

行业研究

供给增长受限、中国需求回暖，看好铜铝投资机会

——钢铁有色行业 2025 年投资策略

要点

回顾与展望：需求仍是关键变量。我们在 2024 年年度策略中提出，需求是钢铜铝投资机会的主要抓手。展望 2025 年，钢铜铝的供给增长仍受到限制，需求仍是关键变量。中国经济回暖利好钢铜铝板块，行情弹性依赖于经济复苏力度；贵金属则受益于美国降息周期和央行增持。板块排序：铜铝>贵金属>钢。

供给：钢铜铝供给增长受限。1) 钢：在盈利下滑的背景下，短期钢厂自主调节产量的影响更大，后续需要关注是否出台媲美 2017 年供给侧改革的政策，中长期来看能耗及碳排仍将是制约供给的主线。2) 铜：铜矿产量增长受限于全球主要铜企资本开支增幅放缓，废铜原料库存消化后产量增速放缓，预计 2025 年全球精炼铜产量增长 1.4%。3) 铝：产能天花板将至，云南水电对供给扰动延续，供给难有增量，预计 2025 年国内供给（含进口）增长 1.4%。

需求：需求修复力度成为铜铝钢关键变量。1) 钢：地产去库存压力较大背景下，成交土地规划建筑面积处于同期低位，预计 2025 年我国新开工面积持续承压，根据世界钢铁协会最新预测，2025 年我国钢铁需求或将下降 1%，我们预计吨钢利润或仍将维持低位。2) 铜：传统需求平稳，新能源需求仍是未来主要增量，预计 2025 年全球铜需求增长 2.1%。3) 铝：制造业（新能源车、光伏、电力等）增长抵消地产下行，预计 2025 年中国铝需求增长 2.0%。

贵金属：ETF 投资需求+央行增持，持续看好金价中枢上行。美国进入降息周期，黄金 ETF 投资需求有望逐步恢复，金价-实际利率将重回负相关关系；全球央行增持黄金趋势有望延续。若央行增持黄金的量级不出现跃升，按照当前实际利率与金价关系推演，金价有望上行至 2893 美元/盎司。

投资建议（钢铁/有色维持“增持”）：从细分行业景气度来看，子板块排序为铜铝>贵金属>钢。1) 钢：目前钢铁行业需求较弱，行业盈利处于低位，但随着中长期行业超低排放改造完成以及纳入碳交易市场后，板块长期配置价值或将逐步显现。2) 铜：全球精炼铜 2025 年短缺，看好铜价随国内经济复苏逐步上行；铝：2025 年行业处于紧平衡，供给仍受到产能天花板和云南水电扰动，铝价有望上行。3) 贵金属：美国降息周期推动投资需求回升叠加全球央行增持趋势延续，金价有望持续上行。

标的推荐：1) 钢：在国资委要求上市公司加强市值管理的大背景下，建议关注估值较低、盈利稳健的钢铁央企宝钢股份、太钢不锈、马钢股份、三钢闽光、柳钢股份；推荐具有景气度的细分特钢标的久立特材。2) 铜板块推荐紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信；铝板块建议关注云铝股份。3) 贵金属：建议关注山金国际、中金黄金、赤峰黄金、山东黄金。

风险分析：经济复苏力度不及预期；钢铜铝供给超预期释放风险；铜铝价格上涨过快抑制下游需求风险。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
002318.SZ	久立特材	23.40	1.52	1.40	1.66	15	17	14	买入
601168.SH	西部矿业	16.95	1.17	1.43	1.96	14	12	9	增持
601899.SH	紫金矿业	15.76	0.80	1.27	1.51	20	12	10	增持
603993.SH	洛阳钼业	7.32	0.38	0.55	0.72	19	13	10	增持
603979.SH	金诚信	39.90	1.71	2.39	3.37	23	17	12	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-22

钢铁/有色行业
增持（维持）

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001
021-52523811
wangzh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003
021-52523823
fangyutao@ebsecn.com

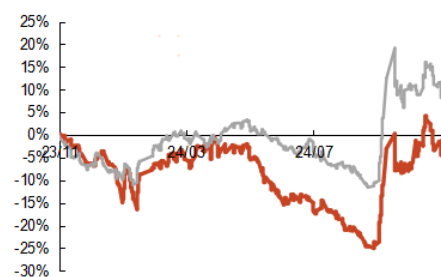
分析师：马俊

执业证书编号：S0930523070008
021-52523809
majun@ebsecn.com

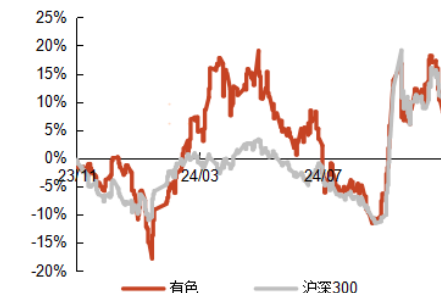
分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001
021-52523812
modai@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind



资料来源：Wind

目录

1、商品表现回顾：金银铜铝涨、钢煤跌	6
2、宏观：中国经济仍处底部，美国经济仍有韧性	7
2.1 基地预期：地产新开工、基建投资或将持续承压	7
2.2 工业品预期：中国经济仍处于底部	8
2.3 海外宏观预期：美国消费、就业有所走弱，但经济短期仍有韧性	10
3、供给展望：钢铜铝供应增长依然受限	12
3.1 钢铁：能耗及碳排仍将是制约供给的主线	12
3.2 铜：铜精矿、废铜增量有限	14
3.3 铝：短期铝土矿扰动支撑氧化铝价格，电解铝产能上限将至	15
4、景气度展望：2025 年钢铁需求同比微跌，铜铝需求小幅增长	20
4.1 钢铁：2025 年需求有望实现同比微跌	20
4.2 铜：新能源提供需求增量，2025 年新能源需求占比将达 18%	22
4.3 铝：国内过剩收窄，维持紧平衡	25
4.4 黄金：降息周期 ETF 投资需求回归，全球央行增持黄金有望延续	26
5、投资建议	31
5.1 工业金属及普钢估值呈明显分化	31
5.2 投资建议	31
5.2.1 宝钢股份：逆境中经营业绩稳居行业首位，自由现金流处于 2017 年来中高位水平	32
5.2.2 华菱钢铁：2024Q3 业绩显著优于行业平均水平	33
5.2.3 太钢不锈：品种研发持续推进，资源保障坚实有力	33
5.2.4 马钢股份：宝武入主加大协同，产品结构持续改善	34
5.2.5 三钢闽光：聚焦钢铁主业，加快培育新质生产力	34
5.2.6 柳钢股份：优化品种结构，持续降本增效	35
5.2.7 久立特材：2024Q3 归母净利润创近 5 个季度新高水平	36
5.2.8 紫金矿业：2024Q3 矿山金铜产量环比分别增长 1%、6%	36
5.2.9 洛阳钼业：铜矿产量持续超预期，TFM、KFM 扩产项目已开展探勘工作	37
5.2.10 西部矿业：2024Q3 归母净利润环比持续增长	38
5.2.11 金诚信：2024Q3 矿山资源板块业绩逐步释放	39
6、风险分析	40

图目录

图 1: 主要商品价格 2024 年至今变动幅度	6
图 2: 2022 年以来冷轧-螺纹价差与铜铝比价	6
图 3: 螺纹钢与铁矿石以及焦炭与焦煤的价格比值	6
图 4: 不同商品价格所处历史分位数	6
图 5: 螺纹钢价格和螺纹钢毛利 (元/吨)	6
图 6: 电解铜和电解铝毛利润 (元/吨)	6
图 7: 100 大中城市成交土地规划建筑面积 (万平方米)	8
图 8: 2000 年至今房屋新开工、商品房销售面积累计同比 (%)	8
图 9: 2020 年至今新增地方债月度累计占全年额度比例	8
图 10: 2014 年至今基础设施建设投资 (不含电力) 完成额累计同比 (%)	8
图 11: 铜铝冷轧钢价格与中国 PMI 新订单指数相关性较强	10
图 12: 中国 M1 与 M2 增速差与主要工业材价格指数	10
图 13: 9 月美国零售销售数据好于预期	10
图 14: 9 月美国个人消费支出同比增速仍高于 2010-2019 年均值	10
图 15: 美国非农就业与失业率变化	11
图 16: 美国平均时薪同比和环比增速变化	11
图 17: 美国库存总额同比增速仍处于触底回升的补库阶段	11
图 18: 美国进口总额同比增速与铜铝价走势相关度较高	11
图 19: 2021 年中国碳排放量分部门构成 (%)	12
图 20: 2021 年中国碳排放量分部门构成 (亿吨)	12
图 21: 长、短流程粗钢单吨碳排放量 (吨)	13
图 22: 我国粗钢日均产量月度数据 (万吨)	13
图 23: 钢铁行业综合盈利水平 (元/吨)	13
图 24: 全球铜矿 Q3/Q4 产量相对较高	14
图 25: 中国铜冶炼厂现货粗炼费 TC 仍处于历史低位 (美元/磅)	14
图 26: 2021 年以来铜价大涨并未带来主要铜企资本开支的增加	14
图 27: 2010-2021 年全球铜矿品位呈现下降趋势	14
图 28: 国内旧废铜月度产量 (万金属吨)	15
图 29: 国内废铜月度进口量 (万金属吨)	15
图 30: 2023 年全球铝土矿产量分布	16
图 31: 2023 年全球铝土矿储量分布	16
图 32: 2023 年全球氧化铝产量分布	16
图 33: 国内铝土矿产量	16
图 34: 国内铝土矿对外依赖度逐年上升	16
图 35: 国内铝土矿价格 2024 年以来持续走高 (元/吨)	18
图 36: 国内氧化铝价格 2024 年以来持续走高 (元/吨)	18
图 37: 国内氧化铝开工率	18
图 38: 国内电解铝产能逐步接近产能上限 (万吨)	19
图 39: 国内电解铝产能利用率创下 2012 年以来新高 (%)	19

图 40: 全国各省电解铝产量占比 (2021 年 8 月)	19
图 41: 全国各省电解铝产量占比 (2024 年 8 月)	19
图 42: 云南各年月度水电发电利用时长 (单位: 小时)	20
图 43: 云南省各月水电发电量占比	20
图 44: 2018 年钢铁行业下游需求分布	20
图 45: 房地产用钢占比	20
图 46: 螺纹钢价格和房屋新开工面积累计同比	21
图 47: 2000 年以来房屋新开工面积及预测 (亿平方米)	21
图 48: 我国核电发电装机容量 (万千瓦)	21
图 49: 2024 年 1-9 月我国发电量结构	21
图 50: 美国铜下游各领域用量结构	22
图 51: 中国铜下游需求用量结构	22
图 52: 全球光伏装机量预测	23
图 53: 全球光伏行业耗铜量预测	23
图 54: 全球风电装机量及预测	23
图 55: 全球风电装机耗铜量预测	23
图 56: 全球新能源汽车销量及预测	24
图 57: 全球新能源汽车耗铜量预测	24
图 58: 中国电解铝在下游各领域用量占比 (2023 年)	25
图 59: 房屋竣工新开工面积累计同比增速和铝价	25
图 60: 国内新能源车产量及渗透率	25
图 61: 国内太阳能发电装机容量累计值 (万千瓦)	25
图 62: 10 年期美债 TIPS 与黄金价格的负相关性	27
图 63: 根据 TIPS 预测金价与实际金价自 2022 年开始背离 (美元/盎司)	27
图 64: 金价与 ETF 投资需求于 2022 年之后背离	27
图 65: 2022 年后全球央行增持黄金量占当年黄金需求超 20%	27
图 66: 金价与实际利率的负相关性再度恢复	28
图 67: SPDR 黄金 ETF 于 2024Q2 开始增持黄金	28
图 68: 全球央行季度增持黄金量级变化	28
图 69: 2021 年全球央行增持黄金量仅占黄金年需求量的 11%	29
图 70: 2023 年全球央行增持黄金量占黄金年需求量的 23%	29
图 71: 2022 年-2024 年 8 月主要国家央行黄金增持量	29
图 72: 中国央行黄金储备量及金价走势	29
图 73: 81% 受访央行认为全球黄金储备未来 12 个月会增加	30
图 74: 29% 受访央行认为该机构黄金储备未来 12 个月会增加	30
图 75: 多数受访央行认为全球央行黄金储备未来 5 年会增加	30
图 76: 多数受访央行认为全球央行美元储备未来 5 年会下降	30
图 77: 2013 年以来普钢 PB 及普钢 PB/沪深两市 PB	31
图 78: 2013 年以来周期板块相对 PB 分位与绝对 PB 分位	31

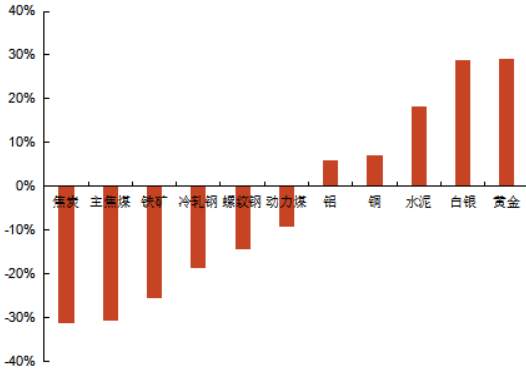
表目录

表 1: 2024 年以来地产去库存相关政策汇总	7
表 2: 2018-2025 年全球铜产量及预测 (万吨)	15
表 3: 2023 年中国主要省份铝土矿储量及可开采年限	17
表 4: 山西与河南铝土矿相关政策及进展	17
表 5: 2024 年 Q4 和 2025 年国内新投氧化铝产线 (产能: 万吨)	18
表 6: 100 万 kW 压水堆核电站用不锈钢及镍合金情况	22
表 7: 2018-2025 年全球精炼铜需求量测算 (万吨)	24
表 8: 2018-2025 年全球精炼铜供需平衡表 (万吨)	25
表 9: 中国电解铝供需平衡表 (万吨)	26
表 10: 2013 年以来周期板块 PB 表现	31
表 11: 宝钢股份盈利预测与估值简表	32
表 12: 华菱钢铁盈利预测与估值简表	33
表 13: 太钢不锈盈利预测与估值简表	34
表 14: 马钢股份盈利预测与估值简表	34
表 15: 三钢闽光盈利预测与估值简表	35
表 16: 柳钢股份盈利预测与估值简表	36
表 17: 久立特材盈利预测与估值简表	36
表 18: 紫金矿业盈利预测与估值简表	37
表 19: 洛阳钼业盈利预测与估值简表	38
表 20: 西部矿业盈利预测与估值简表	39
表 21: 金诚信盈利预测与估值简表	39
表 22: 主要企业盈利预测与评级	40

1、商品表现回顾：金银铜铝涨、钢煤跌

截至 2024 年 11 月 22 日，2024 年内主要商品的价格变动幅度为：黄金 +29.0%、白银+28.6%、水泥+18.1%、铜+7.0%、铝+5.9%、动力煤-9.2%、螺纹钢-14.3%、冷轧钢-18.4%、铁矿-25.4%、主焦煤-30.6%、焦炭-31.3%。截至 11 月 22 日，螺纹钢、电解铜、电解铝利润较 2024 年初分别上涨 219 元/吨、下降 1678 元/吨、下降 2804 元/吨。

图 1：主要商品价格 2024 年至今变动幅度



资料来源：Wind，光大证券研究所（2024/1/1-2024/11/22）

图 2：2022 年以来冷轧-螺纹钢价差与铜铝比价



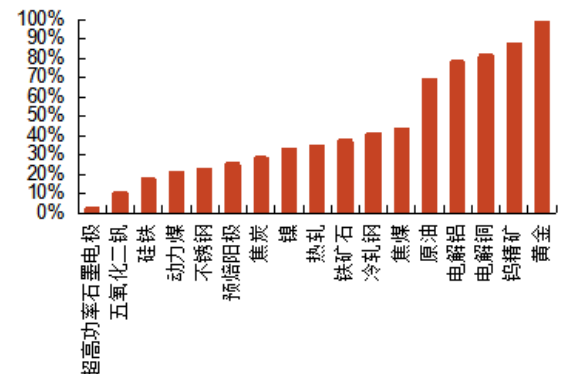
资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 11 月 22 日）

图 3：螺纹钢与铁矿石以及焦炭与焦煤的价格比值



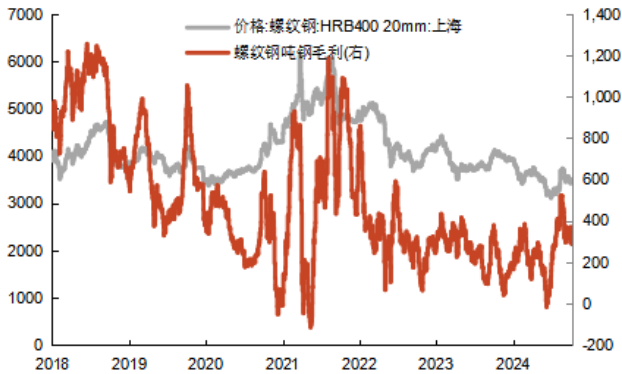
资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 11 月 22 日）

图 4：不同商品价格所处历史分位数



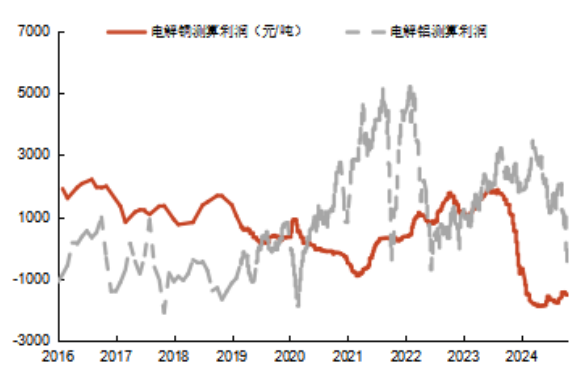
资料来源：Wind，光大证券研究所（统计区间 2016-2024 年，截至 2024 年 11 月 22 日）

图 5：螺纹钢价格和螺纹钢毛利（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 11 月 22 日）

图 6：电解铜和电解铝毛利润（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 11 月 22 日）

2、宏观：中国经济仍处底部，美国经济仍有韧性

2.1 基地预期：地产新开工、基建投资或将持续承压

(1) 库存去化背景下，成交土地规划建筑面积处于同期低位

当前我国地产市场持续调整，2024年1-10月商品房销售面积累计同比-15.8%。2024年4月底以来，去库存成为地产重要发展方向。5月17日自然资源部在“全国切实做好保交房工作视频会议”中明确提出“支持地方按照‘以需定购’原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设”。

表 1：2024 年以来地产去库存相关政策汇总

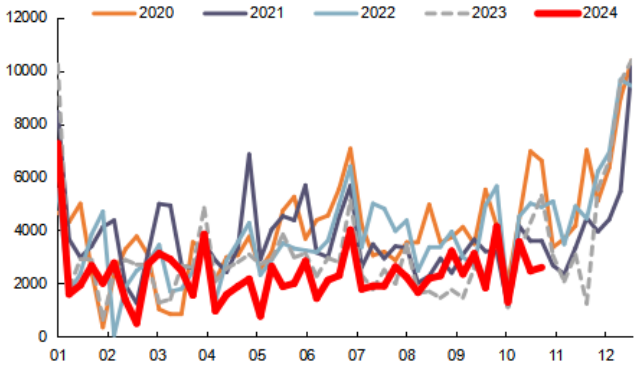
日期	会议及政策	内容
4月29日	自然资源部《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》	商品住宅去化周期超过36个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量…。商品住宅去化周期在18个月-36个月之间的城市，…根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。
4月30日	中央政治局会议	要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施 ，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。 何立峰：深刻认识房地产工作的人民性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。
5月17日	全国切实做好保交房工作视频会议	住建部：一是打好商品住房项目保交房攻坚战，防范处置烂尾风险。二是进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求。三是推动消化存量商品住房。四是妥善处置盘活存量土地。 央行：设立3000亿元保障性住房再贷款。…，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。 自然资源部： 妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施 。一是允许企业按照程序合理调整规划条件和设计要求，更好地适应市场需求；二是促进市场流通转让，发挥土地二级市场作用，支持预告登记转让和“带押过户”，鼓励转让或者合作开发； 三是支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设。
6月7日	国常会	要充分认识房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。 对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。
6月12日	保障性住房再贷款工作推进会	按照“政府指导、市场化运作”的思路，借鉴前期试点经验，着力推动保障性住房再贷款政策落地见效，加快推动存量商品房去库存。加强制度保障和内外监督，坚持 自愿参与、以需定购、合理定价，确保商业可持续，严格避免新增地方隐性债务，切实防范道德风险。
6月21日	住建部收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议	推动 县级以上城市 有力有序开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。
6月24日	自然资源部妥善处置闲置存量土地有关工作视频培训	研究出台了三个方面18条政策措施。在“规范收购收回”方面，强调了应依法收回的情形，协商收回的可采取等价置换等方式， 收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持，但要量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务。
7月30日	中央政治局会议	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合， 积极支持收购存量商品房用作保障性住房 ，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。

资料来源：中指研究院，光大证券研究所

库存压力较大的背景下，成交土地规划建筑面积处于同期低位。4月29日发布的《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》提出“商品住宅去化周期在18个月-36个月之间的城市，…根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限”。2024年1-10月100大中城市成交土地规划建筑面积为9.76亿平米，同比-21.3%，处于近10年以来低位水平；2024年1-10月房屋新开工面积累计同比-22.6%。

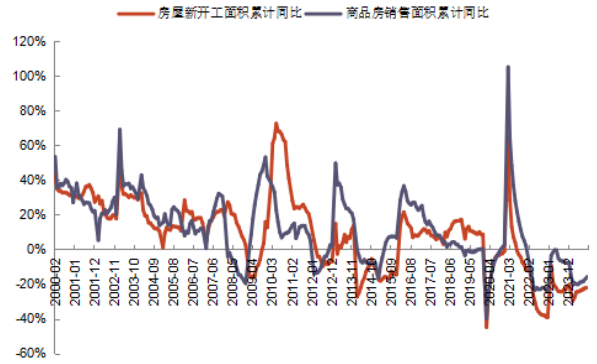
100大中城市供应土地面积及土地购置面积是房地产新开工的领先指标，故预计新开工面积持续承压。

图 7：100 大中城市成交土地规划建筑面积（万平方米）



资料来源：Wind、国家统计局，光大证券研究所（数据截至 2024/10/29）

图 8：2000 年至今房屋新开工、商品房销售面积累计同比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 10 月）

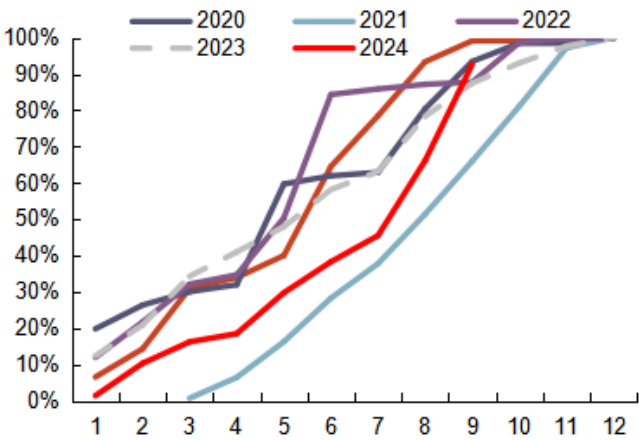
(2) 基建投资增速不及预期

2024 年的政府工作报告中明确提到，拟安排新增专项债 3.9 万亿元，规模较去年同期增加 1000 亿元。各省份新增专项债募集的资金，主要用于市政建设和产业园区基础设施、社会事业、交通基础设施、保障性安居工程等。1-9 月份地方新增专项债券累计发行约 3.61 万亿元，占全年额度的 92.6%。截至 2024 年 10 月，固定资产投资（不含电力）完成额累计同比+4.3%，同比下降 1.6pct。

9 月 14 日，中国人大网公开了全国人大财经委和预工委的《关于 2023 年度政府债务管理情况的监督调研报告》，其中提到“一些地方反映，能够实现融资收益平衡的专项债项目越来越少，专项债兼顾收益性、公益性、拉动投资等多方面的目标难度加大”。

展望 2025 年，我国地方债务仍将面临一定压力，地方政府专项债发行或将慢于预期，预计 2025 年基建投资同比增速将进一步承压。

图 9：2020 年至今新增地方债月度累计占全年额度比例



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2024 年 9 月

图 10：2014 年至今基础设施建设投资（不含电力）完成额累计同比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2024 年 10 月

2.2 工业品预期：中国经济仍处于底部

(1) PMI 新订单指数显示铜、铝、冷轧钢的价格高点或尚未到来

自 2008 年以来，LME 铜价、铝、冷轧价与中国 PMI 新订单指数在大的趋势上总体一致，在大部分时期，PMI 新订单的阶段性强点对铜、铝、冷轧价格的高点有领先性。

2007 年 4 月，中国 PMI 新订单指数达到阶段性的高点（65.1%），LME 铝价、LME 铜价、上海冷轧钢价分别在 2008 年 3 月、2008 年 4 月、2008 年 6 月达到阶段性高点，至 3047 美元/吨、8584 美元/吨、7381 元/吨，PMI 新订单的高点对铝、铜、冷轧钢高点的领先时间分别为 11、12、14 个月；

2009 年 12 月，中国 PMI 新订单指数达到阶段性的高点（61%），LME 铝价、LME 铜价、上海冷轧钢分别在 2011 年 4 月、2011 年 2 月、2010 年 4 月达到阶段性高点，至 2687 美元/吨、9877 美元/吨、6156 元/吨，PMI 新订单的高点对铝、铜、冷轧钢高点的领先时间分别为 16、14、4 个月；

2017 年 9 月，中国 PMI 新订单指数达到阶段性的高点（54.8%），LME 铝价、LME 铜价、上海冷轧钢价分别在 2018 年 5 月、2018 年 1 月、2017 年 12 月达到阶段性高点，至 2295 美元/吨、7109 美元/吨、4895 元/吨，PMI 新订单的高点对铝、铜、冷轧钢高点的领先时间分别为 8、4、3 个月；

2020 年 11 月，中国 PMI 新订单指数达到阶段性的高点 53.9%，创 2018 年以来新高水平，而后维持下降趋势，LME 铝价、LME 铜价、上海冷轧钢价分别在 2022 年 3 月、2022 年 3 月、2021 年 9 月达到阶段性高点，至 3518 美元/吨、10248 美元/吨、6480 元/吨，PMI 新订单的高点对铝、铜、冷轧钢高点的领先时间分别为 16、16、10 个月。

2023 年 2 月，PMI 新订单指数为 54.1%，创下 2017 年 10 月以来新高，2023 年 2 月创下高点或主要系疫情防控政策的扰动（2022 年 12 月跌至 43.9%，1-2 月迅速反弹）；LME 铝价、LME 铜价、上海冷轧钢价分别在 2024 年 5 月、2024 年 5 月、2023 年 9 月达到阶段性高点，至 3518 美元/吨、10248 美元/吨、4839 元/吨，PMI 新订单的高点对铝、铜、冷轧钢高点的领先时间分别为 15、15、7 个月。

综上，PMI 新订单指数的高点对铝、铜、冷轧钢的价格高点领先时间分别为 8-16、4-16、3-14 个月（2005 年以来数据）；2024 年以来，PMI 新订单指数高点为 2024 年 3 月的 53%，从 PMI 新订单指数对铜、铝、冷轧钢的高点领先性来看，铜、铝、冷轧钢的价格高点或尚未到来。

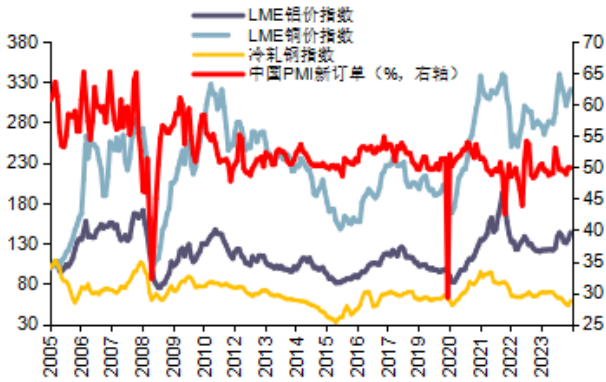
（2）M1-M2 增速差创 2005 年以来新低

从最近 15 年以来的 M1 和 M2 增速差与金属价格的相关性来看：（1）二者总体存在一定的相关性，M1-M2 增速差的低点一般对应金属价格底部区域；（2）中国 M1-M2 的增速差在下降过程中经过 0 附近时，往往是金属价格的高点，这在 2010 年底、2018 年初均体现得非常明显。

2021 年 2 月以来，M1-M2 增速差持续为负，表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行，经济运行或将放缓。从历史上看，M1-M2 增速差低于-5 pct 的时间段主要包括：1) 2005 年 7 月-2006 年 5 月，持续 11 个月；2) 2008 年 9 月-2009 年 5 月，持续 9 个月；3) 2011 年 12 月-2012 年 12 月持续 13 个月；4) 2013 年 9 月-10 月持续 2 个月；5) 2014 年 1-12 月，持续 12 个月；6) 2015 年 2 月-2015 年 7 月，持续 6 个月；7) 2018 年 10 月-2019 年 2 月，持续 5 个月。8) 2022 年 3 月-2023 年 12 月，持续 22 个月。

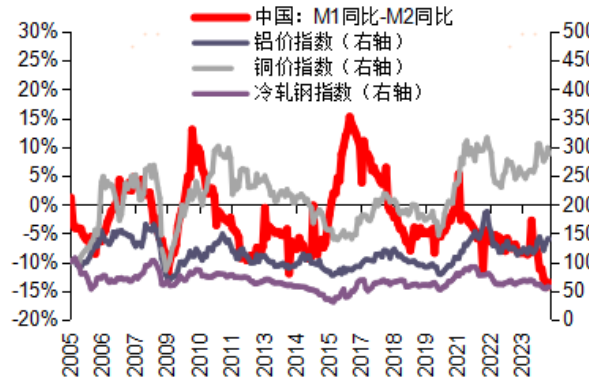
2024 年 9 月，M1-M2 增速差为-14.2%，创下 2005 年以来的新低，对应铜、铝、冷轧价格的底部区域；2024 年 9 月，铜、铝、冷轧钢价格已出现反弹。截至 2024 年 10 月，M1-M2 增速差较 9 月小幅收窄至-13.6%。

图 11：铜铝冷轧钢价格与中国 PMI 新订单指数相关性较强



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 10 月）

图 12：中国 M1 与 M2 增速差与主要工业材价格指数



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 10 月）

2024 年 9 月 24 日国务院新闻发布会推出一揽子支持政策，9 月 26 日中共中央政治局会议召开，讨论经济与资本市场相关问题。当前美联储降息周期开启，国内后续政策空间打开，经济企稳预期增强。

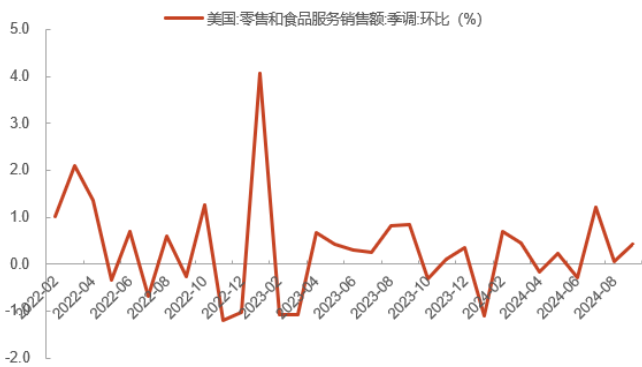
2.3 海外宏观预期：美国消费、就业有所走弱，但经济短期仍有韧性

(1) 消费：个人消费支出同比增速有所回落，但仍高于疫情前平均水平

根据光大证券宏观团队 2024 年 9 月 9 日发布的《如何理解近期美国经济数据间的“矛盾”？》，消费是美国经济的源头，先行指标（消费等）→同步指标（库存、工业生产、资本支出等）→滞后指标（就业、失业率等）。消费为美国经济的先行指标，当前相关指标环比有所走弱，但仍处于较高水平。

2024 年 9 月，美国零售销售额环比增长 0.43%，好于市场预期。9 月美国个人消费支出同比增速为 5.3%，较 2021-2022 年的增速有所回落，但仍明显高于 2010-2019 年美国个人消费支出同比增速均值 3.9%。

图 13：9 月美国零售销售数据好于预期



资料来源：Wind，光大证券研究所（2022/1-2024/9）

图 14：9 月美国个人消费支出同比增速仍高于 2010-2019 年均值

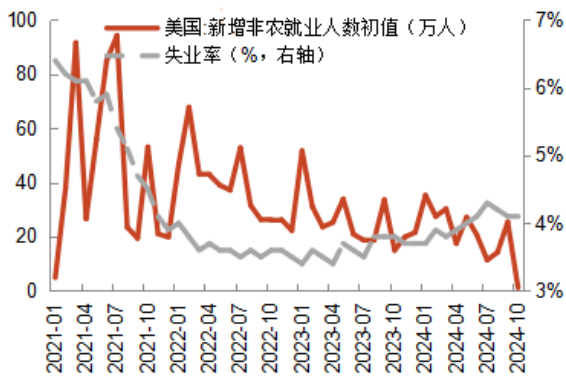


资料来源：Wind，光大证券研究所（2010/1-2024/9）

(2) 就业：10 月新增非农就业有非经常性因素影响，平均时薪同比增长

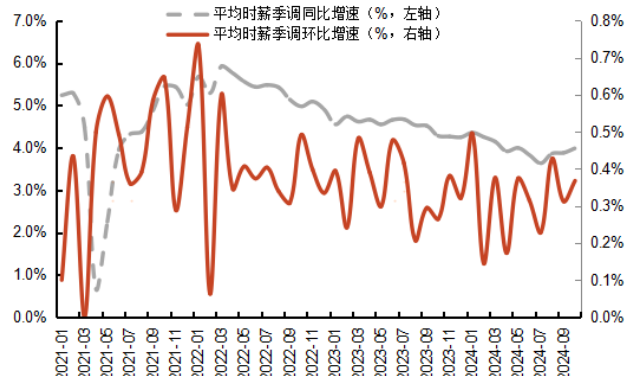
美国 10 月美国新增非农就业 1.2 万人(9 月为 25.4 万人)，失业率为 4.1%，环比持平；平均时薪同比+4.0%，前值+3.9%。10 月非农就业大幅下降，或有飓风和波音公司罢工影响，但平均时薪数据显示美国就业市场仍具一定韧性，短期衰退概率不大。

图 15: 美国非农就业与失业率变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2021/1-2024/10)

图 16: 美国平均时薪同比和环比增速变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2021/1-2024/10)

(3) 库存: 仍处于补库周期

美国 2024 年 9 月库存总额同比增速为 2.24%，进入 2024 年以来，美国库存总额同比增速触底之后持续回升，显示美国正处于补库周期中。

图 17: 美国库存总额同比增速仍处于触底回升的补库阶段



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 更新至 2024 年 9 月

综上, 我们认为美国经济相关指标环比有走弱迹象, 但仍未出现明显衰退迹象, 经济仍具备一定韧性。美国进口总额同比增速预计仍有上行空间, 而美国进口总额同比增速与铜铝走势相关度较高, 对铜铝价格利好。

图 18: 美国进口总额同比增速与铜铝价走势相关度较高



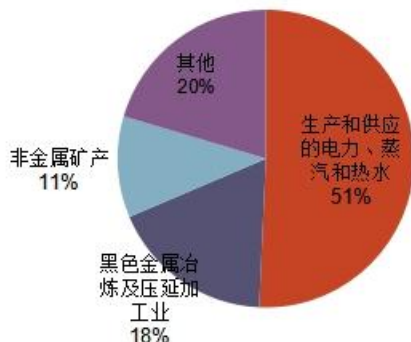
资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2000/1-2024/9)

3、供给展望：钢铜铝供应增长依然受限

3.1 钢铁：能耗及碳排仍将是制约供给的主线

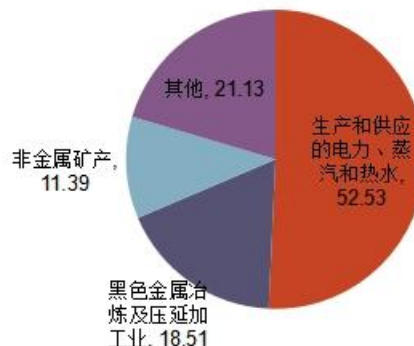
钢铁作为能源消耗密集性行业，面临巨大减碳压力。2021 年钢铁行业碳排放量（18.51 亿吨）仅次于电力行业（52.53 亿吨）。2023 年，钢铁行业能耗消费量占全国比例为 13%。

图 19：2021 年中国碳排放量分部门构成（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 20：2021 年中国碳排放量分部门构成（亿吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2024 年初政府工作报告提出：“将扩大全国碳市场行业覆盖范围，同时完善相关法律法规，以此建设更成熟的碳市场”、“单位 GDP 能耗降低 2.5% 左右”。

2024 年 5 月，发改委等部门联合印发《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，提出目标如下：

- A. 到 2025 年底，钢铁行业高炉、转炉工序单位产品能耗分别比 2023 年降低 1% 以上，电弧炉冶炼单位产品能耗比 2023 年降低 2% 以上，吨钢综合能耗比 2023 年降低 2% 以上，余热余压余能自发电率比 2023 年提高 3 个百分点以上。2024—2025 年，通过实施钢铁行业节能降碳改造和用能设备更新形成节能量约 2000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 5300 万吨；
- B. 到 2030 年底，钢铁行业主要工序能效进一步提升，主要用能设备能效基本达到先进水平，吨钢综合能耗和碳排放明显降低，用能结构持续优化，高炉富氧技术、氢冶金技术等节能降碳先进技术取得突破，行业绿色低碳高质量发展取得显著成效。

(1) 超低排放改造或将成为钢企差异化电价考核的重要指标

2019 年生态环境部等五部委联合印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》。意见提出，推动现有钢铁企业超低排放改造，到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。

2024 年 9 月 2 日，中国钢铁工业协会有关负责人在第十三届中国国际钢铁大会宣布了我国钢铁行业超低排放改造的新进展，目前已有 6.2 亿吨粗钢产能完成改造。

9 月 9 日，唐山市发布《关于完善钢铁企业超低排放差别化电价政策有关事项的通知》，其中要求：对全市未按国家及省钢铁行业超低排放改造要求完成全流程超低排放改造和评估监测的钢铁企业以及改造后未达到超低排放要求的钢铁企业实施差别电价。按期完成全部超低排放改造的，用电不加价。加收对象“有

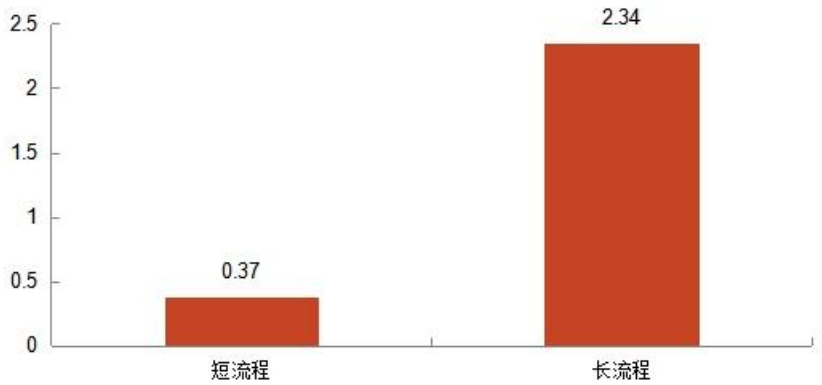
组织排放、无组织排放、清洁方式运输”其中一项未达到超低排放要求的，用电价格每千瓦时加价 0.01 元（含税，下同）；两项未达超低排放要求的，用电价格加价 0.03 元；三项未达超低排放要求的，用电价格加价 0.06 元。通过唐山目前政策来看，未来我国钢铁行业未完成超低排放改造的产能后续将面临生产成本提升的风险。

(2) 钢铁行业年内有望纳入碳交易市场，碳税或将中长期制约行业供给

除超低排放改造要求外，钢铁行业有望于 2024 年纳入碳交易市场。2024 年 9 月 7 日，生态环境部部长黄润秋表示，“今年年底，全国碳排放权交易市场除了现有的电力行业以外，还将纳入钢铁、水泥、铝冶炼等重点排放行业。进一步完善碳定价机制，加快建立碳足迹管理体系。”

据中华人民共和国国家标准冶炼企业单位产品能源消耗限额，长、短流程粗钢单吨碳排放量为 2.34 吨、0.37 吨。截至 2024 年 10 月 31 日，全国碳市场排放配额价格为 104.01 元/吨，如若后期钢铁行业纳入碳市场，则长、短流程粗钢单吨碳税价格分别为 243、38 元，将进一步抑制钢铁行业中长期供给。

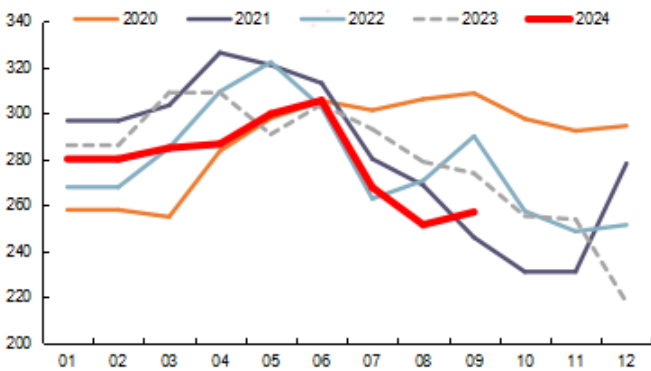
图 21：长、短流程粗钢单吨碳排放量（吨）



资料来源：碳交易网、《中华人民共和国国家标准冶炼企业单位产品能源消耗限额》，光大证券研究所

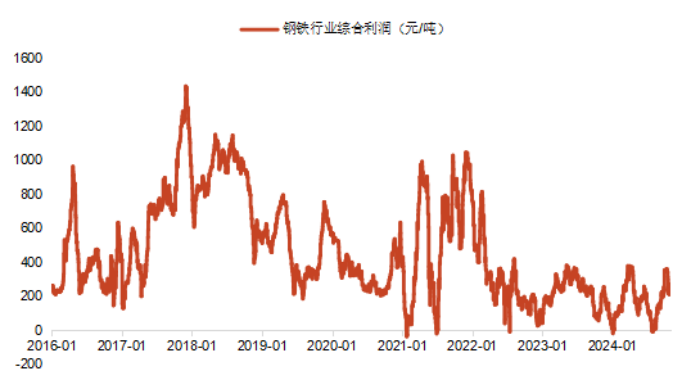
2024 年 1-9 月，我国粗钢产量为 7.68 亿吨，同比-3.6%。其中 9 月粗钢日均产量为 256.9 万吨，环比 8 月增长 2.21%。展望 2025 年，未完成超低排放改造的钢企生产成本或将进一步提升，且钢铁行业纳入碳交易市场后碳税成本有望提升，行业盈利处于低位，均将对粗钢产量形成一定制约。

图 22：我国粗钢日均产量月度数据（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至 2024 年 9 月）

图 23：钢铁行业综合盈利水平（元/吨）

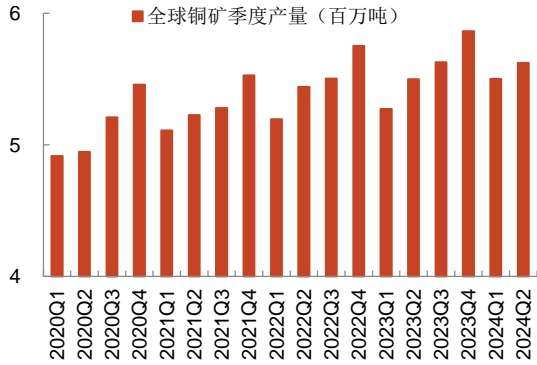


资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至 2024 年 10 月 31 日）

3.2 铜：铜精矿、废铜增量有限

短期：2024H2 全球铜精矿同比增速将逐步放缓。截至 2024 年 11 月 1 日，中国铜冶炼厂粗炼费（TC）现货价为 13.1 美元/磅，仍处于 2007 年 9 月有数据统计以来的低位，显示铜精矿现货仍较为紧张。考虑到 2023 年下半年的高基数以及英美资源和第一量子矿产量的下降，2024H2 尤其是 2024Q4 全球铜精矿同比增速有望显著放缓。

图 24：全球铜矿 Q3/Q4 产量相对较高



资料来源：Wind，光大证券研究所（2020Q1-2024Q2）

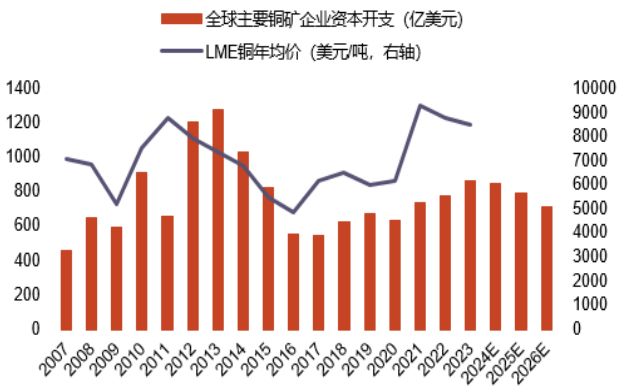
图 25：中国铜冶炼厂现货粗炼费 TC 仍处于历史低位（美元/磅）



资料来源：Wind，光大证券研究所（2007/9-2024/11/1）

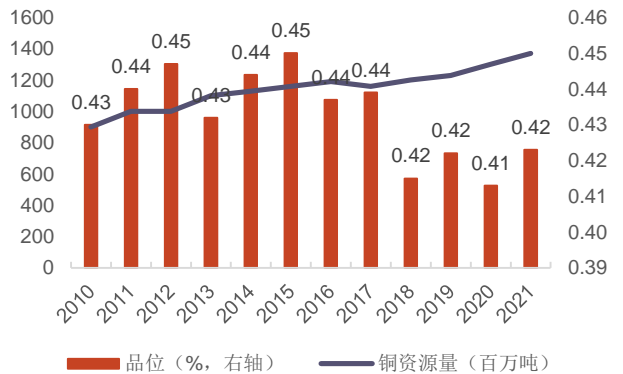
长期：受制于资本开支和铜矿品位下降，铜矿供应难以放量。从铜企的资本开支来看，全球主要铜企提高资本开支的意愿较低。2021 年 LME 铜均价创下历史新高，达到 9294 美元/吨，较 2019 年上涨 54%；但同期，主要铜企的资本开支仅增长 10.6%。根据 S&P 数据，2010 年以来，铜矿山品位整体呈现下降趋势，将约束铜矿长期供应。

图 26：2021 年以来铜价大涨并未带来主要铜企资本开支的增加



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（数据来自矿企自身预测合计值）

图 27：2010-2021 年全球铜矿品位呈现下降趋势



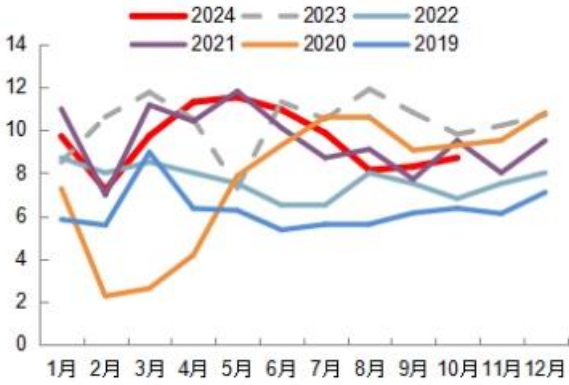
资料来源：S&P Global Market Intelligence，光大证券研究所

再生铜：预计 2024 年下半年再生铜原料废铜供给将进一步趋紧。国内：据 SMM 数据，国内 2024 年 10 月旧废铜产量 8.7 万金属吨，环比+4.9%，同比-11.2%；1-10 月国内旧废铜产量 95.34 万金属吨，同比-7.4%。我们认为在 2024 年上半年铜价新高背景下，国内旧废铜产量未能持续新高或彰显出废铜原料后续供应将进一步趋紧。另外，国内出台的《公平竞争审查条例》（国令第 783 号）未来将对废铜原料供应产生长期约束。

进口：9月废铜进口约12.8万金属吨，环比-5.4%，同比-5.8%。2024年1-9月国内进口废铜约134.1万金属吨，同比+15.7%。2024年5月铜价新高后，6-9月废铜进口量有所走弱或彰显进口原料增速逐步放缓。

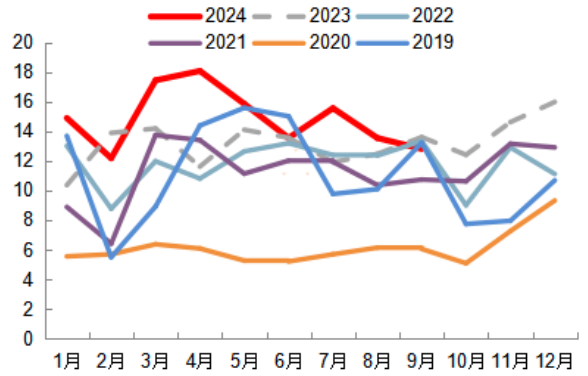
2024年6-9月废铜产量、进口量增速放缓，或彰显出2022年因新冠疫情积压的废铜原料库存基本消化完毕，后续再生铜供给将趋紧。

图 28：国内旧废铜月度产量（万金属吨）



资料来源：SMM，光大证券研究所（截至2024年10月）

图 29：国内废铜月度进口量（万金属吨）



资料来源：SMM，光大证券研究所（截至2024年9月）

预计2024-2025年全球精炼铜产量为2717/2756万吨，同比增加2.4%/1.4%，2025年供给紧张延续。按照各铜企产量指引，2024-2025年，海内外仅有几家主要的铜企有产量增长，海外铜矿企业的产量增长主要来自于力拓、泰克资源、第一量子（我们预计Cobre铜矿最快将于2025年二季度复产）。国内铜矿企业产量增长主要来自于紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色。

表 2：2018-2025 年全球铜产量及预测（万吨）

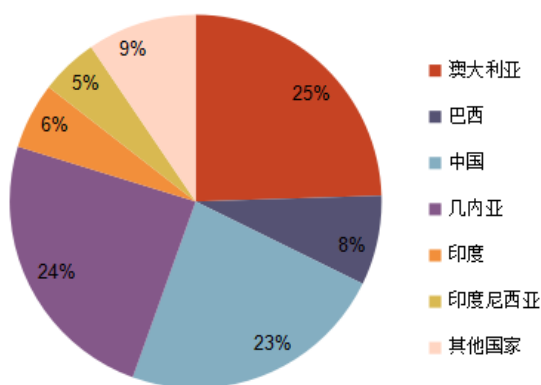
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
矿产铜产量合计	2046	2056	2125	2121	2158	2251	2303	2333
同比增速		0.5%	3.4%	-0.2%	1.7%	4.3%	2.3%	1.3%
原生精炼铜产量	2005	2015	2083	2079	2115	2206	2257	2286
再生精炼铜产量	404	401	384	415	415	447	461	470
同比增速		-0.7%	-4.1%	8.0%	0.1%	7.7%	3.0%	2.0%
精炼铜产量（原生+再生）	2409	2416	2467	2494	2530	2653	2717	2756
同比增速		0.3%	2.1%	1.1%	1.5%	4.9%	2.4%	1.4%

资料来源：ICSG、USGS、各公司公告，光大证券研究所预测

3.3 铝：短期铝土矿扰动支撑氧化铝价格，电解铝产能上限将至

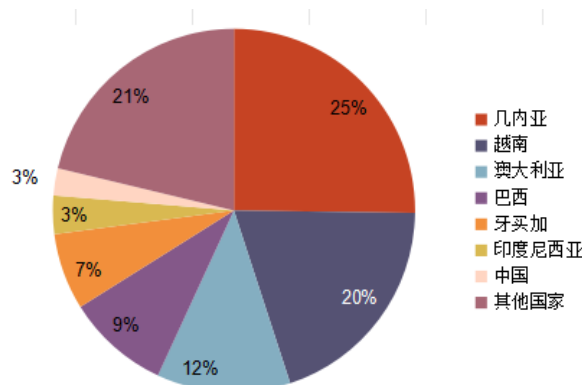
根据USGS 2023年数据，全球铝土矿资源主要分布在几内亚、越南、澳大利亚等地，其铝土矿储量分别占全球的25%、19%和12%，中国铝土矿储量仅占全球的2%；从产量角度看，全球铝土矿产量位列前三的国家分别是澳大利亚（24%）、几内亚（24%）、中国（23%）。但从下游的情况看，2023年中国氧化铝产量高达全球的58.6%，这意味着中国铝土矿有较高的对外依赖度。

图 30: 2023 年全球铝土矿产量分布



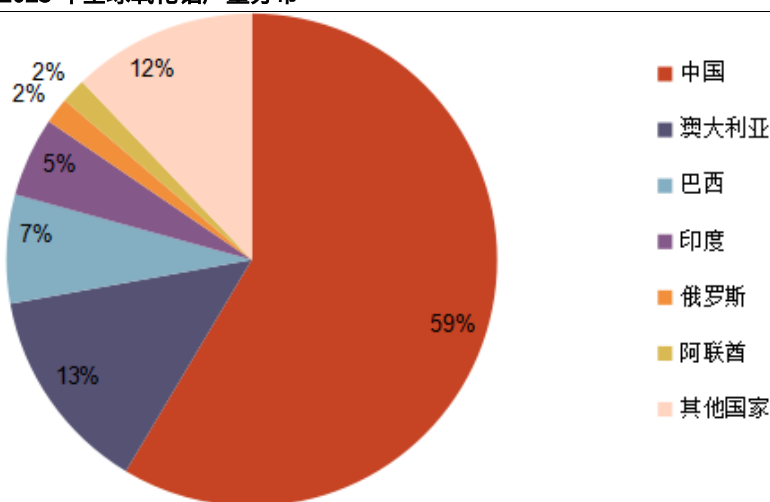
资料来源: USGS, 光大证券研究所

图 31: 2023 年全球铝土矿储量分布



资料来源: USGS, 光大证券研究所

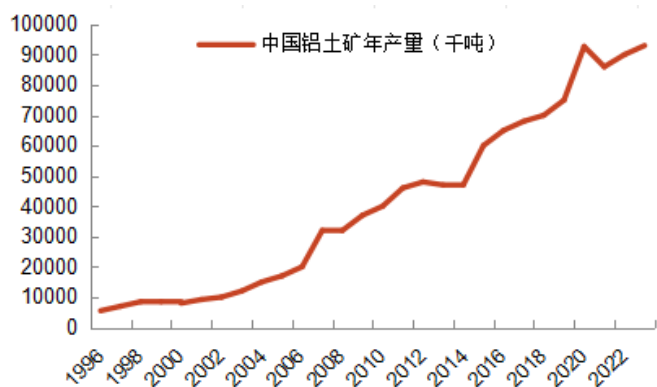
图 32: 2023 年全球氧化铝产量分布



资料来源: USGS, 光大证券研究所

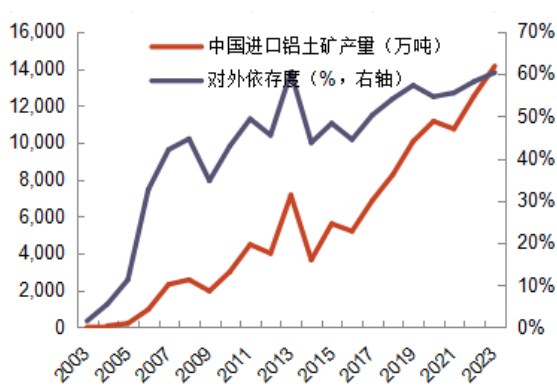
国内铝土矿产量以及进口量均保持增长,国内铝土矿对外依赖度也随之持续提高,从 2003 年的 1.5% 上升至 2023 年的 60.3%。

图 33: 国内铝土矿产量



资料来源: USGS, 光大证券研究所 (1996-2023)

图 34: 国内铝土矿对外依赖度逐年上升



资料来源: Wind, USGS, 光大证券研究所 (2003-2023)

国内铝土矿储量主要集中在广西、河南、山西、贵州等地，今年山西、河南地方政府出台相关政策对铝土矿供给产生一定扰动，目前复产仍在持续推进中。

表 3：2023 年中国主要省份铝土矿储量及可开采年限

地区	储量 (万吨)	静态可开采年限
广西	20269	9.7
河南	16502	10.7
贵州	16278	14.8
山西	9034	3.1
云南	1706	5.0
其他	7212	
总计	71000	

资料来源：Mysteel, 光大证券研究所

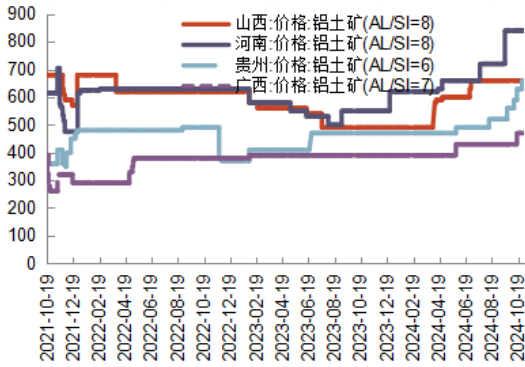
表 4：山西与河南铝土矿相关政策及进展

时间	山西与河南铝土矿相关政策及进展
2024 年 1 月	1 月 2 日，山西省应急管理厅国家矿山安全监察局山西局发布关于进一步加强复采矿井安全生产工作的通知。河南地区本月有突发煤矿事故，河南地区矿山再度开展相关检查，矿山开工率再度下降。
2024 年 2 月	山西省安全生产委员会办公室转发国务院安委办督导组对于山西省矿山安全生产督导第二阶段反馈问题，以及节后受降雪天气影响，矿石供应紧张局面并无明显恢复。河南地区春节假期之后，受降雪天气影响，叠加前期环保相关管控政策仍在继续，当地矿山开采局面较为严峻。
2024 年 3 月	月初，山西省安全生产委员会办公室关于印发《关于贯彻落实〈关于防范遏制矿山领域重特大生产安全事故的硬措施〉的实施措施》的通知以及山西省应急管理厅 关于印发《2024 年度安全生产监督检查计划》的通知，其中均涉及到相关铝土矿山。
2024 年 4 月	月初，山西省应急管理厅关于印发《关于进一步加强安全生产举报工作的实施办法》的通知；月中，山西省委、省政府印发《山西省进一步加强矿山安全生产工作措施》推动矿山高质量转型发展。河南地区本月虽无较多政策面消息传出，但对于矿山政策面管控仍在继续。
2024 年 5 月	山西省多数矿山于本月上旬逐步开展安全验收工作，部分矿山通过验收着手推进矿山复采前期准备工作，矿山复采工作对稳步推进，但复产增量释放有限。本月河南三门峡地区部分手续完善且已通过验收矿山近期已稳步推进复采，也有部分相关人士表示目前部分矿山受限于手续申请、政策管控等因素，产量释放仍存在一定难度。
2024 年 6 月	山西省相继出台《山西省矿山安全监管专员制度》、《关于进一步完善矿产资源勘查开采管理若干事项的通知》，本月山西地区各矿山虽积极推进复采工作，但由于审批流程相对严格，矿山开工未有明显提升。
2024 年 7 月	国家矿山安全监察局出台《关于进一步加强非煤矿山安全生产行政许可工作的通知》等相关政策，对于矿山复采工作的推进检查强度进一步加强，本月山西地区铝土矿山复采增量释放有限。
2024 年 8 月	本月下旬山西地区个别矿山继续积极推进复采工作，矿山少量产量释放。
2024 年 9 月	山西省出台《关于持续夯实矿山企业安全管理基础进一步提升安全监管效能的通知》，并决定从 2024 年 9 月起至 2025 年 8 月，在全省矿山企业开展新一轮“体检式”精查工作。河南地区依旧主要受限于环保、土地等因素限制，且暂未有明确政策放开矿山开采，矿山开工依旧维持低位。

资料来源：百川盈孚, 光大证券研究所

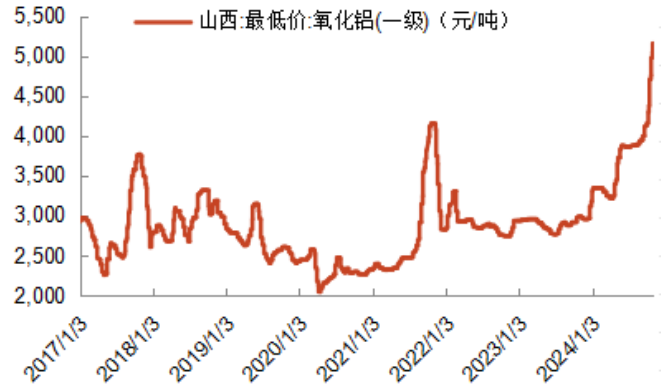
铝土矿供给扰动使得国内铝土矿和氧化铝价格分别创年内新高：截至 2024 年 11 月 1 日，国内氧化铝价格达到 5160 元/吨；国内铝土矿价格以山西与河南为例，分别达到 660 元/吨和 840 元/吨。国内氧化铝开工率已经创 2022 年以来新高（2024 年 10 月氧化铝开工率已达 87.19%），后续仍需跟踪氧化铝新产线投产及国内铝土矿复产进度。

图 35: 国内铝土矿价格 2024 年以来持续走高 (元/吨)



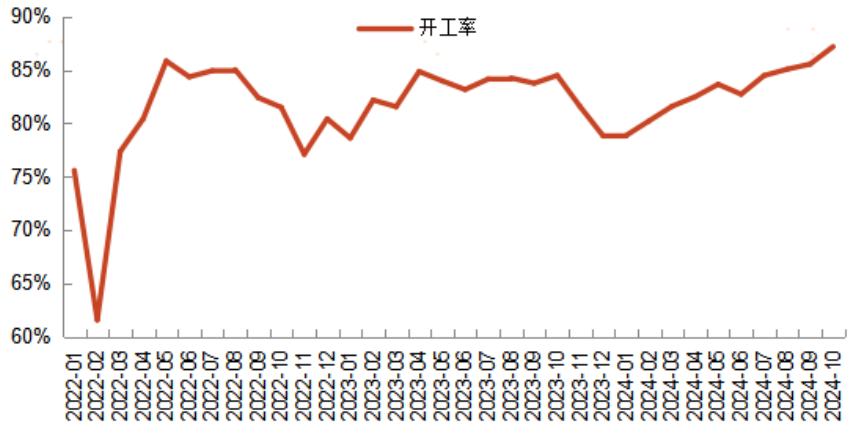
资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2021/10/19-2024/11/1)

图 36: 国内氧化铝价格 2024 年以来持续走高 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2017/1/3-2024/11/1)

图 37: 国内氧化铝开工率



资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所 (2022/1-2024/10)

表 5: 2024 年 Q4 和 2025 年国内新投氧化铝产线 (产能: 万吨)

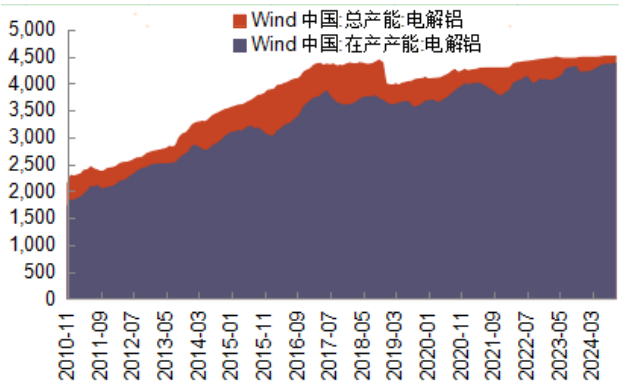
氧化铝新投/扩建项目	2024 年 Q4	2025 年
内蒙古启辉铝业		130
广西东方希望北海材料科技		200
广西广投北海绿色生态铝一期	100	100
广西华昇新材料	100	100
重庆九龙万博新材料	60	140
河北文丰钢铝	160	130
山东创源新材料科技	100	
合计	520	800

资料来源: 阿拉丁, 光大证券研究所

国内电解铝产能红线将至。截至 2024 年 10 月底, 国内电解铝建成产能已达 4500.7 万吨/年, 在运行产能为 4375.9 万吨/年, 行业的产能利用率 (产量/产能) 已达 97.45%。中国有色金属工业协会党委书记、会长葛红林于 2023 年

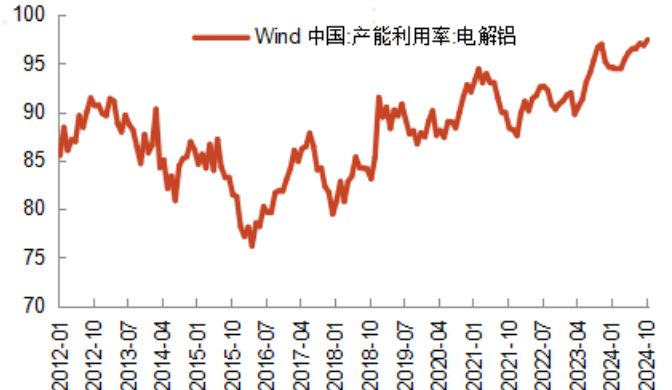
3月31日在2023年企业家高峰论坛发言中表示国内电解铝产能天花板约4535万吨，考虑产能利用率之后的电解铝产量提升空间较小。

图 38：国内电解铝产能逐步接近产能上限（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至2024年10月）

图 39：国内电解铝产能利用率创下2012年以来新高（%）

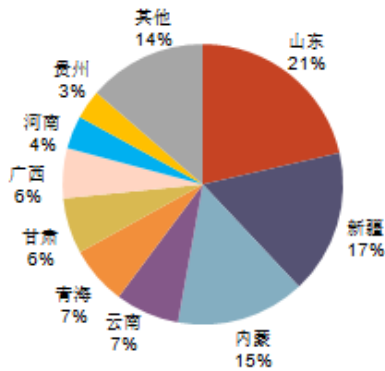


资料来源：Wind，光大证券研究所（截至2024年10月）

云南省以水电为主的电力结构将对电解铝供应产生季节性扰动

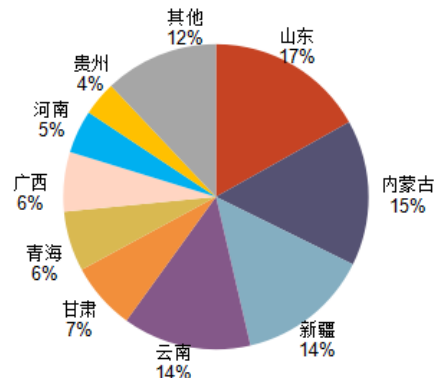
云南省近年来基于优越的水电资源承接了国内多地的电解铝产能指标。据百川盈孚，2024年8月，云南省电解铝产量为50万吨，占全国产量比重为14%，而2021年8月这一占比仅为7%，提升明显。

图 40：全国各省电解铝产量占比（2021年8月）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所

图 41：全国各省电解铝产量占比（2024年8月）

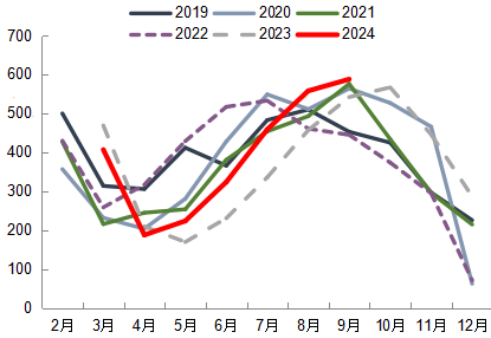


资料来源：百川盈孚，光大证券研究所

云南省以水电为主的电力结构将对电解铝供应产生季节性扰动。云南省的大型水电站主要分布在金沙江下游和澜沧江，金沙江下游主要有乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝四个大型水电站，云南省历年水电发电量占比均在80%以上。每年7-10月的丰水期发电量中水电占比更是超过90%，枯水期水电贡献则下滑至60-70%。

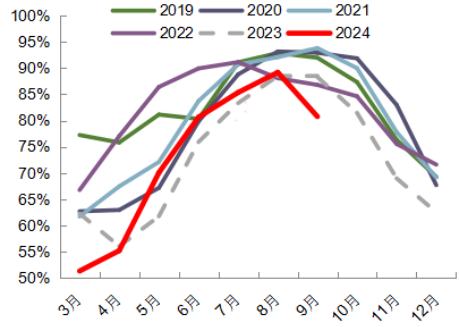
2024年来水情况好，2024年6-8月云南发电设备平均利用小时及云南水力发电量月度占比均明显好于2023年。云铝股份以及云南神火均自2024年3月起开始复产。但云南远期电解铝规划产能有望达800万吨以上，将成为中国最大电解铝生产省份，云南在电解铝产地中的重要性增加。而云南省电力结构又以水电为主，后期水电的季节性和“来水”的大小将对电解铝产能释放造成较大扰动。

图 42：云南各年月度水电发电利用时长（单位：小时）



资料来源：Wind，光大证券研究所（2019年2月-2024年9月，注：2023年2月、2024年2月数据缺失）

图 43：云南省各月水电发电量占比



资料来源：Wind，光大证券研究所（2019年3月-2024年9月）

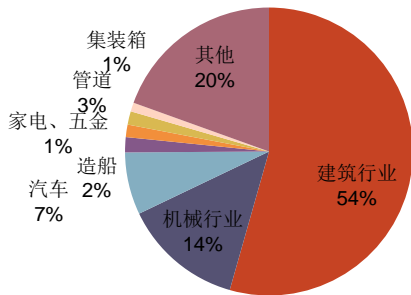
4、景气度展望：2025 年钢铁需求同比微跌，铜铝需求小幅增长

4.1 钢铁：2025 年需求有望实现同比微跌

(1) 世界钢铁协会预计 2025 年中国钢铁需求或将下降 1%

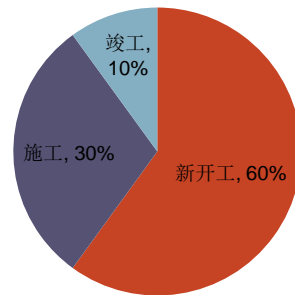
房地产是钢材下游最大需求。根据 Mysteel 数据显示，2018 年钢铁行业下游需求中建筑行业占比达到 54%，其中地产用钢占比高达 38%，居钢材下游需求首位。地产用钢需求不仅依赖于新开工，也与房屋施工面积、竣工面积高度相关。根据 Mysteel 测算，新开工、施工和竣工期间用钢消耗分别占项目整体的 60%、30%和 10%。故我们在观测地产用钢时，最关注房屋新开工表现情况。

图 44：2018 年钢铁行业下游需求分布



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图 45：房地产用钢占比



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

2023 年 8 月 31 日，万科董事会主席郁亮在中期业绩发布会表示“美国在 1960 年城镇化达到了 70%，之后 20 年时间里，人均新开工面积平均也有 1 平方米，在一些年份还有达到 1.2 平方米左右。我们国家目前城镇化率是 65%，如果预计到 2030 年可以达到 70%的话，城镇人口增加到 9.8 亿人，保守估计全国每年有 10-12 亿平方米的新开工面积是合理的建设水平。”

2024 年 1-10 月我国房屋新开工面积累计同比下降 22.6%，如若全年降幅保持在 20%，则 2024 年我国地产新开工面积为 7.63 亿平米；假设 2024 年我国总人口与 2023 年持平(14.10 亿人)，常住人口城镇化率在 2023 年(66.16%)

基础上提升 0.50pct,则我国常住人口城镇人口人均新开工面积为 0.81 平米,较 2023 年常住人口城镇人口人均新开工面积 (1.02 平米) 减少了 20.6%。

如若 2025 年,我国常住人口城镇化率进一步提升 0.50pct 至 67.16%,假设总人口数为 14.10 亿人、常住人口城镇人口人均新开工面积为 0.81 平米,则对应我国新开工面积为 7.68 亿平米,同比增长 0.60%。

螺纹钢价格走势与中国房屋新开工面积累计同比增速走势具有趋同性,由于国内地产需求表现不及预期,钢铁行业价格和利润维持低位运行。2024 年 1-10 月,钢铁行业综合毛利均值为 176 元/吨。根据世界钢铁协会最新预测显示,预计 2025 年我国钢铁需求或将下降 1%,我们预计吨钢利润或仍将维持低位。

图 46: 螺纹钢价格和房屋新开工面积累计同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2024 年 10 月)

图 47: 2000 年以来房屋新开工面积及预测 (亿平方米)



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

(2) 关注景气度较好的特钢赛道

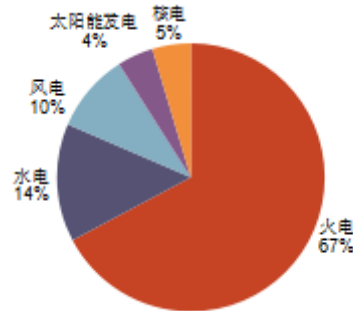
我国核能发电量稳步提升,但仍然远低于世界平均水平。截至 2024 年 9 月底,我国核电装机在运规模达到 5808 万千瓦,1-9 月运行核电机组累计发电量为 3275.5 亿千瓦时,同比+1.5%,但仅占全国总发电量的 4.6%,远低于 2023 年全球核电发电量占比 (8.97%),未来仍有较大提升空间。

图 48: 我国核电发电装机容量 (万千瓦)



资料来源: 中国核能行业协会, 光大证券研究所整理 (2024 年为截至 2024 年 9 月数据)

图 49: 2024 年 1-9 月我国发电量结构



资料来源: 中国核能行业协会, 光大证券研究所整理

近年来中国陆续出台了多个核电行业政策,其中《“十四五”现代能源体系规划》中提出到 2025 年,核电运行装机容量达到 7000 万千瓦左右。

核电机组设计使用寿命一般为 60 年,其关键设备和部件采用高质量核级不锈钢制造。据刘千帆在《核电领域用不锈钢材料简介》中的统计,发电能力 100

万千瓦的核电站消耗钢材 5 万吨以上,其中各种关键设备及部位需用到各种不锈钢管约 1255 吨。

中国核学会理事长王寿君在第 29 届国际核工程大会上表示,预计在 2022 年—2025 年间,中国将进一步加快扩大装机规模,保持每年 6—8 台核电机组的核准开工节奏,2025 年核电运行装机容量达 7000 万千瓦左右。到 2035 年,中国核电在总发电量中的占比将达到 10%。

截至 2023 年底,中国核电装机容量累计值为 5691 万千瓦。若前述 2025 年核电装机容量达到 7000 万千瓦的目标可以实现,则 2024-2025 年仍将有 1309 万千瓦新增核电装机容量,预计年均新增装机容量有望高于 2021-2023 年水平,对应 2024-2025 年将带动 1.64 万吨核电用不锈钢管。

表 6: 100 万 kW 压水堆核电站用不锈钢及镍合金情况

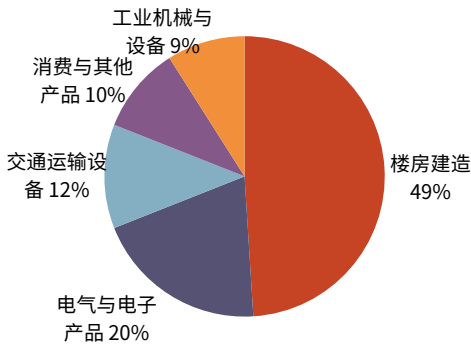
用途	材料	规格/mm	数量/吨
堆内结构管	不锈钢	φ101.6-203.6	9
控制棒用管	不锈钢	φ50.8-203.2	10
蒸发器用管	镍合金、不锈钢	φ22.2	200
主管道用管	不锈钢	φ457.2	86
冷却水用管	冷却水用管	φ3.2-406.4	320
冷却水用管	不锈钢	φ6.3-457.2	350
冷却水加热器用管	不锈钢	-	230
辅助热交换器用管	不锈钢	φ12.7-19.1	50
合计:			1255

资料来源:《核电领域用不锈钢材料简介》 刘千帆,光大证券研究所

4.2 铜: 新能源提供需求增量, 2025 年新能源需求占比将达 18%

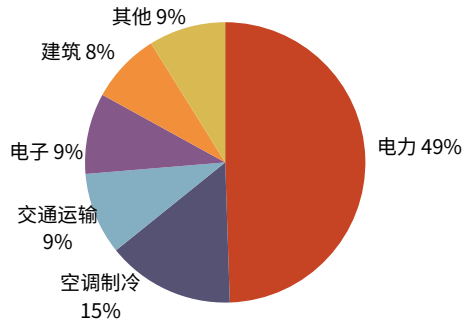
铜的下游终端应用广泛,需求遍布各行各业。中国和海外铜的消费结构差异较大,美国的铜下游主要集中在楼房建造(49%)、电气和电子(20%)、交运(12%)、消费(10%)、工业机械与设备(9%)。而国内则以电力、空调制冷为主,具体比例为电力(49%)、空调制冷(15%)、交运(9%)、电子(9%)、建筑(8%)及其他领域(9%)。

图 50: 美国铜下游各领域用量结构



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所 (2022 年)

图 51: 中国铜下游需求用量结构

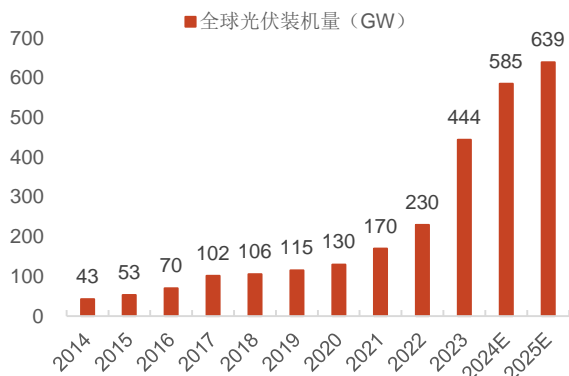


资料来源: 安泰科, 光大证券研究所 (2022 年)

新能源需求贡献全球需求主要增量

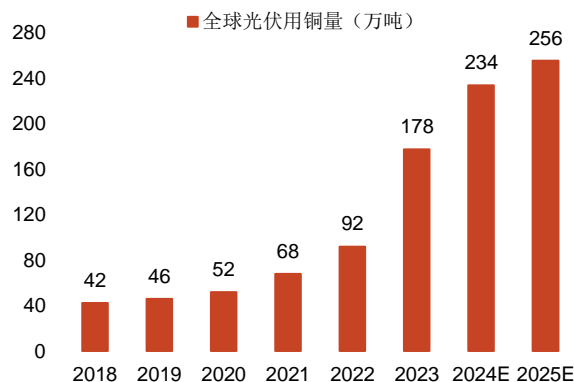
(1) 光伏：根据彭博新能源（BloombergNEF）的预测，2024年-2025年全球光伏新增装机量为 585/639GW。ICA 报告显示，1GW 光伏装机铜用量约 4000 吨。预计 2024/2025 年光伏行业整体耗铜量约 234/256 万吨。

图 52：全球光伏装机量预测



资料来源：BloombergNEF, 光大证券研究所预测

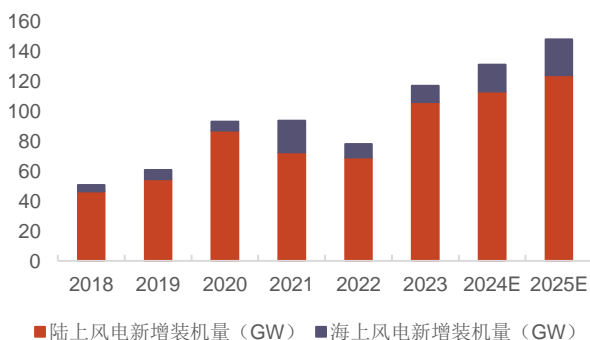
图 53：全球光伏行业耗铜量预测



资料来源：BloombergNEF, ICA, 光大证券研究所预测

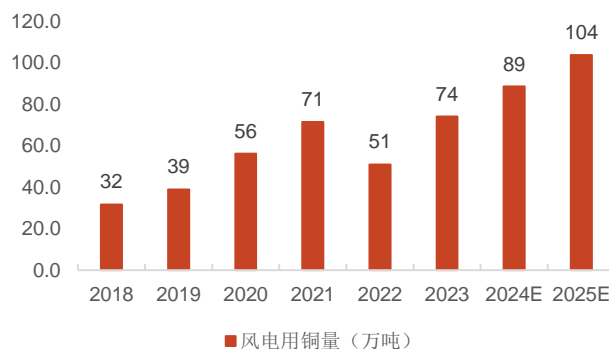
(2) 风电：全球风能理事会（GWEC）预计 2024-2025 年全球陆上风电新增装机量为 113/124GW，海上风电新增装机量分别为 18/24GW，对应 2024-2025 年风电装机耗铜量分别为 89/104 万吨。

图 54：全球风电装机量及预测



资料来源：GWEC 预测, 光大证券研究所

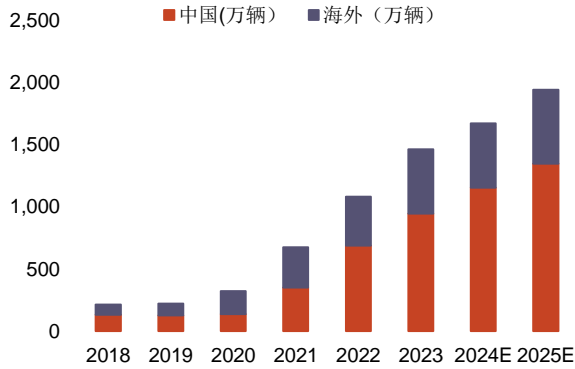
图 55：全球风电装机耗铜量预测



资料来源：GWEC, 光大证券研究所预测

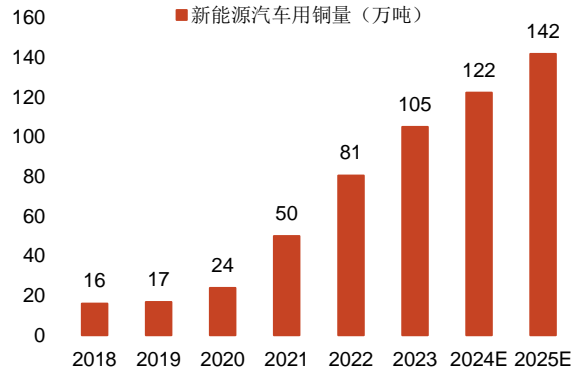
(3) 新能源汽车：根据 EVTank 的预测，预计到 2025 年，全球新能源汽车的销量将达到 2542 万辆，保守假设 2024-2025 年全球新能源汽车销量分别为 1673/1945 万辆，其中纯电汽车销量分别为 1099/1264 万辆，插混汽车销量分别为 574/681 万辆。我们预计 2025 年全球新能源汽车消耗铜约 142 万吨。

图 56: 全球新能源汽车销量及预测



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所预测

图 57: 全球新能源汽车耗铜量预测



资料来源: Wind, 中汽协, 光大证券研究所预测

海外传统需求: 2024 年 1-9 月, 中国铜线缆出口量同比+28%, 2024 年 1-9 月, 中国变压器出口量同比+10.3%。中国铜线缆、变压器出口数据向好, 显示海外电力用铜需求较好, 欧美电网更新改造需求较高。我们预计 2024 年海外传统需求用铜量增速同比将增加 1%, 2025 年持平。

2025 年全球新能源对铜的需求量占比将达到 18%, 贡献铜需求增量的 96%。根据我们的预测, 2024/2025 年全球精炼铜需求量为 2753/2812 万吨, 同比增长 3.7%/2.1%。其中, 2025 年全球新能源贡献 56 万吨需求增量, 占需求总增量的比例为 96%。

表 7: 2018-2025 年全球精炼铜需求量测算 (万吨)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球光伏用铜量	42	46	52	68	92	178	234	256
同比增速		8.5%	13.0%	30.8%	35.3%	93.0%	31.8%	9.2%
全球风电用铜量	32	39	56	71	51	74	89	104
同比增速		22.8%	44.3%	27.0%	-28.6%	45.1%	19.6%	17.1%
全球新能源汽车用铜量	16	17	24	50	81	105	122	142
同比增速		4.2%	43.0%	108.9%	61.0%	30.3%	16.4%	16.0%
全球新能源需求用铜量合计	90	102	132	190	224	357	445	501
同比增速		12.8%	29.9%	43.4%	18.0%	59.5%	24.7%	12.7%
中国传统需求用铜量合计	1222	1242	1281	1350	1344	1389	1388	1391
同比增速		1.6%	3.2%	5.3%	-0.4%	3.3%	0.0%	0.2%
海外传统需求用铜量合计	1133	1088	1081	982	1015	910	919	919
同比增速		-4.0%	-0.7%	-9.2%	3.4%	-10.3%	1.0%	0.0%
全球总需求量	2446	2432	2495	2521	2583	2656	2753	2812
同比增速		-0.6%	2.6%	1.1%	2.5%	2.8%	3.7%	2.1%

资料来源: 中汽协, ICSG, Wind, 前瞻产业研究院, Wood Mackenzie, CPIA, CWEA, 国家能源局, 华经产业研究院, SMM, GWEC, 光大证券研究所预测

我们预计 2024/2025 年全球精炼铜供需缺口 (供给-需求) 为 -35/-56 万吨, 供需缺口占需求的比例为 -1.3%/-2.0% (负值为短缺)。

表 8: 2018-2025 年全球精炼铜供需平衡表 (万吨)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
精炼铜产量 (原生+再生)	2409	2416	2467	2494	2530	2653	2717	2756
同比增速		0.3%	2.1%	1.1%	1.5%	4.9%	2.4%	1.4%
精炼铜需求量	2446	2432	2495	2521	2583	2656	2753	2812
同比增速		-0.6%	2.6%	1.1%	2.5%	2.8%	3.7%	2.1%
供给-需求	-36.8	-16.2	-27.6	-27.2	-52.7	-2.3	-35.3	-55.7
(供给-需求)/需求量	-1.5%	-0.7%	-1.1%	-1.1%	-2.0%	-0.1%	-1.3%	-2.0%

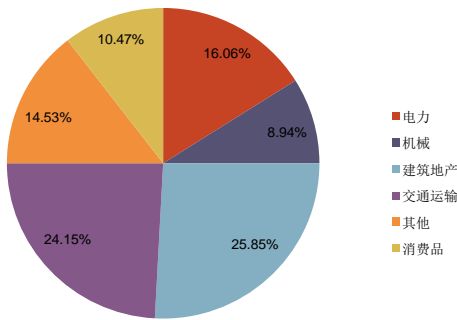
资料来源: 中汽协, ICSG, Wind, 前瞻产业研究院, Wood Mackenzie, CPIA, CWEA, 国家能源局, 华经产业研究院, SMM, GWEC, 各公司公告, 光大证券研究所预测

4.3 铝: 国内过剩收窄, 维持紧平衡

电解铝下游需求主要是建筑地产、交通运输、电力、消费、机械和包装等领域, 其中建筑地产和交运、电力需求合计占比超过 66% (2023 年)。

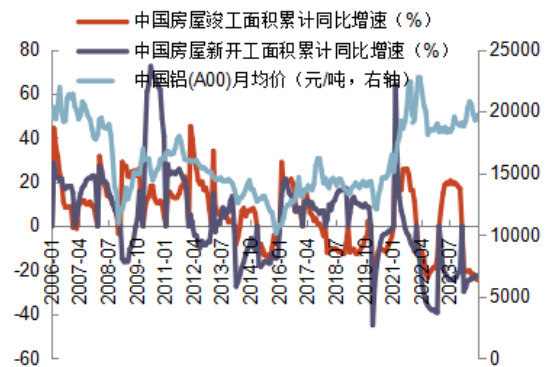
尽管地产在国内电解铝需求中占比最高, 但从 2024 年数据看, 地产竣工数据下滑并未显著拖累铝价, 主要是新能源 (新能源、光伏风电等) 等需求拉动抵消地产下滑影响。2024 年 2 月-5 月, 地产竣工面积累计同比下滑幅度均超过 20%, 但月度铝均价从 2024 年 2 月的 18806 元/吨上涨为 2024 年 5 月的 20784 元/吨, 表明新能源车、光伏等新兴领域的需求仍对铝价有较强支撑。

图 58: 中国电解铝在下游各领域用量占比 (2023 年)



资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所

图 59: 房屋竣工新开工面积累计同比增速和铝价



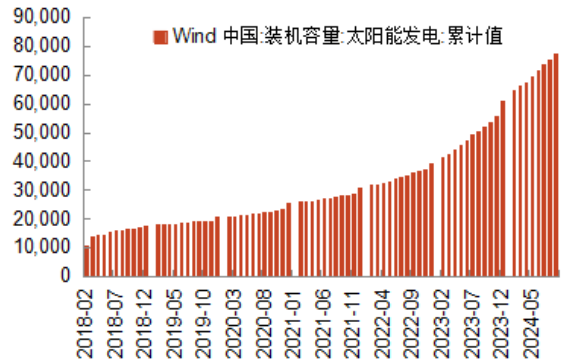
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2024 年 9 月

图 60: 国内新能源车产量及渗透率



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2024 年 9 月

图 61: 国内太阳能发电装机容量累计值 (万千瓦)



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2024 年 9 月

安泰科预计 2024 年国内电解铝需求约为 4460 万吨, 同比增长 4.1%。我们预计 2025 年电解铝需求为 4549 万吨, 同比增长 2.0%。假设如下: (1) 建筑

地产用铝增速同比-5%，较 2024 年跌幅小幅收窄；(2) 汽车产量同比增长 2%，单车用铝提升 8%（数据来源 CM Group）；(3) 2024-2025 年国内光伏装机量增速为 15%/10%（容配比为 1.2，铝边框渗透率 94%/93%），其他电力领域用铝增速 10%；(4) 消费同比+5%、机械同比-3%、包装同比+3%、其他领域同比-3%。(5) 铝材出口同比持平。

2025 年供给：安泰科预计 2024 年国内电解铝产量为 4320 万吨，同比增长 3.7%，净进口 180 万吨，供给合计 4500 万吨。若考虑 2025 年新增的中铝青海 10 万吨产能以及 2024 年复产产能的贡献，则 2025 年电解铝行业供给至多增长为 4383 万吨，同比增长 1.4%，若净进口量维持 180 万吨不变，则供需平衡有所改观，维持紧平衡格局。

表 9：中国电解铝供需平衡表（万吨）

	2023	2024E	2024/2023 增速	2025E	2025/2024 增速
产量	4166	4320	3.7%	4383	1.4%
净进口	139	180	29.5%	180	0.0%
供给	4305	4500	4.5%	4563	1.4%
需求	4284	4460	4.1%	4549	2.0%
建筑	1450	1370	-5.5%	1302	-5.0%
电子电力	750	840	12.0%	912	8.5%
交运	542	607	12.0%	668	10.0%
耐用消费品	477	507	6.3%	532	5.0%
机械	169	164	-3.0%	159	-3.0%
包装	272	282	3.7%	290	3.0%
其他	125	121	-3.2%	117	-3.0%
出口	499	569	14%	569	0%
供需平衡 (供给-需求)	21	40	-	13	-

资料来源：安泰科、CM Group、中国光伏业协会，光大证券研究所预测

4.4 黄金：降息周期 ETF 投资需求回归，全球央行增持黄金有望延续

降息周期中黄金投资需求有望恢复，金价-实际利率重回负相关

2003 年美国推出扣除通胀以后的通胀保值债券 TIPS，其收益率成为美国实际利率的代表；2006 年以后，黄金 ETF 规模扩大之后，美国 10 年期国债 TIPS 收益率与黄金价格具有稳定的强负相关关系。2006 年 1 月-2022 年 9 月，10 年期 TIPS 代表的实际利率与金价的相关系数为-0.91。

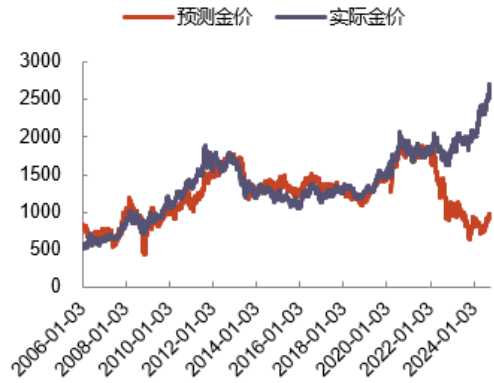
我们以 2006-2020 年的 10 年期 TIPS 与金价数据进行线性回归得到实际利率与金价线性方程：金价 $G = -332.69 * TIPS * 100 + 1484$ （黄金价格单位：美元/盎司，TIPS 为 10 年期美债通胀保值债券收益率），据此预测的 2022/1/2-2024/9/30 的金价与实际金价进行对比。可以从图发现，2021 年的模型预测结果与实际金价数据吻合度较高，但自 2022 年开始模型预测的金价与实际金价走势出现较大背离。

图 62：10 年期美债 TIPS 与黄金价格的负相关性



资料来源：Wind，光大证券研究所（2003/1-2024/9）

图 63：根据 TIPS 预测金价与实际金价自 2022 年开始背离（美元/盎司）



资料来源：Wind，光大证券研究所（2006/1/3-2024/9/30）

我们认为背离的主要原因是全球央行增持黄金的大幅增长，黄金需求增量的最大变量由原来的投资需求（黄金 ETF）变为全球央行增持需求，央行增持黄金数量的变化远超过投资需求的变化。2022/2023 年全球央行及主权机构增持黄金量为 1082 吨/1037 吨，占当年全球黄金需求量的 23%/23%，明显高于 2010-2021 年的平均增持量 473 吨（平均占当年黄金需求量的 11%）。

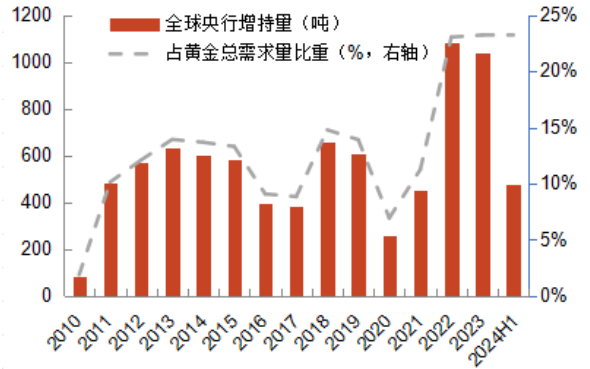
在原实际利率框架下，美国加息、实际利率上行时，黄金投资 ETF 需求减弱，对金价不利；但 2022 年开始的俄乌冲突使得全球央行对黄金增持加速。央行增持抬高了黄金价格的中枢。

图 64：金价与 ETF 投资需求于 2022 年之后背离



资料来源：Wind，光大证券研究所（2003/1-2024/9）

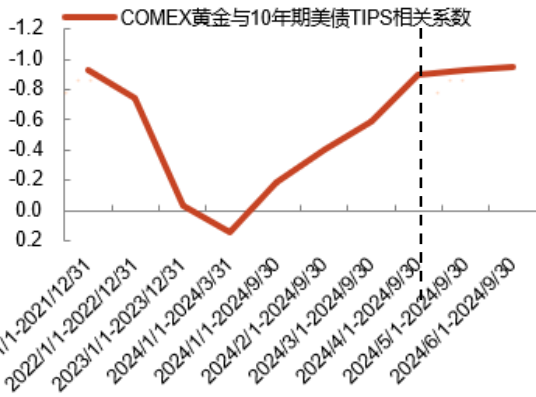
图 65：2022 年后全球央行增持黄金量占当年黄金需求超 20%



资料来源：WGC，光大证券研究所（2010-2024H1）

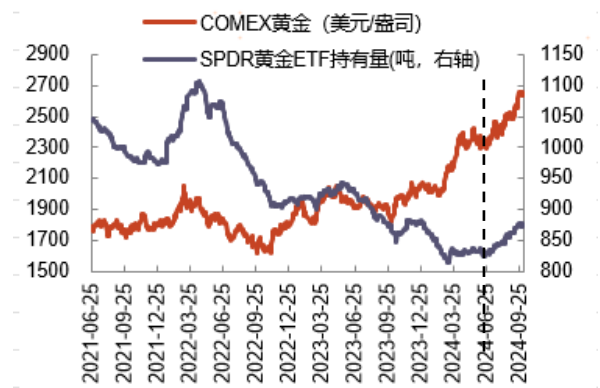
而实际利率与金价的负相关系数历经 2022、2023、2024Q1 的逐步下降，自 2024Q2 逐步恢复；2024/4/1-2024/9/30 二者之间的负相关系数已经恢复至 -0.896。主要原因为在央行增持黄金量级不再大幅提升之后，黄金的投资需求再度成为重要的边际变量，二者的相关关系有望回归为强负相关。而欧美进入降息周期后，欧美黄金 ETF 将逐步进入增持周期，利好金价上行。

图 66：金价与实际利率的负相关性再度恢复



资料来源：Wind，光大证券研究所（相关关系纵轴为逆序）

图 67：SPDR 黄金 ETF 于 2024Q2 开始增持黄金



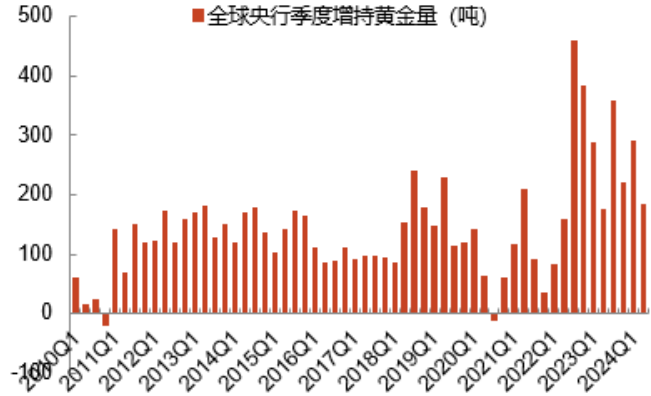
资料来源：WGC，光大证券研究所（2021/6-2024/9）

假设当前 TIPS 与黄金价格的负相关关系维持稳定，则金价-实际利率新的线性方程为：金价 $G' = -443.25 * TIPS * 100 + 3292.3$ （以 2024 年 4 月 1 日-2024 年 9 月 30 日数据为样本，金价单位为美元/盎司）。若 10 年期 TIPS 隐含的通胀预期降至 2% 附近，本轮降息周期的终点为 2.9%（美联储 9 月点阵图显示 2026 年利率终点约为 2.9%），对应 TIPS 为 0.9%，金价高度为 2893 美元/盎司（假设全球央行增持黄金数量不出现大幅变化）。

全球央行增持趋势有望延续

自 2022 年开始全球央行增持是黄金上涨的重要因素。从世界黄金协会对全球央行的调研情况来看，全球央行增持黄金的趋势有望延续。

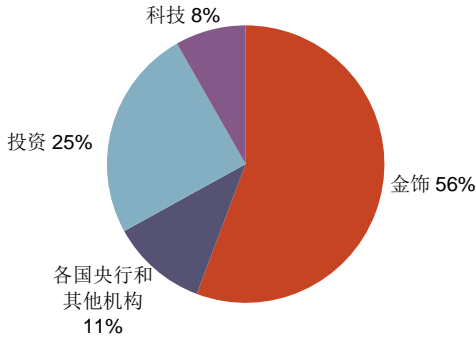
图 68：全球央行季度增持黄金量级变化



资料来源：WGC，光大证券研究所（2010Q1-2024Q2）

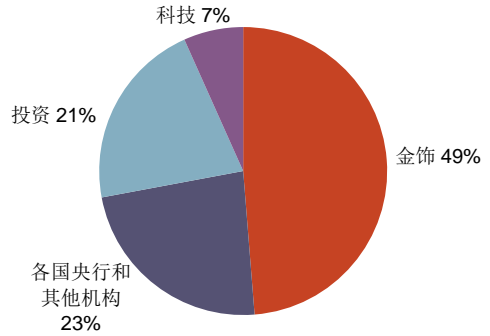
2023 年全球央行增持需求占比已超投资需求（21%），仅次于金饰需求（49%）。2024H1 全球央行增持黄金量占同期黄金需求量比重仍为 23%。

图 69：2021 年全球央行增持黄金量仅占黄金年需求量的 11%



资料来源：WGC，光大证券研究所（2021）

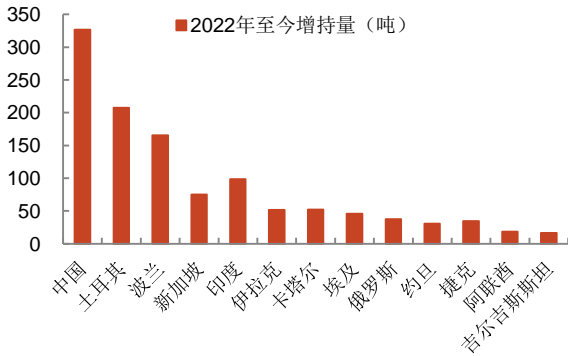
图 70：2023 年全球央行增持黄金量占黄金年需求量的 23%



资料来源：WGC，光大证券研究所（2023）

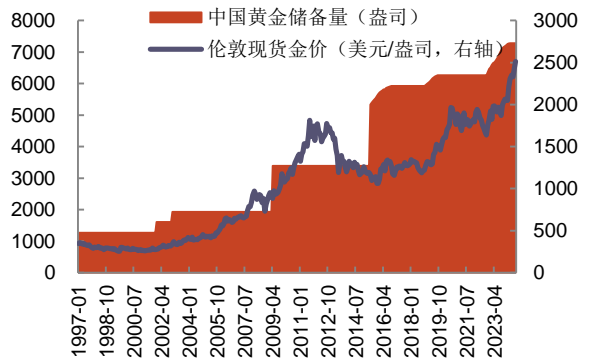
2022-2024 年 8 月中国央行增持量约占同期全球央行及主权机构增持量的 15%。从具体增持国来看，自 2022 年 1 月-2024 年 8 月，全球央行增持以发展中国家为主，其中，中国增持 327 吨，土耳其 208 吨，波兰 165 吨，印度 99 吨，新加坡 75 吨，伊拉克 52 吨，卡塔尔 52 吨，埃及 46 吨，俄罗斯 37 吨。

图 71：2022 年-2024 年 8 月主要国家央行黄金增持量



资料来源：Wind，光大证券研究所（2022-2024/8，注：中国增持量为中国人民银行数据）

图 72：中国央行黄金储备量及金价走势



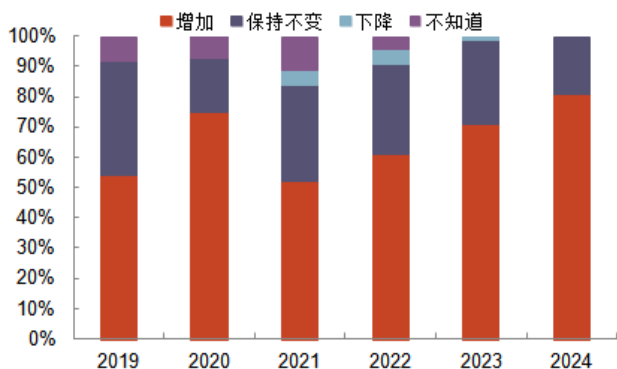
资料来源：Wind，光大证券研究所（1997/1-2024/8，伦敦现货金价为当月最后一个交易日收盘价）

中国央行黄金储备占比仍较低。自中国人民银行发布黄金储备数据以来，增持黄金的行为共计 5 次：（1）2003/1-2009/4 合计增持 469 吨（一次公布累计增持量）；（2）2009/5-2015/6 合计增持 625 吨（一次公布累计增持量）；（3）2015/7-2016/10 合计增持 190 吨，连续 16 个月增持（其中 2016 年 5 月暂停增持一次）；（4）2018/12-2019/9 合计增持 109 吨，连续增持 10 个月；（5）2022/11-2024/4 合计增持 327 吨，连续增持 18 个月。中国央行黄金储备占央行储备比例仅为 5%（2024 年 8 月，金额占比），远低于全球平均水平（2024 年 7 月为 17.9%）。考虑人民币国际化、外汇储备多元化、资产安全性等因素，预计中国央行仍将持续增持黄金。

全球受访央行增持黄金意愿创 2019 年央行调查以来新高。2024 年 6 月 18 日，世界黄金协会发布《2024 年度全球央行黄金储备调查报告》。约有 81% 的受访央行认为全球官方黄金储备总量将在未来 12 个月继续增加（2023 年调查为 71%），该比例创下自 2019 年世界黄金协会开始该项年度调查以来的最高记录；29% 的受访央行计划在未来 12 个月中增加黄金储备，创下 2019 年调查以来新高（2023 年该比例为 24%）。

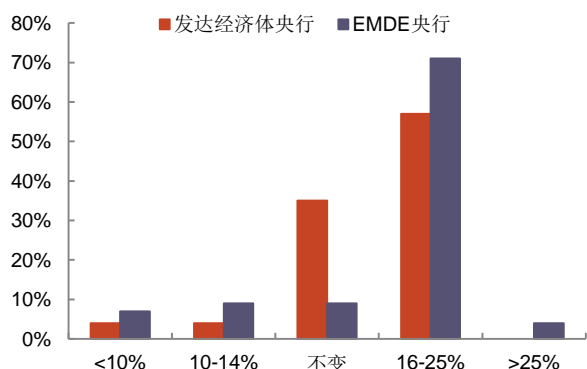
多数受访央行认为未来5年黄金在全球央行储备占比会提升，美元占比会下降。该调查报告显示，从未来5年来看，56%的发达经济体央行和64%的EDME（发展中经济体）央行认为美元在全球央行外汇储备中占比会下降，2023年调查中该比例分别为46%和58%；57%的发达经济体央行和75%EDME央行认为未来5年黄金储备占比会提升，2023年调查中该比例分别为38%和68%。

图 73：81%受访央行认为全球黄金储备未来 12 个月会增加



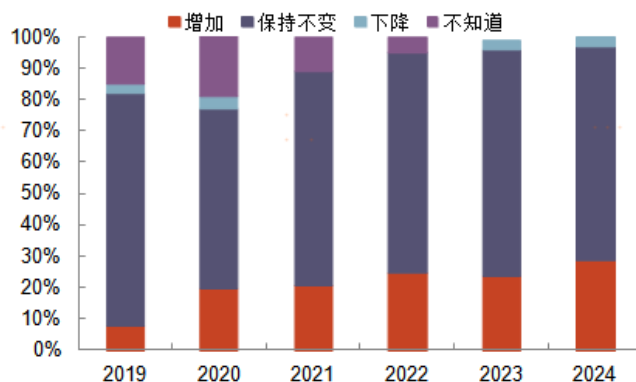
资料来源：WGC《2024 年度全球央行黄金储备调查报告》（2024 年 6 月 18 日），光大证券研究所

图 75：多数受访央行认为全球央行黄金储备未来 5 年会增加



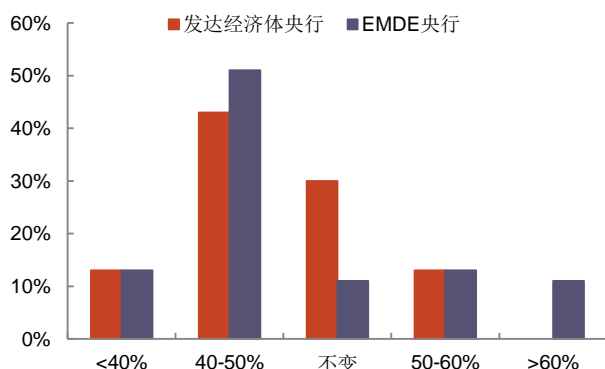
资料来源：WGC《2024 年度全球央行黄金储备调查报告》（2024 年 6 月 18 日，纵轴为受访央行认为全球央行黄金储备占比所在区间的比例），光大证券研究所

图 74：29%受访央行认为该机构黄金储备未来 12 个月会增加



资料来源：WGC《2024 年度全球央行黄金储备调查报告》（2024 年 6 月 18 日），光大证券研究所

图 76：多数受访央行认为全球央行美元储备未来 5 年会下降



资料来源：WGC《2024 年度全球央行黄金储备调查报告》（2024 年 6 月 18 日，纵轴为受访央行认为全球央行黄金储备占比所在区间的比例），光大证券研究所

5、投资建议

5.1 工业金属及普钢估值呈明显分化

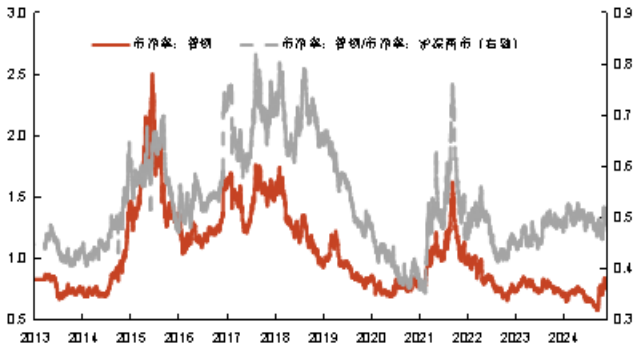
截至 2024 年 11 月 22 日，主要周期板块的 PB 相对于沪深两市 PB 的比值分位：石化 30.27%、房地产 15.58%、普钢 28.58%、煤炭 58.98%、航运 23.53%、工业金属 60.28%、水泥 9.42%、化工 20.22%、商用货车 90.63%、工程机械 33.63%。

表 10：2013 年以来周期板块 PB 表现

	板块PB相对于沪深两市PB的比值				板块PB			
	最大	最小	目前	分位	最大	最小	目前	分位
煤炭开采	1.18	0.45	0.88	59.55%	2.48	0.80	1.35	32.74%
房地产	1.17	0.38	0.51	16.01%	4.09	0.54	0.78	6.76%
石油化工	1.24	0.62	0.81	30.72%	3.23	1.11	1.24	6.13%
化工	1.80	1.01	1.18	22.28%	5.30	1.41	1.81	10.28%
普钢	0.82	0.35	0.50	30.64%	2.50	0.58	0.76	9.38%
航运	1.53	0.62	0.82	22.45%	4.50	1.00	1.26	7.43%
工业金属	1.61	0.69	1.25	61.51%	4.60	1.17	1.92	21.87%
水泥制造	1.14	0.42	0.49	9.84%	2.74	0.58	0.75	7.87%
工程机械	2.36	0.60	1.19	33.48%	5.10	1.03	1.82	19.41%
商用载货车	1.99	0.48	1.83	89.56%	3.22	0.71	2.8	81.27%

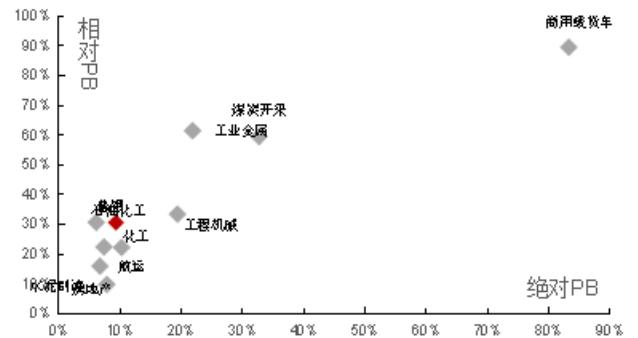
资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 11 月 22 日）

图 77：2013 年以来普钢 PB 及普钢 PB/沪深两市 PB



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 11 月 22 日）

图 78：2013 年以来周期板块相对 PB 分位与绝对 PB 分位



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2024 年 11 月 22 日）

5.2 投资建议

钢铁板块：目前钢铁行业需求较弱，行业盈利处于低位，但随着中长期行业超低排放改造完成以及进一步纳入碳交易市场后，板块中长期配置价值或将逐步显现。在国资委要求上市公司加强市值管理的大背景下，建议关注估值较低、盈利稳健的钢铁央企宝钢股份、华菱钢铁、太钢不锈、马钢股份、马鞍山股份、三钢闽光、柳钢股份；建议关注景气度高的细分特钢标的，推荐久立特材。

铜板块：受制于全球铜矿企业资本开支周期和矿山品位下降的影响，2025 年铜矿增量有限；废铜因原料库存消化，产量增速逐步放缓。需求端，传统需求整体稳定，新能源领域用铜成为主要增长力量，2025 年占比将达到 18%；全球精炼铜 2024-2025 年仍处于短缺状态，看好铜价逐步上行。推荐紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业。

铝板块：国内电解铝产能天花板将至，叠加云南水电持续扰动，电解铝供给增量有限；需求端，地产对铝需求的拖累已被制造业（新能源、电力等）所抵消，预计 2025 年供给增速小于需求，处于紧平衡，铝价有望继续上行；关注云铝股份、神火股份、中国铝业。

贵金属：美国进入降息周期，黄金投资需求有望回归。在地缘政治影响、全球去美元化的大背景下，全球央行增持黄金意愿依然较强，全球央行对黄金的增持将成为黄金需求的有力支撑，金价中枢有望不断上移。建议关注山金国际、中金黄金、赤峰黄金、山东黄金。

5.2.1 宝钢股份：逆境中经营业绩稳居行业首位，自由现金流处于 2017 年来中高位水平

宝钢股份 2024 年前三季度实现营业收入 2428.56 亿元，同比-4.91%，实现归母净利润 58.82 亿元，同比-29.56%。2024 年 Q3 实现营业收入 796.05 亿元，同比-6.53%，环比-3.44%，归母净利润 13.38 亿元，同比-64.78%，环比-48.92%。

Q3 行业亏损严重，公司吨钢利润超行业平均水平 296 元/吨：2024 年 Q3 黑色金属冶炼和压延加工业利润总额为-338 亿元，吨钢亏损 142 元/吨，而 Q3 宝钢股份吨钢利润为 153 元/吨，较行业平均水平高 296 元/吨。

2024Q3 公司自由现金流处于 2017 年来中高位水平：2017 年至今公司单季度自由现金流均值为 44.31 亿元，而 2024 年 Q3 公司自由现金流为 57.47 亿元。

公司产品结构持续优化，前三季度出口销量占比创历史新高：前三季度公司“1+1+N”产品销量 2255 万吨，同比增加 223 万吨，其中取向硅钢销量同比增长 27.5%，实现低铁损低噪声取向硅钢 B20R070-LM 等 10 项全球首发；此外，公司大力开拓海外市场，主动把握出口机遇，前三季度出口合同签约量 466 万吨，出口销量占比创历史新高。

公司以近 30 亿元自有资金回购股份，彰显长期发展信心：截至 2024 年 10 月 15 日，公司以自有资金已回购股份 4.05 亿股，占总股本的比例约为 1.84%，回购最高价格 7.10 元/股，回购最低价格 5.57 元/股，回购均价 6.16 元/股，使用资金总额 24.92 亿元（不含交易费用），此次回购股票将用于未来连续实施股权激励计划。

盈利预测、估值与评级：我们维持宝钢股份 2024-2026 年归母净利润预测分别为 101.39、106.42、120.50 亿元，宝钢股份作为行业龙头，未来产品结构将持续优化，维持公司“增持”评级。

风险提示：制造业用钢需求大幅下滑；原料价格上涨；品种钢产能建设不及预期。

表 11：宝钢股份盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	367,778	344,500	356,747	362,136	369,286
营业收入增长率	0.94%	-6.33%	3.55%	1.51%	1.97%
净利润（百万元）	12,187	11,944	10,139	10,642	12,050
净利润增长率	-48.43%	-1.99%	-15.11%	4.95%	13.23%
EPS（元）	0.55	0.54	0.46	0.48	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.26%	5.96%	4.98%	5.10%	5.62%
P/E	12	12	14	13	12
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-22

5.2.2 华菱钢铁：2024Q3 业绩显著优于行业平均水平

华菱钢铁 2024 年前三季度公司实现营业收入 1116.66 亿元，同比-7.15%，实现归母净利润 17.71 亿元，同比-56.86%。2024 年 Q3 实现营业收入 357.16 亿元，同比-12.28%，环比-8.19%；归母净利润 4.40 亿元，同比-71.39%，环比-53.22%。

Q3 公司业绩优于行业，自由现金流处于 2017 年以来中高位：2024 年 Q3 黑色金属冶炼和压延加工业利润总额为-338 亿元，吨钢亏损 142 元/吨，而 Q3 公司利润总额为 9.13 亿元；2017 年至今公司单季度自由现金流均值为 13.29 亿元，2024Q3 单季度公司自由现金流为 19.56 亿元。

产线装备持续升级，品种钢占比有望进一步提升。2024 年上半年，公司完成薄规格新能源汽车驱动电机用高端无取向电工钢试制，产销量达到全年生产 20 万吨无取向硅钢成品的进度目标，进一步提升公司硅钢产品的竞争力水平。公司硅钢二期第一步建设正在有序推进中，预计 2025 年一季度投产。2024 年以来，汽车板二期项目（45 万吨镀锌年产能）产线认证和专利产品认证工作有序推进，力争 2024 年达产并贡献更多的高附加值产品。

盈利预测、估值与评级：我们维持 2024-2026 年公司归母净利润预测 28.38、30.94、32.86 亿元，华菱钢铁作为钢铁行业龙头企业，品种结构有望进一步高端化，维持公司“增持”评级。

风险提示：原材料价格维持高位；钢材下游需求回落超预期；品种钢占比提升不及预期。

表 12：华菱钢铁盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	168,099	163,897	168,106	170,689	172,246
营业收入增长率	-1.80%	-2.50%	2.57%	1.54%	0.91%
净利润（百万元）	6,379	5,079	2,838	3,094	3,286
净利润增长率	-34.10%	-20.38%	-44.11%	9.02%	6.20%
EPS（元）	1.04	0.74	0.41	0.45	0.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.77%	9.54%	5.21%	5.46%	5.57%
P/E	4	6	11	10	10
P/B	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-22

5.2.3 太钢不锈：品种研发持续推进，资源保障坚实有力

太钢不锈 2024 年前三季度实现营收 752.85 亿元，同比-6.34%，归母净利润-5.54 亿元，同比亏损扩大；2024Q3 营收 255.71 亿元，环比+1.27%，同比-4.32%，归母净利润-6.93 亿元，同环比均由盈转亏。

品种研发持续发力，产品结构进一步优化：2024 年，公司发布全球首发核动力装置用不锈钢板材、1300 兆帕级温成型车轮钢、抽水蓄能机组用 S750MC 级磁轭钢薄板等 5 项产品，国内首发换热器用超纯铁素体不锈钢、“复兴号”重大功率机车轴用钢、航空航天精密合金用纯铁等 5 项产品。

资源保障坚实有力：太钢集团具有年产 1300 万吨铁精矿粉生产能力，铁矿石、冶金辅料具备“自给自足”能力，在镍、铬、煤炭等资源方面与业内领军企业结成长期稳定的战略合作关系，可为公司钢铁生产提供可靠、稳定的资源保障。

盈利预测、估值与评级：由于钢铁行业需求下行，我们下调公司 2024 年归母净利润预测 93.49%至 3.90 亿元，新增 2025-2026 年归母净利润预测为 4.40、6.36 亿元，作为不锈钢行业龙头企业，产品结构有望持续改善，维持“增持”评级。

风险提示：不锈钢需求大幅回落；原料价格大幅上涨。

表 13: 太钢不锈盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	97,654	105,618	94,816	97,988	100,463
营业收入增长率	-3.73%	8.15%	-10.23%	3.35%	2.53%
净利润 (百万元)	154	-1,081	390	440	636
净利润增长率	-97.57%	-803.80%	-	12.90%	44.64%
EPS (元)	0.03	-0.19	0.07	0.08	0.11
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.44%	-3.22%	1.15%	1.28%	1.83%
P/E	134.4	-	52.9	46.8	32.4
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-11-22

5.2.4 马钢股份: 宝武入主加大协同, 产品结构持续改善

马钢股份 2024 年前三季度实现营收 615.13 亿元, 同比-16.78%, 归母净利润 -25.35 亿元, 同比亏损扩大。2024Q3 实现营收 185.06 亿元, 同比-25.79%, 环比-18.17%, 归母净利润-13.90 亿元, 同比由盈转亏, 环比亏损扩大。

产品结构持续改善, 推进特种钢品种开拓: 公司在长期发展过程中, 形成了独具特色的“优特钢、轮轴、长材、板材”四大类产品结构。产品各具特色, 能够满足不同客户群体的需求。优特钢广泛应用于高端制造领域, 轮轴在铁路交通运输领域占据重要地位, 长材和板材在机械、建筑等多个行业得到广泛应用。产品多元化使公司能够根据市场变化及时调整产品策略。同时, 公司向高附加值产品倾斜, 不断提升产品的技术含量和附加值, 提升盈利能力。

宝武入主加大协同: 公司积极融入中国宝武生态圈, 不仅拓宽了自身的发展视野, 更通过全面对标找差, 不断挖掘发展潜力, 优化运营流程。公司充分发挥协同优势, 通过规划、制造、营销、采购、研发、服务等各个环节的深度协同, 实现资源的优化配置和效率的最大化。

盈利预测、估值与评级: 由于钢铁行业需求下行, 我们下调马钢股份 2024 年归母净利润预测 139.96%至-21.44 亿元, 新增 2025-2026 年归母净利润预测为 0.85、2.34 亿元, 由于公司产品结构持续改善, 并深入推进降本增效工作, 后续盈利有望进一步改善, 故维持“增持”评级。

风险提示: 原材料价格上涨风险; 钢材下游需求回落超预期; 产品结构优化不及预期。

表 14: 马钢股份盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	102,154	98,938	98,364	102,807	104,438
营业收入增长率	-10.27%	-3.15%	-0.58%	4.52%	1.59%
净利润 (百万元)	-858	-1,327	-2144	85	234
净利润增长率	-116.09%	-	-	-	175.37%
EPS (元)	-0.11	-0.17	-0.28	0.01	0.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	-2.94%	-4.78%	-8.30%	0.33%	0.90%
P/E	-	-	-	210	76
P/B	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-11-22

5.2.5 三钢闽光: 聚焦钢铁主业, 加快培育新质生产力

三钢闽光 2024 年前三季度实现营收 331.77 亿元, 同比-3.47%, 归母净利润 -13.29 亿元, 同比亏损扩大; 2024Q3 实现营收 101.20 亿元, 同比-8.83%, 环比-14.64%, 归母净利润-10.95 亿元, 同环比亏损扩大。

聚焦钢铁主业，加快产业转型升级：公司有序推进以“绿色化、智能化、高端化”为主要方向的产能置换升级改造，同步推进智能制造项目落地，推进工艺装备升级换代和产品结构优化升级。

产品结构改善，培育新质生产力：公司引进先进研发检测设备，加快工业材的生产开发，着力提升非建筑材比例，重点拓宽品种板等级与规格。加强新技术、新工艺跟踪与应用，稳定齿轮钢、斗齿钢、链轨节钢等工程机械用钢质量，提升市场占有率。适时开发轴承钢、耐磨球钢、非调钢、易切削钢、锚链钢、美标和欧标高端齿轮钢等钢种。

盈利预测、估值与评级：由于钢铁行业需求下行，我们下调公司 2024 年归母净利润预测 128.43%至-10.51 亿元，新增 2025-2026 年归母净利润预测为 0.87、4.76 亿元，由于公司聚焦钢铁主业，加快培育新质生产力，后续盈利有望进一步改善，故维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格维持高位；钢材下游需求回落超预期；新产品开发不及预期。

表 15：三钢闽光盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	51,658	47,941	40,747	42,443	43,231
营业收入增长率	-17.68%	-7.20%	-15.01%	4.16%	1.86%
净利润（百万元）	139	-668	-1,051	87	476
净利润增长率	-96.51%	-581.27%	-	-	445.91%
EPS（元）	0.06	-0.27	-0.43	0.04	0.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.65%	-3.27%	-5.43%	0.45%	2.39%
P/E	62	-	-	100	18
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-22

5.2.6 柳钢股份：优化品种结构，持续降本增效

柳钢股份 2024 前三季度实现营收 530.96 亿元，同比-6.86%，归母净利润-3.07 亿元，同比亏损收窄；2024Q3 实现营收 152.72 亿元，同比-21.55%，环比-14.37%，归母净利润-3.62 亿元，同比亏损收窄，环比由盈转亏。

优化品种结构，品牌效应稳步提升：公司家电用钢新产品进入家电行业头部企业，集装箱板上量明显，为加快推动高端产品集群上量创效奠定坚实基础。

强化工序协同，持续降本增效：柳州本部 2000 级高炉节能降碳绿色环保改造后经济技术指标较好，连续 2 年获“全国重点大型耗能钢铁生产设备节能降耗对标竞赛”优胜炉称号。通过优化创新采购模式，采购成本有效降低。

盈利预测、估值与评级：由于钢铁行业需求下行，我们下调公司 2024 年归母净利润预测 86.34%至 1.39 亿元，新增 2025-2026 年归母净利润预测为 3.32、6.01 亿元，由于公司产品结构持续改善，并深入推进降本增效工作，后续盈利有望进一步改善，故维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格上涨风险；钢材下游需求回落超预期；产品提档升级不及预期。

表 16: 柳钢股份盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	80,725	79,665	79,544	80,621	81,712
营业收入增长率	-12.49%	-1.31%	-0.15%	1.35%	1.35%
净利润 (百万元)	-2,342	-1,012	139	332	601
净利润增长率	-260.85%	-	-	139.01%	81.30%
EPS (元)	-0.91	-0.39	0.05	0.13	0.23
ROE (归属母公司) (摊薄)	-23.86%	-11.49%	1.55%	3.60%	6.21%
P/E	-	-	59	25	14
P/B	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-11-22

5.2.7 久立特材: 2024Q3 归母净利润创近 5 个季度新高水平

久立特材 2024 年前三季度公司实现营业收入 71.43 亿元, 同比+16.07%, 实现归母净利润 10.45 亿元, 同比-5.68%, 实现扣非后归母净利润 10.17 亿元, 同比+15.60%。2024Q3 公司实现营业收入 23.13 亿元, 同比-3.23%, 环比-5.29%, 实现归母净利润 4.01 亿元, 同比+1.31%, 环比+26.86%, 实现扣非后归母净利润 3.64 亿元, 同比-7.22%, 环比+16.59%。

2024Q3 公司投资净收益同比-85%, 归母净利润创近 5 个季度新高水平: 2024Q3 公司投资净收益为 0.11 亿元, 同比-84.89%, 较 2023Q3 减少 0.62 亿元; 在投资净收益大幅下降的情况下, 公司 2024Q3 归母净利润达到 4.01 亿元, 归母净利润率达到了 17.33%, 均创近 5 个季度以来新高水平。

2024Q3 公司非经常损益为 0.37 亿元, 同比+1133%: 2024Q3 公司非经常性损益为 0.37 亿元, 其中除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 金融企业持有金融资产和金融负债产生的公允价值变动损益以及处置金融资产和金融负债产生的损益为 0.42 亿元。

盈利预测、估值与评级: 作为国内工业用不锈钢管龙头企业, 久立特材专注提升自身产品结构, 维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 13.64、16.24、18.76 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 在建产能达产不及预期; 海外订单进展不及预期; 海外公司经营风险; 原材料价格大幅上涨; 工业不锈钢管需求不及预期。

表 17: 久立特材盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,537.32	8,568.41	11,383	13,113	13,906
营业收入增长率	9.43%	31.07%	32.84%	15.20%	6.05%
净利润 (百万元)	1,287.85	1,488.54	1,364	1,624	1,876
净利润增长率	62.18%	15.58%	-8.35%	19.02%	15.56%
EPS (元)	1.32	1.52	1.40	1.66	1.92
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.71%	20.55%	16.73%	17.34%	17.46%
P/E	18	15	17	14	12
P/B	3.7	3.2	2.8	2.4	2.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-11-22

5.2.8 紫金矿业: 2024Q3 矿山金铜产量环比分别增长 1%、6%

紫金矿业 2024 年前三季度实现营业收入 2304 亿元, 同比增长 2.4%, 归母净利润实现 243.6 亿元, 同比增长 50.7%。2024Q3 实现归母净利润 92.7 亿元, 同比增长 58.2%, 环比增长 5.1%; 扣非归母净利润 83.1 亿元, 同比增长 49.8%, 环比下降 9.7%。

量价：2024Q3 矿产金铜产量环比+1%/+6%，2024Q3 金价环比上涨，铜价环比回落。2024Q3 矿产金产量为 18.9 吨，同比+6.2%，环比+1.4%；2024Q3 矿产铜产量为 27.1 万吨，同比+3.4%，环比+5.9%。2024Q3 COMEX 黄金、LME 铜均价分别为 2446 美元/盎司、9313 美元/吨，环比分别+4%、-6%，同比分别+26%、+11%。

成本：2024Q3 铜精矿、金精矿成本较 2024Q2 环比微升，金锭成本环比下降。2024Q3 铜精矿、电积铜、电解铜成本分别为 19105/32058/35549 元/吨，环比 2024Q2 分别+2.6%/-6%/+2.9%；金锭/金精矿成本分别为 290/162 元/克，环比-1%/+3.3%。

财务：2024Q3 扣非前后归母净利润差异主要由公允价值变动损益贡献。2024Q3 公允价值变动损益为 15.9 亿元，2024Q1/2024Q2 分别为+0.6/-6.4 亿元。从公司 2024 年半年报披露数据来看，公允价值变动损益科目主要由“未指定套期关系的衍生工具公允价值变动损益——商品套期合约”贡献，2024Q3 公允价值大幅回升或主要为冶炼企业套期保值公允价值的变动贡献。

项目：碳酸锂投产规划延迟至 2025 年。受项目权证办理手续滞后以及碳酸锂价格持续低迷等影响，公司将阿根廷 3Q 项目和西藏拉果错项目投产时间延至 2025 年。在项目投产前，公司将进一步优化工艺流程，降低和夯实成本基础。

盈利预测、估值与评级：维持前期对公司的盈利预测，预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 337/402/482 亿元，同比增长 59.5%/19.3%/20.1%，当前股价对应 PE 为 12/10/9 倍，维持对公司的“增持”评级。

风险提示：金属价格下行超预期，铜金等项目建设不及预期；海外运营风险。

表 18：紫金矿业盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	270,329	293,403	356,154	384,125	415,453
营业收入增长率	20.09%	8.54%	21.39%	7.85%	8.16%
净利润（百万元）	20,042	21,119	33,675	40,173	48,248
净利润增长率	27.88%	5.38%	59.45%	19.30%	20.10%
EPS（元）	0.76	0.80	1.27	1.51	1.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.53%	19.64%	24.71%	23.85%	23.28%
P/E	21	20	12	10	9
P/B	5	4	3	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-22

5.2.9 洛阳钼业：铜矿产量持续超预期，TFM、KFM 扩产项目已开展探勘工作

洛阳钼业 2024 年前三季度实现营收 1547.5 亿元，同比+17.5%；实现归母净利润 82.7 亿元，同比+238.6%。2024 年单三季度实现营业收入 519.4 亿元，同比+15.5%，环比-8.4%；实现归母净利润 28.6 亿元，同比+64.1%，环比-14.6%。

铜板块贡献矿山业务毛利的 72%。2024 年前三季度，公司共实现毛利 272.8 亿元（考虑内部抵消后，未考虑抵消为 278.9 亿元）。其中矿产板块毛利为 223.4 亿元，铜板块实现毛利 160.8 亿元，占矿山板块为 72%，占公司未抵消总毛利的比例为 57.7%，铜板块是公司的主要毛利来源。2024 年前三季度实现铜产量 47.6 万吨，同比增长 78.2%；钴产量 8.5 万吨，同比增长 127.4%；钼产量 1.1 万吨，同比下降 6.3%；钨产量 6129 吨，同比增长 3.8%；铌产量 7682 吨，同比增长 5.4%；磷肥产量 89.6 万吨，同比增长 2.3%。

2024 年铜产量有望超过 2023 年年报指引。公司 2023 年年报显示 2024 年铜产量指引为 52-57 万吨，中值为 54.5 万吨。2024Q1/2024Q2/2024Q3 公司实现

铜产量分别为 14.7 万吨、16.6 万吨、16.2 万吨，全年实际产量有望超过年报指引，主要系 TFM、KFM 铜矿实现超产。

TFM、KFM 开始准备扩产新项目，刚果金水电站合作协议落地。（1）TFM 已成年产 45 万吨铜与 3.7 万吨钴的产能规模。（2）KFM 项目目前具备年产 15 万吨铜、5 万吨钴以上的生产能力。根据公司的五年规划：至 2028 年实现年产铜金属 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、钼金属 2.5-3 万吨、铌金属超 1 万吨。公司 TFM 西区和 KFM 二期两大新项目已开展前期勘探，见矿效果良好。刚果（金）Nzilo II 水电站合作协议签约落地，200 兆瓦的发电能力将为新一轮产能跨越提供长期稳定的电力保障。

盈利预测、估值与评级：维持前期对公司的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 119.0、156.3、166.7 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 13/10/9 倍，维持“增持”评级。

风险提示：铜钴等价格下行超预期，扩产进展不及预期。

表 19：洛阳铝业盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	172,990.86	186,268.97	204,600.71	219,327.21	224,310.74
营业收入增长率	-0.5%	7.7%	9.8%	7.2%	2.3%
净利润（百万元）	6,066.95	8,249.71	11,903.78	15,630.04	16,672.34
净利润增长率	18.8%	36.0%	44.3%	31.3%	6.7%
EPS（元）	0.28	0.38	0.55	0.72	0.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.74%	13.86%	17.12%	20.18%	19.00%
P/E	26	19	13	10	9
P/B	3.1	2.7	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-22

5.2.10 西部矿业：2024Q3 归母净利润环比持续增长

西部矿业 2024 年前三季度实现营业收入 367.25 亿元，同比增长 13.9%；归母净利润 27.32 亿元，同比增长 24.3%。其中 24Q3，公司实现营业收入 117.48 亿元，同比+23.02%，环比-16.11%；归母净利润 11.12 亿元，同比+60.9%，环比+25.8%。

产量：主要产品产量基本超计划完成。2024 年上半年，铜精矿产量为 8.52 万吨，同比增长 42%，锌精矿产量为 5.30 万吨，同比-12%，铅精矿产量为 2.81 万吨，同比-9%，钼精矿同比增长 39%，铁精粉同比增长 17%，精矿含银产量同比增长 14%；铜精矿、锌金矿、铅精矿、铁精粉产量 2024 年上半年计划完成率分别为 112%、105%、121%、96%，产量基本超计划完成。

项目进展：玉龙铜矿扩建稳步进行。2024 年上半年，玉龙铜业按计划开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作，目前已完成《三期工程开发利用方案》等九项报告编制并取得评审意见。双利矿业二号铁矿露转地改扩建工程总体施工形象进度与计划进度持平，正在持续推进。

盈利预测、估值与评级：维持前期对公司盈利预测，预计 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 34/47/54 亿元，同比增长 22%/37%/15%，对应当前股价的 PE 分别为 12/9/8 倍，维持“增持”评级。

风险提示：金属价格下行超预期，扩产进展不及预期。

表 20: 西部矿业盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39,762.48	42,748.12	49,499.82	52,544.95	54,265.62
营业收入增长率	3.55%	7.51%	15.79%	6.15%	3.27%
净利润 (百万元)	3,445.99	2,789.28	3,412.57	4,664.65	5,361.23
净利润增长率	17.51%	-19.06%	22.35%	36.69%	14.93%
EPS (元)	1.45	1.17	1.43	1.96	2.25
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.34%	18.27%	19.51%	22.92%	23.05%
P/E	12	14	12	9	8
P/B	2.5	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-11-22

5.2.11 金诚信: 2024Q3 矿山资源板块业绩逐步释放

金诚信 2024 年前三季度实现营业收入 69.7 亿元, 同比增长 31.2%, 归属于上市公司股东净利润 10.9 亿元; 第三季度营业收入 27.0 亿元, 同比增长 32.7%; 归属于上市公司股东的净利润 4.8 亿元, 同比增长 56.1%。

矿服板块 2024Q3 收入毛利同比下降。 2024 年前三季度, 矿服板块实现营业收入 48.78 亿元, 同比+3.04%, 毛利为 13.89 亿元, 同比+2.94%, 毛利率为 28.49%; 2024 年单三季矿服板块实现营业收入 15.74 亿元, 同比-9.43%, 毛利 4.62 亿元, 同比-15.12%, 毛利率 29.36%, 毛利率保持较高水平。

矿山资源板块贡献 2024Q3 业绩主要增量。 矿山资源业务方面, 24 年前三季度实现营业收入 19.75 亿元, 同比+343.56%, 毛利为 8.74 亿元, 同比+291.86%, 毛利率为 44.25%, 2024 年单三季度矿山资源板块营业收入 11.13 亿元, 同比+301.98%, 毛利 5.05 亿元, 同比+236.32%, 毛利率 45.40%。矿山资源板块三季度收入、毛利实现高速增长。

资源板块业绩增长主要系 Lonshi 产能爬坡。 Lonshi 铜矿产能爬坡正当时, Lonshi 铜矿力争 2024 年末实现达产, 全年计划生产铜金属 20,000 吨, 销售铜金属 22,000 吨。

Lubambe 铜矿股权交割手续办理完毕。 公司对赞比亚 Lubambe 铜矿 80% 权益的收购于 2024 年 7 月 11 日办理完毕股权交割手续, 自 2024 年 7 月起, Lubambe 铜矿产销量纳入公司自有矿山资源项目产销量。

盈利预测、估值与评级: 维持前期对公司盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 14.9 亿元/21.0 亿元/23.4 亿元, 对应 2024-2026 年 PE 为 17X/12X/11X。矿服业务稳健增长, Lonshi 矿山投产贡献铜产量增量, 叠加铜价上行趋势可期, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济波动风险, 铜矿磷矿投产进度不及预期风险。

表 21: 金诚信盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,354.86	7,399.21	9,698.38	11,856.01	12,655.51
营业收入增长率	18.90%	38.18%	31.07%	22.25%	6.74%
净利润 (百万元)	609.75	1,031.23	1,490.90	2,099.64	2,335.57
净利润增长率	29.47%	69.12%	44.57%	40.83%	11.24%
EPS (元)	1.01	1.71	2.39	3.37	3.74
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.95%	14.29%	17.36%	20.01%	18.61%
P/E	39	23	17	12	11
P/B	3.9	3.3	2.9	2.4	2.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-11-22

表 22：主要企业盈利预测与评级

股票代码	公司简称	2024/11/22 股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
002318.SZ	久立特材	23.40	1.52	1.40	1.66	15	17	14	买入
601168.SH	西部矿业	16.95	1.17	1.43	1.96	14	12	9	增持
601899.SH	紫金矿业	15.76	0.80	1.27	1.51	20	12	10	增持
603993.SH	洛阳钼业	7.32	0.38	0.55	0.72	19	13	10	增持
603979.SH	金诚信	39.90	1.71	2.39	3.37	23	17	12	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-22

6、风险分析

(1) **经济复苏不及预期风险。**若国内外经济复苏的力度不足，则导致钢铁、铜、铝等下游需求疲软，利空钢铁、铜、铝等商品价格。

(2) **钢铜铝供给超预期释放风险：**若铜、铝供给超预期释放，则存在铜价下跌风险。如若钢铁行业粗钢产量超预期，则行业盈利将进一步下滑。

(3) **铜铝价格上涨过快抑制下游需求风险：**若铜价、铝价上涨，有可能导致下游电力、家电、交运、建筑地产等领域需求不及预期。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP