



Sector Report: Nonferrous Metals Sector

行业报告：有色金属行业

中文版

Chinese version

Kevin Guo 郭勇

(852) 2509 5317

yong.guo@gtjas.com.hk

16 January 2024

双周报：美国通胀再次上升，但金属价格保持韧性

- **美国通胀压力再度上升，但金属价格保持韧性。**2023年12月，美国CPI同比增长3.4%，高于前值的3.1%及市场预期的3.9%。上月，中国M1增速开始回升，表明中国货币政策取得成效。我们认为，海外降息预期及国内刺激预期均未改变，有色金属或将保持韧性。
- **铝生产成本上升，铝冶炼企业的毛利率下降。**原铝供应总体稳定。临近春节传统淡季，铝加工企业产能利用率仍处于较低水平。
- **铜消费需求正在复苏，铜价更具韧性。**2023年12月，中国精炼铜产量为100万吨，环比增长3.86%。第一量子矿业（First Quantum）的Cobre铜矿近期停产。此外，英美资源集团（Anglo American Resources）和淡水河谷（Vales）下调了铜矿产量指引，铜精矿处理费下降9.7美元至43.6美元/吨。我们预计铜价将更具韧性。
- **我们维持有色金属行业“跑赢大市”的投资评级。**我们推荐中国宏桥（01378 HK）、兴发铝业（00098 HK）和紫金矿业（02899 HK）。

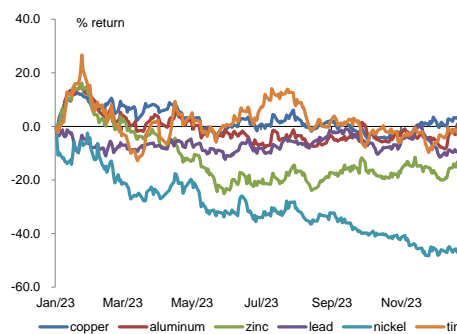
Rating:

Outperform
Maintained

评级:

跑赢大市 (维持)

有色金属行业表现



资料来源：Bloomberg。

行业更新

美国通胀压力再度上升，但金属价格仍保持韧性。2023年12月，美国CPI同比增长3.4%，高于前值的3.1%和市场预期的3.9%。核心CPI同比增长3.9%，低于前值的4%，但高于市场预期的3.8%。美联储的几位官员表示，现在谈论降息还为时过早。2023年12月，中国国内社会融资规模增加人民币1.94万亿元，比上年同期多人民币6,169亿元。2023年12月，中国社会融资规模存量为人民币378.09万亿元，同比增长9.5%。2023年12月，中国M2余额为人民币292.27万亿元，同比增长9.7%；M1余额为人民币68.05万亿元，同比增长1.3%。2023年12月，M2与M1的增速差为8.4%，较上月的8.7%略有缩小。上月中国M1增速开始回升，表明中国的货币政策取得成效。我们认为，海外降息预期和国内刺激预期均未改变，有色金属或将保持韧性。

铝：铝生产成本上升，铝冶炼企业毛利率下降。

供给侧：

原铝供应总体稳定。云南省电解铝冶炼企业减产基本结束，仅内蒙古有少量新增产能投产。上周，中国铝总产能总体持平于4,215万吨。我们预计未来三个月铝供应将保持稳定。

需求侧：

随着春节传统淡季临近，铝加工企业产能利用率仍处于低位。上周，主要铝加工企业产能利用率下降0.1个百分点至60.8%。铝型材企业、铝线企业和铝箔企业的产能利用率分别下降0.4个百分点、0.0个百分点和0.0个百分点至52.3%、64.4%和76.1%。上周国内铝库存小幅下降；上海有色网（SMM）铝库存减少3,000吨至45.9万吨，铝棒库存增加1,000吨至8.3万吨。

铜：铜消费需求正在复苏，铜价更具韧性。上周铜价环比下跌1.47%至8,339美元/吨。2023年12月，中国精炼铜产量环比增长3.86%至100万吨。2023年11月，铜精矿进口总量环比增加1.68%至248万吨。第一量子矿业（First Quantum）的Cobre铜矿近期停产。此外，英美资源集团（Anglo American Resources）和淡水河谷（Vales）下调了铜矿产量指引，铜精矿处理费下降9.7美元至43.6美元/吨。上周，铜杆企业利用率上升10.47个百分点至73.74%。我们预计铜价将更具韧性。

投资建议

我们维持有色金属行业“跑赢大市”的投资评级。我们推荐中国宏桥（01378 HK）、兴发铝业（00098 HK）和紫金矿业（02899 HK）。

风险提示

1. 俄乌冲突或将持续。
2. 下游消费需求或低于预期。
4. 中国宏观经济增速或低于市场预期。
5. 新能源汽车增速或低于市场预期。

基本金属的价格和库存
表-1: 金属价格变化

SHFE (人民币/吨)	2024/1/15	周环比	月环比	同比
铜	68,070	-0.69%	-1.04%	-1.50%
铝	19,005	-0.97%	1.80%	2.80%
铅	16,450	0.50%	3.95%	5.92%
锌	21,115	-0.45%	1.66%	-11.86%
锡	206,520	1.71%	-0.09%	-4.62%
镍	129,140	2.13%	-3.96%	-37.33%
LME (美元/吨)	2024/1/15	周环比	月环比	同比
铜	8,339	-1.29%	-2.46%	-9.22%
铝	2,220	-0.76%	-1.25%	-14.47%
铅	2,091	1.36%	0.46%	-7.11%
锌	2,514	0.20%	-0.71%	-24.37%
锡	24,631	0.53%	-2.16%	-14.34%
镍	16,343	0.25%	-4.71%	-39.01%

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

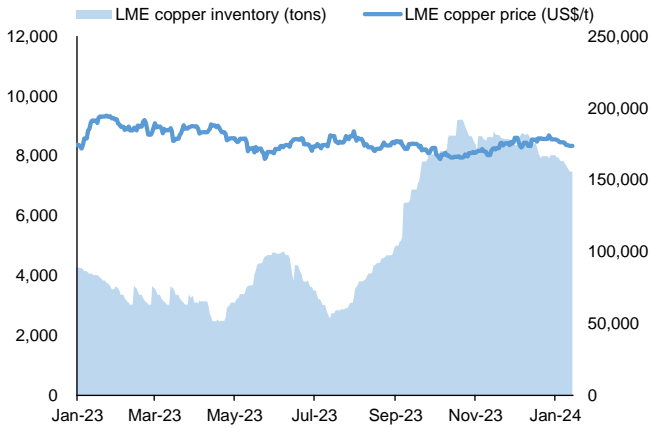
表-2: 金属库存变动

SHFE (吨)	2024/1/15	周环比	月环比	同比
铜	43,085	30.05%	25.26%	-57.96%
铝	96,667	0.03%	-13.69%	-42.03%
铅	58,111	10.80%	-2.16%	7.57%
锌	25,124	15.17%	4.21%	-28.42%
锡	6,311	-1.42%	16.22%	-5.40%
镍	14,193	5.41%	6.25%	369.97%
LME (吨)	2024/1/15	周环比	月环比	同比
铜	155,825	-3.65%	-11.24%	85.84%
铝	558,575	-1.85%	25.63%	38.52%
铅	119,650	-5.34%	-6.63%	455.22%
锌	210,875	-3.43%	1.15%	905.36%
锡	7,395	-0.74%	-8.82%	142.46%
镍	69,108	6.49%	40.53%	29.75%

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

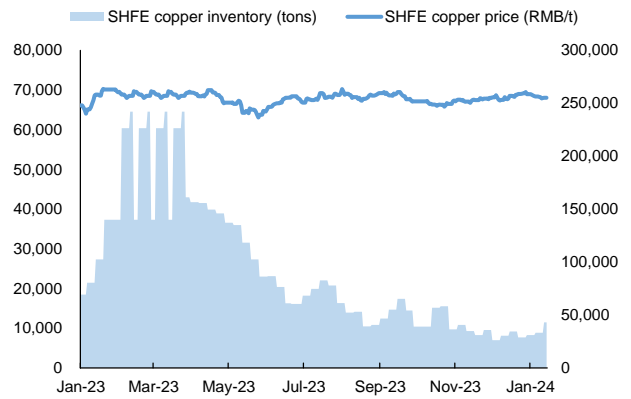
铜板块

图-1: LME 铜价和库存



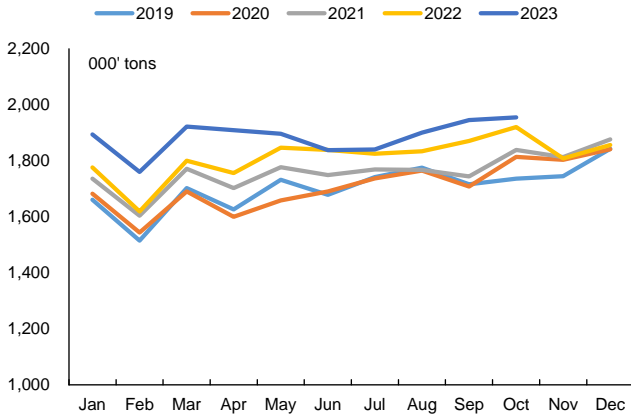
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

图-2: SHFE 铜价和库存



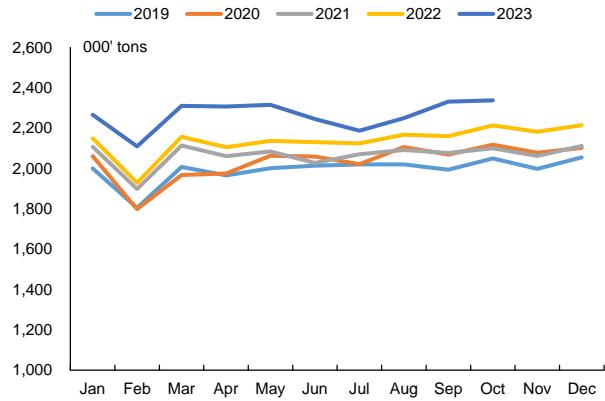
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

图-3: 全球原生铜月度产量



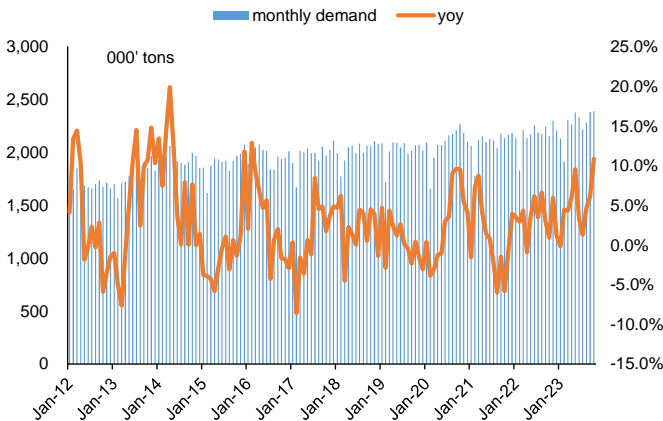
资料来源: 国际铜研究组, 国泰君安国际。

图-4: 全球精炼铜月度产量



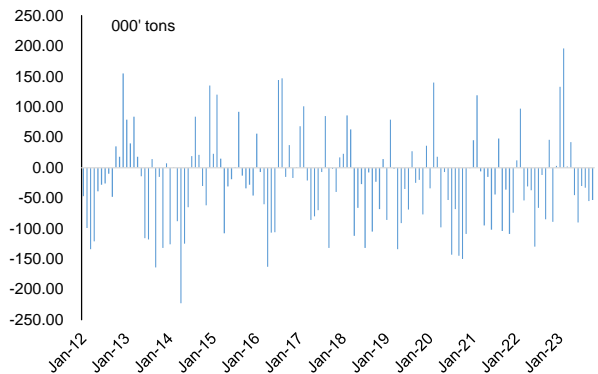
资料来源: 国际铜研究组, 国泰君安国际。

图-5: 全球精炼铜月度需求



资料来源: 国际铜研究组, 国泰君安国际。

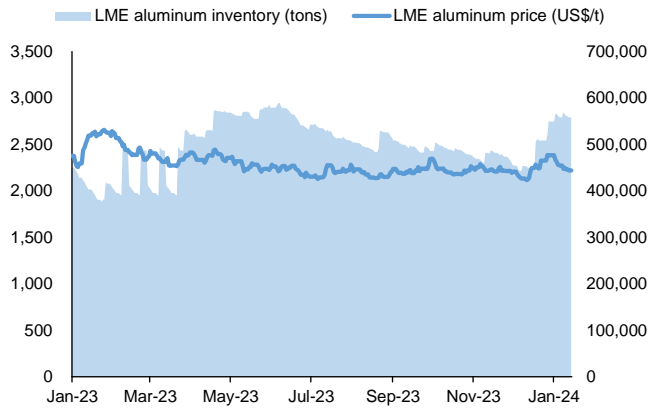
图-6: 全球铜供需平衡情况



资料来源: 国际铜研究组, 国泰君安国际。

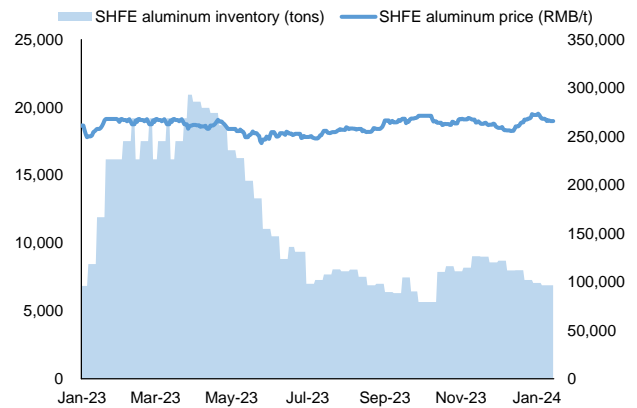
铝板块

图-7: LME 铝价和库存



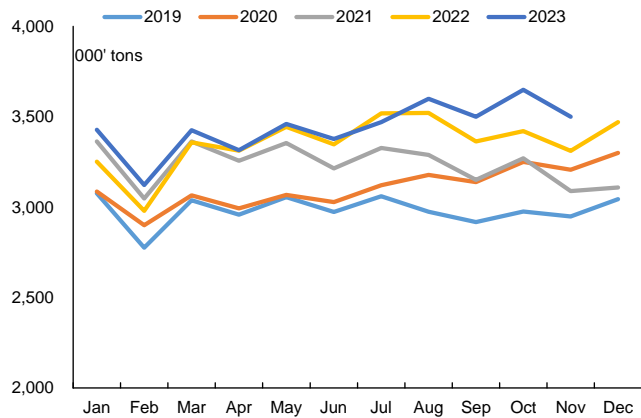
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

图-8: SHFE 铝价和库存



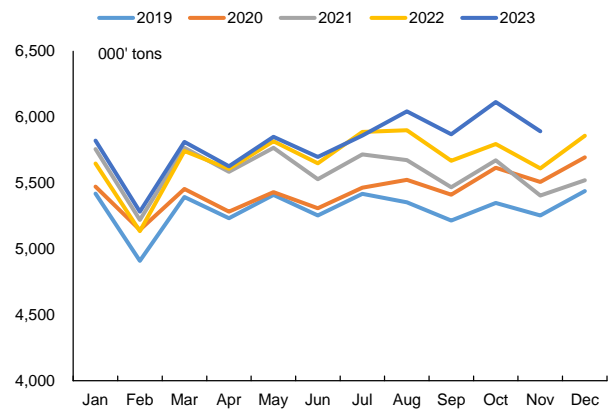
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

图-9: 中国月度铝产量



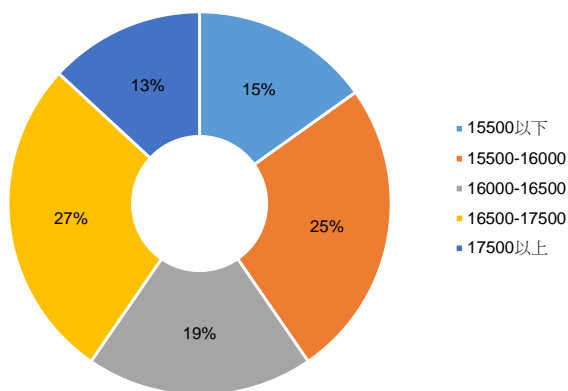
资料来源: 国际铝业协会、国泰君安国际。

图-10: 全球月度铝产量



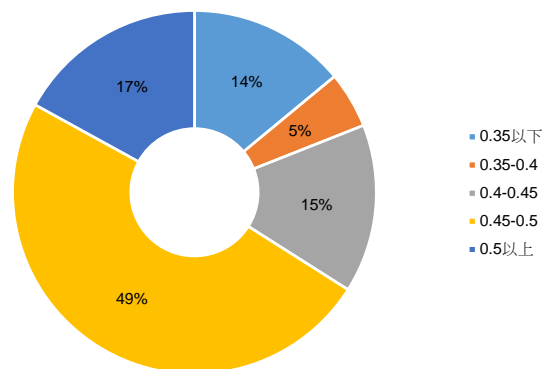
资料来源: 国际铝业协会、国泰君安国际。

图-11: 中国冶炼厂生产成本分布



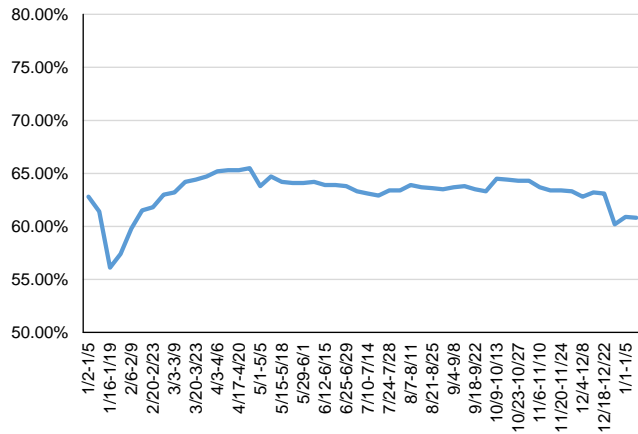
资料来源: 百川资讯、国泰君安国际。

图-12: 冶炼厂电力成本分布



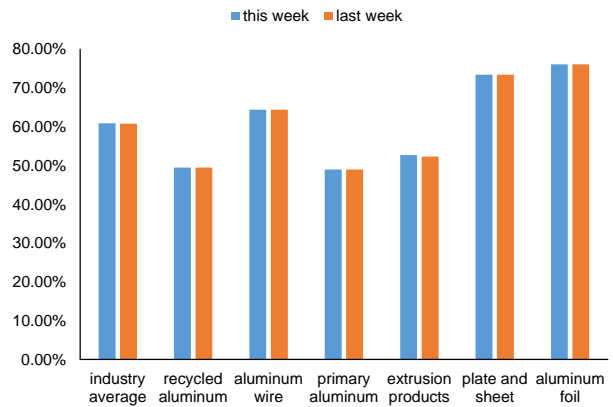
资料来源: 百川资讯、国泰君安国际。

图-13: SMM 铝加工行业开工率调查



资料来源: SMM、国泰君安国际。

图-14: SMM 铝加工行业开工率调查



资料来源: SMM、国泰君安国际。

表-3: SMM 铝加工行业开工率调查

日期	行业平均	再生铝	铝线	原铝	挤压产品	板带	铝箔
5/1-5/5	63.80%	44.00%	56.40%	55.00%	66.70%	79.40%	81.40%
5/8-5/11	64.70%	49.60%	58.00%	55.00%	66.70%	78.00%	81.00%
5/15-5/18	64.20%	49.60%	58.00%	55.00%	67.50%	75.80%	80.30%
5/22-5/25	64.10%	49.60%	58.00%	55.00%	67.00%	74.80%	80.30%
5/29-6/1	64.10%	49.60%	59.00%	55.00%	66.50%	74.40%	80.30%
6/5-6/8	64.20%	49.00%	59.00%	55.00%	67.50%	74.40%	80.30%
6/12-6/15	63.90%	50.30%	58.40%	54.60%	66.00%	74.40%	79.70%
6/18-6/22	63.90%	50.30%	58.40%	54.60%	66.00%	74.80%	79.70%
6/25-6/29	63.80%	50.30%	58.20%	54.60%	65.00%	74.40%	80.40%
7/3-7/6	63.30%	50.30%	57.80%	54.60%	62.50%	74.40%	80.40%
7/10-7/14	63.10%	49.60%	57.80%	54.60%	62.00%	74.40%	80.40%
7/17-7/24	62.90%	49.60%	57.80%	54.60%	61.70%	74.40%	79.40%
7/24-7/28	63.40%	49.60%	58.60%	54.60%	61.90%	76.00%	79.40%
7/31-8/4	63.40%	49.60%	59.00%	54.60%	61.60%	76.00%	79.40%
8/7-8/11	63.90%	49.30%	60.00%	51.60%	67.30%	76.00%	79.40%
8/14-8/18	63.70%	48.60%	60.00%	51.60%	67.60%	76.00%	78.60%
8/21-8/25	63.60%	48.60%	60.40%	51.60%	67.30%	75.40%	78.60%
8/28-9/1	63.50%	48.60%	60.40%	51.60%	66.70%	75.40%	78.60%
9/4-9/8	63.70%	50.60%	61.40%	51.60%	63.40%	76.00%	79.30%
9/11-9/15	63.80%	51.10%	61.40%	51.60%	63.60%	76.00%	79.30%
9/18-9/22	63.50%	51.10%	62.40%	51.60%	60.20%	76.40%	79.30%
9/25-9/28	63.30%	49.90%	62.40%	51.60%	60.30%	76.40%	79.30%
10/9-10/13	64.50%	50.50%	68.00%	51.60%	59.60%	77.80%	79.70%
10/16-10/20	64.40%	50.50%	68.00%	51.60%	58.50%	77.80%	79.70%
10/23-10/27	64.30%	50.50%	68.00%	51.60%	58.20%	77.80%	79.70%
10/30-11/3	64.30%	50.50%	68.00%	51.60%	58.80%	77.80%	79.00%
11/6-11/10	63.70%	50.50%	66.80%	51.60%	57.90%	77.20%	78.00%
11/13-11/17	63.40%	50.10%	66.80%	51.60%	57.50%	77.00%	77.60%
11/20-11/24	63.40%	50.10%	66.80%	51.60%	57.30%	77.00%	77.60%
11/27-12/1	63.30%	50.10%	66.80%	51.60%	57.20%	77.00%	77.30%
12/4-12/8	62.80%	49.90%	65.80%	50.60%	56.00%	77.00%	77.30%
12/11-12/15	63.20%	49.90%	67.40%	50.60%	57.00%	77.00%	77.30%
12/18-12/22	63.10%	49.90%	67.40%	50.60%	56.20%	77.00%	77.30%
12/25-12/29	60.20%	49.50%	64.40%	49.00%	54.80%	67.80%	75.40%
1/1-1/5	60.90%	49.50%	64.40%	49.00%	52.70%	73.40%	76.10%
1/8-1/12	60.80%	49.50%	64.40%	49.00%	52.30%	73.40%	76.10%

资料来源: SMM、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内有与本研究报告所评论的兴发铝业（00098 HK）存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com