

云南铝减产持续带来供应减量，加息尾声关注黄金投资机会

有色-基本金属行业周报

报告摘要:

► 贵金属：美国 10 月通胀走弱，零售销售表现降温，加息尾声关注黄金投资机会

本周 COMEX 黄金上涨 2.10% 至 1,983.50 美元/盎司，COMEX 白银上涨 6.59% 至 23.78 美元/盎司。SHFE 黄金上涨 0.44% 至 473.44 元/克，SHFE 白银上涨 2.30% 至 5,912 元/千克。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓增加，SLV 白银 ETF 持仓减少。

美国 10 月 CPI 同比增长 3.2%，低于预期的 3.3% 及前值的 3.7%，为 7 月以来新低；环比持平，低于预期的 0.1% 及前值的 0.4%。10 月核心 CPI 同比增长 4%，低于预期及前值的 4.1%；环比增长 0.2%，低于预期与前值的 0.3%。分项目看，住房通胀指数是除食品和能源外所有项目通胀指数中月度增长的最大因素；10 月上升的其他通胀指数包括汽车保险指数，上升 1.9%；娱乐、个人护理和服装的通胀指数在 10 月份也有所上升。虽 10 月经历地缘政治风险的冲击，但美国能源通胀呈现同环比下调。美国 10 月能源通胀同比下降 4.5%，其中汽油指数下跌 5.3%；环比来看，美国 10 月能源通胀下降 2.5%，而 9 月环比 8 月为上升 1.5%。此前担忧的能源带动通胀反弹并未出现，且通胀同环比均回到下降趋势之中，距离美联储通胀增长 2% 的目标更进一步，令美联储加息紧迫性得以放缓，市场对后续停止加息的预期再加强。

根据美国商务部数据，10 月零售销售环比下降 0.1%，低于前值的增长 0.9%，但降幅小于预期的 0.3%，为七个月来首次下降。而核心零售销售环比增长 0.1%，低于前值的 0.6%，高于预期的 0%。美国 10 月 PPI 同比增长 1.3%，大幅低于前值的 2.2% 及预期的 1.9%；10 月 PPI 环比下降 0.5%，低于前值的 0.4% 及预期的 0.1%。美国零售销售数据在连续多个月的增长之后出现下滑，显示美国经济韧性的背后存在需求走弱的隐忧。一是收入端工资增速已有放缓，雇主为应对当下情况的裁员也在持续；二是美国家庭的多余储蓄正在耗尽，同时三季度美国家庭债务也呈现增长，同时信用卡余额增长，逾期率持续上升；三是高利率之下消费者信心指数已连续四个月下滑。均是显示在高利率及当前经济情况下，支撑未来消费的因素将呈现走弱，因而市场对加息完成的预期也在持续增强。

美国消费方面，虽目前整体仍是呈现韧性，但未来消费的支撑预计走弱。通胀方面，美国 10 月 CPI 及核心 CPI 增速均走弱，而 10 月美国 PPI 跌幅为自 2020 年 4 月以来的最大，显示汽油价格的下跌的作用，同时也显示美国所面临的通胀压力的放缓。在美联储将通胀表现作为后续货币政策重点关注项，以及美联储关注到高利率的不利影响，加之消费有走弱迹象的背景之下，预计美联储加息已来到尾声，加息周期结束金价仍

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SACNO: S1120519100004

研究助理：黄舒婷

邮箱：huangst@hx168.com.cn

相关研究：

- 《海外扰动令铜锌矿 TC 再下行，铝供应面临阶段性收紧》
2023.11.12
- 《行业深度|大趋势向上行情东风已备，黄金配置正当时》
2023.7.25
- 《行业深度|关键战略金属供需情况梳理》
2023.7.7

有上行空间。

►基本金属：美联储加息尾声预期提振宏观情绪，供应端云南电解铝减产持续

本周 LME 市场，铜、铝较上周分别上涨 3.42%、5.34%，铝、锌较上周分别下跌 0.23%、0.06%。本周 SHFE 市场，铜、铝较上周分别上涨 1.03%、3.18%，铝、锌较上周分别下跌 1.23%、1.11%。

铜：市场对明年铜矿 TC 存分歧，精铜产量同比增长消费仍有预期

宏观方面，美国 10 月通胀及核心通胀均降温，同时零售销售多月来首次下降，支撑消费的因素正放缓，令美联储停止加息的预期增强，宏观压力缓和。

基本面上，秘鲁在二季度以来扰动减少，前三季度秘鲁铜产量超 200 万吨，根据 BNAmericas，秘鲁四季度增长势头较好，预计全年产量超 270 万吨。智利方面，智利国家铜业去年产量创新低，而根据其首席执行官的最新预测，今明两年预计同样难有大幅增产空间。刚果（金）卡车司机罢工已结束，对部分铜钴出口的阻碍解除。另外，第一量子巴拿马分公司与工会在矿山封锁期间就工资问题达成一致。而本周在对明年年度铜精矿处理和精炼费用(TC/RC)的讨论方面，市场对处理费范围的预测范围很广，但大多数参与者认为将接近或略低于去年商定的 88 美元/吨，显示市场对明年矿端供需判断的观点分歧。而本周进口铜矿 TC 仍在下行。总体而言，目前在海外矿扰动及国内四季度矿需求的因素下，进口矿 TC 短期难反弹，而在近两年高增量之后，由于投资不足及矿扰动的问题，预计矿增量逐渐减小仍是确定的。

冶炼端，统计局数据显示，我国 10 月铜产量及 1-10 月累计铜产量均实现同比 10%以上的增速，虽 10 月部分冶炼厂检修带来减量，但整体仍是延续产量同比增长的态势。而在增产计划之下，预计后续这一态势仍将延续，并且在 2024 年将进一步抬升。消费端，乘用车国内消费及出口表现较好，家电出口及白电排产较好，加之新能源需求发力，预计提振消费。

消费端，乘联会数据显示 10 月乘用车零售较好，并预计 11 月车市同比增长 20%，出口目前看也较好；同时家电出口及白电排产较好，加之新能源需求发力，预计提振消费。

库存方面，本周上期所库存较上周减少 3,820.00 吨或 10.96%至 3.10 万吨，较去年同期减少 63.85%。LME 库存较上周增加 1275 吨或 0.71%至 18.13 万吨，较去年同期增加 101.58%。

铝：供应端云南电解铝减产持续，后续增量有限令供应压力减缓

供应端，本周云南电解铝限电停槽仍在持续，根据 SMM，目前停产规模已经达 94 万吨，预计本轮减产规模达 115 万吨，供应端减量仍在逐步兑现。由于云南地区其他电力暂难补上水电体量，同时除云南外其他省份电解铝开工率已较高，云南这部分减产产量难以补充。增量方面，根据 SMM 及公司披露，内蒙古白音华 20 万吨正在投产中，中铝内蒙古华云三期 17 万吨项目处于安装机组的状态。在产能红线逼近以及增量有限的背景下，云南限电减产而后续是否进一步减产需要进一步关注来水情况，供应端面临增量有限的状况。海外在

原材料通胀及消费不佳两方面影响下，预计短期复产也存困难。因而当下供应压力有所减小。

消费端，进入 11 月铝棒加工费上行，预计 11 月铝水转化率较 10 月提升，同时铝锭库存预计继续维持低位水平。终端方面，光伏型材消费有所走弱，铝材出口表现不佳，但汽车国内消费及出口表现尚可，预计仍将给铝消费带来支撑。

本周氧化铝价格有所回落，电力成本暂稳，带来电解铝成本下行，但本周电解铝价格下跌 1.23%，电解铝利润环比上周减少 193.51 元/吨，达到 2670.46 元/吨；较去年同期增长 142%，在近年处于相对高位。

库存方面，本周上期所库存较上周减少 452.00 吨或 0.36% 至 12.60 万吨，较去年同期上升 0.89%。LME 库存较上周增加 25 吨或 0.01% 至 48.18 万吨；较去年同期减少 0.09%。

铅：再生铅原料紧张并面临亏损，原料紧张及成本抬升支撑铅价

供应端，再生铅方面，本周开工率下滑明显，主要是原料供应紧张，以及废电瓶价格过高导致部分炼厂亏损；原生铅方面，四季度国内进入冬储，令原本就偏紧的矿端更趋紧张，目前铅矿 TC 仍处于下行通道，且预计后续仍将维持。根据统计局数据，10 月铅产量同比增长 8%，在原生铅及再生铅均面临原料紧张而再生铅甚至面临亏损的背景下，预计 11 月产量将环比减少，但预计同比仍是增长。需求端，目前铅蓄电池消费偏弱，关注出口窗口打开是否带来国内去库机会，同时成本抬升给予铅价支撑。

库存方面，本周上期所库存较上周增加 10,920 吨或 15.85% 至 79,816 吨，较去年同期增加 76.33%。LME 库存较上周增加 2,025 吨或 1.51% 至 135925 吨，较去年同期增长 358.82%。

锌：海外锌炼厂计划复产，国内电力扰动有限，预计供应端呈现增长

近期矿端故事较多，前两周 Nyrstar 宣布将暂时停产旗下田纳西州中部两个矿山、俄罗斯 Ozeroye 采矿和加工综合体突发火灾，预计将导致产出的延后。而 Trevali Mining 的生产可能会重启，其中包括了 Caribou 锌铅银矿。整体上，锌矿面临品位下滑及事故扰动不断的影响，以及闭矿逐渐增加的事实，长期面临矿增量不足的问题，近两周的事故也显示市场对于矿端的担忧，尤其是在我国四季度冬储以及矿 TC 延续下行趋势的背景之下。

冶炼端，嘉能可计划 2024 年一季度重新启动旗下 Nordenham 锌冶炼厂并恢复锌精矿焙烧，该冶炼厂每年生产约 16.5 万吨锌和锌合金；俄罗斯铜业旗下的 Verkhny Ufalei 计划于 2024 年第三季度开始运营，预计每年可生产 12 万吨金属锌。国内方面，云南地区限电或将小幅影响锌冶炼生产；10 月新疆紫金有色冶炼锌产量再创新高，整体产量预计环比下降但同比仍维持增长。消费端，本周由于货物运达，LME 锌库存大增 95.52%，注册仓单飙升 139%，创历史新高，并给价格带来压力；终端汽车及家电仍给消费带来动力，关注后续消费情况。

库存方面，本周上期所库存较上周增加 7,626 吨或 21.43% 至 43,204 吨，较去年同期增加 82.27%。LME 库存较上周增加

62,900 吨或 89.67%至 133,050 吨，较去年同期增长 62.95%。

► 小金属：国际钼价带动跌势而需求仍是重要关注点，月中钢招但钒市改善有限

钼精矿价格较上周下跌 7.96%。本周前半周钼价大幅下跌，主因国际钼价下跌带动，同时国内钢招价也随之下行；后半周国际钼价止跌企稳，下游钢企采购情绪回升，但钢招需求未大幅好导致上涨乏力。目前上下游仍是较为博弈状态，预计短期仍是维持震荡状态。中期而言，近两年钼矿供应难放量，供应端受限之下持续关注需求表现。

五氧化二钒价格较上周下跌 2.48%。钒铁价格较上周下跌 4.12%。钒电池指数价格较上周上涨 1.11%，报收 1360.6。目前钒市表现仍偏弱，月中钢招发力，但改善有限，需求不佳仍是主要原因。后续关注政策是否带来消费的边际好转。中期而言，钒液流电池项目持续推出，需求增量空间广阔，将令供需格局趋于紧张，继续带动钒价稳步上行。

投资建议

美国能源及劳动力通胀降温，10 月零售销售走弱，叠加通胀数据同环比下行，美联储加息来到尾声，中期加息周期结束将继续带来金价上行空间。受益标的：【山东黄金】、【中金黄金】、【招金矿业】、【银泰黄金】、【赤峰黄金】、【灵宝黄金】、【华钰矿业】、【玉龙股份】。

海外供应增加缓慢，国内云南减产逐渐兑现，内蒙增量有限其余地区持稳。下游汽车需求带动消费表现。受益标的：【云铝股份】、【中国铝业】、【神火股份】、【天山铝业】、【南山铝业】。

短期铜矿扰动增加，冶炼产能面临增长，下游家电出口较好叠加新能源需求发力预计提振需求。受益标的：【洛阳钼业】、【紫金矿业】、【铜陵有色】、【西部矿业】。

风险提示

- 1) 美联储政策收紧超预期，经济衰退风险；
- 2) 俄乌冲突及巴以冲突持续的风险；
- 3) 国内消费力度不及预期；
- 4) 海外能源问题再度严峻。

正文目录

1. 云南铝减产持续带来供应减量，加息尾声关注黄金投资机会.....	6
1.1. 贵金属.....	6
1.2. 基本金属.....	10
1.3. 小金属.....	16
1.4. 行情回顾.....	19
2. 风险提示.....	21

图目录

图 1 SHFE 黄金价格及库存（元/克,千克）.....	9
图 2 COMEX 黄金价格及库存(美元/盎司,金衡盎司).....	9
图 3 SHFE 白银价格及库存（元/千克,公斤）.....	9
图 4 COMEX 白银价格及库存(美元/盎司,金衡盎司).....	9
图 5 金银比.....	10
图 6 COMEX 非商业净多持仓（张）.....	10
图 7 SPDR 黄金 ETF 持仓（金衡盎司）.....	10
图 8 SLV 白银 ETF 持仓（盎司）.....	10
图 9 SHFE 基本金属涨跌（2021.1.4 为基期）.....	15
图 10 LME 基本金属涨跌（2021.1.4 为基期）.....	15
图 11 SHFE 铜价及库存（元/吨，吨）.....	15
图 12 LME 铜价及库存（美元/吨，吨）.....	15
图 13 SHFE 铝价及库存（元/吨，吨）.....	15
图 14 LME 铝价及库存（美元/吨，吨）.....	15
图 15 SHFE 锌价及库存（元/吨，吨）.....	16
图 16 LME 锌价及库存（美元/吨，吨）.....	16
图 17 SHFE 铅价及库存（元/吨，吨）.....	16
图 18 LME 铅价及库存（美元/吨，吨）.....	16
图 19 钨精矿价格（万元/吨）.....	18
图 20 钨产品价格（万元/吨）.....	18
图 21 钼精矿及钼铁价格（元/吨，万元/基吨）.....	18
图 22 海绵钛价格（万元/吨）.....	18
图 23 镁锭价格（元/吨）.....	18
图 24 钒产品价格（元/千克）.....	18
图 25 精钨价格（元/千克）.....	19
图 26 铬产品价格（元/吨）.....	19
图 27 精铋价格（元/吨）.....	19
图 28 锑锭及锑精矿价格（元/吨）.....	19
图 29 一周板块涨跌（%）.....	20
图 30 有色细分行业周涨跌（%）.....	20
图 31 个股涨幅前十（%）.....	21
图 32 个股跌幅前十（%）.....	21

1. 云南铝减产持续带来供应减量，加息尾声关注黄金投资机会

1.1. 贵金属

1.1.1. 一周重点新闻

1. 美国制造业产值创 4 个月来最大下降 主要受汽车业罢工活动影响

美国 10 月制造业产值降幅超过预期，主要原因是罢工影响汽车制造商和零部件供应商的经营活动。美联储数据显示，受机动车产值下降 10%拖累，上月制造业产值下降 0.7%，创四个月来最大降幅。剔除汽车的制造业产值增长 0.1%。周四的数据显示工厂产能利用率降至 77.2%，创年内最低水平。罢工导致汽车装配率降至 2022 年初以来的最低水平。（新浪财经）

2. 美债市场在 9 月大跌中遭遇 2021 年以来首次资金净流出

前几个月美国国债遭到猛烈抛售，原因是投资者担忧 26 万亿美元债券市场的买家不再买了。现在这个担忧得到了证实：至少有一批投资者早在 9 月份就撤出了美债市场。美国财政部的数据显示，当月外国投资者卖出的美债规模比买入的多 17 亿美元。这标志着自 2021 年 5 月以来首次净流出。美债本月大幅反弹，因美国通胀数据疲软、劳动力市场显现裂痕迹象，引发市场对美联储紧缩周期结束的猜测。在 9 月和 10 月的抛售之后，收益率达到十多年来的最高水平，需求也因此受益。（新浪财经）

3. 美国 10 月份零售销售小幅下降，强化加息完成预期

在连续数月强劲增长之后，美国 10 月零售销售额出现下降，但降幅低于预期，这表明需求放缓，可能会进一步强化美联储完成加息的预期。上月零售销售下滑了 0.1%，市场预期将下降 0.3%。这份报告加上就业和工资增长放缓，使经济学家们得出结论，美联储当前的加息周期已经结束。零售销售额在连续数月大幅增长后出现下滑，表明消费者正在感受到利率上升带来的影响，大多数低收入家庭在用光了疫情期间积累的多余储蓄后，只能依靠信用卡来支付购物费用。（金十数据）

4. 美国 10 月通胀普遍放缓，显示美联储取得进展

美国通胀在 10 月份普遍放缓，这是一个令人鼓舞的迹象，表明美联储在抑制物价压力的漫长道路上取得了进展。美国劳工统计局周二数据显示，剔除食品和能源成本的核心消费者价格指数较 9 月增长了 0.2%。尽管最近几个月出现了一些

颠簸，但通胀率已从去年达到的 40 年高点大幅回落。这导致几位美联储政策制定者发出信号，表示他们可能已经完成了加息，但美联储主席鲍威尔一再强调，如有必要，美联储可以再次加息。（金十数据）

5. 美联储 12 月维持利率不变的概率为 99.7%

据 CME“美联储观察”：美联储 12 月维持利率在 5.25%-5.50% 区间不变的概率为 99.7%，加息 25 个基点至 5.50%-5.75% 区间的概率为 0.3%。到明年 2 月维持利率不变的概率为 95.6%，降息 25 个基点的概率为 4.1%，累计加息 25 个基点概率为 0.3%。（金十数据）

1.1.2. 贵金属：美国 10 月通胀走弱，零售销售表现降温，加息尾声关注黄金投资机会

美国 10 月 CPI 同比增长 3.2%，低于预期的 3.3% 及前值的 3.7%，为 7 月以来新低；环比持平，低于预期的 0.1% 及前值的 0.4%。10 月核心 CPI 同比增长 4%，低于预期及前值的 4.1%；环比增长 0.2%，低于预期与前值的 0.3%。分项目看，住房通胀指数是除食品和能源外所有项目通胀指数中月度增长的最大因素；10 月上升的其他通胀指数包括汽车保险指数，上升 1.9%；娱乐、个人护理和服装的通胀指数在 10 月份也有所上升。虽 10 月经历地缘政治风险的冲击，但美国能源通胀呈现同环比下调。美国 10 月能源通胀同比下降 4.5%，其中汽油指数下跌 5.3%；环比来看，美国 10 月能源通胀下降 2.5%，而 9 月环比 8 月为上升 1.5%。此前担忧的能源带动通胀反弹并未出现，且通胀同环比均回到下降趋势之中，距离美联储通胀增长 2% 的目标更进一步，令美联储加息紧迫性得以放缓，市场对后续停止加息的预期再加强。

根据美国商务部数据，10 月零售销售环比下降 0.1%，低于前值的增长 0.9%，但降幅小于预期的 0.3%，为七个月来首次下降。而核心零售销售环比增长 0.1%，低于前值的 0.6%，高于预期的 0%。美国 10 月 PPI 同比增长 1.3%，大幅低于前值的 2.2% 及预期的 1.9%；10 月 PPI 环比下降 0.5%，低于前值的 0.4% 及预期的 0.1%。美国零售销售数据在连续多个月的增长之后出现下滑，显示美国经济韧性的背后存在需求走弱的隐忧。一是收入端工资增速已有放缓，雇主为应对当下情况的裁员也在持续；二是美国家庭的多余储蓄正在耗尽，同时三季度美国家庭债务也呈现增长，同时信用卡余额增长，逾期率持续上升；三是高利率之下消费者信心指数已连续四个月下滑。均是显示在高利率及当前经济情况下，支撑未来消费的因素将呈现走弱，因而市场对加息完成的预期也在持续增强。

美国消费方面，虽目前整体仍是呈现韧性，但未来消费的支撑预计走弱。通胀方面，美国 10 月 CPI 及核心 CPI 增速均走弱，而 10 月美国 PPI 跌幅为自 2020 年 4 月以来的最大，显示汽油价格的下跌的作用，同时也显示美国所面临的通胀压力的放缓。在美联储将通胀表现作为后续货币政策重点关注项，以及美联储关注到高利率的不利影响，加之消费有走弱迹象的背景之下，预计美联储加息已来到尾声，加息周期结束金价仍有上行空间。

受益标的：【山东黄金】、【中金黄金】、【招金矿业】、【银泰黄金】、【赤峰黄金】、【灵宝黄金】、【华钰矿业】、【玉龙股份】。

1.1.3. 价格及库存

本周 COMEX 黄金上涨 2.10% 至 1,983.50 美元/盎司，COMEX 白银上涨 6.59% 至 23.78 美元/盎司。COMEX 黄金库存减少 1,112 金衡盎司，COMEX 白银库存增加 1,132,837 金衡盎司。SHFE 黄金上涨 0.44% 至 473.44 元/克，SHFE 白银上涨 2.30% 至 5,912 元/千克。SHFE 黄金库存基本保持不变，SHFE 白银库存减少 68,403 千克。

本周金银比略微下降 3.67% 至 83.43。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓增加 491,381.43 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓减少 4,259,753.50 盎司。

图 1 SHFE 黄金价格及库存（元/克,千克）



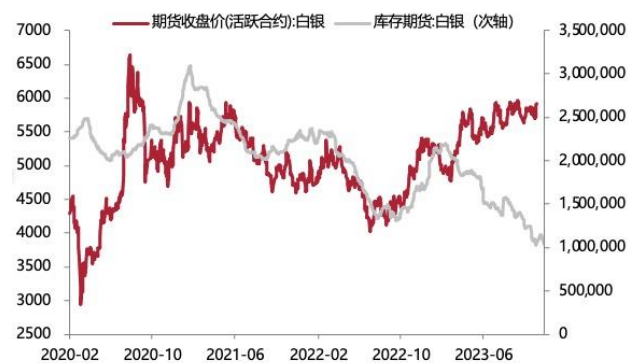
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 COMEX 黄金价格及库存(美元/盎司,金衡盎司)



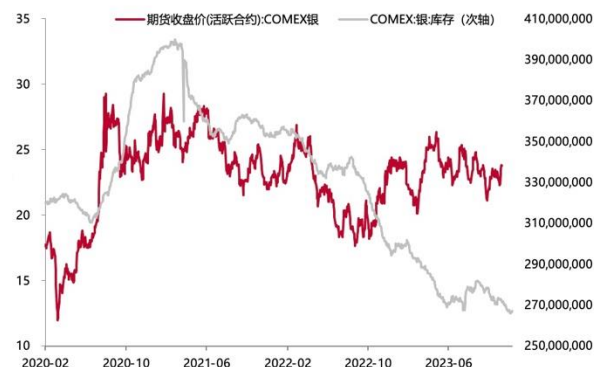
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3 SHFE 白银价格及库存（元/千克,公斤）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 COMEX 白银价格及库存(美元/盎司,金衡盎司)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 金银比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 COMEX 非商业净多持仓（张）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 SPDR 黄金 ETF 持仓（金衡盎司）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 SLV 白银 ETF 持仓（盎司）



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2.基本金属

1.2.1.一周重点新闻

1. 各方对明年铜精矿前景分歧，本周料难达成 TC/RC 协议

外媒 11 月 17 日消息，消息人士称，由于对明年铜精矿市场的供需前景看法不一，铜矿开采商和冶炼厂不太可能在本周敲定 2024 年的年度铜精矿处理和精炼费用(TC/RC)。在矿商和冶炼厂无法就具体数字达成一致时，谈判延期的情况并不少见。上周的一项调查显示，行业人士对铜精矿处理费的预测范围很广，从每吨 70 美元到 90 美元不等。不过大多数参与者认为将接近或略低于去年商定的 88 美元/吨。（上海金属网编译）

2. 刚果卡车司机罢工结束 铜和钴的出口得到恢复

11月15日消息，据知情人士透露，刚果民主共和国卡车司机的罢工已得到解决，这场罢工导致部分铜和钴的出口受阻。Ivanhoe 矿业公司在一份电子邮件声明中表示，其卡车自11月9日以来一直在移动，“任何因这种情况而导致的出境运输延迟都被迅速清除，运营不受影响。”（财联社）

3. Codelco：2022年产量创25年来新低 2024年产量将增至134万吨

据 Mining.com 网站援引路透社报道，世界最大产铜商——智利国家铜业公司（Codelco）首席执行官在接受媒体采访时称，该公司2023年铜产量预计为131.5万吨。9月1日接任CEO的鲁本·阿尔瓦拉多（Ruben Alvarado）预计，2024年Codelco公司产量将增至134万吨。阿尔瓦拉多透露，下一年的预算正在考虑之中。7月份，Codelco将2023年全年生产目标下调为131-135万吨。Codelco一直面临经营问题和高额债务问题，这已经导致一些能够延长矿山寿命的关键项目推迟。

2022年，Codelco铜产量创25年来新低。公司预计明年产量将开始回升。Codelco公司目前债务大约为200亿美元。对此，阿尔瓦拉多认为公司还有借债的空间。“债务水平极有可能上升”，他说。

另据智利铜业委员会统计，前9个月，Codelco铜产量累计为104万吨，同比下降8.5%。（全球地质矿产信息系统）

4. “银十”效应显现 铝板带箔产量超预期增长

2023年10月，本网铝板卷和铝箔团队对全国74家生产企业进行调研，结果显示，10月铝板卷行业开工率为70.08%，环比上升了1.54个百分点，同比上升3.46个百分点。从企业规模上来看，龙头企业10月产能利用率为81.10%，环比上升1.26个百分点；大型企业产能利用率为69.92%，环比上升2.63个百分点；中型企业产能利用率为55.11%，环比上升了1.22个百分点；小型企业产能利用率为54.59%，环比上升0.73个百分点。10月铝箔行业开工率为67.32%，环比回升0.49个百分点，同比回落3.36个百分点。（Mysteel）

5. 铝水比例有所下降 中国10月原铝产量环比增加

国家统计局发布报告显示，中国10月原铝（电解铝）产量为362万吨，同比增长6.0%。10月份国内电解铝冶炼厂运行产能波动较小，由于国内铝棒等铝液初加工企业出现减产的情况，国内铝厂铸锭比例有所提升，因此，中国10月电解铝产量环比增加。进入11月初，云南地区电解铝企业因电力供应不足，被要求减产，SMM表示，11月份其他区域暂无集中性减产预期。（文华财经）

1.2.2.铜：市场对明年铜矿 TC 存分歧，精铜产量同比增长消费仍有预期

宏观方面，美国 10 月通胀及核心通胀均降温，同时零售销售多月来首次下降，支撑消费的因素正放缓，令美联储停止加息的预期增强，宏观压力缓和。

基本上，秘鲁在二季度以来扰动减少，前三季度秘鲁铜产量超 200 万吨，根据 BNAmericas，秘鲁四季度增长势头较好，预计全年产量超 270 万吨。智利方面，智利国家铜业去年产量创新低，而根据其首席执行官的最新预测，今明两年预计同样难有大幅增产空间。刚果（金）卡车司机罢工已结束，对部分铜钴出口的阻碍解除。另外，第一量子巴拿马分公司与工会在矿山封锁期间就工资问题达成一致。而本周在对明年年度铜精矿处理和精炼费用(TC/RC)的讨论方面，市场对处理费范围的预测范围很广，但大多数参与者认为将接近或略低于去年商定的 88 美元/吨，显示市场对明年矿端供需判断的观点分歧。而本周进口铜矿 TC 仍在下行。总体而言，目前在海外矿扰动及国内四季度矿需求的因素下，进口矿 TC 短期难反弹，而在近两年高增量之后，由于投资不足及矿扰动的问题，预计矿增量逐渐减小仍是确定的。

冶炼端，统计局数据显示，我国 10 月铜产量及 1-10 月累计铜产量均实现同比 10%以上的增速，虽 10 月部分冶炼厂检修带来减量，但整体仍是延续产量同比增长的态势。而在增产计划之下，预计后续这一态势仍将延续，并且在 2024 年将进一步抬升。消费端，乘用车国内消费及出口表现较好，家电出口及白电排产较好，加之新能源需求发力，预计提振消费。

消费端，乘联会数据显示 10 月乘用车零售较好，并预计 11 月车市同比增长 20%，出口目前看也较好；同时家电出口及白电排产较好，加之新能源需求发力，预计提振消费。

库存方面，本周上期所库存较上周减少 3,820.00 吨或 10.96%至 3.10 万吨，较去年同期减少 63.85%。LME 库存较上周增加 1275 吨或 0.71%至 18.13 万吨，较去年同期增加 101.58%。

受益标的：【洛阳钼业】、【紫金矿业】、【铜陵有色】、【西部矿业】。

1.2.3.铝：供应端云南电解铝减产持续，后续增量有限令供应压力减缓

供应端，本周云南电解铝限电停槽仍在持续，根据 SMM，目前停产规模已经达 94 万吨，预计本轮减产规模达 115 万吨，供应端减量仍在逐步兑现。由于云南地区其他电力暂难补上水电体量，同时除云南外其他省份电解铝开工率已较高，

云南这部分减产产量难以补充。增量方面，根据 SMM 及公司披露，内蒙古白音华 20 万吨正在投产中，中铝内蒙古华云三期 17 万吨项目处于安装机组的状态。在产能红线逼近以及增量有限的背景下，云南限电减产而后续是否进一步减产需要进一步关注来水情况，供应端面临增量有限的状况。海外在原材料通胀及消费不佳两方面影响下，预计短期复产也存困难。因而当下供应压力有所减小。

消费端，进入 11 月铝棒加工费上行，预计 11 月铝水转化率较 10 月提升，同时铝锭库存预计继续维持低位水平。终端方面，光伏型材消费有所走弱，铝材出口表现不佳，但汽车国内消费及出口表现尚可，预计仍将给铝消费带来支撑。

本周氧化铝价格有所回落，电力成本暂稳，带来电解铝成本下行，但本周电解铝价格下跌 1.23%，电解铝利润环比上周减少 193.51 元/吨，达到 2670.46 元/吨；较去年同期增长 142%，在近年处于相对高位。

库存方面，本周上期所库存较上周减少 452.00 吨或 0.36%至 12.60 万吨，较去年同期上升 0.89%。LME 库存较上周增加 25 吨或 0.01%至 48.18 万吨；较去年同期减少 0.09%。

受益标的：【云铝股份】、【中国铝业】、【神火股份】、【天山铝业】、【南山铝业】。

1.2.4. 铅：再生铅原料紧张并面临亏损，原料紧张及成本抬升支撑铅价

供应端，再生铅方面，本周开工率下滑明显，主要是原料供应紧张，以及废电瓶价格过高导致部分炼厂亏损；原生铅方面，四季度国内进入冬储，令原本就偏紧的矿端更趋紧张，目前铅矿 TC 仍处于下行通道，且预计后续仍将维持。根据统计局数据，10 月铅产量同比增长 8%，在原生铅及再生铅均面临原料紧张而再生铅甚至面临亏损的背景下，预计 11 月产量将环比减少，但预计同比仍是增长。需求端，目前铅蓄电池消费偏弱，关注出口窗口打开是否带来国内去库机会，同时成本抬升给予铅价支撑。

库存方面，本周上期所库存较上周增加 10,920 吨或 15.85%至 79,816 吨，较去年同期增加 76.33%。LME 库存较上周增加 2,025 吨或 1.51%至 135925 吨，较去年同期增长 358.82%。

1.2.5. 锌：海外锌炼厂计划复产，国内电力扰动有限，预计供应端呈现增长

近期矿端故事较多，前两周 Nyrstar 宣布将暂时停产旗下田纳西州中部两个矿山、俄罗斯 Ozeroye 采矿和加工综合体突发火灾，预计将导致产出的延后。而 Trevali Mining 的生产可能会重启，其中包括了 Caribou 锌铅银矿。整体上，锌矿面临品位下滑及事故扰动不断的影响，以及闭矿逐渐增加的事实，长期面临矿增量不足的问题，近两周的事故也显示市场对于矿端的担忧，尤其是在我国四季度冬储以及矿 TC 延续下行趋势的背景之下。

冶炼端，嘉能可计划 2024 年一季度重新启动旗下 Nordenham 锌冶炼厂并恢复锌精矿焙烧，该冶炼厂每年生产约 16.5 万吨锌和锌合金；俄罗斯铜业旗下的 Verkhny Ufalei 计划于 2024 年第三季度开始运营，预计每年可生产 12 万吨金属锌。国内方面，云南地区限电或将小幅影响锌冶炼生产；10 月新疆紫金有色冶炼锌产量再创新高，整体产量预计环比下降但同比仍维持增长。消费端，本周由于货物运达，LME 锌库存大增 95.52%，注册仓单飙升 139%，创历史新高，并给价格带来压力；终端汽车及家电仍给消费带来动力，关注后续消费情况。

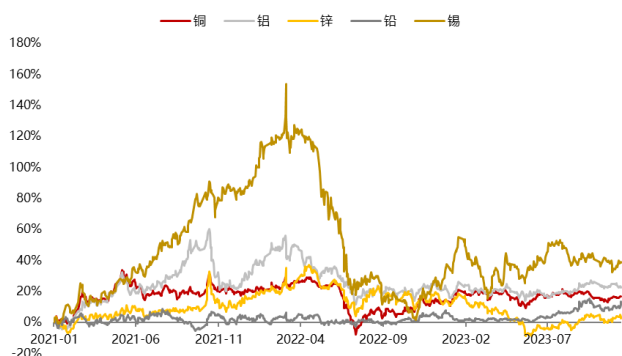
库存方面，本周上期所库存较上周增加 7,626 吨或 21.43%至 43,204 吨，较去年同期增加 82.27%。LME 库存较上周增加 62,900 吨或 89.67%至 133,050 吨，较去年同期增长 62.95%。

1.2.6. 价格及库存

本周 LME 市场，铜、铅较上周分别上涨 3.42%、5.34%，铝、锌较上周分别下跌 0.23%、0.06%。本周 SHFE 市场，铜、铅较上周分别上涨 1.03%、3.18%，铝、锌较上周分别下跌 1.23%、1.11%。

库存方面，本周 LME 市场，铜、铝、铅、锌较上周分别增加 0.71%、0.01%、1.51%、89.67%。SHFE 市场，铅、锌较上周分别增加 15.85%、21.43%，铜、铝较上周分别减少 10.96%、0.36%。

图 9 SHFE 基本金属涨跌（2021.1.4 为基期）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 LME 基本金属涨跌（2021.1.4 为基期）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 SHFE 铜价及库存（元/吨，吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 LME 铜价及库存（美元/吨，吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 SHFE 铝价及库存（元/吨，吨）



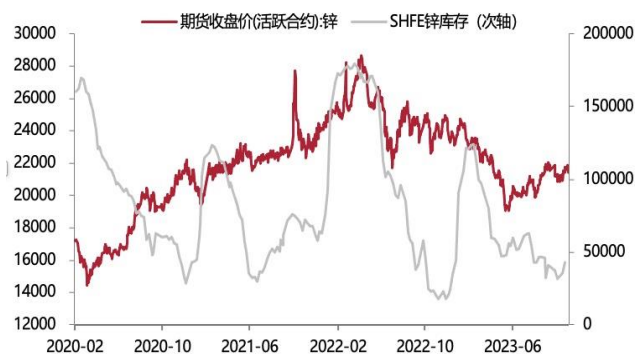
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 LME 铝价及库存（美元/吨，吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 SHFE 锌价及库存（元/吨，吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 16 LME 锌价及库存（美元/吨，吨）



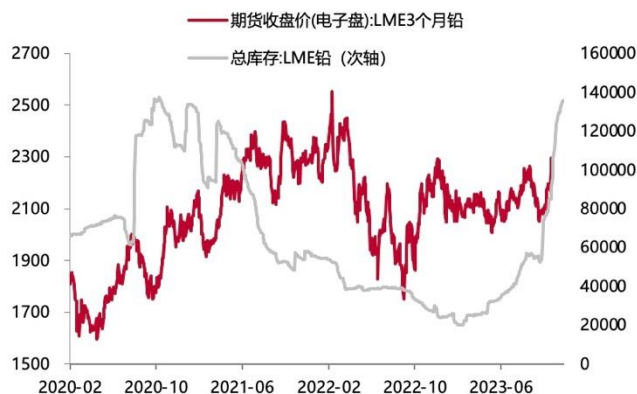
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 17 SHFE 铅价及库存（元/吨，吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 18 LME 铅价及库存（美元/吨，吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3.小金属

1.3.1.一周重点新闻

1. 最大钒钛磁铁矿采矿权拍卖落锤

11 月 16 日晚间，万众瞩目的四川省盐边县红格南钒钛磁铁矿采矿权拍卖结果终于揭晓，“花落”四川省钒钛产业投资发展有限公司，落锤价格 61.00 亿元。（同花顺财经）

2. 工信部公开征求对《重点新材料首批次应用示范指导目录（2024 年版）》（征求意见稿）的意见

按照首批次应用保险补偿机制试点工作安排，工信部组织修订形成了《重点新材料首批次应用示范指导目录（2024 年版）》（征求意见稿），现公开征求社

会各界意见。征求意见稿涉及铝、钢、镁合金、钛合金等重点新材料。（工信部）

3. 金欣钼矿全力推进采矿证办理

驰宏锌锗披露投资者关系活动记录表提到，受国家安全生产监督管理总局批复双超试验工程项目影响直至 2017 年 8 月备齐采矿证要件开展申办工作，后由于行业政策、简政放权、生态保护红线以及外部因素干扰，至 2022 年启动采矿证办理，金欣矿业目前已办理完成 39 项手续，正在与政府部门持续沟通，全力推进采矿证的办理，确保项目开发过程的合法合规。同时，公司已开展资源核查，探索“探采一体”方式对首采区进行验证，采、选、充填技术攻关研究及钼市场调研，持续优化项目建设方案等工作，争取早日将资源优势转化为经济优势。（驰宏锌锗）

1.3.2. 小金属：国际钼价带动跌势而需求仍是重要关注点，月中钢招但钒市改善有限

钼精矿价格较上周下跌 7.96%。本周前半周钼价大幅下跌，主因国际钼价下跌带动，同时国内钢招价也随之下行；后半周国际钼价止跌企稳，下游钢企采购情绪回升，但钢招需求未大幅好导致上涨乏力。目前上下游仍是较为博弈状态，预计短期仍是维持震荡状态。中期而言，近两年钼矿供应难放量，供应端受限之下持续关注需求表现。

五氧化二钒价格较上周下跌 2.48%。钒铁价格较上周下跌 4.12%。钒电池指数价格较上周上涨 1.11%，报收 1360.6。目前钒市表现仍偏弱，月中钢招发力，但改善有限，需求不佳仍是主要原因。后续关注政策是否带来消费的边际好转。中期而言，钒液流电池项目持续推出，需求增量空间广阔，将令供需格局趋于紧张，继续带动钒价稳步上行。

镓价格较上周下跌 2.19%。海绵钛价格较上周基本持平。金属铬价格较上周基本持平。精铋价格较上周基本持平。高碳铬铁价格较上周下跌-0.43%。锑锭价格较上周基本持平。锑精矿价格较上周基本持平。二氧化锑、锑锭价格较上周基本持平。精铟价格较上周基本持平。黑钨精矿价格较上周基本持平。钨铁价格较上周基本持平。APT 价格较上周基本持平。白钨精矿价格较上周基本持平。

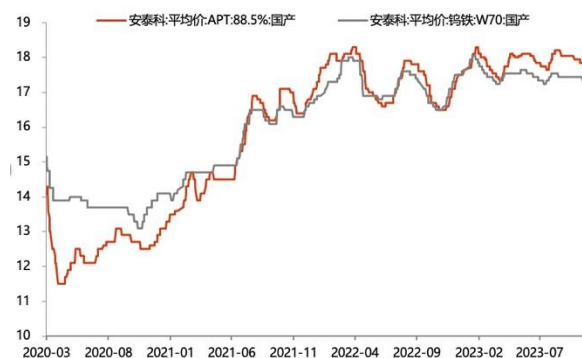
1.3.3. 价格变化

图 19 钨精矿价格（万元/吨）



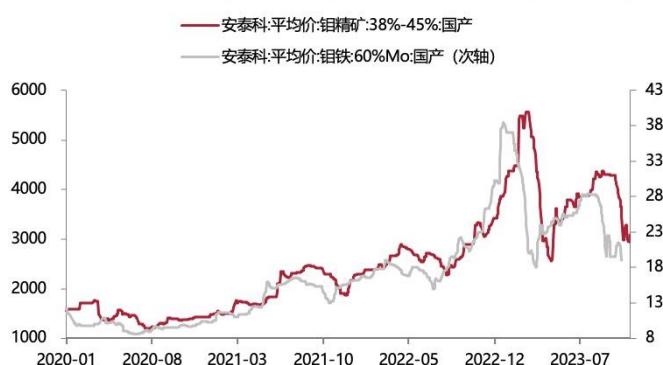
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 20 钨产品价格（万元/吨）



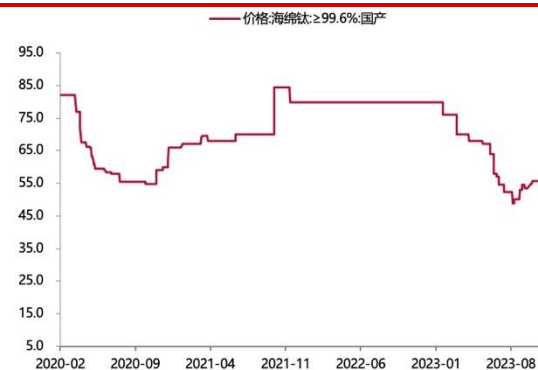
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 钼精矿及钼铁价格（元/吨，万元/基吨）



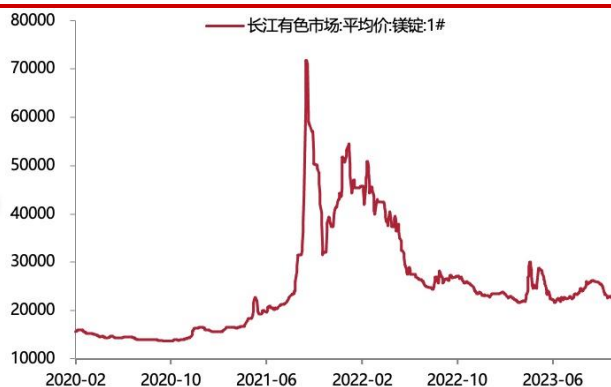
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 海绵钛价格（万元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 镁锭价格（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 24 钒产品价格（元/千克）



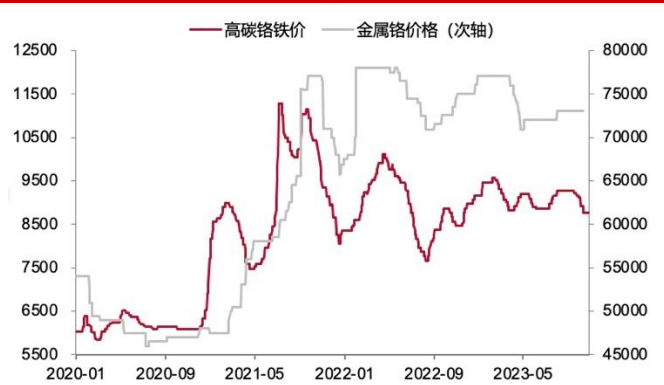
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 25 精铟价格（元/千克）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 26 铬产品价格（元/吨）



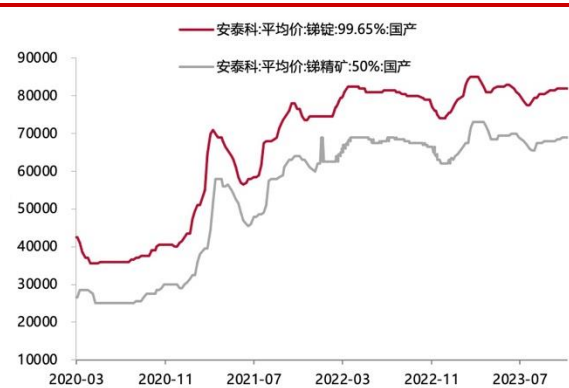
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 精铋价格（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 锑锭及锑精矿价格（元/吨）

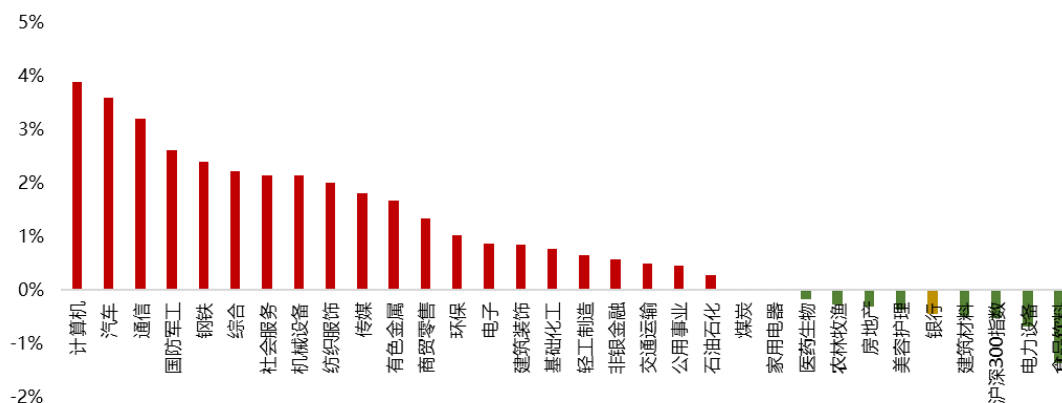


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.4.行情回顾

1.4.1.行业板块表现

图 29 一周板块涨跌 (%)

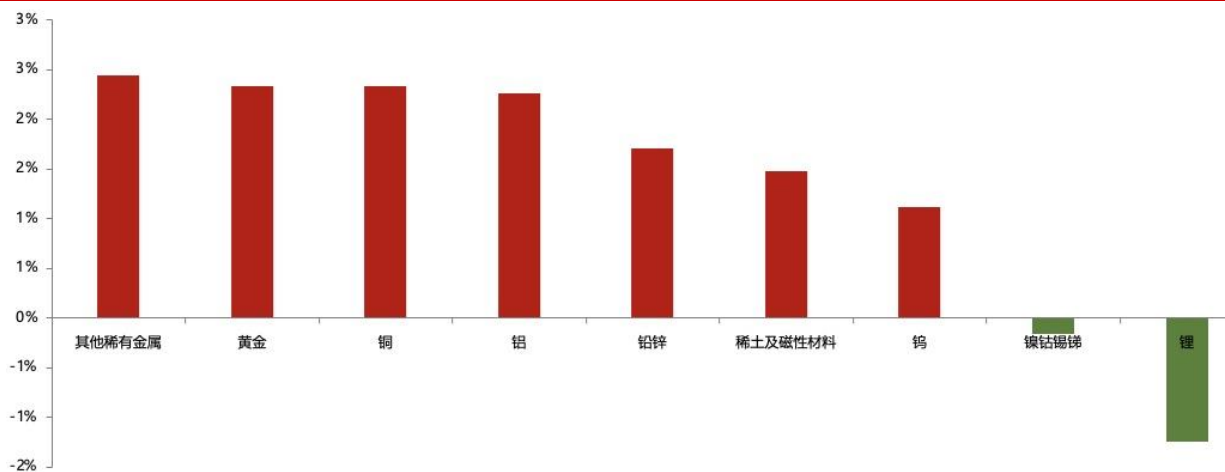


资料来源：Wind，华西证券研究所

本周上证指数报收 3,054.37 点，周涨幅 0.51%；沪深 300 报收 3,568.07 点，周跌幅 0.514%；本周 SW 有色金属板块涨幅 1.682%。

从细分行业看，子行业其他稀有金属、黄金、铜、铝、铅锌、稀土及磁性材料、钨实现上涨，涨幅分别为 2.44%、2.34%、2.34%、2.26%、1.71%、1.48%、1.12%；镍钴锡锑、锂分别下跌 0.16%、1.24%。

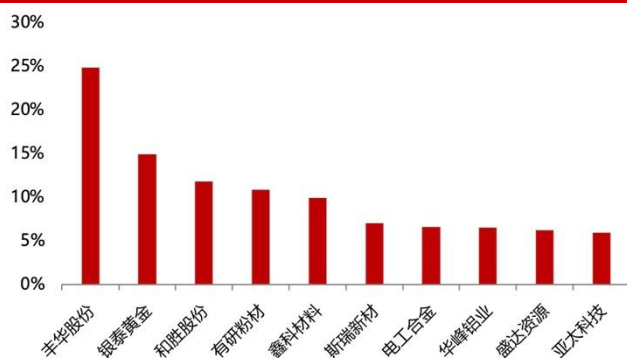
图 30 有色细分行业周涨跌 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

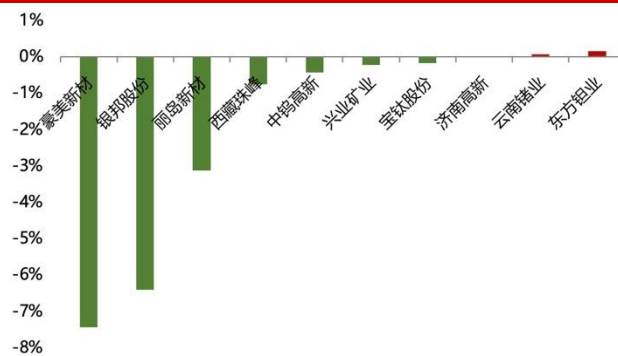
1.4.2. 个股表现

图 31 个股涨幅前十 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 32 个股跌幅前十 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

基本金属、贵金属、除稀土外的小金属、除磁材外的金属新材料的上市公司中, 周涨幅前五分别是丰华股份、银泰黄金、和胜股份、有研粉材、鑫科材料, 其涨幅分别为 24.90%、14.92%、11.85%、10.88%、9.90%。周跌幅前五分别是豪美新材、银邦股份、丽岛新材、西藏珠峰、中钨高新, 跌幅分别为 7.43%、6.41%、3.13%、0.75%、0.43%。

2.风险提示

- 1) 美联储政策收紧超预期, 经济衰退风险;
- 2) 俄乌冲突及巴以冲突持续的风险;
- 3) 国内消费力度不及预期;
- 4) 海外能源问题再度严峻。

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2021年入围新财富最佳分析师评选电力及公用事业行业，2021年新浪金麒麟最佳新锐分析师公用事业行业第二名，2021年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第四名；2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年加入华西证券，澳大利亚昆士兰会计学硕士，两年卖方研究经验。

黄舒婷：2022年4月加入华西证券，2年有色金属研究经验，曾就职于招商期货担任有色金属研究员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。