

## 有色金属

## 证券研究报告/行业周报

2023 年 06 月 25 日

## 行业评级：增持

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

研究助理：陈沁一

Email: chenqy01@zts.com.cn

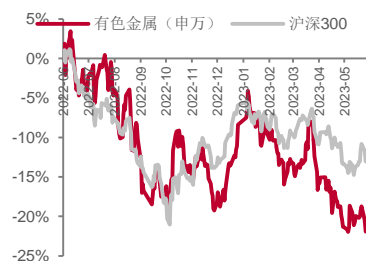
研究助理：刘耀齐

Email: liuyq@zts.com.cn

## 基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	27,029.91
行业流通市值(亿元)	23,791.73

## 行业-市场走势对比



## 相关报告

- 1、《美联储暂停加息，国内政策预期强化，重视大宗金属的投资机会》2023-06-18
- 2、《贵金属再获支撑：美国经济边际走弱，六月美联储有望暂停加息》2023-06-11
- 3、《美国经济仍具韧性，贵金属在震荡中上行》2023-06-04
- 4、《美联储加息预期有所升温，不改贵金属上行趋势》2023-05-28
- 5、《美联储加息周期尾声的预期进一步增强，贵金属上行趋势不改》2023-05-21

## 投资要点

■ **【本周关键词】：**美联储表态偏鹰、国内政策利好持续兑现

■ **投资建议：**维持行业“增持”评级

贵金属上行趋势延续，本周美国地产数据超预期，同时美联储表态偏鹰，金价承压下行，但初请失业金人数连续三周超预期上行，中期看美国经济的周期性回落难以避免，预计金价调整空间有限，而海外频发的银行破产危机本质上是对美联储持续加息尾部风险的确认，成为美联储进一步加息新的约束条件，贵金属已进入降息预期驱动的主升阶段，持续重视板块内高成长及资源优势突出标的的投资机会。基本金属恰处布局良机，本周国内下调 1 年期和 5 年期 LPR 各 10BP，政策利好持续兑现，同时铜铝等基本金属整体延续去库趋势，需求仍有支撑，但美元指数走高压制金属价格。按照历史平均 40 个月左右的周期长度来看，全球经济高位下行时间已过半，随着美联储逐步进入降息周期以及国内经济复苏趋势渐明，支撑全球经济走出底部，基本金属正处布局良机。

■ **行情回顾：美元指数回升，国内政策持续兑现：**1) 美国 5 月新屋开工数创 2016 年来最大增幅，同时美联储表态偏鹰，美元指数回升，国内政策持续兑现，金属价格整体回落，具体来看：LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-1.9%、-4.1%、-0.3%、-4.6%、-0.6%、-6.9%；2) COMEX 黄金收 1929.60 美元/盎司，环比下跌 2.11%，SHFE 黄金收于 449.84 元/克，环比下跌 0.15%；3) 本周 A 股整体回落，申万有色金属指数收于 4,406.19 点，环比下跌 3.90%，跑输上证综指 1.60 个百分点，金属非金属新材料、稀有金属、工业金属、黄金的涨跌幅分别-0.38%、-3.73%、-4.03%、-4.48%。

■ **宏观“三因素”总结：**国内 1 年期与 5 年期 LPR 降息 10bp；美国 5 月 Markit 制造业与服务业 PMI 超预期回落；欧元区 6 月制造业 PMI 超预期回落。具体来看：

- 1) **国内：**1 年期贷款市场报价利率为 3.55%（前值 3.65%），5 年期贷款市场报价利率为 4.20%（前值 4.30%）。
- 2) **美国：**5 月新屋开工私人住宅 15.12 万套（前值 12.07 万套），新屋开工私人住宅折年数季调 163.1 万套（前值 134.0 万套，预期 140.0 万套）；5 月 Markit 制造业 PMI 季调为 46.3（前值 48.3，预期 48.3），服务业商务活动 PMI 季调为 54.1（前值 54.9，预期 54.0）。
- 3) **欧元区：**欧元区 6 月制造业 PMI 初值为 43.6（前值 44.8，预期 44.5）；6 月欧元区 ZEW 经济景气指数-10.0（前值-9.4）。
- 4) **5 月全球制造业 PMI 为 49.6，环比持平，**连续 9 个月处于荣枯线以下，全球经济复苏动能仍偏弱。

■ **贵金属：美国地产数据超预期，金价有所回落**

周内，十年期美债实际收益率 1.53%，环比回落 0.02pcts，实际收益率模型计算的残差 943.0 美元/盎司，环比-43.6 美元/盎司，本周披露的美国 5 月新屋开工数创 2016 年来最大增幅，美联储整体表态偏鹰，美元指数回升，贵金属价格回落。我们认为美国经济回落难以避免，当前 3.5%左右的远端名义利率离经济底部的 1.5%有较大回落空间，随着通胀走低以及失业率的触底回升，贵金属价格拐点正式确立，持续看好板块内高成长及资源优势突出标的的投资机会。

■ **基本金属：美元指数回升，基本金属价格有所回落**

周内，美国所公布相关房地产数据超预期向好，美联储整体表态偏鹰，市场对于美

联储维持高利率状态的预期升温，美元指数回升；国内调整 LPR 为市场提供流动性，政策利好持续兑现。

**1、对于电解铝，供应端：**周内云南电力部门放开 419 万千瓦负荷电力用于省内电解铝企业复产，省内多家企业均开始通电启槽，但鉴于丰水期时间有限，电力前景不明朗，企业在短期充足的电力条件下复产工作安排较为理性，短期难有大量复产产量贡献。另外，近期铝棒等初加工产品加工费持续弱势且市场疲软，国内多家铝棒厂退水，铝厂铸锭量有所增加。**需求端：**本周国内中小型企业多有放假安排，下游铝加工企业开工维持弱势。电解铝社会库存降至 51.8 万吨，周度去库 0.2 万吨。目前电解铝 90 分位成本 17565 元/吨。

1) 截至 6 月 21 日，氧化铝价格 2800 元/吨，环比下降 0.53%，氧化铝成本 2849 元/吨，环比上升 0.28%，吨毛利-49 元/吨，环比下降 23 元/吨。

2) 预焙阳极方面，本周周内均价 5004 元/吨，较上周持平，考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4772 元/吨，环比上升 5.3%，周内平均吨毛利 232 元/吨，环比下降 240 元/吨；如果不虑原料库存，阳极周内平均成本 4763 元/吨，环比下降 0.98%，周内平均吨毛利 241 元/吨，环比上升 47 元/吨。

3) 对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 15125 元/吨，环比下降 0.26%，长江现货铝价 18840 元/吨，环比上升 1.40%，吨铝盈利 2466 元，环比上升 199 元/吨。

**2、对于电解铜，供给端，**中国 5 月精炼铜（电解铜）产量为 109.5 万吨，同比增加 12.9%。1-5 月精炼铜（电解铜）产量为 520.4 万吨，同比增加 12.1%。**需求端，**铜价重心回升订单降温明显，后市铜杆消费显露压力。电线电缆方面，本周铜价重心持续上抬，线缆企业近期新增订单呈现下滑趋势，持续上涨的铜价令线缆企业开工积极性下降。漆包线方面，市场仅存刚需采购，订单量未见起色。本周国内主要精铜杆企业周度开工率为 62.68%，较上周回落 7.71pcts。截至 6 月 21 日，上海、江苏、广东三地社会库存 7.89 万吨，较上周去库 1.07 万吨。本周电解铜表观需求 20.80 万吨，环比减少 1.37 万吨，较去年同期增加 4.78 万吨。

**3、对于锌锭，供给端，**国内 5 月精炼锌进口 1.79 万吨，环比增长 14.26%，同比上涨 451.75%，1-5 月累计进口 5.29 万吨，累计同比上涨 13.57%；**需求端，**钢材价格走弱，镀锌管销售转淡，叠加华南地区梅雨季节影响，采购意愿降低，镀锌开工率下降 4.45pcts 至 65.43%；锌合金处于季节性淡季，终端订单疲软，部分企业有放假安排，压铸锌合金开工率下降 1.90pcts 至 43.60%；轮胎开工偏强对氧化锌订单形成支撑，氧化锌方面开工率上升 2.90pcts 至 63.90%。本周七地锌锭库存 10.53 万吨，去库 0.21 万吨。

■ **风险提示：**宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期等

## 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：美国地产数据超预期，金价有所回落.....	- 8 -
1.3 基本金属：美元指数回升，基本金属价格有所回落.....	- 8 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 9 -
2.1 中国因素：国内1年期与5年期LPR降息10bp.....	- 9 -
2.2 美国因素：5月Markit制造业与服务业PMI季调有所回落且低于预期.....	- 9 -
2.3 欧洲因素：欧元区6月制造业PMI初值超预期回落.....	- 11 -
3. 贵金属：大周期上行趋势已确立.....	- 11 -
3.1 金价底部逐步探明.....	- 11 -
3.2 黄金ETF持仓回落，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：国内社融逐步见底VS海外流动性收缩周期.....	- 16 -
4.2 铝：云南开放电力负荷复产，节后国内铝社库存存累库预期.....	- 18 -
4.3 铜：SMM进口铜精矿指数有所回升.....	- 26 -
4.4 锌：内外盘锌价偏弱运行.....	- 29 -
4.5 锡：精锡矿价格有所回升，锡锭价格有所回落.....	- 29 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 30 -
6.风险提示.....	- 31 -

## 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 (美元/盎司) .....	- 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: 国内工业增加值当月同比 (%) .....	- 9 -
图表 9: 国内 1 年期与 5 年期贷款市场报价利率.....	- 9 -
图表 10: 美国 Markit 制造业与服务业 PMI.....	- 9 -
图表 11: 美国新屋开工及零售额同比.....	- 9 -
图表 12: 美国当周初请失业金人数 (万人) .....	- 10 -
图表 13: 美国当周新增确诊病例 (万人) .....	- 10 -
图表 14: 美联储加息预期.....	- 10 -
图表 15: 美元指数走势图.....	- 10 -
图表 16: 欧元区 ZEW 经济景气指数.....	- 11 -
图表 17: 欧洲主要国家新增新冠确诊人数 (万人) .....	- 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: 平价上网接近成为现实 (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) .....	- 16 -
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: 海外宽松环境正逐步退潮 (%) .....	- 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: 俄罗斯有色金属品种产量在全球的占比 .....	- 18 -
图表 39: 乌克兰有色金属品种产量在全球的占比 .....	- 18 -
图表 40: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨) .....	- 18 -
图表 41: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨) .....	- 19 -
图表 42: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨) .....	- 19 -
图表 43: 电解铝周度产量 (万吨) .....	- 20 -
图表 44: 国内电解铝周度需求 (万吨) .....	- 20 -
图表 45: 铝型材开工率 (%) .....	- 20 -
图表 46: 铝线缆开工率 (%) .....	- 20 -
图表 47: 铝板带开工率 (万吨) .....	- 21 -
图表 48: 铝箔开工率 (%) .....	- 21 -
图表 49: 国内电解铝社会库存走势 (万吨) .....	- 21 -
图表 50: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨) .....	- 21 -
图表 51: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨) .....	- 21 -
图表 52: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨) .....	- 21 -
图表 53: LME 铝期货库存变动 (万吨) .....	- 22 -
图表 54: LME 铝期货库存年度对比 (万吨) .....	- 22 -
图表 55: 电解铝的完全成本构成 .....	- 22 -
图表 56: 电解铝成本、利润情况 (元/吨) .....	- 22 -
图表 57: 氧化铝生产成本构成 .....	- 23 -
图表 58: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨) .....	- 23 -
图表 59: 预焙阳极生产成本构成 .....	- 23 -
图表 60: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存) .....	- 23 -
图表 61: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存) .....	- 24 -
图表 62: 石油焦价格 (元/吨) .....	- 24 -
图表 63: 国内石油焦月度产量 (万吨) .....	- 24 -
图表 64: 国内未煅烧石油焦进口数量 (万吨) .....	- 24 -
图表 65: 国内石油焦库存 (万吨) .....	- 25 -
图表 66: 石油焦 14 座港口合计库存 (万吨) .....	- 25 -
图表 67: 国内石油焦开工率 (%) .....	- 25 -
图表 68: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨) .....	- 25 -



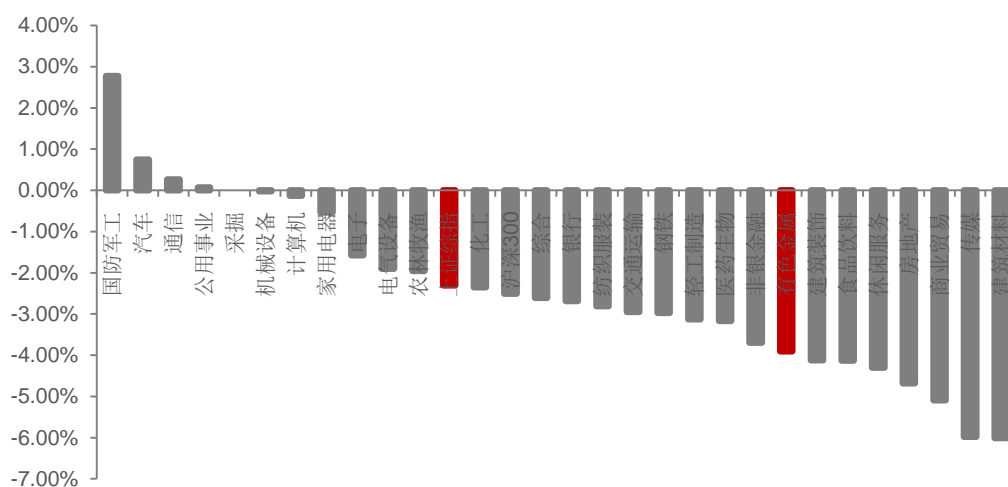
图表 69: 铜矿 TC/RC .....	- 26 -
图表 70: 电解铜周度产量 (万吨) .....	- 26 -
图表 71: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨) .....	- 26 -
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨) .....	- 28 -
图表 73: 上海广东及保税区社会库存变动 (吨) .....	- 28 -
图表 74: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%) .....	- 28 -
图表 75: 铜电力用杆加工费 .....	- 28 -
图表 76: 国产及进口锌精矿加工费对比 .....	- 29 -
图表 77: 国产锌精矿分地区加工费 .....	- 29 -
图表 78: 国内锌七地库存 (万吨) .....	- 29 -
图表 79: LME 锌库存变动趋势 (吨) .....	- 29 -
图表 80: 锡价格走势 .....	- 30 -
图表 81: LME 锡库存变动趋势 (吨) .....	- 30 -

## 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↓1.67%，纳斯达克↓1.44%，标普↓1.39%）。
- 本周 A 股整体回落：上证指数收于 3,197.90 点，环比下跌 2.30%；深证成指收于 11,058.63 点，环比下跌 2.19%；沪深 300 收于 3,864.03 点，环比下跌 2.51%；申万有色金属指数收于 4,406.19 点，环比下跌 3.90%，跑输上证综指 1.60 个百分点。

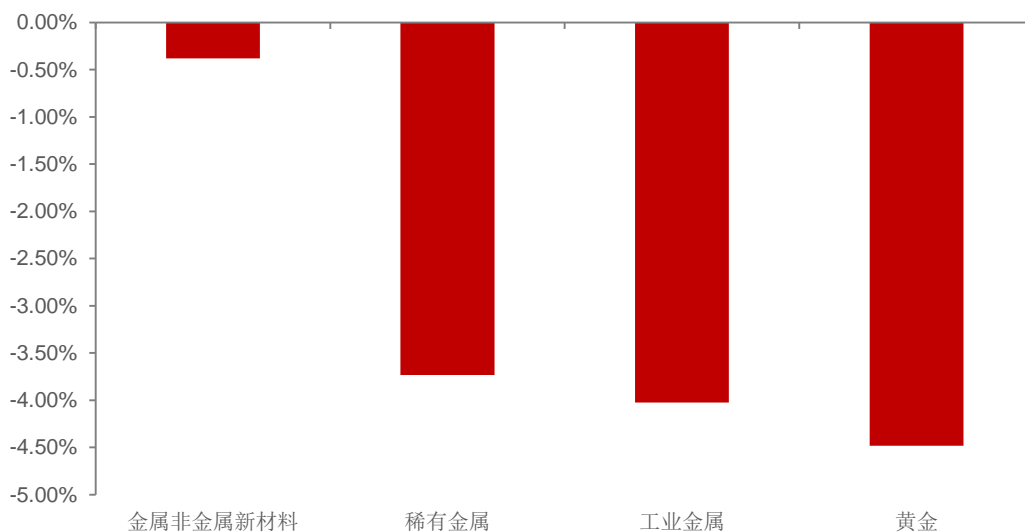
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，金属非金属新材料、稀有金属、工业金属、黄金的涨跌幅分别为-0.38%、-3.73%、-4.03%、-4.48%。

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	2023.6.21 收盘价	2023.6.16 收盘价	周涨跌幅
003038.SZ	鑫铂股份	38.43	35.01	9.8%
300811.SZ	铂科新材	63.55	58.25	9.1%
300057.SZ	万顺新材	7.03	6.75	4.1%
000795.SZ	英洛华	6.54	6.34	3.2%
603876.SH	鼎胜新材	19.61	19.39	1.1%
605376.SH	博迁新材	31.36	31.20	0.5%
300748.SZ	金力永磁	26.95	26.87	0.3%
300127.SZ	银河磁体	17.16	17.13	0.2%
300328.SZ	宜安科技	6.56	6.55	0.2%
601137.SH	博威合金	14.43	14.41	0.1%

来源: wind, 中泰证券研究所

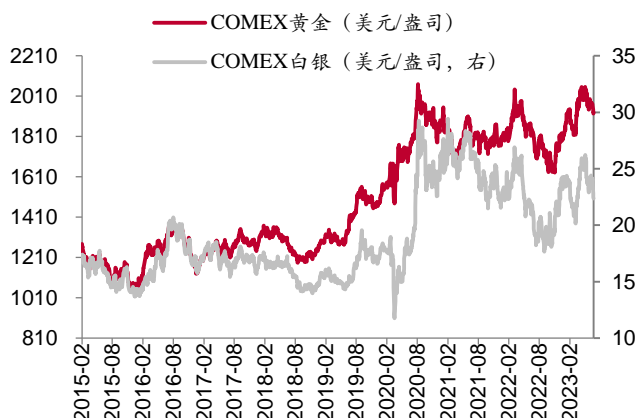
**图表 4: 周内有色金属领跌个股**

证券代码	证券名称	2023.6.21 收盘价	2023.6.16 收盘价	周涨跌幅
002155.SZ	湖南黄金	12.08	13.58	-11.0%
000603.SZ	盛达资源	11.98	13.11	-8.6%
000807.SZ	云铝股份	12.68	13.75	-7.8%
600338.SH	西藏珠峰	16.92	18.33	-7.7%
002240.SZ	盛新锂能	31.70	34.05	-6.9%
002738.SZ	中矿资源	53.09	57.00	-6.9%
601600.SH	中国铝业	5.45	5.85	-6.8%
600490.SH	鹏欣资源	3.47	3.70	-6.2%
300390.SZ	天华超净	34.63	36.78	-5.8%
000933.SZ	神火股份	13.01	13.80	-5.7%

来源: wind, 中泰证券研究所

## 1.2 贵金属: 美联储表态偏鹰, 金价有所回落

- 周内, 美国 5 月新屋开工数创 2016 年来最大增幅, 市场对于美联储维持高利率状态的预期升温, 美元指数回升, 贵金属价格回落。截至 6 月 23 日, COMEX 黄金收 1929.60 美元/盎司, 环比下跌 2.11%; COMEX 白银收于 22.35 美元/盎司, 环比下跌 7.34%; SHFE 黄金收于 449.84 元/克, 环比下跌 0.15%; SHFE 白银收于 5483 元/千克, 环比下跌 2.33%。

**图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势 (美元/盎司)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势**


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 1.3 基本金属: 美元指数回升, 基本金属价格回落

- 周内, 美国所公布相关房地产数据超预期向好, 市场对于美联储维持高利率状态的预期升温, 美元指数走高; 国内调整 LPR 为市场提供流动性, 国家持续释放政策利好。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 -1.9%、-4.1%、-0.3%、-4.6%、-0.6%、-6.9%, 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	8420	6082	-1.9%	-13.7%	38.4%	83.8%
	SHFE	68930	48020	0.4%	-2.1%	43.5%	
铝	LME	2174	1794	-4.1%	-22.7%	21.2%	74.7%
	SHFE	18390	14100	-1.5%	-9.8%	30.4%	
铅	LME	2128	1988	-0.3%	-7.1%	7.0%	63.3%
	SHFE	15595	14850	0.9%	1.9%	5.0%	
锌	LME	2358	2373	-4.6%	-33.3%	-0.6%	82.1%
	SHFE	20155	18160	-2.0%	-16.5%	11.0%	
锡	LME	26730	17200	-0.6%	-31.4%	55.4%	95.2%
	SHFE	218490	137340	-0.8%	-26.2%	59.1%	
镍	LME	21400	13375	-6.9%	3.4%	60.0%	55.2%
	SHFE	167950	105850	-3.1%	10.4%	58.7%	

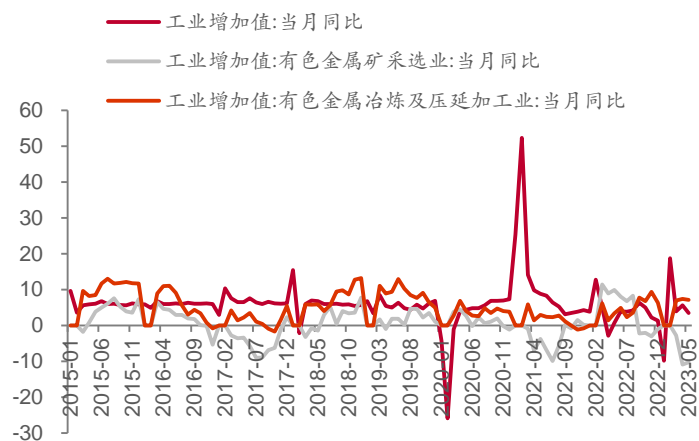
来源: wind, 中泰证券研究所

## 2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

### 2.1 中国因素: 国内 1 年期与 5 年期 LPR 降息 10bp

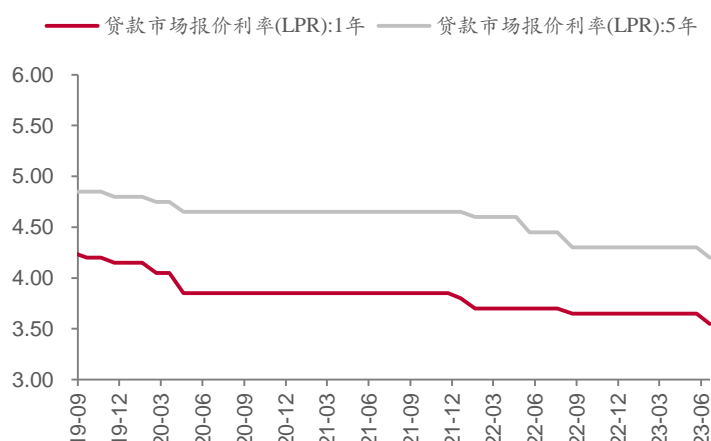
- 国内 1 年期与 5 年期 LPR 降息 10bp。本周披露国内 1 年期贷款市场报价利率为 3.55% (前值 3.65%), 5 年期贷款市场报价利率为 4.20% (前值 4.30%)。

图表 8: 国内工业增加值当月同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内 1 年期与 5 年期贷款市场报价利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 2.2 美国因素: 5 月 Markit 制造业与服务业 PMI 超预期回落

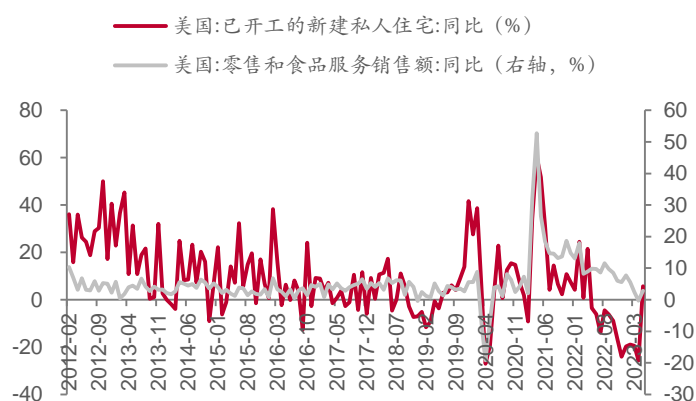
- 美国 5 月 Markit 制造业与服务业 PMI 季调有所回落且低于预期。本周披露美国 5 月新屋开工私人住宅 15.12 万套 (前值 12.07 万套), 新屋开工私人住宅折年数季调 163.1 万套 (前值 134.0 万套, 预期 140.0 万套); 5 月 Markit 制造业 PMI 季调为 46.3 (前值 48.3, 预期 48.3), 服务业商务活动 PMI 季调为 54.1 (前值 54.9, 预期 54.0)。

图表 10: 美国 Markit 制造业与服务业 PMI

图表 11: 美国新屋开工及零售额同比



来源：Wind，中泰证券研究所



来源：Wind，中泰证券研究所

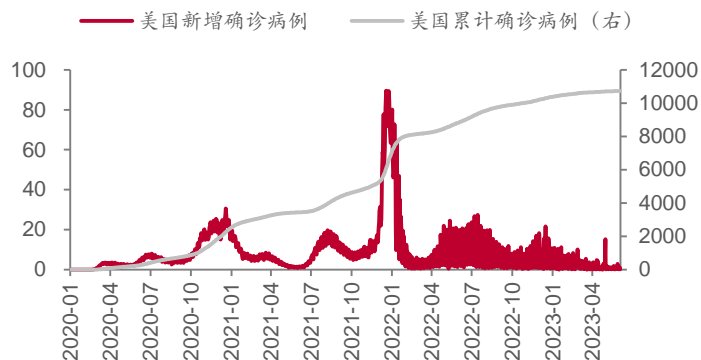
- **周内美国初请失业金人数环比超预期走高。**本周披露美国当周初请失业金人数为 26.4 万人（预期 26.0 万人，前值 26.2 万人）；周一到五美国累计确诊 2.97 万例，日均新增 0.59 万例，环比增加 0.25 万例。

图表 12：美国当周初请失业金人数（万人）

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



来源：Wind，中泰证券研究所

- **美联储暂停加息。**六月份美联储议息会议宣布暂停加息，但释放了鹰派信号，点阵图和经济展望中暗示，年内还有两次加息且各加息 25 个基点的可能性，市场原本认为 7 月或 9 月是本轮周期最后一次加息。此外，美联储利率掉期不再押注美联储将在 2023 年降息。美联储主席鲍威尔表示，几乎所有与会者都认为，进一步加息是适宜的。加息可能是有道理的，但步伐要更适度。7 月会议将根据情况决定是否加息。

图表 14：美联储加息预期

图表 15：美元指数走势图

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	71.9%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%	64.9%	11.5%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.9%	60.2%	17.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	33.3%	46.7%	12.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	21.0%	40.5%	28.3%	6.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.4%	33.1%	32.9%	14.6%	2.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.8%	32.2%	32.9%	15.5%	3.2%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.2%	23.4%	32.6%	23.8%	9.1%	1.7%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.0%	20.7%	31.0%	25.4%	11.6%	3.0%	0.4%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.8%	6.1%	18.8%	29.6%	26.1%	13.6%	4.2%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.7%	5.3%	16.8%	27.8%	26.7%	15.6%	5.7%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.5%	9.9%	21.2%	27.4%	22.2%	11.6%	3.9%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%

来源：CME，中泰证券研究所

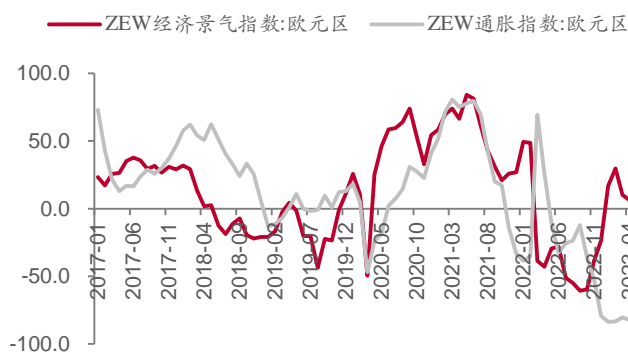


来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.3 欧洲因素：欧元区 6 月制造业 PMI 初值超预期回落

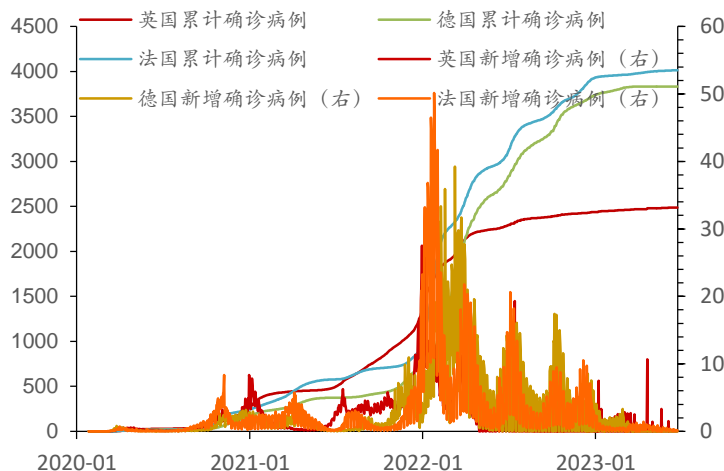
- 欧元区 6 月制造业 PMI 初值超预期回落。本周披露欧元区 6 月制造业 PMI 初值为 43.6（前值 44.8，预期 44.5）；6 月欧元区 ZEW 经济景气指数-10.0（前值-9.4）；本周英国、德国、法国合计日均新增确诊 1339.0 例，环比减少 355.4 例。

图表 16：欧元区 ZEW 经济景气指数



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：大周期上行趋势已确立

### 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。

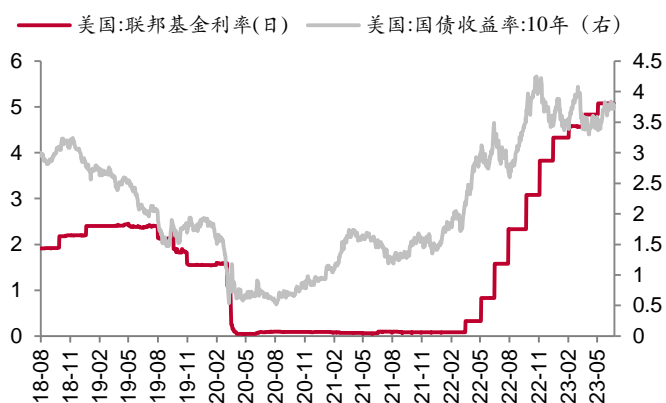
图表 18：高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系（美元/盎司）



来源：Wind，中泰证券研究所

- 截至 6 月 23 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回落至 2.21%，10 年期国债实际收益率环比回落至 1.53%；截至 6 月 23 日，COMEX 黄金收 1929.60 美元/盎司，环比下跌 2.11%；COMEX 白银收于 22.35 美元/盎司，环比下跌 7.34%；SHFE 黄金收于 449.84 元/克，环比下跌 0.15%；SHFE 白银收于 5483 元/千克，环比下跌 2.33%。

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（%）



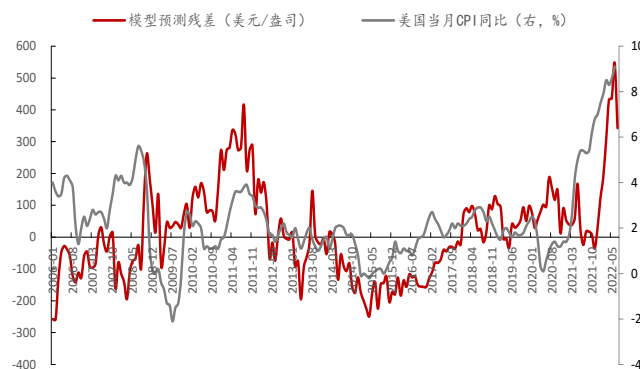
来源：Wind，中泰证券研究所

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

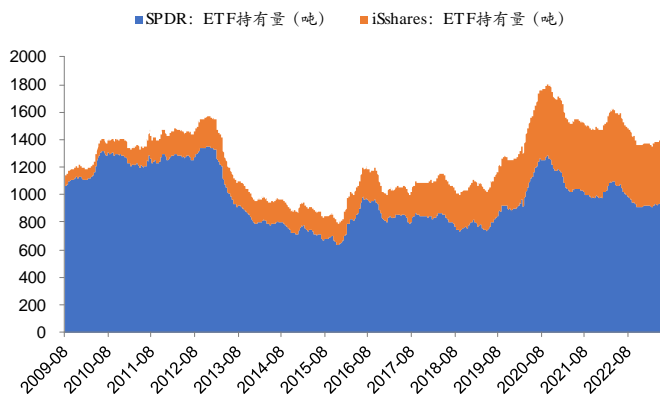


来源：Wind，中泰证券研究所

### 3.2 黄金 ETF 持仓回落，COMEX 净多头结构延续

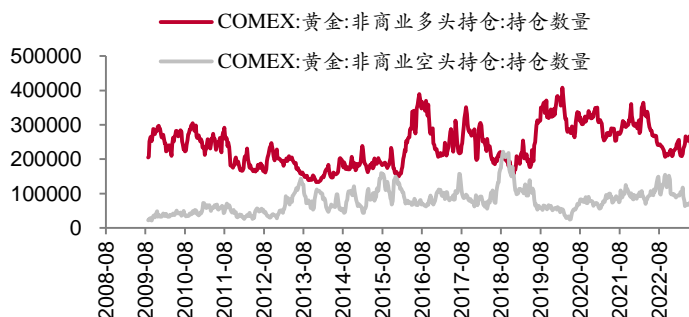
- **黄金 ETF 持仓回落，COMEX 净多头结构延续。**截至 6 月 23 日，黄金 ETF 持仓量（SPDR+iShares）1,377.90 吨，环比减少 4.96 吨。截至 6 月 20 日，COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 22.93 万张附近（前值 22.73 万张），同时非商业空头持仓回落至 6.63 万张附近（前值 6.71 万张附近），净多头持仓量回升至 16.30 万张（前值 16.02 万张）。

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）



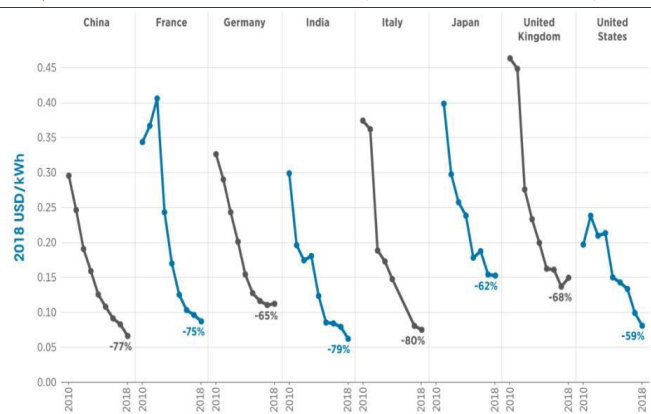
来源：Wind，中泰证券研究所

### 3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代

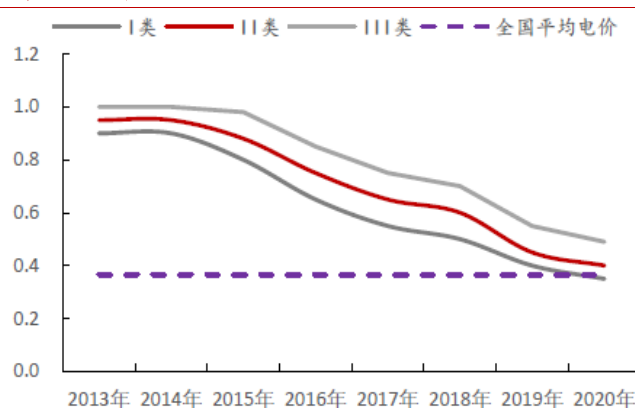
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**9 月 14 日 BP 发布《世界能源展望（2020 版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；9 月 17 日欧盟发布的气候目标，将 2030 年可再生能源占比目标从 32% 以上提升至 38%-40%；9 月 21 日 GE 宣布退出新增煤电市场；9 月 22 日中国宣布 2060 实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降



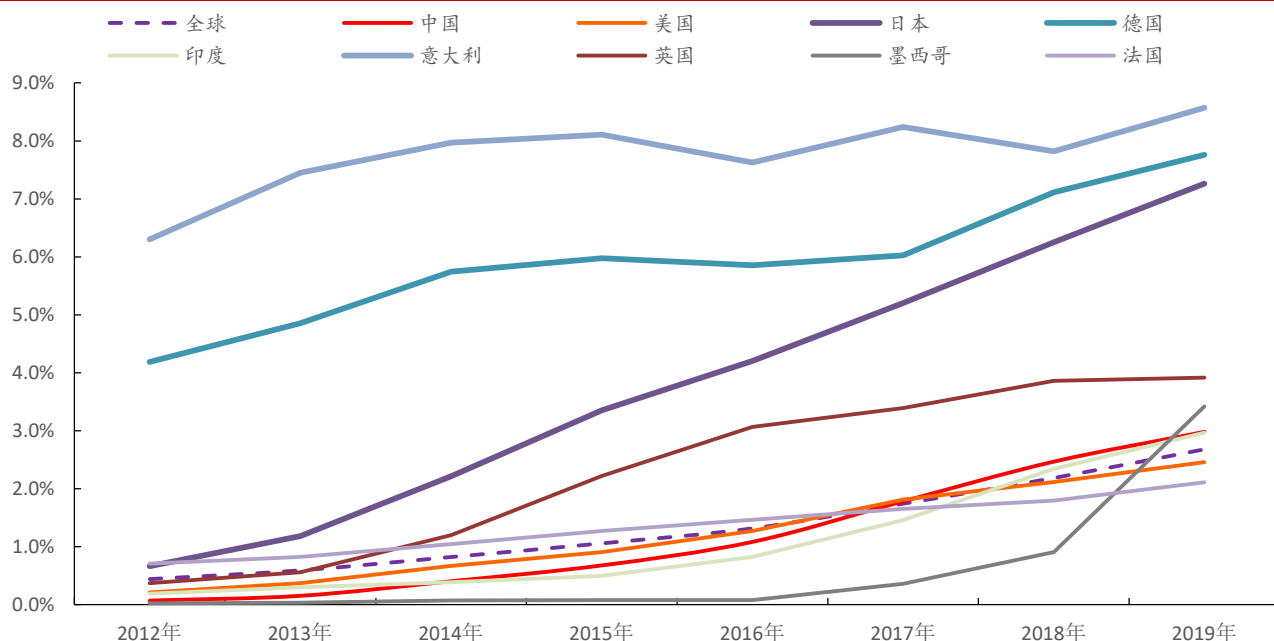
低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

**图表 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：平价上网接近成为现实（元/度）**


来源：公开资料整理，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%，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 28：白银供需平衡表预测（吨）**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>Supply</b>	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
<b>yoy</b>	2.2%	2.9%	-0.2%	-0.5%	-2.4%	-1.5%	0.6%	0.16%	0.16%
<b>Demand</b>	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
<b>Jewelry</b>	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
<b>yoy</b>	17.5%	3.4%	4.7%	-6.6%	3.8%	3.5%	-0.9%	0%	0%
<b>Industrial(exclude PV)</b>	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
<b>yoy</b>	3.7%	-2.2%	0.2%	-1.4%	4.7%	0.9%	-1.6%	0%	0%
<b>PV</b>	1570.55	1505.24	1682.51	2914.07	3165.98	2876.75	3069.57	3205.82	4000.86
<b>yoy</b>	-8.2%	-4.2%	11.8%	73.2%	8.6%	-9.1%	6.7%	4.4%	24.8%
<b>Physical Investment</b>	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
<b>yoy</b>	24.6%	-5.8%	9.8%	-31.1%	-27.0%	6.1%	12.3%	10.0%	5.0%
<b>Silverware</b>	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
<b>yoy</b>	14.0%	14.7%	8.0%	-7.6%	10.3%	13.3%	-8.6%	0%	0%
<b>Photography</b>	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
<b>yoy</b>	-12.8%	-4.8%	-5.5%	-8.3%	-7.1%	-2.6%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
<b>Net Hedging Demand</b>	911.2	-	-	373.2	65.3	261.2	-	-	-
<b>Physical Surplus/Deficit</b>	-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 29：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 6 月 23 日, 当前金银比 86.42, 环比回升 4.73。

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

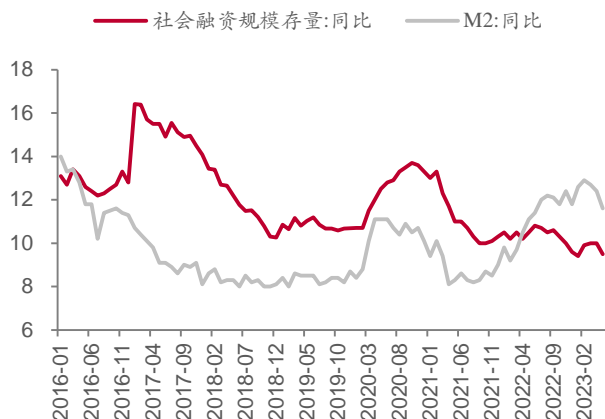
## 4. 基本金属: 国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑

### 4.1 基本金属: 国内社融逐步见底 VS 海外流动性收缩周期

- **中央经济工作会议强调推动经济运行整体好转**: 中央经济工作会议指出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来”, 强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”, “推动经济运行整体好转”, 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。春节前后及期间, 各地方政府“提经济稳增长”1 号文纷纷发布, 也让我们对 2023 年国内经济有了更强的信心。

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



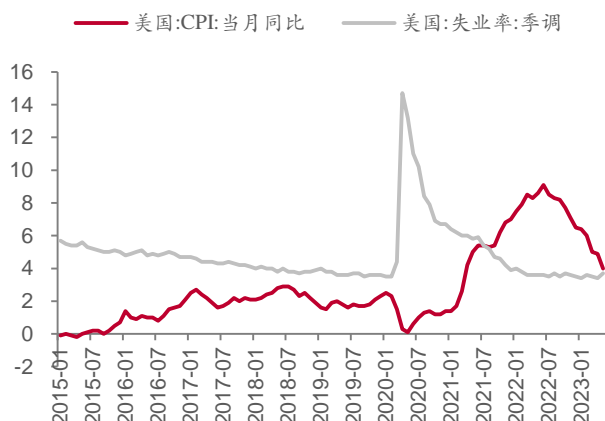
来源: Wind, 中泰证券研究所

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年推动经济稳健提质政策措施
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

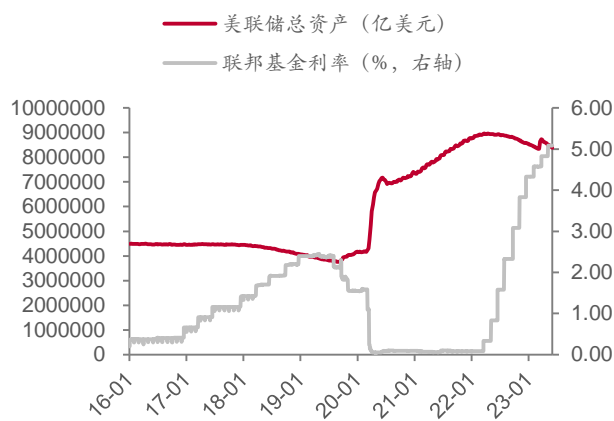
■ 但海外正处于流动性收缩周期的起点位置, 伴随着通胀的快速上行及就业的持续恢复, 以及海外对防疫政策的躺平, 未来收水也成为了必然, 因为疫情带来海外无限量 QE 及低利率环境正逐步退潮, 而伴随着流动性的退潮, 终端的投资需求也将受到一定影响。

图表 34: 美国通胀韧性仍存 (%)



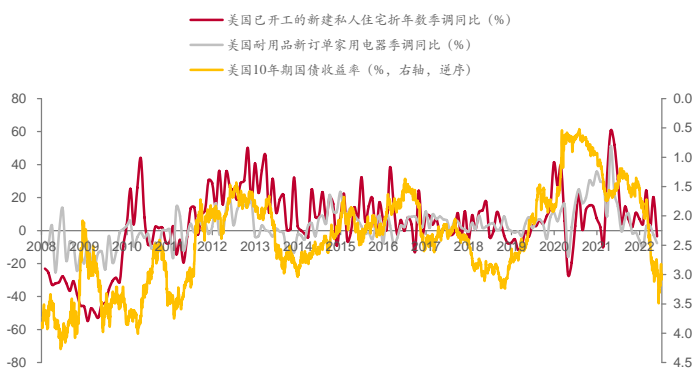
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 35: 海外宽松环境正逐步退潮 (%)



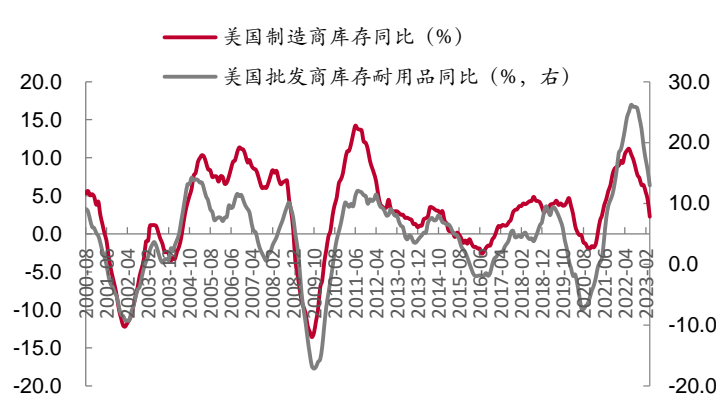
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 美债利率与耐用品消费周期显著负相关



来源: Wind, 中泰证券研究所

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

- 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, 俄罗斯钽、锑、钒、铂、钛、镍、黄金等金属在全球供给上占比均超 10%, 其中钽和锑产量占比均在 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 38: 俄罗斯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
钽	43%	37%
锑	23%	23%
钒	19%	17%
铂	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

**图表 39: 乌克兰有色金属品种产量在全球的占比**

	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: 云南开放电力负荷复产, 节后国内铝社库存存累库预期

- **云南电解铝企业复产。**周内云南电力部门放开 419 万千瓦负荷电力用于省内电解铝企业复产, 省内多家企业均开始通电启槽, 但鉴于丰水期时间有限, 电力前景不明朗, 企业在短期充足的电力条件下复产工作安排较为理性, 短期难有大量复产产量贡献。
- **本周新增复产产能 14 万吨。**截至 2023 年 6 月 15 日, 2023 年中国电解铝总复产规模 355.7 万吨, 本周新增复产产能 2 万吨, 国内累计已复产 132.5 万吨, 待复产 215 万吨, 预期年内还可复产 129.8 万吨, 预期年内最终实现复产累计 262.5 万吨。

**图表 40: 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
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	4.5	0	2023 年	4.5	4.5	4.5
广西	广西来宾银海铝业有限公司	19	19	2023 年一季度	0	0	19
广西	广西苏源投资股份有限公司	10	10	2023 年一季度	0	0	10
四川	四川启明星铝业有限责任公司	2.5	0	2023 年 4 月	2.5	2.5	2.5
四川	阿坝铝厂	11	8.5	2023 年 1 月	2.5	2.5	11
四川	眉山市单眉启明星铝业有限公司	2.5	0	2023 年 4 月	2.5	2.5	2.5

四川	广元中孚高精铝材有限公司	20	20	2023 年 2 月	0	0	20
四川	广元弘昌晟铝业有限责仸公司	3.5	3.5	2023 年 3 月	0	0	3.5
贵州	遵义铝业股份有限公司	28	16	2023 年 3 月	12	12	28
贵州	贵州华仁新材料有限公司	28	28	2023 年 2 月	0	0	28
贵州	安顺市铝业有限公司	8	0	2023 年二季度	0	0	0
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限责仸公司	4	3.2	2023 年 3 月	0.8	0.8	4
云南	云铝集团	123.2	1	2023 年二季度	122.2	60	123.2
云南	云南神火铝业有限公司	36	0	2023 年二季度	36	20	20
云南	云南宏泰新型材料有限公司	18	0	2023 年二季度	18	18	18
云南	云南其亚金属有限公司	14	0	2023 年二季度	14	7	7
河南	河南豫港龙泉铝业有限公司	11	11	2023 年 3 月	0	0	11
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	12.5	12.5	2023 年二季度	0	0	12.5
总计		355.7	132.5		215	129.8	262.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

- 本周电解铝无新增投产产能。截至 2023 年 6 月 15 日，2023 年中国电解铝已建成待投产产能 138 万吨，2023 年国内已投产 37.7 万吨，预期年内还可投产共计 45 万吨，预期年度最终实现累计 82.7 万吨。

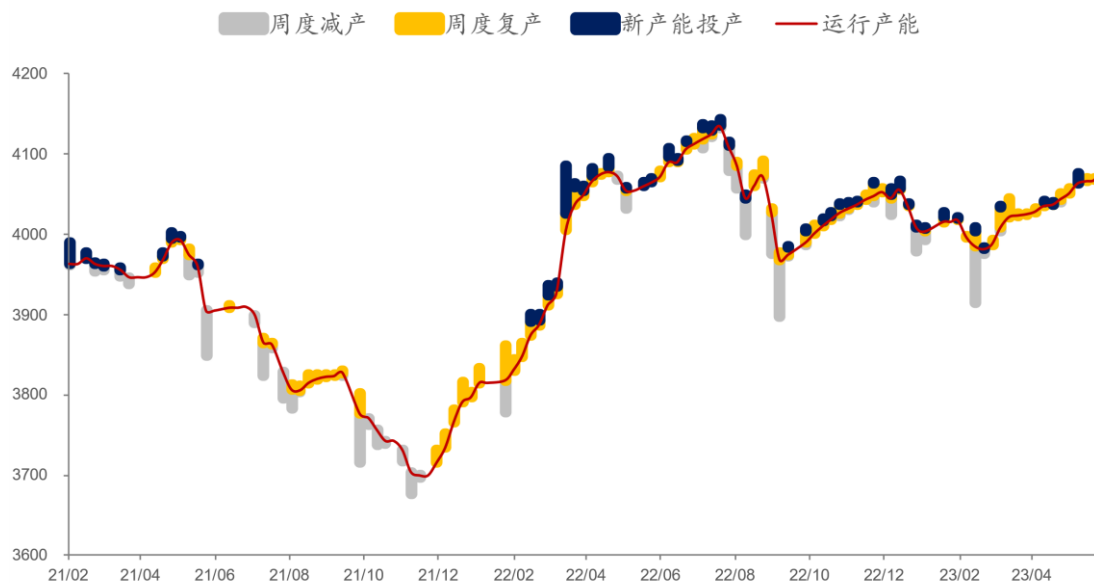
**图表 41：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）**

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
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	11.2	11.2	2023 年 1 月	0	0	11.2
内蒙	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责仸公司	26	6	2023 年 1 月	20	20	26
古	铝电分公司						
云南	云南宏泰新型材料有限公司	108	0	2023 年二季度	108	15	15
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	12.5	12.5	2023 年二季度	0	0	12.5
贵州	贵州元豪铝业有限公司	10	8	2023 年 1 月	0	0	8
贵州	贵州华仁新材料有限公司	10	0	2023 年三季度	10	10	10
总计		177.7	37.7		138	45	82.7

资料来源：百川、中泰证券研究所

- 本周电解铝运行产能上升 14.2 万吨。截止 2023 年 6 月 15 日，国内电解铝运行产能达 4082 万吨。

**图表 42：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）**

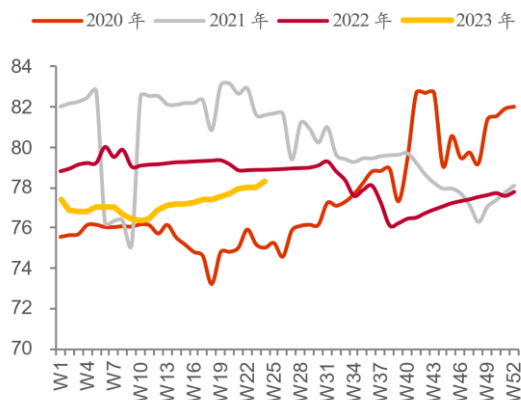


来源：百川、中泰证券研究所

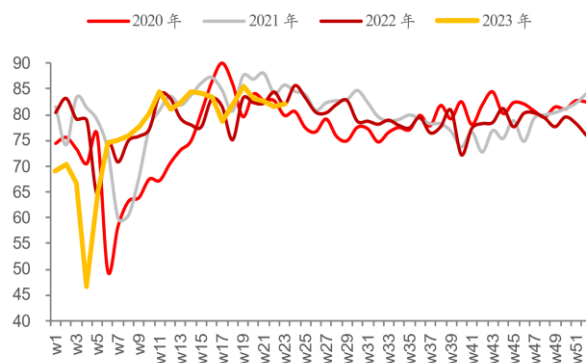
- **供应较为稳定。**根据百川，本周电解铝产量 78.28 万吨，环比增加 0.35%，产量较为稳定。

图表 43：电解铝周度产量（万吨）

图表 44：国内电解铝周度需求（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所



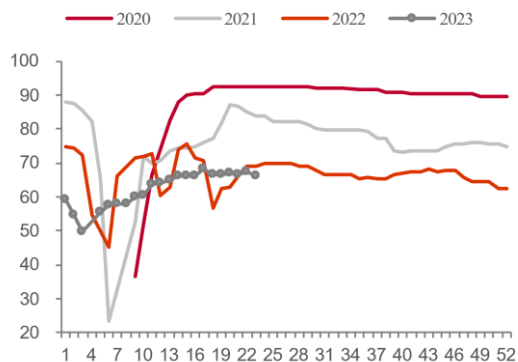
来源：百川、中泰证券研究所

- **铝加工板块开工率普遍下降：**截止 2023 年 6 月 15 日，铝型材开工率为 66.0%，环比下降 2.22%，同比下降 4.62%。铝线缆开工率为 58.4%，环比下降 1.02%，同比上升 0.69%。铝板带开工率为 74.4%，环比持平，同比下降 8.15%。铝箔开工率为 79.7%，较上周下降 0.75%，同比下降 2.09%。

图表 45：铝型材开工率（%）

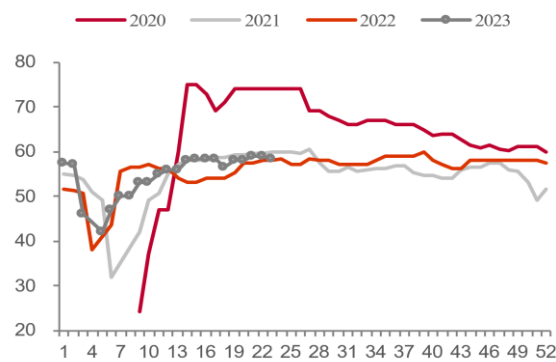
图表 46：铝线缆开工率（%）





来源：百川，中泰证券研究所

图表 47：铝板带开工率（万吨）

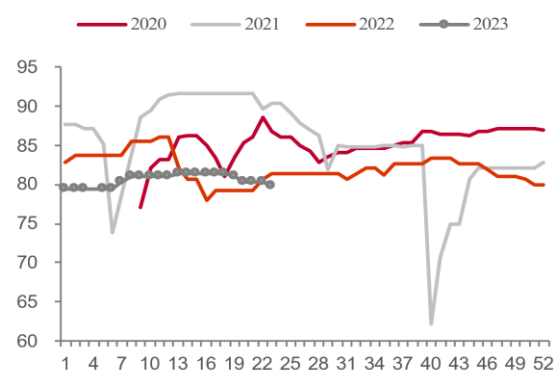


来源：百川，中泰证券研究所

图表 48：铝箔开工率（%）



来源：百川，中泰证券研究所

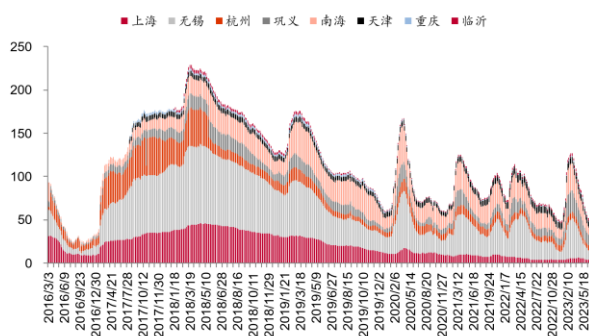


来源：百川，中泰证券研究所

- **铝锭库存周度降幅0.2万吨**: SMM统计国内电解铝社会库存51.8万吨，环比减少0.2万吨。考虑到云南地区的复产预期正式落地，以及近期新疆、西南、华北等货源或将有所补充，到货压力有增加，铝锭的去库速度或将趋缓。海外方面，截至6月23日，LME铝库存为54.10万吨，环比减2.81万吨。

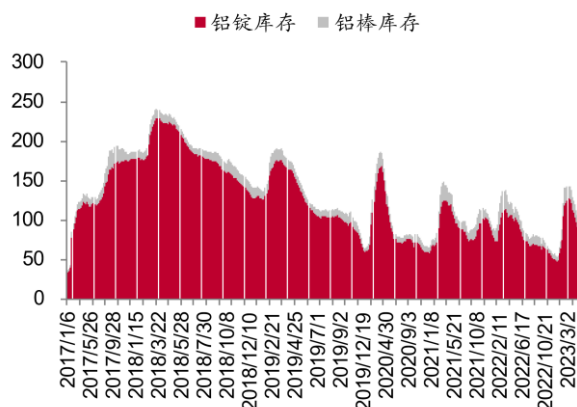
图表 49：国内电解铝社会库存走势（万吨）

图表 50：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）



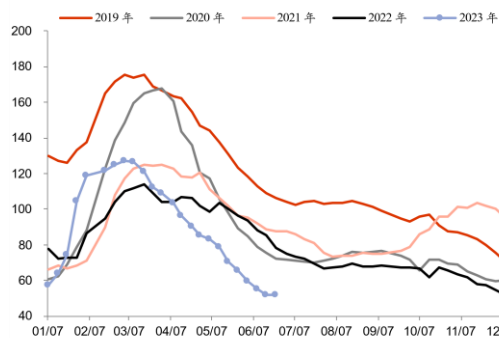
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 51：国内电解铝年度社会库存走势对比（万吨）

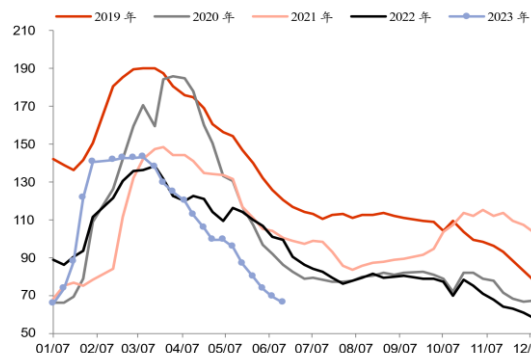


来源：SMM，中泰证券研究所

图表 52：国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比（万吨）



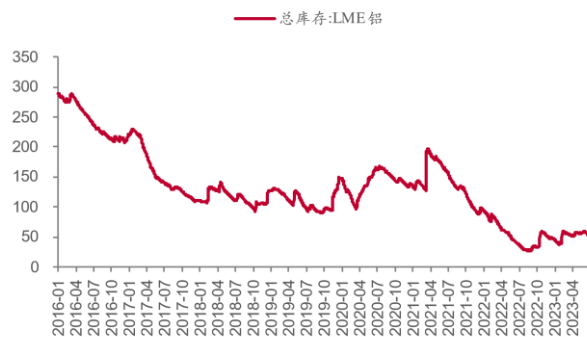
来源：SMM，中泰证券研究所



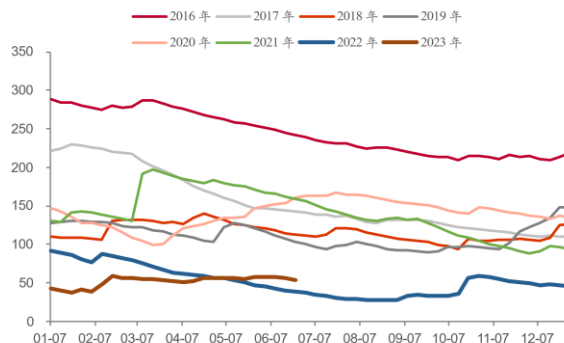
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 53: LME 铝期货库存变动 (万吨)

图表 54: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)



来源：Wind，中泰证券研究所



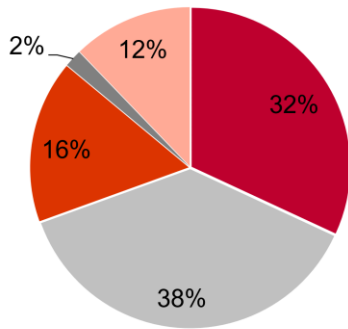
来源：Wind，中泰证券研究所

■ 国内电解铝成本持续下跌，铝价回升行业盈利走扩。截至 6 月 21 日，氧化铝价格 2800 元/吨，环比下降 0.53%，氧化铝成本 2849 元/吨，环比上升 0.28%，吨毛利-49 元/吨，环比下降 23 元/吨。预焙阳极方面，本周周内均价 5004 元/吨，较上周持平，考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4772 元/吨，环比上升 5.3%，周内平均吨毛利 232 元/吨，环比下降 240 元/吨；如果不考虑原料库存，阳极周内平均成本 4763 元/吨，环比下降 0.98%，周内平均吨毛利 241 元/吨，环比上升 47 元/吨。对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 15125 元/吨，环比下降 0.26%，长江现货铝价 18840 元/吨，环比上升 1.40%，吨铝盈利 2466 元，环比上升 199 元/吨。具体走势如下：

图表 55: 电解铝的完全成本构成

图表 56: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)

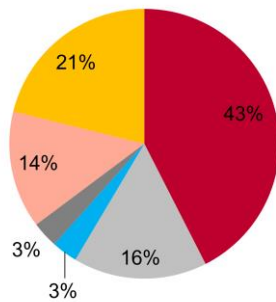
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 57: 氧化铝生产成本构成

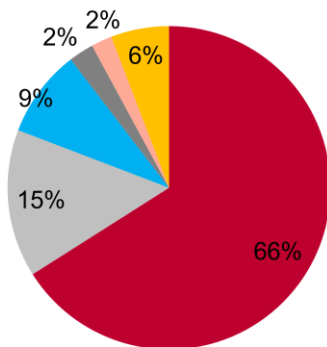
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



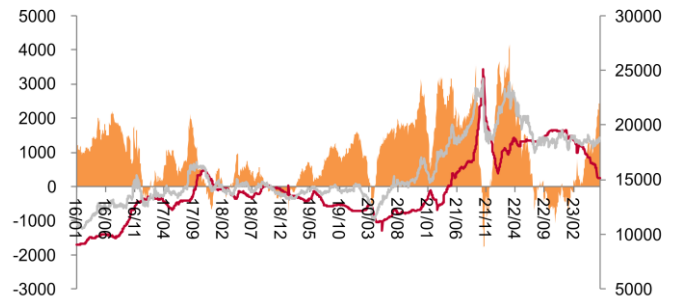
来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 59: 预焙阳极生产成本构成

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



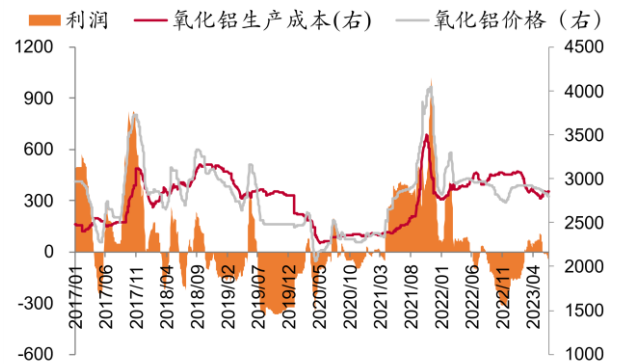
■ 利润 ■ 完全成本 (右轴) ■ 长江现货价格 (右轴)



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 58: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 60: 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

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 61：预焙阳极成本、利润情况（元/吨）（不考虑原料库存）**

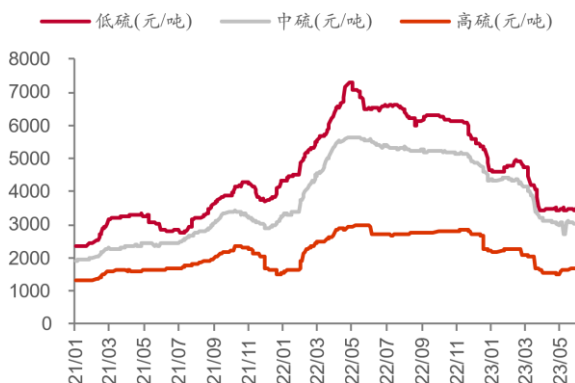


来源：SMM，中泰证券研究所

注：不考虑企业原料库存影响，采用原料现货价格

- **石油焦价格涨跌互现。**截止 6 月 21 日，低硫石油焦价格为 3479.46 元/吨，周环比上升 0.96%，同比下降 46.68%。中硫石油焦价格为 3004.15 元/吨，周环比下降 1.21%，同比下降 44.83%。高硫石油焦价格为 1681.54 元/吨，较上周持平，同比下降 37.99%。

**图表 62：石油焦价格（元/吨）**

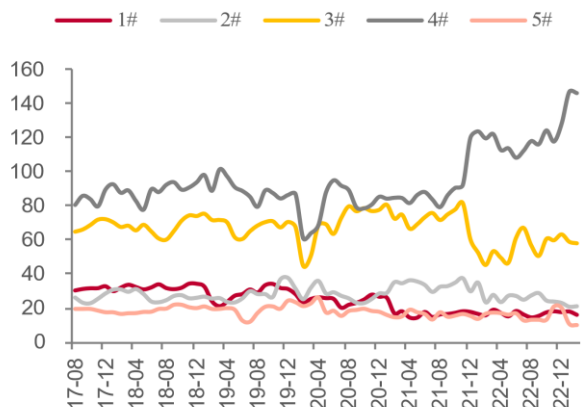


来源：Wind、中泰证券研究所

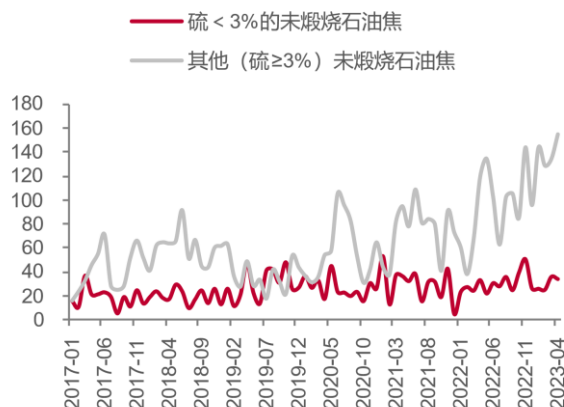
- **石油焦供应结构持续分化。**4 月国内 1#-5#石油焦总产量 257.1 万吨，同比增加 16.79%，环比减少 2.43%，其中 1#石油焦同比增加 6.84%，环比增加 4.49%，2#石油焦同比减少 46.60%，环比减少 26.33%，3#石油焦同比增加 24.42%，环比减少 8.97%。进口方面，4 月硫<3%的未煅烧石油焦进口 34 万吨，同比增加 3%，环比减少 5%，其他未煅烧的石油焦进口 154.9 万吨，同比增加 30%，环比增加 15%。

**图表 63：国内石油焦月度产量（万吨）**

**图表 64：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

- **石油焦库存下降。**截至6月16日，国内石油焦库存总量9.92万吨，同比下降2.27%，环比下降7.03%。截至4月14日，14座港口合计库存402.35万吨，同比增加46.58%，环比增加6.95%。

图表 65：国内石油焦库存（万吨）

图表 66：石油焦 14 座港口合计库存（万吨）



来源：钢联、中泰证券研究所

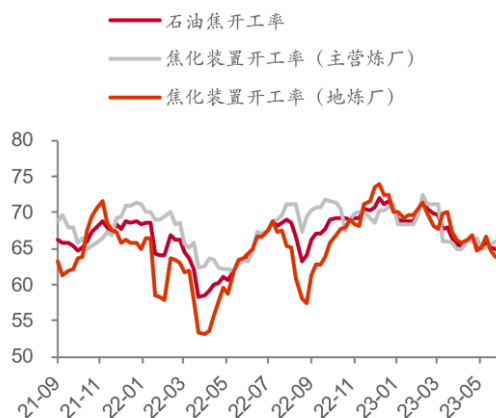


来源：钢联、中泰证券研究所

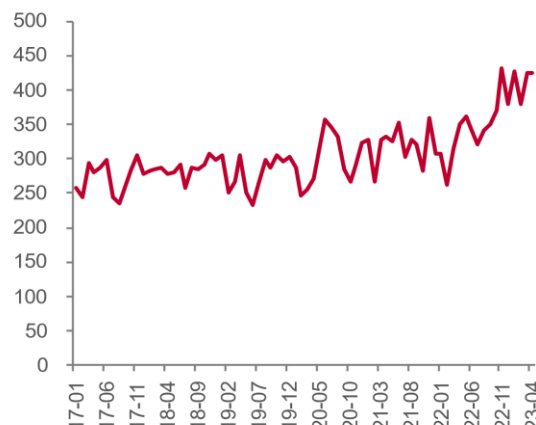
- **开工率持续下降，消费量较为稳定。**截至6月16日，国内石油焦开工率为64.95%，环比下降0.31%，其中主营炼厂焦化装置开工率为65.92%，环比上升0.53%，地炼厂焦化装置开工率为63.79%，环比下降1.35%。国内石油焦4月表观消费量424.8万吨，与上月持平，同比增加21.20%。

图表 67：国内石油焦开工率（%）

图表 68：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

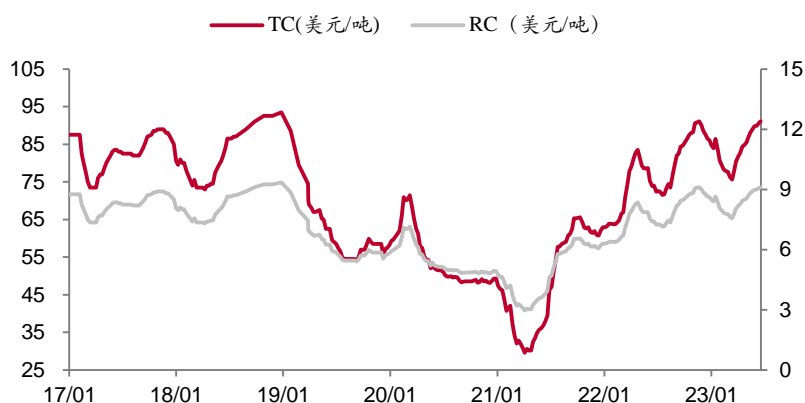


来源：钢联、中泰证券研究所

#### 4.3 铜: SMM 进口铜精矿指数有所回升

- **韩冶炼厂年中长单谈判落地 多空因素交织干扰下半年 TC。**截止本周三（6月21日）SMM 进口铜精矿指数（周）报 91.1 美元/吨，较上期 6 月 16 日指数增加 0.55 美元/吨。周内 SMM 了解到现货市场存在冶炼厂与贸易商 8 月份装期 TC92 美元的 20000 吨干净矿成交，目前冶炼厂对 8 月份装期的干净矿询盘加工费在 90 美元中位，贸易商对 8 月份装期的干净矿报盘加工费在 80 高位。20%品位内贸矿计价系数为 88.5%-89.5%。

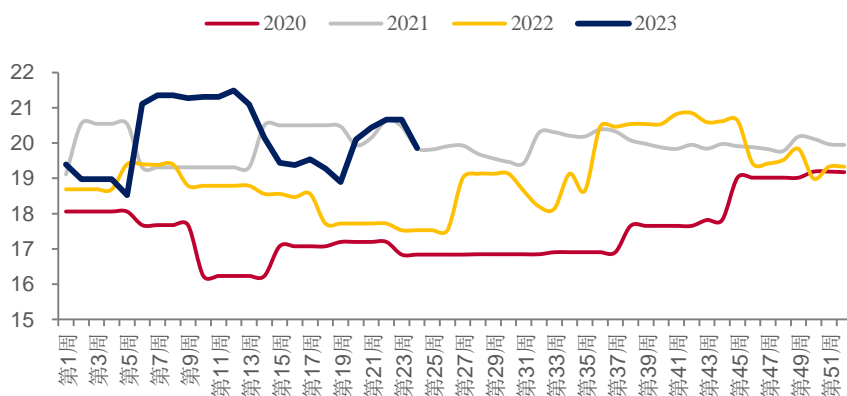
**图表 69: 铜矿 TC/RC**



来源: SMM, 中泰证券研究所

- **供给端, 中国 5 月精炼铜(电解铜)产量为 109.5 万吨, 同比增加 12.9%。**1-5 月精炼铜(电解铜)产量为 520.4 万吨, 同比增加 12.1%。

**图表 70: 电解铜周度产量(万吨)**



来源: 百川, 中泰证券研究所

**图表 71: 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	15(新线)	20(新线)	2023 年 2 月 1	2023 年 2 月	粗炼	27 天	0.5	0.55



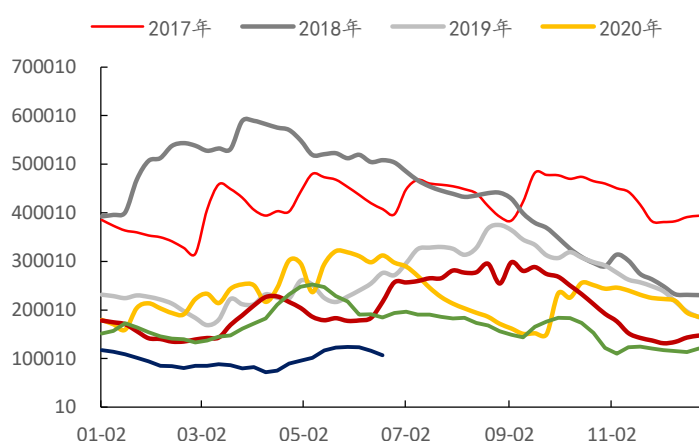
限公司			日	27 日				
大冶有色金属集团控股有 限公司	30	60	2023 年 3 月 20 日	2023 年 8 月 中下旬	粗炼	123 天 左右	10	
青海铜业责任有限公司	10	15	2023 年 4 月	2023 年 4 月	粗炼	20 天左 右	1	0.85
铜陵金冠(奥炉)	20	33	2023 年 4 月 25 日	2023 年 5 月 25 日	粗炼	35 天	2	
新疆五鑫铜业有限责任公 司	10	20	2023 年 4 月 10 日	2023 年 4 月 20 日	粗炼	10 天	0.3	0.3
江西铜业(本部)	55	100	2023 年 4 月 7 日	2023 年 4 月 28 日	粗炼	25-30 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	0
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	
山东恒邦冶炼股份有限公 司	20	25	2023 年 5 月中 旬	2023 年 6 月 中旬	粗炼	30 天	2.5	
国投金城冶金有限责任公 司	10	10	2023 年 5 月下 旬	2023 年 6 月 下旬	粗炼	30 天	1	0.5
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	0.4
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	
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	0.2
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	1	
东营方圆	40	70	2023 年 6 月初	2023 年 6 月	粗炼	20 天	0.5	
赤峰金峰铜业有限公司	40	40	2023 年 5 月	2023 年 8 月	粗炼	70 天左 右	2.5	
金川集团(本部)	35	60	2023 年 6 月中 下旬	2023 年 8 月	粗炼	45 天	3	
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	
安徽友进冠华新材料科技 股份有限公司	10	0	2023 年 9 月	2023 年 9 月	粗炼	30 天	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	
金隆铜业有限公司	32	45	2023 年 9 月	2023 年 10 月	粗炼	28 天	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	
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2023 年 9 月	2023 年 9 月	粗炼	30 天	2	
豫光金铅	10	15	2023 年 10 月	2023 年 10 月	粗炼	25 天	0.8	

资料来源: SMM、中泰证券研究所

■ **库存变化: 社会库存方面**, 截至 6 月 21 日, 上海、江苏、广东三地社

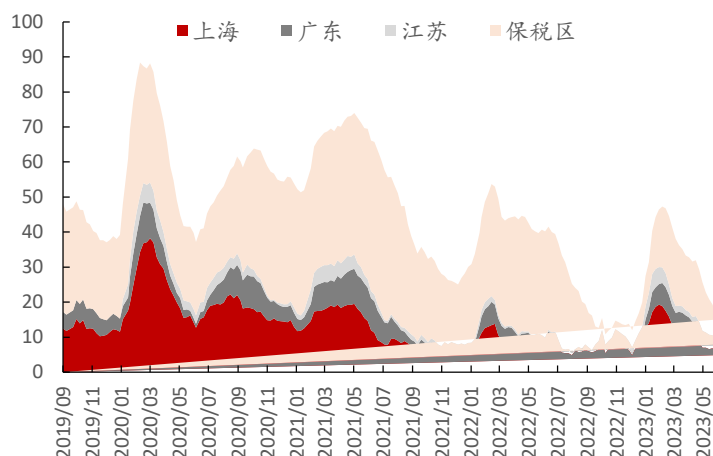
会库存 7.89 万吨，较上周去库 1.07 万吨。据 SMM 调研了解，本周三（6 月 21 日）国内保税区铜库存环比（6 月 16 日）减少 0.7 万吨至 7.19 万吨。其中广东保税库环比持平；上海保税库环比下降 0.70 万吨至 7.19 万吨。本周对沪铜近月进口比价依然亏损至千元每吨附近，但在内贸高升水的加持下，对沪铜现货亏损缩窄，曾给予市场一定出货机会。另外前期锁住进口利润的持货商仍在不断地搬运货物至国内市场，而端午节后虽将迎来月底进口铜集中到港，但多数货源直接清关至国内市场，预计国内保税库仍将为维持去库状态。**海外库存（期货）方面**，截止 6 月 23 日，LME+COMEX 铜库存量 106745.82 吨，环比减少 9657.6 吨。

图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

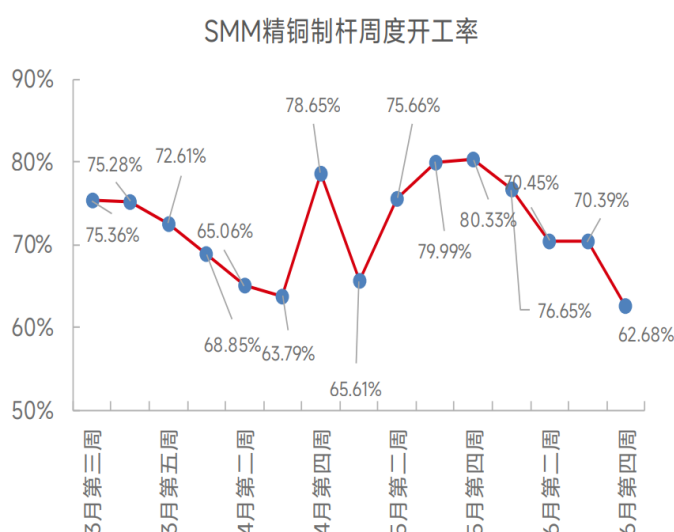
图表 73: 上海广东及保税区社会库存变动 (吨)



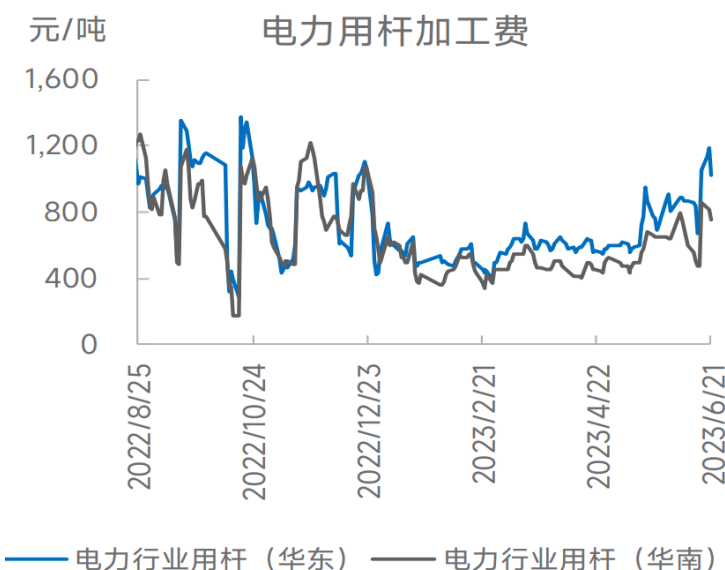
来源: SMM, 中泰证券研究所

- **铜价重心回升订单降温明显，后市铜杆消费显露压力。**电线电缆方面，本周铜价重心持续上抬，线缆企业近期新增订单呈现下滑趋势，持续上涨的铜价令线缆企业开工积极性下降。漆包线方面，市场仅存刚需采购，订单量未见起色。本周国内主要精铜杆企业周度开工率为 62.68%，较上周回落 7.71pcts。

图表 74: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)



图表 75: 铜电力用杆加工费



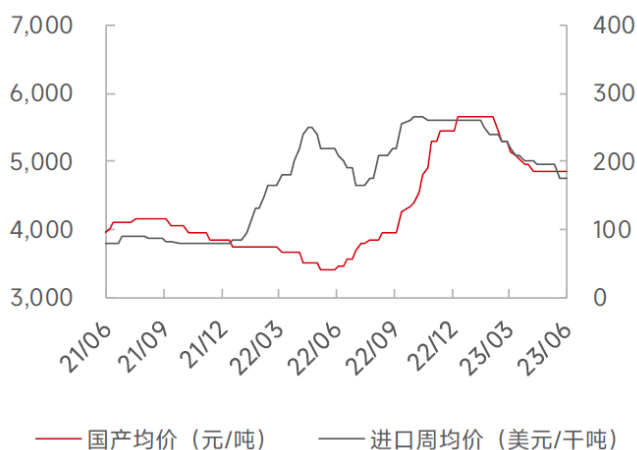
来源: SMM, 中泰证券研究所

来源: SMM, 中泰证券研究所

#### 4.4 锌: 内外盘锌价偏弱运行

- 本周加工费持稳为主, 由于进口比价下行, 利润空间压缩, 国内冶炼厂有意上调加工费, 然矿山让利意愿不足, 暂时平稳观望为主。

图表 76: 国产及进口锌精矿加工费对比



来源: SMM, 中泰证券研究所

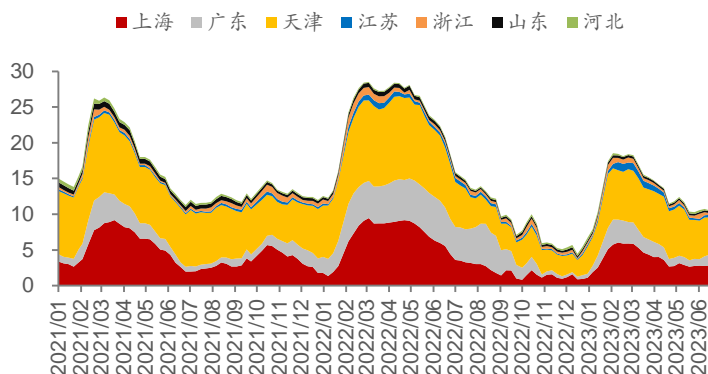
图表 77: 国产锌精矿分地区加工费

	2023/6/9	2023/6/16	2023/6/21	单位
国产(周)	4850	4850	4850	元/金属吨
进口(周)	175.0	175.0	175.0	美元/千吨
内蒙古	5050	5050	5050	元/金属吨
云南	4650	4650	4650	元/金属吨
湖南	5000	5000	5000	元/金属吨
广西	4950	4950	4950	元/金属吨
陕西	4800	4800	4800	元/金属吨
四川	4800	4800	4800	元/金属吨
甘肃	5000	5000	5000	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

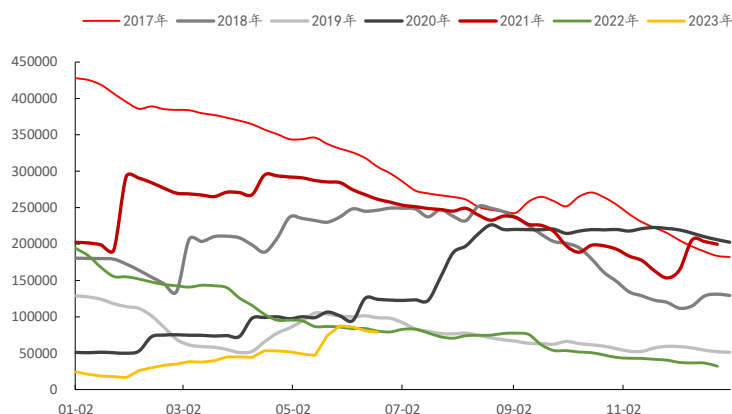
- 库存变化: 据 SMM 调研, 截至本周三(6月21日), SMM 七地锌锭库存总量为 10.53 万吨, 较上周五(6月16日)下降 0.21 万吨, 较本周一(6月19日)下降 0.33 万吨, 国内库存录减。周内库存小幅去库, 上海地区出入库变动不大; 广东地区因下游备库, 出货量增加, 库存下降; 天津地区到货正常, 下游企业大厂放假较少, 端午放假备货增多, 带动库存下降明显。总体来看, 原沪粤津三地库存下降 0.28 万吨, 全国七地库存下降 0.33 万吨。LME 方面, 本周伦锌库存有所回落, 截至 6 月 23 日, 伦锌库存量 78775 吨, 较上周减少 2200 吨。

图表 78: 国内锌七地库存(万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 79: LME 锌库存变动趋势(吨)

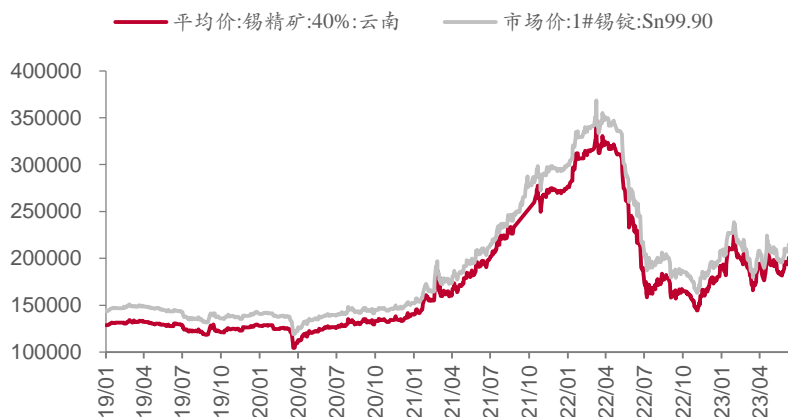


来源: Wind, 中泰证券研究所

#### 4.5 锡: 精锡矿价格有所回升, 锡锭价格有所回落

- 本周精锡矿价格有所回升，锡锭价格有所回落。截止 6 月 23 日，锡精矿（40%云南）报价 205,250 元/吨，环比上涨 0.12%；锡锭（1#Sn99.90）报价 218,660 元/吨，环比下跌 0.09%。

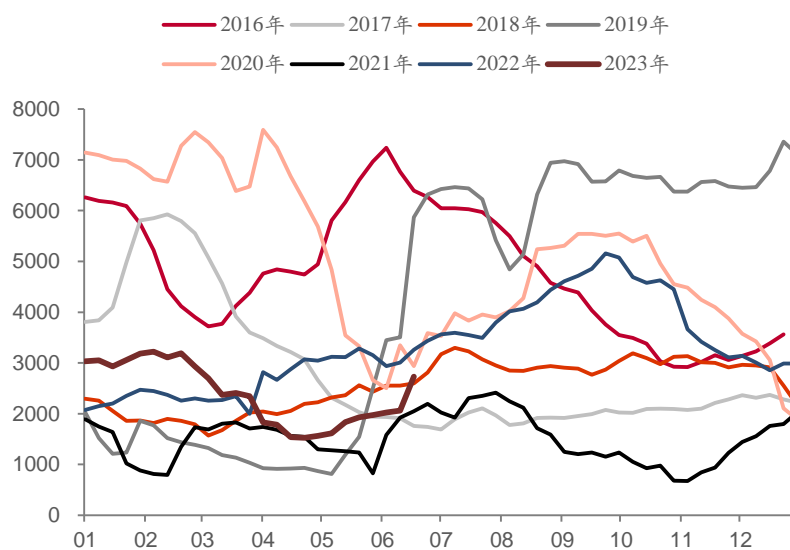
图表 80：锡价格走势



来源：wind、中泰证券研究所

- 库存方面，截止 6 月 23 日，伦锡库存 2730 吨，与上周相比回升 670 吨。

图表 81：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

- 贵金属上行趋势延续，本周美国地产数据超预期，同时美联储表态偏鹰，金价承压下行，但初请失业金人数连续三周超预期上行，中期看美国经济的周期性回落难以避免，预计金价调整空间有限，而海外频发的银行破产危机本质上是对美联储持续加息尾部风险的确认，成为美联储进一步加息新的约束条件，并促使其提前进入降息周期，贵金属已进入降息预期驱动的主升阶段，持续重视板块内高成长及资源优势突出标的的投资机会。
- 基本金属恰处布局良机，本周国内下调 1 年期和 5 年期 LPR 各 10BP，政策利好持续兑现，同时铜铝等基本金属整体延续去库趋势，需求仍有支撑，

但美元指数走高压制金属价格。按照历史平均 40 个月左右的周期长度来看，全球经济高位下行时间已过半，随着美联储逐步进入降息周期以及国内经济复苏趋势渐明，支撑全球经济走出底部，基本金属正处布局良机。

## 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
<b>股票评级</b>	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
<b>行业评级</b>	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。