

金属与材料

2025年度策略：资源为王—宽货币周期下的大国博弈

作者：

分析师 刘奕町 SAC执业证书编号：S1110523050001

分析师 曾先毅 SAC执业证书编号：S1110524060002

分析师 陈凯丽 SAC执业证书编号：S1110524060001

联系人 胡十尹

联系人 吴亚宁

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

导语

- **历史上的有色大牛市有何典型特征？** 有色金属（以工业金属为代表）作为全球定价的大宗商品，兼具金融和商品属性，价格由**全球宏观和全球基本面共同决定**。复盘A股从2000年至今的有色权益市场，共有5轮大牛市（2006.1-2007.10、2008.12-2010.10、2014.6-2015.5、2016.2-2017.9、2020.4-2021.8），每一轮所处的宏观经济环境存在显著的差异，但也存在共性，即**宏观（通胀/流动性）与基本面共振，定价权重则有主次之分**：06-07年强劲的中国需求引发的有色金属供需失衡是有色超级牛市形成的根本原因，同区间美元持续贬值、全球资本市场流动性过剩，有色金属稀缺性凸显，金融属性助推其价格上行；08年为应对金融危机国内推出“四万亿”刺激内需，同时国内外流动性大幅宽松，有色金属迎来新一轮上涨；14-15年“杠杆牛”与“改革牛”行情之下A股普涨；16-17年行情由供给侧改革主导；20年为应对疫情冲击美国实施量化宽松，国内发行特别抗疫国债、定向降准+降息，同时以新能源为代表的新兴需求持续增长。
- **2024年有色行情与以往有何不同？** 2024年以铜金为代表的有色金属走出一轮波澜壮阔的行情，上半年全球宏观与基本面共振下铜价大涨，金价的强势则贯穿全年，美联储降息后依然坚挺，宏观与基本面定价背离。我们认为本轮有色行情与以往的显著不同在于：**全球不确定性加剧叠加货币超发的时代，资源品价值经历重估**。**第一，供给面临刚性收缩，看起来不错的价格仍难刺激真正有效的供给**。后疫情时代，地缘政治格局不确定性上升，局部冲突频发、大国博弈加剧，资源品前期资本开支的不足导致中期供给趋紧，叠加企业家投资决策变得更加谨慎，对预期回报率和风险的比值逐步抬升，刺激新增供给的有效价格高于以往周期。**第二，传统需求范式正被逐步打破，地域上和结构上存在双重预期差**。地域方面，海外新兴市场需求成为主要增长动力之一，同时以美、澳为代表的发达国家进入“再工业化”；结构方面，在新旧经济动能交替的过程中，以地产为代表的旧需求体量仍大，以新能源、AI为代表的新需求边际仍在增长。
- **站在当下，如何定位有色资源品的未来？** 我们要注意到宏观环境发生了两个显著变化。**第一，宽货币进入长周期**。疫情以来，全球央行为应对其冲击，普遍实施新一轮宽松的货币政策和扩张性财政政策。近期，伴随特朗普归来并实现“三权合一”，美国未来赤字率和通胀预期或将进一步上升；而我国12月政治局会议明确2025年实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。**第二，逆全球化和大国博弈加剧**。从全球康波周期的视角，当前世界地缘政治格局不确定性上升，局部冲突频发，大国博弈或成为国际关系的主题。稀缺性是资源品的固有基因，在资本开支下行、资源贫化的刚性供给约束下，在宽货币与逆全球化的背景下，稀缺性的时代特征将更加突出，成为大国博弈的重要支撑，同时为有色长牛创造了必要条件。因此，我们提出2025年有色行业年度策略：**资源为王—宽货币周期下的大国博弈**。

摘要

- **贵金属：定价因子持续深化，2025年金价有望震荡攀高。**2024年，金价拾级而上，当我们回头进行归因分析，会发现在宽松的货币环境作为底色之上，有四条主线在交替演绎：频繁的地缘冲突带来的避险需求，高利率环境结束深化了黄金金融属性，美元信用弱化推升全球央行购金需求，以及美国大选尘埃落定前后的预期交易。**展望2025年，金价的定价因子将进一步深化：**①逆全球化的时代趋势，地缘冲突将愈发走向常态化；②美国债务余额仍在快速上行，进一步弱化美元信用，在推升央行购金需求的同时，美债配置资金的溢出也将为金价上行提供动能；③进入降息周期，金价上行空间打开，不过美国偏粘性的通胀或将使降息节奏出现预期上的反复，加剧金价的波动。总体而言，我们认为**金价向上的运行方向概率更大，但路程可能比2024年更为曲折。**在**看好金价之外，我们更看好黄金股的修复**，股价与商品价格分化已久，股票端相对商品存在明显折价，建议关注：**山东黄金、中金黄金、山金国际、株冶集团、赤峰黄金、招金矿业、湖南黄金、中国黄金国际。**
- **基本金属：供应约束保障价格下限，需求弹性带来涨价空间。**1) **铜：**25年铜矿端供应增速接近3%，而在历史极低的TCRC下炼厂不排除减产可能性，或部分缓解电解铜供应压力。需求端短期虽缺乏强有力的叙事，但电力、新能源等需求将对铜需求形成托底，价格向下有底，向上期待需求弹性。标的上建议关注 α 属性较强的**金诚信、五矿资源，以及龙头标的紫金矿业、洛阳钼业。**2) **铝：**供应天花板的约束将在25年真正到来，25年全球电解铝供增速大概率不超过2%，较往年显著下台阶。在供应端强有力的约束下，需求侧的边际弹性就将带来较高的价格弹性，此外在产业链利润分配过程中，24年氧化铝供需缺口导致利润主要集中在氧化铝环节。25年氧化铝大量新产能投放的背景下预计利润将向前端铝土矿及后端电解铝环节转移，建议关注一体化程度较高的标的**中国宏桥、中国铝业、天山铝业以及受益于氧化铝跌价的神火股份、云铝股份。**

摘要

- **稀土永磁：继往开来，产业重塑下新周期将至。**稀土历来被作为“自主可控”的最佳标的，更进一步，当前又迎供给格局加速优化，《稀土管理条例》终于落地，废料回收不合规产能已出清以及对进口矿的进一步管理也在路上。因此，稀土板块正迎“基本面+情绪面”共振向上时期，要足够重视板块的“战略性机会”，仅从基本面角度看，在产业供给格局加速优化，需求加速迭代的大背景下，稀土价格中枢有望持续提升，更为重要的是稀土价格上涨持续性以及公司盈利兑现度有望得到大幅改善，建议重点关注：**中国稀土、北方稀土、金力永磁、宁波韵升、正海磁材**等。
- **能源金属：底部已现，锂资源核心价值也将“拨云见日”。**锂资源已逐渐走出行业反转趋势，供需基本面也持续向好改善，尤其在价格已下行至7万左右的相对底部水平，后续向上弹性可期。复盘上轮周期锂价与股价走势，我们发现股价往往提前至少4个月反映锂价，股票端的机会已现端倪。往后看，最不应忽视的就是——资源端的弹性，要重视锂作为核心资产的价值，建议重点关注：**赣锋锂业、天齐锂业、雅化集团、永兴材料、中矿资源、盐湖股份**等。
- **战略小金属：稀贵金属的战略价值得到觉察，估值体系有望迎来重塑。**逆全球化背景下，战略矿产作为支持制造业升级与军事工业发展的重要原料，其战略价值与经济价值逐渐被国家与市场所认知。在逐年加强的关键原料出口管制背后，一方面对于西方国家制裁的反击，另一方面代表了我国扶持国产产业链自主可控的国家意志。短期看，随着出口管制的加强，海外金属价格相对内盘存在溢价确定性较强，建议关注在海外有资源端布局的：**中矿资源、华钰矿业**。中长期看，选择需求景气度高+下游产业链自主可控趋势强的战略品种，建议关注半导体产业链相关小金属：**云南锗业（锗）、中国铝业（镓）、金钼股份+中钨高新+安泰科技（钨钼靶材）、锡业股份+华锡有色（锡&铟）、东方钨业（钨钨）**。
- **风险提示：**样本选取风险，主观判断风险，上游原材料波动风险，中美贸易摩擦导致的经营风险，扩产不及预期风险，新产品拓展不及预期风险，下游需求不及预期风险

贵金属：长叙事完备，金价在轨上行车道

2024年黄金价格回顾：定价因子持续深化，金价拾级而上

- 截止12月17日，COMEX金价年内涨幅约28.82%，沪金涨幅约28.10%。
- 24H1，美国经济数据总体超预期，降息时间表被推迟，但金价表现出强劲的韧性，我们认为主要源于全球地缘政治风险加剧彰显了黄金的避险价值，以及美元信用弱化背景下各国央行持续的购金行为。宏大叙事下，美元实际利率对金价的解释力被弱化。
- 24H2，市场交易重心来到首次降息与美国大选。8月23日鲍威尔首次表态货币政策发生改变的时机已到，9月19日美联储降息50bp至4.75%-5.00%，超出市场预期；11月7日美联储再次降息25bp至4.50-4.75%，符合市场预期。同时，美国大选对金价亦产生影响，8-10月市场对大选结果的不确定性与对特朗普上任后通胀预期的提升共同推升金价。11月7日大选落地之后，市场短期资金兑现前期叙事，直至金价回落至8月23日首次降息预期落地的起始点位。12月，市场一方面交易地缘冲突升级，另一方面交易美元指数回落，叠加中国央行恢复购金，金价回暖。

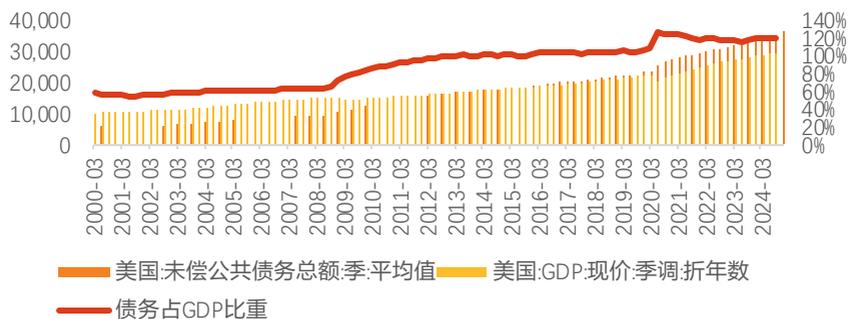
图：2024年黄金价格复盘



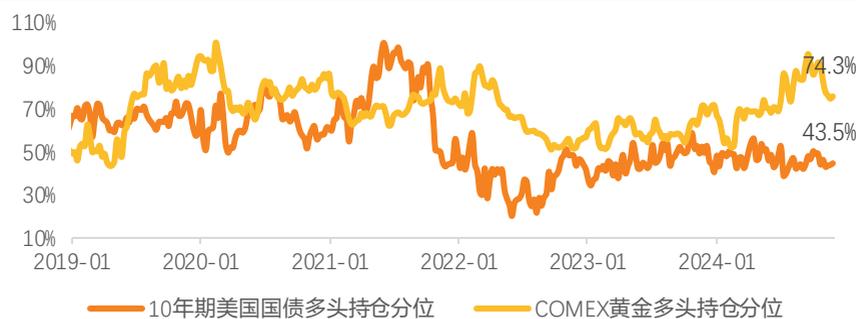
2025年黄金价格展望：弱信用货币、强实物黄金的长叙事依然完备

- 货币逻辑——配置黄金的本质是对美元信用弱化的抵抗，中长期有望持续抬升金价
- 2024年9月，美国国债总额达到35万亿美元，整体债务规模占GDP的比重达到120%，2023年美国利息支出占GDP的比重持续攀升至2.44%。
- 2023年以来，配置黄金的多头仓位整体跑赢美国长债的多头仓位。我们认为，在美元信用弱化的背景下，各国央行的增持与长期配置美债的资金溢出有望给予金价上行动力。

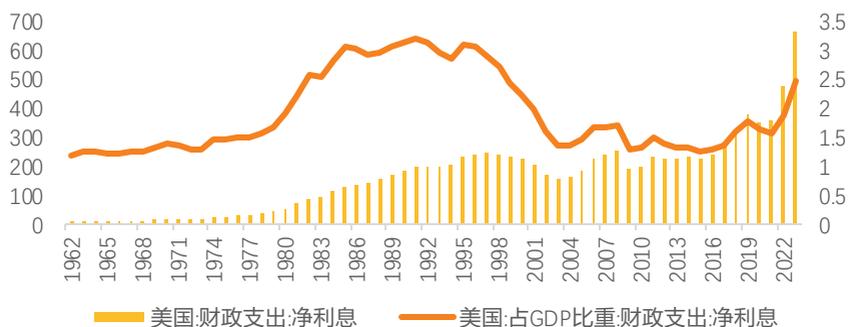
图：美债规模达到GDP比重的120%（单位：十亿美元）



图：黄金多头持仓自2023年起持续跑赢美国长债



图：美国利息支出占GDP比重攀升（单位：左轴十亿美元，右轴%）



图：中国央行2024年11月恢复购金（单位：万盎司）



2025年黄金价格展望：通胀上行风险或将强化，彰显黄金抗通胀属性

- **通胀逻辑**——当前通胀存在粘性，而特朗普的政策将进一步强化通胀的上行风险，有望推高黄金价格
- **当前通胀的内生动能还在延续。**美国10月总体CPI环比录得0.24%（预期0.20%），核心CPI录得0.28%（预期0.30%），基本符合预期。总体CPI环比已连续四个月保持在0.2%水平，核心CPI亦连续三个月保持在0.3%水平。结构上看，住房通胀的再次反弹以及其他核心服务的相对稳定赋予了通胀更强的粘性，伴随着的是通胀扩散指数再度反弹至2024Q2以来高点，去通胀面临更多的阻力。
- **特朗普的政策或将推升通胀水平。**一是关税冲击，根据美国零售协会预测，特朗普上任后通过关税对可贸易部门的直接冲击将会对核心商品价格带来10%左右提升；二是限制移民对低技能服务业造成供给冲击，或将抬高薪资水平推升通胀；三是特朗普政府对于减税和增加财政支出的承诺，带来通胀的可能性。

图：美国住房通胀相对稳定



图：实际薪资的连续增长支撑了服务消费支出



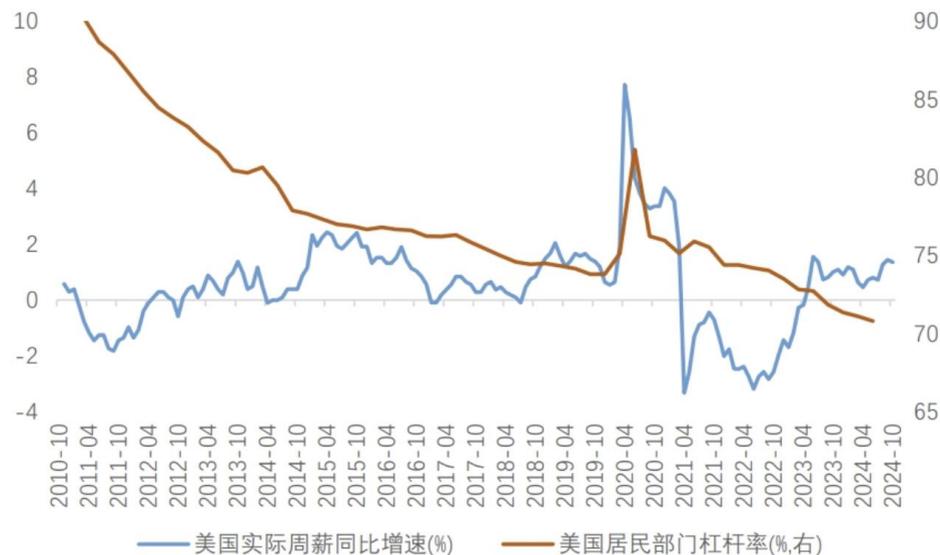
2025年黄金价格展望：实际利率下行打开金价上涨空间，但降息进程或将反复

- **利率逻辑——经济增长与降息进程的一体两面，为金价打开上行空间，但也加剧了波动**
- 实际利率下行空间打开，ETF 资金净流入支撑金价。历史上，实际利率与SPDR黄金ETF的持仓量呈明显的反向关系，主要源于SPDR的交易者更看重黄金的利率定价逻辑。在2024年黄金的上涨过程中，SPDR受制于高利率持仓几乎没有增长。2025 年，市场预期美联储或有 2 次降息（-50BP），随着降息进程的开启，实际利率下行空间打开，SPDR持仓的流入或将刺激黄金需求。
- 不可忽视的是，经济的韧性或使降息进程出现反复。10月，美国居民部门杠杆率的下行与实际薪资同比增速的上行揭示了美国经济的韧性，再抬头的通胀预期或使降息进程出现反复，也将使得25年的金价波动加剧。

图：SPDR黄金ETF持仓看重利率逻辑



图：美国居民资产负债表正在改善



2025年黄金板块展望：金价与黄金股的分化到回归

- 2024年的两个关键节点展现出权益投资者倾向于**兑现预期卖在左侧，等待平台突破讯号买在右侧**的交易风格——3月初，金价突破2100美金平台创历史新高，黄金股开启快速修复，3月1日~4月12日，COMEX黄金涨12.8%，以山黄为代表的股票快速修复涨幅45%以上。
- 8月23日，鲍威尔表示调整货币政策时间已到，9月降息已成定局，权益市场提前博弈降息后的金价走势，权益开始显著拉大与金价的背离。

图：2023-2024年金价与金股趋势



2025年黄金板块展望：金价与黄金股的分化到回归

• 看好金价上行，更看好黄金股的修复

——对金价而言：

- ①做短期交易的获利资金已逐步消化：金价于11月中旬回落至8月23日（首次降息预期落地时）的点位后企稳反弹；
- ②中国央行购金暂停购金后并未出现金价下跌，11月央行恢复购金，长期中枢有望持续抬升；
- ③特朗普交易与再通胀的担忧：特朗普的政策主张推升通胀预期；
- ④避险需求成为新常态：频繁出现的地缘冲突或将成为常态。

——对股票而言：股价与商品价格分化已久，股票端相对商品存在明显折价。

- 我们认为，相对韧性的美国经济将加剧美联储降息节奏的不可预测性，或将推升2025年金价的波动。但黄金价格上行的叙事依然完备，我们预计2025年金价仍有望在波动中上行，随着金价整数平台的不断突破，黄金股高弹性的修复行情有望开启。

表：黄金公司对比表（截至2024.12.25）

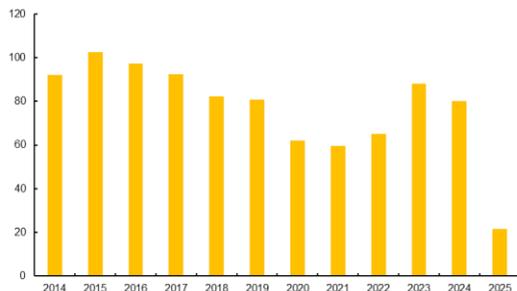
| | 市值（亿元） | 储量（2023年，吨） | 市值/储量(亿元/吨) | 黄金产量（2023年，吨） | 经营成本（2023年，黄金业务营业成本/黄金销售量）（元/克） |
|---------------|--------|-------------|-------------|---------------|---------------------------------|
| 紫金矿业（权益） | 3991 | 1148 | 3.5 | 57.3 | 223.1 |
| 山东黄金（权益） | 934 | 455 | 2.1 | 41.8 | 372.0 |
| 中金黄金 | 581 | 104 | 5.6 | 18.9 | 476.7 |
| 山金国际（权益） | 426 | 66 | 6.4 | 6.6 | 176.4 |
| 赤峰黄金（全口径） | 263 | - | - | 14.4 | 280.2 |
| 湖南黄金 | 194 | 142 | 1.4 | 3.9 | 425.1 |
| 招金矿业(H)（全口径） | 363 | 472 | 0.8 | 17.6 | 287 |
| 中国黄金国际(H)（权益） | 149 | 78 | 1.9 | 0.8 | 1611美元/盎司（长山壕矿） |

基本金属：供应约束支撑价格下限，需求弹性带来涨价空间

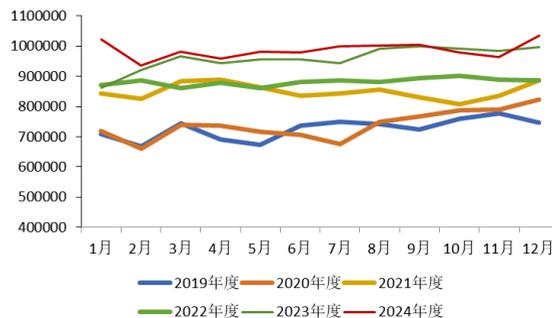
铜：矿端供应持续偏紧，低冶炼加工费或带来减产

- 1) **矿端**：25年全球铜矿产量增量约60万吨，增速接近3%，但考虑到往年铜矿实际生产均易受到干扰，实际产量增速或低于3%。
- 2) **冶炼**：25年矿企和冶炼厂长单TC价格敲定在21.25美金，该价格下不少冶炼厂经营压力较大，且随着2025年部分海外冶炼厂（卡莫阿）带来铜精矿出口的减量，散单TC价格不排除进一步下降，带来炼厂减产预期，部分缓解电解铜端的供应压力。

图：25年长单TC价格敲定在21.25美金



图：24年全年国内电解铜依然维持高产 (吨)



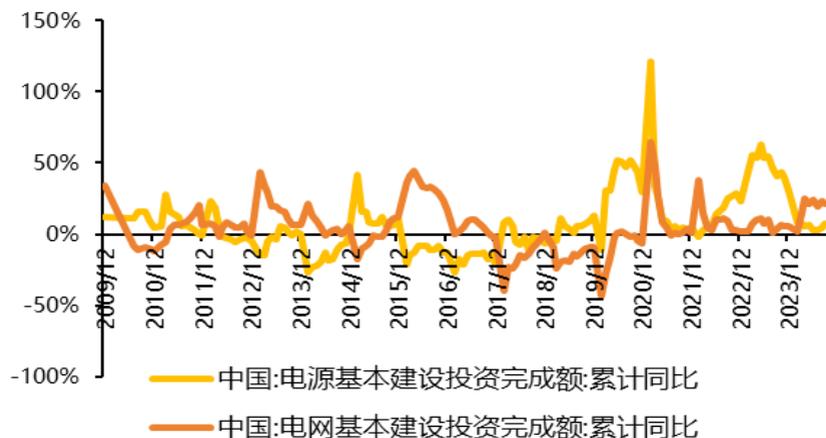
表：25年全球铜矿产量增量约60万吨

| 矿山 | 2025年增产 | 生产状态 |
|-------------------|---------|---------|
| QB2 | 4 | 爬产中 |
| 卡莫阿 | 10 | 24年6月投产 |
| Rajo Inca | 4 | 24年9月完成 |
| Sierra Gorda | 3 | 25年中 |
| Oyu Tolgoi | 2 | 25年继续爬产 |
| bambas | 5 | 2025年 |
| Malmyzhskoye | 10 | 25年 |
| 米拉多二期 | 5 | 25H2投产 |
| Tucuma | 3.5 | 24H2达产 |
| Toromocho Phase2 | 4 | 25年中 |
| Mantoverde | 5 | 24Q3投产 |
| Kansanshi Phase 3 | 3 | 25年中 |
| 甲玛铜矿 | 1.5 | 复产 |
| Mineral Park | 1.7 | 25年重启 |
| 合计 | 62 | |

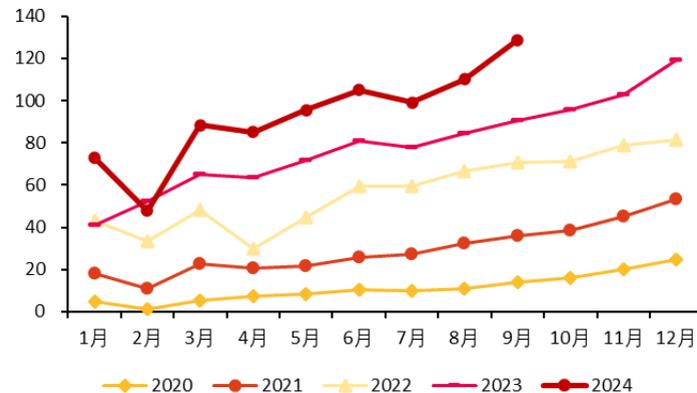
铜：电力需求相对持稳，制造业需求抵消地产减量

- 24年电网投资金额增速较高，但因铜价相对较高的涨幅以及更偏特高压的应用，对铜需求拉动相对偏弱。同时地产竣工领域对铜需求产生显著拖累。在家电、新能源车等需求高速增长的托底下，铜整体表观需求增速约2-3%。
- 25年电网方面需求预计仍将维持稳定，且同时考虑到地产基数较24年较低，其对铜需求的拖累程度或将显著小于24年。其他领域需求在国内政策托底以及海外降息背景下预计将迎来温和复苏，对铜需求提供托底。
- **投资建议：**25年铜的供应端增速接近3%，而需求端短期缺乏大的叙事，但在全球宏观复苏的背景下，需求向下有底，且供应端不排除干扰事件。铜价处在向下有底向上期待弹性的位置，标的方面，部分标的本身具有较强 α ，建议积极关注**金诚信、五矿资源以及龙头标的紫金矿业、洛阳钼业。**

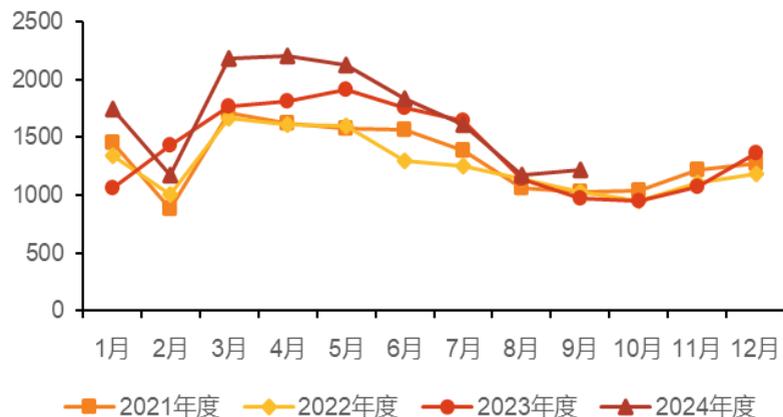
图：较高的电力投资增速未充分转化到对铜需求



图：新能源车销量高增速带来额外需求增量（万辆）



图：24年空调产量增速超预期（万台）



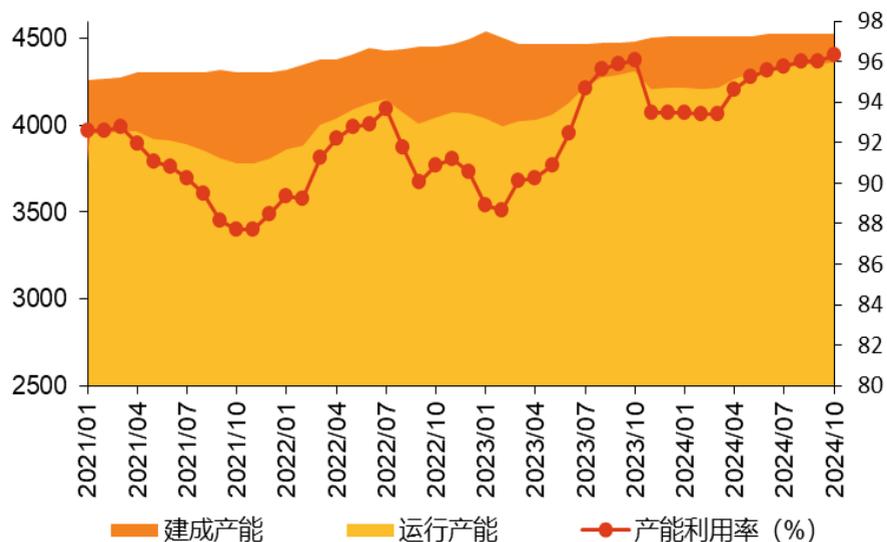
铜：供需平衡

| 单位：千吨 | 2023 | | | | | 2024f | | | | | 2025f | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Year | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Year | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Year |
| Mined output | 5,296 | 5,579 | 5,759 | 5,920 | 22,554 | 5,443 | 5,710 | 5,883 | 6,093 | 23,128 | 5,733 | 6,017 | 6,204 | 6,421 | 24,374 |
| Change YOY (%) | 1.3 | 2.3 | 2.9 | 1.2 | 1.9 | 2.8 | 2.3 | 2.1 | 2.9 | 2.5 | 5.3 | 5.4 | 5.5 | 5.4 | 5.4 |
| Smelter output | 4,773 | 4,802 | 5,087 | 5,062 | 19,723 | 5,067 | 5,040 | 5,261 | 5,247 | 20,615 | 5,400 | 5,383 | 5,607 | 5,593 | 21,983 |
| Change YOY (%) | 0.3 | 2.5 | 5.6 | 5.2 | 3.4 | 6.2 | 5.0 | 3.4 | 3.7 | 4.5 | 6.6 | 6.8 | 6.6 | 6.6 | 6.6 |
| Refined output | 6,400 | 6,325 | 6,584 | 6,871 | 26,180 | 6,576 | 6,628 | 6,814 | 7,007 | 27,024 | 6,845 | 6,902 | 7,098 | 7,301 | 28,147 |
| Change YOY (%) | 5.1 | 1.3 | 4.0 | 7.0 | 4.4 | 2.8 | 4.8 | 3.5 | 2.0 | 3.2 | 4.1 | 4.1 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| Refined use | 6,104 | 6,415 | 6,561 | 6,946 | 26,026 | 6,344 | 6,699 | 6,822 | 6,988 | 26,853 | 6,578 | 6,946 | 7,073 | 7,245 | 27,843 |
| Change YOY (%) | 1.3 | 0.3 | 1.4 | 8.5 | 2.9 | 3.9 | 4.4 | 4.0 | 0.6 | 3.2 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| Refined balance | 295 | -90 | 23 | -75 | 154 | 232 | -72 | -8 | 20 | 171 | 268 | -44 | 24 | 56 | 304 |

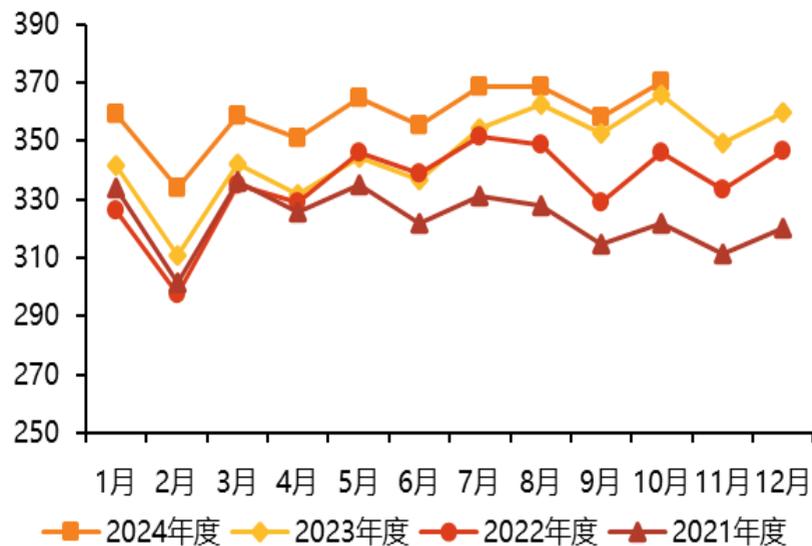
铝：供应天花板真正产生约束，供应端具有较强确定性

- 截至24年10月，国内电解铝建成产能4529万吨，运行产能4361万吨，基本接近4500万吨产能天花板，后续进一步提升空间有限。
- 24年在云南电解铝复产以及部分新投项目释放产能的基础上，国内电解铝产量增速约在4%，依然维持前几年的高增速。而自25年起，我们认为供应天花板将真正产生约束，国内电解铝产量增速或将迎来系统性下滑，25年增速预计不超过2%。

图：国内电解铝运行产能达到4361万吨



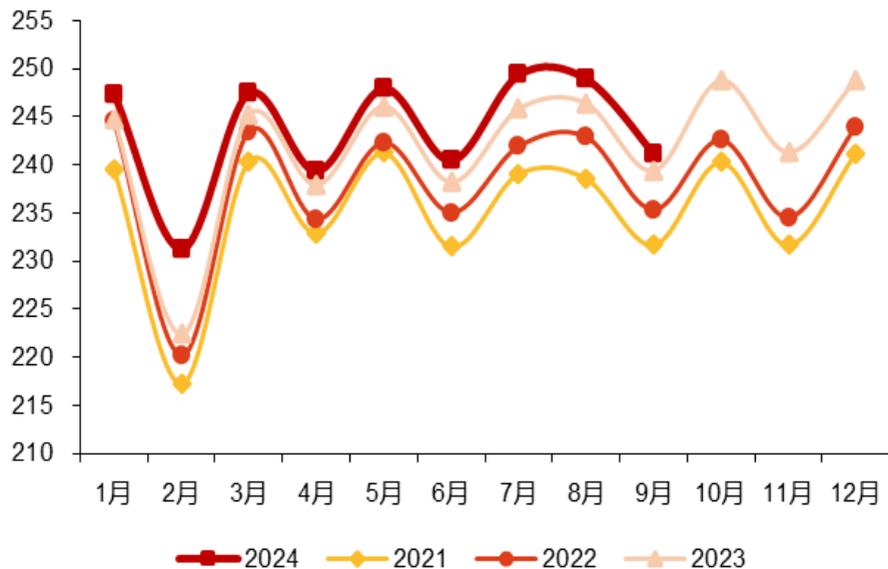
图：24年国内电解铝产量依然维持高增速（万吨）



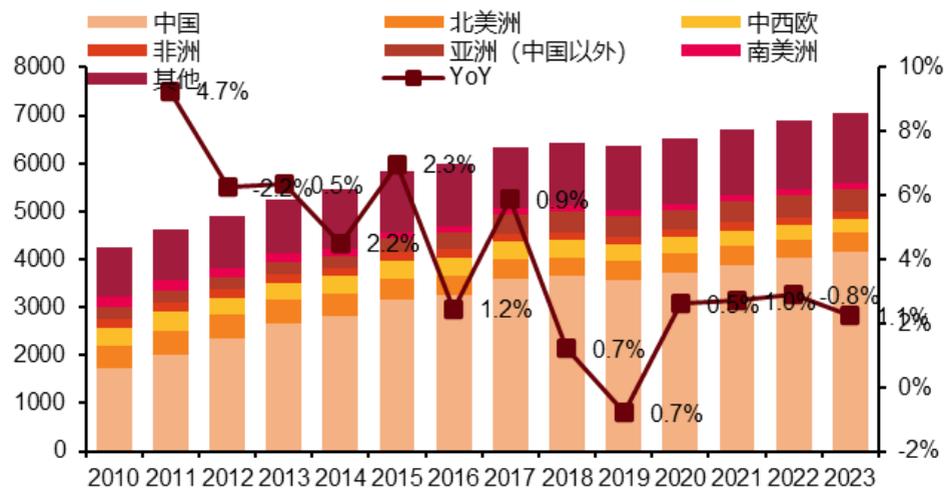
铝：海外供应受制于基建及电厂配套

- 海外电解铝产量相对稳定，中西欧因停产贡献一定减量。国内电解铝产量占全球比重逐年提升，贡献全球主要产量增量。近年来海外电解铝产量相对稳定。因能源价格高企，21年以来欧美较多铝厂减产或关闭，至今尚未恢复。
- 新投产能受制于基建及电力供应，放量较慢。海外新投产能主要集中在印尼，但印尼当地基建较差，且受限于国内不对外输出火电的承诺，电厂配套也有一定不确定性，整体项目进度偏慢，短期内不会对供应产生较大冲击。

图：海外电解铝产量近年来增速较低（万吨）



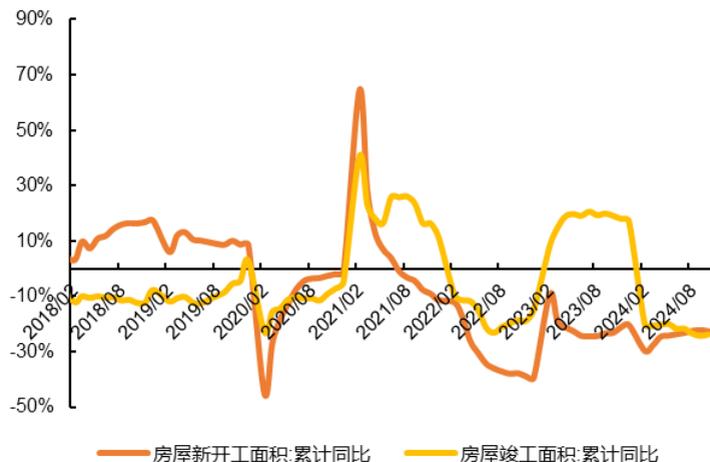
图：近几年全球电解铝产量增量主要来自于国内（万吨）



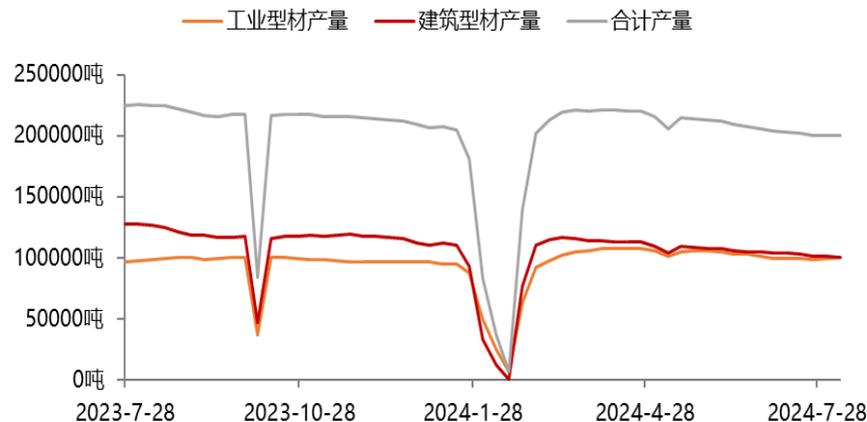
铝：地产需求拖累程度边际减弱

- **建筑地产为铝第一大应用领域，是市场对24年铝需求最担心的环节。**建筑地产占电解铝下游需求比重较高，铝在建筑地产中主要应用于门窗、幕墙等，受竣工端影响较大。23年底市场对24年竣工需求有较大担忧，拖累铝板块股价走势。24年竣工需求确实发生大规模滑坡，但铝建筑型材产量降速不及竣工面积降速，我们认为制造业投资、二手房翻新等需求或对住宅竣工形成对冲。25年在经历过24年的滑坡后，地产用铝基数下降，对铝的需求拖累进一步减弱。

图：24年1-10月房屋竣工面积同比-24%



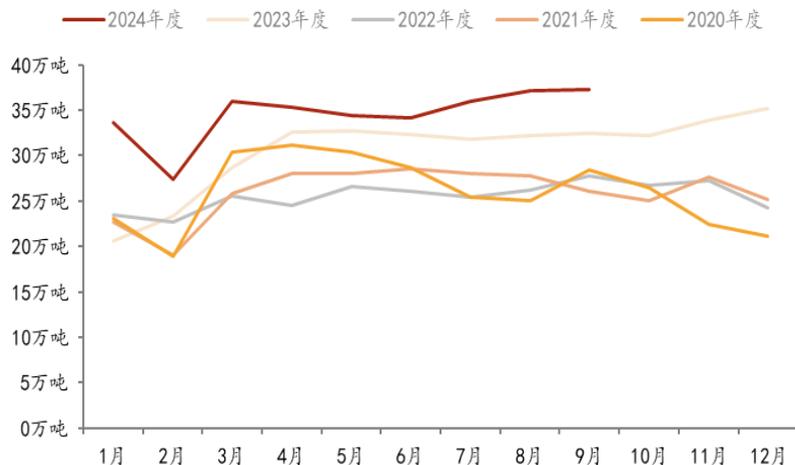
图：工业型材产量对冲建筑型材（周度产量）



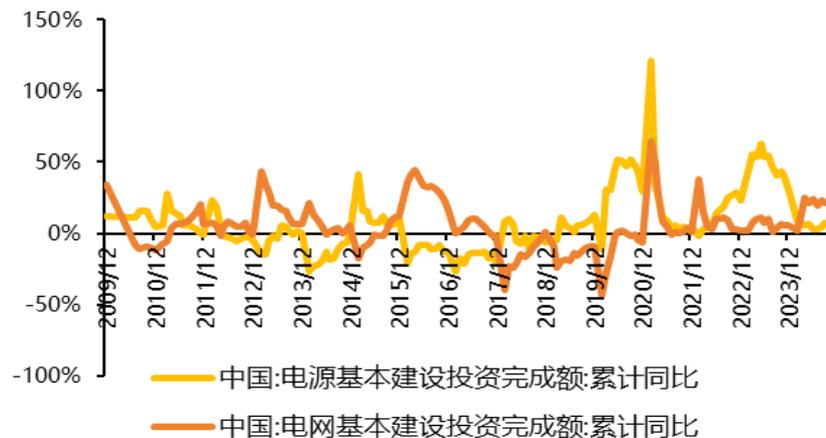
铝：地产以外其他领域需求多点开花

- **地产以外其他需求多点开花。**除建筑地产对铝需求产生一定拖累，其他需求领域如电力、空调、新能源汽车、光伏组件以及铝材出口需求同比均实现较大增长，抵消地产拖累之外，国内铝24年表观消费量超过4%。
- 25年需求端的弹性虽有一定不确定性，但一方面需求较为分散的特征也使得单一需求冲击较小，另一方面较低的供应增速下边际的需求弹性即有望带来价格的上涨。
- **投资建议：**电解铝供应紧张背景下，考虑到需求在政策发力下的潜在弹性，建议关注电解铝标的，建议关注一体化程度高的中国宏桥、中国铝业、天山铝业以及受益于氧化铝跌价的神火股份、云铝股份。

图：国内铝杆产量维持高速增长



图：电源及电网投资增速维持高位



稀土&永磁：继往开来，产业重塑下新周期将至

稀土：供给格局进一步优化——国内已形成南北大集团格局

- 从六大稀土集团到南北大集团格局，供给端重塑已获得阶段性成果。稀土近十几年的发展脉络非常清晰，简单概括就是从无序到集团化管控，**持续进行稀土行业供给优化**：
 - 1) 六大稀土集团：2015年，随着稀土出口配额和出口关税的取消，大型稀土集团组建工作基本验收完成，中铝公司、北方稀土、厦门钨业、中国五矿、广东稀土、南方稀土6家稀土大集团主导产业的格局形成；
 - 2) 中国稀土集团成立：2021年，央企中国稀土集团成立，开启了新一轮稀土资产的战略重组，将中国铝业集团有限公司、中国五矿集团有限公司、赣州稀土集团旗下相关稀土公司股权都整体划入中国稀土集团，行业格局进一步优化；
 - 3) 南北大集团格局：2023年，中国稀土集团持续进行行业整合，与厦门钨业签订《合作框架协议》，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；并于同年与广晟集团签订股权无偿划转协议，拟将广东稀土集团的100%股权无偿划转至中国稀土集团。至此，稀土供给端的重塑已获得阶段性成果，逐步从六大稀土集团发展成南北大集团格局。

图：供给格局持续优化



稀土：供给格局进一步优化——国内指标呈现收紧趋势

- 国内供给严格实行总量指标控制。中重稀土继续严控，轻稀土有序放开，更进一步，**考虑到市场供需情况转变，2024年全年指标已相对收紧**。2024年第二批稀土开采总量控制指标为135000吨，去年下半年第二、三批指标合计135000吨，同比无增长。2024年前两批指标合计27万吨，相比去年全年指标仅增加1.5万吨，增幅为5.88%，增速已大幅放缓。考虑到稀土基本面已度过大幅供不应求时期，预期后续指标释放仍延续收紧趋势。

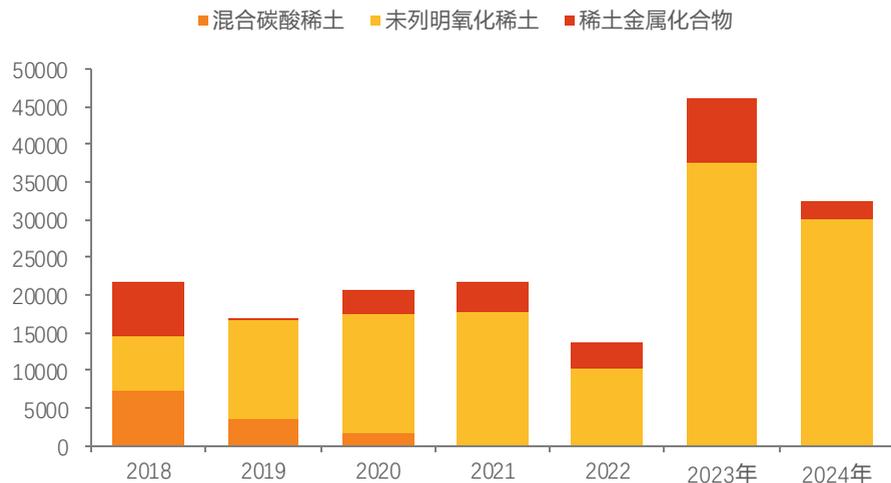
图：历年稀土指标（单位：吨）

| 序号 | 稀土集团 | 资源类型 | 22年第一批 | 22年第二批 | 23年第一批 | 23年第二批 | 23年第三批 | 稀土集团 | 24年第一批 | 24年第二批 | 24年第一、 二批合计 | 第二批同比增量（比23年 下半年即第二、三批指标 合计） | 同比第二批 增速 |
|----|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------------|--------|--------|----------------|------------------------------------|-------------|
| 1 | 中国稀土集团有限公司 | | 36906 | 25304 | 35548 | 31662 | 3000 | 中国稀土集团 有限公司 | 40420 | 40930 | 81350 | 3637 | 19% |
| | | 轻稀土 | 29100 | 20100 | 28114 | 26086 | 3000 | | 30280 | 31920 | 62200 | 2834 | |
| | | 中重稀土 | 7806 | 5204 | 7434 | 5576 | | | 10140 | 9010 | 19150 | 803 | |
| 2 | 广东省稀土产业集团有限 | 中重稀土 | 1620 | 1080 | 1543 | 1157 | | | | | | | |
| 3 | 厦门钨业股份有限公司 | 中重稀土 | 2064 | 1376 | 1966 | 1474 | | | | | | | |
| 4 | 北方稀土（集团）高科技 股份有限公司 | 轻稀土 | 60210 | 81440 | 80943 | 85707 | 12000 | 北方稀土（集 团）高科技股 份有限公司 | 94580 | 94070 | 188650 | -3637 | 9.76% |
| | | 北方稀土占比 | 60% | 75% | 67% | 71% | 70.06% | | 69.68% | | | | |
| 合计 | | | 100800 | 109200 | 120000 | 120000 | 15000 | | 135000 | 135000 | 270000 | 0 | 12.50% |
| | | 轻稀土 | 89310 | 101540 | 109057 | 111793 | 15000 | | 124860 | 125990 | 250850 | -803 | 12.70% |
| | | 中重稀土 | 11490 | 7660 | 10943 | 8207 | 0 | | 10140 | 9010 | 19150 | 803 | 9.78% |

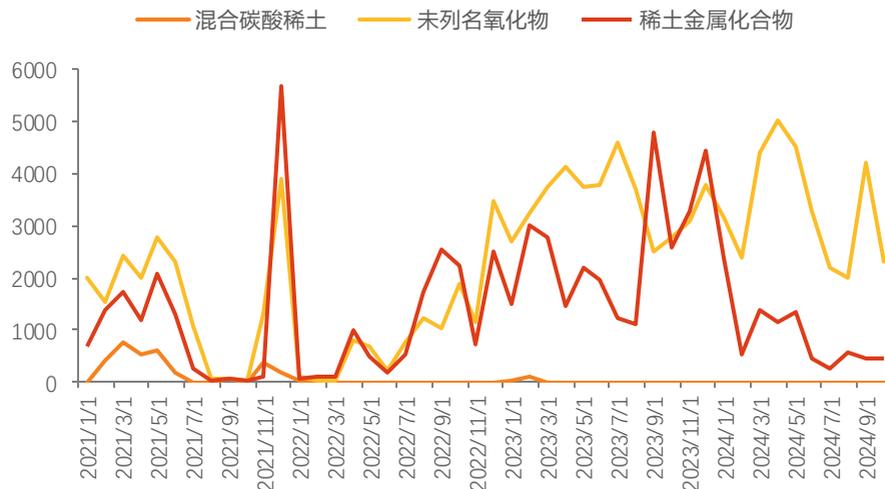
稀土：供给格局进一步优化——废料回收不合规产能已出清&进口矿已呈减少趋势

- 稀土供给端持续优化方向不改。《稀土管理条例》在2024年10月1日正式施行，其中明确说明综合利用企业不得用原矿，进一步优化供应。
- 更进一步，进口矿的进一步优化管理也在路上，从2024年5月开始进口的缅甸矿已呈现出下降趋势。**中长期来看，随着缅甸稀土矿的大量开采，优质资源供给不断减少，以及地缘冲突等问题，产量或难以长期维持增长态势。**

图：缅甸矿进口数量（单位:吨REO）



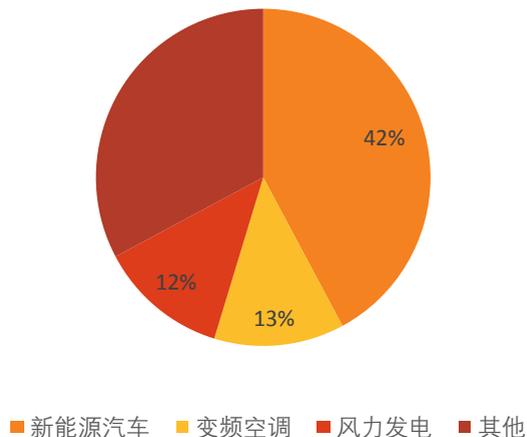
图：缅甸矿月度进口数量（单位:实物吨）



稀土永磁：万物电驱下远期需求空间广阔

- 原有应用领域的持续深化和新应用领域的不断出现为稀土行业注入了长期成长动力。复盘历史，高性能钕铁硼永磁材料的应用场景从传统的**消费电子**→**风电**→**新能源汽车等新兴领域**，应用场景持续突破，往后看**人形机器人**、**节能电机**等领域也为永磁材料提供了广阔发展空间。最为重要的是，这种动力在“万物电驱”时代有望更加强劲。
- ✓ **新能源汽车**：当前需求增量主要来源于新能源汽车。从高性能钕铁硼需求结构来看，新能源汽车占比已从2018年的13%提升至2023年的42%，新能源汽车所带来的增量已经成为稀土需求增加的主要驱动。假设2026年全球新能源汽车销量达到约2400万辆以上，预计2026年新能源车对稀土永磁需求量将达到8万吨以上。伴随着需求结构逐步由新能源主导，一定程度上保证了稀土大方向上的成长性。

图：高性能稀土永磁材料全球消费量（2023年）



表：全球新能源汽车磁材需求测算

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 中国新能源汽车(万辆) | 688 | 949 | 1253 | 1480 | 1759 |
| BEV | 537 | 669 | 749 | 824 | 906 |
| PHEV | 152 | 280 | 505 | 656 | 853 |
| 海外新能源汽车(万辆) | 364 | 471 | 479 | 550 | 681 |
| BEV | 232 | 331 | 343 | 394 | 509 |
| PHEV | 132 | 140 | 136 | 156 | 172 |
| 全球新能源车合计(万辆) | 1052 | 1420 | 1732 | 2030 | 2440 |
| 单车用量-EV乘用车(kg/辆) | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 |
| 单车用量-PHEV乘用车(kg/辆) | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 国内钕铁硼需求(吨) | 20540 | 26464 | 35254 | 45459 | 58705 |
| YOY | 83% | 29% | 33% | 29% | 29% |
| 海外钕铁硼需求(吨) | 10465 | 13134 | 13835 | 17471 | 24429 |
| YOY | 8% | 25% | 5% | 26% | 40% |
| 合计(吨) | 31005 | 39598 | 49089 | 62930 | 83134 |
| YOY | 48% | 28% | 24% | 28% | 32% |

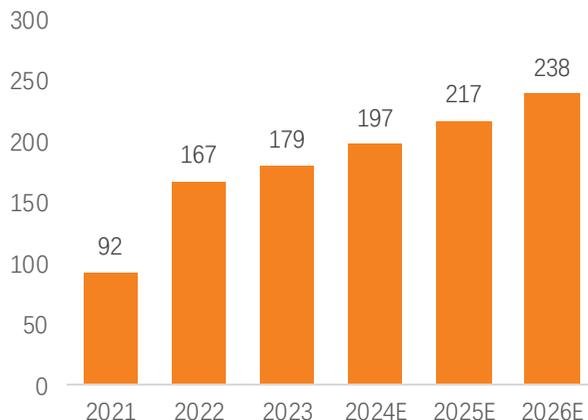
稀土永磁：万物电驱下远期需求空间广阔

- ✓ **人形机器人**：人形机器人有望打开磁材中长期成长空间。人形机器人全身约40个关节，关键部位使用的电机具有低转速、大扭矩、过载能力强、响应快、体积小等优点，钕铁硼作为综合素质最优的第三代稀土永磁体，可以很好的满足机器人电机需求，高性能磁材或成为人形机器人的关键材料。更为重要的是，**伴随着机器人更“拟人化”下的自由度提升，如Optimus的灵巧从11个自由度提升至22个**，对应电机和磁材用量也较前次产品大幅提升。往后看伴随着人形机器人从0→1快速发展，高性能磁材空间广阔。
- ✓ **节能电机**：节能电机中磁材潜在的需求增量堪比新能源车市场，存量替换规模高达80万吨。截至2020年，工业电机存量规模约40亿千瓦，假设1kw功率电机单耗200g，存量替换市场规模约80万吨磁材。2023年，我国高效电机产量179GW，同比增加7%，后续伴随以旧换新政策有望进一步拉动需求，保守估计后续每年按10%增速，预计2026年高效电机产量有望至238GW，若稀土永磁渗透率为60%，则对应磁材需求近3万吨。

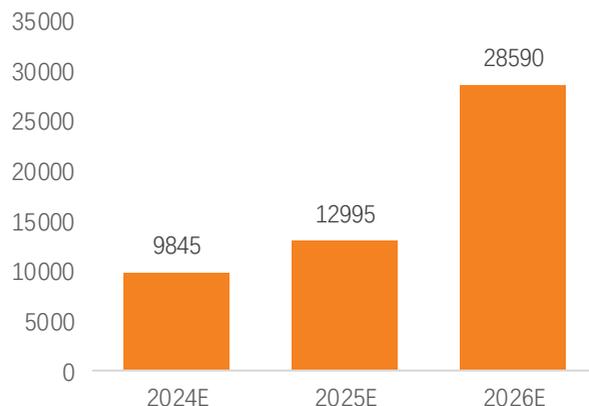
图：Optimus机器人



图：高效电机产量及预测（GW）



图：高效电机对应磁材需求（吨）



稀土永磁：继往开来，产业重塑下新周期将至

- **稀土供需平衡将逐步呈现出紧张趋势。**从需求端来看，以新能源汽车为代表的诸多领域将驱动高性能钕铁硼需求仍维持较高增速，预计2024-2026年对氧化镨钕的需求量分别为9.69、10.86和13.00万吨，同比增速分别为12%、12%和20%；从供给端来看，氧化镨钕2024-2026年的供应量分别为10.10、10.49和11.28万吨，同比增速分别为1%、4%和8%，供需格局逐步趋紧。
- 万物电驱时代下，长期来看高性能钕铁硼磁材需求空间广阔，而中短期来看，需求仍将受益于新能源汽车领域较高的增速和设备更新以及消费品以旧换新政策影响；但供给端较为刚性，预计稀土供需平衡将逐步呈现出紧张趋势。
- **稀土板块正迎“基本面+情绪面”共振向上时期，要足够重视板块的“战略性机会”**，仅从基本面角度看，在产业供需双优化背景下，稀土价格中枢有望持续提升，更为重要的是稀土价格上涨持续性以及公司盈利兑现度将得到大幅改善。建议关注产业链标的：1) 稀土资源：**北方稀土、中国稀土**等；2) 稀土永磁：**金力永磁、宁波韵升、正海磁材**等。

表：稀土供需平衡表

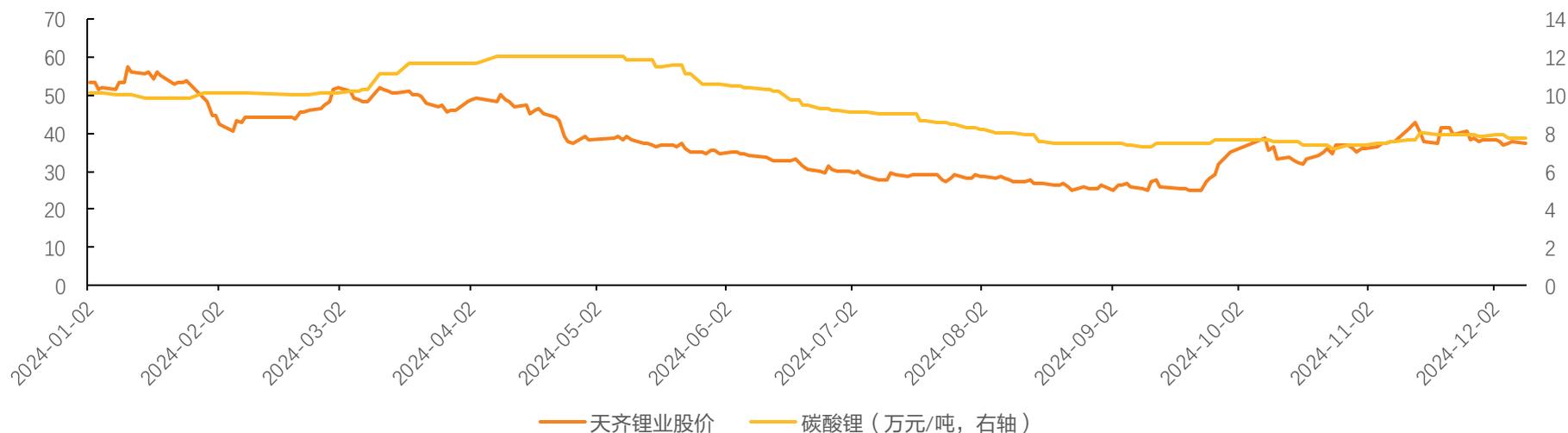
| 单位：吨 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 全球氧化镨钕需求量 | 76,429 | 86,677 | 96,884 | 108,607 | 129,966 |
| yoy change | -3% | 13% | 12% | 12% | 20% |
| change | -2,481 | 10,248 | 10,207 | 11,723 | 21,359 |
| 全球氧化镨钕供应量 | 83,990 | 100,316 | 100,997 | 104,943 | 112,837 |
| yoy change | 19% | 19% | 1% | 4% | 8% |
| change | 13,128 | 16,326 | 681 | 3,946 | 7,894 |
| 供需平衡（-不足/+过剩） | 7,561 | 13,639 | 4,113 | -3,664 | -17,129 |

能源金属：底部已现，锂资源核心价值也将“拨云见日”

锂：价格的相对底部区间已经看到

- 2024年锂价仍在筑底过程中：碳酸锂价格从年初的10万元/吨最低跌至9月的7.25万元/吨，虽然在Q2小幅反弹至12万，但趋势上仍不改下行方向。
- 但很明显——自9月底以来，锂价未改趋势性下跌，但股票端已开始止跌回升。也正是如此，我们需要进一步探讨站在当下行业到底发生了什么变化，企稳回升的股价背后是什么原因支撑：
 - ✓ 澳矿的一系列减停产，盐湖的超高前期投入，让原本乐观的供给打了折扣；
 - ✓ 担心的需求侧在年底排产超预期和“固态电池”等催化下变得更积极起来；
 - ✓ 大型矿企的频频出手，进一步夯实了“底”；
- 往后看，我们是不是可以看长一点，从变化中重新审视这一核心能源金属的价值。

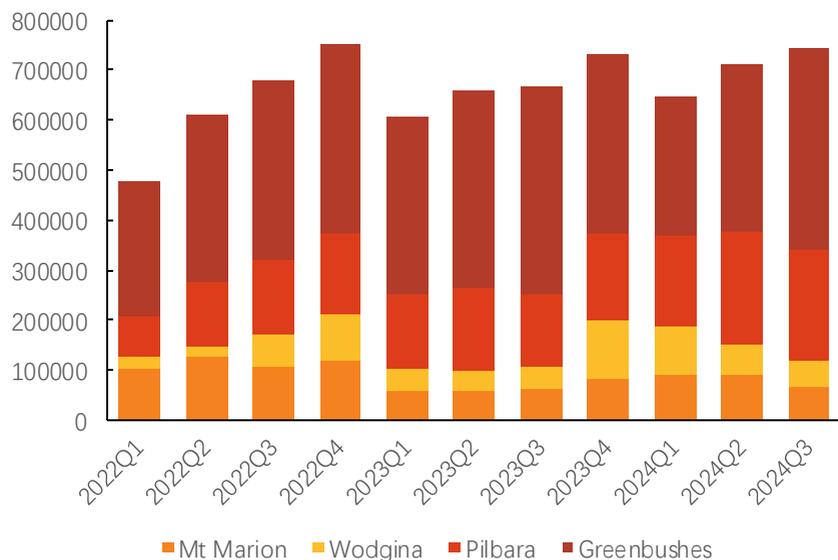
图：2024年锂价与股价复盘



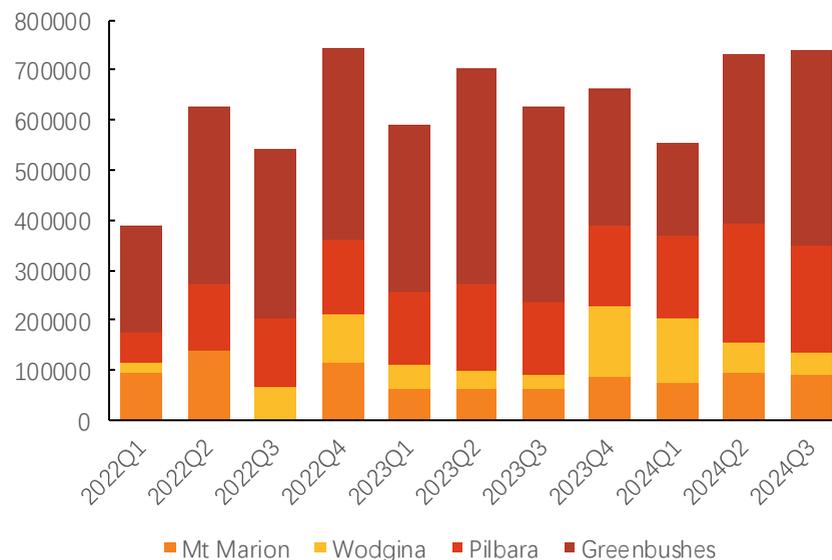
锂：低价下的供给扰动频繁——澳矿的一系列停减产，盐湖的超高前期投入

- 西澳锂矿产量同环比均增长：**2024年Q3西澳地区产销量同比环比均上升，主要矿山锂精矿产量合计约74.51万吨，同比+12%，环比+5%；主要矿山锂精矿销量合计约74.15万吨，同比+18%，环比+1%。

图：西澳锂精矿产量情况（吨）



图：西澳锂精矿销量情况（吨）



锂：低价下的供给扰动频繁——澳矿一系列停减产，盐湖的超高前期投入

- **当前价格已经在考验人们熟知的低成本澳矿供应：** Finniss年初停产、Cattlin年中暂停扩产、宁德时代矿停产，到现阶段Pilbara计划将Ngungaju工厂维护并下修产量指引、Liontown削减Kathleen Valley锂矿产出目标、到近期爆点Bald Hill进行维护和保养，核心就是当前价格已经在考验人们熟知的低成本澳矿供应（19年-20年锂价下行周期中，同样是Bald Hill、Wodgina等矿山停产）。
- **盐湖的超高前期投入，当前锂价或难顺利释放产量：** 在资本开支方面，蓝科锂业二期2万吨/年电池级碳酸锂项目经优化后总投资为25.47亿元，相比于膜法、电渗析等工艺，吸附技术整体的资本开支较高。整体来看，对于盐湖提锂来说，全球单吨资本开支在1.7万美元/吨LCE以上。

图：澳矿一系列减停产

| 项目 | 时间 | 影响 |
|-----------------|-------------|---|
| Finniss | 2024年1月 | Core公司决定于2024年1月暂停Finniss的所有采矿作业，在半年报中更是明确所有采矿和加工作业都已暂停 |
| Wodgina | 2024年7月 | Mineral Resources指出其Wodgina矿山的扩建计划将推迟 |
| Mt Cattlin | 2024年9月 | Arcadium Lithium 宣布暂停Mt Cattlin矿区的4A阶段剥离工作和第三阶段之后的扩张投资。此外，公司计划在2025年上半年完成第3阶段采矿和矿石加工后，将Mt Cattlin站点转为维护与保养状态。 |
| Ngungaju工厂 | 2024年10月 | Pilbara表示计划从12月1日起将Ngungaju工厂置于维护状态，同时将2025财年锂精矿产量指引下调10万吨至70万吨至74万吨 |
| Kathleen Valley | 2024年11月11日 | Liontown Resources削减旗下旗舰Kathleen Valley锂矿产出目标，并表示将削减成本以适应锂价低迷的局面，宣布了1亿澳元的成本削减；计划将2027财年末的矿石产量目标从此前每年300万吨下调至280万吨 |
| Bald Hill | 2024年11月13日 | MinRes表示从11月起对Bald Hill 立即停止矿场运营，该矿的最后一批锂精矿预计将于12月售出，2025财年的发货量预估将从原先预估的12万至14.5万吨下调至6万吨 |

图：盐湖资本开支

| 公司 | 项目 | 扩产产能 | 资本开支 | 单吨资本开支（/吨LCE） |
|--------|--------------------------|-------|----------|---------------|
| 蓝科锂业项目 | 2万吨/年电池级碳酸锂项目 | 2万吨/年 | 25.47亿元 | 12.74万元 |
| 盐湖股份 | 4万吨/年基础锂盐一体化项目 | 4万吨/年 | 70.82亿元 | 17.71万元 |
| 赣锋锂业 | 阿根廷Cauchari-Olaroz盐湖项目一期 | 4万吨/年 | 7.41 亿美元 | 1.85万美元 |

锂：大型矿企出手——价值确认

- 大型矿企业频频出手：**1) 10月力拓公布将以全现金交易方式收购Arcadium，对其估值67亿美元（每股5.85美元）。更进一步，该交易较Arcadium公布前3.08美元的收盘价溢价达90%，并且双方交易值也高于此前市场预期的40亿-60亿美元，此次收购对价大概在1xPB水平。2) 美国Piedmont Lithium与澳大利亚Sayona Mining合并，双方计划共筹资约9800万美元，预计2025年合并形成MergeCo。合并后，MergeCo将成为北美最大硬岩锂矿生产商。
- 密集发布的探采矿权成交结果凸显锂资源价值：**天华新能以25.1亿元竞得宜丰县左家里矿区陶瓷土（含锂）矿采矿权，氧化锂量63.88万吨，平均品位0.31%；四川资源集团以24.62亿元拿下麦基坦锂矿勘查探矿权，总面积20.38平方千米，氧化锂资源量为88.55万吨，平均品位1.5%（与此前Pilbara Minerals收购Latin Resources对价相似，其Colina矿床探明+推定矿石资源量7090万吨，锂品位1.25%，氧化锂约88.6万吨）。

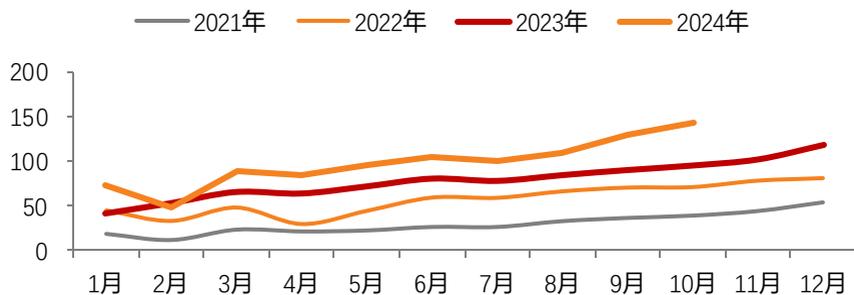
图：2024年主要探/采矿权成交情况

| 公司 | 项目 | 日期 | 对价 | Li ₂ O量 | 平均品位 |
|------------------|---------------------|-------------|---------|--------------------|-------|
| 天华新能 | 宜丰县左家里矿区陶瓷土（含锂）矿采矿权 | 2024年11月28日 | 25.1亿元 | 63.88万吨 | 0.31% |
| 四川资源集团 | 四川省甘孜州麦基坦锂矿勘查探矿权 | 2024年12月3日 | 24.62亿元 | 88.55万吨 | 1.50% |
| Pilbara Minerals | Latin Resources | 2024年8月15日 | 5.6亿澳元 | 88.6万吨 | 1.25% |

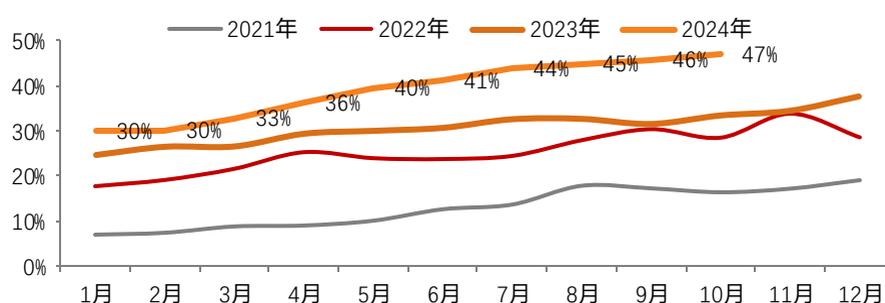
锂：需求侧——新能源汽车&储能持续高景气

- 国内新能源汽车渗透率达到47%：24年1-10月，国内新能源汽车产销分别达到977.4万辆和975万辆，同比增长34%和35%，渗透率达到40%。其中10月新能源汽车销量143万辆，渗透率达到47%。
- 美国：24年1-10月新能源汽车销量127万辆，同比增长15%，其中10月新能源汽车销量为13.82万辆，渗透率9.8%。
- 欧洲：24年1-10月欧洲六国新能源汽车销量121.52万辆，同比-14%。

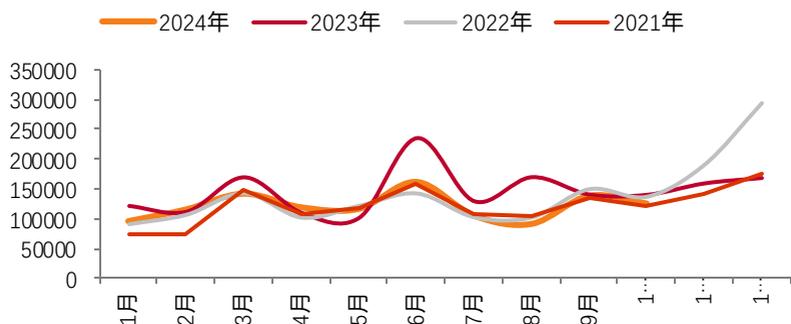
图：国内新能源汽车销量（万辆）



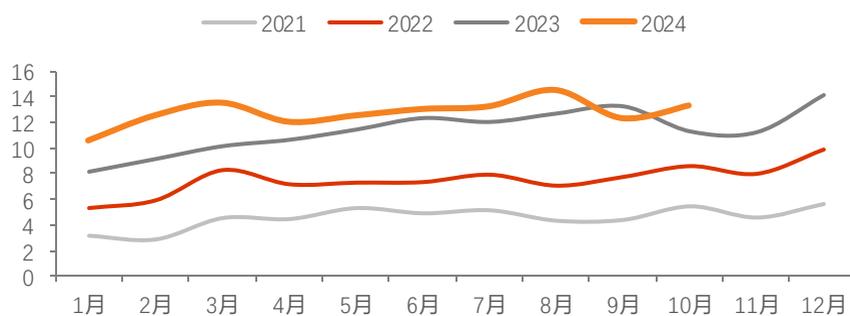
图：国内新能源汽车渗透率



图：欧洲新能源汽车销量（辆）



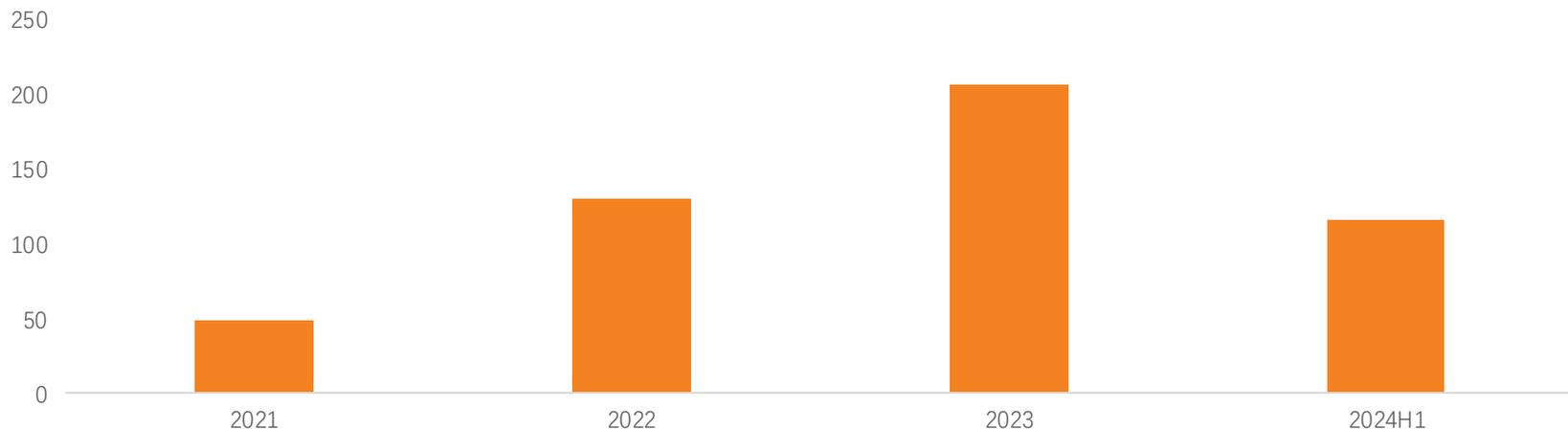
图：美国新能源汽车销量（万辆）



锂：需求侧——新能源汽车&储能持续高景气

- 储能市场表现亮眼：**根据高工产研储能研究所(GGII)调研统计，2024年上半年中国储能锂电池出货量116GWh，相较2023年上半年87GWh，增长41%。其中一季度出货量40GWh，二季度出货量76GWh。GGII预计2024年全年储能锂电池出货量超240GWh，其中电力储能将成为2024年增长最主要驱动力。据CESA储能应用分会产业数据库不完全统计，2024年前三季度全球储能电池出货量超215GWh，中国企业储能电池出货量超200GWh，全球市场占有率超过93%。其中，宁德时代储能电池出货量约75GWh，全球市场占有率34.80%，居全球第一，全年储能电池出货预期105GWh；亿纬锂能储能电池出货量35.73GWh，全球市占率16.58%，位列全球第二，全年出货预期50GWh。

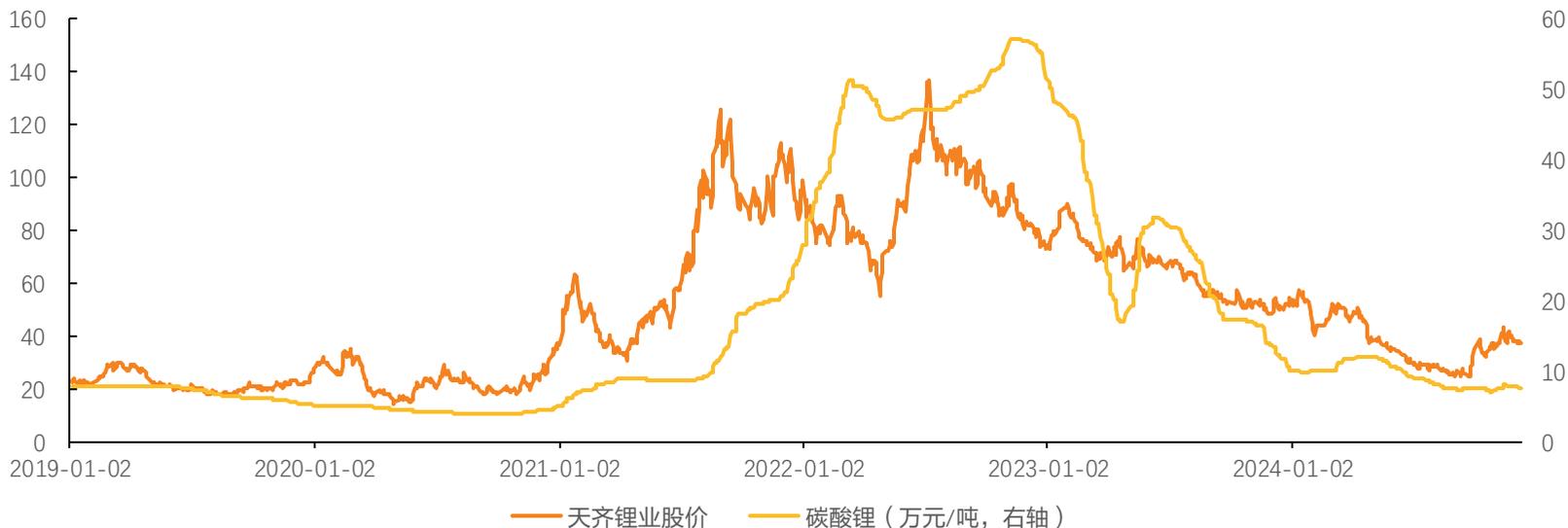
图：国内储能电池出货量（GWh）



锂：价格的相对底部区间已经看到

- 2020-2022年见证了锂价的大周期，可以看到，股价先于锂价反应：上轮周期由于供需错配，锂价一度涨至约60万元/吨。复盘来看，股价均先于锂价反应，平均至少领先4个月反应，具体来看：
 - 2020年4月股价见底，2020年9月锂价见底，股价提前见底约5个月；
 - 2021年8月股价第一次冲高回落，后在22年7月股价见顶，锂价在22年11月见顶，提前见顶4-12月；
- 投资建议：锂矿已逐渐走出行业反转趋势，供需基本面也在向好变化的路上，更为重要的是，在本轮下行周期中其实已经看到了锂价的相对底部区间，往后看我们最不应忽视的就是——资源端的弹性。按照平均至少提前半年反应，建议持续关注：赣锋锂业、天齐锂业、雅化集团、永兴材料、盐湖股份、中矿资源等。

图：上一轮锂价与股价复盘



战略金属：资源之扼，价值重估

战略金属：资源之扼，价值重估

- **全球对话之门渐掩，引发了对稀贵金属战略价值的觉察。**近年来，随着逆全球化趋势的加剧，战略矿产作为支持制造业升级与军事工业发展的重要原料，其战略价值与经济价值逐渐被国家与市场所认知。在逐年加强的关键原料出口管制背后，一方面是针对西方国家制裁的反击，另一方面代表了我国扶持国产产业链自主可控的国家意志。
- **中期到终局，战略金属估值提升的底气在哪？**
 - 1) **中期看，战略地位提升意味着稀贵金属不再会被贱卖。**曾经，中国稀有金属经历了过度开采与出口恶性竞争，宝贵的资源以低价流失。近两年来小金属战略地位的不断提升，保护意识的觉醒与本就偏低的元素丰度限制了供应端的无序增长，给予了价格中枢坚实的承托。
 - 2) **长期看，我们认为原料留在国内只是起点，产业链自主可控才是终局，短期缺失的出口需求将随自主产业链的崛起由内需补足。**战略金属的紧供给赋予弹性，需求端随内需高增，高价格弹性+强战略站位，给予其高于板块平均的估值溢价。终局看，随着战略金属深度参与自主产业链的搭建，**战略金属股票有望逐渐脱离资源股估值框架，融合进军工、电子材料价值链，对标军工、电子新材料股系统性提升板块估值。**
- **投资建议：短期关注海内外价差扩大，长期关注高景气终端的需求韧性**
 - 1) 短期看，随着出口管制的加强，海外金属价格相对内盘存在溢价确定性较强，**建议关注在海外有资源端布局的：华钰矿业，中矿资源。**
 - 2) 中长期看，选择需求景气度高+下游产业链自主可控趋势强的战略品种，**建议关注半导体产业链相关小金属：云南锗业（锗）、中国铝业（镓）、金钼股份+中钨高新+安泰科技（钨钼靶材）、锡业股份+华锡有色（锡&铟）、东方钽业（钽铌）。**

锡：供应侧或迎补充，供需结构有望维持紧平衡

• 2024年锡价复盘——紧供给+强需求推升锡价中枢上移，佹邦复产预期反复放大价格波动

——截至2024.12.27，SHFE锡全年涨幅11.93%，均价25.38万/吨，最大值29.45万/吨，最小值20.81万/吨；LME锡全年涨幅12.89%，均价3.02万美国/吨，最大值3.61万美国/吨，最小值2.41万美国/吨。

——2024年锡均价较23年抬升约4万元/吨，虽然佹邦复产预期反复对锡价造成阶段性冲击，但锡需求的趋好给予价格中枢坚实支撑。

图：2024年锡价格复盘



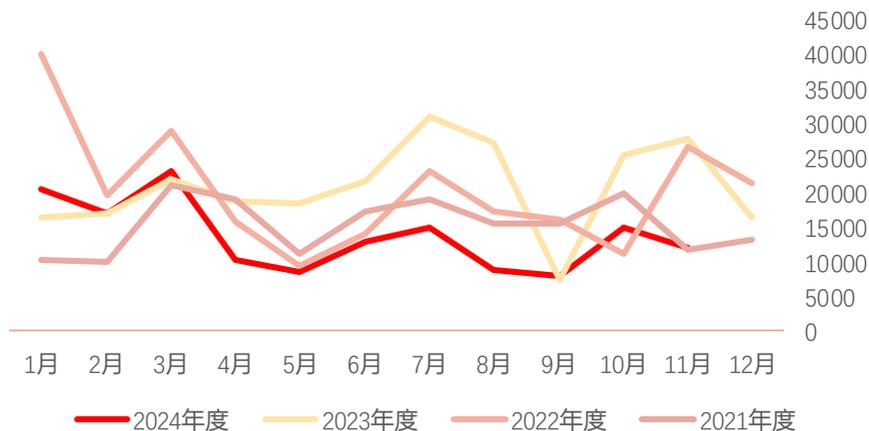
锡：供应侧或迎补充，供需结构有望维持紧平衡

• 2024年锡供应侧回顾：原料供给扰动持续，下半年去库趋势良好

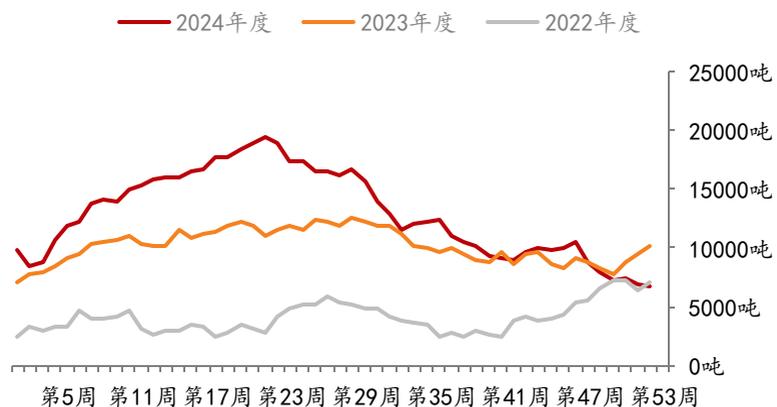
——进口扰动持续：锡精矿进口端，缅甸受禁矿影响呈现减量，刚果金随着Bisie项目投产进口有所增长，截至2024年11月，中国锡精矿累计进口5.1万金属吨，累计同比-5.24%；精炼锡进口端，上半年受出口许可证审批影响，印尼精炼锡累计进口1.31万金属吨，累计同比-40.23%。

——库存先增后减：上半年随着隐形库存显性化，锡锭出现大幅累库，下半年受益供需结构改善，去库趋势良好。

图：2024年全球锡精矿进口数量低（吨）



图：24H2锡锭库存维持去库



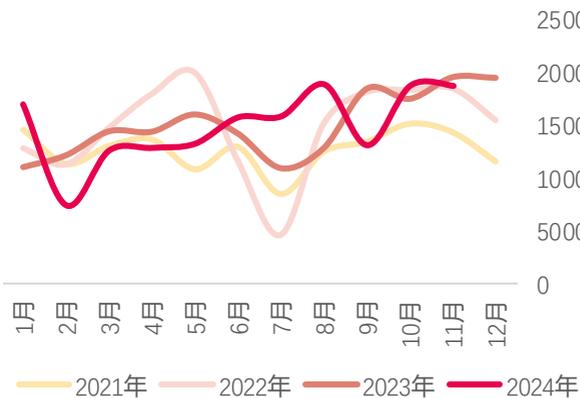
锡：供应侧或迎补充，供需结构有望维持紧平衡

• 2024年锡需求侧回顾：半导体周期上行&汽车电子耗锡高增利好锡需求回暖

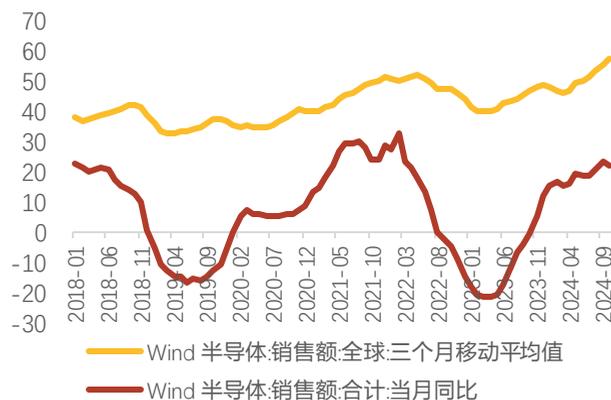
——截至2024年10月，中国锡锭表观消费14.53万吨，累计同比增长2.66%，全年表需曲线呈现温和向上态势。

——锡焊料作为锡需求最大板块，2024年受益半导体周期上行与新能源汽车产量高增。半导体相关需求端，全球半导体销售额自2024年1月以来每月保持15%以上的同比增速，上行的半导体周期引领锡需求增长。2024年中国新能源车产量保持高增，截至10月累计同比增速达到36.3%，拉动了锡焊料在汽车电子领域的需求增长。

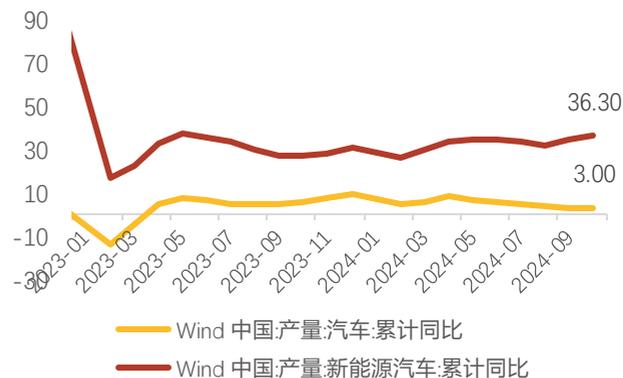
图：24年锡表观消费较强（吨）



图：全球半导体销售额增速回暖，锡最大下游呈现高景气（单位：%）



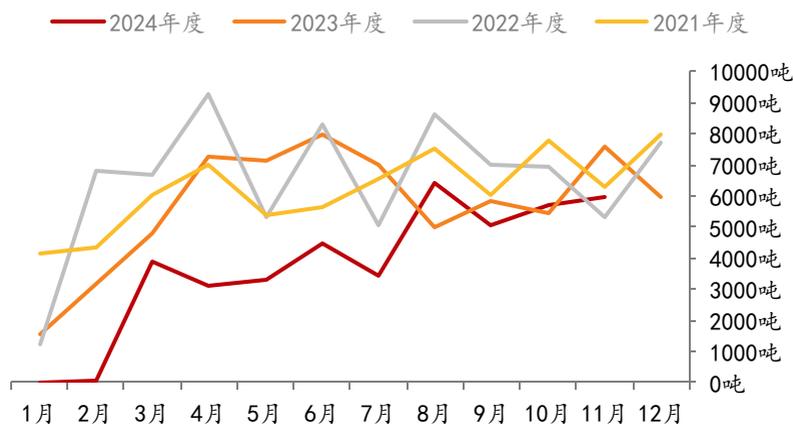
图：24年新能源汽车产量保持36%以上增速，汽车电子贡献需求增量（单位：%）



锡：供应侧或迎补充，供需结构有望维持紧平衡

- 2025年锡供给侧展望：虽然佧邦复产对供给侧影响有限，但印尼与刚果金或贡献超2.2万吨增量，锡供应侧或迎补充
 - 缅甸：2025年锡精矿供应或持平2024年。**24H2关于佧邦复产的时间预期来回摇摆，我们认为，佧邦复产有望解除供给侧最大的担忧。以23年缅甸年进口量2.9万吨为基准，折7000吨/季度，2024年进口量预计约1.6万吨，减量为1.2万吨；假设25Q1复产，宣布复产到有产出也需要一个季度时间，因此推算下2025年Q1无产出，Q2爬产一半，累计减量也在1万吨附近，因此匡算下即使复产对于25年锡精矿进口增量也寥寥，难以对进口形成明显冲击；
 - 印尼：出口完全修复或将带来超1.8万吨增量。**印尼总出口量自3月起已开启恢复，以23年平均5500吨/月的出口量为基准，数据上预计印尼出口在2025年将在2024年基础上增加1.86万吨。不过，2025年印尼实际的出口量有较大的不确定性，取决于2025年初RKAB重申后的配额量。
 - 非洲：刚果金Bisie矿投产将带来约4000金属吨增量。**2024年5月Mpama南部项目投产运营，Bisie项目年产量由1.2万金属吨提升至2万金属吨，考虑2024年投产时点与爬产过程，预计2025年满产后在2024年基础上或将带来4000金属吨增量。

图：印尼出口于2024年3月开启修复



图：Bisie项目即将完成产能提升

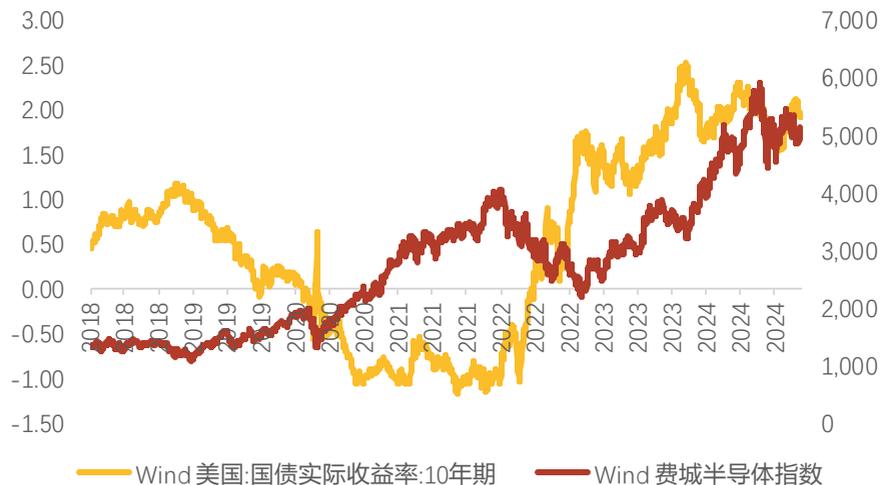


锡：供应侧或迎补充，供需结构有望维持紧平衡

- 2025年锡需求侧展望：降息周期下半导体需求有望稳定增长，汽车电子有望持续贡献增量

——需求侧：历史上半导体周期与美债实际利率多呈负相关，随着美联储进入降息周期，伴随AI技术的持续发展，我们预计2025年半导体相关需求仍有望保持正增长，但增幅较2024年将略有下滑；随着电动汽车渗透率的进一步上行，预计汽车电子端锡需求有望随着新能源车产量增长而保持30%以上增速；随着光伏行业限产的推进，我们预计光伏耗锡将持平于24年。

图：半导体行业景气度（右轴，%）与美债收益率（左轴，%）阶段性负相关



图：锡价（左轴，美元/吨）与半导体周期（右轴，%）有望同步上行



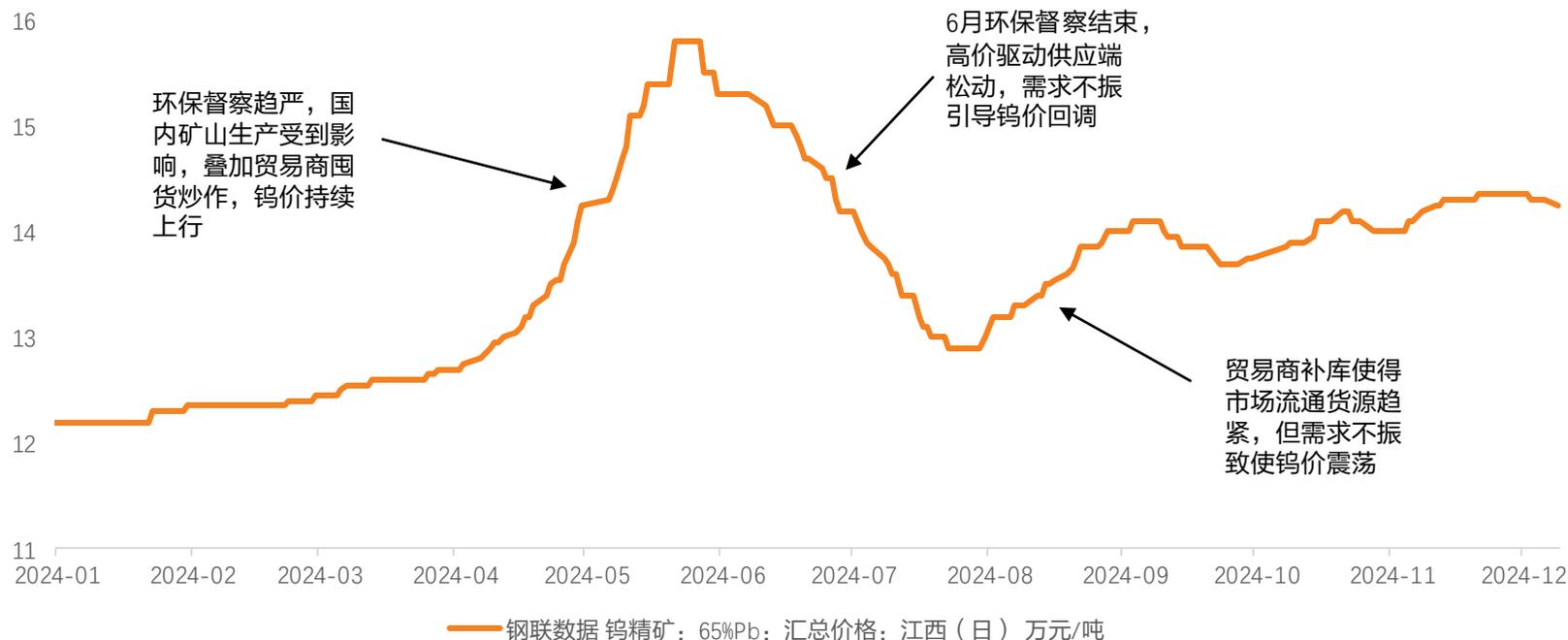
钨：供应侧或将边际宽松，关注宽财政+宽货币下硬质合金刀具投资机会

• 2024年钨价复盘：供给扰动加剧，钨价震荡上行

——截至2024.12.27，65%钨精矿价格上涨16.8%，均价13.65万/吨，最大值15.8万/吨，最小值12.2万/吨。

——均价较2023年的11.96万/吨上行1.7万/吨，在需求平平的背景下，我们认为钨价上行动力的主要来自于贸易商对价格的控制力较强、供给端紧张所致。

图：2024年钨价格复盘

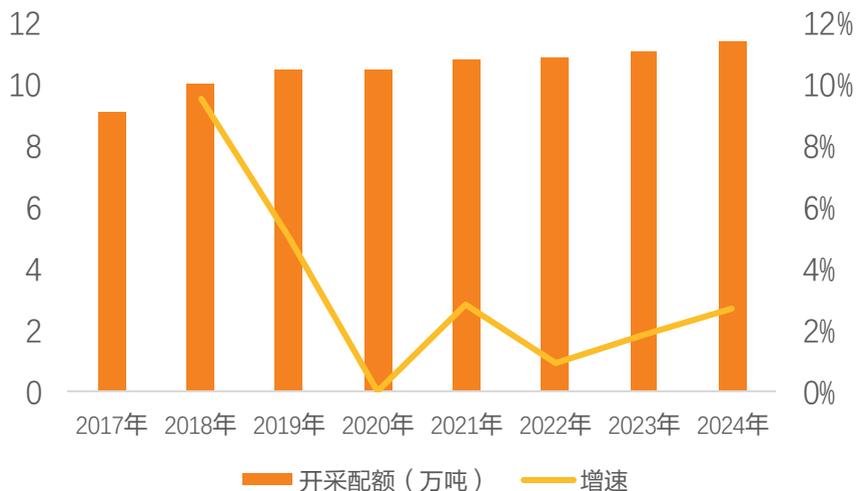


钨：供应侧或将边际宽松，关注宽财政+宽货币下硬质合金刀具投资机会

• 2024年钨供给回顾：

——钨供给采取开采配额制，2024年配额增长3000吨，为近三年来最多。我们认为配额增幅小幅增长的原因在于2024年的钨价上涨，而钨精矿价格与APT的价差扩大意味着下游需求不振、涨价难以传导，硬质合金企业利润受损，因此政策上放松一些配额引导钨价回归合理区间。

图：中国钨精矿开采配额情况（万吨）



图：2019-2023年全球钨精矿产量（吨）

| | 钨精矿产量/t | | | | | 2023 年同比% | 2023 年占比% |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | | |
| 中国 | 69 000 | 66 000 | 71 000 | 66 000 | 63 000 | -4.55 | 80.77 |
| 越南 | 4 500 | 4 500 | 4 800 | 4 000 | 3 500 | -12.50 | 4.49 |
| 俄罗斯 | 2 200 | 2 400 | 2 300 | 2 000 | 2 000 | 0.00 | 2.56 |
| 朝鲜 | 1 130 | 410 | 400 | 1 520 | 1 700 | 11.84 | 2.18 |
| 玻利维亚 | 1 060 | 1 350 | 1 563 | 1 360 | 1 500 | 10.29 | 1.92 |
| 西班牙 | 603 | 500 | 400 | 800 | 1 500 | 87.50 | 1.92 |
| 卢旺达 | 900 | 860 | 1 340 | 1 400 | 1 400 | 0.00 | 1.79 |
| 奥地利 | 892 | 890 | 900 | 910 | 910 | 0.00 | 1.17 |
| 澳大利亚 | | | | 200 | 800 | 300.00 | 1.03 |
| 葡萄牙 | 518 | 550 | 502 | 500 | 500 | 0.00 | 0.64 |
| 蒙古 | 1 900 | 1 900 | | | | | 0.00 |
| 其他国家 | 1 070 | 960 | 973 | 1 080 | 1 100 | 1.85 | 1.41 |
| 世界合计 | 85 000 | 78 400 | 83 800 | 79 800 | 78 000 | -2.26 | 100.00 |

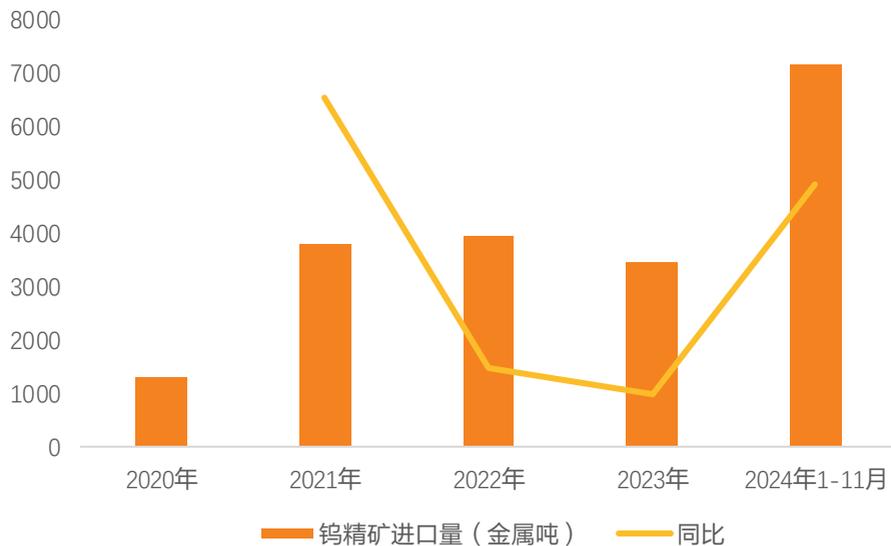
钨：供应侧或将边际宽松，关注宽财政+宽货币下硬质合金刀具投资机会

• 2024年钨进出口回顾：

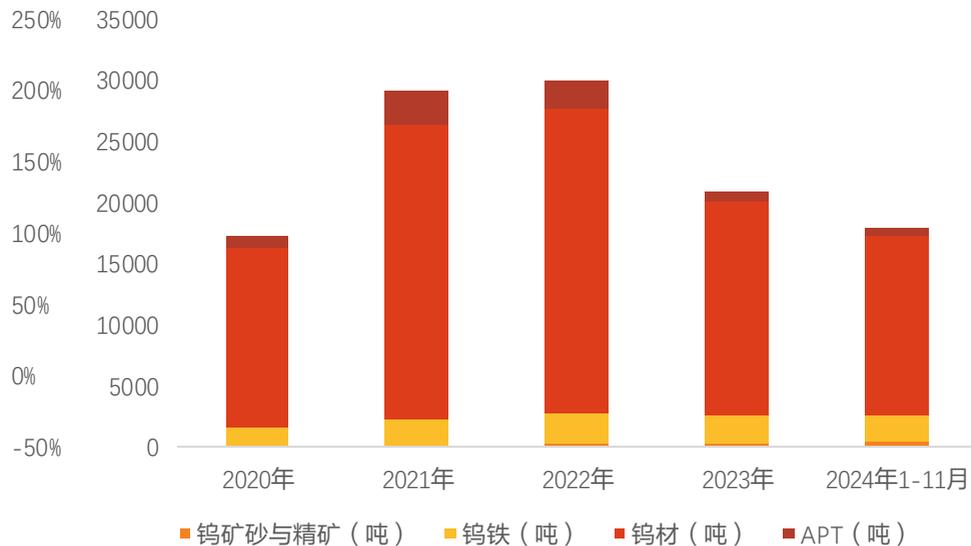
——2024年钨精矿进口量大增。受益于国内钨价高涨，2024年钨精矿进口量大幅增长，截至2024年11月，我国累计进口钨精矿7133.7金属吨，累计同比+133.3%。

——2024年钨出口需求下滑，延续2023年趋势。截至24年11月，钨精矿、钨铁、钨材、APT出口累计同比+69.4%、-4.7%、-7.8%、-19.7%。我们认为，这一方面与海外需求不振有关，另一方面与海外钨废料回收率较高（2023年废钨回收率国际平均水平35%，中国20.7%），随着可循环的钨原料留存在海外流转，对国内出口钨原料需求下降有关。

图：中国钨精矿进口同比高增（吨）



图：中国钨品出口需求下滑（吨）



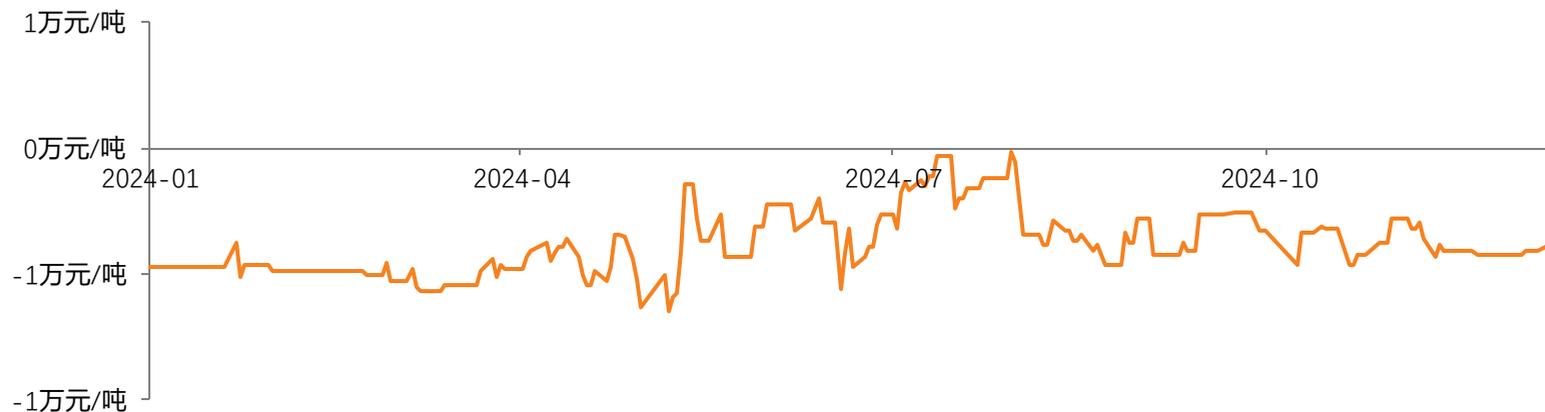
钨：供应侧或将边际宽松，关注宽财政+宽货币下硬质合金刀具投资机会

- 2025年钨原料供给侧或将偏宽松，但这并不意味着钨价将走向下行：

——2025年钨供给侧或将更加宽松。首先，7月后由贸易商推高的钨价使得精矿-APT价差再次扩大，意味着硬质合金企业的利润再次受损，我们推测从开采配额制定的角度，2025年或许也将见到相对宽松的配额增长。其次，随着巴库塔钨矿的投产，进口侧预计也将面临更多补充。

——不过我们认为，虽然钨原料供需基本面偏宽松，但钨价也不一定会出现大幅下跌。首先，贸易商对钨价的控制力仍然较强；其次，近两年随着钨金属的战略地位提升，国家与市场对于钨原料战略价值与经济价值的觉察也有望维持钨价保持高位运行。

图：APT倒挂价差



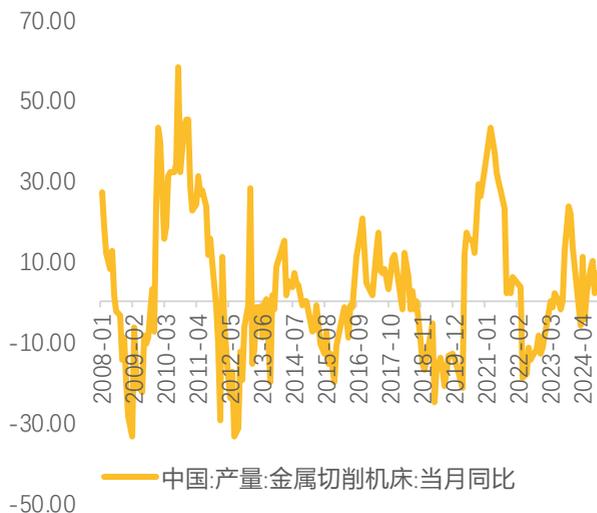
钨：供应侧或将边际宽松，关注宽财政+宽货币下硬质合金刀具投资机会

• 钨：关注硬质合金刀具的顺周期需求

——财政货币齐发力，刀具有望响应顺周期需求：12月9日，中央政治局会议提出2025年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，为市场信心注入强心剂。顺周期下，硬质合金刀具作为制造业最基础的耗材有望充分受益。

——高附加值下游被不断挖掘：3C钛合金加工拉动刀具需求，有望释放潜在市场空间；钨丝渗透率不断提升，行业公司迎来新盈利点。

图：机床周期震荡向上（%）



图：中国产成品库存增速接近历史底部（%）



图：中国制造业PMI在荣枯线附近波动



钨：重要战略金属，关注价值重估机会

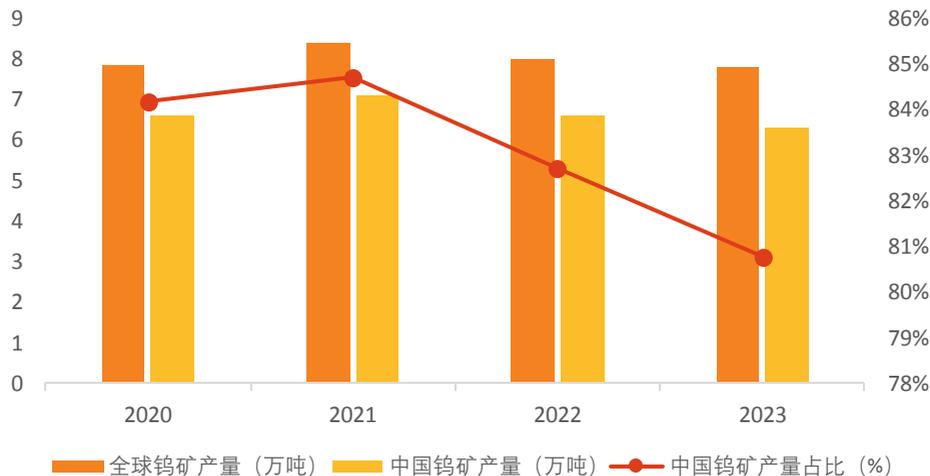
钨：下一个可能纳入出口管制的金属，关注估值拉升机会

——中国是钨资源大国，而钨在军事领域有着重要应用。2023年，中国钨储量占全球52%，钨产量占全球81%，具有强大的资源优势。同时，钨在穿甲弹等多个重要军事领域有重要应用，是名副其实的战略金属。

——继镓锗之后，我们认为钨有较大可能成为下一个被纳入出口管制的品种。据2024年12月1日正式实施的《中华人民共和国两用物项出口管制清单》，其中涉钨产品已经包含了多种钨合金。我们推测随着出口管制的逐年增强，钨金属有较大概率被纳入出口管制清单。

——钨出口管制将对有力反击美国制裁。2023年，中国钨品出口2.57万吨（实物吨），向美国出口2942吨（实物吨），占比11.5%。其中，偏钨酸铵、钨废碎料向美国出口占比较高，分别为60%、45%。

图：2023年中国钨产量占全球81%



表：钨出口管制

| (2023年) | 中国总出口 数量 (实物吨) | 向美国出口 数量 (实物吨) | 向美国出口占比 |
|---------|-------------------|-------------------|---------|
| 钨矿砂及精矿 | 23 | | |
| 钨酸 | 4 | | |
| 氧化钨 | 5050 | 75 | 1.5% |
| 仲钨酸铵 | 803 | | |
| 钨酸钠 | 26 | | |
| 偏钨酸铵 | 1905 | 1143 | 60.0% |
| 其他钨酸盐 | 0 | | |
| 碳化钨 | 4433 | 550 | 12.4% |
| 钨铁 | 2318 | 10 | 0.4% |
| 硅钨铁 | 0 | | |
| 钨粉 | 2069 | 235 | 11.4% |
| 未轧锻钨 | 968 | 236 | 24.4% |
| 钨条、杆、型材 | 938 | 104 | 11.1% |
| 钨丝 | 292 | 5 | 1.8% |
| 其他钨制品 | 454 | 149 | 32.9% |
| 混合料 | 2605 | | |
| 钨废碎料 | 554 | 249 | 44.9% |
| 硬质合金刀片 | 3214 | 186 | 5.8% |
| 总值 | 25657 | 2942 | 11.5% |

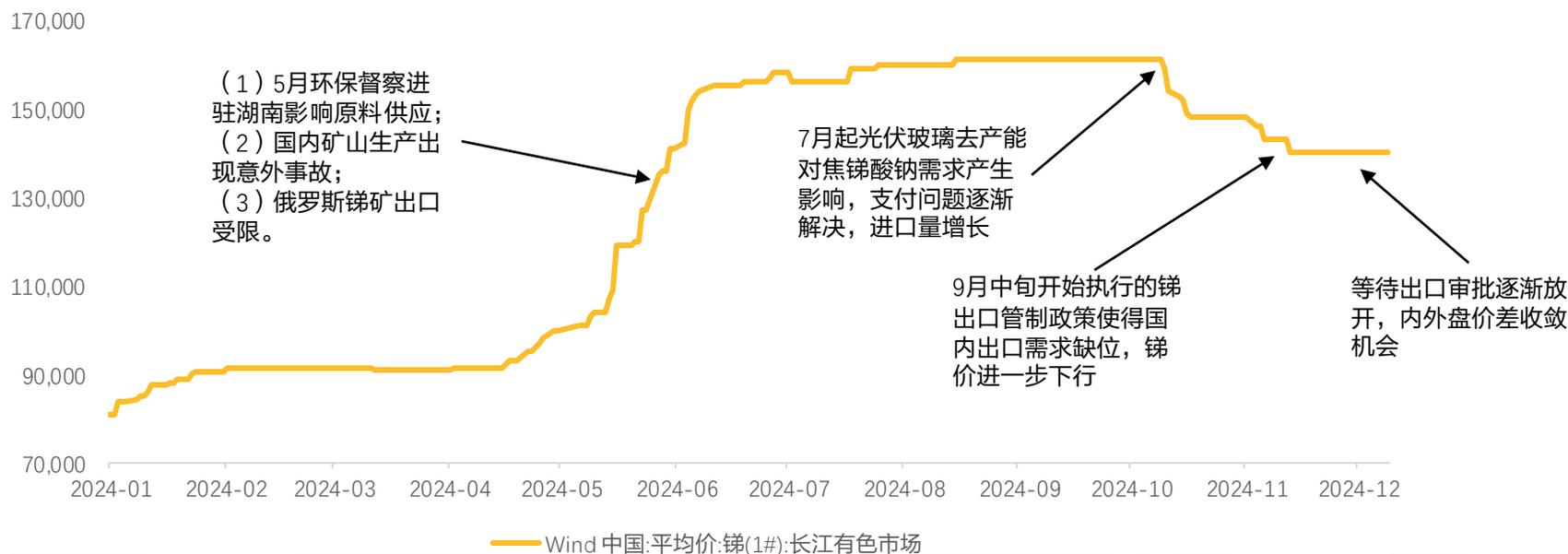
铋：战略价值拔升，关注内外盘价差带来的投资机会

• 2024年铋价回顾：供需紧张，上半年铋价迎来大幅上涨，下半年内外盘价差迅速扩大

——2024年铋价上涨69%，均价13.06万/吨，最大值16.25万/吨，最小值8.45万/吨。

——2024年铋均价较2023年的8.2万/吨上行4.9万/吨，涨幅60%。主因矿山生产受影响+俄罗斯进口阶段性受阻+上半年光伏、家电终端高景气+贸易商炒作等多重因素催化，上半年铋价出现大幅上行。进入下半年，随着光伏需求边际弱化，叠加出口管制带来的出口需求缺位，铋价出现回落。同时，内外盘价差大幅拉开，截至12月23日外盘2#铋报价4~4.15万美元/吨，折人民币约28.9万/吨，内外盘价差达到14.7万/吨。

图：2024年铋价格复盘（元/吨）

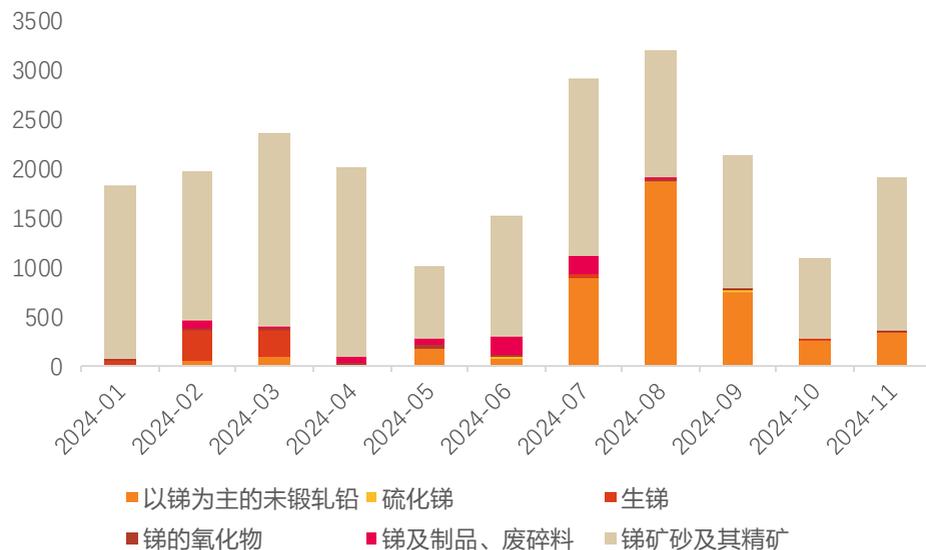


铋：战略价值拔升，关注内外盘价差带来的投资机会

• 2024年铋进出口回顾：

- 截至2024年10月，铋精矿累计进口量14362吨，累计同比+19.91%；全口径铋（包含未轧锻铋、硫化铋、生铋、氧化铋、铋废料、铋矿砂）累计进口20034金属吨，累计同比+44.57%。
- 截至2024年11月，全口径铋累计出口25107金属吨，累计同比-20.78%。
- 整体而言，24年国内铋进口同比高增，出口下滑。

图：全口径铋进口情况（吨）

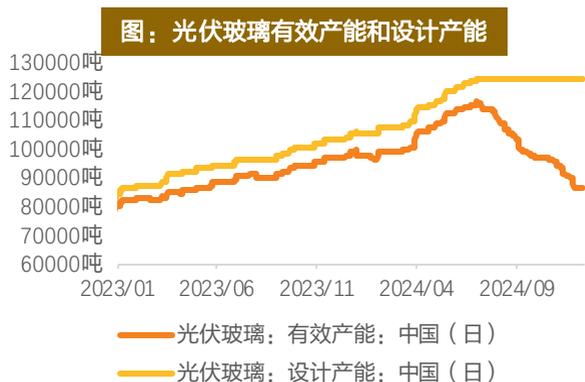


图：全口径铋出口情况（吨）



锑：战略价值拔升，关注内外盘价差带来的投资机会

- 2024年需求侧回顾：上半年需求向好，下半年光伏玻璃&溴素需求同步走弱
- 2024年上半年光伏玻璃产能利用率高位运行，拉动焦锑酸钠作为澄清剂的需求，光伏端锑需求向好；同期受益于家电排产向好，以溴素产量表征的阻燃剂需求整体上行。
- 进入下半年，随着光伏玻璃库存高企，光伏玻璃有效产能开始去化，产能利用率由95%快速下滑至约70%，光伏端锑需求受到抑制；同期，溴素产量下行，拖累阻燃剂端锑需求。
- 展望2025年，我们预计光伏玻璃产能下滑速度有望放缓，锑需求拖累边际减弱；同时，随着以旧换新等政策对家电产销的拉动，阻燃剂端需求在2025年H1有望周期性上行，拉动锑需求。



铟：关注战略矿产估值重塑的机会

• 铟：纳入出口管制，关注估值重塑机会

——**铟是我国优势金属，并在军事领域有着重要应用。**2023年，中国铟储量占全球32%，铟产量占全球48%，是我国的优势金属。同时，弹药、导弹、核武器、夜视仪等多个重要军事领域有重要应用，是名副其实的战略金属。

——**铟出口管制对美反击作用明显。**2023年，中国铟品出口5.1万吨（实物吨），向美国出口1.2万吨（实物吨），占比23.72%。其中，氧化铟向美国出口占比较高，达到33%；而在2019-2022年美国进口的铟矿及其氧化物中，有63%来自中国，铟出口管制后对美国铟原料来源影响较大。

——**必须正视的是，铟需求的收缩可能对价格产生冲击。**受出口管制政策的影响，出口需求的缺位或将对内盘价格产生压力，并进一步扩大内外盘价差。我们认为，随着市场对战略金属品种内在价值的发掘，铟板块的投资机会更来源于板块估值对标军工新材料股的系统性提升。

表：铟出口管制

| 商品名称 | 总出口量（吨） | 向美国出口量（吨） | 出口占比 |
|------------|---------|-----------|--------|
| 其他铟矿砂及其精矿 | 5967 | 0 | |
| 铟的氧化物 | 35795 | 11754 | 32.84% |
| 按重量计所含其他元素 | 3827 | 2 | 0.05% |
| 未锻轧铟 | 5240 | 314 | 5.99% |
| 铟粉末 | 60 | 0 | |
| 合计 | 50889 | 12070 | 23.72% |

风险提示

样本选取风险：本文样本选取具有一定局限性，主要集中于金属及非金属新材料行业，仅供参考。

主观判断风险：本文对公司和赛道的成长性判断具有一定主观性，仅供参考。

上游原材料波动风险：若原材料的价格大幅度波动，对新材料行业公司的采购和生产经营存在一定程度的不利影响。

中美贸易摩擦导致的经营风险：部分新材料出口的产品被列入美国加征关税清单，可能导致公司向美国的出口销售额有所下降。如未来贸易摩擦加剧，可能影响相关公司开拓美国市场，从而给业绩带来不利影响。

扩产不及预期风险：新项目建设具有一定时间周期，在项目实际实施过程中，可能因宏观经济环境影响、报批手续缓慢、工艺技术升级等因素导致项目建设进度不达预期、不能按期达产等风险。

新产品拓展不及预期风险：部分新材料公司存在新产品研发和拓展项目，可能面临客户开拓失败的风险。

下游需求不及预期风险：新材料产品的终端应用领域受宏观经济形势、居民可支配收入以及消费者信心的影响较大。如果我国相关行业景气度持续下降，产销规模不及预期，或新冠疫情影响进一步扩大，进而可能影响行业的经营及收入情况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

THANKS