿业（A 股）被增仓 1179.90 万股（市值占比 36.45%→39.63%）、湖南黄金被增仓 9573.95 万股（市值占比 0.50%→1.93%）、天山铝业被增仓 16767.72 万股（市值占比 0.31%→1.36%）、中国铝业被增仓 15130.35 万股（市值占比 2.67%→3.68%）、中金黄金被增仓 3335.70 万股（市值占比 3.82%→4.79%）。紫金矿业 24Q2 的基金持仓市值占比从 36.45% 上升至 39.63%，Q2 获得基金 1179.90 万股的增仓，位居行业增仓第一。

**表12：2024Q2 基金增仓市值 top10**

代码	名称	2024Q1 基金持仓占比	2024Q2 基金持仓占比	2024Q1 基金持股总市值(万元)	2024Q2 基金持股总市值(万元)	2024Q2 基金增减仓(万元)
601899.SH	紫金矿业	36.45%	39.63%	5294430.53	5551238.77	256808.24
002155.SZ	湖南黄金	0.50%	1.93%	72899.58	269671.36	196771.78
002532.SZ	天山铝业	0.31%	1.36%	44694.87	190990.06	146295.18
601600.SH	中国铝业	2.67%	3.68%	387366.84	514851.19	127484.35
600489.SH	中金黄金	3.82%	4.79%	554365.34	670459.01	116093.66
000933.SZ	神火股份	4.11%	4.79%	597681.59	670464.03	72782.44
2600.HK	中国铝业	0.54%	1.05%	78766.99	147709.21	68942.23
000426.SZ	兴业银锡	0.55%	0.97%	79409.23	135359.47	55950.24
600547.SH	山东黄金	3.85%	4.31%	559948.75	603828.65	43879.90
1378.HK	中国宏桥	1.33%	1.69%	193160.88	236803.96	43643.08

资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股减持方面来看：天齐锂业、华友钴业等能源金属相关板块成 Q2 主要减仓对象。24Q2 公募基金减持有色板块的前 5 大股票（按金额排序）分别为：天齐

锂业被减仓 3592.83 万股(市值占比 3.17%→1.28%)、银泰黄金被减仓 12144.88 万股(市值占比 5.25%→3.49%)、华友钴业被减仓 5992.87 万股(市值占比 3.01%→1.60%)、金诚信被减仓 2644.67 万股(市值占比 2.31%→1.33%)、洛阳钼业被减仓 19438.95 万股(市值占比 6.53%→5.73%)。公募基金 24Q2 在能源金属、工业金属等多个板块个股均有减仓，能源金属板块个股是公募基金主要减仓对象。

**表13：2024Q2 基金减仓市值 top10**

代码	名称	2024Q1 基金持仓占比	2024Q2 基金持仓占比	2024Q1 基金持股总市值(万元)	2024Q2 基金持股总市值(万元)	2024Q2 基金增减仓(万元)
002466.SZ	天齐锂业	3.17%	1.28%	460881.20	179904.65	-280976.55
000975.SZ	银泰黄金	5.25%	3.49%	762071.29	488403.21	-273668.08
603799.SH	华友钴业	3.01%	1.60%	436684.66	223713.75	-212970.92
603979.SH	金诚信	2.31%	1.33%	336011.64	186656.67	-149354.97
603993.SH	洛阳钼业	6.53%	5.73%	947802.79	803077.07	-144725.71
002738.SZ	中矿资源	1.69%	0.90%	246112.79	125653.76	-120459.03
002756.SZ	永兴材料	1.24%	0.68%	179646.19	94885.68	-84760.51
000630.SZ	铜陵有色	1.83%	1.31%	266071.79	183761.97	-82309.82
000408.SZ	藏格矿业	0.49%	0.08%	70849.20	11401.00	-59448.20
002149.SZ	西部材料	0.68%	0.38%	99187.12	52672.54	-46514.58

资料来源：Wind，民生证券研究院

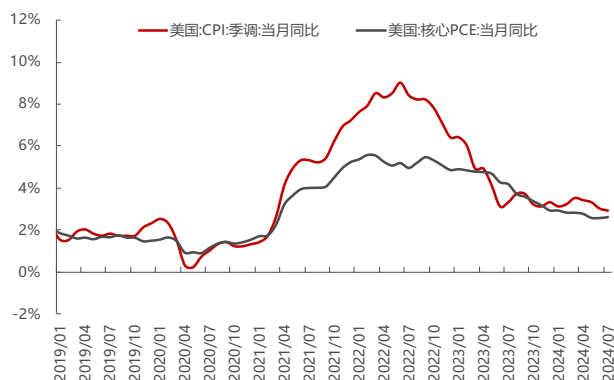


## 4 2024H2 展望：任尔东西南北风，咬定青山不放松

### 4.1 工业金属：供给大周期，金属价格中枢抬升

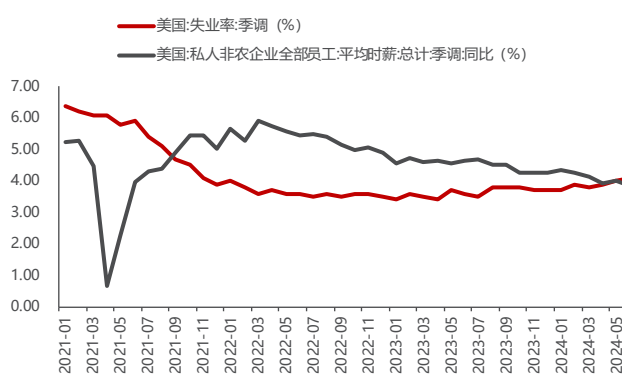
9月降息基本明牌，金融属性利好渐行渐近。美联储的降息政策可以对市场情绪和资金流动产生影响，其背后的原因简单来讲可以理解为市场预期美联储的宽松货币政策，导致美元贬值，美元指数回落，以美元计价的大宗商品价格上涨。近期降息预期增强的原因来自于两方面：第一是通胀增速持续下降，通胀（PCE）同比增速从高点的5.57%下降到了2024年6月的2.63%；第二是美国劳动力市场出现转弱迹象，美国失业率从低点的3.4%抬升至2024年7月的4.3%。

图48：美国通胀持续回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图49：美国失业率底部抬升

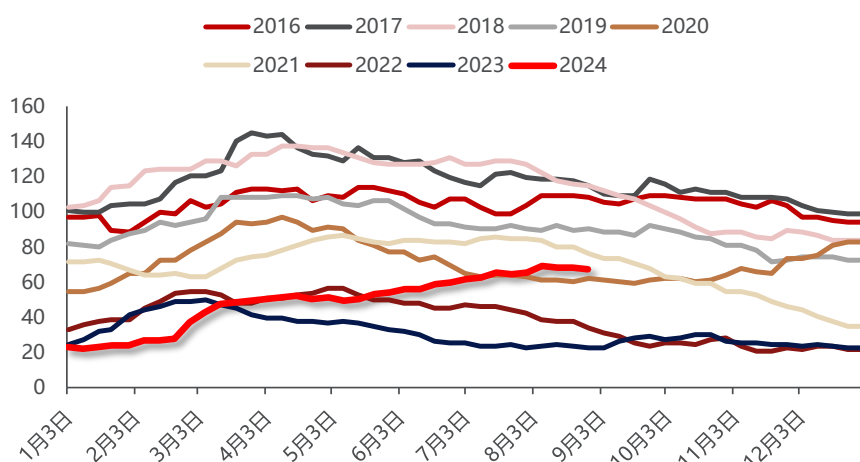


资料来源：wind，民生证券研究院

对铜而言：就2024H2来看，矿端维持紧张格局，冶炼厂减产在即，而需求端传统领域需求韧性十足，新兴领域需求占比超过10%，新能源车和风电光伏的新兴领域需求快速拉动铜整体需求上行，海外供应链重构拉动铜出海需求，供需平衡下铜价中枢有望上行。

从库存来看，从全球显性库存来看，交易所及保税区库存年初以来持续垒库，引发市场对铜需求的担忧，但从8月初开始，库存拐点出现，后续旺季有望持续去库。截至2024年8月30日，三大期货交易所+上海保税区铜库存合计为67.35万吨，高于2022-2023年同期，与2020年同期近似。

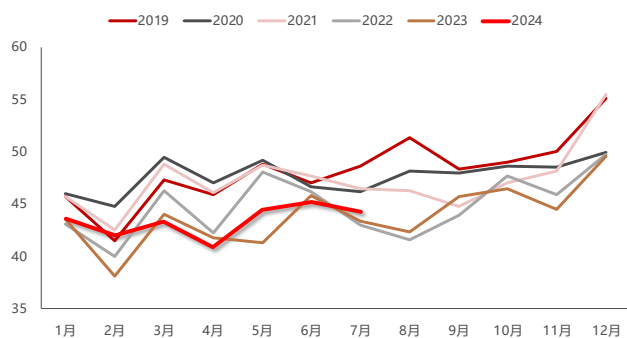
图50：2024年8月30日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为67.35万吨（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

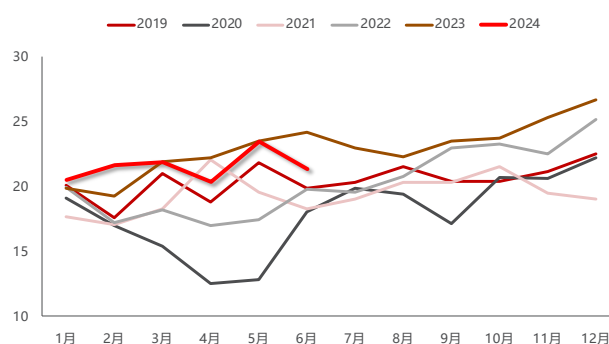
供给较为紧张：全球第一大铜矿生产国智利面临着矿石品位下滑和税收政策调整等不确定性风险，矿产铜产量逐年下滑。2024年1-7月智利的矿产铜产量分别为303.7万吨，同比上涨1.93%。第二大铜矿生产国秘鲁2024H1铜产量为129.3万吨，同比下降1.2%。2024H1中国矿产铜产量为83.88万吨，同比下降2.83%。根据ICSG最新统计数据，2024H1全球矿山铜产量为1113.6万吨，同比增长3.35%。

图51：2024年1-7月，智利矿产铜产量同比上涨1.93%（单位：万吨）



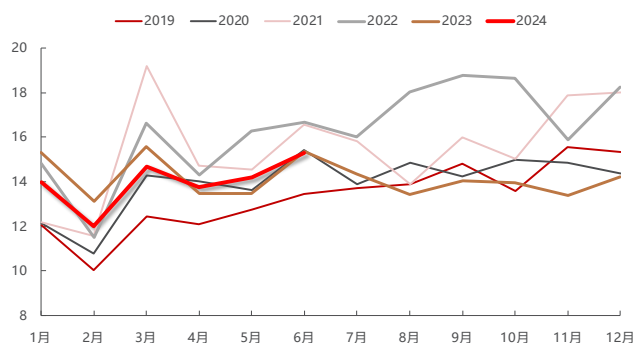
资料来源：智利国家统计局，民生证券研究院

图52：2024H1，秘鲁矿产铜产量同比减少1.2%（单位：万吨）



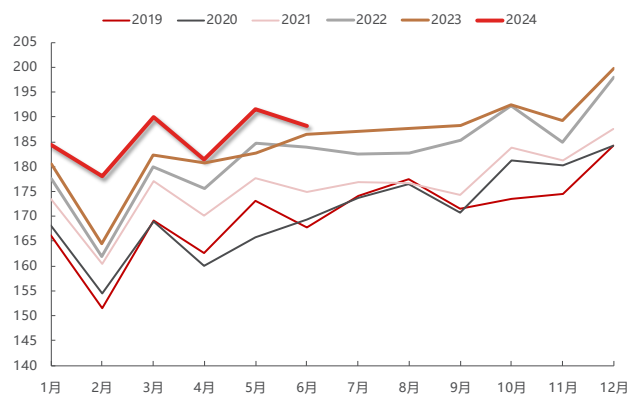
资料来源：秘鲁能源和矿业部，民生证券研究院

图53：2024H1，中国矿产铜产量同比减少 2.83% (单位：万吨)



资料来源：中国统计局，民生证券研究院

图54：2024H1，全球矿产铜产量同比增长 3.4% (单位：万吨)



资料来源：ICSG，民生证券研究院

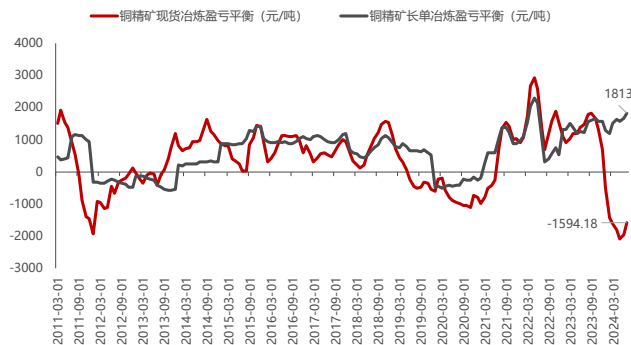
**2024 年年初以来，国内铜冶炼厂现货冶炼加工费下跌至底部，减产势在必行。**  
截至 2024 年 8 月 30 日，SMM 进口铜精矿指数 (周) 报 5.20 美元/吨，环比前一周下降 1.5 美元/吨。由于 2023 年 10 月长单价格签订时铜矿山减产还没有落地，因此 2024 年长单价格维持 80 美元/吨高位，随着硫酸等副产品价格上行，冶炼企业的长单铜精矿盈利维持在高位，但铜精矿现货保持紧张的格局，因此现货盈利维持亏损状态，后续随着新的长单谈判渐行渐近，长单冶炼加工费或将承担较大压力，减产势在必行。

图55：现货冶炼加工费维持低位



资料来源：SMM，民生证券研究院

图56：长单冶炼盈利维持高位，现货冶炼盈利处于历史低位



资料来源：SMM，民生证券研究院

**下游需求受新兴领域需求拉动：传统领域需求韧性十足，新兴领域如新能源车和风电光伏等带来的需求占比已经超过 10%，后续新兴领域需求的持续增长将拉动铜整体需求上行。**

**电解铝板块：Q2 国内需求仍有韧性，海外需求延续向好，供应端云南复产基本完成，电解铝产量高位，库存季节性持续去库，叠加成本端氧化铝价格强势，支撑铝价走强。**

**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 8 月 30 日，中国电解铝已复产 121.5 万吨，其中云南复产基本完毕，当前产量处于高位，供应增量有限。

**表14：2024 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 年四季度	13.5
山西	山西兆丰铝电	4.5		待定	4.5
四川	眉山市博眉启明星铝业	2.5	0	2024 年三季度	2.5
四川	阿坝铝厂	2.5	0	2024 年三季度	2.5
云南	云铝集团	61	61	2024 年 3 月	0
云南	云南神火铝业有限公司	36	36	2024 年 3 月	0
云南	云南宏泰新型材料	10	8	2024 年 3 月	2
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	16.5	2024 年 4 月	0
四川	四川启明星铝业	12.5	0	2024 年 9 月	12.5
<b>总计</b>		<b>161</b>	<b>121.5</b>		<b>39.5</b>

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

**表15：2024-2025 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

合计	986	538.5	925.15	130	38	65
----	-----	-------	--------	-----	----	----

资料来源：阿拉丁，民生证券研究院

**海外印尼电解铝投产进度较慢。**目前印尼在产电解铝项目只有两个，其中印尼国家铝业运行产能接近 30 万吨，华青铝业 2023 年上半年投产 25 万吨。产能规划方面，目前有明确时间表的四家企业规划总产能达到 510 万吨，其中印尼国家铝业总规划达到 60 万吨，华青铝业总规划 200 万吨，印尼 Adaro 总规划 150 万吨，南山铝业总规划 100 万吨，此外华友钴业、山东魏桥也分别规划 200、100 万吨电解铝产能，目前印尼总规划产能超过 800 万吨。

**表16：印尼在产及规划产能概况（单位：万吨）**

公司	运行产能	规划总产能	项目位置	股权情况	电力来源	氧化铝	阳极	投产进度
印尼 Inalum	30	60	北苏门答腊省	Inalum 100%	水电	外购	自备	2023 年产能 30 万吨，2024 年规划增加 10 万吨产能，2025 年计划启动升级改造至 60 万吨产能
华青铝业	25	200	苏拉威西省	华峰集团和青山集团合资	自备火电	外购	自备	2023 年投产 25 万吨，2024 年预计投产 25 万吨，剩余产能规划 2025 年以后投产
PT KAI (Adaro&力勤项目)	0	150	北加里曼丹省	Adaro 65%; Aumay (力勤) 22.5%; CITA 12.5%	自备火电+水电	外购	外购	目前正在建设第一期（年产 50 万吨）电解铝项目，计划 2025 年第一季度投产。第二期（年产 50 万吨），计划 2026 年第四季度投产；第三期（年产 50 万吨）项目，计划在 2029 年第四季度投产
PT BEA (南山铝业项目)	0	100	廖内群岛省	南山铝业 100%	自备火电	自供	自备	一期 25 万吨预计 2026 年投产
华友钴业	0	200	-	-	-	-	-	规划阶段
山东魏桥	0	100	-	-	-	-	-	规划阶段

资料来源：南山集团官网，Inalum 公告，铝途有你公众号，民生证券研究院

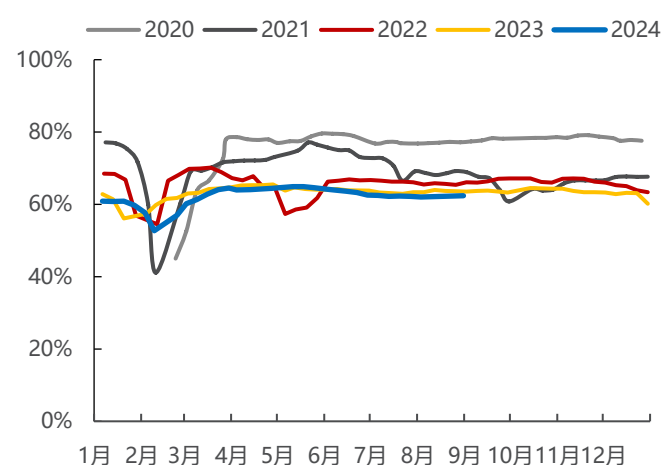
**2024-2025 年印尼投产的电解铝产能较少。**根据已经有明确规划的四家企业时间表，从释放节奏上看，预计 2024 年有 35 万吨产能投放，2025 年有 50 万吨产能投放，2026 年南山铝业一期 25 万吨规划投产，此外 PT KAI 二期 50 万吨项目及华青铝业部分产能可能会投产，但由于电力供应的不确定性，2026 年及以后产能释放节奏的不确定性较大。

**表17：印尼电解铝产能投放进程（单位：万吨）**

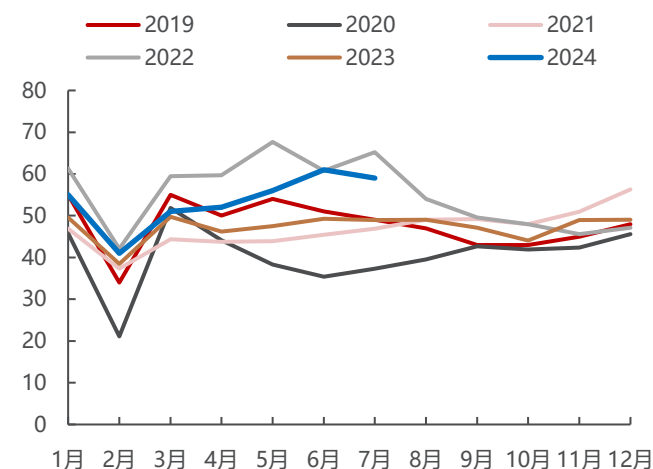
公司	2022	2023	2024E	2025E	远期产能
印尼 Inalum	25	30	40	40	60
华青铝业		25	50	50	200
PT KAI (Adaro&力勤项目)				50	150
PT BEA (南山铝业项目)					100
<b>投产产能</b>		<b>30</b>	<b>35</b>	<b>50</b>	<b>370</b>
<b>总产能</b>	<b>25</b>	<b>55</b>	<b>90</b>	<b>140</b>	<b>510</b>

资料来源：电解铝公众号，南山铝业公告，Inalum 官网，民生证券研究院预测

**需求端：新兴领域成为新的增长引擎，传统领域韧性仍在。**电解铝下游以建筑、交通、电力为主。光伏受电价高企、硅料下跌等因素影响，国内装机大幅上升，配套的电线电缆需求也比较旺盛，此外新能源汽车产销维持高增长，汽车轻量化对铝消费带动明显。由于下游加工产能持续扩张，以及行业订单向大企业转移，导致铝加工企业开工率同比有所下降。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，二季度补库需求延续，出口持续向好。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。国内铝持续去库侧面验证新兴领域及出口相关需求支撑铝消费。

