

大宗金属

美联储紧缩预期升温，云南电解铝限产支撑铝价

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)	29,995.09
行业流通市值(亿元)	28,227.00

行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《【金属观察】国内电解铝投产复产状况如何，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
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
紫金矿业	8.68	0.60	0.87	1.02	1.11	14.6	10.0	8.5	7.8	2.5	买入
云铝股份	10.04	0.96	1.46	1.82	1.99	10.5	6.9	5.5	5.1	1.5	买入
神火股份	17.72	1.44	2.39	2.63	2.70	12.3	7.4	6.7	6.6	2.8	买入
金诚信	20.08	0.79	1.21	1.73	3.08	25.4	16.7	11.6	6.5	2.0	买入
山东黄金	17.37	-0.04	0.49	0.52	0.54	-401.2	35.8	33.2	32.4	2.6	增持
索通发展	30.75	1.35	2.62	5.61	7.65	22.8	11.8	5.5	4.0	2.5	买入

备注：数据取自2022年09月16日

投资要点

■ **【本周关键词】：美国通胀降幅低于预期，美联储加息预期升温**

■ **投资建议：维持贵金属“增持”评级，维持基本金属“中性”评级**

贵金属，高通胀支撑真实收益率定价模型残差处于极值水平，但美国经济回落难以避免，支撑金价预期由弱转稳，通胀具备韧性情形下，金价也将超预期上行，成长优势突出标的将会率先重估。基本金属，从全球来看：美联储紧缩周期下，耐用品需求持续回落，但国内稳增长政策持续出台，电解铝供给端长期收缩趋势不变，非方向性资产中寻找供给变革带来的长期结构性机会。

■ **行情回顾：1、美国 CPI 数据超预期，加息预期升温，美元指数走强，压制板块表现：**

1) 基本金属，美联储9月加息75bp预期升温，美元指数强势，基本金属整体回落，具体来看：LME铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为-0.7%、-0.3%、-2.5%、-1.2%、-1.0%、6.7%，价格整体下跌；2) 贵金属，受加息预期升温影响，本周十年期美债实际收益率0.91%→1.07%，COMEX黄金收1683.50美元/盎司，环比下跌2.61%；SHFE黄金收于383.6元/克，环比下跌1.52%。金价与实际利率背离仍处于300-400美元/盎司历史极值水平，但经济下行趋势下，金价底部或已探明。2、本周A股整体回落，申万有色金属指数收于4,988.63点，环比下跌7.23%，跑输上证综指3.08个百分点，黄金、稀有金属、工业金属、金属与非金属新材料的涨跌幅分别为-5.16%、-7.65%、-8.40%、-8.46%。

■ **宏观“三因素”总结：国内8月经济数据有所回升；美国8月CPI同比回落，但降幅低于预期；欧元区8月CPI同比与环比均回升，疫情升温。** 具体来看：1) 国内：本周披露国内8月工业增加值当月同比4.20%（前值3.80%，预期3.93%），8月固定资产投资累计同比5.80%（前值5.70%，预期5.26%），8月社会消费品零售总额当月同比5.40%（前值2.70%，预期4.38%）。2) 美国：本周披露美国8月CPI同比8.3%（前值8.5%，预期8.1%），季调环比0.1%（前值0.0%，预期-0.1%）；PPI最终需求季调同比8.7%（前值9.8%，预期8.8%），环比-0.1%（前值-0.4%，预期-0.1%）；8月零售总额季调环比0.18%（前值-0.35%），核心零售总额季调环比0.29%（前值-0.41%）。3) 欧元区：本周披露欧元区8月CPI同比9.1%（前值8.9%，预期9.1%），CPI环比0.6%（前值0.1%，预期0.5%）；欧元区9月ZEW经济景气指数-60.7（前值-54.9，预期-58.3）；本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊80337.0例，环比上周增加14850.2例，疫情升温。4) 8月全球制造业PMI为50.3，环比回落0.8，我们维持全球经济整体处于下行通道的判断。

### ■ 贵金属：美联储加息预期升温，金价有所承压

周内，美联储持续鹰派，8月美国CPI数据降幅低于预期，市场对9月美联储加息预期升温，黄金持续承压。当前金价走势取决于美国通胀和经济回落的相对强弱。在高通胀支撑下，使得真实收益率的定价模型的残差处于350美元左右的极值水平；另一方面美国经济回落难以避免，当前2.8%左右的远端名义利率离经济底部对应的1.5%左右仍有较大回落空间；根据我们测算，金价底部或在1700美元左右，而当通胀韧性较强时，金价有冲击历史新高的可能。金价预期由弱转稳，板块内成长优势突出标的将会率先被重估。

### ■ 基本金属：美元指数强势，基本金属价格有所承压

周内，美国CPI数据降幅低于预期，其中占比权重较高的燃油、汽油价格大幅下跌，但食品及核心CPI分项强于预期，市场对9月美联储加息的预期升温，美元指数强势下，基本金属价格有所承压。

- 1、对于电解铜，供给方面，国内电解铜产量20.46万吨，环比持平；需求方面，高温退去后，下游来自地产等工程项目陆续启动，拉动线缆需求增长。截至9月16日，上海、江苏、广东三地社会库存7.91万吨，较上周去库0.33万吨。
- 2、对于电解铝，供给端，本周云南省内电解铝企业目前均在执行减产10%的要求，但企业表示未来电力仍有紧张的情况，估计减产或扩大至20%左右的幅度。目前四川地区前期减产企业均在安排复产工作，但产量释放缓慢，随着云南企业的减产10%执行，国内电解铝供应压力增大提振铝市。需求端，周内国内铝下游开工持稳运行，部分地区仍受疫情等干扰，下游采购仍显不足，现货维持贴水状态，铝社库呈现小幅累库状态，国内电解铝社会库存67.5万吨，较上周四库存增加0.3万吨。随着云南地区减产幅度扩大，预计9月份电解铝库存量将出现降库或维持低位水平。盈利方面，本周氧化铝下跌带动铝成本小幅下滑，行业即时盈利好转。
  - 1) 氧化铝价格2,904元/吨，环比-0.55%，氧化铝成本3033元/吨，环比下跌0.26%，吨毛利-129元/吨，环比下降8元/吨。
  - 2) 预焙阳极方面，周内均价7811元/吨，环比持平，考虑1个月原料库存影响，周内平均成本8116元/吨，环比下降0.13%，周内平均吨毛利-305元/吨，环比上涨3.34%；如果不考虑原料库存，阳极周内平均成本7951元/吨，环比下降1.7%，周内平均吨毛利-140元/吨，环比上涨138元/吨。
  - 3) 按即时原材料价测算电解铝即时成本19033元/吨，环比下降1%，电解铝长江现货价格18870元/吨，环比上涨0.37%，吨铝盈利-108元，环比上涨174元/吨。
- 3、对于锌锭，供给端，周内锌锭产量10.416万吨，环比上升0.68%；需求方面，锌价震荡走弱，企业节后逢低补库，另有少量企业开始布局国庆备货，但整体消费仍偏弱运行。本周七地锌锭库存10.13万吨，较上周五累库0.45万吨。

### ■ 核心标的：

- 1) 贵金属：山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、盛达资源等。
- 2) 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。

- **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

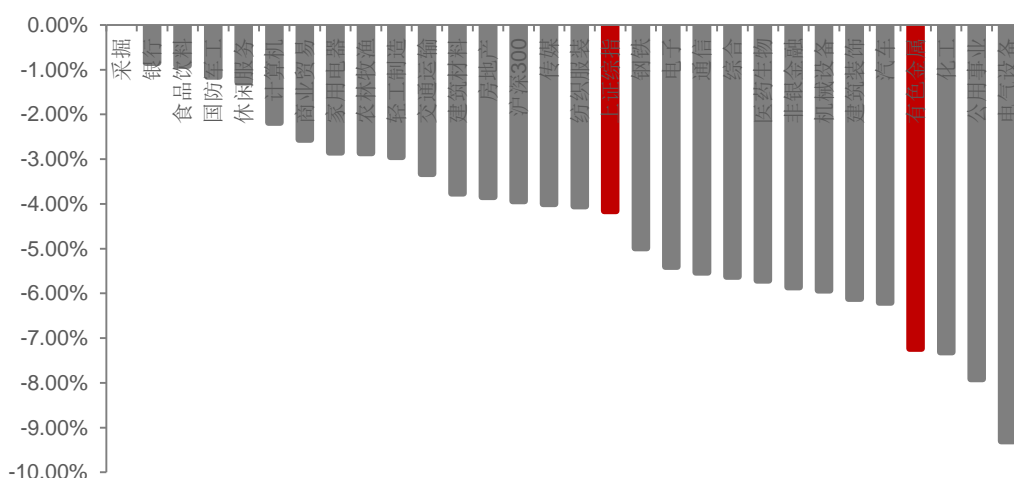
1. 本周行情回顾 .....	- 5 -
1.1 股市行情回顾：美股三大指数、A股整体回落 .....	- 5 -
1.2 贵金属：美联储加息预期升温，金价有所承压 .....	- 6 -
1.3 基本金属：美元指数强势，基本金属价格有所承压 .....	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪 .....	- 7 -
2.1 中国因素：国内8月经济数据边际修复 .....	- 7 -
2.2 美国因素：8月CPI降幅低于预期 .....	- 8 -
2.3 欧洲因素：8月CPI同比与环比均回升，疫情升温 .....	- 9 -
3. 贵金属：底部或已探明，高成长标的将率先被重估 .....	- 10 -
3.1 美国通胀持续超预期，支撑黄金及白银价格 .....	- 10 -
3.2 黄金ETF持仓本周回落，COMEX净多头结构延续 .....	- 12 -
3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代 .....	- 12 -
4. 基本金属：国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑 .....	- 15 -
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 .....	- 15 -
4.2 铝：国内电解铝供给收缩 .....	- 17 -
4.3 铜：限电影响缓解，但江西疫情扰动依然持续 .....	- 23 -
4.4 锌：周内锌矿加工费企稳，后续冶炼厂有上调加工费意向 .....	- 25 -
4.5 锡：精锡与锡锭价格有所回落 .....	- 27 -
5. 投资建议：维持贵金属“增持”评级、基本金属“中性”评级 .....	- 28 -
6. 风险提示 .....	- 28 -

## 1. 本周行情回顾

### 1.1 股市行情回顾：美股三大指数、A股整体回落

- 周内，美股三大指数整体回落（道指↓4.13%，纳斯达克↓5.48%，标普↓4.77%）。
- 本周A股整体回落：上证指数收于3,126.40点，环比下跌4.16%；深证成指收于11,261.50点，环比下跌5.19%；沪深300收于3,932.68点，环比下跌3.94%；申万有色金属指数收于4,988.63点，环比下跌7.23%，跑输上证综指3.08个百分点。

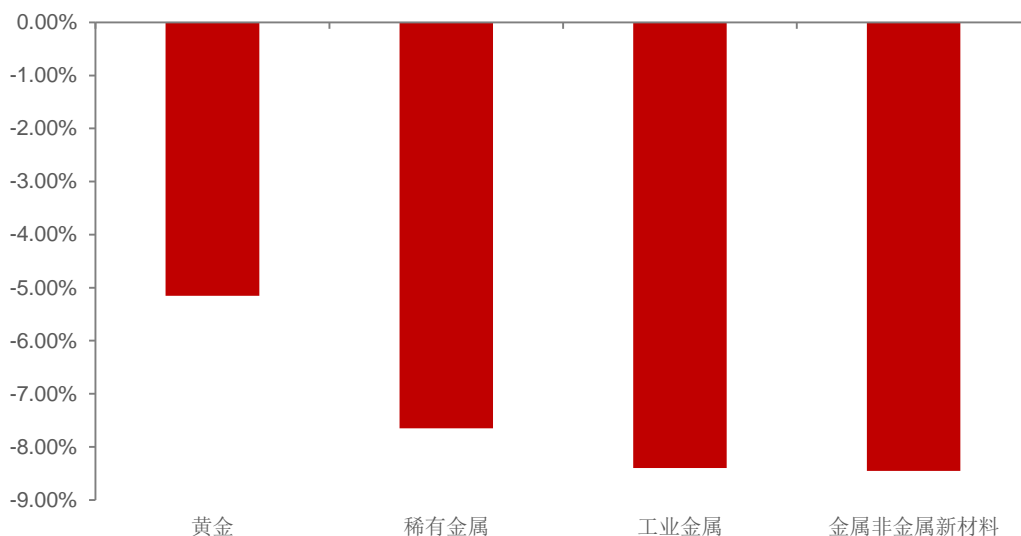
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，黄金、稀有金属、工业金属、金属与非金属新材料的涨跌幅分别为-5.16%、-7.65%、-8.40%、-8.46%。

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	2022.9.16 收盘价	2022.9.9 收盘价	周涨跌幅
002171.SZ	楚江新材	10.55	9.98	5.7%
000762.SZ	西藏矿业	49.37	48.73	1.3%
002149.SZ	西部材料	16.91	16.75	1.0%
603399.SH	吉翔股份	18.50	18.54	-0.2%
600456.SH	宝钛股份	46.86	47.24	-0.8%
600988.SH	赤峰黄金	21.09	21.50	-1.9%
000792.SZ	盐湖股份	26.56	27.20	-2.4%
601958.SH	金钼股份	8.23	8.49	-3.1%
688456.SH	有研新材	27.41	28.35	-3.3%
603979.SH	金诚信	20.08	20.77	-3.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

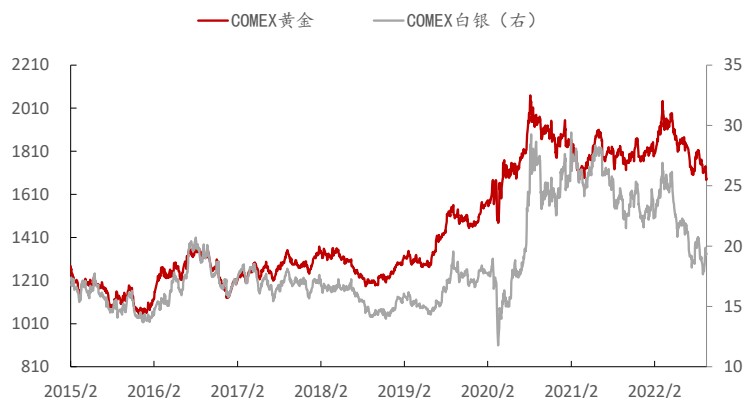
**图表 4: 周内有色金属领跌个股**

证券代码	证券名称	2022.9.16 收盘价	2022.9.9 收盘价	周涨跌幅
603612.SH	索通发展	30.75	39.62	-22.4%
603876.SH	鼎胜新材	51.51	61.00	-15.6%
600549.SH	厦门钨业	23.06	26.98	-14.5%
000807.SZ	云铝股份	10.04	11.66	-13.9%
002824.SZ	和胜股份	36.08	41.39	-12.8%
002056.SZ	横店东磁	19.58	22.44	-12.7%
600497.SH	驰宏锌锗	5.37	6.15	-12.7%
300337.SZ	银邦股份	10.20	11.59	-12.0%
002125.SZ	湘潭电化	16.05	18.21	-11.9%
000657.SZ	中钨高新	12.40	14.05	-11.7%

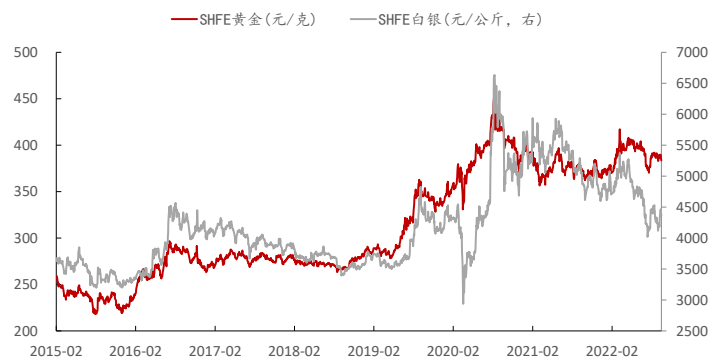
来源: wind, 中泰证券研究所

### 1.2 贵金属: 美联储加息预期升温, 金价有所承压

- 周内, 美联储持续鹰派下, 8 月美国 CPI 数据超预期, 市场对 9 月美联储加息 75bp 的预期升温, 黄金持续承压。截至 9 月 16 日, COMEX 黄金收 1683.50 美元/盎司, 环比下跌 2.61%; COMEX 白银收于 19.38 美元/盎司, 环比上涨 3.27%; SHFE 黄金收于 383.6 元/克, 环比下跌 1.52%; SHFE 白银收于 4362 元/公斤, 环比上涨 0.83%。

**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: 美元指数强势, 基本金属价格有所承压

- 周内, 美国 CPI 数据超预期, 其中占比权重较高的燃油、汽油价格大幅下跌, 显示通胀压力可能高于市场预期, 市场对 9 月美联储加息 75bp 的预期升温, 美元指数强势下, 基本金属价格有所承压。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅分别为-0.7%、-0.3%、-2.5%、-1.2%、-1.0%、6.7%, 价格整体下跌。

**图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅**

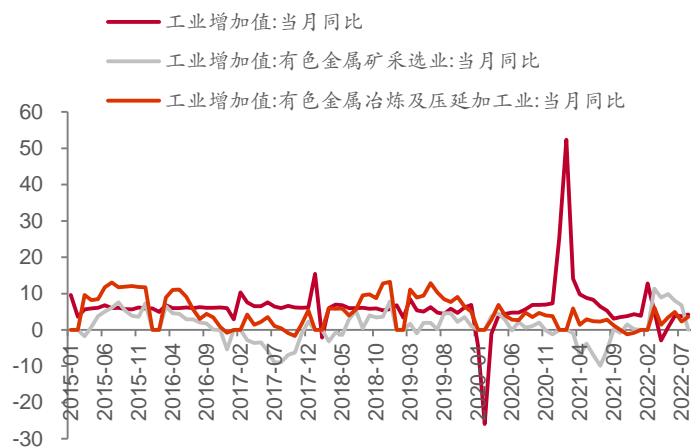
	交易所	最新价格	2020.1.23价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	2020.1.23至今涨跌幅	2010年至今价格分位数
铜	LME	7810	6082	-0.7%	-19.9%	28.4%	83.8%
	SHFE	61950	48020	-1.8%	-12.0%	29.0%	
铝	LME	2283	1794	-0.3%	-18.8%	27.3%	74.7%
	SHFE	18735	14100	-1.2%	-8.1%	32.9%	
铅	LME	1885	1988	-2.5%	-17.7%	-5.2%	63.3%
	SHFE	14925	14850	-0.1%	-2.5%	0.5%	
锌	LME	3155	2373	-1.2%	-10.8%	32.9%	82.1%
	SHFE	24350	18160	-1.5%	0.9%	34.1%	
锡	LME	21130	17200	-1.0%	-45.8%	22.8%	95.2%
	SHFE	176250	137340	-1.4%	-40.5%	28.3%	
镍	LME	24490	13375	6.7%	18.3%	83.1%	55.2%
	SHFE	186860	105850	-1.1%	22.9%	76.5%	

来源: wind, 中泰证券研究所

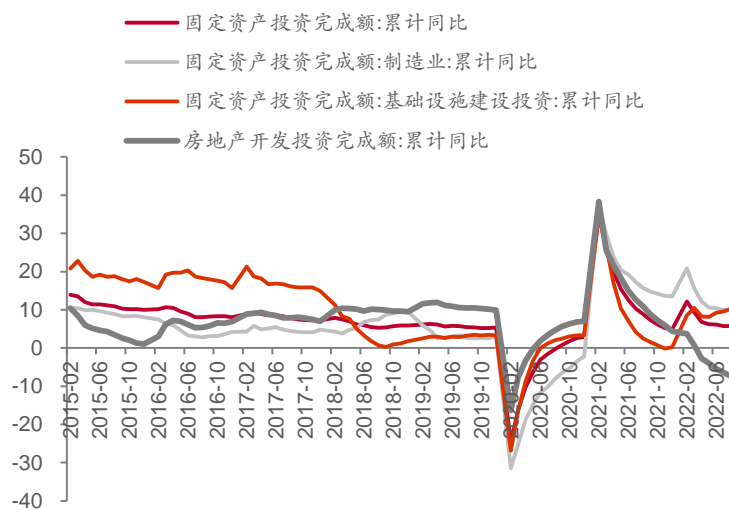
## 2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

### 2.1 中国因素：国内 8 月经济数据边际修复

- 国内 8 月经济数据边际修复。本周披露国内 8 月工业增加值当月同比 4.20%（前值 3.80%，预期 3.93%），8 月固定资产投资累计同比 5.80%（前值 5.70%，预期 5.26%），8 月社会消费品零售总额当月同比 5.40%（前值 2.70%，预期 4.38%）。

**图表 8：国内工业增加值当月同比 (%)**


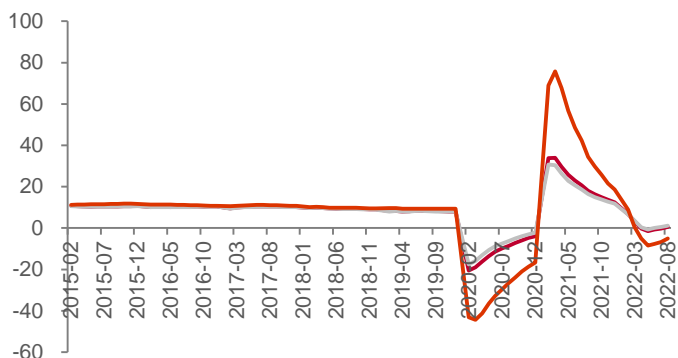
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 9：国内固定资产投资完成额累计同比 (%)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

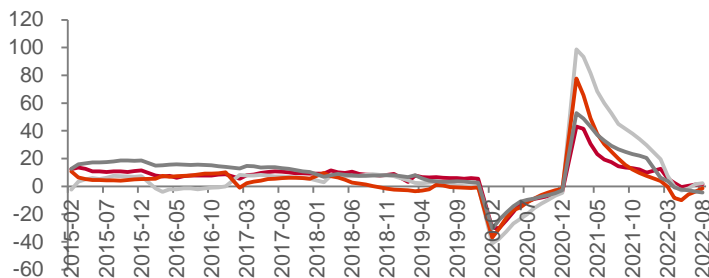
**图表 10：国内社会消费品零售总额累计同比 (%)**
**图表 11：国内零售额分项累计同比 (%)**

— 社会消费品零售总额:累计同比  
— 社会消费品零售总额:商品零售:累计同比  
— 社会消费品零售总额:餐饮收入:累计同比



来源: Wind, 中泰证券研究所

— 零售额:家用电器和音像器材类:累计同比  
— 零售额:金银珠宝类:累计同比  
— 零售额:汽车类:累计同比  
— 零售额:建筑及装潢材料类:累计同比

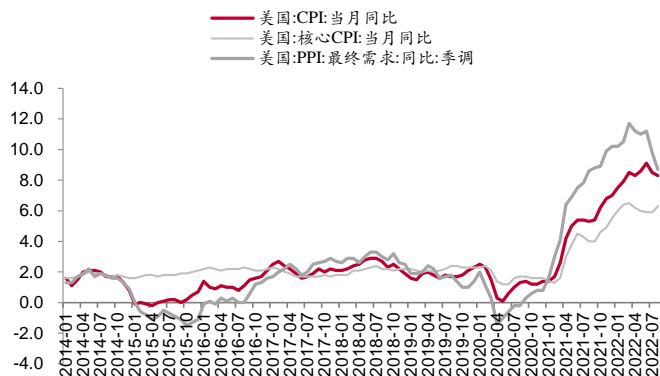


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 2.2 美国因素: 8月CPI降幅低于预期

- 美国 8 月 CPI 与 PPI 同比均有所回落。本周披露美国 8 月 CPI 同比 8.3% (前值 8.5%, 预期 8.1%), 季调环比 0.1% (前值 0.0%, 预期-0.1%); PPI 最终需求季调同比 8.7% (前值 9.8%, 预期 8.8%), 环比-0.1% (前值-0.4%, 预期-0.1%); 8 月零售总额季调环比 0.18% (前值-0.35%), 核心零售总额季调环比 0.29% (前值-0.41%)。

图表 12: 美国 CPI 与 PPI 同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 美国 Markit PMI 季调



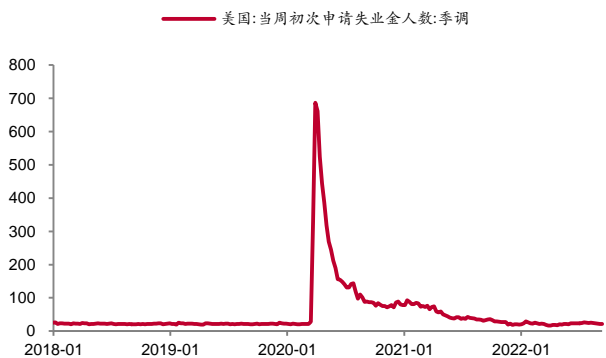
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国就业数据有所改善, 新增新冠确诊人数有所回落。本周披露上周初请失业金人数 21.3 万人, 环比下降 0.5 万人; 本周, 美国新增新冠确诊人数有所回落, 周一到五美国累计确诊 38.61 万例, 日均新增 7.72 万例, 环比下降 0.27 万例。

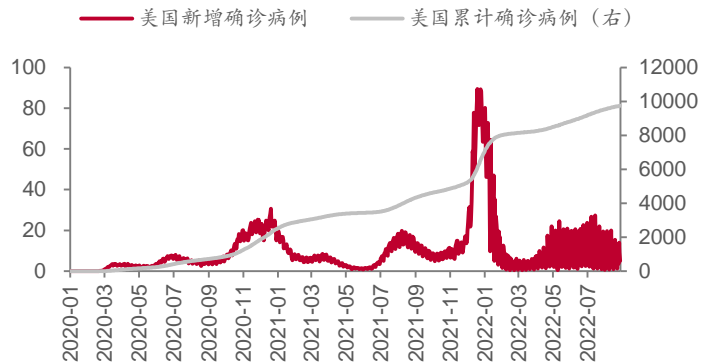
图表 14: 美国当周初请失业金人数 (千人)

图表 15: 美国当周新增确诊病例回落 (万人)





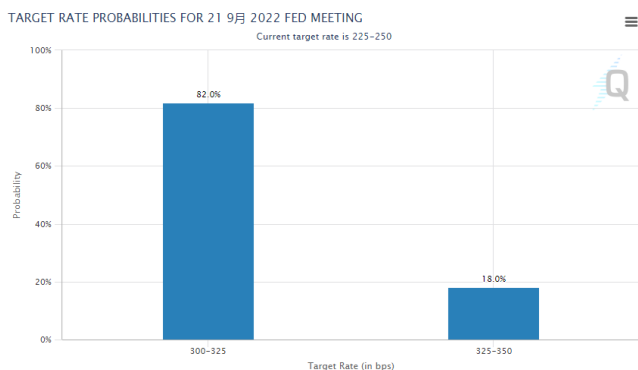
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **美联储9月加息75bp预期升温。**在美联储前期持续鹰派的表态影响下,美国8月份顽固的通胀加强了市场对于美国后期强力加息的预期。而周内CPI数据超预期,占比权重较高的燃油、汽油价格大幅下跌。这也意味着通胀压力远比市场想象中的要大,也导致市场对于下周的75基点加息预期上升至90%以上,甚至认为有加息100基点的可能性。

图表 16: 美联储9月加息预期



来源: CME, 中泰证券研究所

图表 17: 美元指数走势图



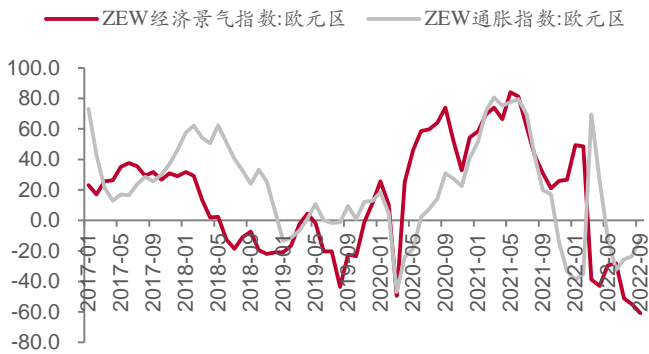
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 2.3 欧洲因素: 8月CPI同比与环比均回升, 疫情升温

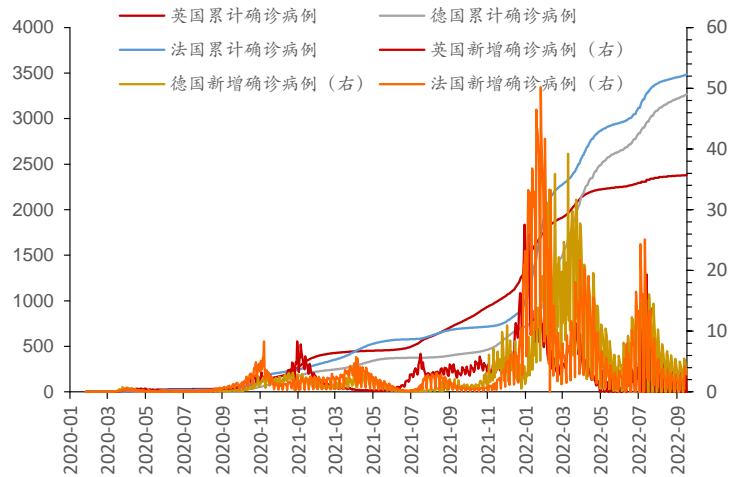
- **欧元区8月CPI同比与环比均回升。**本周披露欧元区8月CPI同比9.1% (前值8.9%, 预期9.1%), CPI环比0.6% (前值0.1%, 预期0.5%); 欧元区9月ZEW经济景气指数-60.7 (前值-54.9, 预期-58.3); 本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊80337.0例, 环比上周增加14850.2例, 疫情升温。

图表 18: 欧元区ZEW经济景气指数

图表 19: 欧洲主要国家新增新冠确诊人数回落 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所



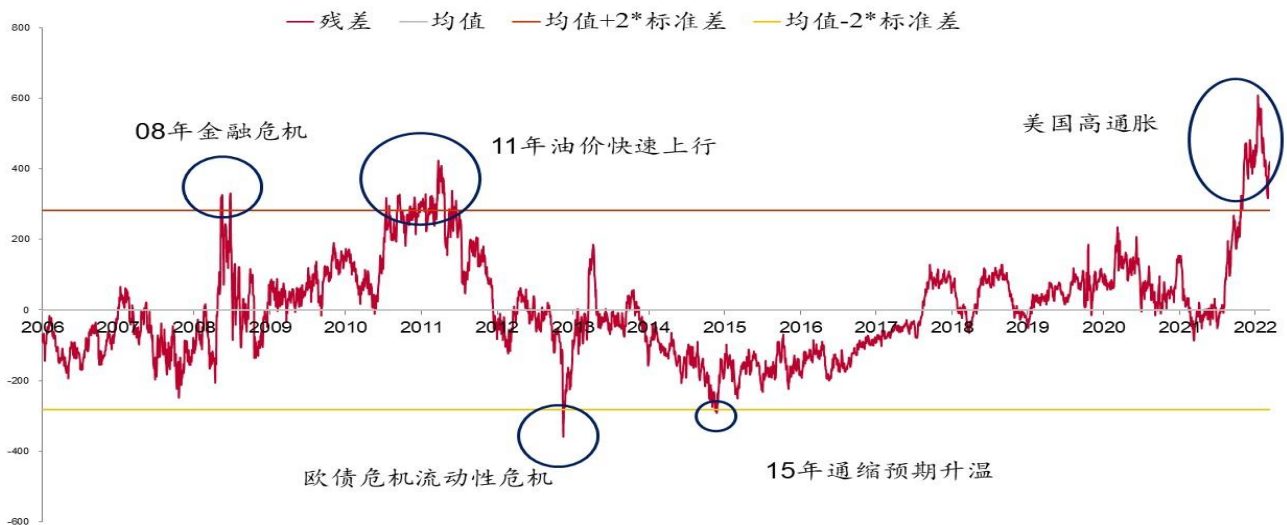
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3. 贵金属: 底部或已探明, 高成长标的将率先被重估

#### 3.1 美国通胀持续超预期, 支撑黄金及白银价格

- 高通胀支撑金价偏离实际利率。通过比较金价实际利率预测模型的残差我们发现, 2006 年至今, 残差均值基本为零, 意味着从长期来看, 美债真实收益率的预测模型依然有效, 两者之间存在稳定的锚定关系, 但短期来看该模型会因为流动性压力、通缩及通胀担忧以及金融市场的大幅波动带来较大扰动。如下图所示, 在 2008 年金融危机、2011 年油价快速上行时, 该指标到达历史极高值位置 (均值两倍标准差), 当 2013 年欧债危机导致的流动性危机、2015 年通缩预期升温时, 该指标又达到历史极低值附近 (负的均值两倍标准差)。那么目前看, 伴随着油价上涨及美国近四十年以来的高通胀, 该指标再次达到历史极高值附近, 使得真实收益率的预测金价和实际金价出现较大偏差。

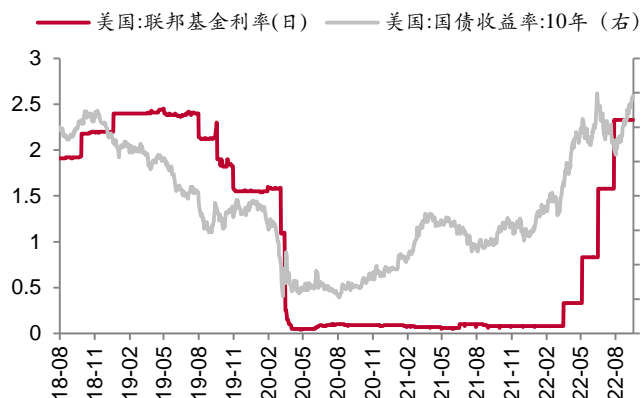
图表 20: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)



来源: WIND, 中泰证券研究所

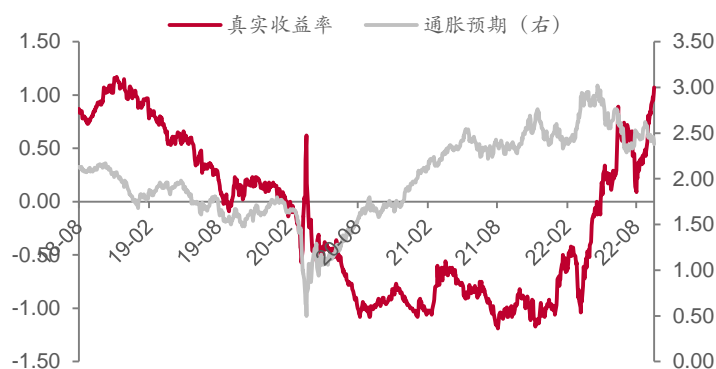
- 截至 9 月 16 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回落至 2.38%，10 年期国债实际收益率环比上升至 1.07%；截至 9 月 16 日，COMEX 黄金收 1683.50 美元/盎司，环比下跌 2.61%；COMEX 白银收于 19.38 美元/盎司，环比上涨 3.27%；SHFE 黄金收于 383.6 元/克，环比下跌 1.52%；SHFE 白银收于 4362 元/公斤，环比上涨 0.83%。

图表 21: 十年期美债回升, 基准利率持续攀升 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: 通胀预期与真实收益率 (%)



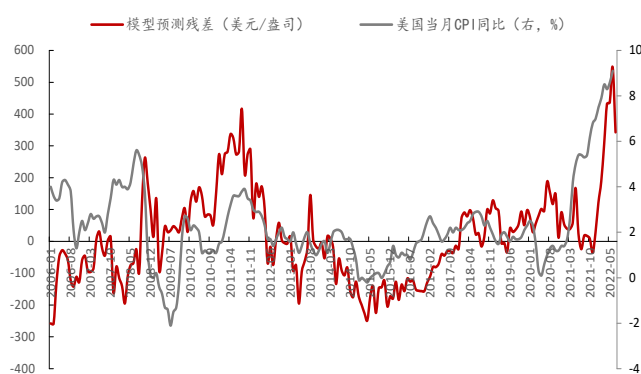
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 金价与十年期美国国债收益率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 最终金价走势将是通胀回落和远端真实收益率回落之间赛跑的结果。一方面，当前高通胀是支撑实际金价大幅偏离真实收益率预测模型的主要因素，通胀的回落将会导致这一支撑力的弱化，金价将向真实收益率预测的结果回归，另一方面，通胀回落并不是孤立事件，通常伴随着美国经济的衰退，在通胀预期处于高位的时期，通常对应真实收益率的下行，这对金价形成支撑，因此实际的金价走势将是美国通胀回落和远端真实收益率也即经济回落之间的赛跑。我们认为美国经济周期性回落趋势确立，通过比较前几轮经济周期，除了 20 年疫情之外，经济周期底部时，十年期美债名义收益率在 1.5% 左右，在美国经济回落至周期底部时，我们对通胀回落速度做出三种场景假设，分别对金价做相应分析：

1、乐观场景：美国通胀具备较强韧性，在高通胀支撑下，代表风险溢价的残差项仍能维持在中高位，但美国经济下行至周期底部，对应名义利率回

落至库存周期底部水平。

2、中性场景：美国通胀数据回落缓慢，代表风险溢价的残差项回落至中位水平，美国经济下行至周期底部，对应名义利率回落至库存周期底部水平。

3、悲观场景：美国通胀和经济同步回落，随着通胀回归 2% 目标，代表风险溢价的残差项进一步回落，同时美国经济下行至周期底部，对应名义利率回落至库存周期底部水平。

图表 25：真实收益率的定价模型下，金价的弹性空间测算

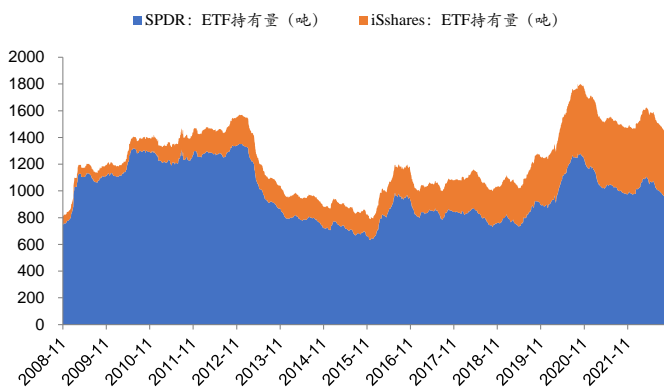
情形假设	十年期美债名义收益率	通胀预期	真实收益率	风险溢价 (\$/oz)	测算目标金价 (\$/oz)	目标金价对应人民币 (元/克)
2022/8/5	2.83%	2.46%	0.37%	426	1792	386
乐观情形	1.50%	2.40%	-0.90%	400	2171	468
中性情形	1.50%	2.20%	-0.70%	250	1957	422
悲观情形	1.50%	2.00%	-0.50%	100	1743	376

来源：wind、中泰证券研究所，注：汇率假设 1: 6.7, 1 盎司≈31.1 克

### 3.2 黄金 ETF 持仓本周回落，COMEX 净多头结构延续

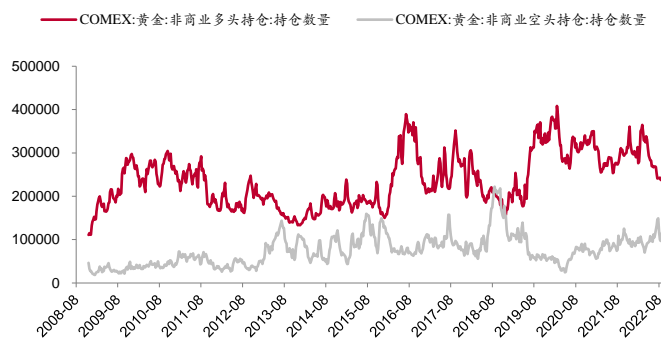
- **黄金 ETF 持仓回落，COMEX 净多头结构延续。**截至 9 月 16 日，黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,453.11 吨，环比下降 7.30 吨。截至 9 月 13 日，COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 22.59 万张附近 (前值 23.15 万张)，同时非商业空头持仓回升至 12.86 万张附近 (前值 12.77 万张附近)，净多头持仓量回落至 9.73 万张 (前值 10.39 万张)。

图表 26：黄金 ETF 持仓情况 (单位：吨)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 27：COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)



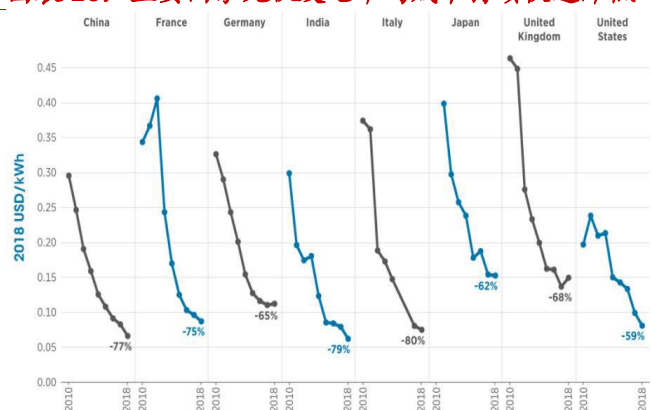
来源：Wind，中泰证券研究所

### 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。

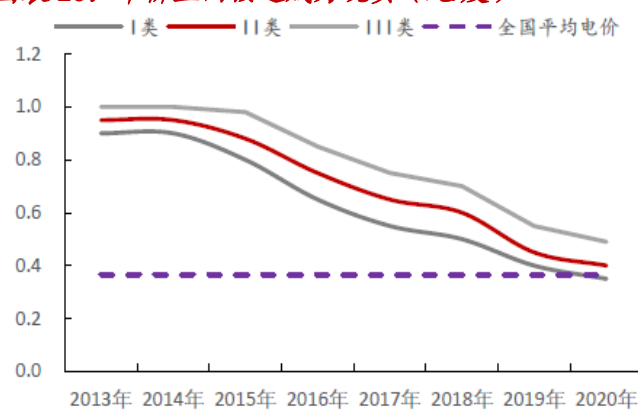
■ 随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，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 28: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低



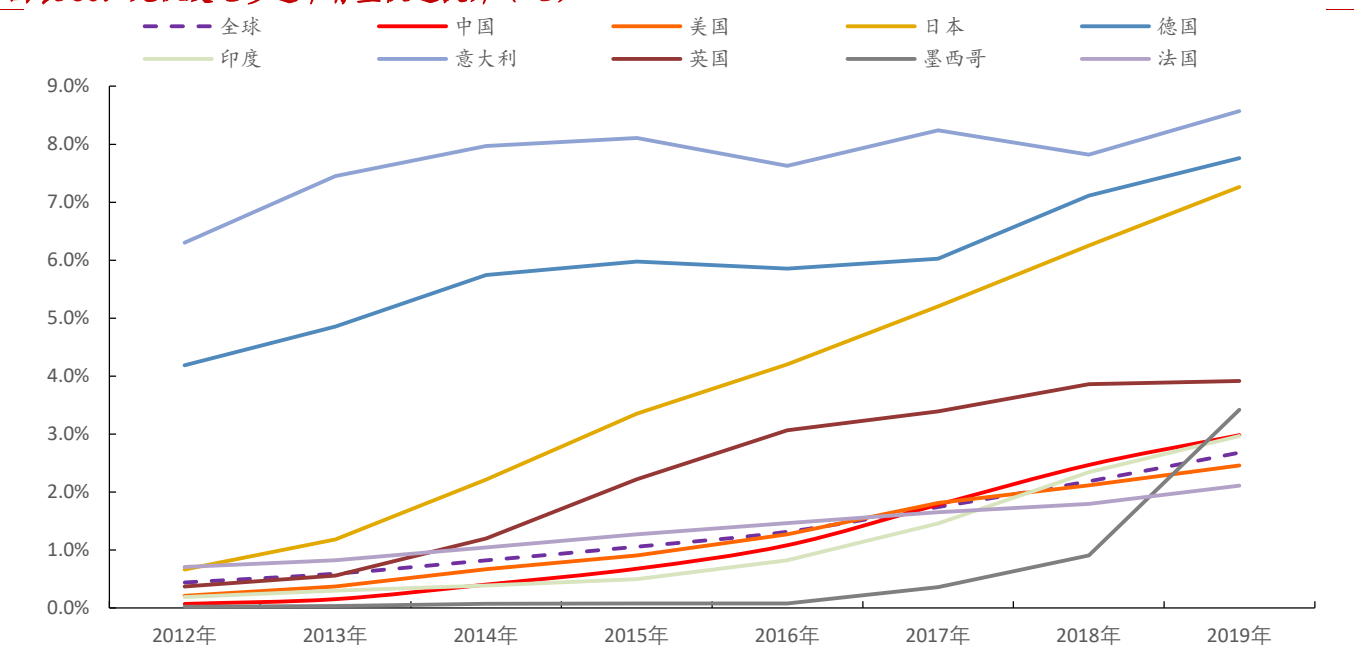
来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 29: 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 30: 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 31: 白银供需平衡表预测 (吨)**

	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
yoy	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
yoy	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
yoy	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
yoy	-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
yoy	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
yoy	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
yoy	-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 32: 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 9 月 15 日, 当前金银比 87.20, 环比回落 4.58。

**图表 33: 金银比 (伦敦现货)**



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 34: 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

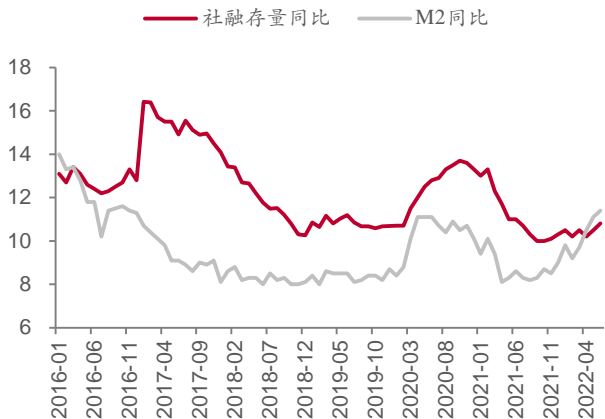
## 4.基本金属: 国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑

### 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

- **政策定调全面稳增长**: 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, 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, 随着宽信用渠道逐步打开, 对铜铝等基本金属需求的支撑有望持续体现。

**图表 35: 国内社融数据有望筑底回升 (%)**

**图表 36: 国内定调稳增长的政策主线**



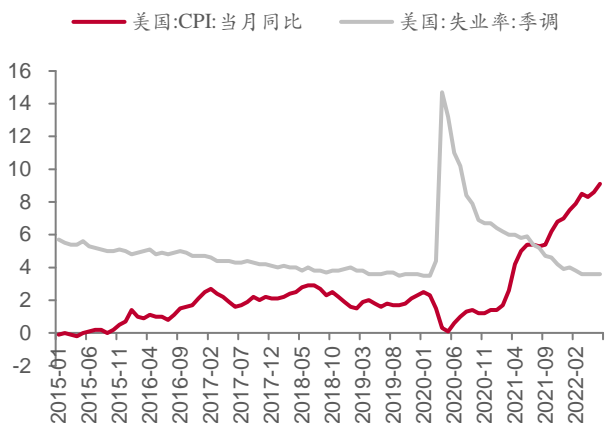
来源: Wind, 中泰证券研究所

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,各地区各部门要承担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

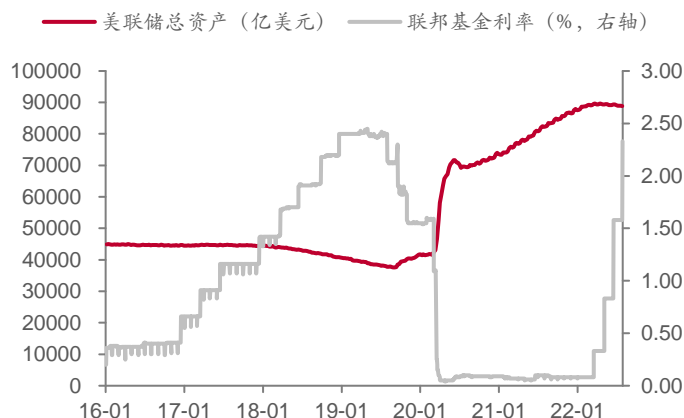
■ 但海外正处于流动性收缩周期的起点位置,伴随着通胀的快速上行及就业的持续恢复,以及海外对防疫政策的躺平,未来收水也成为了必然,因为疫情带来海外无限量 QE 及低利率环境正逐步退潮,而伴随着流动性的退潮,终端的投资需求也将受到一定影响。

图表 37: 美国就业持续改善,通胀快速攀升 (%)



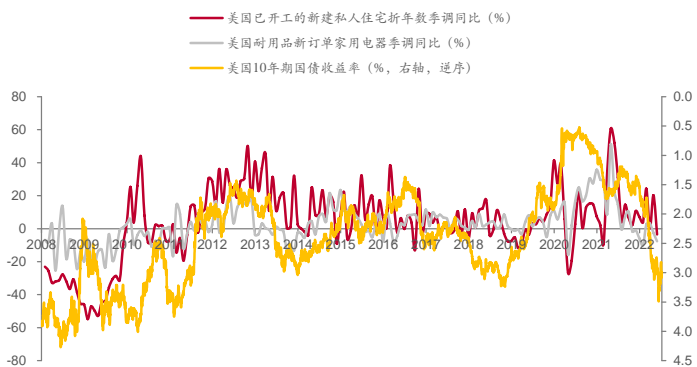
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 38: 海外宽松环境正逐步退潮 (%)



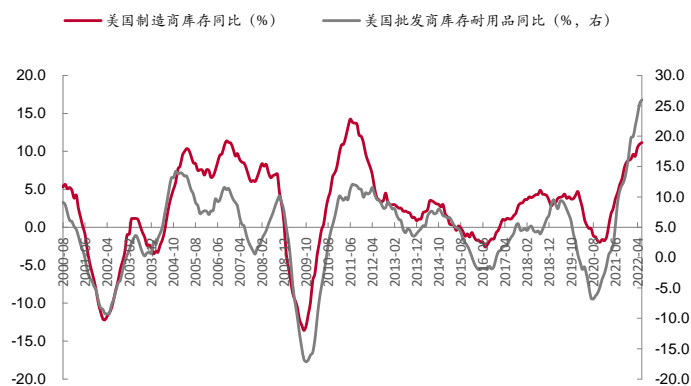
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 39: 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 40: 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,俄罗斯的钽、铋、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 41：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 42：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：国内电解铝供给收缩

- **供应压力有所缓解。**本周云南省内电解铝企业目前均在执行减产 10% 的要求，部分小厂已经减产到位，大企业减产也将陆续到位，但企业表示未来电力仍有紧张的情况，估计减产或扩大至 20%左右的幅度，扩大减产文件尚未落地。目前四川地区前期减产企业均在安排复产工作，但产量释放缓慢，随着云南企业的减产 10%执行，国内电解铝供应压力增大提振铝市。
- **本周新增复产产能 3.8 万吨。**截至 2022 年 9 月 16 日，2022 年中国电解铝总复产规模 515.7 万吨，本周新增复产产能 3.8 万吨，国内累计已复产 324.6 万吨，待复产 169.1 万吨，预期年内还可复产 148.1 万吨，预期年内最终实现复产累计 473.7 万吨。

**图表 43：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	0	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	49	49	2022 年 1 月	0	0	49

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
内蒙古	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
内蒙古	内蒙古锦联铝材有限公司	4	4	2022年1月	0	0	4
内蒙古	包头铝业有限公司	2	2	2022年1月	0	0	2
内蒙古	内蒙古创源金属有限公司	15	14	2022年1月	0	0	14
内蒙古	东方希望包头稀土铝业有限责任公司	7.2	7.2	2022年6月	0	0	7.2
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
青海	青海海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
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
山西	兆丰铝电有限责任公司	5.7	0	2022年Q3	5.7	5.7	5.7
山西	山西中铝华润有限公司	10	10	2022年2月	0	0	10
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	38.8	38.8	2022年6月	0	0	38.8
广西	广西百色银海铝业有限公司	9	2	2022年Q3	7	7	9
广西	广西来宾银海铝业有限公司	25	0	2022年Q3	25	15	15
广西	广西百矿铝业有限公司	30	10	2022年5月	20	20	30
广西	广西苏源投资股份有限公司	20	0	2022年Q3	0	0	0
云南	鹤庆溢鑫铝业有限公司	25	24	2022年5月	0	0	25
辽宁	营口鑫泰铝业有限公司	6	5	2022年6月	1	0	5
四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	1	2022年9月	11.5	11.5	12.5
四川	阿坝铝厂	20	0	待定	20	20	20
四川	眉山市单眉启明星铝业有限公司	12.5	0	待定	12.5	12.5	12.5
四川	广元中孚高精铝材有限公司	45	4.6	2022年8月	40.4	40.4	45
四川	广元弘昌晟铝业有限责任公司	12	0	2022年9月	12	12	12
重庆	重庆天泰铝业有限公司	1	1	2022年8月	0	0	1
重庆	重庆旗能电铝有限公司	2.5	2.5	2022年8月	0	0	2.5
	总计	515.7	324.6		169.1	148.1	473.7

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **本周电解铝无新投产产能。**截至2022年9月16日，2022年中国电解铝已建成待投产新产能320.5万吨，2022年国内电解铝已投产175万吨，预期年内还可投产共计25万吨，预期年度最终实现累计200万吨。

**图表44：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）**

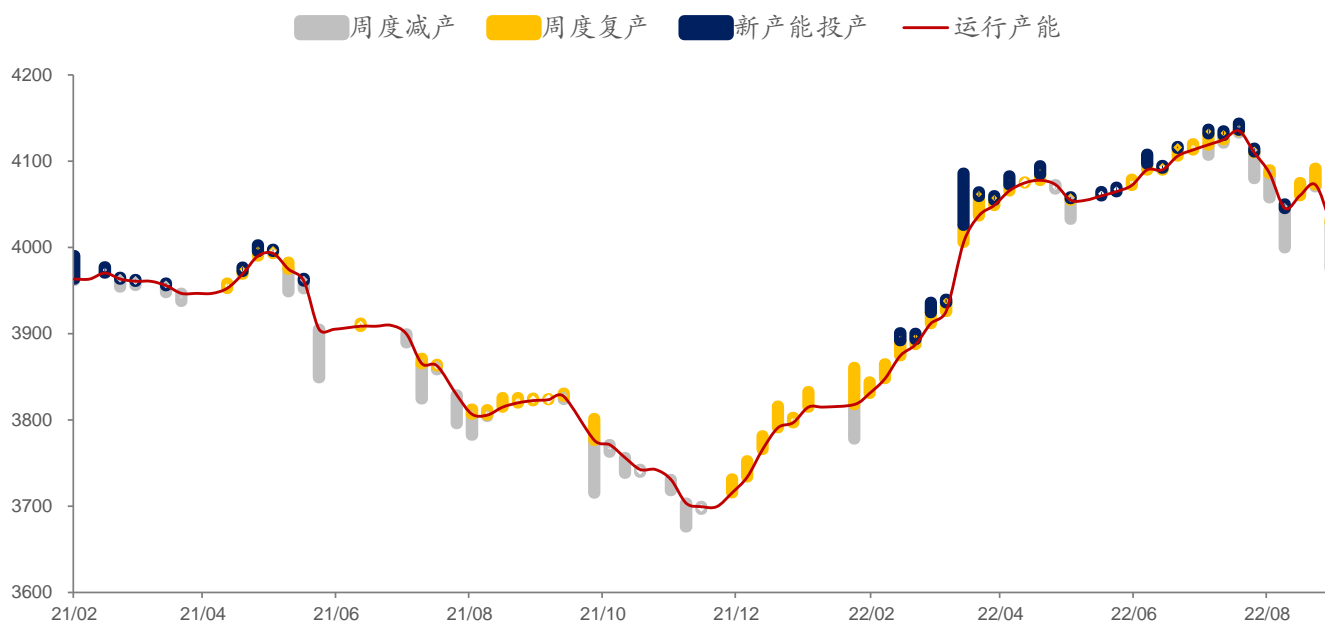
省份	企业	新产能规模	已投产	始投产时间	待投产	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计
----	----	-------	-----	-------	-----	----------	------------

广西	广西田林百矿铝业有限公司	10	10	2022年3月	0	0	10
广西	广西隆林百矿铝业有限公司	20	20	2022年3月	0	0	20
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	22.5	10	2022年6月	12.5	0	10
内蒙古	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司 铝电分公司	40	0	2022年9月	40	15	15
内蒙古	内蒙古锦联铝材有限公司	5	0	2022年二季度	5	5	5
云南	云南其亚金属有限公司	20	20	2022年3月	0	0	20
云南	云南宏泰新型材料有限公司	118	70	2022年2月	5	0	70
云南	云南神火铝业有限公司	15	15	2022年3月	0	0	15
云南	云南云铝海鑫铝业有限公司	30	30	2022年3月	0	0	30
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	25	0	待定	25	0	0
贵州	贵州元豪铝业有限公司	10	0	2022年9月	10	5	5
四川	广元中孚高精铝材有限公司	5	0	2022年三季度	5	0	0
	总计	320.5	175		102.5	25	200

资料来源：百川、中泰证券研究所

- 本周电解铝运行产能下降 49 万吨。截止 2022 年 9 月 16 日，2022 年中国电解铝运行产能达 4028.2 万吨。

图表 45：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）

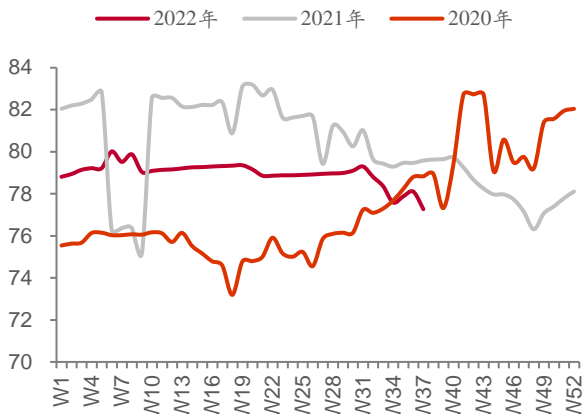


来源：百川、中泰证券研究所

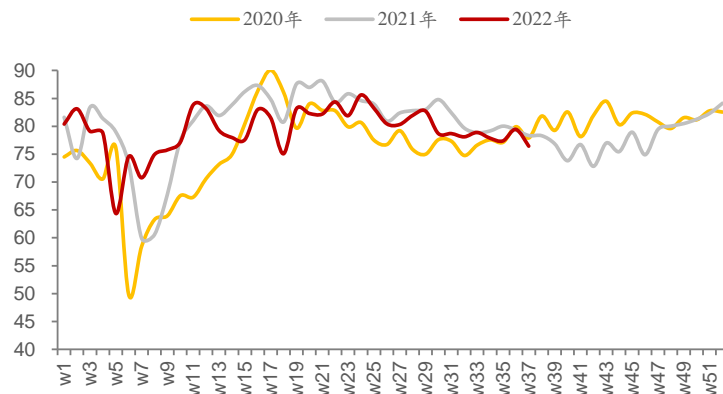
- 四川电力恢复云南又紧张。根据百川，本周电解铝产量 77.26 万吨，较上周减少 1.08%。本周电解铝企业减复产不一。四川地区缓慢复产，产量有小幅增长。云南地区由于降水量不足，水电有限，整体降负荷 10%。综合下来，电解铝供应较上周下行。

图表 46：电解铝周度产量（万吨）

图表 47：国内电解铝周度需求（万吨）



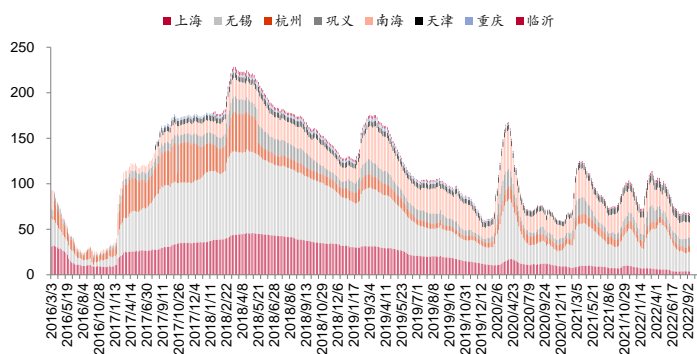
来源：百川，中泰证券研究所



来源：百川，中泰证券研究所

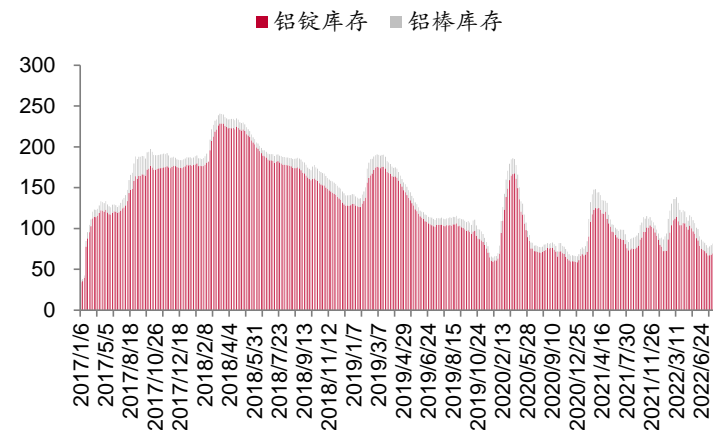
■ **电解铝库存维持低位。**2022年9月16日，SMM统计国内电解铝社会库存67.5万吨，较上周库存增加0.3万吨。本周中秋假期后，各地区出货情绪好转，市场间的贸易流转积极，市场成交较为活跃。现在云南地区减产幅度扩大，预计9月份电解铝库存量将出现降库或维持低位水平。海外方面，LME铝库存小幅回升，截至9月16日，LME铝库存为37.8万吨，周环比增加1.2万吨。

图表 48：国内电解铝社会库存走势（万吨）



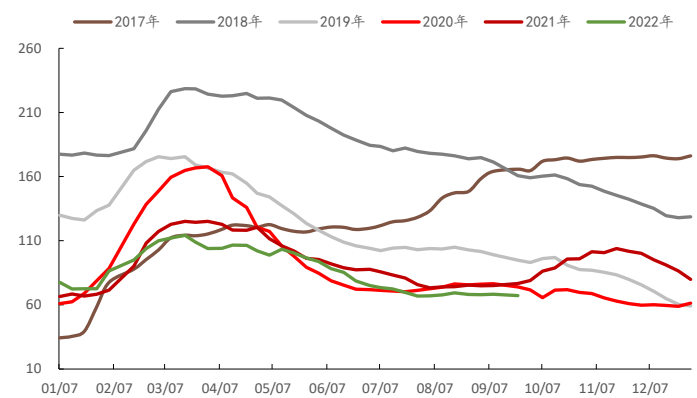
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 49：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）



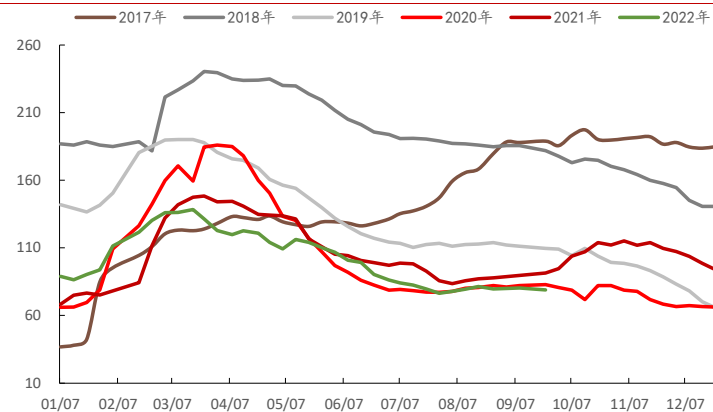
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 50：国内电解铝年度社会库存走势对比（万吨）



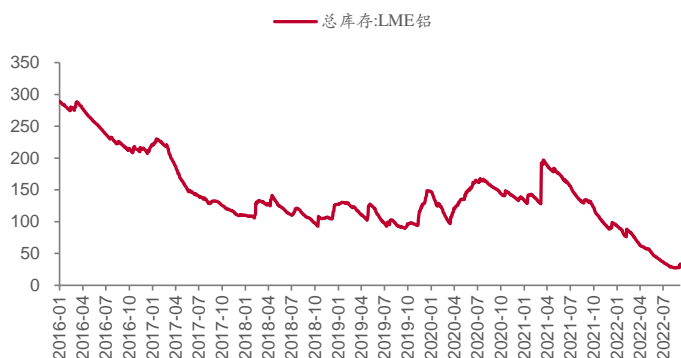
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 51：国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比（万吨）



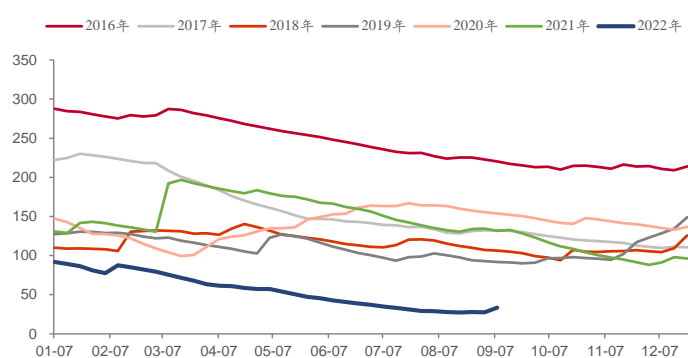
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 52: LME 铝期货库存变动 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 53: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)

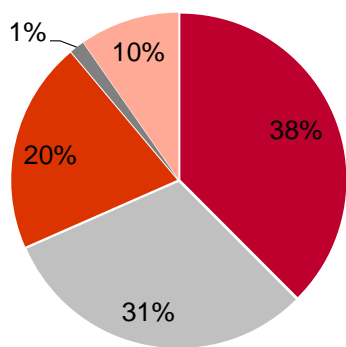


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 电解铝即时盈利好转。**截至 9 月 16 日, 氧化铝价格 2,904 元/吨, 环比 -0.55%, 氧化铝成本 3033 元/吨, 环比下跌 0.26%, 吨毛利-129 元/吨, 环比下降 8 元/吨。预焙阳极方面, 周内均价 7811 元/吨, 环比持平, 考虑 1 个月原料库存影响, 周内平均成本 8116 元/吨, 环比下降 0.13%, 周内平均吨毛利-305 元/吨, 环比上涨 3.34%; 如果不考虑原料库存, 阳极周内平均成本 7951 元/吨, 环比下降 1.7%, 周内平均吨毛利-140 元/吨, 环比上涨 138 元/吨。按即时原材料价测算电解铝即时成本 19033 元/吨, 环比下降 1%, 电解铝长江现货价格 18870 元/吨, 环比上涨 0.37%, 吨铝盈利-108 元, 环比上涨 174 元/吨。具体走势如下:

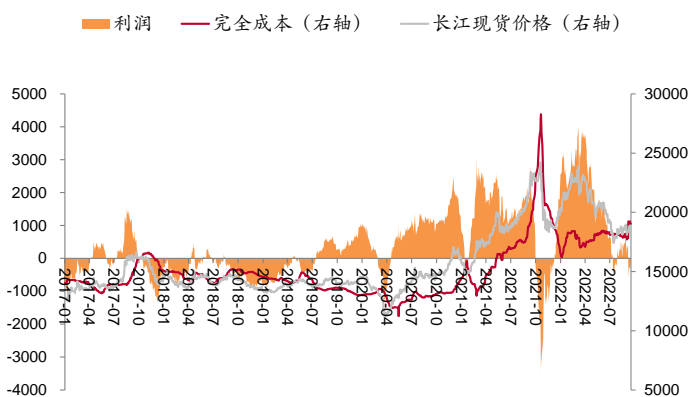
图表 54: 电解铝的完全成本构成

■ 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 55: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)

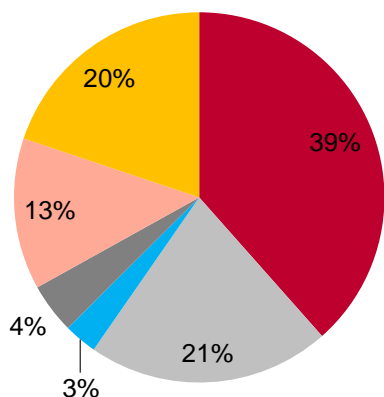


来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

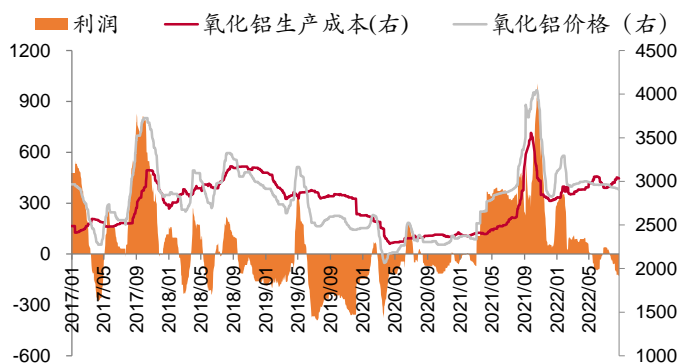
图表 56: 氧化铝生产成本构成

图表 57: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)

■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



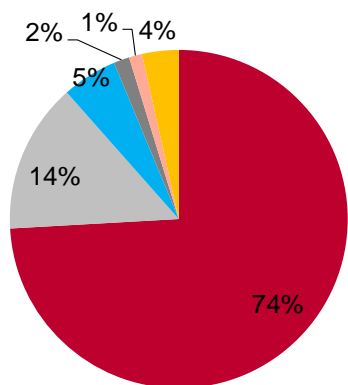
来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

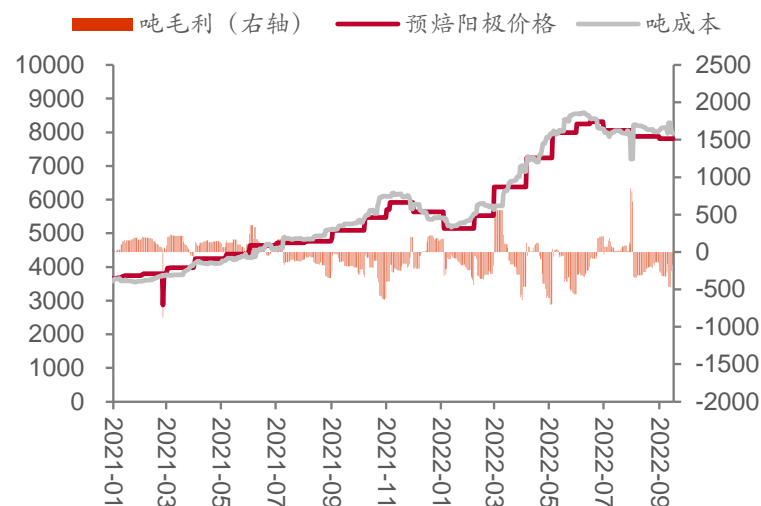
**图表 58: 预焙阳极生产成本构成**

■ 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

**图表 59: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)**



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所  
注: 考虑企业 1 个月原料库存影响

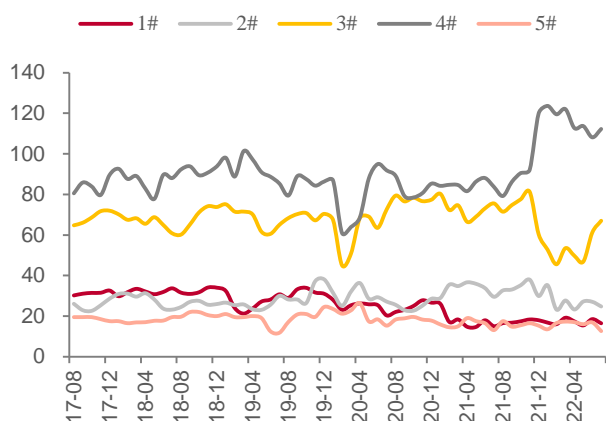
**图表 60: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)**



来源: SMM, 中泰证券研究所  
注: 不考虑企业原料库存影响, 采用原料现货价格

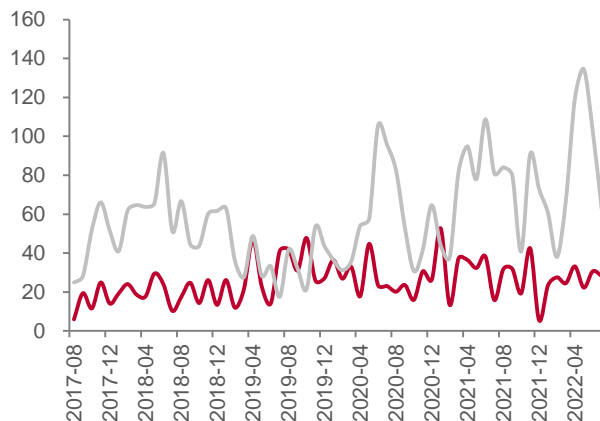
- 国内 7 月石油焦产量有所回升，低硫生焦进口量有所回落。7 月国内 1#-5#石油焦总产量 233.07 万吨，同比增加 7.45%，环比增加 0.56%，其中 1#石油焦同比减少 11.08%，环比增加 9.59%，2#石油焦同比减少 8.50%，环比减少 16.16%，3#石油焦同比增加 9.53%，环比减少 11.32%。进口方面，硫<3%的未煅烧石油焦进口 28.22 万吨，同比增加 78.24%，环比减少 7.95%，其他未煅烧的石油焦进口 62.69 万吨，同比减少 22.56%，环比减少 38.93%。

图表 61: 国内石油焦月度产量 (万吨)



来源: 百川、中泰证券研究所

图表 62: 国内未煅烧石油焦进口数量 (万吨)

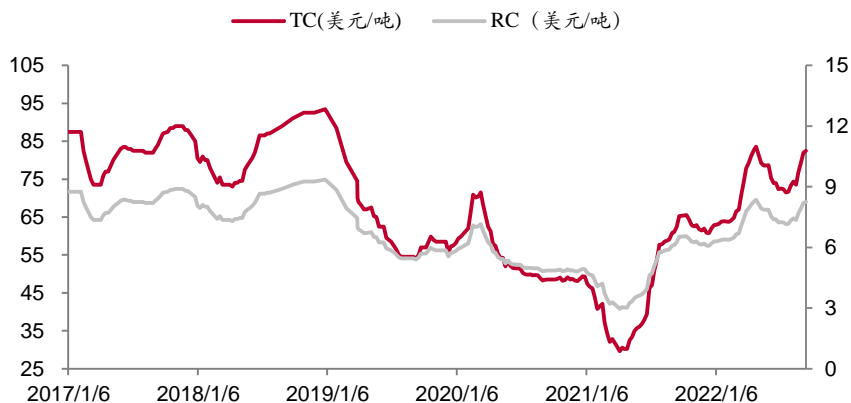


来源: Wind、中泰证券研究所

#### 4.3 铜: 限电影响缓解, 但江西疫情扰动依然持续

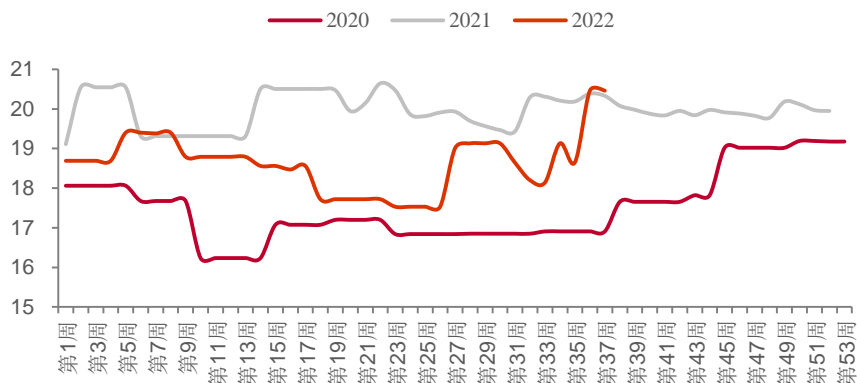
- 矿山与炼厂成交活跃度显著, 加工费保持上行势头。截止本周五 (9 月 16 日) SMM 进口铜精矿指数 (周) 报 82.5 美元/吨, 较上期 9 月 9 日指数增加 0.54 美元/吨。周内铜精矿现货市场成交活跃度十分显著, 尤其以多家矿山和冶炼厂之间的成交为主, 北美洲与南美洲干净矿纷纷流入中国现货市场, 美洲货源供给增长显著。除此之外, 由于韩国 LS Nikko 炼厂的生产事故导致部分铜精矿转售至中国, 铜精矿现货供给的增长令 TC 维持上行趋势。

图表 63: 铜矿 TC/RC 回落



来源: SMM, 中泰证券研究所

- **供给端**，本周国内电解铜产量为 **20.46 万吨**，环比持平。周内，前期限电对供应扰动的事情已然过去，国内限电影响解除后冶炼厂恢复至正常开工水平。

**图表 64: 电解铜周度产量 (万吨)**


来源：百川，中泰证券研究所

**图表 65: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)**

省份	企业	开始时间	结束时间/持续时间	检修或停产产能
内蒙古	赤峰云铜有色金属有限公司	4月1日	6月初	40
辽宁	葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司	4月1日	30天	15
浙江	浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	4月7日	30天	40
福建	中铜东南铜业有限公司	5月1日	/	40
山东	东营鲁方金属材料有限公司	1月7日	待定	30
山东	山东恒邦冶炼股份有限公司	5月初	1个月	25
山东	阳谷祥光铜业有限公司	3月14日	待定	40
河南	河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	3月26日	45天	35
河南	河南豫光金铅集团有限责任公司	3月7日	3月11日	
湖北	大冶有色金属有限责任公司	5月10日	10天左右	50
甘肃	白银有色集团股份有限公司	5月10日	40天	20
青海	青海铜业有限责任公司	3月31日	20天	10
甘肃	金川集团股份有限公司	6月24日	7月24日	45
安徽	铜陵有色集团股份有限公司金冠铜业分公司	5月15日	6月25日	40
山东	山东金信新材料有限公司	-	-	-
广西	广西南国铜业有限责任公司	8月	-	30
内蒙古	赤峰金通铜业有限公司	6月26日	7月26日	30

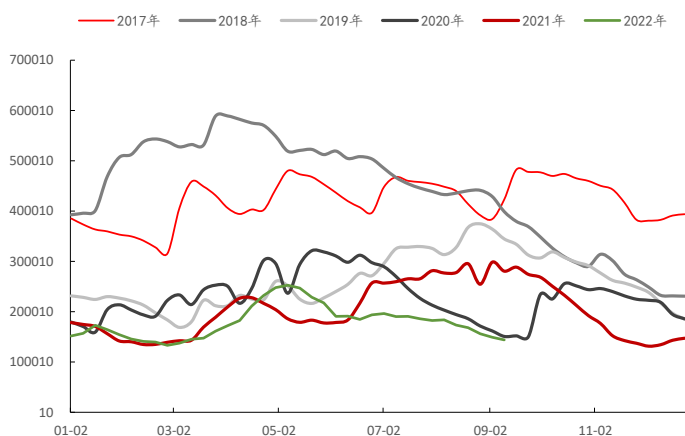
资料来源：百川、中泰证券研究所

- **库存变化: 社会库存方面**，截至 9 月 16 日，上海、江苏、广东三地社会库存 7.91 万吨，较上周去库 0.33 万吨，据 SMM 调研了解，本周五（9 月 16 日）国内保税区铜库存环比上周五（9 月 9 日）减少 1.93 万



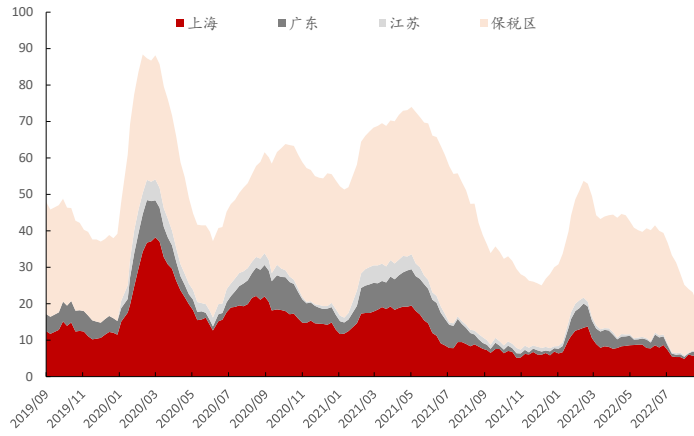
吨至 11.54 万吨，库存连续第十二周下滑，续创 SMM 统计以来新低，周降幅环比收窄。其中上海保税区库存环比下降 2.03 万吨至 9.89 万吨，广东保税区环比增加 0.10 万吨至 1.65 万吨。上海保税库存的下降主要由于前期锁定比价的货物持续出库。但是随着比价走弱，抑制了后续保税仓单流出的速度，预计下周保税库存降幅将继续收窄。**海外库存（期货）方面**，LME 铜库存有所回落，截止 9 月 16 日，LME+COMEX 铜库存量 14.40 吨，与上周同期相比减少 5019.42 吨。

**图表 66: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)**



来源: SMM, 中泰证券研究所

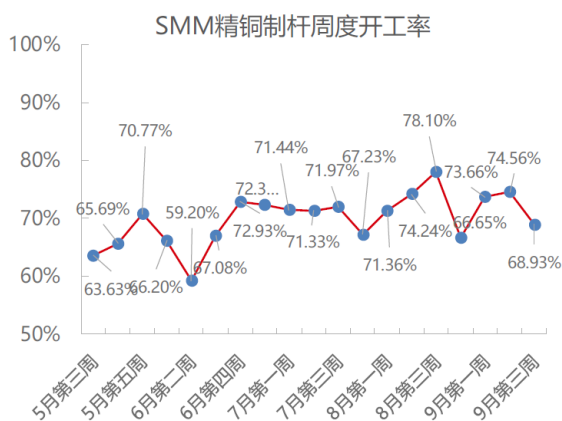
**图表 67: 上海广东及保税区社会库存变动 (吨)**



来源: SMM, 中泰证券研究所

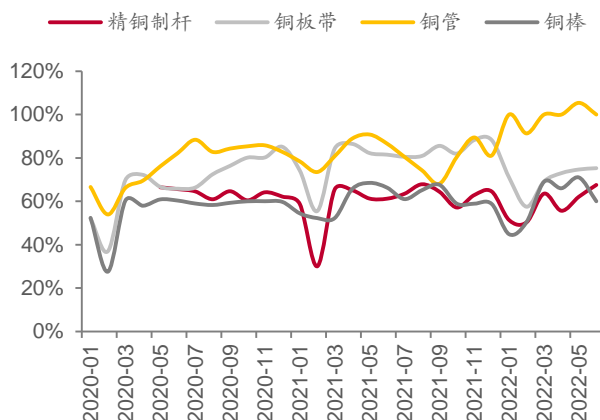
- **现货高升水令下游下单谨慎，“金九”消费预期有待观察。**本周电线电缆订单环比有所增长，主要是随着天气的转凉，下游来自地产等工程项目陆续启动，对于线缆的需求量环比增长。另外，之前受限电影响的部分订单持续顺延且国庆节前有赶工的情况，线缆企业本周排产较为饱和。不过，周内高升水下铜现货价格的波动令线缆企业下单较为谨慎，周内原料采购有所下降，多以消耗企业现有库存为主。本周国内主要精铜杆企业周度开工率为 68.93%，较上周回落 5.63 个百分点。开工率大幅下滑主要受中秋假期部分铜杆企业放假减产拖累。

**图表 68: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)**



来源: 百川, 中泰证券研究所

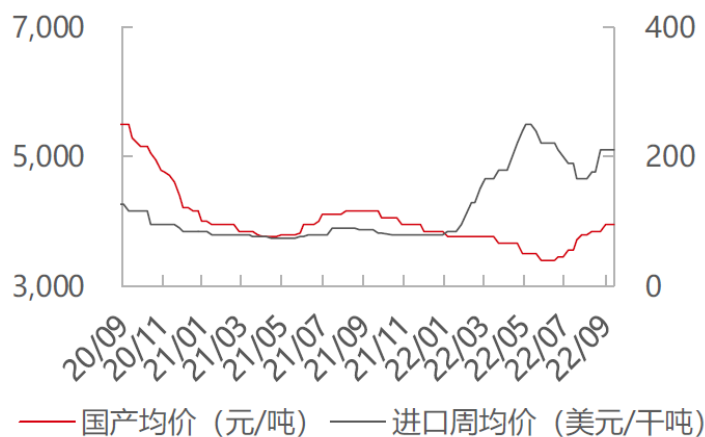
**图表 69: 铜下游企业月度开工数据 (%)**



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**4.4 锌: 周内锌矿加工费企稳, 后续冶炼厂有上调加工费意向**

- 9月进口锌精矿陆续，到货港口库存稳步提升。**进入9月，当前国内矿整体供应较为宽松，国内矿山生产稳定，进口矿预期继续增加，主要受益于比价上行给到进口矿较高的利润，故在炼厂原料库存走高的情况下，后续冶炼厂有继续上调加工费的意向。

**图表 70: 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 71: 国产锌精矿分地区加工费**

	2022/09/02	2022/09/09	2022/09/16	单位
国产 (周)	3950	3950	3950	元/金属吨
进口 (周)	210.0	210.0	210.0	美元/干吨
内蒙古	4100	4100	4100	元/金属吨
云南	3650	3650	3650	元/金属吨
湖南	4100	4100	4100	元/金属吨
广西	4100	4100	4100	元/金属吨
陕西	3800	3800	3800	元/金属吨
四川	4050	4050	4050	元/金属吨
甘肃	3950	3950	3950	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

- 内外比价高位盘整，锌矿进口窗口持续开启。**本周比价高位盘整，主要运行于 7.82-8.11 之间，进口亏损在 827-1793 元/吨。本周比价延续高位，内外走势强弱差异明显，外盘受通胀数据刺激，市场对加息预期升温，伦锌冲高乏力后转跌，跌破近期震荡平台前低。同时需要注意的是近期 lme0-3 结构回落至 20 美元/吨上下，基本面支撑亦有走弱。而国内由于库存不断走低，10-11 结构进一步扩大，现货升水亦维持相对高位，强基本面推动多头资金入场。而目前锌矿进口窗口持续开启，这将推动远期矿端市场延续宽松状态，也将可能刺激未来的锌锭产量释放。预计锌锭进口窗口难以开启。
- 库存变化:** 据 SMM 了解，截至本周五 (9 月 16 日)，SMM 七地锌锭库存总量为 10.13 万吨，较上周五 (9 月 9 日) 增加 4500 吨，较本周二 (9 月 13 日) 增加 3100 吨，国内库存录得增。其中上海市场，由于此前从广东运至上海的麒麟大量入库，同时部分发往宁波的长单也转移至上海，导致周内上海库存大幅录增，消费上高位升水叠加高锌价导致上海成交量持续走弱；广东市场，由于全国下游的刚需有限，各地锌锭到货并且下游消耗不掉进而入库后，本周广东搬运至其他地区的锌锭减少，广东库存录得去库；天津地区，由于内蒙疫情影响，百灵、红烨等品牌运输出现影响，而下游中秋节后多数进行节后补库，企业逢低备库，天津库存录得减；总体来看，原沪粤津三地库存增加 4700 吨，全国七地库存录得增加 3100 吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回落。截至 9 月 16 日，伦锌库存量 75,700 吨，较上周减少 1700 吨。

**图表 72: 国内锌七地库存 (万吨)**
**图表 73: LME 锌库存变动趋势 (吨)**

地区	2022/08/19	2022/08/26	2022/09/02	2022/09/09	2022/09/16	2022/4/8	2022/4/15	2022/4/22
上海	2.73	2.18	1.78	1.43	2.15	8.5	450000	
广东	5.93	5.45	5.19	3.53	3.16	5.4	400000	
天津	3.38	3.70	4.04	3.72	3.57	11.	350000	
江苏	0.44	0.42	0.37	0.23	0.25	0.7	300000	
浙江	0.31	0.32	0.31	0.32	0.50	3.5	250000	
山东	0.26	0.28	0.28	0.26	0.30	0.6	200000	
河北	0.17	0.19	0.20	0.19	0.20	0.5	150000	
七地	13.22	12.54	12.17	9.68	10.13	26	100000	

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9月16日, 锡精矿(40%云南)报价 161,500 元/吨, 环比下跌 1.82%; 锡锭(1#Sn99.90)报价 183,610 元/吨, 环比下跌 1.48%。

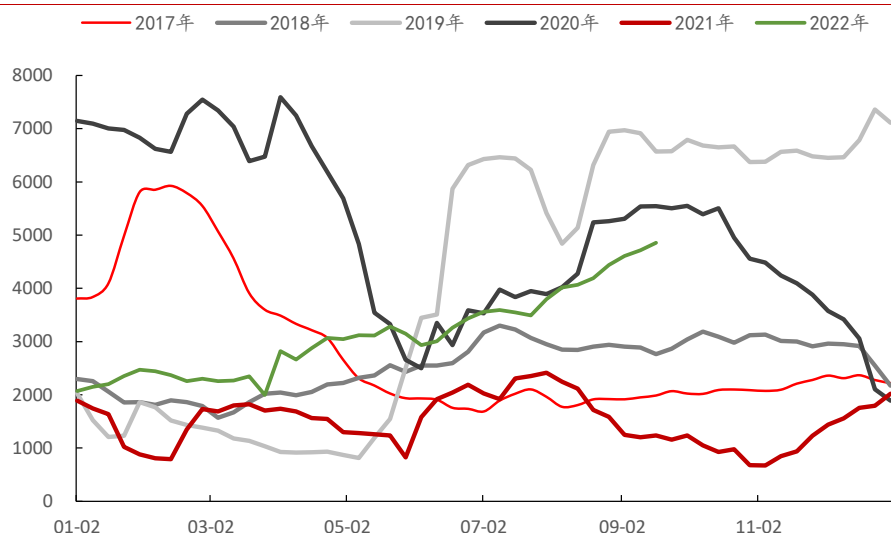
图表 74: 锡价格走势



来源: wind, 中泰证券研究所

- 库存方面, 截止9月16日, 伦锡库存量为 4855 吨, 与上周相比回升 140 吨, 环比上升 2.97%。

图表 75: LME 锡库存变动趋势 (吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 5.投资建议：维持贵金属“增持”评级、基本金属“中性”评级

- 贵金属，高通胀支撑真实收益率定价模型残差处于极值水平，但美国经济回落难以避免，支撑金价预期由弱转稳，通胀具备韧性情形下，金价也将超预期上行，成长优势突出标的将会率先重估。
- 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。