

评级： 增持（维持）

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

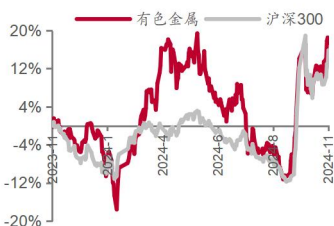
执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq07@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	134
行业总市值(亿元)	29,974.12
行业流通市值(亿元)	28,188.47

行业-市场走势对比



相关报告

- 《需求超预期，锂价反弹》2024-11-11
- 《北方稀土挂牌价环比继续提升》2024-11-04
- 《【中泰有色】战略看多系列-铝，供应刚性、资源重估》2024-11-01

报告摘要

■ **【本周关键词】：国内推出化债组合拳、黄金ETF持仓回落**

■ **投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周，特朗普交易落地，美元指数走高，黄金ETF持仓量有所回落，中长期看，美国远端国债实际收益率处于2%左右历史高位，高利率下美国经济压力逐步显现，而全球信用格局重塑的趋势不变，贵金属价格长期上行趋势不变。

2) **大宗金属**：本周，需求步入淡季，国内增量逆周期政策陆续出台，内盘商品价格显著强于外盘。在长期供需格局重塑背景下，大宗金属价格进一步下行的空间有限，随着国内外政策同步转向，行业有望迎来景气上行周期。

■ **行情回顾：大宗金属涨跌互现**：1) 周内，LME铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-1.1%、0.9%、-0.7%、-2.7%、-0.1%、1.2%，SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为0.8%、4.3%、0.3%、0.6%、1.9%、4.5%；2) COMEX黄金收于2694.8美元/盎司，环比下跌1.98%；COMEX白银收于31.45美元/盎司，环比下跌3.76%；3) 本周有色行业指数跑赢市场，申万有色金属指数收于4,894.26点，环比上涨3.47%，跑输上证综指2.04个百分点，从子板块来看，能源金属、金属新材料、小金属、工业金属、贵金属的涨跌幅分别为6.98%、6.93%、4.43%、3.28%、-3.66%。

■ **宏观“三因素”总结：国内逆周期政策持续发力、美联储继续降息**。具体来看：

1) **国内经济数据仍待进一步提升**：国内10月CPI同比0.3%、环比降低0.1个百分点，非食品CPI同比-0.3%、环比走低0.1个百分点，全部工业品PPI同比-2.9%、环比走低0.1个百分点。随着逆周期政策的不断发力，复苏动能有望持续提升。

2) **美国经济数据保持韧性**：本周美联储降息25BP、符合预期，美国初请失业金人数22.1万人（预期22.1万人），续请失业金人数189.2万人、环比走高3.9万人。

3) **欧元区10月PMI回升**：本周披露10月欧元区制造业PMI 46、环比+1.0，服务业PMI 51.6、环比+0.2。九月份欧盟27国失业率季调5.9、环比持平。

4) **十月全球制造业环比持平**：10月全球制造业PMI为48.8，环比持平，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：特朗普交易落地，贵金属价格高位回落**

周内，美联储按预期降息25bp，同时特朗普交易落地，叠加美元走高，贵金属价格高位回落。十年期美债实际收益率1.95%，环比走低9BP，实际收益率模型计算的残差1854美元/盎司，环比-19.0美元/盎司。目前美国十年期国债实际收益率处于2%左右的历史高位，高利率下美国经济上行风险较低，而全球信用格局重塑将支撑金价上行至新高度。

■ **大宗金属：基本金属交易逻辑各异，品种间价格走势不一**

周内，基本金属交易逻辑各异，品种间价格走势不一。

1、对于电解铝，国内铝市场利多因素集中，铝价走强

供应方面，本周中国电解铝行业减产、复产、新投产互现，减产体现在广西、河南地区，复产体现在贵州地区，新投产体现在贵州、新疆地区。整体来看，本周中国电解铝行业供应较上周少量减少。截至目前，本周电解铝行业运行产能4367.10万吨，较上周减少1.7万吨，2024年3月后行业运行产能首次减少。**需求方面**，铝下游开工略有下滑，主因河南、河北、山东等省份多个地区启动重污染天气环保管控，区域内部分铝加工企业开工及运输受限，带动行业开工率出现下滑的情况。**库存方面**，国内铝锭库存62.6万吨，环比减少4万吨；国内铝棒库存25.54万吨，环比减少0.32万吨；国内铝锭+铝棒库存88.14万吨，环比减少4.32万吨；海外方面，截止10月25日，LME铝库存73.19万吨，环比下降0.43万吨。全球库存161.33万吨，环比下降4.75万吨。

1) 氧化铝价格 5391 元/吨, 比上周上升 70 元/吨, 氧化铝成本 2773 元/吨, 环比持平, 吨毛利 2317 元/吨, 环比上升 10.35%。

2) 预焙阳极价格 4300 元/吨, 环比持平; 考虑 1 个月原料库存影响, 即时成本 4368 元/吨, 周内平均吨毛利-68/吨; 不考虑原料库存, 预焙阳极即时成本 4441 元/吨, 环比上升 0.39%, 周内平均吨毛利-141 元/吨。

3) 除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业, 即时成本 20319 元/吨, 环比上升 2.93%, 长江现货铝价 21740 元/吨, 环比上涨 4.80%, 吨铝盈利 943 元/吨, 环比上升 42.21%。

总结来看, 目前国内铝市场利多因素集中, 成本端及低库存的强驱动仍在, 加上电解铝供应端出现零散的减产及复产放缓的消息扰动, 市场对铝市乐观情绪增长, 社会库存则受到运输影响, 现货流通偏紧的情况下, 近月合约空头避险情绪加重, 短期铝市偏强震荡为主。

2、对于电解铜, 美大选落地紧接联储降息周内铜价大幅震荡

供给方面, 11 月 8 日 SMM 进口铜精矿指数 (周) 报 10.45 美元/吨, 环比减少 0.64 美元/吨。需求方面, 随着传统旺季逐步迈入尾声, 下游采购较为谨慎。库存方面, 截至 11 月 8 日, LME 铜库存 27.24 万吨, 环比上升 0.10 万吨, 较去年同期增加 9.2 万吨。COMEX 库存环比上周增加 0.06 万吨至 8.90 万吨, 较去年同期增加 6.83 万吨。国内库存方面, 国内现货库存 25.24 万吨, 环比下降 1.55 万吨, 同比增加 16.13 万吨。全球库存总计 61.38 万吨, 环比下降 1.39 万吨。

总结来看, 随着未来贸易摩擦可能升级, 市场将继续关注特朗普政策的具体动向, 以及中国的潜在应对措施。

3、对于锌, 供应扰动持续叠加内需偏弱 锌价起伏不断

基本上虽然海外 LME0-3 正向结构扩大至 20 美元/吨以上, 但是大户持仓资金尚未撤离, 后续关注大户资金动向。国内虽然据 SMM 统计锌精矿七地港口库存维持在将近 20 万吨左右但正处冬储季节, 冶炼厂需求量增加, 加工费维持低位。同时冶炼端考虑到矿供应压力和冶炼利润倒挂, 11 月产量环比小幅下降。供应端紧缺延续, 但国内挤月差下, 内外比价快速拉涨, 精炼锌进口窗口即将开启, 后续进口量或有增加。在消费上没有较大矛盾下, 供应端对锌价有较大支撑。但下周即将交割, 近月贴水扩大下, 市场交仓量将有增加, 对锌价有一定抑制。整体来看锌价或延续高位运行。

4、对于钢铁, 国内外因素复杂交错, 博弈状态持续

需求下滑预期叠加钢厂年末惯例检修的情况下, 钢厂产量继续上升空间不足, 叠加利润存在收缩, 产量或逐步呈现下降趋势, 钢材基本面呈现走弱趋势, 但整体矛盾仍在累积的过程中, 短期市场关注或仍在于宏观方面。近日海外大选过程中, 市场对于哈里斯交易或特朗普交易存在不同观点, 市场波动较大, 而后出于对特朗普强硬政策的担忧, 市场整体有所走弱, 后期高层会议仍会对市场产生较大扰动, 关注明日会议结束后出台具体政策影响, 短期钢材价格或震荡运行。

- **风险提示:** 宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、金属价格波动风险、产业政策不及预期的风险、下游消费不及预期的风险、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	6
1.1 股市行情回顾：A股、美股整体回升.....	6
1.2 贵金属：特朗普交易落地，贵金属价格继高位回落.....	7
1.3 大宗金属：美元指数回升，价格整体回落.....	7
2.宏观“三因素”运行跟踪：复苏周期仍在延续	8
2.1 中国因素：价格数据仍处于底部.....	8
2.2 美国因素：美联储降息 25bp、美元走高.....	8
2.3 欧洲因素：欧元区 10 月 PMI 回升.....	10
2.4 全球因素：10 月全球制造业 PMI 环比持平.....	10
3.贵金属：长期上升趋势不变	10
3.1 流动性压力已过，上行趋势延续.....	10
3.2 黄金 ETF 持仓环比回落，COMEX 非商业多头结构延续.....	12
3.3 金银比回升至高位区间.....	13
4.大宗金属：供需紧平衡格局难以改变	15
4.1 铝：国内铝市场利多因素集中，铝价走强.....	15
4.2 铜：美大选落地紧接联储降息周内铜价大幅震荡.....	22
4.3 锌：供应扰动持续叠加内需偏弱 锌价起伏不断.....	26
4.4 钢铁：国内外因素复杂交错，博弈状态持续.....	28
5.投资建议：维持“增持”评级	32
6.风险提示	33

图表目录

图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	6
图表 2：周内子板块涨跌幅表现.....	6
图表 3：周内有色金属领涨个股.....	7
图表 4：周内有色金属领跌个股.....	7
图表 5：周内有色金属领涨个股.....	7
图表 6：周内有色金属领跌个股.....	7
图表 7：基本金属价格区间涨跌幅.....	8
图表 8：国内 CPI 当月同比 (%).....	8
图表 9：国内 PPI 当月同比 (%).....	8
图表 10：美联储降息 25bp (%).....	9
图表 11：美联储政策利率市场预期.....	9
图表 12：美国失业率季调 (%).....	9
图表 13：美国初请及续请失业金人数季调.....	9
图表 14：美国实际利率上行、通胀预期上行.....	9
图表 15：美元指数走势图.....	9
图表 16：欧元区 PMI 变动.....	10
图表 17：欧盟失业率季调 (%).....	10
图表 18：全球制造业与服务业 PMI.....	10
图表 19：高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司).....	11
图表 20：十年期美债收益率与联邦基金利率 (%).....	11
图表 21：通胀预期与真实收益率 (%).....	11
图表 22：十年期美债收益率与联邦基金利率 (%).....	12
图表 23：通胀预期与真实收益率 (%).....	12

图表 24:	黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)	12
图表 25:	COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)	12
图表 26:	COMEX 黄金净持仓情况 (张)	13
图表 27:	全球央行购金 (单位: 吨)	13
图表 28:	主要国家光伏发电平均成本快速降低	13
图表 29:	平价上网成为现实 (元/度)	13
图表 30:	白银供需平衡表预测 (吨)	14
图表 31:	光伏产业白银需求预测	14
图表 32:	金银比 (伦敦现货)	15
图表 33:	金银比修复行情历史复盘	15
图表 34:	电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	16
图表 35:	电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	16
图表 36:	国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	17
图表 37:	电解铝周度产量 (万吨)	17
图表 38:	国内电解铝月度表观需求 (万吨)	17
图表 39:	铝型材开工率 (%)	18
图表 40:	铝线缆开工率 (%)	18
图表 41:	铝板带开工率 (%)	18
图表 42:	铝箔开工率 (%)	18
图表 43:	国内铝锭总库存走势 (万吨)	19
图表 44:	国内铝棒总库存走势 (万吨)	19
图表 45:	国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)	19
图表 46:	国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	19
图表 47:	国内铝锭及铝棒总库存走势对比 (万吨)	19
图表 48:	国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	19
图表 49:	全球铝年度总库存走势对比 (万吨)	20
图表 50:	LME 铝期货库存变动 (万吨)	20
图表 51:	氧化铝运行产能 (万吨)	20
图表 52:	氧化铝库存 (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	21
图表 58:	预焙阳极成本、利润情况 (元/吨)	21
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:	铜矿 TC/RC	22
图表 61:	电解铜周度产量 (万吨)	23
图表 62:	中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	24
图表 63:	LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	25
图表 64:	境内及保税区社会库存变动 (万吨)	25
图表 65:	电解铜月度表观消费变动 (万吨)	25
图表 66:	电解铜社会库存变动 (万吨)	25
图表 67:	全球铜库存变动趋势 (万吨)	26
图表 68:	铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	26
图表 69:	电线电缆开工率 (%)	26
图表 70:	国产及进口锌精矿加工费对比	27
图表 71:	国产锌精矿分地区加工费	27
图表 72:	国内锌七地库存 (万吨)	27
图表 73:	LME 锌库存变动趋势 (吨)	27
图表 74:	镀锌开工率 (%)	28

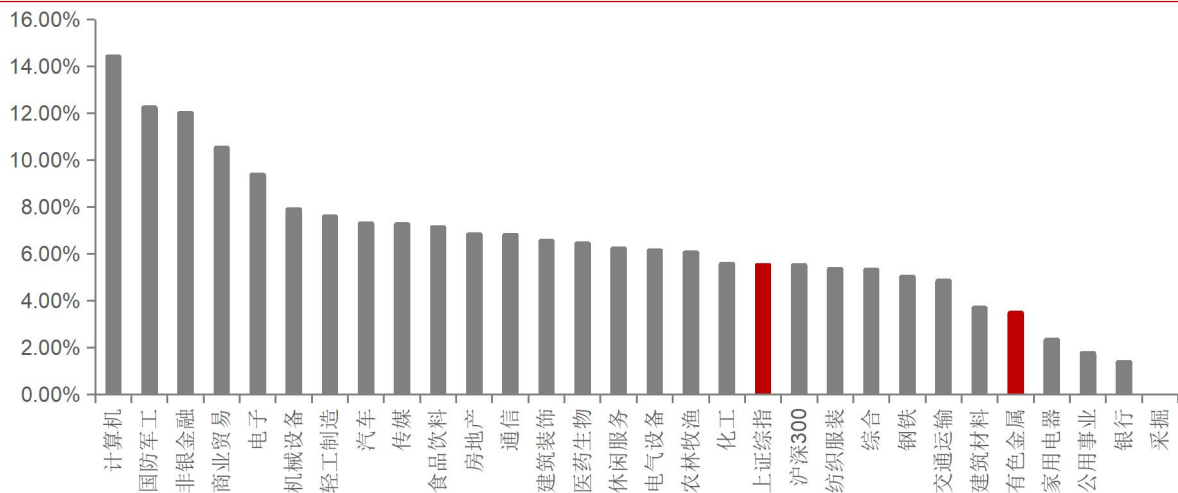
图表 75: 镀锌原料库存 (吨)	28
图表 76: 压铸锌开工率 (%)	28
图表 77: 压铸锌原料库存 (吨)	28
图表 78: 氧化锌开工率 (%)	28
图表 79: 氧化锌原料库存 (吨)	28
图表 80: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	29
图表 81: 本周库存波动对比 (万吨)	29
图表 82: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	29
图表 83: 五大品种周度产量合计 (万吨)	29
图表 84: 历年五大品种社库波动 (万吨)	30
图表 85: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	30
图表 86: 五大品种总表观消费量 (万吨)	30
图表 87: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	30
图表 88: 钢铁主要生产要素价格一览	31
图表 89: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)	31
图表 90: 中国铁矿石到港量 (万吨)	31
图表 91: 进口矿港口库存 (万吨)	31
图表 92: 进口矿钢厂库存 (万吨)	31
图表 93: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	32
图表 94: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	32
图表 95: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	32
图表 96: 中厚板毛利变化 (元/吨)	32

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：A股、美股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回落（道指↑4.61%，纳斯达克↑5.74%，标普↑4.66%）。
- 本周A股整体回升：上证指数收于3,452.3点，环比上涨5.51%；深证成指收于11,161.70点，环比上涨6.75%；沪深300收于4104.05点，环比上涨5.50%；申万有色金属指数收于4,894.26点，环比上涨3.47%，跑输上证综指2.04个百分点。

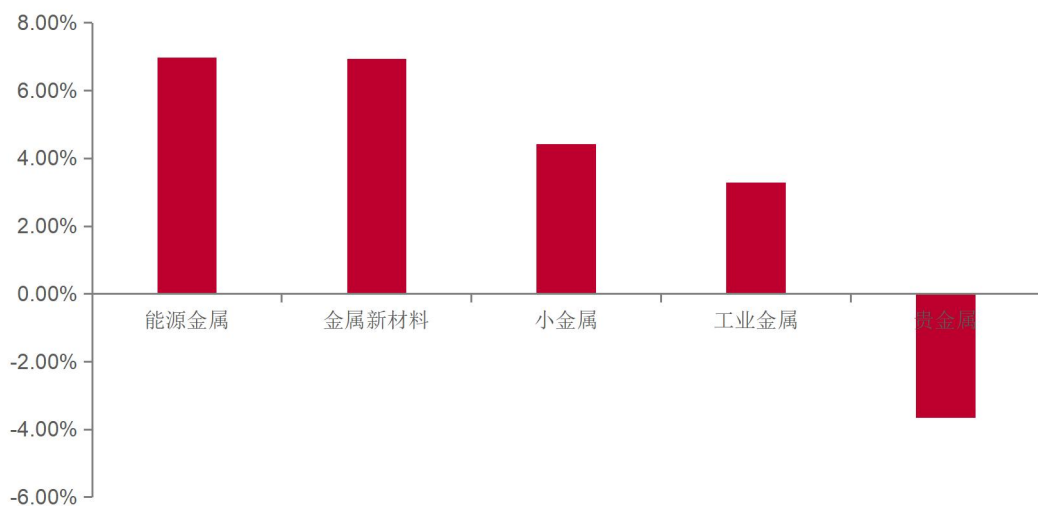
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：WIND，中泰证券研究所

- 从子板块来看，能源金属、金属新材料、小金属、工业金属、贵金属的涨跌幅分别为6.98%、6.93%、4.43%、3.28%、-3.66%。

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	2024.11.08 市 值 (亿元)	2024.11.01 市 值 (亿元)	周涨跌幅
000795.SZ	英洛华	150.44	93.30	61.2%
300127.SZ	银河磁体	104.80	70.70	48.2%
603399.SH	吉翔股份	61.12	46.28	32.1%
600110.SH	诺德股份	85.72	67.50	27.0%
688388.SH	嘉元科技	69.90	55.07	26.9%
603978.SH	深圳新星	45.76	36.32	26.0%
300337.SZ	银邦股份	157.73	130.03	21.3%
002806.SZ	华锋股份	24.25	20.50	18.3%
002824.SZ	和胜股份	53.20	45.08	18.0%
605376.SH	博迁新材	79.92	68.54	16.6%

来源：WIND，中泰证券研究所

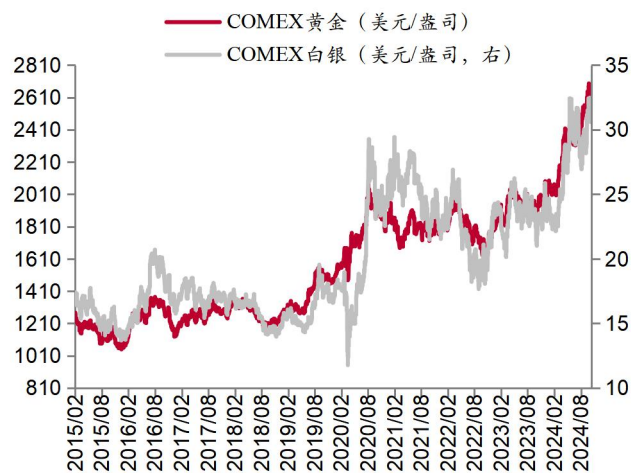
图表 4：周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.11.08 市 值 (亿元)	2024.11.01 市 值 (亿元)	周涨跌幅
300224.SZ	正海磁材	118.44	134.77	-12.1%
000603.SZ	盛达资源	95.97	106.46	-9.9%
002056.SZ	横店东磁	238.64	260.27	-8.3%
600489.SH	中金黄金	639.85	687.83	-7.0%
000975.SZ	山金国际	465.93	499.81	-6.8%
600988.SH	赤峰黄金	292.52	312.48	-6.4%
600961.SH	株冶集团	96.24	99.99	-3.8%
002645.SZ	华宏科技	48.79	50.42	-3.2%
002842.SZ	翔鹭钨业	18.22	18.83	-3.2%
300328.SZ	宜安科技	62.97	64.83	-2.9%

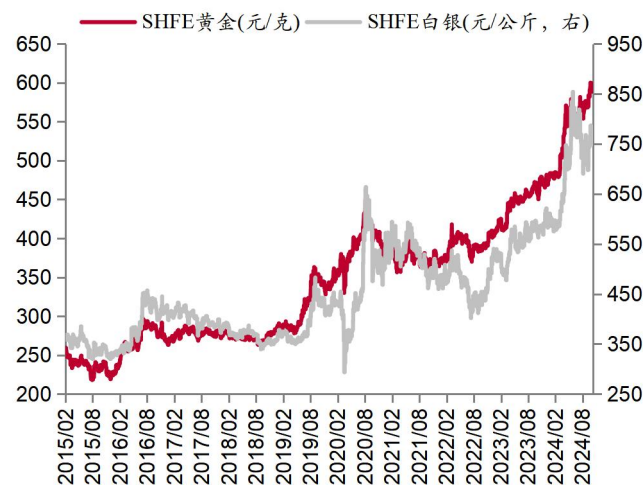
来源：WIND，中泰证券研究所

1.2 贵金属：特朗普交易落地，贵金属价格继高位回落

- 周内，特朗普交易落地，美元指数走高，贵金属价格高位回落。截至 11 月 8 日，COMEX 黄金收于 2694.8 美元/盎司，环比下跌 1.98%；COMEX 白银收于 31.45 美元/盎司，环比下跌 3.76%；SHFE 黄金收于 615.48 元/克，环比下跌 2.26%；SHFE 白银收于 7760 元/千克，环比下跌 2.56%。

图表 5：周内有色金属领涨个股


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 6：周内有色金属领跌个股


来源：WIND，中泰证券研究所

1.3 大宗金属：美元指数回升，价格整体回落

- 本周，需求步入季节性淡季，同时美元指数回升，基本金属价格整体回落。具体来看：LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-1.1%、0.9%、-0.7%、-2.7%、-0.1%、1.2%。

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	9,433	6,082	-1.1%	17.4%	55.1%	82.6%
	SHFE	77,100	48,020	0.8%	14.7%	60.6%	
铝	LME	2,627	1,794	0.9%	18.3%	46.4%	50.1%
	SHFE	21,690	14,100	4.3%	13.6%	53.8%	
铅	LME	2,024	1,988	-0.7%	-7.2%	1.8%	41.7%
	SHFE	16,890	14,850	0.3%	2.3%	13.7%	
锌	LME	2,984	2,373	-2.7%	16.5%	25.7%	55.5%
	SHFE	25,025	18,160	0.6%	15.5%	37.8%	
锡	LME	31,775	17,200	-0.1%	29.6%	84.7%	56.3%
	SHFE	260,760	137,340	1.9%	24.6%	89.9%	
镍	LME	16,310	13,375	1.2%	-5.1%	21.9%	35.6%
	SHFE	129,580	105,850	4.5%	-7.6%	22.4%	

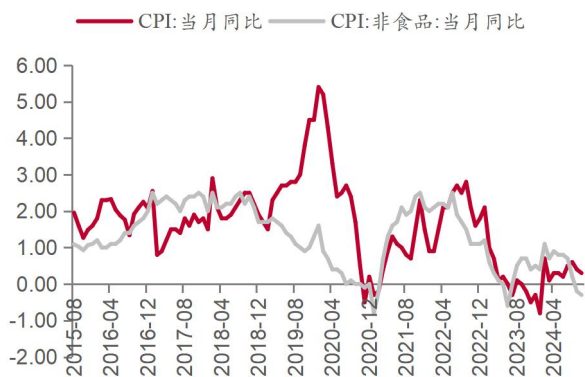
来源：WIND，中泰证券研究所，注：LME 金属单位为美元/吨，SHFE 金属单位为元/吨。

2.宏观“三因素”运行跟踪：复苏周期仍在延续

2.1 中国因素：价格数据仍处于底部

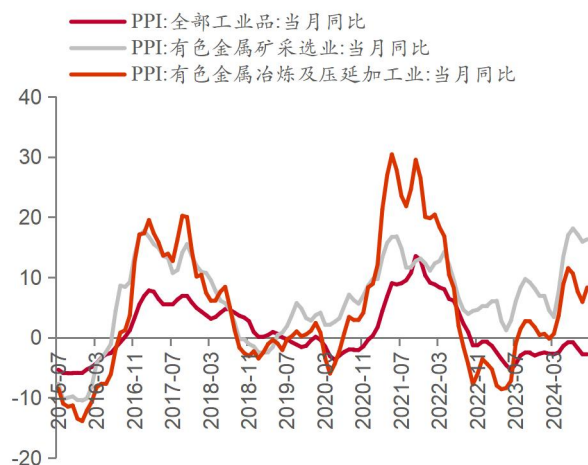
- 国内 10 月物价数据延续弱势。本周披露国内 10 月 CPI 当月同比 0.3%、环比回落 0.1 个百分点，其中非食品项的 CPI-0.3%、环比回落 0.1 个百分点。10 月国内全部工业品 PPI 同比-2.9%、环比回落 0.1 个百分点，其中有色金属矿采选业 PPI 同比 16.3%、环比走高 0.4 个百分点。

图表 8：国内 CPI 当月同比 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 9：国内 PPI 当月同比 (%)

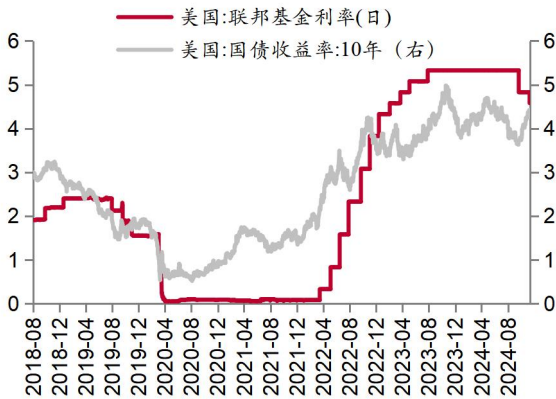


来源：WIND，中泰证券研究所

2.2 美国因素：美联储降息 25bp、美元走高

- 美联储议息会议降息 25BP。本周美联储宣布将联邦基金目标利率下调 25BP 至 4.50-4.75% 区间，符合市场预期，同时市场预期未来一年美联储将降息三次。

图表 10: 美联储降息 25bp (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 11: 美联储政策利率市场预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	35.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.9%	53.4%	21.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	41.4%	35.0%	9.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	23.2%	39.3%	26.6%	6.2%
2025/6/18	0.0%	0.0%	2.3%	13.7%	31.0%	33.1%	16.7%	3.2%
2025/7/30	0.0%	0.6%	5.1%	18.0%	31.6%	29.1%	13.3%	2.4%
2025/9/17	0.1%	1.7%	8.3%	21.4%	30.9%	25.1%	10.6%	1.8%
2025/10/29	0.4%	2.8%	10.6%	23.0%	29.9%	22.6%	9.1%	1.5%
2025/12/10	0.8%	4.0%	12.4%	24.0%	28.9%	20.6%	8.0%	1.3%

来源: WIND, 中泰证券研究所

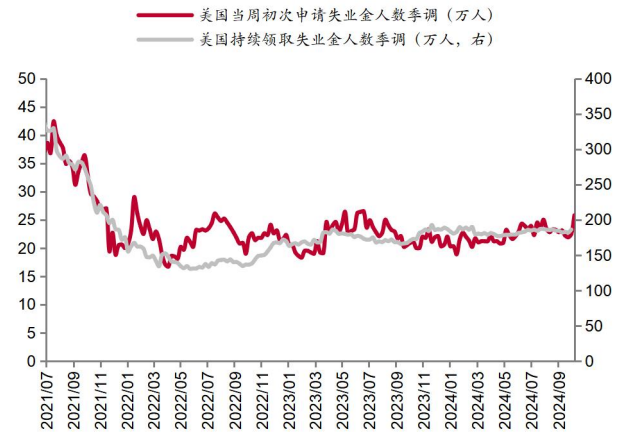
- **美元指数走高、通胀预期升温。**本周披露美国 11 月 2 日当周初请失业金人数季调为 22.1 万人（前值 21.8 万人，预期 22.1 万人）。本周美国十年期国债实际收益率 1.95%、环比回落 9bp，通胀预期 2.35%、环比走高 2bp，美元指数 104.99、环比上涨 0.69%。

图表 12: 美国失业率季调 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 13: 美国初请及续请失业金人数季调



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: 美国实际利率上行、通胀预期上行



来源: CME, 中泰证券研究所, 注: 截至 2024 年 10 月 12 日

图表 15: 美元指数走势图



来源: WIND, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 10 月 PMI 回升

- 欧元区 10 月 PMI 回升。本周披露 10 月欧元区制造业 PMI 46、环比+1.0，服务业 PMI 51.6、环比+0.2。9 月份欧盟 27 国失业率季调 5.9、环比持平。

图表 16：欧元区 PMI 变动



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 17：欧盟失业率季调 (%)

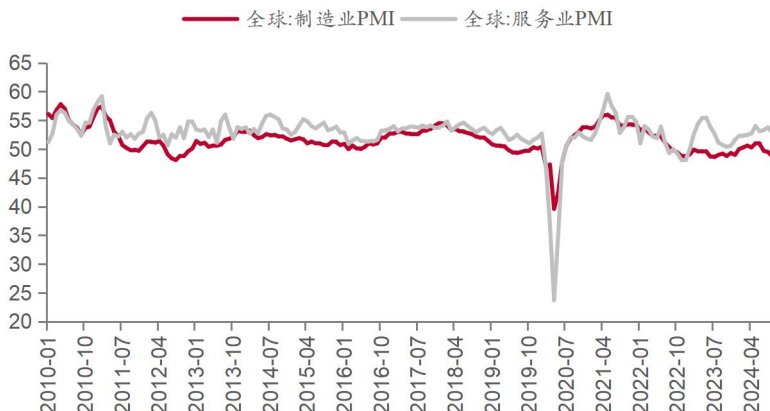


来源：WIND，中泰证券研究所

2.4 全球因素：10 月全球制造业 PMI 环比持平

- 全球 10 月制造业景气度持平。10 月全球制造业 PMI 为 48.8，环比持平，处于荣枯线以下，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

图表 18：全球制造业与服务 PMI



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。

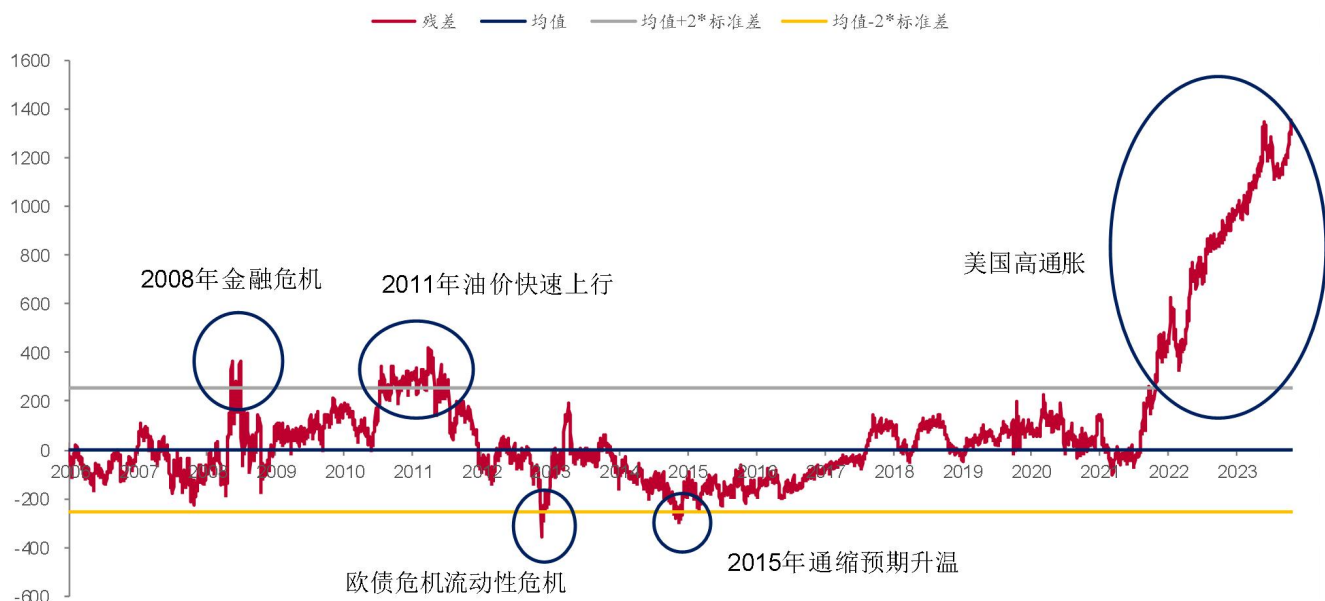
3. 贵金属：长期上升趋势不变

3.1 流动性压力已过，上行趋势延续

- 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 19：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

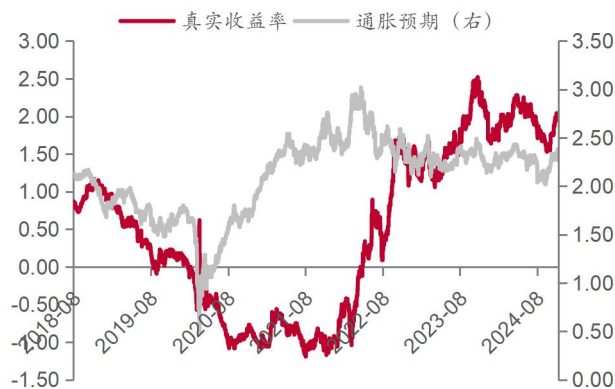
- 截至 11 月 8 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回升至 2.35%，10 年期国债实际收益率走低至 1.95%；截至 11 月 8 日，COMEX 黄金收于 2694.8 美元/盎司，环比下跌 1.98%；COMEX 白银收于 31.45 美元/盎司，环比下跌 3.76%；SHFE 黄金收于 615.48 元/克，环比下跌 2.26%；SHFE 白银收于 7760 元/千克，环比下跌 2.56%。

图表 20：十年期美债收益率与联邦基金利率（%）



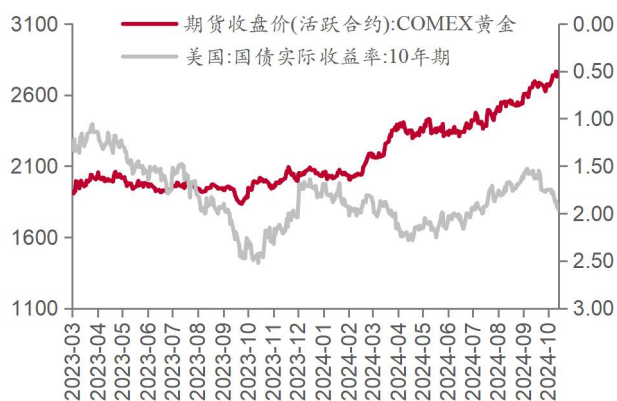
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 21：通胀预期与真实收益率（%）



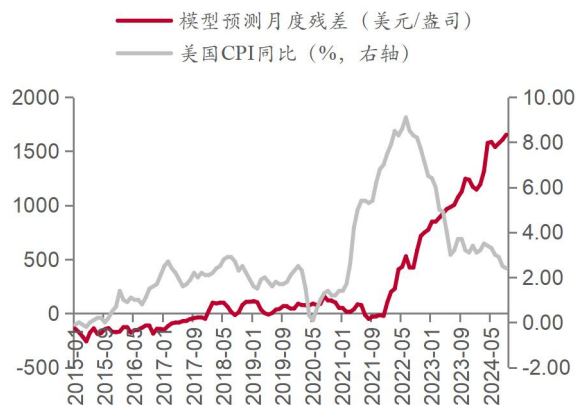
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 22：十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 23：通胀预期与实际收益率 (%)

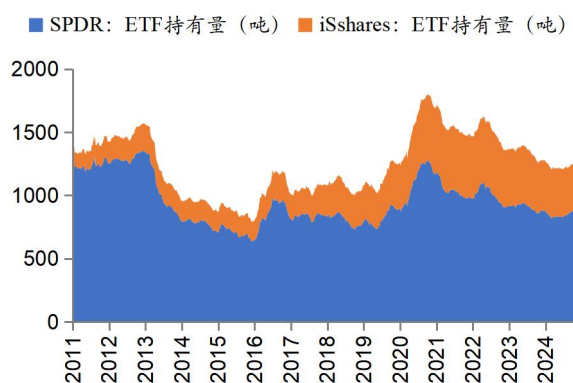


来源：WIND，中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比回落，COMEX 非商业多头结构延续

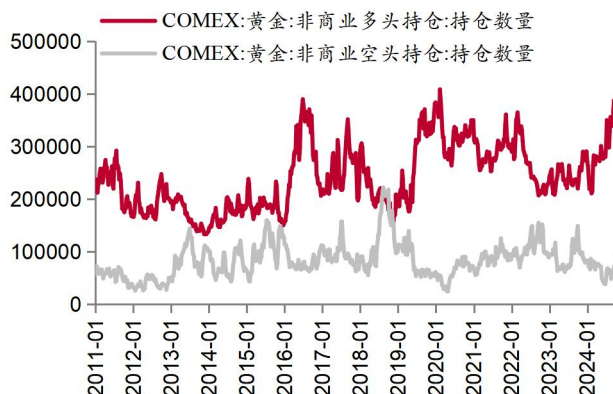
- **黄金 ETF 持仓环比走低，COMEX 净多头结构延续。**截至 11 月 8 日，黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,257.69 吨，环比减少 11.86 吨。截至 11 月 5 日，COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 33.68 万张附近 (前值 36.66 万张)，同时非商业空头持仓回落至 8.14 万张附近 (前值 8.79 万张附近)，净多头持仓量回落至 25.53 万张 (前值 27.86 万张)。

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)



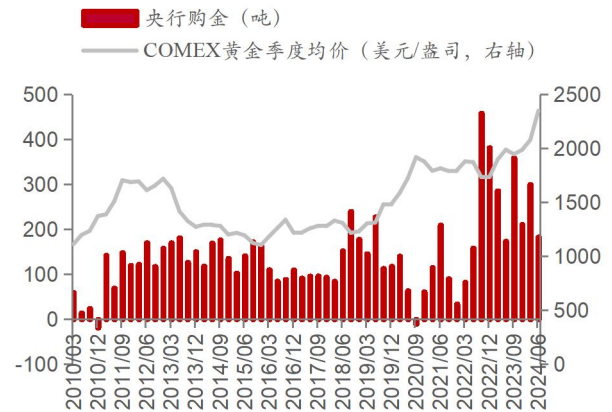
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 26: COMEX 黄金净持仓情况 (张)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 27: 全球央行购金 (单位: 吨)

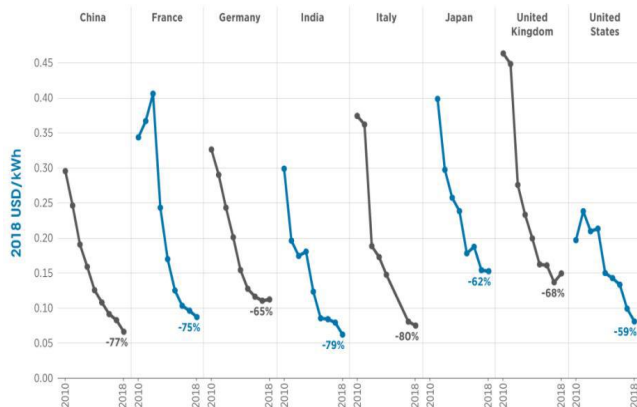


来源: WIND, 中泰证券研究所

3.3 金银比回升至高位区间

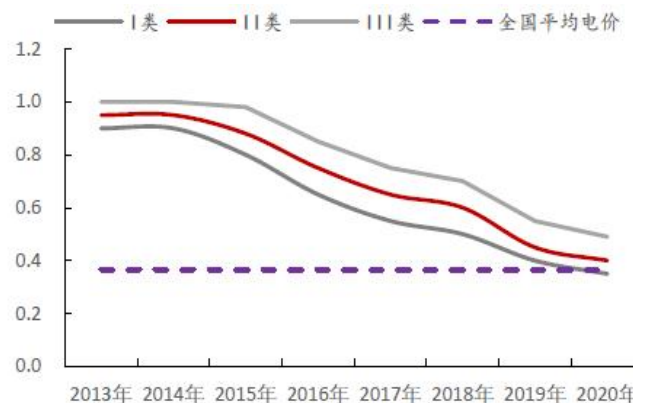
- **能源转型已经成为全球共识, 光伏产业趋势逐渐确立。**2020 年 9 月 14 日 BP 发布《世界能源展望 (2020 版)》预测能源转型加速、石油需求封顶; 2020 年 9 月 17 日欧盟发布的气候目标, 将 2030 年可再生能源占比目标从 32% 以上提升至 38%-40%; 2020 年 9 月 21 日 GE 宣布退出新增煤电市场; 2020 年 9 月 22 日中国宣布 2060 实现碳中和。由于新能源成本优势, 全球能源转型加速, 其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型, 产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降, 平价上网时代已临近, 行业有望开启内生驱动下的高增。**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 28: 主要国家光伏发电平均成本快速降低



来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 29: 平价上网成为现实 (元/度)



来源: 国家发改委, 中泰证券研究所

- **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%，2023 年光伏应用中的白银需求量达到 6018.5 吨，占白银总需求的 16.19%，光伏耗银的持续增长持续拉大白银供需缺口。

图表 30：白银供需平衡表预测 (吨)

单位: 吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给合计	32,549.8	31,470.5	31,119.1	31,097.3	29,778.5	31,234.1	31,579.4	31,445.6	31,818.4	32,249.5
矿产银	27,986.9	26,861.0	26,456.6	26,024.3	24,366.5	25,784.8	26,024.3	25,831.5	26,089.8	26,350.7
%	0.3%	-4.0%	-1.5%	-1.6%	-6.4%	5.8%	0.9%	-0.7%	1.0%	1.0%
再生银	4,528.7	4,578.4	4,625.1	4,609.5	5,110.3	5,402.7	5,502.2	5,564.4	5,675.7	5,846.0
%	-0.9%	1.1%	1.0%	-0.3%	10.9%	5.7%	1.8%	1.1%	2.0%	3.0%
净对冲供给	0.0	0.0	0.0	432.3	264.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
%	-100.0%				-38.8%	-100.0%				
净官方售银	34.2	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	49.8	52.9	52.9
%	0.0%	-9.1%	20.0%	-16.7%	20.0%	25.0%	13.3%	-5.9%	0.0%	0.0%
需求合计	30,845.1	30,210.9	31,078.7	31,243.4	28,826.0	34,199.4	39,775.2	37,181.1	37,551.0	38,090.7
传统工业(除光伏外)	12,687.1	13,284.3	13,598.5	13,953.0	13,278.1	14,693.3	14,624.9	14,335.6	14,622.3	15,061.0
%	-5.1%	4.7%	2.4%	2.6%	-4.8%	10.7%	-0.5%	-2.0%	2.0%	3.0%
光伏	2,538.0	3,088.6	2,706.0	2,329.7	2,575.4	2,765.1	3,673.3	6,018.5	7,495.7	8,607.3
%	36.9%	21.7%	-12.4%	-13.9%	10.5%	7.4%	32.8%	63.8%	24.5%	14.8%
摄影(感光材料)	1,079.3	1,007.8	976.6	954.9	836.7	861.6	855.3	839.8	814.6	790.2
%	-9.2%	-6.6%	-3.1%	-2.2%	-12.4%	3.0%	-0.7%	-1.8%	-3.0%	-3.0%
珠宝首饰	5,881.7	6,102.5	6,320.2	6,270.5	4,693.5	5,660.8	7,293.8	6,329.6	6,203.0	6,016.9
%	-6.6%	3.8%	3.6%	-0.8%	-25.1%	20.6%	28.8%	-13.2%	-2.0%	-3.0%
银器	1,664.0	1,847.5	2,087.0	1,906.6	970.4	1,265.9	2,286.1	1,716.9	1,837.1	1,892.2
%	-8.2%	11.0%	13.0%	-8.6%	-49.1%	30.4%	80.6%	-24.9%	7.0%	3.0%
净实物投资	6,621.9	4,845.9	5,160.1	5,828.8	6,472.6	8,842.7	10,485.0	7,561.3	6,578.3	5,723.1
%	-31.2%	-26.8%	6.5%	13.0%	11.0%	36.6%	18.6%	-27.9%	-13.0%	-13.0%
净对冲需求	373.2	34.2	230.2	0.0	0.0	108.9	556.8	379.5	0.0	0.0
%	-	-90.8%	572.7%	-100.0%			411.4%	-31.8%		
供需平衡	1,704.7	1,259.6	40.3	-146.1	952.5	-2,965.3	-8,195.8	-5,735.5	-5,732.6	-5,841.2
伦敦现货银价(\$/oz)	17.1	17.0	15.7	16.2	20.6	25.1	21.7	23.4		
现货银价(元/千克)	3,816.7	3,928.4	3,601.0	3,886.1	4,690.0	5,207.2	4,719.9	5,559.4		

来源: WIND, 世界白银协会, 中泰证券研究所

图表 31：光伏产业白银需求预测

光伏耗银单独测算	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
光伏耗银量(吨)	2,538.0	3,088.6	2,706.0	2,329.7	2,575.4	2,765.1	3,668.3	5,723.2	7,495.7	8,607.3
光伏装机(GW)	76.6	92.7	98.3	115.8	127.3	170.0	237.4	389.9	537.5	649.7
中国	34.5	53.1	44.3	30.1	48.2	60.0	87.4	216.9	271.1	298.2
海外	42.1	39.6	54.0	85.7	79.1	110.0	150.0	173.0	266.4	351.5
光伏耗银/装机	33.1	33.3	27.5	20.1	20.2	16.3	15.5	14.7	13.9	13.2
yoy	-7.1%	0.6%	-17.4%	-4.4%	-4.4%	-19.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%

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 11 月 8 日，当前金银比 85.3，环比回升 1.63。

图表 32：金银比（伦敦现货）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 33：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%

来源：WIND，中泰证券研究所

4. 大宗金属：供需紧平衡格局难以改变

4.1 铝：国内铝市场利多因素集中，铝价走强

- 3 月后行业运行产能首次减少。**供应方面，本周中国电解铝行业减产、复产、新投产互现，减产体现在广西 0.5 万吨、河南地区 3 万吨，复产体现在贵州地区，新投产体现在贵州、新疆地区。整体来看，本周中国电解铝行业供应较上周少量减少。截至目前，本周电解铝行业运行产能 4367.10 万吨，较上周减少 1.7 万吨，2024 年 3 月后行业运行产能首次减少。
- 新增复产 0.8 万吨。**截至 2024 年 11 月 7 日，2024 年中国电解铝总复产规模 152 万吨，已复产 136 万吨，待复产 16 万吨，环比小幅上升。

图表 34：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	安顺市铝业有限公司	13	3	2024/9	10	3.5	6.5
四川	眉山市博眉启明星铝业有限公司	2.5	2.5	2024/9	0	0	2.5
四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	6.5	2024/9	6	0	6.5
四川	阿坝铝厂	2.5	2.5	2024/9	0	0	2.5
云南	云铝集团	61	61	2024/3	0	0	61
云南	云南神火铝业集团有限公司	36	36	2024/3	0	0	36
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	16.5	2024/4	0	0	16.5
云南	云南宏泰新型材料有限责任公司	8	8	2024/3	0	0	16.5
	总计	152	136		16	3.5	139.5

来源：百川，中泰证券研究所

- **新增投产产能 1 万吨。**截至 2024 年 11 月 7 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 107 万吨，已投产 30.5 万吨。

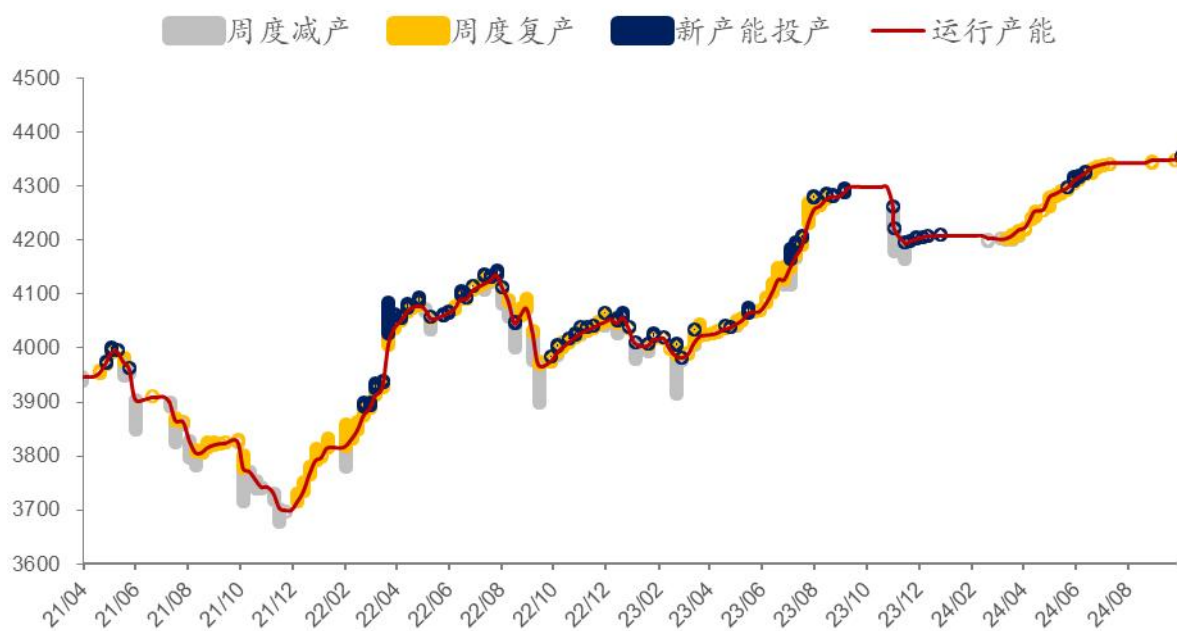
图表 35：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

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
内蒙古	内蒙古华云新材料有限公司	42	17	2024/5 月	0	25	42
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	13	2024/10	14	14	27
贵州	六盘水双元铝业有限责任公司	10	0.5	2024/10	0	9.5	10
	总计	107	30.5		0	48.5	79

来源：百川，中泰证券研究所

- **电解铝运行产能小幅下降。**截止 2024 年 11 月 7 日，国内电解铝运行产能为 4367.1 万吨，较上周减少 1.7 万吨。

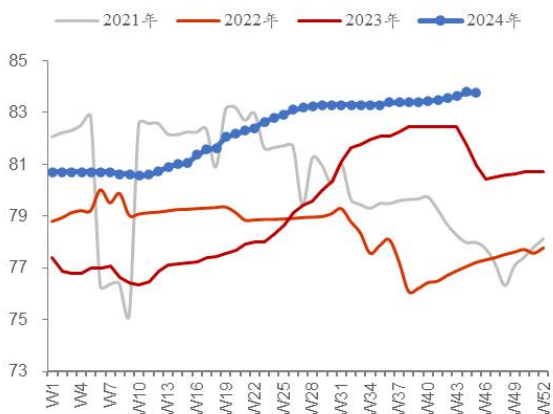
图表 36：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）



来源：百川，中泰证券研究所

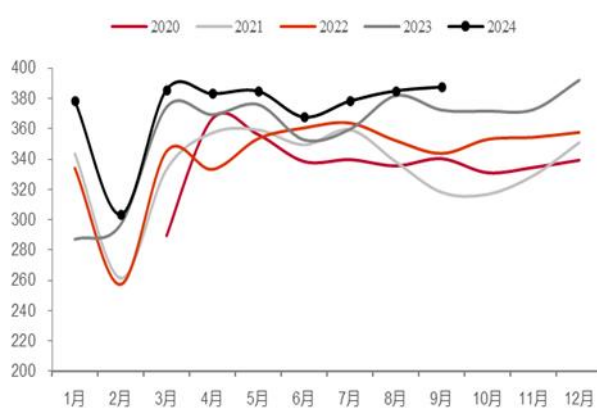
■ 供应量小幅上升。根据百川，本周电解铝产量 83.75 万吨，环比下降 0.05%。

图表 37：电解铝周度产量（万吨）



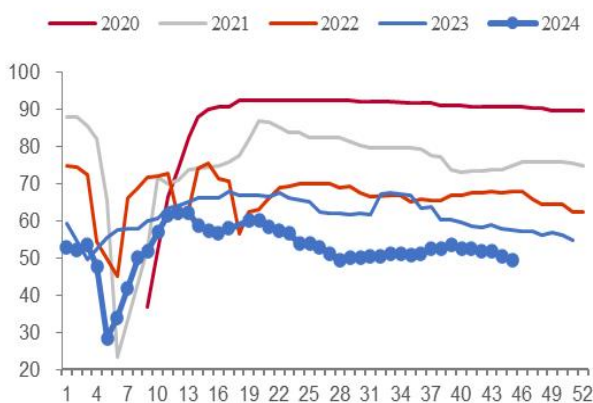
来源：百川，中泰证券研究所

图表 38：国内电解铝月度表观需求（万吨）

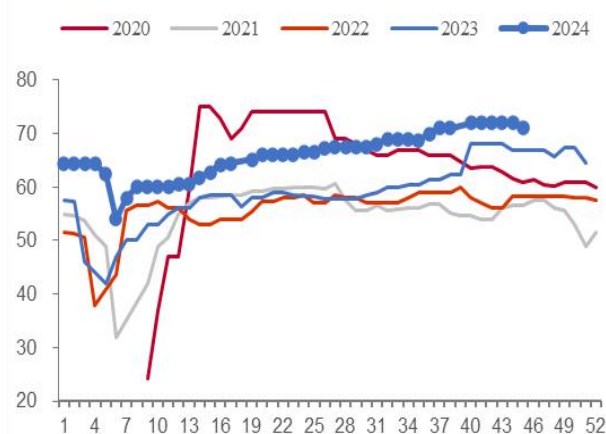


来源：百川，中泰证券研究所

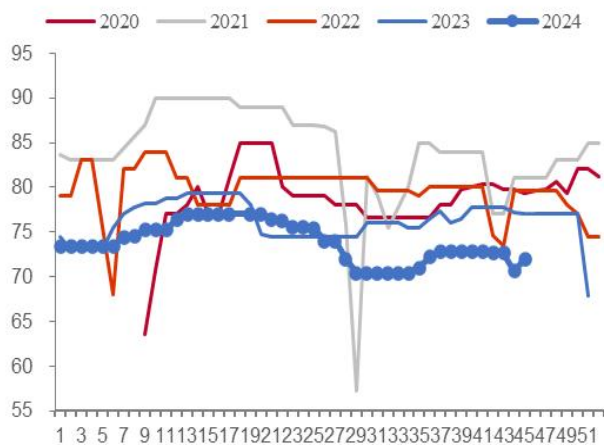
■ 铝加工板块开工率略有下滑：截止 2024 年 11 月 8 日，铝加工企业平均开工率为 63.1%，环比下降 0.1%。本周国内铝下游开工维持下滑态势，北方环保等方面原因限产暂未缓解，铝价高位运行，抑制终端订单增加，部分工业材及铝线企业开工表现比较稳定，企业排产预期较好。

图表 39：铝型材开工率 (%)


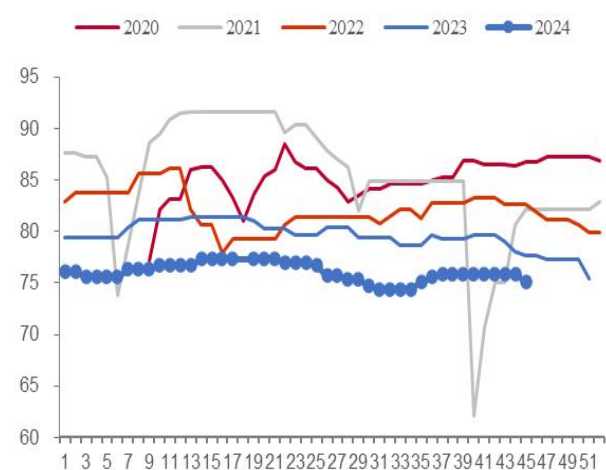
来源：百川，中泰证券研究所

图表 40：铝线缆开工率 (%)


来源：百川，中泰证券研究所

图表 41：铝板带开工率 (%)


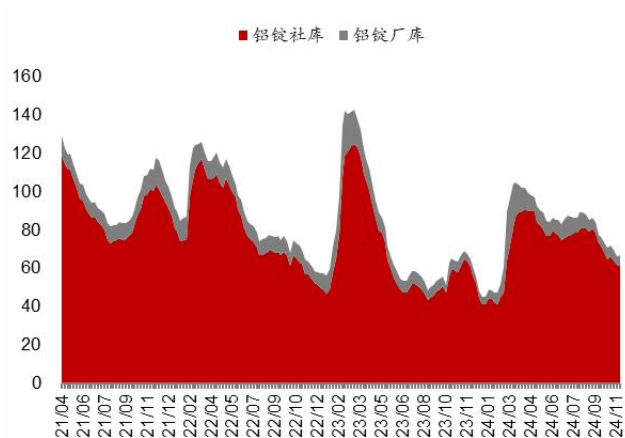
来源：百川，中泰证券研究所

图表 42：铝箔开工率 (%)


来源：百川，中泰证券研究所

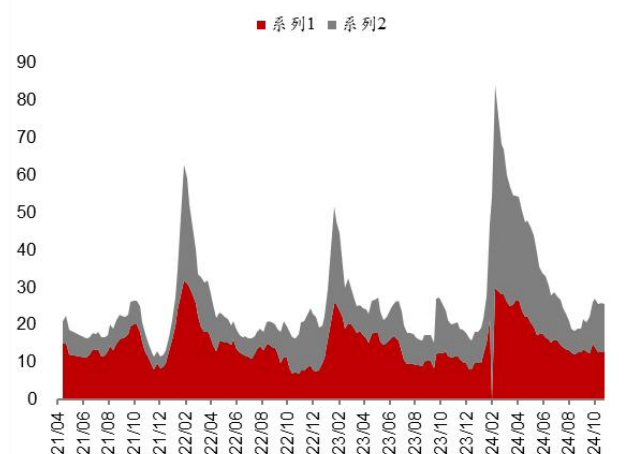
- 国内去库依然凌厉：**2024 年 11 月 8 日，根据钢联统计，国内铝锭库存 62.6 万吨，环比减少 4 万吨；国内铝棒库存 25.54 万吨，环比减少 0.32 万吨；国内铝锭+铝棒库存 88.14 万吨，环比减少 4.32 万吨；海外方面，截止 10 月 25 日，LME 铝库存 73.19 万吨，环比下降 0.43 万吨。全球库存 161.33 万吨，环比下降 4.75 万吨。

图表 43：国内铝锭总库存走势（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 44：国内铝棒总库存走势（万吨）



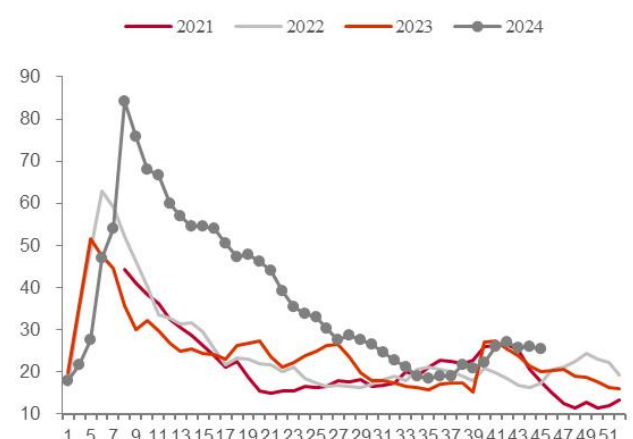
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 45：国内铝锭年度社会库存走势对比（万吨）



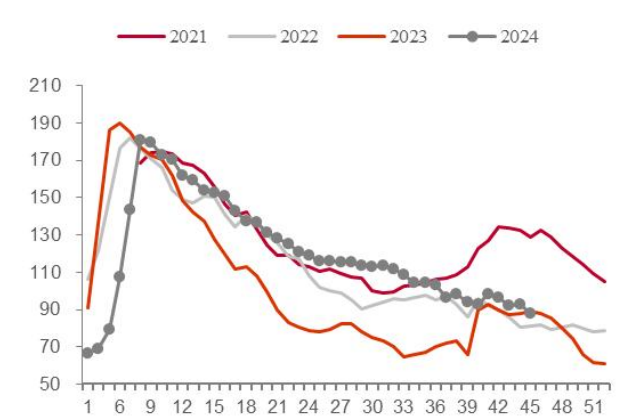
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 46：国内铝棒年度总库存走势对比（万吨）



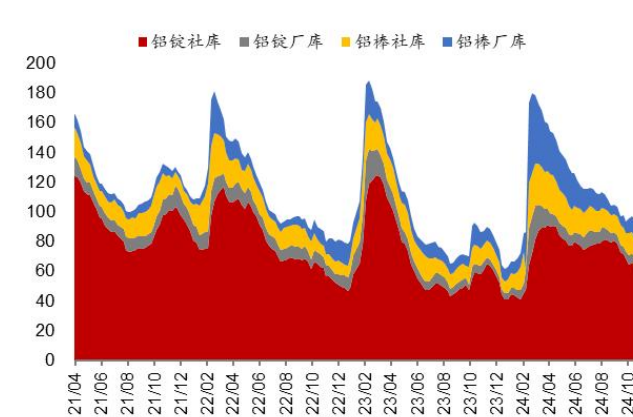
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 47：国内铝锭及铝棒总库存走势对比（万吨）

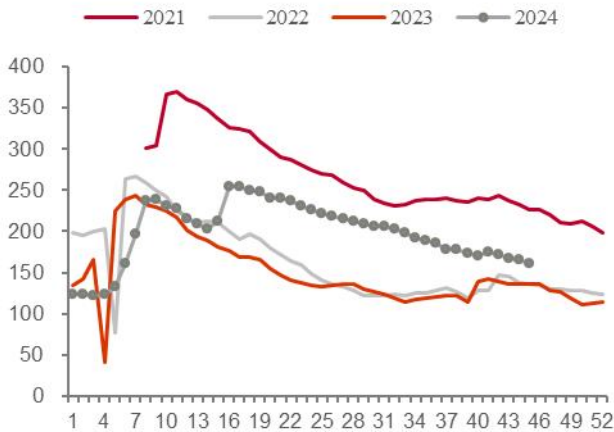


来源：钢联，中泰证券研究所

图表 48：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

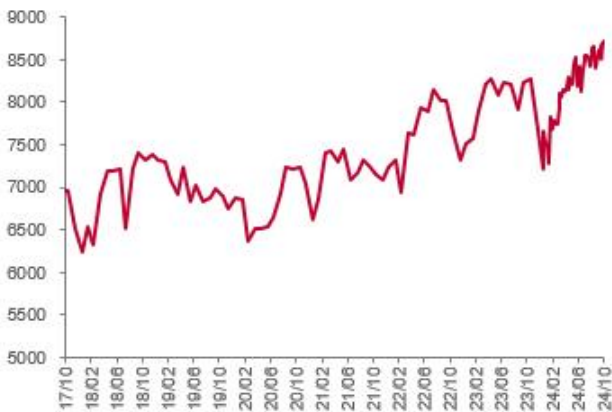
图表 49：全球铝年度总库存走势对比（万吨）


来源：钢联，中泰证券研究所

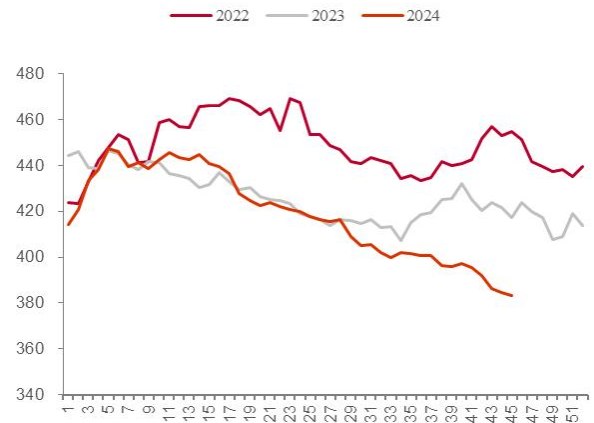
图表 50：LME 铝期货库存变动（万吨）


来源：钢联，中泰证券研究所

- 氧化铝紧平衡格局延续，现货价格偏强：**2024 年 11 月 8 日，根据钢联统计，氧化铝建成产能 9965 万吨，环比不变；运行产能 8355 万吨，环比增加 95 万吨；近期部分因重污染天气影响焙烧的产能有所恢复，且有部分氧化铝厂提产，但西南地区有个别氧化铝厂检修仍处于检修中，短期内氧化铝基本面仍呈现供应偏紧状态。库存从上周 384.6 万吨下降至 383.1 万吨。

图表 51：氧化铝运行产能（万吨）


来源：钢联，中泰证券研究所

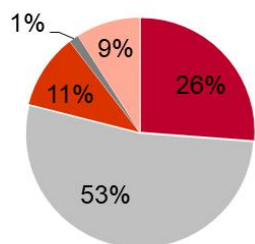
图表 52：氧化铝库存（万吨）


来源：钢联，中泰证券研究所

- 电解铝氧化铝价格同涨，盈利扩张。**截至 11 月 8 日，氧化铝价格 5391 元/吨，比上周上升 70 元/吨，氧化铝成本 2773 元/吨，环比持平，吨毛利 2317 元/吨，环比上升 10.35%，按照几内亚进口铝土矿价格计算，氧化铝的成本 3398 元/吨，吨毛利 1764 元/吨。预焙阳极价格 4300 元/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，即时成本 4368 元/吨，周内平均吨毛利-68/吨；不考虑原料库存，预焙阳极即时成本 4441 元/吨，环比上升 0.39%，周内平均吨毛利-141 元/吨。除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业，即时成本 20319 元/吨，环比上升 2.93%，长江现货铝价 21740 元/吨，环比上升 4.80%，吨铝盈利 943 元/吨，环比上升 42.21%。具体走势如下：

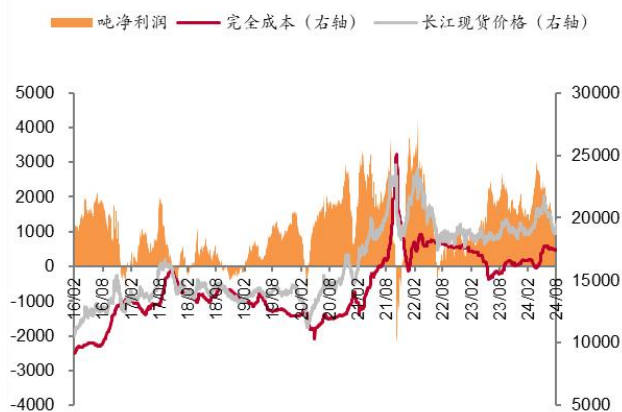
图表 53：电解铝的完全成本构成

■ 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

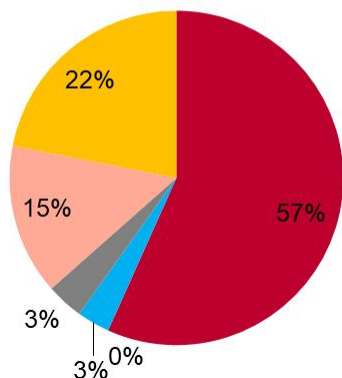
图表 54：电解铝成本、利润情况（元/吨）



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

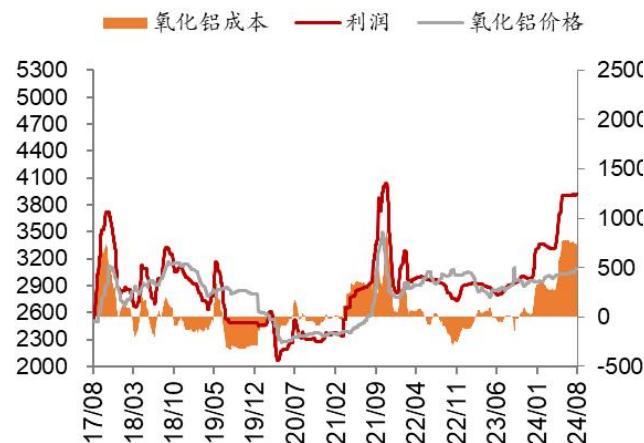
图表 55：氧化铝生产成本构成

■ 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

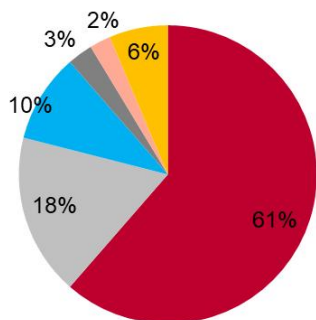
图表 56：氧化铝成本、利润情况（元/吨）



来源：WIND，亚洲金属网，中泰证券研究所

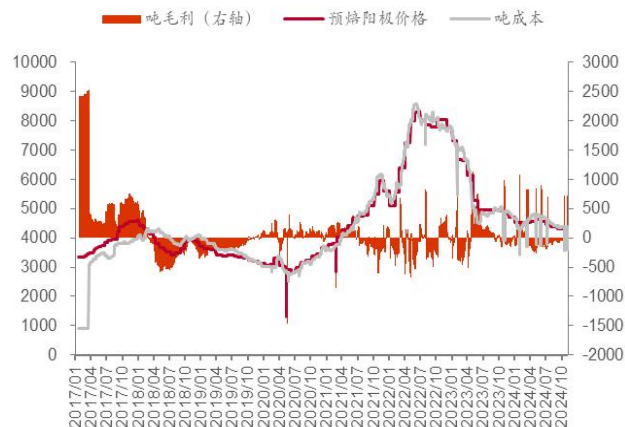
图表 57：预焙阳极生产成本构成

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



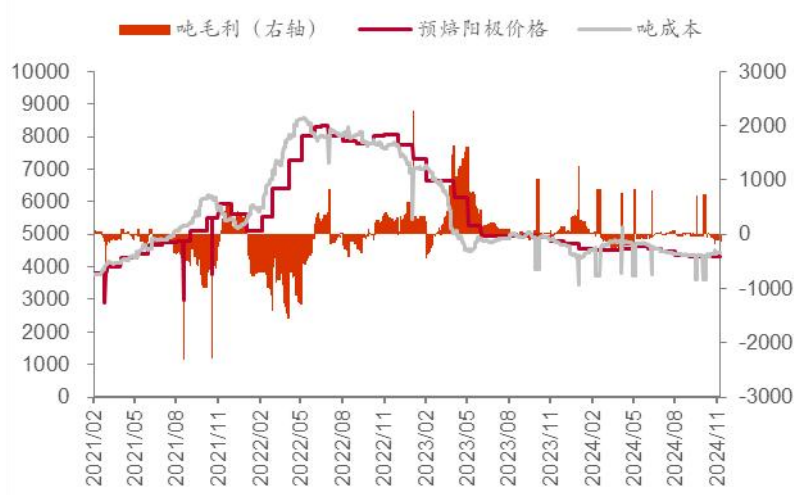
来源：WIND，亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 58：预焙阳极成本、利润情况（元/吨）



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）

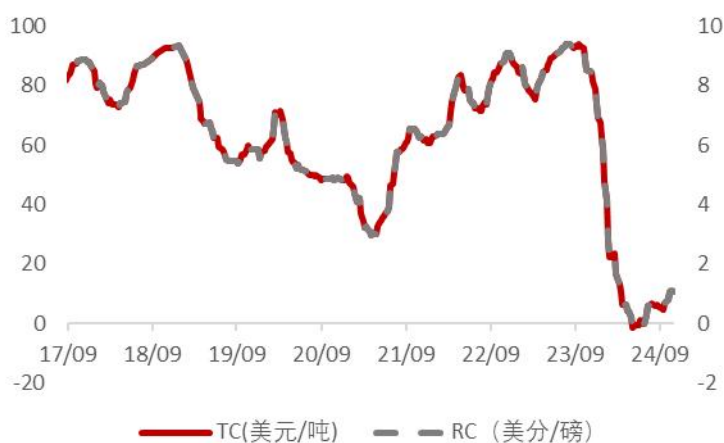


来源：WIND，中泰证券研究所，注：不考虑企业原料库存影响，采用原料现货价格

4.2 铜：美大选落地紧接联储降息周内铜价大幅震荡

- **铜精矿加工费小幅下降。**11月8日SMM进口铜精矿指数（周）报10.45美元/吨，较上一期的11.09美元/吨减少0.64美元/吨。周内铜精矿现货市场成交冷清，市场参与者以讨论明年的长单为主，铜矿供应偏紧依然对于TC价格的反弹形成限制作用。

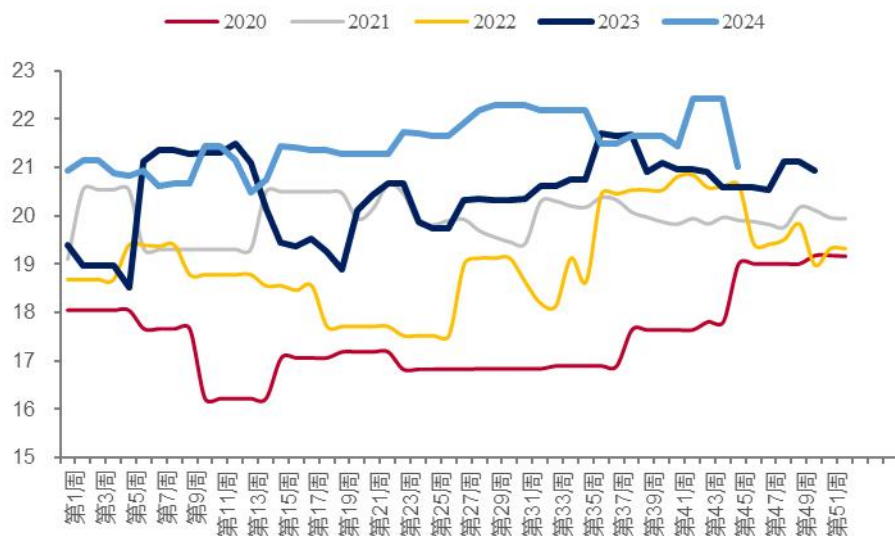
图表 60：铜矿 TC/RC



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21.02万吨，环比下降6.20%。**

图表 61：电解铜周度产量（万吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

- 行业装置动态：截止 2024 年 11 月 8 日，粗炼检修产能达 651 万吨，环比持平，精炼检修产能达 655 万吨，环比持平。

图表 62：中国铜冶炼行业装置动态（单位：万吨）

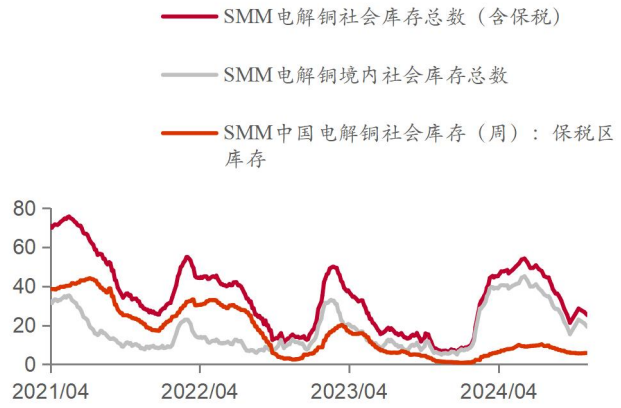
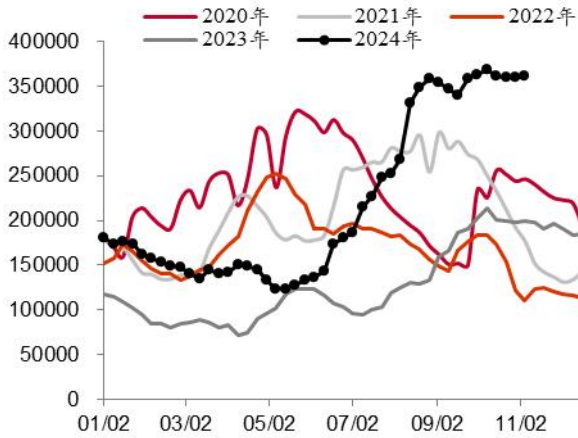
公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注
葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司	10	15	2024年1月	2024年2月	粗炼	18天
广西南国铜业有限责任公司（一期）	30	30	2023年11月	不详	粗炼	
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024年3月	2024年6月	粗炼	90天
青海铜业责任有限公司	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	25天
中原黄金冶炼厂	35	40	2024年3月	2024年4月底	粗炼	30天
五矿铜业（湖南）有限公司	10	10	2024年4月中	2024年5月中	粗炼	30天
恒邦股份	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
铜陵有色金属集团股份有限	48	40	2024年5月	2024年5月	粗炼	25-30天
阳谷建发铜业有限公司	40	50	2024年5月	2024年6月	粗炼	50-55天
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15（新线）	20（新线）	2024年6月	2024/7月底	粗炼	55天
山东中金岭南铜业有限责任公司（三厂）	25	40	2024/5月中旬	2024/6月中旬	粗炼	30天
营口盛海化工有限公司	10	0	2024年5月底	2024年6月底	粗炼	25-30天
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2024年6月	2024年7月	粗炼	30天
包头华鼎铜业发展有限公司	20	3	2024年6月	2024年6月	粗炼	25天
楚雄滇中有色金属有限责任公司	15	0	2024年7月上旬	2024年8月	粗炼	25天左右
赤峰云铜有色金属有限公司	40	40	2024年7月	2024年9月	粗炼	65天
阜新博发铜业有限公司	10	0	2024年6月	2024/8月	粗炼	45天
中条山有色金属集团有限公司（垣曲）	13	13	2024/7月7日	2024/9月	粗炼	60天
飞尚铜业有限公司	10	0	2024年9月	2024年9月	粗炼	5-10天
赤峰富邦铜业有限责任公司	10	0	2024年9月	2024年10月	粗炼	60天
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年9月	2024年12月	粗炼	110天
江铜国兴（烟台）铜业有限公司	24	24	2024年9月	2024年10月	粗炼	45天
紫金铜业有限公司	25	40	2024年10月	2024年10月	粗炼	13天
中条山有色金属集团有限公司（侯马）	20	18	2024年10月	2024年11月	粗炼	30天
豫光金铅	10	15	2024年10月	2024年10月	粗炼	20天
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15（老线）	15（老线）	2024年10月底	2024年11月	粗炼	35天
江西铜业（本部）	55	100	2024年10月底	2024年11月	粗炼	35天
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2024年8月	2024年8月	粗炼	20-25天
广西金川有色金属有限公司	45	47	2024年11月	2024年11月	粗炼	15天
昆鹏铜业有限责任公司	10	0	2024年11月	2024年年底	粗炼	40-45天

来源：SMM，中泰证券研究所

- **全球去库：海外库存方面**，LME 铜库存 27.24 万吨，环比上升 0.10 万吨，较去年同期增加 9.2 万吨。COMEX 库存环比上周增加 0.06 万吨至 8.90 万吨，较去年同期增加 6.83 万吨。**国内库存方面**，国内现货库存 25.24 万吨，环比下降 1.55 万吨，同比增加 16.13 万吨。全球库存总计 61.38 万吨，环比下降 1.39 万吨。

图表 63：LME+COMEX 库存变动趋势（吨）

图表 64：境内及保税区社会库存变动（万吨）

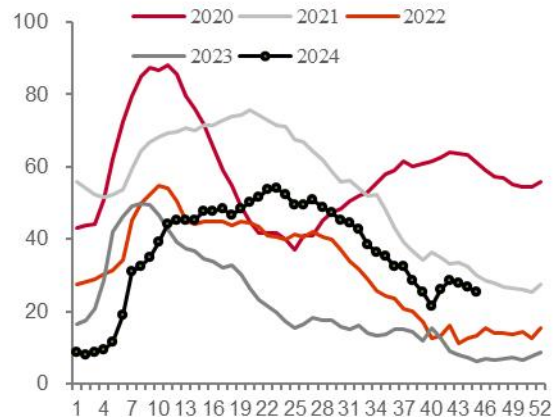
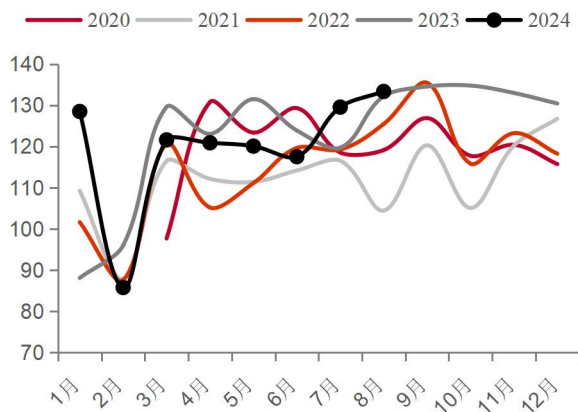


来源：WIND，中泰证券研究所

来源：SMM，中泰证券研究所

图表 65：电解铜月度表观消费变动（万吨）

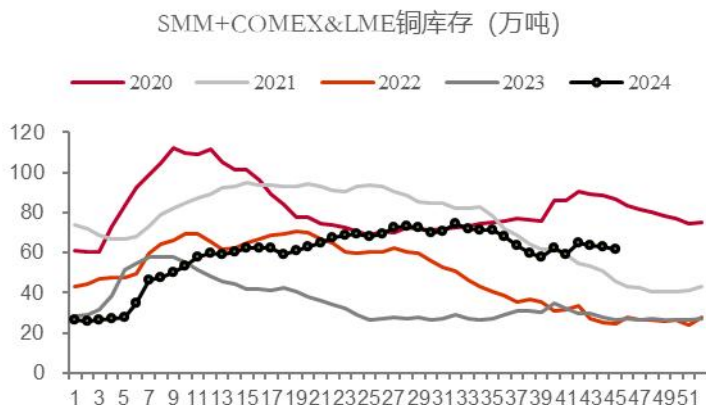
图表 66：电解铜社会库存变动（万吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

来源：SMM，中泰证券研究所

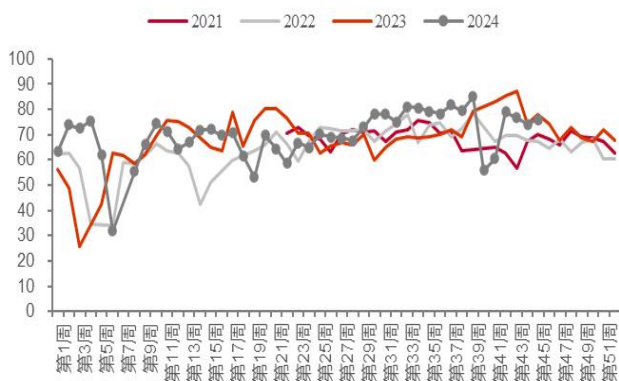
图表 67：全球铜库存变动趋势（万吨）



来源：WIND，SMM，中泰证券研究所

- **铜价回落刺激部分需求。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 76.03%，环比上升 2.5%。随着特朗普胜选，美指直线上升，铜价大幅下跌，带来了部分消费好转。铜线缆企业开工率为 87.3%，环比上升 6.28 个百分点。本周尾时海外宏观市场变化给予铜价回落机会，故本周部分客户抓住机会，逢低补库，促进线缆企业新订单增长。

图表 68：铜精铜制杆企业周度开工率（%）



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 69：电线电缆开工率（%）

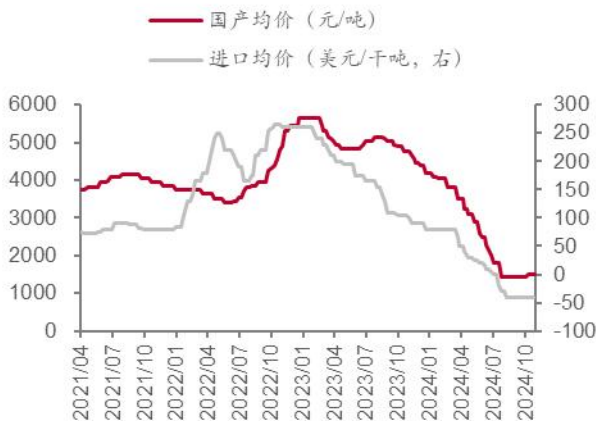


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 锌：供应扰动持续叠加内需偏弱 锌价起伏不断

- 本周 SMM 锌精矿国产和进口加工费较上周环比持平，SMM Zn50 国产周度 TC 均价持平于 1500 元/金属吨，SMM Zn50 进口周度 TC 均价持平于 -40 美元/干吨。
- 现货市场上，本周国内 11 月锌矿加工费谈判基本落地，整体来看多地加工费环比小幅反弹；进口矿看，国内冶炼厂逐渐开始明年矿长单谈判，但近期进口矿报价依旧低位，冶炼厂采购情绪不高。进入 11 月，锌价持续高昂下冶炼厂与矿山谈判上调锌矿加工费，但国内矿山冬季减产预期持续存在，并且港口锌矿库存震荡运行，市场现货流通量未见继续增加，国内多地加工费反弹步伐缓慢，本周加工费持稳，关注后续锌矿进口窗口运行情况。
- 本周 SMM 锌精矿在防城港、连云港、锦州港、黄埔港、钦州港、南京港和葫芦岛港等 7 个港口的库存总计 20.23 万吨，环比上周增加 2 万吨，其中南京港库存贡献主要增量。

图表 70: 国产及进口锌精矿加工费对比



来源: SMM, 中泰证券研究所

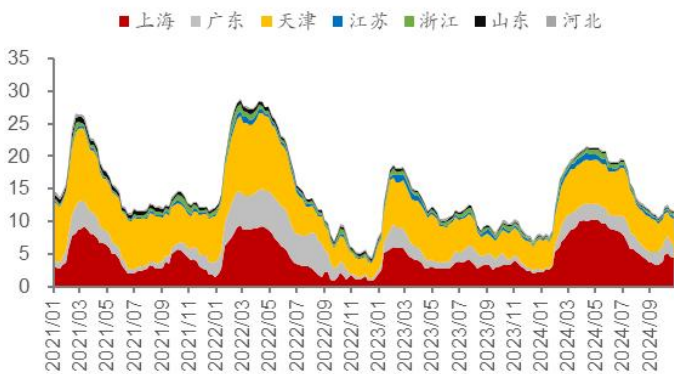
图表 71: 国产锌精矿分地区加工费

	2024/10/25	2024/11/1	2024/11/8	单位
国产(周)	1500	1500	1500	元/金属吨
进口(周)	-40.0	-40	-40	美元/千吨
内蒙古	1650	1650	1650	元/金属吨
云南	1450	1450	1450	元/金属吨
湖南	1550	1550	1550	元/金属吨
广西	1550	1550	1550	元/金属吨
陕西	1350	1350	1350	元/金属吨
四川	1450	1450	1450	元/金属吨
甘肃	1450	1450	1450	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

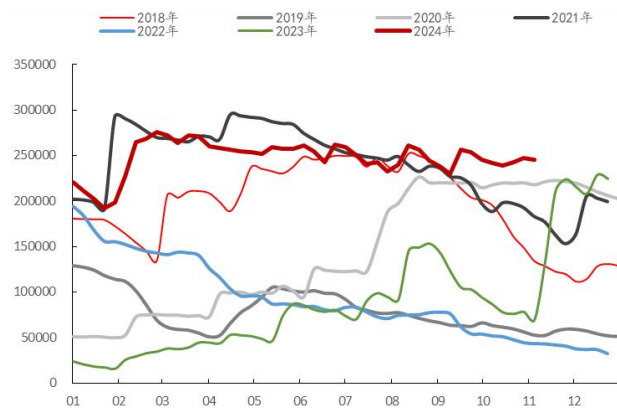
- 沪伦比值: 本周沪伦比值攀升至 8.4 附近震荡, 锌锭进口窗口持续关闭。海外来看, 本周市场不断消化美国大选事宜伦锌小幅下行并维持震荡; 而国内来看, 虽短暂受美国大选影响, 沪锌下行, 但国内对于后期政策释放仍持乐观态度, 沪锌上行, 沪伦比值上修。预计下周沪伦比值或将维持震荡。
- 库存变化: 据 SMM 调研, 截至本周四(11月7日), SMM 七地锌锭库存总量为 12.00 万吨, 较 10 月 31 日增加 0.11 万吨, 较 11 月 4 日减少 0.12 万吨, 国内库存录减。上海地区库存录减, 周内仓库到货仍未改善, 下游企业刚需采购, 整体库存降低; 广东地区库存录减, 周内广东地区到货明显减少, 下游采购提货下, 整体库存下滑; 天津地区库存录增, 随着运输恢复天津地区到货增多, 叠加周中多地环保预警再起, 整体库存小幅录增。整体来看, 原三地库存增加 0.14 万吨, 七地库存增加 0.11 万吨。

图表 72: 国内锌七地库存(万吨)

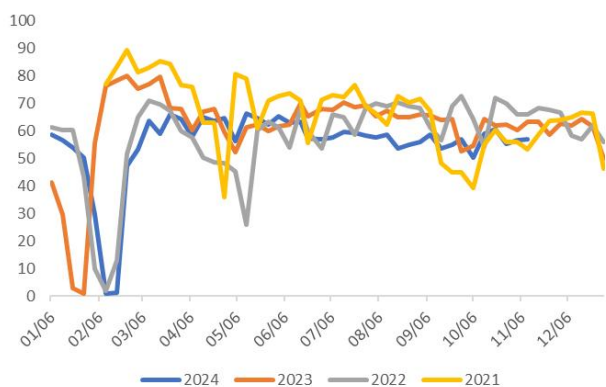


来源: SMM, 中泰证券研究所

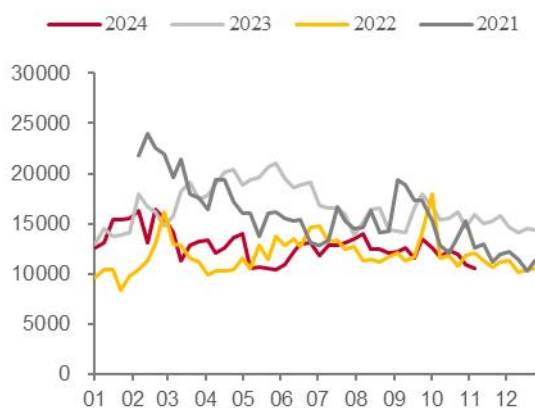
图表 73: LME 锌库存变动趋势(吨)



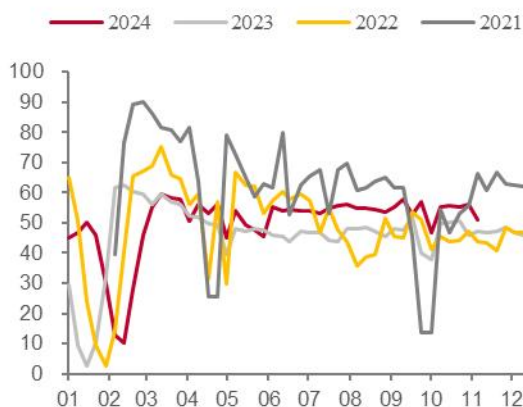
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 74：镀锌开工率 (%)


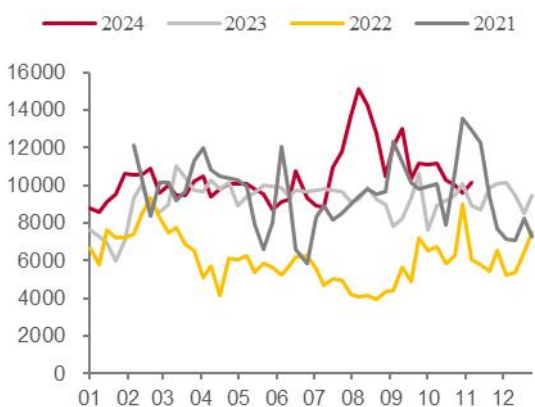
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 75：镀锌原料库存 (吨)


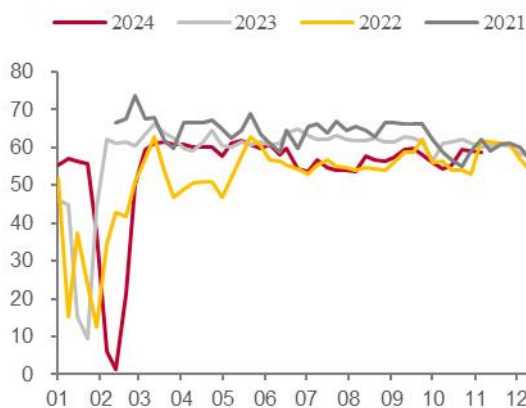
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 76：压铸锌开工率 (%)


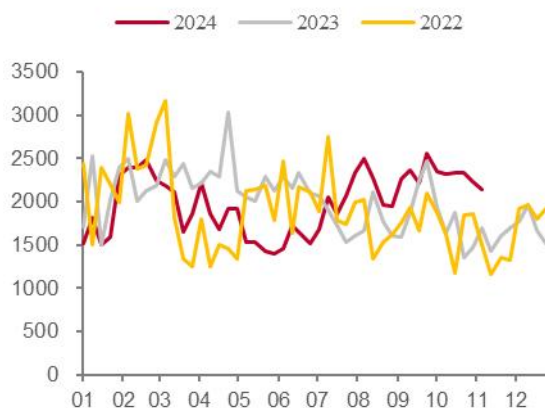
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 77：压铸锌原料库存 (吨)


来源：SMM，中泰证券研究所

图表 78：氧化锌开工率 (%)


来源：SMM，中泰证券研究所

图表 79：氧化锌原料库存 (吨)


来源：SMM，中泰证券研究所

4.4 钢铁：国内外因素复杂交错，博弈状态持续

- **钢价小幅下降：**Myspic 综合钢价指数环比上周下降 0.07%，其中长材下降 0.4%，板材上升 0.36%。上海螺纹钢 3530 元/吨，较上周上升 0.28%。上海热轧卷板 3510 元/吨，较上周下降 0.28%

图表 80：主要钢材指数及品种价格变化（元/吨）

品种	本周	上周	变化幅度	上月	变化幅度	去年	变化幅度
Myspic综合钢价指数	131.8	131.89	-0.07%	141.06	-6.56%	145.41	-9.36%
MySpic指数:长材	148.62	149.22	-0.40%	162.77	-8.69%	163.56	-9.13%
MySpic指数:扁平	115.72	115.31	0.36%	120.3	-3.81%	128.05	-9.63%
上海螺纹钢	3530	3520	0.28%	3730	-5.36%	3950	-10.63%
基差	163	127	36	244	-81	102	61
广州-沈阳价差	100	60	40	60	40	160	-60
上海-沈阳价差	-80	-140	60	-270	190	80	-160
上海热轧板卷	3510	3520	-0.28%	3600	-2.50%	3900	-10.00%
基差	-31	-39	8	-1	-30	-40	9
不锈钢（201/2B卷板:2.0mm）	7900	7950	-0.63%	8200	-3.66%	8775	-9.97%
取向硅钢（30Q120）	13375	13375	0.00%	12825	4.29%	14400	-7.12%
无取向硅钢（50WW600）	5400	5400	0.00%	5300	1.89%	5500	-1.82%

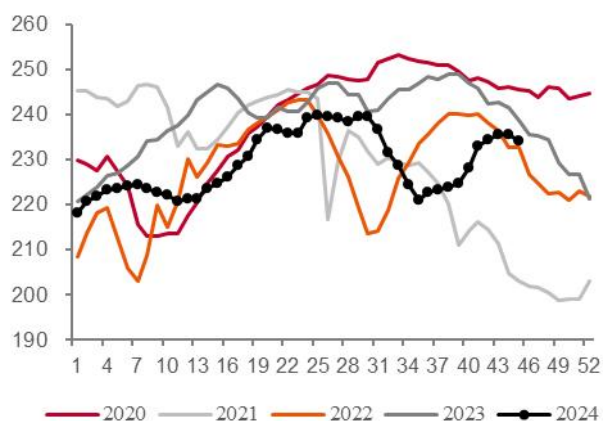
来源：WIND, Mysteel, 中泰证券研究所

- **供应下降**：本周五大钢材品种供应 861.49 万吨，周环比下降 19.09 万吨。
- **去库持续**：本周五大钢材总库存（社库+厂库）1219.38 万吨，周环比下降 14.3 万吨，下降 1.16%。

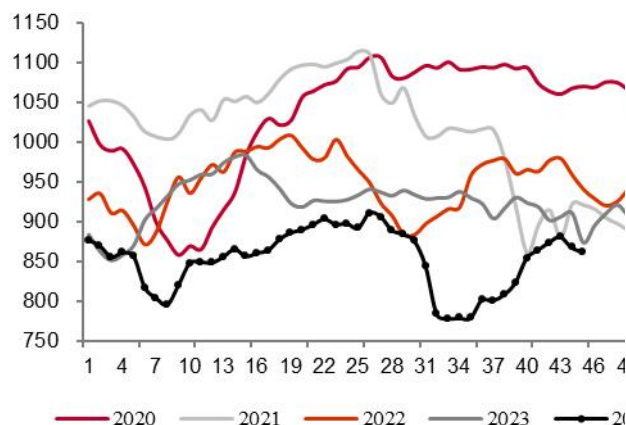
图表 81：本周库存波动对比（万吨）

万吨	本周产量 2024/11/1	环比上周 2024/11/1	本周社库 2024/11/1	环比上周 2024/11/1	本周厂库 2024/11/1	环比上周 2024/11/1
螺纹	233.71	-17.44	288.57	6.00	153.82	-0.88
线材	91.06	-1.96	42.43	-3.44	59.88	0.76
热轧	311.52	7.13	253.53	-5.99	77.75	-1.50
中厚	141.09	-7.91	118.75	-0.05	69.50	-3.70
冷轧	84.11	1.09	115.43	-4.54	39.72	-0.96
合计	861.49	-19.09	818.71	-8.02	400.67	-6.28

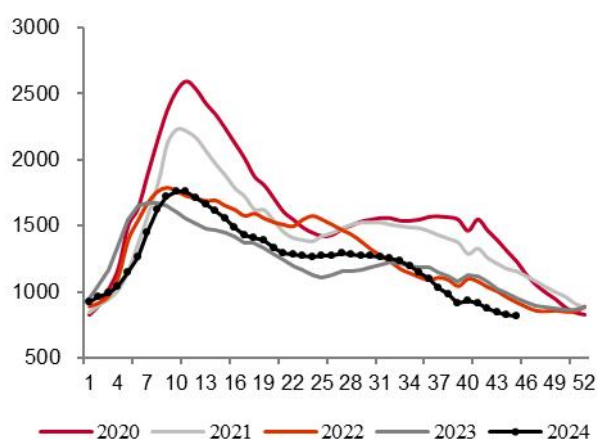
来源：Mysteel, 中泰证券研究所

图表 82：247 家钢企铁水日均产量（万吨）


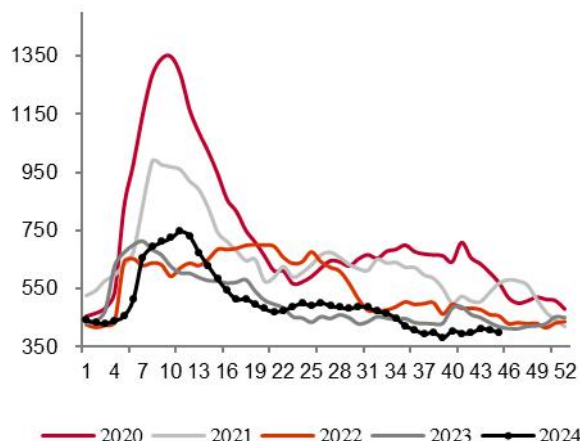
来源：Mysteel, 中泰证券研究所

图表 83：五大品种周度产量合计（万吨）


来源：Mysteel, 中泰证券研究所

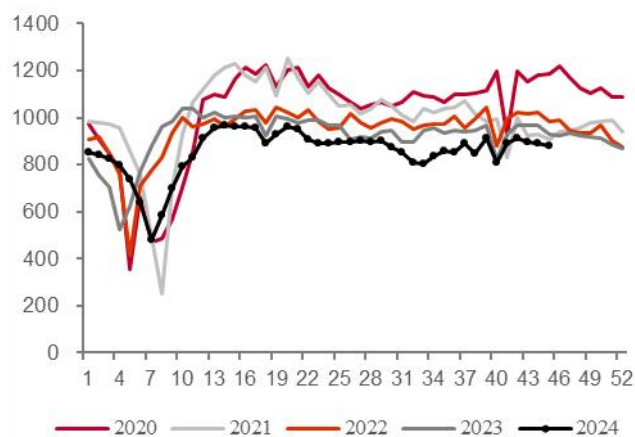
图表 84：历年五大品种社库波动（万吨）


来源：Mysteel，中泰证券研究所

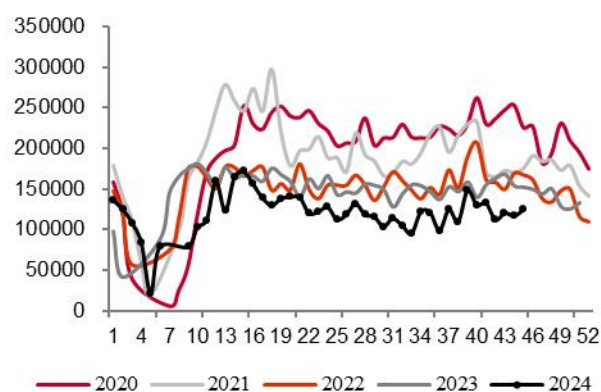
图表 85：历年五大品种厂库波动（万吨）


来源：Mysteel，中泰证券研究所

- 需求由强转弱：**本周五大品种周消费量为 877.5 万吨，环比下降 1.60%；其中长材消费环比下降 4.50%，板材消费环比上升 0.23%。建材成交量 12.41 万吨，环比上升 6.34%。

图表 86：五大品种总表观消费量（万吨）


来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表 87：5 日平均建筑钢材成交量（吨）


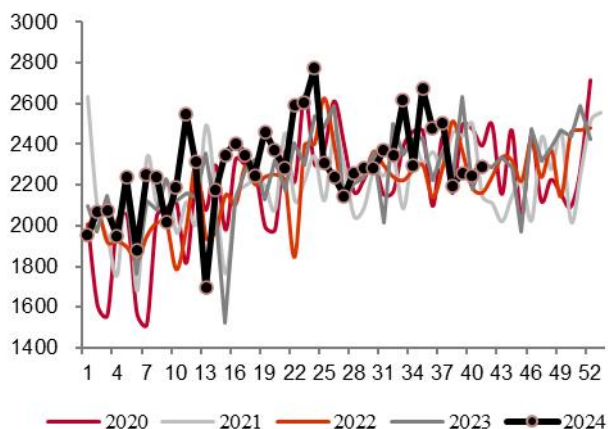
来源：Mysteel，中泰证券研究所

矿价下降：本周 Platts62% 102.2 美元/吨，周环比下降 1 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2481.1 万吨，环比上升 2%，其中中国到港量 1498.4 万吨，环比上升 8.27%。最新钢厂进口矿库存天数 18 天，环比持平。天津准一冶金焦 1890 元/吨，环比持平。废钢 2250 元/吨，环比上升 20 元/吨。

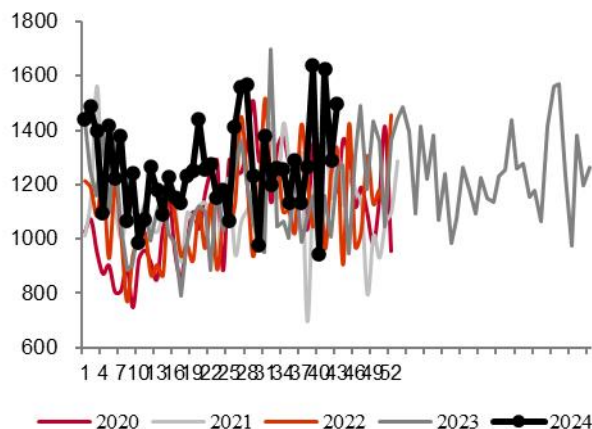
图表 88：钢铁主要生产要素价格一览

品种		单位	本周价格	上周价格	周变化	上月价格	月变化	去年价格	年变化
铁矿石	Platts62%	美元/吨	102.8	102.2	0.6	104.65	-1.85	127.7	-24.9
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	765	760	5	775	-10	964	-199
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	660	655	5	680	-20	845	-185
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-765	-760	-5	-775	10	-964	199
	卡粉-超特	元/湿吨	-660	-655	-5	-680	20	-845	185
	PB粉-超特	元/湿吨	105	105	0	95	10	119	-14
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	21.14	20.39	0.75	26.61	-5.47	21.25	-0.11
	西澳-青岛	美元/吨	9.31	8.61	0.7	10.14	-0.83	9.29	0.02
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1840	1890	-50	1890	-50	2240	-400
	京唐港主焦煤	元/吨	1760	1760	0	1950	-190	2400	-640
张家港废钢		元/吨	2250	2250	0	2270	-20	2550	-300
唐山方坯Q235		元/吨	3120	3130	-10	3310	-190	3570	-450

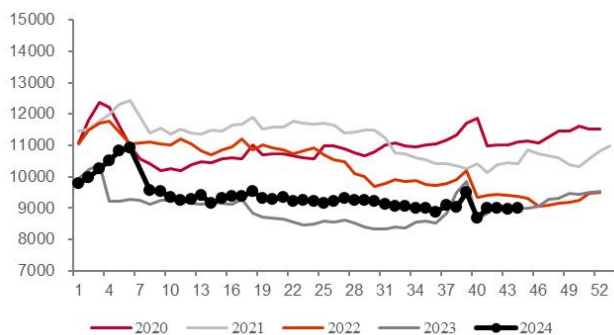
来源：WIND, Mysteel, 中泰证券研究所

图表 89：澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)


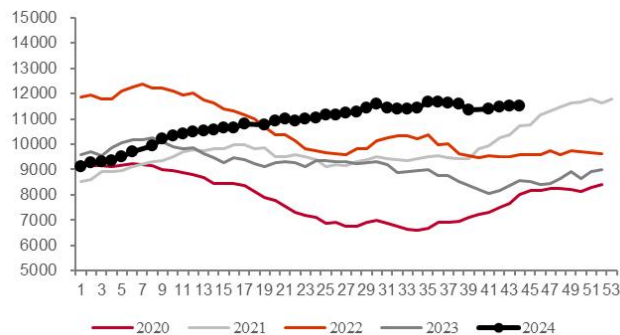
来源：WIND, 中泰证券研究所

图表 90：中国铁矿石到港量 (万吨)


来源：WIND, 中泰证券研究所

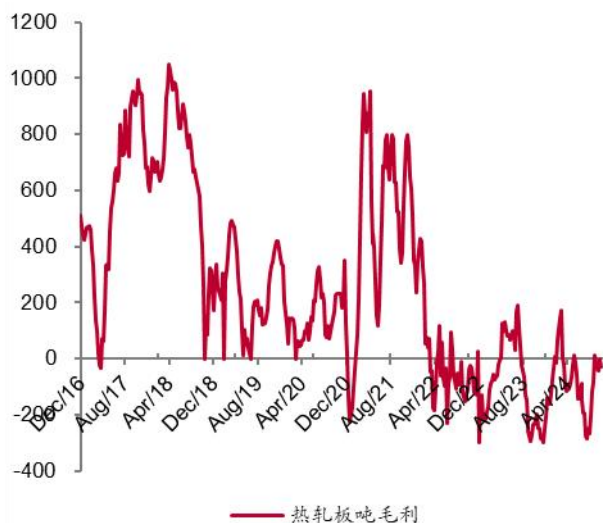
图表 91：进口矿港口库存 (万吨)


来源：WIND, 中泰证券研究所

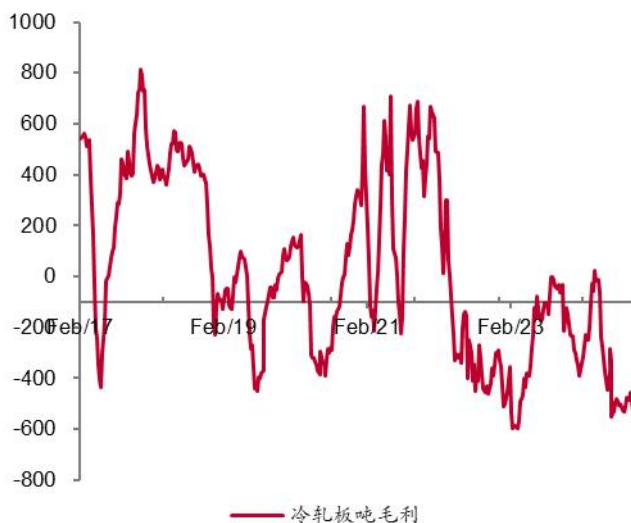
图表 92：进口矿钢厂库存 (万吨)


来源：WIND, 中泰证券研究所

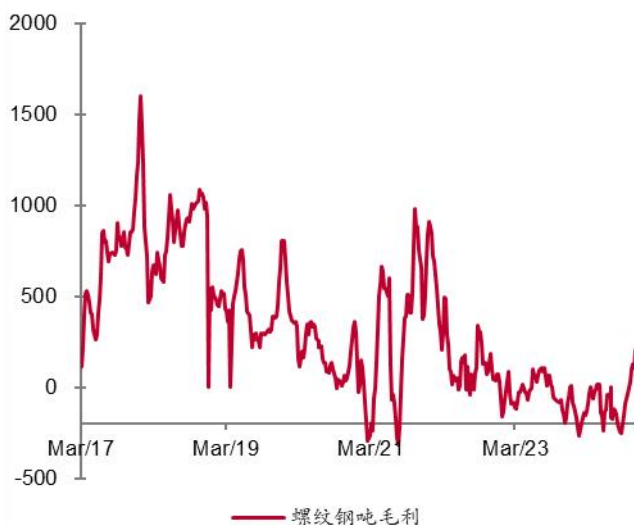
- **吨钢盈利持续下跌**：热轧卷板(3mm)毛利-27元/吨，毛利率下降0.85%；冷轧板(1.0mm)毛利-363元/吨，毛利率下降-10.13%；螺纹钢(20mm)毛利73元/吨，毛利率上升2.33%；中厚板(20mm)毛利-236元/吨，毛利率下降7.46%。

图表 93：热轧卷板毛利变化(元/吨)


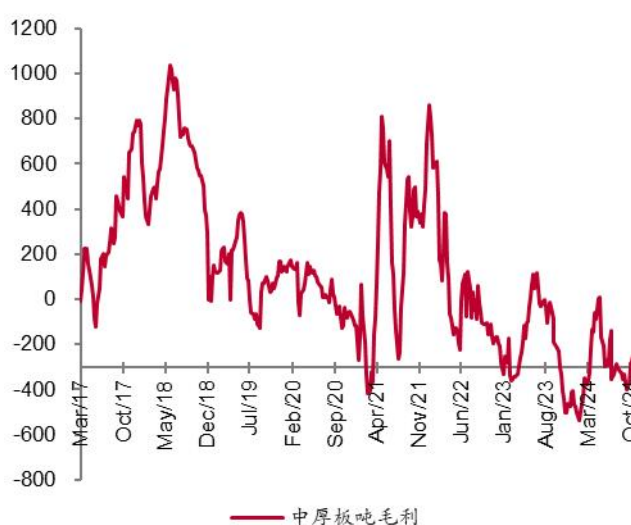
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 94：冷轧卷板毛利变化(元/吨)


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 95：螺纹钢毛利变化(元/吨)


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 96：中厚板毛利变化(元/吨)


来源：WIND，中泰证券研究所

5.投资建议：维持“增持”评级

- **1) 贵金属**：特朗普交易落地，美元指数走高，黄金ETF持仓量有所回落，中长期看，美国远端国债实际收益率处于2%左右历史高位，高利率下美国经济压力逐步显现，而全球信用格局重塑的趋势不变，贵金属价格长期上行趋势不变。
- **2) 大宗金属**：本周，需求步入淡季，国内增量逆周期政策陆续出台，内盘商品价格显著强于外盘。在长期供需格局重塑背景下，大宗金属价格进一步下行的空间有限，随着国内外政策同步转向，行业有望迎来景气上行周期。

6.风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 政策变动带来的风险
- 测算前提假设不及预期
- 金属价格波动风险
- 产业政策不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 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。