



伦敦现货价白银美
元_20250113_173

镁行业深度（I）：供需或进入持续性紧平衡状态——全球供给显现单一市场风险

2025年4月16日

看好/维持

有色金属

行业报告

分析师	张天丰 电话：021-25102914 邮箱：zhang_tf@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520100001
研究助理	闵泓朴 电话：021-65462553 邮箱：minhp-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480124060003

投资摘要：

镁，元素周期表中IIA族的碱土金属，呈银白色且具有延展性。镁质量轻、密度小，其相对原子质量为24.305，相对密度为1.74g/cm³，熔点648.8℃，沸点1107℃。镁属于活泼金属，在干燥空气中较为稳定，但受热可与水作用，且能与大多数的非金属，如卤素、氮、硫等作用，溶于酸会放出氢气，还原性较强。镁元素在地壳中分布较广，占地壳质量的2.1%，在地壳中各元素里排名第八。镁化学性质活泼，在自然界中仅以化合物状态存在，在已知的1500种矿物中，镁化合物有200多种，占比12%以上。

中国镁资源储量丰富，资源禀赋较高。中国可供采选冶炼的镁资源主要分布于菱镁矿、白云石矿与盐湖资源中。据国务院发展研究中心统计（2024年），中国镁资源储量占全球70%。菱镁矿方面，根据USGS统计数据，2024年全球菱镁矿储量为77亿吨，且集中度较高，CR3达到54%。其中，俄罗斯（23亿吨，占比30%），斯洛伐克（12亿吨，占比15%）和中国（6.8亿吨，占比9%）为全球前三大菱镁矿储量国。白云石矿方面，全球白云石储量主要分布在中国、意大利、西班牙、土耳其等国家。其中，中国白云石资源储量已超过200亿吨，占全球的80%以上。盐湖资源方面，中国盐湖镁卤水中的镁盐储量达48亿吨，包含硫酸镁储量约16亿吨、氯化镁储量约32亿吨。

全球原镁供给具有较大单一市场风险。从上游菱镁矿产量观察，根据USGS统计，2024年全球菱镁矿产量合计2200万吨，较23年持平；其中中国菱镁矿产量为1300万吨，较23年持平，占全球菱镁矿产量比例达59%。全球原镁产出的集中度更高：根据中国有色金属工业协会统计，2024年全球原镁产量为112万吨，同比增长12%；其中中国原镁产量+24.73%至102.48万吨，推动中国原镁全球产出占比从23年的82%增长至24年的92%。此外，根据USGS统计，2019-2024年间，中国镁锭产量占全球镁锭比例年均数值为89%，至2024年该数值已升至95%。

行业供给侧结构性改革推进，中国镁行业集中度提升。2021年，我国原镁行业集中度较低，CR3约为14%，CR10约为32%，产量在3万吨以上的头部原镁冶炼生产企业共13家，合计市场占有率达35.9%。近年来，由于环保政策不断收紧，小型镁企难以满足能耗、产能等要求，行业供给侧结构性改革深入推进，镁行业落后产能逐步淘汰，行业集中度大幅提升。从头部企业观察，宝武镁业原镁产能市占率由23年的7.4%增至24年的20.5%，根据其扩产计划，至2025年底，该数值或进一步提升至32%。

环保及产业政策影响中国镁资源供应状态。从中国的镁行业政策角度观察，镁矿行业的政策监管的严格主要体现在资源开采许可、出口控制和环境保护等方面。首先，企业获得采矿权需要通过复杂的审批程序并支付采矿权价款及使用费，这加大了矿企的准入条件。其次，中国还对镁矿的出口实施了一定控制，以保障国内市场的供应和价格稳定。环保政策方面，镁矿企业在开采、冶炼等过程中必须达到更高环保标准，意味着企业不仅需要投入大量资金进行环保设施的建设和改造，还需要引进先进的环保技术和管理经验。环保部门对镁矿项目的审批和监管也越来越严格，对于不符合环保要求的企业将不予批准或责令停产整治。环保与产业政策对镁生产商提出了更高的要求，亦对中国及全球的镁供给起到了限制作用。

中国原镁行业已逐渐形成镁新型现代产业集群，规模效应提升或优化企业盈利能力。2024年，陕西省榆林市颁布了《关于支持兰炭、金属镁产业发展的若干政策措施》、安徽省发展改革委发布了《推动镁基新材料产业高质量发展若干措施》、新疆

维吾尔自治区及河南省鹤壁市等地区亦发布了不同产业政策，引导和支持建设不同规模级别的原镁及镁合金冶炼骨干企业，从而打造镁新型现代产业集群。产业集群的建立扩大了镁生产的规模效益，降低原镁生产成本，增强企业端盈利水平。

全球原镁行业产能利用率有望提升，行业规模或进入良性扩张态势。镁行业产业集群化发展有助行业规模效益的提升及盈利水平的修复，也意味着行业的发展将与新能源产业的发展形成有效共振。考虑到镁金属作为绿色及新质生产力产业发展的核心生产要素，绿色化、智能化、移动化及轻量化在产品应用端的持续拓展将推动镁行业下游需求的有效扩张，这有助于改变行业产能利用率偏低现状并且进一步提升行业规模进入良性扩张态势。从行业供需平衡角度观察，考虑到企业端原镁产能现有的建设规划与产能利用率的回升，我们认为 2024-2027 年间，全球原镁产量或由 112 万吨增至 200 万吨，其中中国原镁产量或由 102.6 万吨增至 175 万吨。结合我们对镁需求的讨论与预测，我们认为 2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 吨，全球原镁供给的紧平衡状态同样暗示镁行业已经显现周期性的底部特征。

相关公司：宝武镁业、星源卓镁。

风险提示：镁供应超预期增长，下游需求行业发展不及预期，全球新能源汽车产量增速不及预期，全球流动性超预期紧缩，利率超预期急剧上升，区域性冲突加剧及扩散。

目 录

1. 镁综述.....	4
2. 镁行业供给：原镁产能利用率或持续增长.....	5
2.1 中国镁资源储量丰富.....	5
2.2 全球原镁供给具有较大单一市场风险.....	5
2.3 中国镁行业集中度持续提升.....	6
2.4 环保及产业政策影响中国镁行业供给状态.....	6
2.5 全球原镁供给显现趋势性刚性化特征.....	8
3. 相关公司.....	10
3.1 宝武镁业.....	10
3.2 星源卓镁.....	11
4. 风险提示.....	12

插图目录

图 1： 镁展示图.....	4
图 2： 菱镁矿石展示图.....	4
图 3： 镁产业链.....	4
图 4： 2024 年全球菱镁矿储量分布（亿吨）.....	5
图 5： 2024 年中国菱镁矿储量分布（万吨）.....	5
图 6： 2024 年全球菱镁矿产量占比情况（万吨）.....	6
图 7： 2024 年全球镁锭产量占比情况.....	6
图 8： “能耗双控”政策推出，镁价+134%.....	7
图 9： 2021 年原镁生产全维持成本最大涨幅+119%.....	7
图 10： 全球及中国原镁产能、产量（万吨，2023-2024）.....	8
图 11： 全球与中国镁锭产量（2019-2024 年）.....	8

表格目录

表 1： 近年镁行业相关政策.....	7
表 2： 全球原镁供给预测（2024E-2027E）.....	9
表 3： 全球原镁供给预测（2024E-2027E）.....	9
表 4： 宝武镁业白云石产能梳理.....	11
表 5： 宝武镁业原镁产能梳理.....	11
表 6： 宝武镁业镁合金产能梳理.....	11

1. 镁综述

镁，元素符号 Mg，是元素周期表中 II A 族的碱土金属，呈银白色且具有延展性。镁质量轻、密度小，其相对原子质量为 24.305，相对密度为 1.74g/cm³，熔点 648.8℃，沸点 1107℃。镁属于活泼金属，在干燥空气中较为稳定，但受热可与水作用，且能与大多数的非金属，如卤素、氮、硫等作用，溶于酸会放出氢气，还原性较强。

镁元素分布广泛，应用范围丰富。镁元素在地壳中分布较广，占地壳质量的 2.1%，在地壳中各元素里排名第八。镁化学性质活泼，在自然界中仅以化合物状态存在，在已知的 1500 种矿物中，镁化合物有 200 多种，占比 12% 以上。但镁的工业矿物主要以菱镁矿、白云石和光卤石为主，因其共同具有分布广及易选冶特点。此外，还有大量的镁以氯化物和碳酸盐的形式存在于海水、盐湖水中，海水中镁含量大约占地壳中镁总量的 3.7%。工业上通过电解熔融氯化镁或光卤石，或用硅铁还原氧化镁制取原镁。镁主要用于制造轻质镁合金、铝合金、球墨铸铁等，其生成的合金可用于制造汽车、飞机、科学仪器、脱硫剂、脱氢剂、烟火、闪光粉、镁盐和格氏试剂等。镁亦可用以还原提取铍、钛、锆、铪和铀等金属。

图1：镁展示图



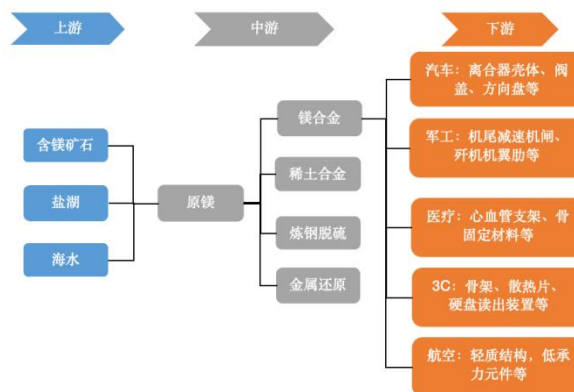
资料来源：宝武镁业官网，东兴证券研究所

图2：菱镁矿石展示图



资料来源：天元耐火官网，东兴证券研究所

图3：镁产业链



资料来源：科技外事处《我国镁资源开发利用现状及发展对策》，东兴证券研究所

2. 镁行业供给：原镁产能利用率或持续增长

2.1 中国镁资源储量丰富

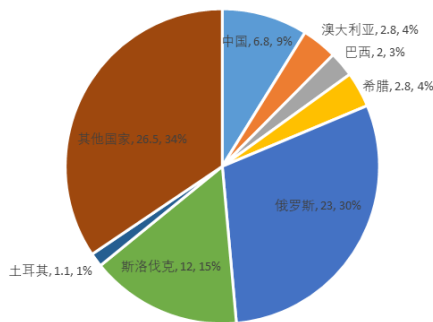
中国镁资源储量丰富，资源禀赋较高。中国可供采选冶炼的镁资源主要分布于菱镁矿、白云石矿与盐湖资源中。据国务院发展研究中心统计（2024年），中国镁资源储量占全球70%。

菱镁矿方面，根据USGS统计数据，2024年全球菱镁矿储量为77亿吨，且集中度较高，CR3达到54%。其中，俄罗斯（23亿吨，占比30%），斯洛伐克（12亿吨，占比15%）和中国（6.8亿吨，占比9%）为全球前三大菱镁矿储量国。菱镁矿在中国的分布亦呈现高集中度，约91.2%的菱镁矿集中分布在辽宁省（6.2亿吨）。而西藏（0.36亿吨，占比5.3%）、新疆（0.15亿吨，占比2.2%）等其他地区亦有部分菱镁矿分布。

白云石矿方面，全球白云石储量主要分布在中国、意大利、西班牙、土耳其等国家。其中，中国白云石资源储量已超过200亿吨，占全球的80%以上。我国白云石产地遍布山西、河北、宁夏、吉林、河南、辽宁和内蒙古等多个省份和自治区，其中山西冶镁白云石资源保有量领先全国，达到45亿吨。白云石主要成分为碳酸钙与碳酸镁，其用途多样，可应用于冶金、化工、建材、环保等多个领域。我国多数白云石矿山中，矿石氧化钙含量普遍高于30%，氧化镁含量也稳定在19%以上，杂质水平较低，因此我国白云石矿工业应用广泛。而在其他国家和地区，由于开采成本等因素的影响，白云石产量相对较少。

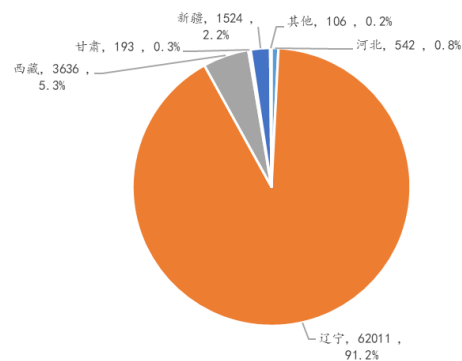
盐湖资源方面，全球含镁量较高的大型盐湖有以色列死海、中国察尔汗盐湖、及美国大盐湖等。中国盐湖镁卤水中的镁盐储量达48亿吨，包含硫酸镁储量约16亿吨、氯化镁储量约32亿吨，镁盐主产区集中在西藏北部和青海省柴达木盆地，两地合计储量占全国总量的99%。其中，青海的察尔汗盐湖约有40亿吨镁盐储量，为亚洲第一大盐湖，世界第二大盐湖。

图4：2024年全球菱镁矿储量分布（亿吨）



资料来源：iFinD, USGS, 东兴证券研究所

图5：2024年中国菱镁矿储量分布（万吨）



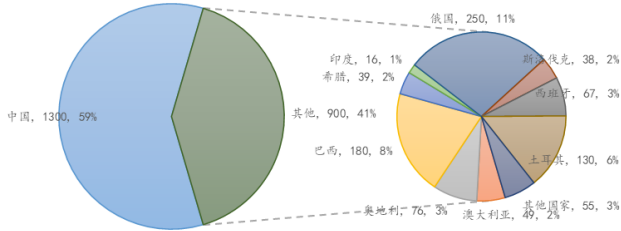
资料来源：iFinD, 自然资源部, 东兴证券研究所

2.2 全球原镁供给具有较大单一市场风险

中国原镁产量占全球原镁产量已达92%。从上游菱镁矿产量观察，根据USGS统计，2024年全球菱镁矿产量合计2200万吨，较23年持平；其中中国菱镁矿产量为1300万吨，较23年持平，占全球菱镁矿产量比例达59%。全球原镁产出的集中度更高：根据中国有色金属工业协会统计，2024年全球原镁产量为112万吨，同比增长12%；其中中国原镁产量+24.73%至102.48万吨，推动中国原镁全球产出占比从23年的82%

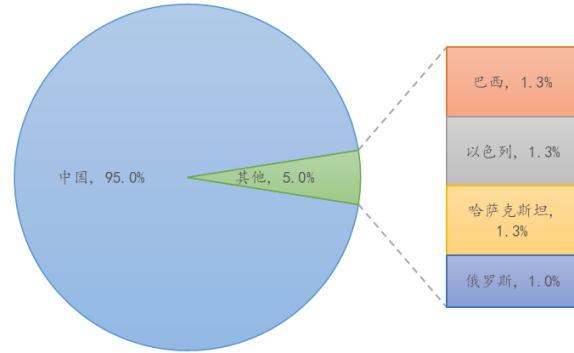
增长至 24 年的 92%。此外, 根据 USGS 统计, 2019-2024 年间, 中国镁锭产量占全球镁锭比例年均数值为 89%, 至 2024 年该数值已升至 95%。

图6: 2024 年全球菱镁矿产量占比情况 (万吨)



资料来源: iFinD, USGS, 东兴证券研究所

图7: 2024 年全球镁锭产量占比情况



资料来源: iFinD, USGS, 东兴证券研究所

2024 年中国原镁产能占全球原镁产能 85%，但行业产能利用率偏低。从产能观察, 中国是全球原镁及镁合金供给的核心生产国。据中国有色金属工业协会统计, 2024 年全球原镁产能为 175 万吨, 而中国原镁产能为 148.75 万吨, 占全球原镁产能比例达 85%。根据国务院发展研究中心统计, 中国拥有完整的镁行业配套产业链, 如拥有全球 90% 金属镁产能、75% 氧化镁产能、65% 下游耐火材料产量, 以及超过 50% 的钢铁、玻璃、水泥、陶瓷等基础制造业产量。然而, 从实际产能利用率观察, 镁行业产能利用率偏低。根据原镁产能与产量数据计算, 2024 年全球原镁产能利用率为 64%, 而中国原镁产能利用率为 69%, 环保因素制约 (双控)、生产成本增加 (双废治理)、淘汰落后产能 (整合及电炉升级) 等对镁行业产能利用率形成压制。

2.3 中国镁行业集中度持续提升

行业供给侧结构性改革推进, 中国镁行业集中度提升。2021 年, 我国原镁行业集中度较低, CR3 约为 14%, CR10 约为 32%, 产量在 3 万吨以上的头部原镁冶炼生产企业共 13 家, 合计市场占有率达 35.9%。近年来, 由于环保政策不断收紧, 小型镁企难以满足能耗、产能等要求, 行业供给侧结构性改革深入推进, 镁行业落后产能逐步淘汰, 行业集中度大幅提升。从企业利润端观察, 当前镁价约为 17800 元/吨, 而据我们测算, 中国镁冶炼龙头宝武镁业生产一吨原镁的全维持成本约为 16500 元/吨, 这意味着原镁冶炼头部厂商的毛利率也仅为 8%, 考虑到其规模效应、区位优势与生产技术优势, 行业整体毛利率或相较更低, 镁价的低迷或促使更多小型镁企、生产能耗较高的冶炼厂商产能出清。另一方面, 从头部企业观察, 宝武镁业原镁产能市占率由 23 年的 7.4% 增至 24 年的 20.5%, 根据其扩产计划, 至 2025 年底, 该数值或进一步提升至 32%。宝武镁业具有央企属性, 宝钢金属为其控股股东, 国资委为其实际控制人。2024-2025 年间, 宝武镁业与青阳县国资委名下的青阳建设集团合作, 或在安徽青阳建成全球最大的原镁及镁合金生产基地, 规划产能达 30 万吨。央企平台的赋能, 推动了我国镁产能的扩张与产能集中度的持续提升。

2.4 环保及产业政策影响中国镁行业供给状态

环保及产业政策影响中国镁资源供应状态。从中国的镁行业政策角度观察，镁矿行业的政策监管的严格主要体现在资源开采许可、出口控制和环境保护等方面。首先，企业获得采矿权需要通过复杂的审批程序并支付采矿权价款及使用费，这加大了矿企的准入条件。其次，中国还对镁矿的出口实施了一定控制，以保障国内市场的供应和价格稳定。环保政策方面，镁矿企业在开采、冶炼等过程中必须达到更高环保标准，意味着企业不仅需要投入大量资金进行环保设施的建设和改造，还需要引进先进的环保技术和管理经验。环保部门对镁矿项目的审批和监管也越来越严格，对于不符合环保要求的企业将不予批准或责令停产整治。环保与产业政策对镁生产商提出了更高的要求，亦对中国及全球的镁供给起到了限制作用。

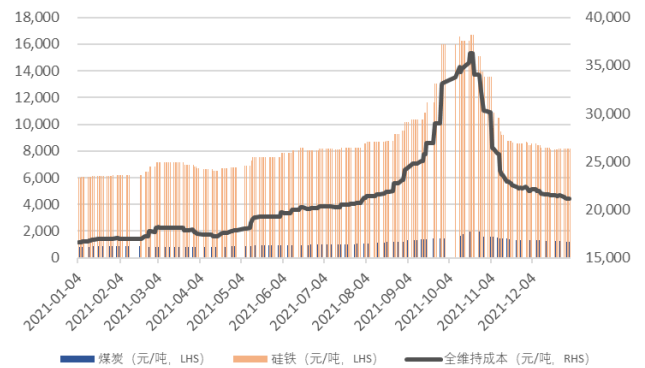
镁价易因环保政策执行而显现较大上行弹性。2021年9月11日，国家发改委发布《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，要求以能源产出率为重要依据，优化能耗双控指标。为响应该方案，9月13日，陕西省榆林市发改委发出《关于确保完成2021年度能耗双控目标任务的通知》，要求自9月份至年底，对部分重点用能企业实施限产、停产等调控措施。其中，有15家镁冶炼厂被要求停产，30家左右企业被要求减产50%。由于榆林为中国原镁的主产区，这意味着我国近60%的原镁供应受到影响。此外，9月19日，陕西府谷县第一批能耗双控重点调控企业采取停止供电措施，兰炭、金属镁行业企业均停止生产供电，府谷镁厂全部停产。受能耗双控政策影响，镁供应大幅缩减，2021年9月镁价月度最高涨幅达到134%，由月初的30700元/吨升至最高71750元/吨。能耗双控政策亦导致煤炭、硅铁等高耗能行业电价上涨，至2021年10月20日，煤炭、硅铁价格分别较年初+145%及+177%至1991元/吨和16675元/吨，推动原镁生产全维持成本较年初+119%至36310元/吨（仅测算煤炭及硅铁价格变化影响）。

图8：“能耗双控”政策推出，镁价+134%



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9：2021年原镁生产全维持成本最大涨幅+119%



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

表1：近年镁行业相关政策

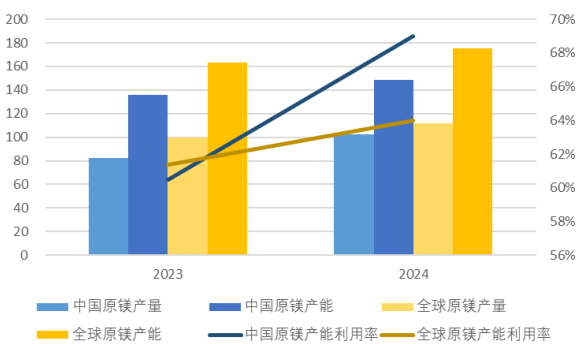
时间	发布单位	政策名称	主要内容
2022年10月	发改委	《鼓励外商投资产业目录 (2022年版)》	铝镁合金材料研发与制造、综合利用海水淡化后的弄海水制盐、提取钾、溴、镁、锂及其深加工等海水化学资源高附加值利用技术研发列入全国鼓励外商投资产业目录。
2022年11月	工信部、发改委、生态环境部	《有色金属行业碳达峰实施方案》	强化工业硅、镁等行业政策引导, 促进形成更高水平的供需动态平衡。推广绿色低碳技术。大力推动先进节能工艺技术改造, 重点推广高效稳定铝电解、铜硫连续吹炼、蓄热式竖罐炼镁等一批节能减排技术, 进一步提高节能降碳水平。重点推广大直径竖罐双蓄热底出渣镁冶炼技术, 重点研发镁冶炼还原剂替代、再生镁提纯等技术。
2023年5月	自然资源部	《关于进一步完善矿产资源勘查开采登记管理的通知》	完善探矿权新立、延续、保留登记管理。规范探矿权变更登记管理。调整矿区范围管理方式。完善采矿权新立、延续登记管理。完善采矿权变更、注销登记管理。
2023年8月	工信部等七部委	《有色金属行业稳增长工作方案》	鼓励有条件地区开展高铝粉煤灰综合利用、盐湖高效提锂提镁、锂云母尾渣消纳等关键技术攻关及工业化试验。开展铜、铝、铅锌、镁等重点行业规范公告管理, 引导要素资源向优势企业集聚, 培育资源开发和冶炼骨干企业。加大技术改造支持力度, 引导铜、铝、锌、镁、工业硅等企业开展节能降碳工艺升级改造。促进优质产品消费应用。聚焦铜、铝、硅、镁等消费规模较大且具有增长潜力的品种, 通过加强上下游对接、举办大型展会、打造样板工程等方式, 扩大材料及产品应用领域、规模及层次。鼓励铝材及制品、铜材及制品、镁制品等深加工产品出口, 提升有色金属产品出口附加值。
2023年12月	发改委	《产业结构调整指导目录 (2024年版)》	将镁合金等轻量化材料列入鼓励类产业。将新建、扩建镁冶炼项目列入限制类产业。
2024年3月	自然资源部	《关于完善矿产资源规划实施管理有关事项的通知》	进一步落实规划实施责任。开展规划年度实施监测分析。强化规划实施评估。健全规划动态调整机制。精简优化规划审核事项。大力支持能源资源基地和国家规划矿区内战略性矿产勘查开采。充分发挥勘查开采规划区块空间指引作用。加强规划数据库建设。全面推进规划管理系统应用。

资料来源: 智研产业, 东兴证券研究所

2.5 全球原镁供给显现趋势性刚性化特征

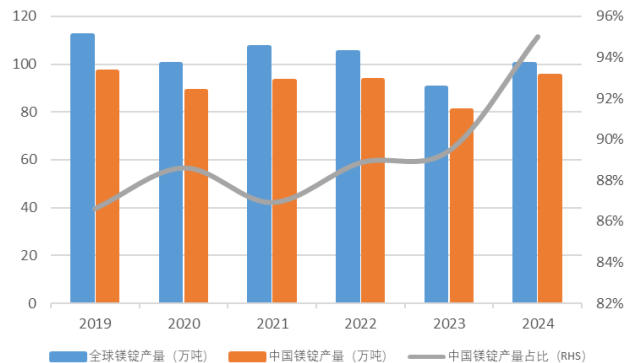
全球原镁供给呈现刚性化特征。从产量变化观察, 全球及中国镁锭产量数据近年来持续收缩。2019-2024 年间, 全球镁锭产量由 2019 年的 112 万吨降至 2024 年的 100 万吨, 期间 CAGR 为-2.2%; 同期中国镁锭产量由 19 年的 97 万吨降至 24 年的 95 万吨, 期间 CAGR 为-0.4%, 整体显示供给端显现趋势性偏刚性特征。

图10: 全球及中国原镁产能、产量 (万吨, 2023-2024)



资料来源: iFinD, USGS, 东兴证券研究所

图11: 全球与中国镁锭产量 (2019-2024 年)



资料来源: iFinD, USGS, 东兴证券研究所

中国原镁行业已逐渐形成镁新型现代产业集群，规模效应提升或优化企业盈利能力。2024 年，陕西省榆林市颁布了《关于支持兰炭、金属镁产业发展的若干政策措施》、安徽省发展改革委发布了《推动镁基新材料产业高质量发展若干措施》、新疆维吾尔自治区及河南省鹤壁市等地区亦发布了不同产业政策，引导和支持建设不同规模级别的原镁及镁合金冶炼骨干企业，从而打造镁新型现代产业集群。产业集群的建立扩大了镁生产的规模效益，降低原镁生产成本，增强企业端盈利水平。从头部企业观察，宝武镁业作为国内原镁冶炼市占率最高的厂商（24 年：20.5%），规模效应及高研发投入带来的低能耗优势帮助其生产成本达到行业最低，也支持其产能持续扩张（2025 年底宝武镁业或于安徽青阳新建成 15 万吨原镁及镁合金产能，于山西五台新建成 10 万吨原镁及镁合金产能），并在规模效应继续扩大后进一步强化成本优势，形成良性循环。

全球原镁行业产能利用率有望提升，行业规模或进入良性扩张态势。镁行业产业集群化发展有助行业规模效益的提升及盈利水平的修复，也意味着行业的发展将与新能源产业的发展形成有效共振。考虑到镁金属作为绿色及新质生产力产业发展的核心生产要素，绿色化、智能化、移动化及轻量化在产品应用端的持续拓展将推动镁行业下游需求的有效扩张，这有助于改变行业产能利用率偏低的现状并且进一步提升行业规模进入良性扩张态势。从行业供需平衡角度观察，考虑到企业端原镁产能现有的建设规划与产能利用率的回升，我们认为 2024-2027 年间，全球原镁产量或由 112 万吨增至 200 万吨，其中中国原镁产量或由 102.6 万吨增至 175 万吨。结合我们下一篇文章对镁需求的讨论与预测，我们认为 2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 吨，全球原镁供给的紧平衡状态同样暗示镁行业已经显现周期性的底部特征。

表2：全球原镁供给预测（2024E-2027E）

单位：万吨	2024E	2025E	2026E	2027E
中国原镁产能	148.8	150.0	175.0	180.0
中国原镁供给	102.6	128.0	158.0	175.0
中国原镁产能利用率	69.0%	85.3%	90.3%	97.2%
中国原镁供给yoy	24.7%	24.8%	23.4%	10.8%
全球原镁产能	175.0	180.0	205.0	210.0
全球原镁供给	112.0	139.0	170.0	200.0
全球原镁产能利用率	64.0%	77.2%	82.9%	95.2%
全球原镁供给yoy	12.0%	24.1%	22.3%	17.6%

资料来源：iFinD, USGS, 东兴证券研究所

表3：全球原镁供给预测（2024E-2027E）

单位：万吨	2024E	2025E	2026E	2027E
原镁供给	112.0	139.0	170.0	200.0
全球原镁产能利用率	64%	77%	83%	95%
原镁需求	112.0	138.9	169.1	200.1
原镁供需缺口	0.0	0.1	0.9	(0.1)

资料来源：iFinD, USGS, EVTank, 工信部《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，IFR, GGII, 中国模锻脚手架协会, 东兴证券研究所

3. 相关公司

3.1 宝武镁业

央企平台赋能镁业龙头。公司成立于1993年，后于2007年在深交所上市。2018年，宝钢金属有限公司入股，成为公司战略股东；2020年8月，宝钢成为公司第二大股东，公司于同年10月向宝钢定增募资不超过11.1亿元；2023年9月，定向增发完成，宝钢成为公司控股股东，公司由南京云海特种金属股份有限公司更名为宝武镁业科技股份有限公司。公司为中国镁行业一体化龙头企业，拥有“白云石开采-原镁冶炼-镁合金熔炼-镁合金精密铸造、变形加工-镁合金再生回收”的完整镁产业链，并在铝合金材料的生产及深加工业务上有所布局。公司主要产品为镁合金材料、镁合金制品、铝合金制品等，广泛应用于航空航天、大交通、新能源汽车、绿色建筑、消费电子及新基建等领域。

公司白云石资源储量雄厚。公司拥有镁矿石资源储量优势，合计拥有白云石储量约19.7亿吨，占中国白云石已查明储量近10%左右(2024年中国白云石总储量约200亿吨)。其中，公司的参股公司(持股比例45%)安徽宝镁轻合金于安徽青阳拥有白云石储量13亿吨，控股子公司(持股比例69.53%)巢湖云海镁业于安徽巢湖拥有白云石储量0.9亿吨，全资子公司(持股比例100%)五台云海镁业于山西五台拥有白云石储量5.8亿吨。从各矿山采矿证观察，巢湖云海采矿权于2022年整合升级，白云石年产能由150万吨提升至300万吨；安徽宝镁采矿权于2023年5月31日生效，包含白云石年产能4000万吨；五台云海采矿权于2025年3月生效，包含白云石年产能1000万吨。至2025年3月，公司白云石合计年产能已达到5300万吨。公司资产的白云石除原镁生产用途外，亦可满足建材、冶金、化工和轻工等应用需求。根据智研瞻产业研究院预测，2023年中国白云石行业市场规模约为103亿元，预计2028年将达到182亿元，年均复合增长率可达12%。

公司原镁产能已进入释放周期。公司前期原镁扩产项目已见成效，原镁产能由23年的10万吨增长至24年底的30万吨，增幅达200%。考虑到试产的进行及投达产节奏的推进，公司原镁业务已经进入加速成长期。从产能分布角度观察，公司安徽青阳宝镁产能已达到15万吨/年，另有15万吨/年产能正在建设中。此外，巢湖云海镁业原镁产能已达到10万吨/年，其中5万吨为新建产能并已于2024年下半年投产。五台宝镁的原镁年产能将增至15万吨，其中5万吨为已有产能，10万吨为在建产能，预计于2025年年底建成。从市场占有率角度考虑，根据中国有色金属工业协会数据公布的中国原镁总产能测算(2023年：136万吨；2024年：148.75万吨)，公司原镁产能市占率将由23年的7.4%增至24年的20.2%。以2024年中国原镁平均69%的产能利用率并接近18个月原镁平均价格18659元/吨计算，24年新建产能全部投产后，公司的原镁业务规模或由18.7亿元增至38.6亿元，增长空间达到107%。

公司镁合金业务高市占率优势或持续扩大。公司当前镁合金业务国内市占率或已超50%。公司2023年镁铝合金合计产能为35万吨(镁合金20万吨，铝合金15万吨)，合计产量约为36万吨，综合产能利用率达到103%。以此推算，2023年公司镁合金或实现满产，产量约为20万吨左右。从市占率观察，2023年我国镁合金产量为34.52万吨，公司镁合金产品当前市占率约为58%，为国内镁合金产业龙头。2024年，安徽宝镁于青阳新建成30万吨镁合金产能，该项目为全球最大镁合金生产基地，推动公司镁合金产能由23年的

20万吨增长至24年的50万吨。目前,子公司五台云海亦有10万吨镁合金产能在建,预计于25年底建成。至2025年底,公司镁合金产能将从2023年的20万吨增长至60万吨,增幅高达200%,若全部达产,将使公司镁合金产品市占率提升至81%。然而,考虑到我国镁合金偏松的供需结构和已处低位的镁价,我们认为公司镁合金实际产量的增幅或是渐进的、根据市场需求变化调整的过程,考虑到汽车轻量化、机器人、低空经济等新质生产力领域带来的镁合金需求增量,公司镁合金产量的成长弹性或强化其与行业发展的共振。

表4: 宝武镁业白云石产能梳理

子公司	持股比例	矿山名称	白云石储量(万吨)	开采方式	生产规模(万吨/年)
巢湖云海镁业	69.53%	巢湖市青苔山镁矿(冶镁白云岩)及冶金用白云岩矿	8864	露天开采	300
安徽宝镁轻合金	45%	安徽宝镁轻合金有限公司花园吴家冶镁用白云岩矿	131978	露天开采	4000
五台云海镁业	100%	五台县东冶镇大朴村白云岩	57895	露天开采	1000
合计	/		198737		5300

资料来源:宝武镁业公司公告,东兴证券研究所

表5: 宝武镁业原镁产能梳理

子公司	2023年原镁产能(万吨)	2024年原镁新建产能(万吨)	原镁在建产能(万吨)	原镁总设计产能(万吨)
巢湖云海镁业	5	5		10
安徽宝镁轻合金		15	15	30
五台云海镁业	5		10	15
合计	10	20	25	55

资料来源:宝武镁业公司公告,东兴证券研究所

表6: 宝武镁业镁合金产能梳理

子公司	2023年镁合金产能(万吨)	2024年镁合金新建产能(万吨)	镁合金在建产能(万吨)	当前总设计产能(万吨)	面向客户
巢湖云海镁业	10			10	长三角和中部地区
安徽宝镁轻合金		30		30	长三角和中部地区
五台云海镁业	5		10	15	中西部地区及出口
宝武镁业(惠州)	3			3	珠三角地区
重庆博奥镁铝合金制造	2			2	西南地区
合计	20	30	10	60	/

资料来源:宝武镁业公司公告,东兴证券研究所

3.2 星源卓镁

公司为我国镁合金压铸领域的龙头企业,具有技术研发优势。公司主要从事镁合金、铝合金精密压铸产品及配套压铸模具的研发、生产和销售,产品主要应用于汽车行业,包括汽车显示系统零部件、新能源汽车动力总成零部件、汽车中控台零部件、汽车座椅零部件、汽车车灯零部件、高清洁度自动驾驶模组零部件等。公司产品最终应用于宝马、奥迪、保时捷、智己、蔚来、长城、奇瑞、极氪等国内外知名品牌汽车车型。公司自2009年开始专注于镁合金压铸技术研发与市场开拓,已深耕行业十余年,完成针对镁合金压铸件模具开发、压铸成型、后道处理、精密加工等全业务链条的技术积累。公司相关技术涵盖防开裂成型技术、局部加压成型技术、顶出防变形控制技术、镁合金静电喷涂技术、镁合金融化保护技术、镁灰去燃技术、镁合金粉尘收集净化控制技术、大平面、薄壁易变形铸件加工技术、复杂刀具设计和应用技术等多项核心技术,且在平衡产品性能、工艺参数与规模化生产、成本控制方面拥有专业的理解及成熟的经验。

公司持续深化汽车类主营业务发展优势,非汽车类产品产销量显著提升。从产品结构分析,2024年公司主营汽车类产品业绩水平与盈利能力持续优化,对公司整体业绩贡献度进一步加强。2024年公司汽车类产品营业收入同比增长18.92%至3.66亿元,占主营比例由23年的87.30%提升至89.49%;同期公司汽车类产品毛利率由23年的32.15%提升至24年的33.42%,对应毛利润同比增长23.65%至1.22亿元,毛利占比由23年的78.65%提升至83.2%。从产销量分析,公司非汽车类及模具类产品产销量显著提升,增强公司成长

曲线。2024 年公司汽车类产品产量同比增长 0.53%至 688.5 万件，基本维持稳定；而同期公司非汽车类产品产量同比增长 31.41%至 52.72 万件，销量同比增长 28.39%至 42.19 万件；模具类产品产量同比增长 11.11%至 70 万件，销量同比增长 54.84%至 48 万件，产销率同比提升了 20 个百分点至 69%。

4. 风险提示

镁供应超预期增长，下游需求行业发展不及预期，全球新能源汽车产量增速不及预期，全球流动性超预期紧缩，利率超预期急剧上升，区域性冲突加剧及扩散。

分析师简介

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于2024年5月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526