

超配（维持）

有色金属行业 2024 年下半年投资策略

铜柱金城御长风，新材挥剑破云来

2024 年 6 月 14 日

投资策略：

分析师：许正堃
SAC 执业证书编号：
S0340523120001
电话：0769-23320072
邮箱：
xuzhengkun@dgzq.com.cn

申万有色金属行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **贵金属：通胀回落亟待验证，金价企稳蓄势待发。**美联储6月议息会议上连续第七次按下“暂停键”，维持利率区间在5.25%-5.50%。鲍威尔表示，通胀已从峰值大幅缓解，但依然过高，未来需要更多通胀回落数据的支持。总体而言，在美联储实行数据依赖的策略下，未来开启降息需要更多经济数据的一致性验证，而当前就业人数的强劲以及通胀回落的速度较缓，使得美联储将利率区间维持在较高水准。根据最新点阵图显示，美联储今年降息展望降至一次，11月的降息概率提升至76%，因此在今年美联储实际开启降息之前，金价仍有望重回高位。
- **铜：宏观与基本面共振，新能源需求有望高增。**当下，铜价继续受到宏观和基本面的共同影响。宏观层面，美联储的降息预期以及国内稳经济政策为铜价持续托底。从基本面来看，全球铜矿供给扰动不断，包括矿石品位下降、环境保护、社区及政策风险等因素。而需求部分因传统领域用铜需求不及预期，海外及国内铜库存均有一定累库迹象。值得关注的是，电网基建、光伏、风电等能源领域需求持续增长，使得铜价得到支撑。
- **铝：节能降碳定方向，汽车轻量化助发展。**一方面，国家要求严格落实电解铝产能置换，严控新增产能，电解铝行业产能供给得到有效控制。同时，随着国家大力支持绿色低碳产品的发展，绿色铝的消费增长潜力巨大。另一方面，汽车轻量化带来铝行业新机遇。使用铝合金材料可大幅降低汽车重量，减少油耗，进而达到节能减排的效果，随着新能源汽车产销量的持续增长，铝合金在汽车中的使用量将快速提升。
- **金属新材料：合金材料提质增效，先进金属勇开新局。**随着新兴产业的蓬勃发展，催生了一大批有色金属材料的开发应用，包括磁性材料、轻质合金、硬质合金及高温合金等。相较于传统的金属原料，金属新材料具备性能更高、技术含量高、产品附加值高等多重优点，对于半导体芯片、智能终端、高端装备、航空航天等新兴产业的发展具备重大意义。目前，中国的材料产业正由中端向高端升级，随着新能源、数字化技术、国防军工等产业的持续推进，对先进合金材料的需求正快速提升。
- **投资建议。**工业金属建议关注具备产能优势以及积极践行绿色发展的神火股份（000933.SZ）、云铝股份（000807.SZ）、西部矿业（601168.SH）；贵金属建议关注具备产量增长优势的紫金矿业（601899.SSH）、赤峰黄金（600988.SH）；金属新材料建议关注细分领域龙头的豪美新材（002988.SZ）、西部材料（002149.SZ）、西部超导（688122.SH）、博威合金（601137.SH）。
- **风险提示。**宏观经济波动风险、境外投资国别风险、安全生产风险、环保风险、美联储超预期加息的风险、原材料和能源价格波动风险、金属下游实际需求下滑的风险、在建项目进程不及预期等风险。

目 录

1. 有色金属行业行情回顾	5
2. 贵金属	6
2.1 2022 年以来金价复盘	6
2.1.1 2022 年美联储新一轮加息周期	6
2.1.2 2023 年及 2024Q1 金价接连创新高	7
2.2 美联储降息仍在博弈，避险情绪为金价托底	8
2.2.1 一季度美国通胀超预期回升，核心服务通胀持续韧性	8
2.2.2 核心 CPI：核心商品及核心服务	10
2.2.3 数据依赖策略下，持续关注后续美国经济数据发布	12
3. 铜	14
3.1 2023 年以来铜价走势回顾	14
3.2 铜行业供需格局	16
3.2.1 扰动不断，铜矿供给持续趋紧	16
3.2.2 能源需求持续增长	18
3.3 建议关注方向	20
3.3.1 铜价上涨背景下，铜矿资源丰富的企业有望受益	20
3.3.2 乘计算机行业东风，高速铜缆产业发展提速	20
3.3.3 节能降碳行动方案下达，关注供给约束下的金属投资机遇	21
4. 铝	21
4.1 2023 年以来铝价走势	21
4.2 铝行业供需格局	22
4.3 建议关注方向	24
4.3.1 轻质合金产业提速，汽车轻量化加快铝合金需求	24
4.3.2 节能降碳趋严，关注具备指标优势及生产绿色铝的相关企业	25
5. 金属新材料	26
5.1 硬质合金	26
5.1.1 硬质合金切削工具——工业机床“牙齿”	28
5.1.2 矿用工具及耐磨工具	29
5.1.3 硬质合金竞争格局及未来展望	30
5.2 高温合金	31
5.2.1 航空航天需求稳步增长，工业应用市场前景广阔	31
5.2.2 高温合金竞争格局及未来展望	32
6. 投资建议	33
7. 风险提示	35

插图目录

图 1：申万行业涨跌幅情况（%，截至 6 月 7 日）	5
图 2：2022 年以来 COMEX 黄金价格（美元/盎司，截至 6 月 7 日）	6

图 3 : COMEX 黄金价格 (美元/盎司)	7
图 4 : 沪金价格 (元/克)	7
图 5 : COMEX 黄金价格 (美元/盎司, 左轴) 与美元指数 (点, 右轴)	8
图 6 : 美国季调 CPI 同比折年率 (%)	9
图 7 : 美国季调 CPI 环比折年率 (%)	9
图 8 : 美国 CPI 分项贡献 (%)	9
图 9 : 美国季调能源 CPI 同比及环比折年率 (%)	10
图 10 : 原油价格 (美元/桶)	10
图 11 : 美国核心商品及核心服务 CPI (%)	11
图 12 : 6 月点阵图显示美联储今年降息预测降至一次	14
图 13 : LME 铜价格 (美元/吨)	16
图 14 : 阴极铜价格 (元/吨)	16
图 15 : 铜精矿粗炼费 (美元/干吨, 左轴) 及精炼费 (美分/磅, 右轴)	16
图 16 : 铜产业链全景图	17
图 17 : 2023 年全球铜矿产量情况	17
图 18 : 2023 年全球铜资源储备情况	17
图 19 : 中国精炼铜产量 (万吨)	18
图 20 : 中国精炼铜进出口量 (吨)	18
图 21 : 全球精炼铜下游消费结构 (%)	18
图 22 : 中国精炼铜下游消费结构 (%)	18
图 23 : LME 铜库存 (吨)	19
图 24 : 上期所铜库存 (吨)	19
图 25 : 2020 年以来房屋施工面积累计同比 (%)	19
图 26 : 2020 年以来房屋新开工面积累计同比 (%)	19
图 27 : 电源工程投资完成额累计值 (亿元)	19
图 28 : 电网工程投资完成额累计值 (亿元)	19
图 29 : 直连式铜缆 (DAC) 和分线缆 (以太网产品)	20
图 30 : 直连式铜缆 (DAC) 和分线缆 (InfiniBand 产品)	20
图 31 : LME 铝期货价格 (美元/吨)	22
图 32 : 沪铝期货价格 (元/吨)	22
图 33 : 全国电解铝建成、运行产能 (万吨)	22
图 34 : 2008 年以来我国电解铝产量 (万吨)	22
图 35 : 预焙阳极平均价 (元/吨)	23
图 36 : 动力煤价格 (元/吨)	23
图 37 : 全国氧化铝均价 (元/吨)	23
图 38 : 电解铝月需求量 (万吨)	24
图 39 : 电解铝社会库存 (万吨)	24
图 40 : 2021 年以来国内新能源汽车产销量 (万辆)	24
图 41 : 豪美新材汽车轻量化系列产品应用	25
图 42 : 硬质合金产业链	27
图 43 : 中国硬质合金产量结构	27
图 44 : 中国硬质合金产量 (万吨, %)	27
图 45 : 国内切削刀具产品市场结构	28
图 46 : 中国汽车产量当月值 (万辆)	28
图 47 : 中国汽车销量当月值 (万辆)	28
图 48 : 中国刀具企业竞争梯队	30

图 49 : 先进航空发动机中关键的热端承力部件 (图中红色部分) 全部为高温合金	31
图 50 : 中国高温合金下游应用分布情况	33

表格目录

表 1 : 2024 年下半年美国重要经济数据	12
表 2 : LME 工业金属价格	15
表 3 : 上海期货交易所工业金属价格	15
表 4 : 电解铝行业相关政策	26
表 5 : 新锐股份矿用工具合金产品介绍	29
表 6 : 高温合金的分类	31
表 7 : 2023 年全球现役军用飞机数量 (架)	32
表 8 : 重点公司盈利预测 (截至 6 月 13 日收盘价)	34

1. 有色金属行业行情回顾

2023 年金属价格涨跌互现，有色金属行业业绩整体承压。2023 年，全球主要国家央行实行更高水平的紧缩性货币政策，叠加地缘政治扰动频发，全球经济增长下滑的预期抬升，致使大宗商品市场承压，有色金属行业在 2023 年整体景气度下降，销售利润率下滑。

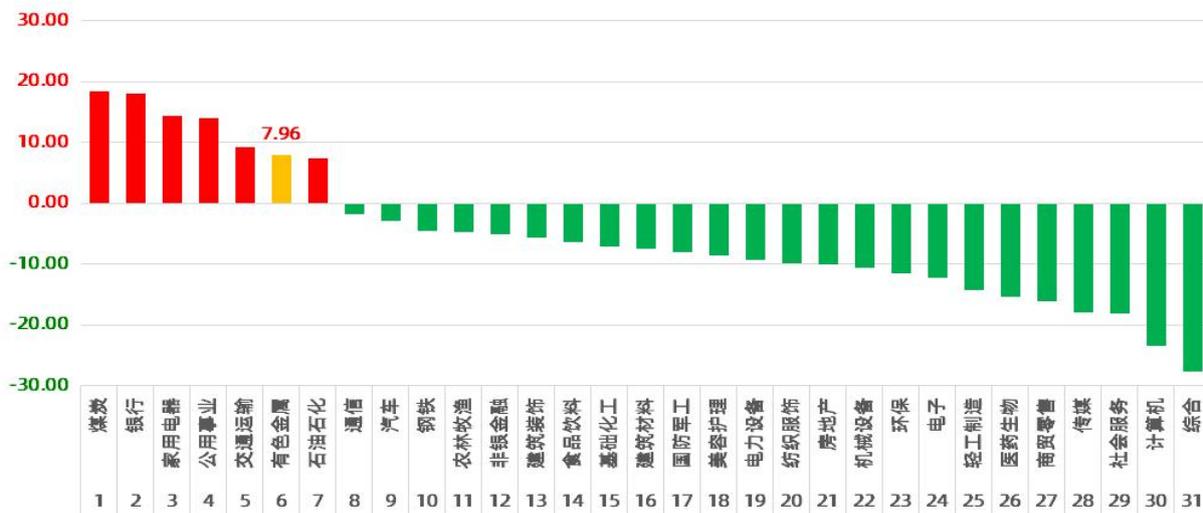
2023 年申万有色金属行业 139 家上市公司合计实现营业收入 32790.64 亿元，同比 +1.30%，其中 79 家公司营收同比正增长；实现归母净利润 1340.76 亿元，同比 -28.74%，其中 62 家公司归母净利润同比正增长。申万有色金属行业在 2023 年全年下跌 8.70%，涨跌幅在申万 31 个行业中排名第 20。

分子板块来看，在美联储降息预期发酵、避险情绪推动，同时全球央行加大购金力度的作用下，2023 年贵金属板块表现亮眼；工业金属因受到全球紧缩性货币政策的影响，业绩增速放缓，主要金属价格出现不同程度的下滑；而新能源金属领域因需求低迷，库存去化进程缓慢，产品价格下跌，致使板块业绩下滑，并拖累整体有色金属行业表现。

进入 2024 年，有色金属子板块业绩进一步分化。2024 年第一季度，美联储降息预期升温，国内稳经济政策加快落地显效，黄金、铜、铝等金属盈利能力快速提升，而稀土、碳酸锂等新能源相关产品因下游需求持续疲软，其销售价格进一步走低，使得第一季度有色金属子板块涨跌幅表现分化。2024Q1，申万有色金属行业 139 家上市公司合计实现营业收入 7774.8 亿元，同比 -3.61%，环比 +0.85%；实现归母净利润 256.10 亿元，同比 -32.57%，环比 -9.61%。

今年年初截至 6 月 7 日，申万有色金属行业上涨 7.96%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 6。进入二季度以来，美联储降息预期反复，叠加全球金属实际需求不及预期，旺季成色不强，使得有色金属行业景气度有所退却。

图 1：申万行业涨跌幅情况（%，截至 6 月 7 日）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2. 贵金属

2.1 2022 年以来金价复盘

2.1.1 2022 年美联储新一轮加息周期

2022 年初，在俄乌冲突爆发、能源危机骤起、公共卫生事件持续发酵等影响下，全球通货膨胀高企，美联储自 2018 年 12 月间隔三年后，开启了新一轮的加息周期。

图 2：2022 年以来 COMEX 黄金价格（美元/盎司，截至 6 月 7 日）



数据来源：iFind，纽约期货交易所，东莞证券研究所

第一阶段 通胀高企，美联储激进加息（2022.03 - 2022.12）：2022 年 3 月，美国 CPI 增速达到了 8.5%，为遏制高通胀，美联储于 3 月 17 日开启了新一轮加息，宣布将基准利率上调 25 个基点至 0.25%-0.5% 区间。而在当年 CPI 继续飙升后，美联储加大加息力度，于 5 月加息 50bps，随后 6 月、7 月、9 月、11 月连续 4 次加息 75bps，黄金价格承压下跌。

第二阶段 系统性风险频发，避险情绪升温（2022.12 - 2023.05）：2022 年 12 月，美联储在议息会议上由连续加息 75bps 降至 50bps，通胀虽然有所缓和，但仍处在较高水准，美联储维持鹰派表态。因持续的激进加息，美国 CPI 增速放缓，市场加大了放缓加息的预期，且美联储如期在 2023 年 2 月、3 月及 5 月放缓加息幅度至 25bps，此阶段伴随着欧美银行业系统性风险频发，避险情绪升温，金价再度冲高。

第三阶段 美国经济表现韧性，金价逐步回落（2023.05 - 2023.10）：避险情绪渐退，美联储于 6 月首度暂停加息，维持上一期的利率区间不变。但美联储表态继续偏鹰，认为进一步加息是合适的，在随后 2023 年 7 月，美联储再度加息 25bps，于 9 月暂停加

息。此阶段，美国经济的韧性得到体现，尽管通胀有所放缓，经济活动温和扩张，但为实现 2% 的通胀目标，美联储持续鹰派发言，且 7 月加息略超市场预期，高利率区间下，金价逐步回落。

第四阶段 巴以冲突再起，美联储降息预期反复（2023.10 至今）：2023 年 10 月，巴以冲突爆发，避险情绪再起，叠加美国十月 CPI 显著缓和，降息预期再度升温，同时议息会议纪要表示，官员们开始担心利率过高可能使经济面临压力。美联储表态由鹰转鸽，且 11 月，12 月连续两次暂停加息，市场加大对 2024 年的降息预期，金价迎来大涨。

进入 2024 年，美国通胀数据持续减缓，美联储降息预期升温，且地缘政治因素持续扰动，推动金价接连刷新历史高位。然而，2024 年二季度以来，由于通胀回落速度较缓，且部分就业数据表现超预期，金价在今年二季度以来呈现高位震荡态势。

2.1.2 2023 年及 2024Q1 金价接连创新高

2023 年黄金价格重心上移，贵金属板块业绩亮眼。 2023 年 COMEX 黄金价格最高达到 2092 美元/盎司，最低为 1818 美元/盎司，最大波幅达 274 美元/盎司；上海黄金交易所 Au（T+D）合约价最高为 482 元/克，最低 409 元/克，最大波幅为 73 元/克。回顾全年，金价受到美联储货币政策转向、地缘政治扰动频发、欧美银行业风险事件等一系列综合因素的影响。全球主要央行继续增持黄金，居民纷纷加大资产组合中的黄金配置，黄金的投资、消费、避险需求持续强劲，推动金价接连创下历史新高，并使得贵金属板块业绩亮眼。

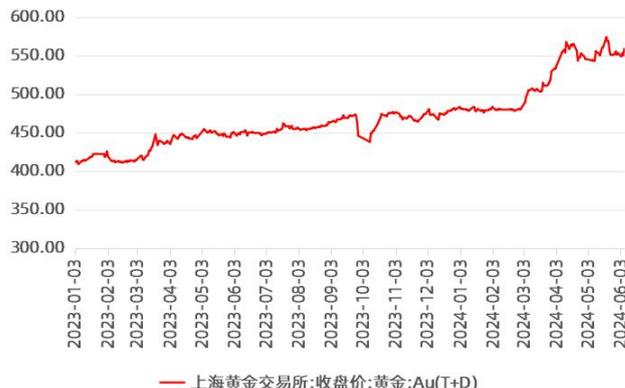
2023 年，贵金属板块实现营业总收入 2362.19 亿元，同比+15.98%；实现归母净利润 82.15 亿元，同比+31.00%。盈利能力方面，贵金属板块 2023 年毛利率为 11.53%，同比+0.28 个百分点，净利率为 4.06%，同比+0.59 个百分点。

据世界黄金协会统计数据显示，2023 年全球黄金总需求量（不包括场外交易）为 4448 吨，较表现强劲的 2022 年仅下降 5%。全球主要央行继续增持黄金，2023 年全球央行需求达 1037 吨，较 2022 年仅减少 45 吨。另据中国黄金协会统计数据，2023 年我国黄金消费量为 1089.69 吨，同比增长 8.78%，中国人民银行全年增持黄金 224.88 吨。

图 3：COMEX 黄金价格（美元/盎司）



图 4：沪金价格（元/克）



数据来源：iFind, COMEX, 东莞证券研究所

数据来源：iFind, 上海黄金交易所, 东莞证券研究所

2024 年金价屡创新高，板块盈利能力快速提升。进入 2024 年，美联储降息预期再度发酵、地缘政治扰动频发、同时全球央行维持黄金净买入，金价屡次创下历史新高，黄金板块公司业绩积极向好。2024Q1 贵金属板块实现营业收入 687.59 亿元，同比+24.81%，环比+15.31%；实现归母净利润 25.66 亿元，同比+67.16%，环比+18.16%。盈利能力方面，2024Q1 贵金属板块毛利率为 10.91%，同比+0.76 个百分点，净利率为 4.63%，同比+1.32 个百分点。

2.2 美联储降息仍在博弈，避险情绪为金价托底

国际黄金价格大多以美元作为计价单位，且美元与黄金的替代效应较为显著，因此通常来说，黄金价格与美元指数间呈现较好的负相关关系。美元指数受美联储货币政策影响较大，美联储的货币政策会根据一段时间内美国的经济情况做出相应调整，因此重要经济数据的发布、美联储官员相关表态都会在较长一段时间影响市场对美联储货币政策的预期，继而影响金价走向。

当前，美联储的降息预期以及地缘政治扰动是影响金价的主要因素。

图 5：COMEX 黄金价格（美元/盎司，左轴）与美元指数（点，右轴）



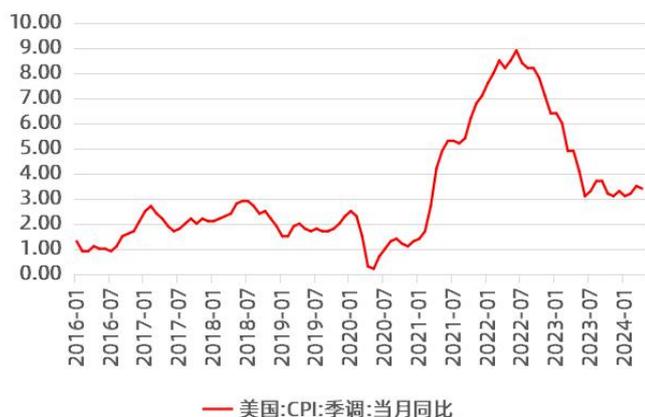
数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

2.2.1 一季度美国通胀超预期回升，核心服务通胀持续韧性

通胀数据是美联储议息会议动向的重要依据。2024 年第一季度，美国通胀数据超预期回升，使得美联储表态较为强硬，多位官员表示或在更长时间内维持高利率环境，因此市场预期的降息时点已延至 11 月。

具体通胀数据及分析如下：

图 6：美国季调 CPI 同比折年率 (%)



— 美国:CPI:季调:当月同比

数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

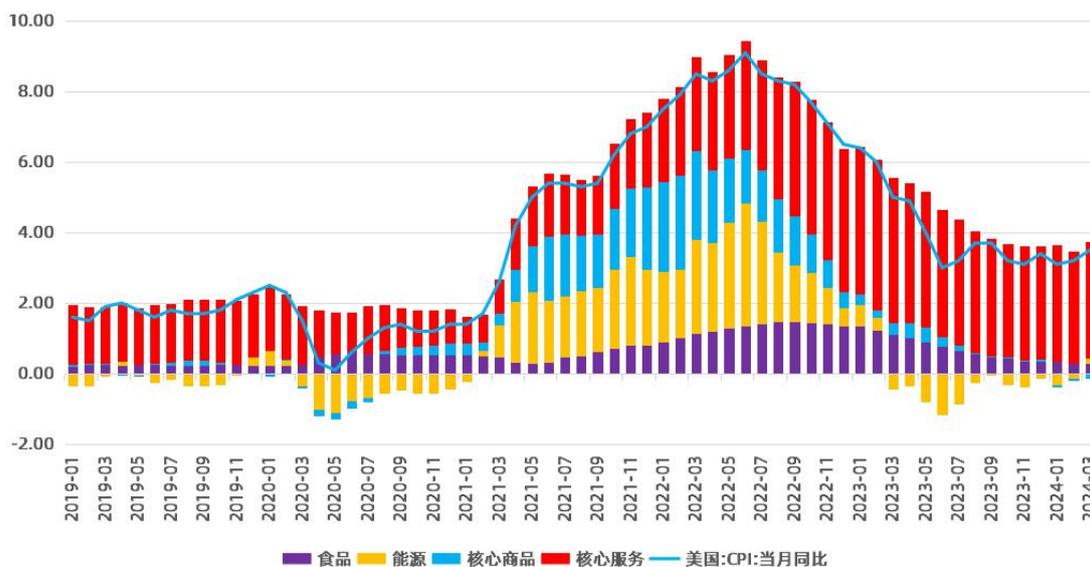
图 7：美国季调 CPI 环比折年率 (%)



— 美国:CPI:季调:当月环比

数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 8：美国 CPI 分项贡献 (%)



■ 食品 ■ 能源 ■ 核心商品 ■ 核心服务 — 美国:CPI:当月同比

数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

美国 1 月 CPI 同比+3.1%，高于预期的 2.9%，前值为 3.4%；环比+0.3%，高于预期的 0.2%，前值为 0.3%。1 月核心 CPI 同比+3.9%，高于预期的 3.7%，前值为 3.9%；核心 CPI 环比+0.4%，高于预期和前值的 0.3%。

其中，住房成本指数环比+0.6%，为推动美国 1 月 CPI 超预期的主要因素，房屋租金、酒店价格均有所上行，核心服务价格继续韧性。此外，除住房外的其他服务如餐饮、个人护理等价格同样出现上涨。其他项方面，核心商品及能源价格有所回落，显示美联储加息取得一定成效。

美国 2 月 CPI 同比+3.2%，高于预期及前值的 3.1%；环比+0.4%，预期为 0.4%，前值为 0.3%。2 月核心 CPI 同比+3.8%，预期为 3.7%，前值为 3.9%；核心 CPI 环比+0.36%，预期为 0.3%，前值为 0.39%。

美国 2 月 CPI 反弹主要由于能源价格的回升，核心 CPI 的超预期则由于核心服务类价格持续粘性，住房类、医疗类服务价格依旧坚挺。

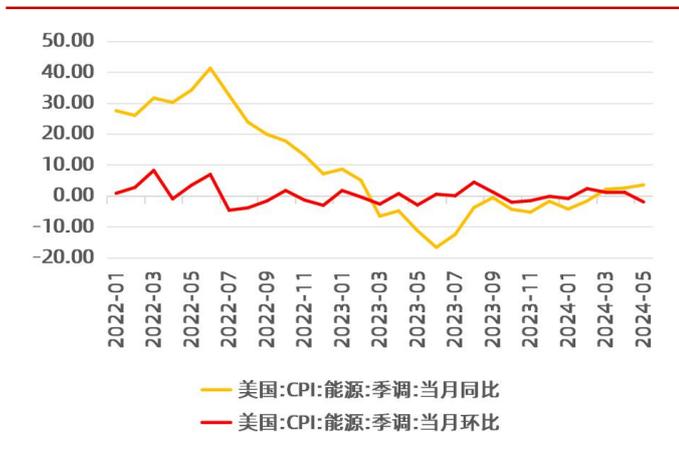
美国 3 月 CPI 同比+3.5%，高于预期的 3.4%及前值的 3.2%；环比+0.4%，预期+0.30%，前值+0.40%。3 月核心 CPI+ 3.8%，预期为 3.70%，前值为 3.80%；核心 CPI 环比+0.4%，预期+0.30%，前值+0.40%。

3 月份，能源价格继续攀升，且 CPI 权重超过 1/3 的住房租金价格粘性较高，使得核心服务 CPI 再度反弹，环比+0.70%。总体而言，核心商品通胀的控制取得一定成效，而一季度美国通胀下降受阻主要在于核心服务的持续粘性。

而持续的高利率环境，使得通胀数据在 4 月终于如期降温。**美国 4 月 CPI 同比增长 3.4%，与预期一致，前值为 3.5%；**环比增长 0.3%，低于预期和前值的 0.4%。若剔除食品和能源后，4 月核心 CPI 同比增长 3.6%，预期为 3.6%，前值为 3.8%；环比增长 0.3%，预期为 0.3%，前值为 0.4%。

从分项来看，4 月份，由于地缘政治扰动导致石油价格上涨，能源 CPI 同比增长 2.6%，高于前值的 2.1%，环比继续维持在 1.1%。值得注意的是，4 月美国核心 CPI 增速继续放缓，同比+3.6%，前值为 3.8%，环比+0.3%，前值为 0.4%。核心商品 CPI 降幅扩大，而核心 CPI 持续较高仍在于核心服务 CPI 难降。

图 9：美国季调能源 CPI 同比及环比折年率（%）



数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 10：原油价格（美元/桶）



数据来源：iFind，OPEC，东莞证券研究所

美国 5 月 CPI 同比+3.3%，核心 CPI 同比+3.4%，均较预期值低 0.1 个百分点，其中核心 CPI 同比增速降至三年来最低。因前期油价大跌，能源价格分项环比从+1.1%降至-2.0%，使得 5 月通胀超预期回落。

2.2.2 核心 CPI：核心商品及核心服务

美国核心商品 CPI 中包括汽车、服装、家具、家用电器等分项，2024 年来，美国将核心商品占 CPI 的权重调低，以三月为例，核心商品 CPI 权重仅为 18.70%。分项来看，以汽车（包括新车、二手车和卡车等）占比最高，其他分项的权重占比较小。

5 月份，美国核心商品 CPI 同比-1.70%，前值为-1.30%，环比-0.10%，与前值一致。总体而言，美国耐用商品市场面临供需失衡，陷入一定通缩区间，耐用品价格呈现持续的下降，使得核心商品通胀持续回落。

美国核心服务 CPI 中包括住房、医疗、教育、运输、娱乐等分项，其中住房的权重占比最高，占到核心服务 CPI 一半以上，占总 CPI 的 1/3 以上。

单看住房租金分项，5 月美国住房租金 CPI 同比+5.4%，低于前值的 5.60%，但仍处高位，环比+0.40%，与前值一致。因此，住房租金的高企一定程度导致了美国核心服务 CPI 持续韧性。由于房价受到投资因素影响较大，且美国劳工统计局通常采用每半年的移动平均值计算房价，房价会受到平滑和时滞的影响，因此，住房租金更能反应当前美国住房市场的真实情况。

美联储致力于实现 2% 的通胀目标，而住房在 CPI 中的权重占到 35% 以上，因此，通胀降温的关键在于住房通胀的控制。而美国住房需求的强劲推升房价上行，给整体 CPI 带来不少压力。尽管 5 月的住房通胀增速较前值有所放缓，但幅度较小，未达到美联储预计的稳步回落态势。

图 11：美国核心商品及核心服务 CPI (%)



数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

在公共卫生事件的影响下，美国通胀在宽松货币政策的推动下快速飙升。而随着疫情缓解，新建独立房屋及公寓增多，对租房需求带来一定分流，同时因美联储维持紧缩性的货币政策，租房热情有所退却（利率上升会减少租房需求，继而使得租金价格下降），使得租金价格趋于下降。总体而言，住房通胀在供给增多以及高利率环境的作用下或将继续回落。

2.2.3 数据依赖策略下，持续关注后续美国经济数据发布

美联储 5 月 23 日公布的 5 月议息会议纪要提到，通胀比预期的更为持久，2024 年第一季度通胀超预期回升，且美联储设定的 2% 的通胀目标未取得进一步进展，若后续通胀没有更多进展，则需要保持高利率更长时间。

当前时点，因美国通胀未取得明显进展，多位美联储官员表态偏鹰，市场基本不再预期短期降息的可能。从鲍威尔的发言可以看出，美联储需要更长时间来验证通胀的回落。值得注意的是，鲍威尔给出的三条政策路径中并不包括加息，1) 若通胀持续高位，美联储将不会降息。2) 若通胀稳步回落，则美联储开启降息。3) 若就业市场超预期走弱，则美联储同样会开启降息。

总的来看，美联储依旧维持数据依赖策略，并以通胀及就业数据作为经济状况的重要依据，因此后续美国 CPI、非农就业人数及失业率等经济数据尤其重要。

表 1：2024 年下半年美国重要经济数据

日期	重要经济数据
2024 年 6 月 18 日	5 月零售销售
2024 年 6 月 20 日	6 月 15 日初请失业金人数
2024 年 6 月 27 日	第一季度 GDP、PCE、实际 GDP，6 月 22 日初请失业金人数
2024 年 6 月 28 日	5 月核心 PCE、个人消费支出
2024 年 7 月 1 日	6 月 ISM 制造业 PMI
2024 年 7 月 3 日	6 月 ADP 就业人数、6 月 ISM 非制造业 PMI
2024 年 7 月 5 日	6 月 29 日初请失业金人数、6 月 U6 失业率、6 月非农就业人口变动、6 月失业率、平均时薪
2024 年 7 月 11 日	6 月 CPI 及核心 CPI、7 月 06 日初请失业金人数
2024 年 7 月 12 日	6 月 PPI 最终需求、6 月核心 PPI
2024 年 7 月 16 日	6 月零售销售
2024 年 7 月 18 日	7 月 13 日初请失业金人数
2024 年 7 月 25 日	第二季度 GDP 及实际 GDP（初值）、PCE 及核心 PCE（初值）、7 月 20 日初请失业金人数
2024 年 7 月 26 日	6 月 PCE、核心 PCE、人均可支配收入
2024 年 7 月 31 日	7 月 ADP 就业人数
2024 年 8 月 1 日	联邦基金目标利率、7 月 ISM 制造业 PMI、7 月 27 日初请失业金人数
2024 年 8 月 2 日	7 月 U6 失业率、7 月非农就业人口变动、7 月失业率、平均时薪
2024 年 8 月 5 日	7 月 ISM 非制造业 PMI
2024 年 8 月 8 日	8 月 03 日初请失业金人数
2024 年 8 月 13 日	7 月 PPI 最终需求、7 月核心 PPI
2024 年 8 月 14 日	7 月 CPI、核心 CPI
2024 年 8 月 15 日	7 月零售销售
2024 年 8 月 22 日	8 月 17 日初请失业金人数
2024 年 8 月 29 日	第二季度 GDP 及实际 GDP（预估）、PCE 及核心 PCE（预估）、8 月 24 日初请失业金人数
2024 年 8 月 30 日	7 月 PCE 及核心 PCE，7 月人均可支配收入
2024 年 9 月 3 日	8 月 ISM 制造业 PMI
2024 年 9 月 5 日	8 月 ADP 就业人数、8 月 ISM 非制造业 PMI、8 月 31 日初请失业金人数
2024 年 9 月 6 日	8 月 U6 失业率、8 月非农就业人口变动、8 月失业率、平均时薪
2024 年 9 月 11 日	8 月 CPI 及核心 CPI
2024 年 9 月 12 日	8 月 PPI 及核心 PPI、9 月 07 日初请失业金人数
2024 年 9 月 17 日	8 月零售销售
2024 年 9 月 19 日	联邦基金目标利率、9 月 14 日初请失业金人数

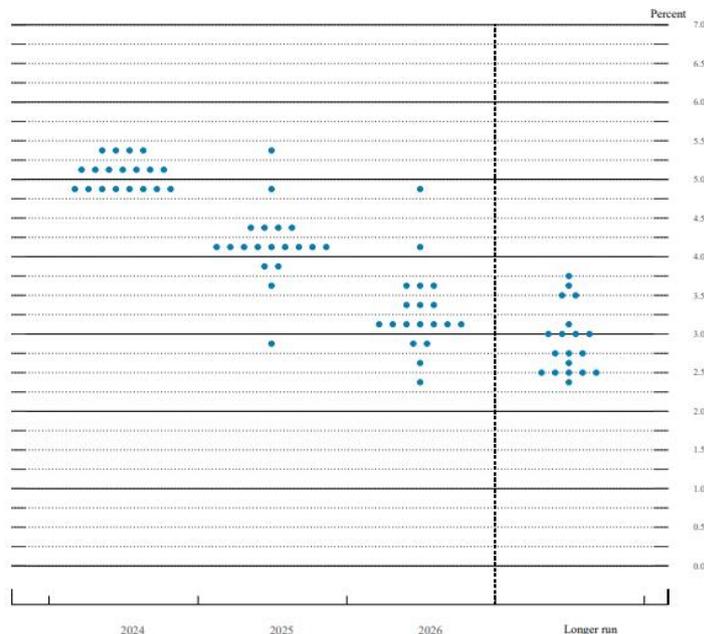
2024 年 9 月 26 日	第二季度 GDP 及实际 GDP(终值)、PCE 及核心 PCE (终值)
2024 年 9 月 27 日	8 月 PCE 及核心 PCE、8 月人均可支配收入
2024 年 10 月 1 日	9 月 ISM 制造业 PMI
2024 年 10 月 2 日	9 月 ADP 就业人数
2024 年 10 月 3 日	9 月 28 日初请失业金人数、9 月 ISM 非制造业 PMI、8 月全部制造业新增订单
2024 年 10 月 4 日	9 月 U6 失业率、9 月非农就业人口变动、9 月失业率、平均时薪
2024 年 10 月 10 日	10 月 05 日初请失业金人数、9 月 CPI 及核心 CPI
2024 年 10 月 11 日	9 月 PPI 及核心 PPI
2024 年 10 月 17 日	10 月 12 日初请失业金人数、9 月零售销售
2024 年 10 月 24 日	10 月 19 日初请失业金人数
2024 年 10 月 30 日	第三季度 GDP 及实际 GDP (初值)、PCE 及核心 PCE (初值)
2024 年 10 月 31 日	10 月 26 日初请失业金人数、9 月 PCE 及核心 PCE、9 月人均可支配收入
2024 年 11 月 1 日	10 月 U6 失业率、10 月非农就业人口变动、10 月失业率、平均时薪、10 月 ISM 制造业 PMI
2024 年 11 月 7 日	11 月 02 日初请失业金人数
2024 年 11 月 8 日	联邦基金目标利率
2024 年 11 月 13 日	10 月 CPI 及核心 CPI
2024 年 11 月 14 日	10 月 PPI 及核心 PPI, 11 月 09 日初请失业金人数
2024 年 11 月 15 日	10 月零售销售
2024 年 11 月 21 日	11 月 16 日初请失业金人数
2024 年 11 月 27 日	第三季度 GDP 及实际 GDP (预估)、PCE 及核心 PCE (预估); 10 月 PCE 及核心 PCE
2024 年 11 月 29 日	11 月 23 日初请失业金人数
2024 年 12 月 2 日	11 月 ISM 制造业 PMI
2024 年 12 月 4 日	11 月 ADP 就业人数、10 月全部制造业新增订单、11 月 ISM 非制造业 PMI
2024 年 12 月 5 日	11 月 30 日初请失业金人数
2024 年 12 月 6 日	11 月 U6 失业率、11 月非农就业人口变动、11 月失业率、平均时薪
2024 年 12 月 11 日	11 月 CPI 及核心 CPI
2024 年 12 月 12 日	11 月 PPI 及核心 PPI
2024 年 12 月 17 日	11 月零售销售
2024 年 12 月 19 日	联邦基金目标利率、第三季度 GDP 及实际 GDP (终值)、PCE 及核心 PCE (终值)、12 月 14 日初请失业金人数
2024 年 12 月 20 日	11 月 PCE 及核心 PCE
2024 年 12 月 26 日	12 月 21 日初请失业金人数

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

近期数据方面, 美国第一季度 GDP 增速放缓, 且个人支出及 PCE 物价指数均有所下修, 对降息预期形成利好。此外, 美国 4 月成屋签约销售指数环比下降 7.7%, 大幅低于预期下降的 0.6%, 前值为增长 3.40%, 高利率环境一定程度上限制了购房活动。

美国 5 月 CPI 增速低于预期, 且 5 月核心 CPI 降至三年来最低。5 月通胀的降温, 提振了市场对美联储降息的信心, 但尽管通胀有所回落, 美联储依然表现了谨慎的态度。6 月 12 日, 美联储 6 月议息会议上连续第七次按下“暂停键”, 维持利率区间在 5.25%-5.50%。此外, 美联储上调了长期利率的指引, 即未来中心利率可能维持在较高的水平, 2024 年联邦基金利率中值为 5.1%, 较 3 月上修 50 个基点, 对应年内降息一次, 2025 年利率中值为 4.1%, 较 3 月上修 20 个基点, 对应四次降息空间, 2026 利率中值维持 3.1% 的预测。

图 12：6 月点阵图显示美联储今年降息预测降至一次



数据来源：美联储——6月12日经济预期摘要，东莞证券研究所

6 月议息会议后，鲍威尔表示，通胀已从峰值大幅缓解，但依然过高，未来需要更多通胀回落数据的支持。根据最新点阵图显示，美联储今年的降息展望降至一次，11 月的降息概率提升至 76%，因此在今年美联储实际开启降息之前，金价仍有望重回高位。

结合前文内容，通胀降温的关键在于住房通胀的控制，住房通胀若稳步下降将推动整体通胀回落，继而使得美联储降息预期抬升，届时黄金价格有望迎来上涨。目前来看，除住房通胀外的物价水平基本得到有效控制，随着美国当地房屋供给增多，且美联储维持紧缩的货币政策，住房通胀未来趋于回落的可能性较大。第一季度实际 GDP、个人支出及 PCE 数据的大幅下修也表明，持续的高利率环境已使得经济增速有所承压。

总体而言，在美联储实行数据依赖的策略下，未来开启降息需要经济数据的一致性验证，通胀及就业数据是美联储衡量的关键，而因当前就业人数的强劲以及通胀回落的速度较缓，使得美联储维持紧缩性的货币政策。美国经济数据的披露会通过影响市场对美联储降息预期来影响金价，若后续美国主要经济数据未出现集体转向的情况，美联储在年底开启降息的概率较大，实际降息之前，黄金价格具备重回高位的动能。

3. 铜

3.1 2023 年以来铜价走势回顾

2023 年，铜价受到宏观和基本面的共同影响。宏观层面，2023 年上半年，美联储持续加息以遏制高通胀，高利率环境下使得美元指数走高，国际铜价在上半年整体重心

下移。下半年，国内稳增长政策相继发力，经济延续回暖态势。进入四季度，美国通胀出现回落，美联储降息预期抬头，铜价出现一定回升。

从基本面来看，2023 年全球铜矿供给端扰动不断，其中包括矿石品位下降、环境保护问题、社区及政策风险等因素。需求部分，虽然房地产领域用铜需求较为疲软，但电网基建、光伏、风电等能源领域需求持续增长，使得 2023 年铜行业整体维持供需紧平衡的态势。

2023 全年 LME 铜均价为 8525 美元/吨，同比下跌 2.97%；国内铜价因受人民币贬值和国内外供需差异等影响，沪铜价格表现更加平稳，呈现高位震荡态势，2023 全年沪铜均价为 68041 元/吨，同比上涨 1.71%。

供给趋紧叠加降息预期发酵，2024 年以来铜价快速上行。进入 2024 年，由于海外铜精矿供应预期再度趋紧，且传导至中国精炼铜厂商商议停产检修，供给趋紧叠加美联储降息预期升温，铜价继续上行推动板块业绩提升。

表 2：LME 工业金属价格

	铜	铝	铅	锌	锡
2023 年均价 (美元/吨)	8,525.06	2,288.25	2,127.78	2,650.64	25,909.70
2022 年均价 (美元/吨)	8,786.09	2,713.31	2,144.31	3,441.78	30,953.47
2023 年均价同比涨幅 (%)	-2.97%	-15.67%	-0.77%	-22.99%	-16.29%
2023 年初至年末涨跌幅 (%)	2.91%	3.31%	-9.56%	-10.96%	-0.30%
2024 年初至一季度末涨跌幅 (%)	3.98%	0.41%	-0.61%	-6.70%	9.20%

数据来源：iFind, LME, 东莞证券研究所

表 3：上海期货交易所工业金属价格

	阴极铜	铝	铅	锌	锡
2023 年均价 (元/吨)	68,040.58	18,628.47	15,772.17	21,488.70	212,405.50
2022 年均价 (元/吨)	66,898.39	19,915.62	15,302.93	24,923.82	244,889.50
2023 年均价同比涨幅 (%)	1.71%	-6.46%	3.07%	-13.78%	-13.26%
2023 年初至年末涨跌幅 (%)	4.76%	6.76%	0.00%	-8.14%	1.45%
2024 年初至一季度末涨跌幅 (%)	5.18%	-0.23%	5.39%	-3.19%	8.26%

数据来源：iFind, 上海期货交易所, 东莞证券研究所

2023 年年初，中国冶炼厂与国际主要矿山确定的铜精矿长单加工费 Benchmark 为 88 美元/吨，较 2022 年铜精矿加工费长单 Benchmark 的 65 美元/吨上涨 23 美元。而随后，因全球部分主要铜矿受罢工、自然灾害、矿石品位下降等影响，铜矿商的生产运输受到干扰，对其生产经营产生一定影响，因此，铜矿现货的加工费逐步趋于下降。

出于对 2024 年铜精矿供应趋紧的预期，2023 年年底以来，安托法加斯塔、自由港公司、英美资源集团等海外铜矿巨头寻求下调铜精矿加工费以维护自身利益，而铜矿加工费的走低，也印证了铜矿供应偏紧的可能性。截至 6 月 7 日，铜精矿粗炼费 (TC) 收于 2.1 美元/干吨，精炼费收于 0.21 美分/磅，均较今年年初价格进一步走低。

图 13: LME 铜价格 (美元/吨)



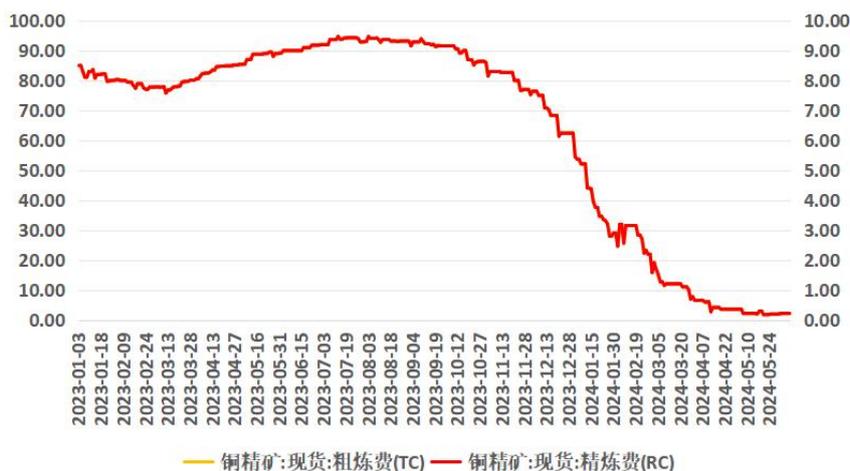
数据来源: iFind, LME, 东莞证券研究所

图 14: 阴极铜价格 (元/吨)



数据来源: iFind, 上海有色, 东莞证券研究所

图 15: 铜精矿粗炼费 (美元/干吨, 左轴) 及精炼费 (美分/磅, 右轴)



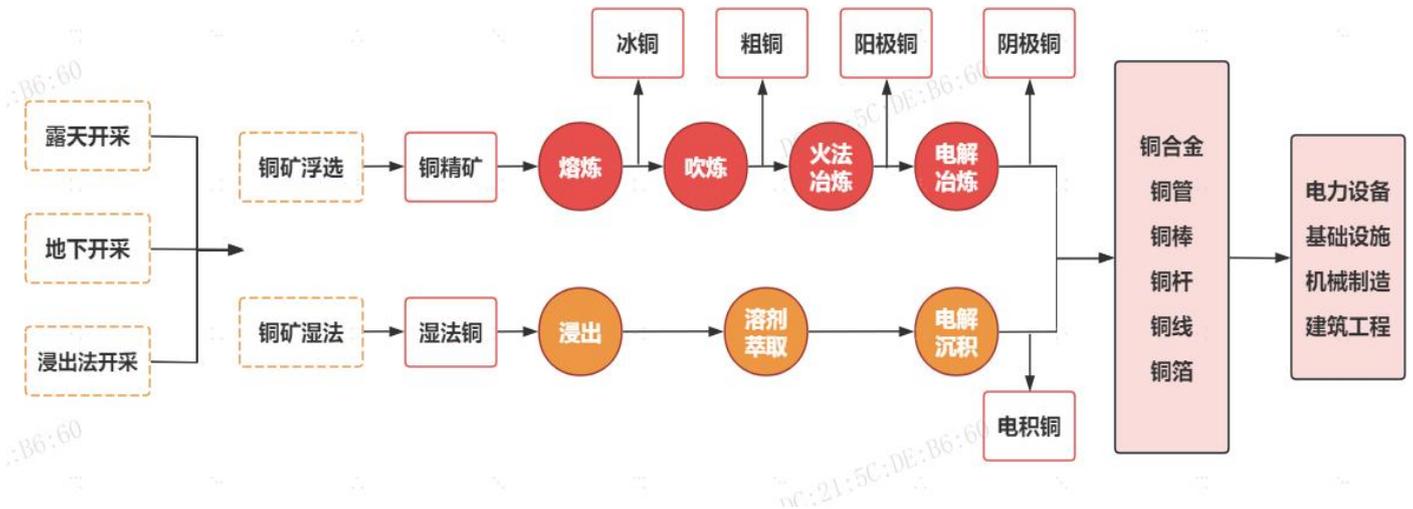
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

3.2 铜行业供需格局

3.2.1 扰动不断, 铜矿供给持续趋紧

铜产业链大致可分为铜矿采选、精铜冶炼、深度加工及终端消费等阶段。从全球来看, 铜矿资源集中在智利、澳大利亚、秘鲁等国, 2023 年铜精矿产量排名前三的国家分别是智利、秘鲁以及刚果(金)。据美国地质调查局数据显示, 2023 年中国铜矿储量占到全球 4%, 铜精矿产量占到 8%。

图 16：铜产业链全景图

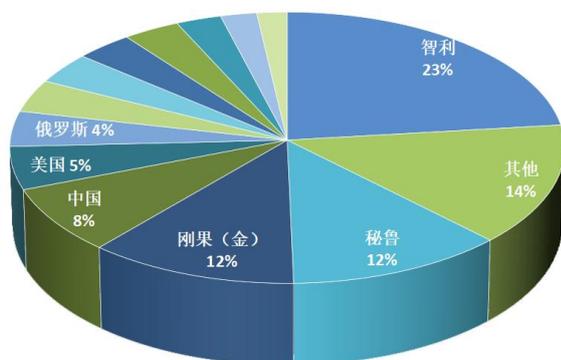


数据来源：国际铜业协会——《铜业环境概况》，东莞证券研究所

中国是全球最大的铜消费和精炼铜生产国家，而自身铜矿资源较为稀缺，每年需大量的从海外进口铜矿。2023 年我国进口精炼铜 351 万吨，出口 27.92 万吨。近年来，我国精炼铜产量维持较高态势，2023 年产量达到 1298.80 万吨，同比增加 17.40%。值得注意的时，中国精炼铜产量在今年 3、4 月依然较高，但随着国内冶炼厂停产检修的增加，后续精炼铜供给或将减少。

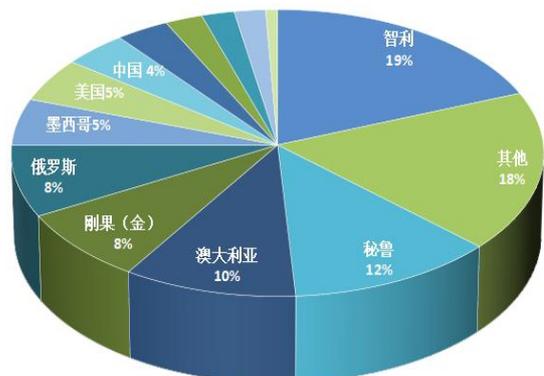
2023 年，全球铜矿增量主要是来自智利、刚果（金）、秘鲁等地的新建及扩建矿山。然而，由于铜矿端扰动事件不断，包括利益冲突、环保问题以及部分铜矿的矿石老化、品位下降等因素，使得全球铜矿产量不及预期，且铜矿供给趋紧的影响已延续至 2024 年。

图 17：2023 年全球铜矿产量情况



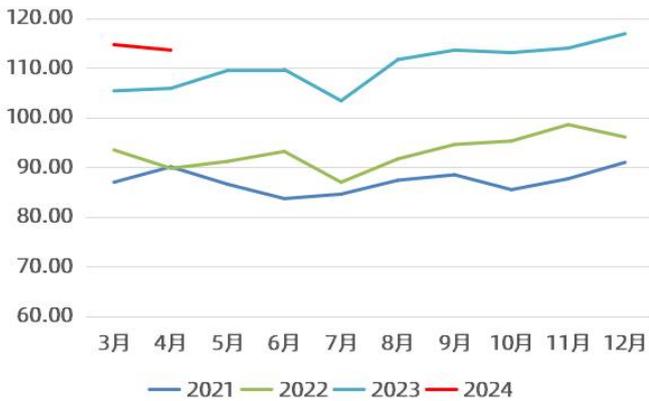
数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

图 18：2023 年全球铜资源储备情况



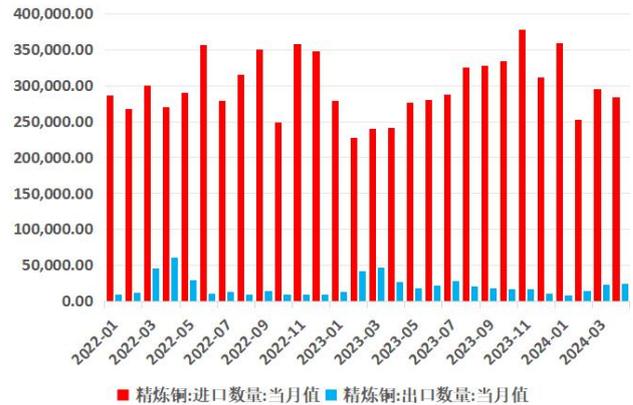
数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

图 19：中国精炼铜产量（万吨）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 20：中国精炼铜进出口量（吨）



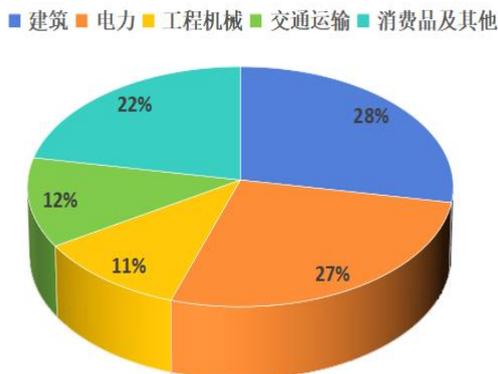
数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

3.2.2 能源需求持续增长

地产需求疲软，能源用铜需求持续旺盛。作为主要的工业金属之一，铜在众多产业当中都直接或间接的得到了使用。根据华经产业研究院数据，全球精炼铜消费结构中，建筑领域占比最高，达到 28%，其次为电力及消费品，占比分别为 27%及 22%；中国精炼铜消费结构中，电力的占比达到 45%，家电占比 15%，交通运输占比 11%，建筑领域占比仅为 9%。

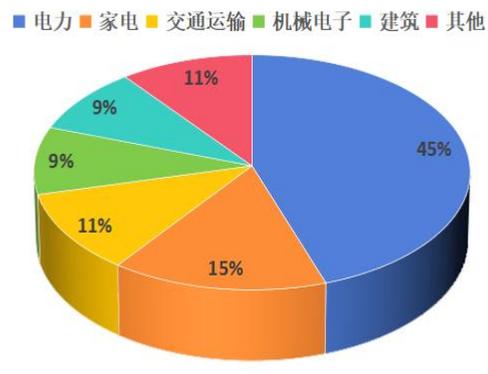
因建筑用铜较难划分界限，故而统计口径有所差别，美国将电力工程划分至建筑用铜需求，因此建筑工程用铜占比达到 46%，中国并未将电力用铜合并至建筑用铜，建筑领域用铜占比仅为 9%。

图 21：全球精炼铜下游消费结构（%）



数据来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

图 22：中国精炼铜下游消费结构（%）



数据来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

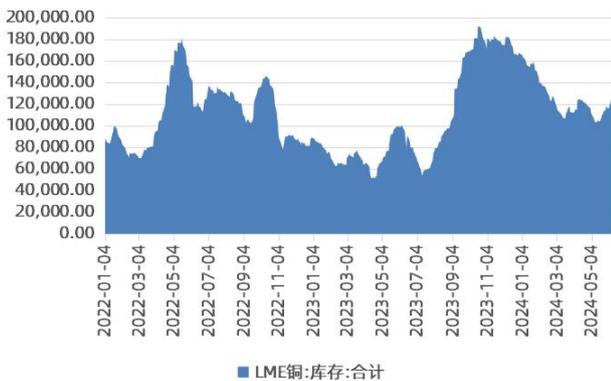
2024 年 4 月，房屋施工面积累计同比-10.8%，降幅缩窄 0.3 个百分点；房屋新开工面积累计同比-24.60%，降幅缩窄 3.2 个百分点。

2024 年 1-4 月，电源工程投资完成额累计达到 1912 亿元，累计同比增长 6.10%；

电网工程投资完成额累计达到 1229 亿元，累计同比增长 24.90%。

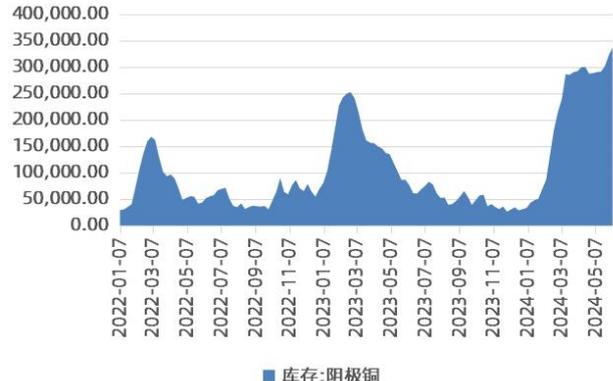
随着铜在新能源领域的应用愈发广泛，各国持续加大对铜矿资源的保护和投资，铜在能源转型和电气化发展中将继续发挥重要作用。铜的下游方面，传统消费领域在全球经济复苏的带动下预计总体微增，而能源领域消费动能持续强劲，铜的消费在电力电网、光伏风电等领域或维持较高的增长态势。

图 23: LME 铜库存 (吨)



■ LME铜:库存:合计

图 24: 上期所铜库存 (吨)



■ 库存:阴极铜

数据来源: iFind, LME, 东莞证券研究所

数据来源: iFind, 上海期货交易所, 东莞证券研究所

图 25: 2020 年以来房屋施工面积累计同比 (%)



— 房屋施工面积:累计同比

图 26: 2020 年以来房屋新开工面积累计同比 (%)

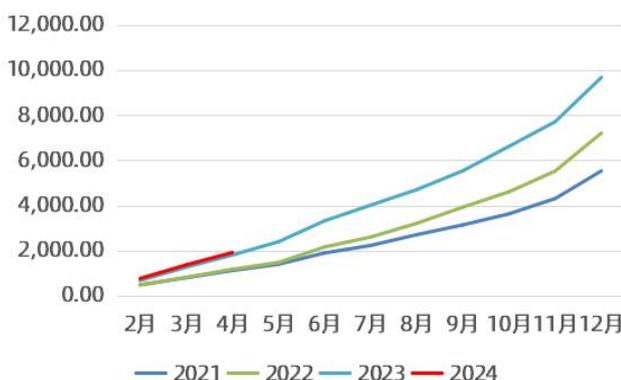


— 房屋新开工面积:累计同比

数据来源: iFind, 国家统计局, 东莞证券研究所

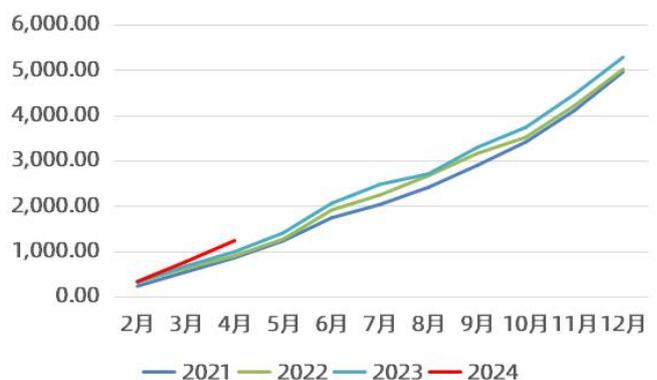
数据来源: iFind, 国家统计局, 东莞证券研究所

图 27: 电源工程投资完成额累计值 (亿元)



— 2021 — 2022 — 2023 — 2024

图 28: 电网工程投资完成额累计值 (亿元)



— 2021 — 2022 — 2023 — 2024

数据来源: iFind, 中国电力企业联合会, 东莞证券研究所

数据来源: iFind, 中国电力企业联合会, 东莞证券研究所

3.3 建议关注方向

3.3.1 铜价上涨背景下，铜矿资源丰富的企业有望受益

利益冲突、环保争端，铜矿供给扰动不断。自去年 11 月巴拿马铜矿停产以来，已然形成了全球铜矿供给趋紧的预期。当下，ESG（Environment（环境），Social Responsibility（社会责任），Corporate Governance（公司治理））的重要性日益凸显，也成为矿产开采冶炼企业必须考虑的问题，在谋求发展的同时如何爱护环境，是一个企业可持续发展和健康文化的彰显，也更能在全球绿色发展之下实现更大价值的提升。铜矿活动的争端往往由于环保问题、利益冲突等导致，由此引发更深层次的担忧则是全球铜矿的供应，而各类矿产或多或少也面临着抗议活动和利益分配问题。

此外，各大铜矿企业面临的另一重要影响因素即为矿石品位的下降。2023 年 7 月，智利国家铜业公司下调了 2023 年的铜矿产量指引，在 131-135 万吨之间。CEO 预计 2023 年铜矿产量在 131.5 万吨，主要因公司面临着铜矿资源老化，新建、扩建项目延迟等问题。

2023 年 10 月，英美资源将其 2023 年铜矿产量预期的 84-93 万吨下调至 83-87 万吨之间，并随后将其 2024 年铜矿产量指引由 91-100 万吨大幅下调至 73-79 万吨。预期和指引的下调主要由于智利铜矿的品位和硬度有所下降，同时反映出英美资源在面临市场环境变化时也正在做出相应的策略调整。

总体而言，供给端扰动不断，使得铜矿供应持续受到影响，而在供给趋紧带来的铜价上涨背景下，铜矿资源储备丰富的企业有望受益。

3.3.2 乘计算机行业东风，高速铜缆产业发展提速

3 月 19 日，英伟达 GTC 大会上正式发布了最新一代 AI 芯片架构 Blackwell，并基于 Blackwell 芯片更新了多款 AI 产品，搭载了 Blackwell 架构的 GB200 芯片引人注目。其中，基于 36 个 GB200 芯片的 AI 服务器机架式解决方案 GB200NVL72，由 72 个 Blackwell GPU 采用 NVLink 全互连，具有 5000 根 NVLink 铜缆（合计长度超 2 英里），相较上一代 H100，NVL72 的推理性能提高 30 倍，能源消耗降低 25 倍。

图 29：直连式铜缆（DAC）和分线缆（以太网产品）



图 30：直连式铜缆（DAC）和分线缆（InfiniBand 产品）



数据来源：英伟达官网，东莞证券研究所

数据来源：英伟达官网，东莞证券研究所

铜缆高速连接采用铜质线缆实现高速数据传输连接，GB200 芯片通过使用铜缆连接，大大提升了传输的效率和稳定性，确保了 AI 应用在网络通信作业中能够畅通无阻。根据光通信行业调研机构 LightCounting 的报告显示，作为服务器连接以及解耦合式交换机和路由器中的关键互联组件，高速铜缆的市场需求正在持续增长。该机构预测，从 2023 年至 2027 年，高速铜缆市场的复合增长率将达到 25%，到 2027 年，预计高速铜缆的出货量将达到 2000 万条，将为行业带来广阔的发展空间。

3.3.3 节能降碳行动方案下达，关注供给约束下的金属投资机遇

5 月 29 日，国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》。方案指出，2024 年，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低 2.5% 左右、3.9% 左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低 3.5% 左右，非化石能源消费占比达到 18.9% 左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨。2025 年，非化石能源消费占比达到 20% 左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。

我国精炼铜行业面临着一定供过于求的态势，此次节能降碳行动方案的提出，从严控新增产能、落实产能置换、优化产能布局等方面对铜行业的供给端作出重要指示。由于我国企业在铜行业的布局大多位于中游冶炼端，此次行动方案的下达将对精炼铜的供给形成一定约束，有助于行业供给侧持续改善。

4. 铝

4.1 2023 年以来铝价走势

2023 年，因全球主要央行实行紧缩货币政策，且经济增速预期放缓，大宗商品承压，叠加需求低迷及库存的扰动，铝价出现下行。2023 全年 LME 铝均价为 2,288 美元/吨，同比-15.67%；沪铝均价为 18,628 元/吨，较 2022 年下降 6.46%。

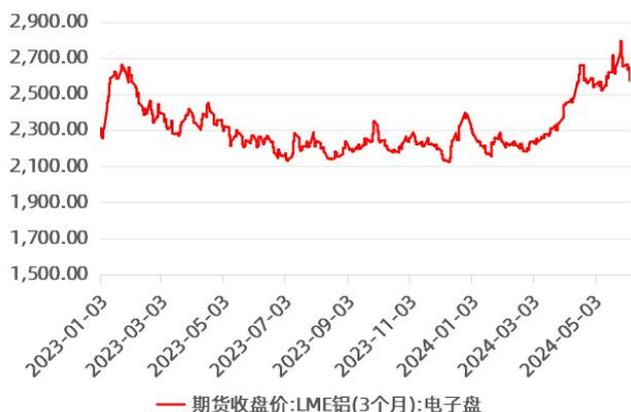
铝土矿。2023 年国内铝土矿受到安全检查、矿石品位下降、开采成本增加等因素影响，国内铝土矿价格缓慢上行，全国铝土矿产量为 8500 万吨。进口矿方面，2023 年我国进口铝土矿共计 14165 万吨，同比增加 12.7%，对外依存度进一步提升。

氧化铝。国际铝业协会统计，2023 年全球氧化铝产量累计达到 1.419 亿吨，较 2022 年度的 1.422 亿吨减少 30 万吨。2023 年我国氧化铝产量为 8244.1 万吨，同比增长约为 1.4%。整体来看，2023 年，受部分地区氧化铝企业压产运行、几内亚铝土矿出口受限等多重因素影响，氧化铝价格持续震荡。2023 年，国内氧化铝现货价格最高为 3,122 元/吨，最低为 2,807 元/吨，全年均价为 2,919 元/吨，同比下降 0.9%。

电解铝。2023 年，受美联储持续加息、地缘政治扰动、需求下行等因素影响，全球铝价剧烈波动。全球原铝产量约为 7,068 万吨，消费量约为 7,027 万吨，同比分别增长

2.2%和 1.0%；中国原铝产量约为 4,166 万吨，消费量约为 4,280 万吨，同比分别增长 3.0%和 4.1%，分别占全球产量和消费量约 58.9%和 60.9%。截止 2023 年 12 月底，全球原铝企业产能利用率约为 90.3%，其中，中国原铝企业产能利用率约为 94.6%，同比增加 3.2%。

图 31：LME 铝期货价格（美元/吨）



数据来源：iFind, LME, 东莞证券研究所

图 32：沪铝期货价格（元/吨）



数据来源：iFind, 上海期货交易所, 东莞证券研究所

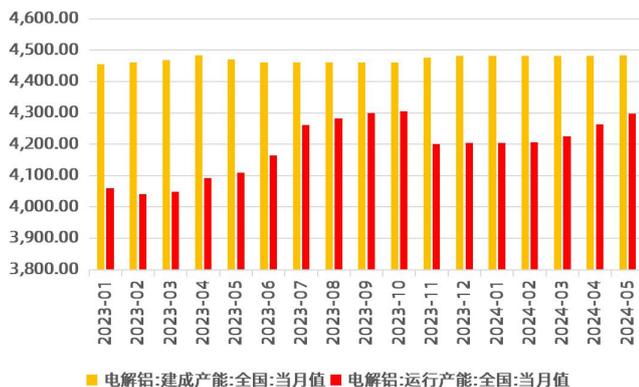
2024 年第一季度，在政策刺激及美联储降息预期发酵下，国内铝市经历了低迷后逐步回暖，铝价先跌后涨。截至 6 月 7 日，LME 铝期价收于 2576 美元/吨，较年初上涨 250.5 美元，沪铝期价收于 20905 元/吨，较年初上涨 1150 元。

4.2 铝行业供需格局

电解铝供给严格管控。近年来，国内环保降碳政策趋严，国家严格落实产能置换，加快出清落后和不合规产能，电解铝行业的 4500 万吨年产能“天花板”愈发明确。供给侧持续的改善，对行业有序、健康的发展起到积极作用，企业效益得到明显改善。

2023 年中国电解铝产量为 4159 万吨，同比增长 3.61%，持续逼近 4500 万吨的产能大关。截止 2024 年 5 月，国内建成电解铝产能 4483.70 万吨，运行产能 4296.40 万吨，产能利用率为 95.82%。

图 33：全国电解铝建成、运行产能（万吨）



数据来源：iFind, 东莞证券研究所

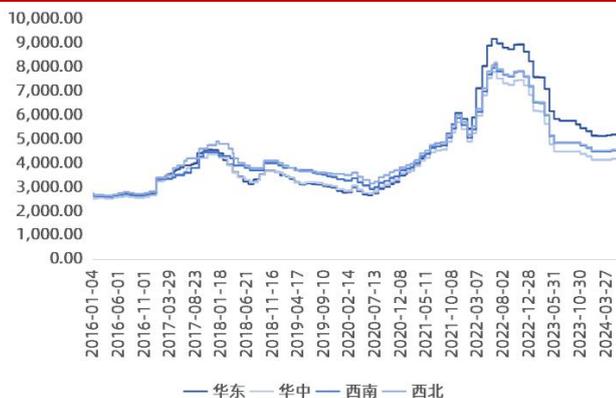
图 34：2008 年以来我国电解铝产量（万吨）



数据来源：iFind, 国家统计局, 东莞证券研究所

电解铝的生产需要持续稳定的氧化铝供给和电力供应，主要生产原料包括氧化铝、预焙阳极、电力。其中，氧化铝生产的主要原材料是铝土矿、碱、石灰，预焙阳极生产原材料主要是石油焦、煤沥青；电力生产原材料主要是煤炭。

图 35：预焙阳极平均价（元/吨）



数据来源：iFind, 上海有色, 东莞证券研究所

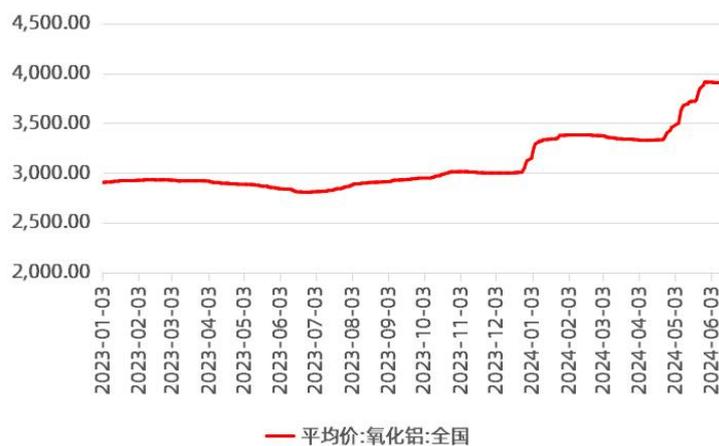
图 36：动力煤价格（元/吨）



数据来源：iFind, 郑州商品交易所, 东莞证券研究所

根据上海有色网，4 月份 SMM A00 铝现货均价约为 20,236 元/吨，国内电解铝行业平均盈利约为 3,697 元/吨，环比增长 35.12%，同比增长 35.16%。4 月份我国电解铝行业含税完全成本平均值为 16,539 元/吨，较 3 月环比上涨 0.48%，同比增加 3.55%，成本上涨主要受部分地区电价上调以及其他辅料价格上涨的影响。尽管 4 月份电解铝成本环比有所增加，但因铝价的大幅上涨，推动行业盈利水平快速提升。

图 37：全国氧化铝均价（元/吨）

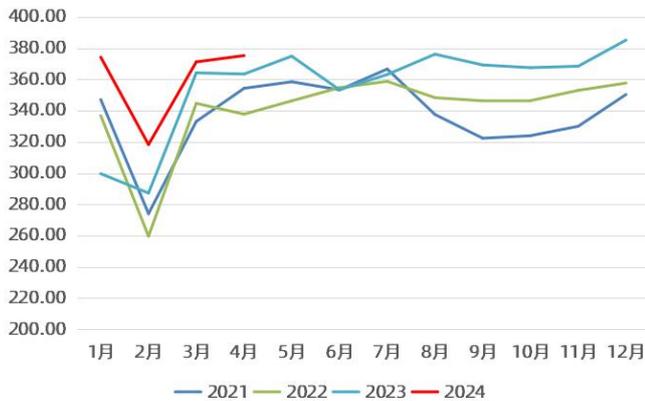


数据来源：iFind, 东莞证券研究所

进入 2024 年，经济回暖的预期向好，下游采购意愿偏强，国内电解铝需求量同比提升，且库存持续走低。铝的消费方面以建筑地产及交通运输的需求占比最大。一方面，地产领域因受到房屋施工及新开工数据下滑的影响，建筑用铝有所下滑，但在国家稳地产政策的加快落地显效下，国内建筑用铝将依然为铝消费提供托底支撑。另一方面，新

能源汽车、光伏等新能源终端需求对铝的需求量增加显著，据 SMM 统计，2023 年国内包含光伏行业在内的电力电子用铝总量达 820 万吨，同比增长 18.8%，SMM 预计 2024 年电力电子版块的原铝消费量或赶超建筑用铝。

图 38：电解铝月需求量（万吨）



数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

图 39：电解铝社会库存（万吨）



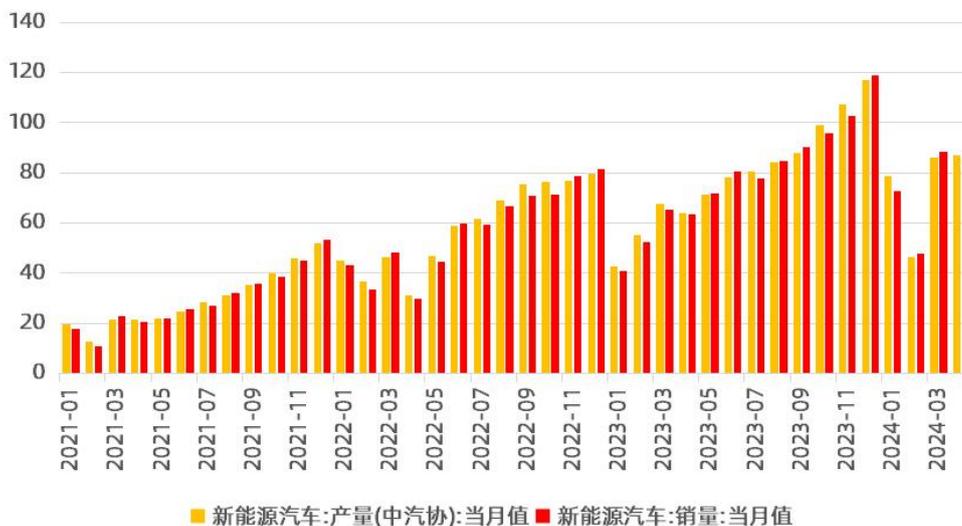
数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

4.3 建议关注方向

4.3.1 轻质合金产业提速，汽车轻量化加快铝合金需求

一体化压铸是传统压铸技术的新变革，具有效率高、简化流程、节约成本等多重优点。目前铝合金在汽车轻量化领域优势突出，新能源汽车由于低碳化、轻量化发展的需要，已经成为一体化压铸技术的主流客户，新能源车产销量的增长将拉动一体化压铸的市场需求。据中汽协数据统计，2023 年我国新能源汽车产销量达到 958.7 和 949.5 万辆，同比分别增长 35.83%、37.87%，中国的新能源汽车产业发展已步入快速发展车道。

图 40：2021 年以来国内新能源汽车产销量（万辆）



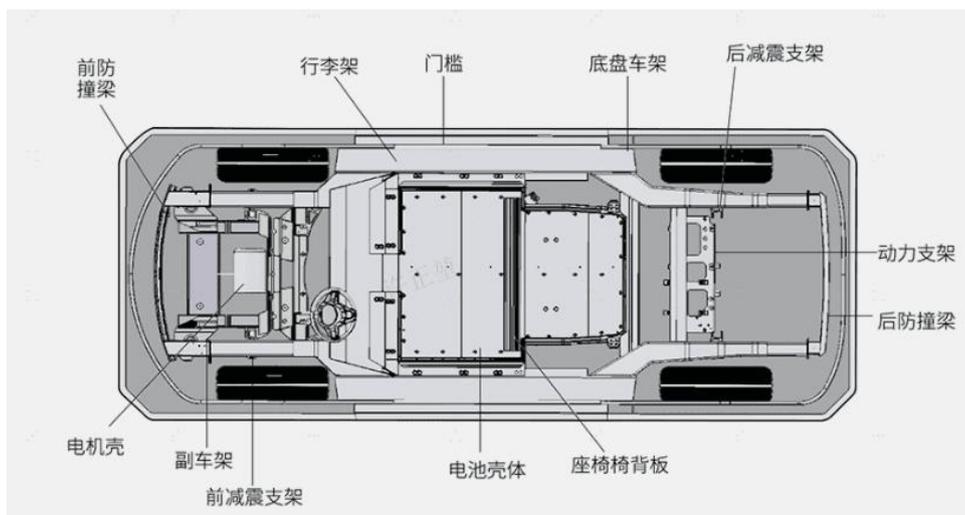
数据来源：iFind，中国汽车工业协会，东莞证券研究所

新能源汽车中“电池、电机、电控”三电系统中的部件大量使用铝镁合金等汽车轻量化产品，如电池托盘、电池盒、电机壳等，此外，传统汽车中包括底盘、门窗等结构件，同样广泛采用一体化压铸技术。一体化压铸技术凭借着降低经营成本、提高生产效率等优点将加速其渗透率，市场规模有望快速扩张。

铝的密度约为钢铁的 1/3，使用铝合金材料，可以大幅的降低汽车重量，减少油耗，进而达到节能减排的效果，在能有效减轻汽车重量的同时，铝合金的强度等各项指标均能满足替代钢材的需求。随着新能源汽车产销量的持续增长，铝合金在汽车中的使用量将快速提升。

根据中国汽车工程学会编制的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，2025 年、2030 年，我国乘用车新车百公里油耗将分别降至 4.6L、3.2L，而基于轻质合金的汽车轻量化改造是实现油耗降低的重要途径。据中国汽车工业协会实验统计，空载情况下，汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%；整车重量每减少 100kg，其百公里油耗可减低 0.4-1.0L。因此，减轻汽车重量从而提升续航能力成为众多车企研发的重要目标。

图 41：豪美新材汽车轻量化系列产品应用



数据来源：豪美新材官网，东莞证券研究所

整体而言，双碳进程的推进加速了新能源汽车产业蓬勃发展，而现阶段在锂电池轻量化技术未有重大突破的背景下，汽车轻量化成为提升新能源汽车续航能力的关键。受益于汽车轻量化趋势的普及，纯电车及燃油车各类汽车零部件的铝合金用量持续提升，叠加一体化压铸产业的助推下，铝合金产业正迎来快速发展时期。

4.3.2 节能降碳趋严，关注具备指标优势及生产绿色铝的相关企业

2021 年以来，国家相继出台《国务院关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》、《有色金属行业碳达峰实施方案的通知》、《国家能源局关于印发能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划的通知》等一系列政策文件。

表 4：电解铝行业相关政策

日期	发文单位	名称	内容概要
2022 年 1 月	国务院	《“十四五”节能减排综合工作方案》	到 2025 年，通过实施节能降碳行动，钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业产能和数据中心达到能效标杆水平的比例超过 30%。
2022 年 6 月	生态环境部、发改委等	《减污降碳协同增效实施方案》	大气污染防治重点区域严禁新增钢铁、焦化、炼油、电解铝、水泥、平板玻璃（不含光伏玻璃）等产能。2030 年电解铝使用可再生能源比例提高至 30% 以上。
2022 年 7 月	工信部、发改委、生态环境部	《关于印发工业领域碳达峰实施方案的通知》	严格落实钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝等行业产能置换政策。以水泥、钢铁、石化化工、电解铝等行业为重点，聚焦低碳原料替代、短流程制造等关键技术，推进生产制造工艺革新和设备改造，减少工业过程温室气体排放。坚持电解铝产能总量约束，研究差异化电解铝减量置换政策
2022 年 11 月	工信部、发改委、生态环境部	《有色金属行业碳达峰实施方案》	“十五五”期间，电解铝使用可再生能源比例达到 30% 以上。坚持电解铝产能总量约束，严格执行产能置换办法，研究差异化电解铝产能减量置换政策。将严控电解铝新增产能纳入中央生态环境保护督察重要内容。强化碳减排导向，坚决淘汰落后生产工艺、技术、装备，依据能效标杆水平，推动电解铝等行业改造升级。完善阶梯电价等绿色电价政策，引导电解铝等主要行业节能减排，加速低效产能退出。
2024 年 2 月	工业和信息化部办公厅	《工业领域碳达峰碳中和标准体系建设指南》	到 2025 年，初步建立工业领域碳达峰碳中和标准体系，制定 200 项以上碳达峰急需标准，为工业领域开展碳评估、降低碳排放等提供技术支撑。到 2030 年，形成较为完善的工业领域碳达峰碳中和标准体系，引导相关产业低碳高质量发展。
2024 年 5 月	国务院	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	1) 优化有色金属产能布局，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，落实电解铝产能置换，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能，同时大力发展再生金属产业。2) 严格新增有色金属项目准入，对新建和改扩建项目的能效标准及环保绩效设定标准。3) 要加快有色金属行业节能降碳改造，推广先进技术的使用，要求 2024—2025 年，有色金属行业节能降碳改造形成节能量约 500 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1300 万吨。

数据来源：国家各部委公告整理，东莞证券研究所

一方面，国家要求严格落实电解铝产能置换，严控新增产能，电解铝行业产能扩张得到有效控制，具备产能指标的企业优势得到巩固。另一方面，使用绿色清洁能源及生产绿色铝的企业有望受益。根据国务院印发的《2024—2025 年节能降碳行动方案》，到 2025 年底，再生金属供应占比达到 24% 以上，铝水直接合金化比例提高到 90% 以上，“十五五”期间，电解铝使用可再生能源比例将达到 30% 以上。

由于严控能耗及二氧化碳的排放量，倒逼电解铝行业的用能结构由传统煤电，向以清洁能源、新能源为主的绿色低碳结构转变。同时，随着国家大力支持绿色低碳产品的发展，以及对其出台的优惠政策，绿色铝的消费增长潜力巨大。

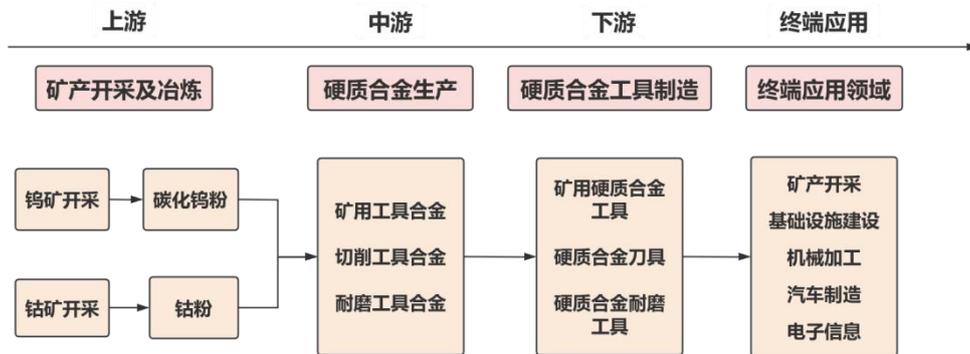
5. 金属新材料

5.1 硬质合金

硬质合金具有硬度高、耐磨性好、强度高、韧性强等一系列优良性能，被誉为“工业牙齿”，是我国战略性新兴产业。硬质合金产业链上游为钨、钴等金属氧化物和粉末的开采及冶炼，中下游为矿用、切削和耐磨等领域硬质合金生产及硬质合金工具制造，

包括各种切削工具、刀具、钻具及耐磨零部件等，被广泛应用于机械加工、矿山采掘、汽车制造、石油钻井、电子信息等领域。

图 42：硬质合金产业链



数据来源：新锐股份招股说明书，东莞证券研究所

硬质合金以高硬度难熔金属的碳化物微米级粉末（硬化相）为主要成分，通过钴、镍、钼等粘结剂进行粘结，采用粉末冶金工艺制造而成。硬化相主要为碳化钨、碳化钛等，粘结相主要起粘结作用，将硬化相粘结在一起，对硬质合金贡献韧性。

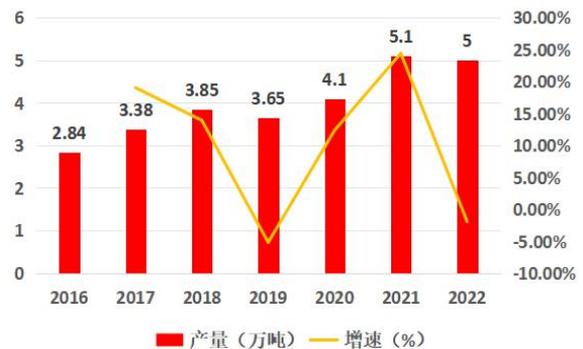
中国是世界最大钨资源储藏国，保有钨储量占全球钨资源的 58%，湖南、江西两省的钨资源最为丰富，储量占到全国约 50%。因硬质合金主要原材料为碳化钨，硬质合金产业会根据钨资源分布情况，呈现区域化分布特点。经过几十年来的发展，中国已成为全球最大的硬质合金生产国。

图 43：中国硬质合金产量结构



数据来源：中国钨业协会硬质合金分会，新锐股份招股说明书，东莞证券研究所

图 44：中国硬质合金产量（万吨，%）



数据来源：立鼎产业研究网，中国钨业协会硬质合金分会，东莞证券研究所

按照应用领域不同，硬质合金下游可分为切削工具、矿用工具及耐磨工具。根据新锐股份招股说明书，硬质合金通常按照碳化钨晶粒大小以及其应用领域进行划分，晶粒度越小，硬质合金硬度越高、耐磨性越好，但同时韧性降低，抗冲击性较差；晶粒度越大，硬质合金抗冲击性和韧性越好，硬度及耐磨性能降低。因此，纳米晶、超细晶及亚细晶硬质合金，因其硬度高、耐磨和切削刃锋利等特点，广泛适用于切削工具等领域；细、中晶硬质合金主要用于对硬度和耐震强度有要求的切削工具、耐磨工具等领域；粗、超粗晶硬质合金，具有较高的抗冲击力和耐磨性，主要用于矿用工具等领域。根据中国

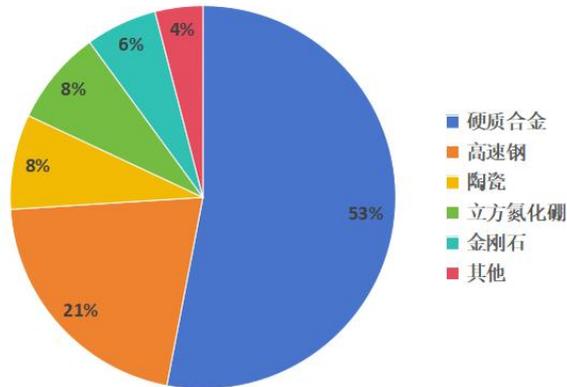
钨业协会硬质合金分会的统计数据，2019 年，我国不同类型硬质合金的产量结构中，切削、耐磨、矿用工具合金的占比分别是 45%、27%、25%。

5.1.1 硬质合金切削工具——工业机床“牙齿”

切削工具是工业机床的“牙齿”，在机械加工领域发挥着重要作用，可提升数控机床的精密、高速、高效等方面的性能。装备机械领域中，切削加工约占整个机械加工工作量的 90%，刀具技术在汽车行业、模具行业、通用机械、工程机械、能源装备、轨道交通和航空航天等现代机械制造领域发挥着越来越重要的作用。

汽车领域提振数控刀具需求。汽车的发动机（包括缸体、缸盖、曲轴、凸轮轴和连杆）、变速箱、制动器、轮毂等零部件制造广泛采用金属切削加工工艺，技术含量高且工艺复杂，是金属切削刀具需求量最大的领域之一。

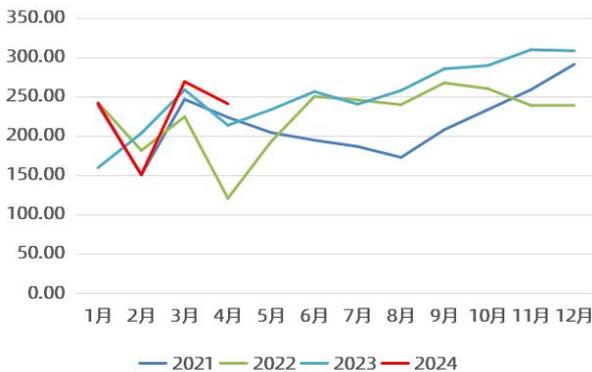
图 45：国内切削刀具产品市场结构



数据来源：第四届切削刀具用户调查分析报告，华锐精密招股说明书，东莞证券研究所

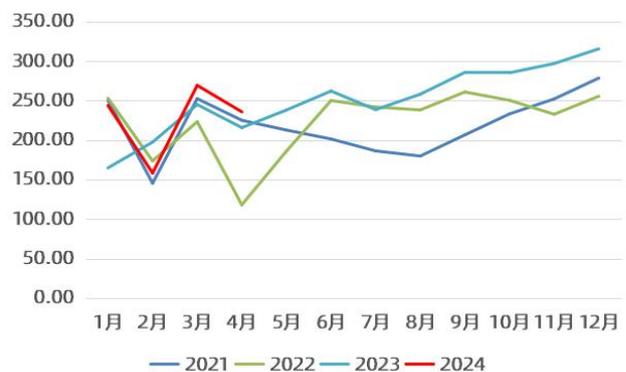
2023 年，中国汽车产销量分别为 3016.10 万辆、3009.40 万辆，同比增长 11.62% 和 12.02%。凭借着中国巨大的消费潜力及经济增长的动力，汽车行业内生需求持续韧性，此外，依靠完整的汽车产业链优势及持续提升的品牌实力，国内汽车出口端表现有望持续增长。2023 年国内乘用车优惠政策显著放大，并有望延续至 2024 年，叠加今年各大车企新车型将密集上市的布局下，汽车行业发展仍具备巨大的市场空间，对于数控刀具的需求也将持续提升。

图 46：中国汽车产量当月值（万辆）



数据来源：iFind，中国汽车工业协会，东莞证券研究所

图 47：中国汽车销量当月值（万辆）



数据来源：iFind，中国汽车工业协会，东莞证券研究所

通用机械需求预计稳步增长。切削工具应用于通用机械中不锈钢法兰、阀门、液压件、流体，手机配件等零部件的精密加工。作为高端装备制造的基础性产业，通用机械的发展水平与国家制造业的发展密切相关，硬质合金切削工具关系着通用机械零部件的加工精度与效率。

据国家统计局数据，2023 全年，通用机械行业实现营业收入 10217.22 亿元，同比增长 4.28%；实现利润总额 835.73 亿元，同比增长 10.45%。泵、风机、压缩机、阀门、气体分离及液化设备、减速机 6 种产品完成同比增长。2023 年，通用机械行业产品需求出现结构性变化，传统行业如地产、钢铁等市场需求下滑，而光伏、火电、核电等行业需求保持较快增长。随着产业结构调整与转型升级，智能化、精密化、大型化的高附加值产品需求正快速提升。

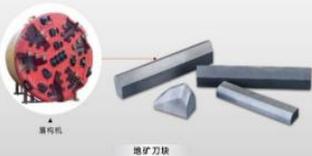
展望 2024 年，在国家宏观政策的支持与保障下，通用机械行业高质量发展有望延续，据中国通用机械工业协会预计，今年行业经济运行总量指标将保持在 4%-5% 的增速。目前我国通用机械行业已形成一大批具有较强国际竞争力的企业，对精密硬质合金切削工具的需求将继续提升。除汽车、通用机械外，航空航天、能源工程、轨道交通等行业随着技术更迭与产业发展，将贡献对高端精密切削刀具的新增需求。

5.1.2 矿用工具及耐磨工具

矿用工具合金主要用于矿产、能源的开采以及基建领域的工具制造。在全球工业与制造业的拉动下，对能源和各类矿产的需求与日俱增，带动矿用硬质合金的需求上涨。常见的矿用硬质合金工具包括凿岩工具、采掘工具以及勘探工具。

具体来看，矿产方面，矿产资源的开采与全球市场的需求量及各类金属价格息息相关，受宏观经济周期影响较大，在经济预期向好时，矿产资源开采活动增加，将有效拉动矿用硬质合金的需求。能源方面，石油钻采、采煤作业同为矿用硬质合金工具的重要应用场景。在对岩石进行切削的过程中，使用的钻头主要组成部件是具有超高硬度的硬质合金，采煤机的截割部分使用的截齿使用硬质合金可有效冲击煤体。此外，基建投资为矿用硬质合金的需求提供新的增量。

表 5：新锐股份矿用工具合金产品介绍

产品名称	硬质合金齿	金刚石复合片基体	地矿刀块	截齿
产品图示				
产品简介	包括旋转齿和冲击齿两大类，钴含量一般为 6%-16%，齿形包括球型齿、锥型齿、楔型齿、勺型齿，能够满足不同类型钻具的需求	包括油用基体、矿用基体等，钴含量在 13%-16%，该产品在高温高压情况下与金刚石粉末合成为聚晶金刚石复合片	包括主刀块、左右刀和长刀块等，钴含量一般为 10%-14%，该产品具备强度高、耐磨和耐腐蚀等特点，主要作为盾构机刀盘设备的配件	属于超粗晶粒合金产品，晶粒度大于 74μm，钴含量为一般为 8-10%，齿型有多种锥齿、蘑菇齿
应用领域	旋转齿主要应用于牙轮钻头、冲击齿主要应用于潜孔钻具、顶锤等冲击类钻具	应用于油用聚晶金刚石钻头、矿用聚晶金刚石钻头，用于油田及矿产开采	主要应用于盾构机，用于隧道掘进等	主要应用于采煤机、路面铣刨机，用于煤矿开采和基础设施建设等

数据来源：新锐股份招股说明书，东莞证券研究所

耐磨工具合金应用于各种耐磨领域的工具或制品，包括模具、耐磨零件等。模具是工业生产中用于制成成型物品的基础工艺装备，应用广泛，其下游与汽车、电子设备、家电等行业更新及改款等需求密切相关。耐磨工具常用于模具的制作过程，其加工精度、加工效率和质量稳定性直接影响到模具的精度、光洁度及使用寿命等。目前，电子设备的更新迭代，加速模具行业向着高精密、自动化、新型化等方向发展，对耐磨工具的性能要求持续提升。近年来，我国通用机械及专用设备产业持续扩张，为耐磨工具合金提供了较好的发展空间。

5.1.3 硬质合金竞争格局及未来展望

目前主流的工业加工刀具材料包括高速钢、硬质合金、陶瓷及超硬材料四类。硬质合金兼具了硬度及韧性，其硬度、耐磨性等强于高速钢，韧性优于陶瓷及超硬材料。刀具下游应用企业在选择不同材料刀具的时候会综合考虑刀具成本、加工精度及效率，硬质合金刀具的精度及寿命低于超硬材料（原材料为金刚石），但其生产成本更具优势，虽然部分高精度、加工复杂的高端制造、精密制造等领域逐步使用超硬刀具替代硬质合金，但刀具行业中仍是以硬质合金材料为主。因此，提升硬质合金刀具的加工精度、加工效率及使用寿命是维护其优势的关键所在。

数控机床是高端和智能制造的基础，对硬质合金工具的要求较高，而目前行业内高端领域产品多为欧美提供商，中高端市场份额为日韩企业所占据，国内企业主要占据中低端产品市场，因此国产替代进程亟待提速。目前，随着国内数控机床的规模与日俱增，以及本国企业的研发技术水平不断提升，高端产品进口替代的速度有望加快，或带动硬质合金切削工具及产品的需求提速。矿用及耐磨硬质合金方面，下游主要应用为大型能源及矿产开采企业，其硬质合金需求与宏观经济联系较为紧密。

图 48：中国刀具企业竞争梯队



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

5.2 高温合金

高温合金具有耐高温、抗氧化、抗腐蚀、断裂韧性等优良性能，又被称为“超合金”，是制造航空航天发动机、燃气轮机等装备的关键材料，主要应用于航空航天及能源领域。随着我国航空航天事业的持续推进，国内航空发动机及燃气轮机用高温合金市场需求保持快速增长。此外，民用工业的能源动力、石油化工、冶金机械等领域同样使用一部分高温合金，用于柴油机和内燃机的增压涡轮、工业燃气轮机、内燃机阀座、转向辊等。

表 6：高温合金的分类

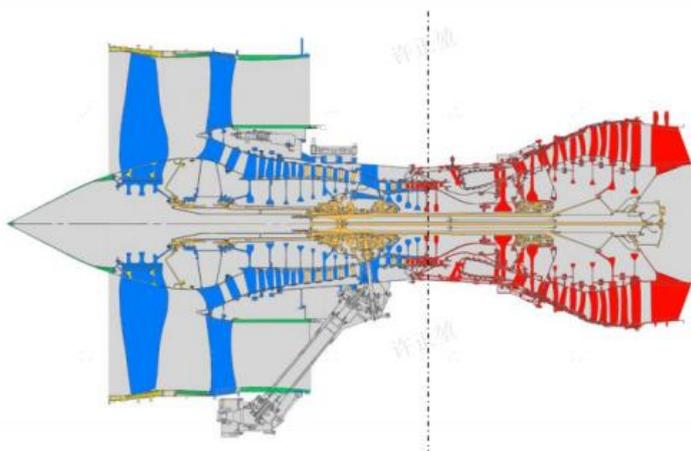
分类标准	高温合金	主要特点
制造工艺	铸造高温合金	采用精密铸造工艺制成零件，零件强度较高，缺点是不适合进行热加工。
	粉末高温合金	采用液态金属雾化或高能球磨机制粉，晶粒细小、成分和组织均匀，显著改善了热加工性能，难于变形的铸造高温合金可以通过粉末冶金工艺改善其热塑性而成为变形高温合金。
	变形高温合金	合金化程度和高温强度较低。
基体元素	铁基高温合金	使用温度较低（600~850℃），一般用于发动机中工作温度较低的部位，如涡轮盘、机匣和轴等零件。
	镍基高温合金	使用温度最高（约 1,000℃），广泛用于制造涡轮喷气式航空发动机、各种工业燃气轮机的最热端零件，如涡轮部分工作叶片、导向叶片、涡轮等。
	钴基高温合金	使用温度约 950℃，具有良好的铸造性和焊接性，主要用于做导向叶片材料，该合金由于钴资源较少价格昂贵。

数据来源：西部超导招股说明书，东莞证券研究所

5.2.1 航空航天需求稳步增长，工业应用市场前景广阔

高温合金不仅在推动我国航空航天事业中发挥重要作用，更是国家国防装备发展的重点原材料。自诞生之时，高温合金便运用于航空发动机，根据西部超导招股说明书，先进的航空发动机中关键的热端承力部件全部为高温合金，包括燃烧室、导向器、涡轮叶片和涡轮盘四大热端部件，此外，还用于机匣、环件、加力燃烧室和尾喷口等部件。现代航空发动机中，高温合金材料的用量占发动机总重量的 40%-60%。

图 49：先进航空发动机中关键的热端承力部件（图中红色部分）全部为高温合金



数据来源：西部超导招股说明书，东莞证券研究所

航空航天产业发展持续提速。航空领域对高温合金的需求可分为军用与民用市场，随着“两机”（航空发动机和燃气轮机）重大专项的实施以及“飞发分离”等政策的落地，航空航天产业发展持续提速。军用飞机中高温合金主要应用于发动机的关键热端部件，据中国产业信息网研究数据，航空发动机中原材料成本占比约为 50%，高温合金为原材料主要构成，约占原材料成本的 36%。

表 7：2023 年全球现役军用飞机数量（架）

	国家	现役军机（架）	占比
1	美国	13209	25%
2	俄罗斯	4255	8%
3	中国	3304	6%
4	印度	2296	4%
5	韩国	1576	3%
6	日本	1459	3%
7	巴基斯坦	1434	3%
8	埃及	1080	2%
9	土耳其	1069	2%
10	法国	972	2%
	其他	22747	42%
	合计	53401	100%

数据来源：Flight global 《World air forces 2024》，东莞证券研究所

根据 Flight global 发布的《World air forces 2024》，截至 2023 年，全球现役军用飞机总计 53,401 架，其中美国 13,209 架，俄罗斯 4,255 架，中国 3,304 架。相较美国，中国现役军用飞机的数量偏少，且老旧型号战机占比较高，因此我国的军用飞机在数量上有着较大的增长动能，且在军机补短板列装及升级换装的需求推动下，航空发动机军用市场前景广阔。此外，民用航空飞机中，发动机占整体飞机价值约 27%，随着我国积极促进通用航空业发展的背景下，航空发动机民用市场将贡献新增高温合金需求。

工业用高温合金需求持续扩张。起初，高温合金主要应用于航空航天领域，而随着产业化进程加速，以及其优良性能得到认可，高温合金材料逐渐应用至电力工程、汽车制造、能源设施等工业领域。

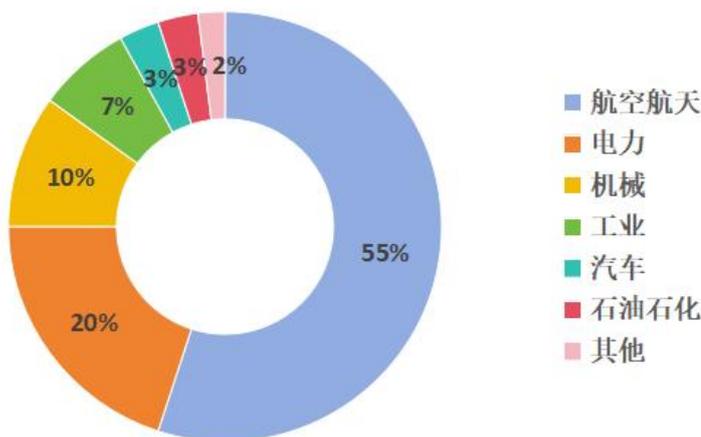
燃气轮机是我国“两机”专项中的重点发展方向，应用于分布式发电、热电联供、天然气管道运输、船舶推进及机械驱动中。据西部超导招股说明书，中国是全球最大的燃气轮机潜在市场，“西气东输”、“西电东送”、“南水北调”等三大工程需要大量 30 兆瓦级工业燃气轮机，同时我国舰船制造业的快速发展需要大量 30 兆瓦级舰船燃气轮机，燃气轮机未来大规模应用的趋势将助推高温合金需求上行。

5.2.2 高温合金竞争格局及未来展望

目前，全球范围内能生产航空航天用高温合金的国家包括美国、俄罗斯、德国、法国、日本及中国等。国外以 ATI、SMC 等为代表的高温合金生产企业，正通过规模化、精益化的生产方式，不断提高高温合金的质量及稳定性，降低生产成本，并进一步提高产品的纯净度和均匀性。

中国的高温合金产业近年来高速发展，但技术水平、生产规模、生产成本较美国等国仍有一定差距，且中高端高温合金产品长期依赖进口。航空发动机的发展关系着我国航空工业及国防安全，加速高温合金材料国产化是行业首要任务，因此，国内企业需要攻克冶金及杂质、均匀性差及高成本等问题。

图 50：中国高温合金下游应用分布情况



数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

目前，中国高温合金市场下游使用量最高的为航空航天领域，占比 55%，其次为电力、机械、工业等，分别占比 20%、10%、7%，我国高性能高温合金需求增加主要来自于先进航空发动机和燃气轮机。作为新型航空发动机及燃气轮机制造的关键材料，高温合金依旧在航空航天领域得到广泛使用，用于制造发动机机匣、涡轮叶片、导向叶片、涡轮盘等核心部件。

随着“两机”专项的落地实施，航空发动机军用及民用市场的高温合金需求愈发迫切，市场前景广阔。国内生产企业针对技术依赖等问题，正加速研发的深入以提高国内高温合金材料的质量。而随着能源工程的加速推进，燃气轮机的大规模应用将带动高温合金产业高速发展。高温合金材料国产化率正在不断提高，产品持续推陈出新，市场需求处于逐步扩大态势，建议关注产能持续扩张及研发优势显著的高温合金生产企业。

6. 投资建议

贵金属：通胀回落亟待验证，金价企稳蓄势待发。美联储 6 月议息会议上连续第七次按下“暂停键”，维持利率区间在 5.25%-5.50%。鲍威尔表示，通胀已从峰值大幅缓解，但依然过高，未来需要更多通胀回落数据的支持。总体而言，在美联储实行数据依赖的策略下，未来开启降息需要更多经济数据的一致性验证，而当前就业人数的强劲以及通胀回落的速度较缓，使得美联储将利率区间维持在较高水准。根据最新点阵图显示，美联储今年降息展望降至一次，11 月的降息概率提升至 76%，因此在今年美联储实际开启降息之前，金价仍有望重回高位。

铜：宏观与基本面共振，新能源需求有望高增。当下，铜价继续受到宏观和基本面

的共同影响。宏观层面，美联储的降息预期以及国内稳经济政策为铜价持续托底。从基本面来看，全球铜矿供给扰动不断，包括矿石品位下降、环境保护、社区及政策风险等因素。而需求部分因传统领域用铜需求不及预期，海外及国内铜库存均有一定累库迹象。值得关注的是，电网基建、光伏、风电等能源领域需求持续增长，使得铜价得到支撑。

铝：节能降碳定方向，汽车轻量化助发展。一方面，国家要求严格落实电解铝产能置换，严控新增产能，电解铝行业产能供给得到有效控制。同时，随着国家大力支持绿色低碳产品的发展，绿色铝的消费增长潜力巨大。另一方面，汽车轻量化带来铝行业新机遇。使用铝合金材料可大幅降低汽车重量，减少油耗，进而达到节能减排的效果，随着新能源汽车产销量的持续增长，铝合金在汽车中的使用量将快速提升。

金属新材料：合金材料提质增效，先进金属勇开新局。随着新兴产业的蓬勃发展，催生了一大批有色金属材料的开发应用，包括磁性材料、轻质合金、硬质合金及高温合金等。相较于传统的金属原料，金属新材料具备性能更高、技术含量高、产品附加值高等多重优点，对于半导体芯片、智能终端、高端装备、航空航天等新兴产业的发展具备重大意义。目前，中国的材料产业正由中端向高端升级，随着新能源、数字化技术、国防军工等产业的持续推进，对先进合金材料的需求正快速提升。

投资建议。

工业金属建议关注具备产能优势以及积极践行绿色发展的**神火股份（000933.SZ）、云铝股份（000807.SZ）、西部矿业（601168.SH）**；

贵金属建议关注具备产量增长优势的**紫金矿业（601899.SSH）、赤峰黄金（600988.SH）**；

金属新材料建议关注细分领域龙头的**豪美新材（002988.SZ）、西部材料（002149.SZ）、西部超导（688122.SH）、博威合金（601137.SH）**。

表 8：重点公司盈利预测（截至 6 月 13 日收盘价）

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
000933.SZ	神火股份	22.61	2.63	2.8	3.07	6.4	8.08	7.37	买入	维持
000807.SZ	云铝股份	14.77	1.14	1.34	1.47	10.71	11.04	10.08	买入	维持
601168.SH	西部矿业	17.89	1.17	1.52	1.68	12.19	11.73	10.62	增持	维持
601899.SH	紫金矿业	16.81	0.8	1.01	1.25	15.53	16.66	13.47	买入	维持
600988.SH	赤峰黄金	16.64	0.48	0.82	1.04	29.00	20.38	15.98	买入	维持
688122.SH	西部超导	43.81	1.16	1.60	1.95	45.96	27.34	22.47	买入	维持
601137.SH	博威合金	16.99	1.44	1.84	2.17	10.81	9.24	7.83	增持	首次
002988.SZ	豪美新材	16.56	0.73	0.99	1.23	32.65	16.69	13.44	增持	维持
002149.SZ	西部材料	15.45	0.40	0.59	0.78	39.12	26.29	19.76	买入	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所（盈利预测采用 iFind 一致预期）

7. 风险提示

- (1) **宏观经济波动风险：**有色金属市场需求与国内外宏观经济高度相关，其产品价格随国内外宏观经济波动呈周期性变动规律。未来若宏观经济进入下行周期，或出现重大不利变化导致有色金属需求放缓，可能会对相关企业业绩产生不利影响。
- (2) **境外投资国别风险：**我国有色金属企业境外投资规模不断增加，境外项目国别政治、经济、文化发展水平差异较大，存在一定的国别政治、政策风险。
- (3) **安全生产风险：**有色金属采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。
- (4) **环保风险：**有色金属企业在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，如废石、废渣的排放。矿产资源的开采，不仅会产生粉尘及固体废物污染，还可能导致地貌变化、植被破坏、水土流失等现象的发生，进而影响到生态环境的平衡。
- (5) **美联储超预期加息的风险：**倘若美国通胀持续韧性且就业数据超预期增长，美联储仍有可能再度加息或维持高利率环境更长时间，而超预期加息下，势必对全球大宗商品市场造成影响。
- (6) **原材料和能源价格波动风险：**随着市场环境的变化，生产各类有色金属所需的原材料和能源价格受基础原料价格和市场供需关系影响，呈现不同程度的波动。若公司不能有效地将原材料和能源价格上涨的压力转移到下游，将会对相关企业的经营业绩产生不利影响。
- (7) **金属下游实际需求下滑的风险：**有色金属行业下游多与工业、制造业密切相关，若下游消费不及预期，将对有色金属产品需求下降，产品价格或将下滑。
- (8) **在建项目进程不及预期：**目前我国各有色金属企业处于产能扩张阶段，针对产业链各环节强链补链，倘若在建项目的建设进程不及预期，可能会对相关企业的生产经营造成一定不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn