

2025年03月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

电解铝库存去化叠加下游需求向好，铝价偏强看待

—有色金属行业周报

推荐(维持)

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

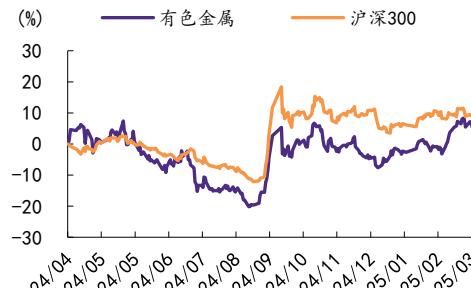
分析师：杜飞 S1050523070001

✉ dufei2@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
有色金属(申万)	8.7	13.0	7.4
沪深300	0.6	-0.5	10.7

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 《有色金属行业周报：国内铜铝下游开工处于节后回升阶段，铜铝价格预计走势偏强为主》2025-03-24
- 《有色金属行业周报：仍需关注国内节后复工情况，铜铝价格震荡为主》2025-02-24
- 《有色金属行业周报：国内节后复工，铜铝价格走强》2025-02-17

投资要点

■ 黄金：消费走弱而核心 PCE 反弹，美国经济滞涨的担忧加剧利好黄金

数据方面，美国 2 月新屋销售环比 1.8%，预期 3.5%，前值-6.9%；美国 2 月耐用品订单环比初值 0.9%，预期-1%，前值 3.3%；美国四季度实际 GDP 年化季环比终值 2.4%，预期 2.3%，前值 2.3%；美国 2 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，预期 2.7%，前值 2.7%；美国 2 月 PCE 物价指数同比 2.5%，预期 2.5%，前值 2.5%；美国 2 月实际个人消费支出(PCE)环比 0.1%，预期 0.3%，前值-0.6%；美国 2 月个人消费支出(PCE)环比 0.4%，预期 0.5%，前值-0.3%。美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值 57，预期 57.9，前值 57.9。

数据方面可以看出，美国消费有走弱迹象而通胀反弹。个人实际消费支出环比连续两个月不及预期；此外，密歇根大学消费者信心指数也连续三个月下滑。消费走弱而核心 PCE 反弹，美国经济滞涨的担忧加剧。

根据 CME FedWatch 工具仍然显示美联储 2025 年降息 3 次，降息时点分别在 6 月、7 月和 12 月，各降息 25BP。较上周的变化为，年内第二次降息由 9 月提前至 7 月。

总结而言，美国消费有走弱迹象，年内第二次降息时间提前，仍然看好金价上涨动力。

■ 铜、铝：关税交易结束导致铜价回落，但是铝基本面坚挺铝价偏强看待

国内宏观：中国 1 至 2 月规模以上工业企业利润同比-0.3%，前值-3.3%。

铜：价格方面，本周 LME 铜收盘价 9833 美元/吨，环比 3 月 21 日-44 美元/吨，跌幅 0.45%。SHFE 铜收盘价 80440 元/吨，环比 3 月 21 日-190 元/吨，跌幅 0.24%。库存方面，LME 库存为 212925 吨（环比 3 月 21 日-8850 吨，同比+99825 吨）；COMEX 库存为 94466 吨（环比 3 月 21 日+1056 吨，同比+63515 吨）；SHFE 库存为 235296 吨（环比 3 月 21 日-21032 吨）。三地合计库存 542687 吨，环比 3 月 21 日-28826 吨。2025 年 3 月 27 日，SMM 统计国内电解铜社会库存 33.45 万吨，环比 3 月 13 日-1.19 万吨，同比-6.05 万吨。

中国铜精矿 TC 现货本周价格为 -24.32 美元/干吨，环比 -1.31 美元/干吨。下游方面，国内本周精铜制杆开工率为 64.06%，环比 -5.87pct。下游方面，国内本周精铜制杆开工率为 64.06%，环比 -5.87pct。电线电缆开工率 72.86%，环比下滑 1.67pct。

总结而言，周内铜价冲高回落，美国加关税的交易或告一段落。铜价的快速下跌并没有带动过多需求增长，同时目前铜价仍处于相对高位的状态，让不少终端线缆企业持观望态度。预计铜价短期以盘整为主。

铝：价格方面，国内电解铝价格为 20610 元/吨，环比 3 月 21 日 -170 元/吨，跌幅 0.82%。库存方面，本周 LME 铝库存为 466050 吨（环比 3 月 21 日 -17875 吨，同比 -88425 吨）；国内上期所库存为 236557 吨（环比 3 月 21 日 +3317 吨，同比 +4792 吨）；2025 年 3 月 27 日，SMM 国内社会铝库存为 80.20 万吨，环比 3 月 20 日 -3.2 万吨。

利润方面，云南地区电解铝即时冶炼利润为 3075 元/吨，环比 3 月 21 日 -78 元/吨。新疆地区电解铝即时冶炼利润为 3826 元/吨，环比 3 月 21 日 -78 元/吨。

下游方面，国内本周铝型材龙头企业开工率为 61%，环比 +1pct；国内本周铝线缆龙头企业开工率为 60%，环比 +2pct。

综合而言，本周铝价有所回落，库存去化顺畅，且下游开工延续扩张态势。预计铝价调整空间不大，仍然偏强看待。

■ 锡：供应扰动加剧，预计锡价走势偏强

锡：价格方面，国内精炼锡价格为 280240 元/吨，环比 3 月 21 日 -1340 元/吨，跌幅 0.48%。库存方面，本周国内上期所库存为 9255 吨，环比 3 月 21 日 +650 吨；LME 库存为 3050 吨，环比 3 月 21 日 -710 吨；上期所 +LME 库存合计为 12305 吨，环比 3 月 21 日 -60 吨。

锡价预计走势偏强。近期云南及江西冶炼厂开工率下滑，主要因为原料供应紧张。近期刚果金大型锡矿停产，以及缅甸地震对远期供应预期造成影响。预期锡价迎来偏强走势。

■ 锡：原料偏紧缺，锡价持续看涨

根据百川盈孚数据，**价格方面**，本周国内锑锭价格为 259500 元/吨，环比 3 月 21 日 +23000 元/吨。

锑市场原料紧缺问题仍然存在，但锑锭价格上涨幅度有所放缓。在看涨心态下，整体市场现货流通偏紧状态较为明显。预计锑价仍处于上涨通道。

■ 行业评级及投资策略

黄金：美联储仍处于降息周期，黄金将维持上涨走势。维持

黄金行业“推荐”投资评级。

铜：短期铜价调整但是空间有限，维持铜行业“推荐”投资评级。

铝：节后复工，铝价走势偏强。维持铝行业“推荐”投资评级。

锡：供应扰动加剧，预计锡价走势偏强。维持锡行业“推荐”投资评级。

锑：原料偏紧缺，锑价看涨情绪浓。维持锑行业“推荐”投资评级。

■ 重点推荐个股

黄金行业推荐中金黄金，山东黄金，赤峰黄金，山金国际。铜行业推荐紫金矿业，洛阳钼业，金诚信，西部矿业，河钢资源，藏格矿业。铝行业推荐神火股份，云铝股份，天山铝业。锑行业推荐湖南黄金，华锡有色。锡行业推荐锡业股份，华锡有色，兴业银锡。

■ 风险提示

- 1) 美国通胀再度大幅走高；2) 美联储降息幅度不及预期；
- 3) 国内铜需求恢复不及预期；4) 电解铝产能意外停产影响上市公司产能；5) 铝需求不及预期；6) 海外锑矿投产超预期，锑需求不及预期等；7) 锡需求不及预期；8) 锡矿投产进度超预期等；9) 推荐公司业绩不及预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-3-28		EPS		PE		投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	
000975.SZ	山金国际	18.70	0.51	0.78	1.12	29.24	23.97	16.70 买入
600489.SH	中金黄金	13.84	0.61	0.77	0.80	16.21	17.97	17.30 买入
600547.SH	山东黄金	26.60	0.52	0.66	1.01	43.95	40.30	26.34 买入
600988.SH	赤峰黄金	21.64	0.48	1.06	1.06	29.00	20.42	20.42 买入
601899.SH	紫金矿业	18.16	0.80	1.21	1.56	15.53	15.01	11.64 买入
000630.SZ	铜陵有色	3.50	0.21	0.33	0.38	15.39	10.61	9.21 未评级
000923.SZ	河钢资源	15.70	1.40	2.09	2.66	12.02	7.51	5.90 买入
601168.SH	西部矿业	17.32	1.17	1.47	1.63	12.19	11.78	10.63 买入
603979.SH	金诚信	41.28	1.71	2.56	3.87	22.05	16.13	10.67 买入
603993.SH	洛阳钼业	7.71	0.38	0.63	0.69	13.61	12.24	11.17 买入
000408.SZ	藏格矿业	35.81	2.16	1.61	1.75	11.71	22.24	20.46 买入
000807.SZ	云铝股份	17.37	1.14	1.27	1.56	10.71	13.68	11.13 买入
601600.SH	中国铝业	7.58	0.39	0.72	0.85	14.41	10.53	8.92 买入
000933.SZ	神火股份	18.71	2.62	1.91	2.57	6.40	9.80	7.28 买入
002532.SZ	天山铝业	8.89	0.47	0.92	0.98	12.68	9.66	9.07 买入
002155.SZ	湖南黄金	23.15	0.41	0.64	0.67	27.38	36.17	34.55 买入

请阅读最后一页重要免责声明

000960.SZ	锡业股份	15.98	0.86	1.17	1.40	16.73	13.66	11.41	买入
600301.SH	华锡有色	23.10	0.50	1.06	1.44	25.38	21.79	16.04	买入
000426.SZ	兴业银锡	13.72	0.53	0.88	1.13	17.21	15.59	12.14	买入
002738.SZ	中矿资源	32.68	3.03	1.50	1.75	12.29	21.79	18.67	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

正文目录

1、一周行情回顾.....	7
1.1、板块回顾	7
1.2、个股回顾	8
2、宏观及行业新闻.....	8
3、贵金属市场重点数据.....	11
4、工业金属数据.....	12
5、行业评级及投资策略.....	17
6、重点推荐个股.....	18
7、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：申万一级行业周涨跌幅	7
图表 2：申万有色子板块周涨跌幅	7
图表 3：周度涨幅前十个股	8
图表 4：周度跌幅前十个股	8
图表 7：黄金及白银价格	11
图表 8：黄金价格与 SPDR 持仓比较	11
图表 9：白银价格和 SLV 持仓比较	12
图表 10：黄金价格和 VIX 恐慌指数比较	12
图表 11：金价与非商业净多头	12
图表 12：银价与非商业净多头	12
图表 13：LME 及 SHFE 铜期货价格	13
图表 14：LME 铜库存（吨）	13
图表 15：COMEX 铜库存（吨）	14
图表 16：SHFE 铜库存（吨）	14
图表 17：国内铜社会库存（万吨）	14
图表 18：国内铜精矿现货 TC 价格（美元/干吨）	14
图表 19：国内精铜制杆开工率（%）	14
图表 20：国内铜管开工率（%）	14
图表 21：国内电解铝价格（元/吨）	15
图表 22：LME 铝总库存（吨）	15
图表 23：SHFE 铝总库存（吨）	15
图表 24：国内铝社会库存（吨）	15

图表 25: 铝型材龙头开工率 (%)	15
图表 26: 铝线缆龙头开工率 (%)	15
图表 27: 云南地区吨铝冶炼利润	16
图表 28: 新疆地区吨铝冶炼利润	16
图表 29: 国内精炼锡价格 (元/吨)	16
图表 30: SHFE+LME 锡总库存 (吨)	16
图表 31: 锡锭价格 (元/吨)	16
图表 32: 工业级碳酸锂价格 (元/吨)	16
图表 33: 碳酸锂全行业库存 (吨)	17
图表 34: 重点关注公司及盈利预测	17

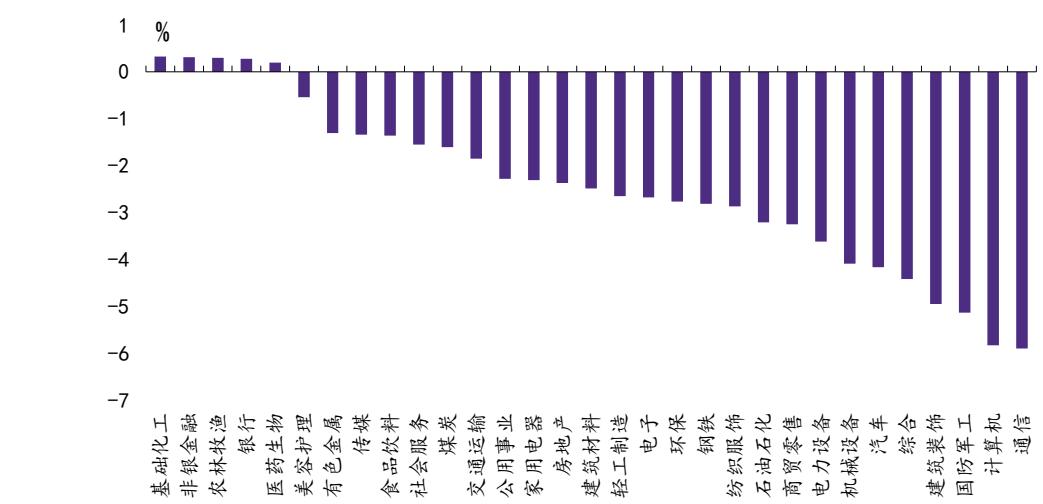
1、一周行情回顾

1.1、板块回顾

周度（2025.03.24-2025.03.28）有色金属（申万）行业板块周涨幅为-1.31%，在所有的申万一级行业中涨跌幅处于靠前位置。

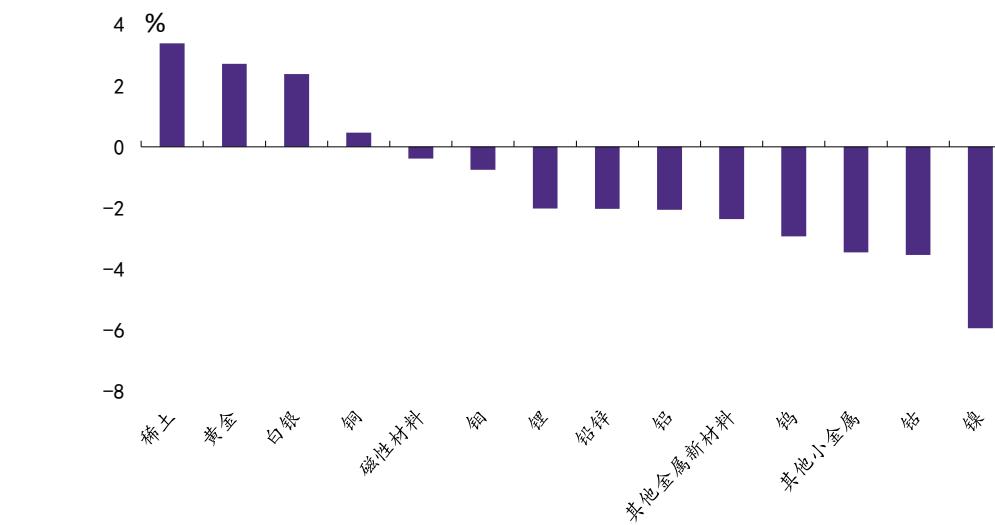
在申万有色金属板块三级子行业中，整体呈现下跌趋势。涨幅前三位的子板块为稀土（+3.39%）、黄金（+2.72%）、白银（2.38%），跌幅前三位的子板块为其它小金属（-3.46%）、钴（-3.54%）、镍（-5.94%）。

图表1：申万一级行业周涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表2：申万有色子板块周涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

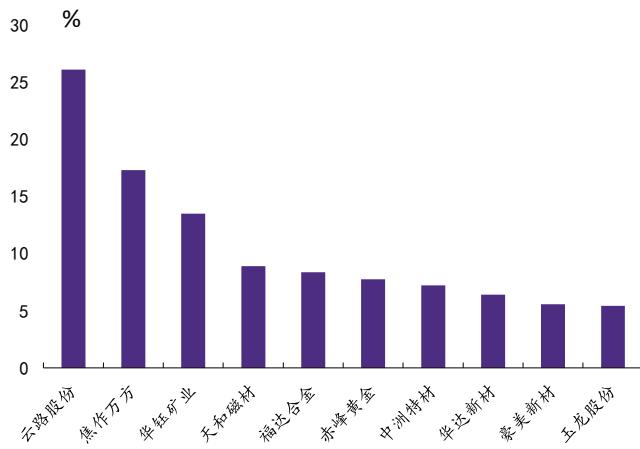
请阅读最后一页重要免责声明

1.2、个股回顾

周度涨幅前十个股分别是云路股份 (+26.11%)、焦作万方 (+17.29%)、华钰矿业 (+13.51%)、天和磁材 (+8.89%)、福达合金 (+8.36%)、赤峰黄金 (+7.75%)、中洲特材 (+7.22%)、华达新材 (+6.41%)、豪美新材 (+5.56%)、玉龙股份 (+5.42%)。

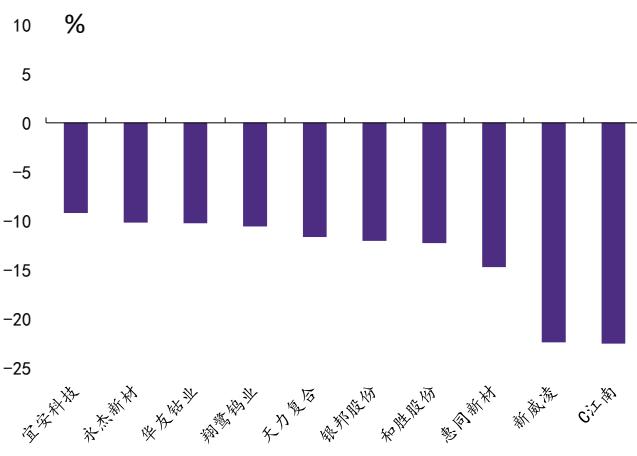
周度跌幅前十个股分别是宜安科技 (-9.19%)、永杰新材 (-10.19%)、华友钴业 (-10.25%)、翔鹭钨业 (-10.57%)、天力复合 (-11.64%)、银邦股份 (-12.05%)、和胜股份 (-12.25%)、惠同新材 (-14.71%)、新威凌 (-22.39%)、C江南 (-22.52%)。

图表 3：周度涨幅前十个股



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：周度跌幅前十个股



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、宏观及行业新闻

国内方面，中国1至2月规模以上工业企业利润同比-0.3%，前值-3.3%。

海外方面，美国2月新屋销售环比1.8%，预期3.5%，前值-6.9%；美国2月耐用品订单环比初值0.9%，预期-1%，前值3.3%；美国四季度实际GDP年化季环比终值2.4%，预期2.3%，前值2.3%；美国2月核心PCE物价指数同比2.8%，预期2.7%，前值2.7%；美国2月PCE物价指数同比2.5%，预期2.5%，前值2.5%；美国2月实际个人消费支出(PCE)环比0.1%，预期0.3%，前值-0.6%；美国2月个人消费支出(PCE)环比0.4%，预期0.5%，前值-0.3%。美国3月密歇根大学消费者信心指数终值57，预期57.9，前值57.9。

图表 5：宏观新闻

日期	国家	内容
2025/3/25	美国	美国2月新屋销售环比1.8%，预期3.5%，前值-6.9%。
2025/3/26	美国	美国2月耐用品订单环比初值0.9%，预期-1%，前值3.3%。
2025/3/27	中国	中国1至2月规模以上工业企业利润同比-0.3%，前值-3.3%。
2025/3/27	美国	美国四季度实际GDP年化季环比终值2.4%，预期2.3%，前值2.3%。
2025/3/28	美国	美国2月核心PCE物价指数同比2.8%，预期2.7%，前值2.7%。

请阅读最后一页重要免责声明

2025/3/28	美国	美国 2 月 PCE 物价指数同比 2.5%，预期 2.5%，前值 2.5%。
2025/3/28	美国	美国 2 月实际个人消费支出(PCE)环比 0.1%，预期 0.3%，前值-0.6%。
2025/3/28	美国	美国 2 月个人消费支出(PCE)环比 0.4%，预期 0.5%，前值-0.3%。
2025/3/28	美国	美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值 57，预期 57.9，前值 57.9。

资料来源：华尔街见闻，华鑫证券研究

图表 6：行业新闻

日期	行业	内容	来源
2025/3/24	铜	【紫金矿业 2024 年矿产铜产量同比增 6%至 107 万吨】紫金矿业发布 2024 年度报告显示，公司 2024 年矿产铜、矿产金、矿产锌（铅）、矿产银分别为 107 万吨、73 吨、45 万吨、436 吨，同比增幅分别为 6%、8%、-3%、6%。资源量方面，公司表示，目前，公司保有探明、控制及推断的总资源量为：铜超过 1.1 亿吨、金 4000 吨、当量碳酸锂 1800 万吨、银 3.2 万吨、钼 500 万吨、锌(铅)1300 万吨。董事长陈景河表示，公司在资源禀赋总体偏低条件下，实现主营矿产品成本位居全球“成本曲线”前 20%左右。在“新五年”计划中，力争提前两年到 2028 年公司主营金属矿产品产量或跻身全球前三。	SHMET
2025/3/24	铜	【洛阳钼业 2024 年铜金属产量同比增 55%为 65.02 万吨】洛阳钼业发布 2024 年度报告显示，公司 2024 年主要矿产品中的铜金属、钴金属、钨金属、钼金属、铌金属产量分别为 65.02 万吨、11.42 万吨、0.83 万吨、1.54 万吨、1 万吨，同比变化分别为 55%、106%、4%、-2%、5%。未来规划上，洛阳钼业已提出 2028 年实现 80 万-100 万吨铜产能的发展目标。2024 年年报显示，目前各项工作正按计划推进。TFM 和 KFM 深部勘探工作取得阶段性成果，积极筹备新一轮扩产改造项目；同时，配套电力建设取得突破，拥有 200 兆瓦发电能力的刚果（金）Heshima 水电站项目签约并顺利实施。	SHMET
2025/3/24	铝	【神火股份：2024 年净利润同比下降 27.07% 拟 10 派 5 元】神火股份披露年报，公司 2024 年实现营业收入 383.73 亿元，同比增长 1.99%；净利润 43.07 亿元，同比下降 27.07%；基本每股收益 1.93 元。公司拟每 10 股派发现金红利 5 元（含税）。净利润同比下降主要是报告期内公司主营业务中煤炭产品的价格、产量同比下降，铝产品的主要原材料氧化铝价格同比上涨，公司主营产品盈利能力减弱。	SHMET
2025/3/24	锡	【印尼 2 月精炼锡出口量环比增加 150%】印尼贸易部公布数据显示，印尼 2 月出口精炼锡 3,926.93 吨，较去年同期激增，当时矿业许可延迟发布导致出口受到干扰。按月率计算，印尼 2 月精炼锡出口量较 1 月增加 150%。	SHMET
2025/3/25	锡	【佤邦推进曼相矿区复工复产（续）】在禁采令实施期间，佤邦地区通过处理已经开采的矿石，以及释放原有的精矿库存，保持了一定的供应量。2024 年缅甸锡矿供应同比下降近 50%，降至 21,300 吨。同期缅甸在中国精矿进口中所占份额也从 2023 年的 56% 降至 33%。我们的观点：在经历了长达 19 个月的采矿禁令之后，市场一直在翘首以盼佤邦重新开始运营，然而，预计全面恢复正常开采至少需要两个月左右的时间。在 Alphamin 宣布位于刚果（金）东部的 Bisie 矿暂时停止运营后，锡精矿市场的紧缺状况预计将大幅恶化，但佤邦这一事态发展可能会在未来几个月内一定程度地缓解供应方面的压力。	SHMET
2025/3/25	铜	【铜价外强内弱 中国 2 月精炼铜出口大增】海关总署在线查询数据显示，中国 1 月精炼铜出口量为 16994 吨，环比基本持平，同比增幅较大，2 月精炼铜出口量环比大增 91% 至 32469 吨，同比增幅同样较大。受美国可能对进口铜征税关税的预期影响，COMEX 铜 2 月以来持续强势运行，国内正值春节假期，下游需求偏弱，沪铜表现弱于外盘，出口窗口有所打开，冶炼厂出口动能增加。	SHMET
2025/3/26	铜	【因熔炉问题，嘉能可暂时关闭智利 Altonorte 铜冶炼厂】外媒 3 月 25 日消息，嘉能可公司（Glencore Plc）在其位于智利的一家铜冶炼厂出现影响熔炉的问题后，已暂停了该工厂的货物发运。有工作人员表示，该公司暂时停止了 Altonorte 工厂的运营，并在其商业合同中启动了所谓的不可抗力条款。不可抗力条款允许供应商因自身无法控制的情况而暂停发货。Altonorte 的年产能为 34.9 万公吨。它生产的阳极铜是智利国有铜业公司（Codelco）用于制造精炼铜的一种中间产品。这一事件加剧了近期亚洲冶炼厂和精炼厂的	SHMET

请阅读最后一页重要免责声明

停产状况。

2025/3/26 铜	【国内铜出口保税区维持万吨以上 保税区出口境外量显著增加】 上海金属网讯：截止 3 月 22 日当周，上海保税区电解铜库存较前周增加 7360 吨。	SHMET
2025/3/26 铝	【中国铝业：2024 年净利润同比增长 85.38% 拟 10 派 1.35 元】中国铝业(601600)3 月 26 日晚间发布 2024 年年度报告，2024 年实现营业收入 2370.66 亿元，同比增长 5.21%，归母净利润 124 亿元，同比增长 85.38%；基本每股收益 0.723 元；拟以现金方式按每股 0.135 元（含税）向全体股东派发 2024 年末期股息。本期业绩增长主要受到主营产品销售价格上涨致收入增加，以及压降低毛利贸易业务规模致收入减少共同影响。	SHMET
2025/3/26 铝	【云铝股份：2024 年净利润同比增长 11.52% 拟 10 派 1.8 元】云铝股份 3 月 26 日晚间披露年报，公司 2024 年实现营业收入 544.5 亿元，同比增长 27.61%；净利润 44.12 亿元，同比增长 11.52%；基本每股收益 1.27 元。公司拟每 10 股派发现金红利 1.8 元（含税）。报告期内，公司电解铝、氧化铝、炭素各生产工序实现标准化全覆盖，主要产品实现增产增效，公司生产氧化铝 140.88 万吨；原铝 293.83 万吨，同比增长 22.45%；炭素制品 80.58 万吨，同比增长 2.85%；铝合金及铝加工产品 125.41 万吨，同比增长 1.75%。	SHMET
2025/3/26 金	【玉龙股份：公司股票自 3 月 27 日起停牌，拟主动终止 A 股上市交易】玉龙股份公告，因拟以股东大会决议方式主动撤回 A 股股票在上海证券交易所的上市交易，并申请股票进入全国中小企业股份转让系统退市板块继续交易，公司股票自 2025 年 3 月 27 日起停牌。公司审议本次终止上市事项的 2025 年第二次临时股东大会的股权登记日为 2025 年 3 月 26 日，公司股票将于股东大会股权登记日的次一交易日即 2025 年 3 月 27 日起停牌，直至上海证券交易所公告公司股票终止上市决定之日起 5 个交易日内对公司股票予以摘牌，公司股票终止上市。	SHMET
2025/3/27 铜	【巴拿马尚未授权访问 Cobre Panama 铜矿】外媒 3 月 26 日消息，巴拿马工商部周二在一份声明中表示，巴拿马尚未授权对第一量子矿业公司已关闭的 Cobre Panama 铜矿进行访问。该部门称：“任何第三方进入这些设施都是由该公司单方面安排的，未经巴拿马国家政府的参与或认可。”部长 Julio Molto 在 X 平台上分享了该声明，并表示巴拿马政府“正在进行全面审计，旨在从技术上客观地评估当前的运营状况及其对环境的影响。”巴拿马发表声明之前，第一量子周一宣布了一项访问 Cobre Panama 铜矿的计划，此次计划是为了参观该场地。	SHMET
2025/3/27 铜	【江西铜业：2024 年净利润 69.62 亿元，同比增长 7.03%】江西铜业(600362.SH)公布 2024 年年度报告，报告期实现营业收入 5209.28 亿元，同比下降 0.18%；归属于上市公司股东的净利润 69.62 亿元，同比增长 7.03%；基本每股收益 2.01 元。公司拟每股派发人民币 0.70 元（含税）。	SHMET
2025/3/27 铝	【IAI：1-2 月份全球原铝产量同比增长 0.85% 达到 1188 万吨】外媒 3 月 25 日消息，国际铝业协会 (IAI) 数据显示，2025 年前两个月全球原铝产量同比增长 0.85%，达到 1188 万吨，但月环比下降显著，抵消了部分增长。其中，1 月份产量为 623.5 万吨，环比略降 0.30%；2 月产量为 564.5 万吨，环比降 9.46%，同比 569.4 万吨下降 0.86%，日产量方面，1 月为 20.11 万吨，2 月份为 20.16 万吨。	SHMET
2025/3/28 铜	【江西铜业公布了 2025 年度生产经营计划】江西铜业报告显示，公司 2024 年生产阴极铜、黄金、白银、硫酸、铜加工产品分别为 229.19 万吨、118.26 吨、1214.18 吨、604.12 万吨、189.28 万吨，同比变化幅度分别为 9.28%、4.99%、-10.16%、1.4%、4.12%。江西铜业还公布了 2025 年度生产经营计划：生产铜精矿含铜 20 万吨、阴极铜 237 万吨、黄金 139 吨、白银 1243 吨、硫酸 653 万吨、铜加工材 201 万吨。年度投资计划（含固定资产投资及股权投资）为人民币 128.14 亿元。	SHMET

2025/3/28 铝

【工信部：严禁出台电解铝行业优惠电价政策】工信部等十部门印发《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027年）》，其中提及，完善激励约束机制。统筹国家科技重大项目等现有资金渠道，推动铝产业链关键技术攻关能力提升。深化产融合作，发挥国家产融合作平台作用，鼓励金融机构精准有效支持铝行业智能化绿色化改造以及新材料制备、赤泥综合利用等技术攻关和项目建设。落实好资源综合利用等税收政策。严格执行电解铝行业阶梯电价政策，严禁出台电解铝行业优惠电价政策。加强国有企业考核引导，更多鼓励资源开发、技术创新和成果转化。

SHMET

2025/3/28 锡

【缅甸锡储量丰富的佤邦下周将与投资者讨论重启采矿】3月28日（周五），据稍早公布一份通知称，缅甸盛产锡的佤邦将于下周在曼相矿区与投资者举行会议，讨论恢复该地区的采矿活动。据佤邦工业矿产管理局的通知，会议将于4月1日在曼相政府办公室举行。佤邦发言人Nyi Rang证实了该通知，但表示不确定采矿工作将何时恢复。此次会议将是在重启佤邦采矿方面取得的进展，佤邦在2023年8月暂停了其控制地区的所有矿山工作，以保护资源。缅甸是全球第三大锡生产国，佤邦矿山占到该国锡产量的70%。

SHMET

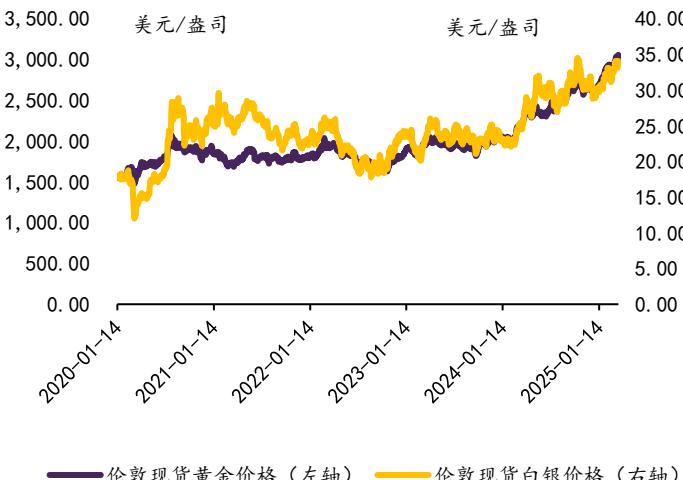
资料来源：SHMET，华鑫证券研究

3、贵金属市场重点数据

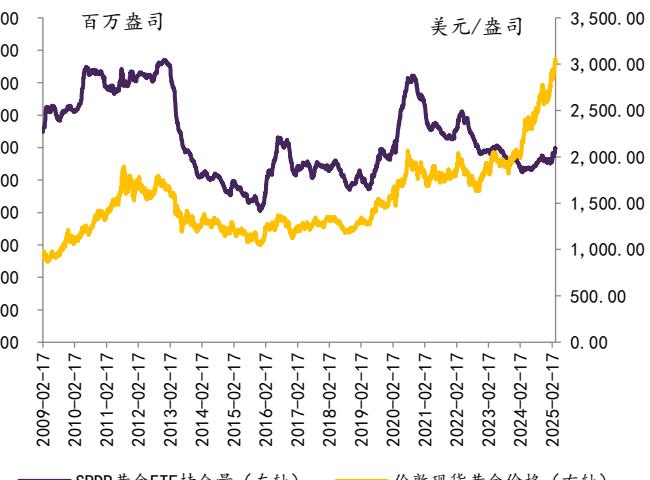
周内金价上涨：周内伦敦黄金价格为3071.60美元/盎司，环比3月21日+57.90美元/盎司，涨幅为1.92%。周内伦敦白银价格为34.40美元/盎司，环比3月21日+1.22美元/盎司，涨幅为3.66%。

持仓方面：本周SPDR黄金ETF持仓为2996万盎司，环比+5万盎司。本周SLV白银ETF持仓为4.48亿盎司，环比+710万盎司。

图表7：黄金及白银价格



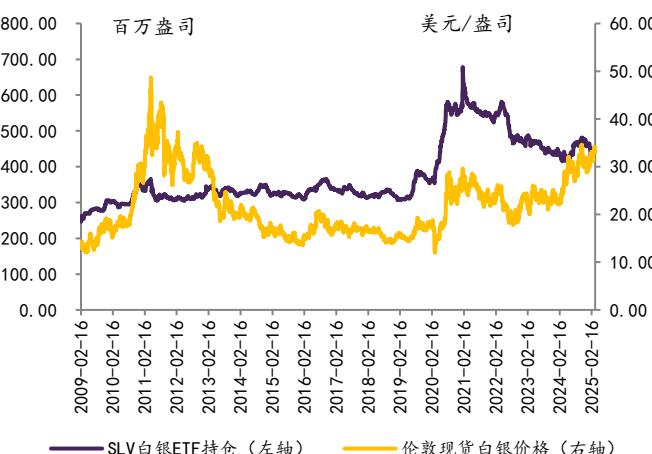
图表8：黄金价格与SPDR持仓比较



资料来源：Wind，华鑫证券研究

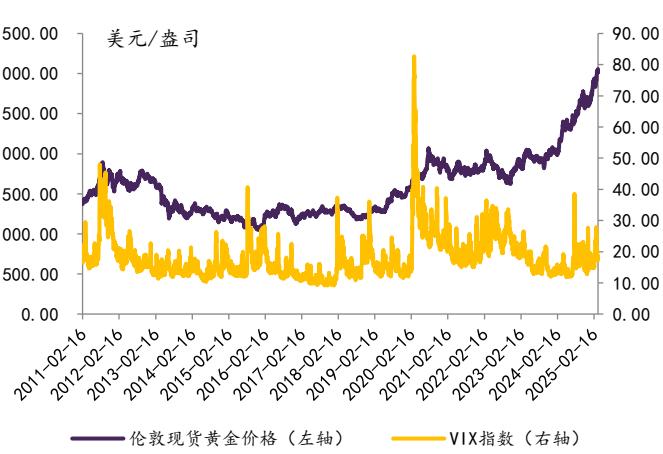
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 9：白银价格和 SLV 持仓比较



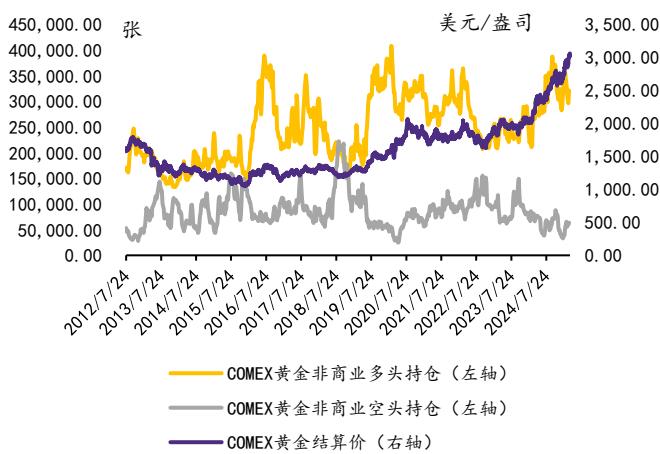
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 10：黄金价格和 VIX 恐慌指数比较



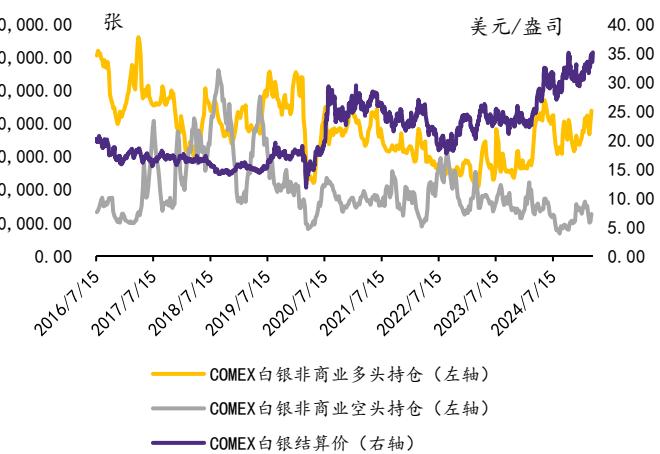
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 11：金价与非商业净多头



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 12：银价与非商业净多头



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

4、工业金属数据

铜：价格方面，本周 LME 铜收盘价 9833 美元/吨，环比 3 月 21 日 -44 美元/吨，跌幅 0.45%。SHFE 铜收盘价 80440 元/吨，环比 3 月 21 日 -190 元/吨，跌幅 0.24%。库存方面，LME 库存为 212925 吨（环比 3 月 21 日 -8850 吨，同比 +99825 吨）；COMEX 库存为 94466 吨（环比 3 月 21 日 +1056 吨，同比 +63515 吨）；SHFE 库存为 235296 吨（环比 3 月 21 日 -21032 吨）。三地合计库存 542687 吨，环比 3 月 21 日 -28826 吨。2025 年 3 月 27 日，SMM 统计国内电解铜社会库存 33.45 万吨，环比 3 月 13 日 -1.19 万吨，同比 -6.05 万吨。

中国铜精矿 TC 现货本周价格为 -24.32 美元/干吨，环比 -1.31 美元/干吨。下游方面，国内 2 月精铜制杆开工率为 55.84%，环比 -0.9pct。2 月铜管开工率为 70.28%，环比 -0.66pct。

铝：价格方面，国内电解铝价格为 20610 元/吨，环比 3 月 21 日-170 元/吨，跌幅 0.82%。**库存方面**，本周 LME 铝库存为 466050 吨（环比 3 月 21 日-17875 吨，同比-88425 吨）；国内上期所库存为 236557 吨（环比 3 月 21 日+3317 吨，同比+4792 吨）；2025 年 3 月 27 日，SMM 国内社会铝库存为 80.20 万吨，环比 3 月 20 日-3.2 万吨。

利润方面，云南地区电解铝即时冶炼利润为 3075 元/吨，环比 3 月 21 日-78 元/吨。新疆地区电解铝即时冶炼利润为 3826 元/吨，环比 3 月 21 日-78 元/吨。

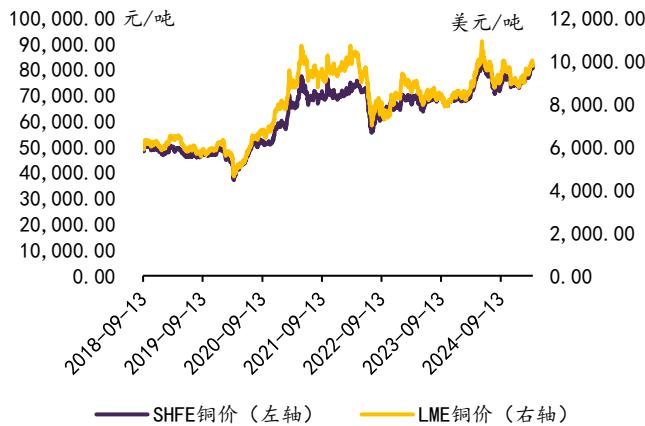
下游方面，国内本周铝型材龙头企业开工率为 61%，环比+1pct；国内本周铝线缆龙头企业开工率为 60%，环比+2pct。

锡：价格方面，国内精炼锡价格为 280240 元/吨，环比 3 月 21 日-1340 元/吨，跌幅 0.48%。**库存方面**，本周国内上期所库存为 9255 吨，环比 3 月 21 日+650 吨；LME 库存为 3050 吨，环比 3 月 21 日-710 吨；上期所+LME 库存合计为 12305 吨，环比 3 月 21 日-60 吨。

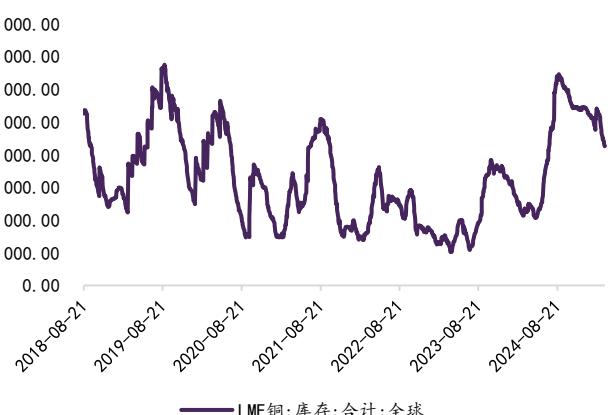
锑：根据百川盈孚数据，**价格方面**，本周国内锑锭价格为 259500 元/吨，环比 3 月 21 日+23000 元/吨。

锂：根据百川盈孚数据，**价格方面**，本周国内工业级碳酸锂价格为 7.23 万元/吨，环比 3 月 21 日-200 元/吨，跌幅为 0.28%。**库存方面**，本周国内碳酸锂全行业库存 30380 吨，环比-1600 吨。

图表 13：LME 及 SHFE 铜期货价格



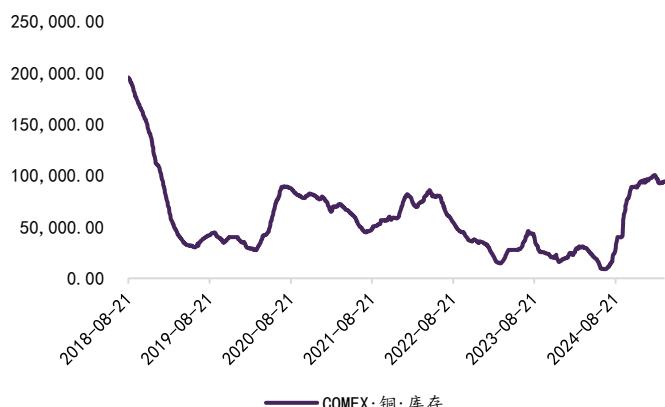
图表 14：LME 铜库存（吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

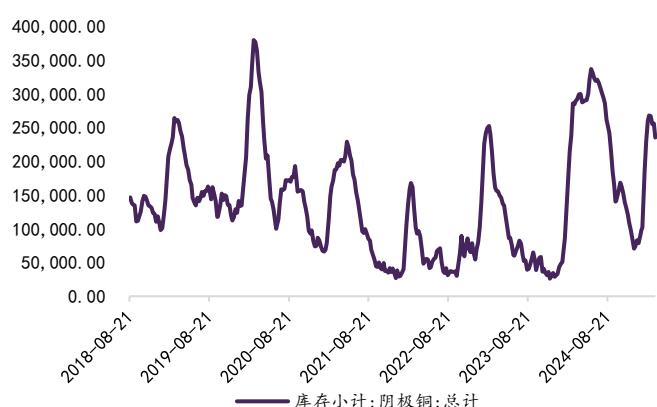
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 15: COMEX 铜库存 (吨)



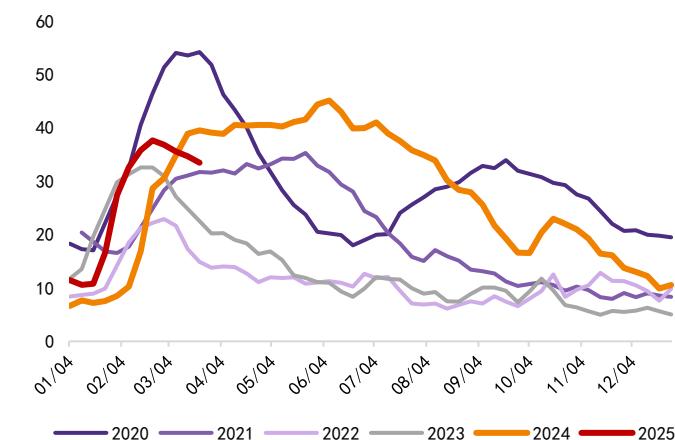
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 16: SHFE 铜库存 (吨)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 17: 国内铜社会库存 (万吨)



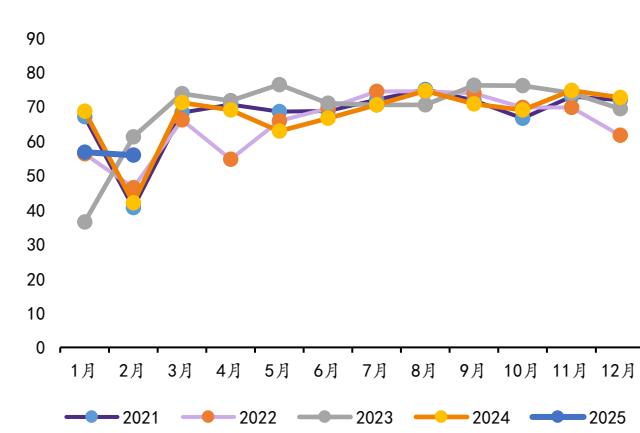
资料来源: SMM, 华鑫证券研究

图表 18: 国内铜精矿现货 TC 价格 (美元/千吨)



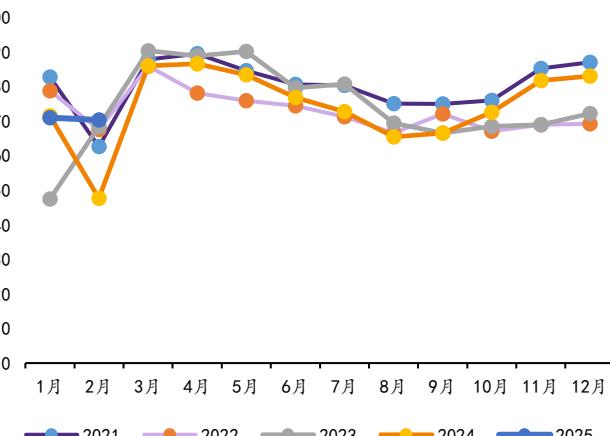
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 19: 国内精铜制杆开工率 (%)



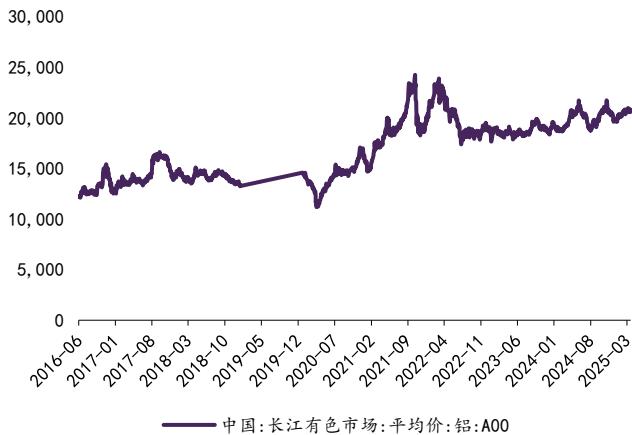
资料来源: SMM, 华鑫证券研究

图表 20: 国内铜管开工率 (%)



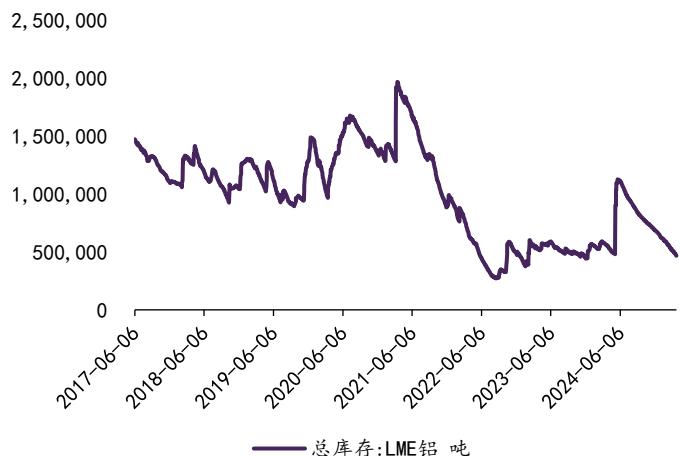
资料来源: SMM, 华鑫证券研究

图表 21：国内电解铝价格（元/吨）



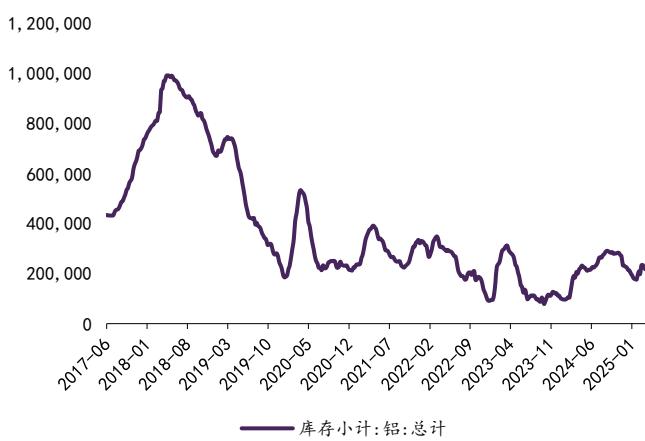
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 22: LME 铝总库存 (吨)



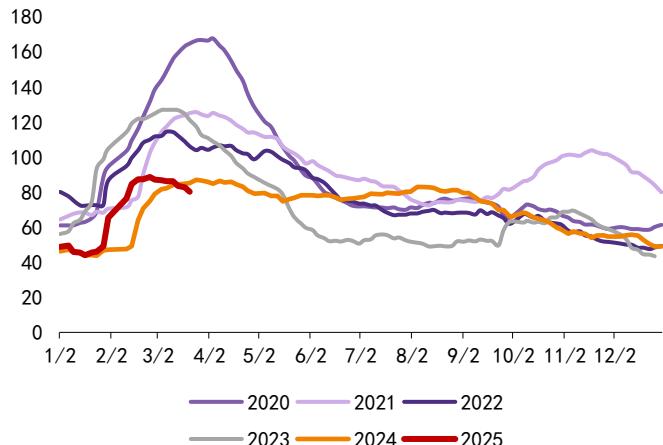
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 23: SHFE 铝总库存 (吨)



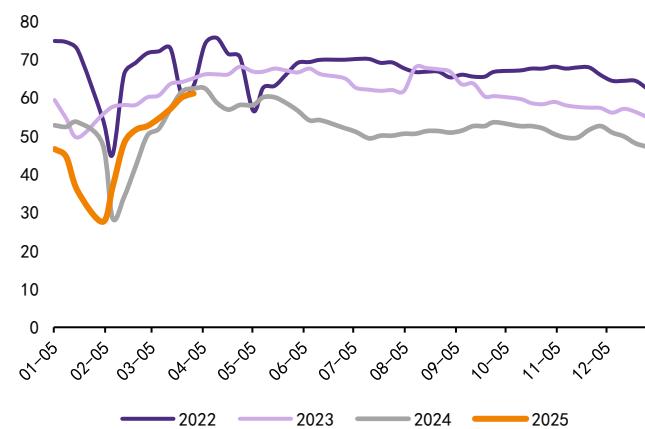
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 24: 国内铝社会库存 (吨)



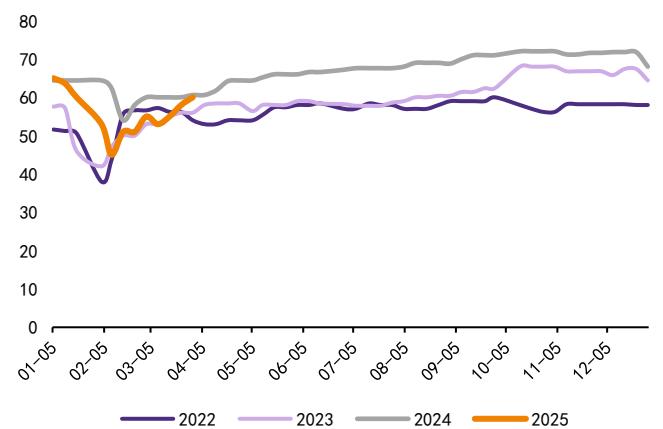
资料来源: SMM, 华鑫证券研究

图表 25: 铝型材龙头开工率 (%)



资料来源: SMM, 华鑫证券研究

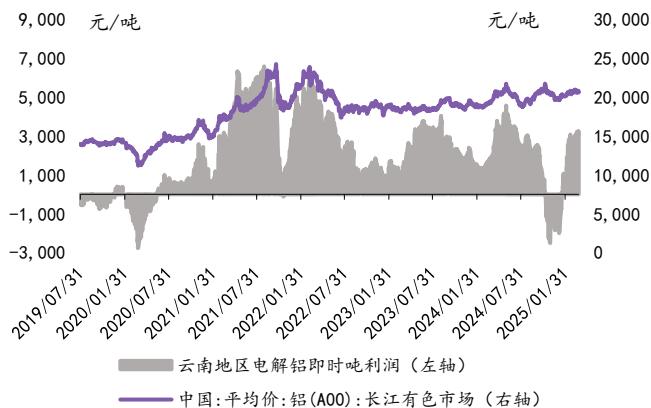
图表 26: 铝线缆龙头开工率 (%)



资料来源: SMM, 华鑫证券研究

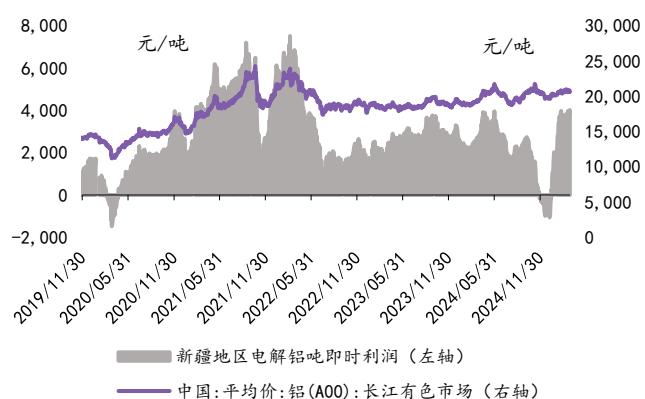
请阅读最后一页重要免责声明

图表 27：云南地区吨铝冶炼利润



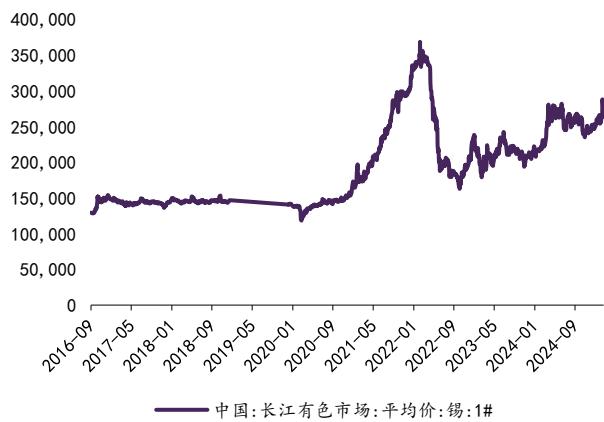
资料来源：Wind, SMM, 华鑫证券研究

图表 28：新疆地区吨铝冶炼利润



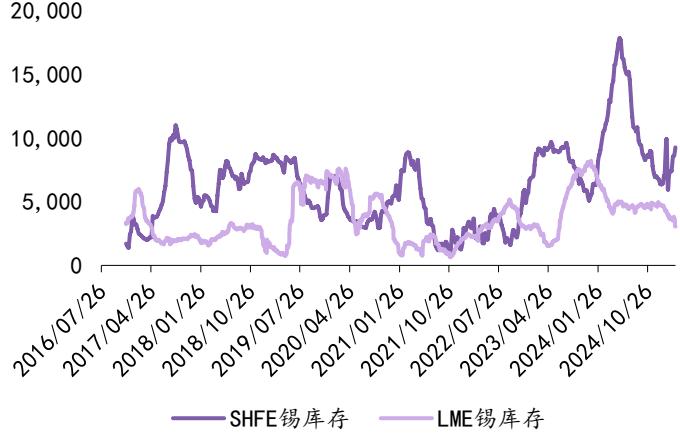
资料来源：Wind, SMM, 华鑫证券研究

图表 29：国内精炼锡价格（元/吨）



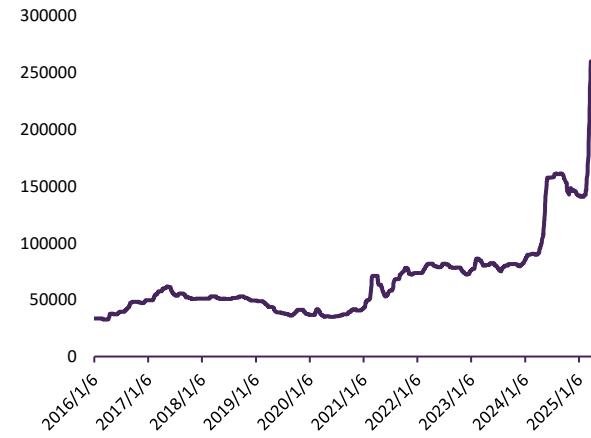
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 30：SHFE+LME 锡总库存（吨）



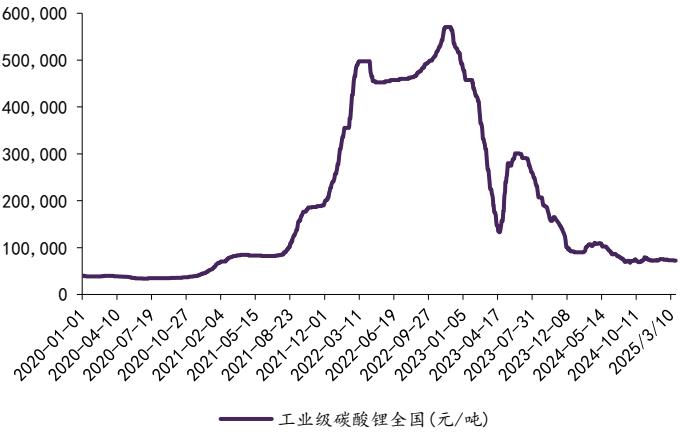
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 31：锑锭价格（元/吨）



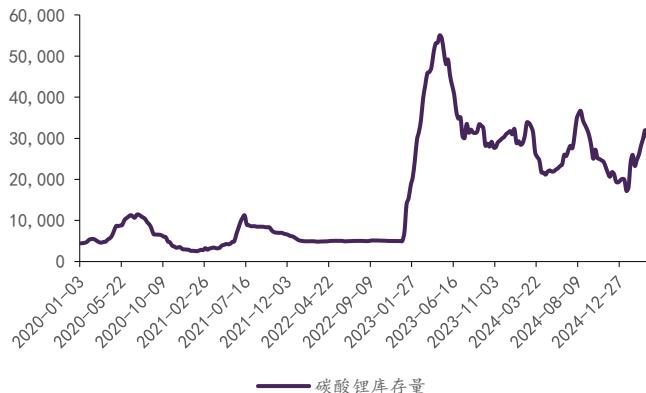
资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

图表 32：工业级碳酸锂价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

图表 33：碳酸锂全行业库存（吨）



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

5、行业评级及投资策略

黄金：美联储仍处于降息周期，黄金将维持上涨走势。维持黄金行业“**推荐**”投资评级。

铜：短期铜价调整但是空间有限，维持铜行业“**推荐**”投资评级。

铝：节后复工，铝价走势偏强。维持铝行业“**推荐**”投资评级。

锡：供应扰动加剧，预计锡价走势偏强。维持锡行业“**推荐**”投资评级。

锑：原料偏紧缺，锑价看涨情绪浓。维持锑行业“**推荐**”投资评级。

图表 34：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-3-28		EPS			PE			投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
000975.SZ	山金国际	18.70	0.51	0.78	1.12	29.24	23.97	16.70	买入	
600489.SH	中金黄金	13.84	0.61	0.77	0.80	16.21	17.97	17.30	买入	
600547.SH	山东黄金	26.60	0.52	0.66	1.01	43.95	40.30	26.34	买入	
600988.SH	赤峰黄金	21.64	0.48	1.06	1.06	29.00	20.42	20.42	买入	
601899.SH	紫金矿业	18.16	0.80	1.21	1.56	15.53	15.01	11.64	买入	
000630.SZ	铜陵有色	3.50	0.21	0.33	0.38	15.39	10.61	9.21	未评级	
000923.SZ	河钢资源	15.70	1.40	2.09	2.66	12.02	7.51	5.90	买入	
601168.SH	西部矿业	17.32	1.17	1.47	1.63	12.19	11.78	10.63	买入	
603979.SH	金诚信	41.28	1.71	2.56	3.87	22.05	16.13	10.67	买入	
603993.SH	洛阳钼业	7.71	0.38	0.63	0.69	13.61	12.24	11.17	买入	
000408.SZ	藏格矿业	35.81	2.16	1.61	1.75	11.71	22.24	20.46	买入	
000807.SZ	云铝股份	17.37	1.14	1.27	1.56	10.71	13.68	11.13	买入	
601600.SH	中国铝业	7.58	0.39	0.72	0.85	14.41	10.53	8.92	买入	
000933.SZ	神火股份	18.71	2.62	1.91	2.57	6.40	9.80	7.28	买入	
002532.SZ	天山铝业	8.89	0.47	0.92	0.98	12.68	9.66	9.07	买入	

请阅读最后一页重要免责声明

公司代码	名称	2025-3-28	EPS		PE		投资评级		
002155.SZ	湖南黄金	23.15	0.41	0.64	0.67	27.38	36.17	34.55	买入
000960.SZ	锡业股份	15.98	0.86	1.17	1.40	16.73	13.66	11.41	买入
600301.SH	华锡有色	23.10	0.50	1.06	1.44	25.38	21.79	16.04	买入
000426.SZ	兴业银锡	13.72	0.53	0.88	1.13	17.21	15.59	12.14	买入
002738.SZ	中矿资源	32.68	3.03	1.50	1.75	12.29	21.79	18.67	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级公司盈利预测取自万得一致预期）

6、重点推荐个股

黄金行业推荐中金黄金，山东黄金，赤峰黄金，山金国际。铜行业推荐紫金矿业，洛阳钼业，金诚信，西部矿业，河钢资源，藏格矿业。铝行业推荐神火股份，云铝股份，天山铝业。锑行业推荐湖南黄金，华锡有色。锡行业推荐锡业股份，华锡有色，兴业银锡。

7、风险提示

1) 美国通胀再度大幅走高；2) 美联储降息幅度不及预期；3) 国内铜需求恢复不及预期；4) 电解铝产能意外停产影响上市公司产能；5) 铝需求不及预期；6) 海外锑矿投产超预期，锑需求不及预期等；7) 锡需求不及预期；8) 锡矿投产进度超预期等；9) 推荐公司业绩不及预期等。

■ 有色组介绍

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。

■ 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受到任何形式的补偿。

■ 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。

■ 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

请阅读最后一页重要免责声明

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提供。

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，并应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。