

标配（维持）

有色金属行业专题报告

政策博弈与供需变化交织，有色金属市场迎风而行

2025年4月29日

投资策略：

分析师：许正堃
SAC 执业证书编号：
S0340523120001
电话：0769-23320072
邮箱：
xuzhengkun@dgzq.com.cn

申万有色金属行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **多重因素共振，黄金价格屡创新高。**随着美国关税政策落地实施，全球宏观不确定性进一步提升，美元信用逐步削弱，市场转向黄金作为替代保值的资产。全球主要国家央行通过增持黄金来优化储备结构，降低市场波动风险，据世界黄金协会数据，2024年全球央行合计购买了1045吨黄金，占到总需求4975吨的21%。当前地缘政治局势仍在发酵，避险买盘的增加也持续为黄金价格托底。此外，出于资产配置多元化以及避险保值的目的，个人及机构投资者加大黄金投资，2025年第一季度全球实物黄金ETF迎来强劲增长，总流入金额达到210亿美元，流入量达到226吨。综合来看，短期因市场情绪释放及获利头寸了结或使得金价持续震荡，但美元信用下降、央行增储黄金、个人及机构投资者对黄金的投资需求增加等因素共同作用，中长期黄金价格仍具备较强的上涨动能。
- **精准反击“对等关税”，7类中重稀土实施出口管制。**4月4日，商务部、海关总署联合发布公告，为维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务，经国务院批准，决定对钐、钐、铽、镱、镱、铽、铽等7类中重稀土相关物项实施出口管制。我国在中重稀土产业具备绝对优势，产能规模及冶炼分离技术占据全球主导地位，离子型稀土储量占到全球已探明储量的80%以上。中重稀土极为稀缺，被誉为“工业维生素”，在国防军工、新能源、尖端科技等多个领域发挥着关键作用。2023年以来，国家对于关键矿产资源的保护措施持续升级，此次国家对中重稀土实施出口管制，不仅是对关税政策的精准反击，更能在全球产业链竞争中提高自身话语权。
- **新旧需求接替发力，稀土行业上升通道有望逐步打开。**稀土磁材作为新兴战略产业，在推动传统产业转型升级和未来新兴产业培育中发挥着不可或缺的作用。人形机器人中驱动系统、控制系统及制动系统均会采用稀土磁材。未来随着深化开源开放，人形机器人行业壁垒或逐步打通，有望形成创新合力，实现普惠发展，为稀土磁材行业打开新的成长空间。当前，我国稀土行业供给侧正加快结构性改革，总量调控升级、行业整合提速、进口管控强化、非法产能出清等举措对供给格局形成重塑。在供给侧持续改革，新旧需求接替发力的作用下，稀土行业上升通道有望逐步打开。
- **投资建议。**当前，美元信用下降、央行加快购金、投资需求激增等因素共同作用，使得金价依然具备较强的上涨动能。此外，我国在小金属领域具备优势，稀土、钨、钼等资源的战略地位日益提升，成为保障我国经济安全的战略基石。建议关注中国稀土（000831）、金力永磁（300748）、紫金矿业（601899）、湖南黄金（002155）、洛阳钼业（603993）。
- **风险提示。**宏观经济波动风险、境外投资国别风险、安全生产风险、环保风险、美联储超预期加息的风险、原材料和能源价格波动风险、下游需求下滑的风险、在建项目进程不及预期等风险。

目 录

1. 黄金——多重因素共振，黄金价格具备上涨动能	4
1.1 黄金供需格局及金价走势回顾	4
1.1.1 黄金供需格局	4
1.1.2 2022 年以来美联储新一轮加息周期	5
1.2 多方因素交织，黄金中长期配置价值显现	7
1.2.1 美元信用逐步下降，美联储降息预期抬升	7
1.2.2 各国央行加速购金步伐，黄金投资需求显著提升	9
2. 战略金属——国之重器，反制利剑	10
2.1 稀土——工业维生素	10
2.1.1 稀土行业基本情况概述	10
2.1.2 冶炼分离技术	12
2.1.3 七类中重稀土实施出口管制	13
2.2 新兴需求推动行业成长	14
2.2.1 人形机器人及工业自动化	14
2.2.2 新能源领域持续托底，低空经济需求前景广阔	16
2.3 其他小金属——新质生产力的关键材料	19
3. 投资建议	20
4. 风险提示	22

插图目录

图 1：2024 年全球黄金储量占比情况	4
图 2：2024 年全球黄金矿产量占比情况	4
图 3：2024 年全球黄金下游消费结构	4
图 4：2022 年 3 月至 2024 年 9 月美联储新一轮加息周期以来的 COMEX 金价（美元/盎司）	5
图 5：2025 年以来国际金价走势与美元指数（美元/盎司）	6
图 6：美国 CPI 同比增速（%）	7
图 7：ISM 美国制造业及服务业 PMI	7
图 8：美国人均可支配收入月同比及环比（%）	8
图 9：美国零售商销售额月环比及同比（%）	8
图 10：标普 500 指数及 VIX 指数	8
图 11：密歇根大学 1 年通胀预期及消费者信心指数	8
图 12：美元指数与 COMEX 黄金价格（美元/盎司）	9
图 13：全球黄金占外汇储备比（%）	9
图 14：2024 年全球稀土储量分布情况	10
图 15：2024 年全球稀土产量占比情况	10
图 16：稀土矿开采总量控制指标及增速（吨，%）	10

图 17 : 稀土冶炼分离总量控制指标及增速 (吨, %)	10
图 18 : 稀土进口量当月值 (吨)	11
图 19 : 稀土出口量当月值 (吨)	11
图 20 : 稀土产业链全景图	12
图 21 : 中国工业机器人产量 (台)	16
图 22 : 全球及中国工业机器人装机量 (台)	16
图 23 : 比亚迪 30511rpm 电机采用永磁同步技术	17
图 24 : 中国新能源汽车产销量 (万辆)	17
图 25 : 国内新增风电装机容量 (万千瓦)	18
图 26 : 全球风电装机容量 (兆瓦)	18
图 27 : 中国变频空调销量当月值 (万台)	19
图 28 : 中国家用空调、变频家用空调年销量 (万台)	19

表格目录

表 1 : 主要人形机器人产品介绍及图示	15
表 2 : 重点公司盈利预测 (截至 4 月 28 日收盘价)	21

1. 黄金——多重因素共振，黄金价格具备上涨动能

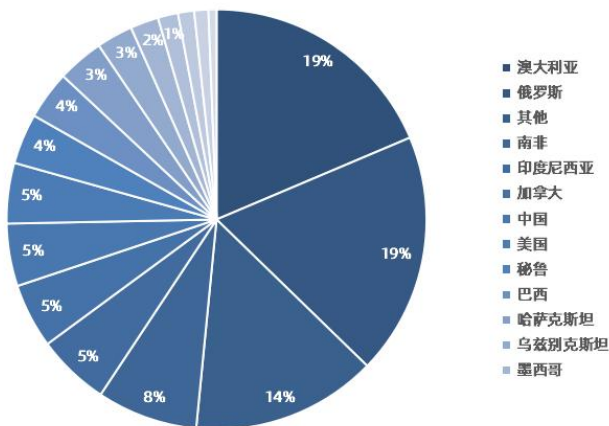
1.1 黄金供需格局及金价走势回顾

1.1.1 黄金供需格局

黄金兼具商品属性及金融属性，其金融属性中可划分为货币、投资及避险三大属性。影响黄金的主要因素包括实际利率、通货膨胀、美元指数以及国际宏观环境等，均是通过作用于货币、投资及避险属性从而改变金价走向。

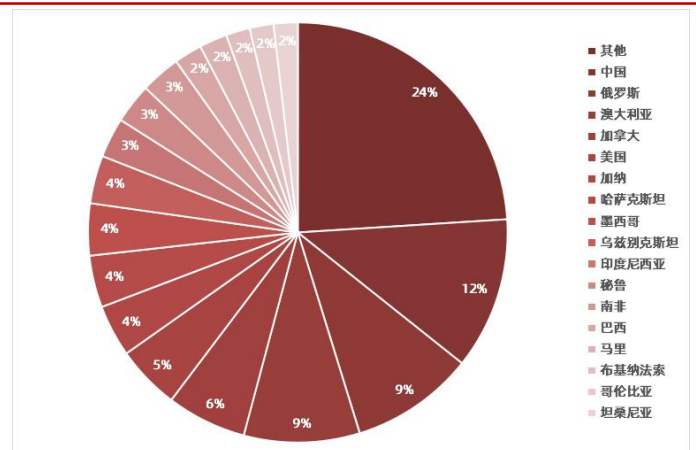
据美国地质调查局数据，2024 年全球的黄金储备仅有 6.4 万吨，黄金储量前三的国家分别为澳大利亚、俄罗斯和南非，储量分别为 1.2 万吨、1.2 万吨、0.5 万吨，中国的黄金储量较少，仅有 3100 吨。矿产量方面，2024 年全球黄金产量为 3300 吨，我国贡献了 380 吨，位居首位。

图 1：2024 年全球黄金储量占比情况



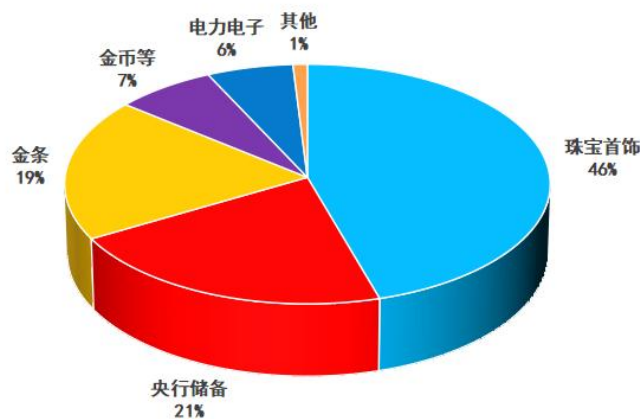
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 2：2024 年全球黄金矿产量占比情况



数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 3：2024 年全球黄金下游消费结构

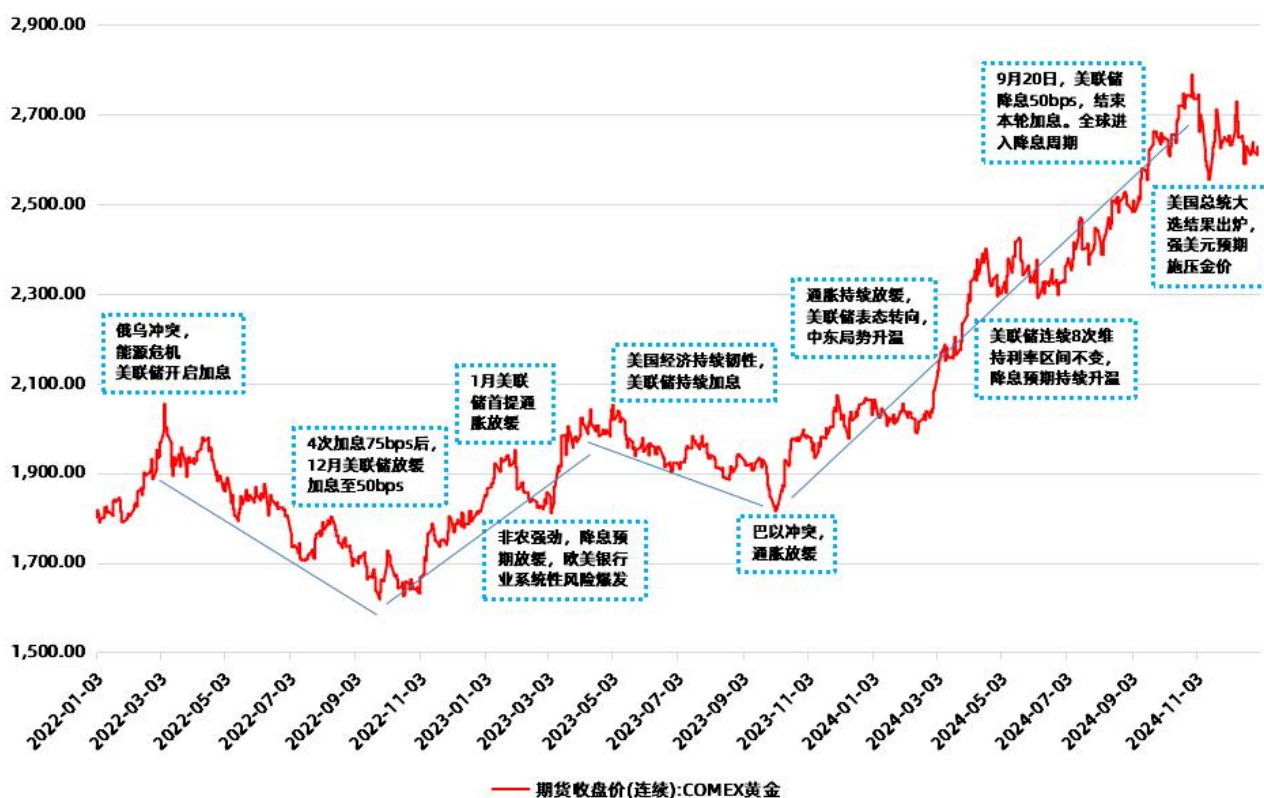


数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

黄金下游需求可分为黄金饰品、工业应用、金币金条、黄金 ETF 投资需求及央行储备等需求。珠宝首饰为黄金下游最大的需求，占比达到 46%；近年来央行为优化储备结构，加大对黄金购买力度，2024 年央行购金需求占比提升至 21%；因持续走高的金价，使得金条需求量有所减少，2024 年金条需求占比为 19%。

1.1.2 2022 年以来美联储新一轮加息周期

图 4：2022 年 3 月至 2024 年 9 月美联储新一轮加息周期以来的 COMEX 金价（美元/盎司）



数据来源：iFind，纽约期货交易所，东莞证券研究所

2022 年初，在俄乌冲突爆发、能源危机骤起、公共卫生事件持续发酵等影响下，全球通货膨胀高企，美联储自 2018 年 12 月间隔三年后，开启了新一轮的加息周期。在本轮美联储加息周期中，美联储货币政策预期与地缘政治局势主导金价走向。

第一阶段 通胀高企，美联储激进加息（2022.03 - 2022.12）：2022 年 3 月，美国 CPI 增速达到了 8.5%，为遏制高通胀，美联储于 3 月 17 日开启了新一轮加息，宣布将基准利率上调 25 个基点至 0.25%~0.5% 区间。而在当年 CPI 继续飙升后，美联储加大加息力度，于 5 月加息 50bps，随后 6 月、7 月、9 月、11 月连续 4 次加息 75bps，黄金价格承压下跌。

第二阶段 系统性风险频发，避险情绪升温（2022.12 - 2023.05）：2022 年 12 月，美联储在议息会议上由连续加息 75bps 降至 50bps，通胀虽然有所缓和，但仍处在较高

水准，美联储维持鹰派表态。因持续的激进加息，美国 CPI 增速放缓，市场加大了放缓加息的预期，且美联储如期在 2023 年 2 月、3 月及 5 月放缓加息幅度至 25bps，此阶段伴随着欧美银行业系统性风险频发，避险情绪升温，金价再度冲高。

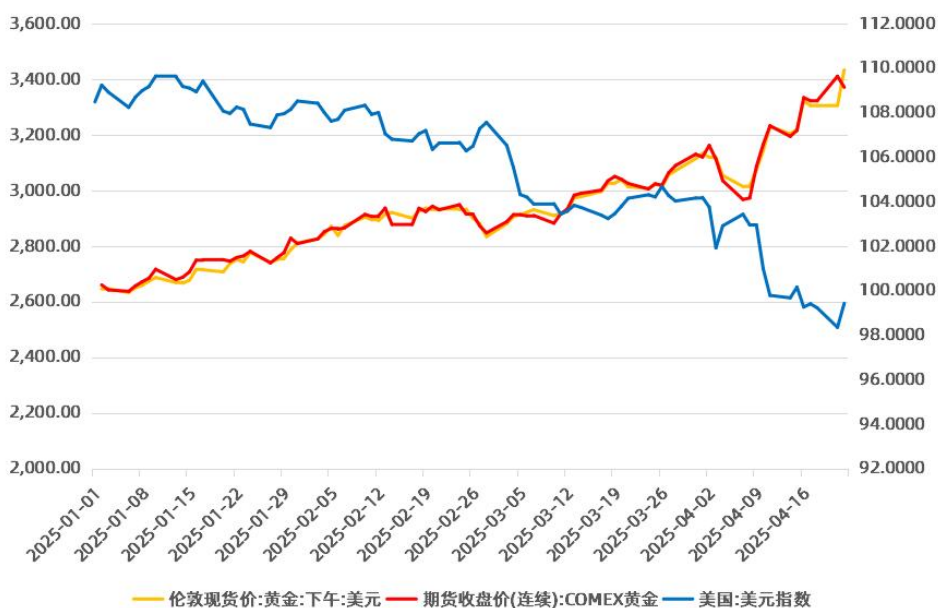
第三阶段 美国经济表现韧性，金价逐步回落（2023.05 - 2023.10）： 避险情绪渐退，美联储于 6 月首度暂停加息，维持上一期的利率区间不变。但美联储表态继续偏鹰，认为进一步加息是合适的，在随后 2023 年 7 月，美联储再度加息 25bps，于 9 月暂停加息。此阶段，美国经济的韧性得到体现，尽管通胀有所放缓，经济活动温和扩张，但为实现 2% 的通胀目标，美联储持续鹰派发言，且 7 月加息略超市场预期，高利率区间下，金价逐步回落。

第四阶段 巴以冲突再起，美联储降息预期反复（2023.10 - 2024.9.18）： 2023 年 10 月，巴以冲突爆发，避险情绪再起，叠加美国十月 CPI 显著缓和，降息预期再度升温，同时议息会议纪要表示，官员们开始担心利率过高可能使经济面临压力。美联储表态由鹰转鸽，且 11 月，12 月连续两次暂停加息，市场加大对 2024 年的降息预期，金价迎来大涨。进入 2024 年，美国通胀数据持续回落，美联储降息预期升温，且地缘政治局势持续扰动，推动金价接连刷新历史高位。

2023 年全年，金价受到美联储货币政策转向、地缘政治扰动频发、欧美银行业风险事件等一系列综合因素的共同影响。全球主要央行加速增持黄金，居民纷纷加大资产组合中的黄金配置，黄金的投资、消费、避险需求持续强劲，推动金价快速攀升，带动黄金资产表现亮眼。

2024 年以来，全球主要央行货币政策逐步转向宽松，叠加地缘政治局势持续紧张，降息预期叠加避险情绪双轮驱动，同时央行继续购金，个人投资者加大黄金投资，推动金价接连创下历史新高，黄金行业迎来良好的发展机遇。

图 5：2025 年以来国际金价走势与美元指数（美元/盎司）



数据来源：iFind，伦敦金银市场协会，纽约金属交易所，东莞证券研究所

进入 2025 年，国际金价呈震荡上行态势，4 月 22 日，伦敦现货金价阶段性突破 3500 美元/盎司。综合来看，美元信用弱化叠加美联储降息预期、全球央行加速增持黄金、地缘政治风险延续、投资者避险需求增加、市场追涨情绪高涨等多方因素共同作用，为金价上行形成合力。

1.2 多方因素交织，黄金中长期配置价值显现

1.2.1 美元信用逐步下降，美联储降息预期抬升

2025 年 1 月及 2 月，美国贸易逆差达到 1000 亿美元以上，白宫行政管理及预算局预测 2025 年全年赤字为 1.78 万亿美元，赤字率为 6.10%。而随着关税政策的实施，美国进口商品的成本将会抬升，市场对于美元贬值的担忧加剧。截至 2024 年三季度末，美元占全球公开储备金比重收于 57.39%，且处于持续下滑的趋势。

美联储三月继续维持利率区间在 4.25%至 4.50%的区间，根据 3 月利率预测点阵图，多数美联储官员预测 2025 年利率为 3.875%，即美联储今年降息空间预计为 50bps。美联储政策空间的收窄与经济滞涨的预期，使得市场提升对美国经济乃至全球经济前景的担忧。截至 4 月 14 日，美元指数再度跌破 100 关口，收于 99.6787，为 2023 年 7 月以来新低。

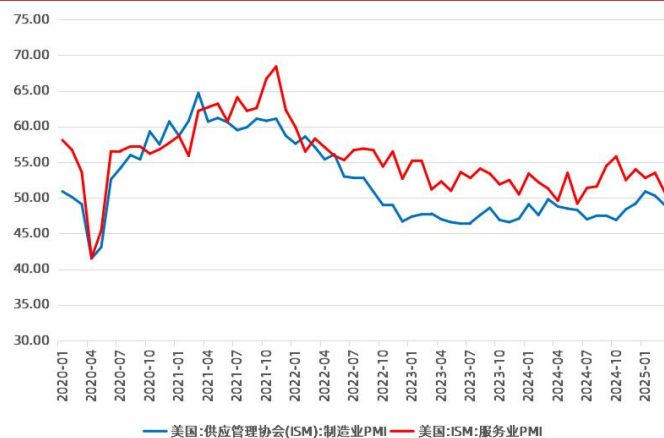
随着美国实施“对等关税”政策，或使得美国经济受到较大干扰。3 月，ISM 美国制造业 PMI 再度进入荣枯线下方，服务业 PMI 转入下行趋势；美国人均可支配收入增速的降低，进一步降低了未来的居民消费意愿；1 月美国零售销售环比增速转负，且同比增速维持低位，反映市场需求趋于减缓；因关税政策影响，市场恐慌情绪升温，VIX 指数在 4 月 8 日升至 52.33，为近五年来最高。

图 6：美国 CPI 同比增速 (%)



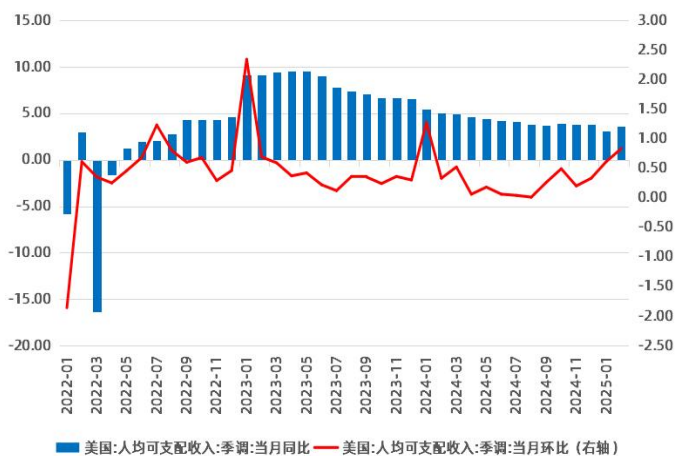
数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 7：ISM 美国制造业及服务业 PMI



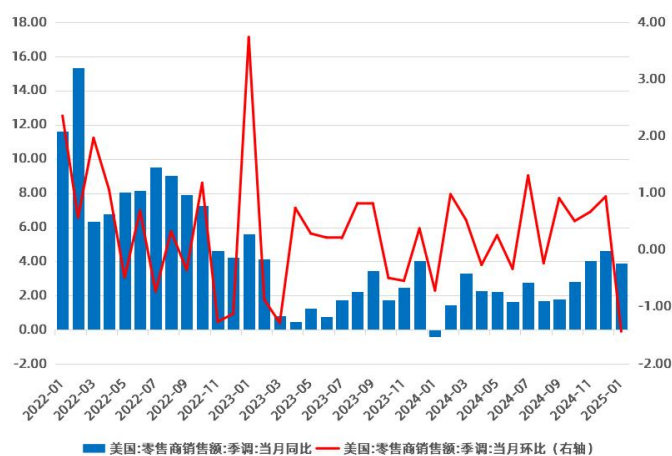
数据来源：iFind，美国供应管理协会，东莞证券研究所

图 8：美国人均可支配收入月同比及环比（%）



数据来源：iFind，美国经济分析局，东莞证券研究所

图 9：美国零售商销售额月环比及同比（%）



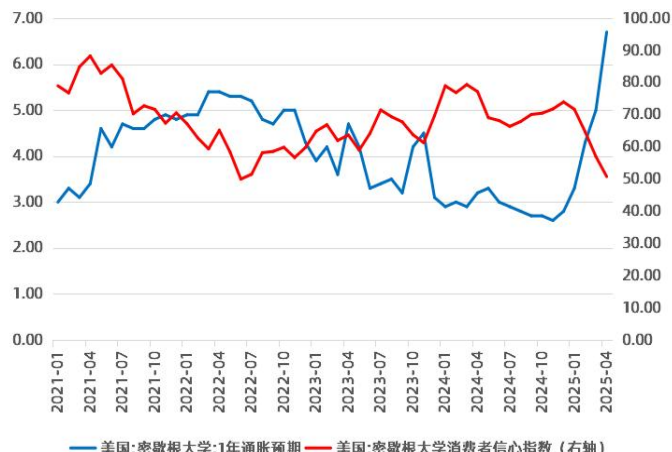
数据来源：iFind，美国人口普查局，东莞证券研究所

图 10：标普 500 指数及 VIX 指数



数据来源：iFind，芝加哥期权交易所 (CBOE)，东莞证券研究所

图 11：密歇根大学 1 年通胀预期及消费者信心指数



数据来源：iFind，密歇根大学，东莞证券研究所

综合来看，美国债务总规模已突破 36 万亿美元，叠加美联储维持宽松的货币政策，美元的购买力面临下降。与此同时，美国“对等关税”政策的实施使得市场对全球经济发展的担忧加剧，或进一步削弱美元的信用。随着美元的稳定性出现动摇，黄金的避险价值及货币功能持续凸显。

近年来，黄金价格接连创下历史新高，各国央行加快购金，个人及机构投资者购金需求激增，不仅彰显出黄金在面对风险的避险保值特性，更体现出黄金在国际货币体系重建中的重要地位。

1.2.2 各国央行加速购金步伐，黄金投资需求显著提升

为优化外汇储备结构以及应对全球宏观不确定性，近年来全球主要国家央行纷纷加快购买黄金的步伐。截至 2025 年 4 月，全球黄金占外汇储备比提升至 19.82%。

根据世界黄金协会数据，2024 年全球央行合计购买了 1045 吨黄金，占到总需求 4975 吨的 21%，2024 年第四季度央行购金量大幅增加至 333 吨。2024 年全球央行购金主要集中在新兴市场国家，其中波兰央行净买入 90 吨黄金，土耳其央行增持 75 吨黄金，印度储备银行净买入 73 吨黄金，中国人民银行全年增持 44 吨黄金。

2024 年全球黄金投资总需求增长 25%至 1180 吨，创四年来新高。其中金条投资需求为 860 吨，呈现持续增长态势；金币需求为 201 吨，较往年有所减少；2024 年全球黄金 ETF 持仓量基本保持不变，全球净流出 6.8 吨，且第四季度净流入 18.6 吨。

2024 年全年，金饰需求有所下降，全年仅为 1877.1 吨，较 2023 年的 2110.6 吨同比减少 11%。尽管持续走高的金价抑制了部分金饰需求，但 2024 整体金饰消费额依然增长了 9%。

展望后市，美元作为国际储备货币的可信度受到冲击。出于分散风险、优化资产储备结构等目的，各国央行对黄金的需求有望持续增长。与此同时，全球经济增长前景充满变数，美国关税政策带来的贸易摩擦为全球经济复苏带来阻力。在此背景下，黄金作为传统避险资产的价值愈发凸显。此外，关税导致的进口成本攀升加剧了美国国内通胀压力，且持续发酵的地缘局势，进一步强化了市场避险需求。多方因素共振，为当下黄金价格上涨提供了有力驱动。

图 12：美元指数与 COMEX 黄金价格（美元/盎司）



数据来源：iFind，纽约金属交易所 (COMEX)，东莞证券研究所

图 13：全球黄金占外汇储备比 (%)



数据来源：iFind，世界黄金协会，东莞证券研究所

2. 战略金属——国之重器，反制利剑

2.1 稀土——工业维生素

2.1.1 稀土行业基本情况概述

根据美国地质调查局数据，2024 年全球稀土产量合计 39 万吨，其中中国产量达到 27 万吨，占比约 70%；全球稀土储量预估超过 9000 万吨，其中中国拥有 4400 万吨，占比约 48.9%，其他储量较多的国家包括巴西、印度、澳大利亚等。

国内方面，2024 年全年开采指标为 27 万吨，较 2023 年仅增加 5.88%，2021 年至 2023 年平均增速为 22.14%；2024 年冶炼分离指标为 25.4 万吨，较 2023 年增加 4.16%，2021 年至 2023 年平均增速为 21.80%。

图 14：2024 年全球稀土储量分布情况

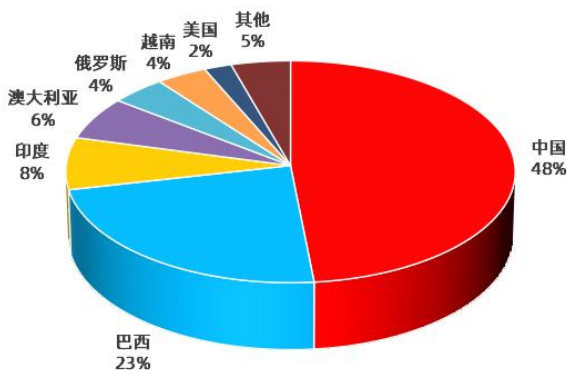
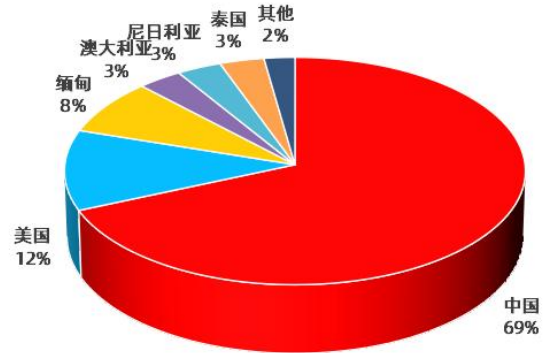


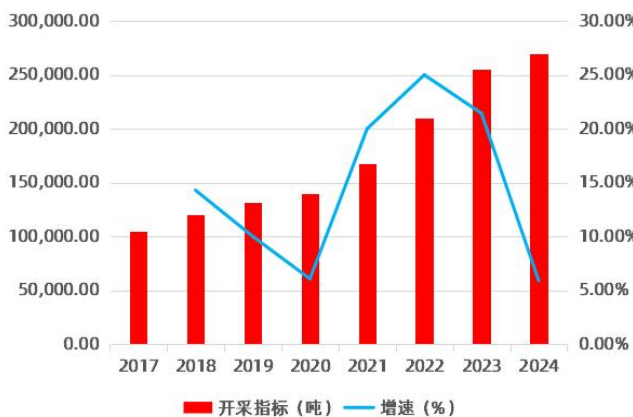
图 15：2024 年全球稀土产量占比情况



数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

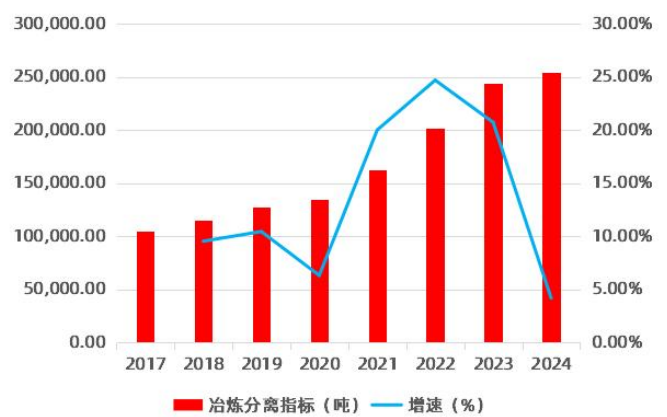
数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

图 16：稀土矿开采总量控制指标及增速（吨，%）



数据来源：iFind，自然资源部，东莞证券研究所

图 17：稀土冶炼分离总量控制指标及增速（吨，%）



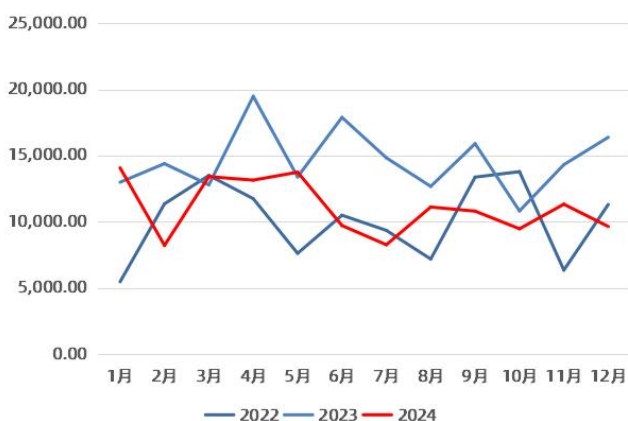
数据来源：iFind，自然资源部，东莞证券研究所

据中国稀土行业协会数据，2023年中国稀土冶炼分离产量达到28.7万吨，占到全球总量的92.3%。我国的稀土冶炼分离技术占领全球主导地位，全球90%以上的稀土精矿需运往中国进行加工。根据海关总署数据，2024年我国累计进口稀土金属矿55611.92吨，其中进口美国的稀土金属矿55048.5吨，占比接近99%。

国内稀土供给依赖指标分配，稀土集团所属开采企业及冶炼分离企业应按照获得的稀土指标进行生产活动，工信部、自然资源部、国家发展改革委将依据稀土资源储量和种类差异、产业发展、生态保护、市场需求等因素，研究拟定当年度稀土指标，报国务院批准确定。近年来，稀土开采及冶炼指标增速逐步放缓，表明国家在稀土行业供需关系变化下及时做出调整，对于优化行业结构、加强资源保护、稳定稀土产品价格等方面具有重要意义。

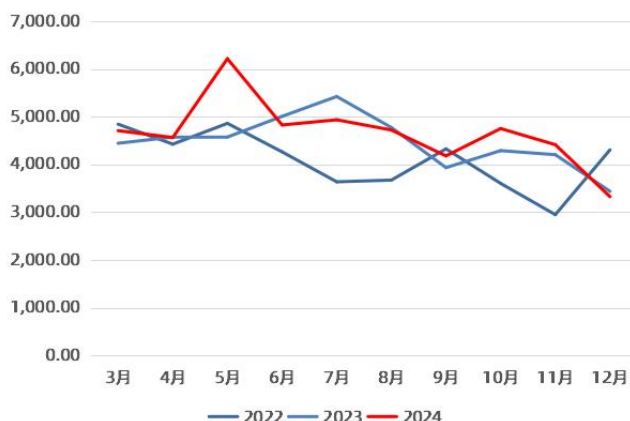
进口矿方面，我国进口稀土矿主要来源于缅甸、美国及马来西亚。缅甸政局不稳等因素，使得当地稀土矿开采受到干扰，我国中重稀土进口来源面临一定不确定性。美国加快自身稀土产业链建设，并推动其盟友提升稀土开采及冶炼能力，或影响对中国的稀土出口。

图 18：稀土进口量当月值（吨）



数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

图 19：稀土出口量当月值（吨）



数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

总体来看，我国稀土行业供给侧正加快结构性改革，总量调控升级、行业整合提速、进口管控强化、非法产能出清对供给格局形成重塑。南北双雄中国稀土集团（中重稀土）与北方稀土集团（轻稀土）占据全国90%以上的稀土指标，已形成“南重北轻”的稀土格局。2025年，中国稀土行业供给将继续围绕政策引领，行业集中度有望进一步提升，稀土开采冶炼指标的分配预计仍将按照“总量控制、按需供给”进行，全年指标增速或维持低位。

2月19日，工信部原材料工业司发布《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》及《稀土产品信息追溯管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》。《总量办法》通过合理设定稀土开采及冶炼总量控制指标，可促进稀土资源开发与下游市场需求相匹配，实现供需的动态平衡与资源的优化配置。《追溯办法》旨在规范市场秩序并提升行业透明度，通过建立稀土产品追溯系统，能有效追踪稀土产品的来源及去向，减少非法稀土产品，对稳定稀土价格具有重要意义。

2.1.2 冶炼分离技术

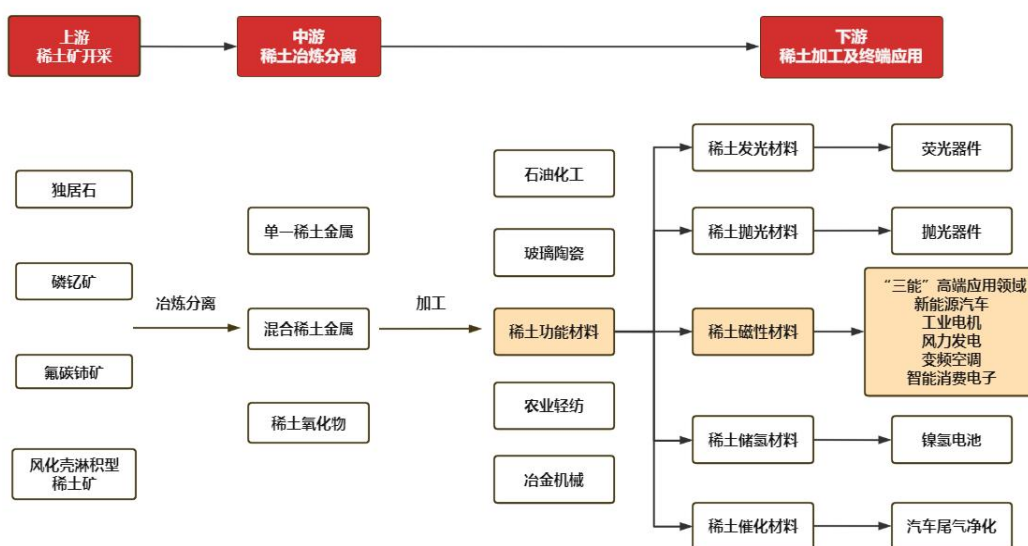
我国的稀土冶炼分离技术优势显著，其中溶剂萃取作为核心技术，是支撑稀土高效分离的关键。凭借高效的溶剂萃取技术、自主研发创新体系以及绿色生产工艺的协同发力，我国稀土冶炼分离技术占据全球领先地位。

溶剂萃取技术的原理，是利用稀土元素在萃取剂和稀土矿浸出液中分配系数的差异，通过反复萃取和反萃取操作，使得性质相近的稀土元素实现高效分离，在中重稀土元素的分离过程中尤为重要。国内科研团队早已突破对海外萃取剂技术的依赖，成功开发出 P507、Cyanex 923 等国产萃取剂。国产萃取剂的选择分离能力更强，更适用于复杂矿浆环境，显著提升了稀土冶炼分离的效率及稳定性。

在绿色发展方面，我国通过研发低毒萃取剂，并配套萃取剂再生技术，实现了 95% 以上的循环利用。同时，将萃取与沉淀工艺融合，使得废水排放量大幅削减，有效降低了冶炼分离过程对环境的影响。

目前，我国在稀土冶炼分离的溶剂萃取领域已构筑起坚实的技术壁垒。根据世界知识产权组织的数据，我国在稀土萃取分离领域持有全球 87% 的专利，2010—2023 年期间，中国在稀土溶剂萃取技术领域的专利申请量超过 3000 项，占到全球 80% 以上。面向未来，我国正加快推进稀土溶剂萃取技术的智能化与低碳化，重点研发离子液体萃取剂、稀土元素回收等方向。通过持续的技术创新与低碳升级，中国的稀土冶炼分离技术将继续保持全球领先地位。

图 20：稀土产业链全景图



资料来源：iFind，百度百科，东莞证券研究所整理

2.1.3 七类中重稀土实施出口管制

4月4日，商务部、海关总署联合发布公告，为维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务，经国务院批准，决定对钷、钆、铽、镱、镱、铟、铪等7类中重稀土相关物项实施出口管制。出口经营者出口上述物项应当依照《中华人民共和国出口管制法》《中华人民共和国两用物项出口管制条例》的相关规定向国务院商务主管部门申请许可。本公告自发布之日起正式实施。《中华人民共和国两用物项出口管制清单》同步予以更新。

钷、钆、铽、镱、镱、铟、铪均属于中重稀土，虽极为稀缺，却在国防军工、新能源、尖端科技等多个领域发挥着关键作用，可显著提升产品的稳定性及寿命。直接用于军工领域的稀土消费占比较少，却高度集中于中重稀土。根据美国地质调查局数据，2024年中国稀土产量占到全球约70%，稀土储量占比约48%。2024年，全国离子型稀土（中重稀土）冶炼指标均分配给中国稀土集团，随着中国稀土集团加快矿产资源的收购整合，我国中重稀土产业集中度进一步强化。我国在中重稀土产业方面具备绝对优势，产能规模及冶炼分离技术占据全球主导地位，根据自然资源部发布的《中国矿产资源报告（2023）》，我国离子型稀土储量占到全球已探明储量的80%以上，主要分布在江西、福建、广东、云南等南方省份。

2020—2023年间，美国70%的稀土金属及化合物进口来自中国，且2024年美国稀土进口继续依赖中国。尽管美国、澳大利亚等国纷纷着手打造本国稀土产业链，但当地多为轻稀土资源，且稀土精炼环节仍依赖中国。美国中重稀土需求如镱、铽等资源重度依赖中国。

根据海关总署数据，2024年中国稀土产品出口总量为5.54万吨，其中对美国出口量为1.33万吨，占到我国总出口量的24%。美国的稀土进口来源中，轻稀土如镧、铈等对中国的依赖度在60%~70%间，其余的部分由美国当地或澳大利亚、马来西亚等国进口。据Lynas公司2024财年年报，澳大利亚2024年向美国出口稀土氧化物约1100吨，但60%的产能需要在中国完成分离提纯。据美国MP Materials公司2024财年年报，位于加州的Mountain Pass矿山2024年稀土矿产量为4.5万吨，但80%需要运往中国进行加工。综合来看，美国直接进口的稀土矿加上加工环节以及转口贸易，实际对中国的依赖将进一步提升。

因贸易摩擦，Mountain Pass公司表示由于关税太高，暂停向中国出口初步加工的稀土精矿，在短期可能使得海外市场对轻稀土供应出现担忧。Mountain Pass常年与盛和资源紧密供货，据盛和资源4月20日公告，公司已构建了多元化的稀土原料供应渠道，四川矿、独居石以及其他国家进口矿可以作为替代供应。需要注意的是，Mountain Pass可分离加工轻稀土元素却无法生产加工重稀土元素，中重稀土相关物项供应紧张的态势难以改变。随着出口管制措施的公布，未来全球市场上来自中国的中重稀土供给预计将进一步趋紧，供弱需强的背景下，将使得相关物项价格快速上涨。

2.2 新兴需求推动行业成长

稀土下游最大的应用领域是稀土磁材，作为新兴战略产业，稀土磁材在推动传统产业转型升级和未来新兴产业培育中发挥着不可或缺的作用。当前，新能源汽车、风力发电、工业节能电机、变频空调等领域稀土需求稳步增长，人形机器人、低空经济等概念为稀土需求打开新的成长曲线。

2.2.1 人形机器人及工业自动化

人形机器人中驱动系统、控制系统及制动系统均会采用稀土磁材，特斯拉每台人形机器人大约需要 3.5kg 高性能钕铁硼磁材，新能源汽车单车钕铁硼磁材用量在 2—3kg 左右，单台人形机器人稀土磁材用量高于新能源汽车，人形机器人产业的快速发展将为稀土磁材打开新的成长曲线。

驱动系统中，稀土磁材是伺服电机和关节电机的关键材料。凭借着出色的磁性能及高扭矩密度，钕铁硼磁材在让电机保持小体积和轻重量的同时，可输出强大扭矩，为人形机器人完成行走、抓取、伸展等复杂动作，并源源不断地提供稳定动力。采用稀土磁材的驱动电机，控制精度极高，响应速度迅速，可依照控制系统指令对机器人关节的运转实现精准调控。

控制系统内，稀土磁材主要应用在位置及速度等各类传感器中。因具备高频率响应特性，钕铁硼磁材可敏锐地捕捉运动部件的空间位置、速度及加速度等信息，并及时反馈至控制系统，使其能精准调控电机运转，有力保障了机器人操作的准确性和稳定性。

制动系统中，稀土永磁材料凭借着高磁阻特性，在降低电机能量损耗方面成效显著。当机器人制动时，可快速将电机的动能转化为热能散发出去，达到快速制动的效果。此外，可调节制动系统中稀土磁材部件的磁场强度来控制动力矩大小，确保机器人在不同运动状态下均能平稳、精准地完成制动。

2021 年 8 月，特斯拉推出人形机器人 Optimus 概念，并于 2022 年 9 月推出第一代 Optimus 原型机；2023 年 12 月 12 日，特斯拉发布 Optimus-Gen2，其灵活性与稳定性显著增强；2024 年 10 月，特斯拉召开“*We, Robot*”发布会，马斯克表示 Optimus-Gen2 将于 2025 年小批量生产，计划 2026 年大规模交付；10 月的发布会上，特斯拉推出 Optimus-Gen3，第三代机器人展示出强大的性能与广泛的应用潜力。

进入 2025 年，人形机器人产业化进程加快推进，各大机器人公司接连发布新一代产品。2 月 21 日，挪威机器人公司 1X Technologies 发布家用机器人 **Neo Gamma**，其设计简洁大方，并能与多种家居风格相融合。3 月 10 日，智元机器人发布首个通用具身底座模型—**智元启元大模型（G0-1）**，开创性地提出了 ViLLA 架构，实现了可以利用人类视频学习，完成小样本快速泛化，降低了具身智能门槛。3 月 11 日，智元发布基于智元启元大模型 G0-1 的**灵犀 X2 机器人**。灵犀 X2 作为全能探索机器人，象征着人性化设计

与尖端科技的融合，为具身智能塑造未来生活带来无限可能。3月12日，优必选科技联合北京人形机器人创新中心发布全尺寸科研教育人形机器人天工行者，售价29.9万元起，天工行者搭载创新中心“慧思开物”通用具身智能平台，能为高校及科研机构提供完整的人形机器人研究解决方案。3月18日，越疆科技发布全球首款同时具备灵巧操作和直膝行走功能的全尺寸具身智能人形机器人Dobot Atom，预售价19.9万元起，且将全尺寸机器人价格带入19.9万元区间，进一步助推人形机器人量产进程提速。4月11日，通用机器人公司傅利叶正式发布首款开源人形机器人Fourier N1，并同步开放涵盖物料清单、设计图纸、装配指南、基础操作软件在内的完整本体资源包。

表 1：主要人形机器人产品介绍及图示

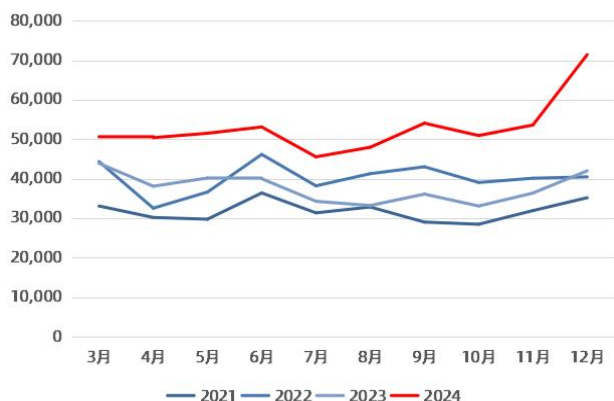
研发公司	特斯拉	宇树科技	1X	智元	优必选
产品名称	Optimus-Gen 2	Unitree G1	NEO Gamma	灵犀X2	天工行者
发布日期	2023年12月12日	2024年5月13日	2025年2月21日	2025年3月11日	2025年3月12日
产品简介	<p>高约173cm，体重63kg，负载约20kg。采用“完全端到端”训练，可实现视频信号输入，控制信号输出，能自主对物品分类，适应变化的环境并做出调整。</p>	<p>高度127cm，最大体重约35kg，手臂臂展约0.45米，小腿+大腿长度为0.6米，拥有23-43个关节电机，膝关节最大扭矩120牛米，移动速度为2米/秒。采用13串锂电池供电方式，电池容量为9000毫安时，续航约2小时。售价为9.9万元起。</p>	<p>搭载视觉操作模型，内置1X自研大语言模型，设计更加人性化，完全为家庭场景量身打造，定价在3万美元以内。</p>	<p>身高1.3米左右，具备完善的运动、交互及作业能力，不仅能像人一样走路、跑动、转身，甚至还能骑自行车、跳舞、玩平衡车、读药品说明书。</p>	<p>身高达到170厘米，全身拥有20个自由度，能够以10公里/小时的速度稳定奔跑。能为高校及科研机构提供完整的人形机器人研究解决方案。定价29.9万元起。</p>
产品图示					

数据来源：特斯拉官网，宇树科技官网，1X官网，智元机器人官网，北京人形机器人创新中心官网，百度百科，东莞证券研究所

4月22日，马斯克在特斯拉一季度财报电话会议时表示，特斯拉的“擎天柱”人形机器人的生产受到了中国对稀土磁体出口限制的影响，并表示，特斯拉正与北京方面合作，以获得使用稀土磁体的出口许可证。特斯拉对中国稀土磁材的依赖，不仅体现了全球产业链的分工，也彰显出我国在稀土产能及技术方面的优势。

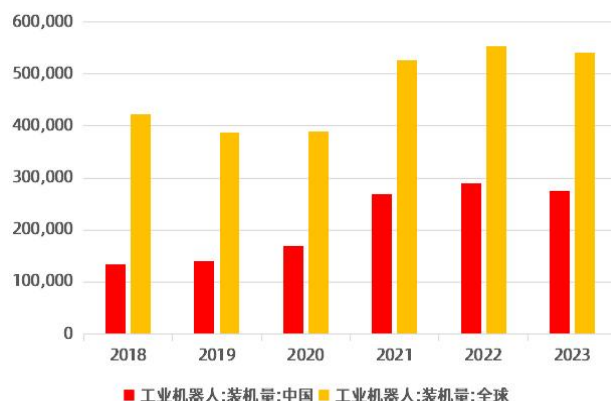
当下，全球人形机器人进程加快推进，代表着具身智能等新范式正驱动通用人工智能技术不断突破。未来随着深化开源开放，人形机器人行业壁垒或逐步打通，有望形成创新合力，实现普惠发展，推动人工智能产业持续壮大，将有效拉动对稀土磁材的需求。

图 21：中国工业机器人产量（台）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 22：全球及中国工业机器人装机量（台）



数据来源：iFind，国际机器人联合会 (IFR)，东莞证券研究所

与人形机器人的应用相类似，稀土材料在工业自动化领域的应用主要包括工业伺服电机、传感器及催化剂等方面，其中工业伺服电机为核心应用。工业伺服电机是在工业自动化领域广泛应用的执行元件，普遍采用永磁同步电机或直流电机结构，通过控制机械运动的位置、速度及转矩，以满足各类运动控制任务的需求，在机床加工、自动化生产线、电子制造、工业机器人等领域中得到广泛应用。工业机器人型号众多，覆盖小型协作机器人到中大型重载机型，其稀土磁材用量存在差异，区间可从 0.3kg 至 30kg。

国家统计局数据显示，2024 年全年总产量为 52.90 万台，同比大幅增长 40.3%。2023 年全球工业机器人装机量为 54.1 万台，其中中国工业机器人装机量为 27.63 万台，占比达到 51.07%。展望未来，随着我国工业自动化进程加快，工业机器人在制造加工、仓储物流、医疗及教育等多领域将得到更为广泛的应用，后续有望持续加大对钕铁硼磁材的需求。

2.2.2 新能源领域持续托底，低空经济需求前景广阔

1) 新能源汽车

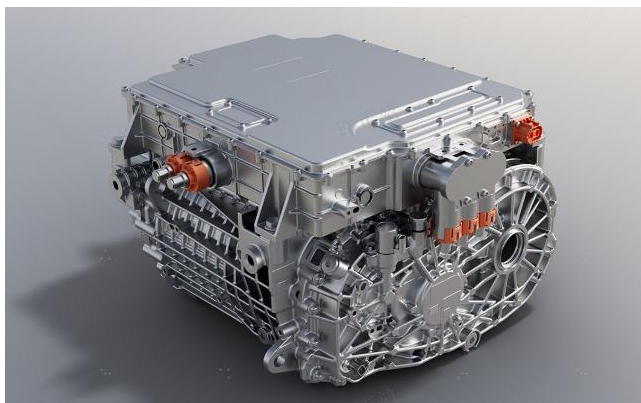
稀土磁材广泛地运用于新能源汽车中驱动电机、助力转向电机等启动电机部分。由于具有体积小，质量轻，性能高等显著优势，使得稀土在新能源汽车领域被高度重视。作为稀土产业链终端需求占比最高的领域，新能源汽车市场的发展态势与行业中稀土磁材技术的更迭对稀土产业景气度影响较大。据 EVTank 数据，2024 年全球新能源汽车销量达到 1823.6 万辆，同比增长 24.4%，中国作为新能源汽车销量的主要贡献国家，2024 年销量占比达到 70.5%。

2025 年 3 月，比亚迪发布超级 e 平台 3.0Evo，该平台搭载的 30511rpm 永磁同步电机创下量产车驱动转速新纪录，其 16.4kW/kg 的功率密度较行业平均水平提升 32%。公司自主研发的 30511rpm 永磁电机已应用于汉 L、唐 L 等高端车型，展示出稀土永磁技术

在高速化、高效化、轻量化等方面的绝对优势。尽管 2023 年，特斯拉表示其下一代永磁电机将完全不使用稀土材料，但稀土永磁材料在高转速、高转矩密度的领域优势在短期难以替代，在可预见的未来内仍将是新能源汽车的最优解。

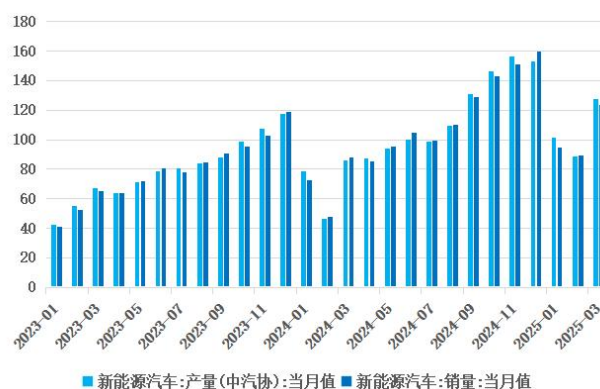
稀土永磁电机凭借着高功率密度、高效化、轻量化等特点，成为新能源汽车市场中驱动系统的首选。比亚迪全系新能源汽车搭载永磁电机，助力车辆加速实现 3.9 秒破百；特斯拉尽管探索无稀土电机，但其高端车型依然采用稀土永磁电机以满足高性能需求；国内新势力车企蔚来、小鹏、理想等通过装载永磁同步电机来优化车辆续航与动力表现；国外知名车企如大众、宝马、奔驰等通过加强供应链合作，在其新能源车型中普遍应用稀土永磁电机。

图 23：比亚迪 30511rpm 电机采用永磁同步技术



数据来源：比亚迪官网，东莞证券研究所

图 24：中国新能源汽车产销量（万辆）



数据来源：iFind，中国汽车工业协会，东莞证券研究所

据中国汽车工业协会，今年一季度，我国汽车产销分别完成 756.1 万辆和 747 万辆，同比分别增长 14.5%和 11.2%。其中，新能源汽车产销分别完成 318.2 万辆和 307.5 万辆，同比分别增长 50.4%和 47.1%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 41.2%。整车出口保持增长，海外影响力不断提升，其中新能源汽车出口 44.1 万辆，同比增长 43.9%。

进入 2025 年，政策补贴与优惠力度加大，报废更新补贴最高 2 万元，置换补贴最高 1.5 万元，据乘联会预测，全年报废更新车辆可达 500 万辆，置换量约 1000 万辆。此外，智能驾驶、800V 高压平台、半固态电池等技术加速普及，科技创新与技术下放有望推动新能源汽车行业整体升级。展望未来，主要汽车市场国家政策支持延续，消费者认可度及接受度提高，叠加新技术加速迭代，全球新能源汽车销量有望持续增长，将继续拉动对稀土磁材的需求。

除新能源汽车外，多家稀土磁材企业表示高性能钕铁硼磁体可用于低空经济领域产品，包括无人机及飞行汽车等领域，主要应用部分包括动力系统中的电机及推进器、传感器，部分飞行器会采用稀土合金的机翼结构来提升材料的强度及耐腐蚀性。随着低空经济市场规模持续扩张，稀土磁材的另一需求增长点将逐步打开。

2) 风力发电、节能电器

风力发电的发电机按照技术分类可分为直驱式永磁同步发电机、半直驱永磁同步发电机以及双馈式异步发电机，其中高性能钕铁硼永磁材料是直驱及半直驱风力发电机的关键材料部件。在“碳中和，碳达峰”政策驱动下，风电作为清洁能源的代表得到快速发展，钕铁硼磁材的需求也将受益于风电行业的健康发展。据中国电力企业联合会数据，2024年，全国新增并网风电装机7982万千瓦，同比增加5.50%。2025年2月27日，国家能源局印发《2025年能源工作指导意见》。供应保障方面，意见提出2025年全国发电总装机达到36亿千瓦以上，新增新能源发电装机规模2亿千瓦以上，发电量达到10.6万亿千瓦时左右，跨省跨区输电能力持续提升。

根据全球风能理事会《全球风能报告2024》，报告预计2024—2028年全球风电新增装机容量为791GW，年均新增158GW。其中，预计全球陆上风电新增装机容量为653GW，复合年均增长率为6.6%，年平均装机容量为130GW；预计全球海上风电新增装机容量为138GW，复合年均增长率为28%。

综合来看，我国将清洁能源作为经济增长的主要驱动力，在夯实能源保障的基础上大力推进绿色低碳转型，国内风电光伏发电量有望稳步增长。此外，海外各国逐步兑现开发海上发电的承诺，且新兴市场陆上风电装机容量的加速，将进一步驱动全球风电装机量增长。每MV永磁直驱电机大约需要0.8—1吨稀土磁材，随着全球风电新增装机容量的增长，且机组大型化趋势加快推进，永磁直驱电机的占比有望提升，将持续增长对稀土磁材的需求。

图 25：国内新增风电装机容量（万千瓦）

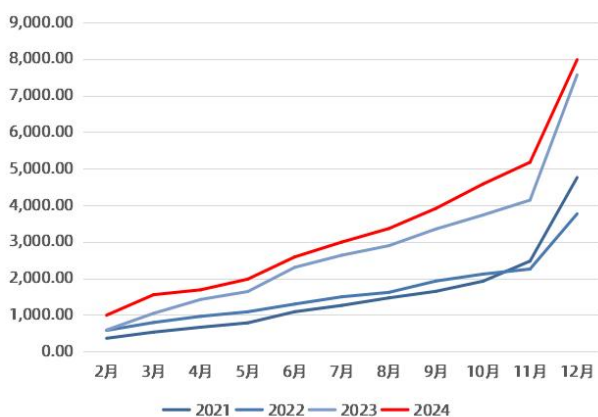
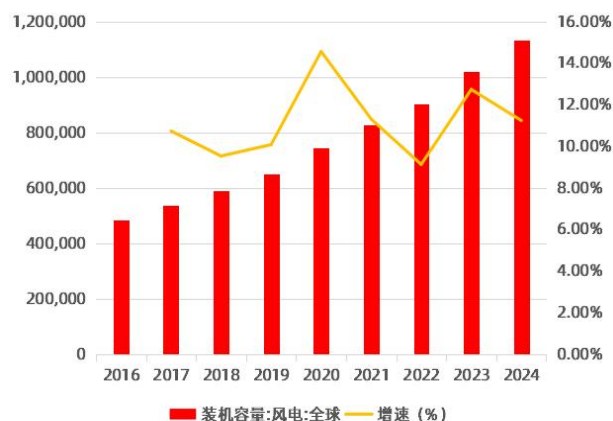


图 26：全球风电装机容量（兆瓦）



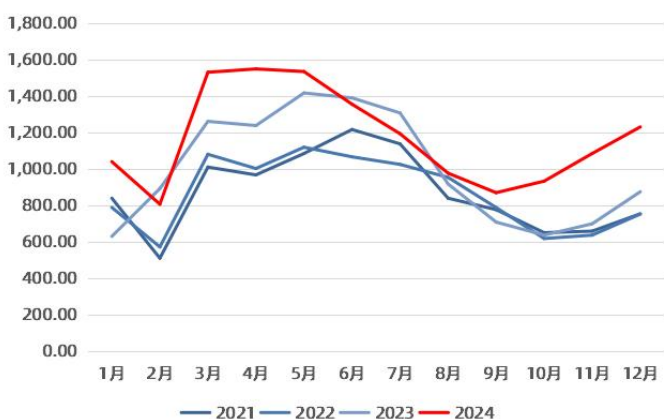
数据来源：iFind，中国电力企业联合会，东莞证券研究所 数据来源：iFind，全球风能协会，东莞证券研究所
变频空调及节能电梯

稀土在节能电器中有着广泛的应用，包括稀土永磁电机、稀土荧光材料及稀土催化剂等。稀土永磁电机可在较小的体积下实现较高的功率输出，且相比传统的电机能耗更小，因此空调、冰箱等家电中普遍采用稀土永磁电机。稀土荧光材料具备颜色纯正、发光效率高等特点，在显示设备中可提升图像的鲜明度与对比度。此外，部分节能电器中，稀土催化剂可用于促进化学反应或净化空气。

稀土永磁电机因具备高磁能积、高矫顽力等特点，可应用于变频空调中压缩机电机及风扇电机，来大幅提升电机能效。2020年实施的新国标《房间空气调节器能效限定值及能效等级》，使得能效门槛提高，而变频空调压缩机只有使用高性能烧结钕铁硼永磁体才能满足新标准。中国稀土行业协会数据显示一台变频空调需约0.1kg磁材，高效变频空调渗透率的大幅提升，将带动钕铁硼永磁变频压缩机渗透率增长。

根据产业在线数据，2024年中国家用空调产量为20085.30万台，其中变频空调产量为14116.41万台，渗透率达到70.28%。展望未来，在能效补贴、家电以旧换新等政策加持下，空调产量有望持续增加。变频空调作为中国家电行业能效提升的成功案例，其市场规模将进一步扩大，对稀土磁材的需求有望稳步增长。

图 27：中国变频空调销量当月值（万台）



数据来源：iFind，产业在线，东莞证券研究所

图 28：中国家用空调、变频家用空调年销量（万台）



数据来源：iFind，产业在线，东莞证券研究所

2.3 其他小金属——新质生产力的关键材料

小金属凭借独特物理化学性质，成为高端制造、半导体、新能源、人工智能等战略性新兴产业的关键材料。中国作为全球主要的小金属生产国，自2023年以来对战略小金属的保护措施持续升级，推动全球供需格局重塑，强化其战略资源属性。新质生产力的发展依赖此类材料突破，政策与产业共振下，小金属迎来黄金发展期。

