



有色金属价格回落 下游景气度或将结构性分化

有色金属及产业链月报（2024年9月）

证券分析师：张季恺 执业证书编号：S0630521110001

证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001

2024年09月05日



目 录

- 一、金属价格回顾与展望**
- 二、商品、供需及生产**
- 三、金属产业链**
- 四、结论与投资建议**
- 五、风险提示**

金属铜价格影响因素及预测

指标	未来展望	铜价影响
铜价判断预测	LME铜价在承受2024年初TC/RC下行压低价格后，仍处于较高位置。全球以中国为代表的主要金属铜消费国需求持续增长，供应链不断修复恢复。伴随未来美联储存在回调放松货币政策的可能，美元预计走弱，铜价有望支撑。预计铜价在9000-10000美元/吨间震荡。	
铜矿供应情况	2022年南美铜矿品位下滑，造成减产；巴拿马矿区供应中断；2023年刚果、秘鲁、智利铜矿产量回升；2024年秘鲁计划继续提升铜矿产量，全球铜市场产能初步过剩。	--
宏观需求	2023年中国铜矿进口总量较2022年下降2%，2024年上半年进口量略有回升，全球各地铜矿需求增速大多回暖。	+
经济周期	美联储预计可能降息，美元指数持续震荡，中美PMI持续在荣枯线以下震荡。	-
通货膨胀和工业指数	2024年5月IPI指数增长0.14%，增速较慢；中国CPI指数同比增长0.3%，增速下滑明显。	-
地缘经济政治	俄乌冲突仍在持续，中美贸易竞争并未降温，以色列和中东多个国家地区冲突持续。	+
矿区变化	美国Robinson矿区向含铜量更高的区域转移开采，预计增产；刚果Kamoa-Kakula铜矿项目在持续扩展，产能进一步释放。	++
冶炼精炼水平	2023年中国生产电解铜总量为1151万吨，同比增加9%，2024年上半年产量增幅为4%，增速放缓。	-
全球库存水平	2023年全球铜库存约为74.1万吨，同比下降31.6%，预计2024年稍有回升；2024年以来全球电解铜库存除5月外持续下滑，金属铜供给情况较为紧张。	+
下游需求	中国下游需求依旧是以电气设备为主，交通生产方面需求增速缓慢，美国主要是以楼房建造和设备为主要下游需求，需求增速减慢。	-
其他重点金属	LME铝价和铅价格，均在经历了2021年的上涨后震荡下跌，目前仍处于高价位。预计短期内铝价在2000-2500美元/吨之间，铅价在2000美元/吨左右。	+

2018年以来的国际铜、铝、铅价格走势

- 2020-2021年，有色金属因全球范围内疫情爆发导致的贸易和供给中断，基本均经历下跌到上涨的波动趋势。
- 2021年后，在金属市场回暖后，全球铜、铝行业出现部分原矿产量未达预期或因环境和矿山品位问题被迫减产停产。
- 2022年开始，美联储进入加息周期，宏观调整使财政紧缩预期加剧，有色金属不断承压。金属价格处于震荡波动周期。
- 2024年后，全球经济活动变暖，供给端紧缺的问题逐步改善，金属价格持续回升。
- 2024年5月后美联储持续加息，金属再次回落。



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

美联储基金有效利率和铜价变化趋势高度负相关

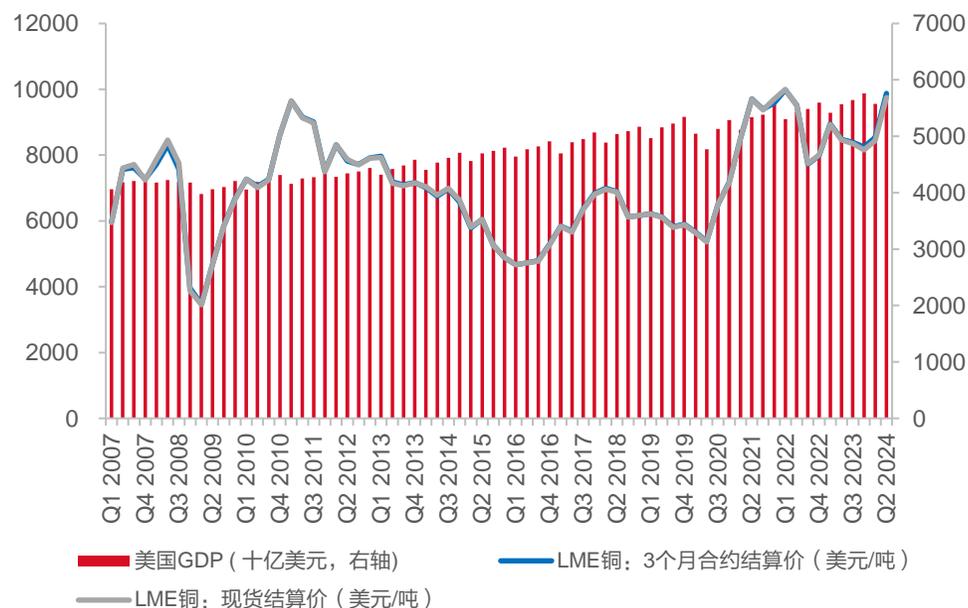
- 2014-2020年，LME铜价相对平稳，震荡波动。美联储联邦利率缓慢上升，相关性并不明显。
- 2020-2021年末，铜价由于全球范围内的贸易中断和多种影响叠加，价格飙升，美联储联邦利率处于低位。
- 2022-2024年中，铜价回调下跌，与此同时，美联储联邦利率经过多轮加息处于历史高位。
- 总体而言，在历史价格利率波动中美联储联邦利率和铜价变化几乎呈现高度的负相关性。



美国GDP增速变化方向和国际铜价正相关程度较高

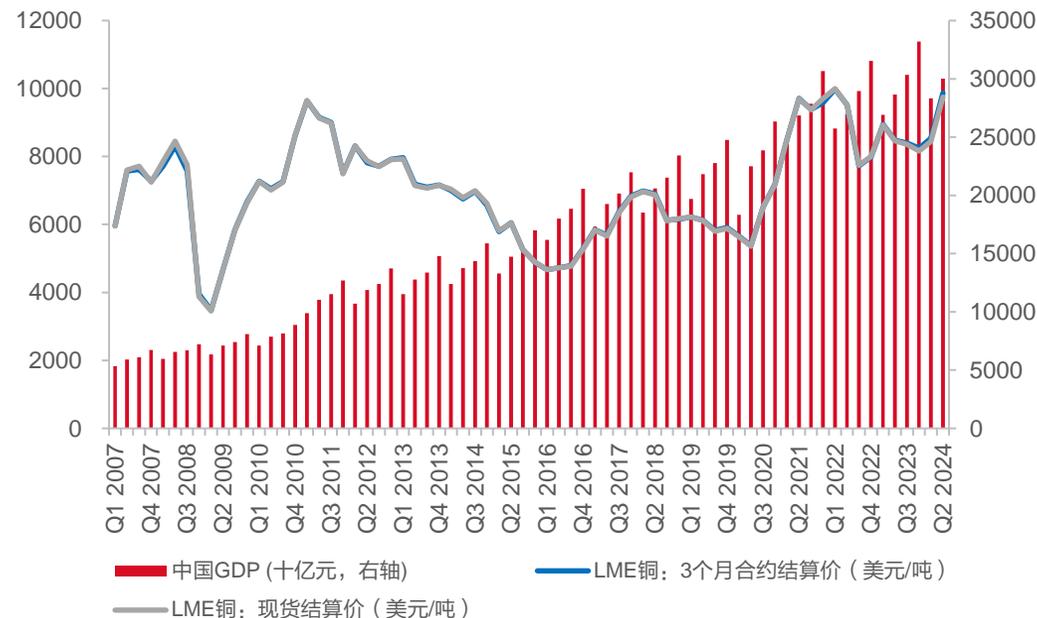
- 至2024年第二季度，美国GDP变化方向和国际铜价相关度相对较高，在重要的变化节点，出现了类似的变化趋势。2019年末美国GDP经历了下滑到回升的较大变化，与国际铜价变化方向相似。
- 近年来，国内GDP变化趋势与国际铜价相关程度变高，尤其在2019年后，变化方向几乎一致，我国对于铜金属的高需求，加强了对价格的影响力。

美国GDP和伦铜价格变化



资料来源：彭博数据，东海证券研究所

国内GDP和伦铜价格变化



资料来源：彭博数据，东海证券研究所

美国PMI等宏观消费指数和铜价变化相关度高

- 美国制造业PMI指数相对同步与铜价变化，国内PMI指数略领先于铜价变化，趋势大体一致。
- 近年来，美国消费者价格指数变化率和消费者信心指数与国际铜价相关度增强。但在2023年后出现了部分负相关变化趋势。

美国PMI和铜价格变化



资料来源：钢联数据，彭博数据，东海证券研究所

美国消费者价格指数YoY和铜价变化



资料来源：钢联数据，彭博数据，东海证券研究所

2024年，全球有色金属大事记

- 4月，印度和巴西等国家地区计划2024年增加铁矿石产量，全球钢铁生产预计将上升，推动铁矿石市场的增长。
- 5月，秘鲁和智利计划持续增产铜矿，Las Bambas和Southern Copper等矿区的产量预计持续提升。中国、美国和印尼计划通过新冶炼厂和产能扩展来增加精炼铜产量。
- 6月，中国继续增加精炼铝的生产，以补偿欧洲项目重新启动的延迟。
- 8月，中国金属铅行业下游终端铅蓄电池库存大量增加的情况改善，但加工费仍处于下行区间，再生铅企业亏损短期内恐难改善。同期中国铅酸蓄电池产品出口表现较好。
- 2024上半年锌价和锌精矿加工费持续走低，仍处于低位，中国锌精矿产量进一步下降。因多处矿山因盈利压力减产停产，锌矿品位下降，总体产量扩张不及预期等多个因素扰动，全球锌矿石供应处于收缩阶段。
- 美联储持续加息，美国国债价格下跌但收益率上行，推高投资避险情绪，市场追捧美元、黄金等安全资产，全球金属需求反弹不及预期，有色金属整体承压。

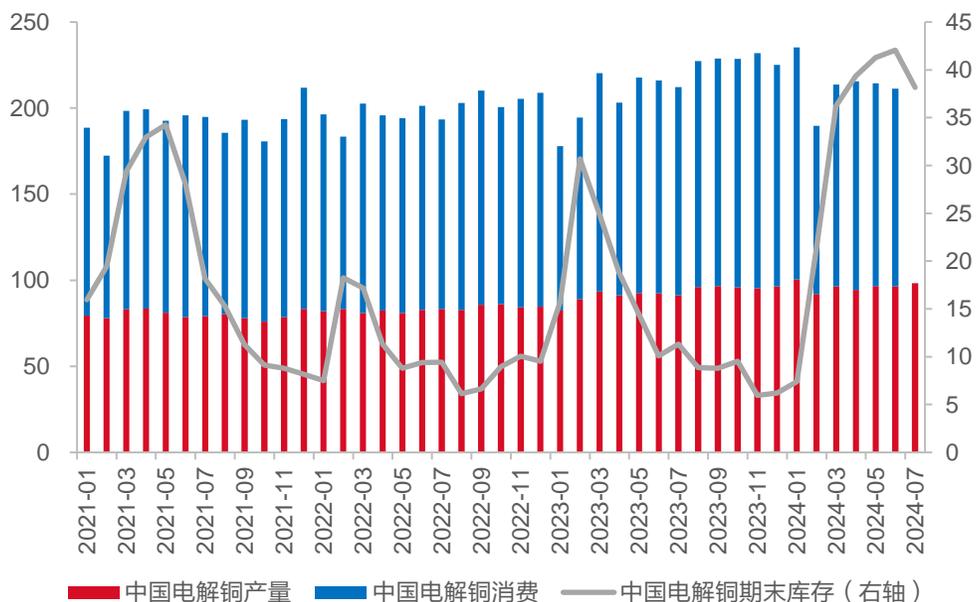
目 录

- 一、金属价格回顾与展望
- 二、商品、供需及生产**
- 三、金属产业链
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

金属铜供需基本面：国内铜供需及全球消费库存

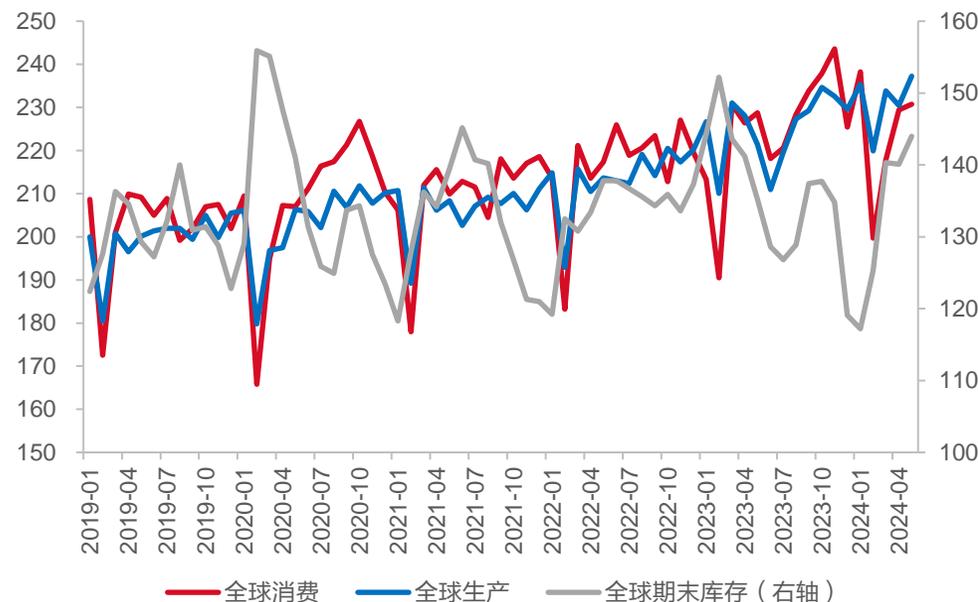
- 至2024年7月末，我国电解铜当月期末库存约为38.17万吨，2024年上半年库存较去年同比增加79.4%，整体库存量上升，电解铜供应情况趋于稳定。7月我国电解铜产量约为98.26万吨，上半年产量同比增加6.6%，产量基本维持稳定。
- 至2024年5月，全球电解铜期末库存为144万吨，同比增加6.5%。2022年前，全球电解铜消费量大于产量，存在供给缺口，供不应求，2023年全球电解铜产量约为2701万吨，消费量约为2697万吨，供需紧张局面改善，产能出现过剩现象。

国内铜矿供需及电解铜消费和库存量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

全球电解铜产量消费及库存（万吨）

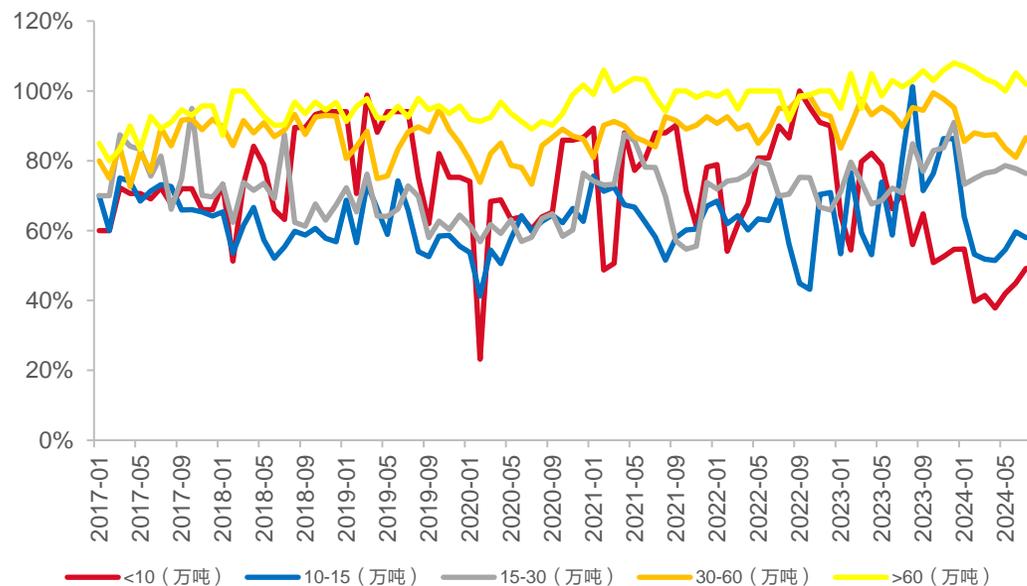


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

金属铜供需基本面：炼厂开工及产能利用

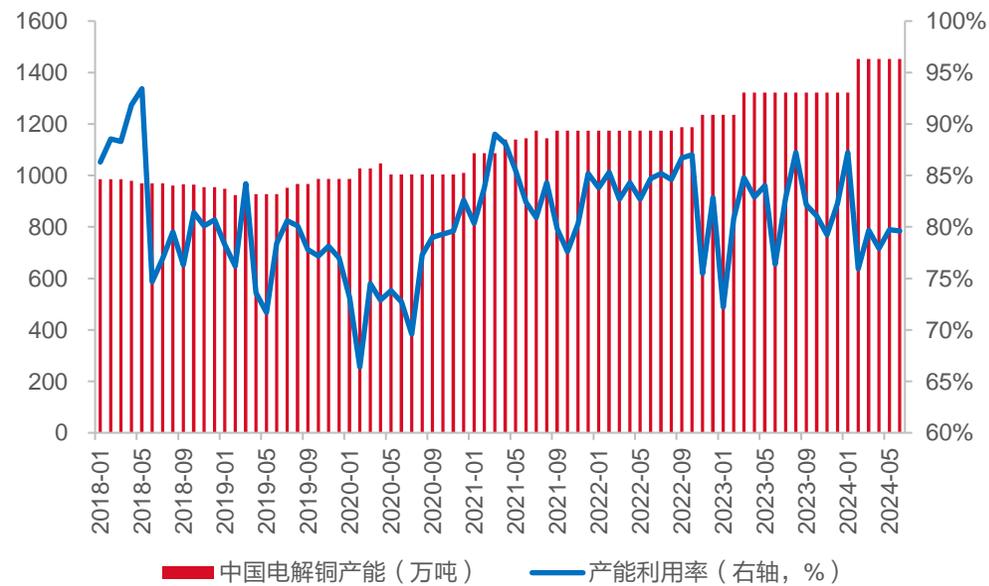
- 2024年7月，我国月产能60万吨以上的铜加工企业平均开工率在102%，我国金属铜冶炼行业开工率和产能呈现正比关系，月产能10万吨以下的开工率仅为49%。
- 7月份，我国电解铜产能为1453万吨，较去年同期增加9.9%，较2018年同期增长49.9%。我国电解铜产能利用率目前为80%，整体产能利用率呈现下降趋势。

国内铜加工开工率 (%)



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内电解铜产能和产能利用率

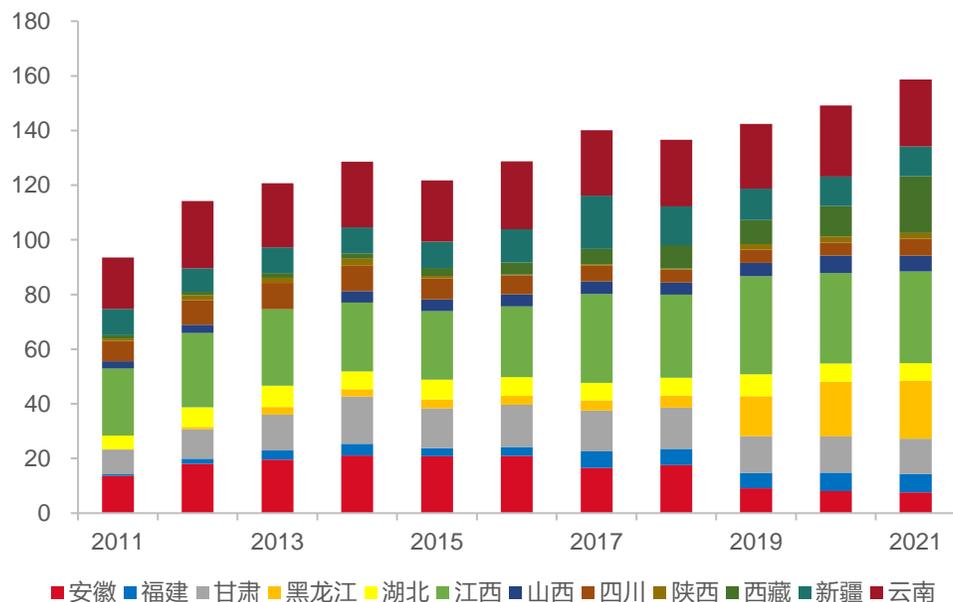


资料来源：国家统计局，钢炼数据，东海证券研究所

金属铜供需基本面：国内铜资源相对集中，精炼水平较为平均

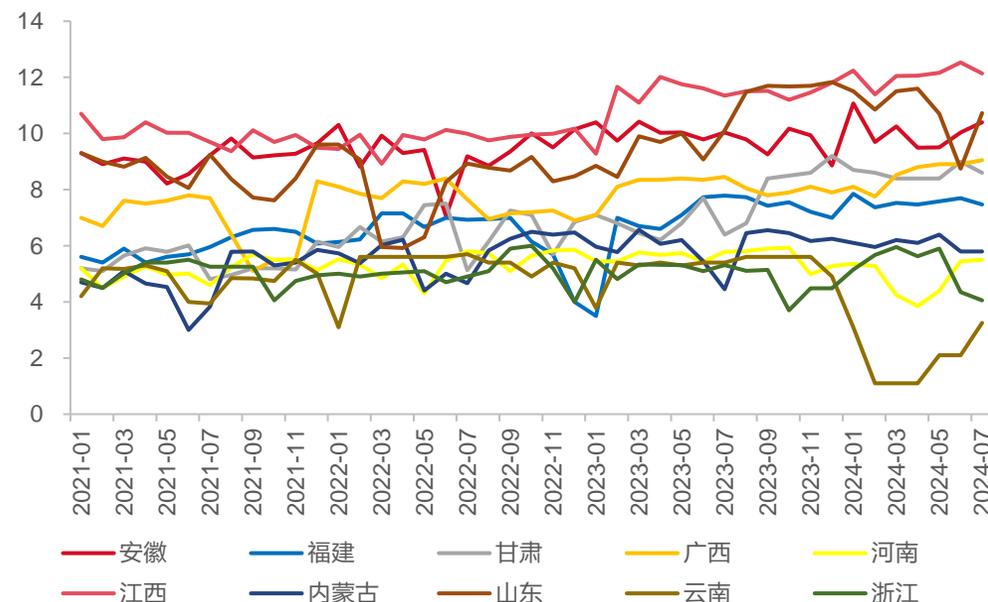
- 至2021年，我国铜矿最主要产地是江西、黑龙江、云南、西藏等省份，大多出自国内重点大型矿山持股公司。
- 至2024年7月，我国电解铜产量分布较为集中，多数省份均有冶炼能力，其中江西省产量最高位12.14万吨，山东和安徽产量均超10万吨/月。

国内重点省份铜精矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内个省份电解铜产量（万吨）

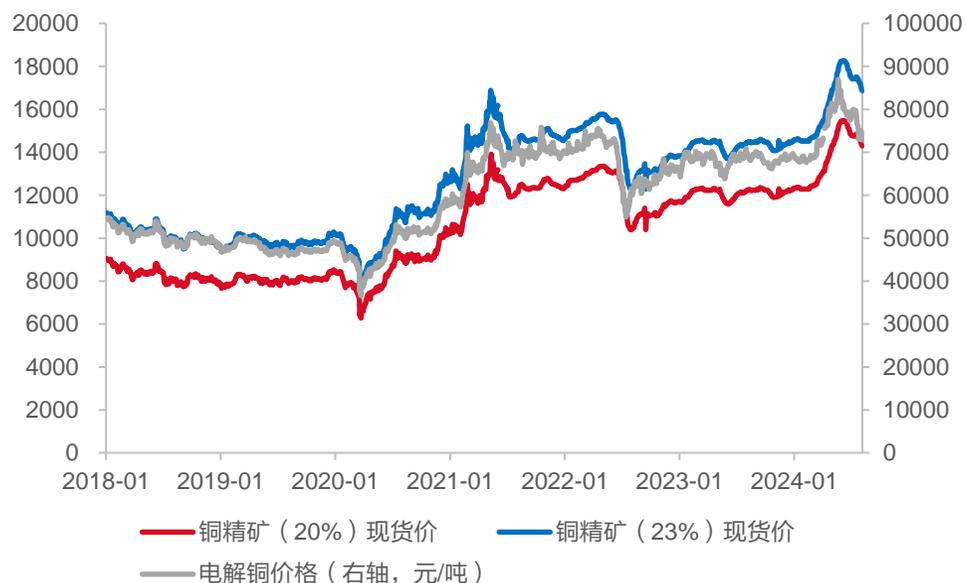


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

金属铜供需基本面：主要产品价格

- 2024年8月5日国内铜精矿20%和23%现货价格分别为14291元/千吨和16873元/千吨，8月电解铜价格略有下跌但仍在70000元/吨以上的高位，较2019年同期价格下滑55%。
- 2024年8月，国内主营铜产品价格均下滑。黄铜带价格已跌破60000元/吨，紫铜管和低氧铜杆价格降至80000元/吨以下，较上月同期价格环比下降10%。

铜精矿和电解铜价格（元/千吨）



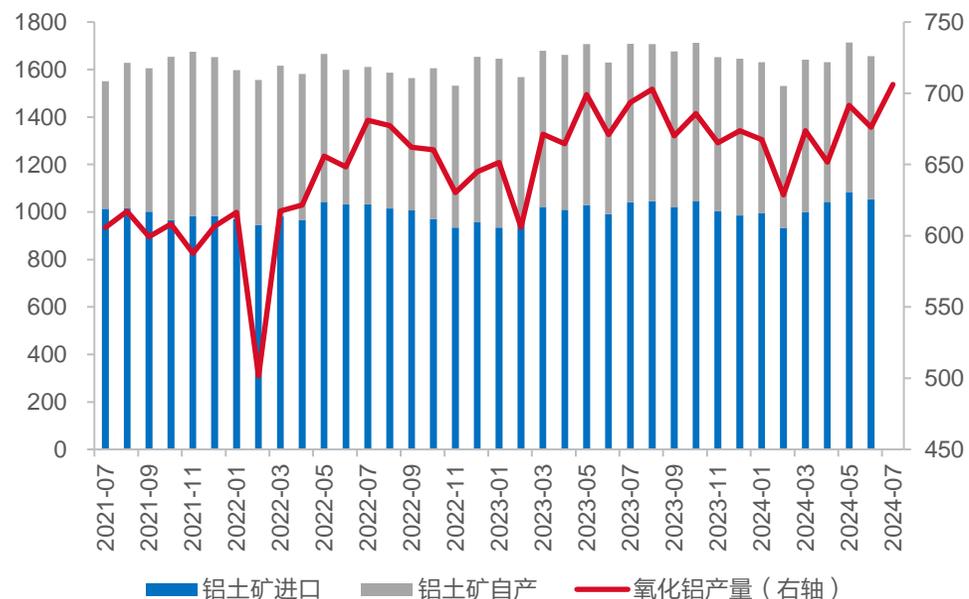
国内铜产品价格（元/吨）



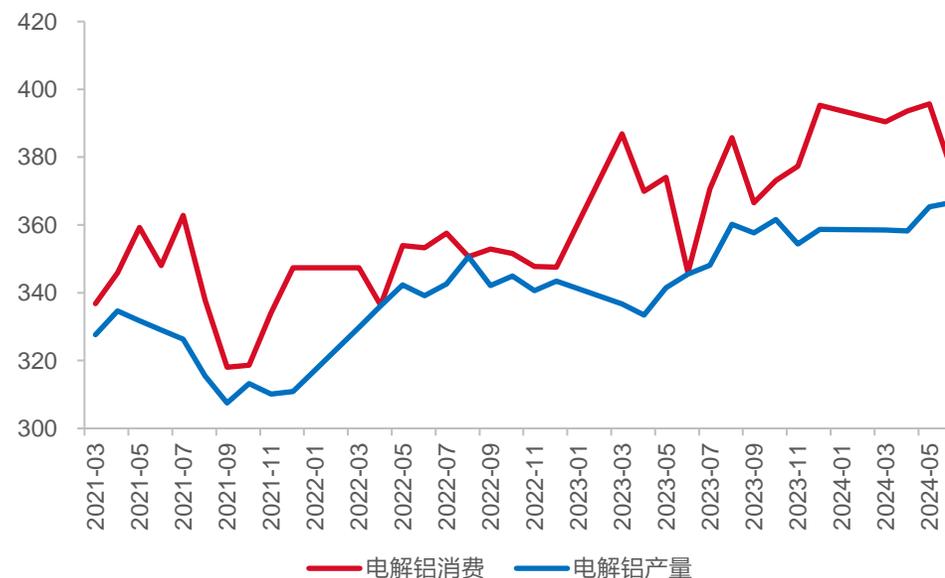
金属铝供需基本面：国内铝供需及消费库存

- 2024年7月我国冶金级氧化铝产量约为706万吨，同比增加1.8%。今年7个月总产量较去年同期增幅不到1%，铝矿生产维持稳定。2024上半年铝土矿进口比例持续扩大，我国铝矿资源依赖进口的现状暂未改变。
- 6月我国电解铝产量为366.6万吨，消费量约为376.5万吨，同比分别上升6%和9%。上半年，工业电解铝产量同比增速快于消费水平，缺口进一步缩小，电解铝需求缺口缩减。

国内铝矿进口与产量（万吨）



国内电解铝产量及消费（万吨）



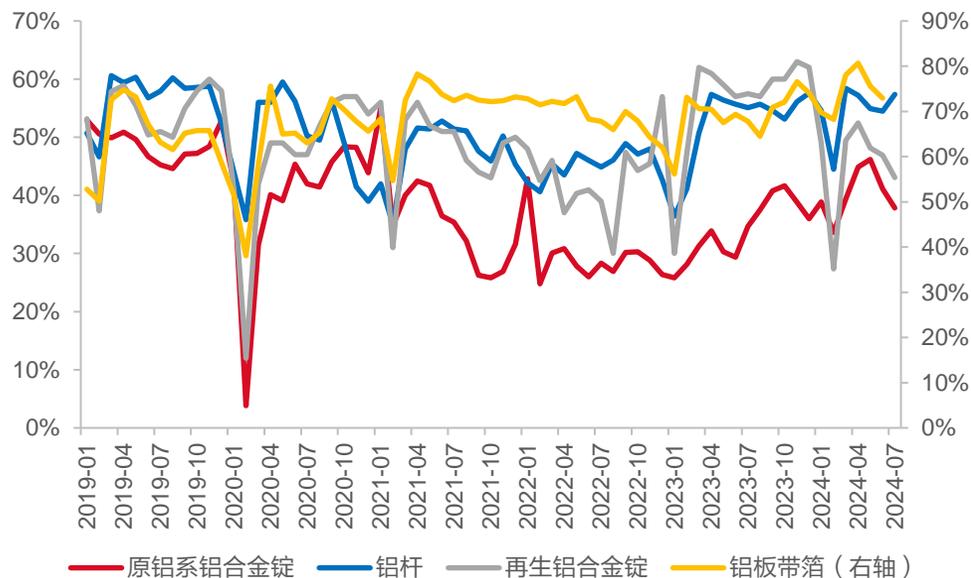
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

资料来源：钢联数据，东海证券研究所

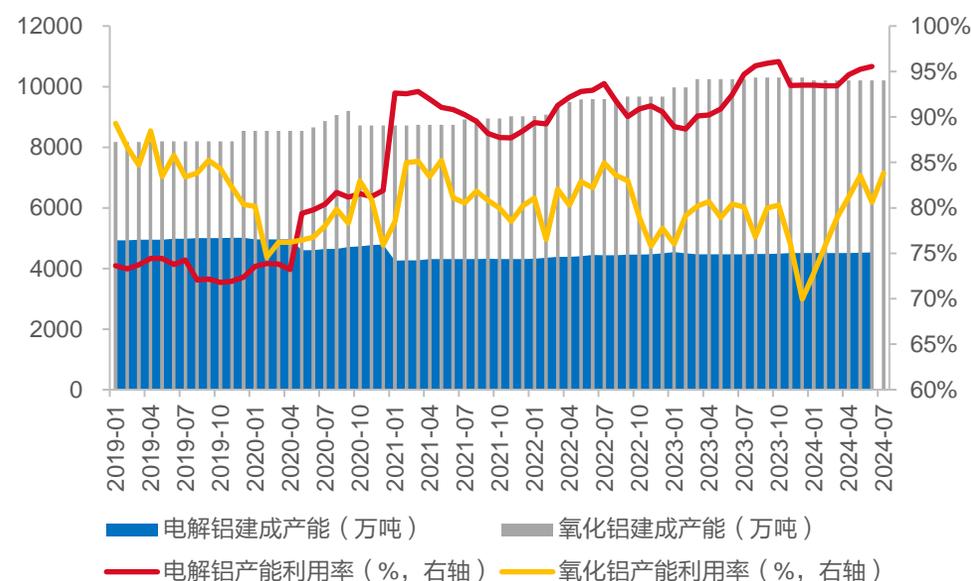
金属铝供需基本面：炼厂开工及产能利用

- 2024年7月，我国原铝合金冶炼开工率约为38%，铝杆和再生铝合金开工率约为57%和43%。2024年以来，铝制产品开工率持续走低，仅铝杆开工率在年中出现回升。
- 7月，我国氧化铝产能约为10210万吨，产能利用率为84%，较2024年1月增长11个百分点。截至今年6月，电解铝建成产能为4529万吨，产能利用率为96%，持续维持高位。

国内铝产品开工率 (%)



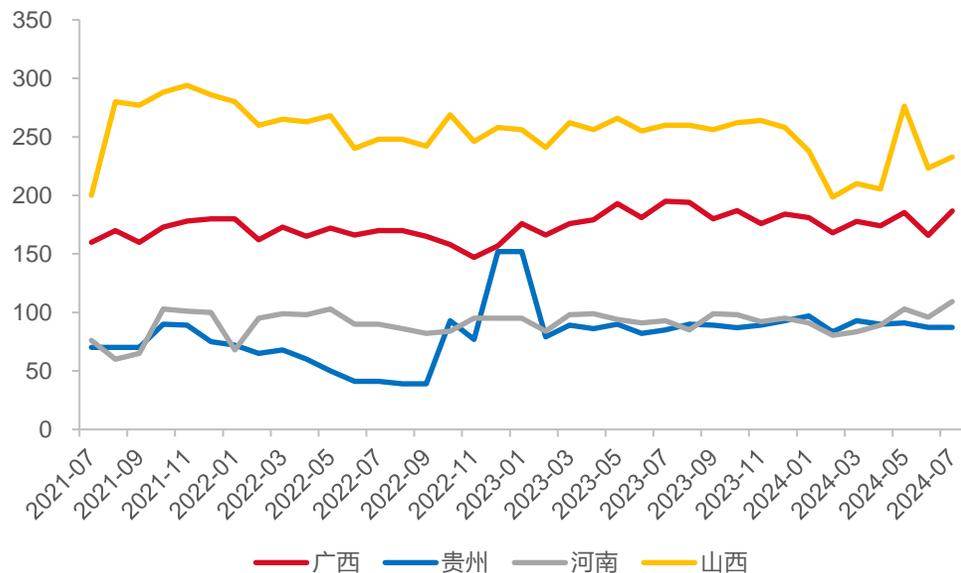
国内冶炼铝产能和产能利用率



金属铝供需基本面：铝土矿生产省份较少，电解铝产量较为分散

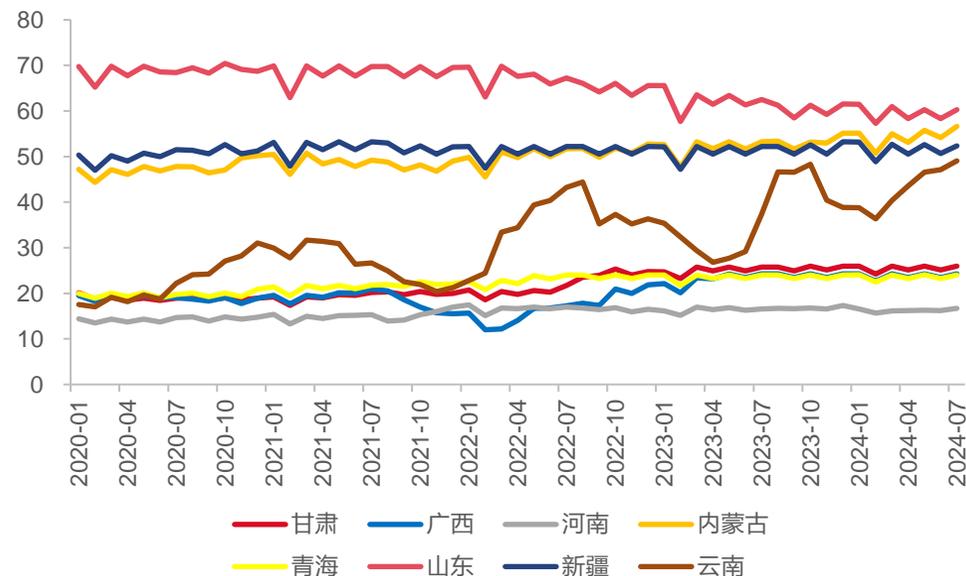
- 2024年7月，我国铝土矿产量最大的省份是山西省，产量为232.75万吨，我国铝土矿主要生产集中在山西、河南、贵州、广西，其余省份产量较低。河南省7月铝土矿产量增幅最大，环比增长14.1%，同比增长17.5%。
- 7月，我国电解铝产量分布较为分散，多个省份月产量超20万吨，山东、新疆、内蒙等省份月产量已超50万吨。各重点生产省份7月产量环比增幅均在3%以上，其中云南省同比增幅达到了31.3%。

国内主要铝土矿权益生产省份（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

我国电解铝主要省份产量（万吨）

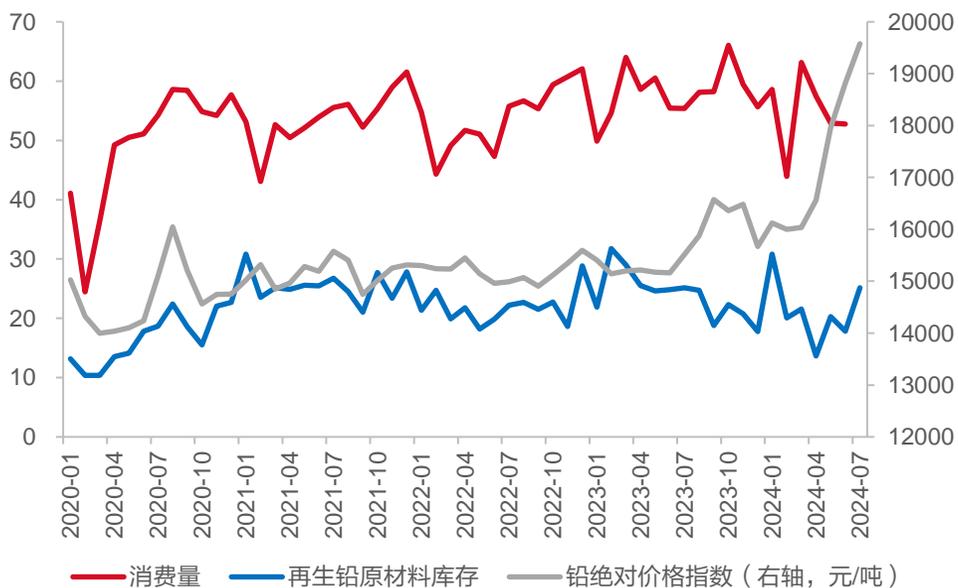


资料来源：钢炼数据，东海证券研究所

金属铅供需基本面：国内铅产能及消费库存

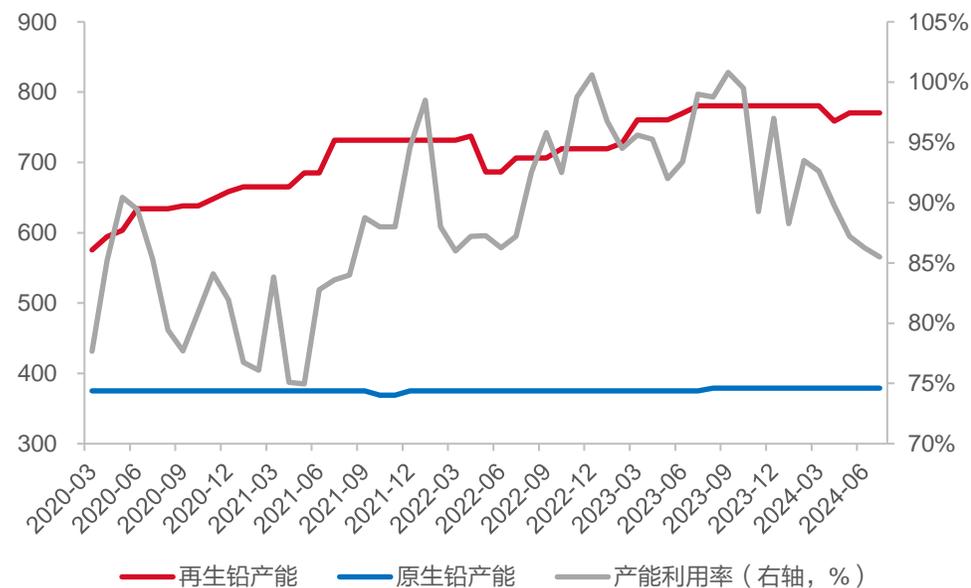
- 2024年7月我国再生铅原材料库存为25.14万吨，较年初库存量回升，铅消费水平基本维持稳定。至7月末，国内铅绝对价格指数达到19578.25元/吨，较去年同比上涨26%，增幅明显。
- 7月，我国再生铅产能为770.5万吨/年，继续维持高位，原生铅产能变化较小，保持在379万吨左右。我国冶炼铅产能利用率，近年来持续下滑，跌至86%，但仍处于历史较高位置。

国内铅消费库存及价格（万吨，元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内铅产能和产能利用率（万吨，%）

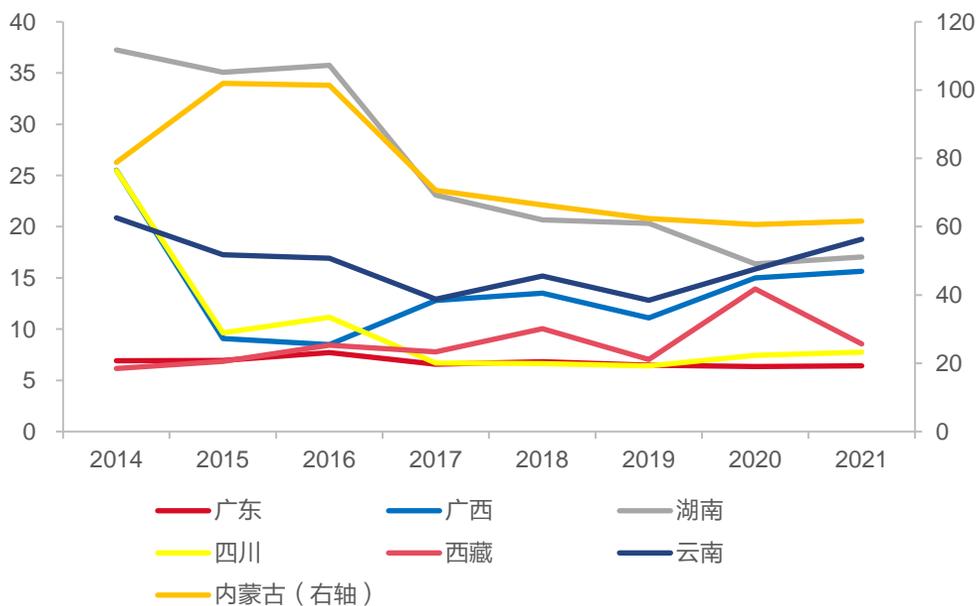


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

金属铅供需基本面：国内铅精矿产量下滑，库存处于低位

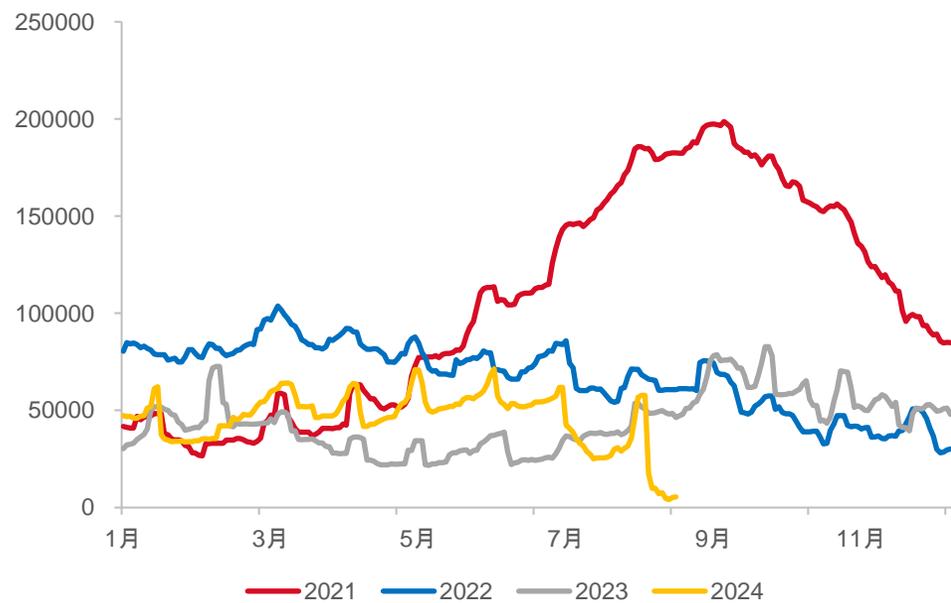
- 2021年我国铅精矿各省份产量持续下滑，内蒙古产量为61.65万吨依旧是产量最大省份。各主要生产省份较去年产量大多略有回升，但处于生产水平低位，西藏产量同比下滑38.5%。
- 8月，SHFE铅期货库存位5569吨，处于历史低位，较去年同比下滑88%。铅金属期货库存面临严重不足的现在，未来铅价存在较大波动风险。

国内铅精矿各省份生产（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

SHFE铅期货库存（吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

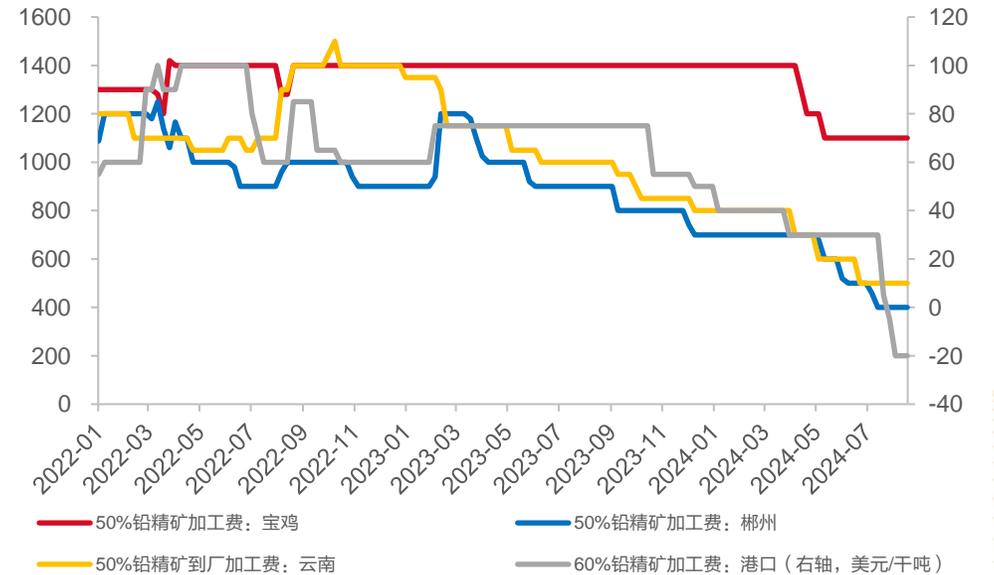
金属供需基本面：国内粗铜和铅精矿加工费走低

- 2024年8月30日，我国粗铜进口现货加工费约为110美元/吨，进口长单加工费116美元/吨，较往年总体呈现下滑趋势。各类铅精矿加工费持续走低，除宝鸡50%铅精矿加工费同比下跌20%左右外，其余均大多下跌50%以上。
- 全球铅矿产量下滑，推动铅价上升。我国金属铅冶炼产量除2022年外基本稳步上升，产能逐步过剩，导致冶炼厂之间为了争取订单压低加工费。

国内粗铜进口现货和长单加工费（美元/吨）

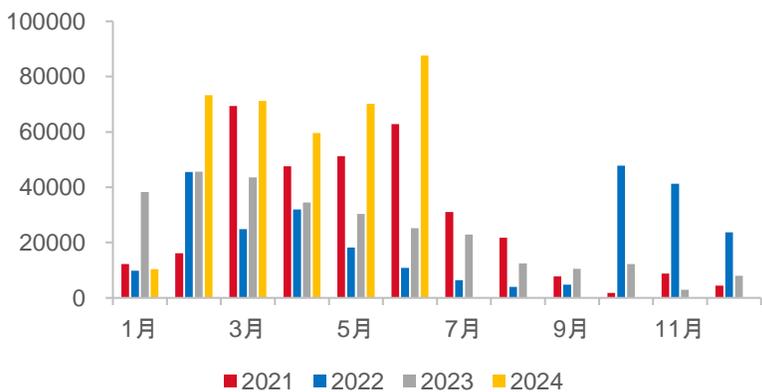


铅精矿加工费（元/吨，美元/吨）

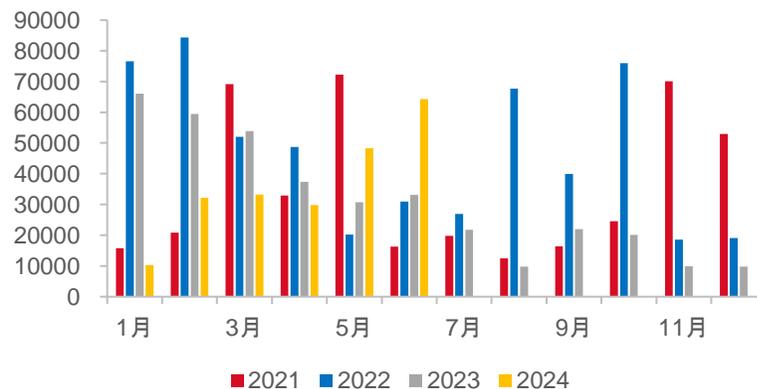


主要有色金属SHFE月度交割量

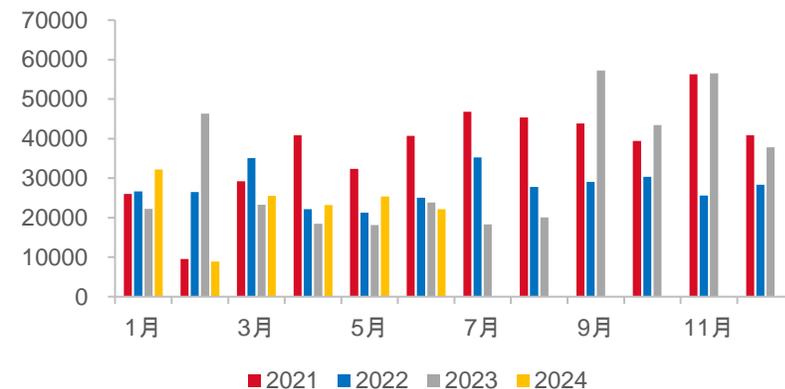
SHFE铜单边交割量 (吨)



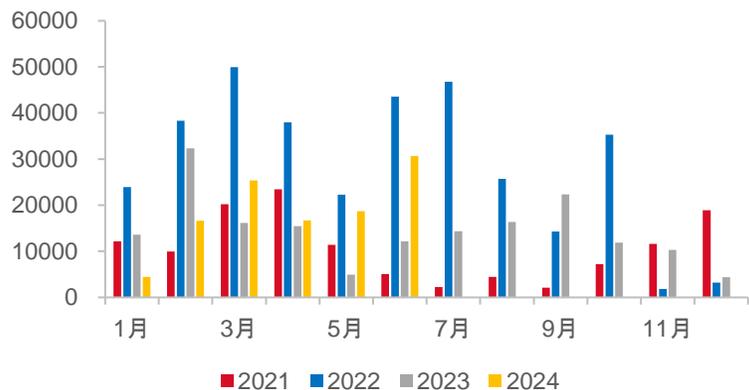
SHFE铝单边交割量 (吨)



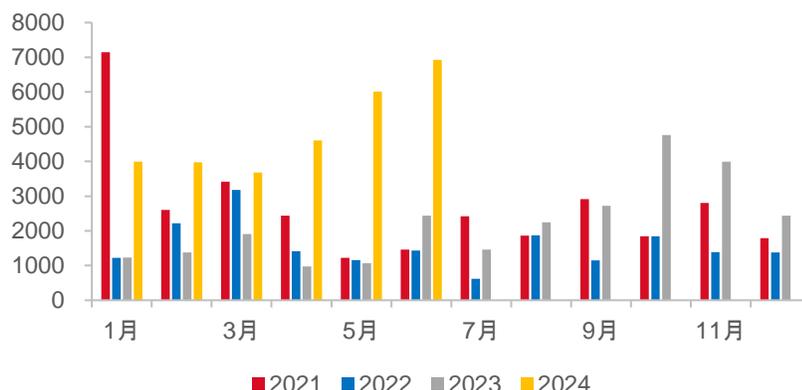
SHFE铅单边交割量 (吨)



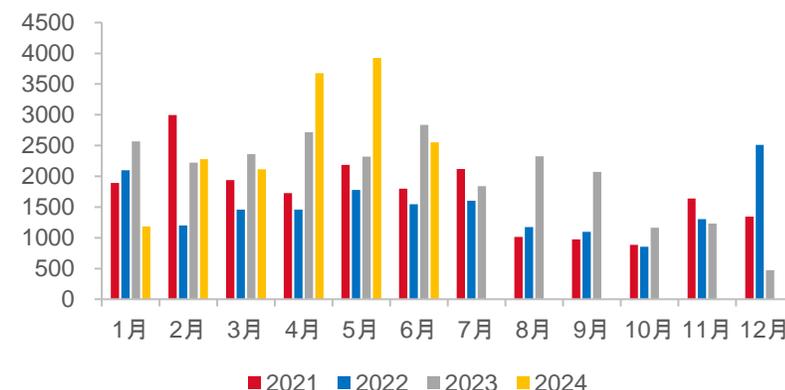
SHFE锌单边交割量 (吨)



SHFE镍单边交割量 (吨)



SHFE锡单边交割量 (吨)



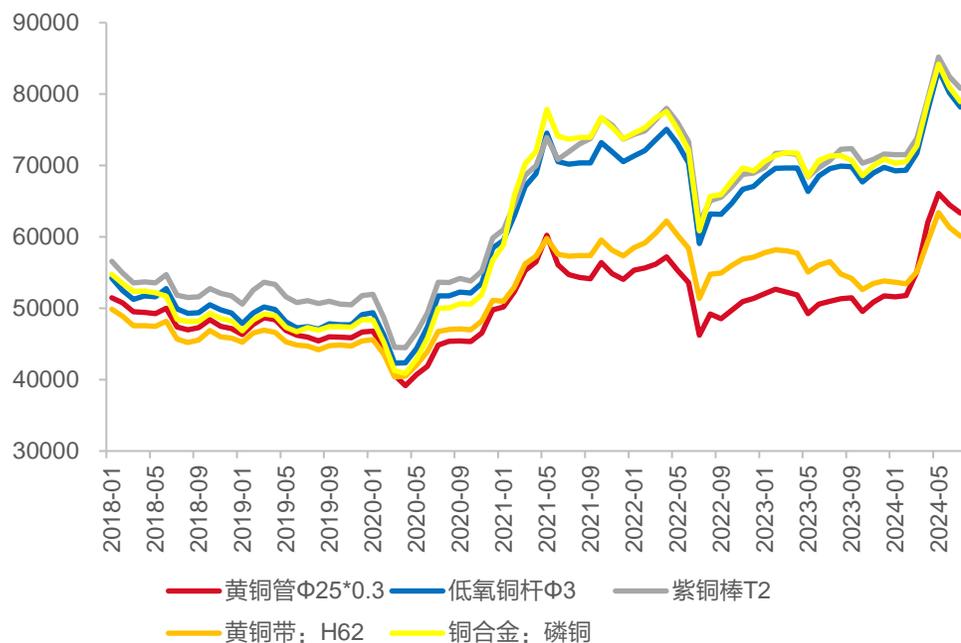
目 录

- 一、金属价格回顾与展望
- 二、商品、供需及生产
- 三、金属产业链
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

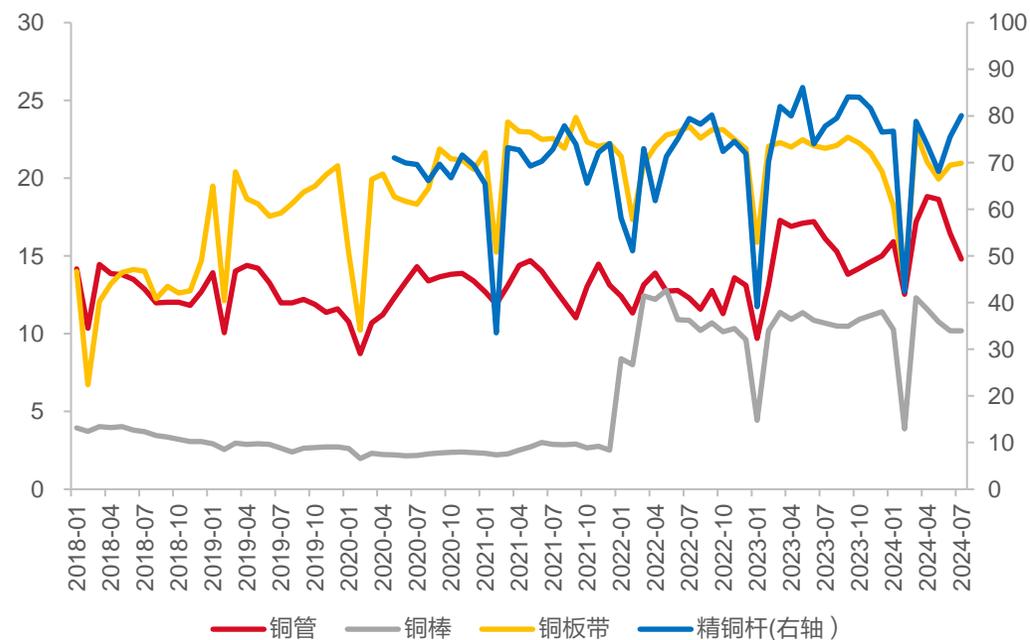
铜制品价格波动趋势类似，产量差异较大

- 7月，铜制品价格大多出现下跌，铜杆、铜带、铜合金等环比跌幅均超过2%。主要由于6月国内精炼铜出口量增加，导致铜产品现货库存增厚，市场供应过剩。
- 下游主要产品中，铜管产量连续三个月下跌，7月产量约为14.8万吨，精铜杆产量增长至80.1万吨，其余产品基本维持稳定生产，较2023年底有较大改善。

主要产品价格（元/吨）



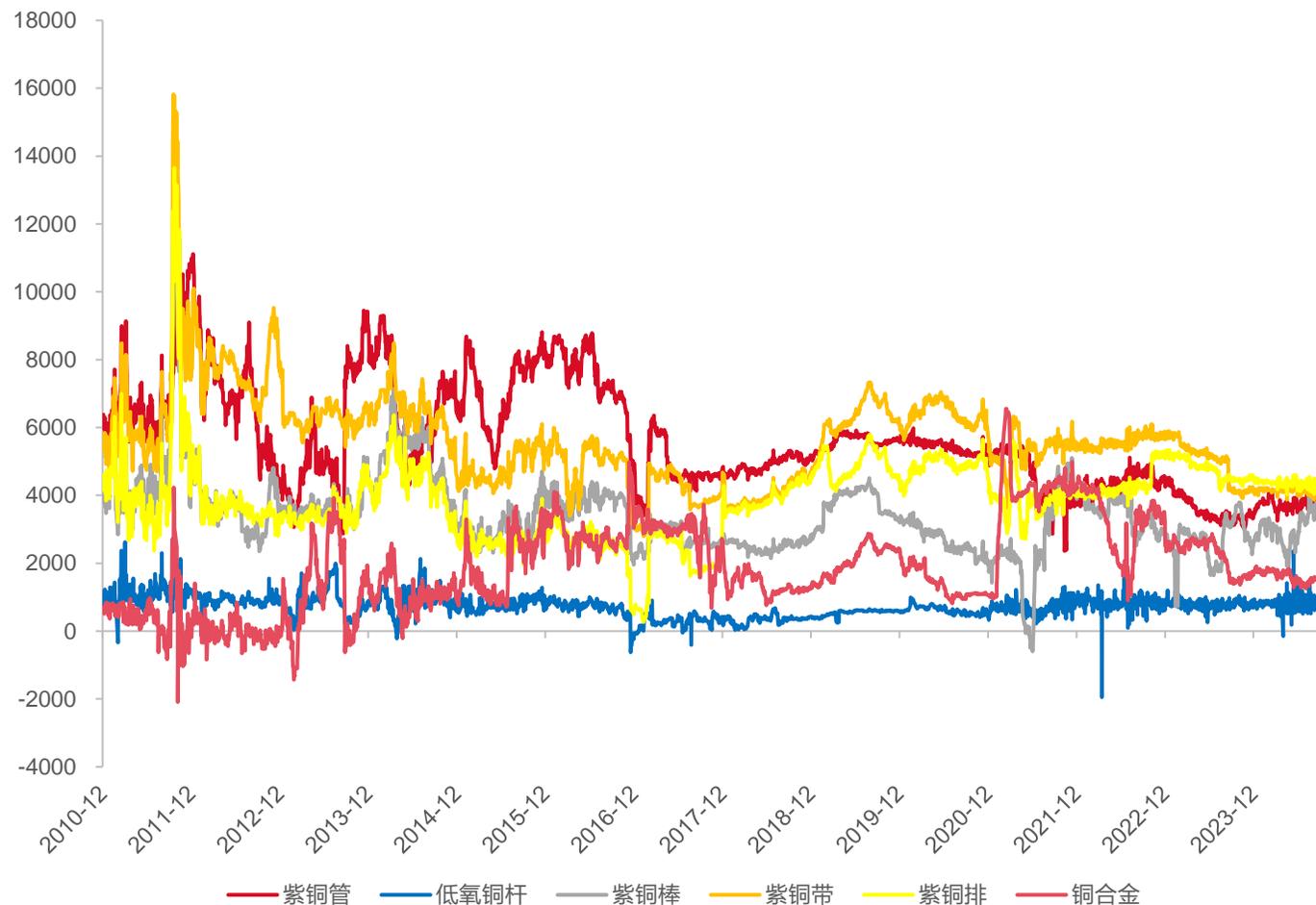
下游产量变化（万吨）



铜产品价差维持稳定

- 整体价差呈现喇叭形缩减趋势，但变化幅度整体较小。
- 2023年底开始铜棒与电解铜价差增幅较为明显，利润空间较大，至2024年8月紫铜棒和电解铜价差约为3796元/吨，较2023年增长21%。
- 铜管和铜排价差基本维持稳定，价差分别同比上升11%和-1%，盈利水平基本维持稳定。
- 铜合金价格下跌幅度较大，从2022年持续下跌，至今年8月底，跌幅已达41.8%，在今年出现部分回升，但仍处于近年来的低位。

铜主要产品与电解铜价差（元/吨）

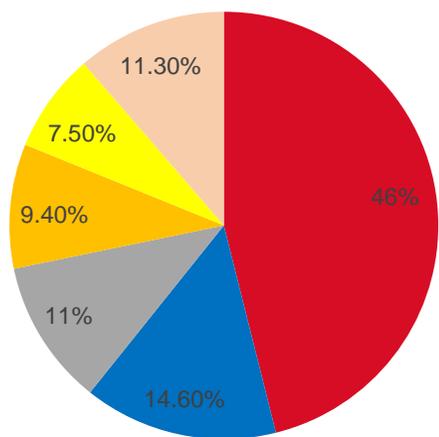


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

世界铜下游需求和国内需求分布各异

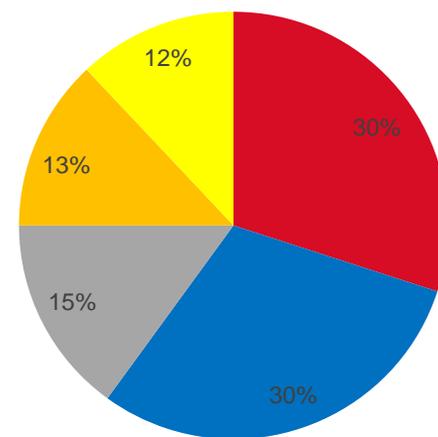
- 截至2024年，世界精炼铜下游最主要的需求行业主要是楼房建造和设备需求，其次是基础设施和交通。国内精炼铜下游需求最旺盛的是电力行业，占比达到了46%，其余占比均在15%以下，与欧洲的电解铜需求结构类似。
- 全球精炼铜需求，60%的供应量集中在亚洲地区，且主要集中在电力行业。美洲地区精炼铜最终用户占比约为14%，主要集中在楼房建造行业。

国内精炼铜下游需求



■ 电力 ■ 家用电器 ■ 交通 ■ 建筑与建设 ■ 电子产品 ■ 其他

世界精炼铜下游需求

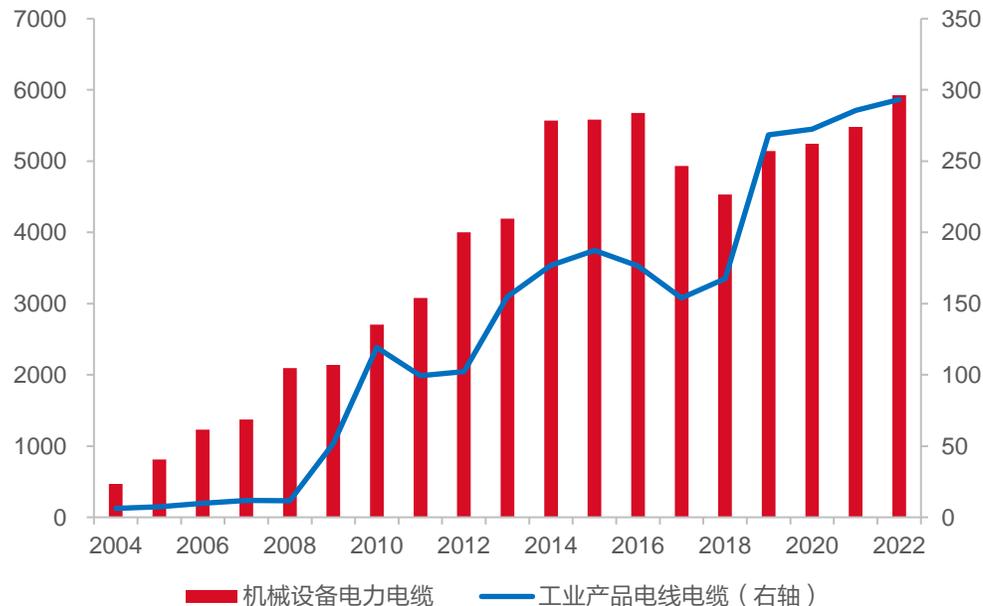


■ 楼房建造 ■ 设备 ■ 基础设施 ■ 交通 ■ 工业

我国电线电缆需求旺盛，依旧自产为主

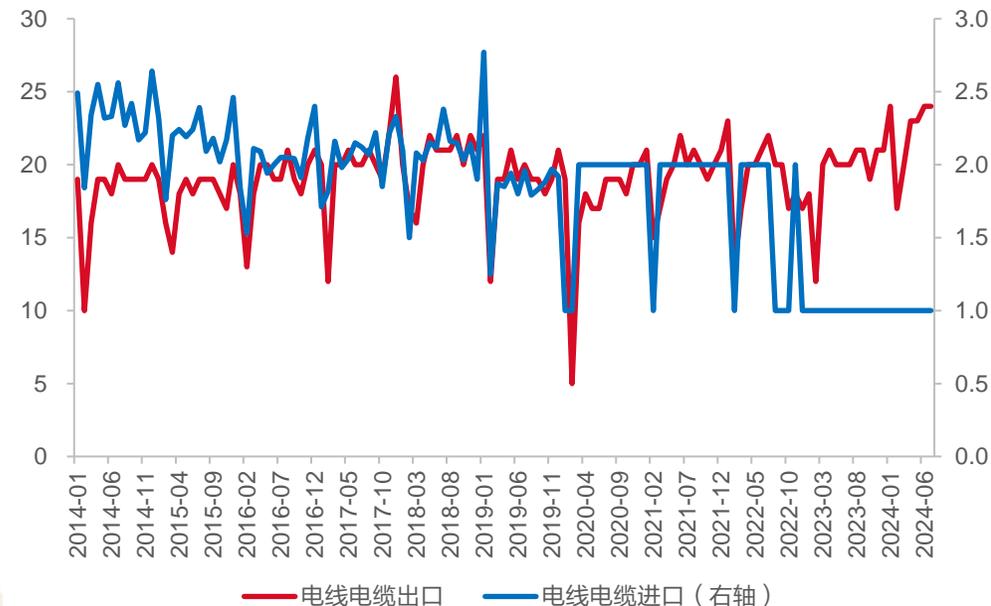
- 截至2022年，我国机械设备电力电缆产量达到了5927万千米/年。2016-2018年我国以房地产为例的部分传统行业对电线电缆需求下滑，新开工项目减少直接影响的电线电缆需求，2018年后，电线电缆需求持续扩大。
- 至2024年7月，我国机电产品：电线电缆出口数额约为24万吨，同比增加20%，进口数量为1万吨。国内电线电缆需求主要依靠自给生产，对外依赖程度较低，未来需求预计持续旺盛。

国内生产电线电缆（万千米）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

机电产品：电线电缆进出口（万吨）

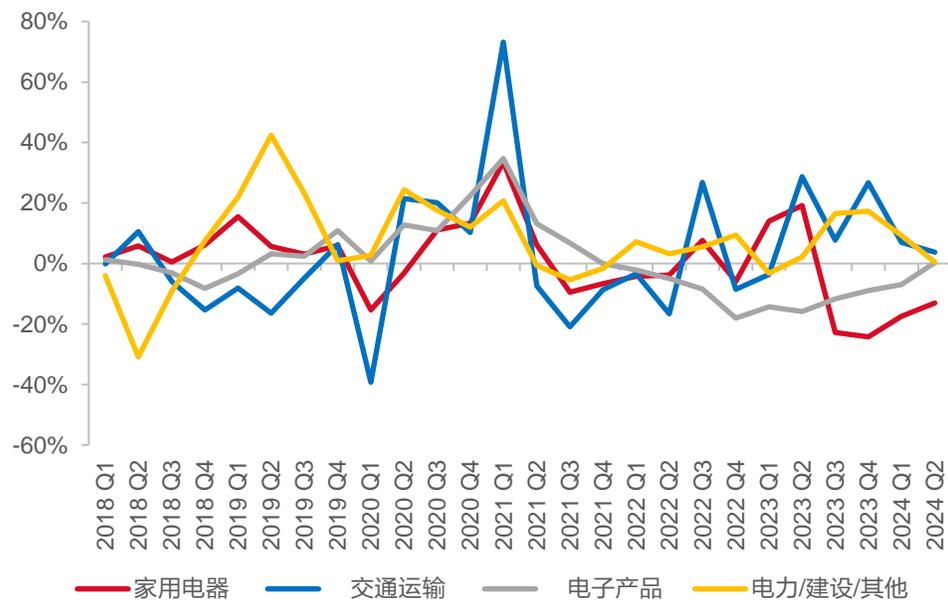


25 资料来源：钢联数据，东海证券研究所

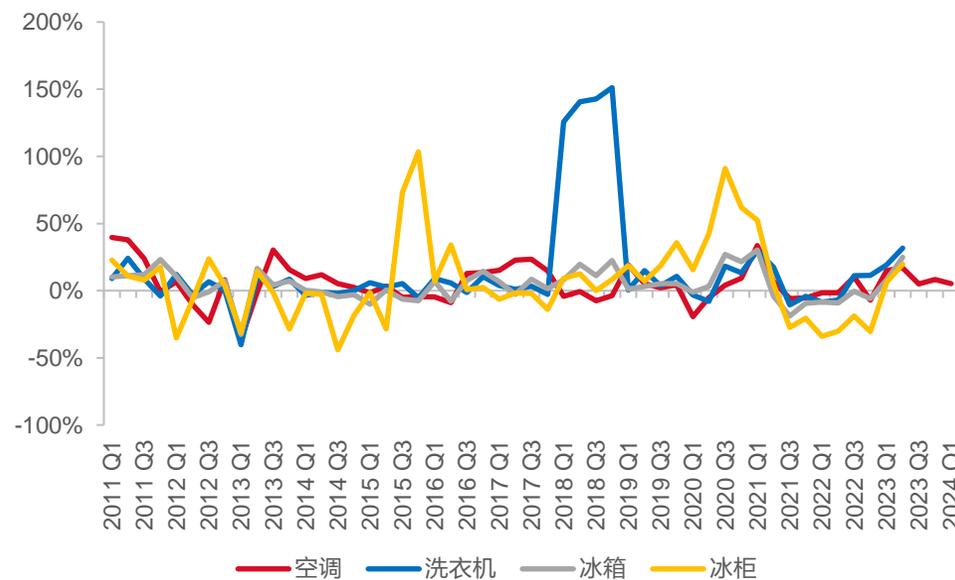
国内精炼铜主要用于电力和电器

- 截至6月，国内精炼铜最终用户依旧是以电力为主，2024年第二季度，我国电力、建设共用铜250万吨，占比超过70%。其次是家用电器，用量约为56.8万吨，今年第二季度我国家用电器同比用铜量下滑13%，跌幅较大。
- 家用电器下游产品中，铜需求量最大的是空调。在所有电器产品中，空调季节波动性最高，2024年第二季度共用精炼铜58.7万吨。截至2023年第二季度，各大电器产品用铜总量涨幅超15%，2024年出现下跌。

国内金属铜行业需求同比变化 (%)



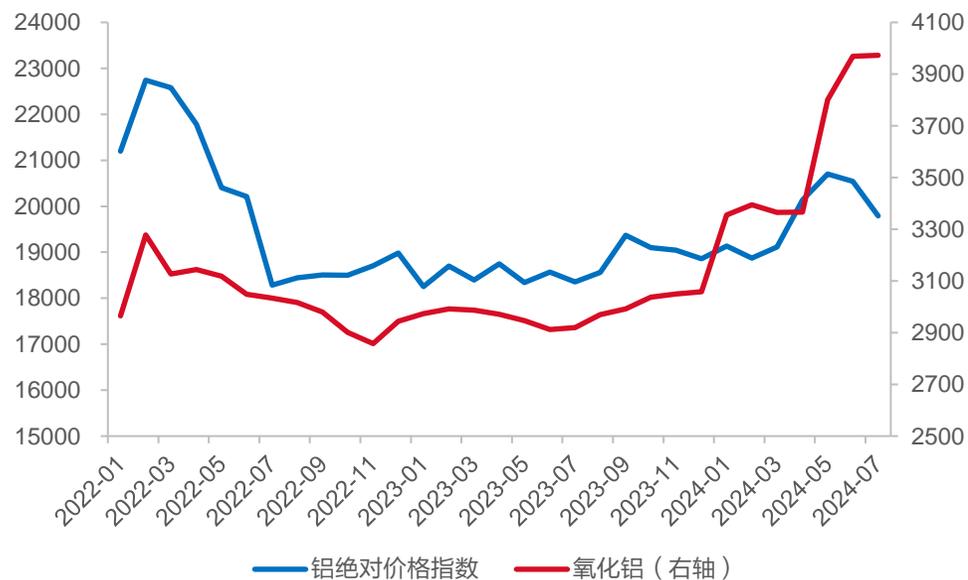
电器下游最终用户需求量同比 (%)



精炼铝及原料价格上涨，出口总量增大

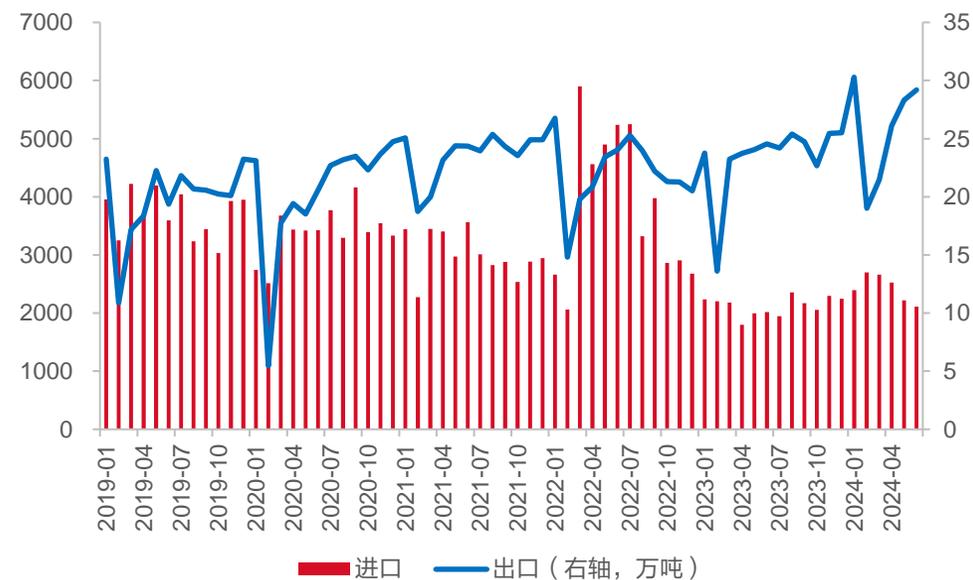
- 今年7月，我国铝绝对价格指数为19791元/吨，较前两个月略有下滑，整体依然维持在高位。氧化铝原矿价格大幅上涨至3972.83元/吨，较去年同比增加36%，主要由于全球范围内以力拓集团为代表的头部铝业公司原矿供应减少，伴随国际氧化铝价格同步上涨。
- 我国铝制品进口数量持续减少，出口数量增幅明显。2024年6月我国铝制品出口量为29.2万吨，较今年2月增加54%，进口量下滑22%。

主要金属铝价格（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝制品进出口量（万吨）

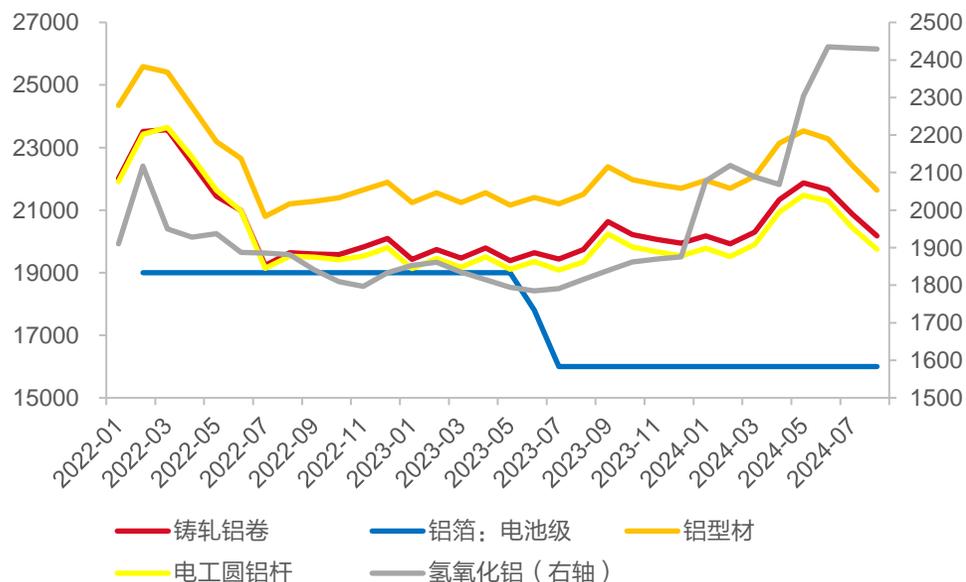


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝下游制品价格下行，库存减少

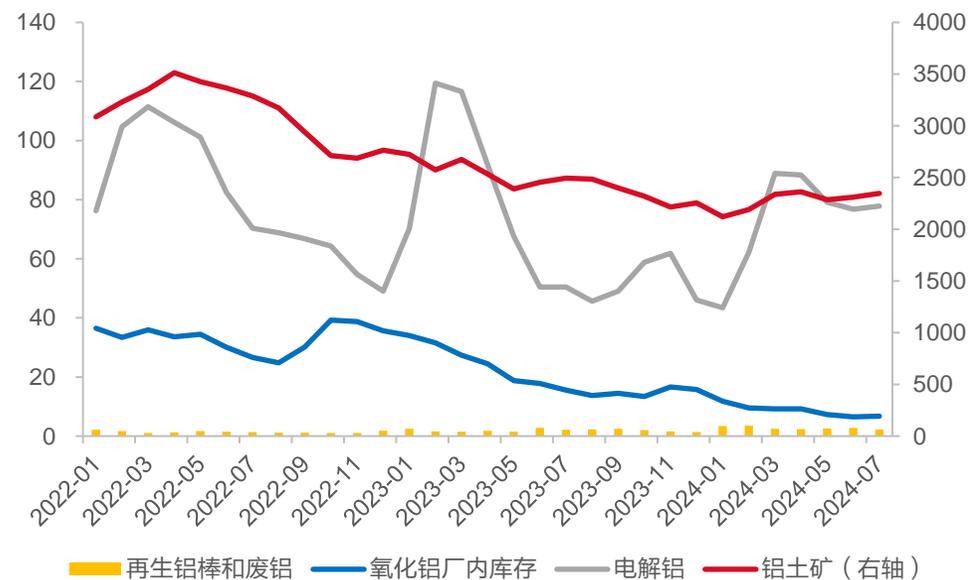
- 今年7月，我国铝制品价格下降，铸轧铝卷、铝箔、铝型材和铝杆等价格均出现不同程度的下滑。其中氢氧化铝价格降幅最小，与六月数据水平基本持平。
- 我国铝制品社会库存基本呈现下降趋势，电解铝库存在年初上升后再次回落，铝土矿和氧化铝上半年1-7月较去年同比分别下滑11%和64%，电解铝库存跌幅为9%。

主要铝制品价格（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝原料与制品社会库存（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝产品价格走低，价差再次回调，仍有套利空间

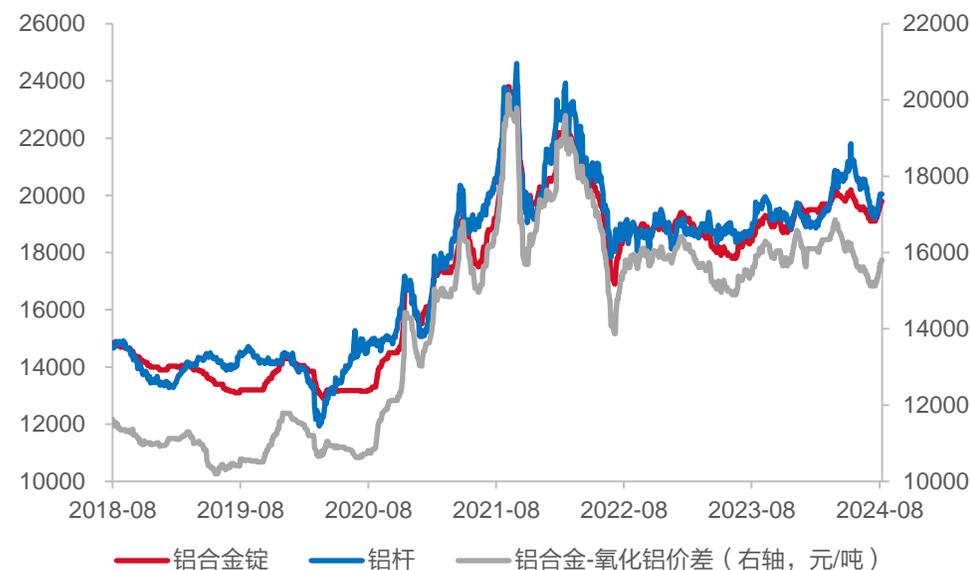
- 今年我国铝价下降，氧化铝价格无明显影响，铝土矿价格持续在高位，价差进一步拉大。铝矿石粗炼仍有利可图，原矿资源依旧优势明显。
- 我国铝制品价格走低，但铝合金-氧化铝价差在八月有进一步拉大，截至8月末已超15800元/吨，预计有望进一步扩大，仍存在套利生产机会。

氧化铝和铝土矿价差（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝合金-氧化铝价差（元/吨）

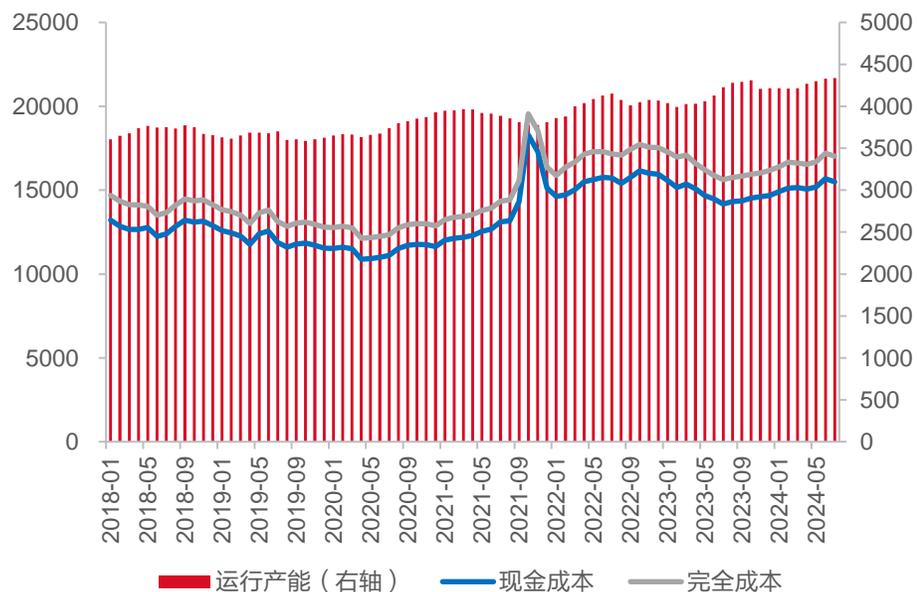


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

电解铝运行成本稳定，原矿利润下跌

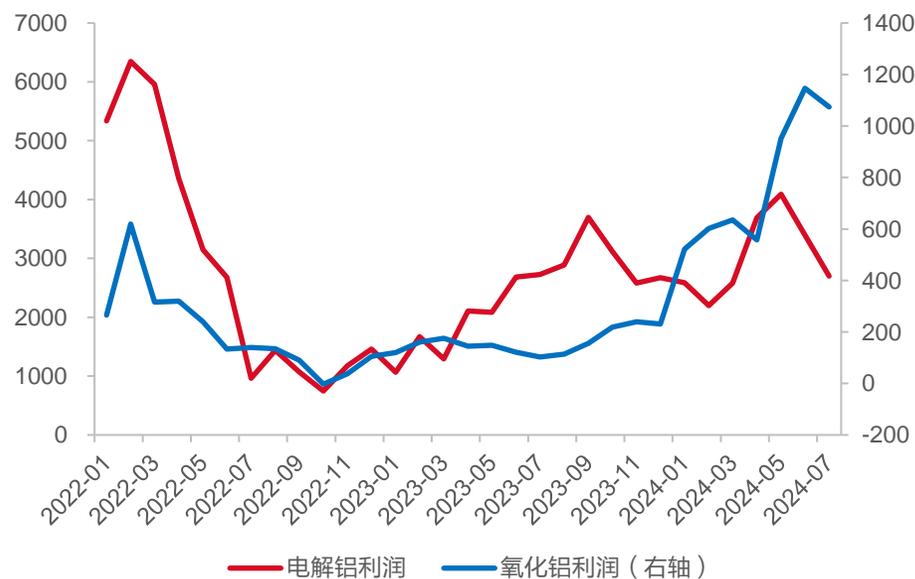
- 今年7月，电解铝生产现金成本为15495元/吨，生产完全成本为17035元/吨，同比增幅较小，基本维持稳定。电解铝产量呈现稳定上升趋势。
- 2024年7月我国电解铝生产利润约为2701元/吨，环比下降20%，同比下降1%，短期内盈利水平下滑明显，从年初高点下滑至去年同期水平。氧化铝利润约为1074元/吨，同比增幅为947%，近年来利润大幅增加，但七月环比下滑6%。

电解铝运行产能与成本（万吨，元/吨）



资料来源：Wind，东海证券研究所

国内金属铝生产利润（元/吨）

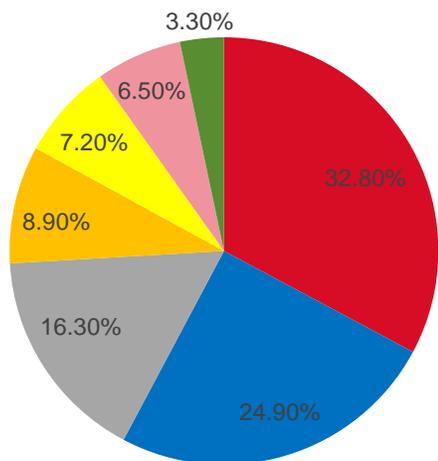


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内金属铝最终用户主力是交通和建筑

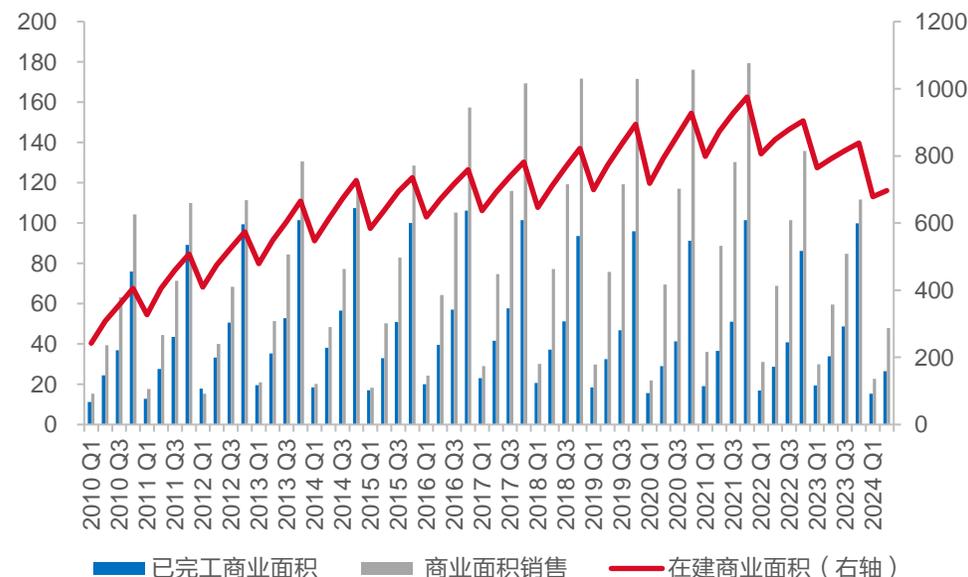
- 截至2024年，我国精炼铝主要下游最终用户是建筑和交通，分别占比为32.8%和24.9%。电力占比约为16.3%。
- 第二季度我国在建商业住宅面积约为696.8万平方米，较2023年同期下降12%，在建面积已经持续三年下滑。今年我国已完成商业面积和销售面积也均出现了同比20%左右的降幅，金属铝在建筑行业需求持续降温。

国内铝最终用户



■ 建筑 ■ 交通 ■ 电力 ■ 机械与设备 ■ 耐用消费品 ■ 包装 ■ 其他

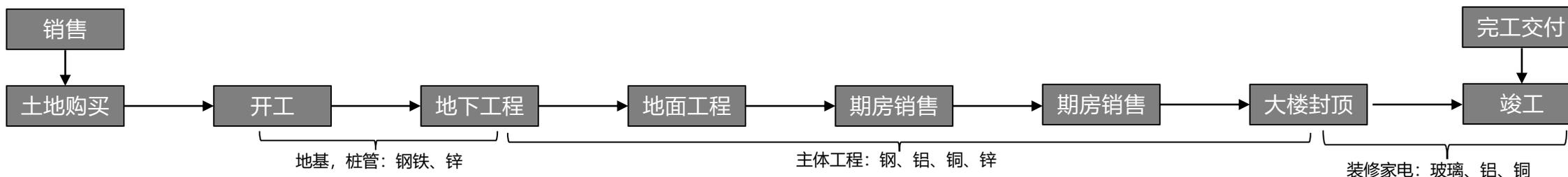
我国在建住宅面积（万平方米）



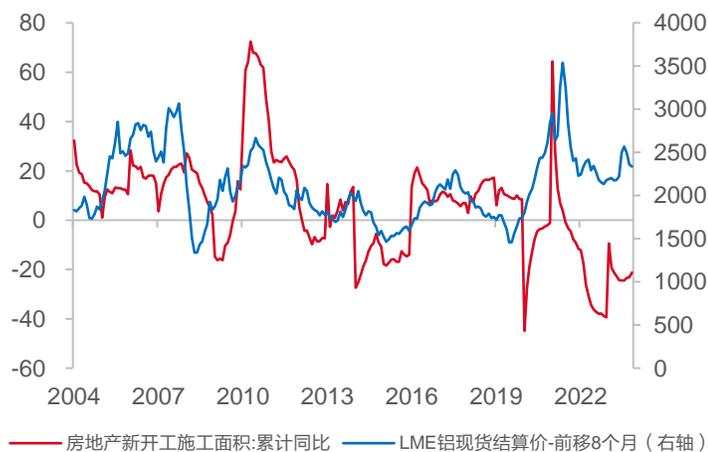
■ 已完工商业面积 ■ 商业面积销售 ■ 在建商业面积 (右轴)

国内金属铝的消费需求传导

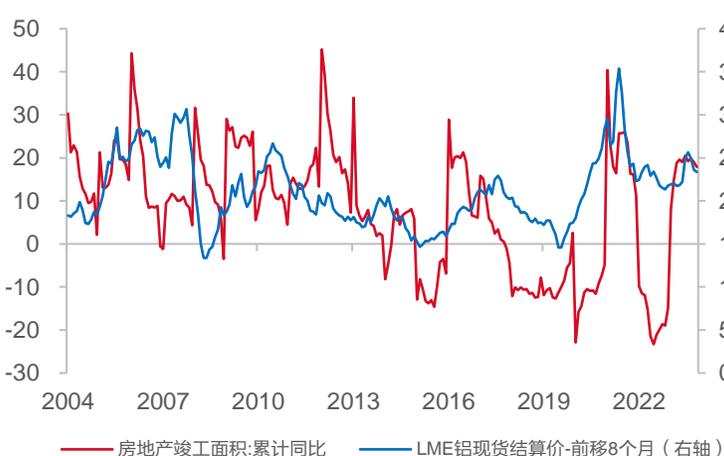
- 地产建设过程中金属铝主要应用于竣工装修阶段：铝门窗、结构件、装饰板、铝幕墙等；金属铜主要应用于地面工程阶段的电器管道：电线、电缆、水管等。
- 房地产行业影响着汽车、机械、家电等众多行业，相关行业的景气度都和地产销售高度相关，进而传导至铝、铜等金属相关部分需求。



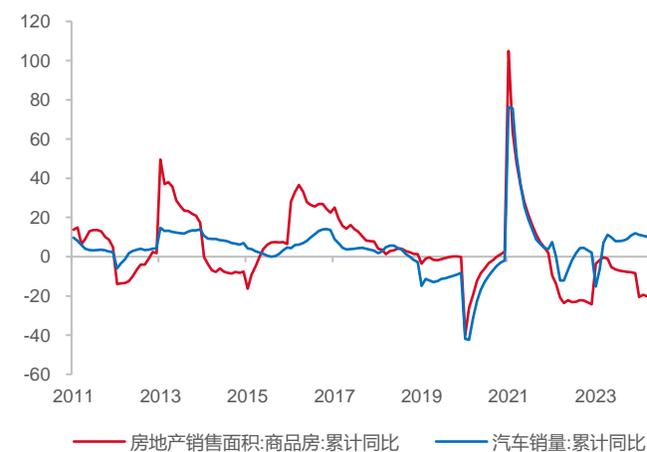
房地产投资同步于铝价（%，美元/吨）



房地产竣工领先于铝价（%，美元/吨）



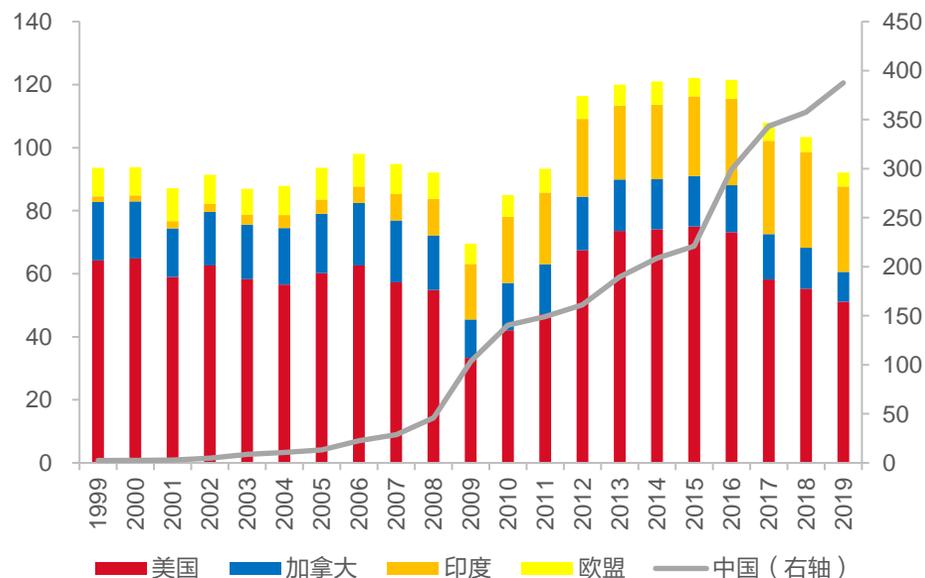
房地产销售与汽车销售周期（%）



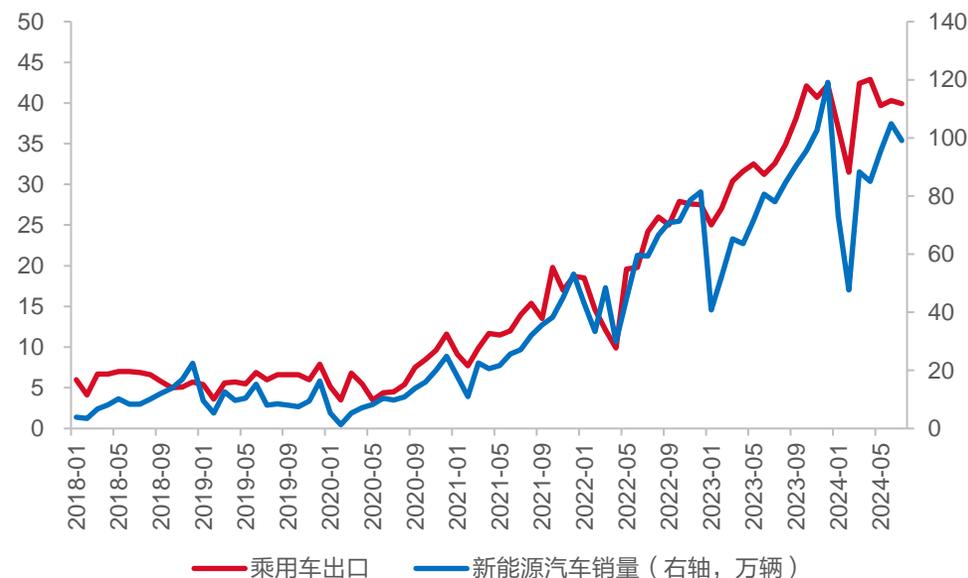
全球汽车用铝量下滑，我国近年来略有回升

- 2016-2019年，全球车辆用铝总量持续下滑，至2019年我国车辆用铝共387.55万吨，较2018年增长8.4%。
- 我国乘用车出口数量和新能源车销售量回升。新能源车销量在2024年出现连续两个月的下跌，跌幅均超35%，跌至月销售量仅为47.4万辆，随后再次回升，2024年7月新能源汽车销量为99.1万辆。
- 我国乘用车出口量在2024年初下滑后，无明显变化，7月出口量为39.9万辆，与1月数据基本持平。

部分国家/地区车辆用铝总量（万吨）



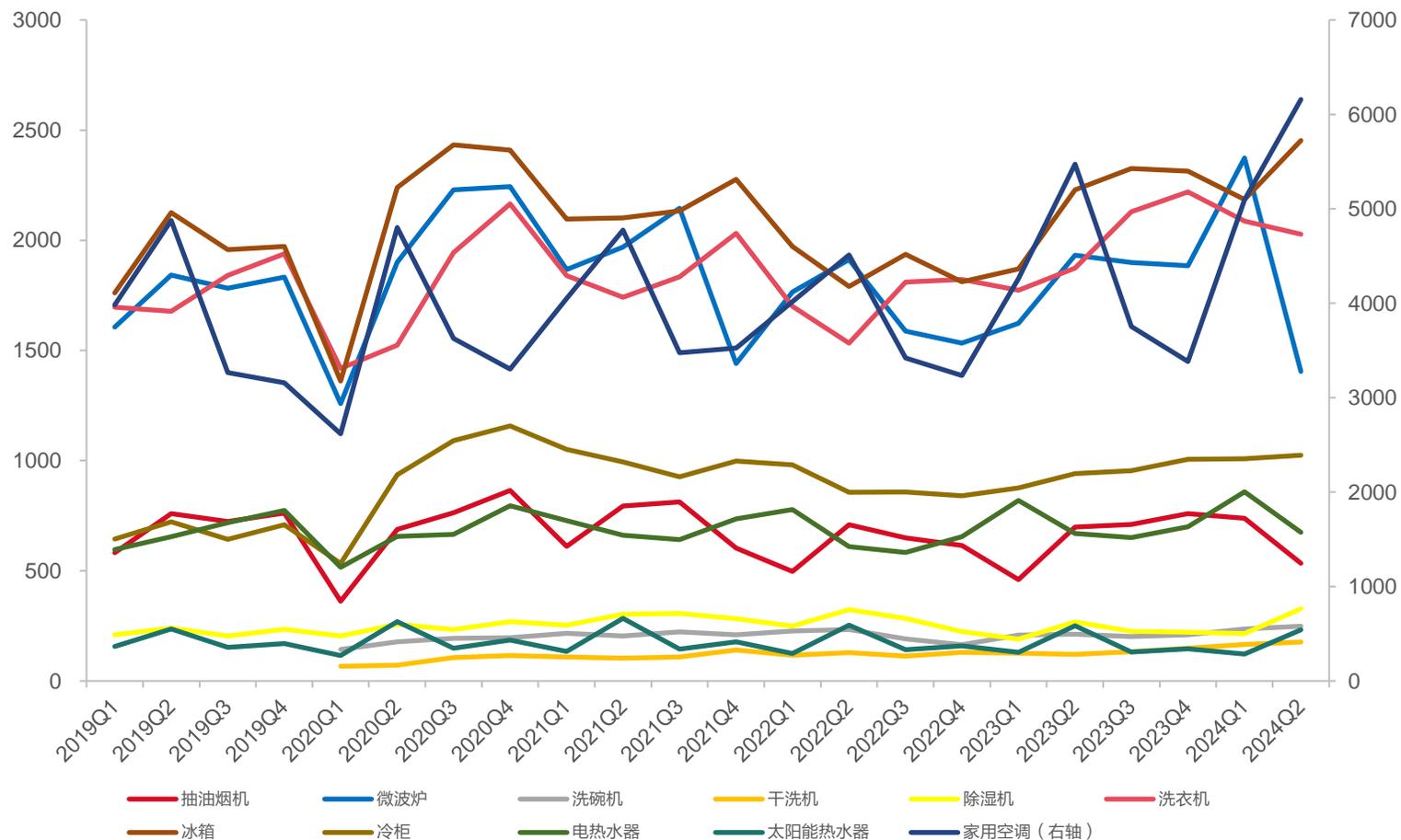
中国乘用车出口和新能源车销售量（万辆）



白色家电生产规模维持稳定，部分产品需求下滑

- 白色家电总体生产水平稳定
热水器、除湿器、干洗机等生产水平变化不大。
- 第二季度微波炉产量约为1404.9万台，环比下降41%，需求明显降温。
- 洗衣机和电热水器今年以来需求出现小幅度下滑，第二季度产量环比分别下降3%和21%。
- 主要白色家电中，家用空调和冰箱产量持续上升，其中家用空调产量环比增幅约为21%，较年初产量增幅近100%。

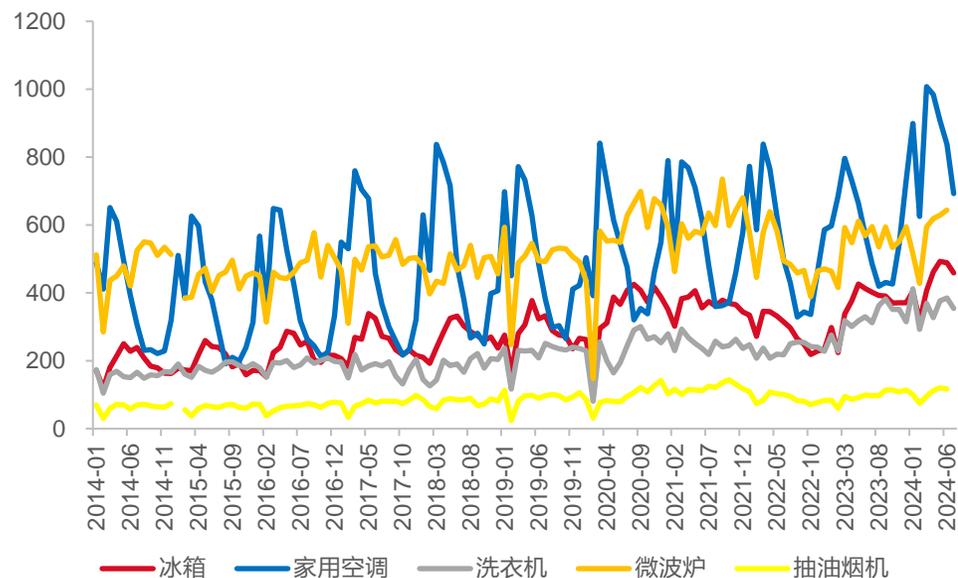
国内基础家电季度产量（万台）



白色家电出口数量持续上升，生产规模基本满足销量需求

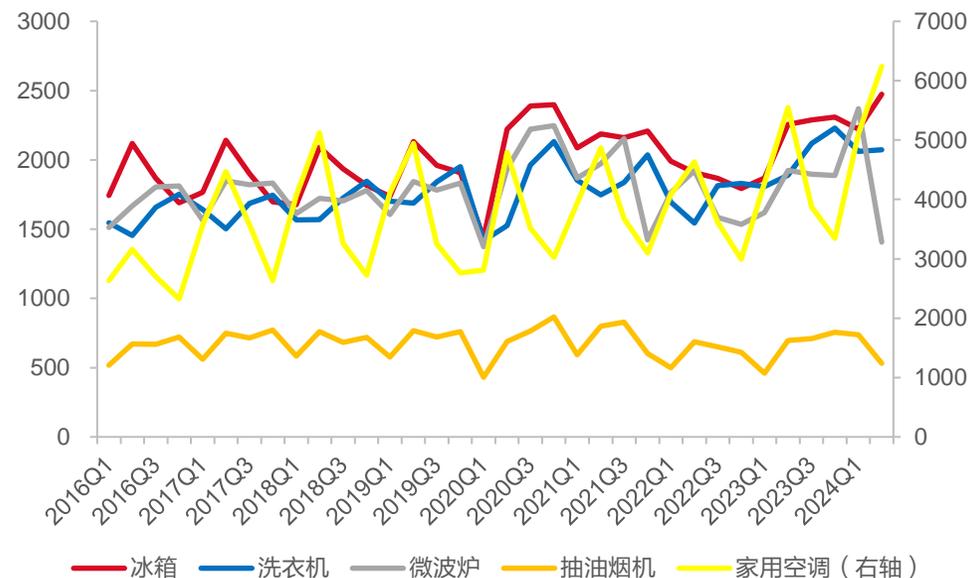
- 7月，我国冰箱出口数量为458.5万台，家用空调和洗衣机分别出口692.5万台和353.9万台。空调需求具有季节性变化，7月出口数量同比增幅为42.7%，是我国最主要的出口电器之一。
- 2024年第二季度，我国微波炉销量环比下降40.7%，需求锐减。其余主要白色家电销售水平稳定上升，家用空调销售水平增幅最大，环比增长22.2%，主要受夏季需求高峰影响。我国家用电器生产水平基本满足销售需求，缺口较小。

部分白色电器出口（万台）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

主要白色家电销量（万台）

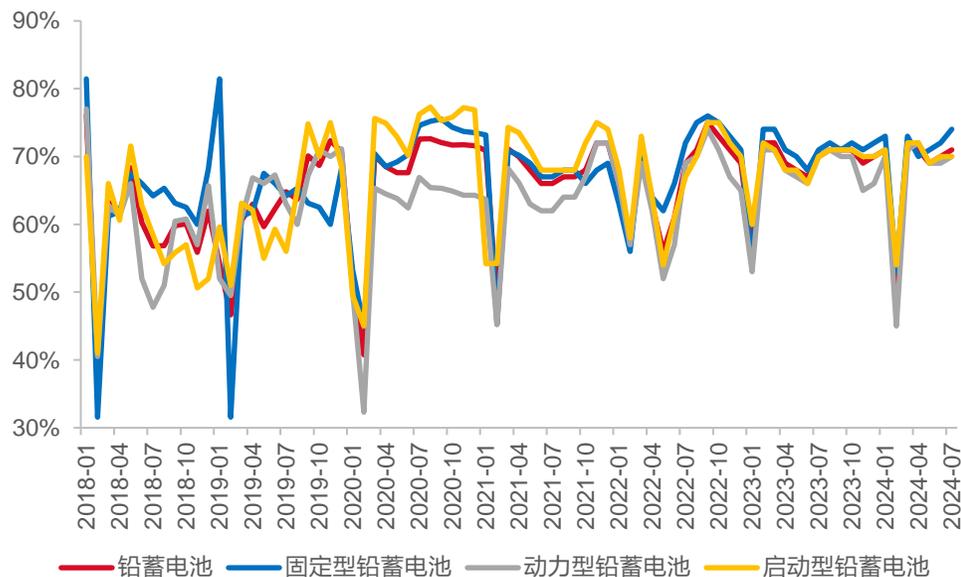


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅蓄电池开工率和产量

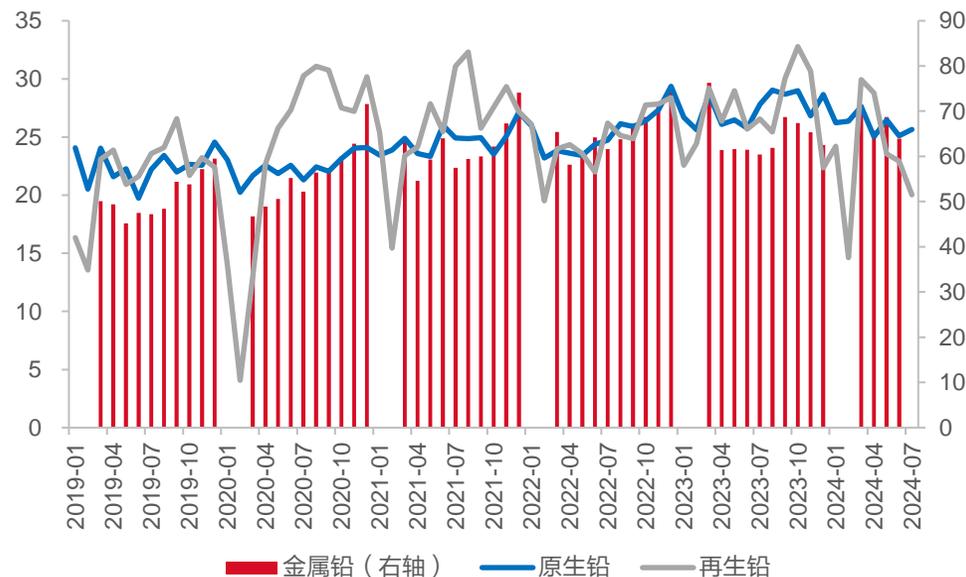
- 7月，各类铅蓄电池开工率均达到70%以上，环比均有提升，较年初增幅较为明显。
- 2024年我国金属铅产量不断下滑，带动再生铅和原生铅产量走低。其中再生铅产量降幅最大。7月再生铅产量约为20万吨，环比下降12.7%，同比下降24.6%。

铅蓄电池开工率 (%)



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅制产品产量 (万吨)

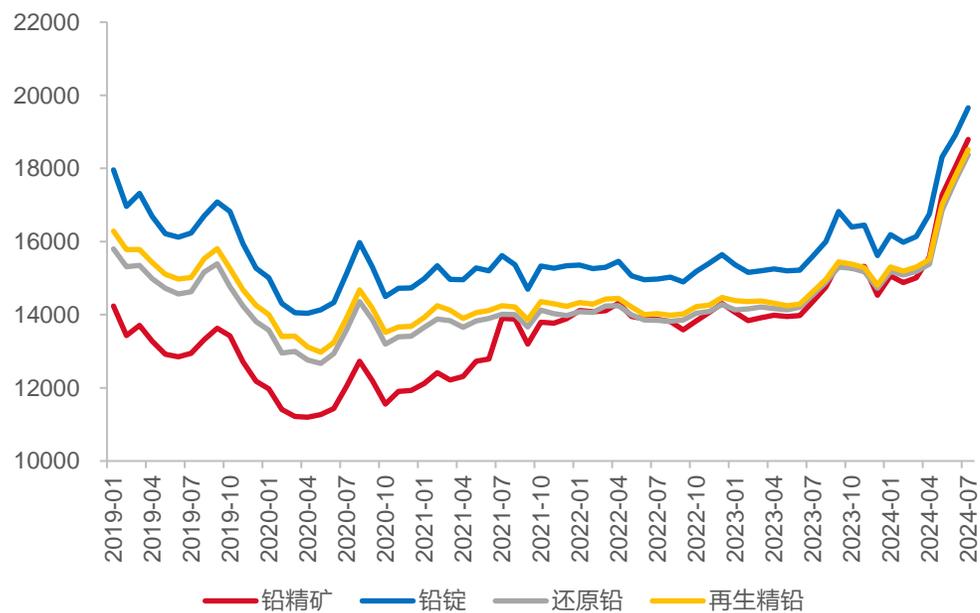


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅制品价格抬升，库存

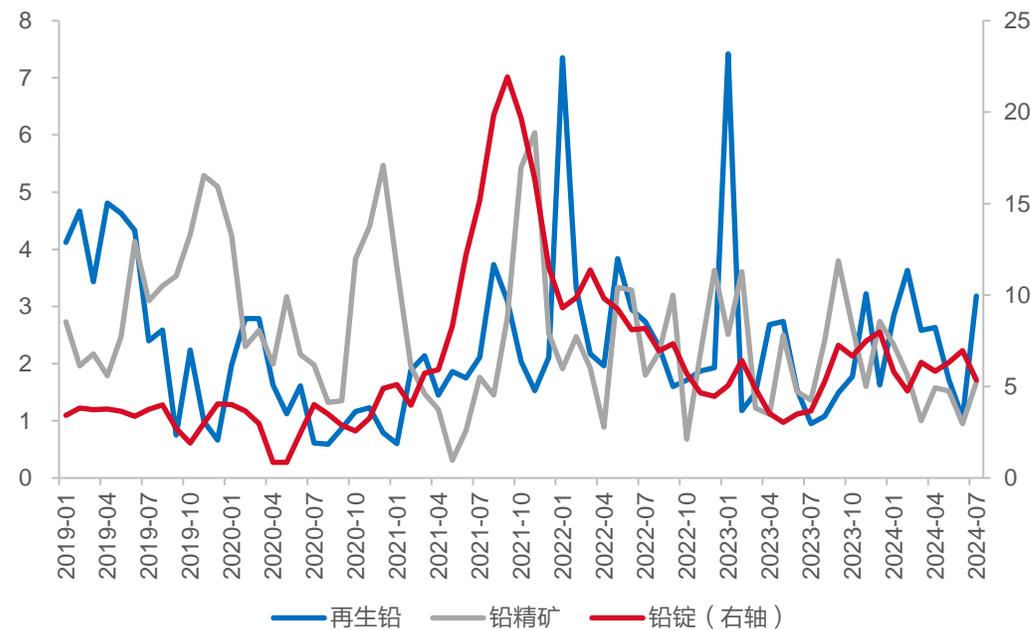
- 7月，铅精矿及铅锭、还原铅、再生铅等铅下游制品价格抬升，目前均已达到18000元/吨以上，同比提升超25%，环比提升均在4%左右。
- 7月我国铅制品库存处于近年来低位，再生铅7月库存明显增加。

主要铅制产品价格（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内铅制品库存（万吨）

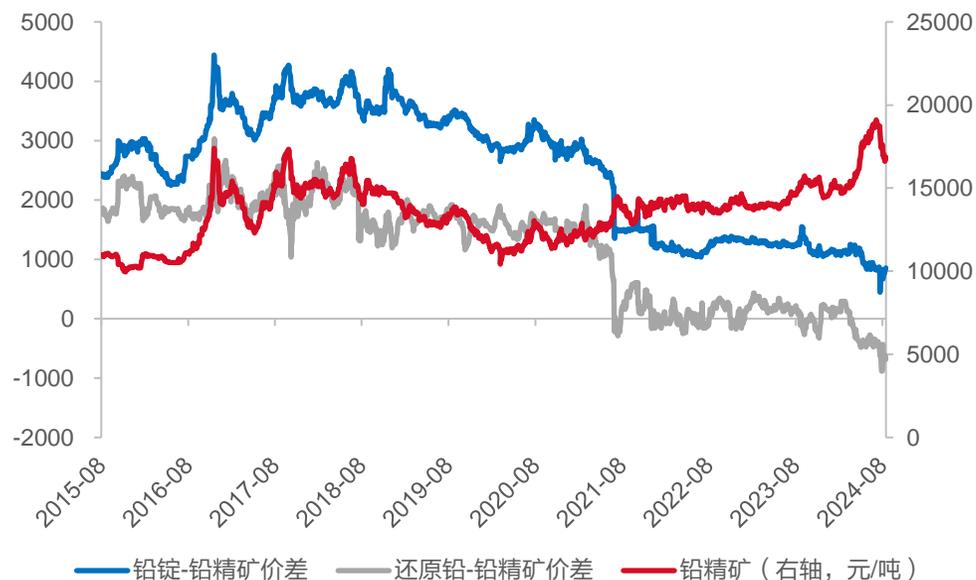


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅制品下游价差缩小，铅蓄电池价格维持高位

- 8月，还原铅和铅锭与铅精矿价差持续缩小，还原铅价格与铅精矿价差已缩减至负数，铅下游盈利空间景气程度持续下跌。短期内盈利空间恐有限。
- 8月我国铅蓄电池价格出现回落，该状态已从6月持续至今，但目前价格仍然处于高位。

主要铅制产品与铅精矿价差（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅蓄电池和铅精矿价格对比

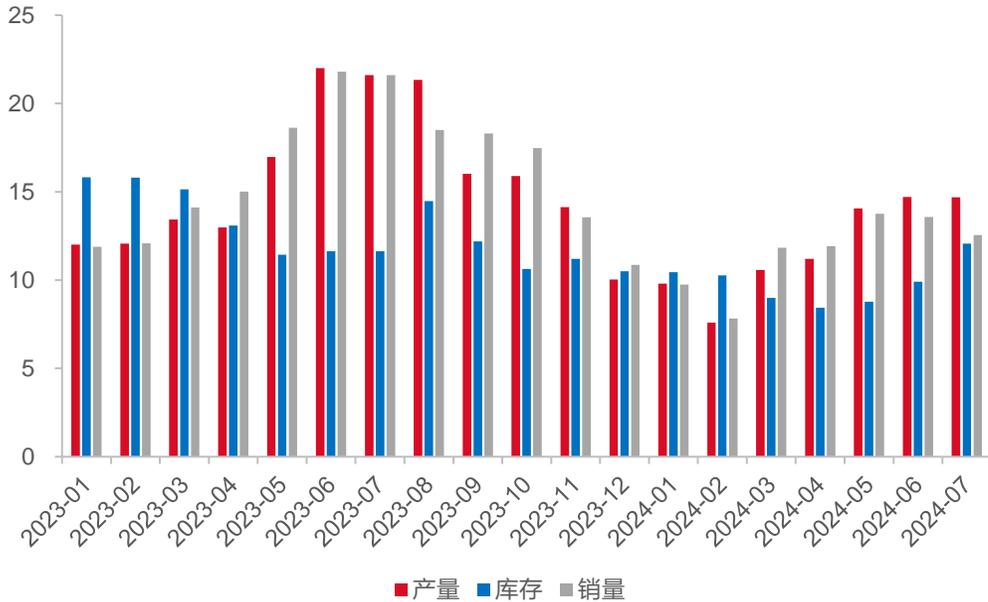


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

我国储能型电池重新升温，未来需求持续扩张

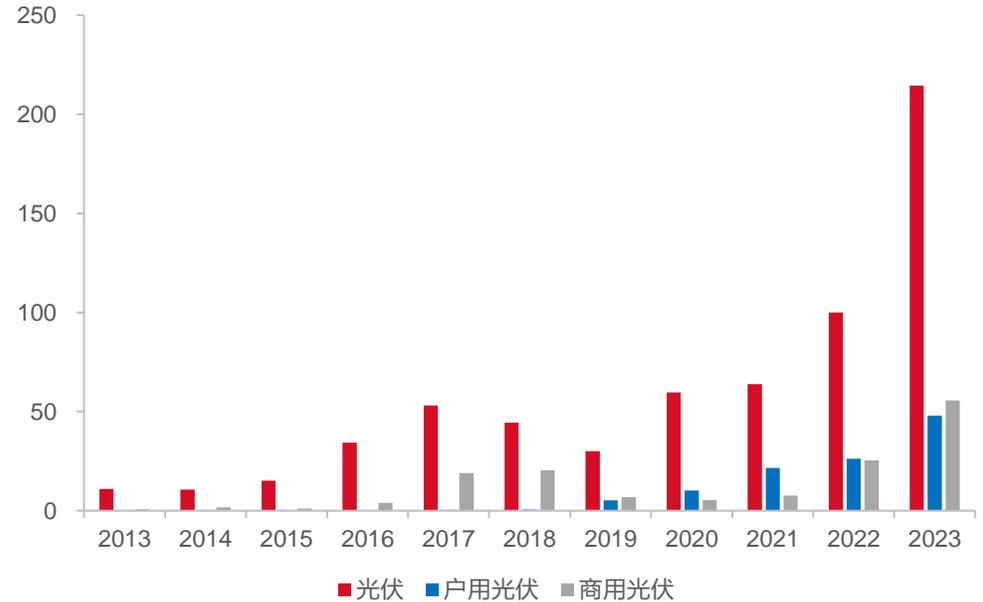
- 7月，储能型电池产量约为14.6亿千瓦时，库存为12.1亿千瓦时；销量为12.6亿千瓦时。虽然较去年同比均有不同程度的下滑，但较年初生产低迷的情况有较为明显的改善。未来储能电池的需求持续增长，或将利好铅、铝等主要金属。
- 2023年我国光伏新增装机容量再创新高，达到了214.52吉瓦，户用光伏和商用光伏较去年均大幅增长。未来铜、铝消费有望复苏。

我国储能型电池消供需情况（亿千瓦时）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内光伏新增装机容量（吉瓦）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

目 录

- 一、金属价格回顾与展望
- 二、商品、供需及生产
- 三、金属产业链
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

结论与投资建议：看好上游资源丰富、矿业储备稳定标的

核心观点：

- **利率、汇率：**美国经济仍有韧性，但7月份制造业PMI略有提升但仍在低位，且通胀仍较强。国内国债利率或仍有下行空间，汇率相对稳定。
- **商品：**商品走势分化，铝金属需求相对回暖，预计仍有较强支撑；铜铅等预计将继续承压。下游产业链或仍持续承压。
- **供需：**全球经济增速放缓，行业复苏不及预期，对金属需求减弱，叠加偏紧的收缩政策，预计库存仍将保持当前水平。

推荐：

- **金属价格回落，原矿资源重要性突显：**预计金属铝价年内回升，利好我国矿产资源丰富标的，如**天山铝业**等。
- **部分有色金属消费降温：**铜价下行，但仍处在高位，预计铜价仍有走低空间，国际龙头矿业公司将继续缩减或维持勘探开采资本开支，国内持续原矿短缺的现状，建议关注持股海外矿山具备成本优势的矿业公司，如**中国铝业、紫金矿业**等。
- **下游电解精炼铝行业需求旺盛：**电解铝金属需求持续增长，铝锭等产品和原矿价差并未缩小，仍存在套利生产空间，建议关注如**新疆众和、云铝股份**等。
- **一体化产业链生产，具备成本优势：**金属铜价格下跌，具有一体化产业链的生产公司成本优势进一步扩大，如**云南铜业、江西铜业、铜陵有色**等。
- **铅下游制品盈利空间缩小：**主要精炼铅金属与原矿价差缩小，盈利水平下滑，铅酸蓄电池仍存在盈利空间，建议关注**天能股份**等。

目 录

- 一、金属价格回顾与展望
- 二、商品、供需及生产
- 三、金属产业链
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

风险提示

- **美国通胀回落速度不及预期。**美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰，加息预期推迟引发需求、汇率波动等风险。
- **海外需求下跌，影响产品出口的风险。**国内始终保持着贸易顺差，出口也向高端装置制造方向发展。但是欧美等主要发达经济体仍然存在着衰退的风险，从而影响到海外市场的需求，进而导致我国出口受阻。
- **国际地缘政治影响。**地缘政治扰动或导致大宗商品生产贸易受阻或需求激增，进而引发大宗价格大幅波动，引发通胀上行、基本面大幅波动等风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8621) 20333275

手机：18221959689

传真：(8621) 50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8610) 59707105

手机：18221959689

传真：(8610) 59707100

邮编：100089