

➤ **2024 年以来二级市场有色板块整体情况。**从二级市场来看，2024 年至今（截至 2024 年 10 月 31 日），有色金属板块整体涨幅为 6.87%，板块排第 7；其中 2024Q3 下跌 1.52%，位列第 13；2024 年 Q1-Q3，有色金属上涨 16.32%，板块排名第 5。细分板块中，2024 年至今黄金和铜板块表现优于有色其他板块。

➤ **板块盈利来看：2024Q3 总体盈利环比回落。**①贵金属：2024Q3 黄金价格同比增长 28.4%，环比上涨 5.87%，贵金属板块归母净利润同比增长 55.70%，环比减少 5.42 亿元。②基本金属：2024Q3 铝/铜/锌价分别同比增长 4.51%、9.06%、12.60%，环比分别变化-4.80%、-5.84%、+0.79%，归母净利分别同比增加 9%、23%和 14%，环比减少 33%、8%和 21%。③能源金属：2024Q3 电池级碳酸锂/电池级氢氧化锂/硫酸钴同比下降 66.8%、68.8%、28%；2024Q3 锂板块归母净利润合计同比下降 53.7%，钴板块归母净利润同比下降 18.9%。

➤ **基金持仓结构来看，有色板块基金持仓比例环比小幅下降。**从机构持仓市值角度来看：SW 有色 2024 年 Q3 基金持仓比例环比下降 0.61pct 至 4.90%。细分个股而言：前 10 家企业的公募基金持仓占比从 2024Q2 的 72.16%下降至 2024Q3 的 68.09%，紫金矿业持仓占比从 39.63%下降至 39.55%，居行业第一。

➤ **投资建议：国内外宏观即将进入共振，看好铜铝+贵金属机会。(1) 工业金属：美元降息周期开启，需求国内货币财政政策发力，叠加供应链重构拉动海外需求，金属价格中枢有望上行。**铜：金融压制缓解，供给端矿端紧张依旧，冶炼厂减产在即，需求端供应链重构拉动海外需求，国内政策发力需求有望恢复，价格中枢将继续上移。铝：产能达到天花板，长期价值可期。**建议重点关注洛阳钼业、紫金矿业、中国有色矿业、中国铝业、中国宏桥、神火股份、云铝股份。(2) 能源金属：出清信号显现，锂价逐步寻底。**锂：锂价已大幅回落，行业成本压力较大，澳矿企业开始出现减停产现象，我们认为矿端出清信号已经逐步开始出现，行业成本支撑较强，锂价逐步寻底。钴：洛钼增量显著，行业供给压力较大，钴价跌至历史低位，成本压力或将导致刚果（金）供应不及预期，钴价底部信号明确。**重点关注锂板块：藏格矿业、中矿资源、永兴材料；镍钴板块：华友钴业。**

**(3) 贵金属：降息周期下，长期看好金价。**高频数据显示，虽然美国三季度 PMI 指数环比略有改善，劳动力缺口收窄，通胀压力下行，但 GDP 增速放缓，10 月非农数据降至冰点，引发经济担忧的同时强化 11 月降息预期，另外全球央行年初以来持续增持，叠加近期地缘因素与远期“二次通胀”可能，金价中枢上行之路明确。**建议重点关注万国黄金集团、中金黄金、山金国际、山东黄金、赤峰黄金、招金矿业、兴业银锡和盛达资源等黄金白银标的。**

➤ **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，海外经济衰退。

**重点公司盈利预测、估值与评级**

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603993.SH	洛阳钼业	8.20	0.38	0.52	0.63	22	16	13	推荐
601899.SH	紫金矿业	17.31	0.80	1.22	1.50	22	14	12	推荐
000408.SZ	藏格矿业	30.06	2.18	1.60	1.64	14	19	18	推荐
601600.SH	中国铝业	8.24	0.39	0.68	0.81	21	12	10	推荐
002738.SZ	中矿资源	36.24	3.15	1.07	1.44	12	34	25	推荐
600489.SH	中金黄金	14.00	0.61	0.76	0.94	23	18	15	推荐
000975.SZ	山金国际	17.85	0.51	0.83	1.04	35	22	17	推荐

资料来源：ifind，民生证券研究院预测（注：股价为 2024 年 11 月 6 日收盘价）；

**推荐**

**维持评级**



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张弋清**

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

**分析师 孙二春**

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

**分析师 李挺**

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

**研究助理 南雪源**

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

**研究助理 袁浩**

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

**相关研究**

1. 海外黄金股观察系列之六：哈莫尼：稳健经营的南非金矿巨头-2024/11/07
2. 海外黄金股观察系列之四：金田黄金：南非金矿巨头，并购走向全球-2024/11/06
3. 海外黄金股观察系列之五：埃尔拉多黄金：资产优化不断，发展潜力可期-2024/11/06
4. 有色金属周报 20241102：工业金属价格高位震荡，金价续创新高-2024/11/02
5. 有色金属周报 20241026：工业金属涨跌不一，黄金价格创新高-2024/10/27

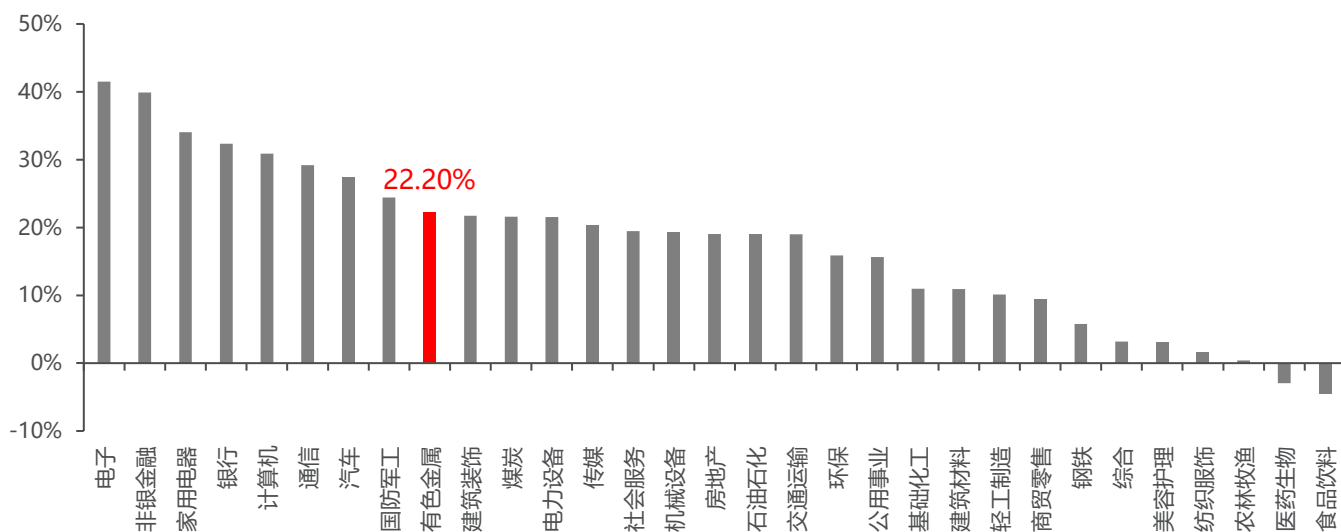
# 目录

<b>1 有色金属：2024Q1-Q3 相对收益明显，24Q3 行业利润同比明显上升</b>	<b>3</b>
<b>2 细分板块来看：2024Q3 总体盈利环比回落</b>	<b>11</b>
2.1 基本金属：2024Q3，基本金属价同比除镍外均上涨，环比除铅锌外均下降	11
2.2 贵金属：金价同比大幅上涨，板块业绩大幅上涨	13
2.3 能源金属：锂价继续下跌，板块业绩环比下滑	16
<b>3 基金持仓结构：板块基金持仓比例环比小幅下降</b>	<b>22</b>
<b>4 2024Q4 展望：迎来国内外政策的共振</b>	<b>25</b>
4.1 工业金属：期待国内外政策共振+海外供应链重构，金属价格中枢抬升	25
4.2 贵金属：降息周期开启，持续看好金价	33
4.3 能源金属：出清信号开始出现，锂价逐步寻底	36
<b>5 投资建议：期待国内外宏观政策的共振，铜铝+黄金依然是首选</b>	<b>41</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>42</b>
<b>插图目录</b>	<b>43</b>
<b>表格目录</b>	<b>44</b>

# 1 有色金属: 2024Q1-Q3 相对收益明显, 24Q3 行业利润同比明显上升

2024 年至今, 有色金属上涨 22.20%, 其中 2024Q3 上升 11.70%, 位列第 28。2024 年以来有色金属板块整体涨幅为 22.20%, 板块排名第 9, 其中 2024Q3 有色金属涨幅为 11.70%, 板块排名第 28; 2024 年 Q1-3, 有色金属上涨 26.22%, 板块排名第 7。

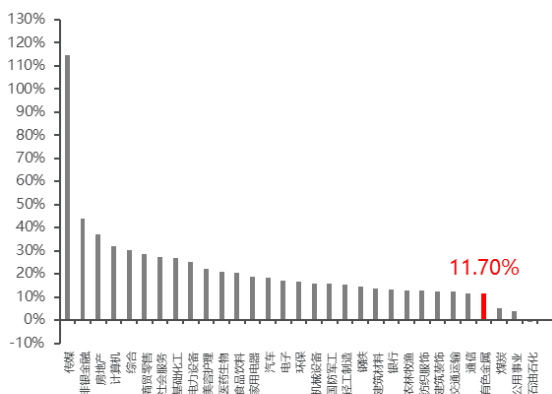
图1: SW 有色板块 2024 年至今 (2024 年 10 月 31 日) 整体涨幅为 22.20% (单位: %)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

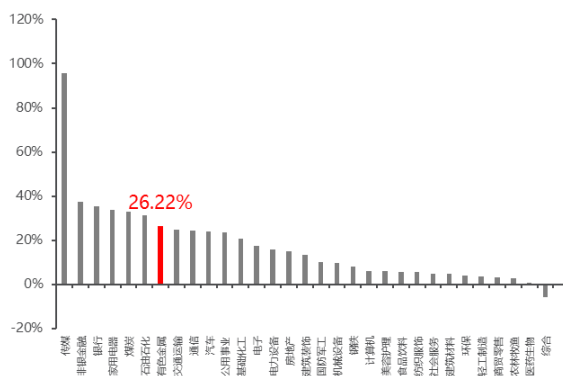
图2: 2024 年 Q3, SW 有色上涨 11.70% (单位: %)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图3: 2024 年 Q1-3, SW 有色上涨 26.22% (单位: %)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

受 Q3 拖累,有色板块表现不如指数。2024 年至今有色金属板块涨幅为 9.70%, 市场表现劣于上证综指 (10.25%) 与沪深 300 (13.40%)。分阶段来看, 2024 年 Q3 有色金属板块涨幅为 10.75%, 劣于沪深 300 (16.07%), 劣于上证综指 (12.44%); 2024 年 Q1-Q3 有色金属板块涨幅为 13.76%, 劣于沪深 300 (17.10%), 优于上证综指 (12.15%)。

表1: 有色金属板块表现基本劣于指数 (单位: %)

	沪深 300	上证综指	有色金属
2024Q3	16.07%	12.44%	10.75%
2024Q1-Q3	17.10%	12.15%	13.76%
2024 年至今 (2024 年 10 月 31 日)	13.40%	10.25%	9.70%

资料来源: ifind, 民生证券研究院整理

注: 有色金属数据来自 ifind 板块数据浏览器

图4: 2024 年至今 (2024 年 10 月 31 日) 有色金属板块表现较好 (SW 申万有色: 右轴, 单位: 点)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 有色金属 (申万) 代码是 801050.SL

从细分板块情况来看, 根据申万二级行业指数 2024 年至今的区间涨跌幅来看, 有色金属五个板块涨幅由高到低分别为金属新材料、贵金属、工业金属、小金属、能源金属。而从三级行业指数来看, 涨幅最前的为其他金属新材料, 跌幅最大的是锂。

表2: 2024 年至今 (2024 年 10 月 31 日) 子板块涨跌幅

行业分类	区间涨跌幅
SW 有色金属	22.20%
SW 金属新材料	42.45%
SW 其他金属新材料	79.06%
SW 磁性材料	5.06%

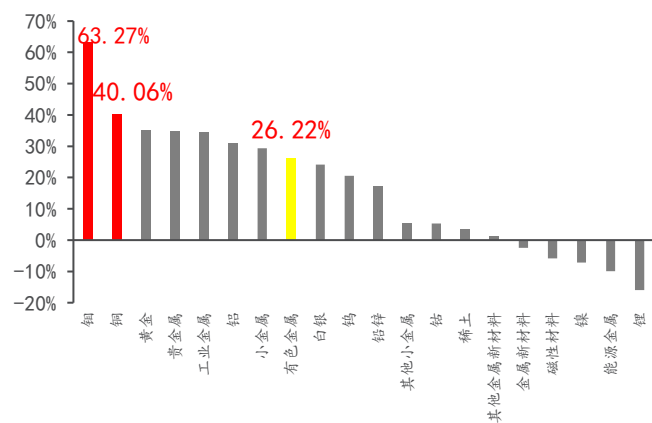
SW 工业金属	25.85%
SW 铝	23.93%
SW 铜	28.73%
SW 铅锌	18.64%
SW 贵金属	26.85%
SW 黄金	26.81%
SW 白银	28.37%
SW 小金属	21.43%
SW 稀土	9.24%
SW 钨	14.43%
SW 其他小金属	6.98%
SW 钼	43.12%
SW 能源金属	-9.03%
SW 钴	9.10%
SW 镍	-4.20%
SW 锂	-16.73%

资料来源: ifind, 民生证券研究院整理

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

从申万有色三级行业指数的分阶段数据来看, 2024 年 Q1-Q3 黄金、铜铝、等板块表现优于有色金属其他板块, Q3 钴和锂表现最佳。2024 年 Q1-Q3 有色板块涨幅 26.22%, 其中钼 (主要是洛阳钼业)、铜、黄金、铝、白银、钨、铅锌板块相对较好, 分别上涨 63.27%、40.06%、34.93%、30.92%、24.11%、20.53%、17.17%, 而磁性材料、镍、锂分别下跌 5.86%、7.14%、15.92%。而 2024 年 Q3 有色板块上涨 11.07%, 其中钴表现最突出, 上涨 31.12%, 其余板块同样均有不同程度的上涨。

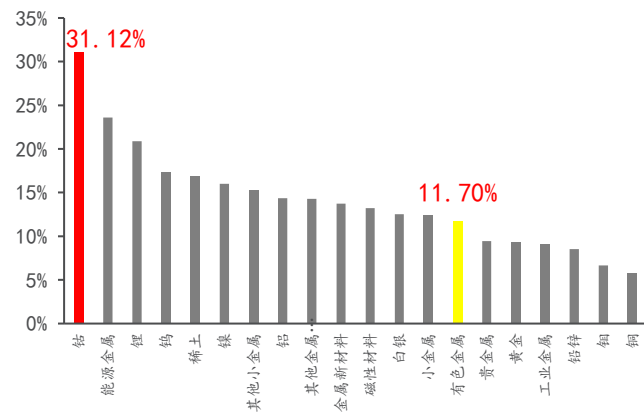
图5: 2024 年 Q1-Q3, 铜板块涨幅为 40.06% (单位: %)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图6: 2024 年 Q3, 钴板块涨幅居前 (单位: %)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

**个股方面：**2024年初至2024年10月31日，区间上涨幅度前五的企业分别是银邦股份、晓程科技、宏创控股、北方铜业和云南锗业；跌幅前五的企业分别是ST鼎龙、鑫铂股份、宝武镁业、悦安新材和顺博合金。

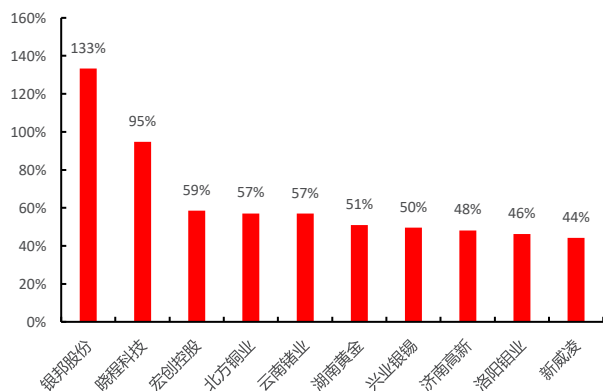
**表3：2024年至2024年10月31日涨跌幅前十的个股**

涨幅前十		跌幅前十	
银邦股份	133.37%	ST 鼎龙	-74.40%
晓程科技	94.69%	鑫铂股份	-52.72%
宏创控股	58.59%	宝武镁业	-48.27%
北方铜业	57.07%	悦安新材	-46.67%
云南锗业	56.93%	顺博合金	-40.66%
湖南黄金	50.99%	江特电机	-39.33%
兴业银锡	49.67%	盛新锂能	-35.91%
济南高新	48.15%	融捷股份	-35.64%
洛阳钼业	46.15%	天齐锂业	-35.56%
新威凌	44.13%	*ST 中润	-33.90%

资料来源：ifind，民生证券研究院

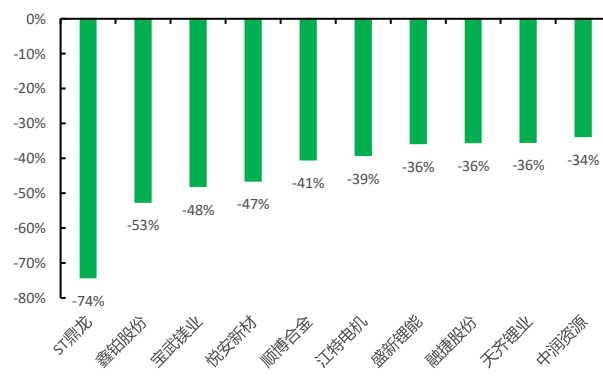
**2024年初以来，铜与黄金个股表现较为优异。**2024年初至10月31日，涨幅前五的公司为银邦股份、晓程科技、宏创控股、北方铜业和云南锗业，涨幅分别为133.37%、94.69%、58.59%、57.07%、56.93%。跌幅榜中，主要是能源金属相关个股跌幅较多。

**图7：2024年初至10月31日涨幅前十的公司**



资料来源：ifind，民生证券研究院

**图8：2024年初至10月31日跌幅前十的公司**



资料来源：ifind，民生证券研究院



**有色金属板块分季度的财务数据来看：**2024 前三季度有色板块业绩保持稳定，毛利率同比上升 0.39pct，归母净利润同比下滑 0.17%。2023Q3 来看，板块业绩同比上升，环比有所下降，其中营业收入和归母净利润同比分别上升 3.63%/7.08%，但环比来看，营业收入环比下降 5.65%，下降幅度超过营业成本（-3.69%），有色金属板块 Q3 利润出现一定程度下滑，主要是由于商品价格 Q3 环比有所下降。

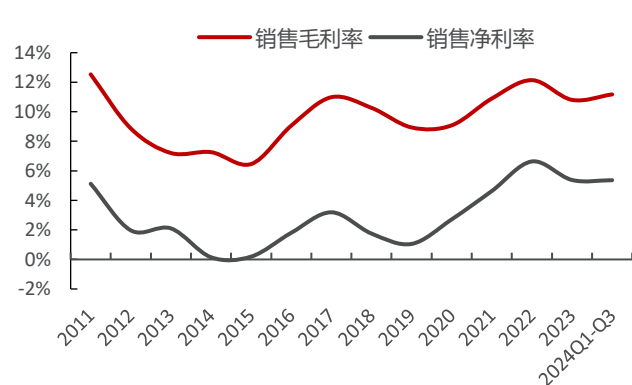
**表4：有色金属板块 2024Q3 财务数据同比呈上升态势，环比呈下降态势**

	2023Q3	2023Q1-Q3	2024Q2	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2024Q3 同比	2024Q3 环比
营业收入 (亿元)	8384	25083	9208	8688	25671	2.35%	3.63%	-5.65%
营业成本 (亿元)	7878	23599	8491	8178	24052	1.92%	3.81%	-3.69%
毛利率 (%)	6.0%	5.9%	7.8%	5.9%	6.3%	0.39%	-0.17%	-1.92%
归母净利润 (亿元)	344	1065	438	369	1063	-0.17%	7.08%	-15.78%

资料来源：ifind，民生证券研究院

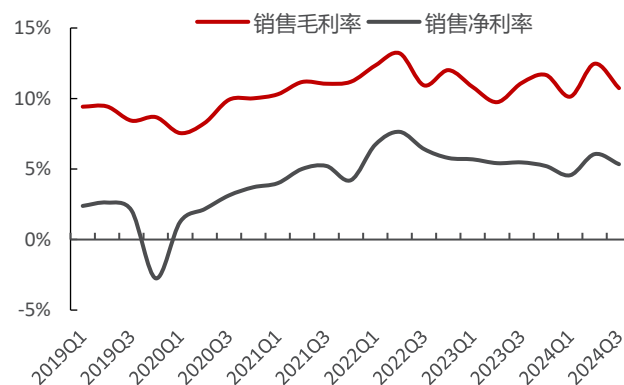
**Q3 销售毛利率、净利率有所回落：**有色金属板块的销售毛利率、净利率自 2019 年起触底反弹，至 2022 未达到高点，2023 年有所回落之后，2024Q1-3 又重新回升。分季度来看，毛利率、净利率在 2019Q4 触底，之后震荡上升，2022Q2 触顶后，整体波动小幅下滑，24Q2 毛利率和净利率达到 22Q4 以来的新高后，24Q3 有所回落，毛利率和净利率分别为 10.73%和 5.34%。

**图9：2011-2024Q1-3 有色金属板块销售毛利率及净利率**



资料来源：wind，民生证券研究院

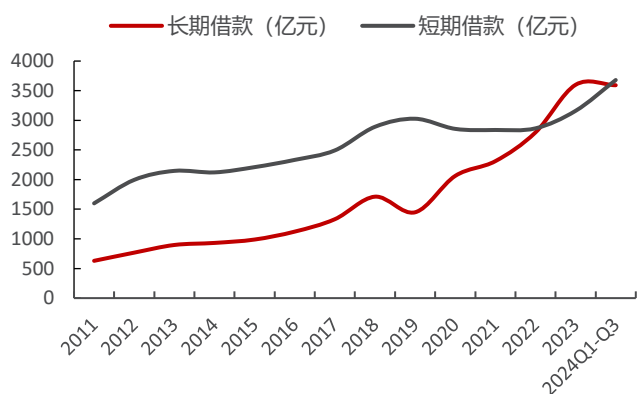
**图10：2019Q1-2024Q3 有色金属销售毛利率及净利率**



资料来源：wind，民生证券研究院

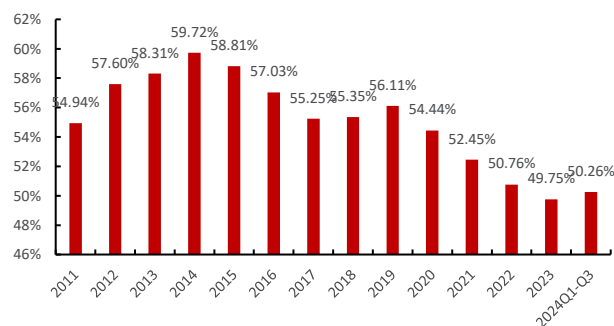
从资产负债率的角度来看:有色金属板块自 2011 年以来的长期借款与短期借款基本保持增长趋势,2019 年长期借款出现下滑后持续上升,2020 年、2021 年短期借款小幅下滑后继续小幅上升,由于有色板块盈利能力回升明显,2024Q1-Q3 长期借款上升明显放慢,而短期借款上升较明显。2024Q1-3 资产负债率小幅上升至 50.26%,较 2023 年底小幅回升,但仍处在历史较低水平。

图11: 2011-2024Q1-3 有色金属板块长期借款与短期借款



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2011-2024Q1-3 有色金属板块资产负债率



资料来源: wind, 民生证券研究院

细分子板块营业收入方面: 2024Q3 工业金属、贵金属、小金属和金属新材料实现营业收入增长, 同比分别增长 4.76%、21.42%、3.07%、11.5%。2024Q3, 能源金属和金属新材料实现营收环比上升 3.44%和 11.42%, 其他板块营收环比均下降。

表5: 2024Q3 有色金属二级子板块中能源金属和金属新材料实现营收环比上升 (单位: 亿元)

	2023Q3	2023Q1-3	2024Q2	2024Q1-3	2024Q1-3/2023Q1-3	2024Q3	2024Q3/2023Q3	2024Q3/2024Q2
SW 有色金属	8384	25083	9208	25671	2.35%	8687.93	3.63%	-5.65%
SW 工业金属	5860	17556	6564	18205	3.69%	6138.48	4.76%	-6.49%
SW 铝	1504	4601	1690	4810	4.55%	1714.45	13.98%	1.45%
SW 铜	3900	11572	4440	12064	4.25%	3967.63	1.72%	-10.65%
SW 铅锌	455	1384	434	1331	-3.82%	456.40	0.32%	5.14%
SW 贵金属	611	1766	802	2231	26.36%	742.11	21.42%	-7.44%



	SW 黄金Ⅲ	596	1731	784	2178	25.79%	721.65	21.01%	-7.98%
	白银	15	35	18	54	54.77%	20.46	37.62%	16.82%
	SW 小金属	1136	3336	1244	3399	1.90%	1171.03	3.07%	-5.89%
	SW 稀土	184	567	140	405	-28.58%	157.79	-14.18%	12.61%
	SW 钨	150	430	141	407	-5.21%	140.40	-6.54%	-0.51%
	SW 其他稀有小金属	319	934	359	939	0.49%	318.44	-0.19%	-11.25%
	SW 钼	483	1405	604	1649	17.30%	554.40	14.79%	-8.25%
	SW 能源金属	549	1768	369	1147	-35.13%	382.16	-30.40%	3.44%
	SW 钴	257	771	235	722	-6.38%	249.90	-2.87%	6.44%
	SW 锂	290	992	132	418	-57.89%	129.38	-55.35%	-2.21%
	SW 金属新材料	228	656	228	688	4.92%	254.15	11.50%	11.42%
	SW 非金属新材料	136	375	140	435	16.05%	168.05	23.88%	19.83%
	SW 磁性材料	92	281	88	253	-9.95%	86.10	-6.69%	-1.99%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

**细分子板块归母净利润方面:** 2024Q1-3 除能源金属外, 其他板块均实现归母净利润增长, 工业金属、贵金属、小金属、金属新材料归母净利润分别同比上升 29.26%、56.42%、23.44%、7.71%。2024Q3, 只有能源金属板块利润环比上升, 其余二级子板块利润环比均有不同程度下降, 三级子板块中白银、稀土和磁性材料实现环比上升, 锂实现扭亏为盈。

**表6: 2024Q3 有色金属子板块归母净利润中仅能源金属环比上升 (单位: 亿元)**

	2023Q3	2023Q1-3	2024Q2	2024Q1-3	2024Q1-3/2023Q1-3	2024Q3	2024Q3/2023Q3	2024Q3/2024Q2
SW 有色金属	344.48	1064.74	437.98	1062.96	-0.17%	368.88	7.08%	-15.78%
SW 工业金属	205.12	575.28	298.04	743.61	29.26%	238.93	16.49%	-19.83%
SW 铝	80.04	221.48	129.61	294.51	32.97%	87.05	8.76%	-32.84%
SW 铜	108.29	306.31	144.32	389.34	27.11%	132.74	22.58%	-8.03%
SW 铅锌	16.80	47.48	24.10	59.75	25.86%	19.15	14.02%	-20.53%
SW 贵金属	20.92	59.84	35.50	93.61	56.42%	32.44	55.10%	-8.61%

	SW 黄金Ⅲ	21.03	60.03	34.97	92.37	53.87%	31.79	51.17%	-9.08%
	白银	-0.11	-0.19	0.53	1.23	扭亏为盈	0.65	扭亏为盈	22.30%
SW 小金属		52.41	135.06	69.71	166.72	23.44%	59.93	14.35%	-14.03%
	SW 稀土	5.43	18.31	1.87	0.20	-98.93%	5.89	8.39%	214.70%
	SW 钨	4.45	15.46	7.68	17.23	11.41%	4.57	2.79%	-40.47%
	SW 其他稀有 小金属	16.69	53.49	17.96	44.62	-16.59%	14.03	-15.92%	-21.88%
	SW 钼	25.84	47.80	42.19	104.68	119.00%	35.44	37.14%	-16.01%
SW 能源金属		53.38	258.44	19.61	20.12	-92.22%	24.23	-54.60%	23.55%
	SW 钴	12.09	36.20	22.92	55.06	52.09%	22.28	84.28%	-2.80%
	SW 锂	41.33	222.11	-3.70	-35.79	-116.11%	1.65	-96.01%	扭亏为盈
SW 金属新材料		12.65	36.13	15.12	38.91	7.71%	13.34	5.44%	-11.79%
	SW 非金属新 材料	7.15	20.53	10.45	25.69	25.17%	8.56	19.61%	-18.11%
	SW 磁性材料	5.50	15.60	4.68	13.22	-15.27%	4.79	-12.99%	2.33%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 2 细分板块来看：2024Q3 总体盈利环比回落

### 2.1 基本金属：2024Q3，基本金属价同比除镍外均上涨，环比除铅锌外均下降

细分基本金属板块而言，2024Q3 基本金属价格同比除镍外均上涨，环比除铅锌外均下降。前三季度基本金属价格冲高回落，年初到 5 月中旬，受益于供给紧张、海外需求上行、美联储降息预期抬升，基本金属价格整体维持上涨走势。但进入 5 月中旬后，由于前期价格持续抬升，短期又有逼仓等事件影响，库存持续抬升，下游需求预期逐步下行，金属价格回调。9 月下旬国内政策出现转向，金属价格趁势反弹。具体来看，2024Q1-Q3，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+9.58%、+6.33%、+12.01%、+4.40%、+15.71%、-26.11%；单季度来看，2024Q3，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+9.06%、+4.51%、+12.06%、+12.60%、+16.22%、-22.25%，环比分别变化-5.84%、-4.80%、+0.78%、+0.79%、-1.29%、-8.91%。

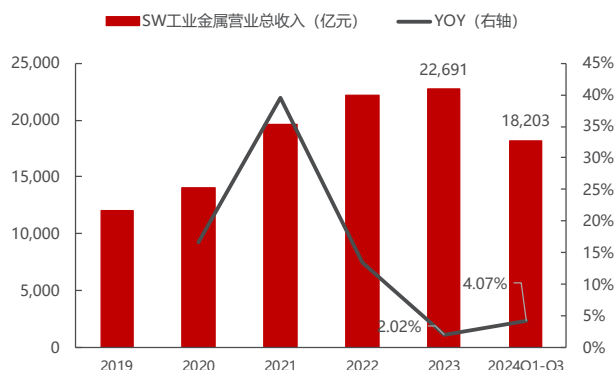
表7：2024Q3，基本金属价同比除镍外均上涨，环比除铅锌外均下降（单位：元/吨）

基本金属	2023Q1-3	2024Q1-3	2024Q1-3 同比	2023Q3	2024Q2	2024Q3	2024Q3 同比	2024Q3 环比
铜	68,210	74,746	9.58%	68,860	79,758	75,098	9.06%	-5.84%
铝	18,581	19,758	6.33%	18,765	20,601	19,611	4.51%	-4.80%
铅	15,619	17,495	12.01%	16,260	18,081	18,222	12.06%	0.78%
锌	21,689	22,644	4.40%	20,932	23,384	23,569	12.60%	0.79%
锡	212,977	246,442	15.71%	223,348	262,961	259,579	16.22%	-1.29%
镍	181,394	134,024	-26.11%	166,267	141,924	129,274	-22.25%	-8.91%

资料来源：ifind，民生证券研究院

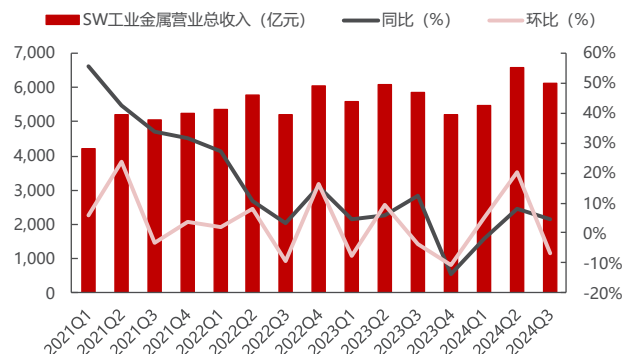
2024Q1-Q3 工业金属板块营收同比上涨 4.07%。2024Q1-Q3 基本金属价格普遍走高，均价同比多有所上涨，因此 2024Q1-Q3 工业金属板块营收同比上涨 4.07%，但是涨幅小于大多数金属价格涨幅，或由于其中部分公司贸易业务有所收窄，更加关注利润而非营收。2024Q3 大部分基本金属价格高位回落，金属价格 Q3 均价同比多有回升，但环比多有下跌，因此工业金属板块营收同比、环比分别变动+4.76%和-6.81%。

图13: 2024Q1-Q3 工业金属板块营收及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图14: 2024Q3 工业金属板块营收及增速

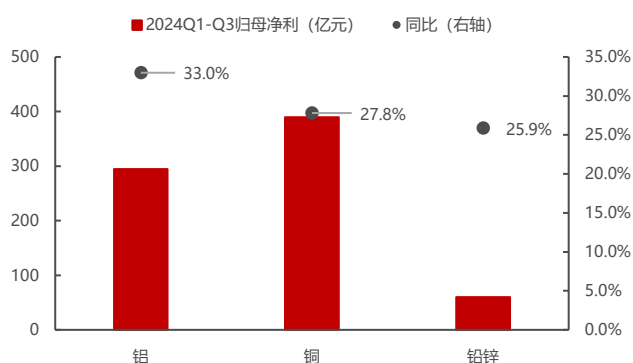


资料来源: ifind, 民生证券研究院

**2024Q1-Q3 各子行业盈利: 铜铝铅锌板块归母净利润均同比增加, 主要原因为金属价格普遍同比有所增长。**2024Q1-Q3, 铝板块归母净利润合计 294.51 亿元, 同比增长 33.0%, 铜板块归母净利润合计 389.34 亿元, 同比增加 27.8%; 铅锌板块归母净利润合计 59.75 亿元, 同比增加 25.9%。

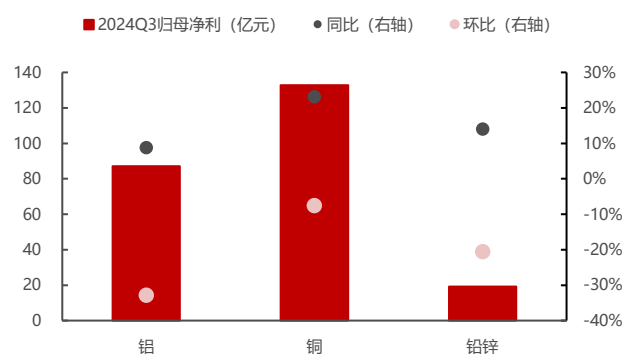
单季度来看, 2024Q3 基本金属价格同比除镍外均上涨, 环比除铅锌外均下降, 工业金属各板块归母净利润同比均上涨, 环比均下跌。细分来看, 2024Q3 铝、铜、铅锌行业的归母净利润分别为 87.05 亿元、132.74 亿元和 19.15 亿元, 同比增加 9%、23%和 14%, 环比减少 33%、8%和 21%。从扣非归母净利润来看, 2024Q3 铝、铜、铅锌扣非归母净利润为 82.33 亿元、114.53 亿元和 19.41 亿元, 同比增加 6%、18%和 19%, 环比减少 34%、29%和 15%。

图15: 2024Q1-Q3 工业金属细分行业归母净利润及增速

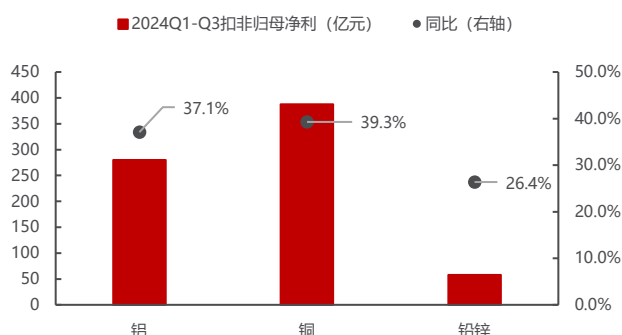


资料来源: ifind, 民生证券研究院

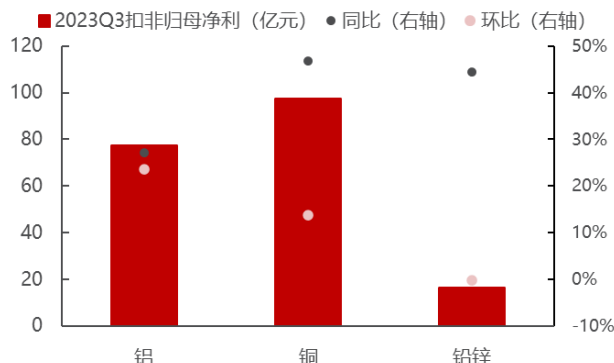
图16: 2024Q3 工业金属细分行业归母净利润及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

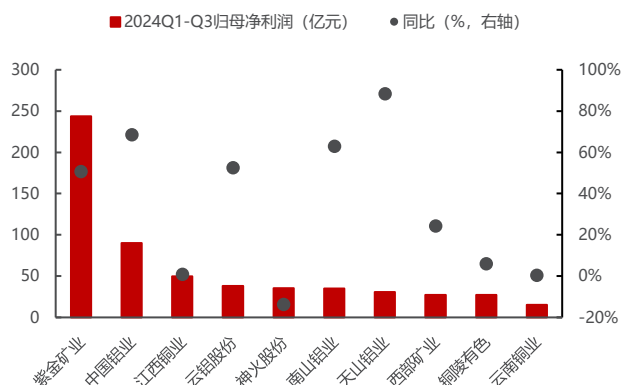
**图17：2024Q1-Q3 工业金属细分行业扣非归母净利及增速**


资料来源：ifind，民生证券研究院

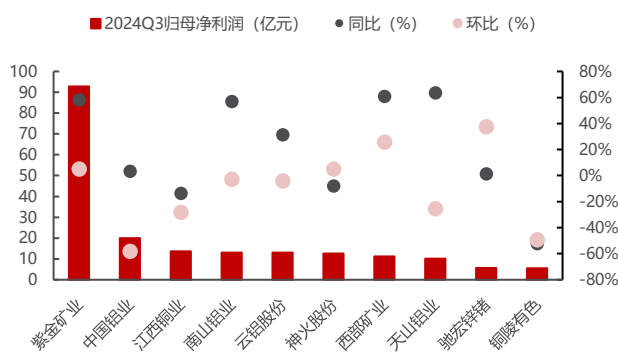
**图18：2024Q3 工业金属细分行业扣非归母净利及增速**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**从个股来看：**2024Q1-Q3 工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为紫金矿业 (243.57 亿元)、中国铝业 (90.17 亿元)、江西铜业 (49.84 亿元)、云铝股份 (38.20 亿元)、神火股份 (35.38 亿元)；2024Q3 归母净利润最高的公司分别为紫金矿业 (92.73 亿元)、中国铝业 (20.00 亿元)、江西铜业 (13.68 亿元)、南山铝业 (13.01 亿元)、云铝股份 (13.01 亿元)。2024Q3 由于基本金属价格除铅锌外环比均下跌，大部分公司归母净利环比略有下降。

**图19：2024Q1-Q3 工业金属板块各公司归母净利润**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**图20：2024Q3 工业金属板块各公司归母净利润**


资料来源：ifind，民生证券研究院

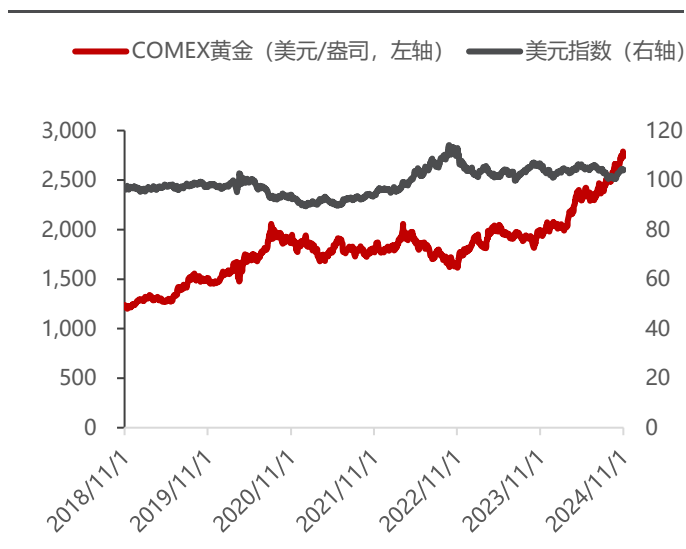
## 2.2 贵金属：金价同比大幅上涨，板块业绩大幅上涨

整体而言：2024Q3 黄金价格同比变化+28.55%，环比+5.87%，2024Q3 贵金属板块归母净利润同比+55.70%，环比-5.42%。

2024Q3 期间 COMEX 黄金均价同比+28.55%，环比+5.87%，黄金价格整体

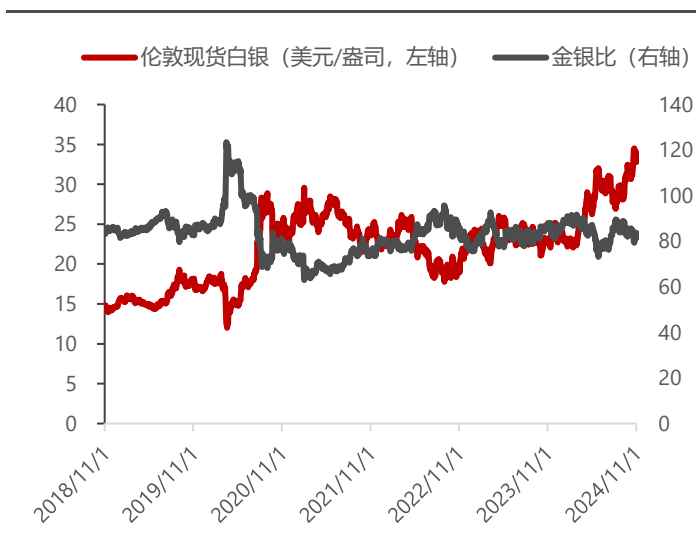
上升，最高值达 2662 美元/盎司。目前来看，美联储 9 月份降息 50bp，通胀 CPI 由 6 月份 3.0% 下降至 9 月份 2.4%，虽然降息周期下通胀有所缓解但经济数据表现仍较疲缓。美国三季度 GDP 增速 2.66%，增速环比二季度下滑 0.38pct，10 月非农就业人数增加 1.2 万人创 2020 年 12 月以来最低增幅，市场预期 11 月降息 25 个基点的可能性仍然高于 90%。叠加近期地缘因素、美国大选和随之而来的二次通胀可能，三季度金价持续上涨，不断创历史新高。

图21：金价与美元指数



资料来源：wind，民生证券研究院

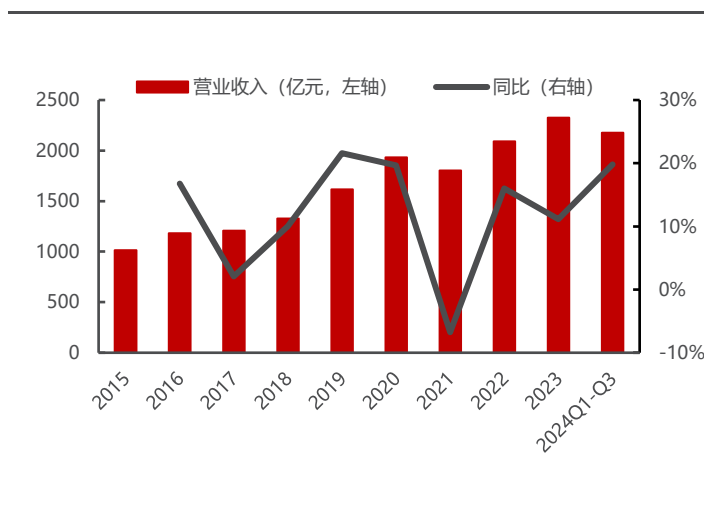
图22：银价与金银比



资料来源：wind，民生证券研究院

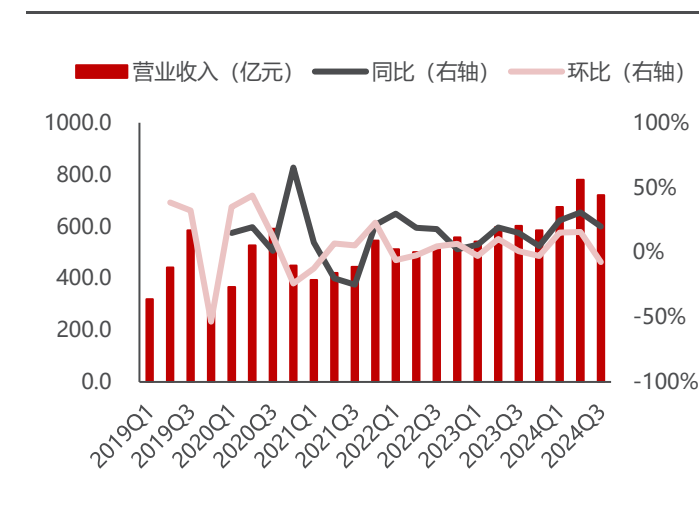
板块经营上，2024Q1-Q3 申万黄金板块主要公司实现营业总收入 2176.05 亿元，同比上升 25.05%。分季度看，2024 年 Q3 黄金板块营收为 721.09 亿元，同比、环比分别变动+19.83%和-7.61%。

图23：2024 年 Q1-Q3 黄金板块营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

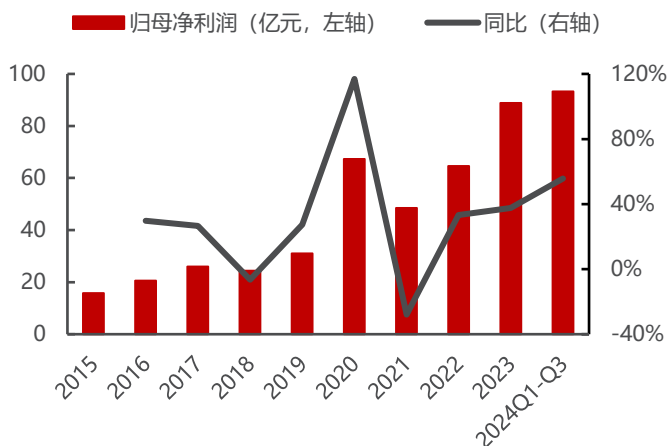
图24：2024Q3 黄金板块营收及增速



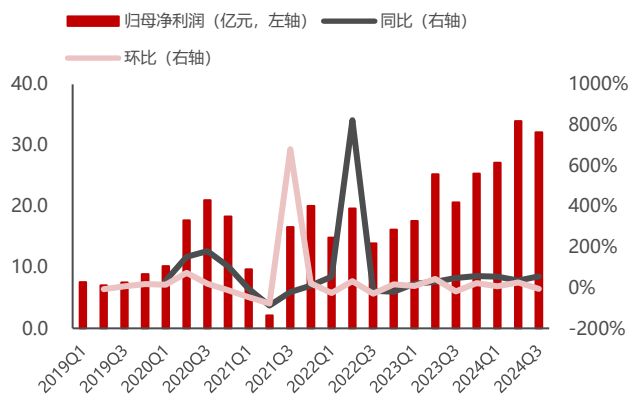
资料来源：wind，民生证券研究院



2024年Q1-Q3黄金行业主要公司实现归属于母公司净利润93.27亿元，同比变动+46.88%，其中2024年Q3单季度黄金行业归母净利润32.14亿元，同比、环比分别变动+55.70%和-5.42%。

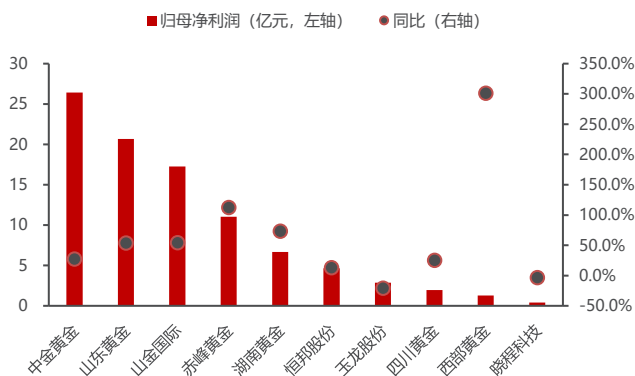
**图25：Q1-Q3 黄金板块归母净利润及增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

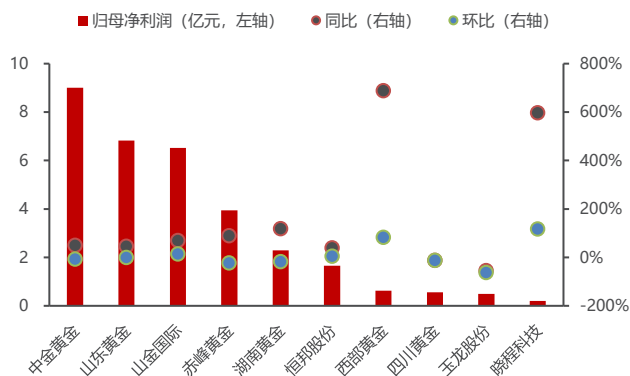
**图26：2024Q3 黄金板块归母净利润及增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

从个股来看，2024年Q1-Q3贵金属板块中实现归属母公司净利润最高的前三家公司分别为中金黄金(26.43亿元)、山东黄金(20.66亿元)和山金国际(17.27亿元)；2023年Q3归母净利润最高的前三家公司分别为中金黄金(9.00亿元)、山东黄金(6.82亿元)和山金国际(6.52亿元)。

**图27：Q1-Q3 黄金板块各公司归母净利润**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图28：2024Q3 黄金板块各公司归母净利润**


资料来源：wind，民生证券研究院

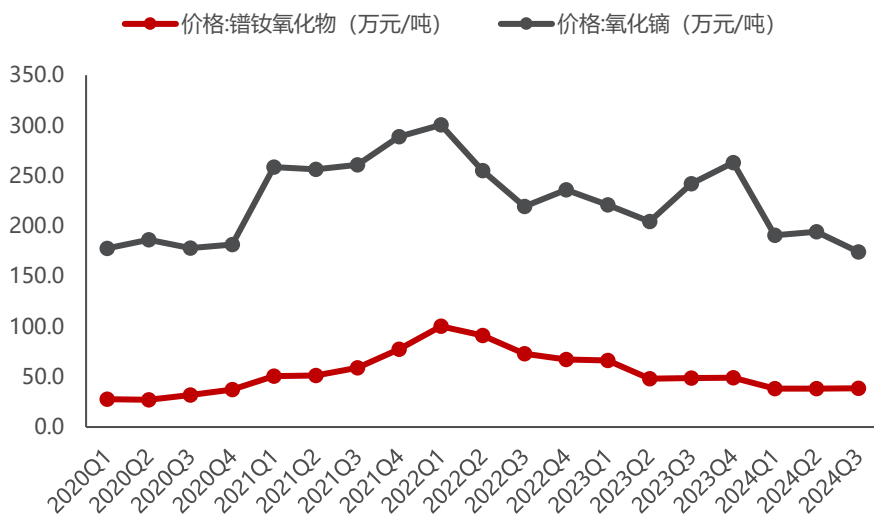
## 2.3 能源金属：锂价继续下跌，板块业绩环比下滑

**供需过剩，锂钴价格继续下跌。**由于供给压力，24Q3 电池级碳酸锂均价同比-66.8%，环比-24.3%，电池级氢氧化锂 Q3 均价同比-68.8%，环比-22.5%；24Q3 金属钴、硫酸钴和四氧化三钴分别同比下降 33.1%、28.0%、25.5%，环比分别下降 14.2%、10.5%、7.6%。

**细分钴锂板块而言：**受钴锂价格下跌影响，锂板块 2024Q1-Q3 归母净利润合计同比-92.6%至 25.56 亿元，24Q3 归母净利润 16.22 亿元，同比-75.8%，环比-18.5%；钴板块 2024Q1-Q3 归母净利润合计同比+52.1%至 55.06 亿元，24Q3 归母净利润 22.28 亿元，同比+84.3%，环比-2.8%。

**稀土板块中，2024Q1-Q3 稀土价格同比下跌。季度来看，2024Q3 尽管稀土均价环比基本持平，但季度走势呈现底部反弹趋势。**年初以来由于供应持续增长，需求不及预期，稀土价格持续回落。但 2024 年国内两批指标供应均低于预期，海外 6 月以来缅甸进口量大幅下降，10 月又传出封关消息，叠加稀土下游需求进入旺季，供需共振下稀土价格 Q3 底部企稳反弹。

图29：2024Q3 国内稀土价格底部反弹



资料来源: wind, 民生证券研究院

表8：各主要稀有金属品种价格涨跌幅

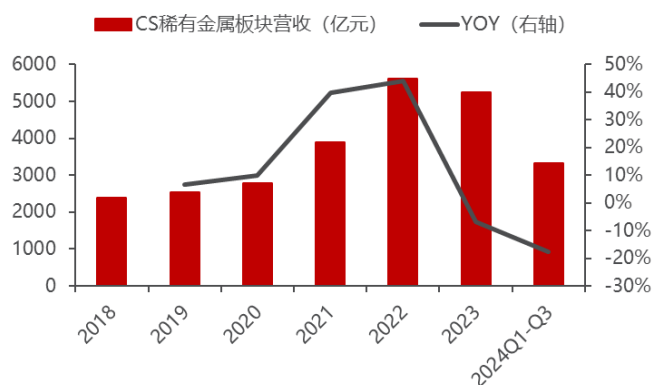
类别	单位	2023Q3	2024Q2	2024Q3	24Q3 同比	24Q3 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国)	美元/磅	7.8	5.5	5.2	-33.1%	-5.6%
金属钴(99.8%中国)	元/公斤	254	198	170	-33.1%	-14.2%
硫酸钴(20%)	元/吨	39744	30702	28636	-28.0%	-10.5%
四氧化三钴(73.5%)	元/公斤	160	129	119	-25.5%	-7.6%

金属锂(99.9%)	元/吨	1781905	877193	789153	-55.7%	-10.0%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	239167	105009	79492	-66.8%	-24.3%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	226071	97044	75941	-68.8%	-22.5%
镍钴锰酸锂前驱体	元/吨	80151	70728	66373	-17.2%	-6.2%
镍钴锰酸锂	元/公斤	194	120	102	-47.2%	-14.9%
碳酸锂(工业级) 99.0%	元/吨	230071	102781	76237	-66.9%	-25.8%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	217071	87525	67805	-68.8%	-22.5%
镁锭(99.9%)	元/吨	22456	18475	17879	-20.4%	-3.2%
铋锭(99.65%)	元/吨	78468	118930	155890	98.7%	31.1%
铋锭(99.99%)	元/吨	57452	69456	94364	64.2%	35.9%
金属铬(99%)	元/吨	64877	64487	63950	-1.4%	-0.8%
氧化锆(99.99%)	元/公斤	6524	6662	10900	67.1%	63.6%
铟锭(99.99%FOB 中国)	美元/公斤	262	341	383	46.4%	12.2%
电解锰(99.7%中国)	元/吨	12933	12846	12587	-2.7%	-2.0%
钨精矿(45%)	元/吨度	4116	3644	3681	-10.6%	1.0%
金属钽(99.95%)	元/公斤	2450	2448	2405	-1.8%	-1.8%
海绵钛(99.7%中国)	元/吨	54738	52225	48102	-12.1%	-7.9%
钨精矿(WO365%中国)	元/吨	119722	144167	135415	13.1%	-6.1%

资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

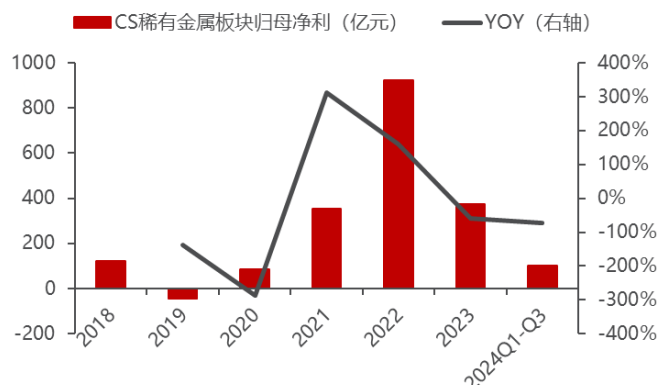
稀有金属板块 2024Q1-Q3 总营业收入同下降 17.5%至 3333.8 亿元, 归母净利润同比下降 71.5%至 102 亿元, 主要由于金属价格大幅下跌。

图30: 2024Q1-3 稀有金属板块营收同比-17.5%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图31: 2024Q1-3 稀有金属板块归母净利润同比-71.5%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 2.3.1 锂板块：Q3 锂价继续下跌，龙头企业亏损收窄

**2024Q3 锂价环比继续下跌。**2024Q3 供给端新增产能陆续释放，下游正极材料厂及电池企业刚需补库，需求端持续弱势，供需压力下锂价同环比均下降。24Q3 金属锂均价同比-55.7%，环比-10.0%；电池级碳酸锂均价同比-66.8%，环比-24.3%；电池级氢氧化锂均价同比-68.8%，环比-22.5%。

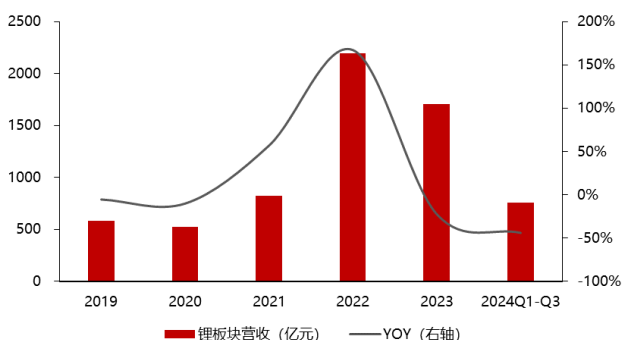
表9：锂金属及锂盐价格涨跌幅

类别	单位	2023Q3	2024Q2	2024Q3	24Q3 同比	24Q3 环比
金属锂(99.9%)	元/吨	1781904.8	877193.0	789152.5	-55.7%	-10.0%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	239167	105009	79492	-66.8%	-24.3%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	226071	97044	75941	-68.8%	-22.5%
碳酸锂(工业级) 99.0%	元/吨	230071	102781	76237	-66.9%	-25.8%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	217071	87525	67805	-68.8%	-22.5%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

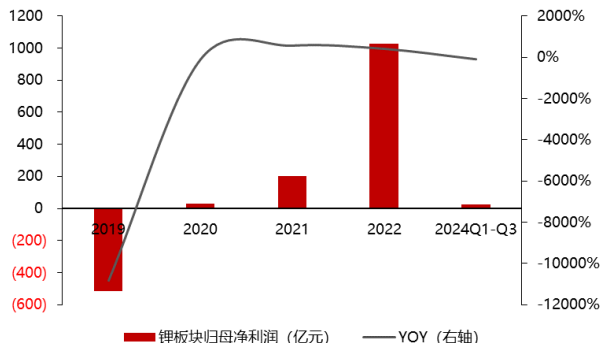
**板块业绩继续下降，龙头企业亏损减小。**锂板块 2024Q1-Q3 营业收入同比-43.7%至 795 亿元，归母净利润合计同比-92.6%至 25.6 亿元，主要由于锂盐价格大幅下跌；单季度看，锂板块 24Q3 营业收入 242 亿元，同比-39.6%，环比-13.4%，归母净利润 16.2 亿元，同比-75.8%，环比-18.5%。**分个股来看**，2024Q1-Q3 天齐锂业归母净利润-57.0 亿元，同比-170.4%，赣锋锂业归母净利-6.4 亿元，同比-110.7%，盐湖股份归母净利 31.4 亿元，同比-43.9%；单季度看，2024Q3 天齐锂业归母净利润-5.0 亿元，环比+62.1%，亏损明显减少，赣锋锂业归母净利 1.2 亿元，环比+137.3%，盐湖股份归母净利 9.3 亿元，环比-27.3%；

图32：24Q1-Q3 锂板块营业收入同比-43.7%



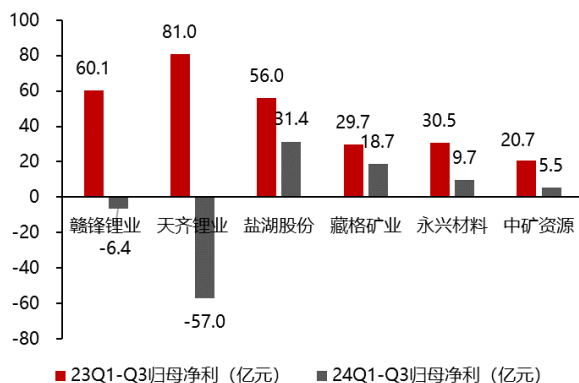
资料来源：ifind，民生证券研究院，由于申万行业分类包含锂公司较少，因此我们选择的锂板块公司包括赣锋锂业、天齐锂业、盐湖股份、藏格矿业、永兴材料、中矿资源、盛新锂能、雅化集团、天华超净、融捷股份、西藏矿业、江特电机、西藏城投、西藏珠峰、川能动力、科达制造，下同

图33：24Q1-Q3 锂板块归母净利润同比-92.6%



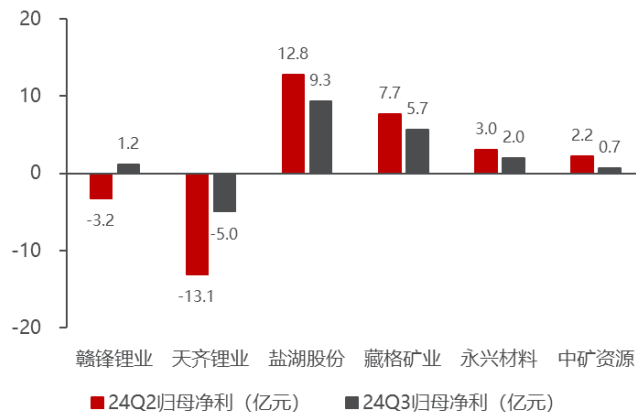
资料来源：ifind，民生证券研究院

图34：24Q1-Q3 锂板块主要公司归母净利润大幅下降



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图35：24Q3 锂板块龙头公司亏损减小



资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 2.3.2 钴板块：钴价继续下跌，铜价下跌影响个股业绩

**2024Q3 钴价环比继续下跌。**供给端洛阳钼业产量大幅增长，需求端尽管消费电子需求有所恢复，但整体需求仍然偏弱，2024Q3 钴价同环比继续下滑，其中金属钴、硫酸钴和四氧化三钴分别同比下降 33.1%、28.0%、25.5%；环比分别下降 14.2%、10.5%、7.6%。

表10：钴金属及钴盐价格涨跌幅

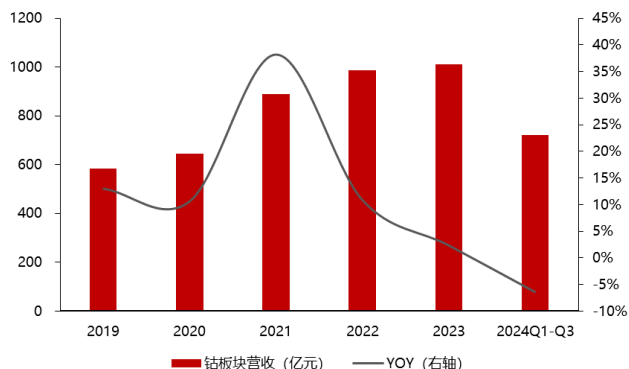
类别	单位	2023Q3	2024Q2	2024Q3	24Q3 同比	24Q3 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国)	美元/磅	7.8	5.5	5.2	-33.1%	-5.6%
金属钴(99.8%中国)	元/公斤	254	198	170	-33.1%	-14.2%
硫酸钴(20%)	元/吨	39744	30702	28636	-28.0%	-10.5%
四氧化三钴(73.5%)	元/公斤	160	129	119	-25.5%	-7.6%

资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

**板块业绩环比基本持平，主要由于非钴业务影响。**钴板块 2024Q1-Q3 营业收入同比-6.4%至 722.2 亿元，归母净利润合计同比+52.1%至 55.1 亿元；24Q3 营业收入 249.9 亿元，同比-2.9%，环比+6.4%，归母净利润 22.3 亿元，同比+84.3%，环比-2.8%。**分个股来看**，2024Q1-Q3 华友钴业归母净利润 30.2 亿元，同比+0.2%，盛屯矿业归母净利润 17.0 亿元，同比+623.4%，腾远钴业归母净利润 6.2 亿元，同比+156.1%，寒锐钴业归母净利润 1.7 亿元，同比+28.1%；**单季度看**，华友钴业归母净利润 13.5 亿元，环比 17.5%，盛屯矿业归母净利润 5.8 亿元，环比-29.7%，腾远钴业归母净利润 1.9 亿元，环比-32.5%，主要由于铜价 Q3 环比下跌，寒锐钴业归

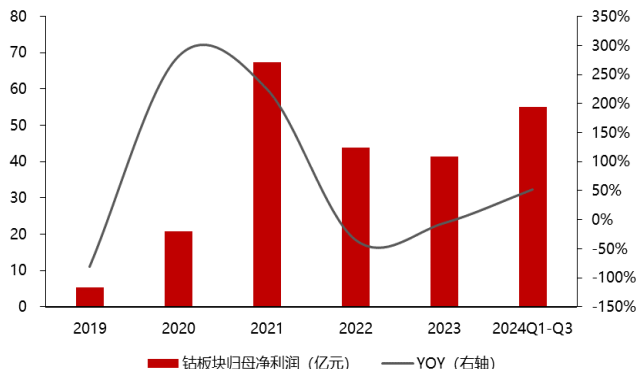
母净利 1.0 亿元，环比+226.0%。

图36: 24Q1-Q3 钴板块营业收入同比-6.4%



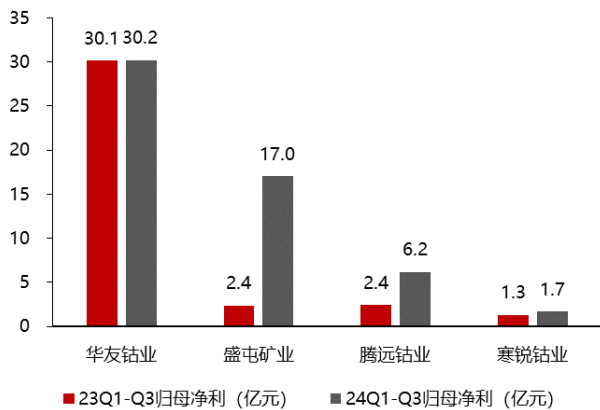
资料来源: ifind, 民生证券研究院, 注: 我们选择的钴板块标的包括华友钴业、盛屯钴业、腾远钴业、寒锐钴业, 下同

图37: 24Q1-Q3 钴板块归母净利润同比+52.1%



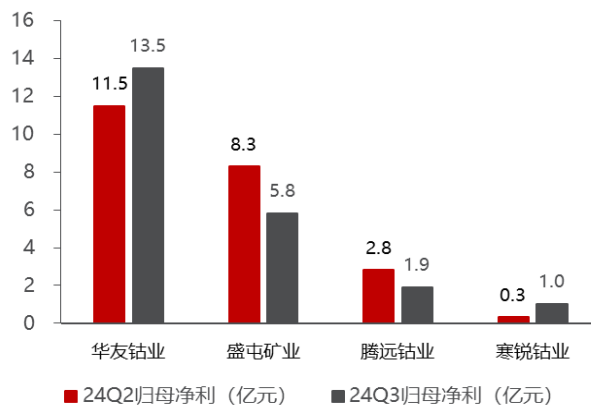
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图38: 24Q1-Q3 钴板块主要公司归母净利润同比上升



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图39: 24Q3 钴板块主要公司归母净利润



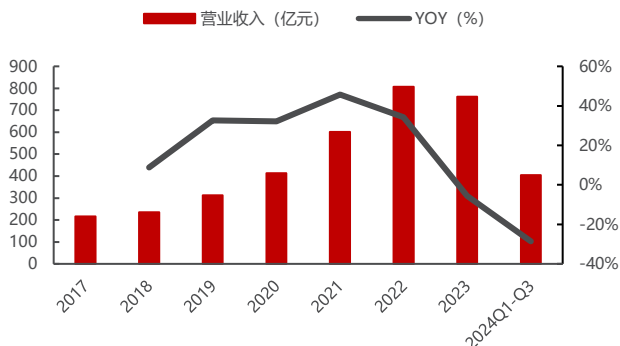
资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 2.3.3 稀土板块: 稀土价格逐渐回稳, 板块业绩边际改善

尽管稀土价格 Q3 有所反弹, 但由于均价仍较低, 稀土板块公司 2024Q1-Q3 业绩整体欠佳。由于需求较弱, 叠加供给较多, 供需偏过剩情况下, 2024 年稀土价格延续 2023 年价格下降走势, 稀土板块营业收入 2024Q1-Q3 同比下降 28.6% 至 404.93 亿元, 稀土板块归母净利润 2024Q1-Q3 同比下降 98.9% 至 0.20 亿元, 行业头部公司亏损, 底部信号明显。

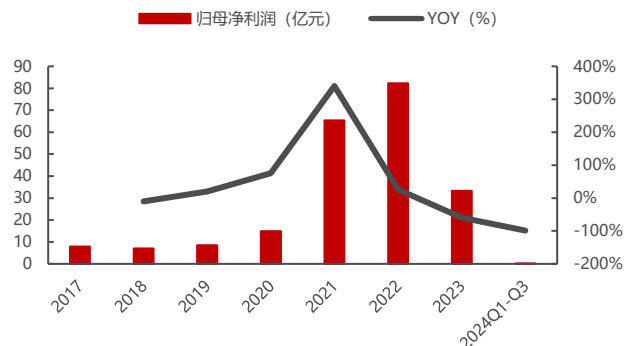


图40: 2017-2024 Q1-Q3 稀土板块营业收入 (亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

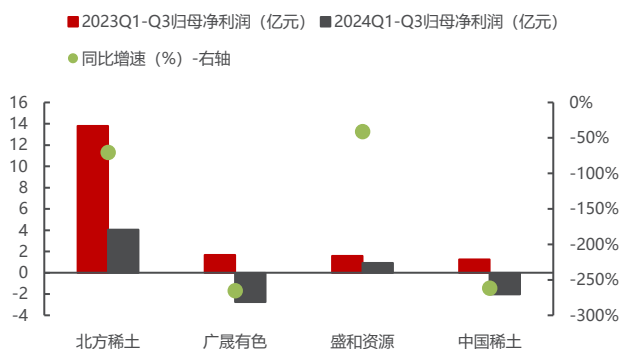
图41: 2017-2024Q1-Q3 稀土板块归母净利润(亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

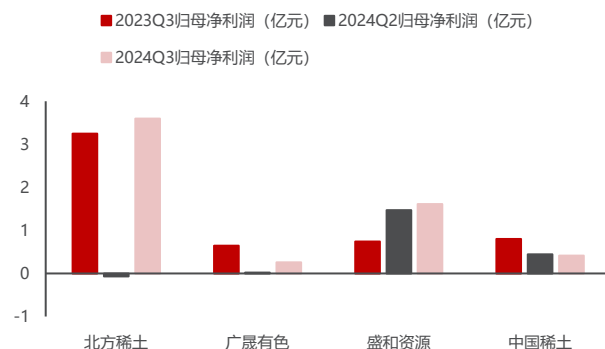
从个股来看, 2024Q1-Q3 稀土板块公司实现归属于母公司净利润由高到低依次为北方稀土 (4.05 亿元, 同比-71%)、盛和资源 (0.93 亿元, 同比-41%)、中国稀土 (-2.03 亿元, 同比-262%)、广晟有色 (-2.76 亿元, 同比-266%); 2024Q3, 稀土板块公司实现归母净利润由高到低依次为北方稀土 (3.60 亿元, 环比扭亏为盈)、盛和资源 (1.61 亿元, 环比+10%)、中国稀土 (0.41 亿元, 环比-7%)、广晟有色 (0.26 亿元, 环比增长 1000%)。

图42: 2024Q1-Q3 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图43: 2024Q3 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)

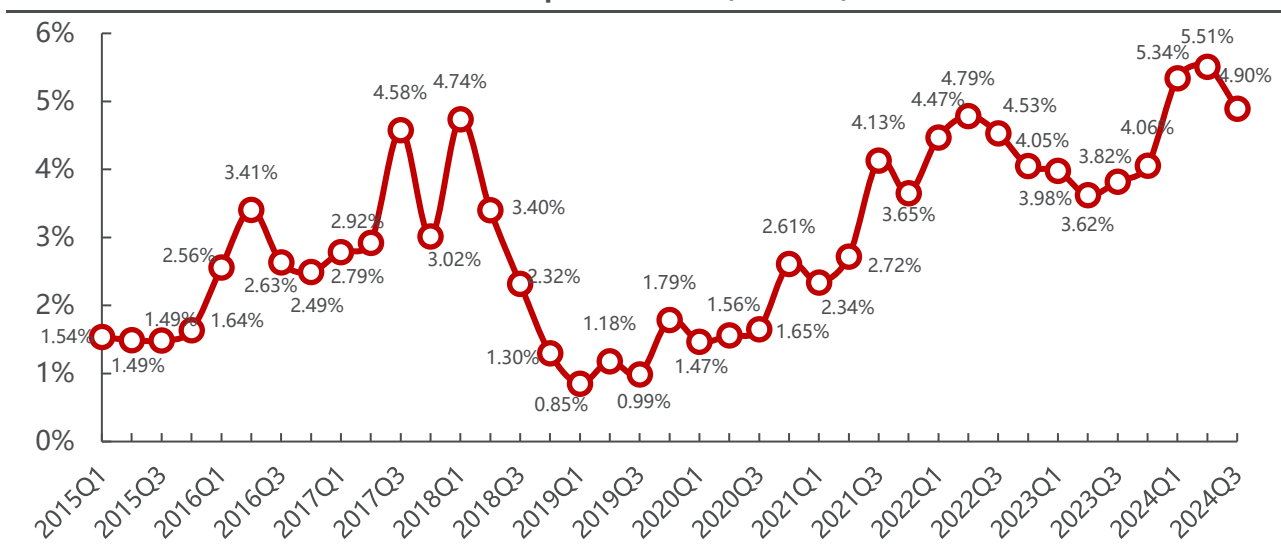


资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 3 基金持仓结构：板块基金持仓比例环比小幅下降

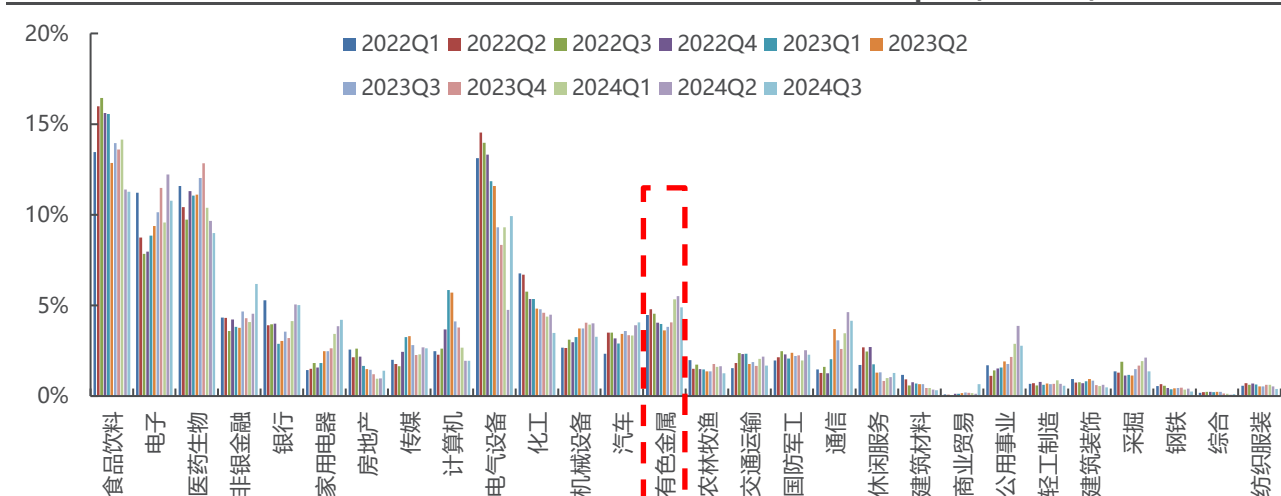
从机构持仓市值角度来看：SW 有色 2024 年 Q3 基金持仓比例环比下降 0.61pct 至 4.90%。工业金属方面，2024Q3 降息落地，供给曲线依旧陡峭，需求端国内需求受政策刺激预期较强，工业金属价格整体高位震荡。能源金属方面，稀土磁材、锂、钴、镍等新能源产业链相关金属价格受需求增速下滑，供给增长较多影响价格环比下降。贵金属方面，美国降息落地，叠加地缘冲突不断带来的黄金避险需求提升，金价持续上行。24Q3 贵金属板块表现较好，铝板块和能源金属板块部分个股增持仓位也较大。

图44：有色基金持仓市值比例环比下降 0.61pct 至 4.90% (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

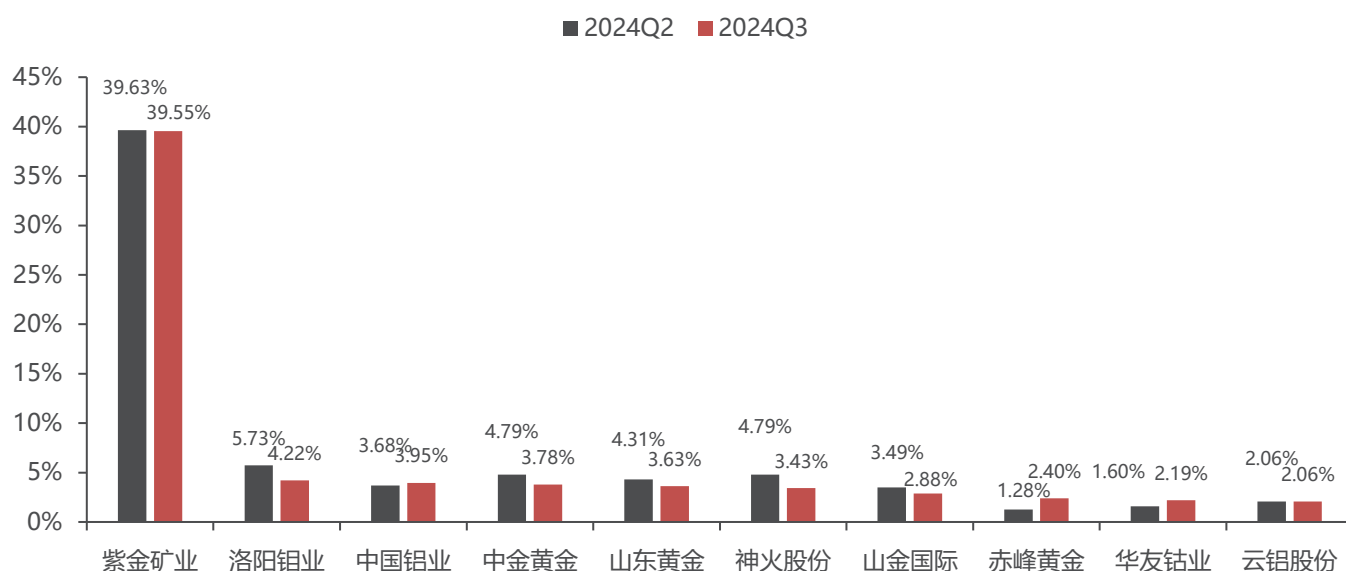
图45：2024Q3 有色行业公募持仓比例为 4.90%，环比 2024Q2 下降 0.61pct (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

细分个股而言：前 10 家企业的公募基金持仓占比从 2024Q2 的 72.16% 下降至 2024Q3 的 68.09%，紫金矿业持仓占比从 39.63% 下降至 39.55%，居行业第一。2024Q3 公募基金持仓前 10 家公司合计 1052.20 亿元，占全部有色板块的持仓从 2024Q2 的 72.16% 下降至 2024Q3 的 68.09%，分别为 A 股紫金矿业 611.25 亿元 (39.55%)、洛阳钼业 65.27 亿元 (4.22%)、中国铝业 61.09 亿元 (3.95%)、中金黄金 58.44 亿元 (3.78%)、山东黄金 56.07 亿元 (3.63%)、神火股份 52.95 亿元 (3.43%)、山金国际 44.43 亿元 (2.88%)、赤峰黄金 37.02 亿元 (2.40%)、华友钴业 33.83 元 (2.19%)、云铝股份 31.85 亿元 (2.06%)。其中紫金矿业的基金持仓占比从 2024Q2 的 39.63% 下降至 2024Q3 的 39.55%，居行业第一。

图46：2024Q3 公募基金大量配置紫金矿业，占比为 39.55%



资料来源：wind，民生证券研究院

表11：有色板块 2024Q3 基金持股市值前 10 大公司

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	2024Q3 基金有色板块持仓占比
601899.SH	紫金矿业	1,041	117	336,961	20,702	16.39%	6,112,481	39.55%
603993.SH	洛阳钼业	268	74	75,018	-21,279	4.25%	652,659	4.22%
601600.SH	中国铝业	232	62	68,637	962	5.23%	610,871	3.95%
600489.SH	中金黄金	161	45	38,449	-6,855	7.93%	584,428	3.78%
600547.SH	山东黄金	170	55	19,145	-3,297	5.30%	560,746	3.63%
000933.SZ	神火股份	138	52	26,369	-6,780	11.76%	529,497	3.43%
000975.SZ	山金国际	169	55	23,877	-6,132	9.60%	444,342	2.88%
600988.SH	赤峰黄金	125	43	18,352	7,418	9.60%	370,150	2.40%
603799.SH	华友钴业	88	32	11,464	1,355	11.03%	338,315	2.19%
000807.SZ	云铝股份	75	34	21,538	155	621.07%	318,548	2.06%

资料来源：wind，民生证券研究院

从个股增持方面来看：黄金板块、铝板块和能源金属板块部分个股增持仓位较大。2024 Q3 公募基金增持有色板块的前 5 大股票分别为紫金矿业（A 股）被增仓 20702 万股（市值占比 39.63%→39.55%）、赤峰黄金被增仓 7418 万股（市值占比 1.28%→2.40%）、华友钴业被增仓 1355 万股（市值占比 1.60%→2.19%）、明泰铝业被增仓 6029 万股（市值占比 0.20%→0.82%）、中国铝业被增仓 962 万股（市值占比 3.68%→3.95%）。紫金矿业（A 股）Q3 的基金持仓市值占比从 39.63% 下降至 39.55%，Q3 获得基金 20702 万股的增仓，位居行业增仓第一。

**表12：2024Q3 基金增仓市值 top10**

代码	名称	2024Q2 基金持仓占比	2024Q3 基金持仓占比	2024Q2 基金持股总市值(万元)	2024Q3 基金持股总市值(万元)	2024Q3 基金增减仓 (万元)
601899.SH	紫金矿业	39.63%	39.55%	5551238.77	6112480.94	561242.17
600988.SH	赤峰黄金	1.28%	2.40%	178653.49	370149.88	191496.39
603799.SH	华友钴业	1.60%	2.19%	223713.75	338314.85	114601.11
601677.SH	明泰铝业	0.20%	0.82%	27473.40	126258.94	98785.54
601600.SH	中国铝业	3.68%	3.95%	514851.19	610871.36	96020.17
2899.HK	紫金矿业	1.01%	1.41%	141280.71	217141.81	75861.10
002738.SZ	中矿资源	0.90%	1.25%	125653.76	192706.16	67052.40
603876.SH	鼎胜新材	0.42%	0.64%	59263.38	98798.34	39534.96
002756.SZ	永兴材料	0.68%	0.86%	94885.68	132576.72	37691.04
000807.SZ	云铝股份	2.06%	2.06%	288534.01	318547.85	30013.84

资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股减持方面来看：部分黄金板块和铜板块个股为 Q3 主要减仓对象。Q3 公募基金减持有色板块的前 5 大股票分别为：洛阳钼业被减仓 21279 万股（市值占比 5.73%→4.22%）、神火股份被减仓 6780 万股（市值占比 4.79%→3.43%）、中金黄金被减仓 6855 万股（市值占比 4.79%→3.78%）、湖南黄金被减仓 3370 万股（市值占比 1.93%→1.32%）、铂科新材被减仓 1241 万股（市值占比 0.99%→0.57%）。

**表13：2024Q3 基金减仓市值 top10**

代码	名称	2024Q2 基金持仓占比	2024Q3 基金持仓占比	2024Q2 基金持股总市值(万元)	2024Q3 基金持股总市值(万元)	2024Q3 基金增减仓 (万元)
603993.SH	洛阳钼业	5.73%	4.22%	803077.07	652659.09	-150417.98
000933.SZ	神火股份	4.79%	3.43%	670464.03	529496.96	-140967.07
600489.SH	中金黄金	4.79%	3.78%	670459.01	584427.79	-86031.22
002155.SZ	湖南黄金	1.93%	1.32%	269671.36	204643.21	-65028.15
300811.SZ	铂科新材	0.99%	0.57%	138280.39	87763.27	-50517.12
000975.SZ	山金国际	3.49%	2.88%	488403.21	444342.05	-44061.15
600547.SH	山东黄金	4.31%	3.63%	603828.65	560746.16	-43082.49
000630.SZ	铜陵有色	1.31%	0.96%	183761.97	147823.38	-35938.59
603979.SH	金诚信	1.33%	1.00%	186656.67	155284.73	-31371.93
002149.SZ	西部材料	0.38%	0.20%	52672.54	30373.65	-22298.89

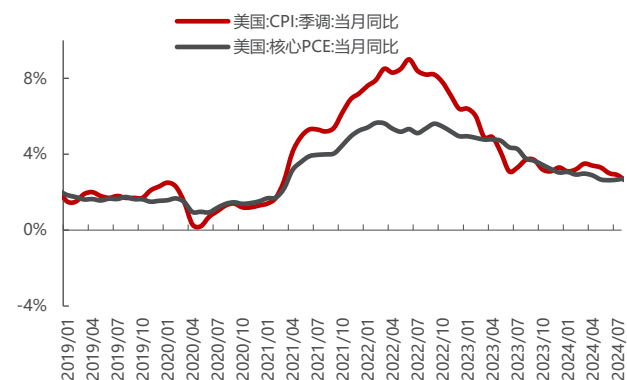
资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4 2024Q4 展望：迎来国内外政策的共振

### 4.1 工业金属：期待国内外政策共振+海外供应链重构，金属价格中枢抬升

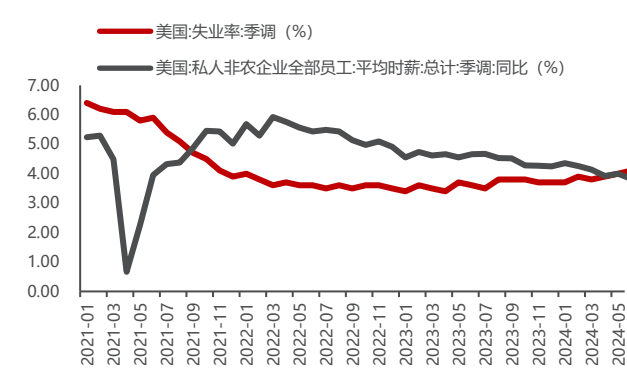
9 月如期降息，去年仍有 2 次降息预期，金融属性边际利好仍在。美联储的降息政策可以对市场情绪和资金流动产生影响，其背后的原因简单来讲可以理解为市场预期美联储的宽松货币政策，导致美元贬值，美元指数回落，以美元计价的大宗商品价格上涨。由于此前通胀持续下滑以及失业率底部抬升，9 月如期降息，且降息幅度达到 50BP，最新 10 月非农数据大幅不及预期，提高 11 月降息 25BP 概率，市场预计全年仍有 2 次降息，金融属性边际利好仍在。

图47：美国通胀持续回落



资料来源：wind，民生证券研究院

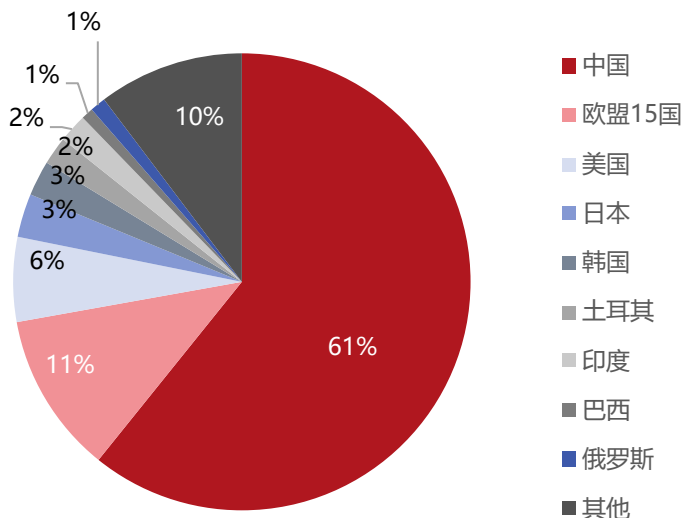
图48：美国失业率底部震荡



资料来源：wind，民生证券研究院

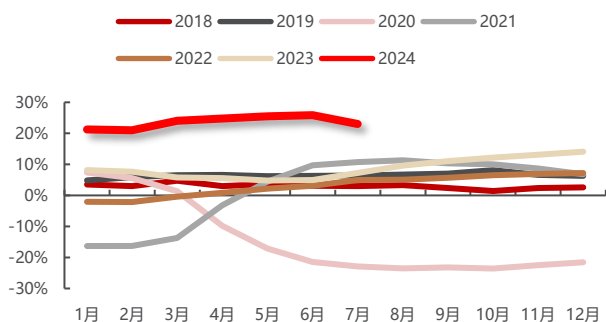
**需求端重视海外供应链重构带来的需求增长。**由于国际局势紧张，出于供应链安全考虑，部分终端设备生产商开始在除中国之外的地区寻求新的供应链公司，部分国内产能跟随下游客户转移至海外，海外国家在承接国内产能转移的过程中，相应的基建也需要进行同步建设，因此会大幅拉动铜铝等工业金属需求，且这种海外供应链重构对大宗商品需求的拉动是持续存在的。欧洲部分国家（如土耳其，2023 年精炼铜需求同比增长 4.6%）、北美（如墨西哥、加拿大）和印度（2023 年精炼铜需求同比增长 14.1%）都在重构供应链，供应链重构对商品需求的拉动将成为未来 3-5 年的主角。

图49：除了中美欧外，其他国家需求铜占比达到 22%（2023 年）



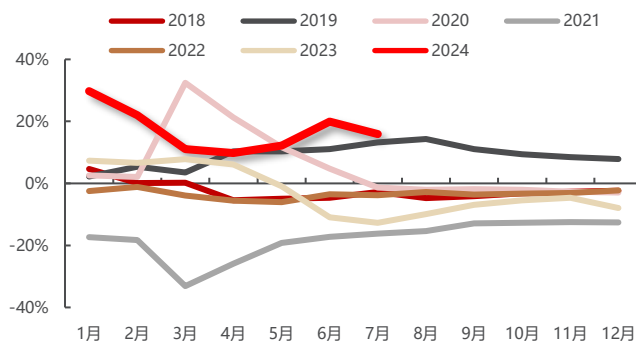
资料来源：wind, ICSG, 民生证券研究院

图50：2024M1-7 印度精炼铜需求增速达到 23.01%



资料来源：wind, ICSG, 民生证券研究院

图51：2024M1-7 其他地区精炼铜需求增速达到 15.87%



资料来源：wind, ICSG, 民生证券研究院

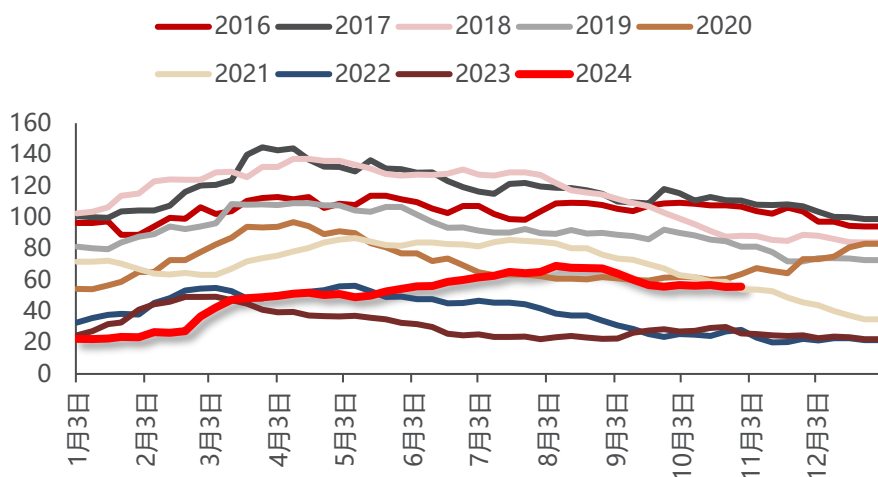
注：其他地区指除了巴西、中国、印度、日本、韩国、俄罗斯、土耳其、美国、欧盟 15 国外的其他地区

**对铜而言：就 2024Q4 来看，矿端维持紧张格局，冶炼厂减产在即，而需求端传统领域需求韧性十足，新兴领域需求占比超过 10%，新能源车和风电光伏的新兴领域需求快速拉动铜整体需求上行，海外供应链重构拉动铜出海需求，供需平衡下铜价中枢有望持续上行。**

从库存来看，从全球显性库存来看，交易所及保税区库存年初以来持续垒库，引发市场对铜需求的担忧，但从 8 月初开始，库存拐点出现，后续旺季持续去库，整体库存表征的供需格局有所好转。截至 2024 年 11 月 1 日，三大期货交易所+上海保税区铜库存合计为 55.65 万吨，高于 2022-2023 年同期，与 2021 年同期近似。



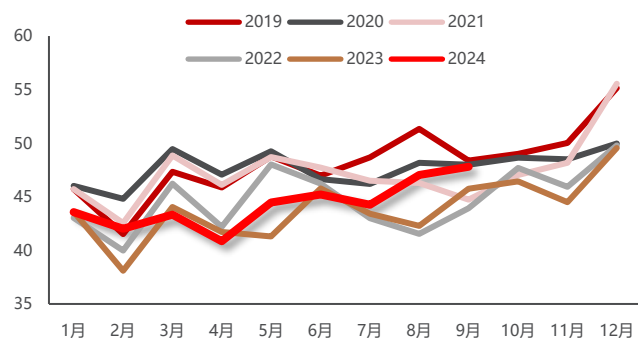
图52: 2024年11月1日, 三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为55.65万吨 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

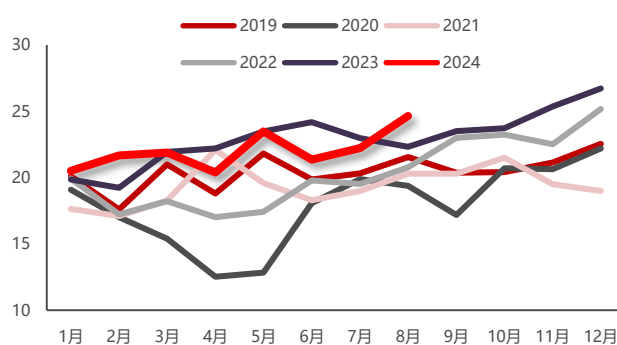
供给较为紧张: 全球头部铜矿生产国家面临老矿山品位下滑、缺水、罢工、社区问题等困扰, 近几年产量持续受到干扰。2024M1-9 智利的矿产铜产量为 398.6 万吨, 同比上涨 3.26%。第二大铜矿生产国秘鲁 2024M1-9 铜产量为 176.2 万吨, 同比持平。2024M1-9 中国矿产铜产量为 127.01 万吨, 同比下降 0.91%。根据 ICSG 最新统计数据, 2024M1-8 全球矿山铜产量为 1488.8 万吨, 同比增长 2.51%。

图53: 2024M1-9, 智利矿产铜产量同比上涨 3.26% (单位: 万吨)



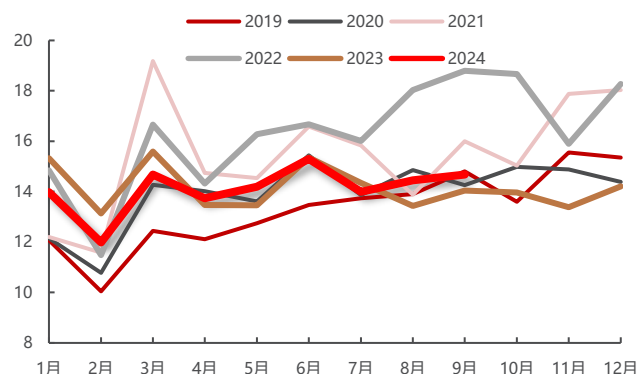
资料来源: 智利国家统计局, 民生证券研究院

图54: 2024M1-8, 秘鲁矿产铜产量同比持平 (单位: 万吨)



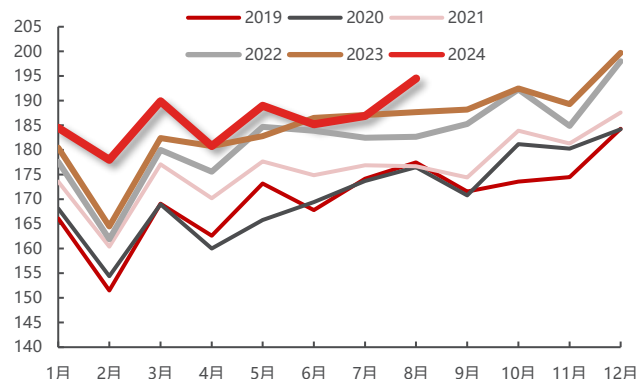
资料来源: 秘鲁能源和矿业部, 民生证券研究院

图55：2024M1-9，中国矿产铜产量同比减少 0.91%  
(单位：万吨)



资料来源：中国统计局，民生证券研究院

图56：2024M1-8，全球矿产铜产量同比增长 2.51%  
(单位：万吨)

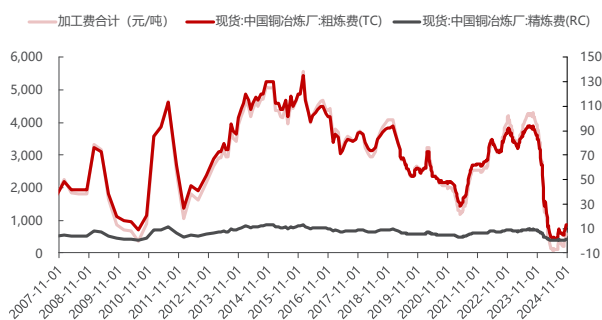


资料来源：ICSG，民生证券研究院

**2024 年年初以来，国内铜冶炼厂现货冶炼加工费下跌至底部，减产势在必行。**

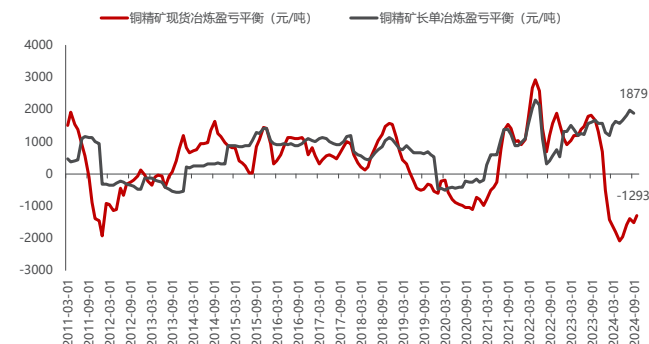
截至 2024 年 10 月 31 日，SMM 进口铜精矿指数（周）报 11.09 美元/吨，环比前一周上涨 0.23 美元/吨。由于 2023 年 10 月长单价格签订时铜矿山减产还没有落地，因此 2024 年长单价格维持 80 美元/吨高位，随着硫酸等副产品价格上行，冶炼企业的长单铜精矿盈利维持在高位，但铜精矿现货保持紧张的格局，因此现货盈利维持亏损状态，后续随着新的长单谈判渐行渐近，长单冶炼加工费或将承担较大压力，减产势在必行。

图57：现货冶炼加工费维持低位



资料来源：wind，民生证券研究院

图58：长单冶炼盈利维持高位，现货冶炼盈利处于历史低位



资料来源：SMM，民生证券研究院

**下游需求受新兴领域需求拉动：**传统领域需求韧性十足，新兴领域如新能源汽车和风电光伏等带来的需求占比已经超过 10%，后续新兴领域需求的持续增长将拉动铜整体需求上行。

**电解铝板块：Q3 国内需求仍有韧性，海外需求延续向好，供应端电解铝产量高位，库存季节性持续去库，氧化铝价格强势，侵蚀部分电解铝利润，但由于电解铝自身基本面较强，随着后期氧化铝逐步进入相对过剩局面让利电解铝，电解铝利润弹性会更大。**

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

**表14：2024-2025 年产能电解铝产能变化（单位：万吨）**

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

资料来源：阿拉丁，民生证券研究院

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

**表15：印尼在产及规划产能概况（单位：万吨）**

公司	运行产能	规划总产能	项目位置	股权情况	电力来源	氧化铝	阳极	投产进度
印尼 Inalum	30	60	北苏门答腊省	Inalum 100%	水电	外购	自备	2023 年产能 30 万吨，2024 年规划增加 10 万吨产能，2025 年计划启动升级改造至 60 万吨产能
华青铝业	25	200	苏拉威西省	华峰集团和青山集团合资	自备火电	外购	自备	2023 年投产 25 万吨，2024 年预计投产 25 万吨，剩余产能规划 2025 年以后投产
PT KAI (Adaro&力勤项目)	0	150	北加里曼丹省	Adaro 65%; Aumay (力勤) 22.5%; CITA 12.5%	自备火电+水电	外购	外购	目前正在建设第一期（年产 50 万吨）电解铝项目，计划 2025 年第一季度投产。第二期（年产 50 万吨），计划 2026 年第四季度投产；第三期（年产 50 万吨）项目，计划在 2029 年第四季度投产
PT BEA (南山铝业项目)	0	100	廖内群岛省	南山铝业 100%	自备火电	自供	自备	一期 25 万吨预计 2026 年投产
华友钴业	0	200	-	-	-	-	-	规划阶段
山东魏桥	0	100	-	-	-	-	-	规划阶段

资料来源：南山集团官网，Inalum 公告，铝途有你公众号，民生证券研究院

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

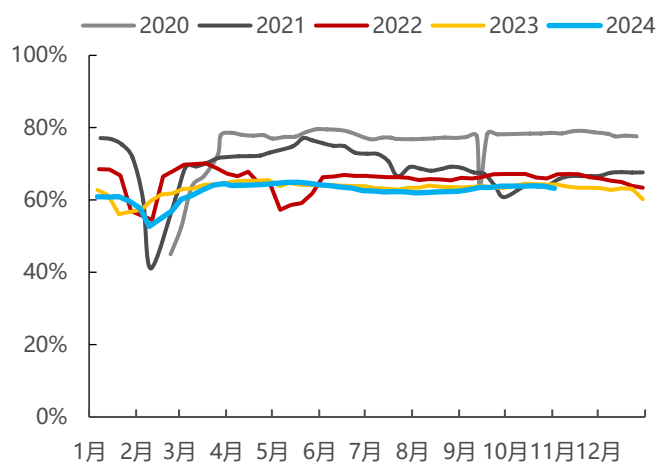
**表16：印尼电解铝产能投放进程（单位：万吨）**

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

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

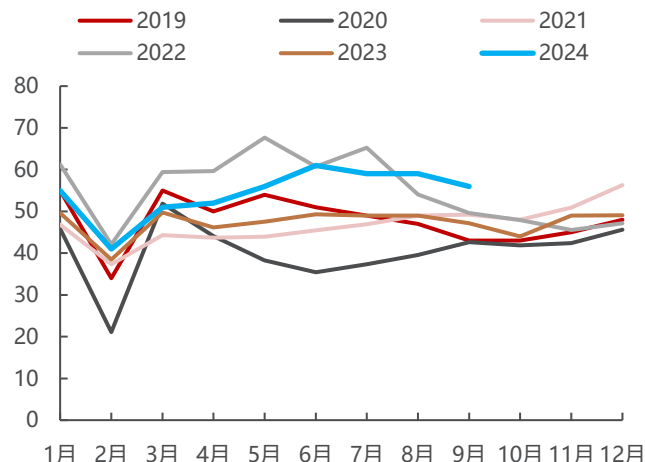
**需求端：新兴领域成为新的增长引擎，传统领域韧性仍在。**电解铝下游以建筑、交通、电力为主。光伏受电价高企、硅料下跌等因素影响，国内装机上升，配套的电线电缆需求也比较旺盛，此外新能源汽车产销维持高增长，汽车轻量化对铝消费带动明显。由于下游加工产能持续扩张，以及行业订单向大企业转移，导致铝加工企业开工率同比有所下降。出口方面，电解铝出口在经历 2022 年下半年大幅下滑之后，至 2024Q1 长期保持在 40-50 万吨水平，出口最大冲击已经度过，三季度海外需求延续，出口持续向好。我们测算了不同地产竣工及新兴领域消费增速情形下，国内铝消费的弹性变化。假定 2024 年新兴增长领域（新能源汽车+光伏）增速 15%，即使国内地产竣工下滑 6%，新兴增长领域仍能够弥补地产竣工下滑对铝消费的拖累。国内铝持续去库侧面验证新兴领域及出口相关需求支撑铝消费。

图59：铝行业平均开工率(单位：%)



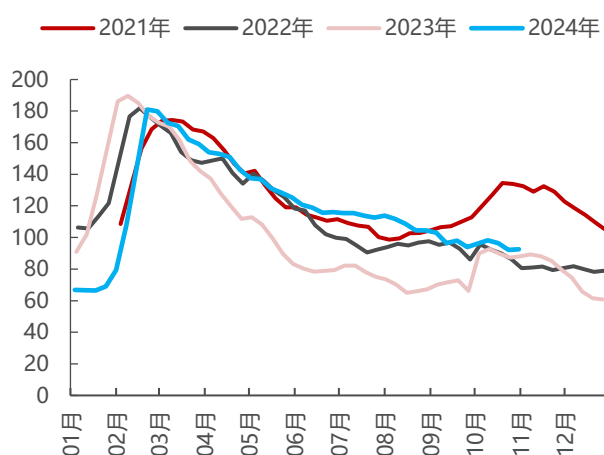
资料来源：SMM，民生证券研究院

图60：未锻轧铝及铝材出口(单位：万吨)



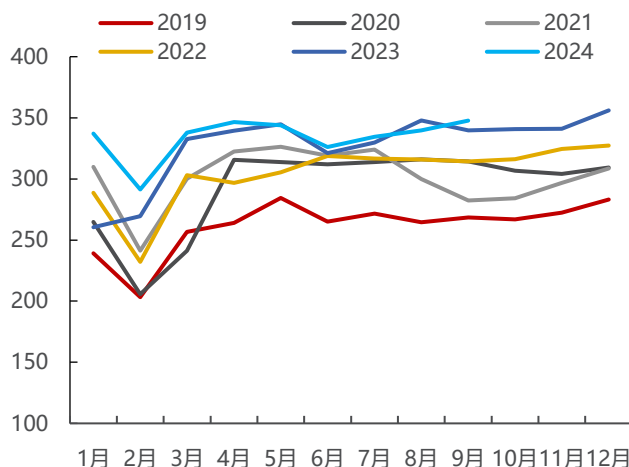
资料来源：wind，民生证券研究院测算

图61：国内铝锭+铝棒库存变化 (单位：万吨)



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图62：国内电解铝月度消费量 (万吨)



资料来源：wind，民生证券研究院测算

消费量=产量-净出口-库存净增加

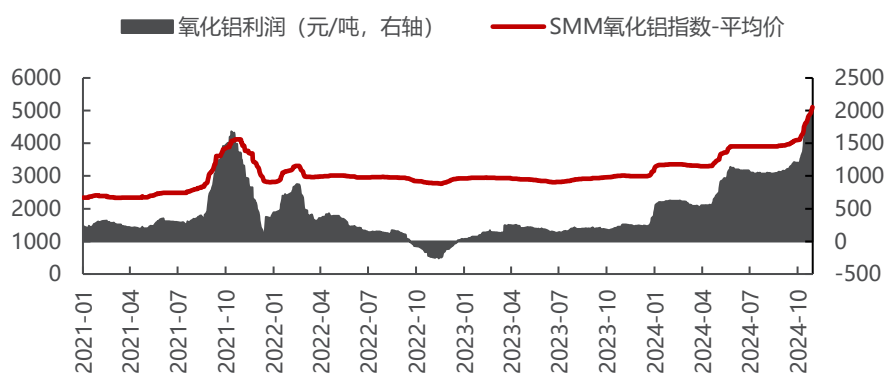
表17：不同新兴领域&地产竣工增速情形下，铝消费影响测算（单位：万吨）

新兴领域增速 (%)	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%
房地产行业竣工增速 (%)								
0%	0	23	45	68	91	113	136	181
-4%	-37	-15	8	31	53	76	99	144
-6%	-56	-33	-10	12	35	58	80	126
-8%	-74	-52	-29	-6	16	39	62	107
-12%	-112	-89	-66	-44	-21	2	24	70
-16%	-149	-126	-103	-81	-58	-35	-13	33
-20%	-186	-163	-141	-118	-95	-73	-50	-5

资料来源：Wind, SMM, 民生证券研究院

**行业盈利：**动力煤、预焙阳极价格下降，但氧化铝价格强势，侵蚀部分电解铝利润。氧化铝方面，受制于国内外矿石供应扰动等问题，氧化铝产量提升有限，四季度来看，几内亚铝土矿受雨季影响四季度到港量，氧化铝企业开工率将会受到一定影响，叠加环保季部分区域环保限产，我们认为氧化铝供需偏紧的局面难改变。但拉长周期来看，随着国内外新产能投产与矿石供应扰动缓解，氧化铝产量将逐步释放，叠加需求端电解铝产能天花板迫近，氧化铝需求增长空间有限，氧化铝将逐步走入相对过剩局面。电解铝方面，成本端将继续让利，叠加自身基本面不错，电解铝盈利有望持续改善。铝价和成本让利带来的业绩弹性较大，板块投资性价比突出。

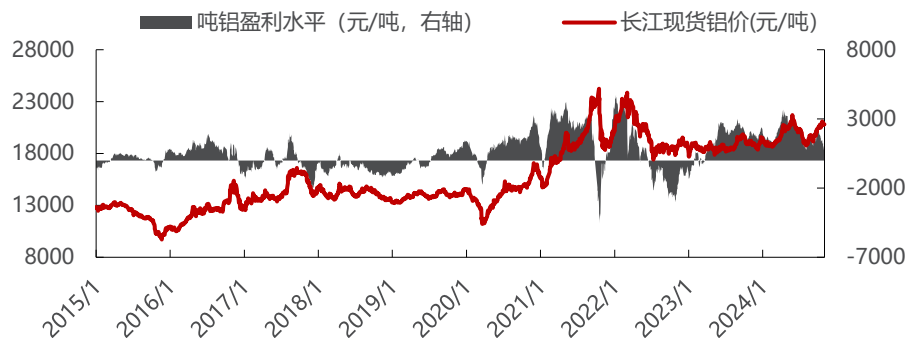
图63：氧化铝价格及利润走势（单位：元/吨）



资料来源：wind, 民生证券研究院



图64：电解铝价格及利润走势（单位：元/吨）

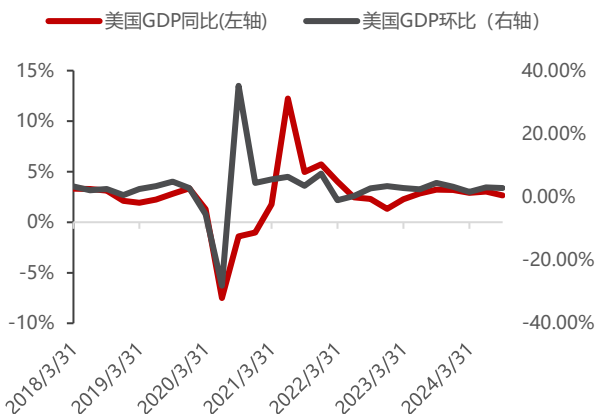


资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.2 贵金属：降息周期开启，持续看好金价

**Q3 美国 PMI 有所回暖，但经济增速环比下滑。**从美国经济数据来看，美国9月ISM非制造业指数录得54.9，超出预期的51.7和前值的51.5，创2023年2月以来最高水平，制造业PMI也出现回升，考虑到非制造业在美国经济中占有主导地位，反映出消费者需求和整体经济韧性较强。经济增速方面，三季度GDP增速数据同比为2.66%，环比折年率为2.80%，对比二季度增速分别下降0.38和0.20pct。

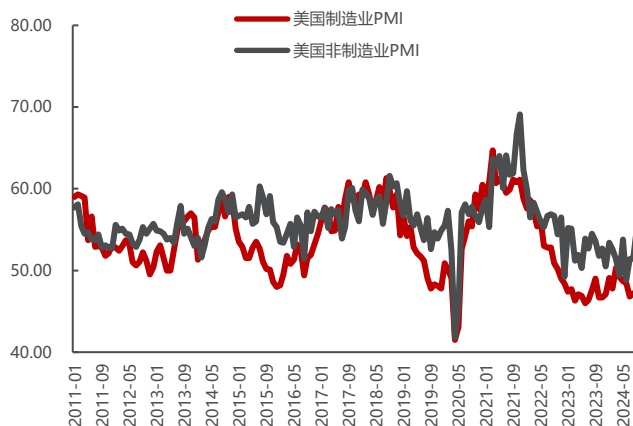
图65：美国GDP增速（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：截至2024年9月

图66：美国PMI指数情况（单位：%）



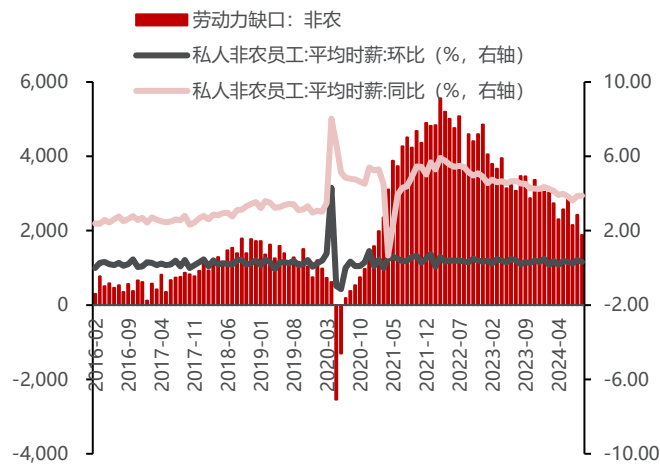
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：截至2024年9月

**就业缺口收窄，通胀压力下行，但10月非农引发进一步担忧。**就业数据方面，非农时薪增速同比和环比数据分别从上季度末的3.83%、0.32%变化至9月末3.88%、0.31%，劳动力缺口从284万人收窄至199万人。CPI方面，随着降息周期开启，2024年9月美国CPI回落至2.4%，核心CPI录得3.3%。但根据最新数据，美国10月份新增非农就业人数仅1.2万人，大幅低于预期，创12月以来

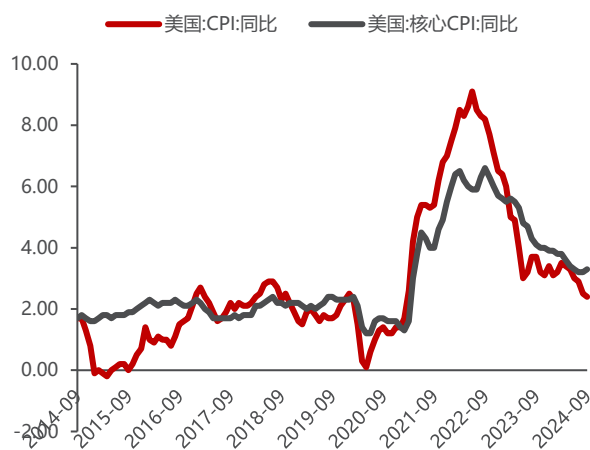
最低增幅，就业市场担忧持续，市场预期 11 月份降息 25 基点可能性高于 90%。

图67：美国非农就业员工时薪增速



资料来源：Wind，民生证券研究院  
注：截至 2024 年 9 月

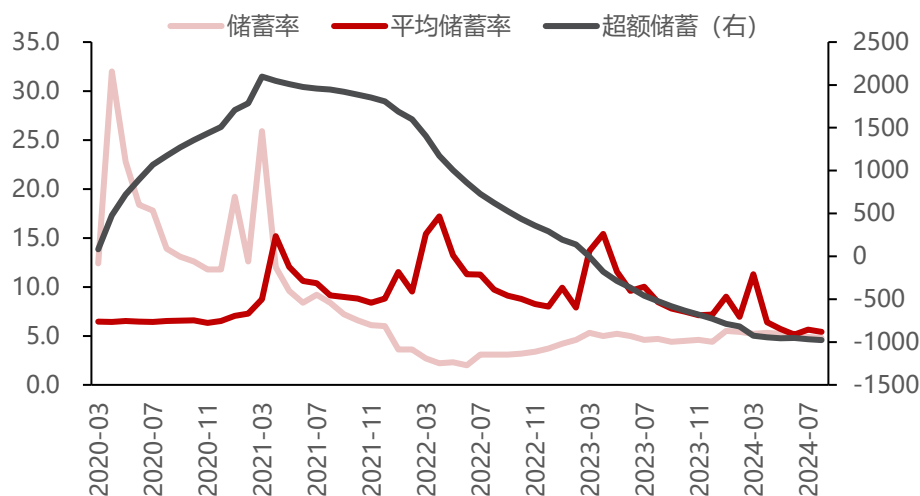
图68：美国 CPI 有所回落 (单位：%)



资料来源：Wind，民生证券研究院  
注：截至 2024 年 10 月

**居民超额储蓄下滑，削弱美国经济韧性。**疫情后美国财政部对居民进行了大额的财政补贴，消费者积累了大量的超额储蓄，随着财政补贴的退坡和经济增速的不断下行，美国居民储蓄率在 2021H2 开始下滑，超额储蓄规模开始下降，截至 2024 年 9 月，美国居民超额储蓄剩余规模由 2021 年 3 月高位的 2.1 万亿美元下降至 2024 年 9 月的-0.98 万亿美元。考虑到美国居民消费对国民经济拉动具有重要作用，随着超额储蓄不断消耗，消费对美国经济的带动作用或将逐步削弱。

图69：居民超额储蓄不断下滑 (单位：左轴-%，右轴-十亿美元)



资料来源：wind，民生证券研究院

**复盘历史同期，金价呈现偏强震荡。**考虑到当前美国经济具备韧性，但经济下行压力边际增长，参考美林时钟周期，美国经济大概率逐步走向衰退，美国利率政策进入加息停止到降息前的过渡时期。复盘历史，自1984年以来美联储末次加息至首次降息以来，金价涨跌幅区间在-4.97%~+20.13%；首次降息至末次降息金价平均涨跌幅为11.61%，过渡期金价下方下跌空间有限，考虑目前美国经济数据疲软11月降息预期强烈，预计本轮过渡期内金价走势震荡偏强。

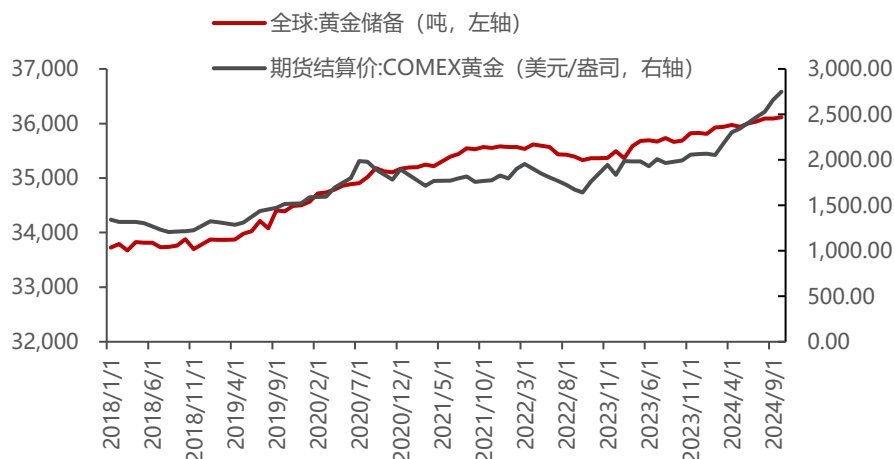
**表18：美联储加息结束至降息期间金价涨跌幅**

末次加息①	首次降息②	末次降息③	降息次数	降息持续月数	降息幅度(%)	①-②金价表现	①-③金价表现	②-③金价表现
1984-08	1984-10	1986-08	13	23	5.87	-2.53%	8.06%	10.86%
1989-02	1989-06	1992-09	21	40	6.75	-4.97%	-11.16%	-6.51%
1995-02	1995-07	1998-11	6	42	1.25	2.55%	-21.86%	-23.80%
2000-05	2001-01	2003-06	13	31	5.50	-3.76%	29.28%	34.33%
2006-06	2007-09	2008-12	10	16	5.00	20.13%	38.22%	15.06%
2018-12	2019-07	2020-03	5	8	2.25	12.74%	27.09%	12.72%
平均值						4.03%	11.61%	7.11%

资料来源：wind，民生证券研究院

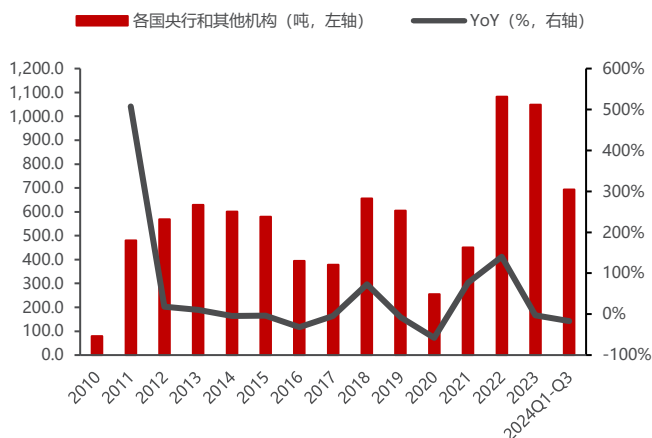
**增储方面，黄金储备与金价的正向联动关系始终存在。**复盘世界各国央行黄金储备的历史，1971到2008年期间，布雷顿森林体系瓦解后，《牙买加协议》的签订不断削弱黄金的货币属性，各国央行持续减持黄金，金价维持低迷状态。自2008年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有外债资产的风险，央行进入净购买黄金的时代。此外，全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨。随着疫后经济的复苏，2024年初央行购金量再创历史新高，对黄金的价格起到强有力的支撑。

**图70：世界各国黄金储备与金价呈正相关**

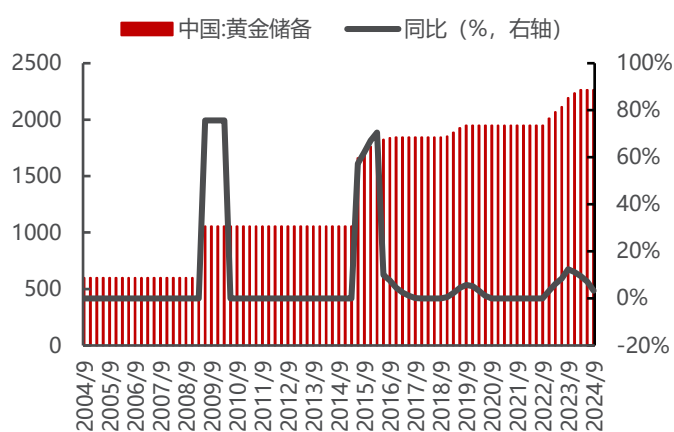


资料来源：wind，民生证券研究院

**全球央行购金行为持续，支撑金价。**根据 WGC 最新数据，2024 年 Q1-Q3 全球央行购买黄金数量 693.6 吨，全球央行购金行为持续。而我国央行在 2023 年下半年也开启了新一轮购金周期，截至 2024 年 9 月中国黄金储备已达到 2264.3 吨，2023 年年初以来累计增持 253.82 吨。国内央行三季度黄金储备环比二季度持平。

**图71：世界央行购金及同比增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图72：中国黄金储备及同比增速（单位：吨）**


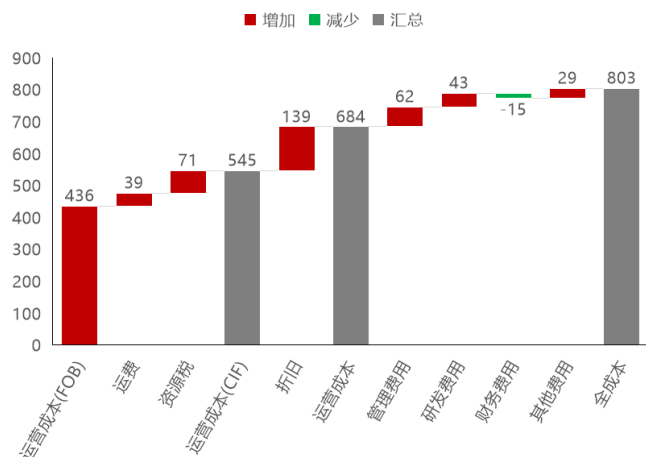
资料来源：wind，民生证券研究院

**我们认为**，虽然美国三季度宏观经济数据略有回暖，通胀压力有所下行，但三季度 GDP 增幅以及十月非农数据仍进一步强化衰退及降息预期，复盘历史降息周期金价变动以及远期“二次通胀”可能，叠加地缘局势以及全球央行购金持续情况，金价中枢有望持续上行。

### 4.3 能源金属：出清信号开始出现，锂价逐步寻底

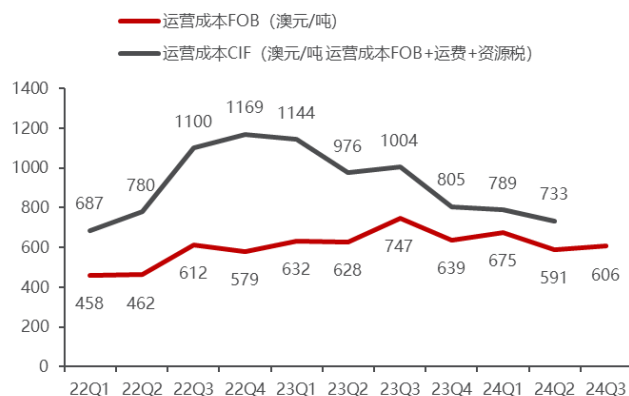
**成本压力加剧，澳矿开始减停产。**随着锂价持续下跌，矿山成本压力加剧，澳矿减停产信号开始出现。1) **Pilbara**：近期 Pilbara 发布 FY25Q1 季报，为降低成本，公司宣布将规模偏小、成本偏高的 Ngungaju 选厂置于停产维护状态，Ngungaju 锂精矿产能 18-20 万吨，因此公司下调 2025 财年锂精矿产量指引 10 万吨；2) **Marion**：为了应对锂价下跌压力，Marion 矿山地下开发进度放缓、地下勘探工作暂停，以降低资本开支，同时在 FY25Q1 之后，裁员 190 人并处置 110 处流动资产；3) **Wodgina**：为了降低成本，FY25Q1 之后，裁员 120 人并处置 120 处流动资产。

图73：2024 财年 Pilbara 锂精矿成本构成 (美元/吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院计算，注：美元兑澳元汇率为 1.5

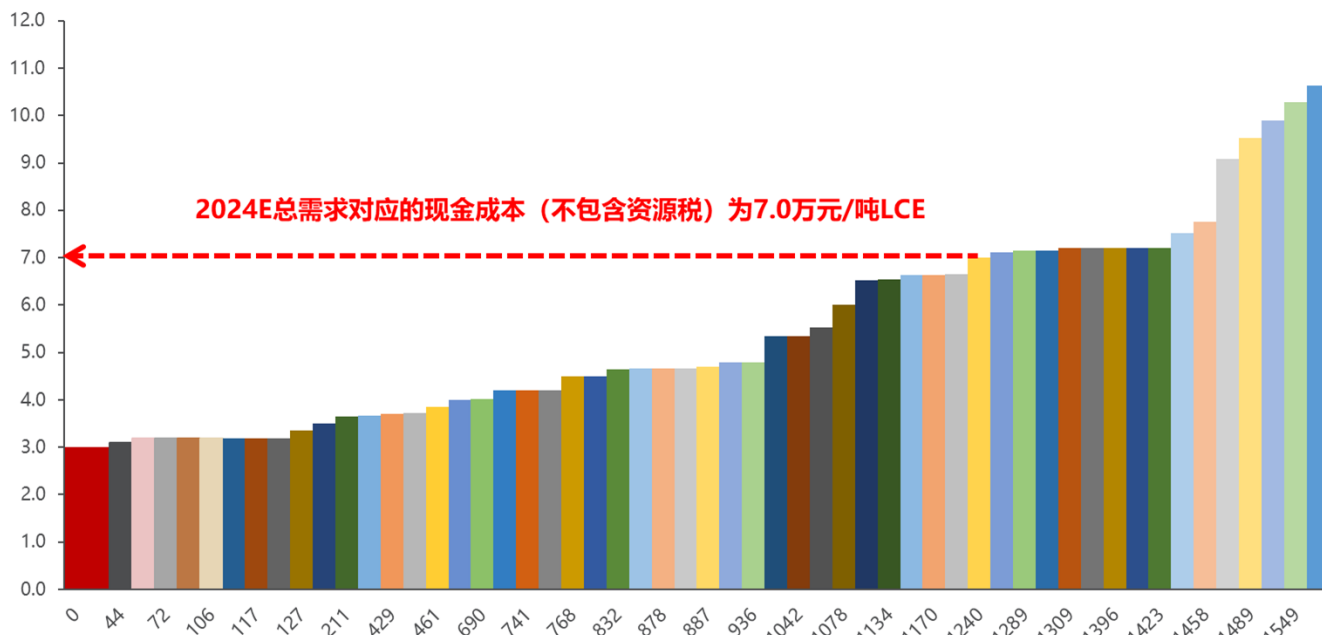
图74：Pilbara 现金成本



资料来源：公司公告，民生证券研究院计算

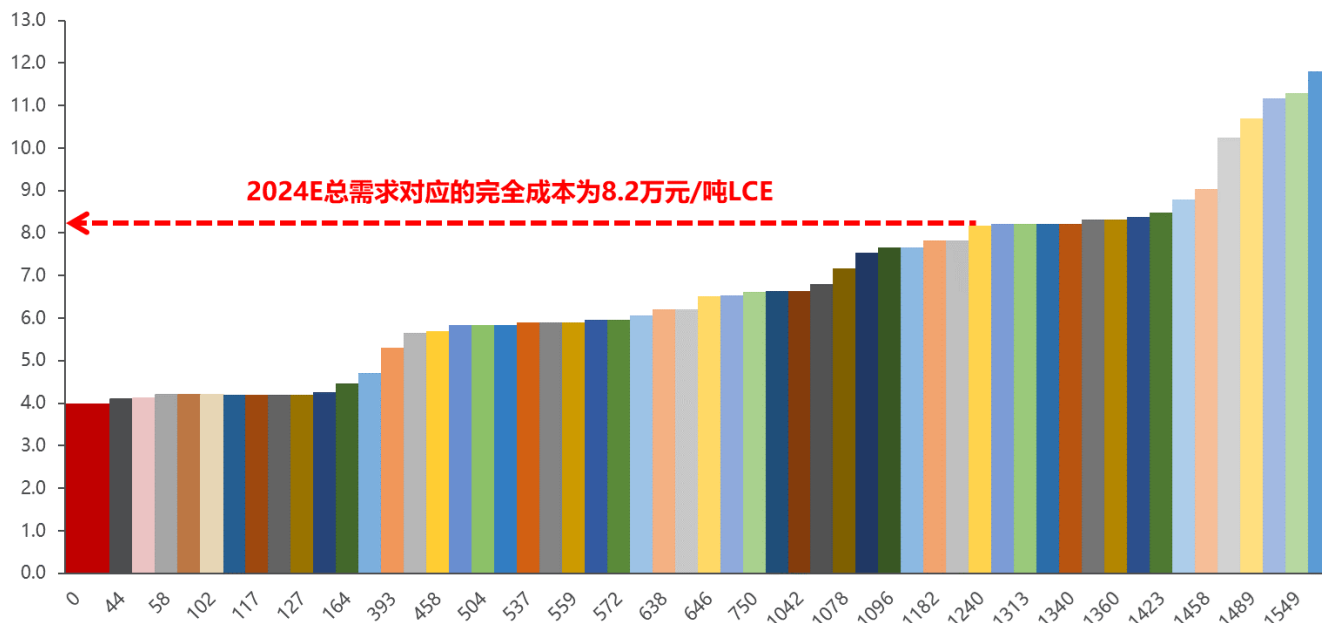
**成本支撑显现，锂价逐步寻底。** Pilbara 作为澳矿中成本偏低的供应商，因锂价下跌压力，已经开始减停产，头部矿企尚且如此，其他企业盈利能力可想而知。我们认为在当前锂价下，大部分企业盈利能力已经大幅压缩，不少企业面临亏损压力。在供需过剩的下跌周期中，大型矿山的停产或减产是行业触底的重要标志。根据我们绘制的 2024 年全球锂行业成本曲线，2024 年锂行业总需求对应的现金成本为 7.0 万元/吨 LCE，完全成本为 8.2 万元/吨，我们认为目前行业出清已经开始，类似的矿山减停产现象会接踵而至，因此目前行业成本支撑较强，锂价逐步寻底。

图75：2024 年全球锂行业现金成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2024 年累计锂供给)



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图76：2024 年全球锂行业完全成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，横轴为 2024 年累计锂供给）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

**刚果金铜钴矿+印尼湿法镍项目构成主要供给增量。**钴矿供应主要来自刚果（金）的铜钴矿和印尼湿法镍项目，根据 USGS 数据，2023 年全球钴矿供应量 23.0 万吨，其中刚果（金）产量 17.0 万吨，全球占比 73.9%，印尼由于湿法镍项目逐步投产，钴原料供应稳步增长，但产量规模较小，2023 年产量约 1.7 万吨，全球占比 7.4%。从未来供应来看，主要增量仍来自刚果（金）铜钴伴生矿和印尼湿法镍项目。

表19：全球钴矿供给（吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
刚果（金）	104,000	100,000	98,000	119,000	144,000	170,000
印尼			1,100	2,700	9,600	17,000
俄罗斯	6,100	6,300	9,000	8,000	9,200	8,800
澳大利亚	4,880	5,740	5,630	5,295	5,790	4,600
加拿大	3,520	3,340	3,690	4,361	3,060	2,100
其他	29,500	28,620	24,580	25,644	25,350	27,500
<b>全球</b>	<b>148,000</b>	<b>144,000</b>	<b>142,000</b>	<b>165,000</b>	<b>197,000</b>	<b>230,000</b>

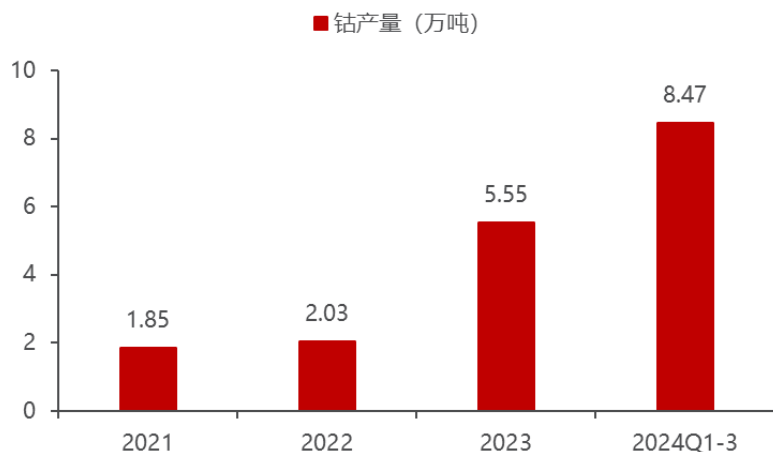
资料来源：USGS，民生证券研究院

**铜钴矿：洛钼增量显著，供给承压。**洛阳钼业已成为全球第一大钴供应商，旗下拥有两大新兴的世界级铜钴矿山 TFM 混合矿及 KFM 项目，TFM 混合矿项目拥有 45 万吨铜、3.7 万吨钴产能，KFM2023Q1 投产，具备 15 万吨铜、5 万吨以上钴产能。随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，洛钼钴供应增量显著，2024Q1-



Q3 钴产量 8.47 万吨，同比增长 127.4%，行业供给承压。

图77：洛钼钴产量大幅增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**红土镍矿：供应快速增长，但规模偏小。**随着华友钴业、格林美旗下湿法镍项目投产，印尼钴矿供给快速增长，但整体规模较小，根据 USGS 数据，2023 年印尼钴产量从 2021 年的 0.3 万吨增长至 1.7 万吨，占全球比重从原来的 1.6% 增长至 7.4%，钴协会预计至 2030 年印尼钴产量将占全球的 16%。

图78：印尼主要湿法镍项目

公司	项目	产品	产能预估 (金属吨)		投产时间
			镍	钴	
华友钴业	华越项目	MHP	60000	7800	2022年4月投产后稳产超产
	华飞项目	MHP	120000	15000	2023年6月开始投料试生产，24年满产
	华山项目	MHP	123000	15700	原计划2025年，进度放缓
	华友-大众-青山项目	MHP	120000	15000	规划中
	华友-淡水河谷印尼-福特项目	MHP	120000	15000	规划中
	华友-淡水河谷项目	MHP	60000	7800	规划中
格林美	青美邦一期	MHP	30000	2609	22年9月投产
	青美邦二期	MHP	63000	5478	6.3万吨镍分三个模块（各2.1万吨镍）24H2分批投产
	与印尼MDK合资项目	MHP	30000	2609	24年9月投产
力勤资源	OBI镍钴项目一期	MHP	37000	4500	21年7月达产
	OBI镍钴项目二期	MHP	18000	2195	23年2月达产
	OBI镍钴项目三期	MHP	60000	7317	2024Q3
青山、振石	青山集团、振石集团纬达贝项目	MHP	30000	3659	计划2025
PT.Ceria	PT.Ceria项目	MHP	40000	4878	计划2026
埃赫曼和巴斯夫杉杉	Weda Bay (一期)	MHP	20000	2439	计划2026
	Weda Bay (二期)	MHP	42000	5122	计划2026
	住友金属+淡水河谷项目	MHP	40000	4878	原预计2025年，已暂停

资料来源：SMM，民生证券研究院

**供给承压，钴价跌至历史低位。**由于洛阳钼业供给增量显著，同时需求端消费电子和三元需求持续偏弱，钴价承压已跌至历史底部，当前价格下，刚果（金）钴



原料生产企业成本压力较大，我们预计除洛钼外，其他企业钴矿供应或将大幅不及预期，因此我们认为钴价底部信号明显，进一步下跌空间有限。

**表20：全球钴供需平衡表**

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>钴供给 (万吨)</b>	<b>19.7</b>	<b>23.0</b>	<b>25.9</b>	<b>27.1</b>	<b>29.2</b>
YOY	19%	17%	13%	5%	8%
刚果（金）铜矿伴生钴	14.4	16.9	18.3	18.4	19.8
印尼湿法镍项目伴生钴	0.8	1.6	3.1	4.2	5.0
其他国家伴生钴	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
<b>钴需求 (万吨)</b>	<b>18.7</b>	<b>21.3</b>	<b>25.1</b>	<b>26.0</b>	<b>29.0</b>
YOY	7%	14%	18%	4%	11%
<b>供需过剩 (万吨)</b>	<b>1.0</b>	<b>1.7</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>0.2</b>

资料来源：USGS，国际钴协会，民生证券研究院预测

**出清信号显现，锂价逐步寻底。** 1) **锂**：供需过剩压力下，锂价已大幅回落，当前价格下，行业成本压力较大，澳矿企业开始出现减停产现象，我们认为矿端出清信号已经逐步开始出现，行业成本支撑较强，锂价进一步下跌空间有限。 2) **钴**：洛钼增量显著，行业供给压力较大，需求端两大领域整体偏弱，钴价跌至历史低位，但当前价格下，我们预计成本压力将导致刚果（金）供应不及预期，钴价底部信号明确。

## 5 投资建议：期待国内外宏观政策的共振，铜铝+黄金依然是首选

**工业金属：对铜而言，金融压制缓解，供给端矿端紧张依旧，冶炼厂减产在即，需求端供应链重构拉动海外需求，国内政策发力需求有望恢复，价格中枢将继续上移。金融属性：供给端，成熟矿山减产持续，新建矿山进度减缓。长期来看，铜矿企业长期资本开支不足，叠加矿石品位下滑带来的资源禀赋的削弱，头部矿企只是维持当前的产量就需要大量的资本投入，尽管价格处在高位，但供应难以放量，长单冶炼加工费谈判在即，矿端紧张即将向冶炼端传导。需求端，新兴领域+海外基建成为驱动主力。2024Q4 国内政策力度逐步加强，新兴领域需求依然保持快速增长，同时得益于欧洲电网改造、以及海外新兴国家（印度、土耳其、墨西哥等）的需求增长，铜价中枢或持续上移。对铝而言：产能到达天花板，长期价值可期。供给端，国内产能达到天花板，有效产能增量有限，未来电解铝产量维持低增长，印尼电解铝产能投产进程缓慢；需求端，新能源汽车及光伏成为新的增长引擎，随着基数扩大，对铝消费拉动越发重要，海外需求韧性仍在。随着需求占比下滑，地产领域对铝消费的拖累无须过度担忧。原料端，动力煤、预焙阳极价格弱势运行，氧化铝短期供应释放受阻但长期相对过剩，成本端有望让利给电解铝，电解铝企业随着铝价上涨的业绩弹性仍然较高，投资价值明显。建议重点关注洛阳钼业、紫金矿业、西部矿业、金诚信、五矿资源、中国有色矿业、中国铝业、神火股份、云铝股份。**

**能源金属：出清信号显现，锂价逐步寻底。1) 锂：供需过剩压力下，锂价已大幅回落，当前价格下，行业成本压力较大，澳矿企业开始出现减停产现象，我们认为矿端出清信号已经逐步开始出现，行业成本支撑较强，锂价进一步下跌空间有限。2) 钴：洛钴增量显著，行业供给压力较大，需求端两大领域整体偏弱，钴价跌至历史低位，但当前价格下，我们预计成本压力将导致刚果（金）供应不及预期，钴价底部信号明确。重点关注：锂板块：藏格矿业、中矿资源、永兴材料；镍钴板块：华友钴业。**

**贵金属：降息周期下美国经济问题仍存，长期看好金价。**高频数据显示，虽然美国三季度 PMI 指数环比略有改善，劳动力缺口收窄，通胀压力下行，但 GDP 增速放缓，10 月非农数据降至冰点，引发经济担忧的同时强化 11 月降息预期，另外全球央行年初以来持续增持，叠加近期地缘因素与远期“二次通胀”可能，金价中枢上行之路明确。建议重点关注万国黄金集团、中金黄金、招金矿业、赤峰黄金、银泰黄金、山东黄金等。

## 6 风险提示

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

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

**3) 海外经济衰退。**海外经济衰退下需求大幅下降，金属价格大幅下跌，相关公司利润将出现大幅下降。

## 插图目录

图 1: SW 有色板块 2024 年至今 (2024 年 10 月 31 日) 整体涨幅为 22.20% (单位: %)	3
图 2: 2024 年 Q3, SW 有色上涨 11.70% (单位: %)	3
图 3: 2024 年 Q1-3, SW 有色上涨 26.22% (单位: %)	3
图 4: 2024 年至今 (2024 年 10 月 31 日) 有色金属板块表现较好 (SW 申万有色: 右轴, 单位: 点)	4
图 5: 2024 年 Q1-Q3, 铜板块涨幅为 40.06% (单位: %)	5
图 6: 2024 年 Q3, 钴板块涨幅居前 (单位: %)	5
图 7: 2024 年初至 10 月 31 日涨幅前十的公司	6
图 8: 2024 年初至 10 月 31 日跌幅前十的公司	6
图 9: 2011-2024Q1-3 有色金属板块销售毛利率及净利率	7
图 10: 2019Q1-2024Q3 有色金属销售毛利率及净利率	7
图 11: 2011-2024Q1-3 有色金属板块长期借款与短期借款	8
图 12: 2011-2024Q1-3 有色金属板块资产负债率	8
图 13: 2024Q1-Q3 工业金属板块营收及增速	12
图 14: 2024Q3 工业金属板块营收及增速	12
图 15: 2024Q1-Q3 工业金属细分行业归母净利及增速	12
图 16: 2024Q3 工业金属细分行业归母净利及增速	12
图 17: 2024Q1-Q3 工业金属细分行业扣非归母净利及增速	13
图 18: 2024Q3 工业金属细分行业扣非归母净利及增速	13
图 19: 2024Q1-Q3 工业金属板块各公司归母净利润	13
图 20: 2024Q3 工业金属板块各公司归母净利润	13
图 21: 金价与美元指数	14
图 22: 银价与金银比	14
图 23: 2024 年 Q1-Q3 黄金板块营收及增速	14
图 24: 2024Q3 黄金板块营收及增速	14
图 25: Q1-Q3 黄金板块归母净利润及增速	15
图 26: 2024Q3 黄金板块归母净利润及增速	15
图 27: Q1-Q3 黄金板块各公司归母净利润	15
图 28: 2024Q3 黄金板块各公司归母净利润	15
图 29: 2024Q3 国内稀土价格底部反弹	16
图 30: 2024Q1-3 稀有金属板块营收同比-17.5%	17
图 31: 2024Q1-3 稀有金属板块归母净利同比-71.5%	17
图 32: 24Q1-Q3 锂板块营业收入同比-43.7%	18
图 33: 24Q1-Q3 锂板块归母净利同比-92.6%	18
图 34: 24Q1-Q3 锂板块主要公司归母净利大幅下降	19
图 35: 24Q3 锂板块龙头公司亏损减小	19
图 36: 24Q1-Q3 钴板块营业收入同比-6.4%	20
图 37: 24Q1-Q3 钴板块归母净利同比+52.1%	20
图 38: 24Q1-Q3 钴板块主要公司归母净利同比上升	20
图 39: 24Q3 钴板块主要公司归母净利	20
图 40: 2017-2024 Q1-Q3 稀土板块营业收入 (亿元)	21
图 41: 2017-2024Q1-Q3 稀土板块归母净利润 (亿元)	21
图 42: 2024Q1-Q3 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)	21
图 43: 2024Q3 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)	21
图 44: 有色基金持仓市值比例环比下降 0.61pct 至 4.90% (单位: %)	22
图 45: 2024Q3 有色行业公募持仓比例为 4.90%, 环比 2024Q2 下降 0.61pct (单位: %)	22
图 46: 2024Q3 公募基金大量配置紫金矿业, 占比为 39.55%	23
图 47: 美国通胀持续回落	25
图 48: 美国失业率底部震荡	25
图 49: 除了中美欧外, 其他国家需求铜占比达到 22% (2023 年)	26
图 50: 2024M1-7 印度精炼铜需求增速达到 23.01%	26
图 51: 2024M1-7 其他地区精炼铜需求增速达到 15.87%	26
图 52: 2024 年 11 月 1 日, 三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 55.65 万吨 (单位: 万吨)	27
图 53: 2024M1-9, 智利矿产铜产量同比上涨 3.26% (单位: 万吨)	27
图 54: 2024M1-8, 秘鲁矿产铜产量同比持平 (单位: 万吨)	27

图 55: 2024M1-9, 中国矿产铜产量同比减少 0.91% (单位: 万吨)	28
图 56: 2024M1-8, 全球矿产铜产量同比增长 2.51% (单位: 万吨)	28
图 57: 现货冶炼加工费维持低位	28
图 58: 长单冶炼盈利维持高位, 现货冶炼盈利处于历史低位	28
图 59: 铝行业平均开工率(单位: %)	31
图 60: 未锻轧铝及铝材出口(单位: 万吨)	31
图 61: 国内铝锭+铝棒库存变化 (单位: 万吨)	31
图 62: 国内电解铝月度消费量 (万吨)	31
图 63: 氧化铝价格及利润走势 (单位: 元/吨)	32
图 64: 电解铝价格及利润走势 (单位: 元/吨)	33
图 65: 美国 GDP 增速 (单位: %)	33
图 66: 美国 PMI 指数情况 (单位: %)	33
图 67: 美国非农就业员工时薪增速	34
图 68: 美国 CPI 有所回落 (单位: %)	34
图 69: 居民超额储蓄不断下滑 (单位: 左轴-%, 右轴-十亿美元)	34
图 70: 世界各国黄金储备与金价呈正相关	35
图 71: 世界央行购金及同比增速	36
图 72: 中国黄金储备及同比增速 (单位: 吨)	36
图 73: 2024 财年 Pilbara 锂精矿成本构成 (美元/吨)	37
图 74: Pilraba 现金成本	37
图 75: 2024 年全球锂行业现金成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2024 年累计锂供给)	37
图 76: 2024 年全球锂行业完全成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2024 年累计锂供给)	38
图 77: 洛钼钴产量大幅增长	39
图 78: 印尼主要湿法镍项目	39

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 有色金属板块表现基本劣于指数 (单位: %)	4
表 2: 2024 年至今 (2024 年 10 月 31 日) 子板块涨跌幅	4
表 3: 2024 年至 2024 年 10 月 31 日涨跌幅前十的个股	6
表 4: 有色金属板块 2024Q3 财务数据同比呈上升态势, 环比呈下降态势	7
表 5: 2024Q3 有色金属二级子板块中能源金属和金属新材料实现营收环比上升 (单位: 亿元)	8
表 6: 2024Q3 有色金属子板块归母净利润中仅能源金属环比上升 (单位: 亿元)	9
表 7: 2024Q3, 基本金属价同比除镍外均上涨, 环比除铅锌外均下降 (单位: 元/吨)	11
表 8: 各主要稀有金属品种价格涨跌幅	16
表 9: 锂金属及锂盐价格涨跌幅	18
表 10: 钴金属及钴盐价格涨跌幅	19
表 11: 有色板块 2024Q3 基金持股市值前 10 大公司	23
表 12: 2024Q3 基金增仓市值 top10	24
表 13: 2024Q3 基金减仓市值 top10	24
表 14: 2024-2025 年产能电解铝产能变化 (单位: 万吨)	29
表 15: 印尼在产及规划产能概况 (单位: 万吨)	30
表 16: 印尼电解铝产能投放进程 (单位: 万吨)	30
表 17: 不同新兴领域&地产竣工增速情形下, 铝消费影响测算 (单位: 万吨)	32
表 18: 美联储加息结束至降息期间金价涨跌幅	35
表 19: 全球钴矿供给 (吨)	38
表 20: 全球钴供需平衡表	40



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

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

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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

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

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

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

## 民生证券研究院：

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

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

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026