



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

有色金属行业

推荐铜金铝锡

西南证券研究发展中心
金属研究团队黄腾飞
2024年10月

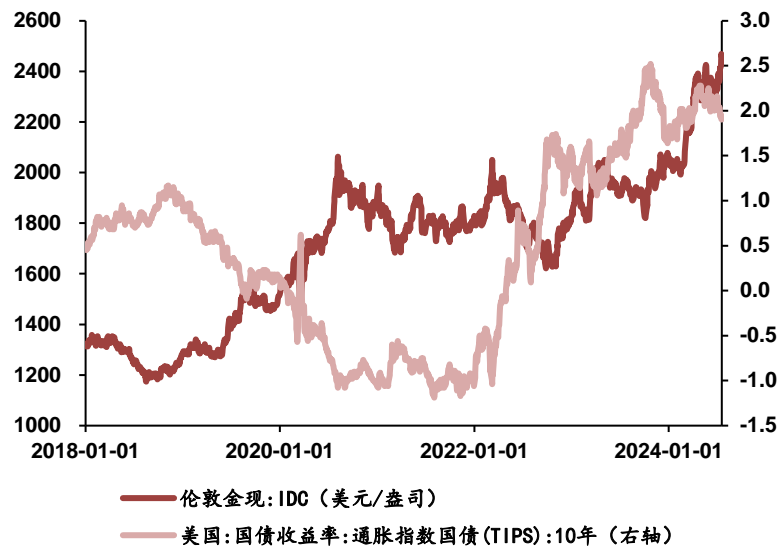
核心观点

- **回顾：国内方面：**经济数据出现分化，内需仍弱，出口较强，地产冲击下的压力测试或接近尾声，竣工端增速有见底迹象。**海外方面：**美国核心通胀逐渐回落，但仍未达到美联储认为的降息触发条件，市场在等待降息信号。**资源板块：**分母端的黄金率先上涨，铜于Q2补涨，分子端的铝和锡不甘示弱，底部反弹幅度亮眼。**加工板块：**跟随新能源车和光储压泡沫，估值降至历史低位，但行业趋势反转尚需时间。
- **展望：我们建议把握两条主线。**①**分母端PE扩张：铜金）：**2024年Q3半年报集中披露和重要会议，Q4美国大选，数据和政策真空期，短期回调给Q4留出足够配置安全边际。②**分子端EPS改善：铝锡）：**地产冲击的尾部效应或减弱，底部渐现，铝供应有顶，需求有增量，估值不贵，应重点关注。消费电子边际复苏，锡价中枢抬升，若能稳在高位，锡板块利润将充分释放。
- **主线一：分母端PE扩张：铜金**
- **贵金属推荐黄金：**黄金在市场波动时被视为投资避风港。受全球不确定性推动，如地缘政治紧张局势的发展、大选所带来的避险需求、美国居高不下的债务和赤字率的担忧，对金价形成刺激。随着美联储开始进行货币宽松与降息，减少了持有黄金的机会成本，尽管短期内存在风险，但全球黄金避险需求依然强劲，特别是在印度等亚洲国家，有望抬升长期金价中枢。
- **工业金属推荐铜：**2023年至今供给端的扰动共振令矿端供应增速依然处于较低水平，全球铜矿供应增速仍显现刚性特征。与此同时全球铜冶炼产能延续增长态势，冶炼产能增速大于矿端供给增速，二者增速的错配状态导致铜TC价格阶段性的显著回落。受此影响，部分冶炼厂开始主动/被动减产，叠加10月后冶炼厂进入检修密集期，预计24年四季度开始，精炼铜产量/增速可能或出现阶段性弱化。
- **主线二：分子端EPS改善：铝锡**
- **铝板块：**电解铝长期供需缺口放大，铝价中枢有望阶梯式上移。基于2024年西南地区降水充沛，中性预测未来产能运行预计电解铝产量将增长2.3%。在国内保交楼、逆周期调节不断发力背景下，房地产市场从前端至后端的潜在负面传导将放缓，新能源需求将带动电解铝需求趋势性回升，我们预计国内电解铝需求增速预计为1.8%，电解铝市场供需关系将维持在紧平衡的状态。此外，随着国内铝土矿生产的逐步恢复以及受雨季影响的几内亚铝土矿出口中国发运量的恢复，氧化铝供应紧缺局面有望得到有效缓解，价格下行的趋势将逐渐显现，将有效对冲前期原铝成本上升对毛利率的压制，改善整体盈利能力。
- **锡板块：**半导体的稳定复苏和光伏新增装机量的稳步增长，新兴产业锡需求旺盛。受去年8月缅甸佤邦禁矿政策影响，2024年4月以来中国矿端进口大幅下滑，供应持续收缩，叠加宏观情绪向好，2024年初以来锡价整体偏强运行。

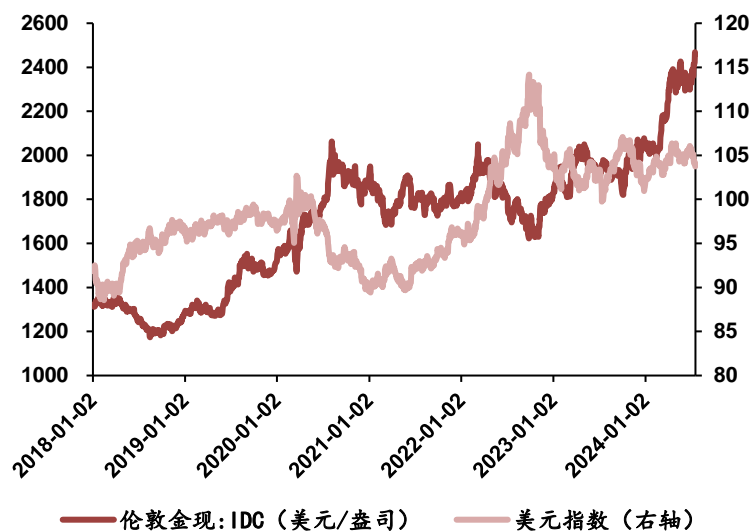
黄金：实际利率和美元指数向下形成直接驱动

美联储货币周期切换有望带动美债收益率和美元指数中枢下移。实际利率和美元分别是影响黄金金融属性和货币属性的主要指标，与金价整体呈负相关关系。加息周期开启后，实际利率上行带来金价回落，2022年11月后美联储加息放缓，实际利率的上行中止，美元指数中枢下移，带动黄金价格抬升。2023年Q4以来，随着降息预期的加强，美债收益率和美元指数有筑顶回落的趋势，利率和美元的中枢下行将对金价形成直接驱动。

实际利率与黄金价格



美元指数与黄金价格



数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

铜：制造业去库进入尾声

中美制造业库存周期处于底部，补库周期或拉动需求扩张。制造业是基本金属重要的需求行业之一，中美制造业库存周期和基本金属的价格周期重合度较高。2009-2011年间中美制造业的共振补库周期对应基本金属长达两年的价格上行；2012-2015年间制造业缓慢去库下，金属价格整体进入下行周期；2016-2018年的补库周期带动金属价格再度走高；2020-2021年疫情后的制造业大幅补库，带动工业金属再度进入牛市。2022年初中美制造业先后进入去库周期，基本金属价格也见顶回落，当前中美制造业库存增速均处于底部，去库周期对金属价格的利空压制逐渐放缓，向补库周期切换有望带动需求周期性回升。

中国工业企业产成品存货变动



美国制造业存货量变动 (%)



数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

铜：供需缺口呈扩大趋势，铜价中枢保持高位

精炼铜供需维持紧平衡格局，金融属性利好价格向上。基于对国内新增冶炼产能的统计，我们给予2024年国内精炼铜产量4.0%的增速，假定精炼铜进口相对稳定，年内原生铜总供应增速为3.1%。合理赋予主要需求领域增速后，推算2024年精炼铜需求增速3.1%，年内精炼铜市场处于小幅短缺的格局，精炼铜低库存的格局将继续延续，基本面对铜价中枢起到支撑的作用。

中国铜需求拆分（万吨）

	2022	2023	2024E	2025E
电网	670	683	697	711
yoy	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
建筑	103	103	104	105
yoy	-15.0%	0.0%	1.0%	1.0%
汽车	91.6	104.2	115.9	129.8
yoy	23.9%	13.7%	11.2%	12.0%
其中，传统油车	40.8	38.7	36.9	34.6
yoy	-10.6%	-5.3%	-4.5%	-6.4%
其中，新能源汽车	50.8	65.6	79.0	95.2
yoy	79.7%	29.1%	20.4%	20.6%
新能源发电	64.2	98.1	108.3	123.9
yoy	52.7%	52.8%	10.3%	14.5%
其中，光伏	47.9	71.5	79.8	93.5
yoy	58.2%	49.4%	11.5%	17.2%
其中，风电	16.4	26.6	28.5	30.4
yoy	38.7%	62.8%	7.1%	6.7%
机械电子	125	128	131	133
yoy	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
家电	182	185	189	193
yoy	-10.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他	165	165	168	171
总需求测算	1401	1467	1513	1567
yoy	1.4%	4.7%	3.1%	3.6%

中国铜供需平衡表

	2022	2023	2024E	2025E
铜需求（万吨）	1401	1467	1513	1567
yoy	0.9%	4.7%	3.1%	3.6%
精炼铜产量（万吨）	1028	1131	1176	1211
yoy	3.0%	10.0%	4.0%	3.0%
铜净进口（万吨）	365	329	329	329
yoy	15.1%	-10.0%	0.0%	0.0%
国储调节（万吨）	0	0	0	0
总供应不含废铜（万吨）	1393	1460	1505	1540
yoy	5.1%	4.8%	3.1%	2.3%
供需缺口	-8	-7	-8	-26

铝：长期供需缺口扩大，铝价中枢有望阶梯式上移

紧平衡格局对价格形成强支撑，长期供需缺口放大。年内虽然电解铝产量增幅较大，但受益于地产竣工增速的强势、光伏及新能源汽车的高景气，电解铝并未出现明显累库，平衡表预测年内电解铝小幅短缺，库存仍将维持历史低位，对价格形成强支撑。2024年假定西南地区来水中性，产量增速2.3%，考虑到房地产前端向后端的负反馈及光伏消纳的风险，测算国内电解铝需求增速1.8%，电解铝仍维持紧平衡格局，库存端压力有限。远期来看，国内电解铝冶炼天花板已至，海外冶炼产能建设进度较慢，光伏和汽轻量化将带给需求稳定的高增速，电解铝供需缺口将逐渐扩大，铝价和行业利润保持向上。

中国铝供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
国内需求 (万吨)	3181	3536	3672	3682	3879	3899	3954
yoy	-0.1%	7.6%	4.5%	0.3%	5.4%	0.5%	1.4%
外部需求 (万吨)	439	277	343	405	284	340	374
yoy	-4.2%	-12.3%	10.5%	18.1%	-30.0%	20.0%	10.0%
总需求 (万吨)	3620	3813	4015	4087	4163	4239	4329
yoy	-1.4%	5.7%	4.6%	1.8%	1.9%	1.8%	2.1%
原铝产量 (万吨)	3543	3712	3850	4006	4165	4254	4254
yoy	-1.8%	4.8%	3.7%	4.1%	4.0%	2.1%	0.0%
原铝进口 (含抛储)	0	105	185	48	50	50	50
总供给	3543	3817	4035	4054	4215	4304	4304
供需缺口	-77	4	20	-33	2	15	-75

锡：供需趋紧，锡价有望进入上行周期

供给端方面，全球矿端资源禀赋下降，供给端缺乏弹性。考虑到新冠大流行结束，全球锡矿产量开始边际恢复，其中中国、印尼地区产量小幅增长，缅甸地区受禁令影响产量大幅下滑，其他地区新投产项目产能释放集中在23和24年，故我们预计2024-2025年全球锡供给增速分别为2.6%/2.2%。需求端方面，光伏焊带和半导体为锡消费增添了新的活力，据ITA预测，2022-2025年锡需求CAGR约为3.9%，因此，锡的供给缺口将长期存在。根据测算，预计2024-2025年锡供需平衡分别为-1.8/-2.6万吨。我们认为供需紧缺有望推动锡价持续上涨。

锡全球供需平衡表

单位(万吨)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球锡供给量	35.7	30.6	35.1	36.3	37.4	38.3	39.2
yoy	-2.5%	-14.1%	14.6%	3.4%	3.0%	2.6%	2.2%
中国	8.5	8.4	9.1	8.6	8.9	9.1	9.4
yoy	-5.6%	-1.2%	8.3%	-5.4%	3.0%	3.0%	3.0%
印尼	8.0	5.3	7.1	7.3	7.5	7.8	8.0
yoy	-5.9%	-33.8%	34.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
缅甸	5.4	2.9	2.8	4.1	4.1	4.1	4.1
yoy	-1.1%	-46.3%	-3.4%	44.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他地区	9.1	9.8	11.0	11.0	11.6	12.1	12.4
yoy	2.9%	7.7%	12.2%	0.2%	5.5%	4.0%	2.6%
再生锡	4.7	4.2	5.1	5.3	5.3	5.3	5.3
yoy	-2.5%	-9.2%	20.7%	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%
全球锡需求量	33.3	33.2	35.8	37.2	38.7	40.2	41.8
Yoy	-7.0%	-0.3%	7.8%	4.0%	4.0%	3.8%	3.9%
锡焊料	15.7	16.0	18.0	19.1	20.2	21.4	22.9
yoy	-9.8%	1.9%	12.5%	6.0%	6.0%	6.0%	7.0%
锡化工	6.0	6.0	6.1	6.2	6.3	6.5	6.6
yoy	-4.8%	0.0%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
马口铁	4.6	4.7	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2
yoy	-6.1%	2.2%	6.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
铅酸电池	2.2	2.1	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
yoy	-4.3%	-4.5%	4.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他	4.8	4.4	4.5	4.4	4.5	4.6	4.5
yoy	-2.0%	-8.3%	2.3%	-2.7%	3.9%	1.8%	-2.5%
供需平衡	2.4	-2.6	-0.7	-0.9	-1.3	-1.8	-2.6

风险提示

- 1、经济复苏不达预期风险；
- 2、行业产能投放过快风险。



分析师：黄腾飞
执业证号：S1250523070010
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yflyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jjy@swsc.com.c
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	xyy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn