

有色金属

2024年12月02日

把握有色供需转折，聚焦黑色供给变革

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

李怡然（分析师）

温佳贝（分析师）

陈权（联系人）

liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

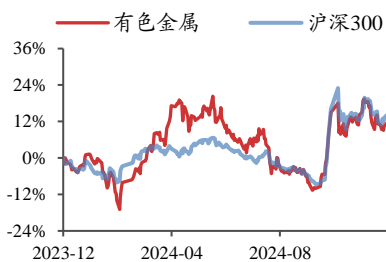
chenquan@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790524040009

证书编号：S0790123100016

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《把握有色供需转折，聚焦黑色供给变革—金属行业 2025 年度投资策略》-2024.11.13

《海关恢复氧化锑出口编码，国内锑价有望上行—行业点评报告》-2024.11.5

《Q4 商品价格或将大幅波动，黄金仍是占优之选—行业月报》-2024.10.14

● 贵金属：美元货币信用的“达摩克利斯之剑”

展望 2025 年，我们认为美国再通胀逻辑与美元信用走弱或许支撑金价走出新高度：（1）美国国内减税、征收关税与驱逐移民政策或许使通胀难以下降（2）美国政府赤字推动美元信用走弱（3）美联储仍有降息空间，或推动实际利率下行与 ETF 资金的净流入（4）央行购金或许持续进行。推荐标的：山东黄金、中金黄金、山金国际、株冶集团，受益标的：招金矿业、湖南黄金、中国黄金国际。

● 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝产能限制影响初显

铜：供给端，短期看内新增项目有限+冶炼端蓄水池效应减弱，矿端紧缺将更直接影响精铜价格，长期供给增长则受到资本开支不足的约束。需求端，国内积极的财政政策预期有望带来保障铜消费需求，而海外进入降息周期也将改善货币流动性。我们认为 2025 年铜供需结构矛盾将凸显，叠加流动性逐步宽裕，将支撑铜价中枢上行。推荐标的：紫金矿业、洛阳钼业，受益标的：金诚信。

铝：氧化铝受结构性矛盾影响价格大幅上涨，展望 2025 年，伴随新建产能的不断释放，氧化铝供应紧张格局或得到缓解，但 2025 年国内电解铝新增产能非常有限，电解铝环节或处于供需紧平衡状态，铝价或将持续维持高位，整体看，2025 年产业链利润或将向电解铝环节转移，推荐标的：中国宏桥、天山铝业、云铝股份、南山铝业、神火股份，受益标的：中国铝业、中孚实业。

锡：缅甸锡矿停产对供给端的实质性影响逐步兑现；全球半导体销售额继续增长，半导体库存周期拐点已现，或已进入主动累库阶段，关注下游主动扩产对锡消费的拉动。推荐标的：锡业股份、华锡有色。

● 能源金属：供给出清拐点显现，抢位周期底部

锂：前期规划建设项目集中性地于 2023~2025 年陆续投产，锂行业近期整体处于过剩状态，价格最低已跌破部分矿山生产成本。受价格低迷影响，部分企业开始下调生产指引、推迟新建项目规划，以度过行业寒冬，供给侧已开启逐步出清，推荐标的：中矿资源，受益标的：天齐锂业、盐湖股份、藏格矿业、永兴材料。

● 钢铁：聚焦钢铁行业供给侧改革 2.0，看好中美宽松周期共振

中钢协“一揽子政策建议”旨在促进联合重组与完善退出机制，此举或将重塑钢铁产业的市场竞争格局，优化产能过剩问题。我们认为，钢铁行业供给侧改革或将进入 2.0 时代，配合宽松周期带来的需求复苏，或将引领钢铁行业走出新篇章。受益标的：受益于联合重组预期的八一钢铁、安阳钢铁、酒钢宏兴、本钢板材、中南股份；受益于钢结构快速发展的鸿路钢构、精工钢构、富煌钢构、山东钢铁；受益于水利基础设施投资的新兴铸管、金洲管道；产品结构中板材占比较高的华菱钢铁，南钢股份、宝钢股份，受益于油气、核电、不锈钢景气的久立特材、武进不锈、常宝股份、太钢不锈、甬金股份。

● **风险提示：**地缘政治风险、国内政策措施落地不及预期等。

目 录

1、 贵金属：黄金定价新范式的“达摩克利斯之剑”初显.....	6
1.1、 2025 年美国再通胀逻辑或许支撑金价走出新高度.....	6
1.2、 从 1970-1980 年美国大通胀看金价.....	6
1.3、 通货膨胀导致的货币贬值交易持续推升金价.....	7
1.4、 实际利率下行空间打开，ETF 资金净流入支撑金价.....	8
1.5、 央行购金有望持续，有力抬升金价中枢水平.....	8
1.6、 从信用框架分析，远期金价存在较大上涨空间.....	9
1.7、 远端视角：黄金上涨处于 Mania 阶段，或将迎来价值重估.....	10
1.8、 金：推荐标的.....	10
2、 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝产能限制影响初显.....	12
2.1、 供给约束驱动铜价上行.....	12
2.1.1、 铜：2024 年铜精矿或迎补库，全年原生精炼铜供给或远低于预期.....	12
2.1.2、 铜：铜现金成本持续提升，支撑铜价中枢上行.....	12
2.1.3、 铜：目前铜价或未达到铜的刺激价格.....	13
2.1.4、 铜：2024 年铜精矿或迎补库，全年原生精炼铜供给或远低于预期.....	13
2.1.5、 铜：地区价差反映海外需求为需求边际变化核心.....	15
2.1.6、 铜：铜在电力及电气化相关领域具有不可替代性.....	15
2.1.7、 铜：从物质流模型出发，各国铜实际需求或被错误估计.....	16
2.1.8、 铜：美国铜实际需求表现优于表观需求.....	16
2.1.9、 铜：新兴经济体需求表现或高于预期.....	17
2.1.10、 铜：投资建议.....	17
2.2、 电解铝产能限制影响初显.....	18
2.2.1、 铝：《节能降碳行动方案》再度明确电解铝行业产能天花板限制.....	18
2.2.2、 铝：产能利用率水平较高，建成产能供给向上弹性较小.....	18
2.2.3、 铝：产能天花板限制下，国内新增产能非常有限.....	19
2.2.4、 铝：海外电解铝推进难度大，投产进度缓慢.....	19
2.2.5、 铝：2024 年氧化铝价格高涨，侵蚀电解铝环节利润.....	20
2.2.6、 铝：国产矿石制约氧化铝产能开工率，支撑氧化铝价格高位运行.....	21
2.2.7、 铝：海外铝土矿供给扰动频发，矿端资源价值凸显.....	22
2.2.8、 铝：矿石价格明显上涨，氧化铝成本不断上行.....	22
2.2.9、 铝：海外氧化铝厂突发事件频发，预计 2024 年海外氧化铝难有增量.....	23
2.2.10、 铝：关注国内沿海地区氧化铝产线投产节奏.....	24
2.2.11、 铝：地产拖累逐步减弱，铝行业需求坚挺.....	24
2.2.12、 铝：供需平衡表—预计 2024~2026 年都将处于供需紧平衡状态.....	25
2.2.13、 铝：投资建议.....	26
2.3、 锡：供给扰动延续，需求稳步复苏.....	27
2.3.1、 锡：沪锡持续去库，内盘价格高于外盘.....	27
2.3.2、 锡矿供给：全球矿端供应整体呈此消彼长趋势，2026 年前增量有限.....	27
2.3.3、 锡矿供给：缅甸对中国锡精矿进口量影响大，关注佤邦停产对国内矿端影响.....	28
2.3.4、 精锡供给：印尼精锡出口逐步恢复正常.....	29
2.3.5、 精锡需求：“新能源+智能化”有望打开锡需求向上空间.....	30
2.3.6、 锡：投资建议.....	32

3、	能源金属：供给出清拐点显现，抢位周期底部.....	33
3.1、	锂：多项目下调生产指引，库存拐点显现.....	33
3.2、	锂：新能源车温和增长，储能有望成为第二增长极.....	33
3.3、	锂：投资建议.....	34
4、	钢铁：聚焦钢铁行业供给侧改革 2.0，看好中美宽松周期共振.....	34
4.1、	供给：中钢协“一揽子政策建议”或将引领行业新篇章.....	34
4.2、	需求：地产有望企稳，关注钢结构带来的需求增长.....	35
4.3、	需求：地方政府化债力度较大，关注水利基础设施投资的增长.....	36
4.4、	需求：看好中美宽松周期共振带动制造业用钢增加.....	36
4.5、	聚焦钢铁行业供给侧改革 2.0，看好中美宽松周期共振.....	37
5、	盈利预测与投资建议.....	38
5.1、	推荐标的及受益标的.....	38
5.2、	盈利预测与估值.....	40
6、	风险提示.....	41

图表目录

图 1:	展望 2025 年，我们认为再通胀逻辑或许支撑金价走出新高.....	6
图 2:	通胀是导致金价上涨的根本原因.....	7
图 3:	2022 年美国一般政府债务占 GDP 比例为 121%.....	8
图 4:	美国核心通胀出现拐头向上迹象.....	8
图 5:	2025 年，实际利率下行空间或将打开.....	8
图 6:	2025 年，目标利率或将带动美元指数下行.....	8
图 7:	全球央行 2022 年、2023 年净购金量均超 1000 吨.....	9
图 8:	美元超发或将引起美元的信用重置.....	9
图 9:	资产价格的上涨到泡沫的周期.....	10
图 10:	黄金当前处于 Mania Phase.....	10
图 11:	2024 年前八月全球矿产铜产量同比提升，但低于精炼铜需求.....	12
图 12:	全球主要铜企中，2024 年前三季度洛阳钼业增量处于领先地位.....	12
图 13:	全球铜矿品位整体呈下降趋势.....	13
图 14:	铜现金成本持续上行.....	13
图 15:	虽 10 月中旬后 TC 回升至双位数，但仍处于历史低位.....	14
图 16:	现货铜冶炼利润虽有所修复，但整体仍处于亏损状态.....	14
图 17:	全球精炼铜库存处于历史低位（单位：万吨）.....	14
图 18:	现货铜冶炼利润虽有所修复，但整体仍处于亏损状态.....	14
图 19:	7 月后海内外价差迅速收窄.....	15
图 20:	2023 年，电力需求在全球铜需求的占比达到 34%.....	16
图 21:	2023 年，电力需求在国内铜需求的占比达到 46%.....	16
图 22:	铜物质流模型研究框架.....	16
图 23:	国内电解铝项目产能利用率达到历史较高水平（产能单位：万吨，产能利用率单位：%）.....	19
图 24:	氧化铝价格高涨，侵蚀电解铝环节利润.....	21
图 25:	2024 年前三季度国内氧化铝产量同比增长 2.8%.....	21
图 26:	2024 年前三季度国内铝土矿产量同比-15.5%.....	21
图 27:	中国自几内亚进口铝土矿增速下滑.....	22
图 28:	几内亚铝土矿价格（CIF）不断上涨（美元/吨）.....	22

图 29: 氧化铝完全成本不断抬升 (元/吨)	23
图 30: 2024 年 9 月房屋建筑占比降低, 地产拖累效应逐步减弱	25
图 31: 电解铝表需表现坚挺 (万吨)	25
图 32: 铝行业需求坚韧, 铝水转化率回暖	25
图 33: 电解铝社会库存持续去库 (万吨)	25
图 34: 截至 2024 年 11 月 7 日内盘价格高于外盘价格约 565 美元/吨	27
图 35: 2024 年 5 月起国内进入去库阶段, 海外因印尼出口缓慢恢复库存震荡	27
图 36: 历史上来看, 全球锡矿产量难有大增长	28
图 37: 中国锡精矿进口对缅甸依赖度降低	29
图 38: 缅甸对中国锡精矿进口量影响较大 (单位: 万实物吨)	29
图 39: 中国自刚果金进口锡精矿不断增长	29
图 40: 2023 年全球精锡产量同比-2.7%	30
图 41: 印尼精锡出口缓慢恢复 (吨)	30
图 42: 中国自印尼进口精锡缓慢恢复 (吨)	30
图 43: 2023 年全球精锡消费量同比-3%	31
图 44: 精炼锡需求增速和半导体销售额、印刷电路板产值增速高度相关	32
图 45: 2024 年前三季度中国集成电路产量同比+26% (图中所示为月度累计值)	32
图 46: 预计 2024 年全球印刷电路板产值同比增长 5%	32
图 47: 2024 年中国碳酸锂产量快速增长 (单位: 万吨)	33
图 48: 2024 年 8 月碳酸锂开始去库 (单位: 吨)	33
图 49: 2024 年 9 月中国新能源汽车渗透率达 46% (单位: 万辆)	34
图 50: 储能锂离子电池需求高速增长 (单位: GWh)	34
图 51: 我国钢铁产能利用率较低	35
图 52: 钢企利润长期维持在较低水平	35
图 53: 全国房屋新开工面积同比仍处低位	36
图 54: 百城土地成交面积同比有所回升	36
图 55: 2024 年 1-10 月基础设施投资完成额 (不含电力) 同比增加 5.8%	36
图 56: 水利基础设施投资累计同比增速较快	36
图 57: 2024 年 1-9 月汽车产量同比增加 1.9%	37
图 58: 2024 年 9 月中国手持船舶订单量同比增加 44.33%	37
图 59: 以旧换新带动空冰洗产量增加	37
表 1: 从信用框架分析, 远期金价存在较大上涨空间	10
表 2: 黄金股推荐标的	11
表 3: 随着所需投资回报率提高, 铜价需在 1.3 万美金以上才能刺激铜企大量进行资本开支	13
表 4: 2024 年前 9 月中国实际需求同比下滑 6.16%	17
表 5: 2024 年前 7 月美国实际需求同比上涨 0.49%	17
表 6: 2024 年前 9 月巴西实际需求同比上涨 12.12%	17
表 7: 2024 年前 7 月马来西亚实际需求同比上涨 36.52%	17
表 8: 主要铜公司估值对比表 (截至 2024 年 11 月 28 日)	18
表 9: 《2024~2025 年节能降碳行动方案》对电解铝和氧化铝产业提出较多约束条件	18
表 10: 国内电解铝项目新增建设情况 (单位: 万吨)	19
表 11: 海外电解铝新增产能列表 (单位: 万吨)	20
表 12: 2024 年海外增产情况 (单位: 万吨)	23
表 13: 2024 年海外减产情况 (单位: 万吨)	24

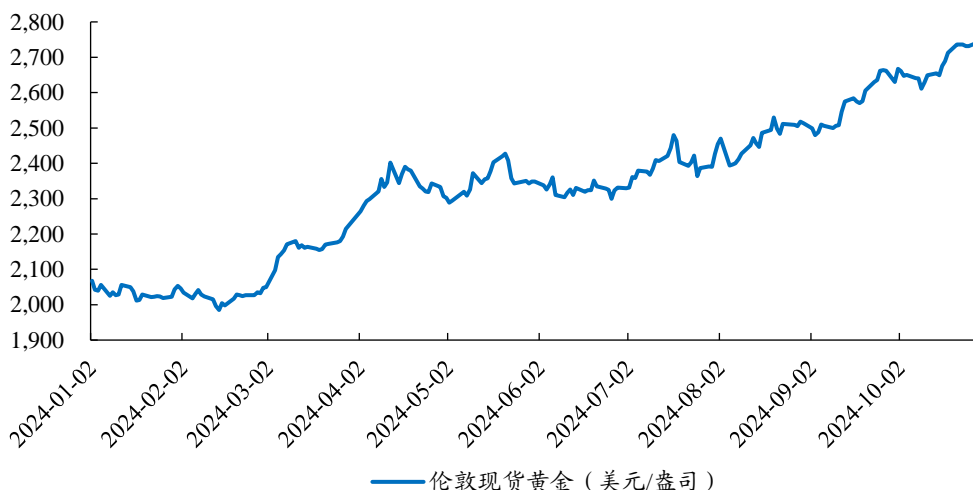
表 14: 国内氧化铝项目新增产能众多	24
表 15: 预计国内电解铝将持续处于紧平衡状态.....	26
表 16: 推荐及受益标的的估值对比表 (截至 2024 年 11 月 28 日)	27
表 17: 全球锡矿供给增量预测 (单位: 万吨)	28
表 18: 全球精锡需求测算 (单位: 万吨)	31
表 19: 推荐及受益标的的估值对比表	32
表 20: 推荐及受益标的的估值对比表 (截至 2024 年 11 月 28 日)	34
表 21: 部分钢铁股受益标的	38
表 22: 有色板块部分推荐及受益标的	40
表 23: 钢铁板块部分受益标的	40

1、贵金属：黄金定价新范式的“达摩克利斯之剑”初显

1.1、2025 年美国再通胀逻辑或许支撑金价走出新高度

2024 年美联储降息与美国大选是影响金价走势的关键，展望 2025 年，我们认为再通胀逻辑或许支撑金价走出新高度：（1）美国国内减税、征收关税与驱逐移民政策或许使得美国通胀难以下降，甚至出现反弹（2）美国政府赤字推动美元信用走弱（3）美联储仍有降息空间，或许推动实际利率下行与 ETF 资金的净流入（4）央行购金或将持续进行。我们认为 2025 年特朗普的政策所引发的通胀与美元走弱逻辑，市场对利率预期的变化贯穿全年，支撑金价上行，需要关注美国政府效率委员会进行的改革措施，或许引致就业市场的快速塌陷，市场计入经济降温逻辑；关注移民与关税政策的落地，工资或许难以下行，成本推动与需求拉动，同时刺激通胀难以下降。

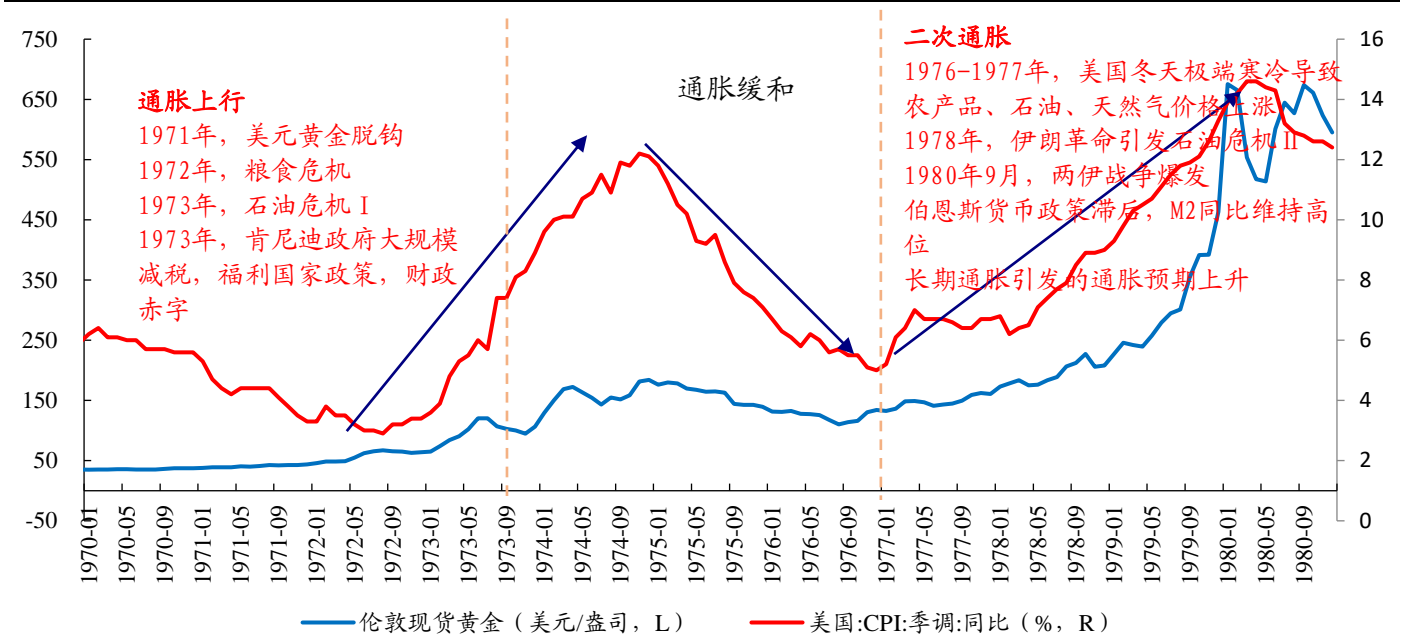
图1：展望 2025 年，我们认为再通胀逻辑或许支撑金价走出新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、从 1970-1980 年美国大通胀看金价

黄金的根本属性是货币属性，根本功能是抗通胀功能。1970-1980 年，美国经历了两次大通胀，金价在第二次上涨幅度高于第一次，原因在于连续的高通胀提升了人们的通胀预期。两次通胀均发生了粮食供给短缺、石油危机与美国经济的降温或者衰退。可以感知到的通胀与隐藏的通胀均出现大幅度上行。

图2: 通胀是导致金价上涨的根本原因


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、通货膨胀导致的货币贬值交易持续推升金价

美国新一任政府债务、减税政策或将推升通胀。共和党指出将提高美国债务上限, 并做出的减税和增加财政支出的承诺, 美联储降息带来通货膨胀的可能性, 逆全球化趋势的发展亦会导致信用货币特别是美元的贬值交易, 利好黄金等抗通胀商品。

美、欧打击非法移民潮或将进一步推高通胀。特朗普承诺将进行“美国历史上规模最大”的无证移民驱逐行动, 计划驱逐大约 1200 万非法移民。与此同时, 欧盟 27 国组成的欧洲理事会呼吁“在各个层面采取有力措施, 增加并加快欧盟境内的遣返工作”。非法移民若遭到驱逐, 成本推动与需求拉动同时发挥作用, 全球大通胀难以避免。

图3: 2022年美国一般政府债务占GDP比例为121%

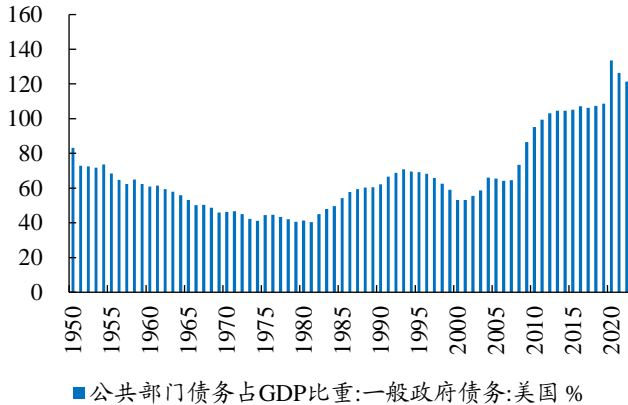
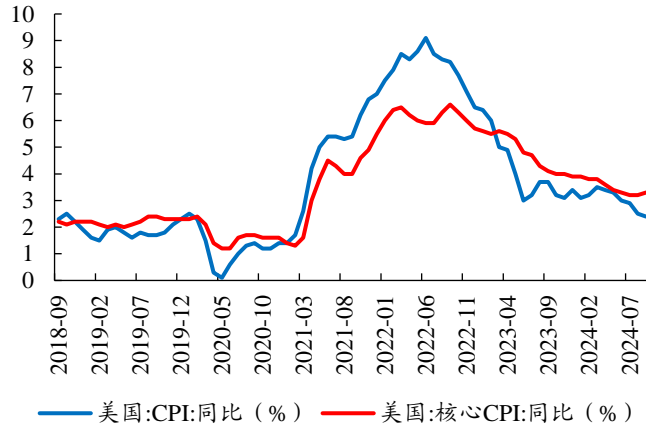


图4: 美国核心通胀出现拐头向上迹象



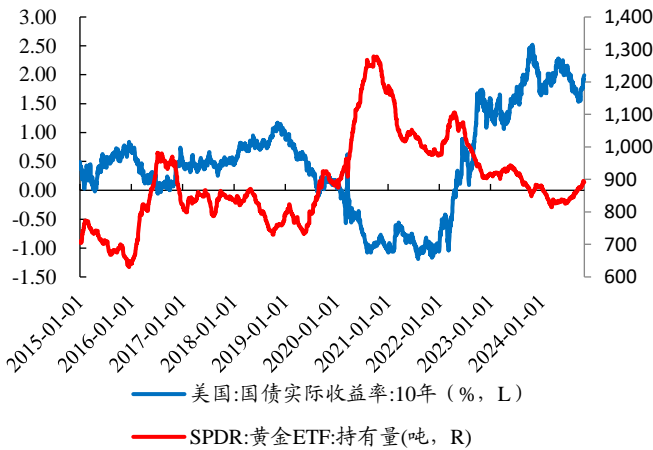
数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、实际利率下行空间打开，ETF 资金净流入支撑金价

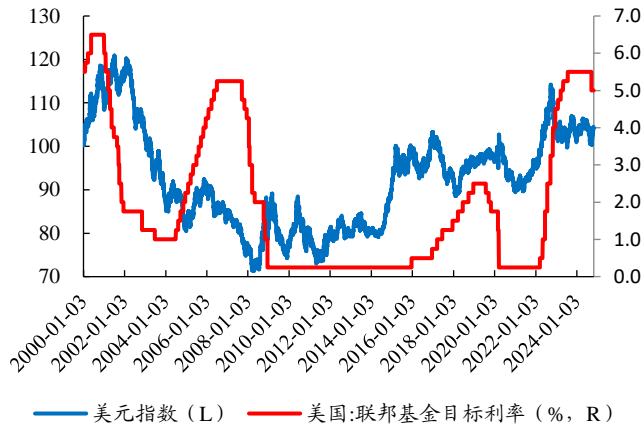
实际利率下行空间打开，ETF 资金净流入支撑金价。实际利率与欧美黄金 ETF 的持仓量呈明显的反向关系，目前欧美黄金 ETF 持仓量仍处于较低水平，2025 年，市场预期美联储或有 2 次降息 (-50BP)，实际利率下行空间打开，黄金 ETF 净流入或支撑并刺激黄金需求，黄金仍具备上行动力。

图5: 2025 年，实际利率下行空间或将打开



数据来源: Wind、开源证券研究所

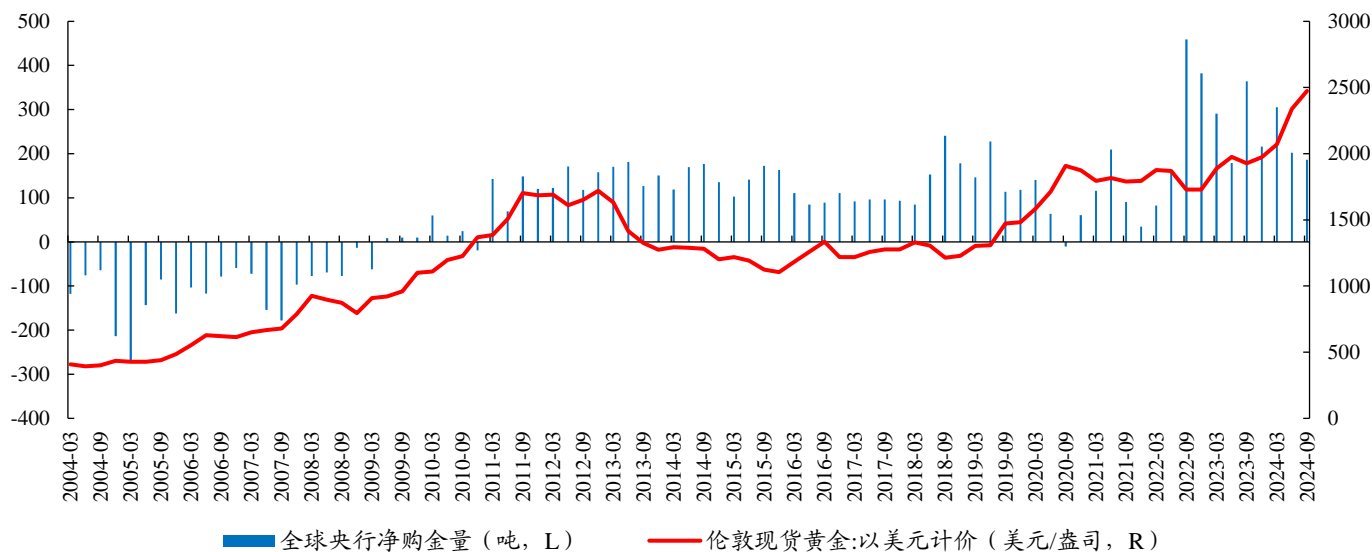
图6: 2025 年，目标利率或将带动美元指数下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.5、央行购金有望持续，有力抬升金价中枢水平

央行购金有望持续，有力抬升金价中枢水平。世界黄金协会数据显示，2024 年三季度全球央行净购金 186 吨，同比下降 49%。今年前三季度全球央行净购金总量为 694 吨，低于去年同期。世界黄金协会预计，今年央行购金需求仍将高于平均趋势水平。我国央行 2024 年购金量为 50 吨，自 2024 年 5 月以来已经连续六个月未购金。

图7：全球央行 2022 年、2023 年净购金量均超 1000 吨


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6、从信用框架分析，远期金价存在较大上涨空间

从黄金的货币属性角度计算，本轮黄金牛市价格将有望冲击 7000 美元/盎司。我们用黄金/美国 M2 衡量美元的含金量，可以发现，随着美国 M2 的超发，美元含金量越来越低，我们认为未来伴随着美国经济衰退或许会迎来美元信用重置，参照 1970-1980 年黄金牛市中黄金/美国 M2 的比值，我们认为第一阶段，黄金/美国 M2 或许来到 0.17；第二阶段，黄金/美国 M2 或许来到 0.37，从信用框架分析，远期黄金上涨幅度较大。

图8：美元超发或将引起美元的信用重置


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1: 从信用框架分析, 远期金价存在较大上涨空间

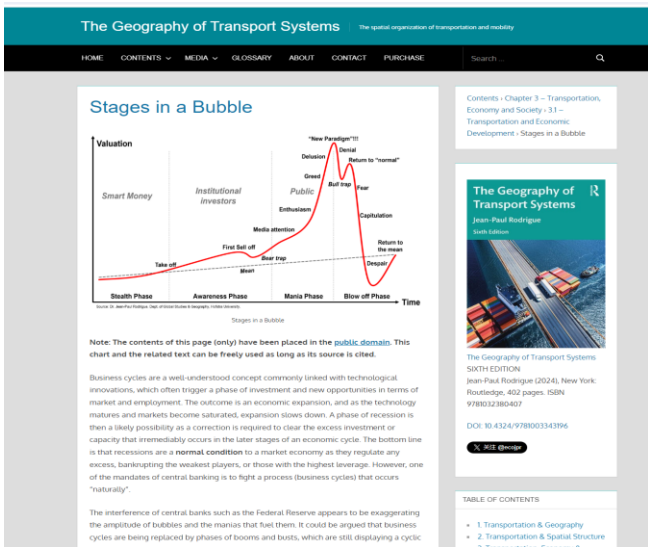
时间	比值	M2 (B)	金价(USD/OZ)	比值涨幅 (%)
1971-01	0.06	633	38	
1974-12	0.20	902	184	241
1976-08	0.10	1,099	110	
1980-01	0.46	1,483	675	355
2001-01	0.05	4,976	265	
2011-09	0.19	9,528	1,772	249
2022-10	0.08	21,472	1,664	
2024-05	0.11	20,963	2,352	
第一阶段	0.17	20,963	3,585	52
第二阶段	0.37	20,963	7,715	

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.7、远端视角: 黄金上涨处于 Mania 阶段, 或将迎来价值重估

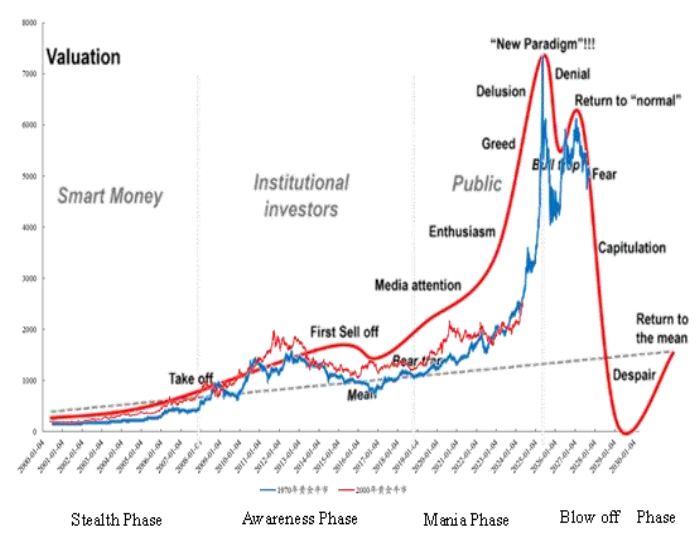
黄金上涨处于 Mania 阶段, 或将迎来价值重估。1970 年脱离金本位后, 黄金经历了一轮超级牛市, 随后迎来 20 年调整, 2000 年, 黄金再次开启上涨周期。从 500 年经济史看, 资产价格的上涨到泡沫破裂分为 Stealth、Awareness、Mania、Blow off 四个阶段, 推动者依次为: Smart Money、Institution、Public。由于纸黄金定价对于黄金价格的抑制, 2000 年的黄金上涨速度比 1970 年慢了 2.5 倍, 我们认为黄金当前处于 Mania Phase, 公众逐渐意识到配置黄金的重要性, 黄金作为纸币的信用背书, 伴随美国货币超发, 黄金将重新迎来价值重估。

图9: 资产价格的上涨到泡沫的周期



数据来源: Jean-paul Rodrigue, 《The Geography of Transport Systems》

图10: 黄金当前处于 Mania Phase



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.8、金: 推荐标的

山东黄金：公司行业龙头地位稳固，黄金产量、储量均位于行业前列，山金集团注资潜力较大，在建工程投产将进一步释放产能，三山岛、焦家金矿产能释放较为确定，卡蒂诺金矿投产，玲珑矿区复产将于 2025 年贡献增量。

山金国际：公司发布战略规划纲要对矿产金产量给予指引，成本优势国内领先。2023 年克金成本仅 176 元/克，2025 年矿产金产量较 2022 年底增长 70.0% 至 12 吨，收购 Osino 优质金矿资源，预计 2026 年投产。

中金黄金：唯一黄金矿业央企，背靠中国黄金集团，资产注入可期，沙岭金矿将于 2025 年投产，金、铜双轮驱动，股利支付率高。

株冶集团：公司原为锌冶炼龙头，锌产品产能位居全国首位，2023 年 Q1 收购集团下属水口山有限 100% 股权，从冶炼企业转型为采选冶一体化企业，同时新增黄金、白银业务。2023 年产金 3.4 吨，金顶、银锭毛利率分别为 21.13%、22.68%。

表2：黄金股推荐标的

股票代码	公司简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600547.SH	山东黄金	1,082.57	23.28	35.95	40.42	45.37	46.5	30.1	26.8	23.9	买入
000975.SZ	山金国际	446.50	14.24	23.15	28.83	26.56	31.3	19.3	15.5	16.8	买入
600489.SH	中金黄金	598.16	29.78	37.88	45.52	51.03	20.1	15.8	13.1	11.7	买入
600961.SH	株冶集团	93.23	6.11	7.71	8.69	10.12	15.3	12.1	10.7	9.2	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间截至 2024 年 11 月 28 日，株冶集团业绩预测来自 wind 一致预期）

2、工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝产能限制影响初显

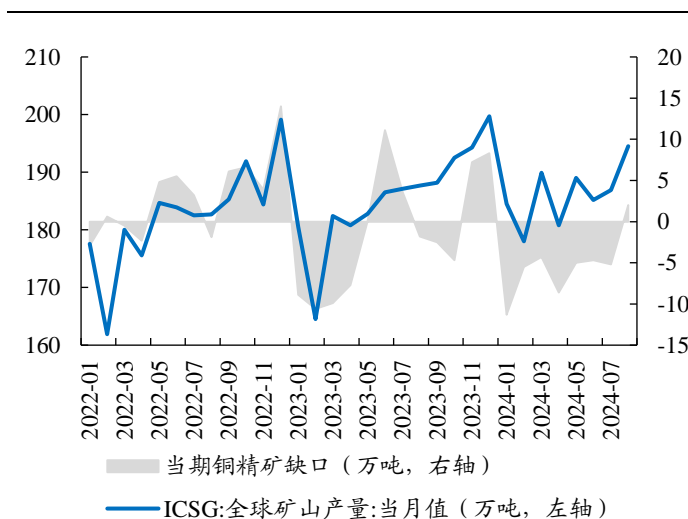
2.1、供给约束驱动铜价上行

2.1.1、铜：2024年铜精矿或迎补库，全年原生精炼铜供给或远低于预期

2024年前8月全球矿山产铜产量同比提升2.5%。根据ICSG数据，2024年前八月全球矿山产铜产量为1488.8万吨，同比增长2.5%，但仍低于精炼铜需求量，通过原生精炼铜产量-矿山产铜量测算可知，2024年前八月全球铜精矿缺口为42.6万吨，远高于2023年同期的10.5万吨缺口。我们认为，随着铜精矿库存进一步消耗，2025年全球冶炼端有望进入补库周期，铜矿供给波动传导至下游铜价的路径将更加顺畅。

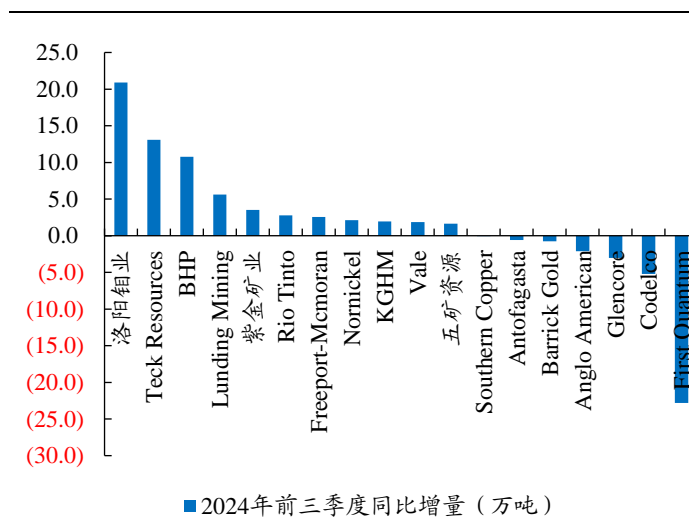
主要铜矿企业产量增减不一。我们对全球主要铜企铜产量进行了统计，2024年前三季度样本铜企铜产量同比增长3.2%，增量主要来自洛阳钼业（TFM&KFM复产爬产）、泰克资源（QB2期爬产），主要拖累来自第一量子（Cobre Panama铜矿停产）。

图11：2024年前八月全球矿产铜产量同比提升，但低于精炼铜需求



数据来源：ICSG、Wind、各公司公告、开源证券研究所

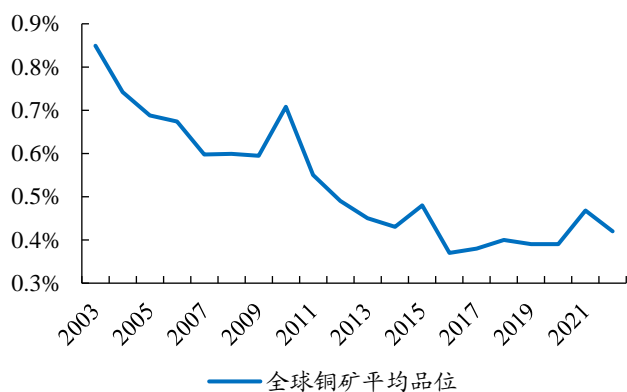
图12：全球主要铜企中，2024年前三季度洛阳钼业增量处于领先地位



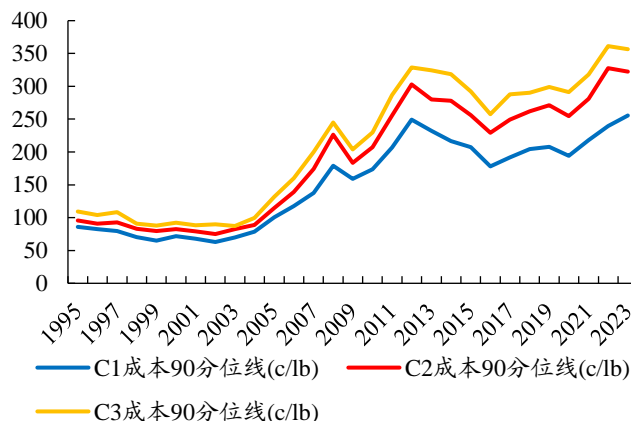
数据来源：ICSG、Wind、各公司公告、开源证券研究所

2.1.2、铜：铜现金成本持续提升，支撑铜价中枢上行

铜矿品位下滑，铜企现金成本抬升。2003年-2022年，全球铜矿平均品位快速下行，由2003年的0.85%下降至2022年的0.42%，资源禀赋快速下滑进一步抬升了企业现金成本。叠加通胀因素带来的人工、原材料等成本因素提升，全球铜现金成本持续上行，2023年全球C1现金成本90分位线约为2.6美元/磅，较2008年同比提升约42.59%。我们认为行业成本上行，将要求更高的资本开支强度，并支撑铜价中枢逐步上移。

图13: 全球铜矿品位整体呈下降趋势


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图14: 铜现金成本持续上行


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

2.1.3、铜: 目前铜价或未达到铜的刺激价格

根据我们此前发布的《铜行业报告(二): 铜的刺激价格》, 在当前利率、通胀、铜矿采选及税率环境下, 现有的铜价并不足以支撑铜企进行大规模的资本开支, 而当下资本开支的缩减将对远期的供给产生进一步的影响, 未来铜供给结构将获得较强支持。我们通过将铜价与折现率、所需投资回报率、初始单吨资本开支、全维持成本及利率进行 DCF 折现并进行综合敏感性分析, 在现有的综合环境下, 铜价需要达到 1.3 万美金才能对供给形成大规模刺激。如果考虑到未来副产品价格提升及降息周期内利率水平下降, 我们认为铜的刺激价格也至少需要达到 1.1-1.2 万美金。

表3: 随着所需投资回报率提高, 铜价需在 1.3 万美金以上才能刺激铜企大量进行资本开支

项目净现值 (美元)	所需投资回报率												
	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	
8000	(13130)	(13111)	(13088)	(13060)	(13030)	(12996)	(12960)	(12921)	(12879)	(12836)	(12790)	(12743)	
9000	(10134)	(10225)	(10306)	(10378)	(10442)	(10498)	(10548)	(10590)	(10626)	(10657)	(10682)	(10702)	
LME 铜价 (美元 /吨)	10000	(7137)	(7338)	(7524)	(7696)	(7854)	(8000)	(8135)	(8259)	(8373)	(8478)	(8574)	(8662)
11000	(4141)	(4452)	(4742)	(5013)	(5266)	(5503)	(5723)	(5929)	(6120)	(6299)	(6466)	(6622)	
12000	(1144)	(1566)	(1961)	(2331)	(2679)	(3005)	(3311)	(3598)	(3867)	(4120)	(4358)	(4581)	
13000	1852	1321	821	351	(91)	(507)	(898)	(1267)	(1614)	(1942)	(2250)	(2541)	
14000	4848	4207	3603	3034	2497	1991	1514	1064	639	237	(142)	(500)	
15000	7845	7093	6385	5716	5085	4489	3926	3394	2892	2416	1966	1540	

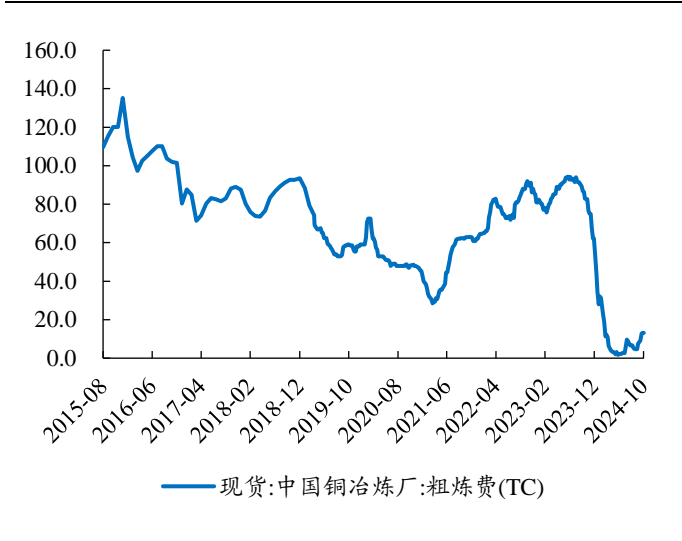
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.1.4、铜: 2024 年铜精矿或迎补库, 全年原生精炼铜供给或远低于预期

从中游冶炼端来看, TC 费用虽环比改善, 但仍处于历史低位。铜冶炼企业利润主要包括两部分: 加工费 (TC/RC) 和副产品收益 (主要为硫酸、金、银等)。截至 11 月 8 日, 国内现货粗炼费 (TC) 年内均值仅为 11.58 美元/干吨, 较 2022 年和 2023 年 TC 分别下降 86.30% 和 85.15%, 结合冶炼环节的现金成本和副产品硫酸价格进行测算, 当前 TC 价格下, 冶炼厂已处于现金流亏损的状态, 但由于大型铜冶炼企业通常与铜矿企业签订长协订单, 长协较高的 Benchmark 使冶炼厂利润获得保障。但由于长协订单签订周期仅为一年, 2025 年长协 TC 价格将于 2024 年年底重新签订, 我

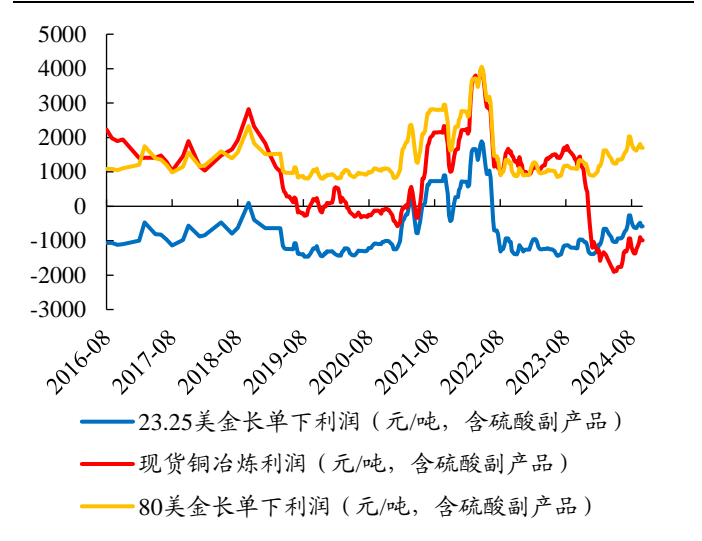
们预计新协定 TC 价格约 30-40 美元/千吨，部分冶炼厂或面临现金流的亏损，国内冶炼产能减产趋势有望在 2025 年更加明朗。

图15: 虽 10 月中旬后 TC 回升至双位数, 但仍处于历史低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 现货铜冶炼利润虽有所修复, 但整体仍处于亏损状态

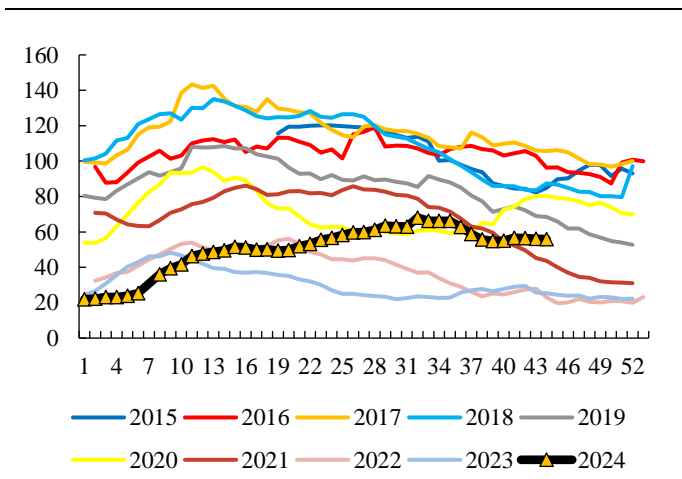


数据来源: Wind、开源证券研究所

从库存情况看, 全球精炼铜交易所库存仍处于历史相对低位。通过测算 LME、COMEX 及 SHFE 交易所库存, 全球精炼铜库存仍维持在相对低位, 其中海外库存 (COMEX+LME) 在 5 月后开始逐渐累库, 或是海外需求增长势头有所放缓, 而国内库存 (SHFE) 则在 6 月后持续下降。我们认为, 后续国内财政刺激出台+海外电网投资延续, 铜仍将是受益品种。

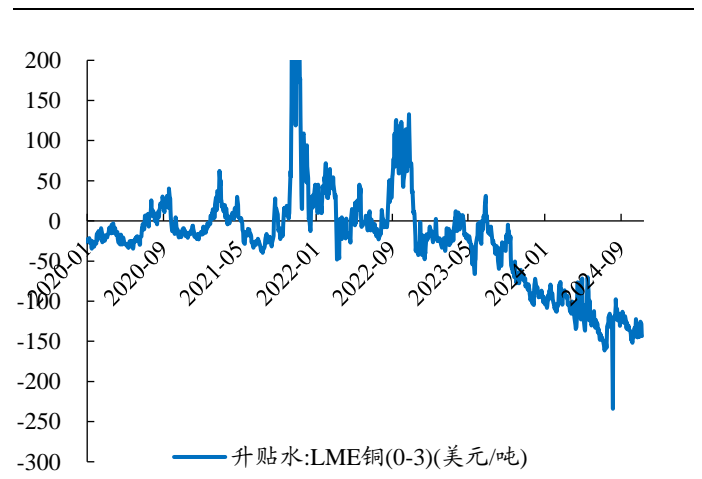
从内外价差看, 现货仍深度贴水, 市场对远期铜价保持乐观。通过 LME 铜 2020 年以来的 0-3 以及 3-15 升贴水情况看, 现货及近月合约深度贴水, 期货市场对远期价格更为乐观, 现货及近月合约表现相对较弱。

图17: 全球精炼铜库存处于历史低位(单位: 万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 现货铜冶炼利润虽有所修复, 但整体仍处于亏损状态

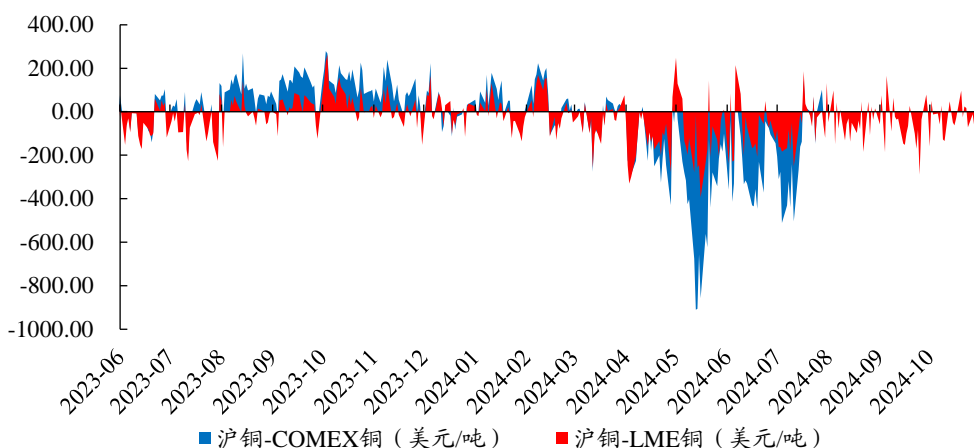


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.1.5、铜：地区价差反映海外需求为需求边际变化核心

从地区价差看，上半年铜价上行起源于海外，COMEX 铜价与 LME 铜价相较国内存在明显溢价。由于地区间供需存在差异，不同地区交易所铜价存在一定的价差。复盘 2016 年海内外价差走势，超过 75% 的时间内（包括 2020 年 3 月-2022 年 4 月铜价高景气）沪铜对 COMEX 铜、LME 铜存在相对溢价，即需求面以国内需求为主导。但 2024 年 4 月-2024 年 8 月，沪铜对 COMEX 铜、LME 铜的价差由负转正并迅速放大，反映了本轮铜价上涨的需求主导方来自海外而非国内，海外铜供需相较国内更为紧张。

图19：7月后海内外价差迅速收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

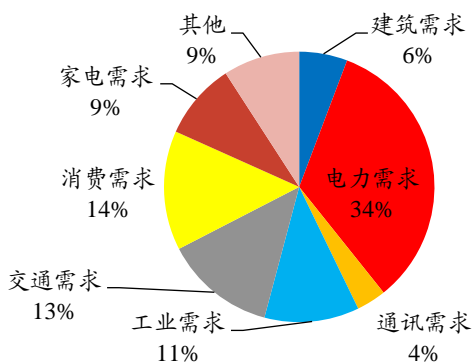
2.1.6、铜：铜在电力及电气化相关领域具有不可替代性

从需求情况看，电力需求占比最大。根据 IWCC 的数据，由于铜在电力及电气化中具有较强的不可替代性，在 2023 年全球精炼铜需求结构中，电力需求占比达到 34%，此外，交通需求需求占比较 2012 年提升 0.83pct，随着全球新能源化进程的推进，电网改造+新能源汽车普及对海外需求的边际拉动不可忽视。

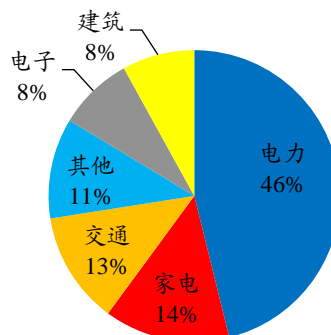
国内需求中电力需求占比近 50%。根据百川盈孚数据，2023 年国内需求主要集中于电力/家电/交通领域，需求占比分别为 46%、14%、13%，电力需求仍为国内需求核心，而受益于国内新能源领域的快速发展，国内交通领域需求提升明显，较 2021 年同比提升 4.4pct，我们认为国内电网投资增长+新能源行业规模提升将是国内铜需求提升驱动力。

图20: 2023年, 电力需求在全球铜需求的占比达到34%

图21: 2023年, 电力需求在国内铜需求的占比达到46%



数据来源: IWCC、百川盈孚、开源证券研究所

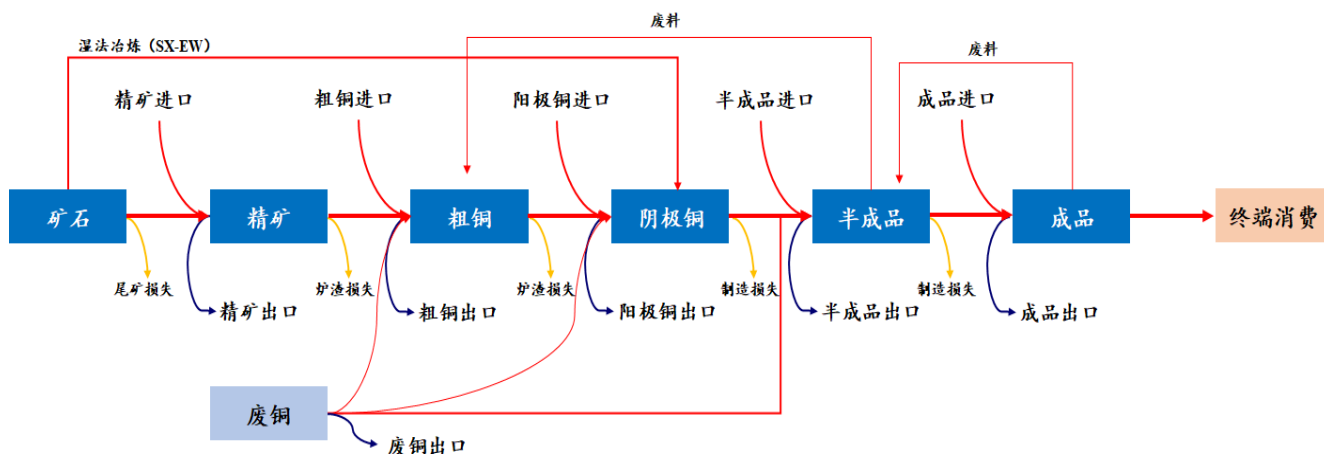


数据来源: IWCC、百川盈孚、开源证券研究所

2.1.7、铜: 从物质流模型出发, 各国铜实际需求或被错误估计

从铜物质流模型看待铜的真实需求。我们一般意义上所讨论的平衡表集中在精炼环节, 并未涉及到加工及制造。精炼铜的需求来自于加工厂, 因此, 精炼铜需求丰富的国家本质上是具备丰富的铜加工厂, 我们日常看到的分国别的需求, 实质上是该国铜加工厂需求, 而不是终端真正的需求。然而, 市场经常错误地将精炼铜需求等同于该国对铜的实际需求, 从而对部分国家的需求占比低估, 而对类似中国的需求占比过于高估。

图22: 铜物质流模型研究框架



资料来源: 《A comparison of copper use in China and India as a proxy for their economic development》(Karine M. Renaud 等著), 开源证券研究所

2.1.8、铜: 美国铜实际需求表现优于表观需求

从实际需求看, 2024年中国实际需求略有萎缩, 美国实际需求表现优于表观需求。中国作为全球最大的铜消费国, 2024年前九月表观需求维持正增长, 铜制品出口亦同比增长约12%, 但由于铜材进口量减少, 中国实际铜需求同比下滑超6%; 美国由于缺少铜冶炼或铜加工产能, 表观需求体量有限, 2024年前七月美国表观铜需求同比下降约12%, 但作为全球最重要经济体之一, 美国铜制品进口量超过200万

吨，2024 年前七月主要铜制品进口量同比增加 4.4%，实际铜需求同比增长 0.5%。

表4: 2024 年前 9 月中国实际需求同比下滑 6.16%

中国铜表现及实际需求月度跟踪 (2024.11)					
单位: 万吨	中国铜表观需求	铜材净进口	新废铜 (25%)	中国铜制品出口	中国实际铜需求
2023-01	100.8	30.1	32.7	20.5	77.7
2023-02	96.8	32.2	32.2	16.3	80.5
2023-03	116.3	37.0	38.3	23.6	91.3
2023-04	109.9	36.8	36.7	24.4	85.7
2023-05	122.0	36.7	39.7	25.6	93.3
2023-06	115.5	39.8	38.8	23.2	93.3
2023-07	111.4	40.3	37.9	23.6	90.2
2023-08	125.8	43.1	42.2	22.7	103.9
2023-09	120.3	47.4	41.9	25.5	100.3
2023年1-9月	1018.8	343.3	340.5	205.2	816.4
2024-01	125.2	44.3	42.4	27.7	99.5
2024-02	95.6	31.4	31.7	21.1	74.2
2024-03	108.5	38.0	36.6	25.6	84.2
2024-04	115.1	34.8	37.5	26.3	86.1
2024-05	112.3	36.1	37.1	24.6	86.7
2024-06	102.1	20.7	30.7	24.6	67.5
2024-07	108.8	29.9	34.7	25.4	78.7
2024-08	122.1	31.5	38.4	27.7	87.5
2024-09	131.9	40.2	43.0	27.2	101.9
2024年1-9月	1021.5	306.8	332.1	230.2	766.1
同比增速	0.26%	-10.63%	-2.48%	12.15%	-6.16%

数据来源: 海关总署、UN Comtrade Database、开源证券研究所

表5: 2024 年前 7 月美国实际需求同比上涨 0.49%

美国铜表现及实际需求月度跟踪 (2024.11)					
单位: 万吨	铜表观需求	铜材净进口	新废铜 (25%)	铜制品出口	实际铜需求
2023-01	11.2	0.5	2.9	-29.9	38.6
2023-02	11.1	0.4	2.9	-27.9	36.5
2023-03	17.9	0.4	4.6	-32.2	45.8
2023-04	16.2	0.4	4.1	-31.8	44.2
2023-05	14.4	0.3	3.7	-34.7	45.8
2023-06	14.7	0.3	3.8	-35.7	46.9
2023-07	13.4	0.4	3.5	-34.5	44.9
2023年1-7月	98.9	2.6	25.4	-226.6	302.7
2024-01	15.7	0.2	4.0	-34.5	46.4
2024-02	10.3	0.3	2.6	-34.3	42.2
2024-03	11.5	0.2	2.9	-33.7	42.5
2024-04	10.1	0.7	2.7	-34.4	42.5
2024-05	13.2	0.7	3.5	-32.2	42.7
2024-06	11.4	0.6	3.0	-32.0	41.0
2024-07	14.6	0.6	3.8	-35.5	46.9
2024年1-7月	86.8	3.3	22.5	-236.5	304.2
同比增速	-12.24%	29.14%	-11.18%	4.41%	0.49%

数据来源: 海关总署、UN Comtrade Database、开源证券研究所

2.1.9、铜: 新兴经济体需求表现或高于预期

新兴经济体实际需求量或超预期。2024 年前九月, 巴西表观需求同比增长 2.3%, 但受益于主要铜制品出口量同比高增 38.5%, 实际铜需求同比增长 12.1% 至 38.8 万吨; 2024 年前七月, 马来西亚铜精矿及阴极铜净进口均同比下滑, 表观需求同比下滑 6.6%, 但考虑到铜材及主要铜制品净进口同比高增(分别同比增长 559% 和 183%), 马来西亚铜实际需求同比增长 36.5%。

表6: 2024 年前 9 月巴西实际需求同比上涨 12.12%

巴西铜表现及实际需求月度跟踪 (2024.11)					
单位: 万吨	铜表观需求	铜材净进口	新废铜 (25%)	铜制品出口	实际铜需求
2023-01	3.8	-0.1	0.9	1.0	3.8
2023-02	5.7	-0.1	1.4	0.9	5.1
2023-03	2.9	-0.1	0.7	0.9	3.1
2023-04	2.9	0.0	0.7	0.9	3.1
2023-05	4.3	-0.1	1.0	1.3	4.4
2023-06	1.4	-0.1	0.3	1.1	2.1
2023-07	3.7	-0.1	0.9	1.3	3.9
2023-08	3.5	-0.2	0.8	1.3	3.8
2023-09	5.5	-0.1	1.3	1.4	5.4
2023年1-9月	33.6	-1.0	8.2	10.1	34.6
2024-01	3.1	-0.2	0.7	1.5	3.7
2024-02	4.4	-0.1	1.1	1.2	4.4
2024-03	3.6	-0.1	0.9	1.6	4.2
2024-04	3.9	-0.2	0.9	1.3	4.2
2024-05	3.8	-0.1	0.9	1.6	4.3
2024-06	4.5	-0.1	1.1	2.7	5.9
2024-07	3.8	-0.2	0.9	1.4	4.2
2024-08	3.9	-0.1	0.9	1.4	4.2
2024-09	3.3	-0.2	0.8	1.3	3.6
2024年1-9月	34.4	-1.3	8.3	14.0	38.8
同比增速	2.30%	39.31%	1.22%	38.50%	12.12%

数据来源: UN Comtrade Database、开源证券研究所

表7: 2024 年前 7 月马来西亚实际需求同比上涨 36.52%

马来西亚铜表现及实际需求月度跟踪 (2024.11)					
单位: 万吨	铜表观需求	铜材净进口	新废铜 (25%)	铜制品出口	实际铜需求
2023-01	2.4	0.2	0.7	-0.2	2.2
2023-02	1.7	0.2	0.5	0.0	1.3
2023-03	3.3	-0.2	0.8	0.0	2.3
2023-04	2.4	0.2	0.6	-0.3	2.2
2023-05	0.1	0.2	0.1	-0.1	0.3
2023-06	2.0	0.0	0.5	-0.1	1.6
2023-07	2.1	0.2	0.6	-0.4	2.1
2023年1-7月	13.9	0.7	3.7	-1.1	12.1
2024-01	2.7	0.5	0.8	-0.5	2.9
2024-02	0.4	0.9	0.3	0.0	1.0
2024-03	2.9	0.9	0.9	-0.4	3.3
2024-04	2.5	0.0	0.6	-0.5	2.4
2024-05	-0.7	1.4	0.2	-0.6	1.2
2024-06	2.4	-0.1	0.6	-0.4	2.1
2024-07	2.8	1.3	1.0	-0.5	3.6
2024年1-7月	13.0	4.9	4.5	-3.1	16.5
同比增速	-6.64%	558.91%	22.18%	182.66%	36.52%

数据来源: UN Comtrade Database、开源证券研究所

2.1.10、铜: 投资建议

我们认为, 2025 年铜行业供需情况将进一步改善, 需求端有望受益于国内财政刺激+海外电网改造带来高景气, 而从供给端看, 年内海内外新增项目有限+供给扰动因素不断, 供给端偏紧状态短期或较难逆转, 供需格局有望改善, 预计低库存环境下铜价中枢有望继续上行, **推荐标的包括: 具备产量成长性及成本优势的紫金矿业及洛阳钼业; 受益标的: 以矿服业务为基础且资源端快速放量的金诚信, 具备精炼铜产能优势和高分红的江西铜业, 高股息率的西部矿业等。**

表8: 主要铜公司估值对比表 (截至 2024 年 11 月 28 日)

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603993.SH	洛阳钼业	7.2	0.4	0.5	0.6	0.8	18.7	13.1	11.4	9.3	买入
601899.SH	紫金矿业	15.5	0.8	1.2	1.5	1.7	19.5	12.6	10.4	9.3	买入
603979.SH	金诚信	38.7	1.7	2.5	3.4	4.0	23.4	15.3	11.2	9.7	未评级
601168.SH	西部矿业	16.7	1.2	1.6	1.8	2.1	14.2	10.7	9.2	8.0	未评级
600362.SH	江西铜业	20.9	1.9	2.1	2.2	2.3	11.1	9.9	9.4	8.9	未评级
000630.SZ	铜陵有色	3.3	0.2	0.3	0.3	0.4	15.5	10.7	9.4	7.9	未评级
000737.SZ	北方铜业	8.5	0.3	0.6	0.7	0.8	24.4	14.4	12.1	10.8	未评级
000878.SZ	云南铜业	12.5	0.8	1.1	1.2	1.4	15.9	11.5	10.5	9.0	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所 (紫金矿业、洛阳钼业盈利预测与估值来自开源证券研究所, 其他公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期)

2.2、电解铝产能限制影响初显

2.2.1、铝:《节能降碳行动方案》再度明确电解铝行业产能天花板限制

国务院印发《节能降碳行动方案》，再度明确电解铝行业产能天花板限制。2024 年 5 月 29 日，国务院关于印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》(下称《方案》)的通知。《方案》指出 2024~2025 年，有色金属行业节能降碳改造形成节能量约 500 万吨标准煤，减排二氧化碳约 1300 万吨，并对电解铝产能置换、氧化铝产能新增提出较高能效水准要求。整体来看，该《方案》再次明确电解铝行业的产能天花板限制，严控氧化铝产能新增，并从节能降碳角度对电解铝在运营及置换产能提出能效要求，倒逼产能淘汰升级，电解铝行业平均电力成本有望降低，叠加电解铝产能天花板难突破，电解铝行业供给难言乐观，近期地产政策频出，地产端悲观预期修复叠加新能源需求增量有望支撑铝价高位运行，电解铝行业利润空间有望维持高位。此处录入标题

表9:《2024~2025 年节能降碳行动方案》对电解铝和氧化铝产业提出较多约束条件

行动方案	约束性指标
优化产能布局, 发展再生金属	① 严格落实 电解铝 产能置换, 从严控制铜、 氧化铝 等冶炼新增产能; ②合理布局硅、锂、镁等行业新增产能; ③发展再生金属, 到 2025 年年底再生金属供应占比达到 24% 以上, 铝水就地转化率提高到 90% 以上
严控新增项目准入	①新建和改扩建 电解铝 项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平; ②新建和改扩建 氧化铝 项目能效须达到强制性能耗限额标准先进值; ③新建多晶硅、锂电正负极项目能效须达到行业现金水平
推进行业节能降碳改造	①到 2025 年底 电解铝 行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%, 可再生能源使用比例达到 25% 以上; ②铜、铅、锌冶炼能效标杆水平以上产能占比达到 50%; ③ 有色金属行业能效基准水平 以下产能完成技术改造或淘汰退出; ④2024~2025 年, 有色金属行业节能降碳改造形成节能量约 500 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1300 万吨

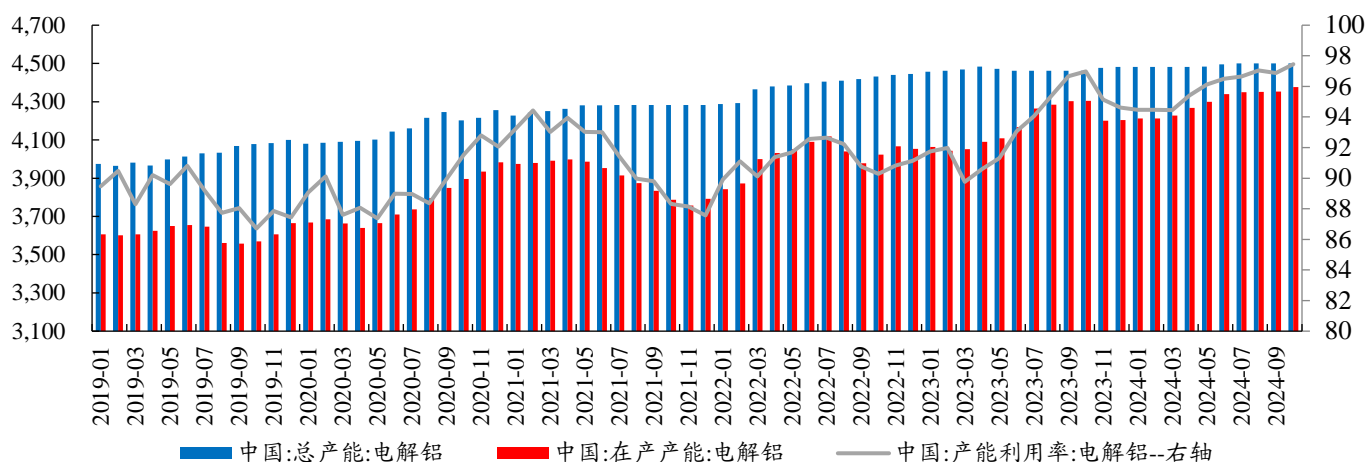
资料来源: 国务院、开源证券研究所

2.2.2、铝: 产能利用率水平较高, 建成产能供给向上弹性较小

国内已建成产能产能利用率处于历史较高水平, 供给向上弹性非常有限。截至 2024 年 10 月, 国内电解铝在产产能达 4375.9 万吨, 产能利用率高达 97.45%, 处于历史较高水平, 考虑到日常检修影响, 我们认为国内建成产能产能利用率提升空间

不大，已有产能产量向上弹性非常有限。

图23: 国内电解铝项目产能利用率达到历史较高水平 (产能单位: 万吨, 产能利用率单位: %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2.3、铝: 产能天花板限制下, 国内新增产能非常有限

产能天花板限制下, 国内新增产能非常有限。据阿拉丁统计, 目前处于待建状态的合规电解铝产能指标约 96 万吨, 分别为青海海源绿能 11 万吨、内蒙古扎铝二期 35 万吨、新疆天山铝业 20 万吨、新疆农六师铝业 20 万吨、中铝青海 10 万吨, 合规待建电解铝指标非常有限。其他扩建尚未拿到指标, 难以贡献有效增量。

表10: 国内电解铝项目新增建设情况 (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	产能指标	Q1	Q2	Q3	Q4	2024 新投	2024 净增	2025 新投	2025 净增
云南	云南宏泰	203	150	203			5	48		53			
云南	云南宏合	193	0	193			5	20		25			
贵州	元豪铝业	33	8	10.65						0			
贵州	双元铝业	10	14.5	14.5	10					0		10	
青海	中铝青海	50	40	50	10							10	10
青海	海源绿能	35	24	35								11	11
内蒙古	华云三期	42	0	42			17	25		42	17		
内蒙古	扎铝二期	35	0	35									
四川	广元弘昌晟	25	12	12						0	0		
山西	中铝华润二期	50	0	0						0	0		
新疆	天山铝业	120	120	140						0			
新疆	农六师铝业	190	170	190						0		20	20
合计		986	538.5	925.15	20	0	27	93		120	17	53	41

数据来源: 阿拉丁预测、开源证券研究所

2.2.4、铝: 海外电解铝推进难度大, 投产进度缓慢

海外电解铝投产缓慢, 电解铝产能瓶颈逐步凸显。近年来海外的新增电解铝建

设项目主要集中在印度尼西亚、印度、中东等地区。印度尼西亚凭借其丰富的铝土矿及近铝消费地等优势，吸引全球氧化铝、电解铝产业投资，但海外电解铝厂建设周期较长，且部分区域基础电网等设施配套不完整也在一定程度上拖累铝厂投产进度，叠加电力成本较高、投资额度大等问题影响，预计未来三年其他海外新增项目释放缓慢。

表11: 海外电解铝新增产能列表 (单位: 万吨)

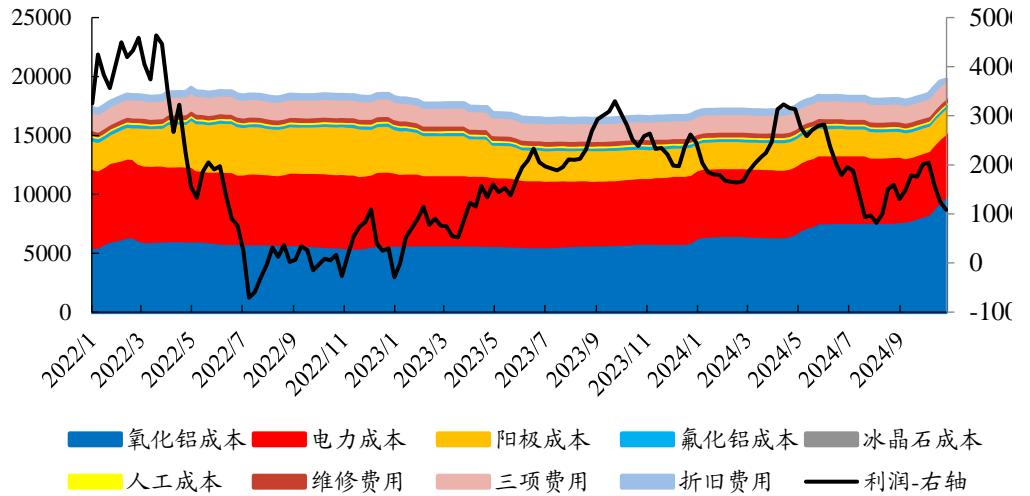
国家	铝厂	所属集团	2025年	2026年	规划新增产能
印度尼西亚	INALUM	Asahan	4		4
印度尼西亚	PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY	Adaro+力勤	25	25	150
印度尼西亚	华青铝业	华峰集团+青山实业	25		200
印度尼西亚		南山集团			100
印度尼西亚		华友控股			200
印度尼西亚		PT Cita Mineral Investindo Tbk			50
马来西亚		博赛集团			100
越南	Dak Nong	Tran Hong Quan Trading Ltd	15	15	60
印度	Angul	Nalco			50
印度	Jharsuguda II	Vedanta			3.5
印度	BALCO	Vedanta			41.4
印度	Mahan	Hindalco			5
巴林	Alba	Alba			54
阿联酋	EGA	Emirates Global Aluminum, EGA		50	50
沙特		锦江集团			100
沙特		创新集团			100
沙特		洛阳钼业			
哈萨克斯坦					12.5
俄罗斯	TaishetI	UC Rusal	30.85		42.85
加拿大	Arvida AP60	RioTinto		16	16
哥伦比亚	Galtco	NEO Aluminio Colombia			54
意大利	Portovesme	Portovesme			15
埃及	Egyptalum	Egyptalum			50
安哥拉	华通安哥拉实业有限公司	河北华通线缆集团股份有限公司	12		12
加纳	GIADDEC (加纳综合铝发展公司)				
美国	世纪铝业	Century Aluminium			
合计			86.85	131	1470

资料来源: 阿拉丁预测、开源证券研究所

2.2.5、铝: 2024年氧化铝价格高涨, 侵蚀电解铝环节利润

2024年氧化铝价格高涨, 侵蚀电解铝环节利润。截至2024年11月12日, 电解铝现货价格21130元/吨, 氧化铝价格5448元/吨, 虽电解铝价格已是年内高位, 但因氧化铝价格高涨, 电解铝环节利润被大幅压缩, 近期部分电解铝厂也因氧化铝价格过高, 开启停产检修。

图24: 氧化铝价格高涨, 侵蚀电解铝环节利润

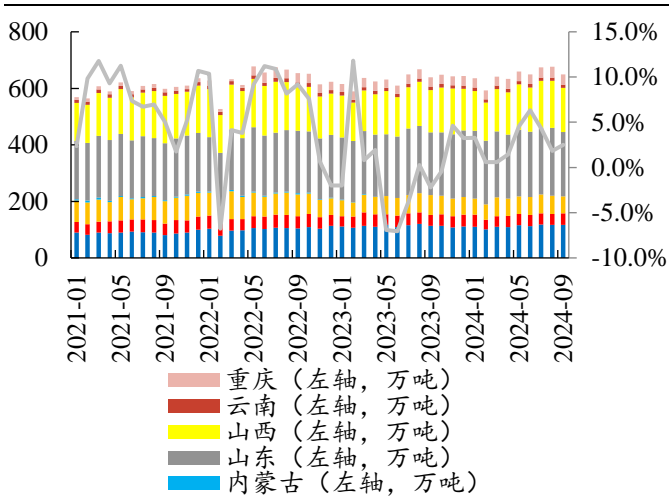


数据来源: SMM、Wind、开源证券研究所

2.2.6、铝: 国产矿石制约氧化铝产能开工率, 支撑氧化铝价格高位运行

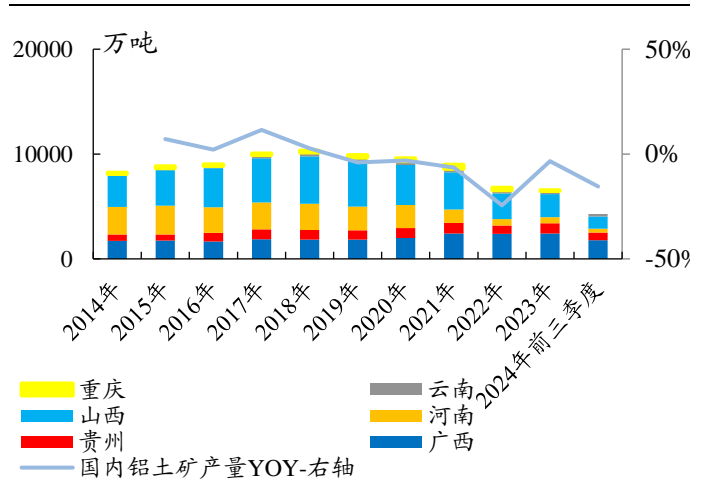
矿石制约氧化铝产能开工率, 氧化铝产量增速不及电解铝。2023年6月下旬依据《自然资源部办公厅关于开展2023年度矿山地质环境保护与土地复垦“双随机、一开工”监督检查工作的通知》, 河南省三门峡地区的铝土矿因执行复垦要求, 当地铝土矿基本处于停产状态, 河南省铝土矿月度产量从50~60万吨中枢掉落至35万吨附近, 尚未恢复至此前水平; 山西地区因安全事故自2023年11月底开始有不少矿山处于停产状态, 当地铝土矿月度产量从200万吨中枢掉落至100~120万吨, 目前缓慢恢复至140万吨左右, 山西、河南地区铝土矿产量恢复难度大, 制约国内氧化铝产能开工率。此外, 近期北方地区受冬储采暖影响, 氧化铝开工率或有所降低。2024年前三季度国内氧化铝产量同比增速仅2.8%, 电解铝产量同比增速达5.4%, 氧化铝供应紧张。

图25: 2024年前三季度国内氧化铝产量同比增长2.8%



数据来源: SMM、开源证券研究所

图26: 2024年前三季度国内铝土矿产量同比-15.5%

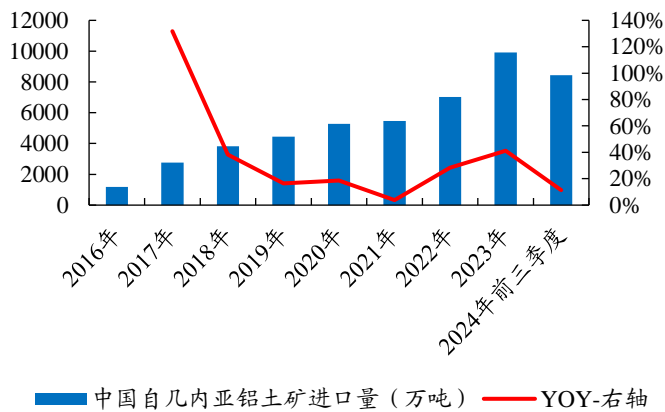


数据来源: SMM、开源证券研究所

2.2.7、铝：海外铝土矿供给扰动频发，矿端资源价值凸显

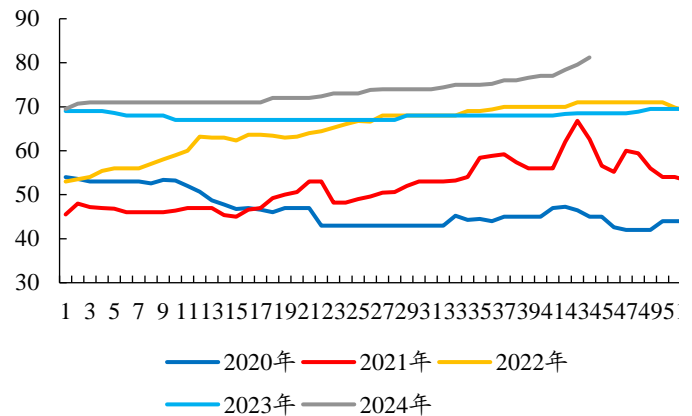
海外铝土矿供给扰动频发，矿端资源价值凸显。年内几内亚油库爆炸、罢工及税收等外部事件频发，但突发事件并未影响矿山生产，仅二季度博法地区矿山与几内亚政府协商航道使用费问题暂停约 14 天发运，费用达成一致恢复发运，其他矿山多参照该矿山标准缴纳费用，并未影响发运。10 月 11 日，EGA 称其子公司几内亚氧化铝公司(GAC)的铝土矿出口已被海关暂停，主要系航道使用费问题，但其矿山方面仍维持正常生产，目前正与相关部门协商，暂未恢复出口，2024 年前三季度 GAC 发货量为 1025 万湿吨，同比减少 31.6 万湿吨，从出口流向来看，GAC 在几内亚的矿企中仅次于 CBG，其主要出口目的地包括印度和沙特阿拉伯等地。出口到中国的数量占其总出口量的一半左右。

图27：中国自几内亚进口铝土矿增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

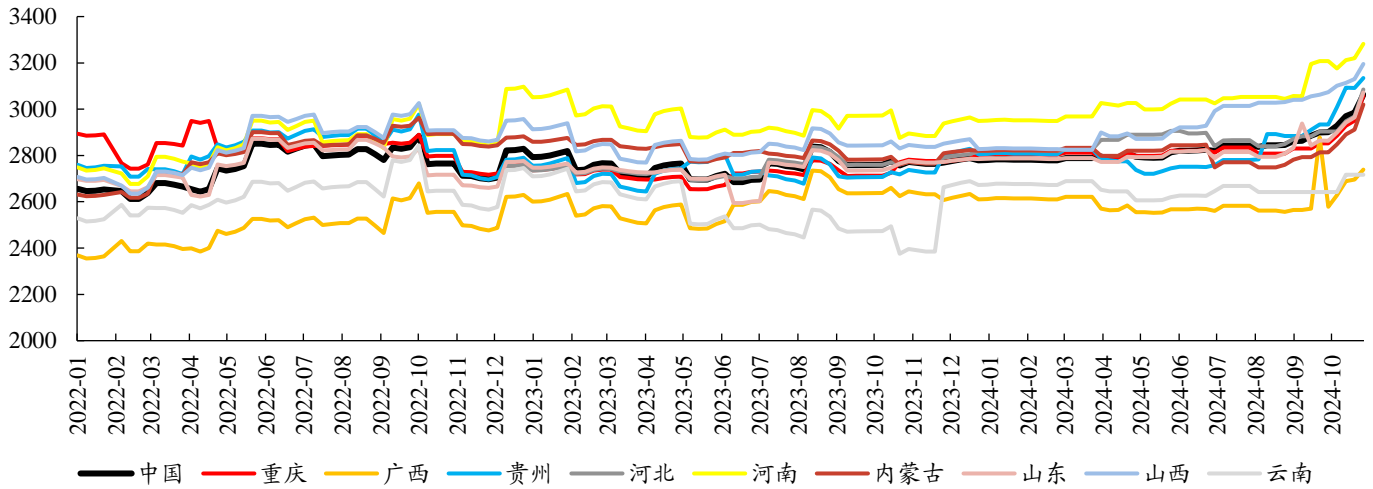
图28：几内亚铝土矿价格（CIF）不断上涨（美元/吨）



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

2.2.8、铝：矿石价格明显上涨，氧化铝成本不断上行

山西、河南地区氧化铝成本高位，在 3700 元/吨（含税）点位形成价格支撑。氧化铝生产成本可分为三档：（1）国产矿+国产氧化铝产线—集中在山西、河南地区；（2）进口矿+沿海/沿港氧化铝产线—集中在山东、广西地区；（3）海外矿+海外氧化铝产线—集中在印尼地区。近期伴随铝土矿价格高涨，氧化铝成本上行，截至 2024 年 11 月 1 日，河南地区氧化铝平均完全成本已达 3282 元/吨（不含税），同比+13%。

图29: 氧化铝完全成本不断抬升 (元/吨)


数据来源: Mysteel、开源证券研究所

2.2.9、铝: 海外氧化铝厂突发事件频发, 预计 2024 年海外氧化铝难有增量

海外氧化铝厂突发事件频发, 预计 2024 年海外氧化铝难有增量。2024 年 5 月底, 美铝澳大利亚 Kwinana 氧化铝厂溶出装置已全停, 预计 6 月初将无焙烧产量, 运行 60 余年的工厂将全部停产, 该工厂设计产能 219 万吨/年, 近年来由于成本高企等诸多原因不断减量; 2024 年 5 月 24 日, 力拓澳大利亚雅文 (Yarwun) 氧化铝厂和昆士兰 (Queensland) 氧化铝厂因天然气供应不足被迫降低产量, 主要系 3 月份昆士兰州 Bauhinia Downs 附近天然气管道发生火灾所致。此外, 印度 Lanjigarh 氧化铝厂近期因储水设施发生泄漏或将影响氧化铝厂正常运行, 或将加剧海外氧化铝供应紧张格局。

表12: 2024 年海外增产情况 (单位: 万吨)

国家	铝厂	所属集团	2024 年计划复产量	原因
巴西	Sao Luis	Alcoa/South32/Rio Tinto	18	复产
加拿大	Vaudreuil specialty alumina plant	Rio Tinto	2	产能置换
伊朗	Jajarm	Iran Alumina Company (IAC)	2	持续增产
牙买加	Jamalco	Century Aluminum/Clarendon Alumina Production	14	复产
印度	Lanjigarh alumina	Vedanta	16	10 月份新投产 150 万吨产能
印度	Pioneer Aluminium Industries Limited	Penna Group/Rescom Group	50	复产
印度尼西亚	SGAR	Inalum/Antam	12.5	9 月份新投产 100 万吨产能
合计			114.5	

资料来源: 阿拉丁、开源证券研究所

表13: 2024 年海外减产情况 (单位: 万吨)

国家	铝厂	所属集团	2024 年计划减产量	原因
澳大利亚	Kwinana	Alcoa	-100	永久停产
澳大利亚	Queensland Alumina	Rio Tinto/ Rusal	-20	天然气管道破裂被迫减产
澳大利亚	Yarwun	Rio Tinto	-40	天然气管道破裂被迫减产
澳大利亚	Worsley	South32/ Japan Alumina Soyuztsetna Alumina Pty Ltd	-18.6	传送带破裂影响
加拿大	Vaudreuil	Rio Tinto	-8	产能置换
合计			-186.6	

资料来源: 阿拉丁、开源证券研究所

2.2.10、铝: 关注国内沿海地区氧化铝产线投产节奏

预计 2025Q1 前氧化铝增量有限, 支撑价格高位运行。2024 年氧化铝新产能已投 260 万吨, 主要是魏桥、博赛以及内蒙古鑫旺的投复产, 目前广西华昇二期部分具备投料条件, 预计 2025Q1 投产, 目前来看 2024 年新增项目较为有限, 多数项目集中于 2025 年释放, 考虑到项目爬坡时间, 多数项目于 2025 年下半年才能贡献实质性增量, 因此我们认为 2024 年~2025Q1 新增沿海地区氧化铝产线贡献增量有限, 在国内矿复产缓慢的背景下, 支撑氧化铝价格高位运行。

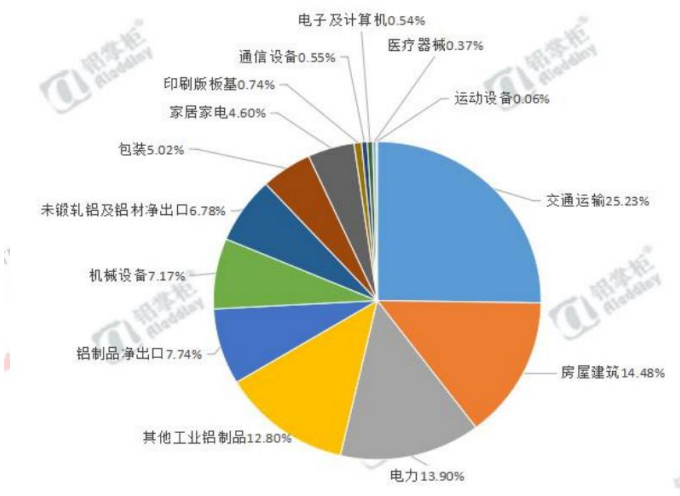
表14: 国内氧化铝项目新增产能众多

项目名称	规划产能	2024 年			2025 年 E											
		10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
魏桥沾化 迁建项目	400 万吨置换	100	100	-100	100		-100		100		-100					-100
山东鲁渝 博创铝业	100				观望		100									
山东鲁北 海生生物	100															100
河北文丰	480						160			160					160	
广西广投 北海	200														200	
广西华昇	200				100		100									

资料来源: 爱择咨询预测、开源证券研究所

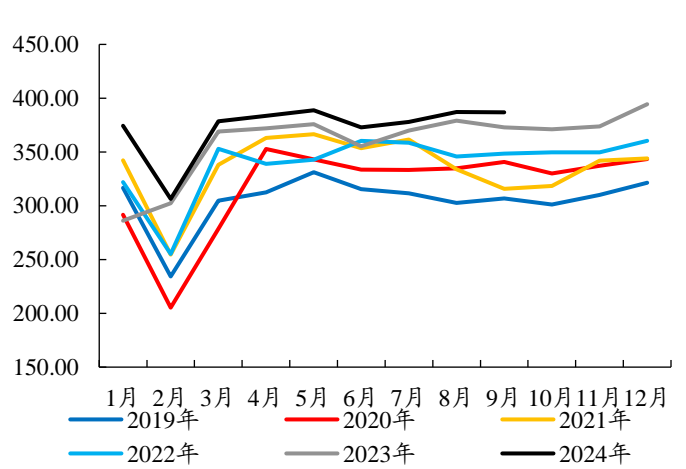
2.2.11、铝: 地产拖累逐步减弱, 铝行业需求坚挺

图30: 2024年9月房屋建筑占比降低, 地产拖累效应逐步减弱



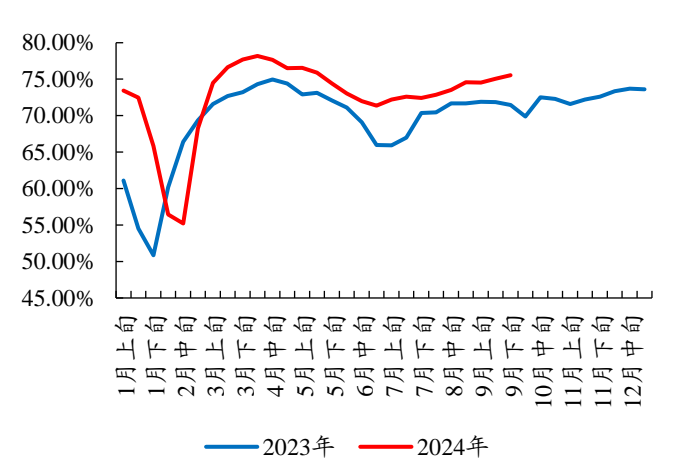
资料来源: 铝掌柜

图31: 电解铝表需表现坚挺 (万吨)



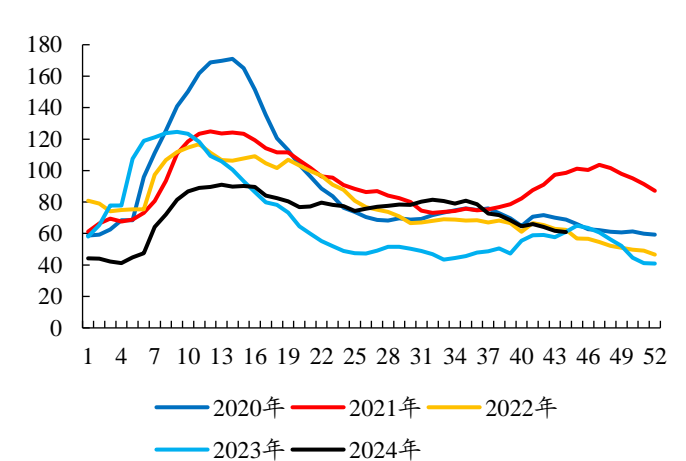
数据来源: Wind、开源证券研究所

图32: 铝行业需求坚韧, 铝水转化率回暖



数据来源: 阿拉丁、开源证券研究所

图33: 电解铝社会库存持续去库 (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

2.2.12、铝: 供需平衡表—预计 2024~2026 年都将处于供需紧平衡状态

供给约束下供需缺口持续扩大, 长期来看电解铝价格将维持强势。供给端, 国内产能基本见顶, 未来供给增长将更多依靠进口, 海外产能中短期增量有限, 但由于 LME 对俄铝进行制裁, 预计进出口将会对国内供需产生较大影响。需求端, 地产用铝对需求有一定拖累, 但伴随“以旧换新”政策的支持, 家电、汽车等领域的消费有望弥补地产拖累, 且在铜价上行的大周期中, “铝代铜”有望进一步拉升终端需求, 进而对电解铝价格形成有力支撑。基于供需平衡表测算, 我们认为 2024~2026 年电解铝都将处于供需紧平衡状态。

表15: 预计国内电解铝将持续处于紧平衡状态

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电解铝产量(万吨)	4,021.40	4,159.40	4,308.98	4,340.10	4,363.42
电解铝净进口量(万吨)	47.20	139.28	215.89	323.83	469.55
国内电解铝总供给(万吨)	4,068.60	4,298.68	4,524.87	4,663.93	4,832.97
YOY		5.66%	5.26%	3.07%	3.62%
未锻轧铝及铝材净出口量(剔除原铝,万吨)	468.42	400.82	501.03	526.08	552.38
国内电解铝总需求(万吨)	4,100.20	4,305.98	4,535.91	4,687.41	4,841.97
YOY		5.02%	5.34%	3.34%	3.30%
建筑用铝(万吨)	884.70	935.29	841.76	757.58	681.82
YOY		5.72%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
交通用铝(万吨)	825.87	887.25	973.54	1,067.74	1,169.20
YOY		7.43%	9.73%	9.68%	9.50%
电力电子用铝(万吨)	716.91	840.78	948.62	1,035.15	1,107.03
YOY		17.28%	12.83%	9.12%	6.94%
机械设备用铝(万吨)	290.54	295.23	299.22	303.26	307.35
YOY		1.61%	1.35%	1.35%	1.35%
耐用消费品用铝(万吨)	355.91	374.50	385.74	397.31	409.23
YOY		5.22%	3.00%	3.00%	3.00%
包装用铝(万吨)	440.90	449.09	458.08	467.24	476.58
YOY		1.86%	2.00%	2.00%	2.00%
其他用铝(万吨)	117.31	123.01	127.93	133.05	138.37
YOY		4.86%	4.00%	4.00%	4.00%
供需平衡(万吨)	-31.60	-7.30	-11.04	-23.48	-8.99

数据来源: SMM、开源证券研究所

2.2.13、铝: 投资建议

目前国内电解铝产能扩建受“产能天花板”严格限制,同时海外电解铝厂建设周期较长,且部分区域基础电网等设施配套不完整也在一定程度上拖累铝厂投产进度,预计未来三年其他海外新增项目释放缓慢,全球电解铝供给刚性逐步显现;成本端来看,预焙阳极、电力成本不断下行,电解铝盈利能力得到修复,但氧化铝受晋豫矿山停产影响价格不断上涨,重新审视产业链利润结构占比后,受益标的有中国铝业、中孚实业,推荐标的有中国宏桥、天山铝业、南山铝业、云铝股份、神火股份。

表16: 推荐及受益标的估值对比表 (截至 2024 年 11 月 28 日)

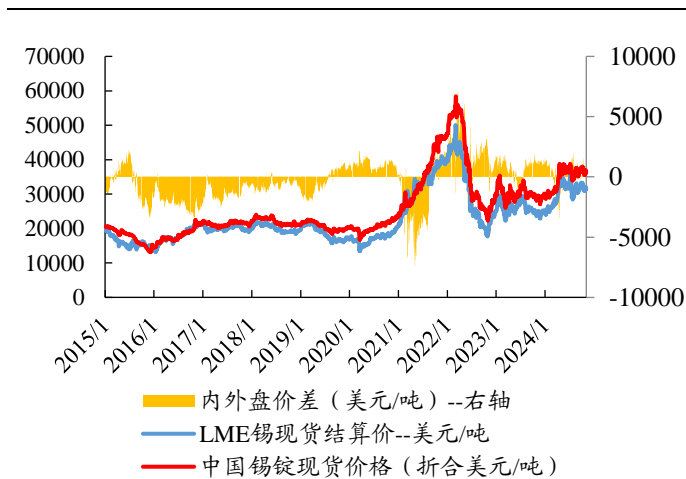
股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润			PE			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
1378.HK	中国宏桥	999.8	195.3	195.7	195.8	5.1	5.1	5.1	买入
601600.SH	中国铝业	1,290.2	134.0	148.0	161.0	9.6	8.7	8.0	未评级
000807.SZ	云铝股份	467.5	49.4	56.5	58.5	9.5	8.3	8.0	买入
000933.SZ	神火股份	357.2	48.7	58.1	66.9	7.3	6.1	5.3	买入
002532.SZ	天山铝业	371.2	42.5	44.8	49.6	8.7	8.3	7.5	买入
600219.SH	南山铝业	459.0	47.8	48.0	50.4	9.6	9.6	9.1	买入
600595.SH	中孚实业	115.9	10.5	14.1	17.8	11.0	8.2	6.5	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所 (中国宏桥、云铝股份、神火股份、天山铝业、南山铝业来自开源证券研究所预测, 其他公司盈利预测均来自 Wind 一致预期)

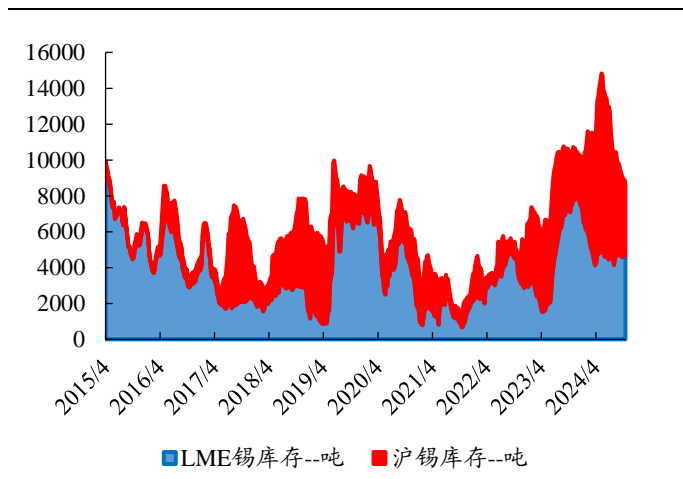
2.3、锡: 供给扰动延续, 需求稳步复苏

2.3.1、锡: 沪锡持续去库, 内盘价格高于外盘

沪锡持续去库, 内盘价格高于外盘。2024 年至今 (2024 年 11 月 7 日), 沪锡价格涨幅达 24.2%, 伦锡价格涨幅高达 25.7%, 涨幅基本持平, 主要系下半年印尼锡锭出口缓慢恢复, 海外锡锭紧缺格局得到缓解, LME 锡库存处于震荡阶段, 国内需求好转, 沪锡库存不断去库。

图34: 截至 2024 年 11 月 7 日内盘价格高于外盘价格约 565 美元/吨


数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 2024 年 5 月起国内进入去库阶段, 海外因印尼出口缓慢恢复库存震荡


数据来源: Wind、开源证券研究所

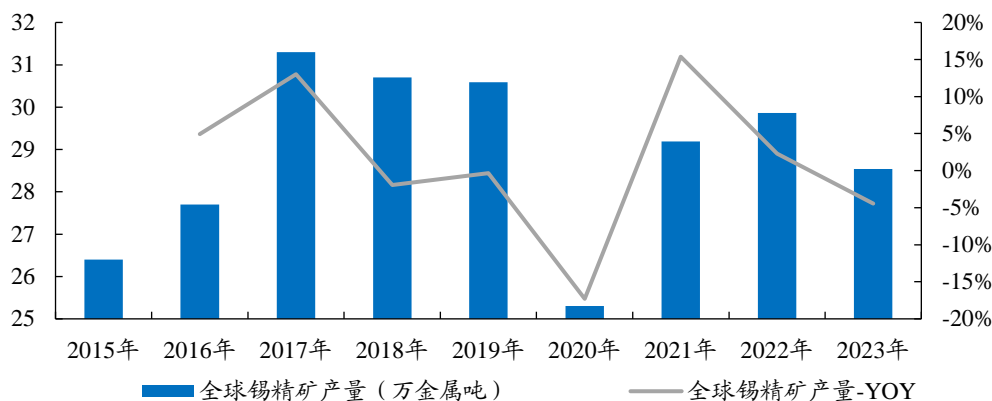
2.3.2、锡矿供给: 全球矿端供应整体呈此消彼长趋势, 2026 年前增量有限

锡矿产量整体波动不大, 目前产量水平不高。2017 年受缅甸锡矿产量大幅释放, 全球锡矿产量达到 2015 年至今的最高产量 31.3 万吨, 2018~2019 年产量波动不大, 2020 年主要受疫情影响, 矿山产量出现较大幅度减少。相较 2017~2019 年, 2021~2023 年锡矿产量较低, 我们判断主要系品位下滑导致存量矿山产量下降, 叠加印尼政策扰动所致。

全球矿端供给整体呈此消彼长趋势, 2025 年前增量有限。据我们统计, 2024~2026

年全球新增矿山有限且多为小矿山，且 2024 年受缅甸佤邦停产+印尼出口许可证发放延迟影响，全球矿端供给增量不及减量，若 2025 年缅甸佤邦正常生产且印尼出口许可证正常发放，叠加新投产矿山产量的释放，供应端增速或会提高。

图36: 历史上来看，全球锡矿产量难有大增长



数据来源: ITA、锡业股份年报、开源证券研究所

表17: 全球锡矿供给增量预测 (单位: 万吨)

单位: 万吨	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
中国	7.08	6.95	7.25	7.34	7.59
印尼	6.99	6.09	4.72	5.88	5.84
缅甸	4.00	3.99	1.95	2.96	2.96
秘鲁	2.90	2.62	3.27	3.00	3.00
巴西	1.70	1.75	1.88	2.11	2.15
玻利维亚	1.68	1.50	1.50	1.50	1.50
马来西亚	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
澳大利亚	0.97	1.05	1.12	1.26	1.53
刚果金	1.92	1.93	2.38	2.64	2.64
其他	2.27	2.31	2.32	2.59	3.09
矿产锡合计	29.86	28.54	26.72	29.63	30.65
YOY		-4.42%	-6.36%	10.86%	3.46%

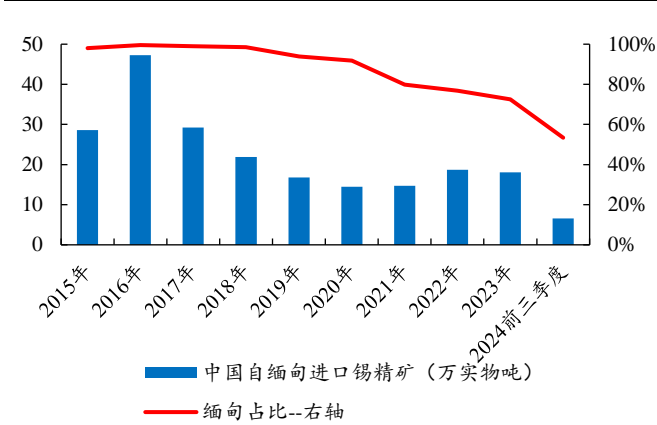
数据来源: ITA、各公司公告等、开源证券研究所

2.3.3、锡矿供给: 缅甸对中国锡精矿进口量影响大, 关注佤邦停产对国内矿端影响

缅甸对中国锡精矿进口量影响大, 关注佤邦停产对国内矿端影响。2015 年至今, 缅甸锡精矿进口对我国锡精矿进口变动影响举足轻重, 但自 2023 年 8 月 1 日起缅甸佤邦锡矿停产, 至今为止原矿端尚未复产, 缅甸供给占全球锡矿产量 10% 左右, 若长时间不复产, 将对锡矿供给侧产生重大影响。

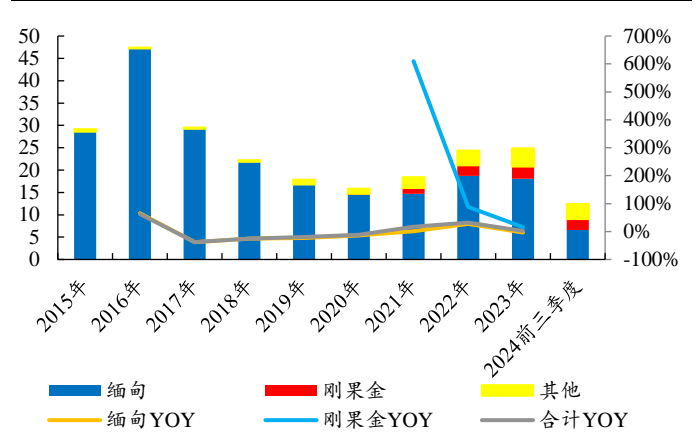
刚果金扩产进行中, 中国自刚果金进口锡精矿不断提高。伴随 Alphamin Resources 旗下 Bisie 锡矿投产, 中国自刚果金进口锡精矿不断提高, 关注 Bisie 锡矿扩产对供给的影响。

图37: 中国锡精矿进口对缅甸依赖度降低



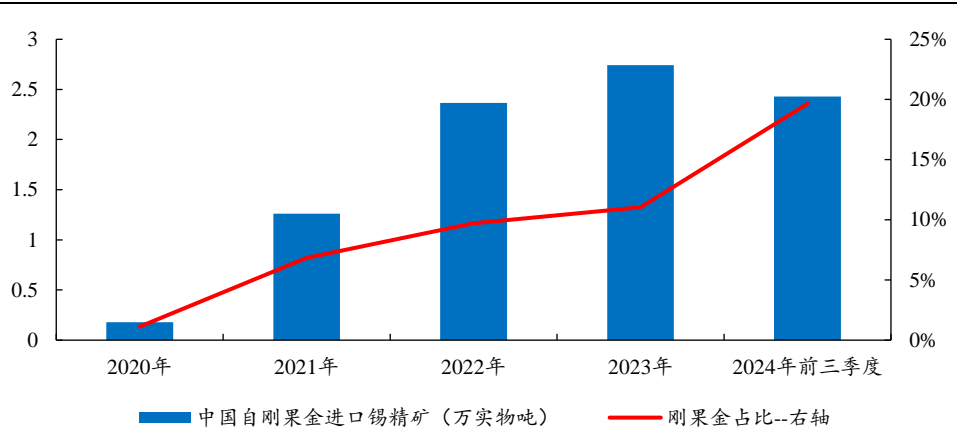
数据来源: Wind、开源证券研究所

图38: 缅甸对中国锡精矿进口量影响较大 (单位: 万实物吨)



数据来源: Wind、中国海关总署、开源证券研究所

图39: 中国自刚果金进口锡精矿不断增长

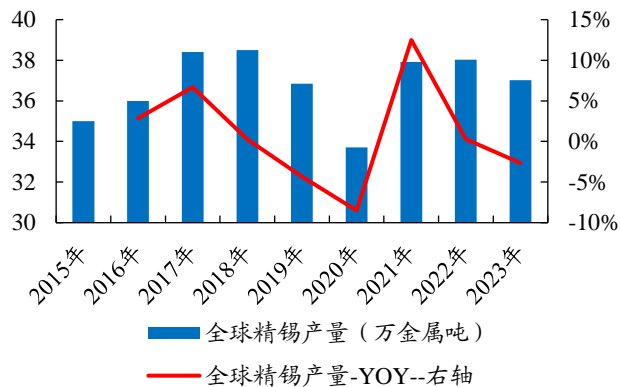


数据来源: Wind、中国海关总署、开源证券研究所

2.3.4、精锡供给: 印尼精锡出口逐步恢复正常

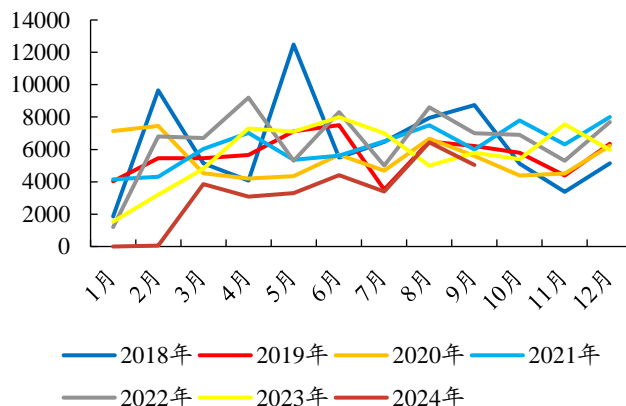
印尼精锡出口逐步恢复正常。伴随许可证的陆续发放, 印尼精锡出口量已逐步恢复至正常水平, 2024年9月印尼精锡出口5043吨, 同比-13%, 单月出口量已缓慢恢复至正常水平; 2024年前三季度印尼精锡出口合计2.96万吨, 同比减少40.5%, 主要受上半年出口许可证影响。

图40: 2023 年全球精锡产量同比-2.7%



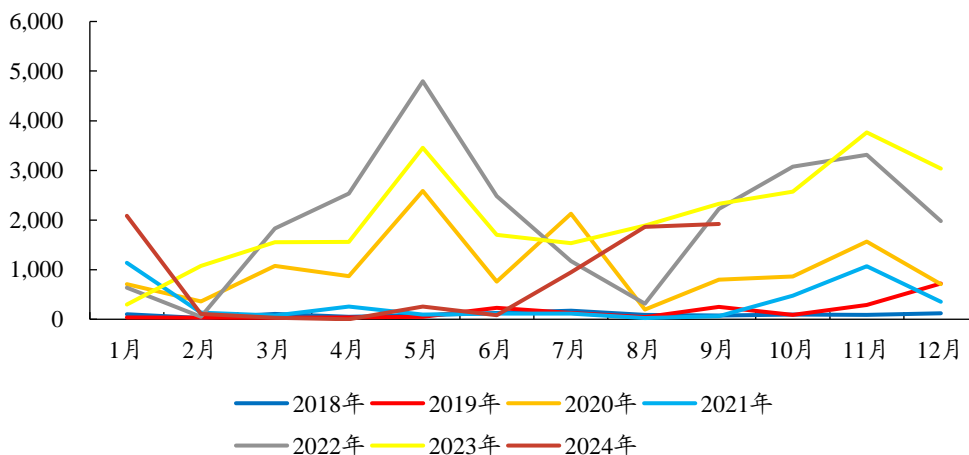
数据来源: Wind、海关总署、开源证券研究所

图41: 印尼精锡出口缓慢恢复 (吨)



数据来源: SMM、印尼贸易部、开源证券研究所

图42: 中国自印尼进口精锡缓慢恢复 (吨)

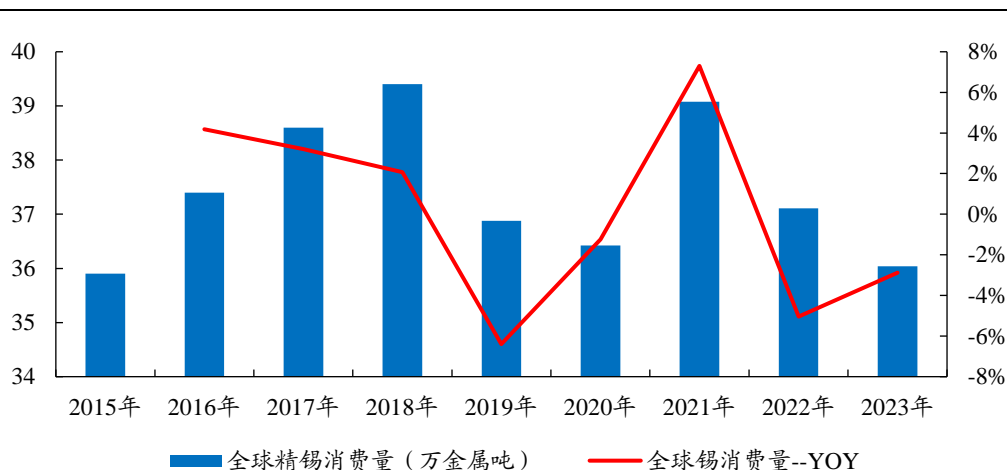


数据来源: Wind、海关总署、开源证券研究所

2.3.5、精锡需求：“新能源+智能化”有望打开锡需求向上空间

短期边际催化: 全球半导体销售额同比增速改善，日本集成电路成品库存持续减少，半导体补库周期在即。

长期催化: 步入工业 4.0 时代，大数据浪潮兴起有望打开锡需求向上空间。伴随大数据浪潮的兴起，数据存储量必将快速增长，半导体需求有望激增。据 ITA 数据，到 2030 年，数据存储量预计将是目前的 10 倍，届时大数据或将成为拉动锡需求的新增长极，但该需求在短期内难以兑现，或将在 2025 年之后贡献实际增量。

图43: 2023年全球精锡消费量同比-3%


数据来源: ITA、锡业股份年报、开源证券研究所

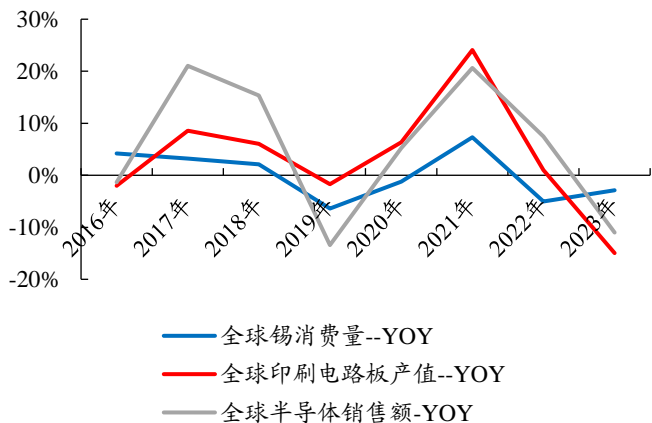
表18: 全球精锡需求测算 (单位: 万吨)

全球精锡需求	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
锡焊料	19.20	18.65	20.25	22.01	23.76
光伏	1.63	2.64	3.24	3.80	4.28
YOY		62%	25%	20%	15%
汽车电子	3.19	3.63	3.96	4.43	4.93
YOY		14%	9%	12%	11%
3C、计算机、通信等	13.40	11.39	12.07	12.80	13.57
YOY		-15%	6%	6%	6%
锡化工 (万吨)	6.13	5.70	5.58	5.53	5.47
YOY		-7%	-2%	-1%	-1%
马口铁 (万吨)	4.60	4.27	4.15	4.06	4.02
YOY		-7%	-3%	-2%	-1%
铅酸电池 (万吨)	2.80	2.85	2.94	3.03	3.12
YOY		2%	3%	3%	3%
铜锡合金 (万吨)	2.68	2.49	2.54	2.59	2.65
YOY		-7%	2%	2%	2%
其他 (万吨)	1.71	2.07	2.26	2.38	2.49
精炼锡需求合计	37.11	36.04	37.72	39.60	41.51
精炼锡需求 YOY		-3%	5%	5%	5%

数据来源: ITA、中汽协等、开源证券研究所

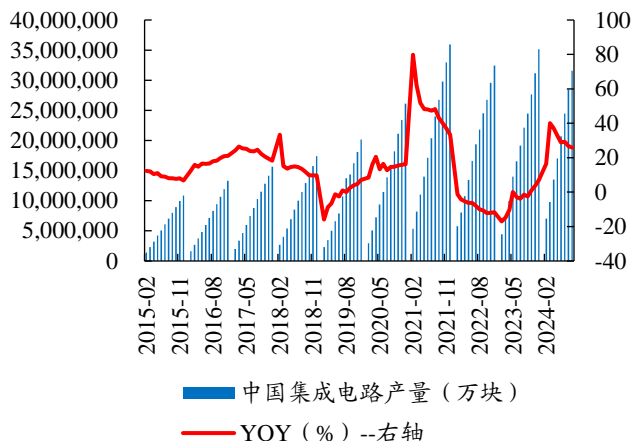
从中游数据看锡焊料需求复苏--2024年集成电路、PCB电路板都处于复苏状态，精锡消费有望回暖。通过全球精锡消费量增速和全球半导体销售额增速、全球印刷电路板产值增速的拟合，我们可以发现2018~2022年三者走势非常相似，2023年走势略微劈叉主要系光伏用锡增速较高，部分抵消掉电子行业的下滑所致。展望2024年，电子行业触底回暖，Prismark预计2024年全球印刷电路板产量同比增速由2023年的-15%转正至+5%，精锡消费有望回暖。

图44: 精炼锡需求增速和半导体销售额、印刷电路板产值增速高度相关



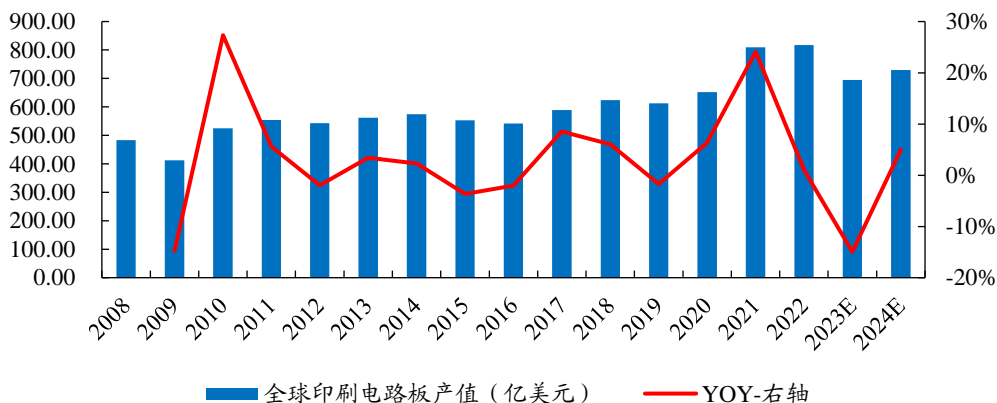
数据来源: ITA、Wind、开源证券研究所

图45: 2024年前三季度中国集成电路产量同比+26%(图中所示为月度累计值)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 预计2024年全球印刷电路板产值同比增长5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3.6、锡: 投资建议

整体来看, 锡行业供需格局较好, 需求端中短期有光伏、新能源车等新能源领域的催化, 长期有 5G、AI、工业互联网等新兴领域等蓝海市场, 但全球锡矿静态储采比仅 15 年, 资源具有一定的稀缺性, 长期来看, 锡价中枢有望逐步上行。推荐标的有锡业股份、华锡有色, 受益标的有兴业银锡。

表19: 推荐及受益标的估值对比表

股票代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000960.SZ	锡业股份	237.49	18.47	23.30	25.41	12.86	10.19	9.35	买入
600301.SH	华锡有色	118.92	7.48	8.08	10.78	15.90	14.72	11.03	买入

股票代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000426.SZ	兴业银锡	230.94	18.06	21.78	25.00	12.78	10.60	9.24	未评级

数据来源: Wind, 开源证券研究所

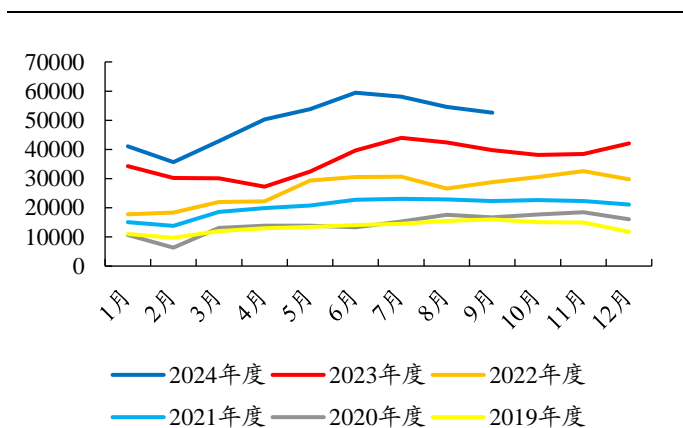
注: 锡业股份、华锡有色盈利预测来自于开源证券研究所预测, 兴业银锡盈利预测均来自于 Wind 一致预期(数据截至 2024 年 11 月 28 日)

3、能源金属：供给出清拐点显现，抢位周期底部

3.1、锂：多项目下调生产指引，库存拐点显现

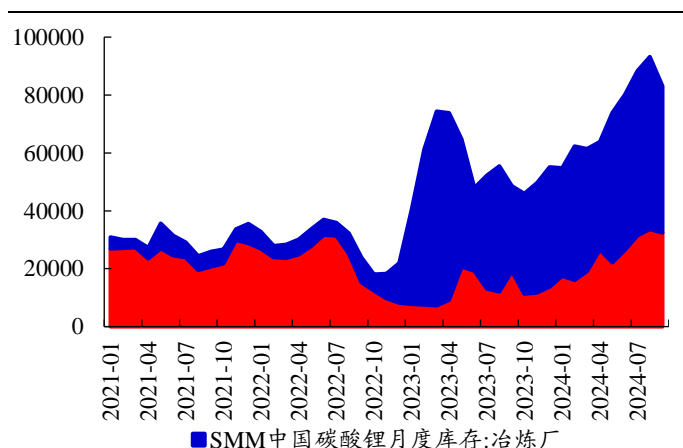
多项目下调生产指引，碳酸锂库存拐点显现。由于前期规划建设项目集中性地于 2023~2025 年陆续投产，锂行业近期整体处于过剩状态，价格一路下跌，最低跌至 7.15 万元/吨，已跌破部分矿山生产成本。受价格低迷影响，部分企业开始下调生产指引、推迟新建项目规划，以度过行业寒冬，比如 Mt Cattlin、Pilbara、Liontown 等矿山陆续下调产量指引，这也导致了锂盐供给端增量释放并未有预期般悲观，但整体仍处于过剩状态。伴随供给端的陆续出清以及需求端的稳定增长，碳酸锂库存拐点显现。

图47：2024 年中国碳酸锂产量快速增长（单位：万吨）



数据来源: MySteel、开源证券研究所

图48：2024 年 8 月碳酸锂开始去库（单位：吨）



数据来源: SMM、开源证券研究所

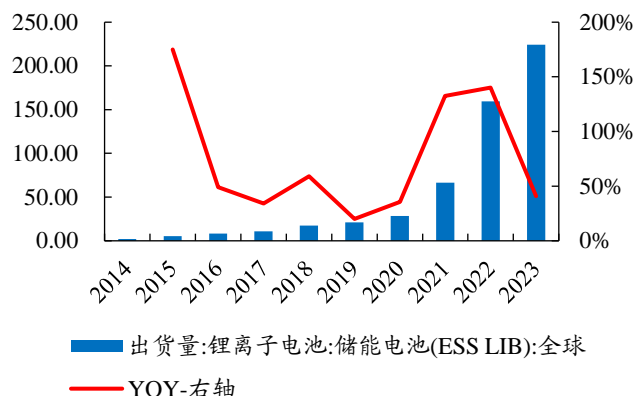
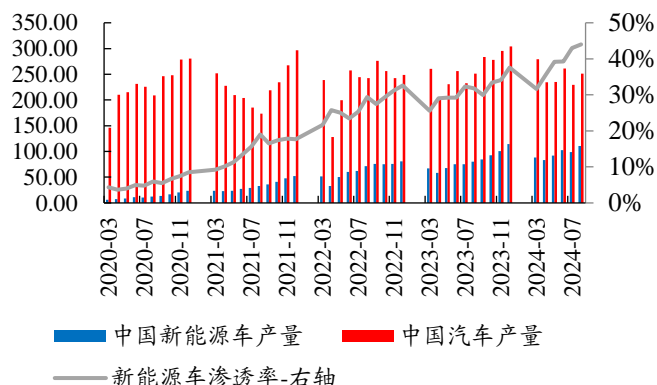
3.2、锂：新能源车温和增长，储能有望成为第二增长极

中国新能源车渗透率已达到 46%，关注海外市场成长性。2024 年 9 月中国新能源车渗透率已达到 46%，同比+16pct，考虑到北方因天气原因，新能源汽车推广难度较大，我们认为国内新能源汽车后续以温和增长为主，而以美国为主的海外市场新能源车渗透率相对有限，2024 年 9 月美国新能源车渗透率仅 10.5%，成长空间相对较大。

储能行业增速高涨，锂需求占比将不断提高。近年来储能锂离子电池出货量保持高增速，但由于基数较小，对锂需求贡献并不大，SMM 预计，从 2024 年至 2030 年全球储能市场的年均复合增长率（CAGR）预计为 23%。全球储能需求将显著增加，伴随储能行业基数的变大，对锂行业的定价或将愈发明显。

图49: 2024年9月中国新能源汽车渗透率达46%(单位:万辆)

图50: 储能锂离子电池需求高速增长(单位:GWh)



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3、锂: 投资建议

由于前期规划建设项目集中性地于 2023~2025 年陆续投产, 锂行业近期整体处于过剩状态, 价格一路下跌, 最低跌至 7.15 万元/吨, 已跌破部分矿山生产成本。受价格低迷影响, 部分企业开始下调生产指引、推迟新建项目规划, 以度过行业寒冬, 比如 Mt Cattlin、Pilbara、Liontown 陆续下调产量指引, 供给侧已开启逐步出清, 推荐标的: 中矿资源, 受益标的: 天齐锂业、盐湖股份、藏格矿业、永兴材料、中矿资源。

表20: 推荐及受益标的估值对比表(截至 2024 年 11 月 28 日)

股票代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002466.SZ	天齐锂业	621.04	-38.59	26.24	38.09	-11.50	16.91	11.65	未评级
000792.SZ	盐湖股份	959.45	49.05	56.51	66.59	9.05	7.85	6.66	未评级
000408.SZ	藏格矿业	443.63	25.22	28.82	42.13	17.59	15.39	10.53	未评级
002756.SZ	永兴材料	239.04	11.96	13.35	17.88	19.98	17.91	13.37	未评级
002738.SZ	中矿资源	272.22	6.99	11.07	18.00	38.94	24.59	15.12	买入

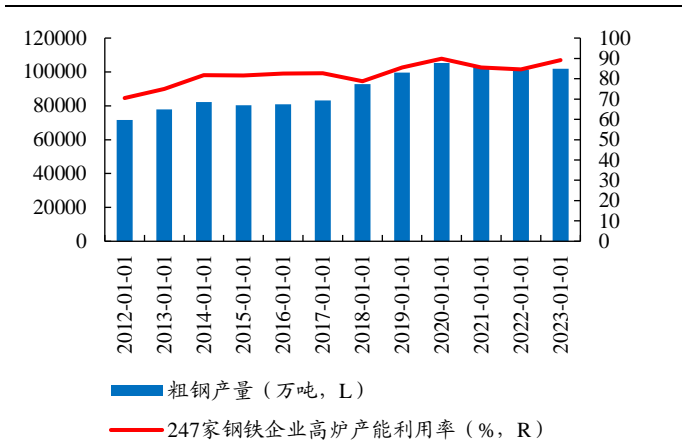
数据来源: Wind、开源证券研究所(中矿资源盈利预测为开源证券研究所预测, 其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期)

4、钢铁: 聚焦钢铁行业供给侧改革 2.0, 看好中美宽松周期共振

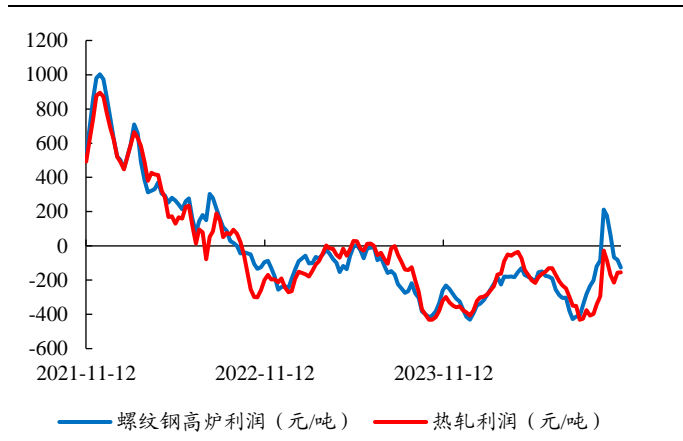
4.1、供给: 中钢协“一揽子政策建议”或将引领行业新篇章

中钢协“一揽子政策建议”或将引领行业新篇章。2024年10月25日, 中国钢铁工业协会信息发布会召开, 会议表示将加快研究推进产能治理和联合重组, 中钢协已着手加快相关研究、开展专项调研, 研究提出促进联合重组和完善退出机制的一揽子相关政策建议。我国钢铁行业长期面临产能过剩局面, 大量的过剩产能与落后产能使得产业链利润无法惠及钢企, 市场容易陷入恶性竞争, 影响高端钢材的创

新与研发和钢铁行业的长期健康发展。我们认为此次“一揽子政策建议”或将引领行业新篇章，联合重组方面，我们认为大型钢企通过并购整合低利润钢企有望实现规模效应和协同效应，提升收购企业与被收购企业的盈利能力。产能治理方面，部分优质企业承担较高的环保成本影响市场竞争，我们认为通过碳排放双控、超低排放改造等出清一批高成本、高污染的企业，有利于塑造公平的市场环境，有利于优质钢企的利润增长。

图51：我国钢铁产能利用率较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

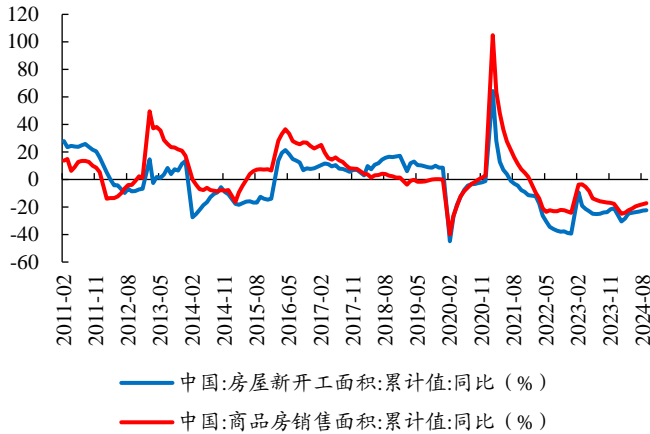
图52：钢企利润长期维持在较低水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、需求：地产有望企稳，关注钢结构带来的需求增长

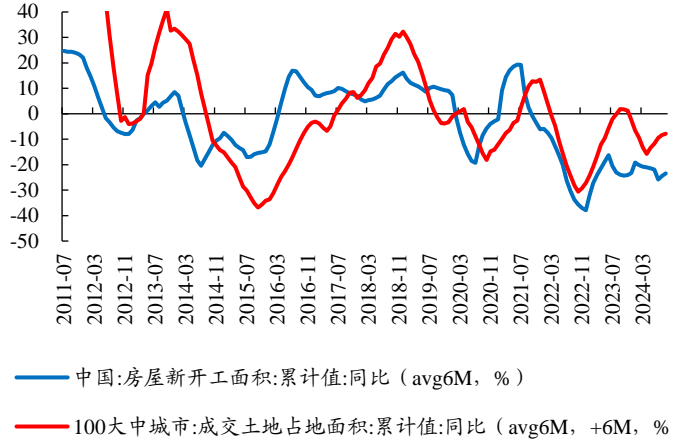
目前房地产市场仍然处于转型期的调整中。2024年1-10月份，全国房地产开发投资、商品房销售面积和销售额、房企到位资金等多指标累计降幅继续扩大。1—10月份，全国房地产开发投资95922亿元，同比下降9.3%；房屋施工面积822895万平方米，同比下降7.3%；房屋新开工面积79177万平方米，下降23.2%。10月份房地产开发投资、商品房销售额等指标出现了一定的边际改善迹象。我们认为，随着国家房地产政策“组合拳”的有效落地，房地产市场或将企稳，其中钢结构有望快速发展。根据中国钢结构协会预测，2025年，全国钢结构用量将达到1.4亿吨，占全国粗钢产量的比重达到15%以上，钢结构建筑占新建建筑面积达到15%以上。

图53: 全国房屋新开工面积同比仍处低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图54: 百城土地成交面积同比有所回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

4.3、需求: 地方政府化债力度较大, 关注水利基础设施投资的增长

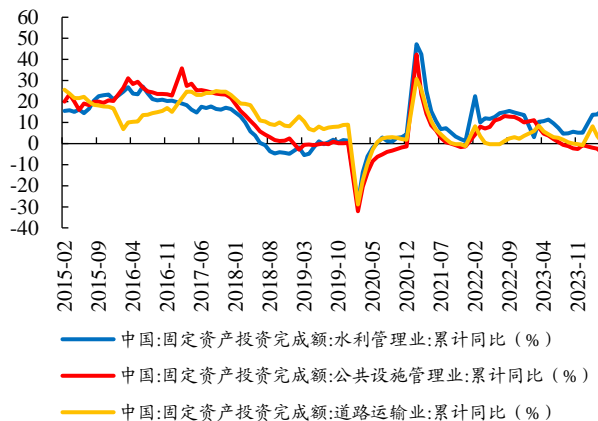
地方政府化债力度较大, 关注水利基础设施投资的增长。2024年11月8日, 全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》, 增加地方政府债务限额6万亿元, 用于置换存量隐性债务, 加上地方专项债4万亿元, 2万亿元债务自然到期, 五年内将化解12万亿隐性债务, 地方政府将更好发展经济、保障民生。2024年1-10月, 基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长5.8%。其中, 铁路运输业投资增长21.5%, 水利管理业投资增长5.2%, 道路运输业投资下降0.2%, 公共设施管理业投资下降2.5%。关注水利基础设施投资的快速增长带来的管道用钢的增加。

图55: 2024年1-10月基础设施投资完成额(不含电力) 同比增加5.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图56: 水利基础设施投资累计同比增速较快

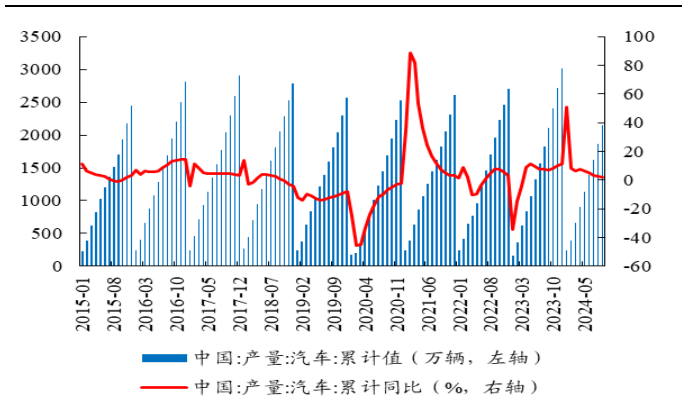


数据来源: Wind、开源证券研究所

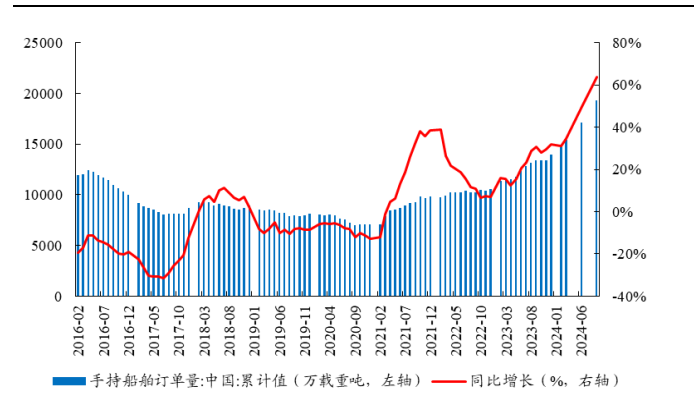
4.4、需求: 看好中美宽松周期共振带动制造业用钢增加

中美宽松周期共振带动制造业用钢增加。美联储自2024年9月18日进入降息周期, 我国央行处于宽松周期内, 中美宽松周期共振或将带动机械、汽车、船舶、

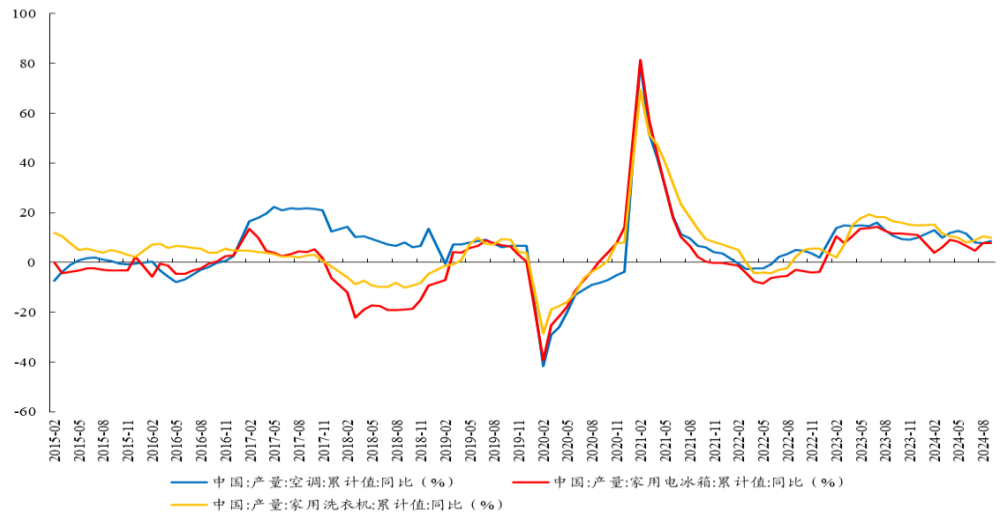
家电用钢需求的增加。2023 年底，相比美国的 837 辆/千人和日本的 629 辆/千人，我国千人汽车保有量仅为 236.6 辆，并且主要分布在我国东部地区，汽车保有量仍有较大上升空间。1-9 月，我国船舶行业三大指标保持快速增长，造船完工量同比增 18.2%，承接新船订单同比增 51.9%，手持船舶订单同比增 44.3%。机械、家电受益于下游需求复苏预期的影响，我们认为将有力的带动钢铁用量的增加。

图57：2024 年 1-9 月汽车产量同比增加 1.9%


数据来源： Wind、开源证券研究所

图58：2024 年 9 月中国手持船舶订单量同比增加 44.33%


数据来源： Wind、开源证券研究所

图59：以旧换新带动空冰洗产量增加


数据来源： Wind、开源证券研究所

4.5、聚焦钢铁行业供给侧改革 2.0，看好中美宽松周期共振

聚焦钢铁行业供给侧改革 2.0，看好中美宽松周期共振。供给侧，中钢协“一揽子政策建议”旨在促进联合重组与完善退出机制，我们认为此举或将重塑钢铁产业的市场竞争格局，优化产能过剩问题。需求侧，随着国家房地产政策“组合拳”的有效落地，房地产市场或将企稳，关注钢结构的快速发展。基建方面，地方政府化债力度较大，关注水利基础设施投资增长带来的用钢需求增加。制造业方面，看好中美宽松周期共振带动机械、汽车、船舶、家电用钢需求的增加。我们认为，钢

铁行业供给侧改革或将进入 2.0 时代，配合宽松周期带来的需求复苏，或将引领钢铁行业走出新篇章。

受益标的：受益于联合重组预期的八一钢铁、安阳钢铁、酒钢宏兴、本钢板材、中南股份；受益于钢结构快速发展的鸿路钢构、精工钢构、富煌钢构、山东钢铁；受益于水利基础设施投资的新兴铸管、金洲管道；产品结构中板材占比较高的华菱钢铁，南钢股份、宝钢股份，受益于油气、核电、不锈钢景气的久立特材、武进不锈、常宝股份、太钢不锈、甬金股份。

表21：部分钢铁股受益标的

股票代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
000932.SZ	华菱钢铁	301.22	50.79	30.05	37.31	5.9	10.0	8.1	未评级
002318.SZ	久立特材	232.57	14.89	14.62	17.10	15.6	15.9	13.6	未评级
002478.SZ	常宝股份	47.14	7.83	6.06	6.75	6.0	7.8	7.0	未评级
600019.SH	宝钢股份	1,455.42	119.44	93.12	107.32	12.2	15.6	13.6	未评级
600282.SH	南钢股份	254.62	21.25	24.12	26.53	12.0	10.6	9.6	未评级
603878.SH	武进不锈	38.04	3.52	2.91	3.40	10.8	13.1	11.2	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间截至 2024 年 11 月 28 日，公司业绩预测均来自 wind 一致预期）

5、盈利预测与投资建议

5.1、推荐标的及受益标的

贵金属：我们认为 2025 年特朗普的政策所引发的通胀与美元走弱逻辑，市场对利率预期的变化贯穿全年，支撑金价上行，需要关注美国政府效率委员会进行的改革措施，或许引致就业市场的快速塌陷，市场计入经济降温逻辑；关注移民与关税政策的落地，工资或许难以下行，通胀受到成本推动与需求拉动，或难以下降。推荐标的：山东黄金、中金黄金、山金国际、株冶集团，受益标的：招金矿业、湖南黄金、中国黄金国际。

铜：供给端，长期看，受成本抬升、利率、通胀等因素影响，目前铜价尚不足以刺激矿企进行大规模资本开支，从而对铜供给形成长期、持续的约束，短期看，年内新增项目有限+冶炼端蓄水池效应减弱，矿端紧缺将更直接影响下游价格端。需求端，从物质流模型看中国铜实际需求存在高估，国内铜需求放缓对全球消费影响或低于预期；而美国主要通过铜制品进口以弥补国内供给缺口，导致其铜实际需求存在低估。我们认为 2025 年铜供需结构矛盾将进一步凸显，支撑铜价中枢上行，推荐标的：具备产量成长性的紫金矿业及洛阳钼业，受益标的：以矿服业务为基础且资源端快速放量的金诚信。

铝：展望 2025 年，伴随新建产能的不断释放，氧化铝供应紧张格局或得到缓解，但 2025 年国内电解铝新增产能非常有限，电解铝环节或处于供需紧平衡状态，铝价或将持续维持高位，整体看，2025 年产业链利润或将向电解铝环节转移，推荐标的：中国宏桥、天山铝业、云铝股份、南山铝业、神火股份，受益标的：中国铝业、中孚实业。

锡：缅甸锡矿停产对供给端的实质性影响逐步兑现；全球半导体销售额持续增长，半导体库存周期拐点已现，或已进入主动累库阶段，关注下游主动扩产对锡消

费的拉动。整体看，锡的供需基本面强劲，支撑锡价高位运行。推荐标的有锡业股份、华锡有色。

锂：由于前期规划建设项目集中性地于 2023~2025 年陆续投产，锂行业近期整体处于过剩状态，价格一路下跌，最低跌至 7.15 万元/吨，已跌破部分矿山生产成本。受价格低迷影响，部分企业开始下调生产指引、推迟新建项目规划，以度过行业寒冬，比如 Mt Cattlin 下调产量指引、Pilbara 下调产量指引、中矿资源减少高成本矿石使用等等，供给侧已开启逐步出清，推荐标的：中矿资源，受益标的天齐锂业、盐湖股份、藏格矿业、永兴材料。

钢铁：我们认为，钢铁行业供给侧改革或将进入 2.0 时代，配合宽松周期带来的需求复苏，或将引领钢铁行业走出新篇章。受益标的：受益于联合重组预期的八一钢铁、安阳钢铁、酒钢宏兴、本钢板材、中南股份；受益于钢结构快速发展的鸿路钢构、精工钢构、富煌钢构、山东钢铁；受益于水利基础设施投资的新兴铸管、金洲管道；产品结构中板材占比较高的华菱钢铁，南钢股份、宝钢股份，受益于油气、核电、不锈钢景气的久立特材、武进不锈、常宝股份、太钢不锈、甬金股份。

5.2、盈利预测与估值

表22：有色板块部分推荐及受益标的

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600547.SH	山东黄金	1,082.57	23.28	35.95	40.42	46.51	30.11	26.78	买入
000975.SZ	山金国际	446.50	14.24	23.15	28.83	31.35	19.29	15.49	买入
600489.SH	中金黄金	598.16	29.78	37.88	45.52	20.09	15.79	13.14	买入
600961.SH	株冶集团	93.23	6.11	7.31	8.32	15.26	12.75	11.21	买入
601899.SH	紫金矿业	4,127.55	211.19	327.80	397.97	19.54	12.59	10.37	买入
603993.SH	洛阳钼业	1,544.35	82.50	118.13	134.96	18.72	13.07	11.44	买入
603979.SH	金诚信	241.39	10.31	15.78	21.50	23.41	15.30	11.23	未评级
601168.SH	西部矿业	396.77	27.89	36.94	43.28	14.22	10.74	9.17	未评级
600362.SH	江西铜业	722.33	65.05	73.22	76.60	11.10	9.87	9.43	未评级
000737.SZ	北方铜业	151.01	6.19	10.50	12.53	24.40	14.38	12.06	未评级
000878.SZ	云南铜业	250.45	15.79	21.72	23.94	15.86	11.53	10.46	未评级
000630.SZ	铜陵有色	417.05	26.99	38.89	44.19	15.45	10.72	9.44	未评级
000408.SZ	藏格矿业	443.63	34.20	25.22	28.82	12.97	17.59	15.39	未评级
002756.SZ	永兴材料	239.04	34.07	11.97	13.36	7.02	19.97	17.89	未评级
002738.SZ	中矿资源	272.22	22.08	15.17	16.79	12.33	17.94	16.21	买入
000960.SZ	锡业股份	237.49	14.08	22.11	25.46	16.86	10.74	9.33	买入
600301.SH	华锡有色	118.92	3.14	7.47	9.39	37.93	15.93	12.67	买入
000426.SZ	兴业银锡	230.94	9.69	17.84	21.21	23.82	12.94	10.89	未评级
1378.HK	中国宏桥	1,082.11	114.61	144.42	157.80	9.44	7.49	6.86	买入
601600.SH	中国铝业	1,290.17	67.17	133.10	148.48	19.21	9.69	8.69	未评级
000807.SZ	云铝股份	467.48	39.56	49.66	58.07	11.82	9.41	8.05	买入
000933.SZ	神火股份	357.20	59.05	48.06	58.23	6.05	7.43	6.13	买入
002532.SZ	天山铝业	371.22	22.05	40.63	44.68	16.83	9.14	8.31	买入
600219.SH	南山铝业	458.98	34.74	48.18	49.87	13.21	9.53	9.20	买入
600595.SH	中孚实业	115.87	11.59	10.47	15.16	10.00	11.07	7.65	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：截至2024年11月28日，山东黄金、山金国际、中国宏桥、云铝股份、神火股份、天山铝业、南山铝业、中矿资源、锡业股份、紫金矿业、洛阳钼业盈利预测与估值来自开源证券研究所，其他公司盈利预测与估值均来自wind一致预期）

表23：钢铁板块部分受益标的

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
000932.SZ	华菱钢铁	301.22	50.79	30.05	37.31	5.93	10.02	8.07	未评级
002318.SZ	久立特材	232.57	14.89	14.62	17.10	15.62	15.91	13.60	未评级
002478.SZ	常宝股份	47.14	7.83	6.06	6.75	6.02	7.77	6.99	未评级
600019.SH	宝钢股份	1,455.42	119.44	93.12	107.32	12.19	15.63	13.56	未评级
600282.SH	南钢股份	254.62	21.25	24.12	26.53	11.98	10.55	9.60	未评级
603878.SH	武进不锈	38.04	3.52	2.91	3.40	10.82	13.09	11.19	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：截至2024年11月28日，公司盈利预测与估值均来自wind一致预期）

6、风险提示

黄金：美联储继续加息，地缘政治风险。

铜：产能释放节奏不及预期、矿石及铜精矿销售节奏不及预期、矿石品位超预期、矿石回收率超预期提升等。

铝：国内需求不急预期；海外电解铝产能释放超预期。

能源金属：新能源车需求不及预期、储能需求不及预期、海外锂矿项目进展不及预期、非正式立项项目资源流入过多。

钢铁：房地产未能企稳，政策措施落地不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn