

有色金属

11月缅甸锡精矿进口续降，电解铝小幅垒库

分析师：谢鸿鹤

电话：021-20315185

邮箱：xiehh@r.qlzq.com

S0740517080003

分析师：李翔

电话：0755-22660869

邮箱：lixiang@r.qlzq.com

S0740518110002

研究助理：张强

电话：0755-22660869

邮箱：zhangqiang@r.qlzq.com

感谢刘洪吉对本报告的研究贡献！

投资要点

- **行情回顾：**周内，美联储“官宣”再度偏鸽（重申政策路径非预定；若缩表扰动市场，则会进行调整），美指高位回落，对商品压制有所弱化，基本金属价格涨跌互现，具体来看，LME3M期铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为-1.3%、-0.2%、-5.4%、-0.1%、+0.4%、+3.5%。二级市场方面，央行降准（下调金融机构存款准备金率1个百分点），市场悲观预期有所修复，催化SW一级行业指数整体上扬，其中，有色指数收于2500点，较前周上涨2.3%，跑赢上证综指1.4个百分点。经济下行压力加大背景下，“稳增长、稳预期”为题中之义，需重视政策预期差以及由此衍生的结构性机会；锡主线逻辑兑现——19年有望从“量变”向“质变”切换；而铝和铜的长线逻辑亦值得关注。分品种周内变化如下：
- **【本周焦点】：11月缅甸锡精矿进口续降**
- **【焦点解析】：**中国海关最新统计数据显示，2018年11月，中国自缅甸进口锡矿实物量1.74万吨，环比增长30%，同比下滑43%；2018年前11个月累计进口锡精矿实物量20.10万吨，同比下降18.8%；按照2017年平均品位24%、2018年平均品位25%（选矿技术提升导致品位上升）测算，则2018年1-11月累计进口锡精矿金属量5.03万吨，同比下降15.4%。总体来看，精矿进口量持续下降，符合我们此前预期。三大转变，预示缅甸模（低资源占比+高产量占比）不可持续：首先是资源品位，据AM调研数据，2010-2011年期间，曼相矿区加工处理的锡精矿原矿品位在10-20%区间，随着短时、集中、大规模开采，当前已经降至1.5%左右，品位的大幅下滑，从根本上决定金属产量的下降。其次是开采方式，此前主要采用技术、投资门槛均较低的露采，当前已经全部转入洞采，而井下通风以及排水等均需要大量的资金和技术投入，且原矿产出量显著下滑；再次是选矿方式，最初当地以重选为主（氧化矿），当前已经逐步转变为浮选（硫化矿），精矿粒度降低，影响冶炼端金属回收率，在处理等量原料的前提下，亦导致精锡产量下滑。由此可见，缅甸锡精矿“洪峰”不具可持续性，换言之，其供给能力下滑具有不可逆属性，“锡牛”行情的核心逻辑并未发生转变。
- **铝：**SMM统计数据显示，2019年1月2日国内电解铝社会库存130.2万吨，较前周小增1.6万吨，叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计142.0万吨（其中，铝棒库存11.8万吨，降0.6万吨），较前周下降1.0万吨；年初至今累计去库98.6万吨（228.6→130.2，约43%）；LME库存1月4日为127.9万吨，较前周增0.8万吨。短期看，春节临近，季节性因素将导致去库进程放缓（供给端收缩会平滑垒库幅度）；中长期看，全球总库存处于低位水平（库存消费天数降至15天左右的历史低位），去库大趋势不会改变。
- **铜：**CSPT会议结束，Q1TC floor price敲定为92美元/吨，高于2018Q4的90美元/吨；现货TC维持高位运行，截至本周五SMM现货TC报90-94美元/吨，较前周持平；下游开工率方面，SMM调研数据显示，12月电线电缆企业开工率为74.8%，环比下滑2.0%，同比上升3.6%。
- **宏观“三因素”总结：**1) 中国，央行降准，“稳预期”意图进一步增强，但由“宽货币”向“宽信用”传导并非一蹴而就，仍需验证；2) 美国，周内数据喜忧参半，非农数据大超预期，PMI创金融危机后最大降幅，从指标领先性看，ISM更具指引含义，继续维持2019年美国边缘走弱的判断不变；3) 欧洲，12月CPI初值略低于预期，外部不确定性（中美经济增速放缓）或施压于欧元区表现，而货币政策正常化的潜在预期或掣肘需求端，进而强化其夹层属性。
- **投资建议：**“稳增长、稳预期”为题中之义，关注政策预期差；基本金属领域，供给端结构性变化持续进行，静待需求端预期压制进一步缓解；锡主线逻辑兑现，需高度重视——19年行业有望从“量变”向“质变”切换；而铝和铜的长线逻辑以及结构性机会亦值得关注。
- **1) 锡：**缅甸矿收紧逻辑已逐步兑现，后续将进一步强化，供给组合：一大降（缅甸矿）、一小增（国内矿）、一

平稳(再生锡),原料收紧趋势确立;而需求具有“弱周期性”,韧性较强。在供给收紧+消费微增的基本面组合下,**锡板块值得重点关注。核心标的:锡业股份。**

- **2) 铝:** 重点关注库存去化、供需错配以及估值修复三大机会,若宏观预期边际不断转暖(政策预期差或贸易摩擦缓和等),将驱动板块底部抬升。**核心标的:云铝股份、中国铝业、神火股份(煤炭组)、露天煤业(煤炭组)等。**
- **3) 铜:** 全球铜精矿供应增量有限,冶炼端扰动增加,再叠加进口限废政策,铜原料中长期供给趋紧的方向不会改变,供需紧平衡依然是铜板块投资的“主线逻辑”。**核心标的:紫金矿业等。**
- **风险提示:** 宏观经济波动、进口以及环保等政策波动带来的风险。

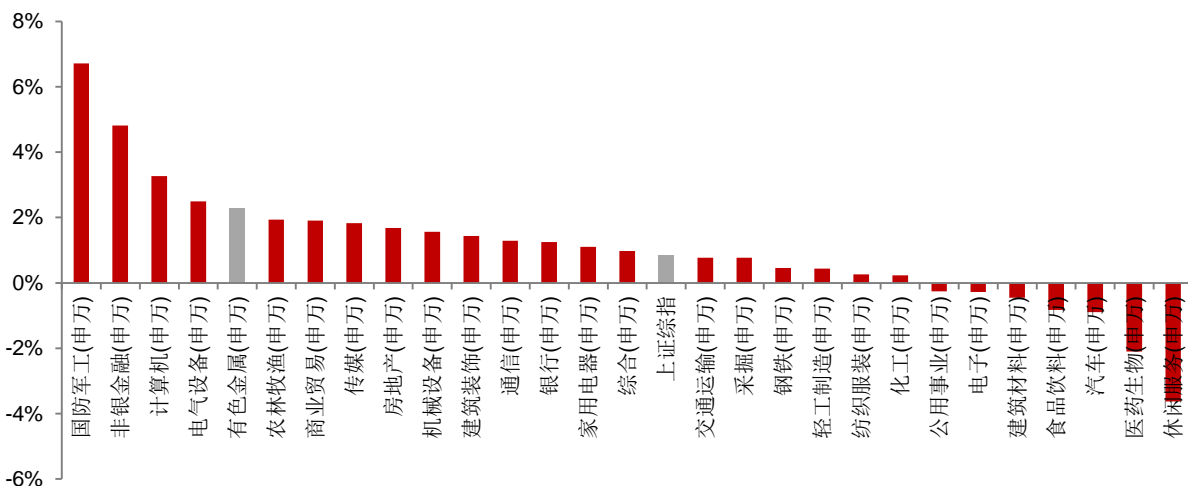
内容目录

1. 行情回顾：A股整体收涨，有色涨幅居前.....	- 4 -
2. 基本金属：价格涨跌互现，锡精矿进口下滑.....	- 5 -
2.1 铝：小幅垒库，亏损依旧.....	- 5 -
2.2 铜：精矿TC高位持稳，12月铜杆企业开工率同比上升.....	- 6 -
2.3 铅：加工费继续持稳，社会库存微降.....	- 7 -
2.4 锌：精矿TC高位，社会库存续降.....	- 8 -
2.5 锡：11月缅甸锡精矿进口同比继续下滑.....	- 9 -
3. 宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 9 -
3.1 中国因素：央行降准，“稳预期”信号强.....	- 9 -
3.2 美国因素：12月数据喜忧参半.....	- 9 -
3.3 欧洲因素：12月CPI初值略低于预期.....	- 10 -
4. 投资建议.....	- 10 -
5. 风险提示.....	- 10 -
6. 附录：全球有色金属价格、库存走势（12.28-1.04）.....	- 12 -

1. 行情回顾：A股整体收涨，有色涨幅居前

- 周内，国际方面，美联储主席鲍威尔表态继续偏鸽（重申政策路径非预定；若缩表扰动市场，则会进行调整），受此提振，美股三大指数集体收涨（道指 $\uparrow 1.61\%$ ，纳斯达克 $\uparrow 2.34\%$ ，标普 $\uparrow 1.86\%$ ）；国内方面，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，催化SW一级行业指数整体上扬，其中，国防军工、非银金融涨幅居前，有色金属涨幅居第五位，亦相对靠前。
- 具体来看：上证指数收于2515点，环比前周上涨0.84%；深证成指收于7285点，环比前周上涨0.62%；沪深300收于3036点，环比前周上涨0.84%；申万有色金属指数收于2500点，环比前周上涨2.27%，跑赢上证综指1.43个百分点。SW一级行业指数周度走势如图所示。

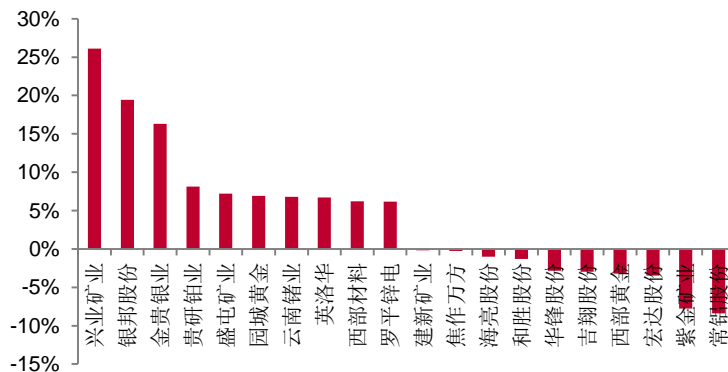
图表1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅（12.28-1.04）



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块在大盘带动下，除黄金外（权益市场向上，避险情况弱化），其他二级子行业均收涨。具体来看，兴业矿业周内涨幅最大（ $+26.10\%$ ），常铝股份周内跌幅最为明显（ -8.40% ），所统计93个股中：81只个股出现不同程度的上涨，2只个股持平，其余10只个股均出现不同程度的下跌，涨幅前10名、跌幅前10名个股具体如下图所示。

图表2：本周（12.28-1.04）个股涨跌幅表现



来源：wind，中泰证券研究所

2. 基本金属：价格涨跌互现，锡精矿进口下滑

- 本周 LME 基本金属指数收于 2730 点，环比前周下跌 2.8%。基本金属价格方面，LME3M 期铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为-1.3 (5918 美元/吨)、-0.2% (1865 美元/吨)、-5.4% (1865 美元/吨)、-0.1% (2438 美元/吨)、+0.4% (19550 美元/吨)、+3.5% (11109 元/吨)。

图表 3: 基本金属周涨跌幅 (12.28-1.04)

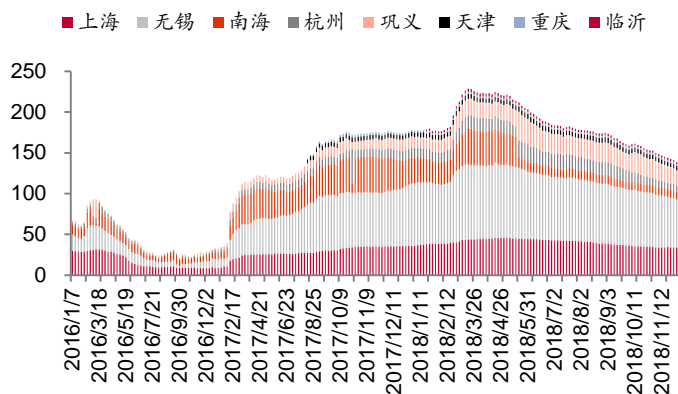
期货品种	交易所	最新价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
LMEX	LME	2730	-2.8%	-20.1%
铜	LME	5918	-1.3%	-18.3%
	SHFE	47160	-2.3%	-15.4%
铝	LME	1865	-0.2%	-17.8%
	SHFE	13480	-1.6%	-12.6%
铅	LME	1950	-5.4%	-21.6%
	SHFE	17325	-1.7%	-9.4%
锌	LME	2438	-0.1%	-26.5%
	SHFE	19960	-1.8%	-22.3%
锡	LME	19550	0.4%	-2.4%
	SHFE	146810	0.0%	5.2%
镍	LME	11109	3.5%	-12.9%
	SHFE	90180	2.6%	-6.9%

来源: wind, 中泰证券研究所

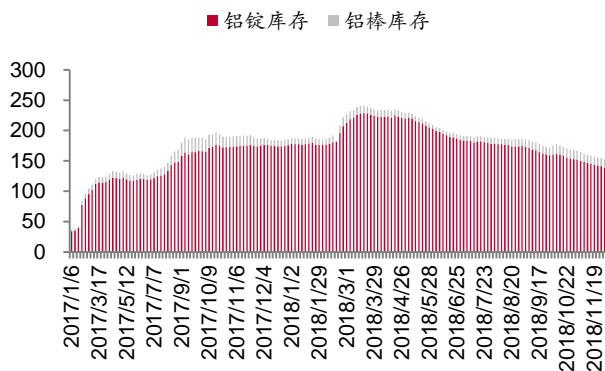
- 周内，美元指数依旧在 96 上方运行，但有所回调，基本金属价格涨跌互现，具体来看：铜，矿端供给压力进一步缓解，宏观数据不及预期 (PMI 跌破荣枯线)，需求端预期恶化，价格下行；铝，成本支撑效应续存，价格环比前周基本持平；铅，下游消费表现低迷，需求羸弱，拖累价格下调幅度较大；锌，库存季节性上升，锌价震荡运行；锡，精矿供给收紧预期不改，并逐步向精锡环节传导，周内锡价收涨。

2.1 铝：小幅垒库，亏损依旧

- SMM 统计数据显示，2019 年 1 月 2 日国内电解铝社会库存 130.2 万吨，较前周小增 1.6 万吨，叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 142.0 万吨 (其中，铝棒库存 11.8 万吨，降 0.6 万吨)，较前周下降 1.0 万吨；LME 库存 1 月 4 日为 127.9 万吨，较前周增 0.8 万吨。
- 周内，电解铝在假期因素影响下有所垒库，但幅度不高，仍较峰值库存 (228.6 万吨) 下降 98.6 万吨，去库幅度约为 43%。我们认为，供给侧的持续不及预期是驱动去库去化的核心动力，电解铝企业在亏损压力下持续减停产规模进一步加大，百川资讯统计数据，2018 年年初至今，累计减停产涉及产能接近 300 万吨。短期看，春节临近，季节性因素将导致去库进程放缓 (供给端收缩会平滑垒库幅度)；中长期看，全球总库存处于低位水平 (库存消费天数降至 15 天左右的历史低位)，去库大趋势不会改变。

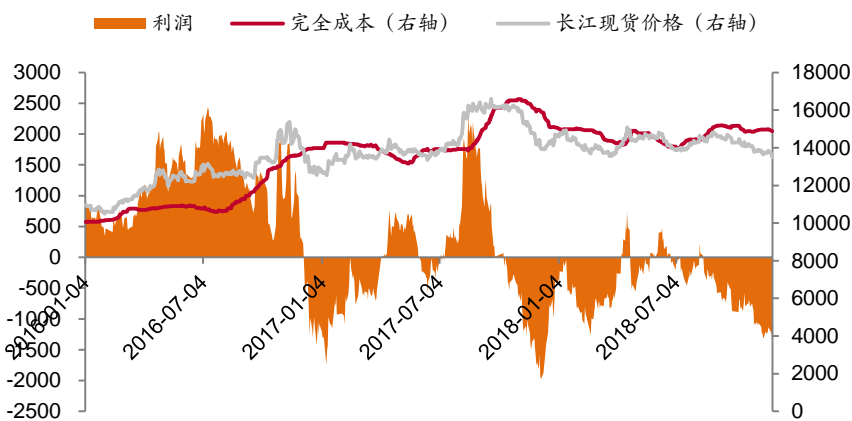
图表 4: 国内电解铝社会库存走势


来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 5: 国内铝锭及铝棒总库存走势


来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- 现货交投表现:** 华东地区, 铝价回调, 现货流通收紧, 贴水收窄; 巩义地区, 贴水走扩, 持货商惜售, 下游采购意愿增强, 成交好于前周; 沈阳地区, 天气寒冷, 下游接货意愿不高; 天津及重庆地区, 整体并无明显回暖, 低价位下有一定补库。**盈利表现:** 本周, 长江 A00 铝价震荡小幅下挫, 氧化铝价格继续回调, 电解铝环节亏损仍处高位。具体来看, 氧化铝价格运行在 2985-2965 元/吨区间。动力煤、预焙阳极价格变动不大, 按 1 月 4 日原材料市场价格测算 (未考虑企业自身因素), 电解铝即时成本为 14522 元/吨, 吨铝亏损约 1200 元。具体走势如下图所示。

图表 6: 电解铝成本、利润图


来源: wind, 安泰科, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

2.2 铜: 精矿 TC 高位持稳, 12 月铜杆企业开工率同比上升

- 周内, 交易周期较短, 交投整体清淡, CSPT 会议已经结束, Q1TC 底价敲定为 92 美元/吨, 高于 2018Q4 的 90 美元/吨, 市场虽对于 2019 年整体铜矿偏紧预期较为一致, 但由于上半年全球炼厂检修较多, 铜矿供应将偏宽松, 炼厂采购意愿难以短时大幅提升, 现货 TC 或将仍保持高位运行。截至本周五 SMM 现货 TC 报 90-94 美元/吨, 较前周持平运行。
- 现货交投表现:** 华东地区, 持货商挺价惜售, 现货流通偏紧, 升水走扩,

成交整体好于前周；山东地区，供需两端基本平衡，成交尚可；华北地区，铜价回落支撑下游补库增多，成交活跃度好于前周；华南地区，库存增幅不及预期，下游按需补库意愿尚可，成交相对较好。

- 本周 1#光亮铜周均价 42783 元/吨，较前周降 447 元/吨，周均精废价差 649 元/吨，较前周降 298 元/吨。周内，精铜盘面价格下跌，废铜持货商惜售情绪进一步转浓，精废价差收窄背景下，废铜消费持续低迷。

图表 7: 1#电解铜和废铜价差表 (含税价, 单位: 元/吨)

日期	电解铜含税 均价 (A)	1#光亮线含 税均价 (B)	2#铜含税均 价 (C)	价差 1 (A-B)		价差 2 (A-C)	
				目前价差	合理价差	目前价差	合理价差
01.02-01.04	47,407	46,758	42,058	649	2,148	5,348	5,344
12.24-12.28	48,193	47,246	42,546	947	2,146	5,647	5,392
12.17-12.21	48,632	47,530	42,831	1,102	2,173	5,801	5,418
12.10-12.14	49,268	47,902	43,202	1,366	2,185	6,066	5,456
12.03-12.07	49,723	48,120	43,421	1,603	2,194	6,302	5483
11.26-11.30	49,456	47,792	43,093	1,664	2,189	6,363	5,467
11.19-11.23	49,230	47,792	43,093	1,438	2,185	6,173	5,454
11.12-11.16	49,099	47,705	43,005	1,394	2,182	6,094	5,446

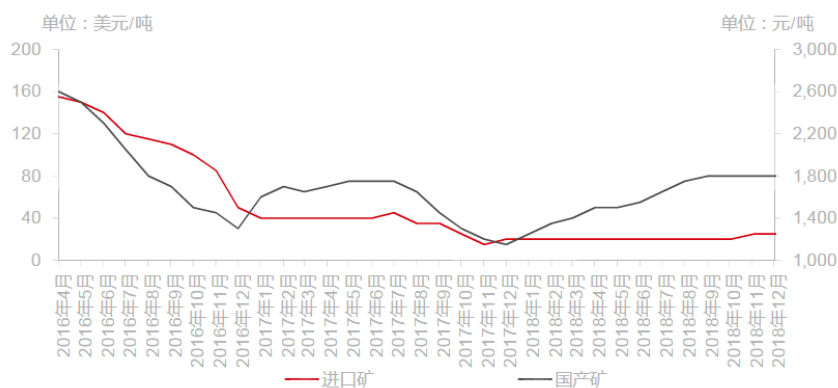
来源: SMM, 中泰证券研究所

- 开工率方面，据 SMM 调研数据显示，12 月电线电缆企业开工率为 74.81%，环比下滑 2.04%，同比上升 3.62%，同比上升主因：一是产能集中投放效应；二是精废价差收窄刺激精铜消费。环比下滑主因：季节性因素影响下，部分企业停产，同时年末下游去库存回流资金，一定程度影响需求。

2.3 铅：加工费继续持稳，社会库存微降

- 原料端，本周铅精矿成交价持稳，国产 50 品位铅精矿到厂主流成交于 1700-1900 元/金属吨，进口铅精矿主流报价 20-30 美元/干吨。冶炼端，周内伦铅高位回落，沪铅跟随下行，但跌幅有限，比值有所修复 (9.20 → 9.34)。进入 1 月，部分原生铅冶炼厂下调日度生产计划，精矿采购及补库积极性有所降低。截止周五，50 品位铅精矿加工费，河南 1800-2000 元/金属吨；湖南、云南 1600-1800 元/金属吨；内蒙古 1900-2100 元/金属吨；广西 1600-1700 元/金属吨。

图表 8: 国产及进口铅精矿 TC 走势图



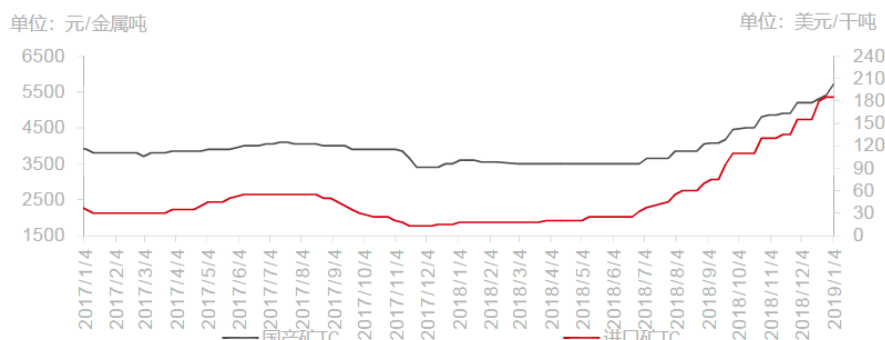
来源: SMM, 中泰证券研究所

- **现货交投表现:** 铅主流成交在 18175-18550 元/吨, 铅价下挫, 炼厂惜售; 再生铅方面, 盈利微薄, 出货积极性降低, 贴水逐步收窄; 下游消费方面, 铅酸蓄电池继续维持弱势格局, 并无明显改善, 春节前备货主要以逢低采购为主。**库存变化:** 本周沪粤两地铅锭库存总量较前周增 900 吨至 1.93 万吨, 叠加江浙库存变化, 国内社会仓库总量在 2.8 万吨左右 (前值为 2.9 万吨)。

2.4 锌: 精矿 TC 高位, 社会库存续降

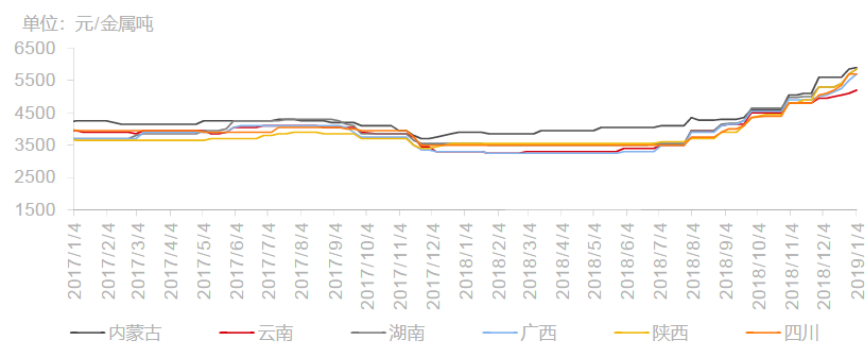
- 矿端供给偏宽松, 叠加短期需求释放受限, 精矿 TC 持续高位运行, 国内锌精矿主流成交于 5450-5900 元/吨附近; 进口锌精矿加工费主流成交有 170-190 美元/千吨。周内, 国内加工费继续走高, 考虑到分成因素, 炼厂利润尚可, 但由于检修等因素, 需求未有效释放, 截止周五, 内蒙地区主流成交 5800-6000 元/金属吨; 陕西及湖南地区 5750-5950 元/金属吨; 广西、四川 5600-5800 元/金属吨; 云南 4950-5450 元/金属吨。
- 沪伦比值 8.37, 较前周 (8.27) 进一步上修; 周内, 进口窗口维持关闭状态, 平均进口亏损 40 元/吨左右 (前值 250 元/吨), 盘中一度转为盈利。

图表 9: 国产及进口锌精矿加工费对比



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 10: 国产锌精矿分地区加工费



来源: SMM, 中泰证券研究所

- **现货交投表现:** 华东市场, 假期结束, 市场活跃度明显提升, 成交量环比前周有增; 华南市场, 持货商挺价, 出货氛围好转, 盘面下行, 企业按需

逢低采购；天津地区，货源略有收紧，升水表现坚挺，需求依然偏弱，成交总体持平。库存变化：本周三地社会库存较前周增 1.05 万吨至 9.75 万吨；炼厂年末回笼资金，清库出货为主；后续需关注进口流入情况。

2.5 锡：11 月缅甸锡精矿进口同比继续下滑

- 中国海关最新统计数据显示，2018 年 11 月，中国自缅甸进口锡矿实物量 1.74 万吨，环比增长 30%，同比下滑 43%；2018 年前 11 个月累计进口锡精矿实物量 20.10 万吨，同比下降 18.8%；按照 2017 年平均品位 24%、2018 年平均品位 25%（选矿技术提升导致品位上升）测算，则 2018 年 1-11 月累计进口锡精矿金属量 5.03 万吨，同比下降 15.4%。总体来看，精矿进口量持续下降，符合我们此前预期。
- 三大转变，预示缅甸模（低资源占比+高产量占比）不可持续。
 - 1) 首先是资源品位，据 AM 调研数据，2010-2011 年期间，曼相矿区加工处理的锡精矿原矿品位在 10-20% 区间，随着短时、集中、大规模开采，当前已经降至 1.5% 左右，品位的大幅下滑，从根本上决定金属产量的下降。
 - 2) 其次是开采方式，此前主要采用技术、投资门槛均较低的露采，当前已经全部转入洞采，而井下通风以及排水等均需要大量的资金和技术投入，且原矿产出量显著下滑；
 - 3) 再次是选矿方式，最初当地以重选为主（氧化矿），当前已经逐步转变为浮选（硫化矿），精矿粒度降低，影响冶炼端金属回收率，在处理等量原料的前提下，亦导致精锡产量下滑。
- 由此可见，缅甸锡精矿“洪峰”不具可持续性，换言之，其供给能力下滑具有不可逆属性，“锡牛”行情的核心逻辑并未发生转变。

3. 宏观“三因素”运行态势跟踪

3.1 中国因素：央行降准，“稳预期”信号强

- 2019 年 1 月 4 日宣布 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点的存款准备金率，而一季度到期的 7735 亿的 MLF 不再续作，预计共投放 8000 亿的长期资金。本次降准，可以对冲今年春节的现金需求波动，并且继续加大对小微企业和民营企业的支持力度。
- 同日，国家总理调研三大行，提出“进一步采取减税降费措施，运用好全面降准、定向降准工具”。全面降准系官方首次提出，货币政策虽总体取向未变，但“稳预期”信号强烈，后续或仍有降准跟进，同时降息也可期待，但由“宽货币”向“宽信用”的传导，并非一蹴而就，仍需验证。

3.2 美国因素：12 月数据喜忧参半

- 北京时间 1 月 4 日（周五晚），美国劳工部公布数据显示，美国 12 月非农新增就业 31.2 万人（预期值+18.4 万人）远超预期，创 10 个月最大增幅，失业率依旧维持低位 3.9%（预期值 3.7%），同时薪资也有所上涨，时薪同比 3.2%（预期值 3.0%）。
- 12 月 ISM 制造业指数创金融危机后最大降幅，具体来看：美国制造业

仍持于扩张区间，但动能正在放缓。美国 12 月 ISM 制造业指数 54.1，创 2008 年 10 月以来最大降幅，以及 2016 年 11 月以来新低。其中新订单指数 51.1，创 2014 年 1 月以来最大降幅，以及 2016 年 8 月以来新低。

- 总体来看，周内美国数据喜忧参半，非农数据远超预期而 ISM 指标则映射经济增长动能有所放缓，实际上，ISM 等领先指标更具指引含义，我们仍保持 2019 年美国边缘走弱的判断不变。

3.3 欧洲因素：12 月 CPI 初值略低于预期

- 1 月 4 日，欧洲统计局公布了 12 月欧元区 CPI 初值，数据显示：欧元区 12 月调和 CPI 同比 1.6%，低于预期值 1.7%，也低于 11 月的前值 1.9%。1.6% 的通胀水平，这也是 2018 年 1 月以来的最低值。
- 剔除波动性较大能源和食品价格的欧元区 11 月核心调和 CPI 同比初值 1%，低于预期 1.1% 和前值 1.1%。这一指标被视为更能反映长期通胀压力的指标。
- 总体上，我们仍为外部不确定性（中美经济增速放缓）或施压于欧元区表现，而货币政策正常化的潜在预期或掣肘需求端，进而强化夹层属性。
- **宏观“三因素”总结：**1) 中国，央行降准，“稳预期”意图进一步增强，但由“宽货币”向“宽信用”传导并非一蹴而就，仍需验证；2) 美国，周内数据喜忧参半，非农数据大超预期，PMI 创金融危机后最大降幅，从指标领先性看，ISM 更具指引含义，继续维持 2019 年美国边缘走弱的判断不变；3) 欧洲，12 月 CPI 初值略低于预期，外部不确定性（中美经济增速放缓）或施压于欧元区表现，而货币政策正常化的潜在预期或掣肘需求端，进而强化其夹层属性。

4. 投资建议

- **“稳增长、稳预期”为题中之义，关注政策预期差；基本金属领域，供给端结构性变化持续进行，静待需求端预期压制进一步缓解：锡主线逻辑兑现，需高度重视——19 年行业有望从“量变”向“质变”切换；而铝和铜的长线逻辑以及结构性机会亦值得关注。**
- **1) 锡：**缅甸矿收紧逻辑已逐步兑现，后续将进一步强化，供给组合：一大降（缅甸矿）、一小增（国内矿）、一平稳（再生锡），原料收紧趋势确立；而需求具有“弱周期性”，韧性较强。在供给收紧+消费微增的基本面组合下，**锡板块值得重点关注。核心标的：锡业股份。**
- **2) 铝：**重点关注库存去化、供需错配以及估值修复三大机会，若宏观预期边缘不断转暖（政策预期差或贸易摩擦缓和等），将驱动板块底部抬升。**核心标的：云铝股份、中国铝业、神火股份（煤炭组）、露天煤业（煤炭组）等。**
- **3) 铜：**全球铜精矿供应增量有限，冶炼端扰动增加，再叠加进口限废政策，铜原料中长期供给趋紧的方向不会改变，供需紧平衡依然是铜板块投资的“主线逻辑”。**核心标的：紫金矿业等。**

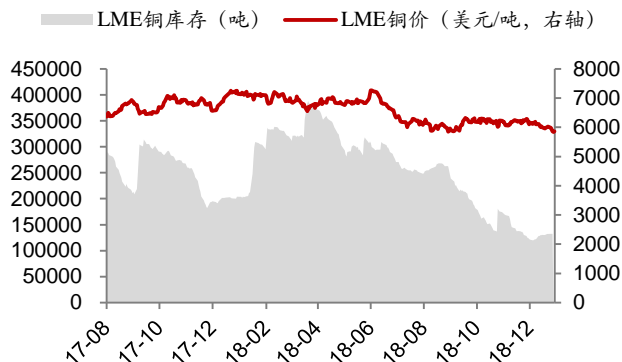
5. 风险提示

- 宏观经济波动带来的风险

- 产业政策不及预期的风险
- 环保政策落地不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险等

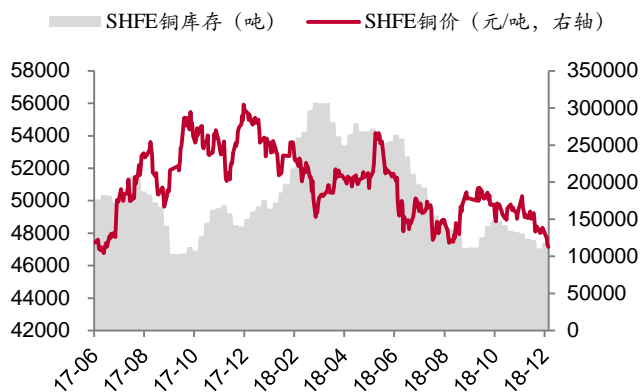
6. 附录：全球有色金属价格、库存走势（12.28-1.04）

图表 11: LME 铜价及库存走势



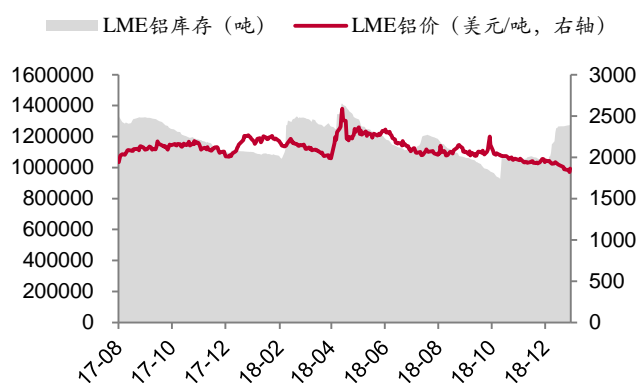
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: SHFE 铜价及库存走势



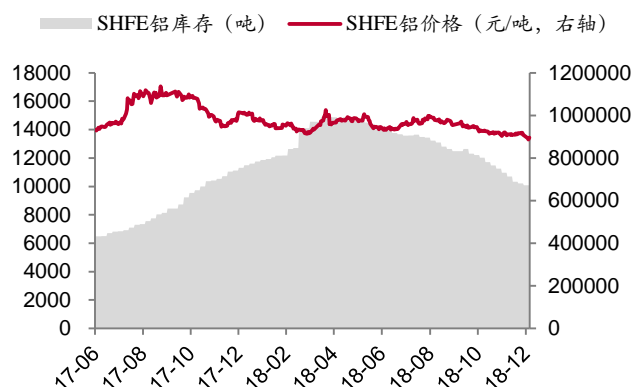
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: LME 铝价及库存走势



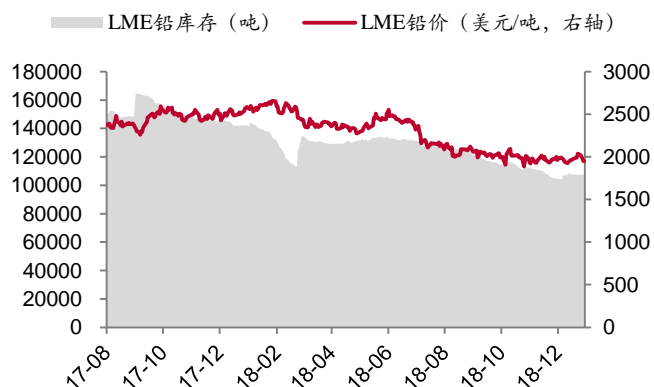
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: SHFE 铝价及库存走势



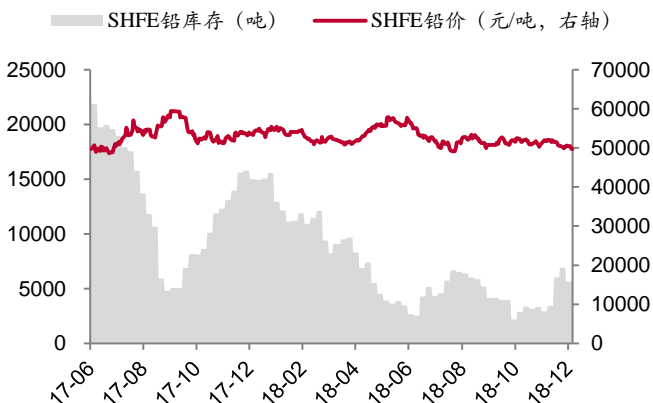
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: LME 铅价及库存走势

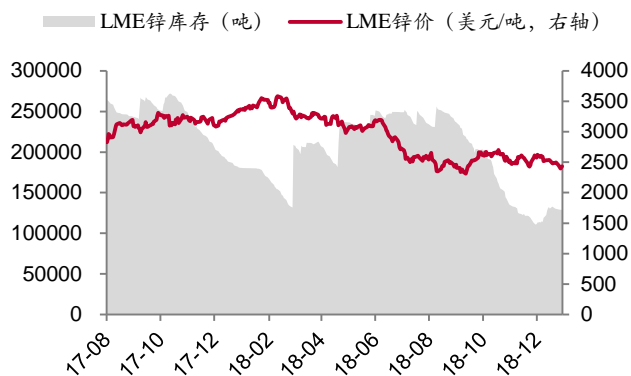


来源: wind, 中泰证券研究所

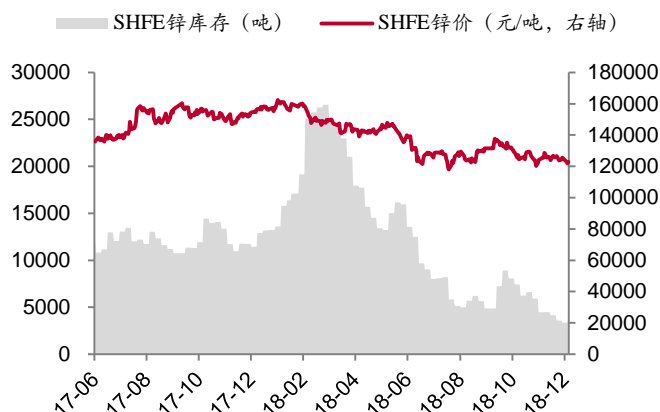
图表 16: SHFE 铅价及库存走势



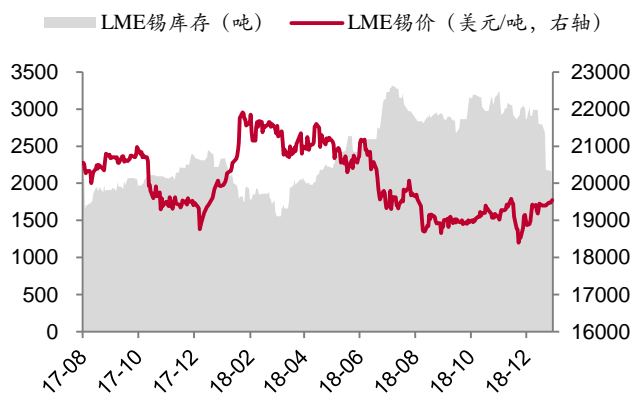
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 17: LME 锌价及库存走势


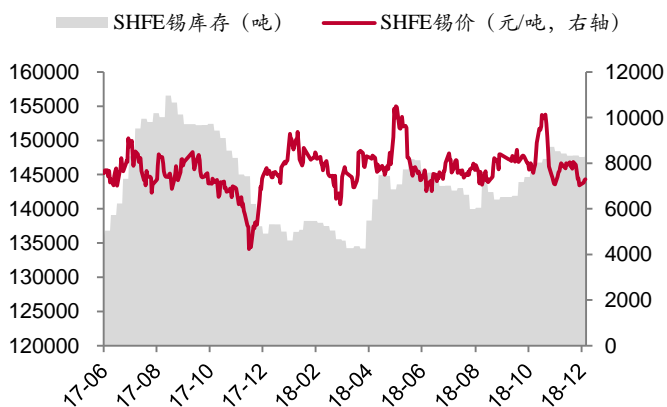
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: SHFE 锌价及库存走势


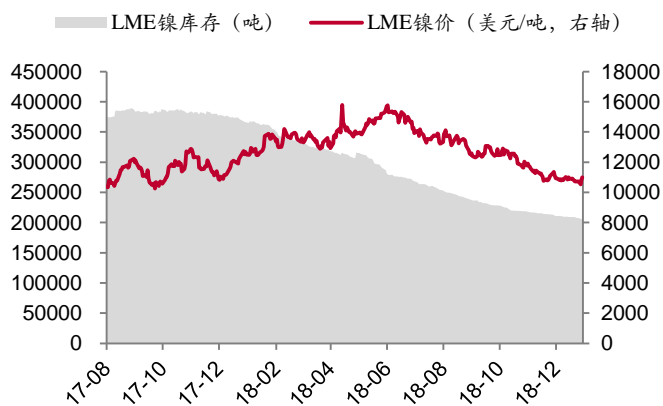
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 19: LME 锡价及库存走势


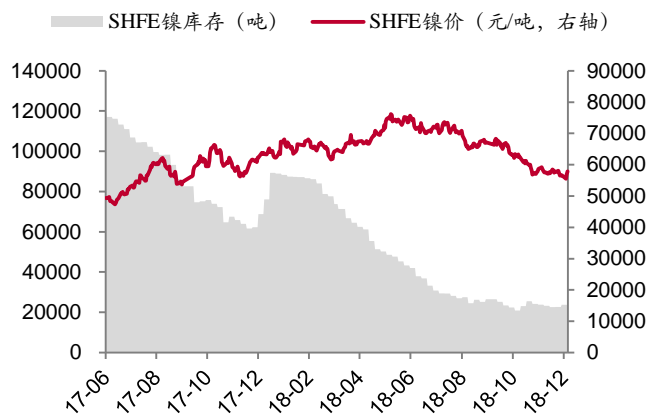
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 20: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 21: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: SHFE 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。