

降息预期反复，商品价格涨跌不一

2024年01月14日

➤ **本周商品价格涨跌不一。**本周（1.8-1.12）上证综指下跌 1.61%，沪深 300 指数下跌 1.35%，SW 有色指数上涨 0.53%，贵金属方面 COMEX 黄金上涨 0.04%，白银下跌 0.11%。工业金属价格 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-2.49%、-1.43%、-1.38%、0.72%、-0.58%、0.34%；工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 0.07%、-4.50%、-4.17%、-6.32%、7.08%、-0.74%。

➤ **工业金属：美联储降息预期反复，国内复苏预期升温，海外基建带来需求增量。核心观点：**本周美联储公布的经济数据使得降息预期反复，周五 PPI 数据低于预期，美元整体偏弱；国内经济呈现较强复苏预期，市场期待年内降准降息刺激政策；继续看好海外新兴国家带来需求新的增长极。**铜方面**，供应端，本周 SMM 进口铜精矿指数报 47.6 美元/吨，周度环比下降 11.0 美元/吨，铜精矿加工费持续下行；需求端，精铜杆企业周度开工率 73.74%，环比上升 10.47pct，铜社会库存小幅去库。**铝方面**，供给端，目前国内电解铝运行产能约为 4200 万吨，企业运行平稳，短期暂无减产预期，2023 年国内电解铝产量 4251.3 万吨，同比+3.6%。需求端，铝材现货需求好转，铝棒价格下降后下游集中补货缓解库存压力，铝型材开工率降幅减缓，本周电解铝周中出现去库。**重点推荐：紫金矿业、洛阳钼业、神火股份、中国有色矿业、中国铝业、云铝股份。**

➤ **能源金属：SQM 供应扰动，锂价格下降幅度放缓。核心观点：**供应出现扰动，SQM 受社区游行封路影响，市场担心全球最大锂矿生产商供给影响，期货价格出现明显反弹，现货价格企稳明显。**锂方面**，供应端，锂辉石精矿价格下探幅度有所放缓，Finniss 停产后，其他矿山后续不排除减产动作，行业出清信号显现，锂盐企业挺价出售意愿较强；需求端，部分正极材料企业由于 2 月检修前置订单 1 月份生产，价格低位时出货有好转迹象，预计现货成交价格逐步趋稳。**钴方面**，钴中间品到港持续，但下游需求有限，钴盐开工率低位，冶炼厂挺价持续维持，但下游高价接受意愿有限。**镍方面**，硫酸镍现货供应偏紧，但前驱体企业订单未见明显好转，需求有限；金属镍价格本周呈现反弹，LME 累库 4212 吨，国内库存累库 2524 吨。**重点推荐：藏格矿业、华友钴业、永兴材料、中矿资源。**

➤ **贵金属：美国通胀反弹，PPI 数据呈现弱化，降息周期下金价有望继续上行。**美国 12 月非农就业数据、时薪增速数据均超预期，体现出劳动力市场的韧性，但 12 月 ISM 服务业指数超预期回落，指引美国服务业企业扩张速度放缓，本周四公布的美国 12 月份 CPI 数据为 3.4%，超出市场预期，打压降息预期，但后续周五公布的 12 月份的 PPI 数据大幅低于预期，短期美国经济数据的公布使降息预期反复波动，但考虑到通胀的粘性和美国未来经济下行趋势明确，持续看好降息周期下金价的上涨。**重点推荐：山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、招金矿业、湖南黄金，关注中国黄金国际。**

➤ **风险提示：**需求不及预期、供给超预期释放、海外地缘政治风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601899.SH	紫金矿业	12.20	0.76	0.84	0.93	16	15	13	推荐
603993.SH	洛阳钼业	5.32	0.28	0.27	0.51	19	20	10	推荐
000807.SZ	云铝股份	11.64	1.32	1.08	1.75	9	11	7	推荐
603799.SH	华友钴业	30.66	2.29	2.38	3.21	13	13	10	推荐
002738.SZ	中矿资源	40.20	7.21	3.45	2.96	6	12	14	推荐
002756.SZ	永兴材料	56.45	11.72	6.75	3.04	5	8	19	推荐
600547.SH	山东黄金	22.29	0.28	0.46	0.65	80	48	34	推荐
600489.SH	中金黄金	9.43	0.44	0.58	0.70	21	16	13	推荐
600988.SH	赤峰黄金	14.14	0.27	0.44	0.73	52	32	19	推荐
000975.SZ	银泰黄金	14.43	0.41	0.55	0.71	35	26	20	推荐
1818.HK	招金矿业	7.91	0.12	0.18	0.29	66	44	27	推荐
002155.SZ	湖南黄金	11.09	0.36	0.44	0.62	31	25	18	推荐

资料来源：同花顺，民生证券研究院预测。（注：股价为 2024 年 1 月 12 日收盘价，汇率：1 港币=0.9243 人民币）

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu zuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

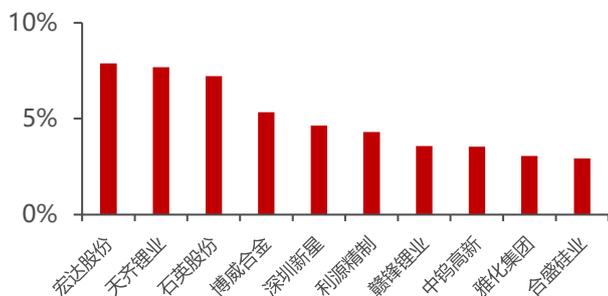
1. 有色金属周报 20240107：央行重启投放 PSL，重视海外基建对金属需求的提升-2024/01/07
2. 有色金属周报 20231231：降息预期持续走强，金属价格继续吹响进攻号角-2023/12/31
3. 液冷板行业深度报告：“一体两翼”，液冷板需求放量-2023/12/27
4. 有色金属周报 20231224：加息周期结束金属价格走强，关注红海航线中断冲击-2023/12/24
5. 有色金属周报 20231217：海外鸽声嘹亮，国内政策驱动金属价格上行-2023/12/17

目录

1 行业及个股表现	3
2 基本金属	3
2.1 价格和股票相关性复盘	5
2.2 工业金属	5
3 贵金属、小金属	14
3.1 贵金属	14
3.2 能源金属	16
3.3 其他小金属	19
4 稀土价格	22
5 风险提示	24
插图目录	25
表格目录	26

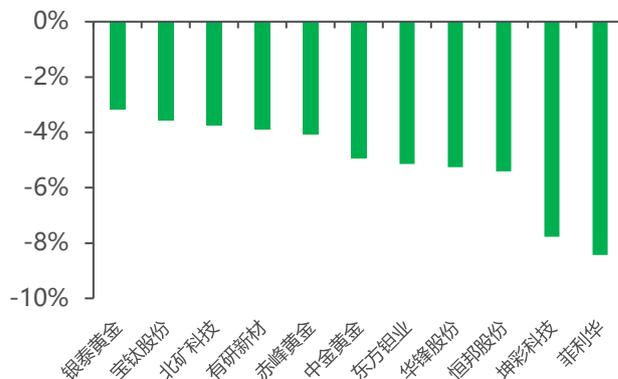
1 行业及个股表现

图1: 本周涨幅前 10 只股票 (1/8-1/12)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图2: 本周涨幅后 10 只股票 (1/8-1/12)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

2 基本金属

表1: 金属价格、库存变化表

		单位	价格/库存 2024/01/12	一周以来	变化 本月以来	今年以来
基本金属价格						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2215.5	-2.49%	-7.20%	-7.20%
	铜(当月)	美元/吨	8295	-1.43%	-3.12%	-3.12%
	锌(当月)	美元/吨	2509	-1.38%	-5.75%	-5.75%
	铅(当月)	美元/吨	2091	0.72%	1.16%	1.16%
	镍(当月)	美元/吨	16250	-0.58%	-2.23%	-2.23%
	锡(当月)	美元/吨	24755	0.34%	-2.15%	-2.15%
国内价格	铝(当月)	元/吨	19030	-0.86%	-2.44%	-2.44%
	铜(当月)	元/吨	68200	-0.28%	-1.04%	-1.04%
	锌(当月)	元/吨	21135	-0.54%	-1.90%	-1.90%
	铅(当月)	元/吨	16325	1.68%	2.83%	2.83%
	镍(当月)	元/吨	129420	4.76%	3.36%	3.36%
	锡(当月)	元/吨	206750	-0.22%	-2.52%	-2.52%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	55.86	0.07%	1.73%	1.73%
	上海期交所库存	万吨	9.67	0.03%	-2.39%	-2.39%
铜	LME 库存	万吨	15.58	-4.50%	-6.86%	-6.86%
	COMEX 库存	万吨	1.96	-0.17%	4.03%	4.03%
上海期交所库存	万吨	4.31	30.05%	39.41%	39.41%	
	锌	LME 库存	万吨	21.09	-4.17%	-6.20%
上海期交所库存	万吨	2.51	15.17%	18.43%	18.43%	
	铅	LME 库存	万吨	11.97	-6.32%	-11.83%
上海期交所库存	万吨	5.81	10.80%	9.88%	9.88%	
	镍	LME 库存	万吨	6.91	7.08%	7.89%
上海期交所库存	万吨	1.42	5.41%	3.11%	3.11%	
	锡	LME 库存	万吨	0.74	-0.74%	-3.77%
上海期交所库存	万吨	0.63	-1.42%	-0.55%	-0.55%	
	贵金属价格					

COMEX 价格	黄金	美元/盎司	2053.50	0.04%	-0.88%	-0.88%
	白银	美元/盎司	23.36	-0.11%	-2.77%	-2.77%
国内价格	黄金	元/克	480.78	-0.33%	-0.19%	-0.19%
	白银	元/千克	5895.00	0.02%	-1.36%	-1.36%
小金属价格						
	钼精矿	元/吨度	3305	4.09%	5.09%	5.09%
	钨精矿	元/吨	121500	0.00%	0.00%	0.00%
	电解镁	元/吨	21850	-0.68%	-1.13%	-1.13%
	电解锰	元/吨	12900	0.00%	0.78%	0.78%
	锑锭(1#)	元/吨	84500	1.20%	3.05%	3.05%
	海绵钛	元/千克	55000	0.00%	0.00%	0.00%
	铬铁(高碳)	元/吨	9000	0.56%	0.56%	0.56%
	钴	元/吨	207000	0.00%	0.00%	0.00%
	铋	元/吨	54500	-1.80%	-1.80%	-1.80%
	钽铁矿	美元/磅	69	4.55%	4.55%	4.55%
	二氧化锗	元/千克	6250	0.00%	0.00%	0.00%
	铟	元/千克	2005	0.00%	0.00%	0.00%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	86500	0.00%	0.00%	0.00%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	95500	-1.04%	-1.04%	-1.04%
	五氧化二钒	元/吨	95000	2.15%	4.40%	4.40%
稀土						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	3900	0.00%	0.00%	0.00%
	氧化铈	元/吨	5800	0.00%	0.00%	0.00%
	氧化镨	元/吨	407500	-5.78%	-10.93%	-10.93%
	氧化钕	元/吨	410000	-5.75%	-11.35%	-11.35%
	氧化镝	元/千克	1935	-17.31%	-24.12%	-24.12%
	氧化铽	元/千克	5725	-14.55%	-25.16%	-25.16%
	镨钕氧化物	元/吨	399000	-5.23%	-12.31%	-12.31%
稀土金属	金属镧	元/吨	25000	0.00%	0.00%	0.00%
	金属铈	元/吨	26250	0.00%	0.00%	0.00%
	金属镨	元/吨	505000	-5.61%	-9.82%	-9.82%
	金属钕	元/吨	505000	-5.61%	-9.82%	-9.82%
	金属镝	元/千克	2650	-13.11%	-21.48%	-21.48%
	金属铽	元/千克	7150	-16.37%	-23.53%	-23.53%

资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

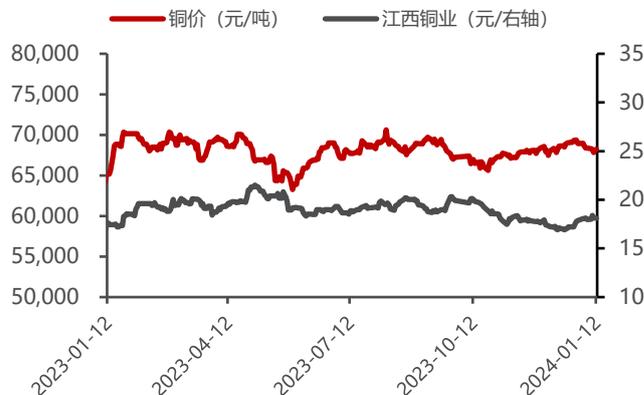
2.1 价格和股票相关性复盘

图3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



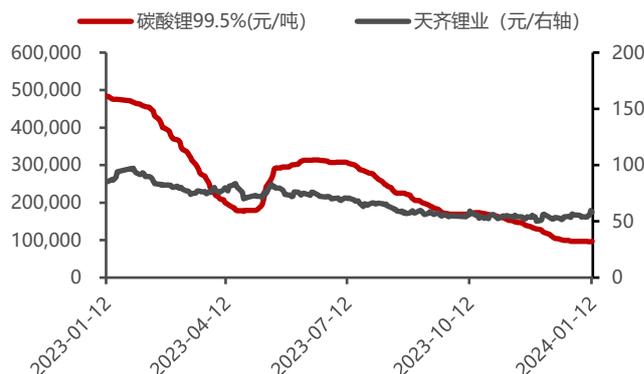
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图5：华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图6：天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理



资料来源：同花顺，民生证券研究院

2.2 工业金属

2.2.1 铝

(1) 价格周度观点

本周(1.8-1.12)宏观方面12月美国消费者的短期预期降至三年来最低水平,市场正在评估美联储3月降息的可能性。国内经济数据即将陆续发布,预期不高,市场还是静候政策发力,降准降息预期升温。基本面方面,国内电解铝产量持稳运行,进口铝锭有增长预期,且下游消费进入淡季,月底铝市或进入传统累库周期,但库存总量或难超去年同期水平。供需面上对铝价支撑松动,但近期氧化铝市场持续偏强一定程度上拉动铝价,SMM预计下周沪铝主力或震荡运行为主,震荡区间18,630-19,770元/吨,伦铝或运行于2,200-2,400美元/吨。后续仍需关注美国将公布的通胀数据及国内库存变动情况。**新闻方面:**2024年1月11日,SMM统计电解铝锭社会总库存45.9万吨,国内可流通电解铝库存33.3万吨,较本周一去库1.2万

吨，较上周四去库 0.3 万吨，同比去年同期则减少 18.3 万吨，仍处于近七年的同期低位。周中铝锭库存出现去库，自 12 月底以来的短期连续累库节奏被打破，当前国内整体现货流通仍然偏紧，库存节前形势乐观，继续对现货市场起支撑作用。据 SMM 对周中铝锭去库的原因进行分析，一方面来源于巩义地区库存压力的“松绑”，但因河南再发重污染天气预警，需持续关注下游企业生产情况；另一方面则是随着铝价的回调，下游节前补货情绪转好，带动周中国内主流消费地的出库表现走强。同时因佛山地区周中的到货仍然偏少，华南地区也贡献了国内去库的另一部分减量。SMM 预计，1 月份整体或将呈现弱累库格局：上半月因进口窗口持续关闭，以及受云南减产对铝锭到货量的持续影响，累库形势仍较为乐观，需关注进口窗口近期的打开迹象，以及新疆等北方地区货源的增量；下半月需关注下游节前放假的情况，受制于春节前下游开工走低以及供应端铝水比例下降的预期，国内铝锭库存或将再度进入持续累库节奏，SMM 推算 1 月底国内铝锭社会总库存或将累库至 55-60 万吨左右。

(2) 价格和库存

表2：铝产业链价格统计

	2024-1-11		日变化		周变化		月变化	
	价格 (元/吨)	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅	
电解铝	19370	-190.0	-0.97%	-220.0	-1.12%	630.0	3.36%	
氧化铝	3200	50.0	1.59%	100.0	3.23%	220.0	7.38%	
铝土矿 (澳洲进口)	440	-0.4	-0.08%	-1.2	-0.27%	6.5	1.50%	
铝土矿 (广西)	486	0.0	0.00%	11.3	2.38%	11.3	2.38%	
铝土矿 (山西)	588	0.0	0.00%	11.3	1.96%	33.9	6.12%	
预焙阳极	3900	0.0	0.00%	-50.0	-1.27%	-130.0	-3.23%	
动力煤	934	2.0	0.21%	8.0	0.86%	-1.0	-0.11%	

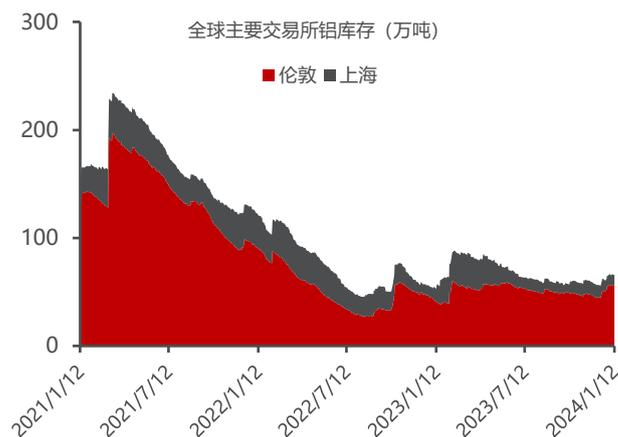
资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

图7：上海期交所同 LME 当月期铝价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

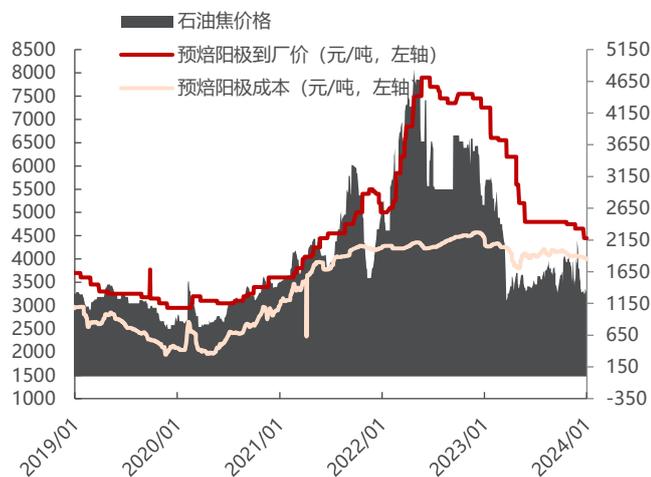
图8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

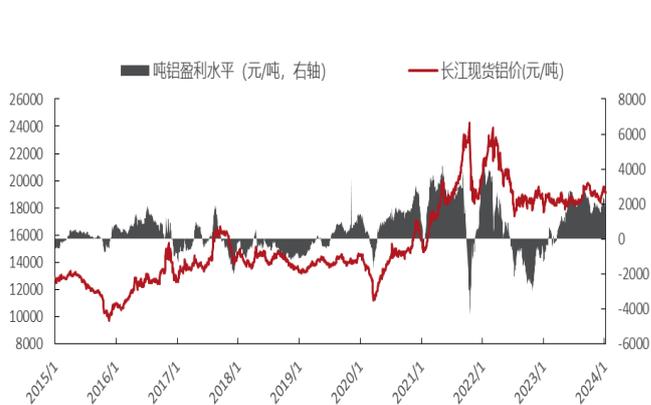
(3) 利润

图9：预焙阳极盈利梳理



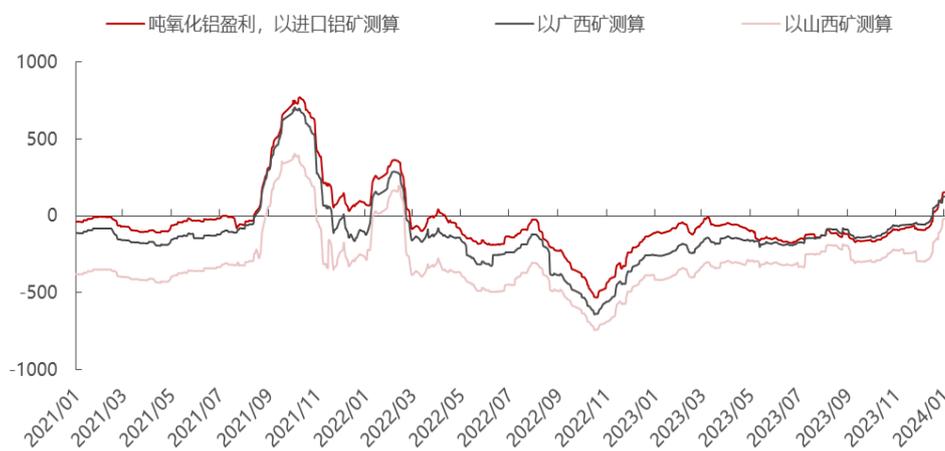
资料来源：SMM，民生证券研究院

图10：电解铝单吨盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

图11：氧化铝单吨盈利梳理（单位：元）



资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

(4) 成本库存

图12：2023年11月全国平均电解铝完全成本构成



资料来源：SMM，民生证券研究院

图13：国内主要地区电解铝社会库存（单位：万吨）

日期	上海	无锡	南海	杭州	巩义	天津	重庆	临沂	合计
2024/1/4	4.0	11.8	12.7	5.2	7.0	3.7	0.3	1.5	46.2
2024/1/8	4.0	12.0	12.2	5.2	7.9	3.7	0.6	1.5	47.1
2024/1/11	4.1	12.1	11.6	5.3	7.1	3.6	0.6	1.5	45.9
较上周四变化	0.1	0.3	-1.1	0.1	0.1	-0.1	0.3	0.0	-0.3

资料来源：SMM，民生证券研究院

图14: 国产和进口氧化铝价格走势



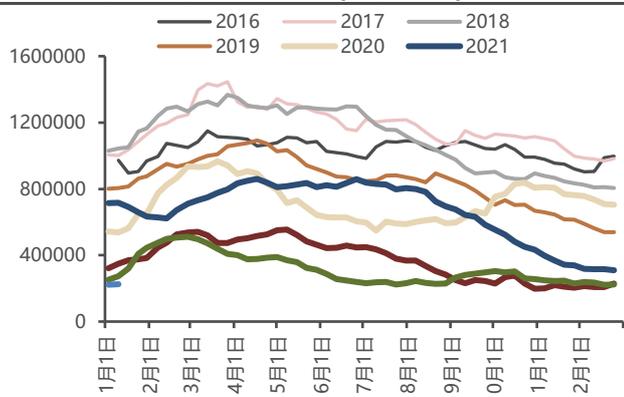
资料来源: SMM, 民生证券研究院; 注: 图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

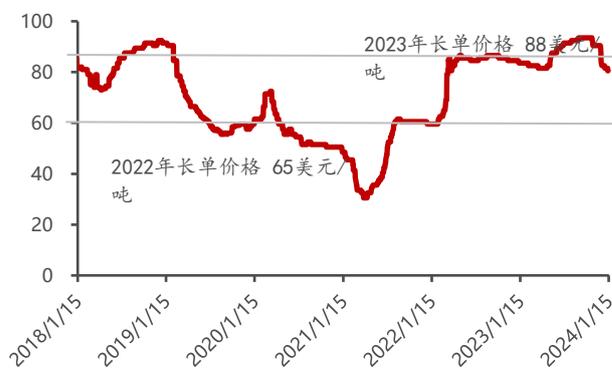
本周 (1.8-1.12) 周内美元走势平缓, 市场对 2024 年首次降息时间预期多变, 新年首个美国 CPI 数据即将出炉, 铜价表现止跌回升, 基本节奏贴近美股走势。美元在上周美联储放“鹰”反弹后回到 102.5 附近盘旋近一周时间, 市场虽然降低 3 月降息预期但并未继续提振美元上行。周内美联储官员重申美国需要考虑 2% 的通胀目标, 部分经济学家预测美国通胀将在 2024 年底逐渐接近 2%, 令市场保留对降息预期的修正空间。美国 12 月 CPI 预计略微抬头, 但去除能源以及食品之后核心 CPI 预期下降; 美元明显上扬动力不强, 给予铜价上方压力有限。欧元区 11 月失业率为 6.4%, 刷新历史新低; 但目前央行官员仍保持“鹰”派言论, 明言夏季前不会降息, 但市场对年初国内降准降息再次释放利好依旧抱有期待, 故国内整体宏观情绪并非过分悲观。SMM 预计伦铜运行于 8250-8550 美元/吨, 沪铜运行于 67500-69000 元/吨。

图15: 铜库存合计+保税区 (单位: 吨)

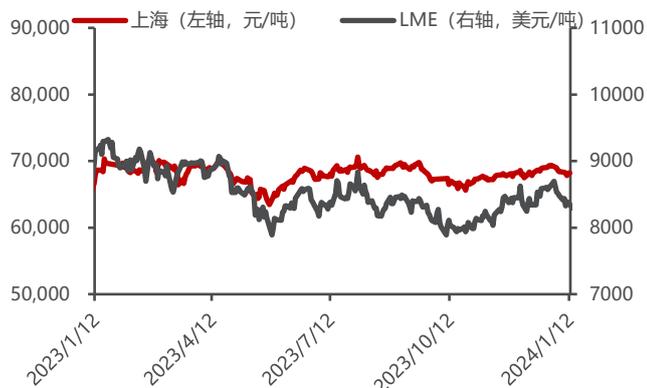


资料来源: 同花顺, SMM, 同花顺, 民生证券研究院
注: 2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据来源

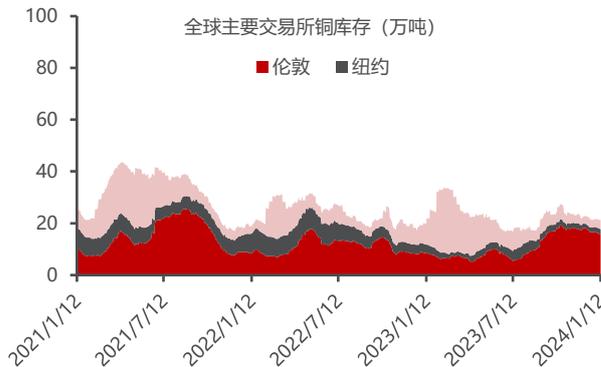
图16: 铜精矿加工费 (美元/吨)



资料来源: 同花顺, SMM, 民生证券研究院

图17: 上海期交所同 LME 当月期铜价格


资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图18: 全球主要交易所铜库存


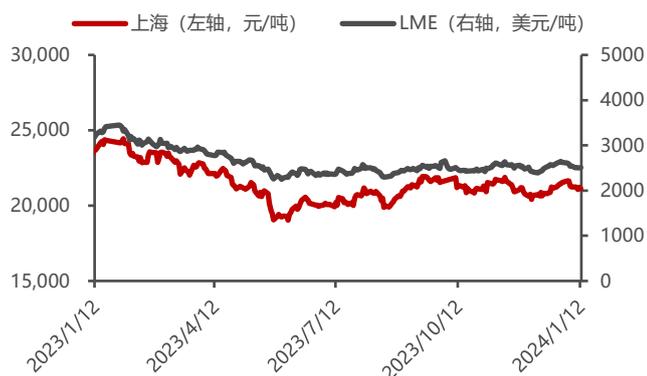
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

2.2.3 锌

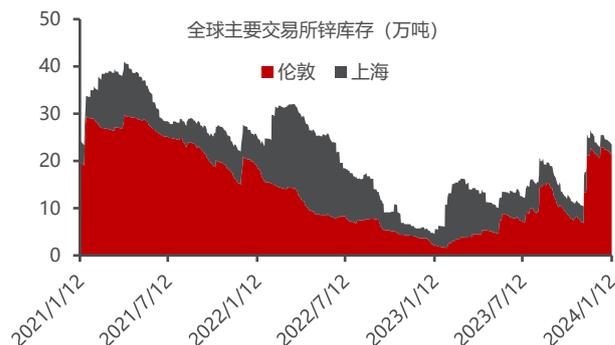
(1) 价格周度观点

本周 (1.8-1.12) 伦锌方面: 周初, 受美联储 12 月季调后非农就业人口数据超预期的影响未完全消除, 且美联储官员发言偏鹰, 市场对于美联储降息预期降温下, 伦锌重心下移; 随后欧元区 12 月经济景气指数高于预期录得 96.4, 多头资金助推伦锌重心微升; 然美国 11 月批发销售月率高于预期录得 0%, 叠加美联储官员发言表示降息计划将在今年放缓实施, 市场对于美联储降息预期再度削弱, 伦锌上方成压, 随后 LME 库存连续去库下给予伦锌一定的底部支撑, 多空矛盾交织, 伦锌震荡运行; 周内伦锌录得三连阴, 整体走势震荡运行; 伦锌截止至本周四 15:00, 伦锌终收 2528 美元/吨, 周内跌 16 美元/吨, 跌幅 0.63%。**沪锌方面:** 周初, 国内社库录减 0.49 万吨至 7.67 万吨, 部分地区现货偏紧, 沪锌底部存在支撑, 震荡运行; 随后, 12 月中国精炼锌高于预期环比增加 2.05%至 59.09 万吨, 供应端趋向宽松, 且受外盘利空消息拉扯, 沪锌跳空低开, 随后日内走势有所修复; 年底备库和逢低采买需求下, 现货市场升水维持高位, 给予锌价托底支撑, 但进口窗口打开, 供应将宽松格局延续, 叠加外盘走势影响下, 沪锌走势震荡整理; 周内沪锌走势基本维持震荡运行; 沪锌截止至本周四 15:00, 沪锌终收 21215 元/吨, 周内跌 35 元/吨, 跌幅 0.16%。**新闻方面:** 基本上来看, 海外矿山暂未听到进一步复产的消息, 冶炼厂基本维持常规生产, 海外消费不佳下, 现货升水弱势运行, LME0-3 贴水扩大至 26 美元/吨以上, 表明近月依然较弱, 伦锌弱势运行; 国内矿端受检修和季节性淡季影响, 12 月产量再次下降, 虽然冶炼厂 12 月精炼锌产量增加至 59.09 万吨, 环比增加 1.19 万吨, 1 月受检修和环保等因素影响预计产量下降 1.75 万吨至 57.24 万吨, 但冶炼厂亦积极储备 1-2 月的锌精矿原料, 而港口库存变化较少, 加剧国内冶炼厂原料紧缺情况, 加工费延续弱势; 然近日随着内外比价的修复, 锌精矿和精炼锌进口窗口双双开启, 预计后续进口量或有增加, 进口锌精矿加工费下降空间有限; 同时韩国、西班牙、秘鲁等进口锌锭品牌已经陆续流入国内, 且近期 LME 库存下降 1.5 万左右, 不排除流入国内的可能, 供应端压力增加; 消费上处于季节性淡季, 镀锌、压铸、氧化锌板块订单偏弱, 部分企业 1 月亦考虑提前放假, 对锌价形成压制, 但考虑到加工费弱势运行、社会库存依然处于低位和冶炼厂的成本支撑, 锌价下降空间有限, 关注宏观情绪指引, 预计锌价或维持宽幅震荡。

图19: 上海期交所同 LME 当月期锌价格
图20: 全球主要交易所锌库存



资料来源：同花顺，民生证券研究院



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(2) 加工费&社会库存

图21：国产-进口锌加工费周均价



资料来源：SMM，民生证券研究院，注：图中进口周均价为右轴

图22：锌七地库存（万吨）

国内主流消费地锌锭社会库存（含SHFE仓单 单位：万吨）									
日期	上海	广东	天津	江苏	浙江	山东	河北	原三地总计	七地总计
2023/12/22	2.36	0.42	3.76	0.26	0.23	0.13	0.27	6.54	7.43
2023/12/25	2.17	0.51	3.75	0.22	0.31	0.13	0.27	6.43	7.36
2023/12/29	1.92	0.55	4.18	0.27	0.19	0.20	0.27	6.65	7.58
2024/1/2	2.14	0.68	4.27	0.15	0.20	0.21	0.27	7.09	7.92
2024/1/5	2.21	0.52	4.55	0.23	0.18	0.20	0.27	7.28	8.16
2024/1/8	1.96	0.55	4.38	0.20	0.16	0.15	0.27	6.89	7.67
2024/1/12	2.26	0.20	4.52	0.20	0.12	0.15	0.27	6.98	7.72
较上周五变化	0.05	-0.32	-0.03	-0.03	-0.06	-0.05	0.00	-0.30	-0.44
较本周一变化	0.30	-0.35	0.14	0.00	-0.04	0.00	0.00	0.09	0.05

资料来源：SMM，民生证券研究院

图23：锌进口比值及盈亏



资料来源：SMM，民生证券研究院；

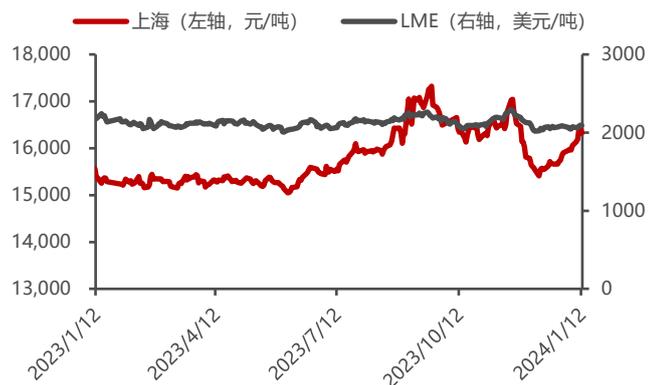
注：沪伦比值为右轴，进口盈亏单位为元/吨

2.3 铅、锡、镍

- **铅：本周 (1.8-1.12)** 本周伦铅开于 2075.5 美元/吨，盘初震荡下行探低至 2047.5 美元/吨，周中受沪铅涨势提振开始拉涨，于周四晚间探高至 2121.5 美元/吨，后因美国通胀数据超预期，美元上行伦铅承压，截至周五 16:45，收于 2098 美元/吨，涨幅为 1.06%。本周沪铅 2402 合约开于 16095 元/吨，盘初轻触低位 16050 元/吨，但现货供应收紧撞上春节备库周期，铅价反弹并涨势坚挺，周五摸高 16550 元/吨，但交割日临近，社会库存积累利空铅价，收盘前沪铅跌幅较大，终收于 16325 元/吨，涨幅为 1.68%。**新闻方面：**现货市场上，本周 SMM1#铅价运行于 15900-16200 元/吨，本周原生铅检修仍未恢复，再生精铅环保影响结束后生产暂不稳定，现货市场精铅流通货源维持供不应求，河南、湖南、广东等地冶炼厂均以预售为主。河南地区冶炼厂对 SMM1#铅升水调高至 50-150 元/吨，而湖南地区电解铅冶炼厂对 SMM1#铅报价升水 100-200 元/吨，云南地区冶炼厂贴水 230 元/吨，多家冶炼厂出现预售和排队提货的情况，现货成交情况较上周略有好转。贸易市场江浙沪地区仓单对沪期铅 2401 合约贴水 10-0 元/吨，尽管现货供应偏紧，但贸易商普遍表示仓单成交情况并不理想，仓单报价升水并未出现明显抬高。因原生铅货源紧张且以预售铅锭，下游企业采购偏向陆续恢复的再生铅冶炼厂，但再生铅货源亦不宽裕，报价同样坚挺。临近周末，安徽地区持货商对 SMM1#铅均价贴水 50-0 元/吨出厂，河南地区低铋铅对 SMM1#铅均价平水出厂。
- **锡：本周 (1.8-1.12)** 本周锡价在周初延续上周下跌趋势，周二下探至相对低位 203200 元/吨并在 204500 元/吨的价位保持横盘波动，周四至周五锡价小幅回弹上升但涨势较弱，本周锡价总体居于近期相对低位。贸易企业多数反馈本周现货市场成交较为火爆，终端企业在低价刺激下纷纷增加订单量，提前进行年前备库以及补充近期的库存的消耗，同时导致下游企业采买热情大增，增加采购量级，补充锡锭库存，贸易企业反应本周现货市场成交火热，部分贸易企业库存所剩无几，市场流动货源不及往日充沛。另外据 SMM 调研本周社会库存总量为 8467 吨，较上周五库存数据去库 1308 吨。**新闻方面：**据 SMM 调研了解，下游焊料企业反映 2024 年 1 月份订单量并没有迎来预期中的增长，往年终端企业会选择在 1 月份进行年前备库，给下游焊料企业带来一定的订单增量，但今年终端企业备库策略较为保守，多数选择仅保持春节假期数天的库存，导致下游焊料企业订单量增量不及预期，而下游焊料企业自身也因为锡价波动较大以及近期需求较为疲软等因素，选择降低自身库存水平，来提高企业自身应对风险的能力，但考虑到 2023 年 11 月全球半导体销售额自 2022 年 8 月以来首次实现同比增长，所以总的来说今年需求端向好是值得期待的。本周现货市场成交在锡价下行的催动下较为火爆，贸易企业反应库存下降较快，部分进口锡贸易企业库存见底。另外据 SMM 调研本周社会库存小幅去库 1308 吨，市场流动货源不及往日充足，叠加国内供应端偏弱，将限制锡价下行空间。
- **镍：本周 (1.8-1.12)** 本周镍价触底反弹，1 月 10 日晚间夜盘拉升，周内最高涨幅约 3.24%，截止 1 月 12 日收盘镍价 129420 元/吨。周内硫酸镍较纯镍价差扩大，主受镍价拉涨叠加硫酸镍现货价格较上周相比波动较小影响。宏观面来看，1 月 11 日晚美国公布 12 月末季调 CPI 年率录得 3.4%，前值 3.1，未基调核心 CPI 年率 3.9%，前值 4%。对通胀压力进一步增大的预期促使美元当晚走强。但美联储主要关注的核心通胀同比增速较前值 4%有所回落，下调至 3.9%，导致金价降温，利好大宗商品价格，期镍呈上行趋势。基本面来看，周内 LME 累库 4212 吨，中国社会库存累库 2524 吨。除了中国地区以外，全球范围来看仍然是欧洲地区累库幅度最大，环比上周累库约 9%，亚洲仓库累库主要在新加坡地区，周内库存增加产品主

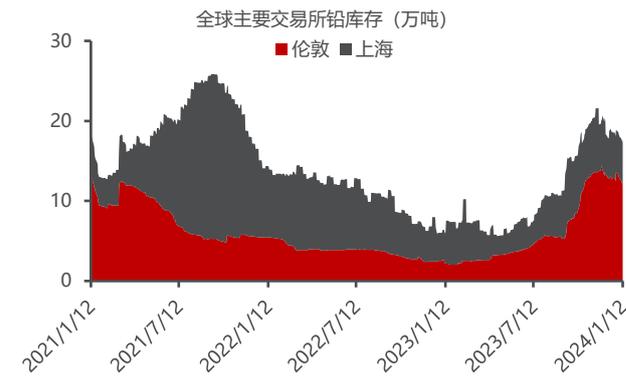
要为镍豆。国内累库主要原因是，部分外地镍板陆续到货上海地区叠加受镍价反弹打压的下游需求转弱。此外，截止周五电积镍出口至 LME 相比国内现货贴水出售来说仍然盈利。下游需求端分行业来看，电镀行业受订单增加影响，需求稳定增长。合金板块来看，据调研了解周内采购情绪有所降温，主要受此前以提前完成部分采购备库。不锈钢行业来看，据 SMM 调研统计 11 月国内不锈钢产量预计环比下降，进入传统检修期，对纯镍的需求也将进一步减少。**新闻方面：**周内 SS 合约震荡运行反弹上涨，截至 1 月 11 日收盘价为 13995 元/吨，较上周上涨约 115 元/吨。上周五 SS 合约跳水下跌，本周小幅回弹修复，周内宏观面利好大宗，截至今日 15:26 分，美元指数跌 0.14%。目前市场聚美国将要公布的 12 月份通胀数据 (CPI)，以寻找有关美联储可能何时开始降息的新线索，周内印尼第三号总统候选人 GanjarPranowo-MahfudMD 承诺，如果在 2024 年选举中当选，将暂缓冶炼厂的建设。宏观利好下，不锈钢盘面震荡上行。基本面来看，本周到港量虽然较大，但周四成交询盘氛围较好，社会库存累库数据低于预期市场信心有所恢复，周四夜盘沪镍上涨，提振不锈钢盘面空头平仓回补大幅上涨至最高 14105 点，当前持仓量 40259 手预计本周主力合约换月，当前基本面供需维持库存累积，周五成交恢复清淡，预计下周 SS 合约震荡偏弱运行。

图24：上海期交所同 LME 当月期铅价格



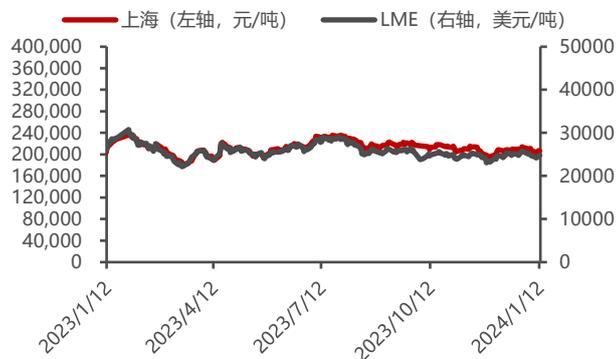
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图25：全球主要交易所铅库存



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图26：上海期交所同 LME 当月期锡价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图27：全球主要交易所锡库存



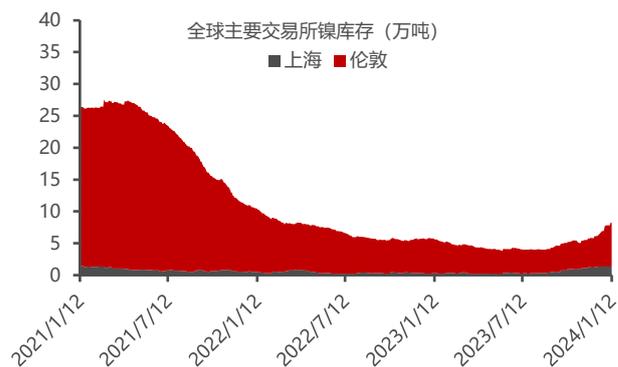
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图28：上海期交所同 LME 当月期镍价格

图29：全球主要交易所镍库存



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院



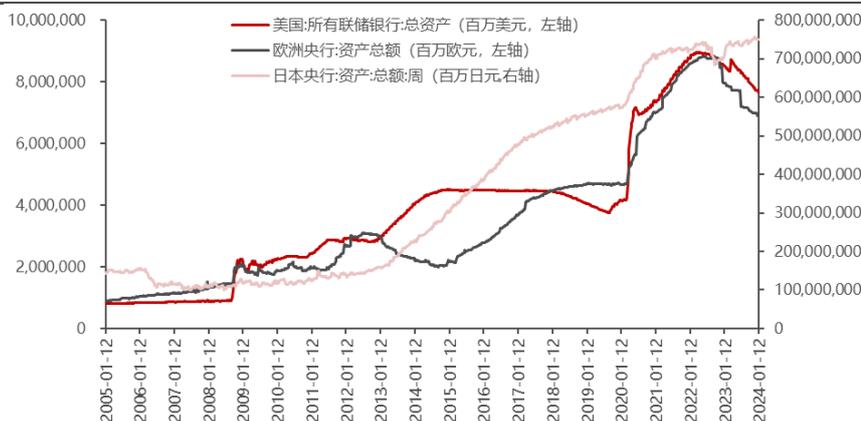
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

- **金银：本周（1.5-1.11）金银价格下跌。**截至1月11日，国内99.95%黄金市场价格为480.14元/克，较上周同期下跌0.26%，上海现货1#白银市场价格5890元/千克，较上周同期下跌0.74%。美国12月非农就业数据的超预期表现证明了美国劳动力市场的稳健，也使得金融市场对美联储3月开始降息的预期发生动摇，随后市场继续等待12月通胀数据结果，风险偏好下降，COMEX金银主连分别从2050和23.3美元/盎司震荡回调至2030和23.1美元/盎司，国内金银主连跟随调整，分别在480元/克和5900元/千克整数关口附近窄幅震荡。

图30：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(1) 央行BS、实际利率与黄金

图31：美联储资产负债表资产



资料来源：同花顺，民生证券研究院

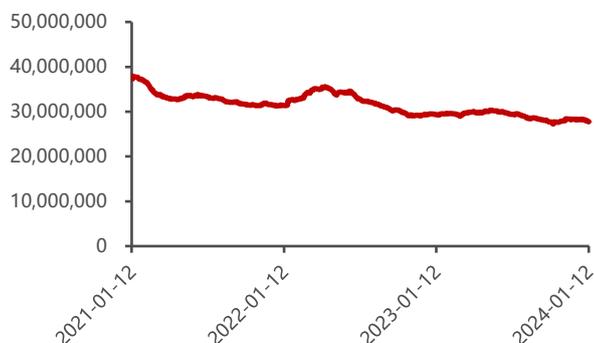
图32：Comex 黄金与实际利率



资料来源：同花顺，民生证券研究院

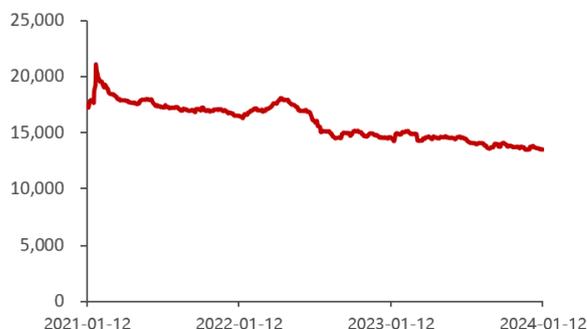
(2) ETF 持仓

图33: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

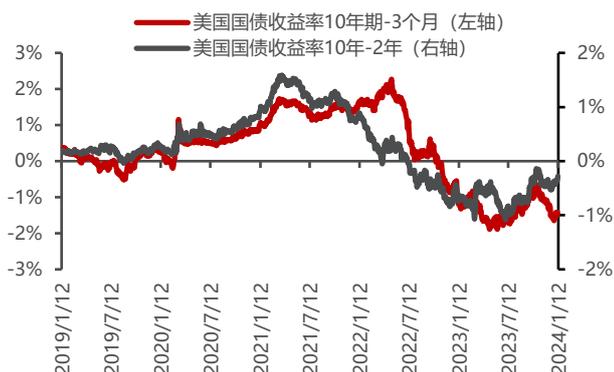
图34: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

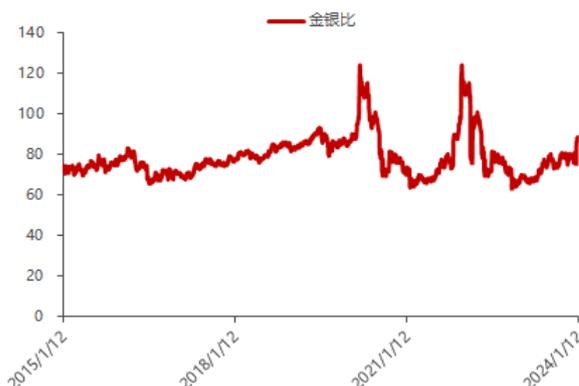
(3) 长短端利差和金银比

图35: 美国国债收益率 (%)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图36: 金银比



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

(4) COMEX 期货收盘价

图37: COMEX 黄金期货结算价



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图38: COMEX 白银期货结算价



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3.2 能源金属

3.2.1 钴

(1) 高频价格跟踪及观点

- **电解钴：本周（1.8-1.12）** 本周电钴价格小幅下降。供给端产量稳定且有部分增量；需求端前期市场抄底较多，周内询盘成交有所减弱。综合来看，年末备货需求陆续完成，本周采购意愿有所减弱，供大于求下现货价格小幅下跌。
- **钴盐及四钴：本周（1.8-1.12）** 本周四钴价格小幅上涨。从供给端来看，由于下游节前备货的影响，四钴厂开工率有所恢复，产量有所增加。从下游需求端来看，钴酸锂节前补库意愿仍存，市场询盘成交尚可。综合市场情况来看，由于本周仍有部分刚需补库现象，因此四钴挺价情绪维持，然下游高价接受意愿有限，因此现货价格较为僵持。
- **三元材料：本周（1.8-1.12）** 本周三元材料价格持稳。数码和小动力市场，市场分化小厂家维持减量或者停产状态，细分头部厂家有将2月份需求前置生产，排产预期暂持稳。动力市场，供应端来看，三元正极企业或在1月成品库存上行，部分厂家由于2月份放假检修等因素，将在1月份提前生产，消耗2月需求量；需求端，部分电芯厂需求较稳，航运的时间拉长使得海外终端订单提前备货，预期后市，三元材料价格或将继续持稳。

表3：钴系产品价格一览

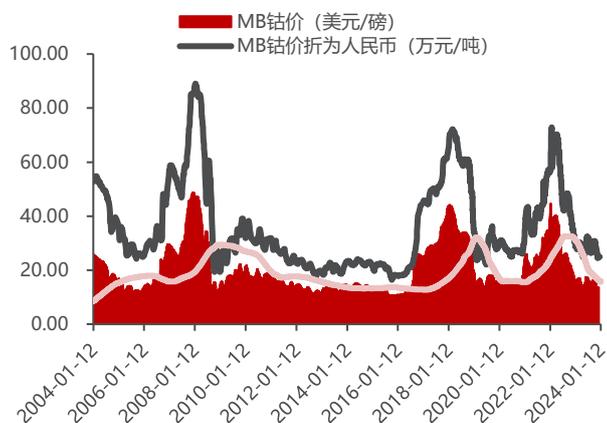
品种	产品类别	价格单位	当周价格	双周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	212.50	0.00%	0.00%	-33.70%	314.50	212.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	13.50	-0.66%	-1.82%	-30.23%	26.10	13.63
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	207.00	0.00%	1.97%	-34.08%	314.00	203.00
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	5.55	0.00%	-3.48%	-40.00%	9.25	5.55
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	127.50	0.00%	-3.04%	-35.44%	195.50	127.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	30000.00	0.00%	0.00%	-37.50%	48000.00	30000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	127.50	0.00%	0.00%	-34.45%	194.50	127.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

注：数据截至 2024 年 1 月 12 日

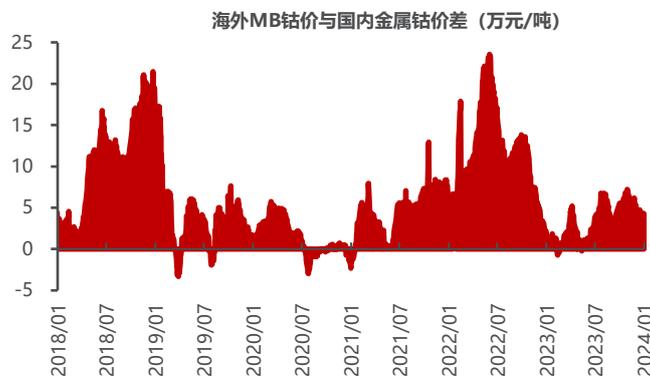
(2) 价差跟踪

图39: MB 钴美金及折合人民币价格



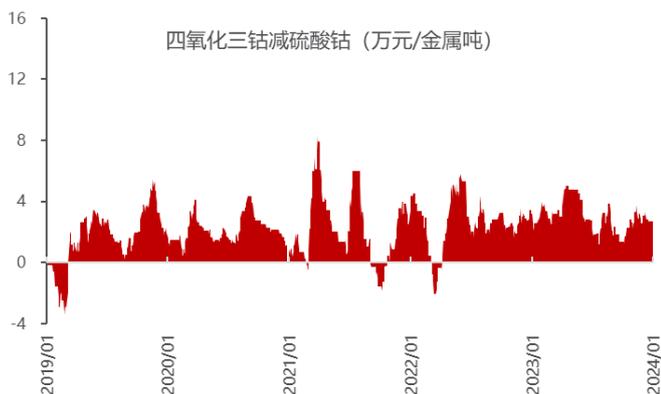
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院
注: 美元汇率为对应当日中间汇率

图40: 海内外钴价及价差



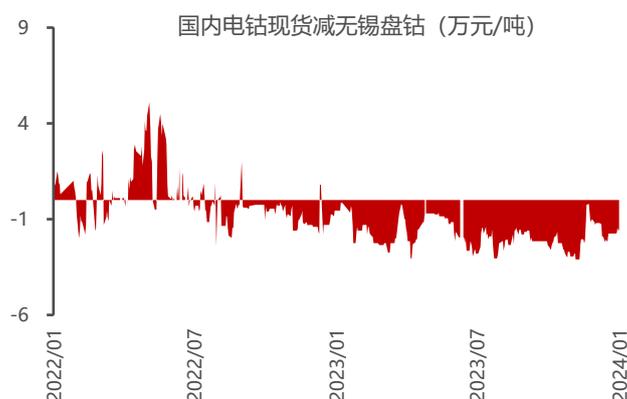
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图41: 硫酸钴和四氧化三钴价差



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图42: 金属钴现货和无锡盘价格差



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂: 本周 (1.8-1.12)** 本周碳酸锂价格缓幅下降。供应端: 据 SMM 调研, 12 月国内碳酸锂产量 4.4 万吨, 环比 2.08%, 短期产量仍高。近期锂矿价格持续下跌, 亏损情况有所收窄, 成本端支撑力度边际转弱。不过由于短期内并无业绩压力, 且后续部分锂盐厂家春节前后存在季节性检修计划, 近期出货压力并不大, 多数锂盐企业延续挺价出货状态, 长单折扣系数较元旦节日前小幅提升。周内某盐湖企业放货 3000 吨, 但整体折扣系数有所提升, 也反映近期锂盐企业出货态度并不急切。需求端: 近期碳酸锂现货价格整体弱稳走势, 且部分正极材料企业由于 2 月检修等因素前置订单于 1 月份生产, 个别正极材料企业根据订单情况着手做少量采购。部分贸易

企业反馈周初期货价格较低时期，碳酸锂仓单出货情况有好转迹象，但周中价格回升后依然难以出售。综合来看，预期后续碳酸锂现货价格或仍维持平稳状态。

- **氢氧化锂：本周（1.8-1.12）** 本周氢氧化锂价格持续下行。从供应端来看，临近春节，受后续需求转淡、成本倒挂等因素影响，部分厂商将在1月中上旬依旧维持低负荷生产，交付部分长协订单，至1月中下旬则将会逐步减量。需求端，下游部分高镍正极企业排产有所前置，叠加海外市场将因红海航道遇阻，海外部分企业存提前备货需求，对锂盐承接存一定支撑，且近期行业库存去库速度有所加快，市场供需格局有所回暖，预计后市氢氧化锂价格仍将维持弱势运行。
- **磷酸铁锂：本周（1.8-1.12）** 本周，磷酸铁锂价格趋稳。成本端，主原料锂盐小幅波动、磷酸铁价格下行，铁锂材料生产成本小幅下行。供应端，磷酸铁锂企业按需生产，部分企业有春节前备货意愿；本周排产计划有调整，增减不一。需求端，动力端和储能端的需求平淡，电芯成品仍在去库，对铁锂材料的需求有限。预估后市，磷酸铁锂价格暂时趋稳。
- **钴酸锂：本周（1.8-1.12）** 本周钴酸锂价格小幅上行，成本端四钴价格出现抬涨，致钴酸锂成本增加，报价顺势抬高。但受到市场氛围冷清的影响，下游需求较少，实际成交价格与之前低价相差不大。1月钴酸锂正极厂更多的是在集中生产备库，为2月的停产放假做好充足的库存。1季度虽为淡季，但各家正极厂也在使用低价尽可能多的为抢占1季度市场份额做准备，预计钴酸锂价格短期很难有较大幅度的反弹。

(2) 价差跟踪

图43：国内外碳酸锂价差



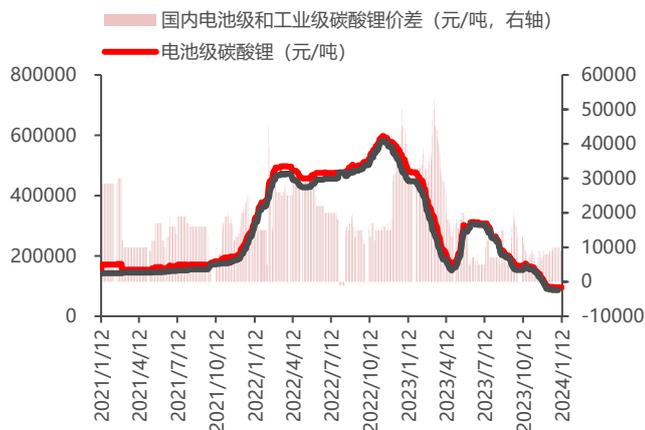
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图44：国内外氢氧化锂价差



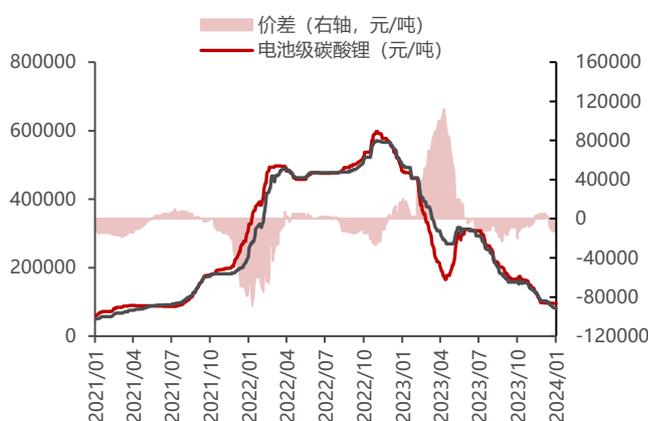
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图45: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图46: 国内氢氧化锂和碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

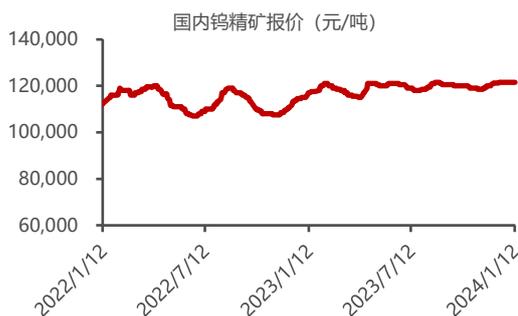
3.3 其他小金属

图47: 国内钼精矿价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图48: 国内钨精矿价格



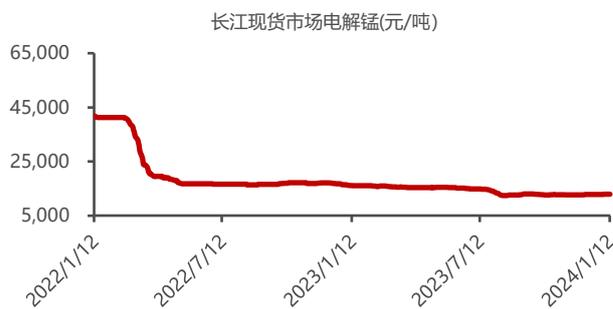
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图49: 长江现货市场电解镁价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图50: 长江现货市场电解锰价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图51: 长江现货市场锑锭价格



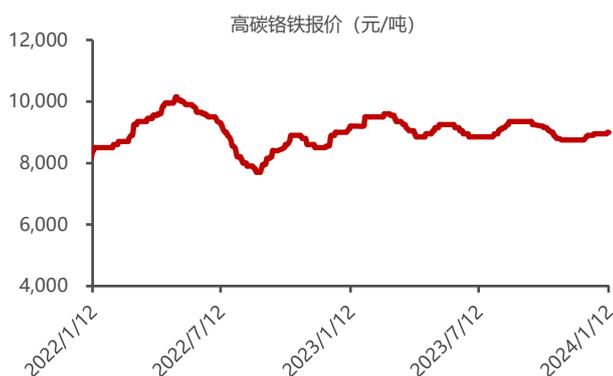
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图52: 国产海绵钛价格



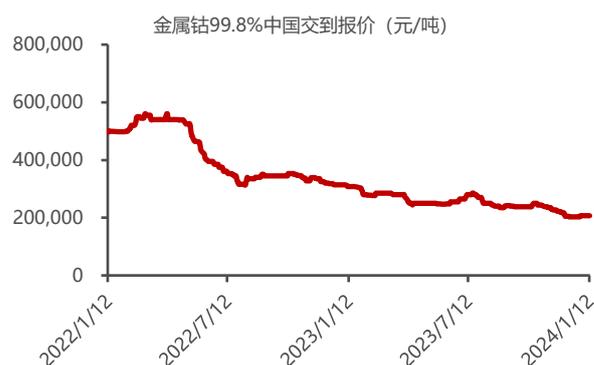
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图53: 国产高碳铬铁价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图54: 长江现货市场金属钴价格



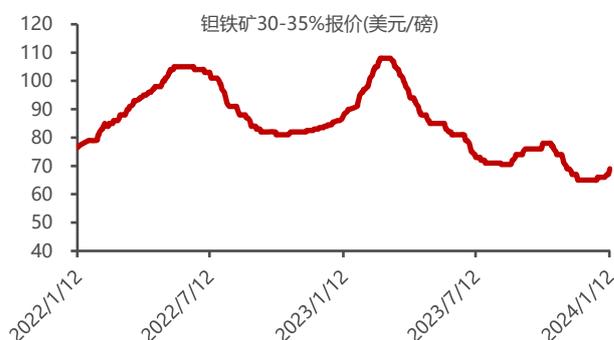
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图55: 国内精钢 99.99%价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图56: 钽铁矿 30%-35%价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图57：国产氧化锆价格



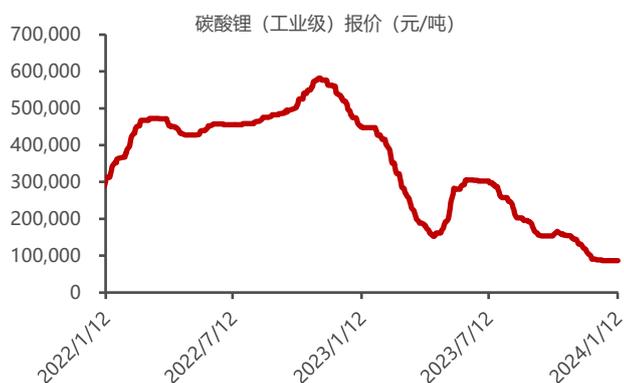
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图58：国产精铋价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图59：碳酸锂（工业级）价格



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图60：碳酸锂（电池级）价格



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

4 稀土价格

- **稀土磁材**：周内，稀土价格继续快速下行，市场上节前补库的动作不多，受价格倒挂严重的影响，部分废料回收企业的开工率已经降至 30% 左右。同时，受行业淡季效应的影响，除了订单来源相对稳定、有长期合作客户的大型磁材企业还在正常生产，保持 70-80% 的开工率以外；部分中小磁材企业受订单不足的影响，已计划一月中旬开始放假。

图61：氧化镧价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图62：氧化铈价格



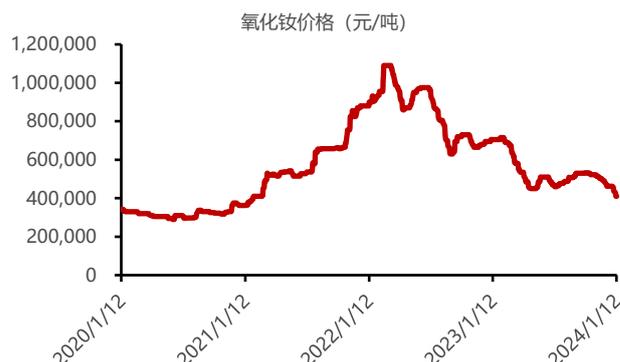
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图63：氧化镨价格



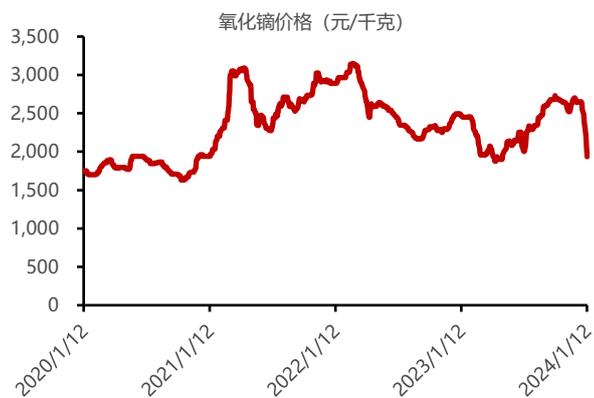
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图64：氧化钕价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图65: 氧化镓价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图66: 氧化铯价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

5 风险提示

1、需求不及预期：若全球经济出现系统性下滑风险，则会对各类金属需求端产生打击；另一方面，国内需求恢复可能存在弱于预期的风险。

2、供给超预期释放：受限于产能，加上供应干扰较大，供给端释放较慢，若资本开支大幅上升，供应可能有超预期释放。

3、海外地缘政治风险：俄乌冲突持续影响供应，同时地缘冲突风险也影响市场避险情绪，影响未来金属需求。

插图目录

图 1: 本周涨幅前 10 只股票 (1/8-1/12)	3
图 2: 本周涨幅后 10 只股票 (1/8-1/12)	3
图 3: 黄金价格与山东黄金股价走势梳理	5
图 4: 阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理	5
图 5: 华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理	5
图 6: 天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理	5
图 7: 上海期交所同 LME 当月期铝价格	6
图 8: 全球主要交易所铝库存 (万吨)	6
图 9: 预焙阳极盈利梳理	7
图 10: 电解铝单吨盈利梳理	7
图 11: 氧化铝单吨盈利梳理 (单位: 元)	7
图 12: 2023 年 11 月全国平均电解铝完全成本构成	7
图 13: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨)	7
图 14: 国产和进口氧化铝价格走势	8
图 15: 铜库存合计+保税区 (单位: 吨)	8
图 16: 铜精矿加工费 (美元/吨)	8
图 17: 上海期交所同 LME 当月期铜价格	9
图 18: 全球主要交易所铜库存	9
图 19: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	9
图 20: 全球主要交易所锌库存	9
图 21: 国产-进口锌加工费周均价	10
图 22: 锌七地库存 (万吨)	10
图 23: 锌进口比值及盈亏	10
图 24: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	12
图 25: 全球主要交易所铅库存	12
图 26: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	12
图 27: 全球主要交易所锡库存	12
图 28: 上海期交所同 LME 当月期镍价格	12
图 29: 全球主要交易所镍库存	12
图 30: 各国央行的资产总额情况	14
图 31: 美联储资产负债表资产	14
图 32: Comex 黄金与实际利率	14
图 33: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	15
图 34: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)	15
图 35: 美国国债收益率 (%)	15
图 36: 金银比	15
图 37: COMEX 黄金期货结算价	15
图 38: COMEX 白银期货结算价	15
图 39: MB 钴美金及折合人民币价格	17
图 40: 海内外钴价及价差	17
图 41: 硫酸钴和四氧化三钴价差	17
图 42: 金属钴现货和无锡盘价格差	17
图 43: 国内外碳酸锂价差	18
图 44: 国内外氢氧化锂价差	18
图 45: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	19
图 46: 国内氢氧化锂和碳酸锂价差	19
图 47: 国内钼精矿价格	19
图 48: 国内钨精矿价格	19
图 49: 长江现货市场电解镁价格	19
图 50: 长江现货市场电解锰价格	19
图 51: 长江现货市场锑锭价格	20
图 52: 国产海绵钛价格	20
图 53: 国产高碳铬铁价格	20
图 54: 长江现货市场金属钴价格	20

图 55: 国内精钢 99.99%价格.....	20
图 56: 钼铁矿 30%-35%价格.....	20
图 57: 国产二氧化锆价格.....	21
图 58: 国产精铋价格.....	21
图 59: 碳酸锂（工业级）价格.....	21
图 60: 碳酸锂（电池级）价格.....	21
图 61: 氧化镧价格.....	22
图 62: 氧化铈价格.....	22
图 63: 氧化镨价格.....	22
图 64: 氧化钆价格.....	22
图 65: 氧化镉价格.....	23
图 66: 氧化铯价格.....	23

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: 金属价格、库存变化表.....	3
表 2: 铝产业链价格统计.....	6
表 3: 钴系产品价格一览.....	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026