

投资评级：看好（维持）  
证券研究报告 | 行业专题报告  
有色金属  
2025年1月20日



# 有色金属新材料2025年度策略报告

## “铝”创辉煌，黄金长牛

证券分析师

田源

SAC: S1350524030001

tianyuan@huayuanstock.com

证券分析师

田庆争

SAC: S1350524050001

tianqingzheng@huayuanstock.com

证券分析师

项祈瑞

SAC: S1350524040002

xiangqirui@huayuanstock.com

证券分析师

陈婉妤

SAC: S1350524110006

chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

陈轩

chenxuan01@huayuanstock.com



- **黄金：多因素扰动不改长期看好逻辑，黄金进入左侧布局区间。** 2024年11月黄金价格的回撤主要为美国大选事件落地、预期及短期经济数据催化所致，当前金价或已部分或完全反应相应边际变化，底部区间已现。金价上行逻辑不改，“降息交易”+“特朗普2.0”双主线有望持续催化。另一方面，保护主义+大国博弈背景下，央行增储对金价形成强有力底部支撑。短期看，25年美联储降息预期扰动以及特朗普上台后的加关税政策驱动通胀预期交易或将短期主导金价走势。长期看，我们认为在美国货币和财政政策双宽松，美元信用收缩及去美元化的大背景下，预计黄金中长期仍具备上涨空间。建议关注：龙头属性标的-山东黄金；估值修复弹性个股-赤峰黄金、中金黄金、山金国际；资产注入预期个股-中电电机。
- **铝：氧化铝长期趋势下行，准备迎接电解铝产能不足。** 从月度供需平衡来看，自2024年11月份以来氧化铝短缺情况已有所缓解，且随着2025上半年720万吨氧化铝产能的释放，氧化铝或从短缺转向过剩，且25年新增产能1320万吨（预计有效产量约545万吨），可满足电解铝需求约287万吨，长期看氧化铝或趋势下行，拐点或在25年2-4月份。电解铝2024年预计产量4300万吨，未来产量增长极限不到200万吨，而电解铝消费需求超4480万吨，预计24-26年供需平衡分别为171、53和-39万吨，电解铝逐步由过剩转为短缺，电解铝即将供不应求。建议关注：云铝股份、神火股份、电投能源、天山铝业、中国铝业、中孚实业、焦作万方。
- **铜：缺矿共识下，铜价有望创新高。** 2025年TC/RC长协定为21.25美元/2.125美分，冶炼加工费创历史新低，行业平均冶炼成本在35-40美金（考虑硫酸收益，未考虑贵金属副产物），该价格下冶炼厂出现亏损，25年部分高成本的民营冶炼厂或减产，矿端短缺逐步向金属端传导。随着矿端的短缺逐步传导至金属端，需求端随着风电、光伏以及新能源汽车等新动能需求的快速增长，铜需求维持持续增长。铜行业供需拐点或将来临，预计2024-2026年，供需平衡分别为18、-66和-103万吨，铜价有望创新高。建议关注：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、铜陵有色以及低估值的河钢资源。
- **铅锌：供给收缩，价格中枢上移。** 1) 锌：矿端供给收缩明显，2024年前10月全球锌精矿产量创近五年来新低，精炼锌供应整体偏紧，锌精矿价格持续上行。同时受缺矿影响，锌冶炼加工费大幅下滑，在锌价上涨以及冶炼加工费下滑的双重催化下，矿企盈利持续扩张。2) 铅：铅矿价格中枢上行。铅锭供给分为再生铅和原生铅两种，再生铅产量基本维持稳定，原生铅多为铅锌伴生，受锌矿供给收缩影响，2024年原生铅产量于9月同步下滑，上半年单月产量维持低位。受此影响，精炼铅供需平衡开始转为短缺，铅精矿价格持续上行。锌矿供给收缩，也导致锌锭冶炼加工费下滑。



- **锂：过剩幅度收窄，2025年锂价中枢或在8万。**在锂价持续下行过程中，不断有高成本的锂矿减停产，锂行业的出清在持续进行，锂供应的边际增速有所走弱，我们预计2025年锂矿对应的锂盐供给达151万吨LCE，同比增长15%。在以旧换新政策下，电车需求或超预期，我们预计2025年碳酸锂需求为143万吨，同比增长19%，考虑库存和回收产量，我们预计25年碳酸锂过剩12.6万吨，过剩比例9%，过剩幅度有所收窄。根据完全成本曲线和供需平衡表，我们预计2025年碳酸锂价格中枢为8万元/吨，反弹高度和下跌空间均有限。**建议关注：**1) 具备第二增长曲线的低估值的：雅化集团（民爆）、中矿资源（铜+小金属）；2) 仍具备锂自给率提升和降本空间标的：雅化集团、赣锋锂业、永兴材料、中矿资源。
- **金属新材料：AI+科技+汽车终端景气度变化，赋能金属新材料穿越周期享受成长**
  - **稀土永磁：电动车和机器人需求共振，产业穿越周期盈利边际改善。**需求端，稀土永磁为高性能电机重要材料，新能源汽车需求占比不断提升成为主要驱动力，风电需求有望筑底复苏，工业及人形机器人潜在需求有望迎来增长期。供给端，配额增速放缓供给端逐步改善，稀土氧化物和磁材价格于2024年年中筑底反弹，产业有望穿越周期迎来盈利拐点。
  - **软磁材料：AI产业赋能增速二阶段，汽车平台承载新兴产业趋势。**高性能软磁材料是电感和变压器核心材料，高频低损优势匹配电子电力高功率密度趋势。以合金软磁粉芯（芯片电感）、羰基铁软磁（磁流体智能悬架）、非晶合金（非晶汽车电机）为代表的软磁材料正在新型终端实现从0到1的突破。
  - **粉体材料：细粉应用场景不断打开，消费电子+AI+光伏多点开花。**粉体做“细”实现更高的毛利率和终端品质，匹配电子元器件、结构件、金属替代需求。MIM工艺在消费电子应用广泛，折叠屏铰链拉动其景气周期。铜基粉体应用广泛，AI散热器需求推动导热铜粉新应用。光伏银浆降本需求迫切，打开银包铜粉、纳米铜粉的想法空间。
  - **合金材料：铝热材料持续景气，轻量化镁合金空间广阔，高端铜合金正放量。**铝热材料新能源汽车用量翻倍，产业积极扩产持续验证其高景气度。镁合金轻量化+防震+散热优势匹配新能源汽车轻量化+抗震+散热需求，伴随镁价下行趋势，在汽车大件应用中具备赛道化潜力。高端铜合金站稳新兴应用场景，高强高导铜合金享受汽车连接器细分景气度，铜钨合金（火箭燃料室内衬材料）站上商业航天“万亿”产业赛道。
- **风险提示：**美国通胀超预期，美联储继续加息风险；新增产能释放超预期风险，铜矿品位超预期风险；国内下游地产等需求不及预期，海外电解铝产能释放超预期风险。下游新能源汽车和AI需求不及预期风险。

# 1. 宏观经济与展望

---

1. 全球宏观经济与展望
2. 黄金：多因素扰动不改长期看好逻辑，黄金进入左侧布局区间
3. 铝：氧化铝长期趋势下行，准备迎接电解铝产能不足
4. 铜：缺矿共识下，铜价有望创新高
5. 铅锌：供给收缩，价格中枢上移
6. 锂：过剩幅度收窄，25年锂价中枢或在8万
7. 新材料：持续看好主业增长+新产品放量的新材料板块



# 全球：IMF预计全球经济增长将保持稳定，不确定性上升

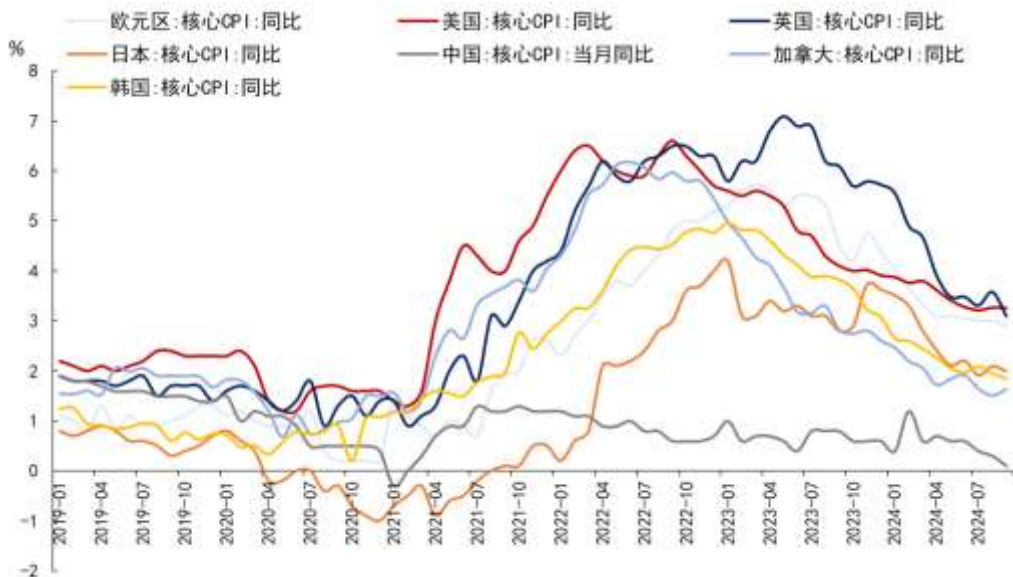
- 根据IMF2024年10月份报告，2025年全球经济增长预计将保持稳定在3.2%。相较此前预测，最新报告中美国的预测值被上调，抵消了其他发达经济体（特别是欧洲最大国家）预测值的下调。同样，在新兴市场和发展中经济体，多种因素导致了中东、中亚以及撒哈拉以南非洲地区的前景被下调，这些因素包括大宗商品（尤其是石油）生产运输的扰动、冲突与内乱，以及极端的天气事件。亚洲新兴经济体预测值的上调抵消了上述变化。在这些经济体，人工智能领域的大量投资推动了半导体和电子产品需求的激增，从而带动了经济增长——这一趋势得到了中国和印度大量公共投资的支持。五年后的全球增速应能达到3.1%，而这与疫情前的平均水平相比表现平平。
- 经济前景面临相当大的不确定性。IMF预测新当选的政府（世界上约一半的人口已在2024年开展选举）可能会引发贸易和财政政策的重大调整。金融市场的震荡也加剧了对适当货币政策立场的焦虑，尤其是在通胀持续存在、并且已出现经济放缓迹象的国家。地缘政治裂痕的进一步加深可能会对贸易、投资和思想的自由流动造成不利影响。这可能会影响长期经济增长，威胁供应链的韧性，并使各国央行面临艰难的权衡取舍。

图表1：IMF2024年10月《世界经济展望》增长率预测

(实际GDP增速, %)	2023	2024E	2025E	(实际GDP增速, %)	2023	2024E	2025E
全球产出	3.3	3.2	3.2	全球产出	3.3	3.2	3.2
发达经济体	1.7	1.8	1.8	新兴市场和发展中经济体	4.4	4.2	4.2
美国	2.9	2.8	2.2	中国	5.2	4.8	4.5
欧元区	0.4	0.8	1.2	印度	8.2	7.0	6.5
德国	-0.3	0.0	0.8	俄罗斯	3.6	3.6	1.3
法国	1.1	1.1	1.1	拉丁美洲和加勒比地区	2.2	2.1	2.5
意大利	0.7	0.7	0.8	巴西	2.9	3.0	2.2
西班牙	2.7	2.9	2.1	墨西哥	3.2	1.5	1.3
日本	1.7	0.3	1.1	中东和中亚	2.1	2.4	3.9
英国	0.3	1.1	1.5	沙特阿拉伯	-0.8	1.5	4.6
加拿大	1.2	1.3	2.4	撒哈拉以南非洲	3.6	3.6	4.2
				尼日利亚	2.9	2.9	3.2
				南非	0.7	1.1	1.5

- 全球核心CPI逐渐接近央行目标水平，但多数经济体通胀水平仍高于疫情前（2019/12）。2024年下半年欧元区、美国 and 英国的核心CPI基本降至3%左右，但大多经济体较2019年末（疫情前）高出1BP以上。具体来看，核心通胀率居高不下，主要推动力来自服务价格的上涨。在主要的发达和新兴市场经济体中（美国除外），核心服务价格的通胀率达到了4.2%，比疫情前的水平高出大约50%。与此同时，核心商品价格的通胀率已没有压力。
- 多数经济体进入货币政策宽松周期，但通胀的粘性一定程度上限制了部分央行的宽松路径。2024年多数国家开启货币宽松周期，美国、加拿大、欧盟、英国等开展了多次不同程度的降息；在通胀压力下，澳大利亚和印度央行的政策利率仍未下调。本轮全球降息周期的时间和空间或较2019年更长，实现软着陆的同时降低通胀仍是多数经济体的重要目标。

图表2：多数经济体通胀水平仍高于疫情前（2019/12）



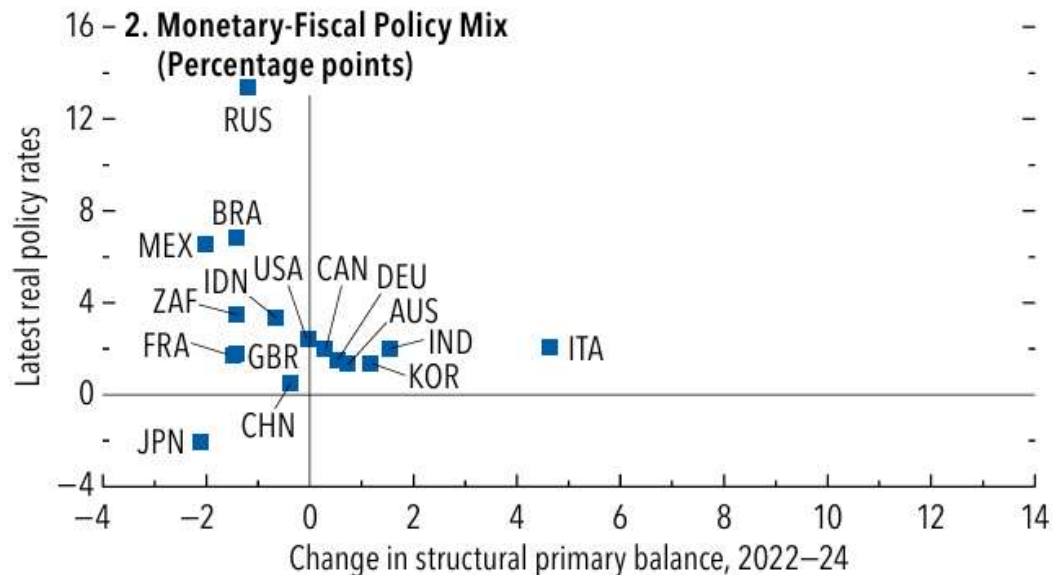
图表3：通胀主要推动力来自服务价格的上涨



资料来源：Wind、IMF、华源证券研究所

- 多数经济体完成政府选举后，财政政策将成为核心看点。在实际利率远高于疫情前水平的情况下，许多国家都需要改善公共支出赤字，但在经济增速放缓的背景下，各国一直缺乏意愿和能力。2022年到2024年，多数国家处于紧货币+宽财政状态，使得央行控制通胀的任务变得更加困难。展望2025年，全球降息周期的开始已成为既定趋势，随着多数经济体完成选举，财政政策将成为全球经济增长核心看点，在保护主义盛行的环境中，各国财政刺激力度将成为博弈论中的主要策略变量。
- **WTO下修了2025年贸易增速预测至3%，对全球经济增长仍存在结构性支撑。**WTO将2024年全球商品贸易增长的预测修订为2.7%（略高于之前的2.6%），并将2025年的预测从之前的3.3%修订为3.0%。主要在于欧洲的贸易商品需求弱于预期，但亚洲的需求强于预期。出口方面，预计2025年欧美地区表现良好，亚洲、中东、南美洲出口增速或有不同程度的下滑，核心在于地缘政治紧张局势加剧和经济政策不确定性增加。

图表4：高利率情况下，多数国家都需要改善公共支出赤字



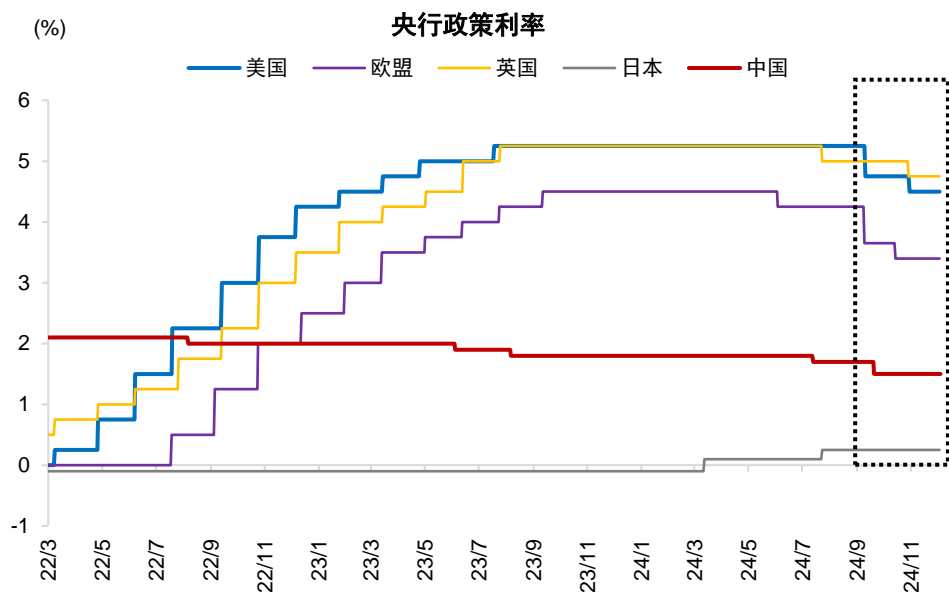
图表5：WTO预测2025年全球商品贸易增速为3%

yoy, %	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>全球商品贸易总量</b>	<b>-5.3</b>	<b>9</b>	<b>2.2</b>	<b>-1.1</b>	<b>2.7</b>	<b>3</b>
<b>出口</b>						
北美	-9.2	6.4	3.9	3.7	2.1	2.9
南美	-5	6.7	3	2.3	4.6	-0.1
欧洲	-8.5	6.9	1.8	-2.6	-1.4	1.8
独联体国家	-1.1	-0.8	-1.9	-4.5	4.5	1.7
非洲	-7.2	3.8	-2.5	4.3	2.5	2.2
中东	-6.4	-1.6	3.8	1.1	4.7	1
亚洲	0.6	13.1	0.2	0.3	7.4	4.7

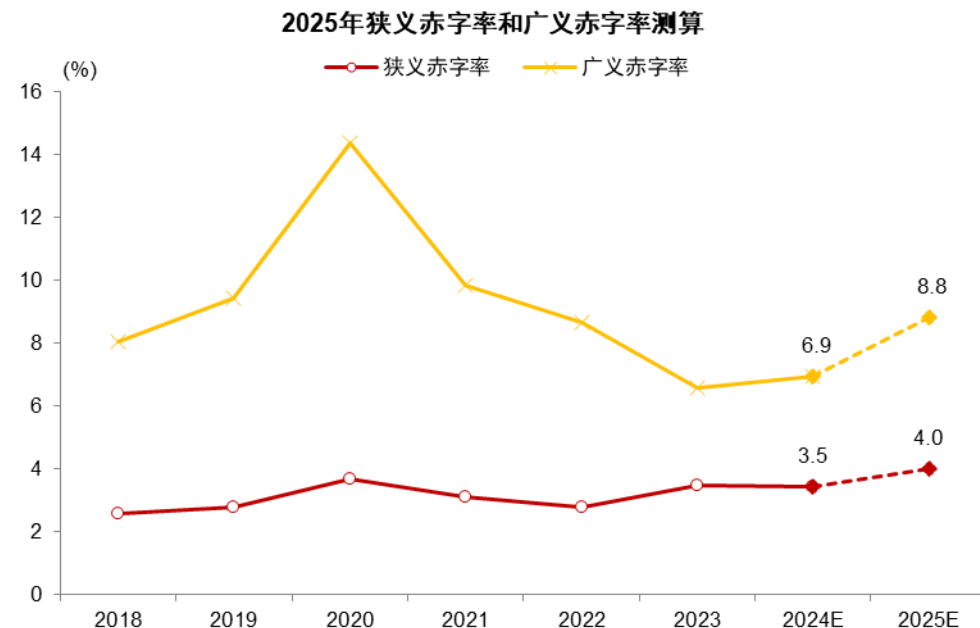


- 2025年经济工作思路明确：“三个保持”“一个促进”——保持经济稳定增长，保持就业物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步。1) 稳增长仍是2025年经济工作的重中之重，在稳增长的要求下宏观政策宽松基调将进一步得到巩固；2) 民生领域，尤其是和居民息息相关的就业、收入是2025年经济工作的关注重点，也是后续扩大内需，尤其是刺激消费修复的重要发力点。
- 2024年12月召开的中央经济工作会议体现了三点关键变化：1) 延续了12月政治局会议表述，宏观政策基调迎来重大调整，2011年后以来首次对货币政策基调采取“适度宽松”表述，财政政策采取“更加积极”表述。预计在更加积极财政定调及财政部部长明确赤字规模仍有提升空间的背景下，2025年财政赤字率或适当提升至4%；2) 重点工作任务顺序有所调整，扩大内需成为首要工作：明确实施提振消费专项行动、扩大服务消费；3) 新质生产力发展为年度第二大任务，其中首提“人工智能+”行动：可类比2015年首提“互联网+”。

图表6：2024年9月以来，中国央行货币政策转向宽松



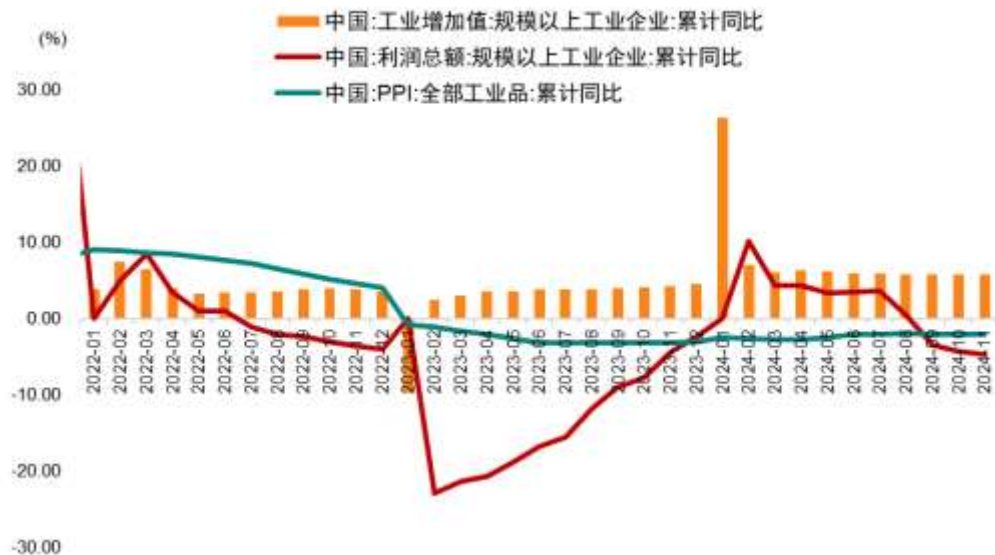
图表7：中央经济工作会议定调赤字规模仍有提升空间



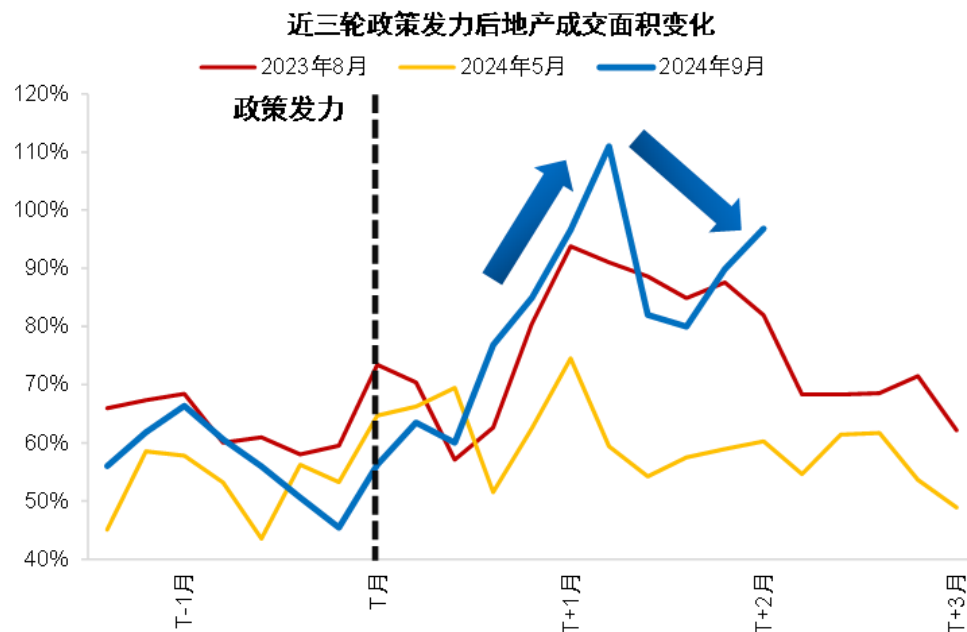


- 内卷式竞争：**本次会议提到“综合整治内卷式竞争”，与2023年会议提出的“有效需求不足、部分行业产能过剩”相呼应，仍是经济运行中的主要矛盾。综合整治“内卷式”竞争，可助力企业从“量”和“价”的过度竞争中解脱，转向聚焦科技研发，切实开展实质性的产业科技创新，从而促进科技创新与产业良性循环发展。以光伏为例，除行业协会倡议等自律措施外，光伏出口退税率下调、行业规范更新或进一步调整产能。
- 房地产市场：**2024年房地产市场经历了“5.17”和“9.26”两轮托底，2024年9月政治局会议的“要促进房地产市场止跌回稳”表述体现了政策力度的加码，926之后地产成交面积改善相比此前更为明显。目前居民购房首付比例及贷款利率已达历史最低，限购政策已达实施以来最宽松标准，资金支持力度和房企流动性有望同步改善。后续关注已出台政策落实进度，包括推进货币化安置100万套城中村改造，3000亿元保障房再贷款收购存量房等。

图表8：中国企业当前仍处于“量”和“价”的过度竞争中



图表9：926之后地产成交面积改善相比此前更为明显



## 2. 黄金

---

1. 全球宏观经济与展望
2. 黄金：多因素扰动不改长期看好逻辑，黄金进入左侧布局区间
3. 铝：氧化铝长期趋势下行，准备迎接电解铝产能不足
4. 铜：缺矿共识下，铜价有望创新高
5. 铅锌：供给收缩，价格中枢上移
6. 锂：过剩幅度收窄，25年锂价中枢或在8万
7. 新材料：持续看好主业增长+新产品放量的新材料板块



## ■ 多因素叠加影响下金价短期承压，预期底部区间或现

- 综合宏观市场政策及主要经济数据，我们认为，2024年11月黄金价格的回撤主要为**美国大选事件落地、预期及短期经济数据**催化所致，当前金价或已部分或完全反应相应边际变化，底部区间已现。

## ■ 金价上行逻辑不改，“降息交易”+“特朗普2.0”双主线有望持续催化

- 多指标预示美国经济或将进入“着陆”期，但部分领域韧性仍存。美国经济基本面上，第三季度GDP环比折年率录得2.8%，较前值下降0.2pct。2024年11月ISM制造业PMI指数回升至48.4%，创2024年6月以来的最高水平；服务业PMI维持在55%左右，指向经济运行韧性仍存；失业率录得4.2%，连续7个月站上4%关口。2024年11月7日美联储FOMC决议将联邦基金利率目标区间下调25bp至[4.5, 4.75]%，为本轮首次降息周期内连续第二次降息，此外2024年9月利率点阵图暗示到25/26年底或仍有125/175bp的降息空间，我们认为本轮降息预计将持续进行，降息周期内金价具备较强上行动力。
- 特朗普2.0指向再通胀，财政政策或在2025年3月之前由分歧走向共识，TCJA法案的延续和关税的加征或带来美国经济再通胀风险，黄金“抗通胀”属性凸显，“再通胀”交易逻辑下，金价或具备持续创新高动能。

## ■ 保护主义+大国博弈背景下，央行增储对金价形成强有力底部支撑

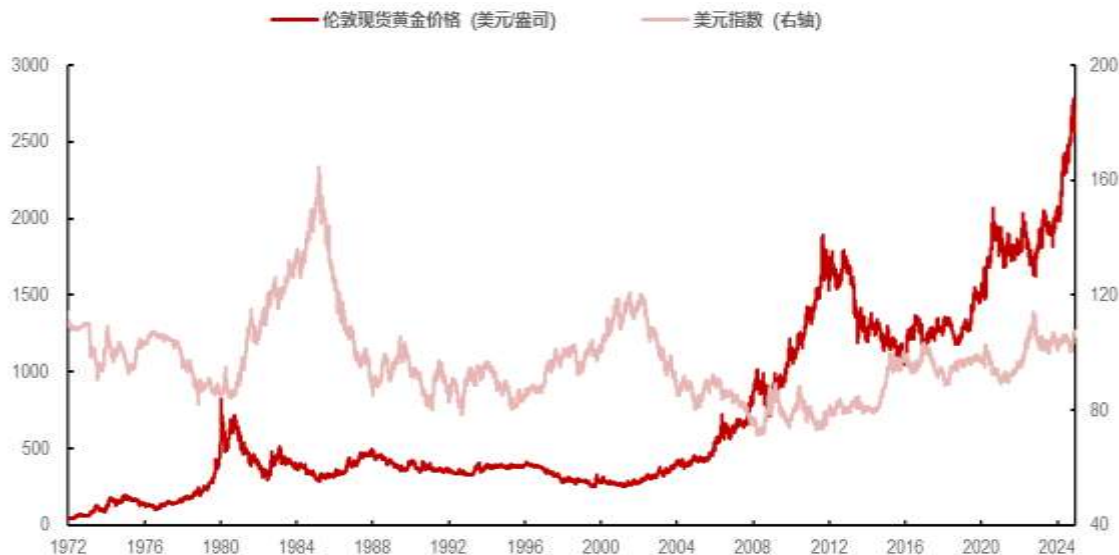
- 大国博弈与保护主义盛行的环境增强了黄金的货币属性，央行持续增储对金价形成底部支撑。据世界黄金协会数据，2022-23年全球央行净买入黄金数量均超1000吨，黄金在外汇储备中的占比从2022年初的13.3%快速上升至17.8%。我们认为，民粹主义盛行背景下各国央行存在优化外汇结构以提升金融自主权的需求，金价回调过程中增储节奏有望加快，有望形成对金价的强底部支撑。

## ■ 建议关注：龙头属性标的-山东黄金；估值修复弹性个股-赤峰黄金、中金黄金、山金国际；资产注入预期个股-中电电机。

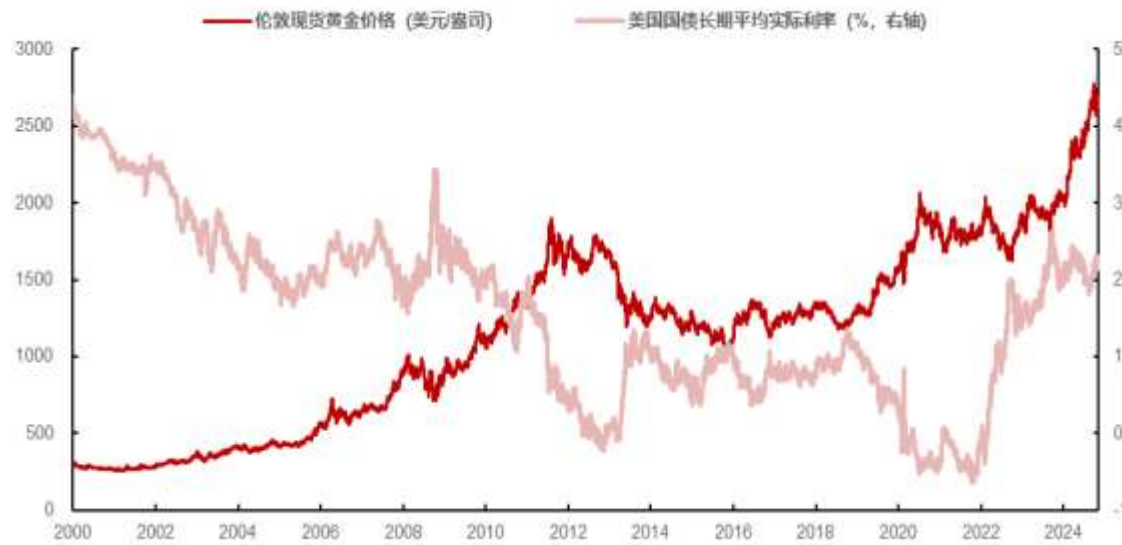
## ■ 风险提示：经济失速下行风险，宏观经济政策显著收紧风险，中美贸易摩擦加剧风险，美联储政策推进速度不及预期风险。

- 黄金天然的货币属性导致黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”，该效应来自于黄金的货币属性。自20世纪70年代布雷顿森林体系解体，金本位制度被信用本位制度所取代，黄金转变为全球经济体的终极“信用货币”。尽管如此，全球货币信用体系依然以美国的信用体系为核心。在这一体系下，黄金价格与美元指数呈现了明显的反向变动关系。
- 美国实际利率被视为衡量以美元计价的黄金价值的一个重要指标，反向关系来自于黄金的金融和避险属性。黄金不仅是一个关键的风险规避手段，也是一种多功能的投资工具，适用于对冲、投机和增值。在短期内，实际利率是决定黄金价格的关键因素。当实际利率下降时（对应着衰退或者高粘性通胀两种情形，当两种情形同时发生时，金价弹性最大，例如1970s），意味着投资者无法在非黄金资产，特别是股票和债券等可以提供分红和利息等现金流的资产上，获得更高的预期回报，这降低了持有黄金的机会成本，进而大概率导致黄金价格上涨

图表10：金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”



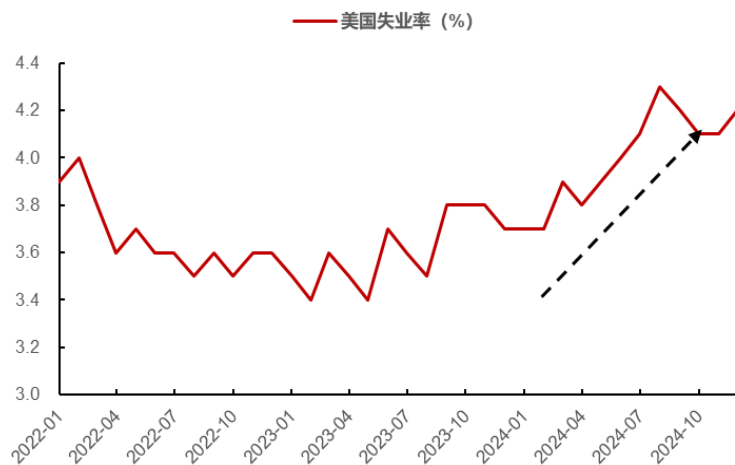
图表11：黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系



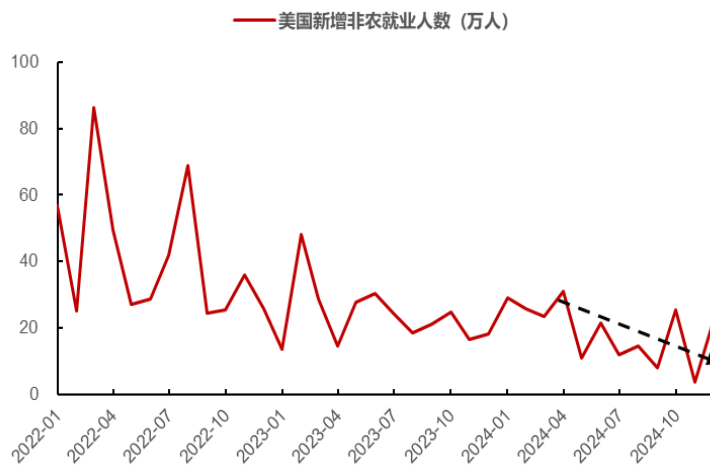


- 经济层面，美国就业市场与经济运行从趋势上看持续下行，但细分部门仍存在较强韧性：
  - 就业方面，美国2024年11月失业率录得4.2%，连续7个月站上4%关口；新增非农就业人数自2024年以来趋势性向下，但11月季调后新增非农就业人口录得22.7万人，为2024年3月以来最大增幅；同时10月职位空缺数增至逾770万。整体来看美国劳动力市场供需有所企稳。
  - 经济方面，美国2024年第三季度GDP环比折年率录得2.8%，主要靠消费和私人投资支撑，较前值下降0.2pct；制造业和服务业PMI走势分化，制造业PMI4-11月连续位于荣枯线以下，但11月ISM制造业PMI指数回升至48.4%，创2024年6月以来的最高水平，指向经济运行韧性仍存。

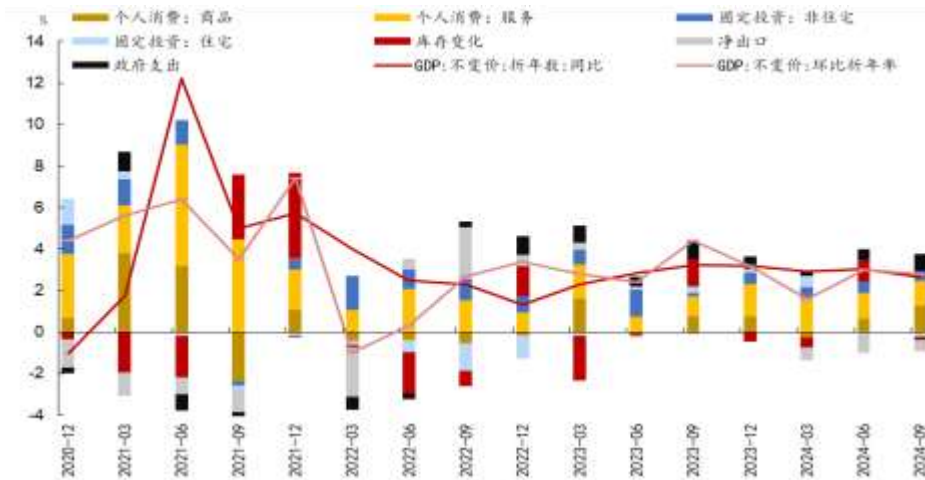
图表12：11月失业率录得4.2%，连续7个月站上4%关口



图表13：2024年以来新增非农就业人数趋势向下



图表14：消费和私人投资支撑美国经济运行



# 金价核心驱动逻辑一：无论是宽松预期还是通胀上行，都利于黄金价格上涨

- **通胀与就业的难以平衡，是美联储悬在头上的“达摩克利斯之剑”。** 美联储在2024年12月的会议上继续将联邦基金利率目标区间下调25个基点，降至4.25%至4.5%的区间。美联储认为，经济活动继续以稳健的步伐扩张。自年初以来，劳动力市场状况总体上有所缓解，失业率有所上升但仍然保持在较低水平。通胀已朝着委员会2%的目标取得进展，但仍然有些高。2024年12月FOMC决议内容较9月变化如下：

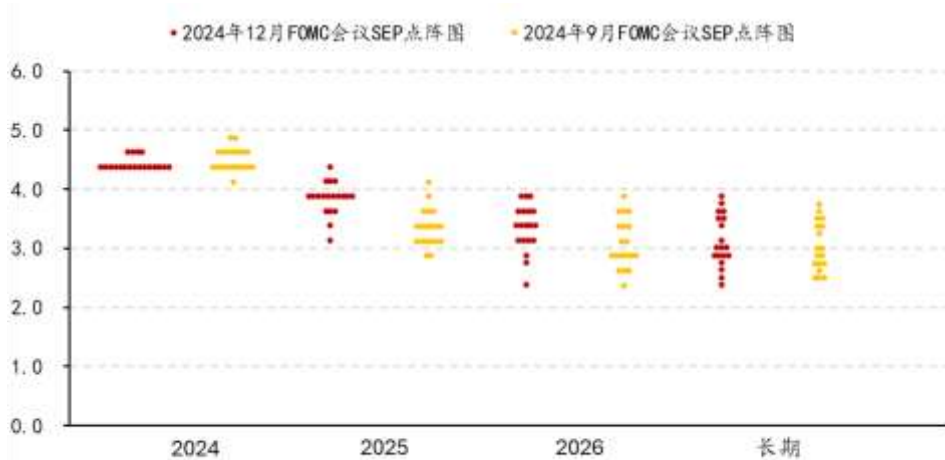
关于就业：新增“劳动力市场状况自年初以来总体有所缓解”；

关于通胀：删除“对其持续向2%迈进的信心增强”的表述；（**美联储对通胀回落的信心有所下降**）

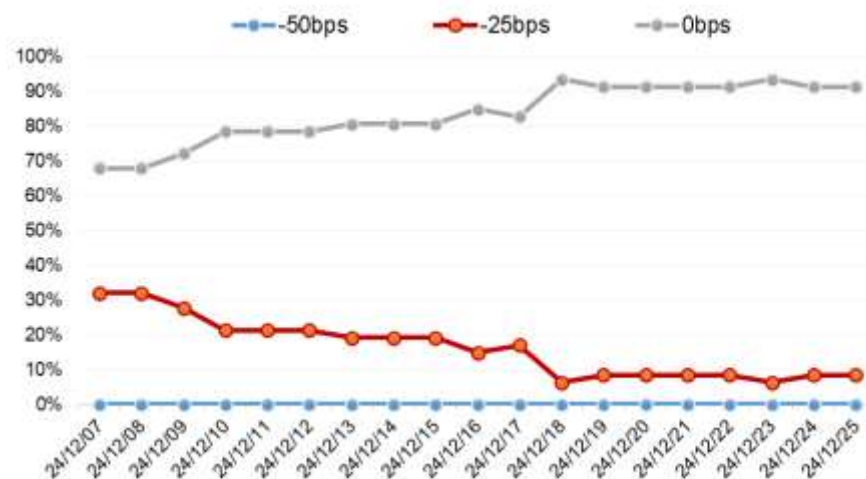
关于双重任务：维持“实现其就业和通胀目标的风险大致平衡。经济前景存在不确定性，委员会对双重使命的两边风险都保持警觉”。

- **美联储当前仍具备较大政策空间，本轮降息周期的时间或也被通胀频繁的扰动拉长，增加了黄金的做多窗口期。** 2024年12月利率点阵图暗示到25/26年底或仍有50/100bp降息空间。我们认为，**无论是宽松预期还是通胀上行，都有利于支撑黄金价格的上涨。**

图表15：相比于2024年9月，2024年12月美联储预计在2025年将进行更少的降息



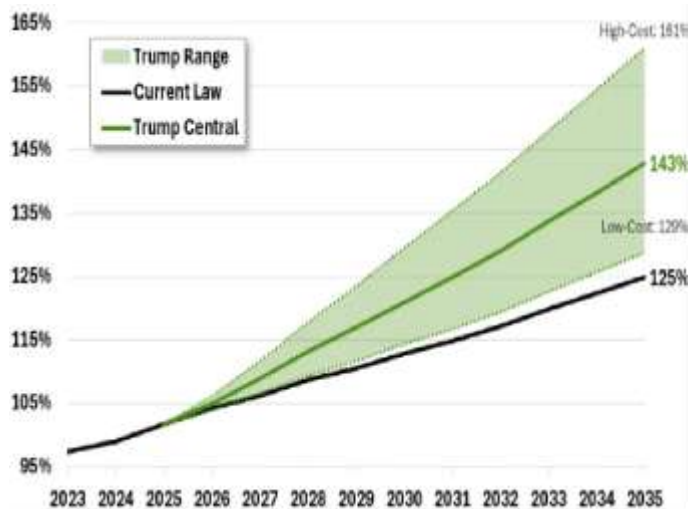
图表16：CME美联储利率观测器显示2025年1月份美联储大概率按兵不动



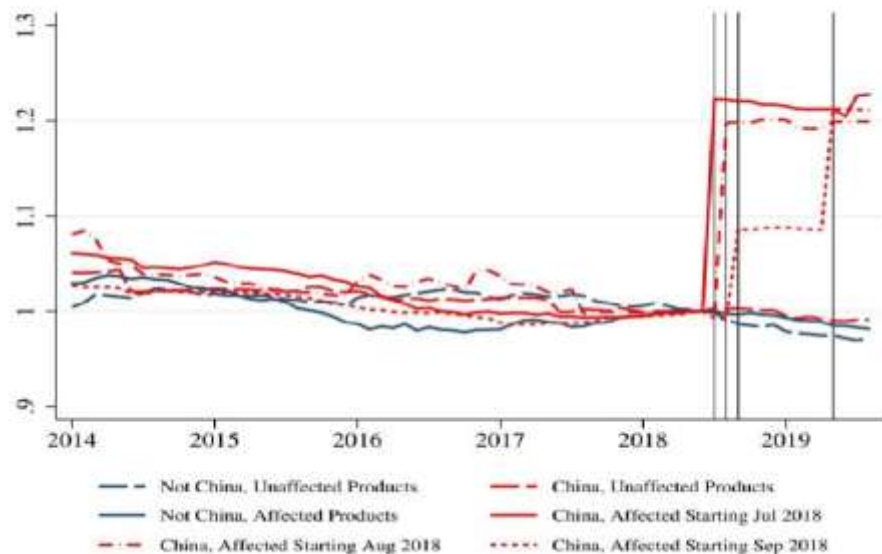
## ■ 特朗普对华加征关税+财政刺激的主张或导致通胀反复：

- 1) **减税**：据CRFB预测，若竞选承诺全部兑现，中性情形下将使 2026 年至 2035 财年美国的的债务总额增加 7.75 万亿美元，美国公共债务水平占GDP的比重将升至 2035 年底的143%。
- 2) **全面加征关税**：美国上一轮关税的加征几乎全部转嫁到了美国进口商支付的总价格上，这表明关税的影响主要落在了美国自身。
- 3) **驱逐非法移民**：过去三年，美国移民加速入境一定程度上对美国经济“软着陆”形成贡献。根据彼得森的测算，极端情形下，如果2025年特朗普政府驱逐所有被认为在美国工作的 830 万无证移民工人，那么在极端情况下2026年美国的通货膨胀率将高出 3.5 个百分点。

图表17：若竞选承诺全部兑现，美国公共债务水平占GDP的比重将升至 2035 年底的 143%



图表18：全面加征关税对进口商品价格指数的影响



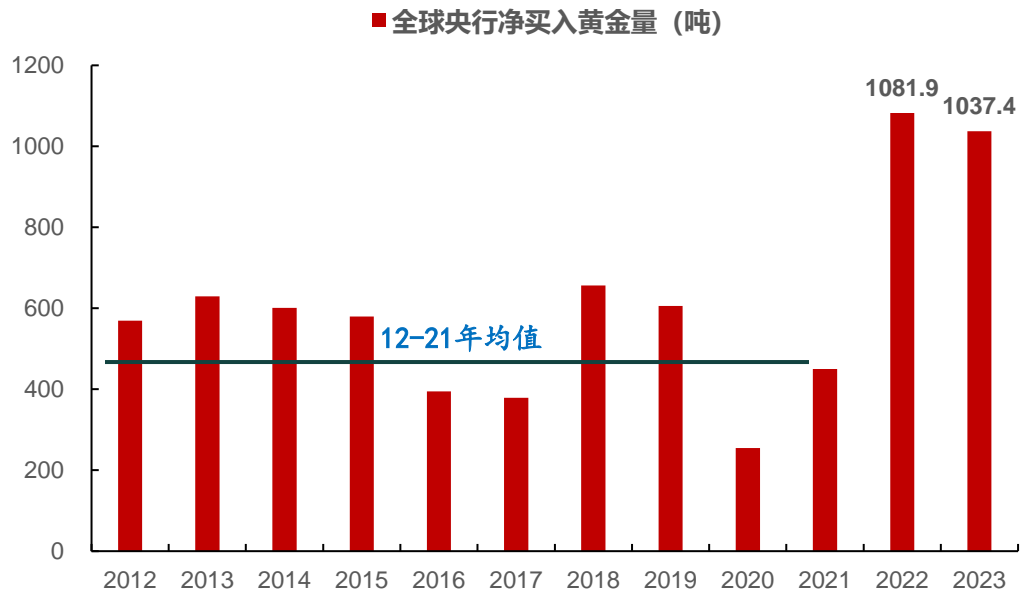
图表19：疫情后美国无证移民大量增加



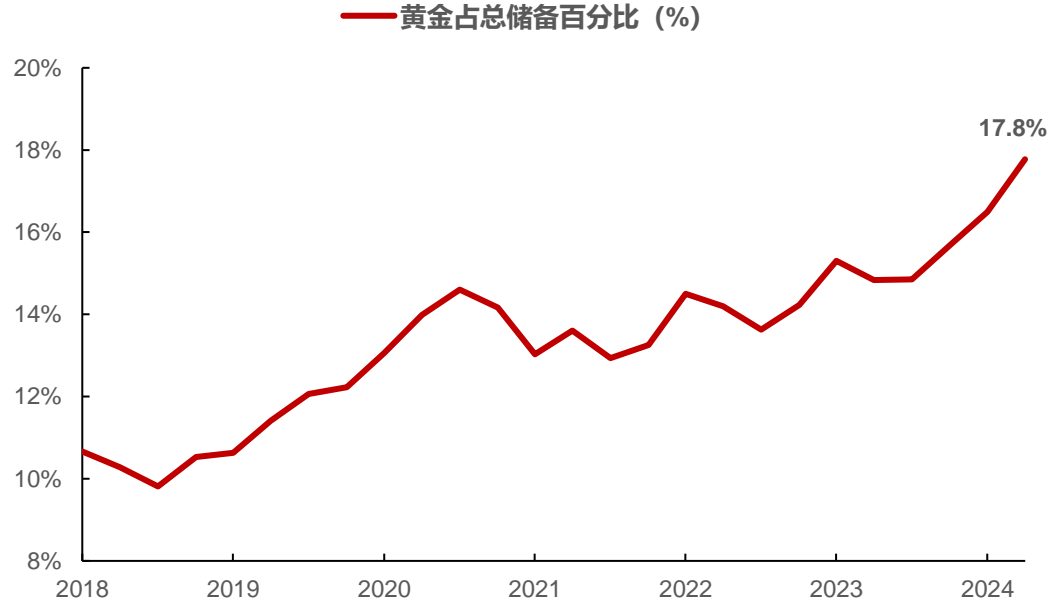
资料来源： CRFB、《Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy》Alberto Cavallo etc、CBP、彼得森研究所、华源证券研究所

- “去美元化”增强黄金货币属性，央行持续增储下完成金价底部支撑。具体数据看：
  - 1) 2022-23年全球央行净买入黄金数量均超1000吨，较此前10年的均值512吨大幅提升（俄乌冲突加速去美元化进程）；
  - 2) 黄金在全球外汇储备中的占比从2022年初的13.3%快速上升至17.8%（外汇储备结构加速变化）；
  - 3) 2024年11月末中国官方黄金储备为7296万盎司，较10月末增加16万盎司（央行时隔半年来重启增持黄金周期，增持往往会持续较长时间）。
- 我们认为，保护主义+大国博弈背景下各国央行存在**优化外汇结构以提升金融自主权的需求**，金价回调过程中增储节奏有望加快，有望形成对金价的强底部支撑。

图表20：2022-23年全球央行净买入黄金数量均超1000吨



图表21：黄金在全球外汇储备中的占比快速上升







- 综上所述，黄金价格的回撤主要为美国大选事件/预期及短期经济数据催化所致，当前金价或已部分或完全反应相应边际变化，底部区间已现；同时，支撑金价持续上行的基本面逻辑依然成立。
- 因此，考虑到当前扰动因素或已充分注入预期，金价有望伴随事件+情绪的利空释放完毕完成触底反弹，此外美联储降息周期+美国经济衰退周期中金价上行逻辑有望持续催化，“去美元化”演绎下央行增储有望对金价形成强有力底部支撑，维持对黄金行业的“看好”评级。
- **建议关注：**龙头属性标的-山东黄金；估值修复弹性个股-赤峰黄金、中金黄金、山金国际；资产注入预期个股-中电电机。

## 3. 铝

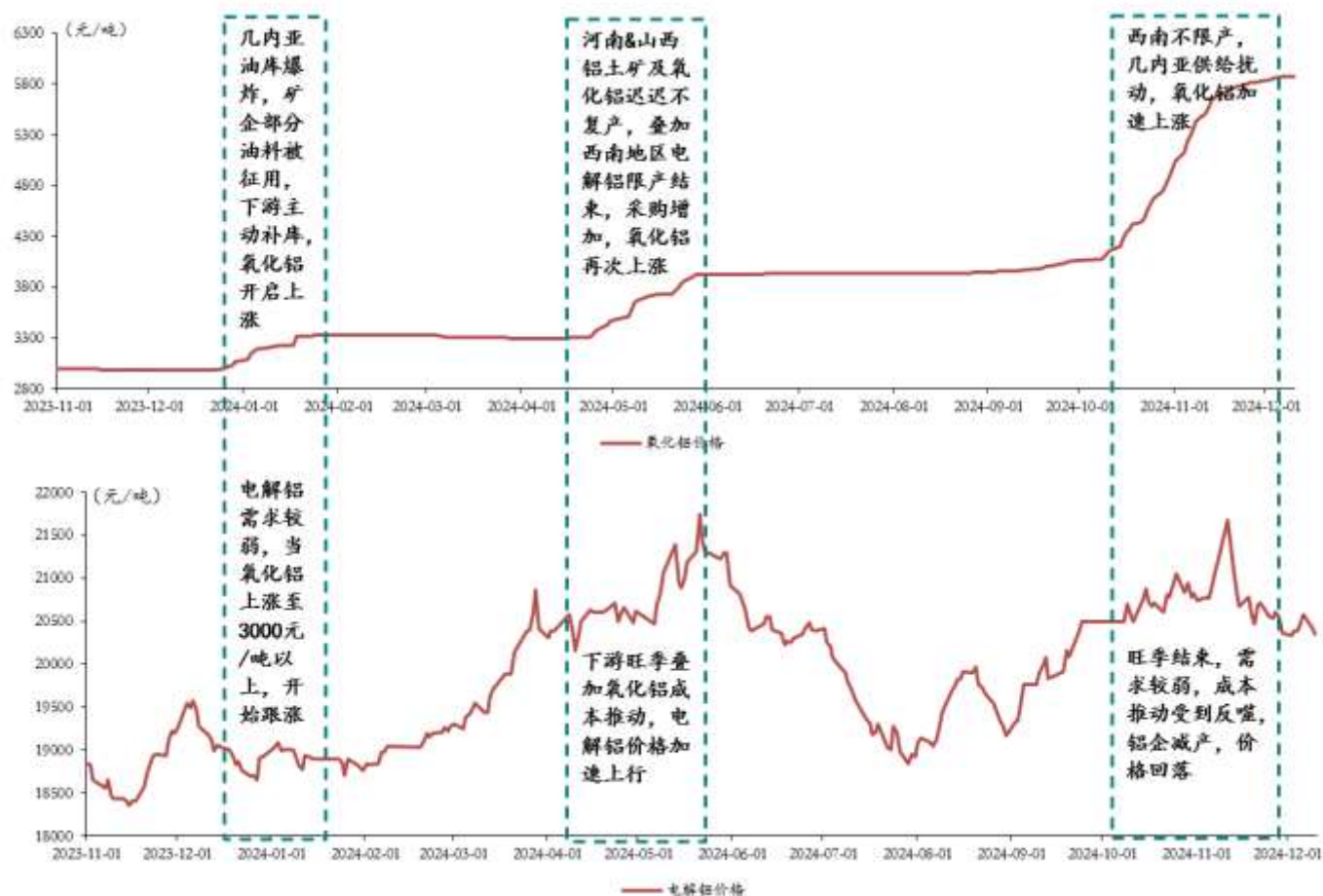
---

1. 全球宏观经济与展望
2. 黄金：多因素扰动不改长期看好逻辑，黄金进入左侧布局区间
3. 铝：氧化铝长期趋势下行，准备迎接电解铝产能不足
4. 铜：缺矿共识下，铜价有望创新高
5. 铅锌：供给收缩，价格中枢上移
6. 锂：过剩幅度收窄，25年锂价中枢或在8万
7. 新材料：持续看好主业增长+新产品放量的新材料板块



- 价格复盘：(1) 氧化铝：国内外铝土矿供给扰动以及氧化铝产能不匹配，导致氧化铝价格阶梯式上行，同时外盘价格高企，加速氧化铝上行。
- (2) 电解铝：传统淡旺季周期波动叠加成本端推动，电解铝价格箱体震荡。

图表22：氧化铝&电解铝价格复盘

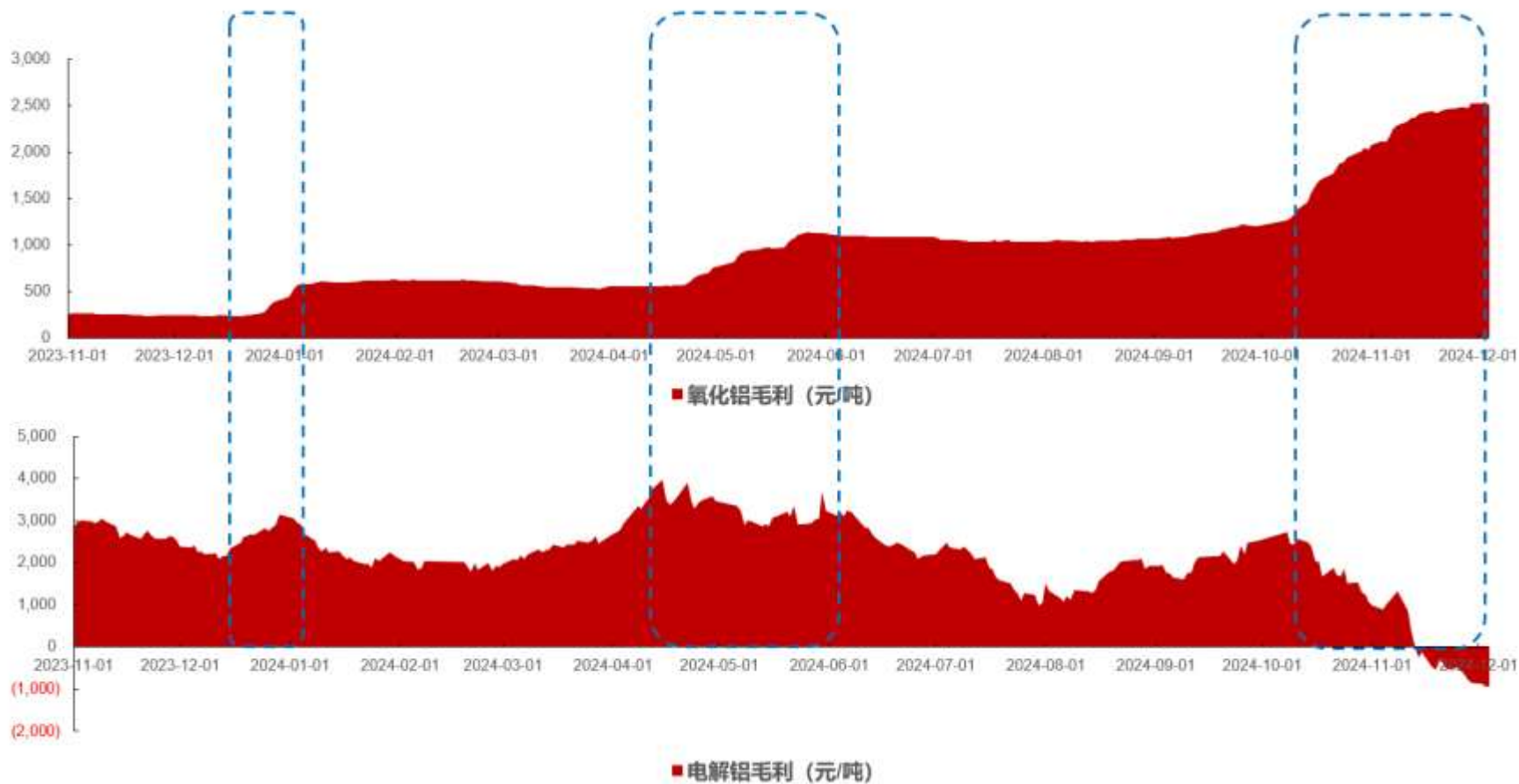


资料来源：SMM，新华财经，华源证券研究所



- 利润复盘：(1) 氧化铝：毛利阶梯式上行，250 → 500 → 1000 → 2500元/吨。
- (2) 电解铝：氧化铝上涨初期，随氧化铝利润增加而增加；中后期氧化铝利润开始初步侵蚀电解铝利润最终亏损。

图表23：氧化铝&电解铝利润复盘





## ■ 价格拐点或在25年2-4月份。

从月度供需平衡来看，自2024年11月份以来氧化铝短缺情况已有所缓解，且随着2025年上半年720万吨氧化铝产能的释放，氧化铝或从短缺转向过剩，且25年新增产能1320万吨（预计有效产量约545万吨），可满足电解铝需求约287万吨，长期看氧化铝价格或趋势下行。

图表24：氧化铝月度供需平衡（万吨）

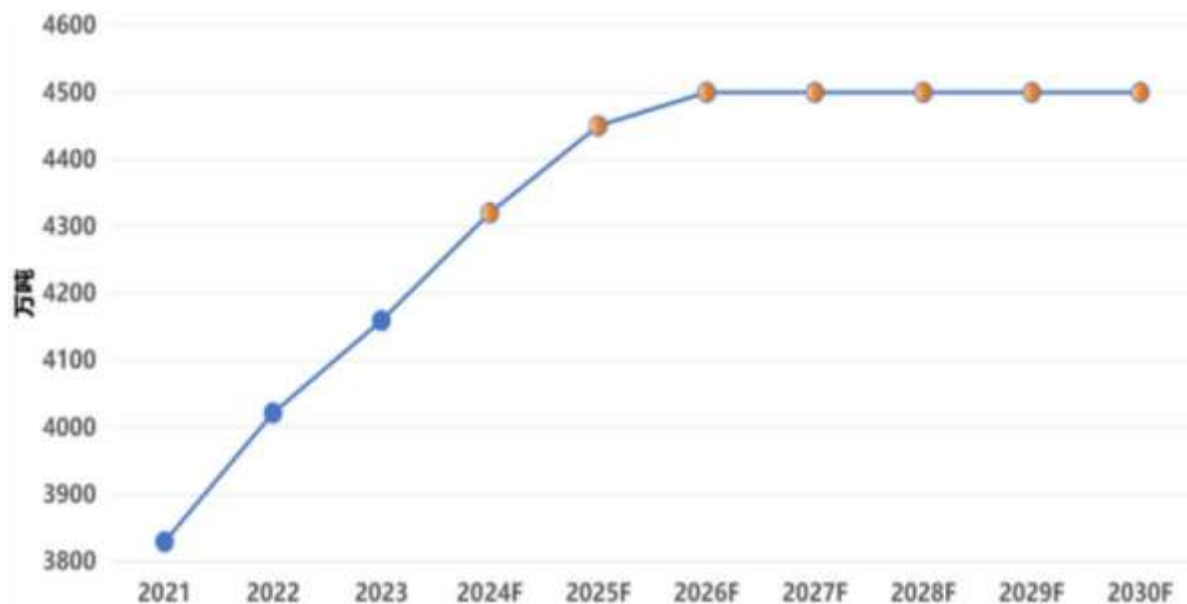
	产量	净进口	氧化铝供给	氧化铝需求	供需平衡
2024年12月	746	-18	728	714	14
2024年11月	734	-10	724	691	33
2024年10月	729	-15	714	713	-1
2024年9月	691	-10	681	688	-7
2024年8月	722	-14	712	710	2
2024年7月	717	-10	710	709	-2
2024年6月	684	-12	672	684	-12
2024年5月	699	-1	698	700	-2
2024年4月	668	-2	666	677	-11
2024年3月	678	16	694	684	10
2024年2月	628	15	643	642	2
2024年1月	672	21	693	686	8

图表25：2023-2026年氧化铝新增产能（万吨）

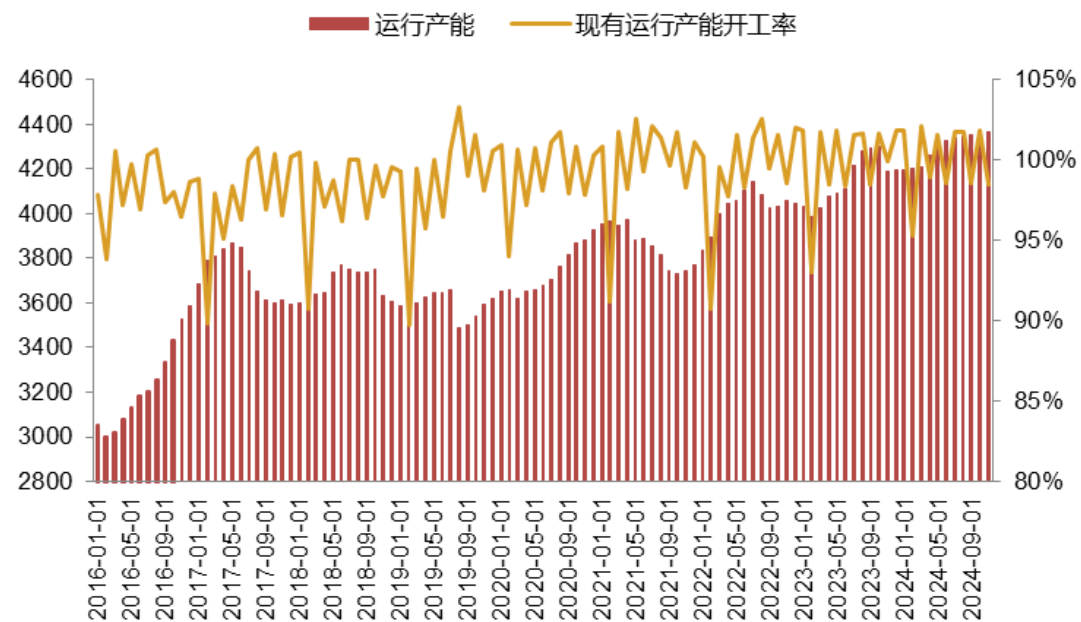
2023年	2024年	2025年Q1	2025年Q2	2025年Q3	2025年Q4	2026年及以后
460	360	300	420		600	680+1200(类置换)
		中铝华昇二期100(200)万吨25年1月投产	广投北海100(400)万吨计划25年4月投产		北海东方希望240(480)万吨25年10月投产	河北文丰240(480)万吨计划2026年投产
		广投北海100(400)万吨计划25年3月投产	山东魏桥200万吨25年5月投产(置换)		河北文丰120(480)万吨计划25年下半年投产	北海东方希望240(480)万吨项目
		山东创源100万吨25年3月底投产	河北文丰120(480)万吨计划上半年投产		防城港中丝路240万吨计划25年投产	广投北海200(400)万吨项目
						甘肃嘉唐600万吨项目
						赤峰启辉600万吨项目

- **法治化产能天花板。**中国电解铝实施了法治化市场化供给侧结构性改革，实现电解铝产能总量控制和出口限制。通过行业自律确立了电解铝产能天花板，将有效遏制电解铝的无序扩张。即使未来电解铝行业的产能全部运行，最大产量将始终低于4500万吨/年。（摘自中国有色金属工业协会会长葛红林《高耗能产业碳达峰的管控——以电解铝为例》）
- **未来产量增长极限200万吨。**截止至2024年12月，电解铝建成产能4571万吨，运行产能4353万吨，累计产量4312万吨，年化开工率99.07%，基本处于满产状态，由于电解铝最大产量低于4500万吨，则未来产量增长极限不到200万吨。

图表26：电解铝产量预测



图表27：电解铝运行产能及开工率（万吨）



■ 新增产能增量有限。24-26年新增产能30/75/10万吨，考虑爬产进度25-26年预计新增产量52.5/62.5万吨。

2024年新增电解铝产能30万吨，主要集中于24年四季度，将于25年释放产量。

2024年之后预计新增产能149万吨，其中25年新增75万吨，26年新增产能10万吨，其余64万吨处于待定状态。

图表28：2021-2026年电解铝新增产能

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	待定	备注
百矿田林	10	10						
百矿德保	20							
内蒙古创源（二期）	5							
云铝昭通海鑫（二期）	8	27						
云南其亚	10	22						
云南神火（二期）	35							
百矿隆林		20						
甘肃中瑞（二期）		10	19.2					
兴仁登高（二期）		5	18.6					
贵州元豪			8.67					
内蒙古白音华（一期）		16	24					
中铝青海产能扩建升级项目						10		建设50万吨600KA电解铝厂区，建成之后停掉现有的40万吨，另外从云铝转移10万吨指标
霍煤鸿骏扎铝二期					35			有指标35万吨，计划2024年开始建设，2025年投产
贵州双元铝业扩建				10				产能转移项目（购得南山指标10万吨），于2024年11月份投产
农六师搬迁扩建项目				20				农六师合规指标共计190万吨，目前企业运行170万吨，通过搬迁扩建将部分产能转移到准东，达到190万吨。该项目24年10月份通电投产，达产仍需一段时间。
新疆天山铝业					20			企业总合规指标140万吨，剩余20万吨指标计划25年建成并于25年下半年投产
内蒙古东山铝业					20			伊电集团转移内蒙古项目 目前公示转移产能20万吨，计划25年6月投产
青海海源绿能二期							11	电解铝指标共35万吨，前期24万吨复产完毕，剩余11万吨待建设待投产
广元启明星二期							13	2021年拍卖成交，公司后期要扩建至总产能25万吨，目前暂未建设
内蒙古白音华二期							40	待建设，尚无指标
<b>合计</b>	<b>88</b>	<b>110</b>	<b>70.47</b>	<b>30</b>	<b>75</b>	<b>10</b>	<b>64</b>	
<b>预计新增产量</b>					<b>52.5</b>	<b>62.5</b>		

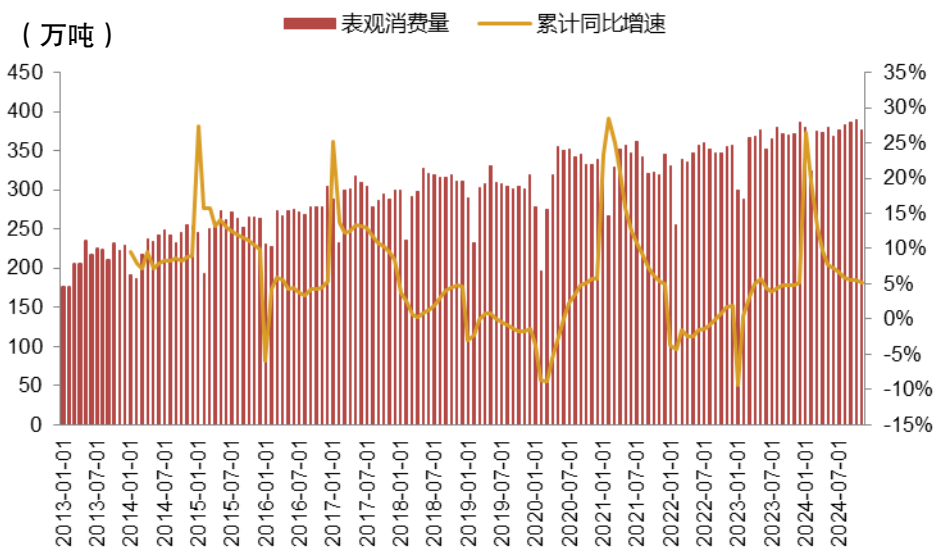
资料来源：SMM，华源证券研究所

## ■ 消费需求或超4480万吨

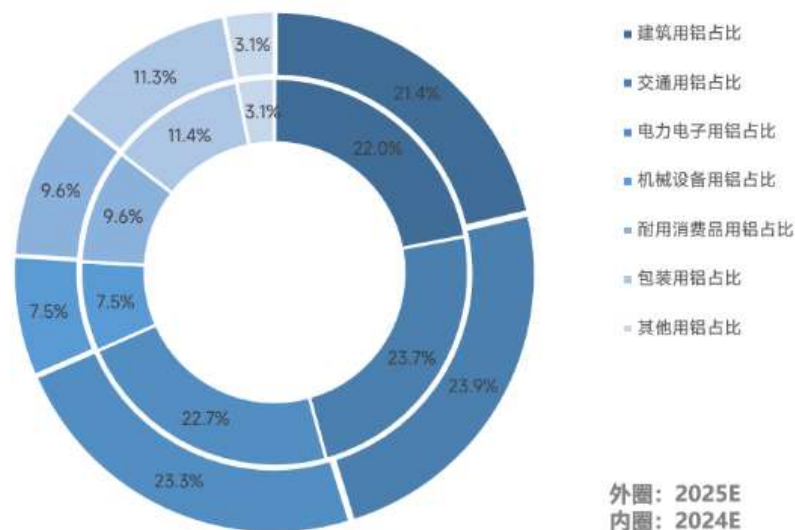
**表观维度：**截止到24年11月，电解铝实际消费量4109万吨，累计同比5%，我们预计2024年全年需求量或超4480万吨。随着10万亿国债化解地方债的推进，假设2025年或仍维持5%的需求增长（2013-2023年间除19年-1%、22年2%外，其余年份均超5%），届时电解铝需求或达4700万吨超4500万吨产能天花板，后续或出现电解铝产能不足的情况。

**终端维度：**据smm，电解铝下游需求中建筑、交通以及电力电子行业消费占比接近70%，24年随着光伏装机增长及新能源汽车的渗透率提升，带动电力及交通板块用铝量增长，弥补建筑等其他传统行业用铝量的下降，2024年国内电力电子及交通板块总用铝量同比增长7.5%，占国内总用铝量的46.3%，2025年这两部分用铝总量有望继续增长4%。

图表29：2013-2024年电解铝表观消费量及累计增速



图表30：2024-2025年电解铝需求结构



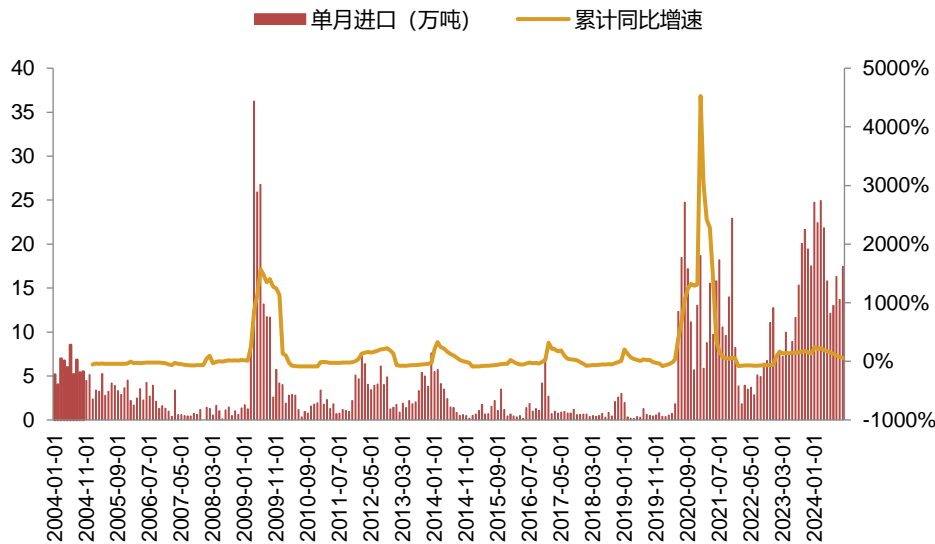




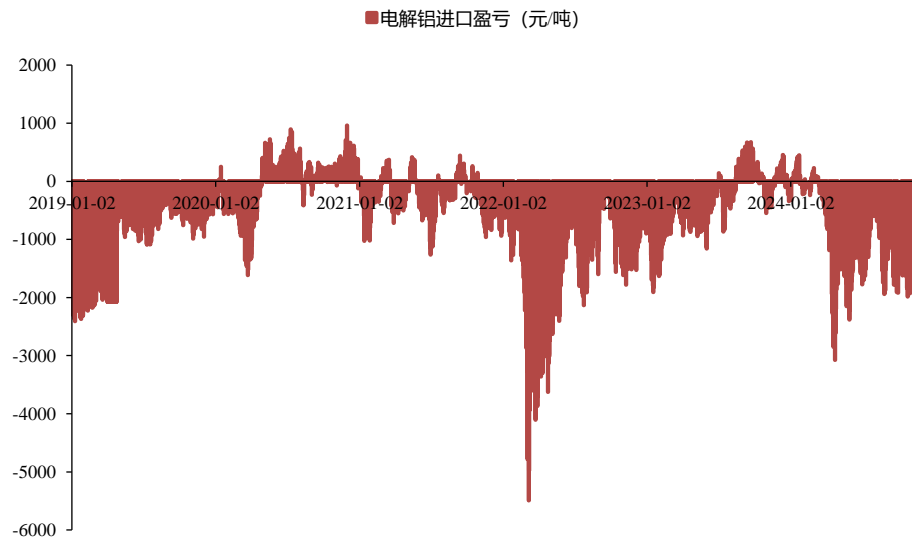
## ■ 影响电解铝价格变量

(1) 俄铝进口。截止24年10月，电解铝累计进口182.4万吨，同增56%，平均单月进口约18万吨，考虑出口，累计净进口173万吨，同增64%。从进口盈亏来看，当前进口亏损2500元/吨，进口电解铝显然是不划算的，2020年以来电解铝进口量大增主要原因是俄铝受制裁。23年俄铝电解铝产量387万吨，目前计划减产25万吨。同时若制裁解除，电解铝进口或大幅下降。

图表31：电解铝单月进口量及累计同比增速



图表32：电解铝进口盈亏



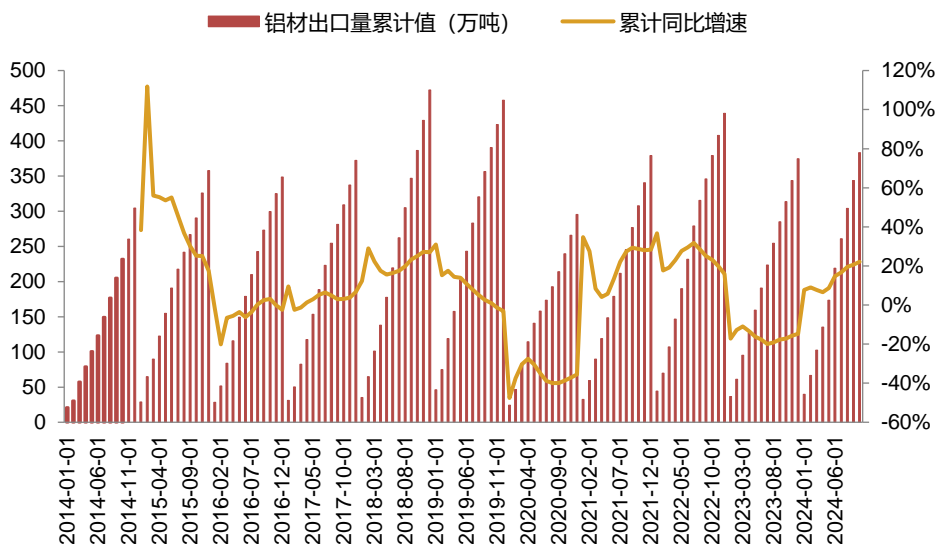
资料来源：SMM，俄铝官网，华源证券研究所

## ■ 影响电解铝价格变量

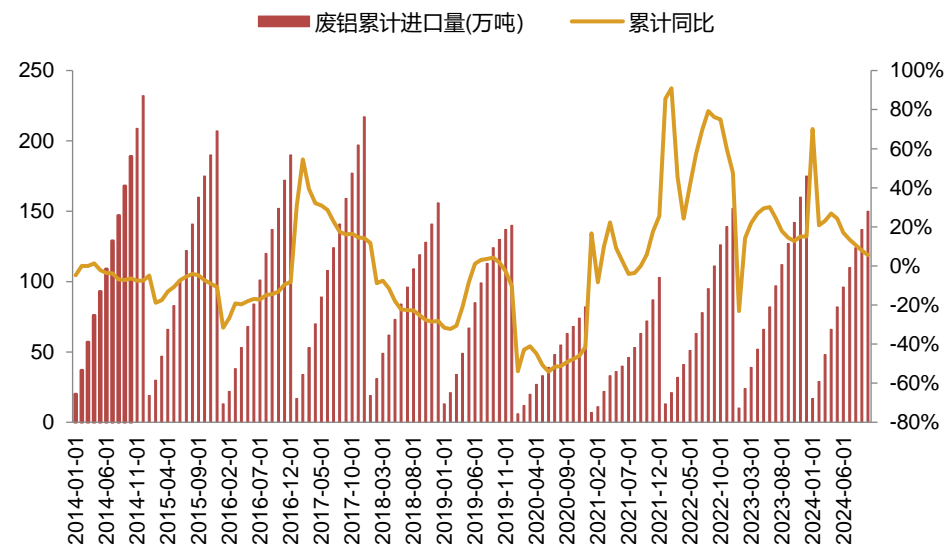
(2) 铝材（不含废铝）出口。截止到24年10月，铝材累计出口383万吨，同增22%，预计24年累计出口450万吨（23年374万吨）。当前已取消出口退税，考虑内外盘铝价价差以及国内制造优势，铝材出口仍具有优势，出口仍将维持正增长。

(3) 废铝。截止到24年10月，废铝累计进口150万吨，同增6%，预计24年进口废铝180万吨，同增3%。当前放开部分牌号废铝进口，该牌号目前进口量可忽略不计。

图表33：铝材累计净出口量及同比增速



图表34：废铝累计进口量及同比增速



## ■ 电解铝即将供不应求

- (1) 电解铝产量25-26年增速1%：考虑现有运行产能满产及新增产能投产进度，预计25-26年产量增速1%。
- (2) 净进口：考虑俄铝减产以及国内外价差拉大，保守预计25-26年净进口160/155万吨，若俄铝制裁取消，净进口或大幅收缩。
- (3) 国内消费增速3%：其中地产端受政策刺激，需求逐步企稳；交通及电力电子受新能源车、光伏等需求持续拉动。
- (4) 净出口：虽有出口退税取消，但国内外价差可弥补部分损失，预计25-26年净出口仍维持5%的增长。

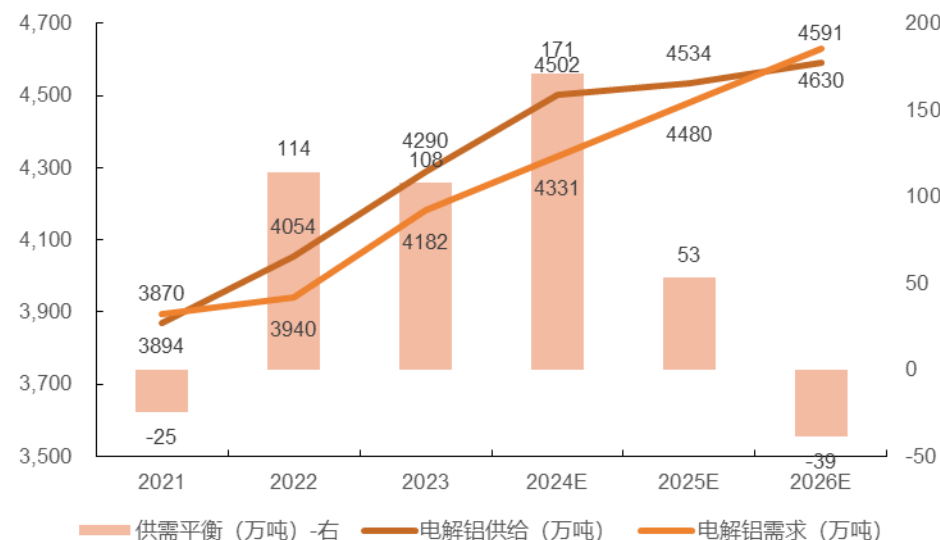
根据以上预测，预计24-26年供需平衡分别为171、53和-39万吨，电解铝逐步由过剩转为短缺，电解铝即将供不应求。

图表35：电解铝供需平衡测算（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电解铝产量	3712	4007	4151	4301	4374	4436
电解铝净进口	157	47	139	201	160	155
电解铝供给	3870	4054	4290	4502	4534	4591
国内消费	3515	3501	3808	3888	4015	4141
建筑	999	853	912	831	810	810
交通	776	796	865	928	984	1033
电力电子	625	691	820	905	977	1036
机械	272	280	288	291	294	297
耐用消费品	330	343	365	373	384	394
包装	405	425	438	439	443	448
其他	108	113	120	120	122	123
净出口	379	439	374	443	465	488
电解铝需求	3894	3940	4182	4331	4480	4630
供需平衡	-25	114	108	171	53	-39

资料来源：SMM，华源证券研究所

图表36：电解铝供需平衡



## 4. 铜

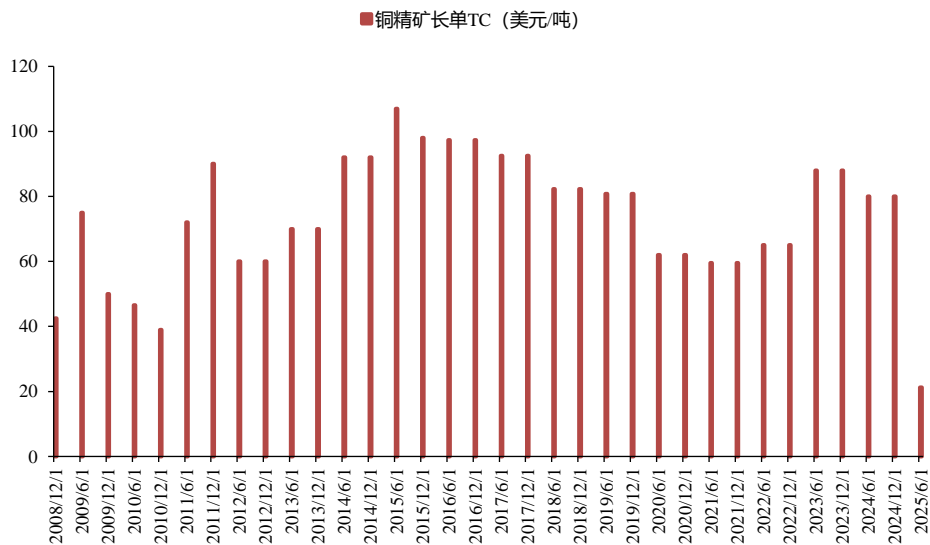
---

1. 全球宏观经济与展望
2. 黄金：多因素扰动不改长期看好逻辑，黄金进入左侧布局区间
3. 铝：氧化铝长期趋势下行，准备迎接电解铝产能不足
4. 铜：缺矿共识下，铜价有望创新高
5. 铅锌：供给收缩，价格中枢上移
6. 锂：过剩幅度收窄，25年锂价中枢或在8万
7. 新材料：持续看好主业增长+新产品放量的新材料板块

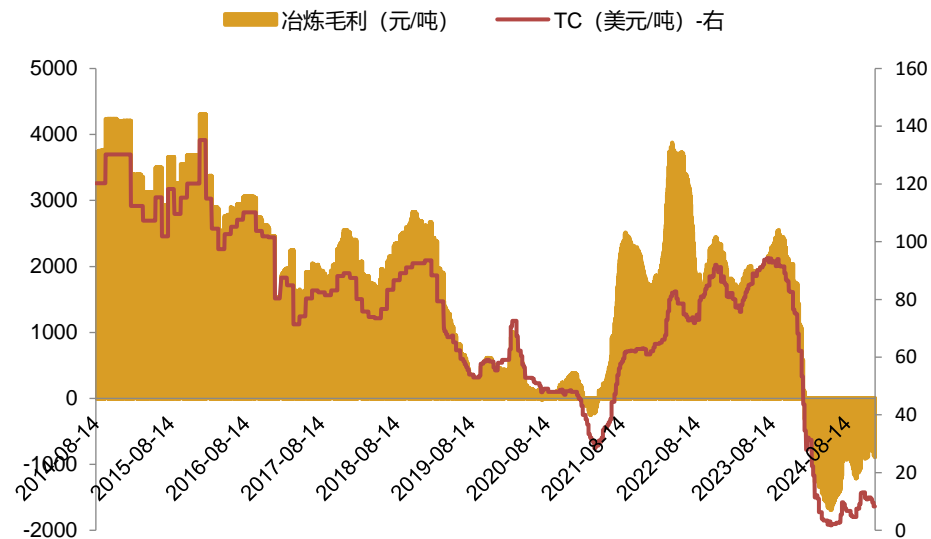


- **冶炼加工费创历史新低，冶炼承压。**安托法加斯塔与江西铜业将2025年的铜精矿加工费（TC）定为每吨21.25美元，精炼费（RC）定为每磅2.125美分。远低于2024年的80美元和每磅8美分，同比下降高达73.4%，创2008年以来的历史新低。而行业平均冶炼成本在35-40美金（考虑硫酸收益，未考虑贵金属副产物），该价格下冶炼厂出现亏损，25年部分高成本的民营冶炼厂或减产，矿端短缺逐步向金属端传导。

图表37：2008-2025年冶炼加工费长单



图表38：冶炼散单加工费及考虑硫酸后冶炼毛利





- **整体需求并不悲观。**传统需求增速虽然出现一定乏力，但整体需求稳定略有增长，但随着风电、光伏以及新能源汽车等新动能需求的快速增长，铜需求维持持续增长。预计2024-2026年铜需求量分别为2661、2778和2858万吨，增速分别为3.0%、4.4%和2.9%，整体需求并不悲观。
- **供给仍维持低速增长。**2024-2026年全球铜精矿供给增量分别为71、28和38万吨，增速分别为3.2%、1.2和1.6%。2025年增量主要来自于智利、秘鲁和刚果金。26年增量主要来自于智利、秘鲁。

图表39：全球铜需求测算（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
老动能	2230	2235	2271	2287	2336	2367
中国	1220	1205	1221	1215	1242	1252
电力	644	652	686	697	709	715
建筑	167	142	165	140	147	154
家电	189	191	210	234	247	248
其他	220	220	160	145	140	135
海外	1010	1030	1051	1072	1093	1115
新动能	160	205	312	374	442	491
光伏	70	97	156	192	232	260
风电	51	46	71	75	81	87
新能源车	39	61	85	107	129	144
需求合计	2389	2440	2583	2661	2778	2858
增速	0.4%	2.1%	5.9%	3.0%	4.4%	2.9%

图表40：全球铜精矿供给测算（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智利	562	533	525	530	540	550
秘鲁	248	260	276	280	290	300
刚果金	180	239	284	310	320	320
中国	174	167	164	165	165	165
美国	123	123	111	115	115	115
墨西哥	73	75	73	74	73	74
加拿大	55	52	50	51	51	51
澳大利亚	80	83	78	80	80	80
其他	630	670	680	707	705	723
合计	2127	2202	2241	2311	2339	2377
增量		76	38	71	28	38
增速		3.6%	1.7%	3.2%	1.2%	1.6%

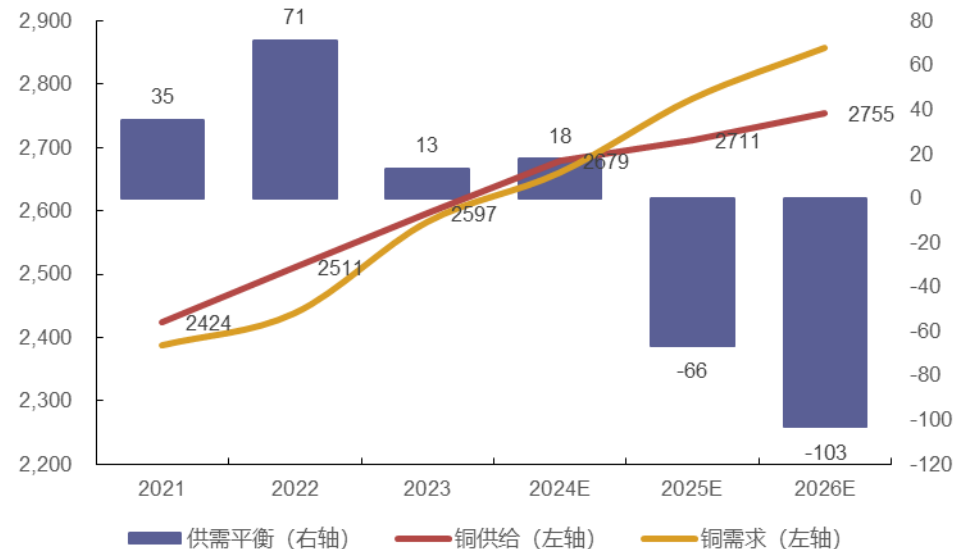


- **铜价有望创新高。**随着矿端的短缺逐步传导至金属端，需求端随着风电、光伏以及新能源汽车等新动能需求的快速增长，铜需求维持持续增长。铜行业供需拐点或将来临，预计2024-2026年，供需平衡分别为18、-66和-103万吨，铜价有望创新高。

图表41：全球铜供需平衡测算（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铜精矿	2127	2202	2241	2311	2339	2377
精炼铜	2020	2092	2128	2196	2222	2258
废铜回收	404	418	468	483	489	497
铜供给	2424	2511	2597	2679	2711	2755
铜需求	2375	2440	2583	2661	2778	2858
供需平衡	50	71	13	18	-66	-103

图表42：全球铜供需平衡（万吨）



## 5. 铅锌

---

1. 全球宏观经济与展望
2. 黄金：多因素扰动不改长期看好逻辑，黄金进入左侧布局区间
3. 铝：氧化铝长期趋势下行，准备迎接电解铝产能不足
4. 铜：缺矿共识下，铜价有望创新高
5. 铅锌：供给收缩，价格中枢上移
6. 锂：过剩幅度收窄，25年锂价中枢或在8万
7. 新材料：持续看好主业增长+新产品放量的新材料板块

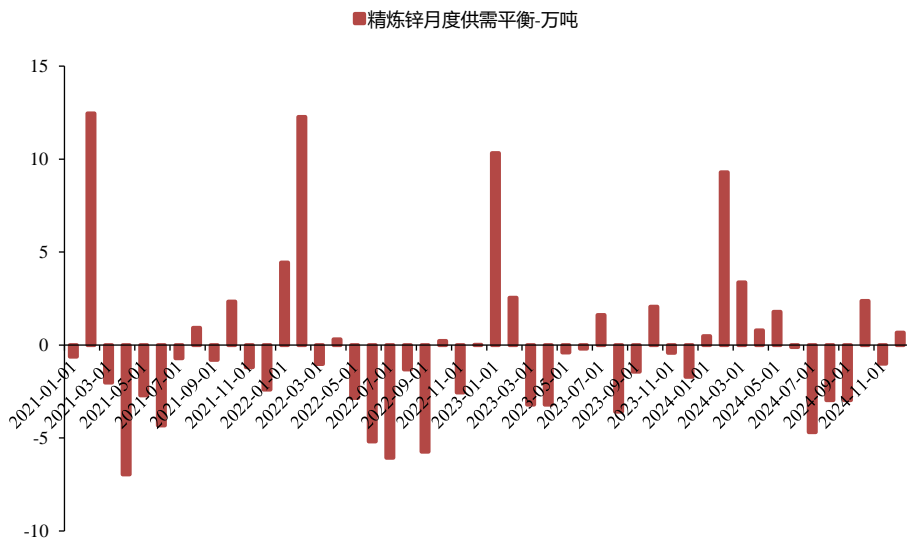


■ **矿企盈利持续扩张。**2024年以来，矿端供给收缩明显，前10月全球锌精矿产量创近五年来新低。受矿端收缩影响，精炼锌供应整体偏紧，锌精矿价格持续上行。同时受缺矿影响，锌冶炼加工费大幅下滑，在锌价上涨以及冶炼加工费下滑的双重催化下，矿企盈利持续扩张。

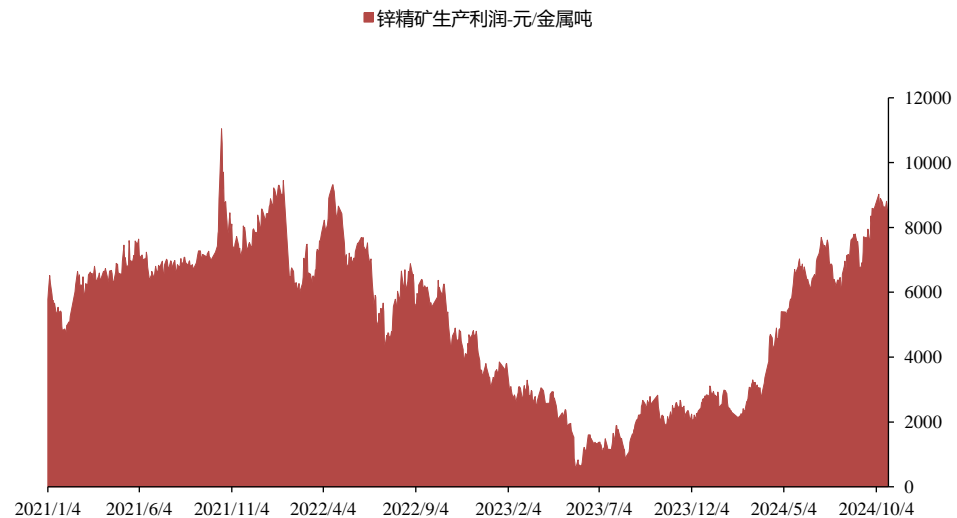
图表43：精炼锌月度产量维持低位，供应整体偏紧



图表44：精炼锌供需平衡数据

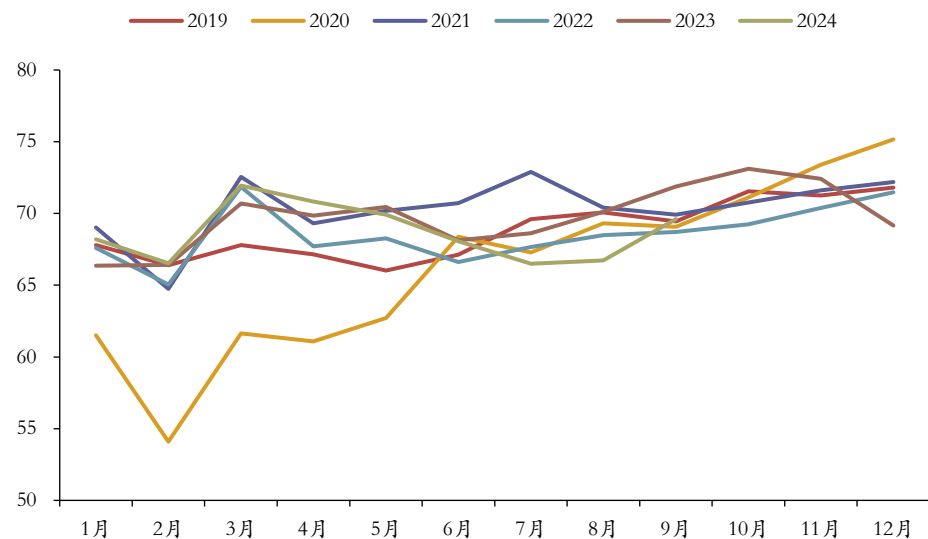


图表45：矿企利润持续上行

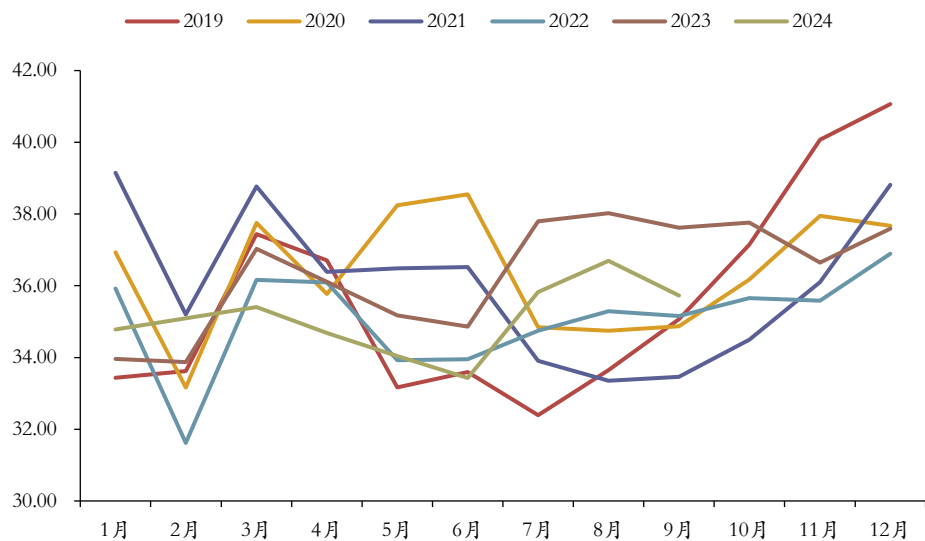


■ **铅矿价格中枢上行。**铅锭供给分为再生铅和原生铅两种，再生铅产量基本维持稳定，原生铅多为铅锌伴生，受锌矿供给收缩影响，2024年原生铅产量于9月同步下滑，上半年单月产量维持低位。受此影响，精炼铅供需平衡开始转为短缺，铅精矿价格持续上行。锌矿供给收缩，也导致锌锭冶炼加工费下滑。

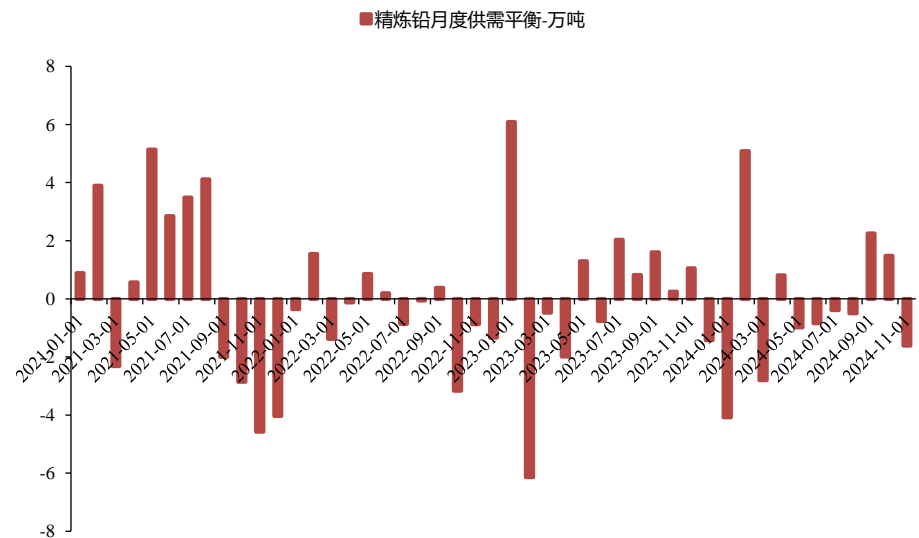
图表46：再生铅月度产量（万吨）



图表47：原生铅月度产量(万吨)



图表48：精炼铅供需平衡



## 6. 锂

---

1. 全球宏观经济与展望
2. 黄金：多因素扰动不改长期看好逻辑，黄金进入左侧布局区间
3. 铝：氧化铝长期趋势下行，准备迎接电解铝产能不足
4. 铜：缺矿共识下，铜价有望创新高
5. 铅锌：供给收缩，价格中枢上移
6. 锂：过剩幅度收窄，25年锂价中枢或在8万
7. 新材料：持续看好主业增长+新产品放量的新材料板块

# 供给：出清进行时，供应边际增速或走弱

- **锂辉石提锂：澳矿普遍在实施降本措施和缩减资本开支，增量主要来源于非洲。预计2025年锂辉石生产碳酸锂产量折合84万吨LCE，同比24年增加17万吨（非洲+10/澳洲+3/巴西+2）。**
  - **澳洲：**高成本锂矿Altura/Finnis/Baldhill/Cattlin已宣布停产或进入维护阶段，关注其他高成本澳矿Wodgina/Marion减产可能，25年增量锂矿主要是Kathleen Valley。
  - **非洲：**25年增量矿山为赣锋的马里项目和雅化K矿等，非洲锂矿多为中资锂盐企业控制，减产或不及预期。

图表49：2025年全球锂矿供给预测（锂辉石）

	矿山	折合碳酸锂产量（万吨LCE）		
		2024E	2025E	
锂辉石	澳洲	Greenbush	17.72	20.30
		Pilgangoora-Pilgan Plant	9.33	7.07
		Pilgangoora-Ngunaju Plant (原Altura)		
		Mt. Marion	5.43	4.00
		Wodgina	4.79	5.50
		Baldhill	1.28	0.00
		Kathleen Valley	1.33	5.00
		Mt. Holland	2.75	4.35
		Mt. Cattlin	1.35	1.15
		Finnis	0.24	
	合计	44.2	47.4	
	非洲	Bikita	4	5
		Arcadia	3	5
		Kamatjvi	0.6	4
		Sabi Star	3.3	3.8
		Goulamina		2.5
		Bougouni		1.4
		Zulu	0.1	
	合计	11.0	21.6	
	巴西	Grota do Cirilo	3.1	3.7
		Neves		1.5
		Mibra	1	1.3
	合计	4.1	6.4	
	加拿大	NAL	2.1	2.5
	中国	甲基卡134号矿脉	0.81	0.81
		业隆沟（奥伊诺锂矿）	0.94	0.94
		李家沟	1	2
		马尔康	2	2
		大红柳滩		
合计	4.8	5.8		
合计		66.2	83.7	

资料来源：IGO、Pilbara Minerals、Liontown Resources等各公司公告，华源证券研究所



## 供给：出清进行时，供应边际增速或走弱

- **云母提锂**：当前锂价已击穿大部分云母矿现金成本，低品位云母矿停产，我们预计2025年云母提锂生产碳酸锂产量7.9万吨LCE，同比24年减少7万吨，我们认为这部分供给对锂价弹性较大。
- **盐湖提锂**：成本低，绝大部分盐湖提锂成本处于3-5万元/吨，属于刚性供给，或存在超产预期，预计2025年盐湖提锂产量59万吨，同比24年增加9万吨。
- 在锂价持续下行过程中，不断有高成本的锂矿减停产，锂行业的出清在持续进行，锂供应的边际增速有所走弱，我们预计2025年锂矿对应的锂盐供给达151万吨LCE，同比增长15%。

图表50：2025年全球锂矿供给预测（云母和盐湖）

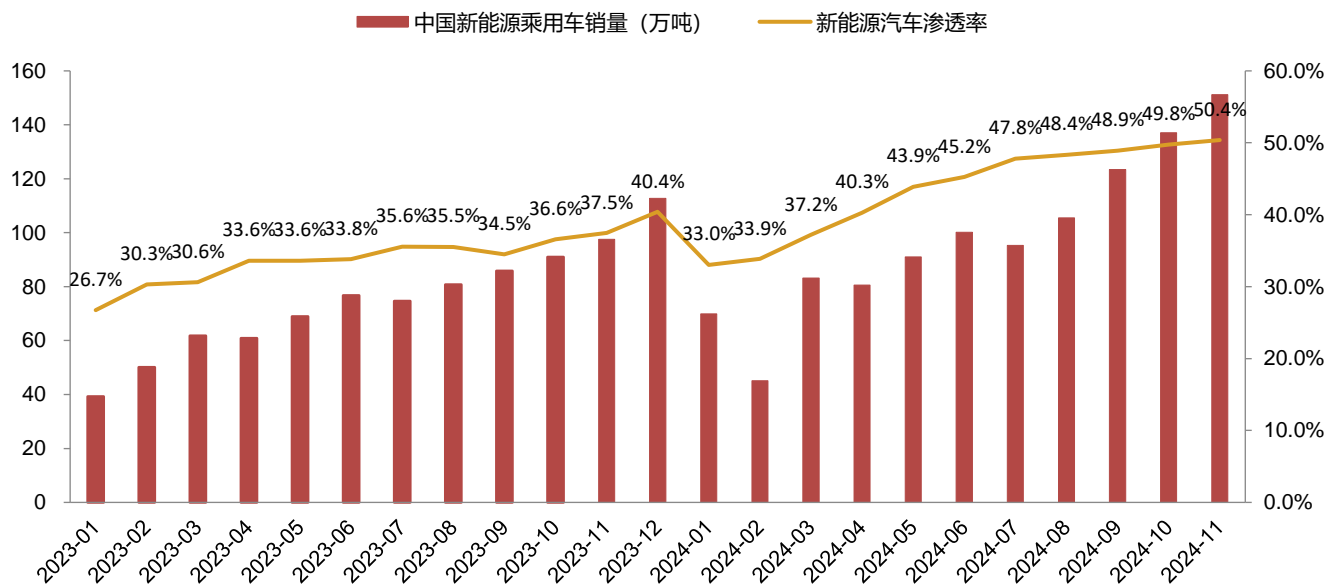
		矿山	折合碳酸锂产量（万吨LCE）	
			2024E	2025E
云母	中国	化山瓷石矿	3	2.5
		白水洞		
		宜春钨锂矿（414矿）	1.6	1.4
		狮子岭锂瓷石矿	0.8	0.7
		西坑矿		
		何家坪新坊钨锂矿	0.4	0.3
		花桥大港瓷土矿	1.5	1
		同安瓷矿	1	1
		水南段矿	3	
		祝下窝	3	
		金子峰硅矿厂		1
		湖南道县湘源硬岩锂矿		
	合计	15.0	7.9	
盐湖	中国	察尔汗盐湖—蓝科锂业	4	5
		察尔汗盐湖—藏格矿业	1.2	1.2
		西台吉乃尔	4.2	4.5
		东台吉乃尔	2	2
		一里坪盐湖	1	1.5
		扎布耶	0.5	1
		合计	12.9	15.2
	智利	Atacama—SQM	21	23
		Atacama—ALB	5.7	5.9
		合计	26.7	28.9
	阿根廷	Olaroz	3	3.1
		Hombre Muerto-Livent (Fenix)	2.35	2.7
Cauchari-Olaroz		2.6	4	
SDLA		0.25	0.25	
Centenario Ratones			1.2	
Tres Quebradas (3Q)		0.5	1	
Hombre Muerto-POSCO		0.4	1.6	
	合计	9.1	13.9	
美国	Silver Peak	1	1	
	合计	49.7	59.0	
	总计	131	151	

资料来源：SQM、Arcadium等各公司公告，华源证券研究所

- 政治局会议上指出2025年要“实施提振消费专项行动，加力扩围实施两新政策”，电车的以旧换新政策大概率在2025年得到延续甚至加码，2025年电车需求可以更乐观一些。我们预计2025年碳酸锂需求为143万吨，同比增长19%。

**图表51：碳酸锂需求测算**

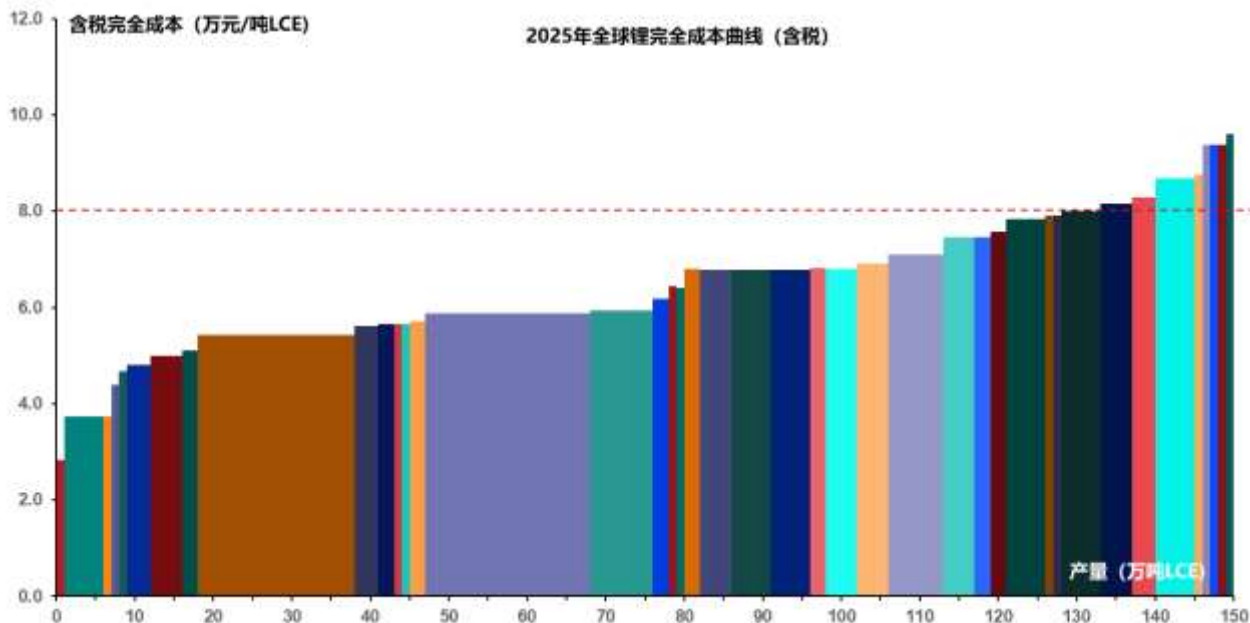
	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国磷酸铁锂产量	万吨	48	118	157	227	295
yoy			146%	33%	45%	30%
全球磷酸铁锂产量	万吨	50	124	165	239	311
碳酸锂单耗	吨LCE	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	13	31	41	60	78
中国三元材料产量		42	66	62	68	71
yoy			55.5%	-4.9%	8.3%	5%
全球三元材料产量		77	96.6	92	90	95
中国三元材料产量占全球比例		55%	68%	68%	75%	75%
碳酸锂单耗		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量		29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量		8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy				-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量		9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
碳酸锂单耗		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量		3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量		8.6	6.52	9.15	12	15
yoy				40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量		9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
碳酸锂单耗		0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量		1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量		5.8	10.49	12.97	18	22.5
				23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量		6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
六氟磷酸锂单耗		0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量		2.2	4.4	5.6	7.9	10.2
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	34.9	62.1	71.9	94.1	115.0
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	49.5	76.8	87.0	108.3	131.4
其他碳酸锂需求量		12	12	12	12	12
碳酸锂总需求量		62	89	99	120	143
yoy			44%	11%	21%	19%

**图表52：中国新能源汽车加速渗透**


资料来源：smm, wind, 华源证券研究所

- 价格判断：**根据完全成本曲线，8万元/吨LCE含税完全成本对应的锂盐供给在134万吨左右，根据正极材料测算的需求为143万吨，考虑到当前超10万吨的锂盐库存，及部分锂精矿库存，和5万吨左右的回收提锂，8万元/吨的供给能满足锂盐需求，25年仍维持过剩格局，预计25年过剩12.6万吨，过剩比例9%。因此我们预计2025年碳酸锂价格中枢为8万元/吨，反弹高度和下跌空间均有限。

图表53：2025年全球锂完全成本曲线



资料来源：IGO、Pilbara Minerals、Liontown Resources等各公司公告，smm，华源证券研究所

图表54：碳酸锂供需平衡表

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国磷酸铁锂产量	万吨	48	118	157	227	295
yoy			146%	33%	45%	30%
全球磷酸铁锂产量	万吨	50	124	165	239	311
磷酸铁锂-碳酸锂需求	万吨LCE	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求	万吨LCE	13	31	41	60	78
中国三元材料产量		42	66	62	68	71
yoy			55.5%	-4.5%	8.3%	5%
全球三元材料产量		77	96.6	92	90	95
中国三元材料产量占全球比例		55%	68%	68%	78%	75%
三元材料-碳酸锂需求		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求		29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量		8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy				-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量		9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
钴酸锂-碳酸锂需求		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求		3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量		8.6	6.52	9.15	12	15
yoy				40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量		9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
锰酸锂-碳酸锂需求		0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求		1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量		5.8	10.49	12.97	18	22.5
				23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量		6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
			79%	77%	76%	73%
六氟磷酸锂-碳酸锂需求		0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求		2.2	4.4	5.6	7.9	10.2
中国正极材料碳酸锂需求	万吨	34.9	62.1	71.9	84.1	115.0
全球正极材料碳酸锂需求	万吨	49.5	76.8	87.0	108.3	131.4
其他碳酸锂需求		12	12	12	12	12
碳酸锂总需求		62	89	99	120	143
yoy			44%	11%	21%	19%
全球磷酸产量 (万吨LCE)		62.0	76.2	86.1	133	151
锂回收量 (万吨LCE)			4.9	8.4	6.5	5
供需缺口		0.4	-7.7	5.5	19.2	12.6
过剩比例					16%	9%



■ 权益端建议关注：

- 具备第二增长曲线的低估值标的：雅化集团（民爆）、中矿资源（铜+小金属）
- 仍具备锂自给率提升和降本空间标的：雅化集团、赣锋锂业、永兴材料、中矿资源

## 7. 新材料

---

1. 全球宏观经济与展望
2. 黄金：多因素扰动不改长期看好逻辑，黄金进入左侧布局区间
3. 铝：氧化铝长期趋势下行，准备迎接电解铝产能不足
4. 铜：缺矿共识下，铜价有望创新高
5. 铅锌：供给收缩，价格中枢上移
6. 锂：过剩幅度收窄，25年锂价中枢或在8万
7. 新材料：持续看好主业增长+新产品放量的新材料板块



- **新能源汽车持续景气，风电需求筑底，机器人打开远期空间：**稀土永磁为高性能电机重要材料，终端应用为新能源汽车、传统汽车、风电、消费电子、变频空调、节能电梯、机器人等。根据我们测算，预计2024-2027年全球高性能稀土永磁市场需求对应10.3/11.4/12.9/14.2万吨，3年CAGR达11%。新能源汽车需求占比不断提升成为主要驱动力，风电需求有望筑底复苏，工业及人形机器人潜在需求有望迎来增长期。

图表55：稀土永磁材料市场空间测算

需求表		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
稀土永磁材料需求	吨	231272	254517	257580	273456	283383	300150	320753	338914
	增速 %		10%	1%	6%	4%	6%	7%	6%
高性能永磁材料需求	吨	71078	89517	87630	98408	103083	114441	129473	141896
	增速 %		26%	-2%	12%	5%	11%	13%	10%
新能源汽车对应永磁需求	吨	7763	16105	25183	34187	40250	47250	57500	65000
	增速 %		107%	56%	36%	18%	17%	22%	13%
全球新能源汽车销量	万台	311	644	1007	1367	1610	1890	2300	2600
单车用量	kg/辆	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
传统汽车对应永磁需求	吨	10053	10200	9756	10442	10415	10080	9557	9185
	增速 %		1%	-4%	7%	0%	-3%	-5%	-4%
全球传统汽车销量	万台	7389	7456	7093	7551	7490	7210	6800	6500
EPS渗透率		91%	91%	92%	92%	93%	93%	94%	94%
EPS单耗	kg/辆	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
风力发电对应永磁需求	吨	30450	36577	23565	21156	15817	17291	18892	20632
	增速 %		20%	-36%	-10%	-25%	9%	9%	9%
全球风力发电新增装机量	GW	95	94	78	117	131	145	161	179
国内风电装机量	GW	72	48	37	76	86	97	110	124
国内陆风装机量	GW	68	33	32	69	72	81	92	104
国内海风装机量	GW	4	14	5	7	14	16	18	20
陆风单GW用量	吨/GW	279	279	188	60	10	10	10	10
海风单GW用量	吨/GW	670	670	536	302	302	302	302	302
国内风电永磁需求量	吨	21509	18939	8731	6309	4858	5489	6203	7009
国外陆风装机量	GW	21	39	37	37	41	44	47	50
国外海风装机量	GW	3	7	4	4	4	4	5	5
国外陆风单GW用量	吨/GW	335	335	335	335	201	201	201	201
国外海风单GW用量	吨/GW	670	670	670	670	670	670	670	670
国外风电永磁需求量	吨	8941	17638	14834	14847	10959	11801	12689	13622

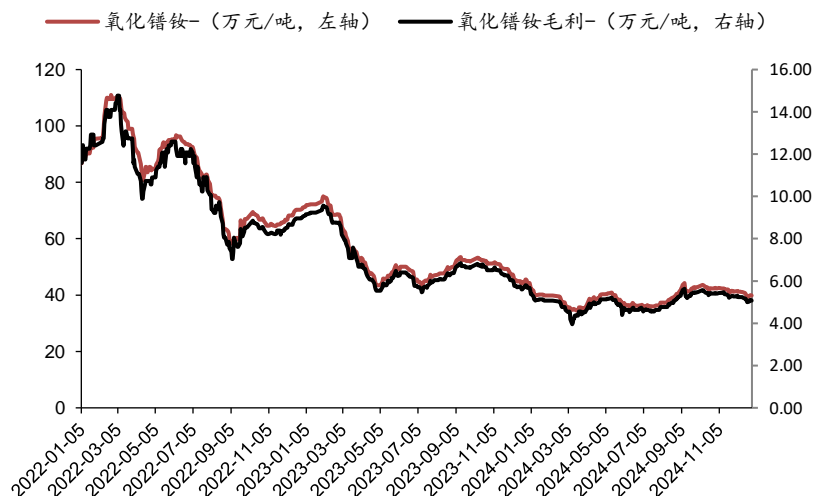
		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
变频空调对应永磁需求	吨	6971	9745	11431	14043	17041	19011	21136	22193
	增速 %		40%	17%	23%	21%	12%	11%	5%
全球空调销量	万台	17590	19489	19051	20061	21301	22366	23484	24659
变频空调占比	%	40%	50%	60%	70%	80%	85%	90%	90%
变频空调销量	万台	6971	9745	11431	14043	17041	19011	21136	22193
变频空调单位用量	kg/台	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
消费电子对应永磁需求	吨	3450	3626	3626	3626	3626	3735	3847	3962
	增速 %		5%	0%	0%	0%	3%	3%	3%
工业机器人对应永磁需求	吨	2390	2713	3079	3495	3967	4502	5110	5800
	增速 %		14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
人形机器人对应永磁需求	吨				5	20	100	400	1500
	增速 %						400%	300%	275%
节能电梯对应永磁需求	吨	6500	6772	6907	7045	7186	7330	7476	7626
	增速 %		4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
其他需求	吨	3500	3780	4082	4409	4762	5143	5554	5998
	增速 %		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
低端永磁材料需求	吨	160194	165000	169950	175049	180300	185709	191280	197019
	增速 %		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

- 配额增速放缓供给端逐步改善，产业有望穿越周期迎来盈利拐点：**2021-2024年稀土开采指标总额达18.5/21.0/25.5/27.0万吨，同比增速分别为10%/14%/21%/6%；2024年第二批指标为13.5万吨，同比持平，环比持平。2021-2024年稀土冶炼分离指标总额达19.3/21.7/25.8/25.4万吨，同比增速分别为9%/12%/19%/-2%；2024年第二批指标为12.7万吨，同比减少6%，环比持平。受供需及去库影响，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格自2022年3月见顶后开启震荡下行趋势。伴随需求稳步提升，供需过剩结构逐步收窄，稀土氧化物价格于2024年逐步完成探底。同期，氧化镨钕和钕铁硼盈利筑底反弹。
- 冶炼端建议关注：**中国稀土、北方稀土、广晟有色；**磁材端建议关注：**金力永磁、宁波韵升、正海磁材、中科磁业、新莱福

图表56：稀土开采、冶炼分离总量控制指标

总配额指标 (吨)	2024第二批	2024第一批	2024年度	2023年度	2022年度	2021年度	2020年度
开采指标总额	135000	135000	270000	255000	210000	184746	167946
同比	0%	13%	6%	21%	14%	10%	
环比	0%						
其中：轻稀土	125990	124860	250850	235850	210597	190850	165650
同比	-1%	14%	6%	12%	10%	15%	
环比	1%						
其中：中重稀土	9010	10140	19150	19150	18603	19150	19096
同比	10%	-7%	0%	3%	-3%	0%	
环比	-11%						
冶炼分离总额	127000	127000	254000	258417	216567	192766	176567
同比	-6%	10%	-2%	19%	12%	9%	
环比	0%						

图表57：氧化镨钕价格筑底



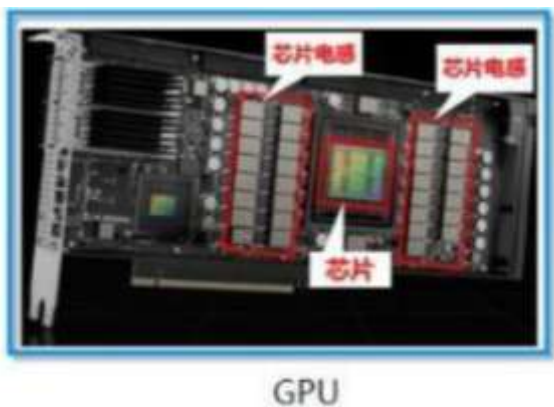
- **软磁材料匹配高功率密度趋势：**软磁材料是具有低矫顽力和高磁导率的磁性材料，作为电感元器件和变压器的核心材料，终端应用涵盖光伏、新能源汽车、变频空调、消费电子、显卡、配电变压器等。高性能软磁材料具备更高的饱和磁感应强度、更低的损耗，高度匹配电子电力行业高功率密度发展趋势。在部分增量市场，正逐步替代硅钢和铁氧体材料。
- **软磁材料擅长领域各异，持续受益景气赛道：**（1）**合金软磁粉芯：**制备功率电感，受益光储新能源高景气传导；（2）**羰基铁软磁：**制备一体成型电感，受益汽车电子+显卡双轮驱动；（3）**非晶合金：**制备非晶变压器，受益国内电网投资+东南亚出海需求。
- **建议关注：**铂科新材（软磁粉芯、芯片电感）、东睦股份（软磁粉芯、芯片电感）、云路股份（非晶合金）、悦安新材（羰基铁粉）、龙磁科技（铁氧体软磁）

图表58：软磁材料分类图谱



- **AI和汽车产业承载软磁新应用的想象空间：**
  - (1) AI显卡：**AI算力产业趋势下，电感的功率和效率要求进一步提高，使用高性能金属软磁材料制备的电感正满足这一需求。目前在AI服务器领域，以“芯片电感”为代表的产品快速渗透，完成了从0到1的发展路径；
  - (2) AIPC、AI手机：**AI应用不断升级下，终端硬件产品对功率和散热要求不断提高，AIPC和AI手机有望成为“芯片电感”新的应用载体；
  - (3) 汽车电机：**使用高性能金属软材料(如非晶、软磁粉芯、羰基铁粉)制备电机定子，具备高效节能的优势，进而提高整车的功率密度和续航里程，有望成为车企降本的新方向。以非晶电机为代表的产品已完成上车，打开软磁材料由电子电力（电能-磁能转换）到机械场景（电能-机械能转换）的跨越；
  - (4) 汽车智能悬架：**磁流变智能悬架系统可实时根据汽车运动状态、路面状况对悬架的阻尼和刚度进行自适应调节，提升整车驾驶体验、底盘舒适性等，是目前已知的响应最快的主动悬架。其中，磁流变智能材料的重要原材料选择为羰基铁粉。2024年9月，科亿国际完成国内第一条面向前装的自动化磁流变减振器产线（40万支）下线，目前在后装市场已累计出货7万余支（北美后装市场占有率达20%）。

图表59：芯片电应用于GPU



图表60：搭载非晶的夸克电驱2.0



图表61：磁流变智能悬架系统



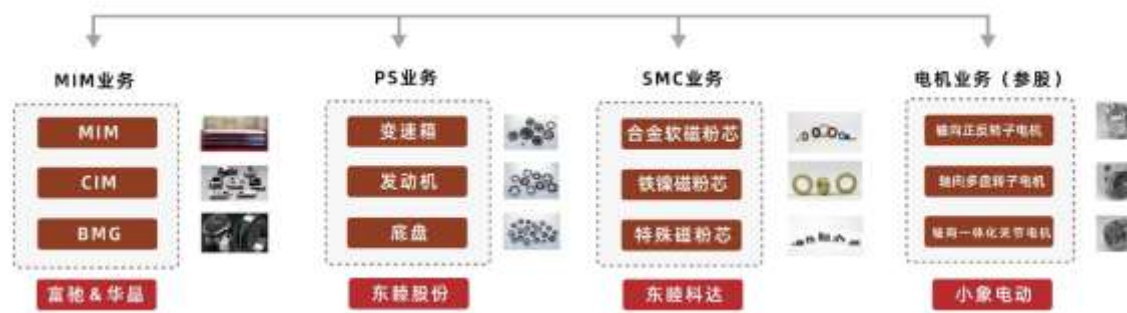


- **“细粉”正不断匹配终端发展需求：**粉体做细往往意味着更高的毛利率和终端产品品质。电子元器件方面，细粉可以实现更小的体积+更低的损耗，匹配电子电力行业高功率密度趋势。结构件方面，细粉可以实现更精密复杂的结构+更高效快速的出货周期。金属替代方面，细粉可以提供更高的性能，以实现贱金属对贵金属的替代。
- **MIM工艺在消费电子应用广泛，折叠屏铰链拉动其景气周期：**MIM喂料通过金属注射成型工艺可快速制造高精度、高密度、三维复杂形状的结构零件，高度匹配消费电子精密件需求。目前MIM工艺在折叠屏铰链应用优势明显，根据我们测算，预计2023-2027年全球折叠屏手机MIM市场空间对应24.4/49.3/75.2/97.3/106.6亿元，4年CAGR为44.55%。以东睦股份为代表，其折叠屏铰链产品实现快速增长，2024年前三季度MIM营收同比增速88.5%，第三季度营收同比增长72.1%。截至中报报告期末，公司已配备5条折叠机模组生产线，完成从折叠机MIM零件向MIM零件+模组的发展模式。

图表62：折叠屏铰链市场空间测算

		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
全球折叠屏手机出货量	百万台	13.1	18.6	35.7	54.7	78.6	101.5
U型铰链份额	%	82%	70%	55%	40%	30%	20%
U型铰链单价	元/台	170	150	130	110	90	70
水滴型铰链份额	%	18%	30%	45%	60%	70%	80%
水滴型铰链单价	元/台	595	525	455	385	315	245
全球折叠屏手机铰链市场空间	亿元	32.3	48.8	98.6	150.4	194.5	213.2
MIM成本占比	%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
全球折叠屏手机MIM市场空间	亿元	16.1	24.4	49.3	75.2	97.3	106.6
yoy	%		51.2%	102.0%	52.5%	29.3%	9.6%

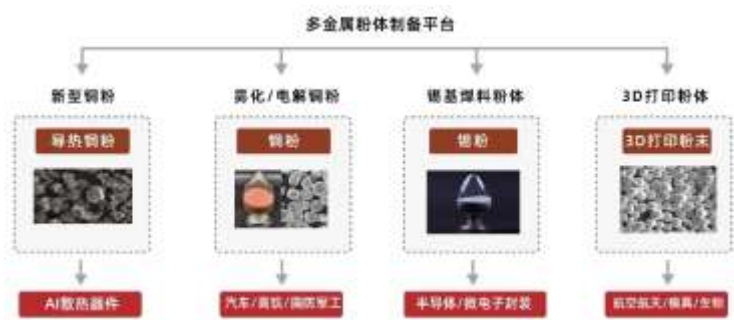
图表63：东睦股份主营业务



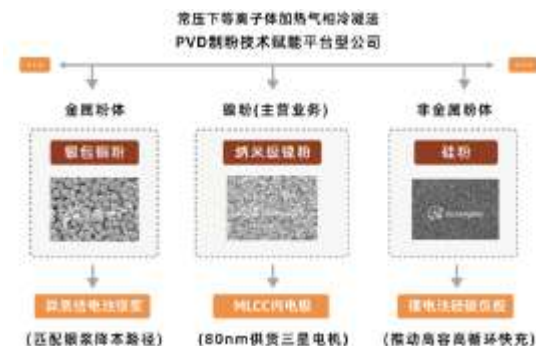


- **国内铜粉应用广泛，AI产业散热铜粉是未来亮点：**铜粉制备工艺多样，包括电解法、雾化法、物理法、PVD、CVD等，铜粉主要应用于粉末冶金、金刚石工具、摩擦材料、催化剂、电碳电刷、散热器件等，行业整体增速稳定。伴随AI新型散热需求，铜粉可应用于AI算力服务器、基站、大型路由器、交换机等场景。以有研粉材为代表，其散热铜粉经历2年研发目前已独家生产，终端用户为行业巨头，实现稳定吨级供货。
- **光伏银浆降本需求迫切，推动银包铜粉、纳米铜粉的想象空间：**截至2024年10月，银浆单瓦成本0.05元，占光伏电池成本18.9%，仅次于硅片成本。2024年银价由最低5781元/kg上涨至最高8355元/kg，行业降本需求迫切。目前使用银包铜粉、纳米铜粉可制备低成本浆料，有望实现贱金属对贵金属的替代。以白银7200元/kg，铜7.5万/吨为假设，30%含量的银包铜粉有望实现银浆降本55%，同时更低银含量的产品也在推广中。以博迁新材为代表，其PVD制备技术可制备各类纳米级粉体（涵盖金属、非金属、合金粉体），公司23年银包铜粉出货量达23吨，纳米铜粉出货量达89吨。
- **建议关注：**东睦股份（MIM折叠屏铰链）、博迁新材（MLCC用镍粉、银包铜粉、纳米级铜粉）、有研粉材（雾化铜粉、散热铜粉）

图表64：有研粉材主营业务



图表65：博迁新材主营业务



- 新能源汽车铝热材料用量翻倍，持续享受高景气度：**铝热材料目前最主要应用为汽车，新能源汽车单车用量为传统汽车两倍。我们测算2026年全球新能源汽车、中国燃油新车、中国汽车热交换器维修市场铝热材料需求量分别达46.0/22.5/6.5万吨，2023年-2026年CAGR分别为18.9%/16.5%/5.7%。2023年国内拟建和在建铝板带箔项目规模达551万吨，持续验证行业景气度，其中，格朗吉斯与创新新材达成协议建设年产32万吨项目；银邦股份扩产35万吨；华峰铝业重庆二期扩产15万吨。

**图表66：新能源汽车铝热材料市场空间测算**

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>全球</b>						
全球新能源汽车销量 (万辆)	644.2	1,007.3	1,367.5	1,610.0	1,890.0	2,300.0
yoy		56.37%	35.75%	17.74%	17.39%	21.69%
新能源单车用铝热材料 (kg/辆)	20	20	20	20	20	20
<b>新能源汽车用铝热材料总量 (万吨)</b>	<b>12.88</b>	<b>20.15</b>	<b>27.35</b>	<b>32.20</b>	<b>37.80</b>	<b>46.00</b>
yoy		<b>56.37%</b>	<b>35.75%</b>	<b>17.74%</b>	<b>17.39%</b>	<b>21.69%</b>
<b>中国</b>						
中国新能源汽车销量 (万辆)	350.7	687.2	944.8	1,120.0	1,350.0	1,650.0
yoy		95.95%	37.49%	18.54%	20.54%	22.22%
新能源单车用铝热材料 (kg/辆)	20	20	20	20	20	20
<b>新能源汽车用铝热材料总量 (万吨)</b>	<b>7.01</b>	<b>13.74</b>	<b>18.90</b>	<b>22.40</b>	<b>27.00</b>	<b>33.00</b>
yoy		<b>95.95%</b>	<b>37.49%</b>	<b>18.54%</b>	<b>20.54%</b>	<b>22.22%</b>

**图表67：中国燃油新车和维修市场铝热材料市场空间测算**

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>燃油车新车市场</b>						
燃油车销量 (万辆)	1,716.0	1,486.9	1,404.3	1,950.0	2,079.7	2,218.0
铝热传输材料单车用量 (kg/辆)	10.12	10.12	10.12	10.12	10.12	10.12
<b>燃油车合计用量 (万吨)</b>	<b>17.37</b>	<b>15.05</b>	<b>14.21</b>	<b>19.73</b>	<b>21.05</b>	<b>22.45</b>
yoy		<b>-13.35%</b>	<b>-5.56%</b>	<b>38.86%</b>	<b>6.65%</b>	<b>6.65%</b>
<b>维修市场</b>						
中国汽车保有量 (亿辆)	3.02	3.19	3.36	3.54	3.74	3.96
水箱替换比例	5%	5%	5%	5%	5%	5%
铝热传输材料单个水箱用量 (kg)	2.77	2.77	2.77	2.77	2.77	2.77
冷凝器替换比例	1%	1%	1%	1%	1%	1%
铝热传输材料单个冷凝器用量 (kg)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
<b>维保市场合计用量 (万吨)</b>	<b>4.94</b>	<b>5.22</b>	<b>5.49</b>	<b>5.79</b>	<b>6.11</b>	<b>6.48</b>
yoy		<b>5.63%</b>	<b>5.33%</b>	<b>5.48%</b>	<b>5.50%</b>	<b>6.00%</b>
单价 (元/吨)	25000	25000	25000	25000	25000	25000
<b>市场空间 (亿元)</b>	<b>12.34</b>	<b>13.04</b>	<b>13.73</b>	<b>14.49</b>	<b>15.28</b>	<b>16.20</b>





- **黄金：**美国通胀超预期，美联储继续加息风险。若美国通胀超预期，美联储存在继续加息的风险，从而利空金价。
- **铜：**新增产能释放超预期风险，铜矿品位超预期风险。若铜新增产能释放超预期，以及铜矿品位超预期都会导致铜产量超预期，从而压低铜价。
- **铝：**国内下游地产等需求不及预期，海外电解铝产能释放超预期风险。
- **锂：**新能源汽车需求不及预期风险。锂终端需求增长点主要来源于新能源汽车，若新能源汽车需求不及预期，或导致锂价下跌。
- **新材料：**下游新能源汽车和AI需求不及预期风险。稀土永磁和软磁材料下游需求增量主要包括新能源汽车和AI产业链，下游需求不及预期将影响对应新材料需求。





## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。





## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES