

持仓环比下滑，黄金板块一枝独秀

2022 年 11 月 04 日

► **2022Q3 有色股表现较弱，SW 有色季度下跌 13.18%。**2022Q3 金属季度均价普遍环比下跌。**工业金属方面**，Q3 铜铝价格同比、环比均下滑。铜：美联储加息压制金融属性，但新兴领域需求依旧高速增长，铜价或可维持高位；铝：海内外供给约束维持，铝价下方成本支撑较强。Q3 锌价同比上涨、环比下跌，海外冶炼端受能源影响，支撑锌价。**能源金属方面**，稀土磁材、钴等新能源产业链相关金属价格环比回落，但锂价受益于供给刚性及需求快速增长仍十分坚挺。**贵金属方面**，美联储加息压制，金价走弱，但黄金股表现一枝独秀。2022Q3 单季度 SW 有色下跌 13.18%，在申万行业中排名第 27。

► **2022Q3 有色行业基金持仓比例环比下滑 0.25pct 至 4.53%。**2022Q3，美联储加息延续，叠加国内疫情扰动，基本金属价格环比走弱。能源金属方面，稀土磁材、钴等新能源产业链相关金属价格环比回落，锂价坚挺，但市场担忧高锂价可持续性，公募基金减仓锂相关股票。贵金属方面，美国通胀压力维持高位，市场担心美国步入衰退，同时俄乌冲突带来避险需求上升，看好中长期金价上行，22Q3 黄金股在有色中表现最好，公募基金持仓有所提升。

► **投资建议：看好铜铝、锂镍稀土、贵金属机会。**

1) **工业金属：供给约束仍在，金属价格韧性较强。**供给端：双碳大背景叠加资本开支不足和疫情扰动，推高工业金属成本曲线，供给端周期仍在途中。需求端：新能源需求旺盛，传统需求复苏，商品价格韧性较强。建议重点关注紫金矿业、洛阳钼业、神火股份、索通发展、驰宏锌锗。

2) **新能源金属：无惧短期疫情扰动，新能源需求仍然高增，能源金属供需结构长期偏紧，资源溢价能力提升。**锂：供给偏紧格局未来有望长期持续，锂资源溢价有望维持高位；需求受益电动车和储能拉动，供需格局仍将长期向好。镍：短期二元定价体系下结构性短缺支撑镍价，需求端大圆柱电池量产在即，三元需求有望边际向上。稀土：海外供应趋紧，指标增长平缓，受益于下游需求多点放量，价格或能维持高位。建议重点关注华友钴业、西藏矿业、天齐锂业、赣锋锂业、中矿资源、永兴材料、盛和资源。

3) **贵金属：金价短期受加息政策影响震荡，中长期金价上行空间充足。**当前金价受加息影响处于震荡走势，美联储加息尾部渐进，金价压力将初步释放，在前期全球货币大幅超发的背景下，中长期看好金价上行，建议重点关注赤峰黄金、银泰黄金、山东黄金、招金矿业。

► **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，全球通缩预期加剧。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601899.SH	紫金矿业	8.36	0.60	0.80	0.91	14	10	9	推荐
603993.SH	洛阳钼业	4.48	0.24	0.39	0.42	19	11	11	推荐
000933.SZ	神火股份	15.26	1.44	3.12	3.58	11	5	4	推荐
600497.SH	驰宏锌锗	5.02	0.11	0.37	0.51	44	14	10	推荐
000762.SZ	西藏矿业	48.62	0.27	2.19	3.04	180	22	16	推荐
603799.SH	华友钴业	64.00	2.44	2.78	5.67	26	23	11	推荐
002460.SZ	赣锋锂业*	89.86	3.64	9.33	9.97	25	10	9	/
002466.SZ	天齐锂业	104.90	1.41	12.36	13.04	74	8	8	推荐
600988.SH	赤峰黄金	19.45	0.35	0.86	1.14	56	23	17	推荐
000975.SZ	银泰黄金	13.71	0.46	0.54	0.82	30	25	17	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价；带*为 wind 一致预期

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 刘小华

执业证书：S0100121120055

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20221030：供需错配锂价上行，加息节奏预期放缓看好中长期金价-2022/10/30

2. 有色金属周报 20221023：加息节奏或放缓，需求旺盛金属价格反弹-2022/10/23

3. 有色金属周报 20221016：高通胀强化加息预期，旺季锂价持续上行-2022/10/16

4. 有色金属周报 20221009：加息预期再度升温，需求旺季支撑金属价格-2022/10/09

5. 民生有色周报 20220925：加息压力下，旺季来临支撑价格-2022/09/25

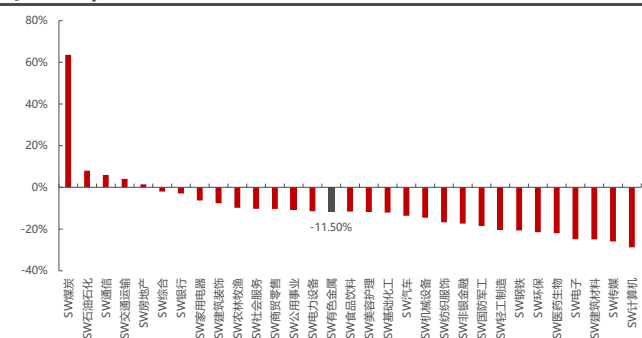
目录

1 2022Q3 有色板块表现较弱：黄金股一枝独秀	3
2 2022Q3 有色板块基金持仓比例环比下滑	5
3 投资建议：金价上行空间充足，关注贵金属板块机会	9
4 风险提示	11
插图目录	12
表格目录	12

1 2022Q3 有色板块表现较弱：黄金股一枝独秀

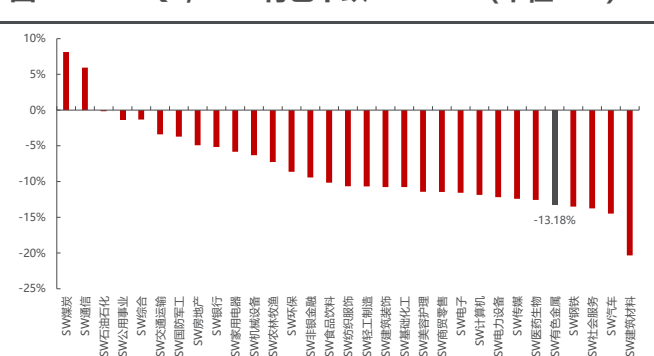
2022Q3, SW 有色板块下跌 13.18%，表现较弱。2022Q3 金属季度均价普遍环比下跌，工业金属方面，Q3 SHEF 铜、铝均价分别为 6.04 万元/吨、1.84 万元/吨，同比分别变化-12.9%、-10.8%，环比分别变化-15.4%、-10.9%。铜方面，Q2 后期美联储加息压制铜价，Q3 铜价震荡下跌，后逐步企稳反弹。从金融属性看，美联储加息层层加码，铜价承压，但 9 月美联储再次加息 75BP 后对铜价的压制边际减弱。供需上，供给端扰动难以缓解，国内传统需求 Q3 进入淡季，铜加工企业加工费普遍环比下调，但新兴领域需求依旧高速增长，铜价或可维持高位。铝方面，Q1 价格震荡反弹，Q2 回调，Q3 震荡为主，美联储加息对铝价亦形成压制。但海内外供给约束仍维持，尽管欧洲天然气价格大幅下跌，短期内也很难看到电解铝厂有复产的可能。Q3 铝锭库存震荡走低，铝价下方成本支撑较强，价格或以震荡为主。能源金属方面，稀土磁材、钴等新能源产业链相关金属价格受到传统领域需求走弱影响环比回落，但锂价受益于供给刚性及需求快速增长仍十分坚挺。钴方面终端消费电子需求走弱，钴价环比大幅下跌，镍方面，美联储加息，市场情绪较弱，前期镍价博弈情绪逐渐退却，镍的远期供应增加带来的悲观情绪对镍价形成抑制，但即期的镍产品结构性矛盾仍在演绎，镍价或有支撑。贵金属方面，Q3COMEX 黄金均价 1735 美元/盎司，同比下降 3.1%，环比下跌 7.4%，整体价格趋势为震荡走低，主要是受到美联储持续加息压制，但美国通胀压力始终维持高位，市场担心美国步入衰退，同时俄乌冲突长期化带来避险需求上升，看好中长期金价上行。2022Q3 单季度 SW 有色下跌 13.18%，在申万行业中排名第 27。

图1: 2022Q1-Q3, SW 有色下跌 11.50% (单位: %)



资料来源：wind，民生证券研究院

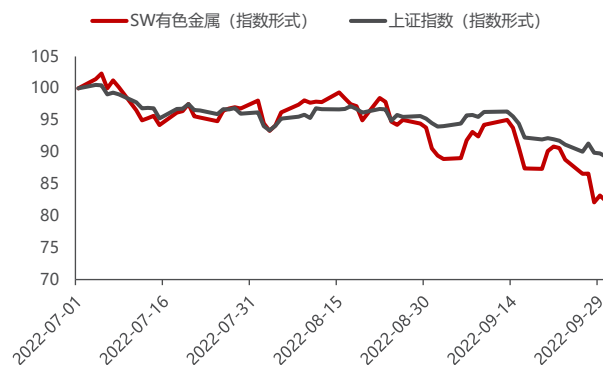
图2: 2022Q3, SW 有色下跌 13.18% (单位: %)



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2020 年以来有色板块超额收益明显


资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q3，有色板块跑输大盘


资料来源：wind，民生证券研究院（注：指数形式表示按 7 月 1 日价格为基准 100）

细分来看，黄金板块是有色板块中 Q3 唯一上涨的板块，Q3 上涨 6.20%，其他板块 Q3 均下跌，下跌较少的板块为铝板块，Q3 下跌 2.08%。2022Q3，稀土金属价格大多下跌，黄金价格环比也是下跌的，但是市场预期美国在激进的加息策略中终将走向衰退，而通胀或能保持较长时间的高位，一旦美国进入衰退，为了刺激经济美联储会转变货币政策转为降息刺激经济，届时实际利率下行，利好金价。铝板块标的较多，尽管 Q3 铝价环比回落明显，但新能源产业链铝加工企业快速扩张，因此板块表现较好。板块细分来看，工业金属、金属新材料、小金属板块和能源金属板块均下跌，分别下跌 7.98%、12.55%、16.79%和 24.35%。除黄金板块之外，其他板块均下跌，跌幅较大的板块有钴、稀土和锂，分别下跌 27.59%、24.39%和 23.42%。个股方面，2022 年 Q3，银泰黄金涨幅达到 32.03%，华峰铝业涨幅达到 29.70%，分别领涨各板块。

表1：有色金属子板块涨跌幅

板块	22Q3 涨跌幅	重点上市公司	22Q3 涨跌幅	2022 年 10 月涨跌幅
SW 工业金属	-7.98%			
		华峰铝业	29.70%	-15.19%
SW 铝	-2.08%	神火股份	28.36%	-16.44%
		鼎胜新材	24.46%	-12.45%
SW 铜	-14.31%	紫金矿业	-15.97%	1.02%
		海亮股份	-3.31%	-1.40%
SW 铅锌	-7.69%	众源新材	19.81%	-3.78%
		驰宏锌锗	2.64%	-8.25%
SW 贵金属	-6.77%			
SW 黄金	6.20%	银泰黄金	32.03%	11.04%
		赤峰黄金	27.15%	-7.20%
SW 白银	-3.11%	白银有色	-5.43%	-3.83%
SW 小金属	-16.79%			
SW 稀土	-24.39%	盛和资源	-33.01%	-11.76%

		北方稀土	-24.46%	-8.89%
SW 钨	-3.08%	厦门钨业	4.67%	-11.27%
SW 其他小金属	-13.96%	云海金属	-16.47%	-9.98%
SW 铝	-16.49%	锡业股份	-26.54%	-7.39%
SW 能源金属	-24.35%	金钼股份	-11.43%	7.15%
SW 钴	-27.59%	华友钴业	-32.71%	-15.32%
SW 锂	-23.42%	永兴材料	-18.40%	-6.22%
SW 金属新材料	-12.55%	赣锋锂业	-29.41%	5.59%
SW 其他金属新材料	-2.55%	云路股份	0.72%	21.03%
SW 磁性材料	-17.93%	金力永磁	-10.19%	-6.41%

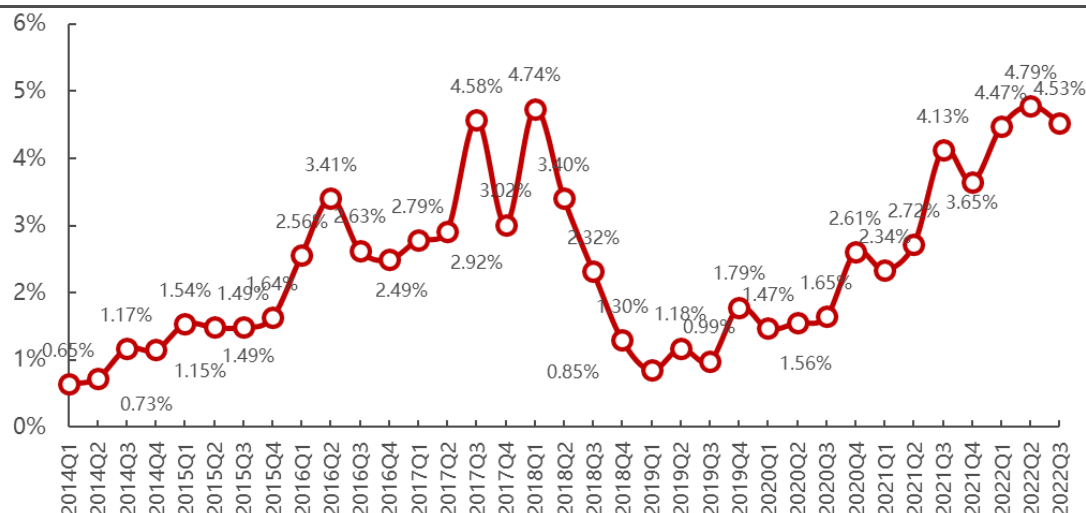
资料来源：wind，民生证券研究院

注：Q3 的时间区间为 2022 年 7 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日，10 月的时间区间为 10 月 1 日至 10 月 31 日

2 2022Q3 有色板块基金持仓比例环比下滑

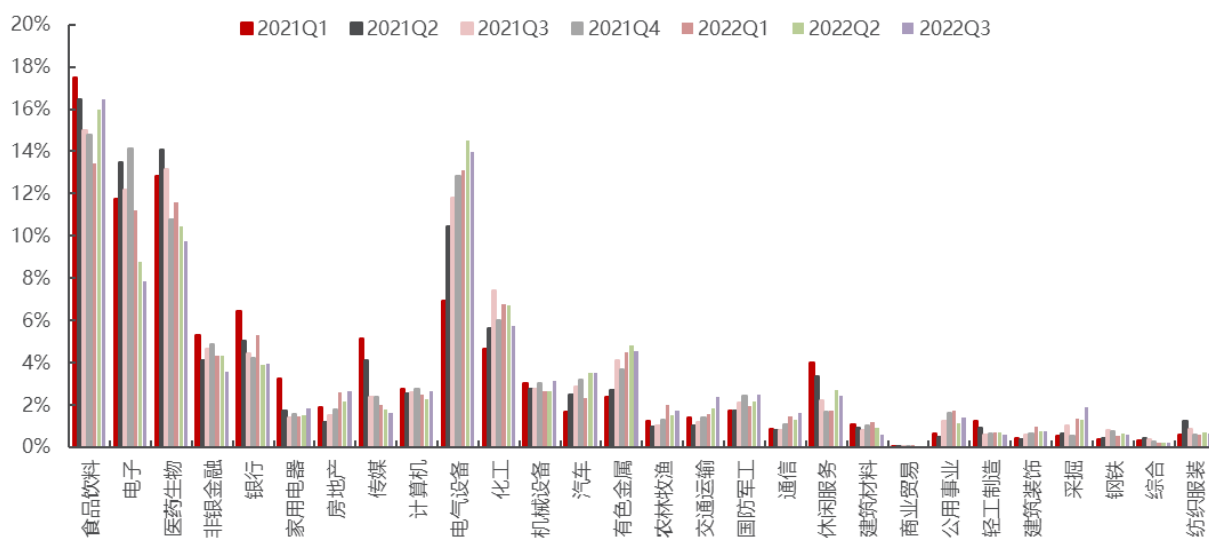
从机构持仓角度来看：SW 有色 2022Q3 基金持仓比例环比下滑 0.25pct 至 4.53%。2022Q3，美联储加息延续，叠加国内疫情扰动，基本金属价格环比走弱。能源金属方面，稀土磁材、钴等新能源产业链相关金属价格受到传统领域需求走弱影响环比回落，但锂价受益于供给刚性及需求快速增长仍十分坚挺。贵金属方面，整体价格趋势为震荡走低，主要是受到美联储持续加息压制，但美国通胀压力始终维持高位，市场担心美国步入衰退，同时俄乌冲突长期化带来避险需求上升，看好中长期金价上行，22Q3 黄金股在有色中表现最好，公募基金持仓有所提升。

图5：有色基金持仓比例环比下降至 4.53%



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022Q3 有色行业公募持仓比例为 4.53%，环比 2022Q2 下降 0.25pct

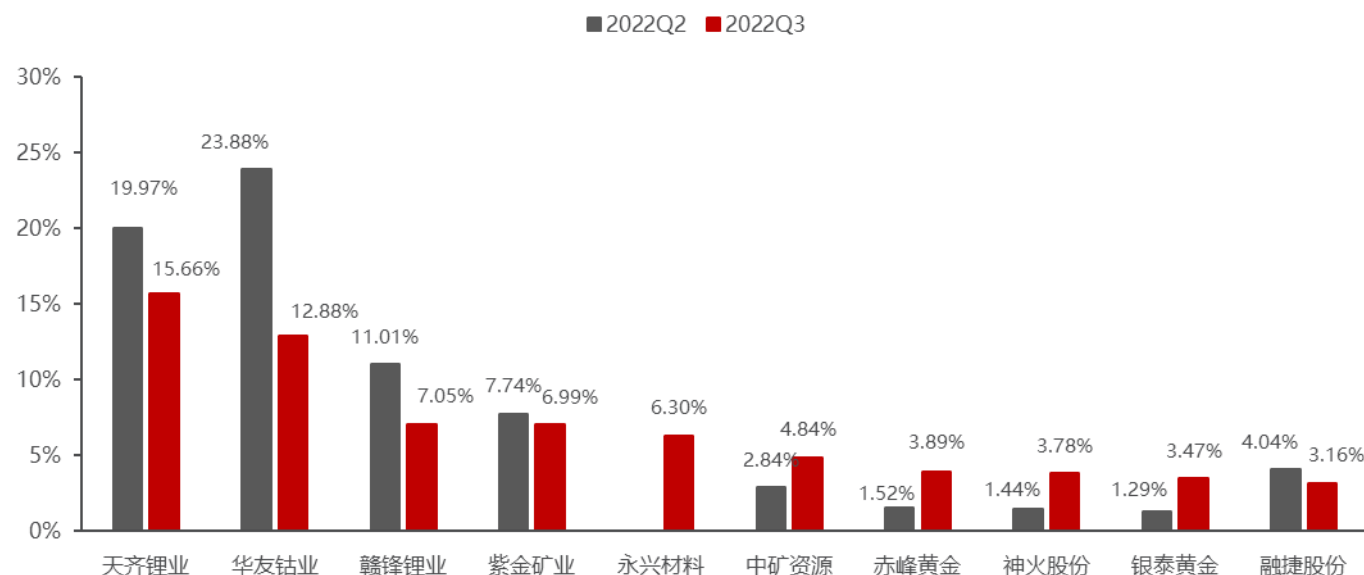


资料来源：wind，民生证券研究院

细分个股而言：前 10 家企业的公募基金持仓占比从 2022Q2 的 80.41% 下滑至 2022Q3 的 68.02%，其中天齐锂业持仓占比从 19.97% 下降至 15.66%，居公募基金持仓行业第一。2022Q3 公募基金持仓前 10 家公司合计 917.98 亿元，占全部有色板块的持仓从 2022Q2 的 80.41% 下滑至 2022Q3 的 68.02%，分别为天齐锂业 211.33 亿元（15.66%）、华友钴业 173.79 亿元（12.88%）、A 股赣锋锂业 95.16 亿元（7.05%）、A 股紫金矿业 94.31 亿元（6.99%）、永兴材料 84.98 亿元（6.30%）、中矿资源 65.35 亿元（4.84%）、赤峰黄金 52.51 亿元（3.89%）、神火股份 51.05 亿元（3.78%）、银泰黄金 46.89 亿元（3.47%）、融捷股份 42.62 亿元（3.16%）。其中天齐锂业的基金持仓占比从 19.97% 下降至

15.66%，居公募基金持仓行业第一。

图7：2022Q3 公募基金大量配置天齐锂业，占比为 15.66%



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022Q2 永兴材料在申万一级行业里被划分为钢铁，2022Q3 被划分至有色金属，因此 2 季度不做比较

表2：有色板块 2022Q3 基金持股前 10 大公司

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	2022Q3 基金有色板块持仓占比
002466.SZ	天齐锂业	346	77	21,049	-3,908	14.27%	2,113,319	15.66%
603799.SH	华友钴业	221	55	27,011	-11,939	17.10%	1,737,856	12.88%
002460.SZ	赣锋锂业	174	59	12,715	1,169	10.53%	951,576	7.05%
601899.SH	紫金矿业	189	58	120,293	-9,125	5.87%	943,097	6.99%
002756.SZ	永兴材料	136	52	6,857	221	24.91%	849,784	6.30%
002738.SZ	中矿资源	178	56	7,103	2,308	16.79%	653,475	4.84%
600988.SH	赤峰黄金	132	47	25,893	11,014	16.87%	525,108	3.89%
000933.SZ	神火股份	88	35	30,407	13,259	13.63%	510,541	3.78%
000975.SZ	银泰黄金	110	33	36,462	15,869	14.91%	468,899	3.47%
002192.SZ	融捷股份	68	34	3,786	-313	14.61%	426,188	3.16%

资料来源：wind，民生证券研究院

从个股增持方面来看，Q3 个股赤峰黄金增持幅度较大。2022 年 Q3 公募基金增持有色板块金额排名前 5 的股票分别为赤峰黄金(A 股)被增仓 11014.49 万股、神火股份被增仓 13258.99 万股、银泰黄金被增仓 15869.26 万股、中矿资源(A 股)被增仓 2307.99 万股、驰宏锌锗被增仓 32860.68 万股。有色板块整体基金配置从 4.79%降 4.53%，赤峰黄金(A 股)Q3 的基金持仓占比从 1.52%上升至 3.89%，Q3 获得基金 11014.49 万股的增仓，位居行业增仓第一。

表3：2022Q3 基金增仓 top10

代码	名称	2022Q2 基金 持仓占比	2022Q3 基金 持仓占比	2022Q2 基金 持股总市值(万 元)	2022Q3 基金 持股总市值(万 元)	2022Q3 基金 增减仓 (万 元)	2022Q3 基金 增减仓 (万 股)
600988.SH	赤峰黄金	1.52%	3.89%	237310.43	525107.83	287797.39	11014.49
000933.SZ	神火股份	1.44%	3.78%	224302.19	510541.43	286239.24	13258.99
000975.SZ	银泰黄金	1.29%	3.47%	200571.66	468899.21	268327.55	15869.26
002738.SZ	中矿资源	2.84%	4.84%	443572.41	653474.85	209902.44	2307.99
600497.SH	驰宏锌锗	0.09%	1.37%	14287.87	185547.05	171259.18	32860.68
603876.SH	鼎胜新材	0.10%	0.91%	14885.29	123424.83	108539.54	1871.55
002155.SZ	湖南黄金	0.18%	0.71%	28784.71	95189.20	66404.48	5554.76
300855.SZ	图南股份	0.61%	1.11%	94561.48	150096.40	55534.92	1094.33
3993.HK	洛阳钼业	0.00%	0.37%	150.58	49528.25	49377.67	17794.20
600489.SH	中金黄金	0.23%	0.57%	36544.39	76728.80	40184.41	5437.67

资料来源：wind，民生证券研究院

从个股减持方面来看：Q3 华友钴业减持幅度较大。Q3 公募基金减持有色板块金额排名前 5 的股票分别为：华友钴业(A 股)被减仓 11939.19 万股、天齐锂业被减仓 3908.22 万股、赣锋锂业增仓 1169.46 万股、紫金矿业被减仓 9124.61 万股、明泰铝业被减仓 6334.25 万股，新能源车产业链上游标的 Q3 减持较为明显。

表4：2022Q3 基金减仓 top10

代码	名称	2022Q2 基金持仓占 比	2022Q3 基金持仓占 比	2022Q2 基金 持股总市值(万 元)	2022Q3 基金持 股总市值(万元)	2022Q3 基金增减 仓 (万元)	2022Q3 基金增减 仓 (万股)
603799.SH	华友钴业	23.88%	12.88%	3724369.87	1737856.24	-1986513.64	-11939.19
002466.SZ	天齐锂业	19.97%	15.66%	3114660.23	2113319.30	-1001340.93	-3908.22
002460.SZ	赣锋锂业	11.01%	7.05%	1716792.53	951575.59	-765216.94	1169.46
601899.SH	紫金矿业	7.74%	6.99%	1207466.53	943097.35	-264369.18	-9124.61
601677.SH	明泰铝业	3.67%	2.39%	573040.87	322569.54	-250471.33	-6334.25
002192.SZ	融捷股份	4.04%	3.16%	630071.45	426188.49	-203882.95	-313.04
002240.SZ	盛新锂能	3.54%	2.68%	552071.88	362334.61	-189737.27	-1397.50
002056.SZ	横店东磁	1.99%	1.23%	310383.19	165893.35	-144489.84	-3277.09
600456.SH	宝钛股份	0.96%	0.14%	150100.10	18979.96	-131120.14	-2088.09
000762.SZ	西藏矿业	1.57%	0.95%	244897.13	128809.98	-116087.16	-1291.89

资料来源：wind，民生证券研究院

3 投资建议：金价上行空间充足，关注贵金属板块机会

展望 2022Q4：需求回暖+货币压制减弱，商品预计将反弹。商品+金融因素的双杀已过，强势美元+国内弱需求导致市场进入交易通缩阶段，美元强势、加息力度均超预期，大宗商品整体承压，同时国内疫情持续，消费端压制明显，传导至市场普遍担心国内经济压力，大宗商品经历了“金融+商品因素”的双杀。但我们判断，预期最为“黑暗”时刻即将过去，海外加息进入尾声，商品预计将迎来反弹时间窗口。地产周期政策支持力度加强，“保供”已成为共识，需求正在企稳回升。同时我们一直判断这轮商品自 2016 年至今进入供给周期，供给释放乏力，包括资本性开支下降、双碳导致的限产等因素；商品正处于“三重底”时刻：价格底、库存底和预期底，商品价格弹性依然很大，需求迎来修复和上行，品种选择来看，铜、铝等将受益最为明显，同时供给端依然受限，库存无法及时修复供需变化，商品价格有望大幅上涨。(1) 铜等工业金属过去长时间资本性开支下滑，同时短期修复存在不确定性，供给端调整能力有限，美联储加息压制边际减弱，价格下行风险有限，有望维持高位。铝的本质是能源载体，能源结构转型带来了基础能源价格上行，铝价有望高位。需求端工业金属新兴领域持续拉动，传统领域需求韧性十足，经历了疫情等黑天鹅事件打击后逐步边际改善。(2) 能源金属在储能、新能源汽车等领域电池需求的快速增长之下，原有的供应端资本开支难以跟上下游的大规模扩产和需求增长，供给的低预期正在逐步显现，导致未来在长周期之中供需结构可能偏紧，价格或有望长期高位，资源稀缺性逻辑继续强化。(3) 当前金价受美联储加息政策影响处于震荡走势，随着美联储对经济衰退的担忧升温，加息政策尾声渐进，金价上方压力将逐步释放，长期维度，在全球货币大幅超发的背景下，持续看好金价上行。

新能源金属：供给的低预期正在显现，储能及电动车需求仍然高增，能源金属供需结构长期偏紧，重视资源端的自主可控。锂：尽管未来需求增速将会小幅回落，但供给端的低预期同样正在凸显，未来供需将持续紧平衡。供给端，短期锂精矿供应紧张局面难改，在锂精矿拍卖等催化下，资源端溢价不断提升；同时长期来看，绿地项目的延期或将成为常态，供给端的持续低预期有望使价格高位维持。需求端，锂的直接需求为动力电池、储能等，我们认为储能的高速增长有望成为锂需求的第二成长曲线；从中下游扩产来看，下游电池厂、正极材料扩产激进，中游放大器效应应使得实际需求远大于终端需求，供需矛盾难解。镍：高冰镍和湿法中间品产能继续释放，下游配套产能提升较快，供应持续放量，而三元电池需求较强，中间品现货资较缺，电解镍由于海外需求旺盛，进口量维持低位，库存或将缓慢下降，电解镍紧张局面较难缓解，镍价表现较强。

稀土：供给端海外供给难以放量，国内 2022 年第二批指标增速超预期，价格下跌背景下预计 2023 年第一批指标增速或将有所下滑，需求端受益于下游需求多点放量，新能源车、节能电机、风电等需求旺盛。作为国家“自主可控”的金属品种，稀土行业稳健发展，价格超跌的背景下后续或将震荡反弹。投资建议：**锂板块：**推荐中矿资源、天齐锂业、西藏矿业、永兴材料；**镍钴板块：**推荐华友钴业、盛屯矿业。**稀土磁材板块：**推荐北方稀土、盛和资源；建议关注中国稀土。

工业金属：供给约束仍在，金融属性压制边际缓解，金属价格中枢或上移。

回顾 2022 前三季度：供给紧张态势不变，需求前高后低，美联储加息层层加码，叠加国内疫情阶段性影响部分需求、国外俄乌冲突长期化，国际形势波诡云谲，基本金属价格波动较大，尤其是 Q2-Q3，加息不断加码叠加对经济的悲观预期，产业链集体去库存，工业金属价格发生了较大回调。**展望 2022Q4-2023：**双碳背景下，能源转型势在必行，阶段性的能源短缺推高能源价格，在双碳大背景下，政策限制及全球能源价格抬升，高通胀推高成本支撑金属价格。在前期资本开支严重不足的限制下，供给端出现的扰动被放大，包括疫情对运输的影响、以及国家政策的变化、俄乌冲突的长期化，均使得包括铜铝锌在内的工业金属供给端产生较大的波动，推高大宗商品价格。基本金属供给曲线仍旧陡峭，需求端从库存低位以及现货升水可以看出即期的需求仍处于较好状态，价格的下跌反映了市场对未来欧美需求下滑的担忧，但国内需求受疫情冲击最严重的时候已经过去，Q3 淡季叠加产业链去库存需求难言旺盛，Q4 进入旺季后传统领域需求边际得到改善，叠加新能源产业依旧快速发展，提振下游工业金属的新兴领域需求，新老需求共振，我们认为金属价格中枢或将上移，大幅回调后价格下行风险有限，当前价格易涨难跌。**铜：**重点推荐紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色；建议关注西部矿业、中国有色矿业、楚江新材、博威合金、海亮股份。**铝：**重点推荐神火股份、南山铝业、索通发展；建议关注明泰铝业、天山铝业、中国铝业、怡球资源、顺博合金。

贵金属：金价短期受加息政策影响震荡，中长期金价上行空间充足。美国经济处于滞胀阶段，CPI 居高不下，经济正步入衰退。持续的大幅度加息下，美国经济走弱迹象逐步显现，目前美国的鹰派加息，主要受高通胀与较强就业数据支撑，但美国经济已出现下滑迹象，制造业 PMI 数据持续下降，消费信息指数疲软，作为经济衰退的前瞻信号 10 年期国债-2 年期国债利差倒挂持续，美联储加息空间正在缩减。我们认为 11 月份的 75bp 加息后，12 月份大概率为 50bp，货币政策最紧缩的时期即将过去，从中长期维度来看，本轮新冠疫情以来全球货币超发严重，预计在货币政策宽松周期到来后，超发的货币将持续推升商品价格，对通胀实现深度传导，为维持货币币值稳定，或带来各国央行购金需求上升，金价在加息压力释放后或将持续走高，长期维度价格中枢抬升。建议重点关注赤峰黄金、银泰黄金、山东黄金、招金矿业。

4 风险提示

1) 金属价格大幅下跌。金属价格影响公司盈利情况，若产品价格大幅下跌，公司盈利将受到负面影响。

2) 终端需求不及预期。需求若低于预期，则一方面影响终端产品需求，从而影响产业链产品销量下降；另一方面，产品价格受供需影响，需求较弱时，产品价格或有所下降，进一步对公司盈利造成负面影响。

3) 全球通缩预期加剧。通缩预期下，货币升值、物价下降，需求或延后，使得产品价格和销量下降；另外，通缩预期下，融资成本或上升，使得企业运营的成本增加，影响公司盈利和发展。

插图目录

图 1: 2022Q1-Q3, SW 有色下跌 11.50% (单位: %)	3
图 2: 2022Q3, SW 有色下跌 13.18% (单位: %)	3
图 3: 2020 年以来有色板块超额收益明显	4
图 4: 2022Q3, 有色板块跑输大盘	4
图 5: 有色基金持仓比例环比下降至 4.53%	6
图 6: 2022Q3 有色行业公募持仓比例为 4.53%, 环比 2022Q2 下降 0.25pct	6
图 7: 2022Q3 公募基金大量配置天齐锂业, 占比为 15.66%	7

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 有色金属子板块涨跌幅	4
表 2: 有色板块 2022Q3 基金持股前 10 大公司	7
表 3: 2022Q3 基金增仓 top10	8
表 4: 2022Q3 基金减仓 top10	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026