

证券研究报告

2024年11月16日

行业报告：行业深度研究

## 金属与材料

# 24Q3总结：资源端铜价下跌、材料端季节性调整致盈利回落

作者：

分析师 刘奕町 SAC执业证书编号：S1110523050001

分析师 曾先毅 SAC执业证书编号：S1110524060002

分析师 陈凯丽 SAC执业证书编号：S1110524060001

联系人 胡十尹

联系人 吴亚宁

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：强于大市（维持评级）  
上次评级：强于大市

# 摘要

- **24Q3有色金属板块整体情况：资源端铜价下跌、材料端季节性调整致盈利回落，但板块整体利润仍处于近年较高水平。**指数表现方面，24Q3涨幅为10.8%，弱于同区间沪深300指数。Q3前期，美国衰退预期升温，叠加大选局势尚未明朗，宏观因素主导下有色板块持续回落，直至9月下旬，美联储首次降息50BP落地，而9月24日国新办联合新闻发布会之后，有色板块短期内集中拉升，前期超跌的能源金属、金属新材料迅速迎来估值修复。由于有色前期主流标的股价位置相对于其他板块相对较高，股价不在底部，且商品价格相对高频透明，一定程度制约了有色整体表现。
- **贵金属：Q3金价上涨带动企业盈利同比大增，降息周期开启有望持续利好贵金属后市表现。**2024年前三季度贵金属行业实现营业总收入2231.46亿元，同比+26.36%；归母净利润93.61亿元，同比+56.42%。其中，24Q3实现营收742.11亿元，同比+21.42%，环比-6.66%；实现归母净利润32.44亿元，同比+55.10%，环比-1.15%。Q3伴随通胀回落和就业市场降温的确认，美联储首次降息50bp落地。地缘政治风险频发，避险需求持续性对金价形成催化，金价持续上涨，带动企业盈利同比大幅增长。参考历史，降息后半年内贵金属价格上行概率较大；此外，降息后通胀或将小幅上升，黄金抗通胀属性有望彰显，金价或仍有进一步上涨空间，带动相关企业盈利增长。建议关注：**招金矿业、山东黄金、山金国际、赤峰黄金、中金黄金。**
- **基本金属：量增及成本改善抵御铜铝价格环跌影响。1）铜：**前三季度宏观氛围剧烈波动，前期在海外铜矿供应紧张情绪持续发酵+中美PMI共振向上+海外降息预期强化等催化下，铜价大幅走高，并在5月下旬随着COMEX铜期货上演历史性逼空行情。此后全球PMI开始走弱+矿端向冶炼端的传导尚需时间导致炼厂维持高产+需求端不及预期带来铜价震荡走低，8月上旬伴随着海外衰退预期及国内经济偏弱，铜价见底，此后铜价小幅反弹并维持区间震荡。**建议关注紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、中国有色矿业、五矿资源。**2）**铝：**24Q3铝价震荡上升，市场宏观情绪或受提振。5月以前在全球宏观情绪向好+基本面相对有韧性催化下价格上涨，后随着宏观情绪回落叠加库存去化不及预期，价格有所回落。但随着宏观情绪改善+氧化铝持续涨价带来成本支撑+旺季下游开工率提振明显带来库存回落，24Q3铝价震荡回升。考虑到电解铝供应端的约束，预计供需将维持在较好水平。**建议关注中国宏桥、天山铝业、中国铝业、神火股份、云铝股份、南山铝业。**
- **小金属：淡季需求支撑不足，Q3盈利环比回落。**2024年前三季度实现营收3399.25亿元，同比+1.90%。24Q3实现营收1173.75亿元，同比+3.31%，环比-3.93%。2024前三季度实现归母净利润166.72亿元，同比+23.44%。24Q3实现归母净利润59.85亿元，同比+14.20%，环比-9.62%。1）**锡：**美联储降息靴子落地，国内亦宣布降息降准存量房贷利率政策“组合拳”，9月为传统旺季又逢两大传统节日备货期，宏观与基本面共振，锡价开启反弹走势，带动锡业股份Q3盈利环比小幅上涨。2）**钨：**Q3为国内传统淡季，终端需求情况表现冷清，钨产品价格偏弱震荡，较年初涨幅收窄。我们认为钨价重心有望维持高位，终端产品的利润修复幅度有望更大，中钨高新等企业盈利水平有望顺周期上行。3）**铋：**Q3需求端持续偏淡，9月15日正式执行出口管制政策之后，国内铋品出口受阻，需求面支撑力度不强，铋锭价格开始步入下行通道。我们预计出口管制将在四季度持续影响铋产品价格，但长期来看原料紧张的格局将持续存在，铋价的上涨有较为坚实的基本面支撑。**建议关注：锡业股份、厦门钨业、宝武镁业、华锡有色、中钨高新（机械组联合覆盖）、湖南黄金。**
- **能源金属：供需格局延续，锂企业承压，关注相对底部机会。**自Q2环比小幅反弹后，Q3锂价延续下跌，Q3碳酸锂/氢氧化锂均价分别为8.0/7.6万元/吨，环比Q2均价-24.5%/-20.6%，主要受到供应失衡影响，8、9月供需矛盾虽有缓解，但库存量较大，上行动力不足，价格持续承压。盈利方面，受锂价下跌影响，锂企业经营持续承压，前三季度实现归母净利润-35.4亿元，其中Q3归母净利润1.6亿元，24年来首次扭亏为盈。企业盈利短期阶段性筑底，成本优势和资源优势重要性将持续凸显，**建议关注中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、华友钴业、腾远钴业等。**
- **稀土磁材：继往开来，产业重塑下新周期将至。**24Q3实现营收256.04亿元，同比-10.3%，环比+7.1%；实现归母净利润11.54亿元，同比-1.6%，环比+56.4%。稀土价格企稳回升，24Q3稀土及磁材板块营收和净利润环比均大幅改善，行业景气度已开始向上，稀土价格中枢有望明显且持续提升。当前稀土行业供需端均明显向好改善，供给端主要受《稀土管理条例》和第二批指标收紧等利好持续影响，叠加海外进口边际转弱，加之海外供应存较大不确定性影响；需求端，淡季提前结束，磁材领域进入下半年传统旺季，并且前期由于价格下跌导致行业库存偏低，边际新增补库需求将进一步带动稀土价格向上，支撑企业盈利改善。**建议重点关注：中国稀土、北方稀土、宁波韵升以及磁材领域头部公司正海磁材、金力永磁等。**
- **金属新材料：Q3整体盈利能力环降，关注细分景气&持续改善方向。**24Q1-3实现归母净利润37.7亿元，同比+4.3%。其中24Q3实现归母净利润12.1亿元，同比-4.4%，环比-22.6%。部分企业受季节周期影响盈利下滑，金属新材料板块利润有所波动符合预期，后续关注电子链等细分景气 and 持续改善方向。**建议关注：博迁新材、铂科新材、东睦股份、悦安新材、云路股份等。**
- **风险提示：全球经济衰退的系统性风险，需求不及预期的风险，上游供给大增的风险。**

# 目录

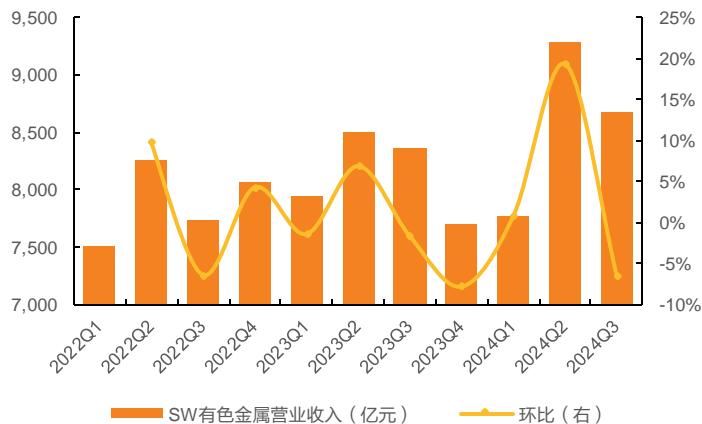
- 01 有色24Q3总结：资源端铜价下跌、材料端季节性调整致盈利回落
- 02 贵金属：Q3金价上涨带动企业盈利同比大增，降息有望利好贵金属后市表现
- 03 基本金属：量增及成本改善抵御铜铝价格环跌影响
- 04 小金属：淡季需求支撑不足，Q3盈利环比回落
- 05 能源金属：锂企业经营业绩承压，短期或阶段性筑底
- 06 稀土磁材：继往开来，产业重塑下新周期将至
- 07 金属新材料：Q3整体盈利能力环降，关注细分景气&持续改善方向
- 08 风险提示

**有色24Q3总结：资源端铜价下跌、材料端季节性调整致盈利回落**

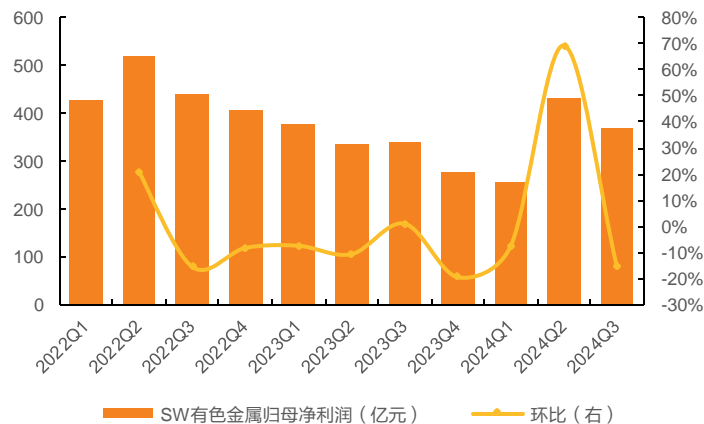
## 有色金属：资源端铜价下跌、材料端季节性调整致Q3整体利润环降

- 板块整体表现：**Q3整体利润环比下滑。24Q1-3有色金属板块实现营收2.57万亿元，同比+2.5%；实现归母净利润1061.7亿元，同比+0.4%。其中24Q3实现营收8671.3亿元，同比+3.7%，环比-6.6%；实现归母净利润367.6亿元，同比+7.7%，环比-15.2%，环比下滑主要系Q3铜价环比下跌，相关公司业绩环比下降。
- 后市展望：**海外方面，伴随美国大选落地，不确定性逐步消解，同时美联储开启新一轮降息周期，经济复苏预期有望兑现；国内方面，扩张性财政转向信号明确，有望消除市场前期的担忧，提振市场情绪和经济的积极预期，近期10月制造业PMI录得50.1%，近半年首次回归荣枯线以上，扩大内需稳增长政策初见成效，有色金属需求预期向好，预计有色金属价格仍有一定支撑。

图：24Q3有色金属板块营收环比-6.6%



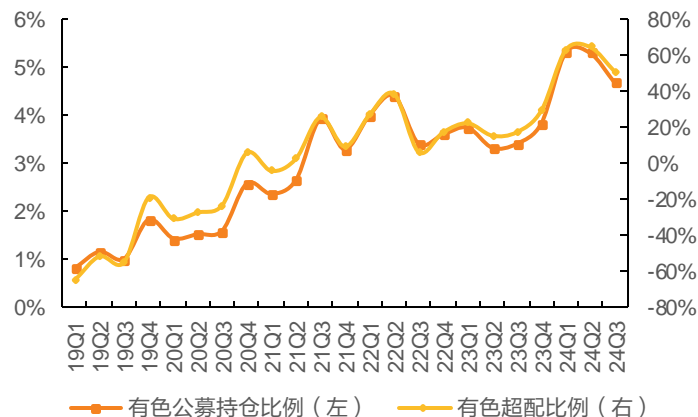
图：24Q3有色金属板块归母净利润环比-15.2%



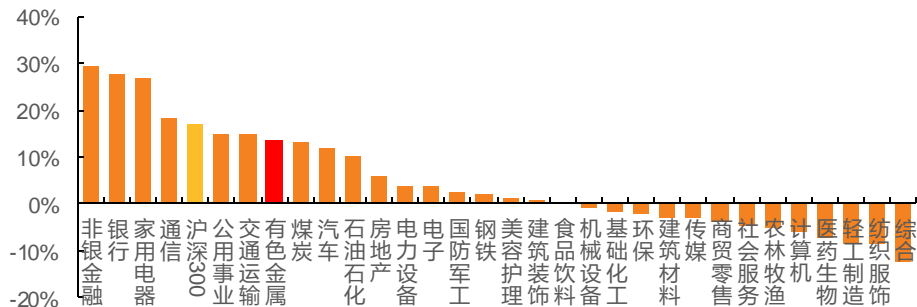
# 有色金属：Q3板块整体涨幅为10.8%，季末集中上涨

- 指数表现：**24Q1-3有色金属板块涨幅为13.8%，24Q3涨幅为10.8%，均弱于同区间沪深300指数。Q1期间，有色金属板块大幅上涨，主要系美联储降息预期、地缘风险及铜矿供应端扰动等因素影响，金、铜价格迎来大幅上涨，推动相关企业业绩增长和股价上涨。Q2前期延续上涨，5月末之后，由于衰退交易扰动和国内供给并未兑现减产、库存累库，铜价高位回落，铜主要公司股价随之回落。Q3期间，7月至9月中旬，美国衰退预期升温，叠加大选局势尚未明朗，宏观因素主导下有色板块持续回落，9月下旬，海外美联储降息落地，国内9月24日国新办举行一行一局一会联合新闻发布会，宣布出台多项重磅稳增长政策，有色板块跟随大盘迎来大幅反弹，同时由于有色前期主流标的股价位置相对于其他板块相对较高，股价不在底部，且商品价格相对高频透明，一定程度制约了有色整体表现。
- 公募持仓：**24Q3有色公募持仓比例为4.7%，同比+1.28pct，环比-0.63pct；超配比例为51.0%，同比+33.63pct，环比-13.77pct。持仓比例和超配比例均环比下降，但整体仍处于近年相对高位。

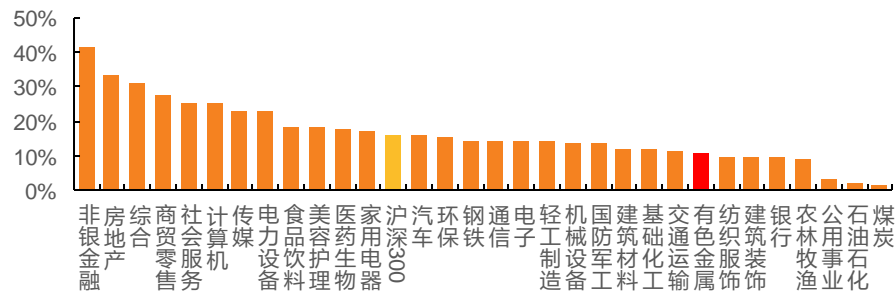
图：24Q3有色金属持仓&超配比例环比下降



图：24Q1-3有色金属板块整体涨幅为+13.8%



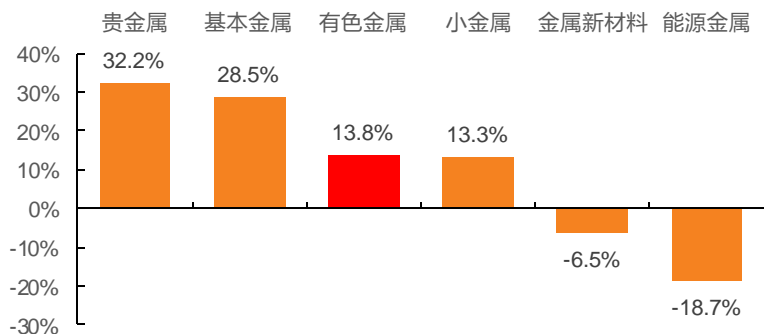
图：24Q3有色金属板块整体涨幅为+10.8%



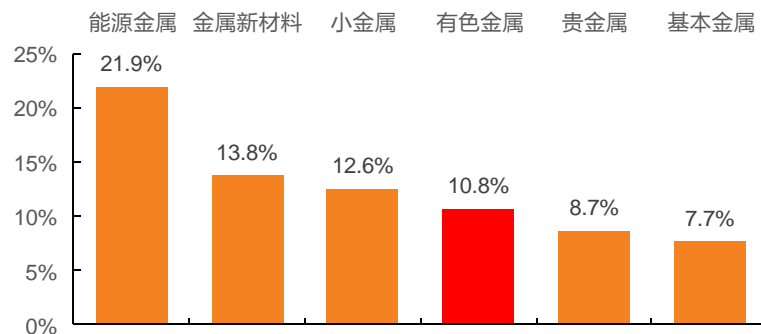
## 有色金属：Q3细分板块前期超跌的能源金属、新材料领涨

- **Q3细分板块表现：**有色金属细分板块普涨，前期超跌的能源金属、新材料领涨，股价位置相对较高的贵金属、基本金属涨幅较低。
- **资源端：**24Q3能源金属涨幅最大，涨幅为21.9%；小金属涨幅为12.6%；而前期涨幅较高的贵金属、基本金属涨幅分别为8.7%、7.7%，低于行业平均。Q3前期有色板块持续下跌，直至9月下旬，美联储首次降息50BP落地，而9月24日国新办联合新闻发布会之后，有色板块短期内集中拉升，前期超跌的能源金属迅速迎来估值修复。
- **材料端：**金属新材料涨幅为13.8%，核心逻辑同样为短期内估值修复。

图：24Q1-3有色金属细分板块贵金属与基本金属领涨



图：24Q3有色金属板块能源金属领涨



**贵金属： Q3金价上涨带动企业盈利同比大增，  
降息落地有望持续利好贵金属后市表现**

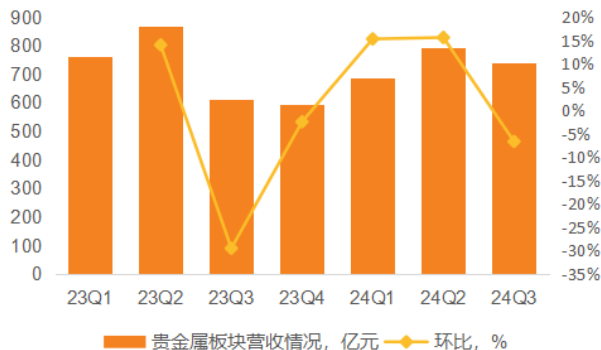
---



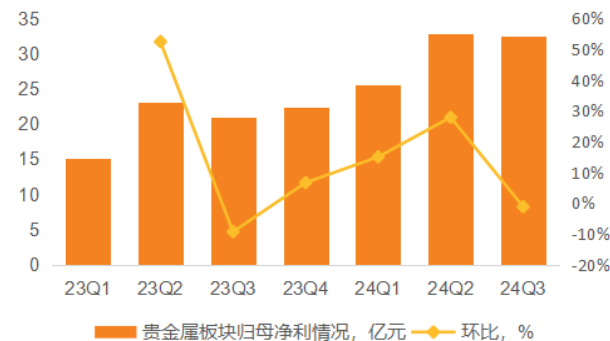
# 贵金属板块：归母净利润同比大幅增长，毛利率净利率同比有所提升

- 营业收入：**2024年前三季度贵金属行业实现营业总收入2231.46亿元，同比+26.36%。24Q3实现营收742.11亿元，同比+21.42%，环比-6.66%。
- 归母净利润：**2024年前三季度贵金属行业实现归母净利润93.61亿元，同比+56.42%。24Q3实现归母净利润32.44亿元，同比+55.10%，环比-1.15%。
- 毛利率：**2024年前三季度销售毛利率12.55%，同比+1.75pct。24Q3销售毛利率13.08%，同比+2.09pct，环比+0.12ct。
- 净利率：**2024年前三季度销售净利率5.18%，同比+1.27pct。24Q3销售净利率5.49%，同比+1.42pct，环比+0.43pct。
- 贵金属净利率和毛利率水平同比实现增长。

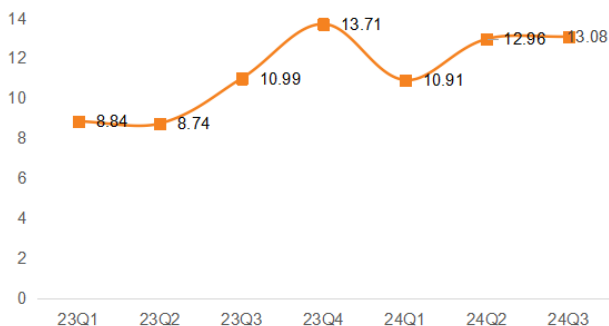
24Q3贵金属板块营收环比-6.66%



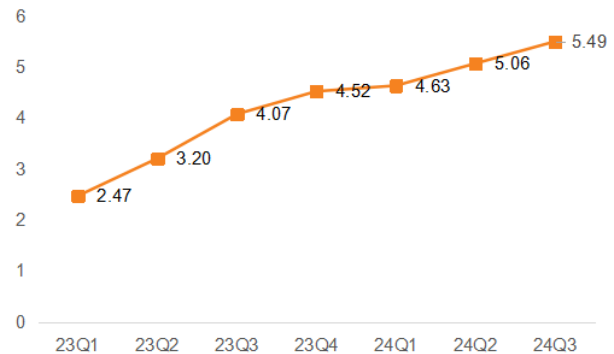
24Q3贵金属板块归母净利润环比-1.15%



24Q3贵金属销售毛利率环比+0.12pct (单位：%)



24Q3贵金属销售净利率环比+0.43pct (单位：%)



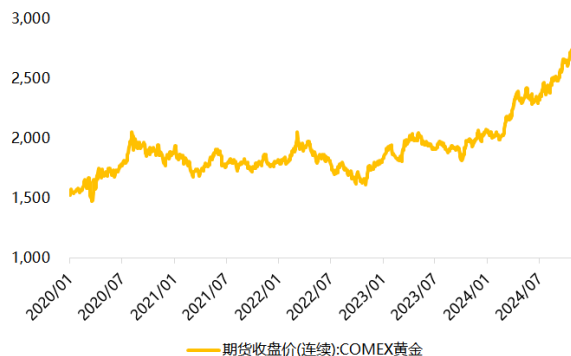
## 贵金属企业：受金价上行影响，三季度贵金属企业业绩较去年同期显著提升

- **1) 山东黄金：**24年前三季度实现营收670.06亿元，yoy+62.2%；归母净利润20.66亿元，yoy+53.6%；扣非净利润20.94亿元，yoy+63.6%。其中，Q3实现营收212.32亿元，yoy+52.8%，环比-20.8%；归母净利润6.82亿元，yoy+46.6%，环比-0.2%。公司营业收入环比下降的原因是Q3焦家金矿扩产建设导致矿产金产量小幅下滑。
- **2) 山金国际：**24年前三季度实现营收120.71亿元，yoy+70.1%；归母净利润17.27亿元，yoy+54.5%；扣非净利润17.86亿元，yoy+64.2%。其中，Q3实现营收55.66亿元，yoy+120.6%，环比+49.2%；归母净利润6.52亿元，yoy+70%，环比+14%。公司Q3营收及归母净利大幅提升的原因为公司矿产金成本持续下降及黄金价格强势上升所致。
- **3) 招金矿业：**24年前三季度实现营收78.42亿元，yoy+25.7%；归母净利润8.81亿元，yoy+141.1%，前三季度公司归母净利润实现同比大幅增长。其中24Q3实现营收28.31亿元，yoy+3.3%，环比-8.1%；归母净利润3.28亿元，yoy+191.5%，环比-1.1%。
- **4) 中金黄金：**24年前三季度实现营收460.45亿元，yoy+1.1%；归母净利润26.43亿元，yoy+27.6%；扣非净利润26.18亿元，yoy+24.8%。其中，Q3实现营收175.12亿元，yoy+9.2%，环比+14%；归母净利润9亿元，yoy+27.3%，环比-6.2%。
- **5) 赤峰黄金：**24年前三季度实现营收62.23亿元，yoy+22.9%；归母净利润11.05亿元，yoy+112.6%；扣非净利润10.38亿元，yoy+84.4%。其中，Q3实现营收20.27亿元，yoy+19.9%，环比-13.5%；归母净利润3.95亿元，yoy+89.8%，环比-22.6%。

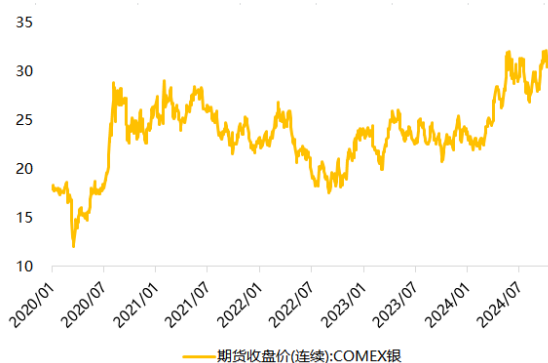
# 贵金属：美联储首次降息50bp落地，避险情绪支撑金价上行

- **黄金：**2024前三季度黄金均价为2290.09美元/盎司，同比上涨18.58%。2024Q3期间COMEX黄金均价为2472.86美元/盎司，同比+28.39%，环比+5.76%，黄金价格整体上升，最高值达2662美元/盎司。Q3伴随通胀回落和就业市场降温的确认，美联储首次降息50bp落地。地缘政治风险频发，避险需求持续性对金价形成催化。叠加全球央行购金的背景，金价延续强势上涨。**建议关注：招金矿业，山东黄金，山金国际，赤峰黄金，中金黄金。**
- **白银：**2024前三季度白银均价为27.31美元/盎司，同比上涨16.28%。2024Q3期间白银均价为29.54美元/盎司，同比+25.15%，环比+2.54%，白银价格整体上升，最高值32.10美元/盎司。在美联储降息落地、白银工业需求共同推动下，Q3白银价格呈现上涨走势。**建议关注：盛达资源，银泰黄金。**

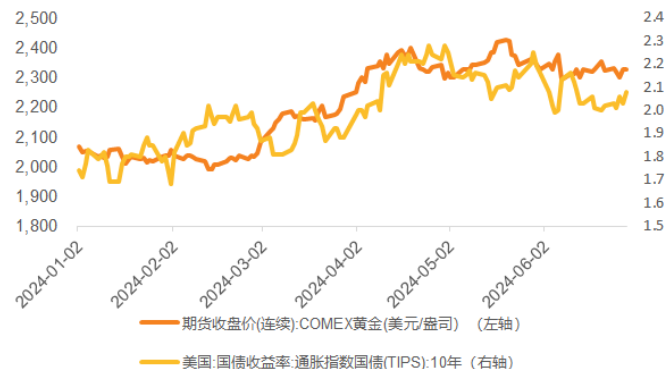
图：24Q3黄金持续走强



图：24Q3白银震荡上涨



图：十年期美债 ( Tips ) 和金价

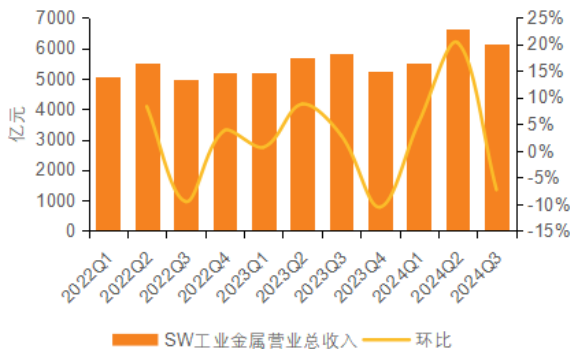


**基本金属：量增及成本改善抵御铜铝价格环跌影响**

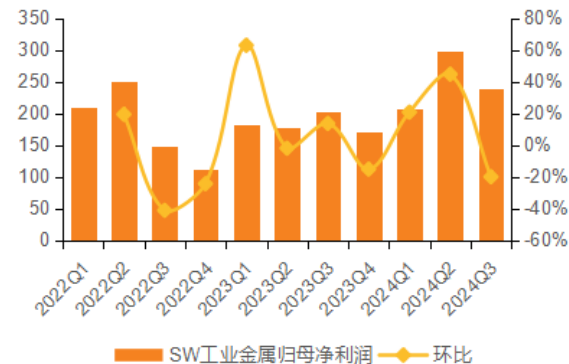
## 基本金属板块：归母净利润同比上升，毛利率净利率环比下降

- 营业收入：** 24年前三季度实现营收18203亿元，同比+4.01%。其中，24Q3实现营收6137.9亿元，同比+5.12%，环比-7.28%。
- 归母净利润：** 24年前三季度实现归母净利润744亿元，同比+30.88%。其中，24Q3实现归母净利润238.9亿元，环比-20.05%，同比+18.26%。
- 24年前三季度营业收入与归母净利润同比上升，但由于铜铝价格下跌，24Q3收入及盈利环降。
- 毛利率：** 24年前三季度销售毛利率9.54%，同比+1.43pct。其中，24Q3销售毛利率9.01%，同比-0.08pct，环比-1.49pct。
- 净利率：** 24年前三季度销售净利率5.07%，同比+1.07pct。其中，24Q3销售净利率4.84%，同比+0.46pct，环比-0.76pct。
- 24年前三季度毛利率与净利率较同比上升，24Q3销售净利率环比下降。

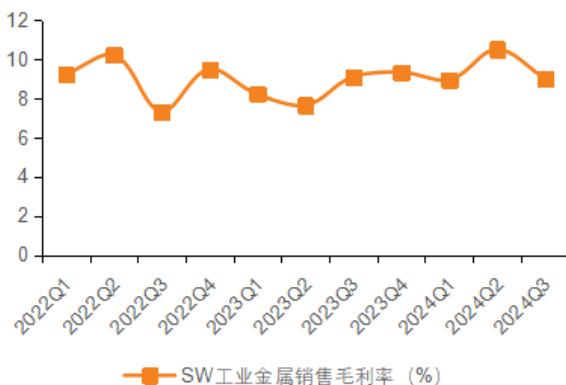
24Q3基本金属板块营收同比+5.12%



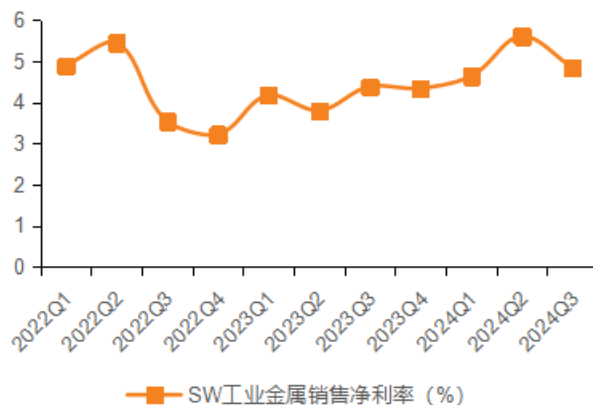
24Q3基本金属板块归母净利润同比+18.26%



24Q3基本金属销售毛利率环比-1.49pct



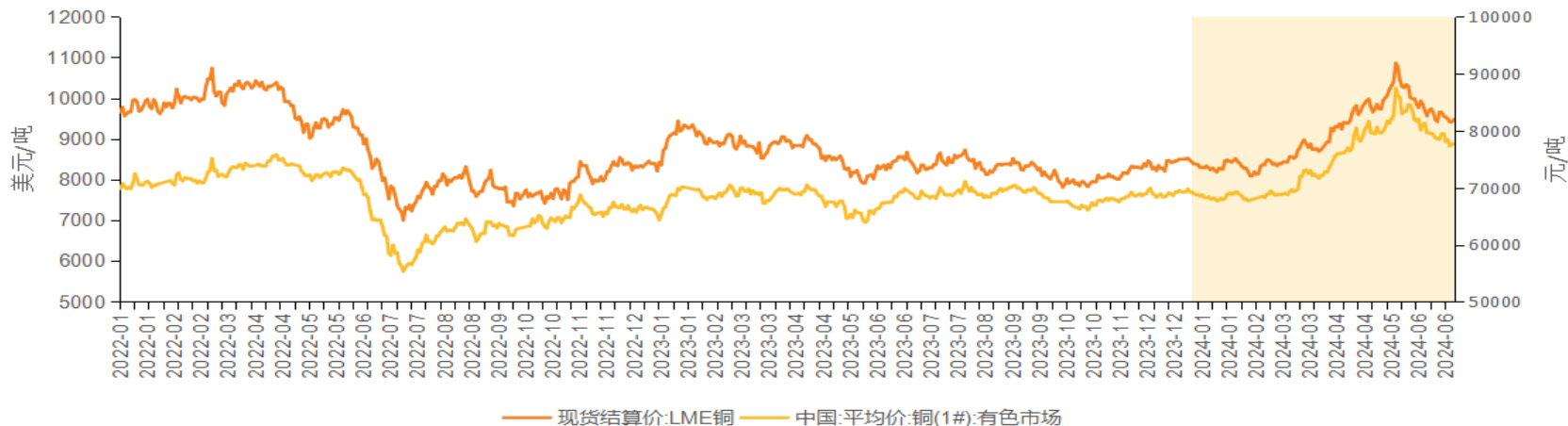
24Q3基本金属销售净利率环比-0.76pct



## 铜：宏观情绪催化商品价格大幅波动，铜标的中估值洼地

- 24Q3铜价复盘：**前三季度宏观氛围剧烈波动，前期在海外铜矿供应紧张情绪持续发酵+中美PMI共振向上+海外降息预期强化等催化下，铜价大幅走高，并在5月下旬随着COMEX铜期货上演历史性逼空行情。此后全球PMI开始走弱+矿端向冶炼端的传导尚需时间导致炼厂维持高产+需求端不及预期带来铜价震荡走跌，8月上旬伴随着海外衰退预期及国内经济偏弱，铜价见底。此后铜价小幅反弹并维持区间震荡。
- 均价情况：**24Q3LME铜现货结算价均价9161.5美元/吨，国内铜(1#)平均价74950.7元/吨，同比分别+9.64%/+8.38%。环比24Q2均价分别-6.06%/-5.95%。
- 铜企表现：**量增及其他非经营性业绩贡献抵御铜价环比下跌对盈利的负面冲击。紫金矿业/洛阳钼业/金诚信24年前三季度分别实现营业收入2303.96/1547.55/69.71亿元，同比+2.4%/+17.5%/+31.2%；实现归母净利润243.57/82.73/10.93亿元，同比+50.7%/+238.6%/+54%。其中，Q3分别实现营收799.8/519.36/26.98亿元。同比+7.1%/+15.5%/+32.7%，环比+5.7%/-8.4%/+17.3%；归母净利润92.73/28.56/4.8亿元，同比+58.2%/+64.1%/+56.1%，环比+5.1%/-14.6%/+41.7%。其中紫金矿业业绩环增主要由于金价环比上行叠加非经常性盈利贡献；洛阳钼业业绩伴随铜价下跌环降；金诚信业绩环增主要因为铜矿销量提升。

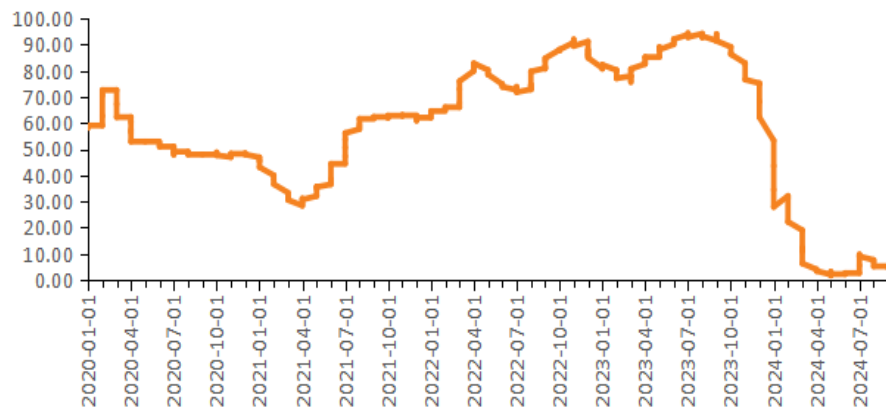
图：24Q3铜均价环比下降



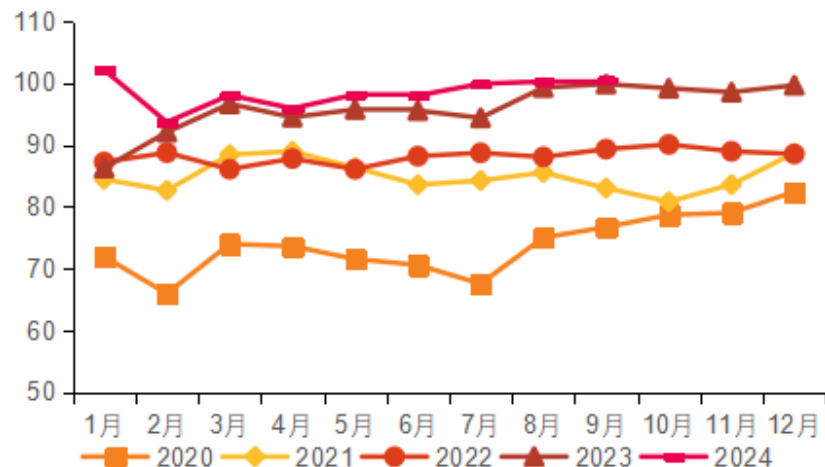
## 铜：冶炼厂维持高产，矿端到冶炼端约束尚未兑现

- 供给：1) 矿端：**刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿III期选厂已实现商业化生产，预计2024年下半年产量将大幅增长，年产量将超60万吨。同时，全球最大铜矿智利埃斯康迪达与必和必拓达成协议，结束罢工，避免供应中断担忧。铜矿供应有所恢复。**2) 冶炼：**近年来全球电解铜产量增量主要来自于国内，同时由于矿端增量相对有限，再生铜对铜供应起到一定补充。24-25年国内仍有大量冶炼产能待投，持续偏紧的矿端预期叠加后端冶炼产能充足带来TC/RC大幅下行，国内现货TC由年初53.3美元/吨降至截至9月27日的7.50美元/吨，相较年初-85.93%。但铜精矿库存叠加废铜对电解铜原料形成一定补充，导致矿端的紧缺目前尚未传导到电解铜环节。冶炼厂持续维持高产状态。2024年前三季度国内电解铜产量886.45万吨，同比+3.78%，其中24Q3电解铜产量300.56万吨，同比+2.41%，环比+2.92%。

24Q3现货TC持续走弱（美元/吨）



24Q3国内电解铜产量同比+2.41%（万吨）

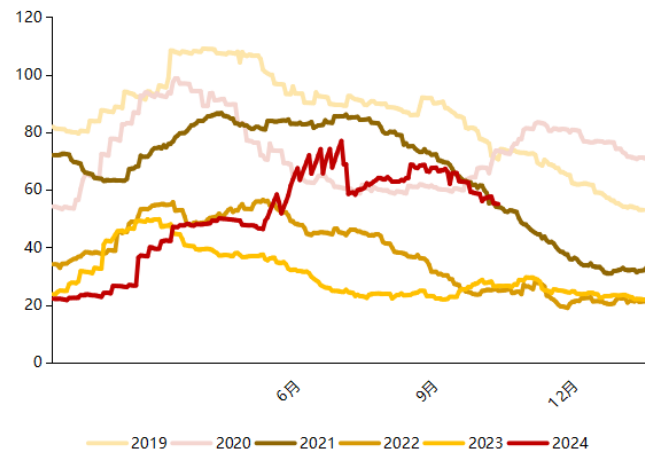




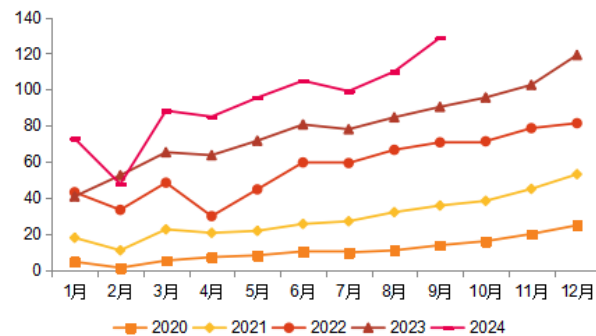
# 铜：价格回落带来需求修复

- 需求：**传统需求中，电力是国内铜下游第一大应用领域，电网投资维持高位，对铜需求形成托底。今年国家电网基建投资额连续实现增长，24Q3同比+21.1%。但由于前期铜价偏高抑制部分需求，精铜杆24H1产量415.44万吨，同比-3.73%，电网的高需求在上半年铜价较高时期并未完全传导。24Q3精铜杆产量246.4万吨，同比+2.04%，环比+13.3%。价格回落以后需求有所回补。家电方面空调产量扩张提升铜消费量，24Q3国内家用空调产量同比+6.85%，4月产量实现近年来新高。此外，风光发电领域的高速增长以及新能源汽车产销情况的高景气，使得新兴领域的需求增量明显，24Q3国内新能源汽车销量同比增长33.49%。随着电网项目订单的释放，下半年精铜消费增速预计有明显反弹。
- 库存：**截至24年9月末，全球铜显性库存55.10万吨，下半年价格回落后库存有所去化。
- 投资建议：**建议关注紫金矿业、洛阳钼业、金诚信，中国有色矿业、五矿资源。

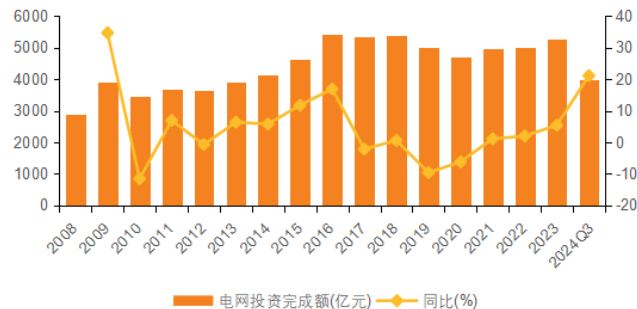
全球铜显性库存略有下降（万吨）



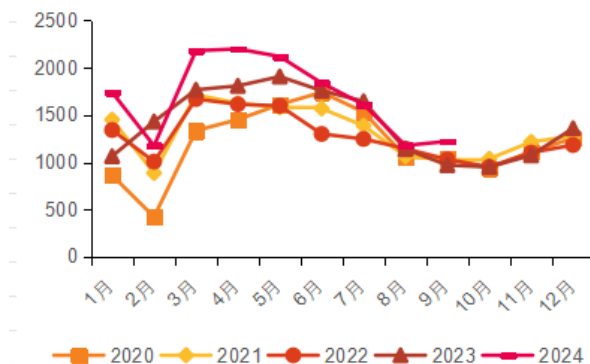
24Q3国内新能源汽车销量同比增长33.49%(万辆)



24Q3国家电网基建投资额同比增长21.1%



24Q3国内家用空调产量同比增长6.85%(万台)

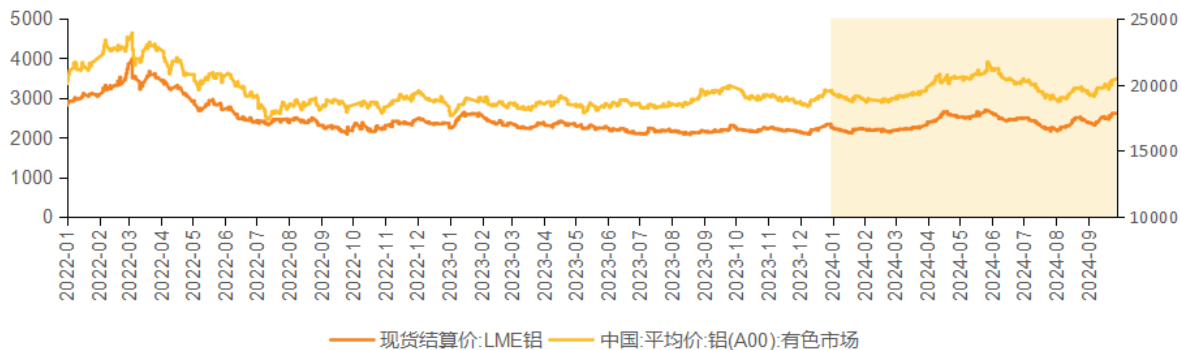




## 铝：24Q3铝价高位震荡为主，市场宏观情绪或受提振

- 24Q3铝价复盘：**24Q3铝价震荡上升，市场宏观情绪或受提振。5月以前在全球宏观情绪向好+基本面相对有韧性催化下价格大涨，后随着宏观情绪回落叠加库存去化不及预期，价格有所回落。但随着宏观情绪改善+氧化铝持续涨价带来成本支撑+旺季下游开工率提振明显带来库存回落，24Q3铝价震荡回升。
- 均价情况：**24前三季度LME铝现货结算价均价2367美元/吨，国内铝(A00)均价19711元/吨，同比+4.31%/+5.90%。24Q3 LME铝现货结算价均价2384美元/吨，国内铝(A00)均价19568元/吨。环比分别-5.39%/-4.8%，同比+10.66%/+3.87%。
- 铝企表现：**铝企业绩涨跌互现，具体原因不一。神火股份/中国铝业/天山铝业/云铝股份24前三季度分别实现营业收入283.14/1737.78/207.96/391.86亿元，同比-1.1%/-7.8%/-6.9%/+31.7%；实现归母净利润35.38/90.17/30.84/38.2亿元，同比-13.8%/+68.5%/+88.4%/+52.5%。其中24Q3分别实现营业收入100.93 /630.6/70.1/145.38亿元,同比+6%/+16%/-7.1%/+20.2%，环比+1%/+2.1%/0.7%/+9.4%；实现归母净利润 12.54/ 20/ 10.1/ 13.01亿元，同比-8%/+3.3%/+63.5%/+31.4%，环比+5.1%/-58.2%/-25.4%/-4%。铝价回落对企业盈利带来负面冲击，但部分铝企通过产量环比增长以及成本环降维持业绩稳定。

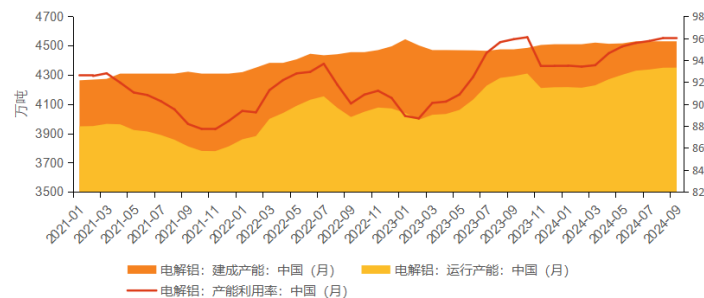
图：24Q3铝价震荡为主



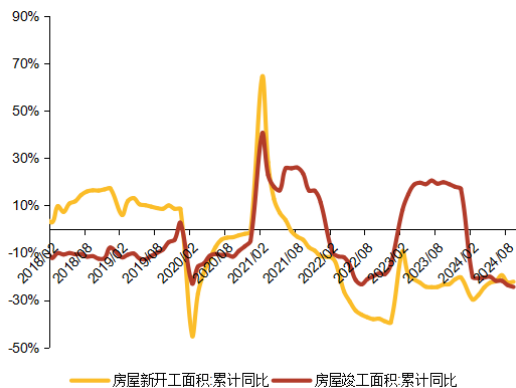
# 铝：供应端运行平稳，需求端韧性较强

- 供给：**截止2024年9月底，国内电解铝建成产能4529万吨，运行产能达到4349万吨。我们预计24年新投产能的边际增量有限，供应端运行平稳。
- 需求：**前三季度在高产量+高进口冲击下，电解铝库存表现符合往年季节性，表明需求消化较好。地产对终端需求形成一定拖累，但铝线缆、光伏组件、空调、新能源车等领域对需求形成较强托底。
- 库存：**24Q3末国内铝现货库存59.1万吨，近期旺季库存去化较小，对价格形成一定支撑。

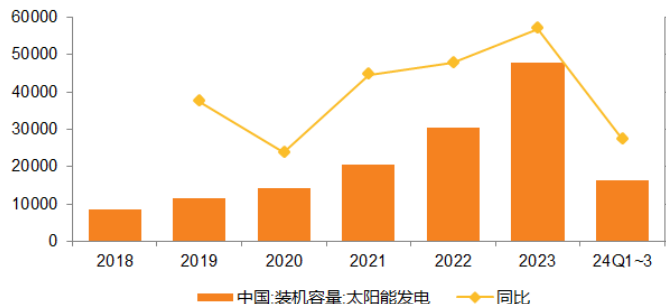
截至24Q3末国内电解铝运行产能约4348万吨



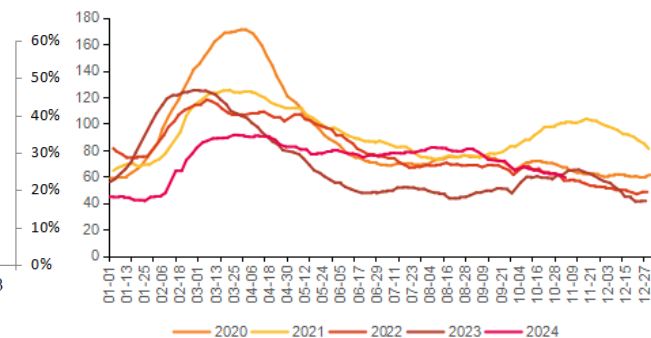
24Q3房屋开工及竣工增速同比转负



24Q3太阳能组件生产量同比+27.14% (万千瓦)



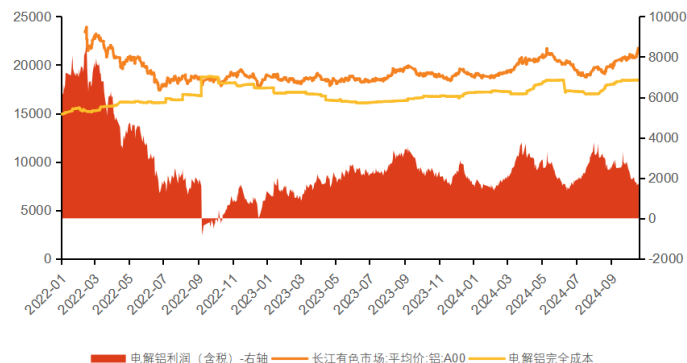
24Q3铝现货库存呈现累库 (万吨)



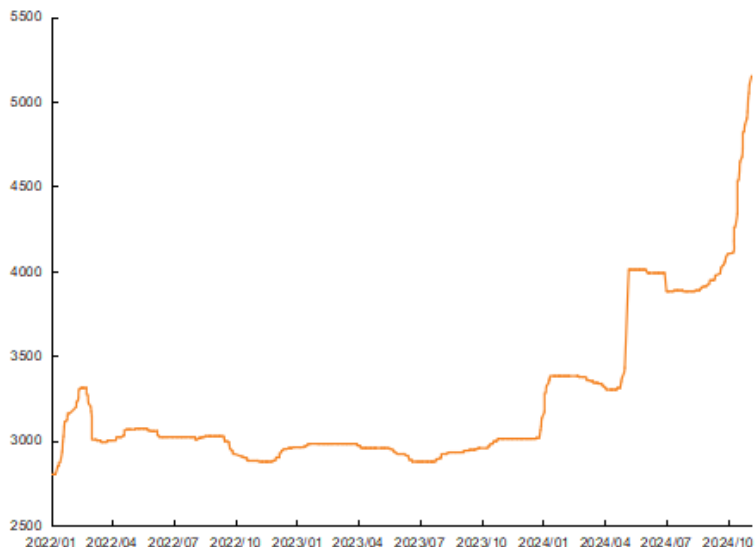
# 铝：供应端长期受限，需求端韧性较强

- **吨铝盈利：**24Q3电解铝吨铝盈利为2071元/吨，氧化铝价格上涨拖累行业整体盈利，但盈利水平较历史相比依然处于高位。我们认为，在供需尚可支撑铝价的背景下，电解铝高吨铝盈利有望维持。
- **投资建议：**考虑到电解铝供应端的约束，预计供需或将维持在较好水平，建议关注中国宏桥、天山铝业、中国铝业、神火股份、云铝股份、南山铝业。

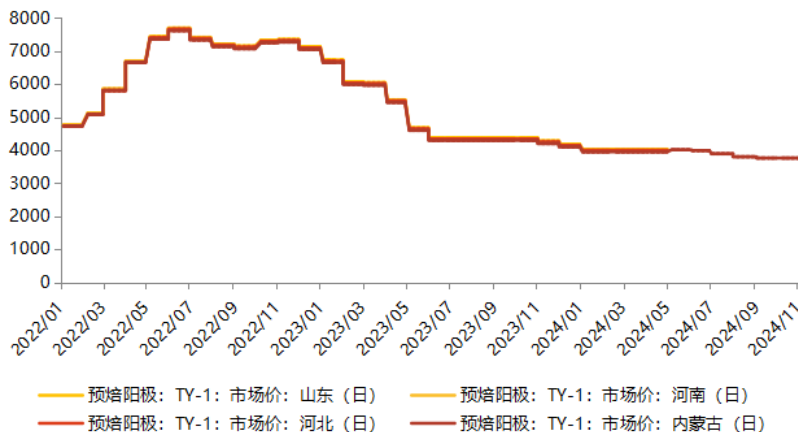
### 24Q3末国内电解铝吨铝盈利约2071元/吨



### 氧化铝价格24Q3维持高位(元/吨)



### 预焙阳极价格相对稳定(元/吨)

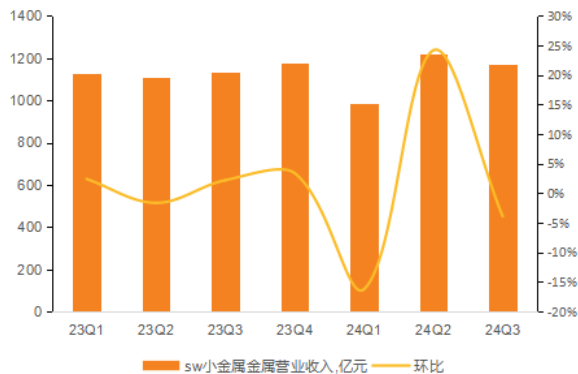


**小金属：淡季需求支撑不足，Q3盈利环比回落**

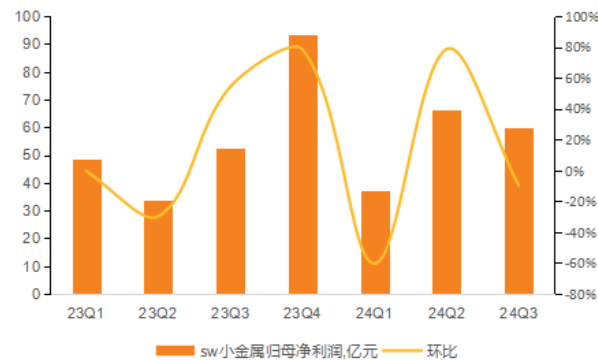
## 小金属板块：营收及盈利能力同比显著提升，环比小幅下降

- 营业收入：**2024年前三季度实现营收3399.25亿元，同比+1.90%。24Q3实现营收1173.75亿元，同比+3.31%，环比-3.93%。
- 归母净利润：**2024前三季度实现归母净利润166.72亿元，同比+23.44%。24Q3实现归母净利润59.85亿元，同比+14.20%，环比-9.62%。
- 营业收入与归母净利润同比显著提升。
- 毛利率：**2024前三季度销售毛利率15.23%，同比+4.45pct。24Q3销售毛利率14.28%，同比+1.81pct，环比-3.57pct。
- 净利率：**2024前三季度销售净利率5.87%，同比+1.40pct。24Q3销售净利率6.03%，同比+0.93pct，环比-0.44pct。
- 毛利率与净利率同比均有所上升。

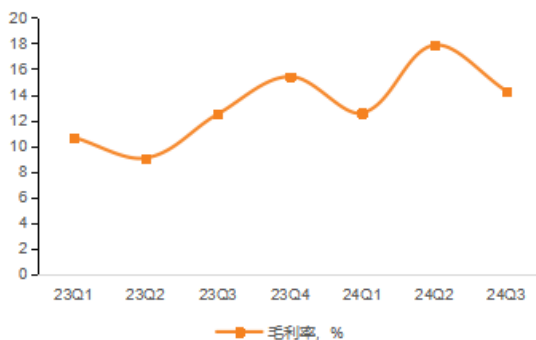
24Q3小金属板块营收环比-3.93%



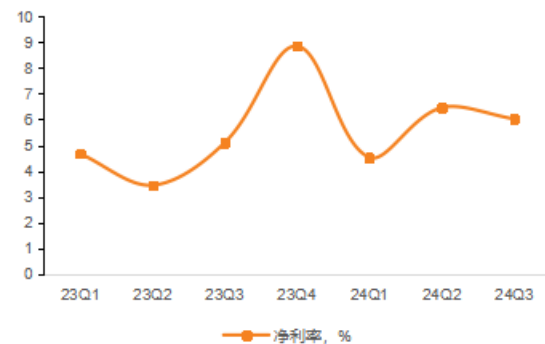
24Q3小金属板块归母净利润环比-9.62%



24Q3小金属销售毛利率环比-3.57pct



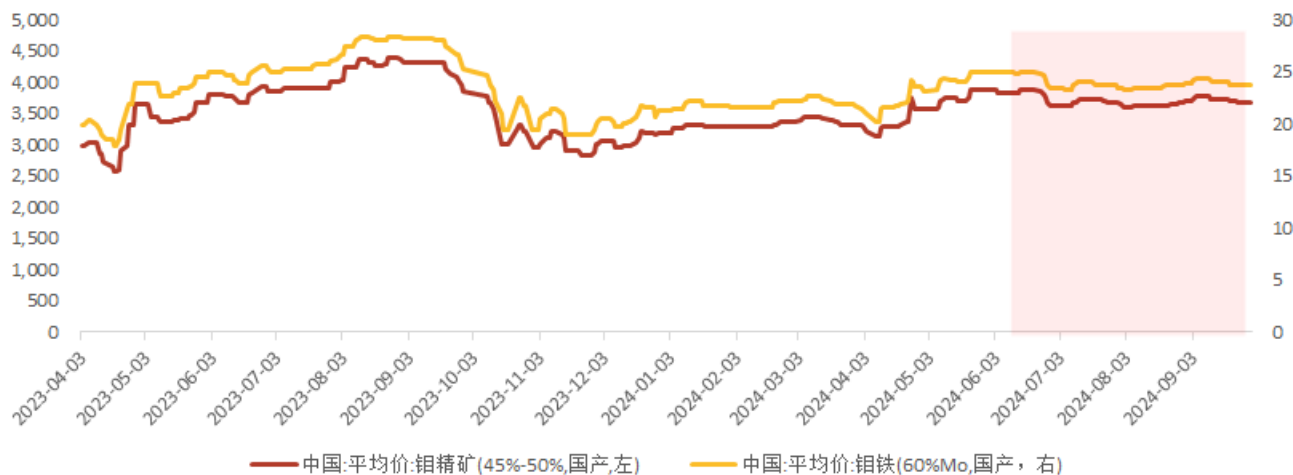
24Q3小金属销售净利率环比-0.44pct



## 钼：供需僵持博弈，24Q3钼价承压盘整，企业业绩环比下滑

- 24前三季度钼价复盘：**前三季度钼价偏强震荡，Q3整体表现上扬。24前三季度钼精矿与钼铁分别收于 3675元/吨和 23.85 万元/吨，较年初+15.38%/+12.24%。较Q3季度初+1.10%/+1.71%。从24Q3来看，7月钼市行情僵持博弈、钼价整理下行。受前期弱势行情影响，月初原料货源紧张，钢厂陆续进场招标，市场活跃度良好，价格相对坚挺；随后河南矿山相继招标出货，价格重心小幅抬升；月底供需面僵持博弈，场内观望看空情绪明显，整体行情延续承压盘整态势。进入8月钼市行情弱稳向好、钼价先抑后扬。前期大型矿山平价出货企稳市场，而钢招价格跟进缓慢，价格重心平稳运行。随后原料端现货紧张及钢招量价齐升，价格重心小幅抬升。进入9月，行情弱势承压、钼价先涨后降。市场接受能力一般，下游钢招市场量增价弱，加之国际价格持续阴跌，行情弱势承压盘整。假期临近市场活跃度减弱，成交刚需为主。
- 金钼股份：**24年前三季度实现营收100.97亿元，yoy+14.1%；归母净利润21.95亿元，yoy-6.1%；扣非净利润21.76亿元，yoy-6.1%。其中，Q3实现营收35.04亿元，yoy+4.8%，环比-6%；归母净利润6.88亿元，yoy-18.5%，环比-21.3%；扣非归母净利润6.85亿元，yoy-17.4%，环比-20.4%。上半年自产产品销售完成年计划的 52.9%；开发新客户 72 家，销售钼金属产品 160 吨，实现新产品收入 15.12 亿元。

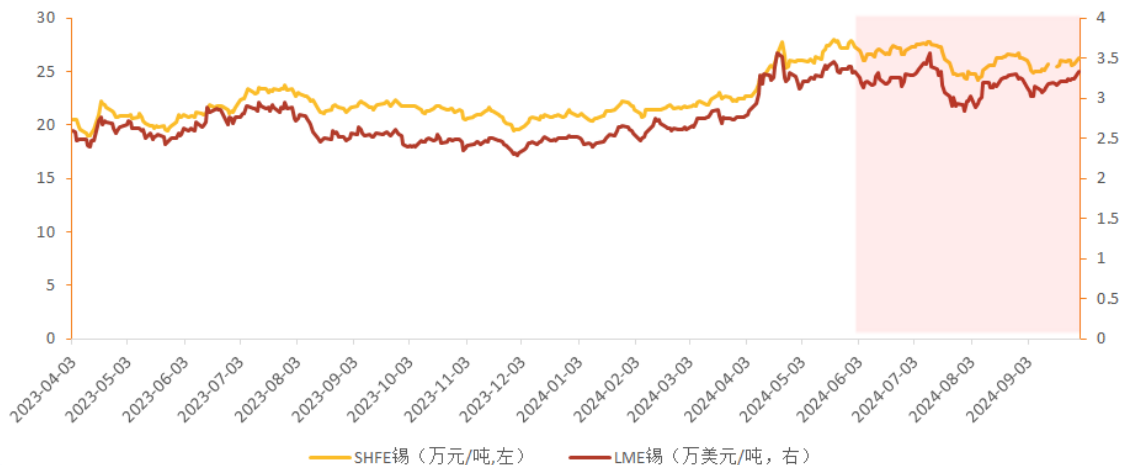
图：23Q2-24Q3钼价复盘（万元）



## 锡：宏观与基本面共振推动锡价低位反弹，供需趋紧有望持续利好公司业绩

- 24前三季度锡价复盘：**24前三季度LME3个月锡收于3.3万美元/吨，较年初上涨32.50%；沪锡收于26.3万元/吨，较年初上涨25.63%。从24Q3来看，7月锡价受多重利空施压，价格有所回落，其中包括美国大选以及市场情绪转悲观，以及锡市基本面仍偏弱势，锡价承压大幅下挫。进入8月，锡价先抑后扬，随着多项数据指出美联储通胀得到抑制，9月降息预期不断升温，叠加地缘风险扰动，锡价获得底部支撑。9月锡价低位反弹，美联储降息靴子落地，国内亦宣布降息降准降存量房贷利率政策“组合拳”，市场情绪面明显受到提振，月内时为传统旺季又逢两大传统节日备货期，宏观与基本面共振，锡价月内从低点开启反弹走势。
- 锡业股份：**24年前三季度实现营收292.13亿元，yoy-13.2%；归母净利润12.83亿元，yoy+17.2%；扣非净利润14.5亿元，yoy+46.4%。其中，Q3实现营收104.38亿元，yoy-3.6%，环比+0.6%；归母净利润4.84亿元，yoy+18.6%，环比+2.1%。三季度季节性检修影响产量并推高费用，毛利环比小幅下滑。锡资源供给端的长期约束依旧显著，需求端伴随美联储开启降息周期，半导体及消费电子等对利率较为敏感的行业或有望较先受益。供需趋紧有望推动锡价中枢持续上移，公司有望充分受益。
- 华锡有色：**24年前三季度实现营收34.15亿元，yoy+56.2%；归母净利润5.4亿元，yoy+100.9%。Q3实现营收11.61亿元，yoy+49.7%，环比-10%；归母净利润1.92亿元，yoy+88.46%，环比-14.3%。我们认为锡供应有望持续偏紧，价格中枢有望抬升，公司盈利水平有望顺周期上行。

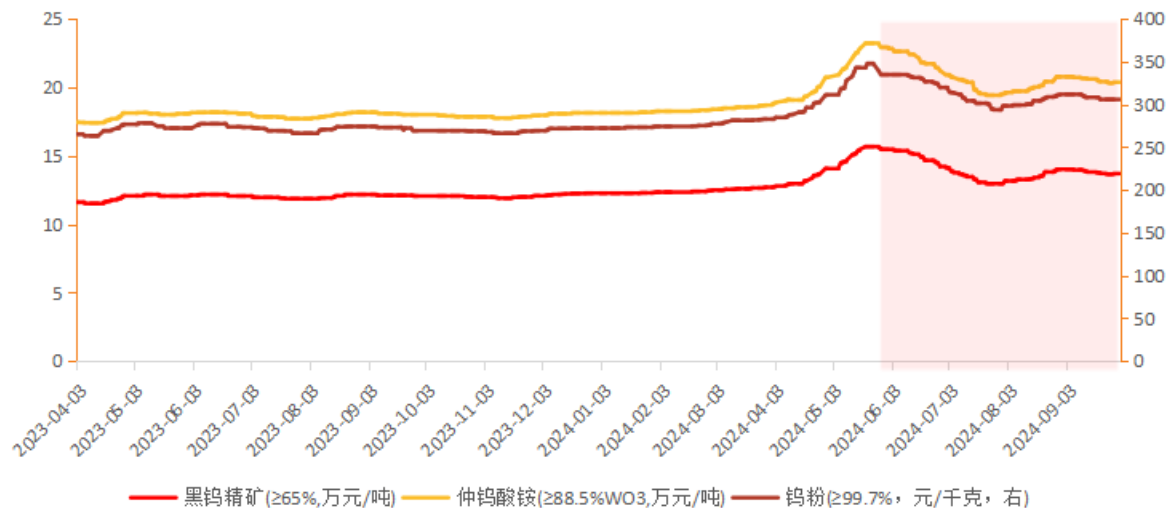
图：23Q2-24Q3锡价复盘



## 钨：Q3钨产品价格偏弱震荡，传统淡季企业盈利环比下滑

- **24前三季度钨价复盘：Q3钨产品价格偏弱震荡，较年初涨幅收窄。**前三季度黑钨精矿、APT及钨粉价格分别收于13.8万元/吨、20.5万元/吨、305.5元/千克，较年初价格上涨分别为12.24%/12.96%/12.32%。从24Q3来看，7月钨产品价格先跌后涨，钨市场强势上行。国内传统淡季，终端需求情况表现冷清，钨价呈现下行趋势。月末终端库存消耗殆尽，集中进场询单补货，钨市开始回暖。8月钨价整体呈现涨势，月内长单稳中有升叠加政府政策影响，矿价价格不断上行。产业链供需博弈仍在继续，高风险下刚需补货为主。进入9月，钨价整体呈现阴跌整理，原料矿山生产保持稳定，积累库存为主，终端市场需求表现不佳，产业链上下游持续博弈。
- **1) 中钨高新：**24年前三季度实现营收102.29亿元，yoy+7.1%；归母净利润2.06亿元，yoy-34.7%。Q3实现营收34.22亿元，yoy+14%，环比-10.9%；归母净利润0.59亿元，yoy-19.3%，环比-28.8%。我们认为钨价重心有望维持高位，终端产品的利润修复幅度有望更大。
- **2) 厦门钨业：**24年前三季度实现营收263.69亿元，yoy-10.7%；归母净利润14.02亿元，yoy+20.8%。Q3实现营收92.07亿元，yoy-14.7%，环比+3.5%；归母净利润3.86亿元，yoy+4.3%，环比-34.6%。我们认为钨、钼供应有望持续偏紧，价格中枢有望抬升，公司盈利水平有望顺周期上行。

图：23Q2-24Q3钨价复盘

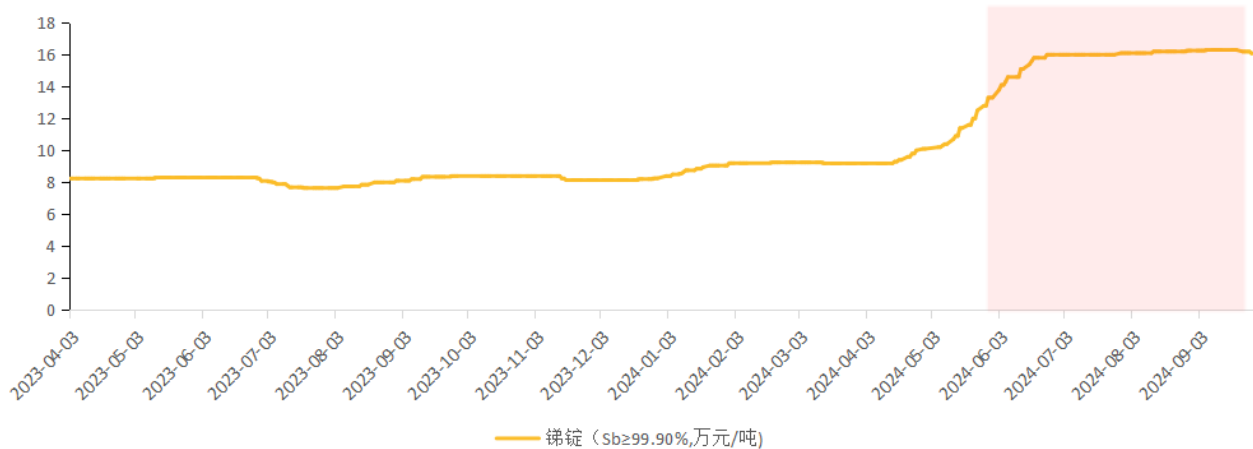




## 铋：24前三季度铋锭价格整体持续上涨，出口管制影响需求后续支撑力度

- **前三季度铋锭价格整体呈上涨趋势，收于16.1万元/吨，较年初大幅上涨91.53%。**从24Q3来看，7月国内铋锭价格先稳后涨，月初，市场需求端实际表现偏淡，场内高价成交表现相对冷清，供需僵持博弈下铋锭价格弱稳运行；后续随着大厂停产时间的延续，以及市场现货货源有所消耗，铋锭价格在供应偏紧支撑下回调。8月铋锭价格大体平稳，供应方面原料延续货紧价高状态，需求方面，终端行业淡季表现使得下游企业面临的风险较大。总体来看，需求端支撑不足，而供应端现货放量也较为有限，铋锭价格以高位盘整运行为主。进入9月，铋锭价格重心下移，9月15日正式执行出口管制政策之后，国内铋品出口受阻，需求面支撑力度不强，场内心态比较低迷，铋锭价格开始步入下行通道。
- **湖南黄金：**24年前三季度实现营收209.89亿元，yoy+11.9%；归母净利润6.67亿元，yoy+73.6%。Q3实现营收58.55亿元，yoy+1.4%，环比-20%；归母净利润2.29亿元，yoy+118.6%，环比-17%。业绩不及预期主要受铋产品出口管制等因素影响，自产铋销量同比减少15.66%。我们预计出口管制将在四季度持续影响铋产品价格，但长期来看原料紧张的格局将持续存在，铋价的上涨有较为坚实的基本面支撑。

图：23Q2-24Q3铋复盘（万元）



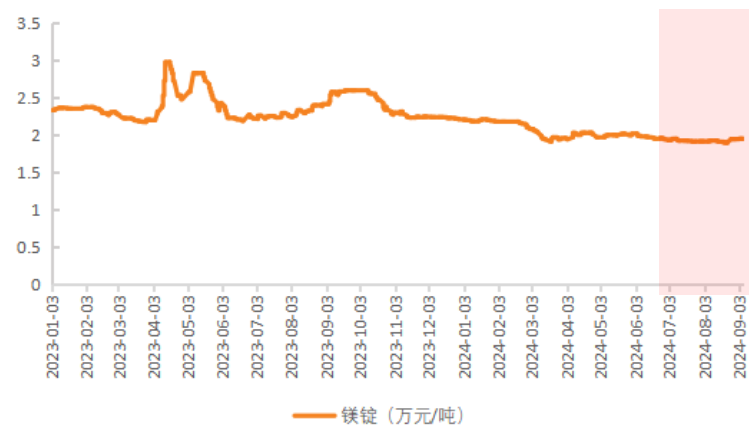
## 镁：价格持续下调，拖累企业盈利

- 需求不足导致镁价持续下行。**量：据中国有色金属工业协会镁业分会不完全统计，2024年1-9月中国共产原镁约为70.29万吨，同比去年上涨约17.8%。1-9月中国共出口各类镁产品34.08万吨，同比增长13.64%；累计金额约9.83亿美元，同比下降6.10%。2024年9月份中国出口各类镁产品约3.34万吨，环比降9.97%，同比增长11.33%；出口金额约0.91亿美元，环比下降9.59%，同比下降10.37%。价：前三季度镁锭均价18720元/吨，单Q3均价18024元/吨，环比-3.28%，由于需求未见明显变化，镁价未见止跌迹象。
- 相关标的：宝武镁业**——24年前三季度实现营收63.47亿元，yoy+14.1%；归母净利润1.54亿元，yoy-25.9%；扣非净利润1.24亿元，yoy-33.7%。其中，Q3实现营收22.71亿元，yoy+11.9%，环比+2.7%；归母净利润0.34亿元，yoy-60.6%，环比-42.5%。
- 展望：**成本支撑+边际需求改善，尤其在镁合金逐步向新能源汽车领域渗透，镁价后续有望小幅向上修复；更进一步，随着镁应用持续拓展，镁金属逐步正从“小”金属向“大”金属迈进。

图：2024年1-9月中国各类镁产品出口统计情况（单位：万吨）

名称	当月数量	累计数量	累计同比%	当月金额	累计金额	累计同比%
镁锭	1.92	19.54	27.05%	4852	52983	3.14%
镁合金	0.79	7.26	-10.15%	2358	22620	-23.75%
镁废碎料	0.04	0.48	-7.69%	105	1354	-25.36%
镁粉等	0.53	6.15	10.81%	1487	18009	-4.82%
锻轧镁	0.03	0.26	23.81%	131	1563	7.28%
镁制品	0.03	0.39	56.00%	157	1721	22.75%
总值	3.34	34.08	13.64%	9090	98250	-6.10%

图：23-24Q3镁价复盘（万元）

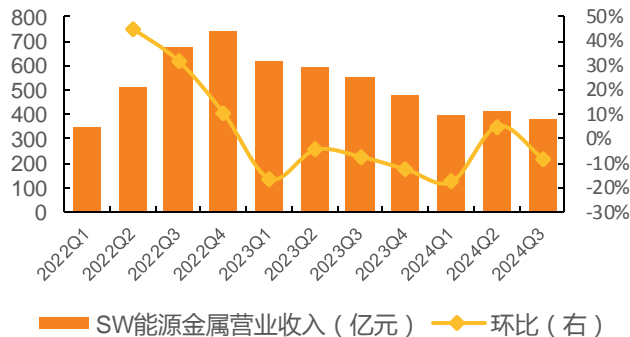


**能源金属：锂企经营业绩承压，短期或阶段性筑底**

# 能源金属：24Q1-3经营承压，Q3归母净利润环比延续改善

- 营业收入：**24年前三季度实现营收1193.69亿元，同比-32.28%。其中24Q3实现营收382.16亿元，同比-30.4%，环比-8.1%。
- 归母净利润：**24年前三季度实现归母净利润20.5亿元，同比-91.9%。其中24Q3实现归母净利润2.42亿元，同比-54.6%，环比21.2%。
- 24前三季度营业收入与归母净利润大幅下降，归母净利润Q3环比延续改善。
- 毛利率：**24年前三季度销售毛利率20.2%，同比-10.9pct。24Q3销售毛利率20.2%，同比-5.63pct，环比-3.86pct。
- 净利率：**24前三季度销售净利率8.7%，同比-14.8pct。24Q3销售净利率10.97%，同比-6.75pct，环比-1.23pct。
- 24Q3毛利率与净利率环比均有所下降。

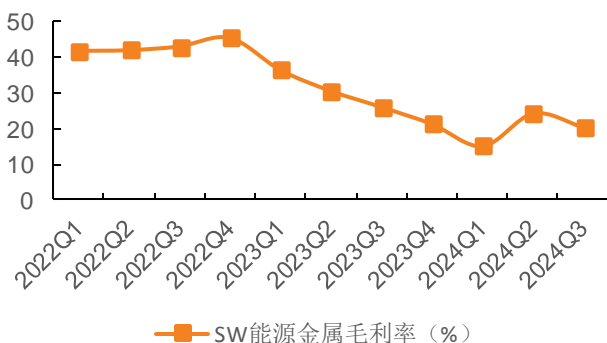
24Q3能源金属板块营收环比-8.1%



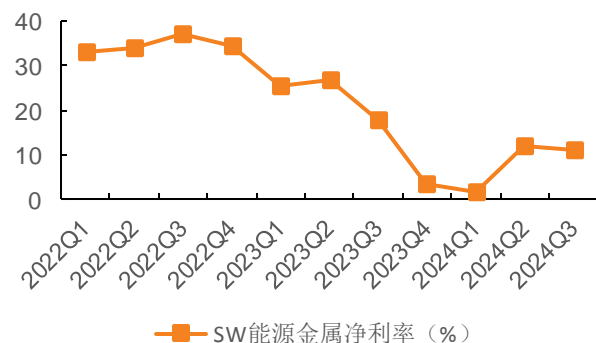
24Q3能源金属板块归母净利润环比21.2%



24Q3能源金属销售毛利率环比-3.86pct



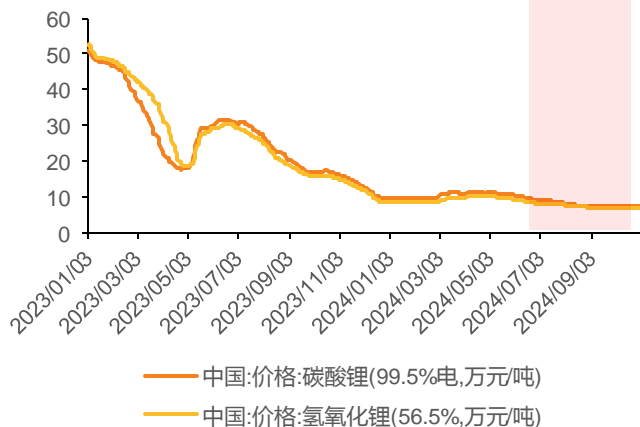
24Q3能源金属销售净利率环比-1.23pct



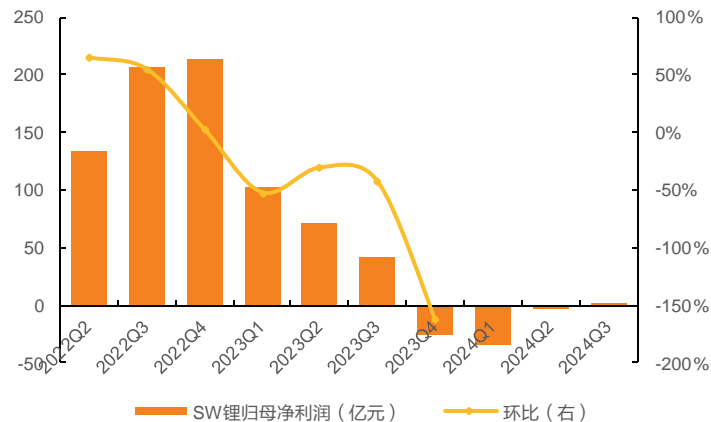
# 锂：24Q3锂价延续下跌，锂企业绩承压

- **24Q3锂价复盘：**自Q2环比小幅反弹后，Q3延续下跌。24Q3碳酸锂/氢氧化锂均价分别为8.00/7.56万元/吨，同比23Q3均价-66.8%/-66.2%，环比24Q2均价-24.5%/-20.6%，环比下跌。主要受到供应失衡的影响，8、9月供需矛盾虽有缓解，但库存量较大，上行动力不足，价格持续承压。
- **24Q3锂板块业绩：**24年前三季度实现归母净利润-35.4亿元，其中Q3归母净利润1.6亿元，扭亏为盈。

图：24Q3锂价环比延续下行



图：24Q3锂板块业绩扭亏为盈



## 锂：24Q3锂价延续下跌，锂企业绩承压

### 重点企业业绩：

- **中矿资源：**24年前三季度实现营收35.69亿元，yoy-28.7%；归母净利润5.46亿元，yoy-73.6%；扣非净利润4.15亿元，yoy-79.5%。其中，Q3实现营收11.48亿元，yoy-18.2%，环比-11.4%；归母净利润0.73亿元，yoy-87.2%，环比-66.4%。
- **永兴材料：**24年前三季度实现营收62.31亿元，yoy-35.8%；归母净利润9.71亿元，yoy-68.2%；扣非净利润7.74亿元，yoy-73.1%。其中，Q3实现营收17.39亿元，yoy-43%，环比-20.7%；归母净利润2.02亿元，yoy-82.4%，环比-32.6%。
- **赣锋锂业：**24年前三季度实现营收139.25亿元，yoy-45.8%；归母净利润-6.4亿元，yoy-110.7%；扣非净利润-3.58亿元，yoy-108.2%。其中，Q3实现营收43.36亿元，yoy-42.5%，环比-4.3%；归母净利润1.2亿元，yoy-24.8%，环比扭亏。
- **天齐锂业：**24年前三季度实现营收100.65亿元，yoy-69.9%；归母净利润-57.01亿元，yoy-170.4%；扣非净利润-57.37亿元，yoy-171.9%。其中，Q3实现营收36.46亿元，yoy-57.5%，环比-4.9%；归母净利润-4.96亿元，yoy-130.1%，环比连续亏损。

## 锂：24Q3锂价延续下跌，锂企业绩承压

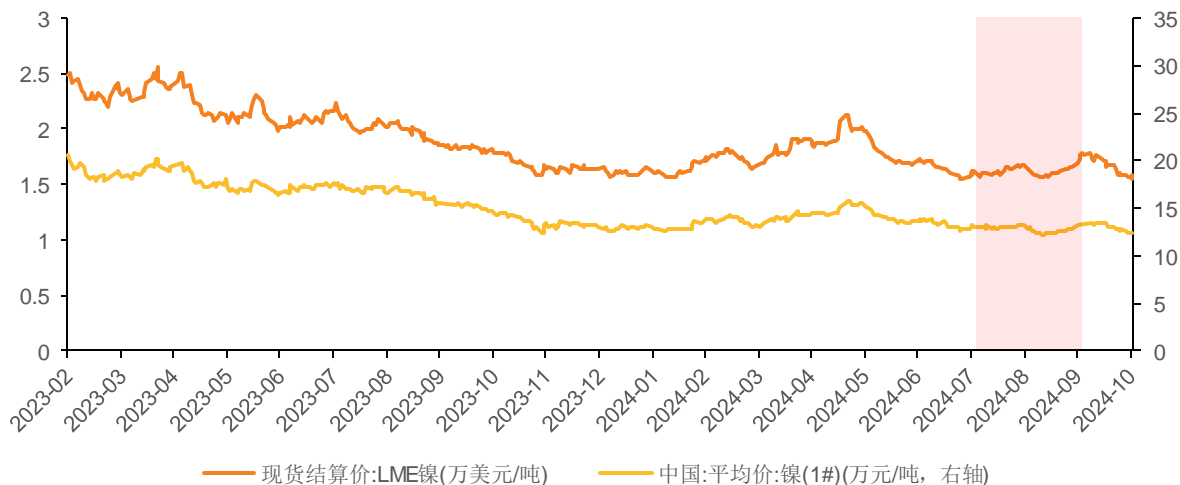
### 重点企业业绩：

- **中矿资源：**24年前三季度实现营收35.69亿元，yoy-28.7%；归母净利润5.46亿元，yoy-73.6%；扣非净利润4.15亿元，yoy-79.5%。其中，Q3实现营收11.48亿元，yoy-18.2%，环比-11.4%；归母净利润0.73亿元，yoy-87.2%，环比-66.4%。
- **永兴材料：**24年前三季度实现营收62.31亿元，yoy-35.8%；归母净利润9.71亿元，yoy-68.2%；扣非净利润7.74亿元，yoy-73.1%。其中，Q3实现营收17.39亿元，yoy-43%，环比-20.7%；归母净利润2.02亿元，yoy-82.4%，环比-32.6%。
- **赣锋锂业：**24年前三季度实现营收139.25亿元，yoy-45.8%；归母净利润-6.4亿元，yoy-110.7%；扣非净利润-3.58亿元，yoy-108.2%。其中，Q3实现营收43.36亿元，yoy-42.5%，环比-4.3%；归母净利润1.2亿元，yoy-24.8%，环比扭亏。
- **天齐锂业：**24年前三季度实现营收100.65亿元，yoy-69.9%；归母净利润-57.01亿元，yoy-170.4%；扣非净利润-57.37亿元，yoy-171.9%。其中，Q3实现营收36.46亿元，yoy-57.5%，环比-4.9%；归母净利润-4.96亿元，yoy-130.1%，环比连续亏损。

## 镍：宏观因素影响较多，季末迎来高峰

- **24Q3镍价复盘：Q3末迎来高峰后回落，总体仍较为波动。** 24Q3 LME镍/国内镍均价分别为1.63万美元/吨和13.0万/吨，同比23Q3均价-20.1%/-23.1%，环比24Q2均价-11.7%/-9.0%。
- 1) 7月初由于印尼镍铁回流量增加以及钢厂对镍铁采购维持压价态度，镍铁价格承压运行；2) 8月担心美国经济基本面趋弱引发需求下降，但中旬消息面出现好转，部分修正了市场的悲观情绪；3) 9月初受美国制造业数据呈现低迷态势及国内宏观下行压力，国内电解镍价格重心持续下行，后受俄罗斯实施拟议禁令及国内货币政策的影响，镍价再次提振走强。

图：24Q3镍价季末回升





## 能源金属：锂企经营业绩承压，短期或阶段性筑底

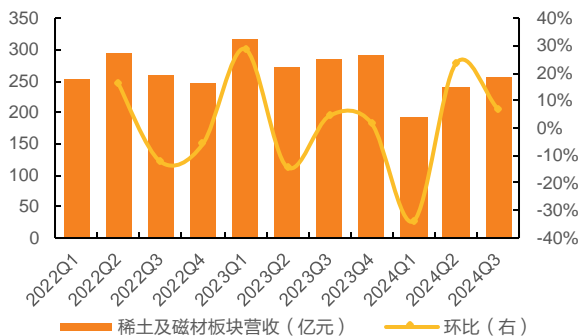
- **锂：**需求端，11月需求预期仍较好，处于年内高位；供给端，预计供应波动有限，因青海及新疆地区气温变冷，产量或小幅下降，碳酸锂市场或将处于紧平衡趋势。但高库存仍将持续对价格施压，11月期货仓单面临集中注销，预计碳酸锂价格呈震荡走势。若Q4需求出现明显下滑信号，可能带动价格再次突破低位。
- **钴：**当前电解钴市场整体表现为国内产量持续增长，而下游需求不振，供大于求局面持续。加之国内钴价低位震荡，国际钴市亦无积极因素，我们预计短期内钴市场将继续保持弱势运行态势。
- **镍：**短期宏观情绪主导镍价走势，基本面维度纯镍持续累库，需求未见亮点，原料端不断投产供需仍保持失衡。
- **投资建议：**我们认为当前供需格局下，锂价尚不具备大幅反弹的基础。另一方面，自10月份以来，皮尔巴拉等澳矿厂商下调产量指引，叠加新能源车销量持续增长，有望对短期锂价形成一定支撑。企业方面，盈利短期或阶段性筑底，成本优势和资源优势重要性将持续凸显，建议关注：永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、华友钴业、腾远钴业等。

**稀土&永磁：继往开来，产业重塑下新周期将至**

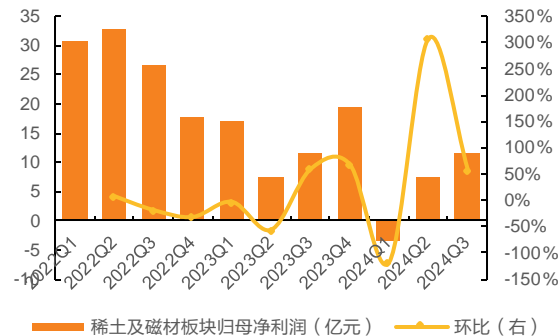
# 稀土磁材：继往开来，产业重塑下新周期将至

- **营业收入**：24Q3实现营收256.04亿元，同比-10.3%，环比+7.1%。
  - **归母净利润**：24Q3实现归母净利润11.54亿元，同比-1.6%，环比+56.4%。
  - **毛利率**：24Q3销售毛利率11.68%，同比+1.72pct，环比+1.26pct。
  - **净利率**：24Q3销售净利率5.49%，同比+0.77pct，环比+1.82pct。
- 稀土价格企稳回升，24Q3稀土及磁材板块营收和净利润环比均大幅改善，行业景气度已开始向上。

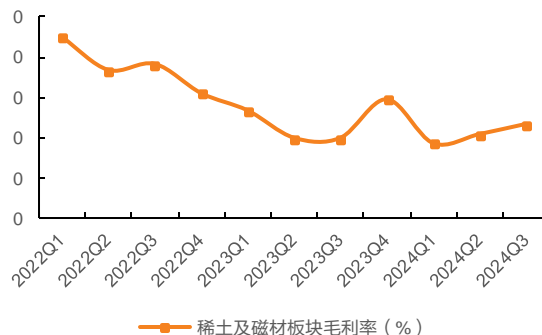
图：24Q3稀土磁材板块营收环比+7.1%



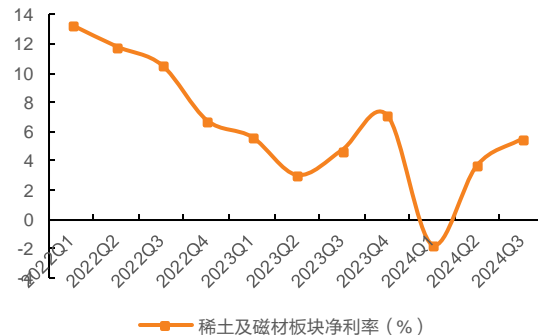
图：24Q3稀土磁材板块归母净利润环比+56.4%



图：24Q3稀土磁材板块毛利率环比+1.26pct



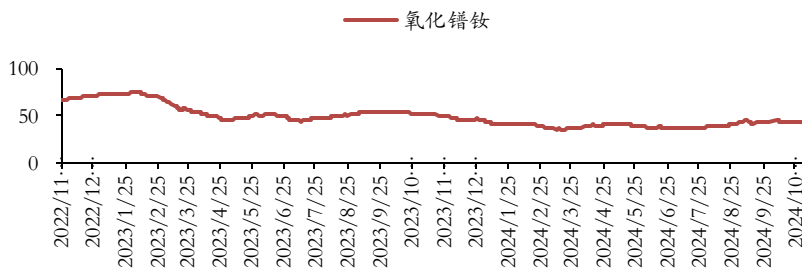
图：24Q3稀土永磁板块净利率环比+1.82pct



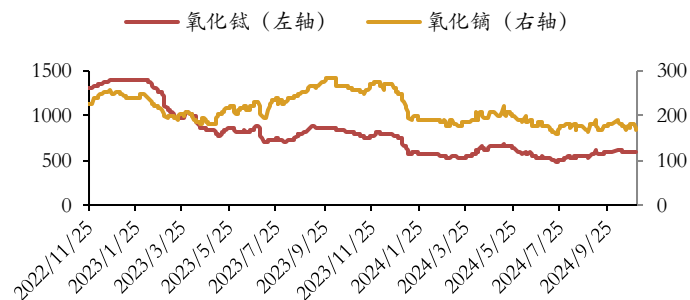
## 稀土磁材：继往开来，产业重塑下新周期将至

- **价格：**24Q3稀土价格企稳回升。第三季度氧化镨钕/氧化镝/氧化铽平均价格分别为40.0/174.5/541.2万元/吨，同比-20.4%/-29.5%/-30.7%，环比+2.7%/-7.3%/-8.6%。
- **后续展望：**本轮稀土周期核心点在于——产业供给格局进一步优化的大背景下，**稀土价格中枢有望明显且持续提升**，更为重要的是**稀土价格中枢提升的过程有望带动板块公司盈利状况的大幅改善**，由此带来的**股价对稀土价格的弹性有望持续放大**，换言之——公司业绩弹性或超过稀土价格弹性，也就是长久期资产股票更有吸引力。当前稀土行业供需端均明显向好改善，供给端主要受《稀土管理条例》和第二批指标收紧等利好持续影响，叠加海外进口边际转弱，加之海外供应存较大不确定性影响；需求端，淡季提前结束，磁材领域进入下半年传统旺季，并且前期由于价格下跌导致行业库存偏低，边际新增补库需求将进一步带动稀土价格向上。因此，氧化镨钕已从8月初以来持续上行，最新价格已站上42万以上。并且在后续仍存进一步改善预期，往后看，宏观层面上利好情绪加速释放，风险偏好也加速向成长倾斜；并且稀土板块短期催化明显：1) 缅甸矿超预期封关；2) 美国大选不确定性，稀土或作为反制工具；3) 《条例》细节进一步落地。行业层面，稀土供需平衡将逐步趋紧，行业景气度有望重回上升通道。
- **建议关注：**上游资源核心标的中国稀土、北方稀土；磁材领域底部反转标的宁波韵升以及磁材领域头部公司正海磁材、金力永磁等。

图：轻稀土氧化镨和氧化钕价格走势（万元/吨）



图：重稀土氧化铽和氧化镝价格走势（万元/吨）



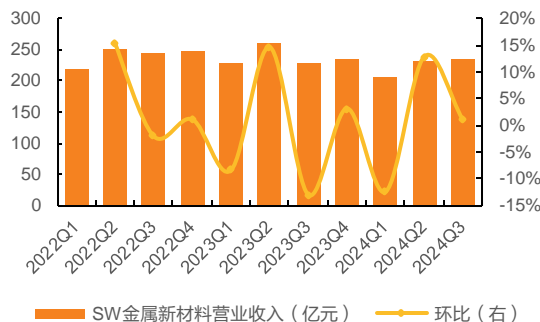
**金属新材料：Q3整体盈利能力环降，关注细分景气&持续改善方向**



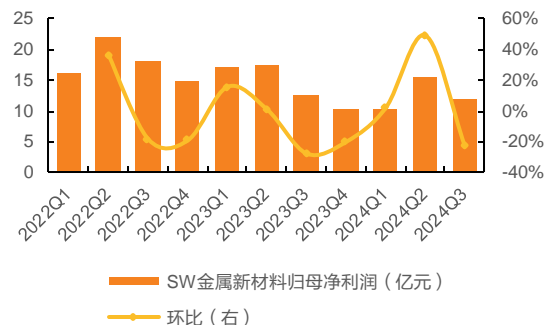
# 金属新材料：Q3整体盈利能力环降，关注细分景气&持续改善方向

- 营业收入：**24Q1-3实现营收669.5亿元，同比+2.0%。其中24Q3实现营收235.3亿元，同比+3.2%，环比+1.1%。
- 归母净利润：**24Q1-3实现归母净利润37.7亿元，同比+4.3%。其中24Q3实现归母净利润12.1亿元，同比-4.4%，环比-22.6%。
- 毛利率：**24Q1-3销售毛利率15.2%，同比-0.2pct。24Q3销售毛利率15.04%，同比+0.22pct，环比-0.43pct。
- 净利率：**24Q1-3销售净利率5.7%，同比持平。24Q3销售净利率5.3%，同比-0.42pct，环比-1.51pct。
- 24年前三季度营收与归母净利润同比小幅增长，Q3单季度营收环比微增，归母净利润下滑。24Q3毛利率与净利率环比下滑，盈利能力有所下降。部分企业受季节周期影响盈利下滑，金属新材料板块利润有所波动符合预期，后续关注电子链等细分景气和持续改善方向。

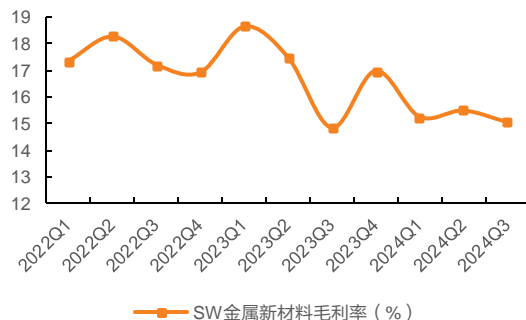
图：24Q3新材料板块营收环比+1.1%



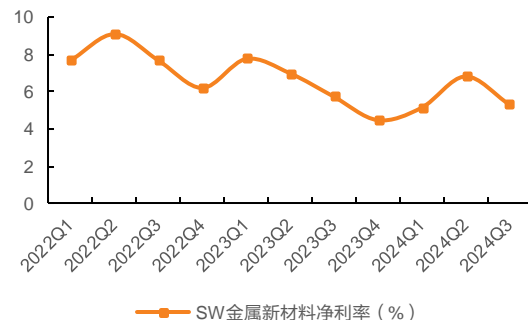
图：24Q3新材料板块归母净利润环比-22.6%



图：24Q3新材料板块毛利率环比-0.43pct



图：24Q3新材料板块净利率环比-1.54pct



## 金属新材料：Q3整体盈利能力环降，关注细分景气&持续改善方向

### 重点企业业绩及经营情况更新

- **铂科新材：Q3业绩符合预期，双赛道成长性持续彰显。**24年前三季度实现营收12.27亿元，yoy+43.6%；归母净利润2.86亿元，yoy+51.7%；扣非净利润2.81亿元，yoy+55.4%。其中，Q3实现营收4.31亿元，yoy+58.1%，环比-6.6%；归母净利润1.01亿元，yoy+84.7%，环比-10.9%。前三季度与Q3单季度营收均实现同比大幅增长，我们认为主要系粉芯销售持续回暖，同时芯片电感保持高速增长趋势，而Q3营收环比小幅下滑或由于粉芯出货节奏调整，属于正常经营节奏。
- **东睦股份：Q3营收同比延续高增，MIM业务增长动能充足。**24年前三季度实现营收36.11亿元，yoy+29.8%；归母净利润2.77亿元，yoy+158.7%；扣非净利润2.63亿元，yoy+308%。其中，Q3实现营收12.58亿元，yoy+23.4%，环比+0.5%；归母净利润0.87亿元，yoy+22.2%，环比-19.7%。MIM平台前三季度营收yoy+88.5%，Q3 yoy+72.1%，保持高速增长。盈利环比下滑，主要系Q3为公司P&S和SMC业务传统淡季，同时公司加大对MIM业务资源投入影响短期业绩。公司持续加码MIM业务资源投入，行业景气度向上，我们认为MIM业务将为未来几年公司业绩增长贡献主要动能。
- **博迁新材：Q3营收环比持续改善，产线调整&汇兑损失影响短期利润。**24年前三季度实现营收7.27亿元，yoy+48%；归母净利润0.85亿元，yoy+562.4%；扣非净利润0.69亿元，同比扭亏。其中，Q3实现营收2.89亿元，yoy+38.6%，环比+21%；归母净利润0.31亿元，同比扭亏，环比-21.8%。前三季度与Q3单季度营收均实现同比大幅增长，我们认为主要受益于MLCC需求复苏，镍粉销售持续回暖。Q3单季度盈利能力环比下滑，我们认为主要由于两个原因：一是下游客户对高阶MLCC用小粒径镍粉需求增长，或由于产线和产品结构调整影响毛利率；二是Q3期间人民币兑美元汇率升值，汇兑损失抬升财务费用。

## 金属新材料：Q3整体盈利能力环降，关注细分景气&持续改善方向

### 重点企业业绩及经营情况更新

- **悦安新材：Q3营收同比高增，静待募投铁粉规模效应显现。**24年前三季度实现营收3.11亿元，yoy+15.7%；归母净利润0.56亿元，yoy-4.7%；扣非净利润0.52亿元，yoy-3.7%。其中，Q3实现营收1.06亿元，yoy+19.1%，环比-9.3%；归母净利润0.2亿元，yoy-7.2%，环比-1.4%。Q3单季度盈利能力实现环比小幅改善，但仍未恢复至去年同期水平，我们认为主要仍是受在建工程转固但募投铁粉产能仍处于爬坡阶段影响，叠加汇兑影响收入结算和财务费用，后续伴随募投铁粉爬坡，规模效应显现有望逐步提振盈利能力。
- **云路股份：Q3营收利润双增长，非晶新产线贡献增量。**24年前三季度实现营收13.88亿元，yoy+6.5%；归母净利润2.63亿元，yoy+10.3%；扣非净利润2.52亿元，yoy+16.4%。其中，Q3实现营收4.78亿元，yoy+5%，环比+2.1%；归母净利润0.96亿元，yoy+29.7%，环比+5%。前三季度与Q3单季度营收均实现同比增长，我们认为主要系非晶已有产线满产满销，同时Q3“年产1.5万吨非晶产线”落地达产，非晶出货量进一步增长。作为全球最大非晶生产基地，公司原有产能9万吨，保持满产满销，稳扎稳打，“年产1.5万吨非晶产线”已于24Q3落地达产，公司现有产能合计达10.5万吨，产能优势进一步扩大，Q4增长可期。



## ■ 风险提示

**全球经济衰退的系统性风险：**全球经济复苏步伐放缓，若进入衰退会导致需求下降，金属价格大幅下跌，对企业盈利造成不利影响。

**需求不及预期的风险：**需求若不及市场预期，一方面影响企业产品销量，另一方面会使得产品价格承压，加剧行业竞争，对企业经营和盈利造成不利影响。

**上游供给大增的风险：**若矿企加速新矿山勘探开采和供给释放，可能对矿石和金属价格形成压制，损害下游企业盈利能力。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS