

大宗金属

云南电解铝减产扩大，高成长黄金公司持续重估

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

分析师：安永超

执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

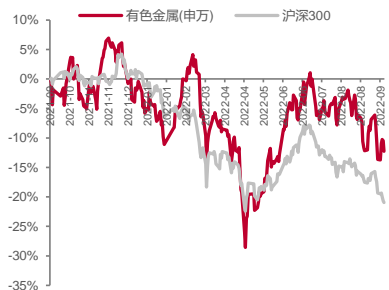
研究助理：陈沁一

Email: chenqy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	30,386.66
行业流通市值(亿元)	28,603.74

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
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
紫金矿业	8.53	0.60	0.87	1.02	1.11	14.3	9.9	8.3	7.7	2.5	买入
云铝股份	9.67	0.96	1.46	1.82	1.99	10.1	6.6	5.3	4.9	1.5	买入
神火股份	17.53	1.44	2.39	2.63	2.70	12.2	7.3	6.7	6.5	2.8	买入
金诚信	21.09	0.79	1.21	1.73	3.08	26.7	17.5	12.2	6.8	2.1	买入
银泰黄金	13.05	0.46	0.51	0.84	0.91	28.5	25.8	15.5	14.4	3.2	买入
索通发展	30.12	1.35	2.62	5.61	7.65	22.4	11.5	5.4	3.9	2.5	买入

备注：数据取自 2022 年 09 月 23 日

投资要点

■ **【本周关键词】：云南电解铝减产扩大，美联储进一步加息预期升温**

■ **投资建议：维持贵金属“增持”评级，维持基本金属“中性”评级**

本周美联储加息预期进一步升温，大宗商品价格集体承压，对于贵金属，我们认为美国经济回落难以避免，叠加通胀逐步回落，美联储加息速度有望放缓，支撑金价预期由弱转稳，成长优势突出标的将会持续重估。对于基本金属，全球耐用品需求持续回落，全球主动去库存仍将持续，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、美联储进一步加息预期升温，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，同时点阵图显示年底还有望再加 100-125bp，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-4.7%、-5.1%、-4.7%、-4.3%、-4.2%、-4.5%，价格整体下跌；2) 贵金属，本周十年期美债实际收益率 1.07%→1.32%，COMEX 黄金收 1655.60 美元/盎司，环比跌 1.66%；SHFE 黄金收 387.64 元/克，环比上涨 1.05%。金价与实际利率背离仍处于 300-400 美元/盎司极值水平，但经济下行叠加未来加息放缓，金价底部逐步探明。2、本周 A 股整体回落，申万有色金属指数收于 5,066.51 点，环比上涨 1.56%，跑赢上证综指 2.78 个百分点，黄金、金属与非金属新材料、稀有金属、工业金属的涨跌幅分别为 4.27%、2.73%、1.81%、-0.28%。

■ **宏观“三因素”总结：国内贷款市场报价利率环比持平；美联储加息 75bp，8 月新屋开工私人住宅数有所回升；欧元区 9 月 PMI 初值有所回落，疫情升温。**

具体来看：1) 国内：本周披露国内 1 年期贷款市场报价利率为 3.65%（前值为 3.65%），5 年期贷款市场报价利率为 4.30%（前值为 4.30%）。2) 美国：本周披露美国 8 月新屋开工私人住宅 14.05 万套（前值 12.61 万套），折年数季调 157.5 万套（前值 140.4 万套）；9 月 Markit 制造业 PMI 季调 51.8（前值 51.5，预期 51.2），服务业商务活动 PMI 季调 49.2（前值 43.7，预期 45.0）。3) 欧元区：本周披露欧元区 9 月欧元区制造业 PMI 初值 48.5（前值 49.6，预期 48.8），服务业初值 48.9（前值 49.8，预期 49.1），综合 PMI 初值 48.2（前值 48.9，预期 48.2）；本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊 96023.0 例，环比上周增加 15686.0 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：美联储持续鹰派，金价有所承压**

周内，美联储公布 9 月利率决议，如期加息 75 个基点，至 3.00-

3.25%。经济预期显示未来或进一步加速升息步伐。美联储主席鲍威尔在议息会议后的新闻发布会上表示，坚决致力于降低通货膨胀，承诺将通胀压低至 2%，金价持续承压。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，我们认为美国经济回落难以避免，当前 3.5%左右的远端名义利率离经济底部 1.5%左右仍有较大回落空间，通胀逐步走低也将促使美联储加息节奏放缓，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，9月美联储议息会议落地，加息 75bp 符合市场预期，但美联储显示鹰派，认为年内可能再加息 100-125bp，鹰派态度超市场预期。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 20.54 万吨，环比增加 0.39%；需求方面，部分订单需要在节前交付，另外地产端部分项目需要在二十大会议之前赶工交付，以及多数线缆企业于本周陆续开始节前备货，整体对线缆需求给予了良好的支撑。截至 9 月 23 日，上海、江苏、广东三地社会库存 7.03 万吨，较上周去库 0.88 万吨。
- 2、对于电解铝，供给端，根据百川，本周云南地区电解铝企业减产扩大，云南宏泰、神火、其亚减产幅度达 18-20%，云铝减产也已经超 20%的幅度，预计后期云南总减产规模或达 130 万吨左右，四川及广西地区部分企业启槽复产，但产量释放缓慢，目前国内电解铝运行产能回落至在 4000 万吨附近，供应压力持续减弱。下游临近十一小长假，部分下游企业逢底适量备货，加之新疆地区发货有所受阻，国内铝库存维持去库状态。国内电解铝社会库存 66.6 万吨，较上周库存减少 0.9 万吨。盈利方面，本周铝价弱势，即时盈利收缩。
 - 1) 氧化铝价格 2874 元/吨，环比-1.03%，氧化铝成本 3032 元/吨，环比-0.07%，吨毛利-158 元/吨，环比下降 28 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 7988 元/吨，环比下降 1.57%，周内平均吨毛利-177 元/吨，环比上涨 41.8%；如果不考虑原料库存，阳极周内平均成本 7827 元/吨，环比下降 1.55%，周内平均吨毛利-16 元/吨，环比上涨 124 元/吨。
 - 3) 按即时价格测算，对于新疆外完全自备火电的电解铝企业，即时成本 19258 元/吨，环增 0.85%，长江现货铝价 18710 元/吨，环降 0.85%，吨铝盈利-364 元，环降 214 元/吨。
- 3、对于锌锭，供给端，周内锌锭产量 10.171 万吨，环比下降 2.35%；需求方面，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 9.27 万吨，较上周五去库 0.66 万吨。

■ 核心标的：

- 1) 贵金属：银泰黄金、赤峰黄金、山东黄金、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

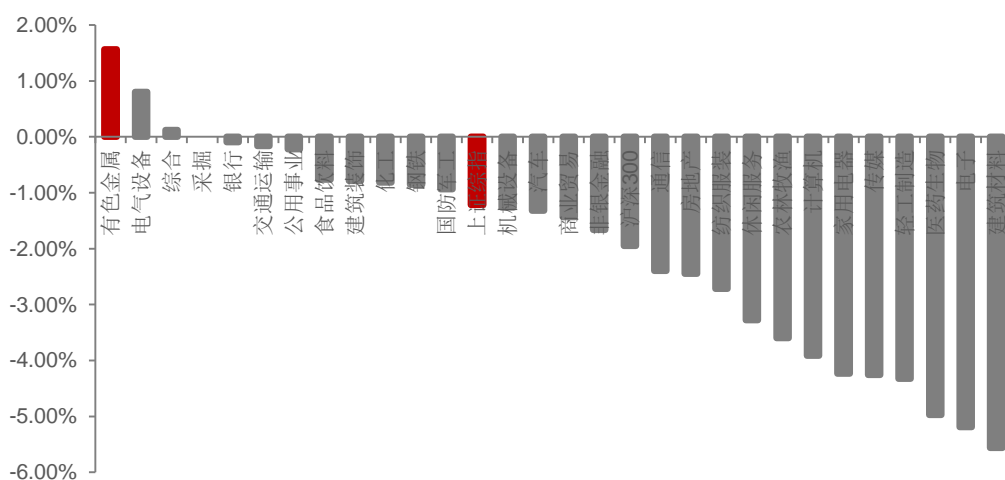
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾：美股三大指数、A股整体回落	- 4 -
1.2 贵金属：美联储持续鹰派，金价有所承压	- 5 -
1.3 基本金属：美元指数强势，基本金属价格有所承压	- 5 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 6 -
2.1 中国因素：贷款市场报价利率环比持平	- 6 -
2.2 美国因素：8月新屋开工私人住宅数有所回升	- 6 -
2.3 欧洲因素：9月PMI初值有所回落，疫情升温	- 8 -
3. 贵金属：底部或已探明，高成长标的将率先被重估	- 8 -
3.1 美国通胀持续超预期，支撑黄金及白银价格	- 8 -
3.2 黄金ETF持仓本周回落，COMEX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	- 11 -
4. 基本金属：国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑	- 14 -
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	- 14 -
4.2 铝：国内电解铝供给收缩	- 16 -
4.3 铜：节前备货补库需求使库存去化	- 22 -
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	- 24 -
4.5 锡：精锡与锡锭价格有所回升	- 26 -
5. 投资建议：维持贵金属“增持”评级、基本金属“中性”评级	- 27 -
6. 风险提示	- 27 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回落

- 周内，美股三大指数整体回落（道指↓4.00%，纳斯达克↓5.07%，标普↓4.65%）。
- 本周A股整体回落：上证指数收于3,088.37点，环比下跌1.22%；深证成指收于11,006.41点，环比下跌2.27%；沪深300收于3,856.02点，环比下跌1.95%；申万有色金属指数收于5,066.51点，环比上涨1.56%，跑赢上证综指2.78个百分点。

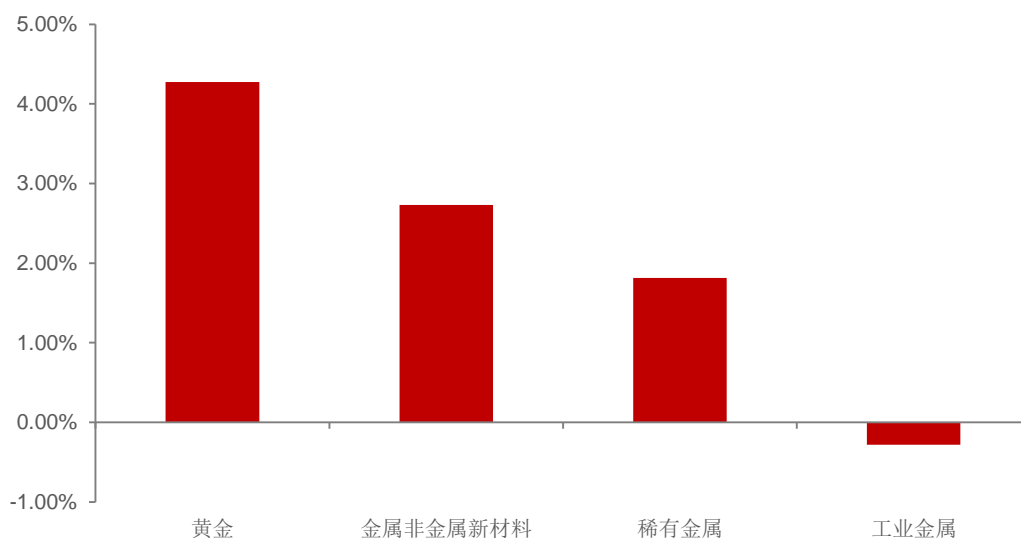
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，黄金、金属与非金属新材料、稀有金属、工业金属的涨跌幅分别为4.27%、2.73%、1.81%、-0.28%。

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	2022.9.23 收盘价	2022.9.16 收盘价	周涨跌幅
000795.SZ	英洛华	7.35	6.62	11.0%
002155.SZ	湖南黄金	13.33	12.04	10.7%
000831.SZ	五矿稀土	27.27	24.65	10.6%
000758.SZ	中色股份	5.08	4.61	10.2%
002645.SZ	华宏科技	18.90	17.18	10.0%
002056.SZ	横店东磁	21.36	19.58	9.1%
002125.SZ	湘潭电化	17.45	16.05	8.7%
300127.SZ	银河磁体	16.87	15.65	7.8%
002466.SZ	天齐锂业	111.67	104.02	7.4%
002756.SZ	永兴材料	137.39	128.24	7.1%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

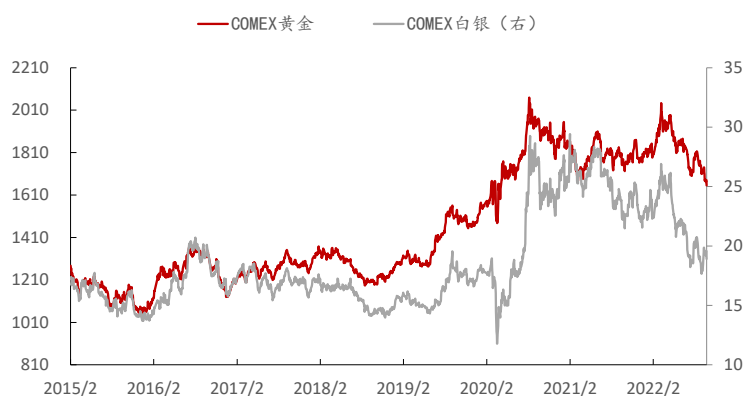
证券代码	证券名称	2022.9.23 收盘价	2022.9.16 收盘价	周涨跌幅
000762.SZ	西藏矿业	46.24	49.37	-6.3%
000792.SZ	盐湖股份	25.00	26.56	-5.9%
601137.SH	博威合金	15.77	16.74	-5.8%
002806.SZ	华锋股份	11.45	12.10	-5.4%
601677.SH	明泰铝业	19.17	20.19	-5.1%
002182.SZ	云海金属	21.39	22.40	-4.5%
601388.SH	怡球资源	4.18	4.37	-4.3%
688388.SH	嘉元科技	54.90	57.16	-4.0%
000807.SZ	云铝股份	9.67	10.04	-3.7%
600888.SH	新疆众和	8.41	8.64	-2.7%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美联储持续鹰派, 金价有所承压

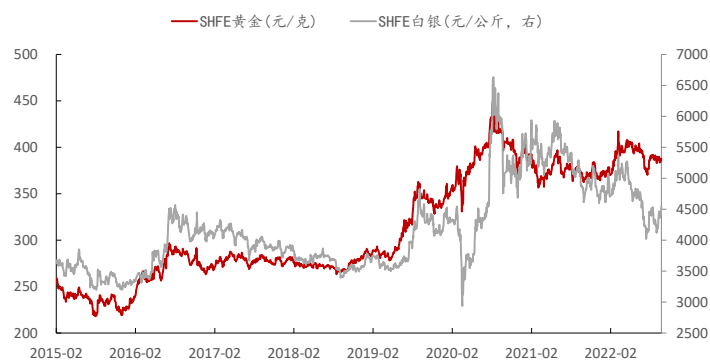
- 周内, 美联储公布 9 月利率决议, 如期加息 75 个基点, 至 3.00-3.25%。经济预期显示未来或进一步加速升息步伐。美联储主席鲍威尔在议息会议后的新闻发布会上表示, 坚决致力于降低通货膨胀, 承诺将通胀压低至 2%。美联储鹰派态度超出市场预期, 金价持续承压。截至 9 月 23 日, COMEX 黄金收 1655.60 美元/盎司, 环比下跌 1.66%; COMEX 白银收于 18.91 美元/盎司, 环比下跌 2.43%; SHFE 黄金收于 387.64 元/克, 环比上涨 1.05%; SHFE 白银收于 4542 元/公斤, 环比上涨 4.13%。

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, 9 月美联储议息会议落地, 再加息 75bp 符合市场预期, 但美联储显示鹰派, 认为年内可能再加息 100-125bp, 鹰派态度超市场预期。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-4.7%、-5.1%、-4.7%、-4.3%、-4.2%、-4.5%，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	7445	6082	-4.7%	-23.7%	22.4%	83.8%
	SHFE	62180	48020	0.4%	-11.7%	29.5%	
铝	LME	2167	1794	-5.1%	-23.0%	20.8%	74.7%
	SHFE	18630	14100	-0.6%	-8.6%	32.1%	
铅	LME	1797	1988	-4.7%	-21.6%	-9.6%	63.3%
	SHFE	14885	14850	-0.3%	-2.7%	0.2%	
锌	LME	3018	2373	-4.3%	-14.7%	27.2%	82.1%
	SHFE	24760	18160	1.7%	2.6%	36.3%	
锡	LME	20240	17200	-4.2%	-48.1%	17.7%	95.2%
	SHFE	183100	137340	3.9%	-38.2%	33.3%	
镍	LME	23380	13375	-4.5%	12.9%	74.8%	55.2%
	SHFE	192570	105850	3.1%	26.6%	81.9%	

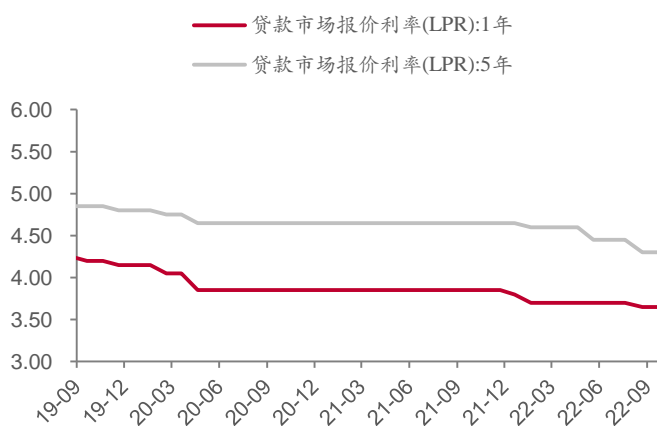
来源：wind，中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素：贷款市场报价利率环比持平

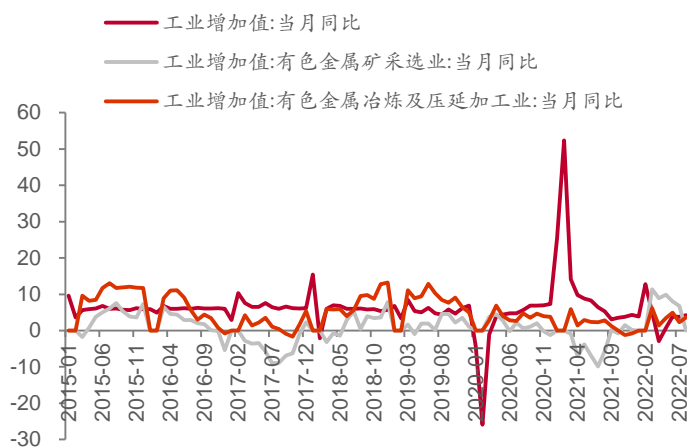
- 国内贷款市场报价利率环比持平。本周披露国内 1 年期贷款市场报价利率为 3.65%（前值为 3.65%），5 年期贷款市场报价利率为 4.30%（前值为 4.30%）。

图表8：国内贷款市场报价利率（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表9：国内工业增加值当月同比（%）



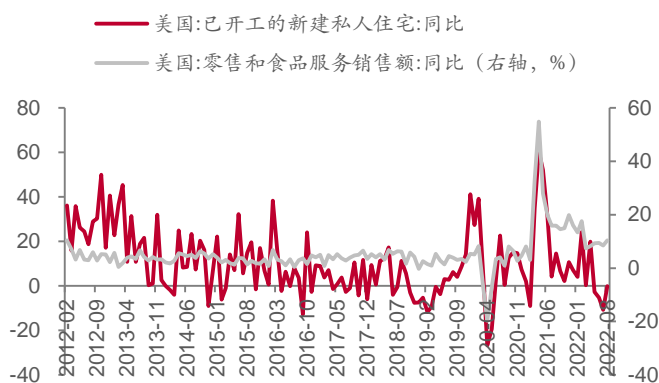
来源：Wind，中泰证券研究所

2.2 美国因素：8月新屋开工私人住宅数有所回升

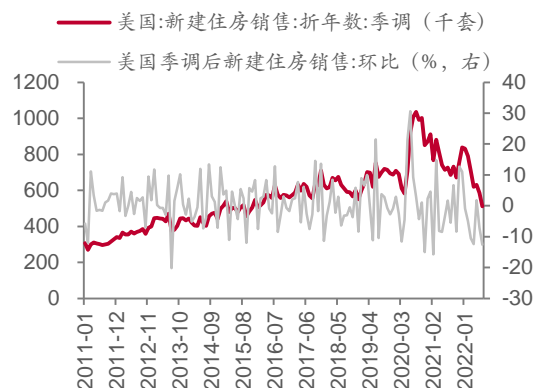
- 美国 8 月新屋开工私人住宅数有所回升。本周披露美国 8 月新屋开工私人住宅 14.05 万套（前值 12.61 万套），折年数季调 157.5 万套（前值 140.4 万套）；9 月 Markit 制造业 PMI 季调 51.8（前值 51.5，预期 51.2），服务业商务活动 PMI 季调 49.2（前值 43.7，预期 45.0）。

图表10：美国已开工新建住宅与零售同比（%）

图表11：美国新建住房销售折年数及环比



来源: Wind, 中泰证券研究所

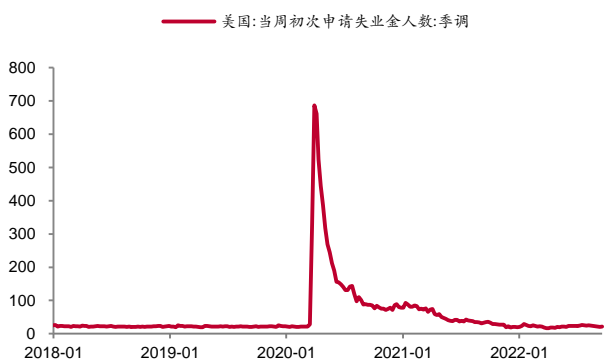


来源: Wind, 中泰证券研究所

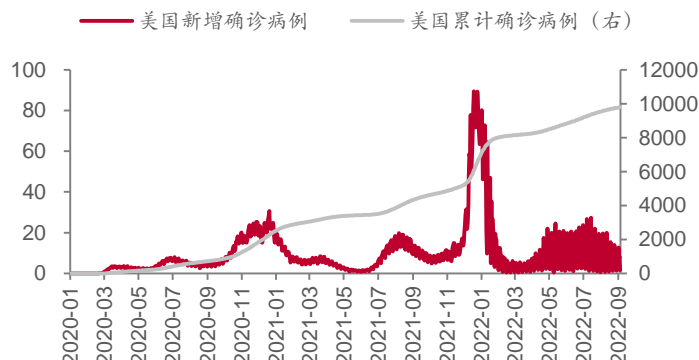
- **美国失业数据有所增加, 新增新冠确诊人数有所回落。** 本周披露上周初请失业金人数 21.3 万人, 环比增加 0.5 万人; 本周, 美国新增新冠确诊人数有所回落, 周一到五美国累计确诊 37.10 万例, 日均新增 7.42 万例, 环比下降 0.30 万例。

图表 12: 美国当周初请失业金人数 (千人)

图表 13: 美国当周新增确诊病例回落 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所

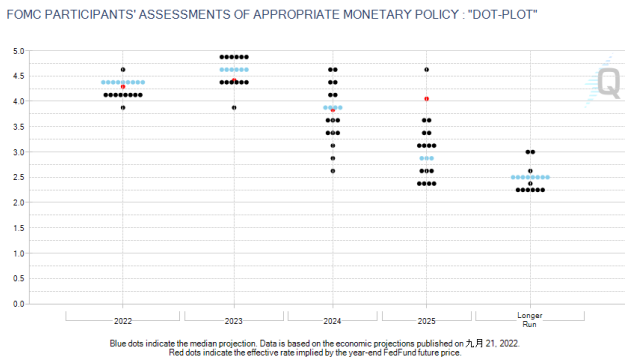


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **美联储 9 月加息 75bp。** 美联储公布 9 月利率决议, 如期加息 75 个基点, 至 3.00-3.25%。经济预期显示未来或进一步加速升息步伐。美联储下调美国 2022 年 GDP 增长预期至 0.2% (前值 1.7%); 美联储上调 2022 年 PCE 通胀预期至 5.4% (前值 5.2%)。美联储 FOMC 9 月点阵图显示, 美联储预计 2022 年年内还会加息 100-125 基点, 直到 2024 年才会降息。美联储主席鲍威尔在议息会议后的新闻发布会上表示, 坚决致力于降低通货膨胀, 承诺将通胀压低至 2%; 物价稳定是经济基石, 缺乏价格稳定, 经济就无法运转。同时, 鲍威尔援引 FOMC 利率点阵图分化称, 美联储 2022 年还将加息 100-125 个基点。不过他也强调, 在某些时间节点放慢加息速度将是适宜的, 加息幅度将取决于未来数据。

图表 14: 美联储点阵图

图表 15: 美元指数走势图



来源: CME, 中泰证券研究所

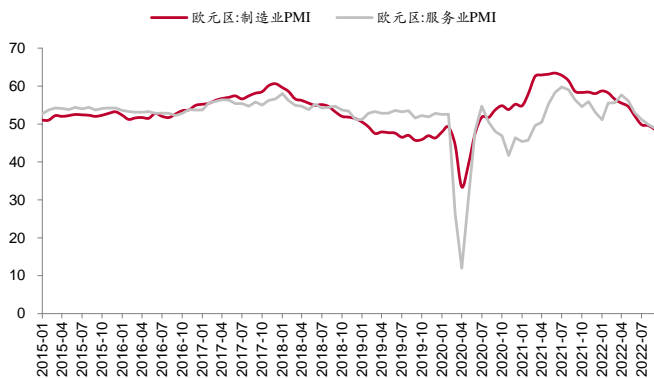


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：9月 PMI 初值有所回落，疫情升温

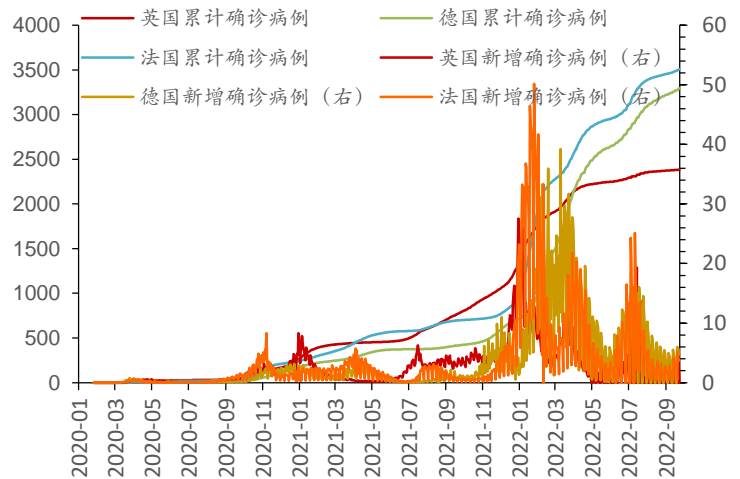
- **欧元区 9 月 PMI 初值有所回落。**本周披露欧元区 9 月欧元区制造业 PMI 初值 48.5（前值 49.6，预期 48.8），服务业初值 48.9（前值 49.8，预期 49.1），综合 PMI 初值 48.2（前值 48.9，预期 48.2）；本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊 96023.0 例，环比上周增加 15686.0 例，疫情升温。

图表 16：欧元区 9 月 PMI 初值有所回落



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17：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

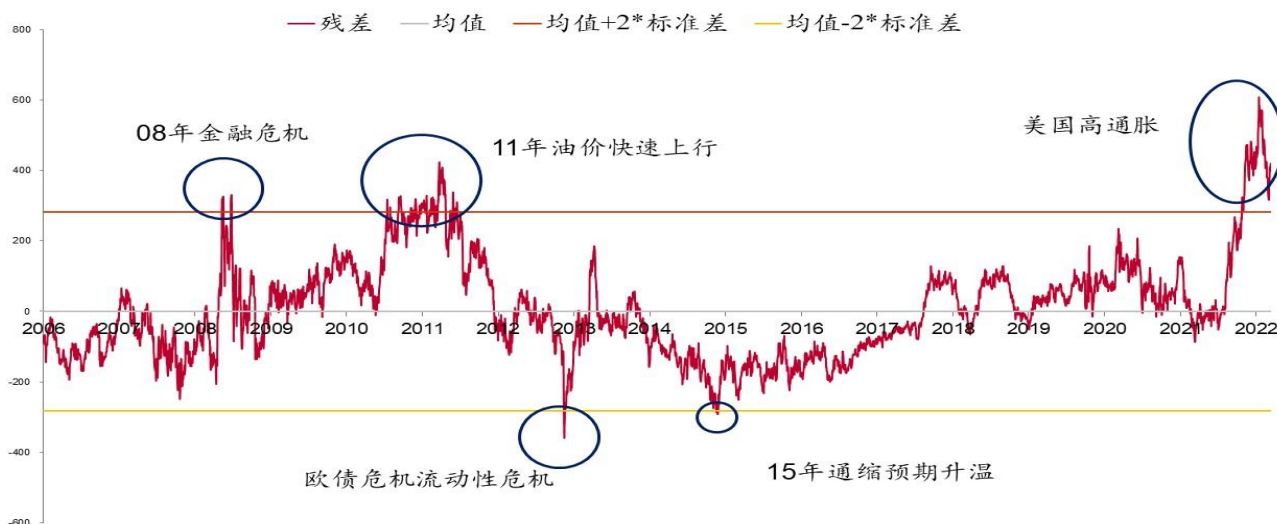
3. 贵金属：底部或已探明，高成长标的将率先被重估

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。

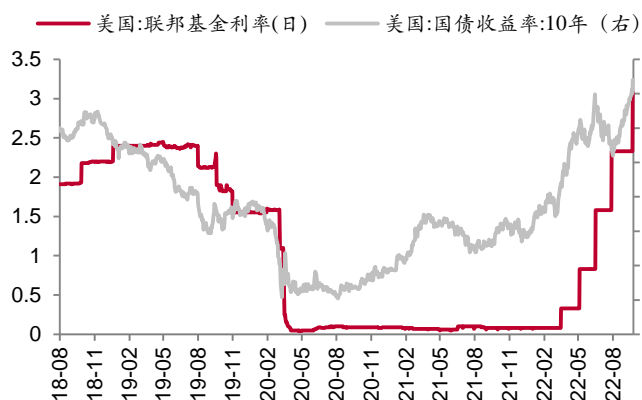
图表 18: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)



来源: WIND, 中泰证券研究所

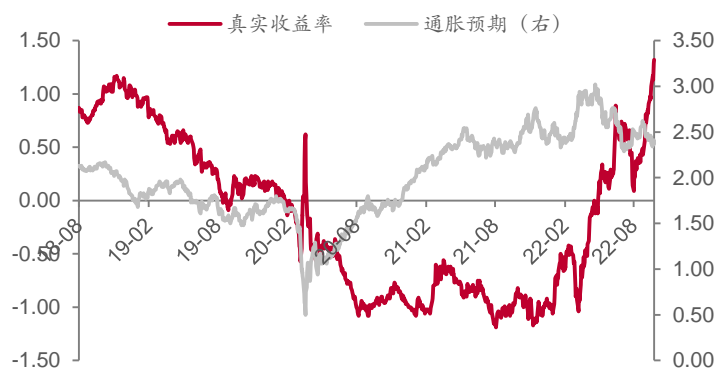
- 截至 9 月 23 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回落至 2.37%，10 年期国债实际收益率环比上升至 1.32%；截至 9 月 23 日，COMEX 黄金收 1655.60 美元/盎司，环比下跌 1.66%；COMEX 白银收于 18.91 美元/盎司，环比下跌 2.43%；SHFE 黄金收于 387.64 元/克，环比上涨 1.05%；SHFE 白银收于 4542 元/公斤，环比上涨 4.13%。

图表 19: 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 20: 通胀预期与真实收益率 (%)



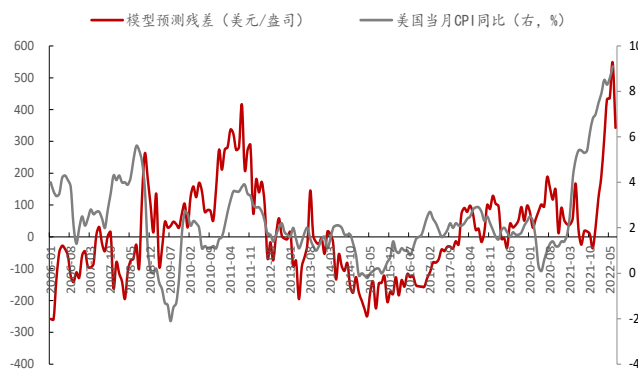
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: 金价与十年期美国国债收益率

图表 22: 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



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：
 - 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。
 - 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。
 - 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 23: 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

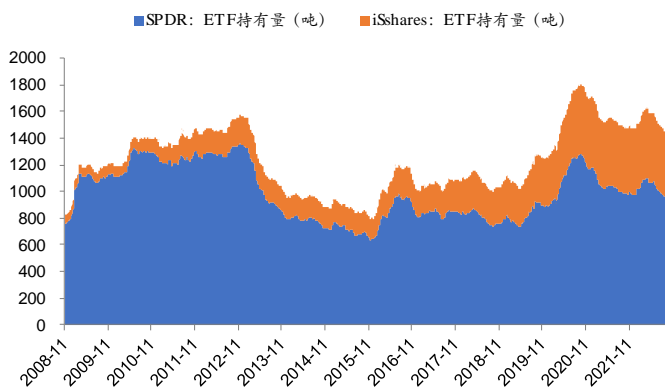
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: 汇率假设 1: 6.7, 1 盎司金≈31.1 克

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 23 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,435.54 吨, 环比下降 17.58 吨。截至

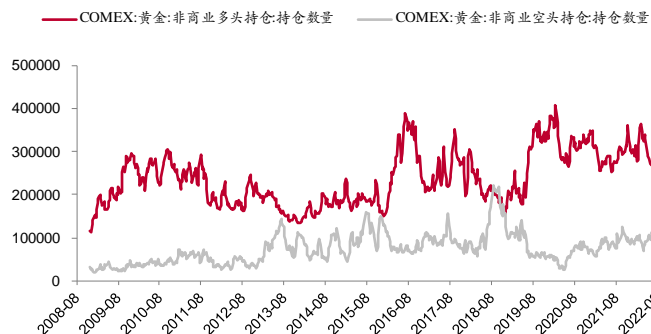
9月20日，COMEX黄金非商业多头持仓回落至21.46万张附近（前值22.59万张），同时非商业空头持仓回升至14.88万张附近（前值12.86万张附近），净多头持仓量回落至6.57万张（前值9.73万张）。

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)



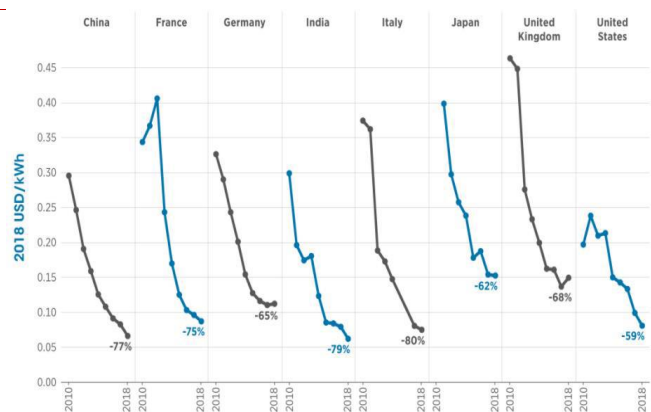
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代

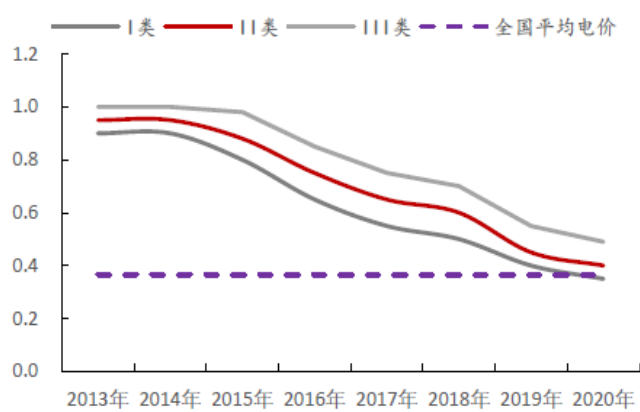
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；9月21日GE宣布退出新增煤电市场；9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，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

图表 27: 平价上网接近成为现实 (元/度)

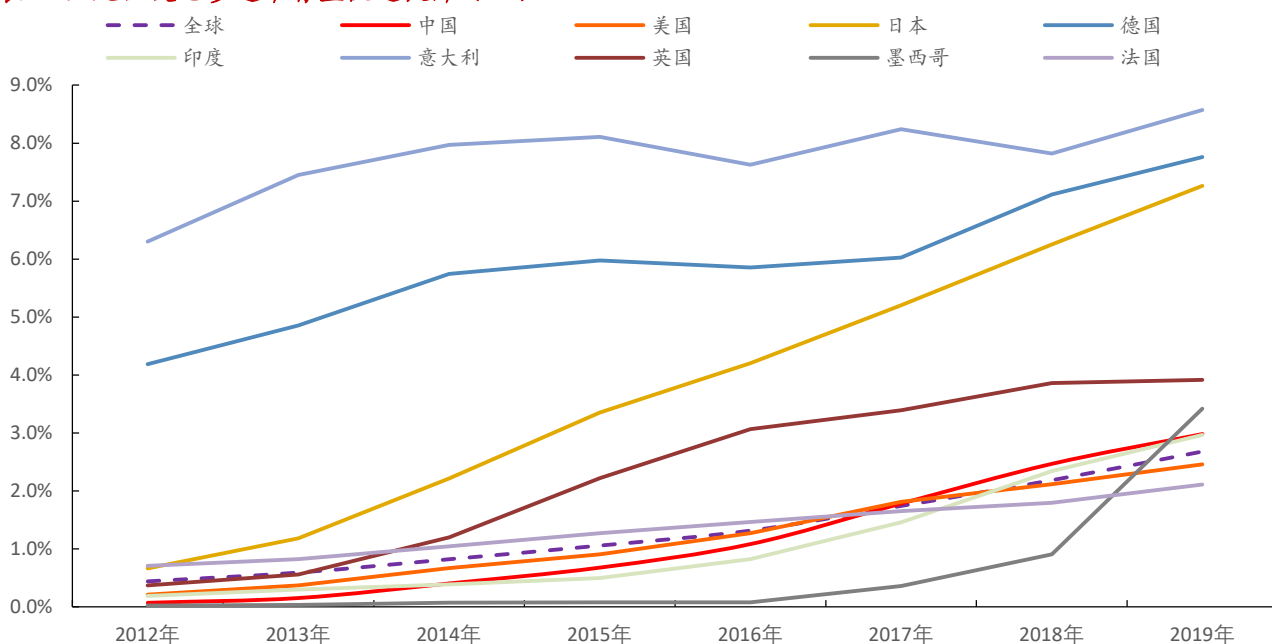


来源: IRENA, 中泰证券研究所



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: 白银供需平衡表预测 (吨)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Supply	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%
Demand	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
Jewelry	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%
Industrial(exclude PV)	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%
PV	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%
Physical Investment	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%
Silverware	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%
Photography	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%
Net Hedging Demand	911.2	-	-	373.2	65.3	261.2	-	-	-
Physical Surplus/Deficit	-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 9 月 23 日, 当前金银比 86.50, 环比回落 0.70。

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%

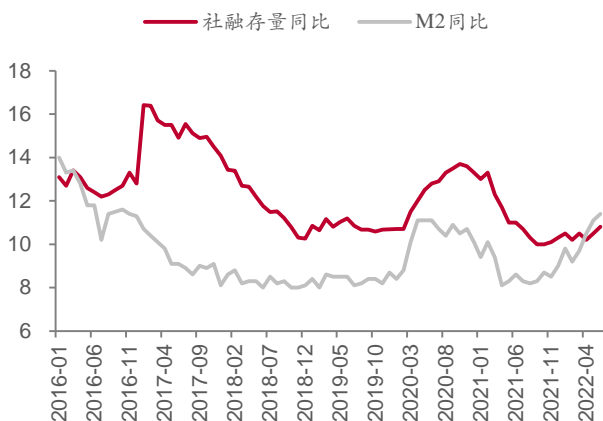
资料来源: Wind、中泰证券研究所

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

- 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 33: 国内社融数据有望筑底回升 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 国内定调稳增长的政策主线

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。

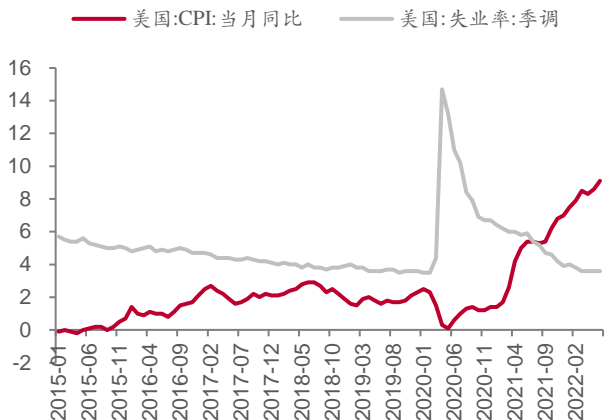
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 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**

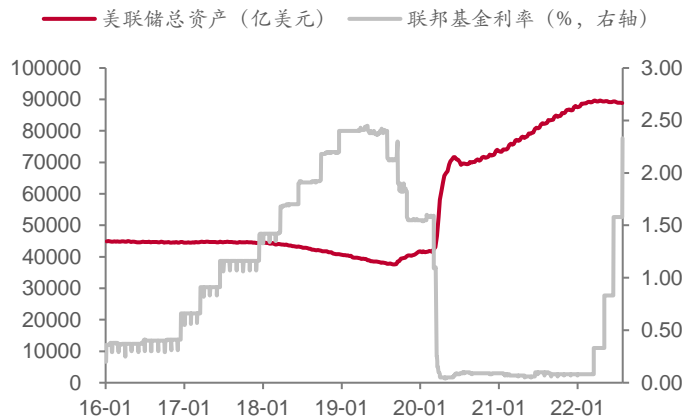
业的持续恢复，以及海外对防疫政策的躺平，未来收水也成为了必然，因为疫情带来海外无限量 QE 及低利率环境正逐步退潮，而伴随着流动性的退潮，终端的投资需求也将受到一定影响。

图表 35: 美国就业持续改善, 通胀快速攀升 (%)

图表 36: 海外宽松环境正逐步退潮 (%)



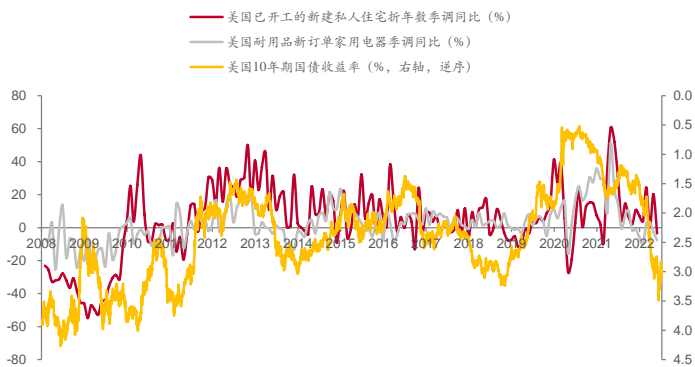
来源: Wind, 中泰证券研究所



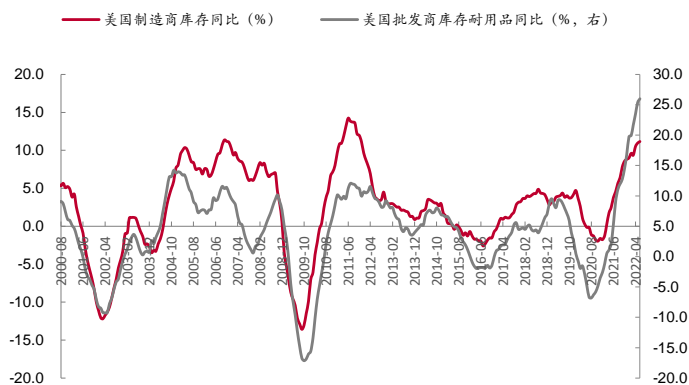
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 37: 美债利率与耐用品消费周期显著负相关

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



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%，其中钽和铋产量占比均在 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

图表 40: 乌克兰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
钇	43%	37%
铈	23%	23%
钷	19%	17%
钆	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

	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

- **供应压力持续减弱。**云南地区电解铝企业减产扩大,云南宏泰、神火、其亚减产幅度达 18-20%,云铝减产也已经超 20%的幅度,预计后期云南总减产规模或达 130 万吨左右,四川及广西地区部分企业启槽复产,但产量释放缓慢,目前国内电解铝运行产能回落至在 4000 万吨附近,国内电解铝供应压力减小提振铝市。
- **本周新增复产产能 8.3 万吨。**截至 2022 年 9 月 24 日,2022 年中国电解铝总复产规模 514.7 万吨,本周新增复产产能 8.3 万吨,国内累计已复产 328.3 万吨,待复产 164.41 万吨,预期年内还可复产 143.4 万吨,预期年内最终实现复产累计 472.7 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	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	4	2022年Q3	5	5	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	14	2022年5月	16	16	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	2.8	2022年9月	9.7	9.7	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	0.5	待定	12	12	12.5
四川	广元中孚高精铝材有限公司	44	0	2022年四季度	44	44	44
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	514.7	328.3		164.4	143.4	472.7

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24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180万吨，预期年内还可投产共计35万吨，预期年度最终实现累计215万吨。

图表 42：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

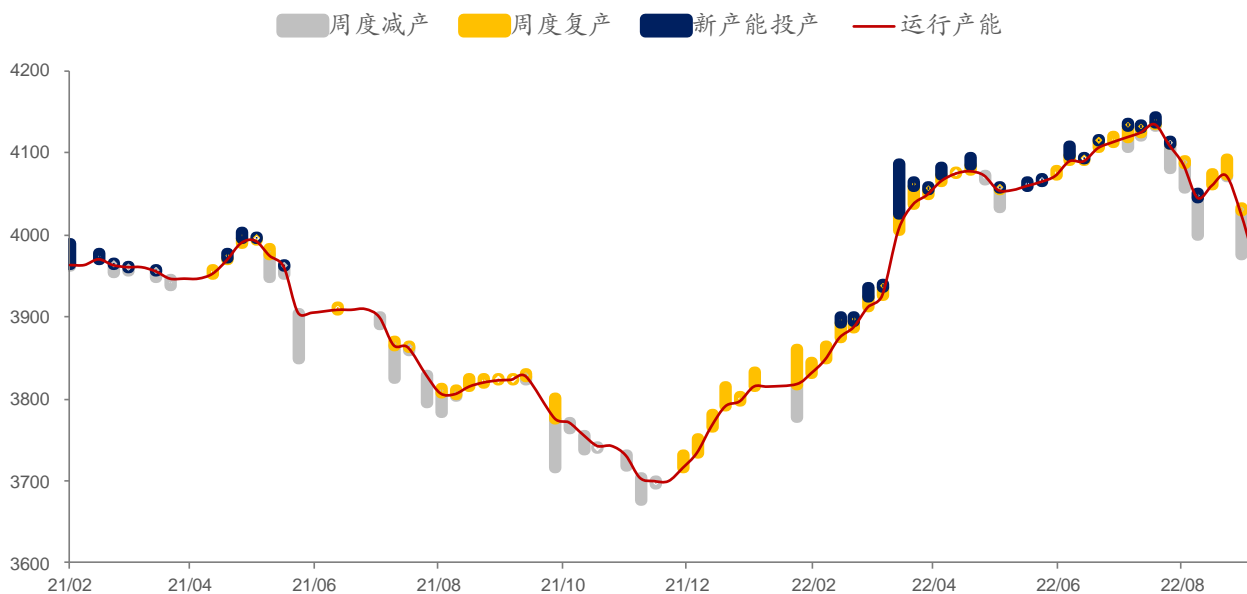
省份	企业	新产能规模	已投产	始投产时间	待投产	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计
广西	广西田林百矿铝业有限公司	10	10	2022年3月	0	0	10
广西	广西隆林百矿铝业有限公司	20	20	2022年3月	0	0	20
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	22.5	10	2022年6月	12.5	0	10
内蒙古	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司	40	0	2022年9月	40	15	15
内蒙古	内蒙古锦联铝材有限公司	5	0	2022年二季度	5	5	5
云南	云南其亚金属有限公司	20	20	2022年3月	0	0	20
云南	云南宏泰新型材料有限公司	118	70	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	2022年四季度	25	10	10
贵州	贵州元豪铝业有限公司	10	0	2022年9月	10	5	5
四川	广元中学高精铝材有限公司	5	5	2022年三季度	0	0	5
	总计	320.5	180		97.5	35	215

资料来源：百川、中泰证券研究所

■ **本周电解铝运行产能下降 62.7 万吨。**截止 2022 年 9 月 24 日，国内电解铝运行产能达 3968.4 万吨。

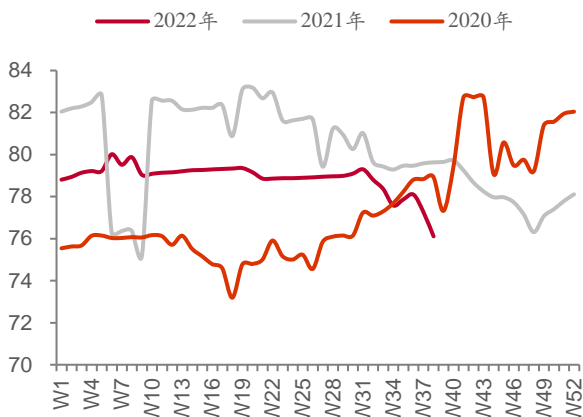
图表 43：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所

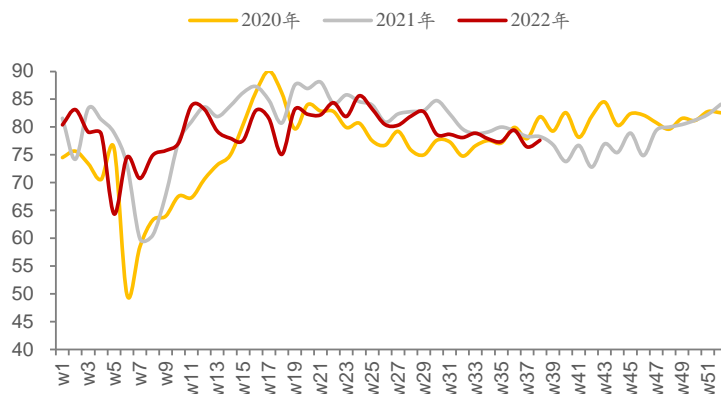
■ **四川电力恢复云南又紧张。**根据百川，本周电解铝产量 76.11 万吨，较上周减少 1.49%。本周广西和四川地区继续释放复产产能，但由于仍对后期电力供应存在疑虑，目前复产速度较为缓慢；四川地区有小部分新投产产能投产完毕；云南地区水电不足，继续减产，目前规模已扩大至原有开工的 20%-30% 不等，部分企业仍在继续减产。综合下来，电解铝供应持续下行。

图表 44：电解铝周度产量（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所

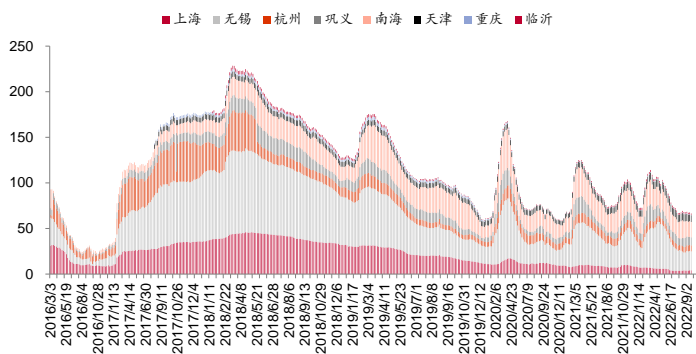
图表 45：国内电解铝周度需求（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所

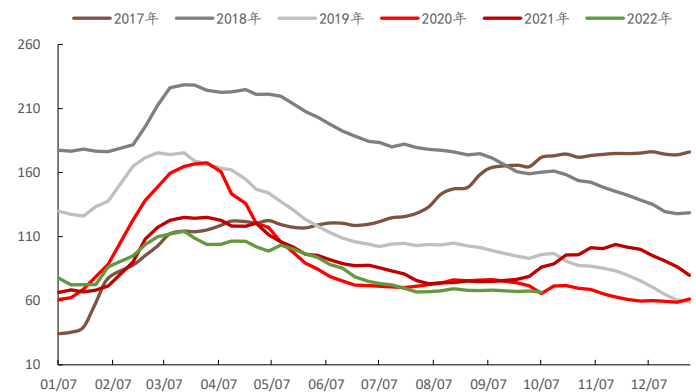
■ **电解铝库存维持低位。**2022年9月24日，SMM统计国内电解铝社会库存66.6万吨，较上周库存减少0.9万吨。临近十一小长假，部分下游企业逢底适量备货，加之新疆地区发货有所受阻，国内铝库存维持去库状态。海外方面，LME铝库存小幅回升，截至9月24日，LME铝库存为34万吨，周环比减少0.73万吨。

图表 46: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



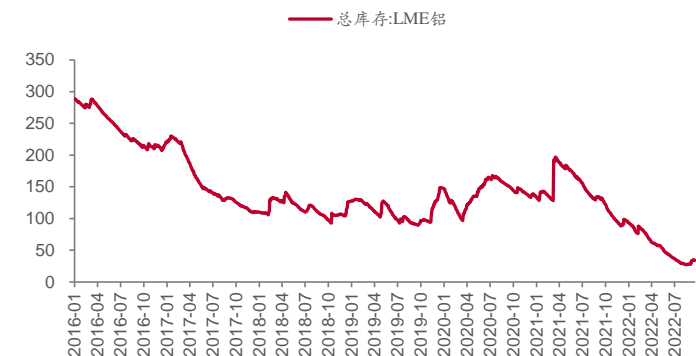
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 48: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)



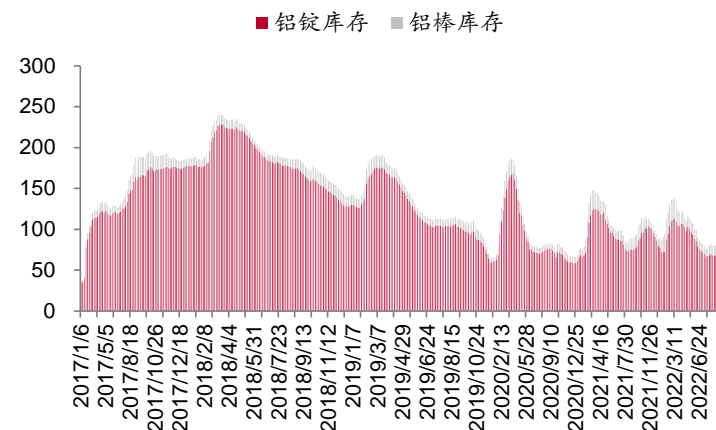
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 50: LME 铝期货库存变动 (万吨)



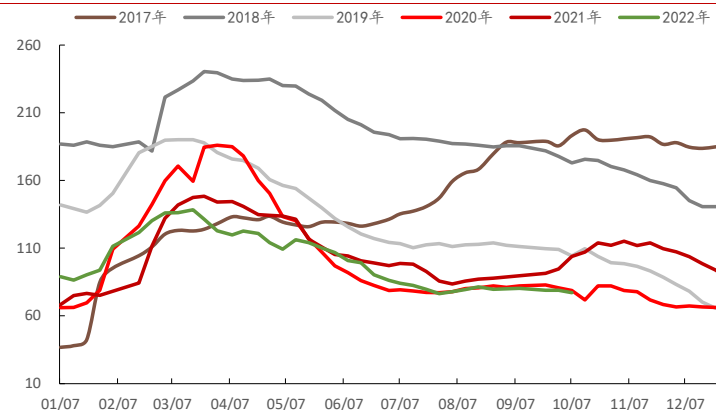
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 47: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



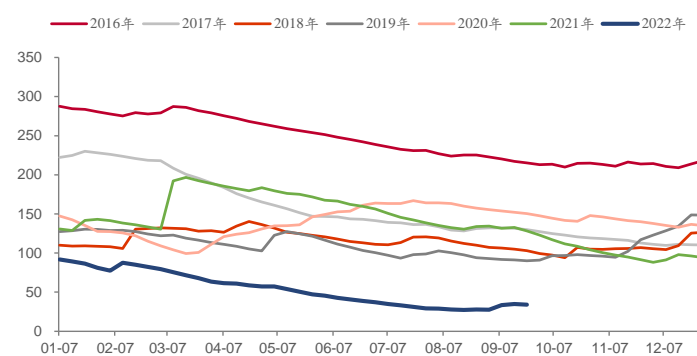
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 49: 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 51: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)

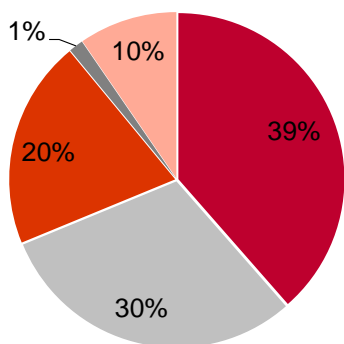


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 铝价弱势，即时盈利收缩。**截至9月24日，氧化铝价格2874元/吨，环比-1.03%，氧化铝成本3032元/吨，环比下跌0.07%，吨毛利-158元/吨，环比下降28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7988元/吨，环比下降1.57%，周内平均吨毛利-177元/吨，环比上涨41.8%；如果不考虑原料库存，阳极周内平均成本7827元/吨，环比下降1.55%，周内平均吨毛利-16元/吨，环比上涨124元/吨。对于除新疆外100%自备火电的电解铝企业，即时成本19258元/吨，环比增0.85%，长江现货铝价18710元/吨，环比跌0.85%，吨铝盈利-364元，环比降214元/吨。具体走势如下：

图表 52：电解铝的完全成本构成

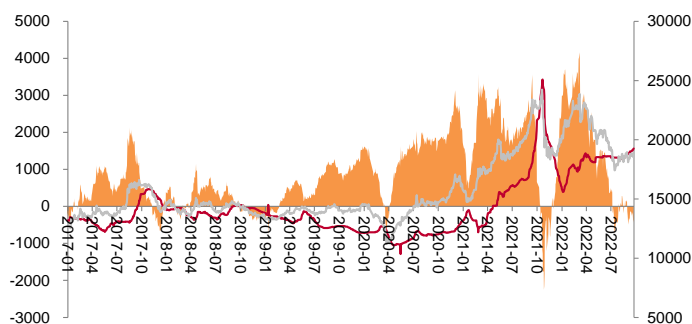
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 53：电解铝成本、利润情况（元/吨）

■ 利润 ■ 完全成本（右轴） ■ 长江现货价格（右轴）

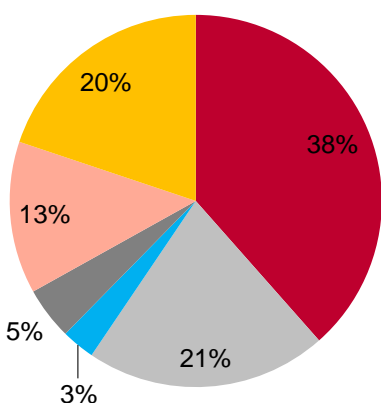


来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

注：测算对象为除新疆外100%自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

图表 54：氧化铝生产成本构成

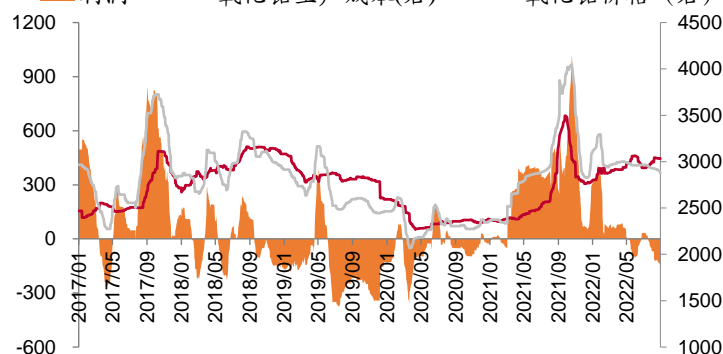
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 55：氧化铝成本、利润情况（元/吨）

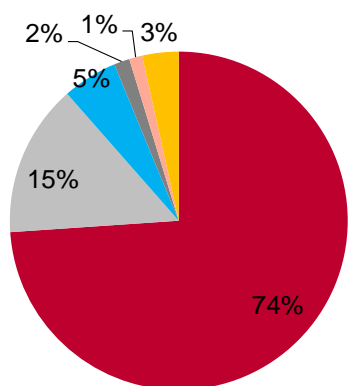
■ 利润 ■ 氧化铝生产成本(右) ■ 氧化铝价格(右)



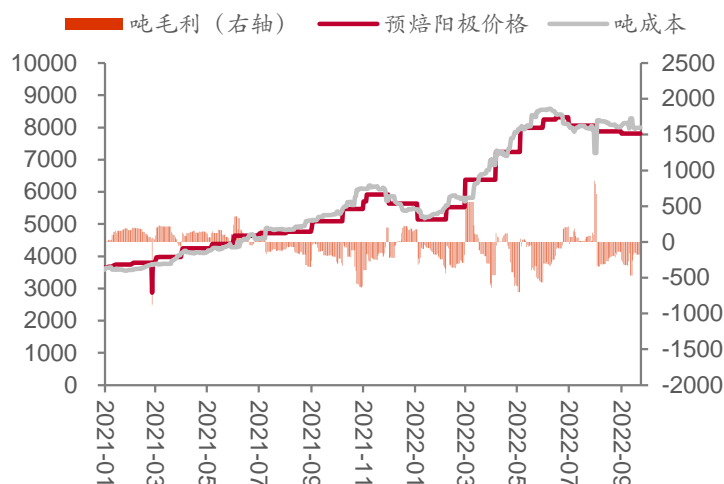
来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 56：预焙阳极生产成本构成
图表 57：预焙阳极成本、利润情况（元/吨）（考虑库存）

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

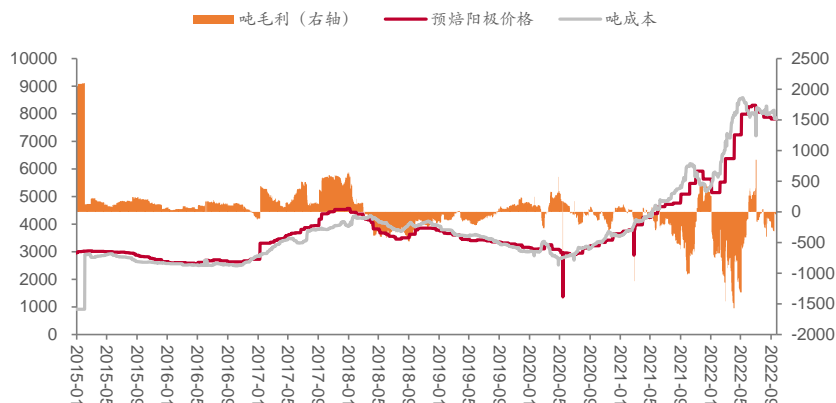


来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



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 58: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)

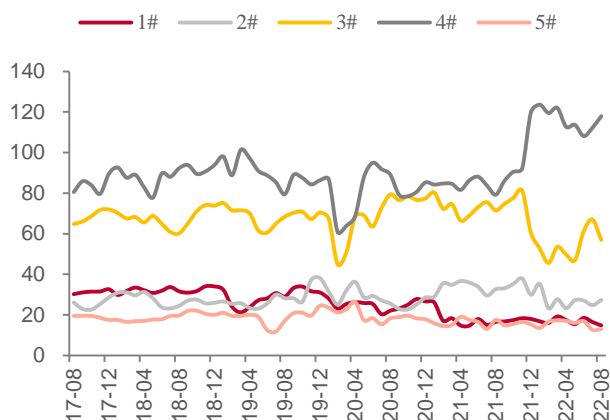


来源: SMM, 中泰证券研究所
注: 不考虑企业原料库存影响, 采用原料现货价格

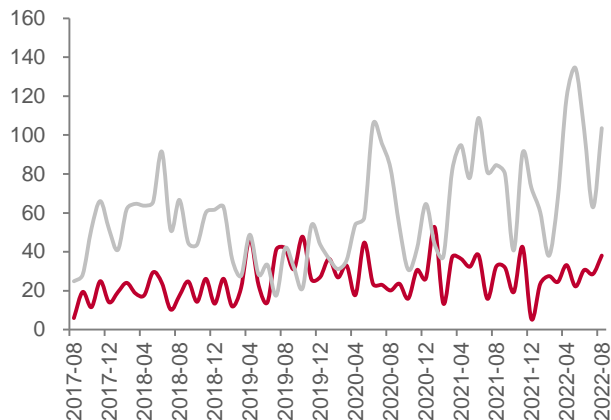
- 国内 8 月石油焦产量有所回落, 由于船期到港等因素低硫生焦进口量有所回升。8 月国内 1#-5#石油焦总产量 233.0 万吨, 同比增加 5.80%, 环比减少 1.32%, 其中 1#石油焦同比减少 10.58%, 环比减少 10.09%, 2#石油焦同比减少 16.26%, 环比增加 10.51%, 3#石油焦同比减少 20.38%, 环比减少 15.07%。进口方面, 硫 < 3% 的未煅烧石油焦进口 38.1 万吨, 同比增加 17.5%, 环比增加 33.2%, 其他未煅烧的石油焦进口 103.5 万吨, 同比增加 22.56%, 环比增加 64.7%。

图表 59: 国内石油焦月度产量 (万吨)

图表 60: 国内未煅烧石油焦进口数量 (万吨)



来源：百川、中泰证券研究所

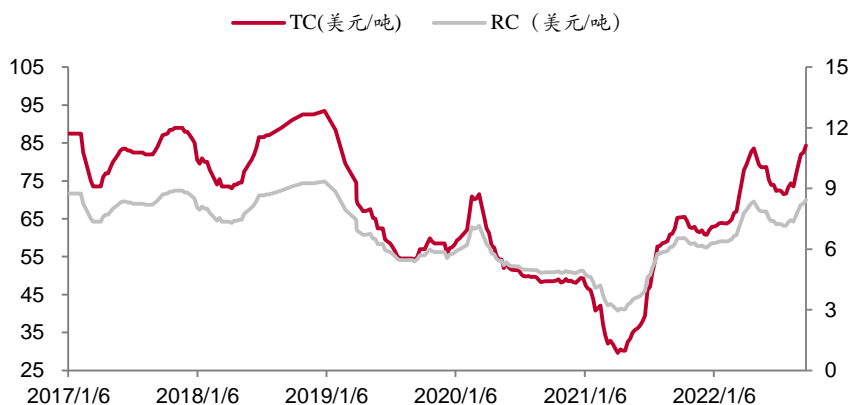


来源：Wind、中泰证券研究所

4.3 铜：节前备货补库需求使库存去化

- **矿山炼厂加工费上破 80 美元，TC 持续回升近 80 美元中位。**截止本周五（9 月 23 日）SMM 进口铜精矿指数（周）报 84.35 美元/吨，较上期 9 月 16 日指数增加 1.85 美元/吨。周内铜精矿现货市场成交活跃度环比回落明显，贸易商与炼厂之间的成交寥寥，炼厂四季度补货进度已过大半，仅有矿山与炼厂之间存在些许成交。据 SMM 了解，当下矿山与炼厂之间的干净矿成交加工费已上涨至 80 美元中低位，接近贸易商与炼厂之间的干净矿成交加工费水平，装期重心维持于 9—12 月份。

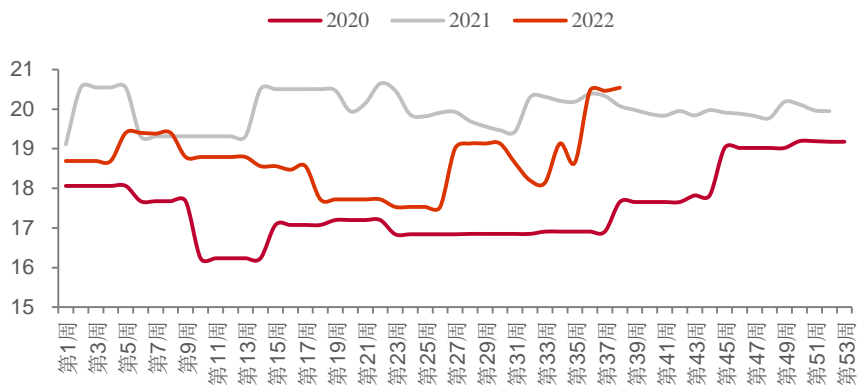
图表 61：铜矿 TC/RC 回升



来源：SMM，中泰证券研究所

- **供给端，本周国内电解铜产量为 20.54 万吨，环比增加 0.39%。**周内供给端相对保持稳定，相较于 8 月份限电以及集中检修的影响，导致 8 月电解铜产量不及预期，预计 9 月份电解铜产量将有所增加。

图表 62：电解铜周度产量（万吨）



来源：百川，中泰证券研究所

图表 63：中国铜冶炼行业装置动态（单位：万吨）

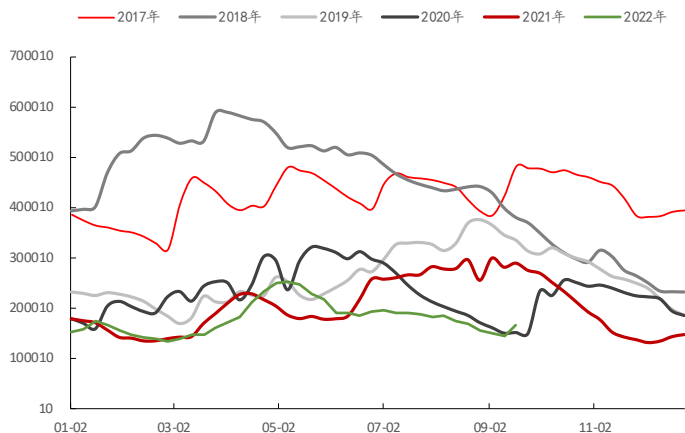
省份	企业	开始时间	结束时间/持续时间	检修或停产产能
内蒙古	赤峰云铜有色金属有限公司	4月1日	6月初	40
辽宁	葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司	4月1日	30天	15
浙江	浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	4月7日	30天	40
福建	中铜东南铜业有限公司	5月1日	/	40
山东	东营鲁方金属材料有限公司	1月7日	待定	30
山东	山东恒邦冶炼股份有限公司	5月初	1个月	25
山东	阳谷祥光铜业有限公司	3月14日	待定	40
河南	河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	3月26日	45天	35
河南	河南豫光金铅集团有限责任公司	3月7日	3月11日	
湖北	大冶有色金属有限责任公司	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23日，上海、江苏、广东三地社会库存7.03万吨，较上周去库0.88万吨，据SMM调研了解，本周五（9月23日）国内保税区铜库存环比上周五（9月16日）减少1.68万吨至9.86万吨，库存连续第十三周下滑，续创SMM统计以来新低。其中上海保税区库存环比下降1.71万吨至8.18万吨，广东保税区环比增加0.03万吨至1.68万吨。近期有银行开始收缩或者剔除有色金属业务，部分保税仓单货物被陆续处置。本周进口比价环比好转，现货进口窗口给到机会，保税仓单值此机会被搬运至国内，主导了库存的下滑。

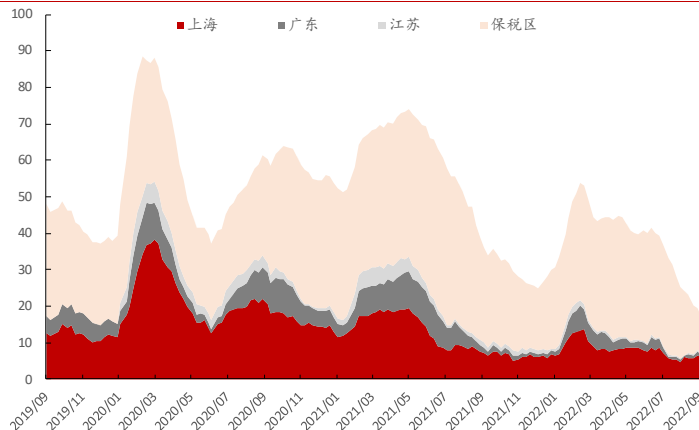
海外库存（期货）方面，LME 铜库存有所回升，截止 9 月 23 日，LME+COMEX 铜库存量 16.58 万吨，与上周同期相比增加 21,827.80 吨。

图表 64: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

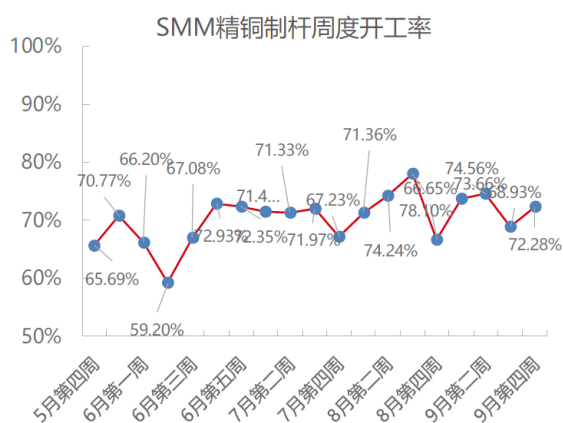
图表 65: 上海广东及保税区社会库存变动 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

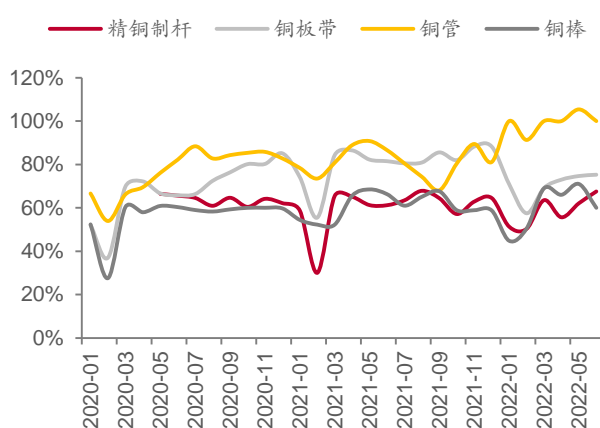
- **线缆订单向好给予消费支撑，周尾节前下游备货陆续开启。**本周线缆订单环比持续向好，国网工程基建端口下单维稳，部分订单需赶在节前交付。另外，在海上风电大潮裹挟下，海缆业务交付和订单获取节奏持续加快，在 10 月份迎来装机旺季。从地产端口来看，磨底阶段基本结束，虽难呈现明显反转，但在二十大前部分项目需赶工交付，对线缆需求带来一定增量。多数线缆企业于本周陆续开始节前备货，预计下周初备货逐渐完成，多数企业备货至 10 月 9 号，与往年备货量旗鼓相当。本周国内主要精铜杆企业周度开工率为 72.28%，较上周回升 3.35 个百分点。本周精铜杆订单表现尚可，主要是下游线缆订单表现稳定。

图表 66: 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 67: 铜下游企业月度开工数据 (%)

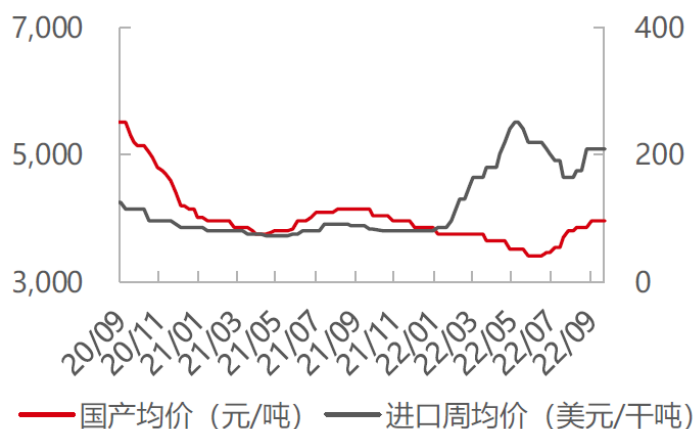


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

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

- **10 月进口锌精矿加工费预计上调 100~150 元/金属吨。**本周冶炼厂与矿山就 10 月加工费开始谈判，由于当前进口矿较国产矿便宜，并且炼厂对于进口矿备货较为充足。炼厂均计划于 10 月上调加工费，其中内蒙地区计划上调 100 元/金属吨左右，湖南、四川地区计划上调 300 元/

金属吨左右，云南地区计划上调 150 元/金属吨左右。而进口方面，当前市场基本成交于 210~250 美元/吨。整体市场锌精矿相对宽松。

图表 68: 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 69: 国产锌精矿分地区加工费

	2022/09/09	2022/09/16	2022/09/23	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	3750	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

- 内外比价小幅走高，锌矿进口窗口持续开启。** 本周比价小幅走高，主要运行于 7.97-8.33 之间，进口亏损在 519-1495 元/吨。本周依旧维持内强外弱的走势，海外周内由于 lme 快速去库出现短暂反弹行情，然在美联储会议结束以后重返下跌趋势，并于周内向下突破震荡区间。而国内延续去库的状态下，国内资金仍然乐观，多头继续推动价格上行。周内距离锌锭进口窗口也仅仅一步之遥，同样导致当前进口矿价格较国产矿更低，炼厂进口矿备货充足。
- 库存变化:** 据 SMM 了解，截至本周五（9 月 23 日），SMM 七地锌锭库存总量为 9.27 万吨，较上周五（9 月 16 日）减少 6600 吨，较本周一（9 月 19 日）减少 3600 吨，国内库存录减。其中上海市场，部分由炼厂直接发往上海的麒麟等品牌由于暂未看到入库，叠加市场升水大幅下行的情况下，市场整体仍有部分成交，上海库存小幅去库，预计后续部分麒麟到货后，上海库存或将小幅增加；广东市场，在仓单流出的情况下，市场上货源相对丰富，部分贸易商对手上锌锭进行抛售，而下游在节前备库的刚需下逢低采购，带动广东库存小幅下降；天津地区，受疫情缓解，红烨等品牌到货小幅缓解，但整体到货量仍旧偏低。而由于炼厂直发下游的锌锭持续到货，导致下游节前库存缺口得到弥补，因此现货市场成交疲软，天津库存小幅录增。总体来看，原沪粤津三地库存减少 3200 吨，全国七地库存录得减少 3600 吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回落。截至 9 月 23 日，伦锌库存量 61,475 吨，较上周减少 14,225 吨。

图表 70: 国内锌七地库存 (万吨)
图表 71: LME 锌库存变动趋势 (吨)

地区	2022/08/26	2022/09/02	2022/09/09	2022/09/16	2022/09/23	2022/4/8	2022/4/15	2022/4/22
上海	2.18	1.78	1.43	2.15	2.13	8.6	11.1	11.1
广东	5.45	5.19	3.53	3.16	2.71	450000	400000	400000
天津	3.70	4.04	3.72	3.57	3.35	350000	300000	300000
江苏	0.42	0.37	0.23	0.25	0.16	250000	200000	200000
浙江	0.32	0.31	0.32	0.50	0.43	200000	150000	150000
山东	0.28	0.28	0.26	0.30	0.30	150000	100000	100000
河北	0.19	0.20	0.19	0.20	0.19	100000	50000	50000
七地	12.54	12.17	9.68	9.93	9.27	26.	01-02	03-02

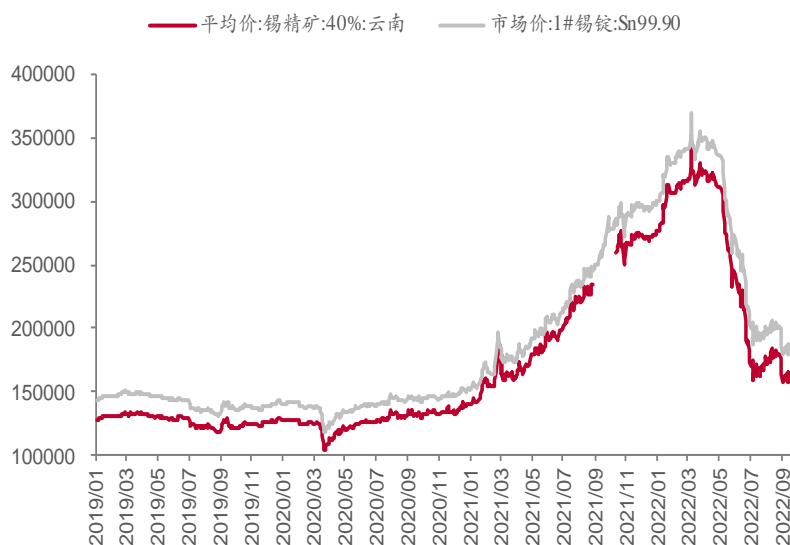
来源: SMM, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

4.5 锡: 精锡与锡锭价格有所回升

- 本周精锡与锡锭价格有所回升。截止9月23日, 锡精矿(40%云南)报价 165,750.00 元/吨, 环比上涨 2.63%; 锡锭(1#Sn99.90)报价 187,860.00 元/吨, 环比上涨 2.31%。

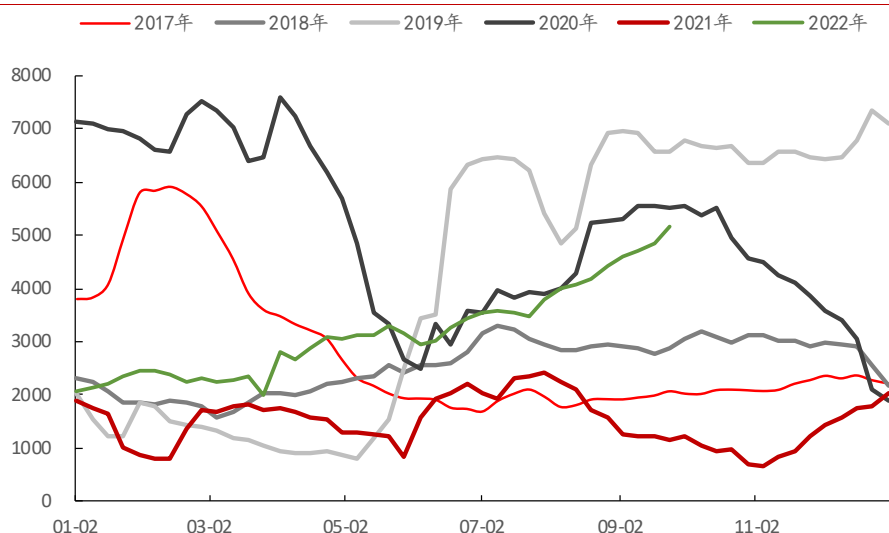
图表 72: 锡价格走势



来源: wind, 中泰证券研究所

- 库存方面, 截止9月23日, 伦锡库存量为 5,160 吨, 与上周相比回升 305 吨。

图表 73: 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，美联储加息预期进一步升温，压制黄金价格，但美国经济回落难以避免，随着通胀逐步回落，美联储加息节奏有望逐步放缓，支撑金价预期由弱转稳，成长优势突出标的将会持续重估。
- 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，全球主动去库存仍将持续，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：银泰黄金、赤峰黄金、山东黄金、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。