



# 降息周期，金铜行情仍将持续

## 2025年年度策略

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2025年01月07日

- 分析师：傅鸿浩
- SAC编号：S1050521120004
- 分析师：杜飞
- SAC编号：S1050523070001

研究创造价值

## 黄金：降息之年，上涨行情仍未停

本轮美联储降息（2024年9月开启）为预防式降息，就业人数持续回升或许将是结束降息的标志：历史上总共六轮美联储降息，分别是1984.09-1985.07；1989.06-1992.09；1995.07-1996.01；2001.01-2003.06；2007.09-2008.12；2019.08-2020.03。

本次降息时间为2024年9月，降息前的5个季度美国GDP同比增速都在3%以上，最高季度同比为3.24%。本次降息前已经有连续8个月PMI处于50以下。本次降息是2024年9月，而在这之前出现了连续16个月（2022.11-2024.02）美国制造业PMI均处于50以下的情况，属于历史较为罕见。我们认为本次降息美联储较为拖延的主要原因是CPI同比迟迟未回落到合适位置，导致降息开启的时间有些滞后。

**预防式降息和非农就业人数的关系紧密**，尽管预防式降息前的失业率没有太大幅度的变动，但是非农就业人数已经开始下滑，并且在降息中段还有负增长的情况出现。而在降息结束之后，非农就业人数几乎都开始回升。

**历史上降息过程中金价表现**：2000年以前的三次降息周期，1984，1989和1995年的降息周期黄金并未实现顺畅的上涨，仅有1984年的降息周期，在首次降息日之后的多数季度实现了季度内的价格上涨。而在新世纪以来的三次降息周期，黄金价格整体呈现上涨。

美联储12月议息会议相对偏鹰。美联储如期降息25基点，上调未来政策利率预期和通胀预期，预计2025年仅降息两次共50基点，低于此前预期，鲍威尔“放鹰”称美联储对降息持谨慎态度，强调必须看到新的抗通胀进展。CME FedWatch工具显示，2025年还有2次各25BP的降息。美联储点阵图显示2025年利率中枢3.75-4.00%，也仍有一定的降息空间。

## 铜：缺矿问题困扰，铜价中枢将进一步上移

供应方面，秘鲁罕见下滑，海外铜矿企业铜矿产量几乎无增长。境内几个矿山影响，作为主要产铜国的秘鲁，在2024年1-10月产量出现了罕见下滑，一改前几年产量持续高增长的势头。前几年深陷铜矿产出下滑的智利，则在2024年恢复增长，主要得益于大型矿山Escondida和Quebrada Blanca的增长，但是从相关企业的预期来看，这两个大型矿山的产量增长不可持续。

此外，我们统计了海外12个大型铜矿企业的前三季度的运营情况，2024年前三季度这些企业的铜矿合计产量几乎没有增长。尽管有些矿山产量有所增长，但是由于第一量子位于巴拿马的大型铜矿Cobre Panama持续处于停产状态，最后呈现的结果是海外大型矿企的合计产量几乎没有增长。

需求方面，2025年或开始恢复增长。2024年铜价出现大幅上行，对下游需求造成了一定抑制，所以国内铜表观需求增速呈现大幅下行。目前铜价回落到相对较低位置，此前抑制的需求部分回归。此外2025年欧美货币政策趋向于宽松，需求有望企稳回升。总结需求，我们认为2025年开始全球铜需求或较2024年有所恢复。

整体而言，铜矿硬约束问题仍存，需求有望企稳恢复。预计全球精炼铜平衡将再次倒向短缺，预计铜价中枢仍将上移。

## 行业评级及投资策略：

**黄金：**美国经济数据仍然有走弱趋势，2025年仍是降息年。维持黄金行业“推荐”投资评级。

**铜：**铜矿供应硬约束仍存，铜需求有望恢复，2025年美国进一步降息支撑铜价。维持铜行业“推荐”投资评级。

## 重点推荐个股

推荐**中金黄金**：央企背景，纱岭金矿带来增量。**山东黄金**：老牌黄金企业，矿产金产量持续增长。**赤峰黄金**：立足国内黄金矿山，出海开发增量。**山金国际**：黄金矿产低成本优势领先。**湖南黄金**：全球锑矿龙头，持续受益于锑价上涨。**紫金矿业**：铜金矿产全球布局，矿业巨头持续迈进。**洛阳钼业**：刚果（金）铜钴矿释放产量，远期产能增长仍可期。**金诚信**：矿服起家，切入铜矿磷矿资源领域。**西部矿业**：玉龙铜矿持续扩产，带来铜矿增量。**藏格矿业**：钾锂为基，铜矿为翼，持续腾飞。

# 重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-01-07 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000408.SZ	藏格矿业	27.90	2.16	1.61	1.75	12.92	17.33	15.94	买入
000975.SZ	山金国际	16.32	0.51	0.77	0.92	32.00	21.19	17.74	买入
002155.SZ	湖南黄金	16.38	0.41	0.64	0.67	27.38	25.59	24.45	买入
600489.SH	中金黄金	12.18	0.61	0.77	0.80	19.97	15.82	15.23	买入
600547.SH	山东黄金	24.04	0.52	0.83	1.01	46.23	28.96	23.80	买入
600988.SH	赤峰黄金	16.26	0.48	1.01	1.06	33.88	16.10	15.34	买入
601168.SH	西部矿业	16.44	1.17	1.47	1.63	14.05	11.18	10.09	买入
601899.SH	紫金矿业	15.49	0.80	1.26	1.57	19.36	12.29	9.87	买入
603979.SH	金诚信	38.38	1.71	2.56	3.87	22.44	14.99	9.92	买入
603993.SH	洛阳钼业	6.81	0.38	0.54	0.57	17.92	12.61	11.95	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

1) 美国通胀再度大幅走高；2) 美联储降息幅度不及预期；3) 铜矿增量超预期；4) 国内铜需求恢复不及预期；5) 海外铜需求超预期下滑；6) 全球经济危机等。

# 目录

## CONTENTS

1. 黄金：降息之年，上涨行情仍未停
2. 铜：缺矿问题困扰，铜价中枢将进一步上移

# 01 黄金：降息之年， 上涨行情仍未停

研究创造价值

# 1.1 历史上美联储6次降息的回顾

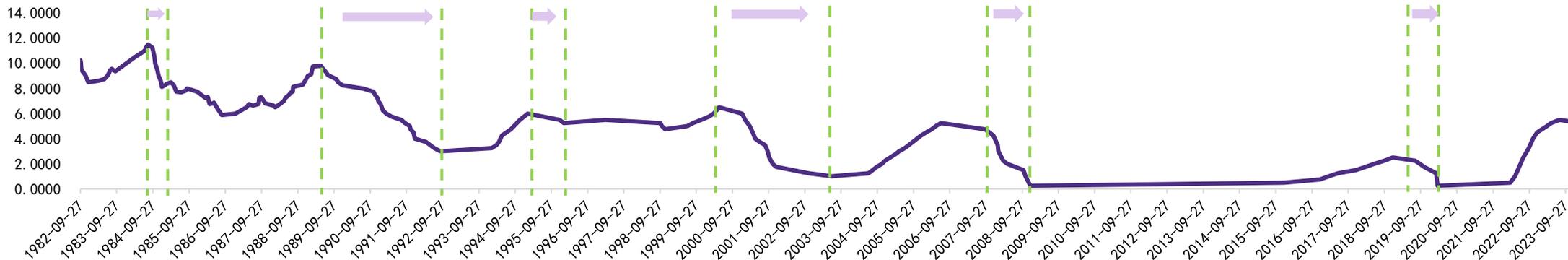
图表1：历史上美联储6次降息的详细数据与GDP对比

降息情况	首次降息时间	首次降息幅度	降息持续时间	累计降息次数	降息起始利率	累计降息幅度	首次降息前后11个季度GDP增速
预防式降息	1984. 9. 20	25BP	10个月	15	11. 50%	381BP	3. 27%, 5. 74%, 7. 90%, 8. 58%, 8. 00%, 6. 90%, 5. 58%, 4. 56%, 3. 68%, 4. 26%, 4. 18%
预防式降息	1989. 6. 6	25BP	40个月	24	9. 81%	681BP	4. 24%, 4. 48%, 4. 19%, 3. 80%, 4. 31%, 3. 75%, 3. 91%, 2. 74%, 2. 82%, 2. 41%, 1. 73%
预防式降息	1995. 7. 6	25BP	7个月	3	6. 00%	75BP	4. 23%, 4. 34%, 4. 12%, 3. 48%, 2. 40%, 2. 67%, 2. 20%, 2. 60%, 4. 00%, 4. 05%, 4. 42%
危机式降息	2001. 1. 3	50BP	29个月	13	6. 50%	550BP	1. 82%, 4. 22%, 5. 24%, 3. 97%, 2. 91%, 2. 20%, 1. 00%, 0. 49%, 0. 17%, 1. 34%, 1. 33%
危机式降息	2007. 9. 18	25BP	15个月	10	5. 25%	500BP	2. 97%, 2. 33%, 2. 64%, 1. 58%, 1. 93%, 2. 37%, 2. 13%, 1. 39%, 1. 38%, 0. 27%, -2. 54%
预防式降息+危机式降息	2019. 8. 1	25BP	8个月	5	2. 50%	225BP	3. 30%, 3. 13%, 2. 13%, 1. 93%, 2. 24%, 2. 80%, 3. 35%, 1. 28%, - 7. 50%, -1. 41%, -1. 02%。

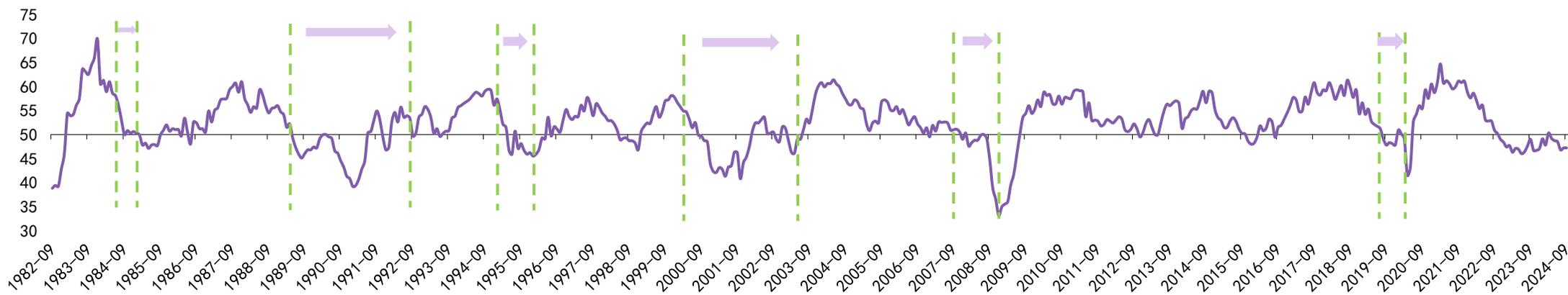
资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 1.1 历史上美联储6次降息的回顾——降息周期PMI及GDP数据对比

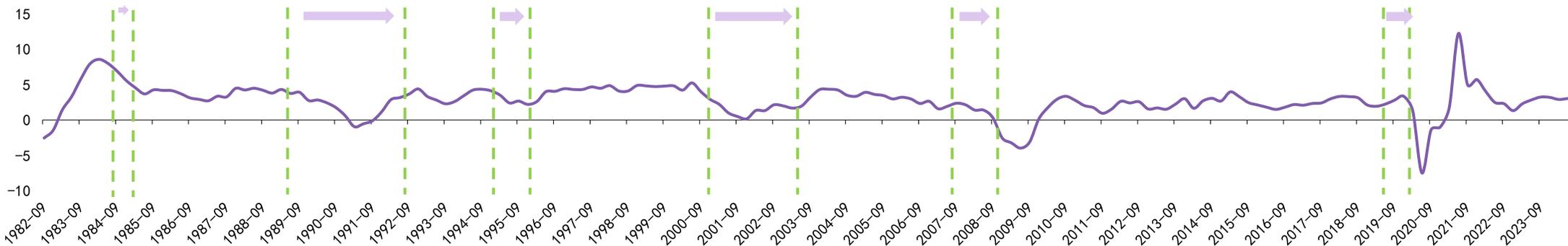
图表2：  
美联储利率



图表3：  
美国月度制造业PMI



图表4：  
美国季度GDP同比



资料来源：Wind，  
华鑫证券研究

# 1.1 历史上美联储6次降息的回顾

- **历史上总共六轮美联储降息：**分别是1984.09-1985.07；1989.06-1992.09；1995.07-1996.01；2001.01-2003.06；2007.09-2008.12；2019.08-2020.03。
- **3次预防式降息：**分别是1984.09-1985.07；1989.06-1992.09；1995.07-1996.01。其中1984年9月和1989年6月的两次降息幅度较大，分别降了381和681BP，这两次较大的降幅主要是跟当时利率水平较高有关系。1995年7月的降息时间较短，仅仅持续了7个月，累计降息3次75BP就结束了。
- **3次预防式降息前后几个季度GDP同比并未呈现较大幅度波动：**预防式降息前后几个季度的GDP同比并未呈现较大幅度波动，1984年9月的降息当季度之前，GDP同比还呈现了上升趋势，即使降息后GDP同比有所下滑，但是下滑幅度并不大。而1989年6月和1995年7月开启的两轮降息之后，GDP同比很快就开始回升。所以我们定义这三次降息是预防式降息。
- **2次危机式降息，特点是幅度大：**2001年1月和2007年9月开启的两次降息，我们定义为危机式的降息。2001年1月开启的降息，随后几个季度的GDP同比出现了较大幅度的下降，甚至接近于0的增长。而在2007年9月开启的降息，在降息之后的第4个季度GDP开始负增长。所以我们认为这两次降息属于经济状况已经出现问题，降息属于补救措施。
- **1次混合式降息：**2019年8月开启的降息情况较为复杂。降息开始之初，是预防式，当时的经济状况并未出现较大问题，降息以预防为主。但是2020年3月开始，美国迎来了Covid-19，经济状况开始急剧恶化，美联储则开启迅速补救，很快降息到零。所以我们定义这一轮降息是预防式+危机式的混合降息。
- **本轮降息为预防式降息：**本次降息时间为2024年9月，降息前的5个季度美国GDP同比增速都在3%以上，最高季度同比为3.24%。

# 1.1 历史上美联储6次降息的回顾

图表5：历史上美联储6次降息的详细数据与制造业PMI对比

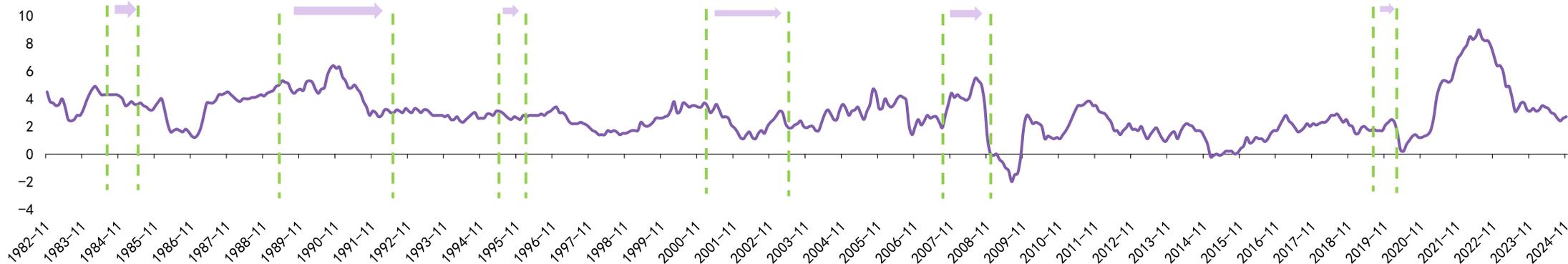
降息情况	首次降息时间	首次降息幅度	降息持续时间	累计降息次数	降息起始利率	累计降息幅度	降息周期PMI是否降至50以下的情况	PMI最初降至50以下的时间节点	PMI在50以下持续最长时间	降息结束月份PMI是否回到50以上
预防式降息	1984. 9. 20	25BP	10个月	15	11. 50%	381BP	是	降息后第5个月	8个月	47. 9, 否
预防式降息	1989. 6. 6	25BP	40个月	24	9. 81%	681BP	是	降息前第1个月	13个月	49. 7, 否
预防式降息	1995. 7. 6	25BP	7个月	3	6. 00%	75BP	是	降息前第2个月	10个月	45. 5, 否
危机式降息	2001. 1. 3	50BP	29个月	13	6. 50%	550BP	是	降息前第5个月	18个月	49. 0, 否
危机式降息	2007. 9. 18	25BP	15个月	10	5. 25%	500BP	是	降息后第3个月	18个月	33. 1, 否
预防式降息+危机式降息	2019. 8. 1	25BP	8个月	5	2. 50%	225BP	是	降息当月	5个月	49. 1, 否

- **历史上的六轮降息均出现了PMI降至50以下的情况：**回顾的6轮降息在降息前或者之后都出现了制造业PMI降至50以下的情况。最长持续时间为2007年9月开启的降息，PMI在50以下持续时间达到了18个月。最短持续时间为2019年8月开启的降息，PMI在50以下的持续时间仅为5个月。
- **6轮降息结束之时，PMI都未回到50以上：**可以发现历史上6轮降息，在结束加息的当月PMI并未回到50以上。虽然PMI指标作为经济的前置指标，但是可以发现是否回到50以上并不会成为美联储结束降息的参考。当然其中有两次是因为迅速降息到了零，已经降无可降了。分别是2007年9月和2019年8月开启的两次降息。
- **本次降息前已经有连续8个月PMI处于50以下。**本次降息是2024年9月，而在这之前出现了连续16个月（2022. 11-2024. 02）美国制造业PMI均处于50以下的情况，属于历史较为罕见。我们认为本次降息美联储较为拖延的主要原因是CPI同比迟迟未回落到合适位置，导致降息开启的时间有些滞后。

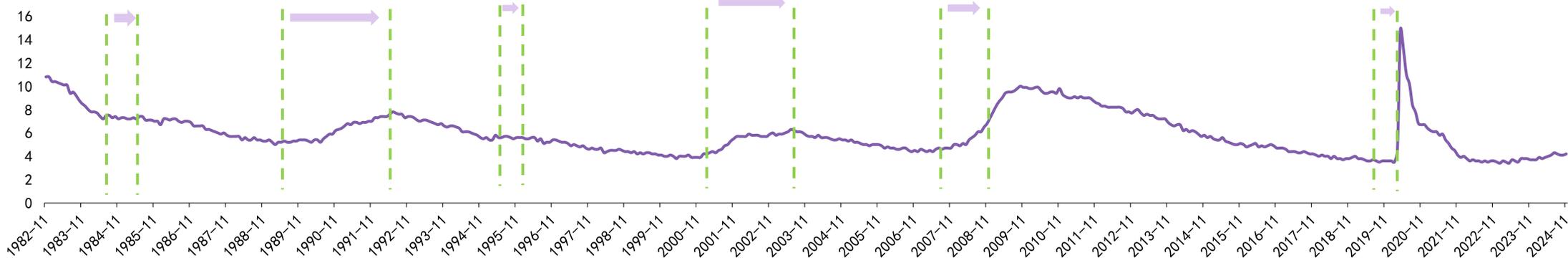
资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 1.1 美联储历次降息的CPI及就业数据对比

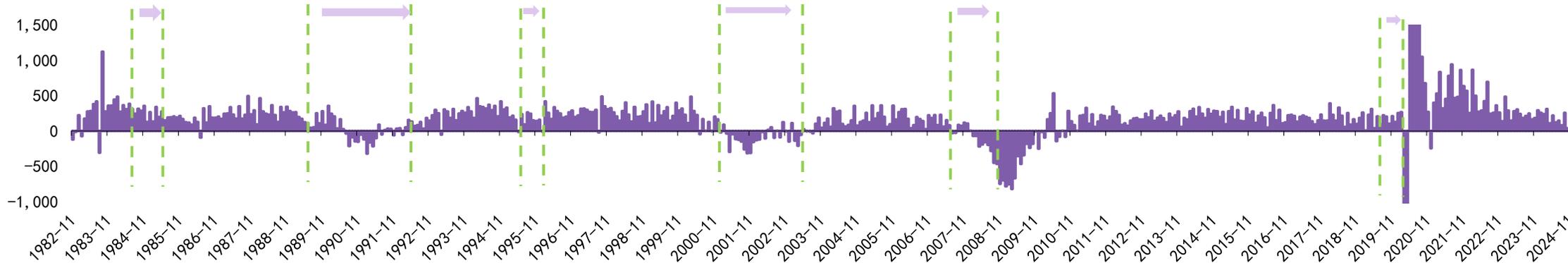
图表6：  
美国月度CPI  
同比



图表7：  
美国月度失  
业率



图表8：  
美国月度新  
增非农就业  
人数



资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 1.1 历史上美联储6次降息的回顾

图表9：历史上6次降息的详细数据与CPI同比对比

降息情况	首次降息时间	首次降息幅度	降息持续时间	累计降息次数	降息起始利率	累计降息幅度	降息开启时CPI同比是否在2%之下	降息开启前CPI同比走势	降息开启后CPI同比走势	降息结束月份CPI同比
预防式降息	1984. 9. 20	25BP	10个月	15	11. 50%	381BP	4. 30%，否	最高从4. 90%回落到4. 30%	第一次降息之后CPI持续回落，在降息结束之后CPI同比最多回落至1. 20%	3. 50%
预防式降息	1989. 6. 6	25BP	40个月	24	9. 81%	681BP	5. 20%，否	降息月之前的一年从3. 8%上升到了5. 20%	降息过程中CPI同比有升有落，最多升至6. 4%，此后最多回落至2. 7%	3. 00%
预防式降息	1995. 7. 6	25BP	7个月	3	6. 00%	75BP	2. 80%，否	降息前1年CPI有升有落。高点为3. 1%，低点为2. 60%	首次降息后CPI同比整体呈现上升。	2. 80%
危机式降息	2001. 1. 3	50BP	29个月	13	6. 50%	550BP	3. 7%，否	高位震荡	首次降息后CPI同比呈现回落，最低下探至1. 10%。	1. 90%
危机式降息	2007. 9. 18	25BP	15个月	10	5. 25%	500BP	2. 80%，否	区间震荡	上升10个月，最高达到5. 50%，随后进入下降，最低到了-2. 0%。	0. 00%
预防式降息+危机式降息	2019. 8. 1	25BP	8个月	5	2. 50%	225BP	1. 7%，是	区间震荡	先上升，最高至2. 50%，随后下降，最低到了0. 20%。	1. 50%

- 历史上的六轮降息开启时，CPI同比有5次在2%以上：前5轮降息周期中，首次开启降息时，CPI同比仍处于2%以上。虽然2%的通胀水平是美联储的控制目标，但是美联储并不是一定等到通胀回到2%以下才出发降息按钮。
- 预防式降息结束之时CPI走势不定，而危机式降息结束时，CPI同比回落较大：预防式降息前后CPI的走势不太好确定，可能上升可能下降。而危机式降息的时候，特别是降息后由于经济下滑，更容易出现CPI同比的下滑，甚至是出现通缩的可能。

资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 1.1 历史上美联储6次降息的回顾

图表10：历史上美联储6次降息的详细数据与就业数据的

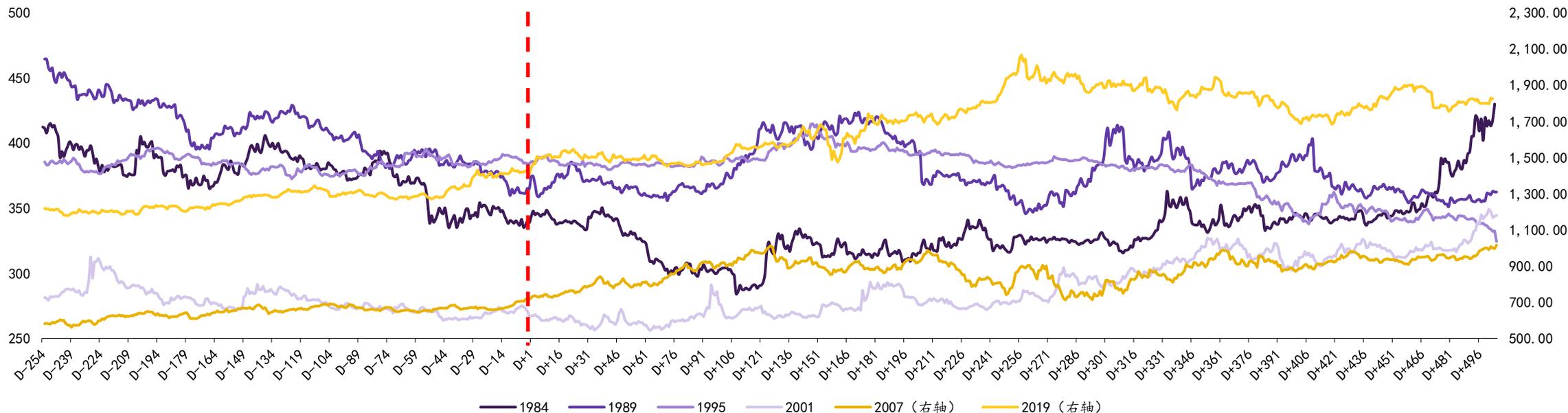
降息情况	首次降息时间	首次降息幅度	降息持续时间	累计降息次数	降息起始利率	累计降息幅度	降息开启前后失业率走势	降息开启前后月度非农就业人数走势
预防式降息	1984. 9. 20	25BP	10个月	15	11. 50%	381BP	降息前下降，降息中维持平稳，降息结束后进一步下降	降息前平稳，降息中有所回落，降息结束后有回升趋势
预防式降息	1989. 6. 6	25BP	40个月	24	9. 81%	681BP	降息前下降，降息中后段大幅上升，降息结束后开始下降	降息前平稳，降息中有一段时间长期负增长，降息结束后有回升趋势
预防式降息	1995. 7. 6	25BP	7个月	3	6. 00%	75BP	降息前下降，降息中平稳，降息结束后开始下降	整体较为平稳
危机式降息	2001. 1. 3	50BP	29个月	13	6. 50%	550BP	降息前下降，降息中明显上升，降息结束后开始下降	降息前平稳，降息中有一段时间长期负增长，降息结束后有回升趋势
危机式降息	2007. 9. 18	25BP	15个月	10	5. 25%	500BP	降息前平稳，降息中明显上升，降息结束后进一步上升	降息前平稳，降息中有一段时间长期负增长，降息结束后负增长趋势有所收窄
预防式降息+危机式降息	2019. 8. 1	25BP	8个月	5	2. 50%	225BP	降息前平稳，降息中平稳，降息结束后大幅飙升	降息前平稳，降息中平稳，降息结束后进入负增长区间。

- **预防式降息和失业率：**开始前失业率仍处于下降趋势，过程中可能会有所反弹，但是在降息之后几乎都开始下降。
- **危机式降息和失业率：**危机式降息的特点是降息过程中失业率容易上升，且在降息结束之后进一步上升。在降息结束之后失业率仍然上升的原因主要是2008年和2020年已经降息到零了，属于降无可降，利率无法再调节，当时美联储还在进一步QE。在降息结束后的一年内，失业率还是会触顶回落。
- **预防式降息和非农就业人数：**尽管预防式降息前的失业率没有太大幅度的变动，但是非农就业人数已经开始下滑，并且在降息中段还有负增长的情况出现。而在降息结束之后，非农就业人数几乎都开始回升。
- **危机式降息和非农就业人数，最大特点是非农就业人数会出现负增长：**危机式降息前非农就业人数正常。但是到了降息中段非农就业人数会大概率出现负增长，并且负增长会持续到降息结束之后一段时间才转正。

资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 1.1 历史上美联储6次降息的回顾：历次降息黄金价格对比

图表11：美联储历轮降息开启前一年及开启后两年的黄金走势



图表12：历轮降息开启后两年的每个季度黄金单季价格涨跌

首次降息时间	降息前一年到首次降息日金价涨幅	首次降息日+0Q 季度涨幅	首次降息日+2Q 季度涨幅	首次降息日+3Q 季度涨幅	首次降息日+4Q 季度涨幅	首次降息日+5Q 季度涨幅	首次降息日+6Q 季度涨幅	首次降息日+7Q 季度涨幅	首次降息日+8Q 季度涨幅
1984. 9. 20	-17.85%	-9.23%	5.37%	-1.82%	0.33%	2.01%	7.71%	-3.14%	26.60%
1989. 6. 6	-21.45%	-1.29%	11.84%	0.62%	-11.31%	7.79%	-4.52%	-1.03%	-0.37%
1995. 7. 6	-0.35%	-0.29%	3.35%	-0.54%	-3.11%	-0.37%	-5.68%	-2.65%	-7.03%
2001. 1. 3	-5.10%	-3.76%	4.43%	8.04%	-3.90%	8.95%	2.34%	3.62%	6.95%
2007. 9. 18	23.13%	12.52%	25.18%	-11.85%	-2.76%	-0.90%	4.44%	5.29%	7.60%
2019. 8. 1	15.41%	7.25%	5.00%	6.44%	16.52%	-3.82%	-1.43%	-5.12%	3.29%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 1.2 美联储仍处在降息周期中

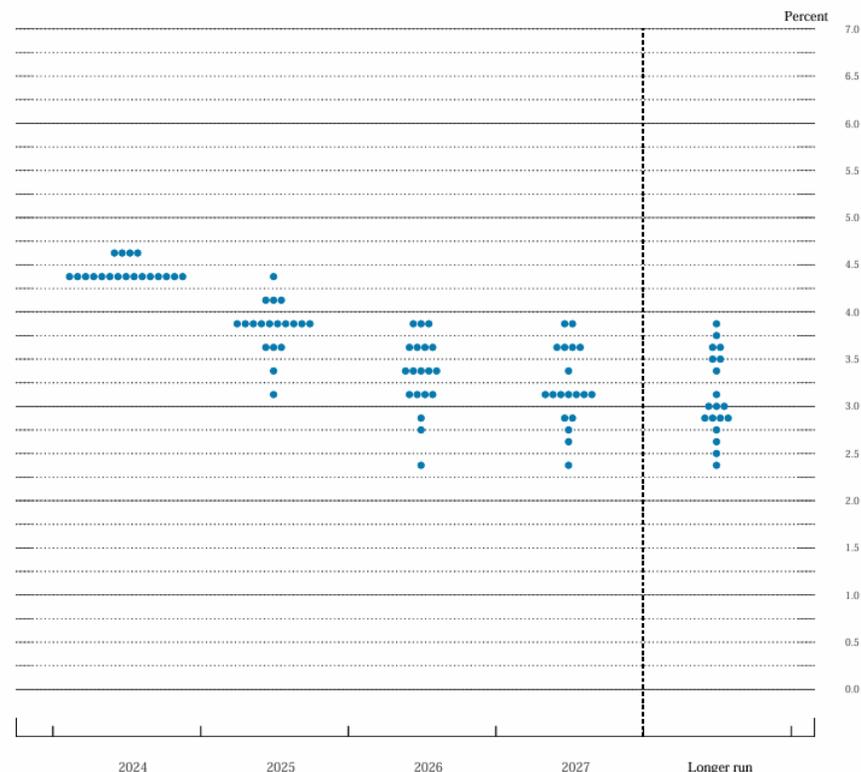
- 美联储12月议息会议相对偏鹰。美联储如期降息25基点，上调未来政策利率预期和通胀预期，预计2025年仅降息两次共50基点，低于此前预期，鲍威尔“放鹰”称美联储对降息持谨慎态度，强调必须看到新的抗通胀进展。
- CME FedWatch工具显示，2025年还有2次各25BP的降息。
- 美联储点阵图显示2025年利率中枢3.75-4.00%，也仍有一定的降息空间。

图表13：CME FedWatch工具显示的不同利率水平的概率（截止至2025年1月5日）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	89.3%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	43.7%	51.8%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.8%	11.4%	45.1%	42.7%
2025/6/18	0.0%	0.3%	4.6%	23.5%	44.2%	27.3%
2025/7/30	0.0%	0.9%	7.3%	26.5%	41.8%	23.4%
2025/9/17	0.2%	2.0%	10.7%	29.2%	38.6%	19.3%
2025/10/29	0.4%	2.9%	12.6%	30.2%	36.6%	17.3%
2025/12/10	0.6%	3.8%	14.2%	30.7%	34.8%	15.7%

资料来源：美联储官网，CME FedWatch，华鑫证券研究

图表14：美联储点阵图（2024.12.18议息会议）



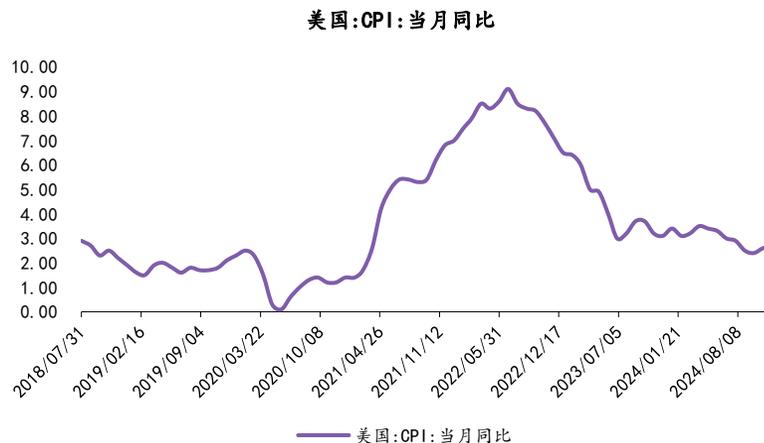
# 1.2 美联储仍处在降息周期中——美国通胀回归相对较低水平

- 2024年11月美国CPI同比为2.7%，已经回到相对较低的水平。
- 能源类商品及服务价格开启负增长：能源商品及能源服务价格同比负增长，是推动美国通胀持续下行的重要力量。

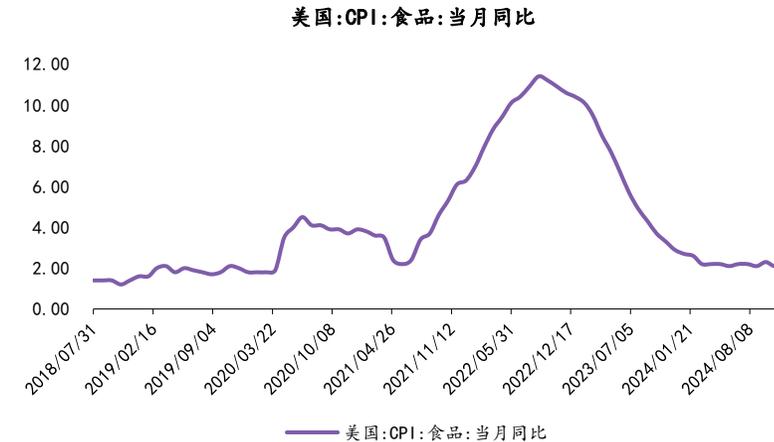
图表15：美国CPI构成项目占比

项目	10月分项占比
CPI	100%
食品	13.47%
其中：居家食品	8.07%
其中：非居家食品	5.39%
能源	6.55%
其中：能源商品	3.43%
其中：能源服务	3.12%
非食品能源项目	79.99%
商品：扣除食品及能源商品	18.41%
服装	2.58%
新车	3.56%
二手车及卡车	1.88%
医疗商品	1.46%
酒精饮料	0.84%
烟草	0.56%
服务：扣除能源服务	61.57%
居住	36.60%
其中：主要住所租金	7.72%
其中：业主等值租金	27.09%
医疗服务	6.52%
其中：医师服务	1.82%
其中：医院服务	1.99%
运输服务	6.58%
其中：交通工具保养及维护	1.27%
其中：交通工具保险	3.01%
其中：航空旅行费用	0.80%

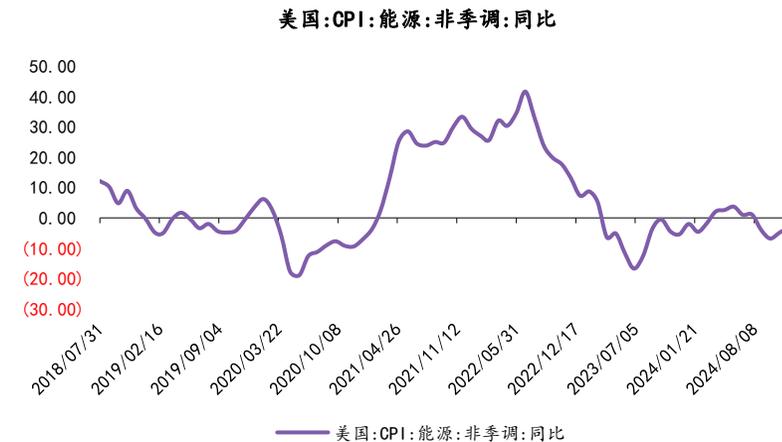
图表16：美国CPI走势



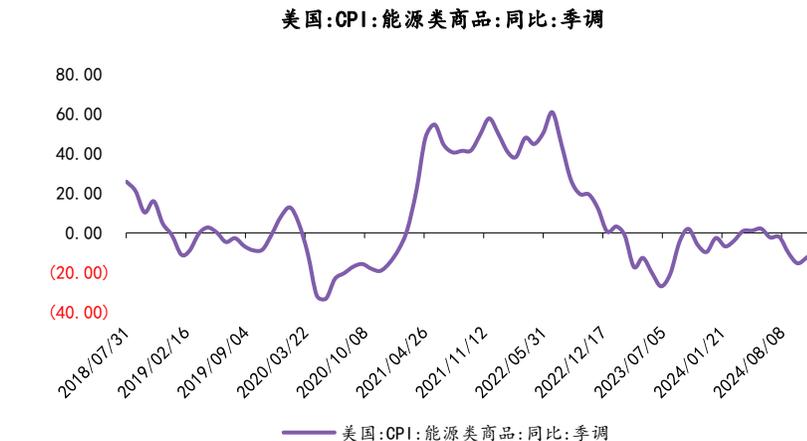
图表17：美国CPI食品分项走势



图表18：美国CPI能源分项走势



图表19：美国CPI能源商品分项走势

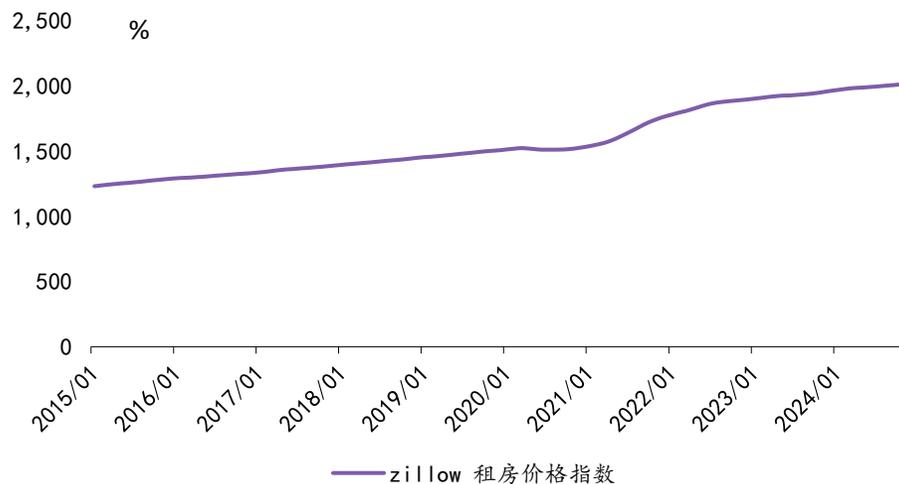


资料来源：美国劳工部，Wind，华鑫证券研究

## 1.2 美联储仍处在降息周期中——美国通胀回归相对较低水平

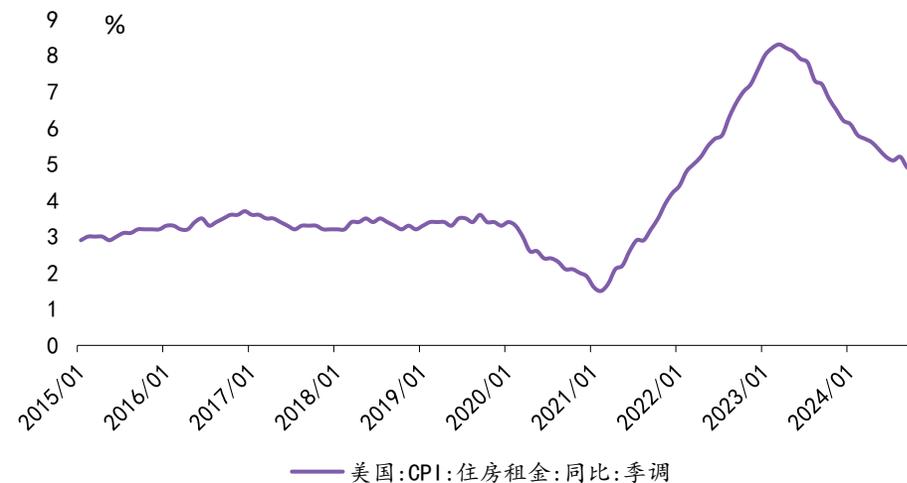
- 2021-2022年美国CPI中的住房租金分项同比大幅走高，租房价格走高是推动CPI大幅走高的重要因素。
- 通过租房网站Zillow的租房价格指数来看，租房价格同比回落到相对较低的位置。

图表21：美国Zillow网站租房价格指数

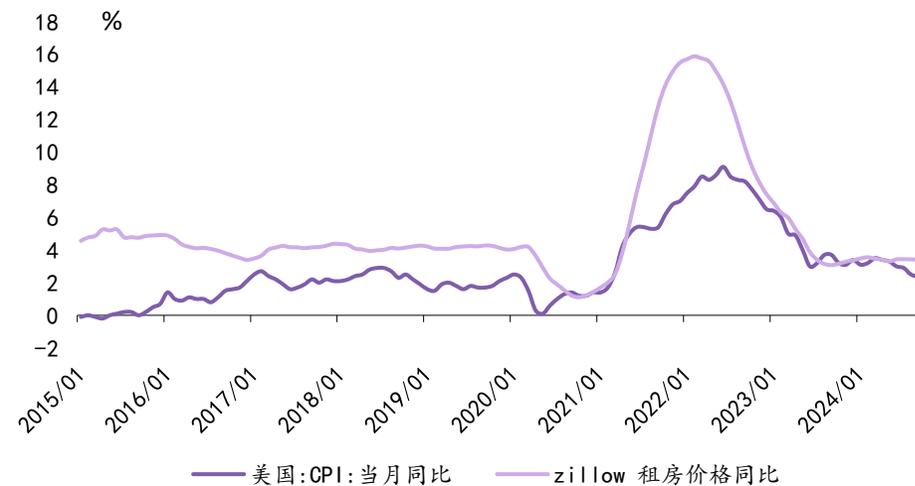


资料来源：Bloomberg，Wind，华鑫证券研究

图表20：美国CPI住房价格分项走势



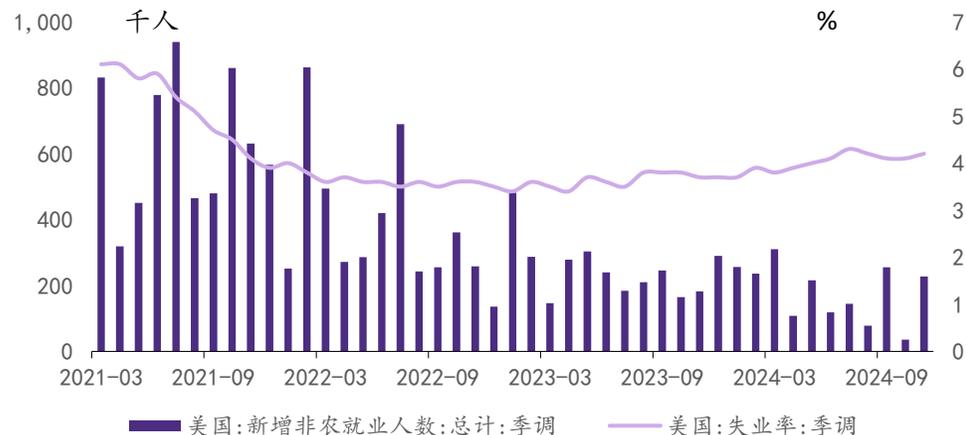
图表22：美国Zillow网站租房价格指数同比和美国CPI同比



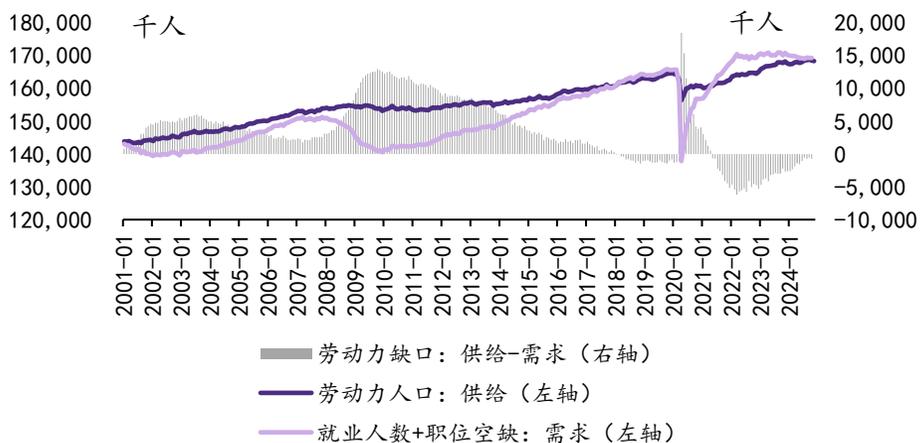
# 1.2 美联储仍处在降息周期中——美国劳动力供需缺口持续收窄

- 美国失业率反弹至近三年高位：2024年11月美国失业率为4.2%，达到了近三年来的高位。
- 美国劳动力供需缺口持续收窄：通过构建劳动力供需模型（劳动力人口为供给，就业人数+职位空缺为需求），发现美国劳动力供需缺口在2022年3月达到了618.9万人的峰值，此后持续缩窄。当前美国劳动力供需缺口为76万人。
- 美国职位空缺数持续回落：此前美国劳动力市场紧张，可以看到职位空缺率高企。2023年以来，职位空缺数持续回落，目前已降至774万人的相对低位。

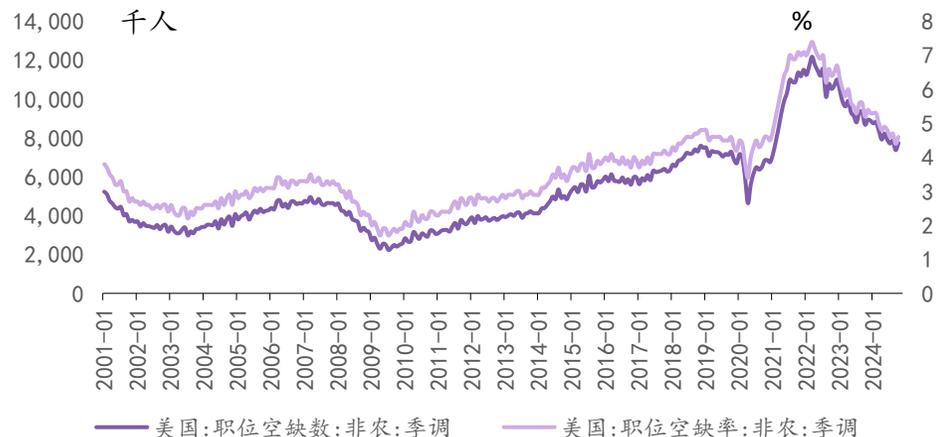
图表23：美国失业率及月度新增非农就业人口



图表24：美国劳动力供需缺口持续收窄



图表25：美国职位空缺率持续下行

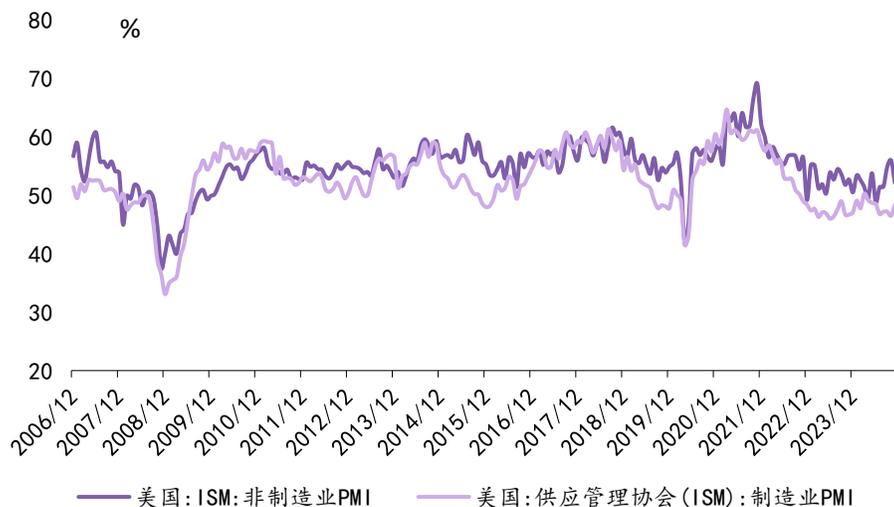


资料来源：Wind，华鑫证券研究

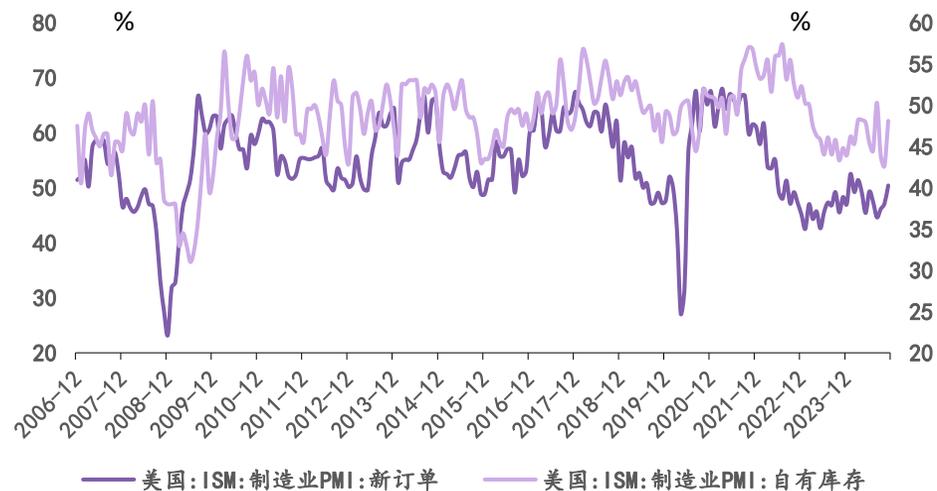
## 1.2 美联储仍处在降息周期中——制造业PMI持续处于荣枯线之下

- 美国制造业PMI处于荣枯线之下多达数月，非制造业PMI近期也在50附近徘徊，预示美国经济放缓概率较大。
- PMI新订单分项和库存分项持续处在较低位置。

图表26：美国制造业先于服务业走弱



图表27：美国库存和订单持续转弱

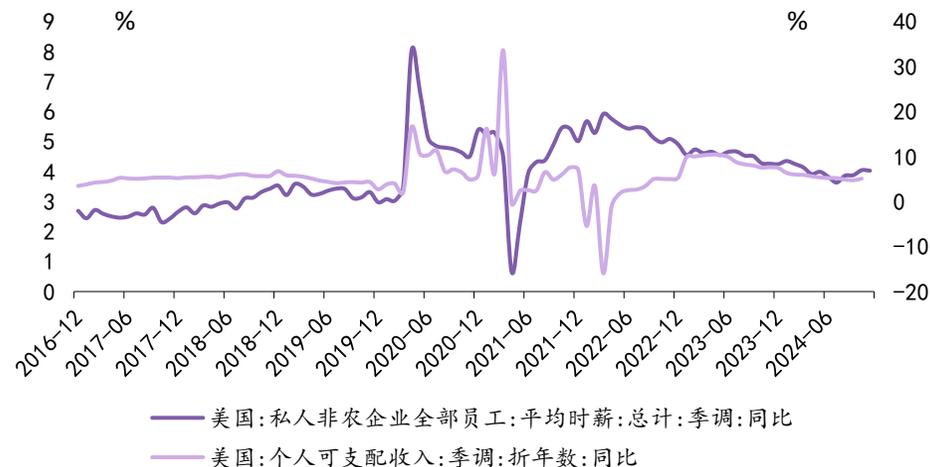


资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 1.2 美联储仍处在降息周期中——消费增长动能仍然较弱

- 美国居民时薪及可支配收入同比持续走弱：时薪同比及可支配收入同比持续处于相对低位。
- 美国居民消费同比走弱：美国个人消费支出同比处于下行区间。
- 美国消费者信心指数处于低位：美国密歇根消费者信心指数略有起色，但是整体仍处在多年低位。

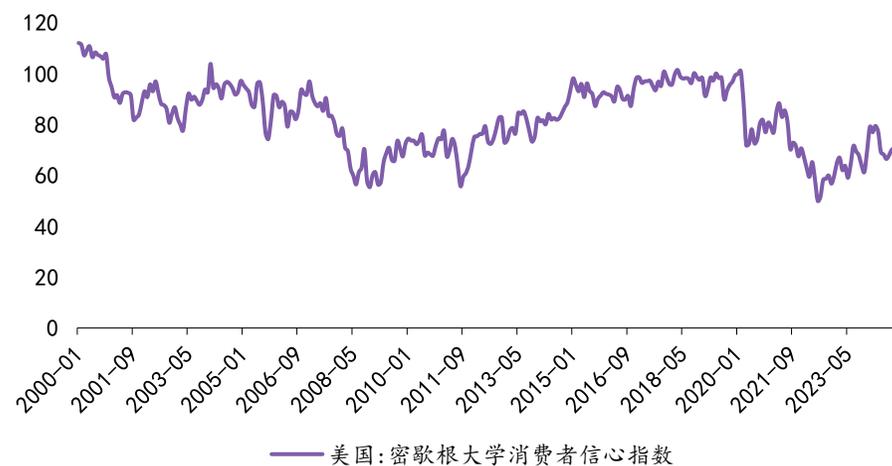
图表28：美国居民时薪及可支配收入同比走弱



图表29：美国居民消费同比走弱



图表30：美国消费者信心指数处于低位

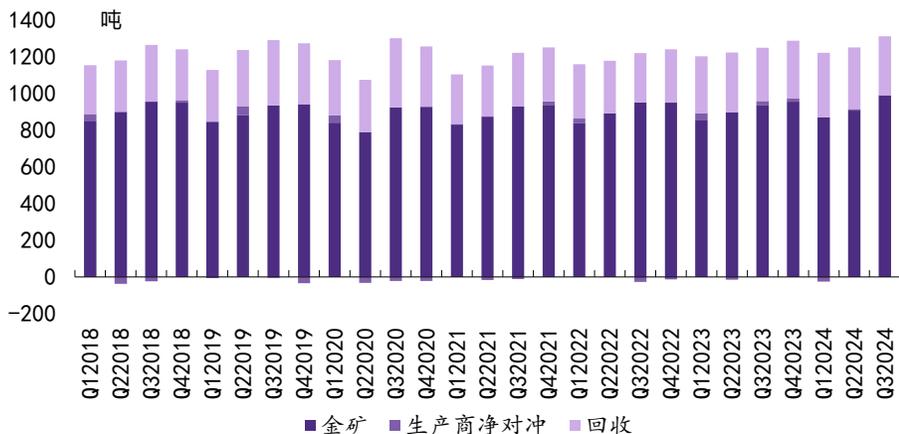


资料来源：Wind，华鑫证券研究

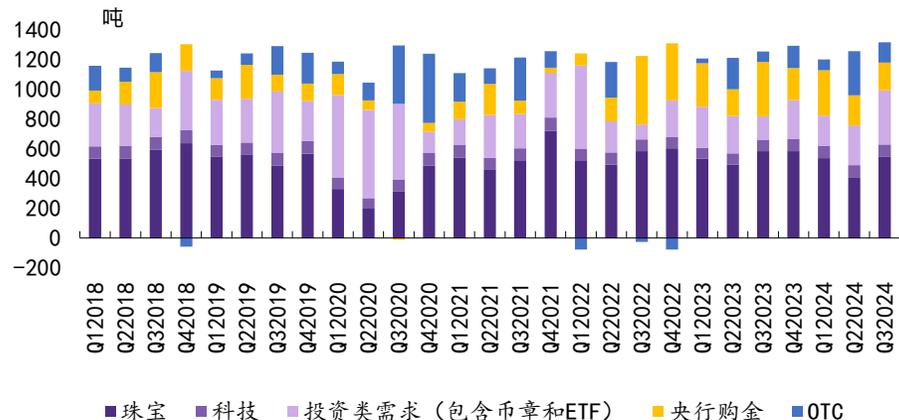
# 1.3 黄金供需分析——央行购金支撑起黄金消费

➤ 2022, 2023年央行购金支撑起了黄金需求的增长。而在2024年ETF投资需求重新回归增长, 有望接力央行需求增长。

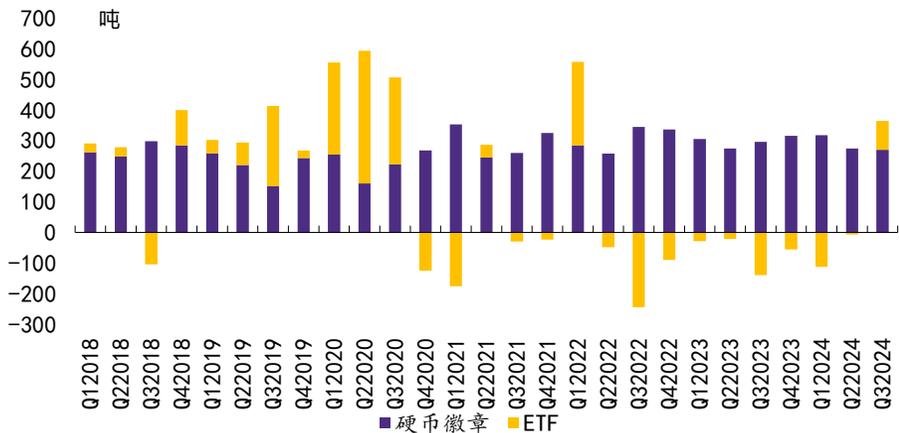
图表31: 全球黄金供应结构 (季度)



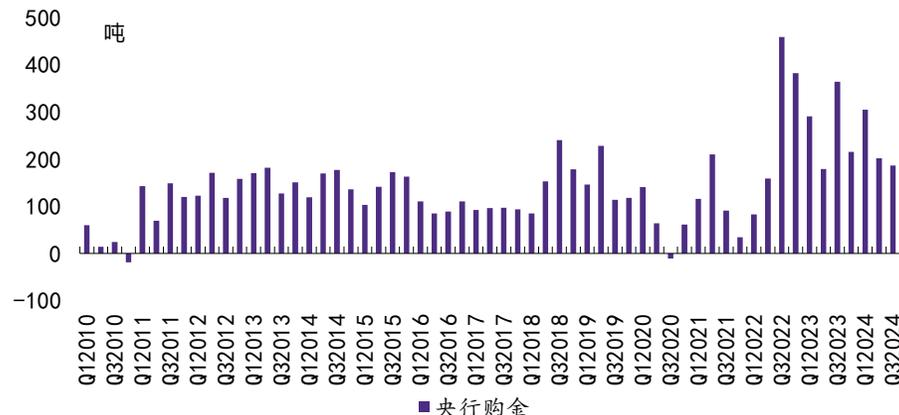
图表32: 全球黄金需求结构 (季度)



图表33: 全球黄金投资类需求拆分 (季度)



图表34: 全球央行购金情况 (季度)

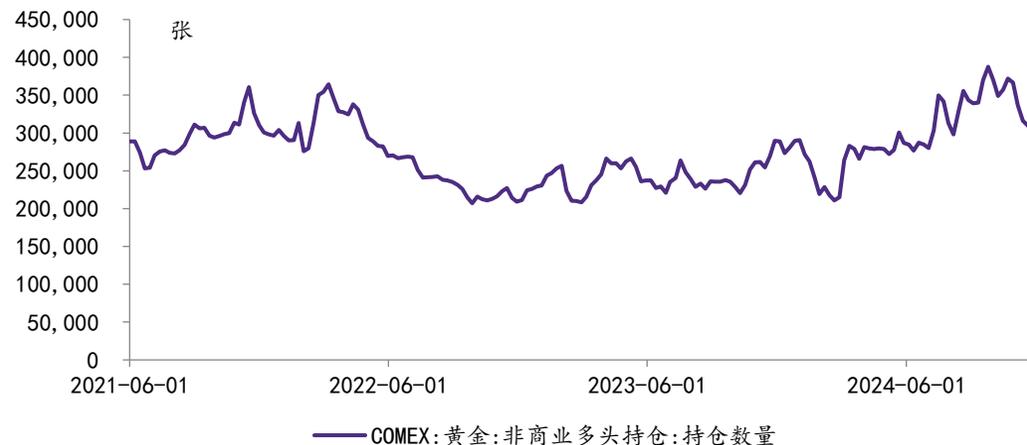


资料来源: 世界黄金协会, 华鑫证券研究

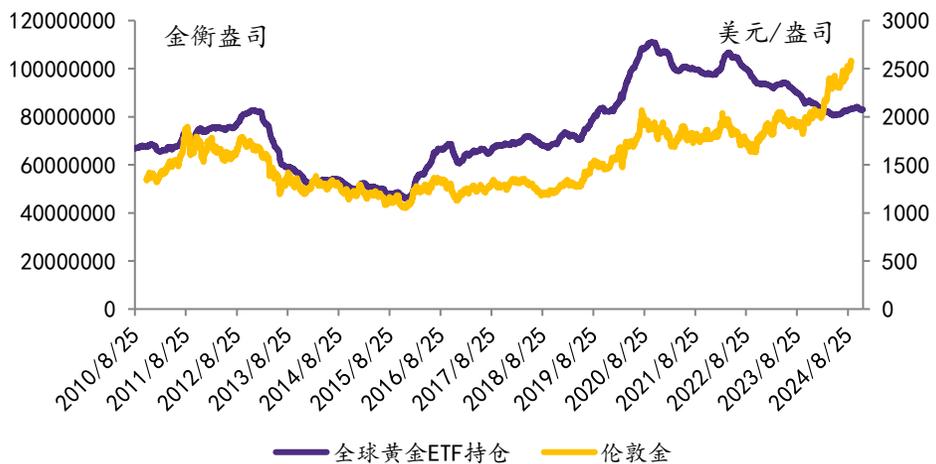
# 1.3 黄金供需分析——期货及ETF持仓利多支撑变强

- 美国Comex黄金非商业多头持仓中枢有所上移。
- 全球所有已知黄金ETF持仓在2024年企稳在8000万盎司（折合）以上的位置。
- 全球最大黄金ETF（SPDR）持仓在2024年3月企稳在810吨后反弹，目前已到860吨左右的位置。

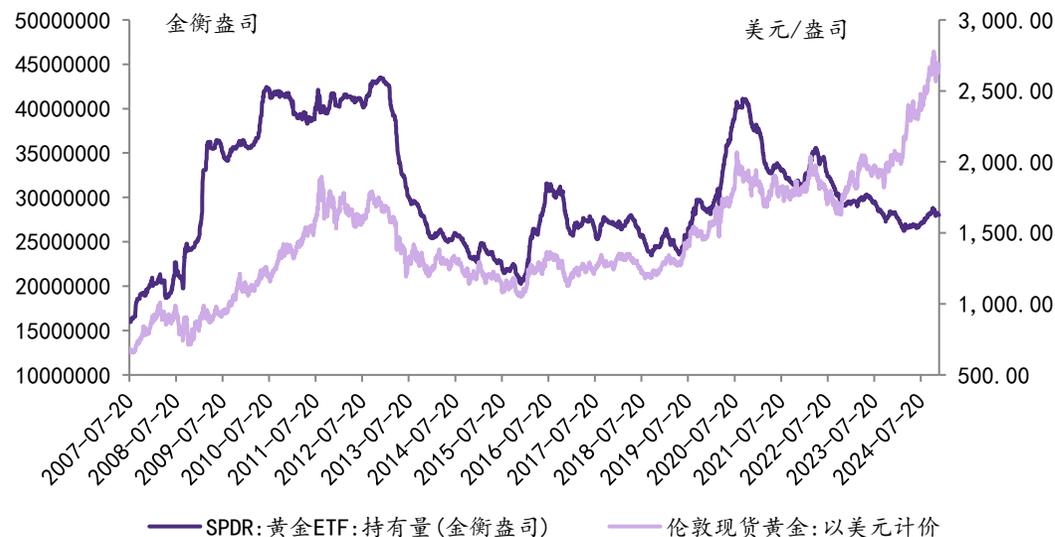
图表35：Comex黄金多头持仓企稳回升



图表36：全球所有已知黄金ETF持仓



图表37：全球最大黄金ETF（SPDR）持仓

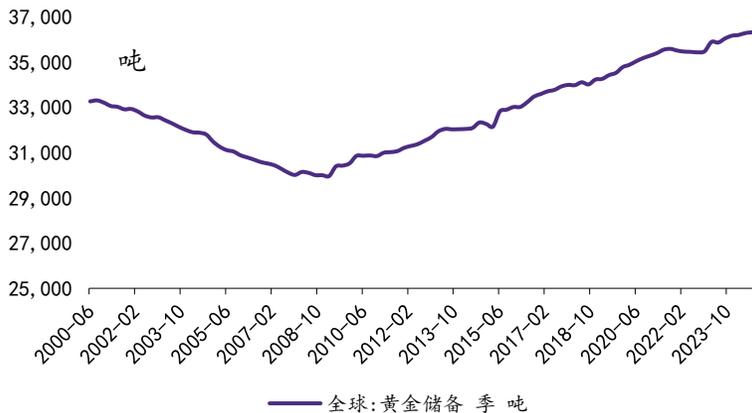


资料来源：Bloomberg，Wind，华鑫证券研究

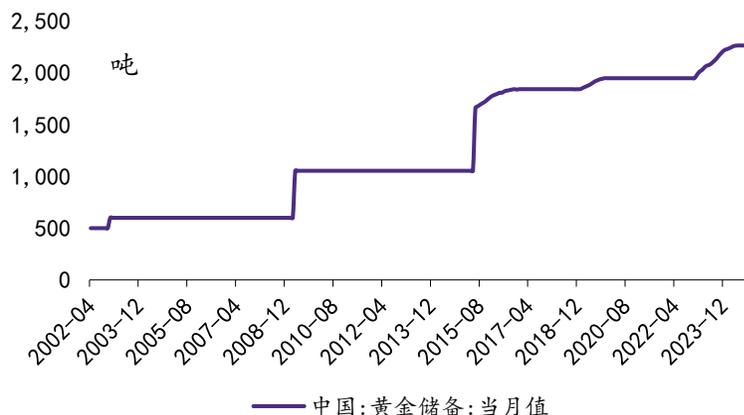
# 1.3 黄金供需分析——央行购金拆分

➤ 多数国家近两年黄金储备大幅上升。

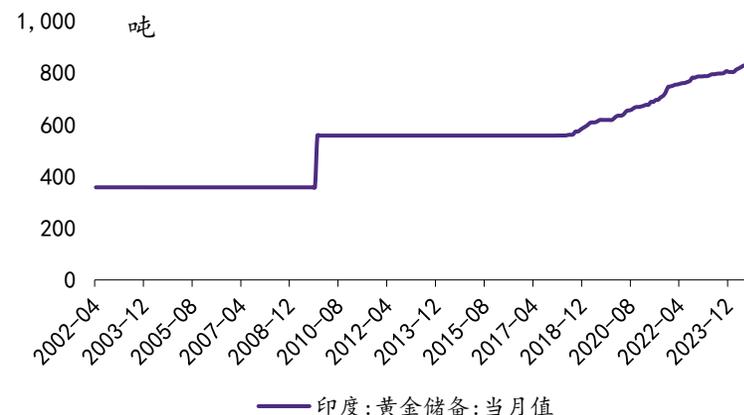
图表38：全球黄金储备量持续上升



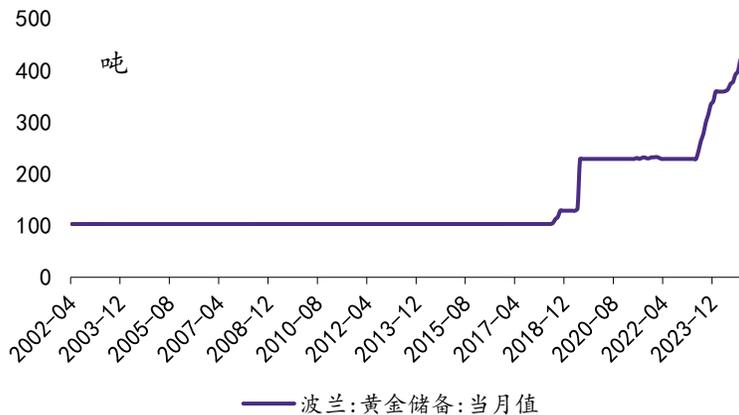
图表39：中国黄金储备



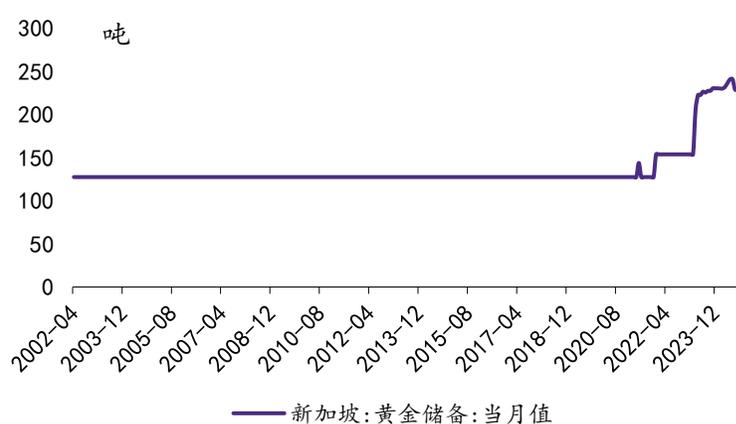
图表40：印度黄金储备



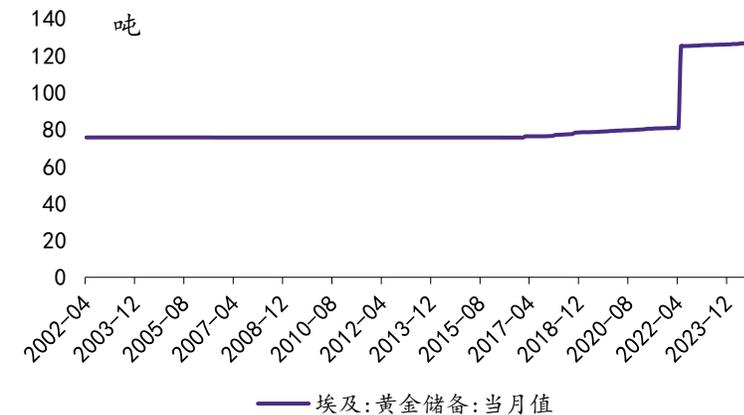
图表41：波兰黄金储备



图表42：新加坡黄金储备



图表43：埃及黄金储备



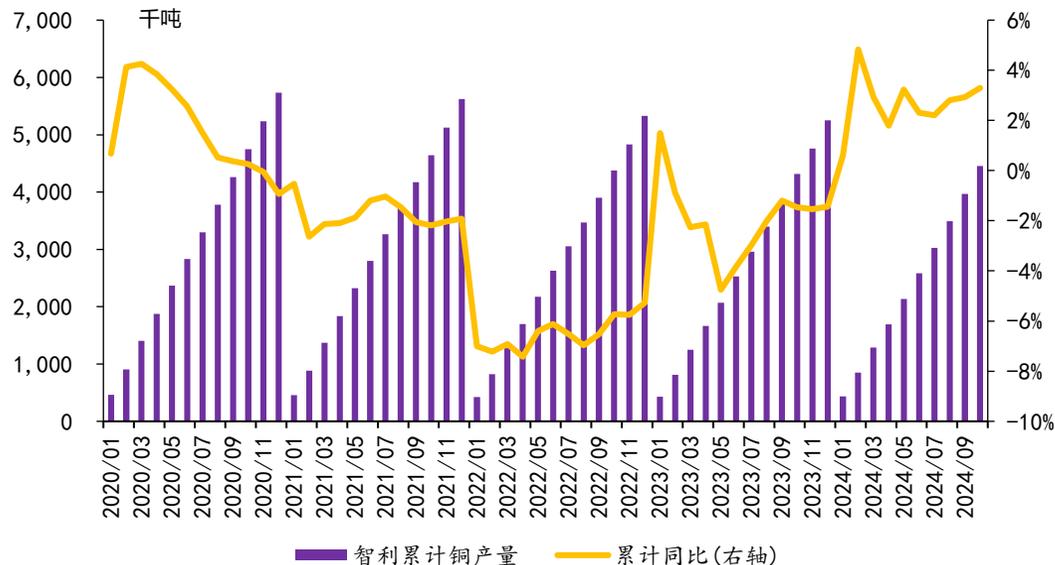
资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 02 铜：缺矿问题困扰，铜价中枢将进一步上移

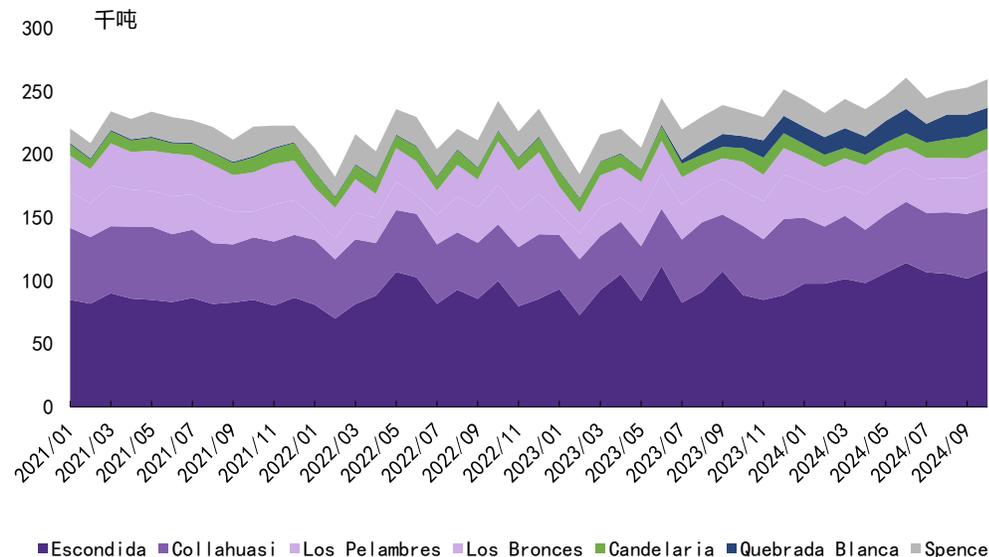
研究创造价值

## 2.1 铜矿供应增长仍然不足——主要产铜国跟踪

图表44：智利铜矿产量罕见恢复增长（千吨）



图表45：智利主要铜矿月度产量（千吨）

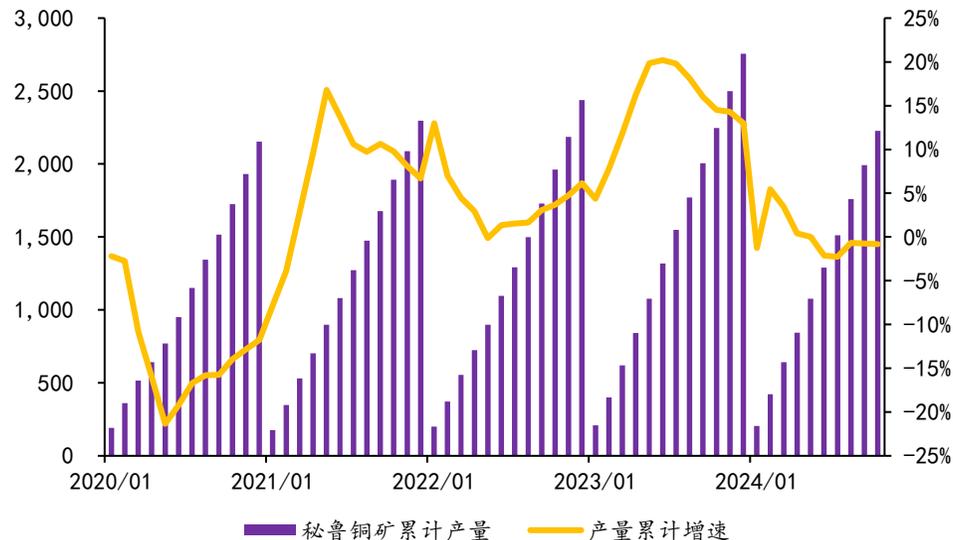


- **智利铜矿产量——增量来自Escondida和 QB矿山：**2024年1-10月智利铜矿产量445.6万金属吨，同比+3.29% (+14.2万吨)，经历多年下滑以后罕见增长。1-10月主力铜矿Escondida产量103.6万吨，同比+11.6% (+10.77万吨)；Collahuasi产量48.1万吨，同比+3.42% (+1.59万吨)；Los Plambres产量为27.4万吨，同比+11.6% (+2.84万吨)；Quebrada Blanca产量为16.31万吨，同比+375.51% (+12.88万吨)，主要是Quebrada Blanca二期投产后自2023年下半年开始爬产。
- 下滑项目主要是El Teniente、Los Bronces两个大矿和Cerro Colorado、Esperanza这2个小型矿山。

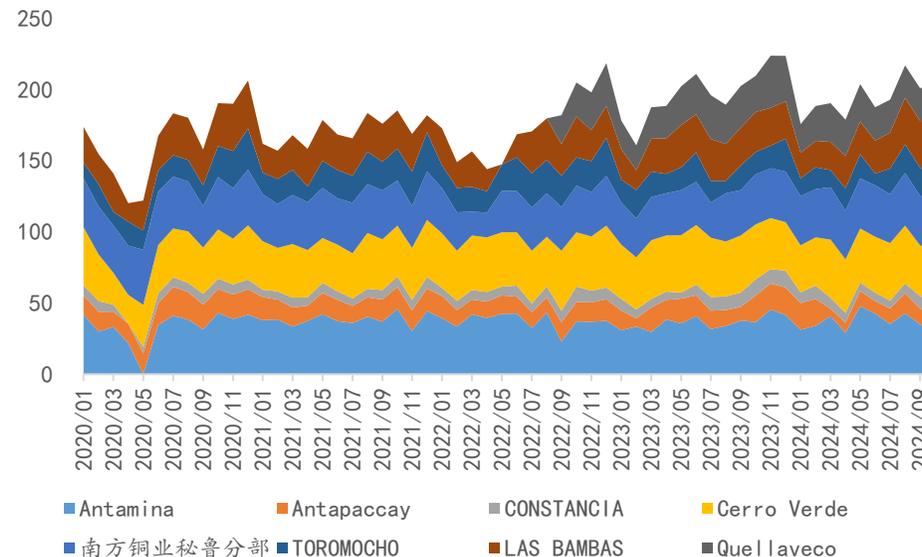
资料来源：智利铜业委员会，华鑫证券研究

## 2.1 铜矿供应增长仍然不足——主要产铜国跟踪

图表46：秘鲁铜矿产量罕见下滑（千吨）



图表47：秘鲁主要铜矿月度产量（千吨）



- **秘鲁铜矿产量：** 2024年1-10月秘鲁铜矿产量222.8万金属吨，同比-0.80%，-1.81万吨。秘鲁产量出现了罕见的下滑。
- 秘鲁产量下滑较为严重的铜矿项目为Marcobre矿山，1-10月产量9.8万吨，同比下滑2.74万吨，下滑幅度21.88%；Toromocho1-10月产量15.54万吨，同比下降0.59万吨，下滑幅度3.66%；Antapaccay1-10月产量11.76万吨，同比下滑1.77万吨，下滑幅度13.09%。
- 秘鲁矿山有增量的主要是Antamina和南方铜业秘鲁分部。Antamina1-10月产量为36.68万吨，同比增长1.84万吨（+5.28%）。南方铜业秘鲁分部1-10月产量为35.15万吨，同比增长4.72万吨（+15.52%）。

资料来源：秘鲁能源及矿业部，华鑫证券研究

## 2.1 铜矿供应增长仍然不足——主要产铜企业跟踪

图表48：海外十二大铜矿企业季度产量汇总

单位：千吨	Code/Co	BHP	自由港	嘉能可	第一量子	英美资源	力拓	安托法加斯塔	淡水河谷	伦丁矿业	泰克资源	南方铜业	12个铜矿企业合计
2020Q1		425.30	331.58	293.30	195.29	147.10	70.20	194.00	94.50	62.17	70.57	251.28	
2020Q2		413.90	347.91	294.80	169.06	166.80	72.90	177.70	84.50	64.45	59.19	258.45	
2020Q3		413.20	382.83	346.60	211.40	165.70	71.10	169.50	87.60	61.33	67.84	258.04	
2020Q4		428.10	391.90	323.40	203.17	167.80	75.57	192.70	93.60	42.82	78.16	265.92	
2021Q1	413.50	391.40	412.77	301.20	205.05	160.30	78.55	183.00	76.80	57.35	71.71	239.09	2590.72
2021Q2	437.50	403.00	414.13	296.80	199.69	169.70	70.39	178.50	73.50	63.46	72.23	240.77	2619.67
2021Q3	415.00	376.50	447.70	297.50	209.86	156.50	84.86	181.20	69.30	65.08	70.73	247.40	2621.63
2021Q4	462.00	365.50	468.56	300.20	201.82	160.70	88.48	179.00	78.50	77.00	72.73	238.21	2692.70
2022Q1	387.30	369.70	457.67	257.80	182.03	139.50	77.53	138.80	56.60	65.08	67.05	216.11	2415.18
2022Q2	395.70	461.80	487.61	252.40	192.67	133.90	64.33	129.70	55.90	64.10	71.41	236.11	2545.62
2022Q3	353.20	410.10	478.99	260.30	194.97	146.80	87.10	181.90	74.30	63.93	66.63	230.79	2549.01
2022Q4	416.50	424.30	485.34	287.60	206.01	244.30	79.72	195.60	66.30	56.55	65.45	241.44	2769.10
2023Q1	351.70	405.90	437.72	244.10	138.75	178.10	72.88	145.80	67.00	61.46	56.80	223.57	2383.78
2023Q2	332.50	476.20	483.98	243.90	187.18	209.10	67.68	149.60	78.75	60.06	64.35	228.06	2581.35
2023Q3	355.30	457.00	492.15	247.80	221.55	209.10	90.78	173.70	81.60	89.94	71.88	227.01	2717.81
2023Q4	384.30	437.40	496.68	274.30	160.20	229.90	88.41	191.50	99.00	103.34	103.37	234.10	2802.49
2024Q1	318.70	465.80	492.15	239.70	100.61	198.10	78.56	129.40	81.90	88.01	99.02	240.22	2532.17
2024Q2	309.50	504.80	470.38	222.90	102.71	195.70	84.88	155.30	78.60	79.71	110.38	242.47	2557.32
2024Q3	359.20	476.30	477.63	242.60	116.09	181.30	77.40	179.00	85.80	99.90	114.49	252.22	2661.93
2024Q1-Q3产量合计	987.4	1446.9	1440.2	705.2	319.4	575.1	240.8	463.7	246.3	267.6	323.9	734.9	7751.4
前三季度同比绝对值	-52.1	107.8	26.3	-30.6	-228.1	-21.2	9.5	-5.4	19.0	56.2	130.9	56.3	68.5
前三季度同比幅度	-5.01%	8.05%	1.86%	-4.16%	-41.66%	-3.56%	4.11%	-1.15%	8.34%	26.56%	67.80%	8.29%	0.89%

- 12个铜矿企业合计：2024前三个季度累计产量775万吨，累计同比增加6.85万吨，增幅0.89%。
- 主要增量来自：Escondida（前三季度累计同比增长约8万吨）和Quebrada Blanca（前三季度累计同比增长约12万吨）。
- 统计口径的差别：伦丁矿业在2023年7月购入Caserones铜矿，2023Q1-Q2基数为零。由于统计口径的区别，2024年Q1-Q2虚增长了约6万吨。
- 主要减量来自：第一量子的Cobre Panama前三季度未生产，该矿同比下滑26.8万吨。

注：力拓和BHP对于Escondida的统计口径有重复，因此汇总表扣除力拓的Escondida产量。

资料来源：各个公司公告，华鑫证券研究

## 2.1 铜矿供应增长仍然不足——主要产铜企业跟踪

图表49：中资铜矿企业季度产量汇总

单位：千吨	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-Q3 产量合计	前三季度同 比绝对值	前三季度同 比幅度
五矿资源	77.33	93.31	91.20	77.01	79.06	44.51	95.60	85.88	68.95	92.85	94.05	91.41	67.13	90.97	114.66	272.77	16.91	6.61%
紫金矿业	126.80	113.82	167.49	176.05	193.63	216.56	222.31	231.87	244.47	242.54	262.01	253.04	262.65	255.92	270.89	789.46	40.44	5.40%
洛阳钼业	55.34	54.47	60.11	62.74	67.63	69.02	67.68	72.66	68.03	71.03	117.35	133.30	147.49	166.31	162.25	476.05	219.63	85.66%
三个矿企合计	259.47	261.60	318.80	315.81	340.32	330.09	385.59	390.41	381.46	406.42	473.41	477.76	477.27	513.20	547.80	1538.27	276.99	21.96%

- 三个大型中资铜矿企业铜矿产量均录得增长：2024前三个季度累计产量153.8万吨，累计同比增加27.7万吨，增幅21.96%。
- 五矿资源的增长主要得益于Las Bambas的产量增长以及Khoemacau的新并购：Las Bambas铜矿在2024年Q3的产量创下了2021年以来的最高单季产量记录。主要是因为矿石品位的提高，其中新矿坑Chalcobamba开始采矿，Ferrobamba进入矿坑进入高品位阶段。而Khoemacau铜矿为公司在2024年3月完成并购，为公司带来了额外的铜矿产量增长。
- 紫金矿业铜矿产量增速有所放缓，但是主力铜矿卡莫阿及巨龙铜矿仍在继续扩产：卡莫阿铜矿三期选厂工程已于5月份投料试生产，较计划提前6个月竣工投产，达产后预计新增铜金属15万吨，总铜产能提升到60万吨。西藏巨龙铜矿二期改扩建后一期及二期年总产铜30-35万吨工程，预计在2025年年度完成。
- 洛阳钼业铜矿产量增长主要是主力矿山TFM的增长：TFM混合矿项目在2024年一季度顺利达产，形成了年产45万吨铜，3.7万吨钴的产能规模。

资料来源：各个公司公告，华鑫证券研究

## 2.1 铜矿供应增长仍然不足——主要产铜企业跟踪

图表50：全球增量项目盘点（千吨）

序号	公司名称	铜精矿项目	国家	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	扩产/新建项目建设进度
1	Codelco	Chuquicamata	智利	319	268	249	272	300	350	350	地下矿于2019年4月30日开始运营。截至2024年9月30日，连续性基础设施项目的第一阶段已完成67%，而第二阶段仍处于规划阶段。
2	Codelco	Salvador	智利	53	32	13	0	50	70	90	Salvador Rajo Inca 项目：萨尔瓦多工厂正在进行预剥离活动和选矿厂的大修。截至2024年9月30日，该项目已达到88%的总完成率。选厂预计将于2024年底开始投产，最初设计是满产后Salvador年产9万吨铜。
3	BHP	Escondida	智利	984	1026	1073	1100	1200	1240	1240	FY24财年采矿进入高品位区域。FY24品位0.88%（包括FY24第四季度实现的0.99%品位），高于FY23的0.82%。FY2024（2023.7.1-2024.6.30）产量112.5万吨，FY25（2024.7.1-2025.6.30）指引为124万吨。
4	Antofagasta	Centinel	智利	274	248	242	220	240	240	300	1. Centinela在2024年前三季度产量有所下滑，主要是因为开采品位下滑。 2. Centinela二期选矿厂项目2024年4月开始动工，预计2027年投产，将增加17万吨铜产量/年。
5	Antofagasta	Los Pelambres	智利	325	275	300	310	360	360	360	Los Pelambres（Phase 1）扩建产能在2024年Q2已经达产，原矿产能19万吨/天。
6	五矿资源	Las Bambas	秘鲁	289	255	302	310	360	400	400	Las Bambas铜矿在2024年Q3的产量创下了2021年以来的最高单季产量记录。主要是因为矿石品位的提高，其中新矿坑Chalcobamba开始采矿，Ferrobamba进入矿坑进入高品位阶段。
7	五矿资源	Khoemacau	博茨瓦纳				30	50	60	60	MMG力求在二零二六年将Khoemacau铜年产量提升至60,000吨，其相关措施包括通过正在进行的采矿开发工作来增加采矿工作面、提高运营灵活性及采矿品位。主通风机和膏体充填项目完工后，这些措施将得到进一步增强。随着运营规模达到每年60,000吨，预计C1成本将有所改善。此外，公司力求在二零二八年完成扩建项目，目标是将铜年产量提升至130,000吨。
8	First Quantum	Cobre Panama	巴拿马	331	350	331	0	0	400	400	2023年11月28日公司宣布已暂停Cobre Panama矿山的生产。 Cobre Panama最新动态：仍处于保存和安全管理（“P&SM”）阶段。巴拿马政府已公开声明，打算在2025年初解决Cobre Panama矿的问题。
9	First Quantum	Kansanshi	赞比亚	202	146	135	180	200	220	225	Kansanshi有一个S3扩建项目，预计2025年Q1投产，预计届时该项目产能到达22.5万吨左右。
10	Freeport	Grasberg	印尼	606	711	753	817	726	772	772	Grasberg项目2024-2027年铜产量指引分别为81.7、72.6、77.2、77.2万吨。
11	Rio Tinto	Oyu Tolgoi	蒙古	163	130	168	200	350	400	450	2023年Q3开始已经在开采地下矿，地下矿品位更高，公司也在持续爬产，预计到2028年Oyu Tolgoi项目能达到50万吨/年的产能。
12	Teck	Quebrada Blanca	智利	12	10	63	205	260	290	290	QB项目在2024年爬产顺利，公司给出了2024-2027年的产量指引。
13	Anglo American	Quellaveco	秘鲁	0	102	319	290	330	340	350	2024年前三季度产量有所下滑，主要是因为虽然选矿开采量增加了，但是品位较低，最后产铜量还是下滑了。
14	艾芬豪矿业	Kamoa-Kakula	刚果金	93	334	394	507	600	610	610	三期采选工程已经于2024年5月建成投产，年矿石处理总量达到1420万吨，届时产能将提升至60万吨铜以上；年产50万吨阳极铜冶炼厂计划于2025年2月建成投产。
15	紫金矿业	巨龙铜矿及知不拉铜矿	中国	16	115	154	150	150	250	350	项目二期改扩建工程获有关部门核准，2024年将全面开工建设，计划2025年底建成投产，达产后整体年采选矿石量将超过1亿吨，年矿产铜将达30-35万吨。
16	紫金矿业	丘卡卢-佩吉铜金矿&博尔铜矿	塞尔维亚	121	204	239	260	300	300	300	丘卡卢-佩吉下部矿带采用自然崩落法大规模开发已完成预可研设计，正加快证照办理；博尔铜矿JM矿填充法变更为崩落法采矿加快推进。到2025年，丘卡卢-佩吉和博尔铜矿合计产铜有望达到30万吨。
17	金诚信	Lonshi	刚果金			5	30	40	40	40	2023年Q4投产，远期满产以后4万吨产能。

资料来源：各个公司公告，华鑫证券研究

## 2.1 铜矿供应增长仍然不足——主要产铜企业跟踪

(续前表)

	公司名称	湿法项目	国家	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	扩产/新建项目建设进度
18	洛阳钼业	TFM	刚果金	209	254	280	450	450	550	600	截至2023年末拥有5条铜钴生产线，形成年产45万吨铜产能规模。TFM西区开发有序开展前期工作正在推进。
19	洛阳钼业	KFM	刚果金	0	0	114	150	150	150	200	KFM二期项目正在推动探矿工作。
20	Southern Copper	El Pilar	墨西哥	0	0	0	0	0	0	20	预计年生产能力3.6万吨湿法铜，预计2027年投产。
21	Southern Copper	Tia Maria-Arequipa	秘鲁	0	0	0	0	0	0	50	预计年生产能力12万吨湿法铜，预计2027年投产。
22	五矿资源	Kinsevere	刚果金	48	49	44	44	60	80	80	Kinsevere实现了一项里程碑，于2024年9月15日完成了扩建项目的机械施工，较计划日期提前了十五天。该项目于9月20日首次从硫化矿产出电解铜。Kinsevere扩建项目包括向硫化矿采选的过渡和钴的生产。该项目的额定年产能为80,000吨电解铜，将把Kinsevere的矿山寿命至少延长至2035年。
表内精矿+湿法铜含铜合计				4046	4509	5177	5525	6176	7122	7537	
年度变化					463	668	348	651	946	415	

- 展望2025年，预计将贡献主要增量的项目有BHP旗下的Escondida项目，五矿资源的Las Bambas项目，力拓旗下位于蒙古的Oyu Tolgoi地下工程项目。同时泰克资源位于智利的Quebrada Blanca以及英美资源位于秘鲁的Quellaveco项目仍有爬产的空间。
- 关于第一量子的Cobre Panama项目，我们保守预计2025年仍未复产。

资料来源：各个公司公告，华鑫证券研究

## 2.2 冶炼产能——冶炼产能延续宽松

图表51：国内粗铜产能新项目进度（万吨）

2024年铜粗炼新扩建项目				
公司名称	新增粗炼产能	新增后粗炼总产能	生产使用原料	投产年月
恒邦股份	10	30	铜精矿	2024年Q1
白银有色（重启）	20	40	铜精矿	2024年Q1
葫芦岛宏跃北方铜业	5	15	铜精矿	2024年Q2
金川集团（本部）	30	50	铜精矿	2024年12月
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	12	铜精矿	2024年6月底
小计	71	147		
后期铜粗炼新扩建项目				
公司名称	新增粗炼产能	新增后粗炼总产能	生产使用原料	投产年月
金川集团（防城港）	30	75	铜精矿	2025
赤峰金通铜业有限公司	30	60	铜精矿	2025
铜陵有色金属集团股份有限公司	50	50	铜精矿	2026
营口建发盛海（一期）	30	30	铜精矿	2026
西南铜业（搬迁扩建）	15	40	铜精矿	2026
五矿铜业(湖南)有限公司	20	30	铜精矿	尚不明确
昆明金水铜冶炼有限公司	10	20	铜精矿	尚不明确
安徽和正铜业有限公司	60	60	铜精矿	尚不明确
小计	245	365		

➤ **粗炼产能：**根据SMM（上海有色网）统计，2024年国内增加了71万吨粗炼铜产能。预计2025年增加约60万吨粗炼产能。

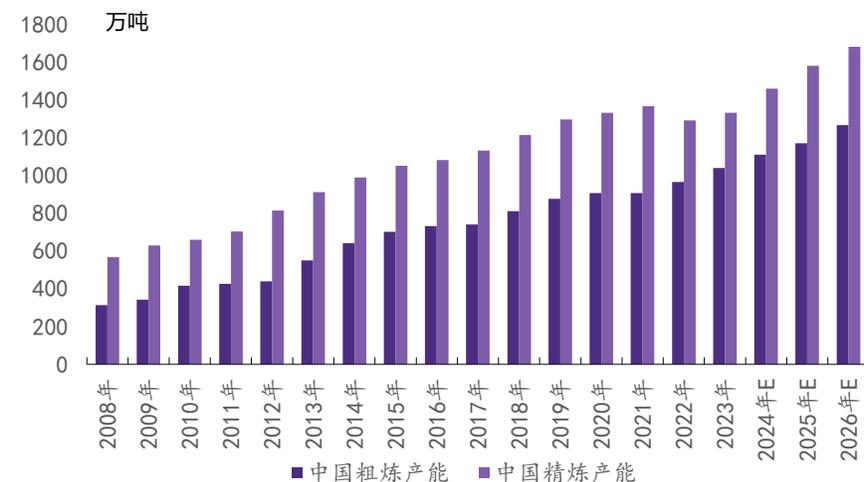
资料来源：SMM，华鑫证券研究

## 2.2 冶炼产能——冶炼产能延续宽松

图表52：国内精炼铜产能新项目进度（万吨）

2024年铜粗炼新扩建项目				
公司名称	新增粗炼产能	新增后粗炼总产能	生产使用原料	投产年月
恒邦股份	10	35	铜精矿	2024年下半年
广西南国铜业有限公司	40	70	铜精矿	2024
巴彦淖尔西部铜业有限公司	5	10	阳极铜	2024年下半年
包头华鼎铜业发展有限公司	7	10	铜精矿	2024年8月
江西易新铜材有限公司	20	20	废铜/阳极铜	2024年7月
五矿铜业(湖南)有限公司	5	15	铜精矿	2024
金川集团（本部）	40	100	铜精矿	2024年12月
小计	127	260		
后期铜粗炼新扩建项目				
公司名称	新增粗炼产能	新增后粗炼总产能	生产使用原料	投产年月
楚雄滇中有色金属有限责任公司	20	20	铜精矿	2025
凉山矿业股份有限公司	12.5	12.5	阳极铜	2025
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	10	10	铜精矿	2025
赤峰金通铜业有限公司	30	55	铜精矿	2025
铜陵有色金属集团股份有限公司	50	50	铜精矿	2025
营口建发盛海（一期）	30	30	铜精矿	2026
金川集团（防城港）	30	77	铜精矿	尚不明确
五矿铜业(湖南)有限公司	20	35	铜精矿	尚不明确
安徽和正铜业有限公司	60	60	铜精矿	尚不明确
小计	262.5	349.5		

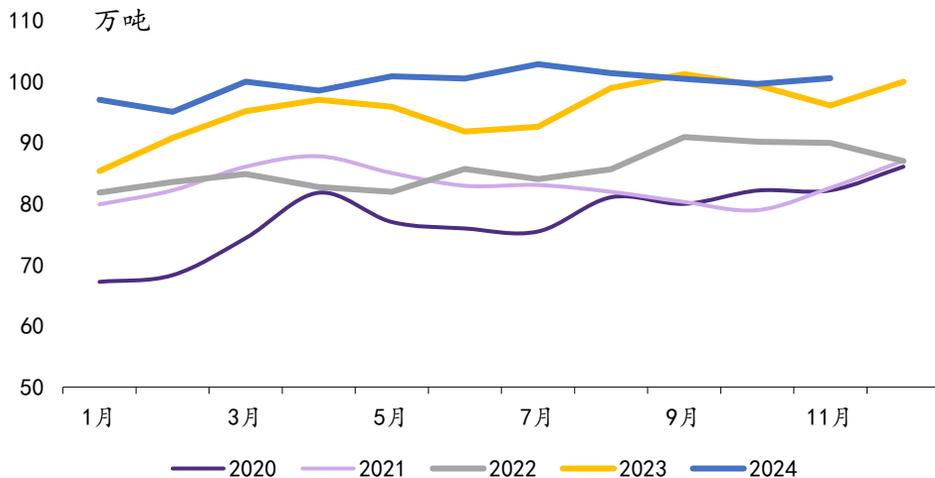
图表53：国内粗铜产能新项目进度（万吨）



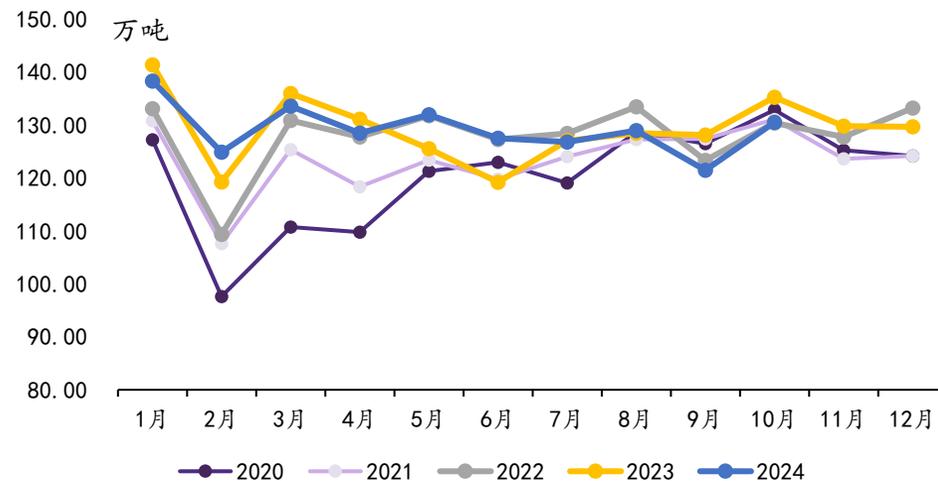
► **精炼产能：**根据SMM（上海有色网）统计，2024年国内增加了127万吨精炼铜产能。预计2025年增加约122.5万吨精炼产能。

## 2.3 精炼铜供应展望——冶炼加工费大幅走低制约精炼铜增长

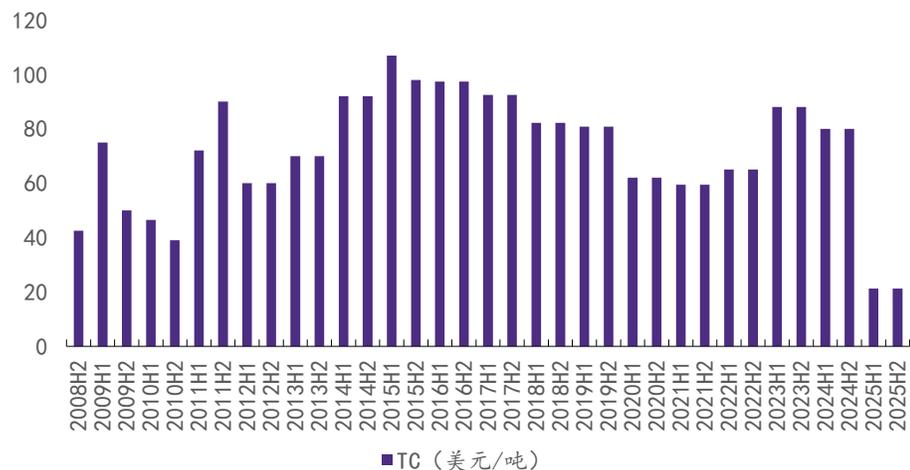
图表54：国内精炼铜产量



图表55：境外阴极铜产量



图表56：国内铜精矿长单TC价格



- **国内精炼铜产量：**2024年1-11月国内精炼铜产量为1096.5万吨，同比增长52.44万吨（+5.02%）。
- **境外精炼铜产量：**2024年1-10月境外精炼铜产量为1292.4万吨，同比增长12.51万吨（+0.09%）。
- **全球精炼铜产量：**2024年1-10月全球精炼铜产量为2288.4万吨，同比增长49.2万吨（+2.20%）。
- **铜精矿长单TC大幅下行：**2025年国内铜精矿现货TC长单价格为21.25美元/干吨，较2024年80美元/干吨，出现了大幅下行。说明铜产业链供应矿端供应偏紧的主要矛盾仍在持续。

资料来源：SMM，Wind，华鑫证券研究

## 2.3 精炼铜供应展望——冶炼加工费大幅走低制约精炼铜增长

图表57：全球精炼铜产量预测（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国精铜产量	997.6	1028.2	1144.0	1201.2	1249.3	1293.0
中国精铜产量增速		3.06%	11.26%	5.00%	4.00%	3.50%
全球铜矿产量	2126.5	2192.2	2238.3	2318.9	2383.9	2478.9
全球废铜供应	363.5	335.1	412.0	426.0	430.0	430.0
海外精炼铜产量	1492.4	1499.1	1506.3	1543.7	1564.6	1615.9
海外精炼铜产量增速		0.45%	0.48%	2.48%	1.36%	3.28%
全球精铜产量	2490.0	2527.3	2650.3	2744.9	2813.9	2908.9
全球精铜产量增速		1.50%	4.87%	3.57%	2.51%	3.38%

➤ 国内精炼铜产量预测：2024-2026年国内精炼铜产量分别为1201.2、1249.3、1293万吨，3年CAGR为4.16%。

➤ 全球精炼铜产量预测：2024-2026年全球精炼铜产量分别为2744.9、2813.9、2908.9万吨，3年CAGR为3.15%。

资料来源：Wind，SMM，华鑫证券研究

## 2.4 精炼铜需求展望——需求仍有韧性

表58：全球电动车相比燃油车额外铜需求测算（万吨）

	电动车总销量/万辆	电动车总销量增速	全球纯电动车销量/万辆	全球插电混动销量/万辆	全球电动车新增铜需求	中国纯电动车销量/万辆	中国插电混动销量/万辆	中国电动车新增铜需求
2020	324		243	81	18	107	25	7
2021	690	113.0%	460	230	36	290	61	20
2022	1116	61.8%	797	319	60	535	152	38
2023	1511	35.4%	1007	504	79	665	279	50
2024E	1889	25.0%	1259	630	99	771	514	65
2025E	2229	18.0%	1486	743	117	909	606	77
2026E	2563	15.0%	1709	854	134	1046	697	89

表59：全球光伏+风电铜需求测算（万吨）

	乐观预期光伏装机量/GW	风电装机量/GW	风电耗铜（万吨）	光伏耗铜（万吨）	全球光伏+风电铜需求	中国光伏+风电铜需求	中国境外风光用铜
2019	120	60	17	35	52	16	36
2020	130	95	27	37	65	35	30
2021	170	84	24	49	73	29	44
2022	230	76	22	66	88	36	53
2023	390	115	33	112	146	84	61
2024E	420	144	42	121	163	89	74
2025E	440	173	50	127	177	96	81
2026E	470	199	58	135	193	105	88

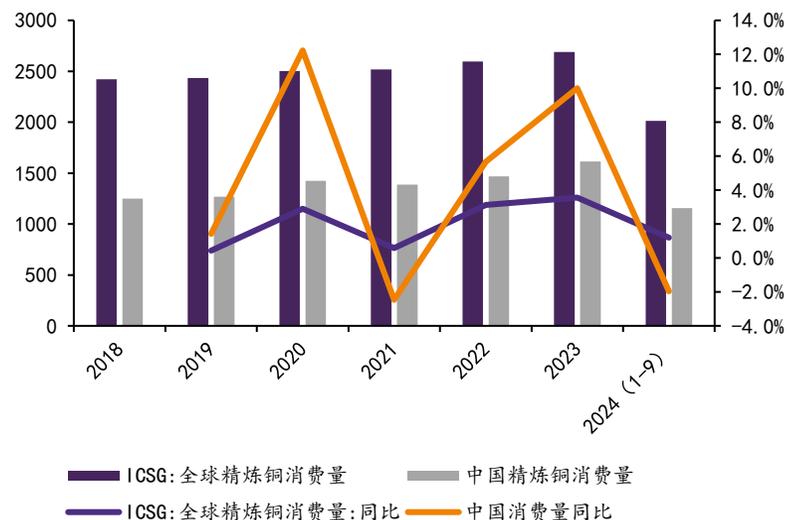
► 新能源汽车比传统车耗铜高，额外铜需求仍保持相对较高高增长：2024-2026年全球新能源汽车相较于传统燃油车多出来的铜需求分别为99、117、134万吨，3年CAGR为19.05%。

► 风电光伏需求增长仍高于传统行业铜需求增速：预测2024-2026年全球光伏+风电带来的铜需求分别为163、177、193万吨，3年CAGR为9.72%。

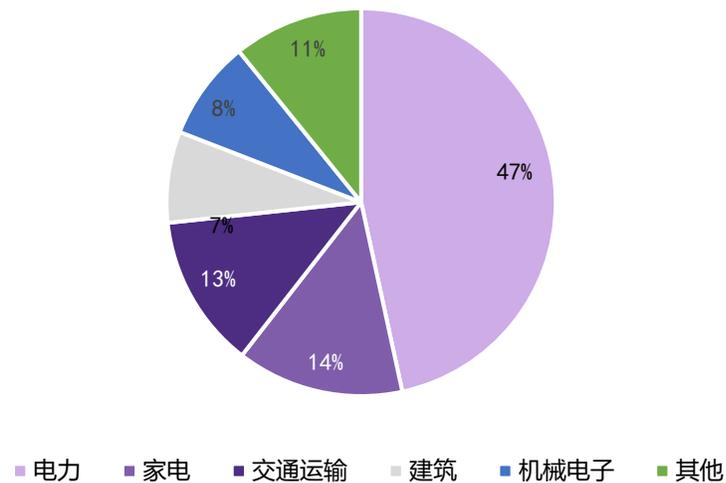
资料来源：Wind，ICSG，SNE Research，Our world in data，国际能源署，中国光伏行业协会，华鑫证券研究

## 2.4 精炼铜国内需求展望——增速略有下滑，但是韧性仍存

图表60：全球及中国精炼铜需求（万吨）



图表61：国内2023年铜消费结构



- 根据 ICSG（国际铜研究小组）的统计，2023年全球精炼铜需求为2689万吨，同比增长3.56%。2024年 1-9月全球的精炼铜需求为 2235.9万吨，同比增长了1.19%
- 2023年中国精炼铜需求为1613.1万吨，同比增长10.01%。2024年1-9月中国的精炼铜需求为1157.3万吨，同比下滑1.96%。
- 按照SMM的分类，2023年国内电力铜消费占到47%，其次是家电，交通，建筑和电子，占比分别为14%，13%，7%和8%。

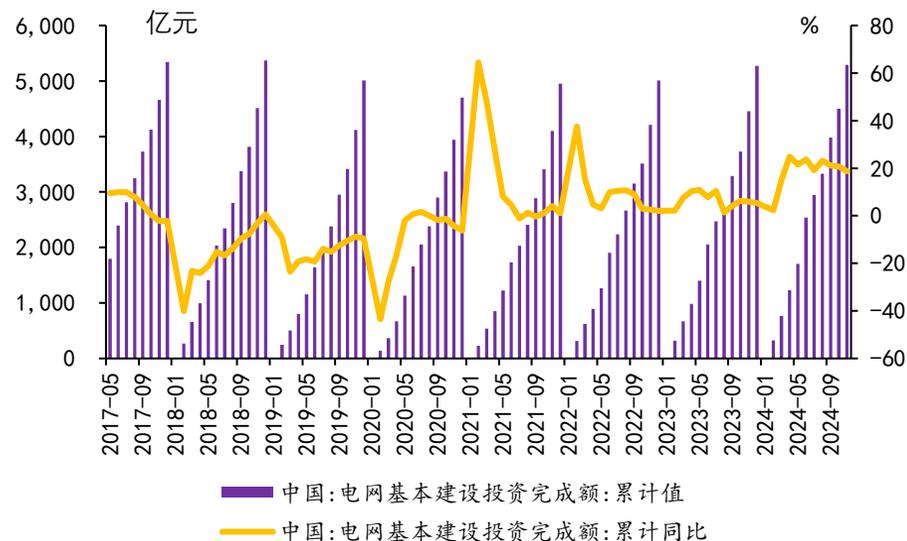
资料来源：Wind，SMM，华鑫证券研究

## 2.4 精炼铜国内需求展望——增速略有下滑，但是韧性仍存

图表62：国内投资保持强度有所回升



图表63：国内电力投资保持高强度

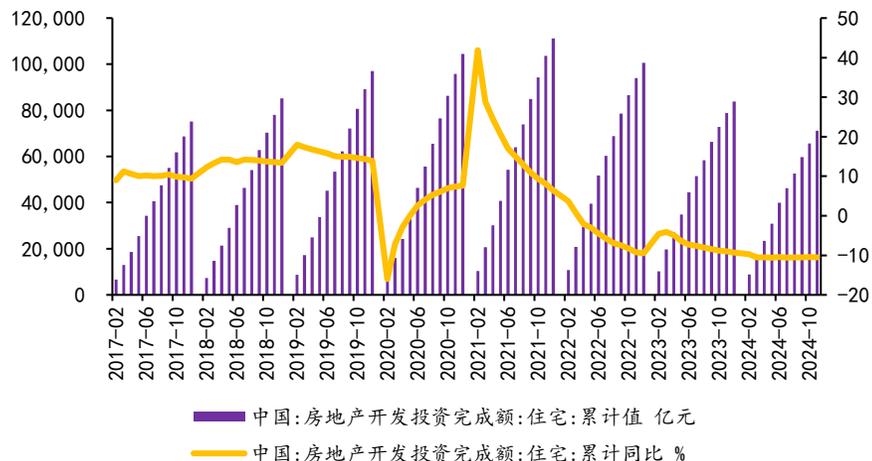


- 2024年1-11月国内基础设施建设投资累计同比为9.39%；其中不含电力累计投资同比为4.20%。国内整体投资强度有所回升。
- 2024年1-11月国内电网建设投资累计达到了5290亿元，同比为18.70%，国内电网投资强度进一步增强。
- 从电网从电网投资本身来看，国网称十四五期间将投入约2.23万亿元，南网规划投资6700亿元，平均到每年约有5800亿元。2025年为十四五最后一年，预计国内电网投资仍保持中高等增速。

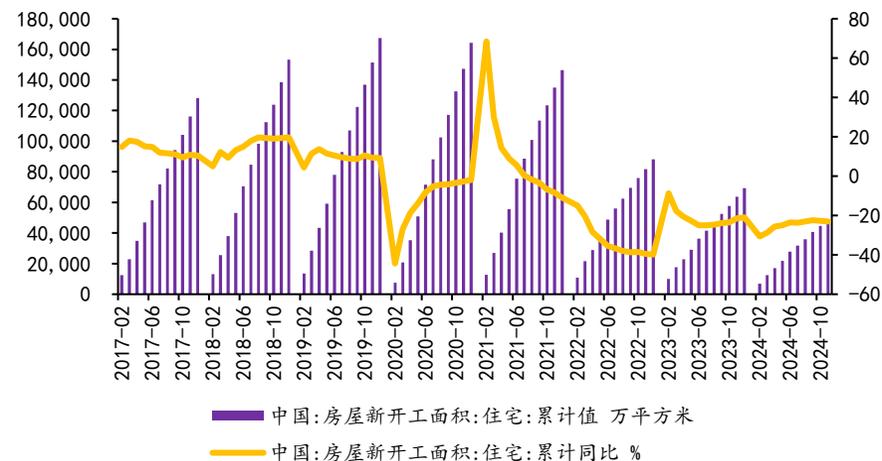
资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 2.4 精炼铜国内需求展望——增速略有下滑，但是韧性仍存

图表64：国内地产投资维持低迷



图表65：国内地产开工面积维持负增长



图表66：国内地产竣工陷入负增长

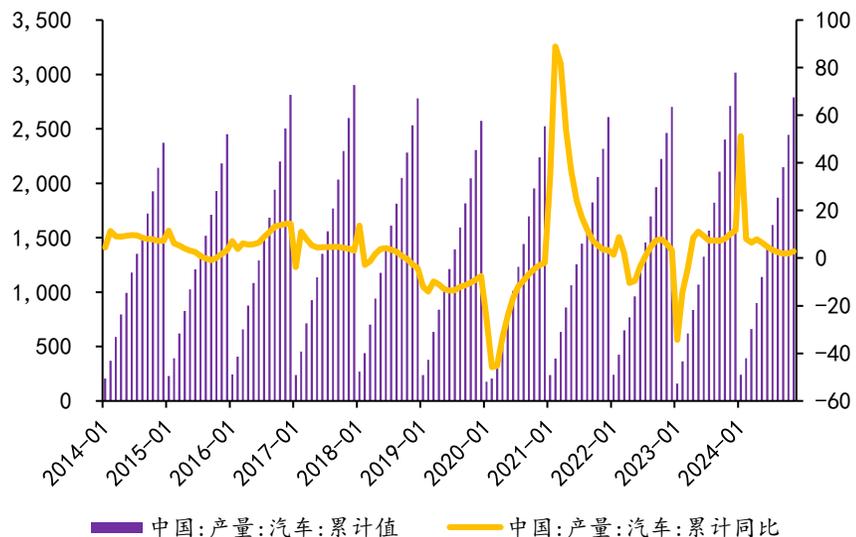


- 2024年1-11月国内住宅地产投资累计完成额为7.12万亿元，累计同比-10.5%。
- 2024年1-11月国内住宅房屋新开工面积累计为4.90亿平方米，累计同比-23.10%。
- 2024年1-11月国内住宅地产竣工面积累计为3.52万亿元，累计同比-26%。
- 铜需求集中在地产竣工端，在地产投资及开工均较为低迷的情况下，预期2025-2026年国内地产铜需求保持低迷。

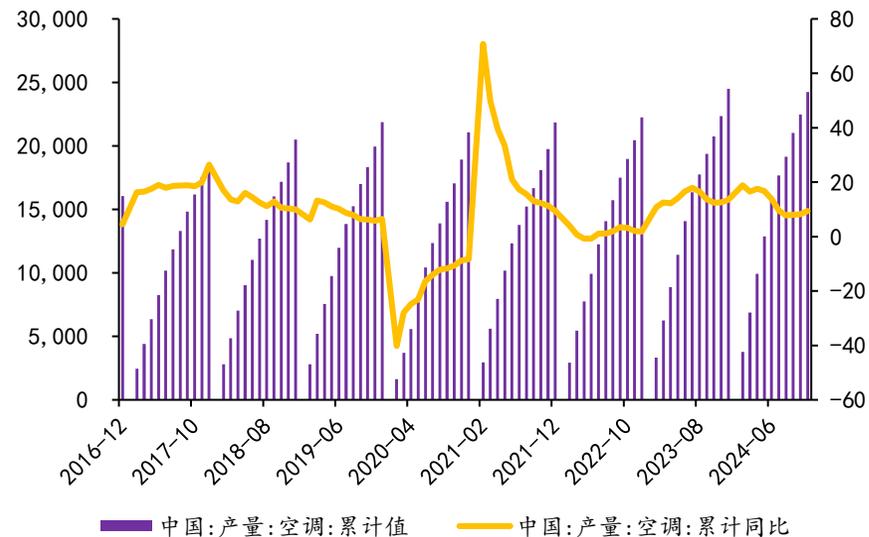
资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 2.4 精炼铜国内需求展望——增速略有下滑，但是韧性仍存

图表67：国内汽车产量数据有所下滑



图表68：国内空调产量维持中高速增长



➤ 国内汽车产量增速有所下滑，但是仍维持正增长，2024年1-11月国内汽车产量累计为2790.3万辆，累计同比+2.90%。

➤ 空调产量受益于地产竣工周期强劲，整体维持中高增速。2024年1-11月国内空调产量累计为2.42亿台，累计同比9.40%。

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 2.4 精炼铜国内需求展望——增速略有下滑，但是韧性仍存

图表69：国内铜需求测算（万吨）

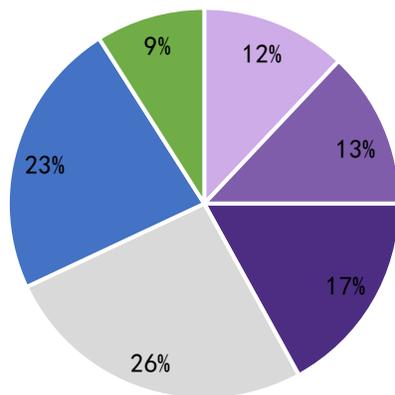
	2023	2024E	2025E	2026E
电力	751.7	781.7	805.2	829.3
增速		4.00%	3.00%	3.00%
空调	224.2	244.4	256.6	269.4
增速		9.00%	5.00%	5.00%
交通运输	206.5	208.5	214.8	219.1
增速		1.00%	3.00%	2.00%
建筑	122.6	98.1	98.1	98.1
增速		-20.00%	0.00%	0.00%
机械电子	133.9	135.2	139.3	143.5
增速		1.00%	3.00%	3.00%
新能源领域	134.6	153.9	173.1	193.2
增速		14.30%	12.45%	11.64%
其他	39.6	10.0	30.0	30.0
增速				
总计	1613.0	1631.8	1717.0	1782.6
增速		1.17%	5.22%	3.82%

► 根据我们测算，预计2024-2026年国内电解铜需求分别为1631.8、1717.0、1782.6万吨，3年CAGR为3.38%。

资料来源：SMM，Wind，华鑫证券研究所

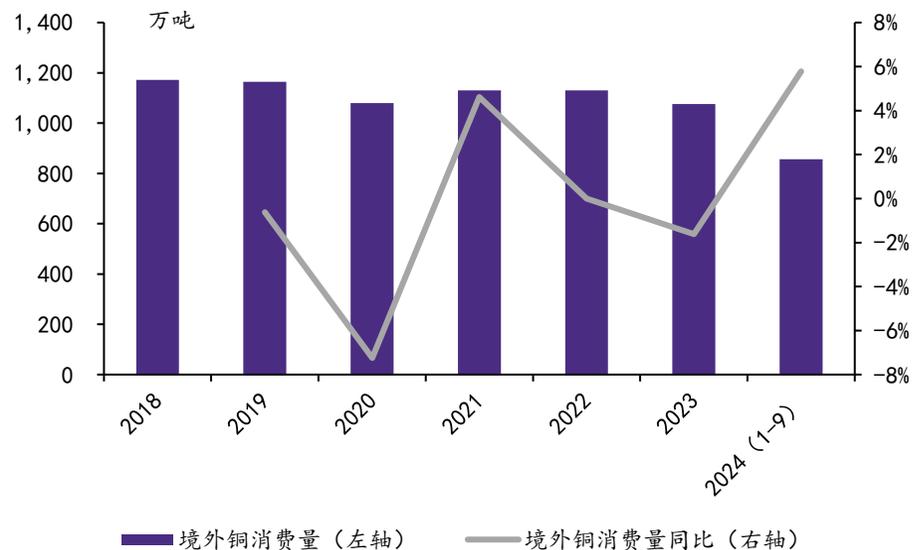
## 2.4 精炼铜境外需求展望——有望弱势企稳

图表70：2023年境外铜需求终端占比



■ 工业 ■ 交通运输 ■ 基建 ■ 房屋建筑 ■ 消费产品及电子产品 ■ 其他

图表71：境外铜需求及增速

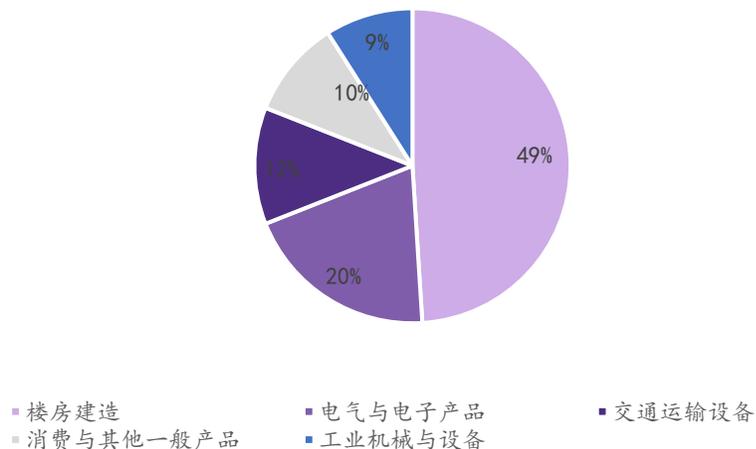


- 根据 ICSG（国际铜研究小组）的分类，2023年境外铜消费的分类中，工业，交通运输，基建，房屋建筑和消费产品及电子产品占比分别为12%，13%，17%，26%和23%。
- 结合ICSG和SMM的数据，得算出2024年1-9月境外铜消费量为856.83万吨，同比+5.78%。

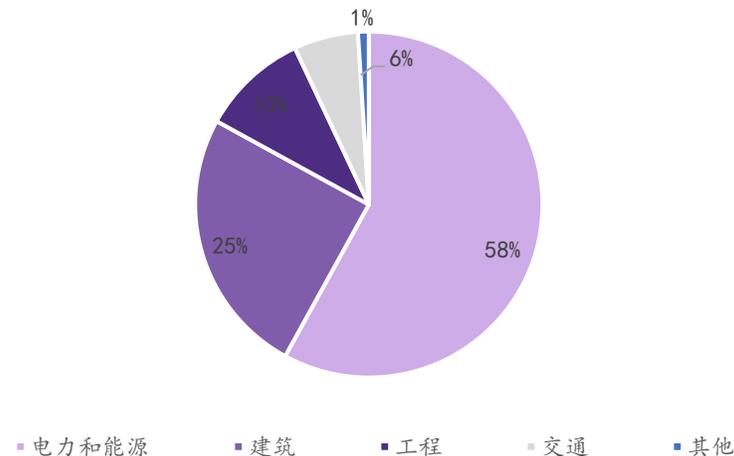
资料来源：ICSG, SMM, 华鑫证券研究所

## 2.4 精炼铜境外需求展望——有望弱势企稳

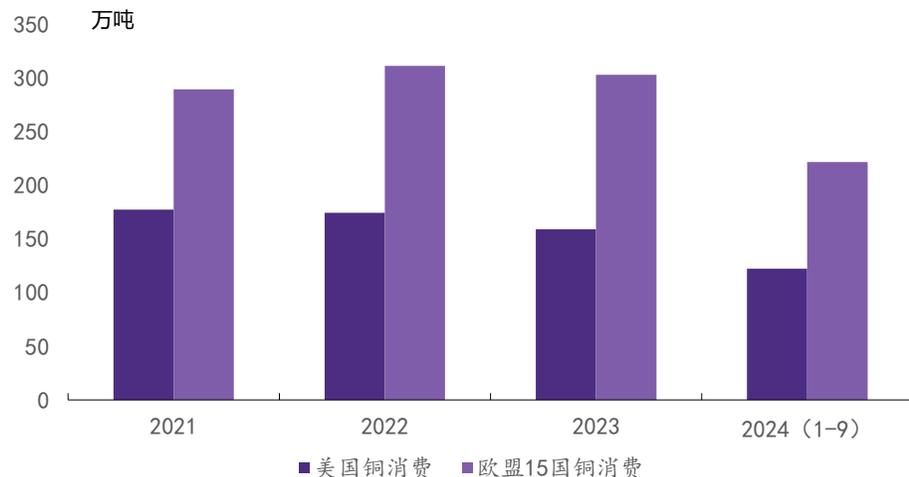
图表72：美国精炼铜需求分布



图表73：欧洲精炼铜需求分布



图表74：美国及欧盟15国精炼铜需求

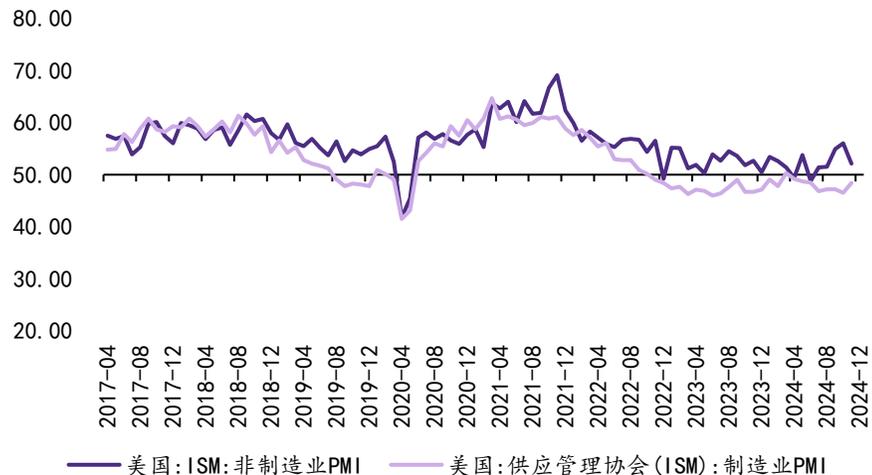


- 根据 Bloomberg 的分类：
- 美国精炼铜需求分布分别为楼房建造（49%），电气和电子产品（20%），交通运输设备（12%），消费与其他一般产品（10%），工业机械与设备（9%）。
- 欧洲精炼铜需求分布分别为电力与能源（58%），建筑（25%），工程（10%），交通（6%），其他（1%）。
- 根据 ICSG 数据，2024 年 1-9 月美国精炼铜累计消费 122.3 万吨，同比 +0.63%；欧盟 15 国精炼铜累计消费 221.4 万吨，同比 -3.03%。

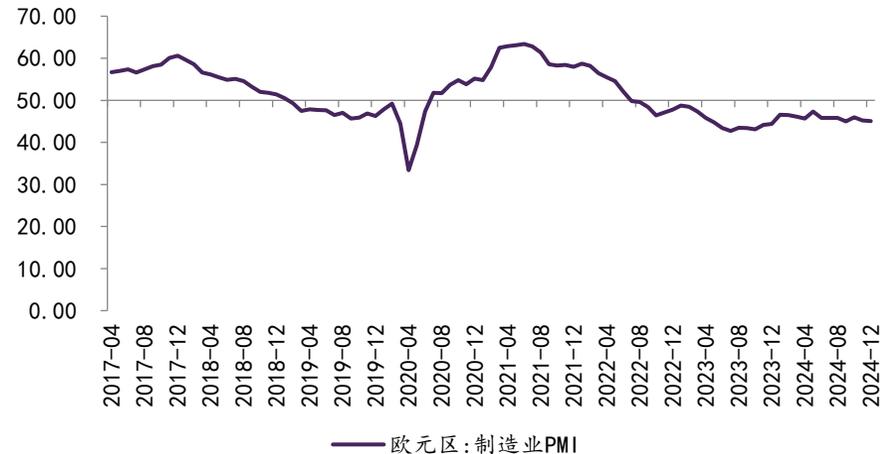
资料来源：Wind，ICSG，Bloomberg，华鑫证券研究所

## 2.4 精炼铜境外需求展望——有望弱势企稳

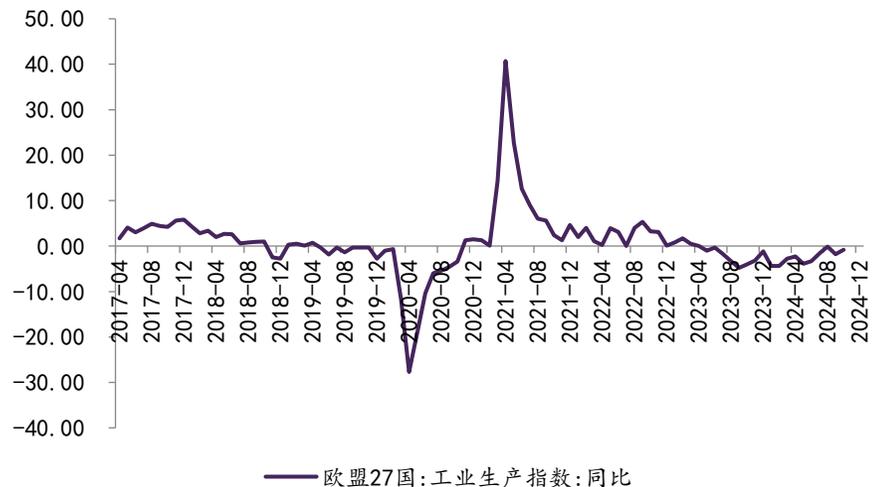
图表75：美国PMI指数弱势企稳



图表76：欧元区PMI指数持续弱势企稳



图表77：欧盟工业生产指数同比有回正苗头



- **PMI：**欧美制造业PMI降虽然都在50以下，但是有企稳倾向。同时美国服务业PMI仍较强，整体经济韧性强。
- 欧盟工业生产指数同比也有回正的苗头。

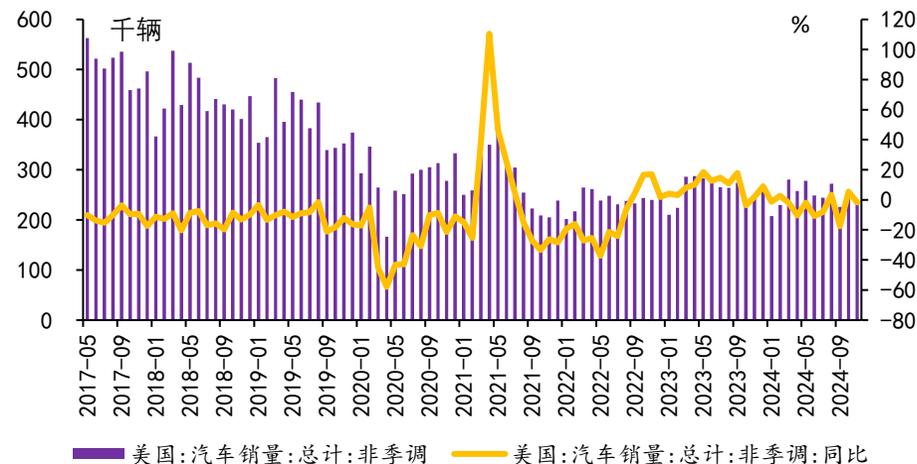
资料来源：Wind，华鑫证券研究所

## 2.4 精炼铜境外需求展望——有望弱势企稳

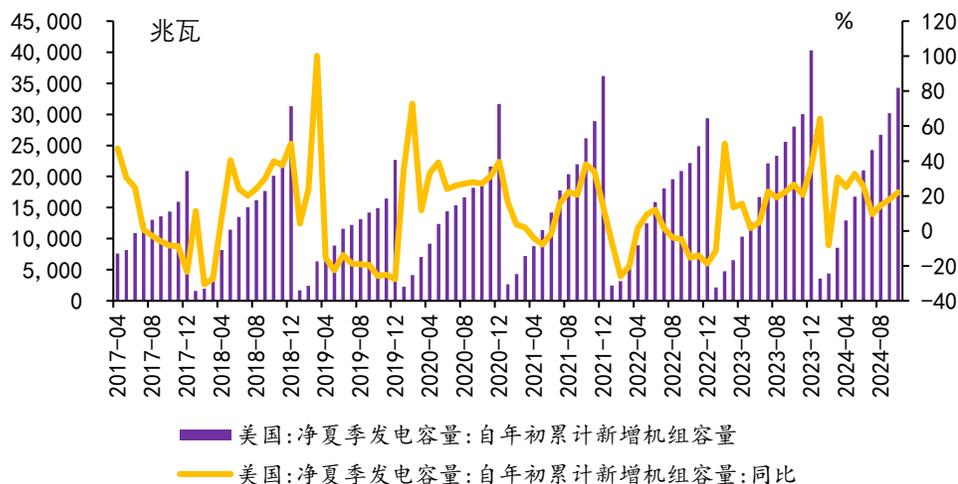
图表78：美国住宅开工数据偏弱



图表79：美国汽车销量数据弱势震荡



图表80：美国电网建设容量维持高增速



- 美国铜需求数据整体好坏参半。
- 比较乐观的数据为电网方面，美国2024年1-10月净夏季发电容量累计新增3.42万兆瓦，同比增长22.20%。
- 美国新开工住宅建设同比数据多数月份处于负增长。
- 汽车数据方面，2024年1-11月美国汽车销量累计同比-1.84%。

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

## 2.4 精炼铜境外需求展望——有望弱势企稳

图表81：欧盟房屋营建产出增速降至零以下



图表82：欧洲汽车注册量增速有回升迹象



- 欧洲铜需求相关终端数据整体偏弱。
- 欧盟房屋营建产出增速在2024年几乎都处于负增长区间。
- 汽车数据方面，欧洲汽车注册量同比增速整体放缓，在2024年Q3出现了负增长。

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

## 2.4 精炼铜境外需求展望——有望弱势企稳

图表83：全球需求预测（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国需求	1387.85	1466.41	1613.00	1631.83	1716.97	1782.58
中国需求增速		5.66%	10.00%	1.17%	5.22%	3.82%
境外需求	1130.15	1130.19	1076.00	1099.68	1121.67	1144.10
境外需求增速		3.60%	-1.00%	2.20%	2.00%	2.00%
全球需求	2518.00	2596.60	2689.00	2731.51	2838.64	2926.68
全球需求增速		0.59%	3.56%	1.58%	3.92%	3.10%

图表84：全球铜平衡表

	2023	2024E	2025E	2026E
全球精炼铜需求	2689.00	2731.51	2838.64	2926.68
全球铜矿产量	2238.30	2318.88	2383.88	2478.88
全球废铜供应	412.00	426.01	430.00	430.00
全球精铜产量	2650.30	2744.89	2813.88	2908.88
全球精炼铜平衡	-38.70	13.38	-24.76	-17.80

- ▶ 根据我们测算，预计2024-2026年全球精炼铜需求分别为2731.51、2838.64、2926.68万吨，3年CAGR为2.86%。
- ▶ 结合前文我们对全球精炼铜供应的预测。预计2024-2026年全球精炼铜供需平衡表分别为13.38、-24.76、-17.80万吨。2024年由于铜价大幅上涨，抑制了下游消费，导致表观消费增速下滑，平衡出现过剩。目前铜价回落到相对较低位置，此前抑制的需求部分回归，同时铜矿硬约束问题仍存，预计全球精炼铜平衡将再次倒向短缺，预计铜价中枢仍将上移。

资料来源：SMM，Wind，ICSG，华鑫证券研究

## 行业评级及投资策略：

**黄金：**美国经济数据仍然有走弱趋势，2025年仍是降息年。维持黄金行业“推荐”投资评级。

**铜：**铜矿供应硬约束仍存，铜需求有望恢复，2025年美国进一步降息支撑铜价。维持铜行业“推荐”投资评级。

## 重点推荐个股

推荐**中金黄金**：央企背景，纱岭金矿带来增量。**山东黄金**：老牌黄金企业，矿产金产量持续增长。**赤峰黄金**：立足国内黄金矿山，出海开发增量。**山金国际**：黄金矿产低成本优势领先。**湖南黄金**：全球锑矿龙头，持续受益于锑价上涨。**紫金矿业**：铜金矿产全球布局，矿业巨头持续迈进。**洛阳钼业**：刚果（金）铜钴矿释放产量，远期产能增长仍可期。**金诚信**：矿服起家，切入铜矿磷矿资源领域。**西部矿业**：玉龙铜矿持续扩产，带来铜矿增量。**藏格矿业**：钾锂为基，铜矿为翼，持续腾飞。

1) 美国通胀再度大幅走高；2) 美联储降息幅度不及预期；3) 铜矿增量超预期；4) 国内铜需求恢复不及预期；5) 海外铜需求超预期下滑；6) 全球经济危机等。

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

覃前：碳中和组成员，金融硕士，大连理工大学工学学士，研究方向是工业金属、小金属板块，2024年加入华鑫有色团队。

## 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值