

首席周观点：2025 年第 27 周

2025 年 7 月 3 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 2025 半年度展望（III）：供需结构持续改善—小金属板块或显现底部抬升

全球金属行业仍然处于弱供给周期。全球矿端有效供给增量显现刚性化特征，2024 年全球矿业上游勘探投入在金属价格整体高位背景下延续第二年回落，2024 年全球金属勘探投入已降 3% 至 125 亿美元。尽管 3 年行业矿端平均资本投入周期数据暗示数年后金属行业的供给弹性或有释放空间，如 2021-2023 全球矿山领域年均勘探投入已升至 123.2 亿美元（累计上升 35.4%），该数据创 1997 年以来 9 个周期中第二高位，并触及 2009-2011 年该阶段水平（QE 时期）。但海外市场的高融资成本、有效矿山项目品位的弱化、全球政经环境挥发所带来的远期增长预期波动等，均令全球矿业项目上游支出环境恶化。从最新的数据角度观察，2024 年绿地勘探项目的数量占比已经降至创纪录低点（27.9 亿美元，占比降至 22.36%），但与之对应的在产矿区项目投入占比却持续增长（49.8 亿美元，占比 40%），数据充分显示全球矿业投资环境的复杂化令资本风险偏好出现的明显弱化（如 PAI 指数在 24Q3 已经降至 2016 年来最低）。考虑到绿地项目勘探投入的实质性减少将令实际产能释放的滞后效应更为显著，我们认为全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征。

全球金属行业供给增速整体刚性承压，全球矿端平均供给增速显著低于金属产出增速。从全球 28 种矿业项目年均产出增速观察，24 年矿端实际供给增速由 6.35% 降至 2.22%，仅为近 30 年供给增速均值的 49.8%（1995-2024 年全球矿端供给平均年增速为 4.45%）。而从中国的金属实际产出角度观察，中国 10 种有色金属月度累计产量供给增速 2023-2024 年间均值为 6.79%（24 年均值降至 5.95%），整体维持于 2012 年至今产出增速的波动区间内，显示金属产出的供给增速仍呈周期性的偏刚性特点。

关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值。考虑到金属行业景气度及周期性配置的攀升，结合 2025 年下半年全球流动性市场的宽松切换，我们认为金属行业仍需关注三条主线，分别是库存周期低迷但供需状态仍显强韧性的工业金属，行业成长属性强化下的需求弹性外扩的小金属，以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的贵金属。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

金属行业配置创新高，但四季度高位波动。有色金属行业基金持仓比例显著攀升，但 24 年呈现高位波动态势。近五年，有色金属基金持仓比例持续增长，由 20Q1 的 1.29% 增至 24Q1

的 5.43% 历史新高。其中，受供需结构偏紧及地缘政治风险加剧影响，市场预期有色行业在 24 年将较 23 年的业绩增速底部抬升（23 年营收+1.5%，归母净利润-25.21%），24Q1 有色持仓比例环比提升了 1.52PCT。至 24Q4，美联储降息预期落地，叠加经济疲软及下游需求偏弱（CPI、PPI 环比持续下滑），四季度持仓比例明显回落至 2.85%。分子板块观察，工业金属与贵金属与有色行业整体变化趋势相同，均在年内持仓占比创下新高后于四季度明显回落。其中，工业金属年内持仓比例由 23Q4 的 2.09% 最高升至 24Q2 的 3.79%（铜增幅最为明显，同期由 1.54% 升至 2.92%），但于 24Q4 回落至 1.82%；贵金属年内持仓比例由 23Q4 的 0.66% 最高升至 24Q2 的 0.78%（黄金同期由 0.66% 增至 0.95%），后于 24Q4 降至 0.40%。小金属与金属新材料板块基本维持稳定，分别由 23Q4 的 0.29% 降至 24Q4 的 0.22%，和由 0.14% 降至 0.11%。能源金属受锂行业产能过剩、价格下行影响，持仓比例持续近三年的下滑趋势，由 23Q4 的 0.73% 降至 24Q4 的 0.30%。

镁：镁行业供需或进入持续性紧平衡状态。中国原镁行业已逐渐形成镁新型现代产业集群，这有助行业规模效益的提升及盈利水平的修复，也意味着行业的发展将与新能源产业的发展形成有效共振。考虑到镁金属作为绿色及新质生产力产业发展的核心生产要素，绿色化、智能化、移动化及轻量化在产品应用端的持续拓展将推动镁行业下游需求的有效扩张，这或扭转行业产能利用率偏低现状并且进一步提升行业规模进入良性扩张态势。鉴于企业端原镁产能现有的建设规划与产能利用率的回升，我们认为 2024-2027 年间，全球原镁产量或由 112 万吨增至 200 万吨，其中中国原镁产量或由 102.6 万吨增至 175 万吨。在镁需求端，汽车轻量化发展或为全球镁金属需求带来大幅增量，而机器人行业、镁合金建筑模板、镁基储氢及低空经济等领域发展亦或为全球镁金属需求上行提供弹性。受益于镁金属轻量化、高密度、高强度等特性，其已成为新质生产力行业发展的核心生产要素。我们认为，2024-2027 年间，全球镁金属需求或由 2024 年的 112 万吨增长至 2027 年的 200.1 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 吨，全球原镁供需的紧平衡状态同样暗示镁行业已经显现周期性的底部特征。

镁板块相关标的：宝武镁业、星源卓镁。

锂：锂行业供需关系或持续改善。从供给端观察，盐湖提锂或为锂矿未来产出的关键变量。一方面，盐湖提锂资源储量丰富，占全球锂资源总量的 58%，而其 24 年产量占比仅为 39%，相对储量占比仍有提升空间。另一方面，从成本观察，盐湖提锂现金成本约为 2.2-3.5 万元/吨，显著低于锂云母提锂的 5-7 万元/吨，及锂辉石提锂的 6-8 万元/吨，具有成本优势。考虑到锂价持续下行对高成本矿企的锂产出影响，2025 年后锂矿端增量或逐渐缩减，而南美地区低成本盐湖提锂产出或决定全球锂供给弹性。我们预计 2024-2027 年间，全球锂供给或由 123.1 万吨 LCE 增至 186 万吨 LCE，期间 CAGR 或达 15%。其中，盐湖提锂产量或由 24 年的 47.5 万吨 LCE 增至 27 年的 84 万吨 LCE，期间 CAGR 或达 21%，对应供应占比或由 39% 升至 45%。从需求端观察，受益于新能源汽车发展带来的动力电池市场持续成长，以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发，2024-2027 年间全球锂电池合计出货量或由 24 年的 1545GWh 增至 27 年的 2778GWh，对应碳酸锂消耗量或由 98 万吨增至 177 万吨。结合锂电池行业在碳酸锂需求中占比分析（2024 年：96%），全球碳酸锂合计需求量或由 24 年的 103 万吨增至 27 年的 184 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，

锂供需结构或在 2025-2027 年间逐渐改善，期间供需平衡或分别达到 12.8 /6/2 万吨 LCE，供应过剩状况持续减缓。

锂板块相关标的：天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料、金银河。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，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（III）：供需结构持续改善—小金属板块或显现底部抬升》，2025-6-10



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：聚灿光电（300708.SZ）：注销减资+股权激励，坚定长期发展信心

事件：2025 年 6 月 17 日，聚灿光电发布公告，拟变更回购股份用途并注销 3283 万股股份，同时推出 2025 年限制性股票激励计划。

点评：注销减资彰显长期稳定发展信心。基于维护公司价值及股东权益，公司通过了《关于变更回购股份用途并注销暨减少注册资本的议案》，拟对存放于股票回购专用证券账户中已回购且尚未使用的 32,831,660 股股份（占本次回购完成时公司总股本的 4.89%）的用途进行变更，由“基于维护公司价值及股东权益，并将按照有关回购规则和监管指引要求，在规定期限内出售”变更为“用于注销并相应减少注册资本”。公司对于变更回购股份用途并注销暨减少注册资本，向市场传递出公司对自身未来发展前景的信心、体现了公司强劲的财务实力、对公司股票价值的认可，有助于提升公司的每股收益、净资产收益率等财务指标，使公司的财务状况更加稳健，增强公司的盈利能力和竞争力。

激励计划聚焦核心骨干，业绩考核夯实长期发展目标。为了吸引和留住优秀人才，促进公司长期稳定发展，公司推出 2025 年限制性股票激励计划。本激励计划拟向激励对象授予限制性股票总计 1,000.00 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的 1.47%。首次授予激励对象总人数为 252 人，首次授予 804.5 万股限制性股票，占公司总股本的 1.18%。预留 195.5 万股将用于后续激励对象的补充。以 2022-2024 年营业收入平均值为基数，后三年业绩考核目标为营业收入增长率达到 34%、40%和 46%。计划绑定了核心骨干与长期发展战略，预计将为公司带来更高的管理效率 and 创新能力，推动公司长期稳定发展。

Mini/Micro Led 领域布局已进入收获期。2025 年 MLED 行业有望快速发展。首先，“以旧换新”财政补助政策助推智慧大屏升级换代。2024 年 8 月至 2025 年 1 月的 6 个月期间，Mini LED 背光液晶电视内销量同比增长 661%，渗透率攀升至 26%，带动全球 Mini LED 背光和直显产业驶入快车道。第二，Deepseek 横空出世，消费电子行业将迎来“AI+”重塑机遇。近期，“AI+XR”眼镜纷纷推向市场，硅基 Micro LED 等微显示面板需求将迎来持续增长。预计 2025 年我国

Mini LED 行业市场规模或将增长至 300 亿元以上。目前公司已实现 MiniLED 背光产品的批量供货,并成功通过多家头部显示厂商的认证,公司在 Mini/Micro Led 领域布局已进入收获期。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内领先的 LED 芯片企业，随着“年产 240 万片红黄光外延片、芯片项目”的建成投产，公司业绩有望持续增长。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.41 元，0.53 元和 0.65 元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）募投项目无法达到预期效益的风险；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险

参考报告：《聚灿光电（300708.SZ）：注销减资+股权激励，坚定长期发展信心》，2025-6-29



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

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

能源行业：澳洲和欧洲三港动力煤价涨，煤及褐煤月度进口量下降

国内动力煤价下跌，澳洲和欧洲三港动力煤离岸价格上涨。截至 6 月 13 日，国内秦皇岛动力煤山西优混 5500 平仓价格 610 元/吨，环比上月跌 2.71%；澳大利亚纽卡斯尔港 NEWC 动力煤离岸价格 102.2 美元/吨，环比上月上升 4.2 美元/吨，涨幅为 4.29%；南非理查德 RB 动力煤离岸价格 89.2 美元/吨，环比上月下跌 0.8 美元/吨，跌幅为 0.89%；欧洲三港 DES ARA 动力煤离岸价格 99.00 美元/吨，环比上月上涨 1 美元/吨，涨幅为 1.02%。

4 月陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量环比均下降；煤及褐煤 5 月进口量月环比下降。4 月，国有重点煤矿煤炭月度产量：陕西产 2209.70 万吨，环比上月下降 53.80 万吨，跌幅为 2.38%；内蒙古产 1367.10 万吨，环比上月跌 627.70 万吨，跌幅为 31.47%；山西产 4661.30 万吨，环比上月跌 2.02%。5 月，煤及褐煤月度进口量达到 3604.01 万吨，环比上月 178.99 万吨，降幅为 4.73%。

三大港口煤炭库存月环比下降，六大发电集团日均耗煤量月环比下降。截至 6 月 13 日，秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港三港煤炭库存合计 1328.80 万吨，环比上月下降 273.20 万吨，跌幅 17.05%；六大发电集团日均耗煤量共 74.51 万吨，环比上月下降 0.14 万吨，降幅 0.19%。

国内、国际海运费月环比涨跌不一。截至 6 月 13 日，从秦皇岛到上海航线上 4-5 万 DWT 的 CBCFI 报收 26.10 元/吨，较上月环比涨幅为 15.49%；从秦皇岛到宁波航线上 1.5-2 万 DWT 的 CBCFI 报收 39.80 元/吨，较上月环比跌幅为 1.24%。截至 6 月 13 日，澳洲纽卡斯尔-中国煤炭海运费（巴拿马型）报收 12.70 美元/吨，环比上月上涨 0.2 美元/吨，涨幅为 1.60%；印尼塔巴尼奥-中国广州（50000MT/10%）的煤炭 CDFI 程租报收 7.75 美元/吨，环比上月下跌 0.69 美元/吨，跌幅为 8.12%。

结论：国内动力煤价下跌，澳洲和欧洲三港动力煤离岸价格上涨。4 月陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量环比均下降；煤及褐煤 5 月进口量月环比下降。三大港口煤炭库存月环比下降，六大发电集团日均耗煤量月环比下降。国内、国际海运费月环比涨跌不一。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

参考报告：《煤炭行业：澳洲和欧洲三港动力煤价涨，煤及褐煤月度进口量下降》，2025-06-19

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不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