

有色金属行业2024年中期投资策略

中长期看好资源，重视铜金铝锡

西南证券研究发展中心  
金属研究团队黄腾飞  
2024年7月

# 核心观点

➤ **回顾2024H1：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2024H2：**我们建议把握四条主线：**①分母端PE扩张：铜金银）：**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。**③新质生产力风险偏好提升：先进材料）：**新质生产力驱使半导体、芯片等攻坚步伐加快，磁性材料和先进金属材料将充分受益。关注**④新能源标的底部反弹机会）：**新能源板块：能源金属（锂、镍、稀土）和加工标的估值底部，反弹仍需时日。

➤ **主线一：分母端PE扩张：铜金银**

**贵金属推荐黄金和白银：**推荐未来两年黄金业务具有成长性的稳健性标的**银泰黄金（000975.SZ）**；持续增储扩产，资源优势突出标的**山东黄金（600547.SH）**。

**工业金属推荐铜：**推荐玉龙铜矿远期有增量，盐湖盈利安全垫高的**西部矿业（601168.SH）**；铜资源自给率大幅提升标的**铜陵有色（000630.SZ）**；铜板块业绩弹性突出标的**洛阳钼业（603993.SH）**。相关标的：多元布局铜、金、锂矿资源的龙头企业**紫金矿业（601899.SH）**。

# 核心观点

---

## ➤ 主线二：分子端EPS改善：铝锡钨锑

铝、锡、钨锑板块：电解铝合规产能有上限叠加煤炭高弹性的神火股份（000933.SZ）；一体化优势加深，海外布局助力远期成长的天山铝业（002532.SZ）；全球锡行业龙头锡业股份（000960.SZ）；锡产能大幅放量的成长性标的兴业银锡（000426.SZ）；光伏细钨丝快速放量的厦门钨业（600549.SH）。相关标的：双碳背景下，再生铝远期竞争优势凸显的明泰铝业（601677.SH），受益于氧化铝涨价和一体化优势明显的中国铝业（601600.SH）、中国宏桥（1378.HK），充分受益于锡锑涨价和资产注入有预期差的华锡有色（600301.SH）。

## ➤ 主线三：新质生产力风险偏好提升：先进材料

磁性材料和先进金属材料：高端汽车电子连接器国产替代，持续放量的博威合金（601137.SH）；下游光储逆变器用软磁粉持续景气，芯片电感受AI驱动，需求空间广阔的铂科新材（300811.SZ）。相关标的：羰基铁粉降本空间较大，高频化打开需求场景的悦安新材（688786.SH）；AI驱动，新材料大有可为的云南锗业（002428.SZ）、天通股份（600330.SH），PM技术实力雄厚，积极布局光储SMC材料的东睦股份（600114.SH）。

## ➤ 主线四：新能源标的底部反弹机会

能源金属相关标的：锂板块建议关注资源禀赋较好的天齐锂业（002466.SZ）；一体化布局的赣锋锂业（002460.SZ）；资源自给率提升弹性较大，积极布局铜资源的中矿资源（002738.SZ）、雅化集团（002497.SZ）；远期钾锂产能大幅提升的成长性标的藏格矿业（000408.SZ）；镍板块有以量换价、一体化优势凸显的华友钴业（603799.SH）。

➤ 风险提示：经济复苏不达预期风险；行业产能投放过快风险；AI板块估值过高风险。

# 目录

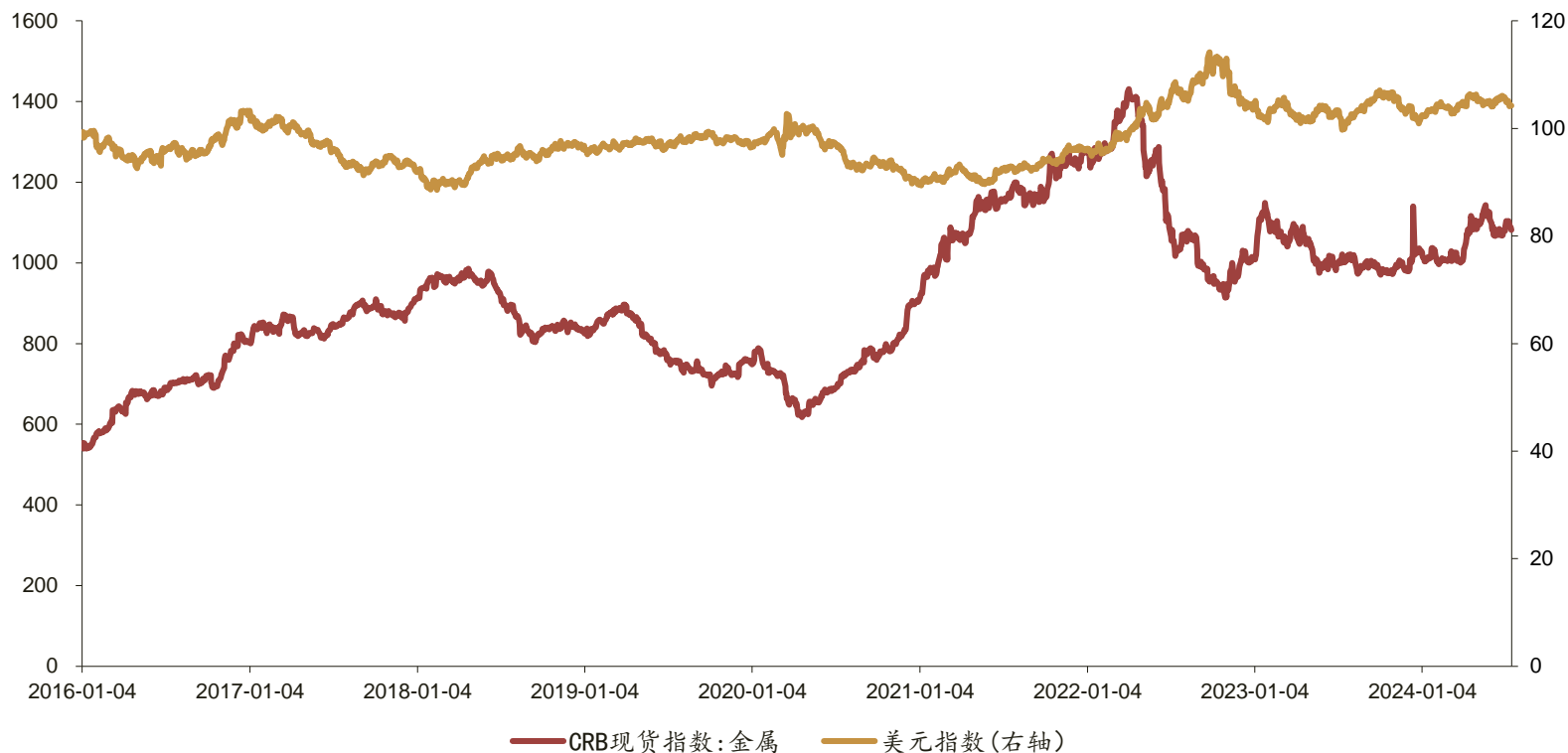
---

- ◆ **1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位**
- ◆ **2 分母端铜金银：数据和政策真空期，短期回调为中长期留足机会**
- ◆ **3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视**
- ◆ **4 先进新材料：新质生产力驱动半导体芯片，金属新材料将受益**
- ◆ **5 新能源相关：估值底部，关注底部反弹机会**
- ◆ **6 投资建议**
- ◆ **7 风险提示**

# 1.1 金属价格窄幅震荡

截至2024年7月16日，CRB金属现货指数年初至今上升5.16%。

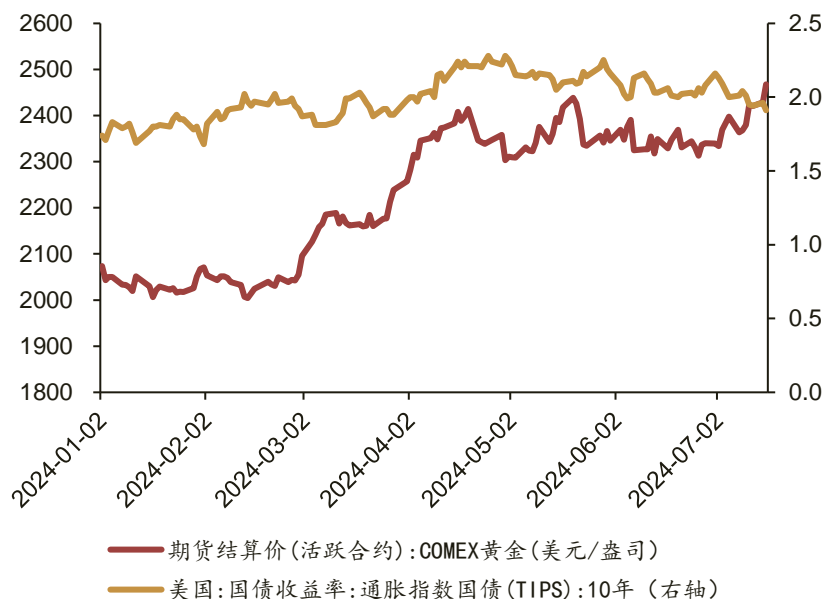
2024年初至7月16日CRB金属现货指数上升5.16%



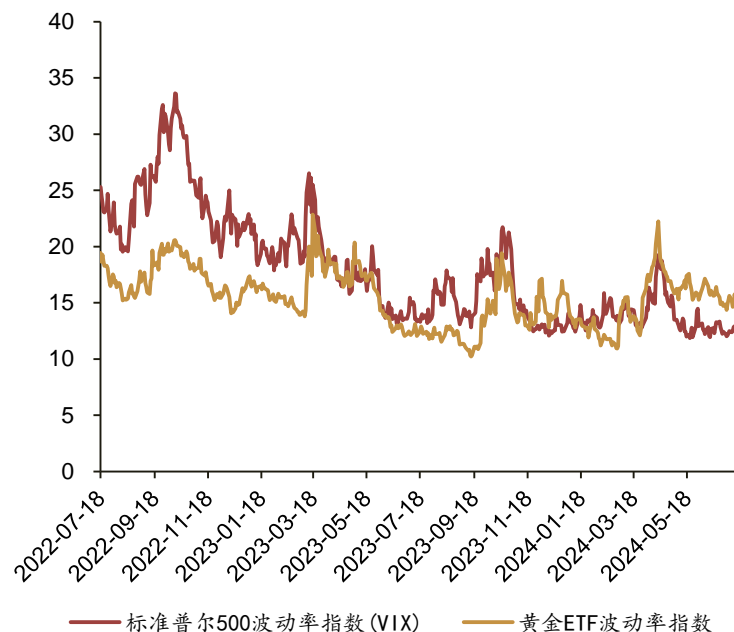
## 1.1.1 贵金属：美联储降息预期加强，黄金价格震荡上行

贵金属ETF波动率指数在2023年9、10月大幅增长，11月大幅下跌，又回到9月之前的水平。截至2024年7月16日，美国黄金ETF波动率指数为17.15%，较年初上涨9.03%。美联储利率维持在5.25-5.5%。美国通胀指数国债（tips）震荡上行，市场普遍预期美国即将开始降息周期。今年黄金价格震荡上行，截至2024年7月16日，COMEX黄金结算价较年初增幅19.02%。

### COMEX黄金期货结算价大幅上涨

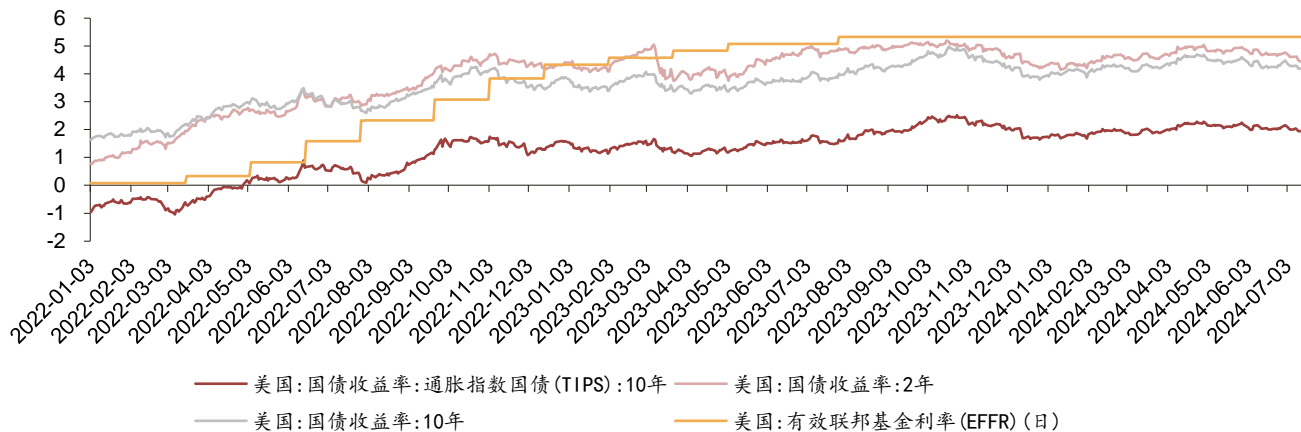


### 贵金属ETF波动率指数震荡上行

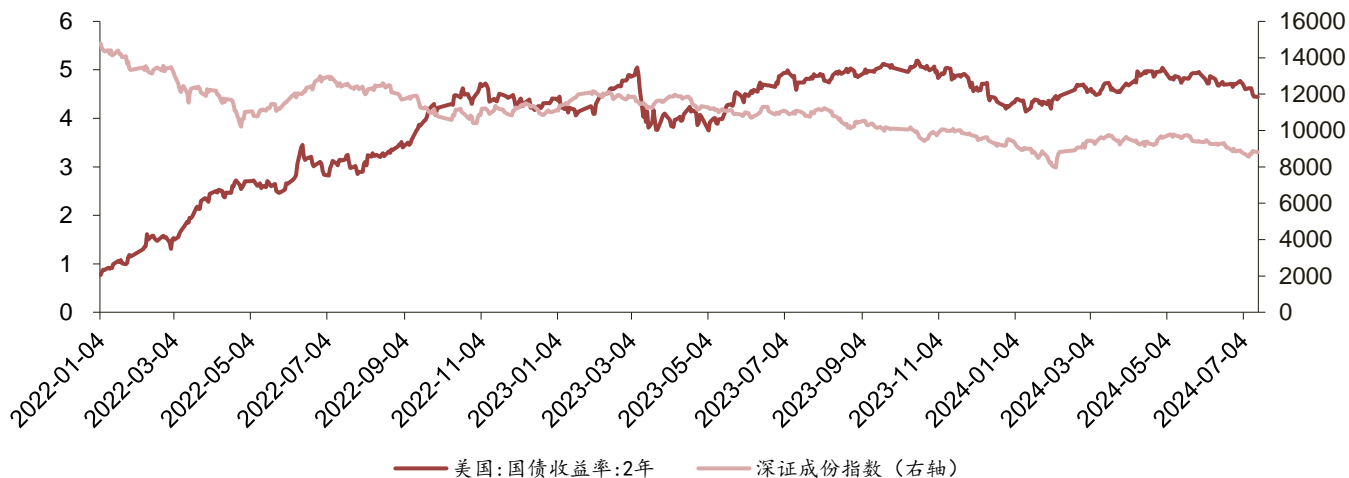


# 1.1.1 贵金属：美联储降息预期加强，黄金价格震荡上行

### 美国国债收益率 (%)



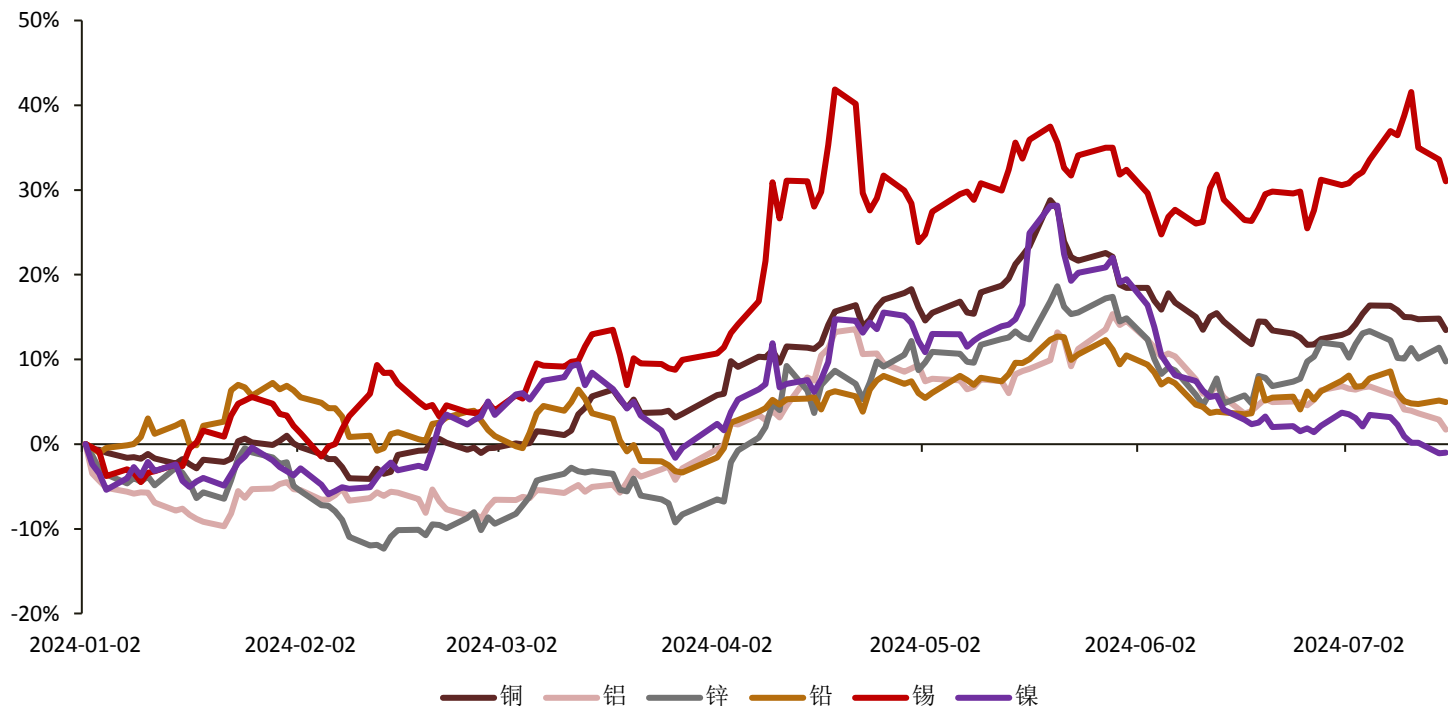
### 美国2年期国债收益率及深证成指



## 1.1.2 工业金属：上涨幅度亮眼，锡、铜涨幅靠前

LME：截至2024年7月16日，所有工业金属价格相比年初均有所上升。锡、铜、锌、铅、铝、镍在2024年初至2024年7月16日同比分别+31.01%/+13.47%/+9.74%/+4.97%/+1.73%/-0.99%。

LME现货结算价涨跌幅

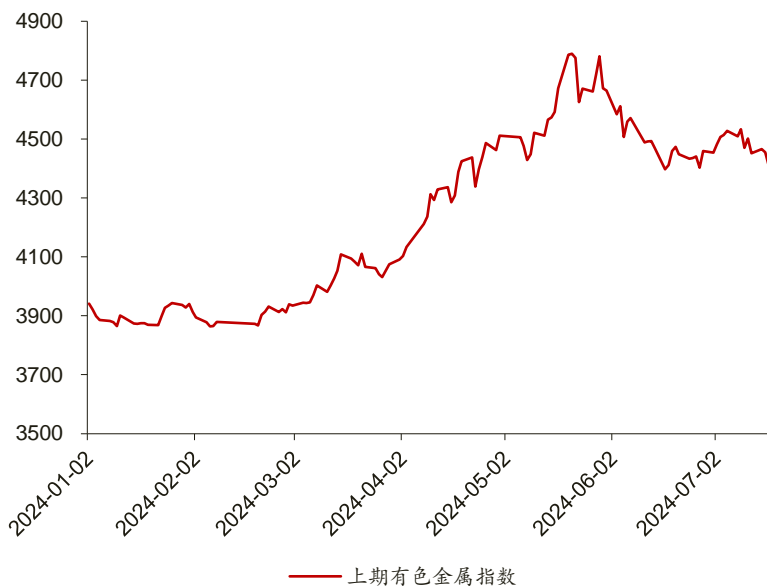




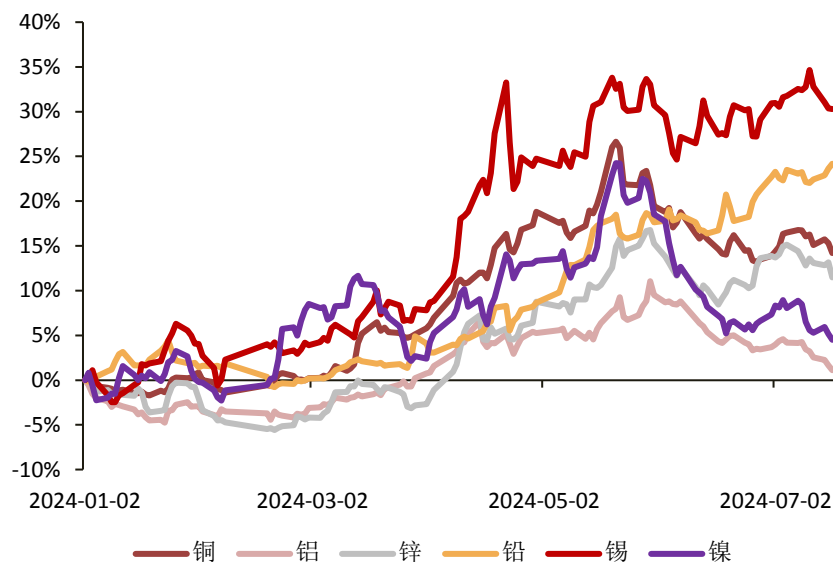
## 1.1.2 工业金属：上涨趋势回落，锡、铅、铜整体涨幅靠前

SHFE：截至2024年7月17日，上期所有色金属指数收盘于4409.69，较年初上涨11.9%。截至2024年7月17日，锡、铅、铜、锌、镍、铝2024年初至今分别上涨30.30%/24.17%/14.20%/11.49%/4.50%/1.10%。

上期所有色金属指数较年初上涨11.9%



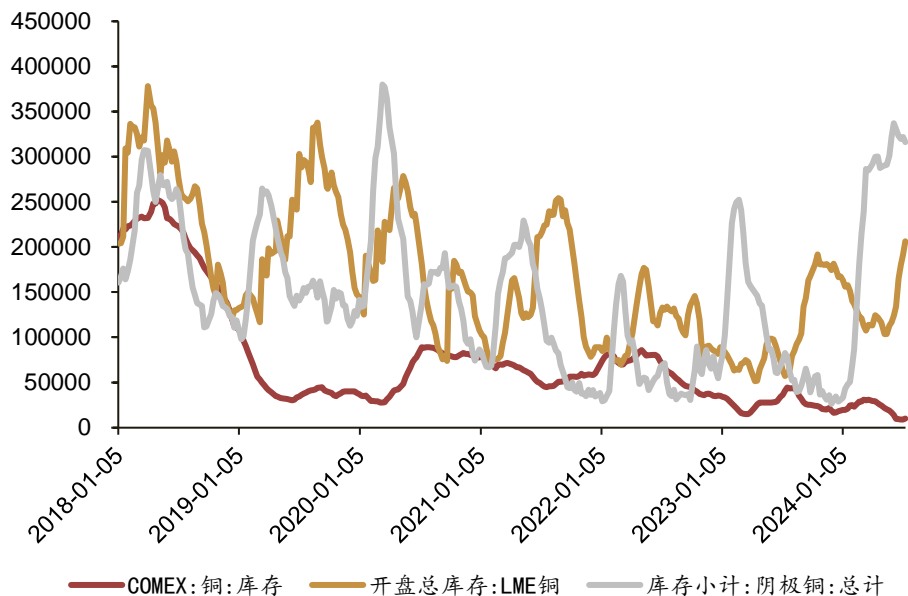
SHFE期货（活跃合约）结算价累积涨跌幅



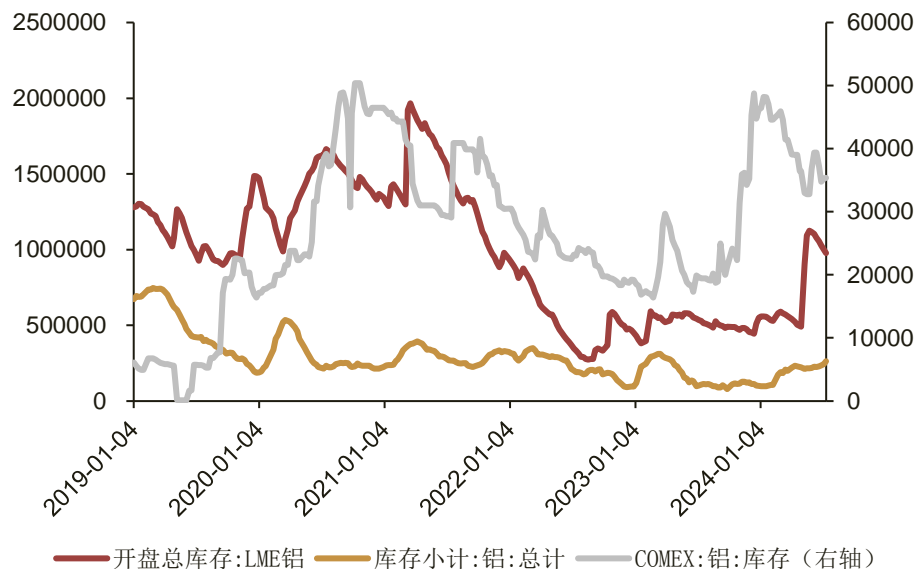
## 1.1.2 工业金属：沪铜沪铝库存增幅明显

工业金属库存增幅明显。截至2024年7月12日，较于年初，LME铜库存上涨26.4%；COMEX铜库存减少49.8%；上期所铜库存涨幅854.1%。铝：截至2024年7月12日，较于年初，LME铝库存增加75.0%；COMEX铝库存减少23.9%；上期所铝库存增加171.3%。

### 沪铜库存增幅明显（吨）



### 铝库存开始累库（吨）

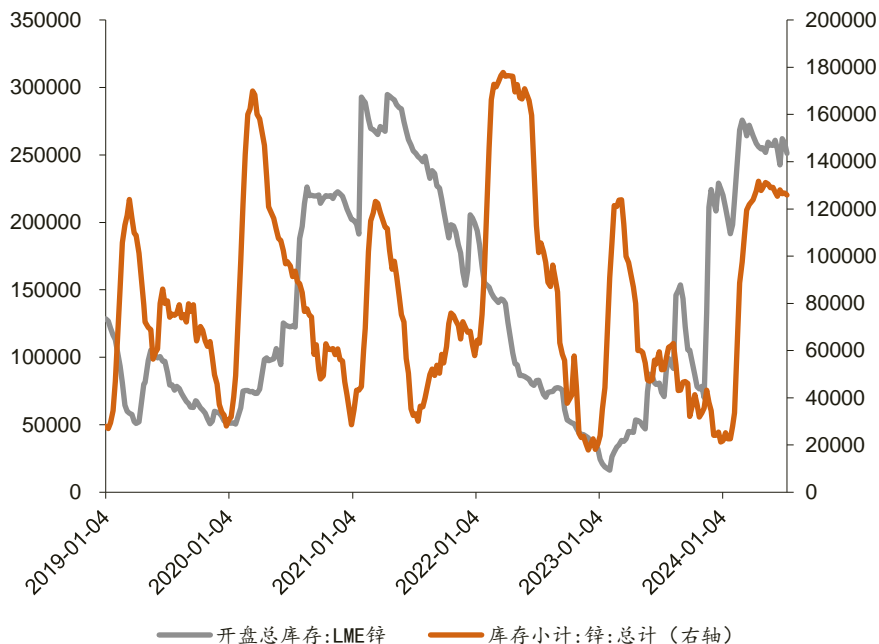


## 1.1.2 工业金属：锌铅库存增幅明显

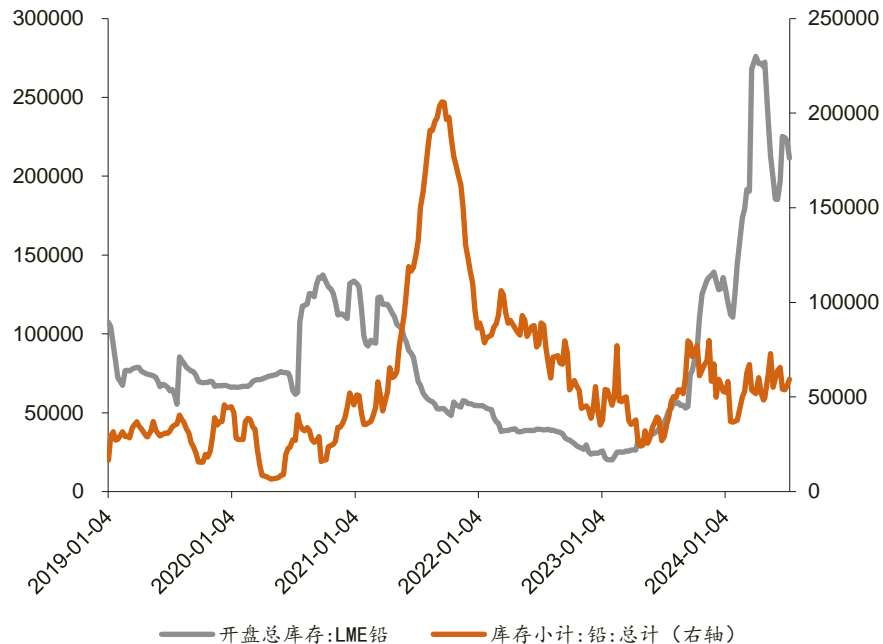
锌：截至2024年7月12日，LME锌库存251125吨，较于年初，增幅14.1%；上期所锌库存125892吨，较于年初，增幅477.1%。

铅：截至2024年7月12日，LME铅库存211475吨，较于年初，增幅65.6%；上期所铅库存59408吨，增加13.3%。

锌库存增幅明显（吨）



铅库存增幅明显（吨）

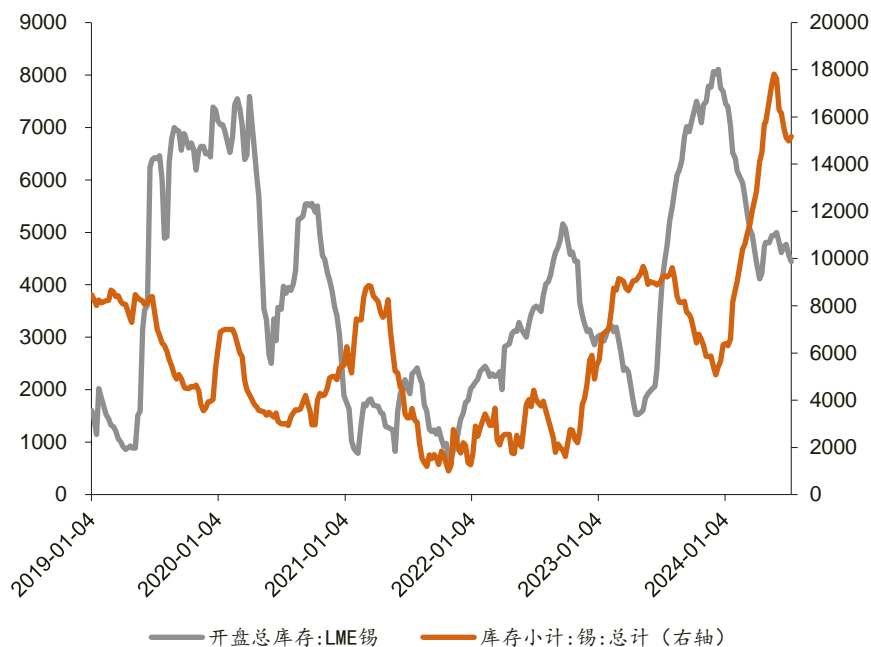


## 1.1.2 工业金属：锡库存高位，镍库存相对低位

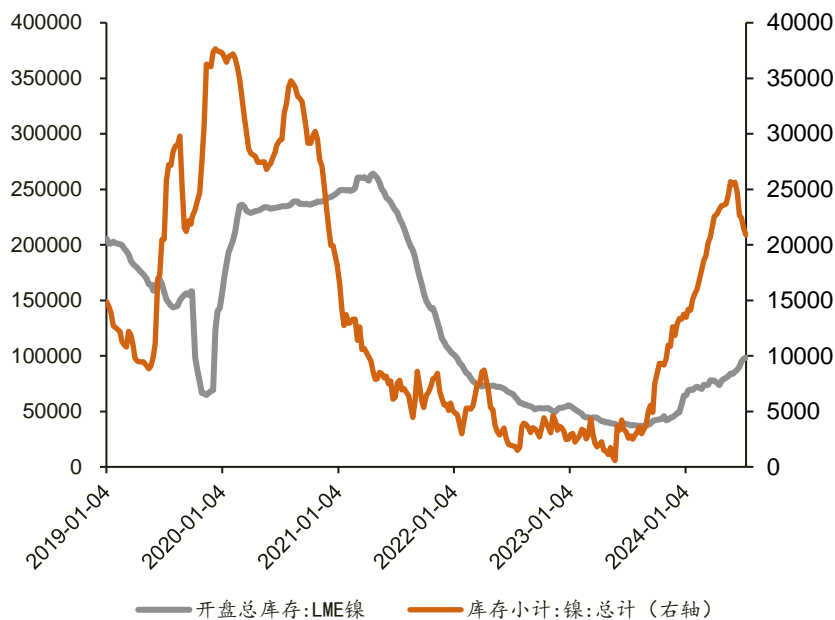
锡：截至2024年7月12日，LME锡库存4440吨，较年初下降40.4%；上期所锡库存15175吨，较年初涨幅137.0%。

镍：截至2024年7月12日，LME镍库存98526吨，较年初上涨52.7%；上期所镍库存20874吨，较年初增幅55.0%。

全球锡库存去库趋势显著（吨）



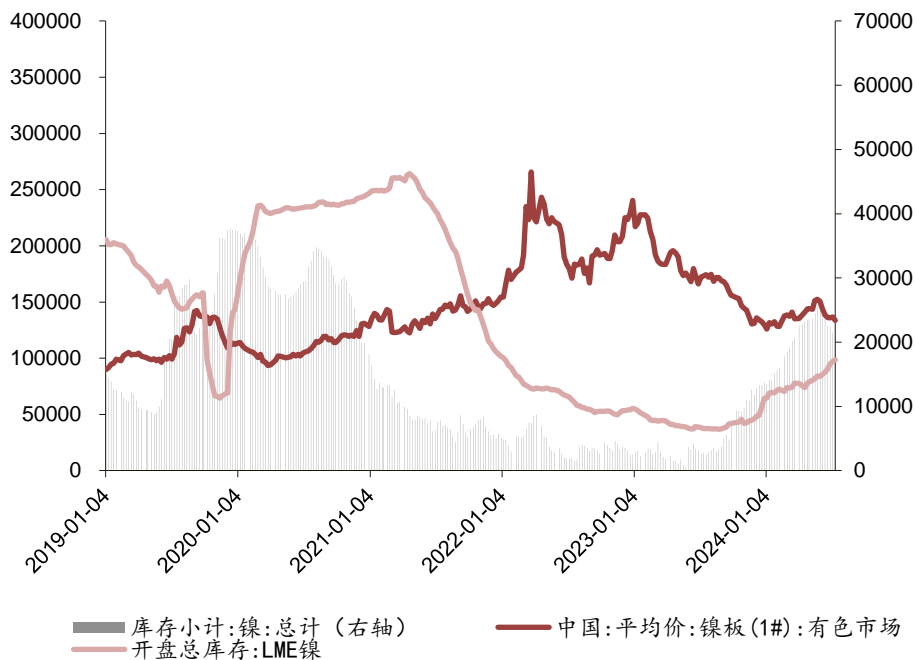
全球镍库存历史低位（吨）



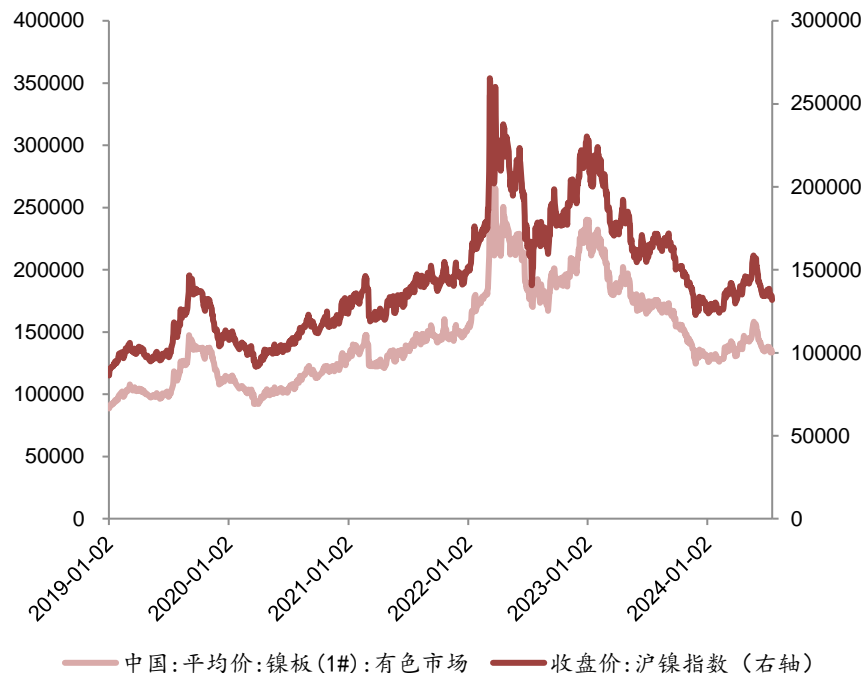
## 1.1.3 能源金属：锂、镍保持弱勢，钴钨、稀土表现疲弱

截至2024年7月12日，LME镍库存为98526吨，较年初上涨52.7%；上期所镍库存为20874吨，较年初增加55.0%；截至2024年7月17日，中国镍均价为133620元/吨，较年初上涨3.8%；镍矿指数为131919.8，较年初上涨3.4%。

### 镍库存及镍均价走势分析



### 沪镍指数及镍均价



## 1.1.3 能源金属：锂和镍保持弱势，钴钨、稀土表现疲弱

截至2024年7月15日，电池级碳酸锂价格为8.98万元/吨，较年初下跌11.1%；截至2024年7月17日，锂矿指数为3424.9，较年初下降26.9%。



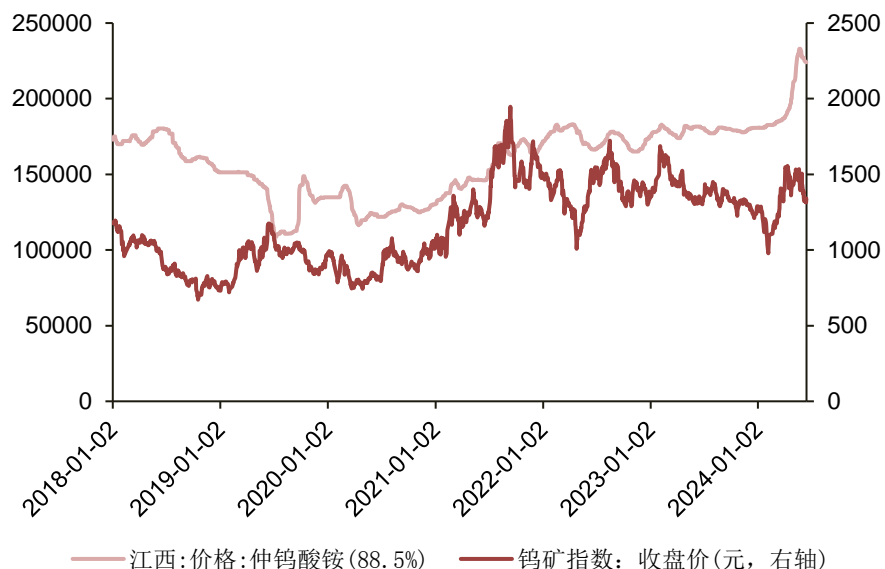
### 1.1.3 能源金属：锂和镍保持弱勢，鈷鈳、稀土表現疲弱

截至2024年7月17日，鈷矿指数为1431.3，较年初下降2.7%；钨矿指数为1248.5，较年初下降3.1%；四氧化三鈷12.9万元/吨，较年初下跌0.4%；仲钨酸铵价格为19.9万元/吨，较年初上涨10.1%。

鈷价和鈷矿指数走势（元/吨）



钨价和钨矿指数走势（元/吨）



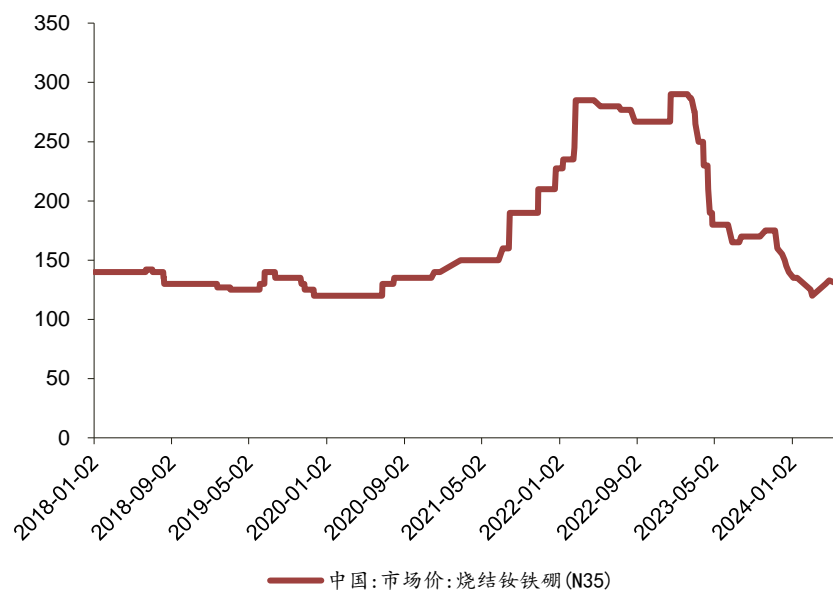
## 1.1.3 能源金属：锂和镍保持弱勢，鈷鈳、稀土表現疲弱

截至2024年7月17日，稀土与磁材价格方面，氧化镨钕最低价格回落至35.0万元/吨，较年初下跌19.2%。截至2024年6月3日，烧结钕铁硼N35价格124元/公斤，较年初下降8.1%。

### 氧化镨钕价格（元/吨）



### 钕铁硼N35价格（元/公斤）



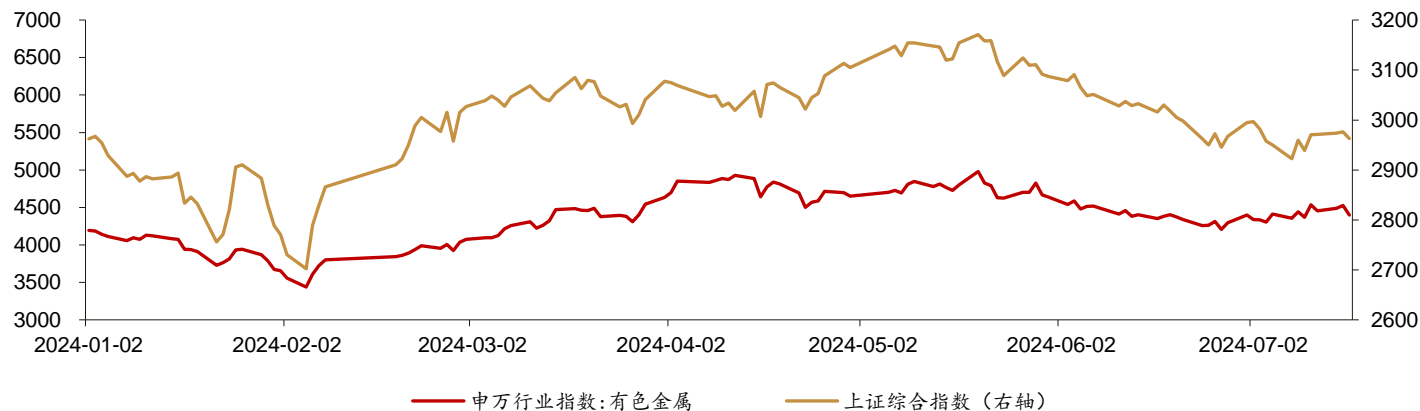


## 1.2 有色板块触底反弹

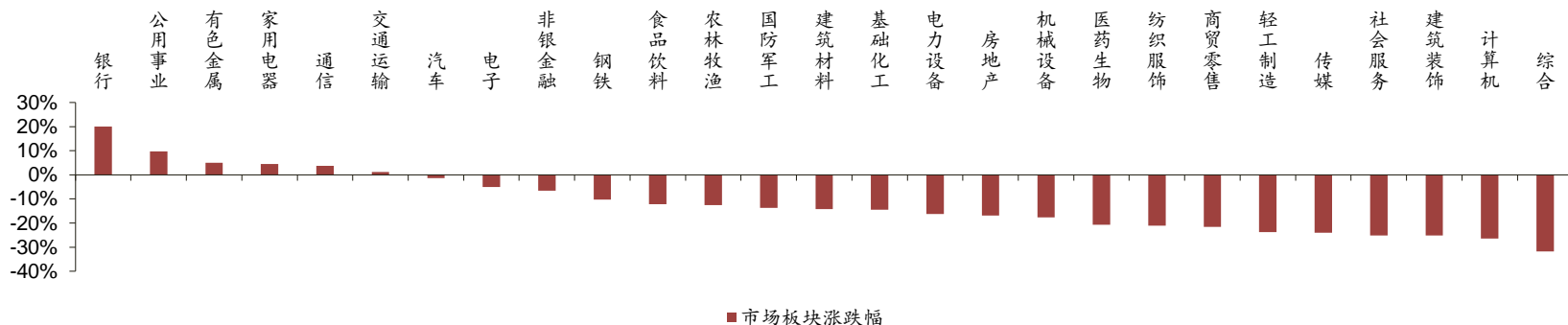
### 1.2.1 整体板块年初至今累计涨幅4.96%，目前估值略低于历史均值

2024年有色金属板块跑赢大盘。2024年初至2024年7月17日，有色金属累计涨幅4.96%，上证指数累计涨幅0.02%（截止2024年7月17日）。

有色板块行情表现强于市场大盘



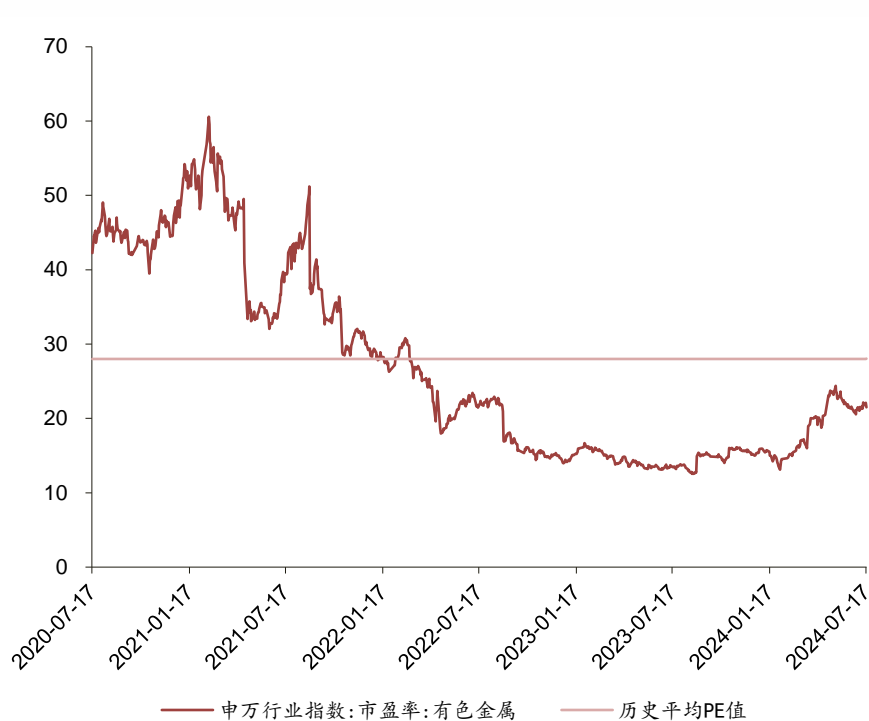
2024.1.1-2024.7.17有色金属行业累计涨幅4.96%



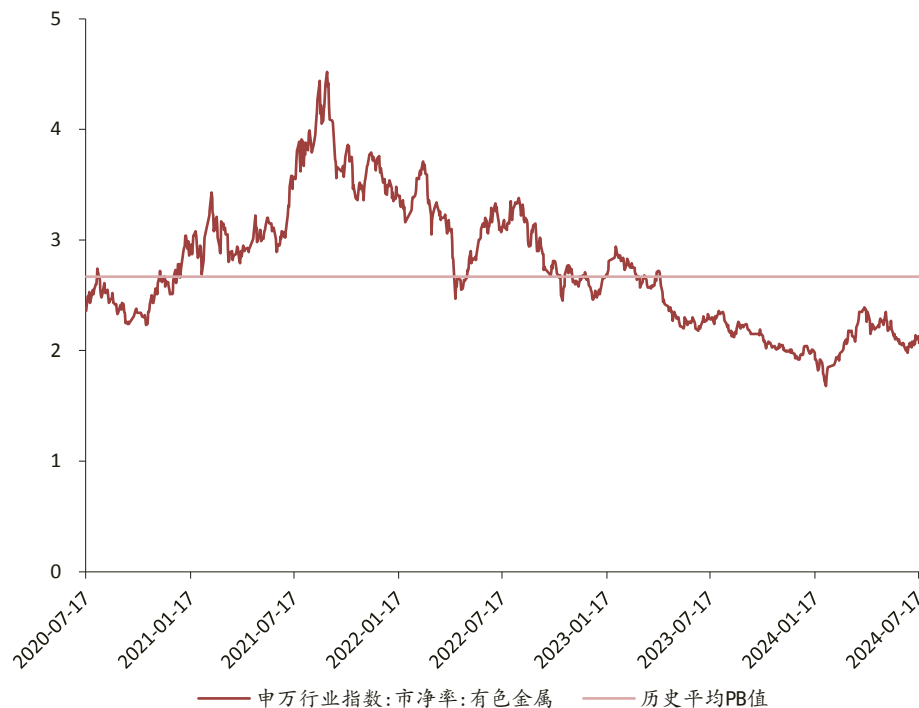
## 1.2.1 整体板块年初至今累计涨幅达18.3%，目前估值低于历史均值

有色板块估值目前低于历史均值，整体估值已降至历史低位。2020年至今，有色板块PE历史估值中枢为28.06倍，PE最高值为60.6倍（2021年2月22日）。截至2024年7月17日，有色行业PE为21.49倍。2020年至今有色板块PB历史估值中枢为2.67倍，截至2024年7月17日为2.07倍。

有色板块PE估值显著下降（倍）



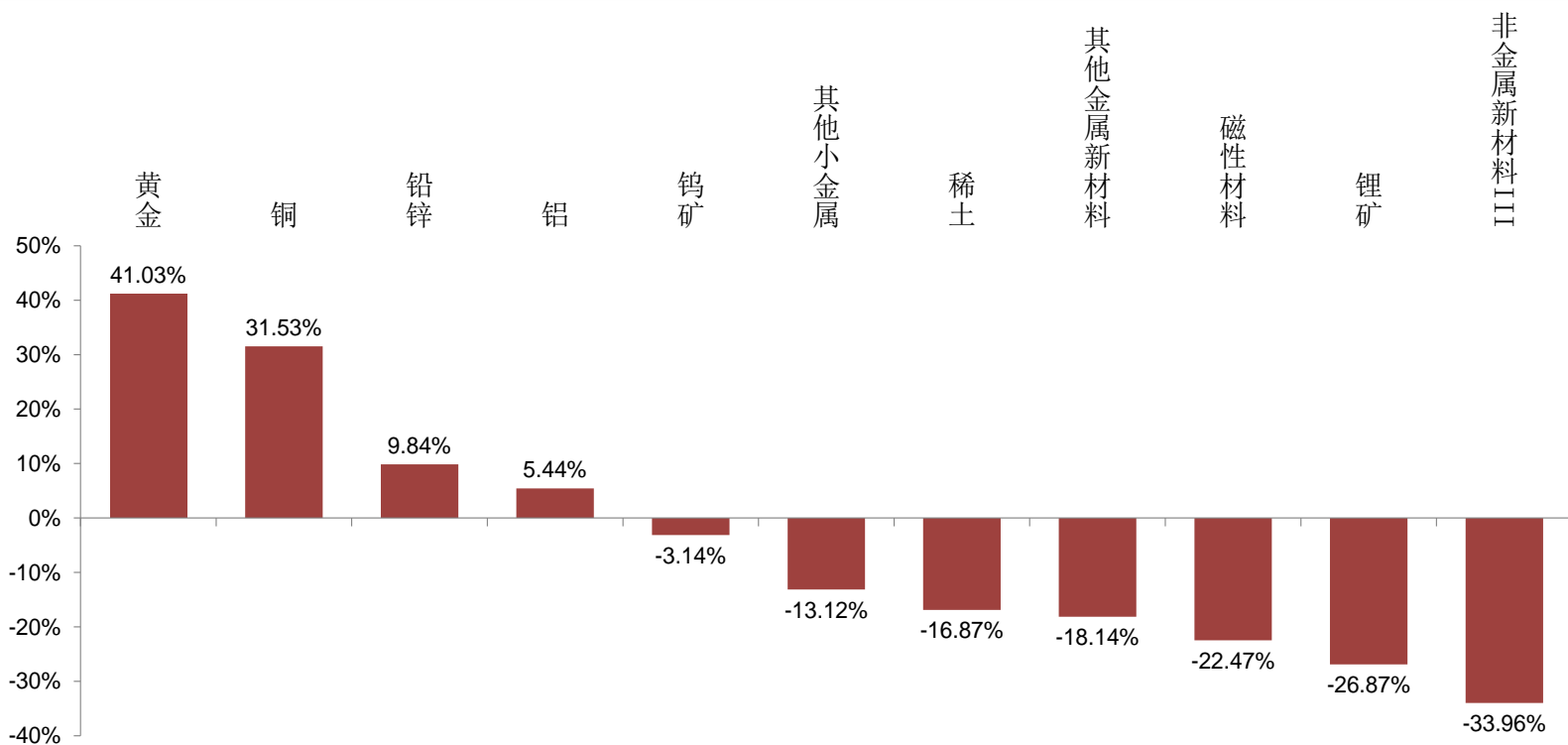
2024年7月17日有色行业PB为2.07倍（倍）



## 1.2.2 子板块铜和黄金表现较好，锂矿和非金属材料明显回落

子板块中，黄金和铜今年表现较好，截至2024年7月17日，黄金和铜板块涨幅分别为41.03%、31.53%。

2024年初至今，黄金和铜板块涨幅分别为41.03%、31.53%

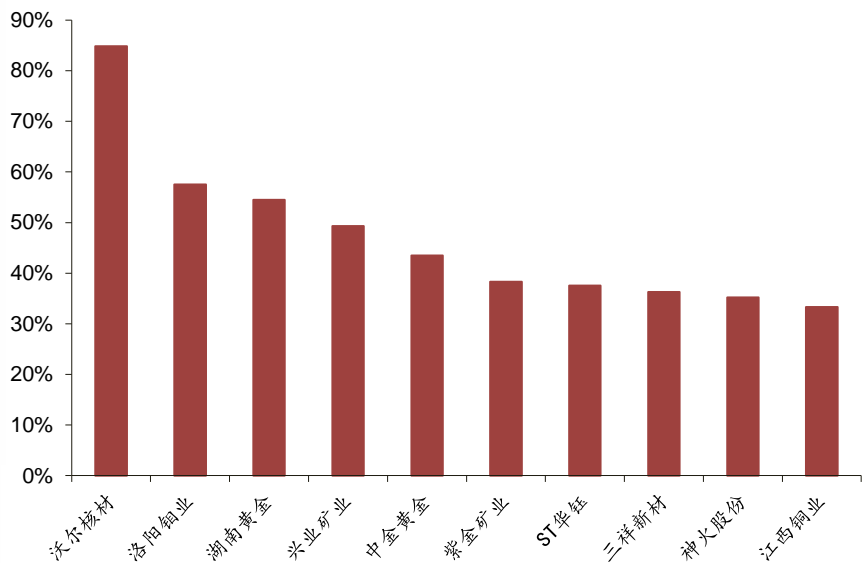


## 1.2.3 有色个股：黄金、银锡相关标的表现亮眼，中游加工标的受需求拖累

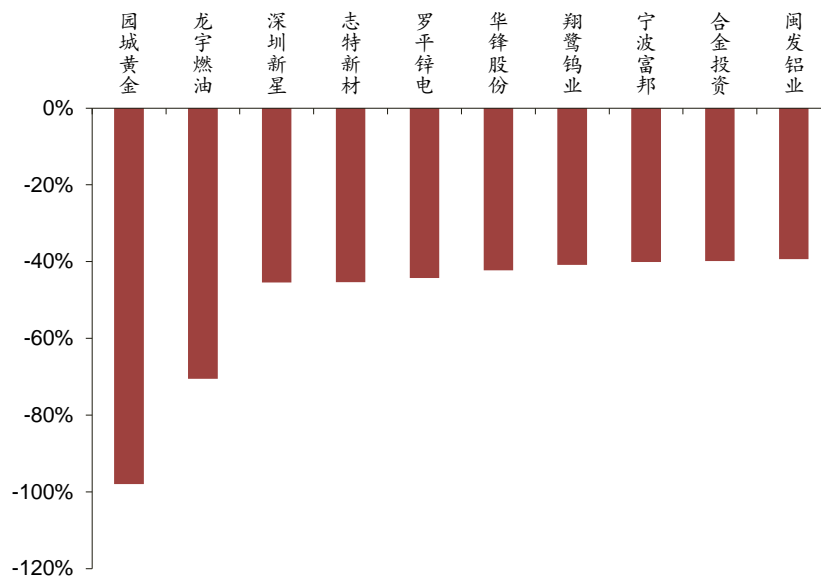
涨幅居前的个股有两大特征，1) 紧随资源价格景气度波动，黄金和铜相关标的盈利和估值双升，表现亮眼；2) 需求复苏类金属铝、钨、锡相关标的后来居上，涨幅靠前。

跌幅居前的个股，多处于有色金属行业中游加工环节，受上游大宗价格波动影响较大，同时受下游需求疲弱拖累明显，企业开工率、出货量和加工费均出现明显下滑。

2024年初至2024年7月17日有色行业个股涨幅前十



2024年初至2024年7月17日有色行业个股跌幅前十



# 目录

---

1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

2 分母端铜金银：数据和政策真空期，短期回调为中长期留足机会

3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 先进新材料：新质生产力驱动半导体芯片，金属新材料将受益

5 新能源相关：估值底部，关注底部反弹机会

6 投资建议

7 风险提示

## 2.1 黄金：美联储降息预期上升至100%

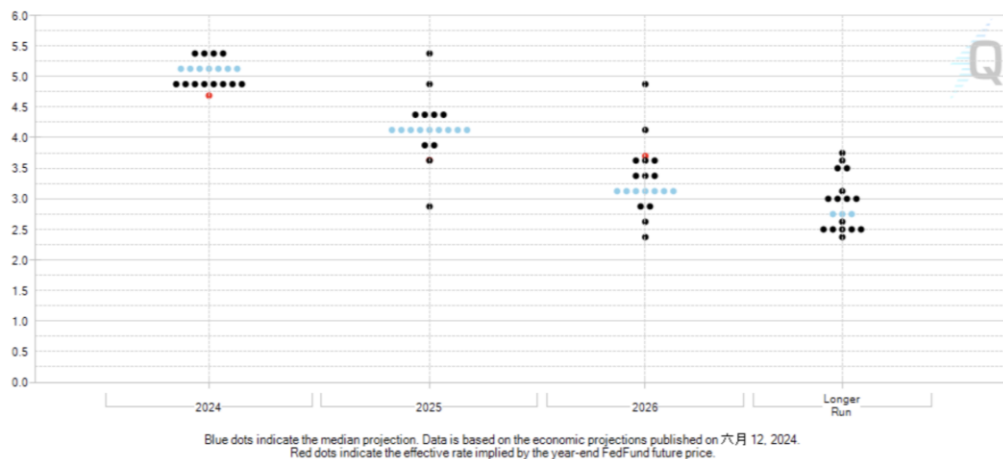
美联储降息预期持续强化。美联储自2022年3月开始共加息11次，将联邦基金利率目标区间自0.25%-0.5%上调至5.25%-5.5%。进入23Q4之后，随着美国经济数据的走弱和通胀的平稳回落，市场对美联储转鸽的预期不断增强。6月FOMC会议上维持联邦基金区间在5.25%-5.5%之间不变，从美联储最新的点阵图来看，中值在4.5-4.75%之间，当前利率为5-5.25%，意味着2024年将会有两次降息机会。从CME的美联储利率观察工具显示，2024年8月美联储将维持利率不变的概率为95.35%；对降息时点的预期上，美联储在9月的会议上降息的可能性冲高至99.35%，预计年内将降息两次共计50BP。

CME利率期货预测（截至2024年7月19日）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES					
	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.65%	95.35%
2024/9/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.65%	99.35%	0.00%
2024/11/7	0.00%	0.00%	0.00%	60.36%	39.64%	0.00%
2024/12/18	0.00%	0.00%	49.58%	50.42%	0.00%	0.00%
2025/1/29	0.00%	22.65%	77.35%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/3/19	1.75%	98.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/4/30	58.65%	41.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/6/18	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/7/30	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

美联储2024年6月利率点阵图

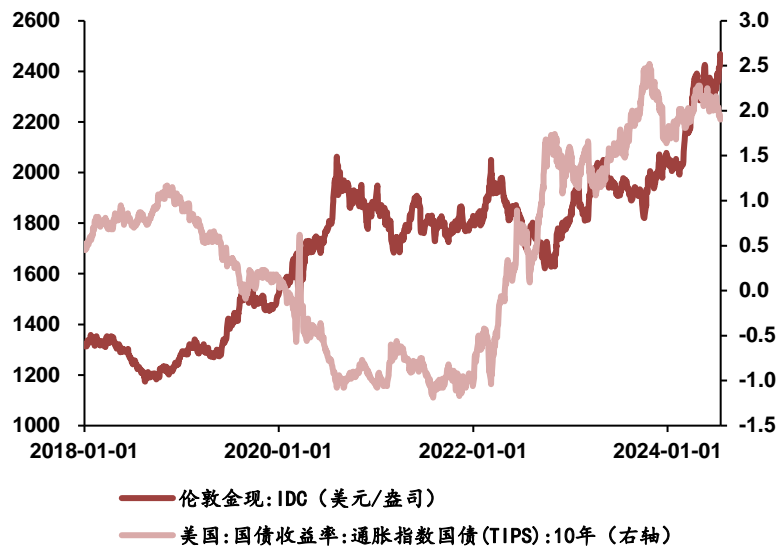
FOMC PARTICIPANTS' ASSESSMENTS OF APPROPRIATE MONETARY POLICY : "DOT-PLOT"



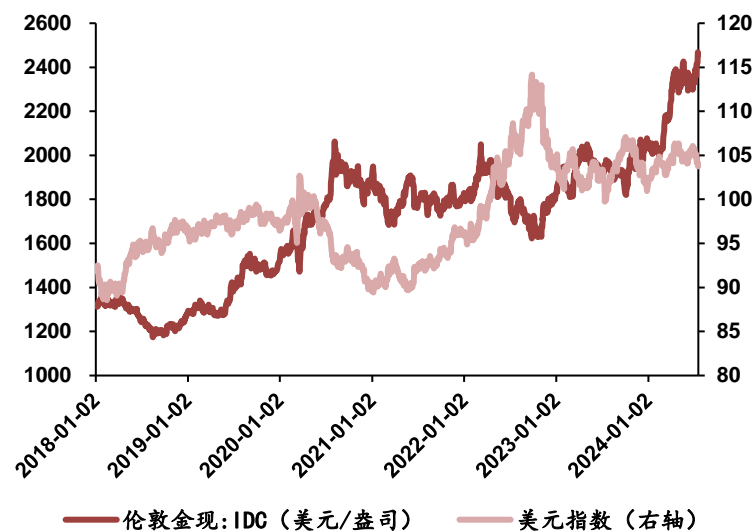
## 2.1 黄金：实际利率和美元指数向下形成直接驱动

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



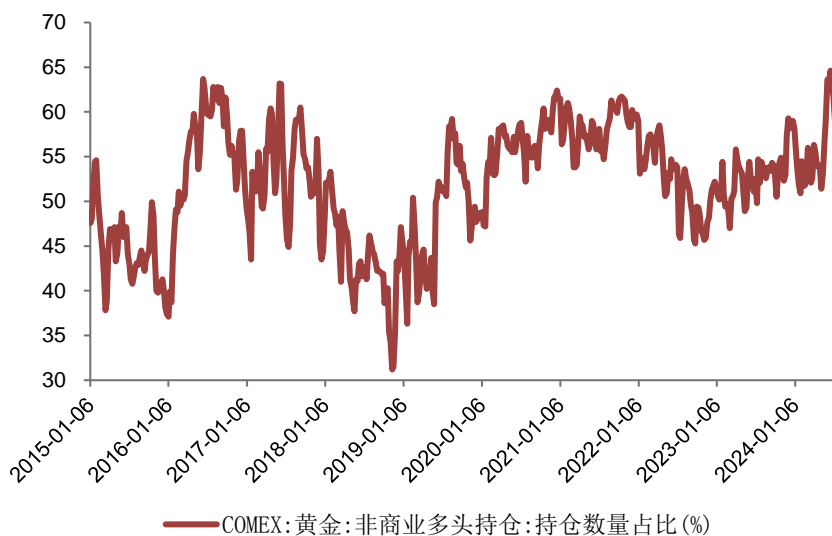
### 美元指数与黄金价格



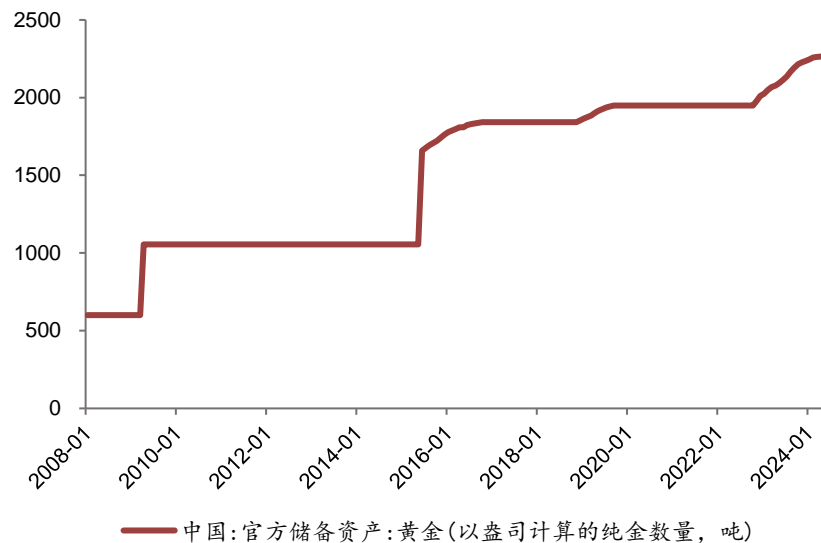
## 2.1 黄金：央行持续购金，战略配置地位提升

央行增加黄金储备，黄金战略配置地位提升。2022年以来局部冲突频现，地缘政治风险凸显黄金的避险价值属性，2022年下半年开始，全球央行黄金储备量出现明显上升，中国、俄罗斯、土耳其、印度等国家贡献主要购金量。根据人民银行公布，截至2024年5月中国官方储备黄金达到2264.3吨，相较2023年6月增长150.9吨，增储幅度达到7.14%。2022年加息周期启动后，截止至2024年7月9日，Comex黄金非商业多头持仓占比从高位小幅回落至58.7%。

### 海外黄金ETF持仓与黄金价格



### 中国黄金储备

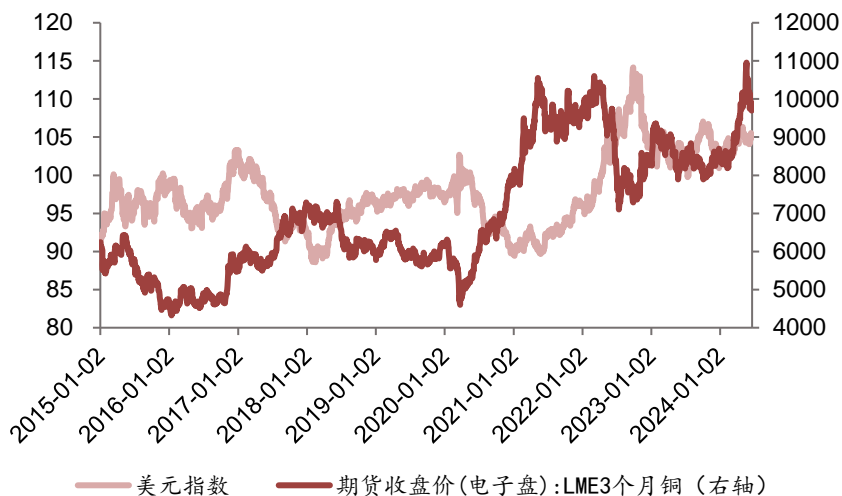




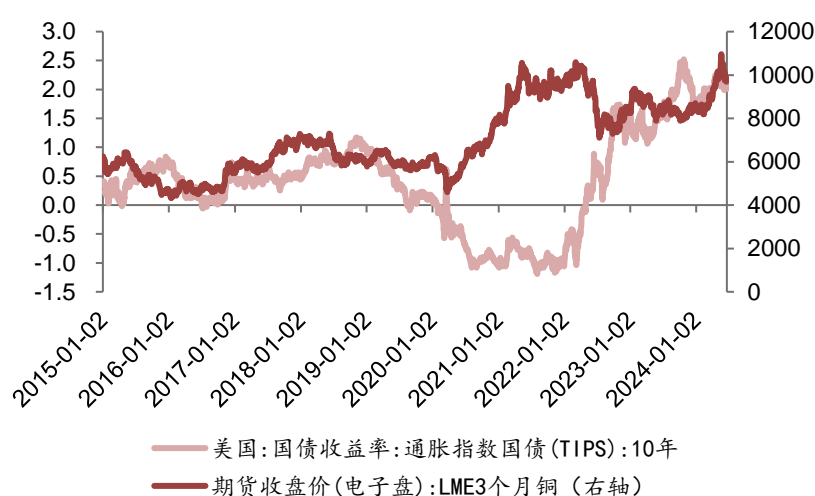
## 2.2 铜：降息预期提升铜金融属性

美联储降息有望提升铜金融属性。铜被视为宏观经济的晴雨表，价格波动受金融属性影响大。美元指数和国际铜价有明显的负相关性，从近五年二者的拟合来看，美元指数的大幅下行往往带来铜价重心的趋势性提升。美元指数自2022年10月加息节奏放缓后开始筑顶回落，随着降息预期的逐渐提升及降息的最终落地，预计还有较大的回落空间，铜的金融属性有望受到提振。

### 美元指数与铜价变化



### 美债收益率与铜价变化



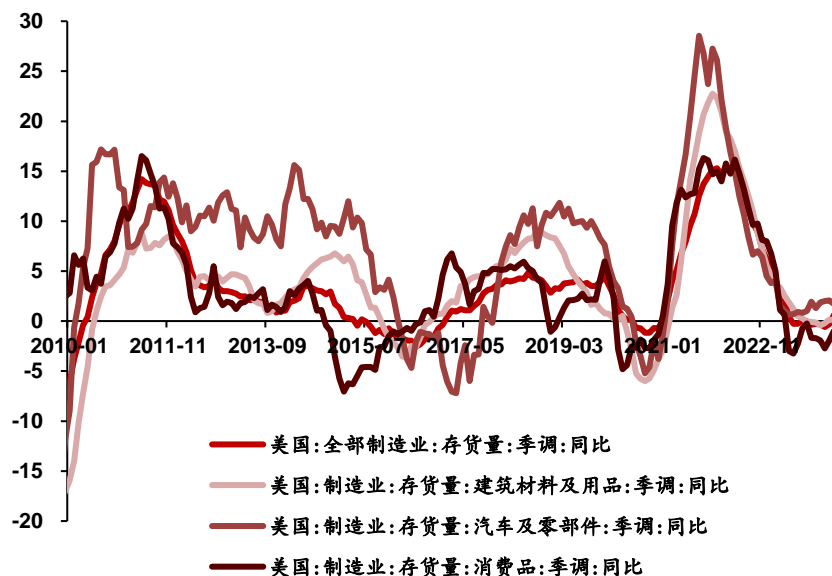
## 2.2 铜：制造业去库进入尾声

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



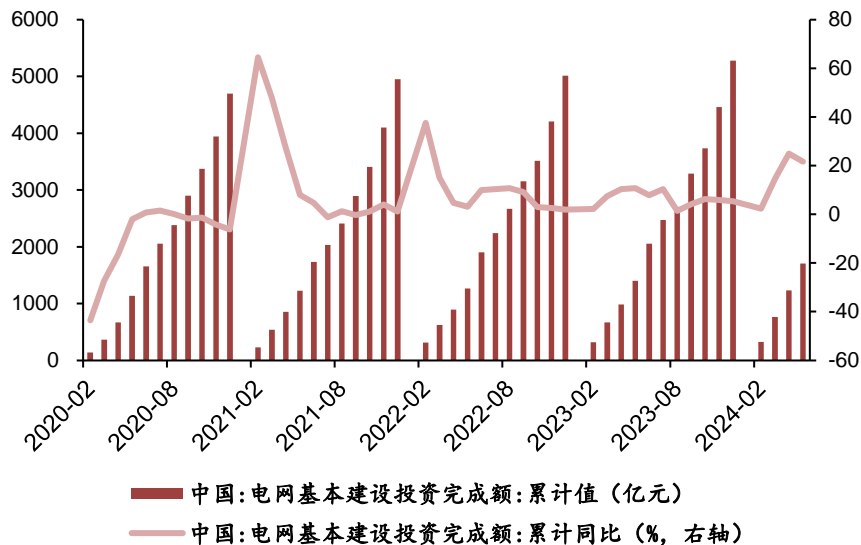
### 美国制造业存货量变动 (%)



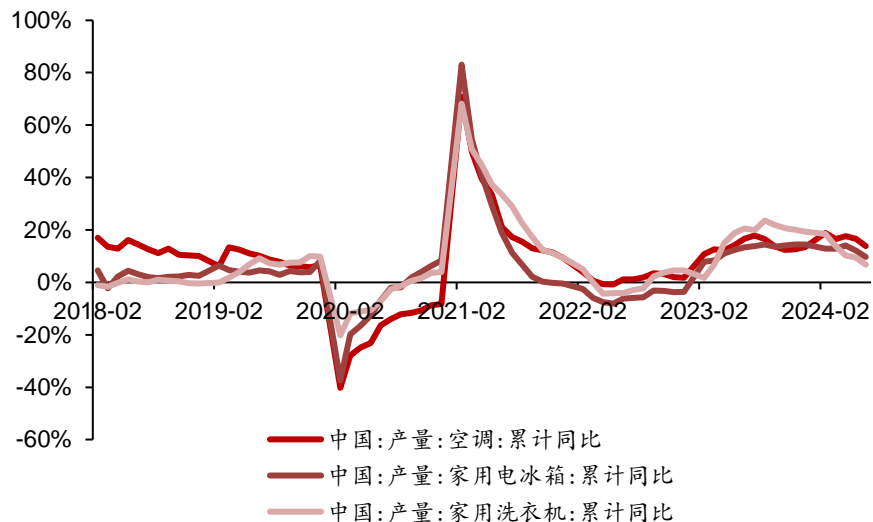
## 2.2 铜：电网投资持稳，家电产销增速高位

电网投资持稳，家电产销增速高位。2024年国家电网计划投资额超5000亿，与23年持平。2024年1-5月电网实际投资增速累计同比21.6%，电网投资已经进入低速增长阶段，对铜等金属的消费拉动相对稳定。受益于地产后周期拉动，2024年内主要家电的产量增速均维持高位，空调、冰箱、洗衣机1-6月的累计产量增速分别为13.8%、9.7%、6.8%，家电对金属的消费维持正向拉动，后期或跟随竣工增速波动。

### 电网投资建设平稳



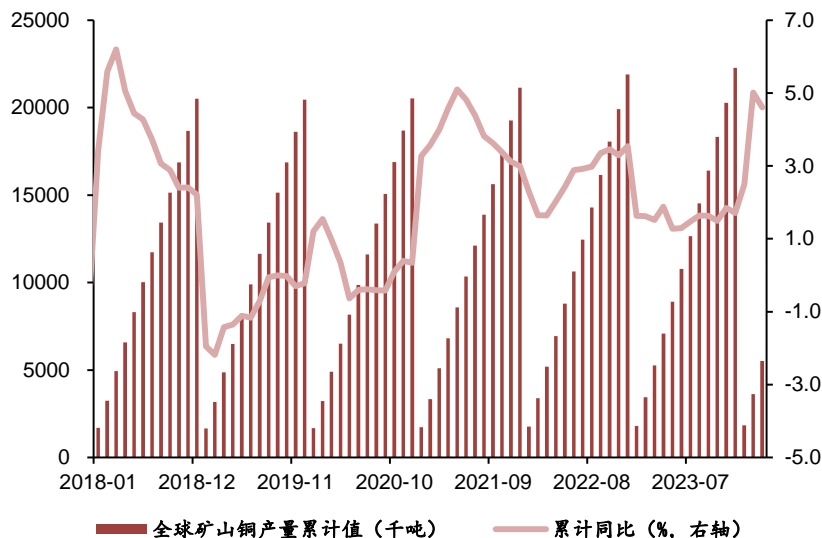
### 主要家电产量同比高增



## 2.2 铜：资本开支不足制约远期铜矿供应

铜矿供给增速放缓，长期缺乏增量释放。据ICSG统计，2023年全球矿山铜产量增速1.25%，低于市场预期，智利作为全球铜供给的主要贡献地，铜产量同比下降0.5%至533万吨，是拖累全球产量释放的重要原因。远期来看，全球铜矿资本开支不足，供给增速边际下滑。全球矿山资本开支在2009-2011年的牛市周期中大幅提升，随后伴随着铜价走熊，资本开支也进入了长达五年的下行周期。本轮铜价大涨后，海外矿山的资本开支有小幅提升，但相较上轮周期幅度较低。ICSG预计，2023-2025年全球矿山产量增速逐年下滑，2025年之后由于全球矿山投资的减少带来新项目的匮乏，加之品味下降、资源枯竭等问题，铜矿产量远期增长乏力。

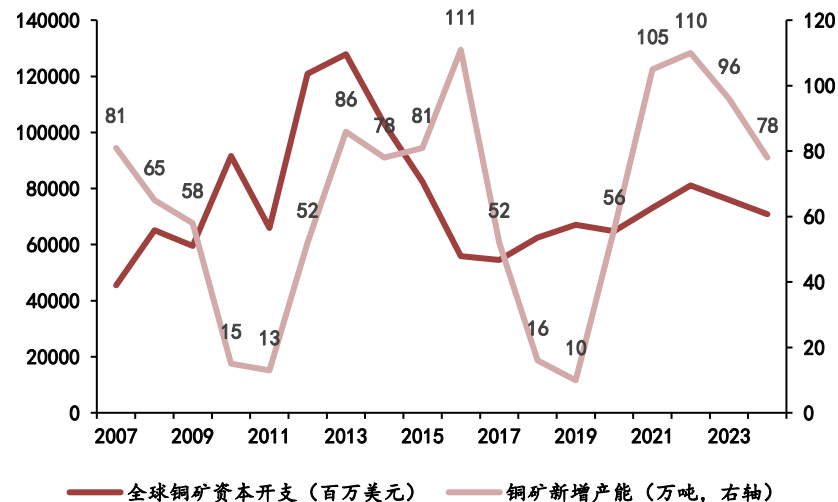
### 全球矿山铜产量及增速



数据来源：ICSG，西南证券整理

www.swsc.com.cn

### 全球铜矿资本开支

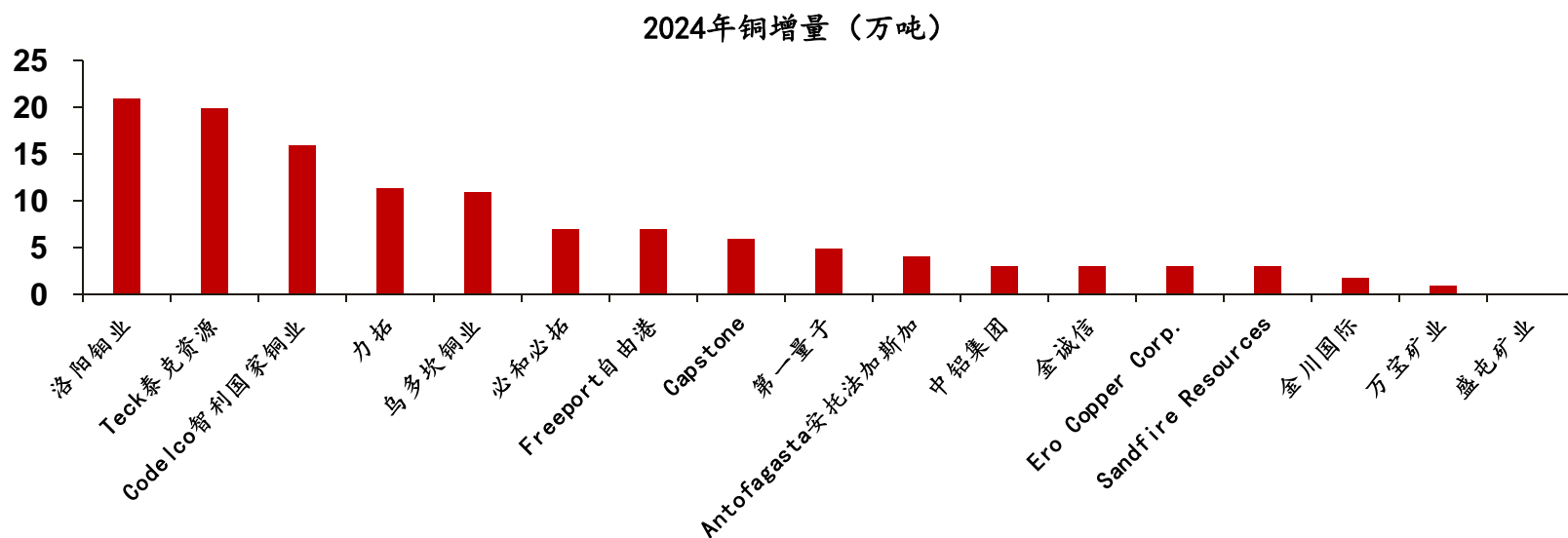
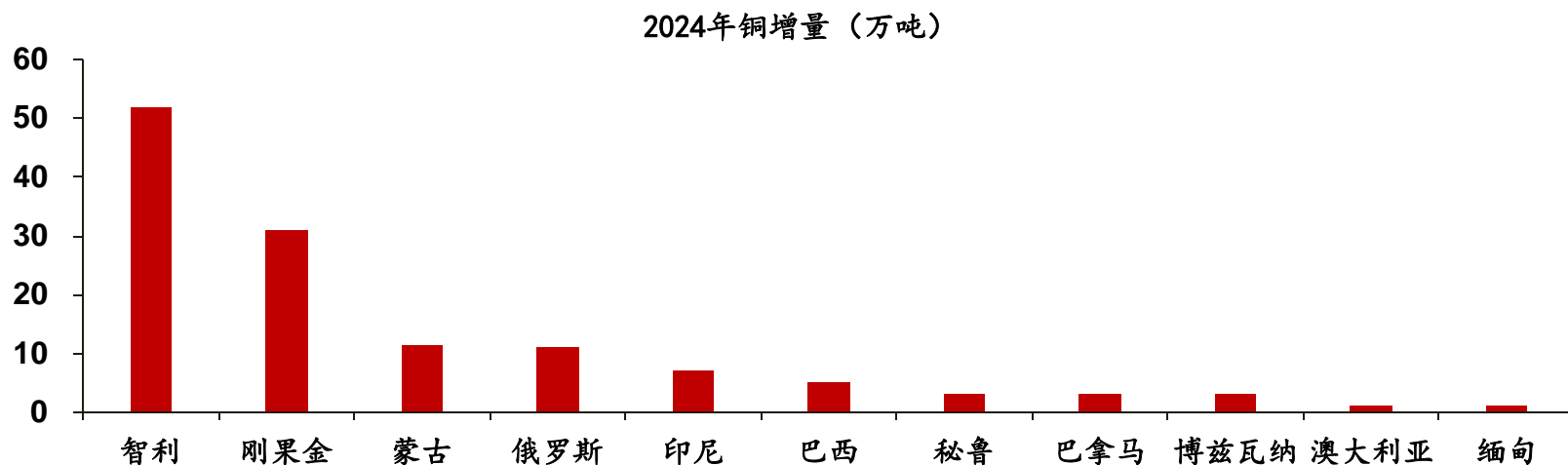


数据来源：Bloomberg，西南证券整理

## 2.2 铜：2024年全球铜供应有压力

矿山	地区	矿企	2023年增量	2024年增量（理论）
Kamoa	刚果金	紫金矿业&艾芬豪	11.7	4.9
Quellaveco	秘鲁	英美资源	22.8	0.0
Quebrada Blanca2	智利	Teck 泰克资源	10.0	20.0
Los Pelambres	智利	Antofagasta 安托法加斯加	5.0	4.0
Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	4.7	11.3
Salobo	巴西	第一量子	2.0	2.0
巨龙铜矿	中国	紫金矿业	3.7	0.0
Grasberg	印尼	Freeport自由港	0.0	7.0
Timok	塞尔维亚	紫金矿业	0.9	0.0
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	1.0	0.0
Mina Justa	秘鲁	Minsuri明苏公司	2.9	0.0
Panama	巴拿马	First quantum第一量子	2.0	3.0
Aktogay	哈萨克斯坦	KAZ Minerals哈萨克斯坦矿业公司	0.0	0.0
Pilares	墨西哥	南方铜业	3.5	0.0
Salvador	智利	Codelco智利国家铜业	-3.0	4.0
Musonoi Sulphide	刚果金	金川国际	2.0	1.8
El Teniente	智利	Codelco 智利国家铜业	-4.0	7.0
Boa Esperanza	巴西	Ero Copper Corp.	0.0	3.0
Carrapateena	澳大利亚	OzMinerals（必和必拓）	1.2	1.0
Toromocho	秘鲁	中铝集团	0.0	3.0
Chuquicamata	智利	Codelco 智利国家铜业	-4.6	5.0
Kansanshi S3	赞比亚	第一量子	0.0	0.0
Escondida	智利	BHPB必和必拓	5.3	6.1
Cuajone	秘鲁	南方铜业	5.8	0.0
Motheo	博兹瓦纳	Sandfire Resources	0.5	3.0
Kalongwe(湿法)	刚果金	盛屯矿业	3.0	0.2
Udokan(铜精矿+湿法)	俄罗斯	/	4.0	11.0
Mutanda(湿法)	刚果金	嘉能可	1.0	0.0
TFM(湿法)	刚果金	洛阳钼业	8.0	12.0
KFM(湿法)	刚果金	洛阳钼业	8.0	9.0
莱比塘(湿法)	缅甸	万宝矿业	1.0	1.0
Lonshi(湿法)	刚果金	金诚信	0.8	3.1
Mantoverde	智利	Capstone	0.0	6.0
总计（万吨）			99.1	128.4

## 2.2 铜：2024年全球铜供应有压力



## 2.2 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	325
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

## 2.2 铜：铜成本曲线不断陡峭抬升

Figure 19: Global copper mining C1 costs by %-tile and LME 3M copper price  
US\$/mt MOD

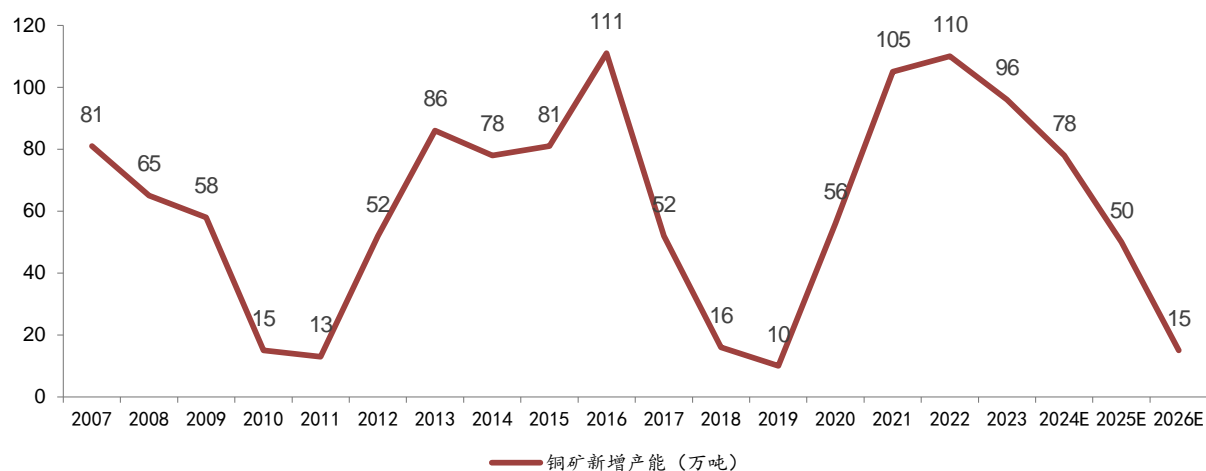




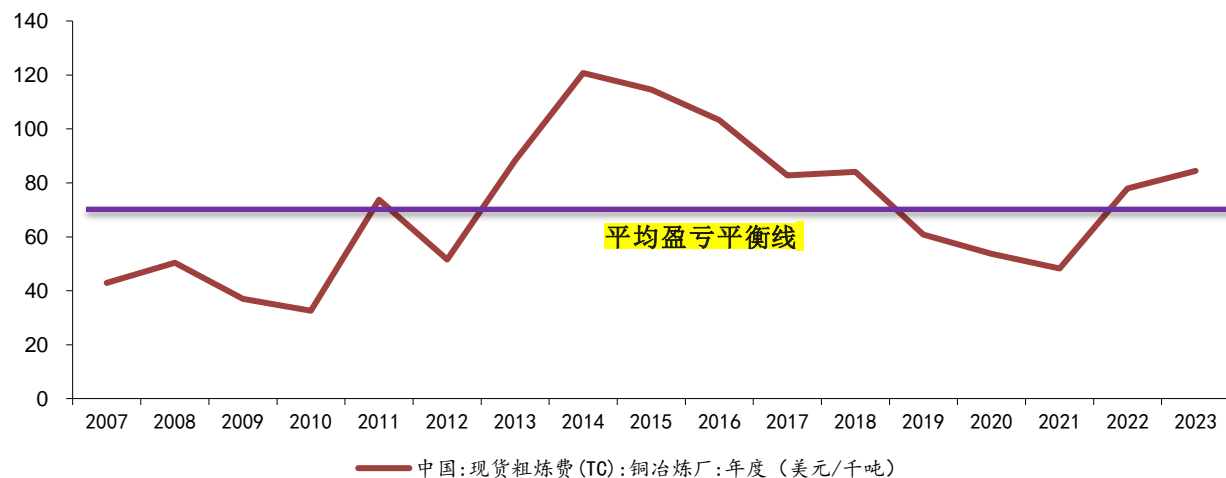
## 2.2 铜冶炼利润：铜精矿供应下滑，冶炼产能过剩，利润下滑



## 2.2 铜冶炼利润：冶炼加工费下行是大概率事件



未来3年全球平均每年100万吨左右冶炼产能投放，增速约5%，而铜矿产能增速持续下滑至2%，冶炼加工费下行是大趋势



冶炼加工费50美元，计算公式： $50 \times \text{汇率} \times \text{增值税率} \times 5$ （铜精矿折算金属吨）约2000元/吨，冶炼加工成本1900元附近，基本盈亏平衡

# 建议关注

## 山东黄金：金价维持上行，业绩稳步增长

### □ 投资逻辑

1) 量价齐升助力公司业绩释放。价：2023年金交所黄金现货均价450元/克，同比+14.7%。量：2023年公司矿产金产量41.8吨，同比+8.0%，其中，三山岛金矿、西和中宝公司、金洲公司生产系统逐步优化，生产能力得到提升；玲珑金矿的东风矿区复工复产；并购银泰黄金增加产量。2) 公司持续增储扩产，资源优势突出。公司通过整合资源、主动兼并、资源注入、等多种途径，不断增储扩产。3) 金价进入右侧上涨期。美联储货币政策处于切换周期，经济增长压力增加，长端美债收益率和美元大周期仍向下；美国债务规模屡创新高，黄金作为信用货币的替代品，内在价值提升；逆全球化、全球风险事件增加、央行持续购金背景下将驱动黄金价格中枢继续上移。

### □ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年公司实现归母净利润分别为38.6亿元/53.9亿元/65.3亿元，对应PE分别为34/24/20倍，维持“持有”评级。

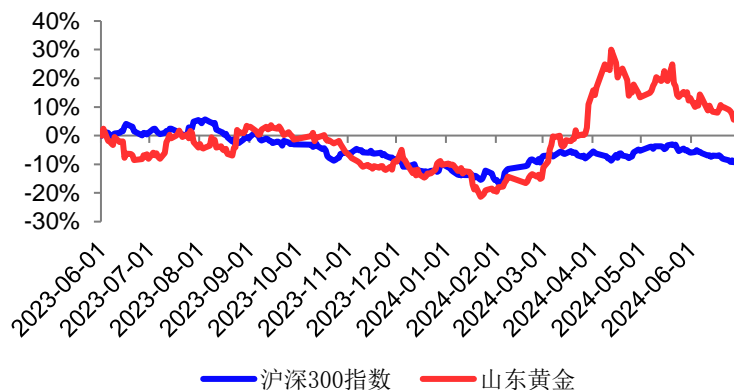
### □ 风险提示：

黄金价格大幅下跌风险，远期矿山增产不及预期风险，海外运营风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	59275.27	68590.00	76200.00	82540.00
营业收入增长率	17.83%	15.71%	11.09%	8.32%
归属母公司净利润(百万元)	2327.75	3863.38	5390.74	6530.66
净利润增长率	86.84%	65.97%	39.53%	21.15%
EPS(元)	0.52	0.86	1.21	1.46
净资产收益率ROE	5.43%	10.09%	12.52%	13.40%
PE	57	34	24	20
PB	3.99	4.99	4.25	3.61

股价表现(截止至2024年6月28日)



# 建议关注

## 铜陵有色：业绩符合预期，资源自给率稳步提升

### □ 投资逻辑

1) 供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢上行。美联储货币周期的切换有望带动美元指数和美债收益率向下，利于提振铜的金融属性。长期来看，铜矿供应扰动加剧，供给增速逐年下移，需求受益于新能源需求保持高增，铜供需缺口呈放大趋势，低库存成为新常态，基本面支撑铜价中枢上行。2) 米拉多二期稳步推进，资源自给率进一步提升。中铁建铜冠米拉多铜矿二期工程预计2025年6月建成投产，届时公司预计每年产出约25万吨铜金属量，进一步增强公司对优质铜矿资源的储备。

### □ 业绩预测与投资建议：

我们预计2024-2026年归母净利润分别为38.8/45.1/53.3亿元，实现EPS分别为0.31/0.36/0.42元，对应PE分别为13/11/9X，维持“买入”评级。

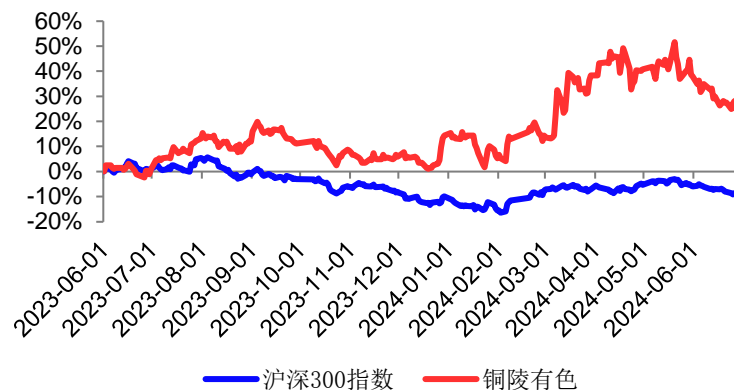
### □ 风险提示：

铜价大幅下跌风险，增产不及预期风险，海外运营风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	137453.85	150879.68	156947.45	173311.51
营业收入增长率	12.81%	9.77%	4.02%	10.43%
归属母公司净利润（百万元）	2699.18	3880.12	4510.54	5328.90
净利润增长率	-1.14%	43.75%	16.25%	18.14%
EPS（元）	0.21	0.31	0.36	0.42
净资产收益率ROE	9.61%	12.58%	12.96%	13.50%
PE	18	13	11	9
PB	1.56	1.46	1.32	1.18

### 股价表现（截止至2024年6月28日）



# 建议关注

## 西部矿业：玉龙铜矿扩建完成，量价齐升蓄势待发

### □ 投资逻辑

1) 西部地区领先国企，持续高分红回报股东。2) 矿山+盐湖共同发力，主要金属产量稳步提升。玉龙铜矿技改完工，2024年铜精矿生产目标16万吨，同比增长3万吨，贡献利润增量。3) 供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢保持高位。美联储货币周期的切换有望带动美元指数和美债收益率向下，利于提振铜的金融属性。长期来看，铜矿供给增速逐年下移，需求受益于新能源需求保持高增，铜供需缺口呈放大趋势，低库存或成为新常态，基本面支撑铜价中枢维持高位。

### □ 业绩预测与投资建议：

我们预计2024-2026年归母净利润分别为38.9/39.8/42.3亿元，实现EPS分别为1.63/1.67/1.77元，对应PE分别为13/12/12X，维持“买入”评级。

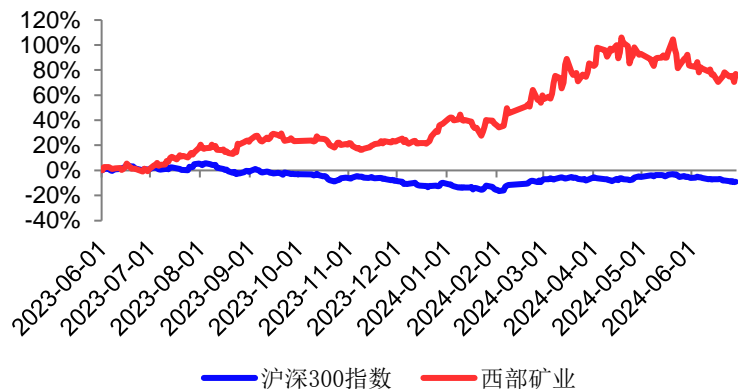
### □ 风险提示：

铜锌钼等金属价格大幅下跌风险，项目进展不及预期风险，产销量不及预期风险等。

### 业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	42748.12	45231.02	46773.24	48522.25
营业收入增长率	7.51%	5.81%	3.41%	3.74%
归属母公司净利润（百万元）	2789.28	3890.20	3984.62	4227.23
净利润增长率	-19.06%	39.47%	2.43%	6.09%
EPS（元）	1.17	1.63	1.67	1.77
净资产收益率ROE	20.81%	23.22%	19.70%	17.66%
PE	18	13	12	12
PB	3.20	2.67	2.27	1.96

### 股价表现（截止至2024年6月28日）



# 相关标的

## 银泰黄金：黄金业务量价齐升，盈利能力持续增强

**量价齐升是公司业绩增长的主要原因：**根据半年报披露，公司净利润同比上涨的主要原因为矿产品销售收入增加。2023年上半年金价呈现震荡上行趋势，公司合质金销售单价较上年同期增长了约10.67%。2022上半年公司产销受疫情等不可控因素影响下滑，2023年生产全面恢复后，合质金销售数量较上年同期增加了约14.68%，锌精矿和铅精矿（含银）销售收入较上年增加了约85%。

**金价重心持续抬升，有望驱动公司业绩向上：**美国加息进入尾声，通胀数据的持续回落提升市场对美联储转鸽的预期，货币周期的切换背景下，长端美债实际收益率和美元指数向下仍有空间。逆全球化背景下避险情绪频发，央行继续增持黄金，黄金的战略配置地位提升。金融属性、货币属性和避险属性将驱动黄金价格中枢继续上移。

**股东变更事宜有序推进：**2022年12月公司实际控制人沈国军先生、控股股东中国银泰投资有限公司与山东黄金签署《股份转让协议》，中国银泰投资有限公司、沈国军先生拟将持有的公司的20.93%股权转让给山东黄金。本次交易已经先后通过山东省国资委批复、反垄断审查以及香港联交所审核，2023年6月30日交易获得山东黄金股东大会批准，股东变更正在有序推进。变更完成后，与山东黄金的强强联合有望提升协同效应。

**风险提示：**黄金价格下跌风险，矿山生产不及预期风险。

# 目录

---

1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

2 分母端铜金银：数据和政策真空期，短期回调为中长期留足机会

3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 先进新材料：新质生产力驱动半导体芯片，金属新材料将受益

5 新能源相关：估值底部，关注底部反弹机会

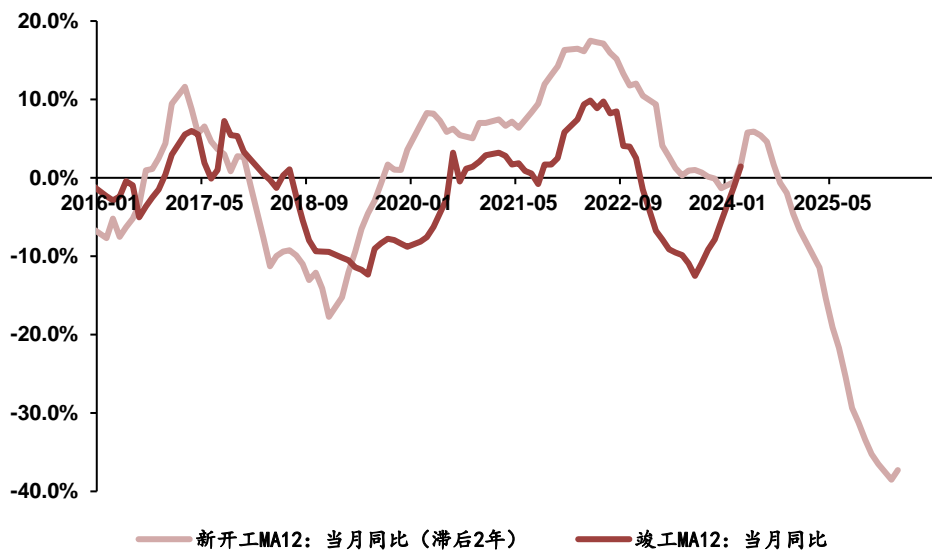
6 投资建议

7 风险提示

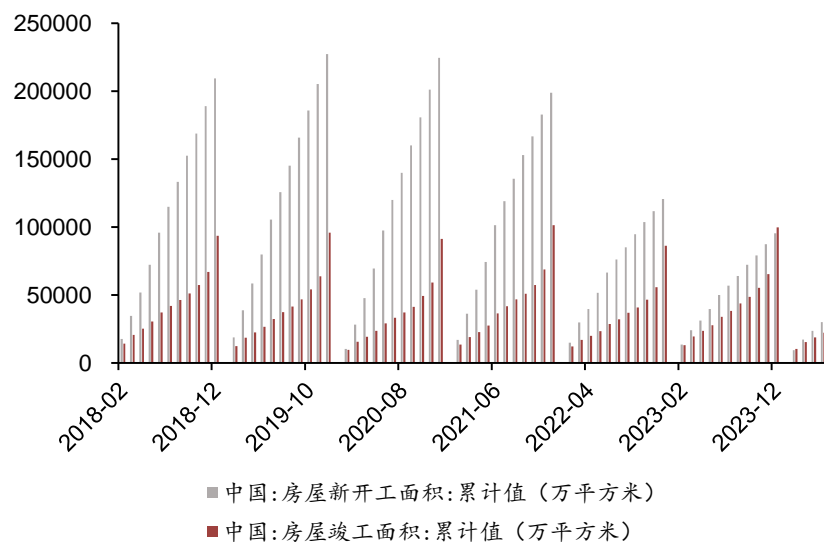
### 3.1 铝：新开工、竣工累积缺口或平滑利空影响

年内地产竣工支撑真实需求，关注新开工向竣工的传导。2023年国内竣工面积累计同比增速17.0%，竣工的高增速对金属的真实需求形成支撑，密集应用在后周期的铝收益更明显。以新开工增速的12个月移动平均增速滞后两年来拟合竣工增速，2024年前端的负反馈风险或逐渐释放，但由于过往新开工面积的绝对值和竣工面积之间累计的缺口较大，“保交付”及城中村改造等政策或冲抵自然周期的部分利空影响。

新开工、竣工移动平均增速预测



新开工、竣工面积累计缺口较大

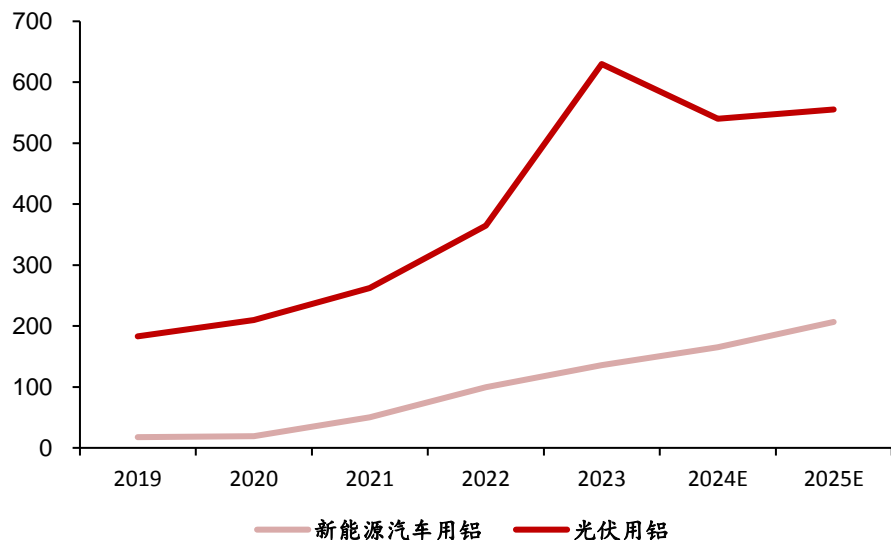




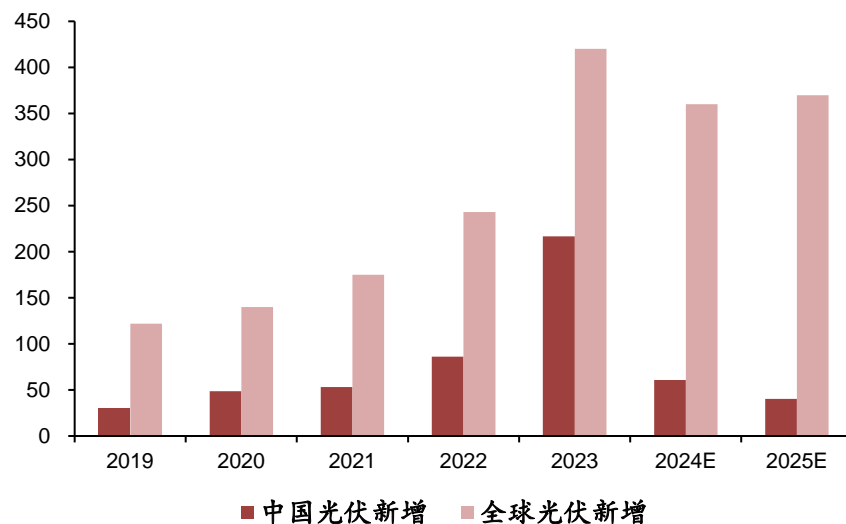
### 3.1 铝：光伏和新能源汽车高增支撑真实需求

光伏和新能源汽车的高位增速支撑真实需求。IAI数据显示传统油车的单车用铝量约为118kg，纯电动汽车约用铝128kg，混动汽车用铝量约179kg。光伏每GW用铝量约为1.5万吨（边框用铝约0.45万吨，支架用铝约1.05万吨），新能源汽车和光伏为铝消费贡献主要增量。光伏协会将2023年中国光伏新增装机预测由95-120GW上调至120-140GW，将2023年全球光伏新增装机预测由280-330GW上调至305-350GW。我们假定2023-2025年国内新增光伏装机量130/145/170GW，海外光伏新增装机量190/210/230GW，假定2023-2025年国内新能源汽车产量850/1020/1224万辆，测算预计2023年新能源部门的铝消费量占比超过14%，2025年消费占比将提升至19%。

#### 新能源车用铝预测（万吨）



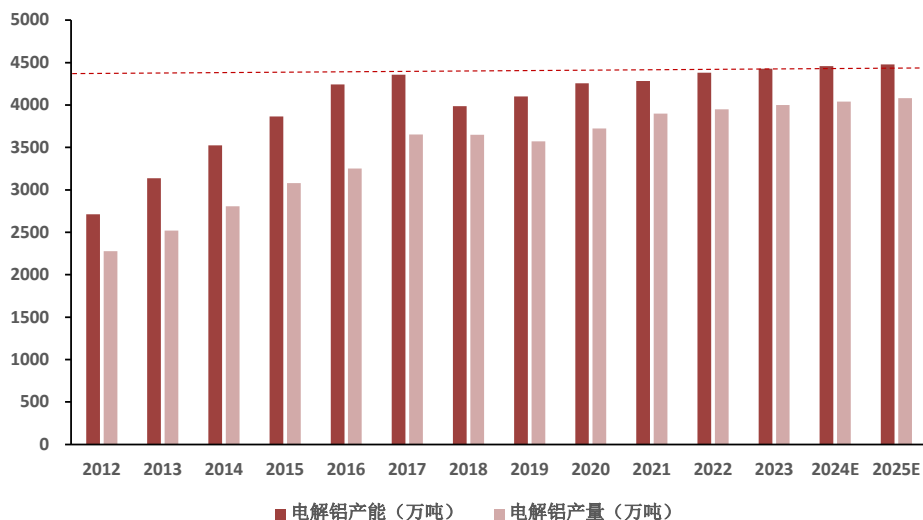
#### 光伏装机量预测（GW）



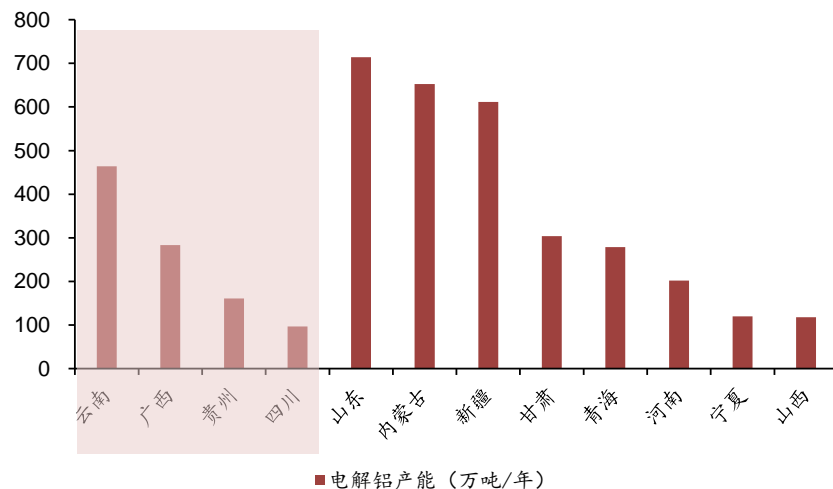
### 3.1 铝：产能已至天花板，产量波动主要受西南地区影响

国内电解铝产能天花板已达上限，产量波动受西南天气影响。国内电解铝建成产能已经达到4500万吨的天花板，运行产能上限预计在4300万吨左右，产量波动主要受到西南地区（云贵川渝产能占比22%）降雨对水电供给的影响。2022下半年-2023上半年降雨不足的特征较明显，云南高峰期减产产能近40%，中性预测未来产能运行（11月-次年1月云南减产10%，2月-4月减产20%，5月复产），2024年预计电解铝产量增速近2%，2025年之后产量几乎无增长空间。

电解铝产能已经达到天花板



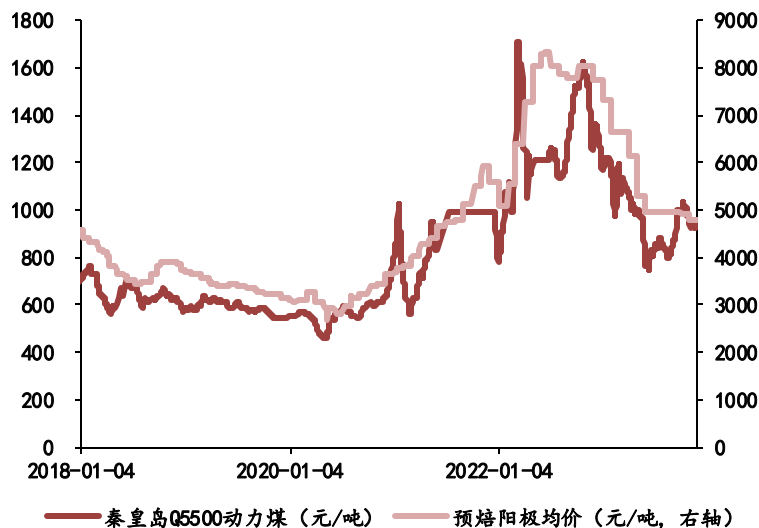
西南产能成为产量变动主要影响因素



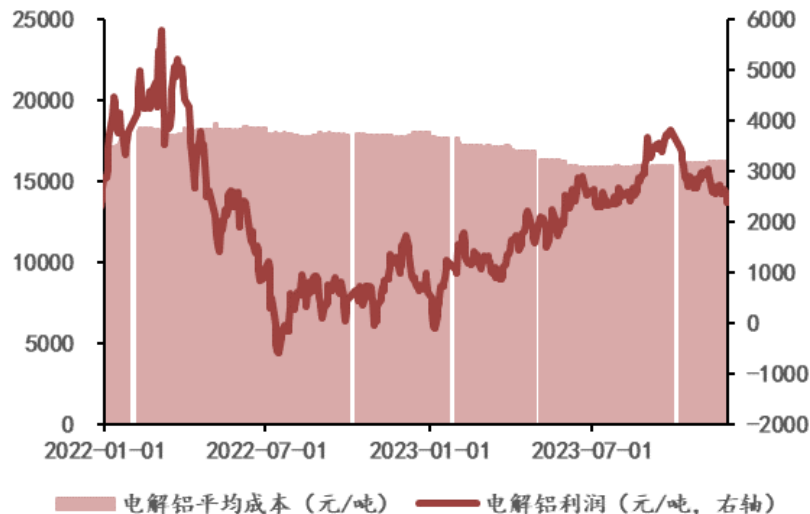
### 3.1 铝：原料过剩、下游易扩张，行业利润向冶炼端富集

原料端格局偏过剩，下游产能扩张难度低，铝产业链利润长期向冶炼端富集。电解铝主要的原料成本为氧化铝、能源和预焙阳极，其中国内氧化铝和预焙阳极格局偏向过剩，价格多跟随各自成本波动，今年以来两项原材料价格持续下行，加之能源价格的下移，电解铝成本持续降低，行业平均利润维持在2000元/吨以上。长期来看，冶炼端天花板已至，上游原料端供需格局偏过剩，下游粗加工行业进入壁垒低，铝价+加工费的定价模式固定，铝产业链利润有望长期向冶炼端富集。

电解铝主要原料成本价格



电解铝行业平均成本利润



### 3.1 铝：长期供需缺口扩大，铝价中枢有望阶梯式上移

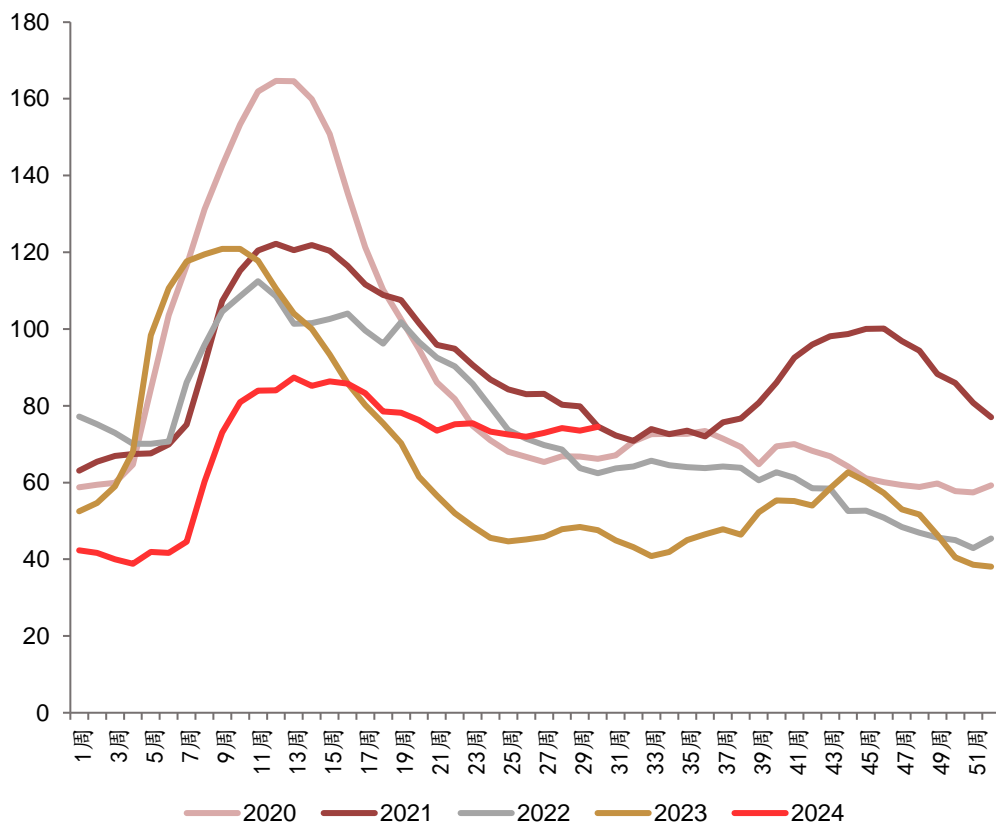
紧平衡格局对价格形成强支撑，长期供需缺口放大。年内虽然电解铝产量增幅较大，但受益于地产竣工增速的强势、光伏及新能源汽车的高景气，电解铝并未出现明显累库，平衡表预测年内电解铝小幅短缺，库存仍将维持历史低位，对价格形成强支撑。2024年假定西南地区来水中性，产量增速2.3%，考虑到房地产前端向后端的负反馈及光伏消纳的风险，测算国内电解铝需求增速1.8%，电解铝仍维持紧平衡格局，库存端压力有限。远期来看，国内电解铝冶炼天花板已至，海外冶炼产能建设进度较慢，光伏和汽轻量化将带给需求稳定的高增速，电解铝供需缺口将逐渐扩大，铝价和行业利润保持向上。

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

### 3.1 铝：库存低位且持续去化，宏观预期弱微观表现强

中国：电解铝：周度库存（万吨）



中国主要市场电解铝库存统计（万吨）

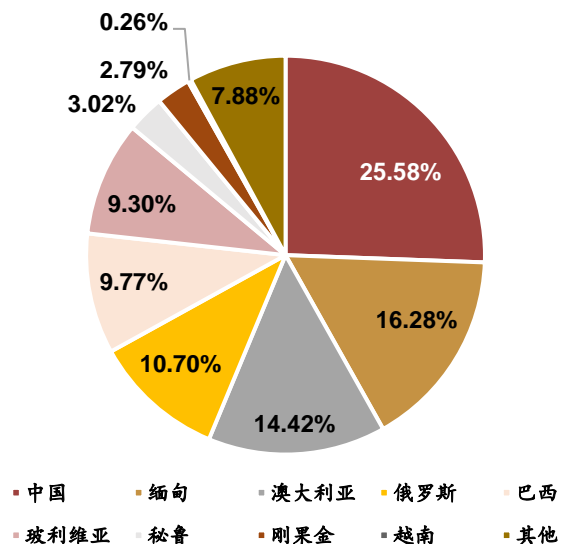
	7月8日	7月11日	增减
上海	3.1	3.2	0.1
无锡	27.3	27.7	0.4
杭州	1.4	1.4	0
湖州	0.1	0.1	0
宁波	3.2	3.1	-0.1
济南	0.1	0.2	0.1
佛山	26.2	26.2	0
海安	0.2	0.1	-0.1
天津	2.8	2.9	0.1
沈阳	0	0	0
巩义	10.5	9.6	-0.9
郑州	0.1	0.1	0
洛阳	0.1	0.1	0
重庆	2	2.3	0.3
临沂	0.3	0.3	0
常州	0.1	0.1	0
广元	0.2	0.2	0
合计	77.7	77.6	-0.1

## 3.2 锡：矿山端“三巨头”主导，供给日趋乏力

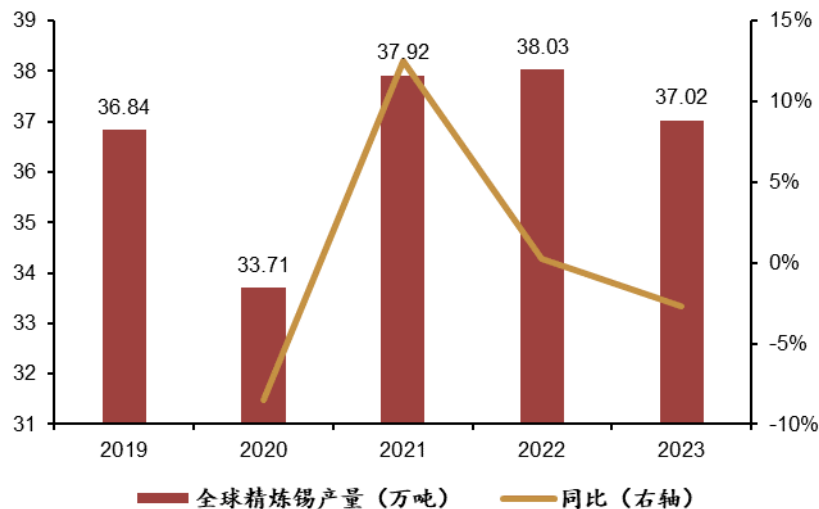
全球锡资源主要分布在中国、缅甸、澳大利亚，这三个国家的储量占全球储量总量的**56%**。根据USGS，2023年全球锡储量约为430万吨。其中，中国锡储量110万吨，占全球总储量的25.6%，位居世界首位。缅甸、澳大利亚的锡储量分列二三位，分别为70万吨和62万吨，储量占比为16.3%和14.4%。

全球**2023年**锡产量主要分布在中国、缅甸、印度尼西亚、秘鲁、刚果（金），这五个国家的产量占全球产量的**75%**。根据USGS，2023年中国仍以6.8万吨的年产量居全球之首，占全球总产量的23.4%。缅甸、印度尼西亚年产量为5.4万吨（全球占比19%）和5.2万吨（全球占比18%）。

2023全球锡储量地区分布



全球精炼锡产量（万吨）



数据来源：USGS，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数据来源：USGS，ITA，西南证券整理

## 3.2 锡：半导体+光伏焊带打开锡需求新增长空间

半导体行业发展前景较为广阔。现如今，电子产品更偏向小轻薄，虽然单个产品的锡耗量有所下降，但基于行业整体增速高，锡焊料用量仍保持上涨。因此，伴随汽车电子、5G等产业发展，半导体消费发展前景广阔，锡焊料的需求有望保持增长。2024年5月全球半导体销售额达491.5亿美元，同比+19.3%。作为半导体的重要组成部分，2023年集成电路产量达3514亿块，同比+8.4%。

**1MW光伏组件所需锡金属量约为105kg。**据ITA数据显示，1MW光伏电池所需光伏焊带约500kg，且焊料占焊带重量的35%左右。考虑到主流焊料中锡占比约60%，以此为依据，1MW光伏组件所需锡金属的量约为105kg。以此推算，2024年光伏行业用锡量将降至3.8万吨，到2025年小幅增至3.89万吨，2023-2025年光伏耗锡CAGR为-6.1%，光伏领域锡消费市场需求将步入平缓区。

### 全球光伏行业耗锡量测算

	2022	2023	2024E	2025E
光伏新增装机量 (GW)	243	420	360	370
单位MW光伏组件所需光伏焊带量 (kg/MW)	500	500	500	500
焊料在焊带中占比	35%	35%	35%	35%
焊料中锡金属占比	60%	60%	60%	60%
单位MW光伏组件所需锡金属量 (kg/MW)	105	105	105	105
单位GW光伏组件所需锡金属量 (吨/GW)	105	105	105	105
光伏行业耗锡量 (吨)	<b>25515</b>	<b>44100</b>	<b>37800</b>	<b>38850</b>
YOY	38.86%	72.84%	-14.29%	2.78%

数据来源: CPIA, ITA, 西南证券整理

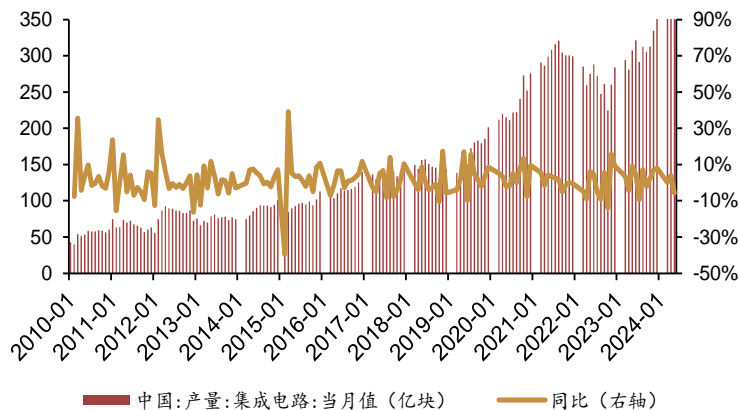
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

### 半导体行业有望迎来景气周期



数据来源: Wind, 西南证券整理

### 2023年集成电路产量增速同比转正



数据来源: Wind, 西南证券整理



## 3.2 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1.5%/1.5%。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0.3/-0.6万吨。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（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球锡供给量	36.8	33.7	37.9	38.0	37.0	37.6	38.1
yoy	-	-8.5%	12.5%	0.3%	-2.7%	1.5%	1.5%
中国	18.1	19.4	15.4	16.9	17.4	17.9	18.5
yoy	-	7.2%	-20.6%	9.7%	3.0%	3.0%	3.0%
印尼	8.0	7.4	7.1	7.3	7.5	7.7	7.8
yoy	-	-7.5%	-4.1%	2.8%	2.7%	2.0%	2.0%
缅甸	5.4	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
yoy	-	-46.3%	-3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他地区	0.5	0.5	5.8	3.5	4.0	3.9	3.8
yoy	-	-5.6%	1041.2%	-39.3%	13.9%	-3.0%	-3.0%
再生锡	4.8	3.5	6.8	7.5	5.3	5.3	5.3
yoy	-	-27.1%	94.3%	10.3%	-29.3%	0.0%	0.0%
全球锡消费量	36.9	36.4	39.1	37.1	36.0	37.3	38.8
yoy	-	-1.2%	7.3%	4.0%	4.0%	3.5%	4.0%
锡焊料	15.7	16.0	18.0	19.1	20.2	21.4	22.9
yoy	-	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	-	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	-	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	-	-4.5%	4.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他	8.4	7.6	7.8	4.3	1.9	1.7	1.5
yoy	-	-9.1%	2.1%	-45.3%	-56.1%	-7.0%	-10.9%
供需平衡	0.0	-2.7	-1.2	0.9	1.0	0.3	-0.6

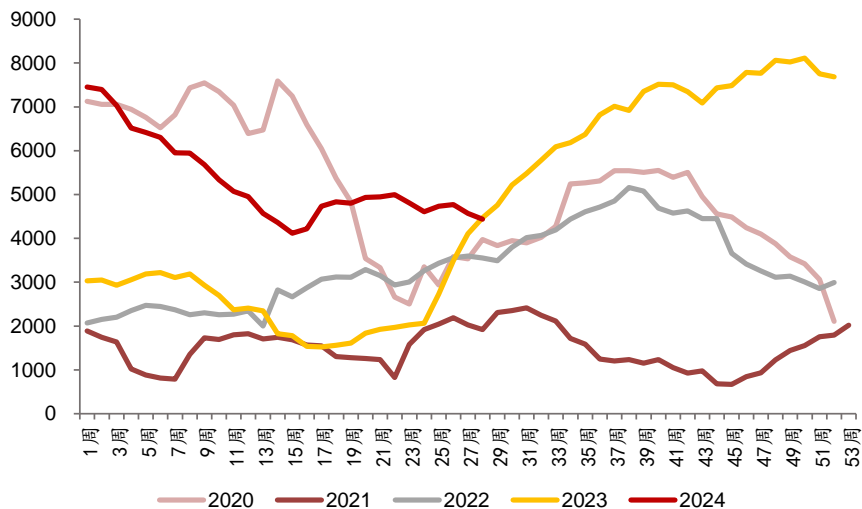


## 3.2 锡：沪伦两市锡库存表现分化，伦锡库存低位震荡，沪锡库存屡创新高，宏观预期弱微观表现强

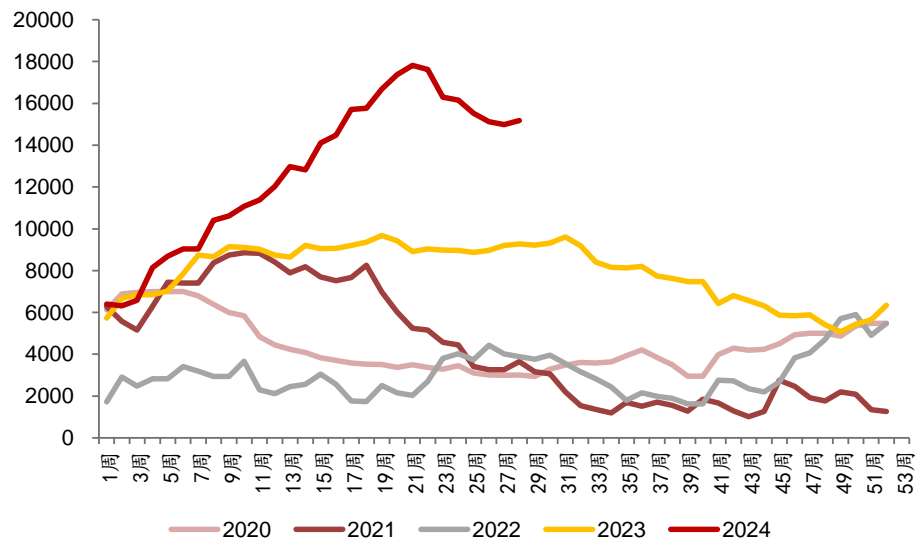
目前，锡锭整体库存水平仍然偏高。截至2024年7月12日，LME锡锭库存为4610吨，上期所锡锭库存为15175吨，总计19737吨，相较于去年同期的13743吨，增加了5872吨。这一高库存水平在供应端没有进一步消息刺激的情况下，将继续对价格上涨形成压力。

不过，自进入6月以来，锡锭库存已经连续多周减少。一方面，进口量的下降减缓了库存的增加；另一方面，尽管价格下调后需求有所恢复，但整体需求释放力度仍显不足。因此，虽然库存的减少对价格形成了一定的支撑，但这种支撑力度较为有限，难以带动价格显著上涨。

### 伦锡周度库存（吨）



### 沪锡周度库存（吨）



# 建议关注

## 神火股份：电解铝量价齐跌拖累业绩，煤炭增量可期

### □ 投资逻辑

1) 铝资产优质，新疆低成本+云南绿电铝同步发展。2) 电解铝长期供需缺口放大，铝价中枢有望阶梯式上移。3) 煤铝双驱，一体化产业链逐步完善。神火新材二期万吨电池铝箔产能24年下半年达产，届时公司将具备14万吨铝箔产能。梁北煤矿产量逐年爬坡，产能将由90万吨/年扩建至240万吨/年，产量逐年爬坡，预计2024年能够达产。

### □ 业绩预测与投资建议：

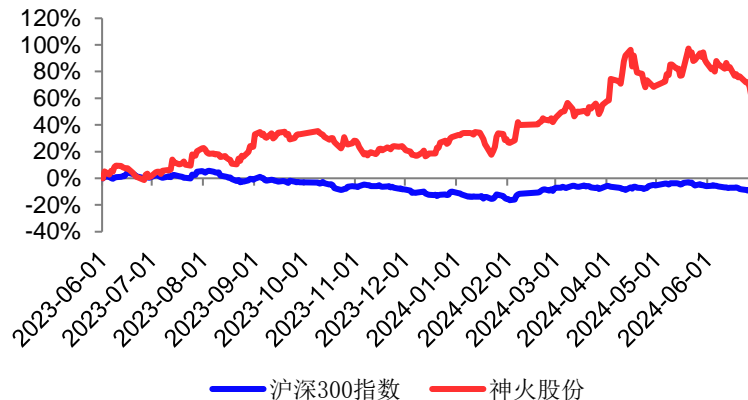
我们预计2024-2026年归母净利润分别为62.5/66.4./69.5亿元，实现EPS分别为2.78/2.95/3.09元，对应PE分别为7/7/6X，维持“买入”评级。

### □ 风险提示：

铝价大幅下跌风险，云南电力供应严重不足风险，煤炭安全生产风险，在建项目进展不及预期风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	37625.08	41010.16	42717.48	43447.25
营业收入增长率	-11.89%	9.00%	4.16%	1.71%
归属母公司净利润（百万元）	5905.39	6245.88	6644.63	6948.79
净利润增长率	-22.00%	5.77%	6.38%	4.58%
EPS（元）	2.62	2.78	2.95	3.09
净资产收益率ROE	27.65%	23.80%	20.90%	18.50%
PE	8	7	7	6
PB	2.24	1.81	1.48	1.25

股价表现（截止至2024年6月28日）



# 建议关注

## 兴业银锡：技改持续放量，业绩弹性可期

### □ 投资逻辑

1) 银漫矿山技改放量如期而至，远期产能有望翻倍。2) 加快推进银漫矿业资源量转储+二期扩建，加大布局黄金资源。3) 美联降息预期背景下，银锡价格中枢有望持续抬升。

### □ 盈利预测与投资建议：

我们预计2024-2026年归母净利润分别为18.9/23.3/27.8亿元，实现EPS分别为1.03/1.27/1.51元，对应PE分别为13/10/9X，维持“买入”评级。

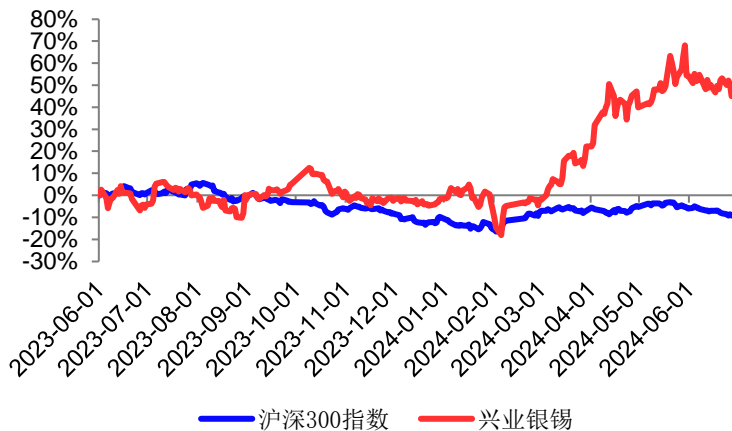
### □ 风险提示：

宏观经济下行风险，下游需求复苏或不及预期，缅甸复产超预期风险，矿山事故风险。

### 业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3706.01	5127.37	6155.02	7119.55
营业收入增长率	77.67%	38.35%	20.04%	15.67%
归属母公司净利润（百万元）	969.34	1887.88	2325.67	2779.48
净利润增长率	457.41%	94.76%	23.19%	19.51%
EPS（元）	0.53	1.03	1.27	1.51
净资产收益率ROE	14.48%	22.47%	22.08%	21.25%
PE	25	13	10	9
PB	3.73	2.95	2.34	1.88

### 股价表现（截止至2024年6月28日）



# 相关标的

---

## 天山铝业：一体化优势加深，海外布局助力远期成长

**铝价下跌及原料价格上涨影响利润：**公司利润主要由电解铝业务贡献，2022下半年铝价重心下移，直接造成公司盈利能力的降低。此外，电价的上调、氧化铝新投产能的成本阶段性走高以及研发费用的提升也对公司业绩产生影响。

**铝全产业链布局，顺周期利好利润修复：**公司形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、电池铝箔研发制造的上下游一体化，冶炼产能位于低能源成本的新疆地区，和同行相比仍具备成本优势。年内内需修复带动电解铝需求向上，冶炼端供给扰动频发，测算电解铝基本面短缺88万吨，铝价中枢预计稳中有升，带动电解铝利润修复。

**下游高附加值产品占比持续提升：**公司积极布局高纯铝和电池铝箔，下游深加工占比持续提升。2023年高纯铝产量预计提升至6万吨，产能总规划10万吨，电池铝箔产量4万吨，产能总规划22万吨，全部达产后深加工产品占比将超过三分之一，下游加工依托上游冶炼基地建设，节约重熔、能源成本，未来将进一步增强公司盈利能力。

**海外投资打开成长空间：**2023年公司通过境外孙公司以自有资金收购ITM公司100%股份，间接取得其三家子公司在印尼铝土矿的采矿权，布局印尼铝土矿项目。同时公司计划投资15.56亿美元分两期建设200万吨氧化铝生产线，形成海外氧化铝生产基地，充分利用印尼当地丰富的铝土矿资源，进一步延伸铝产业链。

**风险提示：**铝价格下跌风险，电池铝箔、氧化铝产能释放不及预期风险，海外运营风险。

# 相关标的

## 锡业股份：半导体东风渐近，锡业龙头充分受益

全球锡铟龙头，产储量位居第一。公司是全球锡行业唯一集探、采、选、冶、深加工及供应链为一体的全产业链公司，公司在云南拥有红河个旧、文山都龙两大矿区。其中锡和铟资源储量均位居全球第一，2023年公司锡金属储量64.6万吨、铟4945吨。2023年锡产量8万吨，铟产量102吨，均位居第一。

**供应端：全球锡资源呈下降趋势，未来供应刚性凸显，我们预计23-25年全球锡产量CAGR约1.8%。**（1）**缅甸：**受禁令影响，缅甸产量大幅下滑。（2）**印尼：**锡矿品位整体下降，陆地资源贫化，精锡供应总量逐步下降。（3）**中国：**锡矿资源短缺，25年前锡矿供应难有大幅增长。**需求端：消费电子复苏+光伏用锡高增速，打开锡需求增长空间。**（1）**消费电子：**锡价与全球半导体销售额强相关，2024年5月全球半导体销售额达491.5亿美元，同比+19.3%，环比+4.1%，趋势性拐点出现，需求开始回暖。家电领域整体需求逐步回暖，2024年1-6月空调产量同比+9.9%；家电冰箱产量同比+5.4%。（2）**光伏焊带：**根据我们测算，2024年光伏行业用锡量将降至3.8万吨，到2025年小幅增至3.9万吨，2023-2025年光伏耗锡CAGR为-6.1%，光伏领域锡消费市场需求将步入平缓区。

**供需趋紧，锡价有望持续上行。**我们预计2024-2025年锡供需缺口分别为0.4/-0.2万吨，供需紧张格局有望推动锡价持续上涨。过去每轮锡价上行周期都伴随着主产区供应的下滑和新兴需求的爆发，我们认为ChatGPT算力芯片+MR产业化趋势有望成为锡价上行周期的主要驱动力，公司作为龙头标的将充分受益。

**风险提示：**宏观经济下行风险，下游需求复苏或不及预期，缅甸复产超预期风险，锡价或大幅下跌等风险。

# 目录

---

1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

2 分母端铜金银：数据和政策真空期，短期回调为中长期留足机会

3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 先进新材料：新质生产力驱动半导体芯片，金属新材料将受益

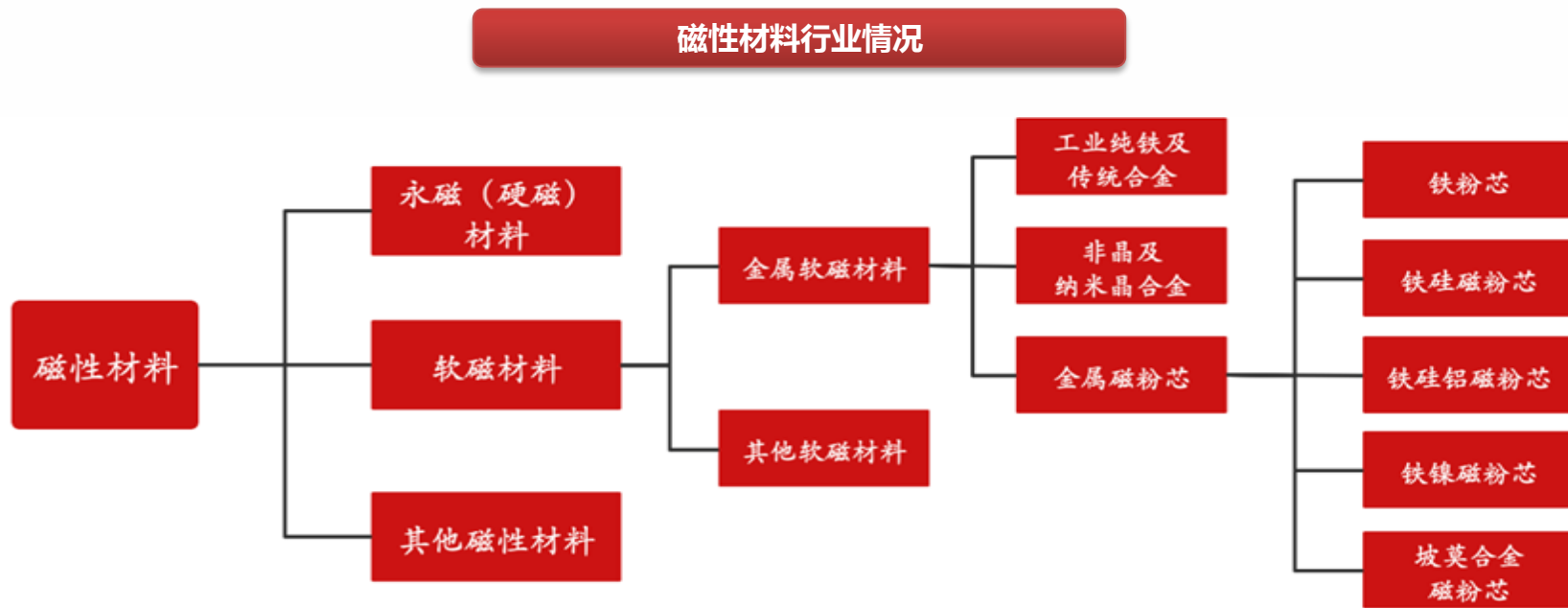
5 新能源相关：估值底部，关注底部反弹机会

6 投资建议

7 风险提示

## 4 软磁：AI技术方兴未艾，半导体金属新材料将受益

软磁行业目前处于高速发展期。磁性材料按照磁化后去磁的难易程度可以分为永磁（硬磁）和软磁材料。与铁氧化物软磁材料相比，金属软磁材料具有电阻率高、低磁导率、均匀微观气隙漏磁小、温度稳定性高、适合功率电感设计等特点。软磁材料主要分为铁氧化物、金属软磁材料以及其他软磁材料。铁氧化物软磁行业由于发展时间长、技术相对稳定，市场竞争比较激烈。金属软磁行业目前处于高速发展期，且与铁氧化物软磁相比，随着下游光伏逆变器、芯片电感、变频空调、新能源汽车及充电桩等领域持续发展，行业增长更加迅速。



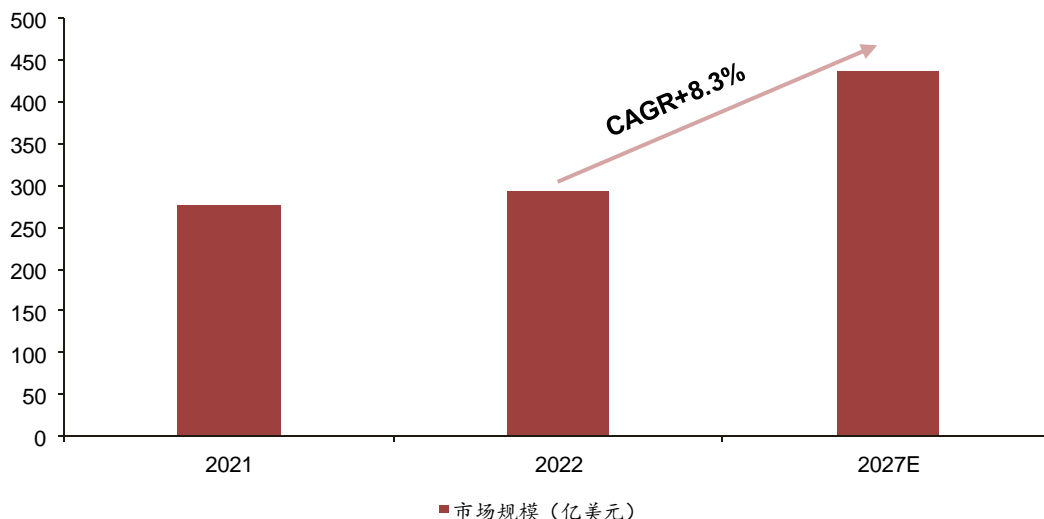


## 4.1 光储逆变器高增速，金属软磁粉将充分受益

从供应端看，高性能软磁金属粉芯技术壁垒高，生产呈现寡头格局。高性价比金属磁粉芯（铁硅铝和超级铁硅铝合金粉芯等），国内厂商已经完全取代国际同行；但在高性能金属磁粉芯领域（如铁镍合金系列），全球市场主要由美磁、昌星、铂科新材、东睦科达等少数几家生产厂商占有。随着碳化硅和氮化镓技术的发展，电力电子向高频化发展有了进一步提升空间，这对金属磁粉芯的高频特性提出更高的要求，也为金属磁粉芯在某些应用场景下取代铁氧体提供了更多的可能性，下一代高频低损耗金属磁粉芯是SMC行业新的增长点。

从需求端看，全球软磁材料市场增长迅速。以中国软磁材料市场为例，据中国磁性材料器件行业协会数据，2018年中国软磁市场总需求量达到41.5万吨，同比增长7.3%。据华经产业研究院，由于电子、电信和汽车等下游产业的持续增长，2022年至2027年全球软磁材料市场将以8.3%的年均复合增长率增长，预计到2027年全球软磁市场将达到438亿美元。

2027年全球软磁市场规模将达到438亿美元

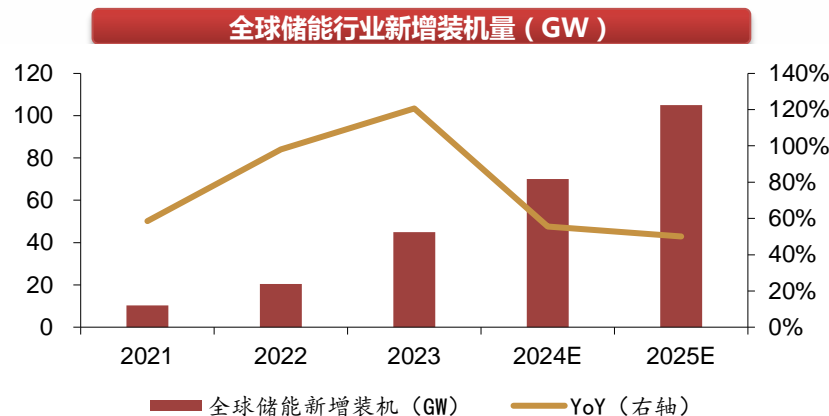
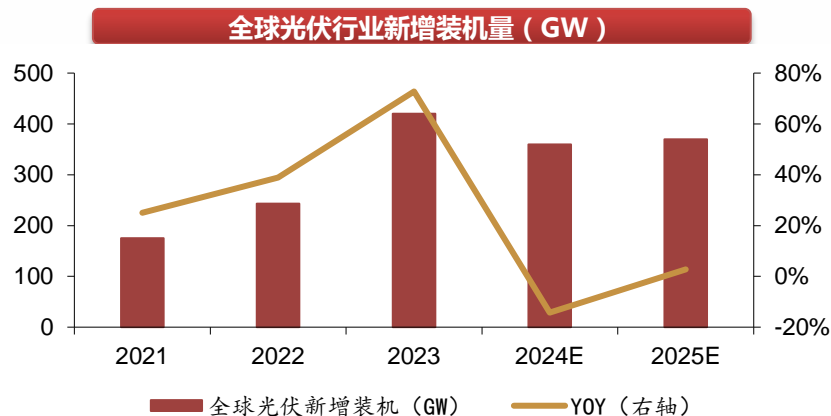




## 4.1 光储逆变器高增速，金属软磁粉将充分受益

全球光储装机量快速增长，带动合金软磁材料需求放量。据CPIA预测，2024、2025全球光伏新增装机分别为360/386GW；据根据CNESA、亿欧智库预测，2025年全球储能新增装机量有望达到105GW。

根据产业信息网数据，每GW合金软磁材料用量约为200吨，我们预计2024-2025年全球光储合金软磁材料需求量分别为7.6、9.1万吨，2024-2025年光储用软磁整体将呈现过剩格局。



数据来源: CPIA, Wind, 西南证券整理

数据来源: CNESA, 亿欧智库, 西南证券整理

**2023-2025年全球光储合金软磁材料需求预测**

		2021	2022	2023	2024E	2025E
光伏	中国光伏新增装机 (GW)	53	86	217	61	40
	YoY		62%	152%	-72%	-34%
	中国新增装机量占全球	30%	35%	52%	17%	11%
	全球光伏新增装机 (GW)	175	243	420	360	370
	YOY		39%	73%	-14%	3%
	全球逆变器新增装机量 (GW)	218.75	303.75	525	450	462.5
	组串式占比	66%	68%	70%	72%	75%
	合金软磁材料用量 (吨/GW)	200	200	200	200	200
储能	合金软磁材料需求 (万吨)	2.9	4.1	7.4	6.5	6.9
	全球储能新增装机 (GW)	10.3	20.4	45	70	105
	YOY		98%	121%	56%	50%
	全球逆变器新增装机量 (GW)	19	29	41	55	106
	合金软磁材料用量 (吨/GW)	200	200	200	200	200
合金软磁材料需求 (万吨)	0.4	0.6	0.8	1.1	2.1	
合金软磁材料需求合计 (万吨)		3.3	4.7	8.2	7.6	9.1

www.swsc.com.cn

数据来源: IEA, CPIA, 西南证券整理

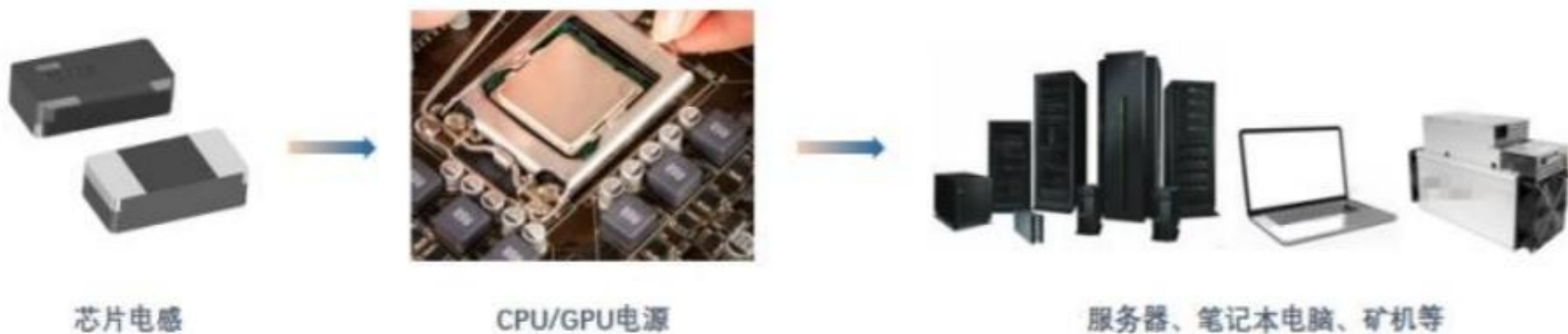
## 4.1 AI算力提升拉动GPU需求量增长，芯片电感用软磁前景可期

芯片电感起到为GPU、CPU、ASIC、FPGA等芯片前端供电的作用，而金属软磁材料制成的芯片电感由于具有小型化、耐大电流的特性，更加适用于人工智能、自动驾驶、服务器、通讯电源、笔记本电脑、矿机等大算力应用场景，市场前景非常广阔。

(1) 随着芯片制程的不断微型化并开始向3纳米迈进，芯片电压越来越低，对芯片供电模块的核心元件芯片电感提出了更高的要求。前期主流的芯片电感主要采用铁氧体材质，但随着电源模块的小型化、低电压、大电流的发展趋势，铁氧体材料受限于其饱和磁通密度低等条件制约，已经很难满足后续发展需求，而基于金属软磁材料开发的芯片电感具有低电压、大电流、小体积的优势，更加符合未来大算力的应用需求。

(2) 随着5G、AI和IOT时代的到来，仅靠云计算中心集中存储、统一计算或集中式的模式已经无法满足终端设备对于时效、容量、算力的需求。云边端协同方案的出现，越来越多的算力需求下沉到边缘和终端，意味着会需要更多的大算力芯片，以及更多的芯片电感等元件提供算力支撑。

### 芯片电感应用领域



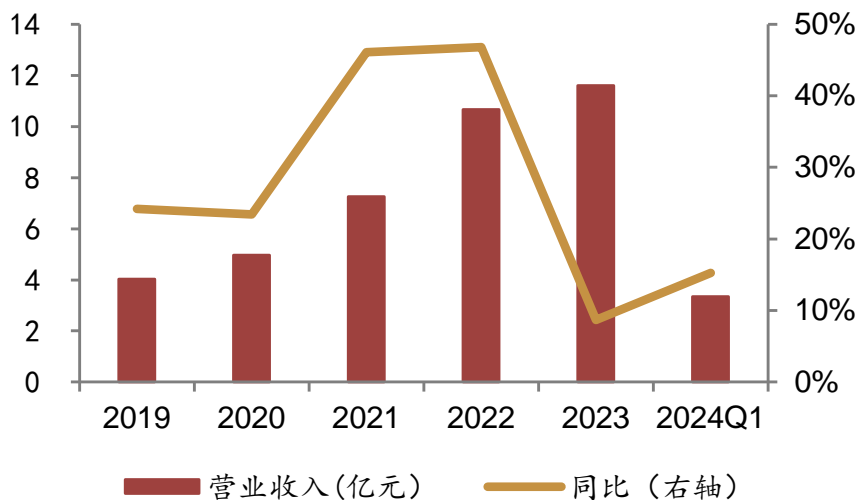
# 相关标的：铂科新材

公司主要从事金属软磁粉、金属软磁粉芯及芯片电感等磁元件的研发、生产和销售，产品被广泛应用于光伏、新能源汽车及充电桩、储能、AI、变频空调、消费电子等领域。

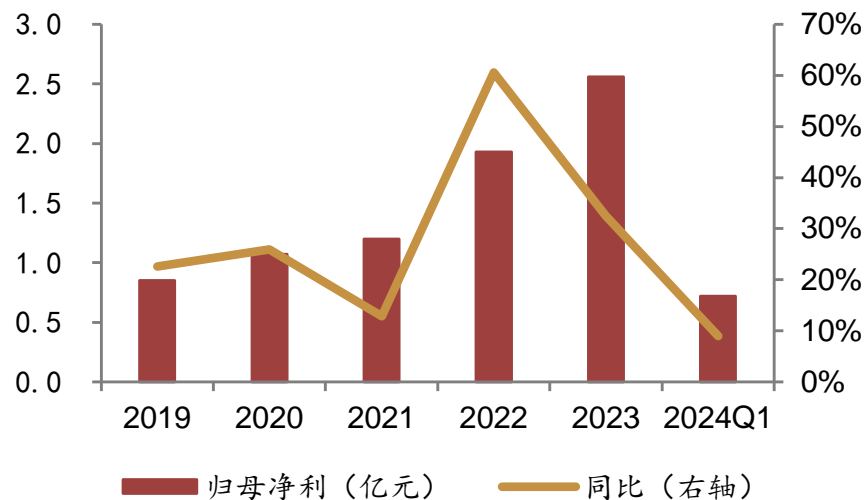
**芯片电感量产元年，打开公司第三成长曲线。**公司持续加速芯片电感自动化生产线的建设，计划到今年年底可实现产能约500万片/月，明年将根据市场需求情况继续扩充到1000-1500万片/月。未来，随着公司金属软磁粉芯的稳步发展，芯片电感开始量产进入高速发展的快车道，金属软磁粉末产能及市场认可度的提升，公司的三条增长曲线模型构建日趋成熟。

**风险提示：**新项目建设或不及预期风险，原材料波动风险，新业务拓展或不及预期风险。

### 2019年-2024Q1公司营收及同比



### 2019年-2024Q1公司归母净利润及同比



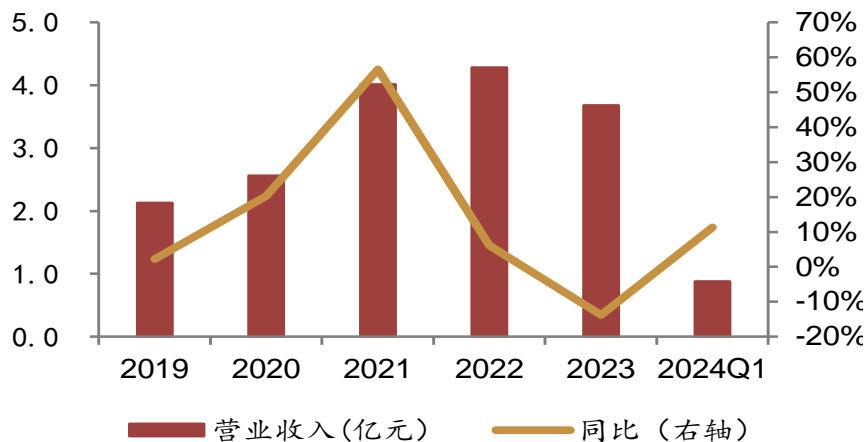
# 相关标的：悦安新材

公司以**羰基铁粉+雾化合金粉**双轮驱动，稳居细粉市场龙头。2024年Q1净利率18.7%，同比-2pp，公司高附加值产品比例不断提升，盈利能力持续改善。公司目前公司羰基铁粉产能约5200吨，年产6000吨羰基铁粉等系列产品项目（一期）已投产，后续将逐步释放产能。

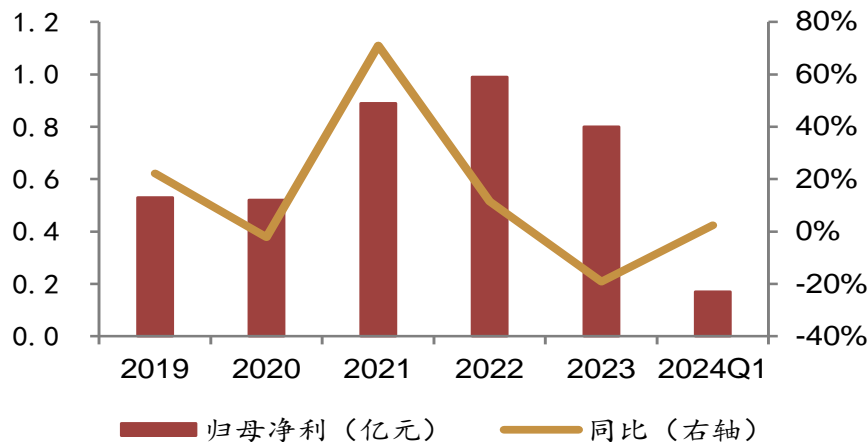
**3D打印需求有望爆发，助力公司打造新成长曲线。**2022年3D打印全球市场规模已达180亿美元，3D打印金属粉末平均采购单价从312元/kg下降至近年来的188元/kg,设备核心零部件成本也有所下降。在应用端，荣耀、苹果等头部企业积极推动3D打印制造的批量生产，在头部客户与设备厂商的闭环推动下，有望实现3D打印在工业产品的批量突破。随着成本下降，3D打印应用将加速进入1到N阶段，未来有望在汽车、模具、消费电子、机器人等领域持续提升应用范围的广度与深度，工业级需求有望全面爆发，将为公司带来新的成长曲线。

**风险提示：**原材料价格大幅波动风险，技术风险，市场竞争加剧风险，项目建设或不及预期风险。

### 2019年-2024Q1公司营收及同比



### 2019年-2024Q1公司归母净利润及同比



# 目录

---

1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

2 分母端铜金银：数据和政策真空期，短期回调为中长期留足机会

3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 先进新材料：新质生产力驱动半导体芯片，金属新材料将受益

5 新能源相关：估值底部，关注底部反弹机会

6 投资建议

7 风险提示

## 5.1 锂：资源端供应多元化，澳非矿山和南美盐湖增量明显

2022-2024年锂供给（折合碳酸锂当量）总量分别为72.4/100.2/127.7万吨，YOY+32%/38%/27%，其中国外矿山（澳洲+非洲）2024年锂供应增速+30%，国内矿山（川矿）2024年锂供应增速+70%，南美盐湖2024年锂供应增速+39%，国内盐湖2024年锂供应增速+7%，锂云母2024年锂供应增速+11%。

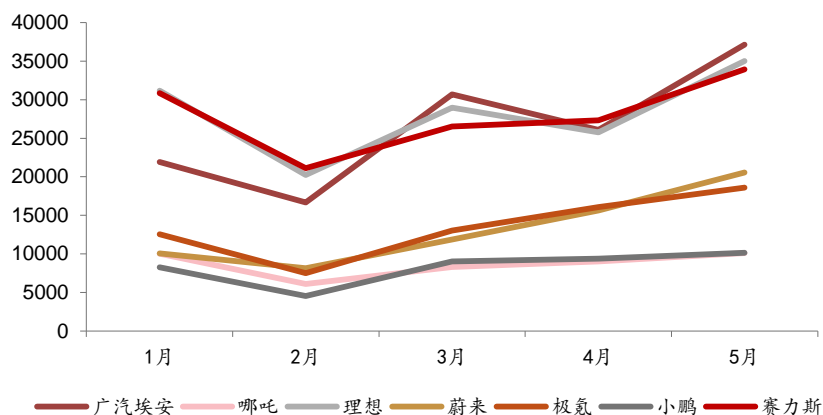
2021-2024年全球锂供应情况（万吨LCE）

	2021	2022	2023	2024E
国外矿山	20.1	26.3	37.6	48.9
中国矿山	2	2	2.5	4.3
南美盐湖	18.0	25.4	30.3	42.2
国内盐湖	7.5	8.6	14.3	15.3
锂云母	7.2	10.0	15.4	17.1
总计	<b>54.7</b>	<b>72.4</b>	<b>100.2</b>	<b>127.7</b>
YOY	-	32%	38%	27%

## 5.1 锂：新能源汽车增速和渗透率预期下滑，锂需求曲线将趋于平缓

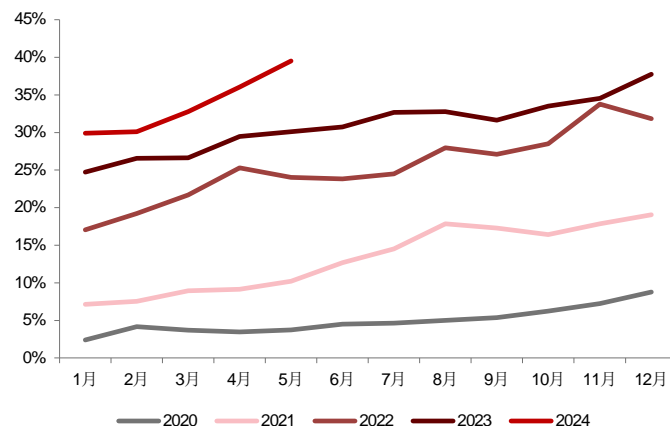
新能源汽车及储能行业发展迅速，目前中国新能源汽车整体渗透率已超过30%。市场普遍预计2024年单纯依靠市场自发需求驱动，国内新能源车需求增速或出现下滑，动力电池锂需求增速将放缓。考虑到电化学储能高增速以及消费电子持续复苏，我们假设2024年储能和消费电子领域增速分别为30%、10%。综上，我们预计2024年全球锂需求总量为115.1万吨LCE，同比+18%。

新能源汽车部分车企2024年至今交付量（辆）



数据来源：wind，西南证券整理

中国新能源汽车渗透率



数据来源：wind，西南证券整理

2018-2024年全球锂需求情况（万吨LCE）

	2021	2022	2023	2024E
全球新能源车锂需求	25.9	36.0	50.0	62.6
储能锂需求	3.0	4.2	5.4	7.0
消费电子锂需求	6.1	6.3	6.5	7.1
传统应用	14.4	15.2	15.9	17.5
其他	10.0	14.2	20.0	21.0
总计	59.4	75.8	97.8	115.1
YOY		63%	28%	29%



## 5.1 锂：24年供应过剩加剧，产能逐步出清

中长期看，新能源汽车渗透率已超过30%，动力电池装车量增速放缓，海外澳矿供应稳定且大多为成熟矿山，可随时放量，预计2024年将出现12.5万吨LCE的供给过剩，成本最右侧产能将陆续出清，行业有望见底回暖。

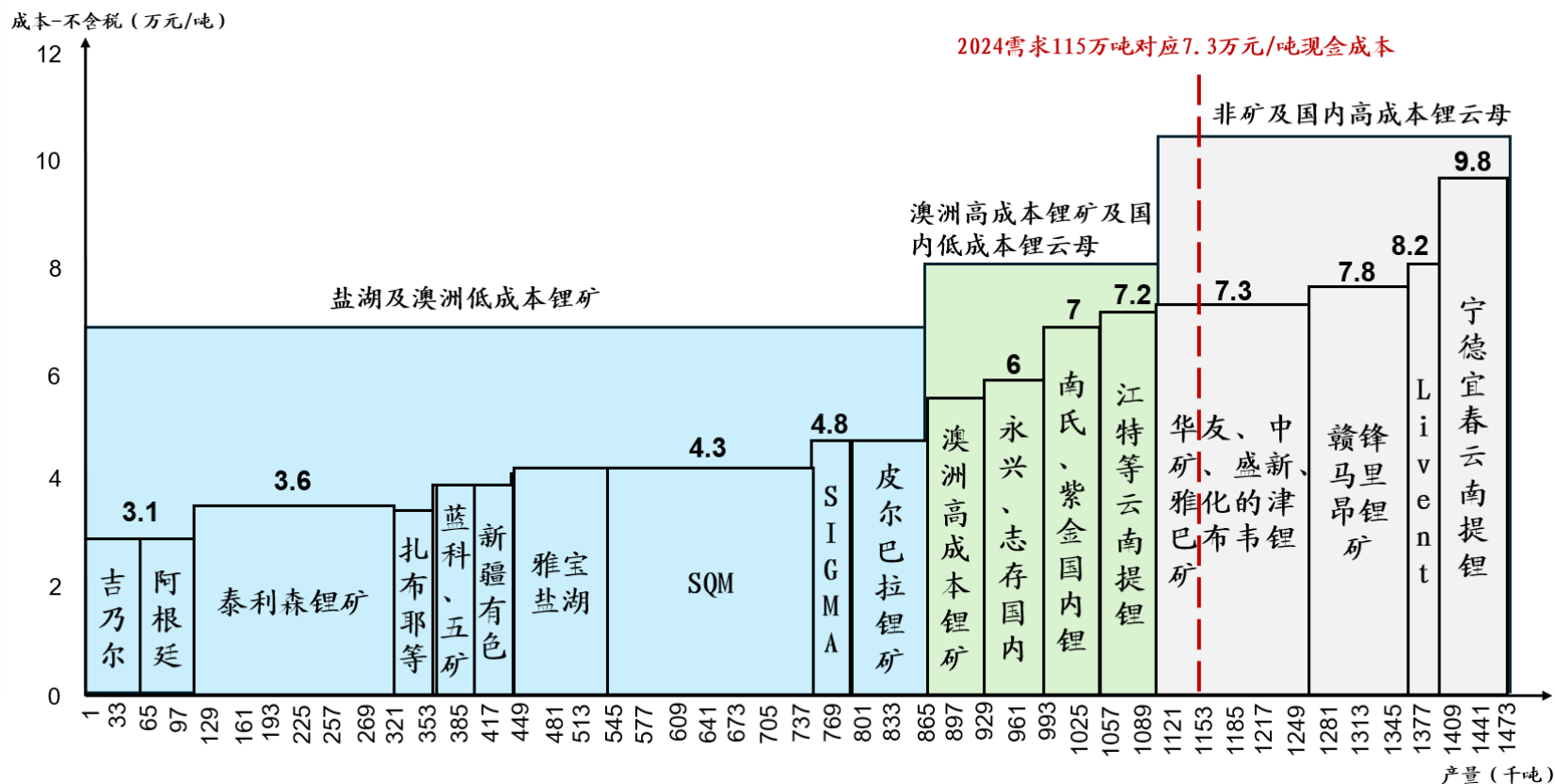
2021-2024全球锂供需情况（万吨LCE）

	2021	2022	2023	2024E
供给端				
国外矿山	20.1	26.3	37.6	48.9
中国矿山	2	2	2.5	4.3
南美盐湖	18.0	25.4	30.3	42.2
国内盐湖	7.5	8.6	14.3	15.3
锂云母	7.2	10.0	15.4	17.1
总计	54.7	72.4	100.2	127.7
需求端				
新能源汽车	25.9	36.0	50.0	62.6
储能电池	3.0	4.2	5.4	7.0
消费电子	6.1	6.3	6.5	7.1
传统应用	14.4	15.2	15.9	17.5
其他	10.0	14.2	20.0	21.0
总计	59.4	75.8	97.8	115.1
供需缺口/过剩 (-/+)	-4.7	-3.4	2.4	12.5



## 5.1 锂价估值：24年锂价中枢10万元/吨，成本曲线最右端产能出清

2023年碳酸锂价格中枢约为25万元/吨，基于上文供需平衡预测，2024年我们判断碳酸锂均价回落至10万元/吨附近。长期看，锂盐成本最右侧产能将陆续出清，行业有望见底回暖。



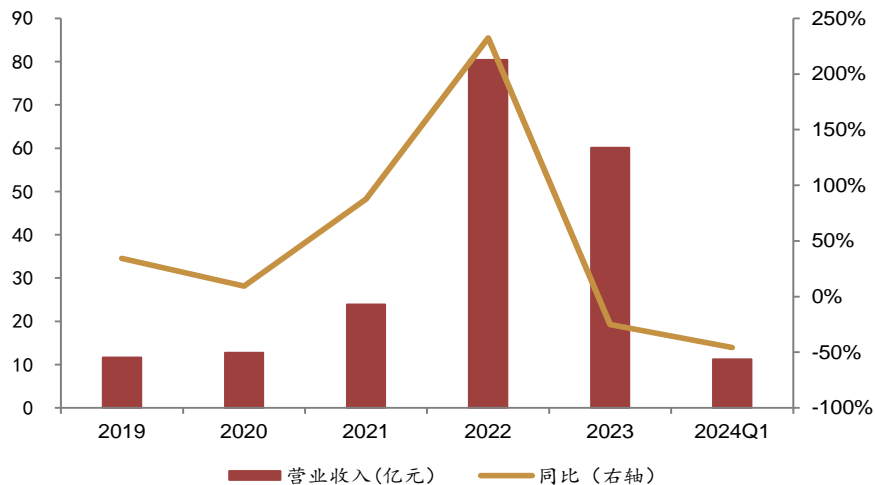
# 相关标的：中矿资源

资源自给率持续提升，盈利能力增强。公司 Bikita 200万吨/年（透锂长石）改扩建工程项目和200万吨/年（锂辉石）建设工程项目开始试生产，公司锂资源自给率大幅提高。

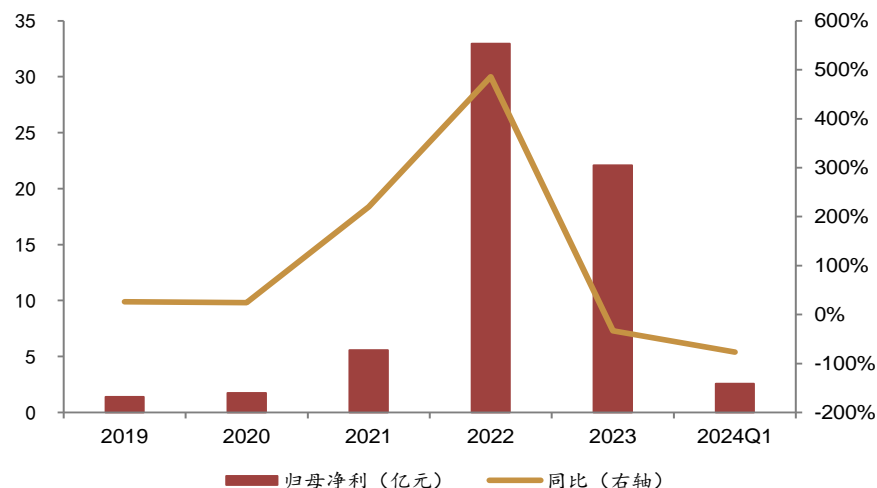
公司持续提高锂矿资源自给率并继续扩大新能源原料生产产能，逐步实现资源完全自给。公司现有年产2.5万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂产能和年产6000吨电池级氟化锂产能，同时正新建年产3.5万吨高纯锂盐项目，已于2023年四季度建成投产，公司拥有合计6.6万吨/年电池级锂盐的产能。公司Bikita矿山锂辉石精矿粉开始发运回国，以供给公司正在建设的3.5万吨电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂生产线原料需求。除此之外，Bikita矿山的透锂长石改扩建生产线持续生产中，所生产的透锂长石精矿持续不断运输到达国内。随着公司资源自给率不断提升以及锂盐产能不断释放，公司业绩有望持续改善。

**风险提示：**海外政策变动风险，在建项目或不及预期风险，下游需求或不及预期风险。

### 2019年-2024Q1公司营收及同比



### 2019-2024Q1公司归母净利润及同比



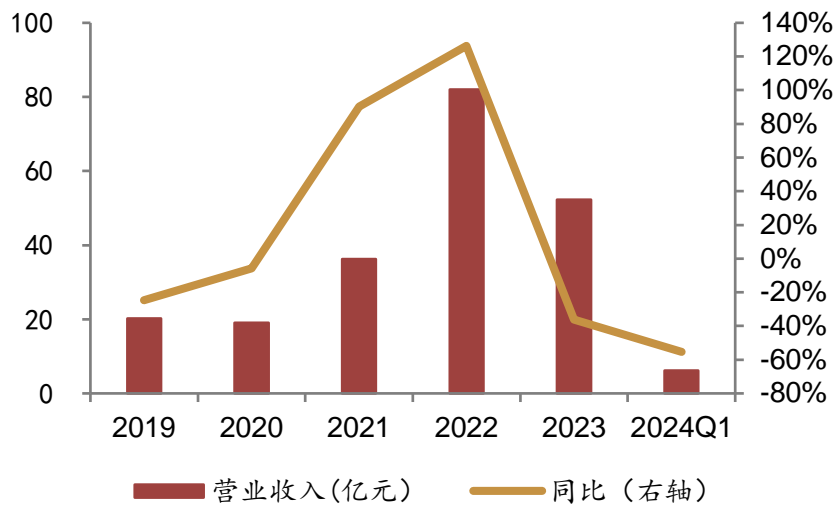
# 相关标的：藏格矿业

公司聚焦钾锂主业，在保证青海察尔汗盐湖钾锂稳产的基础上，在国内外持续寻求钾锂矿产资源的储备与开发，持续推进矿产资源的开发进度，提升增强产能的资源储备。

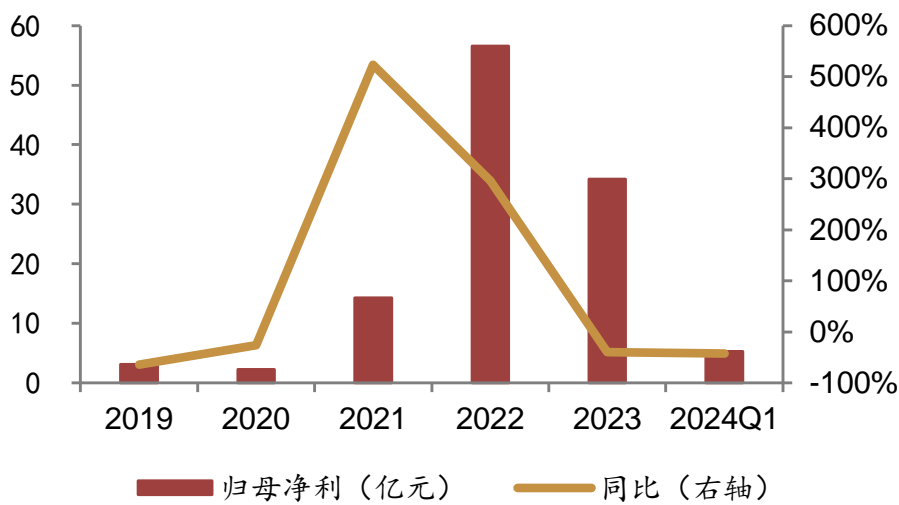
**远期成长可期。**1) 公司现有1万吨电碳产能，麻米措盐湖规划10万吨碳酸锂产能，一期5万吨项目预计2024年年底投产；2) 钾肥：产能200万吨/年，2023年布局老挝两处钾盐矿，一期规划产能200万吨/年，投产后产能翻倍。3) 投资收益：巨龙铜业第二大股东，随着巨龙二、三期产能逐步释放，巨龙投资收益有望持续高速增长。

**风险提示：**产能释放或不及预期风险，下游需求或不及预期风险

### 2019年-2024Q1公司营收及同比



### 2019-2024Q1公司归母净利润及同比



# 目录

---

1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

2 分母端铜金银：数据和政策真空期，短期回调为中长期留足机会

3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 先进新材料：新质生产力驱动半导体芯片，金属新材料将受益

5 新能源相关：估值底部，关注底部反弹机会

6 投资建议

7 风险提示

## 6 投资建议

展望2024H2：我们建议把握四条主线。

- **主线一：分母端PE扩张。**铜金板块推荐未来两年黄金业务具有成长性的稳健性标的**银泰黄金（000975.SZ）**；持续增储扩产，资源优势突出标的**山东黄金（600547.SH）**。推荐玉龙铜矿远期有增量，盐湖盈利安全垫高的**西部矿业（601168.SH）**；铜资源自给率大幅提升标的**铜陵有色（000630.SZ）**；铜板块业绩弹性突出标的**洛阳钼业（603993.SH）**。相关标的：多元布局铜、金、锂矿资源的龙头企业**紫金矿业（601899.SH）**。
- **主线二：分子端EPS改善。**铝锡钨锑板块推荐电解铝合规产能有上限叠加煤炭高弹性的**神火股份（000933.SZ）**；一体化优势加深，海外布局助力远期成长的天山铝业（002532.SZ）；全球锡行业龙头**锡业股份（000960.SZ）**；锡产能大幅放量的成长性标的**兴业银锡（000426.SZ）**；光伏细钨丝快速放量的**厦门钨业（600549.SH）**。相关标的：双碳背景下，再生铝远期竞争优势凸显的**明泰铝业（601677.SH）**，受益于氧化铝涨价和一体化优势明显的**中国铝业（601600.SH）、中国宏桥（1378.HK）**，充分受益于锡锑涨价和资产注入有预期差的**华锡有色（600301.SH）**。
- **主线三：新质生产力风险偏好提升。**磁性材料和先进金属材料推荐高端汽车电子连接器国产替代，持续放量的**博威合金（601137.SH）**；下游光储逆变器用软磁粉持续景气，芯片电感受AI驱动，需求空间广阔的**铂科新材（300811.SZ）**。相关标的：羰基铁粉降本空间较大，高频化打开需求场景的**悦安新材（688786.SH）**；AI驱动，新材料大有可为的**云南锗业（002428.SZ）、天通股份（600330.SH）**，PM技术实力雄厚，积极布局光储SMC材料的**东睦股份（600114.SH）**。
- **主线四：新能源标的底部反弹机会。**锂板块建议关注资源禀赋较好的**天齐锂业（002466.SZ）**；一体化布局的**赣锋锂业（002460.SZ）**；资源自给率提升弹性较大，积极布局铜资源的中矿资源（002738.SZ）、**雅化集团（002497.SZ）**；远期钾锂产能大幅提升的成长性标的**藏格矿业（000408.SZ）**；镍板块有以量换价、一体化优势凸显的**华友钴业（603799.SH）**。

## 6 投资建议

### 重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	股价（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600547.SH	山东黄金	27.38	持有	0.52	0.86	1.21	57	34	24
000630.SZ	铜陵有色	3.61	买入	0.21	0.31	0.36	18	13	11
000960.SZ	锡业股份	15.49	买入	0.86	1.42	1.71	17	10	8
601168.SH	西部矿业	17.95	买入	1.17	1.63	1.67	18	13	12
000426.SZ	兴业银锡	13.58	买入	0.53	1.03	1.27	25	13	10
000933.SZ	神火股份	20.23	买入	2.62	2.78	2.95	8	7	7

数据来源：Wind，西南证券。注：股价数据截至2024年6月28日

# 目录

---

- ◆ 1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位
- ◆ 2 分母端铜金银：数据和政策真空期，短期回调为中长期留足机会
- ◆ 3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视
- ◆ 4 先进新材料：新质生产力驱动半导体芯片，金属新材料将受益
- ◆ 5 新能源相关：估值底部，关注底部反弹机会
- ◆ 6 投资建议
- ◆ 7 风险提示

## 7 风险提示

---

- 经济复苏不达预期风险。
- 行业产能投放过快风险。
- AI板块估值过高风险。





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，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	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	卞黎昀	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	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	lmtyf@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	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn