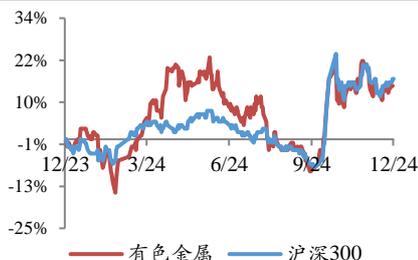


## 有色金属年度策略：千帆过尽，向新而行

行业评级：增持

报告日期：2024-12-13

### 行业指数与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：牛义杰

执业证书号：S0010524050005

邮箱：niuyj@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

### 相关报告

1. 锂：下游需求超预期，锂价反弹动能仍在 2024-11-21
2. 海外供应端扰动，或将提升稀土价格 2024-11-04
3. 铜铝库存去化，旺季有望提振价格 2024-08-11

### 主要观点：

#### ● 年初至今有色板块走势分化，铜板块领涨

年初至 2024/12/12 收盘，沪深 300 涨幅为 17.41%，上证指数涨幅为 16.36%，有色金属板块涨幅 13.36%。有色二级子板块中工业金属（+22.9%）和贵金属（+21.5%）涨幅最高，三级子板块中铜板块领涨，涨幅达 23.8%。

#### ● 贵金属：降息落地利好兑现，短期回调不影响中长期增长逻辑

年初至今美联储降息、地缘政治冲突、美就业数据不及预期等因素影响黄金价格震荡上行。近期来看，特朗普胜选带动美元及美债收益率上行对黄金价格有所压制，但全球地缘政治冲突不断推动避险情绪升级，人民银行时隔 6 个月再次购入黄金，美联储仍在降息通道，金价具备支撑。长期来看，美国联邦政府偿债压力较大，美国新任政府的通胀和赤字存在不确定性，黄金空间仍存。

#### ● 工业金属：政策刺激需求改善，供给端仍存变量

**铝：**供给方面，“双碳”硬性约束国内电解铝产能，截至 2024 年 10 月产能利用率已达 97.45%，产能触及天花板。需求方面，2024 年 1-10 月国内电解铝需求同比+5.72%，随着地产行业筑底回稳+政策刺激，轻量化及新能源等新兴领域贡献弹性，电解铝需求预计稳中有升。成本方面，年初至今氧化铝现货紧张导致价格持续上行，影响电解铝端的利润，2025 年氧化铝产能陆续释放，动力煤和预焙阳极价格止跌回稳，利润有望修复。

**铜：**铜矿供应持续紧张，根据 SMM，2025 年铜精矿长单加工费 benchmark 为 21.25 美元/吨（2024 年为 80 美元/吨），加工端利润承压，矿冶矛盾持续演绎。需求方面，2024 年 1-10 月国内电网工程投资完成额同比+20.7%，电力需求持续增长。

#### ● 能源金属：澳矿普遍亏损，锂行业出清开始

海外供给端减产信息频现，澳大利亚目前已有部分矿山宣布计划停产，我们认为整个行业减产或停产的信号还会继续出现。从碳酸锂行业的整体发展节奏看，产能深度整合已经开始，结合行业成本分布，在碳酸锂当前 7.5 万元/吨的价格下已经有较强的支撑力度，锂价初步触底。

#### ● 稀土：24 年配额增速放缓，供需改善是大趋势

供给端，2024 年第二季度开始，第一、二批稀土配额增速放缓，叠加前期大幅跌价后稀土企业挺价意愿强，供给呈现边际收紧趋势。需求端，前期下游厂商持续去库存，金九银十是电动车、风电传统旺季，集中采购带来需求的边际回暖。

#### ● 投资建议

政策刺激需求复苏，供给端仍然存在不确定性，铝板块关注具备能源成本和原料成本优势的标的，推荐煤铝一体的神火股份、铝产业链一

体化的中国宏桥，建议关注云南水电优势的云铝股份、疆煤成本优势的天山铝业；金、铜关注自给率高的矿企紫金矿业、洛阳钼业等；澳矿停产锂行业加速出清，当前可适当左侧布局，建议关注赣锋锂业。

● **风险提示**

降息幅度和频率不及预期；下游需求不及预期；海外经营风险；矿山安全及环保风险等。

## 正文目录

1 年初至今有色板块走势分化，铜板块领涨.....	5
2 贵金属：降息落地利好兑现，短期回调不影响中长期增长逻辑.....	7
3 工业金属：政策刺激需求改善，供给端仍存变量.....	8
3.1 铝：供给硬约束，关注低成本铝企.....	8
3.2 铜：矿冶矛盾持续演绎，静待明年需求催化.....	10
4 能源金属：澳矿普遍亏损，锂行业出清开始.....	12
5 稀土：2024 年配额增速放缓，供需改善是大趋势.....	14
风险提示：.....	17

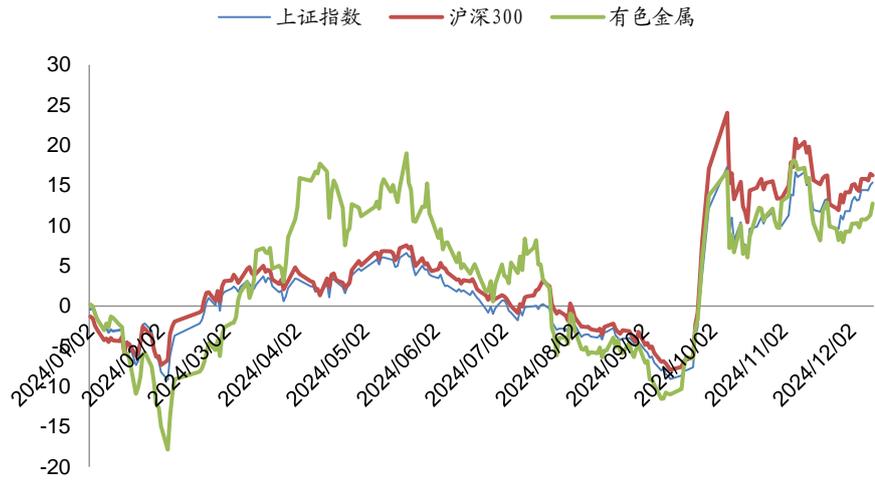
## 图表目录

图表 1 2024 年初至今有色金属板块走势 (%)	5
图表 2 2024 年初至今申万一级板块涨跌幅 (%)	5
图表 3 年初至今有色二级子板块涨跌幅	6
图表 4 年初至今有色三级子板块涨跌幅	6
图表 5 年初至今有色涨幅前五 (%)	6
图表 6 年初至今有色跌幅前五 (%)	6
图表 7 年初至 2024/12/11 主要金属价格变动情况 (%)	7
图表 8 上海黄金交易所 Au9999 收盘价 (元/克)	7
图表 9 2024 年美元指数及十年期美债收益率波动情况	7
图表 10 美联储降息预测	8
图表 11 美国联邦政府债务	8
图表 12 黄金上市公司盈利一致预期及估值	8
图表 13 2023 年初至今国内氧化铝现货价格 (元/吨)	9
图表 14 2023 年初至今国内铝现货均价 (元/吨)	9
图表 15 国内电解铝产能及利用率	9
图表 16 国内电解铝需求量 (万吨)	9
图表 17 2025 年国内氧化铝拟投产产能 (万吨)	10
图表 18 氧化铝期货价格 (元/吨)	10
图表 19 铝企盈利一致预期及估值	10
图表 20 年初至今 LME 铜现货价格 (美元/吨)	11
图表 21 近一年铜精矿 TC (美元/吨)	11
图表 22 2023 年全球铜矿产量分布	11
图表 23 2023 年全球铜矿储量分布	11
图表 24 国内电网投资完成额及同比	12
图表 25 国内电源投资完成额及同比	12
图表 26 碳酸锂及氢氧化锂价格	13
图表 27 锂精矿进口数据	13
图表 28 全球 24-25 年主要锂资源投产或扩建项目	13
图表 29 国内碳酸锂月度产量 (吨)	14
图表 30 氧化镨钕现货价格	15
图表 31 氧化镓及氧化铟价格	15
图表 32 全球稀土产量情况 (折稀土氧化物, 万吨)	16
图表 33 2024 年前二批稀土开采、冶炼分离总量控制指标情况	16

# 1 年初至今有色板块走势分化，铜板块领涨

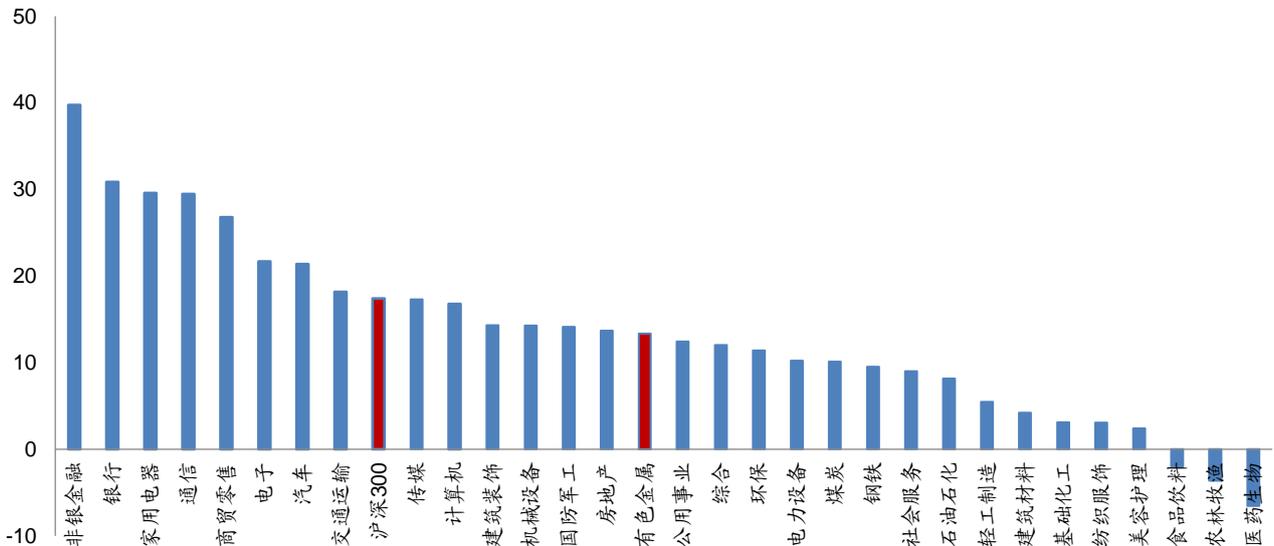
年初至今有色板块走势稳健。年初至2024/12/12收盘，沪深300涨幅为17.41%，上证指数涨幅为16.36%，有色金属板块涨幅13.36%，在31个申万一级行业中排第15。

图表 1 2024 年初至今有色金属板块走势 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

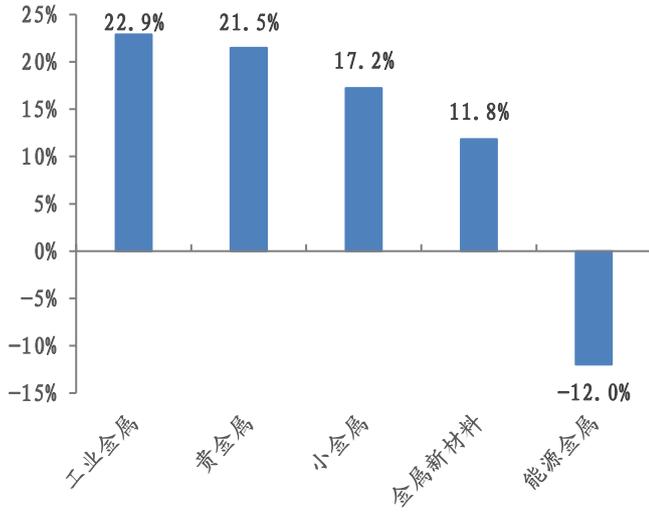
图表 2 2024 年初至今申万一级板块涨跌幅 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

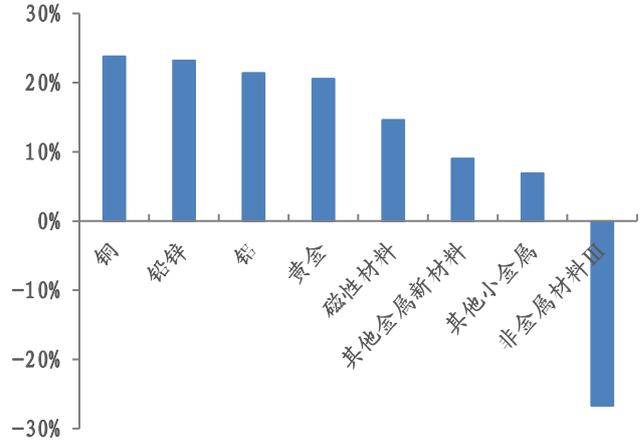
工业金属涨幅领跑行业。年初至2024/12/12收盘，工业金属和贵金属涨幅分别为+22.9%和+21.5%，三级子板块中铜板块涨幅最高，达到23.8%。

图表 3 年初至今有色二级子板块涨跌幅



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

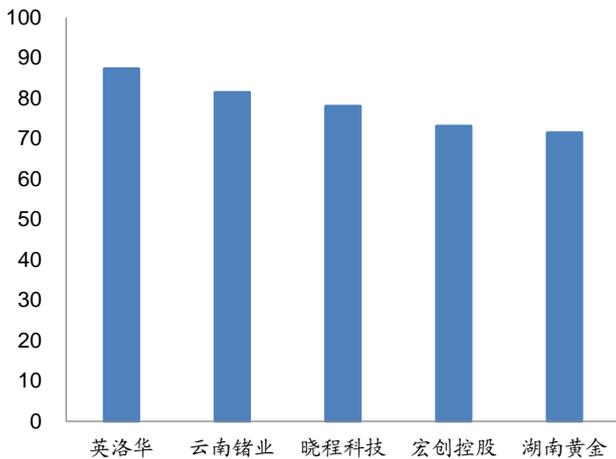
图表 4 年初至今有色三级子板块涨跌幅



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

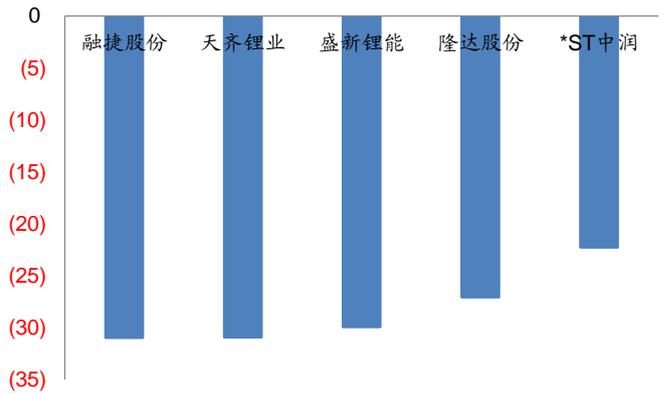
个股方面，剔除 2024 年新上市的标的，年初至 2024/12/12 收盘，有色板块涨幅前三分别为英洛华 (+87.33%)、云南锗业 (+81.48%)、晓程科技 (+78.07%)，人形机器人等新兴技术带动下高成长小金属获得市场更多关注；跌幅前三分别为融捷股份 (-30.98%)、天齐锂业 (-30.93%)、盛新锂能 (-29.94%)，能源金属板块整体承压。

图表 5 年初至今有色涨幅前五 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

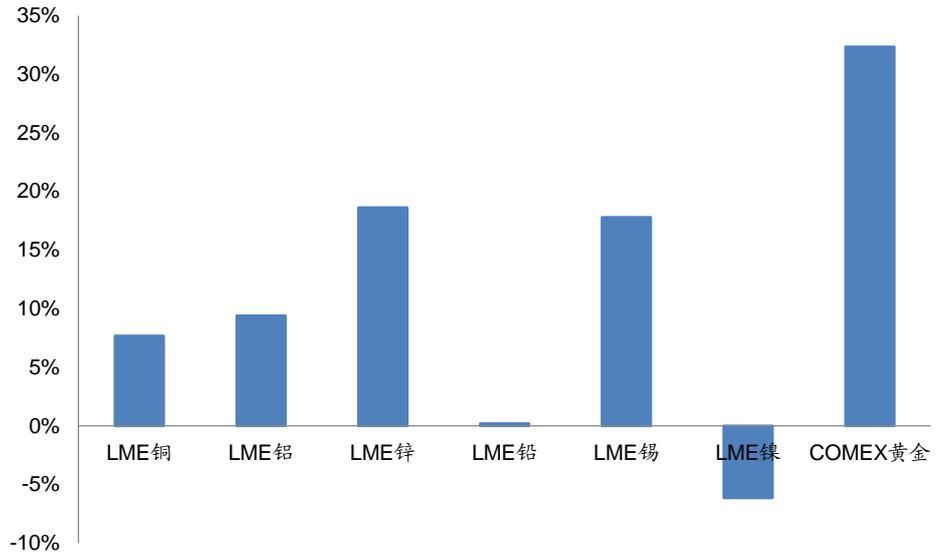
图表 6 年初至今有色跌幅前五 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

金属价格方面，截至 2024/12/11，COMEX 黄金价格为 2728.4 美元/盎司，较年初涨幅达到 32.34%，LME 铜/铝/锌价格分别为 9077/2556/3092 美元/吨，较年初涨幅分别为 7.67%/9.39%/18.62%。

图表 7 年初至 2024/12/11 主要金属价格变动情况 (%)

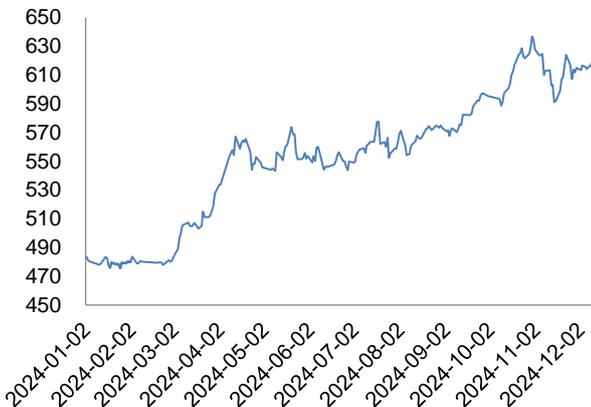


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 2 贵金属：降息落地利好兑现，短期回调不影响中长期增长逻辑

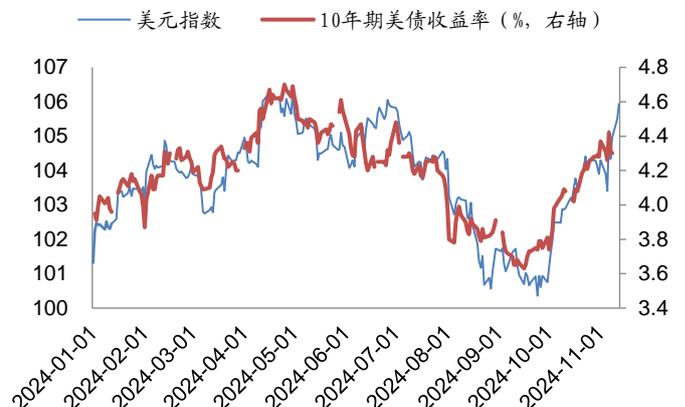
全年降息预期下黄金价格震荡上行，近期特朗普交易抑制金价。截至 2024 年 12 月 11 日，上海黄金交易所黄金收盘价为 624.79 元/克，较年初+29.18%。回顾全年黄金价格，3 月央行购金及全球地缘政治冲突带动黄金走高，9 月美联储降息落地，11 月总统选举中共和党获得更多的选举人票，特朗普“美国优先”的主张带动美元指数及美国债收益率走强，地缘政治冲突预期减弱，对黄金价格有一定的抑制。

图表 8 上海黄金交易所 Au9999 收盘价 (元/克)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 9 2024 年美元指数及十年期美债收益率波动情况



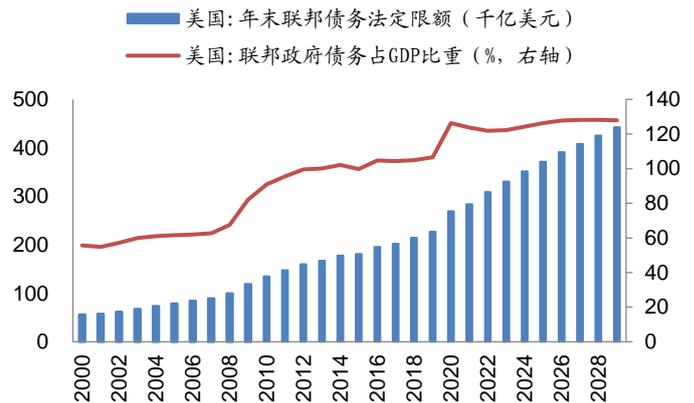
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

**降息通道+央行重启购金，黄金上行逻辑依旧。**根据芝商所 Fedwatch 预测，12 月议息会议降息 25 个基点的概率约为 88.9%，2025 年内降息大概率落在 50 个基点。我们认为当前金价或许已经反应了市场预测下的降息幅度和频率，但后续金价空间仍存：1) 通胀预期及通胀风险溢价；2) 美国新任政府实行贸易保护主义和逆全球化政策带来的避险情绪；3) 美国国债偿债压力较大。因此尽管短期美国经济政策的强势，但在全球多极博弈的背景下，经济格局重塑，黄金价格具备长期上行空间。

图表 10 美联储降息预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	88.9%	11.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%	72.3%	8.7%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.5%	54.2%	30.3%	3.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	26.6%	46.1%	21.1%	2.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.9%	14.4%	35.5%	34.7%	12.4%	1.1%
2025/7/30	0.0%	0.5%	5.0%	19.6%	35.3%	29.2%	9.6%	0.8%
2025/9/17	0.1%	1.7%	8.9%	23.8%	33.7%	24.0%	7.2%	0.6%
2025/10/29	0.4%	3.1%	11.8%	25.7%	31.8%	20.7%	6.0%	0.5%
2025/12/10	0.8%	4.4%	13.8%	26.6%	30.2%	18.6%	5.2%	0.4%

图表 11 美国联邦政府债务



资料来源：CME，华安证券研究所；注：预测截至 2024 年 12 月 10 日

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 12 黄金上市公司盈利一致预期及估值

公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
紫金矿业	16.24	4208.17	211.19	322.84	382.44	434.56	0.80	1.22	1.44	1.64	20.24	13.37	11.28	9.93
山东黄金	25.03	1014.40	23.28	35.29	49.39	60.91	0.52	0.79	1.10	1.36	43.95	31.68	22.69	18.39
中金黄金	13.06	633.06	29.78	37.54	43.98	50.83	0.61	0.77	0.91	1.05	16.21	16.86	14.38	12.45
山金国际	17.28	479.82	14.24	23.30	28.71	33.95	0.51	0.84	1.03	1.22	29.24	20.57	16.72	14.14
赤峰黄金	17.28	287.52	8.04	16.15	19.86	22.95	0.48	0.97	1.19	1.38	35.76	17.80	14.47	12.52
湖南黄金	18.88	226.95	4.89	10.39	14.09	17.78	0.41	0.86	1.17	1.48	46.40	21.89	16.12	12.78

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；股价截至 2024/12/12 收盘，预测均来自 ifind 一致预期均值

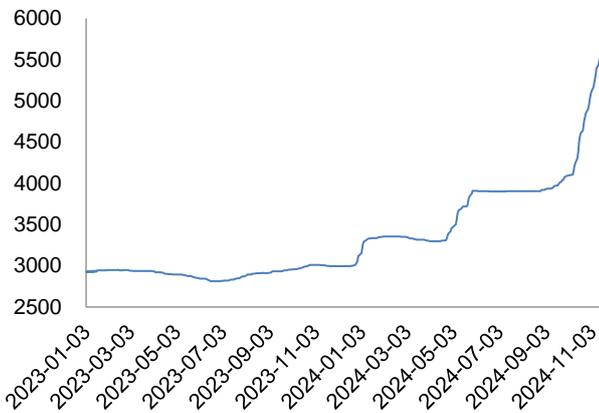
### 3 工业金属：政策刺激需求改善，供给端仍存变量

#### 3.1 铝：供给硬约束，关注低成本铝企

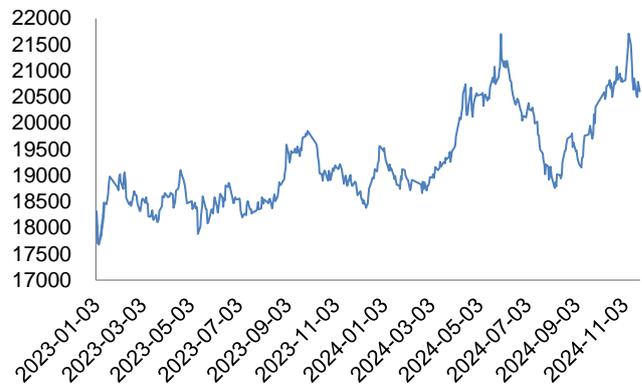
**年初至今氧化铝价涨提供成本支撑。**2023 年底几内亚油库事件引起国内铝土矿供给担忧，后续国内铝土矿检修、复垦等因素停产，海外航运问题等导致铝土矿供给不畅，氧化铝价格持续走高，由于 1 吨电解铝需要约 2 吨的氧化铝，氧化铝价格上行为电解铝提供成本支撑。同时面临预焙阳极、动力煤（对应电力成本下降）等价

格走低，电解铝利润受到氧化铝价格波动影响更大。对应到个股来看，2024 年年初至今具备电解铝上游布局的铝企股价涨幅更高，中国宏桥、中国铝业、南山铝业、天山铝业等实现一体化布局的企业充分享受到氧化铝价格上涨的红利。

图表 13 2023 年初至今国内氧化铝现货价格（元/吨）



图表 14 2023 年初至今国内铝现货均价（元/吨）

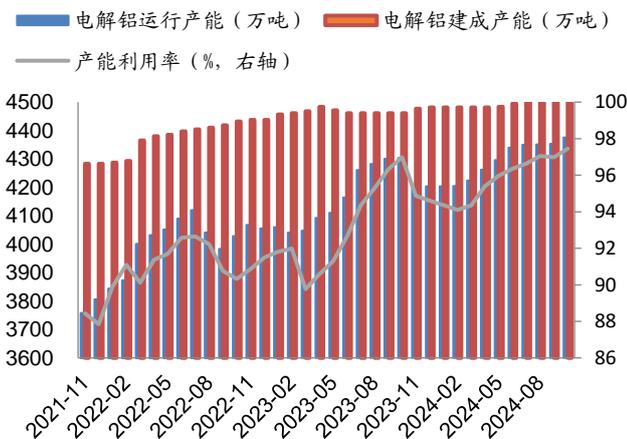


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

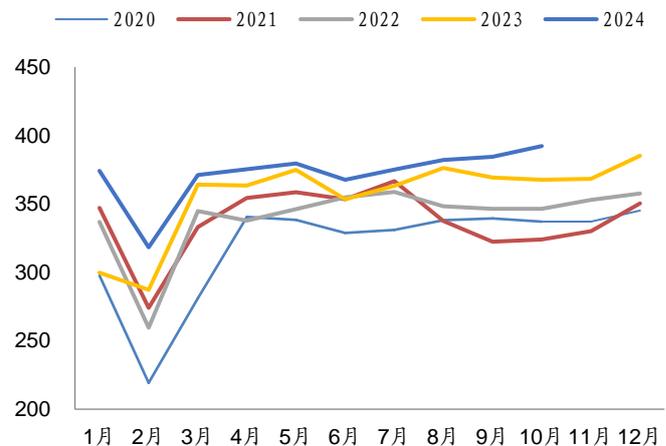
**电解铝供给硬约束，需求持续增长。**供给方面，“双碳”约束电解铝行业新增产能，2024 年发改委等部门进一步发布了《电解铝行业节能降碳专项行动计划》，再度强调严格落实电解铝产能置换，能效基准水平以下产能将面临技改或淘汰。国内电解铝建成产能控制在 4500 万吨以下，截至 2024 年 10 月产能利用率已达 97.45%，产能触及天花板。需求方面，2023 年国内电解铝需求 4272.35 万吨，同比+4.46%，2020-2023 年复合增速 3.68%；2024 年需求延续高增长，1-10 月电解铝需求达到 3720.03 万吨，同比+5.72%。我们认为随着地产行业筑底回稳+政策刺激，轻量化及新能源等新兴领域贡献弹性，电解铝需求预计稳中有升，供给仍然偏紧，铝价仍具抬升空间。

图表 15 国内电解铝产能及利用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 16 国内电解铝需求量（万吨）



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

氧化铝供应矛盾逐步缓解，明年铝链逻辑或有反转。根据百川盈孚，2025 年国

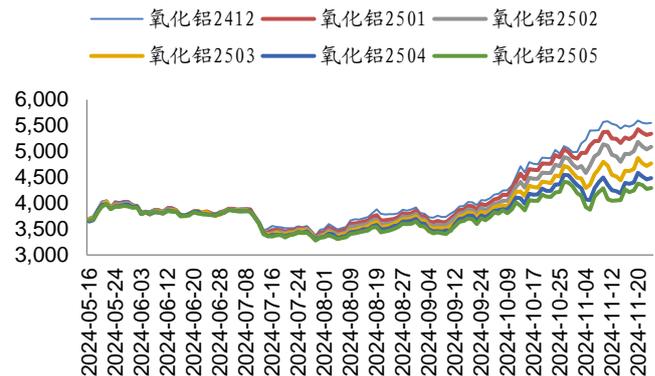
内氧化铝预计新增产能 980 万吨，我们认为随着新增产能陆续释放，2024 年氧化铝现货紧张、现货价大幅上涨的局面或将反转，远月宽松预期带动期货价格下行，叠加预焙阳极、动力煤等价格止跌回稳，我们认为后续氧化铝无论涨跌，在供给未出现重大事件的情况下都很难达到 2024 年的上涨幅度，因此对于铝链的影响相较 2024 年将逐步减弱，“双碳”限制下电力成本优势凸显。个股方面，推荐铝产业链一体布局的中国铝业和中国宏桥、煤电铝一体的神火股份，建议关注云南水电优势的云铝股份、疆煤成本优势+印尼原料布局的天山铝业。

图表 17 2025 年国内氧化铝拟投产产能（万吨）

省份	企业	在建产能	预期投产时间
山东	A	100	25Q1
河北	B	480	25H1
广西	C	200	25Q1
广西	D	200	25Q3
总计		980	

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 18 氧化铝期货价格（元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 19 铝企盈利一致预期及估值

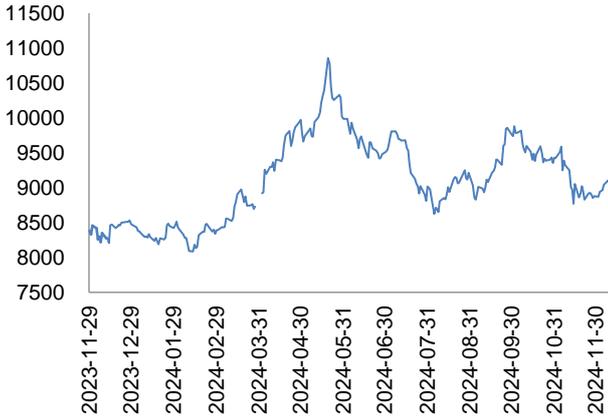
公司	股价（元）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				EPS（元）				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
中国铝业	7.85	1209.95	67.17	129.95	145.07	158.25	0.39	0.76	0.85	0.92	14.41	10.36	9.29	8.52
云铝股份	14.97	519.15	39.56	49.48	58.17	63.82	1.14	1.43	1.68	1.84	10.71	10.49	8.93	8.13
神火股份	18.19	409.16	59.05	48.55	58.16	64.65	2.62	2.14	2.58	2.87	6.40	8.49	7.04	6.35
天山铝业	8.43	392.15	22.05	40.87	45.17	49.55	0.47	0.88	0.97	1.07	17.78	9.59	8.66	7.88
南山铝业	4.13	479.64	34.74	48.28	49.93	55.20	0.30	0.41	0.43	0.47	13.92	10.01	9.66	8.79

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；股价截至 2024/12/12 收盘，预测均来自 ifind 一致预期均值

### 3.2 铜：矿冶矛盾持续演绎，静待明年需求催化

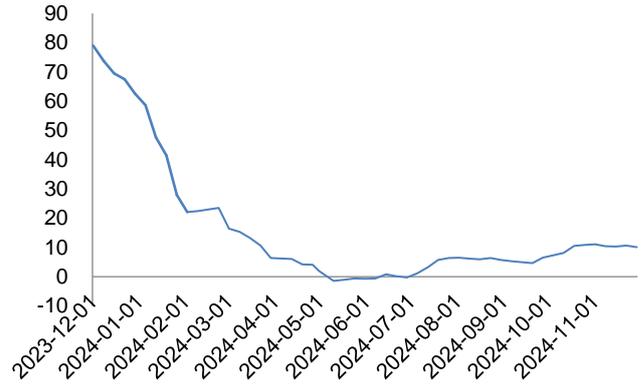
年内铜价冲高回落，矿冶矛盾仍然严峻。2024 年上半年由于巴拿马铜矿停产、英美资源下调产量指引等一系列事件影响铜矿供给，铜价 4-5 月持续冲高，但高位铜价抑制下游需求，下半年以来震荡回落。全年铜矿供应维持偏紧的格局，上游供应紧张挤占加工端利润，铜精矿 TC 价格 2023 年底以来下降明显，尽管下半年以来有所回升，但仍处于低位区间，根据 SMM，2025 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 21.25 美元/吨（2024 年为 80 美元/吨），加工端利润承压，预计明年矿端供给依旧不充裕，矿冶矛盾持续演绎。

图表 20 年初至今 LME 铜现货价格 (美元/吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

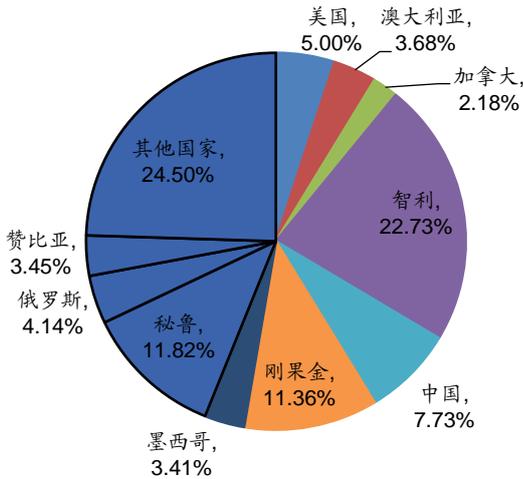
图表 21 近一年铜精矿 TC (美元/吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

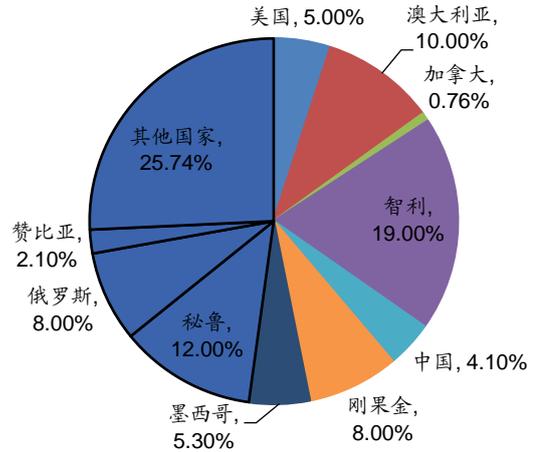
**铜矿储量集中度高, 资源瓶颈制约供给。**全球铜矿资源集中在智利、秘鲁、刚果金等国家, 而国内储量仅占全球储量的 4.1%。海外矿山社区矛盾频发、老旧矿山品位下降等仍然制约铜矿产能释放, 铜矿供给扰动不断。

图表 22 2023 年全球铜矿产量分布



资料来源: USGS, 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

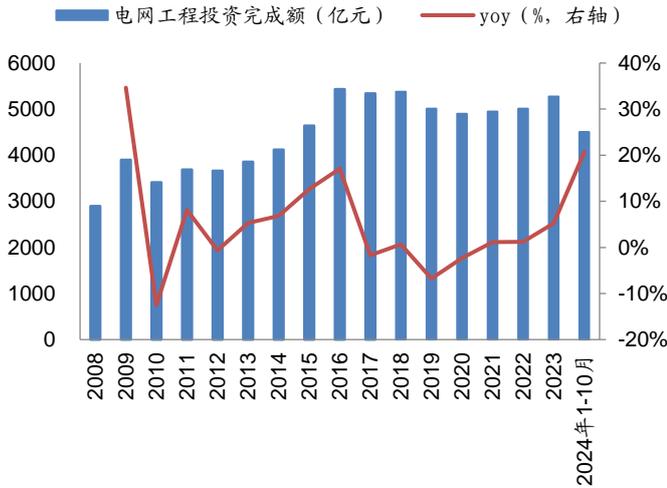
图表 23 2023 年全球铜矿储量分布



资料来源: USGS, 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

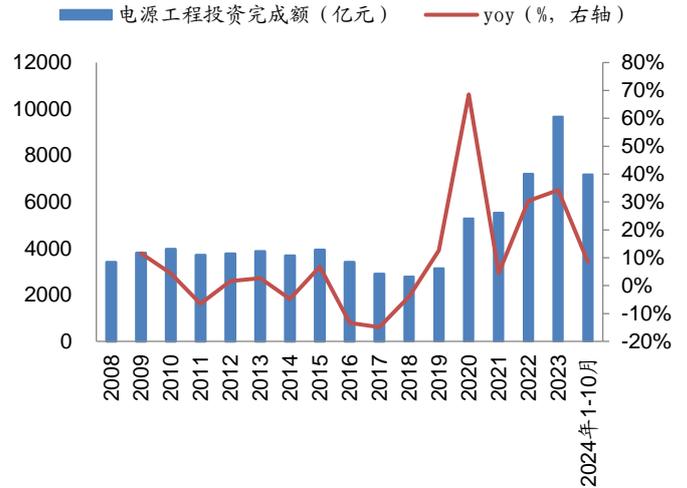
**电网及家电需求有支撑。**铜由于其导电性常用于电缆、家电等的导热导电器件, 2024 年 1-10 月国内电网工程和电源工程投资完成额同比分别+20.7%和+8.5%, 电力需求持续增长。

图表 24 国内电网投资完成额及同比



资料来源：国家统计局，同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 25 国内电源投资完成额及同比



资料来源：国家统计局，同花顺 iFinD，华安证券研究所

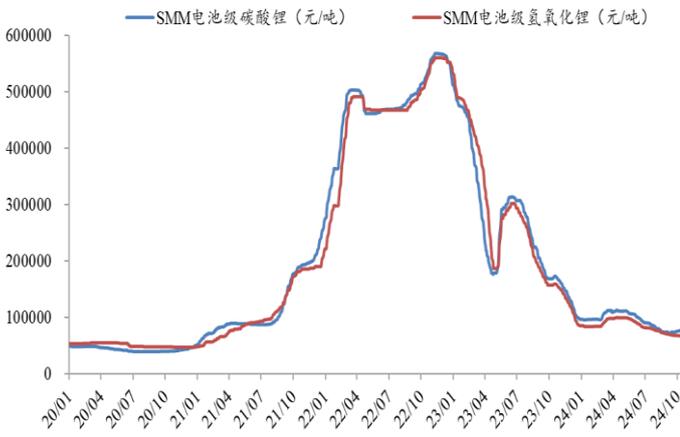
## 4 能源金属：澳矿普遍亏损，锂行业出清开始

下半年锂价快速下跌，澳大利亚矿业面临严峻的成本压力，除 Greenbushes 矿外，其他澳矿在全成本口径下普遍出现亏损，目前已有部分矿山宣布计划停产，我们认为整个行业减产或停产的信号还会继续出现。结合行业成本分布，在碳酸锂当前 7.5 万元/吨的价格下已经有较强的支撑力度，锂价初步触底。

**进口量：**从 2020 年底到 2024 年，锂精矿的月度进口量总体呈现波动增长的趋势。在 2021 年和 2022 年，进口量有显著的增长。截至 2024 年 1-7 月，锂精矿月度进口量累计超过 54 万吨。进口量在不同月份之间存在一定的波动，这与生产周期、物流运输的季节性因素以及市场需求的季节性变化有关。

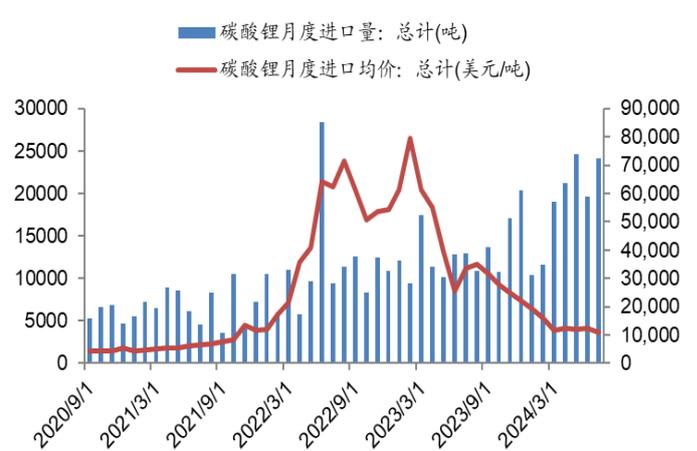
**进口价：**从 2020 年底到 2024 年，锂精矿的进口均价经历了显著的波动。在 2021 年和 2022 年，价格从低点逐渐上涨，然后在 2023 年达到高峰后开始下降。截至 2024 年 7 月 31 日，锂精矿月度进口均价为 856 美元/吨。从 2023 年 7 月开始，锂精矿的进口均价出现了明显的下降趋势，是供需错配的显著体现。

图表 26 碳酸锂及氢氧化锂价格



资料来源：SMM 新能源，华安证券研究所

图表 27 锂精矿进口数据



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

扩产方面，由于上一轮锂行业高景气周期的刺激，2024-2025 年，多个扩产项目将进入投产阶段。例如，Greenbush 的第三期项目和马里的 Goulamina 等大型锂辉石项目，预计将在明年投入生产，南美的盐湖项目，如智利的 Atacama 盐湖，已经开始逐步增加产量。

停产方面，一些成本较高的矿山，如澳大利亚的 Finnis 矿，已经计划暂停生产，阿根廷和中国的一些盐湖项目也宣布了投产延期，Pilbara Minerals (PLS) 则宣布了 2025 财年的产量预期下调 10 万吨锂辉石精矿，Mt Cattlin、Liontown 等矿山也陆续降低了产量预期。初步估算，预计 2025 全年新增锂供给 15-20 万吨，上半年少、下半年多，增量主要来自智利、阿根廷、马里，而中国宜春、澳洲、阿根廷盐湖的增量则非常有限。

图表 28 全球 24-25 年主要锂资源投产或扩建项目

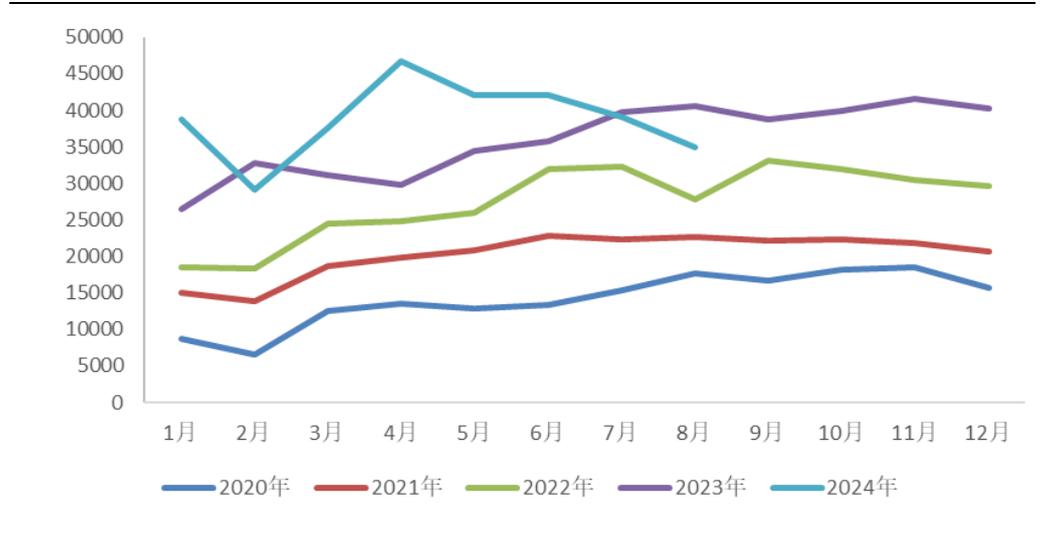
项目	地区	归属公司	规划设计产能	投产时间
Greenbush	澳大利亚	天齐锂业/雅宝	三期项目预计扩产 52 万吨锂辉石精矿	预计 2025 年中完工投产
Kathleen Valley Lithium Project	澳大利亚	Liontown	年产 300 万吨原矿，折合 SC6 约 50 万吨精矿	24 年年中投产，试生产中
Goulamina	澳大利亚	赣锋锂业	年产 50.6 万吨锂辉石精矿	24 年年底投产
Gauchari-Olaroz	阿根廷	赣锋锂业	年产能 4 万吨 LCE	24 年年底实现达产
麻米错盐湖	西藏	藏格矿业	年产 5 万吨 LCE 产能	已完成基础建设
察尔汗盐湖	青海	盐湖股份	年产 4 万吨 LCE 产能	24 年年底投产

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

从全球需求分布看，2025 年欧洲电动车增长乏力、美国增长相对更强，中国在以旧换新等政策和电动化产品力的驱动下保持相对高速的增长。过去三年中国新能源车每年销售占比中，PHEV 和增程占比逐年提升，往 2025 年及未来看，增程

车型占比还会提升，本质原因还是增程车型的客户覆盖度更广，同时增程的单车带电量大于 PHEV，这将带来对碳酸锂更强的需求。

图表 29 国内碳酸锂月度产量（吨）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

## 5 稀土：2024 年配额增速放缓，供需改善是大趋势

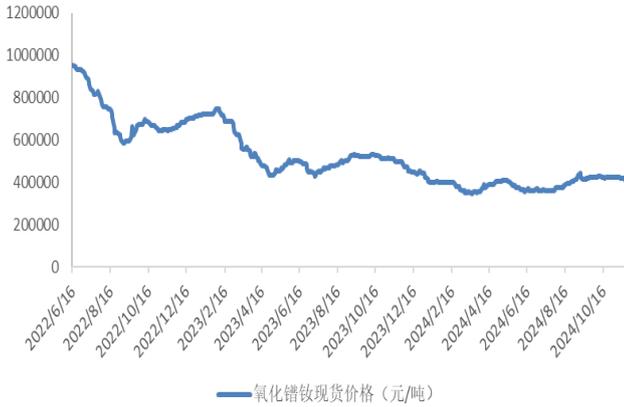
供给端，2024 年第二季度开始，第一、二批稀土配额增速放缓，叠加前期大幅跌价后稀土企业挺价意愿强，供给呈现边际收紧趋势。

需求端，前期下游厂商持续去库存，金九银十是电动车、风电传统旺季，集中采购带来需求的边际回暖。

国际局势方面，美国加征关税预期持续升温，海外稀土、磁材存在补库预期，也将推动稀土需求阶段性向好。同时缅甸内乱是供给的重要扰动因素，稀土价格年底前仍偏强震荡。

近期价格方面，氧化镨钕价格从 35 万元/吨反弹至 40 万元/吨以上，2024 年第三季度，镨钕平均价格为 37.22 万元/吨，同比降 23.52%，环比涨 1.97%。

图表 30 氧化镨钕现货价格



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 氧化镨及氧化铈价格

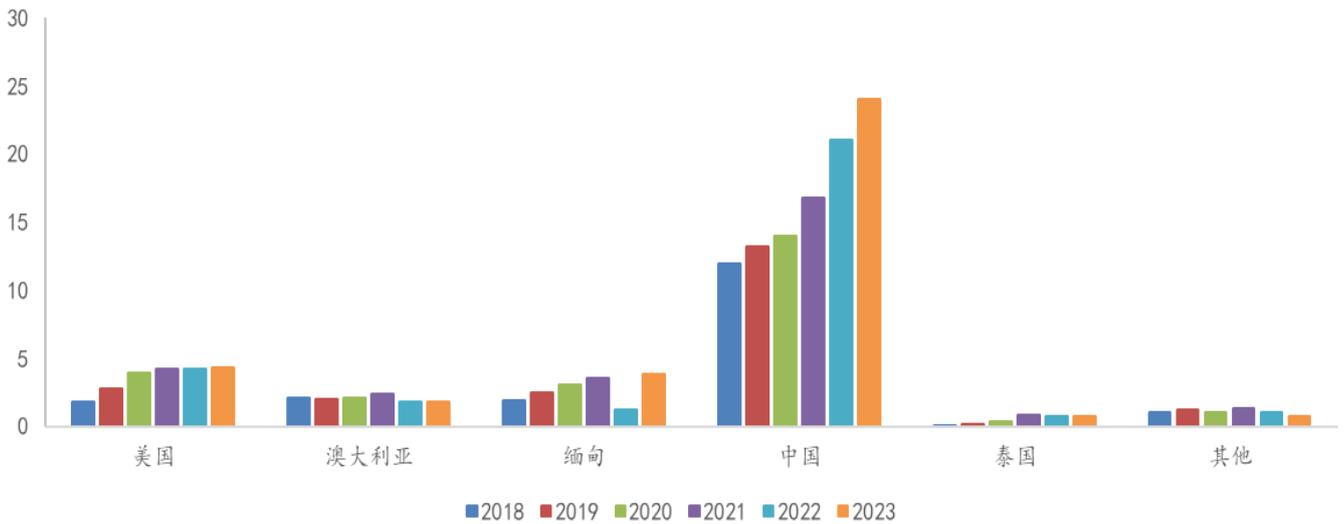


资料来源: wind, 华安证券研究所

《稀土管理条例》正式实施，中国首次以行政立法形式规范稀土资源的开发利用，供需格局改善是必然趋势，接下来稀土产品价格将回归至合理区间。《稀土管理条例》于2024年6月29日公布，自2024年10月1日起施行，标志着中国首次以行政立法形式规范稀土资源的开发利用。条例明确稀土资源属于国家所有，实行保护性开采，并加强了对稀土资源的保护。同时，条例鼓励技术创新和产业升级，推动稀土产业向高端化、智能化、绿色化发展。通过总量调控和优化动态管理，条例有望改善稀土供给过剩的局面。此外，条例还强化了对违规行为的处罚力度，这将有效遏制行业内不合规供应，促进稀土行业的健康发展。

中国在全球稀土供应中的核心地位不变。根据美国地质调查局 (USGS) 数据，2023年全球稀土资源总储量约为1.1亿吨，其中中国的储量为4400万吨，占全球40%。其次是越南、巴西和俄罗斯，储量占比分别为20%、19.1%和9.1%。2023年全球稀土产量约为35万吨REO，中国产量约24万吨，占全球总产量的69%，中国在全球稀土产业中的主导地位短期无法改变。

图表 32 全球稀土产量情况（折稀土氧化物，万吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

海外供给增量相对有限。目前，海外在产的大规模稀土矿仅有美国 Mountain Pass 和澳大利亚 Mount Weld，设计产能分别为 4 万吨、2.65 万吨 REO。市场关注的安哥拉 Longonjo 和澳大利亚 Yangibana 项目，延期至 2025 年投产，不确定性仍在。整体看，全球海外新稀土矿在未来 2-3 年内较难形成实物量供应。缅甸虽然拥有丰富的稀土资源，但由于多年无序开采导致矿产品位逐步下降，同时内乱对供给侧带来收缩。

图表 33 2024 年前二批稀土开采、冶炼分离总量控制指标情况

2024 年度前两批矿产品、冶炼分离产品总量同比增幅		
类型	矿产品(新稀土氧化物)	冶炼分离产品(折稀土氧化物)
合计重量/吨	270000	254000
同比（基数为 2023 年前三批）	5.88%	4.16%

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 风险提示:

**降息幅度和频率不及预期:** 如果美国经济数据向好, 经济韧性凸显, 美联储或暂缓降息甚至恢复加息, 高利率环境将压制黄金、工业金属等价格。

**下游需求不及预期:** 金属下游涉及工业和制造业, 如果下游行业表现较弱, 将影响相应金属需求, 从而影响行业表现。

**海外经营风险:** 部分有色金属企业在海外经营矿山开采和销售, 在国际形势复杂多变的背景下, 企业在海外投资经营存在一定的风险。

**矿山安全和环保风险:** 有色金属矿山的勘探和开发可能因为各种突发性事件造成人员安全或财产损失, 另外矿山采选冶过程中产生的废弃物也可能造成环保问题。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**许勇其，毕业于中南大学，历任中信期货、国君期货、建信期货等高级分析师、研究总监，拥有 16 年产业(江铜套保)及金属期货行业投研经历，2020 年加入华安证券研究所。

**分析师：**牛义杰，新南威尔士大学经济与金融硕士，曾任职于银行总行授信审批部，3 年行业研究经验。

**分析师：**黄玺，香港大学金融硕士，2022 年加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。