

大宗金属

美联储重申控通胀为首要任务，国内疫情冲击持续缓解

评级：中性

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@r.qlzq.com.cn

研究助理：安永超

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

研究助理：陈沁一

Email: chenqy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	27,355.49
行业流通市值(亿元)	25,713.49

行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《【金属观察】国内电解铝投复产状况如何，供需格局能改变么？》20220330
- 2、《【金属观察】俄乌地缘冲突对有色金属影响几何？》20220302
- 3、《2022年中泰有色投资策略报告：繁荣的分化》20220210
- 4、《【金属观察】广西疫情进一步扰动电解铝供给端，低库存支撑铝价上行》20220209

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS				PE				PB	评级
		2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E		
紫金矿业	9.53	0.25	0.60	0.80	0.96	38.6	16.0	11.9	10.0	2.8	买入
云铝股份	10.29	0.26	0.96	1.46	1.82	39.5	10.8	7.0	5.7	1.6	买入
神火股份	13.18	0.16	1.44	2.39	2.63	82.8	9.2	5.5	5.0	2.1	买入
金诚信	21.48	0.63	0.79	1.38	1.79	34.3	27.1	15.6	12.0	2.7	买入
山东黄金	18.05	0.50	-0.04	0.49	0.52	35.8	-416.9	37.2	34.5	2.6	增持
赤峰黄金	15.50	0.47	0.35	0.82	1.09	38.0	42.6	18.7	13.9	5.5	买入

备注：数据取自 2022 年 05 月 13 日

投资要点

- **【本周关键词】**：美国通胀维持高位；国内疫情缓解，物流恢复推动国内去库，4月社融数据不及预期。
- **行情回顾**：1、美联储重申未来两次 50 基点的加息计划，通货膨胀持续；国内疫情缓解，物流快递恢复促使国内加快去库：1) 基本金属，美联储重申未来两次 50 基点的加息计划，耐用品需求下行压力增大；国内疫情有所缓解，物流运输问题缓解，国内加快复工复产，国内基本金属库存整体呈现去库趋势。具体来看：LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为-1.9%、-0.2%、-6.8%、-6.6%、-14.3%、-9.9%，价格整体有所回落；2) 贵金属，十年期美债实际收益率由 0.26%→0.24%，COMEX 黄金收 1,808.20 美元/盎司，环比下跌 3.60%，SHFE 黄金收于 399.66 元/克，环比下跌 0.98%。2、本周 A 股整体回升，申万有色金属指数收于 4,651.97 点，环比上升 3.62%，跑赢上证综指 0.86 个百分点，金属非金属新材料、稀有金属、工业金属、黄金的涨跌幅分别为 8.75%、6.82%、1.04%、-1.47%。
- **宏观“三因素”总结**：国内社融不及预期；美联储重申未来激进加息步调，目前控制通货膨胀为首要任务；欧元区 ZEW 经济景气指数有所回升，疫情降温。具体来看：1) 中国 4 月 CPI 有所回升，社融规模存量同比有所回落。本周披露 4 月国内 CPI 同比 2.1%（前值 1.5%）；4 月 PPI 同比 8.0%（前值 8.3%）；4 月 M0 同比 11.4%（前值 9.9%），M1 同比 5.1%（前值 4.7%），M2 同比 10.5%（前值 9.7%）；4 月社会融资规模 9,102 亿元（前值 46,500 亿元），社会融资规模存量同比 10.2%（前值 10.6%）；4 月新增人民币贷款 6,454 亿元（前值 31,300 亿元，预期 14,572.73 亿元）。2) 美国 4 月核心 CPI 同比有所回落。美国 4 月 CPI 同比 8.3%（前值 8.5%），其中 4 月核心 CPI 同比 6.2%（前值 6.5%）；4 月核心 PPI 同比 10%（前值 9.9%），环比 1%（前值 1.1%）。3) 欧元区 ZEW 经济景气指数有所回升，疫情降温。本周披露 5 月欧元区 ZEW 经济景气指数-29.5（前值-43.0）；5 月欧元区：ZEW 经济景气指数-29.5（前值-43）；本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊 122,115.0 例，环比上周减少 29,664.2 例，疫情降温。4) 4 月全球制造业 PMI 为 52.2，环比回落 0.7，全球经济进入景气下行阶段进一步验证。
- **贵金属：通胀维持高位，贵金属价格偏弱震荡**  
周内，美国通胀数据维持高位，美联储重申未来将保持激进的加息步调，并视未来经济情况适当调整加息计划，从而进一步抑制可能持续的通货膨胀，贵金属整体走弱。截至 5 月 13 日，COMEX 黄金收 1,808.20 美元/盎司，环比下跌 3.60%；COMEX 白银收于 21.001 美元/盎司，环比下跌 6.43%；SHFE 黄金收于 399.66 元/克，环比下跌

0.98%；SHFE 白银收于 4,629 元/公斤，环比下跌 3.98%。

■ **基本金属：海外耐用品需求下行压力增大，基本金属价格走低**

周内，美联储重申未来的两次 50 基点加息计划，美元指数持续走强，同时伴随着融资成本持续走高以及居民储蓄走低，耐用品需求回落压力增大，基本金属价格承压；国内，疫情有所缓解，物流运输问题缓解，但 4 月国内社融规模增量不及预期，经济回升有待疫情缓和及政策端的进一步发力。具体来看：LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为-1.9%、-0.2%、-6.8%、-6.6%、-14.3%、-9.9%，价格整体有所回落。

- 1、对于电解铜，供给端，各地物流持续恢复，电解铜供应问题已基本得到解决，需求端，国内需求偏弱，本周铜价重心回落，下游刚需补库，精铜杆订单较节前有所好转。截至 5 月 13 日，上海、江苏、广东三地社会库存 11.60 万吨，较上周减少 0.11 万吨。
- 2、对于电解铝，供给端，国内积极保供，优质产能加速释放，国内供应依然维持在高位，从总量角度甚至可以覆盖外贸煤缺口；需求端，目前需求端对政府调控政策仍存预期，采购积极性不高，整体以观望为主，少数刚需还盘压价，但低价成交难度较大；氧化铝价格 3,002 元/吨，吨毛利 71 元/吨，环比下降 19.43%；阳极价格 7,758 元/吨，周内平均吨毛利 540 元/吨，环比上涨 21.66%；电解铝长江现货价格 20,100 元/吨，吨铝盈利 1,392 元，环比回落 6.43%。本周国内八地铝锭库存 100.3 万吨，周度去库 3.0 万吨。
- 3、对于锌锭，海外方面，欧洲能源危机依然是交易的主要逻辑，周内，海外崩塌式下跌，迎来了内外比价大幅度的修复；国内，供给端，由于比价下行国内炼厂拒采进口矿，加剧矿端紧缺，国内疫情导致的运输问题也放大了冶炼端紧缺情况，需求端，各地区提货恢复正常，锌锭价格开始出现下行趋势，进一步提振市场采购情绪。本周七地锌锭库存总量 26.69 万吨，周度累库 3500 吨。

■ **投资建议：维持行业“中性”评级**

- 1、贵金属，短期海外通胀仍具韧性，美联储重申控通胀为首要任务，在海外流动性持续收紧趋势下，贵金属下行压力日益凸显。
- 2、基本金属，我国经济工作定调“稳字当头”，稳增长政策将持续出台，支撑需求信心，但从全球来看：美联储紧缩周期下，耐用品需求依然回落，非方向性资产中寻找供给变革带来的结构性机会。

■ **核心标的：**

- 1) 基本金属：云铝股份、神火股份、天山铝业、索通发展、紫金矿业、金诚信、铜陵有色等。
- 2) 贵金属：山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、盛达资源等。

■ **风险提示：**宏观波动、政策变动、供需测算的前提假设不及预期等。

## 内容目录

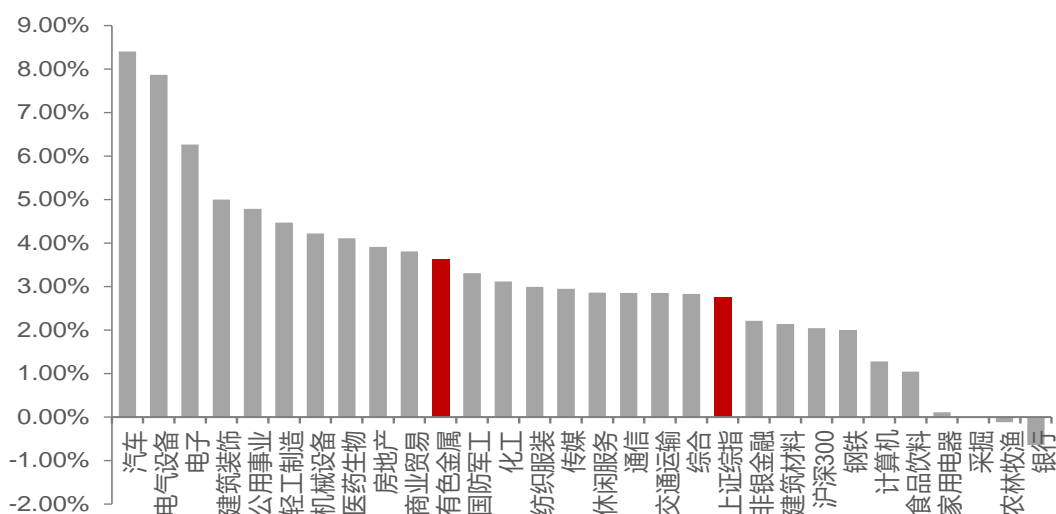
1. 本周行情回顾 .....	- 4 -
1.1 股市行情回顾：美股整体回落、A股反弹回升 .....	- 4 -
1.2 贵金属：美国通胀具备韧性，贵金属价格偏弱震荡 .....	- 5 -
1.3 基本金属：耐用品需求下行压力增大，基本金属价格走低 .....	- 5 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪 .....	- 6 -
2.1 中国因素：4月CPI有所回升，社融规模存量同比有所回落 .....	- 6 -
2.2 美国因素：美国4月核心CPI仍具韧性 .....	- 7 -
2.3 欧洲因素：欧元区制造业PMI有所回落，疫情降温 .....	- 8 -
3. 贵金属：通胀支撑至高位，贵金属下行压力日益凸显 .....	- 9 -
3.1 通胀预期下行，黄金价格持续回落 .....	- 9 -
3.2 黄金ETF持仓回落，COMEX净多头结构延续 .....	- 10 -
3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代 .....	- 10 -
4. 基本金属：国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑 .....	- 13 -
4.1 基本金属：国内社融逐步见底VS海外流动性开启收缩周期 .....	- 13 -
4.2 铝：国内铝厂复产有序进行，需求整体以观望为主 .....	- 15 -
4.3 铜：各地物流逐步恢复，铜库存堆积得到缓解 .....	- 20 -
4.4 锌：国内锌矿加工费继续走低 .....	- 21 -
4.5 锡：精锡与锡锭价格有所回落 .....	- 23 -
5. 投资建议：维持行业“中性”评级 .....	- 23 -
6. 风险提示 .....	- 24 -

## 1. 本周行情回顾

### 1.1 股市行情回顾：美股整体回落、A股反弹回升

- 周内，美股三大指数整体回落（道指↓2.14%，纳斯达克↓2.80%，标普↓2.41%）。
- 本周A股整体反弹回升：上证指数收于3,084.28点，环比上升2.76%；深证成指收于11,159.79点，环比上升3.24%；沪深300收于3,988.60点，环比上升2.04%；申万有色金属指数收于4,651.97点，环比上升3.62%，跑赢上证综指0.86个百分点。

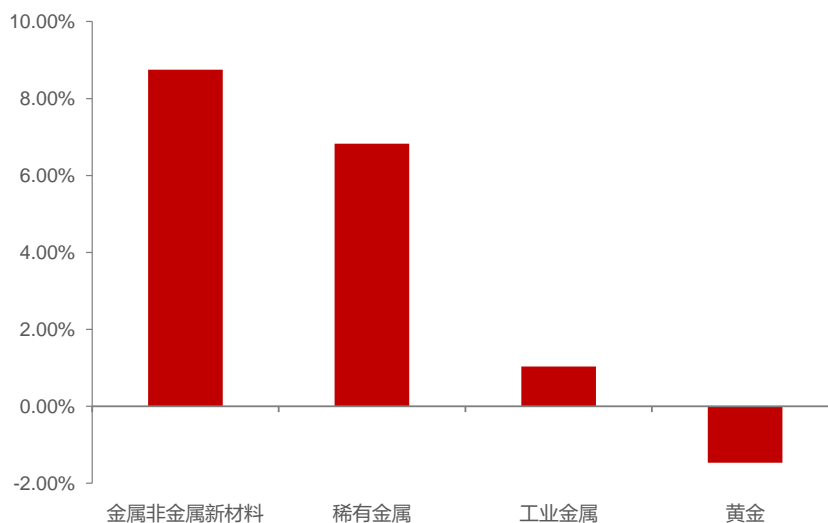
图表1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，金属非金属新材料、稀有金属、工业金属、黄金的涨跌幅分别为8.75%、6.82%、1.04%、-1.47%。

图表2：周内子板块涨跌幅表现



来源：wind，中泰证券研究所

**图表 3: 周内有色金属领涨个股**

证券代码	证券名称	2022.5.13 收盘价	2022.5.06 收盘价	周涨跌幅
601137.SH	博威合金	12.75	11.25	13.3%
600338.SH	西藏珠峰	20.32	18.92	7.4%
002378.SZ	章源钨业	7.20	6.74	6.8%
002497.SZ	雅化集团	26.73	25.68	4.1%
002125.SZ	湘潭电化	11.38	11.05	3.0%
300390.SZ	天华超净	59.13	57.78	2.3%
000807.SZ	云铝股份	10.29	10.06	2.3%
603399.SH	吉翔股份	19.38	19.45	-0.4%
000960.SZ	锡业股份	16.00	17.14	-6.7%
601677.SH	明泰铝业	24.62	34.02	-27.6%

来源: wind, 中泰证券研究所

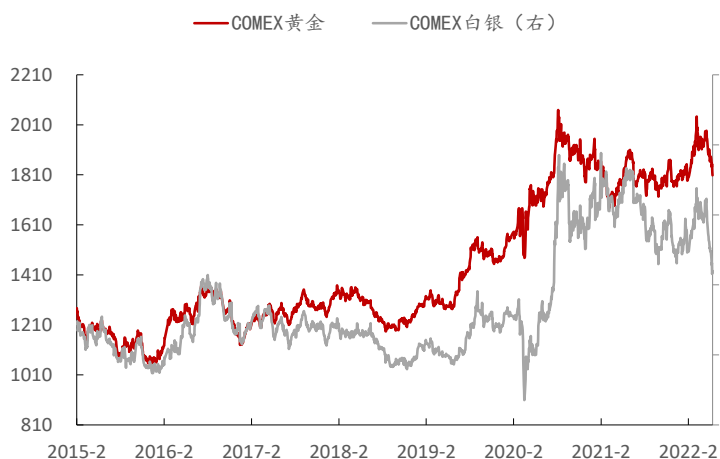
**图表 4: 周内有色金属领跌个股**

证券代码	证券名称	2022.5.13 收盘价	2022.5.06 收盘价	周涨跌幅
002056.SZ	横店东磁	17.86	14.99	19.1%
605376.SH	博迁新材	47.22	41.78	13.0%
300127.SZ	银河磁体	16.36	15.33	6.7%
600456.SH	宝钛股份	51.60	48.36	6.7%
000688.SZ	国城矿业	15.49	14.75	5.0%
603115.SH	海星股份	21.16	20.32	4.1%
603979.SH	金诚信	21.48	20.92	2.7%
002996.SZ	顺博合金	11.82	11.56	2.2%
300328.SZ	宜安科技	7.39	7.26	1.8%
000792.SZ	盐湖股份	27.89	28.15	-0.9%

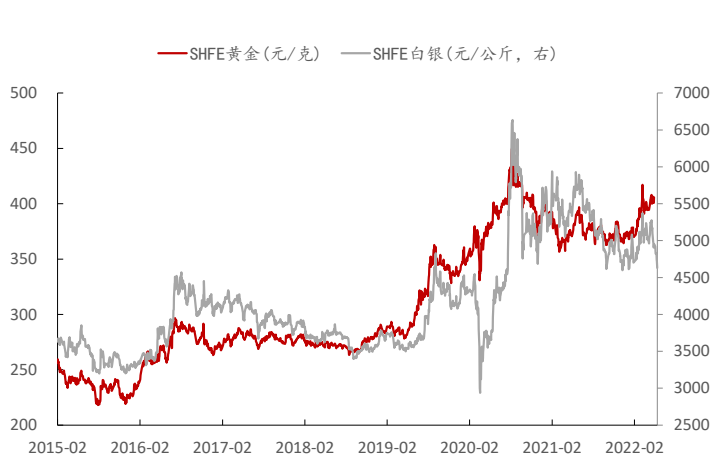
来源: wind, 中泰证券研究所

### 1.2 贵金属: 美国通胀具备韧性, 贵金属价格偏弱震荡

- 周内, 美联储重申未来将保持激进的加息步调, 并将视未来经济情况适当调整加息计划, 从而进一步抑制可能持续的通货膨胀。周内, 美元持续走强, 施压黄金以及白银价格; 但是, 美联储对于美国经济实现软着陆的悲观情绪逐渐蔓延至股市, 股市波动性上升使得市场避险情绪有所升温, 预计对贵金属未来价格走势形成支撑。截至 5 月 13 日, COMEX 黄金收 1,808.20 美元/盎司, 环比下跌 3.60%; COMEX 白银收于 21.001 美元/盎司, 环比下跌 6.43%; SHFE 黄金收于 399.66 元/克, 环比下跌 0.98%; SHFE 白银收于 4,629 元/公斤, 环比下跌 3.98%。

**图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势 (美元/盎司)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势**


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 1.3 基本金属: 耐用品需求下行压力增大, 基本金属价格走低



- 周内，美联储重申未来的两次 50 基点加息计划，美元指数保持在 100 以上，美元持续走强，同时伴随着美债利率持续走高以及居民储蓄走低，耐用品需求回落压力增大，基本金属价格有所承压；国内，国内疫情有所缓解，物流运输问题得到解决，但 4 月国内社融规模增量远不及预期，整体经济下行压力增加。具体来看：LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为-1.9%、-0.2%、-6.8%、-6.6%、-14.3%、-9.9%，价格整体有所回落。

**图表 7：基本金属价格区间涨跌幅**

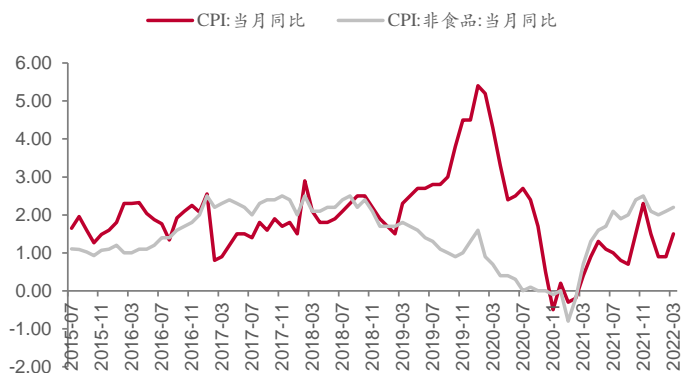
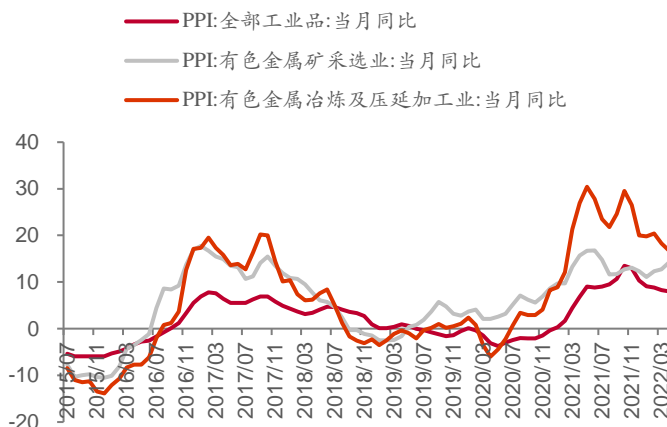
	交易所	最新价格	2020.1.23价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	2020.1.23至今涨跌幅	2010年至今价格分位数
铜	LME	9213	6082	-1.9%	-5.6%	51.5%	80.7%
	SHFE	71060	48020	-1.4%	1.0%	48.0%	
铝	LME	2828	1794	-0.2%	0.5%	57.6%	58.2%
	SHFE	20305	14100	1.5%	-0.4%	44.0%	
铅	LME	2078	1988	-6.8%	-9.3%	4.5%	51.8%
	SHFE	14925	14850	-5.4%	-2.5%	0.5%	
锌	LME	3540	2373	-6.6%	0.1%	49.2%	76.3%
	SHFE	25525	18160	-5.0%	5.8%	40.6%	
锡	LME	33800	17200	-14.3%	-13.3%	96.5%	73.3%
	SHFE	285540	137340	-11.8%	-3.6%	107.9%	
镍	LME	27375	13375	-9.9%	32.2%	104.7%	53.3%
	SHFE	203600	105850	-4.9%	33.9%	92.3%	

来源：wind，中泰证券研究所

## 2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

### 2.1 中国因素：4 月 CPI 有所回升，社融规模存量同比有所回落

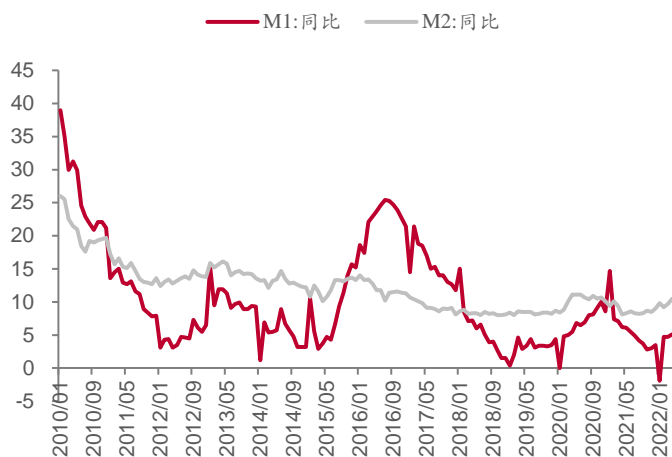
- 中国 4 月 CPI 有所回升。本周披露 4 月国内 CPI 同比 2.1%（前值 1.5%）；4 月 PPI 同比 8.0%（前值 8.3%）；4 月 M0 同比 11.4%（前值 9.9%），M1 同比 5.1%（前值 4.7%），M2 同比 10.5%（前值 9.7%）；4 月社会融资规模 9,102 亿元（前值 46,500 亿元），社会融资规模存量同比 10.2%（前值 10.6%）；4 月新增人民币贷款 6,454 亿元（前值 31,300 亿元，预期 14,572.73 亿元）。

**图表 8：中国 4 月 CPI 有所回升**

**图表 9：4 月 PPI 同比有所回落**


来源: Wind, 中泰证券研究所

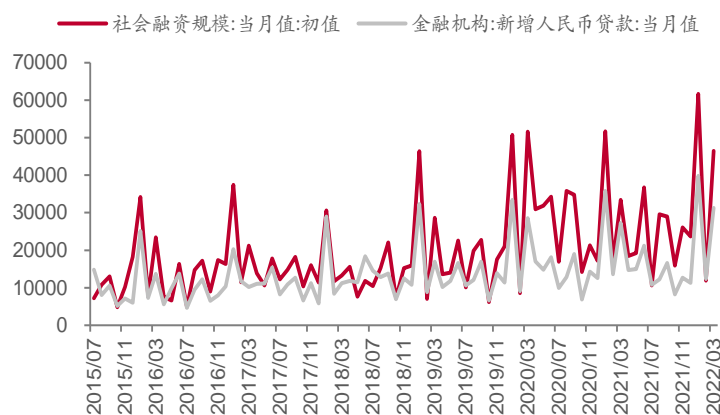
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 10: 国内 4 月 M1、M2 同比有所回升**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 11: 国内 4 月社会融资规模、新增人民币贷款同比回落**

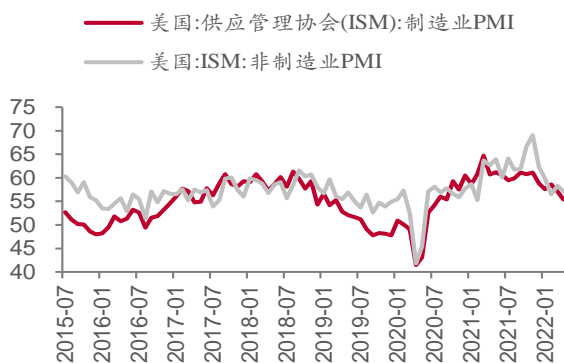


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 2.2 美国因素: 美国 4 月核心 CPI 仍具韧性

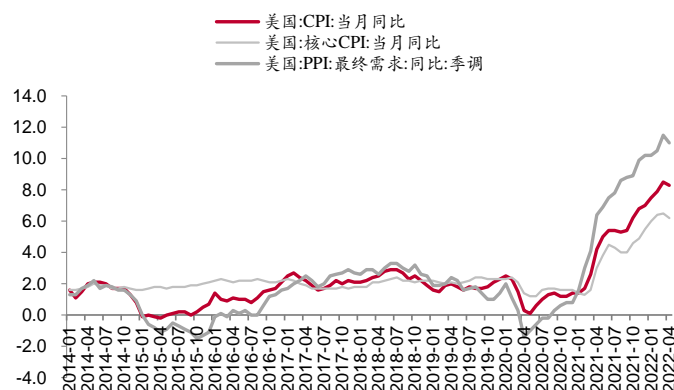
- **美国 4 月核心 CPI 仍具韧性。**美国 4 月 CPI 同比 8.3% (前值 8.5%), 其中 4 月核心 CPI 同比 6.2% (前值 6.5%); 4 月核心 PPI 同比 10% (前值 9.9%), 环比 1% (前值 1.1%)。

**图表 12: 美国 4 月 ISM 制造业 PMI 有所回落**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 13: 美国 4 月核心 CPI 同比有所回落**

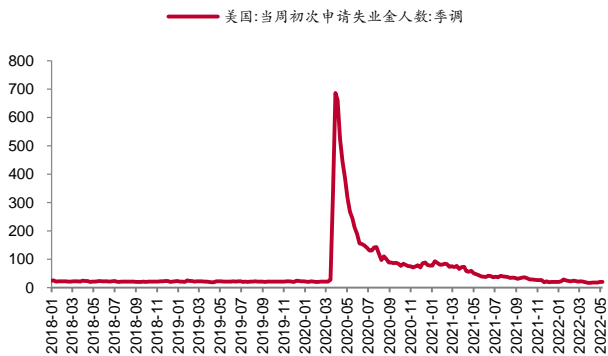


来源: Wind, 中泰证券研究所

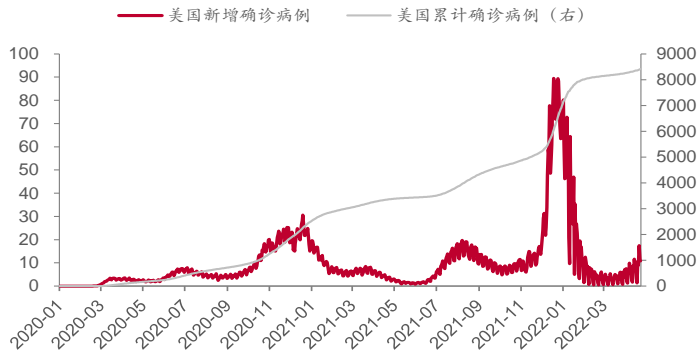
- **美国本周就业形势持续恶化, 新增新冠确诊人数持续上升。**本周美国初请失业金人数为 20.3 万人, 环比上升 0.1 万人; 此外, 美国新增新冠确诊人数回升, 周一到五美国累计确诊 59.28 万例, 日均新增 11.86 万例, 环比升 2.84 万例。

**图表 14: 4 月美国当周初请失业金人数 (千人)**

**图表 15: 美国当周新增确诊病例持续上升 (万人)**



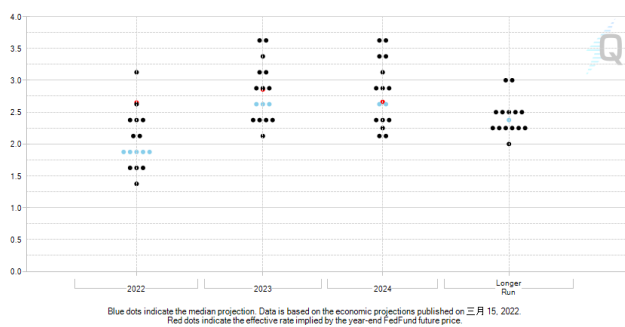
来源：Wind，中泰证券研究所



来源：Wind，中泰证券研究所

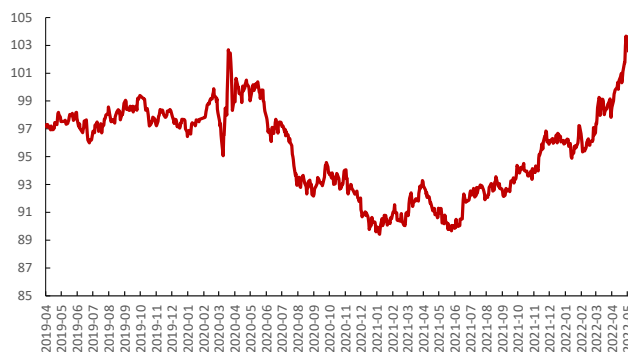
■ **美联储重申未来激进加息步调，目前控制通货膨胀为首要任务。**继上周三美联储表示暂排除未来加息 75 个基点后，本周四美联储主席鲍威尔重申未来两次 50 个基点的加息计划，同时表示将视未来经济形势适当调整加息计划，并未完全排除加息 75 个基点。市场预期美联储将在 6 月完成第二次 50 个基点加息，并在年内完成第二次加息计划。鲍威尔对于美国经济实现软着陆持悲观态度。目前美联储的首要任务是在保证经济稳定和劳动力市场强劲的情况下，将通货膨胀调整回落 2% 左右，但鲍威尔认为同时实现这两点具有挑战性。

图表 16: 美联储点阵图



来源：CME，中泰证券研究所

图表 17: 美元指数本周持续上升



来源：Wind，中泰证券研究所

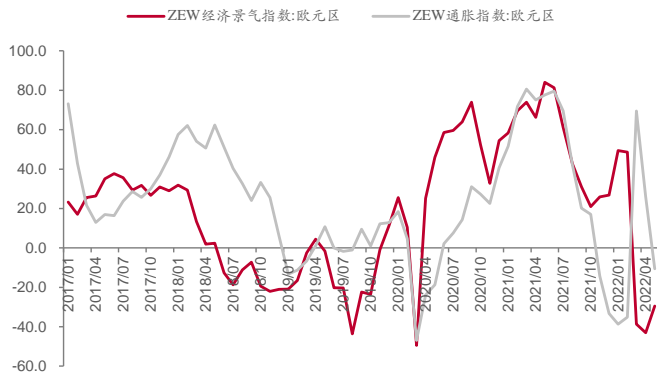
### 2.3 欧洲因素：欧元区制造业 PMI 有所回落，疫情降温

■ **欧洲央行首席经济学家连恩发表讲话。**欧元区不太可能回到疫情前就已根深蒂固的、持续低于目标的通胀趋势。自 2021 年夏季以来能源价格大幅上涨，对宏观经济构成重大冲击。近几个月来，通胀风险已从 2021 年年中之前的通胀风险贴现显著转变为不断上升的通胀风险溢价。加息的确切时机不是最重要的问题，欧洲央行将调整利率，不是一次性的，而是循序渐进的。欧洲央行管委霍尔茨曼表示，欧洲央行计划加息，将对此进行讨论，并可能会在 6 月的会议上采取行动，为了对抗通胀，欧洲央行今年加息次数应该高达三次。作为欧洲央行里的鹰派，霍尔兹曼表示，加息两到三次是合适的，加息幅度可以很小，每次加息幅度可以为 25 个基点。如果在 12 月前加息两到三次，2023 年底前，银行存款利率将变为正值。



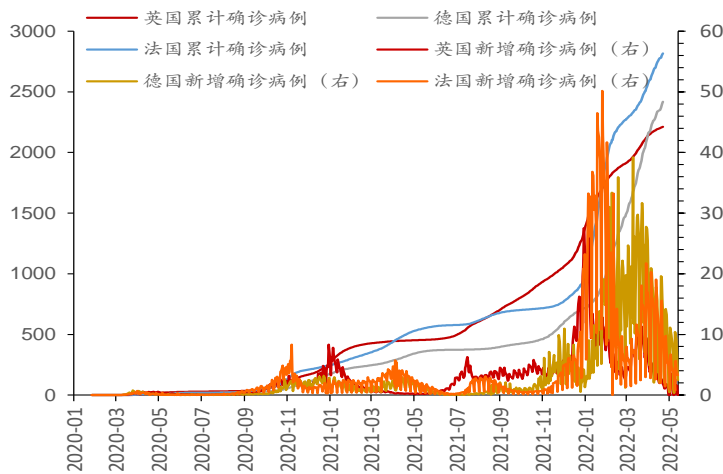
- **欧元区：ZEW 经济景气指数回升，疫情降温。**本周披露 5 月欧元区 ZEW 经济景气指数-29.5（前值-43.0）；本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊 122,115.0 例，环比上周减少 29,664.2 例，疫情降温。

**图表 18：欧元区 5 月 ZEW 经济景气指数**



来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 19：欧洲主要国家新增新冠确诊人数减少（万人）**



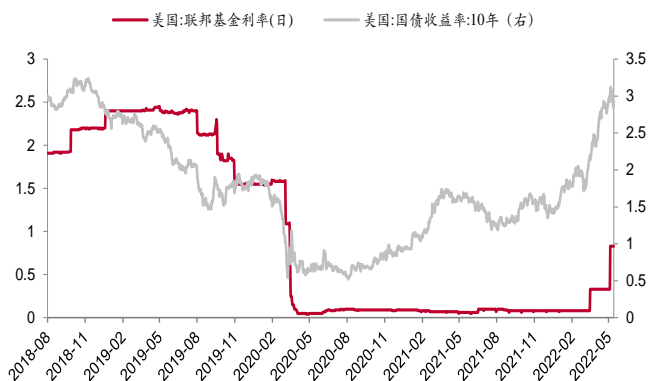
来源：Wind，中泰证券研究所

### 3. 贵金属：通胀支撑至高位，贵金属下行压力日益凸显

#### 3.1 通胀预期下行，黄金价格持续回落

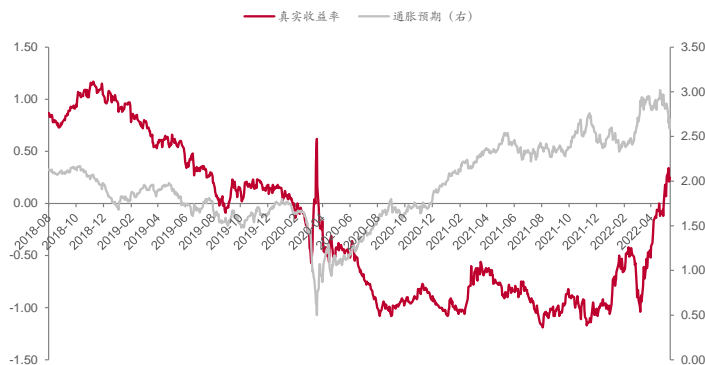
- 截至 5 月 13 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回落至 2.93%，10 年期国债实际收益率环比回落至 0.24%；截至 5 月 13 日，COMEX 黄金收 1,808.20 美元/盎司，环比下跌 3.60%；COMEX 白银收于 21.001 美元/盎司，环比下跌 6.43%；SHFE 黄金收于 399.66 元/克，环比下跌 0.98%；SHFE 白银收于 4,629 元/公斤，环比下跌 3.98%。

**图表 20：十年期美债回落，基准利率维持低位（%）**



来源：Wind，中泰证券研究所

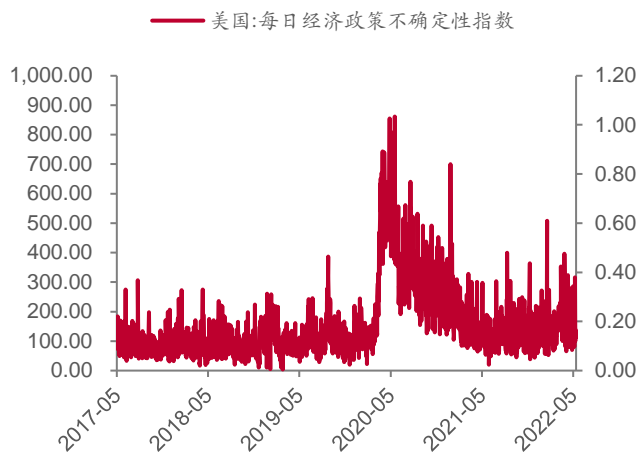
**图表 21：通胀预期与真实收益率（%）**



来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 22：美国经济政策不确定性走势**

**图表 23：美债实际收益率&黄金价格走势**



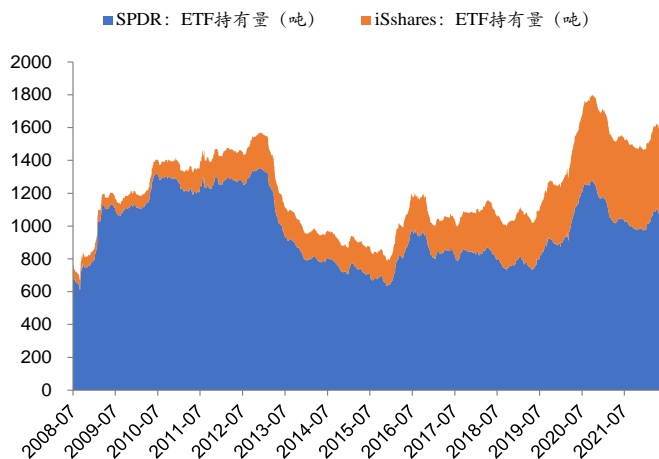
来源: Wind, 中泰证券研究所



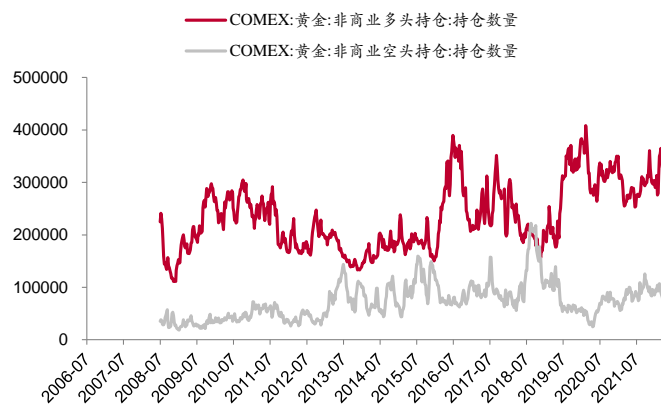
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.2 黄金 ETF 持仓回落, COMEX 净多头结构延续

- 黄金 ETF 持仓回落, COMEX 净多头结构延续。截至 5 月 13 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,574.73 吨, 环比减少 28.00 吨。截至 5 月 10 日 (5 月 13 日未更新), COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 28.89 万张附近 (前值 29.34 万张), 同时非商业空头持仓升至 9.56 万张附近 (前值 9.43 万张附近), 净多头持仓量回落至 19.33 万张 (前值 19.92 万张)。

**图表 24: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 25: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

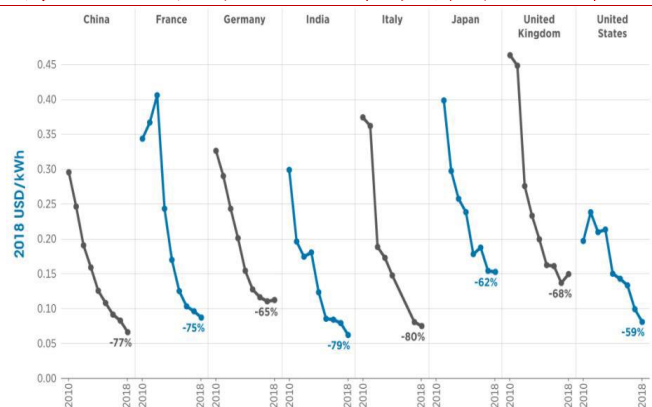
### 3.3 光伏产业链步入景气周期, 白银有望开启黄金时代

- 能源转型已经成为全球共识, 光伏产业趋势逐渐确立。9 月 14 日 BP 发布《世界能源展望 (2020 版)》预测能源转型加速、石油需求封顶; 9 月 17 日欧盟发布的气候目标, 将 2030 年可再生能源占比目标从 32% 以上提升至 38%-40%; 9 月 21 日 GE 宣布退出新增煤电市场; 9

月 22 日中国宣布 2060 实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。

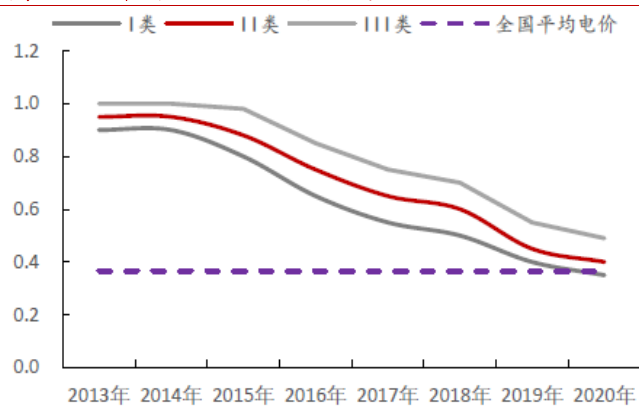
- 随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018 年单位光伏发电量对应的成本相比 2010 年降低 77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至 2019 年底，全球累计装机容量超过 600GW，其中去年新增 116GW 创纪录，2011-2019 年全球光伏安装量年均复合增速达 18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019 年全球光伏发电量占比仅 2.7%，国内占比 3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

图表 26: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低



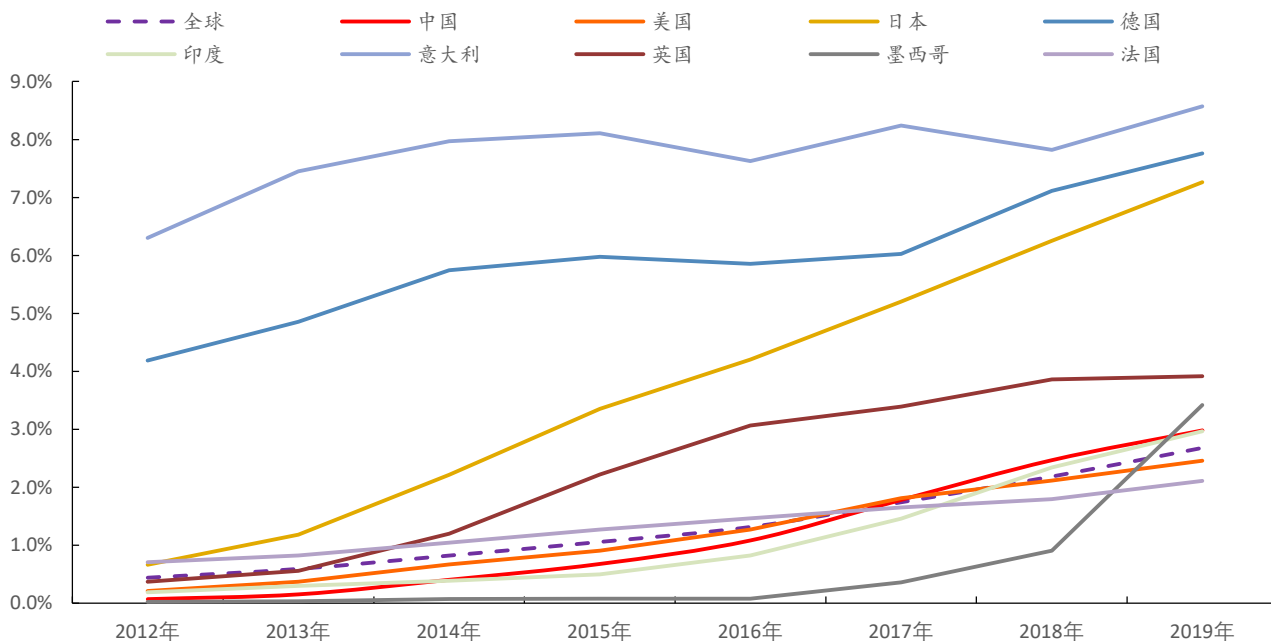
来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 27: 平价上网接近成为现实 (元/度)



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

图表 28: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨)



来源: BP, 中泰证券研究所

- 投资需求维持稳定，光伏用银的持续增加将导致白银供需关系持续趋紧。白银作为导电性能最好的金属，在光伏产业的应用上具有不可替代的作用，主要是电池片的正银和背银，2011-2019 年全球光伏用银复合增速 15%，2019 年光伏应用中的白银需求量达到 3,069 吨（987 万盎司），占白银总需求的 10%。假设未来单位光伏用银量年均减少 4%，2020 年全球光伏装机量 125GW，对年光伏装机量增速做以下假设：基准假设下，21 年增速 30%，此后年化复合增速 15%；乐观假设下，21 年增速 40%，此后年化复合增速 20%；悲观假设下，21 年增速 20%，此后年化复合增速 10%；白银投资需求因实际利率的下行而增加，其他白银需求按供需平衡表中假设，供给方面，假设矿产银和再生银产量恢复，总供给量年复合增速恢复至 0.16%。经测算，乐观假设下 2021 年白银供给由过剩转为短缺 711 吨（占当年总供给的 2.23%），中性假设下 2021 年白银供给转为短缺 404 吨（占当年总供给的 1.27%），悲观假设下 2021 年白银供给转为短缺 96 吨（占当年总供给的 0.3%）。

图表 29：光伏产业白银需求预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>Supply</b>	32,179.2	33,099.7	33,050.0	32,897.6	32,098.3	31,619.4	31,818.4	31,869.3	31,920.3
<b>yoy</b>	2.2%	2.9%	-0.2%	-0.5%	-2.4%	-1.5%	0.6%	0.16%	0.16%
<b>Demand</b>	33,242.8	31,771.8	33,183.7	30,960.1	30,002.2	30,736.1	30,845.0	31,544.4	32,323.9
<b>Jewelry</b>	5,818.8	6,017.9	6,300.9	5,884.1	6,104.9	6,316.4	6,260.4	6,260.4	6,260.4
<b>yoy</b>	17.5%	3.4%	4.7%	-6.6%	3.8%	3.5%	-0.9%	0%	0%
<b>Industrial(exclude PV)</b>	12,760.35	12,477.36	12,505.29	12,334.23	12,918.92	13,030.95	12,819.43	12,819.48	12,819.54
<b>yoy</b>	3.7%	-2.2%	0.2%	-1.4%	4.7%	0.9%	-1.6%	0%	0%
<b>PV</b>	1570.55	1505.24	1682.51	2914.07	3165.98	2876.75	3069.57	3205.82	4000.86
<b>yoy</b>	-8.2%	-4.2%	11.8%	73.2%	8.6%	-9.1%	6.7%	4.4%	24.8%
<b>Physical Investment</b>	9,333.1	8,788.9	9,653.4	6,652.3	4,857.8	5,153.3	5,787.7	6,366.47	6,366.47
<b>yoy</b>	24.6%	-5.8%	9.8%	-31.1%	-27.0%	6.1%	12.3%	10.0%	5.0%
<b>Silverware</b>	1,421.3	1,629.6	1,760.3	1,626.5	1,794.5	2,033.9	1,859.8	1,859.8	1,859.8
<b>yoy</b>	14.0%	14.7%	8.0%	-7.6%	10.3%	13.3%	-8.6%	0%	0%
<b>Photography</b>	1,424.4	1,356.0	1,281.3	1,175.6	1,091.6	1,063.6	1,048.1	1,032.4	1,016.9
<b>yoy</b>	-12.8%	-4.8%	-5.5%	-8.3%	-7.1%	-2.6%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
<b>Net Hedging Demand</b>	911.2	-	-	373.2	65.3	261.2	-	-	-
<b>Physical Surplus/Deficit</b>	-1,063.6	1,328.0	-133.7	1,937.5	2,096.1	883.2	973.4	314.9	-403.6

资料来源：Wind，世界白银协会、中泰证券研究所

图表 30：光伏产业白银需求预测

年份	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
白银供给总量预测（吨）	31818	31869	31920	31971	32023	32074	32125	32383
基准情况全球光伏安装量（GW）	115	125	163	187	215	247	284	572
乐观情况全球光伏安装量（GW）	115	125	175	210	252	302	363	903
悲观情况全球光伏安装量（GW）	115	125	150	165	182	200	220	354
单位光伏用银量预测（毫克/瓦）	26.72	25.65	24.63	23.64	22.69	21.79	20.92	17.05
乐观情况光伏用银（吨）	3069.57	3205.82	4308.62	4963.53	5717.98	6587.12	7588.36	15396.09
乐观情况光伏用银占白银总供给	9.6%	10.1%	13.5%	15.5%	17.9%	20.5%	23.6%	47.5%
中性情况光伏用银（吨）	3069.57	3205.82	4000.86	4416.95	4876.31	5383.45	5943.33	9747.09
中性情况光伏用银占白银总供给	9.6%	10.1%	12.5%	13.8%	15.2%	16.8%	18.5%	30.1%
悲观情况光伏用银（吨）	3069.57	3205.82	3693.10	3899.92	4118.31	4348.94	4592.48	6030.68

悲观情况光伏用银占白银总供给	9.6%	10.1%	11.6%	12.2%	12.9%	13.6%	14.3%	18.6%
乐观情况下供需平衡(吨)	973	315	-711	-1315	-2018	-2836	-3786	-11336
中性情况下供需平衡(吨)	973	315	-404	-769	-1177	-1633	-2141	-5687
悲观情况下供需平衡(吨)	973	315	-96	-252	-419	-598	-790	-1971

资料来源: Wind, 世界白银协会、中泰证券研究所

- **金银比**, 是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。从 1998 年至今 20 年间, 金银比总体上运行于 40-80 区间, 靠近区间上沿, 则往往银价相对黄金被低估。截至 5 月 13 日, 当前金银比 86.93, 环比回升 3.21。

**图表 31: 金银比(伦敦现货)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 32: 金银比修复行情历史复盘**

起始日期	结束日期	修复时间(天数)	金银比变化	白银涨幅	黄金涨幅
2003/6/5	2006/5/30	1090	81.94→50.07, 变化 38.89%	190%	77%
2008/10/10	2011/4/28	930	84.39→31.71, 变化 55.31%	381%	81%
2016/2/29	2016/7/14	136	83.20→65.79, 变化 20.93%	36%	8%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

## 4. 基本金属: 国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑

### 4.1 基本金属: 国内社融逐步见底 VS 海外流动性开启收缩周期

- **两会强化全面稳增长**: 政府工作报告强调面临新的下行压力, 今年要把稳增长放在更加突出的位置, 22 年 GDP 增长目标 5.5% 左右, 而在去年 Q4 经济增速 4% 的情况下, 预计宽信用政策将进一步出台, 考虑政策放松到实体经济的传导时间, 预计 3 月及二季度将是政策的集中发力期, 宽信用渠道有望逐步打开, 对铜铝等基本金属需求的支撑有望持续体现。

**图表 33: 国内社融数据有望筑底回升 (%)**
**图表 34: 国内定调稳增长的政策主线**





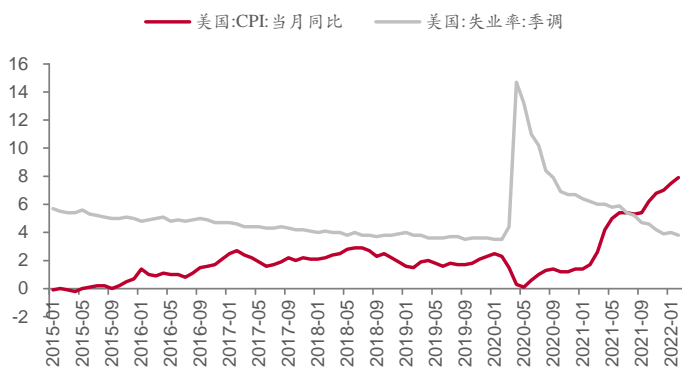
来源: Wind, 中泰证券研究所

时间	会议名称	主要内容
2021-12-06	中央政治局会议	明年经济工作要稳字当头、稳中求进。
2021-12-10	中央经济工作会议	明年经济工作要稳字当头、稳中求进,各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任,政策发力适当靠前。
2021-12-16	国务院政策例行吹风会	加强和完善地方政府专项债,为稳定宏观经济提供有力支撑。
2021-12-24	人行货政四季度例会	稳字当头、稳中求进,加大跨周期调节力度,与逆周期调节相结合,统筹做好今明两年政策衔接,支持经济高质量发展。

来源: Wind, 中泰证券研究所

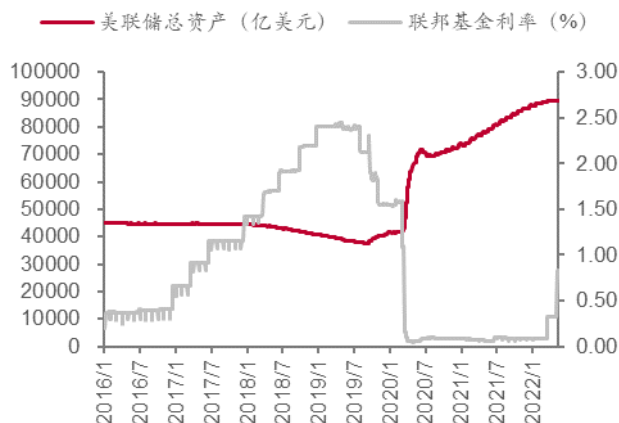
■ 但海外正处于流动性收缩周期的起点位置,伴随着通胀的快速上行及就业的持续恢复,以及海外对防疫政策的躺平,未来收水也成为了必然,因为疫情带来海外无限量 QE 及低利率环境正逐步退潮,而伴随着流动性的退潮,终端的投资需求也将受到一定影响。

图表 35: 美国就业持续改善,通胀快速攀升 (%)



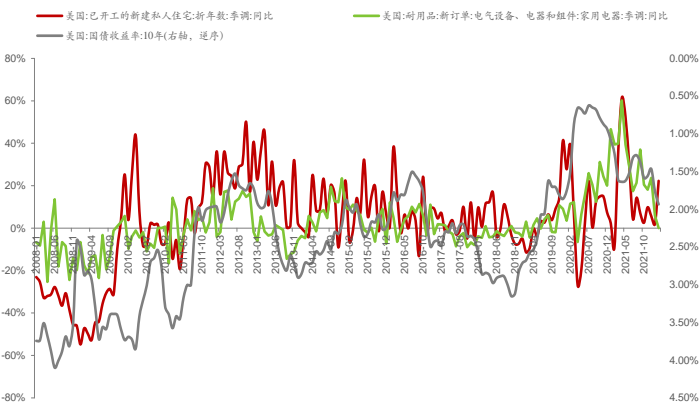
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 海外宽松环境正逐步退潮 (%)



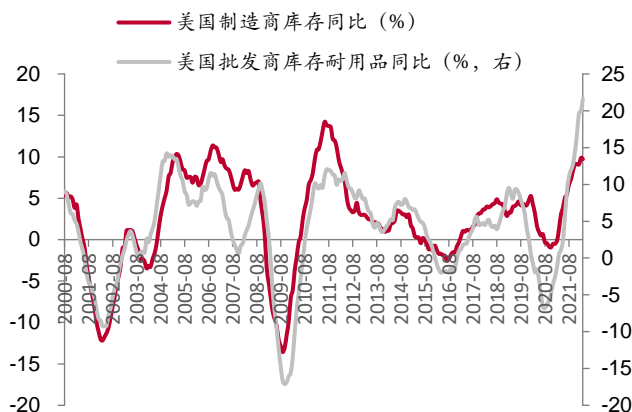
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 37: 美债利率与耐用品消费周期显著负相关



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 38: 美国制造商、批发商库存处于高位



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ 俄罗斯在整体有色金属供给中占据重要位置,根据 USGS 最新披露数

据，俄罗斯的钨、锑、钒、铂、钛、镍、黄金等金属在全球供给上占比均超 10%，其中钨和锑产量占比均在 20%以上，铜、铝、银、镁等大宗金属的供给在全球供给中占比在 4-5%；乌克兰在有色金属的供给占比相对较低，主要的有色金属供给包括氧化铝、钛、锰精矿等，但在全球总产量的占比在 2%左右，对全球有色金属的供应影响相对有限。随着到俄乌的紧张局势的持续发展，美国与欧盟对俄罗斯的制裁措施不断升级，包括贸易制裁、禁止俄罗斯几家主要银行使用 SWIFT 国际结算系统、对俄罗斯央行实施“限制性措施”等，或对有色金属市场造成一定的供应风险。

**图表 39：俄罗斯有色金属品种产量在全球的占比**

	2020年俄罗斯产量在全球占比	2021年E俄罗斯产量在全球占比
钨	43%	37%
锑	23%	23%
钒	19%	17%
铂	14%	11%
钛和二氧化钛	13%	13%
镍	11%	11%
黄金	10%	10%
铝	6%	5%
银	6%	5%
镁金属	5%	6%
铜矿	4%	4%
冶炼铜	4%	4%

来源：USGS、中泰证券研究所

**图表 40：乌克兰有色金属品种产量在全球的占比**

	2020年乌克兰产量在全球占比	2021年E乌克兰产量在全球占比
氧化铝	1%	1%
锰精矿	3%	3%
钛和二氧化钛	2%	3%

来源：USGS、中泰证券研究所

#### 4.2 铝：国内铝厂复产有序进行，需求整体以观望为主

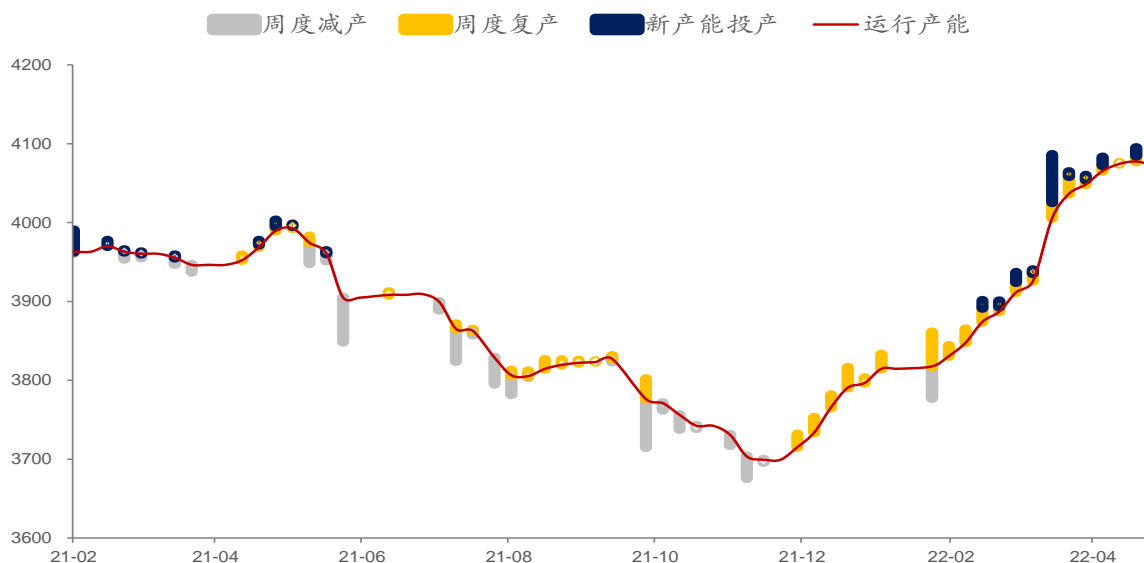
- 国家发改委发布完善煤炭市场价格形成机制通知，市场逐步消化政策，本周动力煤期货环比下调。国家发展改革委印发通知，进一步完善煤炭市场价格形成机制。《通知》明确了三项重点政策措施：一是引导煤炭价格在合理区间运行，二是完善煤、电价格传导机制，三是健全煤炭价格调控机制。本周动力煤期货价格收 830.80 元/吨，环比下跌 1.82%。
- 铝企复产有序进行。截至 2022 年 5 月 12 日，2022 年中国电解铝总复产规模 367.2 万吨，已复产 228.5 万吨，待复产 138.7 万吨，预期年内还可复产 127.7 万吨，预期年内最终实现复产累计 356.2 万吨。

**图表 41：电解铝企业已复产、拟复产情况（单位：万吨）**

省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计
贵州	贵州华仁新材料有限公司	15	5	2022 年 1 月	10	0	5
云南	云南文山铝业有限公司	39	39	2022 年 1 月	0	7	39
云南	云南神火铝业有限公司	30	30	2022 年 1 月	0	0	30
云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	10	2022 年 1 月	0	0	10
云南	云南其亚金属有限公司	2	2	2022 年 1 月	0	0	2
云南	云南铝业股份有限公司	53	49	2022 年 1 月	4	4	53
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司	4	4	2022 年 1 月	0	0	4

内蒙	鄂尔多斯市蒙泰新型铝合金材料有限责任公司	8	8	2022年1月	0	0	8
内蒙	内蒙古锦联铝材有限公司	4	4	2022年1月	0	1	4
内蒙	包头铝业有限公司	2	2	2022年1月	0	0	2
内蒙	内蒙古创源金属有限公司	15	14	2022年1月	1	0	14
山西	中铝山西新材料有限公司	15	15	2022年1月	0	0	15
河南	焦作万方铝业股份有限公司	12	10	2022年1月	2	2	12
山西	兆丰铝电有限责任公司	5.7	0	2022年Q2	5.7	5.7	5.7
青海	青海海旅源绿能铝业有限公司	10	10	2022年2月	0	0	10
青海	青海西部水电有限公司	5	3	2022年3月	2	2	5
山西	山西中铝华润有限公司	10	10	2022年2月	0	0	10
广西	广西田林百矿铝业有限公司	5	5	2022年3月	0	0	5
广西	广西翔吉有色金属有限公司	3.5	3.5	2022年3月	0	0	3.5
贵州	遵义铝业股份有限公司	5	5	2022年3月	0	0	5
甘肃	中国铝业股份有限公司连城分公司	40	0	2022年4月	40	40	40
广西	广西百色银海铝业有限公司	9	0	2022年Q3末	9	9	9
广西	广西来宾银海铝业有限公司	25	0	2022年Q3末	25	25	25
广西	广西百矿铝业有限公司	30	0	2022年Q3	30	30	30
广西	广西苏源投资股份有限公司	10	0	2022年Q3	10	10	10
	总计	367.2	228.5		138.7	127.7	356.2

资料来源：百川、中泰证券研究所

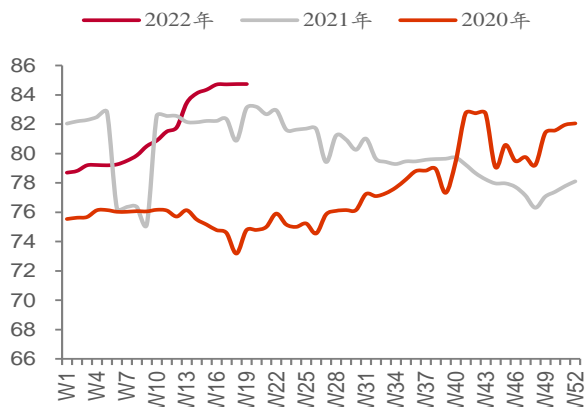
**图表 42: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)**


来源：百川、中泰证券研究所

- 本周电解铝产量维持不变，需求整体以观望为主。根据百川，本周电解铝产量 84.73 万吨，环比上升 0.00%。供给端，国内积极保供，优质

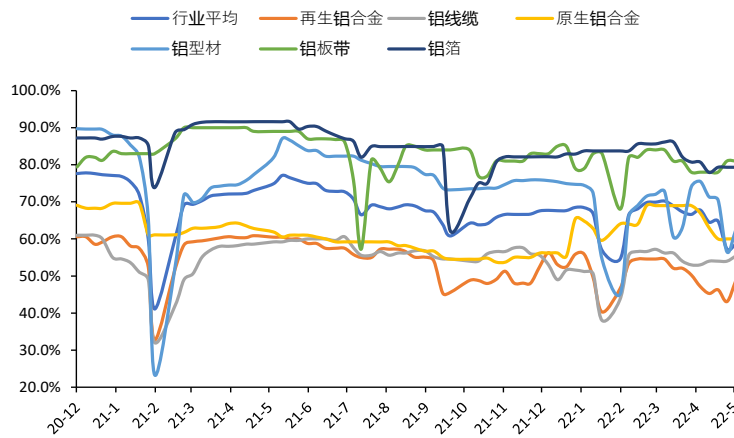
产能加速释放，国内供应依然维持在高位，从总量角度甚至可以覆盖外贸煤缺口。需求端，周内国内下游大部分前期五一放假企业恢复生产，江浙沪地区部分下游开工受疫情干扰减小，开工小幅回升。叠加周内铝现货价格出现 19640 元/吨的低点，下游备库积极性有所提升，周内铝社会库存维持降库状态，提振沪铝走势。

图表 43: 电解铝周度产量整体有所回升 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

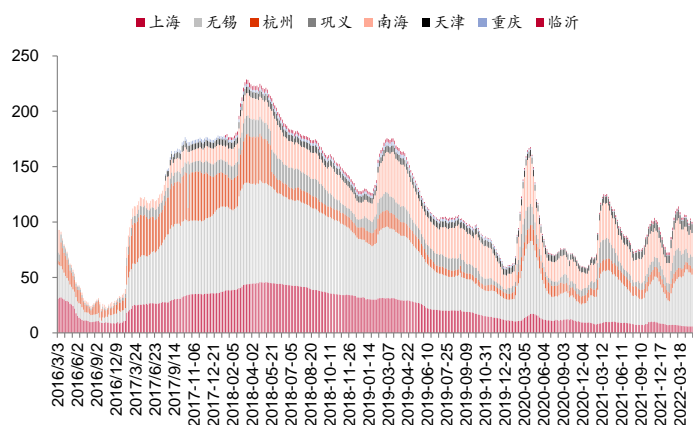
图表 44: 铝下游企业周度开工数据 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

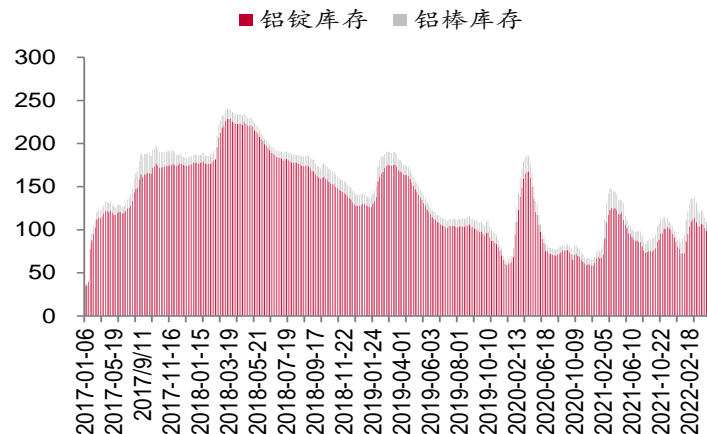
- 本周国内铝社库整体下降，海外 LME 铝库存再次去库。5 月 12 日，SMM 统计国内电解铝社会库存 100.3 万吨，较上周四库存环比下降 3 万吨，而同比去年同期下降 5.8 万吨。其中，无锡地区本周库存下降 1.6 万吨至 46.9 万吨；巩义地区目前出货和到货都正常，前期延迟的货量逐渐到货；佛山地区停止累库且环比上周四下降 0.8 万吨；杭州地区五一后出库表现亮眼，库存降至 5.6 万吨。海外方面，继上周 LME 铝库出现近 11 周的首次累库后，本周 LME 铝库再次去库，截至 5 月 13 日，LME 铝库存为 53.98 万吨，周环比下降 2.85 万吨。

图表 45: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

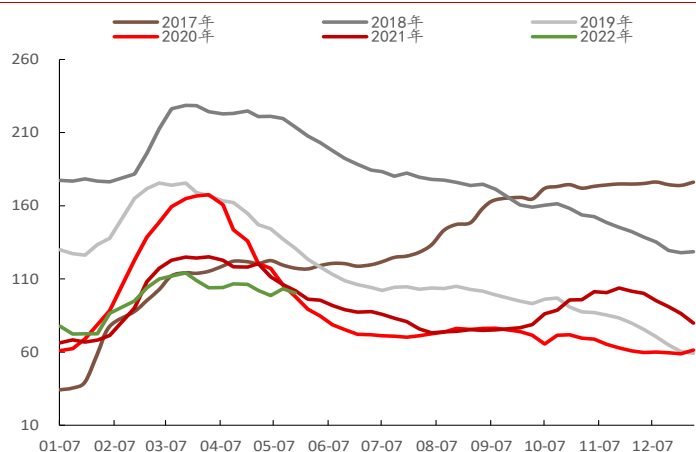
图表 46: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

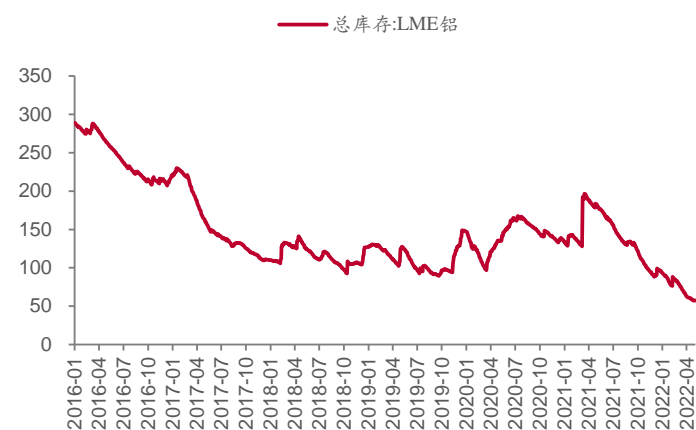
图表 47: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)

图表 48: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



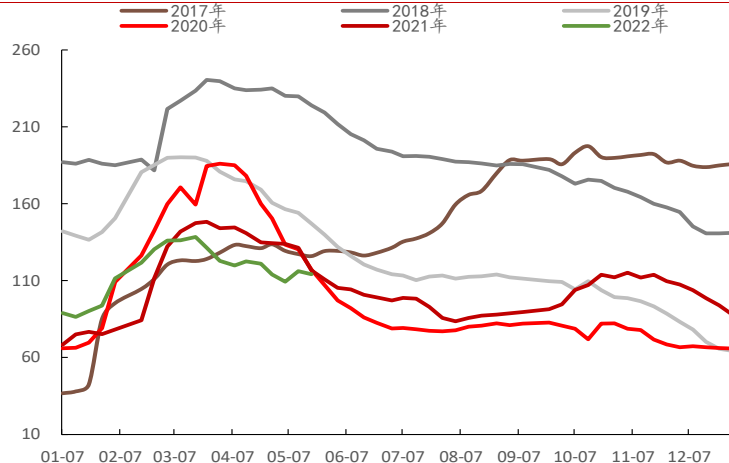
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 49: LME 铝期货库存变动 (万吨)



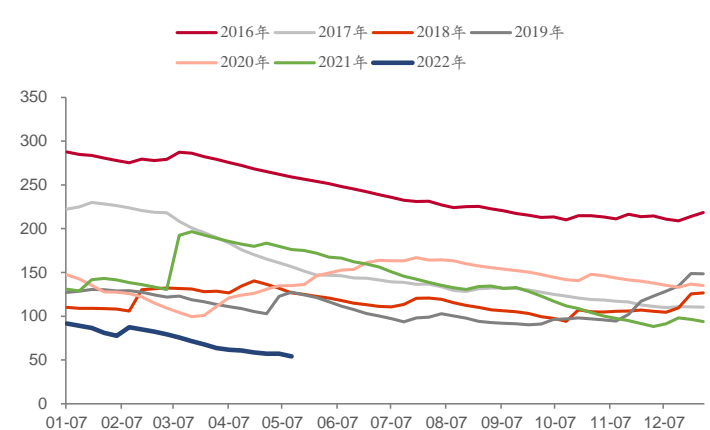
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 51: 电解铝的完全成本构成



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 50: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)



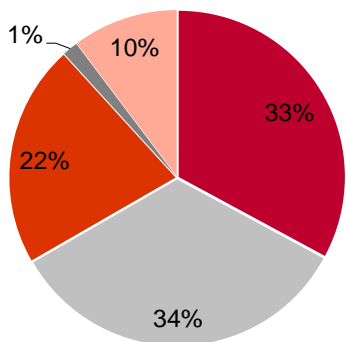
来源: SMM, 中泰证券研究所

- 电解铝、预焙阳极、氧化铝盈利有所分化。**截至 5 月 13 日, 氧化铝价格 3,002 元/吨, 环比上升 0.17%, 氧化铝成本 2,931 元/吨, 环比上涨 0.76%, 吨毛利 71 元/吨, 环比下降 19.43%; 阳极价格 7,758 元/吨, 环比上涨 0.00%, 阳极周内平均成本 7,217 元/吨, 环比上涨 3.72%, 周内平均吨毛利 540 元/吨, 环比上涨 21.66%。按即时原材料价测算电解铝即时成本 18,003 元/吨, 环比下降 0.31%, 电解铝长江现货价格 20,100 元/吨, 环比下跌 0.99%, 吨铝盈利 1,392 元, 环比回落 6.43%。具体走势如下:

图表 52: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)



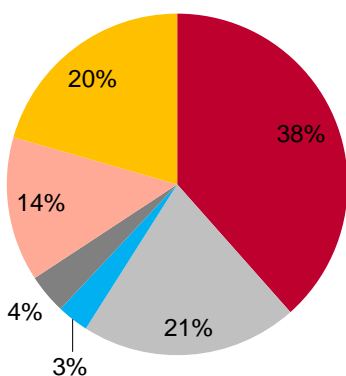
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源: Wind, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 53: 氧化铝生产成本构成

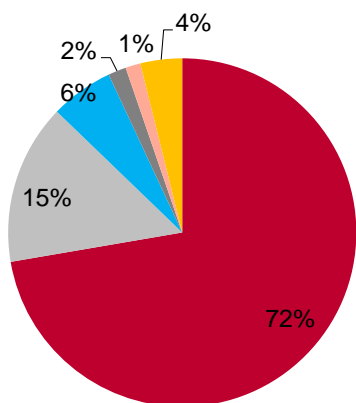
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源: Wind, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

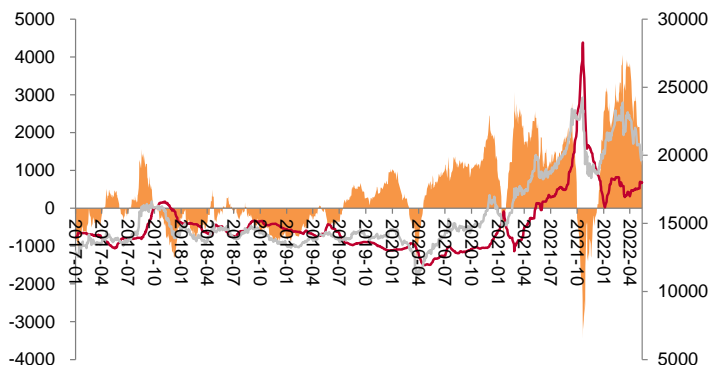
图表 55: 预焙阳极生产成本构成

■ 石油焦 ■ 煤沥青 ■ 焙烧费 ■ 销售及运费 ■ 环保费 ■ 其他成本



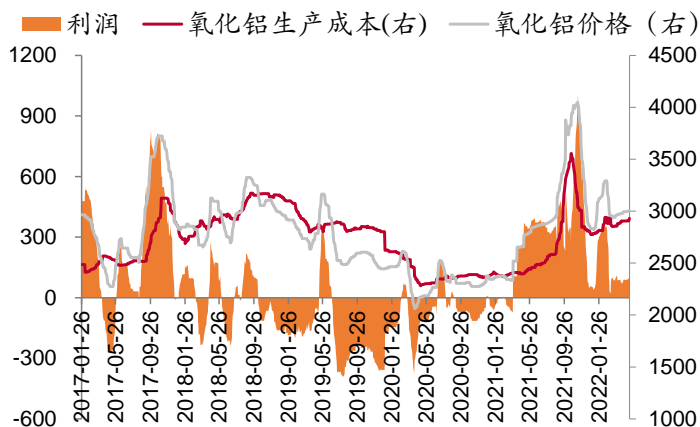
来源: Wind, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

■ 利润 ■ 完全成本 (右轴) ■ 长江现货价格 (右轴)



来源: WIND, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

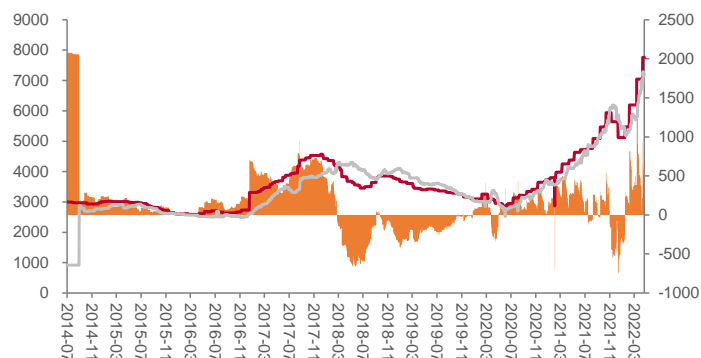
图表 54: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



来源: WIND, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 56: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨)

■ 吨毛利 (右轴) ■ 预焙阳极价格 ■ 吨成本

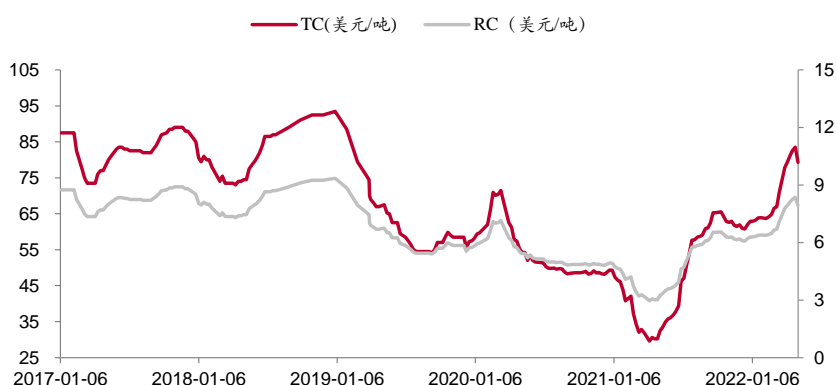


来源: WIND, 亚洲金属网, 中泰证券研究所  
注: 行业利润测算考虑了两个月的原料库存影响

#### 4.3 铜：各地物流逐步恢复，铜库存堆积得到缓解

- 国内需求端逐步减弱，市场处于消化库存状态。截止本周五（5月13日）SMM进口铜精矿指数（周）报79.28美元/吨，较上期5月6日指数下跌3.05美元/吨。周内市场交投活跃度较低，且随着祥光以及方圆一期的复产预期，买卖双方呈报还盘呈现分歧，卖方报盘明显回落至70高位，但大部分冶炼厂由于当下原料库存偏高采购意愿不强，还盘基本紧贴80，欲守住整数关口。从少量成交船期看，基本仍然坐落于6月，但市场买卖试探性围绕于第三季度的报询盘有所增多。

**图表 57：铜矿 TC/RC 转升为降**

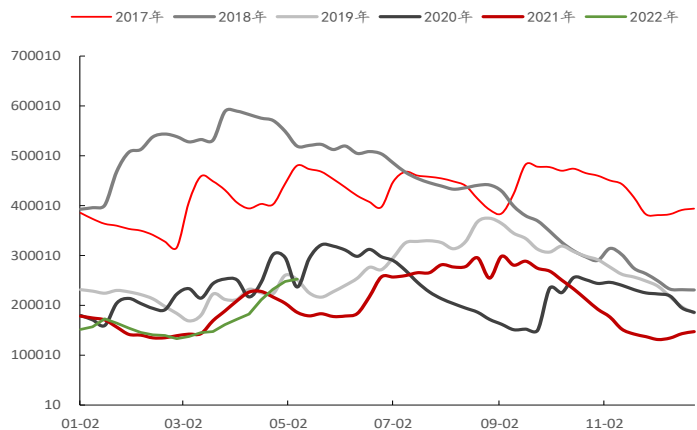


来源：SMM，中泰证券研究所

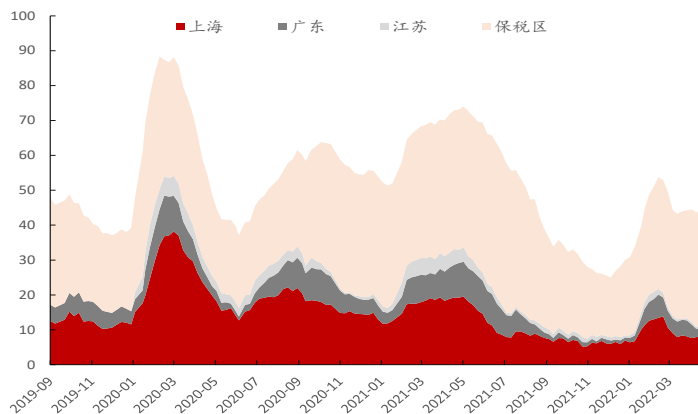
- 库存变化：社会库存方面**，截至5月13日，上海、江苏、广东三地社会库存11.60万吨，较上周减少0.11万吨。据SMM调研了解，本周五（5月13日）国内保税区铜库存环比上周五（5月6日）减少0.21万吨至32.70万吨，库存在连续六周增长后首次转为下降。其中上海保税区库存环比减少0.28万吨至29万吨，广东保税区库存环比增加0.07万吨至3.70万吨。受进口盈利驱动，国内进口商报关进口速度加快，保税仓库周内出库量环比提升，并且现在上海保税仓库仍有排队待提货者，预计后续库存仍有下降空间。另外SMM了解到，此前受疫情影响交易和运输而被迫堆积在港口的库存已经大幅去化。**海外库存（期货）方面**，LME铜库存连续两周回升，截止5月13日，LME+COMEX铜库存量25.24万吨，与上周同期相比回升4,375.93吨。

**图表 58：LME+COMEX 库存变动趋势（吨）**

**图表 59：上海广东及保税区社会库存变动（吨）**



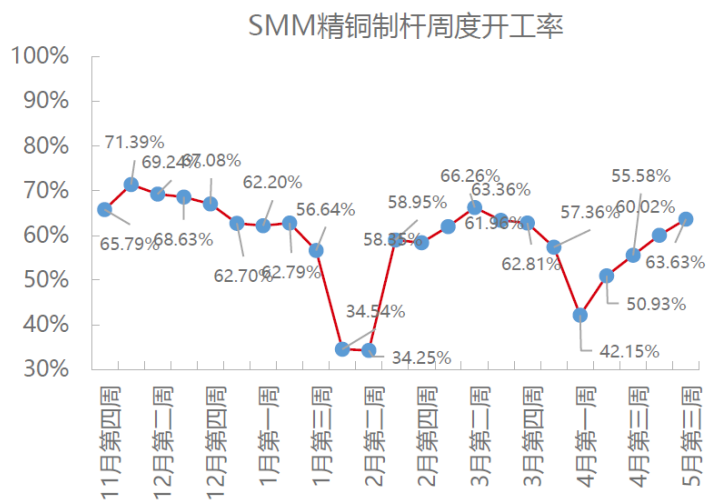
来源：SMM，中泰证券研究所



来源：SMM，中泰证券研究所

■ **各地物流逐步恢复，铜供应问题逐步缓解，铜价回落。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率为 63.63%，较上周回升 3.61%。本周铜价重心回落，下游刚需补库，精铜杆订单较节前有所好转。随着各地物流的持续恢复，电解铜供应问题已基本得到解决，且据 SMM 了解本周上海至华东其它区域的运费也在下降，铜杆企业的运输成本有所回落，上海与江浙地区的电解铜价差在持续缩窄。目前除宜兴地区疫情管控严格对采购生产有一定影响外，其它铜杆企业基本恢复正常生产。另外，本周铜价回落后，废铜商惜售挺价加剧了废铜的紧张程度，致使本周精废价差持续收窄至 152 元/吨。据 SMM 数据显示，由于原料成本高，周尾江西地区废铜杆对沪铜当月合约升水高至 200 元/吨附近，相比之下废铜杆价格优势荡然无存，下游企业转头采购更合适的精铜杆，提振了精铜杆消费。

**图表 60：铜下游企业开工率 (%)**

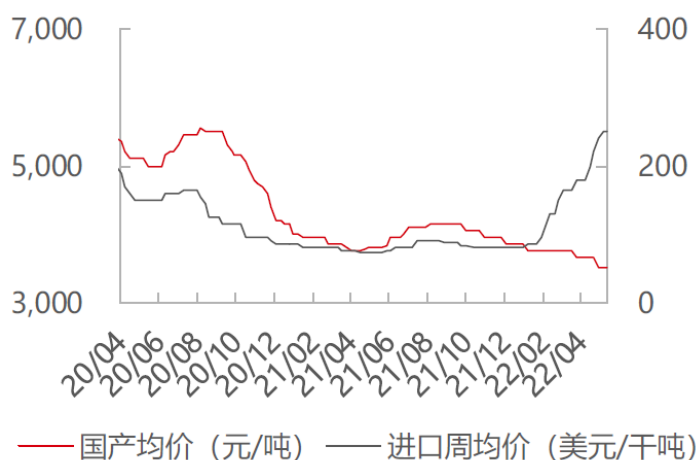


来源：SMM，中泰证券研究所

#### 4.4 锌：国内锌矿加工费继续走低

■ **人民币持续贬值，冶炼厂开始远月备货。**进入本周，锌的内外比价快速修复，锌的进口亏损有所收窄，但同时人民币汇率继续贬值，但由于比价修复的极快，美金锌矿的价格暂未崩塌，冶炼厂陆续开始做远月的备货，市场交易价集中在 240~260 美元/干吨，但部分贸易商亦下调报

价到 200 美金/干吨。国内加工费目前较为平稳，但供应依然较为紧张，冶炼厂积极询价国内加工费。

**图表 61: 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 62: 国产锌精矿分地区加工费**

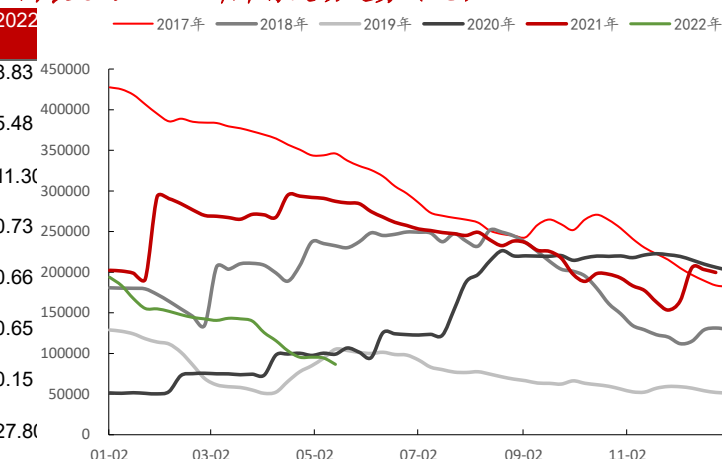
	2022/4/29	2022/5/6	2022/5/13	单位
国产 (周)	3650	3650	3650	元/金属吨
进口 (周)	240.0	250.0	250.0	美元/干吨
内蒙古	3450	3400	3400	元/金属吨
云南	3300	3300	3300	元/金属吨
湖南	3700	3700	3700	元/金属吨
广西	3700	3700	3700	元/金属吨
陕西	3650	3650	3650	元/金属吨
四川	3700	3600	3600	元/金属吨
甘肃	3700	3700	3700	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

- 沪伦比值持续走强，海外市场崩塌式下跌。** 本周沪伦比值持续上行，主要运行于 6.78-7.27 之间，进口亏损在 4781-3029 元/吨。本周由海外崩塌式下跌，迎来了内外比价大幅度的修复，受此影响，国内出口窗口关闭，同时矿端进口窗口开启，则 3 季度矿端供应紧缺将得到有效缓解。然由于国内疫情的防控仍未结束，消费端还未看到全面恢复，若海外情绪稳定，比价难有进一步上行空间。
- 库存变化: 国内方面**，据 SMM 了解，截至本周五 (5 月 13 日)，SMM 七地锌锭库存总量为 26.69 万吨，较本周一 (5 月 9 日) 减少 9100 吨，较上周四 (5 月 5 日) 减少 14200 吨。整体看，本周库存去库力度相对较强。上海地区，在提货恢复稳定后，锌价下跌提振市场采购情绪，且由于上海近段时间到货量极低，导致上海明显去库；天津地区，企业原料库存处于相对低位，而在锌价连续几日大跌后，下游纷纷补库，在消费好转叠加备库需求的情况下，天津贡献较大幅度去库量；广东地区，入库相对稳定，而由于压铸企业开工相对一般，导致下游刚需采购力度有限，库存小幅累库。总体来看，原沪粤津三地库存减少 9900 吨，全国七地库存录得减少 14200 吨。**LME 方面**，本周伦锌库存有所回落。截至 5 月 13 日，伦锌库存量 8.66 万吨，与上周比回落 7,825 吨。

**图表 63: 国内锌七地库存 (万吨)**

地区	2022/4/15	2022/4/22	2022/04/29	2022/05/06	2022/05/13
上海	8.93	9.07	9.17	9.08	8.70
广东	5.78	5.83	5.62	5.93	6.01
天津	11.73	11.63	11.48	11.33	10.64
江苏	0.75	0.60	0.50	0.54	0.48
浙江	0.54	0.55	0.26	0.53	0.25
山东	0.54	0.54	0.56	0.58	0.50
河北	0.14	0.14	0.12	0.12	0.11
七地	28.41	28.36	26.27	26.34	26.69

**图表 64: LME 锌库存变动趋势 (吨)**


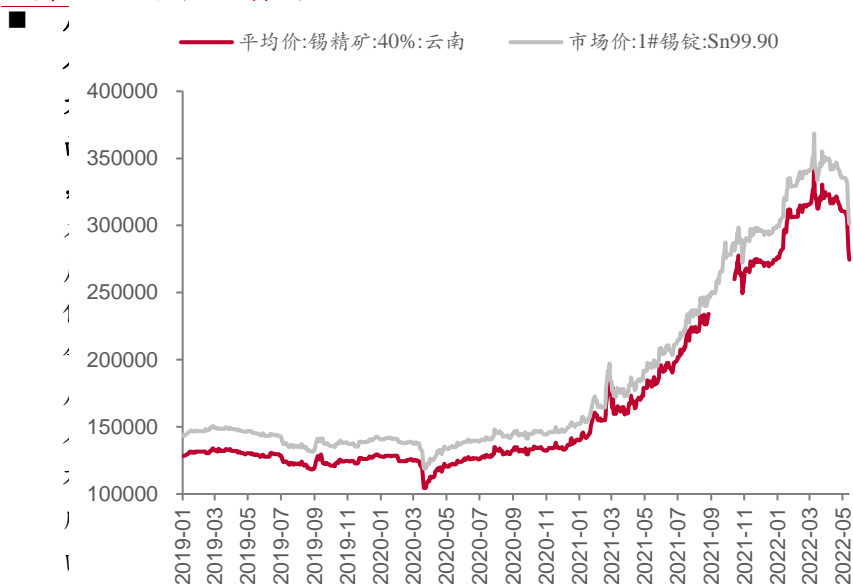
来源: SMM, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

#### 4.5 锡: 精锡与锡锭价格有所回落

- 本周精锡与锡锭价格有所回落。截止5月13日, 锡精矿(40%云南)报价 274,500 元/吨, 环比回落 11.52%; 锡锭(1#Sn99.90)报价 301,210 元/吨, 环比回落 10.12%。

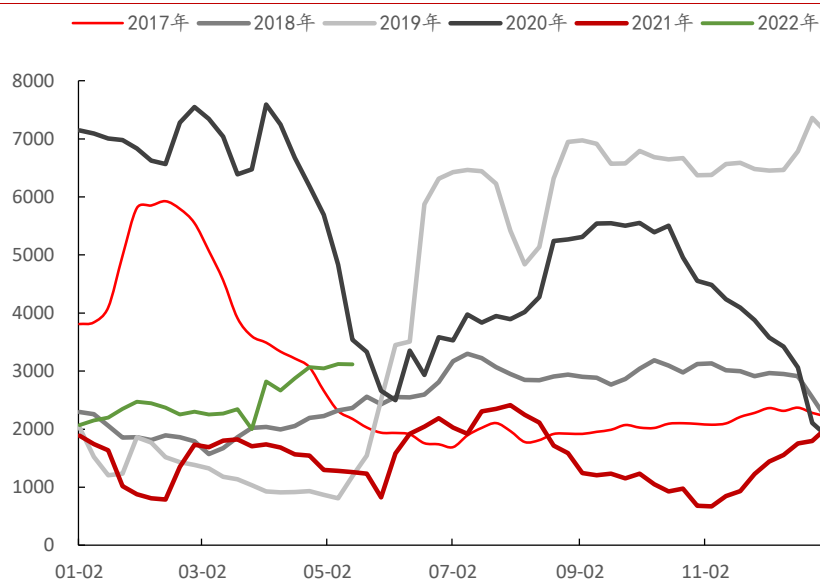
图表 65: 锡价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

截止 5 月 6 日, 伦锡库存量为 3,115 吨, 与上周相比减少 5 吨, 下跌 0.16%。

图表 66: LME 锡库存变动趋势 (吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 5.投资建议: 维持行业“中性”评级



- 贵金属，短期海外通胀仍具韧性，美联储重申控通胀为首要任务，在海外流动性持续收紧趋势下，贵金属下行压力日益凸显。
- 基本金属，我国经济工作定调“稳字当头”，稳增长政策将持续出台，支撑需求信心，但从全球来看：美联储紧缩周期下，耐用品需求依然回落，非方向性资产中寻找供给变革带来的结构性机会
- **核心标的：**1) 基本金属：云铝股份、神火股份、天山铝业、索通发展、紫金矿业、金诚信、铜陵有色等。2) 贵金属：山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、盛达资源等。

## 6.风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 肺炎疫情的风险
- 黄金价格波动风险
- 产业政策不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 新能源汽车销量不及预期的风险
- 钴锂原材料产能释放超预期带来的价格回落风险

**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。