

有色金属行业2024年投资策略

分子端稳中求进，分母端扩张可期

西南证券研究发展中心
金属研究团队
2023年12月

核心观点

- **回顾2023年：**国内方面：市场风格由一季度强预期切换为弱现实，顺周期出现明显回落。海外方面：市场在美国通胀和降息预期中来回切换，11月美联储再次停止加息，降息预期增强。资源板块短期回调，估值中等，加工板块跟随新能源车和光储板块持续压泡沫，估值整体降至历史低位，整体资源板块涨幅靠前，加工板块明显回落。
- **展望2024年：**我们建议把握四条主线：**金融属性标的）：**2024年美联储降息预期加强，注重贵金属和铜投资机会。**需求复苏标的）：**2024年，国内经济有望走出底部，复苏力度有望逐季改善，把握需求复苏类的铝、钨、锡投资机会。**半导体和AI新材料标的）：**自主可控关键材料和技术国产替代，材料转型升级带来机遇，AI催生材料需求广阔空间。重点关注高端连接器、消费电子、芯片电感材料等细分板块。**新能源标的）：**新能源加速探底，估值底部，把握能源金属配置性价比。
- **主线一：黄金和铜板块：**

贵金属推荐黄金：2024年美联储加息周期或结束，黄金价格易涨难跌，重点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：全球铜矿资本开支不足，2024年铜价有望在美联储降息背景下抬升，推荐玉龙铜矿持续放量叠加高分红矿企**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：需求复苏类铝、钨、锡板块：

铝、钨、锡板块：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）；光伏细钨丝快速放量的厦门钨业（600549.SH）；全球锡行业龙头锡业股份（000960.SZ）；银锡产能大幅放量的成长性标的兴业银锡（000426.SZ）。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）。

➤ 主线三：半导体和AI新材料、新技术板块：

半导体和自主可控新材料、新技术方向：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）。

➤ 主线四：能源金属

能源金属相关标的：2023年新能源汽车行业β持续下降，锂板块相关标的有资源权益较高和自给率提升弹性较大的天齐锂业（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的中矿资源（002738.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：金属价格窄幅震荡，板块估值降至低位

◆ 2 贵金属、铜：美联储降息预期强化，看好贵金属与铜投资机会

◆ 3 工业金属：国内经济复苏有望逐季改善，注重需求复苏类金属投资机会

◆ 4 新材料：AI+光储领域方兴未艾，金属新材料将受益

◆ 5 能源金属：估值底部，配置性价比凸显

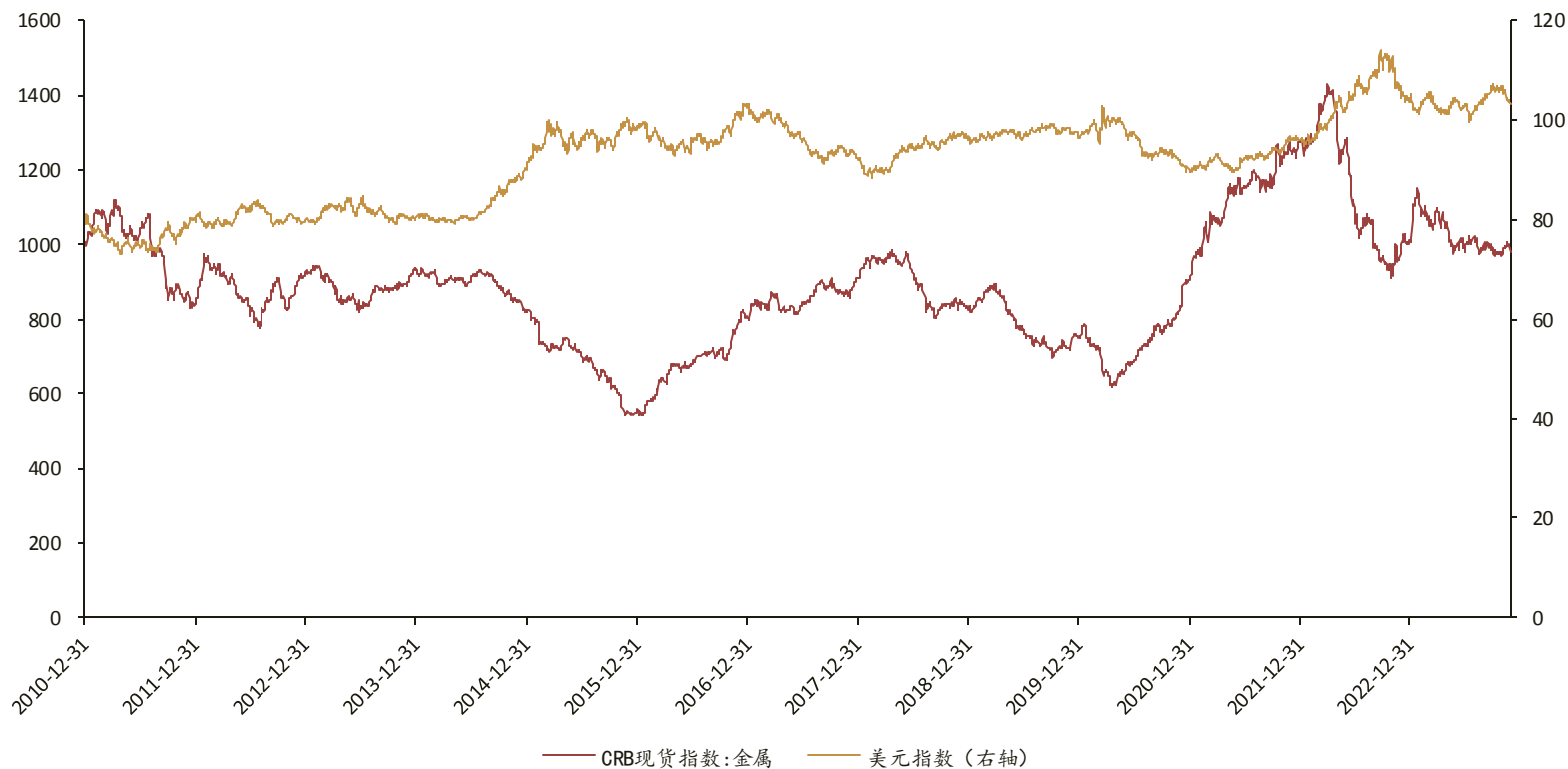
◆ 6 投资建议

◆ 7 风险提示

1.1 金属价格窄幅震荡

截至2023年11月24日，CRB金属现货指数年初至今下降2%。

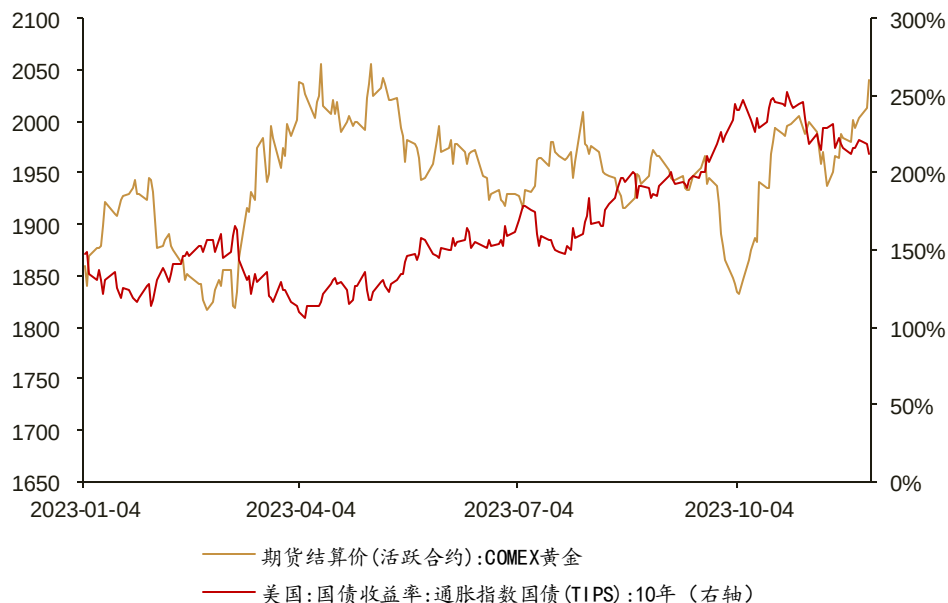
2023年初至今CRB金属现货指数下降2%



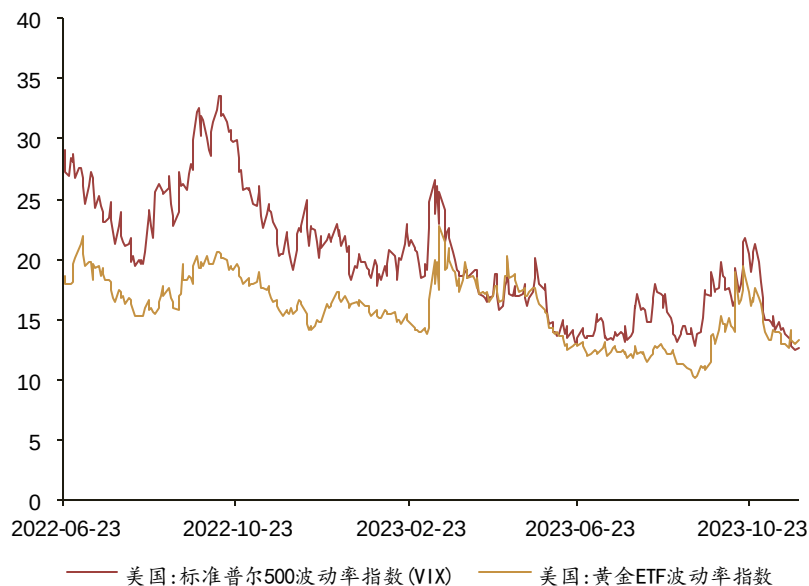
1.1.1 贵金属：美联储降息预期加强，黄金价格震荡上行

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2023年11月24日，美国黄金ETF波动率指数为13.1%，较年初下降32.3%。美联储开始加息，联邦基金利率从0%上调至目前的5.5%，美国通胀指数国债（tips）持续攀升，市场普遍预期美国本轮加息周期已经接近尾部。今年黄金价格震荡上行，截至2023年11月24日，COMEX黄金结算价较年初增幅10.7%。

COMEX黄金期货结算价小幅反弹（美元/盎司）

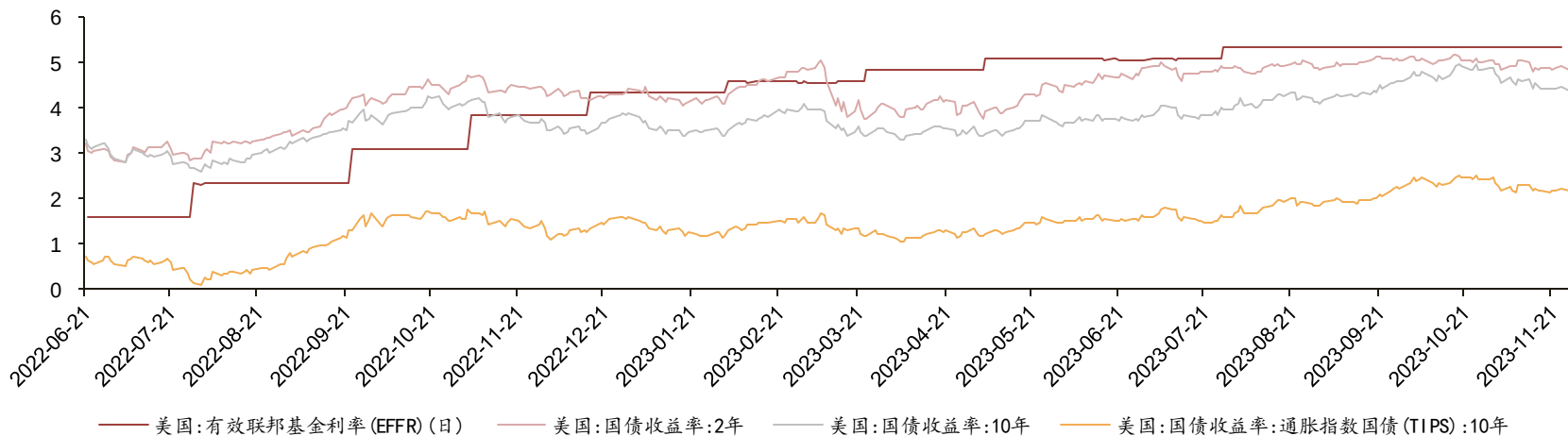


贵金属ETF波动率指数低位运行

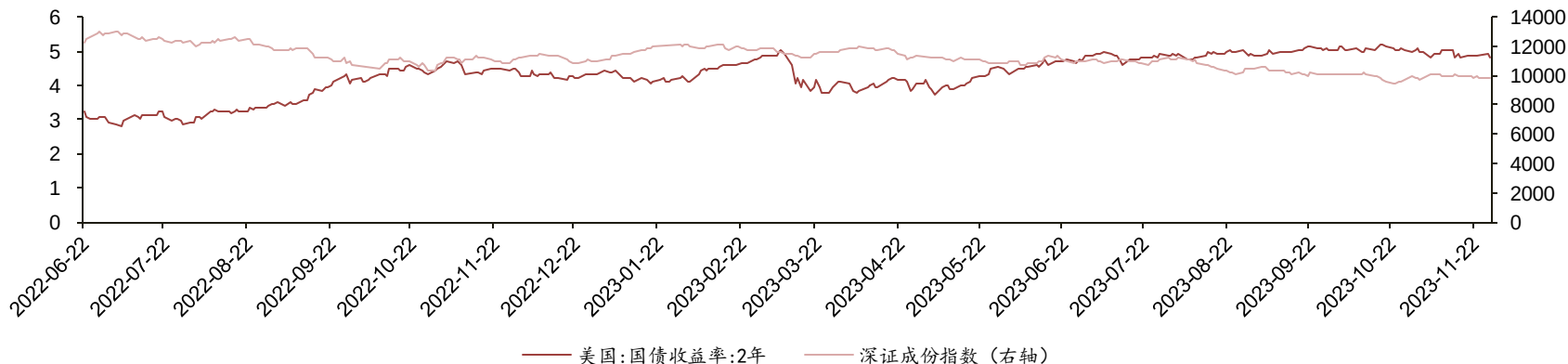


1.1.1 贵金属：美联储降息预期加强，黄金价格震荡上行

美国国债收益率 (%)



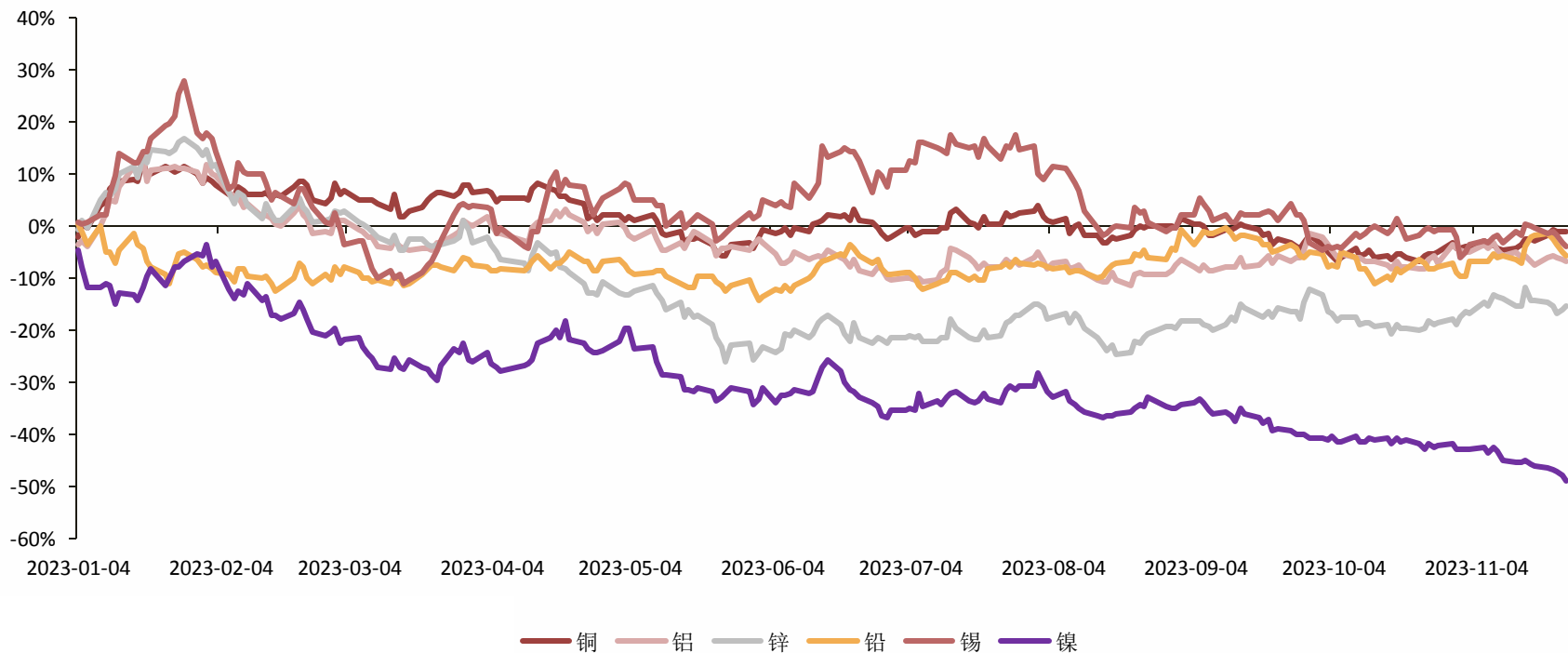
美国2年期国债收益率及深证成指 (%)



1.1.2 工业金属：价格均有回落，镍、锌、铝跌幅居前

LME：截至2023年11月24日，镍、锌、铝2023年初至今分别下跌48.9%/15.3%/6.8%，所有工业金属价格相比年初均有所下跌。

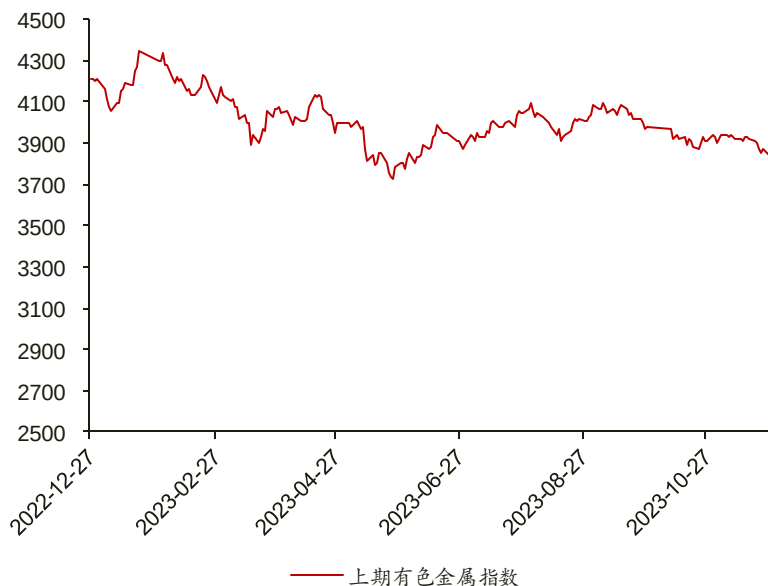
LME现货结算价涨跌幅



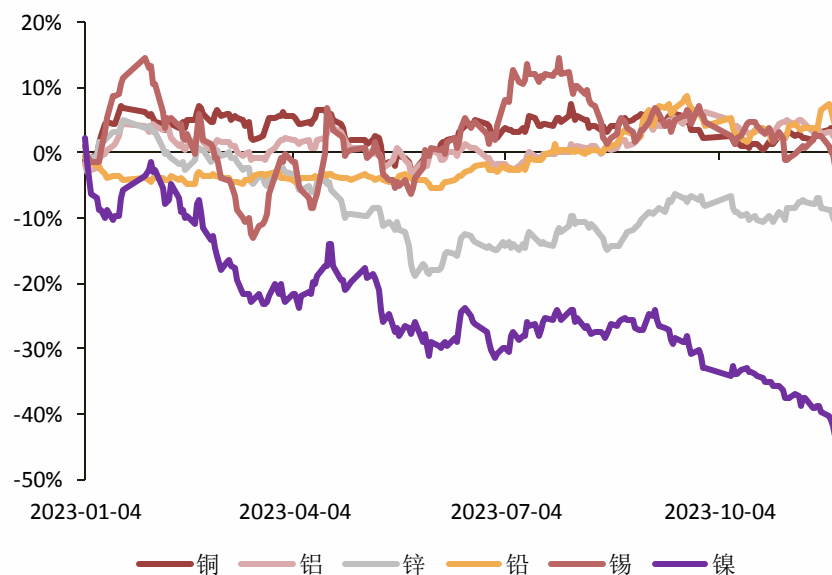
1.1.2 工业金属：价格均有回落，镍、锌、铝跌幅居前

SHFE：截至2023年11月24日，上期所有色金属指数收盘于3868.5，较年初下跌7.1%。截至2023年11月24日，镍、锌、锡2023年初至今分别下跌43.2%/10.3%/3.2%。铅金属年初至今价格上涨3.7%，涨幅最高。

上期所有色金属指数较年初下降7.1%



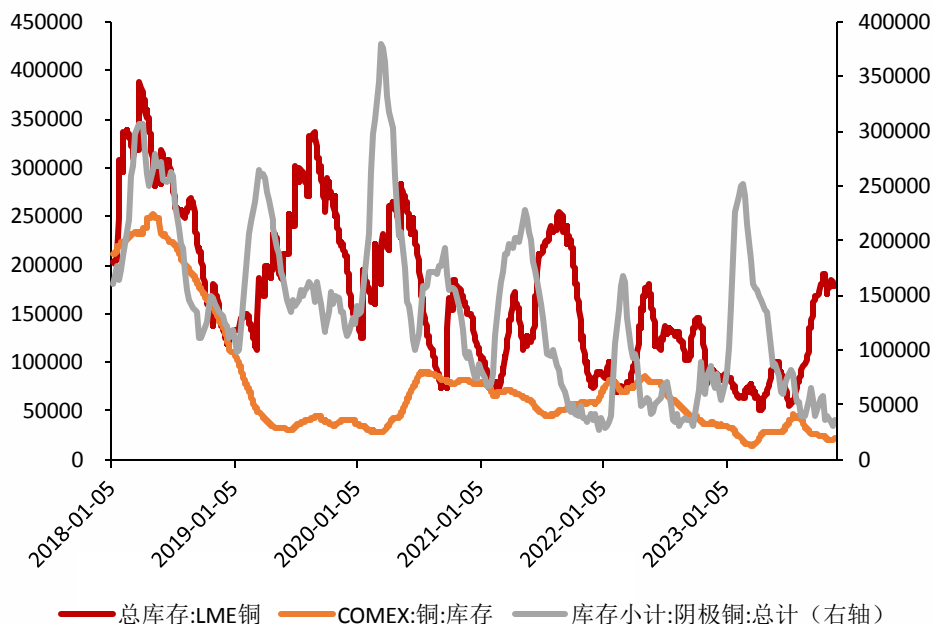
SHFE期货（活跃合约）结算价累积涨跌幅



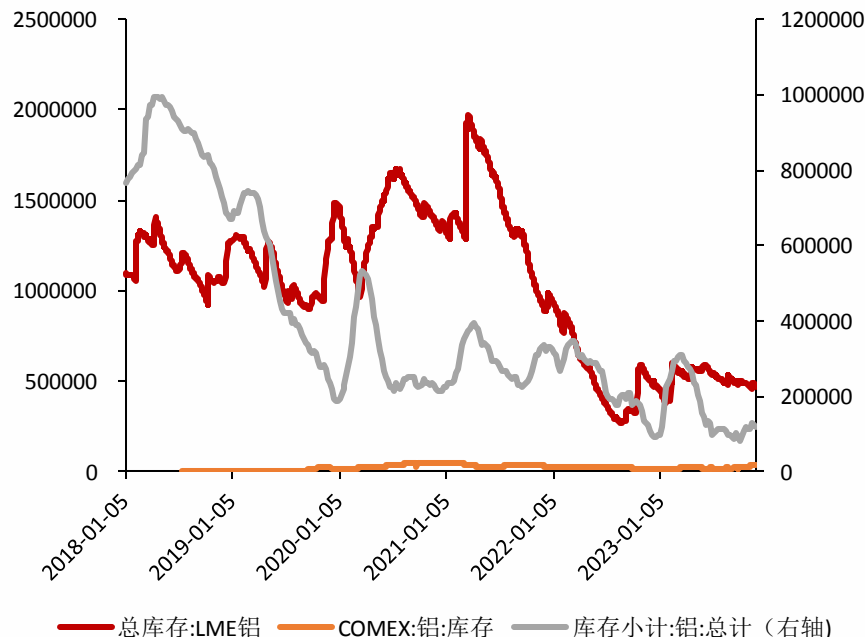
1.1.2 工业金属：铜铝库存处于低位

工业金属整体库存处于低位。截至2023年11月24日，较于年初，LME铜库存下降1.9%；COMEX铜库存降幅14.0%；上期所铜库存降幅24.8%。铝：截至2023年11月24日，较于年初，LME铝库存降幅6.8%；COMEX铝库存增幅78.7%；上期所铝库存增加1.5%。

全球铜库存处于历史低位（吨）



全球铝库存处于历史低位（吨）

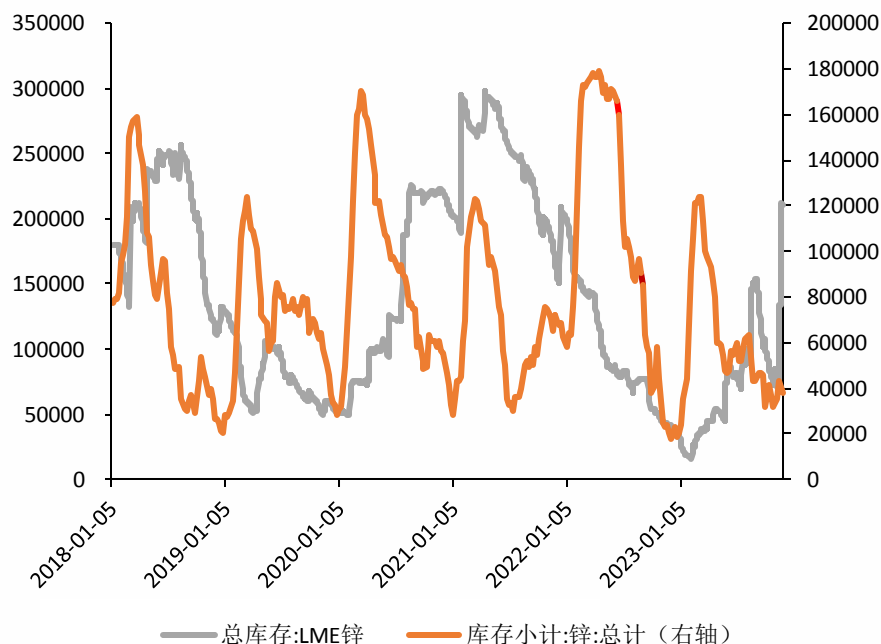


1.1.2 工业金属：锌铅开始累库

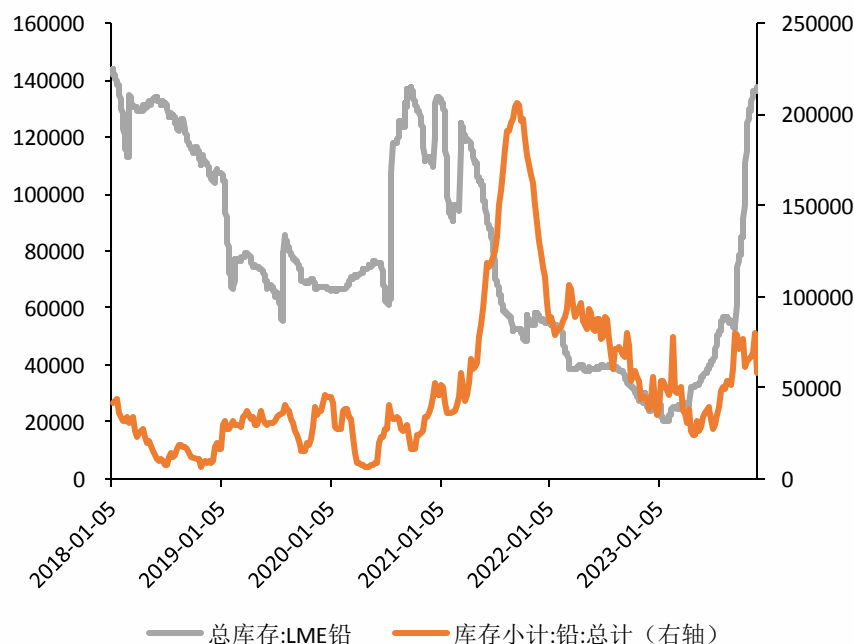
锌：截至2023年11月24日，LME锌库存211300吨，较于年初，增幅593.3%；上期所锌库存37996吨，较于年初，增幅58.2%。

铅：截至2023年11月24日，LME铅库存135925吨，较于年初，增幅445.6%；上期所铅库存79816吨，降幅54.1%。

欧洲锌持续去库（吨）



欧洲铅库存历史低位（吨）

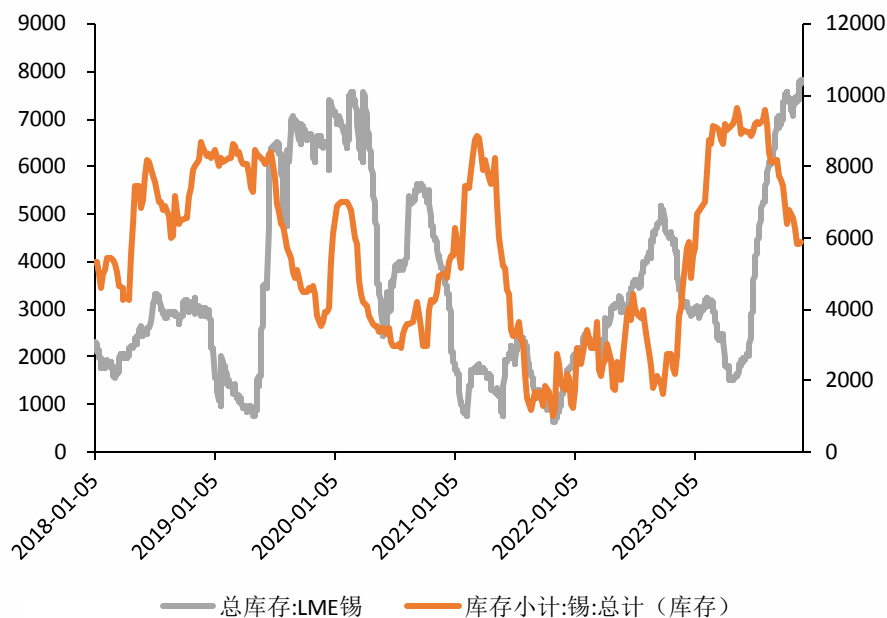


1.1.2 工业金属：锡库存高位，镍库存低位

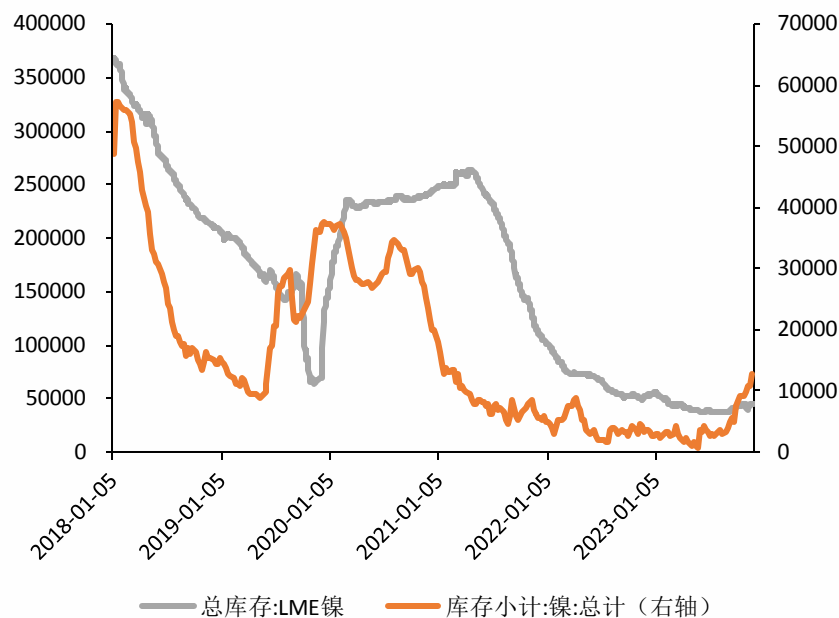
锡：截至2023年11月24日，LME锡库存7765吨，较年初增幅159.3%；上期所锡库存5876吨，较年初涨幅1.8%。

镍：截至2023年11月24日，LME镍库存44898吨，较年初降幅16.6%；上期所镍库存12623吨，较年初增幅330.8%。

全球锡库存历史高位（吨）



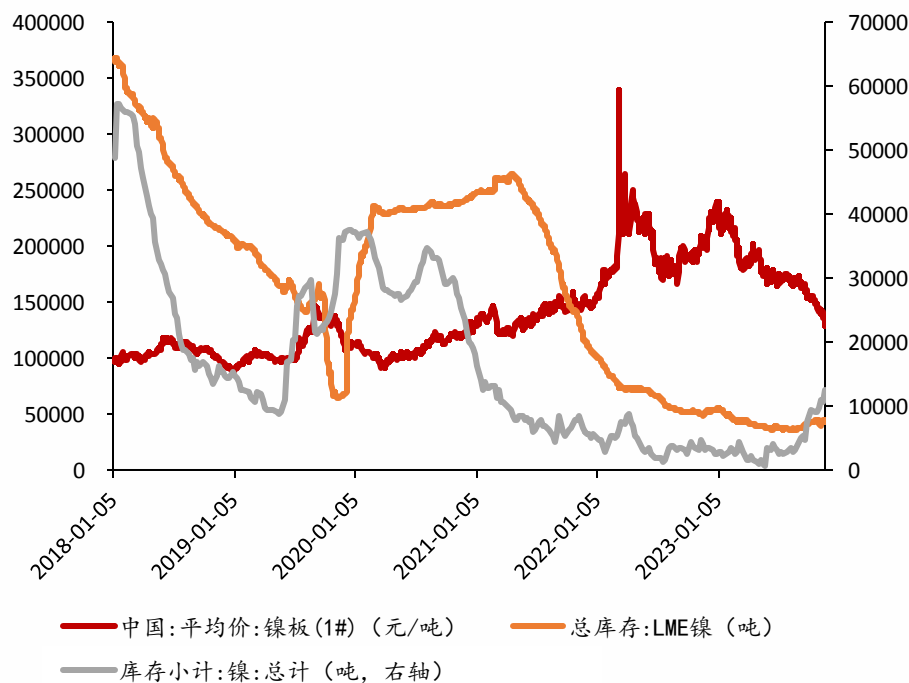
全球镍库存历史低位（吨）



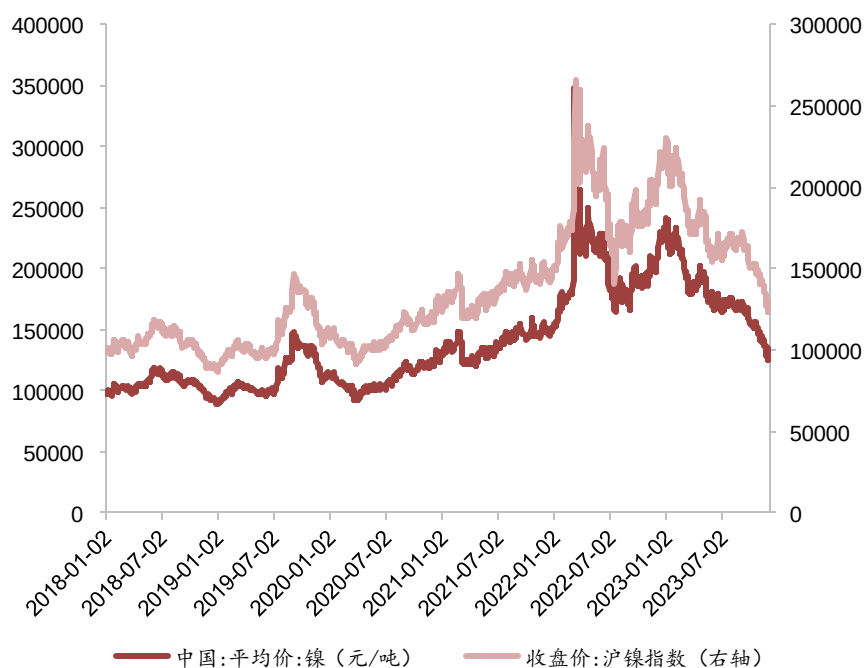
1.1.3 能源金属：锂和镍保持弱势，钴钨、稀土表现疲弱

截至2023年11月24日，LME镍库存为44898吨，较年初下降20.0%；上期所镍库存为12623吨，较年初增加330.8%；中国镍均价为130490元/吨，较年初下降44.8%；镍矿指数为128673.9，较年初下降43.4%。

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2023年11月24日，电池级碳酸锂价格为14.1万元/吨，较年初下降71.9%；锂矿指数为4478.0，较年初下降34.6%。



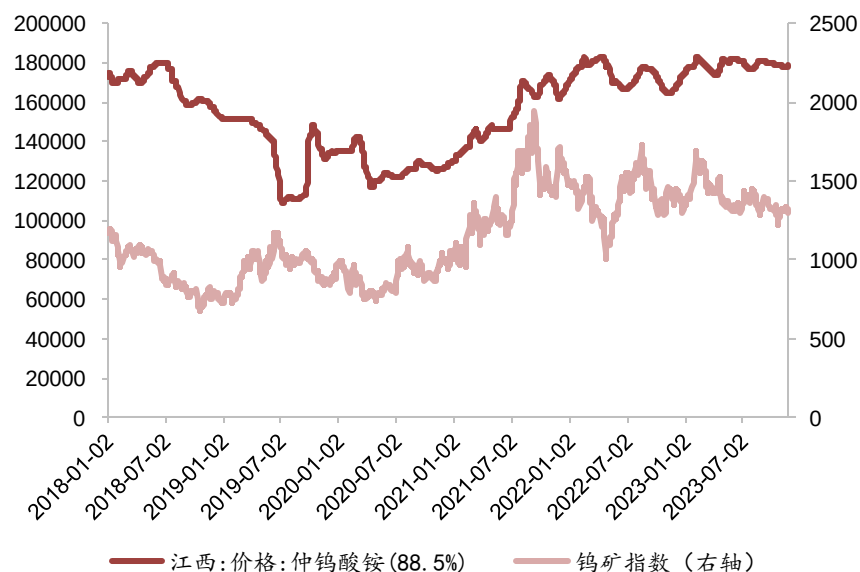
1.1.3 能源金属：锂和镍保持弱势，钴钨、稀土表现疲弱

截至2023年11月24日，钴矿指数为1515.3，较年初下降14.9%；钨矿指数为1297.1，较年初下降5.9%；四氧化三钴15.3万元/吨，较年初下降21.7%；仲钨酸铵价格为17.9万元/吨，较年初上涨2.2%。

钴价和钴矿指数走势（元/吨）



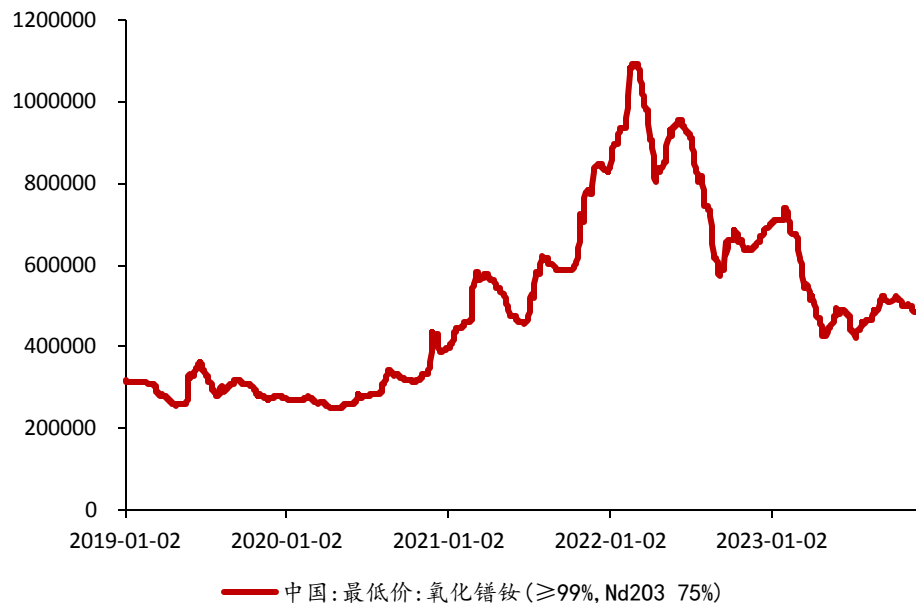
钨价和钨矿指数走势（元/吨）



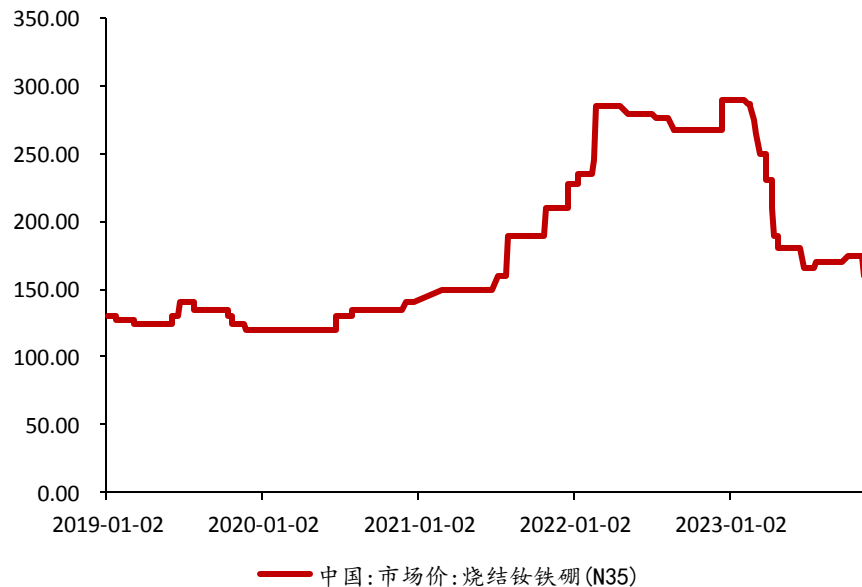
1.1.3 能源金属：锂和镍保持弱势，钴钨、稀土表现疲弱

截至2023年11月24日，稀土与磁材价格方面，氧化镨钕最低价格回落至48.3万元/吨，较年初下跌31.2%。截至11月15日，烧结钕铁硼N35价格160元/公斤，较年初下降44.8%。

氧化镨钕价格（元/吨）



钕铁硼N35价格（元/公斤）

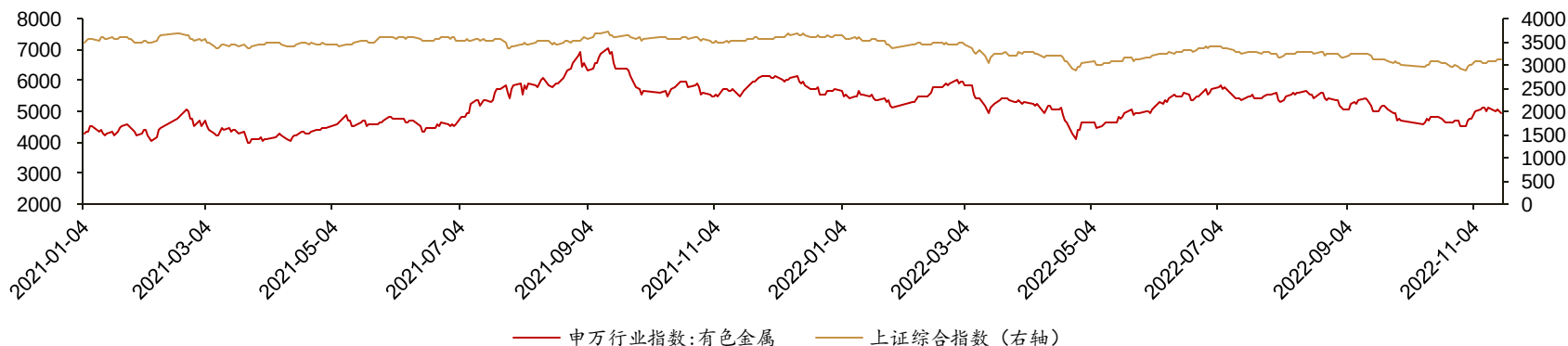


1.2 有色板块震荡下行，板块估值降至历史低位

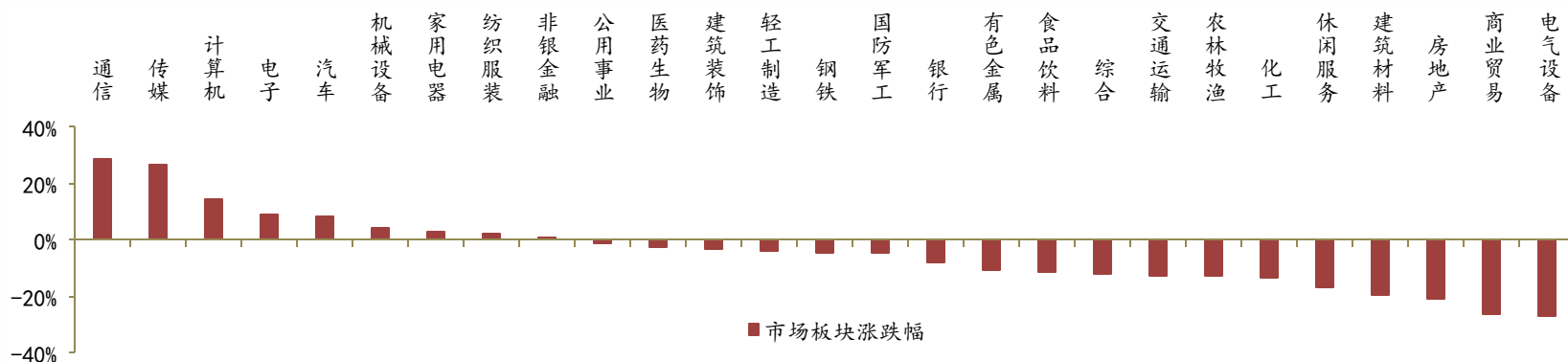
1.2.1 整体板块年初至今累计跌幅达10.8%，目前估值低于历史均值

2023年有色金属板块略跑输大盘。2023年年初至今，有色金属累计跌幅10.8%，上证指数累计跌幅2.7%（截止2023年11月24日）。

有色板块行情表现弱于市场大盘



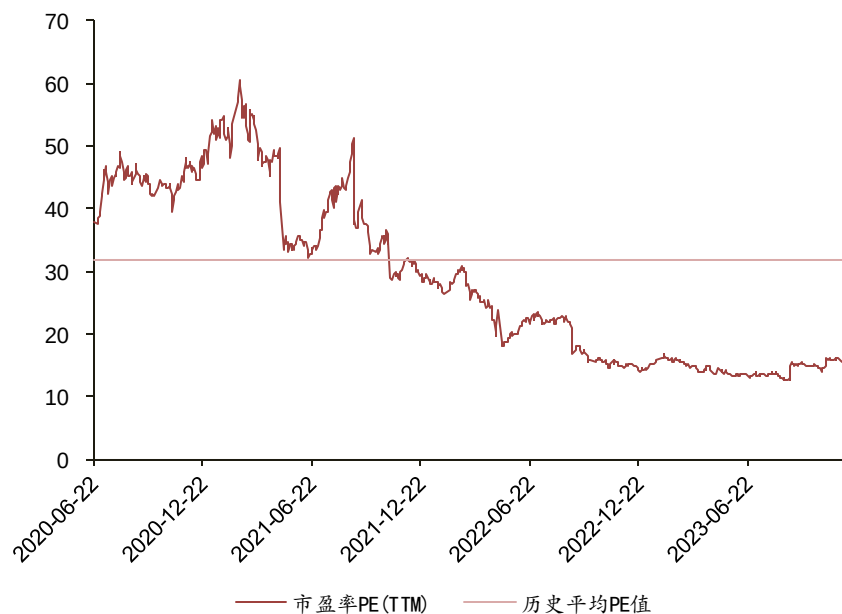
2023.1.1-2023.11.24有色金属行业累计跌幅10.8%



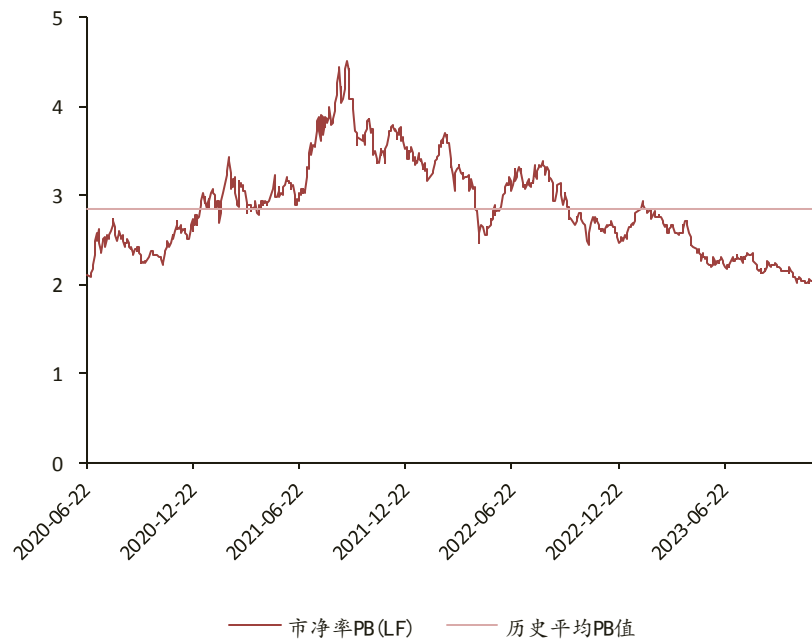
1.2.1 整体板块年初至今累计跌幅达10.8%，目前估值低于历史均值

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31.7倍，PE最高值为60.6倍（2021年2月22日）。截至2023年11月24日，有色行业PE降为15.7倍。2020年至今有色板块PB历史估值中枢为2.9倍，截至2023年11月24日为2.0倍。

有色板块PE估值显著下降（倍）



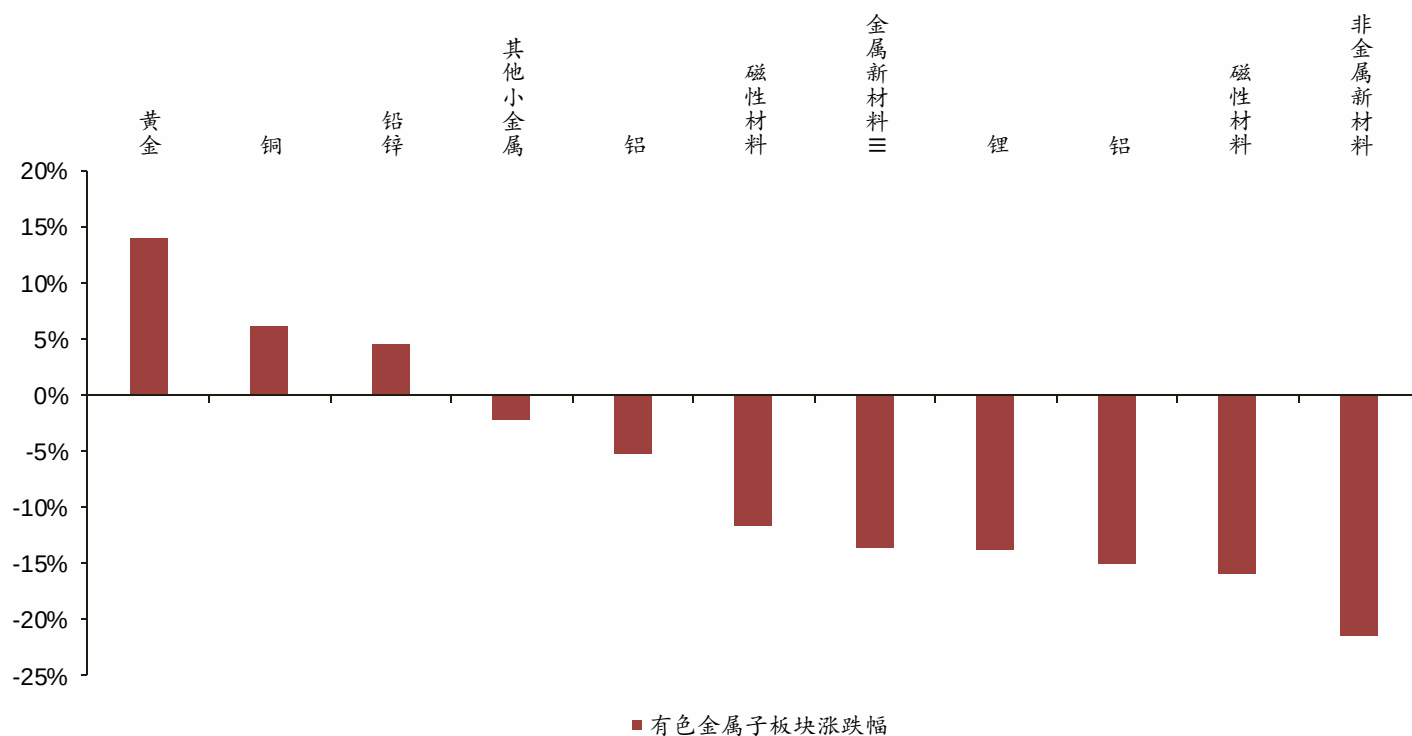
2023年11月24日有色行业PB为2.0倍（倍）



1.2.2 子板块黄金和铜表现较好，磁性材料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2023年11月24日，黄金和铜板块涨幅分别为14.0%、6.2%。

2023年初至今，黄金和铜板块涨幅分别为14.0%、6.2%

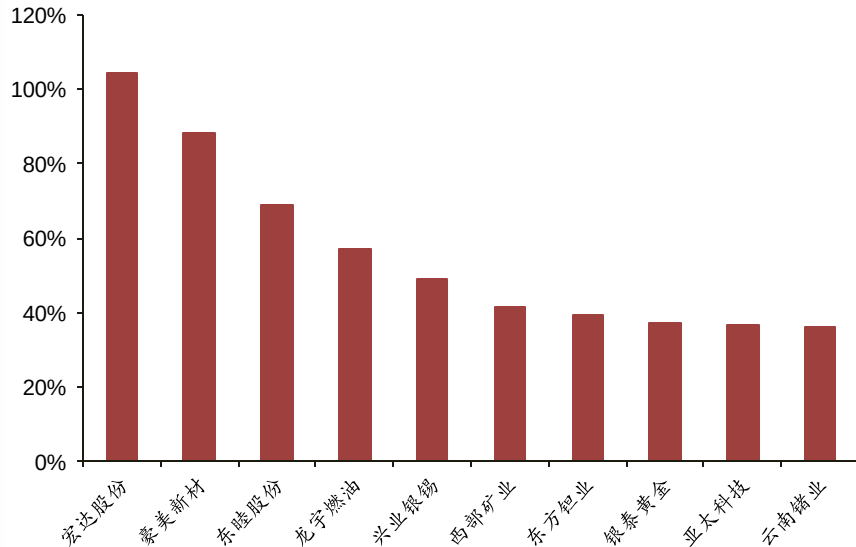


1.2.3 有色个股：黄金、银锡相关标的表现亮眼，中游加工标的受需求拖累

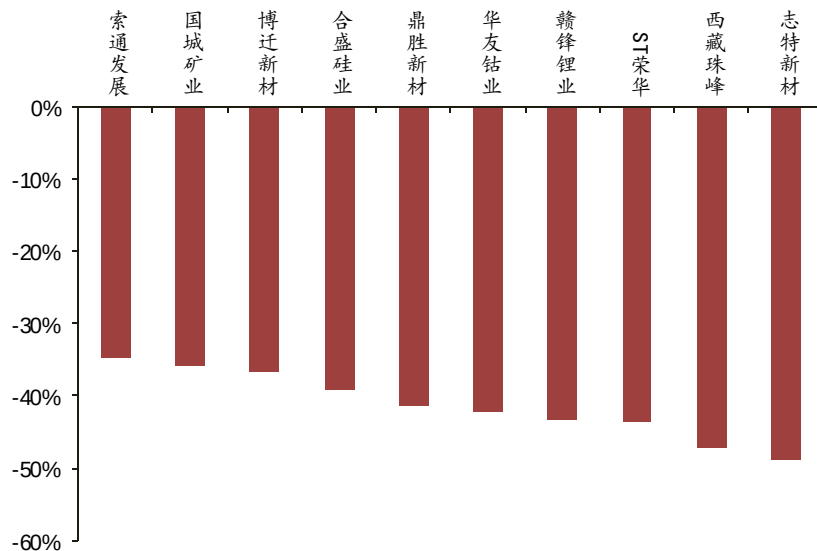
涨幅居前的个股有两大特征，1) 紧随资源价格景气度波动，黄金和白银相关标的盈利和估值双升，表现亮眼。2) 受AI爆发趋势，新材料打开成长空间，锗、钽和芯片电感相关标的后来居上，涨幅靠前。

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。

2023年初至今有色行业个股涨幅前十



2023年初至今有色行业个股跌幅前十



目录



1 回顾：金属价格窄幅震荡，板块估值降至低位



2 贵金属、铜：美联储降息预期强化，看好贵金属与铜投资机会



3 工业金属：国内经济复苏有望逐季改善，注重需求复苏类金属投资机会



4 新材料：AI+光储领域方兴未艾，金属新材料将受益



5 能源金属：估值底部，配置性价比凸显



6 投资建议



7 风险提示

2.1 黄金：美联储降息预期强化

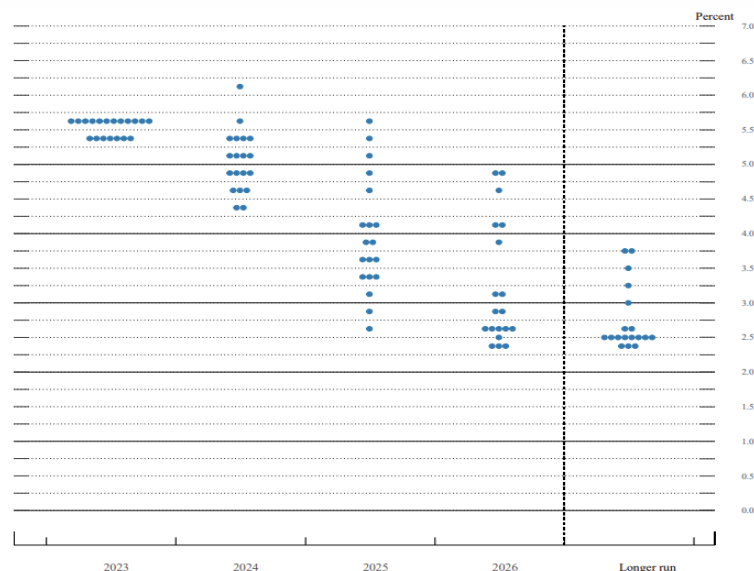
美联储降息预期持续强化。美联储自2022年3月开始共加息11次，将联邦基金利率目标区间自0.25%-0.5%上调至5.25%-5.5%。9月FOMC会议上维持联邦基金区间在5.25%-5.5%之间不变，会后公布的点阵图显示年内美联储或再度加息1次，2024年美联储或将降息2次。进入Q4之后，随着美国经济数据的走弱和通胀的平稳回落，市场对美联储转鸽的预期不断增强。从CME利率期货的预测显示来看，2023年Q4美联储将维持利率水平在5.25%-5.5%，即Q4不会继续加息。对降息时点的预期上，11月CME利率期货显示首次降息时间为2024年5月，年内将降息四次共计100BP。

CME利率期货预测（截至2023年11月16日）

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%	48.2%	39.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	34.1%	42.6%	15.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	23.5%	39.2%	26.4%	6.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.9%	16.5%	33.4%	31.1%	13.7%	2.3%
2024/11/7	0.0%	1.6%	10.2%	25.6%	32.2%	21.8%	7.6%	1.1%
2024/12/18	1.0%	7.2%	20.3%	29.9%	25.4%	12.5%	3.3%	0.4%

数据来源：CME，西南证券整理

美联储2023年9月利率点阵图

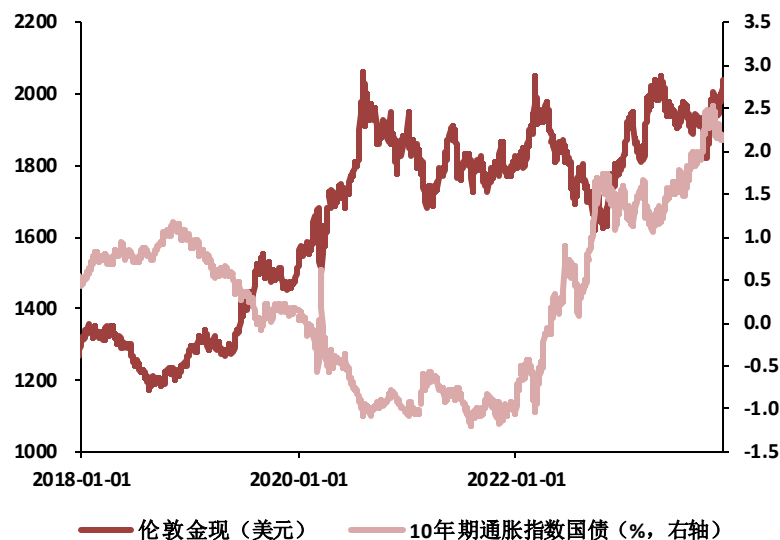


数据来源：美联储官网，西南证券整理

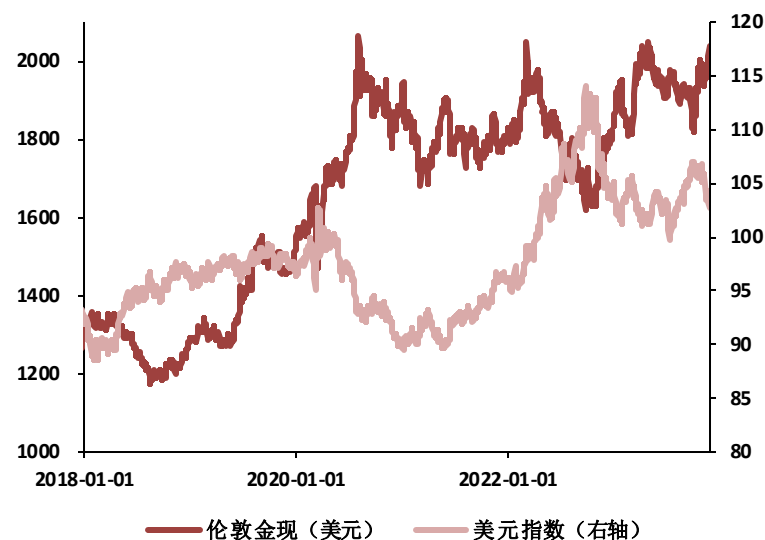
2.1 黄金：实际利率和美元指数向下形成直接驱动

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



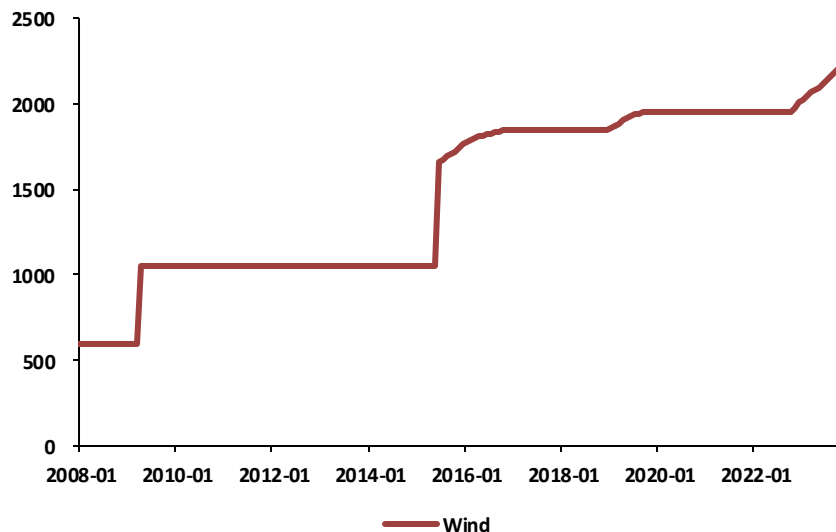
2.1 黄金：央行持续购金，战略配置地位提升

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2023年10月中国官方储备黄金达到2215吨，相较2022年10月增长267吨，增储幅度达到13.7%。2022年加息周期启动后，Comex黄金非商业持仓占比逐渐回落至近三年低位，并在11月加息放缓后开始回升，目前非商业持仓占比仍然处于偏低水平，多头交易拥挤度低。

海外黄金ETF持仓与黄金价格



中国黄金储备



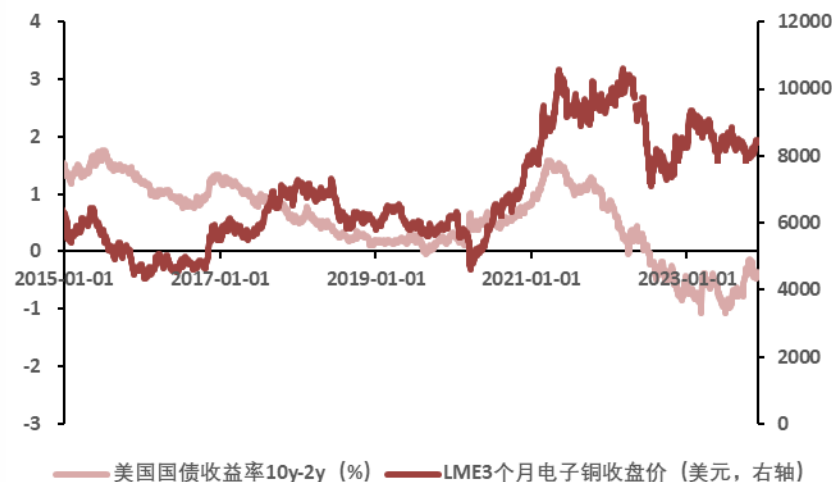
2.2 铜：降息预期提升铜金融属性

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



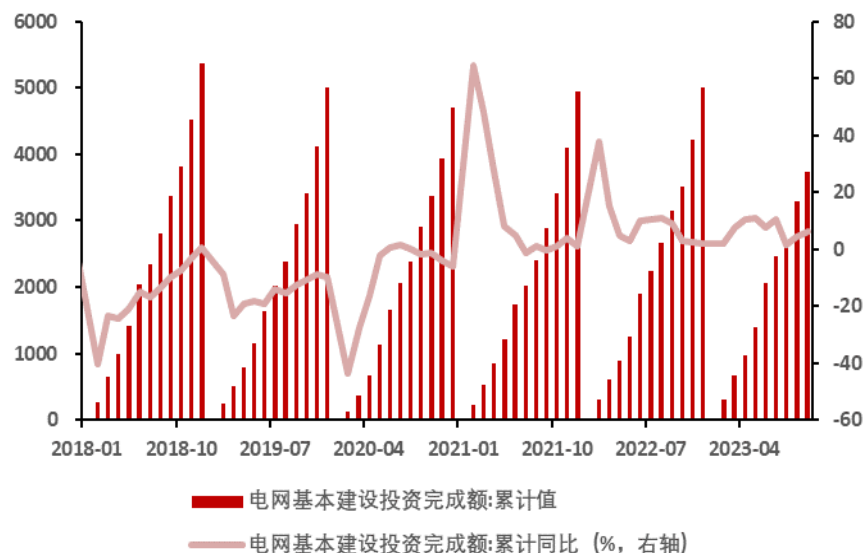
美国制造业存货量变动 (%)



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。2023年国家电网计划投资额5200亿，同比上年增长3.5%，1-10月电网实际投资增速累计同比6.3%，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，年内主要家电的产量增速均维持高位，空调、冰箱、洗衣机1-10月的累计产量增速分别为9.4%、11.7%、16.2%，家电对金属的消费维持正向拉动，2024年后或跟随竣工增速波动。

电网投资建设平稳



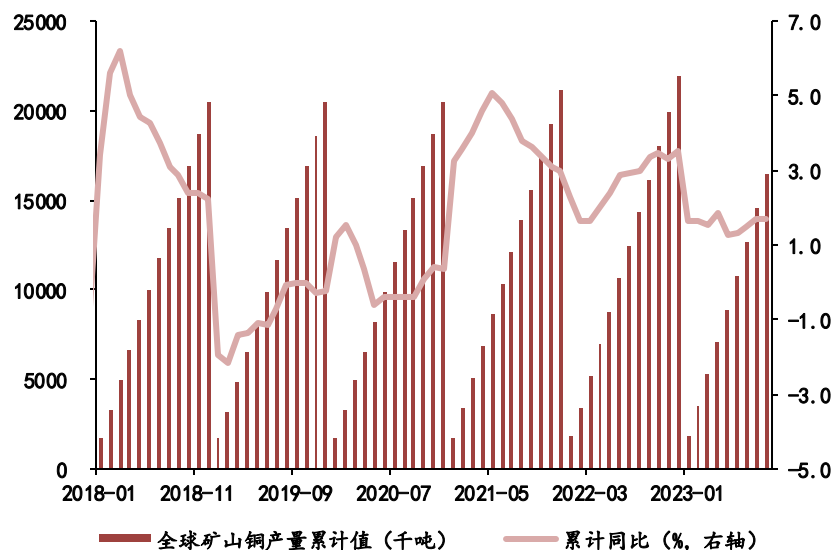
主要家电产量同比高增



2.2 铜：资本开支不足制约远期铜矿供应

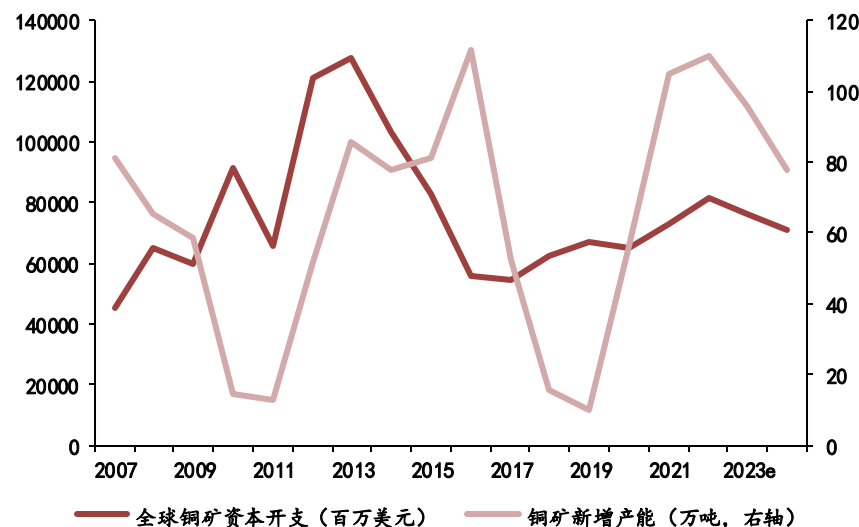
铜矿供给增速放缓，长期缺乏增量释放。据ICSG统计，2023年1-9月全球矿山铜产量增速1.7%，低于市场预期，智利作为全球铜供给的主要贡献地，铜产量同比下降1.1%，是拖累全球产量释放的重要原因。远期来看，全球铜矿资本开支不足，供给增速边际下滑。全球矿山资本开支在2009-2011年的牛市周期中大幅提升，随后伴随着铜价走熊，资本开支也进入了长达五年的下行周期。本轮铜价大涨后，海外矿山的资本开支有小幅提升，但相较上轮周期幅度较低。2023-2025年全球矿山产量增速逐年下滑，2025年之后由于全球矿山投资的减少带来新项目的匮乏，加之品味下降、资源枯竭等问题，铜矿产量远期增长乏力。

全球矿山铜产量及增速



数据来源：ICSG，西南证券整理

全球铜矿资本开支



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

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。

中国铜供需平衡表

中国铜产业链供需平衡

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
铜需求（万吨）	1205	1291	1361	1401	1467	1513	1567
yoy	0.5%	7.1%	5.4%	3.0%	4.7%	3.1%	3.6%
精炼铜产量（万吨）	894	930	998	1028	1131	1176	1212
yoy	2.4%	4.0%	7.3%	3.0%	10.0%	4.0%	3.0%
铜净进口（万吨）	313	431	317	365	329	329	329
yoy	-6.8%	37.7%	-26.5%	15.1%	-10.0%	0.0%	0.0%
国储调节（万吨）	0	-55	11	0	0	0	0
总供应不含废铜（万吨）	1207	1306	1326	1393	1460	1505	1540
yoy	-0.2%	8.2%	1.5%	5.1%	4.8%	3.1%	2.3%
供需缺口	2	70	-46	-8	-7	-8	-27

建议关注

山东黄金：金价维持上行，业绩稳步增长

黄金产量符合目标指引。公司前三季度完成矿产金产量29.71吨，同比减少1.97%，外购金产量41.40吨，同比减少1.27%，小金条产量22.25吨，同比增长23.85%。公司2022年年报中指引2023年黄金产量不低于39.64吨，前三季度矿产金生产完成目标74.95%，产量符合预期。

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。焦家金矿资源整合后，有望将年产量从10吨提升至18吨以上；海外卡蒂诺矿山建设稳步推进，预计远期提供8-9吨黄金增量；银泰黄金顺利实现股权变更，目前年产黄金超7吨，山东黄金集团目标2025年实现矿产金产量80吨。公司积极勘探增储，年内西岭金矿探获新增200吨资源量，甘肃大桥金矿扩展陇南黄金资源开发，资源储备增厚公司发展潜力。

金价仍处上行周期。美国加息进入尾声，货币周期的切换背景下，长端美债实际收益率和美元指数处于高位，中期向下空间较大。三季度以来全球地缘冲突频发，避险情绪带动金价大幅上涨，央行继续增持黄金，黄金的战略配置地位提升。2023前三季度伦敦金均价1932美元/盎司，相较2022年均价上升7.2%，金交所AU9999均价443元/克，相较2022年均价上涨12.8%，金融属性、货币属性和避险属性有望驱动黄金价格中枢继续上移。

盈利预测与估值：预计2023-2025年公司实现归母净利润分别为21.5亿元/26.9亿元/35.3亿元，对应PE分别为51/41/31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。

建议关注

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。

盈利预测与估值：预计2023-2025年公司实现归母净利润分别为15.1亿元/15.9亿元/16.8亿元，对应EPS分别为0.54元/0.57元/0.61元，三年归母净利润将保持14.4%的复合增长率。银泰黄金矿资源禀赋优质，盈利能力稳定，2023年估值处于同业相对低位，黄金上涨周期对黄金公司往往有业绩、估值拔升的双击效应，给予公司2023年30倍估值，对应目标价16.2元，维持“买入”评级。

风险提示：黄金价格下跌风险，矿山生产不及预期风险。

建议关注

铜陵有色：矿业巨头产量释放，顺周期成长优势突出

米拉多资产顺利并表，非经常性损益显著增加。公司通过发行股份、可转债及支付现金的方式购买有色集团持有的中铁建铜冠投资有限公司70%的股权，截至2023年10月，公司的收购全面完成，并实现对当年业绩的并表和上年业绩的调整。2023年1-7月米拉多资产的业绩在非经常性损益中体现，Q3单季度非经常损益1.0亿，前三季度非经常损益7.3亿。中铁建持有的米拉多铜矿并入后，预计将公司铜资源自给率从3%提升至10%以上，由冶炼属性向资源属性的转换提升公司盈利能力。

冶炼检修、硫酸价格下跌导致Q3业绩同环比下滑。公司Q3单季度业绩出现下滑，主因冶炼产能在Q3进行集中检修，导致冶炼业务贡献较低。冶炼副产品硫酸的价格在2023年Q2持续下滑，Q2金联创硫酸均价130元/吨，环比Q1下降49.3%，硫酸收入确认的季度递延导致Q3硫酸业务的业绩贡献下滑。

周期景气度有望回升，长期铜价中枢保持高位。美国制造业库存增速已经开始底部反弹，去库周期对金属价格的利空压制逐渐放缓，向补库周期的切换有望带动需求周期性回升。国内利好政策频出，由“政策底”向“经济底”的过渡有望驱动铜价景气度回升。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，基本面支撑铜价中枢维持高位。

盈利预测与估值：考虑到三季度业绩下滑的影响，小幅下调2023-2025年公司归母净利润至36.3亿元/41.0亿元/49.5亿元，对应PE分别为11/10/8X，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。

建议关注

西部矿业：西部矿企稳健运营，顺周期助力业绩增长

西部地区领先国企，持续高分红回报股东。青海省国资委为公司实控人，依靠强大国资背景，通过布局冶炼、供应链、深加工等业务，形成了有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易全产业链供应链一体化的产业格局。上市以来公司累计分红15次，累计分红金额达到71.5亿元，累计分红比例56.2%，分红比例在铜板块中位列第一。

矿山+盐湖共同发力，主要金属产量稳步提升。西部矿业主营铅、锌、铜、铁等基本工业金属，同步推进盐湖提镁、锂业务，是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商，全资持有或控股并经营十四座矿山，资源储量丰富。玉龙铜矿技改完成后，选厂矿石年处理量从1989万吨提升至2280万吨，有望带动铜金属产量增长突破15万吨，并驱动伴生钼产量提升。

供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢保持高位。中美制造业库存增速底部回升，去库周期，向补库周期的切换有望带动需求周期性回升。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。

盈利预测与估值：预计2023-2025年公司实现归母净利润分别为30.9亿元/34.2亿元/37.7亿元，对应EPS分别为1.30元/1.44元/1.58元，三年归母净利润增速3.1%。我们选取紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、金诚信四家公司作为可比公司，2024年平均PE为11倍，基本代表铜行业的平均估值水平。基于高分红的稀缺性和看多铜价的预期，我们给予公司2024年11倍PE，对应目标价15.84元，给予“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。

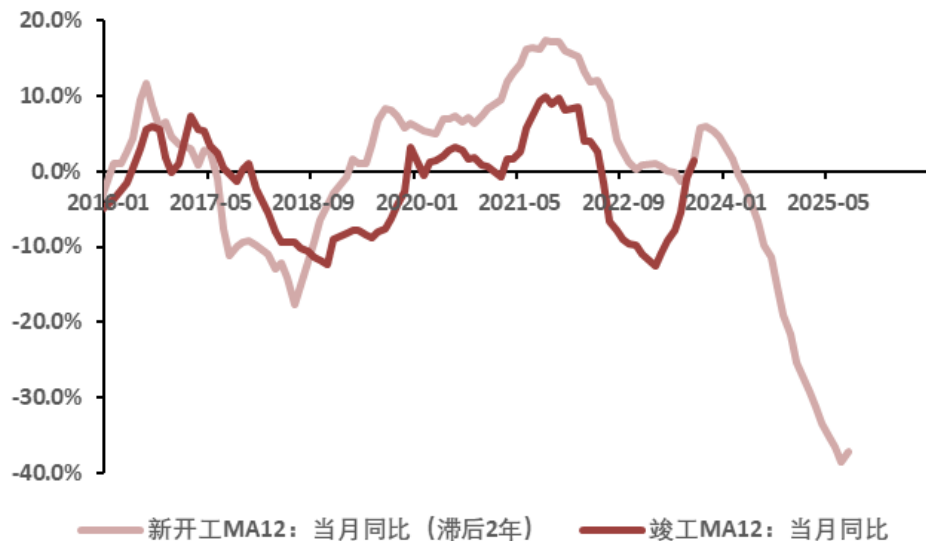
目录

- ◆ 1 回顾：金属价格窄幅震荡，板块估值降至低位
- ◆ 2 贵金属、铜：美联储降息预期强化，看好贵金属与铜投资机会
- ◆ 3 工业金属：国内经济复苏有望逐季改善，注重需求复苏类金属投资机会
- ◆ 4 新材料：AI+光储领域方兴未艾，金属新材料将受益
- ◆ 5 能源金属：估值底部，配置性价比凸显
- ◆ 6 投资建议
- ◆ 7 风险提示

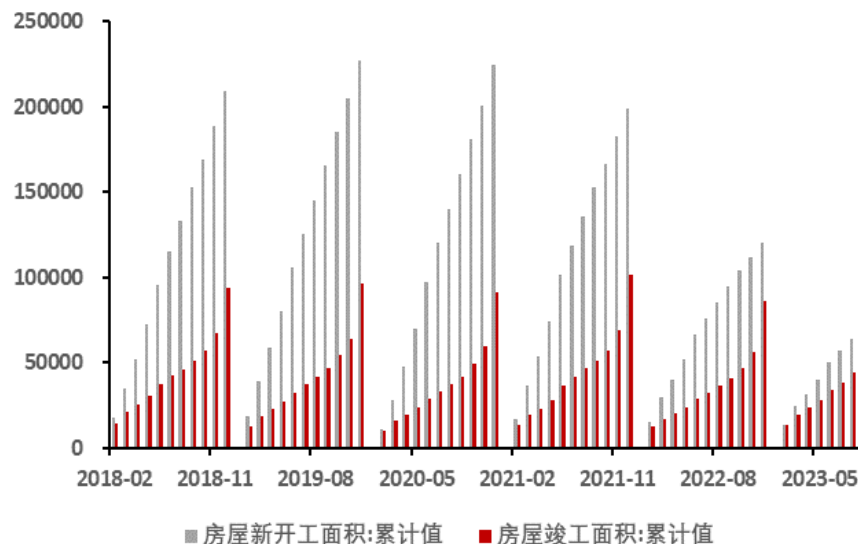
3.1 铝：新开工、竣工累积缺口或平滑利空影响

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1-10月国内竣工面积累计同比增速19.0%，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



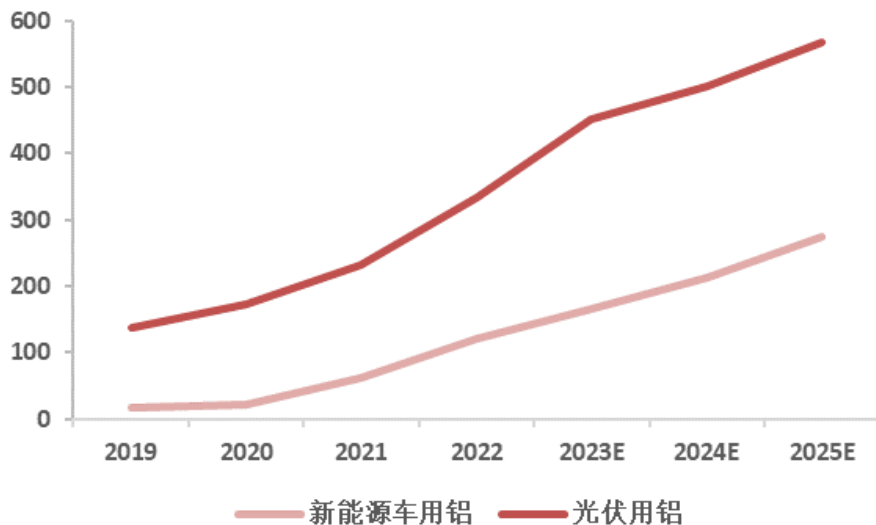
新开工、竣工面积累计缺口较大



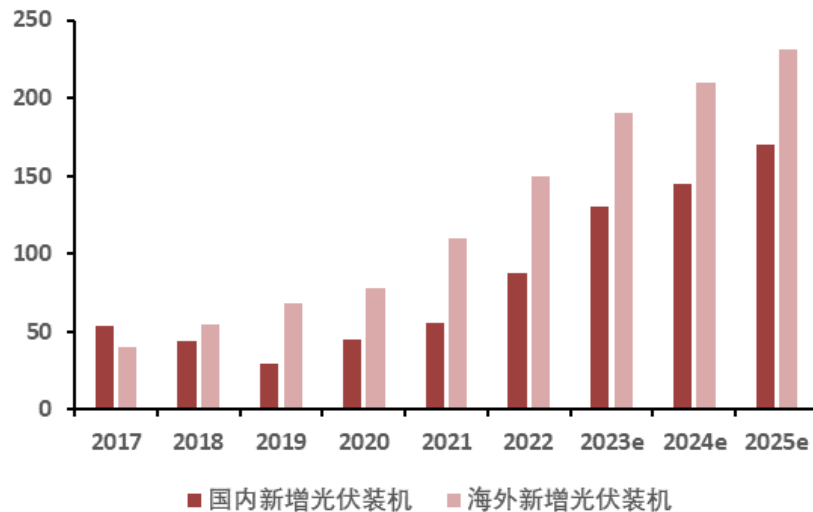
3.1 铝：光伏和新能源汽车高增支撑真实需求

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）



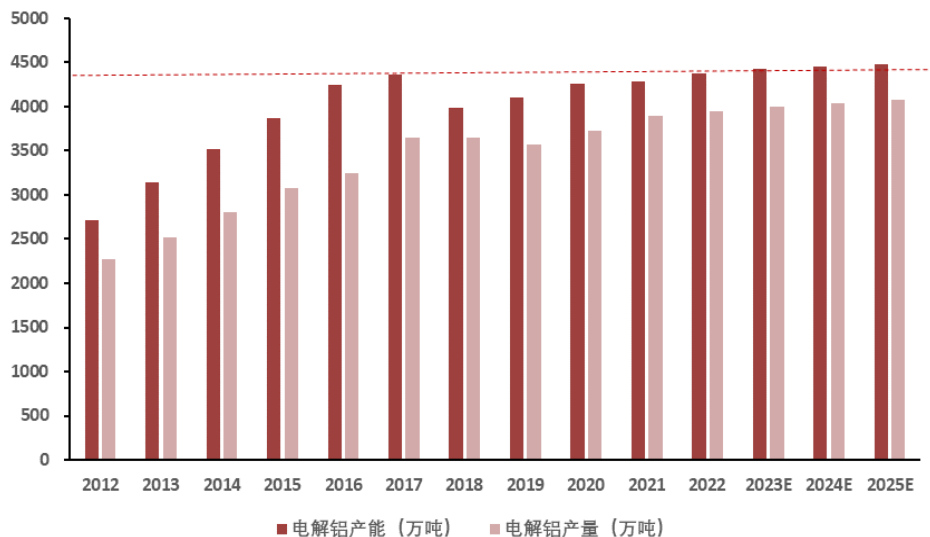
光伏装机量预测（GW）



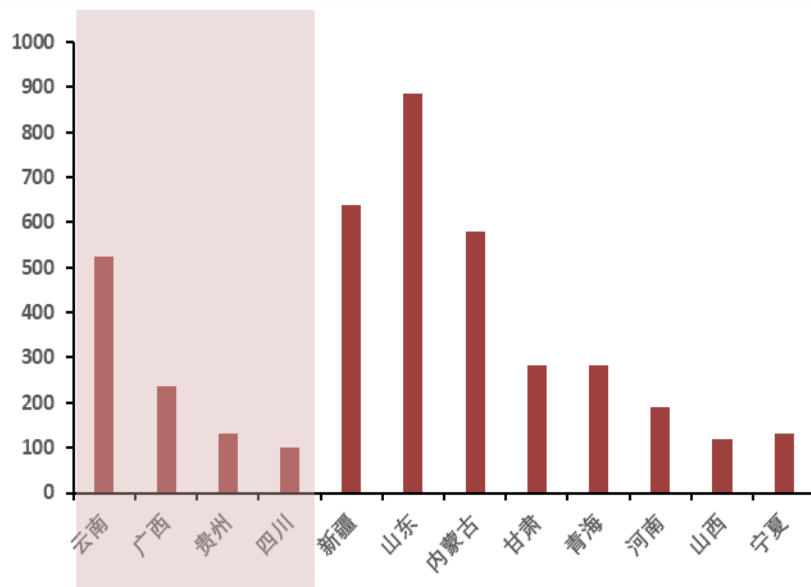
3.1 铝：产能已至天花板，产量波动主要受西南地区影响

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



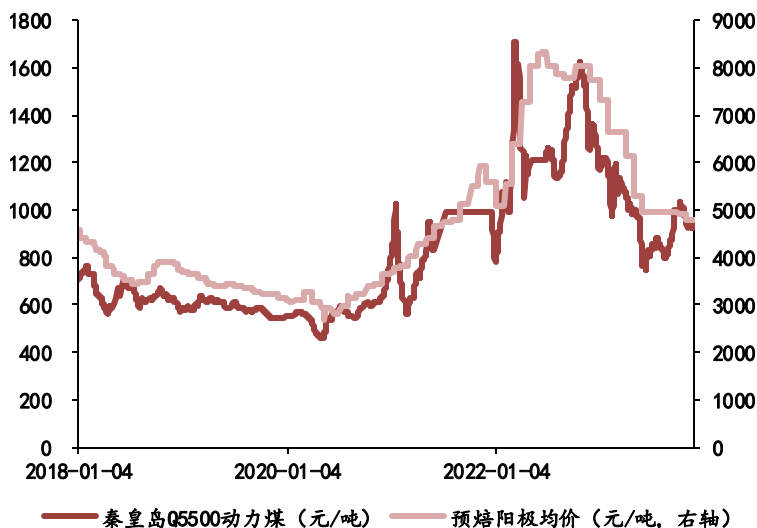
西南产能成为产量变动主要影响因素



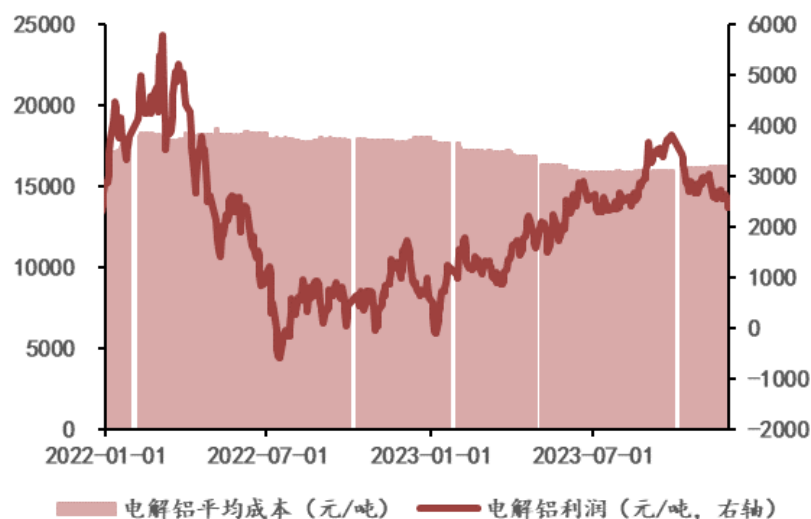
3.1 铝：原料过剩、下游易扩张，行业利润向冶炼端富集

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。

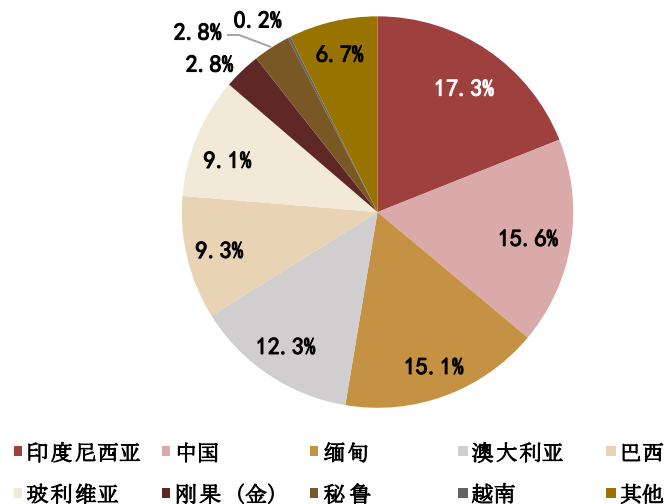
中国铝供需平衡表							
铝供需平衡							
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内需求（万吨）	3181	3536	3672	3682	3879	3899	3954
yoy	-0.1%	7.6%	4.5%	0.3%	5.4%	0.5%	1.4%
外部需求（万吨）	439	277	343	405	284	340	374
yoy	-4.2%	-12.3%	10.5%	18.1%	-30.0%	20.0%	10.0%
总需求（万吨）	3620	3813	4015	4087	4163	4239	4329
yoy	-1.4%	5.7%	4.6%	1.8%	1.9%	1.8%	2.1%
原铝产量（万吨）	3543	3712	3850	4006	4149	4245	4254
yoy	-1.8%	4.8%	3.7%	4.1%	3.6%	2.3%	0.2%
原铝进口（含抛储）	0	105	185	48	50	50	50
总供给	3543	3817	4035	4054	4199	4295	4304
供需缺口	-77	4	20	-33	-14	6	-75

3.2 锡：矿山端“三巨头”主导，供给日趋乏力

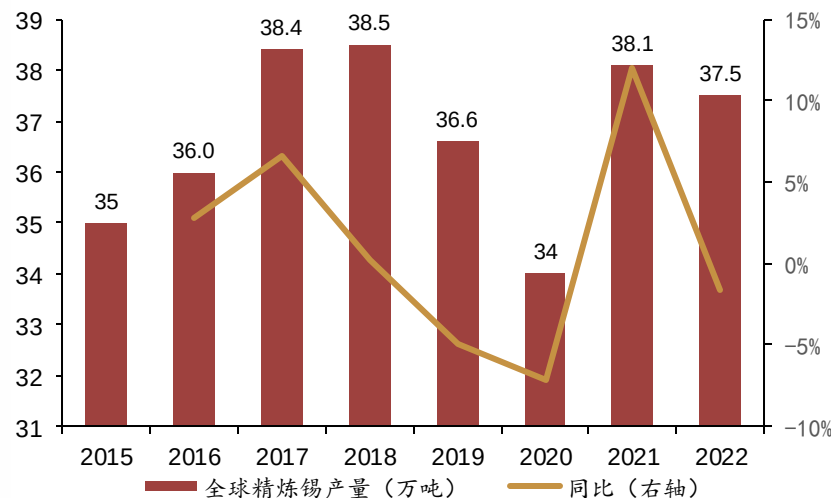
全球锡资源主要分布在印度尼西亚、中国、缅甸，这三个国家的储量占全球储量总量的约50%。根据USGS，2022年全球锡储量为460万吨。其中，印度尼西亚锡储量80万吨，占全球总储量的17.3%，位居世界首位。中国、缅甸的锡储量分列二三位，分别为72万吨和70万吨，储量占比为15.6%和15.1%。

全球2022年锡产量主要分布在中国、印度尼西亚、秘鲁、缅甸、巴西，这五个国家的产量占全球产量的72%。2022年中国仍以9.5万吨的年产量居全球之首，占全球总产量的30%。印度尼西亚、缅甸年产量为7.4万吨（全球占比23%）和3.1万吨（全球占比9%）。

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

数据来源：USGA，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。据美国半导体行业协会数据，2023年1-9月全球半导体销售额达3787亿美元，同比-14.9%。作为半导体的重要组成部分，2023年1-10月集成电路产量达2425.7亿块，同比+14.8%。

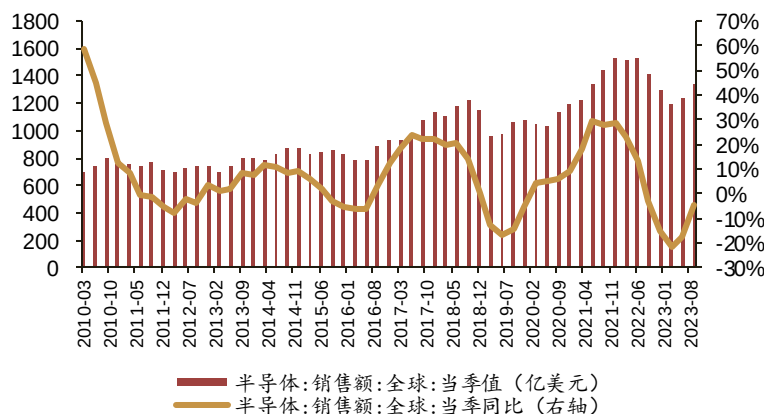
1MW光伏组件所需锡金属量约为105kg。据ITA数据显示，1MW光伏电池所需光伏焊带约500kg，且焊料占焊带重量的35%左右。考虑到主流焊料中锡占比约60%，以此为依据，1MW光伏组件所需锡金属的量约为105kg。以此推算，2023年光伏行业用锡量可达3.7万吨，到2025年达到5.5万吨，2022-2025年光伏耗锡CAGR将达到28%，锡消费市场需求将不断增长。

全球光伏行业耗锡量测算

	2022	2023E	2024E	2025E
光伏新增装机量 (GW)	250	350	445	520
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)	26250	36750	45150	54600
YOY	36.6%	40.0%	22.9%	20.9%

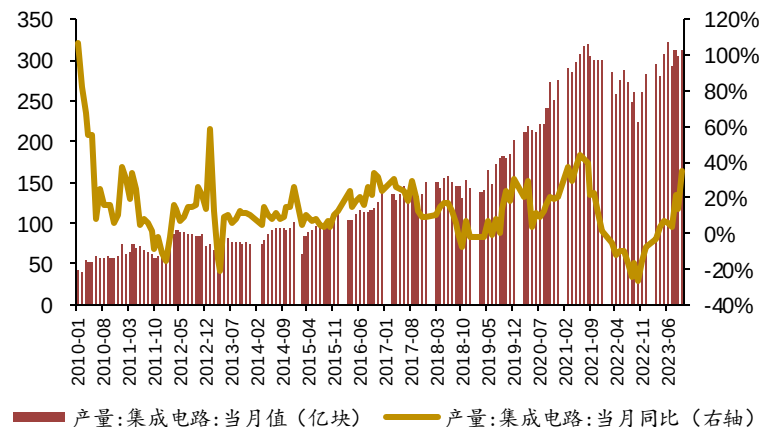
数据来源：CPIA，ITA，西南证券整理

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1-10月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2023-2025年全球锡供给增速分别为1.2%/1.3%/2.2%。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2023-2025年锡供需平衡分别为1.0/0.5/-0.2万吨。我们认为未来3年供需紧缺进一步扩大有望推动锡价持续上涨。

锡全球供需平衡表

单位(万吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球锡供给量	38.5	37.8	37.0	37.8	37.5	37.9	38.4	39.3
yoy	26.1%	-1.8%	-2.1%	2.3%	-0.9%	1.2%	1.3%	2.2%
中国	17.8	18.1	19.4	15.4	16.9	17.4	17.9	18.3
yoy	-2.5%	1.9%	7.1%	-20.5%	9.7%	3.0%	3.0%	2.0%
印尼	8.1	8.0	7.4	7.1	7.3	7.5	7.6	7.7
yoy	11.5%	-1.7%	-7.5%	-4.1%	2.8%	3.0%	1.0%	1.0%
缅甸	5.5	5.4	2.9	2.8	2.8	2.4	2.1	2.4
yoy	9.2%	-1.8%	-46.3%	-3.4%	0.0%	-15.0%	-10.0%	10.0%
其他地区	2.1	1.5	3.1	5.7	3.0	3.1	3.1	3.2
yoy	-1.8%	-28.1%	107.3%	83.4%	-47.7%	2.0%	2.0%	2.0%
再生锡	5	4.8	4.2	6.8	7.5	7.6	7.7	7.8
yoy		-4.0%	-12.5%	61.9%	10.3%	1.0%	1.0%	2.0%
全球锡消费量	39.3	36.8	36.3	39.0	37	37.0	38.0	39.5
yoy	1.7%	-6.4%	-1.4%	7.3%	-5.0%	-0.1%	2.8%	4.0%
锡焊料	17.4	15.7	16	18	19.1	18.7	19.7	21.0
yoy	3.6%	-9.8%	1.9%	12.5%	6.1%	-2.0%	5.0%	7.0%
锡化工	6.3	6	6	6.1	6.2	6.3	6.2	6.1
yoy	4.3%	-4.8%	0.0%	1.7%	1.6%	2.0%	-2.0%	-2.0%
马口铁	4.9	4.6	4.7	5	5.1	5.2	5.3	5.4
yoy	-2.0%	-6.1%	2.2%	6.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
铅酸电池	2.3	2.2	2.1	2.2	2.5	2.5	2.6	2.6
yoy	0.0%	-4.3%	-4.5%	4.8%	13.6%	1.0%	1.0%	1.0%
其他	8.4	8.3	7.5	7.7	4.1	4.2	4.3	4.4
yoy	-3.2%	-1.2%	-9.6%	2.0%	-46.4%	2.0%	2.0%	3.0%
供需平衡	-0.8	1.0	0.7	-1.1	0.5	1.0	0.5	-0.2

建议关注

神火股份：煤铝双驱，顺周期有望推动估值修复

铝资产优质，新疆低成本+云南绿电铝同步发展。公司位于新疆的电解铝产能处于成本曲线最左侧，依托自治区低价且稳定的煤炭供应，80万吨冶炼产能盈利能力稳定。云南90万吨电解铝产能全部使用水电，由于云南水电供给的限制，远期区域内难有新增产能，现有的水电铝具备稀缺性，欧盟碳边境调节机制（CBAM）2026年正式执行。中外碳价的差异在未来将提升高排放铝制品的出口成本，加强云南神火铝产品的出口优势。

电解铝长期供需缺口放大，铝价中枢有望阶梯式上移。2023年电解铝平衡表预测有小幅缺口，库存将维持历史低位，对价格形成强支撑。2024年假定西南地区来水中性，预测产量增速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，预估国内电解铝需求增速1.8%，电解铝供需仍维持紧平衡格局。远期国内电解铝建成产能已经到达天花板4500万吨，海外冶炼产能建设进度较慢，光伏和汽车轻量化将带给需求稳定的高增速，电解铝供需缺口逐渐扩大，铝价有望阶梯式上移，行业利润继续向冶炼端富集。

铝箔老牌玩家，电池铝箔拓宽深加工赛道：公司2004年进入铝箔行业，技术积累、生产经验丰富。公司在原有的双零箔基础上，扩宽电池铝箔赛道，已建成8万吨铝箔产能，远期规划25万吨铝箔（含11万吨水电铝箔）生产格局。

煤矿改扩建稳步推进，煤炭产量稳步提升。2021年梁北煤矿改扩建项目主体完成，产量开始逐步释放，2022年开始公司煤炭产量稳步上升，三年产量复合增长率预计达到6.7%。公司煤炭生产成本稳定，2023年Q3开始无烟煤和贫瘦煤的价格企稳回升，有望带动公司煤炭板块业绩向上修复。

盈利预测与估值：预计2023-2025年公司实现归母净利润分别为54.8亿元/62.0亿元/65.7亿元，对应EPS分别为2.43元/2.75元/2.92元。公司业绩煤铝双驱，我们选取电解铝冶炼公司天山铝业和云铝股份、煤铝双驱企业中孚实业、煤炭公司中国神华作为可比公司，四家公司2024年平均PE为8.4倍。我们给予公司2024年8倍PE，对应目标价22元，给予“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。

建议关注

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。

盈利预测与估值：预计2023-2025年公司实现归母净利润分别为33.8/39.4/45.3亿元，三年复合增长率为19.5%，实现EPS分别为0.73元/0.85元/0.97元，对应PE分别为10/9/8X。可比公司2023-2024年一致性预期PE平均水平分别为9/7倍，鉴于公司具有一体化优势，下游深加工占比提升，给予公司2023年12倍估值，对应股价8.76元，给予“持有”评级。

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。

建议关注

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一，2022年公司锡金属储量66.7万吨、铟5082吨。2022年锡产量7.7万吨，铟产量73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22-25年全球锡产量CAGR约1.6%。（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，2023年8月全球半导体销售额同比-6.8%，环比+1.9%，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，2023年1-9月空调产量同比+12.3%；家电冰箱产量同比+17.9%。（2）**光伏焊带：**根据我们测算，25年光伏用锡将达到5.4万吨，22-25年光伏耗锡CAGR+29%，打开锡消费需求新空间。

供需缺口持续扩大，锡价有望进入上行周期。我们预计2023-2025年锡供需缺口分别为1.1/1.6/2.1万吨，供需缺口不断扩大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。

盈利预测与估值：我们预计未来三年归母净利润复合增长率为27.9%，实现EPS分别为0.99元/1.42元/1.71元，对应PE分别为14/10/8X。随着下游消费电子行业持续复苏，公司作为龙头标的将充分受益，给予2024年12倍PE，目标价17.04元，给予“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，锡价或大幅下跌等风险。

建议关注

兴业银锡：立足资源禀赋优势，银锡龙头重新出发

推荐逻辑：1) 集团重整计划落地，22年8月进入重整执行阶段，公司迎来高速发展期。2) 银漫矿业技改+二期项目推动产能进入爆发期，远期银/锡产能分别有望超600/20000吨。3) 美联储加息尾声叠加金银比高位，白银或进入上行周期。未来锡供应刚性叠加消费电子逐步复苏，我们测算23-25年锡供需平衡分别为0.2/-0.2/-0.4万吨，供需缺口持续扩大有望推动锡价进入上行周期，公司作为银锡龙头标的将充分受益。

集团重整落地，银锡龙头重新出发。2019年公司控股股东兴业集团被债权人申请重整，2022年8月进入重整执行阶段。23/24/25年需偿还财产担保债权人5.9/9.8/29.4亿元，对于普通债权超过50万元以上部分，债权人将按比例获得信托受益权份额进行抵偿。重整计划落地后，公司将全力推进矿山复工复产，积极推进银漫矿业二期项目建设，为公司全力发展注入驱动力。

资源储量丰富，主力矿山复产+技改+扩产三管齐下，远期产能有望翻倍。公司扎根内蒙，拥有丰富且优质的矿产资源，具有较强的资源区位优势。公司旗下8家矿业子公司合计拥有储量：锌191.7万吨、铅56.7万吨、白银9988吨、铁607.7万吨、锡19.6万吨、金197吨以及铜、镍、锑等其他金属资源。公司全力推进主力矿山复产，23年7月技改完成后，公司23年银/锡产量将分别达到252/6152吨；24年银/锡产量有望分别超300/10000吨；远期银/锡产能分别有望超600/20000吨，未来三年公司迎来产能爆发期。

美联储加息尾声，银、锡有望进入上行周期。美联储加息进入尾声，提振金属价格。白银工业属性凸显，中长期白银供给产能受限，工业需求稳步增长，库存处于5年低位，白银相对黄金将有更高弹性。全球锡供应刚性凸显，下游消费电子持续复苏，我们预计2023-2025年锡供需平衡分别为0.2/-0.2/-0.4万吨，供需缺口不断扩大有望推动锡价持续上涨，公司作为银锡龙头标的将充分受益。

盈利预测与估值：我们预计未来三年归母净利润分别为9.8/16.8/21.3亿元，实现EPS分别为0.53/0.92/1.16元，对应PE分别为17/10/8X。随着下游消费电子行业持续复苏，公司产能大幅释放，给予2024年12倍PE，目标价11.04元，给予“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，行业政策变动风险，矿山事故风险。

目录



1 回顾：金属价格窄幅震荡，板块估值降至低位



2 贵金属、铜：美联储降息预期强化，看好贵金属与铜投资机会



3 工业金属：国内经济复苏有望逐季改善，注重需求复苏类金属投资机会



4 新材料：AI+光储领域方兴未艾，金属新材料将受益



5 能源金属：估值底部，配置性价比凸显



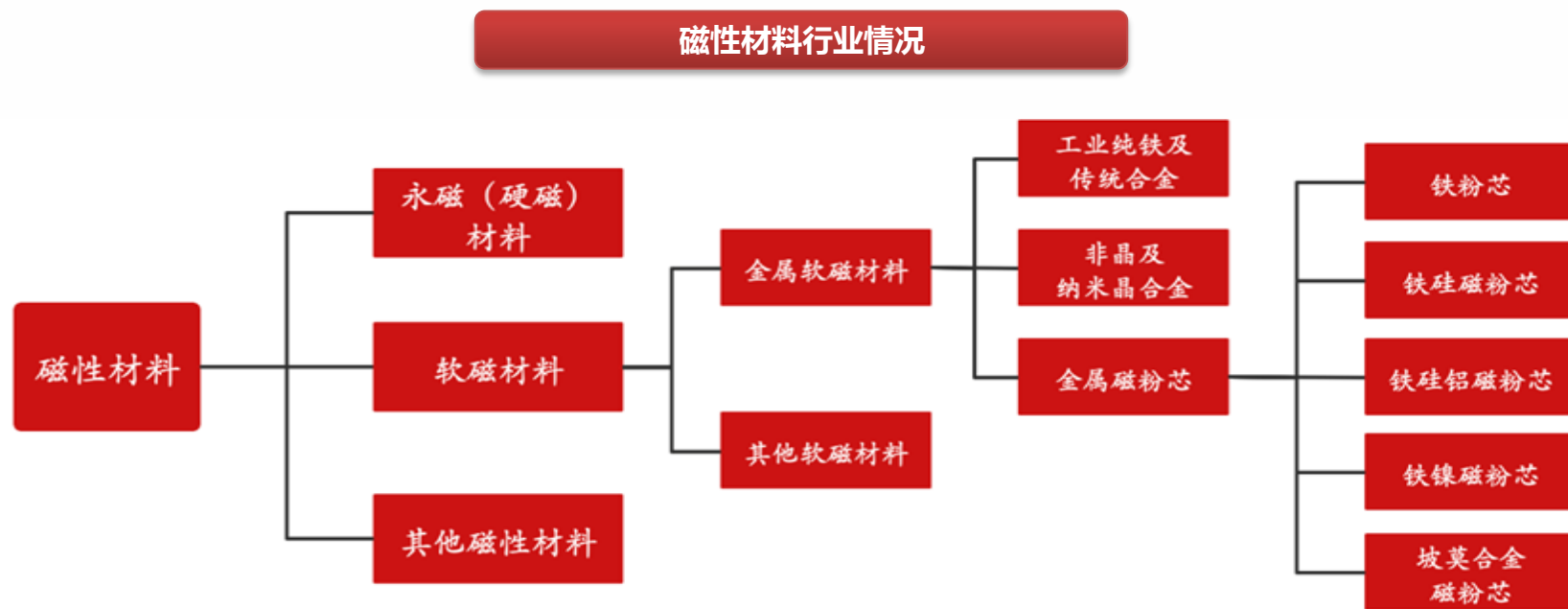
6 投资建议



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。

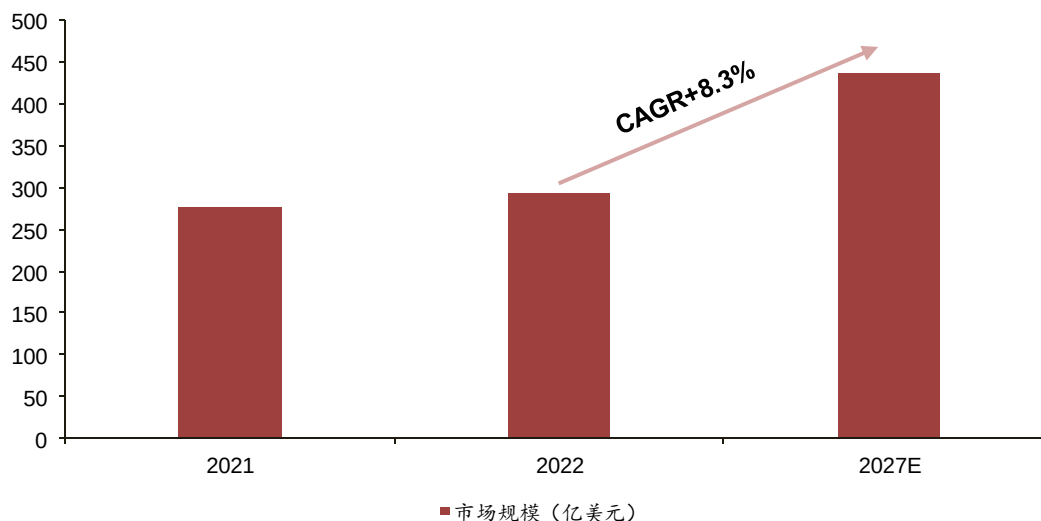


4.1 光储逆变器高增速，金属软磁粉将充分受益

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。

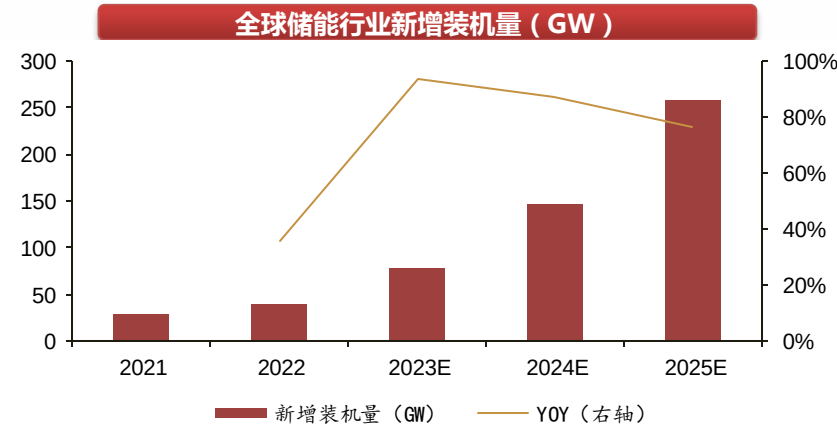
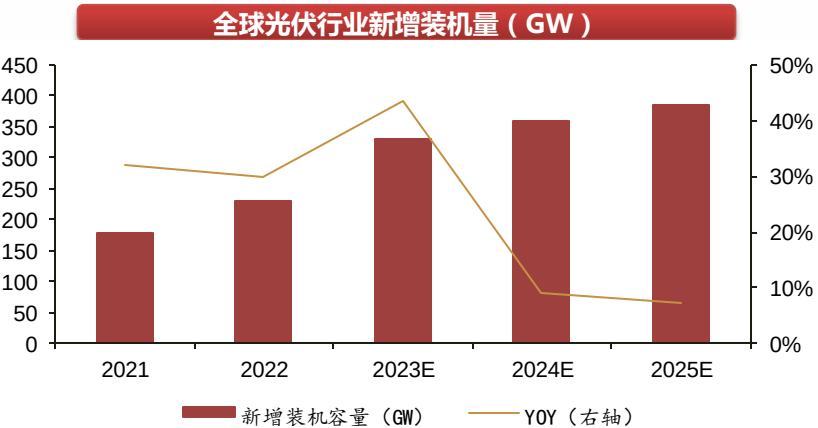
2027年全球软磁市场规模将达到438亿美元



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，2023/2024/2025全球光伏新增装机分别为330/360/386GW；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257.8GW。

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2023-2025年全球光储合金软磁材料需求量分别为7.0/8.0/9.8万吨。



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	2023E	2024E	2025E
光伏	中国光伏新增装机 (GW)	53	87	120	150	180
	YoY		65%	37%	25%	20%
	中国新增装机量占全球	30%	38%	36%	42%	47%
	全球光伏新增装机 (GW)	177	230	330	360	386
	YOY		30.2%	43.5%	9.1%	7.2%
	全球逆变器新增装机量 (GW)	221	288	413	450	483
	组串式占比	70%	72%	75%	77%	80%
	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)	3.1	4.1	6.2	6.9	7.7
储能	全球储能新增装机 (GW)	30	40	78	146	258
	YoY		35.8%	93.8%	87.4%	76.6%
	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)		3.5	4.7	7.0	8.0	9.8

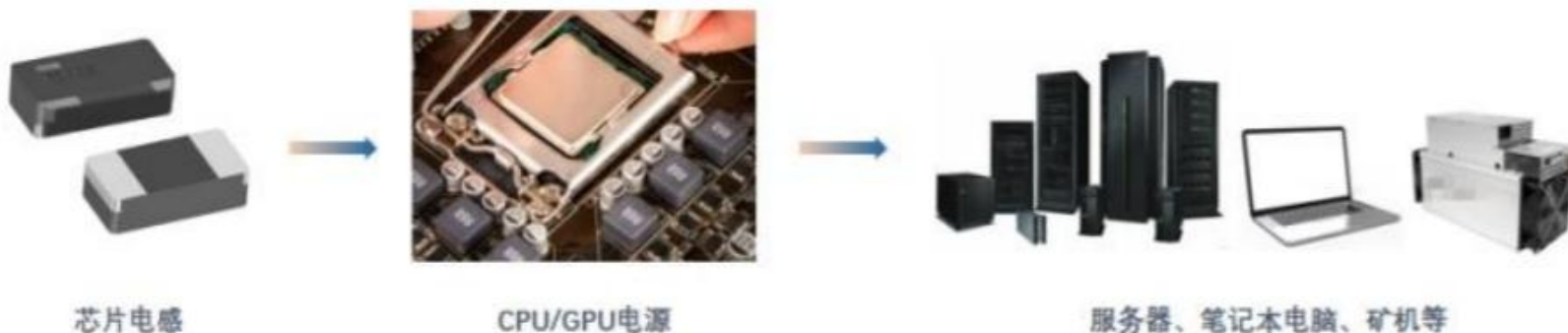
4.1 AI算力提升拉动GPU需求量增长，芯片电感用软磁前景可期

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



建议关注

博威合金：新材料业绩边际改善，光伏组件盈利高增

行业层面：铜合金需求长期向好，海外光伏需求持续高增。公司铜合金产品主要应用于汽车连接器和半导体封测引线框架材料。根据 LMC Automotive预测，22-30年新能源汽车汇流排及高压连接器用铜合金带材需求量CAGR+20.9%。中商产业研究院预测，22-25年中国先进封装行业市场规模CAGR+30.8%。根据BNEF预测，23-25年美国光伏组件装机量分别为 30GW/36GW/43GW，CAGR+31.5%，未来五年累计需求约197GW，年均增长约20%。

铜合金业务边际改善，重点项目产能放量。量：23H1公司铜合金销量8.5万吨，5万吨特殊合金带材项目已投产，贝肯霍夫（越南）31800吨棒线项目中线材产线已具备批量生产能力，棒材产线正在安装调试。公司目标23年铜合金销量24.6万吨，同比+39.8%。23H1公司高端产品（带材+精密细丝）销量占比38%，较22年下降0.9pp。价：23H1公司铜合金均价5.5万元/吨，较22年-1%。预计23年公司铜合金均价5.7万元/吨，同比+1.6%。利：23H1铜合金单吨净利1058元，较22年-43.1%，主要受带材和棒线项目产能爬坡期成本费用较高，致使净利润下滑，预计23年铜合金单吨净利约1100元。公司新材料产销量逐月增长，二季度新材料经营业绩显著改善。

美国市场需求旺盛，电池片产能快速释放。得益于海外需求高增，23H1公司新能源业务实现净利润3.7亿元，同比+290.6%。量：1GW电池片扩产项目已在23Q2投产，23H1公司光伏组件销量1.1GW，实现全年目标的48%，公司目标23年光伏组件销量达2.2GW，同比+87.1%。价：23H1公司光伏组件均价2.7元/W，较22年-3.6%。23H1光伏组件单W净利0.35元，预计23年光伏组件单W净利0.3元。

盈利预测与投资建议：预计公司2023-2025年归母净利润分别为10.0亿元/11.7亿元/13.0亿元，对应PE分别为11/9/9，维持“买入”评级。

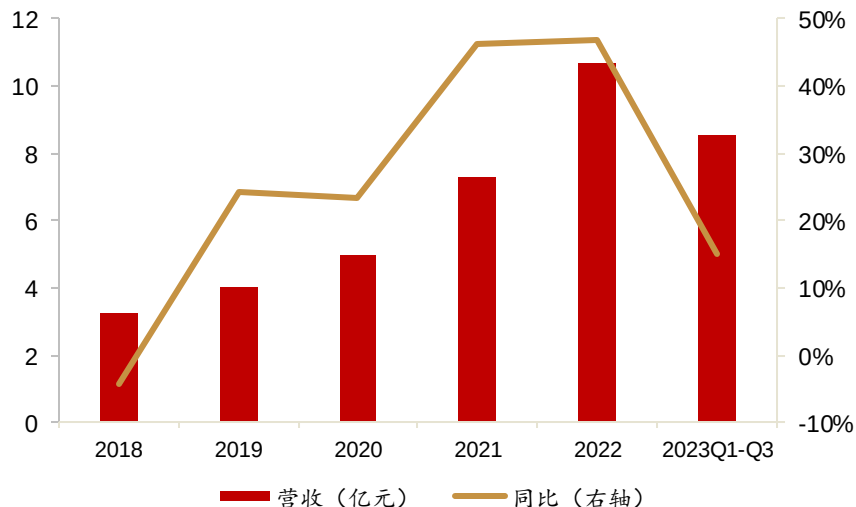
风险提示：原材料价格波动风险、项目投产或不达预期、汇率波动风险。

相关标的：铂科新材

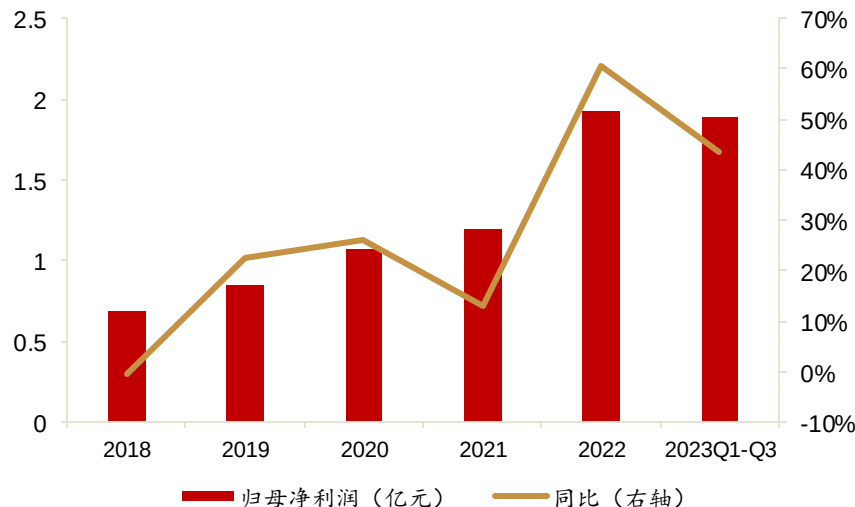
公司主要从事金属软磁粉、金属软磁粉芯及芯片电感等磁元件的研发、生产和销售，产品被广泛应用于光伏、新能源汽车及充电桩、储能、AI、变频空调、消费电子等领域。

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。

2018-2023前三季度公司营收及同比



2018-2023前三季度公司归母净利润及同比

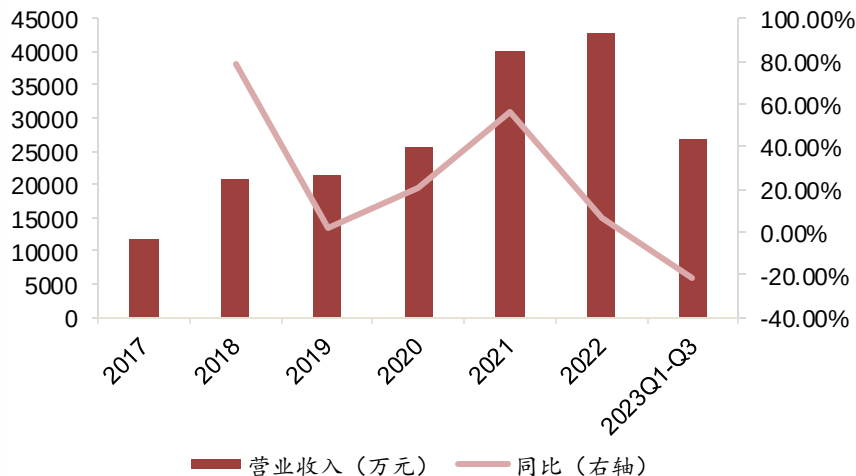


相关标的：悦安新材

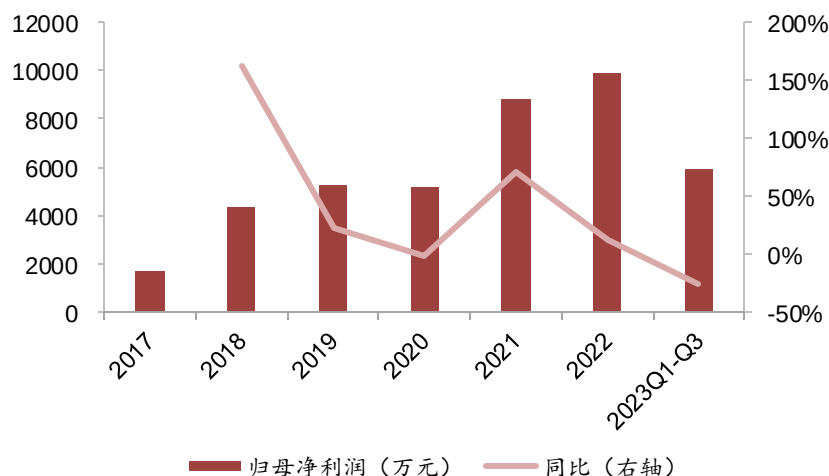
公司以羰基铁粉+雾化合金粉双轮驱动，稳居细粉市场龙头。公司前三季度净利率23.3%，环比+2.2pp，公司高附加值产品比例不断提升，盈利能力持续改善。公司目前公司羰基铁粉产能约5200吨，年产6000吨羰基铁粉等系列产品项目（一期）已投产，后续将逐步释放产能。

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。

2018-2023前三季度公司营收及同比



2018-2023前三季度公司归母净利润及同比



目录

◆ 1 回顾：金属价格窄幅震荡，板块估值降至低位

◆ 2 贵金属、铜：美联储降息预期强化，看好贵金属与铜投资机会

◆ 3 工业金属：国内经济复苏有望逐季改善，注重需求复苏类金属投资机会

◆ 4 新材料：AI+光储领域方兴未艾，金属新材料将受益

◆ 5 能源金属：估值底部，配置性价比凸显

◆ 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%。

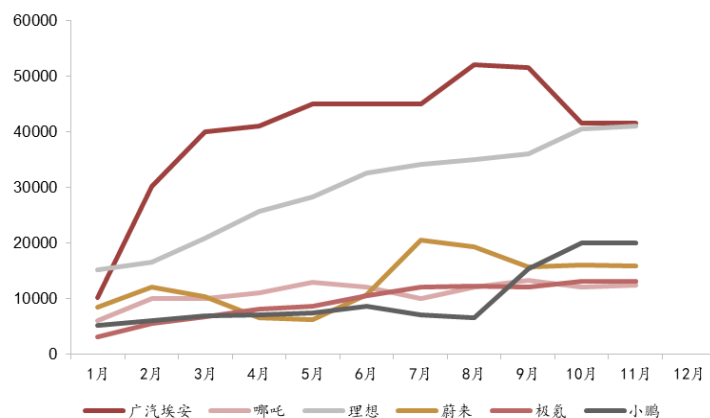
2021-2024年全球锂供应情况（单位：万吨LCE）

	2021	2022	2023E	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	54.7	72.4	100.2	127.7
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

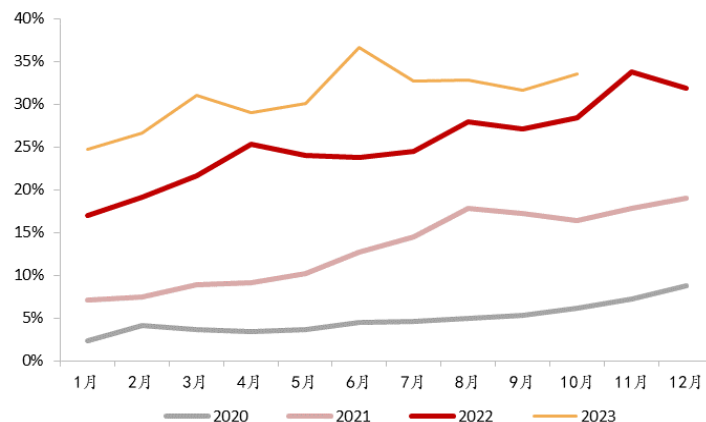
新能源汽车及储能行业发展迅速，目前中国新能源汽车整体渗透率已超过30%。市场普遍预计2024年单纯依靠市场自发需求驱动，国内新能源车需求增速或出现下滑，动力电池锂需求增速将放缓。考虑到电化学储能高增速以及消费电子持续复苏，我们假设2024年储能和消费电子领域增速分别为30%、10%。综上，我们预计2024年全球锂需求总量为115.1万吨LCE，同比+18%。

新能源汽车分车企2023年交付量（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（单位：万吨LCE）

	2021	2022	2023E	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%	18%

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。

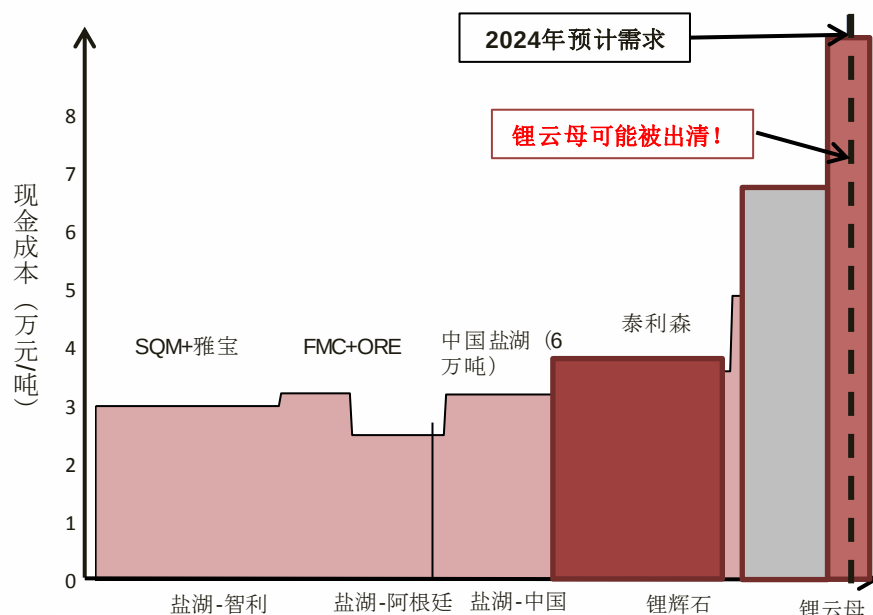
2021-2024全球锂供需情况（单位：万吨LCE）

	2021	2022	2023E	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

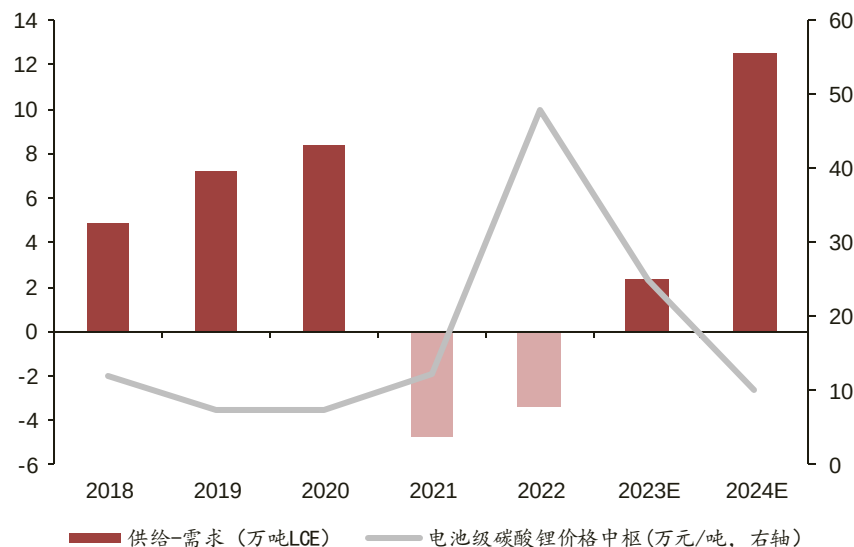
5.1 锂价估值：24年锂价中枢10万元/吨，成本曲线最右端产能出清

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。

全球锂资源成本曲线（万元/吨）



锂盐供需平衡及电池级碳酸锂价格估值

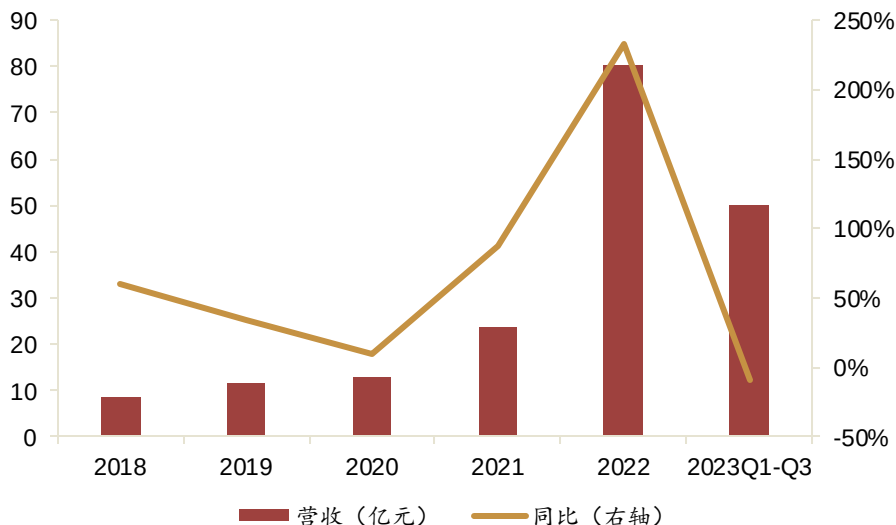


相关标的：中矿资源

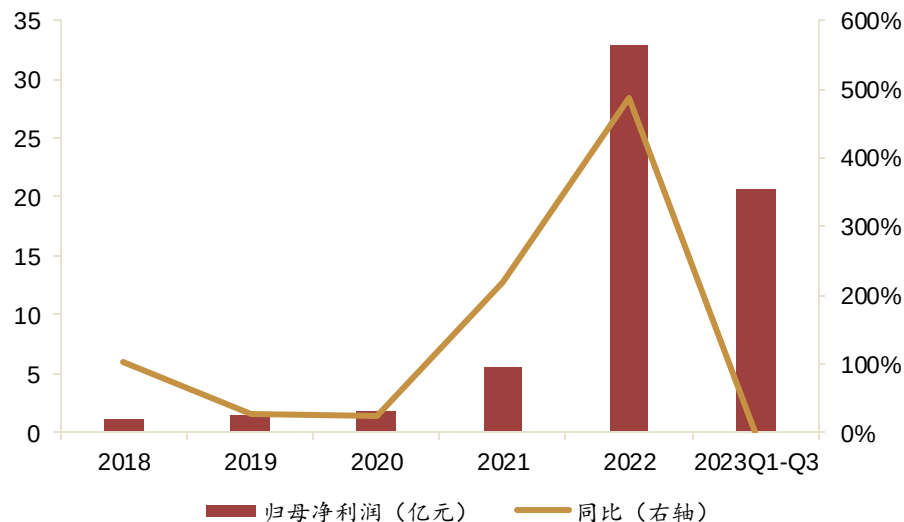
资源自给率持续提升，盈利能力增强。公司 Bikita 200万吨/年（透锂长石）改扩建工程项目和200万吨/年（锂辉石）建设工程项目开始试生产，公司锂资源自给率大幅提高，Q3销售毛利率提升至59.78%，环比+10.0pp，盈利能力大幅提高。

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，预计将于2023年四季度建成投产，届时公司将拥有合计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。

2018-2023前三季度公司营收及同比



2018-2023前三季度公司归母净利润及同比

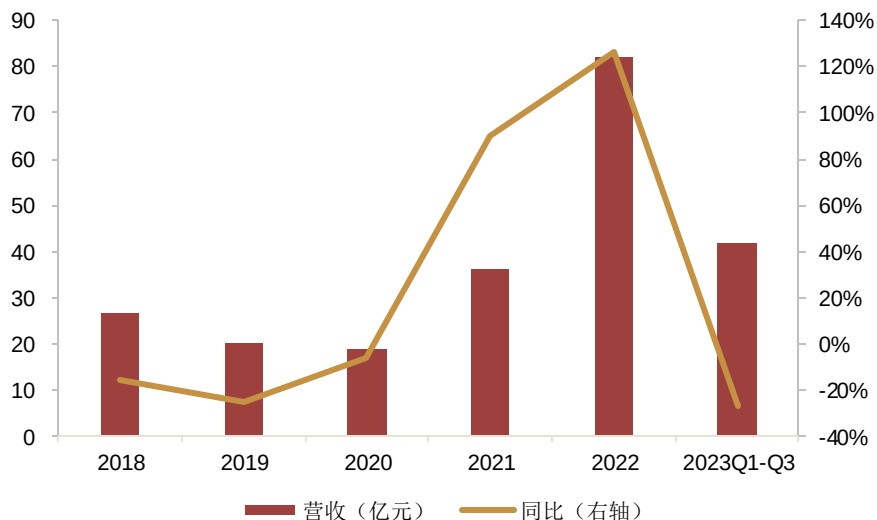


相关标的：藏格矿业

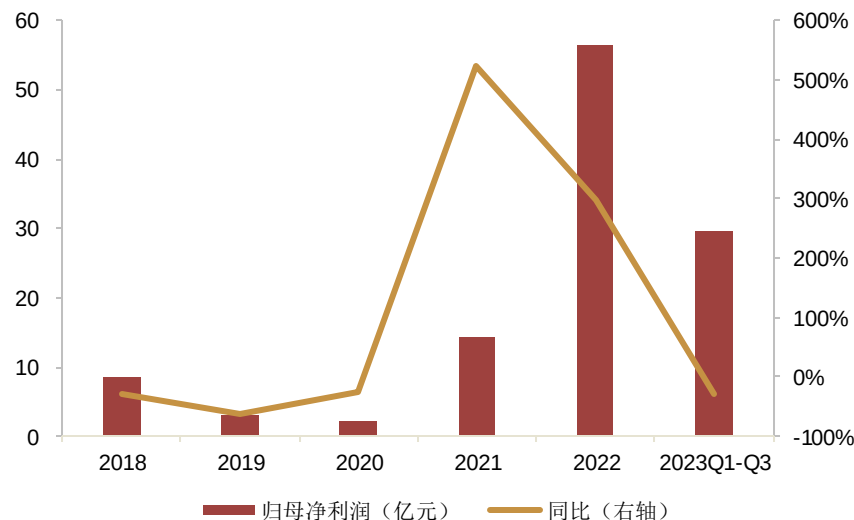
公司聚焦钾锂主业，在保证青海察尔汗盐湖钾锂稳产的基础上，在国内外持续寻求钾锂矿产资源的储备与开发，持续推进矿产资源的开发进度，提升增强产能的资源储备。

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。

2018-2023前三季度公司营收及同比



2018-2023前三季度公司归母净利润及同比



目录

- ◆ 1 回顾：金属价格窄幅震荡，板块估值降至低位
- ◆ 2 贵金属、铜：美联储降息预期强化，看好贵金属与铜投资机会
- ◆ 3 工业金属：国内经济复苏有望逐季改善，注重需求复苏类金属投资机会
- ◆ 4 新材料：AI+光储领域方兴未艾，金属新材料将受益
- ◆ 5 能源金属：估值底部，配置性价比凸显
- ◆ 6 投资建议
- ◆ 7 风险提示

6 投资建议

- **回顾2023年：**国内方面：市场风格由一季度强预期切换为弱现实，顺周期出现明显回落。海外方面：市场在美国通胀和降息预期中来回切换，11月美联储再次停止加息，降息预期增强。资源板块短期回调，估值中等，加工板块跟随新能源车和光储板块持续压泡沫，估值整体降至历史低位，整体资源板块涨幅靠前，加工板块明显回落。
- **展望2024年：**我们建议把握四条主线：**金融属性标的）：**2024年美联储降息预期加强，注重贵金属和铜投资机会。**需求复苏标的）：**2024年，国内经济有望走出底部，复苏力度有望逐季改善，把握需求复苏类的铝、钨、锡投资机会。**半导体和AI新材料标的）：**自主可控关键材料和技术国产替代，材料转型升级带来机遇，AI催生材料需求广阔空间。重点关注高端连接器、消费电子、芯片电感材料等细分板块。**新能源标的）：**新能源加速探底，估值底部，把握能源金属配置性价比。
- **主线一：黄金和铜板块：**

贵金属推荐黄金：2024年美联储加息周期或结束，黄金价格易涨难跌，重点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：全球铜矿资本开支不足，2024年铜价有望在美联储降息背景下抬升，推荐玉龙铜矿持续放量叠加高分红矿企**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）**。

6 投资建议

➤ 主线二：需求复苏类铝、钨、锡板块：

铝、钨、锡板块：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）；光伏细钨丝快速放量的厦门钨业（600549.SH）；全球锡行业龙头锡业股份（000960.SZ）；银锡产能大幅放量的成长性标的兴业银锡（000426.SZ）。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）。

➤ 主线三：半导体和AI新材料、新技术板块：

半导体和自主可控新材料、新技术方向：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）。

➤ 主线四：能源金属

能源金属相关标的：2023年新能源汽车行业β持续下降，锂板块相关标的有资源权益较高和自给率提升弹性较大的天齐锂业（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的中矿资源（002738.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	当前价格（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
000975.SZ	银泰黄金	14.8	买入	0.41	0.79	0.96	27	15	12
600547.SH	山东黄金	23.16	持有	0.28	0.48	0.6	89	51	41
600988.SH	赤峰黄金	14.03	买入	0.27	0.55	0.81	67	33	22
601137.SH	博威合金	15.94	买入	0.68	1.08	1.31	22	15	12
600549.SH	厦门钨业	17.12	买入	1.02	1.61	2.13	19	15	12
603993.SH	洛阳钼业	5.28	买入	0.28	0.49	0.58	19	11	9
002532.SZ	天山铝业	6.03	持有	0.57	0.73	0.85	13	10	9
002182.SZ	宝武镁业	19.49	买入	0.95	0.79	1.53	22	26	14
000630.SZ	铜陵有色	3.05	买入	0.22	0.29	0.32	14	11	10
000960.SZ	锡业股份	13.85	买入	0.82	0.99	1.42	14	10	8
601168.SH	西部矿业	12.88	买入	1.45	1.3	1.44	9	10	9
000426.SZ	兴业银锡	9.07	买入	0.09	0.53	0.92	95	17	10
000933.SZ	神火股份	15.54	买入	3.36	2.43	2.75	5	6	6

目录



1 回顾：金属价格窄幅震荡，板块估值降至低位



2 贵金属、铜：美联储降息预期强化，看好贵金属与铜投资机会



3 工业金属：国内经济复苏有望逐季改善，注重需求复苏类金属投资机会



4 新材料：AI+光储领域方兴未艾，金属新材料将受益



5 能源金属：估值底部，配置性价比凸显



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。

西南金属研究团队

分析师：黄腾飞

执业证号：S1250523070010

电话：13651914586

邮箱：htengf@swsc.com.cn

联系人：朱善颖

电话：18810685324

邮箱：zsyyf@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，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	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎旸	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				