

行业评级：增持

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：刘耀齐

执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq@zts.com.cn

分析师：陈沁一

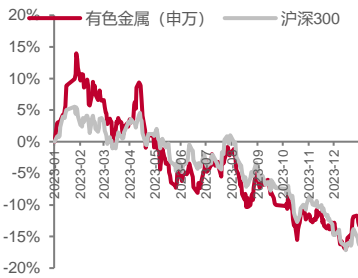
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	25,119.70
行业流通市值(亿元)	22,262.26

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

	单位	本周五(1.5) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金	美元/盎司	2,049.80	-1.06%
SHFE黄金	元/克	482.38	0.14%
COMEX白银	美元/盎司	23.32	-3.20%
SHFE白银	元/千克	5,894	-1.37%
LME铜	美元/吨	8,415	-1.72%
SHFE铜	元/吨	68,390	-0.77%
LME铝	美元/吨	2,272	-4.84%
SHFE铝	元/吨	19,195	-1.59%
LME铅	美元/吨	2,076	0.44%
SHFE铅	元/吨	16,055	1.13%
LME锌	美元/吨	2,544	-4.43%
SHFE锌	元/吨	21,250	-1.37%
LME锡	美元/吨	24,670	-2.49%
SHFE锡	元/吨	207,210	-2.31%
LME镍	美元/吨	16,345	-1.65%
SHFE镍	元/吨	123,540	-1.33%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：美国非农数据超预期、非制造业 PMI 超预期下行**

■ **投资建议：维持行业“增持”评级**

1) **贵金属上行趋势加速**：本周美国非农超预期，非制造业 PMI 超预期下行，降息预期略降温，超额储蓄的消耗及高利率维持下，美国经济周期性回落难以避免，贵金属将进入降息预期驱动的上涨阶段，重视板块内高成长及资源优势突出标的投资机会。

2) **基本金属恰处布局良机**：12月全球制造业 PMI 进一步下行，经济复苏动能仍有待进一步提升。基本金属供给瓶颈终将在弱复苏的带动下，迎来新一轮的景气周期，尤其是铜铝更是如此，我们坚定看好2024年大宗板块的投资表现。

■ **行情回顾：大宗价格整体下跌**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-1.7%、-4.8%、0.4%、-4.4%、-2.5%、-1.7%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为-0.8%、-1.6%、1.1%、-1.4%、-2.3%、-1.3%；2) COMEX 黄金收于 2049.80 美元/盎司，环比下跌 1.06%，SHFE 黄金收于 482.38 元/克，环比上涨 0.14%；3) **本周有色行业指数跑输市场**，申万有色金属指数收于 4,114.87 点，环比下跌 1.67%，跑输上证综指 0.13 个百分点，贵金属、工业金属、小金属、能源金属、金属新材料的涨跌幅分别为 0.14%、-0.58%、-2.02%、-3.57%、-4.64%。

■ **宏观“三因素”总结——筑底回升的前半段：国内经济复苏动能仍待进一步提升；美国 12 月 ISM 制造业 PMI 回升、非制造业 PMI 超预期下行、非农数据超预期；欧元区 12 月制造业 PMI 超预期回升。具体来看：**

1) **国内 12 月官方制造业 PMI 回落，政策端进一步发力**：本周披露国内 12 月官方制造业 PMI 为 49.0（前值 49.4），非制造业 PMI 商务活动指数为 50.4（前值 50.2）；12 月财新 PMI 为 50.8（前值 50.7），财新服务业 PMI 经营活动指数为 52.9（前值 51.5）。2023 年 12 月，新增 3500 亿 PSL，进一步发力稳增长。

2) **美国 12 月 ISM 非制造业 PMI 超预期回落，非农数据超预期**：美国 12 月 ISM 制造业 PMI 为 47.4（前值 46.7，预期 47.1），非制造业 PMI 为 50.6（前值 52.7，预期 52.6）；12 月 Markit 制造业 PMI 季调为 47.9（前值 49.4，预期 48.2），服务业 PMI 商务活动季调为 51.4（前值 50.8，预期 51.3）；12 月失业率季调为 3.7%（前值 3.7%，预期 3.8%），新增非农就业人数季调 21.6 万人（前值 17.3 万人，预期 16.3 万人）。

3) **欧元区 11 月制造业 PMI 超预期回升**：12 月欧元区制造业 PMI 为 44.4（前值 44.2，预期 44.2），服务业 PMI 为 48.8（前值 48.7，预期 48.1）；11 月欧元区 PPI 同比为-8.8%（前值-9.4%，预期-8.7%），环比-0.3%（前值 0.3%，预期-0.1%）。

4) **12 月全球制造业景气度回升**：12 月全球制造业 PMI 为 49.0，环比下降 0.3，连续 16 个月处于荣枯线以下，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

■ **贵金属：美联储纪要偏鹰，金价有所回落**

周内，十年期美债实际收益率 1.83%，环比+0.15pcts，实际收益率模型计算的残差 1175.0 美元/盎司，环比+26.7 美元/盎司；美联储公布 12 月 FOMC 会议纪要，纪要淡化前期“鸽派”言论，同时非农数据超预期，降息预期一度降温，但 12 月美国 ISM 非制造业 PMI 超预期下行，显示经济仍有较大下行压力，支撑金价企稳。我们认为美国经济回落难以避免，当前 4.5% 左右的远端名义利率离经济底部的 1.5% 有较大回落空间，看好板块内高成长及资源优势突出标的投资机会。

■ **基本金属：美元指数回升，价格整体下跌**

周内美联储公布 12 月 FOMC 会议纪要，纪要并未给出具体降息路径，同时非农数据超预期，市场降息预期一度降温，对整体基本金属价格形成压力，但 12 月美国 ISM 制造业 PMI 仍具备一定韧性，对基本金属价格形成一定支撑。

1、对于电解铝，氧化铝市场降温及美指反弹压制铝市，短期铝价或难向上突破。

供应方面，本周电解铝企业多维持稳定生产，仅有山西个别企业前期检修受到影响的产能有小幅释放，但体量不大。截至目前，电解铝行业开工产能 4207.80 万吨，较上周相比增加 0.50 万吨。需求方面，国内下游开工整体持稳，其中建筑型材开工仍呈现季节性走弱的状态，周内河南解除重污染天气橙色预警，省内铝板带箔等下游铝加工企业开工转好，带动行业开工整体小幅回暖，但行业新增订单减少，预计后续开工难有大的增长空间。库存方面，电解铝锭社会总库存 46.2 万吨，较上周累库 2.8 万吨，国内铝锭持续近两个月的连续去库宣告终止。本次累库幅度由前期受环保管控较严重的中原地区贡献，目前河南等地区重污染天气管控已解除，下游逐步复产，利好区域内铝锭消费，后续巩义地区的库存压力或将得到缓解。成本方面，目前电解铝 90 分位成本 17187 元/吨。

1) 氧化铝价格 3254 元/吨，环比上升 5.31%，氧化铝成本 2947 元/吨，环比上升 0.21%，吨毛利 307 元/吨，环比上升 158 元/吨。

2) 预焙阳极方面，本周周内均价 4573/吨，环比下降 2.97%；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4671 元/吨，环比下降 0.04%，周内平均吨毛利-98 元/吨，环比下降 349.59%；如果不虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4149 元/吨，环比下降 4.35%，周内平均吨毛利 423 元/吨，环比下降 4.35%。

3) 对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16516 元/吨，环比上升 0.98%，长江现货铝价 19280 元/吨，环比下降 1.18%，吨铝盈利 1835 元，环比下降 12.39%。

总结来看，本周电解铝市场对成本增加以及氧化铝供应短缺的担忧，带动沪铝价格上行，达到高点。后期随着氧化铝现货成交价格并未紧跟期货价格，联动性不及预期，氧化铝期货价格一度跌停，带动沪铝价格回落。短期铝供应端持稳运行，而消费端仍有走弱预期，铝锭季节性累库或临近，压制铝价。

2、对于电解铜，宏观利好持续衬托，铜价节节攀升再冲高位。

供给方面，进口铜精矿指数（周）报 58.63 美元/吨，较上一期的 62.55 美元/吨减少 3.92 美元/吨。本周铜精矿现货 TC 继续保持下行态势，部分卖方继续下调可成交价格重心。因为近期现货 TC 下行迅速，部分市场参与者继续持观望态度。需求方面，铜价回调带动的消费升温尚不明显，精铜杆开工率持续下滑。国内主要精铜杆企业周度开工率约为 63.27%，较上周下降 4.32 个百分点。库存方面，SMM 主流地区社会库存环比上升 1.05 万吨；海外 LME 和 Comex 库存环比下降 0.34 万吨。

总结来看，美联储官员巴尔金表示进一步加息的可能性仍然存在，且强调“软着陆”，偏鹰表态使的美联储降息预期出现了回调，美元回升对铜价施压明显。跨入新年，部分企业在铜价走跌过程中，表现备货心理，现货需求有所增加，但对比供应增量，现货升水仍处于承压阶段。

3、对于锌，市场减少对于美联储降息预期的押注，锌价重心下挫。

美联储降息预期或不能正常落地，通胀延续高位，市场乐观情绪消退，宏观支撑减弱；国内一季度备货需求叠加矿端季节性减产，以及冶炼成出现不同程度减产，供应端紧缺预期支撑锌价。供给方面，百川统计本周国内锌产量 11.40 万吨，环比降 2.04%；需求方面，虽然北方环保限产结束，但消费淡季下，下游消费暂无改善。库存方面，七地锌锭库存 8.16 万吨，较上周累库 0.58 万吨。

- **风险提示：**宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

内容目录

1.行情回顾.....	- 7 -
1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回落.....	- 7 -
1.2 贵金属：美联储降息预期有所降温，金价有所回落.....	- 8 -
1.3 基本金属：美元指数回升，价格整体下跌.....	- 8 -
2.宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 9 -
2.1 中国因素：国内12月官方制造业PMI有所回落.....	- 9 -
2.2 美国因素：12月ISM制造业PMI有所回升，12月非农数据超预期....	- 9 -
2.3 欧洲因素：欧元区12月制造业PMI超预期回升.....	- 11 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 11 -
3.1 上行趋势不变.....	- 11 -
3.2 黄金ETF持仓环比减少，COMEX净多头结构延续.....	- 13 -
3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代.....	- 13 -
4.基本金属：国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑.....	- 16 -
4.1 基本金属：国内经济逐步见底，海外流动性紧缩进入尾声.....	- 16 -
4.2 铝：氧化铝市场降温及美指反弹压制铝市，短期铝价或难向上突破...	- 17 -
4.3 铜：美元回升对铜价施压，铜价于高位回落承压明显.....	- 24 -
4.4 锌：市场减少对于美联储降息预期的押注，锌价重心下挫.....	- 27 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 28 -
6.风险提示.....	- 29 -

图表目录

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 7 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 7 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 8 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 8 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 9 -
图表 8: 国内官方制造业与非制造业 PMI.....	- 9 -
图表 9: 国内 PMI 分项.....	- 9 -
图表 10: 美国 ISM PMI.....	- 10 -
图表 11: 美国 PMI 分项.....	- 10 -
图表 12: 美国失业率季调 (%).....	- 10 -
图表 13: 美国新增非农就业人数 (千人).....	- 10 -
图表 14: 美联储利率政策市场预期.....	- 10 -
图表 15: 美元指数走势图.....	- 10 -
图表 16: 欧元区制造业与服务业 PMI.....	- 11 -
图表 17: 欧元区 PPI 同比及环比 (%).....	- 11 -
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).....	- 12 -
图表 19: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%).....	- 12 -
图表 20: 通胀预期与真实收益率 (%).....	- 12 -
图表 21: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 12 -
图表 22: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 12 -
图表 23: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨).....	- 13 -
图表 24: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张).....	- 13 -
图表 25: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低.....	- 14 -
图表 26: 平价上网成为现实 (元/度).....	- 14 -
图表 27: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨).....	- 14 -
图表 28: 白银供需平衡表预测 (吨).....	- 15 -
图表 29: 光伏产业白银需求预测.....	- 15 -
图表 30: 金银比 (伦敦现货).....	- 15 -
图表 31: 金银比修复行情历史复盘.....	- 16 -
图表 32: 国内社融数据有望筑底回升 (%).....	- 16 -
图表 33: 地方政府稳增长文件持续出台.....	- 16 -

图表 34: 美国通胀韧性仍存 (%)	- 17 -
图表 35: 美联储加息已至尾声	- 17 -
图表 36: 美债利率与耐用品消费周期显著负相关	- 17 -
图表 37: 美国制造商、批发商库存同比	- 17 -
图表 38: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	- 17 -
图表 39: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	- 18 -
图表 40: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	- 18 -
图表 41: 电解铝周度产量 (万吨)	- 19 -
图表 42: 国内电解铝周度需求 (万吨)	- 19 -
图表 43: 铝型材开工率 (%)	- 19 -
图表 44: 铝线缆开工率 (%)	- 19 -
图表 45: 铝板带开工率 (万吨)	- 20 -
图表 46: 铝箔开工率 (%)	- 20 -
图表 47: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)	- 20 -
图表 48: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	- 20 -
图表 49: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)	- 20 -
图表 50: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 20 -
图表 51: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 20 -
图表 52: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)	- 20 -
图表 53: 电解铝的完全成本构成	- 21 -
图表 54: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 21 -
图表 55: 氧化铝生产成本构成	- 21 -
图表 56: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 21 -
图表 57: 预焙阳极生产成本构成	- 22 -
图表 58: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 22 -
图表 59: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 22 -
图表 60: 石油焦价格 (元/吨)	- 22 -
图表 61: 国内石油焦月度产量 (万吨)	- 23 -
图表 62: 国内未煨烧石油焦进口数量 (万吨)	- 23 -
图表 63: 石油焦库存 (万吨)	- 23 -
图表 64: 国内石油焦开工率 (%)	- 23 -
图表 65: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 23 -
图表 66: 铜矿 TC/RC	- 24 -
图表 67: 电解铜周度产量 (万吨)	- 24 -
图表 68: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 25 -

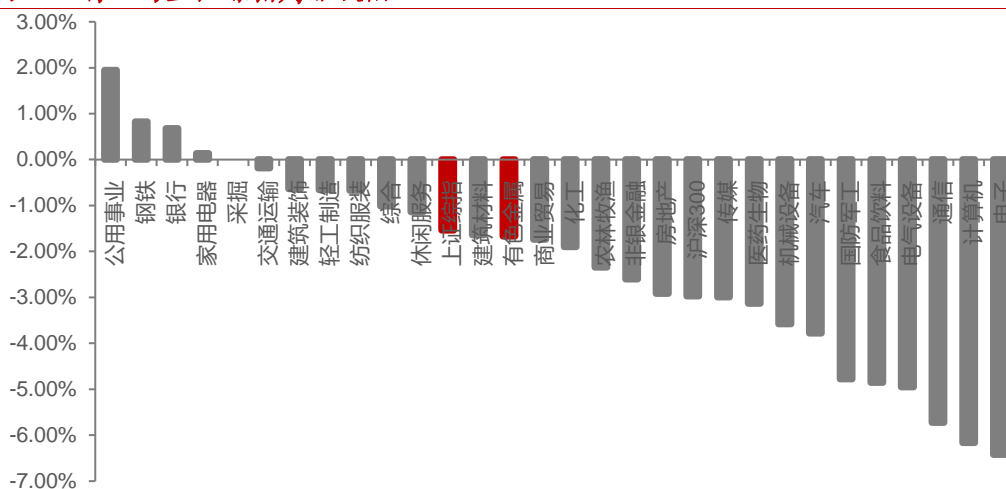
图表 69: 精废价差 (不含税)	- 26 -
图表 70: 再生铜杆开工率情况	- 26 -
图表 71: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 26 -
图表 72: 上海广东及保税区社会库存变动 (万吨)	- 26 -
图表 73: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 27 -
图表 74: 铜电力用杆加工费	- 27 -
图表 75: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 28 -
图表 76: 国产锌精矿分地区加工费	- 28 -
图表 77: 国内锌七地库存 (万吨)	- 28 -
图表 78: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 28 -

1. 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↓0.59%，纳斯达克↓3.25%，标普↓1.52%）。
- 本周 A 股整体回落：上证指数收于 2,929.18 点，环比下跌 1.54%；深证成指收于 9,116.44 点，环比下跌 4.29%；沪深 300 收于 3,329.11 点，环比下跌 2.97%；申万有色金属指数收于 4,114.87 点，环比下跌 1.67%，跑输上证综指 0.13 个百分点。

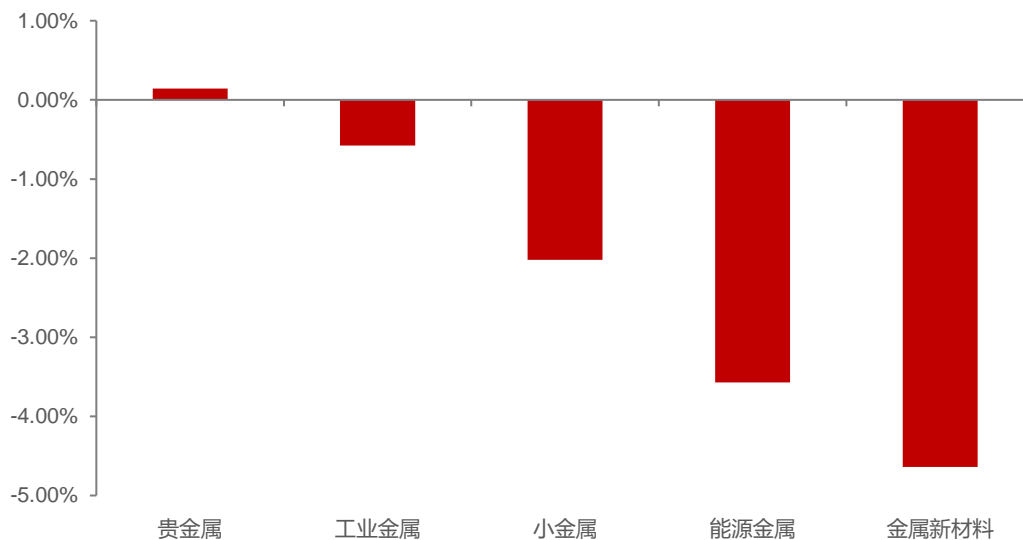
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，贵金属、工业金属、小金属、能源金属、金属新材料的涨跌幅分别为 0.14%、-0.58%、-2.02%、-3.57%、-4.64%。

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	2024.01.05 收盘价	2023.12.29 收盘价	周涨跌幅
600988.SH	赤峰黄金	14.74	14.01	5.2%
000426.SZ	兴业矿业	9.54	9.08	5.1%
601958.SH	金钼股份	9.68	9.45	2.4%
000933.SZ	神火股份	17.20	16.80	2.4%
000688.SZ	国城矿业	10.53	10.31	2.1%
601168.SH	西部矿业	14.56	14.27	2.0%
603993.SH	洛阳钼业	5.27	5.20	1.3%
002237.SZ	恒邦股份	10.92	10.78	1.3%
603979.SH	金诚信	38.22	37.76	1.2%
600219.SH	南山铝业	2.97	2.94	1.0%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

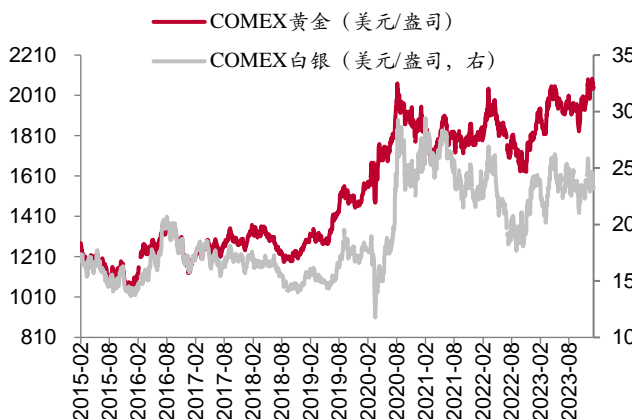
证券代码	证券名称	2024.01.05 收盘价	2023.12.29 收盘价	周涨跌幅
600114.SH	东睦股份	13.69	15.49	-11.6%
300811.SZ	铂科新材	47.23	52.87	-10.7%
603876.SH	鼎胜新材	11.34	12.53	-9.5%
600259.SH	广晟有色	32.51	35.45	-8.3%
688388.SH	嘉元科技	18.82	20.28	-7.2%
605376.SH	博迁新材	26.30	28.20	-6.7%
603799.SH	华友钴业	30.73	32.93	-6.7%
002824.SZ	和胜股份	19.22	20.57	-6.6%
600366.SH	宁波韵升	7.28	7.77	-6.3%
300337.SZ	银邦股份	7.58	8.09	-6.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美联储降息预期有所降温, 金价有所回落

- 周内, 美联储公布 12 月 FOMC 会议纪要, 纪要淡化前期“鸽派”言论, 且 12 月制造业 PMI 超预期回升, 以及新增非农就业人数超预期, 致使市场对美联储降息的预期有所降温, 金价有所回落。截至 1 月 5 日, COMEX 黄金收于 2049.80 美元/盎司, 环比下跌 1.06%; COMEX 白银收于 23.32 美元/盎司, 环比下跌 3.20%; SHFE 黄金收于 482.38 元/克, 环比上涨 0.14%; SHFE 白银收于 5894 元/千克, 环比下跌 1.37%。

图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势



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: 美元指数回升, 价格整体下跌

- 周内, 12 月 FOMC 纪要显示美联储似乎淡化前期“鸽派”言论, 通胀继续大幅降温是否短期能够实现等都令美联储对保持目前高利率保留一定态度, 并且美国 12 月 ISM 制造业 PMI 超预期回升, 新增非农就业人数超预期, 美元回升下基本金属价格有所承压。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-1.7%、-4.8%、0.4%、-4.4%、-

2.5%、-1.7%，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	8415	6082	-1.7%	-13.7%	38.4%	83.8%
	SHFE	68390	48020	-0.8%	-2.8%	42.4%	
铝	LME	2272	1794	-4.8%	-19.2%	26.6%	74.7%
	SHFE	19195	14100	-1.6%	-5.8%	36.1%	
铅	LME	2076	1988	0.4%	-9.4%	4.4%	63.3%
	SHFE	16055	14850	1.1%	4.9%	8.1%	
锌	LME	2544	2373	-4.4%	-28.1%	7.2%	82.1%
	SHFE	21250	18160	-1.4%	-11.9%	17.0%	
锡	LME	24670	17200	-2.5%	-36.7%	43.4%	95.2%
	SHFE	207210	137340	-2.3%	-30.0%	50.9%	
镍	LME	16345	13375	-1.7%	-21.1%	22.2%	55.2%
	SHFE	123540	105850	-1.3%	-18.8%	16.7%	

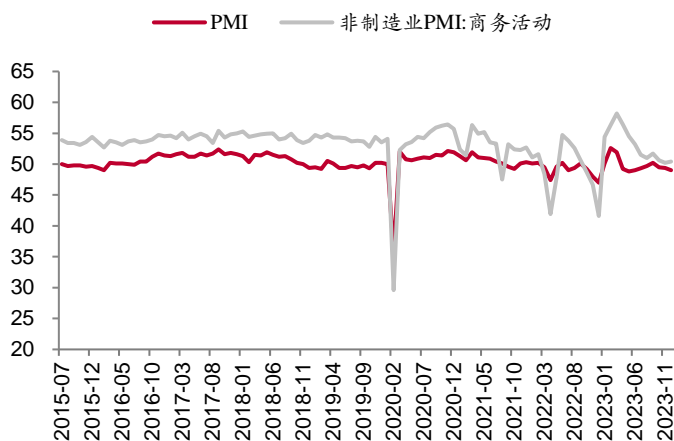
来源：wind，中泰证券研究所，注：LME 金属单位为美元/吨，SHFE 金属单位为元/吨。

2.宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素：国内 12 月官方制造业 PMI 有所回落

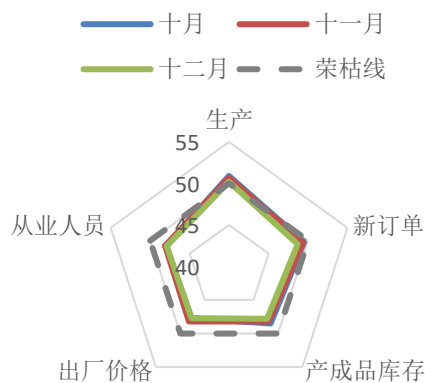
- 国内 12 月官方制造业 PMI 有所回落。本周披露国内 12 月官方制造业 PMI 为 49.0（前值 49.4），非制造业 PMI 商务活动指数为 50.4（前值 50.2）；12 月财新 PMI 为 50.8（前值 50.7），财新服务业 PMI 经营活动指数为 52.9（前值 51.5）。

图表 8：国内官方制造业与非制造业 PMI



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9：国内 PMI 分项

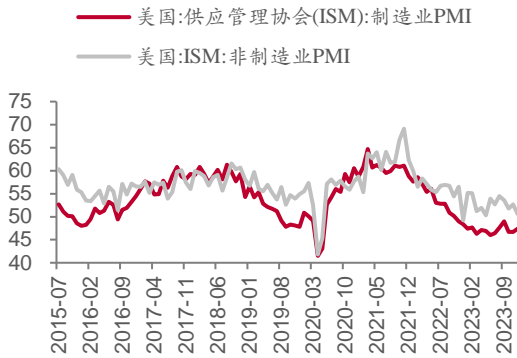


来源：Wind，中泰证券研究所

2.2 美国因素：12 月 ISM 制造业 PMI 有所回升，12 月非农数据超预期

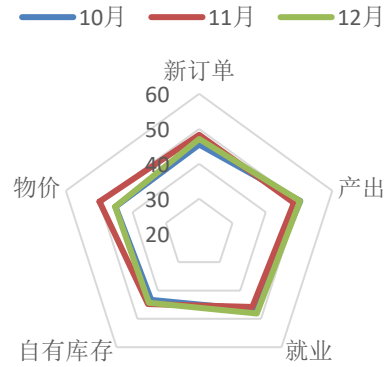
- 美国 12 月 ISM 制造业 PMI 有所回升但仍处于荣枯线以下。本周披露美国 12 月 ISM 制造业 PMI 为 47.4（前值 46.7，预期 47.1），非制造业 PMI 为 50.6（前值 52.7，预期 52.6）；12 月 Markit 制造业 PMI 季调为 47.9（前值 49.4，预期 48.2），服务业 PMI 商务活动季调为 51.4（前值 50.8，预期 51.3）。

图表 10: 美国 ISM PMI



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 美国 PMI 分项



来源: Wind, 中泰证券研究所

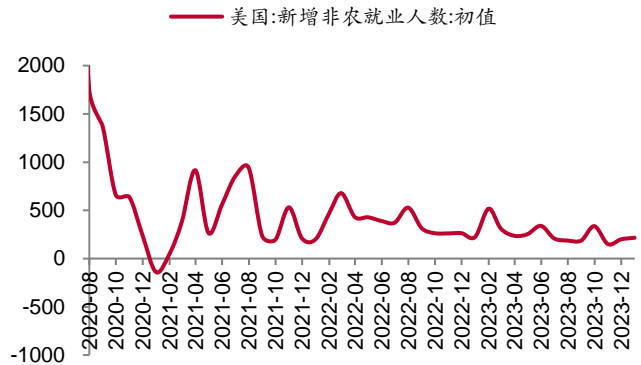
- **美国 12 月新增非农就业人数超预期。**本周披露美国 12 月失业率季调为 3.7% (前值 3.7%, 预期 3.8%); 12 月新增非农就业人数季调 21.6 万人 (前值 17.3 万人, 预期 16.3 万人); 当周初请失业金人数为 20.2 万人 (前值 22.0 万人, 预期 21.5 万人)。

图表 12: 美国失业率季调 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 美国新增非农就业人数 (千人)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **美联储公布 12 月 FOMC 会议纪要。**美联储会议纪要显示, 美联储官员在去年 12 月的会议上一致认为, 始于 2022 年的加息周期可能已经结束。美联储官员认为, 通胀有所放缓, 尤其是六个月年化通胀率, 而且有迹象显示供应链正在恢复正常, 而且随着更多的人加入劳动力市场, 劳动力市场开始放松; 将利率提高到 5% 以上抑制了消费者需求, 从而使通胀有所缓和。纪要显示美联储官员没有讨论何时开始降息。美联点阵图显示该行计划在 2024 年降息三次。

图表 14: 美联储利率政策市场预期

图表 15: 美元指数走势图

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 01 月 06 日



来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 12 月制造业 PMI 超预期回升

- **欧元区 12 月制造业 PMI 超预期回升。**本周披露 12 月欧元区制造业 PMI 为 44.4（前值 44.2，预期 44.2），服务业 PMI 为 48.8（前值 48.7，预期 48.1）；11 月欧元区 PPI 同比为 -8.8%（前值 -9.4%，预期 -8.7%），环比 -0.3%（前值 0.3%，预期 -0.1%）。

图表 16：欧元区制造业与服务业 PMI

图表 17：欧元区 PPI 同比及环比 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所



来源：Wind，中泰证券研究所

3. 贵金属：大周期上行趋势不变

3.1 上行趋势不变

- **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。

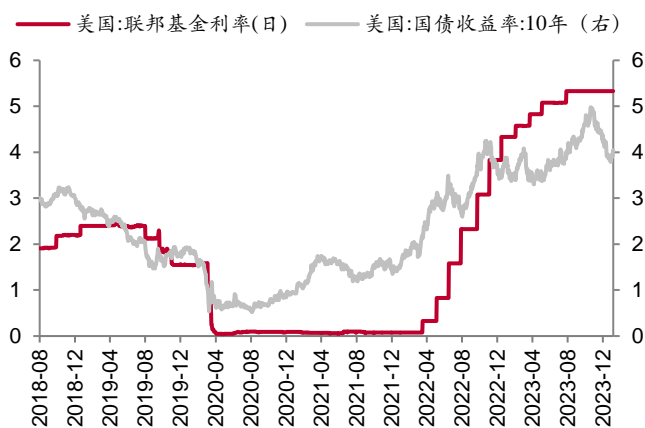
图表 18: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)



来源: Wind, 中泰证券研究所

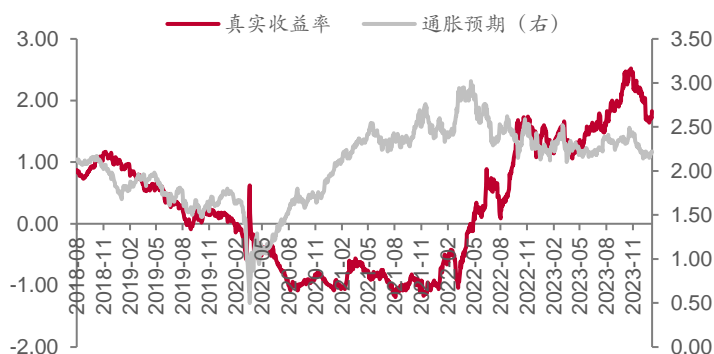
- 截至 1 月 5 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回升至 2.22%，10 年期国债实际收益率环比回升至 1.83%；截至 1 月 5 日，COMEX 黄金收于 2049.80 美元/盎司，环比下跌 1.06%；COMEX 白银收于 23.32 美元/盎司，环比下跌 3.20%；SHFE 黄金收于 482.38 元/克，环比上涨 0.14%；SHFE 白银收于 5894 元/千克，环比下跌 1.37%。

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

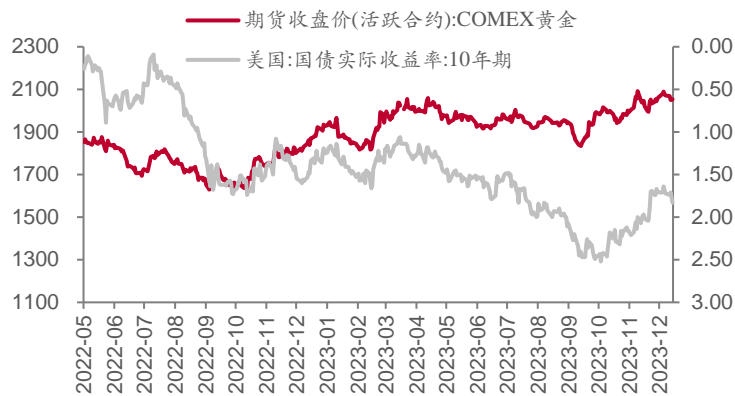
图表 20: 通胀预期与真实收益率 (%)



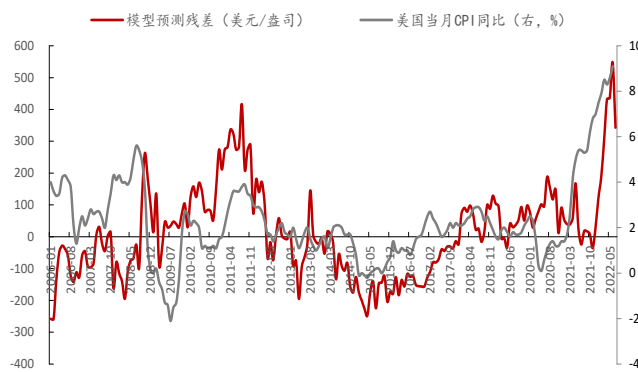
来源: Wind, 中泰证券研究所

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



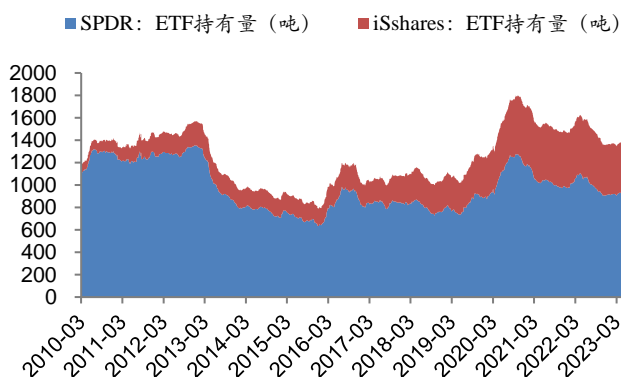
来源: Wind, 中泰证券研究所



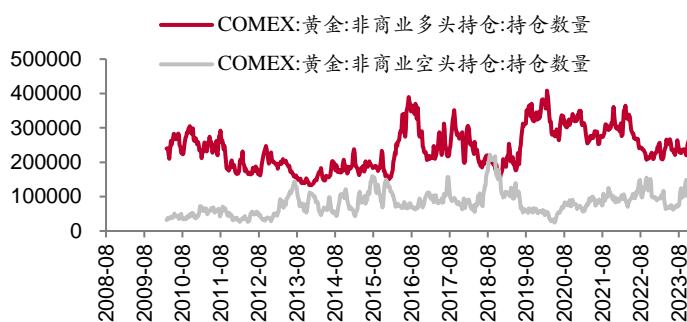
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续

- **黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续。**截至 1 月 5 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,264.47 吨, 环比减少 14.68 吨。截至 12 月 26 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 28.98 万张附近 (前值 28.10 万张), 同时非商业空头持仓回升至 8.21 万张附近 (前值 7.96 万张附近), 净多头持仓量回升至 20.77 万张 (前值 20.13 万张)。

图表 23: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)


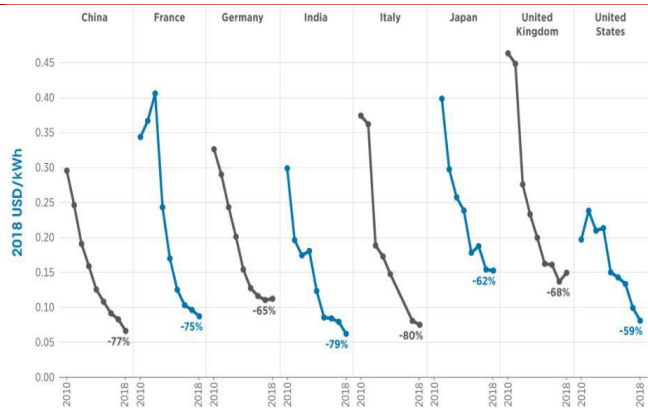
来源: Wind, 中泰证券研究所

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。**2020 年 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; 2020 年 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%; 2020 年 9 月 21 日 GE 宣布退出新增煤电市场; 2020 年 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

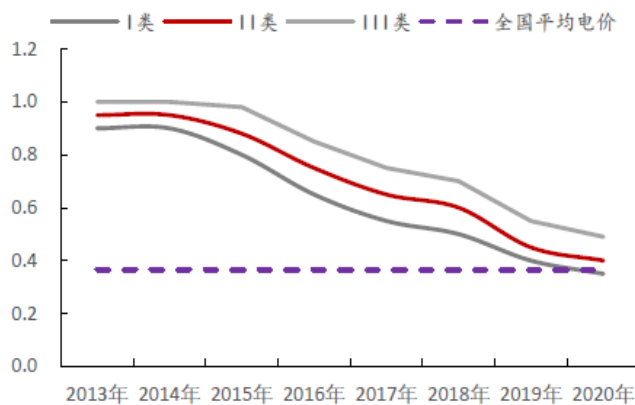
降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

图表 25: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低



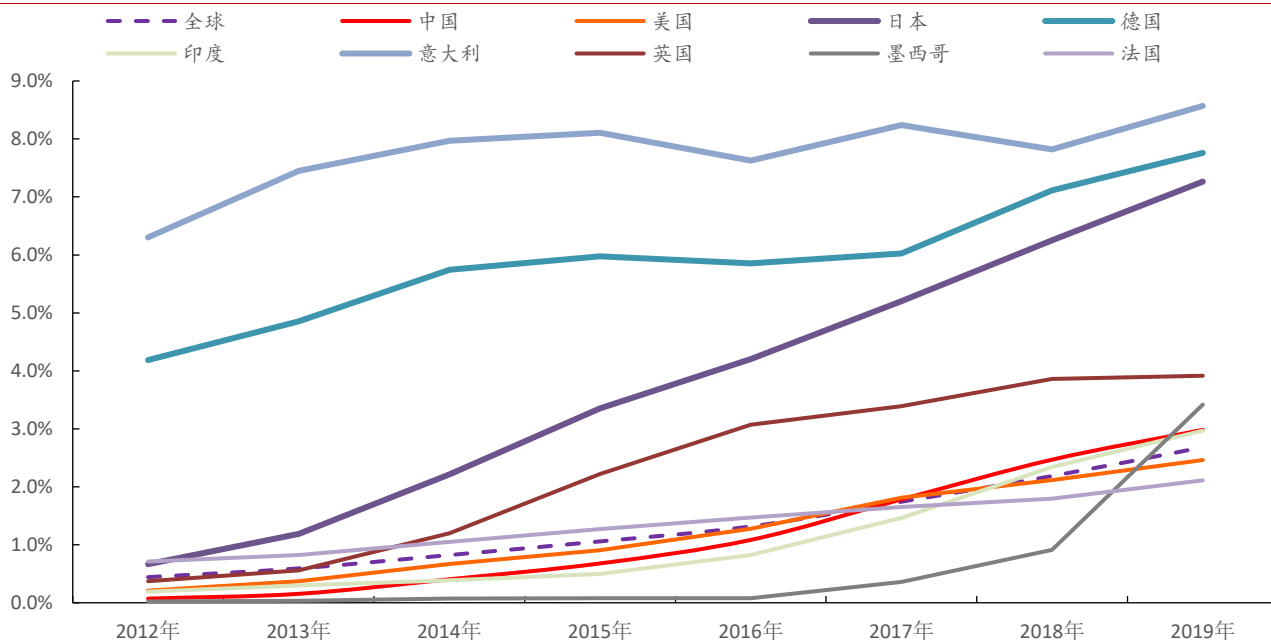
来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 26: 平价上网成为现实 (元/度)



来源: 国家发改委, 中泰证券研究所

图表 27: 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%，2022年光伏应用中的白银需求量达到4363.3吨，占白银总需求的11.29%。假设未来单位光伏用银量年均减少5%，2023年全球

光伏装机量 275GW，对应 2023 年光伏耗银 4956.2 万吨，在白银总需求的占比进一步提升至 12%，光伏耗银的持续增长持续拉大白银供需缺口。

图表 28：白银供需平衡表预测（吨）

单位：吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
供给合计	31,401.7	31,482.5	32,179.2	33,099.7	33,050.0	32,897.6	32,098.3	31,619.4	31,818.4	29,641.6	31,013.3	31,246.2	31,874.4
矿产银	23,639.1	24,653.0	26,133.3	27,290.3	27,769.2	27,750.5	26,851.7	26,366.6	26,015.2	24,294.9	25,585.7	25,576.6	26,189.3
		4.3%	6.0%	4.4%	1.8%	-0.1%	-3.2%	-1.8%	-1.3%	-6.6%	5.3%	0.0%	2.0%
再生银	7,243.2	6,717.6	5,993.0	5,439.4	5,178.2	5,112.8	5,215.5	5,215.5	5,283.9	5,045.0	5,380.9	5,616.7	5,632.2
		-7.3%	-10.8%	-9.2%	-4.8%	-1.3%	2.0%	0.0%	1.3%	-4.5%	6.7%	4.4%	2.0%
净对冲供给	370.1	0.0	0.0	332.8	68.4	0.0	0.0	0.0	488.3	264.4	0.0	0.0	0.0
		-100.0%	-	-	-79.4%	-100.0%	-	-	-	-	-	-	-
净官方售银	149.3	112.0	52.9	37.3	34.2	34.2	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	52.9
		-25.0%	-52.8%	-29.4%	-8.3%	0.0%	-9.1%	20.0%	-16.7%	20.0%	25.0%	13.3%	0.0%
需求合计	32,511.9	30,586.2	33,240.1	31,774.9	33,184.0	30,960.2	29,999.0	30,736.3	30,845.0	27,367.1	32,631.8	38,638.6	41,249.9
传统工业(除光伏外)	13,674.7	12,300.1	12,760.3	12,477.3	12,505.3	12,334.3	12,918.9	13,030.9	12,819.4	11,318.6	12,270.3	12,943.8	17,926.0
		-10.1%	3.7%	-2.2%	0.2%	-1.4%	4.7%	0.9%	-1.6%	-11.7%	8.4%	5.5%	1.0%
光伏	2,127.2	1,710.5	1,570.6	1,505.2	1,682.5	2,914.1	3,166.0	2,876.8	3,069.6	3,141.5	3,536.5	4,363.3	4,956.2
		-19.6%	-8.2%	-4.2%	11.8%	73.2%	8.6%	-9.1%	6.7%	2.3%	12.6%	23.4%	13.6%
摄影(感光材料)	1,915.8	1,632.8	1,424.4	1,356.0	1,281.3	1,175.6	1,091.6	1,063.6	1,048.1	864.7	892.7	855.3	821.0
		-14.8%	-12.8%	-4.8%	-5.5%	-8.3%	-7.1%	-2.6%	-1.5%	-17.5%	3.2%	-4.2%	-3.0%
珠宝首饰	5,044.4	4,951.1	5,818.8	6,017.9	6,300.9	5,884.1	6,104.9	6,316.4	6,260.4	4,659.3	5,642.2	7,280.5	6,204.5
		-1.8%	17.5%	3.4%	4.7%	-6.6%	3.8%	3.5%	-0.9%	-25.6%	21.1%	29.0%	2.0%
银器	1,290.7	1,247.1	1,421.3	1,629.6	1,760.3	1,626.5	1,794.5	2,033.9	1,859.8	1,007.8	1,328.1	2,285.9	1,732.3
		-3.4%	14.0%	14.7%	8.0%	-7.6%	10.3%	13.3%	-8.6%	-45.8%	31.8%	72.1%	3.0%
实物投资	8,459.2	7,488.9	9,333.1	8,788.9	9,653.4	6,652.3	4,857.8	5,153.3	5,787.7	6,376.2	8,668.5	10,353.2	9,609.9
		-11.5%	24.6%	-5.8%	9.8%	-31.1%	-27.0%	6.1%	12.3%	10.2%	36.0%	19.4%	-2.0%
净对冲需求	0.0	1,256.4	911.2	0.0	0.0	373.2	65.3	261.2	0.0	0.0	292.4	556.7	0.0
		-	-27.5%	-100.0%	-	-	-82.5%	300.0%	-100.0%	-	-	90.4%	-100.0%
供需平衡	-1,110.3	896.3	-1,060.9	1,324.8	-134.0	1,937.3	2,099.3	883.1	973.4	2,274.5	-1,618.5	-7,392.5	-9,375.5
伦敦现货银价(\$/oz)	35.1	31.1	23.8	19.1	15.7	17.1	17.0	15.7	16.2	20.6	25.1	21.7	23.4
现货银价(元/千克)	7,618.7	6,476.5	4,813.8	4,004.8	3,413.5	3,816.7	3,928.4	3,601.0	3,886.1	4,690.0	5,207.2	4,740.0	5,386.0

资料来源：Wind，世界白银协会、中泰证券研究所

图表 29：光伏产业白银需求预测

光伏耗银单独测算	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
光伏耗银量(吨)	2,127.2	1,710.5	1,570.6	1,505.2	1,682.5	2,914.1	3,166.0	2,876.8	3,069.6	3,141.5	3,536.5	4,363.3	4,956.2
光伏装机(GW)	30.0	30.3	38.6	40.2	52.0	76.6	92.7	98.3	115.8	127.3	170.0	230.0	275.0
中国	2.5	3.5	10.8	10.6	15.1	34.5	53.1	44.3	30.1	48.2	60.0	87.4	95.0
海外	27.5	26.8	27.8	29.7	36.9	42.1	39.6	54.0	85.7	79.1	110.0	142.6	180.0
光伏耗银/装机	71.0	56.5	40.7	37.4	32.4	38.0	34.2	29.3	26.5	24.7	20.8	19.0	18.0
yoy		-20.4%	-28.0%	-8.1%	-13.5%	17.6%	-10.2%	-14.3%	-4.4%	-4.4%	-15.7%	-8.8%	-5.0%

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 1 月 5 日，当前金银比 89.48，环比回升 3.79。

图表 30：金银比（伦敦现货）



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 31: 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%

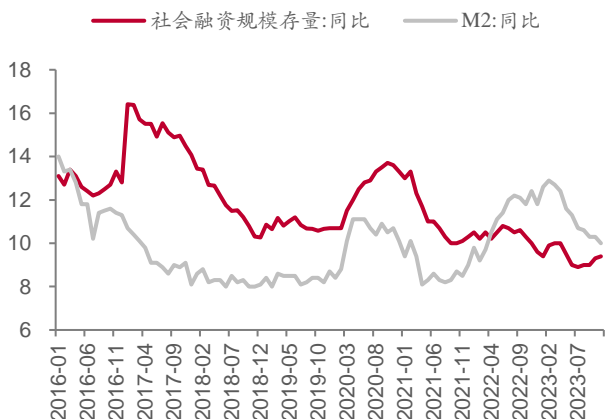
资料来源: Wind、中泰证券研究所

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: 国内经济逐步见底, 海外流动性紧缩进入尾声

- 中央经济工作会议指出我国经济具有巨大的发展韧性和潜力, 长期向好的基本面没有改变: 中央经济工作会议强调“做好下半年经济工作, 要坚持稳中求进工作总基调”, 强调“突要积极扩大国内需求, 发挥消费拉动经济增长的基础性作用, 通过增加居民收入扩大消费, 通过终端需求带动有效供给, 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”, 强调“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费, 推动体育休闲、文化旅游等服务消费”等。

图表 32: 国内社融数据有望筑底回升 (%)



图表 33: 地方政府稳增长文件持续出台

时间	省份	文件
2023年1月1日	广西	关于印发广西进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本工作方案的通知
2023年1月3日	河南	大力提振市场信心促进经济稳定向好政策措施
2023年1月3日	湖北	关于更好服务市场主体推动经济稳健发展的若干政策措施
2023年1月5日	重庆	加力振作工业经济若干政策措施
2023年1月9日	浙江	扩大有效投资“千项万亿”工程2023年重大项目实施计划
2023年1月16日	江苏	关于推动经济运行率先整体好转的若干政策措施
2023年1月17日	云南	2023年推动经济稳进提质政策措施
2023年1月19日	黑龙江	关于促进全省经济运行整体好转的若干政策措施
2023年1月19日	内蒙古	关于印发2023年自治区推动产业优化升级促进经济高质量发展工作要点的通知
2023年1月20日	辽宁	进一步稳经济若干政策举措
2023年1月29日	上海	提信心扩需求稳增长促发展行动方案

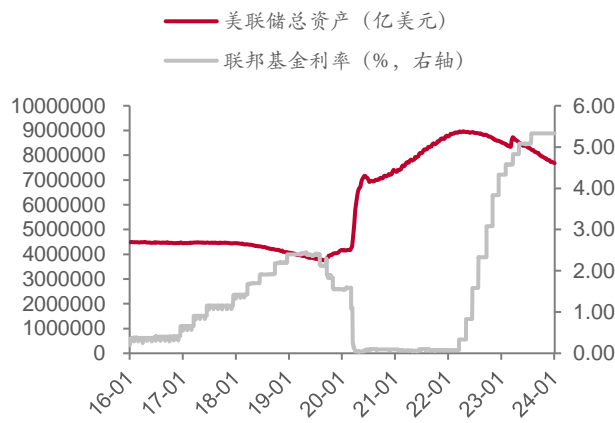
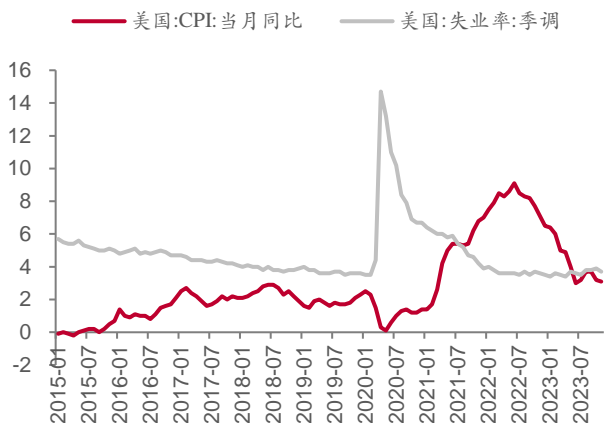
来源：Wind，中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

- 但海外正处于流动性收缩周期的尾声，伴随着高利率及流动性的退潮，终端的投资需求也将受到一定影响。

图表 34：美国通胀韧性仍存 (%)

图表 35：美联储加息已至尾声

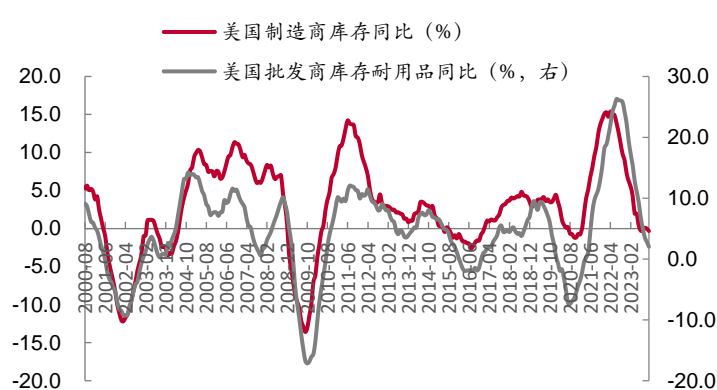
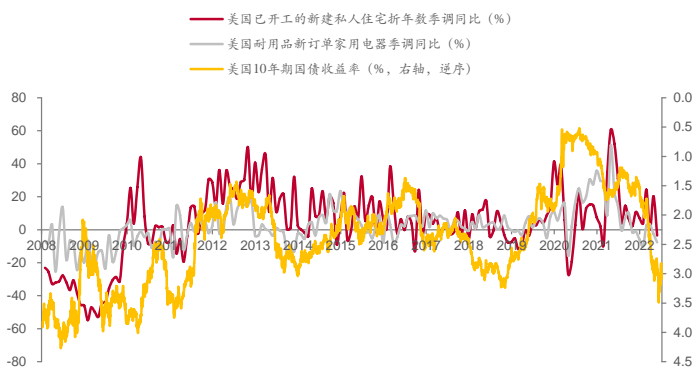


来源：Wind，中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 36：美债利率与耐用品消费周期显著负相关

图表 37：美国制造商、批发商库存同比



来源：Wind，中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

4.2 铝：氧化铝市场降温及美指反弹压制铝市，短期铝价或难向上突破

- **电解铝开工产能上升。**本周电解铝企业多维持稳定生产，尚未开始进行新一年的产能变动计划，仅有山西个别企业前期检修受到影响的产能有小幅释放，但体量不大，对电解铝行业开工影响有限。截至目前，电解铝行业开工产能 4207.80 万吨，较上周相比增加 0.50 万吨。
- **无新增复产产能。**截至 2024 年 1 月 4 日，2024 年中国电解铝总复产规模 154.5 万吨，已复产 0 万吨，待复产 154.5 万吨，预期年内还可复产 0 万吨，预期年内最终实现复产累计 154.5 万吨。

图表 38：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
广西	广西田林百矿铝业有限公司	2	0	待定	2	0	3
贵州	安顺市铝业有限公司	13.5	0	2024 年四季度	13.5	0	13.5

山西	山西兆丰铝电有限责任公司	4.5	0	待定	4.5	0	4.5
四川	眉山市博眉启明星铝业有限公司	2.5	0	2024 年一季度	2.5	0	2.5
四川	四川启明星铝业有限责任公司	6	0	2024 年一季度	6	0	6
四川	阿坝铝厂	2.5	0	2024 年一季度	2.5	0	2.5
云南	云铝集团	61	0	2024 年二季度	61	0	61
云南	云南神火铝业有限公司	36	0	2024 年二季度	36	0	36
云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	0	2023 年二季度	10	0	10
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	0	2024 年二季度	16.5	0	16.5
	总计	154.5	0		154.5	0	154.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **无新增投产产能。**截至 2024 年 1 月 4 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 298 万吨，已投产 0 万吨，待开工新产能 125 万吨，预期年内还可投产共计 125 万吨，预期年度最终实现累计 125 万吨。

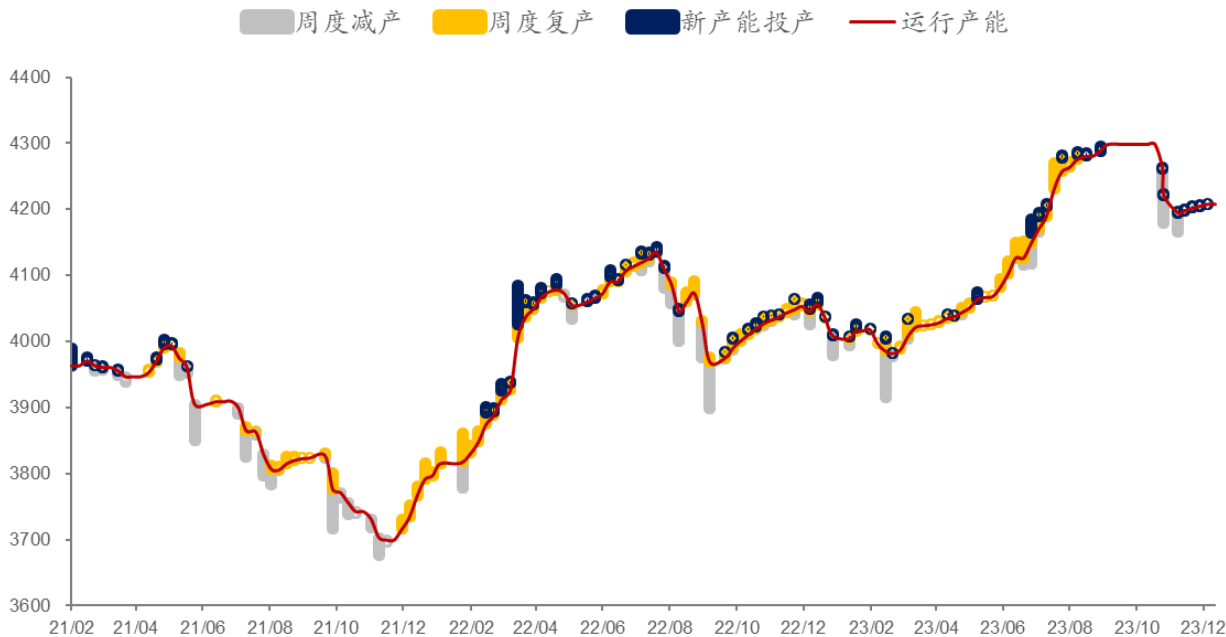
图表 39：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

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
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	10	0	2024 年三季度	0	10	10
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35	0	2024 年末	0	0	0
内蒙古	内蒙古华云新材料有限公司	42	0	2024/3	0	42	42
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	10	0	2024 年年末	0	0	0
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	2024 年三季度	0	20	20
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	2024 年二季度	0	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	93	0	待定	0	0	10
	总计	298	0		0	125	125

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **电解铝运行产能较上周上升。**截止 2024 年 1 月 4 日，国内电解铝运行产能达 4207.8 万吨。

图表 40：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）

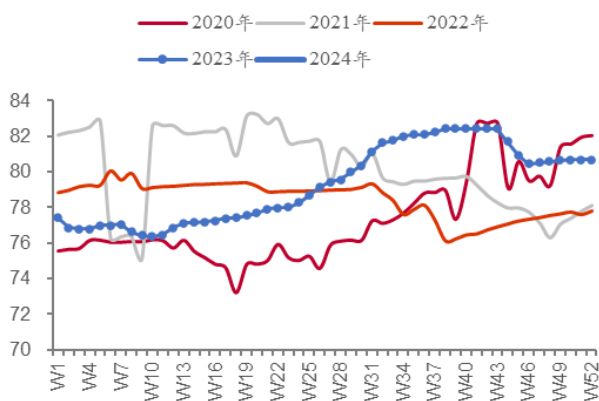


来源：百川、中泰证券研究所

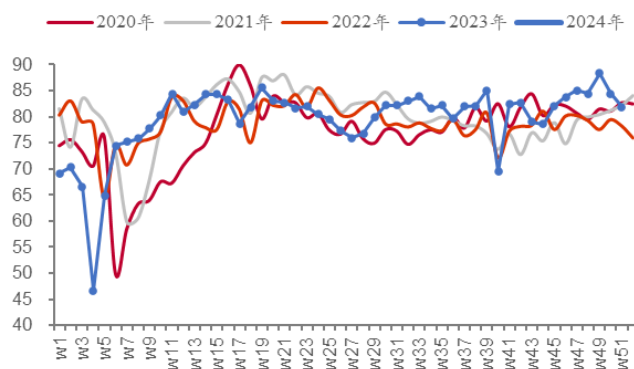
■ 供应量上升。根据百川，本周电解铝产量 80.70 万吨，环比上升。

图表 41：电解铝周度产量（万吨）

图表 42：国内电解铝周度需求（万吨）



来源：百川，中泰证券研究所

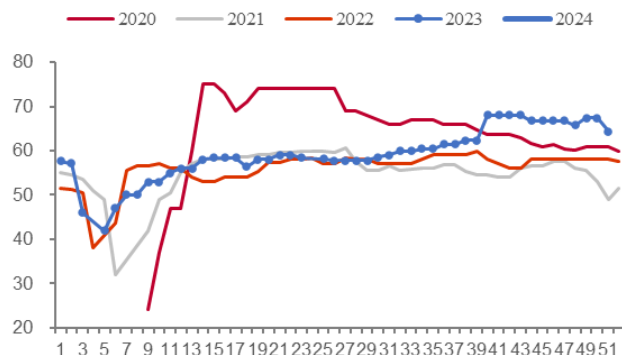
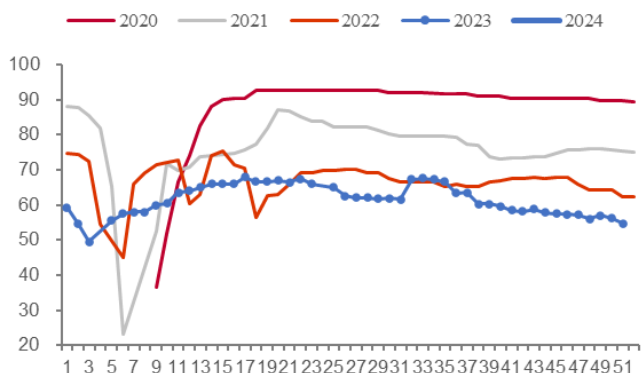


来源：百川，中泰证券研究所

■ 铝加工板块开工率环比上升：截止 2024 年 1 月 4 日，铝加工企业平均开工率为 60.9%，环比上升 0.7PCT，同比上升 6.8PCT。

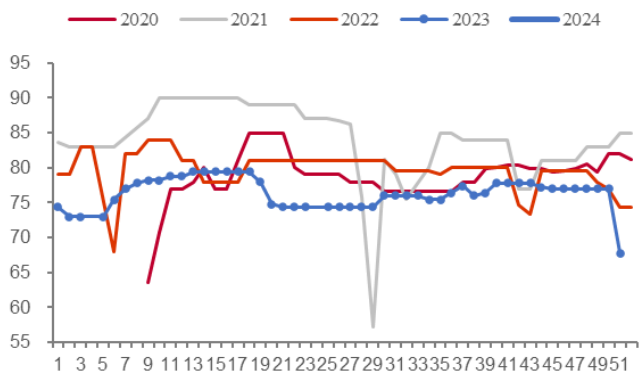
图表 43：铝型材开工率（%）

图表 44：铝线缆开工率（%）



来源：百川，中泰证券研究所

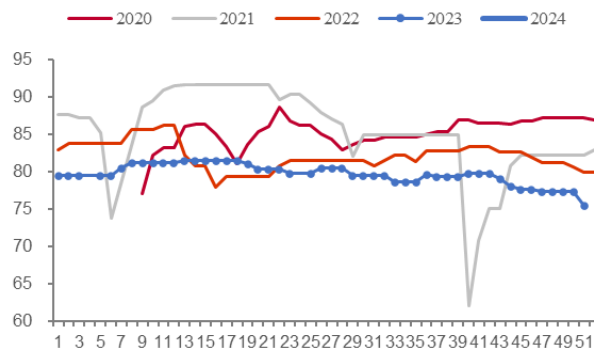
图表 45: 铝板带开工率 (万吨)



来源：百川，中泰证券研究所

来源：百川，中泰证券研究所

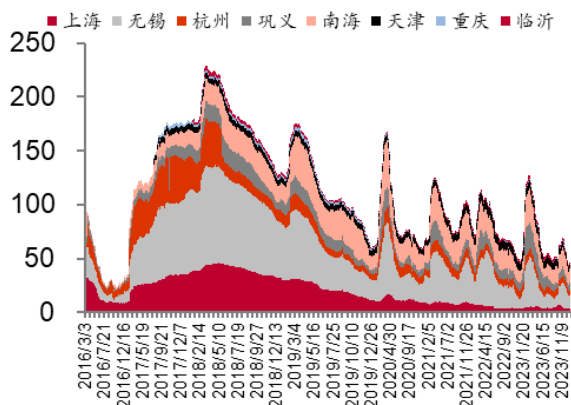
图表 46: 铝箔开工率 (%)



来源：百川，中泰证券研究所

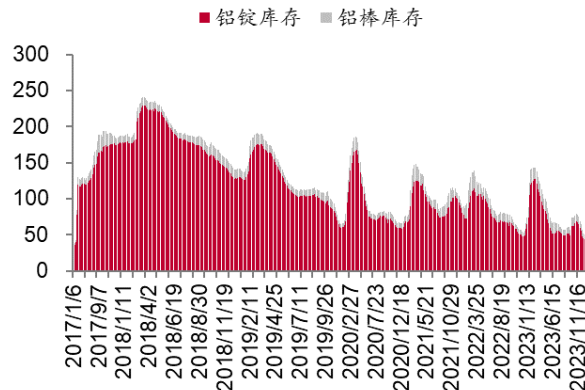
- 国内铝锭库存上升：2024 年 1 月 4 日，SMM 统计国内电解铝锭社会库存 46.2 万吨，环比上升 2.8 万吨。海外方面，截至 1 月 4 日，LME 铝库存 56.2825 万吨，环比上升 3.47 万吨。

图表 47: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



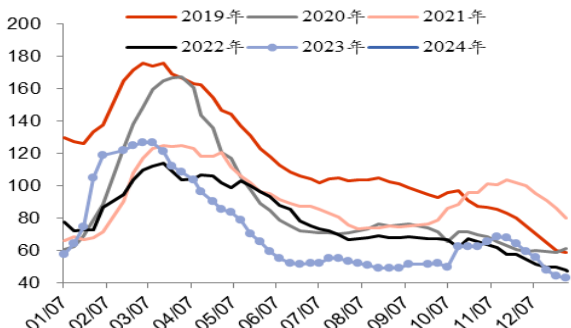
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 48: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



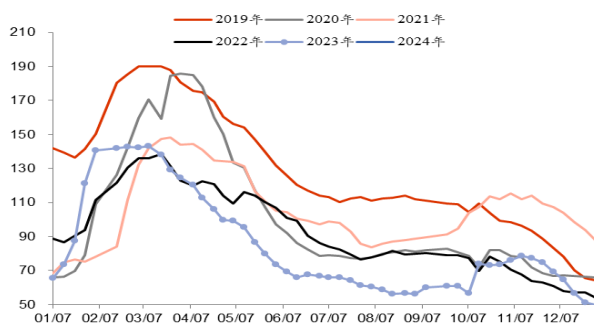
来源：SMM，中泰证券研究所

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

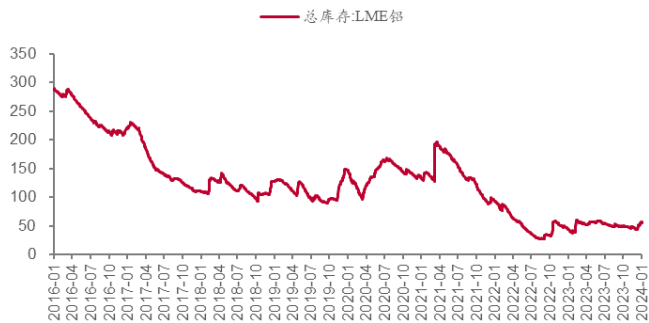
图表 50: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



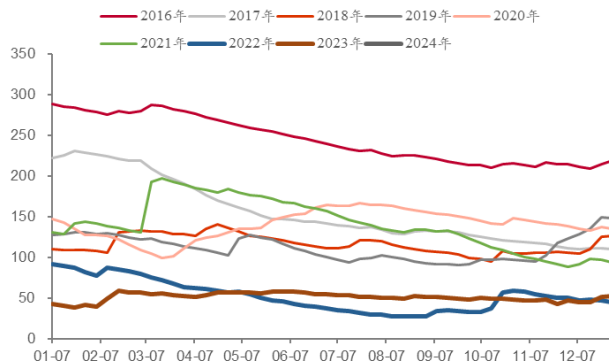
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 51: LME 铝期货库存变动 (万吨)

图表 52: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)



来源：Wind，中泰证券研究所

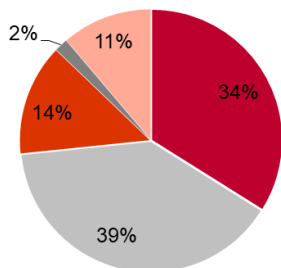


来源：Wind，中泰证券研究所

■ **即时盈利走阔。**截至1月4日，氧化铝价格3254元/吨，环比上升5.31%，氧化铝成本2947元/吨，环比上升0.21%，吨毛利307元/吨，环比上升158元/吨。预焙阳极方面，本周周内均价4573/吨，环比下降2.97%；考虑1个月原料库存影响，周内平均成本4671元/吨，环比下降0.04%，周内平均吨毛利-98元/吨，环比下降349.59%；如果不虑原料库存，预焙阳极周内平均成本4149元/吨，环比下降4.35%，周内平均吨毛利423元/吨，环比下降4.35%。对于除新疆外100%自备火电的电解铝企业，即时成本16516元/吨，环比上升0.98%，长江现货铝价19280元/吨，环比下降1.18%，吨铝盈利1835元，环比下降12.39%。具体走势如下：

图表 53：电解铝的完全成本构成

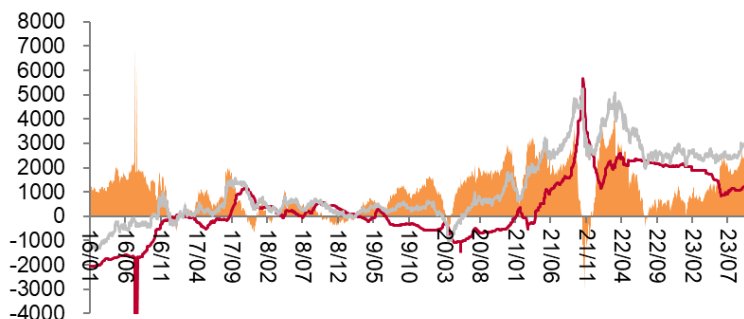
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源：Wind，亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 54：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）

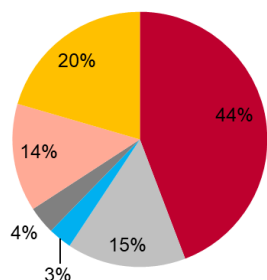


来源：WIND，亚洲金属网，中泰证券研究所

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

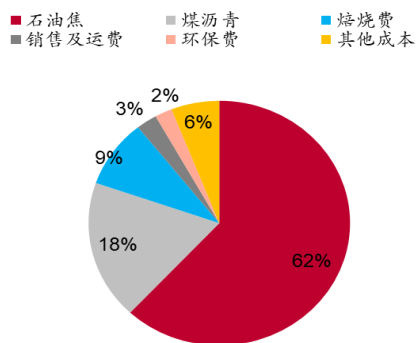
图表 55：氧化铝生产成本构成

■ 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 57: 预焙阳极生产成本构成



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

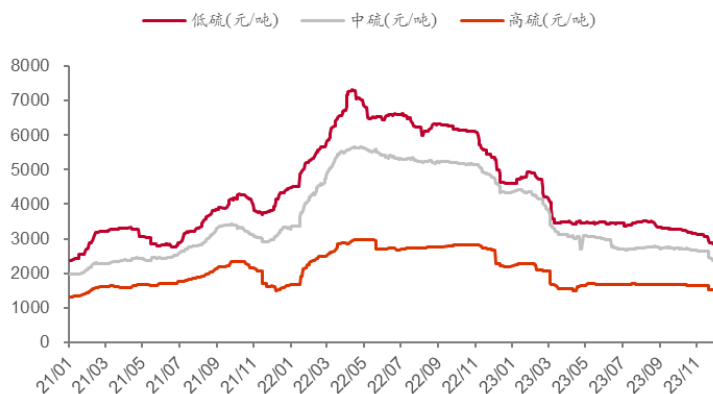
图表 59: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



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

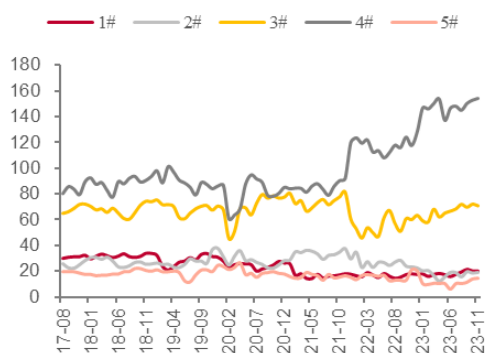
- **中低硫石油焦价格偏弱。**截止 1 月 5 日, 低硫石油焦价格为 2872.54 元/吨, 周环比下降 0.1%, 同比下降 41.24%。中硫石油焦价格 2336.32 元/吨, 周环比下降 0.1%, 同比下降 46.24%。高硫石油焦价格为 1452.31 元/吨, 周环比下降 4.5%, 同比下降 34.6%。

图表 60: 石油焦价格 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

- 石油焦供应结构持续分化。**11月国内1#-5#石油焦总产量279万吨，同比增加16.06%，环比增加0.36%，其中1#石油焦同比增加33.4%，环比增加11.48%，2#石油焦同比减少18.22%，环比减少2.66%，3#石油焦同比增加18.06%，环比增加0.97%。进口方面，10月硫<3%的未煅烧石油焦进口39.04万吨，同比减少1%，环比增加55%，其他未煅烧的石油焦进口73.4万吨，同比减少14%，环比增加7%。8月硫<3%的未煅烧石油焦进口28.4万吨，同比减少21%，环比减少11%，其他未煅烧的石油焦进口66.1万吨，环比减少13%，同比减少36%。9月硫<3%的未煅烧石油焦进口25.19万吨，同比增加1%，环比减少11%，其他未煅烧的石油焦进口68.6万吨，同比减少35%，环比增加4%。10月硫<3%的未煅烧石油焦进口39.04万吨，同比减少1%，环比增加55%，其他未煅烧的石油焦进口73.4万吨，同比减少14%，环比增加7%。

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

- 石油焦库存增加。**截至1月5日，石油焦库存总量467.5万吨，同比上升77.62%，环比上升0.02%。

图表 63: 石油焦库存 (万吨)

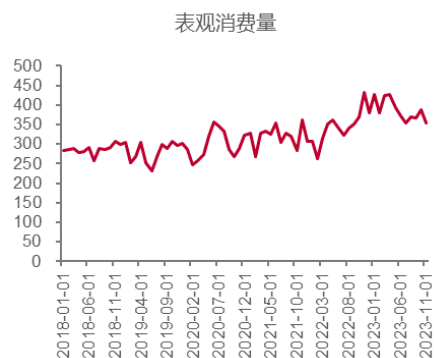

来源: 钢联、中泰证券研究所

- 石油焦开工率下降。**截止1月5日，国内石油焦开工率为74.39%，环比下降0.48%。国内石油焦11月表观消费量352.44万吨，环比下降9%，同比下降18%。

图表 64: 国内石油焦开工率 (%)
图表 65: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)



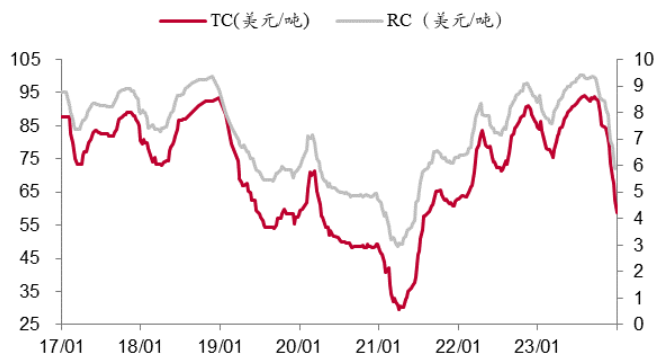
来源：钢联、中泰证券研究所



来源：钢联、中泰证券研究所

4.3 铜：美元回升对铜价施压，铜价于高位回落承压明显

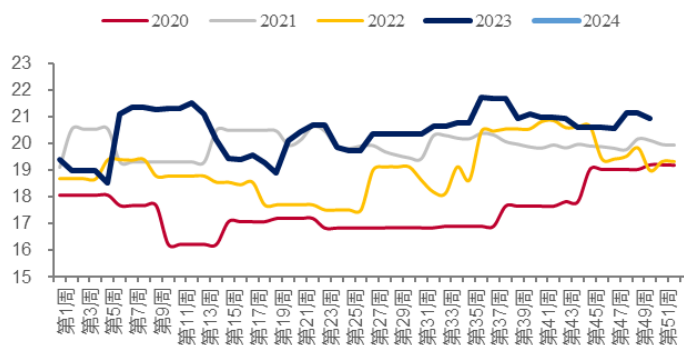
- 铜精矿现货加工费持续下行 40 美元高位或仍不是底部。**1月5日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 58.63 美元/吨，较上一期的 62.55 美元/吨减少 3.92 美元/吨。20%品位内贸矿计价系数为 89.5%-90.5%。虽然冶炼厂原料采购节奏的放缓，但是仍然有冶炼厂需要补充一季度原料，因此市场上干净矿的可成交重心预计将有 50 美元低位下降到 40 美元高位，进一步施压冶炼厂采购压力。华北和西北地区新扩建的两座冶炼厂开始放缓原料采购节奏。一季度有持续补充原料需求的冶炼厂，在现货市场上当前 50 美元低位至 40 美元高位的铜精矿现货价格或未到底部，仍有下行空间。

图表 66：铜矿 TC/RC


来源：SMM，中泰证券研究所

- 供给端，百川统计本周国内电解铜产量 20.94 万吨，环比持平。**

图表 67：电解铜周度产量（万吨）



来源：百川，中泰证券研究所

图表 68：中国铜冶炼行业装置动态（单位：万吨）

公司名称	粗炼产能	精炼产能	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
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15(新线)	20(新线)	2023年2月1日	2023年2月27日	粗炼	27天	0.5	0.55
大冶有色金属集团控股有限公司	30	60	2023年3月20日	2023年9月中下旬	粗炼	248天左右	10	20
青海铜业责任有限公司	10	15	2023年4月	2023年4月	粗炼	20天左右	1	0.85
铜陵金冠(奥炉)	20	33	2023年4月25日	2023年5月25日	粗炼	30天	2	
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	2023年4月10日	2023年4月20日	粗炼	10天	0.3	0.3
江西铜业(本部)	55	100	2023年4月7日	2023年4月28日	粗炼	22天	0	0
白银有色集团股份有限公司	20	27	2023年3月26日	2023年4月25日	粗炼	31天	0.8	1.4
中条山有色金属集团有限公司(垣曲)	13	13	2023年5月1日	2023年6月初	粗炼	35天	1	0.9
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2023年6月初	2023年7月初	粗炼	38天	1	0.8
黑龙江紫金铜业有限公司	15	15	2023年5月	2023年6月	粗炼	15-20天	0	1.1
阳谷建发铜业有限公司	40	50	2023年6月初	2023年6月底	粗炼	25天左右	1	0.8
吉林紫金铜业有限公司	10	10	2023年5月	2023年6月	粗炼	15-20天	0	1.1
飞尚铜业有限公司	10	0	2023年6月	2023年6月	粗炼	20天左右	0	0.0
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2023年6月	2023年7月	粗炼	30天左右	0.7	0.7
山东中金岭南铜业有限责任公司	40	70	2023年7月初	2023年7月底	粗炼	25天左右	0.5	0.5
赤峰云铜有色金属有限公司	40	40	2023年5月中旬	2023年7月12日	粗炼	64天左右	2.5	4.5
金川集团(本部)	35	60	2023年6月中下旬	2023年8月	粗炼	45天	3	2.6
赤峰富邦铜业有限责任公司	10	0	2023年9月	2023年9月	粗炼	20天左右	0	
包头华鼎铜业发展有限公司	10	3	2023年9月	2023年9月	粗炼	15天	0	
铜陵金冠(双闪)	48	40	2023年9月	2023年9月	粗炼	15天	0.5	0.2
金隆铜业有限公司	32	45	2023年9月	2023年10月	粗炼	24天	0.5	0.2
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15(老线)	15(老线)	2023年9月	2023年10月	粗炼	35天	1	1.2
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	10	0	2023年10月初	2023年11月	粗炼	40		
豫光金铅	10	15	2023年10月	2023年10月	粗炼	25天	0.8	0.6
广西金川有色金属有限公司	45	47	2023年11月	2023年11月	粗炼	15天		
楚雄滇中有色金属有限公司	15	0	2023年11月	2023年12月	粗炼	35天		

国投金城冶金有限责任公司	10	10	2023年12月15日	2024年1月10日	粗炼	25天	0.5
广西南国铜业有限责任公司	30	30	2023年11月	不详	粗炼		

资料来源: SMM、中泰证券研究所

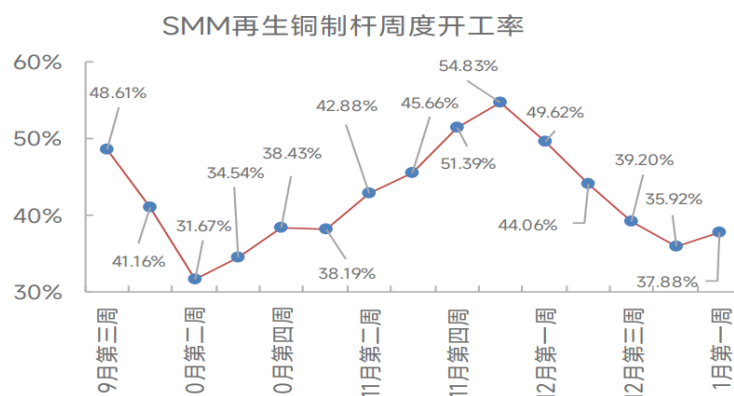
- 废铜: 铜价下跌有限 再生铜杆厂仍不愿采购过多再生铜原料。**本周海外持货商报价系数 98.5%-99%，对比上周 98.5%-99%，保持不变，海外再生铜贸易商表示欧洲仍处于新年假期中，虽然本周铜价下跌，但再生铜原料报盘不多的情况下，暂时不会调整报价系数。本周广东光亮铜贸易商收购均价 63100 元/吨，环比下降 225 元/吨。随着铜价回落，再生铜原料贸易商表示本周收购再生铜原料情况不佳，而且再生铜杆厂采购情绪并没有随着价格回落而回升，目前再生铜原料库存仅能满足持续开工 2-3 天。

图表 69: 精废价差 (不含税)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 70: 再生铜杆开工率情况

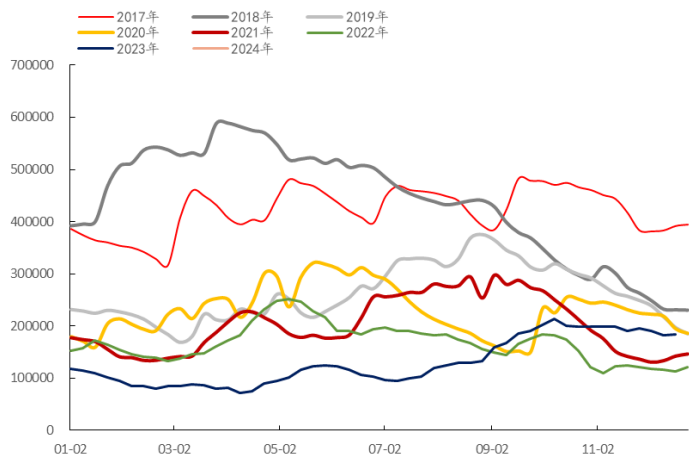


来源: SMM, 中泰证券研究所

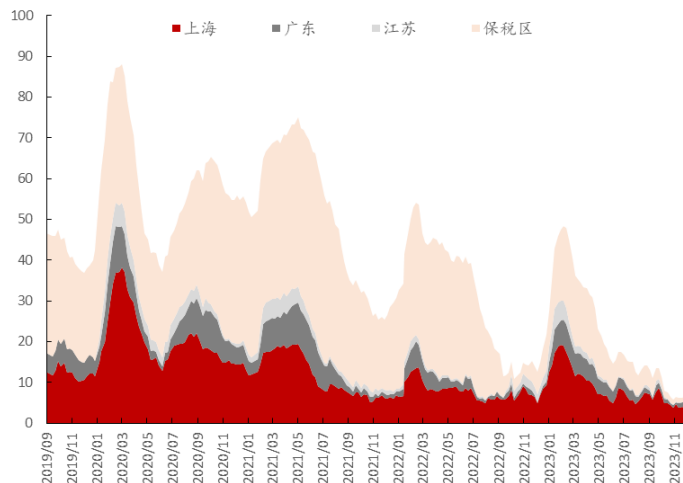
- 库存变化: 社会库存方面,**截至 1 月 5 日, 国内社会库存 7.69 万吨, 环比上升 1.05 万吨。本周五 (1 月 5 日) 国内保税区铜库存环比 (12 月 29 日) 上升 0.03 万吨。其中上海保税区环比增长 0.01 万吨至 0.66 万吨; 广东保税区环比增长 0.02 万吨至 0.18 万吨。新年首交易周, 进口比价对沪铜 现货基本在 200-300 元/吨附近波动, 但由于年末资金回笼后在新的一年资金回归并不理想, 市场交投仍较为清淡。但部分到港货源因入库成本+融资成本较高, 以低价售卖, 预计下周保税区库存增幅将下滑。**海外库存 (期货) 方面,**截止 1 月 5 日, LME+COMEX 铜库存存量 18.1 万吨, 环比-0.34 万吨。

图表 71: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)

图表 72: 上海广东及保税区社会库存变动 (万吨)



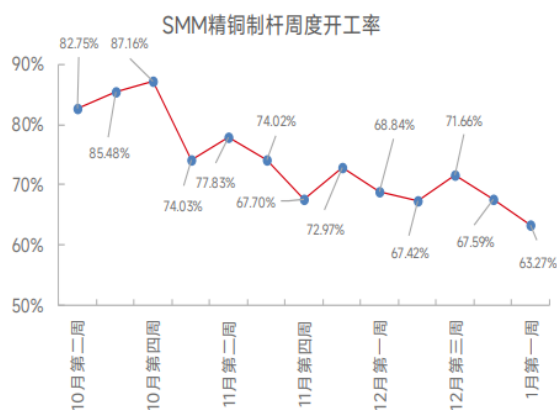
来源：SMM，中泰证券研究所



来源：SMM，中泰证券研究所

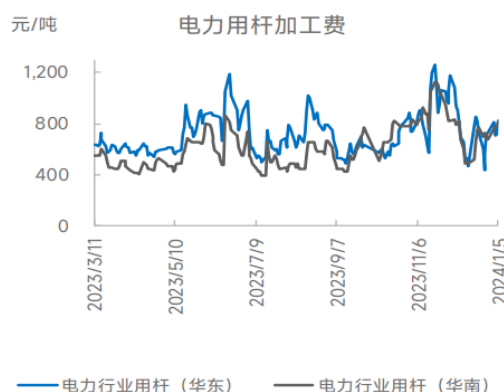
■ **消费升温尚不明显 精铜杆开工率持续下滑。**电线电缆方面，本周 SMM 统计电线电缆企业开工率为 85.23%，较上周增长 3.36 个百分点。从 SMM 调研来看，本周线缆企业开工率上升的主要原因是因为样本中部分企业在 12 月时因考虑年底关账或控制资金等因素对订单选择延缓生产，本周为新年第一周，此前的挤压订单得以释放，使得企业开工率较上周有所回升；另外，本周铜价重心下移也对企业采购和生产起到了促进作用，对开工率也起到提振作用。漆包线方面，本周为元旦假期之后的第一周，漆包线市场整体来看需求总量较为稳定。1 月本为漆包线行业的传统淡季，多数下游行业订单将逐渐减少，多数漆包线企业对 1 月订单情况并不看好。分企业来看，仅部分大型企业订单更具“吸引力”，订单较为稳定；多数中小企业只能通过以价换量的模式来保证生产。分行业来看，仅听闻新能源汽车类订单表现相对较好，个别企业表示其家电类订单表现较好。

图表 73：铜精铜制杆企业周度开工率（%）



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 74：铜电力用杆加工费



来源：SMM，中泰证券研究所

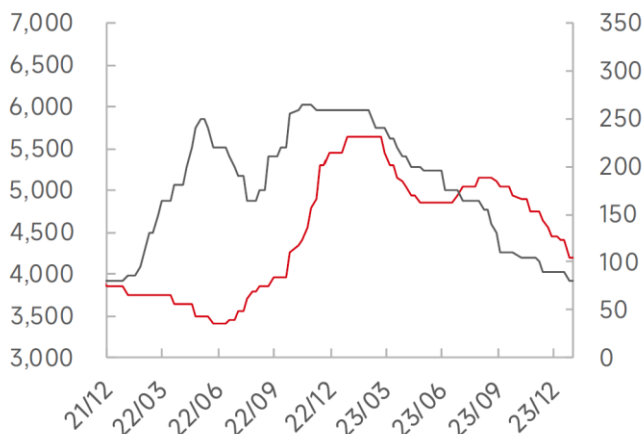
4.4 锌：市场减少对于美联储降息预期的押注，锌价重心下挫

■ 周内加工费延续弱势，主要是一方面北方季节性减产叠加进口窗口关闭，

整体矿供应端延续偏紧，另一方面冬储背景下，且国内 2 月进入春节假期，冶炼厂积极进行 2 月原料备货，整体需求量增加，加工费延续下行。

图表 75: 国产及进口锌精矿加工费对比

国产-进口加工费周均价



来源: SMM, 中泰证券研究所

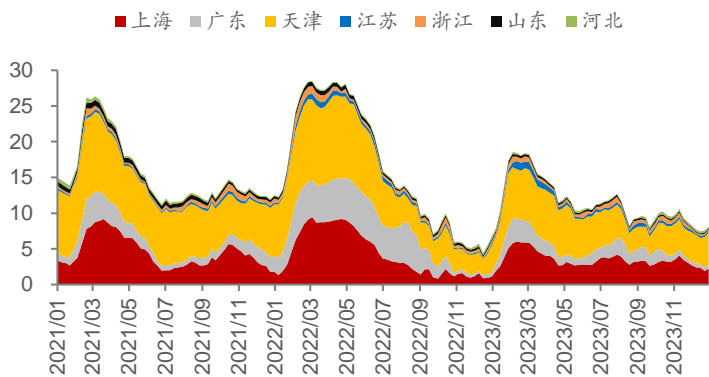
图表 76: 国产锌精矿分地区加工费

	2023/12/22	2023/12/29	2024/01/05	单位
国产(周)	4400	4200	4200	元/金属吨
进口(周)	90.0	80.0	80.0	美元/千吨
内蒙古	4500	4300	4200	元/金属吨
云南	4350	4200	4200	元/金属吨
湖南	4400	4300	4300	元/金属吨
广西	4450	4200	4200	元/金属吨
陕西	4200	4050	4050	元/金属吨
四川	4400	4100	4100	元/金属吨
甘肃	4400	4200	4200	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

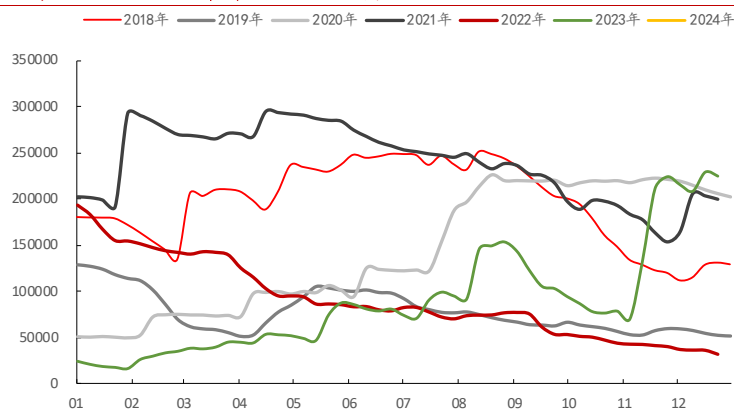
- 本周沪伦比值低位回升至 8.4 附近，进口窗口持续关闭。主因海外美联储淡化降息紧迫性，市场偏空情绪再起，宏观打压伦锌走势，而 1 月份国内部分冶炼厂检修减产对锌价有所支撑，沪锌走势相对偏强。预计国内 1、2 月份冶炼厂减产预期或支撑国内锌价继续走强，沪伦比值有所上行。
- **库存变化:** 据 SMM 调研，截至本周五（1 月 5 日），SMM 七地锌锭库存总量为 8.16 万吨，较 12 月 29 日增加 0.58 万吨，较 1 月 2 日增加 0.24 万吨，国内库存录增。其中上海地区库存增加，虽然有受船期影响部分国产品牌货量偏紧，但进口锌锭陆续到货，库存微增；广东地区库存下降，主因冶炼厂厂提为主，仓库到货偏少；天津地区市场到货正常，且注册仓单增加，整体货量增加明显。整体来看，原三地库存增加 0.19 万吨，七地库存增加 0.24 万吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回落，截至 1 月 5 日，伦锌库存量 220,050 吨，较上周减少 4,775 吨。

图表 77: 国内锌七地库存(万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 78: LME 锌库存变动趋势(吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

5.投资建议: 维持“增持”评级

- **贵金属上行趋势加速**，本周美国非农超预期，但非制造业 PMI 超预期下行，降息预期维持，超额储蓄的消耗及高利率维持下，美国经济周期性回落难

以避免，贵金属将进入降息预期驱动的上涨阶段，重视板块内高成长及资源优势突出标的投资机会。

- 基本金属恰处布局良机，12月全球制造业PMI进一步下行，经济复苏动能仍有待进一步提升。基本金属供给瓶颈终将在弱复苏的带动下，迎来新一轮的景气周期，尤其是铜铝更是如此，我们坚定看好2024年大宗板块的投资表现。

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
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

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。