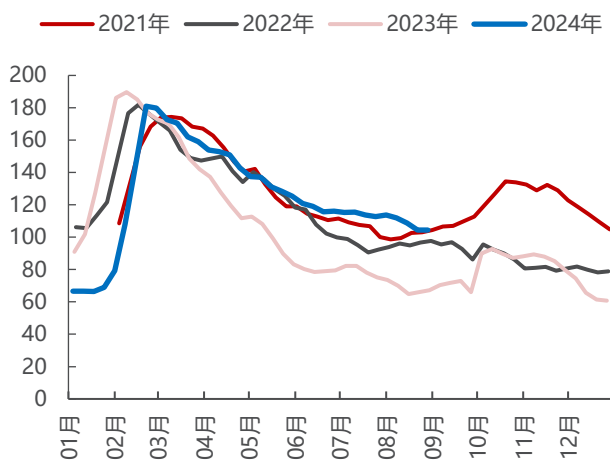
**图57：铝行业平均开工率(单位：%)**


资料来源：SMM，民生证券研究院

**图58：未锻轧铝及铝材出口(单位：万吨)**


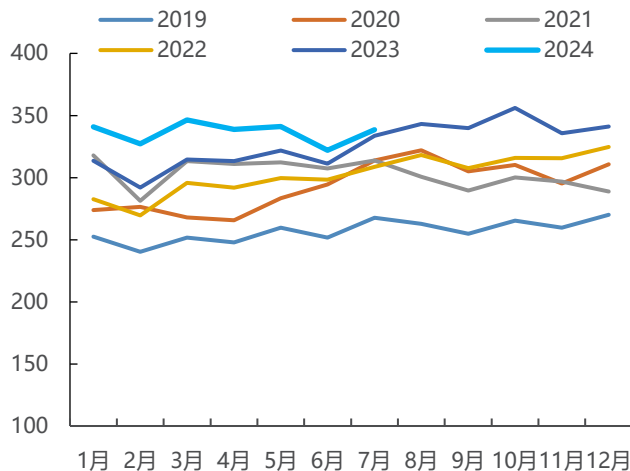
资料来源：wind，民生证券研究院

图59: 国内铝锭+铝棒库存变化 (单位: 万吨)



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图60: 国内电解铝月度表观消费量 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院测算  
表观消费量=产量-净出口

表18: 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:** 动力煤、预焙阳极价格下降, 但氧化铝价格强势, 侵蚀部分电解铝利润, 随着后期铝土矿供应缓解, 氧化铝产能利用率提升, 预计氧化铝会逐步走弱, 成本端将继续让利电解铝, 行业盈利有望持续改善。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61：氧化铝价格（单位：元/吨）**


资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

**图62：吨铝利润测算（单位：元/吨）**

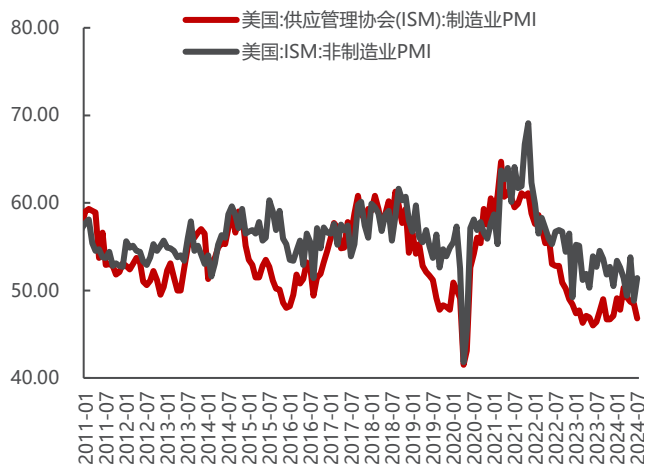

资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.2 贵金属：降息周期即将开启，金价蓄势待发

**制造业 PMI 持续低于荣枯线，经济下行压力仍存。**从 2021 年下半年开始，美国制造业 PMI 便进入下跌趋势，2024 年 7 月美国制造业 PMI 录得 46.8，除今年 3 月份情况下已经连续 21 个月处于荣枯线以下。美国非制造业状况同样不容乐观，非制造业 PMI 指数也由 2021 年 7 月的 64.1 下滑至 2024 年 7 月的 51.4，下跌至荣枯线附近，本轮美联储加息周期美国企业端的冲击持续存在。

**经济衰退的前瞻指标-期限利差，倒挂持续。**根据我们前期的研究，美债收益率曲线倒挂对经济衰退有比较好的领先作用。美国利率的传导体系为联邦基金利率—短端利率—长端利率，短端利率与联邦基金利率相关性高，而长端利率还反映市场对经济前景的预期，当对未来经济衰退预期较强时，投资者会增加购买远期国债，压低远期国债收益率，导致期限利差倒挂。此外，随着收益率曲线倒挂持续，意味着商业银行“借短贷长”模式盈利下降，削弱信贷投放，压制经济增长。本轮美联储开启加息后，2022 年 7 月份以来期限利差持续处于倒挂状态，暗示对美国经济的悲观预期。

图63: 美国 PMI 情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

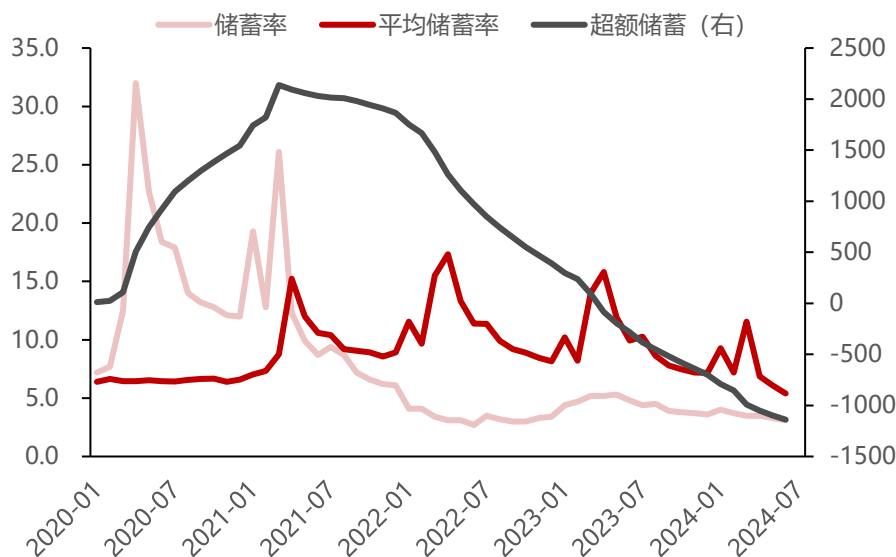
图64: 美债 10Y-2Y 利差



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**美国居民超额储蓄正在下滑, 削弱美国经济韧性。**疫情后美国财政部对居民进行了大额的财政补贴, 消费者积累了大量的超额储蓄, 随着财政补贴的退坡和经济增速的不断下行, 美国居民储蓄率在 2021H2 开始下滑, 超额储蓄规模开始下降, 截至 2024 年 7 月, 美国居民超额储蓄剩余规模由 2021 年 3 月高位的 2.1 万亿美元下降至 2024 年 7 月的-1.2 万亿美元。考虑到美国居民消费对国民经济拉动具有重要作用, 随着超额储蓄不断消耗, 消费对美国经济的带动作用或将逐步削弱。

图65: 美国超额储蓄回落 (左: %, 右: 十亿美元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

**复盘历史同期, 金价呈现偏强震荡。**考虑到当前美国经济具备韧性, 但经济下

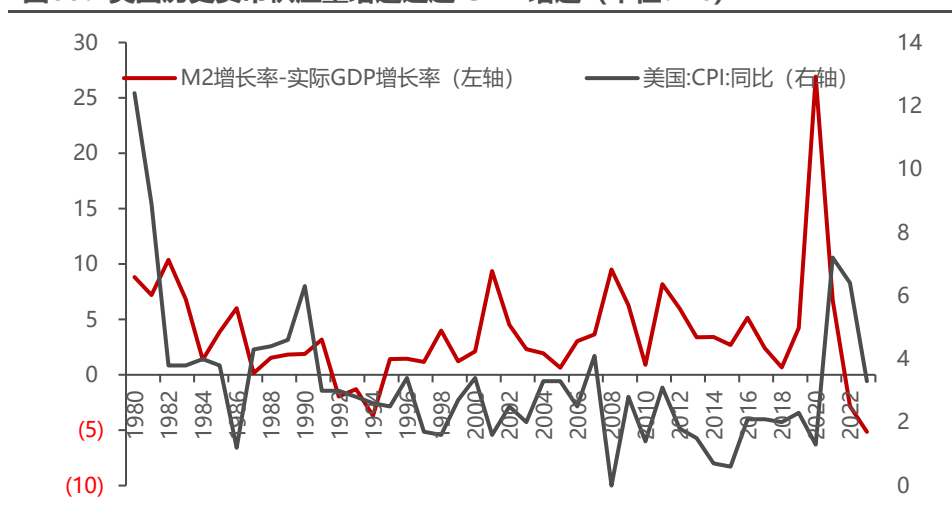
行压力边际增长，参考美林时钟周期，美国经济大概率逐步走向衰退，美国利率政策进入加息停止到降息前的过渡时期。复盘历史，自 1984 年以来美联储末次加息至首次降息以来，金价涨跌幅区间在-4.97%~+20.13%；首次降息至末次降息金价平均涨跌幅为 11.61%，过渡期金价下方下跌空间有限，考虑到期限利差倒挂暗示的较强衰退预期，预计本轮过渡期内金价走势震荡偏强。

**表19：美联储加息结束至降息期间金价涨跌幅**

末次加息①	首次降息②	末次降息③	降息次数	降息持续月数	降息幅度(%)	①-②金价表现	①-③金价表现	②-③金价表现
1984-08	1984-10	1986-08	13	23	5.87	-2.53%	8.06%	10.86%
1989-02	1989-06	1992-09	21	40	6.75	-4.97%	-11.16%	-6.51%
1995-02	1995-07	1998-11	6	42	1.25	2.55%	-21.86%	-23.80%
2000-05	2001-01	2003-06	13	31	5.50	-3.76%	29.28%	34.33%
2006-06	2007-09	2008-12	10	16	5.00	20.13%	38.22%	15.06%
2018-12	2019-07	2020-03	5	8	2.25	12.74%	27.09%	12.72%
平均值						4.03%	11.61%	7.11%

资料来源：wind，民生证券研究院

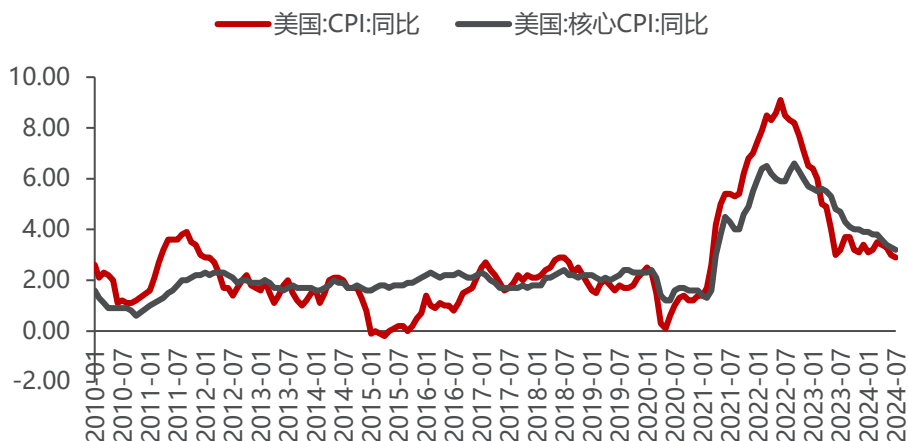
**美国历史货币超发是加息周期通胀的核心要素。**我们用 M2 的增速与 GDP 增速之差来衡量货币的超发，疫后该指标达到历史极值，表明美国 M2 的供应量与 GDP 的增速出现较大的不匹配，成为通胀的底层原因。超发的流动性通过居民消费，企业投资、政府投资等方式逐步传导到需求端，而以劳动力为代表的供应端出现掣肘时，将抬升通胀。

**图66：美国历史货币供应量增速远超 GDP 增速（单位：%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

当下核心CPI与CPI有所回落，通胀问题已有所缓解。根据今年8月鲍威尔在杰克逊霍尔年度会议讲话内容，目前通胀的上行风险已经减弱。而就业的下行风险则有所增加。2022年6月美国CPI达到上世纪70-80s以来的峰值9.1%，随着美联储开启强加息抑制需求和美国经济的走弱，2024年7月美国CPI回落至2.9%，核心CPI回落至3.2%。

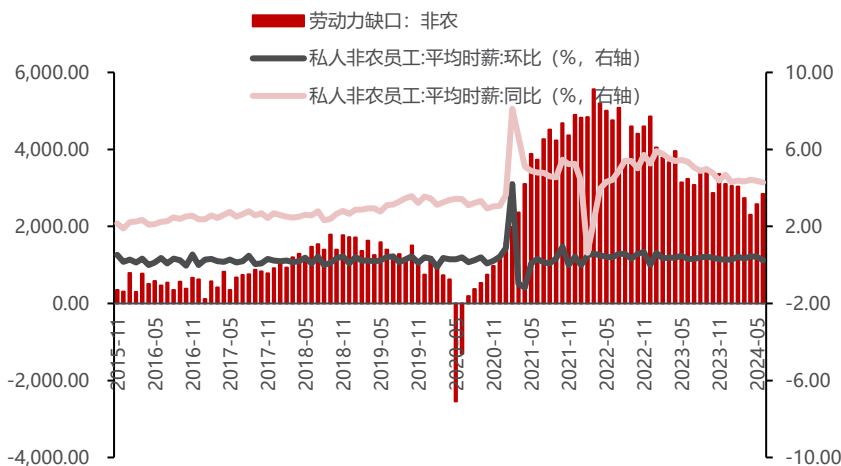
图67：核心通胀有所回落（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

劳动力问题突出，成为美联储降息焦点。美国失业率在一年多前开始上升，目前失业率水平为4.3%，尽管仍处于历史低位，但仍比2023年初高出近一个百分点，且大部分增幅发生在过去六个月内。截至2024年6月，美国劳动力缺口高达2843万人，供需严重失衡，劳动力问题逐渐替代通胀成为降息动态焦点。

图68：工资增速与劳动力缺口（左：百万人，右：%）

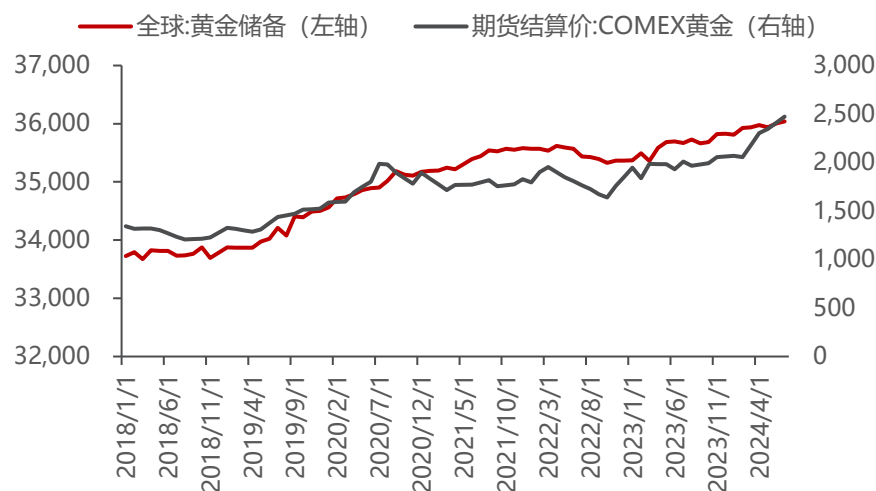


资料来源：wind，民生证券研究院

增储方面，黄金储备与金价的正向联动关系始终存在。复盘世界各国央行黄金

储备的历史，1971 到 2008 年期间，布雷顿森林体系瓦解后，《牙买加协议》的签订不断削弱黄金的货币属性，各国央行持续减持黄金，金价维持低迷状态。自 2008 年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有外债资产的风险，央行进入净购买黄金的时代。此外，全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨。随着疫后经济的复苏，2024 年央行购金量再创历史新高，对黄金的价格起到强有力的支撑。

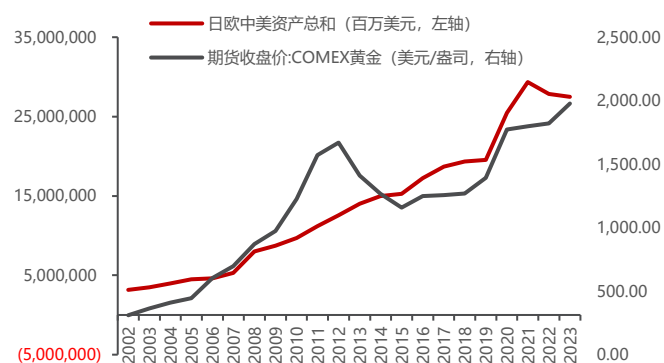
图69：世界各国黄金储备与金价呈正相关（左：吨，右：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

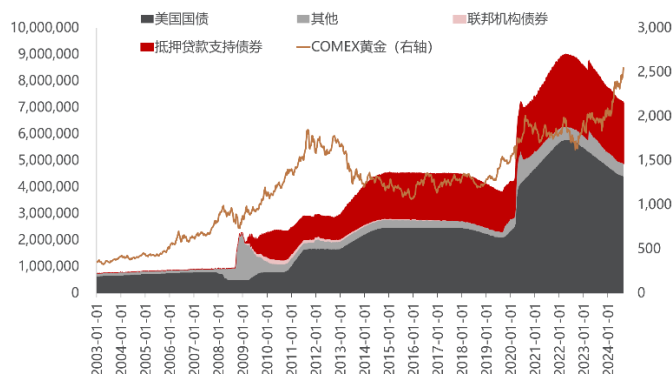
**疫情后主要经济体大幅扩表，货币信用泛滥。**2020 年以来，为刺激疫后经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2020 年 1 月-2024 年 7 月，美联储总资产增加了 3 万亿美元，扩大了 72%，日本央行和欧洲央行总资产分别增加 189 万亿日元和 1.78 万亿欧元，扩大 32.9%和 38%。美元、欧元等货币资产的超发反映的是全球主流货币信用的泛滥，货币资产的安全性和稳定性受到冲击。

图70：疫情以来主要国家货币大幅超发



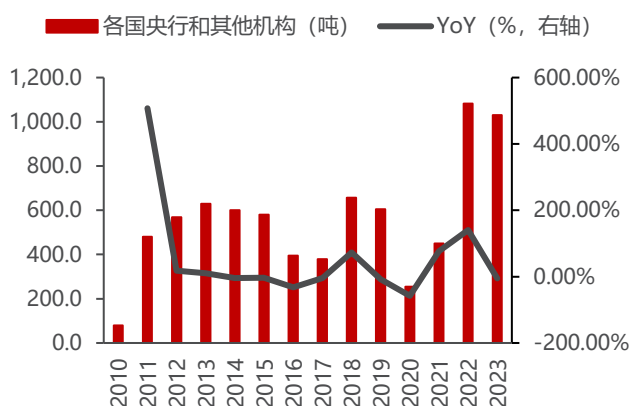
资料来源：wind，民生证券研究院

图71：美国资产负债表规模疫后翻倍增长（单位：COMEX 黄金价格单位为美元/盎司，其余为百万美元）

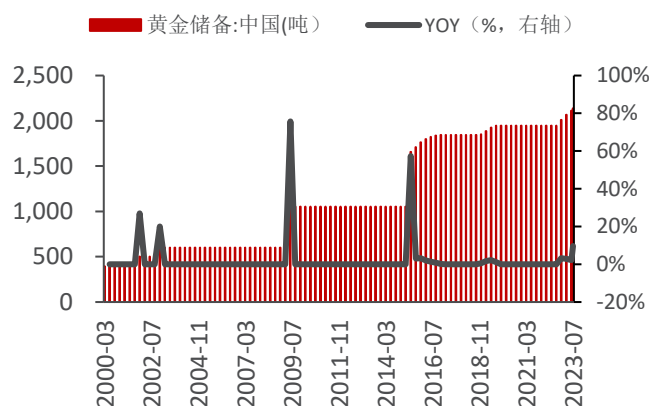


资料来源：wind，民生证券研究院

**全球央行购金行为持续，增补货币信用。**复盘历史，每一轮央行大幅扩表后，各国央行黄金储备在总资产中的占比会在短期内较快速度下降，原因在于黄金的购买量没有跟上货币超发的速度。随着全球货币超发对主权货币信用的冲击，2022年全球央行购金数量陡峭上升，购金量达到 1081.9 吨，创历史新高，2023 年购金量 1030.4 吨，持续维持高位。而我国央行在 2023 年下半年也开启了新一轮购金周期，截至 2024 年 6 月中国黄金储备已达到 2264.3 吨，2023 年年初以来累计增持 253.82 吨，

**图72：世界央行购金及同比增速（左：吨，右：%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图73：中国黄金储备及同比增速（左：吨，右：%）**


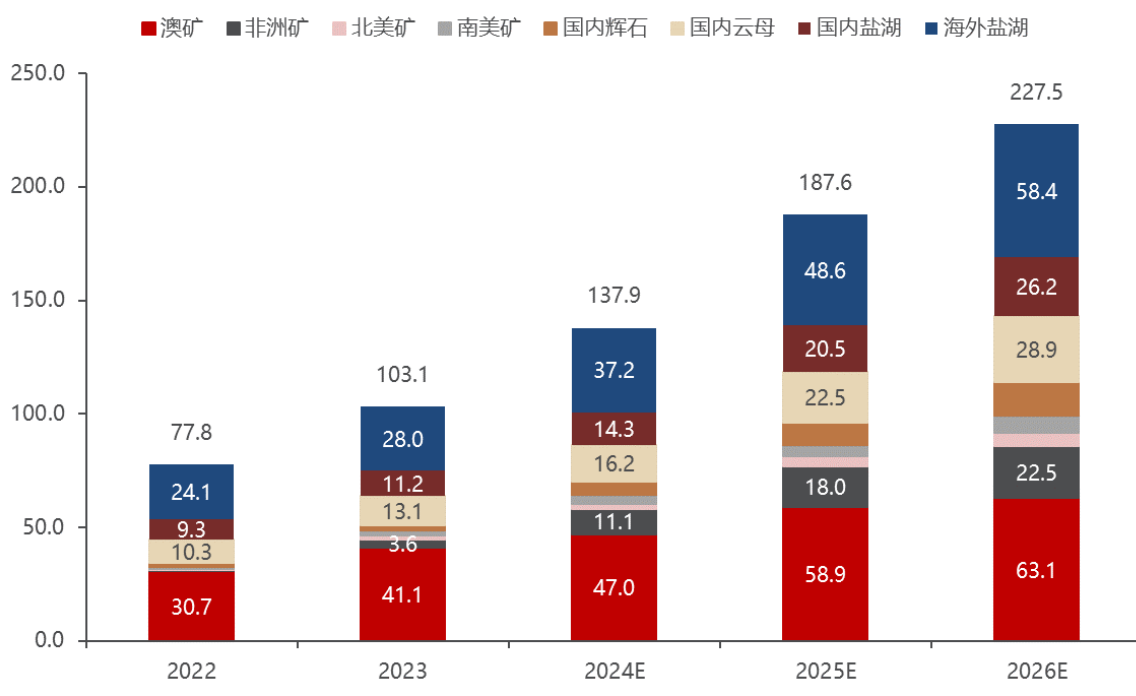
资料来源：wind，民生证券研究院

我们认为，随着就业和经济数据的疲软，降息周期即将开启，同时考虑美国大选和随之而来的二次通胀可能，全球央行将加速去美元化和美债化。另外，疫情三年全球央行资产负债表规模大幅增长，但总量经济增长有限，叠加全球央行购金持续，中长期金价中枢仍将上行。

### 4.3 能源金属：成本压力加剧，静待资源端出清信号

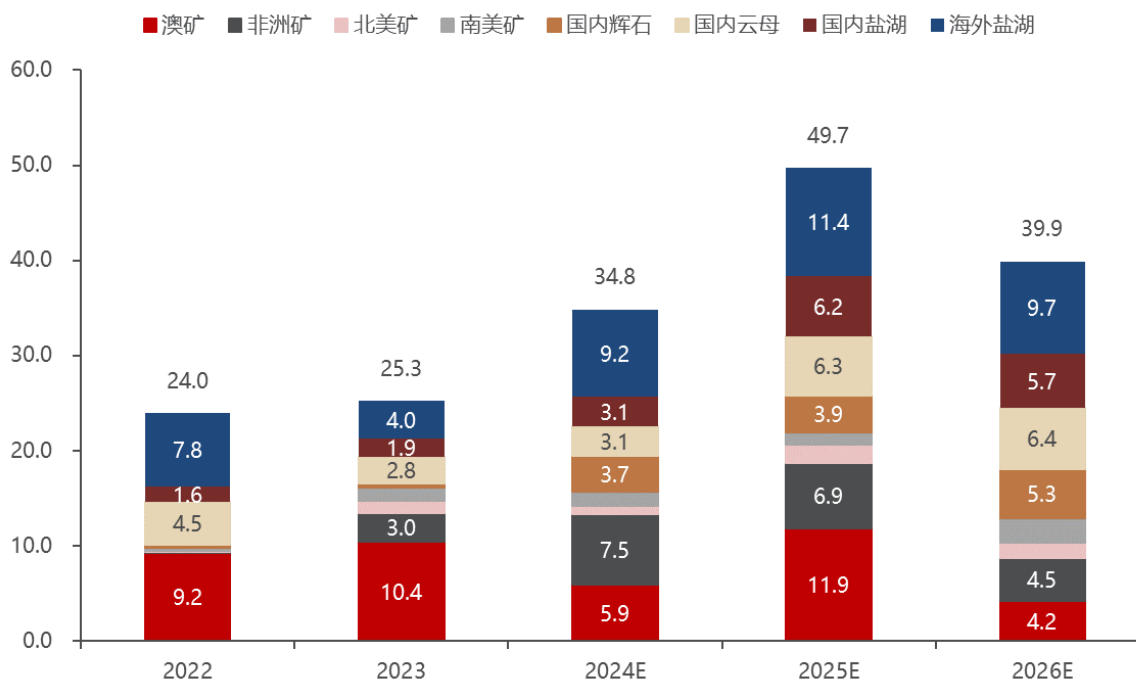
**供给压力较大，行业出清尚未开始。**随着澳矿、南美盐湖、非洲矿新增产能逐步释放，锂行业供给压力加剧，站在当下静态的时点，我们预计 2024-2026 年全球锂供给为 138/188/228 万吨，增速分别为 33.8%/36.1%/21.3%。锂价已快速回落，成本压力下澳矿两座小矿山出现减停产动作、南美盐湖部分规划项目进度出现放缓，但我们认为目前行业出清尚未开始，仍需等待代表性矿山的出清信号。

图74：全球锂供给预测（万吨 LCE）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图75：全球锂供给增量预测（万吨 LCE）

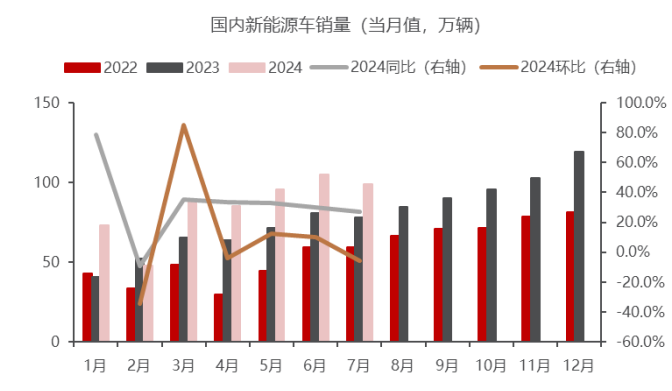


资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

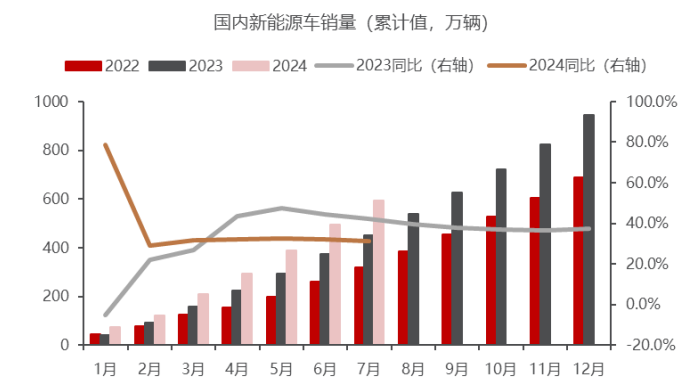
国内新能源车需求超预期，需求旺季支撑下半年继续增长。2024 年上半年国



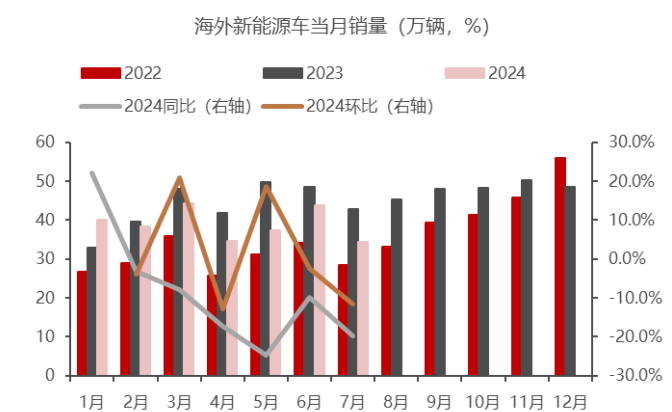
内新能源车市场热度不减，需求持续超预期，M1-M7 合计销量达 593.4 万辆，同比+31.1%，但海外新能源车市场持续偏弱，2024M1-M7 新能源车合计销量 273.0 万辆，同比-10.1%，受海外车市拖累，2024M1-M7 全球新能源车累计销量 824.4 万辆，同比+19.1%。展望下半年，随着金九银十的到来，国内新能源需求有望继续强势增长。

**图76: 24M1-M7 国内新能源车需求持续增长**


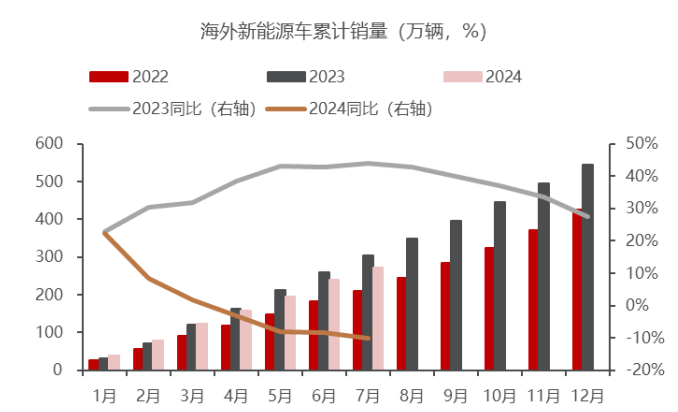
资料来源: iFind, 民生证券研究院

**图77: 24M1-M7 国内新能源车总销量同比+31.1%**


资料来源: iFind, 民生证券研究院

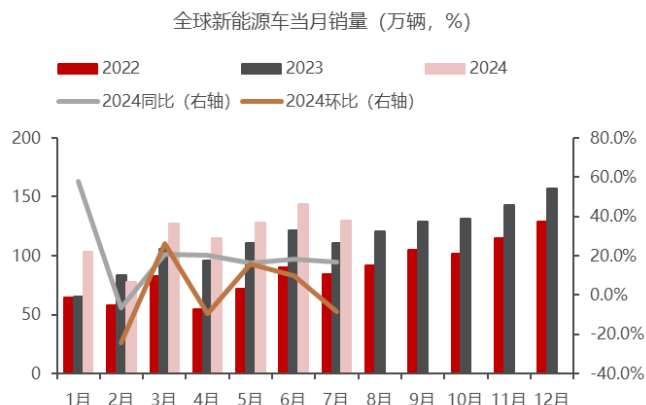
**图78: 24M1-M7 海外新能源车销量不及预期**


资料来源: SMM, 民生证券研究院

**图79: 24M1-M7 海外新能源车总销量同比-10.1%**


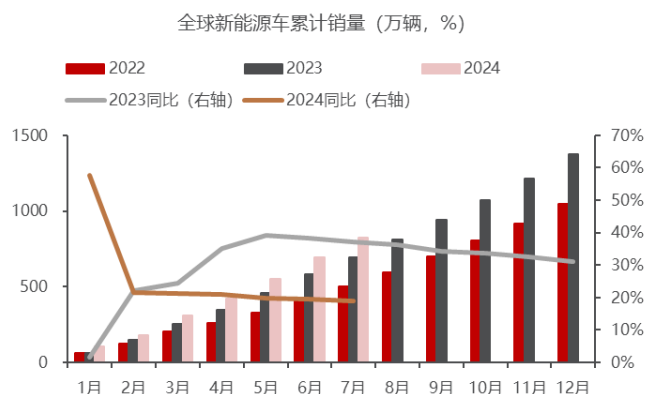
资料来源: SMM, 民生证券研究院

图80: 24M1-M7 全球新能源车单月销量



资料来源: SMM, 民生证券研究院

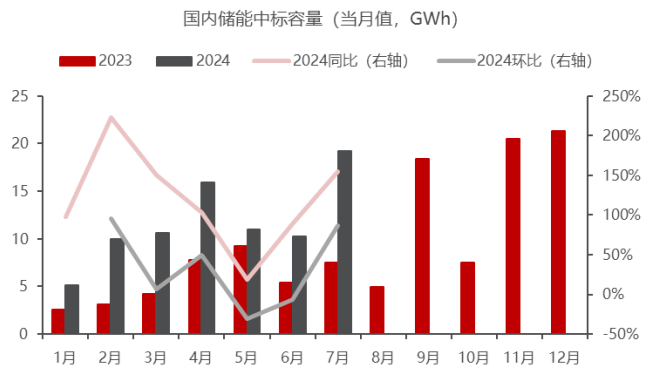
图81: 24M1-M7 全球新能源车总销量同比+19.1%



资料来源: SMM, 民生证券研究院

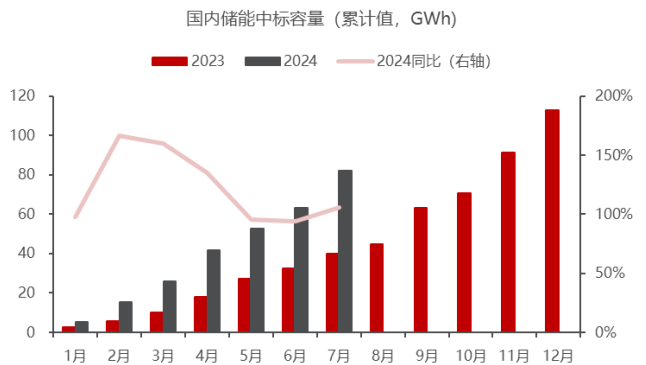
**国内储能中标容量翻倍增长, 储能需求保持强劲。**2024年上半年国内储能需求强劲, 根据储能与电力市场统计, 除5月份外, 国内储能单月中标容量几乎保持翻倍增长, 7月份中标容量达19.2GWh, 同比+155.2%, 环比+86.8%, 整体来看, 2024M1-M7国内储能中标容量累计为82.2GWh, 同比+105.7%, 继续保持高速增长势头。

图82: 24M1-M7 国内储能需求强劲



资料来源: 储能与电力市场, 民生证券研究院

图83: 24M1-M7 国内储能中标总容量同比+105.7%



资料来源: 储能与电力市场, 民生证券研究院

**供强需弱，过剩压力凸显。**国内新能源车渗透率已相对高位，需求增速逐步放缓，海外车市受政策影响电动化进程或将放缓，储能需求虽然保持高速增长，但供给端随着新增产能陆续释放，锂行业供需过剩压力加剧，根据我们对全球项目的梳理，我们预计 2024-2026 年锂供给分别为 137.9/187.6/227.5 万吨 LCE，过剩量分别为 12.1/28.4/31.5 万吨 LCE。

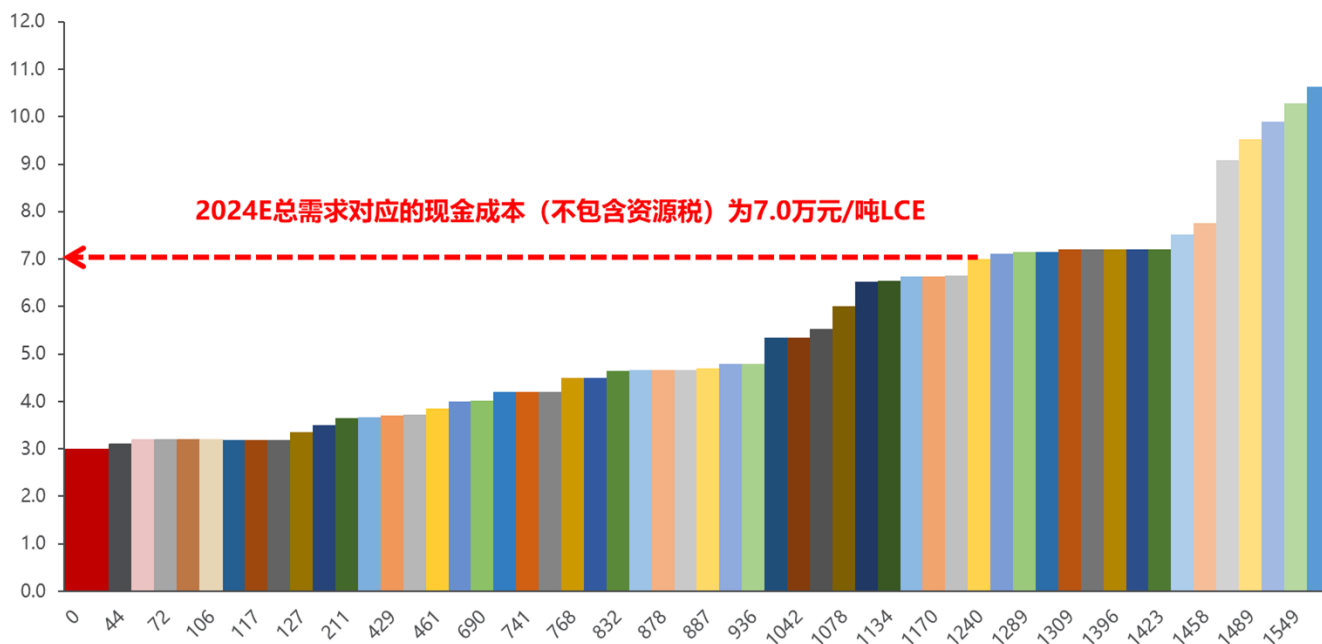
**表20：全球锂供需预测**

指标	单位	2023	2024E	2025E	2026E
全球总供给	万吨 LCE	103.1	137.9	187.6	227.5
yoy	%		33.8%	36.1%	21.3%
全球总需求	万吨 LCE	100.3	125.8	159.3	196.1
yoy	%		25.4%	26.6%	23.1%
供需平衡	万吨 LCE	2.8	12.1	28.4	31.5

资料来源：中汽协，各公司公告，储能与电力市场，民生证券研究院预测

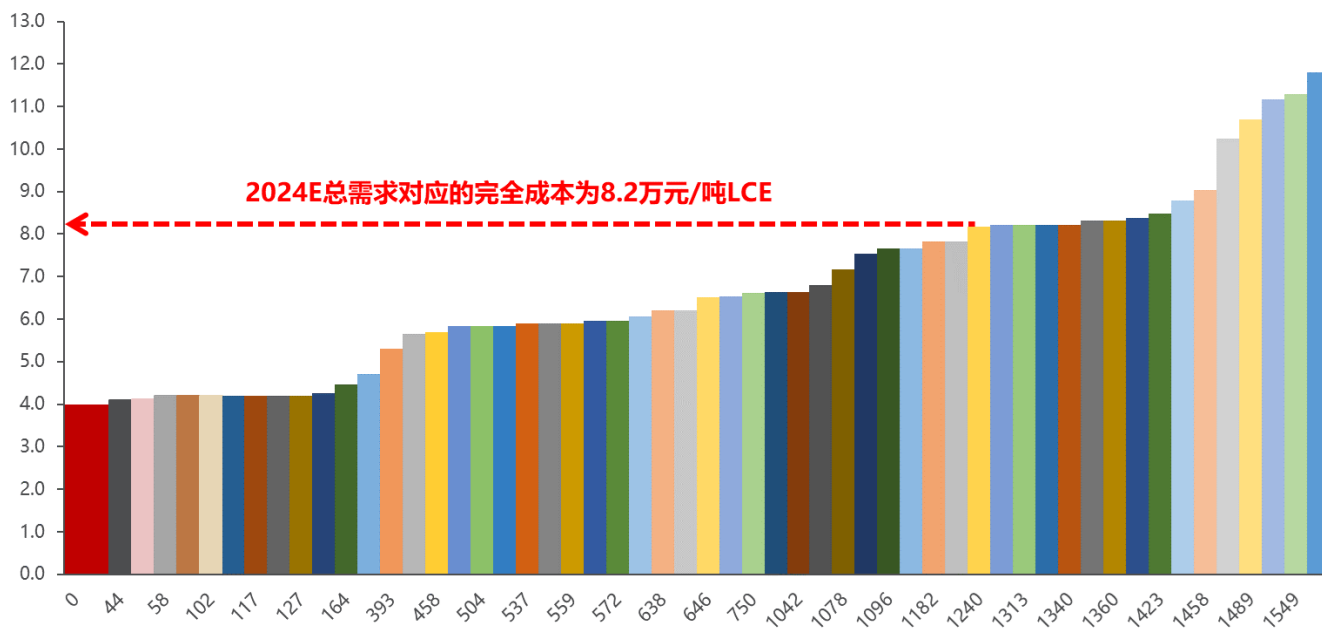
**成本压力正在加剧，静待代表性矿山的出清信号。**在供需过剩的下跌周期中，大型矿山的停产或减产是行业触底的重要标志。从目前来看，尽管澳矿有个别项目因成本压力减停产，南美盐湖部分扩产项目进度出现放缓，但涉及产能对行业总供给影响较小，我们认为行业出清目前尚未开始。目前锂价已大幅回落，根据我们绘制的 2024 年全球锂行业成本曲线，2024 年锂行业总需求对应的现金成本为 7.0 万元/吨 LCE，完全成本为 8.2 万元/吨，目前锂价已跌破不少高成本矿山的现金成本，我们认为部分项目资源端的成本压力正在加剧，行业的见底仍需等待代表性矿山的减停产信号。

**图84：2024 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85：2024 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

**刚果金铜钴矿+印尼湿法镍项目构成主要供给增量。**钴矿供应主要来自刚果（金）的铜钴矿和印尼湿法镍项目，根据 USGS 数据，2023 年全球钴矿供应量 23.0 万吨，其中刚果（金）产量 17.0 万吨，全球占比 73.9%，印尼由于湿法镍项目逐步投产，钴原料供应稳步增长，但产量规模较小，2023 年产量约 1.7 万吨，全球占比 7.4%。从未来供应来看，主要增量仍来自刚果（金）铜钴伴生矿和印尼湿法镍项目。

表21：全球钴矿供给（吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
刚果（金）	104,000	100,000	98,000	119,000	144,000	170,000
印尼			1,100	2,700	9,600	17,000
俄罗斯	6,100	6,300	9,000	8,000	9,200	8,800
澳大利亚	4,880	5,740	5,630	5,295	5,790	4,600
加拿大	3,520	3,340	3,690	4,361	3,060	2,100
其他	29,500	28,620	24,580	25,644	25,350	27,500
<b>全球</b>	<b>148,000</b>	<b>144,000</b>	<b>142,000</b>	<b>165,000</b>	<b>197,000</b>	<b>230,000</b>

资料来源：USGS，民生证券研究院

**铜钴矿：洛钼增量显著，嘉能可产量指引下调。**1) 洛阳钼业已成为全球第一大钴供应商：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，项目于 2023 年第一季度

提前产出效益，第二季度投产即达产，2023 年产钴 3.39 万吨。TFM 混合矿项目目前拥有 5 条铜钴生产线，形成年产 3.7 万吨钴的产能规模，2023 年产钴 2.16 万吨。随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，钴供应增量显著。**2) 嘉能可产量指引下调：**旗下拥有两大世界级铜钴矿山 Mutanda 和 Katanga，但受钴价下行影响下调产量规划，2023 年全年嘉能可钴产量 4.13 万吨，2024 年产量指引为 3.5-4 万吨。

**表22：嘉能可 2022-2024 年钴产量 (单位：万吨)**

项目	2022	2023	2024 指引
KCC	2.55	2.76	
Mutanda	1.47	1.12	
Murrin Murrin	0.3	0.21	3.5-4
INO	0.06	0.04	
合计	4.38	4.13	

资料来源：Glencore, SMM, 民生证券研究院

**表23：刚果金主要铜钴项目**

公司	项目	2023 年产量 (吨)	投产进度及产量指引
盛屯矿业	Kalongwe Mining (KALONGWE)	12370 (公司整体产量)	FTB 勘探项目正在进行中
五矿资源	Kinsevere	105	2023 年 4 季度投产，扩建项目 4000-6000 吨钴预计 2024 年下半年投产，2025 年达产
华友钴业	Congo Dongfang International Mining S.A.S(CDM) La Miniere de Kasombo S.A.S(MIKAS) (72%)	— —	2023 年公司钴产量 4.06 万吨，2024 年 4 月 3 日采矿权正在办理续期，鲁苏西地表堆存氧化矿暂未计划生产
金川国际	Ruashi Mine (75%)、Kinsenda Mine (77%)	2207	Musonoi 项目处于建设中，钴储量 17.4 万吨，预计 2024 年末或 2025 年初投产
中国中铁	华刚公司 SICOMINES 铜钴矿 (41.72%) 绿纱公司铜钴矿 (72%) MKM 公司铜钴矿 (80.2%)	3900 500 200	计划总投资 45 亿，已完成投资 31 亿 正常生产阶段 正常生产阶段
洛阳钼业	TFM KFM	21600 33926	2024 产量或将增至 10 万吨左右
中国有色矿业	刚波夫 (45%)	1335	刚波夫西矿体复产项目 2028 年投产
嘉能可	KCC (75%)、Mutanda (95%)	38800	2024 年产量指引下调至 3.5-4.0 万吨
紫金矿业	科卢韦齐铜矿 (67%)	2306	实际具备 3000 吨钴产能
欧亚资源	Boss Mining S.A.S (BOSS) Metalkol SA Frontier SA	23000	目前对刚果(金)科密德铜钴矿 (Comide copper-cobalt mine) 进行升级改造，于 2025 年底建成完工，满产后将年产 1.5 万吨氢氧化钴
北方矿业	Compagnie Miniere de Kambove(COMIKA)、La Miniere de	5000	

Kalukundi S.A(LAMIKAL)

爱芬豪矿业

Kamo-a-Kakula

卡莫阿-卡库拉三期扩建计划将于2024年第四季度投产

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

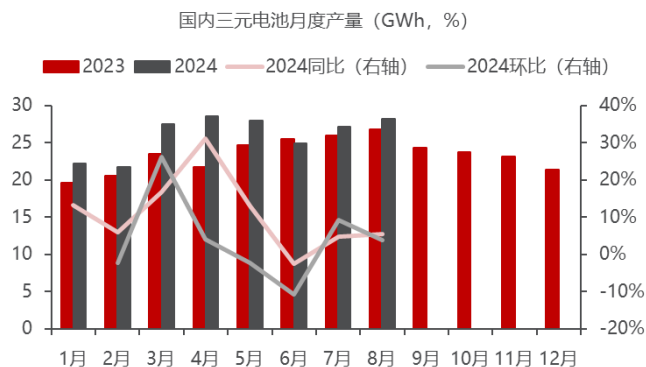
**红土镍矿：供应快速增长，但规模偏小。**随着华友钴业、格林美旗下湿法镍项目投产，印尼钴矿供给快速增长，但整体规模较小，根据 USGS 数据，2023 年印尼钴产量从 2021 年的 0.3 万吨增长至 1.7 万吨，占全球比重从原来的 1.6% 增长至 7.4%，钴协会预计至 2030 年印尼钴产量将占全球的 16%。

**图86：印尼主要湿法镍项目**

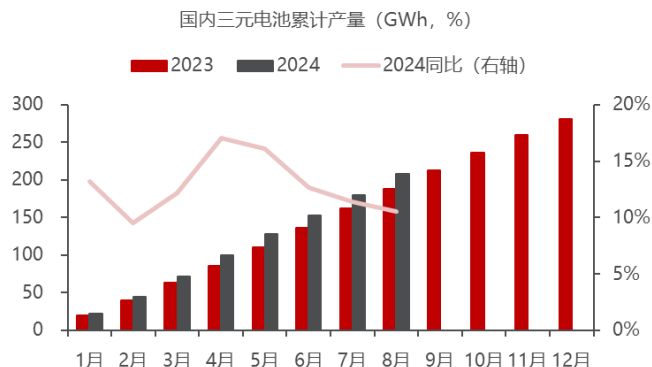
公司	项目	产品	产能预估 (金属吨)		投产时间
			镍	钴	
华友钴业	华越项目	MHP	60000	7800	2022年4月投产后稳产超产
	华飞项目	MHP	120000	15000	2023年6月开始投料试生产，24年满产
	华山项目	MHP	123000	15700	原计划2025年，进度放缓
	华友-大众-青山项目	MHP	120000	15000	规划中
	华友-淡水河谷印尼-福特项目	MHP	120000	15000	规划中
	华友-淡水河谷项目	MHP	60000	7800	规划中
格林美	青美邦一期	MHP	30000	2609	22年9月投产
	青美邦二期	MHP	63000	5478	6.3万吨镍分三个模块（各2.1万吨镍）24H2分批投产
	与印尼MDK合资项目	MHP	30000	2609	24年9月投产
力勤资源	OBI镍钴项目一期	MHP	37000	4500	21年7月达产
	OBI镍钴项目二期	MHP	18000	2195	23年2月达产
	OBI镍钴项目三期	MHP	60000	7317	2024Q3
青山、振石	青山集团、振石集团纬达贝项目	MHP	30000	3659	计划2025
PT.Ceria	PT.Ceria项目	MHP	40000	4878	计划2026
埃赫曼和巴斯夫杉杉	Weda Bay (一期)	MHP	20000	2439	计划2026
	Weda Bay (二期)	MHP	42000	5122	计划2026
	住友金属+淡水河谷项目	MHP	40000	4878	原预计2025年，已暂停

资料来源：SMM，民生证券研究院

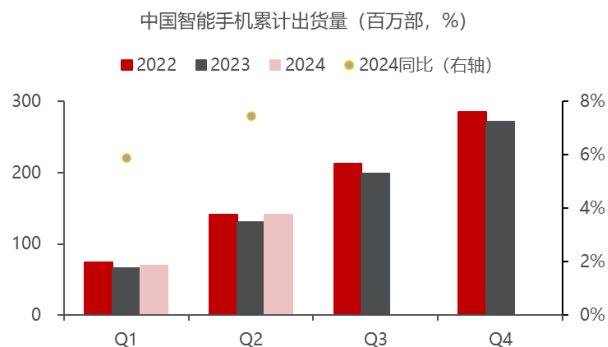
**2024 年以来消费电子、新能源车两大领域钴需求同比上涨。**电池作为钴的主要需求领域，分为以三氧化二钴为代表的消费电子领域，以及以硫酸钴为代表的动力电池领域，2024 年两大需求同比回升。1) 以硫酸钴为代表的新能源车需求 2024 年以来增速稳定，2024 年 1-8 月国内三元电池产量合计 208.3GWh，同比 +10.5%。2) 消费电子需求复苏，2024H1 国内智能手机出货 1.4 亿部，同比 +7.4%，全球智能手机出货 5.7 亿部，同比 +7.7%。

**图87：24年1-8月国内三元电池月度产量**


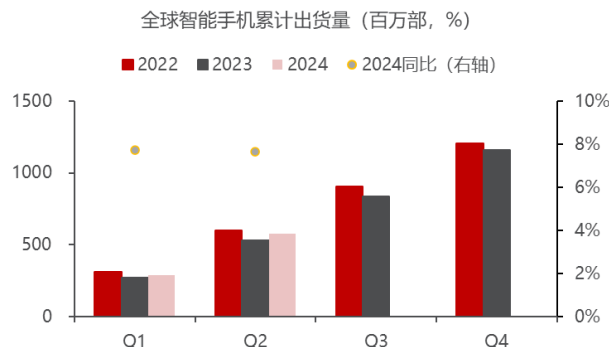
资料来源：SMM，民生证券研究院

**图88：24年1-8月国内三元电池产量同比+10.5%**


资料来源：SMM，民生证券研究院

**图89：24H1国内智能手机出货同比+7.4%**


资料来源：iFind，民生证券研究院

**图90：24H1全球智能手机出货同比+7.7%**


资料来源：iFind，民生证券研究院

**刚果（金）供给不及预期，收储有望刺激钴价触底反弹。**随着钴价持续磨底，刚果（金）钴原料生产企业成本压力较大，我们预计除洛钼外，其他企业钴矿供应或将大幅不及预期，钴行业供需格局明显改善，我们认为钴价底部信号明显，在今年国家较大力度收储刺激下，钴价或将触底反弹。

**表24：全球钴供需平衡表**

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>钴供给 (万吨)</b>	<b>19.7</b>	<b>23.0</b>	<b>25.9</b>	<b>27.1</b>	<b>29.2</b>
YOY	19%	17%	13%	5%	8%
刚果（金）铜矿伴生钴	14.4	16.9	18.3	18.4	19.8
印尼湿法镍项目伴生钴	0.8	1.6	3.1	4.2	5.0
其他国家伴生钴	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
<b>钴需求 (万吨)</b>	<b>18.7</b>	<b>21.3</b>	<b>25.1</b>	<b>26.0</b>	<b>29.0</b>
YOY	7%	14%	18%	4%	11%
<b>供需过剩 (万吨)</b>	<b>1.0</b>	<b>1.7</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>0.2</b>

资料来源：USGS，国际钴协会，民生证券研究院预测



**供给承压价格大幅下滑，静待资源端出清信号。** **(1) 锂：**国内需求增速放缓，供给增量逐步释放，过剩压力导致锂价中枢大幅下移，目前行业还未开始出清，但资源端高成本项目亏损压力正在加剧，行业的底部信号仍需等待标志性矿山的出清信号。 **(2) 钴：**钴价持续磨底，成本压力导致刚果（金）供应不及预期，消费电子、动力电池两大需求领域有所复苏，我们认为钴价底部信号明确，在国内大力度收储催化下，钴价有望触底反弹。 **(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，累库持续。资源端来看，印尼镍矿耗尽速度或将快于预期，资源的稀缺性可能会很快体现。

## 5 投资建议：铜铝+黄金依然是最佳组合

**工业金属：对铜而言，金融压制缓解，供给端矿端紧张依旧，冶炼厂减产在即，需求端供应链重构拉动海外需求，国内政策发力需求有望恢复，价格中枢将继续上移。金融属性：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，头部矿企只是维持当前的产量就需要大量的资本投入，尽管价格处在高位，但供应难以放量，长单冶炼加工费谈判在即，矿端紧张即将向冶炼端传导。需求端，新兴领域+海外基建成为驱动主力。2024H2 国内政策力度逐步加强，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。对铝而言，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，印尼电解铝产能投产进程缓慢；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，海外需求韧性仍在。随着需求占比下滑，地产领域对铝消费的拖累无须过度担忧。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，成本端有望让利给电解铝，铝价上涨的业绩弹性仍然较高，投资价值明显。重点关注铜：洛阳钼业、紫金矿业、西部矿业、金诚信、中国有色矿业。铝：中国铝业、中国宏桥、神火股份、云铝股份。**

**贵金属：降息周期即将开启，金价蓄势待发。**虽然短期美国经济运行较为平稳，但考虑到PMI等指标下行压力显现，难改未来中长期经济下行的趋势，当前美联储利率政策处于加息末期，复盘历史同期阶段，金价在相同时期走势呈现震荡偏强，随着后续美国经济衰退带动降息，金价牛市也将随之开启。回顾上世纪70-80s滞胀成因，我们认为本轮经济周期中过度宽松的货币政策与商品、劳动力的供给端矛盾与上轮滞胀时期存在相似性，当前美国劳动力缺口依然较大，核心通胀韧性较强，黄金作为保值的实物资产，易涨难跌。此外，主要经济体在疫后均实行了货币超发，为稳定本国币值、汇率稳定、避免货币信用危机，各国央行购金需求持续增加，预计央行购金或将演变成中长期现象，成为影响黄金需求的重要变量，支撑金价中枢上行。**建议重点关注中金黄金、山金国际、山东黄金、赤峰黄金、招金矿业、兴业银锡和盛达资源等黄金白银标的。**

**能源金属：供需过剩价格中枢大幅下移，静待资源端出清信号。1) 锂：**成本压力加剧，等待代表性矿山减停产动作。在供需过剩的下跌周期中，大型矿山的停产或减产是行业触底的重要标志，我们认为行业出清尚未开始，但目前锂价已跌破不少高成本矿山的现金成本，我们认为部分项目资源端的成本压力正在加剧，行业的见底仍需等待代表性矿山的减停产信号。**2) 钴：**历史底部，收储或将刺激价格触底反弹。钴价持续磨底，成本压力导致刚果（金）供应不及预期，消费电子、动力电池两大需求领域有所复苏，我们认为钴价底部信号明确，在国内大力度收储催化下，钴价有望触底反弹。**(3) 镍：**纯镍产量持续释放，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，纯镍产量持续释放，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。**重点关注：锂板块：中矿资源、藏格矿业、永兴材料；镍钴板块：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) 海外经济衰退。**海外经济衰退下需求大幅下降，金属价格大幅下跌，相关公司利润将出现大幅下降。

## 插图目录

图 1: SW 有色板块 2024 年至今 (2024 年 8 月 30 日) 整体涨幅为 6.87% (单位: %)	3
图 2: 2024 年 Q2, SW 有色下跌 1.52% (单位: %)	3
图 3: 2024 年 H1, SW 有色上涨 16.32% (单位: %)	3
图 4: 2024 年至今 (2024 年 8 月 30 日) 有色金属板块表现较好 (SW 申万有色: 右轴, 单位: 点)	4
图 5: 2024 年 H1, 镍板块涨幅最大为 23.74% (单位: %)	5
图 6: 2024 年 Q2, 铝铜板块涨幅居前 (单位: %)	5
图 7: 2024 年初至 8 月 30 日涨幅前十的公司	6
图 8: 2024 年初至 8 月 30 日跌幅前十的公司	6
图 9: 2011-2024H1 有色金属板块销售毛利率及净利率	7
图 10: 2019Q1-2024Q2 有色金属销售毛利率及净利率	7
图 11: 2011-2024H1 有色金属板块长期借款与短期借款	7
图 12: 2011-2024H1 有色金属板块资产负债率	7
图 13: 2024H1 工业金属板块营收及增速	11
图 14: 2024Q2 工业金属板块营收及增速	11
图 15: 2024H1 工业金属细分行业归母净利润及增速	11
图 16: 2024Q2 工业金属细分行业归母净利润及增速	11
图 17: 2024H1 工业金属细分行业扣非归母净利润及增速	12
图 18: 2024Q2 工业金属细分行业扣非归母净利润及增速	12
图 19: 2024H1 工业金属板块各公司归母净利润	12
图 20: 2024Q2 工业金属板块各公司归母净利润	12
图 21: 2024H1 COMEX 黄金最高涨至 2424.60 美元/盎司	13
图 22: 2024H1 黄金板块营收及增速情况	14
图 23: 2024Q2 黄金板块营收及增速	14
图 24: 2024H1 黄金板块各公司盈利情况 (亿元, %)	14
图 25: 2024Q2 黄金板块各公司盈利情况 (亿元, %)	14
图 26: 2024H1 国内稀土价格延续回落趋势	15
图 27: CS 稀有金属板块营收及增速	17
图 28: CS 稀有金属板块归母净利润及增速	17
图 29: 锂板块营收及增速	18
图 30: 锂板块归母净利润及增速	18
图 31: 锂板块主要公司归母净利	18
图 32: 锂板块主要公司单季度归母净利	18
图 33: 钴板块营收及增速	19
图 34: 钴板块归母净利润及增速	19
图 35: 钴板块主要公司归母净利	19
图 36: 钴板块主要公司单季度归母净利	19
图 37: 镍板块营业收入 (单位: 亿元)	20
图 38: 镍板块归母净利 (单位: 亿元)	20
图 39: 我国主要镍产品对电解镍升贴水 (单位: 元/吨)	20
图 40: 2024 H1 镍板块主要公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	21
图 41: 2017-2024H1 稀土板块营业收入 (亿元)	21
图 42: 2017-2024H1 稀土板块归母净利润 (亿元)	21
图 43: 2024H1 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)	22
图 44: 2024Q2 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)	22
图 45: 有色基金持仓市值比例环比上升 0.17pct 至 5.51% (单位: %)	23
图 46: 2024Q2 有色行业公募持仓比例为 5.51%, 环比 2024Q1 上升 0.17pct (单位: %)	24
图 47: 2024Q2 公募基金大量配置紫金矿业, 占比为 39.63%	24
图 48: 美国通胀持续回落	27
图 49: 美国失业率底部抬升	27
图 50: 2024 年 8 月 30 日, 三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 67.35 万吨 (单位: 万吨)	28
图 51: 2024 年 1-7 月, 智利矿产铜产量同比上涨 1.93% (单位: 万吨)	28
图 52: 2024H1, 秘鲁矿产铜产量同比减少 1.2% (单位: 万吨)	28
图 53: 2024H1, 中国矿产铜产量同比减少 2.83% (单位: 万吨)	29
图 54: 2024H1, 全球矿产铜产量同比增长 3.4% (单位: 万吨)	29

图 55: 现货冶炼加工费维持低位.....	29
图 56: 长单冶炼盈利维持高位, 现货冶炼盈利处于历史低位.....	29
图 57: 铝行业平均开工率(单位: %).....	32
图 58: 未锻轧铝及铝材出口(单位: 万吨).....	32
图 59: 国内铝锭+铝棒库存变化(单位: 万吨).....	33
图 60: 国内电解铝月度表观消费量(万吨).....	33
图 61: 氧化铝价格(单位: 元/吨).....	34
图 62: 吨铝利润测算(单位: 元/吨).....	34
图 63: 美国 PMI 情况(单位: %).....	35
图 64: 美债 10Y-2Y 利差.....	35
图 65: 美国超额储蓄回落(左: %, 右: 十亿美元).....	35
图 66: 美国历史货币供应量增速远超 GDP 增速(单位: %).....	36
图 67: 核心通胀有所回落(单位: %).....	37
图 68: 工资增速与劳动力缺口(左: 百万人, 右: %).....	37
图 69: 世界各国黄金储备与金价呈正相关(左: 吨, 右: 美元/盎司).....	38
图 70: 疫情以来主要国家货币大幅超发.....	38
图 71: 美国资产负债表规模疫后翻倍增长(单位: COMEX 黄金价格单位为美元/盎司, 其余为百万美元).....	38
图 72: 世界央行购金及同比增速(左: 吨, 右: %).....	39
图 73: 中国黄金储备及同比增速(左: 吨, 右: %).....	39
图 74: 全球锂供给预测(万吨 LCE).....	40
图 75: 全球锂供给增量预测(万吨 LCE).....	40
图 76: 24M1-M7 国内新能源车需求持续增长.....	41
图 77: 24M1-M7 国内新能源车总销量同比+31.1%.....	41
图 78: 24M1-M7 海外新能源车销量不及预期.....	41
图 79: 24M1-M7 海外新能源车总销量同比-10.1%.....	41
图 80: 24M1-M7 全球新能源车单月销量.....	42
图 81: 24M1-M7 全球新能源车总销量同比+19.1%.....	42
图 82: 24M1-M7 国内储能需求强劲.....	42
图 83: 24M1-M7 国内储能中标总容量同比+105.7%.....	42
图 84: 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).....	43
图 85: 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).....	44
图 86: 印尼主要湿法镍项目.....	46
图 87: 24 年 1-8 月国内三元电池月度产量.....	47
图 88: 24 年 1-8 月国内三元电池产量同比+10.5%.....	47
图 89: 24H1 国内智能手机出货同比+7.4%.....	47
图 90: 24H1 全球智能手机出货同比+7.7%.....	47

## 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: 2024 年至今(2024 年 8 月 30 日)子板块涨跌幅.....	4
表 3: 有色金属板块 2024Q2 财务数据同比、环比均呈上升态势.....	6
表 4: 2024Q2 有色金属子板块中除能源金属外其他板块营业收入同环比均上升, 其中贵金属和工业金属板块表现较为亮眼(单位: 亿元).....	8
表 5: 2024Q2 有色金属子板块归母净利润中除能源板块外, 其余子板块同环比均上升明显(单位: 亿元).....	9
表 6: 2024Q2, 基本金属价同比除镍外均上涨, 环比均上涨(单位: 元/吨).....	10
表 7: 各主要稀有金属品种价格涨跌幅.....	16
表 8: 锂金属及锂盐价格涨跌幅.....	17
表 9: 钴金属及钴盐价格涨跌幅.....	18
表 10: 镍主要产品涨跌幅.....	20
表 11: 有色板块 2024Q2 基金持股市值前 10 大公司.....	25
表 12: 2024Q2 基金增仓市值 top10.....	25

表 13:	2024Q2 基金减仓市值 top10.....	26
表 14:	2024 年中国电解铝复产情况 (单位: 万吨) .....	30
表 15:	2024-2025 年产能电解铝产能变化 (单位: 万吨) .....	30
表 16:	印尼在产及规划产能概况 (单位: 万吨) .....	31
表 17:	印尼电解铝产能投放进程 (单位: 万吨) .....	32
表 18:	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) .....	33
表 19:	美联储加息结束至降息期间金价涨跌幅.....	36
表 20:	全球锂供需预测 .....	43
表 21:	全球钴矿供给 (吨) .....	44
表 22:	嘉能可 2022-2024 年钴产量 (单位: 万吨) .....	45
表 23:	刚果金主要铜钴项目 .....	45
表 24:	全球钴供需平衡表 .....	47



## 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