

首席周观点：2025 年第 33 周

2025 年 8 月 14 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：铜供应缺口或仍有趋势性放大可能，行业高景气度仍将延续

全球精炼铜供需或延续偏紧状态。全球精铜市场的供需状态自 2018 年起出现结构性逆转，由持续数年的供需紧平衡转至供应缺口的阶段性放大。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性，而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。从供需角度观察，全球铜矿及精铜供给增速或仍难以显现弹性，而需求端则受益于绿色能源结构转型及中国的新质生产力基建而维持增长韧性，供给增速相对需求增速的偏刚性则暗示供应缺口仍有放大可能，而库存周期的变化将对铜的供需平衡表起到显著影响。

铜精矿供给仍显扰动，实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧。全球铜矿的实际供给状态仍显扰动，尽管此前 23 年的铜矿供应预期受 16 年后部分铜矿资本支出项目的投达产落地而展望向好，但供给扰动事件的叠加爆发令 23 年全球铜矿实际供给增速降至 1.2% 至约 2236 万吨。鉴于 CobrePanama 铜矿停产持续至 24 年（影响约 30 万吨产量），英美资源、嘉能可及 Codelco 因矿山品味下降、运营成本攀升、旱情缺电以及事故罢工活动等导致铜产量指引下调，暗示全球的实际铜矿产出增速仍将承压。我们结合多家机构的统计预测，2024 年全球铜矿供给增速或仅为 1.52%（约 2270 万吨），直至 26 年全球铜矿供给或反弹至 3% 以上增速水平（但仍面临存量及增量项目产出挥发风险）。全球铜矿供给状态的阶段性承压亦被年内迅速回落的铜冶炼费用所印证，至 25 年 5 月 9 日，进口铜精矿周度加工费已连续三个月维持负数，且负值程度持续加深并已降至 -43.11 美元/吨，显示全球铜矿供给相对冶炼产能需求的显著短缺。考虑到 25 年的 TC 长协价格已经降至 21.25 美元/吨（-73.4%），暗示矿端供给状态的结构性偏紧及冶炼厂利润空间被大幅压缩后可能面临的减产风险攀升，这意味着 25 年全球铜行业上游供给状态将依然维持强刚性化特征。

中国精炼铜产量增速或现阶段性弱化。2023 及 2024 年中国的长协铜 TC 价格分别定在 88 美元/吨及 80 美元/吨，推动国内冶炼企业开工率的攀升并带动 24 年中国精炼铜产量 +5% 至历史新高 1364 万吨。但另一方面，随着铜长协 TC 价格的回落及短端冶炼费用的持续低迷，国内铜冶炼厂亏损风险的放大或导致实际产能利用率的被动收缩。结合中国铜冶炼产能数据

及拟合产能利用率数据，我们认为 2025-2026 年中国精炼铜产量或为 1384 万吨及 1407 万吨，产量增速或呈阶段性弱化并低于 2%，中国精铜产量占全球比例或将维持在 49%附近。

从消费角度观察，全球铜消费或进入周期性的强增长阶段。若以 4 年为周期来观察近 30 年的全球铜消费数据，2024-2027 年全球累计阶段性铜消费或总计上涨 11.3%至 11345 万吨，期间年均消费增长率约 2.88%。自 1996-2023 年，全球铜消费阶段性增长均值（4 年期）为 2.85%，其中 96-07 年间的消费整体维持于 3.42%左右的良性增长水平，但 08-11 年却因次贷危机影响而急速回落至 1.89%，而后在低基数及全球量化宽松提振下消费增速升至 3.9%，但至 2016 年随着中国金融去杠杆的进行（包括去融资铜）叠加中美贸易争端加剧，增速均值再次降到了 1.24%。2020 年全球经济遭受预期外扰动，但 20H2 全球一致性货币财政双刺激推动铜产业链阶段性补库显现，这一定程度上弱化了 22 年全球加息周期对铜消费的抑制，令该阶段全球铜消费增速升至 2.54%。对于 2024-2027 年的铜消费，考虑到全球以铜为代表的产业链库存重塑及以中国新质生产力与绿色低碳能源转型为代表的绿色能源基建的持续实施，我们认为铜阶段性的总消费或有 11.3%的增长，即 2024-2027 年全球累计铜消费或增至 11345 万吨。

从我们统计的用铜行业样本观察，中国的实际铜消费仍具有良好的增速展望。据我们测算，2024 年四大行业（家电、交运、建筑及电力）的样本数据用铜量约为 1202 万吨，占中国 2024 年铜消费总量 1482 万吨的 81%；而据我们推测至 2028 年，该四大行业用铜量或增长 335 万吨至 1536.8 万吨（+28 %），这意味着主要涉铜行业的铜消费年 CAGR 或达 6.3%。综合观察，我们认为在低碳能源结构转型及新能源基建支持下，中国的精铜消费增速或逐步恢复至 3.5%之上，中国的精铜消费增长或依然高于全球，中国占全球铜消费的比重将不断提升（预计至 2027 年或升至 56%之上）。

铜板块相关标的：西部矿业、金诚信、紫金矿业、江西铜业。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《金属行业 2025 半年度展望（I）：弱供给周期下的行业配置属性探讨—工业金属板块高景气度延续》，2025-6-6



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：日联科技(688531.SH)：从“卡脖子突围”到“全球智检”，国产替代与结构性增长双引擎

公司是国内领先的工业 X 射线智能检测装备供应商、工业 X 射线领域的龙头企业。公司主要产品包括工业 X 射线智能检测装备、影像软件和微焦点 X 射线源，实现 X 射线检测全产业链技术布局。公司在核心部件 X 射线源领域实现了重大突破，成功研制出国内首款封闭式热阴极微焦点 X 射线源并实现产业化应用，打破了外国垄断，填补了国内空白，解决了“卡脖子”问题。公司 X 射线智能检测装备广泛应用于半导体封装、锂电生产、汽车零部件制造等高精度检测场景，公司客户覆盖比亚迪、立讯精密等龙头企业，产品已出口到 70 余个国家及地区。

国内工业 X 射线检测设备有望迎来快速增长期，逐步实现国产替代。根据沙利文咨询的统计和预测，除医疗健康外，2021 年我国 X 射线检测设备的市场规模约为 119 亿元，受到下游集成电路及电子制造、新能源电池等行业需求的快速增长影响，X 射线检测设备预计在 2021-2026 年将维持高速增长的趋势，2026 年，我国 X 射线检测设备除医疗健康领域外的其他主要应用领域的市场规模有望达到 241.4 亿元。与此同时，随着国内企业在集成电路检测领域、铸件、焊件及材料领域技术水平的提升，国产化率提高，我国工业 X 射线检测设备行业总产值产量还将有望快速增长，公司凭借国产化优势将持续受益。

国内集成电路产业的快速发展驱动着集成电路 X 射线检测设备的需求增长，日联科技是最早进入集成电路及电子制造 X 射线检测装备领域的国内厂商之一，有望同步受益。X 射线检测可以用于晶圆的检测与封装后检测工艺中，国内集成电路产业的快速发展驱动着集成电路 X 射线检测设备的需求增长。除此之外，全球 PCB（印制电路板）市场规模呈现持续稳步增长态势，随着 AI 技术的普及和新能源车的逐步渗透，AI 服务器和车用电子相关的 PCB 需求显著提升，成为产业成长的重要驱动力。产品应用而言，目前 PCB 行业是自动 X 射线检测最主要的需求来源，占据大约 56.0% 的份额，X 射线影像检测设备的需求随着 PCB 市场规模的稳步同步上升。日联科技是最早进入集成电路及电子制造 X 射线检测装备领域的国内厂商之一，系国内该领域龙头企业公司，X 射线检测设备需求有望同步受益。

2025 年中国动力锂电池出货量有望超 960GWh，公司在国内锂电池 X 射线智能检测装备领域覆盖多家新能源知名客户，锂电池出货量的提升将带动锂电池检测设备需求。2025 年中国动力锂电池出货量有望超 960GWh。X 射线检测作为新能源汽车锂离子电池检测必不可少的检测手段，锂电池出货量的提升将带动锂电池检测设备需求。在新能源电池领域，公司根据

下游客户电池厚度、识别缺陷类型、运行节拍等需求情况进行产品设计，在国内锂电池 X 射线智能检测装备市场处于领先地位，主要产品已覆盖宁德时代、比亚迪锂电池、欣旺达、力神电池、亿纬锂能、国轩高科、珠海冠宇、捷威动力等知名新能源电池客户。伴随着锂电池出货量的提升，公司 X 射线检测设备需求量有望持续提升。

汽车工业是 X 射线检测设备在铸件、焊件及材料检测最大的应用领域，公司 X 射线检测设备的需求量有望随着汽车市场整体规模的扩大逐渐增加。根据中国汽车工业协会统计，2024 年国内汽车产销量累计完成 3,128.2 万辆和 3,143.6 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.5%，产销量再创历史新高，其中，新能源汽车继续保持快速增长，年产销首次突破 1,000 万辆，迎来高质量发展新阶段。X 射线检测设备的需求量也将随着汽车市场整体规模的扩大逐渐增加。在铸件焊件及材料领域，公司开发出系列化智能检测装备，为汽车制造、航空航天、压力容器、工程机械等领域提供 X 射线检测解决方案，目前该领域产品已覆盖国内外多家知名汽车领域制造厂商，包括长安汽车、大庆沃尔沃、重庆小康动力、重庆美利信、株洲宜安精密、宁波海威、安徽优尼科等。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内领先的工业 X 射线检测装备供应商，随着国产替代持续推进，电子半导体行业需求逐步旺盛、锂电池行业需求修复改善以及汽车零部件相关检测需求稳步增长，工业 X 射线行业将迎来结构性增长机遇，看好公司设备和射线源的国产替代业绩有望持续增长。预计公司 2025—2027 年收入增速分别为 32.75%、30.27%、28.18%；归母净利润分别为 1.85、2.53 和 3.56 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、2.21 和 3.11 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：（1）下游行业波动风险；（2）新产品研发不及预期；（3）市场竞争加剧风险；（4）技术迭代风险。

参考报告：《日联科技(688531.SH):从“卡脖子突围”到“全球智检”，国产替代与结构性增长双引擎》，2025-5-15



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

建筑建材行业：新藏铁路等重大项目逐步落地拉动内需，保障经济行稳致远

新藏铁路有限公司成立标志着项目将进入逐步落地阶段。新藏铁路在 2008 年修编后的《中长期铁路网规划》提出，并获得国家发改委批准。2022 年 1 月国务院《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》中提出要加快推进新藏铁路和田至日喀则段的前期工作，5 月勘察设计开始招标。2024 年《关于 2023 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2024 年国民经济和社会发展计划草案的报告》中提出要抓紧推进新藏铁路前期工作，并在 11 月份进行地址勘察监理的招标。2025 年 4 月交通运输部提出力争年内开工建设，8 月新藏铁路有限公司成立，注册资本 950 亿元。可以看出：新藏铁路重大项目工作在逐步的有序推进。作为世界海拔最高，环境最恶劣的铁路工程，施工难度和技术要求极高，属于“极限工程”。经过前期的勘察设计，已经具备了落地的条件，新藏铁路有限公司的成立标志着这项经过多年准备的重大高难度工程项目将进入落地施工阶段。

新藏铁路为中国进藏的四条天路之一，具有重大长期的战略意义，完善了“一带一路”陆路交通网和新疆、西藏和四川地区的快速通道构建，将大大降低国域和区域间物流人流成本，大大加快区域间的经济协同发展。

新藏铁路项目落地提供安全垫，保证经济健康稳健发展。近期包括雅江水电站等重大项目陆续进入落地阶段，这种具有长期战略意义和长期经济效益的重大项目的开工实施，将成为拉动内需的动力。对照川藏铁路的 16 年左右的建设周期，新藏铁路长度更长，施工难度更大，预计施工周期将超过川藏铁路。对照川藏铁路超过 3700 亿元的投资规模，预计新藏铁路投资额要达到约近 5000 亿的水平。假设新藏铁路施工周期是 20 年，则年均投资额约 250 亿元左右，和雅江水电站一起拉动 GDP 约 0.18 个百分点。面对外贸带来的不确定性冲击，新藏铁路又为中国经济应对外部的不确定性加厚了安全垫。国家重大项目在落实长期的战略和长期效益外，阶段性也会成为中国经济健康稳健发展的稳定器。

央企、龙头和区域建筑材料和基建工程类公司受益新藏铁路建设较大。新藏铁路建设从新疆和田到西藏日喀则，主要线路在新疆地区。建设直接受益的是铁路建设工程类公司，包括铁路工程龙头公司中国中铁和中国铁建，还有全国交通基建类工程公司中国交建，以及区域交通建设类公司新疆交建和北新路桥等。建筑材料受益的公司包括区域的水泥公司青松建化、天山股份和西藏天路。包括减水剂龙头公司：苏博特和垒知集团。以及相关的钢铁和机械装备公司等。

交通重大项目和储备陆续落地不但具备战略和长期效益，也将保障中国经济行稳致远。我们在 2025 年 7 月 22 日雅江水电站开工的点评中提出：中国幅员辽阔，有着很大的重大战略和长期项目的建设实施空间和需要。重大项目的实施不仅仅带来较好的长期效益，更有战略布局的效益。中央政府的负债率水平相对不高有着更大的发力空间。重大项目“是以中国综合实力的提升为目标，以中国战略、经济和人民生活幸福的需要为最终目标。”将会整合民力

和国力，释放投资需求。“这些将为中国经济扩大内需，防控外部不确定性和房地产风险提供深厚的安全垫，保证中国经济能够行稳致远。”

其他项目储备丰富，也将陆续落地确保经济行稳致远。2025年4月在交通运输部的新闻发布会上，提出了要积极扩大交通运输有效投资，全力推进交通重大工程项目实施。并在2月编制的《加快建设交通强国重大工程和重大项目（2025年版）》中谋划了国家综合立体交通网主骨架联通提质工程、长江经济带综合立体交通网完善工程等20个重大工程（包）和新藏铁路、三峡水运新通道、珠三角枢纽（广州）新机场等45个重大项目。并提出新藏铁路、首都地区环线G95贯通工程、G3033奎屯至独山子至库车高速公路、三峡水运新通道、中国邮政第二航空枢纽（郑州）等项目力争2025年内开工。这些项目均为100亿元以上，甚至是千亿项目，成为拉动内需的重要引擎。相关受益公司为中国交建、中国能建等。

投资建议：我们在2024年12月27日《建筑建材行业2025年投资展望；内需之重下行稳致远》报告中提出：“两新两重”项目主要起到长远发展和稳定内需的作用。央国企建筑公司受益政策影响大，基建、地产相关政策、新质生产力和消费等释放内需的相关政策将推动地产回归长期健康发展轨道，推动建筑建材行业回归新平衡，推动经济回归新平衡。重大项目的陆续落地为2025年的中国经济的稳健发展提供保障，成为对冲外部环境和贸易政策不确定性的有力工具，并为中国的长期战略发展、经济长期效益和人民生活幸福提供保障。

我们继续坚持我们之前的观点：优秀和龙头公司在当前的环境下，更具备发展和成长的确定性，有更好的估值修复和业绩弹性。

风险提示：项目落地节奏和力度的不确定性、行业供给端优化速度低于预期。

参考报告：《新藏铁路等重大项目逐步落地拉动内需，保障经济行稳致远》，2025-8-12



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

石油石化行业：原油价格上涨明显，中国原油出口数量大幅提升

原油价格上涨明显。截至 7 月 29 日，Brent 原油期货结算价和现货价分别为 72.51 美元/桶和 70.04 美元/桶，环比上月上涨 7.25%和 4.85%；WTI 原油期货结算价和现货价格分别为 69.21 美元/桶、66.71 美元/桶，环比上月分别涨 6.30%、1.82%；ESPO 原油现货价格为 66.22 美元/桶，环比上月上涨 5.51%。6 月，OPEC 原油现货价格为 69.73 美元/桶，环比上涨 9.61%；中国原油现货月度均价（大庆）为 66.39 美元/桶，环比上涨 7.43%，中国原油现货月度均价（南海）为 61.41 美元/桶，环比上涨 11.29%，中国原油现货月度均价（胜利）为 67.33 美元/桶，环比上涨 8.94%。

美国，炼油厂可运营产能利用率上涨；成品车用汽油及石油产品的供应量环比上升；成品车用汽油库存量月环比下降。截至 7 月 25 日，美国炼油厂可运营周平均产能利用率为 95.4%，环比上月上涨 0.5 个百分点。美国每周成品车用汽油：供应量为 9152 千桶/天，环比上月上升 512 千桶/天，增幅为 5.93%；库存量为 228405 千桶，月环比降低 3721 千桶，降幅为 1.60%。美国石油产品供应量为 21387 千桶/天，环比上月上升 900 千桶/天，增幅为 4.39%。

美国原油进口数量月环比上升，出口数量环比下降；中国原油进口数量环比上升，出口数量环比大幅提升。6 月，美国原油进口数量均值为 6115.50 千桶/日，环比上月上升 2.53%；出口数量月度均值为 3555.50 千桶/日，环比上月下降 5.71%；中国原油进口数量为 4989.00 万吨，环比上月上升了 329.00 万吨，增幅为 7.06%，中国原油出口数量为 126.03 万吨，环比上月上升 108.32 万吨，增幅为 611.63%。

结论：截至 7 月 29 日，Brent、WTI、ESPO 原油现货价上涨。6 月，OPEC、国内原油现货价上涨。美国，炼油厂可运营产能利用率上涨；成品车用汽油及石油产品的供应量环比上升；成品车用汽油库存量月环比下降。美国原油进口数量月环比上升，出口数量环比下降；中国原油进口数量环比上升，出口数量环比大幅提升。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《石油石化行业：原油价格上涨明显，中国原油出口数量大幅提升》2025-08-01

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526