

工业金属搭台，战略金属起舞

——2025年金属行业二季度策略

行业评级：看好

2025年3月19日

分析师

沈皓俊

分析师

王南清

邮箱

shenhaojun@stocke.com.cn

邮箱

wangnanqing@stocke.com.cn

证书编号

S1230523080011

证书编号

S1230523100001

研究助理：苏湘涵 何玉静

熊宇航 沈家悦 张轩

2025Q2金属策略：工业金属搭台，战略金属起舞

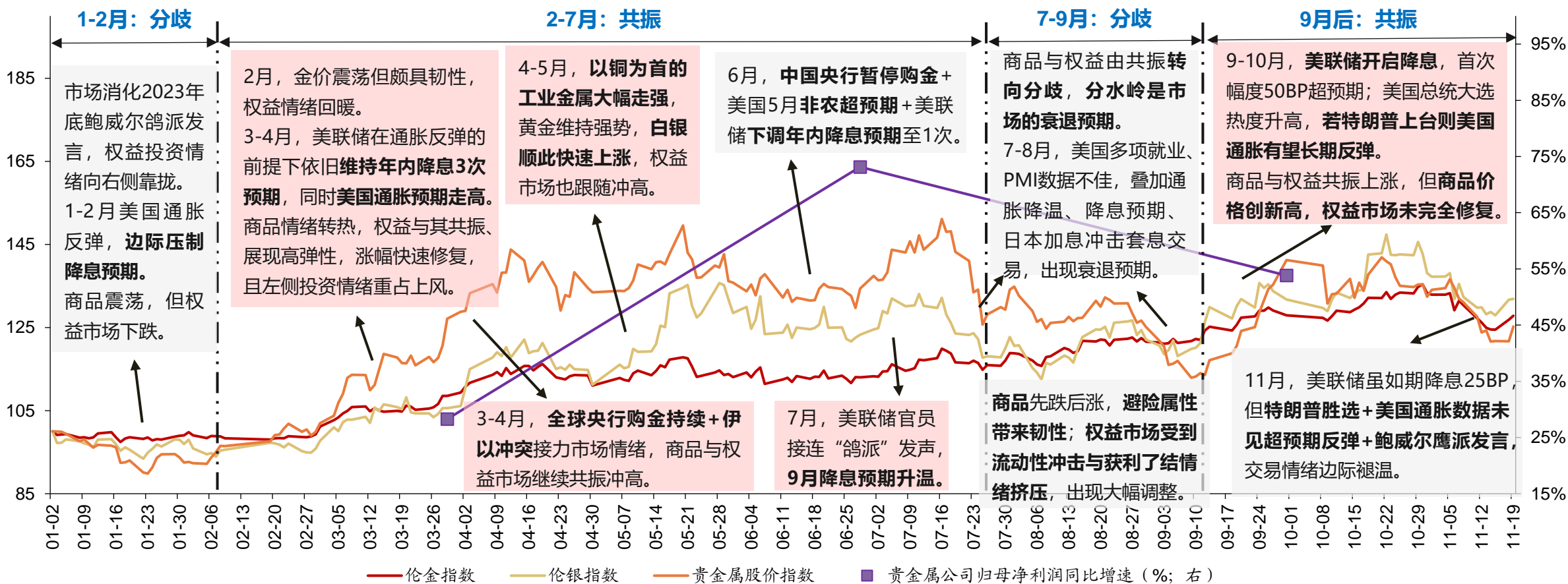
- **回顾2025Q1：SW有色排名3/31，SW钢铁排名7/31。** 2024年9月24日至当年底，市场风险偏好提升，拔估值的板块领涨。但进入今年1月，业绩预告的发布修正了市场预期，叠加特朗普交易面临从预期向现实的落差，顺周期价值蓝筹越来越具备估值比较优势，有色权重股领涨带动整个板块业绩表现靠前。钢铁权益因为估值低位，易受宏观预期及限产政策等利好催化向上。
- **展望2025Q2：工业金属供给偏紧+下游旺季，小金属供给扰动+战略估值提升。“战略矿产资源价值重估” & “顺周期” 两条投资主线轮番演绎。**
 - **顺周期（铜铝钢）：铝花初绽铜待放，钢铁权益超预期**
 - ✓ 铝：预期差在于成本端的氧化铝价格超预期快速下跌，吨铝利润改善显著。光伏抢装潮+电网提速建设+汽车高增长，旺季成色较好，供给矛盾尖锐，铝价上行趋势延续。
 - ✓ 铜：预期差在于今年供给增量进一步减少，全球36家矿企今年净增量仅38万吨，低于去年底的展望。美联储降息预期走强+宏观政策催化+强基本面支撑，预计二季度铜价维持上行趋势。权益涨幅落后商品，但不会一直落后，主流标的估值性价比凸显。
 - ✓ 钢铁：预期差在于这两年的普钢权益相较大盘都不弱。二季度基本面压力不大，看多“限产预期+金三银四”主导下的钢铁权益走势。
 - **战略金属：钴锑锡土钛争辉，价逐青云势如雷**
 - ✓ 市场除“科技和人工智能+”这条投资主线外，还有一个主题是“安全自主可控”，中美大国博弈加剧，战略金属系有力的“抓手”。出口管制持续升级，战略金属估值进一步提升。关注：**稀土磁材、钴、锡、锑、锆、钛、铀、锆、钨、镓。**
 - **贵金属：相机抉择的核心在于降息路径、地缘政治与通货膨胀。** 黄金或仍处舒适区间，预期金价震荡走强，重视权益市场的 α 属性。
- **建议关注：** 铝：云铝股份、神火股份、中国宏桥、创新新材； 铜：金诚信、紫金矿业、洛阳钼业； 钢铁：南钢股份、华菱钢铁、新钢股份； 钴：华友钴业； 锡/锑：华锡有色、锡业股份； 磁材：宁波韵升、金力永磁； 铀：中广核矿业； 贵金属：赤峰黄金、招金矿业； 锂：永兴材料、藏格矿业、中矿资源。
- **风险提示：** 金属价格大幅波动； 下游需求修复不及预期； 行业供给超预期。

黄金：美联储降息+特朗普回归，2024年商品与权益分歧、共振交替

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

贵金属处于强势周期，商品价格、板块业绩、股价表现全年走强

- **商品逻辑：**以美国为主的、由经济数据催化的政策现实和预期，会显著影响金价，白银则因金融+商品双属性还跟随工业金属价格，偶与金价背离。
- **权益逻辑：**权益市场业绩与股价对商品有明显的正敞口，但投资情绪会在左侧和右侧之间拉扯，因此股价对“预期”的交易节奏也会在前置和后置之间变动，故商品（尤其是黄金）与权益市场会出现共振，也会出现分歧。

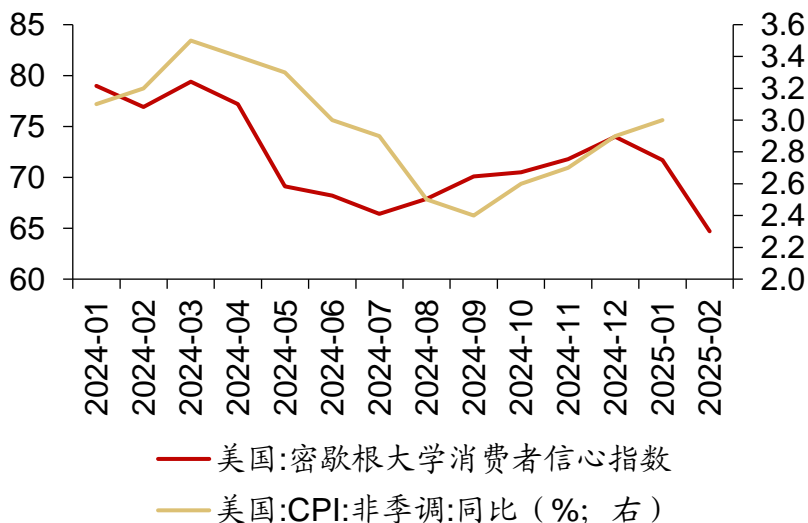


黄金：黄金或仍处舒适区间，2025年预期震荡走强

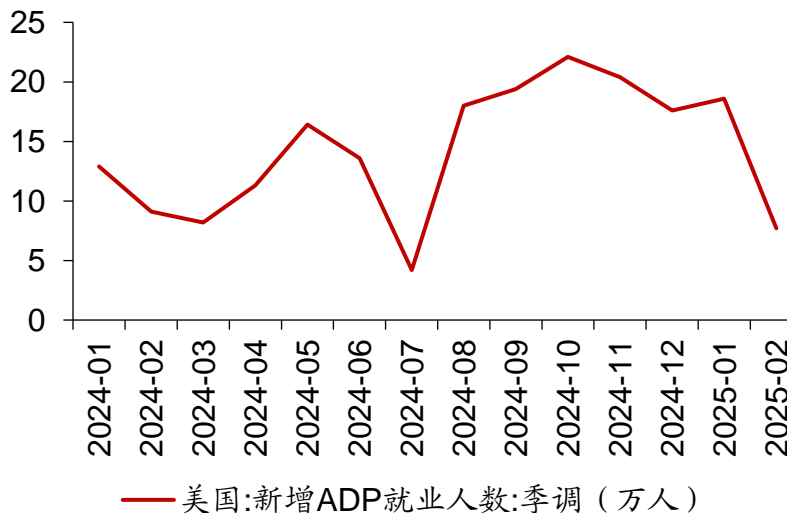
相机抉择的核心在于降息路径、地缘政治与通货膨胀

- **顶层逻辑：**特朗普施政对美国通胀的影响，以及美元赤字问题、地缘风险问题，可能让黄金始终置于舒适区间，贵金属价格走强趋势不变。
- **震荡原因：**特朗普减税+加征关税+移民收紧+金融监管放松的施政理念，不仅可能提升美国通胀，也可能提升加息预期、降低降息预期；此外，特朗普施政传导至通胀端同样存在时间差。
- **利多因子：**地缘冲突可能超预期延续+美元赤字问题难以快速解决+央行购金持续+美国通胀反弹+美国经济降温可能倒逼美联储加快降息。
- **节奏复盘：**年初至今，沪金累计涨幅近10%、伦金近11%、COMEX黄金10.5%，屡创历史新高，主要催化因素包括全球央行购金+多类机构购金+ETF投资需求增长+实物需求挤压+特朗普关税+美国通胀预期+全球经济不确定性+地缘冲突延续等。
- **Q2展望：**美国经济数据走弱+美联储降息预期+通胀反弹，滞胀风险有望进一步推升黄金价格。二季度我们依然看好金价上行。

图：近期美国消费者信心走低、通胀走高



图：美国ADP新增就业走低



图：2025年美联储仍存1次以上的降息预期

| MEETING DATE | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | |
|--------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
| 2025/3/19 | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 9.0% | 91.0% |
| 2025/5/7 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 4.0% | 45.8% | 50.1% |
| 2025/6/18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.1% | 36.5% | 49.2% | 11.2% |
| 2025/7/30 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.3% | 17.3% | 41.9% | 33.1% | 6.4% |
| 2025/9/17 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 12.2% | 34.0% | 35.9% | 15.0% | 2.1% |
| 2025/10/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 4.6% | 19.4% | 34.6% | 29.0% | 10.7% | 1.4% |
| 2025/12/10 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.8% | 9.8% | 24.7% | 32.6% | 22.6% | 7.4% | 0.9% |
| 2026/1/28 | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 2.5% | 11.1% | 25.4% | 31.7% | 21.2% | 6.9% | 0.8% |
| 2026/3/18 | 0.0% | 0.1% | 0.7% | 4.1% | 13.7% | 26.6% | 29.9% | 18.7% | 5.8% | 0.7% |
| 2026/4/29 | 0.0% | 0.1% | 0.9% | 4.7% | 14.5% | 26.8% | 29.2% | 17.9% | 5.5% | 0.6% |
| 2026/6/17 | 0.0% | 0.2% | 1.2% | 5.5% | 15.5% | 27.0% | 28.2% | 16.8% | 5.1% | 0.6% |
| 2026/7/29 | 0.0% | 0.3% | 1.7% | 6.7% | 17.0% | 27.1% | 26.8% | 15.3% | 4.5% | 0.5% |
| 2026/9/16 | 0.0% | 0.2% | 1.5% | 5.8% | 15.0% | 25.2% | 26.9% | 17.5% | 6.6% | 1.3% |
| 2026/10/28 | 0.0% | 0.2% | 1.3% | 5.4% | 14.2% | 24.3% | 26.7% | 18.4% | 7.5% | 1.7% |
| 2026/12/9 | 0.3% | 1.5% | 5.7% | 14.5% | 24.3% | 26.5% | 18.0% | 7.4% | 1.7% | 0.2% |

- ▶ **2024年周期判断：**强势周期，但多为β行情催化，α属性并不算强烈——2024年公司的整体产量增长幅度较少，金价上涨是催化行情的重要推力。
- ▶ **2025年周期判断：**强势周期，但可能切换到α与β共振的右侧行情。
- ▶ **需要被充分认知的关键点：**过往几年金价持续冲高，贵金属公司资本开支意愿较为强烈。但金矿的扩产与并购均需要时间，从我们的预测来看，2025年可能是贵金属公司整体兑现产量增长的元年。在看好金价走强的基础上，更要重视板块α属性带来的额外上涨动力。
- ▶ **黄金股的估值已经颇具性价比，重视Q2机会：**24H2美联储开启降息+特朗普竞选成功以来，黄金股走势一度与金价产生背离，上一轮投资的获利了结情绪较强。当前，主流黄金股的估值基本跌回20x以内，赤峰黄金、山金国际、中金黄金的估值向15x靠拢，已经颇具投资性价比。Q2恰逢黄金公司发布年报+一季报，有望兑现业绩增长；同时伴随高位金价，或实现权益板块的估值修复，建议持续关注。

| 公司 | 黄金资源量 (2023; 吨) | 总市值 (亿元) | | 全口径自产金 (吨) | | | | | 24E-26E | 单吨产量市值 (亿元/吨) | | 单吨资源量市值 (亿元) | | PE | |
|------|--------------------|------------|------|------------|------|-------|-------|-------|---------|---------------|-------|--------------|-------|-------|--|
| | | 2025-03-13 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 产量CAGR | 2025E | 2026E | 2023A | 2025E | 2026E | |
| 招金矿业 | 1304 | 447 | 10 | 13 | 14 | 16 | 23 | 29 | 36% | 20 | 15 | 0.3 | 21 | 16 | |
| 山金国际 | 246 | 482 | 7 | 7 | 7 | 8 | 12 | 15 | 35% | 41 | 33 | 2.0 | 17 | 14 | |
| 赤峰黄金 | 454 | 355 | 8 | 14 | 14 | 15 | 20 | 24 | 24% | 18 | 15 | 0.8 | 16 | 14 | |
| 山东黄金 | 1677 | 1093 | 25 | 39 | 42 | 47 | 57 | 64 | 17% | 19 | 17 | 0.7 | 22 | 18 | |
| 中金黄金 | 813 | 622 | 20 | 20 | 19 | 18 | 20 | 26 | 20% | 30 | 24 | 0.8 | 14 | 12 | |
| 湖南黄金 | 142 | 285 | 5 | 5 | 4 | 4 | 5 | 6 | 17% | 60 | 52 | 2.0 | 22 | 20 | |
| 紫金矿业 | 3465 | 4508 | 47 | 56 | 68 | 74 | 85 | 94 | 13% | 53 | 48 | 1.3 | 12 | 10 | |

| 公司 | 黄金权益资源量 (2023; 吨) | 总市值 (亿元) | | 权益自产金 (吨) | | | | | 24E-26E | 单吨产量市值 (亿元/吨) | | 单吨资源量市值 (亿元) | | PE | |
|------|----------------------|------------|------|-----------|------|-------|-------|-------|---------|---------------|-------|--------------|-------|-------|--|
| | | 2025-03-13 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 产量CAGR | 2025E | 2026E | 2023A | 2025E | 2026E | |
| 招金矿业 | 1055 | 485 | 9 | 11 | 12 | 14 | 19 | 24 | 31% | 25 | 20 | 0.5 | 21 | 16 | |
| 山金国际 | 220 | 482 | 7 | 7 | 7 | 8 | 11 | 13 | 30% | 45 | 38 | 2.2 | 17 | 14 | |
| 赤峰黄金 | 300 | 355 | 7 | 11 | 11 | 12 | 13 | 17 | 21% | 27 | 21 | 1.2 | 16 | 14 | |
| 湖南黄金 | 134 | 285 | 5 | 5 | 4 | 4 | 5 | 5 | 17% | 62 | 54 | 2.1 | 22 | 20 | |
| 紫金矿业 | 2998 | 4508 | 38 | 46 | 57 | 63 | 73 | 81 | 13% | 61 | 56 | 1.5 | 12 | 10 | |
| 中金黄金 | 480 | 622 | 16 | 15 | 16 | 15 | 17 | 20 | 14% | 37 | 32 | 1.3 | 14 | 12 | |
| 山东黄金 | 1354 | 1093 | 24 | 37 | 39 | 40 | 48 | 51 | 13% | 23 | 21 | 0.8 | 22 | 18 | |

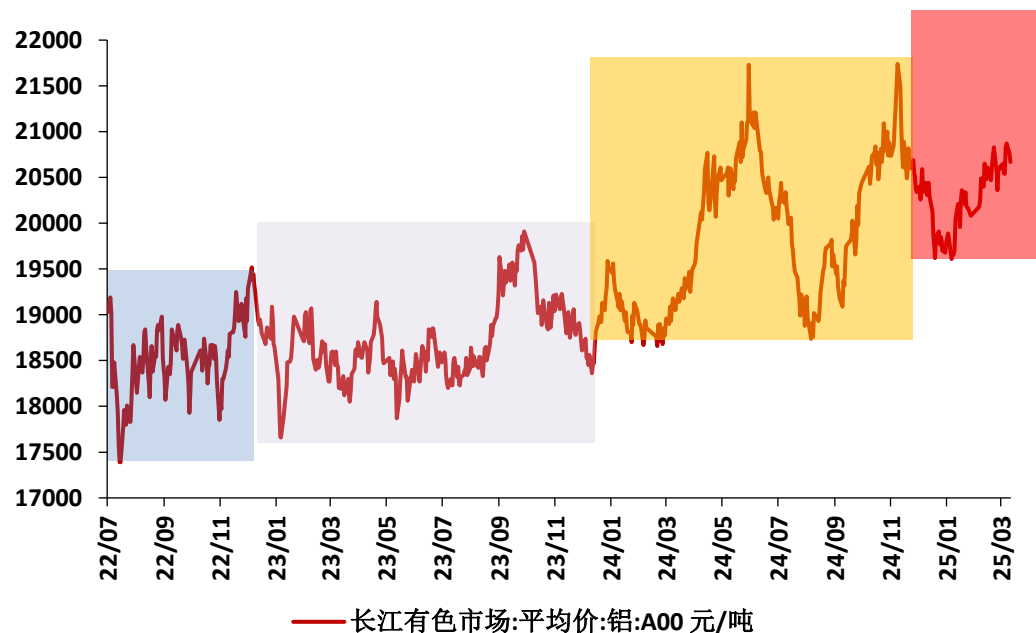
02 铝：铝价中枢上移，上行趋势持续

沪铝价格：截止到2025年3月10日，SMM铝收盘价为20760元/吨，同比上升1580元/吨，增幅8%。

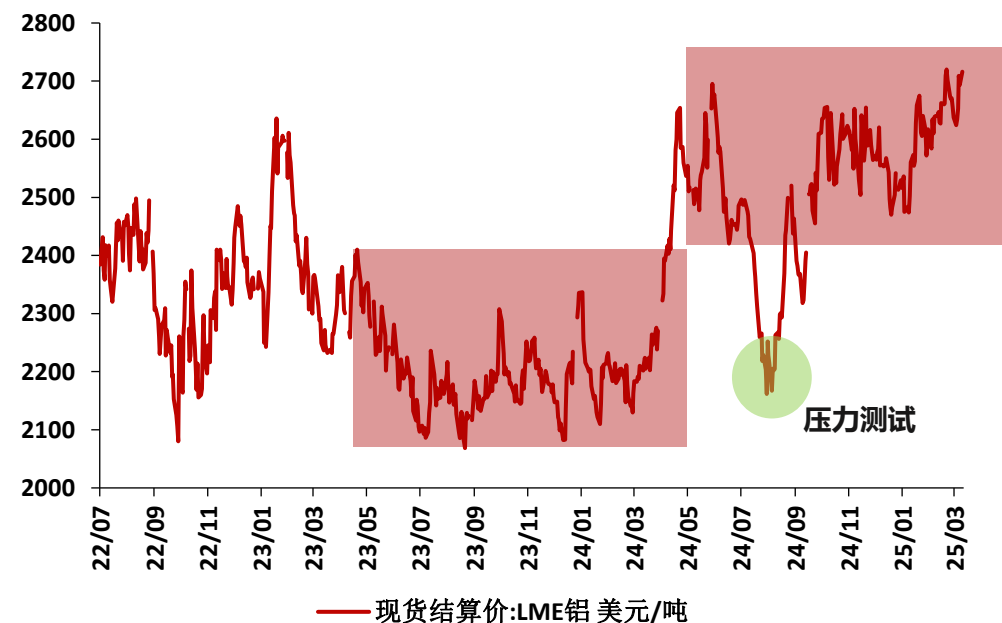
伦铝价格：截止到2025年3月10日，LME现货结算价为2716美元/吨，同比上升507美元/吨，增幅19%。

由于今年春节时间相对靠前，铝价于2月底顺畅进入上行周期，同时2024Q4新能源汽车景气度突出，淡季不淡，需求表现突出。低库存和海外高成本给予价格强支撑，美联储持续推进降息，国内经济刺激政策频繁出台，经济复苏预期强化，东南亚国家潜力有望释放，金融和商品属性双线正向启动，铝价处于上行周期。

图：沪铝价格（铝价中枢持续上移，慢牛行情）



图：LME铝价（2024年9月压力测试后铝价站上新的高度）



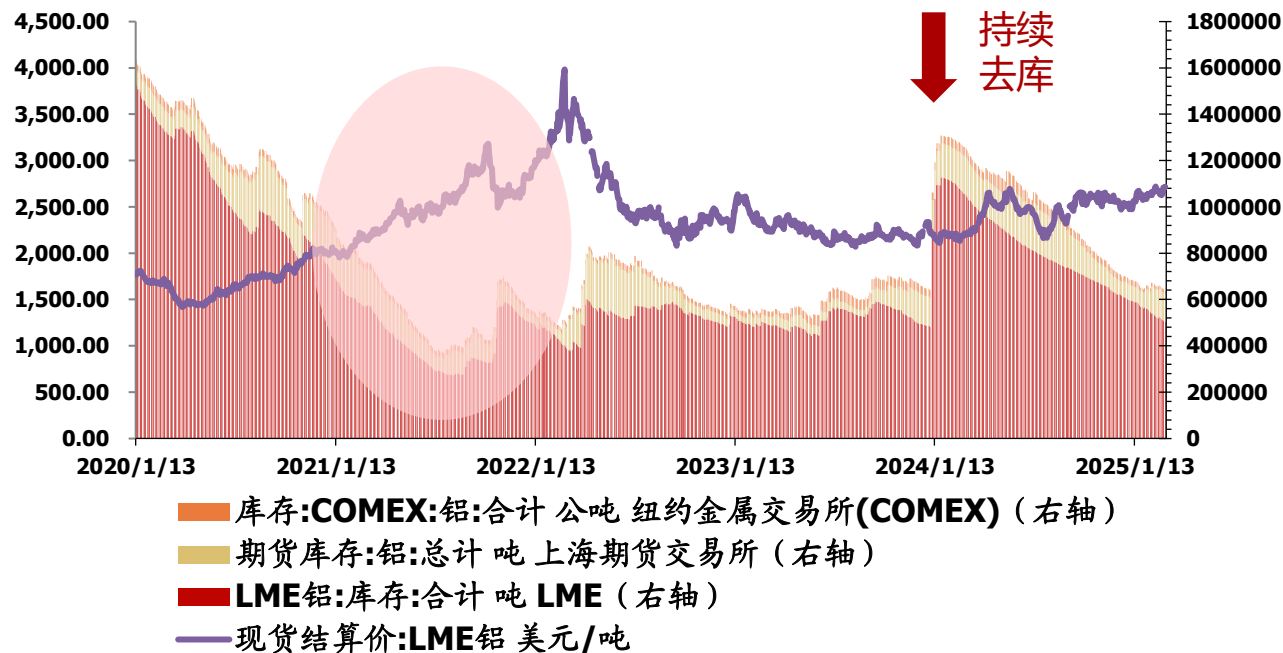
社会流通库存：进入去库拐点。

- 截止到2025年2月28日（二月初一），电解铝铝棒社会库存**首度去库**，约为31万吨，周度去库幅度约为2%；
- 截止到2025年2月28日，电解铝铝锭社会流通库存约为87万吨，相较于去年农历同期（3月10日）库存水平基本持平，从往期来看，已接近全年库存高点，**累库幅度转为平缓**，从周库累库10万吨左右下降到3万吨，截止到2025年3月10日，已转为去库；

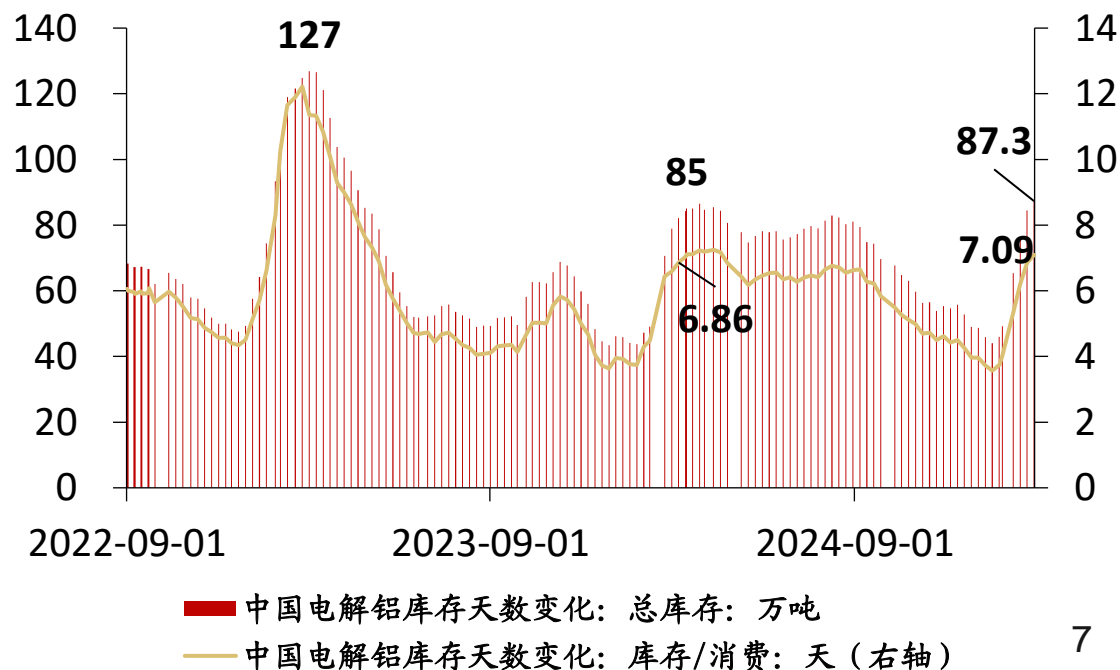
期货所库存：十二月以来新低。

- 2024年5月底，欧洲发起对俄铝的制裁，伦铝库存单月快速增长约60万吨，后伦铝持续去库，**目前库存水平已位于近十二个月以来的新低**，截止到2月底，LME库存为52万吨，相较于最高点已去库60万吨，同时COMEX铝库存亦急速下降。从目前库存水平来看，三地期货所累计库存显著低于去年，处于持续去库阶段。

图：LME铝价及库存



图：国内社会流通库存（拐点已至）



02 铝：供给——Q1略有复产，Q2产能基本持平

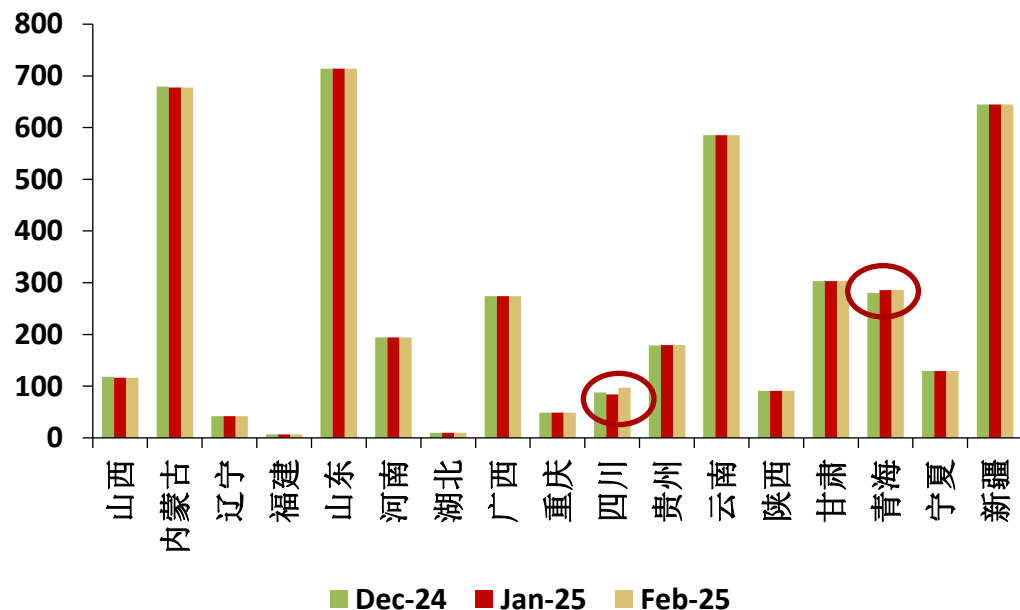
国内：产能天花板临近且复产产能较小。

- 新增产能：供给侧接近产能天花板，新增产能方面闲置指标年内几乎没有投产，仅存在青海2024年底10万吨新增产能爬坡及云南3.4万吨指标投产，**新增产能约13万吨**；
- 复产产能：由于2024年11-12月氧化铝价格处于高位，广西/四川地区存在31万吨停产产能，其中20万吨产能已于2月复产完成，3月复产产能仅剩10万吨左右，2024年以及2025年停产时间均在2个月左右，产量同比变化不大，同比变化较为显著的在于去年上半年云南地区存在20%减产，**造成年内产量同比影响约35万吨**。

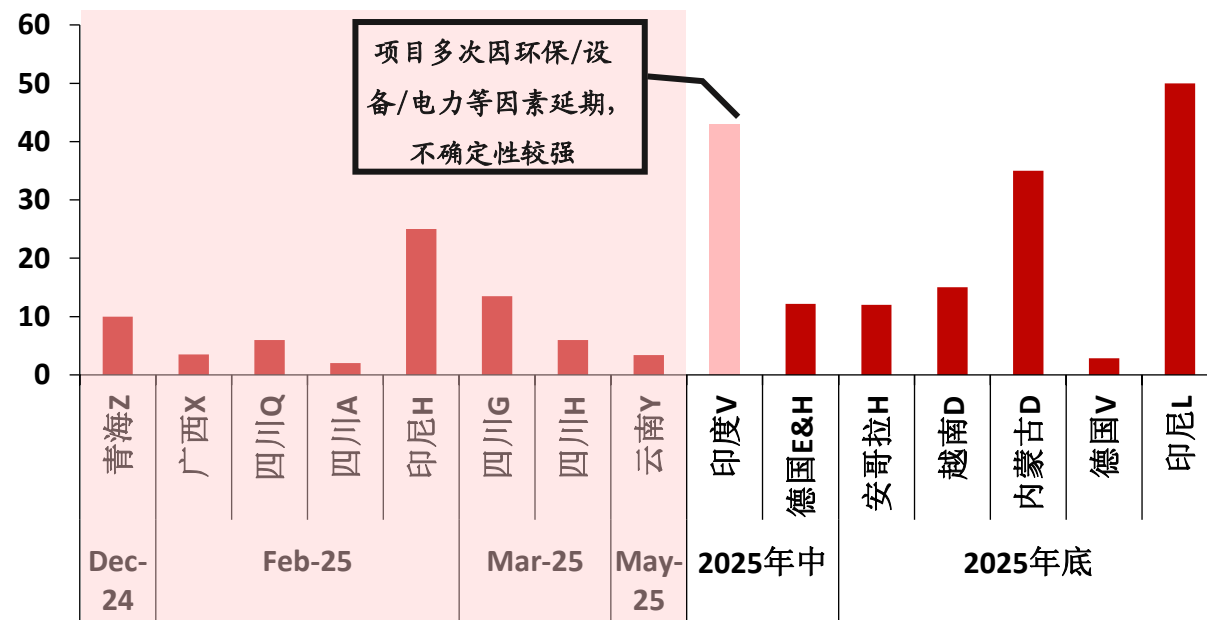
海外：年内投产产能较少且不确定性较强。

- 海外产能由于启动时间较晚且投产具有较强不确定性，如均如期投产，则最多在2025年中存在12万吨德国电解铝复产产能与印度43万吨投产产能，**55万吨电解铝产能（约28万吨电解铝产量）构成2025年下半年主要增量**，其余多数产能（3万吨复产产能+112万吨新增产能）均在2025年底（11/12月）开始通电。

图：全国运行产能持平（2024/12-2025/02）仅四川/青海地区小幅波动



图：2025年预计新增或复产产能时间线（上半年产能变化微弱）



02 铝：下游需求结构性转移，开工率拐点已现

需求结构：电解铝下游实现结构性转变，建筑用铝已大幅转移至交通以及电力电子方向。

- 型材：建筑型材占比从2021年的67%下滑到2024年的42%，工业型材年均复合增长率为20%，2024年产量达到了1170万吨（同比+220万吨），占比从2021年的33%提升到50%。
- 板带材：2024年板带材增长迅速，增量91万吨（同比+12%）。其中建筑板材减少30万吨，易拉罐料增加50万吨，汽车板增加10万吨，其它约增长60万吨。
- 铝线材：线材主要用于电缆，2024年黑马崛起，产量增长55万吨（同比+12%）。

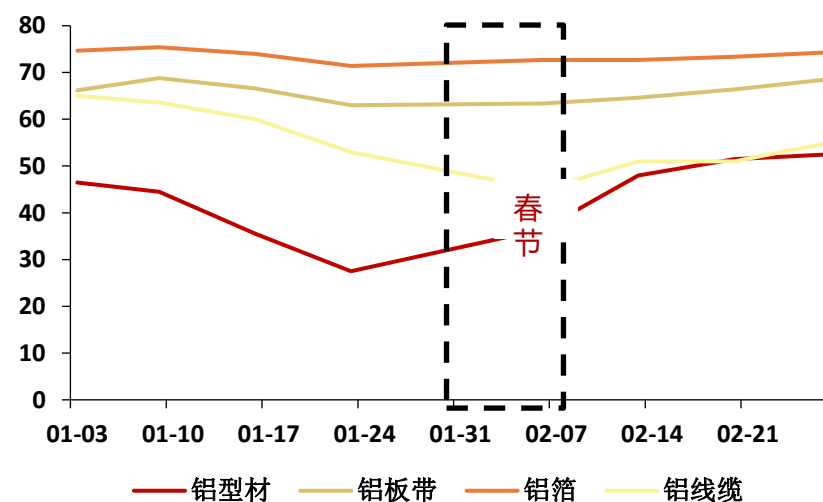
开工率水平：春节后下游复工复产，开工率显著回升。

- 型材：春节期间开工率水平下降至28%，受光伏430/531抢装潮影响以及持续性较强的新能源汽车需求，工业型材需求复苏加速，截止到2月底，开工率恢复到53%。
- 板带材：开工率水平相对稳定，春节期间（2025/2/6）到2月底开工率水平提升6pct，截止到2025年3月6日，开工率水平恢复到70%。
- 铝线材：春节期间开工率水平降低到45%，截止到2025年3月6日，开工率水平恢复到53%，后续随着线缆招投标订单开始提货，整体需求潜力较大。

图：下游需求结构（2021→2024）

| | 2021-12-31 | 2021年占比 | 2024-12-31 | 2024年占比 | 占比增减 |
|---------|------------|---------|------------|---------|------|
| 建筑用铝 | 1001 | 29% | 862 | 22% | -7% |
| 包装用铝 | 405 | 12% | 443 | 11% | 0% |
| 交通用铝 | 766 | 22% | 922 | 24% | 2% |
| 电力电子用铝 | 600 | 17% | 883 | 23% | 5% |
| 机械设备用铝 | 272 | 8% | 293 | 8% | 0% |
| 耐用消费品用铝 | 330 | 9% | 373 | 10% | 0% |
| 其他用铝 | 108 | 3% | 121 | 3% | 0% |

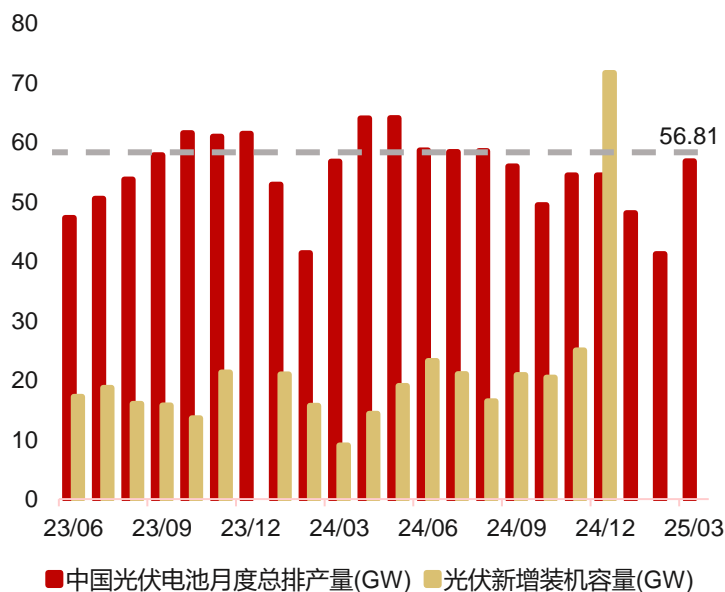
图：周度开工率水平抬头



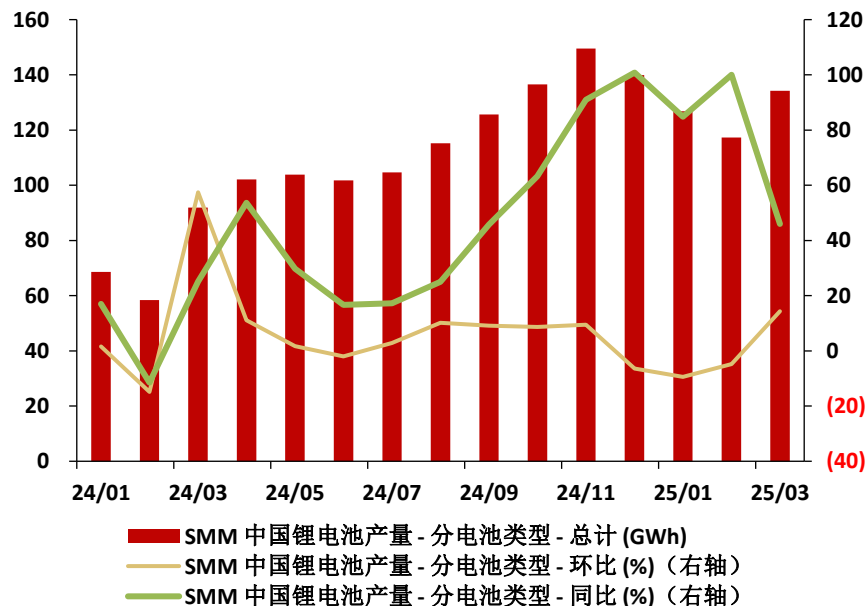
从2025年一季度终端数据来看本轮电解铝旺季成色较好：

- 光伏抢装潮：2025年3月中国光伏电池月度排产量约为**57GW**，与去年同期基本持平，电力化交易改革带来的430/531的抢装潮当前已经启动。
- 汽车高增长：新能源汽车维持较高增速，2025年1月中国新能源汽车销量为94万辆，**同比增长29%**。从锂电池排产来看，**2025年3月总排产134GW，同比增长46%，环比增长14%**，新能源汽车持续高增长，支撑铝需求走强。
- 线缆强订单：十四五规划的“三交九直”亟待交付，2025-2026需求保障，2024年提出“五交九直”再续动力，节奏连贯。从招投标订单来看，仅从国网订单来看，**2024年招标增长14万吨，2025年3月第一批招标亦同比增长3万吨，同比增长29%**。

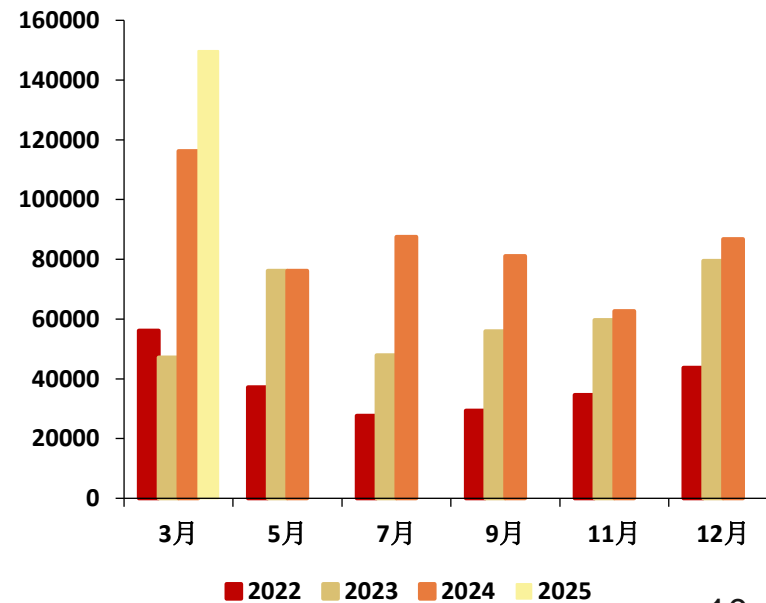
图：光伏电池月度总排产情况呈现旺季成色



图：新能源汽车维持较高增长



图：电力招投标订单处于高位 (单位:吨)



02 铝：产业链利润再分配，吨铝利润显著改善

电解铝利润：截止到2025年3月10日，单吨电解铝利润约为3300元/吨，吨铝利润显著走高。

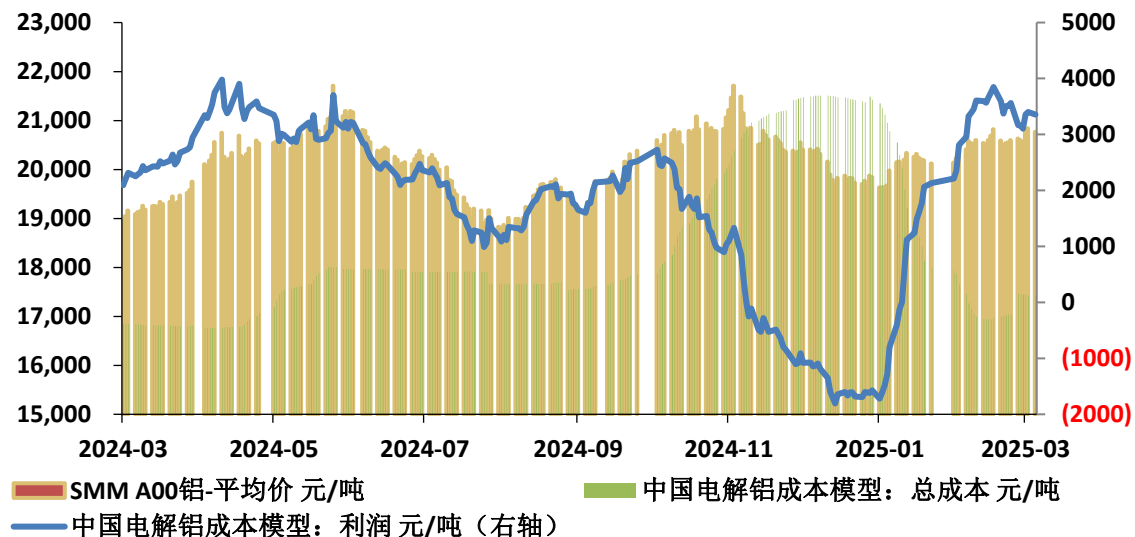
➢ 截止到2025年3月10日，SMM铝价为20770元/吨，中国电解铝单吨平均成本约为17415元/吨，吨铝利润为3300元/吨，同比增长1060元/吨，增幅+46%。其中，氧化铝成本占比37%，电力成本占比33%，预焙阳极占比15%，其他占比15%。

氧化铝利润：截止到2025年3月10日，单吨氧化铝利润约为110元/吨。受铝土矿格局宽松影响，氧化铝新增且落地产能较多。

➢ 截止到2025年3月10日，SMM氧化铝价格为3366元/吨，从2025年初5500元/吨的氧化铝价格大幅回落，氧化铝平均完全成本约为3256元/吨，整体恢复到了盈亏平衡的状态。其中，铝土矿占比为54%，烧碱占比为14%，能源占比为17%。进口铝土矿CIF价为95美元/吨，同比上行25美元/吨，增幅+35%，相较于年初116美元的矿价，大幅下调约20美元。

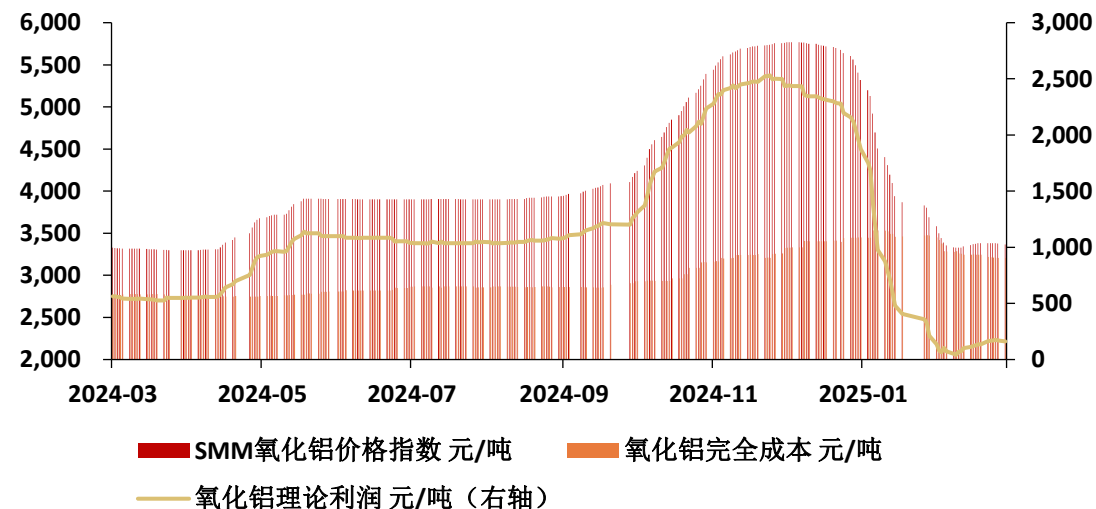
图：电解铝盈利模型（单吨利润约为3300元/吨，2025/3/10）

电解铝成本利润模型：元/吨



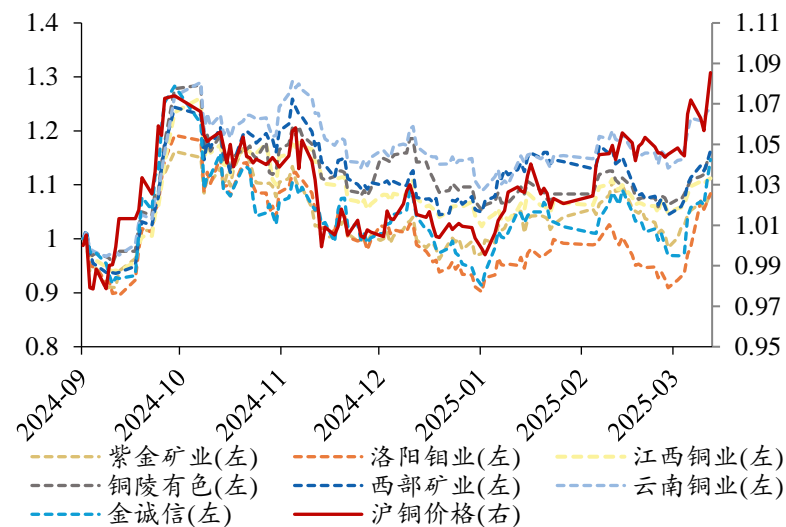
图：氧化铝盈利模型（已贴近盈亏平衡点，2025/3/10）

氧化铝成本利润模型：元/吨

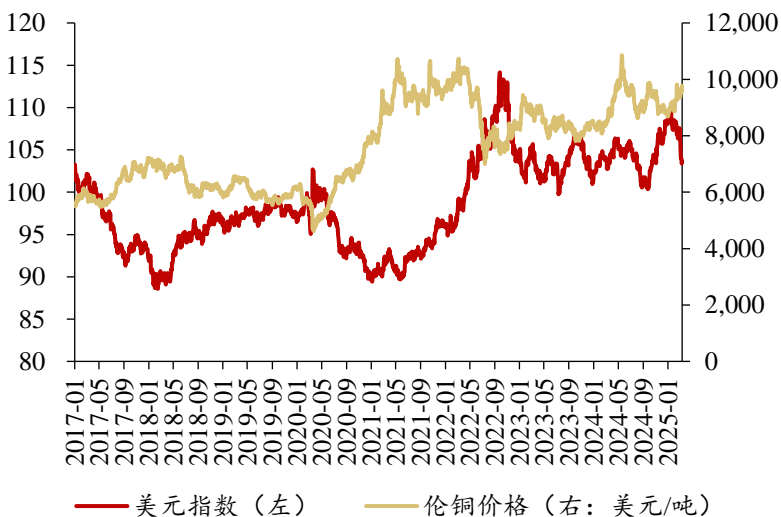


- **25Q1铜价复盘：今年截止3月12日，沪铜Q1均价约7.6万元/吨，环增1%，同增10%。**2025年初，中美宏观经济数据表现相对较强，叠加美国关税政策预期缓和，对美国衰退担忧情绪有所减弱，1-2月铜价震荡上行。2月底以来，宏观催化+强基本面，铜价快速突破短期高点。
- **美元指数持续下跌，利好有色金属价格上行。**美国债务负担问题+经济数据表现相对疲软，或推动美联储加快降息节奏，利好有色金属价格向上。此外3月12日，美国最新2月通胀数据超预期降温，进一步推升降息预期。
- **美国铜进口关税政策预期走强，支撑短期铜价上涨。**2月25日，特朗普签署行政令，对进口铜产品启动232调查，此举或导致美国对铜征收进口关税，短期纽铜与伦铜、沪铜价差快速扩大（截止3月12日价差分别9%、11%）。参考历史对钢铁及铝实行进口关税政策情况，进口关税幅度或定为10%或25%。短期下游厂商提前囤货备货导致铜精矿流动紧张+存在套利空间，推升纽铜价格上涨，伦铜、沪铜跟涨，预计对短期铜价将形成较强支撑。

图：2024.09~2025.03沪铜价格与铜矿股收盘价趋势
 （以2024年9月2日为基期，将相关数据指数化处理）



图：美元指数下行，利好铜价上涨

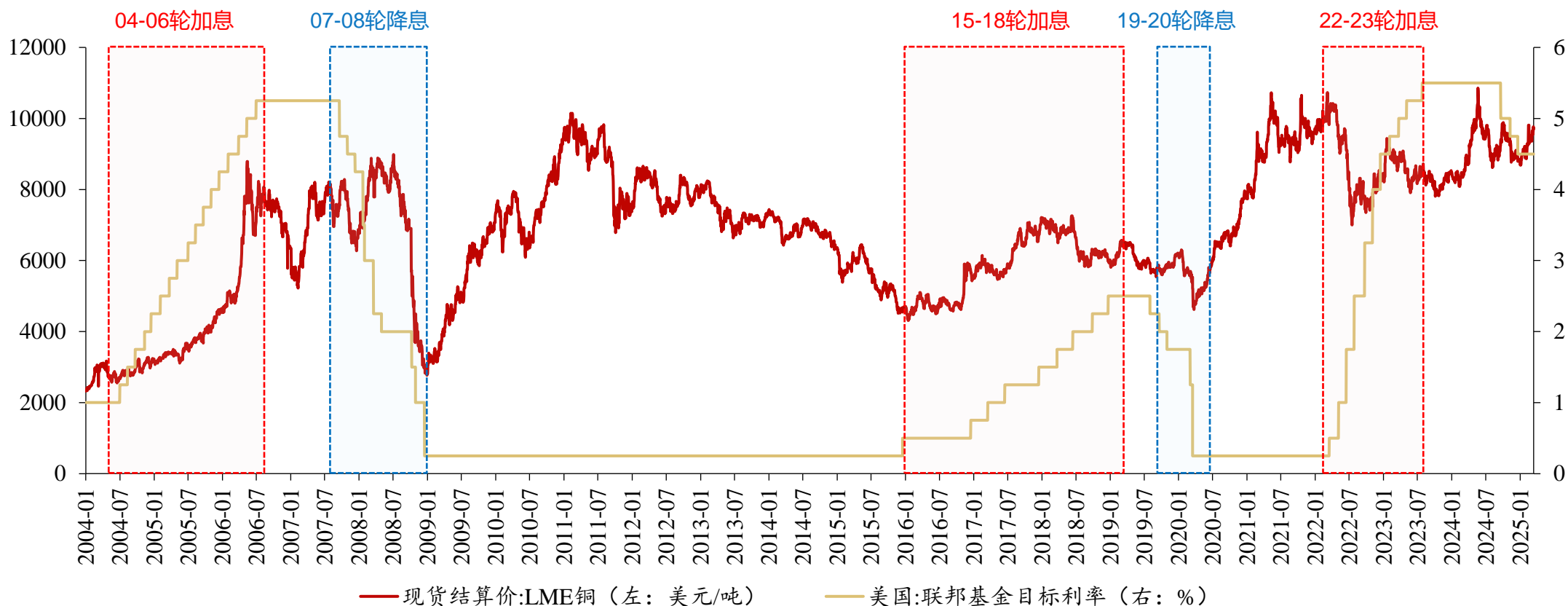


图：2025年纽铜与伦铜、沪铜价差扩大 (美元/吨)



- 历史复盘来看，美联储加息政策对铜价有显著影响，特别是2004年以来，美联储两轮降息周期结束后，铜价均出现历史性的上涨行情，即全球流动性宽松背景，配合需求改善驱动的价格上涨。短期降息预期走强，或推动铜价进入新一轮上涨行情。

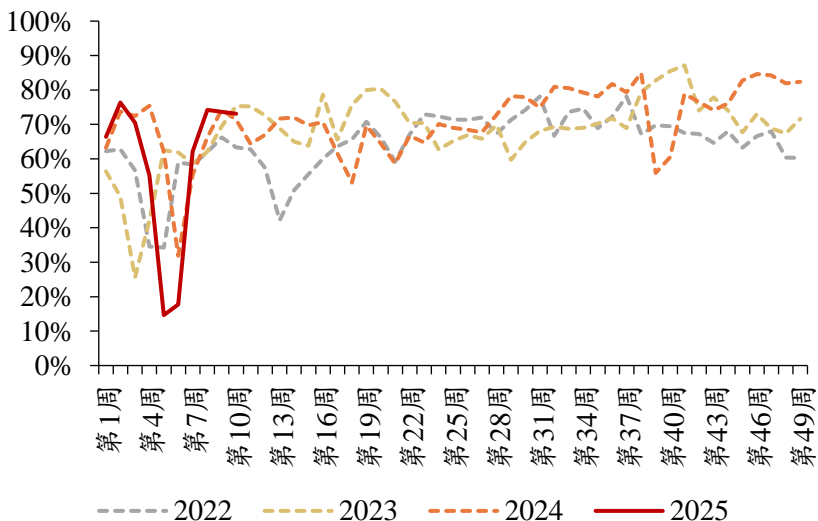
图：美联储目标利率与铜价趋势



03 铜：强基本面——冶炼再传减产，铜材开工率快速恢复

- **铜冶炼现货TC趋势：**2025年3月7日，中国冶炼厂现货粗炼费TC跌至-15.61美元/干吨，再破历史新低。此外，3月12日铜冶炼再传减产，核心反映目前上游铜精矿供给明显紧张。过去两年中国铜冶炼产能扩张速度较快，而近两年全球铜矿新增量较少，叠加供给端干扰不断，以冶炼厂再传减产为利好信号，供需矛盾短期或越发凸显，预计行业供给紧张推动的价格上行逻辑将持续兑现。
- **铜材开工率：**据SMM数据，截止2025年3月6日，中国电解铜杆周度开工率达73%，相较2022-2024年同期处于较高水平。
- **库存情况：**截止2025年3月13日，SMM社库（含保税区）约42万吨，低于2021-2023年同期水平。截止2025年3月7日，COMEX+LME+上期所全球显性库存合计约61万吨，周度小幅去库。

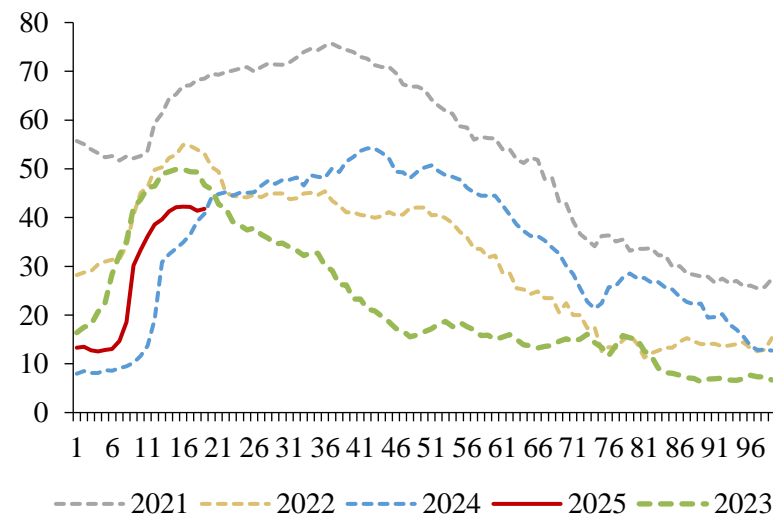
图：2025年春节后铜杆周度开工率快速恢复



图：中国铜冶炼现货TC再破历史新低（美元/干吨）

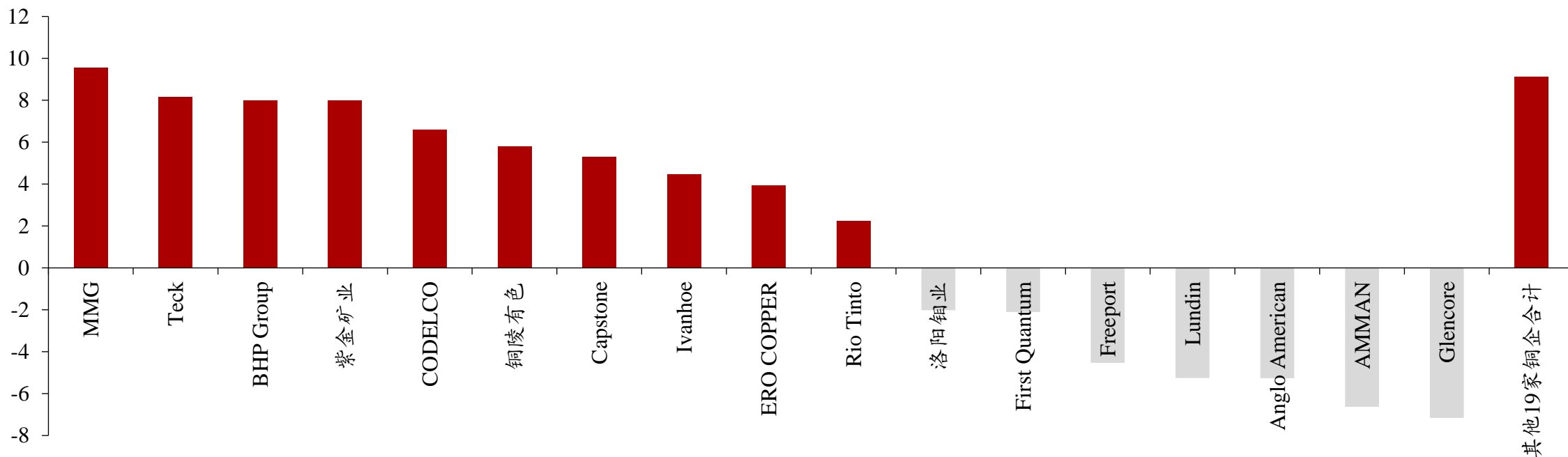


图：SMM电解铜社库(含保税区)开始去库（万吨）



- 近期海外矿企陆续发布年度产量运营情况，我们梳理了全球约36家矿企规划(占全球铜矿产量约67%)，2025年净增量合计仅38万吨(2024年约44万吨)，**相较2024年全球铜矿总产量增速仅1.7%，2025年全球供给紧张格局基本确定。**
- 此外，部分海外公司如自由港、嘉能可等下调2025年产量指引，带来供给预期差。复盘来看，Teck、Ivanhoe等矿企2024年运营中也下调了年产指引，部分矿企2024年产量相较指引中值完成率不到90%，反映短期企业运营及供给释放干扰率较高，2025年或延续。

图：全球约36家矿企2025年净增量仅38万吨（单位：万吨）



03 铜：多重催化开启上涨，供给紧张逻辑有望持续兑现

- 短期来看，美联储降息预期走强+宏观政策催化+强基本面支撑，预计二季度铜价维持上行趋势。
- 年度维度，全年供给紧张格局基本确定，支撑铜价中枢抬升，看好年度维度铜价上涨趋势。
- 中长期看，行业供需缺口扩大趋势不变，预计将推升铜价中枢持续抬升。历史资本开支不足，且近年全球新发现的大型铜矿数量较少，供给干扰持续，强制性约束供给释放。需求侧面对能源转型、新兴市场崛起，需求长期有望维持稳定增长。

表：供需平衡表（单位：万吨）

| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | |
|-----|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 供给端 | 全球铜矿产量 (万吨) | 2058 | 2061 | 2068 | 2111 | 2190 | 2227 | 2267 | 2317 | |
| | 增速 | 2.6% | 0.1% | 0.3% | 2.1% | 3.7% | 1.7% | 1.8% | 2.2% | |
| | 全球精炼铜产量 (万吨) | 2406 | 2408 | 2459 | 2480 | 2565 | 2695 | 2759 | 2801 | |
| | 增速 | 2.2% | 0.1% | 2.1% | 0.9% | 3.4% | 5.1% | 2.4% | 1.5% | |
| 需求端 | 全球精炼铜消耗量 (万吨) | 2422 | 2433 | 2503 | 2518 | 2597 | 2689 | 2770 | 2857 | |
| | 增速 | 2.2% | 0.4% | 2.9% | 0.6% | 3.1% | 3.6% | 3.0% | 3.1% | |
| | 全球-新能源与传统需求 | | | | | | | | | |
| | 全球-新能源板块耗铜量合计 | 97 | 107 | 150 | 193 | 243 | 410 | 448 | 518 | |
| | 全球-新增光伏耗铜量总计 | 58 | 62 | 80 | 96 | 130 | 245 | 248 | 281 | |
| | 全球-新能源汽车新增耗铜量总计 | 15 | 16 | 25 | 45 | 75 | 109 | 135 | 162 | |
| | 全球-风电新增装机耗铜量总计 | 24 | 29 | 45 | 51 | 38 | 56 | 66 | 76 | |
| | 全球-精炼铜传统需求合计 | 2325 | 2325 | 2354 | 2325 | 2354 | 2279 | 2322 | 2339 | |
| | 全球-新能源需求占比 | 4% | 4% | 6% | 8% | 9% | 15% | 16% | 18% | |
| | 供给过剩/短缺 (万吨) | | -16 | -24 | -44 | -38 | -32 | 6 | -11 | -56 |

资料来源：ICSG, IEA, Navigant Research, GWEC, SMM, 北极星太阳能光伏网,各矿业公司官网, 浙商证券研究所

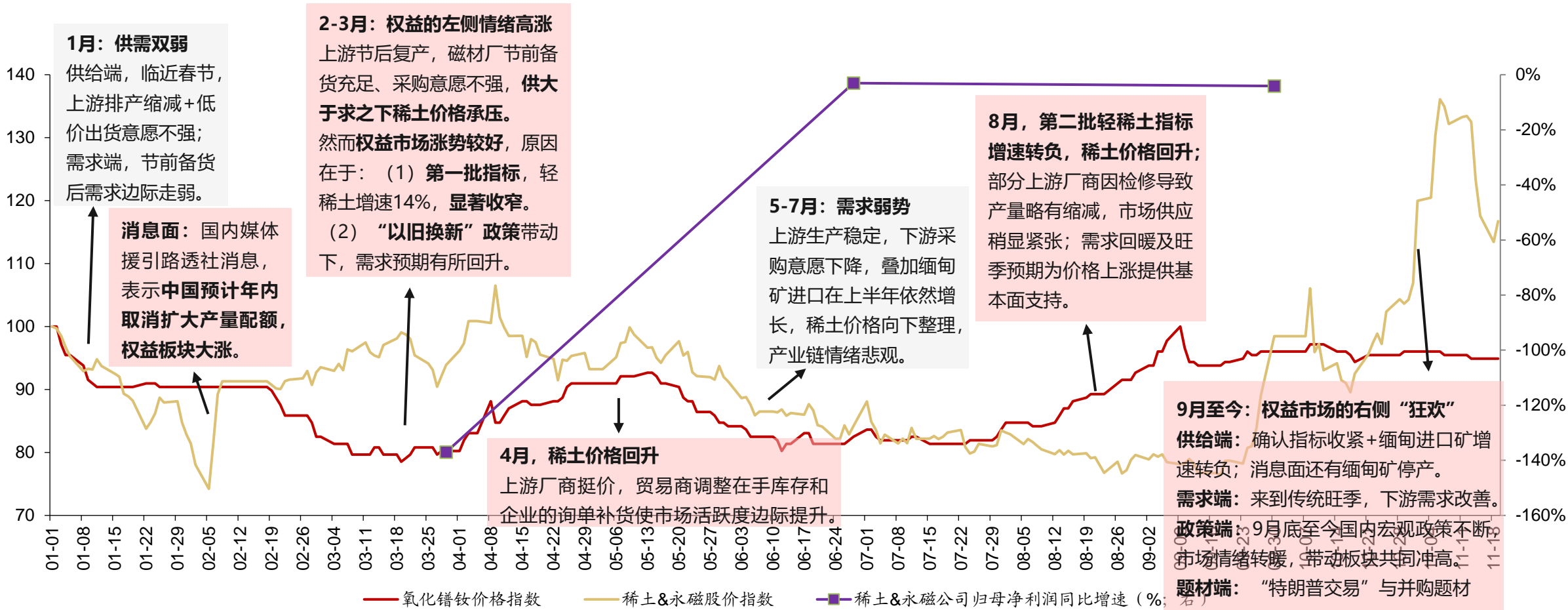
- **标的选择思路：**1) 2025年产量弹性较高的公司；2) 本身估值偏低的公司；3) 业绩弹性较大的公司。
- **建议关注：**紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、铜陵有色、五矿资源、中国有色矿业等。

表：2022-2026E各公司铜总产量

| 代码 | 公司 | 市值 (亿元) | 资源量 (万吨) | 铜总产量 (万吨) | | | | | 2025 | 总产量吨市值 (亿元/万吨) | | Wind一致预期PE |
|--------------------|--------|------------|----------|-----------|------|-------|-------|-------|------|----------------|-----------|------------|
| | | 2025年3月13日 | 最新披露日期 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | yoy | 2025年产量 | 2026年产量 | 2025年 |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 4508 | 8075 | 88 | 101 | 107 | 115 | 130 | 7% | 39 | 35 | 11.8 |
| 603993.SH | 洛阳钼业 | 1701 | 3464 | 25 | 39 | 65 | 63 | 63 | -3% | 27 | 27 | 12.7 |
| 600362.SH | 江西铜业 | 762 | 912 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 0% | 38 | 38 | 9.9 |
| 000630.SZ | 铜陵有色 | 441 | 637 | 5 | 18 | 19 | 25 | 31 | 30% | 18 | 14 | 10.4 |
| 601168.SH | 西部矿业 | 423 | 593 | 14 | 13 | 18 | 18 | 20 | 0% | 23 | 21 | 9.9 |
| 000878.SZ | 云南铜业 | 273 | 362 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 0% | 43 | 43 | - |
| 603979.SH | 金诚信 | 279 | 353 | 0 | 1 | 3 | 5 | 5 | 67% | 56 | 56 | 13.3 |
| A股上市公司指标平均值 | | | | | | | | | | 35 | 33 | 11 |
| 1208.HK | 五矿资源 | 317 | 692 | 30 | 35 | 40 | 50 | 52 | 24% | 6 | 6 | 10.1 |
| 2099.HK | 中国黄金国际 | 182 | 679 | 9 | 2 | 5 | 7 | 7 | 40% | 28 | 28 | 4.0 |
| 1258.HK | 中国有色矿业 | 200 | 549 | 15 | 17 | 16 | 16 | 17 | 0% | 12 | 12 | 6.0 |
| 2362.HK | 金川国际 | 74 | 447 | 6 | 6 | 6 | 7 | 9 | 18% | 10 | 8 | - |
| H股上市公司指标平均值 | | | | | | | | | | 14 | 13 | 7 |

资料来源：公司年报，公司公告，公司公众号，浙商证券研究所。注：2024-2026年部分产量数据为预测值，存在预测偏差风险。铜矿总产量统计金属量。金诚信铜总产量数据暂未考虑Alacran铜金银矿及Lubambe铜矿。紫金矿业、江西铜业、西部矿业、云南铜业资源量数据截止2024年6月30日，金诚信资源量数据截止2024年9月30日并计入2024年12月公告Lonshi铜矿东区新增资源量，中国黄金国际资源量数据截止2024年9月30日，表中其他公司资源量数据截止2023年12月31日。PE数据截止2025年3月13日。

- **商品逻辑：**氧化镨钕的供给中国指标为主、海外进口矿和回收端为辅；终端需求以新能源汽车、EPS、风电、空调、智能手机等领域为主；上游与终端之间，由钕铁硼串联起来。若需求大于供给，则利好商品价格；若供给大于需求，则利空商品价格。
- **权益逻辑：**权益市场业绩与股价对商品有明显的正敞口；就2024年而言，稀土永磁权益市场的投资情绪先左侧、后右侧，宽幅震荡后整体上行。



核心在于中国指标的增速有了中枢下移的预期，海外矿则短期无法放量

| 单位：吨REO | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|-------------|--------------|--------------|------------|-------------|
| 新能源汽车 | 11318 | 15446 | 18956 | 22907 | 27314 | 32437 |
| YOY | 62% | 36% | 23% | 21% | 19% | 19% |
| EPS | 10766 | 11969 | 12430 | 12938 | 13308 | 13671 |
| YOY | -1% | 11% | 4% | 4% | 3% | 3% |
| 风电 | 3425 | 5160 | 5946 | 6858 | 7745 | 8489 |
| YOY | -22% | 51% | 15% | 15% | 13% | 10% |
| 变频空调 | 5324 | 6096 | 6631 | 7230 | 7820 | 8368 |
| YOY | -4% | 15% | 9% | 9% | 8% | 7% |
| 变频洗衣机 | 16730 | 16316 | 16909 | 17579 | 18326 | 19064 |
| YOY | 4% | -2% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| 变频电冰箱 | 15724 | 15894 | 18030 | 19369 | 20754 | 22043 |
| YOY | 14% | 1% | 13% | 7% | 7% | 6% |
| 节能电梯 | 4252 | 4553 | 4341 | 4428 | 4515 | 4605 |
| YOY | -5% | 7% | -5% | 2% | 2% | 2% |
| 智能手机 | 1131 | 1095 | 1154 | 1189 | 1219 | 1248 |
| YOY | -11% | -3% | 5% | 3% | 2% | 2% |
| 工业机器人 | 8117 | 7944 | 9427 | 10997 | 12647 | 14164 |
| YOY | 5% | -2% | 19% | 17% | 15% | 12% |
| 人形机器人 | | | 240 | 473 | 763 | 1317 |
| YOY | | | | 98% | 61% | 73% |
| 工业节能电机 (中国) | 2162 | 2070 | 3642 | 4204 | 4970 | 5985 |
| YOY | 11% | -4% | 76% | 15% | 18% | 20% |
| 其他 | 11516 | 12717 | 13988 | 15387 | 16834 | 18248 |
| YOY | 7% | 10% | 10% | 10% | 9% | 8% |
| 氧化镨钕总需求 | 90465 | 99259 | 111696 | 123559 | 136213 | 149639 |
| YOY | 8% | 10% | 13% | 11% | 10% | 10% |
| 供给-需求 | (4433) | 5231 | (632) | (149) | 359 | 2557 |

| 单位：吨REO | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 中国矿-指标 | 39431 | 47380 | 48399 | 54306 | 60023 | 65739 |
| YOY | 23% | 20% | 2% | 12% | 11% | 10% |
| 占比 | 46% | 45% | 44% | 44% | 44% | 43% |
| 回收端 | 22320 | 24693 | 27599 | 30359 | 32636 | 34920 |
| YOY | 17% | 11% | 12% | 10% | 8% | 7% |
| 占比 | 26% | 24% | 25% | 25% | 24% | 23% |
| 海外矿 | 24281 | 32417 | 35065 | 38745 | 43914 | 51536 |
| YOY | -3% | 34% | 8% | 10% | 13% | 17% |
| 占比 | 28% | 31% | 32% | 31% | 32% | 34% |
| 氧化镨钕总供给 | 86032 | 104491 | 111063 | 123410 | 136573 | 152196 |
| YOY | 13% | 21% | 6% | 11% | 11% | 11% |

➤ 一个看似反常识的观点：**当前，全球的氧化镨钕可能是缺的！**

➤ **因为2024年的中国矿和海外矿，增速真的是太少了。**

稀土：2025年——重视基本面改善与战略自主题材的共振

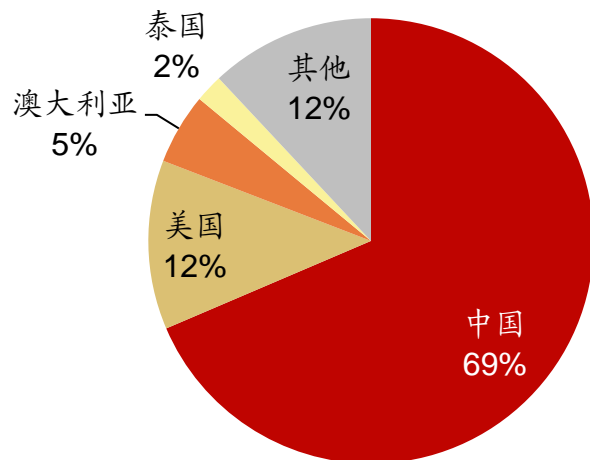
供给的话语权+人形机器人的题材，是权益市场拔估值的催化剂

- **2024年周期判断：**弱势周期，本质上还是在消化2023年稀土验证过剩带来的后果。
- **2025年周期判断：**弱转强，稀土价格在国家指标调控下有望实现稳步上涨，过往的大涨大跌情况或难出现。
- **需要被充分认知的关键点：**

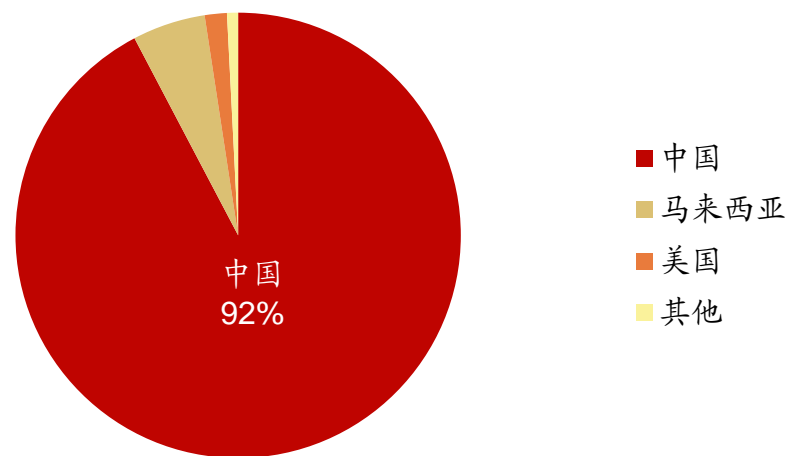
(1) 基本面。磁材企业作为中游加工企业，在均衡状态下其利润应主要由产品销量和加工报价决定，稀土价格属于成本项，可转嫁于整个产业链。稀土价格若保持窄幅波动，则磁材企业凭借量增有望修复利润——而这可能已经在实现中；若稀土价格温和上涨，则盈利弹性有望快速打开。

(2) 题材面。特朗普当选后，全球贸易保护主义或显著抬头，稀土产业链属于中国战略自主的优势产业，板块估值有望受此催化上涨。此外，人形机器人产业链在今年的投资情绪高涨，磁材是人形机器人的重要材料之一，有望进一步拔升板块估值。

图：中国稀土矿产量占比69%，位居全球第一



图：中国稀土冶炼分离产量占比92%，位居全球第一



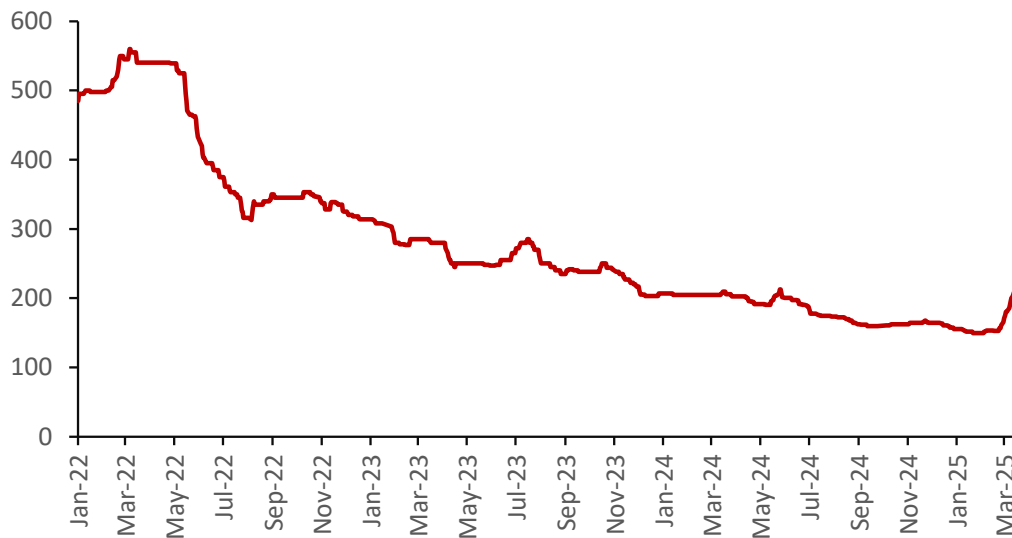
磁材公司：重视金力永磁、宁波韵升的产能增量与题材机会

金力永磁和宁波韵升的产能增量名列前茅，且人形机器人业务进展顺利，处于行业前列

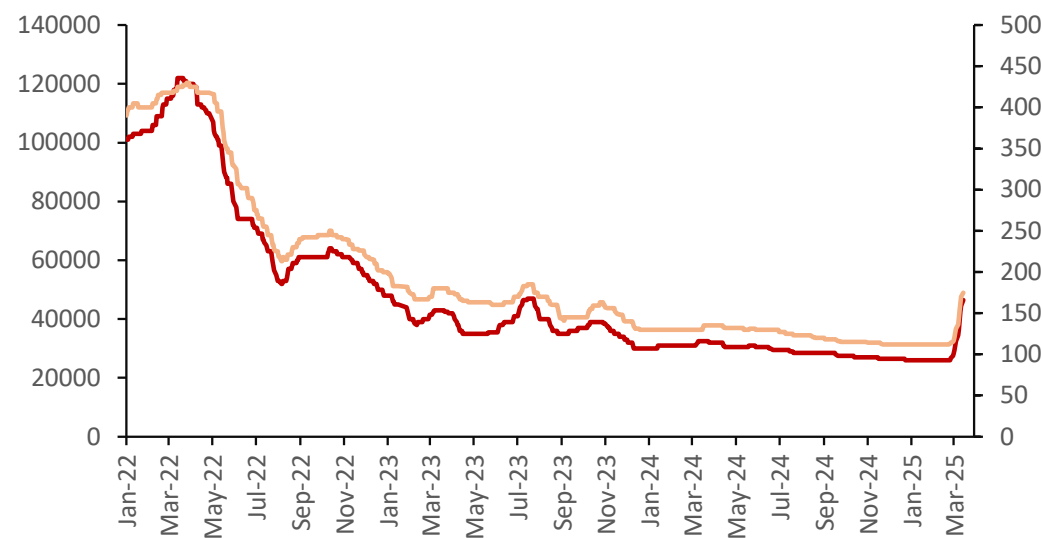
| 公司 | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|------|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金力永磁 | 成品产量 (吨) | 9613 | 10325 | 12786 | 15154 | 20203 | 24178 | 25920 | 27360 |
| | 毛坯产能 (万吨) | 1.5 | 1.5 | 2.3 | 2.3 | 3.8 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| | 成品/毛坯 | 64% | 69% | 56% | 66% | 53% | 60% | 65% | 68% |
| 中科三环 | 成品产量 (吨) | 8749 | 11390 | 11204 | 11324 | 11099 | 12629 | 14377 | 17659 |
| | 毛坯产能 (万吨) | 2.15 | 2.15 | 2.35 | 2.65 | 2.65 | 3.15 | 3.15 | 3.15 |
| | 成品/毛坯 | 41% | 53% | 48% | 43% | 42% | 40% | 46% | 56% |
| 宁波韵升 | 成品产量 (吨) | 4556 | 8148 | 10138 | 10362 | 12701 | 14994 | 19418 | 21197 |
| | 毛坯产能 (万吨) | 1.4 | 1.2 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.6 | 3.6 | 3.6 |
| | 成品/毛坯 | 33% | 68% | 48% | 49% | 60% | 58% | 54% | 59% |
| 正海磁材 | 成品产量 (吨) | 6006 | 8792 | 11235 | 13020 | 15687 | 18480 | 19992 | 23184 |
| | 毛坯产能 (万吨) | 1.00 | 1.60 | 2.40 | 3.00 | 3.00 | 3.60 | 3.60 | 3.60 |
| | 成品/毛坯 | 60% | 55% | 47% | 43% | 52% | 51% | 56% | 64% |
| 大地熊 | 成品产量 (吨) | 1522 | 2600 | 2742 | 2475 | 3242 | 4080 | 4668 | 5468 |
| | 毛坯产能 (万吨) | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.3 |
| | 成品/毛坯 | 38% | 43% | 34% | 25% | 32% | 37% | 36% | 42% |
| 英洛华 | 成品产量 (吨) | 5340 | 5636 | 5229 | 5500 | 6370 | 6535 | 6735 | 7335 |
| | 毛坯产能 (万吨) | 1.00 | 1.00 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| | 成品/毛坯 | 53% | 56% | 40% | 42% | 49% | 44% | 45% | 49% |
| 厦门钨业 | 成品产量 (吨) | 4378 | 5907 | 6895 | 7620 | 8433 | 9433 | 10433 | 12183 |
| | 毛坯产能 (万吨) | 0.6 | 0.6 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| | 成品/毛坯 | 73% | 98% | 69% | 76% | 84% | 63% | 70% | 81% |
| 金田股份 | 成品产量 (吨) | 2130 | 3279 | 2720 | 3401 | 4032 | 4877 | 6077 | 6877 |
| | 毛坯产能 (万吨) | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.90 | 0.90 | 1.30 | 1.30 | 1.30 |
| | 成品/毛坯 | 43% | 66% | 54% | 38% | 45% | 54% | 47% | 53% |
| 中科磁业 | 成品产量 (吨) | 1002 | 1170 | 1139 | 1063 | 1140 | 1684 | 2284 | 2568 |
| | 毛坯产能 (万吨) | 0.15 | 0.17 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| | 成品/毛坯 | 67% | 69% | 57% | 53% | 57% | 42% | 57% | 64% |

- 根据新华财经，2025年2月24日全球最大钴生产国刚果（金）宣布将暂停钴出口四个月，旨在遏制国际市场钴金属供应过剩引发的价格持续下跌。根据2024年刚果的产量计算，限制出口将影响约7.3万吨供给。
- 2022年以来由于刚果金和印尼等地产量增长，整体供给宽松，钴价格整体处于震荡下行阶段。截止2025年3月，国内电解钴价格最低至14.95万元/吨，受刚果金政策刺激，价格触底反弹，截止2025年3月17日，电解钴价格收于21.15万元/吨，期货电子盘收于24.1万元/吨。硫酸钴和四氧化三钴现货价格分别为4.65万元/吨和17.5万元/吨。

电解钴均价（元/kg）

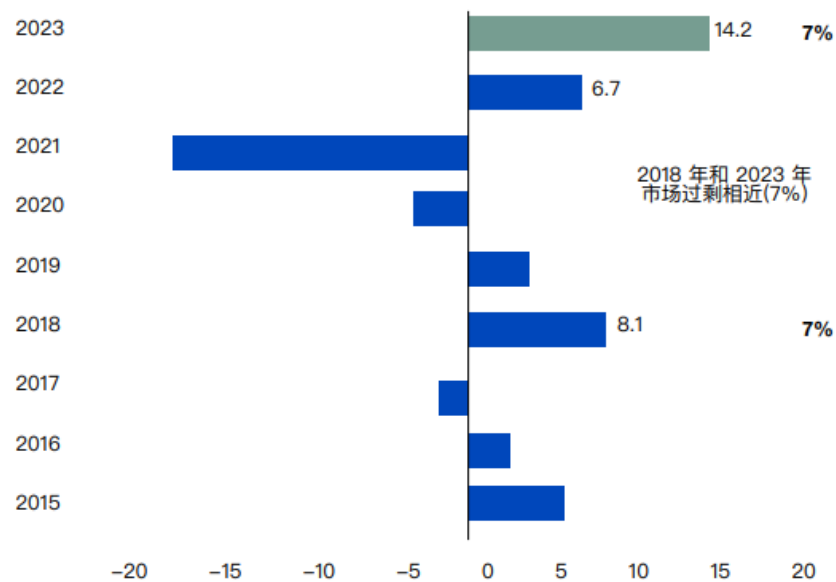


— 硫酸钴（元/吨） — 四氧化三钴（元/kg，次轴）



- 供需平衡来看，钴在2021年紧缺，2023年全球钴市场过剩从2022年的6,700吨大幅增至1.42万吨，达到历史最高值，不过占比与2018年相当约7%。根据USGS，2024年全球钴产量达29万吨，据英国国际钴业协会发布的钴市场行业报告，2024年全球钴需求预计25.1万吨。综合来看，2024年总体过剩约5.3万吨。刚果禁止出口影响约7.3万吨，考虑到刚果的船期，实际影响或将超过7万吨，市场过剩或将大幅缓解，产业链库存或将大幅下降。

图：钴市场供需情况，单位千吨钴

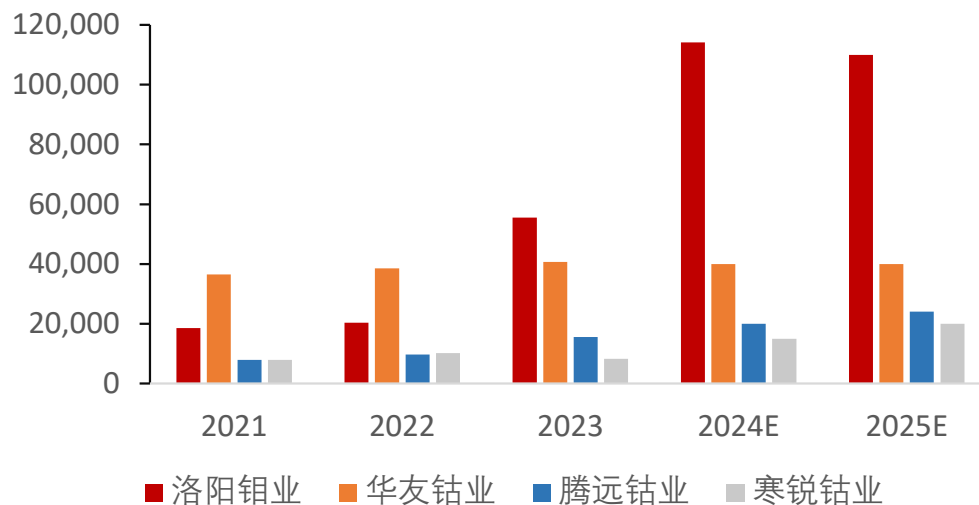


- 消费电子中以手机为例，一般电池容量通常为5000 mAh，而钴酸锂的比容量则约为140 mAh/g。这意味着，每块手机电池中大约含有36克钴酸锂，即20克钴。钴价从150元/kg涨价至300元/kg，成本上升仅3元，下游较易接受。
- 看三元动力电池，以高镍NCM811为例，假设电池容量为70kWh，能量密度为200Wh/kg的三元电池，电池质量约350kg，正极材料质量占比约30%，其中钴含量质量占比正极材料约为6%，仅6.3kg。钴价从150元/kg涨价至300元/kg，成本上升约945元，整体可控。
- 我们认为在刚果金禁矿阶段，刚果（金）政府或将酝酿更为长远的解决方案——引入钴出口配额制度。该制度将通过对钴出口量进行限制，以实现更为稳定和可控的市场供应。后续持续关注刚果（金）政策禁出口的力度，以及是否有新的制度颁布。在此背景下，钴价中枢未来或将长期上移。

国内企业在本轮价格涨幅中一方面受益于库存增值，此外后续加工费也有望上涨。在印尼布局镍湿法冶炼的企业，副产品钴中间品利润有望充分跟随钴价上涨。推荐华友钴业，力勤资源，洛阳钼业，建议关注腾远钴业和寒锐钴业。

- 华友钴业在印尼布局湿法镍项目，湿法产能合计达20万吨以上，副产品钴合计超2万吨，副产品钴有望直接受益于钴价上涨，带来较大的业绩增量。
- 力勤资源印尼湿法镍产能合计12万吨，副产品钴1.4万吨，钴产品对于业绩增量较大。
- 洛阳钼业作为全球最大的钴生产商，产能已达10万吨以上，成本优势领先，有望充分受益于钴价中枢上涨。

各公司钴产品产量预测（金属吨）



资料来源：各公司公告，公司公众号，时代周报等，浙商证券研究所测算

根据公司公告披露的产能预测，仅供参考

缅甸佤邦停产时间节点：23年8月停产至今未复产

根据国际锡协，根据2023年4月15日佤邦中央经济委员会发布的通知《佤经字2023—06号》和5月20日出台的《关于执行“暂停一切矿产资源开采”的通知》，佤邦在2023年8月1日后矿山将停止一切勘探、开采、加工等作业。该项措施已落地，目前无相关复工通知。我们认为，目前距离缅甸停产时间已超一年，随着各项政策逐步落地，缅甸禁矿的时间点已渐近。

佤邦复产最新消息：已公布办理采矿证流程，今年大概率复产

根据SMM，佤邦工业矿产管理局发布的《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》中明确了办理相关许可证的程序，缅甸复产已进入正轨。因此我们认为，2025年缅甸复产是大概率事件。若一季度、二季度宣布复产，则年内会有来自缅甸的增量供给。

停产锡价复盘：先高后低，需求不足

强预期+弱现实导致锡价先高后低。停产消息公布后锡价虽短期上行，但缅甸停产出口不停，我国从缅甸进口锡精矿数量仍维持高位，供给紧缺预期落空。

强预期：市场预期在缅甸全面停产，我国从缅甸进口锡精矿数量将大幅下降。同时“换机潮”为代表的消费电子、光伏、新能源汽车等下游需求维持景气。

弱现实：下游需求中锡焊料开工率始终处于偏低水平，后续Mpama South等矿山提供供给增量，预期中的精矿供应紧张并未兑现，最终导致锡价下行。

06 锡：停产后价格复盘——锡价整体先高后低，中枢抬升



量化测算缅甸影响：2024全年我国从缅甸进口同比-58%，从海外进口锡矿同比-36%。2024年我国受缅甸禁矿影响，从海外进口锡精矿减少近9万实物吨。

2024年我国从缅甸进口量为7.6万吨（2023全年为18.1万吨），减少约10.5万吨，同比-58%。我国从海外进口锡矿2024年15.9万吨（2023年为24.9万吨），减少约9万吨，同比-36%。

展望未来：从缅甸交易转入刚果金交易+需求交易

随着缅甸复产渐行渐近，我们认为市场正不断消化缅甸复产的利空，逐渐转入刚果金交易与需求交易。

刚果金锡供给或将超预期收缩：

根据央视新闻，刚果金反政府武装“M23运动”抢占了该国南基伍省矿产小镇尼亚比布韦（Nyabibwe）。同时，在刚果金有矿山的Alphamin Resource企业股价大幅下行，虽国际锡协表明因Bisie矿运输路线远离冲突区，目前Alphamin运营未受刚果金近期局势影响，但持续下行的股价反应投资者对未来刚果金地区锡矿的稳定供应或存在一定障碍的预期。

需求交易再起风波：

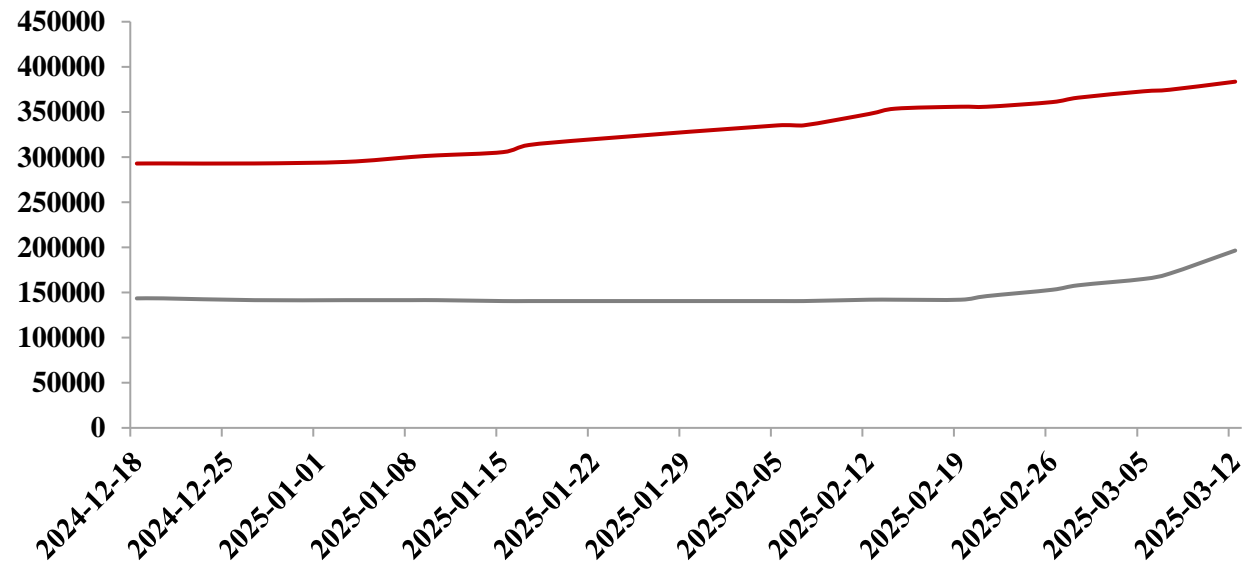
Deepseek的兴起让市场对AI预期再起，锡作为半导体中作为焊接作用存在。对AI与算力需求的增加有望拉动锡需求。

我们的观点：坚定看多缅甸复产发酵后的反转机会，后续随着刚果金供给扰动，AI、光伏、新能源汽车下游超预期，锡价有望进入上行阶段。

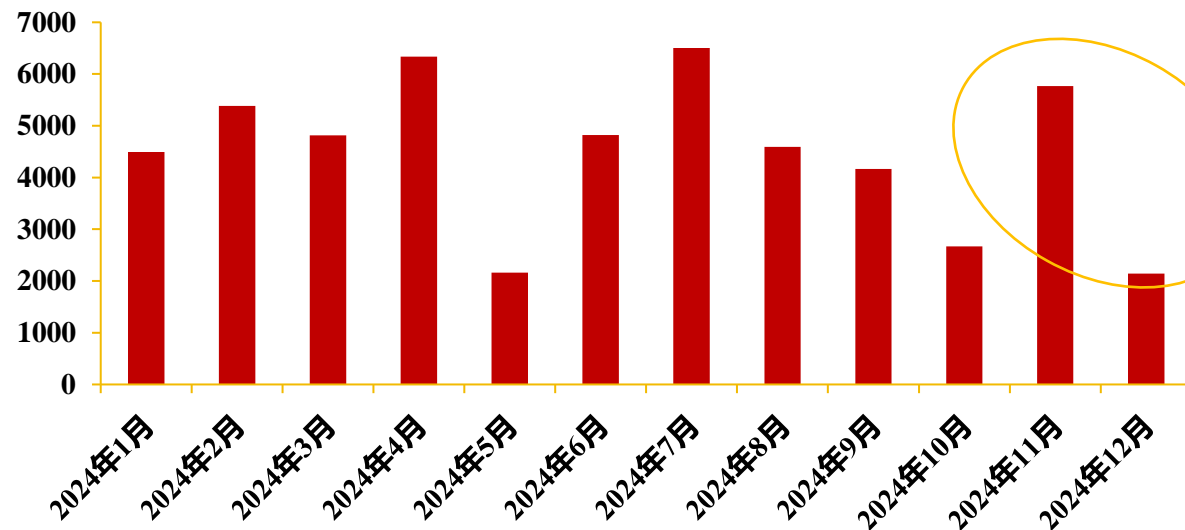
07 铋：供需驱动，旺季进击，价格可高看一眼

- 据百川盈孚数据，截至3月12日内盘铋锭价格较2月初涨约40%至19.7万元/吨，外盘铋锭价格上涨14%至38.4万元/吨（不含税，99.65%min），内外盘价差仍广阔；
- 节后内盘铋价节节攀升原因：供给侧“内外盘价差极致走阔-海外矿商捂货惜售-国内进口矿端原料成本抬升-内盘铋价上涨”支撑 & 需求侧“金三银四旺季+光伏抢装+家电以旧换新”，共振支撑上涨；
- “内外盘价差极致走阔-海外矿商捂货-国内成本抬升-内盘铋价上涨” 或为支撑，下游真实采购需求为上涨真实动力，贸易商积极做市使得上涨顺畅。
- 后市判断：预计旺季（3-4月）强势铋价仍可维持，节奏或逐步放缓。

— 金属铋含量99.65%英国(元/吨) — 内盘铋锭价格



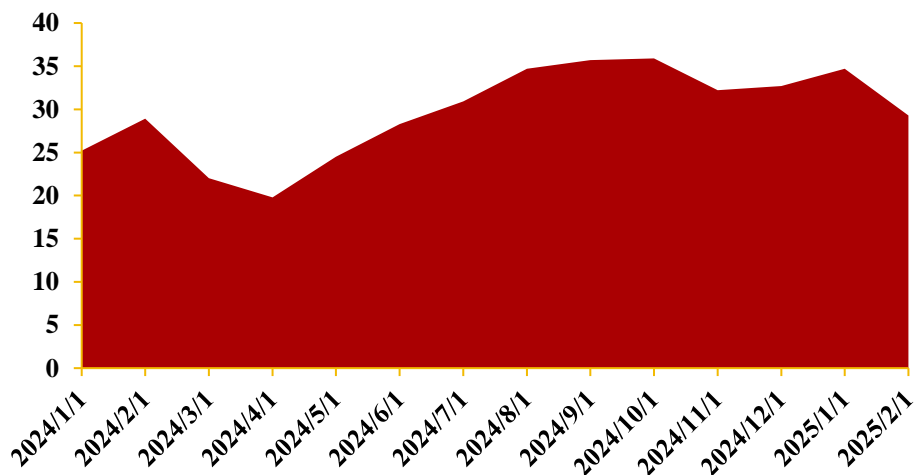
2024年1-12月我国铋矿砂进口量/吨



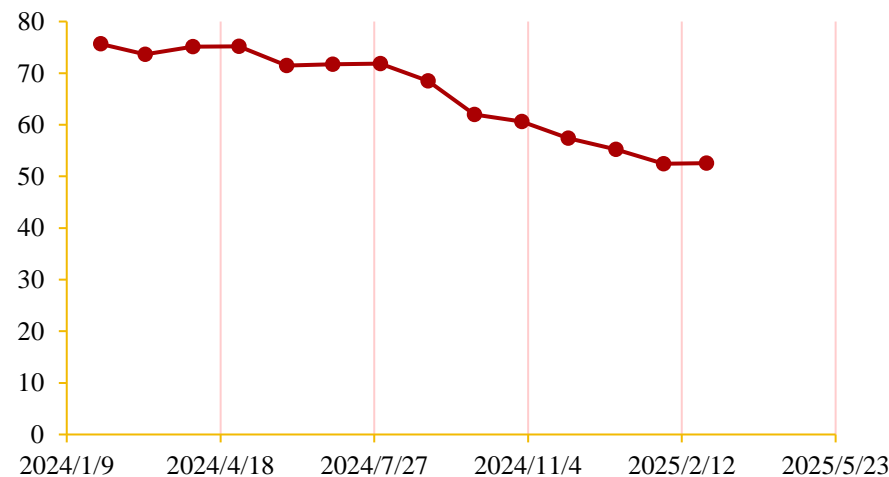
07 锡：供需驱动，旺季进击，价格可高看一眼

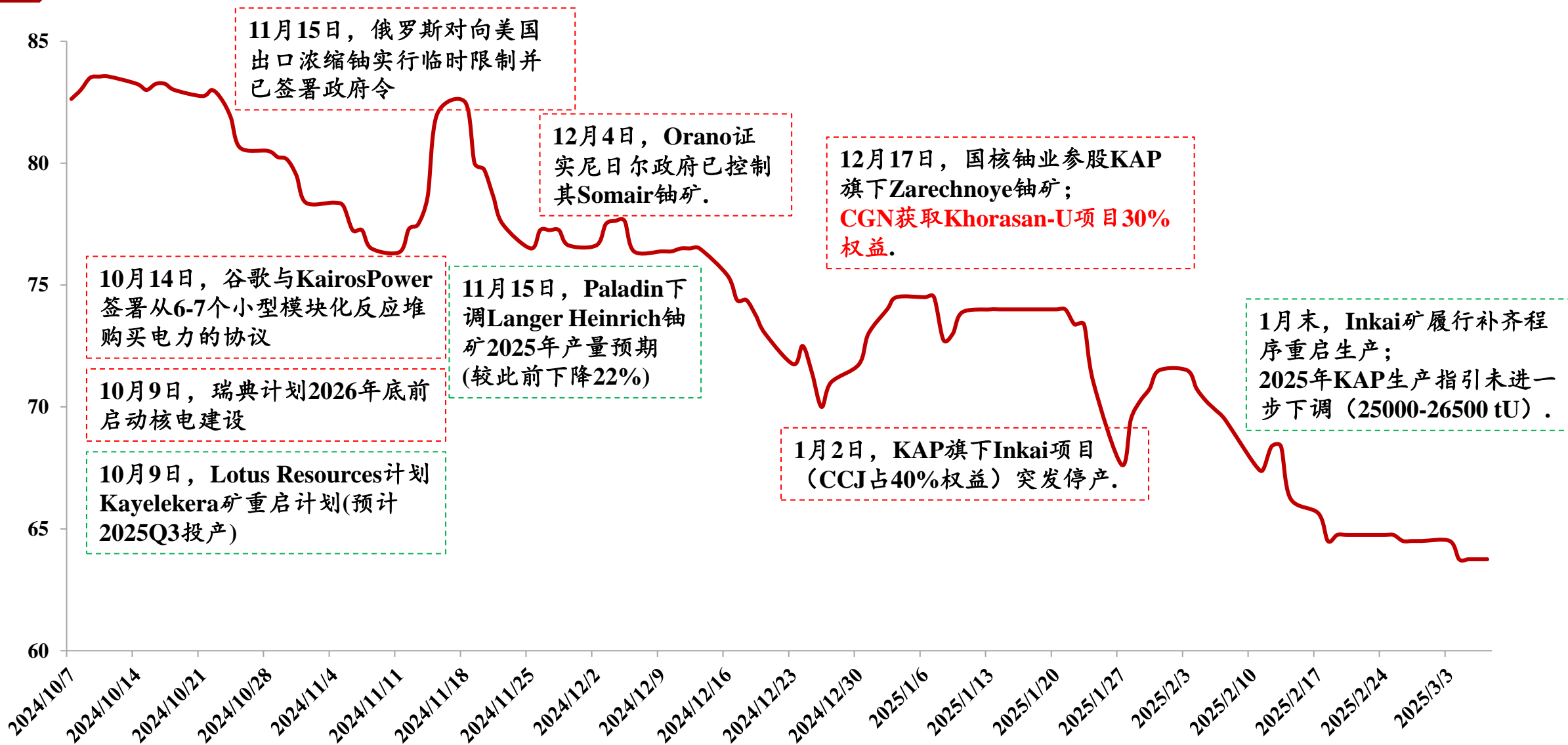
- 中长期锡价维持强势高位源于供给侧强紧缺，极地黄金2025年报进一步加剧供应紧张局面：（1）24H1/H2产量分别为8616吨/4056吨，下半年公司产量环比下降53%，同比下降70%；（2）库存价值：2023年底 2200万美元→2024年底100万美元；（3）2025 TCC 指引为525-575美元/盎司（2024全年为 383美元/盎司）；
- 出口修复节奏：中美博弈大背景下，12月氧化锡修复至1571吨，出口修复节奏或趋缓（2023年非美月均出口2003吨，2024年非美月均出口1751吨）；
- 内需方面：短期旺季无虞，下游成本抵抗负反馈效果或有限（1）光伏：抢装需求强烈，难以迅速替代，2月至今，3.2mm镀膜玻璃已提价13%表明价格传导顺畅；（2）当前仍采用溴系阻燃剂的下游领域需求黏性较强，且替代周期较长，因此短期内对锡价上涨负反馈较小。
- 权益端建议关注：华锡有色，湖南黄金，华钰矿业。

2月光伏玻璃库存天数下降至30天以下



中国光伏玻璃月度开工率2月已企稳回升





- Q2铀价走势：现货铀价在65-70美元/磅或有支撑，待美国宏观金融政策/贸易政策/对俄制裁等诸多不确定性消除后现货价有望伴随贸易商做市情绪修复而逐步**回升靠近长协价格**；
- 权益端：重点关注海外核能股/铀矿股情绪修复进展及港股资源股情绪对中广核矿业走势的影响。

| | 权益资源量 (吨铀) | 权益产量 (吨铀) | | | |
|---|---|-----------|-------------|-------------|-------------|
| | | 2023 | 2024 | 2025E | |
| 中广核矿业 (1164.HK) | 谢矿 | 2842 | 196 | 199 | 147 |
| | 伊矿 | 6860 | 276 | 279 | 270 |
| | 中矿 | 11,153 | 741 | 825 | 764 |
| | 扎矿 | 6909 | 63 | 59 | 123 |
| | 合计 | 27,764 | 1276 | 1362 | 1303 |
| | 包销产品基价BP /\$/磅U ₃ O ₈ | | 61.78 | 63.94 | 63.94 |
| 现货价SP/\$/磅U ₃ O ₈ | | — | 88.16 | 85.33 | |
| 实现售价 /\$/磅U ₃ O ₈ | | 64 | 78.47 | 76.77 | |

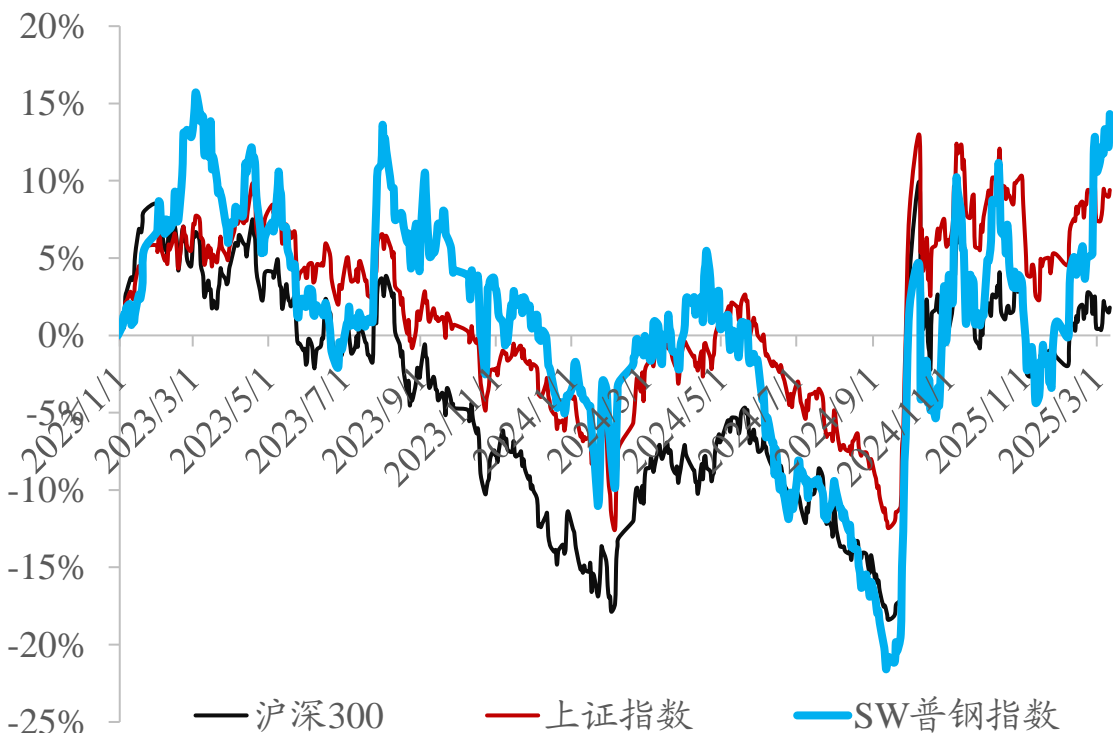
资料来源：中广核矿业年报、季度运营公告、公告，KAP2024年报， Cameco官网，浙商证券研究所

注：产量预测根据公司公告指引及KAP年度产量指引；产量统计均以权益占比计算。资源量统计方面，以公司公告资源量口径计算。中广核矿业在哈矿山均为与KAP合作，权益占比均为49%，此部分包销价格机制（2023-2025年）为40%基价BP（公司已公告确定）+60%现货价格SP。

钢铁：基本面压力不大，看多“限产预期+金三银四”主导下的钢铁权益走势

- 钢铁权益：虽然2021年后钢铁行业总需求受到地产下行的掣肘，但普钢权益这两年大部分时候并不弱。2025年初至今，SW钢铁板块排在31个SW一级行业第7位（Top 23%）。我们认为板块处于估值底部位置，易受到外界利好催化，且筹码结构干净。

图：普钢与上证指数的走势比较

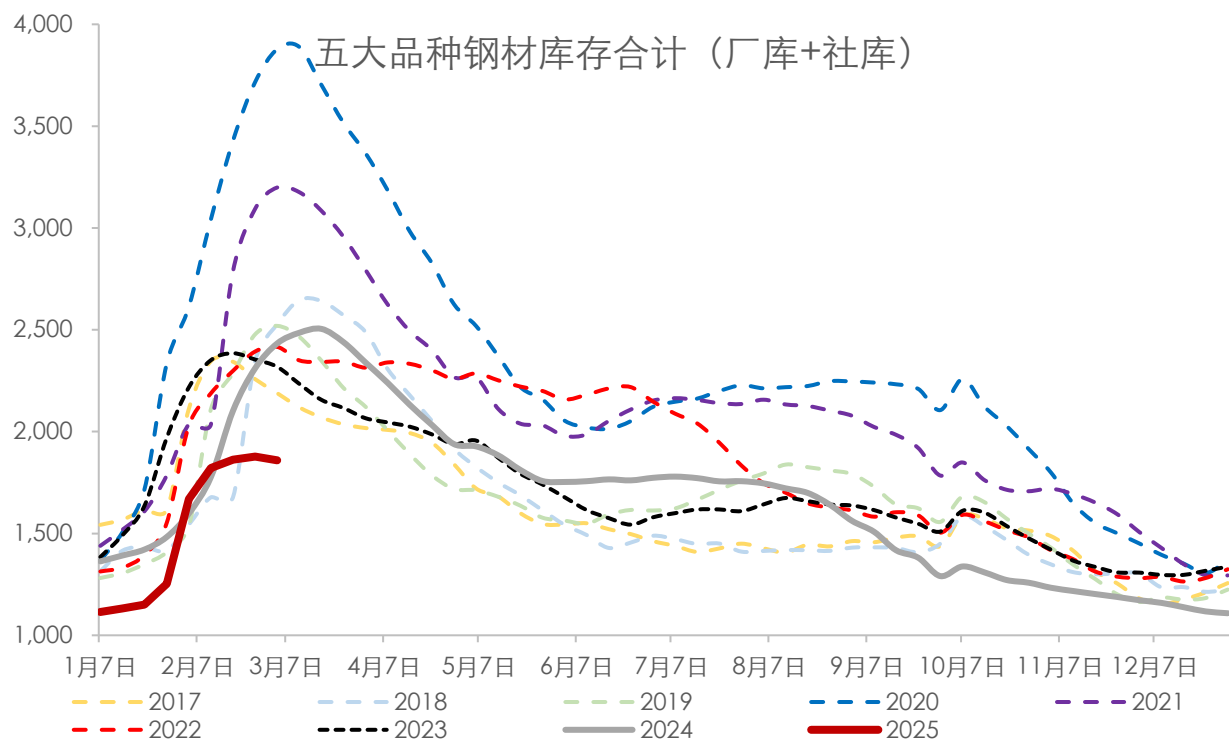


图：SW一级行业与上证指数的涨跌幅

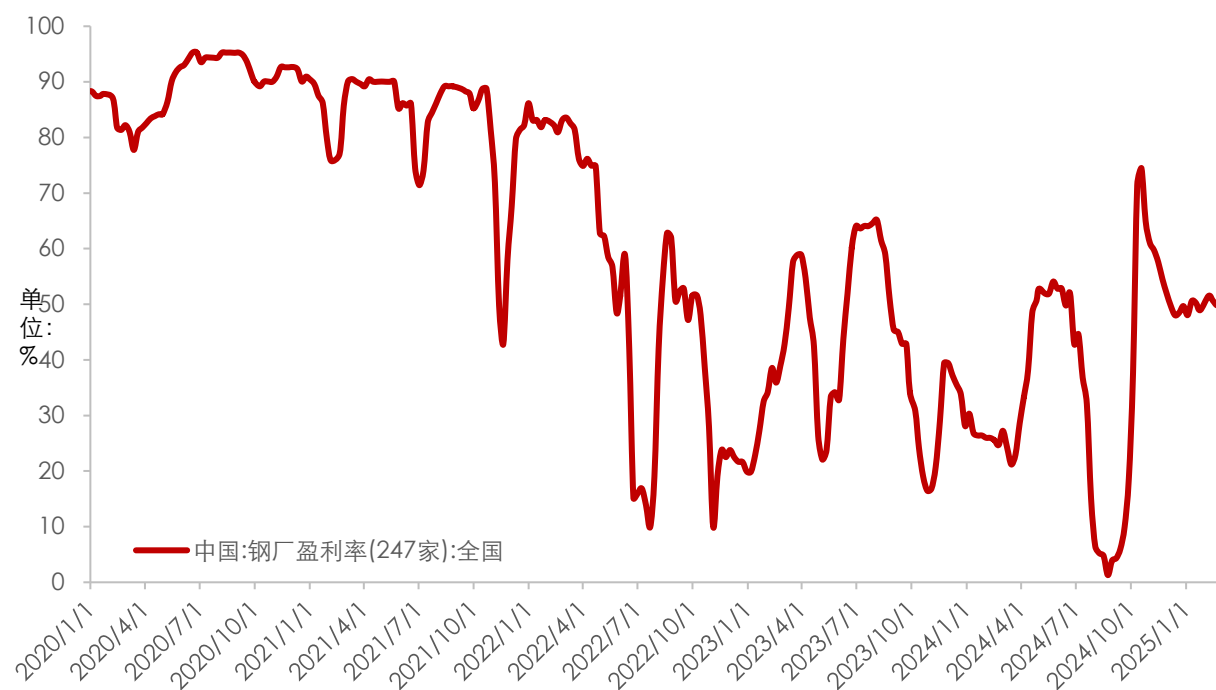
| 序 | 代码 | 名称 | 指数 | | | | | | | 涨跌幅 | | | | | | | |
|----|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-----|------|------|------|------|------|
| | | | 本周五 | 上周五 | 1个月前 | 2个月前 | 3个月前 | 年初 | 1年前 | 3年前 | 本周 | 1个月 | 2个月 | 3个月 | 年初至今 | 1年 | 3年 |
| 1 | 801750.SI | 计算机 | 5,353 | 5,015 | 4,582 | 4,018 | 4,812 | 4,407 | 3,791 | 4,574 | 6.7% | 17% | 33% | 11% | 21% | 41% | 17% |
| 2 | 801890.SI | 机械设备 | 1,789 | 1,697 | 1,545 | 1,432 | 1,619 | 1,518 | 1,377 | 1,537 | 5.5% | 16% | 25% | 11% | 18% | 30% | 16% |
| 3 | 801880.SI | 汽车 | 7,286 | 7,068 | 6,513 | 6,069 | 6,518 | 6,420 | 5,280 | 5,504 | 3.1% | 12% | 20% | 12% | 13% | 38% | 32% |
| 4 | 801050.SI | 有色金属 | 4,805 | 4,487 | 4,562 | 4,291 | 4,593 | 4,318 | 4,217 | 5,821 | 7.1% | 5% | 12% | 5% | 11% | 14% | -17% |
| 5 | 801080.SI | 电子 | 4,919 | 4,788 | 4,475 | 4,177 | 4,423 | 4,432 | 3,326 | 4,440 | 2.7% | 10% | 18% | 11% | 11% | 48% | 11% |
| 6 | 801760.SI | 传媒 | 715 | 680 | 663 | 604 | 699 | 645 | 599 | 607 | 5.2% | 8% | 18% | 2% | 11% | 19% | 18% |
| 7 | 801040.SI | 钢铁 | 2,285 | 2,225 | 2,059 | 2,023 | 2,218 | 2,102 | 2,115 | 2,944 | 2.7% | 11% | 13% | 3% | 9% | 8% | -22% |
| 8 | 801770.SI | 通信 | 3,147 | 3,061 | 2,893 | 2,794 | 2,900 | 2,978 | 2,365 | 2,011 | 2.8% | 9% | 13% | 8% | 6% | 33% | 56% |
| 9 | 801210.SI | 社会服务 | 8,400 | 8,066 | 7,850 | 7,576 | 8,649 | 7,988 | 7,563 | 10,222 | 4.1% | 7% | 11% | -3% | 5% | 11% | -18% |
| 10 | 801030.SI | 基础化工 | 3,447 | 3,370 | 3,246 | 3,149 | 3,450 | 3,280 | 3,140 | 4,704 | 2.3% | 6% | 9% | 0% | 5% | 10% | -27% |
| 11 | 801730.SI | 电力设备 | 7,338 | 7,291 | 6,813 | 6,748 | 7,501 | 7,113 | 6,361 | 10,502 | 0.6% | 8% | 9% | -2% | 3% | 15% | -30% |
| 12 | 801740.SI | 国防军工 | 1,516 | 1,418 | 1,381 | 1,359 | 1,524 | 1,475 | 1,233 | 1,626 | 7.0% | 10% | 12% | 0% | 3% | 23% | -7% |
| 13 | 801970.SI | 环保 | 1,719 | 1,681 | 1,609 | 1,589 | 1,781 | 1,675 | 1,461 | 2,158 | 2.3% | 7% | 8% | -3% | 3% | 18% | -20% |
| 14 | 801150.SI | 医药生物 | 7,380 | 7,303 | 6,989 | 6,980 | 7,628 | 7,222 | 7,379 | 9,796 | 1.1% | 6% | 6% | -3% | 2% | 0% | -25% |
| 15 | 801710.SI | 建筑材料 | 4,474 | 4,360 | 4,244 | 4,254 | 4,624 | 4,391 | 4,385 | 7,294 | 2.6% | 5% | 5% | -3% | 2% | 2% | -39% |
| 16 | 801140.SI | 轻工制造 | 2,055 | 2,027 | 1,965 | 1,942 | 2,133 | 2,028 | 1,932 | 2,616 | 1.3% | 5% | 6% | -4% | 1% | 6% | -21% |
| 17 | 000001.SH | 上证指数 | 3,373 | 3,321 | 3,229 | 3,211 | 3,369 | 3,352 | 3,027 | 3,373 | 1.6% | 4% | 5% | 0% | 1% | 11% | 0% |
| 18 | 801980.SI | 美容护理 | 4,384 | 4,294 | 4,155 | 4,184 | 4,645 | 4,359 | 4,662 | 6,713 | 2.1% | 6% | 5% | -6% | 1% | -6% | -35% |
| 19 | 801110.SI | 家用电器 | 8,486 | 8,447 | 8,301 | 8,279 | 8,443 | 7,494 | 7,494 | 7,012 | 0.5% | 2% | 2% | 1% | 1% | 13% | 21% |
| 20 | 801780.SI | 银行 | 3,928 | 3,884 | 3,860 | 3,797 | 3,707 | 3,909 | 3,236 | 3,574 | 1.1% | 2% | 3% | 6% | 0% | 21% | 10% |
| 21 | 801130.SI | 纺织服装 | 1,502 | 1,481 | 1,442 | 1,443 | 1,524 | 1,495 | 1,486 | 1,777 | 1.4% | 4% | 4% | -1% | 0% | 1% | -16% |
| 22 | 000300.SH | 沪深300 | 3,944 | 3,890 | 3,795 | 3,775 | 3,922 | 3,935 | 3,530 | 4,353 | 1.4% | 4% | 4% | 1% | 0% | 12% | -9% |
| 23 | 801230.SI | 综合 | 2,704 | 2,733 | 2,596 | 2,614 | 2,913 | 2,733 | 2,240 | 2,816 | -1.0% | 4% | 3% | -7% | -1% | 21% | -4% |
| 24 | 801010.SI | 农林牧渔 | 2,486 | 2,460 | 2,450 | 2,427 | 2,639 | 2,531 | 2,596 | 3,638 | 1.0% | 1% | 2% | -6% | -2% | -4% | -32% |
| 25 | 801180.SI | 房地产 | 2,115 | 2,134 | 2,013 | 2,055 | 2,437 | 2,157 | 1,976 | 3,362 | -0.9% | 5% | 3% | -13% | -2% | 7% | -37% |
| 26 | 801120.SI | 食品饮料 | 17,551 | 17,422 | 16,380 | 17,369 | 18,074 | 17,958 | 18,789 | 22,502 | 0.7% | 7% | 1% | -3% | -2% | -7% | -22% |
| 27 | 801720.SI | 建筑装饰 | 1,935 | 1,939 | 1,867 | 1,874 | 2,097 | 1,992 | 1,831 | 2,278 | -0.2% | 4% | 3% | -8% | -3% | 6% | -15% |
| 28 | 801790.SI | 非银金融 | 1,794 | 1,772 | 1,740 | 1,732 | 1,950 | 1,866 | 1,445 | 1,636 | 1.2% | 3% | 4% | -8% | -4% | 24% | 10% |
| 29 | 801200.SI | 商贸零售 | 2,150 | 2,130 | 2,051 | 2,158 | 2,302 | 2,239 | 1,800 | 2,790 | 1.0% | 5% | 0% | -7% | -4% | 19% | -23% |
| 30 | 801170.SI | 交通运输 | 2,146 | 2,143 | 2,126 | 2,168 | 2,279 | 2,255 | 2,009 | 2,424 | 0.2% | 1% | -1% | -6% | -5% | 7% | -11% |
| 31 | 801160.SI | 公用事业 | 2,239 | 2,250 | 2,251 | 2,301 | 2,396 | 2,395 | 2,292 | 2,462 | -0.5% | -1% | -3% | -7% | -7% | -2% | -9% |
| 32 | 801960.SI | 石油石化 | 2,162 | 2,194 | 2,198 | 2,266 | 2,312 | 2,316 | 2,350 | 2,379 | -1.5% | -2% | -5% | -7% | -7% | -8% | -9% |
| 33 | 801950.SI | 煤炭 | 2,518 | 2,506 | 2,652 | 2,835 | 2,987 | 2,905 | 3,344 | 2,874 | 0.4% | -5% | -11% | -16% | -13% | -25% | -12% |

- 行业基本面：基本面压力不大，总库存处于2020年以来的同期最低位，钢企盈利率也位于50%左右，高于去年全年平均值35%。

图：库存系2017年以来历史最低位

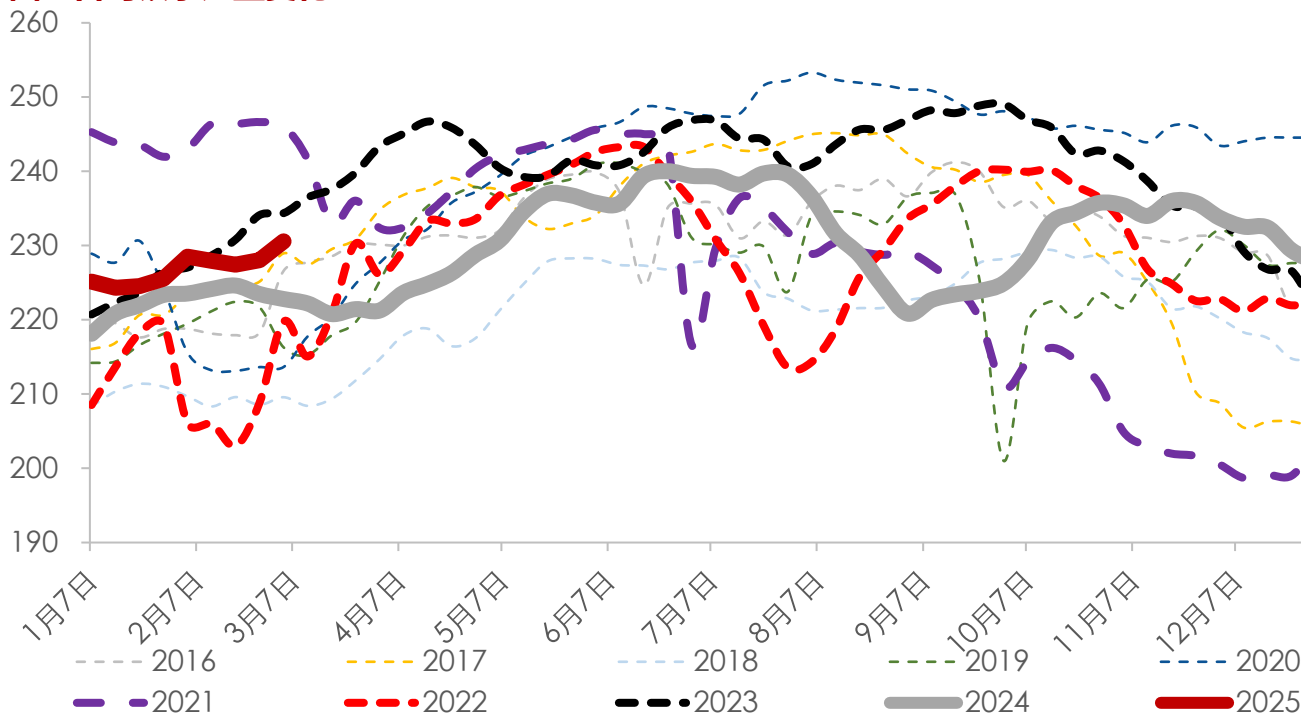


图：钢企盈利率稳中向好



- **限产政策**：2025年3月5日，国家发展改革委发布《关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告》，提到2025年推动传统产业改造提升，**持续实施粗钢产量调控**，推动钢铁产业减量重组。
- **2025Q2权益走势研判**：这两年钢铁权益走势比市场预期要强，目前钢铁板块短期基本面压力不大，板块易受到限产/宏观政策催化，伴随着行业进入“金三银四”的下游需求旺季，我们继续看多钢铁权益走势。
- **关注标的**：南钢股份、华菱钢铁、新钢股份、宝钢股份。

图：日均铁水产量变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

- 1、**美联储政策风险：若美联储利率政策超预期，将影响各金属价格，导致相关金属价格大幅波动。**
- 2、**下游需求不及预期：若下游需求不及预期，影响金属需求导致相关金属价格受影响。**
- 3、**测算偏差风险：相关预测数据与实际情况存在偏差的风险。**

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>