

● 证 券 研 究 报 告 ●

乘风破浪正当时

2025年春季金属行业投资策略

证券分析师：郭中伟 A0230524120004
马焰明 A0230523090003
陈松涛 A0230523090002
研究支持：郭中耀 A0230124070003

2025.03.09

■ **宏观环境：降息周期延续，国内稳增长预期明确，全球PMI回升。**

2025年春季策略：

1) 贵金属：美元信用削弱/财政赤字上升，央行购金持续，叠加降息后实际利率下行带动ETF持仓提升，预计金价中枢继续抬升（建议关注山东黄金、山金国际、招金矿业、中金黄金、盛达资源、株冶集团）。

2) 基本金属：去库提前，需求韧性，铝产能接近天花板，新能源+电网需求增长对冲地产需求下滑，氧化铝持续下行，电解铝端盈利修复（建议关注中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份、南山铝业、索通发展）；铜供给短缺逻辑持续演绎，降息后需求复苏看好价格长牛（建议关注紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、中矿资源、铜陵有色、西部矿业、河钢资源）。

3) 能源金属：周期底部积极变化持续出现，锂高成本产能逐步出清；钴供给显著收缩、需求稳步恢复；镍成本支撑明确、供应扰动加剧（建议关注华友钴业、中国稀土、广晟有色、锡业股份、湖南黄金）

4) 新材料：关注优势领先企业，热管理材料高景气，铝挤压材料成长，镁代铝汽车铸件。

风险提示：宏观经济不及预期、新产能投放超预期、电动车产销低预期

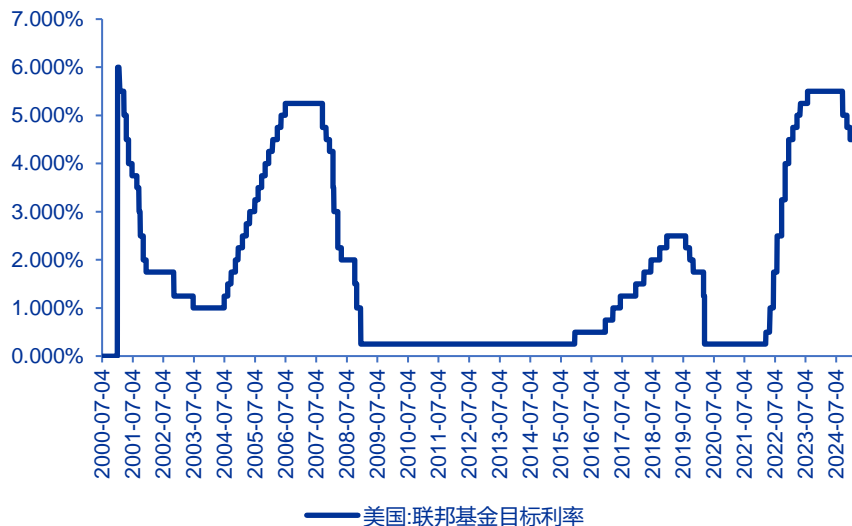
主要内容

1. 宏观环境：海外降息与国内逆周期政策共振
2. 贵金属：信用格局重塑，上行趋势未止
3. 基本金属：成本缓解、供应刚性、需求复苏
4. 小金属：关注周期底部的积极变化

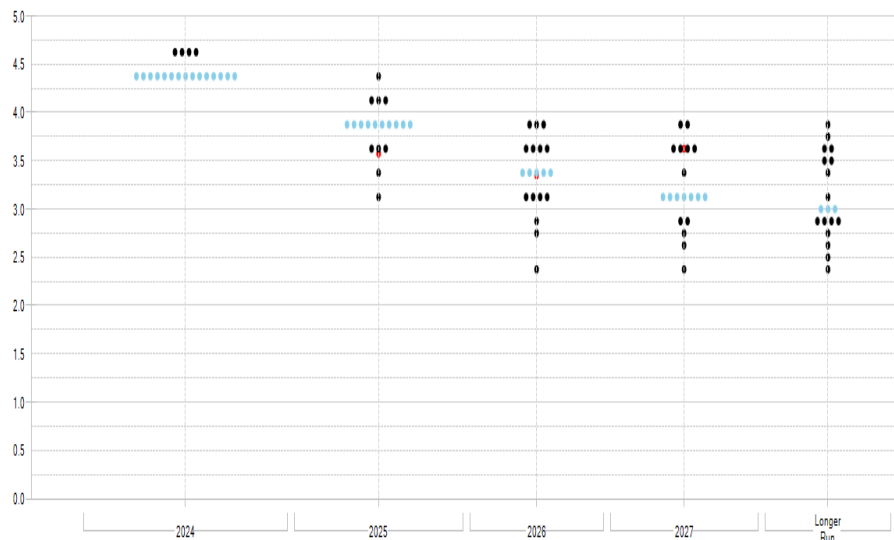
■ 降息周期开启，高利率压制逐步解除

- 美国2023年7月停止加息，2024年9月开始降息，截至25年3月底降息100bp，联邦基金目标利率为4.25-4.50%，仍处于20年高位。
- 据美联储点阵图（2025.3），2025/2026年各降息50bp。

美国联邦基金利率：降息周期初期



美联储利率点阵图（2025.3）



资料来源：wind，申万宏源研究

- 9月以来国内宏观政策指向更加积极乐观，12月9日中央政治局会议表述2025年将实施更加积极有为宏观政策，扩大内需，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。
- 2025年政府工作报告，明确25年5%的GDP增长目标、4%的赤字率安排，支持消费品以旧换新，持续用力推动房地产市场止跌回稳，继续做好保交房工作，提振需求信心。

2024年9月以来国内宏观政策积极乐观

时间	会议	内容
2024/9/24	国务院新闻办公室新闻发布会	央行：降低存款准备金率和政策利率 ，并带动市场基准利率下行； 降低存量房贷利率 （预计平均降幅大约在0.5个百分点左右），将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%；支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性 证监会：推动构建“长钱长投”的政策体系、发布促进并购重组的措施；推动中长期资金入市
2024/9/26	中央政治局会议	要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性， 努力完成全年经济社会发展目标任务。 要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出。 要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。 要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳 ，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。调整住房限购政策，降低存量房贷利率。要努力提振资本市场， 大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。
2024/11/8	全国人大常委会	批准增加六万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务
2024/12/9	中央政治局会议	实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策 ，充实完善政策工具箱， 加强超常规逆周期调节 ；货币政策表述由此前的“稳健”改为“适度宽松”， “适度宽松”表述为2011年以来首次。 实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求 ，推动科技创新和产业创新融合发展， 稳住楼市股市 ，防范化解重点领域风险和外部冲击， 稳定预期、激发活力 ，推动经济持续回升向好。
2025/3/5	政府工作报告	实施更加积极的财政政策，适度宽松的货币政策；大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新；持续用力推动房地产市场止跌回稳，继续做好保交房工作。

■ 全球制造业成品库存仍处于周期底部

- 中国工业企业产成品存货同比增速由2022年4月的20.0%回落，美国制造业/批发商存货同比增速由2022年3月的15.4%/2022年6月的25.8%回落，2024年9月中国工业企业产成品存货/美国制造业存货/美国批发商存货同比增速分别为4.6%/0.1%/0.3%。
- 2024年9月美国降息周期已开启，后续伴随财政/货币政策边际双宽松，中美迎来补库周期。

■ 全球PMI初现回暖

- 2024年9月-2025年2月全球制造业PMI由48.8回升至50.0，其中中国制造业由49.8回升至50.2，美国制造业由47.2回升至53.5。

■ 美联储降息周期开启，国内政策空间打开，财政货币双刺激下中美有望迎来共振补库周期，转向交易需求逻辑。

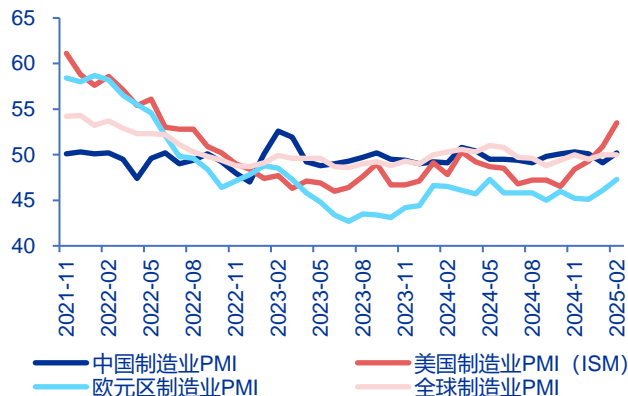
中国工业企业产成品存货同比



美国制造业/批发商存货同比



全球主要经济体制造业PMI

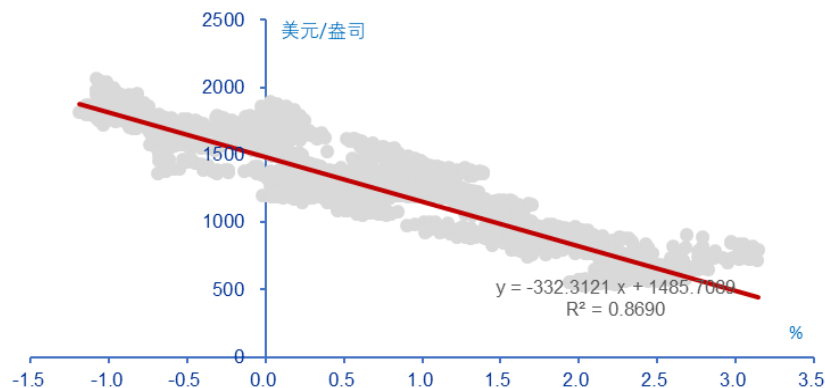


主要内容

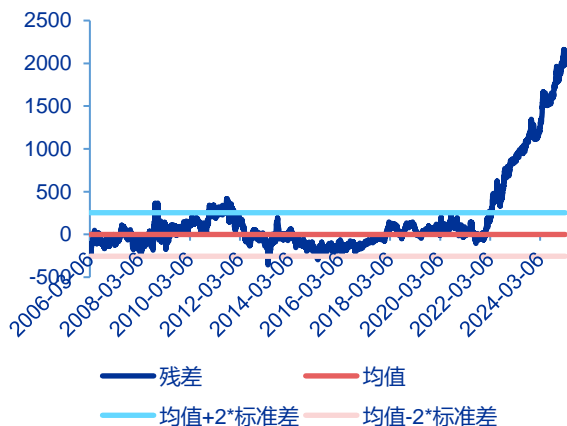
1. 宏观环境：海外降息与国内逆周期政策共振
2. 贵金属：信用格局重塑，上行趋势未止
3. 基本金属：成本缓解、供应刚性、需求复苏
4. 小金属：关注周期底部的积极变化

- 黄金本质为金融产品，具备收益性、安全性和流动性三重属性。
- 2022年前的十余年，美元信用处于主导地位，黄金价格由收益性属性主导，与10年期美债实际利率呈现稳定的负相关性。
 - 2022年以前的十余年美元信用处于主导地位，美元/美债的安全性和流动性属性稳定，与黄金相近，而黄金是不生息资产，故一般以10年期美债实际利率衡量持有黄金的机会成本。2006-2021年金价与10年期美债实际利率呈现较为明显的负相关关系，其线性模型拟合优度高达86.9%。
- 2022年下半年以来，金价与10年期美债收益率呈现正相关关系，与此前线性模型背离；从金价与10年期美债收益率线性模型拟合结果看，2006-2021年拟合残差均值为0，2022年以来拟合残差显著高于均值，说明金价核心定价因素发生变化。

10年期美债实际利率与金价负相关关系显著（2006-2021）



金价与10年期美债收益率线性模型残差

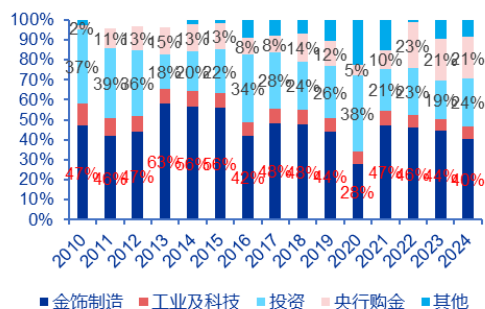


■ 从黄金下游需求变化看，2022年至今央行购金占比变动最大、需求增速最快

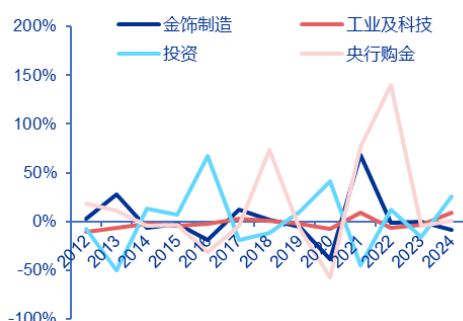
- 2022年以前，央行购金占黄金需求比重在2%-15%区间，2022年至今央行购金占比变动最大、需求增速最快，2022/2023/2024年央行购金1082/1037/1045吨，2022年同比增长140%，土耳其、中国、印度、波兰等增持显著，2020-2024年全球央行购金量占全球黄金需求比例由5%提升至21%，2023年达到最高值23%。
- 究其原因，2022年在国际局势紧张催化下，美元储备信用弱化，全球信用格局开启重塑周期，央行出于资产安全角度加大购金力度。

■ 从影响权重上看，2022年以来在全球信用格局变化下，安全性对应的本金风险远大于收益性对应的利息风险，黄金这一金融资产的核心定价因素由收益性转向安全性，故过去两年在美国经济持续韧性、美债利率高位的背景下，金价仍能稳步走高。展望未来，我们认为全球信用格局重塑仍将持续，金价上行趋势不变。

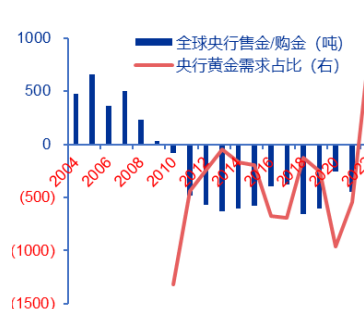
黄金下游需求占比



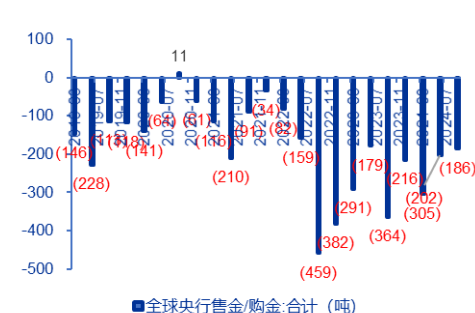
黄金下游需求增速



全球央行年度售金/购金



全球央行季度售金/购金



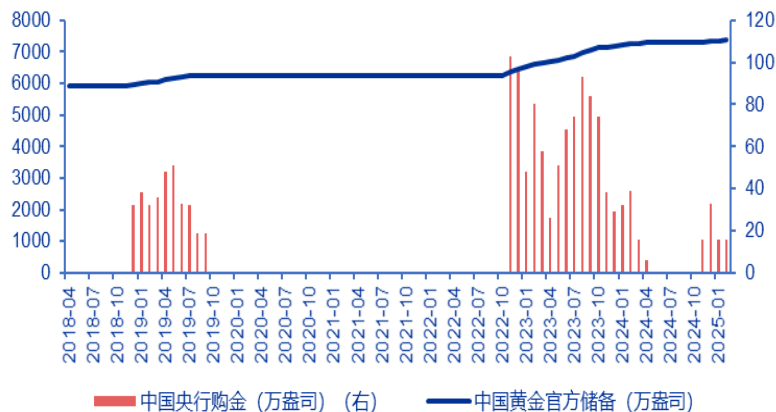
■ 央行恢复购金连续4个月，支撑金价持续上涨信心

- 2024年4月后中国央行停止增持黄金，2024年11-12月/2025年1-2月中国央行再度增持黄金16/33/16/16万盎司，截至2月末中国黄金官方储备为7361万盎司。
- 我们认为时隔6个月暂停增持后，中国央行连续3个月增持黄金，有望修复黄金上涨信心，打消此前市场对金价过高央行停止购金的担忧，进一步表明当前金价定价因素优先级上安全性高于收益性，此外我国黄金储备偏低，我们认为央行购金为长期趋势，支撑金价中枢上移。

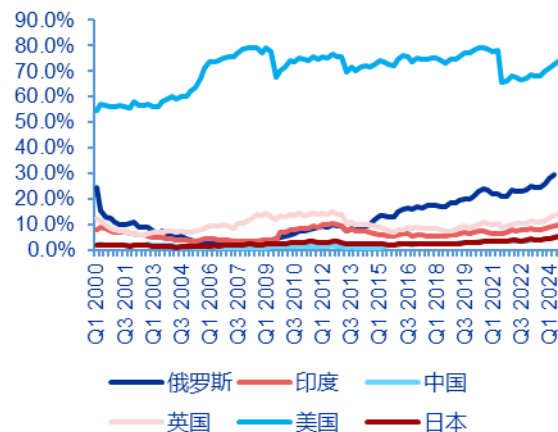
■ 我国央行黄金储备偏低，仍有较大提升空间

- 2022Q3-2024Q3全球黄金储备占外汇储备比重由13.2%增至18.4%；截至2024Q3，中国黄金储备占比5.4%，较美国（74.2%）/俄罗斯（24Q2，29.5%）等有较大提升空间。

时隔6个月，中国央行再次连续增持黄金



全球主要国家黄金储备占比



主要内容

1. 宏观环境：海外降息与国内逆周期政策共振
2. 贵金属：信用格局重塑，上行趋势未止
3. 基本金属：成本缓解、供应刚性、需求复苏
4. 小金属：关注周期底部的积极变化

未来海外铝土矿增量主要集中在几内亚

- 据阿拉丁，预计2025年几内亚铝土矿出口至中国1.48亿吨，同比增长2400万吨。除几内亚外，海外其他地区增量有限，澳大利亚、加纳、老挝等地区有增量但相对较小，预计24年增加200万吨，25年持平。

几内亚铝土矿未来增量情况 (单位：万吨)

	2023年出口量	2024年出口量E	2024年出口到中国E	2025年出口到中国E	备注
SMB赢联盟	4960	5300	5300	6200	扩建码头，预计年底或者2025年开始增量
CBG几内亚铝土矿公司	1711	1611	500	500	近三年的增量有限，维持在1800万吨左右
GAC几内亚氧化铝公司	1415	1410	700	700	目前供应量达至阶段性饱和，维持1500多万吨的出口量
CHALCO中铝几内亚	1360	1400	1400	1400	尚未完全发挥具矿山开采能力以及运输能力
CDM-HENAN河南国际	947	950	950	900	没有港口，需求依靠SMB，增量有难度
AGB2A/SD顺达矿业	818	1800	1800	2000	若第二个泊位投入使用顺利，24年出口量有望翻倍
SPIC国家电投	315	300	300	300	够维持当前的产量和出口量
ASHAPULA阿夏普拉	444	300	300	500	当前用金波码头，在法塔控河建新的港口，顺利建成可以增加出口
COBAD俄铝-甸甸	213	300	150	150	充满不确定性
CBK俄铝-金迪亚	274	300	300	250	收购文丰30%的股权后，将会有增量
ALUFER阿鲁法	305	300	250	250	有增加设备的计划，包括浮吊和驳船
GIC-TOP高顶国际	80	200	200	300	用金波的码头
GIC-II水电十一局	0	100	100	800	目前码头正在建设，一期已经完成
DM动能矿业	0	100	100	400	2024年6月，第一船铝土矿装载
SBG金迪亚	15	0	0	0	建设中
KIMBO金波矿业	10	18	18	50	有扩建码头的计划，需要关注其售矿和资金情况
ZhGuiM志诚矿业	0	36	36	100	用金波码头，出口量有限
Elite艾利特	0	35	35	40	集港较慢，出口量有限
合计	12867	14460	12439	14840	

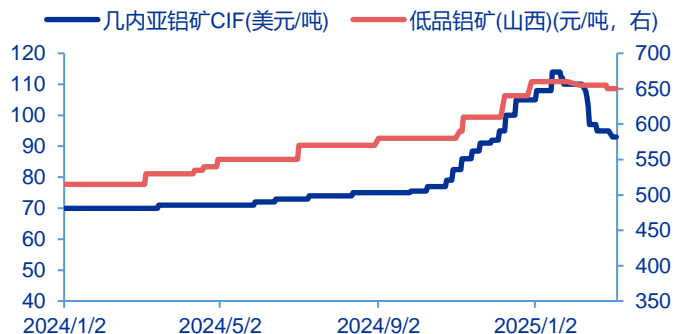
国内铝土矿供需平衡表 (单位：万吨)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
铝土矿总供给量 (万吨)	16920	18576	19901	20704	19719	19350	20690	21900	24630
增量 (万吨)		1656	1325	803	-985	-369	1340	1210	2730
国产矿 (万吨)	10044	10316	9835	9545	8977	6781	6552	5800	6130
进口矿 (万吨)	6876	8260	10066	11159	10742	12569	14138	16100	18500
铝土矿理论需求量 (万吨)	17105	17605	17857	17832	19122	20974	21114	22289	23900
增量 (万吨)		500	252	-25	1290	1852	140	1175	1611
中国氧化铝产量 (万吨)	6842	7042	6868	6729	7216	7768	7981	8300	8900
供需缺口 (万吨)	-185	971	2044	2872	597	-1624	-424	-389	730

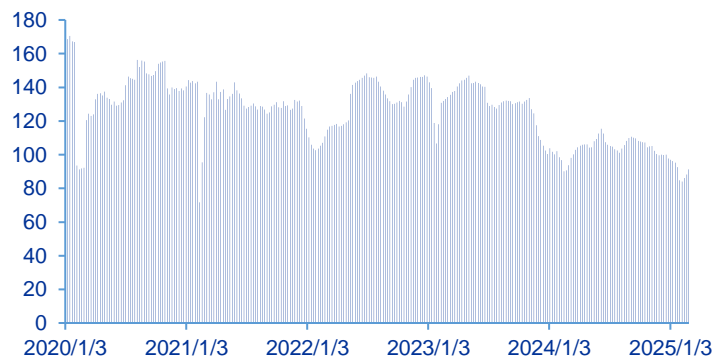
■ 几内亚铝土矿发运环比提升，进口铝土矿价格有所回落

- 据上海有色网，截至3月6日，几内亚铝土矿（CIF）均价93美元/吨，周环比-2.1%，月环比-15.5%，低品铝土矿（山西）均价650元/吨，周环比持平，月环比-1.5%。
- 截至2月27日，铝土矿港口库存1764万吨，周环比增加51万吨。

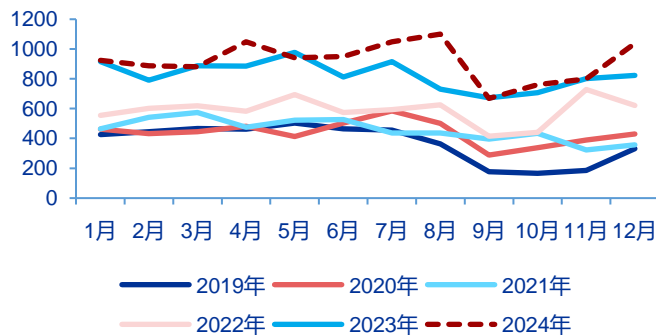
铝土矿价格有所回落



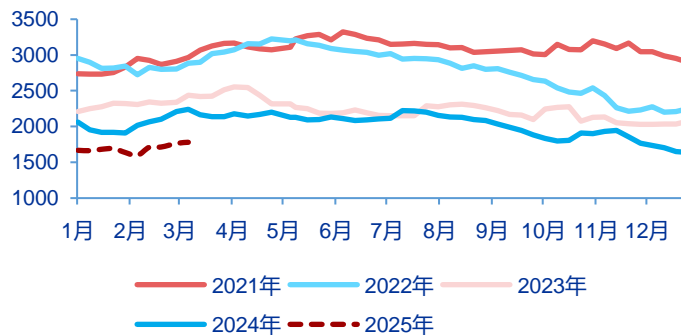
国产铝土矿周度产量（万吨）



国内铝土矿自几内亚进口量（月度，万吨）



国内铝土矿港口总库存（万吨）



氧化铝：供给由短缺转为过剩，价格快速回落

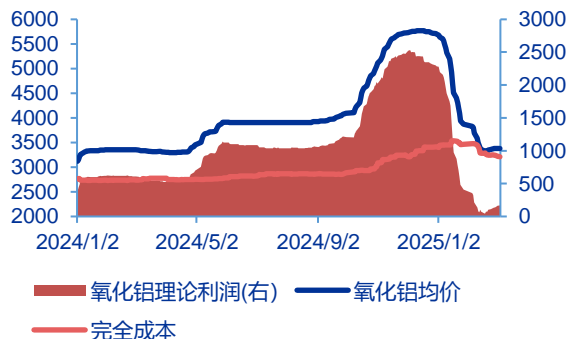
■ 随着新增产能投放，氧化铝供应转为过剩

- 2024年年底至2025年国内氧化铝新建产能约1230万吨，并且随着矿端供给改善，氧化铝供给逐步由短缺转为过剩，氧化铝价格快速回落，且后续建成产能仍存待投放预期，氧化铝将维持过剩。据上海有色网数据，3月6日氧化铝价格已下跌至3381元/吨，较24年12月11日最高点5769元/吨回落41.4%，对应电解铝成本下降约4597元/吨
- 新投氧化铝项目基本位于沿海沿江地带，将全部使用进口矿，运输成本低于山西河南等技改产线，更具竞争优势。

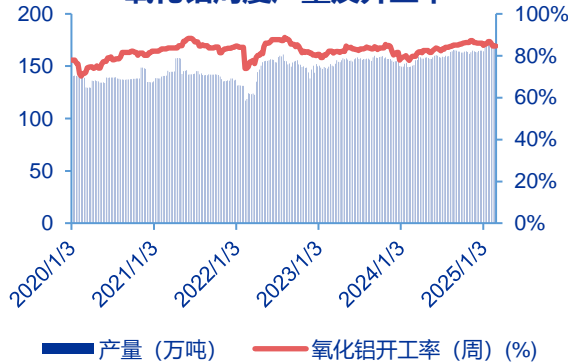
2024-2025年氧化铝新投/扩建项目统计 (万吨)

		2024年					2025年							
		6月	11月	12月	1月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	10月	12月	合计
山东	沾化置换		100	-50	100	-50		100	50	-50				200
广西	华晟二期				100		100							200
山东	创源新材					100								100
山东	鲁北海生									50				50
河北	文丰新材						120	120			120	120		480
重庆	九龙万博	60										100		100
广西	广投临港												100	100
广西	希望北海													
内蒙古	启辉铝业													
	合计	60	100	-50	200	50	220	220	50	0	120	220	100	1230

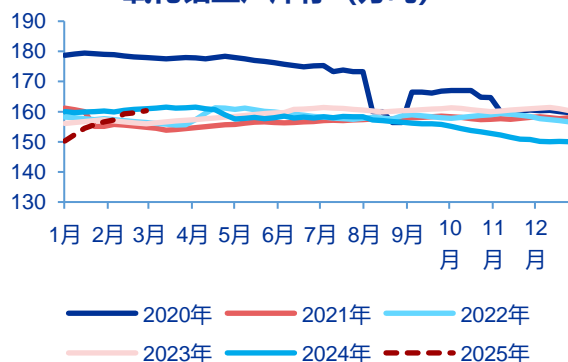
氧化铝价格及行业理论利润 (元/吨)



氧化铝周度产量及开工率



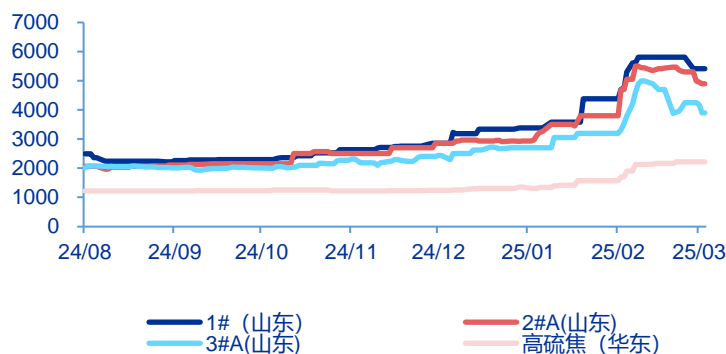
氧化铝工厂库存 (万吨)



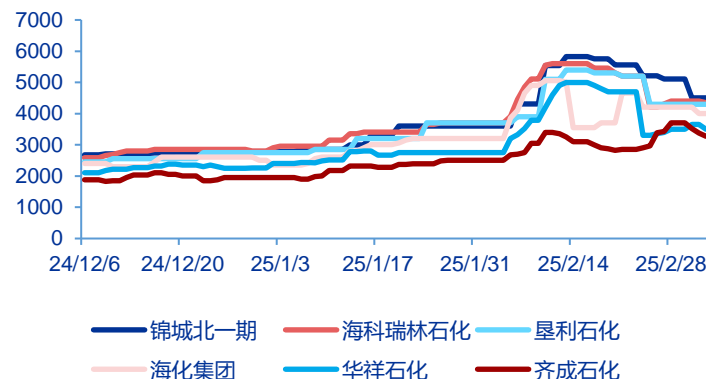
石油焦价格快涨后有所回落，预焙阳极成本松动

- 25年年初以来，受石油焦原料供应扰动，低硫焦价格快速拉涨，并带动中高硫焦价格上涨，预焙阳极成本抬升下，25年3月山东某大型铝厂预焙阳极采购基准价较2月上涨956元/吨，对应电解铝成本上升473元/吨。
- 但随着地炼开工率回升，石油焦价格企稳后已有所回落，尤其是地方炼厂石油焦价格下调的较为明显，预计后续预焙阳极价格将随之松动，电解铝成本压力或将有所缓解

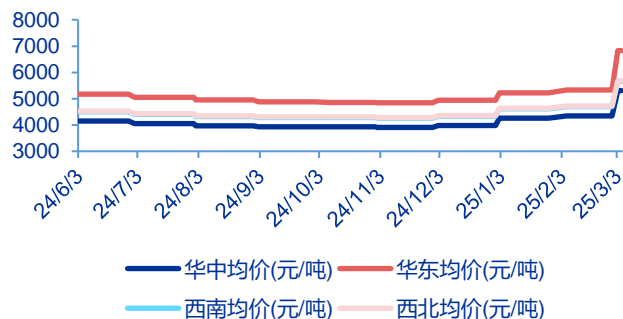
石油焦价格走势 (元/吨)



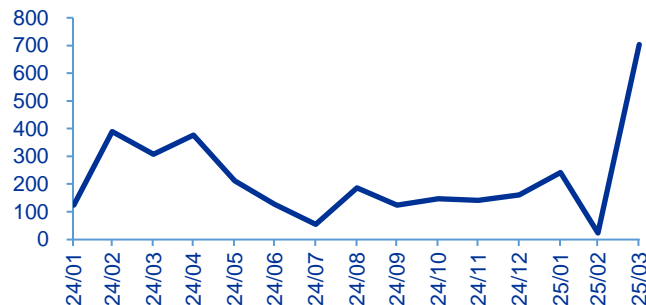
部分地炼中硫焦价格 (元/吨)



预焙阳极价格走势



预焙阳极月度行业平均利润测算 (元/吨) (假设原材料2个月库存)



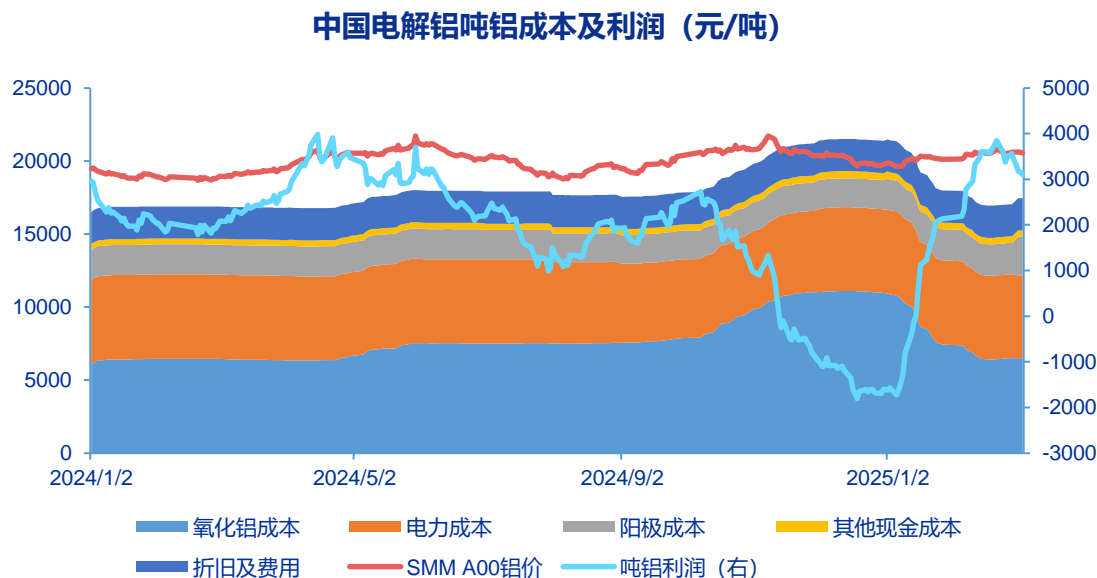
成本整体回落，电解铝环节利润增厚

■ 随着氧化铝及电力成本下降，电解铝行业利润已由去年年底亏损转为大幅盈利

- 据上海有色网数据，25年2月电解铝即时行业平均利润约3,575元/吨，已从去年年底亏损转向大幅盈利。
- 截至2025年2月底，国内电解铝行业最高完全成本下降至20,125元/吨，若行业采用月均价测算，2月份国内100%的电解铝运行产能处于盈利状态。

■ 煤炭价格中枢下移，自备电发电成本优势提升。

- 3月6日秦皇岛港Q5500动力煤价格已回落至700元/吨，较24年均价下跌166元/吨，对应山东地区自备电成本下降0.067元/度，电解铝成本下降898元/吨。



氧化铝价格



秦皇岛动力煤价格 (Q5500K)

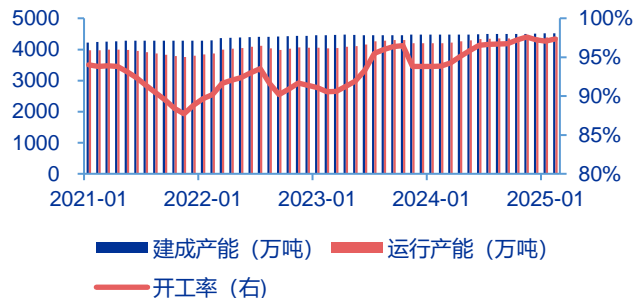


电解铝：产能逼近天花板，新能源、电力领域提供需求增量

■ 电解铝建成产能逼近产能天花板，国内电解铝供给刚性开始显现

- 2025年2月我国电解铝建成产能/运行产能为4517/4398万吨，已逼近产能天花板，产能利用率97.4%。

我国电解铝运行产能



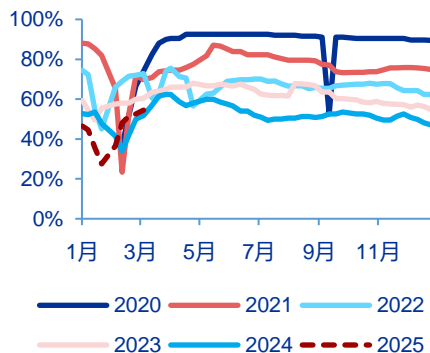
我国电解铝产量



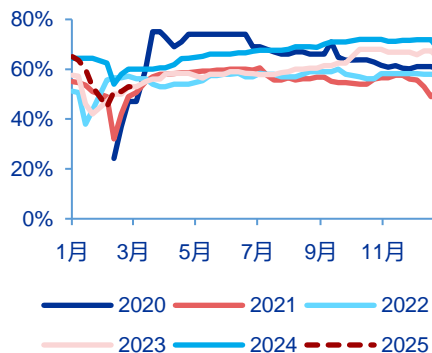
■ 新能源及电力领域需求拉动仍存，铝加工节后复工复产稳步推进

- 新能源车：**2025年1月我国新能源汽车销量94.4万辆，同比增长29.5%。**电力：**2024年1-12月，电网建设投资额累计同比+15.3%。**家电：**在以旧换新及地产政策提振家电需求，2024年1-12月空调行业实现累计产量2.7亿台，同比+9.7%。
- 下游开工率：**截至2025年3月6日，铝型材、铝线缆、铝板带、铝箔开工率分别为54.5%、53.0%、70.0%、75.43%，周环比+2.0pct、不变、1.4pct、1.1pct，相较春节后第一周提升18.0pct、8.0pct、6.6pct、2.7pct。

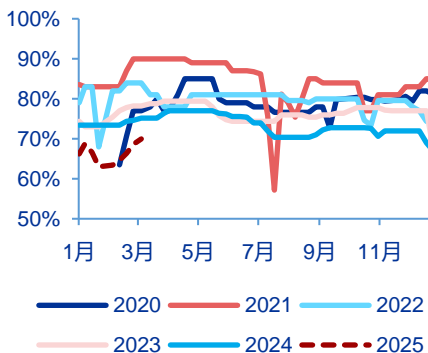
铝型材开工率



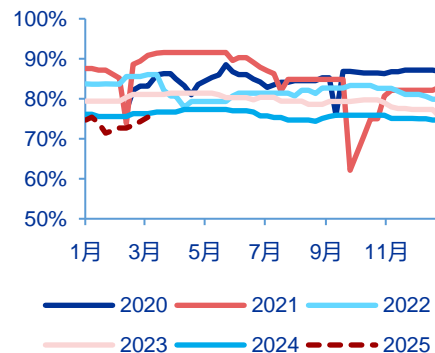
铝线缆开工率



铝板带开工率



铝箔开工率



铝库存：旺季临近，节后库存拐点早于往年

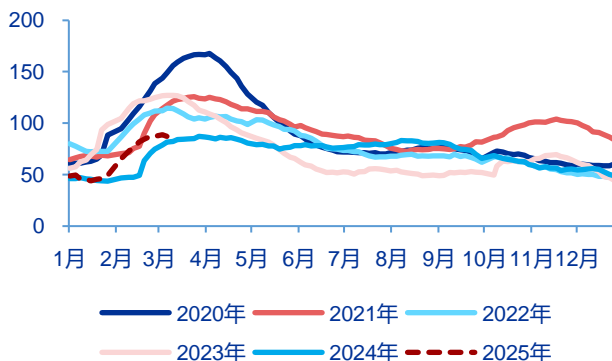
国内电解铝（铝锭+铝棒）库存周环比去库1.06万吨，库存拐点早于往年。

- 截至2025年3月6日，国内电解铝（铝锭+铝棒）合计库存为117.51万吨，较本周一去库2.51万吨，较上周四去库1.06万吨，去库有所提前（往年大多春节后第五周及之后开始去库）。
- 国内主流消费地电解铝锭库存为87.10万吨，较本周一去库1.50万吨，较上周四去库0.20万吨；
- 国内主流消费地铝棒库存30.41万吨，较本周一去库1.01万吨，较上周四去库0.86万吨。

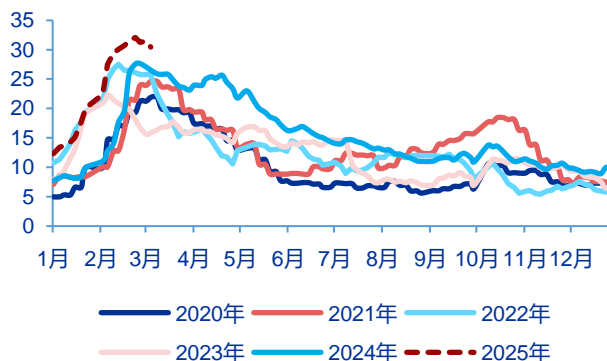
春节前后电解铝（铝锭+铝棒）库存变化

单位：万吨	春节前第四周 库存	春节前第三周 库存增量	春节前第二周 库存增量	春节前第一周 库存增量	春节期间库存 增量	春节后第一周 库存增量	春节后第二周 库存增量	春节后第三周 库存增量	春节后第四周 库存增量	春节后第五周 库存增量	春节后第六周 库存增量	春节后第七周 库存增量
2019年	137.15	-2.7	4.6	9.8	23.1	6.8	5.0	5.4	0.9	-0.2	-2.7	-7.3
2020年	65.99	0.3	3.3	9.4	19.4	10.8	17.2	16.0	17.4	11.0	8.5	5.2
2021年	75.33	2.9	6.0	9.8	17.5	20.6	9.8	4.5	1.8	-4.2	0.4	-3.6
2022年	88.92	-2.5	3.8	3.5	17.8	10.1	8.7	6.0	-0.2	0.5	-8.8	-8.8
2023年	55.39	10.2	8.1	13.9	22.5	15.5	14.8	1.4	1.1	-0.4	0.5	-5.0
2024年	52.48	2.3	6.6	7.6	20.5	8.8	7.8	2.1	2.1	-1.2	0.7	-1.0
2025年	61.04	-1.4	-0.5	12.5	21.3	13.4	9.7	2.5	-1.1			

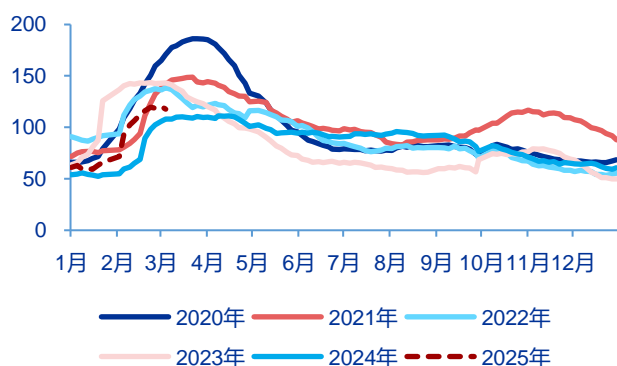
铝锭社会库存（万吨）



铝棒社会库存（万吨）



电解铝（铝锭+铝棒）社会库存（万吨）



铝供需紧张加剧：供给刚性+需求复苏

■ 短期全球产能难以快速扩张，新能源及电力领域拉动需求，供需格局持续向好

- 供应端增量有限，预计25/26年国内总供给增加101/100万吨；需求端新能源及电力领域提供需求增量，预计2025年交通用铝、电力电子用铝占比将分别提升至25.8%、23.2%，相对应的建筑用铝占比将下降至16.8%。

国内铝材供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内总供给 (万吨)	4025	4335	4542	4660	4955	5214	5315	5415
yoy		7.7%	4.8%	2.6%	6.3%	5.2%	1.9%	1.9%
增量	-286	310	206	118	296	258	101	100
国内原铝产量 (万吨)	3542	3712	3849	4007	4151	4312	4400	4450
再生铝产量 (万吨)	690	740	765	865	950	1000	1050	1150
扣除新废铝量 (万吨)	207	222	230	260	285	300	315	345
净进口量 (万吨)	0	105	157	47	139	202	180	160
抛储 (万吨)	0	0	30	0	0	0	0	0
国内总需求 (万吨)	3993	4415	4676	4769	4929	5138	5319	5428
yoy		10.6%	5.9%	2.0%	3.4%	4.2%	3.5%	2.1%
增量	558	422	261	93	160	209	182	109
建筑用铝 (万吨)	1048	1220	1274	1080	1129	958	893	834
yoy	15.5%	16.4%	4.4%	-15.3%	4.6%	-15.1%	-6.9%	-6.5%
交通用铝 (万吨)	842	971	990	1008	1071	1245	1371	1465
yoy	13.8%	15.4%	1.9%	1.8%	6.3%	16.3%	10.1%	6.9%
电力电子用铝 (万吨)	627	744	797	875	1015	1171	1233	1257
yoy	21.0%	18.6%	7.2%	9.7%	16.1%	15.3%	5.3%	2.0%
机械设备用铝 (万吨)	263	324	347	354	357	365	383	395
yoy	23.2%	23.3%	7.2%	2.2%	0.6%	2.3%	5.0%	3.0%
耐用消费品用铝 (万吨)	326	395	421	434	452	464	497	512
yoy	25.4%	21.3%	6.6%	3.2%	4.1%	2.8%	7.0%	3.0%
包装用铝 (万吨)	384	466	517	538	542	552	579	597
yoy	26.6%	21.4%	10.8%	4.1%	0.8%	1.7%	5.0%	3.0%
其他用铝 (万吨)	96	123	138	143	149	151	155	160
yoy	26.5%	27.2%	12.4%	3.8%	3.9%	1.4%	3.0%	3.0%
净出口铝材用铝 (万吨)	407	172	192	337	213	232	209	209
yoy	-2.3%	-57.6%	11.7%	75.1%	-36.7%	8.8%	-10.0%	0.0%
供需缺口 (万吨)	32	-79	-134	-109	27	76	-4	-13

铜供给：2014年至今资本开支低迷

■ 25年铜精矿长单TC敲定为21.25美元/吨，精炼铜供给或低于预期

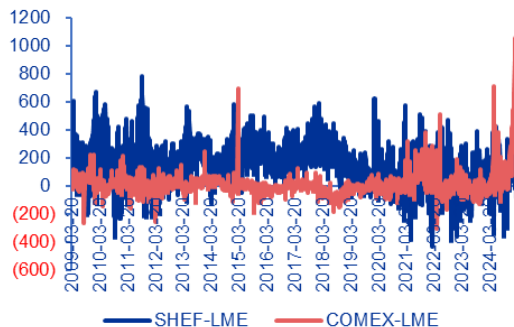
- 2024年12月初，2025年铜精矿长单 TC 敲定为21.25 美元/吨，2024年为80美元/吨；参考上海有色网，假设铜冶炼厂冶炼成本为3000元、硫酸价格为400元、TC为21.25美元/吨，冶炼厂将处于亏损状态，可能会导致冶炼产能收缩。

■ 当前铜精矿TC费再次进入负数区间

■ COMEX铜较其他交易价差扩大明显，或反应关税预期

- 2月25日特朗普签署行政令，指示美国商务部长对铜启动232调查，这可能导致征收铜进口关税。

不同交易所铜价价差（美元/吨）



资料来源：wind，申万宏源研究

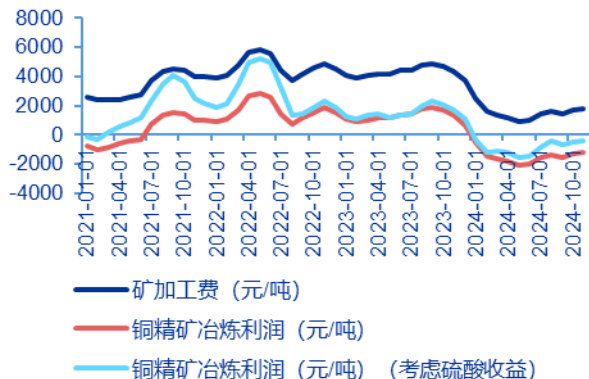
当前铜精矿TC费再次进入负数区间



铜精矿长单TC



铜冶炼利润



铜需求淡旺季切换，库存拐点已现

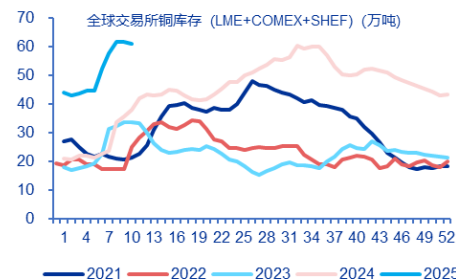
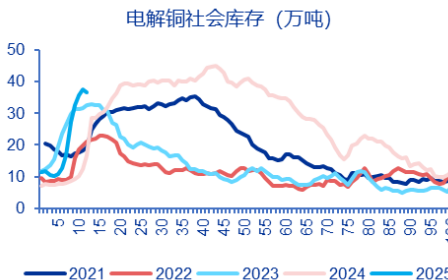
■ 铜加工节后复工复产稳步推进

- 下游开工率：截至2025年3月6日，电解铜杆/电线电缆开工率分别为73.1%/72.6%，环比-0.5/+8.3pct，较春节后第一周提升11.0pct、15.5pct。



■ 电解铜社会库存周环比去库0.8万吨，库存拐点早于往年

- 截至2025年3月6日，国内电解铜社会库存为36.8万吨，较上周四去库0.8万吨，去库有所提前（往年大多春节后第五周及之后开始去库）。
- 同时，LME/COMEX也开始去库。



春节前后电解铜库存变化

单位: 万吨	春节前第四周	春节前第三周	春节前第二周	春节前第一周	春节期间库存	春节后第一周	春节后第二周	春节后第三周	春节后第四周	春节后第五周	春节后第六周	春节后第七周
	库存	库存增量	库存增量	库存增量	增量	库存增量	库存增量	库存增量	库存增量	库存增量	库存增量	库存增量
2019年	11.71	0.1	1.8	4.8	2.7	8.3	1.0	1.4	0.8	1.5	-0.6	-1.5
2020年	18.26	-1.0	-0.2	4.5	6.6	4.4	8.1	5.9	4.9	2.7	-0.5	0.7
2021年	16.84	-0.3	1.2	1.6	5.5	3.4	2.1	0.6	0.6	-0.1	0.4	-0.6
2022年	8.37	0.3	0.2	1.0	5.9	2.8	2.7	1.0	0.8	-1.3	-4.4	-2.4
2023年	9.8	2.0	1.8	6.1	3.9	6.2	1.5	1.3	0.0	-1.6	-3.8	-4.5
2024年	7.54	1.0	1.7	6.6	11.7	0.1	1.9	4.2	4.1	0.6	-0.4	-0.3
2025年	11.43	-0.9	0.2	5.8	10.7	5.3	3.1	1.9	-0.8			

铜价：供给短缺演绎+需求复苏，中枢上移

■ 供需：预计2025年新能源+电网需求持续增长，供需紧平衡

全球铜供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球矿铜产量（万吨）	2057	2063	2110	2181	2206	2269	2337
增量（万吨）		6	47	71	25	63	68
yoy		0.3%	2.3%	3.4%	1.2%	2.9%	3.0%
全球精炼铜产量（万吨）	2402	2451	2480	2567	2693	2774	2853
增量（万吨）		49	30	87	125	81	79
yoy		2.0%	1.2%	3.5%	4.9%	3.0%	2.8%
全球精炼铜需求（万吨）	2441	2499	2526	2605	2707	2843	2943
增量（万吨）		58	28	78	102	136	101
yoy		2.4%	1.1%	3.1%	3.9%	5.0%	3.5%
中国	1268	1423	1388	1466	1613	1707	1777
yoy		12.2%	-2.5%	5.7%	10.0%	5.8%	4.1%
电力	578	652	635	675	754	823	868
yoy		12.8%	-2.7%	6.3%	11.7%	9.1%	5.5%
家电	194	211	206	208	223	240	250
yoy		8.6%	-2.2%	1.0%	6.8%	8.0%	4.0%
交通运输	142	160	159	180	203	227	245
yoy		12.6%	-0.3%	13.3%	12.4%	12.0%	8.1%
建筑	111	127	122	121	129	103	88
yoy		14.4%	-3.6%	-1.3%	6.9%	-20.0%	-15.0%
其他	130	146	141	155	171	176	183
yoy		12.4%	-3.5%	10.1%	10.4%	3.0%	4.0%
海外	1173	1076	1139	1138	1094	1135	1166
yoy		-8.2%	5.8%	0.0%	-3.9%	3.8%	2.7%
供给-需求（万吨）	-39	-48	-46	-38	-14	-69	-91

资料来源：国际能源组织、国际汽车制造商协会、中国光伏行业协会、中国充电联盟、中汽协、《CopperforWindPower》、各铜矿公司公告、上海有色网，申万宏源研究

主要内容

1. 宏观环境：海外降息与国内逆周期政策共振
2. 贵金属：信用格局重塑，上行趋势未止
3. 基本金属：成本缓解、供应刚性、需求复苏
4. 小金属：关注周期底部的积极变化

锂：盐湖和非洲锂矿贡献主要增量，但供给整体增速放缓

全球锂矿供给及增量情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
绝对量									
全球锂资源供给 (万吨LCE)	31.3	40.9	43.4	55.7	76.0	103.8	131.7	155.6	179.9
YoY	38%	31%	6%	28%	36%	37%	27%	18%	16%
澳洲锂矿 (万吨LCE)	13.6	18.3	15.7	24.3	29.5	39.5	41.7	42.9	44.9
非洲锂矿 (万吨LCE)					0.7	4.6	12.9	20.9	25.6
南美盐湖 (万吨LCE)	10.9	12.2	14.2	16.0	24.4	29.4	39.5	50.7	60.9
中国 (万吨LCE)	3.6	6.2	10.4	11.9	16.4	23.6	31.6	35.1	42.5
西藏+青海盐湖 (万吨LCE)	2.9	3.7	5.8	6.2	9.2	11.5	13.3	15.7	19.5
江西锂矿 (万吨LCE)	0.7	2.6	3.7	4.6	5.8	10.5	15.2	13.3	15.3
四川锂矿 (万吨LCE)			0.9	1.1	1.4	1.6	2.4	4.6	5.2
新疆锂矿 (万吨LCE)							0.7	1.5	2.5
回收及其他 (万吨LCE)	3.2	4.1	3.1	3.5	5.0	6.7	6.0	6.0	6.0
增量									
全球锂资源供给 (万吨LCE)	8.6	9.6	2.5	12.3	20.3	27.8	27.9	23.9	24.3
YoY	173%	12%	-74%	389%	65%	37%	0%	-14%	2%
澳洲锂矿 (万吨LCE)	4.6	4.7	(2.6)	8.6	5.2	10.0	2.2	1.2	2.0
非洲锂矿 (万吨LCE)					0.7	3.9	8.3	8.0	4.7
南美盐湖 (万吨LCE)	0.4	1.4	2.0	1.7	8.5	5.0	10.1	11.2	10.2
中国 (万吨LCE)	1.3	2.6	4.1	1.5	4.5	7.2	8.0	3.5	7.4
西藏+青海盐湖 (万吨LCE)	1.0	0.8	2.1	0.4	3.0	2.3	1.8	2.4	3.8
江西锂矿 (万吨LCE)	0.3	1.8	1.1	0.9	1.2	4.7	4.7	(1.9)	2.0
四川锂矿 (万吨LCE)			0.9	0.2	0.3	0.2	0.8	2.2	0.6
新疆锂矿 (万吨LCE)							0.7	0.8	1.0
其他 (万吨LCE)	2.3	1.0	(1.0)	0.4	1.5	1.7	(0.7)	0.0	0.0

资料来源：wind、上海有色网、申万宏源研究

锂：短期供给仍然过剩，关注周期底部边际变化

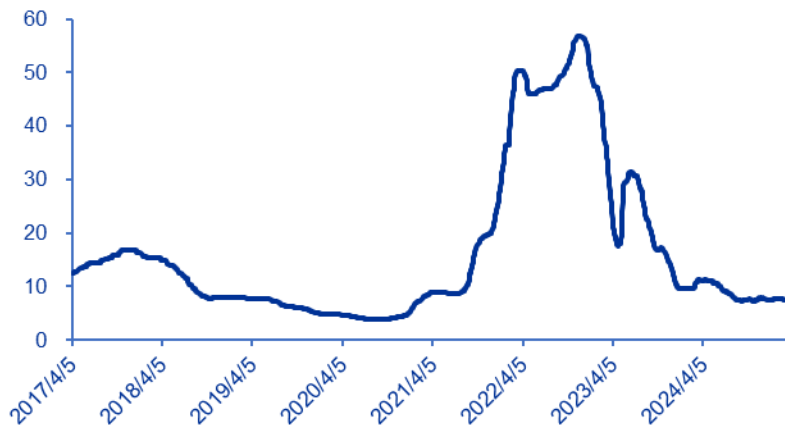
- 短期供给仍然过剩，预计锂价底部震荡，但成本曲线同时决定了价格底部。预计2025年碳酸锂价格底部盘整，整体在7-9万元/吨区间震荡（不含税）。

全球锂盐碳酸锂当量供需平衡表（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球供给	22.7	31.3	40.9	43.4	55.7	76.0	103.8	131.7	155.6	179.9
全球需求	28.5	31.8	33.5	37.3	59.7	79.5	97.8	118.1	142.8	159.0
库存扰动	0.5	0.4	0.4	-0.4	2.0	8.0	3.0	3.4	4.1	4.4
供需平衡	-6.2	-1.0	6.9	6.5	-6.0	-11.5	3.0	10.3	8.8	16.5

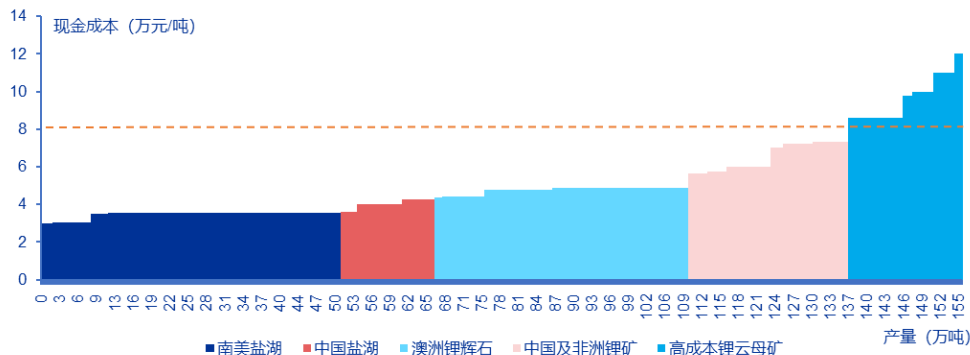
资料来源：wind、上海有色网、申万宏源研究

碳酸锂价格走势（万元/吨）



资料来源：wind、申万宏源研究

2025年预测碳酸锂成本曲线

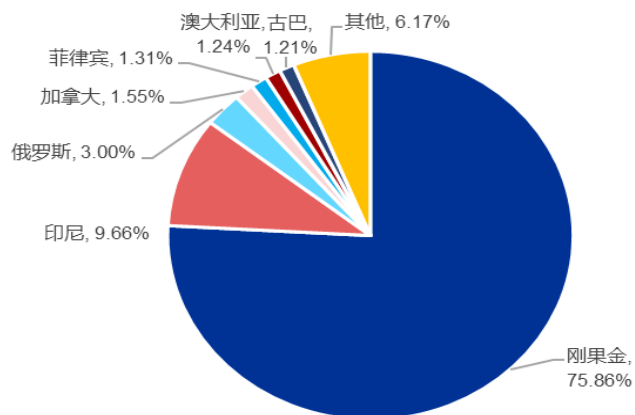


资料来源：锂行业上市公司公告、上海有色网、申万宏源研究

钴：刚果金供给端扰动加剧，钴价触底反弹

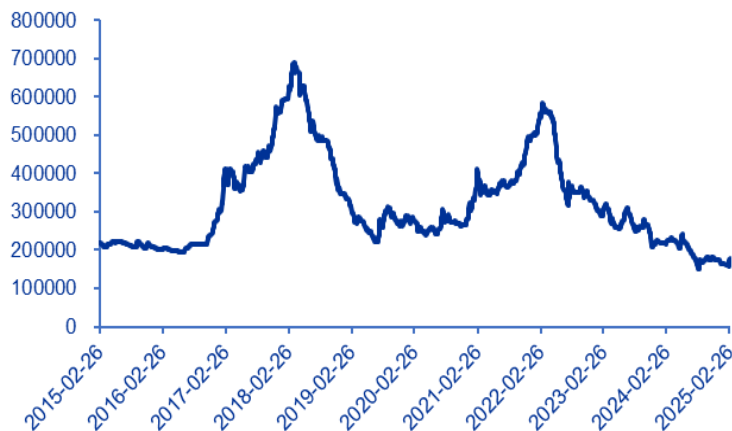
- **刚果金暂停钴出口，供给端扰动加剧。**2025年2月，因钴供给过剩，刚果金政府宣布临时性暂停钴出口四个月。
- **刚果金是全球钴供给第一大国家，限制出口政策对钴供给端有较大影响。**根据美国地质调查局数据，2024年全球钴供给有76%来自刚果金，且基本都要运往中国、欧美等其他地区来做进一步加工，当地消费量较少。因此，假设刚果金限制钴出口严格执行4个月的情况下，相当于影响全年1/3的刚果金钴供给，按24年情况估算，大约为全球钴供给量的25%。

2024年刚果金占全球钴矿供给量约76%



资料来源：美国地质调查局、申万宏源研究

当前钴价处于历史底部位置 (元/吨)



资料来源：wind、申万宏源研究

钴：刚果金供给端扰动加剧，钴价触底反弹

- **钴价上涨短期确定性较高，长期也有一定持续性。**短期刚果金钴出口受限，随着冶炼厂库存逐渐去化，钴价短期表现预计偏强；且长期来看，不排除刚果金政府在四个月继续采取进一步措施，钴供应端的不确定性增加，有望对长期价格中枢形成较强支撑。关注华友钴业、力勤资源、寒锐钴业等标的的钴价上涨弹性。

全球精炼钴供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
原生钴 (万吨)	11.29	12.11	11.86	13.26	16.36	19.21	23.28	26.83	30.05
YOY		7.23%	-2.08%	11.83%	23.36%	17.45%	21.20%	15.24%	12.00%
再生钴 (万吨)	1.56	1.57	1.76	2.18	2.54	2.65	2.72	2.76	2.83
YOY		0.69%	12.58%	23.54%	16.49%	4.47%	2.64%	1.54%	2.31%
全球精炼钴供应量 (万吨)	12.85	13.67	13.62	15.44	18.89	21.86	26.00	29.59	32.87
YOY		6.44%	-0.40%	13.35%	22.39%	15.70%	18.95%	13.81%	11.10%
动力电池钴需求 (万吨)	1.58	2.13	2.63	4.11	5.92	7.28	7.28	7.28	7.43
非动力电池钴需求 (万吨)	5.54	5.64	5.99	6.59	6.30	6.18	7.10	7.81	8.28
电池用钴量合计 (万吨)	7.12	7.76	8.62	10.70	12.22	13.46	14.39	15.10	15.71
高温合金用钴 (万吨)	1.74	1.82	1.49	1.85	1.92	2.00	2.08	2.16	2.25
硬质合金用钴 (万吨)	0.81	0.81	0.72	0.83	0.86	0.89	0.92	0.95	0.98
其他领域需求 (万吨)	2.54	2.61	2.39	2.46	2.54	2.61	2.69	2.74	2.80
全球精炼钴需求量 (万吨)	12.20	13.00	13.22	15.84	17.54	18.96	20.08	20.95	21.73
YOY		6.63%	1.67%	19.82%	10.72%	8.09%	5.88%	4.36%	3.74%
供需平衡 (万吨)	0.65	0.67	0.40	-0.41	1.35	2.90	5.93	8.64	11.14
刚果金出口限制对供给预计影响 (万吨)								-6.80	-8.79
调整后供需平衡 (万吨)								1.84	2.35

资料来源：wind，安泰科，美国地质调查局，申万宏源研究

镍：底部成本支撑较强，关注印尼镍矿配额变化

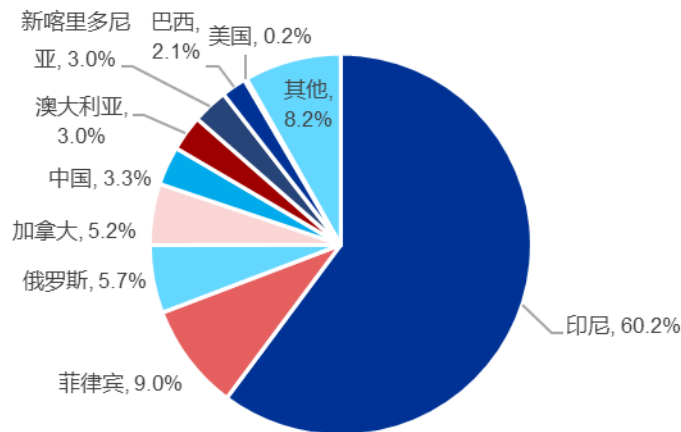
- **当前镍价跌至1.6万美元/吨附近，已经处于火法的成本线以下。**从镍的冶炼方式来看，目前主要包括湿法和火法两种，火法成本相对较高，目前约1.6万美元/吨，湿法成本相对较低，成本约1.2-1.3万美元/吨水平。目前镍价持续回落，已经到了火法成本以下，当前成本端支撑作用较强，预计继续下行空间不大。
- **供给端，印尼占全球60%左右镍矿供给，影响较大。**根据印尼矿业部发言，印尼政府正考虑削减镍矿开采配额，考虑到全球镍资源高度集中，若印尼供给端扰动加剧，镍供给或将收缩，进而驱动镍价上行。

镍价已经跌至火法成本线以下（美元/吨）



资料来源：wind、上海有色网，申万宏源研究

印尼占全球镍矿供给比重较高（%）



资料来源：美国地质调查局，申万宏源研究

镍：需求增速稳定，供给扰动加剧，预计镍价易涨难跌

- 综合来看，需求端传统不锈钢需求增速相对稳定，而供给端存在扰动风险，此背景下预计镍价易涨难跌。

全球镍供需平衡表（万吨，%）

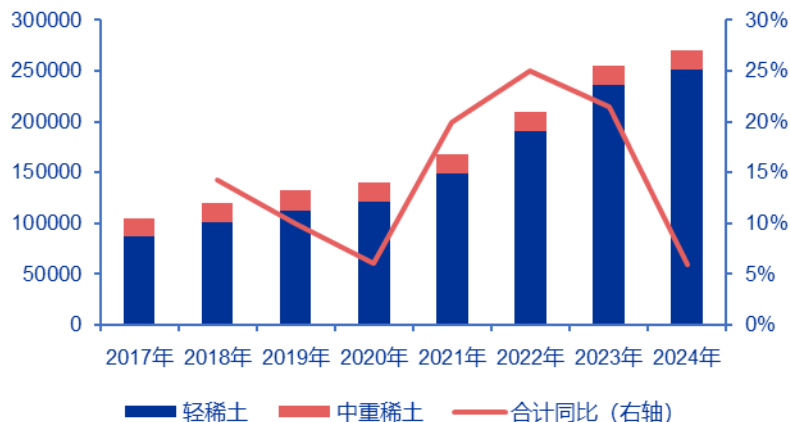
年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
印尼	28.9	39.9	58.9	85.6	128.4	161.8	184.0	191.3	193.2
中国	70.0	85.0	76.3	63.4	61.4	57.4	52.4	49.4	47.4
俄罗斯	15.1	15.4	15.5	12.1	12.4	12.2	12.2	14.2	15.1
其他	101.3	101.2	105.1	110.9	112.0	104.2	96.7	95.2	96.4
全球精炼镍供给	215.2	241.5	255.9	271.9	314.1	335.6	345.2	350.1	352.1
YOY		12.2%	6.0%	6.3%	15.5%	6.8%	2.9%	1.4%	0.6%
电池	7.1	9.4	12.5	24.2	35.6	34.7	36.7	37.3	38.8
YOY		33.7%	32.6%	93.1%	47.1%	-2.5%	5.8%	1.5%	4.1%
不锈钢	153.8	163.1	166.7	198.0	207.8	215.5	219.3	222.9	226.2
YOY		6.1%	2.2%	18.8%	4.9%	3.7%	1.8%	1.6%	1.5%
其他	64.9	66.3	68.1	69.1	67.6	72.6	75.0	76.8	78.1
YOY		2.2%	2.7%	1.4%	-2.2%	7.5%	3.3%	2.4%	1.6%
全球精炼镍需求	225.8	238.9	247.3	291.3	310.9	322.8	331.1	336.9	343.0
YOY		5.8%	3.5%	17.8%	6.7%	3.8%	2.6%	1.8%	1.8%
供给-需求	(10.5)	2.6	8.6	(19.3)	3.2	12.8	14.2	13.2	9.0

资料来源：wind，美国地质调查局，申万宏源研究

稀土：政策新规强化供给约束，价格底部反转可期

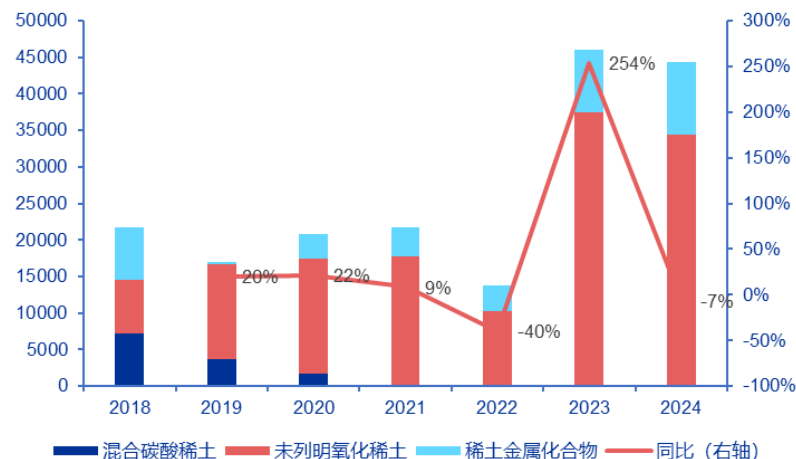
- 2025年2月，工信部发布《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》，明确仅大型稀土集团可获稀土开采及冶炼指标，其余组织或个人不得获得稀土指标、且没有指标的企业不得开展稀土开采和冶炼活动；另一方面，新规追溯管理要求全流程数据联网，黑稀土流通难度进一步加大。
- 供给端，2024年国内稀土开采配额增速下降，叠加海外缅甸矿进口持续受限，中长期紧平衡格局强化；需求端，包括家电、消费电子需求受益以旧换新政策，同时新能源汽车领域维持高景气，远期还有人形机器人打开成长空间，价格底部反转可期。

国内稀土矿指标增速放缓（吨REO，%）



资料来源：工信部、申万宏源研究

缅甸稀土矿进口量同比回落（吨REO，%）



资料来源：海关总署、申万宏源研究

锡供给：供给增速或抬升

■ 存量供给：若印尼出口恢复+缅甸佤邦复产，供给增速或提升

- 24Q1受采矿许可证延期影响，印尼锡锭出口受限，24Q3逐步恢复至去年同期水平。
- 25年下半年缅甸锡矿出口或恢复。2023年4月缅甸佤邦政府出台文件要求2023年8月1日后矿山停止一切勘探、开采、加工等作业；24年4月后，我国从缅甸进口锡矿量明显下降。2025年2月26日，佤邦工业矿产管理局发文《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》，佤邦曼相矿区锡矿或复产，据锡业协会，从复产到出矿所需时长预计为一个月左右，而加上筹备时间，预计下半年才能出矿。

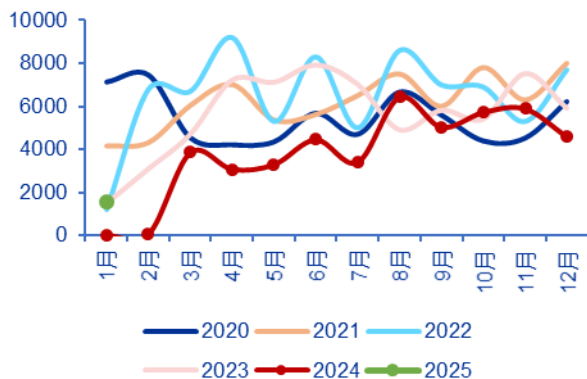
■ 增量供给：

- 主要在海外，2024年刚果Mpama south扩建项目和巴西的massangana尾矿项目开始贡献增量。其他锡矿增量项目建设具有较高不确定性，预计投产时间均在2025年以后。

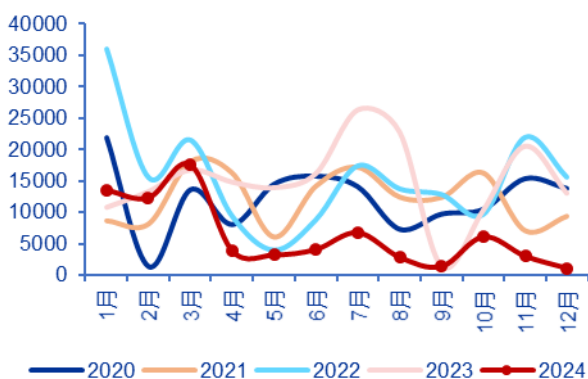
全球锡矿山增量项目

企业	项目	地区	规划产能 (吨/年)	当前进度及投产时间
Alphamin resources	Mpama south	刚果	8000	项目于24年5月建成
Auxico resources	massangana 尾矿	巴西	3600	预计2024年中投产
Andrada Mining	UIS	纳米比亚	当前产能900吨，预计2025年产能提升至2500吨，2027年产能提升至1万吨	23年完成可研，24年开工建设
Metal X	Renison尾矿	澳大利亚	5400	投产时间预计25年后
Venture Minerals	Mt Lindsay	澳大利亚		正在进行地下矿可行性研究
Stellar Resource	Heemskirk	澳大利亚		投产时间预计25年以后
First tin Limited	Taronga	澳大利亚	2800	投产时间预计25年以后
First tin Limited	Tellerhauser	德国	4200	仍处于前期阶段，投产时间预计25年以后
Atlantic Tin	Achmmach	摩洛哥	4500	预计26年开始投产
Tinone	Syrymbet	哈萨克斯坦	7500	投产时间预计25年

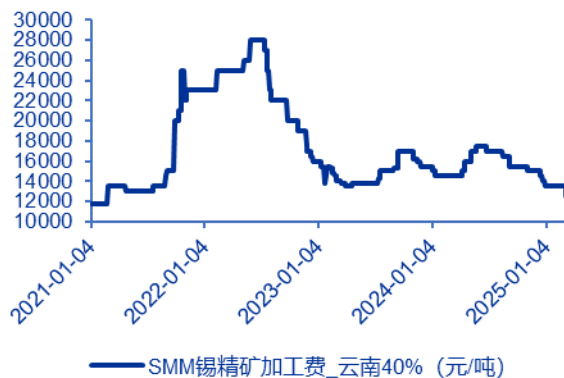
印尼锡锭月度出口量情况 (吨)



我国从缅甸进口锡矿量 (实物吨)



锡矿加工费仍在下行



锡需求：半导体景气回升，驱动需求逐步复苏

■ 需求端：

- 锡下游需求以锡焊料为主，下游主要应用于电子行业，当前半导体景气度企稳回升，预期锡需求逐步复苏。2023年11月开始，美国半导体销售额当月同比由负转正，2024年累计约6173亿美元，同比增长19%。

■ 库存端：

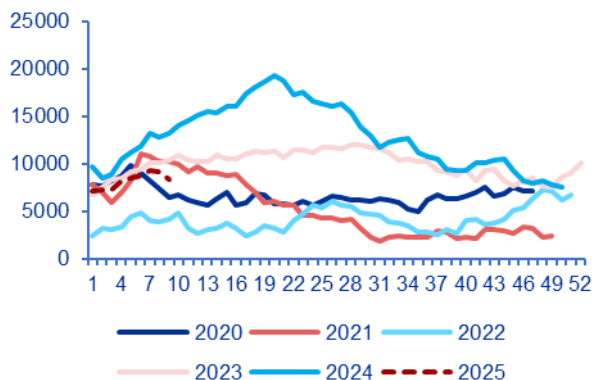
- 国内锡锭社会库存在24年5月达到高位后逐步回落；春节前后开始累库，当前已经开始去库

美国半导体景气回升



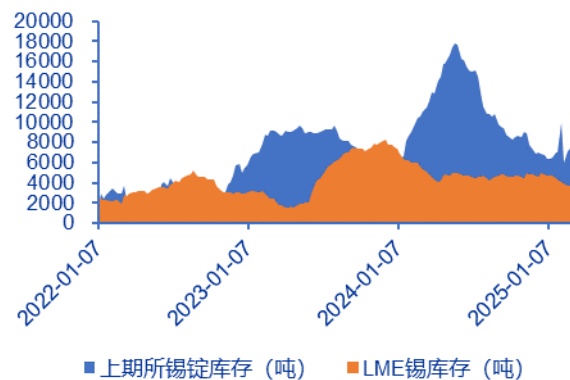
资料来源：wind，申万宏源研究

国内锡锭社会库存（吨）



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

锡锭交易所库存（吨）



资料来源：wind，申万宏源研究

镁：下游应用推广加速，远期成长空间广阔

- **镁铝价格倒挂明显，镁合金性价比提升，下游应用推广加速。**据星源卓镁招股书披露，镁合金、铝合金价格比为1.29时，两种合金生产配件的原材料成本、加工成本总和基本一致；近期镁铝价格明显倒挂，镁合金应用有望加速扩张。
- **除汽车轻量化领域以外，低空经济、机器人的高速发展也为镁合金应用打开远期空间。**镁需求放量的背景下，建议关注镁产业链一体化的标的宝武镁业。

轻量化技术发展路线图

	2020年	2025年	2030年
车辆整车装备	较2015减重10%	较2015减重20%	较2015减重35%
高强度钢	强度 600MPa 以上 AHSS 钢 应用 达 到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的30%	2000MPa级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量达到190kg	单车用铝量超过250kg	单车用铝量超过350kg
镁合金	单车用镁量达到15kg	单车使用镁合金25kg	单车使用镁合金45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量，成本比2015年降低50%	碳纤维使用量占车重2%，成本比上阶段降低50%	碳纤维使用量占车重5%，成本比上阶段降低50%。

资料来源：中国汽车工程学会、申万宏源研究

镁铝价格比回落至1.29以下



资料来源：ifind、申万宏源研究

有色金属板块估值表

代码	名称	股价	EPS				PE				PB
		2025/3/7	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	(LF)
601899.SH	紫金矿业*	16.43	0.79	1.20	1.46	1.67	21	14	11	10	3.3
603993.SH	洛阳钼业*	7.19	0.38	0.62	0.64	0.67	19	12	11	11	2.4
603260.SH	合盛硅业	54.44	2.22	1.94	2.72	3.46	25	28	20	16	2.0
000960.SZ	锡业股份	14.96	0.86	0.89	1.42	1.54	17	17	11		1.3
603799.SH	华友钴业	36.30	1.98	2.29	2.59	2.90	18	16	14	13	1.8
002182.SZ	宝武镁业*	12.93	0.31	0.46	0.69	0.92	42	28	19	14	2.4
603979.SH	金诚信*	41.30	1.65	2.52	3.28	4.02	25	16	13	10	3.1
600516.SH	方大炭素	5.16	0.10	0.04	0.11	0.13	50	120	49	39	1.2
002709.SZ	天赐材料	20.41	0.99	0.25	0.70	1.07	21	81	29	19	3.0
601137.SH	博威合金*	21.52	1.38	1.65	1.86	2.20	16	13	12	10	2.3
002540.SZ	亚太科技*	6.20	0.45	0.54	0.72	0.93	14	11	9	7	1.4
002532.SZ	天山铝业*	9.62	0.47	0.96	1.01	1.13	20	10	9	9	1.8
300748.SZ	金力永磁	21.82	0.41	0.22	0.43	0.56	53	100	51	39	4.5
601958.SH	金钼股份*	10.40	0.96	0.93	1.04	1.15	11	11	10	9	2.1
002155.SZ	湖南黄金*	22.38	0.41	0.71	1.07		55	31	21		4.0
300811.SZ	铂科新材*	50.06	0.89	1.49	1.90		56	34	26		5.8
600489.SH	中金黄金*	12.58	0.61	0.77	0.87	0.98	20	16	15	13	2.3
000603.SZ	盛达资源	14.15	0.21	0.54	0.84		66	26	17		3.0
000923.SZ	河钢资源*	13.92	1.40	1.68	1.93	2.23	10	8	7		0.9
000630.SZ	铜陵有色*	3.35	0.21	0.31	0.34	0.41	16	11	10		1.3
601168.SH	西部矿业*	16.98	1.17	1.55	1.77	1.97	15	11	10		2.4
000807.SZ	云铝股份*	18.55	1.14	1.31	1.69	1.85	16	14	11	10	2.4

资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究（带*公司盈利预测来自申万宏源研究，已披露24年业绩预告公司24年业绩为所披露业绩预告区间中值）

- **宏观经济不及预期：**宏观经济影响有色金属需求，若宏观经济不及预期、需求下滑，对金属价格造成不利影响。
- **新产能投放超预期：**若供给端新增产能建设及投产速度超预期，对金属价格造成不利影响。
- **电动车产销低预期：**能源金属及能源材料均为电动车上游，若电动车产销低于预期，对能源金属及能源材料需求造成不利影响，对金属价格造成不利影响。

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华东B组	李庆	18017963206	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysec.com
华南创新团队	夏苏云	13631505872	xiasuyun@swhysec.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

马焰明
maym@swsresearch.com