

# 拐点至反转成，迎接新一轮上行周期

## —— 有色金属行业 2025 年年度策略

有色金属行业分析师：华立、阎予露

研究助理：孙雪琪

# 拐点至反转成，迎接新一轮上行周期

## —— 有色金属行业 2025 年年度策略

2024 年 12 月 31 日

### 核心观点

- 2024 年行业回顾：**国内经济弱复苏与美联储加息是 2022 年以来致使有色行业景气度与商品价格下行的决定性因素。但此前压制行业的两大宏观逻辑在 2024 年出现根本性转变，2024Q1 后国内经济复苏与美联储降息预期大幅改善，有色主要品种价格大幅上涨，已预演出宏观逻辑转变下有色行业扭转下行趋势重新走强的可能。
- 2025 年行业展望：**2024Q3 美联储正式降息，美元流动性改善已实现；我国政策转向加强逆周期调节，国内经济复苏加快预期也有望在 2025 年成为现实。随着国内经济复苏与海外流动性宽松的主线逻辑不断加强演绎成强现实，2025 年有色行业景气度与商品价格有望进入新一轮上行周期。
- 黄金中期上涨逻辑将继续演绎，金价仍有上涨空间：**2024 年多重利好共振爆发下金价强势上涨进入牛市。2025 年美联储开启降息后全球黄金 ETF 基金对黄金的增持，地缘冲突与潜在贸易战将使全球央行继续增加黄金配置，美国政府债务扩张引发信用贬值对冲交易等这些金价中期上涨逻辑依旧存在，2025 年金价仍有上涨空间。
- 铜矿供应矛盾彻底爆发且将持续存在，国内经济复苏、全球流动性改善利好铜价上扬：**铜矿生产扰动常态化对有效供给形成约束，且未来全球铜矿新投建项目有限；而全球冶炼产能持续释放，矿端供给不足或将致使 2025 年铜矿缺口由 3 万吨进一步扩大至 23 万吨，对铜价形成支撑。国内稳增长政策持续加码，叠加全球迎来降息潮，铜下游需求有望复苏，将提供铜上涨动能。
- 做空氧化铝价格，做多电解铝利润将是铝行业 2025 年确定性的投资策略：**2025 年国内电解铝新增供应缺乏弹性，政策逆周期调节力度加大下需求增长稳健，供需平衡边际紧张有望使电解铝价格中枢上移。2025 年氧化铝将由供应短缺逐步转向过剩，处于历史高位的氧化铝价格或将大幅下跌，从而修复国内电解铝行业利润。中期看，国内电解铝行业将进入产能触及天花板、定价品产量减少库存去化、需求结构调整完成、利润底部拐点等多重共振向上周期。
- 稀土供需格局改善，行业有望迎来底部回升：**国内稀土指标增速大幅放缓，行业整合完成资源高度集中。《稀土管理条例》落地对行业供给侧管控更为严格，废料回收和进口矿未来有收紧预期。中央经济工作会议明确提振消费、扩大内需，新能源车、家电、消费电子需求有望向好。稀土行业供给过剩的格局优化，稀土价格有望迎来底部回升。人形机器人和低空经济将打开稀土永磁远期成长空间，稀土永磁企业有望在行业触底回升中迎来盈利能力的大幅改善。
- 投资建议：**决定性宏观逻辑扭转，美联储进入降息周期、国内经济复苏由预期成为现实，有望带动有色金属行业进入新一轮上行周期。目前 A 股有色金属行业估值仍处于历史较低的水平，市盈率位于近 10 年历史 16.64% 的估值分位。建议关注中期金价上涨逻辑继续演绎的黄金板块，推荐山东黄金；铜矿供应缺口扩大，最受益经济复苏与流动性宽松的铜板块，推荐紫金矿业；行业迎来利润底部拐点等多周期共振向上的电解铝板块，推荐神火股份、云铝股份；供需改善，价格、盈利底部回升的稀土板块，推荐北方稀土。
- 风险提示：**美联储降息不及预期的风险；国内经济复苏不及预期的风险；有色金属下游需求不及预期的风险；有色金属价格大幅下跌的风险。

### 有色金属行业

**推荐** 维持评级

### 分析师

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

阎予露

☎：010-80927659

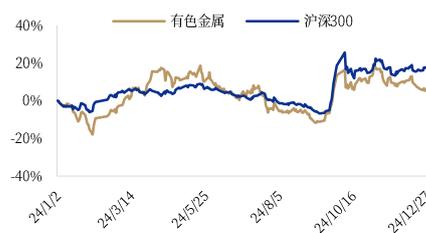
✉：yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：s0130522040004

研究助理：孙雪琪

### 相对沪深 300 表现图

2024-12-30



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河有色】行业月报\_宏观政策扰动有色金属行业景气度 202411

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601899.SH	紫金矿业	1.23	1.39	1.58	13	11	10	推荐
600547.SH	山东黄金	0.74	1.01	1.28	30	22	17	推荐
000933.SZ	神火股份	1.91	2.40	2.85	9	7	6	推荐
000807.SZ	云铝股份	1.30	1.61	1.67	11	9	9	推荐
600111.SH	北方稀土	0.26	0.66	1.04	86	34	22	推荐

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

# 目录

## Catalog

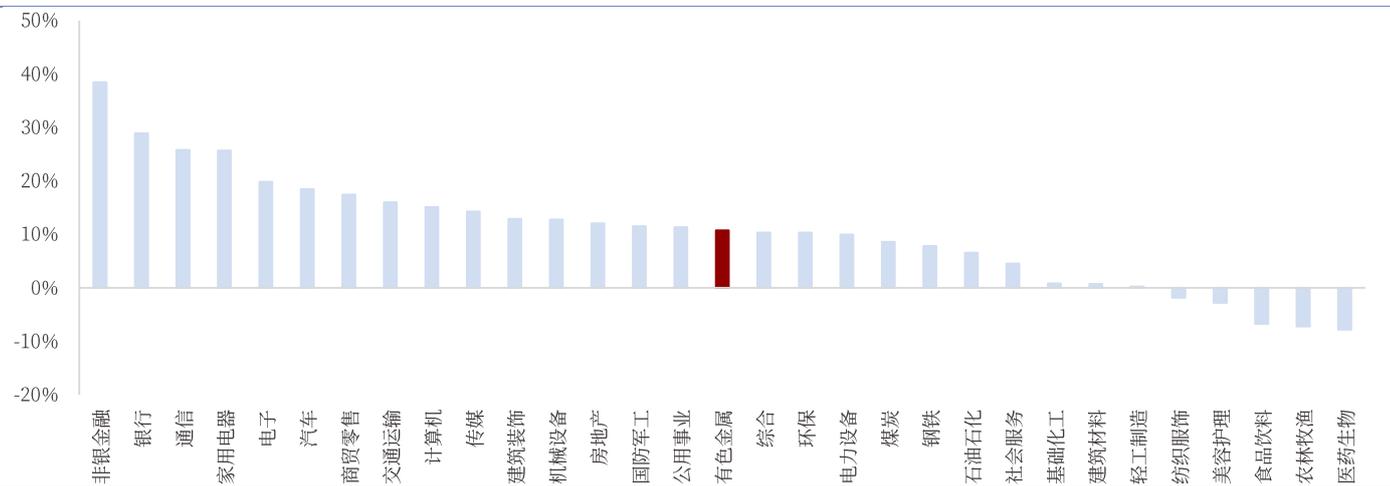
<b>一、夜尽天明转机现，行业有望进入新上行周期 .....</b>	<b>5</b>
(一) 行业触底下行周期结束，反转行情预演已展现 .....	5
(二) 决定性的宏观逻辑已发生转折，行业有望进入新的上行周期.....	8
<b>二、黄金中期上涨逻辑仍将演绎 .....</b>	<b>9</b>
(一) 多重利好共振爆发下的黄金牛市.....	9
(二) 央行购金已成为影响黄金定价的新逻辑 .....	10
(三) 美联储开启降息，降息周期引导利率下行驱动金价上涨.....	14
(四) 信用贬值对冲交易或将重复上演，刺激金价脉冲式上涨.....	16
<b>三、铜：铜矿缺口扩大，经济复苏利好铜价上涨 .....</b>	<b>17</b>
(一) 全球铜矿供应紧缺的矛盾彻底爆发且将持续存在 .....	17
(二) 新能源结构性亮点显著，经济复苏将提振铜消费需求.....	23
(三) 看好铜板块的长期配置价值.....	27
<b>四、铝：电解铝利润底部的多周期共振拐点上行 .....</b>	<b>29</b>
(一) 电解铝产能接近红线，供应增量弹性有限 .....	29
(二) 国内需求结构转型完成，电解铝供需平衡加剧紧张.....	33
(三) 氧化铝供应预期宽松，电解铝利润有望进入新扩张周期.....	35
<b>五、稀土：供需格局改善，稀土有望迎来底部回升 .....</b>	<b>40</b>
(一) 筑底回升，本轮价格中枢较上一轮显著上移 .....	40
(二) 供给增速边际放缓，压力显著缓解 .....	40
(三) 需求增量主要来自新能源车，人形机器人、低空经济打开第二增长极 .....	44
(四) 供需格局改善，稀土行业有望迎来底部回升 .....	46
<b>六、投资建议.....</b>	<b>48</b>
<b>七、风险提示.....</b>	<b>49</b>

# 一、夜尽天明转机现，行业有望进入新上行周期

## (一) 行业触底下行周期结束，反转行情预演已展现

截至到 12 月 6 日收盘，A 股有色金属行业指数 2024 年上涨 10.79%，而同期上证综指上涨 14.43%，沪深 300 指数上涨 15.80%。相对来看，A 股有色金属行业指数在 2024 年宽幅震荡、波动巨大，虽然全年最终仍跑输大盘 3.64 个百分点，但基本已摆脱了 2021 年 11 月以来的持续下行趋势。而在 SW31 个一级行业中，A 股有色金属行业指数 2024 年涨幅排名第 16 位。从细分子行业的视角看，2024 年 A 股有色金属行业二级子行业出现分化，贵金属、工业金属、小金属、金属新材料板块分别上涨 17.19%、19.01%、15.86%、11.50%，而能源金属板块则是下跌 11.97%；在三级子行业中，钨、铜、铅锌、铝、黄金板块表现相对突出，分别上涨 21.11%、19.97%、19.56%、17.24%、16.57%，稀土及磁性材料、镍钴锡铋、其他金属新材料、其他小金属板块分别上涨 13.74%、10.71%、5.40%、4.11%，而锂板块则是下跌 14.94%。

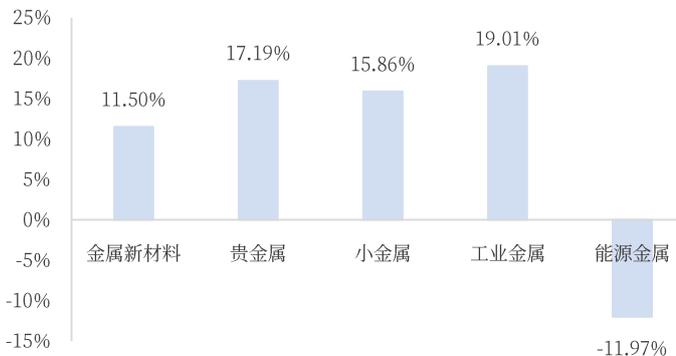
图1：A 股一级行业指数 2024 年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：截止 2024 年 12 月 8 日

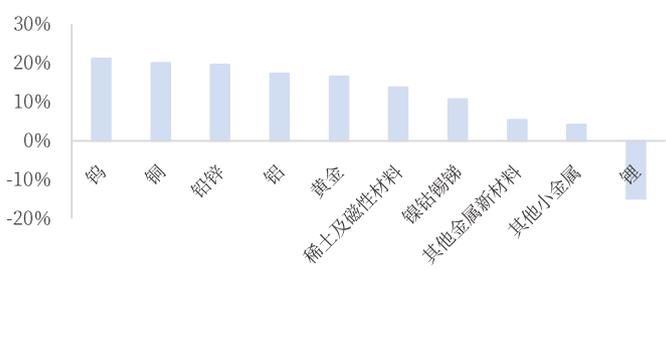
图2：A 股有色金属二级子行业指数 2024 年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：截止 2024 年 12 月 8 日

图3：A 股有色金属三级子行业指数 2024 年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：截止 2024 年 12 月 8 日

2024年A股有色金属行业指数走势基本映射了当期有色金属行业基本面的发展态势。2024年初A股有色金属行业指数因大盘调整而出现回调，而后续在一季度末国内宏观经济复苏势头加快（我国3月制造业PMI时隔5个月后重回扩张区间，一季度我国GDP同比增速5.3%超出预期）与美联储降息临近（3月美联储主席鲍威尔在国会作证与议息会议中明确2024年是适合降息的时点，美联储降息预期升温）驱动金铜等有色金属大宗商品价格快速上行的带动下展开了强势的上涨行情。但国内经济增长动能在二季度末减弱，经济复苏强度无法延续，导致有色金属价格从高位下跌、行业景气度回落，有色企业盈利能力下滑，A股有色金属行业指数也随即由上涨转为持续下跌。9月底国内政策转向，出台近几年力度最大的一揽子“稳增长”经济增量政策，市场对宏观经济复苏预期提升，叠加美联储正式进入降息周期，四季度有色金属商品价格止跌企稳回升，而A股有色金属行业指数也跟随大盘上涨。从有色金属商品价格与企业的盈利能力看，有色金属行业景气度自2022年以来的下行周期或已基本结束。

图4：有色金属商品价格已摆脱2022年以来的下降趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

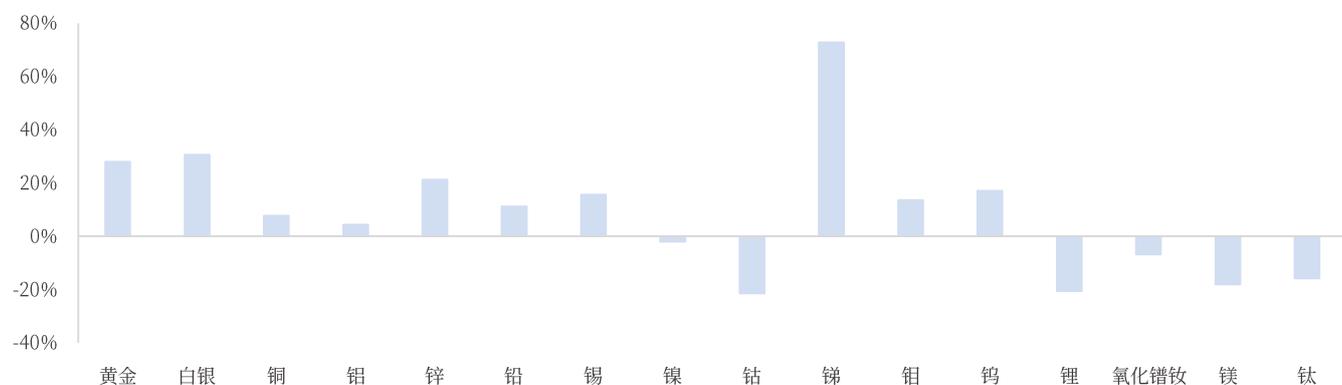
图5：国内有色金属行业利润增速已出现触底回升迹象



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

而从细分子行业看，因不同有色金属品种对宏观、流动性预期反应的差异，以及各自所对应的行业基本面情况，2024年有色金属各品种表现出较大分化。2024年至今黄金、白银等贵金属，铋、钼、钨、锡等小金属，铜、铅、锌、铝等工业金属的金属价格涨幅相对较高；而钴、锂、镍、稀土等跟新能源相关性较大的能源金属的价格表现较差。这与2024年A股有色金属各子行业指数表现较为一致。

图6：2024年初至今有色金属各品种价格涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：截止2024年12月8日

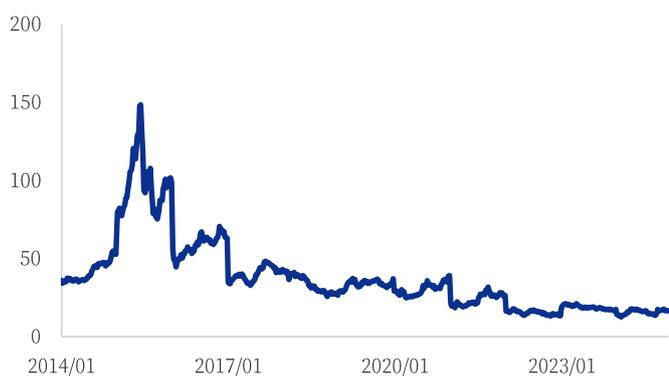
尽管 2024 年 A 股有色金属行业指数有所上涨，但目前 A 股有色金属行业无论是相对于大盘的估值，还是与自身的历史估值相比，仍处于历史较低的水平。从与大盘估值对比来看，截至 12 月 8 日，A 股有色金属行业 TTM 市盈率为 17.53x，A 股有色金属行业相对于全体 A 股的估值溢价率 14.56%，较 2014 年以来的历史平均水平低 89.16 个百分点。从 A 股有色金属行业的历史估值的纵向比较来看，假若以有色金属行业整体 2024 年三季报业绩乘以 4/3，乐观预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 16.75x，市净率为 2.17x，均显著低于 2014 年以来市盈率 37.54x、市净率 2.70x 的估值中枢，且市盈率处于近 10 年历史 16.64% 的估值分位。子行业中，除去稀土及磁性材料、锂与其他稀有金属板块外，其余有色金属子行业市盈率均处于近 10 年历史的较低估值分位处。

图7: A 股有色金属行业估值及相对于全体 A 股的估值溢价



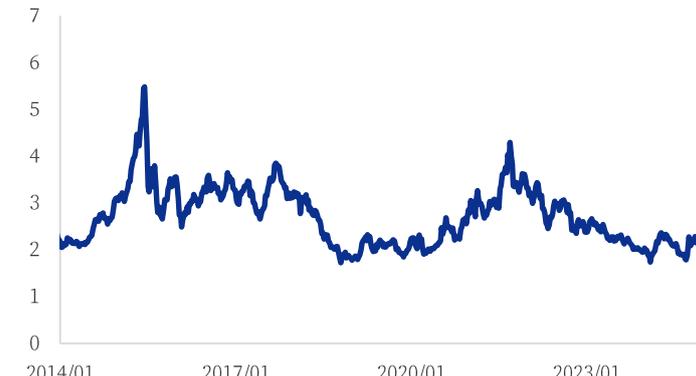
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: A 股有色金属行业 PE 估值



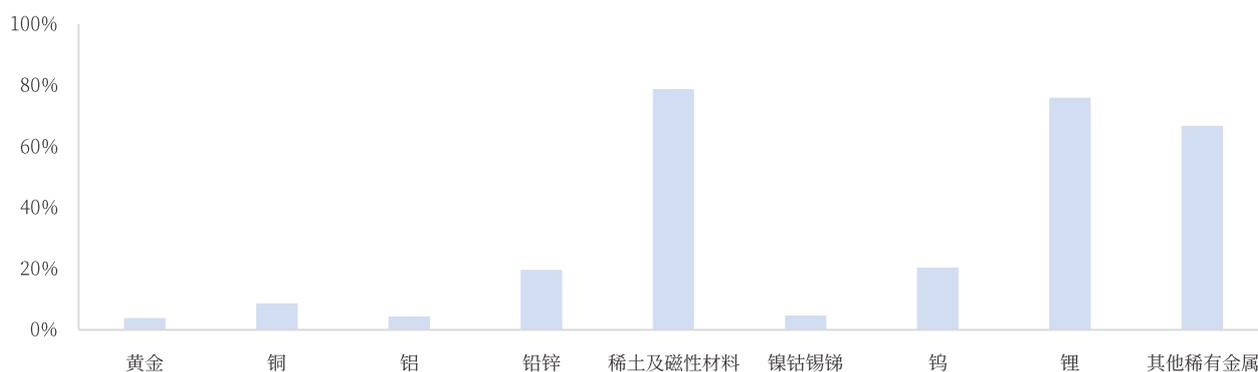
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: A 股有色金属行业 PB 估值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 2024年年底A股有色金属子行业PE估值近10年历史分位点



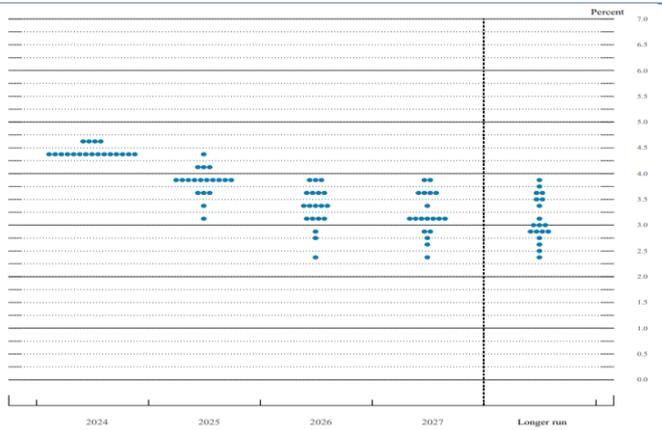
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 决定性的宏观逻辑已发生转折, 行业有望进入新的上行周期

国内经济的弱复苏与美联储的货币紧缩政策是自 2022 年以来抑制有色金属行业景气度, 致使有色金属价格下跌与有色金属企业盈利能力减弱的宏观决定性因素。但 2024 年此前压制有色金属行业的两大宏观逻辑均已出现了根本性的转变, 2024 年一季度后国内经济复苏与美联储降息预期大幅改善, 有色金属主要品种价格大幅上涨。虽然后续国内经济复苏力度减弱导致有色金属价格再次下跌, 但本次行情已预演出宏观逻辑转变下有色金属行业扭转下行趋势重新走强的可能。2024 年 9 月底美联储正式开启降息, 美元流动性转变的宏观预期已经实现; 而国内在 2024 年 9 月底政策转变出台近些年力度最大的一揽子增量政策以提振经济, 2024 年 12 月的中央政治局会议上明确指出 2025 年要加强超常规逆周期调节, 国内经济复苏加快的预期也有望在 2025 年成为现实。宏观逻辑改善下, 从金属价格与行业业绩增速的中观维度看, 2024 年有色金属行业已逐步走出单边下行通道, 出现触底反转的迹象。随着国内经济复苏与海外流动性宽松的主线逻辑不断加强演绎成强现实, 有色金属行业景气度有望持续上行进入新一轮上行周期。

美联储进入降息周期, 全球迎来降息潮, 有色金属商品价格上涨将获流动性支撑。美联储在 2024 年 9 月议息会议上以首次降息 50 个基点正式开启降息, 自此美元由加息周期转而进入降息周期。而美联储 2024 年 12 月议息会议后的点阵图显示, 在 2024 年完成共计 100 个基点的降息后, 美联储预计在 2025 年与 2026 年还将各有 2 次的降息。在美联储降息后, 除日本外的世界主要经济体均已进入了降息周期。从历史上看, 有色金属商品价格往往在美联储降息周期开始后触底并进入新一轮的中期上涨周期。全球将迎来降息潮, 尤其是美元流动性的宽松, 以及我国 14 年来首次实施“适度宽松”的货币政策, 充裕流动性与货币信用的贬值将变相增加有色金属商品价值, 支撑有色金属商品价格上涨与有色金属行业景气度的上行。

图11: 美联储9月议息会议点阵图



资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

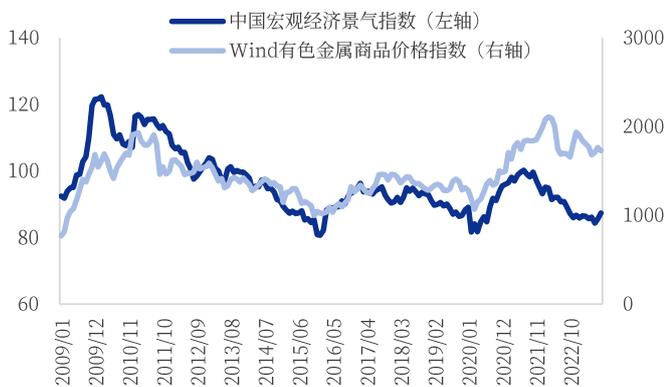
图12: 美联储进入降息周期后有色金属商品价格触底反转



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

加强超常规逆周期调节, 稳增长政策力度加大, 国内经济复苏预期提升。2024年9月底国内政策转变, 中央政治局重新强调稳增长, 政府各部门出台货币、财政、资本市场、消费、房地产等扶持政策, 支撑国内经济的稳增长。2024年年底的中央经济工作会议上定调2025年要实施更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策。其中2025年我国货币政策基调在2011年后首次调整为“适度宽松”; 财政部也将出台近几年未有的大规模的财政刺激政策, 提高财政赤字率、增发超长期特别国债与地方政府专项债券发行使用, 化解地方债务、收购土地储备与存量房、支持大规模设备更新与消费品以旧换新, 有望加快国内经济复苏节奏, 改善房地产、汽车、家电、机械设备等下游终端需求, 利好有色金属需求的改善。经济增量政策持续出台与落地扶持下, 2025年国内宏观经济向好复苏力度有望加强, 将拉动有色金属商品价格与有色金属行业指数上行。

图13: 国内宏观经济景气度与有色金属商品价格走势趋同



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 国内宏观经济景气上行有望拉动A股有色金属行业指数上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、黄金中期上涨逻辑仍将演绎

### (一) 多重利好共振爆发下的黄金牛市

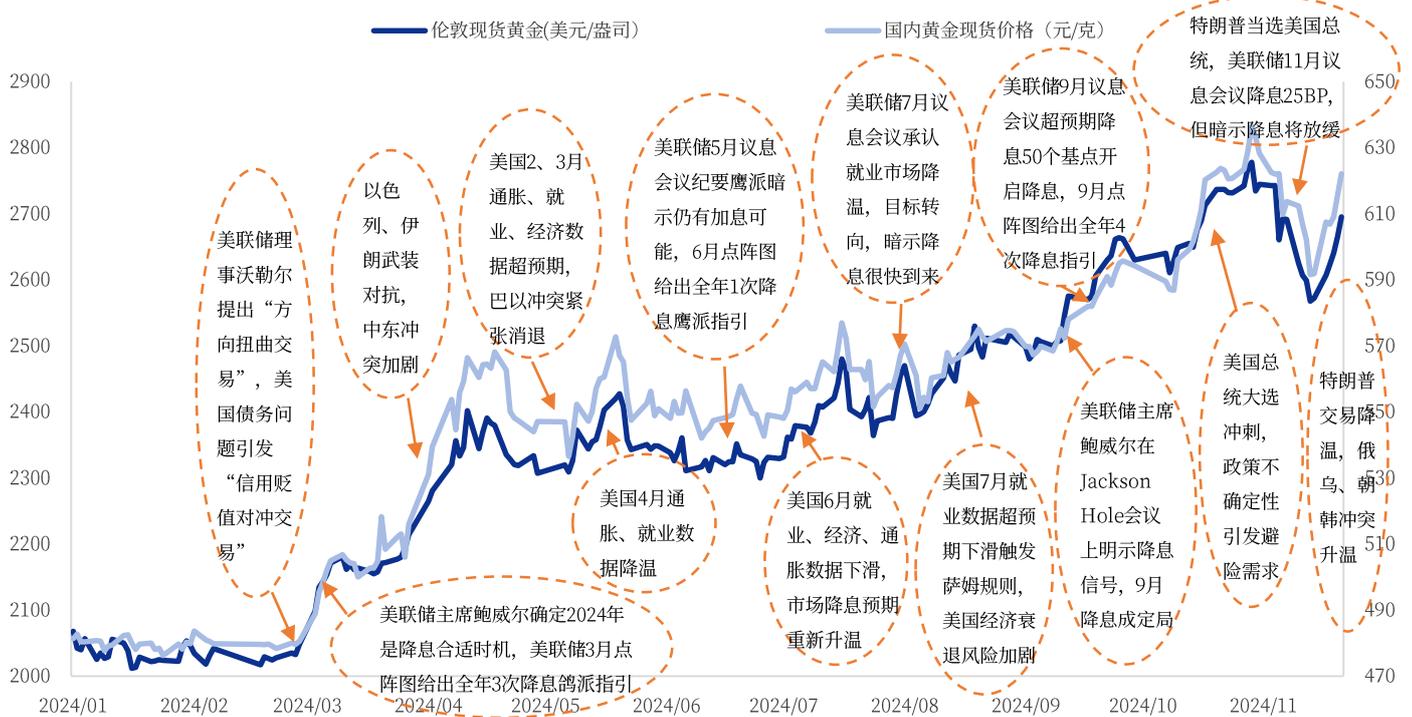
2024年美联储进入降息周期、俄乌战争持续与中东冲突爆发等地缘冲突升级使全球央行继续购金、美国政府债务问题发酵引发信用贬值对冲交易, 多重利好共振爆发下伦敦现货金价从2024年初的2063美元/盎司上涨至2024年12月中旬的2647美元/盎司, 全年形成近乎单边上涨的牛市

格局，并在年中最高触及 2790 美元/盎司创下黄金价格的历史新高。

尽管 2024 年年初强劲的美国就业、经济数据与高韧性的通胀数据使金价出现短暂回落，但进入 3 月后美联储理事沃勒提出“反向扭转操作”（买入短债卖出长债向市场注入流动性），与市场关注美国债务问题的发酵引发“信用贬值交易”，驱动 3 月初黄金价格爆发式上涨。随后 3 月中旬美联储主席鲍威尔在国会作证与 3 月议息会议后的发布会上明确 2024 年是降息合适的时间点，以及美联储点阵图给出了 2024 年 3 次降息指引，超市场预期的“鸽派”使市场降息预期升温，叠加 4 月上旬中东以色列与伊朗冲突升级的风险事件使市场避险情绪上升，进一步推动金价上涨。黄金价格在 3-4 月超预期的快速上涨，引发了全市场的关注，黄金牛市初步成型。

5-7 月美国经济与就业数据表现较好、通胀数据下降并不明显、美联储态度反复、市场降息预期下滑，这使金价在这阶段主要呈现震荡走势。但进入 8 月后美国就业超预期下滑触发了“萨姆规则”，市场对美国经济衰退担忧加剧，市场降息预期再度升温，而美联储主席在 8 月底的 Jackson Hole 会议上暗示降息将很快到来，引发金价突破震荡重新形成上涨趋势。9 月美联储议息会议正式开启降息周期，并超预期降息 50 个基点，驱动金价持续上涨，叠加 10 月美国大选冲刺政策不确定性引发的避险需求，金价加速上涨在 10 月底创出年内与历史新高。11 月随着特朗普当选美国总统，市场担忧其政策将提升美国未来通胀，从而引发美联储货币政策的边际收紧，年末黄金价现深度回调。

图15：2024 年上半年黄金价格走势回顾



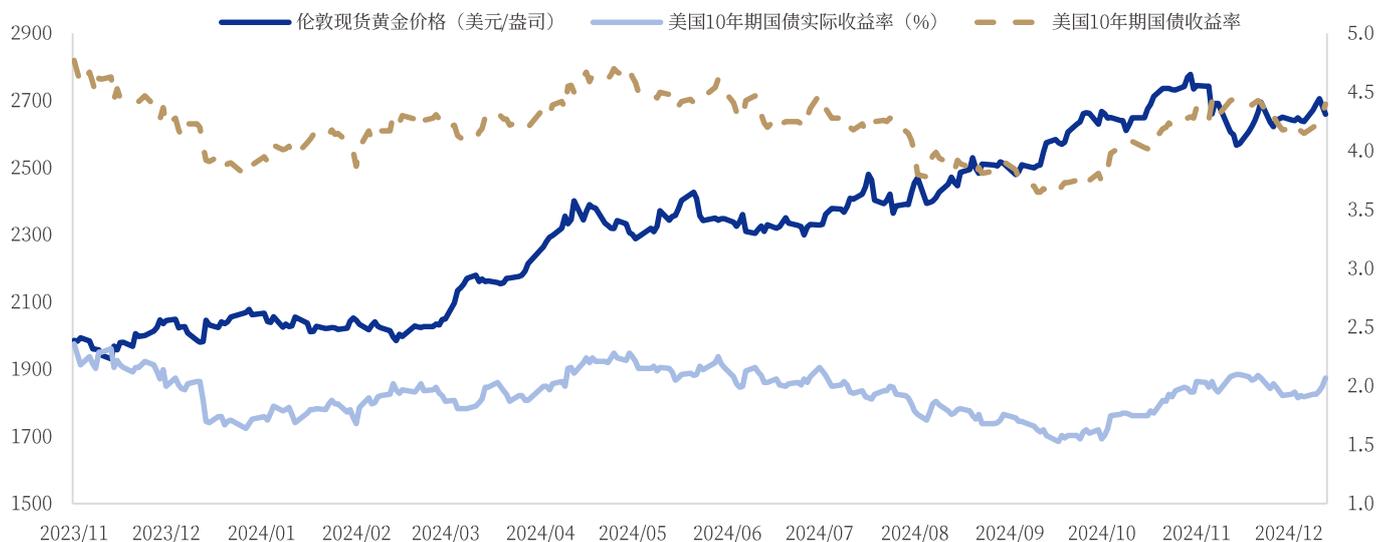
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）央行购金已成为影响黄金定价的新逻辑

在继 2023 年四季度的上涨后，2024 年金价呈现更为强势的上涨态势，伦敦黄金现货价格从 2023 年 11 月下旬的 1968.70 美元/盎司上涨至 2024 年 12 月中旬的 2647.39 美元/盎司，涨幅高达 34.47%。但同期美国中长期名义利率与实际利率仍然维持在高位，美国 10 年期国债实际收益率仅从 2023 年 11 月下旬的 2.16% 下降至 2024 年 6 月上旬的 2.07%。这一现象与美债实际利率关于黄金价格存在显著负相关性的传统定价框架是偏离的。而以年度的时间单位来看，美债实际利率与黄金价格的偏离从 2022 年开始发生。而在 2024 年黄金价格跳跃式上涨的 3-4 月，美国 10 年期国债

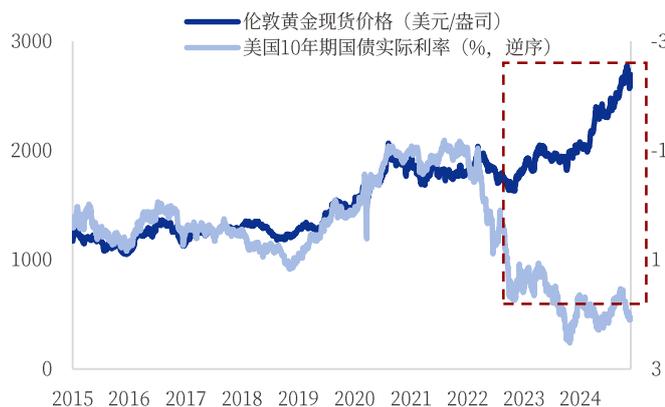
实际收益率更是出现了与传统黄金定价框架背离式的上行。

图16: 2023年11月下旬至2024年12月上旬金价大涨但美国国债实际利率并无变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 2022年后金价与美债实际利率走势发生了偏离



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

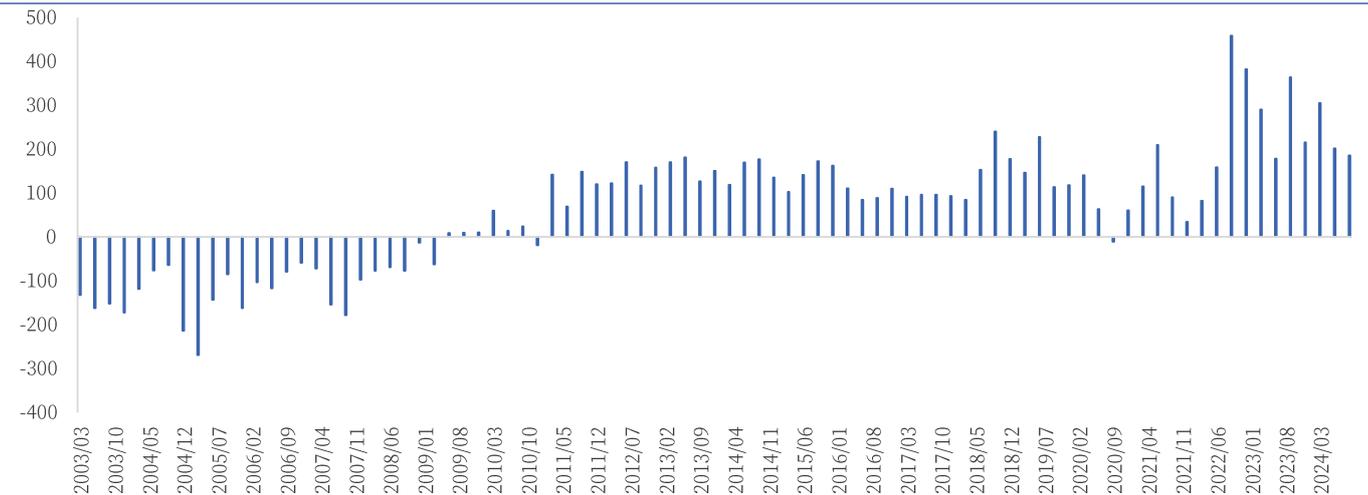
图18: 2024年3-4月金价较美债实际利率发生背离式加速上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

世界百年之未有大变局，逆全球化趋势抬头，地缘冲突加剧以及全球供应链体系的重塑，各国央行购金增加黄金储备以应对单一货币占据外汇储备主导地位的信用风险。尤其在俄罗斯与乌克兰冲突加剧，西方制裁俄罗斯涉及至金融结算领域后，全球各国央行加大了外汇储备中的黄金资产的配置比例，对黄金的购买量大幅增加。根据世界黄金协会统计，2022年全球各国央行的黄金购买量达到了1081.88吨，创下55年以来的新高。2023年全球央行继续维持着购金力度，全年净购金量达到1037.12吨，仅次于2022年。而2024年，俄乌战争持续且有激化的迹象，中东方面巴以冲突、以伊冲突、以黎冲突爆发升级，东亚朝鲜与韩国的紧张关系也在升温，地缘政治的动荡与对抗的升级，使全球央行在2024年依旧保持较高的购金力度。2024年前三季度，全球央行黄金净购买量也高达694吨。

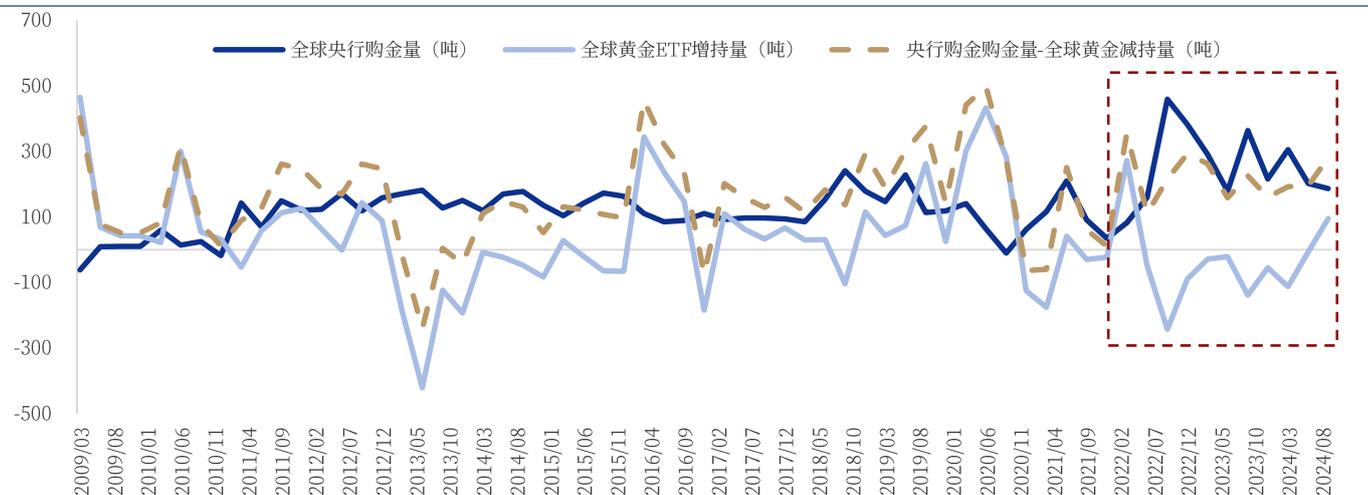
图19: 全球央行季度黄金净购买量 (吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在美联储加息周期与美债实际利率上行周期, 黄金 ETF 基金总体对黄金资产的配置一般呈现流出状态。但从 2022 年开始全球央行加大了对黄金资产的配置力度后, 全球央行的净购金量已超过了同期黄金 ETF 基金的净抛售量。根据世界黄金协会统计, 自 2022 年起除去 2022Q3 外, 全球央行每个季度的黄金增持数额均高于基金 ETF 的黄金流出量。这样在 2022-2023 年美联储加息周期中, 央行购金缓解了基金 ETF 的抛售压力, 在实际利率上行过程中相对支撑与抬升了黄金价格中枢, 造成了美债实际利率与黄金价格的偏离。因此, 央行购金已成为黄金定价新关键因子。

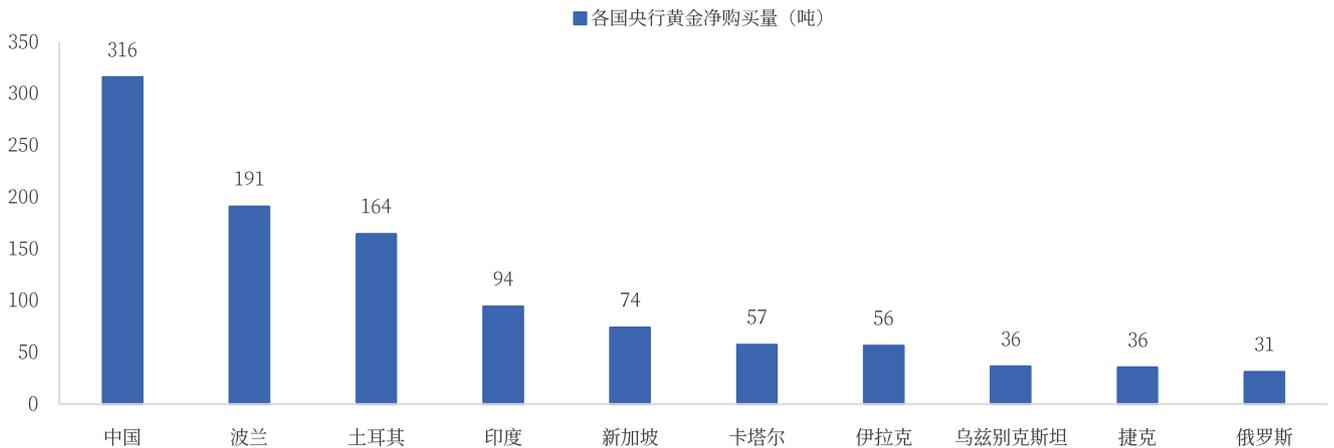
图20: 2022 年起全球央行购金量已超出基金 ETF 黄金抛售量



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

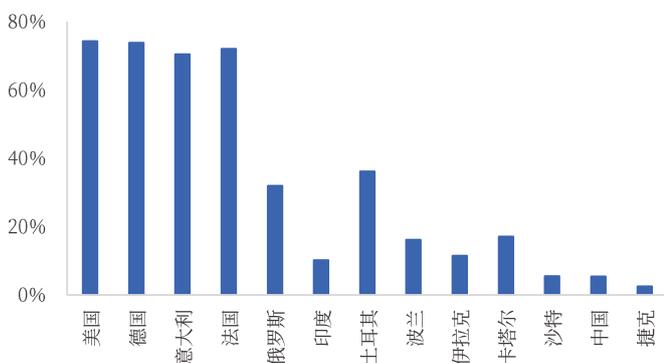
2022Q1 以后全球央行净购金量较多的国家主要是中国、波兰、土耳其、卡塔尔、伊拉克、捷克、俄罗斯等处于欧洲与中东地缘冲突较为严重或周边的发展中国家。而目前这些发展中国家央行的黄金储备占总资产比重较发达国家仍具有较大差距。预计在当前世界各国地缘冲突加剧、逆全球化的大势环境下, 全球各国央行, 尤其是发展中国家央行, 或将继续购入黄金, 以增加黄金资产在总体外汇储备中的占比, 来抵御地缘政治冲突带来的货币交易风险。在世界黄金协会 2024 年的调查中, 各经济体对黄金未来的作用变得更加乐观, 81% 的受访央行认为未来 12 个月全球央行的黄金储备将增加, 这比 2023 年的相同调查受访各国央行表态要高出 10 个百分点。

图21: 2022 年至今全球央行购金量最多的 10 个国家



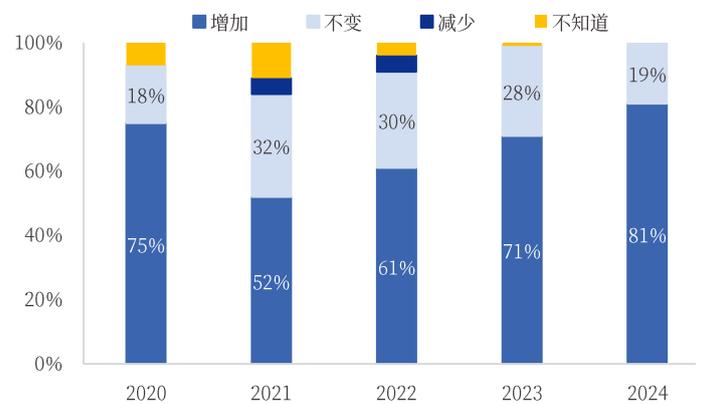
资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

图22: 中国与俄罗斯的黄金储备占比远低于西方发达国家



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

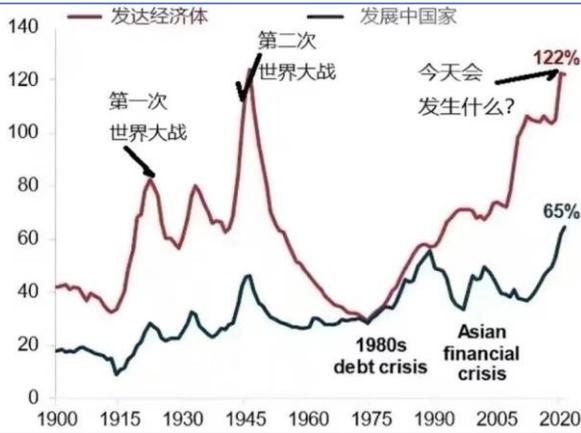
图23: 2024 年受访央行对未来 12 个月全球央行黄金储备变化的预测



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

2024 年 11 月特朗普当选新一任美国总统, 在特朗普当选美国总统后表态将结束战争。市场担忧特朗普当选美国总统后美国转变态度插手调停俄乌战争与中东冲突, 改变央行购金的逻辑。但我们认为即使战争停止, 战争过后在世界大变局下各国对未来地缘政治冲突风险的防范, 也将促使全球各国央行增加黄金储备。而全球地缘政治冲突频发其深层次根源可能是发达国家与发展中国家的债务问题, 各国债务问题的难以解决, 将使地缘冲突持续存在。此外, 特朗普当选美国总统后将增加美国对各国的关税, 或引起美国与其他国家的贸易, 甚至是全球性的多国贸易战, 这也将造成各国地缘政治冲突的加剧。在 2018 年时任美国总统特朗普对中国增加关税引发中美贸易战的时候, 全球央行黄金净购买量也出现了增长趋势。因此, 特朗普当选美国总统后全球央行或仍将继续净购入黄金, 2024 年 11 月末我国央行中国人民银行在时隔半年后再度净买入黄金 4.54 吨。全球各国央行对黄金资产的持续增持, 将有力支撑黄金价格的上涨。

图24：发达与发展中国家债务占 GDP 比重对应的政治时局（%）



资料来源：IMF，中国银河证券研究院

图25：2018 年中美贸易战后全球央行增加季度黄金购买量



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

### （三）美联储开启降息，降息周期引导利率下行驱动金价上涨

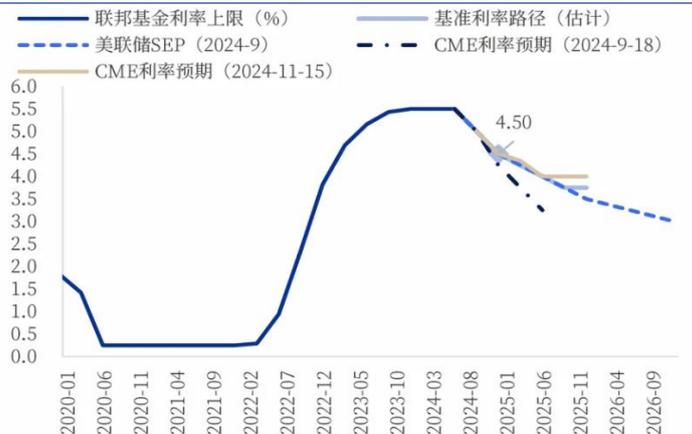
尽管央行购金已成为黄金价格定价的新因子，但实际利率仍是黄金价格走势的决定性因素之一，2024 年下半年美联储降息预期不断加强直至 9 月最终开启降息，决定了 2024 年 8-11 月的金价主升浪走势。美联储在 9 月正式开启降息周期，并在开局超预期降息 50 个基点后，在 11 月与 12 月分别再降息 25 个基点。而根据美联储 12 月议息会议后点阵图给出的指引，预计美联储还将在 2025 年降息 2 次，在 2026 年降息 2 次。虽然特朗普当选新一任美国总统后，特朗普增加关税、国内减税、驱除非法移民的政策将提升美国的通胀前景，促使美联储边际上收紧货币政策的宽松力度，11 月后黄金价格也受此影响出现了明显的下跌。但特朗普此前也表示其喜欢低利率的环境，甚至是施压要求美联储进行降息。芝加哥商品交易所利率期货显示目前市场预计美联储 2025 年将会有两次降息。银河证券宏观团队预计 2025 年美国通胀（CPI）均值为 2.4%，失业率年末在 4.4% 左右；美联储在较大的不确定性之下可能保持谨慎的态度，2025 年降息的幅度可能在 75BP 或更低；如果特朗普较早实行关税和大规模减税等刺激通胀的政策，美联储可能仅降息 50BP 后保持观察，但再加息风险并不高。

图26：CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
12/18/2024			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.9%	3.1%
1/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	78.8%	2.5%
3/19/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.8%	53.6%	34.6%	1.1%
5/7/2025	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	20.4%	49.3%	27.1%	0.8%
6/18/2025	0.0%	0.0%	0.9%	9.4%	31.7%	40.6%	16.8%	0.5%
7/30/2025	0.0%	0.2%	2.5%	13.6%	33.3%	36.2%	13.8%	0.4%
9/17/2025	0.0%	0.7%	5.1%	18.1%	34.0%	31.0%	10.7%	0.3%
10/29/2025	0.1%	1.4%	7.0%	20.5%	33.6%	28.0%	9.2%	0.3%
12/10/2025	0.3%	2.0%	8.4%	21.8%	33.0%	26.1%	8.2%	0.2%

资料来源：CME，中国银河证券研究院

图27：美国 CPI 与核心 CPI 环比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

美联储进入降息周期后，美联储政策利率的连续多次降低，必定会带动美国国债名义利率与实际利率的下行，从而驱动黄金价格上涨。而在过去 40 年历史美联储总计 7 次的降息周期中，除

去 1989 年-1992 年以及 1998 年仅 2 个月的超短暂降息以外，在其余的 5 次降息周期中，黄金价格都是呈现上涨趋势的。且从 2000 年以后的美联储 3 次降息周期看，黄金价格的高点均出现在美联储完成最后一次降息以后。而从美联储点阵图看，本轮美联储的降息周期将延续 2 年以上，降息幅度大，降息次数多，预计本轮降息周期中黄金价格上涨的胜率较大。

图28: 美联储降息引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行，驱动黄金价格上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表1: 美联储历次降息期间的金价涨幅

降息开始	降息结束	降息次数	历时 (天)	降息幅度 (BP)	经济衰退	降息类型	降息背景	降息期间金价涨幅
1984-9-20	1986-8-21	26	700	562.5	未衰退	预防式	通胀稳定, 预防衰退	12.40%
1989-6-6	1992-9-4	24	1186	681.25	1990.8	预防式	通胀稳定, 预防衰退	-6.26%
1995-7-6	1996-1-31	3	209	75	未衰退	预防式	通胀稳定, 预防衰退	5.57%
1998-9-29	1998-11-17	3	49	75	未衰退	暂时性	通胀稳定, 预防衰退	-0.74%
2001-1-3	2003-6-25	13	903	550	2001.4	纾困式	互联网泡沫	30.30%
2007-9-18	2008-12-16	10	455	500	2008.1	纾困式	次贷危机	17.28%
2019-8-1	2020-3-16	5	228	225	2020.3	预防式	通胀稳定, 预防衰退	5.75%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

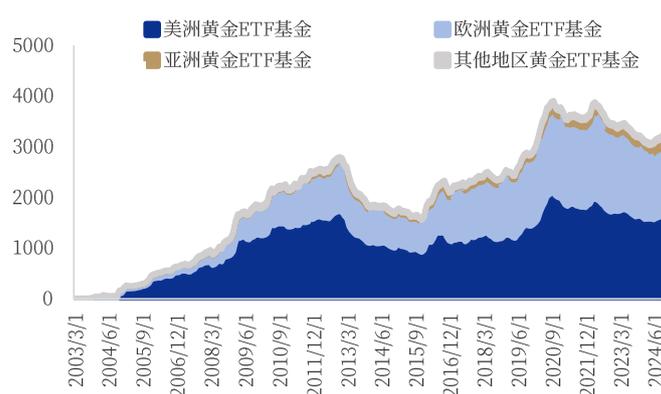
美联储降息期间金价上涨的资金驱动力主要来自于全球黄金 ETF 基金。历史上看全球黄金 ETF 基金跟随美联储货币政策周期配置黄金，一般在美联储降息与美元宽松期间，全球尤其是美洲地区的黄金 ETF 基金将会大幅增持黄金，全球黄金 ETF 基金资金加速流入。进入 2024 年下半年，美联储降息预期升温，美洲地区黄金 ETF 基金对黄金的配置由净流出转为净流入。临近美联储开启降息时，2024 年 8-10 月美洲地区黄金 ETF 基金单月购金量由 17 吨增长至 31 吨，成为全球黄金 ETF 基金最大增持地区。截止 2024 年 10 月底，全球黄金 ETF 基金的黄金持有量为 1654 吨，较 2020 年 8-10 月的全球黄金 ETF 黄金持有量历史峰值（也是上轮金价高点时期）近 2050 吨左右的水平，仍有近 400 吨的增持空间。预计全球黄金 ETF 基金在 2025 年美联储降息期间将继续购金，推动黄金价格上涨。

图29: 在美联储降息期间, 全球黄金 ETF 基金持加速持黄金



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 全球黄金 ETF 基金黄金持有量 (吨)

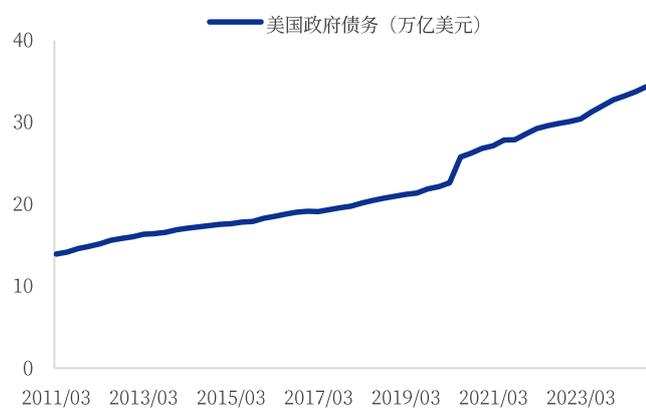


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 信用贬值对冲交易或将重复上演, 刺激金价脉冲式上涨

通胀高企威胁逼迫美联储不得以大幅加息, 但为支撑制造业回流与经济增长, 在高利率环境下美国政府加大财政支出刺激, 这使美国债务规模加速膨胀。截止到 2024 年一季度末, 美国债务规模已扩大至 34 万亿美元, 且扩张万亿美元债务规模速度从 8 个月缩短至 3 个月。2024 年 3 月初市场对美国债务问题关注发酵, 引发了投资者“信用贬值交易”购入黄金与其他信用对冲资产, 黄金与比特币价格大幅皆大幅上涨创历史新高。

图31: 美国政府债务加速扩张



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

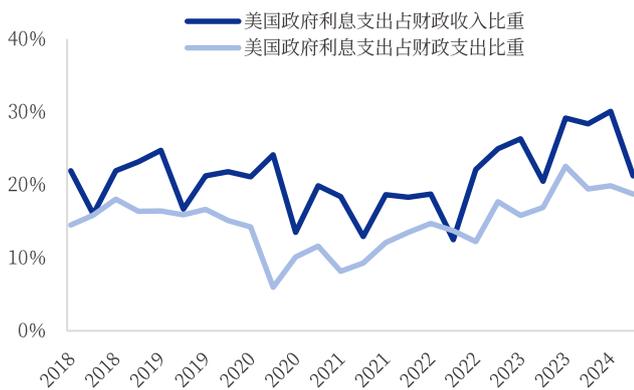
图32: 3月初“信用贬值”交易下对冲资产黄金与比特币价格皆创新高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

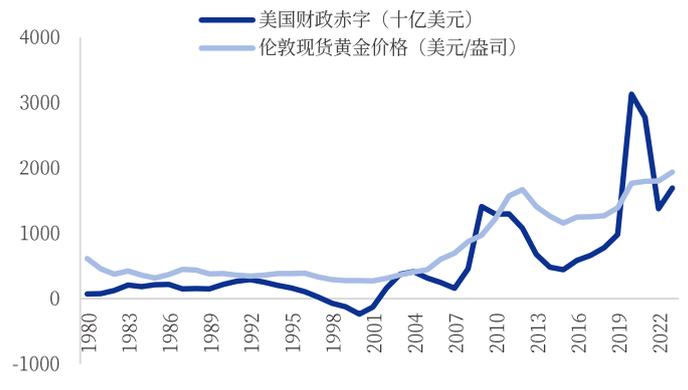
美国联邦政府特朗普政策上国内减税、重建制造业, 将会造成更多的财政支出与政府债务, 美国政府债务规模或将持续扩大。美国债务问题加快“去美元化”, 金砖国家提出 BRICS Pay 允许成员国用本国货币进行支付结算, 俄罗斯提出建立其主导的国际贵金属交易所, 也是对美元信用的打击。美国债务加剧将是定时炸弹, 事件性引爆的美国信用问题会使 3 月发生的信用贬值对冲交易在未来不断重复, 刺激金价上涨。而美国的财政赤字与黄金价格在中长期走势上具备一定的关联性。

图33: 美国政府利息支出占财政收入与支出比重



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 美国财政赤字与黄金价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

目前 A 股黄金板块的动态市盈率 25x, 估值较 2023 年年底行业市盈率 32x 已有明显的下降。而纵向比较来看, 目前 A 股黄金板块动态市盈率位于近 5 年 3.15% 的历史分位, 估值仍处于较为安全的水平。虽然特朗普当选美国总统其政策可能引发再通胀降低美联储的降息预期, 但这一利空在 11 月后金价下跌中已全面反映。而美联储开启降息周期后全球黄金 ETF 对黄金的增持、世界百年之大变局全球央行增加黄金储备配置、美国政府债务持续扩张下引发的信用贬值对冲交易这些金价中期上涨逻辑依旧存在, 2025 年金价仍有上涨空间。多家 A 股黄金龙头公司在 2025 年均有矿产金产能扩张计划, 量价配合齐升下 A 股黄金龙头公司业绩将更具弹性, 建议关注山东黄金、中金黄金、赤峰黄金、山金国际。

表2: A 股黄金行业重点关注公司

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
山东黄金	990	36	0.74	1.01	1.28	30	22	17	4.5
中金黄金	616	17	0.78	0.85	0.94	16	15	14	2.3
赤峰黄金	281	20	1.06	1.32	1.50	16	13	11	3.9
山金国际	470	23	0.86	0.99	1.25	20	17	13	3.8

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以 2024 年 12 月 13 日收盘价进行计算

### 三、铜：铜矿缺口扩大，经济复苏利好铜价上涨

#### (一) 全球铜矿供应紧缺的矛盾彻底爆发且将持续存在

2024 年上半年铜价被铜矿短缺问题引爆, 并在国内经济复苏加快与美联储降息预期加强的催化下一路强势上涨; 但下半年铜矿紧缺传导至精铜短缺的逻辑并未实现, 且国内经济复苏势头放缓, 导致铜价从高位回落。复盘铜价走势, 2023 年底巴拿马铜矿关停、英美资源下调产量指引, 使得 2024 年铜矿的供应预期彻底扭转, 由过剩预期转变为短缺。24H1 铜矿短缺问题不断发酵, 铜冶炼企业召开减产协商会, 3 月中国经济复苏预期加快、美联储降息预期加强, 5 月中旬 COMEX 铜逼仓进一步推升铜价, 铜价涨至高点 11105 美元/吨高点; 24H2 宏观预期转向, 5 月中国 PMI 回落至

枯荣线以下，7-8月美国就业数据超预期下滑加剧市场对美国经济衰退担忧，国内冶炼厂减产预期未兑现，铜价回落至8714美元/吨，9月美联储超预期降息50bp、中国政策转向提振市场预期，截至2024年12月初铜价为9092美元/吨。

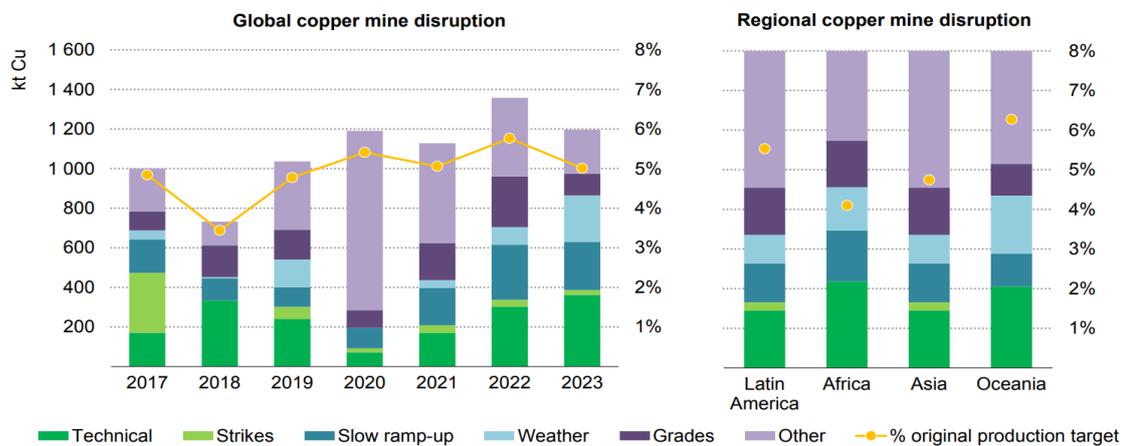
图35：2024年铜价走势回顾（美元/吨）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**近年来全球铜矿扰动频发，对有效供给形成约束。**近年来，全球铜矿供给扰动率约为原定产量目标的 5%，背后反映出的是近年来前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓，而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。一系列因素将在中长期内影响矿业开采，对有效供给形成约束。2024 年以来智利、赞比亚等地区的干旱、电力紧缺、罢工等铜矿干扰事件频发，铜矿短缺问题进一步发酵。

图36：全球铜矿扰动频发



资料来源: IEA, Wood Mackenzie, 中国银河证券研究院

**2024 年前三季度全球重点矿企产出分化较大，部分海外矿企下调全年产量指引。**从 2024 年前三季度全球重点铜企的生产来看，24Q1-3 重点矿企铜矿产量同比增长 3%，其中洛阳铝业

(TFM&KFM 达产)、泰克资源 (Quebrada Blanca 2 爬产) 同比增长显著, 第一量子 (Cobre Panama 铜矿停产) 下滑较大。此外, 自由港、泰克资源均下调全年产量指引, 按指引推算, 2024 年全球重点铜企产量增量仅 26 万吨, 同比增长 2.3%。

表3: 2024 年 Q1-3 全球重点铜企产量情况 (万吨)

	2024Q2	2024Q3	24Q3 同比	24Q3 环比	2024Q1-3	24Q1-3 同比	24Q2 指引	24Q3 指引
必和必拓	50.5	47.6	4.2%	-5.7%	144.7	8.1%	184.5-204.5	-
自由港	47	47.7	-3.0%	1.5%	143.9	1.8%	185.5	183.9
智利国家铜业	28.5	33.8	1.5%	18.6%	91.8	-5.0%	132.5-135.2	-
嘉能可	22.3	24.3	-2.0%	9.0%	70.6	-4.1%	95-101	-
紫金矿业	25.5	27.1	3.4%	6.3%	78.9	4.5%	111	-
南方铜业	24.2	25.2	11.6%	4.0%	73.5	8.4%	96.32	97.5
英美资源	19.6	18.1	-13.4%	-7.7%	57.5	-3.5%	73-79	-
力拓	17.1	16.8	-0.6%	-1.8%	49.5	7.8%	66-72	-
洛阳钼业	16.6	16.2	10.2%	-2.4%	47.5	66.1%	52-57	-
安托法加斯塔	15.5	17.9	2.9%	15.5%	46.3	-1.5%	67-71	-
第一量子	10.3	11.6	-47.7%	12.6%	32	-41.6%	37-42	40-42
泰克资源	11	11.5	59.7%	4.5%	32.4	73.3%	43.5-50	42-45.5
合计	288.1	297.8	-1.1%	3.4%	868.6	3.0%		

资料来源: 必和必拓、自由港等公司公告, 中国银河证券研究院

**未来全球铜矿增量主要来自于已有的铜矿扩建项目, 铜矿产量增速高峰已过。**2024 年铜矿的核心项目有位于智利的 Quebrada Blanca2、刚果金的 TFM、俄罗斯的 Udokan、蒙古的 Oyu Tolgoi 项目等; 2025 年的供给增量来自于 Kamola Kakula 铜矿、Las Bambas 铜矿、Malmyzh 铜矿等, 巴拿马铜矿暂无复产消息。考虑到近年来铜矿供应具有高度不确定性, 我们预计 2024-2025 年铜矿产量为 2265、2345 万吨, 同比增加 38、80.5 万吨, 对应增速为 1.7%、3.6%。由 2017-2021 年铜价高峰引发的投资高峰带来新建铜矿的投产增量, 预计在 2025 年后将要结束, 未来全球铜精矿新投产项目有限, 主要来自于已有铜矿的扩建项目, 此后铜矿新增产能与供应增速或逐步下滑。

图37: 全球铜矿产量增速高峰或已过



资料来源: ICSG, 美国地质调查局, 中国银河证券研究院

表4: 全球主要铜矿产量预测 (万吨)

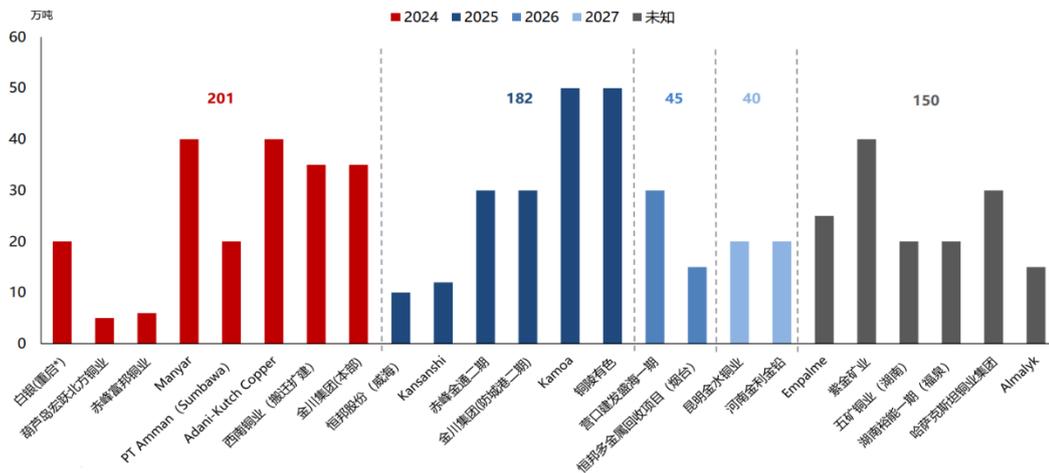
矿山	地区	矿企	2023	2024E	2025E
Timok	Serbia	Zijin	139	150	152
Udokan (con+sx-ew)	Russia	Udokan	10	70	130
Malmyzh	Russia	RMK	0	0	100
Quellaveco	Peru	Anglo American	319	315	325
Mirador	Ecuador	Tongling	123	100	120
Kamoa	DRC	Ivanhoe&Zijin	394	440	620
Musonoi	DRC	Jinchuan International	0	0	38
Kalongwe (SX-EW)	DRC	Chengtun	32	50	50
KFM (SX-EW)	DRC	CMOC	114	170	200
Lonshi (SX-EW)	DRC	JCHX	5	20	40
Dikulushi(SX-EW)	DRC	JCHX	10	10	10
Julong	China	Zijin	154	166	160
Boa Esperanza (Tucumã)	Brazil	Mineração Caraiba SA	0	10	55
Motheo	Botswana	Sandfire Resources	10	40	50
Carrapateena	Australia	BHPB	65	73	75
Kansanshi S3	Zambia	First Quantum	135	160	200
Bor	Serbia	Zijin	100	117	117
Toromocho	Peru	CHALCO	200	190	230
Las Bambas	Peru	MMG	300	320	400
Oyu Tolgoi Underground	Mongolia	Riotino	168	200	330
La Caridad	Mexico	SCC	110	140	145
Buenavista Zinc - Sonora	Mexico	SCC	0	12	20
Grasberg underground	Indonesia	Freeport	753	820	730
Kinsevere-Nambulwa	DRC	MMG	44	44	80
TFM (SX-EW)	DRC	CMOC	280	450	450
KPM(SX-EW)	DRC	Yite	50	90	100
Yulong	China	Western Mining	119	159	159
Duobaoshan	China	Zijin	111	111	120

Escondida	Chile	BHPB	1073	1190	1250
Quebrada Blanca2	Chile	Teck	56	205	265
Los Pelambres	Chile	Antofagasta	300	340	380
Salvador	Chile	Codelco	13	13	60
Chuquibambilla	Chile	Codelco	248	265	300
Mantoverde	Chile	Capstone	35	65	120
Highland Valley Copper	Canada	Teck	99	119	150
Salobo	Brazil	Vale	180	200	200
Adina	Chile	Codelco	165	185	205
El Teniente New Mine Level (NML)	Chile	Codelco	350	310	340
Jiama	China	China Gold International	20	44	85
Batu Hijau	Indonesia	Amman	142	220	220
Johnson Camp	America	Excelsior Mining	0	0	5

资料来源: Codelco、紫金矿业等公司公告, 银河期货, 中国银河证券研究院

全球冶炼产能持续释放, 而矿端供给不足或将致使 2025 年铜矿原料缺口进一步扩大。据 SMM, 2024-2025 年全球共有 383 万吨新增产能, 其中 2025 年冶炼厂有 182 万吨的产能释放, 但矿端新增产能有限, 且实际产量具有高度不确定性, 或可仅增 80.5 万吨。冶炼产能增长高于铜矿, 矿端供给不足致使原料缺口扩大, 预计 2025 年铜矿缺口由 3 万吨进一步扩大至 23 万吨。铜冶炼现货加工费 TC/RC 从 2023 年 10 月底的 86.3 美元/吨、8.62 美分/磅, 断崖式下跌至 2025 年 5 月底的 1.7 美元/吨、0.18 美分/磅, 目前维持在 10.8 美元/吨、1.08 美分/磅的低位运行, 矿冶矛盾突出, 冶炼厂利润承压。

图38: 全球粗炼产能集中释放



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

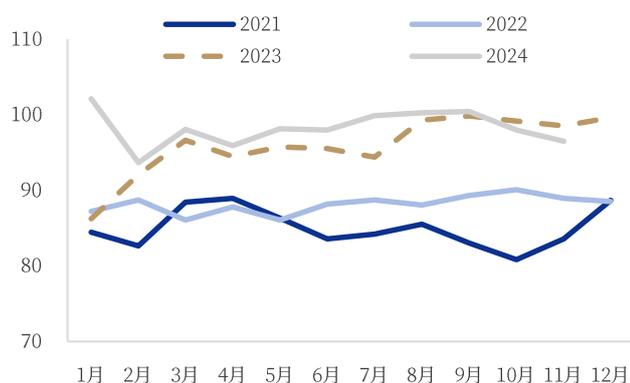
表5: 全球铜矿供需平衡表 (千吨)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
铜矿产量	21133	21787	22267	22647	23452
YOY	2.32%	3.09%	2.20%	1.71%	3.55%
铜矿消费量	21140	21647	22357	22681	23681
YOY	0.71%	2.40%	3.28%	1.45%	4.41%
铜矿平衡	-7	140	-90	-34	-229

资料来源: Wind, ICSG, 银河期货, 中国银河证券研究院

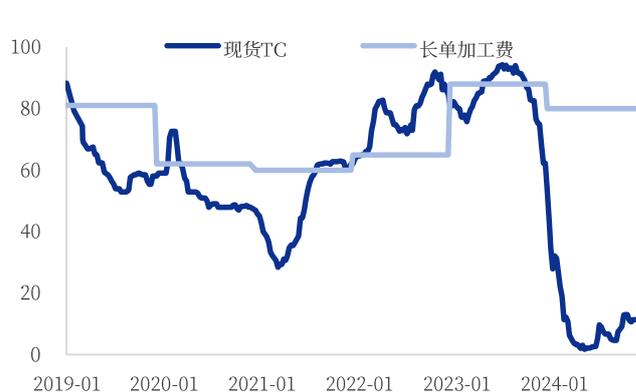
**2024 年国内精炼铜产量超出预期，矿端紧缺并未向精铜端传导，主要为长协价较高及废铜的补充。**2024 年 3 月 13 日，中国有色工业协会召开铜冶炼企业座谈会，在调整冶炼厂生产节奏、减少冶炼亏损企业产量达成一致；3 月 28 日，CSPT 中国铜原料联合谈判小组召开会议，倡议联合减产，建议减产幅度 5-10%。2024 年 1-11 月中国电解铜累计产量为 1080.9 万吨，同比增加 29 万吨，增幅为 2.8%；11 月产量为 96.5 万吨，环比下降 1.5 万吨，同比下降 2 万吨。2024 年国内电解铜减产并不显著，主要原因为冶炼厂一般长单比例较高，目前长单加工费仍为 80 美元/吨，使得冶炼厂利润影响有限；另外前期精废价差拉大，刺激废铜流出，流向冶炼端占比也提升至 52.5%，对原料形成补充，导致产量下降的幅度小于预期。

图39: 中国电解铜月度产量 (万吨)



资料来源: 钢联, 中国银河证券研究院

图40: SMM 中国铜精矿冶炼加工费 (美元/吨)



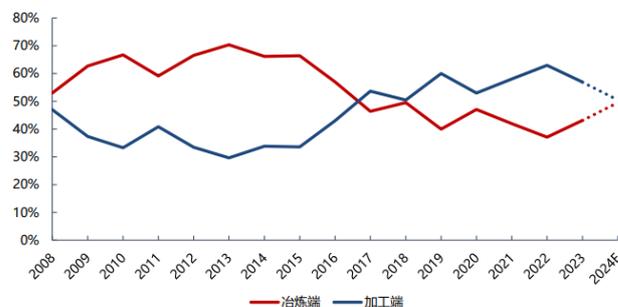
资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院

图41: 电解铜精废价差



资料来源: 百川, 中国银河证券研究院

图42: 废铜流向冶炼端比例抬升

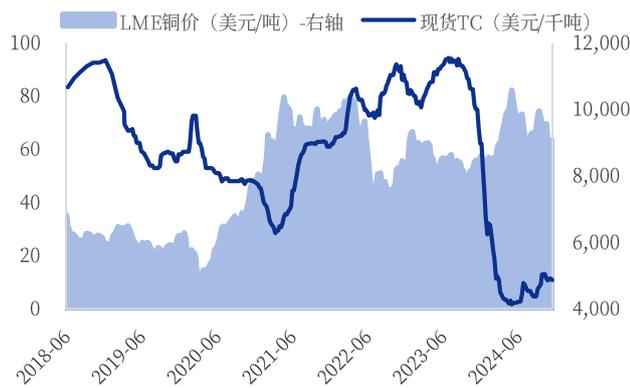


资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

**2025 年铜加工长协 TC 大幅回落，铜冶炼厂减产及矿端紧缺向电解铜传导的可能性增加，而废**

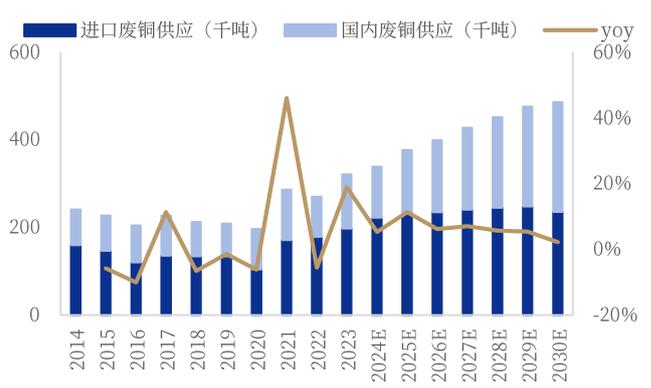
**铜仍是重要的原料补充。**江西铜业等中国铜企业与 Antofagastat 敲定 2025 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 21.25 美元/吨与 2.125 美分/磅。2025 年铜精矿长单加工费较 2024 年的 80 美元/吨与 8.0 美分/磅大幅下降，显示明年铜矿仍将处于紧缺状态。而铜冶炼加工费长单价格的大幅下滑，将进一步压缩国内铜冶炼厂利润，铜冶炼厂减产及矿端紧缺向电解铜传导的可能性也将增加。废铜 783 号文自 2024 年 8 月 1 日起施行，导致部分再生企业成本增加，但部分地区政策实施延后，且 10 月底新政对废铜进口有所放松，预计矿端紧缺背景下，2025 年国内外废铜供给是精铜原料的重要补充，SMM 预测 2025 年废铜供给将增长 38 万吨至 376 万吨，增速为 11%。

图43: TC 和铜价走势基本呈现负相关



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图44: 废铜是精铜原料的重要补充



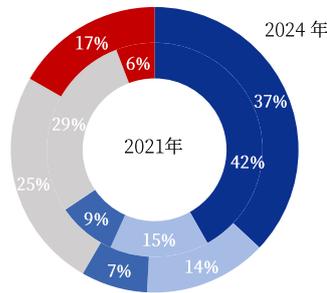
资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

## （二）新能源结构性亮点显著，经济复苏将提振铜消费需求

**铜的需求结构正在发生新旧动能切换,以新能源、数字经济为代表的新兴领域增长迅速。**据 SMM 数据,2023 年中国铜消费结构中,电力(47%),家电(14%),交通运输(13%),建筑(8%),机械电子(8%)。尽管以家电、交运、建筑地产为代表的传统领域需求体量较大,但新能源、数字经济的快速发展正在打破原有的需求范式。2024 年 1-10 月国内电解铜表观消费量 1233.6 万吨,同比增长 2.8%,从下游需求增速来看,1-10 月国内新能源汽车产量/风电/光伏新增容量增速 36.3%/22.8%/27.2%,比之电网投资完成额/空调产量/房屋竣工面积增速 20.7%/8.2%/-23.9%。我们测算,中国新兴领域用铜需求占比已从 2021 年的 6%提升至 2024 年的 17%,铜消费量从 2021 年的 83 万吨增长至 2024 年的 264 万吨。未来伴随我国能源结构的进一步调整,以及数字经济的蓬勃发展,新兴领域用铜需求增长潜力可观。

图45: 中国铜消费结构

■ 传统电力 ■ 家电 ■ 建筑 ■ 其它传统需求 ■ 新兴领域



资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院 (注: 新兴领域用铜包括新能源及数字经济领域用铜, 具体包括新能源汽车、光伏、风电、数据中心用铜)

**稳增长政策持续加码, 有望带动 2025 年国内铜需求进一步增长。**前期出台的一揽子经济增量政策作用显现, 国内经济复苏有加快的势头, 11 月我国制造业 PMI 上升至 50.30%, 连续两个月处于扩张区间。12 月的中央经济工作会议明确提出稳增长任务, 货币政策适度宽松、财政政策扩张性态度明确, 同时要全方位扩大国内需求, 更大力度支持“两重”项目, 释放出了积极有为的政策信号。复盘 2009 年-2010 年, 为应对世界金融危机, 国内货币政策变为“适度宽松”时, 铜价年均涨幅 80%。我们认为经济基本面有望在政策带动下逐步改善, 带动国内铜下游消费需求。结构上看, 2025 年国内铜消费需求仍为新能源需求对地产需求进行抵补, 新能源汽车、光伏、风电、数字经济领域有望实现 23 万吨用铜增量, 地产用铜在政策的呵护下降幅或缩减为 5 万吨以内, 家电、机械电子板块也有望在经济复苏带动下实现 2% 以上的增长, 预计 2025 年国内电解铜消费需求 1620 万吨, 较 2024 年的 1574 万吨增长 2.9%。

表6: 中国电解铜需求测算 (万吨)

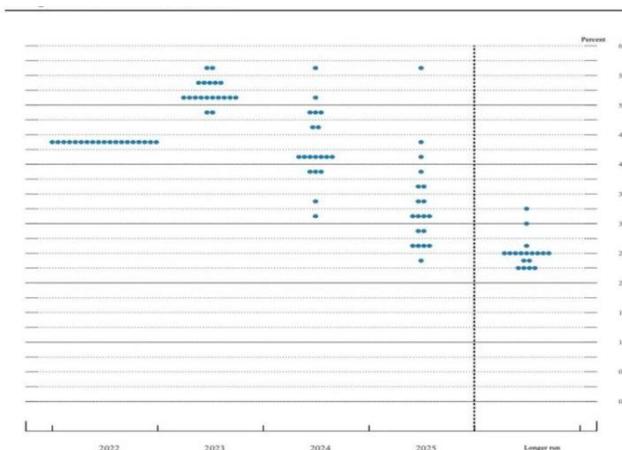
	2022	2023	2024E	2025E
电力	670	718	744	771
家电	207	212	218	224
交运	179	193	201	208
建筑	120	123	118	114
机械电子	126	127	129	132
其它	154	163	165	170
总计	1456	1536	1574	1620

资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院

**全球降息潮来临, 流动性宽松下美国经济仍具韧性, 海外铜消费需求或将稳中有升。**美联储 9 月宣布降息 50 个基点至 4.75%-5.00%, 为 2020 年 3 月后首次降息, 本轮美联储降息周期正式开启。自此, 除日本外的主要发达国家经济体均进入降息周期。美联储进入降息周期, 且在开局超预期降息 50 个基点, 表明了美联储尽力避免经济衰退的态度, 使市场对美国经济衰退的担忧有所缓解, 美国经济软着陆的概率加大。历史上看, 美联储预防式降息最终使经济实现软着陆的情况下, 相比衰退式降息的铜平均收益率高出 15pct, 2000 年以后的三轮降息周期结束后铜价均开启一轮牛市。2025 年特朗普上台后可能调整美国新能源政策, 考虑到 IRA 法案调整流程较长, 2025 年落地可能性不大; 贸易保护主义的回潮或加剧全球贸易的不确定性, 但同时特朗普或维持美国高额的财

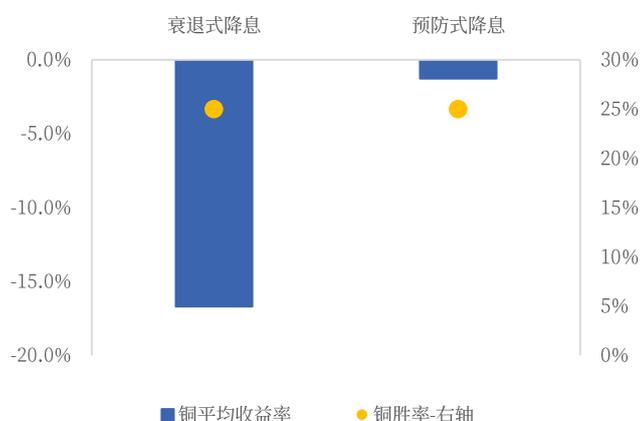
政支出，重建美国制造业、大力发展 AI 等，也将拉动美国对铜的消费需求。

图46: 美联储9月点阵图



资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

图47: 美联储预防式降息下铜价平均收益率更高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

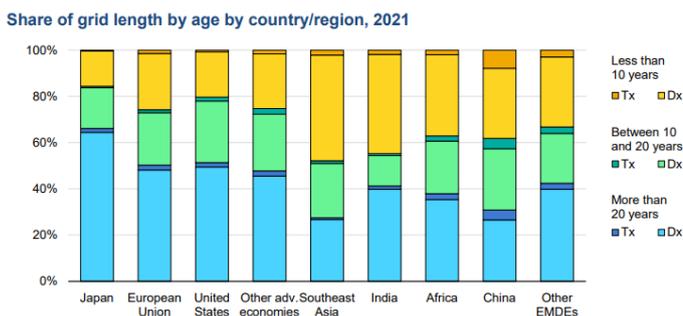
图48: 历次美联储降息后的铜价走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

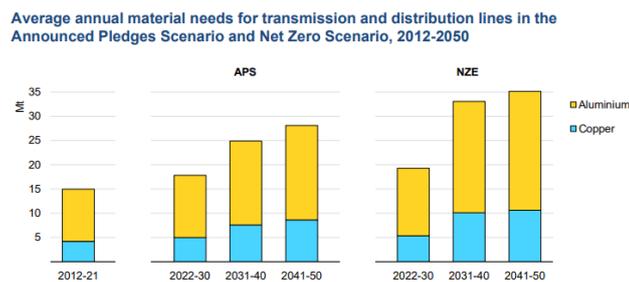
**欧美电网开启升级改造计划，拉动铜消费增量。**发达经济体电网往往较为老旧，其基础设施有时已运行 50 年或更久，超 50% 的电网基础设施使用超 20 年，对老化基础设施进行现代化改造的需求日益增长。2023 年 11 月，欧盟计划在 2020-2030 年间累计投资 5840 亿欧元对欧洲的电网进行全面检修和升级；2023 年 10 月，美国能源部宣布将拨款近 35 亿美元来提高美国全国电网可靠性。欧美电网加大未来电网资本开支，对电网扩容需求的拉大或带动铜消费需求增长。据 IEA 数据，全球输电线路、配电网和变压器的铜用量预计从 2012-2021 年的年均 5Mt 增加到 2022-2030 年的年均 5.5Mt，在 2022-2030 年间，这一铜需求来源将近 2021 年全球铜总产量的 18%。

图49: 发达国家地区电网老化严重



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

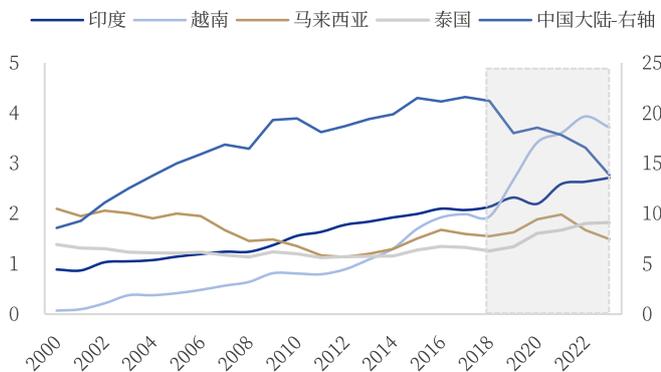
图50: 输电和配电线路对铜的需求量大



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院 (注: 输配电线路的材料需求包括电缆和电线)

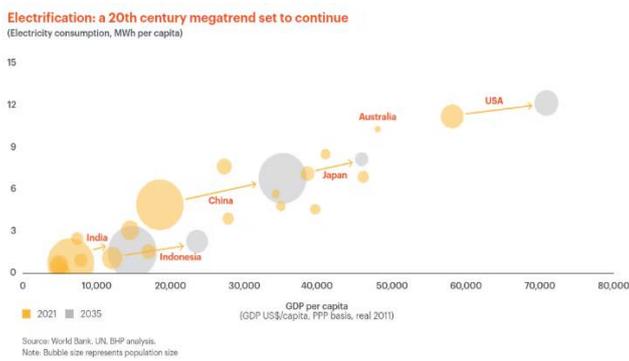
**全球产业链加速重塑, 印度铜消费增长强劲。**2018年以来, 全球产业链正从中国向东南亚市场迁移。在中美博弈、疫情冲击、俄乌冲突的叠加影响下, 全球产业链加速重塑, 以印度为代表的新兴国家铜需求量攀升。据 ICA India, 疫后印度铜消费需求在 2021FY-2024FY 以年均 21% 的增速攀升, 2024FY 印度铜消费量达 170 万吨, 同比增长 13%, 主要得益于建筑和基础设施行业的强劲需求, 建筑和基础设施行业占铜需求的 43%, 同时对 GDP 的贡献率为 11%。当前印度的人均用电量目前约为日本的 1/7 和中国的 1/5, 随着电力供应的普及, BHP 预计未来几十年印度的铜需求将比疫情前增长 5 倍。

图51: 美国进口金额占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图52: 印度的铜消费需求增长潜力巨大



资料来源: BHP, 中国银河证券研究院

**国内经济的复苏、海外美联储的降息, 叠加新能源增长强劲、全球制造业供应链与战后重建、AI 数字经济浪潮, 全球铜需求未来增长可期。**全球 11 月制造业 PMI 回升至 50% 枯荣线, 连续两个月持续改善。全球迎来降息潮, 全球经济与制造业有望持续修复, 国内稳增长政策持续出台, 助力国内经济动能进一步增强, 都将带动铜需求增长。新能源、人工智能数字经济等带来铜消费结构的新亮点, 全球供应链重塑与欧美电网更新, 铜未来消费增量可期。预计 2025 年全球电解铜消费 2703 万吨, 较 2024 年的 2607 万吨增长 96 万吨, 其中新兴领域需求贡献 67 万吨增量。

表7: 全球电解铜消费预测表 (万吨)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国新兴领域	83	117	224	264	287
中国	1439	1456	1536	1574	1620
海外新兴领域	85	95	152	205	249
海外	977	980	995	1032	1083
全球	2416	2436	2531	2607	2703

资料来源: 中汽协, EVTank, IRENA, Wood Mackenzie, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 看好铜板块的长期配置价值

从供需平衡表来看, 2025年电解铜供需将边际收紧。供给端, 一系列中长期因素对铜矿有效供给形成约束, 冶炼产能集中释放, 短期矿端紧缺难以改变, 且矿端缺口或再扩大。2025年冶炼厂长协订单大幅下滑, 冶炼利润再度压缩, 预计再生铜仍为重要的原料补充。需求端, 国内刺激政策加码, 中央经济工作会议提出实施更加积极有为的宏观政策, 全方位扩大国内需求作为政策首要任务, 继续抬升国内宏观复苏预期。而海外制造业复苏迹象已显, 步入降息周期后经济复苏确定性较强, 或带动铜的消费需求进入景气上升通道。我们预计2024年全球电解铜供需过剩13万吨, 2025年过剩缩减至7万吨, 假如国内经济复苏超出预期, 则供需紧平衡有转向短缺的可能。

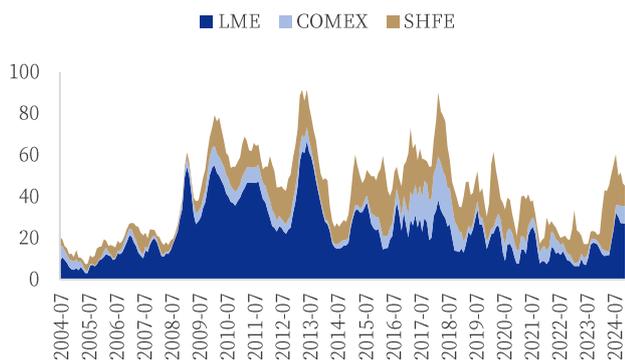
表8: 全球电解铜供需平衡表 (千吨)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
铜矿产量	21133	21787	22267	22647	23452
YOY	2.32%	3.09%	2.20%	1.71%	3.55%
铜矿消费量	21140	21647	22357	22681	23681
YOY	0.71%	2.40%	3.28%	1.45%	4.41%
铜矿平衡	-7	140	-90	-34	-229
精铜产量	23946	24326	25486	26196	27096
YOY	1.67%	1.59%	4.77%	2.79%	3.44%
精铜消费	24156	24356	25306	26066	27030
YOY	4.87%	0.83%	3.90%	3.00%	3.70%
收储	-110	0	0	0	0
供需平衡	-100	-30	180	130	66

资料来源: Wind, ICSG, SMM, 银河期货, 中国银河证券研究院

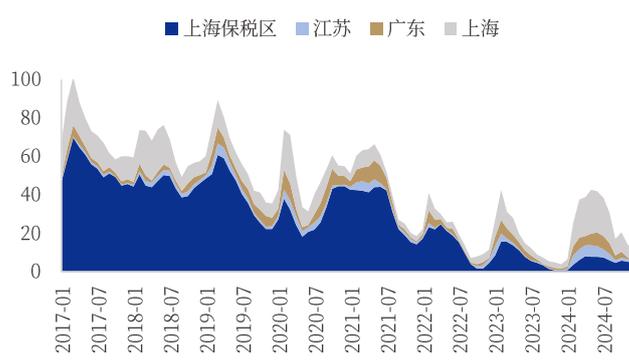
当前全球铜显性库存持续去化, 国内社会库存显著回落。截至2024年12月初, 全球三大交易所的显性铜库存 (SHFE+LME+COMEX) 合计为43.86万吨, 自9月以来库存持续去化。国内电解铜社会库存10月中旬后持续改善, 目前为16.92万吨, 库存的去化一方面得益于商品价格下跌带来的下游采购力度加大, 另一方面也表明下游市场需求的边际改善。

图53: 全球主要交易所铜库存 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图54: 国内铜社会库存 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

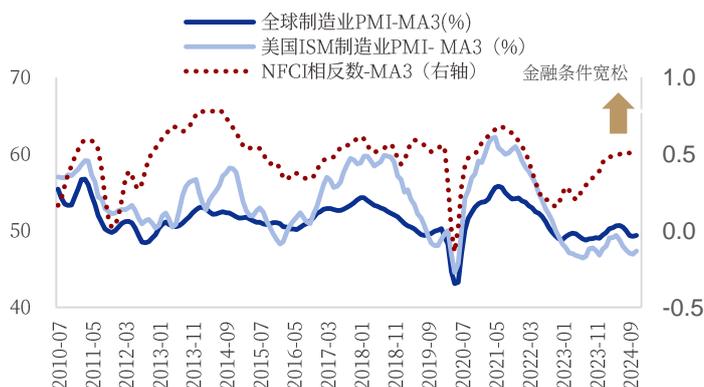
**多重共振下铜价重心有望上移。**2024 年铜矿供给缺口突出, 2025 年后缺口或将进一步扩大, 我们测算 LME 铜价需上涨超过 1.25 万美元/吨才可刺激铜企进行大规模资本开支, 供给约束提供铜价支撑。新能源转型与人工智能基建投资带来需求的结构性亮点, 全球供应链重塑与欧美电网更新拉动铜需求增量。全球降息潮下, 充裕的流动性与货币信用的贬值将变相增加工业有色金属商品价值, 同时流动性宽松往往指向后续制造业 PMI 的回暖, 铜作为跟随宏观经济的周期性品种, 伴随中国经济在政策支撑下带动全球经济复苏的进一步确认, 需求逻辑给予铜价更强的上涨动力。

表9: 新建铜矿项目 NPV 测算

NPV (美元)		IRR								
		6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
LME 铜价 (美元/吨)	10000	-5655	-6206	-6725	-7215	-7676	-8112	-8525	-8915	-9284
	10500	-3482	-4116	-4714	-5277	-5809	-6311	-6786	-7235	-7661
	11000	-1309	-2026	-2703	-3340	-3942	-4510	-5047	-5556	-6037
	11500	865	64	-691	-1403	-2075	-2709	-3309	-3876	-4413
	12000	3038	2154	1320	534	-207	-908	-1570	-2197	-2790
	12500	5212	4243	3331	2471	1660	893	169	-517	-1166
	13000	7385	6333	5343	4409	3527	2694	1907	1163	457
	13500	9559	8423	7354	6346	5394	4496	3646	2842	2081

资料来源: Wind, S&P Global, 中国银河证券研究院

图55: 金融条件指数宽松利好 PMI 回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

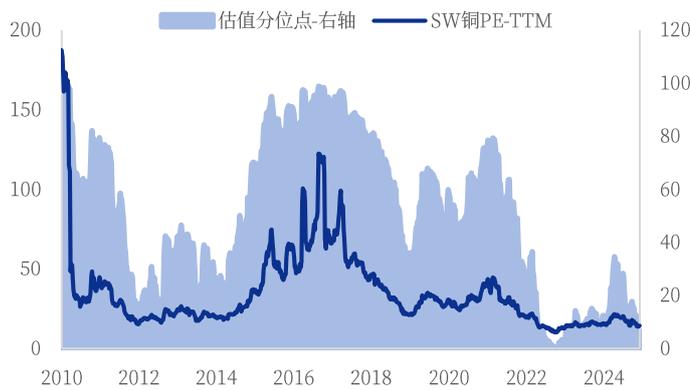
图56: 铜价走势往往滞后于流动性周期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

A 股铜板块估值安全边际较高，在经济复苏完全确立后铜板块有望获得戴维斯双击。从 A 股铜行业的历史估值的纵向比较来看，目前 A 股铜行业指数市盈率（TTM）为 14.3x，远低于近十年估值中枢 34.6x，处于历史估值的 6.7%分位点。A 股铜行业指数市净率为 2.8x，处于近十年估值的 67.4%分位点，但较最高值 7.2x 仍有较大空间。我们看好供给约束、全球经济复苏、新能源转型与人工智能基建投资下铜价与铜板块的未来走势。当前板块估值安全边际较高，矿端缺口扩大、冶炼加工费低的背景下，利润将向手握优质铜矿资源的企业倾斜，推荐紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信。

图57: A 股铜行业指数 PE-TTM 与估值分位点 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图58: A 股铜行业指数 PB 与估值分位点 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图59: A 股铜矿行业上市公司推荐标的

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
紫金矿业	4208	15	1.23	1.39	1.58	13	11	10	3.1
洛阳钼业	1538	12	0.54	0.61	0.69	13	12	11	2.5
西部矿业	409	12	1.58	1.85	2.06	10	9	8	2.3
金诚信	262	19	2.57	3.50	4.04	16	12	10	3.1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以 2024 年 12 月 13 日收盘价进行计算

## 四、铝：电解铝利润底部的多周期共振拐点上行

### (一) 电解铝产能接近红线，供应增量弹性有限

截止 2024 年 11 月底，据 ALD 统计国内建成电解铝产能已达到 4502 万吨，国内电解铝运行产能约为 4394 万吨左右；随着新疆电解铝新投产项目的启槽爬产与贵州、四川地区此前停产产能的复产，以及西南地区小部分电解铝产能的停槽技改影响，预计 2024 年 12 月底国内电解铝运行产能变化不大。我国发改委、工信部、国土资源部、环保部在 2017 年联合出台电解铝行业供给侧改革纲领性文件《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的具体通知》中明确了我国电解铝合规产能的天花板为 4554 万吨。目前我国现有电解铝建成产能已逼近了 2017 年供给侧改革下的产

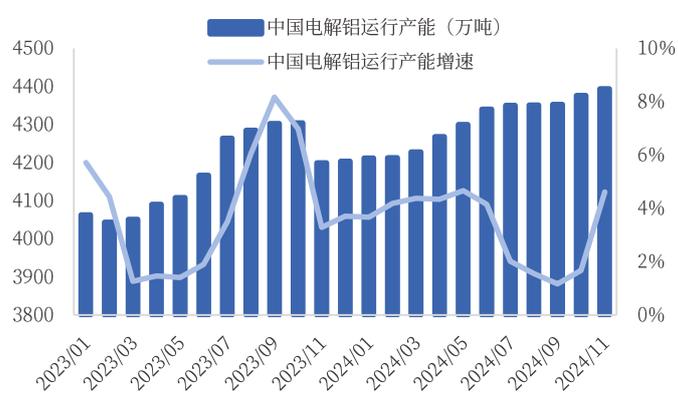
能峰值。2024 年国内电解铝新增产能 78 万吨，除去置换产能后净新增产能 37 万，而 2025 年国内净新投产产能预计仅为 10 万吨，较 2024 年进一步减少。

图60: 国内电解铝建成总产能与建成总产能增速



资料来源: ALD, 中国银河证券研究院

图61: 国内电解铝运行产能与运行产能增速



资料来源: ALD, 中国银河证券研究院

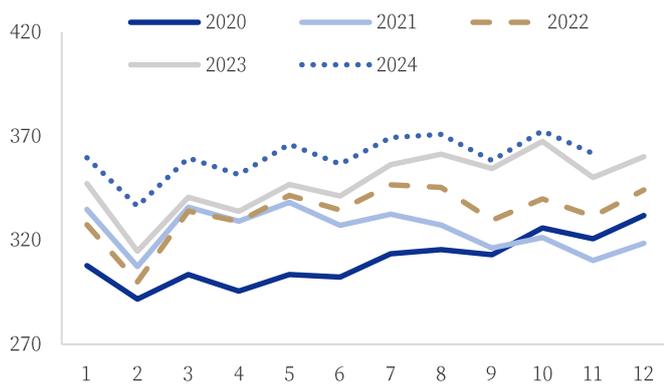
表10: 2024-2025 年国内电解铝新增产能项目 (万吨)

项目	规划产能	截止 2023 年底投产产能	已有合规产能指标	2024 年新投产产能	2024 年净新增产能	2025 年新投产产能	2025 年净新增产能	备注
云南宏泰	203	150	203			53	0	山东魏桥产能转移
云南宏合	193	0	193			50	0	山东魏桥产能转移
贵州元豪铝业	33	8	10.65					暂无指标
贵州双元铝业	10	14.5	14.5	6	0	4	0	技改扩产, 南山铝业产能置换
中铝青海	50	40	50			10	10	云铝股份产能置换
青海海源绿能	35	24	35					重组后复产
内蒙古华云三期	42	0	42	42	17			25 万吨中铝包头产能转移
内蒙古扎铝二期	35	0	35					争取 2025 年年底投产, 2026 年达产
广元弘昌晟	25	12	12					暂无指标
中铝华润二期	50	0	0					在运作合规产能指标
天山铝业	120	120	140					20 万吨产能预计 2026 年投产
新疆农六师	190	170	190	30	20	25	0	运行产能增加
内蒙古东山	100	0	100			20	0	伊电集团内部产能置换
合计	1086	538.5	1025.15	78	37	162	10	

资料来源: ALD, 中国银河证券研究院

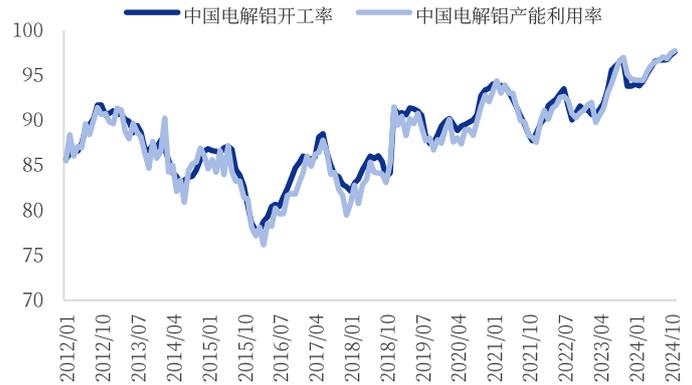
根据 ALD 数据, 2024 年 1-11 月国内电解铝产量达到 3962 万吨, 同比增长 3.67%。由于 2024 年云南地区来水情况较好, 云南电解铝产能在年底停产可能性较小, 预计 2024 年国内电解铝总产量将达到近 4330 万吨, 同比增长 3.7%。而 2024 年 11 月国内电解铝开工率 97.23%, 国内电解铝产能利用率 97.74%, 均创下历史最高水平。在国内电解铝产能利用率已达历史峰值, 2025 年国内电解铝净新增产能较少, 且云南电解铝产能来水不稳定, 及《电解铝行业节能降碳专项行动计划》降能耗要求下国内老电解槽生产将受限的情况下, 2025 年国内电解铝的产量基本无增长弹性。预计 2025 年国内电解铝产量将达到 4400 万吨, 同比增长 1.6%。

图62: 中国电解铝产量(万吨)



资料来源: ALD, 中国银河证券研究院

图63: 中国电解铝产能利用率与开工率(%)



资料来源: ALD, 中国银河证券研究院

2024年海外电解铝产量仍呈现小幅增长态势, 据SMM统计2024年1-10月海外电解铝产量2482万吨, 同比增长1.4%。随着此前海外关停电解铝产能的复产, 以及2025年海外新投产电解铝产能的增多, 预计2025年海外电解铝产量增速将会提升。但考虑到海外未来的新增产能主要集中在东南亚印尼受能源基建(2024年11月印尼总统在巴西G20峰会上表示印尼计划在15年内淘汰该国所有的燃煤发电厂与化石燃料发电厂)与地缘状况(千岛之国)的限制, 以及目前海外高昂的氧化铝价格导致电解铝利润缩减或将推延产能投产与复产节奏, 2025年海外电解铝产量或将低于此前预期。2024年1-10月国内电解铝进口量182.4万吨, 同比增长55.65%; 1-10月国内电解铝净进口量105.9万吨, 同比增长63.81%。尽管2024年国内电解铝进口量与净进口量将创下近几年的新高, 但在海内外铝价价差逐步拉大的情况下国内进口电解铝的亏损幅度也在加大, 这使2024年下半年国内电解铝的进口量与净进口量较上半年已有明显的减少。随着11月我国取消铝材出口退税致使海内外铝价价差进一步扩大与进口电解铝进口亏损幅度的加剧, 预计2025年国内电解铝净进口量将比2024年有所减少, 海外电解铝对国内进口的供应压力将会减轻。

图64: 海外电解铝产量与产量增速



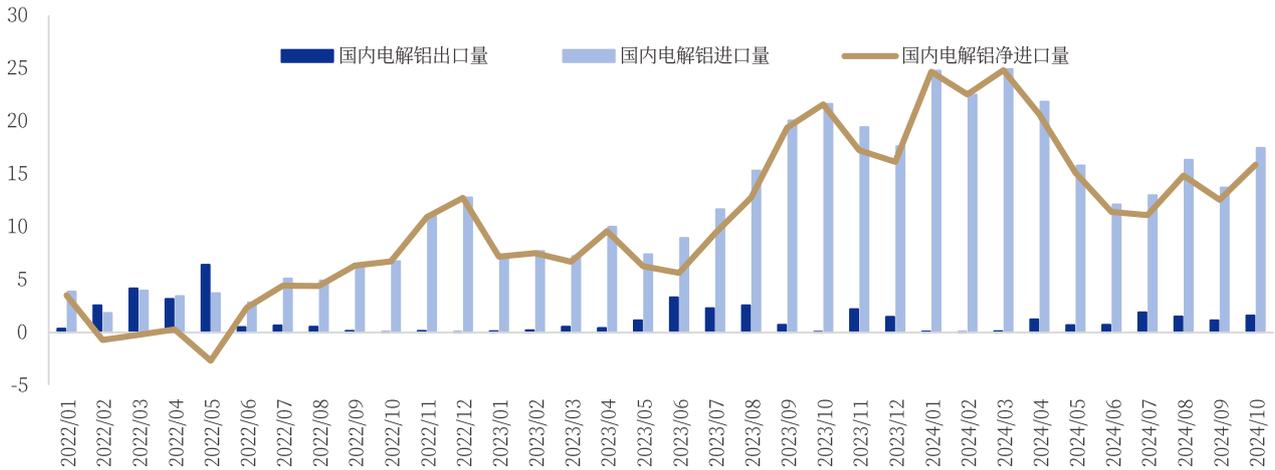
资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

图65: 国内进口电解铝亏损加剧



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

图66: 中国电解铝净进口量减少 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表11: 海外电解铝新增产能项目情况 (万吨)

国家	铝厂	所属集团	2023	2024	2025	2026	计划新增产能	备注
印尼	Inalum	Asahan			25		25	现有产能 25 万吨, 技改扩产
印尼	PT KAI	Adaro65%+力勤 22.5%+			25		150	远期目标 150-200 万吨
印尼	华青铝业	华峰集团+青山实业	25	15	25		200	一期 100 万吨, 远期 200 万吨
印尼	PT BAI	南山集团			25		100	一期 25 万吨, 远期 2028 年 100 万吨
印尼		华友控股					200	远期 200 万吨, 规划不明确
马来西亚		博赛集团					100	远期
越南	Dak Rlap	陈宏泉冶金			15	15	45	2024 年完成建设, 一期投产 15 万吨
越南		越芳集团				30	60	争取 2025 年年底投产, 2026 年达产
越南		和发集团					50	
越南		长海股份					30	
印度	Angul	Nalco					50	远期
印度	Jharsuguda	Vedanta	3.5				3.5	2021.1 开始投产, 收尾阶段
印度	BALCO	Vedanta			20	23.5	43.5	2025Q2 投产 43.5 万吨
印度	Mahan	Hindalco				18	18	2024 年 3 月开始扩建
巴林	Alba	Alba					54	计划替换旧生产线生产
沙特		锦江集团					100	投产时间不确定
沙特		创新集团					100	投产时间不确定
伊朗	Salco	SALCO			6	9	30	
哈萨克斯坦							12.5	不确定
俄罗斯	Taishet	Rusal	10	13	4.85		42.8	2021Q4 投产, 运行产能 18%
加拿大		Rio Tinto				22	22	预计 2026H1 投产, 无 Arvida 铝厂关停同步
哥伦比亚	Galtco	NEO					54	
意大利	Portovesme	Portovesme					15	意大利政府计划 2023 年重启产能
安哥拉		华通线缆			12		12	一期 12 万吨 2025 年建成
西班牙	美铝	美国铝业			21.5			
合计			38.5	28	175	118	1517	

资料来源: 象屿集团, 国家电投, 中国银河证券研究院

## （二）国内需求结构转型完成，电解铝供需平衡加剧紧张

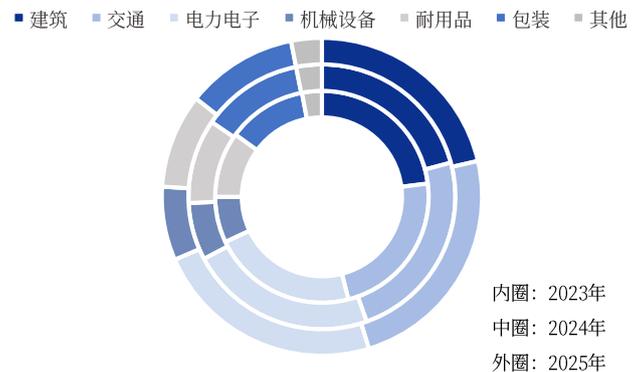
据上海钢联统计，2024年1-10月国内电解铝消费量合计3707.2万吨，同比增长4.3%。从终端需求来看，2024年除房地产建筑外，其他终端下游铝需求都表现较好，尤其是新能源汽车、光伏、出口领域铝消费增长尤为突出。随着新能源的快速发展，2024年国内电解铝下游消费结构已完成转型，由新能源汽车驱动的交通用铝与光伏驱动电力电子用铝，在国内铝的消费占比上已经超过了以房地产为主的建筑用铝，且新能源汽车与光伏带动的新能源用铝增量已经可以完全抵消房地产对国内铝整体消费量的拖累。2025年在国家诸多扶持政策托底房地产市场的情况下，我国房地产竣工增速的下滑幅度或将放缓，国内建筑用铝量的边际下降也将减少。新能源汽车，以及光伏组件产量的增长与特高压开工建设进程的加快将会继续带动2025年国内交通与电力电子用铝量的增长。此外，国内财政政策发力支持的消费端与消费品的以旧换新，有望在明年继续拉动耐用品与包装领域的铝消费量。而2025年出口退税的取消与美国潜在的增加关税，或将影响国内铝材的出口量。整体来看，预计2025年国内电解铝消费量有望同比增长1.3%至4553万吨。

图67：国内电解铝消费量与消费增速



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图68：国内电解铝下游终端需求占比变化 (%)



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

表12：国内电解铝下游终端消费领域增速

消费终端领域	分类	2021年同比	2022年同比	2023年同比	2024年1-10月同比
房地产	房地产竣工面积	11.2%	-15.0%	17%	-23.9%
房地产	房地产开发投资完成额	4.4%	-10.0%	-9.6%	-10.3%
电力电子	光伏组件产量	42.1%	61.0%	64%	29.0%
交通运输	汽车产量	3.4%	3.4%	11.6%	1.9%
交通运输	新能源汽车产量	190.0%	101.5%	33.7%	33.0%
耐用品消费	空调产量	9.4%	1.8%	13.5%	8.2%
消费包装	饮料类零售额	20.4%	5.3%	3.2%	3.9%
机械设备	制造业固定资产投资额	13.5%	9.1%	6.5%	9.3%
出口	未锻轧铝及铝材出口	15.7%	17.6%	-13.9%	16.9%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

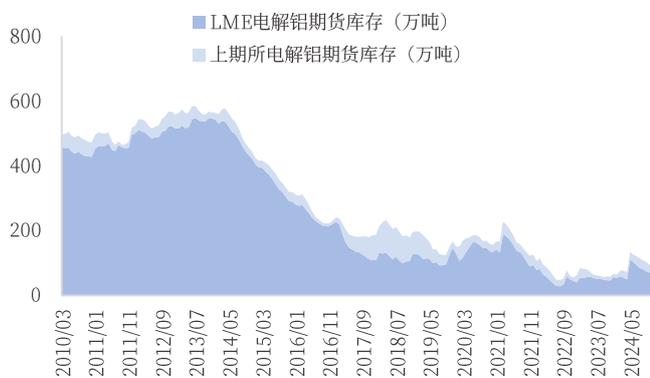
表13: 国内电解铝需求预测表 (万吨)

国内电解铝消费	2022A	2023A	2024E	2025E
建筑	853	912	862	853
交通	796	865	910	965
电力电子	691	820	873	905
机械设备	280	288	294	303
耐用品	343	365	387	406
包装	425	438	460	483
出口	229	206	210	218
其他	468	401	500	420
总	4085	4295	4496	4553

资料来源: Wind, SMM, 中国银河证券研究院

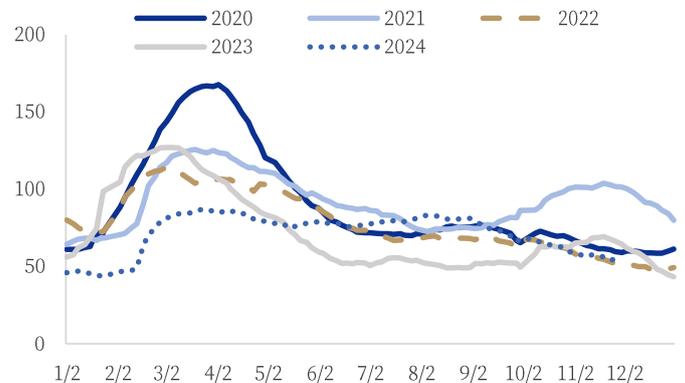
从供需平衡表看, 2024 年国内电解铝行业供需将呈现小幅过剩状况, 而 2025 年国内电解铝行业供需或将进一步边际紧缺, 有助于明年电解铝价格中枢的上行。而从库存看, 截止 11 月底国内电解铝社会库存 55.3 万吨, 处于 2024 年同期的较低水平, 目前上期所电解铝期货库存与 LME 电解铝期货库存仍处于去库阶段。国务院《2024—2025 年节能降碳行动方案》、发改委、工信部《电解铝行业节能降碳专项行动计划》、有色金属行业协会《有色金属行业碳达峰实施方案》均要求国内电解铝行业 2025 年将铝水直接合金化比例提高到 90% 以上, 而 2024 年 1-10 月国内电解铝铝水合金化比例 71%; 若 2025 年提升至 80%, 每个月将减少近 30 万吨铸锭量。在国内电解铝行业铝水直接合金化比例提升的要求下, 未来国内电解铝铸锭量的减少或将使铝锭库存持续维持在低位, 更有助于多头对铝价的拉升。

图69: LME 与上期所电解铝期货库存



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图70: 国内电解铝社会库存 (万吨)



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

图71: 国内电解铝行业铝水直接合金化比例



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图72: 国内供需平衡边际紧张下 2025 年电解铝价格中枢或将抬升

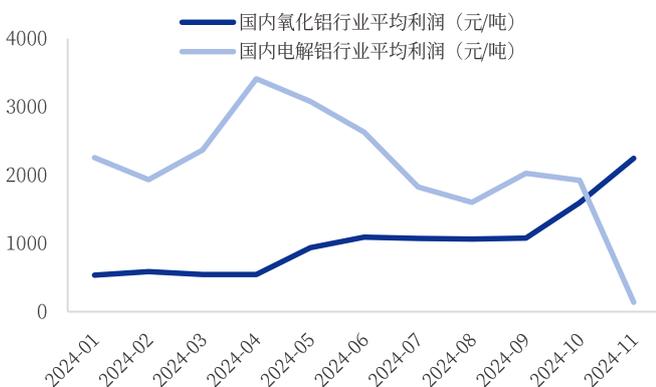


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 氧化铝供应预期宽松, 电解铝利润有望进入新扩张周期

2024 年电解铝价格从 1 月的单月均价 19065 元/吨上涨至 11 月的单月均价 20841 元/吨, 但同期国内电解铝行业的平均利润却从 1 月的 2260 元/吨下滑至 11 月的 593 元/吨, 这主要是因为氧化铝价格大幅上涨。2024 年年初至 11 月底国内氧化铝价格上涨近 86%, 而同期电解铝价格仅上涨 4%, 这使国内电解铝行业成本高企, 铝产业链内部的利润由电解铝环节向氧化铝环节转移。

图73: 2024 年国内铝行业内部利润由电解铝环节向氧化铝转移



资料来源: Mysteel, SMM, 中国银河证券研究院

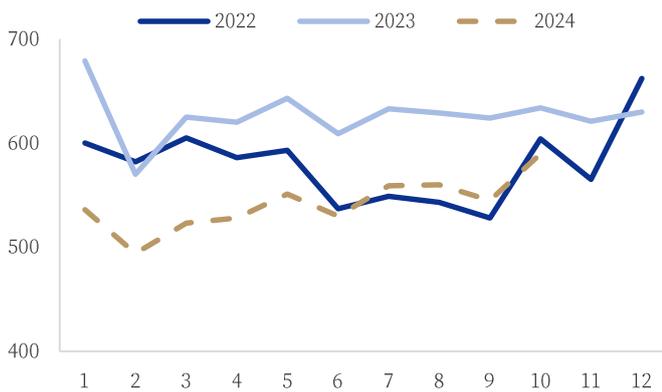
图74: 2024 年国内氧化铝价格上涨幅度要高于同期电解铝价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

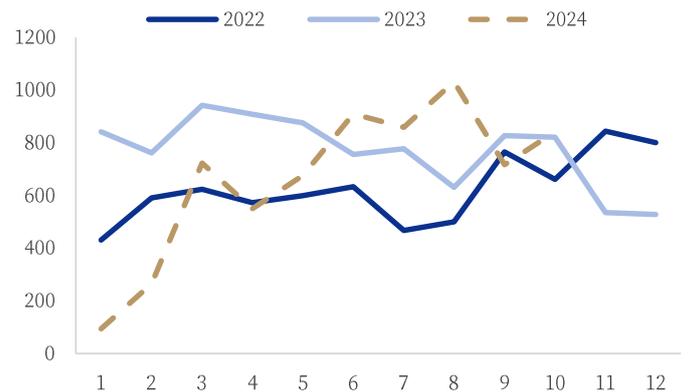
国内氧化铝价格的上涨, 主要是由于原料铝土矿的短缺。2023-2024 年国内河南、山西铝土矿因矿山复垦、安全事故、矿山开采手续审查、环保督察等各种原因停产, 而 2024 年下半年广西、贵州铝土矿也遭到环保检查有阶段性停产。除了年内河南地区部分洞采铝土矿复产外, 其他地区国产矿开工均不及预期, 导致 2024 年 11-10 月国内铝土矿主要厂区铝土矿产量同比下降 14% 至 5415 万吨, 较去年同期下降 851 万吨。而 2024 年我国进口铝土矿, 因受主要进口来源国几内亚首都油罐爆炸、政府税务检查、港口驳船产能受限、雨季超预期等问题影响其铝土矿出口, 导致我国 2024 年铝土矿进口量不及预期。

图75: 中国铝土矿主产区铝土矿产量(万吨)



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图76: 几内亚铝土矿港口发运量(万吨)



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

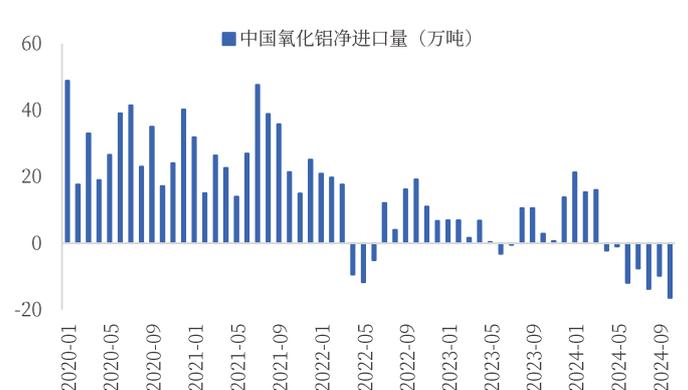
国内铝土矿的产量下滑, 海外进口铝土矿进口不及预期无法补充国内铝土矿产量的缺失。在缺少原料的情况下, 国内氧化铝产能停产增多、产能利用率下滑, 新增产能投产延期。2024年1-10月国内氧化铝产量6798万吨, 同比增长1.2%; 而同期国内电解铝产量同比增长3.9%, 国内氧化铝的产量增速无法匹配国内电解铝对氧化铝的需求增速, 氧化铝供需出现了缺口。除国内外, 2024年海外氧化铝产能也因各种扰动供应比国内更为紧张, 海外氧化铝价格较国内更高, 使国内氧化铝的出口窗口打开, 我国由氧化铝净进口国变为净出口国, 进一步加重了国内氧化铝的紧缺。2024年国内电解铝厂的氧化铝库存与国内氧化铝总库存持续下滑至2022年以来的最低水平, 国内氧化铝价格也持续上涨至12月的5800元/吨以上, 创下2007年以来的历史新高。

图77: 国内氧化铝产量及产量增速



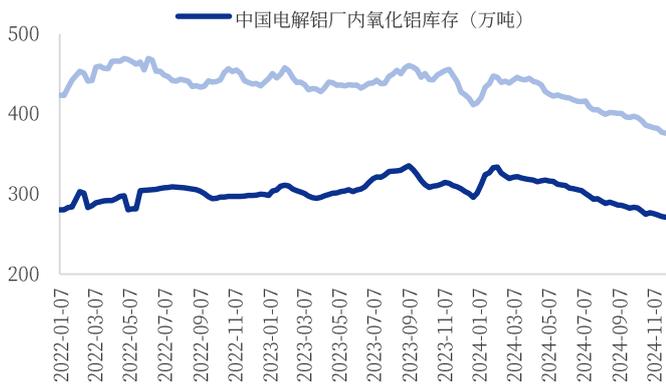
资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图78: 国内氧化铝净进口量



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图79: 中国氧化铝库存量



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图80: 国内氧化铝价格创下 2007 年以来新高



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

尽管几内亚 2024 年新增项目产能释放与产量增长不及预期, 但几内亚铝土矿新增产能项目总体增长的趋势不变。据 Mysteel 统计, 几内亚目前仍有 4800 万吨产能铝土矿在建与扩产项目证在推进, 总体看未来几年几内亚铝土矿项目产能将持续释放。SMM 预计 2025 年几内亚铝土矿产量或将同比增长 2400 万湿吨; 倘若 2025 年几内亚铝土矿生产、运输扰动减少, 国内铝土矿进口量或将同比增长 11%至 17800 万吨, 国内的铝土矿供应短缺形势将得到有效改善。而在拥有足量的铝土矿供应后, 此前国内因原料供应不足的氧化铝新增产能有望投产, 停产产能有望复产。据 Mysteel 统计, 截止 11 月底国内氧化铝建成产能 10402 万吨, 运行产能 8620 万吨, 预计 2025 年国内新增氧化铝产能 1100 万吨。一旦新增产能顺利投产, 预计 2025 年国内氧化铝供需或将由短期重新转为过剩。

图81: 几内亚铝土矿产量



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

图82: 国内铝土矿供需或将在 2025 年转为过剩



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

表14: 国内氧化铝新投及复产产能情况统计 (万吨)

地区	公司	类型	新投产能规划	投产时间
山东	滨州市沾化区汇宏新材料有限公司	置换	400	2024Q4 投 100, 2025Q3 投 200
山东	山东鲁北海生生物有限公司	扩产	100	2025Q2 投 50, 2025Q3 投 50
山东	山东创源新材料科技有限公司	新投	100	2025Q2
广西	广投北海临港循环经济产业园氧化铝项目	新投	400	2025Q3 投 200, 2026 年及以后投 200
广西	广西华昇新材料有限公司	新投	200	2025Q1
广西	广西龙州新翔生态铝业有限公司	新投	100	2026 年及以后
广西	北海东方希望材料科技有限公司	新投	480	2026 年及以后

广西	防城港中丝路新材料科技有限公司	新投	240	2026年及以后
内蒙古	赤峰启辉铝业发展有限公司	新投	650	2026年及以后投
河北	河北文丰钢铝产业有限公司	新投	480	2025Q1投 160, 2025Q4投 320
山西	晋中希望铝业有限公司	复产	100	2025Q2

资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

表15: 国内氧化铝供需平衡表预测 (万吨)

	2023A	2024E	2025E
氧化铝产量	8435	8645	8917
电解铝消耗量	7993	8302	8436
非冶金铝需求量	450	180	450
氧化铝净进口量	52	-15	20
供需平衡	44	-152	51

资料来源: Mysteel, ALD, 中国银河证券研究院

氧化铝价格大幅上涨使电解铝行业成本高企、利润缩减。2024年1-11月国内电解铝行业平均利润2108元/吨,较2023年同期下降106元/吨。当2024年11月中旬氧化铝现货价格上涨至5600元/吨时,国内电解铝行业平均利润自2022年7月以来首次亏损;而当12月氧化铝价格上涨至5700元以上时,国内电解铝行业平均亏损幅度达到近800元/吨,创下近2021年11月以来的新高。而2025年一旦铝土矿供应问题解决,国内氧化铝供需转为过剩,处于大周期顶部的氧化铝价格或将下跌,降低电解铝行业成本;且电解铝供需基本面要再度好于氧化铝的情况下,电解铝价格中枢上移,铝产业链内部利润重新偏向电解铝环节转移,国内电解铝行业利润有望重新进入扩张周期。

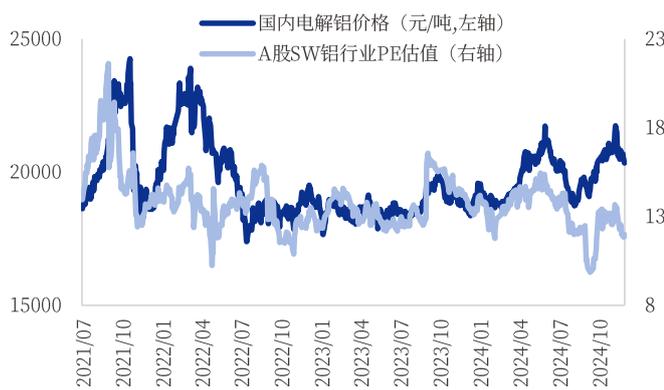
图83: 国内电解铝行业平均利润接近底部



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

目前A股铝行业PE(TTM)估值为12.52x,处于过去5年11.96%的历史分位点;A股铝行业PE(TTM)估值相对于大盘折价15%,也处于近5年15%的历史分位。一旦国内电解铝价格上涨或电解铝行业利润重新扩张,A股铝行业估值有望从底部上行修复。

图84: A股铝行业PE估值与国内电解铝价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图85: A股铝行业PE估值与国内电解铝行业平均利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2025年国内电解铝新增供应缺乏弹性,政策逆周期调节力度加大下需求增长稳健,供需平衡边际紧张与低库存有望使电解铝价格中枢上移。而2025年国内氧化铝由2024年的供应缺口逐步转向过剩,将使处于历史高位的氧化铝价格拐头大幅下跌,从而修复国内电解铝行业利润。中期看,国内电解铝行业将进入宏观经济改善、美联储降息周期、产能触及天花板、定价交割品产量减少库存去化、需求结构调整完成、利润底部拐点多重共振向上周期。“做空氧化铝价格,做多电解铝利润”或将是2025年铝行业最具确定性的交易策略,1)电解铝产能有增量;2)氧化铝自给率低;3)拥有稳定可靠铝土矿资源或供应渠道的电解铝企业将更具备业绩弹性,建议关注神火股份、云铝股份、天山铝业。

表16: A股重点电解铝企业电解铝与氧化铝产能、产量(万吨)

公司	电解铝产能	氧化铝产能	2024年1-9月电解铝产量	2024年1-9月氧化铝产量	氧化铝自给率
中国铝业	768	2426	562	1257	116%
云铝股份	305	140	215	107	26%
天山铝业	120	250	88	170	100%
神火股份	170	0	118	0	0%

资料来源: 中国铝业、云铝股份、天山铝业、神火股份公司公告, 中国银河证券研究院

表17: A股电解铝行业重点推荐公司盈利预测与估值

公司	市值(亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
神火股份	390	7.3	1.91	2.40	2.85	9	7	6	1.8
天山铝业	388	10.6	0.95	1.10	1.15	9	7	8	1.5
云铝股份	515	9.8	1.30	1.61	1.67	11	9	9	1.8

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以2024年12月13日收盘价进行计算

## 五、稀土：供需格局改善，稀土有望迎来底部回升

### （一）筑底回升，本轮价格中枢较上一轮显著上移

2006年至今稀土市场显著行情有三波。**第一波行情（2010年10月-2011年8月）**：2011年之前，受长期低价恶性竞争导致的供给过剩影响，稀土价格长期处于低位；在经历了稀土出口限制、取消出口退税加征关税、开采和生产总量控制、打击稀土走私等一系列密集的政策措施后，我国稀土出口量大幅减少，引发全球市场恐慌，2011年稀土价格暴涨超过2010年的5倍，氧化镨钕价格高达127.6万元/吨。**第二波行情（2016年11月至2017年8月）**：2016年六大稀土集团组建完成、稀土产业的供给集中度大幅提升，恶性竞争得到控制；2017年稀土打黑力度较之前更为严格，黑稀土产量明显下降，加上国家收储对库存的消耗，稀土供给量整体收缩。我国新兴产业的发展为需求端提供了增量，供不应求导致氧化铽、氧化镨钕涨幅达58%、14%。**第三波行情（2020年4月-2022年2月）**：下游新能源领域加速发展导致相关领域的稀土需求加速，而供给增长缓慢，供需失衡造成氧化镨钕价格在2022年2月涨至111万元/吨高位，涨幅超320%。此后稀土价格进入回调期至今，氧化镨钕价格累计跌幅达63%，期间最低价格34万元/吨。本轮行情的最高点虽未达到2011高点，但本轮调整后的低点仍高于2011年暴涨之后的低点22万元/吨，说明当前稀土价格中枢较此前发生明显上移。

自2017年起，A股稀土指数走势与氧化镨钕价格高度拟合，行情节奏也较为一致。然而本轮行情中，市场的学习效应使得A股稀土指数较氧化镨钕价格变化反映更为敏感，稀土指数提前于2021年9月到达高位，此后均提前于镨钕价格波动。

图86：氧化镨钕价格（元/吨）与稀土指数



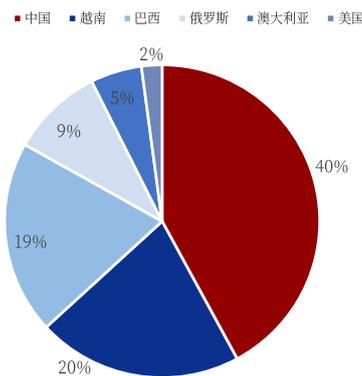
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （二）供给增速边际放缓，压力显著缓解

我国稀土开采指标增速放缓对全球稀土供给格局影响较大。我国是全球稀土储量、产量、分离

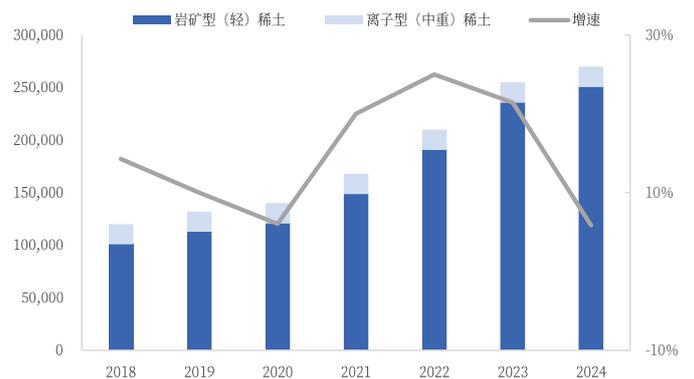
冶炼产能的主力,根据 USGS 及百川盈孚统计,我国稀土储量占全球 40%,全球稀土分离产能有 90% 以上在中国。2023 年国内稀土开采指标为 25.5 万吨,根据 USGS 统计,全球稀土矿产量为 35 万吨,国内稀土开采指标对全球稀土矿产量的贡献度高达 73%。2024 年国内稀土开采指标增速大幅放缓,前两批稀土开采指标合计 27 万吨,较 2023 年指标总量增长仅 5.9%,增速同比大幅放缓 15.5 个百分点,按照国内稀土指标对全球稀土矿产量的贡献度来看,国内稀土开采指标增速放缓对全球稀土供给格局影响较大。考虑到目前国内稀土价格仍处于较低水平,且在全球各国对稀缺资源愈发保护的情况下,预计 2025 年国内稀土开采指标增速仍将维持在低位。

图87: 2023 年全球稀土储量分布



资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

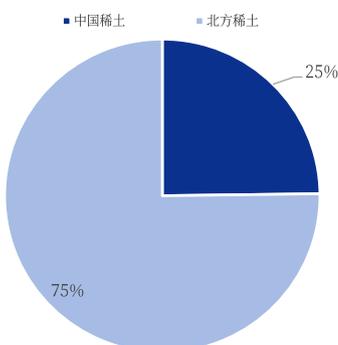
图88: 2018-2024 年稀土开采指标(吨)及增速



资料来源: 自然资源部、工信部网站, 中国银河证券研究院

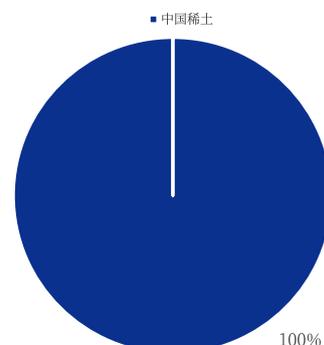
**行业整合完成, 稀土资源高度集中于两大集团。**2021 年中国稀土集团成立, 中国铝业集团有限公司、中国五矿集团有限公司、赣州稀土集团等分别将旗下稀土产业相关股权整体划转至中国稀土, 国内稀土行业供给端持续 6 年的六大集团格局开始向两大集团整合。2023 年 9 月, 厦门钨业与中国稀土集团成立合资公司, 共同合作运营厦门钨业控制的稀土矿山和稀土冶炼分离产业。2023 年 12 月, 广东稀土集团 100% 股权拟无偿划转至中国稀土集团, 2024 年 4 月完成工商登记手续, 我国形成南北两大稀土集团分别重点管理中重稀土和轻稀土的格局。2024 年两批稀土指标全部分配至两大集团中: 中国稀土获得全部中重稀土开采指标 1.9 万吨 REO, 获得轻稀土开采指标 6.2 万吨 REO, 占轻稀土指标总量 25%; 北方稀土获得轻稀土指标 18.9 万吨 REO, 占轻稀土指标 75%。

图89: 2024 年国内前两批轻稀土开采指标分布



资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

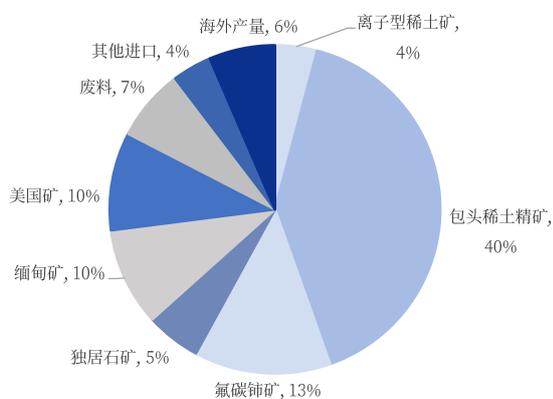
图90: 2024 年国内前两批中重稀土开采指标分布



资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

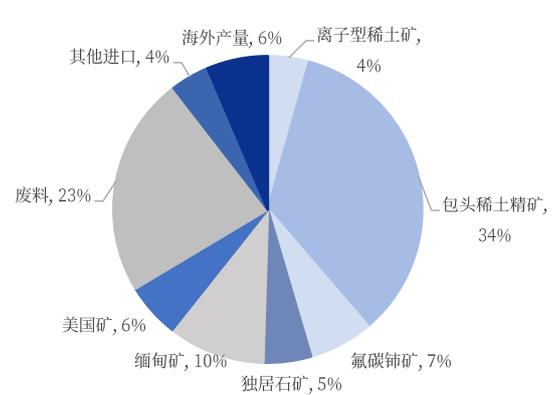
**《稀土管理条例》落地，供给侧收紧预期加强。**2024年6月29日，国务院印发《稀土管理条例》，第一次以行政立法形式明确国内稀土产业发展规范，《条例》明确稀土归国家所有，确保我国稀土资源得到有效保护，滥采乱挖现象得到有效遏制；将冶炼、综合利用和出口企业同时纳入产品追溯信息系统建立全产业链监管体系，产品从原料到去向可实现全程可追溯，压缩非法生产或走私矿供应的生存空间，有利于实现对行业供应情况的精准把控，平抑价格波动。相较于2021年发布的征求意见稿，最终落地的《条例》对于稀土供给侧的管理更偏向趋严，比如删除“稀土冶炼分离企业可以在总量指标以外利用进口稀土产品进行冶炼分离”，明确废料回收企业不可加工稀土矿等。根据百川盈孚统计及测算，稀土供给来源中近30%来自进口矿，7%来自废料；氧化镨钕供给来源中25%来自进口矿，23%来自废料。废料回收企业不可加工稀土矿的规定预计影响稀土产能达3万吨，对应氧化镨钕6000吨，占整个氧化镨钕供应的6.6%，未来如果将进口矿纳入指标内管理，预计影响稀土供应将约15万吨，占整个稀土供应的30%。《条例》落地后国内稀土行业供给端的管控的收紧预期进一步增强。

图91：2024年稀土供给来源



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

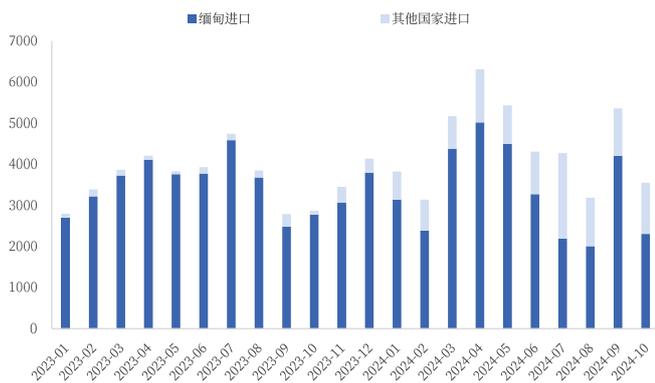
图92：2024年氧化镨钕供给来源



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

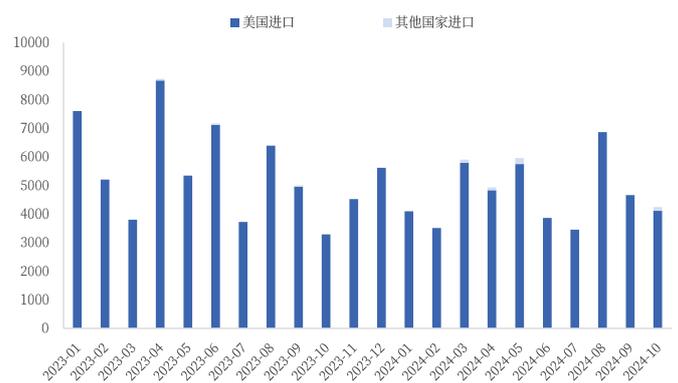
**进口矿供给下降，缅甸封关扰动。**根据海关总署数据，2024年1-10月我国累计进口稀土11.2万吨，同比下滑22.9%。我国进口稀土矿主要来自缅甸（未列明稀土氧化物）、美国（稀土金属矿）等。百川盈孚数据显示，2024年1-10月，我国从美国进口的稀土金属矿为4.7万吨，占同期稀土金属矿进口总量的99%，同比下滑11%；我国从缅甸进口3.3万吨稀土氧化物，占同期氧化物总进口量的75%，同比下滑4%。2024年10月，受缅甸政治局势影响当地稀土矿停产封关，当月缅甸稀土进口量同比下降17%，此后克钦独立军计划对板瓦地区的缅甸矿征收每吨20000元的资源费，这将使得一部分缅甸矿的成本提高。并且缅甸稀土开采属于分散、小规模开采，前期过度开采问题较为普遍、品位下滑较为严重，未来即使恢复进口，长期增量较为有限。

图93: 2023-2024年10月我国进口未列明稀土氧化物情况(吨)



资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

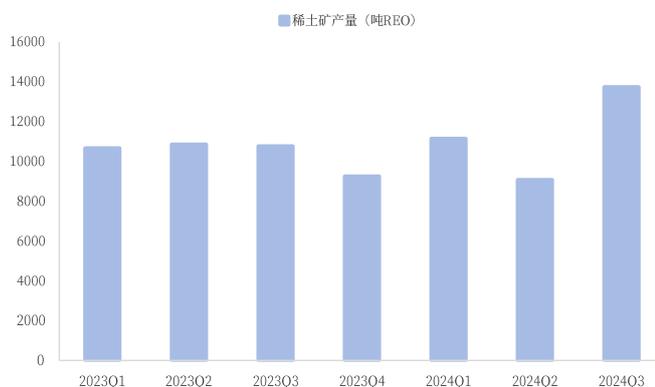
图94: 2023-2024年10月我国进口稀土金属矿情况(吨)



资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

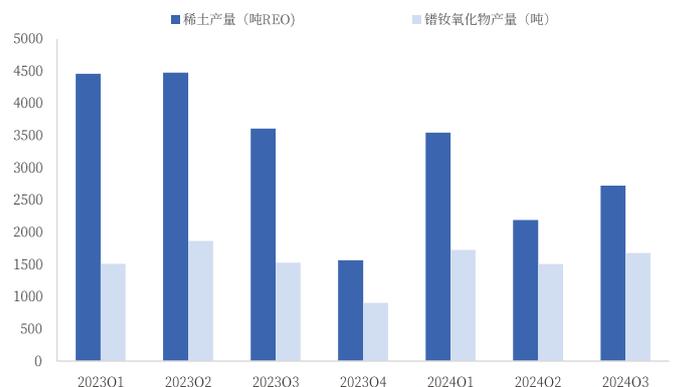
**海外稀土矿增量有限。**除缅甸外，海外在产主力稀土矿为澳大利亚 Lynas 和美国 Mountain Pass，近年供给基本稳定。2024 年前三季度，美国 MP 公司稀土产量为 3.4 万吨 REO，同比增长 5.2%，澳大利亚 Lynas 公司稀土产量 8455 吨 REO，同比下降 32.6%，镨钕产品产量 4905 吨，同比基本持平。其他海外新建稀土项目受建设周期、技术周期以及海外环保审批周期漫长等因素制约，预计近两年难以释放供给增量。

图95: MP Materials 季度稀土矿产量



资料来源: MP Materials 公司公告, 中国银河证券研究院

图96: Lynas 季度稀土及镨钕氧化物产量(吨)



资料来源: Lynas 公司公告, 中国银河证券研究院

表18: 海外在建稀土矿进展

国家/地区	稀土项目	矿石量(万吨)	品位	项目进度
澳大利亚	Hastings-Yangibana	2090	1.2%	已完成矿山基础设施的建设, 预计 2026 年下半年正式投产, 预计每年可生产 37,000 吨的稀土精矿
坦桑尼亚	Peak Resources-Ngualla	2130	4.8%	2026 年初建成投产, 项目初期预计年产折合氧化物 1.8 万吨稀土精矿, 对应该氧化物镨钕约 4000 吨
澳大利亚	Northern Minerals-Browns Range	924	0.7%	可研阶段
澳大利亚	Arafura-Nolans	5600	2.6%	可研阶段, 投产后公司目标每年生产 4,400 吨氧化镨钕
格陵兰	Greenland Minerals-Kvanefjeld	11000	0.5%	立法停止开发
美国	Rare Elements Resources-Bear Lodge	1800	3.05%	可研阶段

资料来源: 金力永磁、盛和资源等公司公告, 中国银河证券研究院

结合国内开采指标变化、《稀土管理条例》对废料企业加工原矿制约以及缅甸封关对进口矿的影响，预测 2025 年国内稀土供应量为 47.3 万吨 REO，国内氧化镨钕供应量为 10.9 万吨，增速均为 8%。考虑海外矿山近年产量平稳、新项目短期难以放量，中国仍是全球稀土供给的主要来源，预测 2025 年全球稀土供应量 50.5 万吨 REO，氧化镨钕供应量为 11.7 万吨，增速均为 8%。

表19：稀土供给预测

单位：吨 REO	2023		2024E		2025E	
	稀土供给	氧化镨钕	稀土供给	氧化镨钕	稀土供给	氧化镨钕
国内指标-中重稀土	19150	4680	19150	4680	19150	4680
国内指标-轻稀土	235850	41958	250850	44517	277500	48950
进口独居石	30000	6486	25000	5405	28000	6054
进口缅甸矿	50000	12220	45000	10998	40000	9776
进口美国矿	45000	6210	45000	6210	47000	6486
其他进口矿	5000	1222	18000	4399	25000	6110
废料	25000	19000	33000	25080	36000	27360
国内合计	410000	91776	436000	101289	472650	109415
yoy			6.3%	10.4%	8.4%	8.0%
海外	25000	5750	30000	6900	32000	7360
全球合计	435000	97526	466000	108189	504650	116775
yoy			7.1%	10.9%	8.3%	7.9%

资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

### （三）需求增量主要来自新能源车，人形机器人、低空经济打开第二增长极

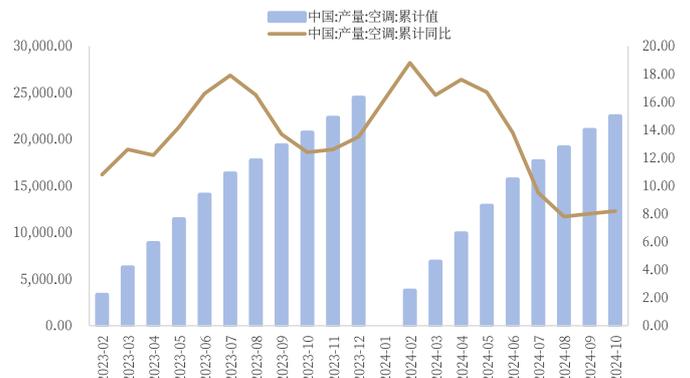
**政策拉动消费，稀土永磁需求增量主要来源仍是新能源汽车。**2024 年 7 月国务院发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持“两新”行动，对新能源车、燃油车、节能家电提高补贴。政策拉动下，2024 年 1-10 月国内新能源汽车产销分别完成 977.9 万辆和 975 万辆，同比分别增长 33%和 33.9%，销量已超去年全年；1-10 月我国空调产量 2.25 亿台，同比增长 8.2%。根据百川盈孚测算，2024 年钕铁硼需求量为 31 万吨，其中新能源汽车的需求量为 4.55 万吨，占钕铁硼整个需求量的 15%，占增量的 33%。年底的中央政治局会议提出要提振消费、扩大内需，预计在政策支持延续下 2025 年我国新能源汽车产销仍将维持高增长，节能家电、消费电子领域有望继续向好，进而带动稀土永磁消费。

图97：国内新能源汽车销量及同比（辆/%）



资料来源：中国汽车工业协会、Wind，中国银河证券研究院

图98：我国空调产量及同比（万台/%）



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

**人形机器人、低空经济有望打开稀土磁材远期市场空间。**海外以特斯拉为首的人形机器人产业化量产临近，国内《“十四五”机器人产业发展规划》提出，到2025年我国成为全球机器人技术创新策源地、高端制造集聚地和集成应用新高地。GGII预测2026年全球人形机器人在服务机器人中的渗透率有望达到3.5%，将成为稀土永磁未来需求增长的新引擎。根据银河证券机械团队预测，2025-2030年全球制造类人形机器人需求量将由5万台增长至600万台，服务类人形机器人需求量将由5万台增长至703万台，预计2030年全球人形机器人总需求量有望达到703万台，假设单台人形机器人使用钕铁硼3kg，预计2030年人形机器人领域对氧化镨钕的需求量将达到7200吨。在前期多年投入与技术迭代的积累下，2024年已有多家头部人形机器人企业陆续投入测试，2025年有望成为人形机器人产业链量产元年，拉开机器人时代大幕。

2021年2月，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》首次将“低空经济”概念写入国家规划，低空经济正式上升为国家战略。2023年12月，中央经济工作会议把低空经济列入战略性新兴产业。2024年，“低空经济”在全国两会首次写入政府工作报告，2024年4月工信部等多部门联合印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030年）》，提出到2030年推动低空经济形成万亿级市场规模。根据发改委统计，截至2024年11月底，全国近30个省份将发展低空经济写入政府工作报告或出台相关政策；北京、上海、杭州、合肥等15个城市与企业携手共建低空经济生态圈，计划到2025年打造涵盖低空飞行路线、低空应用示范区等多个领域上百个示范项目。在万物电驱时代下，低空经济发展将带动稀土永磁需求再放量。

表20: 人形机器人领域氧化镨钕需求测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
制造类人形机器人需求量(万台)	5	41	77	255	404	600
服务类人形机器人需求量(万台)	0	2	6	16	30	103
全球人形机器人需求总量(万台)	5	43	83	270	434	703
yoy		729%	92%	227%	61%	62%
钕铁硼单位用量假设(kg/台)	3	3	3	3	3	3
人形机器人钕铁硼需求量(万吨)	0.02	0.13	0.25	0.81	1.3	2.11
人形机器人氧化镨钕需求量(万吨)	0.01	0.04	0.08	0.28	0.44	0.72

资料来源: GGII、中国银河证券研究院

2025年在政策持续发力刺激消费带动下，新能源汽车有望继续保持高增速，节能家电、消费电子有望稳定增长，预测2025年国内钕铁硼需求为33.8万吨，增速为10.1%，对应氧化镨钕需求量为9.5万吨。

表21: 国内钕铁硼需求测算(万吨)

钕铁硼需求	2023	2024E	2025E	2026E
新能源汽车	3.5	4.55	5.46	6.01
电动自行车	3.5	3.68	3.85	4
直驱电机	3	3.15	3.31	3.5
工业电机	3	3.5	4	5
医疗设备	1.5	1.6	1.7	1.8
起重设备	1.5	1.6	1.7	1.8
智能机器人	1.5	1.7	1.96	2.35
节能家电	1	1.1	1.2	1.3

3C 消费电子	1	1.1	1.2	1.3
风电	0.5	0.6	0.7	0.8
其他	7.5	8.1	8.7	9.5
合计	27.5	30.68	33.77	37.35
yoy		11.5%	10.1%	10.6%
对应氧化镨钕需求	7.70	8.6	9.5	10.5

资料来源: 百川盈孚、中国银河证券研究院

#### (四) 供需格局改善，稀土行业有望迎来底部回升

根据供需平衡表，2023 年全球氧化镨钕供给严重过剩，2024-2025 年随着国内指标增速放缓及供给侧管控收紧，供需差逐渐缩小，至 2026 年达到供需平衡。回顾历史行情，2011 年氧化镨钕暴涨之后回调的底部位于 2015 年 7 月的 22 万元/吨，此后 2016-2020 年期间氧化镨钕价格在 86% 的情况下集中在 25-35 万元/吨的区间。2022 年行情高位回调之后至今，氧化镨钕的底部是 34 万元/吨，如果按照此前的历史行情进行推演，合理的价格区间应位于 41-51 万元/吨，中位数为 46 万元/吨。截至 12 月 12 日，2024 年氧化镨钕有 80% 以上的时间处于 34-42 万元/吨区间内，中位数为 38 万元/吨，距离合理区间中值有 20% 上涨空间。2025 年稀土基本面进一步改善，稀土价格有望回归合理区间，走出底部迎来稳定回升。

表22: 全球氧化镨钕供需平衡表 (吨)

		2023	2024E	2025E	2026E
供给	国内指标	255000	270000	296650	320382
	进口矿	130000	133000	140000	144000
	废料	25000	33000	36000	38000
	海外矿	25000	30000	32000	35000
	全球稀土总供给	435000	466000	504650	537382
	全球氧化镨钕总供给	97526	108189	116775	124716
需求	国内钕铁硼需求	77000	85904	94556	104580
	海外钕铁硼需求	10500	13000	14500	16600
	其他需求	2700	3000	3200	3350
	全球氧化镨钕总需求	90200	101904	112256	124530
供需差		7326	6285	4519	186

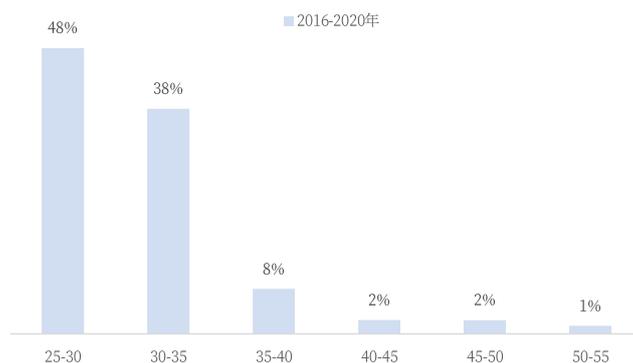
资料来源: 百川盈孚、中国银河证券研究院

图99：2008 年至今氧化镨钕价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

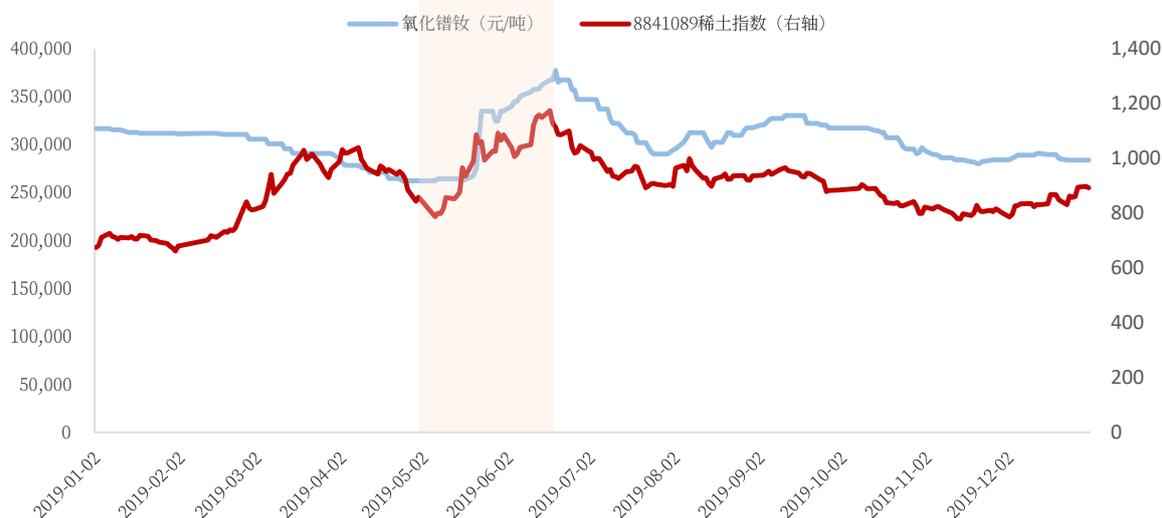
图100：2016-2020 年氧化镨钕价格区间占比（万元/吨）



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

美国大选特朗普当选新一任美国总统，其上台后政策包括对中国增加税收，或将导致中美再次面临贸易战的风险。2018 年时任美国总统特朗普对中国加征关税，引发中美贸易战 1.0 时，稀土被国外媒体认为是中国对美国的反制武器，2019 年 5 月习近平总书记赴江西实地调研稀土产业。受此影响，2019 年 5 月 10 日-6 月 17 日期间，A 股稀土指数累计上涨 37%；2019 年 5 月 17 日-2019 年 6 月 19 日期间，氧化镨钕累计涨幅接近 40%。全球稀土分离、冶炼、加工产能主要集中在中国，全球稀土产业链高度依赖中国，假若特朗普上台其政策引发中美贸易战 2.0，我国稀土或可再次作为贸易战中反制美国的武器，国内稀土价格与 A 股稀土板块可能迎来事件性的催化上涨，带来主题性投资机会。

图101：中美贸易战 1.0 时期稀土作为“反制武器”带来主题性投资机会



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国内稀土指标增速大幅放缓，且高度集中于两大集团；《稀土管理条例》落地对行业供给侧管控更为严格，废料企业和进口矿管理未来有收紧预期；中央政治局会议明确提振消费、扩大内需的工作方向，新能源车、节能家电、消费电子需求有望保持向好；稀土行业供给过剩的格局将持续优化，氧化镨钕价格有望迎来底部回升。万物电驱时代，人形机器人和低空经济有望打开稀土永磁远期空间，国内稀土及钕铁硼上市公司有望在行业触底回升中迎来盈利能力大幅改善。建议关注稀土上游资源端北方稀土、中国稀土、盛和资源，钕铁硼头部公司金力永磁、中科三环。

表23: A股稀土及磁材行业上市公司推荐标的

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
北方稀土	809	58	0.26	0.66	1.04	86	34	22	3.7
中国稀土	319	358	0.1	0.25	0.43	301	120	70	7.0
金力永磁	243	100	0.25	0.43	0.61	79	46	32	4.0
中科三环	129	1316	0.08	0.21	0.35	132	50	30	2.0

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以2024年12月13日收盘价进行计算

## 六、投资建议

自2022年以来压制有色金属行业景气度、有色商品价格与A股有色行业指数持续下行的两大宏观决定性逻辑在2024年出现根本性转变。美联储在2024年9月开启降息周期带动全球的降息潮,流动性宽松的预期已实现。而国内2024年9月底政策重心转向,12月中央政治局会议与中央经济工作会议定调2025年要加强“超常规”逆周期调节,实施更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策,近些年最大的增量政策力度支撑下,国内经济复苏加快预期也有望在2025年成为现实。随着国内经济复苏与海外流动性宽松的主线逻辑不断加强演绎成强现实,2025年有色行业景气度与有色商品价格有望进入新一轮上行周期。

建议关注1): 受益于美联储降息周期流动性改善黄金ETF基金增持、全球地缘政治紧张央行购金、美国债务扩张引发信用贬值对冲交易这些中期逻辑继续演绎下驱动2025年金价仍将上涨的黄金板块,推荐山东黄金; 2) 2025年铜矿紧缺加剧,国内经济复苏与美联储降息流动性充裕带来铜价上涨弹性的铜板块,推荐紫金矿业; 3) 供需逆转下2025年氧化铝价格周期高点下跌驱动电解铝利润修复,利润拐点、产能天花板、需求结构转型、库存去化多周期共振上行的电解铝板块,推荐神火股份、云铝股份; 4) 政策收紧供应,扩大内需提振需求,稀土价格底部回升,企业盈利能力改善,人形机器人、低空经济等新质生产力打开未来成长空间的稀土永磁板块,推荐北方稀土。

表24: A股有色金属行业上市公司重点推荐标的

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB	评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
紫金矿业	4208	15	1.23	1.39	1.58	13	11	10	3.1	推荐
山东黄金	990	36	0.74	1.01	1.28	30	22	17	4.5	推荐
神火股份	390	7.3	1.91	2.40	2.85	9	7	6	1.8	推荐
云铝股份	515	9.8	1.30	1.61	1.67	11	9	9	1.8	推荐
北方稀土	809.05	58	0.26	0.66	1.04	86	34	22	3.7	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以2024年12月13日收盘价进行计算

## 七、风险提示

1) **国内经济复苏不及预期的风险**：有色金属需求与宏观经济运行状况紧密相关，若国内经济复苏速度慢于预期，可能会影响有色金属的需求，导致有色金属价格下跌；

2) **美联储降息不及预期的风险**：若美联储降息幅度和频率不及市场预期，可能会导致美元走强，进而对以美元计价的有色金属价格产生压力，同时高利率环境可能会抑制投资和消费，影响有色金属的需求和价格；

3) **有色金属下游需求不及预期的风险**：有色金属下游新能源汽车、光伏、风电装机等领域需求增速若放缓，可能加剧上下游博弈，导致有色金属价格承压；

4) **有色金属价格大幅下跌的风险**：有色金属价格受全球经济局势、货币政策、供需格局等多重因素影响，若这些因素导致价格出现大幅波动，有色金属企业的经营可能面临较大压力；

5) **有色金属矿山新增产能多于预期的风险**：受政策和利润驱动，若企业大规模扩产，长期可能造成供过于求，市场竞争激烈，影响行业和相关公司利润。

## 图表目录

图 1: A 股一级行业指数 2024 年初至今涨跌幅	5
图 2: A 股有色金属二级子行业指数 2024 年初至今涨跌幅	5
图 3: A 股有色金属三级子行业指数 2024 年初至今涨跌幅	5
图 4: 有色金属商品价格已摆脱 2022 年以来的下降趋势	6
图 5: 国内有色金属行业利润增速已出现触底回升迹象	6
图 6: 2024 年初至今有色金属各品种价格涨跌幅	6
图 7: A 股有色金属行业估值及相对于全体 A 股的估值溢价	7
图 8: A 股有色金属行业 PE 估值	7
图 9: A 股有色金属行业 PB 估值	7
图 10: 2024 年年底 A 股有色金属子行业 PE 估值近 10 年历史分位点	8
图 11: 美联储 9 月议息会议点阵图	9
图 12: 美联储进入降息周期后有色金属商品价格触底反转	9
图 13: 国内宏观经济景气度与有色金属商品价格走势趋同	9
图 14: 国内宏观经济景气上行有望拉动 A 股有色金属行业指数上涨	9
图 15: 2024 年上半年黄金价格走势回顾	10
图 16: 2023 年 11 月下旬至 2024 年 12 月上旬金价大涨但美国国债实际利率并无变化	11
图 17: 2022 年后金价与美债实际利率走势发生了偏离	11
图 18: 2024 年 3-4 月金价较美债实际利率发生背离式加速上涨	11
图 19: 全球央行季度黄金净购买量 (吨)	12
图 20: 2022 年起全球央行购金量已超出基金 ETF 黄金抛售量	12
图 21: 2022 年至今全球央行购金量最多的 10 个国家	13
图 22: 中国与俄罗斯的黄金储备占比远低于西方发达国家	13
图 23: 2024 年受访央行对未来 12 个月全球央行黄金储备变化的预测	13
图 24: 发达与发展中国家债务占 GDP 比重对应的政治时局 (%)	14
图 25: 2018 年中美贸易战后全球央行增加季度黄金购买量	14
图 26: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率	14
图 27: 美国 CPI 与核心 CPI 环比增速	14
图 28: 美联储降息引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行, 驱动黄金价格上涨	15
图 29: 在美联储降息期间, 全球黄金 ETF 基金持加速持黄金	16
图 30: 全球黄金 ETF 基金黄金持有量 (吨)	16
图 31: 美国政府债务加速扩张	16
图 32: 3 月初“信用贬值”交易下对冲资产黄金与比特币价格皆创新高	16
图 33: 美国政府利息支出占财政收入与支出比重	17
图 34: 美国财政赤字与黄金价格	17

图 35: 2024 年铜价走势回顾 (美元/吨)	18
图 36: 全球铜矿扰动频发	18
图 37: 全球铜矿产量增速高峰或已过	20
图 38: 全球粗炼产能集中释放	21
图 39: 中国电解铜月度产量 (万吨)	22
图 40: SMM 中国铜精矿冶炼加工费 (美元/吨)	22
图 41: 电解铜精废差价	22
图 42: 废铜流向冶炼端比例抬升	22
图 43: TC 和铜价走势基本呈现负相关	23
图 44: 废铜是精铜原料的重要补充	23
图 45: 中国铜消费结构	24
图 46: 美联储 9 月点阵图	25
图 47: 美联储预防式降息下铜价平均收益率更高	25
图 48: 历次美联储降息后的铜价走势	25
图 49: 发达国家地区电网老化严重	26
图 50: 输电和配电线路对铜的需求量大	26
图 51: 美国进口金额占比 (%)	26
图 52: 印度的铜消费需求增长潜力巨大	26
图 53: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	28
图 54: 国内铜社会库存 (万吨)	28
图 55: 金融条件指数宽松利好 PMI 回升	28
图 56: 铜价走势往往滞后于流动性周期	28
图 57: A 股铜行业指数 PE-TTM 与估值分位点 (%)	29
图 58: A 股铜行业指数 PB 与估值分位点 (%)	29
图 59: A 股铜矿行业上市公司推荐标的	29
图 60: 国内电解铝建成总产能与建成总产能增速	30
图 61: 国内电解铝运行产能与运行产能增速	30
图 62: 中国电解铝产量 (万吨)	31
图 63: 中国电解铝产能利用率与开工率 (%)	31
图 64: 海外电解铝产量与产量增速	31
图 65: 国内进口电解铝亏损加剧	31
图 66: 中国电解铝净进口量减少 (万吨)	32
图 67: 国内电解铝消费量与消费增速	33
图 68: 国内电解铝下游终端需求占比变化 (%)	33
图 69: LME 与上期所电解铝期货库存	34
图 70: 国内电解铝社会库存 (万吨)	34
图 71: 国内电解铝行业铝水直接合金化比例	35

图 72: 国内供需平衡边际紧张下 2025 年电解铝价格中枢或将抬升 .....	35
图 73: 2024 年国内铝行业内部利润由电解铝环节向氧化铝转移 .....	35
图 74: 2024 年国内氧化铝价格上涨幅度要高于同期电解铝价格 .....	35
图 75: 中国铝土矿主产区铝土矿产量(万吨) .....	36
图 76: 几内亚铝土矿港口发运量 (万吨) .....	36
图 77: 国内氧化铝产量及产量增速.....	36
图 78: 国内氧化铝净进口量.....	36
图 79: 中国氧化铝库存量.....	37
图 80: 国内氧化铝价格创下 2007 年以来新高 .....	37
图 81: 几内亚铝土矿产量.....	37
图 82: 国内铝土矿供需或将在 2025 年转为过剩 .....	37
图 83: 国内电解铝行业平均利润接近底部 .....	38
图 84: A 股铝行业 PE 估值与国内电解铝价格.....	39
图 85: A 股铝行业 PE 估值与国内电解铝行业平均利润.....	39
图 86: 氧化镨钕价格 (元/吨) 与稀土指数 .....	40
图 87: 2023 年全球稀土储量分布 .....	41
图 88: 2018-2024 年稀土开采指标 (吨) 及增速 .....	41
图 89: 2024 年国内前两批轻稀土开采指标分布 .....	41
图 90: 2024 年国内前两批中重稀土开采指标分布.....	41
图 91: 2024 年稀土供给来源.....	42
图 92: 2024 年氧化镨钕供给来源 .....	42
图 93: 2023-2024 年 10 月我国进口未列明稀土氧化物情况 (吨) .....	43
图 94: 2023-2024 年 10 月我国进口稀土金属矿情况 (吨) .....	43
图 95: MP Materials 季度稀土矿产量 .....	43
图 96: Lynas 季度稀土及镨钕氧化物产量 (吨) .....	43
图 97: 国内新能源汽车销量及同比 (辆/%) .....	44
图 98: 我国空调产量及同比 (万台/%) .....	44
图 99: 2008 年至今氧化镨钕价格 (元/吨) .....	47
图 100: 2016-2020 年氧化镨钕价格区间占比 (万元/吨) .....	47
图 101: 中美贸易战 1.0 时期稀土作为“反制武器”带来主题性投资机会.....	47
表 1: 美联储历次降息期间的金价涨幅 .....	15
表 2: A 股黄金行业重点关注公司 .....	17
表 3: 2024 年 Q1-3 全球重点矿企产量情况 (万吨) .....	19
表 4: 全球主要铜矿产量预测 (万吨) .....	20
表 5: 全球铜矿供需平衡表 (千吨) .....	22

表 6: 中国电解铜需求测算 (万吨)	24
表 7: 全球电解铜消费预测表 (万吨)	27
表 8: 全球电解铜供需平衡表 (千吨)	27
表 9: 新建铜矿项目 NPV 测算	28
表 10: 2024-2025 年国内电解铝新增产能项目 (万吨)	30
表 11: 海外电解铝新增产能项目情况 (万吨)	32
表 12: 国内电解铝下游终端消费领域增速	33
表 13: 国内电解铝需求预测表 (万吨)	34
表 14: 国内氧化铝新投及复产产能情况统计 (万吨)	37
表 15: 国内氧化铝供需平衡表预测 (万吨)	38
表 16: A 股重点电解铝企业电解铝与氧化铝产能、产量 (万吨)	39
表 17: A 股电解铝行业重点推荐公司盈利预测与估值	39
表 18: 海外在建稀土矿进展	43
表 19: 稀土供给预测	44
表 20: 人形机器人领域氧化镨钕需求测算	45
表 21: 国内钕铁硼需求测算 (万吨)	45
表 22: 全球氧化镨钕供需平衡表 (吨)	46
表 23: A 股稀土及磁材行业上市公司推荐标的	48
表 24: A 股有色金属行业上市公司重点推荐标的	48

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立：银河证券有色金属行业首席分析师；阎予露：银河证券有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn