



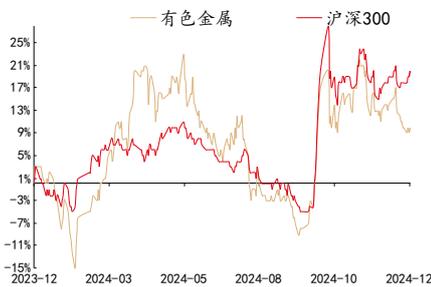
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	4424.79
52周最高	4979.91
52周最低	3437.51

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340124050015
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

近期研究报告

《12月议息会议后黄金有望重拾上涨动能》 - 2024.12.24

2025年有色金属年度策略：金>铝>银>铜

● 投资要点

贵金属：定价权的转移与美债的替代仍将持续。

2024年黄金市场最大的特点可能是边际交易者的变化。2023年，包括在2024年H1，市场中依旧有很多观点认为，实际利率和黄金的关系可能在2024年回归，并把未来美联储的降息看作是黄金上涨的重要动力。不过时至今日，我们相信，我们一直强调着的新观点——包括美国赤字率、边际交易者变化、以及不断诱发的“美债废纸化”逻辑，正在逐步被更多的投资者所接受。

美债替代是根本：黄金在一定程度上和债券类似（波动性类似、流动性足够且没有任何信用风险），是美国长期国债的潜在替代品。黄金年产量在3600吨左右，按照目前2700美元/盎司的价格计算，每年矿产金的价值在3000亿美元左右。根据世界黄金协会，截至2023年末，世界开采的黄金不到22万吨，价值总量大约19万亿美元。假设产量稳定，未来10年开采的黄金价值预计仅有3万亿美元，未来十年的增量在16%左右。相比于20万亿美元左右的国债——50%以上增量而言，供给端压力较小。而需求端，在特朗普“以邻为壑”的政策之下，日本和欧洲可能进一步逆差化，从而在美债的边际需求端造成负面的影响。综合来看，黄金在配置端替代美债的逻辑难以找到漏洞。

2025年策略：2025年的有色金属市场中，黄金不论是胜率抑或是赔率，都将位于前列，定价权的转移、赤字率下的美债替代是金价上涨的主要推动力。鉴于我们对黄金的看多观点，总体而言白银不宜激进看空，金银比大概率在80-95之间震荡，且若二次通胀从预期变成现实，白银在2025年或有不错的表现。

铜：供需纠结的一年，25年或高位震荡。

紧平衡状态下铜的成本支撑效应较强。根据Woodmac估算，2023年铜C1成本90%分位在6000美金左右，C2成本90%分位在7000美金左右，C3成本90%分位在8000美金左右，总体来看，铜价可以在8000美金左右获得较强支撑。

Q1铜价或偏悲观运行。市场存在一个误区，即美国宽财政会带来铜需求的直接拉动。事实上，特朗普政策对于铜的走势是偏空的，减税政策对于铜需求的拉动间接且漫长，因此，铜价在美国政府新的预算法案达成之前很难有较大的行情。总体Q1铜价或偏悲观运行，预计在8000-9000美金/吨之间震荡。

通胀预期：长期上行趋势确定，给予铜更多确定性。特朗普执政下的美国，强制性构造贸易壁垒，通胀上行达成的概率最高，包括中国的老龄化，也会在一定程度上抬升长期的通胀水平。但通胀预期的

逻辑较长，只有在预算案实质落地之后，市场才可能开始用通胀对铜来定价，因此，我们认为 25 年 Q1 铜价承压，之后如果需求恢复，预期好转，铜价会有较好的表现。

2025 年策略：通胀预期支撑铜价，2025Q1 后有望迎来上涨。

铝：看好利润修复，但不宜过于激进。

氧化铝的未来：价格开始示弱，远期价格或在 3500 元/吨，但价格的下跌过程可能比市场预期的更加艰难。氧化铝产能从来不是问题的关键，先不谈在产产能都可以超产 10% 来释放供给，目前市场中就已经存在了一些过量的氧化铝产能，目前在产产能 8845 万吨，足够满足国内的电解铝需求量，因此不需要对国内的新投放氧化铝产能过多关注。同理，污染预警导致的氧化铝停产也不那么重要。需要更多关注铝土矿的影响。

铝土矿 25 年可以补足但节奏仍有不确定性。从绝对数字来看，2025 年几内亚新增的 2600 万吨铝土矿足以补足国内对铝土矿的需求，从而帮助氧化铝供给快速释放，但值得注意的是，几内亚的基建设施以及 2025 年西芒杜铁矿的投产都会对其运力带来新的挑战，因此几内亚铝土矿释放可能不会像预期般乐观。因此我们虽然看跌氧化铝价格，但看多其价格韧性。

2025 年供需紧平衡，26 年后缺口逐渐出现：25 年云南不停产补足 50 万吨左右的电解铝供应，中铝青海 2025 年新投产贡献 10 万吨的增量。因此我们预计 2025 年相比 2024 年增加 60 万吨的产量，达到 4380 万吨，增速为 1.39%，同时随着产能天花板的临近，增速预计持续下降，预计 2026 和 2027 年，中国电解铝产量为 4430 万吨和 4470 万吨，增速下降至 1% 左右。**需求端：**2025 年，地产可能依旧会成为拖累项，但是新能源汽车依然会成为稳定的需求增量、光伏大体维持稳定，总体我们预计需求端可以录得 1.25% 左右的增速。**供需平衡方面：**虽然在 2025 年由于供给释放较多会造就紧平衡局面，但是 2026-2027 年，中国原铝供不应求的局面大概率发生。

2025 年策略：宏观影响与铜类似，可能的上涨出现在 25Q1 之后。氧化铝价格走弱，但不会一帆风顺，电解铝利润转好，但不宜过度激进。

● **风险提示：**

美联储鹰派超预期，地缘政治局势变化，海外需求不及预期等。

目录

贵金属：定价权的转移与美债的替代仍将持续.....	5
黄金市场中的边际交易者正从西方转移到东方.....	5
赤字率和黄金的关系在 2025 年依然存在.....	6
供给压力：黄金远小于美债，且需求端更稳健.....	7
2025 年，坚定看好黄金.....	9
白银：不可轻易看空，但库存的故事有待商榷.....	10
铜：供需纠结的一年，25 年或高位震荡.....	12
供给：2025 年供给侧压力或将弱化.....	12
需求：保持稳健增长，宏观悲观交易或在 25Q1 末终结.....	14
铝：看好利润修复，但不宜过于激进.....	16
氧化铝：无视产能分析，跟踪铝土矿变化.....	16
电解铝：供给接近天花板，价格底部明确.....	20
风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 黄金某种意义上可以看作新兴市场的低贝塔投资品.....	5
图表 2: ETF 持有量和金价的关系 2022 年后开始脱节.....	6
图表 3: ETF 持仓量依然跟随美国实际利率.....	6
图表 4: 赤字率与黄金的关系依然稳固.....	7
图表 5: 黄金和长期国债具有相当类似的波动率.....	7
图表 6: 供给而言, 黄金相比美债具备相对优势 (万亿美元).....	8
图表 7: 12 月 FOMC 降息 25BP 后, 2 年美债已经见顶, 可能会助力金价上涨.....	9
图表 8: 银价与金银比.....	10
图表 9: 伦敦白银库存 2024 年呈现上升趋势.....	10
图表 10: 铜价与三个成本支撑线 (美元/吨).....	12
图表 11: TC 历史性低位, 冶炼与矿端产能不平衡状态难解.....	13
图表 12: 2025 年和 2026 年新增项目汇总 (万吨).....	14
图表 13: 铜供需平衡表.....	15
图表 14: 铜价与通胀预期.....	15
图表 15: 电解铝利润、价格以及成本 (元/吨).....	16
图表 16: 国产矿大幅减量 (万吨).....	17
图表 17: 山西铝土矿减量明显 (万吨).....	17
图表 18: 中国铝土矿进口情况 (万吨).....	18
图表 19: 中国进口几内亚铝土矿情况 (万吨).....	18
图表 20: 中国氧化铝在产产能 (万吨).....	18
图表 21: 氧化铝产能利用率依然较低 (%).....	18
图表 22: 铝土矿未来产能情况 (万吨).....	19
图表 23: 中国电解铝产量与预测 年度.....	20
图表 24: 中国电解铝月度产量 (万吨).....	20
图表 25: 中国电解铝产能变化情况 (万吨).....	21
图表 26: 电解铝供需平衡表.....	21

贵金属：定价权的转移与美债的替代仍将持续

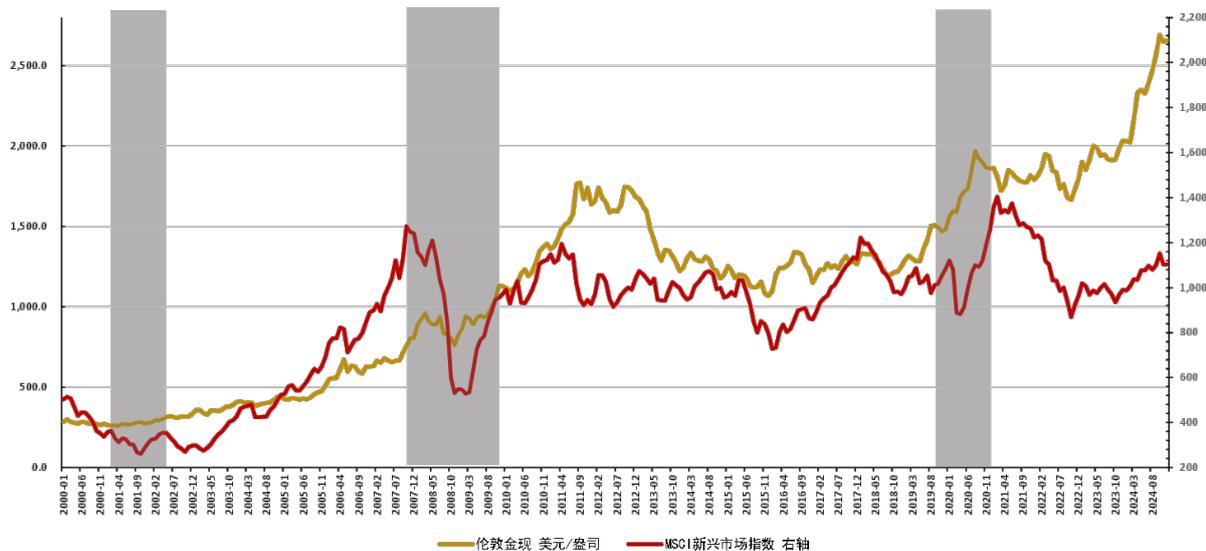
2024年黄金市场最大的特点可能是边际交易者的变化。2023年，包括在2024年H1，市场中依旧有很多观点认为，实际利率和黄金的关系可能在2024年回归，并把未来美联储的降息看作是黄金上涨的重要动力。不过时至今日，我们相信，我们一直强调着的新观点——包括美国赤字率、边际交易者变化、以及不断诱发的美债废纸化逻辑，正在逐步被更多的投资者所接受。

总体观点：2025年的有色金属市场中，黄金不论是胜率抑或是赔率，都将位于前列，定价权的转移、赤字率下的美债替代是金价上涨的主要推动力。

黄金市场中的边际交易者正从西方转移到东方

黄金某种意义上可以看作新兴市场的低贝塔投资品。过去十年，新兴市场创造了全球三分之二的GDP增长。国家层面而言，金砖国家作为重要的制造国以及资源国，对西方国家有着相当可观的贸易顺差，贸易顺差获得美元之后部分转换为黄金，产生了对黄金的需求，同时国家经济的发展推动了发展中国家民间对黄金的需求。因此如下图可以看到，黄金价格和新兴市场发展的高度相关性。

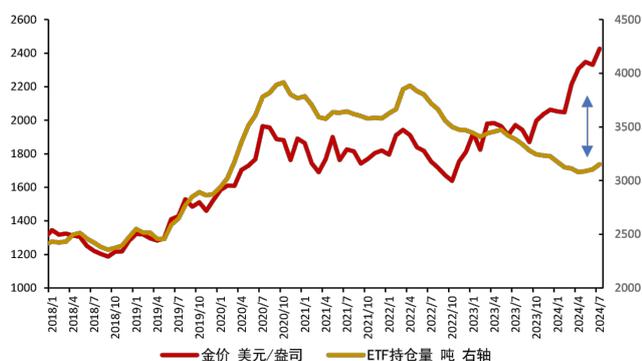
图表1：黄金某种意义上可以看作新兴市场的低贝塔投资品



资料来源：Wind，中邮证券研究所

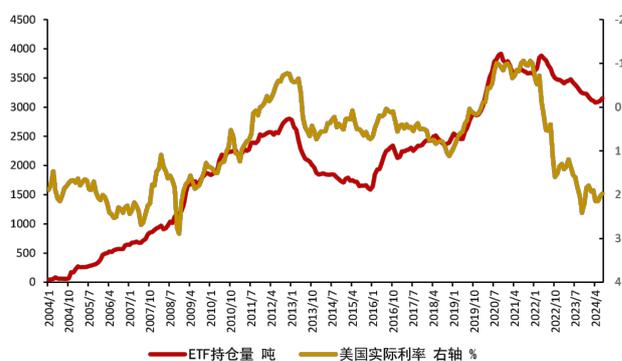
西方发达国家与新兴市场完全不同，投资的影响力在趋弱甚至失效。西方投资者的需求与金价之间曾经存在的紧密联系——实际利率框架，在 2022 年之后已经消失不见。在黄金不断新高的局面下，黄金 ETF 的持有量反而在下降：尽管 2024 年 9 月之后，黄金 ETF 出现一定的净流入，但自 2022 年 4 月-2024 年 7 月，ETF 黄金净流出量达到 730 吨左右，持仓量下降了 19%。简单根据 ETF 持仓量进行推导，如果市场还停留在过去的实际利率框架，目前的伦敦金价应该在 1600 美元/盎司左右。

图表2：ETF 持有量和金价的关系 2022 年后开始脱节



资料来源：世界黄金协会，Wind，中邮证券研究所

图表3：ETF 持仓量依然跟随美国实际利率

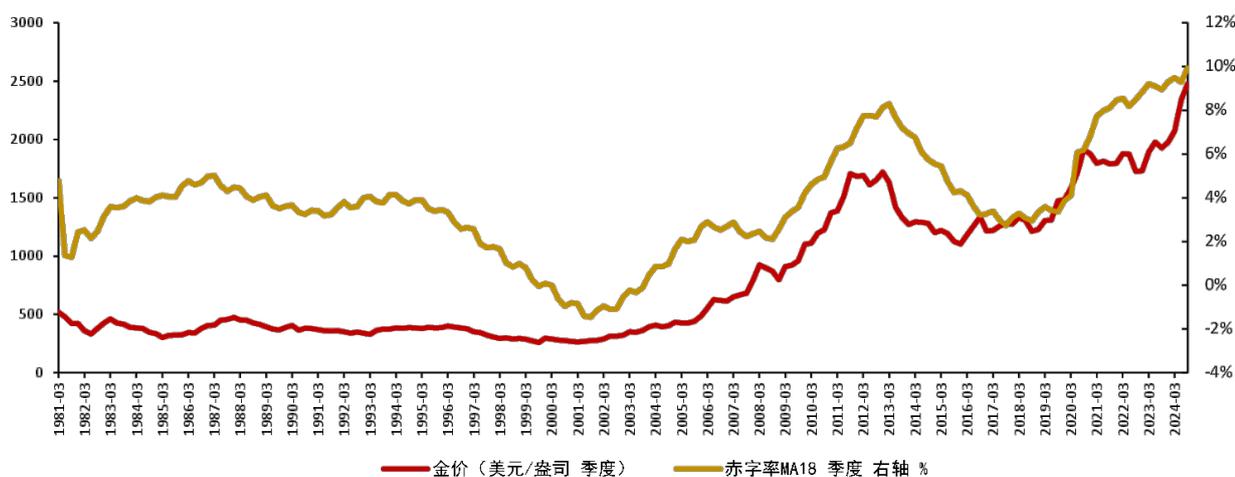


资料来源：世界黄金协会，Wind，中邮证券研究所

赤字率和黄金的关系在 2025 年依然存在

黄金的本质之一是对货币信用的定价。

我们在之前的报告中一直用赤字率对货币信用进行衡量。这个逻辑目前仍不会变，尽管市场中部分投资者认为 2025 年美国赤字率不会再有继续上升的空间，原因是由于 DOGE 的成立，亦或是特朗普结束地缘政治的预期。但我们认为只要减税政策实质发生，美国的赤字率不会有太大的下降空间。而赤字率只要不下降，美债的供给就不会下降，这是黄金对美债进行替代的逻辑中非常重要的一环。

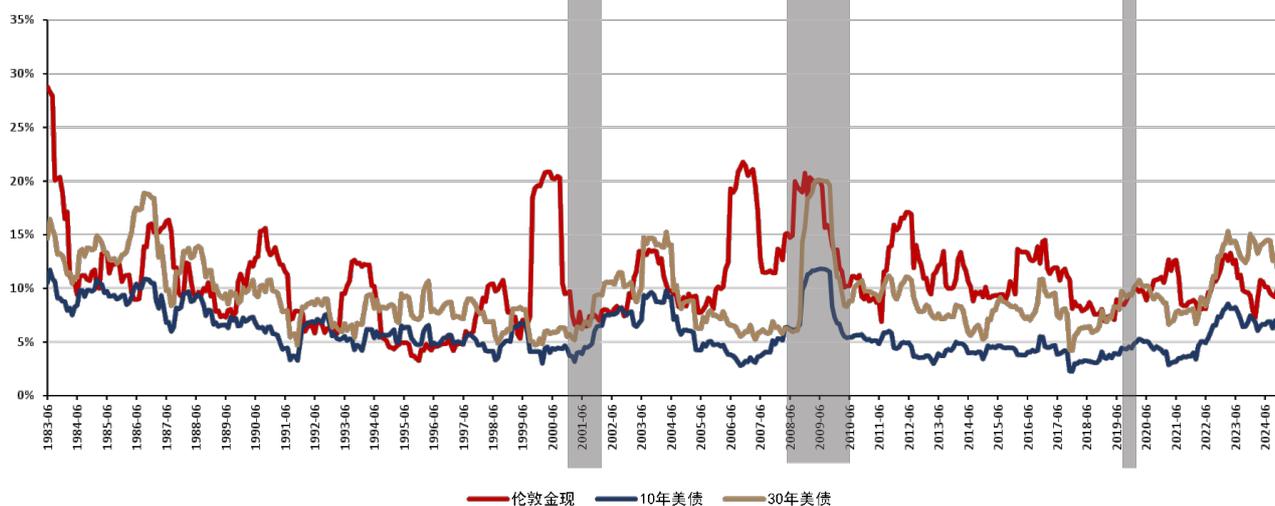
图表4：赤字率与黄金的关系依然稳固


资料来源：Wind，中邮证券研究所

供给压力：黄金远小于美债，且需求端更稳健

黄金在一定程度上和债券类似（波动性类似、流动性足够且没有任何信用风险），是美国长期国债的潜在替代品，长期波动率介于十年美债和三十年美债之间。

下图为黄金、美国十年期国债、美国三十年期国债的滚动年化波动率，1983年6月-2024年12月。

图表5：黄金和长期国债具有相当类似的波动率


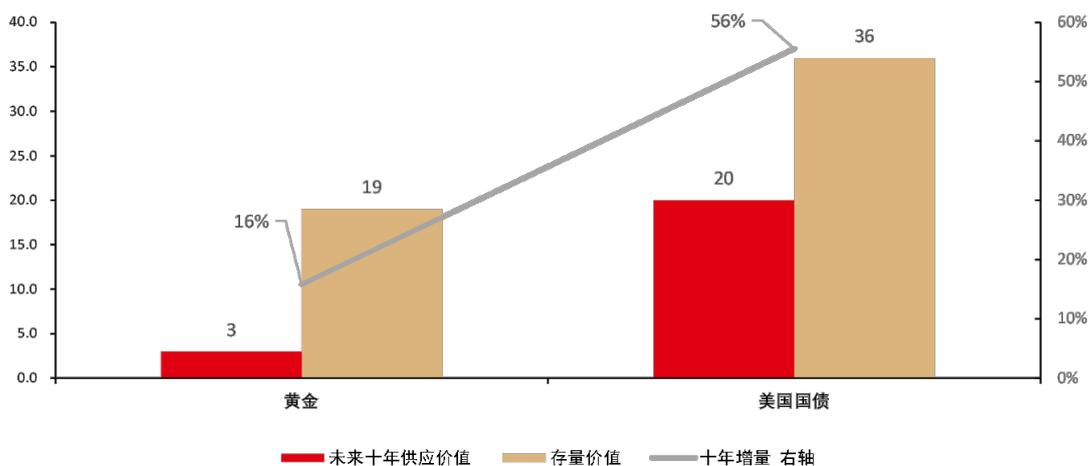
资料来源：标普，Wind，中邮证券研究所

黄金对美债的替代来源于本质还是来源于信用，部分是来自于上文的赤字率，同时也来源于地缘政治不稳局面下的大类资产配置多元化，比如俄罗斯资产被冻结以及存在被没收的风险。

信用的角度而言，在财政主导的时代，美国的赤字率难以下降，那么美债的供给就会持续存在压力。2023年，美国财政赤字为1.78万亿，目前的数据来看，2024年美国财政赤字会超过2万亿。赤字需要发行债券来为其融资。因此未来十年内，除了到期的美国国债外，美国还将额外发行约20万亿美元的新国债。以上，美债的供给端存在巨大的刚性，平均每年2万亿美元缺口需要其进行弥补；而需求端，在特朗普“以邻为壑”的政策之下，日本和欧洲可能进一步逆差化，从而在美债的边际需求端造成负面的影响。

黄金每年同样在被不断开采，但在供给压力上会小一些。黄金年产量在3600吨左右，按照目前2700美元/盎司的价格计算，每年矿产金的价值在3000亿美元左右。根据世界黄金协会，截至2023年末，世界开采的黄金不到22万吨，价值总量大约19万亿美元。假设产量稳定，未来10年开采的黄金价值预计仅有3万亿美元，未来十年的增量在16%左右。相比于20万亿美元左右的国债——50%以上增量而言，供给端压力较小。

图表6：供给而言，黄金相比美债具备相对优势（万亿美元）



资料来源：Wind，世界黄金协会，中邮证券研究所

2025 年，坚定看好黄金

黄金市场目前不具备一致的观点，尤其是在目前特朗普即将就任的时间点上，很多投资者对于黄金存在一定的悲观态度，譬如来自俄乌冲突结束的预期、美联储降息速度减慢、抑或是对强美元持续的担忧。对以上三个观点，我们认为存在预期差：

降息速度减慢：短期因素，根据上文的分析，目前黄金价格更多由新兴市场决定，黄金对于实际利率定价的逻辑在褪色。

俄乌冲突：还具有不确定性。

强美元：本质依然是实际利率的影响，且在一定程度上利好沪金，对中国的黄金股不失为一件好事。

2024 年 12 月美联储 FOMC，美联储降息 25BP，同时给出了 25 年降息的指引，但是 2 年美债还在 4.3% 左右，这一利率隐含了美国财政目前使用短期国债融资的现象，从而拉高了 2 年美债的利率。因此我们判断，2 年美债可能已经位于顶部，其下行有望带动西方投资者回归黄金市场。

图表7：12 月 FOMC 降息 25BP 后，2 年美债已经见顶，可能会助力金价上涨

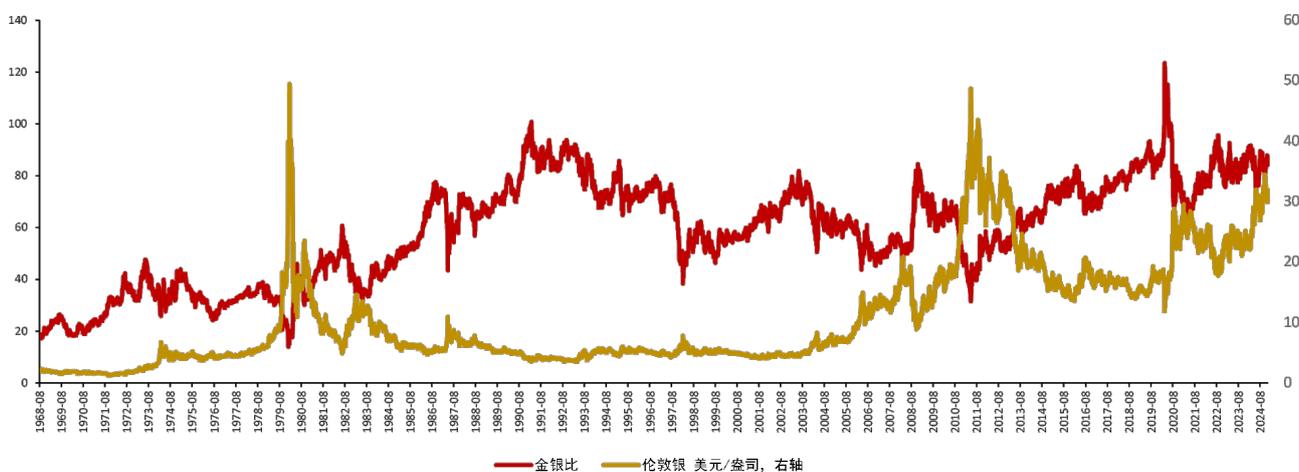


资料来源：IFIND，中邮证券研究所

白银：不可轻易看空，但库存的故事有待商榷

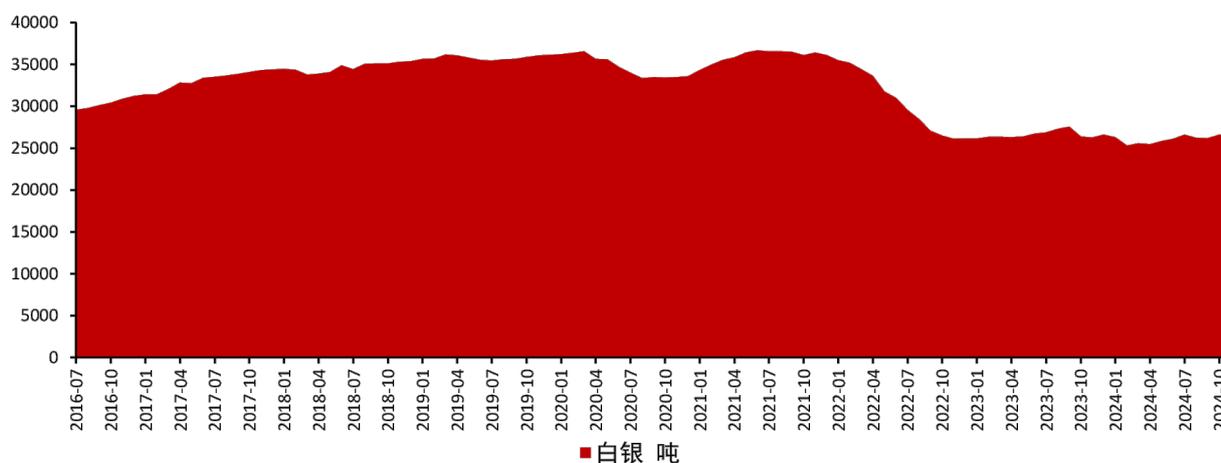
黄金和白银在逻辑上不具备相似性，如上文，黄金更多是由于配置因素构造了买盘，而白银更具备工业属性色彩。2024年，黄金和白银的收益率相似，但白银较高的波动率最终导致了金银比的大幅波动，综合来看不具备和黄金相等的投资价值。且库存去化的故事有待商榷，2024年至今，伦敦白银库存增加了130吨。

图表8：银价与金银比



资料来源：IFIND，中邮证券研究所

图表9：伦敦白银库存 2024 年呈现上升趋势



资料来源：LBMA，中邮证券研究所

2025年：鉴于我们对黄金的看多观点，总体而言白银不宜激进看空，金银比大概率在 80-95 之间震荡，且若二次通胀从预期变成现实，白银在 2025 年或有不错的表现。

铜：供需纠结的一年，25 年或高位震荡

2024 年铜市场走势波澜壮阔。2024 年上半年，在全球 PMI 走势回暖的情况下，伴随着黄金的涨势以及逼仓事件创出历史新高；下半年，铜紧缺的故事无法兑现，铜价跌回 9000 美金以下。2024 年 11 月特朗普确认胜选之后，强美元和需求悲观情绪共振，铜价持续弱势。

紧平衡状态下铜的成本支撑效应较强。根据 woodmac 估算，2023 年铜 C1 成本 90%分位在 6000 美金左右，C2 成本 90%分位在 7000 美金左右，C3 成本 90%分位在 8000 美金左右，总体来看，铜价可以在 8000 美金左右获得较强支撑。

总体观点：通胀预期支撑铜价，2025Q1 后有望迎来上涨。

图表10：铜价与三个成本支撑线（美元/吨）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

供给：2025 年供给侧压力或将弱化

2024 年铜矿供给端的故事有所兑现。2023 年 11 月，巴拿马最高法院裁定第一量子与巴拿马政府签订的合同违反宪法，该年产 33 万吨的铜矿山被迫关停。英美资源由于铜矿品位影响，于 2023 年 12 月发布产量指引将 2024 年产量从原定计划的 100 万吨下调至 73-79 万吨。两大矿企产量的下滑使得矿端偏紧的趋

势持续，这也体现在 TC 的持续下降。2025 年 TC 长单在 20 美金左右，创造了历史性的低位，这也说明矿端和冶炼的产能不平衡状态可能在未来长时间存在。

图表11：TC 历史性低位，冶炼与矿端产能不平衡状态难解



资料来源：Wind，中邮证券研究所

铜矿增量在未来两年会有较为充分的释放，预计 2025-2026 年全球铜矿增量都有望超过 70 万吨。根据估算，2025 年全球铜矿产量预计增加约 70 万吨，第一量子旗下的 Cobre 有望在 2025 年复产，同时紫金矿业旗下的 Kamoakakula 也会在 2025 年达成满产运营，产量或超过 60 万吨。力拓旗下的 Oyu Tolgoi 预计在 2025 年增产 50%，带来 10 万吨的增量；泰克旗下的 QB2 在 2025 年乐观情况下有望贡献 30 万吨的产量。中国企业洛阳钼业同样具备扩产能力，目标在 2028 年产能扩大到 100 万吨。因此总体来看，2025-2026 年，铜矿的供应偏宽松，即使考虑到一些扩产项目不及预期的可能性，我们也预计 2025 和 2026 年铜矿的年增量都有望超过 70 万吨。

图表12：2025 年和 2026 年新增项目汇总（万吨）

矿山	矿企	2024E	2025E	2026E	2025E	2026E
		产量	产量	产量	增量	增量
Rajo Inca	智利铜业	0	4	6	4	2
QB2	Teck	20.5	25	30	4.5	5
Escondida	BHP	118	125	125	7	0
Kamoa-Kakula	紫金矿业	50	60	60	10	0
Musonoi	金川国际	0	3.8	4.3	3.8	0.5
Lonshi (SX-EW)	金诚信	2	4	4	2	0
Kinsevere-Nambulwa	MMG	4.4	8	8	3.6	0
Kamoto	嘉能可	21	21	30	0	9
Mutunda	嘉能可	4	4	8	0	4
甲玛铜矿二期	中国黄金国际	4	8.5	8.5	4.5	0
巨龙铜矿	紫金矿业	15	15	30	0	15
朱诺铜矿	紫金矿业	0	0	3	0	3
Udokan	Udokan	6	10	14	4	4
Malmyzh	RMK	0	5	10	5	5
Mirador	铜陵有色	12.5	19	25	6.5	6
Tucumã	Caraiba	1	5.5	5.5	4.5	0
Motheo	Sandfire Resources	4	5	5	1	0
Oyu Tolgoi Underground	力拓	20	30	35	10	5
Las Bambas	MMG	30	33	35	3	2
Cobre	第一量子	0	5	30	5	25
					71	77

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

需求：保持稳健增长，宏观悲观交易或在 25Q1 末终结

2025 年-2027 年，全球铜需求增速维持在 2% 以上，保持稳健增长。

Q1 铜价或偏悲观运行。市场存在一个误区，即美国宽财政会带来铜需求的直接拉动。事实上，特朗普政策对于铜的走势是偏空的，减税政策对于铜需求的拉动间接且漫长，因此，铜价在美国政府新的预算法案达成之前很难有较大的行情。总体 Q1 铜价或偏悲观运行，预计在 8000-9000 美金/吨之间震荡。

铜的金融属性定价更重要。铜作为工业金属，纵然从供需角度考虑问题很重要，但是宏观情绪对于估值的影响其实更关键。铜从长期角度来看，与美国通胀预期有着相同的走势，如图 14 所示。上涨的通胀预期之中，若有供需紧张配合，铜价的上涨会相对顺畅，但如果在下跌的通胀预期区间，即使供需紧张，铜价也积重难返。因此，铜价判断中的关键变量一是供需，二是通胀预期。

供需判断：资源壁垒，紧平衡延续。供需角度而言，2025 与 2026 年相对来说是压力比较大两年，这两年中一些新投产的铜矿项目会集中释放，带来相对较高的铜供应总量，每年大概 70 万吨。需求端总体不是太明朗，特朗普关税政策

可能会对全球的铜需求带来伤害，但考虑到中国宽财政预期较强，新能源汽车在全球的渗透率不断提升，我们推断2025-2026年全球铜需求增速为2.19%和2.40%。

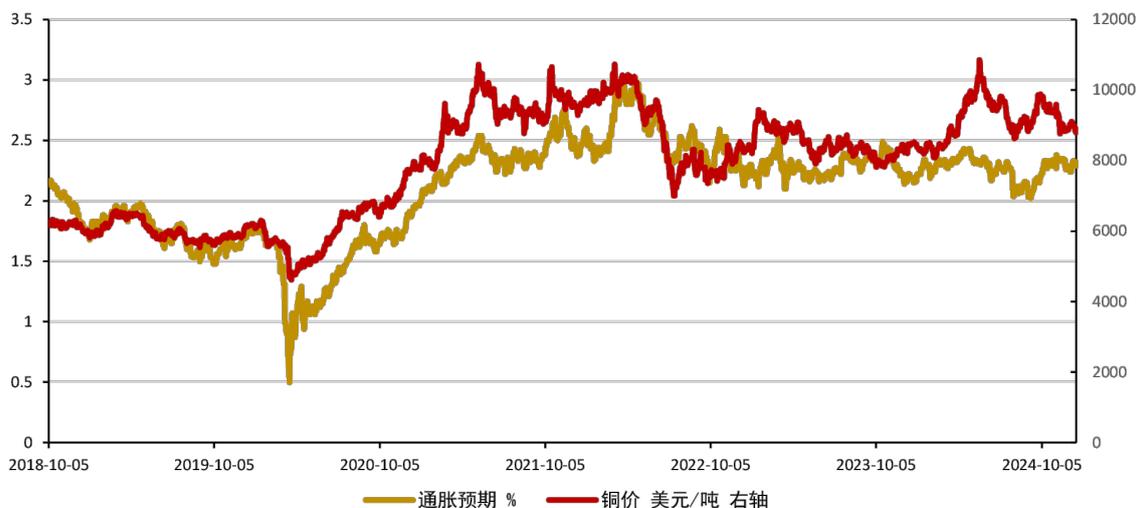
通胀预期：长期上行趋势确定，给予铜更多确定性。特朗普执政下的美国，强制性构造贸易壁垒，通胀上行达成的概率最高，包括中国的老龄化，也会在一定程度上抬升长期的通胀水平。但通胀预期的逻辑较长，只有在预算案实质落地之后，市场才可能开始用通胀对铜来定价，因此，我们认为25年Q1铜价承压，之后如果需求恢复，预期好转，铜价会有较好的表现。

图表13：铜供需平衡表

	单位	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E
中国需求	万吨	1476	1568	1591	1668	1722	1759	1802	1849
中国YoY	%		6.27%	1.43%	4.89%	3.21%	2.12%	2.46%	2.60%
中国占比	%	59.15%	62.20%	61.58%	62.83%	63.10%	63.06%	63.10%	63.17%
海外需求	万吨	1019.1	952.9	992.4	987.1	1006.9	1030.0	1053.7	1078.0
海外YOY	%		-6.50%	4.15%	-0.53%	2.00%	2.30%	2.30%	2.30%
全球需求	万吨	2495	2521	2583	2656	2729	2789	2856	2927
全球YOY	%		1.05%	2.46%	2.81%	2.76%	2.19%	2.40%	2.49%
全球原生铜供给	万吨	2078	2075	2112	2201	2268	2338	2408	2458
全球原生铜YOY	万吨		-0.13%	1.78%	4.23%	3.03%	3.09%	2.99%	2.08%
全球再生铜供给	万吨	384	415	415	449	470	480	490	500
全球再生铜YOY	万吨		7.96%	0.10%	8.09%	4.70%	2.13%	2.08%	2.04%
总供给	万吨	2462	2490	2527	2650	2738	2818	2898	2958
总供给YoY	万吨		1.14%	1.50%	4.87%	3.31%	2.92%	2.84%	2.07%
供需平衡	万吨	-33	-31	-56	-5	9	29	42	31

资料来源：Wind，公司公告，SMM，中邮证券研究所

图表14：铜价与通胀预期



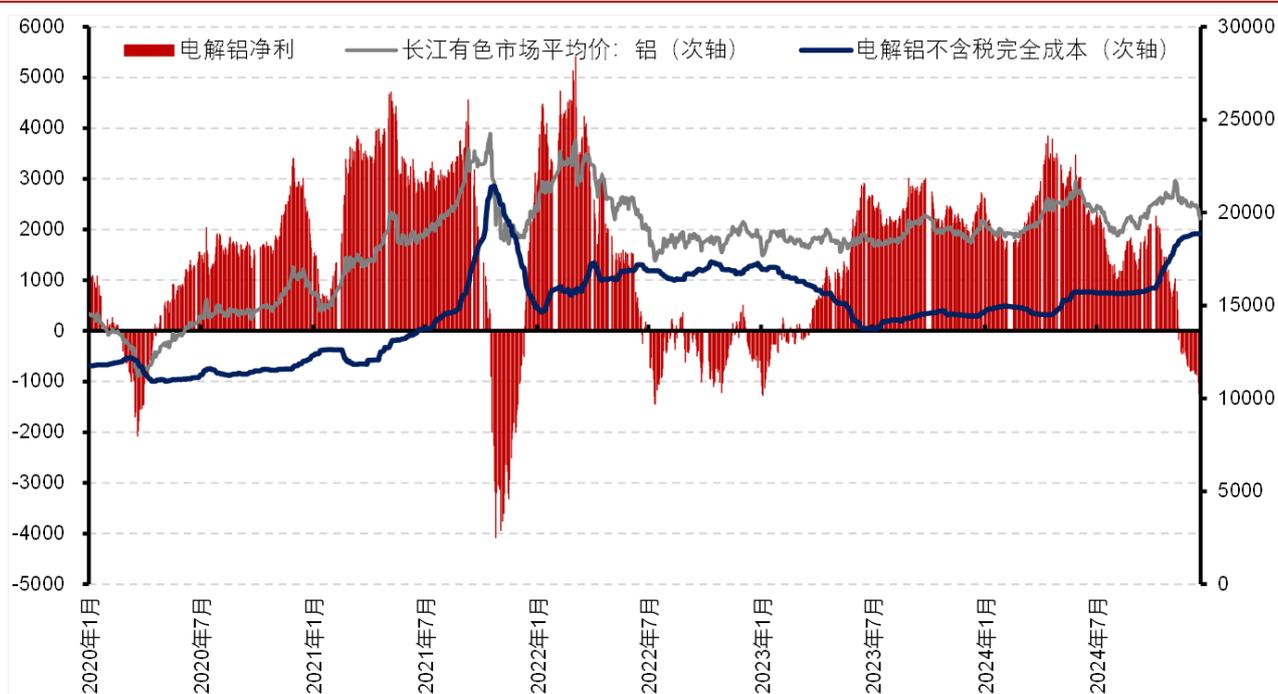
资料来源：Wind，中邮证券研究所

铝：看好利润修复，但不宜过于激进

2024 年电解铝利润先升后降，H1 在大宗商品牛市中铝价跟随上涨，利润走扩。下半年伴随着氧化铝价格的暴涨以及需求转弱，利润下跌，目前的氧化铝价格下，一些高成本厂商已经开始亏损，氧化铝价格拐点与电解铝利润拐点将至。

总体观点：宏观影响与铜类似，可能的上涨出现在 25Q1 之后。氧化铝价格走弱，但不会一帆风顺，电解铝利润转好，但不宜过度激进。

图表15：电解铝利润、价格以及成本（元/吨）



资料来源：IFIND，中邮证券研究所

氧化铝：无视产能分析，跟踪铝土矿变化

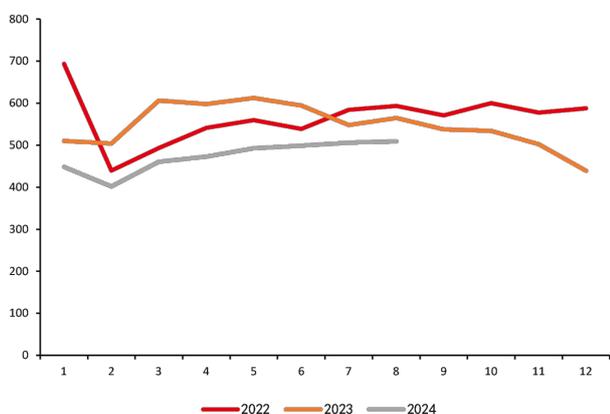
氧化铝的产能不是其价格上行的推动力，根本原因还是矿端的紧张。由于氧化铝产能本身可以超产 10%，只要矿够，如此高的盈利之下，供给本身就可以充分释放。因此在氧化铝的分析中，我们建议主要把握铝土矿的变化，对氧化铝本身的产能不需要过度关注。市场中很多观点是紧密跟踪新的氧化铝产能情况，我

们认为这不是关键点，如果缺矿持续，投入再多的新氧化铝产能也是“假产能”，不会改变氧化铝的供需紧张局面。

本轮铝土矿紧缺的根本原因还是国内铝土矿的大幅减量以及几内亚雨季影响了进口矿的释放，最终导致国内铝土矿的紧张。

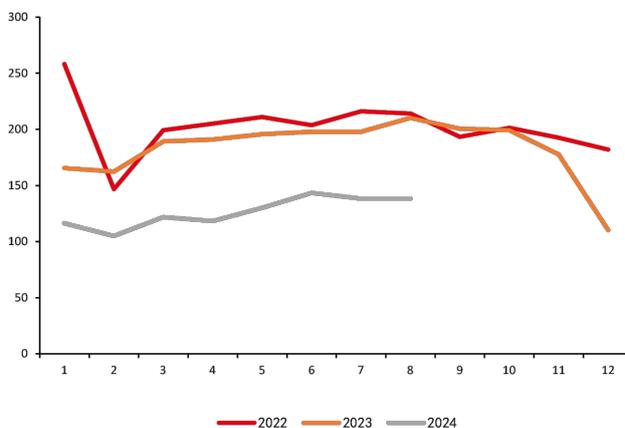
国产矿方面：根据 SMM 数据，2024 年 1-9 月国内铝土矿产量 4289 万吨，较去年同期减少 786 万吨，降幅 15.5%。从区域看，山西、河南分别贡献减量 557 万吨、100 万吨。山西主要因矿山安全检查问题而导致部分矿山停产，河南则因未达到复垦标准减产。我们预计 2024 年全年国产铝土矿减量 1200 万吨左右。

图表16: 国产矿大幅减量 (万吨)



资料来源：SMM，中邮证券研究所

图表17: 山西铝土矿减量明显 (万吨)



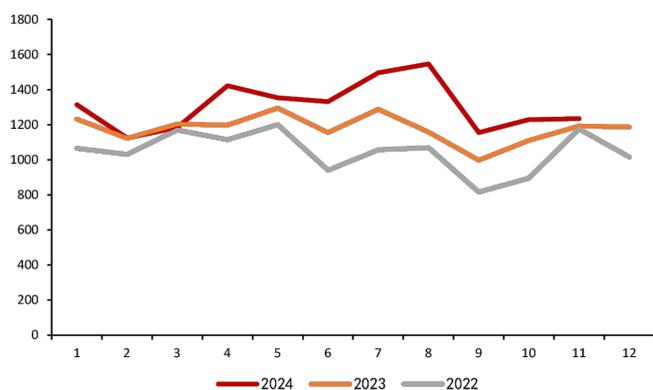
资料来源：SMM，中邮证券研究所

进口矿方面：进口矿是有力补充，但季节性因素导致进口量不稳定，也造就了 24Q4 氧化铝价格的大幅上涨。

2024 年 1-11 月，中国进口铝土矿 14390 万吨，同比增长了 11%，同比增 1439 万吨，其中从几内亚进口了 9992 万吨，同比增长了 9.91%，同比增 901 万吨。我们预计 2024 年全年进口铝土矿多流入 1600 万吨左右，补齐了上文所说的 1200 万吨的国产铝土矿减量。

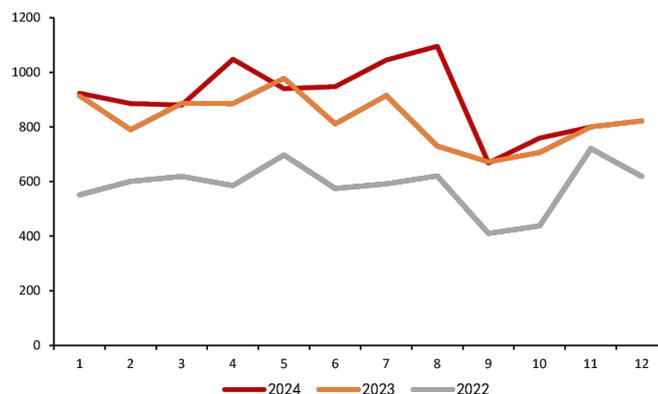
不过，由于 6 月开始几内亚会进入雨季，影响其铝土矿运输，导致今年 8-10 月的铝土矿进口大幅下降，其中 9 月和 10 月，几内亚铝土矿进口量分别为 667.9 万吨和 759.3 万吨，减量非常明显，这也造成了 10 月开始，国产氧化铝由于原料缺乏而陷入供需紧张局面，最终造就了氧化铝价格的大幅上涨。

图表18: 中国铝土矿进口情况 (万吨)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表19: 中国进口几内亚铝土矿情况 (万吨)

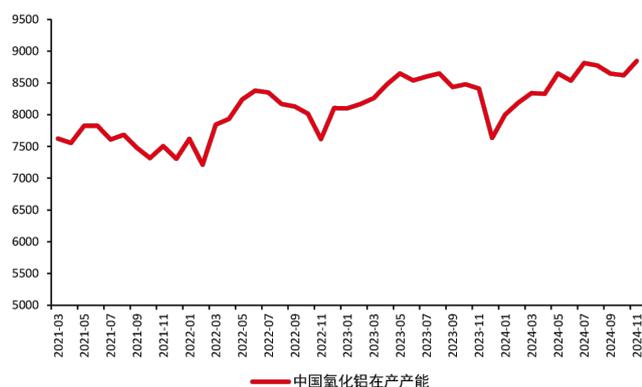


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

氧化铝的未来: 价格开始示弱, 远期价格或在 3500 元/吨, 但价格的下跌过程可能比市场预期的更加艰难。

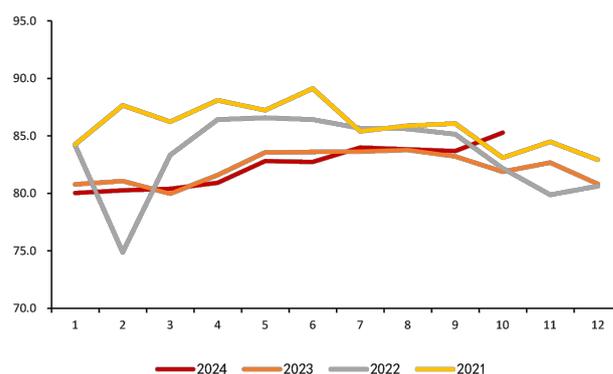
氧化铝产能从来不是问题的关键, 先不谈在产产能都可以超产 10%来释放供给, 目前市场中就已经存在了一些过量的氧化铝产能, 目前在产产能 8845 万吨, 能够满足国内的电解铝需求量, 因此不需要对国内的新投放氧化铝产能过多关注。同理, 污染预警导致的氧化铝停产也不那么重要。

图表20: 中国氧化铝在产产能 (万吨)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表21: 氧化铝产能利用率依然较低 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

对于铝土矿的分析，国内基本上没有产量下跌空间，但是对于产量上涨的节奏同样难以把握。海外来看，2024和2025年几内亚铝土矿仍有增量，是缓解氧化铝紧张的根本动力。2024年，海外铝土矿增量在1635万吨左右，2025年预计新增产量2600万吨，几内亚的供给释放依然存在增量空间。

图表22：铝土矿未来产能情况（万吨）

铝土矿新产能规划					
矿山名称	性质	2023年产量	2024年计划增量	2025年计划增量	备注
赢联盟	增产	4800		1000	计划在接下来的五年内投资高达10亿美元，旨在增强内河码头设施并收购更多船舶，从而大幅度提升其铝土矿的出口能力。SMB计划从2024年年底开始，每年将铝土矿的出口量增加1000万吨。
金波	新增		50	200	矿山立项较早，但因股权纷争迟迟未能出矿，23年零星发货。24年6月6日首船发运。24年原计划对外发运300万吨，但目前来看难以实现，矿山表示雨季后再看情况。
阿鲁法	增产	200			24年平均每月一船，总产能计划新增至400万吨，大部分都出售给国电投金海。
动能矿业	新增		50	300	24年开始出矿，计划第一年产量300万吨，25年产量增至500-600万吨，目前已发运一船17万吨。
河南国际	增产	500-600	400		2024年总产能计划新增至1000万吨，上半年发运量已基本超过去年全年产量，雨季后发运仍将维持高位发运。
阿夏普拉	增产	200-250	100		2024年总产能计划新增至300万吨，但是品质一般，AL43左右，上半年发运接近200万吨，增产幅度较小，雨季后若增产有望达到300万吨增量。
特变电工	新增		100	200	2024计划出矿500万吨，但上半年未有产出及发运，全年500万吨难以实现。
高顶	新增		300		23年四季度投产的新矿山，23年底发运一船。24年计划产量400万吨，上半年发运130万吨，因其未有海运长协，故发运并不固定。
中水电博法	新增		50	300	23年新投矿山，但并未出矿，矿区为承包高顶北矿区，目前配套码头及公路在建设，24年借金波码头发运一船，计划年产量400万吨，但24年内或难以达到。
顺达矿业	增产	600	400		24年计划增产至1000万吨，上半年发运量已达800万吨，下半年达到计划目标问题不大，甚至全年产量有望达到1200万吨。
志诚矿业	新增		35		主业挖掘铁矿，24年7月初发运一船18万吨至烟台。但是该矿山并无道路及港口配套，开采效率和集港速度也较为缓慢，若矿山生产顺利年底或有望再发一船。
天山	新增			600	年产600万吨，2024年末对外发运
中铝博法	增产	1425	150		24年计划增产至1600万吨，虽5月份发运经历些许波折，但后期发运增量追回，上半年发运约810万吨。
合计			1635	2600	-

资料来源：各公司公告，SMM，中邮证券研究所

从绝对数字来看，2025年几内亚新增的2600万吨铝土矿足以补足国内对铝土矿的需求，从而帮助氧化铝供给快速释放，但值得注意的是，几内亚的基建设施以及2025年西芒杜铁矿的投产都会对其运力带来新的挑战，因此几内亚铝土矿释放可能不会像预期般乐观。因此我们虽然看跌氧化铝价格，但看多其价格韧性。

电解铝：供给接近天花板，价格底部明确

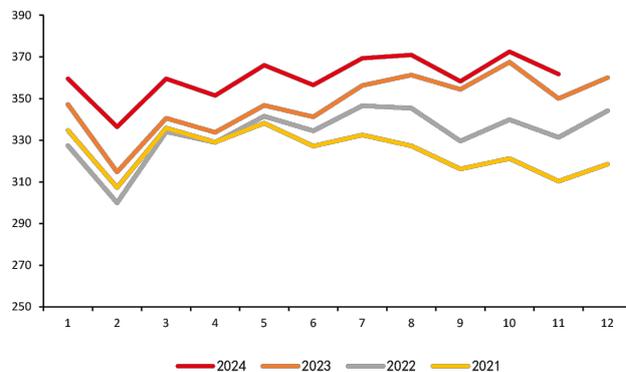
2024 年，电解铝行业供需两旺。供给端：电解铝产量不断逼近 4500 万吨的产能天花板，2024 年预计全年产量为 4320 万吨，同比增 3.50%，产量大增主要系两方面，一是云南年内的复产从正常情况下的 6 月提前至 3 月，且 2024 年秋冬不再限产；二是技术进步和行业利润丰厚刺激下的部分运行产能提升电力负荷接近 101%。但是 2024 年 11 月开始，由于氧化铝价格上涨过快，导致部分高成本产能亏损减产，也造成了电解铝产量月度数据层面的环比下降（2024 年 11 月中国电解铝产量为 362 万吨，环比 10 月的 373 万吨有明显下降）。

图表23：中国电解铝产量与预测 年度



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表24：中国电解铝月度产量 (万吨)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2025 年电解铝供给端增量仍在，但增速预计出现显著下滑：2025 年电解铝产量增速来源于二：一是云南不停产，根据我们统计，2024 年由于云南停产导致损失了 50 万吨左右的电解铝供应，这部分会在 2025 年回补。二是新增项目的投产，中铝青海会在 2025 年新投产，贡献 10 万吨的增量。因此我们预计 2025 年相比 2024 年增加 60 万吨的产量，达到 4380 万吨，增速为 1.39%，同时随着产能天花板的临近，增速预计持续下降，预计 2026 和 2027 年，中国电解铝产量为 4430 万吨和 4470 万吨，增速下降至 1%左右。

图表25：中国电解铝产能变化情况（万吨）

企业	新建规模	是否需要产能置换	2024	2025	2026	2027-2030
新疆信发	55	是	20			
华云三期	42	是	17			
中铝青海	50	是		10		
鸿骏二期	35	否			35	
海源绿能	11	否				11
天山铝业	20	否				20
合计	213		37	10	35	31

资料来源：安泰科，中邮证券研究所

需求端：稳健增长，地产有拖累但有限。

2024年地产用铝继续下行，但是新能源汽车和光伏成为较强的支撑，不仅补齐了地产的缺口，同时还在2024年录得了4.86%左右的需求增速。展望2025年，地产可能依旧会成为拖累项，但是新能源汽车依然会成为稳定的需求增量、光伏大体维持稳定，总体我们预计需求端可以录得1.25%左右的增速。

供需平衡方面：虽然在2025年由于供给释放较多会造就紧平衡局面，但是2026-2027年，中国原铝供不应求的局面大概率发生。

图表26：电解铝供需平衡表

单位：万吨		2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E
供应	产量	3,850	4,014	4,174	4,320	4,380	4,430	4,470
	净进口	157	47	139	200	200	200	200
	供应合计	4,007	4,061	4,313	4,520	4,580	4,630	4,670
需求	建筑	999	853	865	806	766	727	691
	交通	802	823	910	983	1,021	1,085	1,150
	电力电子	625	691	913	972	957	967	977
	机械设备	272	280	288	303	318	334	351
	耐用消费	330	343	365	370	383	395	396
	包装	405	425	438	450	464	473	480
	其他	108	113	117	117	119	121	121
	内需总计	3,540	3,529	3,896	4,002	4,028	4,103	4,166
	净出口	452	538	416	520	550	550	550
	内需+出口	3,992	4,067	4,312	4,522	4,578	4,653	4,716
YOY			1.86%	6.03%	4.86%	1.24%	1.65%	1.35%
供需平衡		15	-5	1	-2	2	-23	-46

资料来源：SMM，Wind，中邮证券研究所

价格判断：供需角度而言，2025 年电解铝出现大幅度价格上行的概率不大，叠加再生铝可能的放量，价格上涨幅度预计较为有限。但是电解铝的利润有望在 2025 年获得较大幅度的修正，目前氧化铝价格含税在 5700 元左右，仅仅考虑其下降至 4000 元左右，也会给电解铝利润带来 3300 元左右的利润修复。从这个角度而言，电解铝行业有望在 2025 年迎来修复机会。

风险提示

美联储鹰派超预期，地缘政治局面变化，海外需求不及预期等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048