

大宗金属

国内宏观预期修复支撑基本金属需求预期，美联储释放鸽派信号强化金价上行趋势

评级：增持

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

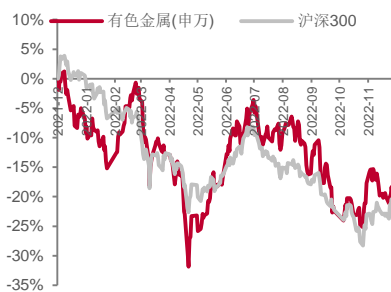
研究助理：陈沁一

Email: chenqy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	28,941.83
行业流通市值(亿元)	25,209.98

行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《赤峰黄金：海外布局开花结果，成长逻辑持续兑现》20221008
- 2、《银泰黄金：成本优势突出，驶入发展快车道》20220922
- 3、《金价底部或已探明，高成长黄金股将进一步重估》20220811
- 4、《分化的延续——终将回归的需求与回不去的产业变革2》20220723

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	10.11	0.6	0.87	1.02	1.11	16.9	11.6	9.9	9.1	2.3	买入
赤峰黄金	19.56	0.35	0.72	1.08	1.4	55.9	27.2	18.1	14.0	5.0	买入
神火股份	16.81	1.44	2.39	2.63	2.7	11.7	7.0	6.4	6.2	2.3	买入
金诚信	26.06	0.79	1.21	1.73	3.08	33.0	21.5	15.1	8.5	2.0	买入
银泰黄金	13.09	0.46	0.51	0.84	0.91	28.5	25.7	15.6	14.4	3.1	买入
索通发展	30.36	1.35	2.62	5.61	7.65	22.5	11.6	5.4	4.0	2.6	买入

备注：数据取自2022年12月2日

投资要点

■ **【本周关键词】：国内宏观情绪回暖，鲍威尔释放鸽派信号**

■ **投资建议：维持“增持”评级**

随着美国在通胀与衰退的拉锯转向后者，美联储加息预期持续降温，货币政策的二阶导拐点已然确立；对于贵金属，我们认为美国经济回落难以避免，叠加通胀逐步走低、失业率上升，贵金属大周期拐点确立，持续重视成长及资源优势突出标的。对于基本金属，美联储加息周期下，耐用品需求持续回落，全球主动去库存仍将持续，但随着加息速度的放缓及宏观预期的改善，板块有望开始筑底回升。

■ **行情回顾：美联储主席释放鸽派信号，国内宏观情绪回暖：**1) 本周鲍威尔释放放缓加息的信号，美元指数回落，市场风险偏好有所提振；叠加国内防疫政策放松，宏观情绪回暖，具体来看：LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅 6.0%、8.1%、4.3%、6.0%、5.4%、10.5%，整体上涨；2) 贵金属，COMEX 黄金收 1809.60 美元/盎司，环比上涨 3.17%，SHFE 黄金收 409.72 元/克，环比上涨 0.52%；3) 本周 A 股整体回升，申万有色金属指数收 4,873.05 点，环比上涨 0.62%，跑输上证综指 1.13%，稀有金属、工业金属、金属非金属新材料、贵金属涨跌幅分别为 2.15%、1.67%、1.61%、-4.52%。

■ **宏观“三因素”总结：国内经济景气度走低，宏观预期改善；美国经济持续走低；欧元区经济略有回升，疫情升温。**具体来看：

1) **国内：**11 月官方制造业 PMI48（前值 49.2，预期 49.3），非官方 PMI49.4（前值 49.2）；10 月工业企业利润累计同比-3.0%（前值-2.3%）。

2) **美国：**本周披露美国 Q3 GDP 环比折年率 2.9%（前值-0.6%，预期 2.7%）；11 月制造业 PMI 为 49.0（前值 50.2，预期 49.8）；美国 11 月失业率为 3.7%（前值 3.7%，预期 3.7%），11 月新增非农就业人数 26.3 万人（前值 28.4 万人，预期 20.0 万人）。

3) **欧元区：**欧元区 11 月制造业 PMI 为 47.1（前值 46.4，预期 47.3）；10 月欧元区 PPI 同比 30.8%（前值 41.9%，预期 31.3%），环比-2.9%（前值 1.6%，预期-2.5%）；10 月欧元区失业率 6.5%（前值 6.6%，预期 6.6%）；本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊 101556.4 例，环比上周增加 14950.6 例，疫情升温。

4) **11 月全球制造业 PMI 为 48.8，环比回落 0.6，连续三次处于荣枯线以下，**预计全球经济整体仍将处于下行通道。

■ **贵金属：大周期拐点正式确立**

美联储主席鲍威尔讲话中释放的加息放缓的信号表示，美联储在“一

段时间内”将需要采取限制性政策，最快 12 月就会放缓加息步伐；另外美国核心 PCE 不及预期，使得美元指数整体回落，贵金属价格有所回升。我们认为美国经济回落难以避免，当前 4.0%左右的远端名义利率离经济底部的 1.5%有较大回落空间，随着通胀超预期走低以及失业率的触底回升，贵金属价格大周期的拐点正式确立，板块内高成长标的有望持续重估，同时资源优势突出标的也将凸显投资弹性。

■ 基本金属：美联储鸽派言论提振市场风险偏好，国内宏观情绪回暖

周内，美联储鲍威尔暗示经济将进行长期调整，最快将于 12 月放缓加息预期；另外美国核心通胀 PCE 不及预期，美元指数回落，市场风险偏好提振；国内央行宣布于 12 月 5 日全面降准 0.25 个百分点，并且证监会决定在房地产融资方面调整优化 5 项措施，房地产再传利好信息的情况下，国务院联防联控机制举行新闻发布会强调精准防控，拒绝“一刀切”防控措施，市场预期疫情将逐步放宽，宏观情绪回暖。

- 1、对于电解铜，本周国内电解铜产量 19.52 万吨，环比上涨 0.51%；电线电缆进入传统淡季，企业回笼资金为主，叠加北方天气与疫情的干扰，订单整体偏弱；另外，本周铜价居高，下游更显犹豫。截至 12 月 2 日，上海、江苏、广东三地社库 10.84 万吨，环比减少 0.75 万吨。
- 2、对于电解铝，供给端，周内甘肃白音华二期通电投产，广西及四川复产稳步推进，国内供应端稳步抬升。需求端，政府频繁释放的疫情管控放缓预期并未产生效果，多地运输效率依然较低。同时冬季来临，建筑等终端项目有所停产，部分中小型板带、型材企业因需求不足等原因大举减产甚至提前放假。大型企业也受经济转冷、疫情等事件干扰较大，开工率存在一定下滑预期。库存虽处于 50 万吨的历史低位，但主要原因并非下游接货量加大，而是疫情导致在途铝锭较多，叠加仓储暴雷隐形库存增加所致。整体看基本面缺少需求支撑，仍以利空为主。国内电解铝社会库存 50 万吨，较上周库存减少 1.8 万吨。
 - 1) 氧化铝价格 2786 元/吨，环比上涨 1.13%，氧化铝成本 3049 元/吨，环比持平，吨毛利-263 元/吨，环比上涨 10.56%。
 - 2) 预焙阳极方面，周内均价 7915 元/吨，环比下降 1.20%，考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 7664 元/吨，环比下降 1.31%，周内平均吨毛利 251 元/吨，环比上涨 2.21%；不考虑原料库存，阳极周内平均成本 7722 元/吨，环比下降 0.96%，周内平均吨毛利 192 元/吨，环比下降 21 元/吨。
 - 3) 对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 19392 元/吨，环比下降 0.31%，长江现货铝价 19320 元/吨，环比上涨 1.58%，吨铝盈利-48 元，环比增加 239 元/吨。
- 3、对于锌锭，周内锌锭产量 10.4 万吨，环比上涨 2.34%，海外冶炼厂加速复产；需求方面，国内宏观情绪回暖，但淡季下，利好政策传至需求仍需时间。本周七地锌锭库存 5.11 万吨，较上周去库 0.16 万吨。

■ 核心标的：

- 1) 贵金属：银泰黄金、山东黄金、赤峰黄金、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

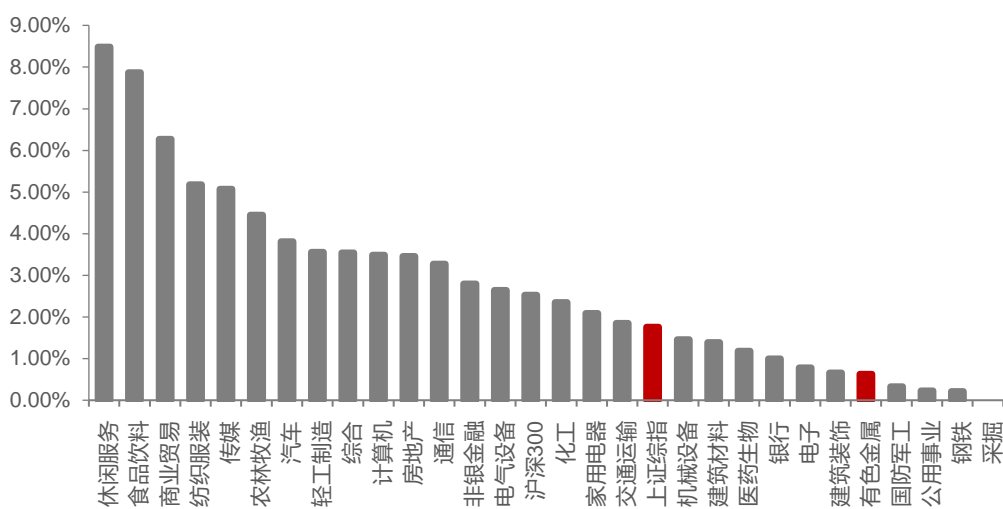
1.行情回顾.....	- 5 -
1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升.....	- 5 -
1.2 贵金属：大周期拐点正式确立.....	- 6 -
1.3 基本金属：美联储鸽派言论提振市场风险情绪，国内宏观情绪回暖.....	- 6 -
2.宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 7 -
2.1 中国因素：11月官方制造业PMI低于预期.....	- 7 -
2.2 美国因素：10月通胀数据回落，11月制造业PMI低于预期.....	- 7 -
2.3 欧洲因素：11月制造业PMI有所回升，疫情升温.....	- 9 -
3.贵金属：全球经济下行压力增大，金价底部逐步探明.....	- 9 -
3.1 金价底部逐步探明.....	- 9 -
3.2 黄金ETF持仓本周回落，COMEX净多头结构延续.....	- 11 -
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海外流动性收缩周期.....	- 15 -
4.2 铝：国内供应企稳回升，铝市氛围偏空.....	- 17 -
4.3 铜：SMM进口铜精矿指数有所回落.....	- 23 -
4.4 锌：12月加工费上涨.....	- 26 -
4.5 锡：精锡矿价格有所回升.....	- 27 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 28 -
6.风险提示.....	- 28 -

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑0.24%，纳斯达克↑2.09%，标普↑1.13%）。
- 本周 A 股整体回升：上证指数收于 3,156.14 点，环比上涨 1.76%；深证成指收于 11,219.79 点，环比上涨 2.89%；沪深 300 收于 3,870.95 点，环比上涨 2.52%；申万有色金属指数收于 4,873.05 点，环比上涨 0.62%，跑输上证综指 1.13 个百分点。

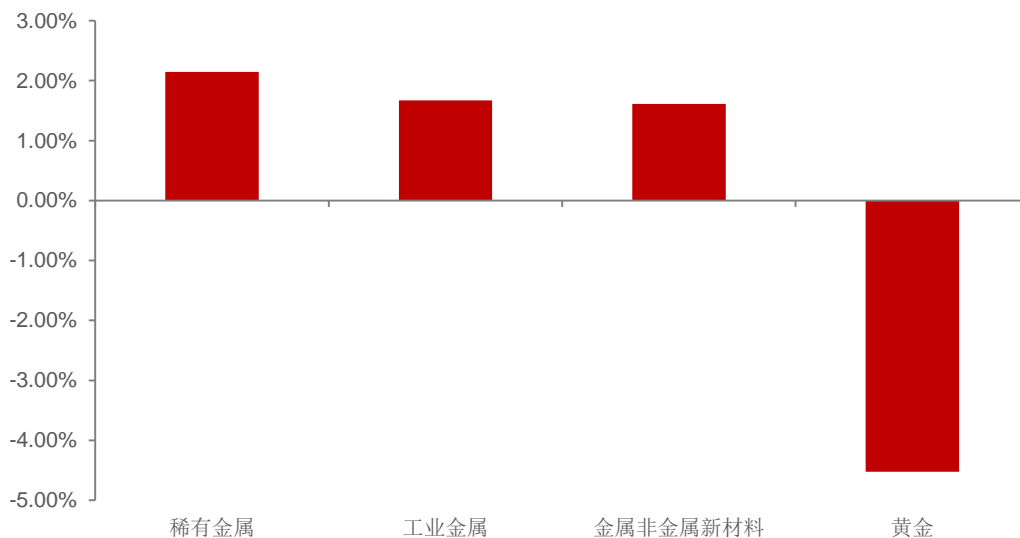
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，稀有金属、工业金属、金属非金属新材料、黄金的涨跌幅分别为 2.15%、1.67%、1.61%、-4.52%。

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	2022.12.2 收盘价	2022.11.25 收盘价	周涨跌幅
600114.SH	东睦股份	9.77	8.77	11.4%
603979.SH	金诚信	26.06	23.70	10.0%
002182.SZ	云海金属	22.77	20.91	8.9%
601677.SH	明泰铝业	16.18	14.97	8.1%
300811.SZ	铂科新材	94.01	87.34	7.6%
688456.SH	有研新材	34.01	31.68	7.4%
000657.SZ	中钨高新	16.28	15.19	7.2%
000603.SZ	盛达资源	12.51	11.78	6.2%
000933.SZ	神火股份	16.81	15.97	5.3%
000807.SZ	云铝股份	10.71	10.20	5.0%

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	2022.12.2 收盘价	2022.11.25 收盘价	周涨跌幅
000975.SZ	银泰黄金	13.09	15.56	-15.9%
002756.SZ	永兴材料	101.74	114.15	-10.9%
600988.SH	赤峰黄金	19.56	20.81	-6.0%
002155.SZ	湖南黄金	14.22	15.10	-5.8%
000688.SZ	国城矿业	18.20	19.00	-4.2%
000762.SZ	西藏矿业	42.93	43.50	-1.3%
601168.SH	西部矿业	10.74	10.88	-1.3%
002466.SZ	天齐锂业	88.43	89.57	-1.3%
002240.SZ	盛新锂能	42.20	42.66	-1.1%
600219.SH	南山铝业	3.48	3.51	-0.9%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 大周期拐点正式确立

- 周内, 美联储主席鲍威尔讲话中释放的加息放缓的信号表示, 美联储在“一段时间内”将需要采取限制性政策, 最快 12 月就会放缓加息步伐; 另外美国核心通胀 PCE 物价指数不及预期, 使得美元指数整体回落, 贵金属价格有所回升。截至 12 月 2 日, COMEX 黄金收 1809.60 美元/盎司, 环比上涨 3.17%; COMEX 白银收于 23.25 美元/盎司, 环比上涨 8.49%; SHFE 黄金收 409.72 元/克, 环比上涨 0.52%; SHFE 白银收于 5221 元/千克, 环比上涨 5.80%。

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: 美联储鸽派言论提振市场风险情绪, 国内宏观情绪回暖

- 周内, 美联储鲍威尔在讲话中暗示经济将进行长期调整, 以适应借贷成本将居高不下、通胀缓慢回落且美国仍长期缺工的局面, 最快将于 12 月放缓加息预期; 另外美国核心通胀 PCE 不及预期, 美元指数有所回落, 市场风险情绪有所提振; 国内央行宣布于 12 月 5 日全面降准 0.25

个百分点，并且证监会决定在房地产融资方面调整优化 5 项措施，房地产再传利好信息的情况下，国务院联防联控机制举行新闻发布会强调精准防控，拒绝“一刀切”防控措施，市场预期疫情将逐步放宽，宏观情绪回暖。具体来看：LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 6.0%、8.1%、4.3%、6.0%、5.4%、10.5%，价格整体上涨。

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	8472	6082	6.0%	-13.2%	39.3%	83.8%
	SHFE	66240	48020	1.6%	-5.9%	37.9%	
铝	LME	2556	1794	8.1%	-9.1%	42.5%	74.7%
	SHFE	19245	14100	1.7%	-5.6%	36.5%	
铅	LME	2213	1988	4.3%	-3.4%	11.3%	63.3%
	SHFE	15745	14850	0.7%	2.9%	6.0%	
锌	LME	3107	2373	6.0%	-12.1%	30.9%	82.1%
	SHFE	24680	18160	4.1%	2.3%	35.9%	
锡	LME	23570	17200	5.4%	-39.5%	37.0%	95.2%
	SHFE	187180	137340	1.6%	-36.8%	36.3%	
镍	LME	28150	13375	10.5%	36.0%	110.5%	55.2%
	SHFE	202320	105850	1.4%	33.0%	91.1%	

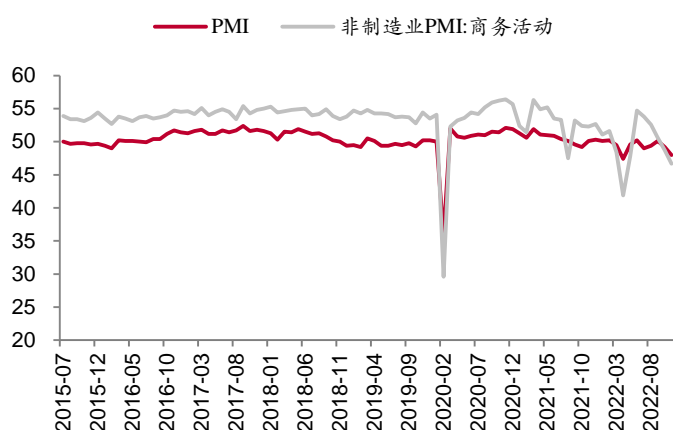
来源：wind，中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素：11 月官方制造业 PMI 低于预期

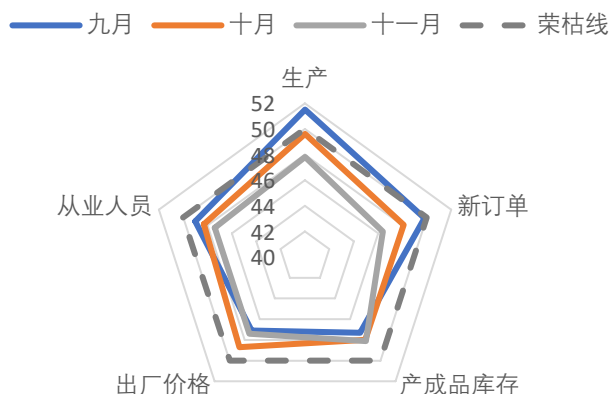
- 国内 11 月官方制造业 PMI 低于预期。本周披露国内 11 月官方制造业 PMI 为 48.0（前值 49.2，预期 49.3），非官方 PMI 为 49.4（前值 49.2）；10 月国内工业企业利润累计同比-3.0%（前值-2.3%）。

图表 8：国内官方制造业 PMI 与非制造业商务活动 PMI



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9：国内官方制造业 PMI 分项



来源：Wind，中泰证券研究所

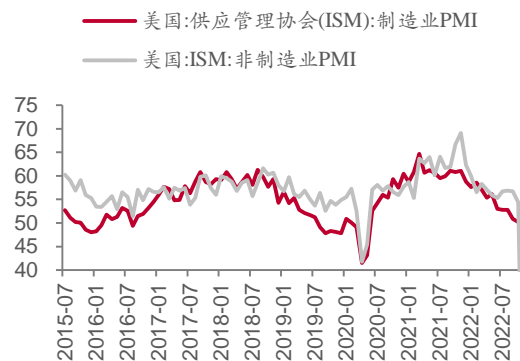
2.2 美国因素：10 月通胀数据回落，11 月制造业 PMI 低于预期

- 美国 10 月核心 PCE 物价指数同比回落，11 月制造业 PMI 低于预期。本周披露美国第三季度 GDP 预估环比折年率 2.9%（前值-0.6%，预期

2.7%); 10月个人消费支出季调 177,761 亿美元(前值 176,282 亿美元), 人均可支配收入折年数季调 56,434 美元(前值 56,054 美元); 10月核心 PCE 物价指数同比 4.98%(前值 5.18%); 11月制造业 PMI 为 49.0(前值 50.2, 预期 49.8)。

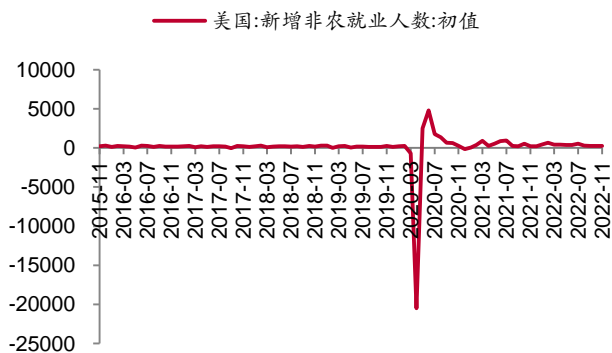
图表 10: 美国核心 PCE 当月同比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

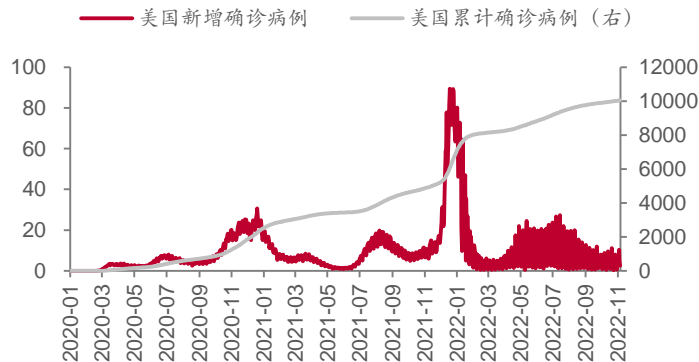
图表 11: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国就业数据有所回升, 新增新冠确诊人数有所回升。本周披露美国 11 月失业率为 3.7%(前值 3.7%, 预期 3.7%), 11 月新增非农就业人数季调 26.3 万人(前值 28.4 万人, 预期 20.0 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 32.27 万例, 日均新增 6.45 万例, 环比增加 1.41 万例。

图表 12: 美国新增非农就业人数 (万人)


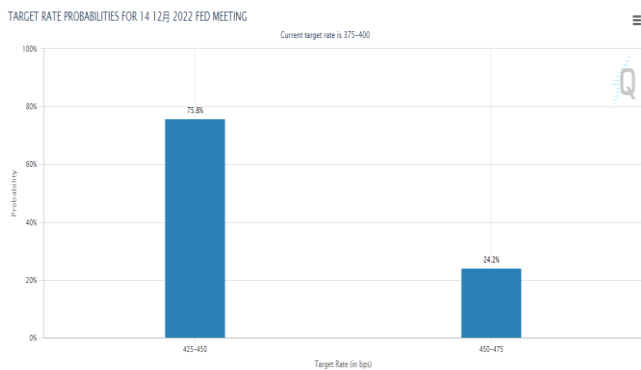
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 美国当周新增确诊病例 (万人)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美联储公布 11 月 FOMC 会议纪要。周内美联储公布 11 月 FOMC 会议纪要, 大多数美联储官员支持放慢加息步伐; 一些美联储官员希望在加息步伐放缓前看到更多数据。美联储内部经济学家在会上告诉委员们, 明年经济衰退可能性升高至 50%左右。与会者一致认为, 通胀压力几乎没有减轻的迹象; 与会者普遍指出, 通胀前景的风险仍向上行倾斜。

图表 14: 美联储 12 月加息预期
图表 15: 美元指数走势图



来源：CME，中泰证券研究所

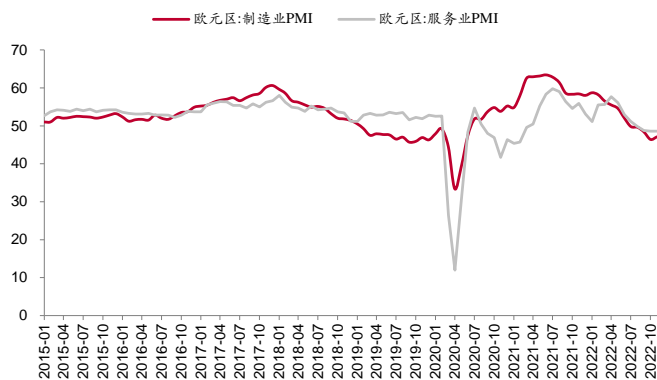


来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：11月制造业 PMI 有所回升，疫情升温

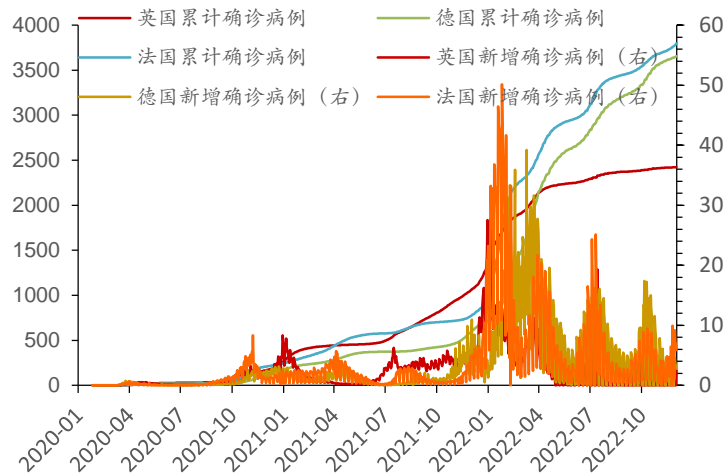
- **欧元区 11 月制造业 PMI 有所回升。**欧元区 11 月制造业 PMI 为 47.1（前值 46.4，预期 47.3）；10 月欧元区 PPI 同比 30.8%（前值 41.9%，预期 31.3%），环比-2.9%（前值 1.6%，预期-2.5%）；10 月欧元区失业率季调 6.5%（前值 6.6%，预期 6.6%）；本周英国、德国、法国合计日均新增新冠确诊 101556.4 例，环比上周增加 14950.6 例，疫情升温。

图表 16：欧元区制造业与服务业 PMI



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（万人）



来源：Wind，中泰证券研究所

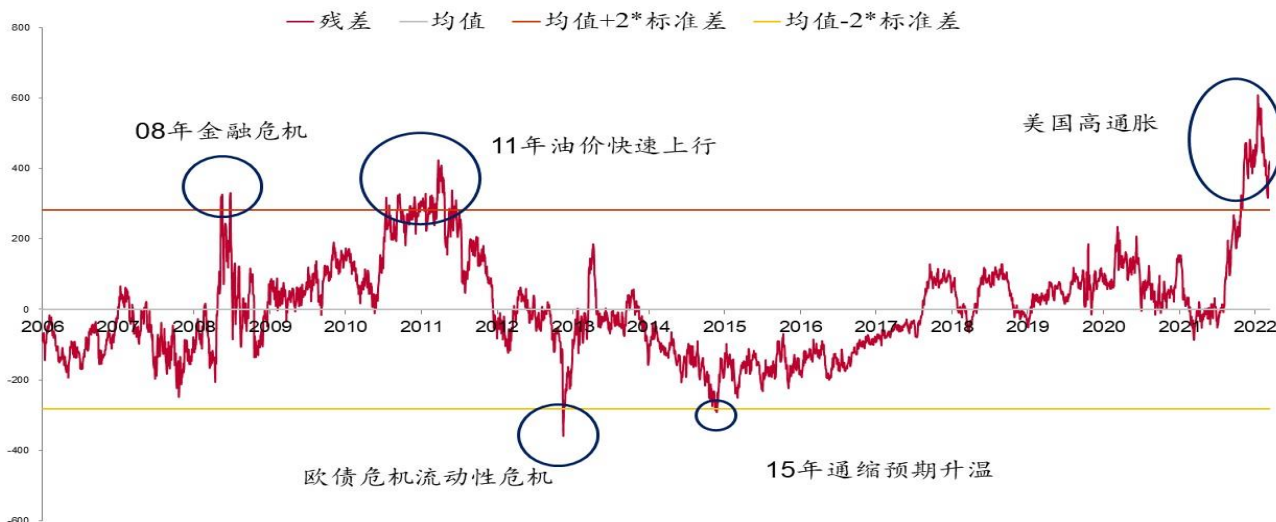
3. 贵金属：全球经济下行压力增大，金价底部逐步探明

3.1 金价底部逐步探明

- 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。

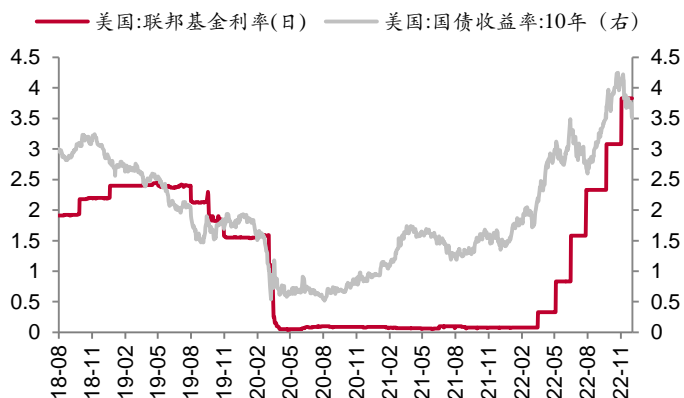
图表 18: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)



来源: WIND, 中泰证券研究所

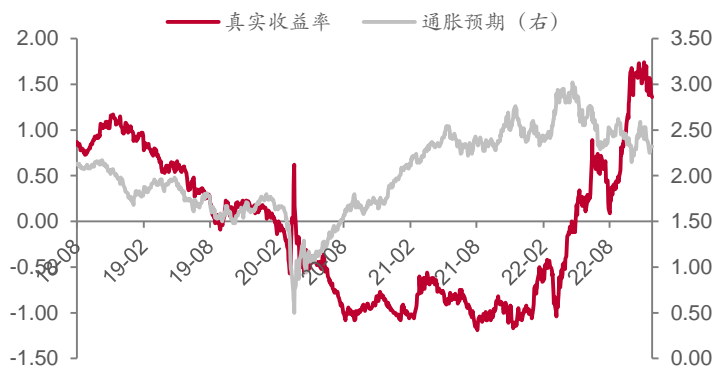
- 截至 12 月 2 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回升至 2.43%，10 年期国债实际收益率环比回落至 1.08%；截至 12 月 2 日，COMEX 黄金收 1809.60 美元/盎司，环比上涨 3.17%；COMEX 白银收于 23.25 美元/盎司，环比上涨 8.49%；SHFE 黄金收 409.72 元/克，环比上涨 0.52%；SHFE 白银收于 5221 元/千克，环比上涨 5.80%。

图表 19: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

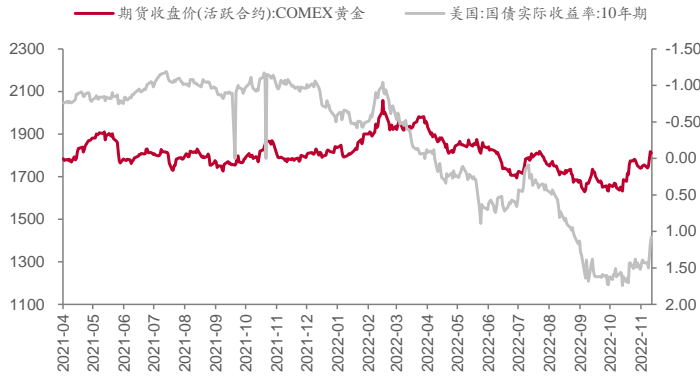
图表 20: 通胀预期与真实收益率 (%)



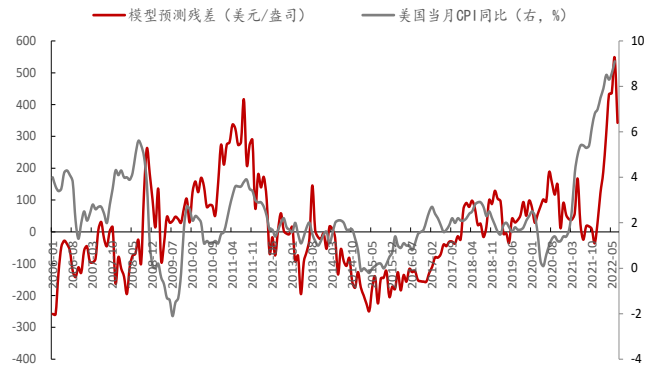
来源: Wind, 中泰证券研究所

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：

- 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 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

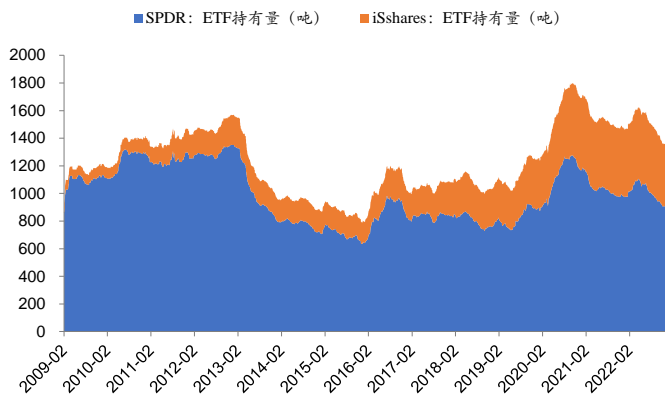
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: 汇率假设 1: 6.7, 1盎司金≈31.1克

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 12 月 2 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,356.55 吨, 环比减少 3.50 吨。截至

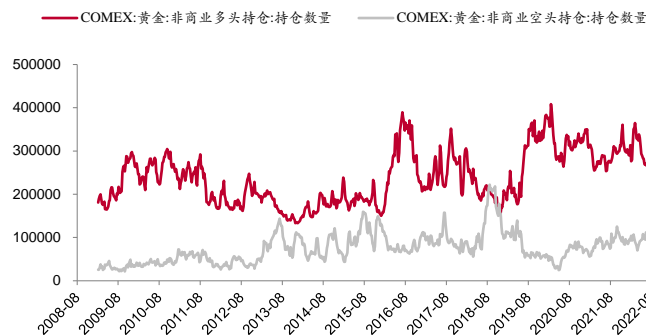
11月29日，COMEX黄金非商业多头持仓回落至20.92万张附近（前值21.43万张），同时非商业空头持仓回升至9.92万张附近（前值9.82万张附近），净多头持仓量回落至11.00万张（前值11.61万张）。

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)



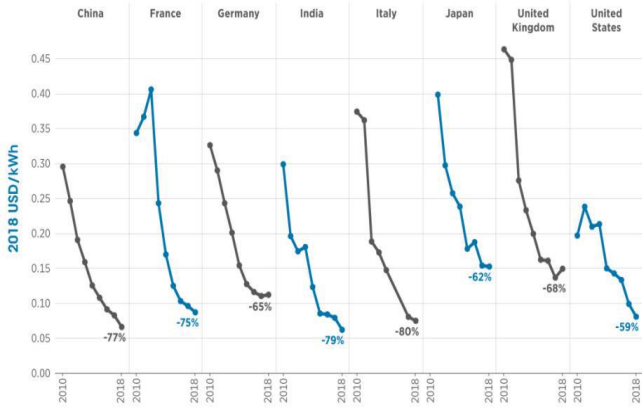
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代

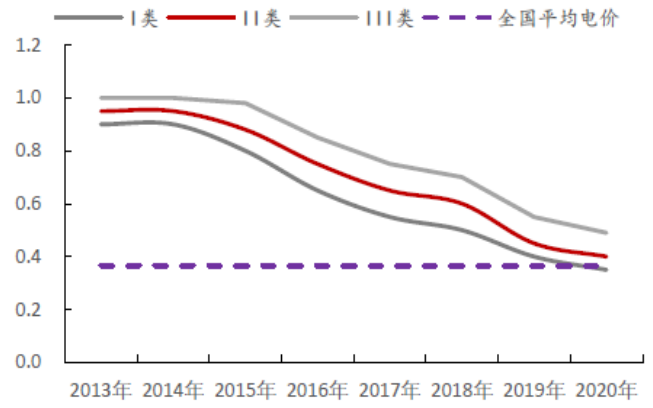
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**9月14日BP发布《世界能源展望(2020版)》预测能源转型加速、石油需求封顶；9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；9月21日GE宣布退出新增煤电市场；9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以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

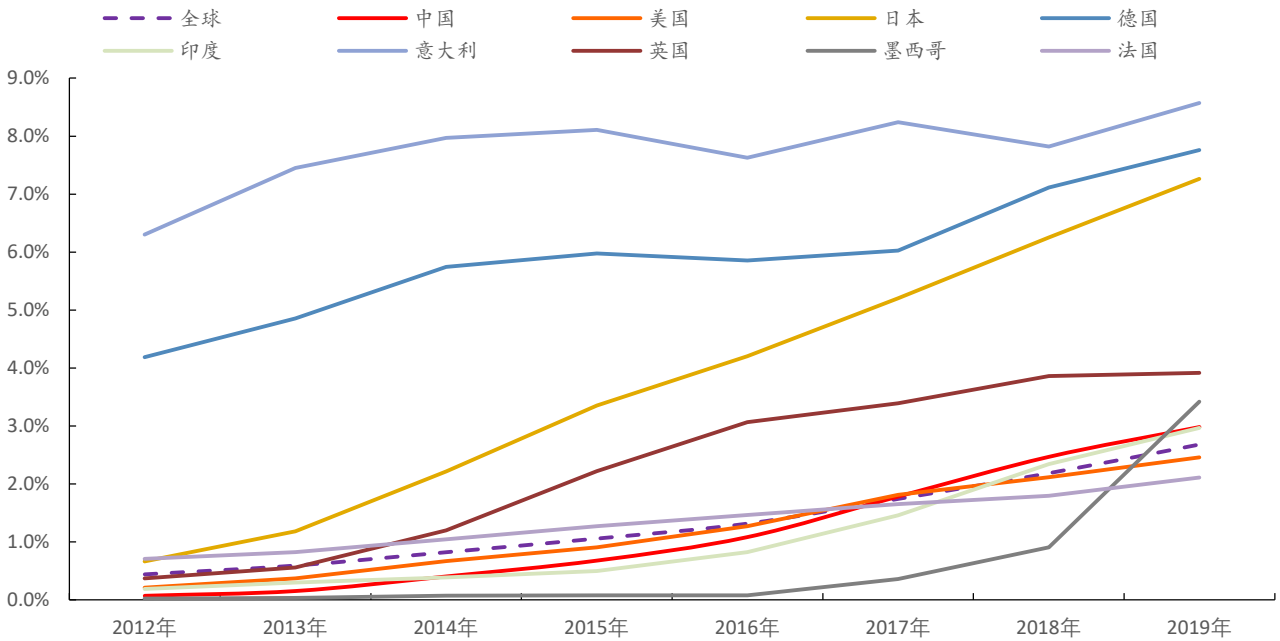


来源: IRENA, 中泰证券研究所



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 12 月 2 日, 当前金银比 78.95, 环比回落 3.16。

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%

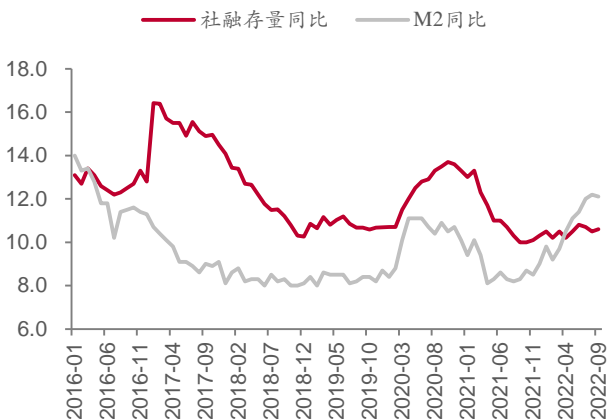
资料来源: Wind、中泰证券研究所

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

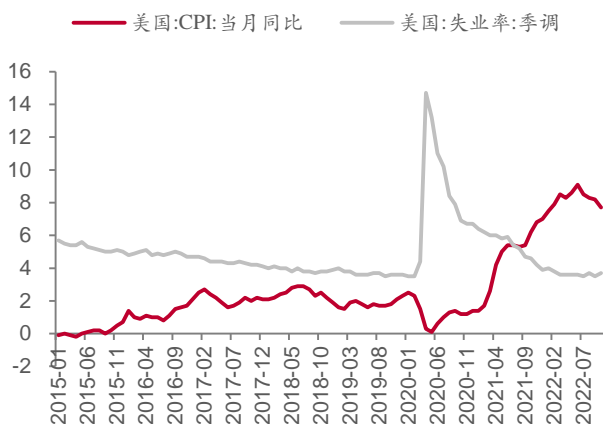
时间	会议名称	主要内容
2021-12-06	中央政治局会议	明年经济工作要稳字当头、稳中求进。
2021-12-10	中央经济工作会议	明年经济工作要稳字当头、稳中求进, 各地区各部门要承担起稳定宏观经济的责任, 政策发力适当靠前。
2021-12-16	国务院政策例行吹风会	加强和完善地方政府专项债, 为稳定宏观经济提供有力支撑。
2021-12-24	人行货政四季度例会	稳字当头、稳中求进, 加大跨周期调节力度, 与逆周期调节相结合, 统筹做好今明两年政策衔接, 支持经济高质量发展。

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**

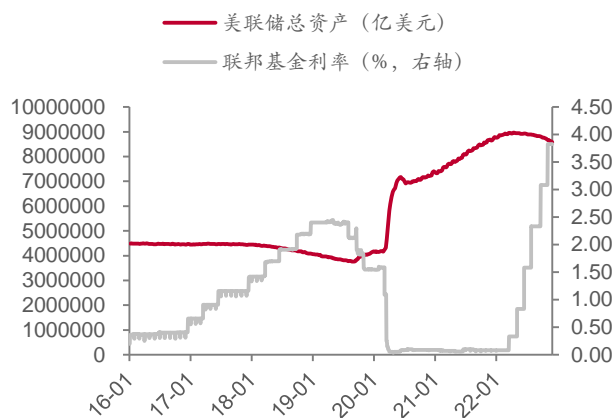
业的持续恢复，以及海外对防疫政策的躺平，未来收水也成为了必然，因为疫情带来海外无限量 QE 及低利率环境正逐步退潮，而伴随着流动性的退潮，终端的投资需求也将受到一定影响。

图表 35: 美国就业持续改善, 通胀快速攀升 (%)



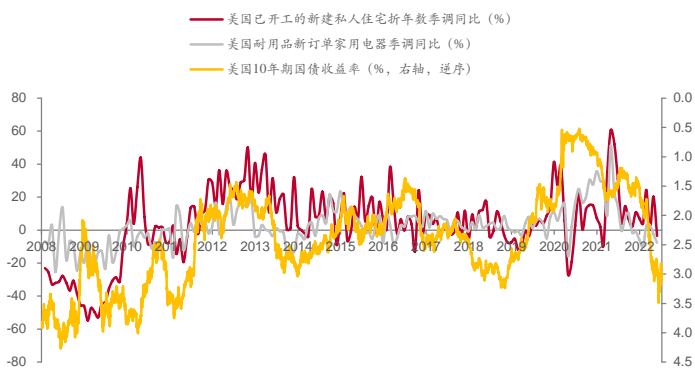
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 海外宽松环境正逐步退潮 (%)



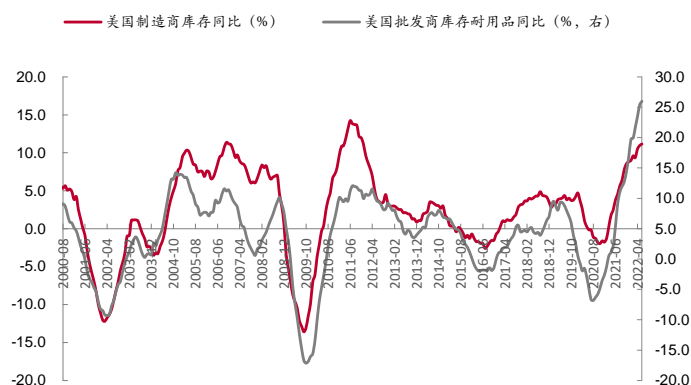
来源: Wind, 中泰证券研究所

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
钪	43%	37%
铈	23%	23%
钷	19%	17%
铈	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: 国内供应企稳回升, 铝市氛围偏空

- **电解铝产能持续复产。**本周四川继续复产前期限电影响产能, 但速度仍旧较为缓慢; 广西地区政府扶持复产, 复产速度较快。截至目前, 电解铝企业开工 4043 万吨, 较上周相比增加 6.3 万吨, 日产有所上升。甘肃地区新产线建成, 全国建成产能增加。
- **本周新增复产产能 6.3 万吨。**截至 2022 年 12 月 2 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 6.3 万吨, 国内累计已复产 400.2 万吨, 待复产 110.5 万吨, 预期年内还可复产 29.8 万吨, 预期年内最终实现复产累计 431 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	0	0	10
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	0	0
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	6.8	2022年Q3	2.2	2.2	9
广西	广西来宾银海铝业有限公司	25	1	2022年Q3	24	3	4
广西	广西百矿铝业有限公司	30	30	2022年5月	0	0	30
广西	广西苏源投资股份有限公司	20	10	2022年Q3	10	5	15
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	10	2022年9月	2.5	0	10
四川	阿坝铝厂	20	2.5	2022年11月	17.5	12.5	15
四川	眉山市单眉启明星铝业有限公司	12.5	5.1	2022年9月	7.4	2.9	8
四川	广元中孚高精铝材有限公司	44	22	2022年9月	22	0	22
四川	广元弘昌晟铝业有限责伏公司	12	5.8	2022年9月	6.2	2.2	8
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	400.2		110.5	29.8	431

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12月2日，2022年中国电解铝已建成待投产产能327.2万吨，2022年国内已投产196万吨，预期年内还可投产共计18万吨，预期年度最终实现累计214万吨。

图表 42：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

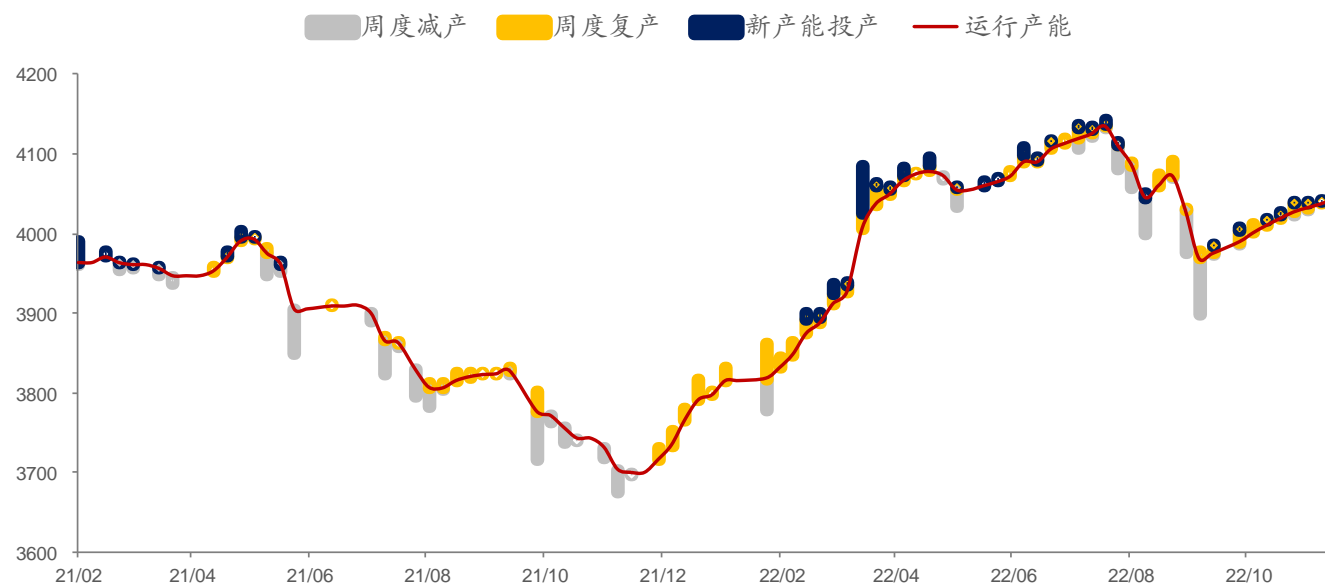
省份	企业	新产能规模	已投产	始投产时间	待投产	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计
广西	广西田林百矿铝业有限公司	10	10	2022年3月	0	0	10
广西	广西隆林百矿铝业有限公司	20	20	2022年3月	0	0	20
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	29.2	10	2022年6月	19.2	5	15
内蒙古	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司	40	14	2022年9月	26	0	14
内蒙古	内蒙古锦联铝材有限公司	5	2	2022年二季度	3	3	5
云南	云南其亚金属有限公司	20	20	2022年3月	0	0	20
云南	云南宏泰新型材料有限公司	118	70	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	5	5
贵州	贵州元豪铝业	10	0	2022年9月	10	5	5
四川	广元中孚高精铝材有限公司	5	5	2022年三季度	0	0	5
总计		327.2	196		88.2	18	214

资料来源：百川、中泰证券研究所

- 本周电解铝运行产能增加 6.3 万吨。截止 2022 年 12 月 2 日，国内电解铝运行产能达 4043 万吨。

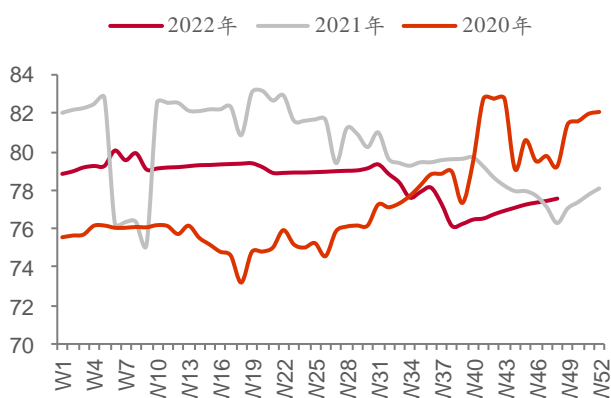
图表 43：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所

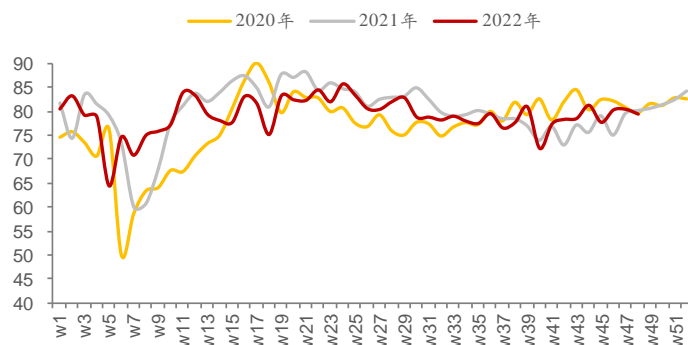
- 供应边际增加。根据百川，本周电解铝产量 77.53 万吨，较上周增加 0.16%，产量继续随着运行产能小幅修复。

图表 44：电解铝周度产量（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所

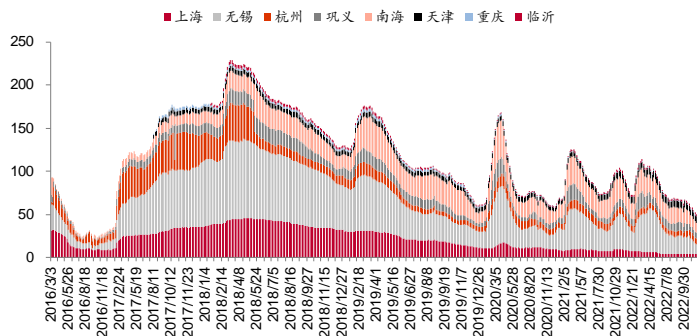
图表 45：国内电解铝周度需求（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所

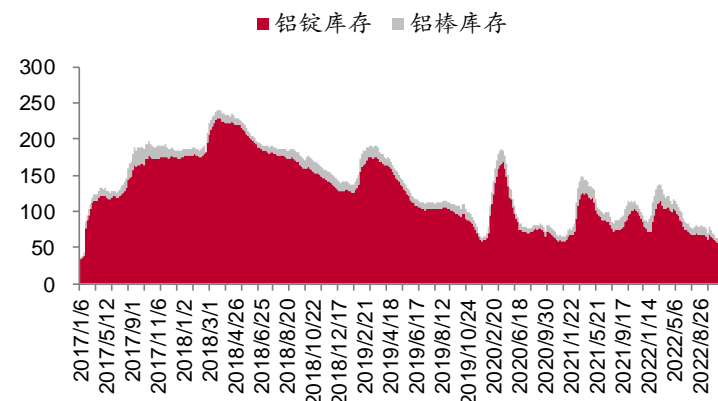
- 库存或出现下行拐点：2022 年 12 月 2 日，SMM 统计国内电解铝社会库存 50 万吨，较上周库存减少 1.8 万吨。铝锭社会库存虽降库，但随着在途库存的逐渐到库，降幅已缩窄，并且下游拿货力量已逐渐在减弱，预计后期库存降幅放缓。海外方面，截至 12 月 2 日，LME 铝库存为 49.79 万吨，周环比减少 0.84 万吨。

图表 46: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



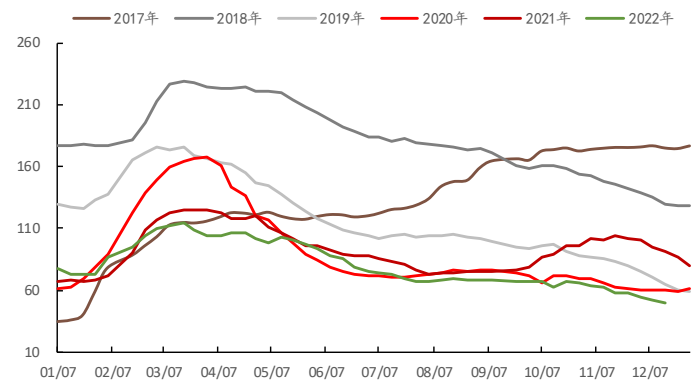
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 47: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



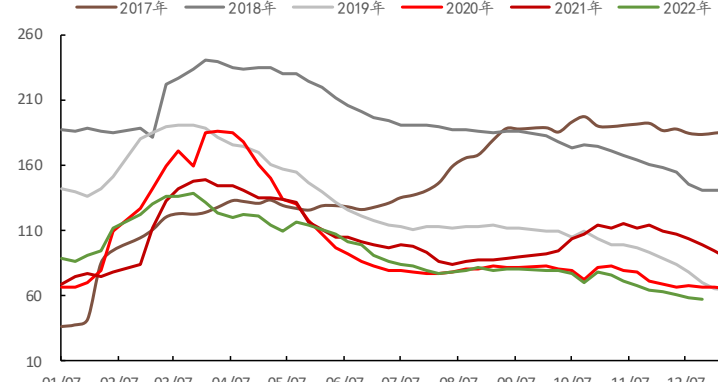
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 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 49: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



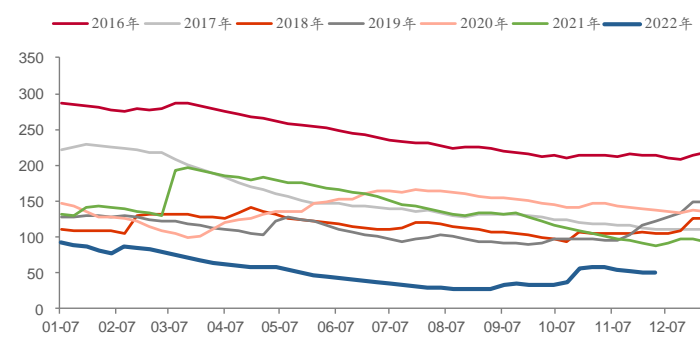
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 50: LME 铝期货库存变动 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 51: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)



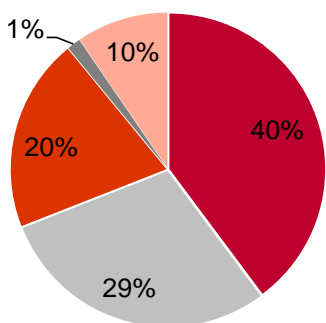
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **电解铝成本维持高位。**截至 12 月 2 日, 氧化铝价格 2786 元/吨, 环比上涨 1.13%, 氧化铝成本 3049 元/吨, 环比持平, 吨毛利-263 元/吨, 环比上涨 10.56%。预焙阳极方面, 本周周内均价 7915 元/吨, 环比下降 1.20%, 考虑 1 个月原料库存影响, 周内平均成本 7664 元/吨, 环比下降 1.31%, 周内平均吨毛利 251 元/吨, 环比上涨 2.21%; 如果不考虑原料库存, 阳极周内平均成本 7722 元/吨, 环比下降 0.96%, 周内

平均吨毛利 192 元/吨，环比下降 21 元/吨。对于除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业，即时成本 19392 元/吨，环比下降 0.31%，长江现货铝价 19320 元/吨，环比上涨 1.58%，吨铝盈利-48 元，环比增加 239 元/吨。具体走势如下：

图表 52：电解铝的完全成本构成

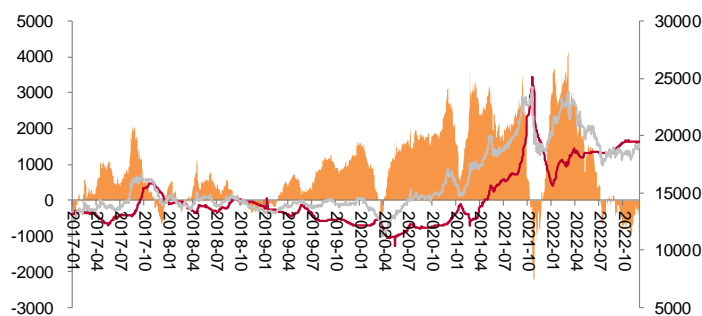
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



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)

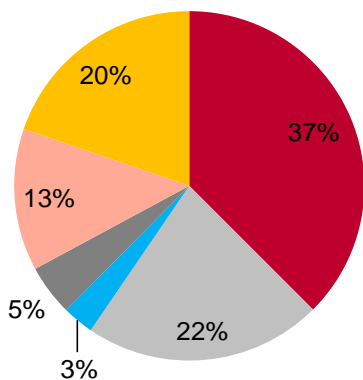


来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

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

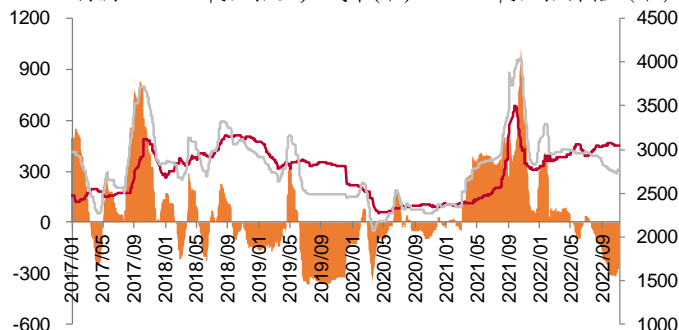
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



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)

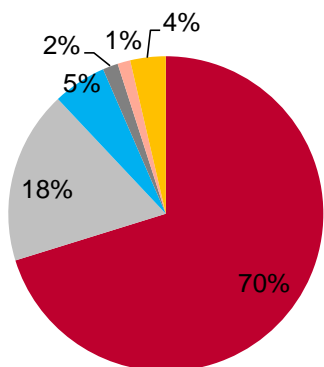
■ 利润 ■ 氧化铝生产成本(右) ■ 氧化铝价格 (右)



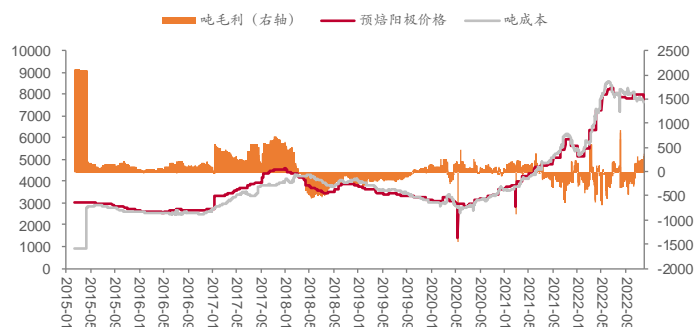
来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

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)

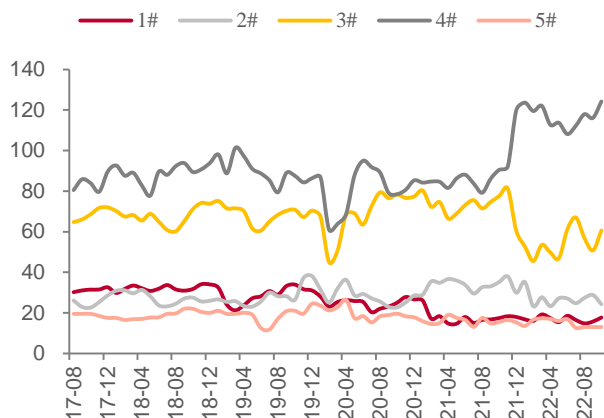


来源: SMM, 中泰证券研究所
注: 不考虑企业原料库存影响, 采用原料现货价格

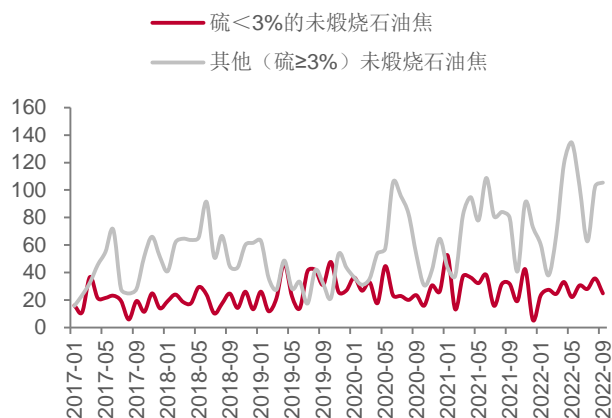
- 国内 10 月石油焦产量有所回升。10 月国内 1#-5#石油焦总产量 239.76 万吨, 同比增加 1.45%, 环比增加 6.85%, 其中 1#石油焦同比增加 1.49%, 环比增加 12.74%, 2#石油焦同比减少 31.19%, 环比减少 15.80%, 3#石油焦同比减少 21.89%, 环比增加 19.33%。进口方面, 9 月硫 < 3% 的未煅烧石油焦进口 24.9 万吨, 同比减少 21.8%, 环比减少 30.4%, 其他未煅烧的石油焦进口 105.4 万吨, 同比增加 2.8%, 环比增加 31.8%。

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

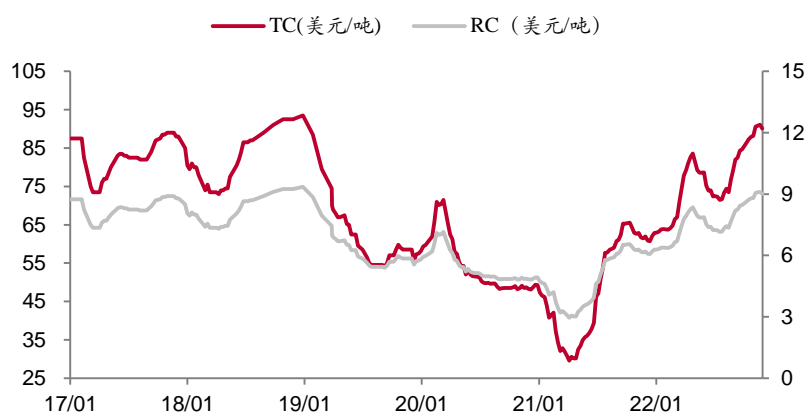


来源：Wind、中泰证券研究所

4.3 铜：SMM 进口铜精矿指数有所回落

- **Antofagasta 或将跟随 88 美元数字 SMM 进口铜精矿指数小幅回撤。**截止本周五（12 月 2 日）SMM 进口铜精矿指数（周）报 90.06 美元/吨，较上期 11 月 25 日指数减少 1.02 美元/吨。据 SMM 了解，虽然此前 LasBambas 铜矿生产恢复，但是由于针对 Glencore 旗下秘鲁矿山的社区抗议活动波及周边包括 Las Bambas 在内的铜矿山，造成运矿走廊堵点无法解除，铜精矿陆运和航运仍存堵点，打压铜精矿现货加工费。在现货市场上，本周少有铜精矿现货成交，矿山与冶炼厂的干净矿成交加工费位于 80 美元中高位，矿山与贸易商的干净矿可成交加工费为 70 美元中高位，两者成交加工费小幅回撤，价差达 10 美元/吨，装期重心下移至明年 2/3 月份。

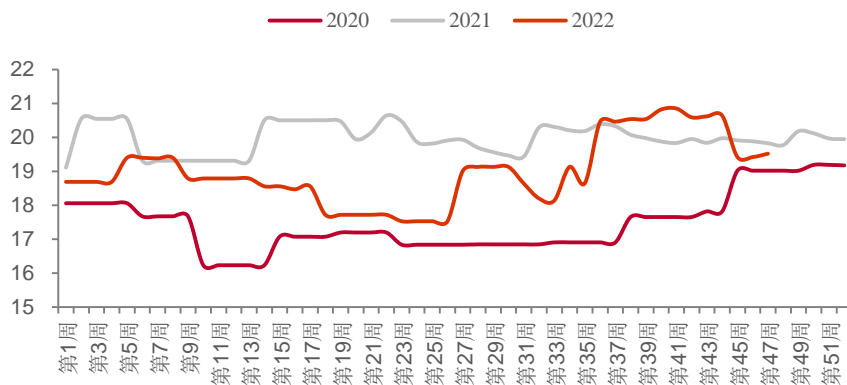
图表 61：铜矿 TC/RC 回升



来源：SMM，中泰证券研究所

- **供给端，本周国内电解铜产量为 19.52 万吨，环比上涨 0.51。**江西铜业本部冶炼厂于 11 月底开始检修，预计影响 1 万吨产量；中铜东南铜业于 11 月底开始检修，预计影响 2 万吨产量；云南锡业股份于 11 月下旬开始检修，预计影响 1 万吨产量；白银有色集团于 12 月开始检修，预计影响 0.5 万吨产量。

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）

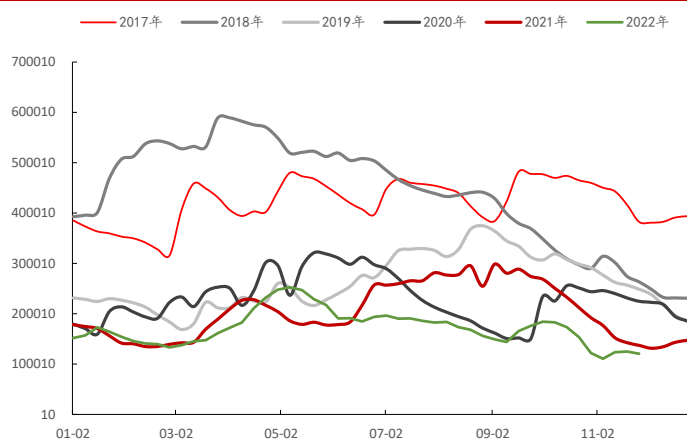
公司名称	粗炼产能 (万吨)	精炼产能 (万吨)	开始时间	结束时间	检修 环节	备注	预估影响精 铜产量	实际影响精铜产量 (万吨)
中原黄金冶炼厂	35	40	2022年3月 中旬	2022年4月 下旬	粗炼	35天	0.8	3
浙江江铜富冶和鼎铜 业有限公司	15 (老线)	15 (老线)	2022年4月 5日	2022年5月 5日	粗炼	30天	1	0
青海铜业责任有限公 司	10	10	2022年3月 31日	2022年4月 17日	粗炼	18天	0.2	0.45
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2022年3月 28日	2022年5月 15日	粗炼	50天	0.3	1.7
昆明金水铜冶炼有限 公司	10	0	2022年3月 2日	2022年3月 27日	粗炼	25天	0	0
铜陵有色金冠铜业分 公司	60	65	2022年5月 15日	2022年6月 底	粗炼	45-50 天	1.6	25
赤峰金峰铜业有限公 司	40	40	2022年4月	2022年6月 6日	粗炼	70天 左右	2.5	2.7
大冶有色金属集团控 股有限公司	30	60	2022年5月 7日	2022年5月 14日	粗炼	8天	0.2	0
恒邦股份	20	25	2022年5月 中下旬	2022年6月 14日	粗炼	25-30 天	0.4	0
新疆五鑫	10	10	2022年6月 10日	2022年6月 底	粗炼	20天	0.6	1.1
紫金铜业有限公司	25	40	2022年5月 16日	2022年5月 19日	粗炼	4天	0.35	0.3
广西南国铜业有限责 任公司	30	30	2022年6月	2022年7月	粗炼	30-45 天	1	3
金川集团（本部）	35	50	2022年6月 底	2022年7月	粗炼	30天	2.5	2
赤峰金通铜业有限公 司	30	25	2022年6月 26日	2022年7月 26日	粗炼	30天	0.8	2.4
国投金城冶金有限责 任公司	10	10	2022年7月 5日	2022年7月 25日	粗炼	20天	0.3	0
包头华鼎铜业发展有 限公司	10	3	2022年8月	2022年8月	粗炼	15天	0	0
赤峰富邦	10	0	2022年8月 25日	2022年9月 25日	粗炼	30天	0	0
豫光金铅	10	15	2022年9月 10日	2022年10 月4日	粗炼	25天	0.7	1.1
金隆铜业有限公司	32	45	2022年9月	2022年9月	粗炼	5天	0	0
阜新博发铜业有限公 司	5	0	2022年9月 初	2022年10 月底	粗炼	50-60 天	0	0
紫金铜业有限公司	25	40	2022年10 月	2022年11 月8日	粗炼	30天	1	0.8

东营方圆	40	70	2022年10月8日	2022年11月11日	粗炼	30天左右	1.5	2.3
广西金川有色金属有限公司	40	47	2022年11月中旬	2022年12月	粗炼	20天左右	1.5	
中铜东南铜业有限公司	40	40	2022年11月底	2023年1月	粗炼	45-50天	2	
云南锡业股份有限公司	12	12	2022年11月下旬	2022年12月底	粗炼	30-35天	1	
白银有色集团股份有限公司	20	27	2022年12月	2022年12月	粗炼	10-20天	0.5	

资料来源：SMM、中泰证券研究所

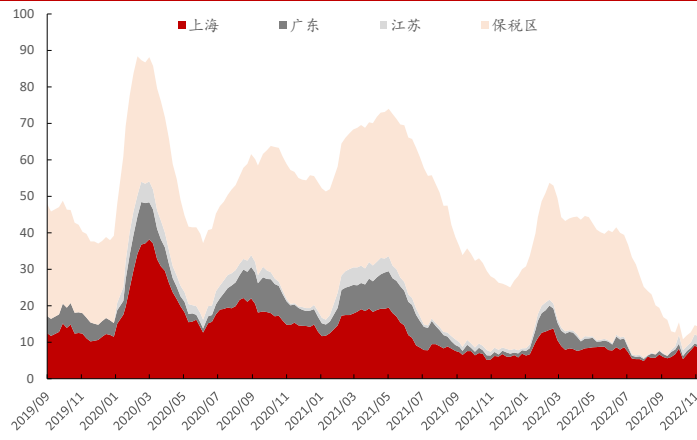
- 库存变化：社会库存方面**，截至12月2日，上海、江苏、广东三地社会库存10.84万吨，较上周去库0.75万吨。据SMM调研了解，本周五（12月2日）国内保税区铜库存环比上周五（11月25日）增加0.18万吨至2.84万吨。其中上海保税区库存较上周五增加0.2万吨至2.5万吨，广东保税区较上周五下降0.02万吨至0.34万吨。本周保税库存上升主因本周进口亏损，且不断扩大不利于清关进口，部分贸易商将提单转为仓单进入保税库。同时，由于周内出现出口盈利的机会，部分冶炼厂有考虑出口操作，国际铜近月合约价格强于内贸，或带动国内部分货源流入BC铜库存中。**海外库存（期货）方面**，截止12月2日，LME+COMEX铜库存量12.06万吨，环比减少4252.54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)

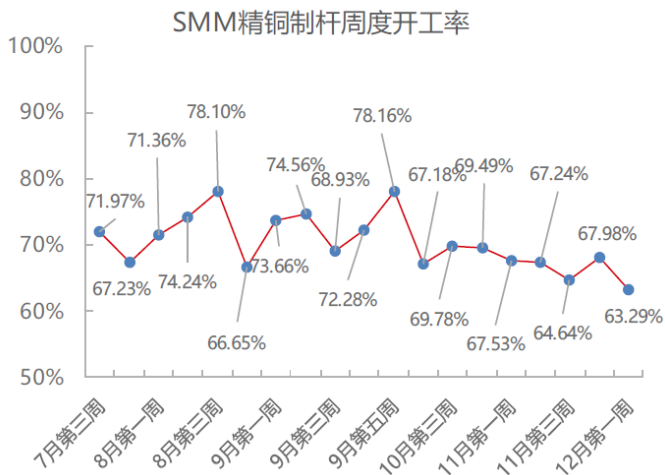


来源：SMM，中泰证券研究所

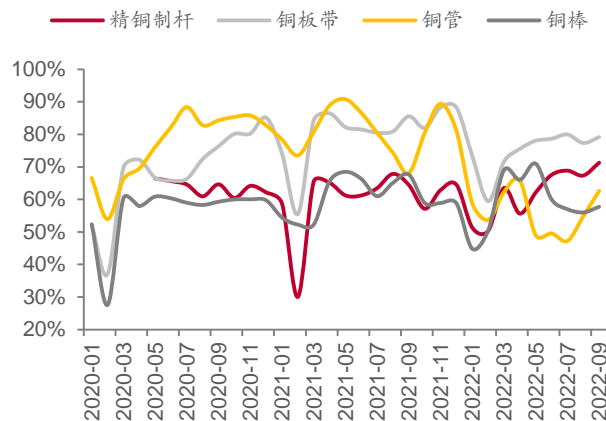
- 年末需求迈入淡季，下游订单难见回升**。本周电线电缆订单较上周变化不大，下游备货采购情绪都表现平平，且北方天气、疫情等因素对于消费的干扰仍在持续。进入12月线缆行业开始迈入传统淡季，企业以控制两项资金，回笼资金为核心工作，且今年春节较早，线缆企业资金管控也较往年有所提前。漆包线企业订单仍呈现旺季不旺，且本周铜价居高下游下单更显犹豫，在需求本就不足的拖累下，行业开工率不甚乐观。本周国内主要精铜杆企业周度开工率约为63.29%，较上周下滑4.69个pcts。

图表 66: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)

图表 67: 铜下游企业月度开工数据 (%)



来源：百川，中泰证券研究所

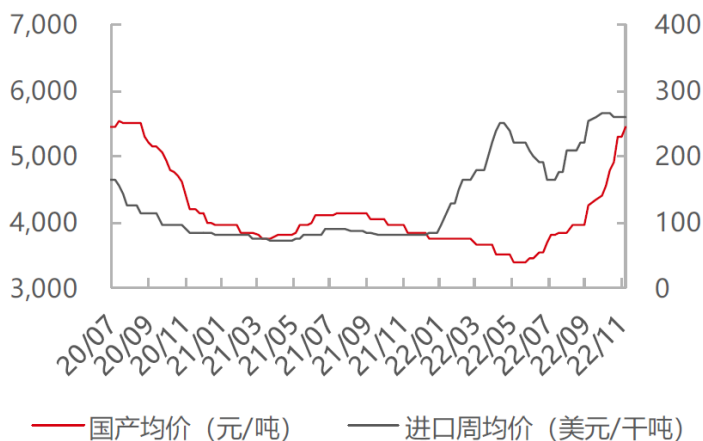


来源：Mysteel，中泰证券研究所

4.4 锌：12月加工费上涨

- **12月加工费上涨，北方加工费向南方靠拢。**本周加工费延续上涨，但是区域之间出现分化。其中北方地区（内蒙、甘肃、陕西）地区逐渐追上了南方加工费，报至 5350~5500 元/金属吨左右。另外四川由于当地炼厂于 11 月减产量级较大，企业锌矿进一步堆积后，进一步上调了后期加工费价格。后期各地低价加工费预计将逐步上移，缩小各地加工费区间，国产加工费均价有望上行至 5500 元/金属吨上方。

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

	2022/11/18	2022/11/25	2022/12/02	单位
国产（周）	5300	5300	5450	元/金属吨
进口（周）	260.0	260.0	260.0	美元/千吨
内蒙古	5100	5100	5350	元/金属吨
云南	5300	5300	5300	元/金属吨
湖南	5400	5400	5500	元/金属吨
广西	5600	5600	5600	元/金属吨
陕西	5250	5250	5400	元/金属吨
四川	5100	5100	5500	元/金属吨
甘肃	5400	5400	5500	元/金属吨

来源：SMM，中泰证券研究所

- **本周比价平稳运行。**本周比价平稳运行，主要运行于 8.14-8.48 之间，进口亏损在 1181~691 元/吨。本周内外均出现利好消息，海外存在加息放缓的预期，国内存在疫情放松的预期，最终比价波动较小。而目前内外均处于极低的库存水平，下一步或许需要基本面的转折来判断比价的下一步方向。
- **库存变化：**据 SMM 调研，截至本周五（12 月 2 日），SMM 七地锌锭库存总量为 5.11 万吨，较本周一（11 月 28 日）减少 0.34 万吨，较上周五（11 月 25 日）减少 0.16 万吨，国内库存小幅录减。其中上海市场，市场入库量依然很低，而下游企业于本周锌价上涨后买货意愿较差，供需

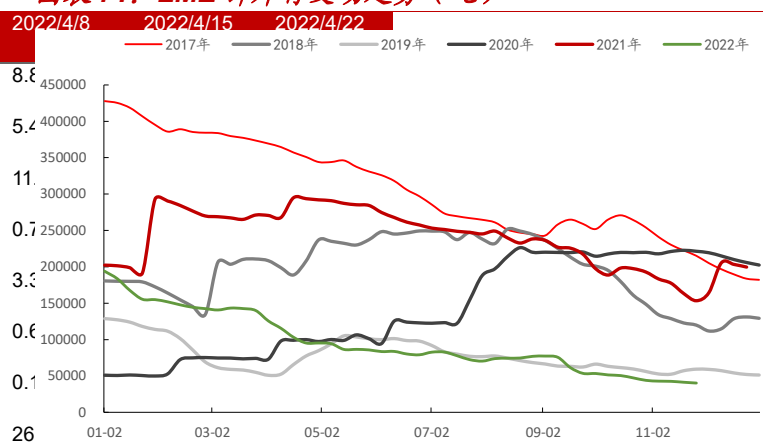
双弱下，更加糟糕的入库情况导致上海去库；华南市场，市场到货稳定处于低位，周内意外出库增加，或为长单交货需求，导致库存继续录减；天津市场，仓库反馈疫情影响下，市场到货仍然偏低，而下游企业近期受疫情、环保等影响，开工稍有走弱，库存小幅增加；总体来看，原沪粤津三地库存减少 0.38 万吨，全国七地库存减少 0.34 万吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回落。截至 12 月 2 日，伦锌库存量 40,350 吨，较上周减少 1100 吨。

图表 70: 国内锌七地库存 (万吨)

地区	2022/11/4	2022/11/11	2022/11/18	2022/11/25	2022/12/02
上海	1.13	1.53	1.59	1.10	0.97
广东	0.43	0.47	0.56	0.53	0.34
天津	3.42	3.04	2.79	2.73	2.85
江苏	0.19	0.13	0.18	0.14	0.13
浙江	0.27	0.37	0.26	0.27	0.33
山东	0.28	0.30	0.32	0.32	0.25
河北	0.27	0.21	0.18	0.20	0.24
七地	5.95	6.05	5.88	5.29	5.11

来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 71: LME 锌库存变动趋势 (吨)

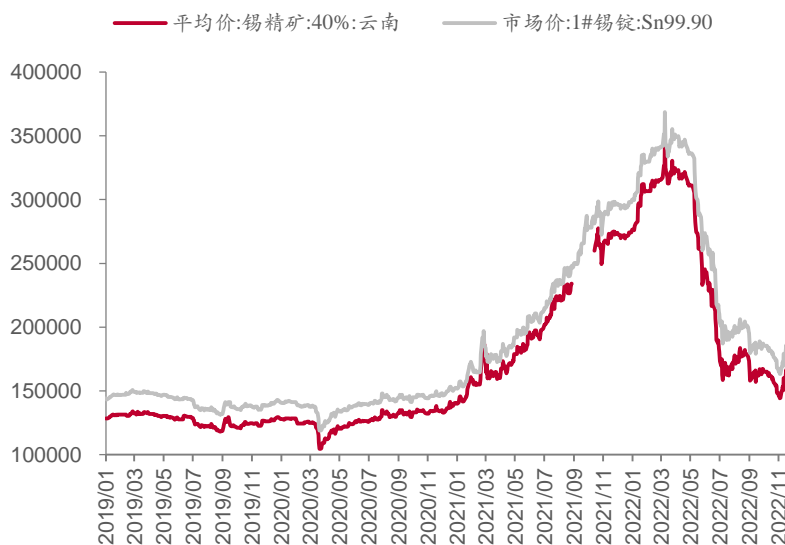


来源: Wind, 中泰证券研究所

4.5 锡: 精锡矿价格有所回升

- 本周精锡矿价格有所回升。截止 12 月 2 日，锡精矿（40%云南）报价 169,500 元/吨，环比上涨 1.50%；锡锭（1#Sn99.90）报价 186,7160 元/吨，环比上涨 1.11%。

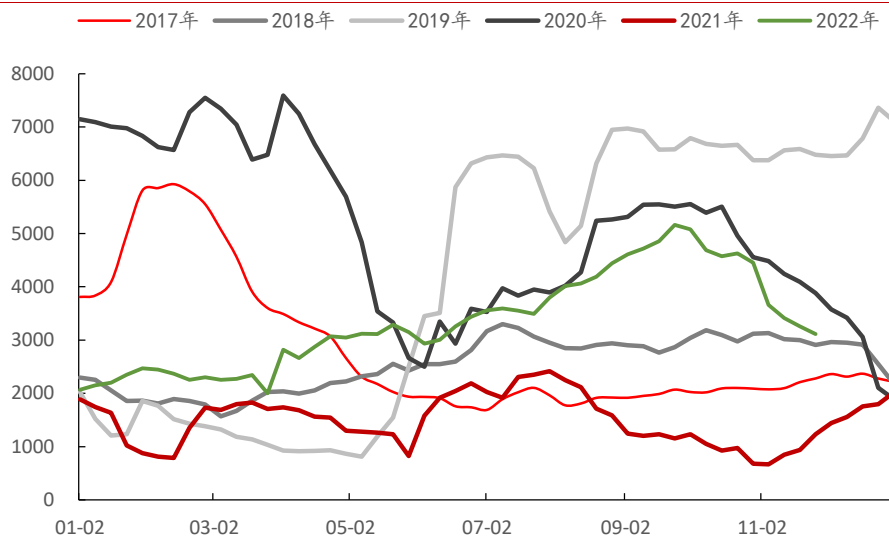
图表 72: 锡价格走势



来源: wind, 中泰证券研究所

- 库存方面，截止 12 月 2 日，伦锡库存量为 3,110 吨，与上周相比回落 145 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“增持”评级

- 贵金属大周期拐点确立: 我们认为美国经济回落难以避免, 叠加通胀逐步走低、失业率上升, 美联储货币政策二阶导有望确认拐点, 持续重视成长及资源优势突出的标的。
- 基本金属逐步筑底: 美联储加息周期下, 耐用品需求持续回落, 全球主动去库存仍将持续, 但随着加息速度的放缓及宏观预期的改善, 板块有望开始筑底回升。
- 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、山东黄金、赤峰黄金、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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。