

# 2024年H2有色行业总结与展望

行业投资评级：强大于市|维持

李帅华/魏欣/杨丰源

中邮证券研究所 有色新材料团队

中邮证券

2024年11月3日

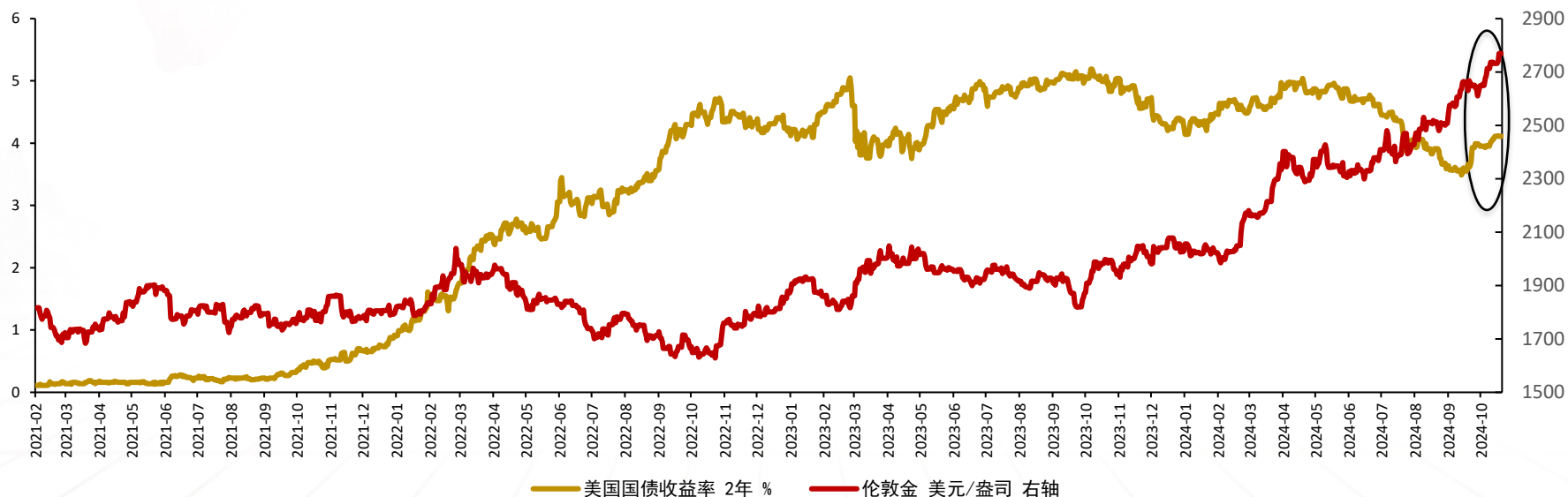
—

# 贵金属：特朗普交易主导，白银跟涨修复

# 黄金：特朗普交易下黄金再创新高

- 黄金和美债收益率在10月以来再次出现同向变动的关系。核心是交易特朗普上台后赤字率的提升，黄金本轮的上涨逻辑不再是降息带来的实际利率下降，而是大类资产配置中作为核心资产对美债的替代性，因此出现了黄金和美债收益率的同向变动。

图表1：降息预期后移，黄金却一路上涨

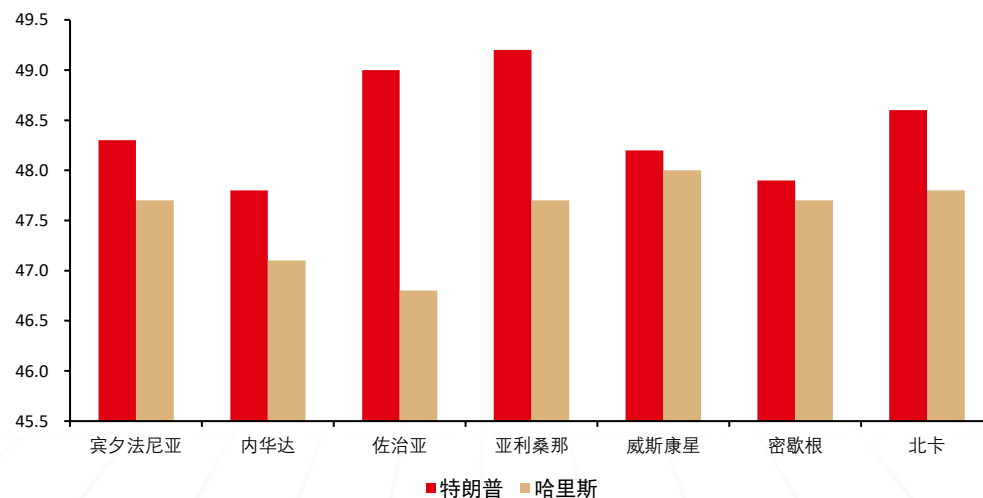


资料来源：IFIND，中邮证券研究所

# 黄金：特朗普交易下黄金再创新高

- 特朗普目前在7个摇摆州中的支持率全面领先，市场对于其当选总统进行充分交易。
- 特朗普核心：关税和所得税置换，总体提升赤字率，同时“以邻为壑”加速降低美元和美债公信力。
- 提议对华增加关税：特朗普表示，如果赢得总统大选，对所有从中国进口的商品征收60%-100%的关税，并对来自其他国家的进口产品征收10%的关税，包括对欧盟，目的是优先发展美国工业。此举会加速坍塌美债信用，美债预计走出熊陡特征。
- 对美减税：显著抬升赤字率，降低美债信用，较大利好黄金。

图表2：两党支持率比较（单位%）

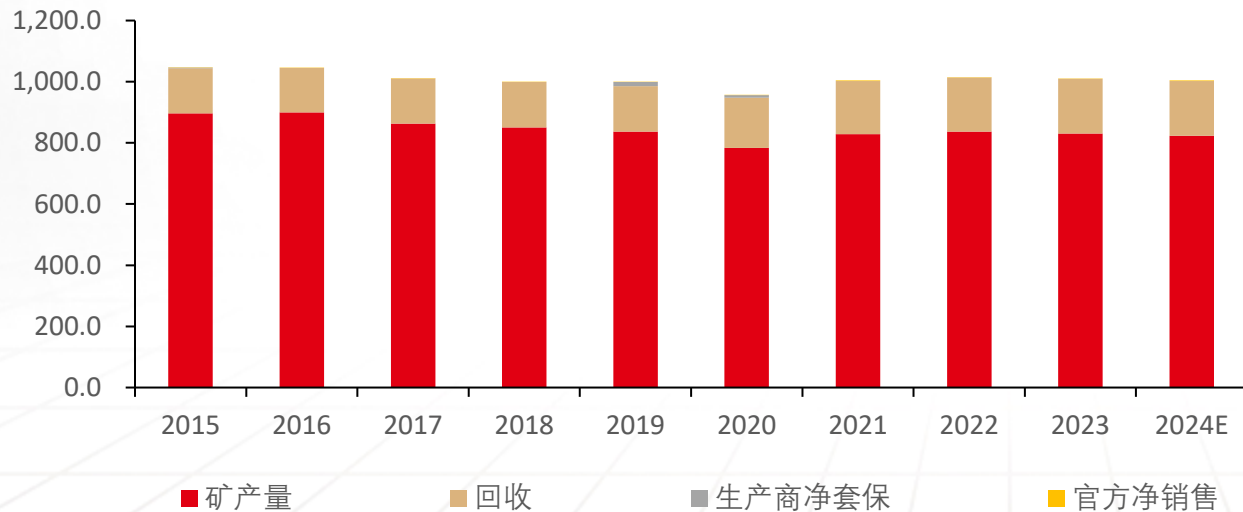


资料来源：realclearpolling，中邮证券研究所

# 白银供给：稳定小幅波动，矿银为主要来源

- **历史看白银供应量基本保持稳定并小幅波动。**近9年来，全球白银供应量均值为9093.9Moz/年，并保持相对稳定。其中，2020年及2021年分别受公共事件影响停工和复产，矿产银供应量波动较大。2023年全球白银供应量为1010.7 Moz（百万盎司），与2022年小幅下滑0.46%。其中，矿产银与回收银几乎占据了全部供应，2023年分别贡献830.5 Moz及178.6Moz，占比82.17%/17.67%，占比相对稳定。
- 2024年，全球白银供应量预计为1003.8Moz，预计小幅下滑0.68%。

图表3：2015-2024E全球白银供给结构（百万盎司）



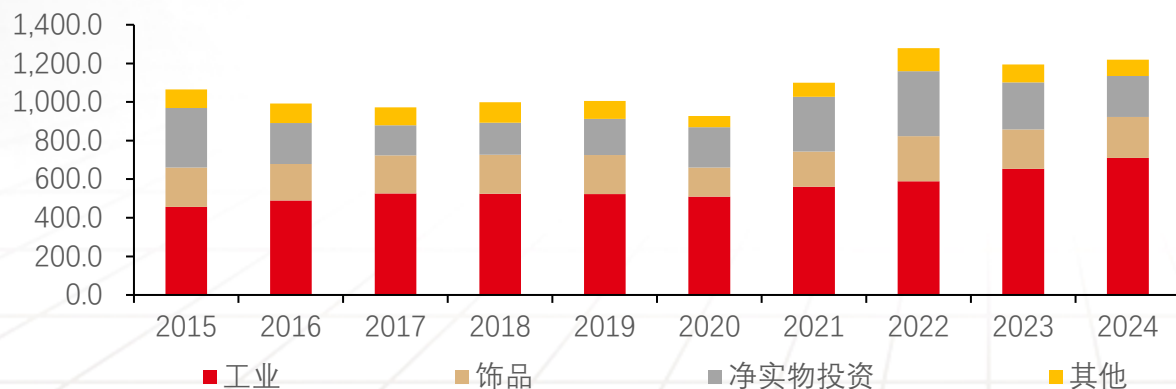
资料来源：The Silver Institute，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 白银需求：光伏需求增长迅速，消费需求或企稳回升

- **2023年饰品、实物投资需求放缓，工业需求依旧景气。**需求方面，继2021年的强劲反弹之后，2022年全球白银需求量又出现了显著增长，为1278.9 Moz（百万盎司），同比增长16.31%，达到2015年以来的最高水平，饰品是主要推动力，同比增长28.85%。2023年总需求量回落6.56%，饰品、实物投资同比减少13.39%/27.88%，工业需求同比增加11.24%。
- **工业制造为核心需求，光伏需求增速最快。**不同于黄金的是，白银需求中工业制造为主，其次为饰品及实物投资，2023年三者占比分别为55%、17%及20%。工业需求中，光伏需求量在2023年达到193.5 Moz（百万盎司），同比增长64%，占工业需求比重达到29.57%，较2022年提升9.49pct。
- 2024年，全球白银需求量预计为1219.1Moz，预计小幅上涨2.02%，工业/饰品/实物投资需求+8.63%/+4.04%/-12.79%。
- 在当前地缘冲突持续升级下，黄金价格预计稳步上涨，从国内消费趋势看，“金包银”或成为未来消费趋势，消费需求或呈现企稳回升趋势。

图表4：2015-2024E全球需求结构（百万盎司）



资料来源：The Silver Institute，中邮证券研究所

# 白银供需紧张，与金融属性共振

- **光伏需求持续景气，白银供需紧张。** 我们预计2024-2026年，白银总供给维持在2%增幅。需求方面，光伏用银带动工业需求稳步增长，银饰需求或受高银价压制，实物投资需求维持2%增速；预计总需求2024-2026年增幅为2%/4%/4%，白银供应缺口日益扩大。

图表5：全球白银供需平衡表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
工业需求	561.3	588.3	654.4	710.9	753.6	795.6
Yoy (%)		4.81%	11.24%	8.63%	6.01%	5.57%
其中：光伏需求	88.9	118.1	193.5	237.3	280.0	322.0
Yoy (%)		32.85%	63.84%	22.62%	18.00%	15.00%
饰品	182.0	234.5	203.1	211.3	215.5	219.8
净实物投资	284.3	337.1	243.1	212.0	216.2	220.6
其他需求	71.9	118.9	94.4	84.9	84.9	84.9
<b>全球白银实物需求</b>	<b>1099.5</b>	<b>1278.8</b>	<b>1195.0</b>	<b>1219.1</b>	<b>1270.3</b>	<b>1320.9</b>
Yoy (%)		16%	-7%	2%	4%	4%
矿山银	829.0	836.7	830.5	823.5	840.0	856.8
Yoy (%)		1%	-1%	-1%	2%	2%
回收银	173.7	176.9	178.6	178.9	179.4	179.4
净对冲供给	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净官方出售	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
<b>全球白银实物供给</b>	<b>1004.2</b>	<b>1015.3</b>	<b>1010.7</b>	<b>1003.9</b>	<b>1020.9</b>	<b>1037.7</b>
Yoy (%)		1%	0%	-1%	2%	2%
<b>全球白银供需平衡 (百万盎司)</b>	<b>-95.3</b>	<b>-263.5</b>	<b>-184.3</b>	<b>-215.2</b>	<b>-249.4</b>	<b>-283.2</b>
<b>全球白银供需平衡 (吨)</b>	<b>-2701.8</b>	<b>-7470.2</b>	<b>-5224.9</b>	<b>-6100.9</b>	<b>-7069.6</b>	<b>-8028.7</b>

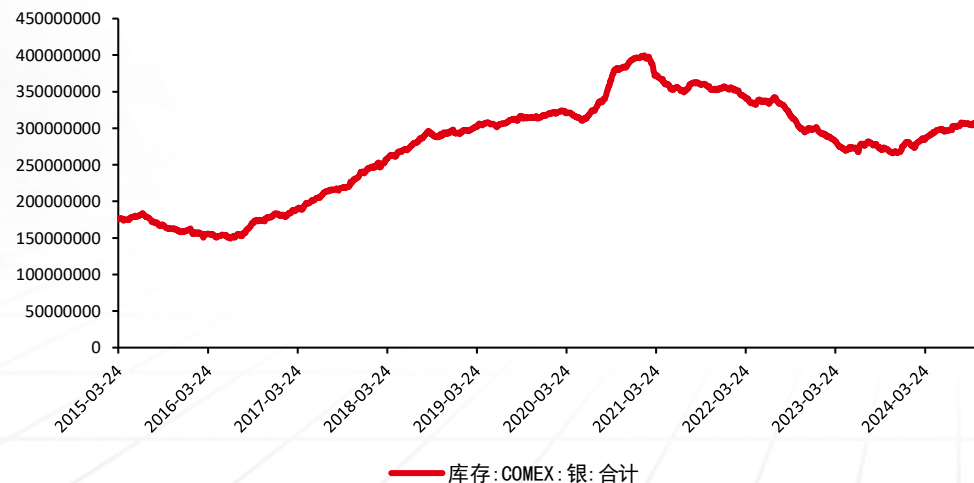
资料来源：The Silver Institute, CPIA, Infolink Consulting, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 白银库存：连续3年下降，整体处于历史低位

- **趋势：白银库存连续3年下降，24年以来有所反弹但仍处于历史低位。**
- 从库存看，COMEX白银库存在2021年库存达到顶峰后，连续4年下跌，24年初开始触底回升，目前处于15年以来63%分位。
- 国内白银期货库存降幅更快，从21年高点下滑至1201吨左右水平，处于14年以来39%分位。
- **我们认为在库存较高的阶段，白银整体跟随黄金涨跌，当库存较低时，供需矛盾逐步成为主导。**

图表6：COMEX白银库存（金衡盎司）



图表7：国内白银期货库存（千克）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：iFinD，中邮证券研究所



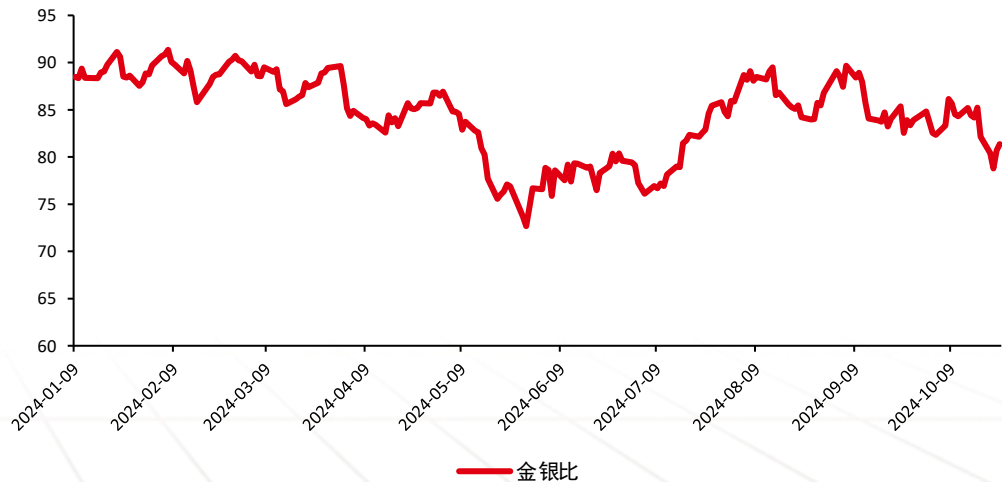
# 避险+消费+光伏需求支持中枢上移

- **美联储正式开始降息周期，银价短期存在反弹需求。** 美联储于9月18日正式开始降息周期，降息50个基点，市场预期年内仍有50bp的降息空间，2025年继续降息100bp，全球主要经济体预计陆续进入降息周期，贵金属投资价值凸显。此外，美国经济数据虽然走弱，但尚未证实衰退，白银价格前期受经济衰退预期影响大幅调整，带动金银比回升至81左右高位，处于2016年以来64%分位，预计四季度市场将逐步修复对美国经济衰退预期，银价存在反弹需求。
- **避险+消费+光伏需求支持中枢上移。** 长期看，白银作为贵金属，地缘冲突带来更大的投资避险需求；黄金持续高位下，白银在消费领域需求或发挥比价优势，“金包银”平替火爆或反映高金价下的消费趋势；光伏需求作为全球能源转型的主要抓手之一将保持较高增速，白银价格中枢持续上移。

图表8：金银比高于历史均值



图表9：2024年以来金银比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

二

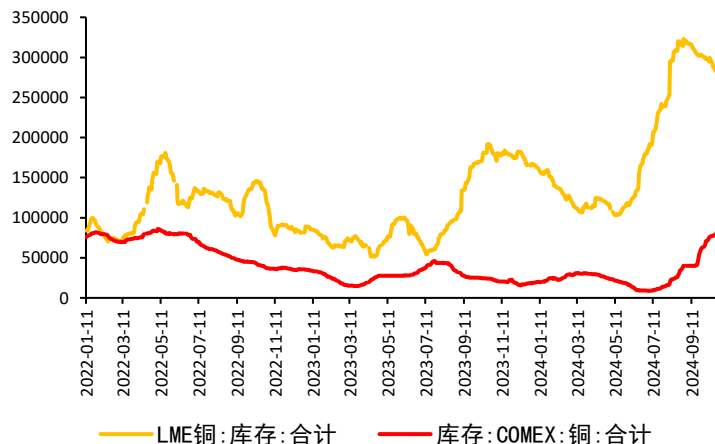
铜：经济复苏叠加低库存，铜价温和上涨

# 旺季消费结束，10月中旬以来全球库存整体提升。

■ 截至2024年10月25日，电解铜三大交易所显性库存合计为41.81万吨，其中LME库存9月起整体下行，comex库存上升，海外库存整体维持平稳，国内期货库存10月中旬以来去库趋势放缓，港口库存4月以来持续累库。

■ 国内电解铜社会库存为21.7万吨，伴随三季度国内冶炼厂检修逐步完毕，铜社会库存有些许增长。

### 图表10：海外交易所铜库存（吨）



### 图表11：国内港口库存（万吨）



### 图表12：国内铜期货库存（吨）



### 图表13：国内电解铜社会库存（万吨）

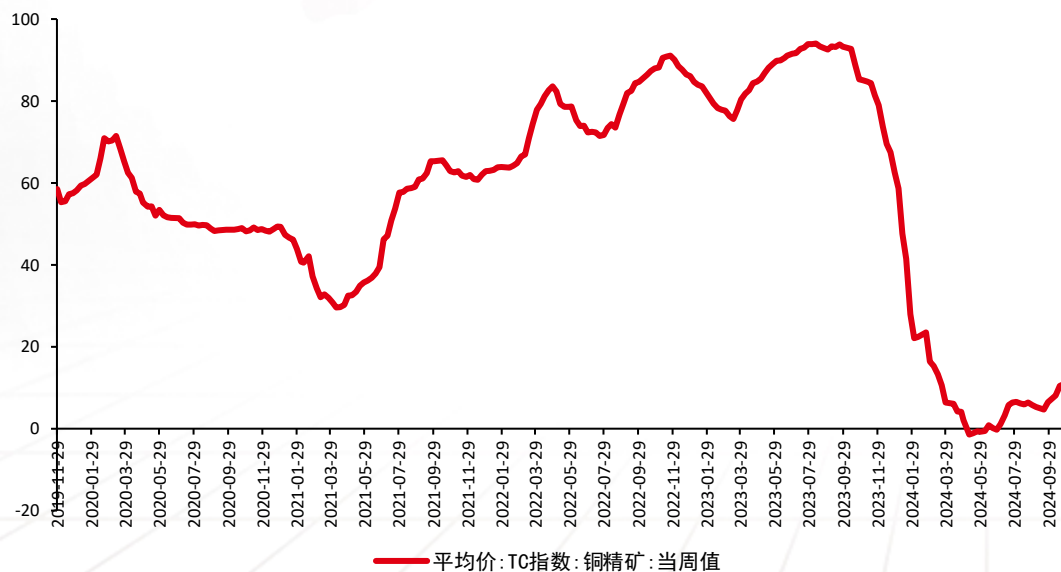


资料来源：iFinD, Mysteel, 中邮证券研究所

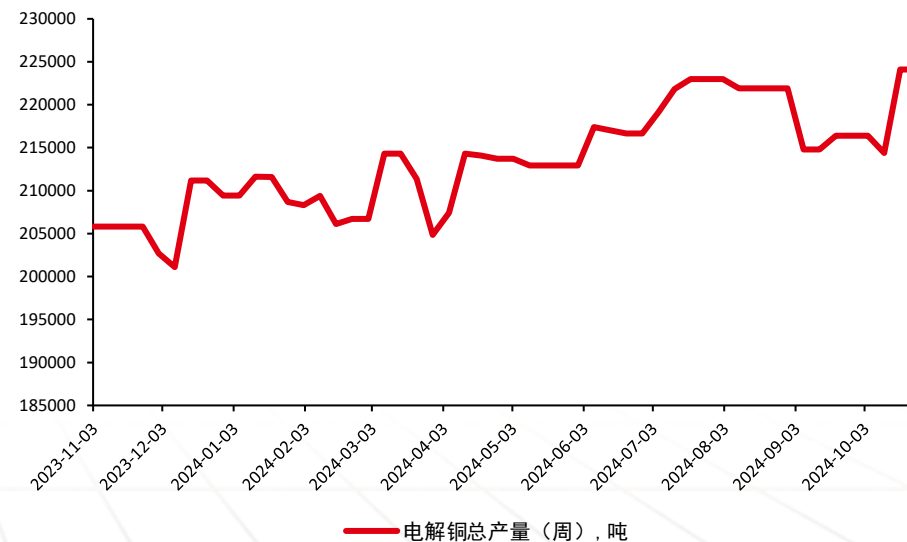
# TC加工费回升，供给边际好转

- 10月中旬以来TC加工费回升至10美元/吨以上，供给边际偏松。TC加工费在今年5月达到历史性低点，7月以后呈现小幅上涨趋势，10月中旬回升至10美元/吨以上，与同期库存上升的趋势符合，但下半年平均4.91美元/吨的加工费远低于历史同期。
- 24Q4TC/RC环比提升，较Q1仍有较大差距，整体处于低位。根据9月24日CSPT决议，2024Q4铜精矿现货采购指导加工费（TC/RC）上调至35美元/吨及3.5美分/磅，较Q3的30美元/及3.0美分/磅TC/RC环比上升，但较Q180美元/吨及8.0美分/磅仍有较大差距。目前市场密切关注明年铜精矿TC的谈判情况，由于TC价格持续低位，明年长单及零单较大概率进入冶炼无利润阶段。

图表14: TC指数 (美元/吨)



图表15: 国内电解铜周度总产量变化 (吨)



资料来源: ifind, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

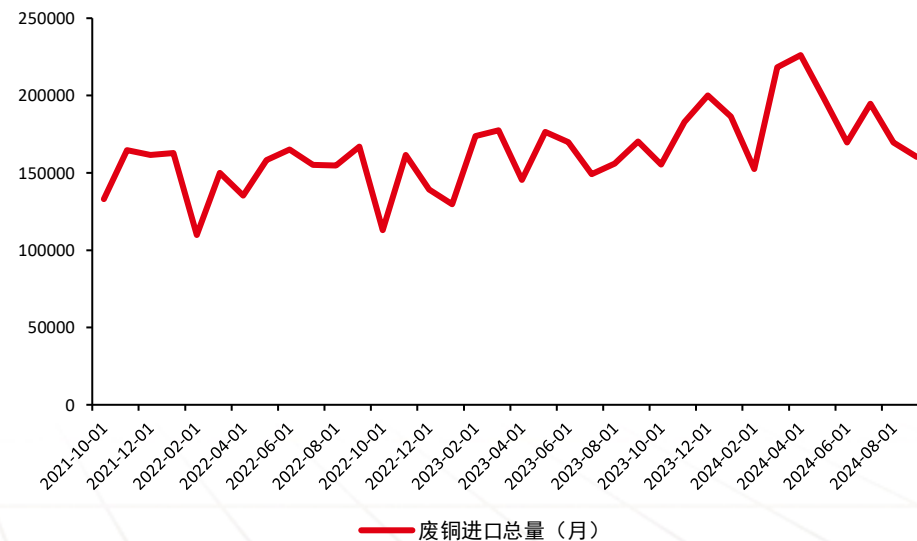
# 再生铜短期仍偏紧，长期将有缓和

- 10月24日，六部门发布关于规范再生铜及铜合金原料、再生铝及铝合金原料进口管理有关事项的公告，公告指出，符合附表要求的再生铜铝原料不属于固体废物，可自由进口。
- 2023年我国废铜回收量约249万吨，进口废铜约199万吨，8月国家发布783号文，国内部分税收政策力度大的企业被迫停产，影响国内废铜产量，而本次政策进一步放松对符合要求铜线、混合铜料等再生铜产品限制，国内废铜供给长期看将有所缓和，短期受783号影响仍大。

图表16：再生铜市场价格(元/吨)



图表17：废铜进口总量变化 (吨)



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

# 2024全球铜精矿产量预计为2267万吨

- 从前20大铜矿企业产量预估值来看，2024年整体增量为27.6万吨。其中第一量子矿产量预计下降29.3万吨，因巴拿马Cobre铜矿关闭影响较大产量；洛阳铝业铜矿新增10.7万吨，主要贡献来自刚果（金）的TFM和KFM两座世界级铜钴矿；紫金矿业铜矿增量约10万吨，主要贡献来自卡莫阿铜矿及巨龙铜矿二期、黑龙江铜山矿。
- 预计2024年全球铜精矿产量为2267万吨，增量约为31万吨，增速为1.4%，全球铜精矿供给增量和增速将逐步下滑。

图表18：全球铜供需平衡表

(万吨)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
全球铜精矿产量	2074.3	2126.5	2192.2	2236.7	2267.0	2292.0	2312.0
Yoy(%)		2.5%	3.1%	2.0%	1.4%	1.1%	0.9%
全球精炼铜产量	2462.0	2490.0	2527.3	2650.3	2661.0	2690.4	2713.8
Yoy(%)		1.1%	1.5%	4.9%	0.4%	1.1%	0.9%
其中：原生精炼铜产量	2077.7	2075.1	2112.0	2201.4	2217.5	2242.0	2261.5
再生精炼铜产量	384.3	414.9	415.3	448.9	443.5	448.4	452.3
全球精炼铜消费量	2476.4	2478.7	2584.2	2759.3	2828.3	2884.9	2942.6
增速 (%)		0.1%	4.3%	6.8%	2.5%	2.0%	2.0%
供需缺口	-14.4	11.3	-56.9	-109.0	-167.3	-194.5	-228.7

资料来源：iFinD，ICSG，紫金天风期货，各公司公告，中邮证券研究所

三

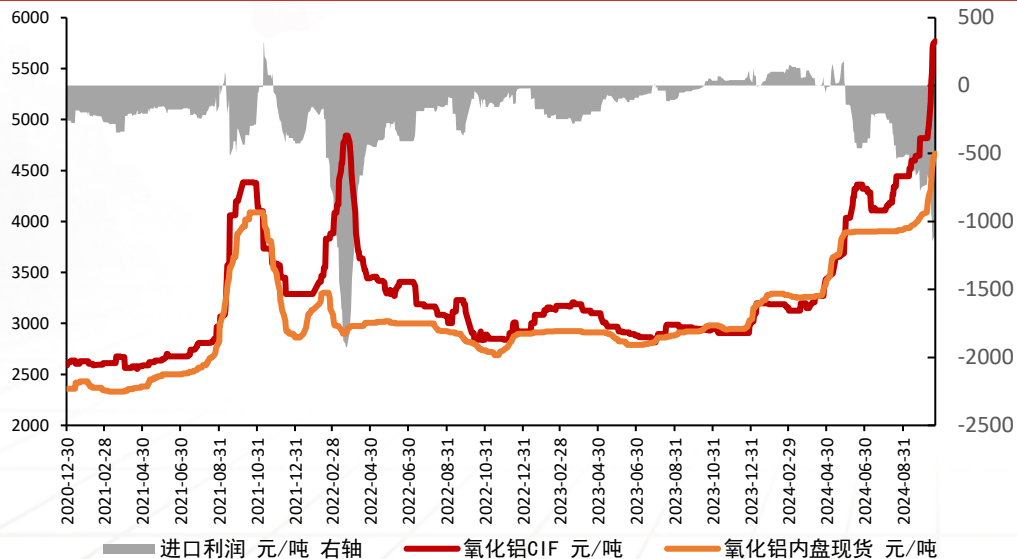
## 铝：利润转移至冶炼端



# 氧化铝现货价格强势具备基本面支撑

- 内外价差存在，中国由进口国转变为出口国，国内氧化铝单月缺口为20万吨左右。缺口存在使得现货价格持续上涨，期货跟涨具备强基本面支撑。
- 拐点的解法：单月补齐20万吨氧化铝缺口，对应50万吨铝土矿。

图表19：氧化铝出口利润达到1000元/吨以上



资料来源：钢联、中邮证券研究所

图表20：氧化铝供需 (单位：万吨)

中国	电解铝产量	氧化铝产量	氧化铝净进口	供应-需求	均价 (元/吨)
2024年9月	358	687	-10	-21	4,031
2024年8月	369	700	-14	-33	3,926
2024年7月	369	709	-8	-17	3,910
2024年6月	356	676	-12	-29	3,908
2024年5月	365	692	-1	-21	3,770
2024年4月	351	652	-2	-35	3,291
2024年3月	359	674	16	-10	3,316
2024年2月	334	629	15	-8	3,390
2024年1月	359	668	21	-12	3,373
2023年12月	360	674	14	-15	3,022
2023年11月	349	665	1	-15	3,013
2023年10月	366	686	3	-25	3,003
2023年9月	353	670	11	-7	2,948
2023年8月	363	703	11	6	2,921
2023年7月	355	694	0	2	2,828
2023年6月	337	671	-3	12	2,811
2023年5月	344	699	0	28	2,876
2023年4月	331	665	7	25	2,940
2023年3月	342	671	2	6	2,975
2023年2月	311	606	7	6	2,973
2023年1月	342	652	7	-8	2,966
2022年12月	346	645	7	-24	2,932
2022年11月	334	630	11	-9	2,779
2022年10月	346	660	19	5	2,774
2022年9月	329	662	16	37	2,864
2022年8月	349	677	4	1	2,910
2022年7月	351	681	12	8	2,900
2022年6月	339	648	-5	-18	2,886

资料来源：钢联、WIND、中邮证券研究所



# 铝土矿平衡，2024年11月或为转折点

- 目前矿端处于紧平衡状态，2024年10月出现了一定程度的缺矿，主要还是几内亚的雨季影响，11月将会有较为明显的改善。即使考虑到山西存在减量的可能性，矿端的总趋势还是偏宽松的。
- **利润丰厚，供需逆转：**接驳6美元+税4美元+短导1美元/10公里或铁路运输4美元即4~18美元+开采成本10~12美元，FOB价格55美金，利润还在20美金以上。

图表21：铝土矿利润丰厚，预计难以维持



资料来源：百川、中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表22：铝土矿供需 (单位：万吨)

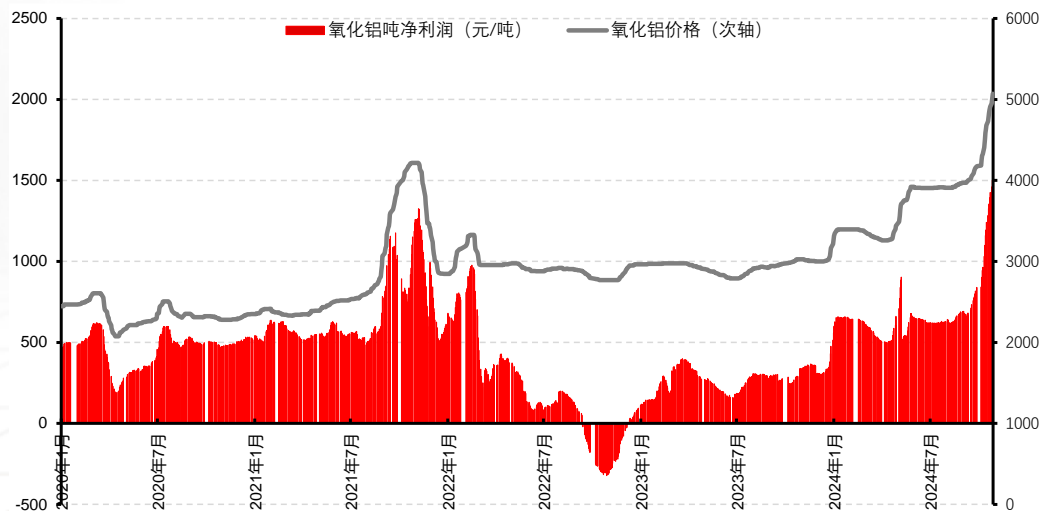
全球	铝土矿国产	铝土矿进口	氧化铝产量	铝土矿供给	平衡
2024年10月	530	1300	730	712	-18
2024年9月	520	1400	715	745	30
2024年8月	509	1555	728	797	69
2024年7月	506	1499	738	775	38
2024年6月	499	1333	703	711	7
2024年5月	492	1354	719	716	-3
2024年4月	473	1423	678	732	55
2024年3月	461	1184	701	639	-62
2024年2月	402	1124	654	591	-63
2024年1月	448	1314	694	682	-12
2023年12月	439	1187	701	631	-70
2023年11月	503	1193	692	660	-32
2023年10月	534	1110	713	643	-70
2023年9月	538	998	697	603	-94
2023年8月	565	1158	731	674	-57
2023年7月	548	1288	721	715	-6
2023年6月	594	1155	698	686	-12
2023年5月	612	1295	727	746	19
2023年4月	598	1198	691	704	13
2023年3月	606	1204	698	709	11
2023年2月	504	1122	630	635	4
2023年1月	510	1232	678	678	1
2022年12月	588	1015	671	632	-39
2022年11月	578	1176	655	687	31
2022年10月	600	895	687	592	-95
2022年9月	571	816	688	551	-138
2022年8月	593	1069	704	654	-50
2022年7月	584	1057	708	645	-63
2022年6月	539	941	674	583	-91

资料来源：钢联、中邮证券研究所

# 电解铝：25年增量有限

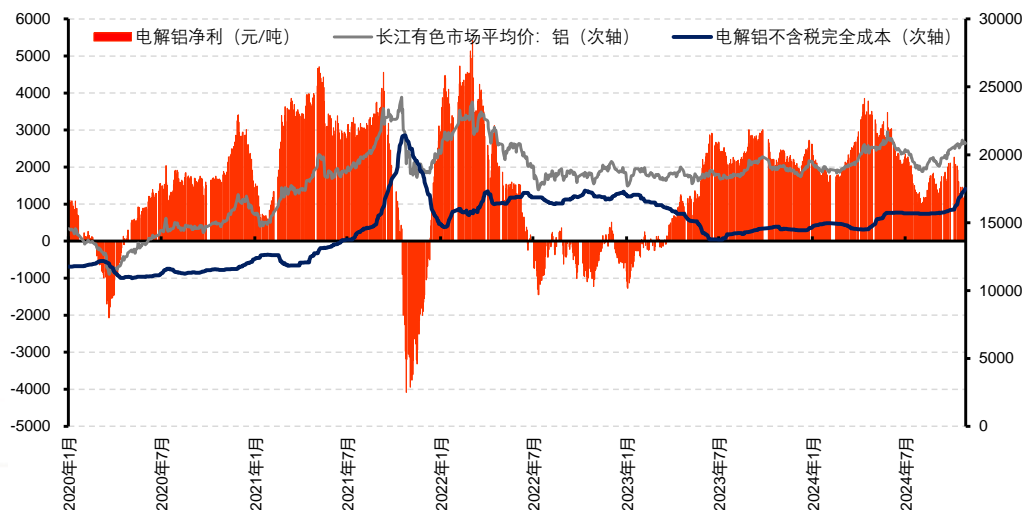
- 中铝青海10万吨投产+云南不停产边际增量100万吨，共计110万吨增量。
- 氧化铝需求端边际下行，预计2025年Q1开始供给端逐步增多，预计氧化铝25年开始走熊。
- 电解铝板块即使价格不再提升，氧化铝利润转移至电解铝也会带来较好投资机会。

图表23：氧化铝利润（元/吨）



资料来源：IFIND、中邮证券研究所

图表24：电解铝利润（元/吨）



资料来源：IFIND、中邮证券研究所

- 氧化铝外采企业会有较大的利润提升，而自供氧化铝企业或边际利润承压。
- 神火股份没有氧化铝产量，100%外采，在氧化铝价格下跌的区间中可能最为受益。

图表25：铝企比较（产量为2024年预测数据）

	电解铝权益吨	氧化铝权益吨	氧化铝自供	氧化铝外销	外销占比	氧化铝外购	外购占比
南山铝业	68	245	133	112	45.71%	0	
中国铝业	560	1320	1092	228	17.27%	0	
中国宏桥	570	1850	1112	738	39.89%	0	
天山铝业	115	240	224	16	6.67%	0	
云铝股份	365	140	140	0	0.00%	572	80%
神火	125	0	0	0	0.00%	244	100%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

- 项目投资进度超预期
- 价格波动超预期风险
- 政策超预期风险
- 下游需求不及预期等

# 感谢您的信任与支持!

## THANK YOU

李帅华 (首席分析师)

SAC编号: S1340522060001

邮箱: lishuaihua@cnpsec.com

魏欣 (分析师)

SAC编号: S1340123020001

邮箱: weixin@cnpsec.com

杨丰源 (研究助理)

SAC编号: S1340124050015

邮箱: yangfengyuan@cnpsec.com

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES