

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

从黄金独秀到百花齐放——有色金属行业 2025年中期策略报告

有色金属 强于大市（维持）

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号：S1060523110001

马书蕾 投资咨询资格编号：S1060524070002

2025年6月27日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资要点

- **有色金属下半年研判：持续看好贵金属及工业金属。** 我们认为下半年有色金属或仍然表现分化，贵金属方面，美元信用体系弱化等核心主线仍将推动其价格中枢持续抬升；工业金属受益于宽松货币环境及自身基本面逻辑坚实，以铜铝为代表的工业金属弹性有望加速释放。商品属性仍为能源金属定价核心要素，考虑到处于出清周期内，以镍锂为代表的金属品种或仍需等待基本面驱动。
- **贵金属：黄金长逻辑持续演绎，白银有望进入补涨阶段。** 美国财政问题压力持续，特朗普政府带来的贸易摩擦或边际拖累美国政府信用，美元信用中期预计仍将走弱；同时海外地缘问题未现缓解，避险需求仍为黄金另一重要驱动。多重共振下金价中枢仍看抬升。白银全年供需预计仍维持缺口，基本面有望逐步形成上涨催化，同时宽松周期内金银比预计将逐步向下收敛，白银有望进入补涨阶段。
- **工业金属：供给受限与低库存共振，铜铝蓄势待发。** 下半年全球预计仍处于宽松周期内，宽松环境为工业金属价格上涨提供了支撑。国内政策驱动下，终端景气度有望逐步抬升，金属需求弹性迎来释放空间。以铜、铝为代表的金属品种供给受限逻辑持续演绎，需求弹性向好背景下，供需偏紧态势预计将进一步发酵。此外库存水平低位下，其蓄水池作用减弱，偏紧格局下价格弹性有望进一步放大。
- **能源金属：出清持续，底部驱动渐近。** 上半年新能源汽车、光伏等领域景气态势向好，预计下半年仍将维持韧性，一定程度托底能源金属需求。供应端来看仍处于出清过程中，供需整体维持偏过剩格局。但价格当前处于底部区间，上游利润压缩下供给收缩概率提升，出清进程有望加速，关注底部区间基本面驱动。
- **投资建议：** 我们认为下半年仍处于宽松周期内，部分金属基本面趋势持续向好，金融属性与商品属性共振下，贵金属和工业金属价格中枢抬升。建议关注成本优势突出，未来几年内享有量增的企业：紫金矿业、赤峰黄金、山东黄金、洛阳钼业、天山铝业、云铝股份、华友钴业、中矿资源。
- **风险提示：** 1) 需求低迷风险。2) 供应释放节奏大幅加快。3) 替代技术和产品出现。



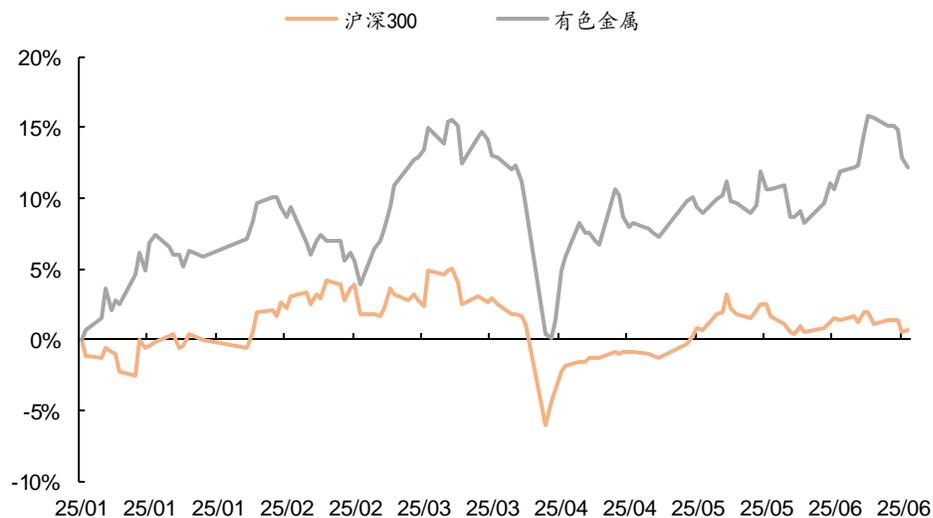
目录CONTENTS

- ◎ 有色金属板块回顾：贵金属板块领涨有色
- ◎ 贵金属：黄金长逻辑持续演绎，白银有望进入补涨阶段
- ◎ 工业金属：供给受限与低库存共振，铜铝蓄势待发
- ◎ 能源金属：出清持续，底部驱动渐近
- ◎ 投资建议与风险提示

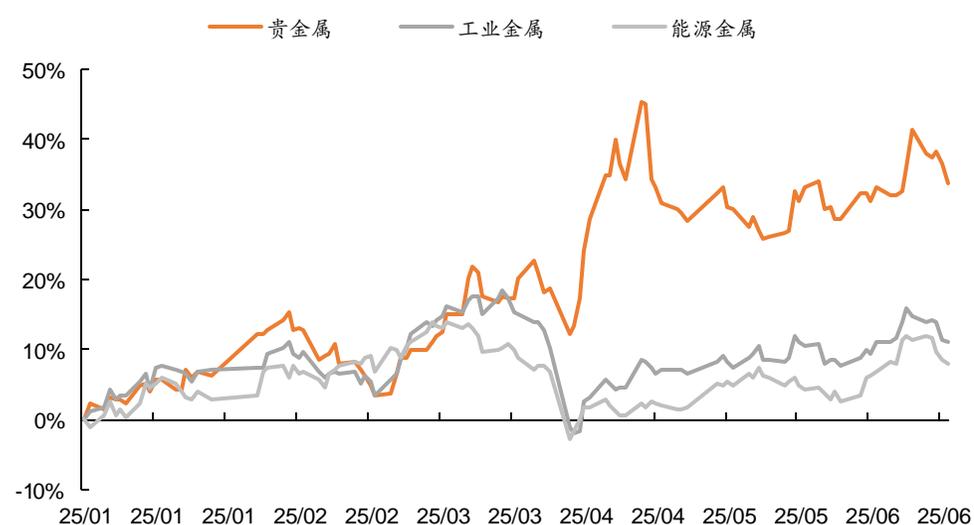
有色金属板块回顾：贵金属板块领涨有色

- 上半年回顾：贵金属板块领涨有色。整体来看，有色金属指数上半年表现较好，截至2025年6月20日，总体上涨12.2%，同期沪深300上涨0.7%。有色细分行业走势较为分化，其中受金价中枢持续上涨带动，贵金属指数表现强劲，截至2025年6月20日上涨33.9%。工业金属表现居中，同期上涨11.2%。能源金属同期上涨8.0%。

● 沪深300与有色金属走势



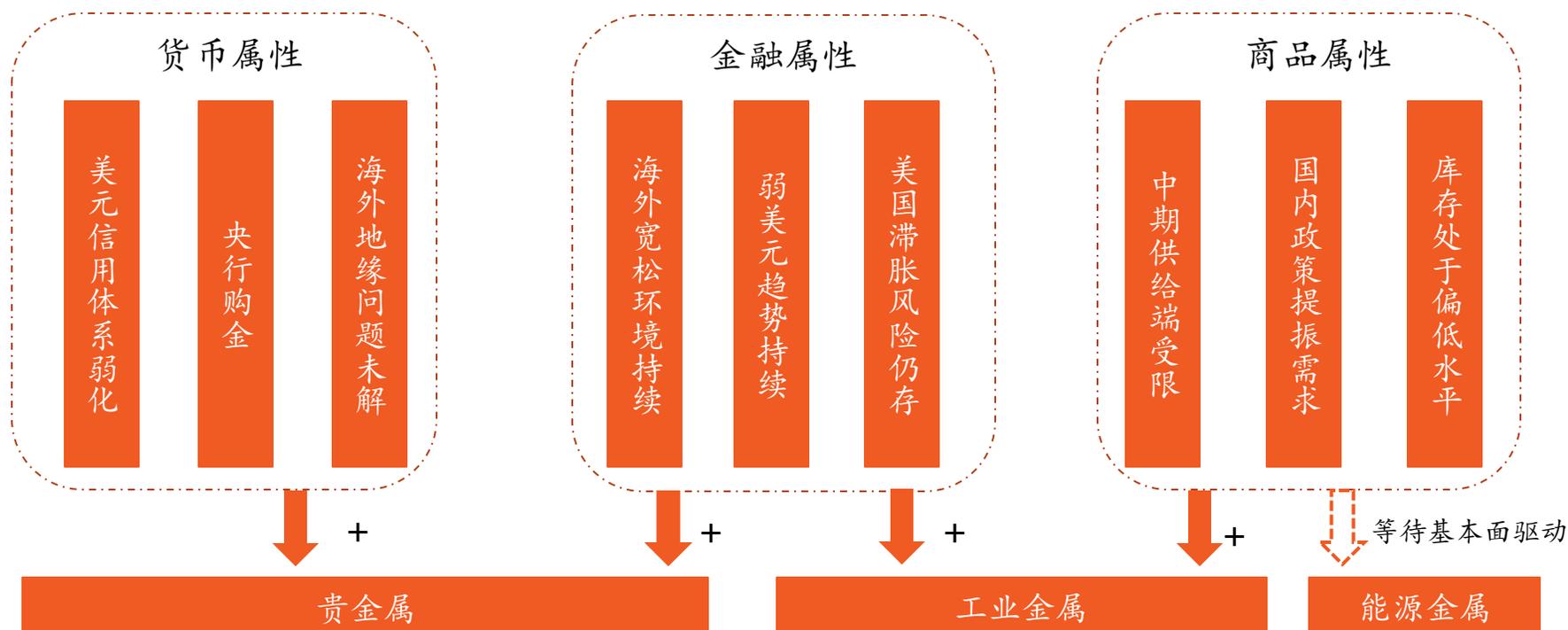
● 各细分分子行业走势



有色金属下半年研判：持续看好贵金属及工业金属

- 下半年研判：持续看好贵金属及工业金属。我们认为下半年有色金属或仍然表现相对分化，就黄金为代表的贵金属而言，美元信用体系弱化等核心主线仍将推动其价格中枢持续抬升；工业金属方面，受益于宽松货币环境及自身基本面逻辑坚实，以铜铝为代表的工业金属弹性有望加速释放。能源金属方面，商品属性仍为定价核心要素，考虑到处于出清周期内，以镍锂为代表的金属品种或仍需等待基本面驱动。

有色金属研判逻辑提要



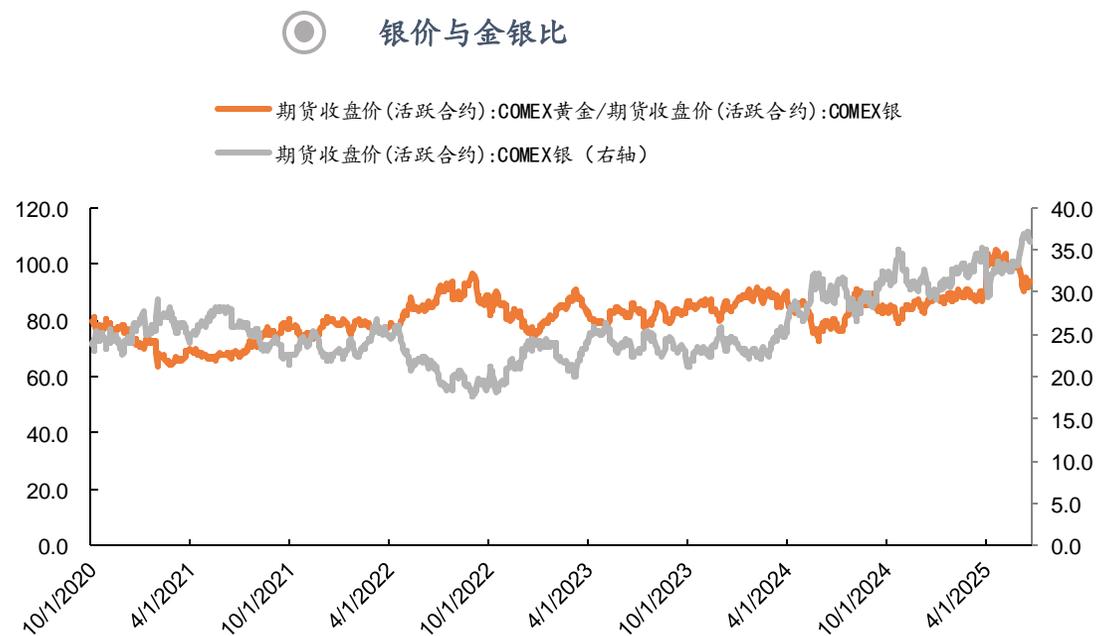


目录CONTENTS

- ◎ 有色金属板块回顾：贵金属板块领涨有色
- ◎ 贵金属：黄金长逻辑持续演绎，白银有望进入补涨阶段
- ◎ 工业金属：供给受限与低库存共振，铜铝蓄势待发
- ◎ 能源金属：出清持续，底部驱动渐近
- ◎ 投资建议与风险提示

贵金属上半年回顾：美元信用走弱，金价加速上涨

- ▶ 上半年回顾：美元信用走弱，金价加速上涨。2025年上半年黄金价格进入加速上涨阶段，2025年6月20日，COMEX黄金较2024年底上涨28.2%。特朗普就任后，其贸易政策对全球风险资产带来较强冲击，美国债务担忧逐步发酵，美债信用出现松动，美元指数进入下跌通道。此外，中东地区等地地缘政治问题逐步尖锐，避险属性叠加货币属性驱动下，黄金价格中枢现持续抬升。
- ▶ 白银价格呈跟涨趋势，金银比受黄金快速上涨影响，整体呈中枢抬升。后受白银补涨现阶段性回落。

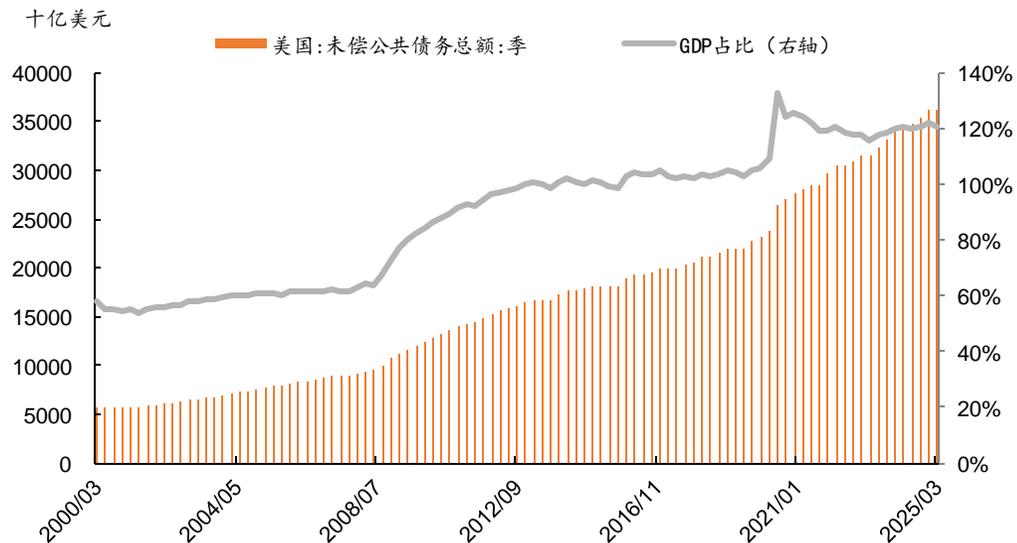


资料来源：Wind，平安证券研究所

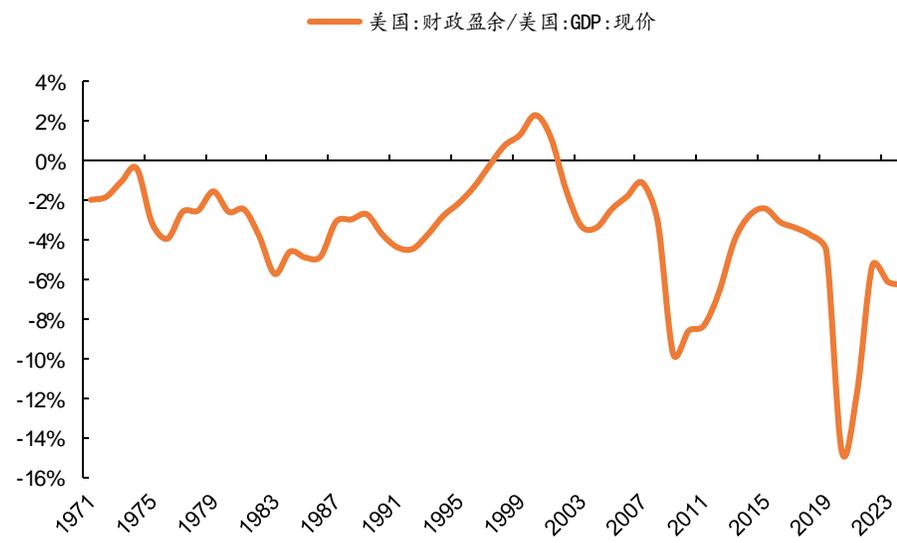
黄金：美国债务问题下货币属性持续发酵

- 美国财政问题压力持续，美元信用边际弱化下，黄金货币属性仍为核心定价主线。疫情以来美国财政持续宽松，其债务问题逐步放大，美国财政持续性担忧凸显。2024年美国财政赤字/GDP占比达6.3%，较2023年抬升0.2个百分点。截至2025年5月，美国国债总额达36.22万亿美元；截至2025年Q1，美国未偿国债总额对GDP占比达120.8%，持续处于历史高位区间。
- 2025年5月，穆迪下调美国政府信用评级，市场对于美国主权债务信用担忧上升。当前来看美国债务压力无明显缓和迹象，同时特朗普政府带来的贸易摩擦或边际拖累美国政府信用，美元信用中期预计仍将走弱，此背景下黄金货币属性有望持续发酵。

美国未偿国债总额及GDP占比



美国财政盈余/GDP

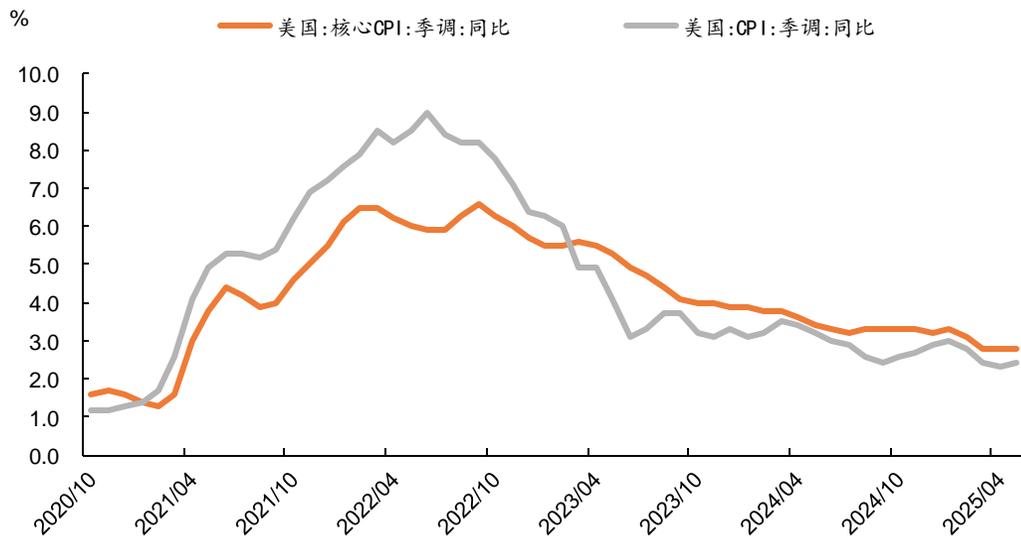


资料来源：Wind，平安证券研究所

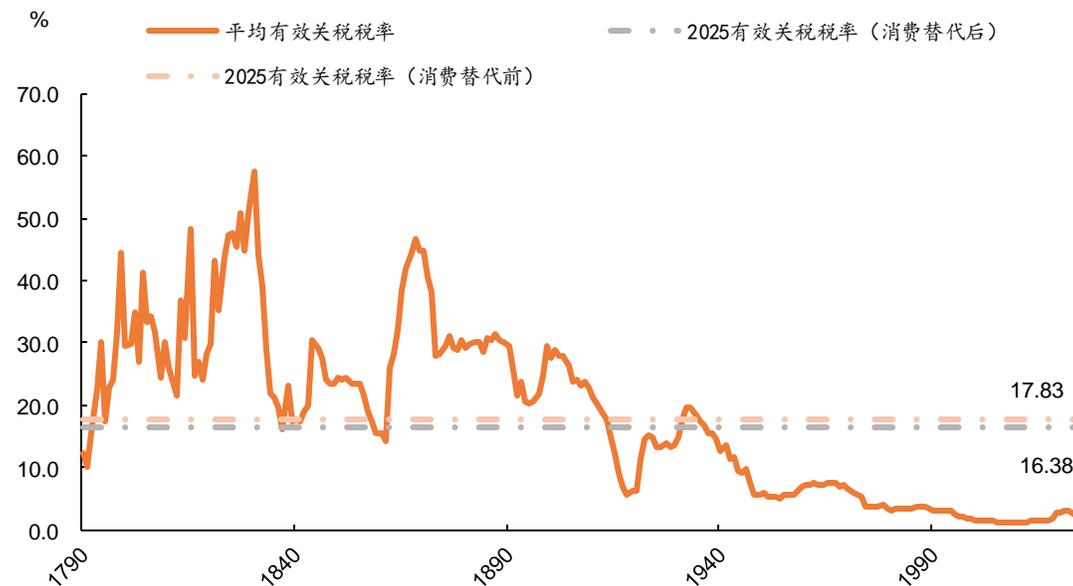
黄金：关税提升背景下美国下半年通胀压力仍较大

- 关税提升背景下美国下半年通胀压力仍较大。从上半年来看，美国CPI未现显著抬升，截至5月，美国核心CPI达2.8%，数据低于预期，总体来看关税带来的通胀效应并未显现，或主要由于库存消耗带来滞后效应。根据耶鲁大学预算实验室评估，以日内瓦经贸会最新口径进行测算，美国2025年有效关税税率上升至16.38%（考虑关税带来的消费替代效应），较2024年的2.42%上升13.97个百分点。
- 我们认为，下半年关税对美国通胀数据的抬升效应或将加速显现，美国下半年通胀压力或逐步抬升。此背景下，黄金抗通胀属性有望持续凸显，金价上行驱动不减。

美国CPI及核心CPI



美国有效税率及测算

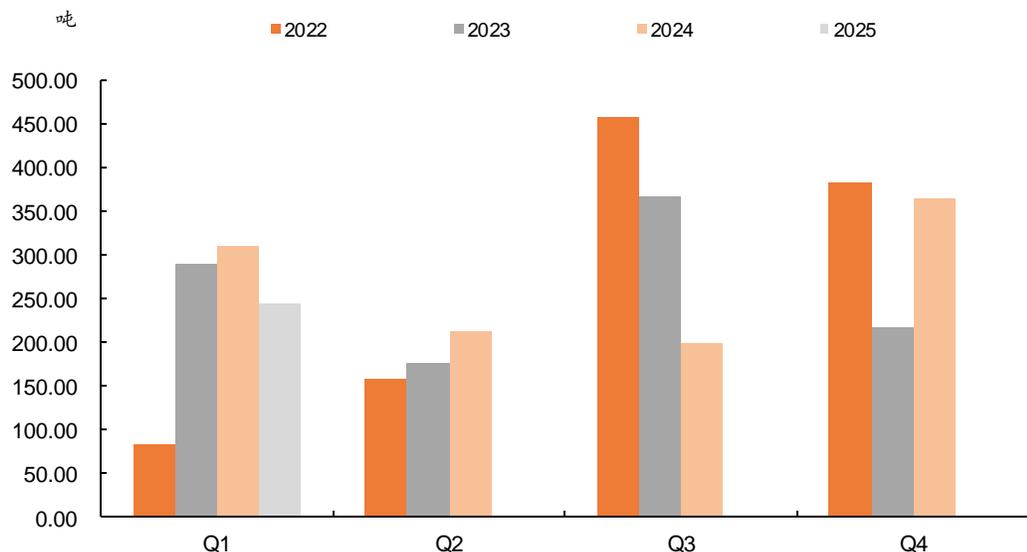


资料来源：Wind，耶鲁大学预算实验室，平安证券研究所

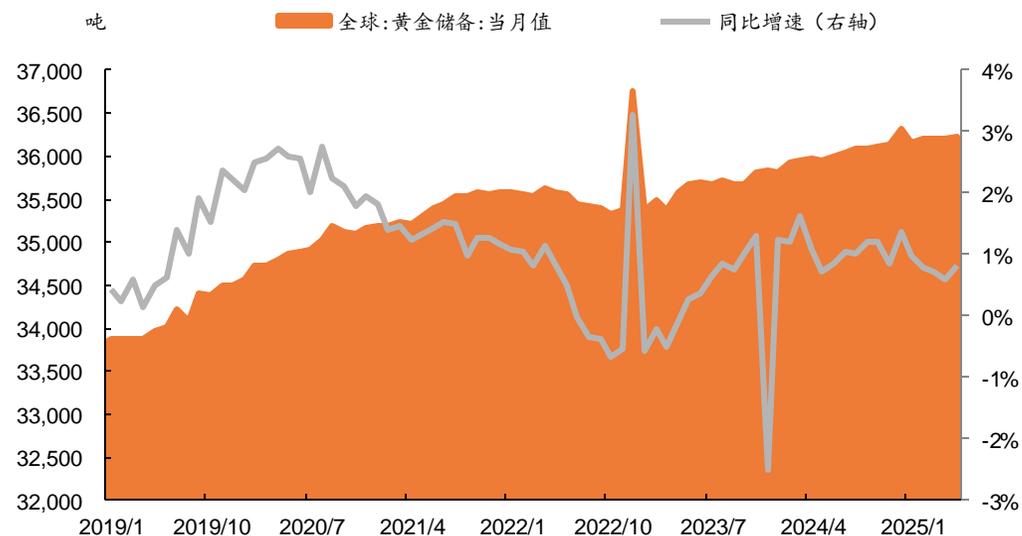
黄金：央行购金持续，黄金储备预计持续抬升

- 央行持续购金步伐，黄金储备预计持续抬升。2022年以来全球央行购金规模大幅抬升，2025年Q1央行购金规模达243.7吨，同比下降但仍处于相对较高水平。从储备规模来看，2025年5月底全球黄金储备达3.62万吨，同比增加0.8%。全球央行购金为黄金货币属性的有效背书，中长期央行持续购金有望进一步驱动金价中枢抬升。当前来看，美债及美元信用仍处于边际走弱趋势，驱动黄金货币属性逐步放大，且海外部分地区地缘政治问题仍有阶段性发酵态势，避险属性亦为另一主要驱动。此背景下，各国央行购金步伐预计仍将持续，官方背书继续为金价带来支撑。

全球央行购金规模



全球黄金储备及同比增速

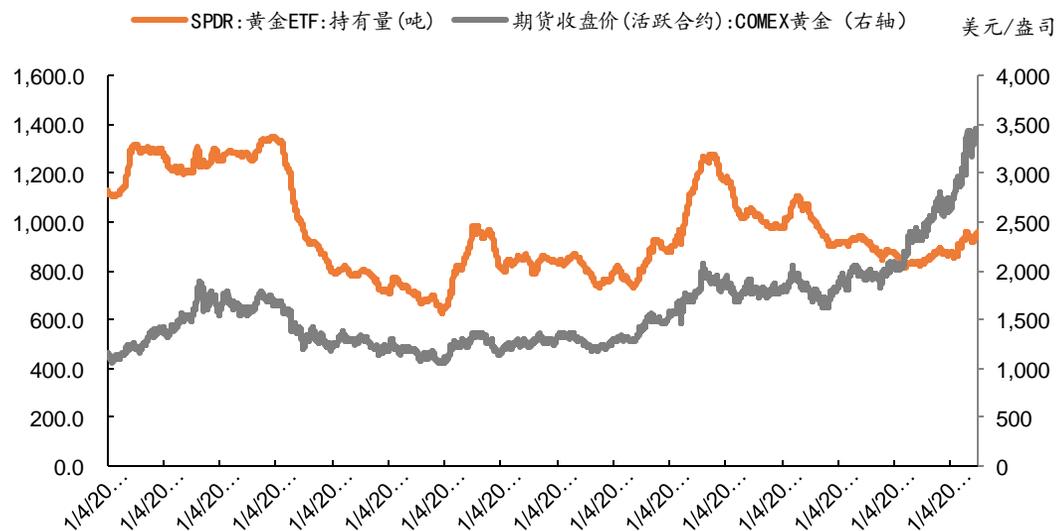


资料来源：Wind，平安证券研究所

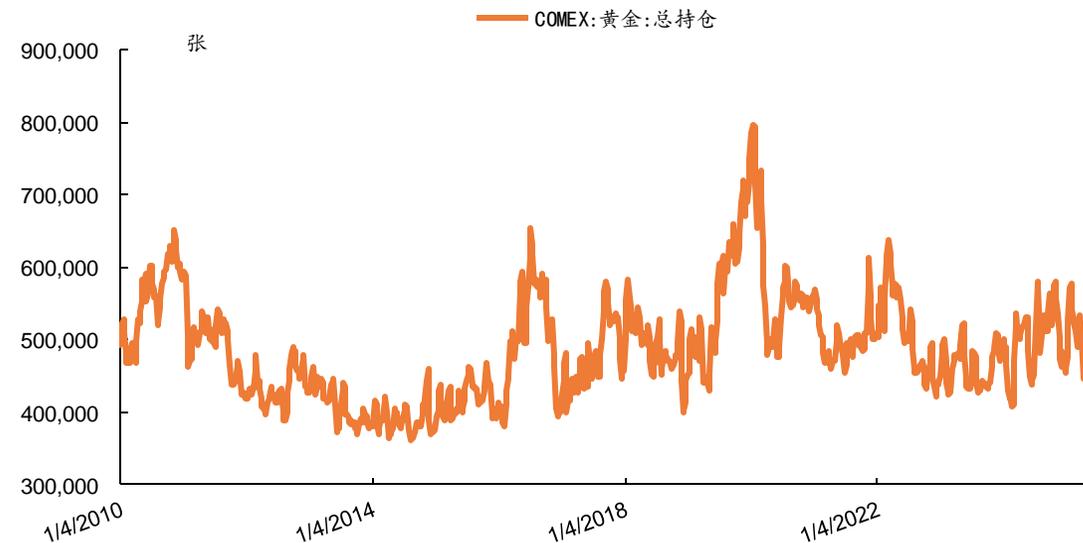
黄金：持仓水平仍处于相对低位，金价上行空间仍存

- 持仓水平仍处于相对低位，金价上行空间仍存。SPDR黄金ETF持仓来看，截至2025年5月底持仓水平较24年底增长6.6%至930.2吨。金价上涨背景下SPDR持仓有所提升但不及金价涨幅（同期COMEX金上涨25.5%），同时绝对水平仍处于历史相对低位。COMEX持仓亦未有明显增加。
- 当前来看，黄金上涨驱动仍然较强。长期美元信用边际走弱预期逐步加强，中期美国通胀预期渐显，短期以色列伊朗等海外地缘政治问题逐步尖锐，黄金的避险属性及货币属性仍在进一步驱动金价中枢上行。结合当前主要市场黄金持仓水平仍处于相对低位，金价上行空间仍存。

SPDR黄金ETF持仓



COMEX金持仓

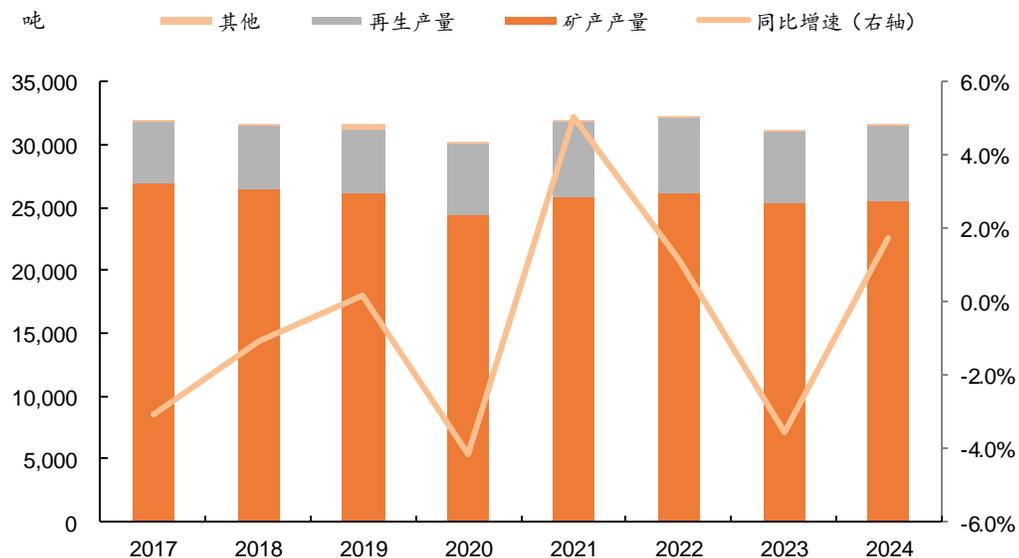


资料来源：Wind，平安证券研究所

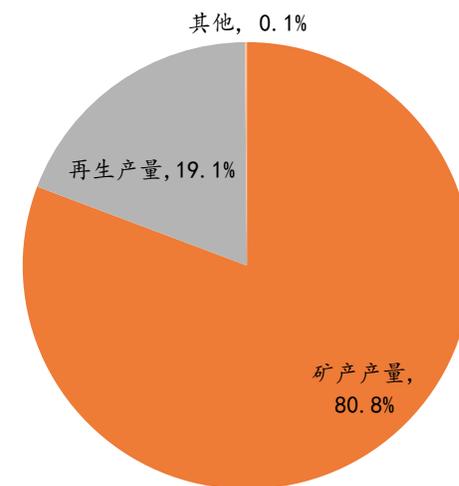
白银：全球白银供给刚性显现

- 全球白银供给总量相对平稳。2024年全球白银供给总量约3.16万吨，同比增加1.7%。历史表现来看，全球白银供给规模近年来总体平稳，规模中枢现小幅下降，2016-2024年供应总量CAGR达-0.5%。
- 矿产银占比仍处于较高水平。2024年全球白银供给矿产银占比达80.8%，再生产量占比约19.1%。近年来白银原、再生占比稳定，矿产银产量占比维持在80%以上，主导白银总体供给变化。

全球白银供给情况



2024年全球白银供给结构

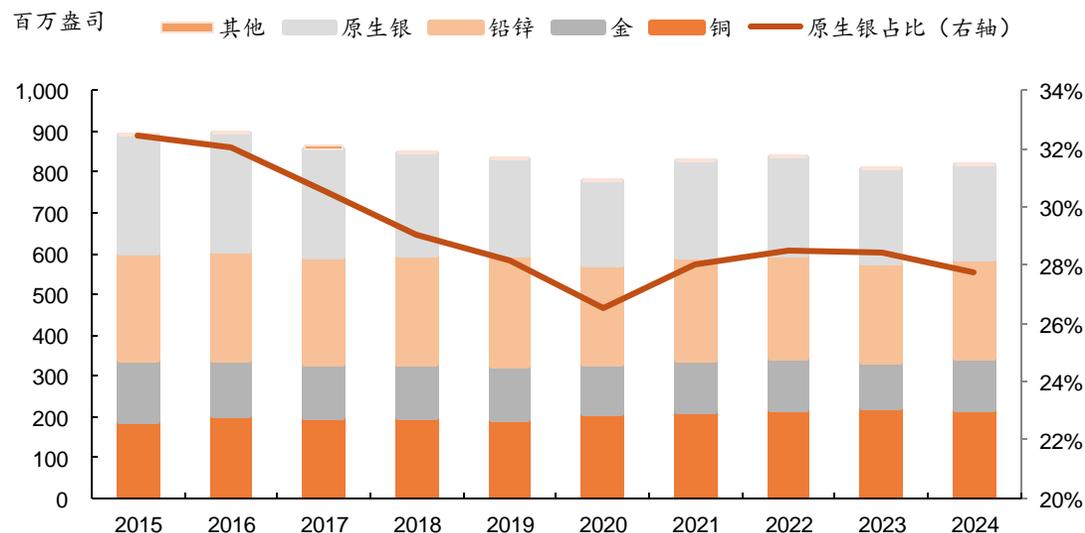


资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

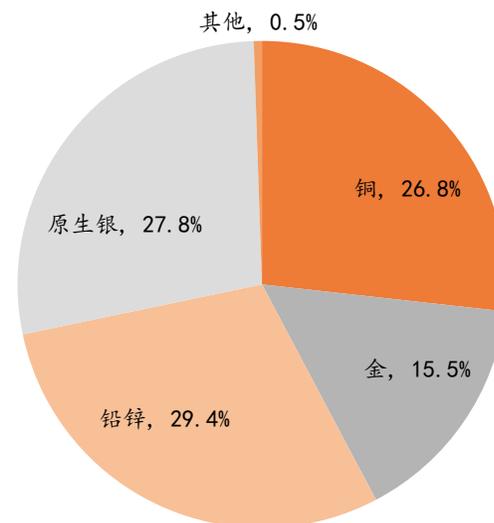
白银：伴生产量占比高，铅锌矿为主要伴生矿种

- ▶ 伴生产量占比高，铅锌矿为主要伴生矿种。矿产白银多为其他有色金属的伴生产品，2024年全球矿产银中伴生矿产量占比约72.2%。具体来看，铅锌，铜及黄金为白银主要伴生的金属品类，其中铅锌占比最高，2024年铅锌矿伴生的白银产量约达7505吨，占总体矿山银产量29.4%，此外铜矿伴生银占比次之，2024年产量约为6824吨，占比达26.8%；金矿伴生银占比约15.5%，2024年产量为3953吨。
- ▶ 近年来看，原生银矿产量呈边际下滑趋势，2024年原生银矿白银产量约7076吨，同比下降1.6%，连续两年下滑。伴生白银结构相对稳定。

矿产银供给结构



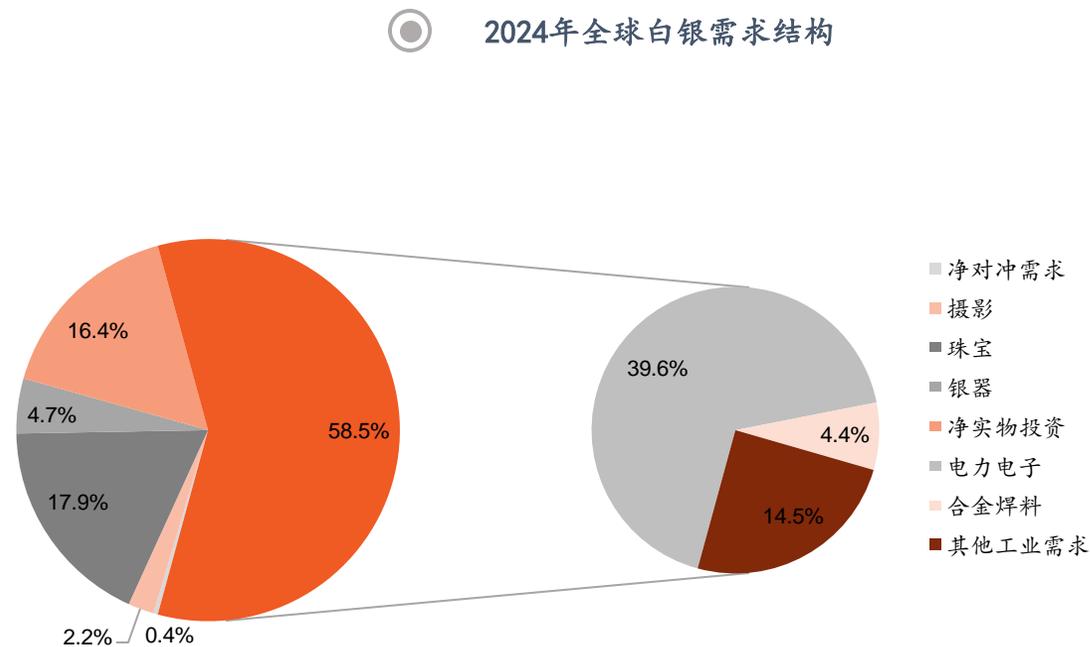
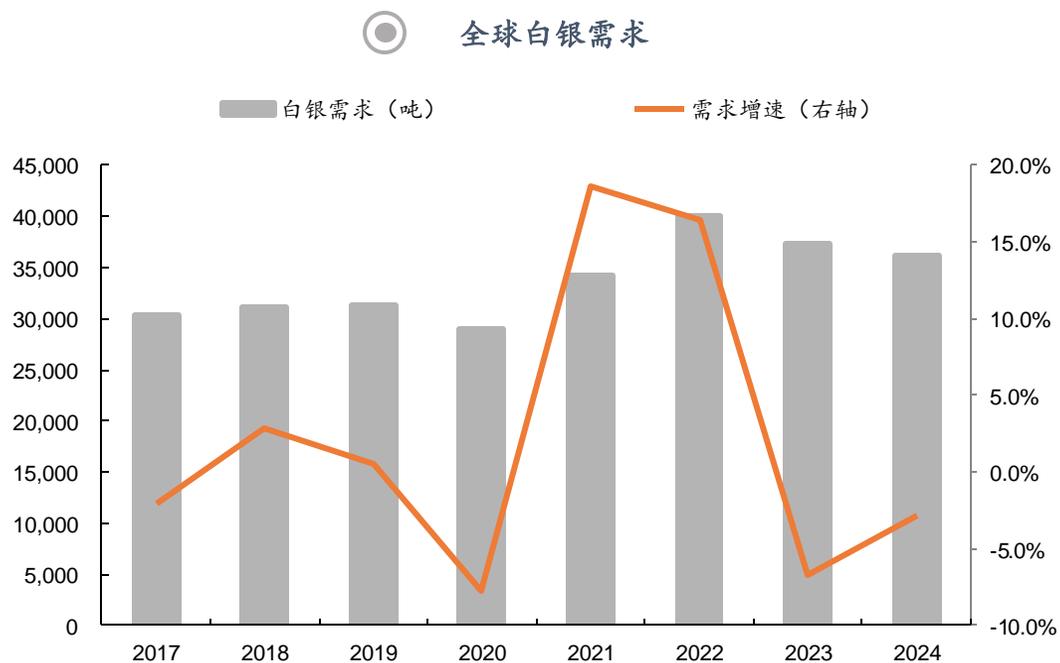
2024年矿产银供给结构



资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

白银：需求规模抬升，工业领域支柱地位体现

- 全球白银需求2020年后呈现中枢性抬升，2021年以来整体需求规模维持在3.4万吨以上，趋势上来看，近年来白银需求规模呈现边际下降，2024年全球白银总需求同比下降2.9%至3.62万吨，主要受白银实物投资需求规模下降拖累。
- 结构上来看，工业需求仍为白银主要下游需求领域，2024年全球白银工业需求占比约58%，其中电力电子为工业需求的主要应用方向，对总需求占比约40%。珠宝占比18%，为总体第二大需求领域。此外白银实物投资需求占比约16%。



资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

白银：预计2025年全球白银仍呈短缺格局

- 平衡方面来看，根据世界白银协会预测，预计2025年全球白银仍呈短缺格局，短缺幅度较2024年呈现一定收敛，约达3660吨。供给端预计全年增幅达1.5%，其中矿产银预计增长1.9%，再生白银产量降低0.4%。需求方面，以银器、摄影为代表的非工业需求一定程度上拖累总体需求增速，预计全年全球总体需求增速达-1.4%。在供增需减假设下，全球白银仍呈供需缺口，基本面或为银价提供较强支撑。

全球白银供需平衡表

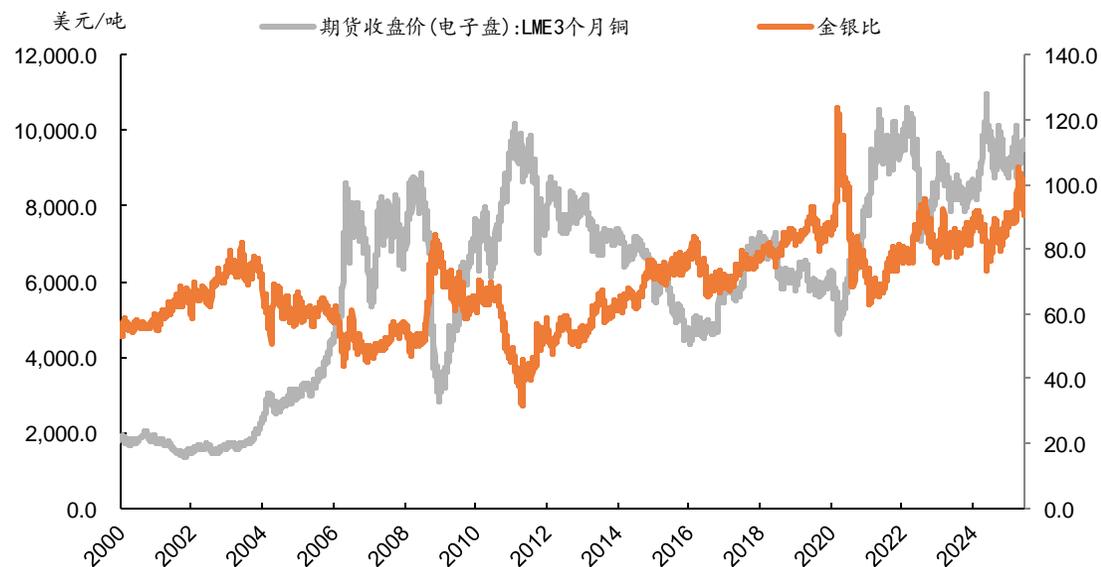
单位：吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
矿产银	24,379	25,842	26,107	25,278	25,497	25,972
再生银	5,615	5,932	6,020	5,708	6,032	6,009
其他	302	47	54	51	45	75
供给总计	30,296	31,821	32,181	31,037	31,574	32,056
工业需求	15,921	17,546	18,422	20,439	21,165	21,070
摄影	836	862	860	851	792	751
珠宝	4,694	5,661	7,295	6,316	6,491	6,104
银器	969	1,267	2,286	1,715	1,684	1,432
实物投资	6,474	8,844	10,522	7,599	5,939	6,359
其他	0	109	558	356	136	0
需求合计	28,894	34,289	39,943	37,276	36,207	35,716
供需平衡	1,402	-2,468	-7,762	-6,239	-4,633	-3,660

资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

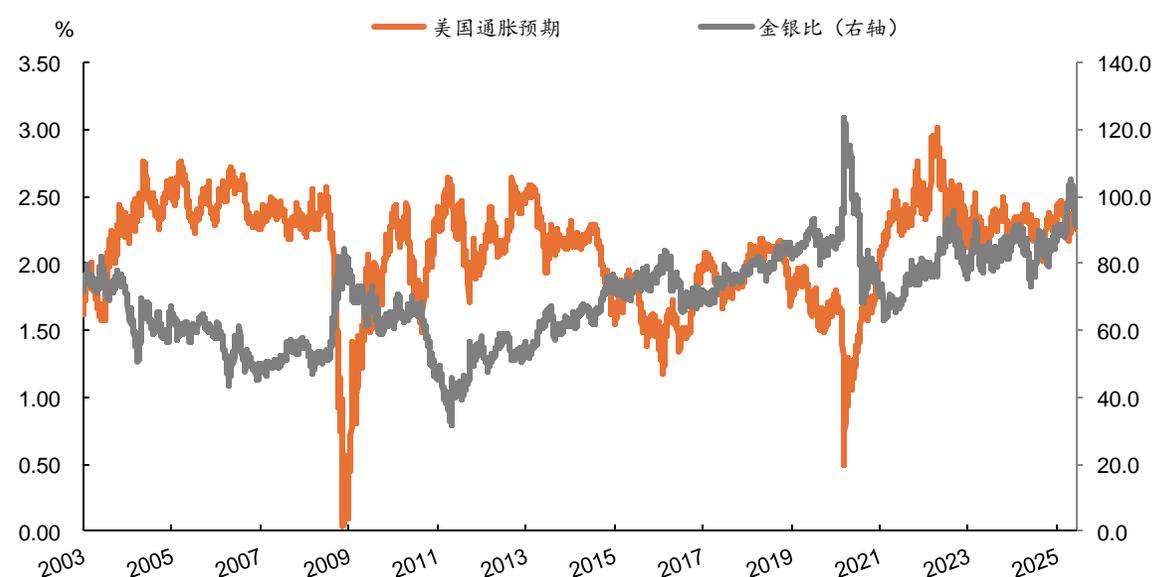
白银：白银工业属性驱动金银比修复

- **金银比修复周期：始于复苏起点，伴随宽松周期。**历史走势来看，金银比与铜走势呈现较为显著的负相关性，指征白银与铜在经济复苏背景下工业属性的加速驱动。金银比收敛通常始于经济走弱或悲观预期引发的黄金货币属性的极致定价之后，收敛过程通常伴随宽松的货币及财政政策环境，经济周期景气回升以及风险偏好的逐步修复。收敛终点多对应宽松周期结束或经济增长的边际走弱，其中2003-2006、2009-2011、及2016三轮修复周期末端均对应美国通胀预期阶段性高点，2020-2021修复重点对应降息周期结束。

金银比与铜趋势上呈现负相关



金银比与美国通胀预期



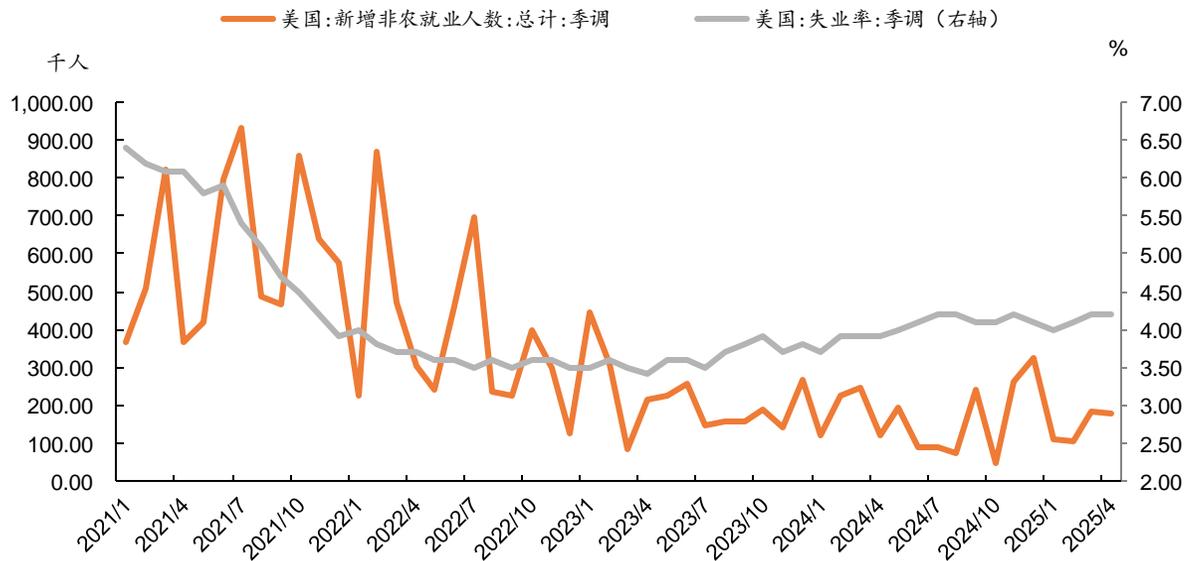
资料来源：Wind，平安证券研究所

白银：金银比有望实现趋势性收敛

- 我们认为当前处于相对高位的金银比，后续有望在宽松环境及工业需求提振背景下，实现趋势性收敛。
- 宽松背景驱动金银比收敛。国内方面，5月央行推出一揽子货币政策，涵盖总量宽松+结构性支持，加大中长期流动性供给。海外方面，通胀虽干扰美联储降息节奏，但就业数据压力下，美联储或难言降息终点；此外欧央行处于降息通道内，宽松背景有望驱动金银比收敛。
- 海外制造业产业链重建诉求抬升，长期工业需求有望逐步提升。特朗普关税政策或带来短期全球工业需求的结构性变化，但中长期来看，海外制造业产业链重建诉求抬升，工业需求有望逐步提升。



美国就业数据



美国工业产能利用率



资料来源：Wind，平安证券研究所



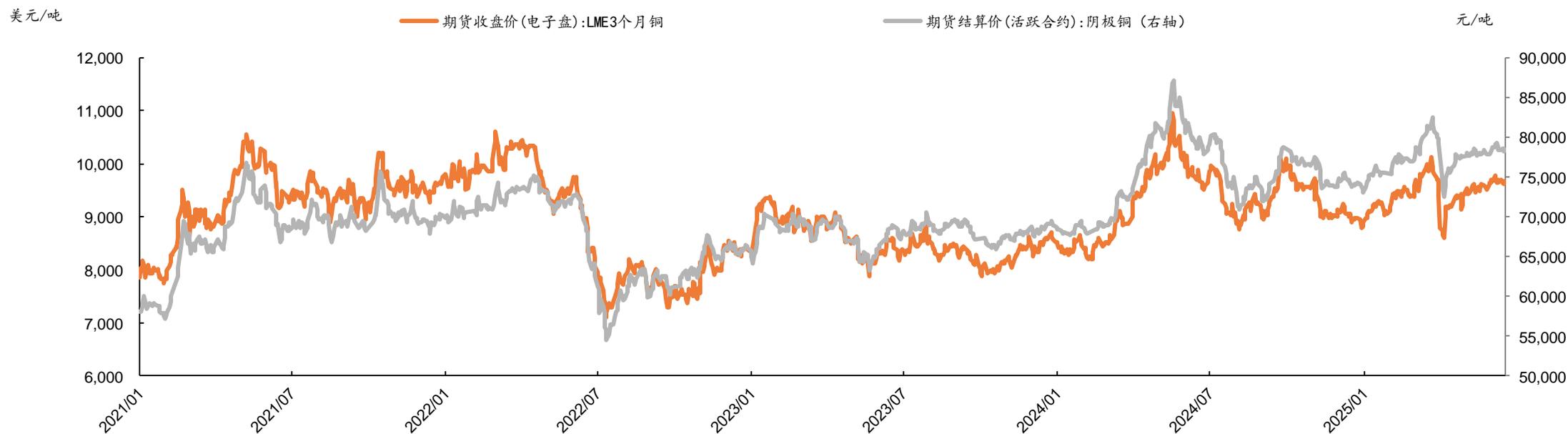
目录CONTENTS

- ① 有色金属板块回顾：贵金属板块领涨有色
- ② 贵金属：黄金长逻辑持续演绎，白银有望进入补涨阶段
- ③ 工业金属：供给受限与低库存共振，铜铝蓄势待发
- ④ 能源金属：出清持续，底部驱动渐近
- ⑤ 投资建议与风险提示

铜上半年回顾：海外贸易政策扰动，上半年铜价区间震荡

- 海外贸易政策扰动，上半年铜价区间震荡。整体来看，2025年上半年铜价表现基本可分为两个阶段。Q1来看，随着铜矿紧缺形势加剧，基本面短缺预期逐步抬升，叠加美国关税政策预期下，美国市场铜需求短期较快抬升，铜价中枢走高。4月之后，特朗普关税加征落地，海外衰退预期短期加速发酵，全球风险偏好走低，铜价大幅回落，后续海外政策面反复，市场悲观情绪边际缓解，叠加基本面支撑逐步显现，铜价中枢逐步实现向上修复。

LME铜价与SHFE铜价



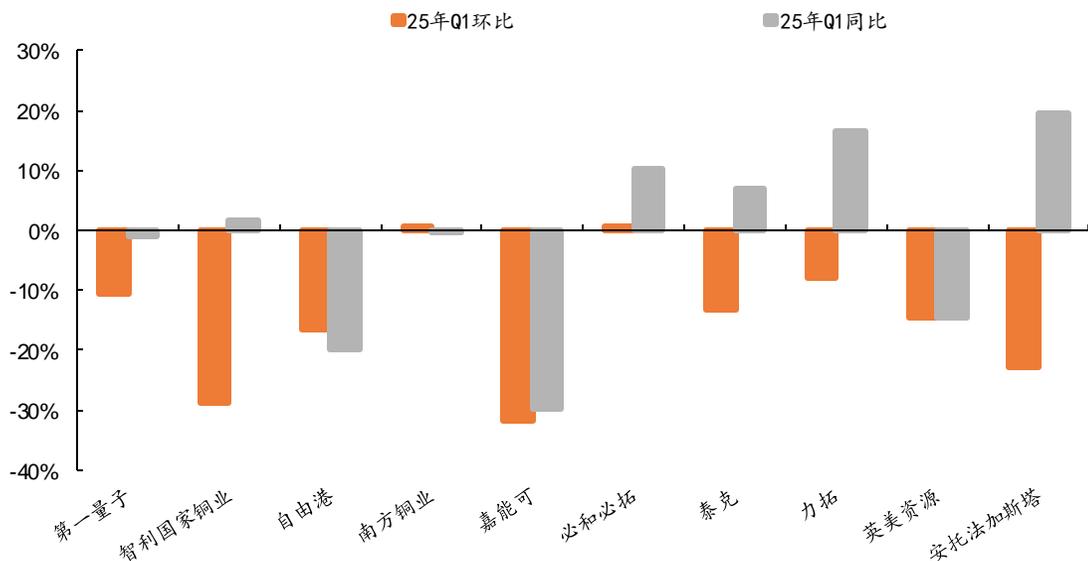
资料来源: Wind, 平安证券研究所

铜：矿端弹性收缩趋势渐显

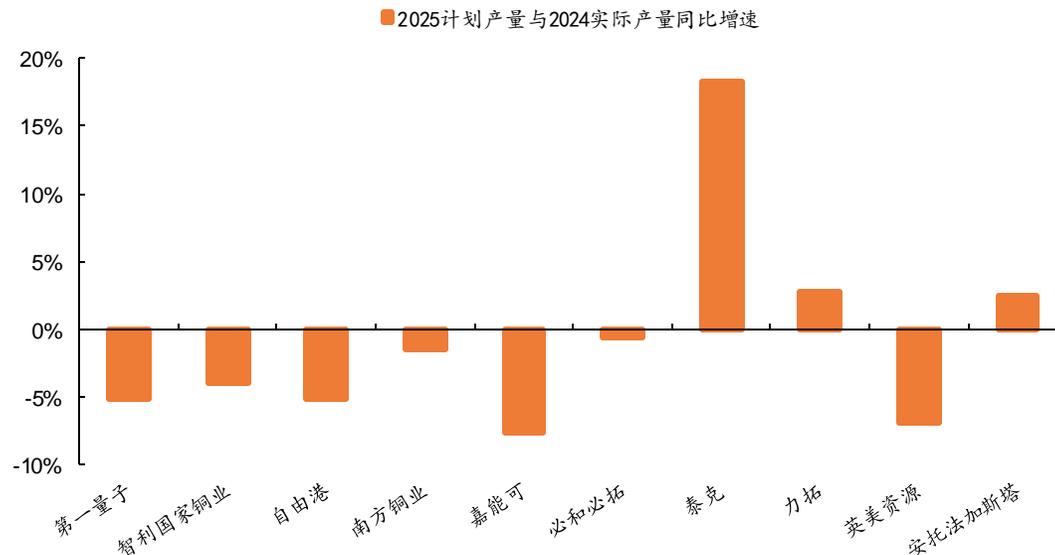
■ 海外主要铜矿企业2025年Q1产量总体下行，2025年计划产量较2024年实际产量多现回落。从海外主要头部铜矿企业表现来看，除必和必拓、力拓以及安托法加斯塔外，多数矿企2025年Q1铜产量环比现小增或大幅下降，样本总计Q1铜产量同比下降3.5%。全年维度来看，根据各企业披露的2025年规划铜产量，多数企业较2024年实际产量现下调，仅泰克规划产量预计实现较大幅度增长。样本总体2025年预计铜产量合计1013.7万吨，较2024年同比下降2%。

➤ 根据主要铜矿山Q1实际生产情况及全年规划产量，预计2025年下半年全球铜供应增量相对有限，铜供应或仍呈偏紧态势。

海外主要铜矿企业2025年Q1铜产量表现



海外主要铜矿企业2025年规划铜产量情况



资料来源：各公司公告, SMM, 平安证券研究所

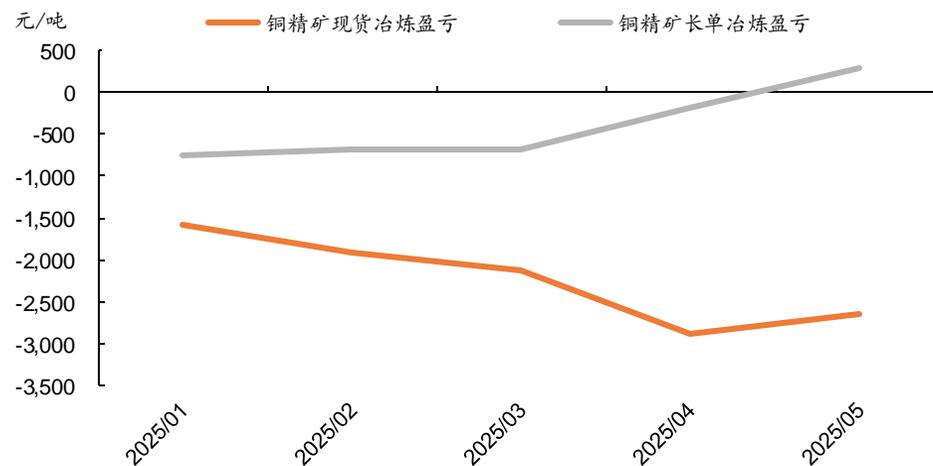
铜：加工费持续走低，冶炼利润仍受挤压

- 加工费持续走低，冶炼利润仍受挤压。加工费方面来看，2025年上半年国内铜精矿长单及现货加工费均呈现较大幅度回落。2025年上半年，国内铜精矿长单TC为23.25美元/吨，较2024年下半年大幅下降。现货方面，2025年5月底国内现货TC达-43.56美元/吨，较2024年年底下降50.47美元/吨。冶炼利润方面来看，上半年现货冶炼仍处于较大亏损区间，长单冶炼5月虽转为盈利，但利润空间相对较小。上半年精铜冶炼利润整体仍受到较大程度的挤压。
- 据SMM，2025年下半年长单TC为21.25美元/吨，环比下行2美元/吨。结合各大型矿山项目规划及长单水平，我们认为下半年现货TC或仍难有明显起色，预计冶炼利润或仍持续受损。

中国铜精矿现货加工费



国内铜精矿长单及现货冶炼盈亏

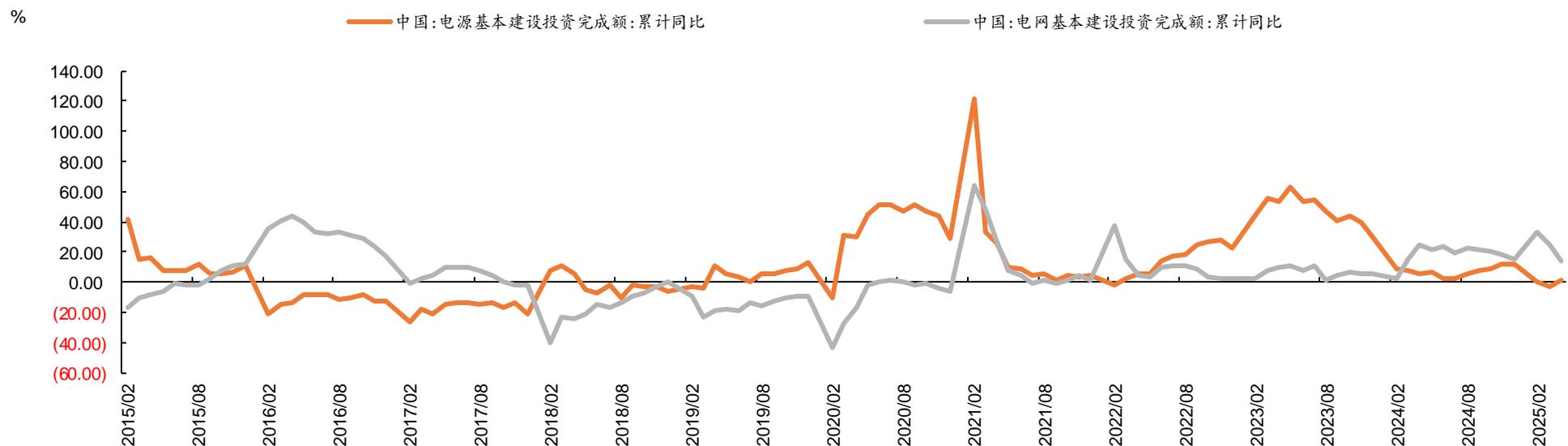


资料来源：SMM, 平安证券研究所

铜：电力投资韧性显现

- **电力投资韧性显现。**截至2025年4月，国内电网投资完成额累计同比增长14.6%，电源投资完成额累计同比达1.6%。对比来看，电源建设周期短于电网，2024年之前我国电网投资额增速落后于电源增速，新能源消纳问题待解决，预计未来几年我国电网投资仍将维持较高增速。根据国家电网，我国2025年电网投资预计超过6500亿元，投资将聚焦优化主电网、补强配电网、服务新能源高质量发展，开工建设特高压等重点工程。作为铜终端需求基本盘，预计电网领域需求仍将维持向好趋势。

国内电源电网建设投资完成额累计同比



资料来源：Wind, 国家电网, 平安证券研究所

铜：国补推动终端维持高景气度

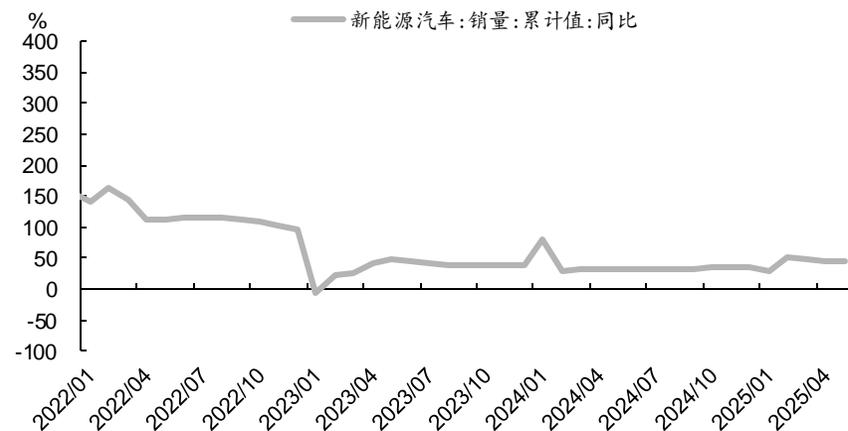
- 国补推动家电、汽车等多消费领域需求维持高景气度。2025年安排3000亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新加力扩围，包括增加手机等数码产品的购新补贴政策；将家电以旧换新产品从8+N增加到12+N；将汽车报废更新旧车范围扩大以及对家装厨卫“焕新”所用物品继续给予补贴等。国补范围及力度均强于过往补贴，有望较大程度拉动相关终端需求消费，进一步托底铜对应领域需求。

国补政策梳理

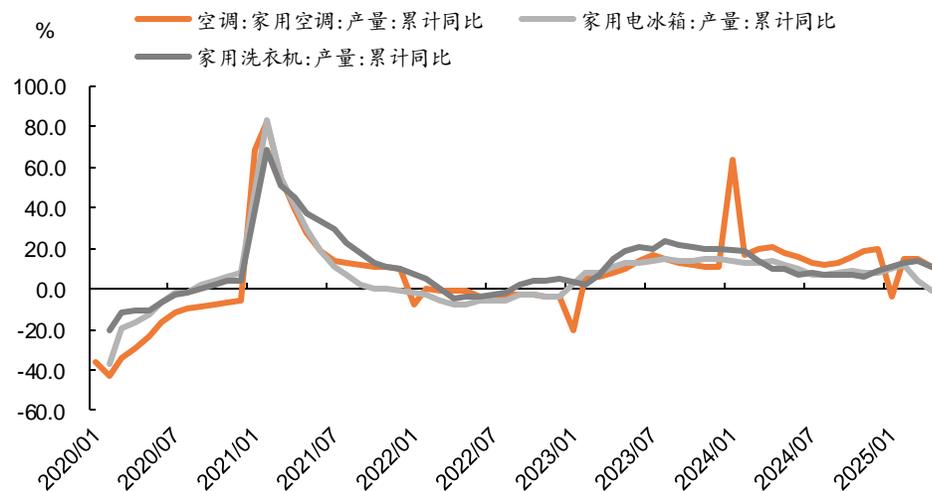
政策	2025年家电以旧换新补贴	2024-2025年汽车补贴政策
补贴范围	冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机、微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲	重点支持置换新能源乘用车和2.0升及以下排量燃油乘用车。
补贴金额	2级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的15%；1级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的20%。每件补贴不超过2000元。	报废旧车并购买新能源乘用车补贴标准为2万元，购买2.0升及以下排量燃油乘用车补贴标准为1.5万元。 汽车置换更新补贴：购买新能源乘用车单台补贴最高不超过1.5万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过1.3万元。

资料来源：中国政府网，Wind，平安证券研究所

新能源汽车销量同比



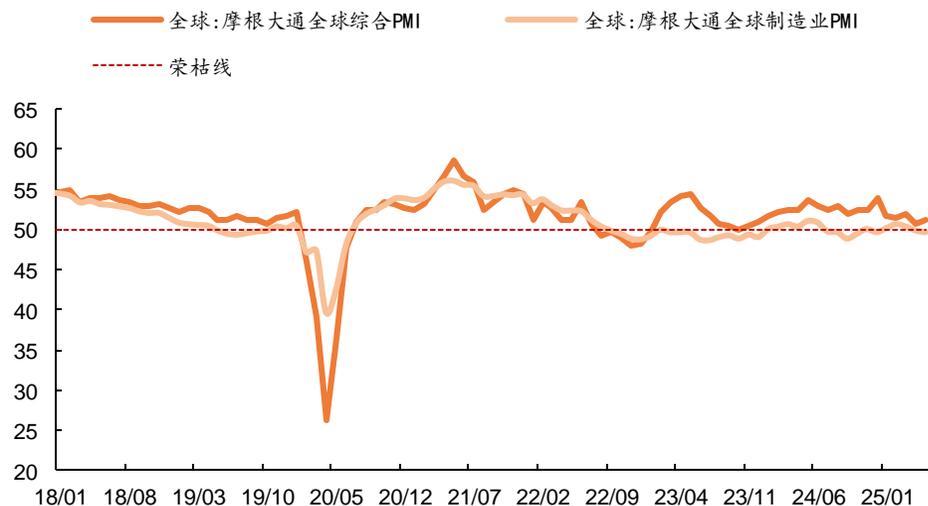
家电产量同比



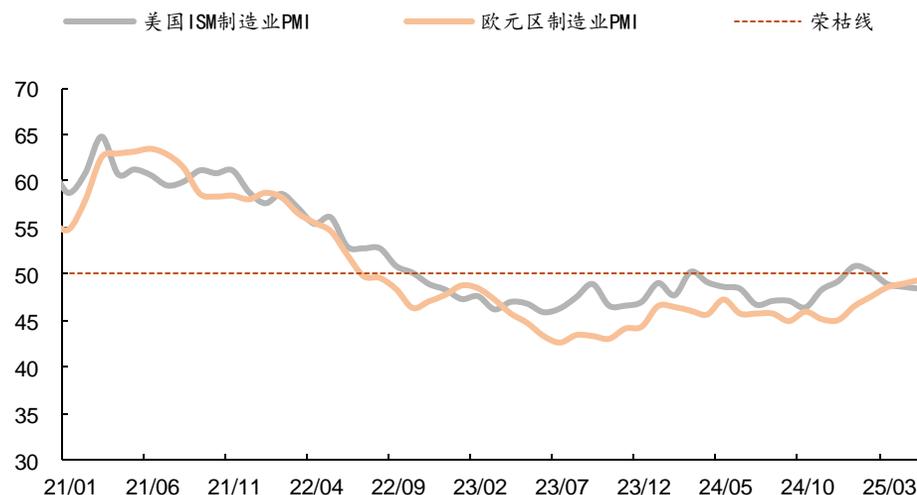
铜：海外需求弹性可期

- 海外PMI基本处于荣枯线附近，政策带动下中期或有上行空间。美国相关贸易政策扰动下，铜及铜加工品的全球需求结构将在一定程度上面临重塑，需求端阶段性调整或将带来铜供需格局的短期变化。但长期来看，美国对自身制造业产能重建仍有较强诉求，中长期铜实物需求仍有望实现增长；此外欧洲等海外非美国国家制造业需求在相关政策驱动下有望打开增长空间。2024年底以来，欧元区制造业PMI处于回暖趋势。2025年3月，德国联邦参议院已批准相关财政方案，通过放宽债务上限等方式大规模扩张财政支出，基建及国防领域投资有望快速提升。中期海外整体铜需求增长空间有望逐步打开。

全球综合PMI及制造业PMI



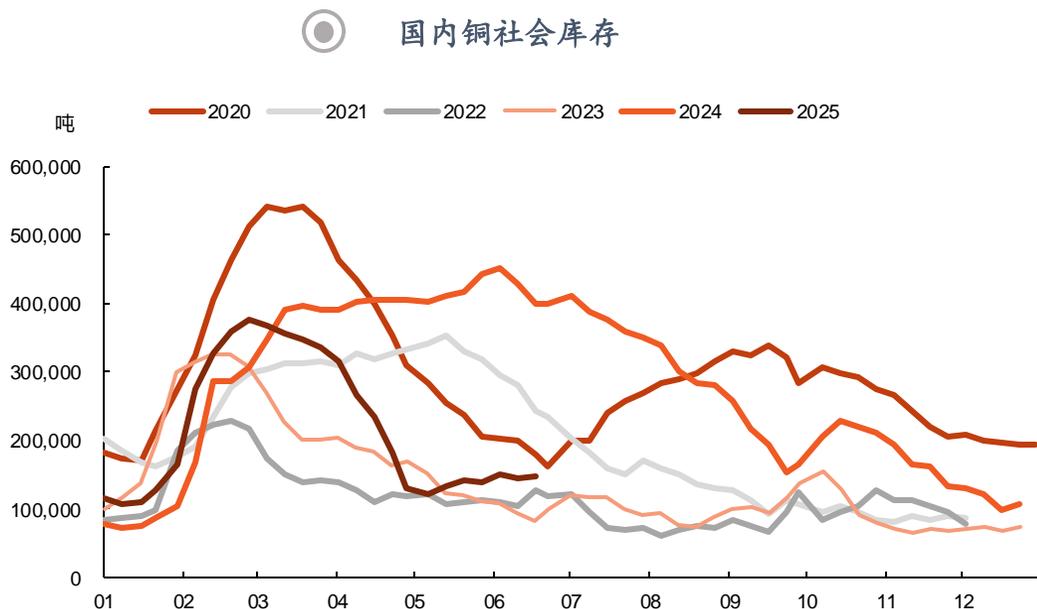
美国及欧元区制造业PMI



资料来源：Wind, 央视网, 平安证券研究所

铜：全球库存处于偏低水平

- Q2以来全球主要交易所库存整体去库，库存水平降至近年来中位以下。受特朗普关税政策影响，Q2海外铜库存出现非常规流动，LME去库同时COMEX铜库存快速累库，但整体来看，全球主要交易所库存自Q2以来仍现下行态势，5月底库存水平降至近年来中位以下，一定程度反应下游的需求韧性。同时意味着若全球精铜供需出现缺口，库存低位水平下，铜价或表现出更强的弹性。

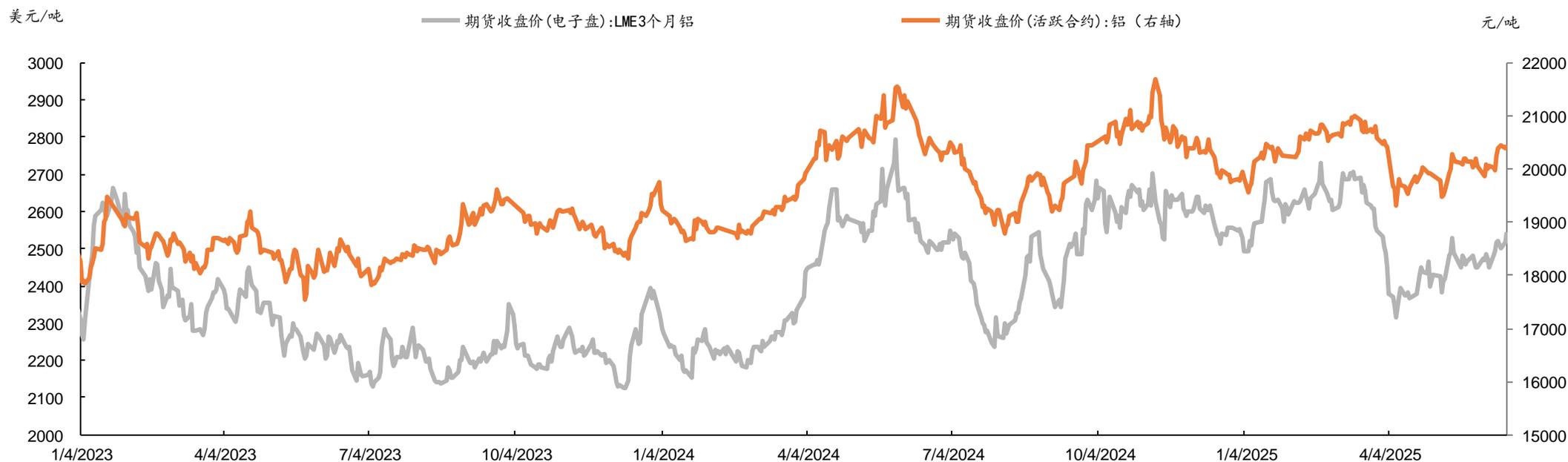


资料来源：Wind, SMM, 平安证券研究所

铝上半年回顾：基本面韧性显现，关税影响下铝价区间震荡

- 基本面韧性显现，关税影响下铝价区间震荡。截至2025年6月20日，LME铝价上涨1.3%，同期SHFE铝价上涨2.6%，上半年整体呈现区间震荡。Q1来看，受益于终端需求景气抬升，国内电解铝基本面向好，铝价中枢抬升。4月受美国关税政策影响，悲观预期阶段性发酵，风险偏好下降背景下，铝价短期下行。此后政策边际改善，市场情绪逐步修复，叠加基本面韧性显现，铝价中枢现上行态势。

LME铝及SHFE铝价

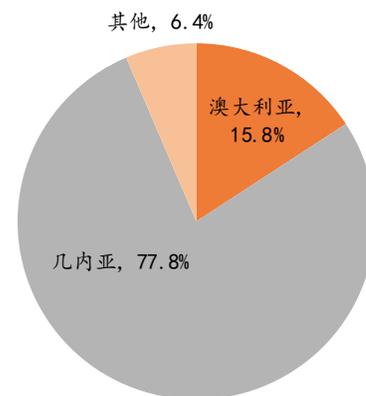


资料来源：Wind, 平安证券研究所

铝：海外矿端扰动不减

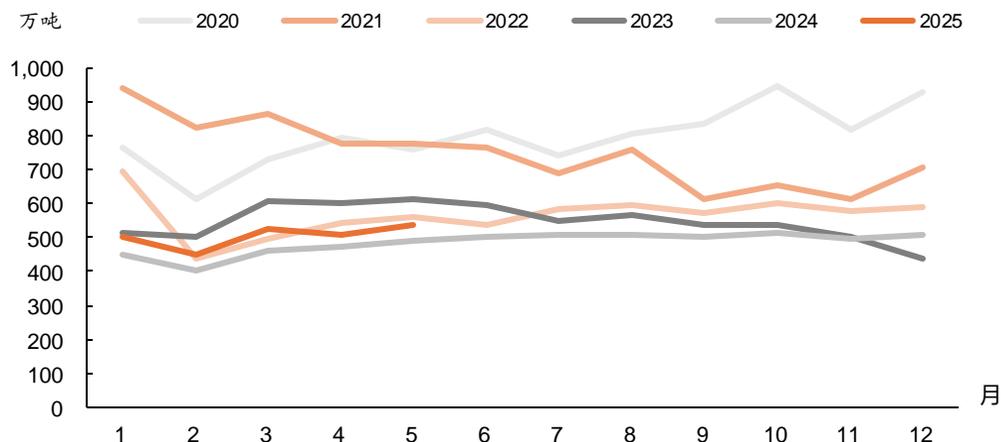
- **原料端供给改善。**2025年1-5月国产铝土矿产量累计2520万吨，同比增长10.7%。2025年1-5月铝土矿进口量合计8529万吨，同比增长33.2%。国产矿产量虽仍处于历史相对低位水平，但进口量增量可观，原料端供给呈现改善。
- **重视几内亚铝土矿产业政策扰动。**二季度几内亚政府宣布撤销部分矿山采矿许可证，部分矿山停产，涉及产能约4000万吨/年。当前几内亚进口占比已近80%，当地政策扰动对原料供应影响至关重要，几内亚即将迎来临时政府执政期满，新的中期执政临近。需关注短期当地政府政策及宏观环境的影响。

2025年1-5月进口铝土矿结构



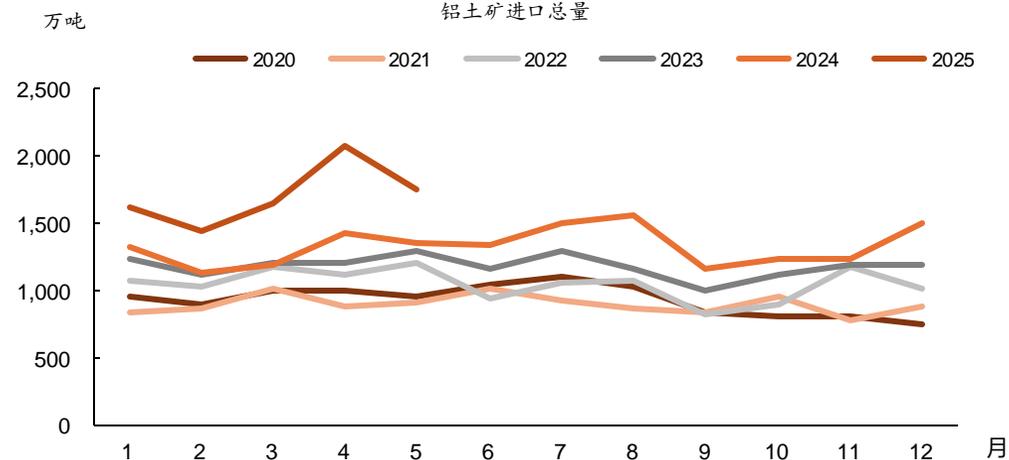
国内铝土矿产量

中国铝土矿产量



国内铝土矿进口量

铝土矿进口总量

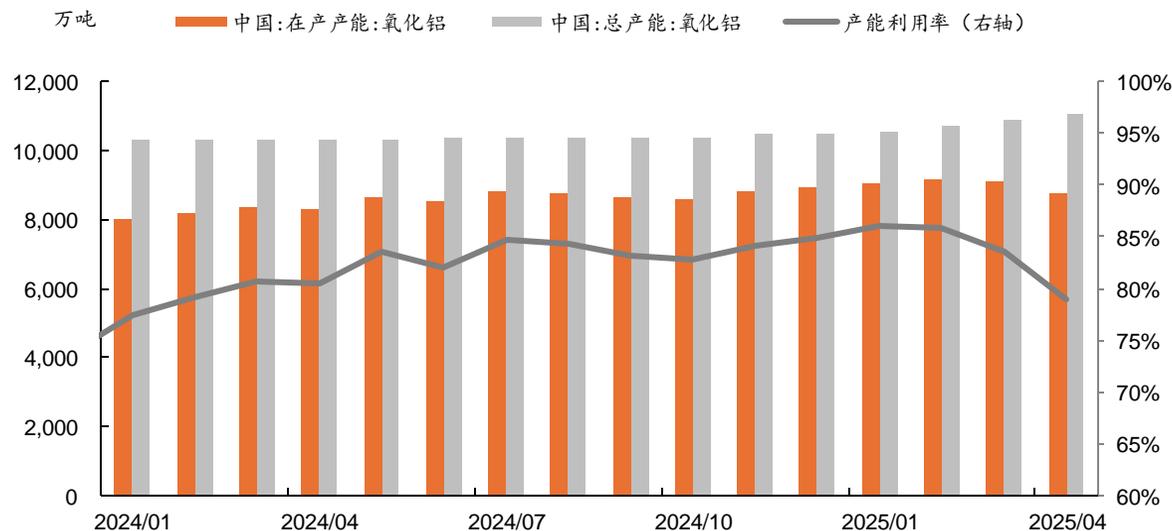


资料来源：SMM, 我的钢铁网, 平安证券研究所

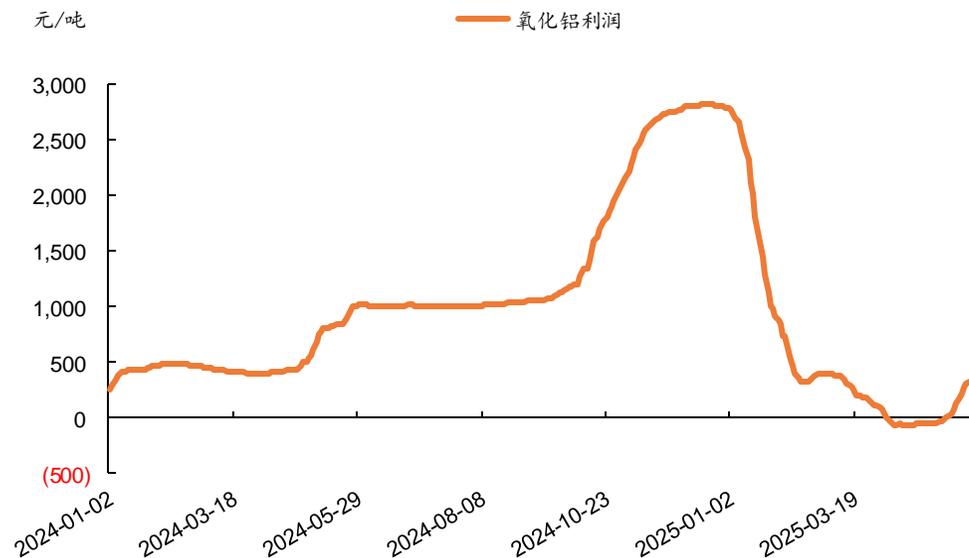
铝：氧化铝产能或维持相对过剩

- ▶ 氧化铝产能利用率走低，产能或仍维持相对过剩。截至2025年4月，国内氧化铝建成产能达1.11亿吨/年，产能利用率达78.9%，上半年整体呈走低趋势。根据一吨电解铝生产需要1.93吨氧化铝的配比进行计算，4500万吨电解铝需要氧化铝产能规模可在9000万吨/年以下，当前氧化铝建成产能规模已相对过剩。
- ▶ 利润方面来看，年初以来氧化铝利润空间逐步收敛，4月出现阶段性亏损。主因铝土矿方面供应逐步宽松，叠加氧化铝产能充裕。5月后受铝土矿供应扰动预期影响，氧化铝利润随价格抬升现小幅反弹。随着产能不再为氧化铝供应端制约因素，氧化铝环节利润或更多由原料端主导。

历年氧化铝产能变化



国内氧化铝利润变化

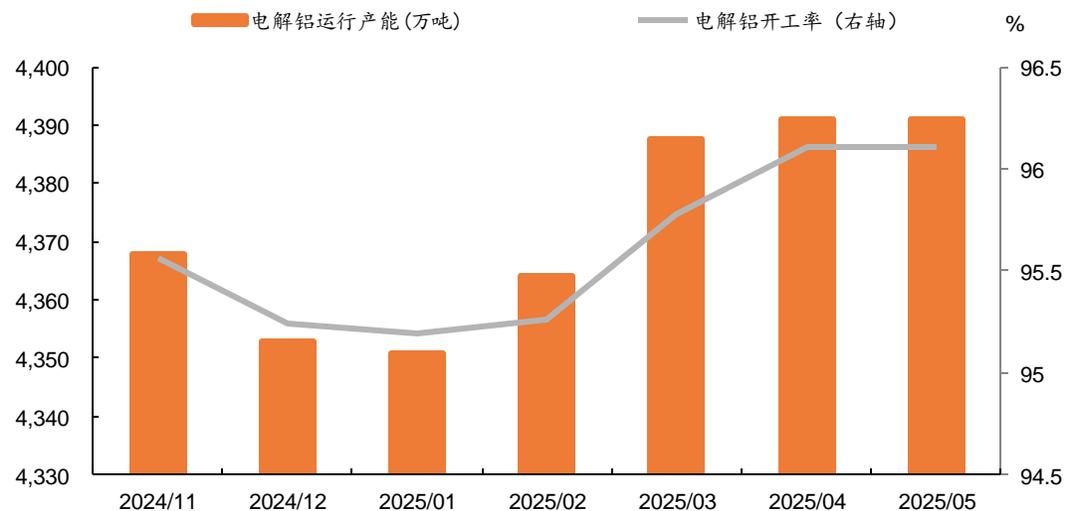


资料来源：Wind，百川盈孚，平安证券研究所

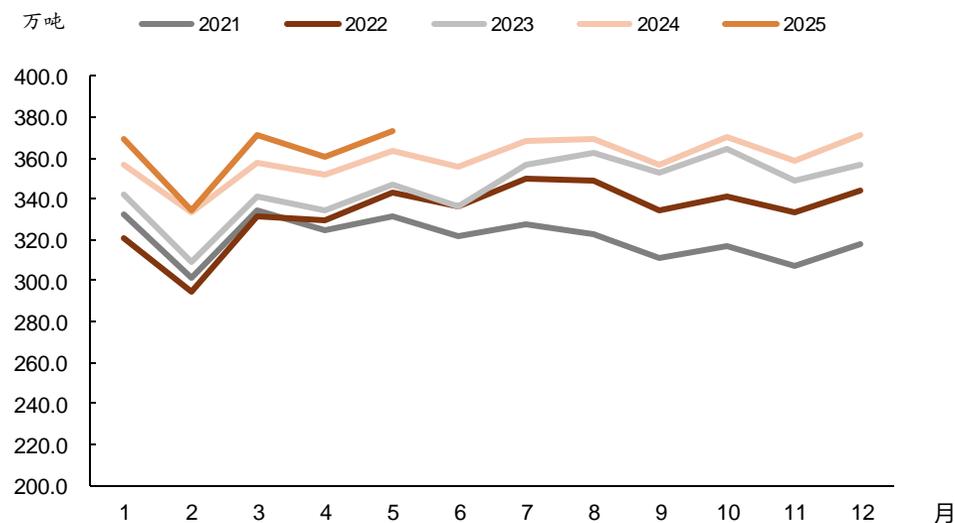
铝：国内电解铝产能天花板渐进

- 国内电解铝产能天花板渐进，产量弹性几无。2017年供给侧改革以来，电解铝新增产能主要以产能转移及存留指标建设为主，随着近年来新增产能逐步落地，国内电解铝合规指标建成产能逐步逼近天花板。2025年国内电解铝运行产能继续增长，截至2025年5月电解铝运行产能达4391万吨，剩余指标投产空间约在100万吨；5月电解铝产能利用率达96.11%，产量增量规模有限。

国内电解铝运行产能及开工率



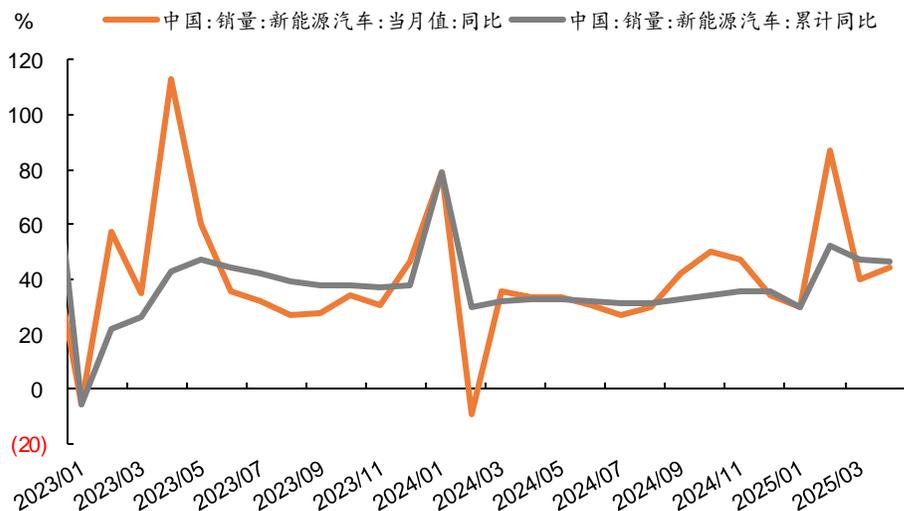
国内电解铝产量



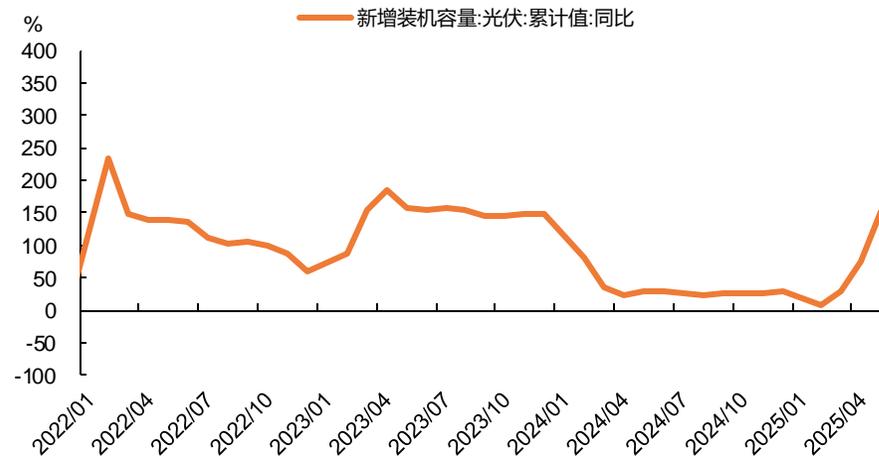
铝：新能源终端预计维持较强韧性

- **新能源终端预计中期仍将维持较强韧性。**2025年前4月新能源汽车累计销量增速达46.25%，仍维持较强韧性。国补政策推动下新能源汽车领域有望维持高景气度。光伏方面，上半年光伏新增装机增速较高或存在一定抢装因素，但中长期来看，预计全球新增装机规模仍将维持持续增长，根据欧洲光伏产业协会，中性假设下预计2025年全球新增装机增速达9.7%。整体来看新能源终端预计中期仍将维持较强韧性，驱动铝需求增长。

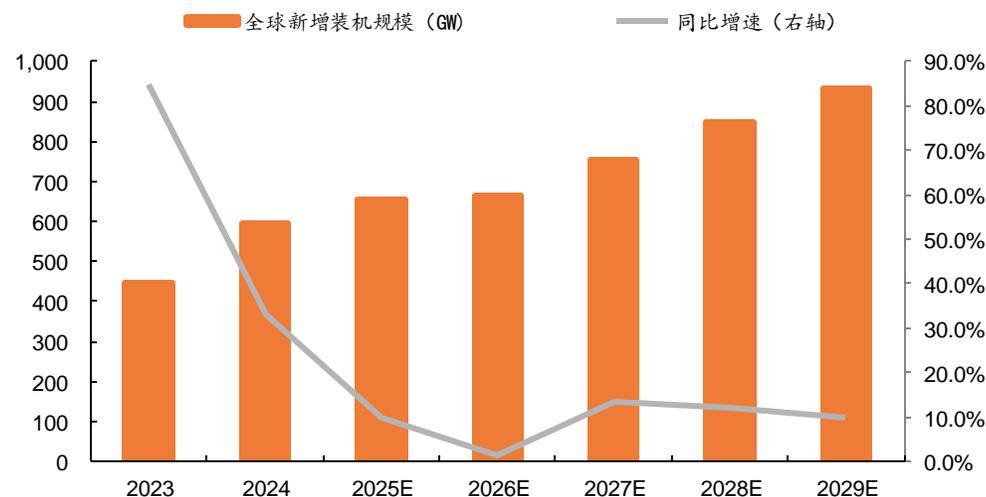
新能源汽车销量同比增速



新增光伏装机累计同比



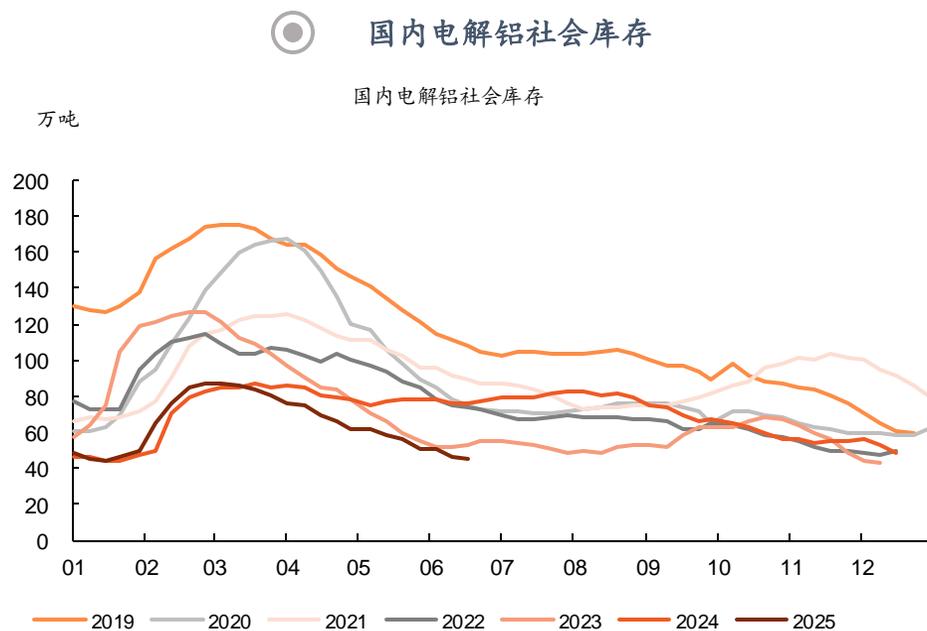
全球新增光伏装机规模



资料来源：中国光伏行业协会，SPE，Wind，平安证券研究所
注：装机规模预测基于中性假设

铝：持续去库至历史低位

- 国内库存来看，近年来电解铝社会库存经历长周期去库，2025年二季度整体国内社库持续处于近年来同期最低水平。长周期去库主要由于新能源需求强劲提振以及供给侧产能限制的双重驱动，供需格局持续偏紧。海外方面，2025年上半年依旧延续去库节奏，LME库存去化顺畅，截至2025年6月20日，LME电解铝库存水平为34.1万吨，接近历史低位水平。
- 当前来看，全球电解铝显性库存水平过低，意味着库存蓄水池功能大幅减弱，若需求呈现超预期弹性，则电解铝紧缺带来的铝价弹性将进一步放大。



资料来源：Wind，SMM，平安证券研究所

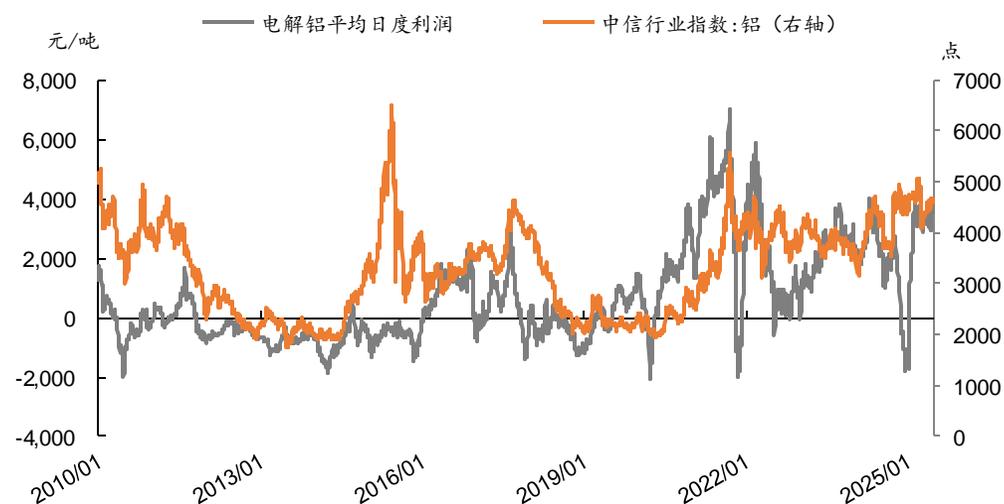
铝：电解铝利润预计持续改善

- ▶ 供给刚性及低库存水平有望抬升铝价中枢，电解铝利润预计持续改善。2025年以来，随着氧化铝供需格局回归长期主线，电解铝利润与铝价相关性重新抬升，铝价为电解铝利润的核心主导变量。我们认为随着国内电解铝产能临近上限，叠加终端用铝稳增趋势不变，供给刚性及低库存水平将加速抬升平衡脆弱性，电解铝紧缺预期有望逐步转为现实，铝价中枢或开启新的上行趋势，电解铝利润预计持续改善。

● 电解铝利润及铝价



● 铝行业指数与电解铝利润



资料来源：Wind，SMM，平安证券研究所



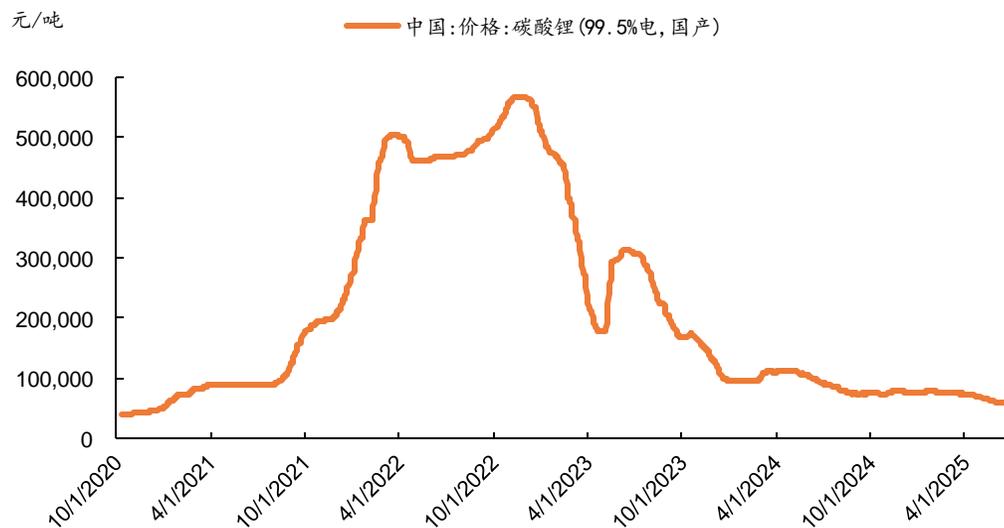
目录CONTENTS

- ① 有色金属板块回顾：贵金属板块领涨有色
- ② 贵金属：黄金长逻辑持续演绎，白银有望进入补涨阶段
- ③ 工业金属：供给受限与低库存共振，铜铝蓄势待发
- ④ 能源金属：出清持续，底部驱动渐近
- ⑤ 投资建议与风险提示

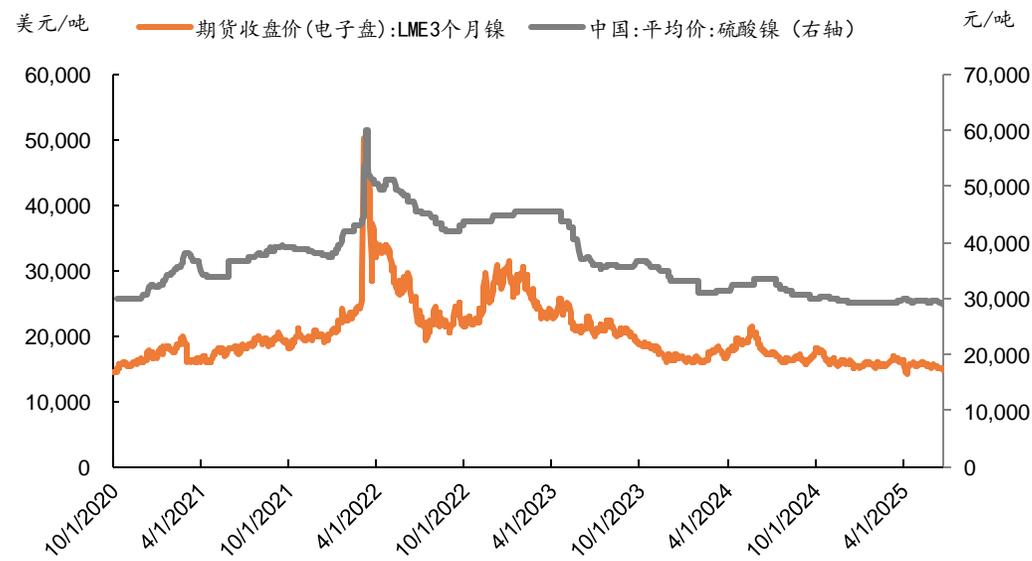
能源金属回顾：基本面持弱，价格底部震荡

- **基本面持弱，价格底部震荡。**以锂镍为代表的能源金属2025年上半年总体均呈底部震荡走势，对应基本面表现相对较弱。截至2025年5月，碳酸锂价格较年初下跌19.3%；LME镍价同期上涨1.8%，硫酸镍价格同期上涨1.2%。需求端来看，新能源汽车、光伏等领域景气态势向好，拉动能源金属需求。供应端上半年则仍处于出清过程中，供需整体维持偏过剩格局。同时能源金属整体库存规模相对较高，一定程度对价格形成压制。

碳酸锂价格



镍及硫酸镍价格

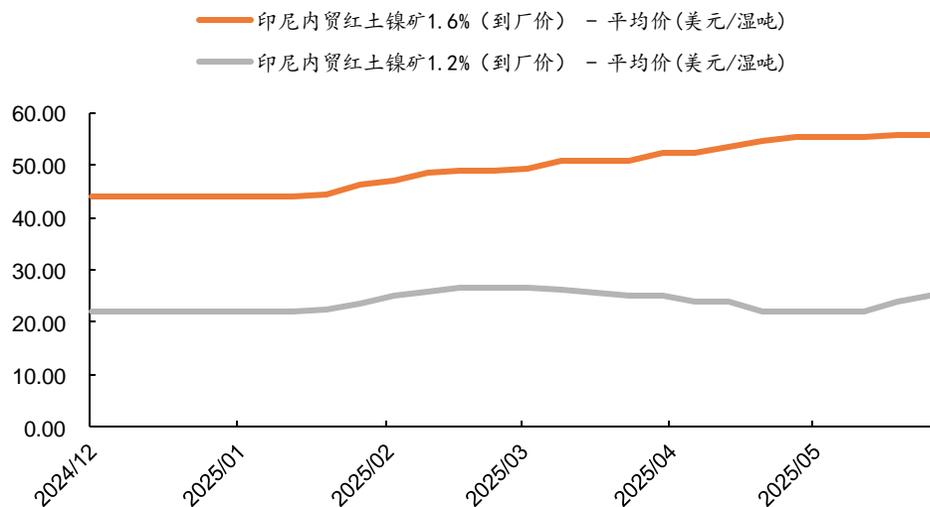


资料来源: Wind, 平安证券研究所

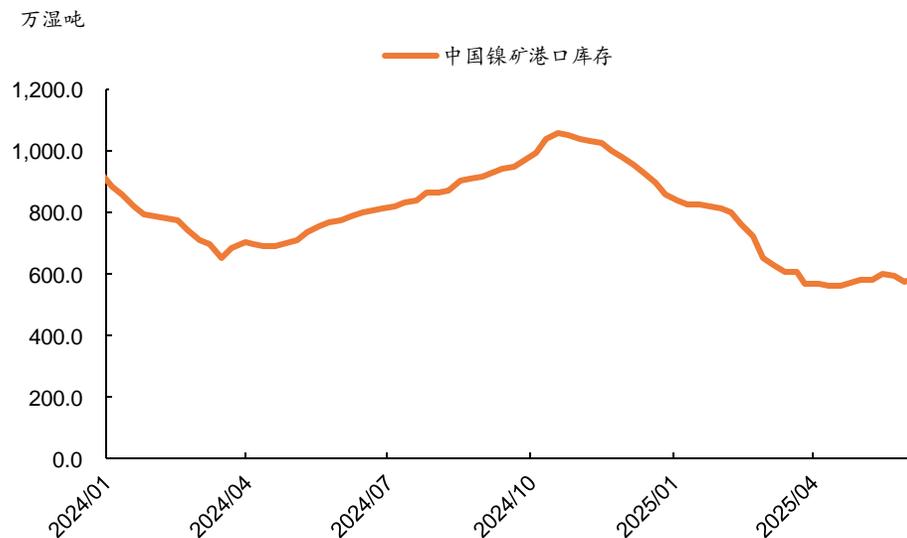
镍：印尼镍矿政策抬升镍矿供应不确定性

- **RKAB政策扰动持续，印尼镍矿不确定性抬升。**印尼2024年全年共批复RKAB配额2.72亿湿吨，2025年以来印尼政府并未向市场公布RKAB的完整批复情况，下半年镍矿配额仍在审批中。2024年表现来看，RKAB审批暂停或延迟会导致印尼镍矿供应紧张，镍矿价格或受短期供需错配进一步抬升，从而提升冶炼厂的生产成本。结合上半年节奏来看，下半年印尼镍矿供应不确定性仍存。
- 价格方面来看，印尼内贸1.6%品位红土镍矿上半年价格总体现上升趋势，截至5月底达55.3美元/湿吨，较2024年底上涨25.7%。此外，国内镍矿港口库存上半年呈现去库态势，当前已至相对低位，镍矿供应整体呈偏紧格局。结合印尼RKAB审批节奏，下半年镍矿供应不确定性或仍将提供较强成本支撑。

◎ 印尼内贸镍矿价格



◎ 镍矿港口库存

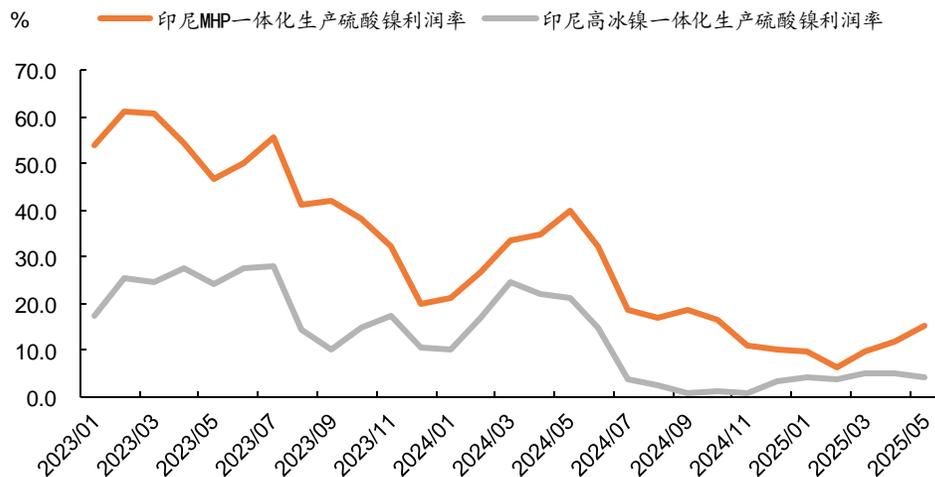


资料来源：SMM，平安证券研究所

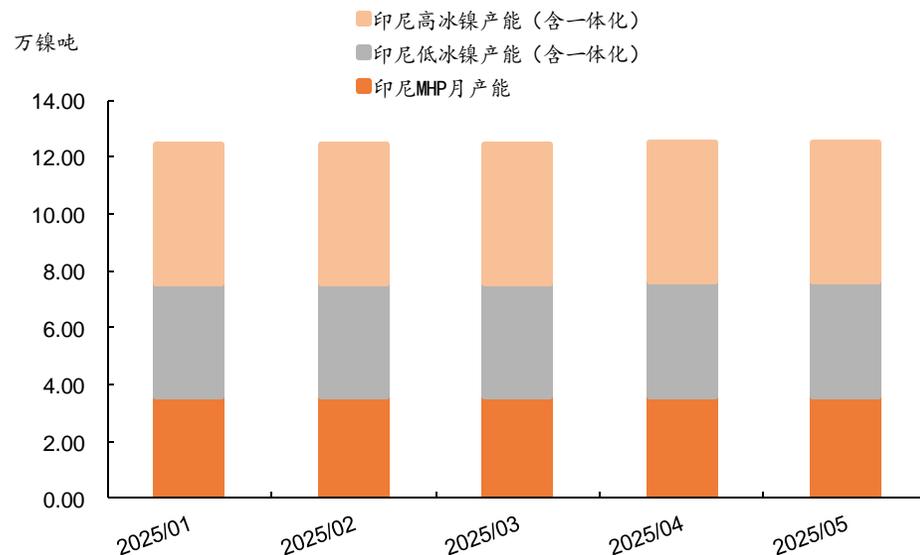
镍：产业链利润率下行，成本支撑或加速显现

- 中间品-硫酸镍产业链来看，上半年湿法利润率有所修复，火法利润率仍低位运行。2025年5月，MHP一体化制备硫酸镍利润率达15.2%，较2024年底提升4.9个百分点；高冰镍一体化制备硫酸镍达4.1%，较2024年底提升0.8个百分点。
- 低镍价水平下，镍各产业链利润率仍处于相对低位，虽湿法利润率有所修复，但火法产能占比仍相对较高，2025年5月，印尼高冰镍产能占中间品合计产能39%，火法总体占比超70%，火法产业链利润空间仍需要向上修复，产业链低利润率难以持续，预计镍价成本支撑有望加速显现。

● 印尼硫酸镍一体化项目利润率



● 印尼中间品产能情况



资料来源：SMM，平安证券研究所

镍：过剩幅度有望逐步收敛

- 过剩幅度有望逐步收敛。整体来看，供应端弹性持续释放下，下半年全球镍元素预计仍呈现供强需弱的相对过剩格局。但季度表现来看，预计Q4需求弹性释放下，供给过剩幅度或进一步收敛。同时考虑到产业链利润已被压缩至相对低位，成本支撑作用下预计镍价下方空间已不大。同时随着近年来印尼当地政府增强矿端定价权，提升产品附加值诉求日益提升，镍矿端扰动呈加剧态势，原料端成本支撑为不可忽视的镍价重要变量。我们认为当前镍价已处于底部区间，静待价格向上驱动。

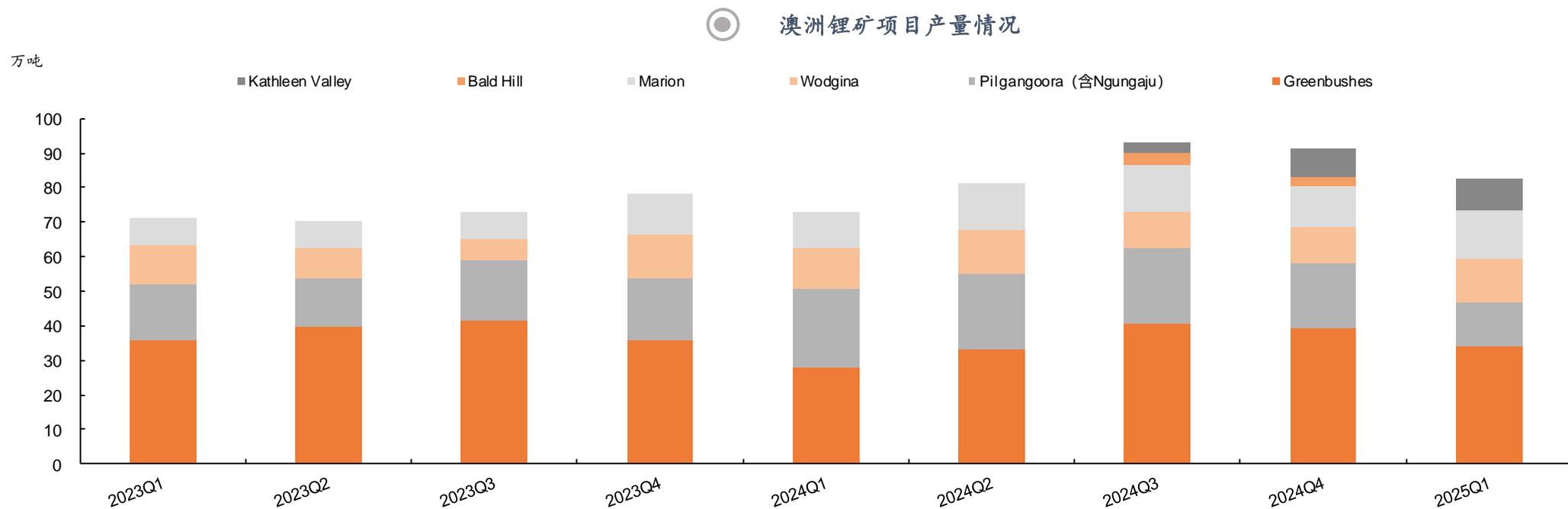
全球镍元素平衡表（万吨）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
纯镍	23.6	24.4	25.9	25.98
镍铁	51.09	59.91	58.75	59.19
镍盐	9.79	10.89	11.29	12.04
其他	1.23	1.23	1.23	1.23
供应合计	85.71	96.43	97.17	98.44
不锈钢	57.66	60.31	60.81	66.64
新能源	8.7	10.52	9.88	10.81
合金	12.49	13.93	14.18	14.49
其他	4.84	5.14	5.29	5.24
需求合计	83.69	89.9	90.16	97.18
平衡	2.02	6.53	7.01	1.26

资料来源：SMM，平安证券研究所

锂：Q1澳矿产量环比下行，供应出清持续

- **Q1澳矿产量环比下行，出清仍未结束。**目前澳大利亚主要运营的锂矿项目包括Greenbushes、Pilgangoora、Mt Marion、Wodgina、Mt Holland 以及 Kathleen Valley，从已披露一季报公司产量情况来看，主要澳洲锂矿项目一季度产量环比下降9.5%，结构上产量变化呈现分化：Greenbushes和Pilbara 因矿石品位下降及新工厂爬产出现季度产量环比下降；而 Marion、Wodgina 和 Kathleen Valley项目矿石产量实现环比增长。整体来看，澳矿大型矿山基本维持原有生产指引，高成本矿山出清节奏较为缓慢。

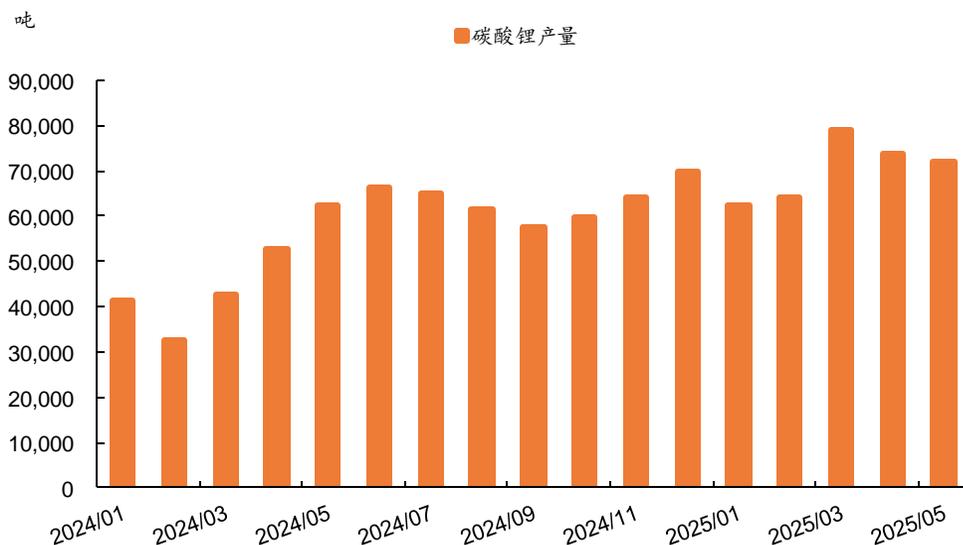


资料来源：各公司公告，平安证券研究所

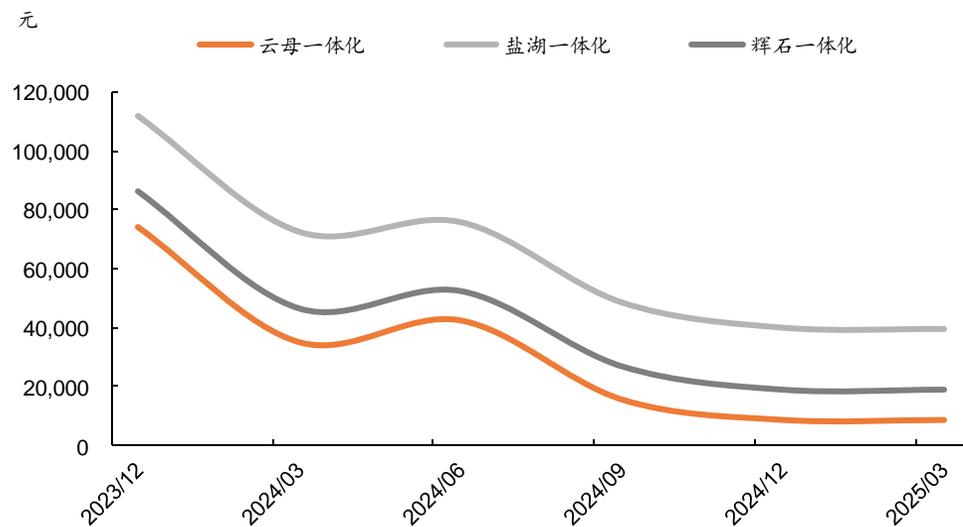
锂：国内碳酸锂产量续增，利润环比走低但空间仍存

- 国内碳酸锂产量续增，利润环比走低但空间仍存。2025年1-5月国内碳酸锂产量合计35.1万吨，同比增长51.4%。利润方面来看，2025年一季度云母及盐湖一体化利润均现环比走低，分别达8790元/吨及3.99万元/吨。锂辉石一体化利润微增，达1.88万元/吨。整体来看，各原料一体化利润均处于历史低位，但去年年底以来利润压缩节奏放缓，且仍有一定利润空间。
- 结合上游产量及利润水平来看，我们认为下半年碳酸锂供应端出清过程预计仍将持续，锂价或仍处于磨底阶段。但随着利润压缩时间持续，供应收缩概率预计逐步提升。

国内碳酸锂产量



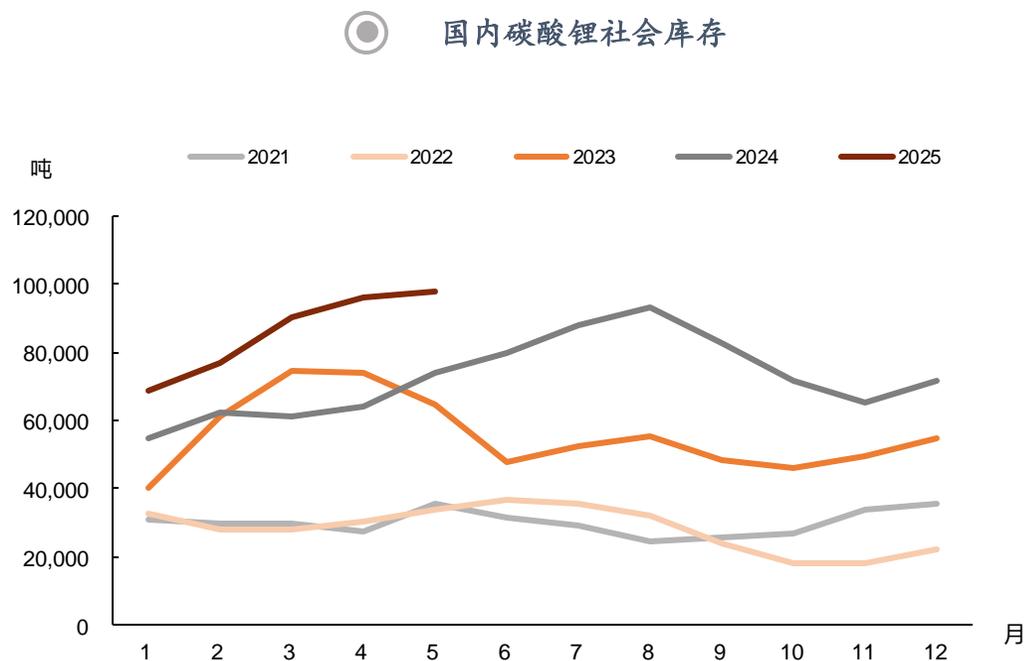
国内碳酸锂分原料一体化利润



资料来源：SMM，平安证券研究所

锂：过剩延续，等待基本面驱动

- **过剩延续，等待基本面驱动。**库存方面来看，1-5月国内碳酸锂库存仍处于持续累库趋势，供需整体维持宽松格局。平衡角度来看，预计供给端未有明显减量前提下，预计下半年国内碳酸锂仍呈过剩态势，碳酸锂价格或仍处于底部震荡区间。但同时价格自身对上游的负反馈不容忽视，若利润压缩持续，上游减产概率将进一步提升，现金成本对价格带来的支撑有望显现。



资料来源：SMM，平安证券研究所



目录CONTENTS

- ① 有色金属板块回顾：贵金属板块领涨有色
- ② 贵金属：黄金长逻辑持续演绎，白银有望进入补涨阶段
- ③ 工业金属：供给受限与低库存共振，铜铝蓄势待发
- ④ 能源金属：出清持续，底部驱动渐近
- ⑤ 投资建议与风险提示

投资建议

- **看好贵金属上涨趋势。**美国财政问题压力持续，特朗普政府带来的贸易摩擦或边际拖累美国政府信用，美元信用中期预计仍将走弱，黄金货币属性有望持续发酵；同时海外地缘问题未现缓解，避险需求仍为黄金另一重要驱动，多重共振下金价中枢仍看抬升。白银全年供需预计仍维持缺口，基本面有望逐步形成上涨催化，同时宽松周期内金银比预计将逐步向下收敛，白银有望进入补涨阶段。建议关注成本优势突出，具有量增逻辑的企业：建议关注紫金矿业、赤峰黄金、山东黄金。
- **工业金属价格弹性有望加速释放。**全球宽松环境为工业金属价格上涨提供了支撑；国内政策驱动终端景气度逐步抬升，金属需求弹性迎来释放空间。以铜、铝为代表的金属品种供给受限逻辑持续演绎，供需偏紧态势预计将进一步发酵。此外库存水平低位下，其蓄水池作用减弱，偏紧格局下价格弹性有望进一步放大。建议关注具有较高成长性、一体化优势显著的企业：建议关注洛阳钼业、天山铝业、云铝股份。
- **关注能源金属出清节奏。**预计下半年新能源终端景气度维持韧性，一定程度托底能源金属需求。供应端来看仍处于出清过程中，供需整体维持偏过剩格局。但价格当前处于底部区间，上游利润压缩下供给收缩概率提升，出清进程有望加速，关注底部区间基本面驱动。建议关注位于成本曲线左侧、一体化布局完善的企业，建议关注：华友钴业、中矿资源。

投资建议

公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS(元/股)				P/E(倍)				评级
		2025/06/20	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
赤峰黄金	600988.SH	27.00	0.93	1.13	1.28	1.41	29.1	23.9	21.1	19.1	推荐
洛阳钼业	603993.SH	7.78	0.63	0.70	0.75	0.83	12.4	11.1	10.4	9.4	推荐
天山铝业	002532.SZ	8.19	0.96	1.08	1.23	1.38	8.6	7.6	6.7	5.9	推荐
华友钴业	603799.SH	35.57	2.44	2.96	3.65	4.22	14.6	12.0	9.7	8.4	推荐
中矿资源	002738.SZ	29.37	1.05	1.52	2.29	3.73	28.0	19.3	12.8	7.9	推荐
云铝股份	000807.SZ	15.22	1.27	1.90	2.23	2.43	12.0	8.0	6.8	6.3	未评级
山东黄金	600547.SH	32.00	0.57	1.30	1.61	1.85	56.1	24.7	19.9	17.3	未评级
神火股份	000933.SZ	16.14	1.93	2.44	2.88	3.18	8.4	6.6	5.6	5.1	未评级

资料来源：Wind，平安证券研究所
注：未评级公司采用WIND一致预期

风险提示

- **需求低迷风险。**如果未来海外经济复苏乏力、固定资产投资和消费低迷，或者国际贸易争端增加，需求将受到较大的影响，并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。
- **供应释放节奏大幅加快。**如果海外供给端出现大幅超预期增长，则一定程度上对平衡格局产生较大影响，进一步对金属价格和相关公司盈利水平产生影响。
- **替代技术和产品出现。**短期内若出现替代性较强的产品及相关技术，则可能在需求端对各品种金属产生一定影响，从而对全球范围内各金属品种的平衡表带来扰动。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。