

盈利继续改善，风物长宜放眼量

➤ **2025Q1 有色板块股价表现优秀，业绩同环比均有较大程度增长。从二级市场来看：**2024 年有色金属涨跌幅为 +14.86%，板块排名第 19；2025 年年初至今，有色金属上涨 11.33%，板块排名第 4，有色金属板块走强。细分板块中，2024 年至今金属新材料、黄金板块表现优于其他板块。**从业绩来看：**2024 年有色板块营收和成本小幅增长，但营业收入增速大于成本增速，毛利率略有提升，2025Q1 毛利率同环比均明显提升。2024 年有色板块归母净利润同比上升 3.23%，2025Q1 有色板块归母净利润同比上升 68.55%，环比上升 40.49%，主要是工业金属和贵金属表现优异。**细分板块来看：**2025Q1 金属新材料、贵金属、基本金属均表现优异，能源金属相对承压，但业绩有所改善。**①贵金属：**2025Q1 金银价格分别同比增长 38.3%、39.1%，环比增长 5.5%、1.1%，2025Q1 贵金属板块归母净利润同比 +44.88%，环比 +33.26%；**②基本金属：**2025Q1 铝/铜/锌价分别同比增长 7.4%、11.4%、14.3%，归母净利分别同比增长 27%、51% 和 68%。**③能源金属：**2025Q1 电碳/电氢/硫酸钴/四钴同比 -26.1%、-22.0%、+2.4%、+2.0%，锂板块归母净利同环比扭亏为盈、钴板块同比增长 73.4%。

➤ **投资建议：风物长宜放眼量，看好铜铝、贵金属机会。(1) 工业金属：美元降息周期持续，国内货币财政政策发力，供应链重构拉动海外需求，供给延续紧态势，金属价格中枢长期上行趋势不变。**铜：供给端矿端紧张依旧，冶炼厂减产在即，需求端供应链重构拉动海外需求，国内政策发力有望对冲海外经济不确定性。铝：产能达到天花板，长期价值可期。建议重点关注洛阳钼业、紫金矿业、中国有色矿业、中国铝业、中国宏桥、神火股份、云铝股份。**(2) 贵金属：降息周期下经济承压+避险情绪持续，央行购金趋势难改，金价长牛。**在关税博弈及政策反复下全球避险情绪升温，衰退预期发酵，美国硬着陆预期成为主流。当下正值降息周期，同时在避险情绪催化下黄金在各国央行资产配置的重要性抬升，全球央行连续三年购金超千吨。此外黄金 ETF 持仓有所回升，但上行空间依然充足。我们认为 2025 年贵金属上行趋势难改且空间广阔，建议重点关注万国黄金集团、赤峰黄金、山金国际、中金黄金、招金矿业、山东黄金、兴业银锡、盛达资源等。**(3) 能源金属：成本压力加剧，静待行业进一步出清。**锂：行业成本压力普遍较大，澳矿减停产明显，南美盐湖项目延后，锂价触底，静待行业进一步出清，关注具有成本优势+产量弹性的标的。钴：全球第一大钴矿供应国刚果金暂停钴出口，未来大概率演绎成配额制，供给端收缩大势所趋，随着国内原料消耗，钴价有望迎来第二轮上涨。镍：高冰镍-纯镍工艺打通，二元结构性矛盾破局，纯镍产量释放明显，镍价成本支撑显现，关注印尼镍矿政策对行业影响。建议重点关注藏格矿业、中矿资源、永兴材料、华友钴业。

➤ **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，海外经济衰退风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价		EPS (元)			PE (倍)			评级
		(元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
603993.SH	洛阳钼业	7.06	0.63	0.70	0.81	11	10	9	推荐	
601899.SH	紫金矿业	17.46	1.21	1.57	1.74	14	11	10	推荐	
601600.SH	中国铝业	6.40	0.72	0.90	1.03	9	7	6	推荐	
000933.SZ	神火股份	17.02	1.93	2.63	2.88	9	6	6	推荐	
000807.SZ	云铝股份	15.20	1.27	2.33	2.62	12	7	6	推荐	
000408.SZ	藏格矿业	36.14	1.64	1.86	3.17	22	19	11	推荐	
3939.HK	万国黄金集团	20.87	0.53	1.00	1.25	39	21	17	推荐	
600988.SH	赤峰黄金	26.27	1.07	1.65	1.89	25	16	14	推荐	

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzechu@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：litong@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

研究助理 王作燊

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20250505：工业金属持续去库，价格继续反弹-2025/05/05

2. 人形机器人材料需求系列报告之三：磁组件：材料设计进入新时代-2025/05/05

3. 有色金属周报 20250426：美对华关税政策缓和，工业金属价格持续反弹-2025/04/26

4. 有色金属周报 20250420：关税不确定性持续支撑避险需求，金价再创新高-2025/04/20

5. 有色金属周报 20250412：“对等关税”驱动避险需求，金价创新高-2025/04/12

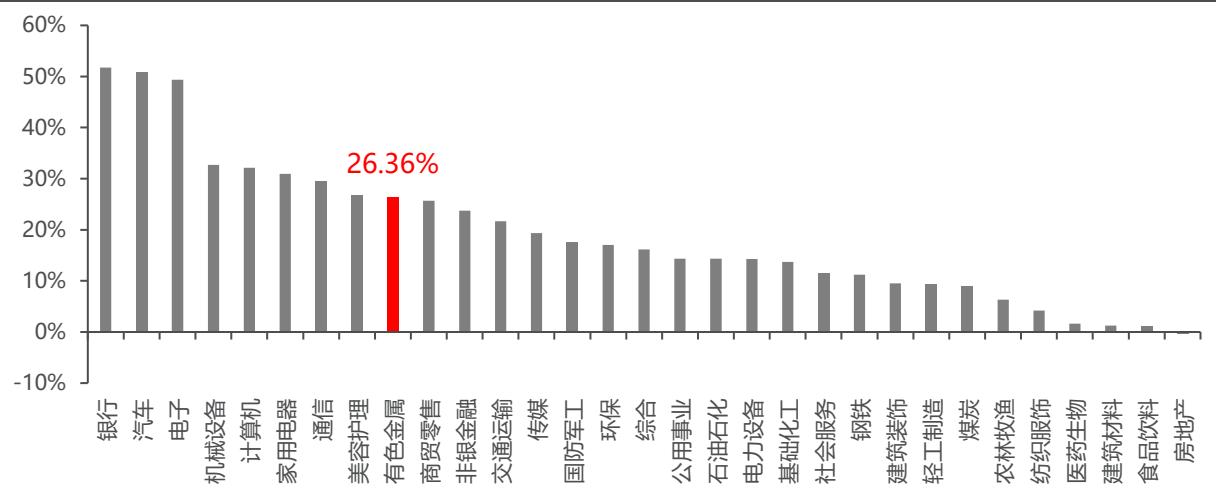
目录

1 有色金属：2025Q1 板块涨幅明显，板块盈利大幅增长.....	3
2 细分板块来看：贵金属和工业金属板块业绩亮眼	11
2.1 基本金属：2025Q1 价格除镍外均上涨，环比涨跌互现.....	11
2.2 贵金属：金价大幅上行，板块业绩亮眼	14
2.3 能源金属：锂板块业绩大幅下滑，钴镍表现良好	16
3 机构持仓：2025Q1 持仓环比显著回升	24
4 2025H2 展望：关税压力测试，风物长宜放眼量.....	27
4.1 工业金属：供给约束托底价格，关税压力测试打开价格上涨空间	27
4.2 贵金属：降息+避险持续，央行购金下金价长牛	36
4.3 能源金属：成本压力加剧，静待行业进一步出清	40
5 投资建议：风物长宜放眼量，推荐铜铝+黄金.....	47
6 风险提示	48
插图目录	49
表格目录	50

1 有色金属：2025Q1 板块涨幅明显，板块盈利大幅增长

2024 年至今（截至 2025 年 4 月 30 日）有色金属涨幅位列第 9 位，2025 年至今上涨明显。2024 年以来有色金属板块整体涨跌幅为 26.36%，其中 2024 年有色金属涨跌幅为 14.86%，板块排名第 19；2025 年年初至今，有色金属上涨 11.33%，板块排名第 4，有色金属涨幅明显。

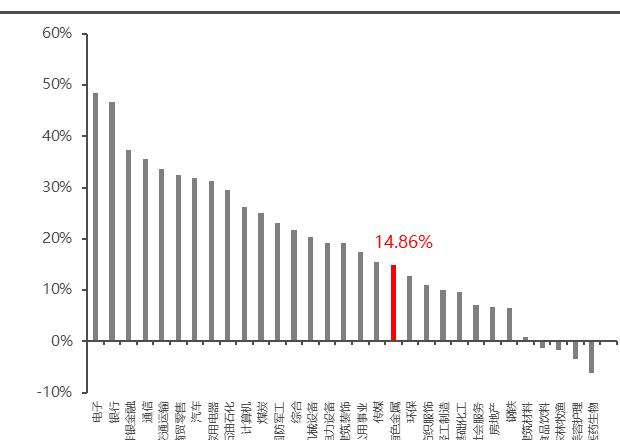
图1：SW 有色板块 2024 年至今整体涨跌幅为 26.36%（截至 2025 年 4 月 30 日）



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

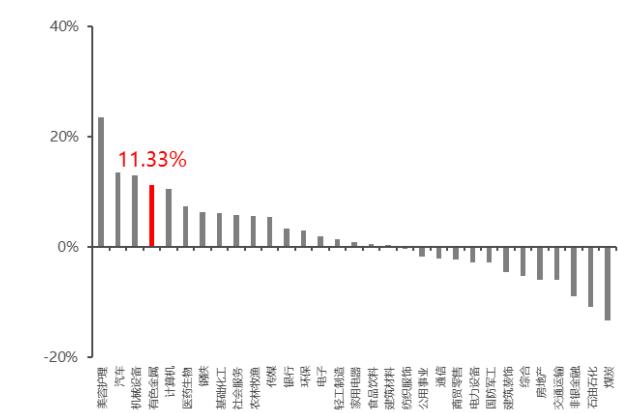
图2：2024年有色板块涨幅位列第19



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图3：2025年初至今，SW有色上涨11.33%（截至2025年4月30日）



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

对比指数而言，有色板块相对收益明显。2024年至今有色金属板块涨跌幅为26.36%，显著高于上证综指（10.22%）和沪深300（9.89%）。分阶段来看，2024

年有色金属板块涨跌幅为 14.86%，高于上证综指（14.53%），低于沪深 300（16.55%）；2025 年有色金属板块走强，年初至今上涨 11.33%，高于上证综指（-2.17%），高于沪深 300（-4.18%）。

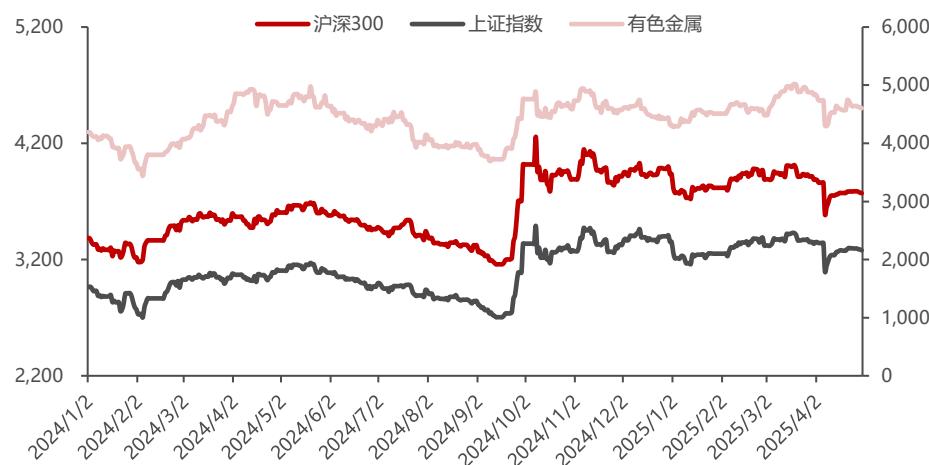
表1：有色金属板块表现强于指数

	沪深 300	上证综指	有色金属
2024 年至今（2025 年 4 月 30 日）	9.89%	10.22%	26.36%
2024 年	16.55%	14.53%	14.86%
2025 年至今（2025 年 4 月 30 日）	-4.18%	-2.17%	11.33%

资料来源：ifind，民生证券研究院整理

注：有色金属数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图4：2024 年初至 2025 年 4 月 30 日有色金属板块表现较好（有色金属：右轴，单位：点）



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：有色金属代码是 801050.SL

从细分板块情况来看，2024 年以来除能源金属外，其余细分板块均呈现不同程度上涨。根据申万二级行业指数 2024 年至今的区间涨跌幅来看，有色金属五个板块涨跌幅由高到低分别为金属新材料、贵金属、工业金属、小金属、能源金属。而从三级行业指数来看，涨幅最靠前的为其他金属新材料，跌幅最大的是锂。

表2：2024 年至今子板块涨跌幅（截至 2025 年 4 月 30 日）

行业分类	区间涨跌幅
SW 有色金属	26.36%
SW 金属新材料	59.60%
SW 其他金属新材料	67.25%
SW 磁性材料	53.14%
SW 工业金属	26.04%
SW 铝	17.06%

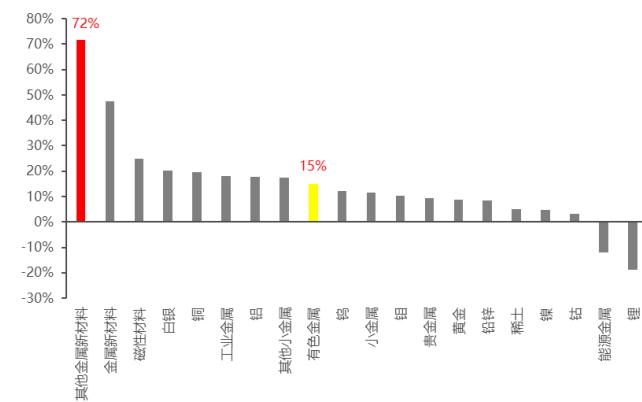
SW 铜	32.20%
SW 铅锌	17.38%
SW 贵金属	44.76%
SW 黄金	45.29%
SW 白银	24.47%
SW 小金属	13.86%
SW 稀土	15.57%
SW 钨	10.81%
SW 其他小金属	14.71%
SW 钯	7.58%
SW 能源金属	-4.53%
SW 钴	12.21%
SW 镍	27.56%
SW 锂	-13.86%

资料来源：ifind，民生证券研究院整理

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

从细分板块的分阶段数据来看，2024 年金属新材料、工业金属板块表现优于有色金属其他板块，2025 年初至今黄金板块表现最佳。2024 年有色板块涨跌幅 +15%，其中仅锂涨跌幅为负，下跌 19%，其余板块均有不同程度的上涨。而 2025 年至今有色板块上涨 11%，黄金板块表现最佳，上涨 34%，其余涨幅前五为磁性材料、镍、其他金属新材料、稀土，分别上涨 32%、22%、19%、11%，仅锂、钼下跌，分别下跌-2%、-3%。

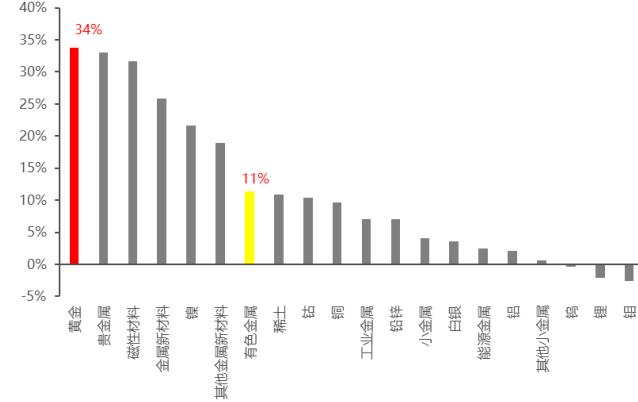
图5：2024 年，其他金属新材料板块涨幅最大为 72%



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图6：2025 年初至今，黄金板块上涨 34%



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

个股方面：2024 年初至 2025 年 4 月 30 日，区间上涨幅度前五的企业分别是宏创控股、湖南黄金、新威凌、赤峰黄金和华钰矿业；跌幅前五的企业分别是 ST 鼎龙、盛新锂能、融捷股份、天齐锂业和江特电机。

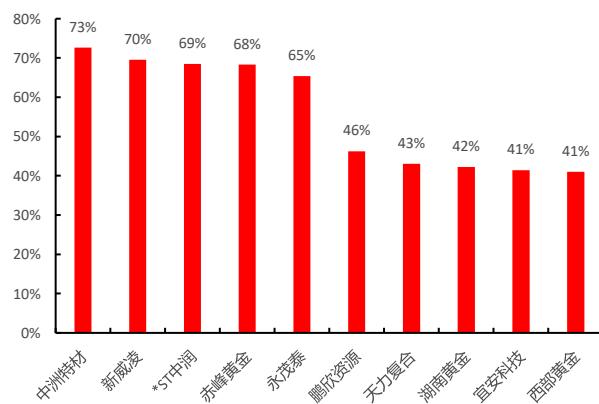
表3：2024年初至今涨幅前十的个股

涨幅前十		跌幅前十	
宏创控股	116.08%	ST 鼎龙	-74.40%
湖南黄金	100.90%	盛新锂能	-50.73%
新威凌	93.79%	融捷股份	-49.86%
赤峰黄金	87.51%	天齐锂业	-48.36%
华钰矿业	71.84%	江特电机	-48.30%
晓程科技	68.63%	悦安新材	-45.77%
英洛华	68.06%	鑫铂股份	-44.08%
*ST 中润	61.99%	永兴材料	-41.26%
鹏欣资源	60.87%	宝武镁业	-39.17%
惠同新材	58.02%	顺博合金	-37.64%

资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年 4 月 30 日

2025年初以来，有色行业黄金板块个股表现优异。2025年初至4月30日，涨幅前五的公司为中州特材、新威凌、*ST中润、赤峰黄金、永茂泰，涨幅分别为73%、70%、69%、68%、65%。

图7：2025年初至4月30日涨幅前十的公司


资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：2025年初至4月30日跌幅前十的公司


资料来源：ifind，民生证券研究院

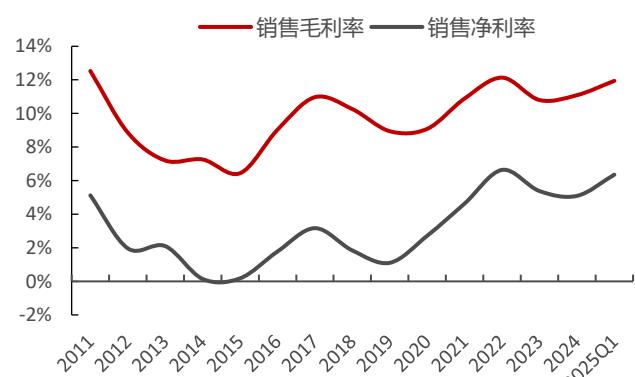
有色金属板块细分板块分季度的财务数据来看：2024年有色板块营业收入与营业成本均有增长，但营业成本增速低于收入增速，毛利率同比略有提升。2025Q1有色金属营业成本同比增长5.40%，低于营业收入同比增长幅度(7.93%)，环比降速(9.54%)又远高于营业收入环比降速(5.30%)，因此毛利率同环比均有增长。2024年有色板块归母净利润同比上升3.23%，2025Q1有色板块归母净利润同比上升68.55%，环比上升40.49%。

表4：有色金属板块 2024 及 2025Q1 财务数据情况

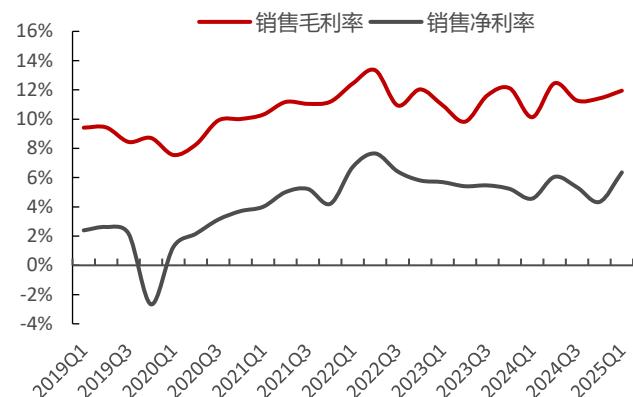
	2024Q1	2024Q4	2024	2024 同比	2025Q1	2025Q1 同比	2025Q1 环比
营业收入 (亿元)	7791	8880	34707	5.84%	8409	7.93%	-5.30%
营业成本 (亿元)	7392	8613	32695	5.68%	7791	5.40%	-9.54%
毛利率 (%)	5.1%	3.0%	5.8%	0.14%	7.3%	2.22%	1.55%
归母净利润 (亿元)	262	314	1384	3.23%	441	68.55%	40.49%

资料来源：ifind，民生证券研究院

从销售毛利率与销售净利率来看：有色金属板块的销售毛利率和销售净利率自 2019 年起触底反弹，2023-2024 年略有回落，25Q1 恢复上涨。分季度来看，2019Q4 销售毛利率和销售净利率触底，之后呈现震荡上行走势。

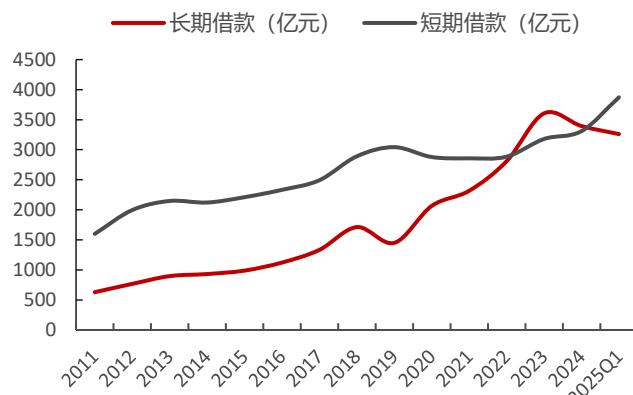
图9：2011-2025Q1 有色金属板块销售毛利率及净利率


资料来源：ifind，民生证券研究院

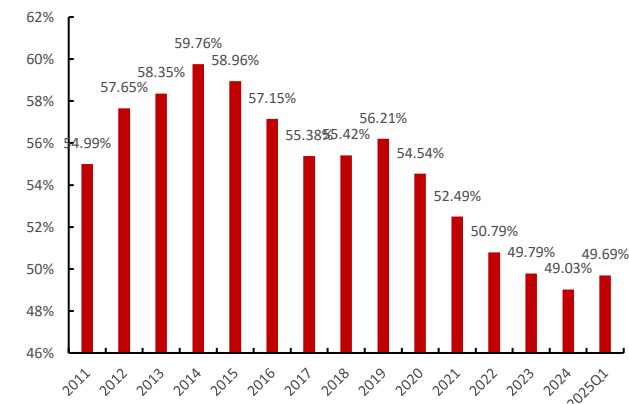
图10：2019Q1-2025Q1 有色金属销售毛利率及净利率


资料来源：ifind，民生证券研究院

从资产负债率的角度来看：有色金属板块自 2011 年以来的长期借款与短期借款基本保持增长趋势，2019 年长期借款出现下滑后持续上升，2020 年、2021 年短期借款小幅下滑后继续小幅上升，由于有色板块盈利能力回升明显，长期借款开始下降，2024 年及 2025Q1 均呈现了这一趋势，而短期借款则继续保持上升。2024 年资产负债率进一步降至 49.03%，尽管 25Q1 回升至 49.69%，但仍处在历史较低水平。

图11：2011-2025Q1 有色金属板块长期借款与短期借款


资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：2011-2025Q1 有色金属板块资产负债率


资料来源：ifind，民生证券研究院

细分子板块营业收入方面：2024年有色金属仅工业金属、贵金属、金属新材料子板块营业收入实现同比增长；营收增长板块中，贵金属板块增长最为明显，同比增长23.17%，主要因为金银价格上升所致。2025Q1，有色金属二级子板块中贵金属、小金属、工业金属、金属新材料板块同比实现增长，仅贵金属环比实现增长；有色金属三级子板块中仅黄金营收同比、环比均增长。

表5：2025Q1 有色金属二级子板块中仅贵金属实现营收同环比上升（单位：亿元）

	2024Q1	2024Q4	2023	2024	2024/2023	2025Q1	2025Q1/2024Q1	2025Q1/2024Q4
SW 有色金属	7791.17	8879.70	32792.75	34707.33	5.84%	8409.19	7.93%	-5.30%
SW 工业金属	5957.14	6822.40	22780.25	26633.35	16.91%	6306.22	5.86%	-7.57%
SW 铝	1422.24	1807.38	5955.19	6675.82	12.10%	1638.05	15.17%	-9.37%
SW 铜	4094.15	4571.32	15054.63	18182.61	20.78%	4202.87	2.66%	-8.06%
SW 铅锌	440.74	443.69	1770.43	1774.93	0.25%	465.30	5.57%	4.87%
SW 贵金属	690.83	678.16	2362.19	2909.62	23.17%	838.34	21.35%	23.62%
SW 黄金Ⅲ	674.95	648.89	2310.80	2826.49	22.32%	819.44	21.41%	26.28%
白银	15.88	29.27	51.39	83.13	61.76%	18.90	19.01%	-35.42%
SW 小金属	532.90	704.63	4510.56	2562.51	-43.19%	634.63	19.09%	-9.93%
SW 稀土	107.02	194.68	761.68	599.61	-21.28%	145.13	35.61%	-25.45%
SW 钨	125.72	146.37	573.33	553.62	-3.44%	134.35	6.87%	-8.21%
SW 其他稀有小金属	271.49	328.84	1197.55	1273.58	6.35%	322.33	18.72%	-1.98%
SW 钯	28.67	34.73	1978.00	135.71	-93.14%	32.82	14.49%	-5.49%

SW 能源金属	374.01	403.53	2248.38	1550.69	-31.03%	373.61	-0.11%	-7.41%
SW 钴	237.50	269.52	1010.92	991.68	-1.90%	264.71	11.46%	-1.78%
SW 锂	134.52	131.83	1230.57	549.55	-55.34%	106.41	-20.90%	-19.28%
SW 金属新材料	236.28	270.98	891.37	1051.16	17.93%	256.39	8.51%	-5.39%
SW 非金属新材料	151.26	165.11	519.62	664.37	27.86%	165.98	9.73%	0.52%
SW 磁性材料	85.02	105.87	371.75	386.79	4.05%	90.41	6.34%	-14.60%

资料来源：ifind，民生证券研究院

细分子板块归母净利润方面：2024 年有色金属三级子板块中仅稀土、其他稀有小金属、钼、锂、磁性材料利润出现下滑。2025Q1，有色金属三级子板块中工业金属、黄金、磁性材料表现亮眼，利润同环比均有较大幅度提升。

表6：2025Q1 有色金属二级子板块归母净利润中同环比均明显提升（单位：亿元）

	2024Q1	2024Q4	2023	2024	2024/2023	2025Q1	2025Q1/ 2024Q1	2025Q1/ 2024Q4
SW 有色金属	261.57	313.81	1340.76	1384.09	3.23%	440.86	68.55%	40.49%
SW 工业金属	228.77	254.91	746.51	1083.60	45.16%	329.02	43.82%	29.07%
SW 铝	78.52	81.54	307.48	378.41	23.07%	99.66	26.93%	22.22%
SW 铜	133.75	162.04	389.46	634.11	62.82%	201.69	50.79%	24.47%
SW 铅锌	16.50	11.33	49.57	71.08	43.39%	27.67	67.65%	144.28%
SW 贵金属	26.90	29.24	82.15	122.85	49.53%	38.97	44.88%	33.26%
SW 黄金Ⅲ	26.85	28.78	83.76	121.15	44.64%	38.69	44.09%	34.44%
白银	0.05	0.46	-1.61	1.70	扭亏为盈	0.28	495.32%	-39.59%
SW 小金属	18.01	35.52	228.57	120.68	-47.20%	36.41	102.16%	2.51%
SW 稀土	-7.56	6.06	33.25	6.26	-81.17%	7.19	扭亏为盈	18.55%
SW 钨	4.97	10.27	21.01	27.50	30.88%	6.63	33.25%	-35.47%
SW 其他稀有小金属	14.27	11.31	60.82	57.09	-6.14%	15.82	10.85%	39.86%
SW 钼	6.33	7.88	113.49	29.83	-73.72%	6.78	7.07%	-13.93%
SW 能源金属	-23.57	-15.02	237.23	5.10	-97.85%	22.67	扭亏为盈	扭亏为盈
SW 钴	9.86	15.41	41.32	70.47	70.55%	17.10	73.45%	10.91%
SW 锂	-33.59	-30.45	196.23	-66.24	-133.76%	5.09	-115.17%	扭亏为盈

SW 金属新材料	11.46	9.15	46.31	51.86	11.99%	13.80	20.39%	50.78%
SW 非金属新材料	7.39	5.31	26.79	32.36	20.79%	7.44	0.70%	40.00%
SW 磁性材料	4.07	3.84	19.52	19.49	-0.11%	6.36	56.11%	65.72%

资料来源：ifind，民生证券研究院

2 细分板块来看：贵金属和工业金属板块业绩亮眼

2.1 基本金属：2025Q1 价格除镍外均上涨，环比涨跌互现

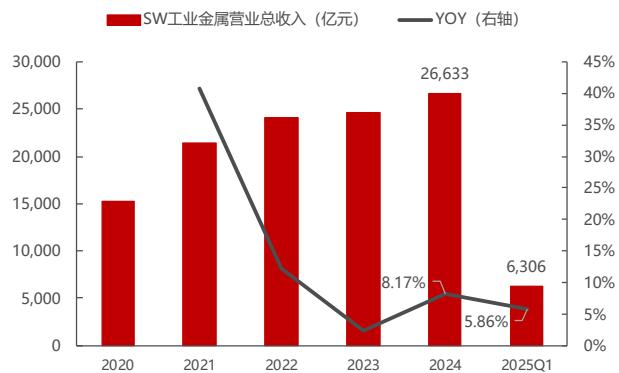
细分基本金属板块而言，除镍外，2024&2025Q1 基本金属均价同比均上涨，2025Q1 环比来看，除铝和锌外均上涨，但涨幅均较小。2024 年全年基本金属价格整体上行，除镍由于供给释放导致价格下跌外，其余基本金属品种年内大多冲高回落，年均价同比上行，上半年受益于金融属性美联储加息转降息周期刺激，加上中美 PMI 共振向上，AI 叙事等新需求逻辑演绎，金属价格冲高，三季度由于宏观层面降息次数不及预期，经济基本面走弱，美国衰退预期走强，金属价格高位回落，四季度金属价格底部震荡。进入 2025 年，一季度工业属性需求向好，部分品种供给端限制进一步走强，例如铜矿端供给超预期收紧等，因此金属价格震荡走强。具体来看，2025Q1，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+11.41%、+7.40%、+5.64%、+14.34%、+20.07%、-3.00%，环比分别变化+2.56%、-0.23%、+0.45%、-5.67%、+4.04%、+0.23%；2024 年，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+9.96%、+6.80%、+10.22%、+8.20%、+16.68%、-22.47%。

表7：2025Q1，基本金属价格同比除镍外均上涨，环比涨跌互现（单位：元/吨）

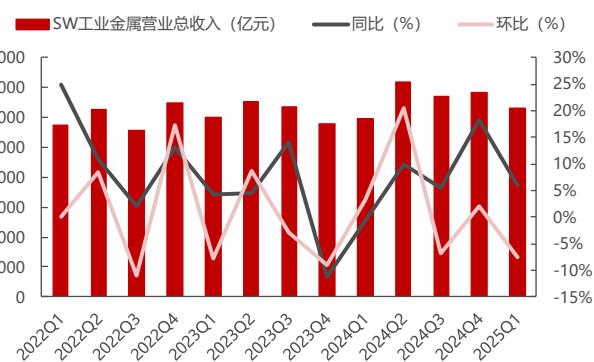
基本金属	2023	2024	2024 同比	2024Q1	2024Q4	2025Q1	2025Q1 同比	2025Q1 环比
铜	68118	74902	9.96%	69382	75369	77299	11.41%	2.56%
铝	18679	19948	6.80%	19062	20520	20472	7.40%	-0.23%
铅	15764	17376	10.22%	16182	17018	17095	5.64%	0.45%
锌	21572	23340	8.20%	20978	25428	23987	14.34%	-5.67%
锡	212021	247379	16.68%	216786	250191	260287	20.07%	4.04%
镍	170500	132181	-22.47%	130873	126651	126948	-3.00%	0.23%

资料来源：ifind，民生证券研究院

2025Q1 金属价格涨跌互现，叠加部分企业收缩贸易业务，2025Q1 工业金属板块营收环比下滑，但同比增长。由于 2024 年基本金属价格同比除镍外均上涨，部分公司产销量还有提升，2024 年工业金属板块营收同比上涨 5.86%；2025Q1 工业金属板块营收同比、环比分别变化+5.50%和-6.91%。

图13：2024 工业金属板块营收及增速


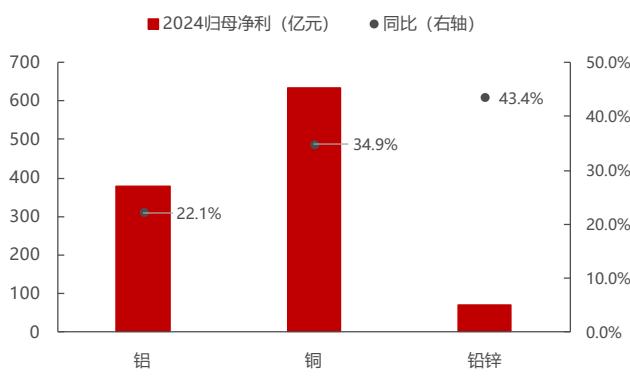
资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：2025Q1 工业金属板块营收及增速


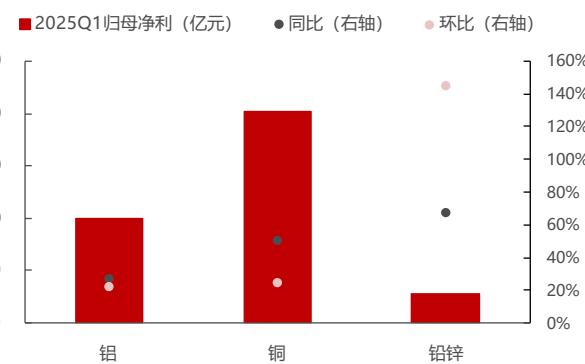
资料来源：ifind，民生证券研究院

2024 年工业金属细分子行业盈利同比均有增长。2024 年，铅锌板块归母净利润合计 71.1 亿元，同比增长 43.4%，为增速最快的子行业，主要或由于铅锌板块 23 年减值计提较多，造成低基数；铜板块归母净利润合计 634.1 亿元，同比增长 34.9%，主要是由于铜价同比上涨以及各公司量的提升；铝板块归母净利润合计 378.4 亿元，同比增长 22.1%，主要得益于铝价同比增长。

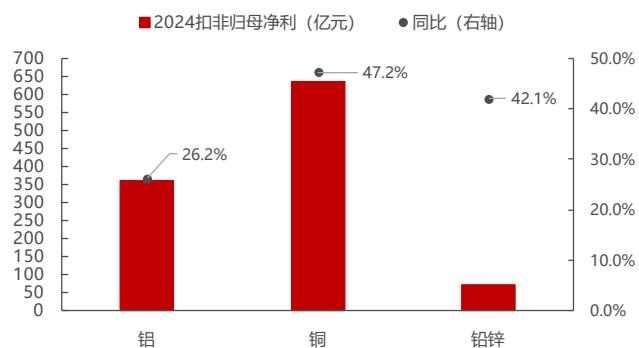
2025Q1 工业金属各细分行业扣非归母净利润同环比均增长。2025Q1 尽管金属价格环比涨跌互现，但由于 2024Q4 多家公司计提减值以及年底费用增长导致低基数，因此铜铝铅锌各板块公司归母净利润表现均较好。细分板块来看，铝、铜和铅锌行业的扣非归母净利润分别为 96.3、199.3 和 20.2 亿元，分别环比增长 22%、22%、63%。

图15：2024 年工业金属细分行业归母净利润及增速


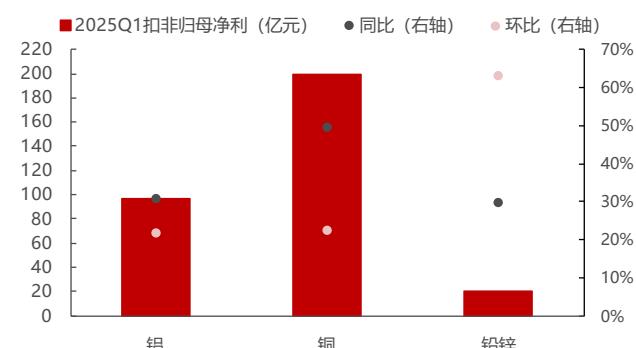
资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：2025Q1 工业金属细分行业归母净利润及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

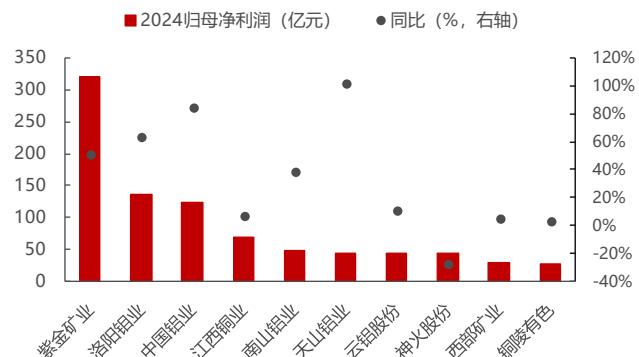
图17：2024年工业金属细分行业扣非归母净利润及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

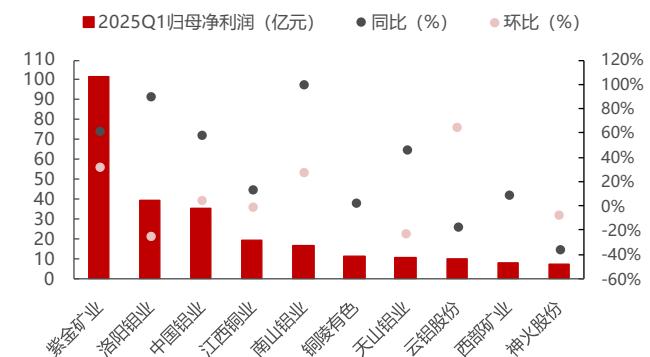
图18：2025Q1工业金属细分行业扣非归母净利润及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

从个股来看：2024年工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为紫金矿业(320.5亿元)、洛阳钼业(135.3亿元)、中国铝业(124.0亿元)、江西铜业(69.6亿元)、南山铝业(48.3亿元)；而2025Q1归母净利润最高的公司分别为紫金矿业(101.7亿元)、洛阳钼业(39.5亿元)、中国铝业(35.4亿元)、江西铜业(19.5亿元)、南山铝业(17.0亿元)。2025Q1铜铝价格同比均增长，头部公司得益于量的增长，归母净利润同比增幅大多大于价格增长。

图19：2024年工业金属板块各公司归母净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

图20：2024Q1工业金属板块各公司归母净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

注：其中铜陵有色2024Q1归母净利润环比增长13.3倍，西部矿业2024Q1归母净利润环比增长3.1倍

2.2 贵金属：金价大幅上行，板块业绩亮眼

贵金属板块整体而言：2024年金银价格均价分别上升+22.60%和+20.97%，贵金属板块实现归母净利润同比上升40.68%。2025Q1 金银价格分别同比变化+38.28%、+39.10%，环比变化+5.53%、+1.05%，2025Q1 贵金属板块归母净利润同比+44.88%，环比+33.26%。

随着美国降息周期以及美元美债信用弱化问题持续，叠加近年来各国央行大规模购金需求上升，我们预计2025年黄金价格仍然维持强势，金价大概率继续创新高。

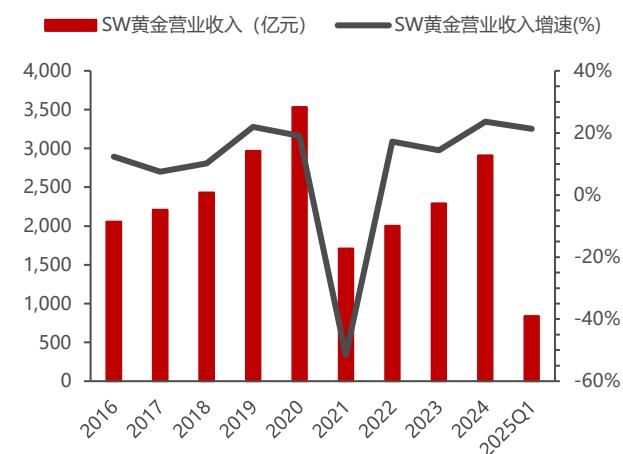
图21：2024年COMEX黄金最高涨至2789美元/盎司



资料来源：wind，民生证券研究院

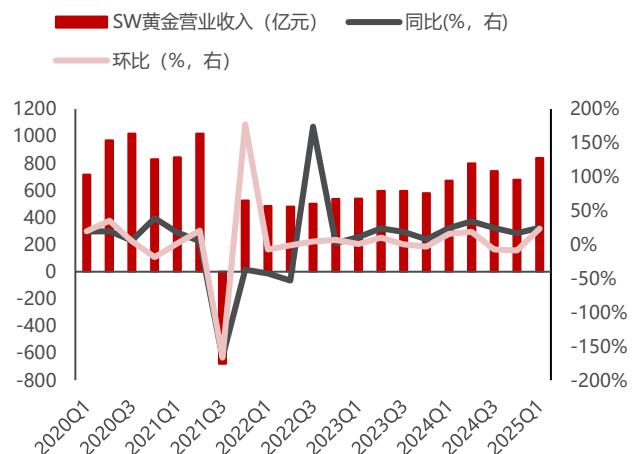
从板块经营来看，2023年贵金属行业实现营业总收入2909.62亿元，同比增长22.29%，2025年Q1贵金属板块实现营收838.34亿元，同比、环比分别变动+21.35%和+23.62%。

图22：2024年贵金属板块营收及增速情况（亿元）



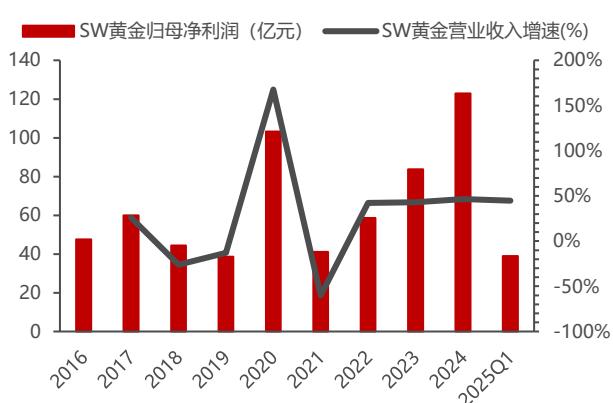
资料来源：wind，民生证券研究院

图23：2025Q1贵金属板块营收及增速

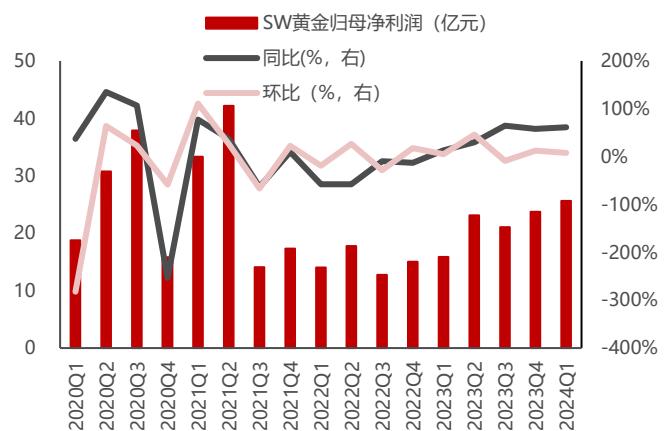


资料来源：wind，民生证券研究院

2024年贵金属行业实现归母净利润122.85亿元，同比+40.68%，其中贵金属上市公司净利润上涨主要来自于赤峰黄金、中金黄金、山东黄金等大型黄金企业贡献，以中金黄金、山东黄金为例，2024年中金黄金实现归母净利润33.86亿元，约占板块总归母净利润的27.56%，2024年山东黄金归母净利润为29.52亿元，占板块总归母净利润的24.03%，2025年Q1黄金板块归母净利润为38.97亿元，同比、环比分别变动+44.88%和+33.26%。

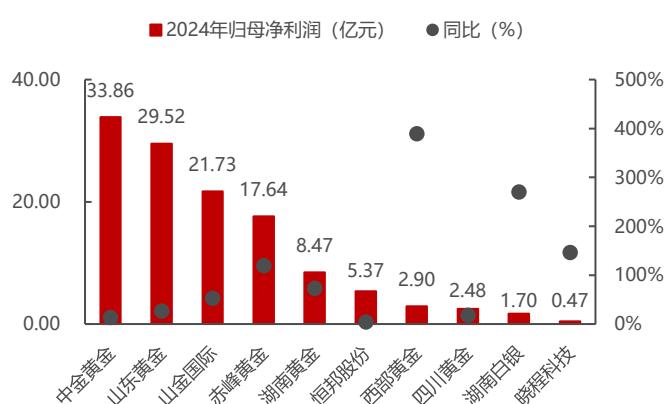
图24：2024年黄金板块归母净利润及增速情况(亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

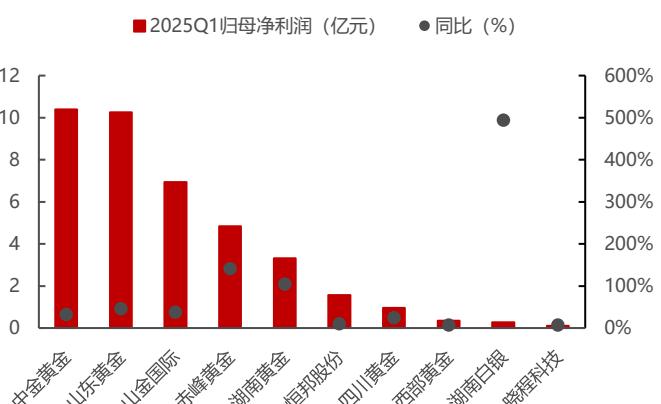
图25：2025Q1黄金板块归母净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

从个股来看，2024年贵金属板块中实现归属母公司净利润最高的公司分别为中金黄金（33.86亿元）和山东黄金（29.52亿元）和山金国际（21.73亿元）；2025Q1归属净利润最高的公司分别为中金黄金（10.38亿元）、山东黄金（10.26亿元）和山金国际（6.94亿元）。

图26：2024年贵金属板块各公司盈利情况(亿元, %)


资料来源：wind，民生证券研究院

图27：2025Q1贵金属板块各公司盈利情况(亿元, %)


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 能源金属：锂板块业绩大幅下滑，钴镍表现良好

供给过剩，锂钴价格 2024 年大幅回落，25Q1 锂价跌幅放缓，钴价环比上涨。2024 年电池级碳酸锂价格同比下降 64.6%，电池级氢氧化锂价格同比下降 69.4%，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比下降 28.0%、23.7%、24.0%；2025Q1 电池级碳酸锂价格同比下降 26.1%，环比下降 0.7%，电池级氢氧化锂价格同比下降 22.0%，环比上涨 1.1%，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比变动 -16.3%、+2.4%、+2.0%，环比上涨 5.5%、19.3%、17.9%，钴价环比上涨主要由于刚果金出口禁令影响。

表8：各主要小金属品种价格涨跌幅

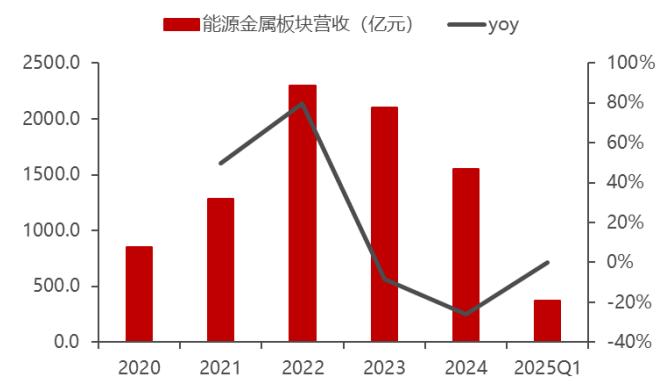
类别	2024	2024 同比	2025Q1	25Q1 同比	25Q1 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国 美元/磅)	5.3	-26.2%	5.0	-12.5%	1.8%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	183.9	-28.0%	171.8	-16.3%	5.5%
硫酸钴(20% 元/吨)	29321.0	-23.7%	31937.5	2.4%	19.3%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	121.9	-24.0%	130.8	2.0%	17.9%
金属锂(99.9% 元/吨)	793576.2	-59.5%	651339.3	-21.1%	-4.5%
碳酸锂(99.5% 元/吨)	90466.4	-64.6%	75144.6	-26.1%	-0.7%
氢氧化锂(96%中国 元/吨)	83044.6	-69.4%	70089.3	-22.0%	1.1%
碳酸锂(工业级) 99.0%	86413.5	-63.8%	72519.6	-22.6%	-0.6%
氢氧化锂(工业级, 96%中国 元/吨)	74450.4	-71.1%	63513.4	-22.5%	5.0%
镁锭(99.9% 元/吨)	18176.3	-17.5%	15946.4	-18.1%	-5.6%
锑锭(99.65% 元/吨)	126479.2	56.9%	164250.0	87.5%	14.5%
金属铬(99% 元/吨)	63224.3	-6.9%	60375.0	-6.3%	0.6%
氧化镨(99.99% 元/公斤)	9038.4	45.8%	10719.6	72.7%	-13.4%
钼精矿(45% 元/吨度)	3582.4	-6.2%	3512.1	5.8%	-4.7%
金属钽(99.95% 元/公斤)	2428.1	-4.7%	2466.1	1.4%	1.6%
海绵钛(99.7%中国 元/吨)	48955.8	-23.6%	47019.6	-8.2%	6.2%
钨精矿(WO3 65%中国 元/吨)	136276.3	14.2%	142482.1	15.2%	0.5%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

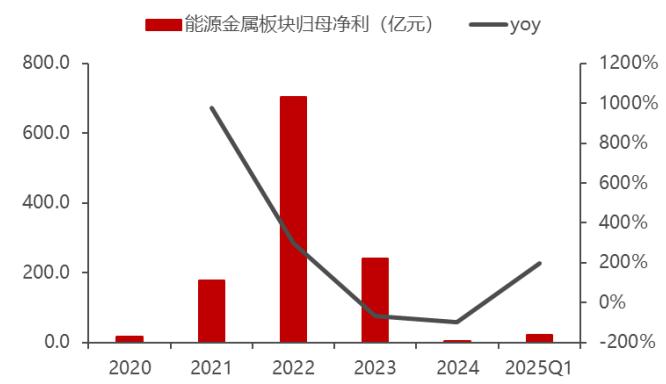
分板块来看，能源金属 2024 年营业收入同比 -26.2% 至 1550.7 亿元，归母净利润同比 -97.9% 至 5.1 亿元，主要由于金属价格大幅下跌；25Q1 营业收入同比 -0.1% 至 373.6 亿元，归母净利润同比 +196.2% 至 22.7 亿元，金属价格跌幅放缓，板块业绩开始企稳向好。稀土板块 2024 年营业收入同比 -21.3% 至 599.6 亿元，归母净利润同比 -81.2% 至 6.3 亿元，主要由于金属价格同比下滑；25Q1 营业收入同比 +35.6% 至 145.1 亿元，归母净利润同比 +195.1% 至 7.2 亿元，主要由于金属价格止跌上涨。

分板块业绩来看：锂板块 2024 年归母净利润合计同比 -95.9% 至 13.96 亿元，

主要由于锂盐价格大幅下跌；25Q1 归母净利润 25.47 亿元，同环比均扭亏为盈；钴板块 2024 年归母净利合计同比+70.6%至 70.5 亿元，主要由于钴价同比下跌；25Q1 归母净利润 17.1 亿元，同比+73.4%，环比+10.9%。

图28：SW 能源金属板块营收及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

图29：SW 能源金属板块归母净利及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.3.1 锂板块：锂价快速回落，业绩大幅下滑

供需格局维持过剩，锂价继续下行。2024 年供给端新增产能持续释放，需求端新能源汽车需求及储能需求增速均放缓，产业链下游正极材料企业和电池企业维持刚需补库，库存周期明显压缩，供需压力导致碳酸锂过剩格局加剧，锂价中枢大幅下移。2024 年电池级碳酸锂价格同比-64.6%，电池级氢氧化锂价格同比-69.4%，2025Q1 碳酸锂继续下跌，电池级碳酸锂价格同比-25.8%，环比-0.3%，伴随碳化经济性增强，推动氢氧化锂市场供需边际转好，电池级氢氧化锂价格同比-21.7%，环比 1.4%。

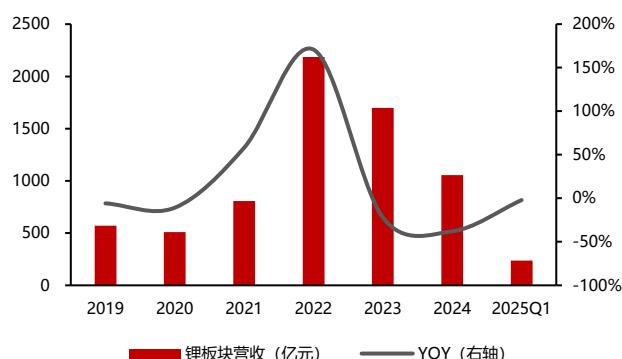
表9：锂金属及锂盐价格涨跌幅

类别	单位	2024	2024 同比	2025Q1	25Q1 同比	25Q1 环比
金属锂(99.9%)	元/吨	793576.2	-59.5%	825632	-20.5%	-3.8%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	90466.4	-64.6%	101693	-25.8%	-0.3%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	83044.6	-69.4%	89833	-21.7%	1.4%
碳酸锂 (工业级, 99.0%)	元/吨	86413.5	-63.8%	93702	-22.5%	-0.4%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	74450.4	-71.1%	81970	-22.5%	5.0%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

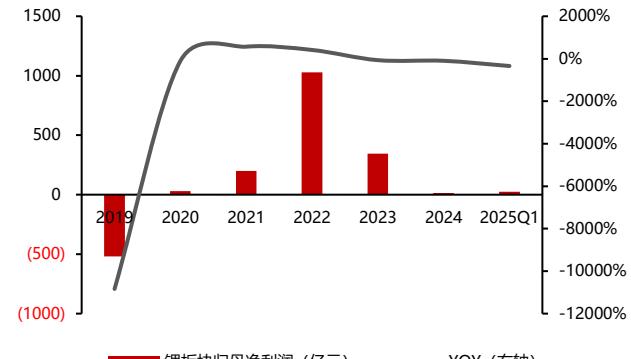
板块业绩大幅下滑，25Q1 龙头企业亏损减小。锂板块 2024 年营业收入同比-37.9%至 1055.0 亿元，归母净利同比-95.9%至 13.96 亿元；锂板块 25Q1 营业收入 236.5 亿元，同比-2.1%，环比-16.0%，归母净利润 25.47 亿元，同环比均扭亏为盈。从板块个股来看，2024 年天齐锂业归母净利润-79.0 亿元，同比-

208.3%，赣锋锂业归母净利-20.7亿元，同比-141.9%，盐湖股份归母净利46.6亿元，同比-41.4%；**单季度看**，2025Q1天齐锂业归母净利润1.0亿元，环比+104.7%，赣锋锂业归母净利-3.6亿元，环比+75.2%，盐湖股份归母净利11.4亿元，环比-24.8%。

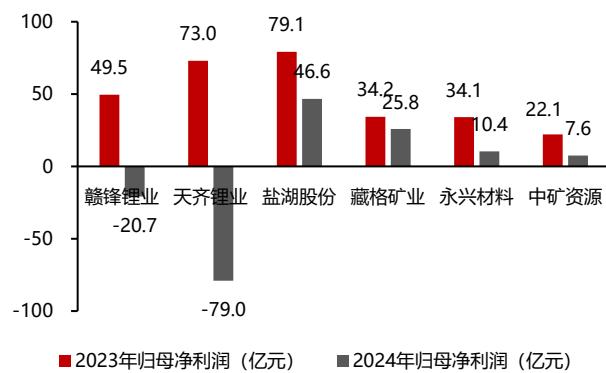
图30：锂板块营业收入


资料来源：wind，民生证券研究院

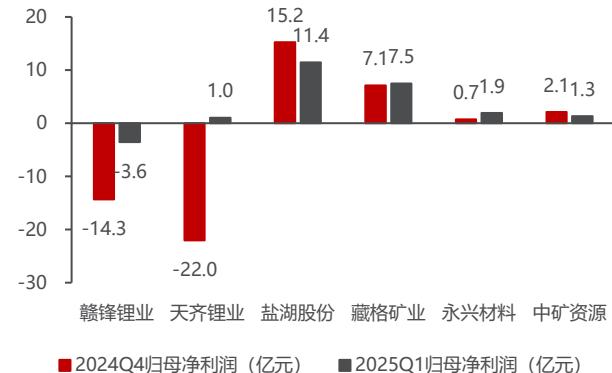
注：锂板块公司包括天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、融捷股份、藏格矿业、盐湖股份、盛新锂能、江特电机、中矿资源、天华超净、永兴材料等样本企业

图31：锂板块归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

图32：2024年锂板块主要公司归母净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

图33：2025Q1锂板块主要公司归母净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.3.2 钴板块：钴价止跌上涨，非钴业务支撑业绩增长

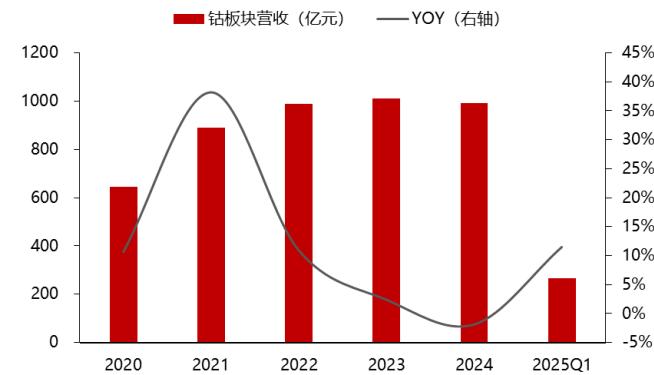
钴价因供给过剩 2024 年大幅回落，25Q1 因刚果金禁令止跌上涨。2024 年洛阳钼业旗下两大矿山钴产量大幅增加，需求端三元需求增速放缓，供给过剩压力导致钴价大幅回落。2024 年金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比下降 28.0%、23.7%、24.0%，25Q1 因刚果金暂停钴出口禁令，钴价企稳上涨，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比变动 -16.3%、+2.4%、+2.0%，环比变动 +5.5%、+19.3%、+17.9%。

表10：钴价涨跌幅

类别	2024	2024 同比	2025Q1	25Q1 同比	25Q1 环比
钴精矿(6-8%CIIF 中国 美元/磅)	5.3	-26.2%	5.0	-12.5%	1.8%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	183.9	-28.0%	171.8	-16.3%	5.5%
硫酸钴(20% 元/吨)	29321.0	-23.7%	31937.5	2.4%	19.3%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	121.9	-24.0%	130.8	2.0%	17.9%

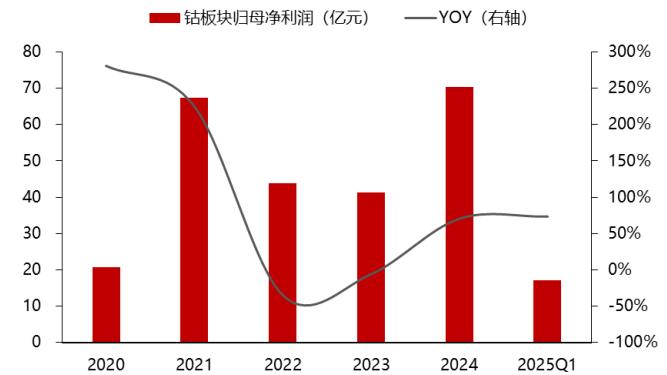
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

24 年及 25Q1 业绩保持增长，主要由于非钴业务贡献。钴板块 2024 年营业收入同比-1.9%至 991.7 亿元，归母净利润同比+70.6%至 70.5 亿元；25Q1 营业收入 264.7 亿元，同比+11.5%，环比-1.8%，归母净利润 17.1 亿元，同比+73.4%，环比+10.9%，同比来看，尽管钴价下跌，但由于非钴业务支撑，24 年及 25Q1 板块业绩同比表现良好。**分个股来看，2024 年华友钴业归母净利润 41.5 亿元，同比+24.0%，**主要由于镍业绩贡献增加，盛屯矿业归母净利润 20.1 亿元，同比+657.6%，腾远钴业归母净利润 6.9 亿元，同比+81.2%，寒锐钴业归母净利润 2.0 亿元，同比+45.9%，前述三家公司主要由于铜业绩增加明显；**单季度看，华友钴业归母净利润 12.5 亿元，环比+10.4%，**盛屯矿业归母净利润 2.9 亿元，环比-4.5%，腾远钴业归母净利润 1.2 亿元，环比+82.2%，寒锐钴业归母净利润 0.4 亿元，环比+24.4%。

图34：钴板块营业收入


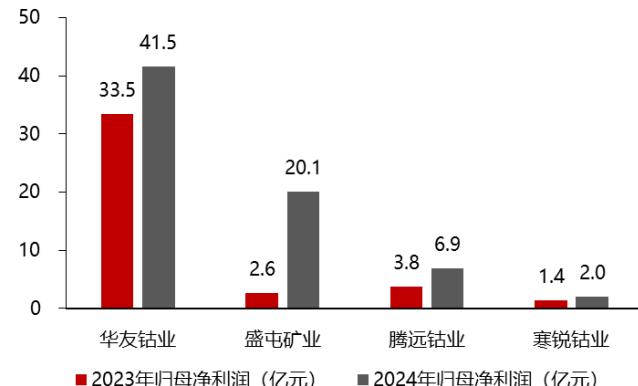
资料来源：ifind，民生证券研究院

注：板块包括盛屯矿业、华友钴业、寒锐钴业、腾远钴业四家公司，下同。

图35：钴板块归母净利润


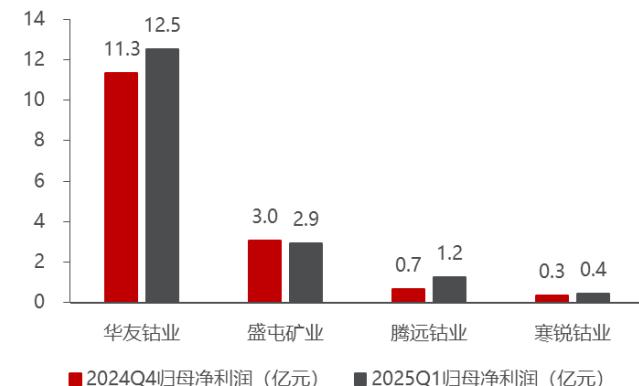
资料来源：ifind，民生证券研究院

图36：2024年钴板块主要公司归母净利润



资料来源：ifind，民生证券研究院

图37：2025Q1钴板块主要公司归母净利润

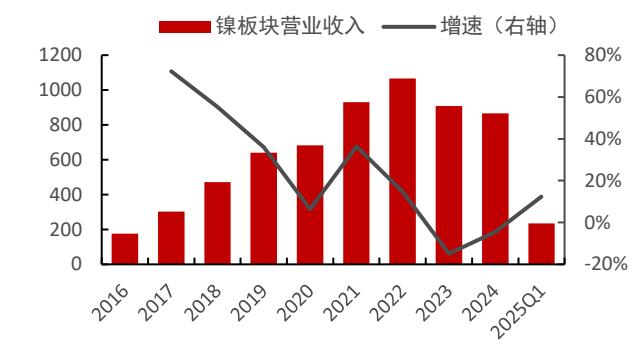


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.3.3 镍板块：镍价底部企稳，镍板块盈利同比显著提升

2025Q1 镍价环比走弱，但板块业绩同比显著提升。具体来看，2025Q1 电解镍价格 128110 元/吨，同比-3.31%，环比-3.88%；硫酸镍价格 29285 元/吨，同比+3.97%，环比+0.51%。2025Q1 镍板块整体实现营收 235.09 亿元（不包含力勤资源），同比+12.35%，环比-0.09%，实现归母净利 15.43 亿元（不包含力勤资源），同比+90.26%，环比+7.23%。

图38：镍板块营业收入（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图39：镍板块归母净利润（单位：亿元）



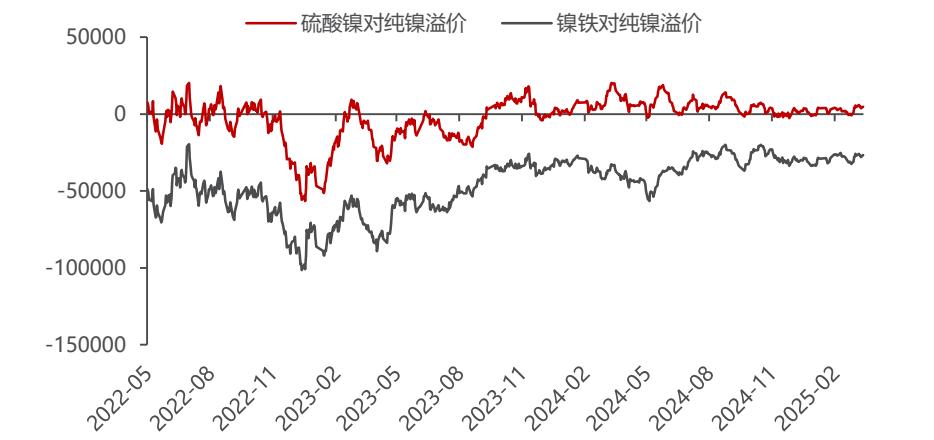
资料来源：wind，民生证券研究院

表11：镍主要产品涨跌幅

类别	2025Q1	2024Q1	25Q1 同比	25Q1 环比
电解镍价格 (元/吨)	128,110	133,287	-3.31%	-3.88%
镍铁价格 (折算成金属吨, 元/吨)	97,652	97,154	3.97%	0.51%
硫酸镍价格 (元/吨)	29,285	31,399	-8.10%	-6.73%

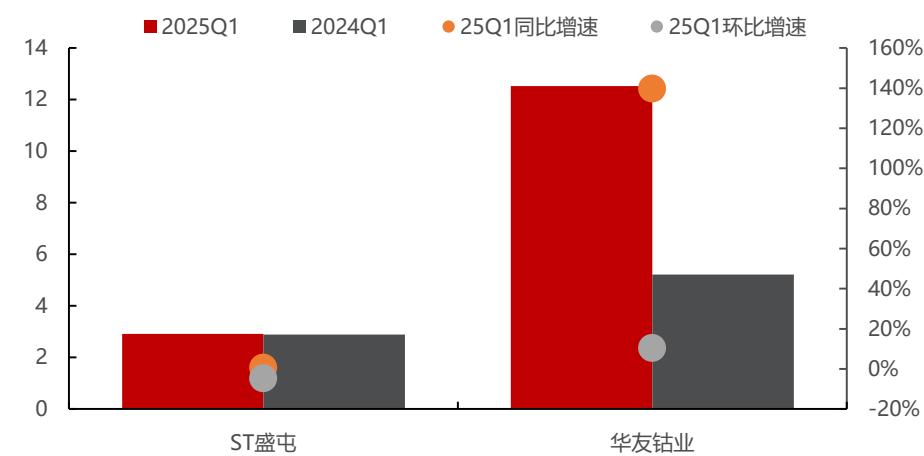
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

注：选取盛屯矿业、华友钴业为样本。

图40：我国主要镍产品对电解镍升贴水（单位：元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

分公司来看，华友钴业业绩表现相对较好，主要系公司华飞项目达产，镍产量同比大幅提升。2025Q1 华友钴业实现归母净利润 12.52 亿元，同比+139.85%，环比+10.41%；盛屯矿业实现归母净利润 2.91 亿元，同比+0.69%，环比-4.59%。

图41：2025 Q1 镍板块主要公司归母净利润情况（单位：亿元）


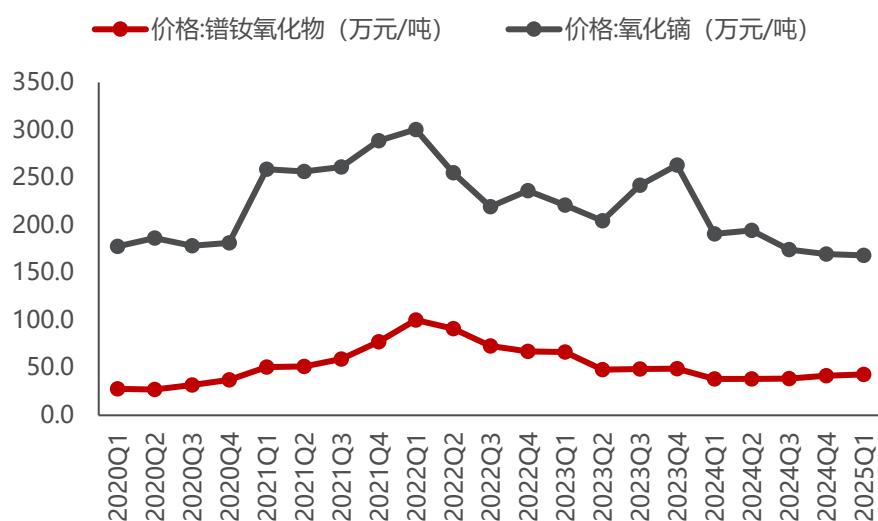
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.4 稀土板块：价格触底反弹，业绩拐点已至

稀土板块中，2024 年稀土价格持续低迷。季度来看，2024Q3 尽管稀土均价环比基本持平，但季度走势呈现底部反弹趋势，2024Q4 到 2025Q1 轻稀土价格震荡反弹。2024 年上半年由于供应持续增长，需求不及预期，稀土价格持续回落。但 2024 年国内两批指标供应均低于预期，尤其是第二批指标公布后，全年稀土指

标同比增速仅为 6%，且海外 6 月以后缅甸进口量大幅下降，10 月又出现封关，尽管当前关口又重新打开，但是进口量仍然较少。需求稳中有增，关税争端背景下稀土战略地位提升，稀土价格有望稳健上涨。

图42：2025Q1 国内稀土价格底部反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

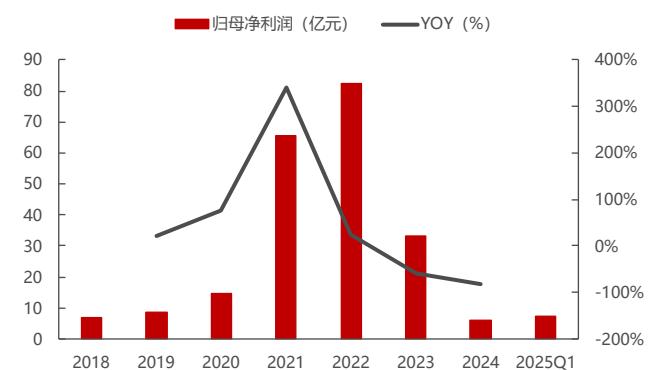
稀土价格从 2024Q3 开始有所反弹，稀土板块公司 2025Q1 整体营收同比大幅增长，归母净利润扭亏为盈。稀土板块营业收入 2025Q1 同比增长 35.6% 至 145.1 亿元，稀土板块归母净利润 2025Q1 同比扭亏为盈至 7.2 亿元，超过 2024 年全年盈利。

图43：2018-2025Q1 稀土板块营业收入 (亿元)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图44：2018-2025Q1 稀土板块归母净利润 (亿元)

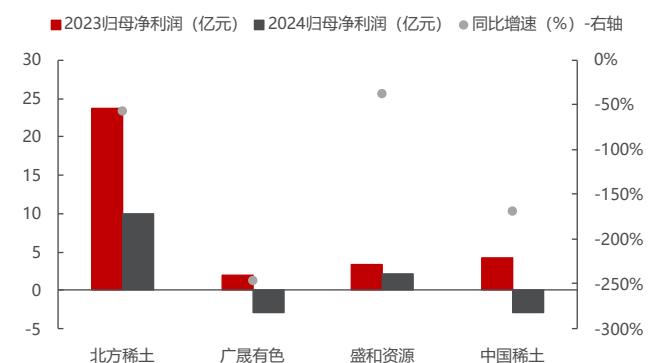


资料来源：ifind，民生证券研究院

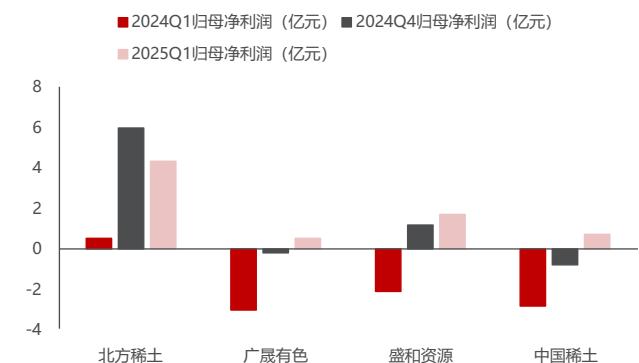
注：2025Q1 稀土板块公司归母净利润扭亏为盈

从个股来看，2024 年稀土板块公司实现归属于母公司净利润由高到低依次为北方稀土 (10.04 亿元，同比 -58%)、盛和资源 (2.07 亿元，同比 -38%)、中国稀

土 (-2.87 亿元, 同比-169%)、广晟有色 (-2.99 亿元, 同比-247%); 2025Q1, 稀土板块公司实现归母净利润由高到低依次为北方稀土 (4.31 亿元, 环比下滑 28%)、盛和资源 (1.68 亿元, 环比+47%)、中国稀土 (0.73 亿元, 环比扭亏为盈)、广晟有色 (0.47 亿元, 环比扭亏为盈)。

图45：2024 年稀土板块主要公司归母净利润（亿元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

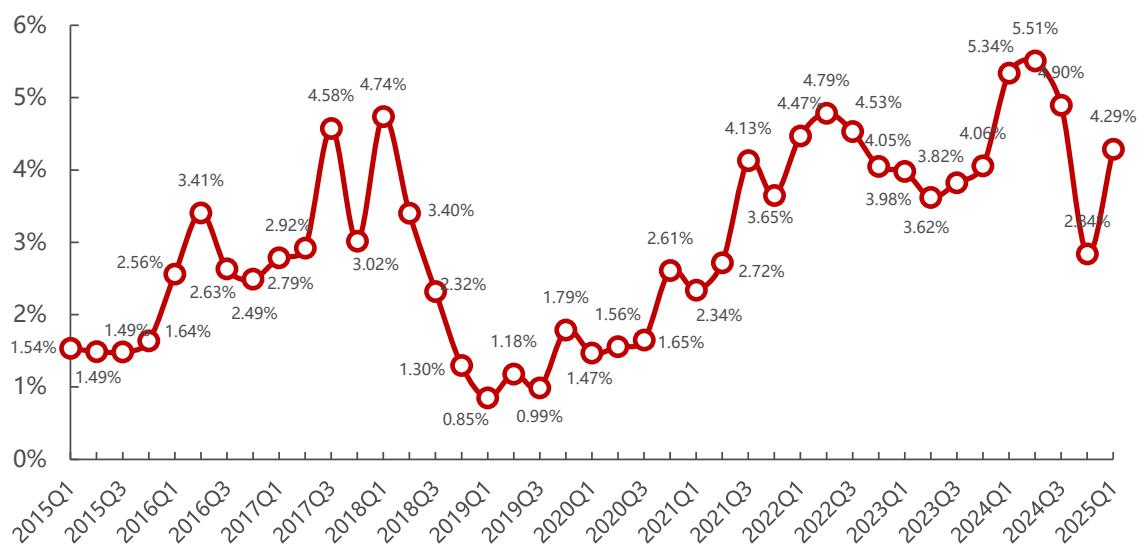
图46：2025Q1 稀土板块主要公司归母净利润（亿元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 机构持仓：2025Q1 持仓环比显著回升

从机构持仓市值角度来看：SW有色2025Q1基金持仓比例环比提升1.45pct至4.29%。工业金属方面，2025Q1供给曲线依旧陡峭，需求端国内需求受政策刺激预期较强，工业金属价格整体高位震荡。能源金属方面，稀土磁材、锂、镍等新能源产业链相关金属价格供需格局较为过剩，价格低位震荡，钴价中枢受到刚果金出口限制政策影响有所抬升。贵金属方面，美国降息落地，美国关税不确定性叠加地缘冲突不断带来的黄金避险需求提升，金价创历史新高。25Q1贵金属板块表现较好，紫金矿业和贵金属板块个股增持仓位较大。

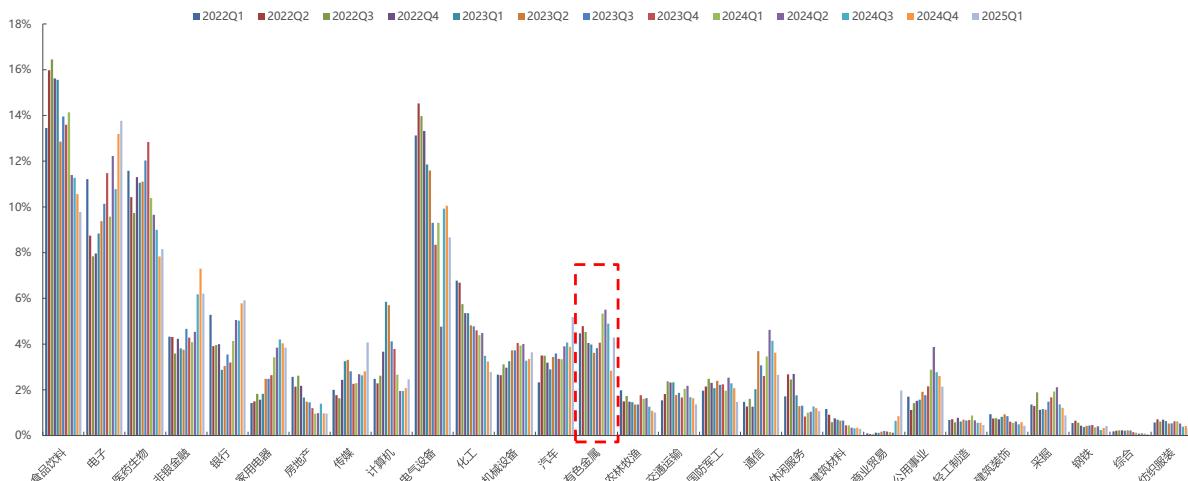
图47：有色基金持仓市值比例环比提升1.45pct至4.29%



资料来源：wind，民生证券研究院

注：25Q1统计口径略有调整，结合申万一级分类（2021）新纳入部分港股及近期上市个股。

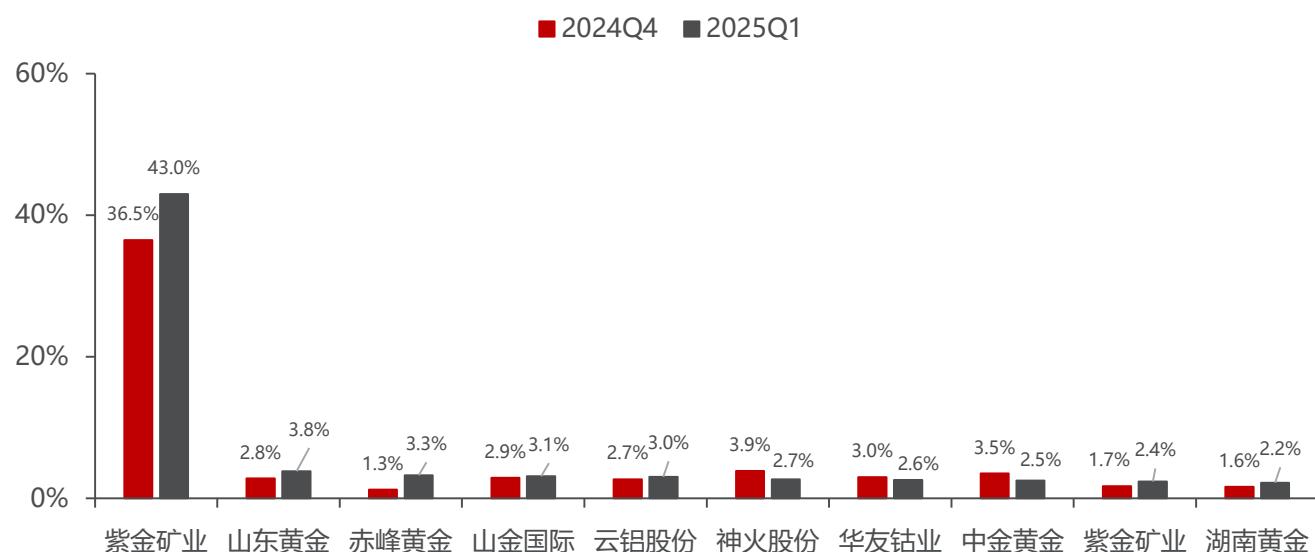
图48：2025Q1有色行业公募持仓比例为4.29%，环比2024Q4提升1.45pct



资料来源：wind，民生证券研究院

细分个股而言：有色金属板块公募基金持仓前 10 家企业的持仓占比从 2024Q4 的 57.62% 提升至 2025Q1 的 68.63%，紫金矿业持仓占比从 36.5% 提升至 43.0%，居行业第一。2025Q1 公募基金持仓前 10 家公司合计 890.72 亿元，占全部有色板块的持仓由 2024Q4 的 57.62% 提升到 2025Q1 的 68.63%，分别为 A 股紫金矿业 558.00 亿元 (43.0%)、山东黄金 49.68 亿元 (3.8%)、赤峰黄金 42.23 亿元 (3.3%)、山金国际 40.67 亿元 (3.1%)、云铝股份 39.34 亿元 (3.0%)、神火股份 34.89 亿元 (2.7%)、华友钴业 33.96 亿元 (2.6%)、中金黄金 32.34 亿元 (2.5%)、H 股紫金矿业 31.18 亿元 (2.4%)、湖南黄金 28.43 亿元 (2.2%)。其中紫金矿业的基金持仓占比从 2024Q4 的 36.5% 提升至 2025Q1 的 43.0% 居行业第一。

图49：2025Q1 公募基金大量配置紫金矿业，占比为 43.0%



资料来源：wind，民生证券研究院

表12：有色板块 2025Q1 基金持股市值前 10 大公司

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	2024Q1 基金有色板块持仓
601899.SH	紫金矿业	1,190	128	307,948	105,091	14.96%	558.00	42.99%
600547.SH	山东黄金	145	50	18,482	8,019	5.11%	49.68	3.83%
600988.SH	赤峰黄金	227	69	18,441	11,700	11.08%	42.23	3.25%
000975.SZ	山金国际	217	62	21,181	5,267	8.52%	40.67	3.13%
000807.SZ	云铝股份	168	59	22,689	6,020	6.54%	39.34	3.03%
000933.SZ	神火股份	131	43	18,601	-747	8.29%	34.89	2.69%
603799.SH	华友钴业	108	44	9,967	1,311	5.91%	33.96	2.62%
600489.SH	中金黄金	155	55	22,985	-1,617	4.74%	32.34	2.49%
2899.HK	紫金矿业	100	38	19,111	7,928	0.72%	31.18	2.40%
002155.SZ	湖南黄金	62	26	12,432	3,810	10.34%	28.43	2.19%

资料来源：wind，民生证券研究院

从个股增持方面来看：紫金矿业、赤峰黄金、山东黄金等贵金属板块个股增持仓位较大。2025Q1 公募基金增持有色板块的前 5 大股票分别为紫金矿业（A 股）被增仓 105091.40 万股（市值占比 36.49%→42.99%）、赤峰黄金被增仓 11700.34 万股（市值占比 2.37%→6.46%）、山东黄金被增仓 8018.79 万股（市值占比 2.77%→3.78%）、云铝股份被增仓 6019.85 万股（市值占比 3.64%→4.07%）、紫金矿业（H 股）被增仓 7928.16 万股（市值占比 0.26%→1.23%）。紫金矿业（A 股）25Q1 的基金持仓市值占比从 36.49% 上升至 42.99%，25Q1 基金持股增仓市值位居行业增仓第一。

表13：2025Q1 基金增仓市值 top10

代码	名称	2024Q4 基金持仓占比	2025Q1 基金持仓占比	2024Q4 基金持股总市值（亿元）	2025Q1 基金持股总市值（亿元）	2025Q1 基金增减仓（亿元）
601899.SH	紫金矿业	36.49%	42.99%	306.72	558.00	251.28
600988.SH	赤峰黄金	1.25%	3.25%	10.52	42.23	31.71
600547.SH	山东黄金	2.82%	3.83%	23.68	49.68	26.00
000807.SZ	云铝股份	2.68%	3.03%	22.55	39.34	16.79
2899.HK	紫金矿业	1.74%	2.40%	14.64	31.18	16.54
000975.SZ	山金国际	2.91%	3.13%	24.46	40.67	16.21
002155.SZ	湖南黄金	1.61%	2.19%	13.56	28.43	14.87
1818.HK	招金矿业	1.15%	1.77%	9.68	22.93	13.26
1787.HK	山东黄金	0.42%	1.22%	3.56	15.86	12.30
603993.SH	洛阳钼业	1.54%	1.75%	12.96	22.67	9.71

资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股减持方面来看：新能源锂板块 25Q1 减仓较多。25Q1 公募基金减持有色板块的前 5 大股票分别为：中矿资源被减仓 1766.38 万股（市值占比 1.97%→0.72%）、天齐锂业被减仓 1178.69 万股（市值占比 1.59%→0.67%）、中国铝业被减仓 5106.55 万股（市值占比 3.37%→1.92%）、图南股份被减仓 1501.30 万股（市值占比 0.89%→0.33%）、亚太科技被减仓 4795.64 万股（市值占比 0.54%→0.12%），新能源锂板块相关股票成为 25Q1 主要减仓对象。

表14：2025Q1 基金减仓市值 top10

代码	名称	2024Q4 基金持仓占比	2025Q1 基金持仓占比	2024Q4 基金持股总市值（亿元）	2025Q1 基金持股总市值（亿元）	2025Q1 基金增减仓（亿元）
002738.SZ	中矿资源	1.97%	0.72%	16.58	9.32	-7.26
002466.SZ	天齐锂业	1.59%	0.67%	13.32	8.67	-4.66
601600.SH	中国铝业	3.37%	1.92%	28.33	24.94	-3.39
300855.SZ	图南股份	0.89%	0.33%	7.49	4.31	-3.18
002540.SZ	亚太科技	0.54%	0.12%	4.54	1.62	-2.92
002460.SZ	赣锋锂业	2.24%	1.26%	18.85	16.40	-2.46
688190.SH	云路股份	0.35%	0.07%	2.97	0.87	-2.09
300811.SZ	铂科新材	1.25%	0.66%	10.50	8.56	-1.94
002340.SZ	格林美	1.55%	0.86%	13.03	11.17	-1.86
000426.SZ	兴业银锡	0.81%	0.38%	6.85	4.99	-1.85

资料来源：Wind，民生证券研究院

4 2025H2 展望：关税压力测试，风物长宜放眼量

4.1 工业金属：供给约束托底价格，关税压力测试打开价格

上涨空间

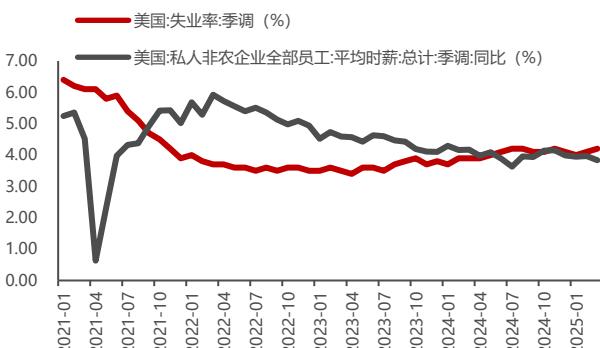
美国挑起贸易争端，经济预期走弱，降息预期走强。美联储的降息政策可以对市场情绪和资金流动产生影响，其背后的原因简单来讲可以理解为市场预期美联储的宽松货币政策，导致美元贬值，美元指数回落，以美元计价的大宗商品价格上涨。由于此前通胀持续下滑以及失业率底部抬升，24年9月如期开启降息，进入2025年，年初市场对全年降息预期仅为2次，但4月2日美国挑起贸易争端后，市场对美国衰退的预期大幅升温，美国一季度GDP录得环比-0.3%，股市下跌，同时美国4月消费者信心指数连续第5个月下降，跌至2020年以来的最低水平，随之而来的是降息预期的升温，近期利率期货市场交易全年降息3-4次，金融属性边际利好仍在。

图50：美国通胀持续回落



资料来源：ifind，民生证券研究院

图51：美国失业率底部震荡

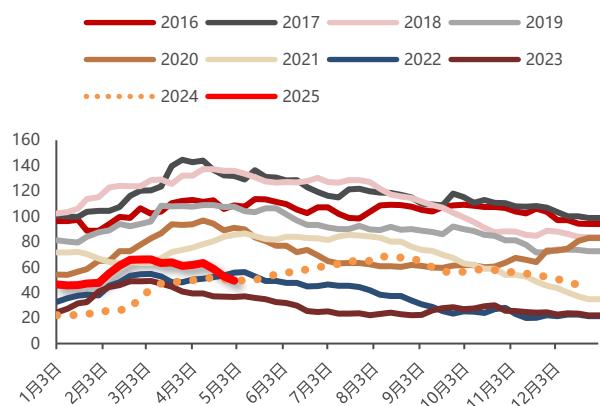


资料来源：ifind，民生证券研究院

对铜而言：供给端矿端维持紧张格局，冶炼厂减产在即，而需求端传统领域需求韧性十足，新兴领域需求占比超过10%，新能源车和风电光伏的新兴领域需求快速拉动铜整体需求上行，海外供应链重构拉动铜出海需求，供需紧平衡下铜价中枢有望持续上行。

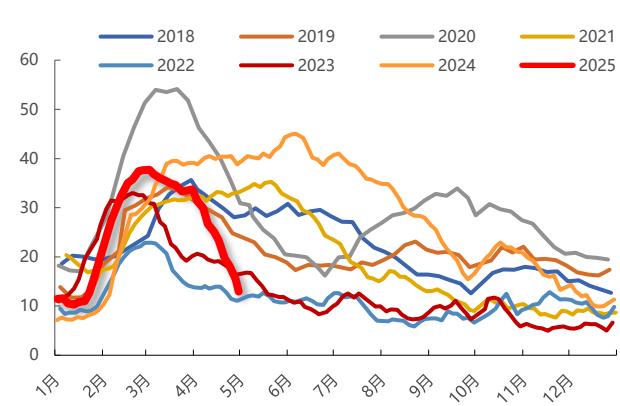
从库存来看，从全球显性库存来看，交易所及保税区库存年初经过季节性累库后需求表现较强，3月出现库存拐点之后整体维持去库走势，近一个月去库近20%，已经低于2022和2024年同期水平。截至2025年4月30日，三大期货交易所+上海保税区铜库存合计为49.57万吨。若单独看国内社库，截至2025年4月30日，国内铜社库仅为12.96万吨，仅略高于2022年同期，近一个月去库62%，考虑到保税区库存近一个月基本持平，表明国内实际需求较强。

图52：2025年4月30日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为49.57万吨（单位：万吨）



资料来源：ifind，民生证券研究院

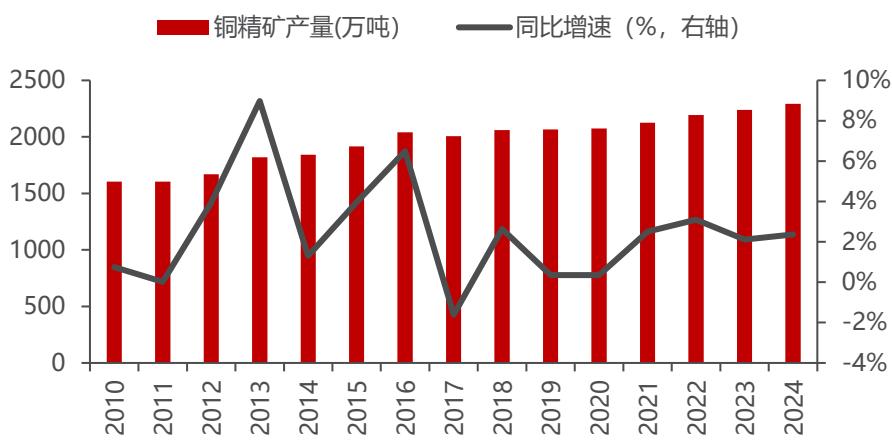
图53：国内铜社库加速去库（单位：万吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

供给较为紧张：全球头部铜矿生产国家面临老矿山品位下滑、缺水、罢工、社区问题等困扰，近几年产量持续受到干扰。多家矿企下调2025年产量，供给继续缩紧，我们预计全年矿端增量仅40万吨左右。据ICSG数据，2024年全球铜矿继续维持低增速，全年产量2291.3万吨，同比增长2.4%，增量仅53万吨。而从2025年产量规划来看，多家矿企已明确下调全年产量，第一量子位于巴拿马的铜矿今年复产无望，全球铜矿供给缩紧趋势进一步强化，全年预计矿端增量仅40万吨左右。

图54：2024年全球铜精矿产量维持低增速



资料来源：ICSG，民生证券研究院

表15：全球头部铜矿企历年产量及最新产量指引情况（单位：万吨）

公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	增减量
自由港	169.5	169.5	149.3	145.2	172.4	190.5	190.5	190.5	181	-9.1
必和必拓	132.6	175.3	168.9	172.4	163.6	157.4	171.6	186.5	194.5	8.0
南方铜业	91.3	92.0	102.0	102.2	95.8	89.5	91.1	97.4	96.7	-0.7
嘉能可	131.0	145.4	137.1	125.0	119.6	105.9	101.0	95.2	88	-7.2
英美资源	57.9	66.9	63.8	64.8	64.8	66.5	82.6	77.3	72	-5.3
力拓	47.8	63.4	57.8	52.9	49.4	52.0	61.9	69.7	81.5	11.8
安托法加斯塔	70.7	73.0	77.0	73.4	72.2	64.6	66.1	66.4	68	1.6
波兰铜业	41.9	53.3	53.5	54.1	56.7	54.0	51.4	54.1	不明	0.0
泰克资源	28.7	29.4	29.7	27.6	28.7	27.0	29.6	44.6	52.75	8.2
俄镍	38.4	47.3	49.9	48.8	40.8	43.3	42.5	43.3	42.6	-0.7
第一量子	57.4	60.6	63.4	77.9	81.6	77.6	70.8	43.1	41	-2.1
紫金矿业	20.8	24.9	37.0	45.3	58.4	87.7	100.7	107.0	115	8.0
洛阳钼业	24.9	20.0	20.7	21.0	23.3	27.7	42.0	65.0	63	-2.0
五矿资源	59.8	46.6	45.2	38.5	34.0	30.5	34.7	36.7	49.4	12.7
合计	973	1068	1055	1049	1061	1074	1137	1177	1146	23

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

表16：2024-2028年新增铜矿产量（单位：万吨）

矿山	所在地	公司	矿山新增量				
			2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
巨龙	中国	紫金矿业	2.1	0	15	2.4	0
玉龙	中国	西部矿业	3	0	4	2	0
朱诺	中国	紫金矿业	0	0	2	3	2.6
谢通门	中国	金川集团&紫金矿业	0	0	1	3	1
甲玛	中国	中国黄金国际	2.4	3.1	0	0	0
QB2	智利	泰克资源	20	0	0	0	0
Chuquicamata 地下矿	智利	智利国家铜业	5.5	5.5	5.5	0	0
Escondida	智利	必和必拓 BHP	2	2	2	3	3
Spence	智利	必和必拓 BHP	1	2	0	0	0
Mantoverde	智利	Capstone	6	0	0	0	0
Grasberg	印尼	自由港	5	-1	0	0	0
Almalyk	乌兹别克斯坦	Almalyk Mining and Metallurgical Combine	9	3	0	0	0
Bor	塞尔维亚	紫金矿业	2	0	2	2	2
Timok 上带矿	塞尔维亚	紫金矿业	0	3	0	0	0
Timok 下带矿	塞尔维亚	紫金矿业	0	0	2	2	3
Palabora Copper	南非	河钢资源	2	1	2	0	0
Las Bambas	秘鲁	五矿资源	2	8	0	0	0
Toromocho	秘鲁	中国铝业集团	0	0	0	0	0
Quellaveco	秘鲁	英美资源	0	0	0	0	0

Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	11	5	5	0	0
Kamoa-Kakula	刚果金	紫金矿业&艾芬豪	4	13	3	0	0
科卢维奇	刚果金	紫金矿业	-3	3	0	0	0
TFM	刚果金	洛阳钼业	15	2	3	7	2
KFM	刚果金	洛阳钼业	9.5	2.5	0	5	5
Lonshi	刚果金	金诚信	1.5	2	0	0	0
Kinsevere	刚果金	五矿资源	0.5	1.5	2	0	0
门塞萨	刚果金	中国有色矿业	0	0	0	1	1
刚波夫西矿体	刚果金	中国有色矿业	0	0	0	0	1
Lubambe	赞比亚	金诚信	0	0	0.25	0.55	0.25
卢安夏主矿体	赞比亚	中国有色矿业	0	0	0.5	1.5	2
米拉多铜矿二期	厄瓜多尔	铜陵有色	0	5	7	0	0
Udokan	俄罗斯	Udokan Copper LLC	4	3	2	0	0
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	2	0	0	0	0
Salobo	巴西	淡水河谷	0	3	0	0	0
San Matias	哥伦比亚	金诚信	0	0	0	2	1
Cobre Panama	巴拿马	第一量子	-35	0	10	15	0
矿山品位衰减等常规减量			-20	-27	-20	-20	-20
总计 (万吨)			51	39	48	29	4

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：25年常规减量按照矿企指引调整

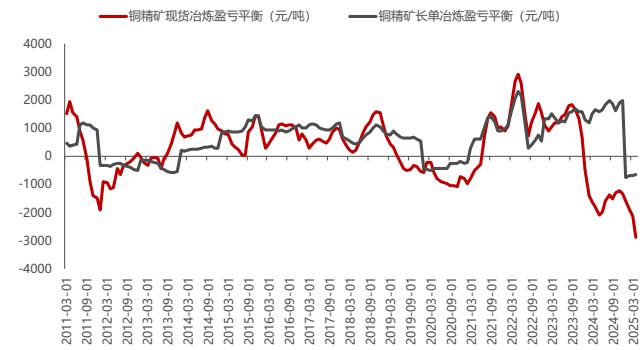
2025 年长单为历史最低水平，年后现货加工费则再次深陷负值区间，冶炼厂加工费持续低迷。此前，智利铜矿商 Antofagasta 已同意以每吨 21.25 美元/每磅 2.125 美分的价格将铜精矿出售给江西铜业股份有限公司，这一新的长单数字同比 2024 年每吨 80 美元/每磅 8.0 美分下滑了 73%，为历史最低加工费水平。受铜精矿持续紧张影响，现货加工费同样一路下跌，年后以来再次深陷负值区间，最新的现货加工费水平为 -42.61 美元/吨。

图55：现货冶炼加工费维持低位



资料来源：SMM，民生证券研究院

图56：长单冶炼盈利转为负数，现货冶炼盈利处于历史低位

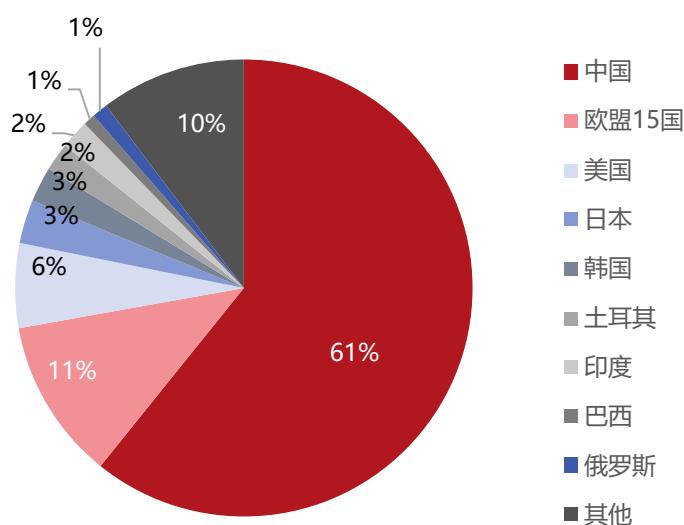


资料来源：SMM，民生证券研究院

注：此处盈利数据未考虑金银等副产品盈利以及回收率盈利

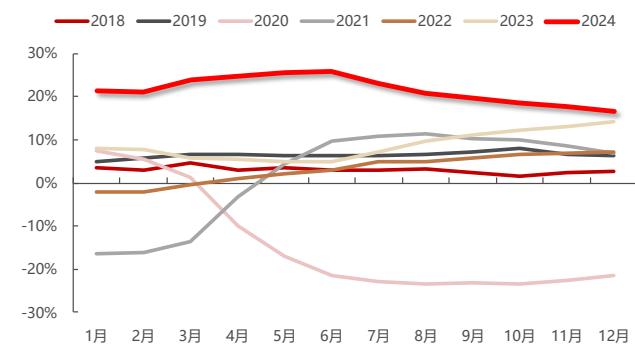
需求端：重视海外供应链重构带来的需求增长。由于国际局势紧张，出于供应链安全考虑，部分终端设备生产商开始在除中国之外的地区寻求新的供应链公司，部分国内产能跟随下游客户转移至海外，海外国家在承接国内产能转移的过程中，相应的基建也需要进行同步建设，因此会大幅拉动铜铝等工业金属需求，且这种海外供应链重构对大宗商品需求的拉动是持续存在的。欧洲部分国家（如土耳其）、北美（如墨西哥、加拿大）和印度、东南亚等国都在重构供应链，供应链重构对商品需求的拉动将成为未来3-5年的主角。

图57：除了中美欧外，其他国家需求铜占比达到22%（2023年）



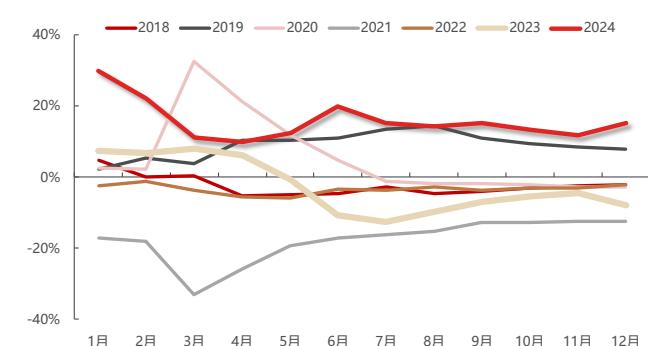
资料来源：wind, ICSG, 民生证券研究院

图58：2024年印度精炼铜需求增速达到16.71%



资料来源：wind, ICSG, 民生证券研究院

图59：2024年其他地区精炼铜需求增速达到15.06%



资料来源：wind, ICSG, 民生证券研究院

注：其他地区指除了巴西、中国、印度、日本、韩国、俄罗斯、土耳其、美国、欧盟15国外的其他地区

电解铝板块：Q1 国内需求韧性好，供应端电解铝产量高位，库存季节性持续去库，铝价高位震荡。电解铝自身基本面较强，随着成本端氧化铝价格走弱，电解

铝利润空间增厚。

供给端：投产接近尾声，2025年净增产能41万吨。电解铝在建项目较少，并且大部分是置换产能，净增产能较少，据阿拉丁统计，2024年国内新投产电解铝产能97万吨，但大部分产能是指标转移及置换，2024年净增产能仅有17万吨。2025年规划投产产能53万吨，但新增产能只有41万吨。

表17：2024-2025年电解铝产能变化（单位：万吨）

省市	项目	规划产能	截至2023年底投产产能	已有合规产能	2024新投产能	2024净增产能	2025新投产能	备注
云南	云南宏泰	203	150	203	53		0	产能转移
云南	云南宏合	193	0	193	0		0	产能转移
贵州	元豪铝业	33	8	10.65	0		0	暂无指标
贵州	双元铝业	10	14.5	14.5	0		10	产能置换
青海	中铝青海	50	40	50	0		10	产能置换
青海	海源绿能	35	24	35	0		11	重组后复产
内蒙古	华云三期	42	0	42	42	17	0	产能置换+外购指标
内蒙古	扎铝二期	35	0	35	0		0	力争25年底投产
四川	广元弘昌晟	25	12	12	0		0	暂无指标
山西	中铝华润二期	50	0	0	0		0	无明确时间
新疆	天山铝业	120	120	140	0			暂无规划
新疆	农六师铝业	190	170	190	0		20	运行产能增加
合计		986	538.5	925.15	97	17	53	

资料来源：阿拉丁，民生证券研究院

海外印尼电解铝投产进度较慢。目前印尼在产电解铝项目只有两个，其中印尼国家铝业运行产能接近30万吨，华青铝业2023年上半年投产25万吨。产能规划方面，目前有明确时间表的四家企业规划总产能达到510万吨，其中印尼国家铝业总规划达到60万吨，华青铝业总规划200万吨，印尼Adaro总规划150万吨，南山铝业总规划100万吨，此外华友钴业、山东魏桥也分别规划200、100万吨电解铝产能，目前印尼总规划产能超过800万吨。

表18：印尼在产及规划产能概况（单位：万吨）

公司	运行产能	规划总产能	项目位置	股权情况	电力来源	氧化铝	阳极	投产进度
印尼Inalum	30	60	北苏门答腊省	Inalum 100%	水电	外购	自备	2023年产能30万吨，2024年规划增加10万吨产能，2025年计划启动升级改造至60万吨产能

华青铝业	25	200	苏拉威西省	华峰集团和青山集团合资	自备火电	外购	自备	2023年投产25万吨，2024年预计投产25万吨，剩余产能规划2025年以后投产
PT KAI (Adaro&力勤项目)	0	150	北加里曼丹省	Adaro 65%; Aumay (力勤) 22.5% ;CITA 12.5%	自备火电+水电	外购	外购	目前正在建设第一期(年产50万吨)电解铝项目，计划2025年第一季度投产。第二期(年产50万吨)，计划2026年第四季度投产；第三期(年产50万吨)项目，计划在2029年第四季度投产
PT BEA (南山铝业项目)	0	100	廖内群岛省	南山铝业 100%	自备火电	自供	自备	一期25万吨预计2026年投产
华友钴业	0	200	-	-	-	-	-	规划阶段
山东魏桥	0	100	-	-	-	-	-	规划阶段

资料来源：南山集团官网，Inalum 公告，铝途有你公众号，民生证券研究院

2024-2025年印尼投产的电解铝产能较少。根据已经有明确规划的四家企业时间表，从释放节奏上看，2024年约有35万吨产能投放，2025年有50万吨产能投放，2026年南山铝业一期25万吨规划投产，此外PT KAI二期50万吨项目及华青铝业部分产能可能会投产，但由于电力供应的不确定性，2026年及以后产能释放节奏的不确定性较大。

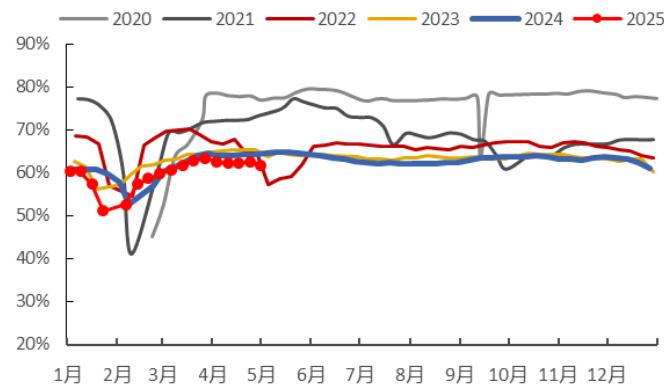
表19：印尼电解铝产能投放进程 (单位：万吨)

公司	2022	2023	2024E	2025E	远期产能
印尼 Inalum	25	30	40	40	60
华青铝业		25	50	50	200
PT KAI (Adaro&力勤项目)				50	150
PT BEA (南山铝业项目)					100
投产产能		30	35	50	370
总产能	25	55	90	140	510

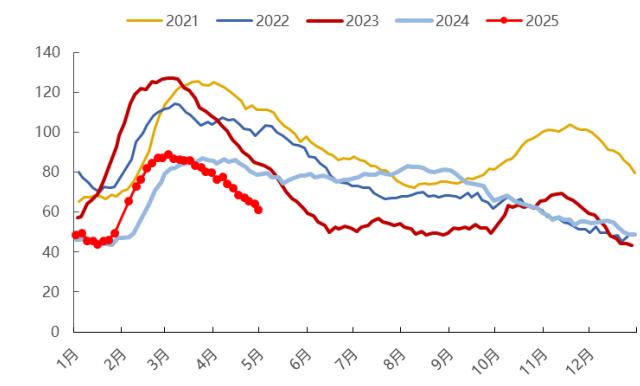
资料来源：电解铝公众号，南山铝业公告，Inalum 官网，民生证券研究院预测

需求端：新兴领域成为新的增长引擎，传统领域韧性仍在。电解铝下游以建筑、交通、电力为主。光伏受电价高企、硅料下跌等因素影响，国内装机上升，配套的电线电缆需求也比较旺盛，此外新能源汽车产销维持高增长，汽车轻量化对铝消费带动明显。由于下游加工产能持续扩张，以及行业订单向大企业转移，导致铝加工企业开工率同比有所下降。由于需求表现良好，国内库存持续去库并保持历史低位。

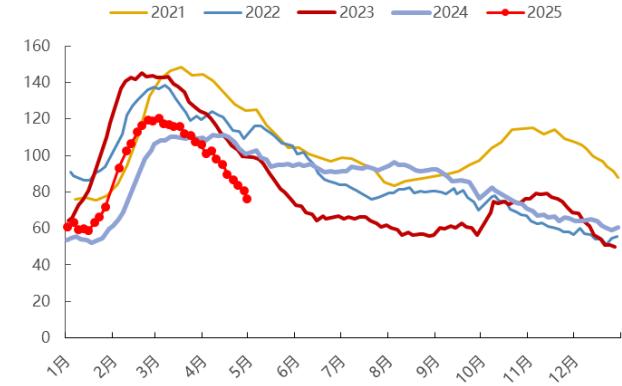
我们测算了不同地产竣工及新兴领域消费增速情形下，国内铝消费的弹性变化。假定2025年新兴增长领域（新能源汽车+光伏）增速10%，即使国内地产竣工下滑7%，新兴增长领域仍能够弥补地产竣工下滑对铝消费的拖累。

图60：铝下游平均周度开工率(%)

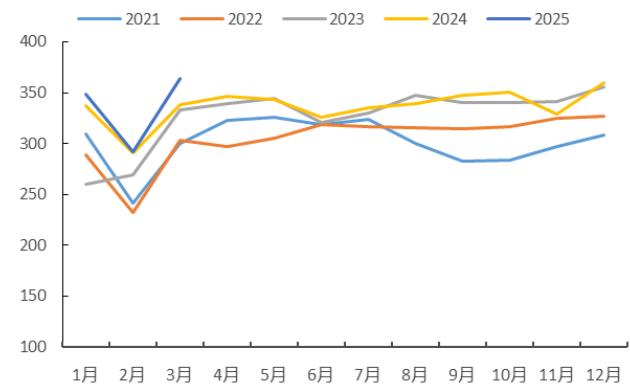
资料来源：SMM，民生证券研究院

图61：国内电解铝社会库存(单位：万吨)

资料来源：wind, 民生证券研究院测算

图62：国内铝锭+铝棒库存 (万吨)

资料来源：wind, SMM, 民生证券研究院

图63：国内电解铝月度消费量 (万吨)

资料来源：wind, 民生证券研究院测算

消费量=产量-净出口-库存净增加

表20：不同新兴领域&地产消费电解铝增速情形下，铝消费影响测算 (单位：万吨)

新兴领域增速(%)	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%
房地产竣工增速 (%)	0	29	58	88	117	146	175	234
-4%	-34	-5	24	54	83	112	141	200
-6%	-51	-22	7	37	66	95	124	183
-8%	-68	-39	-10	20	49	78	107	166
-12%	-102	-73	-44	-15	15	44	73	131
-16%	-136	-107	-78	-49	-19	10	39	97
-20%	-170	-141	-112	-83	-53	-24	5	63

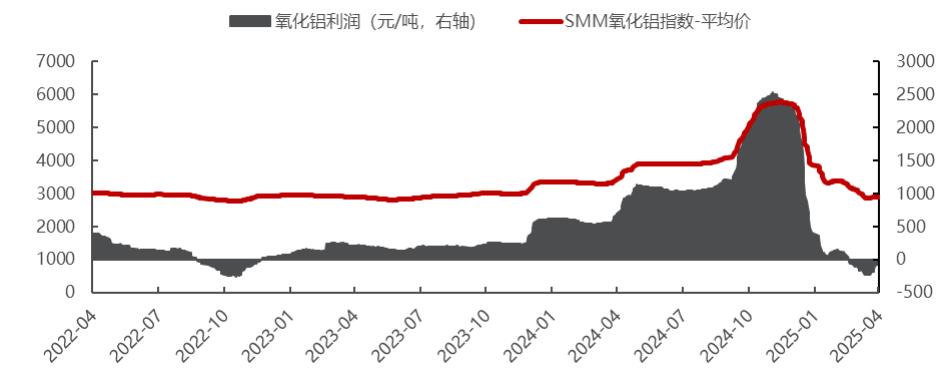
资料来源：wind, SMM, 民生证券研究院测算

表21：不同新兴领域&地产竣工增速情形下，铝供需平衡测算（单位：万吨）

新兴领域增速(%)	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%
房地产竣工增速 (%)	-52	-81	-110	-140	-169	-198	-227	-286
0%	-18	-47	-76	-106	-135	-164	-193	-252
-4%	-1	-30	-59	-89	-118	-147	-176	-235
-6%	16	-13	-42	-72	-101	-130	-159	-218
-8%	50	21	-8	-37	-67	-96	-125	-183
-12%	84	55	26	-3	-33	-62	-91	-149
-16%	118	89	60	31	1	-28	-57	-115
-20%								

资料来源：wind, SMM, 民生证券研究院测算

氧化铝走弱，电解铝利润增厚：随着国内外新产能投产与矿石供应扰动缓解，氧化铝产量逐步释放，叠加需求端电解铝产能天花板逼近，氧化铝需求增长空间有限，逐步走入相对过剩局面，氧化铝价格走弱，让利电解铝。电解铝业绩弹性较大，板块投资性价比突出。

图64：氧化铝价格及利润走势（元/吨）


资料来源：wind, 民生证券研究院

图65：电解铝价格及利润走势


资料来源：wind, 民生证券研究院

4.2 贵金属：降息+避险持续，央行购金下金价长牛

美国经济承压，前景黯淡。美国 2025 年 Q1 季调后实际 GDP 同比增长 2.05%，环比下降 0.30%，低于市场预期。2025 年 3 月，美联储季度经济展望 (SEP) 下调经济预期并上调通胀预测。预计美国 2025 年经济增速仅为 1.7%，较此前预测下降 0.4 个百分点。预测 2026/2027 年经济增速均为 1.8%，较此前预测下修 0.2/0.1 个百分点。预计 2025 年核心通胀增速为 2.8%，较前值上调 0.3 个百分点。受关税影响 4 月，高盛预计未来 12 个月美国衰退的概率从 35% 提升至 45%，同时将美国 2025 年四季度 GDP 增长预测从之前的 1.0% 下调至 0.5%，摩根大通预计今年全球经济陷入衰退的风险概率由原先的 40% 上升至 60%。

图66：美国 GDP 增速不及预期（单位：%）



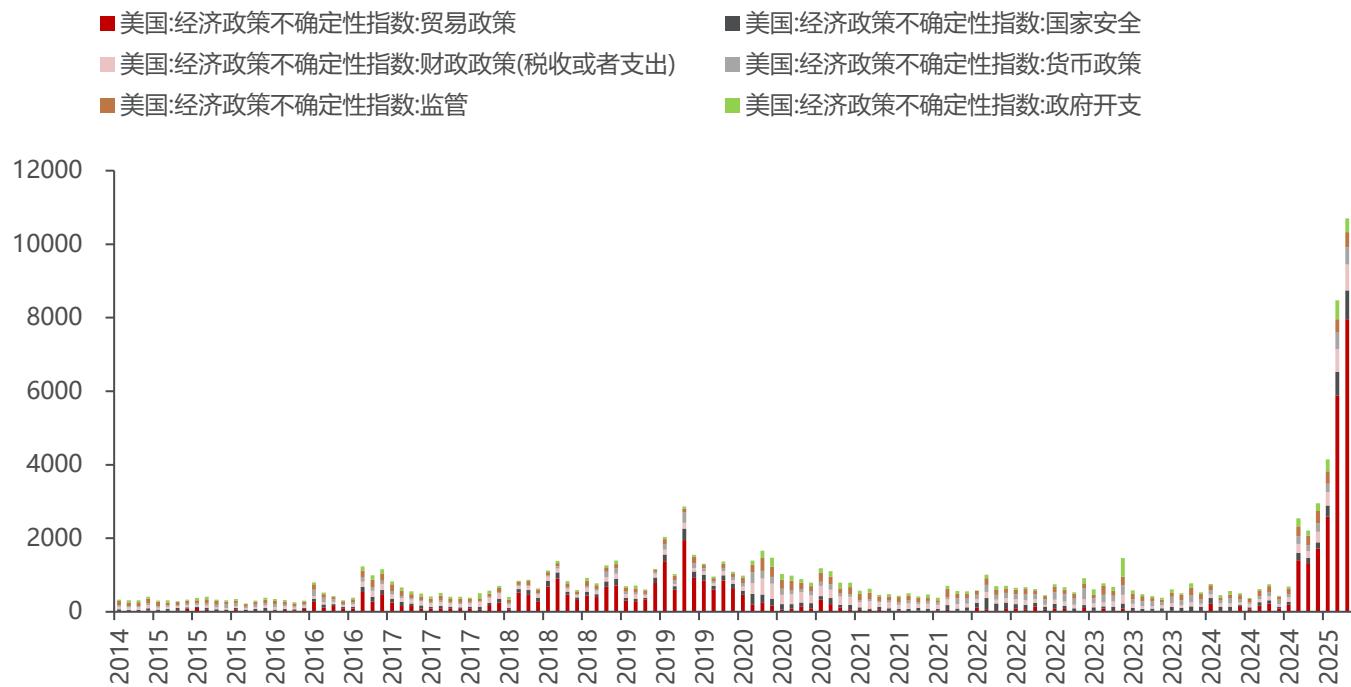
资料来源：wind，民生证券研究院

图67：美国制造业 PMI 持续处于历史较低水平



资料来源：wind，民生证券研究院

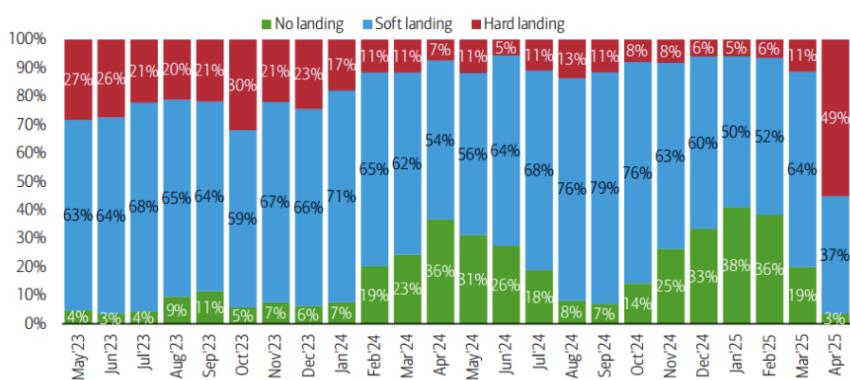
关税发酵，避险情绪升温。4 月 2 日，美国总统特朗普签署行政令，对进口自其他国家的商品征收“对等关税”。最低基准税率为 10%，而针对 57 个国家商品自 4 月 9 日起征收更高的关税税率。目前主要国家仍处于谈判期间，但关税引发的经济风险以及特朗普自身政策反复性将美国经济不确定性推向历史新高。2025 年 4 月，美国经济不确定性指数录得 10699 点，持续刷新历史新高。美国经济硬着陆预测也由 4 月开始反转成为主流。

图68：美国经济不确定指数创历史新高


资料来源：wind，民生证券研究院预测

图69：硬着陆成为当下美国经济主流预期

Chart 4: 49% say "hard landing," 37% "soft landing," 3% "no landing"
What is the most likely outcome for the global economy in the next 12 months?



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

资料来源：BofA Global Research，民生证券研究院

降息周期持续，利好金价。根据复盘历次美联储利率周期，首次降息落地后，美联储释放的流动性带来流动性实质改善，金价大概率延续上一阶段的上涨趋势，降息周期持续本质利好金价。当前市场预期美联储 2025 年将降息 4 次，首次降息大概率发生在 7 月。

图70：美联储降息概率表

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
5/7/2025						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	98.0%
6/18/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	42.8%	56.4%
7/30/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	33.8%	53.5%	12.1%
9/17/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	29.7%	51.0%	17.2%	1.5%
10/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	19.9%	43.8%	28.6%	6.8%	0.5%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	14.6%	37.4%	32.7%	12.7%	2.2%	0.1%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.2%	23.9%	35.5%	24.5%	8.4%	1.4%	0.1%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.1%	2.7%	13.9%	28.9%	30.7%	17.5%	5.3%	0.8%	0.0%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.7%	5.3%	17.3%	29.3%	27.7%	14.8%	4.3%	0.6%	0.0%
6/17/2026	0.0%	0.2%	2.0%	8.6%	20.7%	28.9%	24.1%	11.8%	3.3%	0.5%	0.0%
7/29/2026	0.0%	0.4%	2.9%	10.3%	21.8%	28.2%	22.4%	10.6%	2.9%	0.4%	0.0%
9/16/2026	0.1%	0.8%	3.8%	11.8%	22.6%	27.5%	20.9%	9.6%	2.6%	0.4%	0.0%
10/28/2026	0.2%	1.4%	5.6%	14.2%	23.7%	26.0%	18.4%	8.1%	2.1%	0.3%	0.0%
12/9/2026	0.1%	0.6%	2.8%	8.4%	17.3%	24.4%	23.5%	15.0%	6.1%	1.5%	0.2%

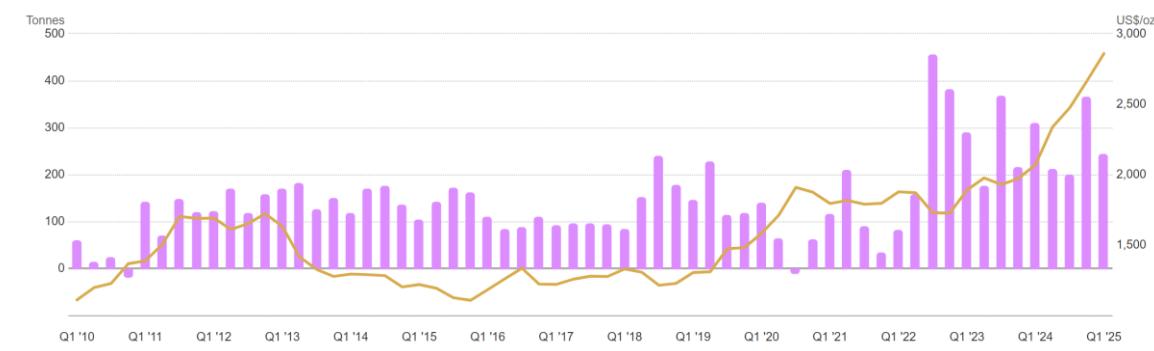
资料来源：Fed Watch, 民生证券研究院

图71：历史降息周期金价涨跌幅

末次加息①	首次降息②	末次降息③	降息次数	降息持续月数	降息幅度 (%)	①-②金价表现	①-③金价表现	②-③金价表现
1971-08	1971-09	1971-12	7	4	2.25	-1.65%	1.75%	3.46%
1974-05	1974-07	1976-01	14	19	8.25	-12.43%	-19.46%	-8.04%
1981-05	1981-06	1982-12	12	19	11.50	-4.79%	-8.03%	-3.40%
1984-08	1984-10	1986-08	13	23	5.87	-2.53%	8.06%	10.86%
1989-02	1989-06	1992-09	21	40	6.75	-4.97%	-11.16%	-6.51%
1995-02	1995-07	1998-11	6	42	1.25	2.55%	-21.86%	-23.80%
2000-05	2001-01	2003-06	13	31	5.50	-3.76%	29.28%	34.33%
2006-06	2007-09	2008-12	10	16	5.00	20.13%	38.22%	15.06%
2018-12	2019-07	2020-03	5	8	2.25	12.74%	27.09%	12.72%

资料来源：Fed Watch, 民生证券研究院

央行购金趋势难改，连续三年超千吨。2024Q4 全球央行购金 333 吨，同比增长 53.6%，环比增长 71.4%，年度购金 1045 吨，连续三年购金超千吨。2025 年一季度全球央行净购入黄金 244 吨，符合近三年季度购金量的常态水平。另外，我国央行已从 2024 年 11 月起连续五个月扩大黄金储备。目前我国官方黄金储备目前达 2292 吨，占外汇储备总额 6.5%，创历史新高。考虑到当前全球地缘政治等不确定性加大、叠加全球信用货币超发的大背景，黄金配置的需求可能继续增长，预计央行购买黄金有望成为中长期的大趋势，从而支撑金价不断上行。

图72：全球央行购金数据


资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院

图73：我国央行连续五个月增持黄金


资料来源：国家外汇管理局，世界黄金协会，民生证券研究院

黄金 ETF 持仓有所回升，但上行空间依然充足。截至 4 月末，全球主要黄金 ETF/SPDR 持仓 1071/945 吨，较年初仅增持 67.8/72.9 吨，相对增持幅度有限，未来空间仍然充足。

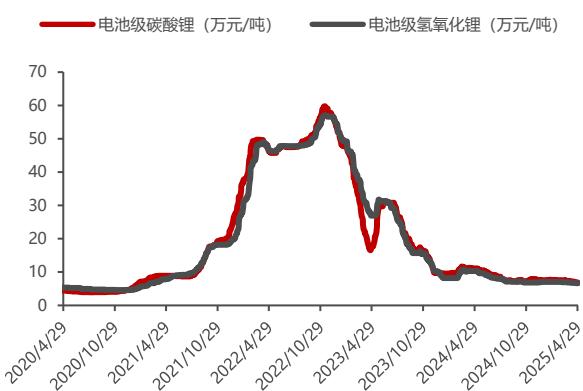
图74：硬着陆成为当下美国经济主流预期


资料来源：BofA Global Research，民生证券研究院

4.3 能源金属：成本压力加剧，静待行业进一步出清

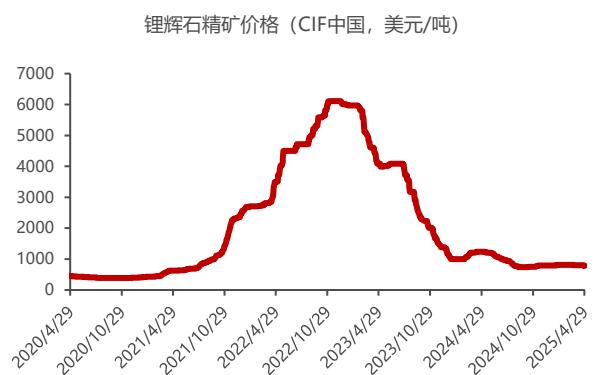
澳矿出清明显，盐湖扩产项目延后。因锂价下行压力，24 年澳矿 Finniss、Bald hill、Pilbara 相继出现减停产，盐湖提锂龙头 SQM 3 万吨扩产项目投产时间由 2025 年推迟至 2026 年；Arcadium 旗下 Fénix 项目的 1 万吨产能延期至 28H1 投产，Sal de Vida 项目一期 1.5 万吨产能最早规划 24 年年中投产，23Q3 规划延期至 25H2 投产，24Q3 规划延期至 26H2 投产；Cauchari 项目 2.5 万吨产能 23Q3 季报中计划 27H2 投产，24Q3 规划延期至 28 年后投产；Argosy 旗下 Rincon 项目 2000 吨产能 24Q3 暂停运营；Galan 旗下 HMW 一期 0.54 万吨产能投产时间由 25H1 投产推迟至 26H1。**锂价下行对南美盐湖新规划产能的投资决策的影响已经开始，加上较高的投资强度，未来该区域供给增速或将放缓。**

图75：2025Q1 国内锂盐价格继续下跌



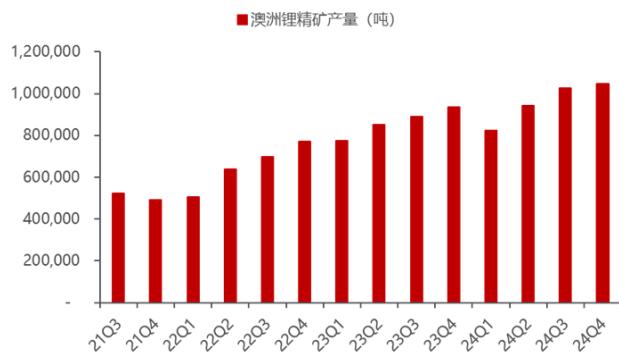
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图76：2025Q1 锂精矿价格继续下跌



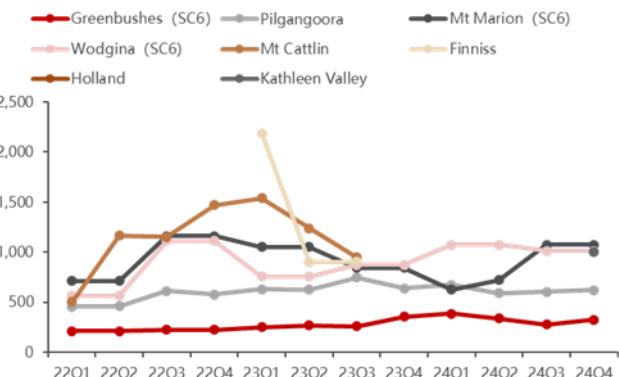
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图77：产能开始出清，24 年澳矿供给增速放缓



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图78：主要澳矿现金成本 (澳元/吨)



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图79：南美盐湖提锂产能产量预测

国家	公司	盐湖	产能 (万吨LCE)					产量 (万吨LCE)				
			2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
智利	SQM	Atacama	21.0	25.0	25.0	28.0	28.0	18.2	21.1	23.4	25.2	26.2
	ALB	Atacama	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	4.7	6.2	7.4	7.8	7.8
	智利合计		29.4	33.4	33.4	36.4	36.4	22.9	27.3	30.8	33.0	34.0
阿根廷	Arcadium	Hombre Muerto	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	2.1	2.5	2.9	3.0	3.0
		Olaroz	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	1.8	2.4	3.1	3.5	3.5
		Sal de Vida	-	-	-	1.5	1.5	-	-	-	0.3	1.0
		Cauchari	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	盛新锂能	SDLA	0.3	0.3	-	-	-	0.2	0.2	-	-	-
		Pocitos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	紫金矿业	3Q盐湖	-	-	2.0	2.0	2.0	-	-	0.4	1.4	1.7
	赣锋锂业/LAAC	Cauchari-Olaroz	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	0.6	2.6	3.2	3.4	3.4
	赣锋锂业	Mariana	-	-	1.7	1.7	1.7	-	-	0.6	1.3	1.5
		PPG项目	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
阿根廷	Posco	Hombre Muerto	-	2.5	5.0	5.0	5.0	-	0.4	1.8	3.5	4.0
	Argosy	Rincon	0.2	-	-	-	-	0.0	0.0	-	-	-
	西藏珠峰	SDLA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		Arizaro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Eramet	Centenario-Ratones	-	-	2.4	2.4	2.4	-	-	1.0	1.9	2.0
	力拓	Rincon	-	0.3	0.3	0.3	0.3	-	-	0.1	0.2	0.3
	Galan Lithium	Hombre Muerto West	-	-	-	0.5	0.5	-	-	-	0.2	0.3
		Candelas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Lake resources	Kachi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Lithium South	Hombre Muerto North	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
阿根廷合计			11.9	14.5	22.9	25.0	25.0	4.7	8.1	13.1	18.7	20.7
南美合计			41.3	47.9	56.3	61.4	61.4	27.5	35.4	43.8	51.6	54.7
yoy			33%	16%	18%	9%	0%	17%	28%	24%	18%	6%
合计新增			10.4	6.6	8.4	5.0	-	3.9	7.8	8.5	7.8	3.0

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

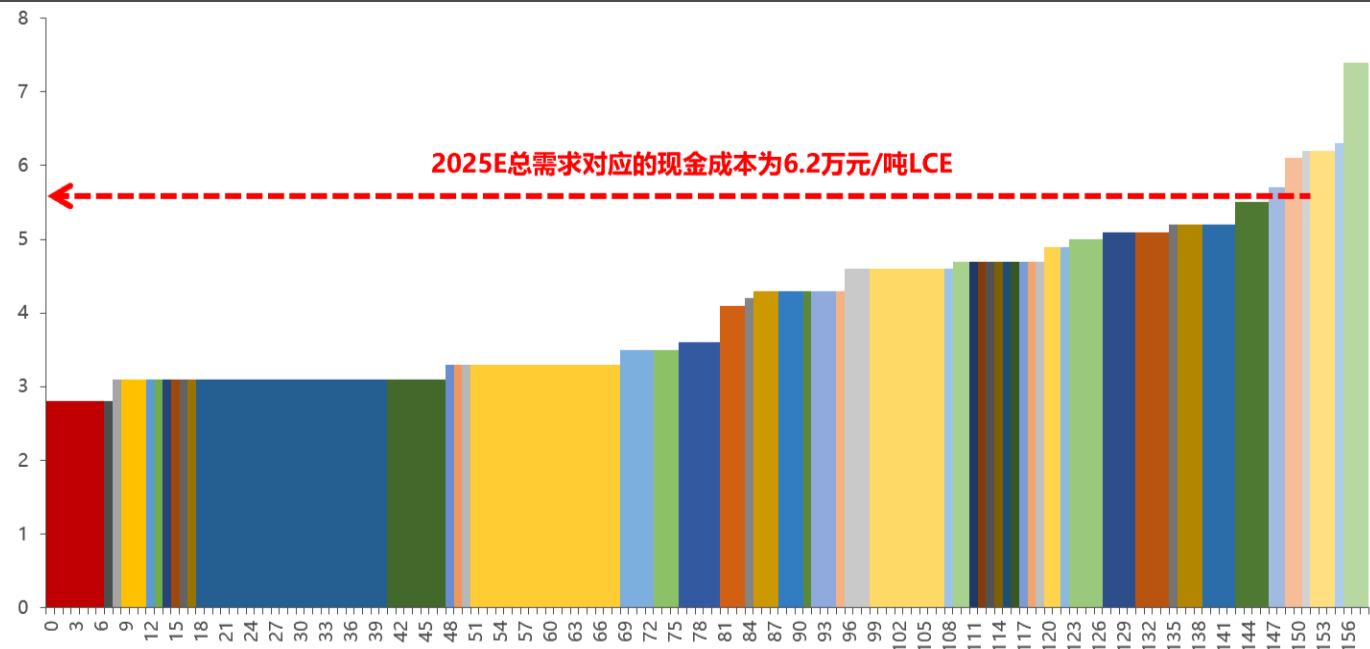
2025 年供给增量下修 16.7 万吨，行业格局明显改善。目前锂价下行业内大部分矿山盈利较差，澳矿存在进一步减停产可能，南美盐湖实际成本被低估，新增产能释放或不及预期。需求端国内新能源车、储能有望继续保持快速增长，乐观假设下，我们预计 2024-2026 年全球锂供给 136.0/168.3/202.3 万吨，过剩量 13.4/17.4/15.9 万吨，中性假设下，我们预计 2024-2026 年全球锂供给 136.0/163.3/197.1 万吨，过剩量 13.4/12.3/10.7 万吨，过剩量占需求的比例为 11.0%/8.1%/5.7%，悲观假设下，我们预计 2024-2026 年全球锂供给 136.0/156.2/187.0 万吨，过剩量 13.4/5.2/0.6 万吨。相对澳矿出清之前，行业格局明显改善。即使在中性假设下，2025 年过剩/需求仅为 8.1%。

图80：全球锂供需平衡表

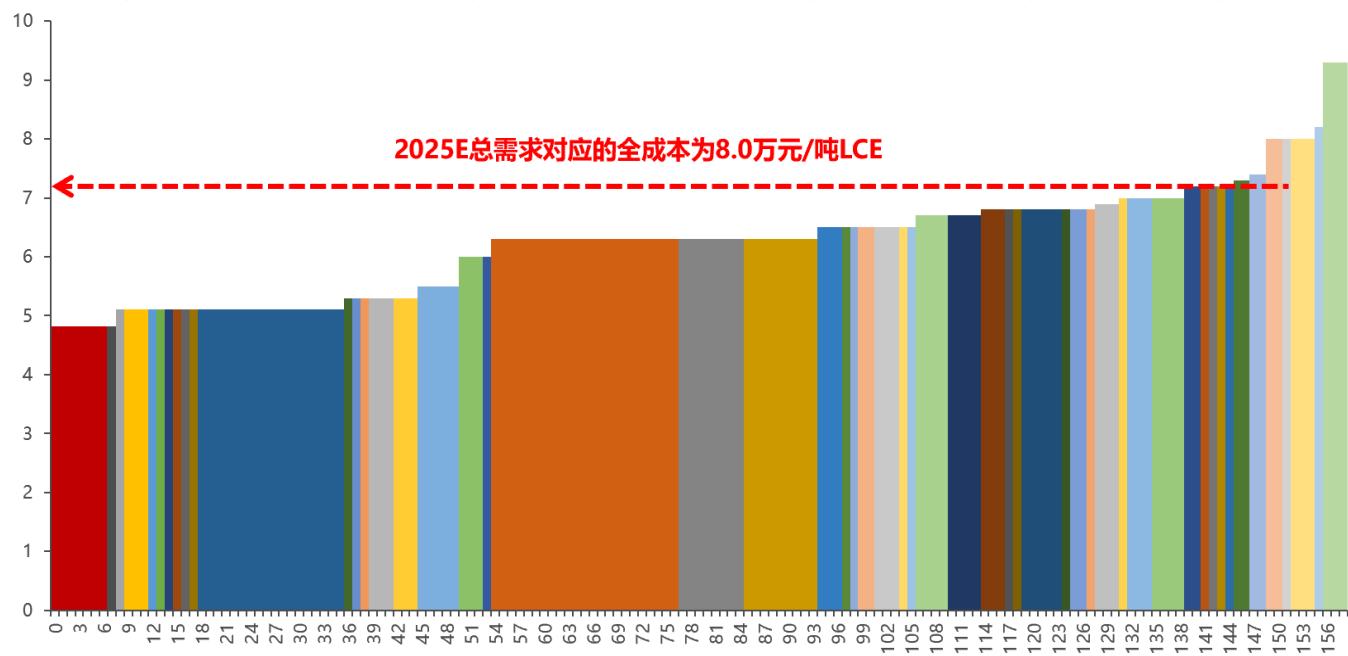
指标	单位	2023	2024	2025E	2026E
全球总供给 (乐观假设)	万吨 LCE	108.3	136.0	168.3	202.3
全球总供给 (中性假设)	万吨 LCE	108.3	136.0	163.3	197.1
yoY	%		25.6%	20.0%	20.7%
全球总供给 (悲观假设)	万吨 LCE	108.3	136.0	156.2	187.0
全球总需求	万吨 LCE	101.9	122.6	151.0	186.4
yoY	%		20.3%	23.2%	23.5%
供需平衡 (乐观假设)	万吨 LCE	6.4	13.4	17.4	15.9
供需平衡 (中性假设)	万吨 LCE	6.4	13.4	12.3	10.6
供需平衡 (悲观假设)	万吨 LCE	6.4	13.4	5.2	0.6
过剩或短缺/总需求 (中性假设)	%	6.3%	11.0%	8.1%	5.7%

资料来源：中汽协、IDC 等，民生证券研究院预测

成本支撑显现，锂价逐步寻底。我们认为在当前锂价下，大部分企业盈利能力已经大幅压缩，不少企业面临亏损压力。在供需过剩的下跌周期中，大型矿山的停产或减产是行业触底的重要标志。根据我们绘制的 2025 年全球锂行业成本曲线，2025 年锂行业总需求对应的现金成本为 6.2 万元/吨 LCE，完全成本为 8.0 万元/吨，我们认为目前行业出清已经开始，矿山减停产现象会接踵而至，因此目前行业成本支撑较强，锂价逐步寻底。

图81：2025年全球锂行业现金成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，横轴为2025年累计锂供给）


资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图82：2025年全球锂行业完全成本曲线（一体化，万元/吨LCE，横轴为2025年累计锂供给）


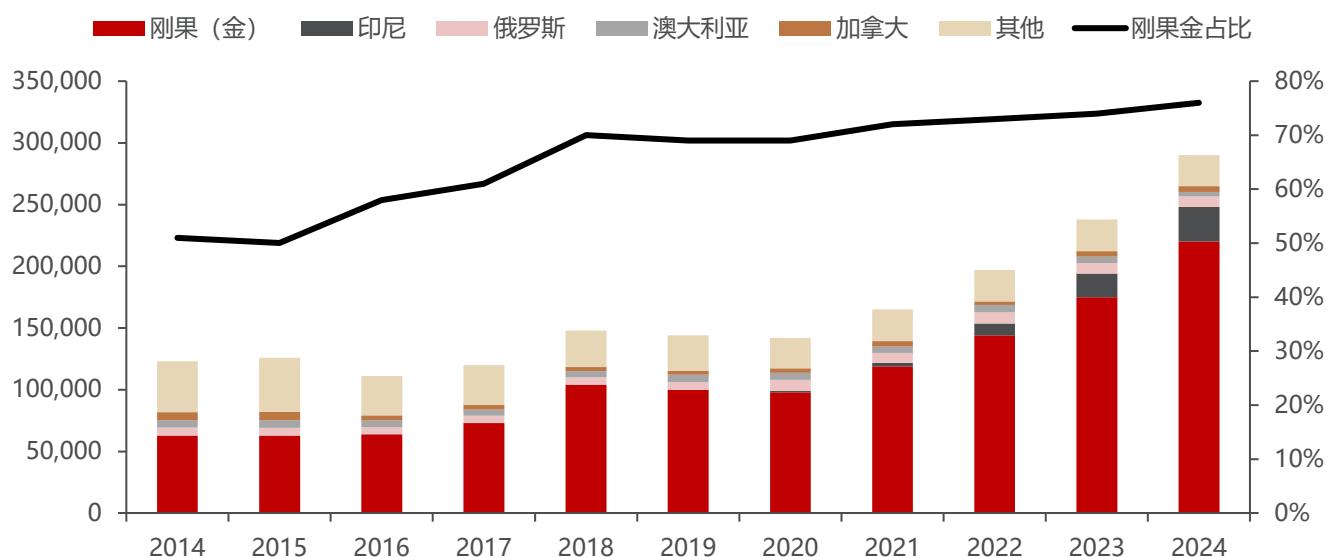
资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

刚果金暂停钴原料出口，挺价态度坚决。2025年2月22日，刚果金战略矿物市场监管和控制管理局(ARECOMS)发布公告称采取临时暂停出口措施，以应对全球钴市场供应过剩的局面。**公告主要内容包括：**1) 决定立即生效，暂停钴出口四个月，禁止从刚果金出口任何钴矿产品，无论是工业的、半工业化的、小规模或小型矿山、或手工的；2) 在三个月内对此项措施进行评估，之后可做出新的决定，在适当情况下，修改或终止该临时措施；**从刚果金政府的诉求看**，钴价持续下跌影响了钴矿对国家税收等经济贡献，计划通过限制原料供应掌握定价权，政府挺价态度强烈，我们预计未来刚果金的政策大概率演绎成配额制，钴价中枢有望明显上移。

图83：刚果金暂停钴出口公告

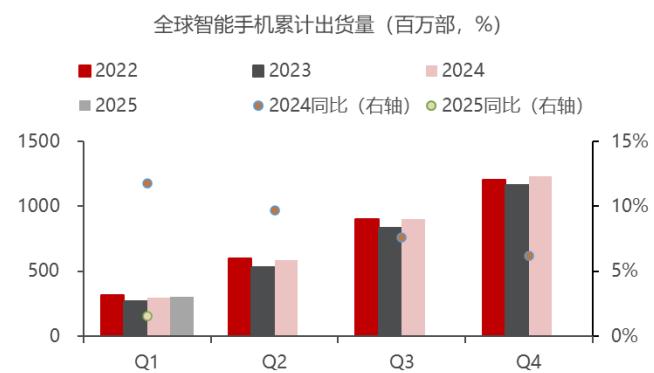
资料来源：刚果金政府，民生证券研究院

刚果（金）铜钴矿+印尼红土镍矿构成主要增量，刚果（金）钴矿产量全球占比76%左右，印尼钴矿占比约10%，刚果（金）暂停4个月钴原料出口或导致全球钴供应减量约25%。全球钴矿供应高度集中，根据USGS数据，2024年全球钴矿产量29.0万吨，同比增加21.8%，其中刚果（金）产量22.0万吨，同比增长25.7%，全球占比76%，同时印尼由于湿法镍项目逐步投产，钴原料供应快速增长，2024年产量2.8万吨，同比增加47.4%，全球占比约10%。考虑刚果（金）暂停4个月钴原料出口，或对全球钴供应造成约7.3万吨的减量影响，占全球钴供应约25%。

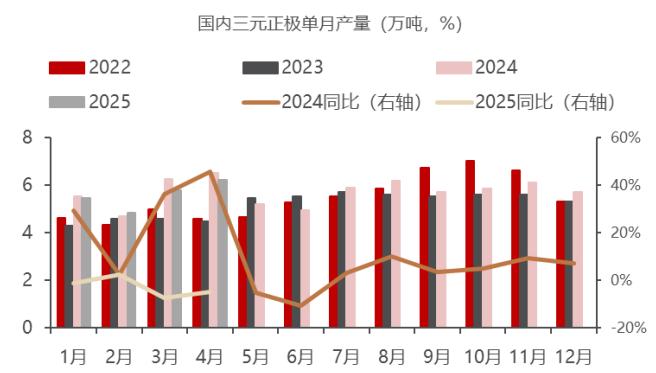
图84：全球钴矿产量结构 (吨)


资料来源：ifind, 民生证券研究院

消费电子复苏+三元装机份额企稳，钴需求稳步增长。2024年开始，由于AI人工智能技术在手机以及平板电脑方面的切入促进了消费者的换机意愿，消费电子市场持续回暖，24年及25Q1全球智能手机出货持续保持增长；新能源车需求方面，2024年国内三元电池装机占比整体下滑，但三元电池具有能量密度优势，装机占比份额下降空间有限，有望贡献稳定钴需求。

图85：24 年开始全球智能手机出货持续增长


资料来源：SMM, 民生证券研究院

图86：国内三元正极材料月度产量


资料来源：SMM, 民生证券研究院

刚果金出口限制将导致矿端紧缺，钴价有望迎来第二轮上涨。在不考虑刚果金目前暂停钴出口及未来可能的配额制政策下，根据我们对项目的梳理，预计2024-2026年全球钴供给27.6/29.3/30.8万吨，过剩量分别为3.0/4.1/3.1万吨。24年

刚果金钴供应全球占比 76%，暂停 4 个月减少供给约 7.3 万吨左右，行业供需格局将由目前的过剩逆转为紧缺，随着国内钴库存消耗，钴价有望迎来第二轮上涨。

表22：钴供需平衡表（未考虑刚果金暂停出口及未来可能的配额制政策）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
钴供给（万吨）	19.7	23.0	27.7	29.3	30.8
YOY	19%	17%	20%	6%	5%
刚果（金）铜矿伴生钴	14.4	16.9	20.3	20.7	21.6
印尼湿法镍项目伴生钴	0.8	1.7	3.0	4.2	4.8
其他国家伴生钴	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
钴需求（万吨）	18.7	21.3	24.6	25.1	27.7
YOY	7%	14%	15%	2%	10%
电动汽车	7.4	9.2	10.1	11.6	13.7
消费电子	5.5	5.8	6.5	6.8	7.0
超级合金	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
硬质合金	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
催化剂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
陶瓷颜料	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
储能	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
其他（包括收储）	1.6	2.0	3.5	2.2	2.2
供需平衡（万吨）	1.0	1.7	3.2	4.1	3.1

资料来源：SMM，国际钴协会，民生证券研究院测算

能源金属：成本压力加剧，静待行业进一步出清。（1）锂：国内新能源需求增速放缓，全球锂供给走向过剩，锂价中枢快速下移，目前行业成本压力普遍较大，澳矿减停产明显，南美盐湖项目延后，锂价触底，静待行业进一步出清，关注具有成本优势+产量弹性的标的；（2）钴：全球第一大钴矿供应国刚果金暂停钴出口，未来大概率演绎成配额制，供给端收缩大势所趋，随着国内原料消耗，钴价有望迎来第二轮上涨；（3）镍：高冰镍-纯镍工艺打通，二元结构性矛盾破局，纯镍产量释放明显，镍价成本支撑显现，关注印尼镍矿政策对行业影响。建议**重点关注藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份、雅化集团、华友钴业。**

5 投资建议：风物长宜放眼量，推荐铜铝+黄金

工业金属：对铜而言，供给端矿端持续趋紧，冶炼厂减产在即，需求端供应链重构拉动海外需求，面对国际形势的不确定性，国内政策有望发力逆周期调节，价格中枢抬升的长期趋势不变。**供给端**，成熟矿山减产持续，新建矿山进度减缓。长期来看，铜矿企业长期资本开支不足，叠加矿石品位下滑带来的资源禀赋的削弱，头部矿企只是维持当前的产量就需要大量的资本投入，尽管价格处在高位，但供应难以放量，长单冶炼加工费大幅下滑，现货冶炼加工费历史低位，矿端紧张向冶炼端持续传导。**需求端**，新兴领域+海外基建成为驱动主力。2024Q4以来国内政策力度逐步加强，新兴领域需求依然保持快速增长，同时得益于欧洲电网改造、以及海外新兴国家（印度、土耳其、墨西哥等）的需求增长，铜价中枢抬升的长期趋势不变。**对铝而言：**产能到达天花板，长期价值可期。**供给端**，国内产能达到天花板，有效产能增量有限，未来电解铝产量维持低增长，印尼电解铝产能投产进程缓慢；**需求端**，新能源汽车及光伏成为新的增长引擎，随着基数扩大，对铝消费拉动越发重要。随着需求占比下滑，地产领域对铝消费的拖累无须过度担忧。原料端，动力煤、预焙阳极价格弱势运行，25年年初以来氧化铝价格大幅下跌，让利电解铝环节，电解铝企业随着铝价上涨的业绩弹性仍然较高，投资价值明显。**投资建议：**建议重点关注洛阳钼业、紫金矿业、金诚信、西部矿业、中国有色矿业、五矿资源、中国铝业、中国宏桥、神火股份、云铝股份、天山铝业、中孚实业。

贵金属：美国降息周期下经济承压+避险情绪持续，央行购金趋势难改，金价长牛。**美国一季度经济表现整体不及预期，在关税博弈及政策反复下全球避险情绪升温，衰退预期发酵，硬着陆预期成为市场主流。此外当前正值降息周期，复盘历史，降息本质利好黄金，期间金价大概率上行。**在避险情绪及货币信用背书需求下黄金在各国央行资产配置的重要性抬升，全球央行已连续三年购金超千吨，我国央行连续五个月增持黄金。另外2025年黄金ETF持仓虽有回升，但上行空间依然充足。综上，我们认为2025年贵金属上行趋势难改且空间依旧广阔，**投资建议：**建议重点关注万国黄金集团、赤峰黄金、山金国际、中金黄金、招金矿业、山东黄金、兴业银锡、盛达资源等。

能源金属：成本压力加剧，静待行业进一步出清。(1) 锂：国内新能源需求增速放缓，全球锂供给走向过剩，锂价中枢快速下移，目前行业成本压力普遍较大，澳矿减停产明显，南美盐湖项目延后，锂价触底，静待行业进一步出清，关注具有成本优势+产量弹性的标的；(2) 钴：全球第一大钴矿供应国刚果金暂停钴出口，未来大概率演绎成配额制，供给端收缩大势所趋，随着国内原料消耗，钴价有望迎来第二轮上涨；(3) 镍：高冰镍-纯镍工艺打通，二元结构性矛盾破局，纯镍产量释放明显，镍价成本支撑显现，关注印尼镍矿政策对行业影响。**投资建议：**锂板块：建议重点关注藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份、雅化集团；镍钴板块，建议重点关注华友钴业。

6 风险提示

1) 金属价格大幅下跌。金属价格影响公司盈利情况，若产品价格大幅下跌，公司盈利将受到负面影响。

2) 终端需求不及预期。需求若低于预期，则一方面影响终端产品需求，从而影响产业链产品销量下降；另一方面，产品价格受供需影响，需求较弱时，产品价格或有所下降，进一步对公司盈利造成负面影响。

3) 海外经济衰退风险。经济衰退下，需求大幅下滑，使得产品价格和销量下降，影响公司盈利和发展。

插图目录

图 1: SW 有色板块 2024 年至今整体涨跌幅为 26.36% (截至 2025 年 4 月 30 日)	3
图 2: 2024 年有色板块涨幅位列第 19	3
图 3: 2025 年初至今, SW 有色上涨 11.33% (截至 2025 年 4 月 30 日)	3
图 4: 2024 年初至 2025 年 4 月 30 日有色金属板块表现较好 (有色金属: 右轴, 单位: 点)	4
图 5: 2024 年, 其他金属新材料板块涨幅最大为 72%.....	5
图 6: 2025 年初至今, 黄金板块上涨 34%.....	5
图 7: 2025 年初至 4 月 30 日涨幅前十的公司.....	6
图 8: 2025 年初至 4 月 30 日跌幅前十的公司.....	6
图 9: 2011-2025Q1 有色金属板块销售毛利率及净利率	7
图 10: 2019Q1-2025Q1 有色金属销售毛利率及净利率	7
图 11: 2011-2025Q1 有色金属板块长期借款与短期借款	8
图 12: 2011-2025Q1 有色金属板块资产负债率	8
图 13: 2024 工业金属板块营收及增速	12
图 14: 2025Q1 工业金属板块营收及增速	12
图 15: 2024 年工业金属细分行业归母净利润及增速	12
图 16: 2025Q1 工业金属细分行业归母净利润及增速	12
图 17: 2024 年工业金属细分行业扣非归母净利润及增速	13
图 18: 2025Q1 工业金属细分行业扣非归母净利润及增速	13
图 19: 2024 年工业金属板块各公司归母净利润	13
图 20: 2024Q1 工业金属板块各公司归母净利润	13
图 21: 2024 年 COMEX 黄金最高涨至 2789 美元/盎司	14
图 22: 2024 年贵金属板块营收及增速情况 (亿元)	14
图 23: 2025Q1 贵金属板块营收及增速	14
图 24: 2024 年黄金板块归母净利润及增速情况 (亿元)	15
图 25: 2025Q1 黄金板块归母净利润及增速	15
图 26: 2024 年贵金属板块各公司盈利情况 (亿元, %)	15
图 27: 2025Q1 贵金属板块各公司盈利情况 (亿元, %)	15
图 28: SW 能源金属板块营收及增速	17
图 29: SW 能源金属板块归母净利润及增速	17
图 30: 锂板块营业收入	18
图 31: 锂板块归母净利润	18
图 32: 2024 年锂板块主要公司归母净利润	18
图 33: 2025Q1 锂板块主要公司归母净利润	18
图 34: 钴板块营业收入	19
图 35: 钴板块归母净利润	19
图 36: 2024 年钴板块主要公司归母净利润	20
图 37: 2025Q1 钴板块主要公司归母净利润	20
图 38: 镍板块营业收入 (单位: 亿元)	20
图 39: 镍板块归母净利润 (单位: 亿元)	20
图 40: 我国主要镍产品对电解镍升贴水 (单位: 元/吨)	21
图 41: 2025 Q1 镍板块主要公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	21
图 42: 2025Q1 国内稀土价格底部反弹	22
图 43: 2018-2025Q1 稀土板块营业收入 (亿元)	22
图 44: 2018-2025Q1 稀土板块归母净利润 (亿元)	22
图 45: 2024 年稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)	23
图 46: 2025Q1 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)	23
图 47: 有色基金持仓市值比例环比提升 1.45pct 至 4.29%	24
图 48: 2025Q1 有色行业公募持仓比例为 4.29%, 环比 2024Q4 提升 1.45pct	24
图 49: 2025Q1 公募基金大量配置紫金矿业, 占比为 43.0%	25
图 50: 美国通胀持续回落	27
图 51: 美国失业率底部震荡	27
图 52: 2025 年 4 月 30 日, 三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 49.57 万吨 (单位: 万吨)	28
图 53: 国内铜社库加速去库 (单位: 万吨)	28
图 54: 2024 年全球铜精矿产量维持低增速	28

图 55: 现货冶炼加工费维持低位.....	30
图 56: 长单冶炼盈利转为负数, 现货冶炼盈利处于历史低位.....	30
图 57: 除了中美欧外, 其他国家需求铜占比达到 22% (2023 年)	31
图 58: 2024 年印度精炼铜需求增速达到 16.71%	31
图 59: 2024 年其他地区精炼铜需求增速达到 15.06%.....	31
图 60: 铝下游平均周度开工率(%)	34
图 61: 国内电解铝社会库存(单位: 万吨)	34
图 62: 国内铝锭+铝棒库存 (万吨)	34
图 63: 国内电解铝月度消费量 (万吨)	34
图 64: 氧化铝价格及利润走势 (元/吨)	35
图 65: 电解铝价格及利润走势	35
图 66: 美国 GDP 增速不及预期 (单位: %)	36
图 67: 美国制造业 PMI 持续处于历史较低水平	36
图 68: 美国经济不确定指数创历史新高	37
图 69: 硬着陆成为当下美国经济主流预期	37
图 70: 美联储降息概率表	38
图 71: 历史降息周期金价涨跌幅	38
图 72: 全球央行购金数据	39
图 73: 我国央行连续五个月增持黄金	39
图 74: 硬着陆成为当下美国经济主流预期	39
图 75: 2025Q1 国内锂盐价格继续下跌	40
图 76: 2025Q1 锂精矿价格继续下跌	40
图 77: 产能开始出清, 24 年澳矿供给增速放缓	40
图 78: 主要澳矿现金成本 (澳元/吨)	40
图 79: 南美盐湖提锂产能产量预测	41
图 80: 全球锂供需平衡表	42
图 81: 2025 年全球锂行业现金成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE,, 横轴为 2025 年累计锂供给)	42
图 82: 2025 年全球锂行业完全成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE,, 横轴为 2025 年累计锂供给)	43
图 83: 刚果金暂停钴出口公告	44
图 84: 全球钴矿产量结构 (吨)	45
图 85: 24 年开始全球智能手机出货持续增长	45
图 86: 国内三元正极材料月度产量	45

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 有色金属板块表现强于指数	4
表 2: 2024 年至今子板块涨跌幅 (截至 2025 年 4 月 30 日)	4
表 3: 2024 年初至今涨跌幅前十的个股	6
表 4: 有色金属板块 2024 及 2025Q1 财务数据情况	7
表 5: 2025Q1 有色金属二级子板块中仅贵金属实现营收同环比上升 (单位: 亿元)	8
表 6: 2025Q1 有色金属二级子板块归母净利润中同环比均明显提升 (单位: 亿元)	9
表 7: 2025Q1, 基本金属价格同比除镍外均上涨, 环比涨跌互现 (单位: 元/吨)	11
表 8: 各主要小金属品种价格涨跌幅	16
表 9: 锂金属及锂盐价格涨跌幅	17
表 10: 钴价涨跌幅	19
表 11: 镍主要产品涨跌幅	20
表 12: 有色板块 2025Q1 基金持股市值前 10 大公司	25
表 13: 2025Q1 基金增仓市值 top10	26
表 14: 2025Q1 基金减仓市值 top10	26
表 15: 全球头部铜矿企历年产量及最新产量指引情况 (单位: 万吨)	29
表 16: 2024-2028 年新增铜矿产量 (单位: 万吨)	29
表 17: 2024-2025 年电解铝产能变化 (单位: 万吨)	32

表 18: 印尼在产及规划产能概况 (单位: 万吨)	32
表 19: 印尼电解铝产能投放进程 (单位: 万吨)	33
表 20: 不同新兴领域&地产消费电解铝增速情形下, 铝消费影响测算 (单位: 万吨)	34
表 21: 不同新兴领域&地产竣工增速情形下, 铝供需平衡测算 (单位: 万吨)	35
表 22: 钴供需平衡表 (未考虑刚果金暂停出口及未来可能的配额制政策)	46

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048