



行业研究 | 深度报告 | 金属、非金属与采矿

# 考验，重估——铜铝 2024 年度投资策略

## 报告要点

2024 年，对于连续三年商品横盘、权益跑赢的铜铝而言，看似艰难反复，但更可能是见证奇迹的一年——需求新旧动能转换使得铜铝价格中枢系统性抬升，这在中美工业周期同步触底的 2024 年，有望造就铜铝商品在当前高平台之上重新开启周期上行行情的历史新局面。除了国内经济或预期稳顺之外，联储降息有望打开全球经济体宽松空间，也是另一大催化剂。尽管认为铜铝连续三年超额收益趋势会延续的观点，相比于相信短周期均值回归而言，需要更多智慧与勇气，但我们对此仍满怀期待。

## 分析师及联系人



王鹤涛

SAC: S0490512070002



肖勇

SAC: S0490516080003



许红远

SAC: S0490520080021



## 考验，重估——铜铝 2024 年度投资策略

### 引言：结构对冲周期，过往三年，铜铝权益持续跑赢

自 2021 年全球工业金属价格见顶以来，铜铝不仅商品整体横盘三年，且权益连年跑赢市场。看似匪夷所思的背后，反映的是，铜铝需求历史性新旧动能的转换：全球风电、光伏、电动车领域需求的高速发展（23 年新能源占比全球铜铝需求比重超过 12%），抵消掉了传统经济下行的负向冲击，最终使得铜铝显性库存在经济见顶后的三年，反而持续去化至历史低位。

展望 2024 年，固有周期观念约束下，即便过往三年铜铝运行规律已大不一样，但市场对商品高位的铜铝仍有迟疑，尤其是当传统经济面临“海外欧美经济衰退、国内地产后端下行”两大压力时。故本文将围绕“究竟本轮铜铝能否经受住周期性考验、迎来结构性重估”进行探讨。

### 释疑一：需求占比小、工业已触底，海外风险提前释放

需求占比较小、工业早已下行，海外欧美衰退风险相对可控。结构角度，过往十数年，铜铝全球需求主导权早已由欧美等发达国家转移到国内，时至今日，欧美日韩直接与通过进口产成品方式间接耗用的需求，占全球铜铝需求比重已不足三成。周期角度，本轮欧美经济工业端与消费端错位运行，工业早已领先于消费见顶回落至周期底部，在此背景下，参考美国历史经验，其后续消费衰退对工业端的压制相对有限，也就意味着对铜铝真实需求的削弱程度有限。

### 释疑二：竣工比重降、工业独立化，国内周期已然钝化

竣工比重降低、工业独立性增强，国内地产竣工下行风险可控。直接需求方面，尽管铜铝均应用于地产后端装修环节，但装修市场中，随着二手房占比逐步提升、存量房步入更新替代周期实际上新房竣工占比仅六成，由此也降低了新房竣工的影响力。即便相对悲观假设地产竣工面积回落 50%，其对全球铜、铝需求端拖累也仅 2%/4%，与之对冲的是，新能源年均贡献增量需求可达 3%+。相关需求方面，家电、汽车等与地产产业链相关的工业领域对地产的依赖度也在下降，竣工端间接影响亦可控：1) 随着非欧美等为主的外销、内需更新与二手房购置需求提升，家电对国内地产竣工依赖度不足两成；2) 非欧美等为主的出口占比从 3 年前的约 4% 提升到当前的 16%+，再加上二手房占比抬升，使得传统车对地产竣工端依赖度也在降低。

### 投资：紧平衡支撑商品企稳，权益周期底部、价值重估

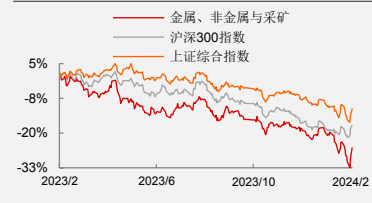
2024 年，对于铜铝而言，看似可能艰难反复，但更可能是见证奇迹的一年——需求新旧动能转换使得铜铝价格中枢系统性抬升，这在中美工业周期同步触底的 2024 年，有望造就铜铝商品在当前高平台之上重新开启周期上行行情的历史新局面，即便当前的周期棱角早已被磨平。而催化方面，除了国内经济或预期稳顺之外，联储降息有望打开全球经济体宽松空间，大概率也是另一大催化剂。权益方面，尽管认为铜铝连续三年超额收益趋势会延续的观点，相比于相信短周期均值回归而言，需要更多智慧与勇气，但我们对此仍满怀期待。这不仅源自于铜铝行业本身格局优化，也源自于自 2021 年中开始，铜铝板块估值便跟随国内经济见顶而持续遭受压制，目前已然显著突破过往底部估值区间——提前反映了悲观预期，因此，预计未来铜铝权益下行韧性与上行弹性，均强于商品。标的关注铜（紫金矿业、金诚信、西部矿业、洛阳钼业、铜陵有色）、铝（神火股份、中国铝业、云铝股份、中孚实业、天山铝业、南山铝业），其他基本金属品种如锡（锡业股份）、锌（驰宏锌锗）等也值得关注。

### 风险提示

1、新能源增速低预期；2、地产竣工失速下行；3、海外制造业羸弱；4、地缘政治风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《铜铝继续低位布局》2024-02-04
- 《超低排放改造对钢铁行业影响几何？》2024-02-04
- 《国内经济预期修复推升铜铝反弹》2024-01-28



更多研报请访问  
长江研究小程序



## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 引言：结构对冲周期，过往三年，铜铝权益持续跑赢 .....  | 6  |
| 挑战：欧美衰退+地产下行，铜铝看似迎来周期大考？ ..... | 8  |
| 释疑：海外风险已提前释放+国内后工业时期周期钝化 ..... | 9  |
| 需求比重较小+工业提前下行，欧美衰退影响有限 .....   | 9  |
| 新房只占六成+工业强独立性，地产竣工风险可控 .....   | 12 |
| 联储降息，大概率成为本轮铜铝上行行情催化剂 .....    | 17 |
| 投资：紧平衡支撑商品企稳，权益周期底部、价值重估 ..... | 18 |
| 平衡表：铜铝有望未来 2 年维持紧平衡 .....      | 19 |
| 权益投资，于周期考验中迎来行业重估 .....        | 21 |
| 风险提示 .....                     | 22 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：2021 年铜铝商品见顶以来，三年铜铝商品横盘 .....  | 6  |
| 图 2：2021 年铜铝商品见顶以来，三年铜铝商品横盘，权益具备超额收益 .....                               | 6  |
| 图 3：2021 年以来，铜全球库存持续处于历史低位 .....   | 7  |
| 图 4：2021 年以来，铝全球库存持续处于历史低位 .....   | 7  |
| 图 5：2020 年铜新能源需求占比总需求的 5.7% .....  | 7  |
| 图 6：预计 23 年铜新能源需求占比总需求的 12.9%，较 2020 年+7.2% .....                        | 7  |
| 图 7：2020 年铝新能源需求占比总需求的 4.0% .....  | 7  |
| 图 8：预计 23 年铝新能源需求占比总需求的 12.2%，较 2020 年+8.2% .....                        | 7  |
| 图 9：铜需求增量中，新能源贡献绝大部分增量 .....   | 8  |
| 图 10：铝需求增量中，新能源贡献绝大部分增量 .....  | 8  |
| 图 11：美国消费支出趋势向下 .....  | 8  |
| 图 12：欧美综合 PMI 指数景气下行 .....   | 8  |
| 图 13：国内地产开工面积自 2021 年以来，累计降幅超过 50%，而竣工端总体维持平稳 .....                      | 9  |
| 图 14：欧美日韩铜直接需求量占比逐年下降，2022 年占比仅 15.9% .....                              | 9  |
| 图 15：欧美日韩铝直接需求量占比逐年下降，2022 年占比仅 19.9% .....                              | 9  |
| 图 16：考虑隐性出口后，2022 年铜需求结构中，中国实际消费占比全球 45.0%，欧美日韩则为 32.0%（此处表需考虑了废铜） ..... | 10 |
| 图 17：考虑隐性出口后，2022 年铝需求结构中，中国实际消费占比全球 43.9%，欧美日韩则为 30.3% .....            | 10 |
| 图 18：当前美国非制造业 PMI 高位维持，制造业 PMI 自 22 年底以来持续位于荣枯线以下 .....                  | 11 |
| 图 19：2023 年前三季度美国 GDP 结构中，消费占比达 82% .....                                | 11 |
| 图 20：23 年前三季度，美国私人服务业增加值占 GDP 比重达 72% .....                              | 11 |
| 图 21：历史上，工业与消费周期往往同步变化，工业先于消费下落情形下，后续消费下降对工业影响有限 .....                   | 12 |
| 图 22：新能源年均贡献增量需求可达 3+% .....   | 13 |
| 图 23：铜地产领域需求，主要是入户铜线等 .....  | 13 |
| 图 24：铝地产领域需求中，后端装修领域占比 60% .....   | 13 |
| 图 25：装修市场中，据艾瑞研究院调研显示，新房竣工占比不足 7 成 .....                                 | 14 |





|   |    |
|---|----|
| 图 26: 2023 年空调、冰箱、洗衣机总销量中外销占比近半, 处于 40-50%左右              | 14 |
| 图 27: 2023 年前十月中国洗衣机出口总量中欧美加日韩占比约 31%                     | 15 |
| 图 28: 2023 年前十月中国冰箱出口总量中欧美加日韩占比约 21%                      | 15 |
| 图 29: 2023 年前十月冰/洗/空总产量中, 用于出口的外销部分占比分别为 75/91/12%        | 15 |
| 图 30: 空调使用年限一般在 8~10 年, 国内需求与更新周期往往同步, 目前处于新一轮更新周期        | 15 |
| 图 31: 经测算, 23 年地产竣工带来的需求占内销总量冰箱/空调/洗衣机分别为 18.0/16.9/18.8% | 16 |
| 图 32: 近年来, 国内传统车出口数量占总产量比重逐年上升                            | 16 |
| 图 33: 2023 年, 中国传统汽车有 13%出口至欧美日韩                          | 17 |
| 图 34: 2022 年至今, 地产与汽车产量相关性有所下降                            | 17 |
| 图 35: 过往利率与铜价的表现来看, 2009 年后, 随中国需求主导全球铜需求, 加息与铜价关系有变      | 18 |
| 图 36: 从工业角度而言, 中美工业周期当前同时触底, 奠定了 2024 年铜铝周期底部位置           | 19 |
| 图 37: 2023-2025 年, 铜供需格局整体紧平衡                             | 20 |
| 图 38: 2023-2025 年, 铝供需格局整体紧平衡                             | 20 |
| 图 39: 平衡表测算耗铜、耗铝系数假设                                      | 20 |
| 图 40: 紫金矿业估值由 21 年中 35X 下降至当前 16X                         | 21 |
| 图 41: 云铝股份估值由 21 年中 26X 下降至当前 11X                         | 21 |
| 表 1: 三次美国工业先于消费下落情形下, 消费触底过程中, 工业指标变动较小                   | 12 |
| 表 2: 地产竣工面积回落 50%, 其对全球铜、铝需求端拖累有限                         | 12 |

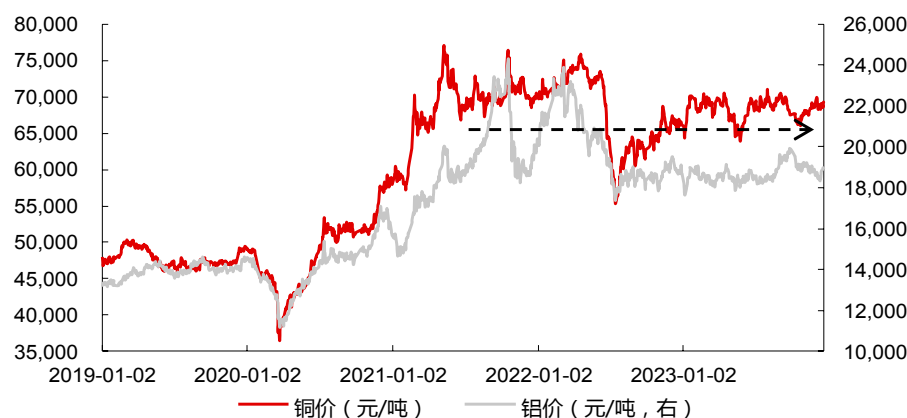




## 引言：结构对冲周期，过往三年，铜铝权益持续跑赢

自 2021 年全球工业金属价格见顶以来，铜铝不仅商品整体横盘三年，且权益连年跑赢市场、超额收益明显，这似乎已经不是传统周期逻辑所能解释了。

图 1：2021 年铜铝商品见顶以来，三年铜铝商品横盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

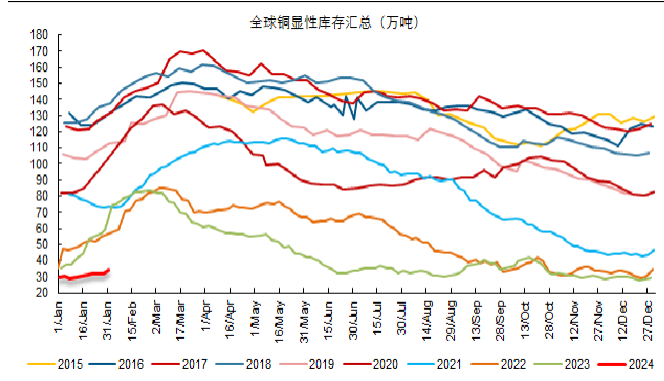
图 2：2021 年铜铝商品见顶以来，三年铜铝商品横盘，权益具备超额收益

| 项目    |                   | 区间内商品价格/股价涨跌幅 |       |       |       |     |
|-------|-------------------|---------------|-------|-------|-------|-----|
|       |                   | 2020年         | 2021年 | 2022年 | 2023年 |     |
| 铜商品   |                   | 18%           | 21%   | -5%   | 5%    |     |
| 铜权益   | 绝对收益              | 40%           | 74%   | 20%   | 48%   |     |
|       | 超额收益<br>(对比沪深300) | 金诚信           | 106%  | 6%    | 5%    | 27% |
|       |                   | 紫金矿业          | 13%   | 79%   | 41%   | 59% |
|       | 紫金矿业              | 79%           | 11%   | 27%   | 39%   |     |
| 铝商品   |                   | 8%            | 30%   | -9%   | 1%    |     |
| 铝权益   | 绝对收益              | 49%           | 15%   | 71%   | 20%   |     |
|       | 超额收益<br>(对比沪深300) | 神火股份          | 46%   | 48%   | 1%    | 11% |
|       |                   | 云铝股份          | 22%   | 20%   | 92%   | 32% |
|       | 神火股份              | 19%           | 54%   | 22%   | 23%   |     |
| 沪深300 |                   | 27%           | -5%   | -22%  | -11%  |     |

资料来源：Wind，长江证券研究所

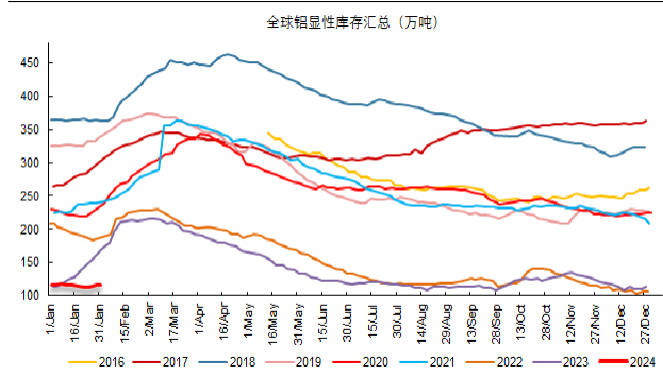
深入拆解，我们发现，商品与权益持续韧性表现的背后，究其根本，源于铜铝良好的基本面支撑——2021 年中期以来，在全球电车、光伏及风电这些新能源领域高速发展的带动下，铜铝全球需求新旧动能的转换，导致其显性库存持续去化至历史低位。

图 3：2021 年以来，铜全球库存持续处于历史低位



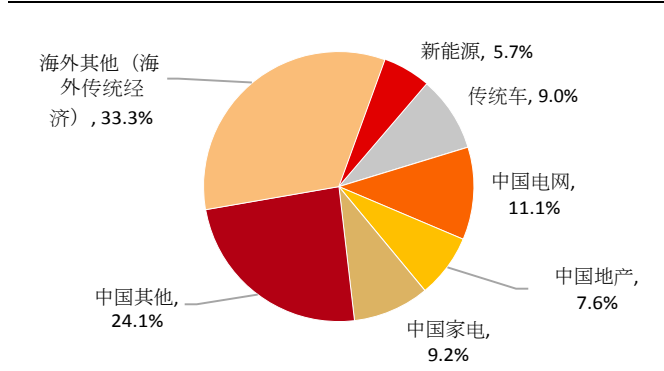
资料来源：Wind, SMM, 长江证券研究所

图 4：2021 年以来，铝全球库存持续处于历史低位



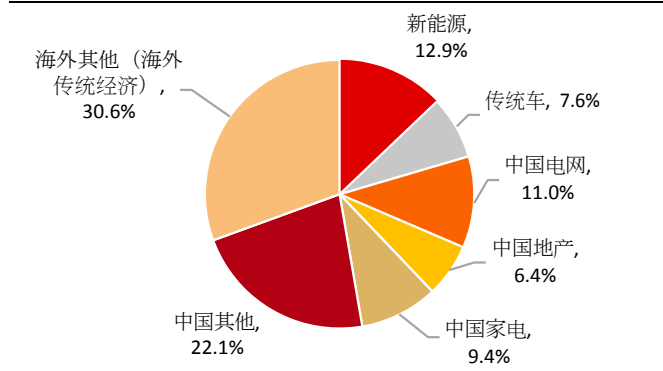
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 5：2020 年铜新能源需求占比总需求的 5.7%



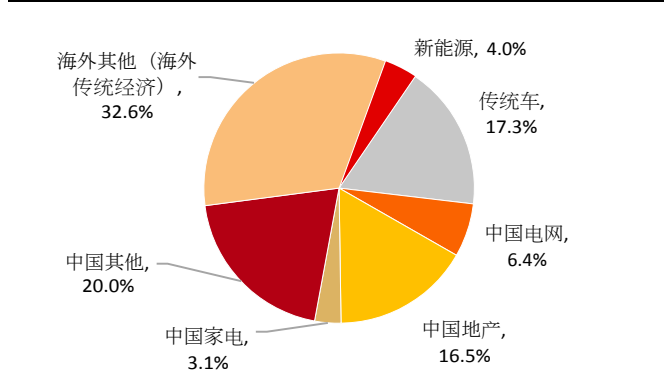
资料来源：Wind, ICSG, MarkLines, 中电联, 长江电新组, 长江证券研究所

图 6：预计 23 年铜新能源需求占比总需求的 12.9%，较 2020 年+7.2%



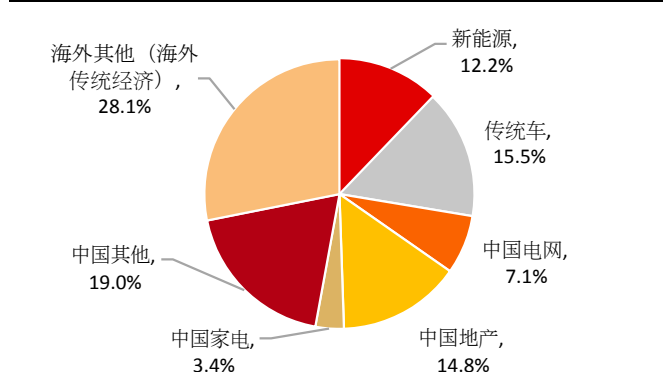
资料来源：Wind, ICSG, MarkLines, 中电联, 长江电新组, 长江证券研究所

图 7：2020 年铝新能源需求占比总需求的 4.0%



资料来源：Wind, MarkLines, 中电联, 长江电新组, 长江证券研究所

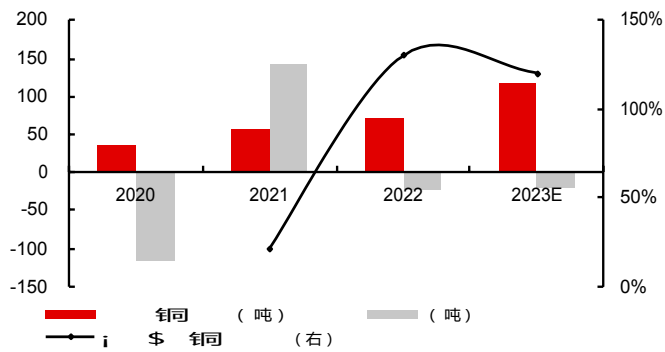
图 8：预计 23 年铝新能源需求占比总需求的 12.2%，较 2020 年+8.2%



资料来源：Wind, MarkLines, 中电联, 长江电新组, 长江证券研究所

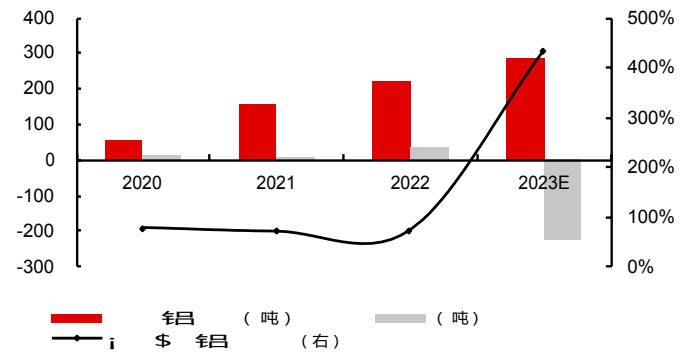


图 9：铜需求增量中，新能源贡献绝大部分增量



资料来源：Wind, ICSG, MarkLines, 中电联, 长江电新组, 长江证券研究所

图 10：铝需求增量中，新能源贡献绝大部分增量



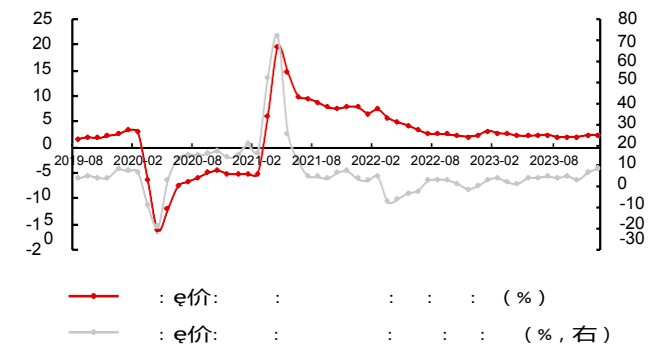
资料来源：Wind, MarkLines, 中电联, 长江电新组, 长江证券研究所

## 挑战：欧美衰退+地产下行，铜铝看似迎来周期大考？

展望 2024 年，固有周期观念约束之下，即便过往三年铜铝行业已经展现出了不一样的变化，但市场似乎仍有迟疑，担心高位商品面临回落风险，尤其是当传统经济面临“海外欧美经济衰退、国内地产后端下行”两座“大山”的看似双重压力之时。

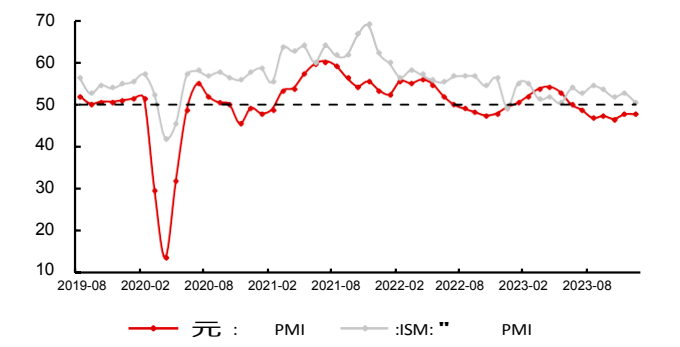
那么，究竟本轮铜铝能否经受住考验？本文将由此展开，详细论证铜铝的周期性挑战与结构性机遇。

图 11：美国消费支出趋势向下



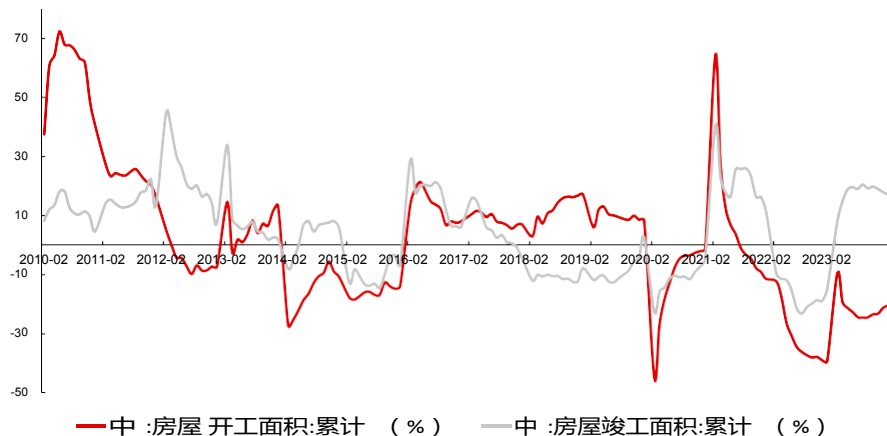
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 12：欧美综合 PMI 指数景气下行



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 13：国内地产开工面积自 2021 年以来，累计降幅超过 50%，而竣工端总体维持平稳



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 释疑：海外风险已提前释放+国内后工业时期周期钝化

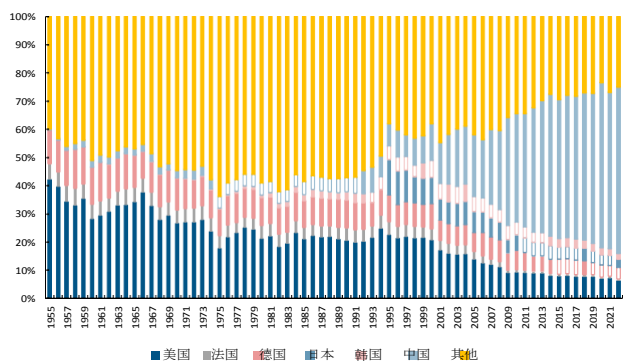
### 需求比重较小+工业提前下行，欧美衰退影响有限

首先，从海外需求角度推演，由于需求占比较小，且工业端提前已经衰退释放了风险，因此，未来欧美消费主导的经济步入衰退，对铜铝现实需求拖累有限。

### 欧美占比全球铜铝显性与隐性需求合计不足三成

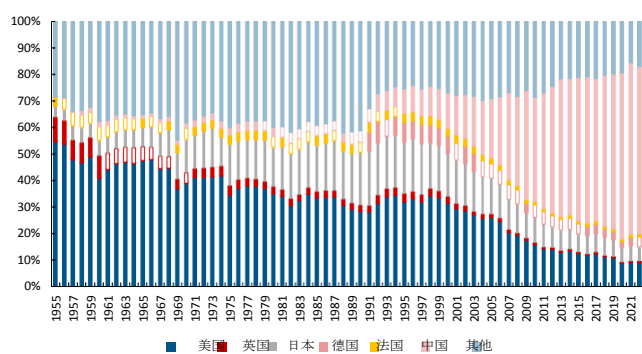
从海外需求影响力来看，欧美日韩的铜铝直接需求占比全球不足两成，即使考虑中国向欧美以产成品出口形式所消耗的铜铝需求——在此称作“隐性出口”，欧美日韩总需求占比也仅约三成。欧美需求比重小，故而其衰退对全球铜铝需求影响相对有限。

图 14：欧美日韩铜直接需求量占比逐年下降，2022 年占比仅 15.9%



资料来源：Wind，Bloomberg，长江证券研究所（图示为精炼铜需求量）

图 15：欧美日韩铝直接需求量占比逐年下降，2022 年占比仅 19.9%



资料来源：Wind，Bloomberg，长江证券研究所（图示为原铝需求量）

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/418121021040006051>