除前述中重稀土出口管制外，2023年以来，国家针对关键矿产资源的出口管制措施持续升级。2023年7月，商务部、海关总署公告对镉、镓相关物项实施出口管制。2024年8月，商务部、海关总署公告对铋等物项实施出口管制。2024年12月，商务部公告，不予许可镓、锗、铋、超硬材料相关两用物项对美国出口。2025年2月，商务部、海关总署公告对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。

锗：红外与半导体的支撑元素。锗是现代高科技领域不可或缺的关键元素。根据中商产业研究院《2023年中国锗产业链上中下游市场分析》，目前全球已探明的锗储量约8600吨，其中美国3870吨、中国3526吨，两国合计占全球储量超85%。中国不仅储量丰富，更是生产大国，产量占全球约65%~70%，2023年产量达到94吨。需求方面，锗

可用于制造红外光学领域的热成像仪的镜头；光纤通信中，锆可提升光纤折射率；光伏太阳能领域中，锆基薄膜电池效率突出。近年来，军事红外装备、低轨卫星建设及 AI 半导体对高性能芯片的需求激增，共同推动锆价持续上扬。

镓：半导体的工业脊梁。镓是半导体产业的核心材料，中国在全球镓市场占据主导地位，控制着全球约 90% 的产量，储量占比达 68%。供给端，受环保政策趋严与开采难度提升的限制，镓行业扩产面临困难，美国等国虽重启本土产能但短期难以放量。据智研咨询数据，镓的需求结构中，42% 的镓用于制造氮化镓、砷化镓等化合物半导体，广泛应用于 5G 基站；29% 的镓用于磁性材料，8% 用于光伏掺镓工艺。近年来，随着 5G 通信网络普及、新能源汽车快速发展及集成电路产业升级，镓的市场需求不断提升，推动镓价逐步上涨。

铟：阻燃与军工领域的关键材料。铟是阻燃和军工领域的重要资源，全球铟资源储量约 150 万吨，中国储量占比 30%。据 USGS 数据，2023 年我国铟产量为 4 万吨，占到全球 48%。当前，因面临着资源枯竭、环保政策趋严及出口管制措施等因素，使得铟的供给端持续收紧。需求方面，阻燃剂和铅酸电池为铟的传统需求；军工领域中，铟作为火箭阻燃剂和红外导弹材料，随着地缘局势紧张，其需求亦显著提升。我国凭借着资源优势与产业规模，在铟市场拥有较强的议价权力，未来随着供需缺口扩大有望进一步推动铟价上行。

钨：烈火金刚，工业牙齿。钨凭借着高熔点、高硬度等特性被誉为“工业牙齿”。全球钨供给较为集中，我国坐拥全球 52% 的钨矿储量以及 83% 的产量。2025 年 4 月 21 日，自然资源部发布《关于下达 2025 年度钨矿开采总量控制指标（第一批）的通知》，明确 2025 年度第一批钨矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标为 5.8 万吨，较去年同期的 6.2 万吨同比减少 6.5%。受国内环保限产与海外新增产能延迟的影响，钨供给日益趋紧。钨的需求端与工业生产息息相关，硬质合金、军工合金、光伏用钨丝为当下主要的钨需求领域，钨价走势与全球制造业发展态势紧密联系。

钼：高端钢材的重要元素。据 USGS 数据，我国的钼储量约 590 万吨，占全球 39%，2024 年产量为 11 万吨，占全球 42%，均居世界首位。据智研咨询数据，钼的需求结构中，67% 的钼用于生产高端钢材。随着风电、核电与航空航天领域的蓬勃发展，对高强度、耐高温的钼合金需求持续增长。未来，高端钢材将继续作为钼下游的主要需求来源，在钢铁产业转型升级及新兴需求不断释放的双轮驱动下，钼价有望保持高位运行。

3. 投资建议

多重因素共振，黄金价格屡创新高。随着美国关税政策落地实施，全球宏观不确定性进一步提升，美元信用逐步削弱，市场转向黄金作为替代保值的资产。全球主要国家央行通过增持黄金来优化储备结构，降低市场波动风险，据世界黄金协会数据，2024 年全球央行合计购买了 1045 吨黄金，占到总需求 4975 吨的 21%。当前地缘政治局势仍在发酵，避险买盘的增加也持续为黄金价格托底。此外，出于资产配置多元化以及避险保值的目，个人及机构投资者加大黄金投资，2025 年第一季度全球实物黄金 ETF 迎来强

劲增长，总流入金额达到 210 亿美元，流入量达到 226 吨。综合来看，短期因市场情绪释放及获利头寸了结或使得金价持续震荡，但美元信用下降、央行增储黄金、个人及机构投资者对黄金的投资需求增加等因素共同作用，中长期黄金价格仍具备较强的上涨动能。

精准反击“对等关税”，7类中重稀土实施出口管制。4月4日，商务部、海关总署联合发布公告，为维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务，经国务院批准，决定对钷、钆、铽、镝、铕、钆、铈等7类中重稀土相关物项实施出口管制。我国在中重稀土产业具备绝对优势，产能规模及冶炼分离技术占据全球主导地位，离子型稀土储量占到全球已探明储量的80%以上。中重稀土极为稀缺，被誉为“工业维生素”，在国防军工、新能源、尖端科技等多个领域发挥着关键作用。2023年以来，国家对于关键矿产资源的保护措施持续升级，此次国家对中重稀土实施出口管制，不仅是对关税政策的精准反击，更能在全球产业链竞争中提高自身话语权。

新旧需求接替发力，稀土行业上升通道有望逐步打开。稀土磁材作为新兴战略产业，在推动传统产业转型升级和未来新兴产业培育中发挥着不可或缺的作用。人形机器人中驱动系统、控制系统及制动系统均会采用稀土磁材。未来随着深化开源开放，人形机器人行业壁垒或逐步打通，有望形成创新合力，实现普惠发展，为稀土磁材行业打开新的成长空间。当前，我国稀土行业供给侧正加快结构性改革，总量调控升级、行业整合提速、进口管控强化、非法产能出清等举措对供给格局形成重塑。在供给侧持续改革，新旧需求接替发力的作用下，稀土行业上升通道有望逐步打开。

投资建议。当前，美元信用下降、央行加快购金、投资需求激增等因素共同作用，使得金价依然具备较强的上涨动能。此外，我国在小金属领域具备优势，稀土、钨、钼等资源的战略地位日益提升，成为保障我国经济安全的战略基石。

建议关注中国稀土（000831）、金力永磁（300748）、紫金矿业（601899）、湖南黄金（002155）、洛阳钼业（603993）。

表 2：重点公司盈利预测（截至 4 月 28 日收盘价）

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
000831.SZ	中国稀土	31.63	-0.27	0.32	0.52	-103.75	99.87	60.53	买入	维持
300748.SZ	金力永磁	20.30	0.21	0.45	0.59	84.30	45.23	34.64	买入	维持
601899.SH	紫金矿业	17.66	1.21	1.52	1.74	12.54	11.59	10.17	买入	维持
002155.SZ	湖南黄金	22.49	0.70	1.74	2.02	22.34	12.92	11.13	买入	维持
603993.SH	洛阳钼业	7.16	0.63	0.78	0.87	10.61	10.37	9.36	买入	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所（盈利预测采用 iFind 一致预期）

4. 风险提示

- (1) **宏观经济波动风险：**有色金属下游市场需求与国内外宏观经济高度相关，相关产品价格随国内外宏观经济波动呈周期性变动规律。未来若宏观经济进入下行周期，或出现重大不利变化导致小金属需求放缓，可能会对相关企业业绩产生不利影响。
- (2) **境外投资国别风险：**我国有色金属企业境外投资规模不断增加，境外项目国别政治、经济、文化发展水平差异较大，存在一定的国别政治、政策风险。
- (3) **安全生产风险：**有色金属采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。
- (4) **环保风险：**有色金属企业在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，如废石、废渣的排放。矿产资源的开采，不仅会产生粉尘及固体废物污染，还可能导致地貌变化、植被破坏、水土流失等现象的发生，进而影响到生态环境的平衡。
- (5) **美联储超预期加息的风险：**倘若美国通胀持续韧性且就业数据超预期增长，美联储仍有可能再度加息或维持高利率环境更长时间，而超预期加息下，势必对全球大宗商品市场造成影响。
- (6) **原材料和能源价格波动风险：**随着市场环境的变化，生产各类有色金属所需的原材料和能源价格受基础原料价格和市场供需关系影响，呈现不同程度的波动。若公司不能有效地将原材料和能源价格上涨的压力转移到下游，将会对相关企业的经营业绩产生不利影响。
- (7) **下游需求下滑的风险：**有色金属行业下游多与工业、制造业密切相关，若下游消费不及预期，将对有色金属产品需求下降，产品价格或将下滑。
- (8) **在建项目进程不及预期：**目前我国各有色金属企业处于产能扩张阶段，针对产业链各环节强链补链，倘若在建项目的建设进程不及预期，可能会对相关企业的生产经营造成一定不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn