

标配（下调）

工业金属铜铝专题报告

短期宏观与基本面双施压，淡季效应逐步显现

2024年7月26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

- **海外衰退预期在短期施压铜铝价格，国内期待大会后刺激政策加快落地显效。**7月17日，美联储发布经济状况褐皮书，表示由于即将到来的大选、地缘政治及通胀的不确定性，预计未来半年美国经济增长将会放缓。美国大选的政策变动和全球经济发展的不明朗性，使得海外经济衰退的预期再度增强，或造成后续工业生产活动减少，在短期对顺周期较强的工业金属形成压制。而近日，美国初请失业金人数的增加以及Markit制造业PMI数据再度跌入收缩区间，进一步强化了美联储降息预期，据联邦基金期货价格显示，9月降息的概率已提升至90%以上。另一方面，三中全会后，针对工业、制造业等领域的刺激政策有望加快落地显效，叠加近期地产政策持续优化，铜铝等原材料需求在中长期或逐步提升。
- **铜：冶炼费持续低迷，供需紧平衡下铜价得到底部支撑。**一方面，铜具备一定金融属性，美联储货币政策通过影响美元指数继而影响铜价。另一方面，中国是全球精炼铜最大的生产及消费国家，我国经济政策对铜市预期有较强影响。当下，尽管铜精矿供给收缩的预期依然存在，传统消费淡季的到来影响了下游需求，铜现货价格再度走低。三月以来中国精炼铜产量因停产检修有所减少，但目前冶炼厂商停产检修基本结束，部分厂商为追赶产量目标进程，扩大冶炼产能及利用率，使得国内6月精炼铜产量同比增加，预计7月精炼铜的供给量将继续提升，铜价在短期预期再度承压。而持续处于低位的TC价格，使得上游铜精矿供给的担忧犹存，未来产业链供给端再度趋紧的可能性依然较高。
- **铝：电解铝运行产能维持高位，下游淡季效应显现，铝价短期承压。**2024年以来，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。因7-8月为铝市传统消费淡季，下游需求表现不佳，铝加工企业多以刚需采购为主，且产业链面临原铝供给增多的影响，使得目前铝现货价格处于持续贴水状态。当下市场情绪偏谨慎，下游消费提振亟待刺激政策落地显效。后续进入四季度，因云南枯水季以及汽车消费旺季的到来，届时铝价或将企稳回升。
- **投资建议。**总体来看，在短期因海外经济衰退预期叠加7-8月金属消费淡季的到来，使得铜铝价格双双承压。而美联储降息预期的进一步提升，以及三中全会后刺激政策有望加快落地显效，中长期铜铝价格或再度走高。建议关注具备产量增长优势的紫金矿业（601899）、西部矿业（601168）、天山铝业（002532）；以及新材料细分领域龙头的豪美新材（002988）、西部材料（002149）、铂科新材（300811）。
- **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. 行情回顾	5
2. 铜	6
2.1 宏观与基本面双重施压，铜价震荡回落	6
2.1.1 铜现货价格再度走低	6
2.1.2 铜期货价格震荡回落	7
2.2 铜行业供给端	8
2.2.1 冶炼费持续低位，铜精矿紧缺预期增强	8
2.2.2 累库速度渐缓，亟待下游需求提速	10
2.3 铜行业需求端	11
2.3.1 新能源用铜有望持续景气	12
2.3.2 电子行业景气渐起，对铜材需求逐步回升	12
2.3.3 家用电器出口提速	13
2.3.4 新能源汽车产销双旺，提升铜材需求	14
2.3.5 地产刺激政策仍有加码空间	15
3. 铝	16
3.1 淡季效应显现，铝价承压	16
3.2 原铝供应量持续充足	17
3.2.1 铝土矿及氧化铝	17
3.2.3 电解铝	19
3.3 当前铝需求端多以刚需采购为主	20
3.3.1 交通运输用铝	21
3.3.2 能源用铝	22
3.3.3 地产及其他用铝需求	23
4. 投资建议	24
5. 风险提示	25

插图目录

图 1：申万行业涨跌幅情况（%，截至 6 月 30 日）	5
图 2：平水铜现货升贴水（元/吨）	6
图 3：平水铜平均价格（元/吨）	6
图 4：LME 铜(现货/三个月)升贴水（美元/吨）	6
图 5：LME 铜现货结算价（美元/吨）	6
图 6：洋山铜溢价（美元/吨）	7
图 7：COMEX 交易所 1 号铜非商业多空头寸（张）	7
图 8：COMEX 铜价（美分/磅）	7
图 9：LME 铜价（美元/吨）	8
图 10：上期所铜价（元/吨）	8
图 11：铜精矿粗炼费（美元/干吨）	8

图 12 : 中国精炼铜产量 (万吨)	9
图 13 : 中国精炼铜进口数量 (万吨)	9
图 14 : 全国主要精炼铜企业产能利用率 (%)	9
图 15 : 国内铜矿月度产量 (万吨)	9
图 16 : LME 铜库存 (万吨)	10
图 17 : SHFE 阴极铜库存 (万吨)	10
图 18 : 国内铜社会库存 (万吨, 不含保税区)	10
图 19 : 上海保税区铜库存 (万吨)	10
图 20 : 全国铜生产企业产能利用率 (%)	11
图 21 : 废铜铜杆企业产能利用率 (%)	11
图 22 : 中国精炼铜下游消费结构 (%)	11
图 23 : 电源工程投资完成额累计值 (亿元)	12
图 24 : 电网工程投资完成额累计值 (亿元)	12
图 25 : 中国集成电路产量 (万块)	13
图 26 : 全球智能手机出货量及环比增速 (千部, %)	13
图 27 : 全球 PC 出货量及环比增速 (千台, %)	13
图 28 : 空调产量当月值 (万台)	14
图 29 : 冰箱产量当月值 (万台)	14
图 30 : 洗衣机产量当月值 (万台)	14
图 31 : 家用电器出口数量 (万台)	14
图 32 : 2022 年以来国内新能源汽车产销量 (万辆)	15
图 33 : 2020 年以来房屋施工面积累计同比 (%)	15
图 34 : 2020 年以来房屋新开工面积累计同比 (%)	15
图 35 : 商品房、商品住宅销售面积累计同比 (%)	16
图 36 : 70 个大中城市新建商品住宅及二手住宅价格指数同比 (%)	16
图 37 : A00 铝锭现货升贴水 (元/吨)	16
图 38 : A00 铝锭现货平均价 (元/吨)	16
图 39 : LME 铝 (现货/三个月) 升贴水 (美元/吨)	17
图 40 : LME 铝现货结算价 (美元/吨)	17
图 41 : 上期所铝期货收盘价 (元/吨)	17
图 42 : LME 铝期货收盘价 (3 个月电子盘, 美元/吨)	17
图 43 : 国内铝土矿 (55-60%) 平均价 (元/吨)	18
图 44 : 国内铝土矿月度产量 (万吨)	18
图 45 : 进口铝土矿消费量 (万吨)	18
图 46 : 国产铝土矿消费量 (万吨)	18
图 47 : 氧化铝平均价 (元/吨)	18
图 48 : 氧化铝月度产量 (万吨)	18
图 49 : 全国电解铝建成、运行产能 (万吨)	19
图 50 : 电解铝月度产量 (万吨)	19
图 51 : 全国电解铝社会库存 (万吨)	19
图 52 : 电解铝产能利用率 (%)	19
图 53 : 铝型材月度开工率 (%)	20
图 54 : 铝板带月度开工率 (%)	20
图 55 : 铝箔月度开工率 (%)	20
图 56 : 铝杆月度开工率 (%)	20
图 57 : 铝材月度产量 (万吨)	21

图 58 : 铝型材月度产量 (万吨)	21
图 59 : 中国汽车月度产量 (万辆)	21
图 60 : 中国汽车月度产量 (万辆)	21
图 61 : “十四五”大型清洁能源基地布局示意图	22
图 62 : 中国风电新增装机容量 (万千瓦)	23
图 63 : 中国光伏新增装机容量 (万千瓦)	23
图 64 : 房地产竣工面积累计同比 (%)	23
图 65 : 社会消费品零售总额 (亿元)	23

表格目录

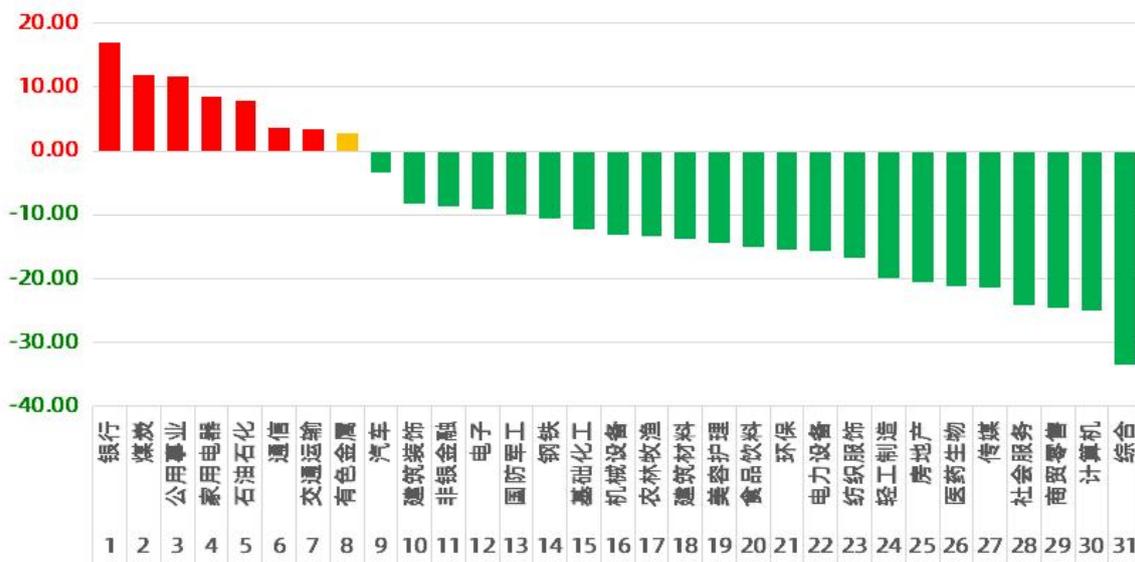
表 1 : 有色金属行业各子板块涨跌幅 (%)	5
表 2 : 重点公司盈利预测 (截至 7 月 25 日收盘价)	25

1. 行情回顾

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，工业金属铜、铝等盈利能力快速提升。进入二季度，尽管全球金属实际需求不及预期，旺季成色不强，但美国各项通胀数据指向降温，提升美联储降息预期，使得铜铝价格在 4-5 月继续攀升。5 月底以来，宏观影响逐步转向基本面驱动，铜铝市下游初加工企业多以刚需订单为主，而中上游冶炼企业库存较多，供强需弱，致使工业金属价格出现不同程度下滑。2024 年上半年，申万有色金属行业上涨 2.72%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 8，其中工业金属板块上涨 19.30%。

宏观层面，7 月 17 日，美联储发布经济状况褐皮书，表示由于即将到来的大选、地缘政治局势及通胀的不确定性，预计未来半年美国经济增长将会放缓。美国大选的政策变动和全球经济发展的不明朗性，使得海外经济衰退的预期再度增强，对顺周期较强的工业金属形成压制。基本面来看，二季度旺季成色不佳，且 7-8 月淡季效应的影响逐步显现，叠加产业链中上游库存较多的影响，7 月以来，工业金属价格进一步趋于下跌。

图 1：申万行业涨跌幅情况（%，截至 6 月 30 日）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

表 1：有色金属行业各子板块涨跌幅（%）

代码	名称	上半年涨跌幅	7月截至7月24日涨跌幅
801053.SL	贵金属	21.65	7.08
801055.SL	工业金属	19.30	-8.49
801054.SL	小金属	0.65	-8.34
801051.SL	金属新材料	-17.84	-6.47
801056.SL	能源金属	-33.35	-5.21

数据来源：iFind，东莞证券研究所

2. 铜

2.1 宏观与基本面双重施压，铜价震荡回落

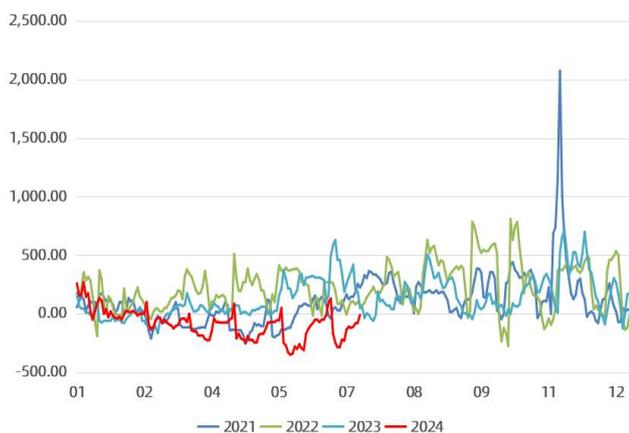
铜具备较强金融属性，美联储货币政策通过影响美元指数继而影响铜价。另一方面，中国是全球精炼铜最大的生产及消费国家，我国经济政策对铜市预期有较强影响。

2.1.1 铜现货价格再度走低

铜的现货价格可以通过升水铜、平水铜、湿法铜及洋山铜溢价等进行观察。其中，升水铜实行升水交割，其纯度最高，符合高纯阴极铜的标准；平水铜按标准级交割，其价格与当前现货市场价格接近；湿法铜通过湿法冶金工艺炼铜，纯度稍低，价格相对较低；洋山铜溢价指待报关进入上海的品牌精炼铜交易溢价。

尽管铜精矿供给收缩的预期依然存在，7-8月消费淡季的到来影响了铜市下游需求，铜现货价格再度走低。截至7月24日，平水铜报贴水50元/吨，平水铜均价收于74655元/吨，LME铜现货报贴水119.29美元/吨，LME铜现货价格收于9052.50美元/吨，洋山铜仓单溢价报25美元/吨，提单溢价报28美元/吨。

图 2：平水铜现货升贴水（元/吨）



数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

图 3：平水铜平均价格（元/吨）



数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

图 4：LME 铜（现货/三个月）升贴水（美元/吨）



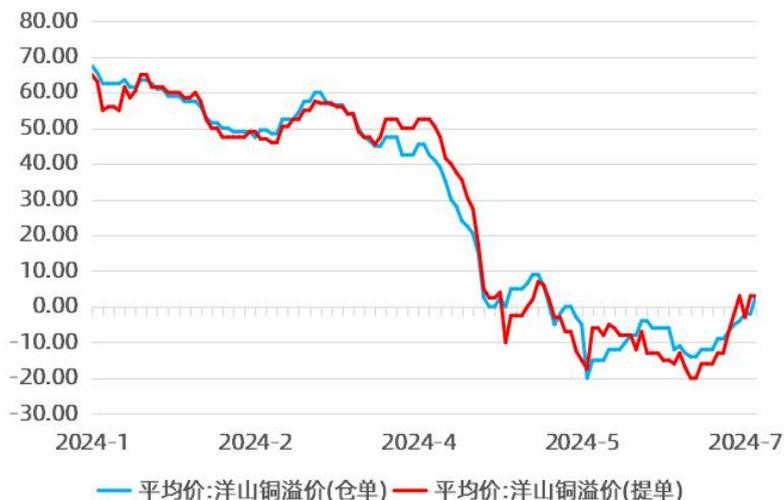
数据来源：iFind，LME，东莞证券研究所

图 5：LME 铜现货结算价（美元/吨）



数据来源：iFind，LME，东莞证券研究所

图 6：洋山铜溢价（美元/吨）



数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

2.1.2 铜期货价格震荡回落

期货价格方面，由于美国大选前的政策变动叠加全球经济发展的不明朗性，美联储褐皮书表示下半年美国经济增速或将放缓，铜期货价格趋于震荡回落。因美联储将继续实行数据依赖的策略，后续议息会议的决定，仍将决定未来铜价的大方向。

截至 7 月 24 日，COMEX 铜价收于 414.35 美分/磅，较 7 月初下降 28 美分，COMEX 交易所 1 号铜非商业净多头持仓数为 58900 张，较 7 月初上涨 9677 张；LME 铜价收于 9290 美元/吨，上期所阴极铜价格收于 76740 元/吨，均较 7 月初有所回落。

图 7：COMEX 交易所 1 号铜非商业多空头寸（张）

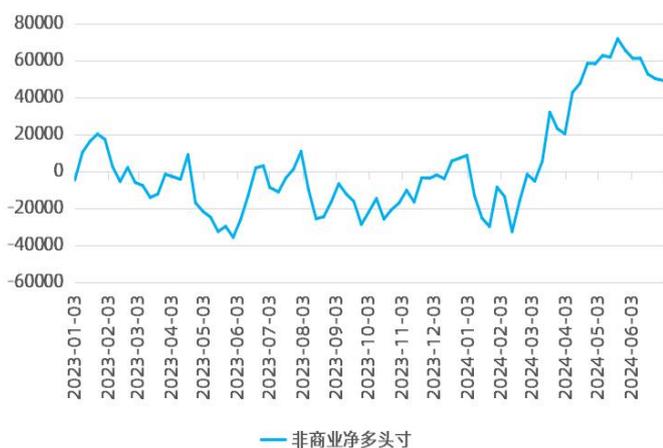


图 8：COMEX 铜价（美分/磅）



数据来源：iFind，CFTC，东莞证券研究所

数据来源：iFind，COMEX，东莞证券研究所

图 9：LME 铜价（美元/吨）



图 10：上期所铜价（元/吨）



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

2.2 铜行业供给端

2.2.1 冶炼费持续低位，铜精矿紧缺预期增强

利益冲突、环保争端，铜矿供给扰动不断。自 2023 年 11 月巴拿马铜矿停产以来，全球铜矿端的环保问题、利益冲突以及矿石资源老化等影响因素再度显现，并使得全球铜矿供给趋紧的预期开始攀升。而冶炼费持续低位，进一步推升了精矿供给紧缺的预期。

图 11：铜精矿粗炼费（美元/干吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

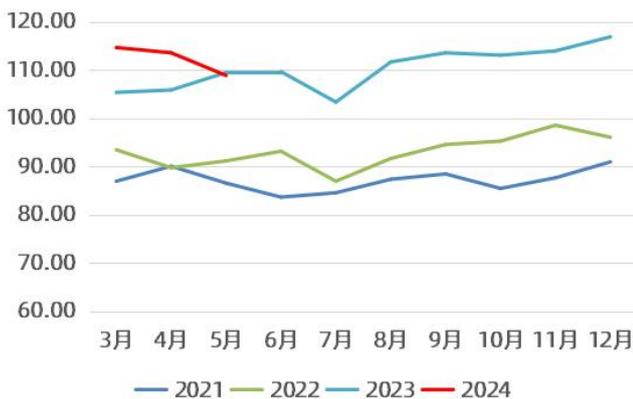
TC 价格持续低位，冶炼厂盈利难保证。据上海有色网新闻，6 月 27 日智利铜矿商 Antofagasta 与中国冶炼厂就 2025 年 50% 的铜精矿供应量的长单 TC/RC 敲定为 23.25 美元/干吨以及 2.325 美分/磅。尽管该长协订单签订的价格高出当前接近 0 的 TC 价格，但较 2023 年 88 美元/干吨的长协价格已大幅下降。由于铜矿供应商通常在供给预期紧

缩时，会倾向压低精矿冶炼费用以维护自身利益，因此 Antofagasta 就 2025 年 TC/RC 的下调可以反映出对未来精矿短缺的预期，对后续 TC/RC 走势及精矿供应量有一定参考意义。7 月 10 日，CSPT（中国铜原料联合谈判组）召开季度会议，敲定 2024 年第三季度铜精矿现货 TC 指导价为 30 美元/干吨。然而 TC 价格仅小幅上行，使得冶炼厂或依然面临难以盈利的风险。

近年来，我国精炼铜产量维持较高态势。2023 年国内精炼铜产量达到 1298.80 万吨，同比增加 17.40%；2024 年 6 月我国精炼铜产量为 112.8 万吨，同比增长 3.6%；1-6 月精炼铜产量为 667.2 万吨，同比增长 7.0%。尽管三月以来中国精炼铜产量因停产检修有所减少，但目前冶炼厂商停产检修基本结束，部分厂商为追赶产量目标进程，扩大冶炼产能及利用率，使得 6 月精炼铜产量同比增加，因此预计 2024 年第三季度精炼铜的供给量将继续提升，铜价在短期预期再度承压。

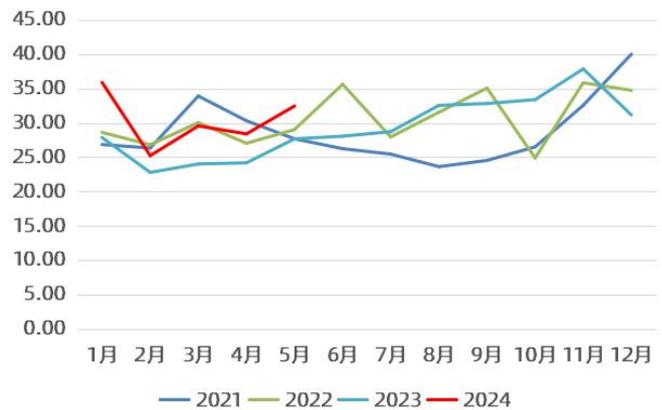
总体而言，目前精炼铜供应较为充足，铜价面临一定冶炼端过剩的压力。而持续处于低位的 TC 价格，使得铜精矿紧缺的担忧犹存，随着铜精矿趋紧的预期逐步传导，未来产业链供给再度趋紧的可能性依然较高。

图 12：中国精炼铜产量（万吨）



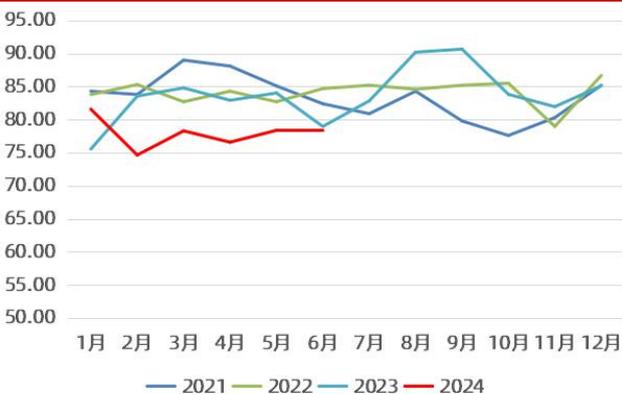
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 13：中国精炼铜进口数量（万吨）



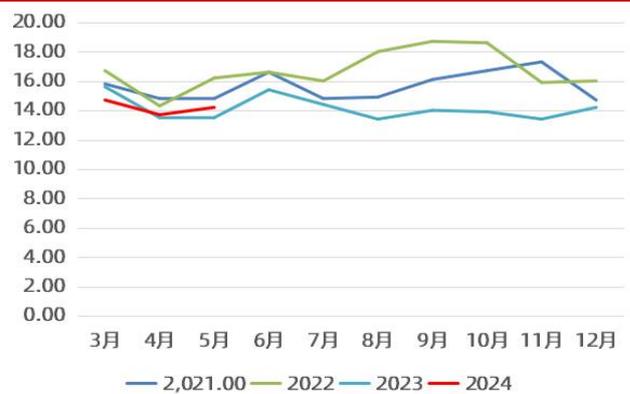
数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

图 14：全国主要精炼铜企业产能利用率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 15：国内铜矿月度产量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2.2.2 累库速度渐缓，亟待下游需求提速

由于 2023 年所签订冶炼费长协订单的保障，目前国内精炼铜厂商开工意愿尚可，前期停产检修的部分厂商已逐步开工。矿端趋紧，而冶炼端产量逐步增加，导致了国内精炼铜库存持续累积。

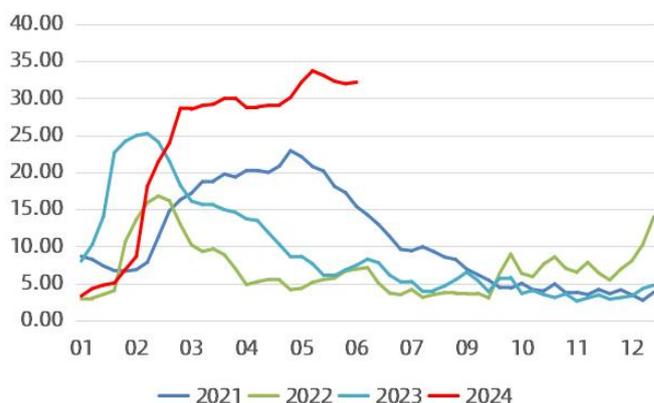
铜精矿产量与精炼铜的产量供给共同构成了铜行业的供给端，并影响铜价的走势，但在短期，二者之间并非绝对的正相关关系。精炼铜依赖铜矿作为原料，但其产量还受到冶炼技术、冶炼能力及冶炼成本等多重因素的影响。近年来，新能源、基建等领域加大了对铜的需求，然而上游的铜矿端因矿石品位下降、开采难度加大等问题，整体供应逐步趋紧，使得精炼铜厂商受到一定原料供应压力。因此，企业会通过库存调节、技术改良等改善生产能力，以避免因铜矿短缺造成的不利影响。中国是全球最大的精炼铜生产国家，然而因铜矿资源较为匮乏，使得精炼铜的产量变化要滞后于铜矿端的变化。然而，由于铜矿端对铜的定价起到较大影响，在长期，上游铜矿的供需影响会最终传导至精炼铜。

图 16: LME 铜库存 (万吨)



数据来源: iFind, LME, 东莞证券研究所

图 17: SHFE 阴极铜库存 (万吨)



数据来源: iFind, 上海期货交易所, 东莞证券研究所

图 18: 国内铜社会库存 (万吨, 不含保税区)



数据来源: iFind, 上海有色, 东莞证券研究所

图 19: 上海保税区铜库存 (万吨)



数据来源: iFind, 上海有色, 东莞证券研究所

图 20：全国铜生产企业产能利用率（%）

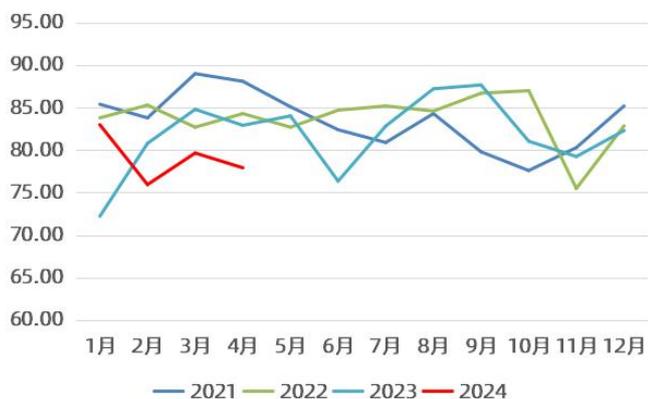
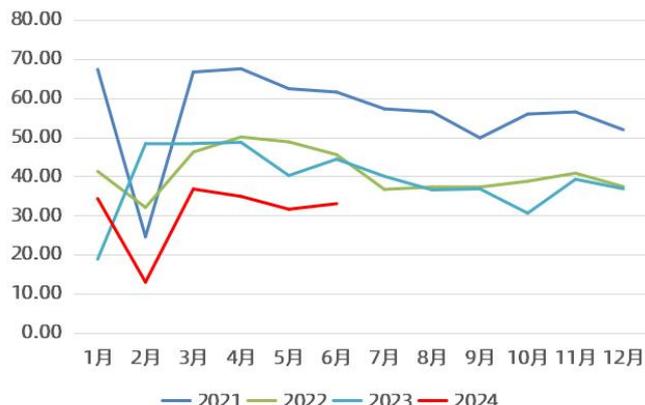


图 21：废铜铜杆企业产能利用率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

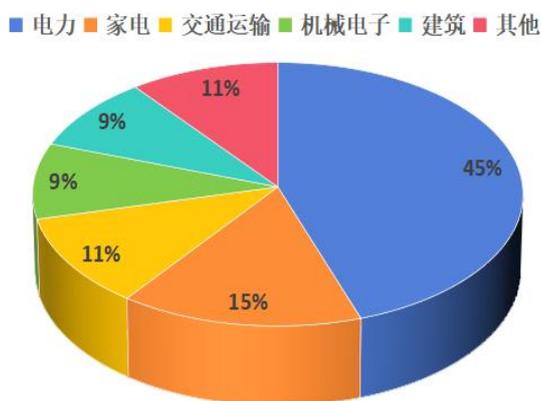
数据来源：iFind，东莞证券研究所

截至 7 月 22 日，LME 铜库存收于 23.14 万吨，较 7 月初上涨 5.14 万吨；上期所阴极铜库存收于 24.08 万吨，较 7 月初下降 0.97 万吨；国内铜社会库存收于 47.78 万吨，较 7 月初下降 4.1 万吨，其中上海保税区铜库存收于 10.27 万吨。

2.3 铜行业需求端

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得到了使用，当前由于铜价依然较高，抑制部分下游采购意愿，加工企业主要以刚需订单为主。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 9%，其中部分电力需求来自于房屋建设中电力设施。而当下由于建筑用铜的需求减弱，使得建筑及部分电力领域的铜材需求增速减缓。

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

2.3.1 新能源用铜有望持续景气

凭借着良好的导电性能，铜材在电力输送、电气工程中得到了大量的运用，包括电线电缆、电机、变压器和连接器等。随着新能源产业的蓬勃发展，风电、光伏等行业迎来了快速发展时期。铜在风电中的应用包括升压器、电缆、发电机及各式开关，海上风电装机因为需通过电缆将海上升压站与地面变电站连接，因此每 GW 的单位用铜量要高于陆上风电装机；光伏行业中使用铜材作为导电导热材料，光伏系统中连接器和支撑结构也广泛采用铜材。

2024 年 1-6 月，电源工程投资完成额累计达到 3441 亿元，累计同比增长 3.68%；电网工程投资完成额累计达到 2540 亿元，累计同比增长 23.66%。随着电力工程投资完成额的增长，铜在能源转型和电气化发展中的作用将继续凸显。

图 23：电源工程投资完成额累计值（亿元）

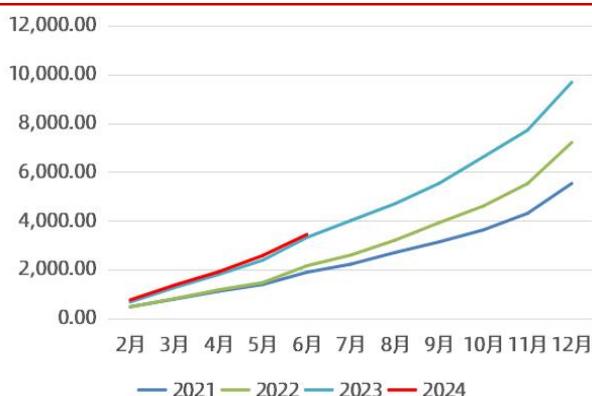
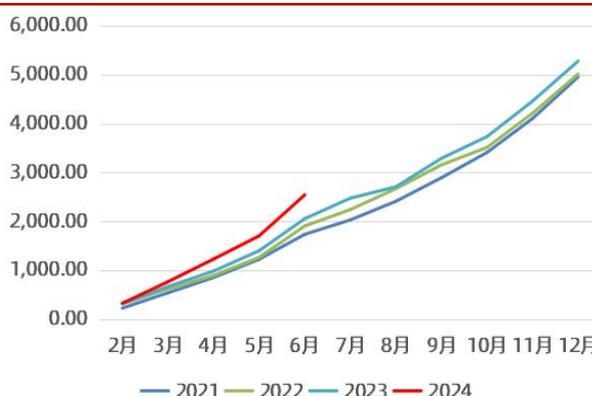


图 24：电网工程投资完成额累计值（亿元）



数据来源：iFind，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

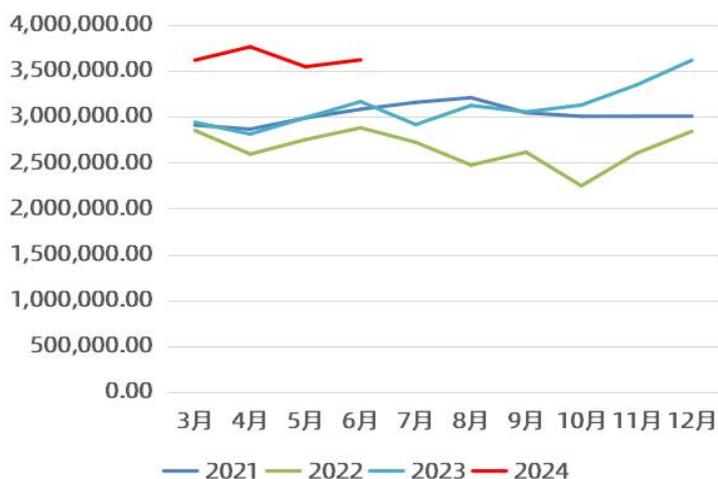
数据来源：iFind，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

2.3.2 电子行业景气渐起，对铜材需求逐步回升

铜在电子行业中的应用主要包括半导体集成电路，以及传统领域如电真空器件、印刷电路等。半导体集成电路中采用铜材作为互连线和引线框架，印刷电路中大量运用铜箔和铜基钎焊材料，电真空器件如发射管、渡导管、磁控管等需要使用无氧铜。消费电子产品一直是锂电池的主要应用场景，且主要使用 6 微米以上锂电铜箔。2024 年 6 月，中国集成电路产量为 362 亿块，同比增加 14.38%，环比增加 2.12%。智能手机及 PC 方面在 AI、个性化需求等因素推动下，市场需求有望逐步转暖，出货量提升之下将拉动对铜材的需求。

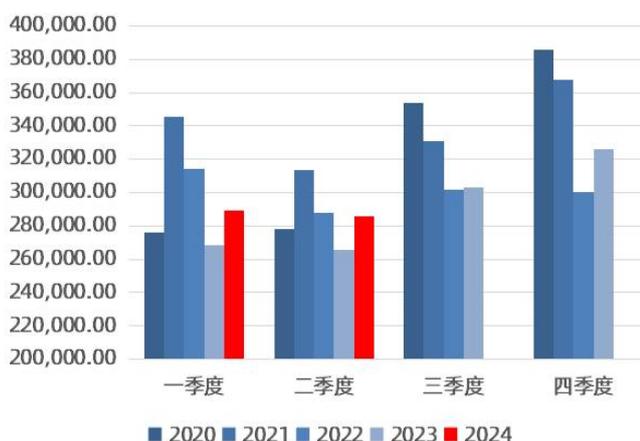
另一方面，英伟达最新一代 AI 芯片架构 Blackwell 的问世，使得高速铜缆连接概念引人注目。铜缆高速连接采用铜质线缆实现高速数据传输连接，GB200 芯片通过使用铜缆连接，大大提升了传输的效率和稳定性，确保了 AI 应用在网络通信作业中能够畅通无阻。根据光通信行业调研机构 LightCounting 的报告显示，作为服务器连接以及解耦合式交换机和路由器中的关键互联组件，高速铜缆的市场需求正在持续增长。该机构预测，从 2023 年至 2027 年，高速铜缆市场的复合增长率将达到 25%，到 2027 年，预计高速铜缆的出货量将达到 2000 万条，将为行业带来广阔的发展空间。

图 25：中国集成电路产量（万块）



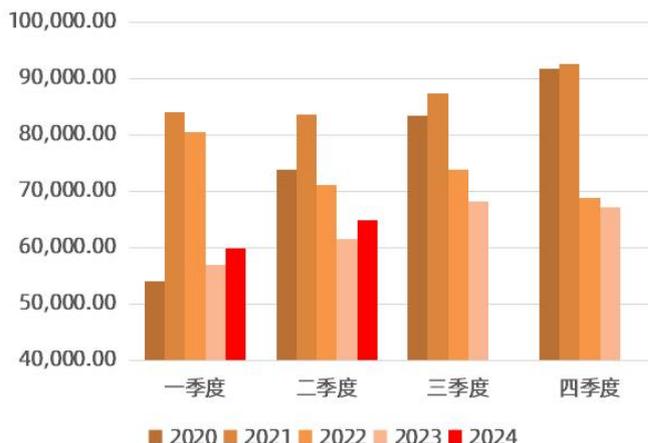
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 26：全球智能手机出货量及环比增速（千部，%）



数据来源：iFind，IDC，东莞证券研究所

图 27：全球 PC 出货量及环比增速（千台，%）



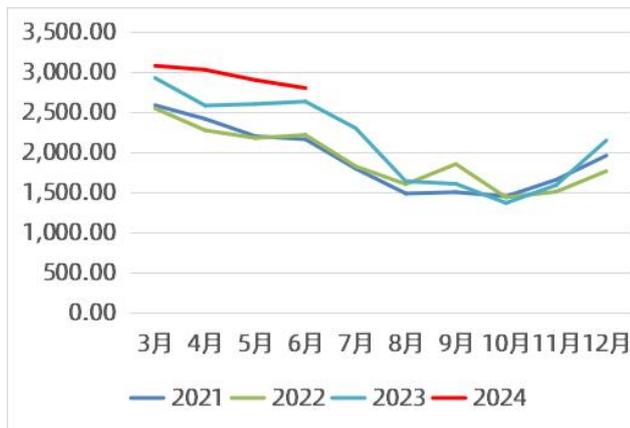
数据来源：iFind，东莞证券研究所

2.3.3 家用电器出口提速

家用电器同样是铜材应用的重要场景，2024 年以来，空调、冰箱、洗衣机等家电产量维持在较高水平。6 月空调产量为 2805.3 万台，同比增长 6.36%；冰箱产量为 871.77 万台，同比减少 0.37%；洗衣机产量为 815.67 万台，同比减少 1.79%。出口方面，2024 年以来，我国家用电器出口增速加快，6 月出口家用电器 40238 万台，同比增长 25.04%。

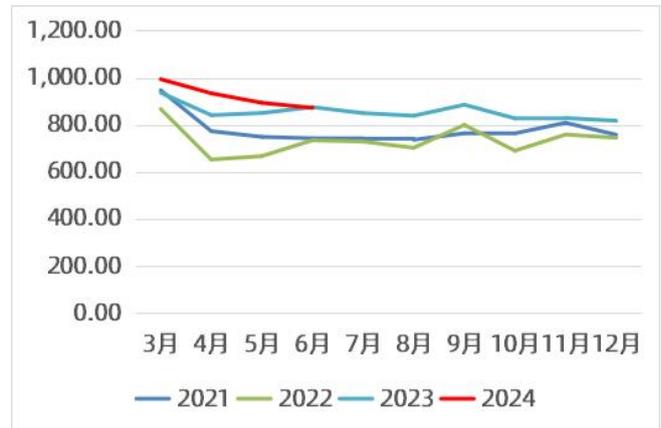
作为我国消费的四大金刚之一，国内的家电消费市场预计持续强劲，海外市场需求在美联储降息预期的大背景下或逐步提振，为我国家电企业的出口业绩提供一定保障，继而拉升对铜材的需求。

图 28：空调产量当月值（万台）



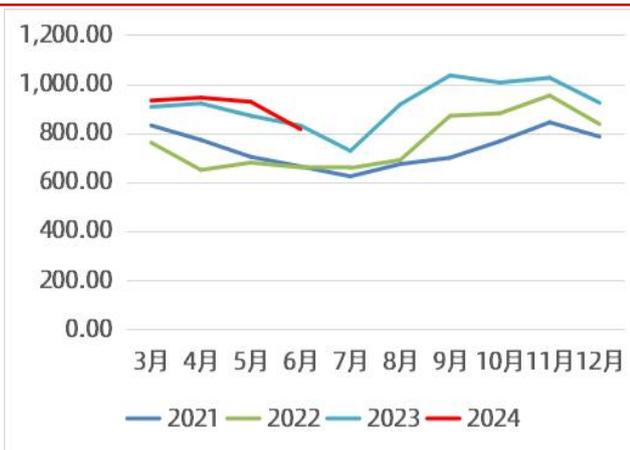
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 29：冰箱产量当月值（万台）



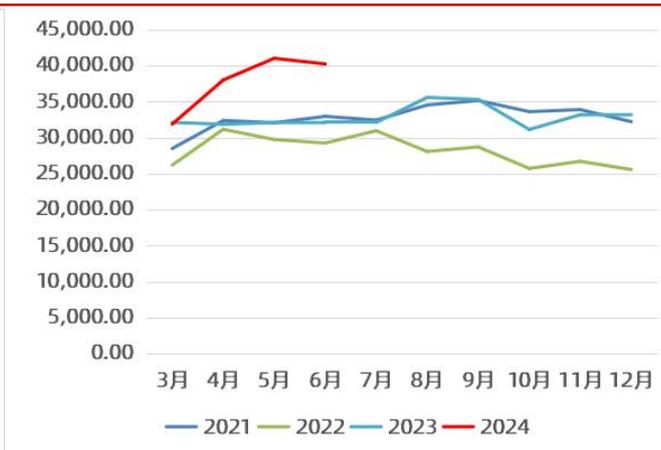
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 30：洗衣机产量当月值（万台）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 31：家用电器出口数量（万台）



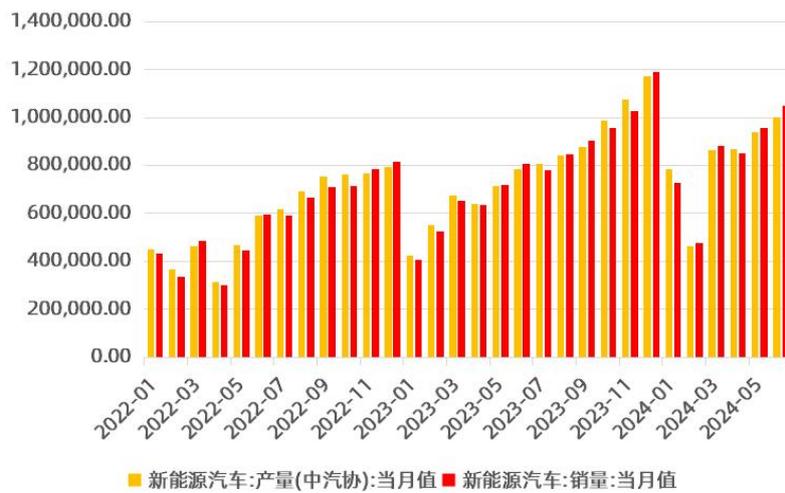
数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

2.3.4 新能源汽车产销双旺，提升铜材需求

汽车行业中，各类铜材产品主要应用于散热器、制动系统管路、齿轮轴承、电力系统、液压装置以及各类接头、配件等，根据不同汽车类型，每辆汽车用铜大约在 10-20 公斤之间。随着双碳进程在全球加速推进，锂电池的运用快速普及，锂电铜箔的需求大幅增长，而锂电池下游最大的应用领域即为新能源汽车。

在国家及各地政府政策的助推下，新能源汽车为整体汽车市场提供最大的消费增量，新能源汽车产销两旺，快速提振了汽车用铜的需求。根据中汽协数据，2023 年，新能源汽车产销量分别达到 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比增长 35.8%和 37.9%，市场占有率达到 31.6%。2024 年 1-6 月，新能源汽车累计产量 492.7 万辆，同比增长 30.07%，累计销量 494.3 万辆，同比增长 32%。

图 32：2022 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

2.3.5 地产刺激政策仍有加码空间

铜材除建筑领域中电力系统的使用外，在房屋的装饰装修、供水管道、燃气管道等同样得到大量使用。由于施工及新开工面积的持续下降，建筑用铜需求同样回落。2024 年以来，房地产政策以刺激楼市复苏为主，从一季度加大住房租赁金融支持、降低 LPR 等政策陆续出台，到二季度全国多地放开楼市限购政策，以及 4 月中央政治局会议提出要“消化存量房产”以及“优化增量住房”，对房地产市场起到一定提振作用。

2024 年 6 月，房屋施工面积累计同比-12%，降幅环比扩大 0.4 个百分点；房屋新开工面积累计同比-23.70%，降幅环比缩窄 0.5 个百分点；商品房销售面积累计同比-19%，降幅环比缩窄 1.3 个百分点。

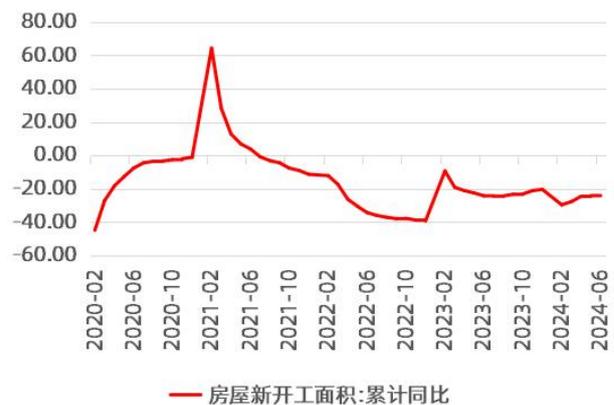
当前房地产板块依然呈现震荡走低态势，预计未来“消化存量房产”、“优化增量住房”、“放开限购”等仍将是刺激政策的主要方向。随着政策的加码发力，楼市基本面或逐步修复，其产业链上的各式铜材需求有望提升。

图 33：2020 年以来房屋施工面积累计同比（%）



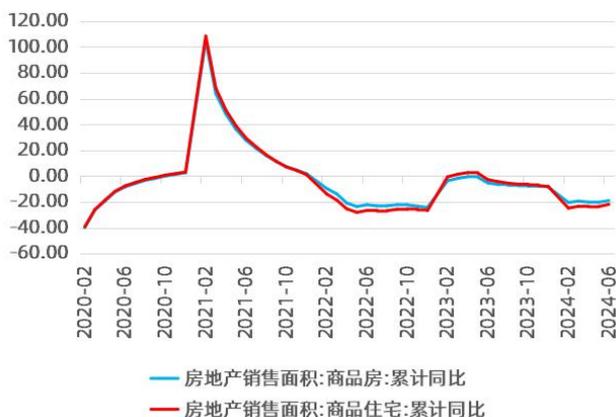
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 34：2020 年以来房屋新开工面积累计同比（%）



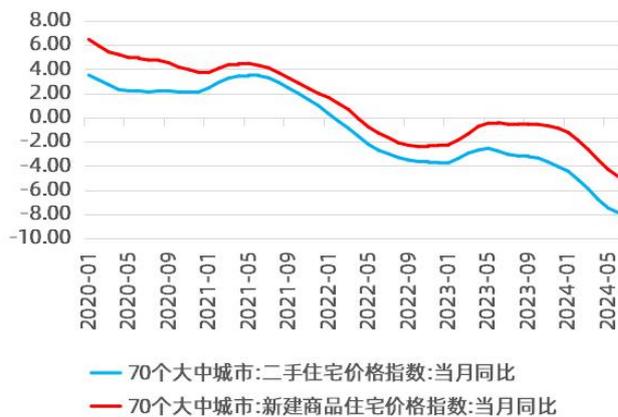
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 35：商品房、商品住宅销售面积累计同比（%）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 36：70 个大中城市新建商品住宅及二手住宅价格指数同比（%）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

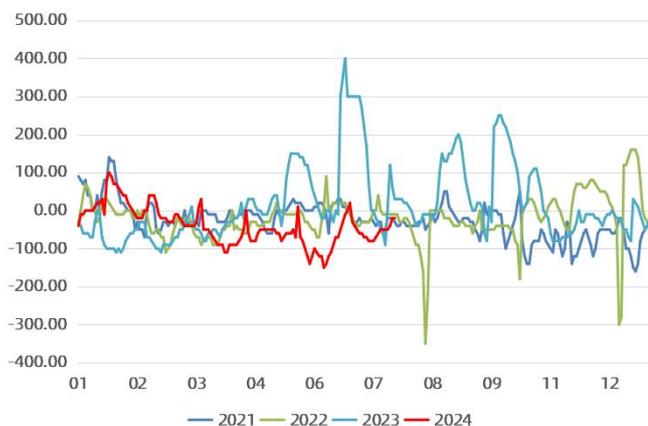
3. 铝

3.1 淡季效应显现，铝价承压

2024 年以来，在政策刺激及美联储降息预期发酵下，国内铝市经历低迷后逐步回暖，铝价先跌后涨。因 7 至 8 月为铝市传统消费淡季，下游需求表现不佳，使得目前铝现货价格处于持续贴水状态。当下市场情绪偏谨慎，铝初加工企业多以刚需订单采购为主，下游消费提振亟待刺激政策加快落地显效。

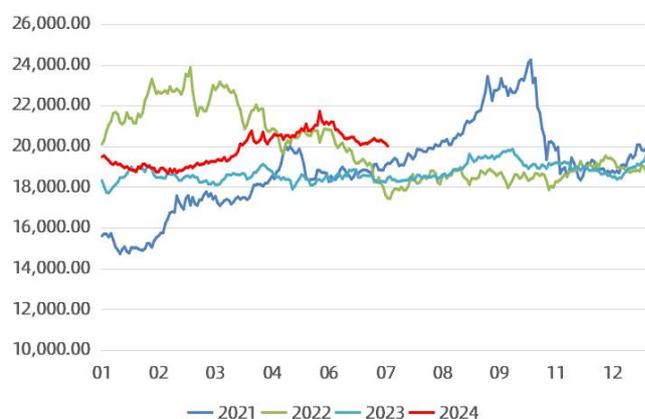
现货价格方面，截至 7 月 25 日，A00 铝锭现货价格收于 19010 元/吨，较 7 月初下降 1100 元，报贴水 50 元/吨；LME 铝现货价格收于 2259 美元/吨，较 7 月初下降近 240 美元，报贴水 57.53 美元。

图 37：A00 铝锭现货升贴水（元/吨）



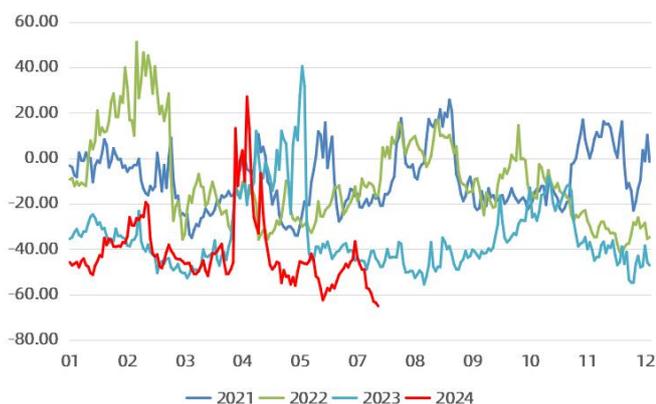
数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

图 38：A00 铝锭现货平均价（元/吨）



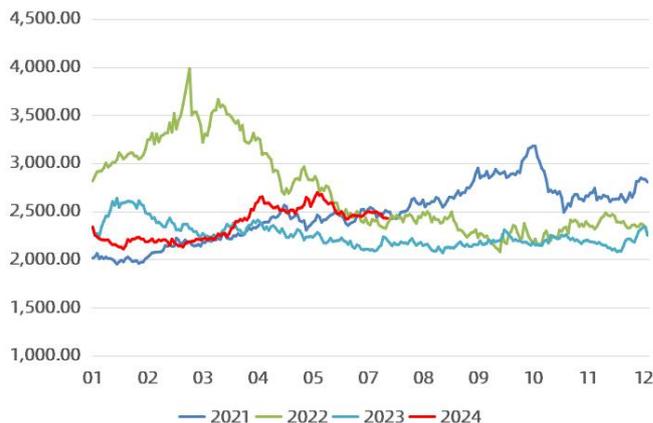
数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

图 39: LME 铝 (现货/三个月)升贴水 (美元/吨)



数据来源: iFind, LME, 东莞证券研究所

图 40: LME 铝现货结算价 (美元/吨)



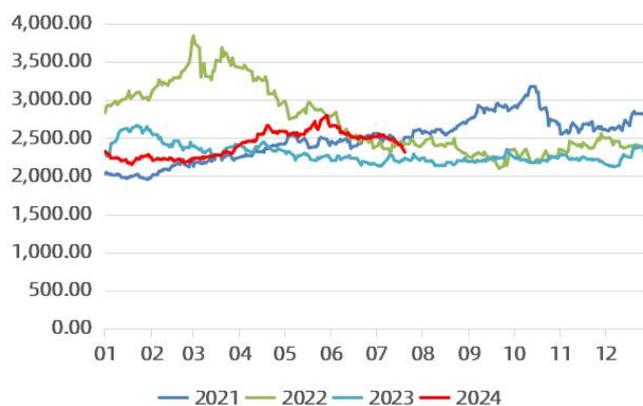
数据来源: iFind, LME, 东莞证券研究所

图 41: 上期所铝期货收盘价 (元/吨)



数据来源: iFind, 上海期货交易所, 东莞证券研究所

图 42: LME 铝期货收盘价 (3 个月电子盘, 美元/吨)



数据来源: iFind, LME, 东莞证券研究所

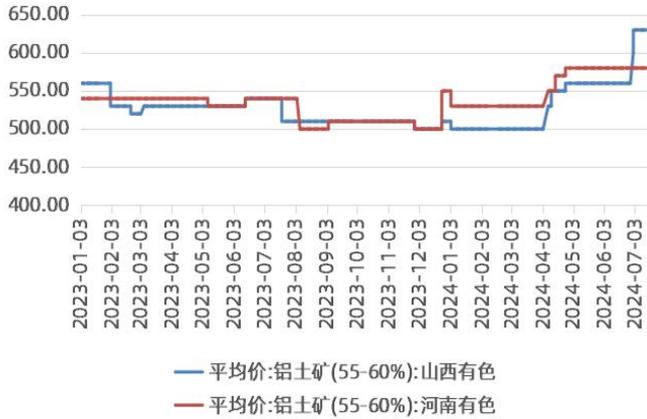
3.2 原铝供应量持续充足

3.2.1 铝土矿及氧化铝

铝土矿。由于我国铝土矿储量较低, 国产铝土矿难以满足下游需求, 因此, 中国需要大量的从海外进口铝土矿。2023 年国内铝土矿产量为 9300 万吨, 同比增加 3.3%, 进口矿共计 14165 万吨, 同比增加 12.7%, 我国铝土矿对外依存度进一步提升, 主要进口来自几内亚和澳大利亚的铝土矿。从铝土矿消费量看, 2023 年中国铝土矿消费量接近 2 亿吨, 进口铝土矿消费量占比超过 6 成。考虑到国内矿山开采及复产进程面临一定不确定性, 且几内亚政治局势仍有不稳定因素, 铝土矿供给或出现阶段性偏紧局面。

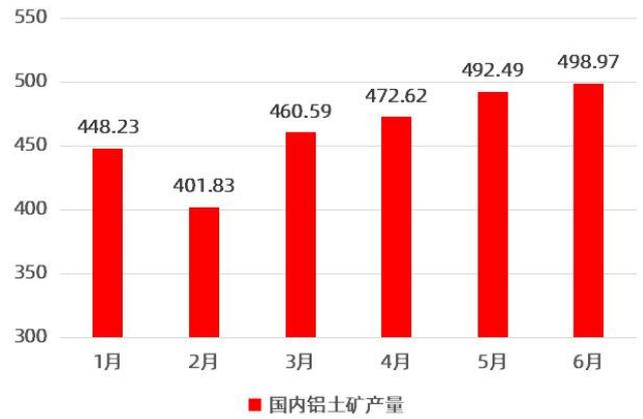
氧化铝。回顾上半年, 一方面因铝土矿供应出现阶段性偏紧, 另一方面电解铝企业备货意愿积极, 运行产能提升, 供弱需强, 使得氧化铝价格得到提振。三季度内蒙古、云南等地仍有新增电解铝项目, 电解铝产能利用率或进一步提升, 而由于铝土矿国内及海外供应均有一定不确定性, 预计氧化铝价格或小幅增长。截至 7 月 22 日, 国内氧化铝平均价收于 3912 元/吨, 较月初上涨三元, 较年初上涨 764 元。

图 43: 国内铝土矿 (55-60%) 平均价 (元/吨)



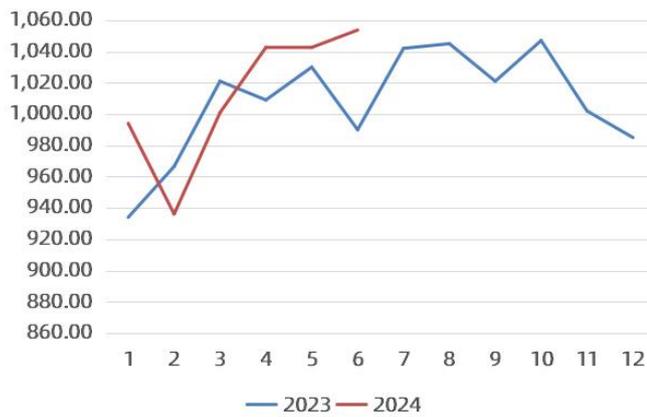
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 44: 国内铝土矿月度产量 (万吨)



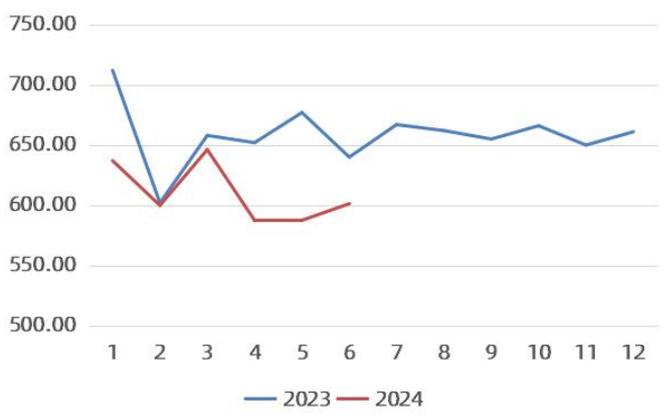
数据来源: iFind, SMM, 东莞证券研究所

图 45: 进口铝土矿消费量 (万吨)



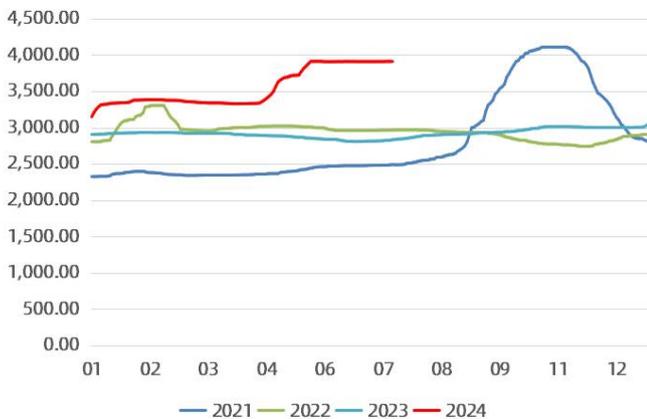
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 46: 国产铝土矿消费量 (万吨)



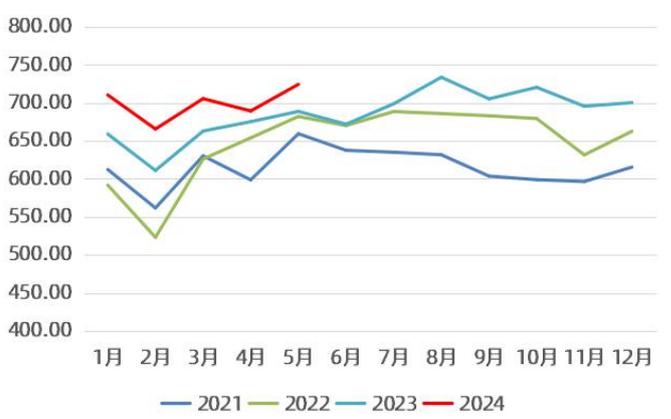
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 47: 氧化铝平均价 (元/吨)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 48: 氧化铝月度产量 (万吨)



数据来源: iFind, 国家统计局, 东莞证券研究所

3.2.3 电解铝

随着国内环保政策趋严，产能出清及产能置换加快落实，电解铝行业的 4500 万吨年产能“天花板”愈发明确。2023 年中国电解铝产量为 4159 万吨，同比增长 3.61%。截止 2024 年 6 月，国内建成电解铝产能 4494.7 万吨，运行产能 4336.40 万吨，产能利用率达到 96.35%。

此前二季度随着复产铝企的增多，以及开工率的回升，使得电解铝供应量持续攀高，产能利用率随之提升，6 月国内电解铝产量达到 366.60 万吨，同比增长 6.11%。三季度随着电力供应改善及冶炼厂增产意愿较强，预计电解铝供应将持续充足，截至 7 月 22 日，全国电解铝社会库存达到 79.2 万吨。

图 49：全国电解铝建成、运行产能（万吨）

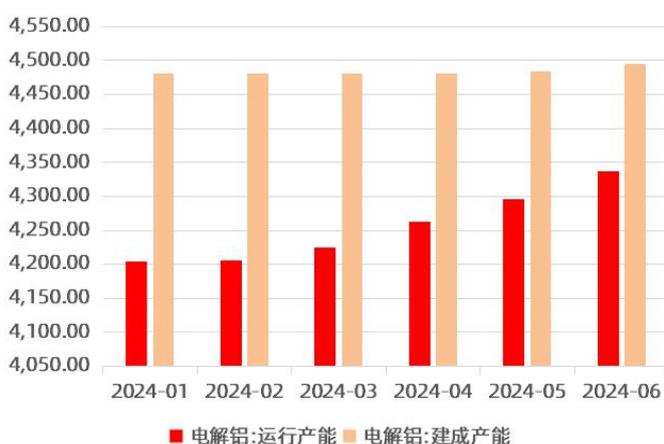
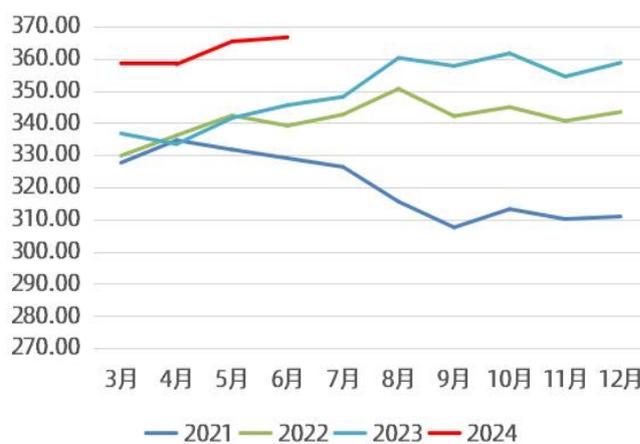


图 50：电解铝月度产量（万吨）



数据来源：iFind，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 51：全国电解铝社会库存（万吨）

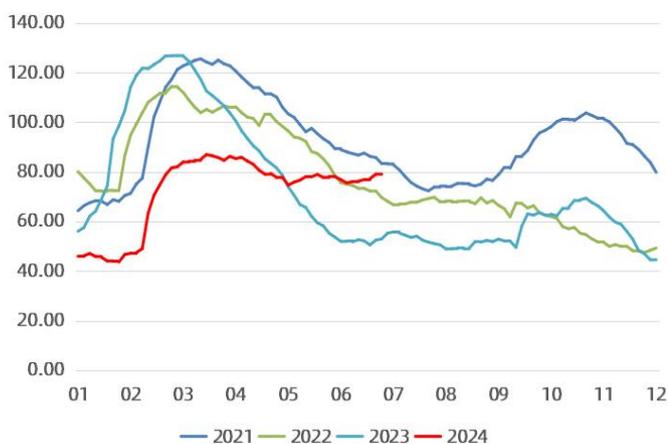
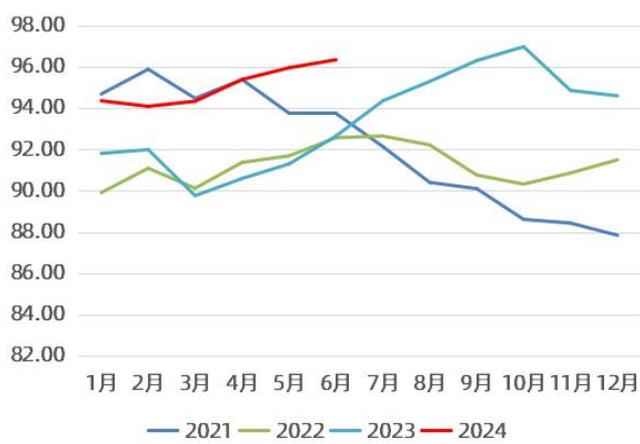


图 52：电解铝产能利用率（%）



数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

数据来源：iFind，东莞证券研究所

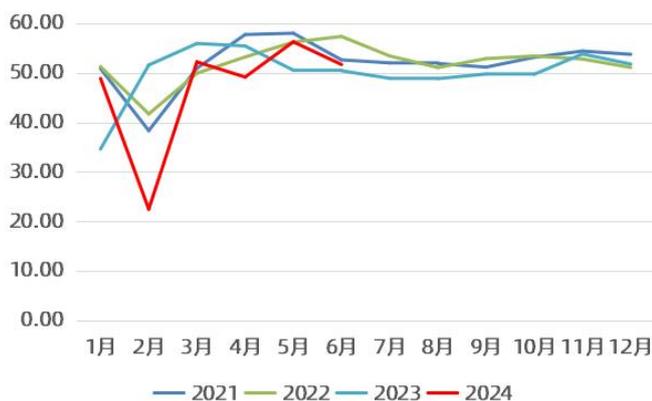
3.3 当前铝需求端多以刚需采购为主

初加工端。电解铝用于生产铝合金，并加工制成各类铝材和铝铸件，铝材的加工工艺包括轧制、挤压、拉拔、锻造、铸造等。按照工艺方法不同进行划分，铝材通过挤压可以分为建筑型材、工业型材，通过铸造可分为铝合金及精密铸件等，通过轧制可制成铝板带、铝箔等产品。

根据 SMM 数据，国内六月铝型材开工率为 51.67%，环比下降 4.58 个百分点。受制于地产端低迷的影响，建筑铝型材需求较弱，上半年整体铝型材开工率较往年偏低。另一方面，铝板带、铝箔、铝杆等产品因下游工业需求及日用需求旺盛，叠加出口端持续增长，开工率维持相对高位。

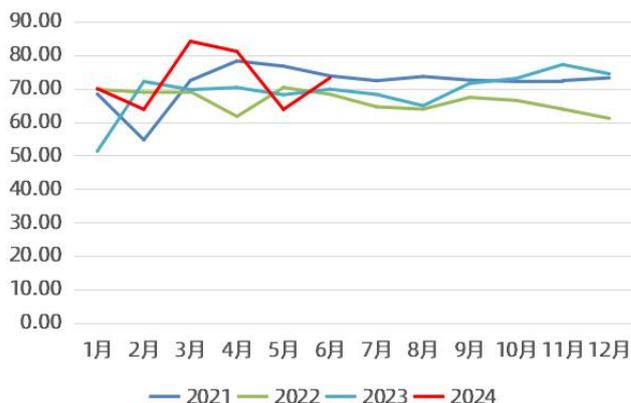
总体来看，6 月份全国铝材产量合计 592 万吨，尽管同比下降 1.71%，但处于往年较高水准。考虑到 7-8 月为铝市传统消费淡季，且面临原铝供给增多的影响，而下游实际需求依然疲软，因此预计铝价在三季度或将承压。后续进入四季度，因云南枯水季以及汽车消费旺季的到来，届时铝价有望企稳回升。

图 53: 铝型材月度开工率 (%)



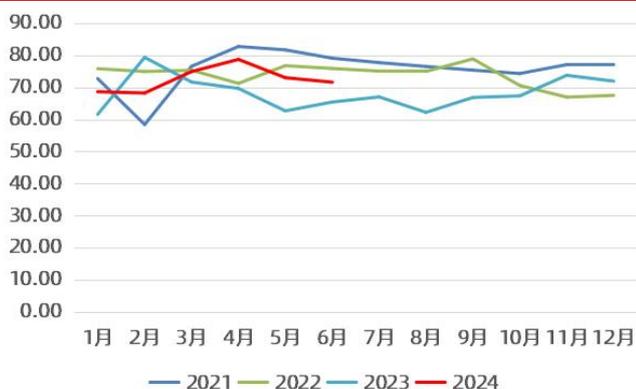
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 54: 铝板带月度开工率 (%)



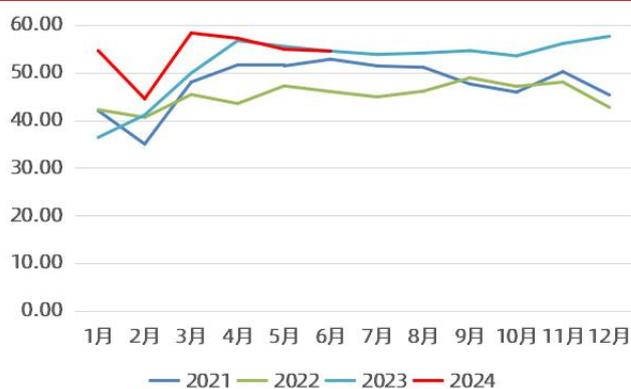
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 55: 铝箔月度开工率 (%)



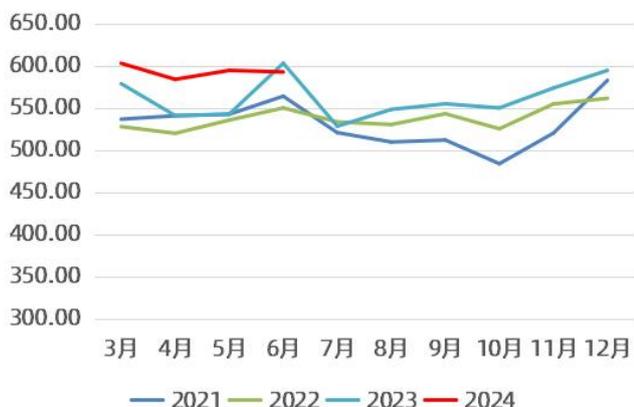
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 56: 铝杆月度开工率 (%)



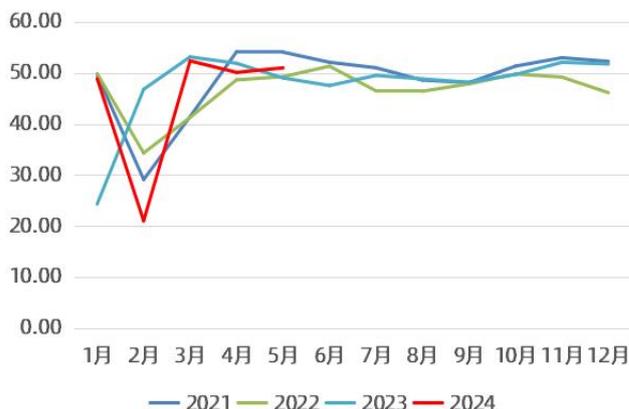
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 57: 铝材月度产量 (万吨)



数据来源: iFind, 国家统计局, 东莞证券研究所

图 58: 铝型材月度产量 (万吨)



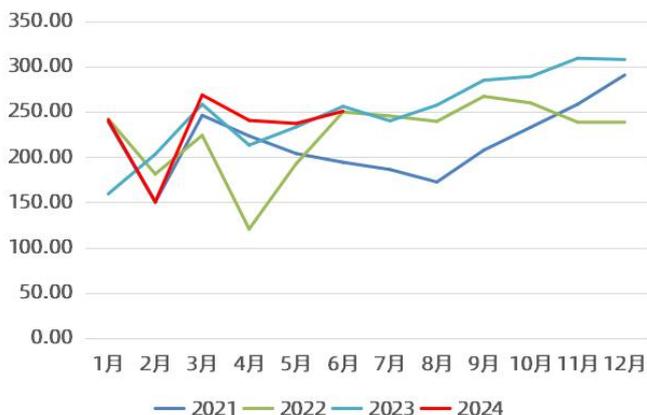
数据来源: iFind, 国家统计局, 东莞证券研究所

3.3.1 交通运输用铝

铝合金由于性能优异,大量运用于铁路客运、货运列车、地铁、轻轨和磁悬浮列车当中,目前铝合金主要增量来自于汽车轻量化的快速推进。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、提升续航能力,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。

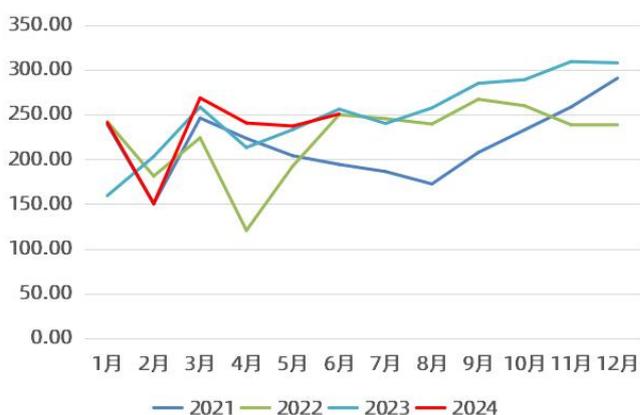
根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》,2025 及 2030 年我国乘用车单车用铝量将分别达到 250kg 和 350kg。随着汽车产销量的持续增长,铝合金在汽车中的使用量将持续提升。2024 年上半年,中国汽车产量约为 1389 万辆,同比增长 4.92%,销量约为 1405 万辆,同比增长 6.09%。

图 59: 中国汽车月度产量 (万辆)



数据来源: iFind, 中国汽车工业协会, 东莞证券研究所

图 60: 中国汽车月度产量 (万辆)



数据来源: iFind, 中国汽车工业协会, 东莞证券研究所

3.3.2 能源用铝

“十四五”规划明确提到，要推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系，提高能源供给保障能力。铝材在新能源领域中同样运用广泛，随着光伏、风电等领域需求激增，智能电网设备不断完善，新能源用铝需求将快速上涨。

图 61：“十四五”大型清洁能源基地布局示意图



数据来源：中国政府网，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，东莞证券研究所

当下，水、风、光等可再生能源正加快进入我国能源体系转变的进程。光伏行业随着国家电网的大力推进，正处于蓬勃发展态势，光伏用铝品质工艺要求较高，主要应用在光伏组件的边框和光伏电站的支架当中。风电行业中，铝合金凭借着其轻质化且高强度的特点，广泛应用于风电设施风力发电机桨叶、塔架、连接座及其他零部件。

新增装机容量方面，2024年1-6月，全国风电新增装机容量2584万千瓦，较去年同期增长12.40%；光伏新增装机容量达到10248万千瓦，同比增长30.68%。作为清洁高效的能源代表，风电及光伏的新增装机容量快速增长，未来投向太阳能及风电的投资有望持续加大，预计将拉动相应铝材需求。

图 62：中国风电新增装机容量（万千瓦）

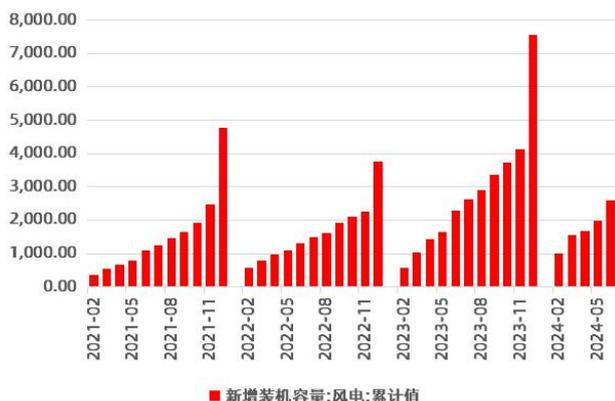
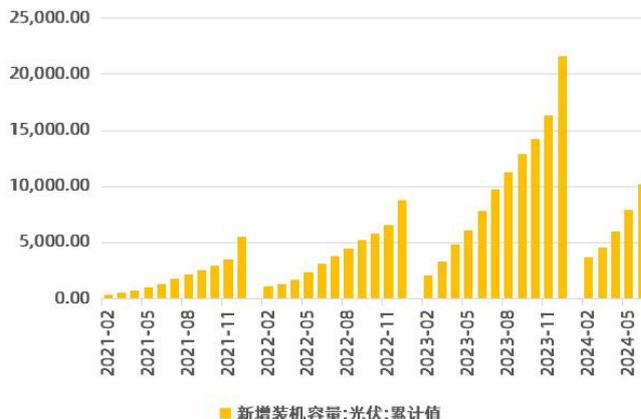


图 63：中国光伏新增装机容量（万千瓦）



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

3.3.3 地产及其他用铝需求

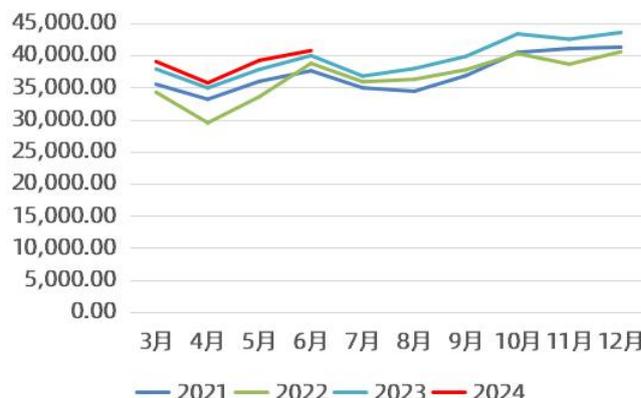
其他用铝领域包括地产、家电、日常包装消费等众多场景。铝材常被用于建安中建筑物的框架结构、支撑结构等部位，以及竣工端门窗、幕墙及装饰装修。尽管城镇化进程加快推进、改善型住房需求继续提升，然而由于前期新开工面积的下降，后续竣工端面积或趋于减少，使得建筑用铝型材需求降低。

家电用铝材主要用于各种母线、架线、导体、电气元件、冰箱、空调、电缆等领域，在出口向好的支撑下，预计家电用铝需求将继续增长。此外，食品、药品、化妆品普遍采用铝制包装，包装用铝在日常生活中得到广泛的应用，其消耗铝材用量随着社会消费品零售总额的变化而变化。

图 64：房地产竣工面积累计同比（%）



图 65：社会消费品零售总额（亿元）



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

4. 投资建议

海外衰退预期在短期施压铜铝价格，国内期待大会后刺激政策加快落地显效。7月17日，美联储发布经济状况褐皮书，表示由于即将到来的大选、地缘政治及通胀的不确定性，预计未来半年美国经济增长将会放缓。美国大选的政策变动和全球经济发展的不明朗性，使得海外经济衰退的预期再度增强，或造成后续工业生产活动减少，在短期对顺周期较强的工业金属形成压制。而近日，美国初请失业金人数的增加以及Markit制造业PMI数据再度跌入收缩区间，进一步强化了美联储降息预期，据联邦基金期货价格显示，9月降息的概率已提升至90%以上。另一方面，三中全会后，针对工业、制造业等领域的刺激政策有望加快落地显效，叠加近期地产政策持续优化，铜铝等原材料需求在中长期或逐步提升。

铜：冶炼费持续低迷，供需紧平衡下铜价得到底部支撑。一方面，铜具有一定金融属性，美联储货币政策通过影响美元指数继而影响铜价。另一方面，中国是全球精炼铜最大的生产及消费国家，我国经济政策对铜市预期有较强影响。当下，尽管铜精矿供给收缩的预期依然存在，传统消费淡季的到来影响了下游需求，铜现货价格再度走低。三月以来中国精炼铜产量因停产检修有所减少，但目前冶炼厂商停产检修基本结束，部分厂商为追赶产量目标进程，扩大冶炼产能及利用率，使得国内6月精炼铜产量同比增加，预计7月精炼铜的供给量将继续提升，铜价在短期预期再度承压。而持续处于低位的TC价格，使得上游铜精矿供给的担忧犹存，未来产业链供给端再度趋紧的可能性依然较高。

铝：电解铝运行产能维持高位，下游淡季效应显现，铝价短期承压。2024年以来，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。因7-8月为铝市传统消费淡季，下游需求表现不佳，铝加工企业多以刚需采购为主，且产业链面临原铝供给增多的影响，使得目前铝现货价格处于持续贴水状态。当下市场情绪偏谨慎，下游消费提振亟待刺激政策落地显效。后续进入四季度，因云南枯水季以及汽车消费旺季的到来，届时铝价或将企稳回升。

投资建议。总体来看，在短期因海外经济衰退预期叠加7-8月金属消费淡季的到来，使得铜铝价格双双承压。而美联储降息预期的进一步提升，以及三中全会后刺激政策有望加快落地显效，中长期铜铝价格或再度走高。

建议关注具备产量增长优势的紫金矿业（601899）、西部矿业（601168）、天山铝业（002532）；以及新材料细分领域龙头的豪美新材（002988）、西部材料（002149）、铂科新材（300811）。

表 2：重点公司盈利预测（截至 7 月 25 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		
601899.SH	紫金矿业	15.43	0.8	1.09	1.33	15.53	12.7	10.35	买入	维持
601168.SH	西部矿业	15.12	1.17	1.54	1.7	12.19	9.52	8.59	增持	维持
002532.SZ	天山铝业	6.58	0.47	0.8	0.89	12.68	8.2	7.42	买入	维持
002149.SZ	西部材料	12.17	0.40	0.56	0.76	39.12	21.75	16.16	买入	维持
002988.SZ	豪美新材	14.39	0.73	0.99	1.19	32.65	14.63	12.07	增持	维持
300811.SZ	铂科新材	38.86	1.29	1.71	2.27	41.10	30.87	23.26	增持	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）

5. 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