



有色金属

优于大市（维持）

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

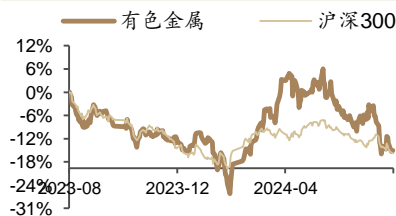
高嘉麒

资格编号：S0120523070003

邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



数据来源：聚源数据，德邦研究所

相关研究

- 《有色金属周报：降息预期下贵金属领涨，持续看好金银投资机会》，2024.8.4
- 《黄金：降息预期提升，金价展望2600美元》，2024.8.1
- 《宝武镁业（002182.SZ）：持续推进镁下游汽车压铸件和储氢等应用，业绩短期受弱镁价拖累》，2024.7.30
- 《西部矿业（601168.SH）：铜矿量价齐升，玉龙三期扩能项目推进》，2024.7.29
- 《老铺黄金（6181.HK）：古法传承，奢品营运》，2024.7.28

金属加工：价格与需求共振，业绩与估值齐升

投资要点：

- **工业经济接棒增长。**全球制造业复苏，边际有所走弱。2024年7月全球PMI指数同比提升1.1，中国同比提升0.1，美国同比提升0.4，欧元区同比提升3.1，德国同比提升4.4，英国同比提升6.8；全球制造业PMI指数环比下降1.1，中国下降0.1，美国下降1.7，日本下降0.9，德国下降0.3。为应对经济走弱，美国货币政策或有转向，同时美国近年来积极推进制造业政策体系。美国制造业私人固定投资额（非住宅建设）迅速上升，2024年6月达到2445.5亿美元，美国制造业私人固定投资（非住宅建设）占GDP比例呈上升趋势，2024年6月达到3.4%；我国除地产政策放宽外，2024年3月7日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，或撬动万亿市场规模。
- **工业金属有望筑底，加工行业率先复苏。**近段时间基本金属价格明显回调，2024年8月5日，我国铜铝上游金属产品单价分别为72923.33元/吨与19013.33元/吨，相比年内金属价格高点有明显回调。利润方面，2023年8月1日与2024年8月1日，我国电解铝利润分别为2675.73元/吨与1503.73元/吨；2023年6月30日与2024年6月30日，我国铜精矿冶炼利润分别为1381元/吨与-1981.18元/吨，行业利润进入低位。短期逻辑依旧，铜铝预计进入底部区间。从代表金属冶炼行业看，2024年8月2日，我国铜冶炼厂粗炼费与精炼费分别为7.6美元/千吨与0.77美分/磅，铜矿供给对比冶炼产能依旧偏紧；2024年8月5日，我国山西氧化铝均价为3910元/吨，电解铝成本支持明显。铜铝逻辑均未有明显改变，且伴随行业利润的下行，预计铜铝行业将逐步进入底部区间。同时衰退交易推升金铜比，随着前期发布的美国就业数据不及预期，当前衰退交易将金铜比拉至高位，截止2024年8月6日金铜比已达27.4%。当前分位处于2003年以来的74.7%。此外，美国7月就业市场存在飓风影响，若衰退交易过度铜及其他基本金属可能存在价格回归趋势。
- **价格与需求共振，业绩与估值齐升。**价格方面，对比2020年至今有色金属采选业以及加工业的PPI走势，明显加工业PPI走势波动更大，加工业对比采矿业存在更加明显的价格波动，利润方面也是同样的情况。其因为在需求的推动下中游产品率先起量，同时伴随加工过程中的原料价格上涨，加工业同时取得了加工费收益以及金属涨价两部分收益。在当前设备更新及以旧换新等制造业政策的刺激下，中游加工企业或将迎来产品的量价齐升。对比往年的部分铝加工企业市盈率以及铝价走势，南山以及明泰估值与铝价存在一定正相关关系。以此推测，若未来金属价格上行，金属价格或对金属加工行业估值带来一定提升。
- **投资建议：**设备更新等政策带动下，中游金属加工企业或将率先受益，推荐：明泰铝业、南山铝业、金田股份、立中集团、怡球资源等；建议关注：华达新材、新疆众和、楚江新材等。
- **风险提示：**海外需求不及预期，矿端价格大幅波动，全球经济衰退。

内容目录

1. 全球衰退风险提升，工业经济接棒增长.....	5
1.1. 全球：工业经济重要性提升.....	5
1.2. 国内：政策托底经济复苏.....	8
2. 工业金属有望筑底，加工行业率先复苏.....	11
2.1. 上游：工业金属筑底可期.....	11
2.2. 下游：需求逐步显现，加工费有所提升.....	13
3. 下游需求推升业绩，上游金属拉高估值.....	15
3.1. 量价齐升：下游需求起量，中游率先受益.....	15
3.2. 戴维斯双击：金属价格或提升企业估值.....	17
4. 相关标的.....	18
4.1. 设备更新标的.....	18
4.2. 以旧换新标的.....	19
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1 : 美国失业率有所上升.....	5
图 2 : 美国联邦基金目标利率维持高位.....	6
图 3 : 30 天联邦基金期货 2412 收盘价.....	6
图 4 : 美国科技股集中度提升.....	6
图 5 : 美国制造业投资与 GDP 占比呈上升趋势.....	8
图 6 : 我国制造业 PMI 指数.....	8
图 7 : 我国规模以上工业增加值有上升趋势.....	9
图 8 : 我国工业产能利用率有小幅回升.....	9
图 9 : 铜铝现货价.....	11
图 10 : 中国电解铝行业利润.....	11
图 11 : 铜精矿现货冶炼盈亏平衡.....	11
图 12 : 铜代表企业资本开支情况.....	12
图 13 : 国内电解铝产能变动不大.....	12
图 14 : 我国铜冶炼厂粗炼费与精炼费.....	12
图 15 : 山西氧化铝均价.....	12
图 16 : 金铜比.....	13
图 17 : 铜制产品加工费略有上涨.....	13
图 18 : 铝制产品加工费有所回升.....	14
图 19 : 铝制产品开工率边际有所回升.....	14
图 20 : 铜产业链概况.....	15
图 21 : 铝产业链概况.....	16
图 22 : 中游铝加工产品定价模式.....	16
图 23 : 有色金属中游加工业价格弹性较大.....	17
图 24 : 有色金属中游利润总额增速持续上涨.....	17
图 25 : 南山铝业企业估值及铝价对比.....	17
图 26 : 明泰铝业企业估值及铝价对比.....	17
表 1 : 全球制造业 PMI 情况 (单位: %).....	5
表 2 : 美国先进制造业相关政策梳理.....	7
表 3 : 2024 年我国房地产政策梳理.....	9
表 4 : 新一轮大规模以旧换新&设备更新政策梳理.....	10

表 5 : 高温合金上市公司及主要产品	18
表 6 : 软磁业务上市公司	18
表 7 : 钨行业相关公司	19
表 8 : 部分涉及汽车拆解回收的企业一览	19
表 9 : 部分涉及再生铜的企业一览	19
表 10 : 部分涉及再生铝的企业一览	20
表 11 : 部分涉及汽车、家电的铜加工企业一览	20
表 12 : 部分涉及汽车、家电的铝加工企业一览	20

1. 全球衰退风险提升，工业经济接棒增长

1.1. 全球：工业经济重要性提升

全球制造业复苏，边际有所走弱。从整体看，2023年7月全球制造业 PMI 指数为 48.6，中国为 49.3，美国为 46.4，欧元区为 42.7，日本为 49.6，德国为 38.8，英国为 45.3，2024年7月全球 PMI 指数升至 49.7，中国升至 49.4，美国升至 46.8，欧元区升至 45.8，日本升至 49.1，德国升至 43.2，英国升至 52.1。2024年全球 PMI 指数同比增长 1.1，中国同比增长 0.1，美国同比增长 0.4，欧元区同比增长 3.1，德国同比增长 4.4，英国同比增长 6.8。从边际看，全球制造业 PMI 指数环比下降 1.1，中国下降 0.1，美国下降 1.7，日本下降 0.9，德国下降 0.3。制造业整体有复苏迹象，但边际走弱。

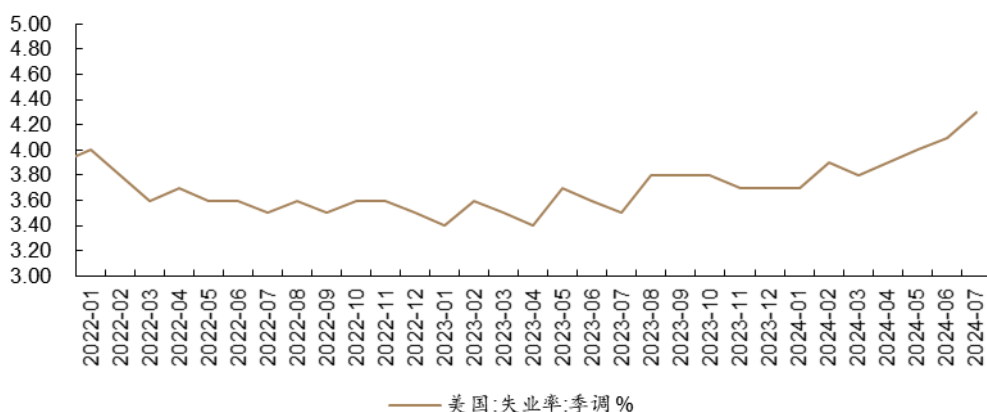
表 1：全球制造业 PMI 情况（单位：%）

指标名称	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	同比	环比
全球	48.60	49.00	49.20	48.80	49.30	49.00	50.00	50.30	50.60	50.30	51.00	50.80	49.70	1.10	-1.10
中国	49.30	49.70	50.20	49.50	49.40	49.00	49.20	49.10	50.80	50.40	49.50	49.50	49.40	0.10	-0.10
美国	46.40	47.60	49.00	46.70	46.70	47.10	49.10	47.80	50.30	49.20	48.70	48.50	46.80	0.40	-1.70
欧元区	42.70	43.50	43.40	43.10	44.20	44.40	46.60	46.50	46.10	45.70	47.30	45.80	45.80	3.10	0.00
日本	49.60	49.60	48.50	48.70	48.30	47.90	48.00	47.20	48.20	49.60	50.40	50.00	49.10	-0.50	-0.90
德国	38.80	39.10	39.60	40.80	42.60	43.30	45.50	42.50	41.90	42.50	45.40	43.50	43.20	4.40	-0.30
英国	45.30	43.00	44.30	44.80	47.20	46.20	47.30	47.50	50.30	49.10	51.20	50.90	52.10	6.80	1.20

资料来源：Wind，德邦研究所

短期美国经济存在走弱可能。在进入 2024 年后，美国失业率明显上升，2024 年 7 月达到 4.3%，2024 年 6 月到 7 月失业率上升 0.2pct，若依据萨姆规则推断，美国经济短期存在走弱可能。

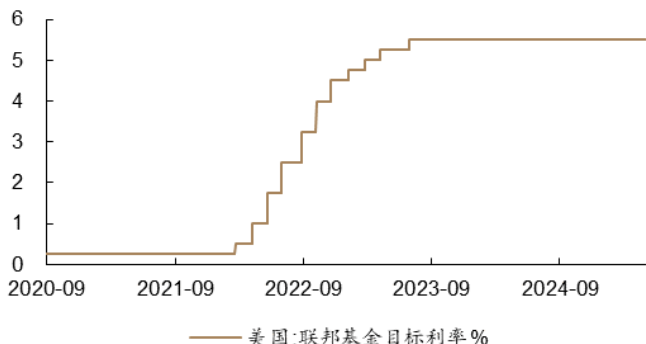
图 1：美国失业率有所上升



资料来源：Wind，德邦研究所

美国货币政策或有转向。从近两年的数据看，2024年8月，美国联邦基金目标利率处于5.5%，处于相对高位，在全球特别是美国经济衰退的环境背景下，美联储可能采取降息策略进一步刺激经济增长。2024年8月5日，30天联邦基金期货2412收盘价升至95.675，市场降息预期大幅提升。

图 2：美国联邦基金目标利率维持高位



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：30 天联邦基金期货 2412 收盘价



资料来源：Wind，德邦研究所

科技股集中度大幅提升。截止 2024 年 8 月 6 日，纳斯达克前 5 市值公司（苹果公司 Apple、微软公司 Microsoft、英伟达 NVIDIA、谷歌 Google、亚马逊 Amazon）对纳指的总市值占比为 40.6%，近年来在 AI 的带动下出现了明显的提升趋势，从市值而言科技股的集中度出现了明显提升。

图 4：美国科技股集中度提升



资料来源：Wind，德邦研究所

注：截止 2024 年 8 月 6 日，纳斯达克前 5 市值公司为苹果公司 Apple、微软公司 Microsoft、英伟达 NVIDIA、谷歌 Google、亚马逊 Amazon

美国推进制造业政策体系，以保先进制造业全球领先地位。2022 年后，美国提出全新制造业目标规划，大方向上提出开发和实施先进的制造技术、培养先进的制造劳动力、加强制造供应链的弹性，细节上提出针对性建议，如加强制造工艺的脱碳处理、完善清洁能源制造技术、注重可持续发展的制造和回收利用等。

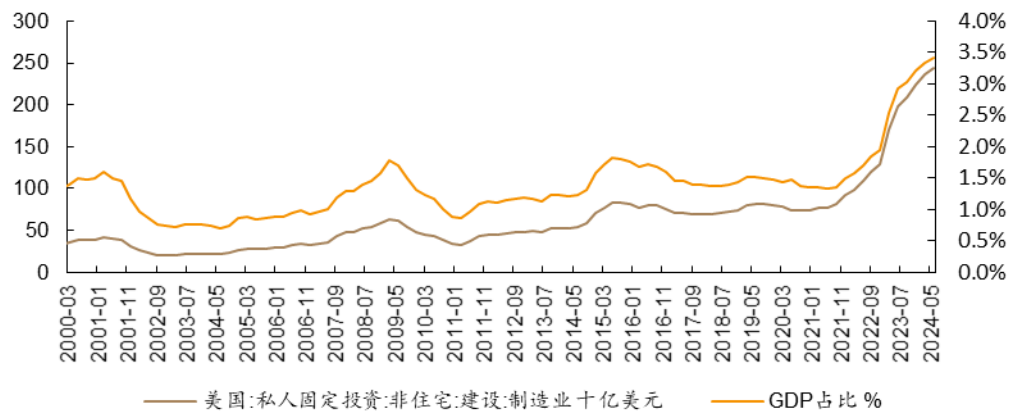
表 2：美国先进制造业相关政策梳理

宏观目标	目标	重点建议
开发和实施先进的制造技术	清洁与可持续制造以支持脱碳目标	制造工艺的脱碳处理
		清洁能源制造技术
		可持续发展的制造和回收利用
	加速微电子和半导体的制造	半导体和电子产品的纳米制造
		半导体材料、设计和制造
		半导体封装与异构设计
	发展先进的制造业以支持生物经济	生物制造
		农业、森林和食品加工
		生物质的加工与转化
		药品和医疗保健产品
	开发创新的材料和加工技术	高性能材料的设计与加工
		增材制造
		关键材料
		空间制造
	引领智能制造的未来	数字化制造
		制造业人工智能
采用以人为本的技术		
制造业网络安全		
培养先进的制造劳动力	扩大和多样化的先进制造人才库	提高人们对先进制造业职业的意识
		促进未被充分代表的社区参与
		解决服务不足的群体的社会和结构性障碍
	发展、扩大和促进先进制造教育和培训	将先进制造纳入基础 STEM 教育
		现代化发展面向先进制造业的职业技术教育
		扩展和传播先进学习技术和实践
加强雇主与教育组织之间的联系	扩大实践学习和学徒制	
	建立行业认可的资格证书和认证	
加强制造供应链的弹性	加强供应链之间的互联互通	促进供应链管理中的供应链内部的协调
		对供应链数字化转型的推进创新
	减少制造供应链的漏洞	沿着供应链跟踪信息和产品
		增加供应链透明度
		完善供应链风险管理
		刺激供应链敏捷性
	加强和振兴先进的制造生态系统	促进新业务的形成和增长
		支持中小型企业制造商
		协助技术过渡
		建立和加强区域制造网络
		改善公私合作伙伴关系

资料来源：美国先进制造业国家战略报告，德邦研究所

政策效果显著，制造业投资与 GDP 占比明显上升。美国将重心转至制造业以来，美国制造业私人固定投资额（非住宅建设）迅速上升，2024 年 6 月达到 2445.5 亿美元。此外，美国制造业私人固定投资（非住宅建设）占 GDP 比例呈上升趋势，2024 年 6 月达到 3.4%。美国政策效果显著，制造业发展前景改善。

图 5：美国制造业投资与 GDP 占比呈上升趋势

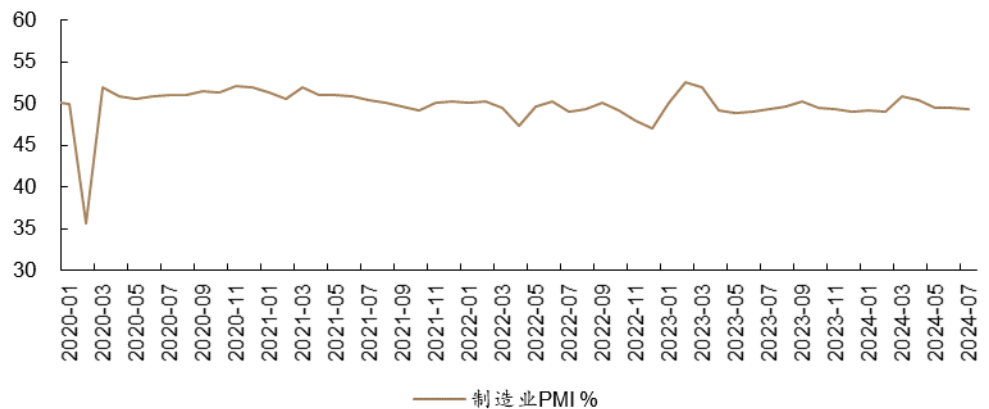


资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 国内：政策托底经济复苏

国内制造业 PMI 近期维持 50% 以下，后续存在提升空间。2024 年 1 到 7 月，我国制造业 PMI 指数分别为 49.2%、49.1%、50.8%、50.4%、49.5%、49.5%、49.4%。

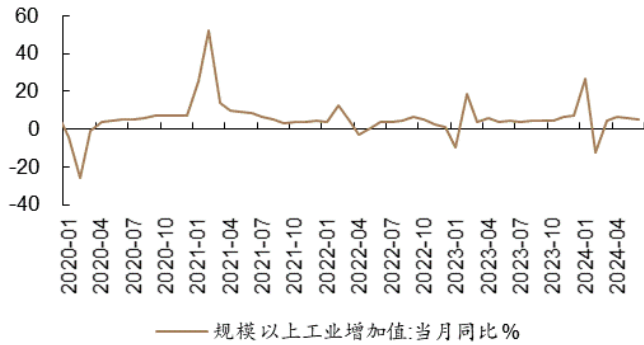
图 6：我国制造业 PMI 指数



资料来源：同花顺 ifind，德邦研究所

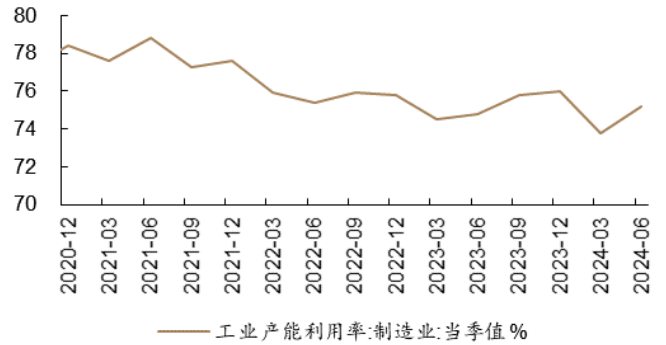
规模以上工业增加值及产能利用率均较去年有所提升。我国 2024 年 6 月规模以上工业同比增加值为 5.3%，较去年有所提升；我国 2024 年第二季度工业产能利用率为 75.2%，较去年有所提升。

图 7：我国规模以上工业增加值有上升趋势



资料来源：同花顺 ifind，德邦研究所

图 8：我国工业产能利用率有小幅回升



资料来源：同花顺 ifind，德邦研究所

我国地产政策放宽，明确房产发展新模式。2024 年以来中央层面出台多方面房地产支持政策。2024 年 4 月 30 日，在政治局会议上提出构建房地产发展新模式；5 月 17 日，中国人民银行、国家金融监管总局等发布支持房地产发展若干措施，提出取消房贷利率下限、降低首付等。7 月 21 日，《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出加大保障性住房建设和供给；支持城乡居民多样化改善性住房需求；充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策等决定。

表 3：2024 年我国房地产政策梳理

时间	部门	政策要点	主要内容
1 月 5 日	住房和城乡建设部 金融监管总局	建立城市房地产融资协调机制	各地级以上城市建立城市房地产融资协调机制；筛选确定支持对象；按照市场化、法治化原则评估协调机制推送的支持对象满足合理融资需求；做好融资保障工作
4 月 30 日	政治局会议	构建房地产发展新模式	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政治措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展
5 月 17 日	中国人民银行、 国家金融监管总局等	支持房地产发展若干措施	降低首付比例至 15%、取消房贷利率下限等
7 月 21 日	中华人民共和国 中央人民政府	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求；支持城乡居民多样化改善性住房需求；充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准

资料来源：中国政府网、中华人民共和国住房和城乡建设部等，德邦研究所

国务院、央行等部门分别发文推动政策落地，撬动万亿市场规模。2024 年 3 月 7 日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知。统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，畅通资源循环利用链条，大幅提高国民经济循环质量和水平。

表 4：新一轮大规模以旧换新&设备更新政策梳理

时间	主体	事件	具体内容
2024. 02. 23	中央-中央财经委员会	强调推动新一轮以旧换新概念	中央财经委员会第四次会议强调推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本
2024. 03. 07	中央-国务院	国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知	实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动
2024. 03. 15	中央-国务院	大规模设备更新和消费品以旧换新，如何撬动万亿元市场？	我国设备更新需求很大。2023 年，工业、农业等重点领域设备投资规模约 4.9 万亿元，随着高质量发展深入推进，设备更新需求会不断扩大，将是一个年规模 5 万亿元以上的巨大市场。从消费品换新的市场需求看，2023 年底民用汽车保有量达到 3.36 亿辆，冰箱、洗衣机、空调等家电保有量超过 30 亿台，汽车、家电更新换代也能创造万亿元规模的市场空间。
2024. 04. 03	中央-央行	中国人民银行：加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持	适当增加支农支小再贷款再贴现额度，用足用好碳减排支持工具，设立科技创新和技术改造再贷款。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。
2024. 04. 10	中央-市场监管总局、国家发改委等七部门	七部门部署标准提升行动支撑设备更新和消费品以旧换新	联合印发《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》，目标到 2025 年完成重点国家标准制修订 294 项，有力支撑设备更新和消费品以旧换新。
2024. 04. 26	中央-商务部、财政部等七部门	商务部、财政部等 7 部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》	自《细则》印发之日起至 2024 年 12 月 31 日期间，报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车，并购买符合节能要求乘用车新车的个人消费者，可享受一次性定额补贴。其中，对报废上述两类旧乘用车并购买符合条件的新能源乘用车的，补贴 1 万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 7000 元。
2024. 04. 27	中央-税务局	税务总局发布公告明确资源回收企业“反向开票”实施办法 为推动大规模设备更新和消费品以旧换新添助力提效能优环境	目前，从事社会化资源回收的前端自然人往往采用“不带票销售”方式将报废产品销售给资源回收企业，资源回收企业缺少“第一张票”，既无法抵扣增值税进项税额，也难以获取企业所得税税前支成本费用凭据。实施“反向开票”后，资源回收企业可以按规定开具增值税专用发票或普通发票。

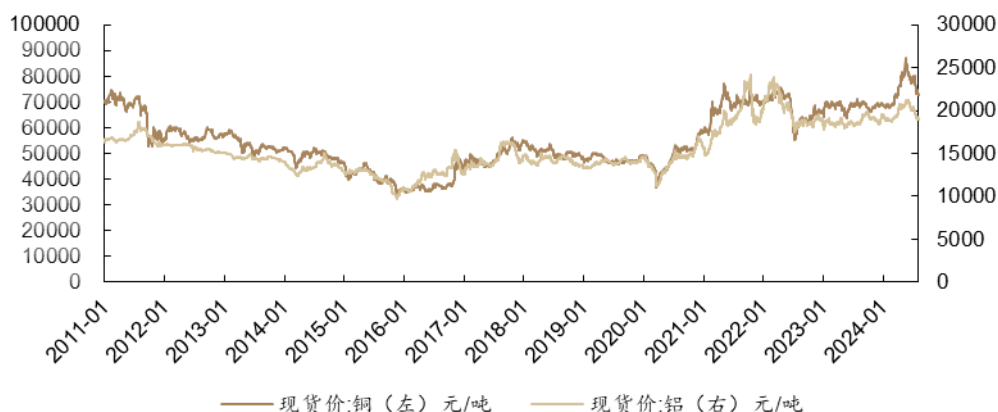
资料来源：中国政府网、新华社等，德邦研究所

2. 工业金属有望筑底，加工行业率先复苏

2.1. 上游：工业金属筑底可期

近期工业金属价格明显回调。从整体价格走势看，2023年1月3日，我国铜铝上游金属产品单价分别为65855元/吨与18330元/吨；2024年1月2日，我国铜铝上游金属产品单价分别为69141.67元/吨与19513.33元/吨，上游金属单价上涨。2024年8月5日，我国铜铝上游金属产品单价分别为72923.33元/吨与19013.33元/吨，相比年内高点价格回调。

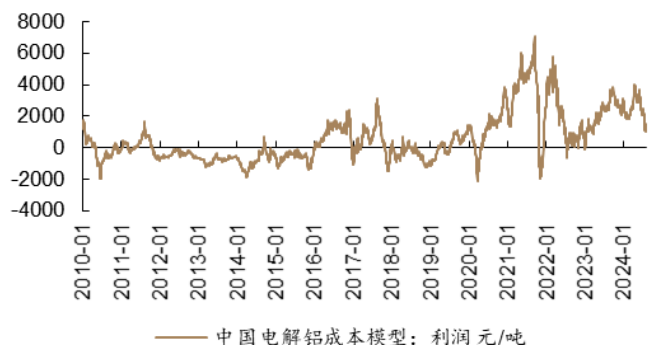
图 9：铜铝现货价



资料来源：同花顺 ifind，德邦研究所

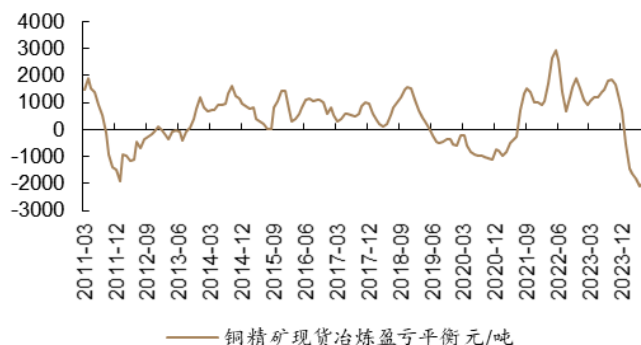
行业利润进入低位。从代表行业利润情况看，2023年8月1日与2024年8月1日，我国电解铝利润分别为2675.73元/吨与1503.73元/吨；2023年6月30日与2024年6月30日，我国铜精矿冶炼利润分别为1381元/吨与-1981.18元/吨。近段时间上游代表行业利润多有下降，行业利润进入低位。

图 10：中国电解铝行业利润



资料来源：SMM，德邦研究所

图 11：铜精矿现货冶炼盈亏平衡

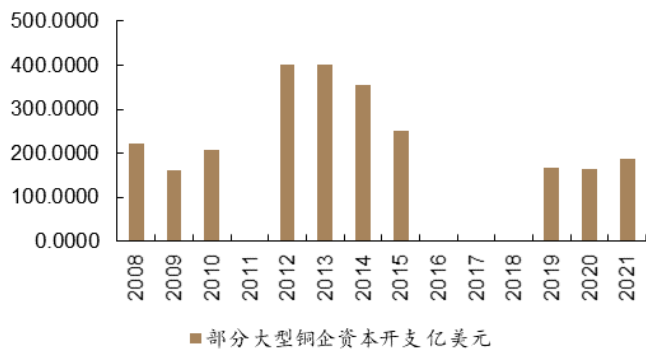


资料来源：SMM，德邦研究所

上游长期逻辑未变。从铜代表企业资本性支出总和来看，2010年、2015年、2020年主要代表铜企资本性支出总和分别为79.8亿美元、166.7亿美元、120.5亿美元，上游铜矿行业资本开支2013年达到高点。铝行业产能变动不大。2019年至2023年全球铝矿产能分别为7490、7600、7600、7850、7900万吨，我国铝矿产能分别为4130、4300、4230、4430、4500万吨，我国铝产能近年来基本

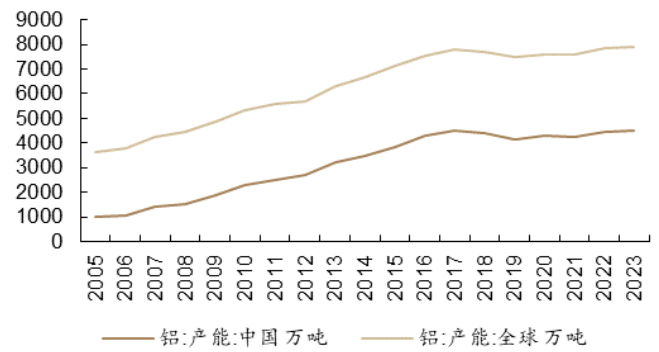
持平。

图 12: 铜代表企业资本开支情况



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 上述公司包括: 紫金矿业、力拓、淡水河谷、嘉能可、自由港麦克莫兰、KGHM

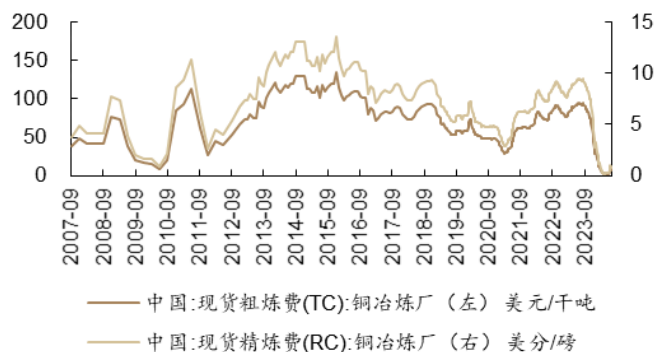
图 13: 国内电解铝产能变动不大



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

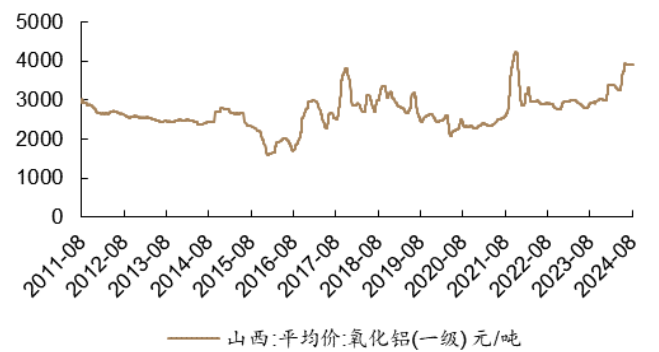
短期逻辑依旧, 铜铝预计进入底部区间。从代表金属冶炼行业看, 2024 年 8 月 2 日, 我国铜冶炼厂粗炼费与精炼费分别为 7.6 美元/千吨与 0.77 美分/磅, 铜矿供给对比加工产能依旧偏紧; 2024 年 8 月 5 日, 我国山西氧化铝均价为 3910 元/吨, 电解铝成本支持明显。长短期逻辑均未有明显改变, 且伴随行业利润的下行, 预计铜铝行业将逐步进入底部区间。

图 14: 我国铜冶炼厂粗炼费与精炼费



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

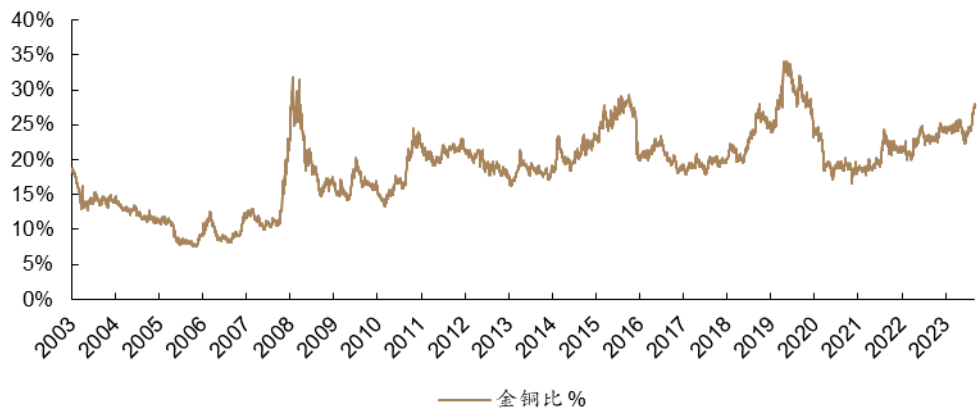
图 15: 山西氧化铝均价



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

衰退交易推升金铜比, 基本金属上涨可期。随着前期发布的美国就业数据不及预期, 当前衰退交易将金铜比拉至高位, 截止 2024 年 8 月 6 日金铜比已达 27.4%。当前分位处于 2003 年以来的 74.7%。此外, 美国 7 月就业市场存在飓风影响, 若衰退交易过度铜及其他基本金属可能存在价格回归趋势。

图 16: 金铜比

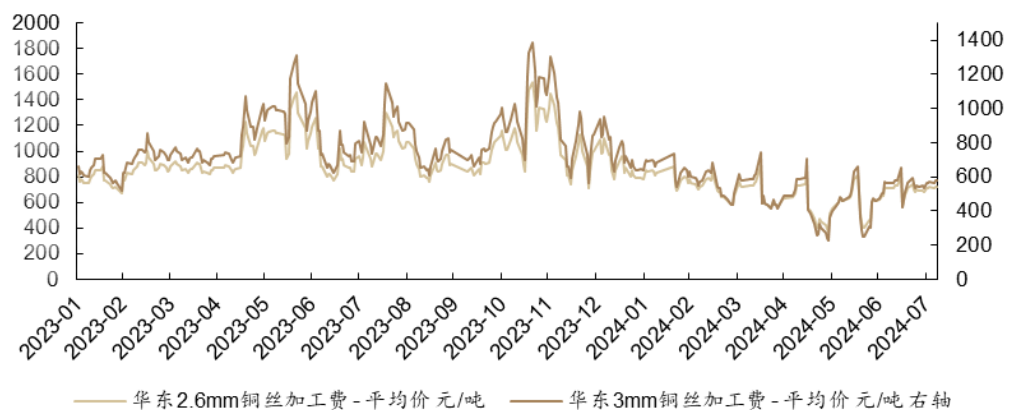


资料来源: Wind, 德邦研究所

2.2. 下游: 需求逐步显现, 加工费有所提升

短期内加工产业加工费单价有所回升, 金属中游行情较为乐观。从代表地区代表行业加工费看, 2024 年 4 月 3 日与 8 月 2 日, 浙江 T2 铜排宽度 160-300mm 加工费分别为 1900 元/吨与 2300 元/吨, T2 铜排宽度 ≤ 160 mm 加工费分别为 2000 元/吨与 2200 元/吨; 2024 年 6 月 7 日与 8 月 7 日华东 3mm 铜丝加工费分别为 460 元/吨与 575 元/吨, 华东 2.6mm 铜丝加工费分别为 610 元/吨与 725 元/吨, 铜产品加工费有所回升。

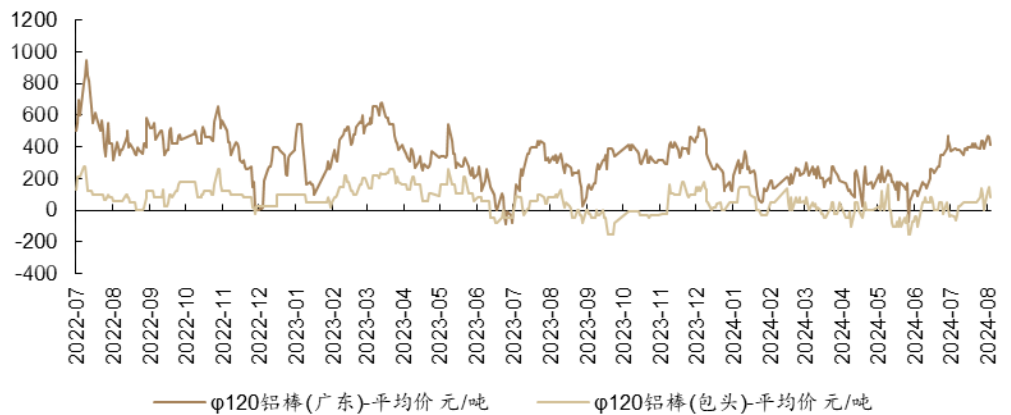
图 17: 铜制产品加工费略有上涨



资料来源: SMM, 德邦研究所

铝方面, 中游加工费同样有所回升。从代表地区代表铝制产品均价看, 2024 年 7 月 5 日, 新疆、广东、南昌、包头、临沂、河南的 $\phi 120$ 铝棒均价分别为-330 元/吨、370 元/吨、150 元/吨、-30 元/吨、230 元/吨、260 元/吨; 2024 年 8 月 5 日, 新疆、广东、南昌、包头、临沂、河南的 $\phi 120$ 铝棒均价分别为-230 元/吨、470 元/吨、430 元/吨、120 元/吨、300 元/吨、260 元/吨。大部分地区铝制产品加工费有所回升。

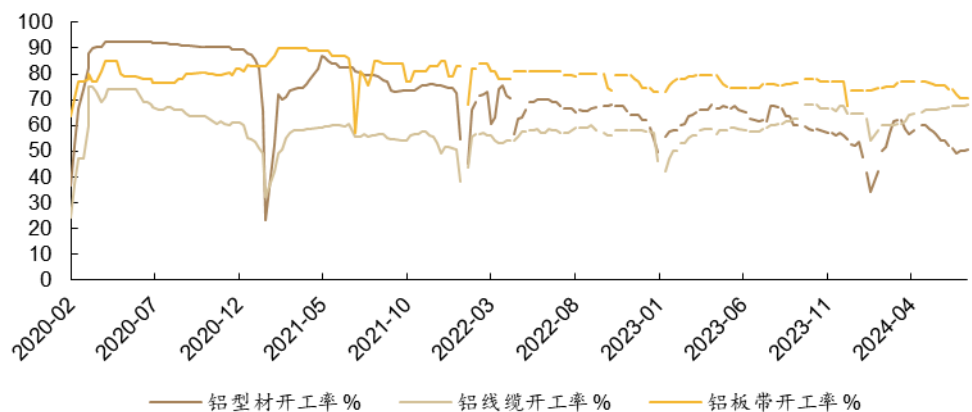
图 18: 铝制产品加工费有所回升



资料来源: SMM, 德邦研究所

铝加工产品开工率边际回升。从各类铝制产品开工率看, 2024年8月2日, 铝型材、铝线缆开工率分别为 50.5%、68%; 2024年7月12日, 铝型材、铝线缆开工率分别为 49.3%、67.6%。大多数铝加工产品开工率边际上行, 下游需求逐步提升。

图 19: 铝制产品开工率边际有所回升



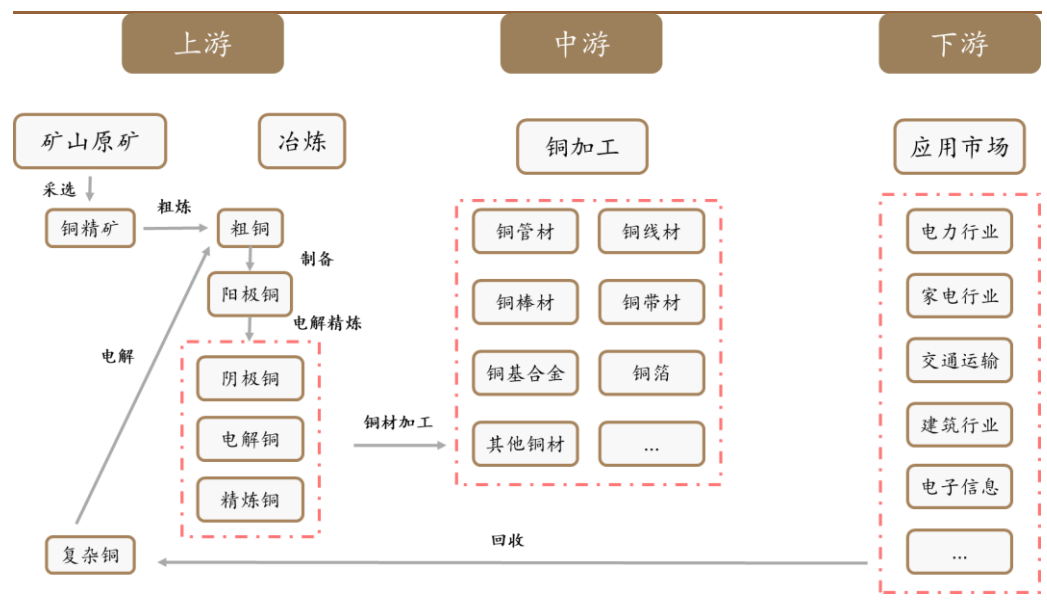
资料来源: SMM, 德邦研究所

3. 下游需求推升业绩，上游金属拉高估值

3.1. 量价齐升：下游需求起量，中游率先受益

铜产业链。上游产业主要负责铜矿的开采与冶炼，矿山原矿经采选后将含铜矿石分为铜精矿与复杂铜，铜精矿与复杂铜分别经过粗炼与电解流程得到粗铜矿，继续经过制备与电解精炼产出阴极铜、电解铜、精炼铜等铜矿产品。中游产业主要负责铜矿加工，经过工业工艺制造将铜矿产品加工为管材、棒材、铜箔等铜加工产品。下游产业主要是购置中游产品，生产直接流入应用市场的用品，下游产业主要服务于电力行业、家电行业、交通运输、建筑行业等。最后，废弃铜料将一并归入复杂铜由上游产业进行加工、回收、冶炼。

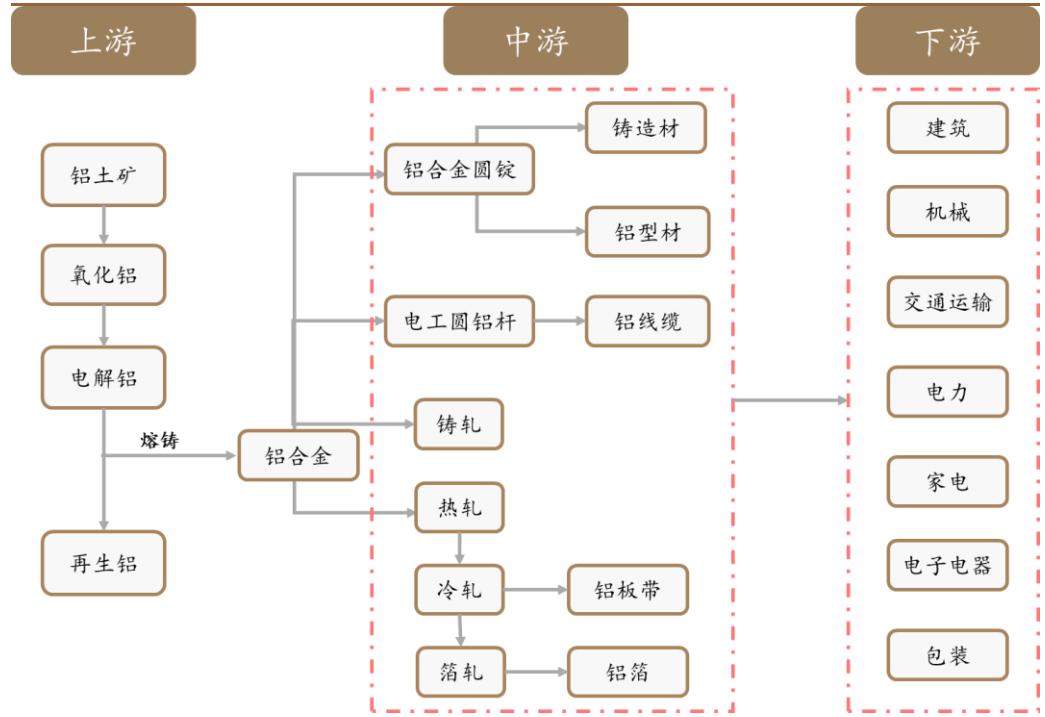
图 20：铜产业链概况



资料来源：德邦研究所

铝产业链。上游开采铝土矿等含铝矿石，经工艺冶炼生产氧化铝、电解铝、再生铝等产品。部分电解铝经过熔铸生产成为铝合金，经过中游的加工工艺产出铝合金圆锭、电工圆铝杆等产品，进一步加工形成铸造材、铝型材、铝线缆等产品。下游购置中游产业加工的产品，将其应用于市场产品中，下游产业主要对接服务于建筑、机械、交通运输、电力、家电、电子电器、包装行业。

图 21：铝产业链概况



资料来源：德邦研究所

中游加工产品定价模式为：铝单价+加工费，原料成本占比大于加工费。铝价走势影响定价，进而影响销售情况；同时持有原料库存及加工过程中铝价的波动直接影响企业利润。

图 22：中游铝加工产品定价模式

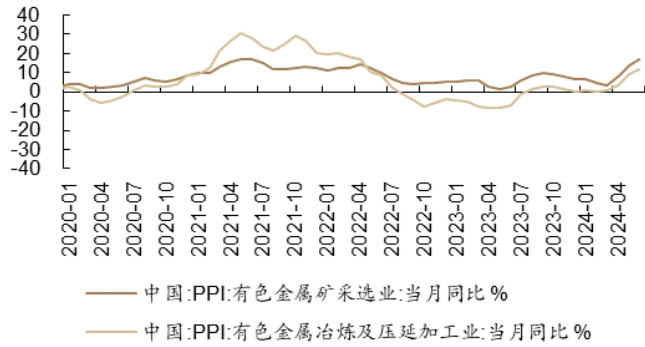
4、定价模式

基于行业惯例，铝轧制材生产企业普遍采用“铝锭价格+加工费”的定价模式。公司也按照此行业定价模式惯例，结合自身业务制定详细规则。铝价随市价波动，通常基于发货/订单/结算前一段时间内长江有色金属现货市场、上海期货交易市场或伦敦金属交易所（LME）等交易市场的铝锭现货或期货价格的均价确定，加工费则根据加工工序道次、工艺复杂程度、合金成分、坯料质量及运输成本等多方面因素确定。

资料来源：上海华峰铝业 2023 年年报，德邦研究所

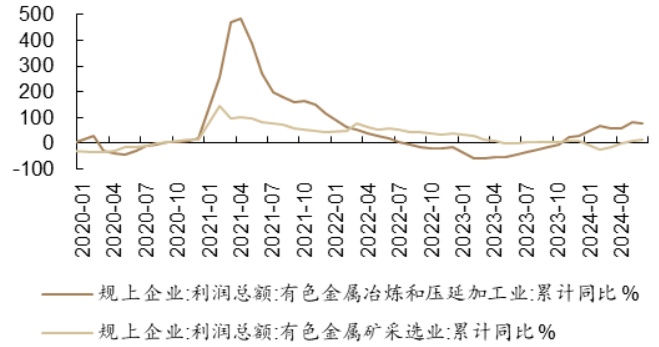
中游金属加工业有望量价齐升。价格方面，对比 2020 年至今有色金属采选业以及加工业的 PPI 走势，明显加工业 PPI 走势波动更大，加工业对比采矿业存在更加明显的价格波动，利润方面也是同样的情况。其因为在需求的推动下中游产品率先起量，同时伴随加工过程中的原料价格上涨，加工业同时取得了加工费收益以及金属涨价两部分收益。在当前设备更新及以旧换新等制造业政策的刺激下，中游加工企业或将迎来产品的量价齐升。

图 23: 有色金属中游加工业价格弹性较大



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

图 24: 有色金属中游利润总额增速持续上涨



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

3.2. 戴维斯双击: 金属价格或提升企业估值

金属价格提升, 企业估值有望提升。2024 年 8 月 1 日我国现货铝价为 19186.67 元/吨; 从代表企业看, 2024 年 8 月 1 日南山铝业 A 股市盈率 (TTM) 为 11.17, 明泰铝业 A 股市盈率 (TTM) 为 11.11。对比往年的市盈率以及铝价走势, 南山以及明泰估值与铝价存在一定正相关关系, 同时明泰拟合度更高, 我们认为主要原因是明泰生产产品更为大宗化。以此推测, 若未来金属价格上行, 金属价格或对金属加工行业估值带来一定提升。

图 25: 南山铝业企业估值及铝价对比



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

图 26: 明泰铝业企业估值及铝价对比



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

4. 相关标的

4.1. 设备更新标的

核电是一种安全、清洁、经济、可靠的能源。用核电替代部分化石燃料发电，可以节约化石燃料的消耗，有利于环境保护，对实施可持续发展战略、改善人民生活质量大有益处。在煤电、气电还有核电的能量转换过程中都需要使用高温结构材料。性能优异的耐热钢和高温合金材料已经成为电力工业发展的技术关键。

表 5：高温合金上市公司及主要产品

名称	主要业务/产品
图南合金	铸造高温合金制品、变形高温合金及特种不锈钢的生产
钢研高纳	主营铸造高温合金制品、变形高温合金制品和新型高温合金材料及制品
应流股份	泵及阀门零件、机械装备构件的生产
通裕重工	风电主轴、铸件、锻件胚料及粉末合金的生产
抚顺特钢	高温耐蚀合金、超高强度和高温合金、合金结构钢、轴承钢、工模具钢、不锈钢的生产
中洲特材	铸造高温耐蚀合金、变形高温耐蚀合金及制品的生产
隆达股份	专注于航空航天和燃气轮机等领域用高品质高温合金业务，产品分为铸造高温合金母合金和变形高温合金

资料来源：Wind，中洲特材招股书，德邦研究所

软磁材料高饱和磁感、低损耗、高磁导率、小型化、耐腐蚀等综合特性应用于光伏逆变器、轨道交通变压器、新能源汽车等关键设备或元器件。软磁材料主要应用于变频空调、光伏逆变器、UPS 电源、新能源汽车及充电桩、储能逆变器等领域，同时随着这些应用场景发展迅速，打开软磁材料市场增长空间。

表 6：软磁业务上市公司

公司名称	主要业务/产品
天通股份	产品主要包括开关电源磁性材料、滤波磁性材料、镍锌磁性材料和 NFC 铁氧体磁片，其下游产品主要应用于消费类电子、照明等传统磁性材料领域
江粉磁材	产品主要是锰锌铁氧体软磁，其作为电子变压器磁芯，主要用于笔记本电脑、台式电脑等电源适配器和 LED、消费类电器驱动电源模块
新康达	产品主要侧重新能源、移动通信、电磁兼容、汽车电子等工业应用领域
横店东磁	产品主要侧重消费电子、家电、汽车电子、新能源、照明、工业等领域
铂科新材	产品主要以铁硅为基材，在新能源领域被广泛应用，如光伏发电逆变器、变频空调、UPS、充电桩等

资料来源：铂科新材招股书，德邦研究所

高端制造装备的升级将拉动高性能硬质合金和高端钨材需求的增长，国内钨行业发展前景广阔。航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械、农业机械装备等领域与钨制品需求密切相关。随着“中国制造 2025”“供给侧结构性改革”“产业链供应链自主可控”等相关政策的持续推进，高附加值硬质合金产品，如数控刀片等国产化替代将迎来加速，硬质合金行业有望保持较快发展速度。

表 7: 钨行业相关公司

公司	主要业务/产品
厦门钨业	主要从事钨精矿、钨钼中间制品、粉末产品、丝材板材、硬质合金、切削刀具、各种稀土氧化物、稀土金属、稀土发光材料、磁性材料、贮氢合金粉、锂电池材料及其他能源新材料的研发、生产和销售，兼营房地产开发与经营。
中钨高新	硬质合金方面拥有“我国硬质合金工业的摇篮”株硬公司，国内领先的硬质合金切削刀具综合供应商株钻公司，中国最大的设计和生产 PCB 用精密微型钻头、刀具和高精密级进模具的金洲公司，中国钨基硬面材料领域的领导者自硬公司，以及管理着国内最大的钨冶炼与粉末制品基地之一南硬公司。
章源钨业	公司是国内集钨的采选、冶炼、制粉、硬质合金和深加工、贸易为一体的大型钨行业骨干企业。
翔鹭钨业	公司形成了从仲钨酸铵、氧化钨、钨粉、碳化钨粉到硬质合金等为一体的产品体系。
欧科亿	公司是一家专业从事数控刀具产品和硬质合金制品的研发、生产和销售，具有自主研发和创新能力的高新技术企业，公司生产的数控刀具产品主要是数控刀片。
华锐精密	公司专注于硬质合金数控刀片研发与应用，公司依托多年的人才、技术积累以及先进装备的引进和消化吸收，形成了在基体材料、槽型结构、精密成型和表面涂层四大领域的自主核心技术，开发了车削、铣削、钻削三大系列产品。

资料来源：Wind，德邦研究所

4.2. 以旧换新标的

汽车回收数量倍数增长，相关拆解回收企业或将受益。华宏科技是国内领先的再生资源加工装备专业制造商和综合服务提供商，深耕行业 30 余年，在废钢、报废汽车回收利用业务领域具有一流的技术实力、渠道资源和市场竞争力。格林美可回收利用废旧动力电池、电子废弃物、报废汽车、废塑料与镍钴锂钨战略资源。

表 8: 部分涉及汽车拆解回收的企业一览

企业	汽车拆解回收布局
华宏科技	公司是国内领先的再生资源加工装备专业制造商和综合服务提供商，深耕行业 30 余年，在废钢、报废汽车回收利用业务领域具有一流的技术实力、渠道资源和市场竞争力。公司通过收购鑫泰科技、江西万弘，将再生资源业务拓展到了稀土回收料的综合利用领域，为进一步提升产业竞争力提供了有力支撑。公司是中国废钢铁应用协会、中国物资再生协会、中国再生资源回收利用协会的副会长单位。
格林美	在城市矿山开采领域，公司回收利用废旧动力电池、电子废弃物、报废汽车、废塑料与镍钴锂钨战略资源，主要再制造镍钴锂钨、金银铂钯稀缺资源、超细钴镍钨粉末材料与改性塑料

资料来源：各公司年报，德邦研究所

汽车、家电回收或将带动再生铜行业发展。其中，金田股份深耕再生铜领域 30 余年，具备全产业链再生铜循环利用的技术经验。公司研发的低碳再生铜材已通过 GRS、SCS 再生认证，并与多家世界知名客户合作，为消费电子、新能源等领域客户提供优质、完整的一站式绿色低碳铜材方案。楚江新材铜合金产品的再生铜综合利用比例达 60-70%，处于行业领先水平，产品导电性能、元素匹配、亮度等方面均处行业领先地位。

表 9: 部分涉及再生铜的企业一览

企业	再生铜布局
金田股份	公司深耕再生铜领域 30 余年，具备全产业链再生铜循环利用的技术经验。公司研发的低碳再生铜材已通过 GRS、SCS 再生认证，并与多家世界知名客户合作，为消费电子、新能源等领域客户提供优质、完整的一站式绿色低碳铜材方案。
楚江新材	公司坚持“用最环保的材料、做最高端的产品”，依托资源综合利用（废铜再生利用）行业技术中心、安徽省铜基材料循环利用工程技术研究中心等科研平台，致力于再生铜原料综合利用技术的研发，公司铜合金产品的再生铜综合利用比例达 60-70%，处于行业领先水平，产品导电性能、元素匹配、亮度等方面均处行业领先地位。

资料来源：各公司年报，德邦研究所

汽车、家电报废带动铝回收量增加，相关企业或将受益。明泰铝业现有再生铝循环级利用产能超 100 万吨；立中集团 2023 年再生铝材料采购量 69.36 万吨；永茂泰建成 27.3 万吨再生铝合金产能其中已运行 23.7 万吨；顺博合金在重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山设立了 4 大生产基地，形成辐射西南地区、

华南地区、华东地区及华中区域等再生铝主要消费市场的经营网络；怡球资源主要产品铝合金锭属于再生铝；鑫铂股份年产 60 万吨再生铝等项目处于建设中。

表 10：部分涉及再生铝的企业一览

企业	再生铝布局
明泰铝业	公司现有再生铝循环环保级利用产能超 100 万吨，率先实现铝资源规模化利用，环保效益和经济效益取得成效，成为业界低碳节能的代表。
立中集团	2023 年再生铝材料采购量 69.36 万吨
永茂泰	公司不断拓展废铝采购渠道和再生铝的应用范围，为不断提升社会再生铝的利用比例和铝行业节能减排做出积极贡献。公司建成 27.3 万吨再生铝合金产能（其中已运行 23.7 万吨）。
顺博合金	在重庆合川、广东清远、湖北襄阳、安徽马鞍山设立了 4 大生产基地。形成辐射西南地区、华南地区、华东地区及华中区域等再生铝主要消费市场的经营网络。
怡球资源	公司的主要产品铝合金锭属于再生铝，是以废铝作为主要原料，经预处理、熔炼、精炼、铸锭等生产工序后产出。与原铝生产相比，再生铝的生产具有生产周期短、能耗小、节约铝矿资源等特点，具有显著的经济性。
鑫铂股份	公司年产 60 万吨再生铝等项目处于建设中

资料来源：各公司年报，德邦研究所

以旧换新带动汽车、家电消费增加，相关铜加工企业或将受益。精益股份主营铜（以电解铜为主要原材料）加工业务，主要产品为精密铜管和铜管深加工以及铜杆等产品，公司为空调制冷等下游行业，特别是空调制冷厂家提供优质产品和服务；海亮股份主要从事铜管、铜棒、铜箔、铜管接件、导体材料、铝型材等产品的研发、生产制造和销售。公司产品广泛应用于空调和冰箱制冷、传统及新能源汽车等；据江西铜业 2023 年年报，江西铜业现为国内最大的铜加工生产商，年加工铜产品超过 180 万吨。

表 11：部分涉及汽车、家电的铜加工企业一览

企业	铜加工布局
精益股份	公司主营铜（以电解铜为主要原材料）加工业务，主要产品为精密铜管和铜管深加工以及铜杆等产品。公司为空调制冷等下游行业，特别是空调制冷厂家提供优质产品和服务。
海亮股份	公司主要从事铜管、铜棒、铜箔、铜管接件、导体材料、铝型材等产品的研发、生产制造和销售。公司产品广泛应用于空调和冰箱制冷、传统及新能源汽车、建筑水管、海水淡化、舰船制造、核电设施、装备制造、电子通讯、交通运输、五金机械、电力等行业领域。
江西铜业	现为国内最大的铜加工生产商，年加工铜产品超过 180 万吨。

资料来源：精益股份半年报，海亮股份年报，江西铜业年报，德邦研究所

铝加工企业中涉及汽车、家电的公司或将更为受益。南山铝业主要下游产品包括铝板带、铝型材、铝箔等多个产品类型；东阳光核心产业链为“电子光箔-电极箔（包含腐蚀箔和化成箔）-铝电解电容器”为一体的电子元器件产业链；鼎胜新材主营业务为铝板带箔的研发、生产与销售业务。新疆众和主要从事铝电子新材料和铝及合金制品的研发、生产和销售，主要产品包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金产品，产品广泛应用于工业控制、电子设备、家用电器、汽车制造、电线电缆、交通运输及航空航天等领域。

表 12：部分涉及汽车、家电的铝加工企业一览

企业	铝加工布局
南山铝业	公司形成从热电、氧化铝、电解铝、熔铸、铝型材/热轧-冷轧-箔轧、废铝回收(再生利用)的完整铝加工产业链，主要产品包括上游产品电力、氧化铝、铝合金锭，下游产品涵盖铝板带（汽车板、航空板、罐料）、铝型材（工业型材、建筑型材）、铝箔等多个产品类型，终端产品广泛应用于若干领域
东阳光	公司的核心产业链为“电子光箔-电极箔（包含腐蚀箔和化成箔）-铝电解电容器”为一体的电子元器件产业链，而铝电解电容器广泛应用于消费电子产品、通信产品、电脑及周边产品、工业控制、节能照明等领域
鼎胜新材	公司主营业务为铝板带箔的研发、生产与销售业务，主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等，产品广泛应用于绿色包装、家用、家电、锂电池、交通运输、建筑装饰等多个领域。
新疆众和	公司主要从事铝电子新材料和铝及合金制品的研发、生产和销售，主要产品包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金产品，产品广泛应用于工业控制、电子设备、家用电器、汽车制造、电线电缆、交通运输及航空航天等领域。

资料来源：各公司年报，德邦研究所

5. 风险提示

海外需求不及预期，矿端价格大幅波动，全球经济衰退。

海外需求不及预期：国内部分金属加工企业产品向海外销售，若海外需求下滑可能影响公司利润情况。

矿端价格大幅波动：中游加工企业盈利及估值均与矿端金属价格存在联动，矿端价格波动或对公司市值带来影响。

全球经济衰退：全球经济衰退或带动需求下滑，对金属及金属加工企业带来不利影响。

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。