

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

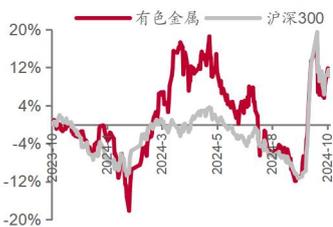
执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq07@zts.com.cn

### 基本状况

上市公司数	133
行业总市值(亿元)	28,603.47
行业流通市值(亿元)	26,920.85

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

- 《国内政策转向积极，小金属价格弹性可期》2024-10-21
- 《北方稀土挂牌价继续上行》2024-10-15
- 《全球制造业景气度跟踪：9月，传统旺季下的新低》2024-10-08

### 报告摘要

■ **【本周关键词】：金九银十旺季邻近尾声、黄金 ETF 持仓继续走高**

■ **投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周，避险情绪升温，海外黄金 ETF 持仓量继续走高，金价持续刷新历史新高，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，随着全球信用格局重塑，贵金属价格将保持长期上行趋势。

2) **大宗金属**：本周，旺季邻近尾声，市场等待更多增量逆周期政策出台，除电解铝因成本支撑外，其余商品价格整体走弱。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 -0.6%、2.2%、-1.4%、0.3%、0.3%、-5.2%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为 -0.8%、0.6%、0.1%、-0.1%、-1.5%、-2.2%；2) COMEX 黄金收于 2760.8 美元/盎司，环比上涨 0.9%；SHFE 黄金收于 624.72 元/克，环比上涨 0.91%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于 4654.057 点，环比上涨 2.37%，跑赢上证综指 1.2 个百分点，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 8.90%、7.60%、4.92%、0.35%、-2.26%。

■ **宏观“三因素”总结：国内增量财政预期升温，美国降息周期开启**。具体来看：

1) **国内九月经济数据边际企稳**：国内 9 月工业增加值同比 5.4%、前值 4.5%，社零同比 3.2%、前值 2.1%，1-9 月固定资产投资同比 3.4%、前值 3.4%，九月国内经济数据边际企稳，随着逆周期政策的持续发力，复苏动能有望持续提升。

2) **美国经济数据保持韧性**：本周披露美国初请失业金人数 22.7 万人（预期 24.2 万人，前值 24.2 万人），10 月美国密歇根消费者信心指数终值 70.5（预期 69，前值 68.9），9 月耐用品订单环比 -0.8%（预期 -1%，前值 -0.8%）。

3) **欧元区 8 月 PPI 同环比回落**：8 月欧盟零售销售指数季调同比为 0.3%（前值 0.1%）；8 月欧元区 PPI 同比为 -2.3%（前值 -2.2%），环比为 0.6%（前值 0.7%）；8 月欧元区失业率季调为 6.4%（前值 6.4%）。

4) **9 月全球制造业位于荣枯线以下**：9 月全球制造业 PMI 为 48.8，环比下降 0.7，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：避险情绪升温，贵金属价格继续走高**

周内，虽多位美联储官员表态放缓降息步伐，但地缘局势再度升级，以及临近美国大选、特朗普当选预期进一步增强，贵金属价格继续走高。十年期美债实际收益率 1.96%，环比上升 19BP，实际收益率模型计算的残差 1926 美元/盎司，环比 +87.5 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，成本端支撑叠加库存去化，短期维持偏强震荡**

**供应方面**，国内继续释放增产产能。贵州电解铝企业继续缓慢释放复产产能，四川电解铝企业复产速度较快，截至本周本轮复产计划已接近完成。新疆地区电解铝企业也继续释放新投产产能。截至目前，本周电解铝行业运行产能 4361.30 万吨，较上周增加 4.6 万吨。**需求方面**，本周国内铝下游开工大稳小动，河南部分小型铝加工企业因环保问题出现减产，大中型企业多持稳生产为主。北方部分建材企业反馈在手订单下滑，企业补库意愿不足。工业型材方面，旺季过后，订单量稍显回调，整体开工率回落，但龙头企业开工仍维持高位。整体来看，淡旺季切换初显，叠加铝价高位，下游观望少采，铝型材开工率或将出现回调。**库存方面**，国内铝锭库存 66.5 万吨，环

比下降 2.9 万吨；国内铝棒库存 25.59 万吨，环比下降 1.42 万吨；国内铝锭+铝棒库存 92.09 万吨，环比下降 4.32 万吨；海外方面，截止 10 月 25 日，LME 铝库存 74.87 万吨，环比下降 1.2 万吨。全球库存 166.96 万吨，环比下降 5.385 万吨。周内国内铝锭及铝棒到货偏紧，社会库存维持去库状态，现货流通偏紧刺激现货基差向好。

1) 氧化铝价格 4866 元/吨，比上周上升 43 元/吨，氧化铝成本 3168 元/吨，环比上升 4 元/吨，吨毛利 1502 元/吨，环比上升 14.19%。

2) 预焙阳极价格 4318 元/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，即时成本 4361 元/吨，周内平均吨毛利-45 元/吨；不考虑原料库存，预焙阳极即时成本 4402 元/吨，环比上升 0.46%，周内平均吨毛利-81 元/吨。

3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 19268 元/吨，环比上升 2.33%，长江现货铝价 20790 元/吨，环比上升 1.51%，吨铝盈利 1010 元/吨，环比下降 7.85%。

总结来看，国内电解铝供应端增速放缓，铝水比例短期维持高位叠加新疆地区发运效率下降，国内供应端压力减弱。氧化铝快速上涨，电解铝行业成本增长明显，提供较强驱动。需求端，短期持稳运行，加拿大等国家对中国铝材加征关税出现松动，利好未来铝材出口预期。综上，铝市基本面供需紧平衡，成本端支撑强劲，短期或维持偏强震荡为主。

## 2、对于电解铜，地缘局势恶化避险情绪增加，铜价承压

供给方面，10 月 25 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 10.86 美元/吨，环比增加 0.38 美元/吨。需求方面，当前铜价表现虽相对稳定但仍较高，部分下游客户因故仅维持刚需采购。库存方面，截至 10 月 25 日，LME 铜库存 27.68 万吨，环比下降 0.74 万吨。COMEX 库存环比上周增加 0.575 万吨至 8.38 万吨，较去年同期增加 6 万吨。国内库存方面，国内现货库存 27.63 万吨，环比下降 0.91 万吨，同比增加 14.95 万吨。全球库存总计 63.69 万吨，环比下降 1.08 万吨。

总结来看，虽然目前 TC 有小幅上涨，但由于现货散单 TC 持续偏低，明年长单的确定或存在较大分歧，而倘若长时间的低加工费可能会令冶炼厂存在减产压力。需求方面，铜加工领域的开工率并未明显回升，下游用户的反应并不积极。预计下周铜价或将继续保持震荡。

## 3、对于锌，供应扰动持续叠加国内需求偏弱，锌价起伏不断

供给端，近期全球矿供应扰动再起，澳洲新世纪矿因山火减产约 1 万吨，国内北方同样存在矿山停产，其月产约 5000 吨锌精矿，复产时间未知，国内矿紧缺局面有所加重。需求端，四季度进入季节性淡季，且周内北方河北、天津、山东等地环保限产不断，镀锌厂开工大幅下滑。库存端，七地锌锭社会库存 12.59 万吨，环比持平。供需双弱下，锌价上冲动能不足，但考虑到海外资金集中度高，挤仓风险加大，在宏观暂无较大扰动下，锌价或仍有继续上冲的可能。

## 4、对于钢铁，中钢协提出加快研究推进产能治理和联合重组

供给端：由于钢厂品种盈利的影响，产能释放力度增强，铁水产量持续上升，而品种产量则表现不一。需求端：由于传统旺季需求释放力度不足，市场成交处于不稳定状态，市场“买涨不买跌”心态较为严重。成本端：由于铁矿石价格小幅震荡，废钢价格稳中下跌，焦炭价格小幅下跌，使得生产成本支撑力度开始转弱。政策层面，中钢协周五提出加快研究推进产能治理和联合重组，黑色产业链情绪有所提振。因此预计国内钢材市场将在宏观政策预期再度升温、终端需求释放不足、钢厂供给持续上升、市场成交明显不稳、成本支撑开始转弱的影响下，国内钢市或将在预期与现实的交织之中呈现弱势反弹的行情。

- **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

<b>1.行情回顾</b> .....	<b>6</b>
1.1 股市行情回顾：美股整体回落、A股整体回升.....	6
1.2 贵金属：避险情绪升温，贵金属价格继续刷新高点.....	7
1.3 大宗金属：美元指数回升，价格整体回落.....	7
<b>2.宏观“三因素”运行跟踪：复苏周期仍在延续</b> .....	<b>8</b>
2.1 中国因素：复苏动能有待提升.....	8
2.2 美国因素：9月CPI同比回落环比持平.....	8
2.3 欧洲因素：欧元区8月PPI同环比回落.....	10
2.4 全球因素：9月全球制造业PMI回落且处于荣枯线以下.....	10
<b>3.贵金属：长期上升趋势不变</b> .....	<b>11</b>
3.1 流动性压力已过，上行趋势延续.....	11
3.2 黄金ETF持仓环比回升，COMEX非商业多头结构延续.....	12
3.3 金银比回升至高位区间.....	13
<b>4.大宗金属：供需紧平衡格局难以改变</b> .....	<b>15</b>
4.1 铝：成本端支撑明显叠加铝市场去库，短期维持偏强震荡为主.....	15
4.2 铜：美元回暖期铜上方承压.....	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：中钢协提出加快研究推进产能治理和联合重组.....	28
<b>5.投资建议：维持“增持”评级</b> .....	<b>32</b>
<b>6.风险提示</b> .....	<b>33</b>

## 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：美国CPI与核心CPI当月同比（%）.....	9
图表 11：美国PPI同比及环比（%）.....	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：美联储利率政策市场预期.....	9
图表 15：美元指数走势图.....	9
图表 16：欧元区PPI同比及环比（%）.....	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：全球制造业PMI分项.....	10
图表 20：全球主要经济体制造业PMI.....	11
图表 21：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 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:	十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)	12
图表 25:	通胀预期与真实收益率 (%)	12
图表 26:	黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)	13
图表 27:	COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)	13
图表 28:	COMEX 黄金净持仓情况 (张)	13
图表 29:	全球央行购金 (单位: 吨)	13
图表 30:	主要国家光伏发电平均成本快速降低	14
图表 31:	平价上网成为现实 (元/度)	14
图表 32:	白银供需平衡表预测 (吨)	14
图表 33:	光伏产业白银需求预测	15
图表 34:	金银比 (伦敦现货)	15
图表 35:	金银比修复行情历史复盘	15
图表 36:	电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	16
图表 37:	电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	16
图表 38:	国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	17
图表 39:	电解铝周度产量 (万吨)	17
图表 40:	国内电解铝月度表观需求 (万吨)	17
图表 41:	铝型材开工率 (%)	18
图表 42:	铝线缆开工率 (%)	18
图表 43:	铝板带开工率 (%)	18
图表 44:	铝箔开工率 (%)	18
图表 45:	国内铝锭总库存走势 (万吨)	19
图表 46:	国内铝棒总库存走势 (万吨)	19
图表 47:	国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)	19
图表 48:	国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	19
图表 49:	国内铝锭及铝棒总库存走势对比 (万吨)	19
图表 50:	国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	19
图表 51:	全球铝年度总库存走势对比 (万吨)	20
图表 52:	LME 铝期货库存变动 (万吨)	20
图表 53:	氧化铝运行产能 (万吨)	20
图表 54:	氧化铝库存 (万吨)	20
图表 55:	电解铝的完全成本构成	21
图表 56:	电解铝成本、利润情况 (元/吨)	21
图表 57:	氧化铝生产成本构成	21
图表 58:	氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	21
图表 59:	预焙阳极生产成本构成	21
图表 60:	预焙阳极成本、利润情况 (元/吨)	21
图表 61:	预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	22
图表 62:	铜矿 TC/RC	22
图表 63:	电解铜周度产量 (万吨)	23
图表 64:	中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	24
图表 65:	LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	25
图表 66:	境内及保税区社会库存变动 (万吨)	25
图表 67:	电解铜月度表观消费变动 (万吨)	25
图表 68:	电解铜社会库存变动 (万吨)	25
图表 69:	全球铜库存变动趋势 (万吨)	26
图表 70:	铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	26
图表 71:	电线电缆开工率 (%)	26
图表 72:	国产及进口锌精矿加工费对比	27
图表 73:	国产锌精矿分地区加工费	27
图表 74:	国内锌七地库存 (万吨)	27

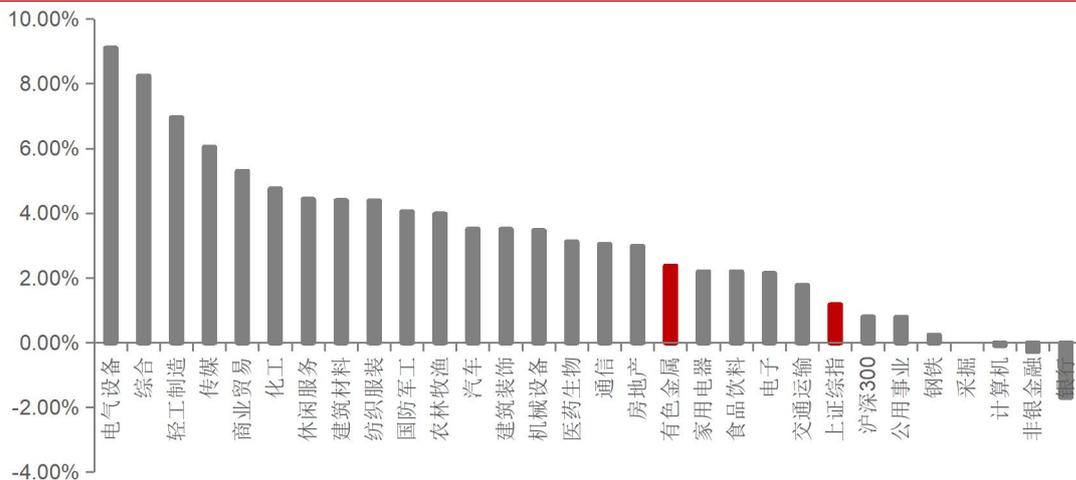
图表 75: LME 锌库存变动趋势 (吨)	27
图表 76: 镀锌开工率 (%)	28
图表 77: 镀锌原料库存 (吨)	28
图表 78: 压铸锌开工率 (%)	28
图表 79: 压铸锌原料库存 (吨)	28
图表 80: 氧化锌开工率 (%)	28
图表 81: 氧化锌原料库存 (吨)	28
图表 82: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	29
图表 83: 本周库存波动对比 (万吨)	29
图表 84: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	29
图表 85: 五大品种周度产量合计 (万吨)	29
图表 86: 历年五大品种社库波动 (万吨)	30
图表 87: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	30
图表 88: 五大品种总表观消费量 (万吨)	30
图表 89: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	30
图表 90: 钢铁主要生产要素价格一览	31
图表 91: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)	31
图表 92: 中国铁矿石到港量 (万吨)	31
图表 93: 进口矿港口库存 (万吨)	31
图表 94: 进口矿钢厂库存 (万吨)	31
图表 95: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	32
图表 96: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	32
图表 97: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	32
图表 98: 中厚板毛利变化 (元/吨)	32

## 1. 行情回顾

### 1.1 股市行情回顾：美股整体回落、A股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回落（道指↓2.68%，纳斯达克↑0.16%，标普↓0.96%）。
- 本周A股整体回升：上证指数收于3,299.7点，环比上涨1.17%；深证成指收于10,619.85点，环比上涨2.53%；沪深300收于3,956.42点，环比上涨0.79%；申万有色金属指数收于4,654.05点，环比上涨2.37%，跑赢上证综指1.2个百分点。

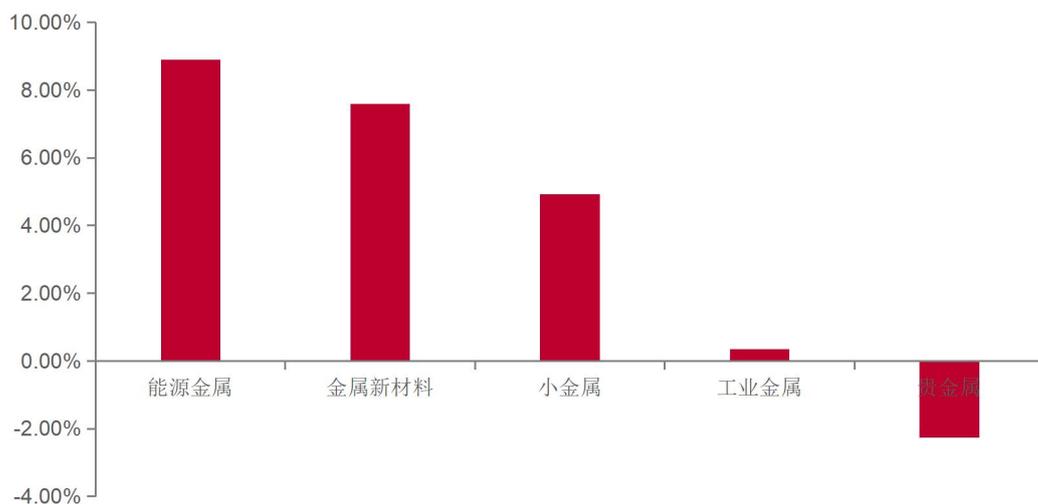
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



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 8.90%、7.60%、4.92%、0.35%、-2.26%。

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	2024.10.25市 值(亿元)	2024.10.18市 值(亿元)	周涨跌幅
603978.SH	深圳新星	37.14	26.60	39.7%
300748.SZ	金力永磁	224.65	185.51	21.1%
603612.SH	索通发展	79.23	65.66	20.7%
688388.SH	嘉元科技	55.88	48.12	16.1%
600711.SH	盛屯矿业	158.86	136.91	16.0%
003038.SZ	鑫铂股份	40.77	35.19	15.9%
603399.SH	吉翔股份	43.34	37.57	15.4%
000831.SZ	五矿稀土	314.44	274.64	14.5%
601137.SH	博威合金	151.92	133.00	14.2%
688077.SH	大地熊	22.43	19.64	14.2%

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

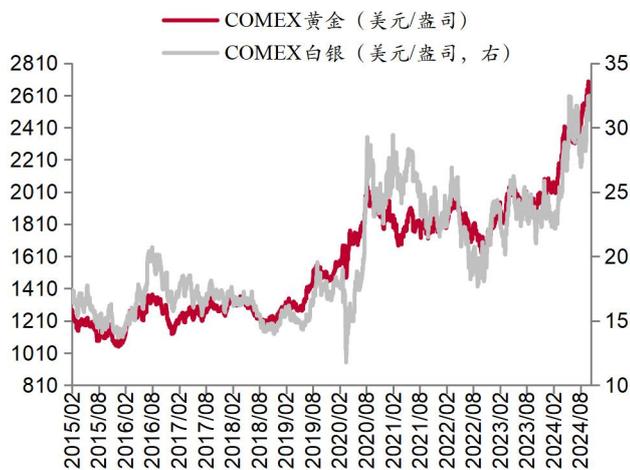
证券代码	证券名称	2024.10.25市 值(亿元)	2024.10.18市 值(亿元)	周涨跌幅
300337.SZ	银邦股份	136.93	144.74	-5.4%
600114.SH	东睦股份	111.44	117.24	-4.9%
603979.SH	金诚信	253.62	266.28	-4.8%
601069.SH	西部黄金	118.11	123.06	-4.0%
601702.SH	华峰铝业	165.26	171.25	-3.5%
600988.SH	赤峰黄金	315.81	327.12	-3.5%
600547.SH	山东黄金	1225.72	1265.98	-3.2%
000933.SZ	神火股份	403.98	414.33	-2.5%
000975.SZ	山金国际	509.81	522.86	-2.5%
600489.SH	中金黄金	695.10	711.59	-2.3%

来源: WIND, 中泰证券研究所

### 1.2 贵金属: 避险情绪升温, 贵金属价格继续刷新高点

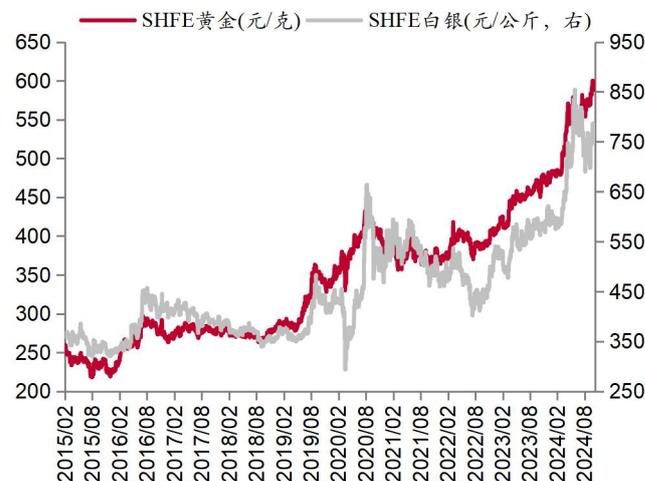
- 周内, 多位美联储官员表态料将放缓降息步伐, 并预计利率将高于疫情前的平均水平, 同时美国临近大选, 叠加中东局势持续紧张, 贵金属价格震荡走高。截至 10 月 25 日, COMEX 黄金收于 2654.6 美元/盎司, 环比上涨 0.97%; COMEX 白银收于 33.78 美元/盎司, 环比上涨 1.66%; SHFE 黄金收于 624.72 元/克, 环比上涨 0.91%; SHFE 白银收于 8140 元/千克, 环比上涨 3.09%。

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, 随着宏观乐观情绪趋于平静, 旺季临近尾声, 同时美联储放缓降息预期, 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-0.6%、2.2%、-1.4%、0.3%、0.3%、-5.2%。

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	9,564	6,082	-0.6%	19.7%	57.2%	82.6%
	SHFE	76,390	48,020	-0.8%	14.8%	59.1%	
铝	LME	2,670	1,794	2.2%	21.6%	48.8%	50.1%
	SHFE	20,760	14,100	0.6%	9.3%	47.2%	
铅	LME	2,042	1,988	-1.4%	-2.5%	2.7%	41.7%
	SHFE	16,770	14,850	0.1%	3.6%	12.9%	
锌	LME	3,100	2,373	0.3%	27.6%	30.6%	55.5%
	SHFE	25,030	18,160	-0.1%	18.6%	37.8%	
锡	LME	31,400	17,200	0.3%	27.5%	82.6%	56.3%
	SHFE	254,290	137,340	-1.5%	18.7%	85.2%	
镍	LME	16,120	13,375	-5.2%	-10.5%	20.5%	35.6%
	SHFE	125,870	105,850	-2.2%	-14.4%	18.9%	

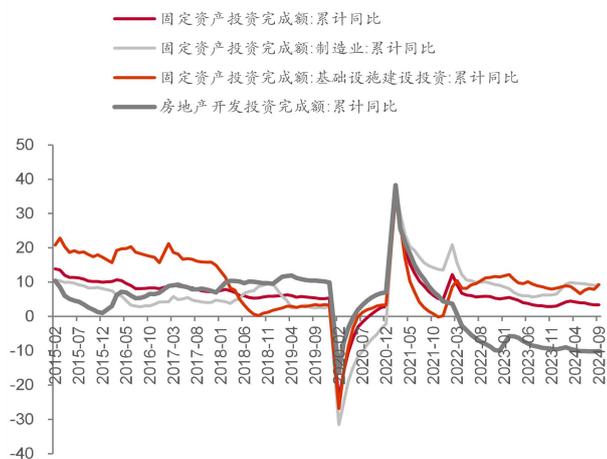
来源: WIND, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

## 2. 宏观“三因素”运行跟踪: 复苏周期仍在延续

### 2.1 中国因素: 复苏动能有待提升

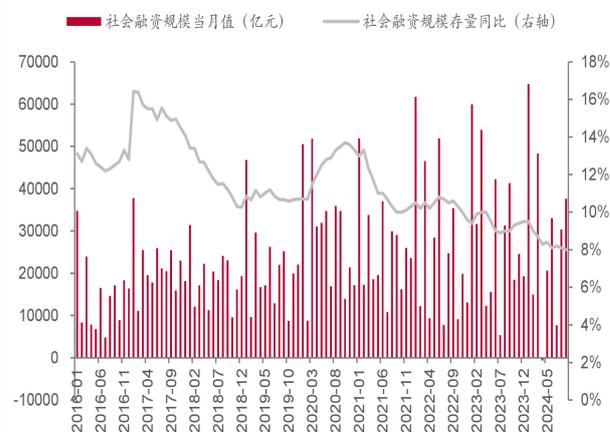
- 国内 9 月经济数据边际企稳。本周披露国内 9 月固定资产投资累计同比 3.4%、环比持平, 房地产开发投资完成额累计同比-10.10%、环比提升 0.1 个百分点, 9 月新增社会融资规模 37634 亿元, 社融规模存量同比 8.0%、环比回落 0.1 个百分点。

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 (%)

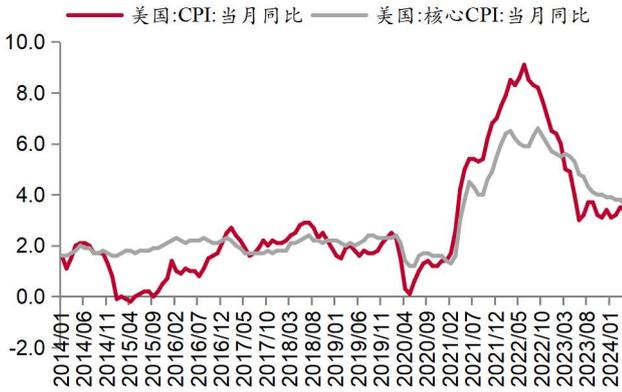


来源: WIND, 中泰证券研究所

### 2.2 美国因素: 9 月 CPI 同比回落环比持平

- 美国 9 月 CPI 同比回落环比持平。本周披露美国 9 月 CPI 季调同比为 2.4% (前值 2.6%), 环比为 0.2% (前值 0.2%), 核心 CPI 季调同比为 3.3% (前值 3.3%), 环比为 0.3% (前值 0.3%); 9 月 PPI 同比为 1.8% (前值 1.9%), 环比为 0.0% (前值 0.2%), 核心 PPI 季调同比为 2.8% (前值 2.7%), 环比为 0.2% (前值 0.3%)。

图表 10: 美国 CPI 与核心 CPI 当月同比 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 11: 美国 PPI 同比及环比 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

- **美国失业数据有所回落。**本周披露美国 10 月 19 日当周初请失业金人数季调为 22.7 万人 (前值 24.2 万人, 预期 24.2 万人), 美国 10 月 12 日续请失业金人数为 189.7 万人 (前值 186.9 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



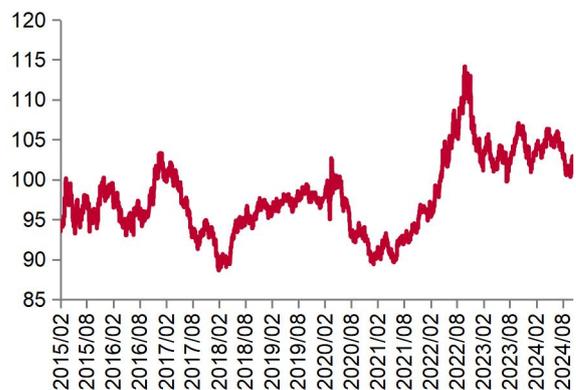
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: 美联储利率政策市场预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.5%	10.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.4%	15.0%	0.6%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	68.5%	28.0%	3.3%	0.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	65.8%	29.7%	4.3%	0.2%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.5%	41.9%	12.9%	1.6%	0.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	28.2%	42.5%	23.1%	5.6%	0.6%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	9.9%	33.2%	35.7%	17.0%	3.8%	0.4%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	3.2%	17.5%	34.0%	29.6%	12.7%	2.7%	0.3%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.8%	6.6%	21.4%	33.0%	25.6%	10.4%	2.2%	0.2%	0.0%	0.0%

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 8 月 PPI 同环比回落**

- **欧元区 8 月 PPI 同环比回落。**本周披露 8 月欧盟零售销售指数季调同比为 0.3%（前值 0.1%）；8 月欧元区 PPI 同比为-2.3%（前值-2.2%），环比为 0.6%（前值 0.7%）；8 月欧元区失业率季调为 6.4%（前值 6.4%），欧盟失业率季调为 5.9%（前值 6.0%）。

**图表 16：欧元区 PPI 同比及环比 (%)**



来源：WIND，中泰证券研究所

**图表 17：欧盟失业率季调 (%)**

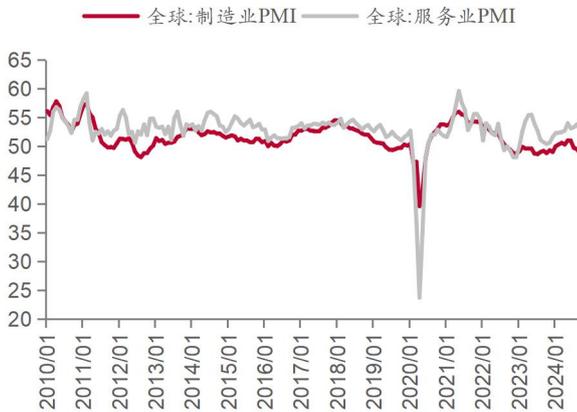


来源：WIND，中泰证券研究所

**2.4 全球因素：9 月全球制造业 PMI 回落且处于荣枯线以下**

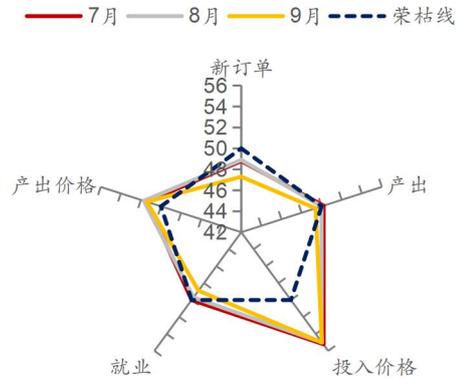
- **全球 9 月制造业景气度回落。**9 月全球制造业 PMI 为 48.8，环比下降 0.7，处于荣枯线以下，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

**图表 18：全球制造业与服务业 PMI**



来源：WIND，中泰证券研究所

**图表 19：全球制造业 PMI 分项**



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 20: 全球主要经济体制造业 PMI

制造业 PMI	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
全球	49.7	50.8	51.0	50.3	50.6	50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9
发达市场	48.8	49.7	50.0	48.6	49.3	49.3	48.9	47.0	47.7	47.5	47.4	46.8	47.1	46.3	47.6	48.5	48.4	48.1
新兴市场	50.7	52.1	52.0	52.0	52.0	51.5	51.1	50.9	50.9	50.0	50.9	51.3	50.2	51.1	51.4	50.5	50.7	51.6
中国	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6
美国	46.8	48.5	48.7	49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7
欧元区	45.8	45.8	47.3	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5
德国	43.2	43.5	45.4	42.5	41.9	42.5	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3
法国	44.0	45.3	46.4	45.3	46.2	47.1	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4
意大利	47.4	45.7	45.6	47.3	50.4	48.7	48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0
爱尔兰	50.1	47.4	49.8	47.6	49.6	52.2	49.5	48.9	50.0	48.2	49.6	50.8	47.0	47.3	47.5	48.6	49.7	51.3
希腊	53.2	54.0	54.9	55.2	56.9	55.7	54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7
西班牙	51.0	52.3	54.0	52.2	51.4	51.5	49.2	46.2	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7
英国	52.1	50.9	51.2	49.1	50.3	47.5	47.3	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3
新西兰	44.0	41.2	46.6	48.5	46.6	49.2	47.6	43.8	46.9	43.0	45.4	46.1	46.2	48.2	48.2	48.1	47.4	51.0
新加坡	50.7	50.4	50.6	50.5	50.7	50.6	50.7	50.5	50.3	50.2	50.1	49.9	49.8	49.7	49.5	49.7	49.9	50.0
印度	58.1	58.3	57.5	58.8	59.1	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3
巴西	54.0	52.5	52.1	55.9	53.6	54.1	52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2
俄罗斯	53.6	54.9	54.4	54.3	55.7	54.7	52.4	54.6	53.8	53.8	54.5	52.7	52.1	52.6	53.5	52.6	53.2	53.6
南非	49.0	43.2	44.8	49.1	50.3	51.9	41.8	48.5	54.9	48.7	46.6	50.7	44.8	45.5	49.7	45.8	49.0	48.9
越南	54.7	54.7	50.3	50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2
东盟	51.6	51.7	51.7	51.0	51.5	50.4	50.3	49.7	50.0	49.6	49.6	51.0	50.8	51.0	51.1	52.7	51.0	51.5

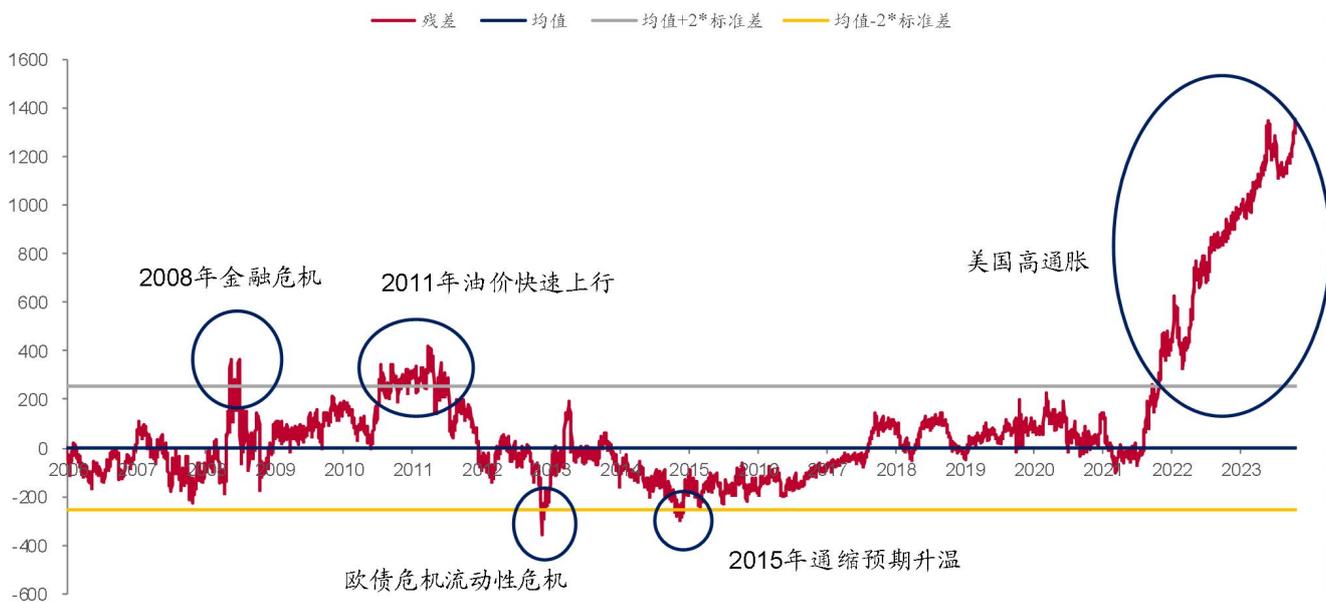
来源: WIND, 中泰证券研究所

### 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 21: 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

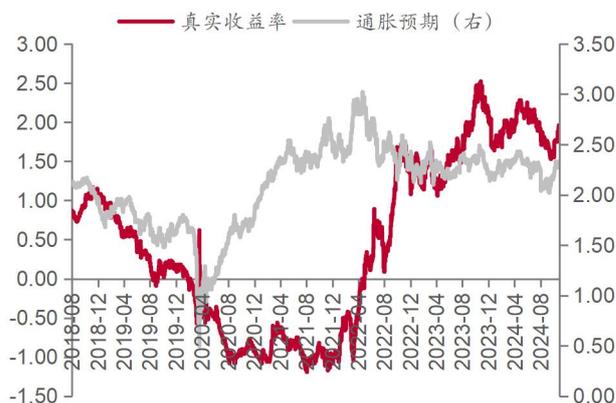
- 截至 10 月 25 日, 本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回升至 1.96%, 10 年期国债实际收益率走高至 1.96%; 截至 10 月 25 日, COMEX 黄金收于 2654.6 美元/盎司, 环比上涨 0.97%; COMEX 白银收于 33.78 美元/盎司, 环比上涨 1.66%; SHFE 黄金收于 624.72 元/克, 环比上涨 0.91%; SHFE 白银收于 8140 元/千克, 环比上涨 3.09%。

图表 22: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)



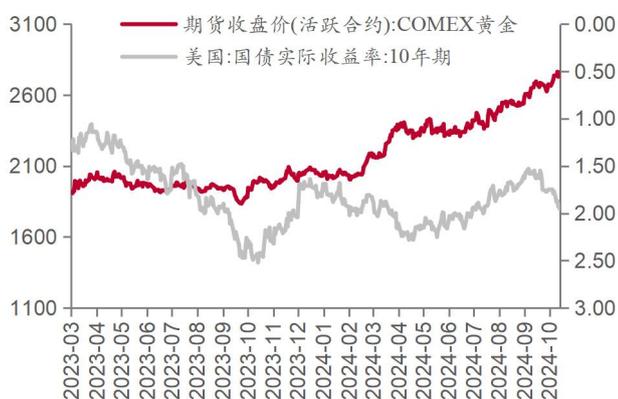
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 23: 通胀预期与真实收益率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 24: 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

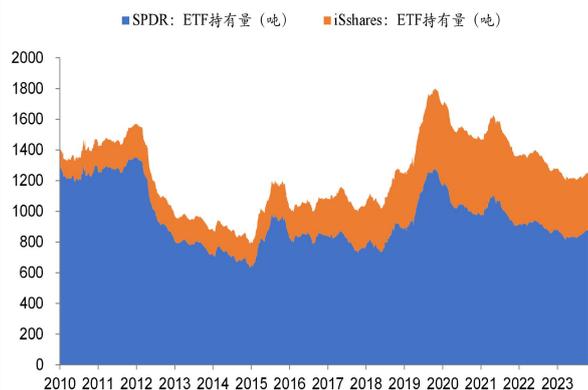
图表 25: 通胀预期与真实收益率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

### 3.2 黄金 ETF 持仓环比回升, COMEX 非商业多头结构延续

- **黄金 ETF 持仓环比回升, COMEX 净多头结构延续。**截至 10 月 25 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,269.94 吨, 环比增加 4.18 吨。截至 10 月 22 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 37.18 万张附近 (前值 35.75 万张), 同时非商业空头持仓回升至 7.56 万张附近 (前值 7.10 万张附近), 净多头持仓量回落至 29.62 万张 (前值 28.64 万张)。

**图表 26: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 27: 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 28: COMEX 黄金净持仓情况 (张)**

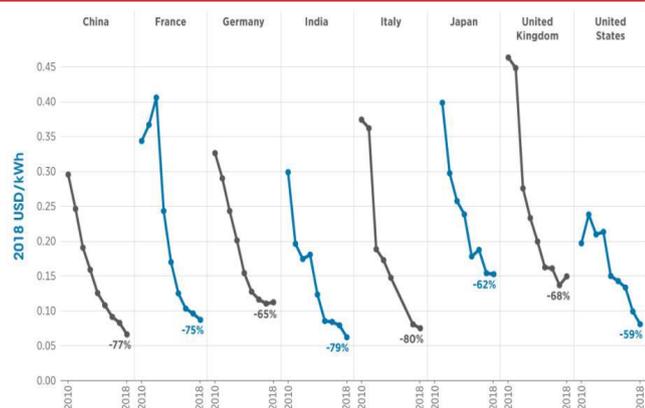

来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 29: 全球央行购金 (单位: 吨)**

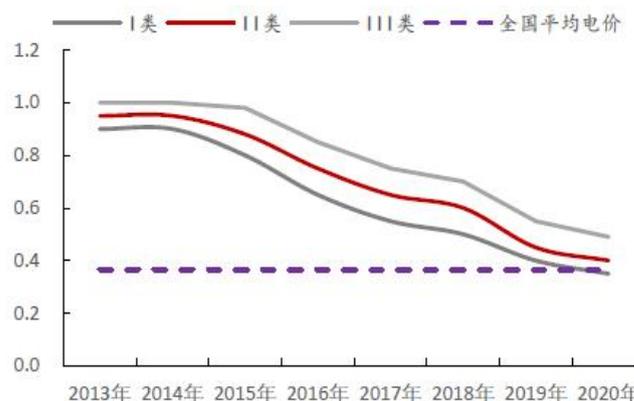

来源: WIND, 中泰证券研究所

### 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 30：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 31：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 32：白银供需平衡表预测 (吨)**

单位：吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>供给合计</b>	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
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
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
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
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
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
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
<b>需求合计</b>	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
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
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
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
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
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
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
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 33: 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 10 月 25 日, 当前金银比 82.4, 环比回落 2.04。

**图表 34: 金银比 (伦敦现货)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 35: 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: 成本端支撑明显叠加铝市场去库, 短期维持偏强震荡为主

- **运行产能增加 4.6 万吨。**供应方面, 中国电解铝企业继续释放增产产能。贵州电解铝企业继续缓慢释放复产产能, 四川电解铝企业复产速度较快, 截至本周本轮复产计划已接近完成。新疆地区电解铝企业也继续释放新投产产能。截至目前, 本周电解铝行业运行产能 4361.30 万吨, 较上周增加 4.6 万吨。

- **新增复产 2.1 万吨。**截至 2024 年 10 月 24 日，2024 年中国电解铝总复产规模 154 万吨，已复产 134.7 万吨，待复产 19.3 万吨，环比小幅上升。

**图表 36：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	2.2	2024/9	10.8	4.3	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	2024/9	6.5	0.5	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	云南神火铝业有限公司	36	36	2024/3	0	0	36
云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	8	2024/3	2	2	10
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	16.5	2024/4	0	0	16.5
	总计	154	134.7		19.3	6.8	141.5

来源：百川，中泰证券研究所

- **新增投产产能 2.5 万吨。**截至 2024 年 10 月 24 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 243 万吨，已投产 22.5 万吨。

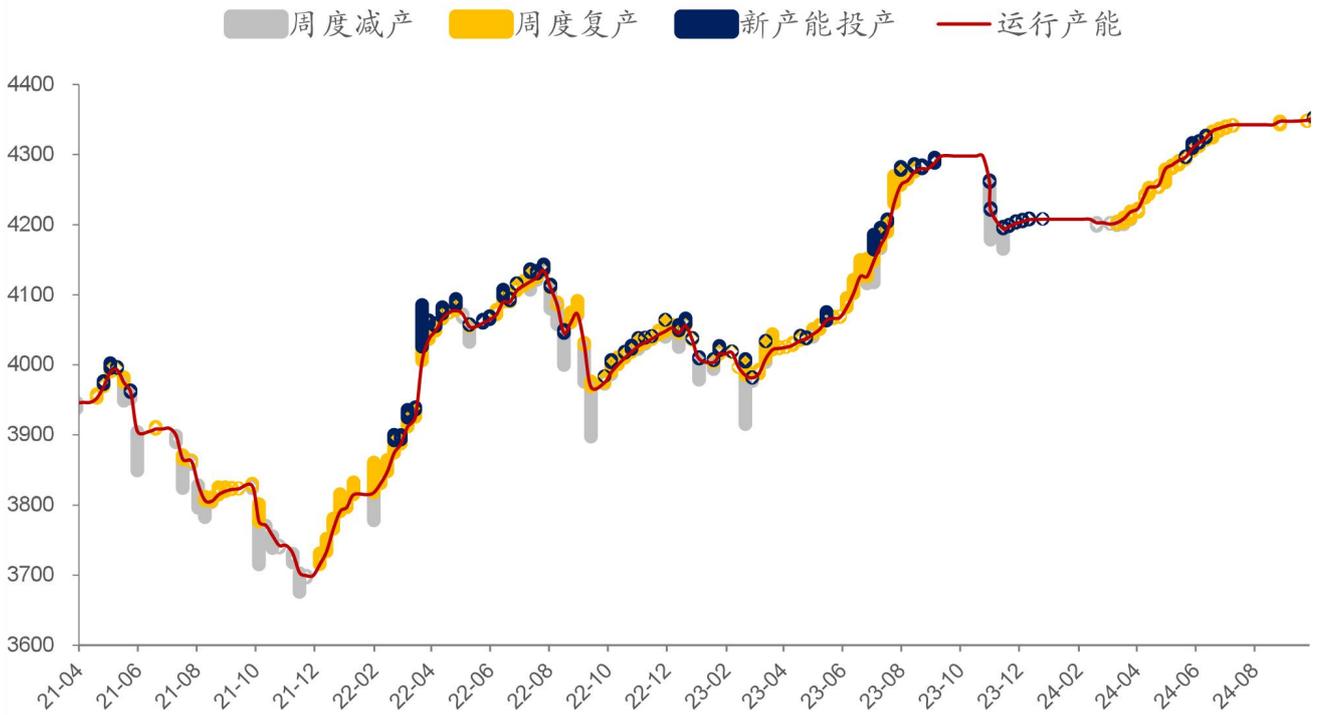
**图表 37：电解铝企业已复产、拟复产情况（单位：万吨）**

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	5.5	2024/10	0	7.5	13
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	待定	0	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	93	0	待定	0		
	总计	243	22.5		0	85.5	108

来源：百川，中泰证券研究所

- **电解铝运行产能小幅上升。**截止 2024 年 10 月 24 日，国内电解铝运行产能为 4361.3 万吨，较上周增加 4.6 万吨。

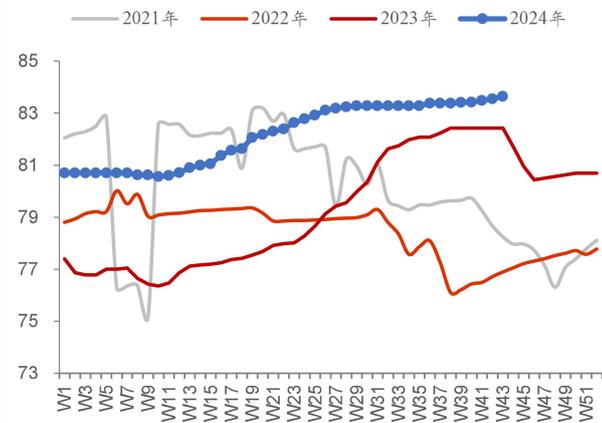
图表 38: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

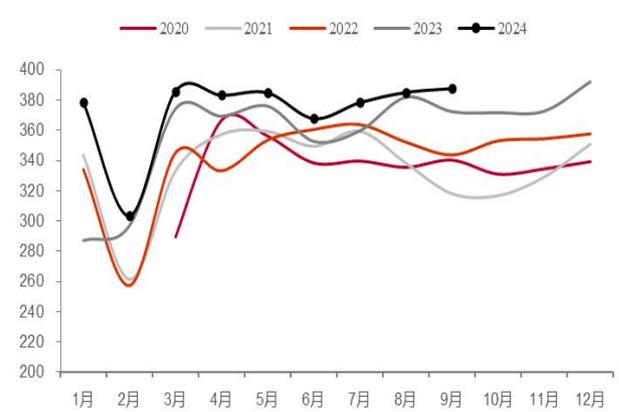
■ 供应量小幅上升。根据百川, 本周电解铝产量 83.64 万吨, 环比上升 0.11%。

图表 39: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

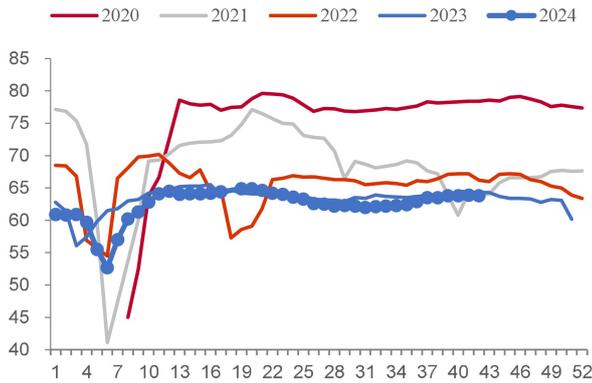
图表 40: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

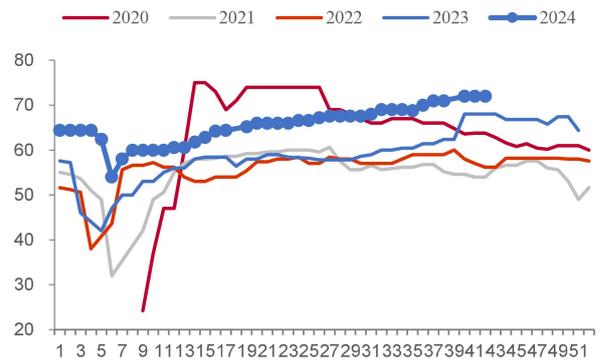
■ 铝加工板块开工率大稳小动: 截止 2024 年 10 月 25 日, 铝加工企业平均开工率为 63.8%, 环比下降 0.1%。本周国内铝下游开工大稳小动, 河南部分小型铝加工企业因环保问题出现减产, 大中型企业多持稳生产为主。北方部分建材企业反馈在手订单下滑, 企业补库意愿不足。工业型材方面, 旺季过后, 订单量稍显回调, 整体开工率出现回落的情况, 但龙头企业开工率仍维持高位运行。整体来看, 淡旺季切换初显, 叠加铝价高位, 下游观望少采, 铝型材开工率或将出现回调。

图表 41: 铝型材开工率 (%)



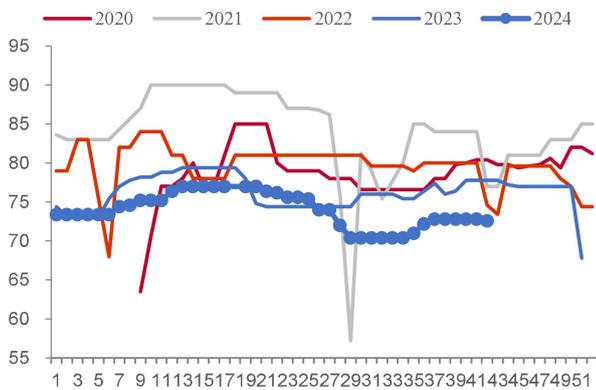
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 42: 铝线缆开工率 (%)



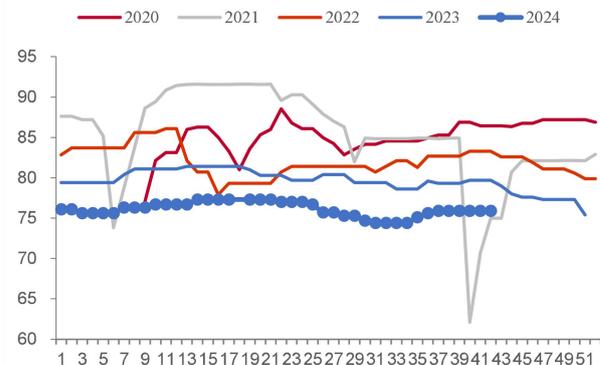
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 43: 铝板带开工率 (%)



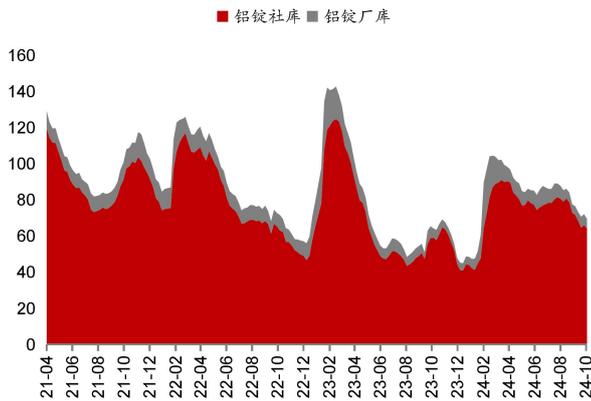
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 44: 铝箔开工率 (%)

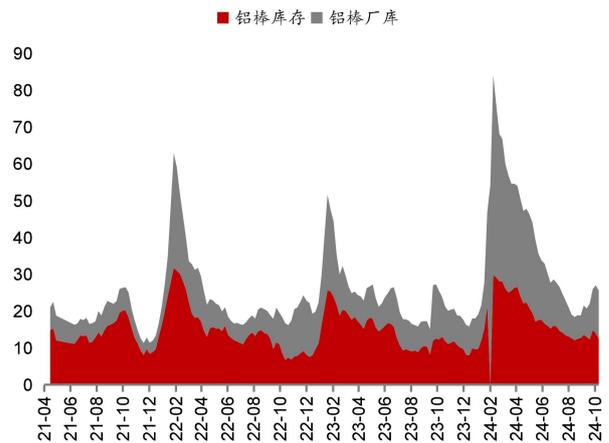


来源: 百川, 中泰证券研究所

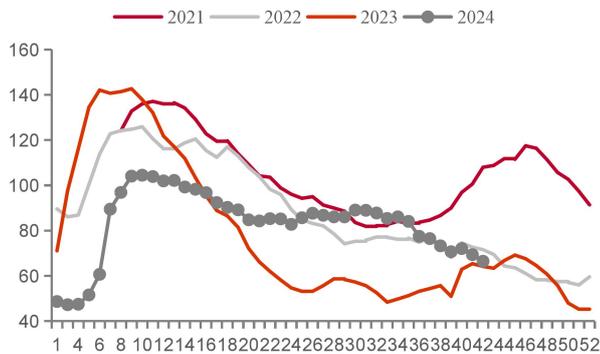
- 铝锭、铝棒双去库:** 2024 年 10 月 25 日, 根据钢联统计, 国内铝锭库存 66.5 万吨, 环比下降 2.9 万吨; 国内铝棒库存 25.59 万吨, 环比下降 1.42 万吨; 国内铝锭+铝棒库存 92.09 万吨, 环比下降 4.32 万吨; 海外方面, 截止 10 月 25 日, LME 铝库存 74.87 万吨, 环比下降 1.2 万吨。全球库存 166.96 万吨, 环比下降 5.385 万吨。周内国内铝锭及铝棒到货偏紧, 社会库存维持去库状态, 现货流通偏紧刺激现货基差向好。

**图表 45: 国内铝锭总库存走势 (万吨)**


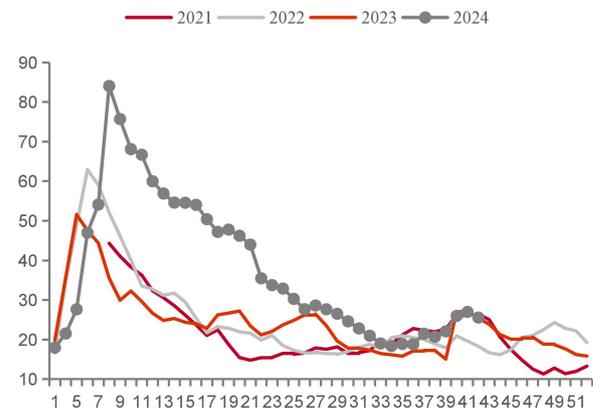
来源: 钢联, 中泰证券研究所

**图表 46: 国内铝棒总库存走势 (万吨)**


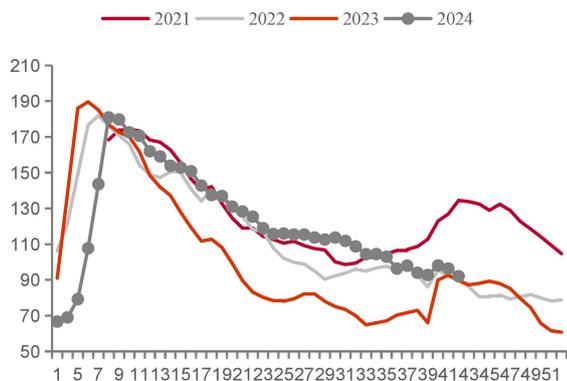
来源: 钢联, 中泰证券研究所

**图表 47: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)**


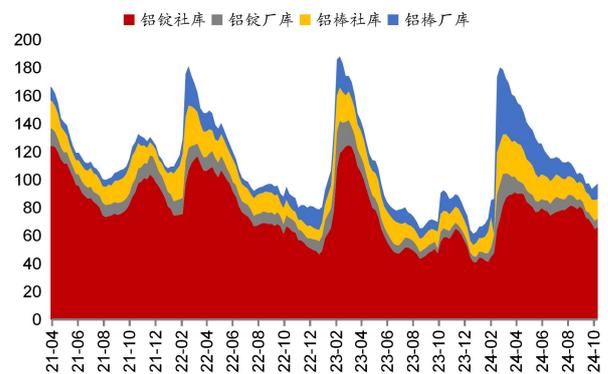
来源: 钢联, 中泰证券研究所

**图表 48: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)**


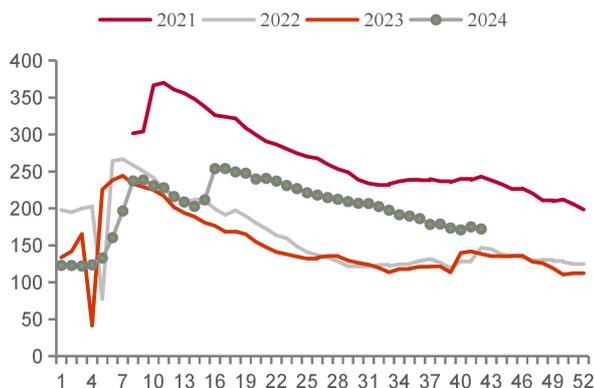
来源: 钢联, 中泰证券研究所

**图表 49: 国内铝锭及铝棒总库存走势对比 (万吨)**


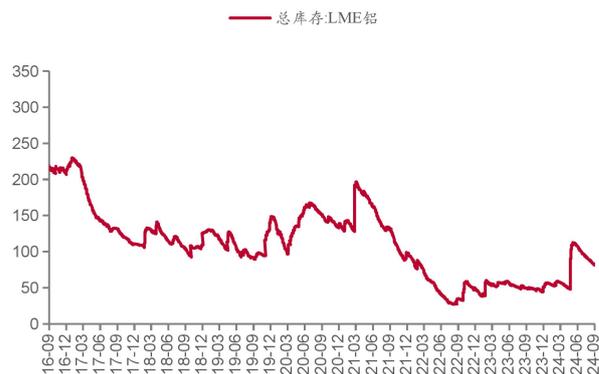
来源: 钢联, 中泰证券研究所

**图表 50: 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 51: 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

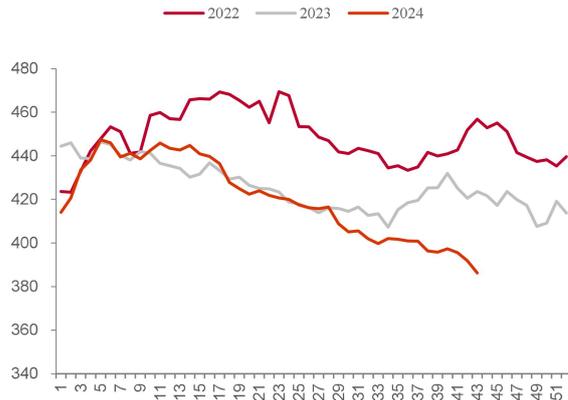
**图表 52: LME 铝期货库存变动 (万吨)**


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 10 月 25 日, 根据钢联统计, 氧化铝建成产能 9965 万吨, 环比保持不变; 运行产能 8465 万吨, 环比下降 260 万吨; 库存从上周 391.8 万吨下降至 386.3 万吨。

**图表 53: 氧化铝运行产能 (万吨)**

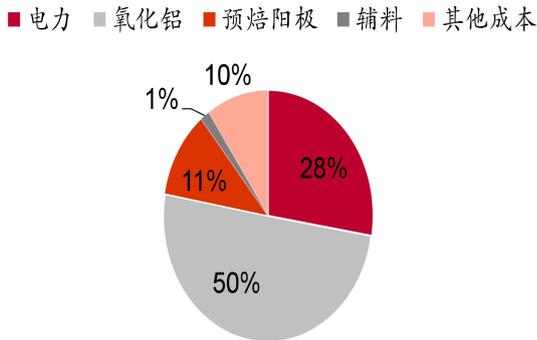

来源: 钢联, 中泰证券研究所

**图表 54: 氧化铝库存 (万吨)**


来源: 钢联, 中泰证券研究所

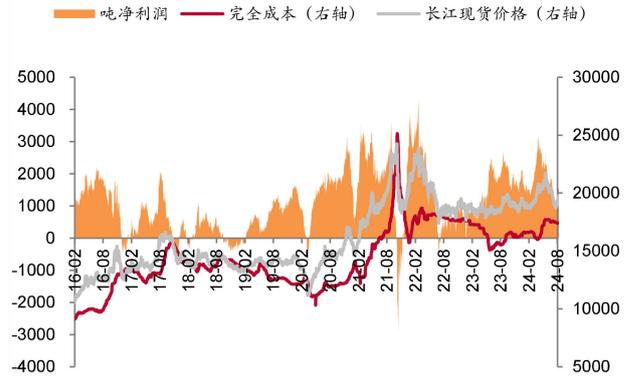
- 氧化铝上涨, 电解铝即时盈利萎缩。** 截至 10 月 25 日, 氧化铝价格 4866 元/吨, 比上周上升 43 元/吨, 氧化铝成本 3168 元/吨, 环比上升 4 元/吨, 吨毛利 1502 元/吨, 环比上升 14.19%。预焙阳极价格 4318 元/吨, 环比持平; 考虑 1 个月原料库存影响, 即时成本 4361 元/吨, 周内平均吨毛利-45 元/吨; 不考虑原料库存, 预焙阳极即时成本 4402 元/吨, 环比上升 0.46%, 周内平均吨毛利-81 元/吨。除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业, 即时成本 19268 元/吨, 环比上升 2.33%, 长江现货铝价 20790 元/吨, 环比上升 1.51%, 吨铝盈利 1010 元/吨, 环比下降 7.85%。具体走势如下:

图表 55: 电解铝的完全成本构成



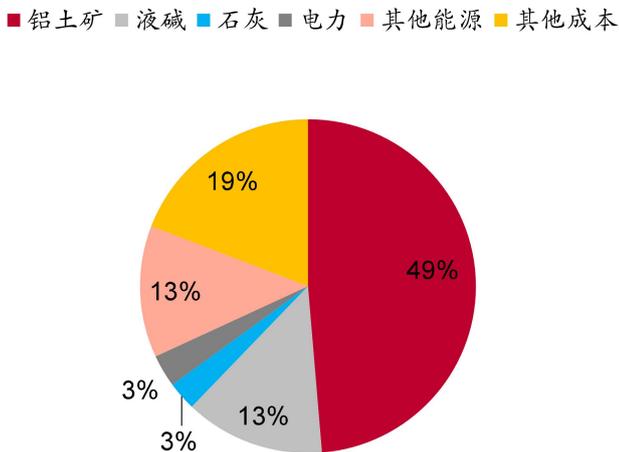
来源: WIND, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 56: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)



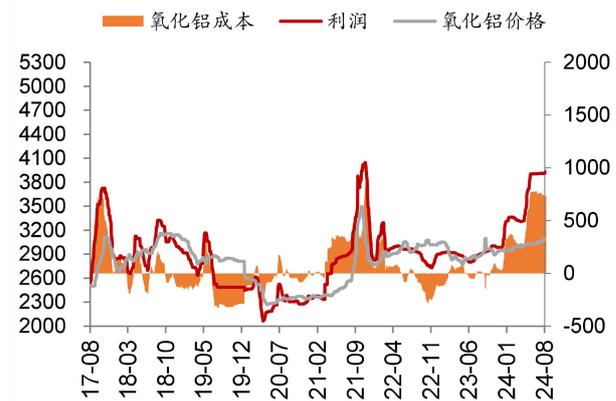
来源: WIND, 亚洲金属网, 中泰证券研究所, 注: 测算对象为除新疆外 100%自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

图表 57: 氧化铝生产成本构成



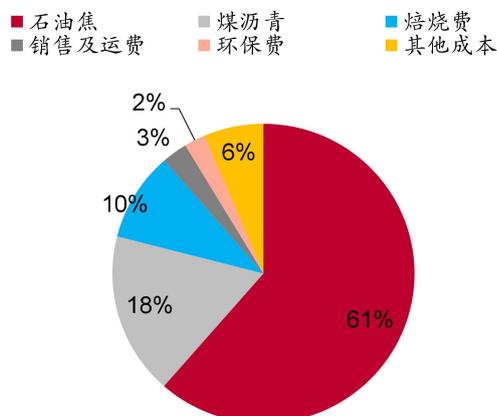
来源: WIND, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 58: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



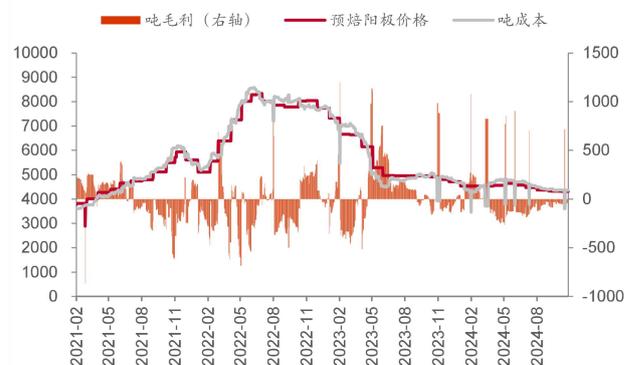
来源: WIND, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 59: 预焙阳极生产成本构成



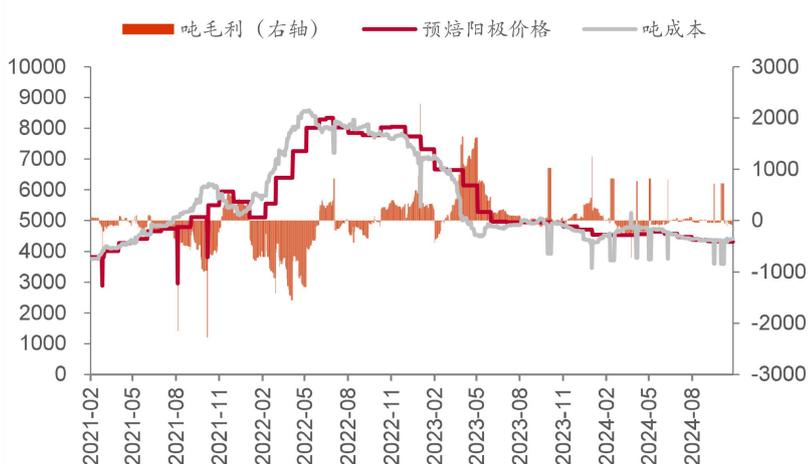
来源: WIND, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 60: 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 61: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)**

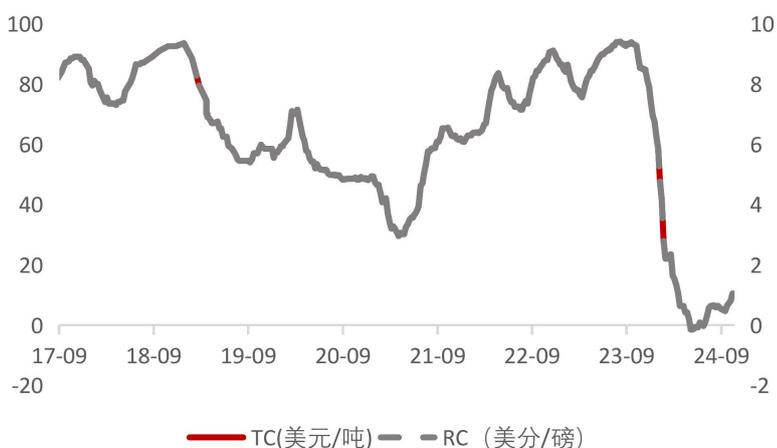


来源: WIND, 中泰证券研究所, 注: 不考虑企业原料库存影响, 采用原料现货价格

#### 4.2 铜: 美元回暖期铜上方承压

- **铜精矿加工费增长。**10月25日SMM进口铜精矿指数(周)报10.86美元/吨,较上一期的10.48美元/吨增加0.38美元/吨。因大冶阳新弘盛冶炼厂、Manyar冶炼厂接连发生事故,第四季度铜精矿供应紧张情况稍有缓解。TC成交重心恢复至10美元中位。

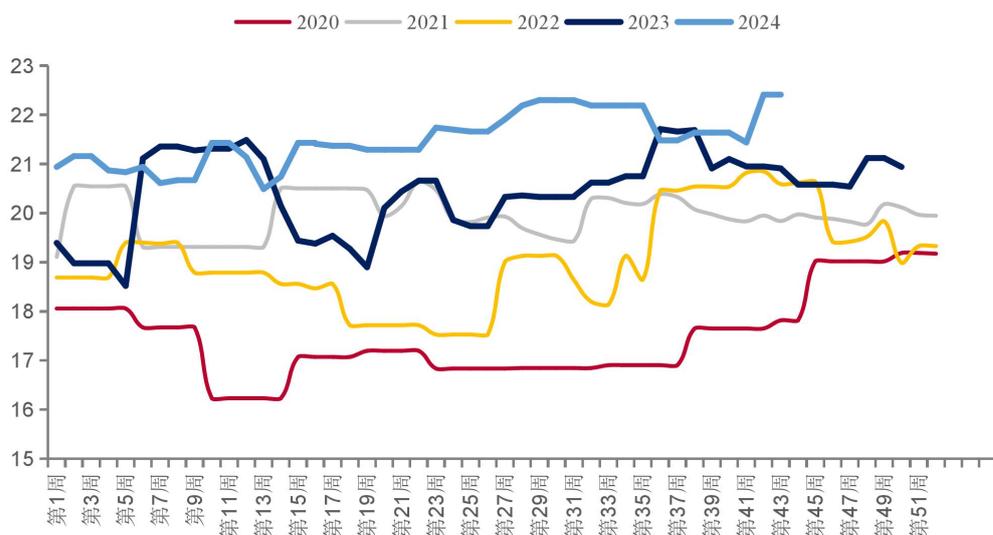
**图表 62: 铜矿 TC/RC**



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22.41万吨,环比持平。

图表 63: 电解铜周度产量(万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

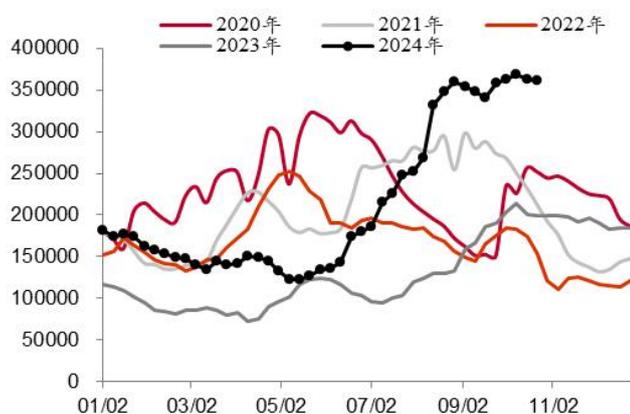
- 行业装置动态: 截止 2024 年 10 月 25 日, 粗炼检修产能达 651 万吨, 环比持平, 精炼检修产能达 655 万吨, 环比持平。

图表 64: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)

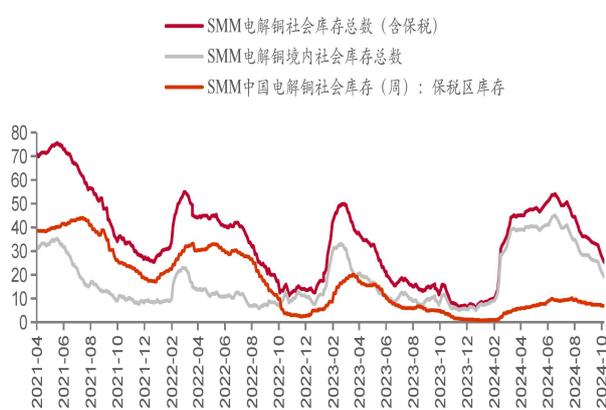
公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注
葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司	10	15	2024年1月	2024年2月	粗炼	18天
广西南国铜业有限责任公司(一期)	30	30	2023年11月	不详	粗炼	
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024年3月	2024年6月	粗炼	90天
青海铜业责任有限公司	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	25天
中原黄金冶炼厂	35	40	2024年3月	2024年4月底	粗炼	30天
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024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年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年5月中旬	2024年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年8月	粗炼	45天
中条山有色金属集团有限公司(垣曲)	13	13	2024年7月7日	2024年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

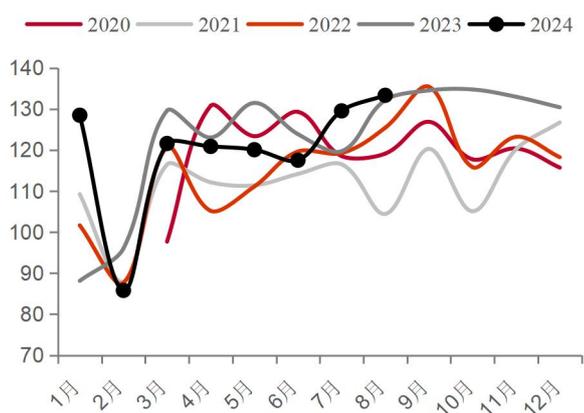
- 全球去库：海外库存方面**，LME 铜库存 27.68 万吨，环比下降 0.74 万吨，较去年同期增加 8.5 万吨。COMEX 库存环比上周增加 0.575 万吨至 8.38 万吨，较去年同期增加 6 万吨。**国内库存方面**，国内现货库存 27.63 万吨，环比下降 0.91 万吨，同比增加 14.95 万吨。全球库存总计 63.69 万吨，环比下降 1.08 万吨。

**图表 65: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)**


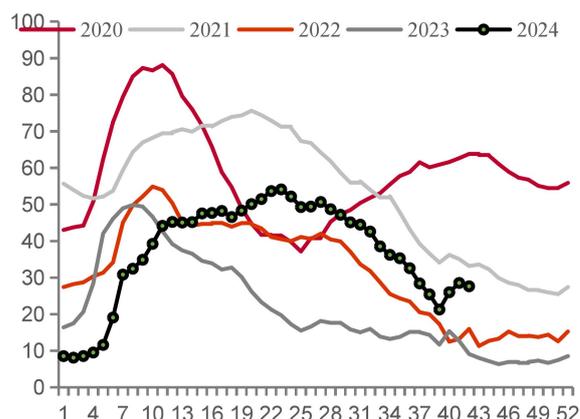
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 66: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

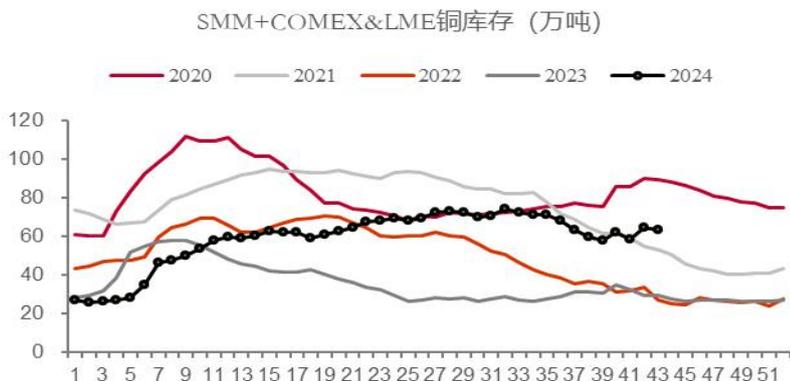
**图表 67: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 68: 电解铜社会库存变动 (万吨)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

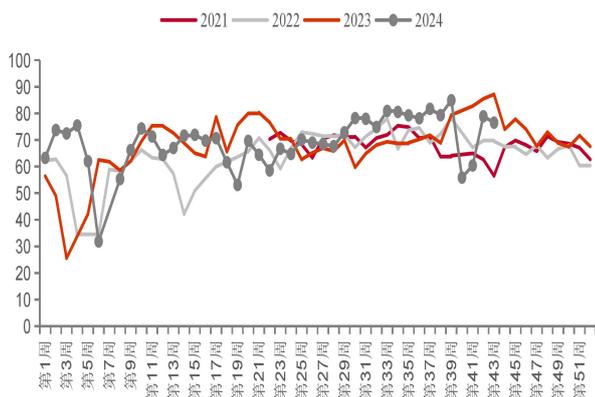
**图表 69：全球铜库存变动趋势（万吨）**



来源：WIND，SMM，中泰证券研究所

- **旺季不旺市场维持平淡，精铜制杆开工率如期下滑。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 76.52%，环比下降 3%。铜线缆企业开工率为 76.56%，环比下降 0.37 个百分点。当前铜价表现虽相对稳定但仍较高，部分下游客户因故仅维持刚需采购。

**图表 70：铜精铜制杆企业周度开工率（%）**



来源：SMM，中泰证券研究所

**图表 71：电线电缆开工率（%）**

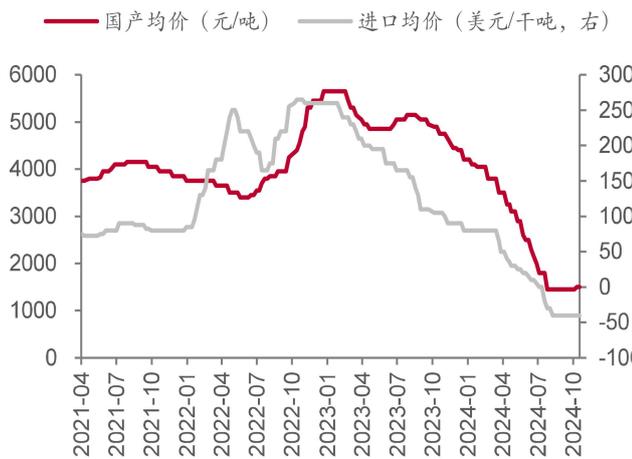


来源：SMM，中泰证券研究所

### 4.3 锌：供应扰动持续叠加内需偏弱 锌价起伏不断

- 本周调整 11 月月度加工费报价，其中 11 月 SMM 锌精矿国产月度 TC 均价环比上涨 100 元/金属吨至 1500 元/金属吨，但 SMM Zn50 进口月度 TC 均价仍持平于-40 美元/干吨。
- 现货市场上。本周开始谈判 11 月锌精矿加工费，目前冶炼厂和矿山仍在拉扯定价；另外，本周沪伦比值降至 8 以下，锌矿进口亏损大幅扩大，进口矿贸易商出货意愿不高，市场报盘依旧少。据 SMM 调研，国内部分冶炼厂因自身原料库存回升，对 11 月锌精矿加工费存在一定上调预期。但近期全球矿供应扰动再起，澳洲新世纪矿因山火减产约 1 万吨，国内北方同样存在矿山停产，其月产约 5000 金吨锌精矿，且该矿目前复产时间未知，国内矿紧缺局面加剧，叠加国内冶炼厂不断冬储采购，供减需增下，国内锌精矿加工费或上调困难，关注后续实际谈判结果。
- 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 20.1 万吨，环比上周增加 2 万吨，其中连云港库存贡献主要增量。

图表 72: 国产及进口锌精矿加工费对比



来源: SMM, 中泰证券研究所

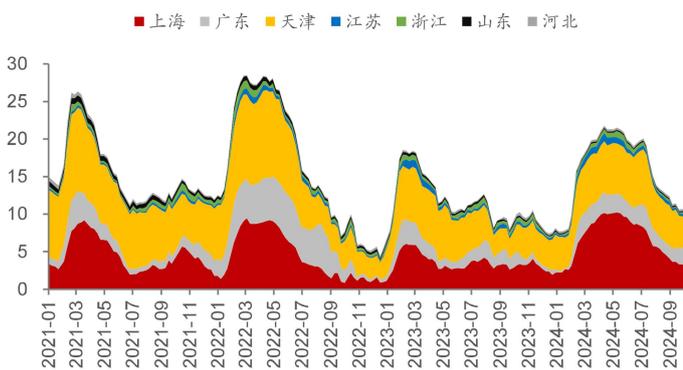
图表 73: 国产锌精矿分地区加工费

	2024/10/11	2024/10/18	2024/10/25	单位
国产(周)	1450	1500	1500	元/金属吨
进口(周)	-40.0	-40.0	-40.0	美元/千吨
内蒙古	1600	1650	1650	元/金属吨
云南	1400	1450	1450	元/金属吨
湖南	1500	1550	1550	元/金属吨
广西	1500	1550	1550	元/金属吨
陕西	1300	1350	1350	元/金属吨
四川	1400	1450	1450	元/金属吨
甘肃	1400	1450	1450	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

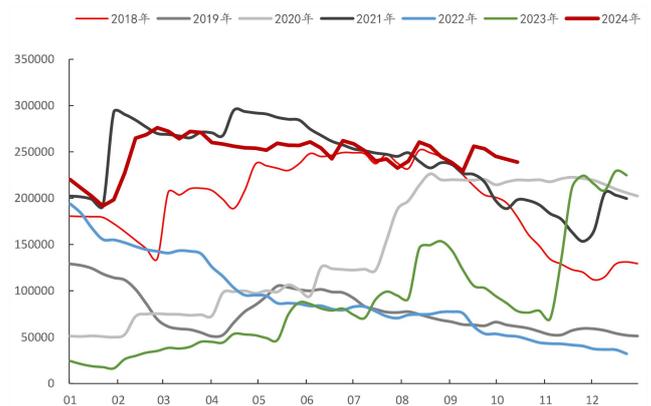
- 本周沪伦比值回落至 7.98 附近震荡, 锌锭进口窗口持续关闭。海外来看, 供应端受澳洲世纪矿发生山火停产影响, 给予伦锌支撑, 同时做多情绪强烈, 海外多头逼仓, 带动伦锌不断走高; 而国内来看, 海外进口锌锭不断流入国内, 带动供应小幅增加, 沪锌下行, 而后北方矿山存在停产, 同时外盘拉升带动内盘上行, 沪锌一路上行。预计下周沪伦比值或将上修。
- **库存变化:** 截至本周四(10月24日), SMM 七地锌锭库存总量为 12.59 万吨, 较 10 月 17 日增加 0.41 万吨, 较 10 月 21 日环比持平, 国内库存持平。上海地区库存小幅录增, 周内仓库到货不多, 叠加锌价高位下游企业采购不佳, 整体库存变化不大; 广东地区库存录减, 周内广东地区到货减少, 下游刚需采购下, 整体库存小幅下滑; 天津地区库存录减, 周内虽有镀锌企业受环保影响原料需求下滑, 但运输影响持续下, 天津周内到货仍较少, 整体库存下降。整体来看, 原三地库存降低 0.09 万吨, 七地库存环比持平。

图表 74: 国内锌七地库存(万吨)

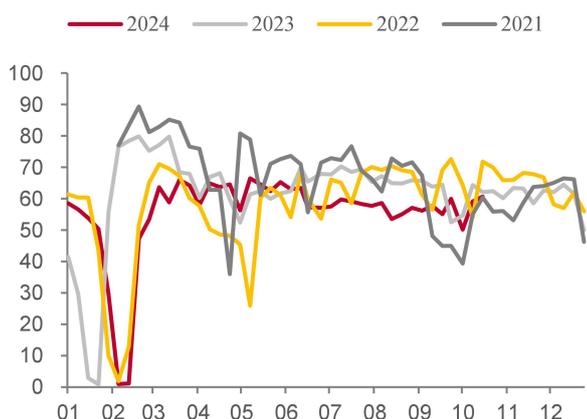


来源: SMM, 中泰证券研究所

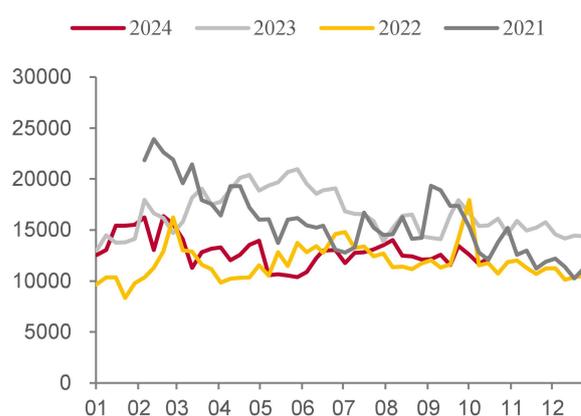
图表 75: LME 锌库存变动趋势(吨)



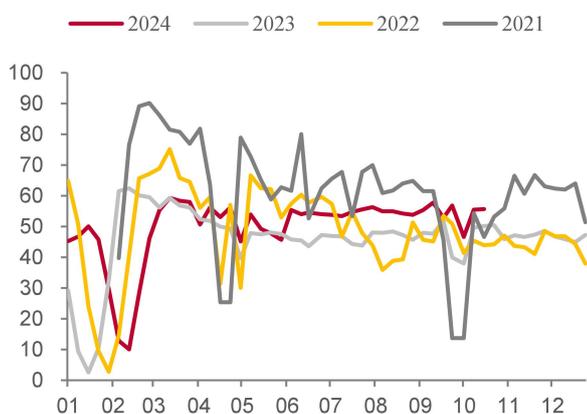
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 76: 镀锌开工率 (%)**


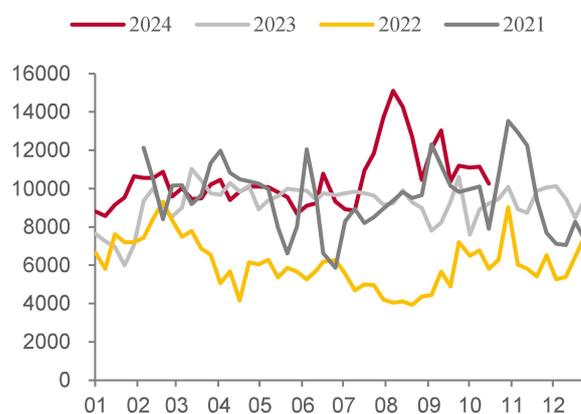
来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 77: 镀锌原料库存 (吨)**


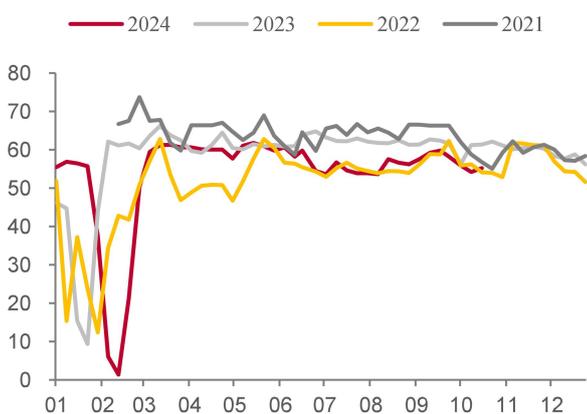
来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 78: 压铸锌开工率 (%)**


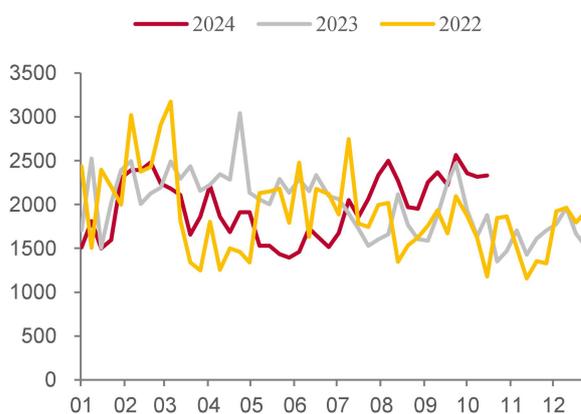
来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 79: 压铸锌原料库存 (吨)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 80: 氧化锌开工率 (%)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 81: 氧化锌原料库存 (吨)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

#### 4.4 钢铁: 中钢协提出加快研究推进产能治理和联合重组

- **钢价小幅下降:** Myspic Myspic 综合钢价指数环比上周下降 1.32%，其中长材下降 2.2%，板材下降 0.21%。上海螺纹钢 3480 元/吨，较上周下降 0.85%。上海热轧卷板 3490 元/吨，较上周上涨 0.29%

图表 82: 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	131.1	132.86	-1.32%	123.74	5.95%	141.94	-7.64%
MySpic指数:长材	148.77	152.12	-2.20%	142.76	4.21%	159.02	-6.45%
MySpic指数:扁平	114.2	114.44	-0.21%	105.54	8.21%	125.61	-9.08%
上海螺纹钢	3480	3510	-0.85%	3350	3.88%	3770	-7.69%
基差	104	174	-70	125	-21	97	7
广州-沈阳价差	20	10	10	10	10	60	-40
上海-沈阳价差	-220	-270	50	-110	-110	-40	-180
上海热轧板卷	3490	3480	0.29%	3220	8.39%	3790	-7.92%
基差	-50	-31	-19	-86	36	-4	-46
不锈钢 (201/2B卷板:2.0mm)	8000	8200	-2.44%	8000	0.00%	8775	-8.83%
取向硅钢 (30Q120)	13375	13375	0.00%	12625	5.94%	14600	-8.39%
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

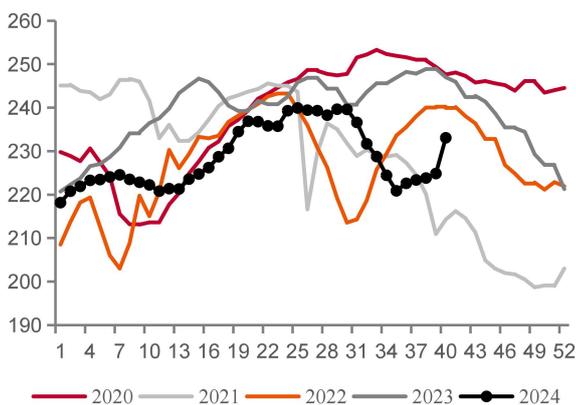
- **供应增加:** 本周五大钢材品种供应 880.58 万吨, 周环比上升 7.16 万吨。
- **库存下降:** 本周五大钢材总库存 (社库+厂库) 1258.1 万吨, 周环比下降 13.3 万吨, 下降 1.05%。

图表 83: 本周库存波动对比 (万吨)

万吨	本周产量 2024-10-25	环比上周 2024-10-18	本周社库 2024-10-25	环比上周 2024-10-18	本周厂库 2024-10-25	环比上周 2024-10-18
螺纹	251.15	7.08	278.74	-4.27	155.99	11.92
线材	93.02	-1.32	49.54	-4.16	58.51	3.62
热轧	304.39	-0.90	273.84	-14.06	80.33	-1.61
中厚	149.00	2.54	122.20	-3.09	74.20	0.40
冷轧	83.02	-0.24	122.58	-2.40	42.16	0.38
合计	880.58	7.16	846.90	-27.98	411.19	14.71

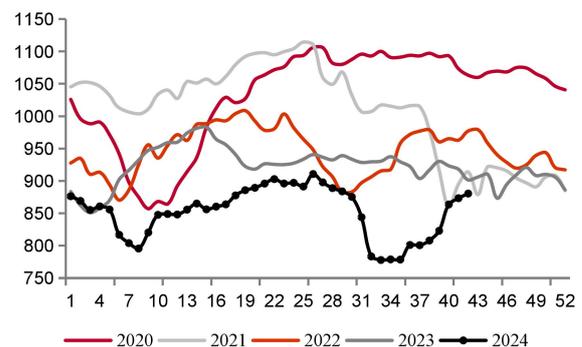
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 84: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)

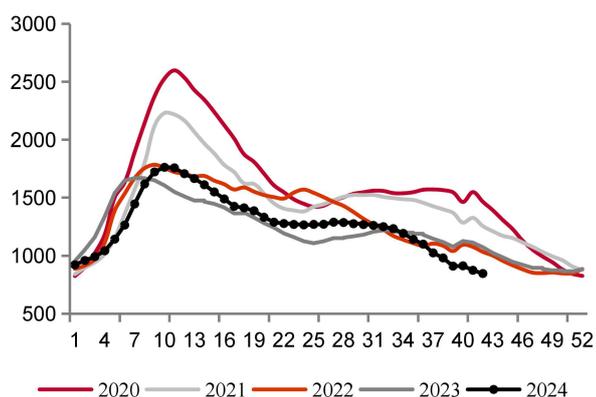


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

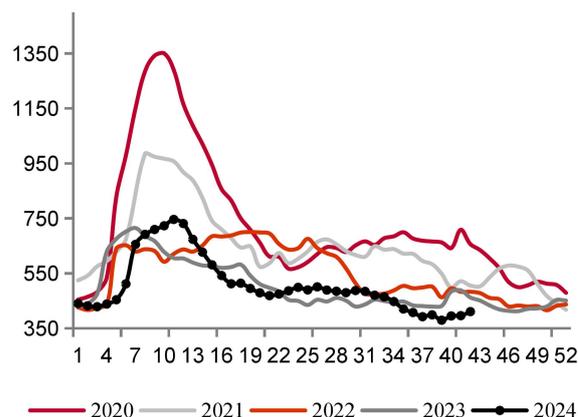
图表 85: 五大品种周度产量合计 (万吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

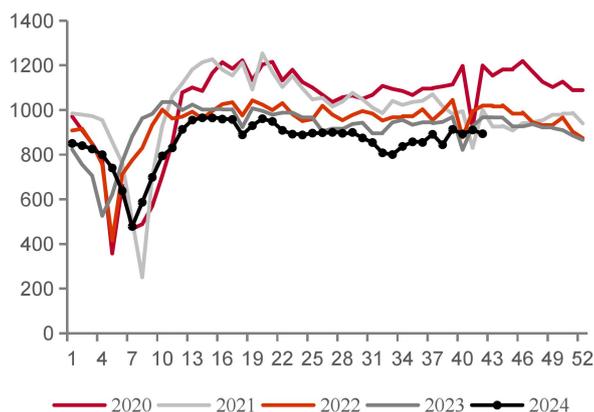
**图表 86: 历年五大品种社库波动 (万吨)**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

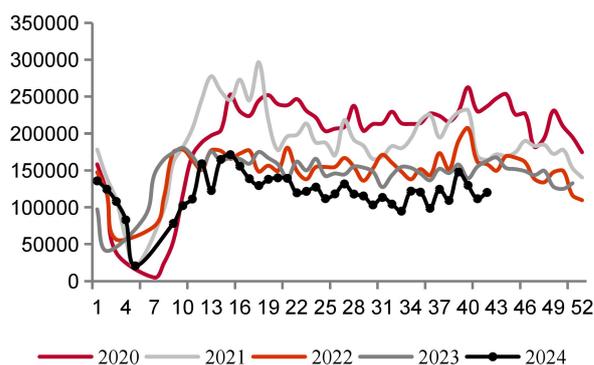
**图表 87: 历年五大品种厂库波动 (万吨)**


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 893.9 万吨, 环比下降 1.88%; 其中建材消费环比下降 5.63%, 板材消费环比上升 0.54%。建材成交量 12.02 万吨, 环比上升 7.61%。

**图表 88: 五大品种总表观消费量 (万吨)**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 89: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

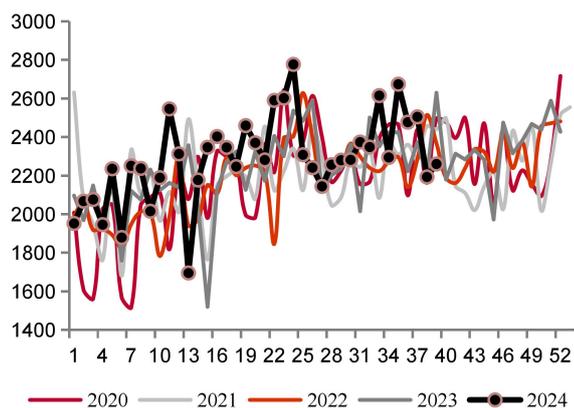
- 矿价下降:** 本周 Platts62% 99.25 美元/吨, 周环比下降 1.9 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2264.3 万吨, 环比下降 1%, 其中中国到港量 1289.2 万吨, 环比下降 20.77%。最新钢厂进口矿库存天数 18 天, 环比持平。天津准一冶金焦 1890 元/吨, 环比下降 50 元/吨。废钢 2230 元/吨, 环比下降 20 元/吨。

图表 90: 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	99.25	101.15	-1.9	96.35	2.9	120	-20.75
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	758	753	5	705	53	930	-172
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	650	640	10	600	50	840	-190
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-758	-753	-5	-705	-53	-930	172
	卡粉-超特	元/湿吨	-650	-640	-10	-600	-50	-840	190
	PB粉-超特	元/湿吨	108	113	-5	105	3	90	18
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	20.83	22.34	-1.51	28.01	-7.18	24.17	-3.34
	西澳-青岛	美元/吨	8.73	8.87	-0.14	11.59	-2.86	10.15	-1.42
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1890	1940	-50	1690	200	2340	-450
	京唐港主焦煤	元/吨	1920	1920	0	1760	160	2450	-530
张家港废钢		元/吨	2230	2250	-20	2180	50	2530	-300
唐山方坯Q235		元/吨	3090	3070	20	2980	110	3450	-360

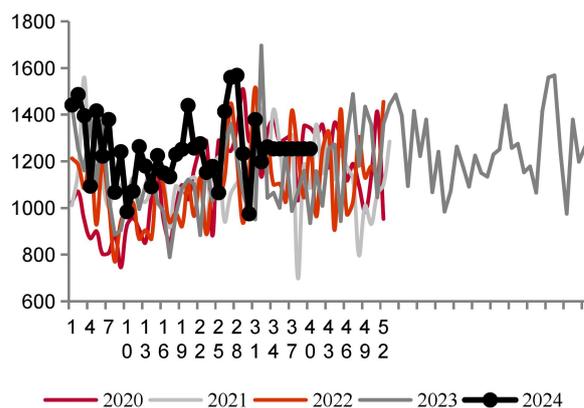
来源: WIND, Mysteel, 中泰证券研究所

图表 91: 澳洲巴西铁矿石发货量(万吨)



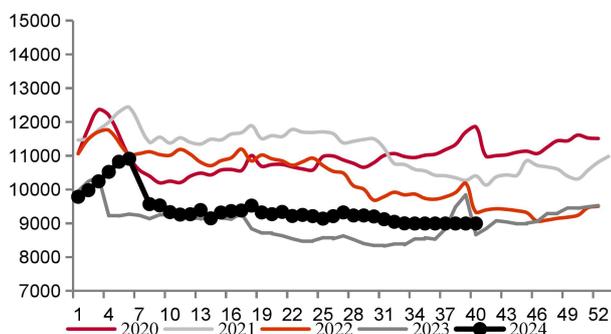
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 92: 中国铁矿石到港量(万吨)



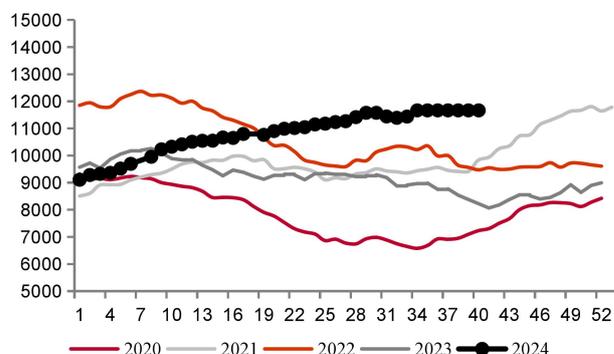
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 93: 进口矿港口库存(万吨)



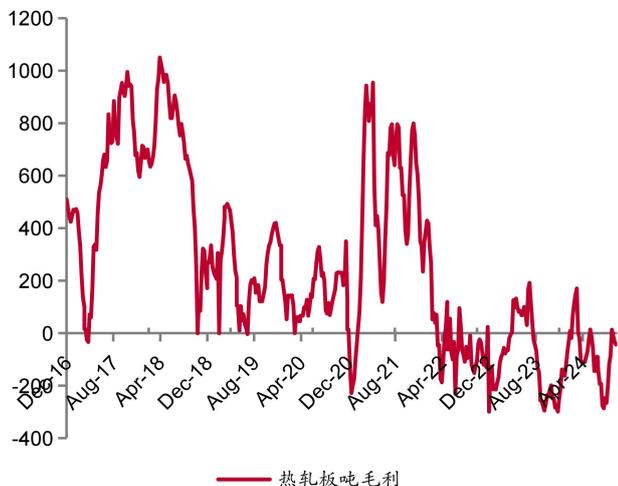
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 94: 进口矿钢厂库存(万吨)

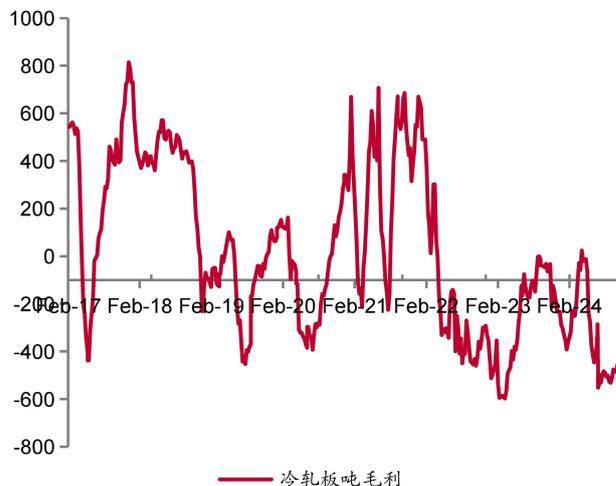


来源: WIND, 中泰证券研究所

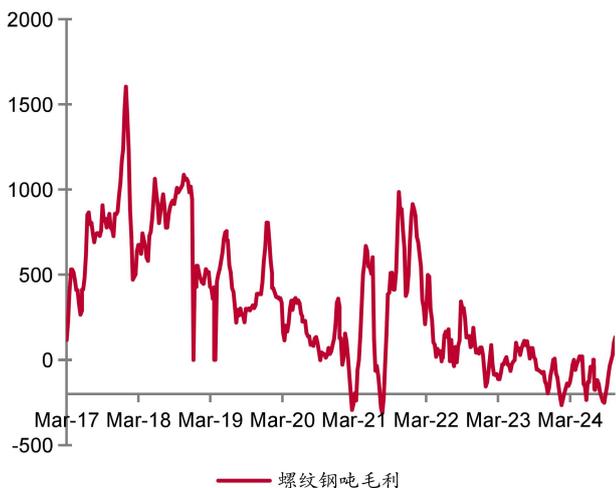
- **吨钢盈利持续下跌**: 热轧卷板(3mm)毛利-43元/吨, 毛利率下降1.36pct; 冷轧板(1.0mm)毛利-343元/吨, 毛利率下降-9.66pct; 螺纹钢(20mm)毛利70元/吨, 毛利率上升2.27pct; 中厚板(20mm)毛利-207元/吨, 毛利率下降6.6pct。

**图表 95: 热轧卷板毛利变化(元/吨)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 96: 冷轧卷板毛利变化(元/吨)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 97: 螺纹钢毛利变化(元/吨)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 98: 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**: 本周, 避险情绪升温, 海外黄金 ETF 持仓量继续走高, 金价持续刷新历史高点, 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, 随着全球信用格局重塑, 贵金属价格将保持长期上行趋势。
- **2) 大宗金属**: 本周, 旺季邻近尾声, 市场等待更多增量逆周期政策出台, 除电解铝因成本支撑外, 其余商品价格整体走弱。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。