

行业评级：增持

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: liuyq@zts.com.cn

分析师：陈沁一

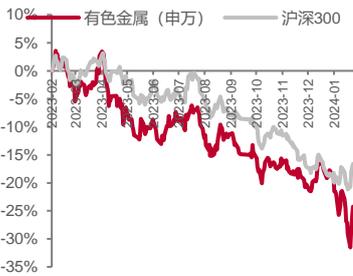
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	24,522.72
行业流通市值(亿元)	21,669.90

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(2.23) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,049.40	1.25%
SHFE黄金 元/克	478.96	-0.95%
COMEX白银 美元/盎司	22.98	-2.10%
SHFE白银 元/千克	5,882	0.98%
LME铜 美元/吨	8,559	1.03%
SHFE铜 元/吨	69,370	-2.07%
LME铝 美元/吨	2,184	-1.44%
SHFE铝 元/吨	18,850	-0.29%
LME铅 美元/吨	2,100	1.43%
SHFE铅 元/吨	15,885	-2.25%
LME锡 美元/吨	2,417	1.19%
SHFE锡 元/吨	20,395	-0.58%
LME锡 美元/吨	26,365	-2.35%
SHFE锡 元/吨	216,640	-0.36%
LME镍 美元/吨	17,500	7.03%
SHFE镍 元/吨	135,620	7.42%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：国内5年期LPR下调25BP、美国降息预期延后**

■ **投资建议：维持行业“增持”评级**

1) **贵金属上行趋势不变**：本周美国降息预期再次降温，短期对金价形成压力，但在超额储蓄持续消耗及高利率维持下，美国经济周期性回落难以避免，去全球化背景也将支撑贵金属价格上行至新高度，重视板块内高成长及资源优势突出标的投资机会。

2) **基本金属恰处布局良机**：国内下调5年期LPR 25BP，有利于降低社会长期融资成本，但美联储降息预期的降温，对大宗金属价格形成压力，大宗金属价格涨跌互现。在供给瓶颈下，大宗金属终将在弱复苏的带动下，迎来新一轮的景气周期，尤其是铜铝更是如此，我们坚定看好2024年大宗板块的投资表现。

■ **行情回顾：大宗价格涨跌互现**：1) 周内，LME铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为1.0%、-1.4%、1.4%、1.2%、-2.4%、7.0%，SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为2.1%、-0.3%、-2.2%、-0.6%、-0.4%、7.4%；2) COMEX黄金收于2049.40美元/盎司，环比上涨1.25%，SHFE黄金收于478.96元/克，环比下跌0.95%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于3,990.54点，环比上涨4.96%，跑赢上证综指0.11个百分点，工业金属、能源金属、金属新材料、小金属、贵金属的涨跌幅分别为6.25%、4.62%、4.44%、3.75%、2.00%。

■ **宏观“三因素”总结——筑底回升的前半段：国内逆周期政策持续发力；美国经济保持韧性；欧元区通胀回落**。具体来看：

1) **国内5年期LPR下降25bp**：国内1年期贷款市场报价利率(LPR)为3.45%(前值3.45%)，5年期贷款市场报价利率为3.95%(前值4.20%)。

2) **美国经济保持韧性**：美国2月Markit制造业PMI为51.5(前值50.7, 预期51.5)，服务业PMI商务活动季调为51.4(前值52.5, 预期52.0)；1月成屋销售折年数为400万套(前值388万套, 预期397万套)，环比折年率为3.09%(前值-0.77%)。

3) **欧元区1月CPI同环比均有所回落**：欧元区1月CPI同比2.8%(前值2.9%, 预期2.8%)，环比-0.4%(前值0.2%, 预期-0.4%)，欧盟CPI同比3.1%(前值3.4%)。

4) **1月全球制造业景气度回升**：1月全球制造业PMI为50.0，环比上升1.0，结束连续16个月处于荣枯线以下，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

■ **贵金属：美联储释放鹰派信号，上行趋势不改**

周内，十年期美债实际收益率1.96%，环比-0.01pcts，实际收益率模型计算的残差为1211.4美元/盎司，环比+17.0美元/盎司；美联储释放“鹰派”信号，美联储会议纪要显示在更有信心通胀会达标前，不适合降息，市场对美联储降息的预期有所弱化。我们认为美国经济回落难以避免，当前4.5%左右的远端名义利率离经济底部的1.5%有较大回落空间，看好板块内高成长及资源优势突出标的投资机会。

■ **大宗金属：海外降息预期延后，国内逆周期政策支撑价格**

美联储释放鹰派信号，美元指数回升下基本金属价格有所承压，但因前期市场已经逐渐消化美联储阵阵“暂不考虑降息”的鹰声，已经将降息预期后置，故美元触顶后逐渐回吐涨幅；国内5年期LPR下降25bp，国内逆周期政策利好支撑大宗金属价格。

1、**对于电解铝，国内铝进入累库周期，铝价短期震荡为主。**

供应方面，本周电解铝行业并未有增减产行为，行业开工持稳。截至目前，电解铝行业开工产能4207.80万吨。**需求方面**，春节过后，下游加工企业开始复工复产，开工率上涨，但市场成交情绪一般，市场交易氛围较为冷淡。**库存方面**，春节期间，下游加工企业减产、停产，电解铝企业铝水需求减少，被动增加铸锭量，但累库表现仍优于节前预期，稳居近七年同期低位水平。**成本方面**，目前电解铝90分位成本17810元/吨。

1) 氧化铝价格 3357 元/吨, 环比下降 0.15%, 氧化铝成本 2985 元/吨, 环比上升 1.52%, 吨毛利 372 元/吨, 环比下降 50 元/吨。

2) 预焙阳极方面, 本周周内均价 4533/吨, 环比下降 0.11%; 考虑 1 个月原料库存影响, 周内平均成本 4446 元/吨, 环比持平, 周内平均吨毛利 86 元/吨, 环比下降 32.82%; 如果不考虑原料库存, 预焙阳极周内平均成本 4522 元/吨, 环比下降 0.06%, 周内平均吨毛利-144 元/吨, 环比下降 117.44%。

3) 对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业, 即时成本 16652 元/吨, 环比上升 0.27%, 长江现货铝价 18710 元/吨, 环比下降 0.8%, 吨铝盈利 1366 元, 环比下降 8.67%。

总结来看, 周内由于美国计划公布对俄罗斯的一揽子“重大”制裁方案, 铝期货价格明显拉涨, 同时几内亚工会宣布将在全国范围内进行无限期总罢工, 引发市场对于几内亚铝土矿供应的担忧。当前基本面无明显矛盾, 铝价主要由宏观及边际信息带动小幅波动。

2、对于电解铜, TC 加工费小幅回升, 铜价高位震荡。

供给方面, 矿端 TC 加工费虽小幅回升, 但矿端紧张态势目前仍未缓解, 冶炼厂是否会提前检修备受关注。需求方面, 下游大型企业复产情况较好, 因此本周在大型企业带动下, 叠加年前积压订单, 开工率逐渐恢复。大部分中小型下游企业开工时间有一定推迟, 同时节后铜价维持较高水平, 也在一定程度上对下游消费产生抑制, 所以多数企业表示整体订单量同比去年同期有少量下滑, 预计将在元宵节后随着下游企业复工逐渐恢复。库存方面, 24 年春节后垒库幅度创近年新高, 但观察总量并未出现大幅同比增加态势。

总结来看, 元宵节后现货市场活跃度或将增加, 各地现货贴水亦将收敛, 出库量环比本周有望提升。下周美国 PCE 数据以及多国 PMI 需重点关注, 预计在宏观暖风延续下, 铜价仍将偏强震荡。

3、对于锌, 内外盘价格重心持稳, 锌价震荡。

周内, 宏观上海外降息预期一再延后, 市场情绪较弱, 而国内财政利好红利下, 市场情绪小幅改善, 锌价维持震荡运行。供给方面, 百川统计节前国内锌产量 11.32 万吨, 环比降 1.25%; 需求方面, 下游需求尚未完全启动, 企业复产节奏较去年同期偏慢, 大部分于下周元宵节后正式开工, 整体开工弱势运行。库存方面, 节前七地锌锭库存 16.23 万吨, 较上周累库 6.40 万吨。

4、对于钢铁, 钢价节后偏弱, 负反馈下矿价与焦价回调。

当前强预期与弱现实持续博弈, 导致钢价波动较为频繁。往年来看, 正月十五之后, 下游工地复工进程才会逐步加快, 近两周钢材库存还将持续累积, 不过本周库存增幅开始放缓, 预期下周需求加快恢复, 基本面压力或将逐步减轻。当前市场情绪观望为主, 钢价呈现波动反复的震荡行情。后期, 随着宏观调控政策效应持续释放, 需求加快恢复, 库存压力减轻, 市场信心才能得到提振, 钢市仍有可能迎来“金三”行情。

- **风险提示:** 宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、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.....	- 7 -
1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升.....	- 7 -
1.2 贵金属：美联储释放鹰派信号，金价承压.....	- 8 -
1.3 大宗金属：海外降息预期一再延后，国内财政利好支撑价格.....	- 8 -
2.宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 9 -
2.1 中国因素：经济复苏动能仍有待进一步提升.....	- 9 -
2.2 美国因素：经济数据保持韧性.....	- 10 -
2.3 欧洲因素：欧元区1月CPI同环比均有所回落.....	- 12 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 12 -
3.1 上行趋势不变.....	- 12 -
3.2 黄金ETF持仓环比减少，COMEX净多头结构延续.....	- 14 -
3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代.....	- 14 -
4.大宗金属：国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑.....	- 17 -
4.1 大宗金属：国内经济逐步见底，海外流动性紧缩进入尾声.....	- 17 -
4.2 铝：国内铝进入累库周期，铝价短期震荡为主.....	- 18 -
4.3 铜：TC加工费小幅回升，铜价高位震荡.....	- 26 -
4.4 锌：内外盘震荡运行，重心持稳.....	- 29 -
4.5 钢铁：钢价节后偏弱，负反馈下矿价与焦价回调.....	- 30 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 33 -
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.....	- 7 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 7 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 8 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 8 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 9 -
图表 8: 国内 M1 与 M2 同比 (%).....	- 9 -
图表 9: 国内 PPI 当月同比 (%).....	- 9 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆).....	- 9 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米).....	- 9 -
图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%).....	- 10 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%).....	- 10 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 10 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%).....	- 10 -
图表 16: 美国 Markit 制造业与服务 PMI.....	- 11 -
图表 17: 美国新屋开工及零售同比.....	- 11 -
图表 18: 美国失业率季调 (%).....	- 11 -
图表 19: 美国初请失业金人数季调 (万人).....	- 11 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 11 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 11 -
图表 22: 欧元区 CPI 同比及环比 (%).....	- 12 -
图表 23: 欧盟 CPI 及核心 CPI 同比 (%).....	- 12 -
图表 24: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司).....	- 13 -
图表 25: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%).....	- 13 -
图表 26: 通胀预期与真实收益率 (%).....	- 13 -
图表 27: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 13 -
图表 28: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 13 -
图表 29: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨).....	- 14 -
图表 30: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张).....	- 14 -
图表 31: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低.....	- 15 -
图表 32: 平价上网成为现实 (元/度).....	- 15 -
图表 33: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨).....	- 15 -

图表 34: 白银供需平衡表预测 (吨)	- 16 -
图表 35: 光伏产业白银需求预测	- 16 -
图表 36: 金银比 (伦敦现货)	- 16 -
图表 37: 金银比修复行情历史复盘	- 17 -
图表 38: 国内社融数据有望筑底回升 (%)	- 17 -
图表 39: 稳增长文件持续出台	- 17 -
图表 40: 美国通胀韧性仍存 (%)	- 18 -
图表 41: 美联储加息已至尾声	- 18 -
图表 42: 美债利率与耐用品消费周期显著负相关	- 18 -
图表 43: 美国制造商、批发商库存同比	- 18 -
图表 44: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	- 18 -
图表 45: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	- 19 -
图表 46: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	- 19 -
图表 47: 电解铝周度产量 (万吨)	- 20 -
图表 48: 国内电解铝周度需求 (万吨)	- 20 -
图表 49: 铝型材开工率 (%)	- 20 -
图表 50: 铝线缆开工率 (%)	- 20 -
图表 51: 铝板带开工率 (万吨)	- 21 -
图表 52: 铝箔开工率 (%)	- 21 -
图表 53: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 54: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 55: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 56: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 22 -
图表 58: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)	- 22 -
图表 59: 电解铝的完全成本构成	- 22 -
图表 60: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 22 -
图表 61: 氧化铝生产成本构成	- 23 -
图表 62: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 23 -
图表 63: 预焙阳极生产成本构成	- 23 -
图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 23 -
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 24 -
图表 66: 石油焦价格 (元/吨)	- 24 -
图表 67: 国内石油焦月度产量 (万吨)	- 25 -
图表 68: 国内未燃烧石油焦进口数量 (万吨)	- 25 -

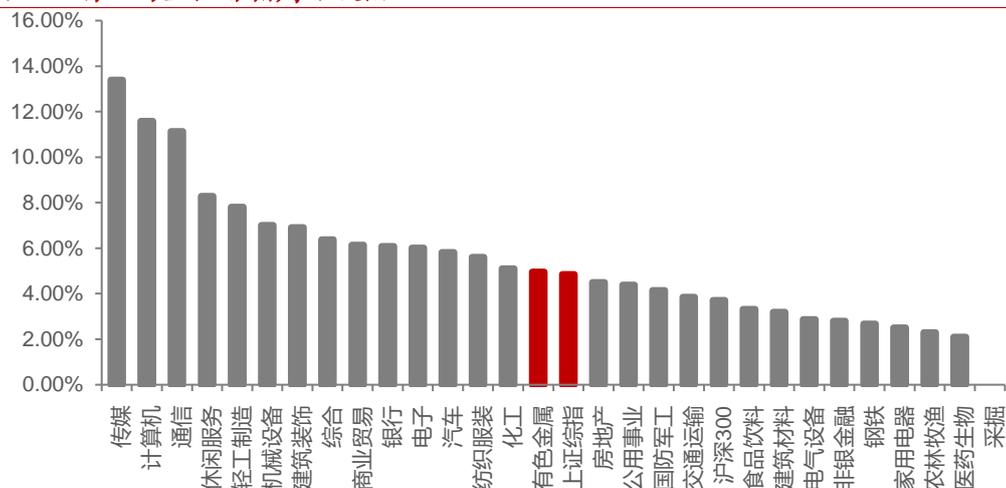
图表 69: 石油焦库存 (万吨)	- 25 -
图表 70: 国内石油焦开工率 (%)	- 25 -
图表 71: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 25 -
图表 72: 铜矿 TC/RC	- 26 -
图表 73: 电解铜周度产量 (万吨)	- 26 -
图表 74: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 27 -
图表 75: 精废价差 (不含税)	- 28 -
图表 76: 再生铜杆开工率情况	- 28 -
图表 77: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 28 -
图表 78: 上海广东及保税区社会库存变动 (万吨)	- 28 -
图表 79: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 29 -
图表 80: 铜电力用杆加工费	- 29 -
图表 81: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 29 -
图表 82: 国产锌精矿分地区加工费	- 29 -
图表 83: 国内锌七地库存 (万吨)	- 30 -
图表 84: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 30 -
图表 85: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 30 -
图表 86: 本周库存波动对比 (万吨)	- 31 -
图表 87: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 31 -
图表 88: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 31 -
图表 89: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 31 -
图表 90: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 31 -
图表 91: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 32 -
图表 92: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 32 -
图表 93: 钢铁主要生产要素价格一览	- 32 -
图表 94: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 32 -
图表 95: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 32 -
图表 96: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 33 -
图表 97: 中厚板毛利变化 (元/吨)	- 33 -

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑1.30%，纳斯达克↑1.40%，标普↑1.66%）。
- 本周A股整体回升：上证指数收于3,004.88点，环比上涨4.85%；深证成指收于9,069.42点，环比上涨2.82%；沪深300收于3,489.74点，环比上涨3.71%；申万有色金属指数收于3,990.54点，环比上涨4.96%，跑赢上证综指0.11个百分点。

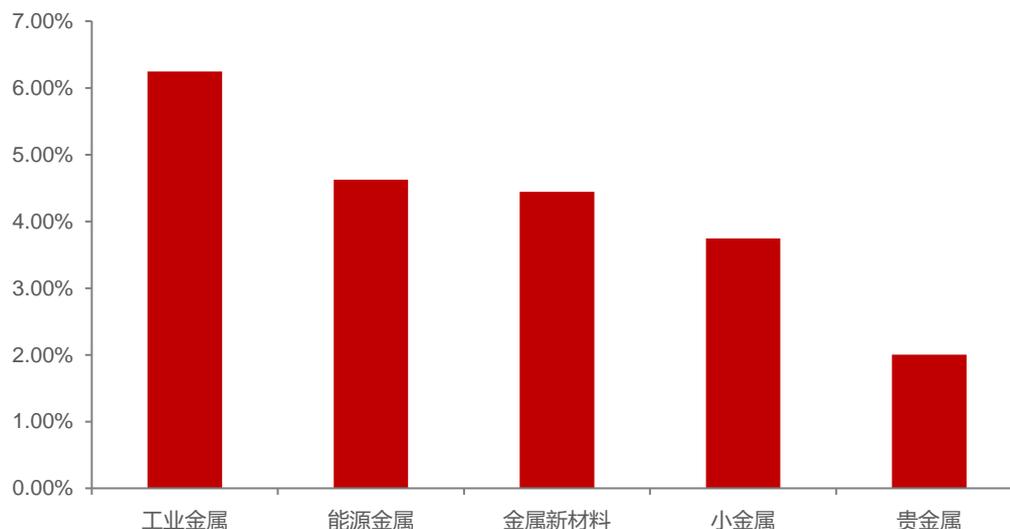
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，工业金属、能源金属、金属新材料、小金属、贵金属的涨跌幅分别为6.25%、4.62%、4.44%、3.75%、2.00%。

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	2024.02.25		周涨跌幅
		收盘价	收盘价	
002806.SZ	华锋股份	8.24	6.34	30.0%
002295.SZ	精艺股份	5.76	4.54	26.9%
002996.SZ	顺博合金	8.26	6.66	24.0%
603978.SH	深圳新星	10.92	8.82	23.8%
002842.SZ	翔鹭钨业	5.71	4.63	23.3%
603399.SH	吉翔股份	7.20	6.00	20.0%
300328.SZ	宜安科技	5.21	4.41	18.1%
003038.SZ	鑫铂股份	32.84	28.12	16.8%
300337.SZ	银邦股份	6.16	5.29	16.4%
688456.SH	有研新材	22.40	19.78	13.2%

来源: wind, 中泰证券研究所

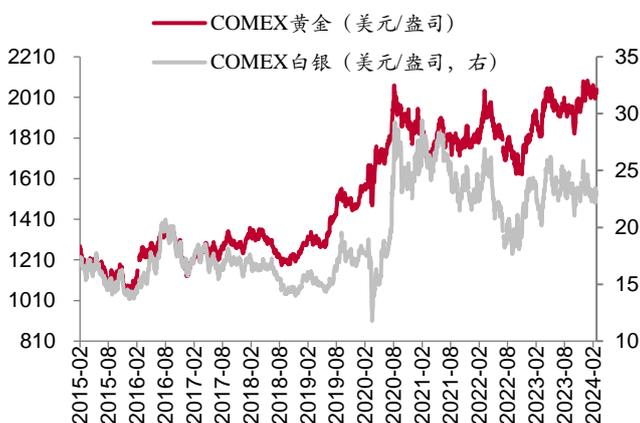
图表 4: 周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.02.25		周涨跌幅
		收盘价	收盘价	
002203.SZ	海亮股份	9.29	10.62	-12.5%
600392.SH	盛和资源	8.96	9.43	-5.0%
600961.SH	株冶集团	9.54	9.97	-4.3%
600988.SH	赤峰黄金	13.02	13.54	-3.8%
002540.SZ	亚太科技	5.24	5.39	-2.8%
601702.SH	华峰铝业	15.78	16.22	-2.7%
000975.SZ	银泰黄金	14.57	14.89	-2.1%
002532.SZ	天山铝业	5.74	5.83	-1.5%
002340.SZ	格林美	5.08	5.15	-1.4%
600549.SH	厦门钨业	16.25	16.47	-1.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美联储释放鹰派信号, 金价承压

- 周内, 美联储释放“鹰派”信号, 美联储会议纪要显示在更有信心通胀会达标前, 不适合降息, 市场对美联储降息的预期有所弱化, 贵金属价格有所承压。截至 2 月 23 日, COMEX 黄金收于 2049.40 美元/盎司, 环比上涨 1.25%; COMEX 白银收于 22.98 美元/盎司, 环比下跌 2.10%; SHFE 黄金收于 478.96 元/克, 环比下跌 0.95%; SHFE 白银收于 5882 元/千克, 环比上涨 0.98%。

图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 大宗金属: 海外降息预期一再延后, 国内财政利好支撑价格

- 周内, 美联储释放鹰派信号, 美元指数回升下基本金属价格有所承压, 但因前期市场已经逐渐消化美联储阵阵“暂不考虑降息”的鹰声, 已经将降息预期后置, 故美元触顶后逐渐回吐涨幅; 国内 5 年期 LPR 下降 25bp, 国内财政利好对基本金属价格形成支撑。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 1.0%、-1.4%、1.4%、1.2%、-2.4%、7.0%, 价格整体涨跌互现。

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	8559	6082	1.0%	-12.3%	40.7%	83.8%
	SHFE	69370	48020	2.1%	-1.4%	44.5%	
铝	LME	2184	1794	-1.4%	-22.4%	21.7%	74.7%
	SHFE	18850	14100	-0.3%	-7.5%	33.7%	
铅	LME	2100	1988	1.4%	-8.3%	5.6%	63.3%
	SHFE	15885	14850	-2.2%	3.8%	7.0%	
锌	LME	2417	2373	1.2%	-31.7%	1.8%	82.1%
	SHFE	20395	18160	-0.6%	-15.5%	12.3%	
锡	LME	26365	17200	-2.4%	-32.4%	53.3%	95.2%
	SHFE	216640	137340	-0.4%	-26.8%	57.7%	
镍	LME	17500	13375	7.0%	-15.5%	30.8%	55.2%
	SHFE	135620	105850	7.4%	-10.8%	28.1%	

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”运行态势跟踪

2.1 中国因素: 经济复苏动能仍有待进一步提升

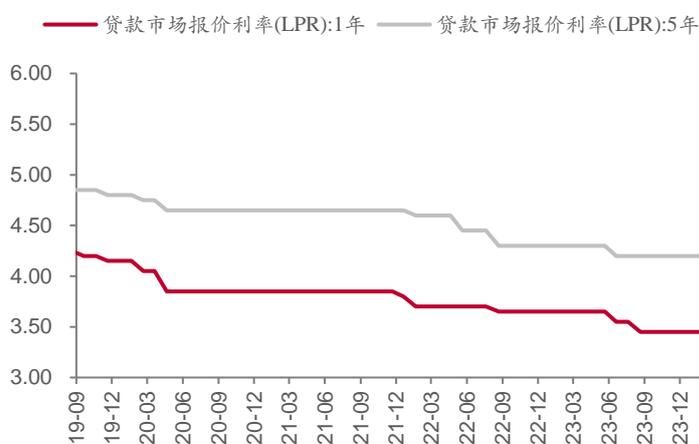
- 国内 5 年期 LPR 下降 25bp。** 本周披露国内 1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 为 3.45% (前值 3.45%), 5 年期贷款市场报价利率为 3.95% (前值 4.20%)。

图表 8: 国内 M1 与 M2 同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内 PPI 当月同比 (%)

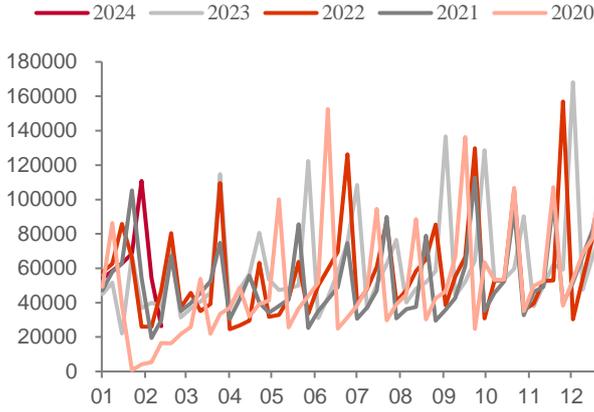


来源: Wind, 中泰证券研究所

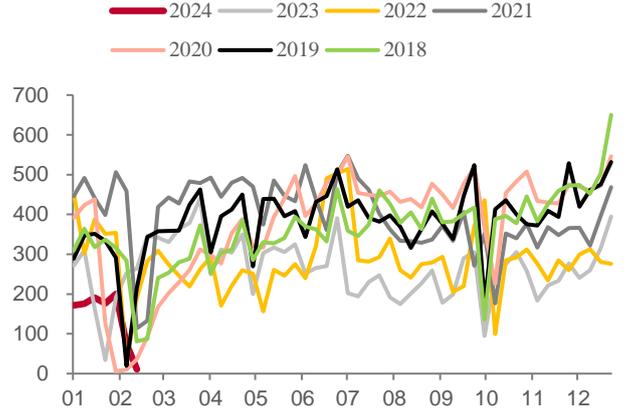
- 国内高频数据跟踪: 汽车消费回落、地产继续承压、出口改善**
 消费端: 汽车消费回落, 周内乘用车日均销量 26323 辆, 环比-51.51%;
 投资端: 地产数据继续承压, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 10.79 万平方米, 环比-85.52%; 生产端: 石油沥青开工率为 23.20%, 环比+0.80pcts, 高炉开工率为 75.61%, 环比-0.24pcts, 和往年同期相比处于偏低水平; 出口端: 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 为 51.5, 环比+0.8, 12 月国内出口金额当月同比 2.3% (前值 0.5%, 预期 2.13%), 出口景气度略有改善。

图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)

图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)

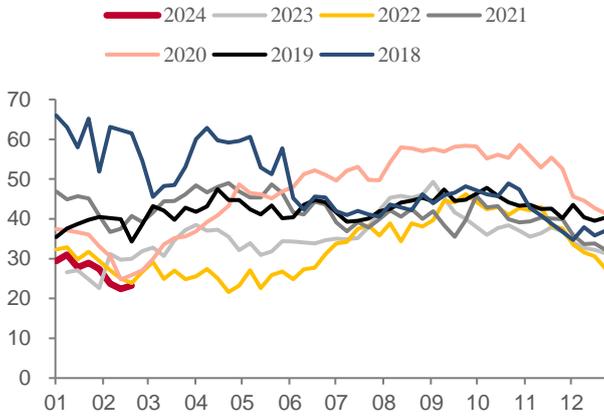


来源: Wind, 中泰证券研究所



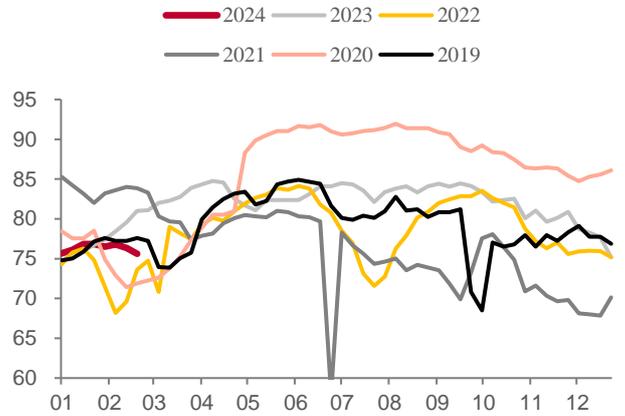
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 国内高炉开工率 (%)



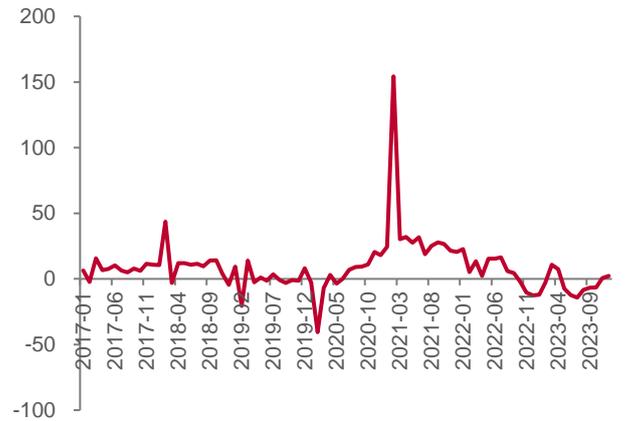
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 国内出口金额当月同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 经济数据保持韧性

- 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 有所回升，服务业 PMI 有所回落且低于预期。** 本周披露美国 2 月 Markit 制造业 PMI 季调为 51.5（前值 50.7，预期 51.5），服务业 PMI 商务活动季调为 51.4（前值 52.5，预期 52.0）；1 月成屋销售折年数为 400 万套（前值 388 万套，预期 397 万套），环比折年率为 3.09%（前值-0.77%）。

图表 16: 美国 Markit 制造业与服务 PMI


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 美国新屋开工及零售同比


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国失业数据有所回落。** 本周披露美国当周初请失业金人数为 20.1 万人（前值 21.3 万人）。

图表 18: 美国失业率季调 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 美国初请失业金人数季调 (万人)

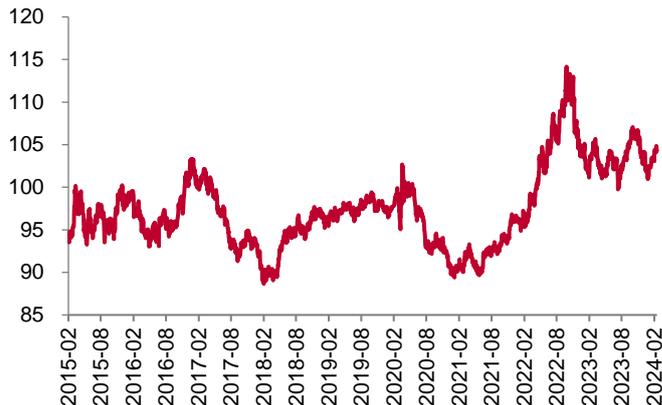

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美联储公布 FOMC 会议纪要。** 美联储会议纪要显示，多数美联储官员认为，政策利率可能处于峰值，在更有信心通胀会达标前，不适合降息；大多数官员强调不确定高利率持续多久、强调以评估数据判断降通胀进展的重要性，两名官员指出长期紧缩带来经济下行风险。“新美联储通讯社”称，大多数联储官员担心的是过早降息和价格压力根深蒂固，而不是高利率保持过久。

图表 20: 美联储利率政策市场预期
图表 21: 美元指数走势图

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	25.3%	73.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	52.0%	33.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.2%	35.4%	41.5%	14.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	26.7%	39.5%	23.2%	4.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	16.2%	33.1%	31.4%	14.0%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.0%	11.7%	27.4%	32.0%	19.8%	6.2%	0.8%
2025/1/29	0.0%	1.2%	7.6%	20.8%	30.0%	25.0%	12.0%	3.1%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.1%	23.9%	28.3%	20.5%	9.0%	2.2%	0.2%

来源：CME；中泰证券研究所，注：截至 2024 年 02 月 24 日



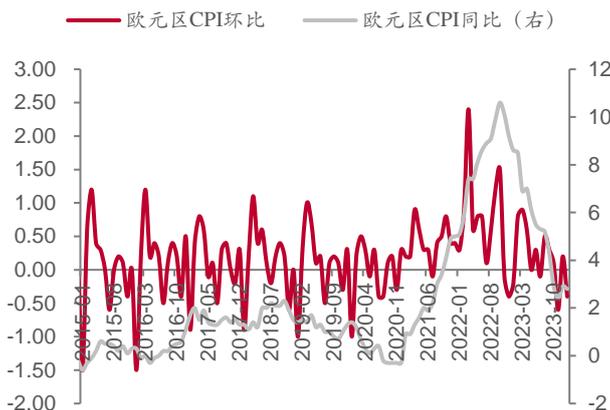
来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 1 月 CPI 同环比均有所回落

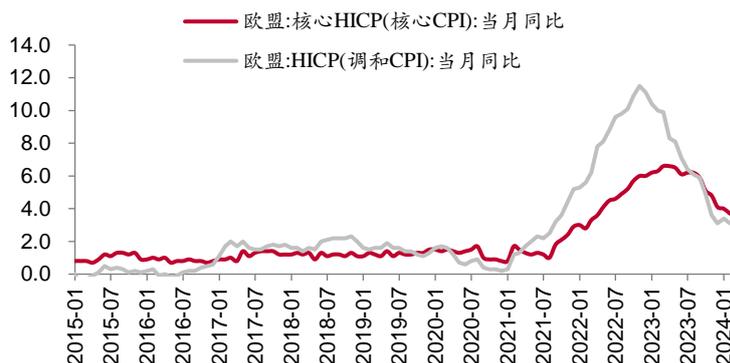
- 欧元区 1 月 CPI 同环比均有所回落。本周披露欧元区 1 月 CPI 同比为 2.8%（前值 2.9%，预期 2.8%），环比为-0.4%（前值 0.2%，预期-0.4%），欧盟 CPI 同比为 3.1%（前值 3.4%）。

图表 22：欧元区 CPI 同比及环比 (%)

图表 23：欧盟 CPI 及核心 CPI 同比 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所



来源：Wind，中泰证券研究所

3. 贵金属：大周期上行趋势不变

3.1 上行趋势不变

- 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。

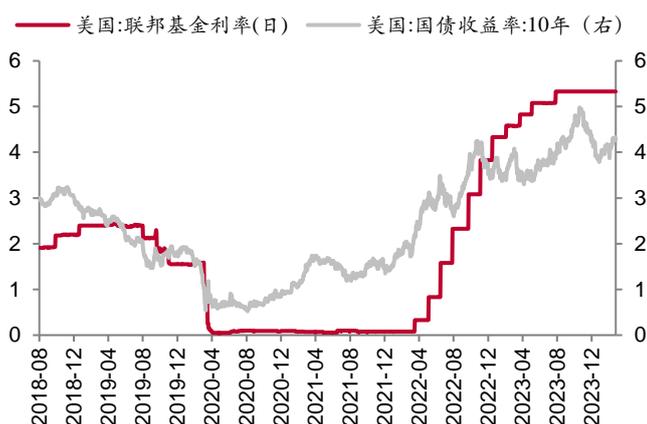
图表 24: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 截至2月23日, 本周美国10年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回落至2.30%, 10年期国债实际收益率环比回落至1.96%; 截至2月23日, COMEX黄金收于2049.40美元/盎司, 环比上涨1.25%; COMEX白银收于22.98美元/盎司, 环比下跌2.10%; SHFE黄金收于478.96元/克, 环比下跌0.95%; SHFE白银收于5882元/千克, 环比上涨0.98%。

图表 25: 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 26: 通胀预期与真实收益率 (%)



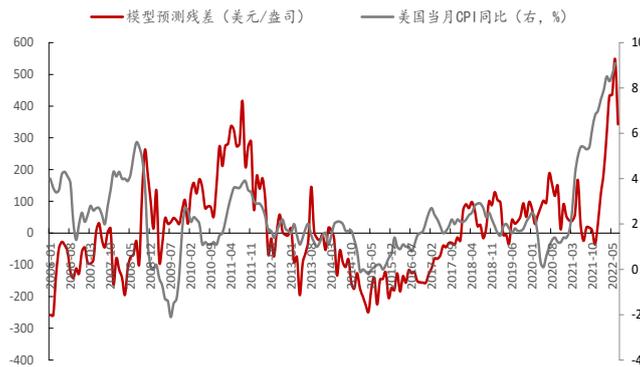
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 金价与十年期美国国债收益率

图表 28: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系



来源: Wind, 中泰证券研究所

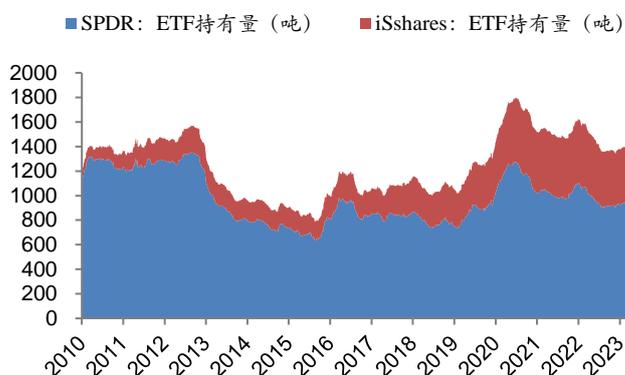


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续

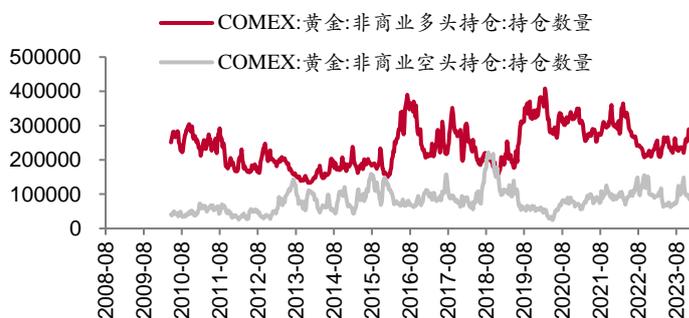
- **黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续。**截至 2 月 23 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,216.980 吨, 环比减少 11.02 吨。截至 2 月 20 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 21.10 万张附近 (前值 21.75 万张), 同时非商业空头持仓回升至 7.08 万张附近 (前值 8.63 万张附近), 净多头持仓量回升至 14.03 万张 (前值 13.12 万张)。

图表 29: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 30: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)

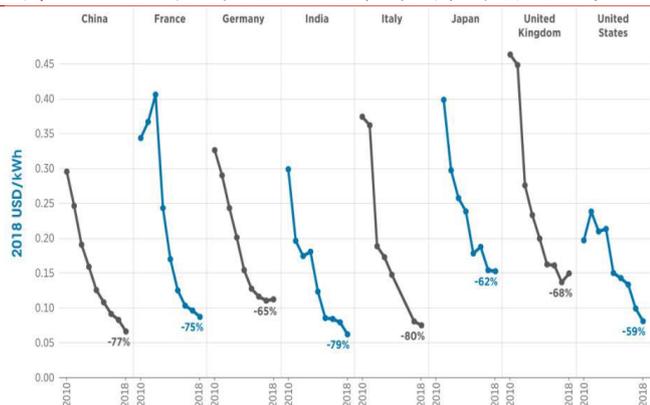


来源: Wind, 中泰证券研究所

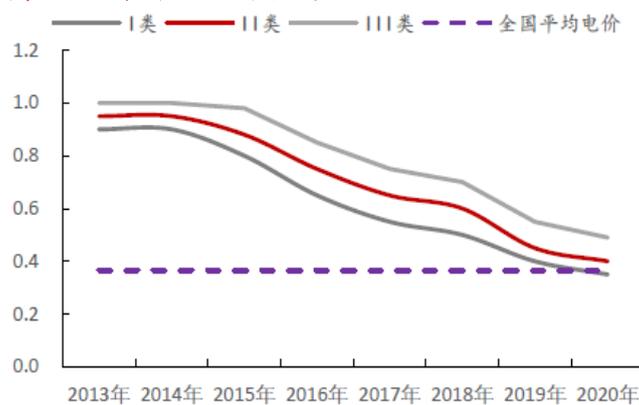
3.3 光伏产业链步入景气周期, 白银有望开启黄金时代

- **能源转型已经成为全球共识, 光伏产业趋势逐渐确立。**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

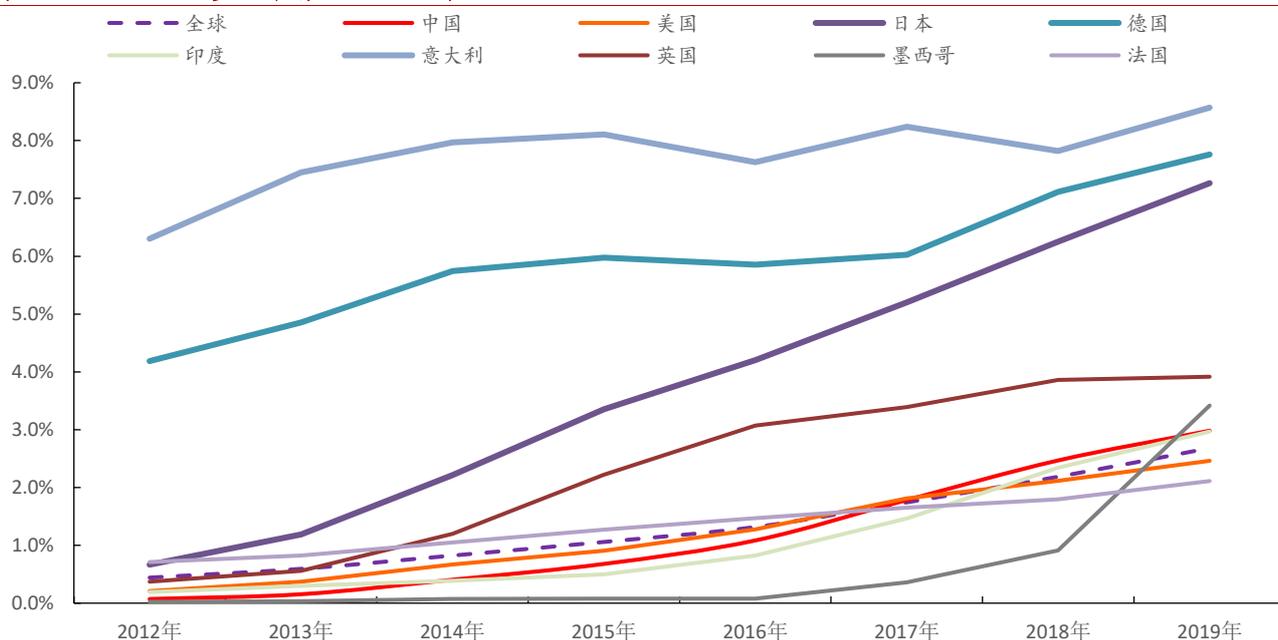
降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

图表 31: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低


来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 32: 平价上网成为现实 (元/度)


来源: 国家发改委, 中泰证券研究所

图表 33: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨)


来源: BP, 中泰证券研究所

- 投资需求维持稳定，光伏用银的持续增加将导致白银供需关系持续趋紧。**白银作为导电性能最好的金属，在光伏产业的应用上具有不可替代的作用，主要是电池片的正银和背银，2011-2019年全球光伏用银复合增速15%，2022年光伏应用中的白银需求量达到4363.3吨，占白银总需求的11.29%。假设未来单位光伏用银量年均减少5%，2023年全球

光伏装机量 275GW，对应 2023 年光伏耗银 4956.2 万吨，在白银总需求的占比进一步提升至 12%，光伏耗银的持续增长持续拉大白银供需缺口。

图表 34: 白银供需平衡表预测 (吨)

单位: 吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
供给合计	31,401.7	31,482.5	32,179.2	33,099.7	33,050.0	32,897.6	32,098.3	31,619.4	31,818.4	29,641.6	31,013.3	31,246.2	31,874.4
矿产银	23,639.1	24,653.0	26,133.3	27,290.3	27,769.2	27,750.5	26,851.7	26,366.6	26,015.2	24,294.9	25,585.7	25,576.6	26,189.3
		4.3%	6.0%	4.4%	1.8%	-0.1%	-3.2%	-1.8%	-1.3%	-6.6%	5.3%	0.0%	2.0%
再生银	7,243.2	6,717.6	5,993.0	5,439.4	5,178.2	5,112.8	5,215.5	5,215.5	5,283.9	5,045.0	5,380.9	5,616.7	5,632.2
		-7.3%	-10.8%	-9.2%	-4.8%	-1.3%	2.0%	0.0%	1.3%	-4.5%	6.7%	4.4%	2.0%
净对冲供给	370.1	0.0	0.0	332.8	68.4	0.0	0.0	0.0	488.3	264.4	0.0	0.0	0.0
		-100.0%	-	-	-79.4%	-100.0%	-	-	-	-	-	-	-
净官方售银	149.3	112.0	52.9	37.3	34.2	34.2	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	52.9
		-25.0%	-52.8%	-29.4%	-8.3%	0.0%	-9.1%	20.0%	-16.7%	20.0%	25.0%	13.3%	0.0%
需求合计	32,511.9	30,586.2	33,240.1	31,774.9	33,184.0	30,960.2	29,999.0	30,736.3	30,845.0	27,367.1	32,631.8	38,638.6	41,249.9
传统工业(除光伏外)	13,674.7	12,300.1	12,760.3	12,477.3	12,505.3	12,334.3	12,918.9	13,030.9	12,819.4	11,318.6	12,270.3	12,943.8	17,926.0
		-10.1%	3.7%	-2.2%	0.2%	-1.4%	4.7%	0.9%	-1.6%	-11.7%	8.4%	5.5%	1.0%
光伏	2,127.2	1,710.5	1,570.6	1,505.2	1,682.5	2,914.1	3,166.0	2,876.8	3,069.6	3,141.5	3,536.5	4,363.3	4,956.2
		-19.6%	-8.2%	-4.2%	11.8%	73.2%	8.6%	-9.1%	6.7%	2.3%	12.6%	23.4%	13.6%
摄影(感光材料)	1,915.8	1,632.8	1,424.4	1,356.0	1,281.3	1,175.6	1,091.6	1,063.6	1,048.1	864.7	892.7	855.3	821.0
		-14.8%	-12.8%	-4.8%	-5.5%	-8.3%	-7.1%	-2.6%	-1.5%	-17.5%	3.2%	-4.2%	-3.0%
珠宝首饰	5,044.4	4,951.1	5,818.8	6,017.9	6,300.9	5,884.1	6,104.9	6,316.4	6,260.4	4,659.3	5,642.2	7,280.5	6,204.5
		-1.8%	17.5%	3.4%	4.7%	-6.6%	3.8%	3.5%	-0.9%	-25.6%	21.1%	29.0%	2.0%
银器	1,290.7	1,247.1	1,421.3	1,629.6	1,760.3	1,626.5	1,794.5	2,033.9	1,859.8	1,007.8	1,328.1	2,285.9	1,732.3
		-3.4%	14.0%	14.7%	8.0%	-7.6%	10.3%	13.3%	-8.6%	-45.8%	31.8%	72.1%	3.0%
实物投资	8,459.2	7,488.9	9,333.1	8,788.9	9,653.4	6,652.3	4,857.8	5,153.3	5,787.7	6,376.2	8,668.5	10,353.2	9,609.9
		-11.5%	24.6%	-5.8%	9.8%	-31.1%	-27.0%	6.1%	12.3%	10.2%	36.0%	19.4%	-2.0%
净对冲需求	0.0	1,256.4	911.2	0.0	0.0	373.2	65.3	261.2	0.0	0.0	292.4	556.7	0.0
		-	-27.5%	-100.0%	-	-	-82.5%	300.0%	-100.0%	-	-	90.4%	-100.0%
供需平衡	-1,110.3	896.3	-1,060.9	1,324.8	-134.0	1,937.3	2,099.3	883.1	973.4	2,274.5	-1,618.5	-7,392.5	-9,375.5
伦敦现货银价(\$/oz)	35.1	31.1	23.8	19.1	15.7	17.1	17.0	15.7	16.2	20.6	25.1	21.7	23.4
现货银价(元/千克)	7,618.7	6,476.5	4,813.8	4,004.8	3,413.5	3,816.7	3,928.4	3,601.0	3,886.1	4,690.0	5,207.2	4,740.0	5,386.0

资料来源: Wind, 世界白银协会、中泰证券研究所

图表 35: 光伏产业白银需求预测

光伏耗银单独测算	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
光伏耗银量(吨)	2,127.2	1,710.5	1,570.6	1,505.2	1,682.5	2,914.1	3,166.0	2,876.8	3,069.6	3,141.5	3,536.5	4,363.3	4,956.2
光伏装机(GW)	30.0	30.3	38.6	40.2	52.0	76.6	92.7	98.3	115.8	127.3	170.0	230.0	275.0
中国	2.5	3.5	10.8	10.6	15.1	34.5	53.1	44.3	30.1	48.2	60.0	87.4	95.0
海外	27.5	26.8	27.8	29.7	36.9	42.1	39.6	54.0	85.7	79.1	110.0	142.6	180.0
光伏耗银/装机	71.0	56.5	40.7	37.4	32.4	38.0	34.2	29.3	26.5	24.7	20.8	19.0	18.0
yoy		-20.4%	-28.0%	-8.1%	-13.5%	17.6%	-10.2%	-14.3%	-4.4%	-4.4%	-15.7%	-8.8%	-5.0%

资料来源: Wind, 世界白银协会、中泰证券研究所

- **金银比**，是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。从 1998 年至今 20 年间，金银比总体上运行于 40-80 区间，靠近区间上沿，则往往银价相对黄金被低估。截至 2 月 23 日，当前金银比 89.26，环比回升 2.43。

图表 36: 金银比 (伦敦现货)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 37: 金银比修复行情历史复盘

起始日期	结束日期	修复时间(天数)	金银比变化	白银涨幅	黄金涨幅
2003/6/5	2006/5/30	1090	81.94→50.07, 变化 38.89%	190%	77%
2008/10/10	2011/4/28	930	84.39→31.71, 变化 55.31%	381%	81%
2016/2/29	2016/7/14	136	83.20→65.79, 变化 20.93%	36%	8%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

4.大宗金属: 国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑

4.1 大宗金属: 国内经济逐步见底, 海外流动性紧缩进入尾声

- 中央经济工作会议指出我国经济具有巨大的发展韧性和潜力, 长期向好的基本面没有改变: 中央经济工作会议强调“要坚持稳中求进工作总基调”, 强调“突要积极扩大国内需求, 发挥消费拉动经济增长的基础性作用, 通过增加居民收入扩大消费, 通过终端需求带动有效供给, 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”, 强调“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费, 推动体育休闲、文化旅游等服务消费”等。

图表 38: 国内社融数据有望筑底回升 (%)



图表 39: 稳增长文件持续出台

日期	会议名称/文件名称	主要内容
2023/4/21	中央政治局会议	会议认为, 一季度国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。会议认为, 一季度国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。
2023/4/23	中央政治局会议	会议认为, 一季度国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。会议认为, 一季度国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。
2023/4/24	央行	央行在季度货币政策执行报告中指出, 一季度国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。央行在季度货币政策执行报告中指出, 一季度国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。
2023/10/25	国新办	国新办在新闻发布会上表示, 前三季度国内生产总值同比增长4.9%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长5.2%, 服务业增加值同比增长4.6%。国新办在新闻发布会上表示, 前三季度国内生产总值同比增长4.9%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长5.2%, 服务业增加值同比增长4.6%。
2023/11/5	国家京委会	国家京委会在会议上表示, 前三季度国内生产总值同比增长4.9%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长5.2%, 服务业增加值同比增长4.6%。国家京委会在会议上表示, 前三季度国内生产总值同比增长4.9%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长5.2%, 服务业增加值同比增长4.6%。
2023/11/23	十三届全国人大常委会第十二次会议	十三届全国人大常委会第十二次会议在会议上表示, 前三季度国内生产总值同比增长4.9%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长5.2%, 服务业增加值同比增长4.6%。十三届全国人大常委会第十二次会议在会议上表示, 前三季度国内生产总值同比增长4.9%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长5.2%, 服务业增加值同比增长4.6%。
2023/12/12	中央经济工作会议	中央经济工作会议在会议上表示, 前三季度国内生产总值同比增长4.9%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长5.2%, 服务业增加值同比增长4.6%。中央经济工作会议在会议上表示, 前三季度国内生产总值同比增长4.9%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长5.2%, 服务业增加值同比增长4.6%。

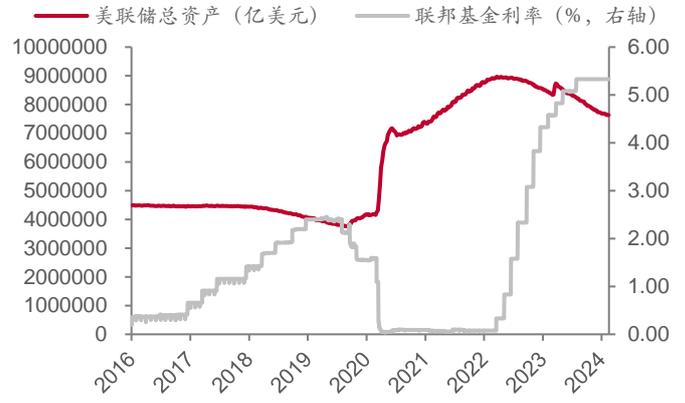
来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 各政府部门官网、中泰证券研究所

- 但海外正处于流动性收缩周期的尾声，伴随着高利率及流动性的退潮，终端的投资需求也将受到一定影响。

图表 40: 美国通胀韧性仍存 (%)

图表 41: 美联储加息已至尾声

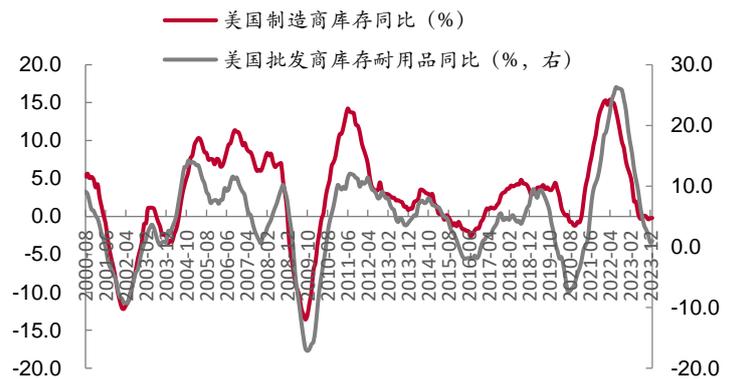


来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 42: 美债利率与耐用品消费周期显著负相关

图表 43: 美国制造商、批发商库存同比



来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

4.2 铝: 国内铝进入累库周期, 铝价短期震荡为主

- **电解铝供给稳定。**本周电解铝企业稳定生产为主，截至目前，电解铝行业开工产能 4207.80 万吨，较上周持平。
- **无新增复产产能。**截至 2024 年 2 月 22 日，2024 年中国电解铝总复产规模 154.5 万吨，已复产 0 万吨，待复产 154.5 万吨，预期年内还可复产 150 万吨，预期年内最终实现复产累计 150 万吨。

图表 44: 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
广西	广西田林百矿铝业有限公司	2	0	待定	2	2	3
贵州	安顺市铝业有限公司	13.5	0	2024 年四季度	13.5	13.5	13.5
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	4.5	0	待定	4.5		
四川	眉山市博眉启明星铝业有限公司	2.5	0	2024 年一季度	2.5	2.5	2.5

四川	四川启明星铝业有限责任公司	6	0	2024 年一季度	6	6	6
四川	阿坝铝厂	2.5	0	2024 年一季度	2.5	2.5	2.5
云南	云铝集团	61	0	2024 年二季度	61	61	61
云南	云南神火铝业有限公司	36	0	2024 年二季度	36	36	36
云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	0	2023 年二季度	10	10	10
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	0	2024 年二季度	16.5	16.5	16.5
	总计	154.5	0		154.5	150	154.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **无新增投产产能。**截至 2024 年 2 月 22 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 298 万吨，已投产 0 万吨，待开工新产能 125 万吨，预期年内还可投产共计 125 万吨，预期年度最终实现累计 125 万吨。

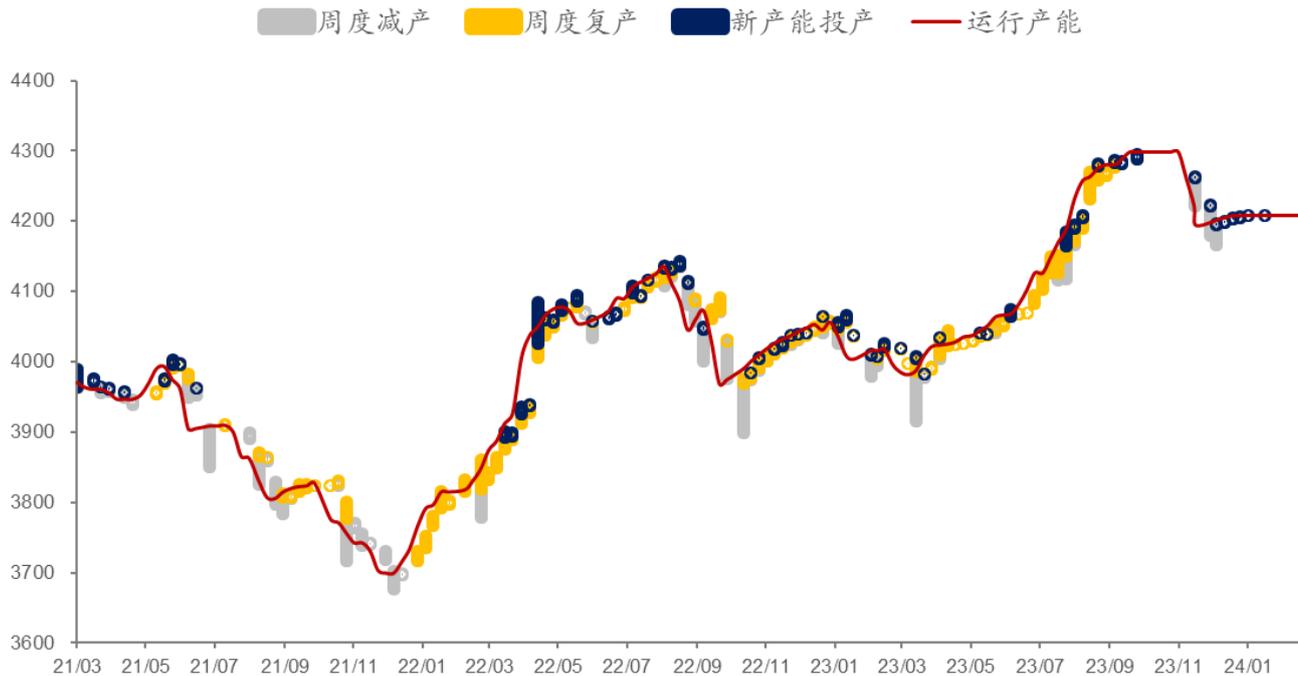
图表 45：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

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
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	10	0	2024 年三季度	0	10	10
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35		2024 年末			
内蒙古	内蒙古华云新材料有限公司	42	0	2024/3	0	42	42
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	10		2024 年年末			
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	2024 年三季度	0	20	20
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	2024 年二季度	0	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	93	0	待定	0		
	总计	298	0		0	125	125

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **电解铝运行产能企稳。**截止 2024 年 2 月 22 日，国内电解铝运行产能达 4207.8 万吨。

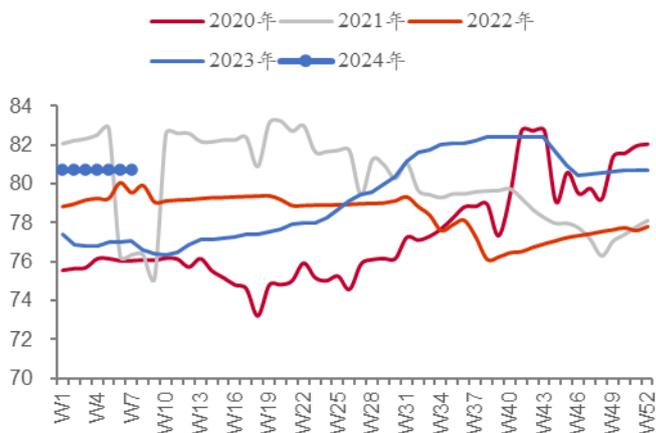
图表 46：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所

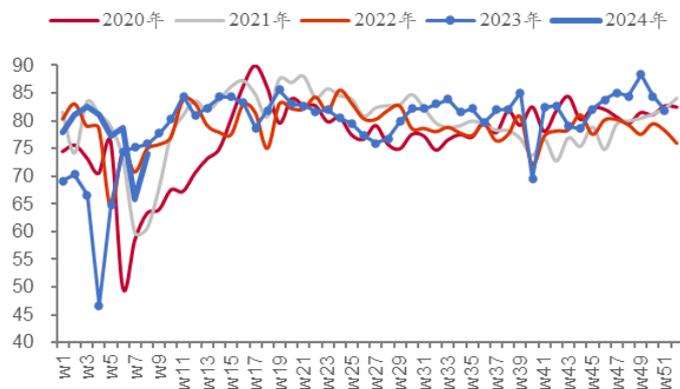
■ **供应产量持平。**根据百川，本周电解铝产量 80.70 万吨，环比持平。

图表 47：电解铝周度产量（万吨）



来源：百川，中泰证券研究所

图表 48：国内电解铝周度需求（万吨）

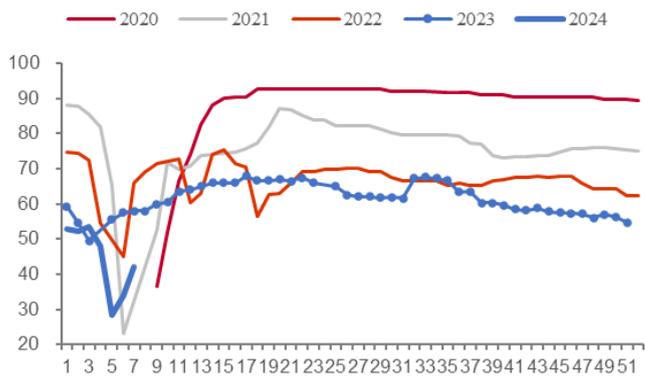


来源：百川，中泰证券研究所

■ **铝加工板块开工率环比上升：**截止 2024 年 2 月 22 日，铝加工企业平均开工率为 57%，环比上升 4.3PCT，同比下降 4.8PCT。

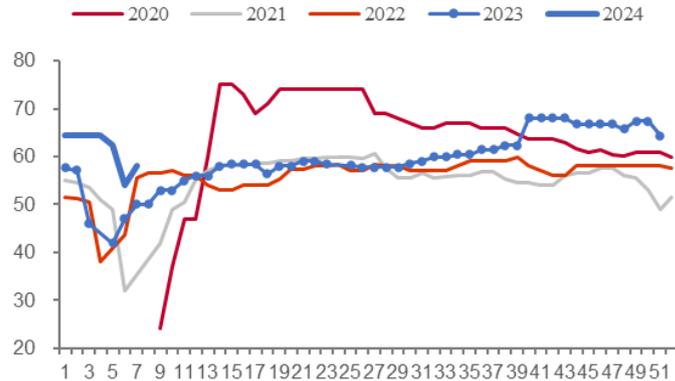
图表 49：铝型材开工率（%）

图表 50：铝线缆开工率（%）



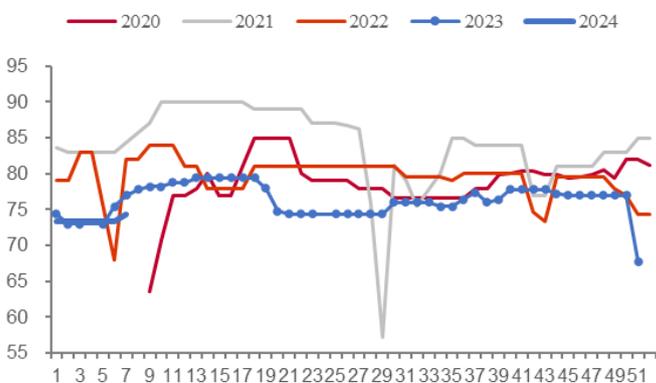
来源：百川，中泰证券研究所

图表 51: 铝板带开工率 (万吨)

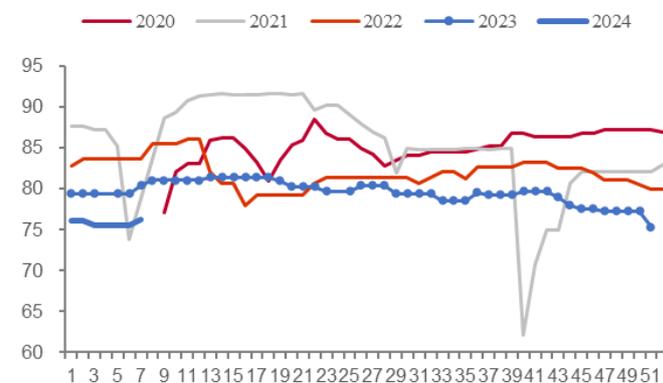


来源：百川，中泰证券研究所

图表 52: 铝箔开工率 (%)



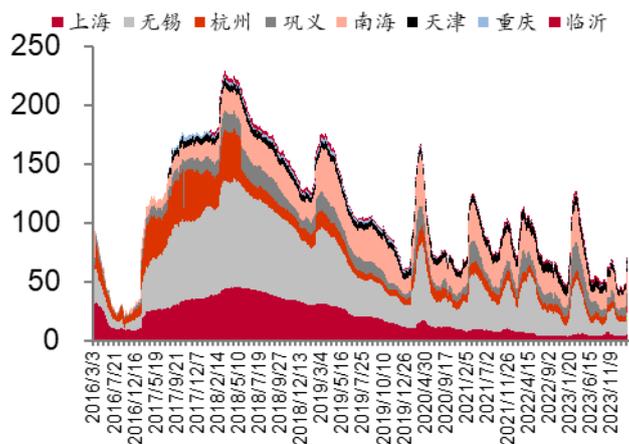
来源：百川，中泰证券研究所



来源：百川，中泰证券研究所

- **铝锭库存环比上升:** 2024 年 2 月 22 日, SMM 统计国内电解铝锭社会库存 70.6 万吨, 环比上升 6.6 万吨。海外方面, 截至 2 月 22 日, LME 铝库存 56.347 万吨, 环比上升 3.3755 万吨。

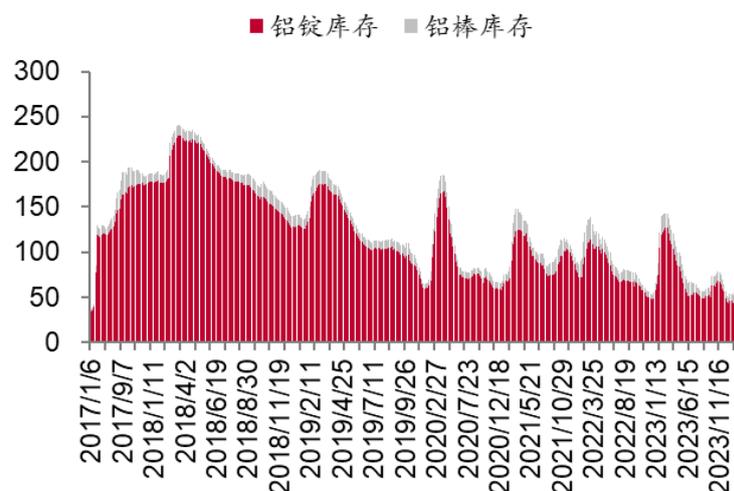
图表 53: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

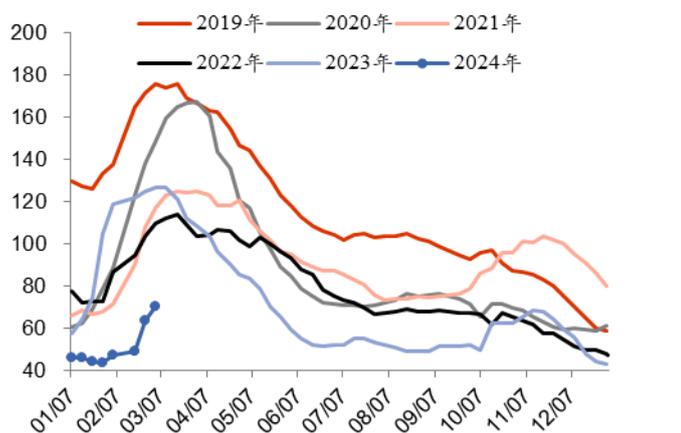
图表 55: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)

图表 54: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



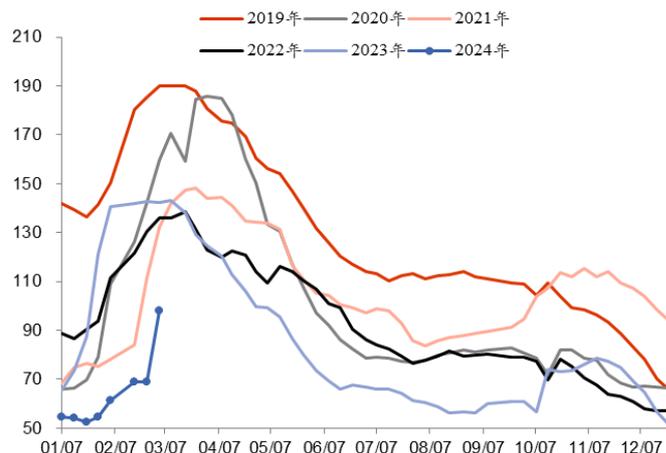
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 56: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



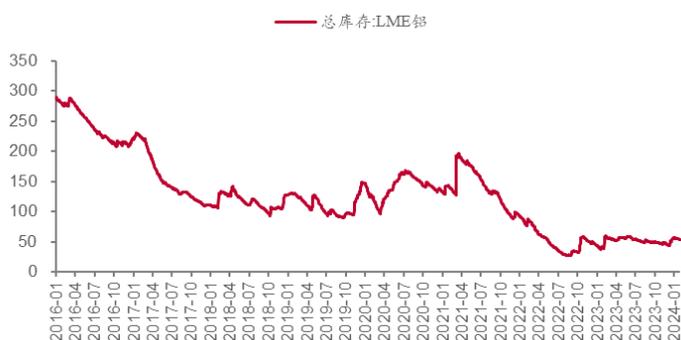
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 57：LME 铝期货库存变动（万吨）

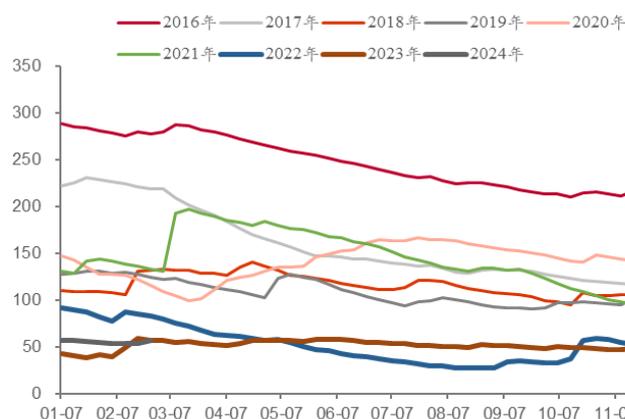


来源：SMM，中泰证券研究所

图表 58：LME 铝期货库存年度对比（万吨）



来源：Wind，中泰证券研究所



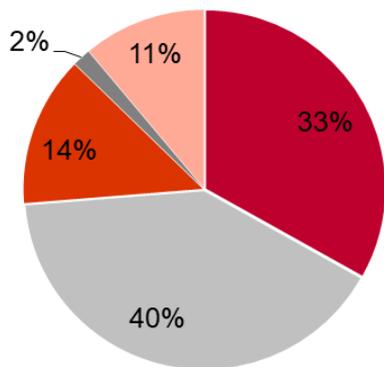
来源：Wind，中泰证券研究所

- **即时盈利收窄。**截至 2 月 22 日，氧化铝价格 3357 元/吨，环比下降 0.15%，氧化铝成本 2985 元/吨，环比上升 1.52%，吨毛利 372 元/吨，环比下降 50 元/吨。预焙阳极方面，本周周内均价 4533/吨，环比下降 0.11%；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4446 元/吨，环比持平，周内平均吨毛利 86 元/吨，环比下降 32.82%；如果不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4522 元/吨，环比下降 0.06%，周内平均吨毛利 -144 元/吨，环比下降 117.44%。对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16652 元/吨，环比上升 0.27%，长江现货铝价 18710 元/吨，环比下降 0.8%，吨铝盈利 1366 元，环比下降 8.67%。具体走势如下：

图表 59：电解铝的完全成本构成

图表 60：电解铝成本、利润情况（元/吨）

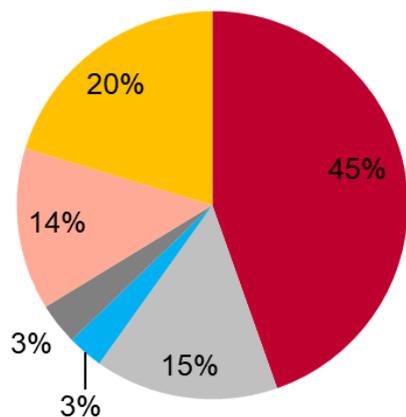
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 61: 氧化铝生产成本构成

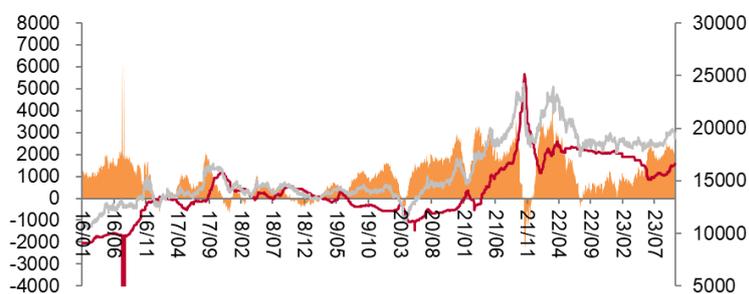
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 63: 预焙阳极生产成本构成

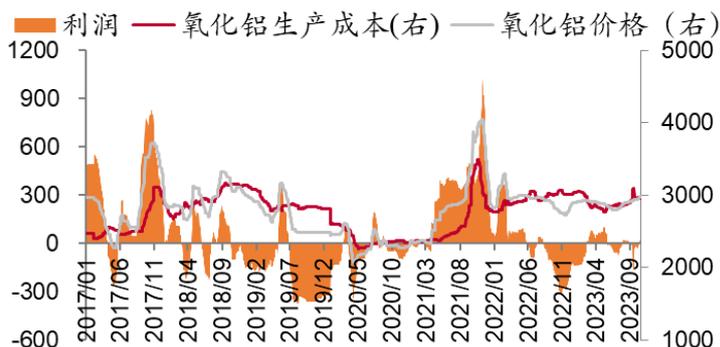
■ 利润 ■ 完全成本 (右轴) ■ 长江现货价格 (右轴)



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

注: 测算对象为除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

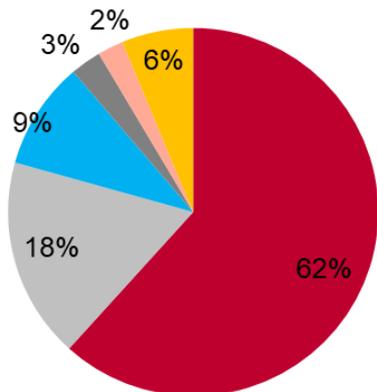
图表 62: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)

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

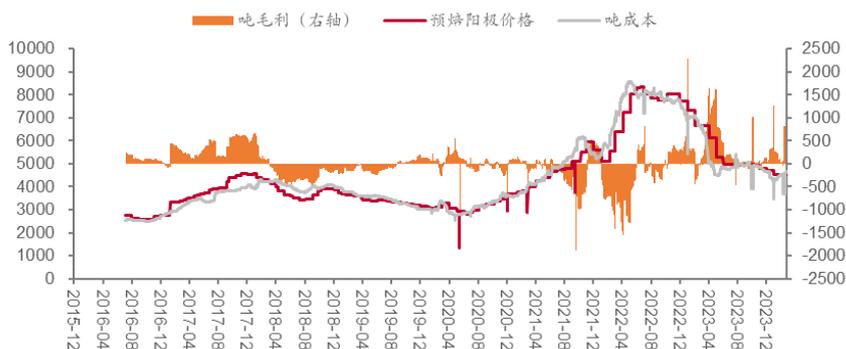


来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所



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 65：预焙阳极成本、利润情况（元/吨）（不考虑原料库存）



来源：SMM，中泰证券研究所
注：不考虑企业原料库存影响，采用原料现货价格

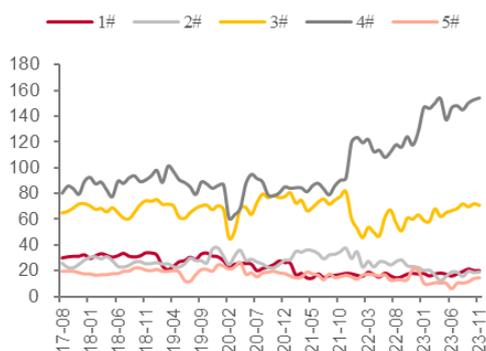
- **高中低硫石油焦价格环比下降。**截止 2 月 23 日，低硫石油焦价格为 3082.54 元/吨，周环比下降 0.2，同比下降 37.63%。中硫石油焦价格 2437.62 元/吨，周环比上升 0.2%，同比下降 44.15%。高硫石油焦价格为 1425.38 元/吨，周环比持平，同比下降 37.29%。

图表 66：石油焦价格（元/吨）



来源：Wind、中泰证券研究所

- 石油焦供应结构持续分化。**11月国内1#-5#石油焦总产量279万吨，同比增加16.06%，环比增加0.36%，其中1#石油焦同比增加33.4%，环比增加11.48%，2#石油焦同比减少18.22%，环比减少2.66%，3#石油焦同比增加18.06%，环比增加0.97%。进口方面，10月硫<3%的未煅烧石油焦进口39.04万吨，同比减少1%，环比增加55%，其他未煅烧的石油焦进口73.4万吨，同比减少14%，环比增加7%。

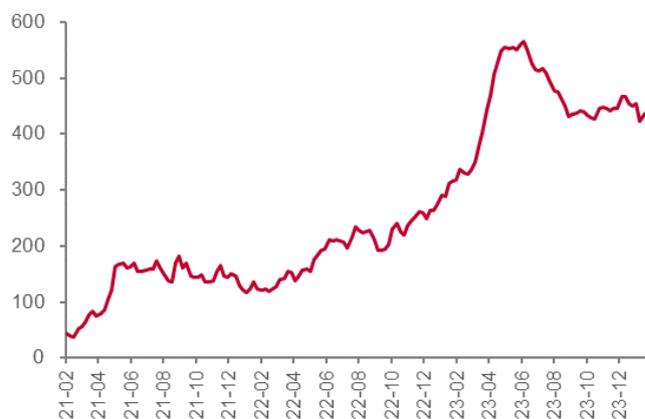
图表 67: 国内石油焦月度产量 (万吨)


来源: 百川、中泰证券研究所

图表 68: 国内未煅烧石油焦进口数量 (万吨)


来源: Wind、中泰证券研究所

- 石油焦库存环比上升。**截至2月23日，石油焦库存总量445.28万吨，同比上升39.98%，环比上升1.22%。

图表 69: 石油焦库存 (万吨)


来源: 钢联、中泰证券研究所

- 石油焦开工率下降。**截止2月23日，国内石油焦开工率为71.25%，环比上升0.81%。国内石油焦12月表观消费量414.78万吨，环比上升18%，同比上升9%。

图表 70: 国内石油焦开工率 (%)
图表 71: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)



来源：钢联、中泰证券研究所

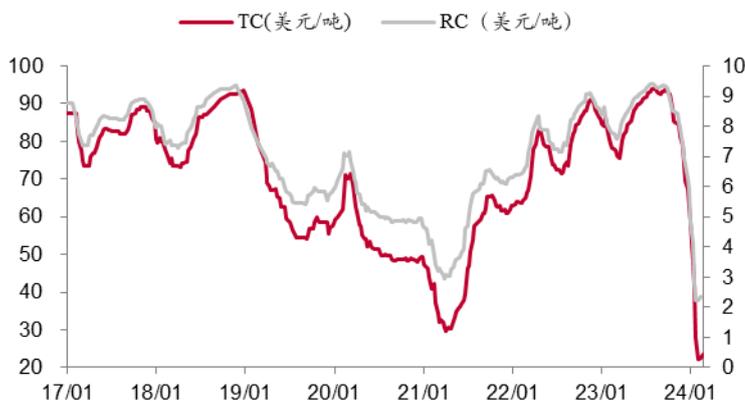


来源：钢联、中泰证券研究所

4.3 铜：TC 加工费小幅回升，铜价高位震荡

- Sossego 铜矿生产运营许可证被吊销 First Quantum 与江铜签订 5 亿美元原料协议。**2 月 23 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 23.50 美元/吨，较上一期的 22.43 美元/吨增加 1.07 美元/吨。春节假期后的首周，现货市场交投活动较为冷清。巴西 Vale 旗下 Sossego 铜矿的生产运营许可证已被吊销，关于 Sossego 铜矿生产运营许可证被吊销 Vale 在提交的文件中没有阐述详细的原因，但 Vale 表示 Sossego 铜矿的生产活动符合社会和环境的要求。First Quantum 与江西铜业签订 5 亿美元原料供应协议，First Quantum Minerals 将从江西铜业获得 5 亿美元的注资，这笔注资将用于 First Quantum Minerals 改善财务状况。

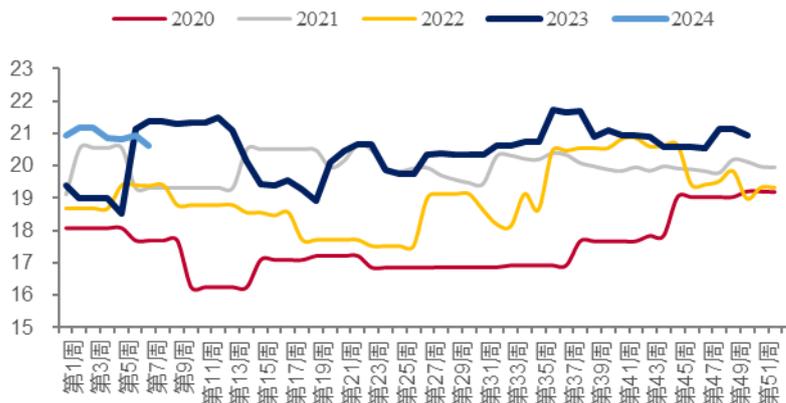
图表 72：铜矿 TC/RC



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 20.61 万吨，环比下降。**

图表 73：电解铜周度产量（万吨）



来源：百川，中泰证券研究所

图表 74：中国铜冶炼行业装置动态（单位：万吨）

公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注	预估影响精铜产量	实际影响精铜产量
葫芦岛宏跃北方铜业	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	30天		
中原黄金冶炼厂	35	40	2024年3月20日	2024年4月25日	粗炼	35-40天	1.50	
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024年3月底	2024年4月底	粗炼	30天		
营口盛海化工有限公司	10	0	2024年4月	2024年5月	粗炼	25天		
山东中金岭南铜业有限责任公司（三厂）	25	40	2024年4月	2024年5月	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公司金冠铜业分公司（双闪）	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5月下旬	2024年7月	粗炼	55天		
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	2024年5月	2024年6月	粗炼	45天		
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2024年5月底	2024年6月下旬	粗炼	20-25天		
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2024年6月	2024年6月	粗炼	20天左右		
包头华鼎铜业发展有限公司	10	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8月	2024年9月	粗炼	轮休		
飞尚铜业有限公司	10	0	2024年9月	2024年9月	粗炼	5-10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		
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		
中条山有色金属集团有限公司（垣曲）	13	13	2024年10月	2024年11月	粗炼	30天		
江西铜业（本部）	55	100	2024年10月底	2024年11月	粗炼	35天		
紫金铜业有限公司	25	40	2024年11月	2024年11月	粗炼	15天		

恒邦股份	10	10	2024年10月	2024年11月	粗炼	30天
中铜东南铜业有限公司	40	40	2024年12月	2025年1月	粗炼	45天
昆鹏铜业有限责任公司	10	0	2024年12月	2025年1月	粗炼	30天

资料来源：SMM、中泰证券研究所

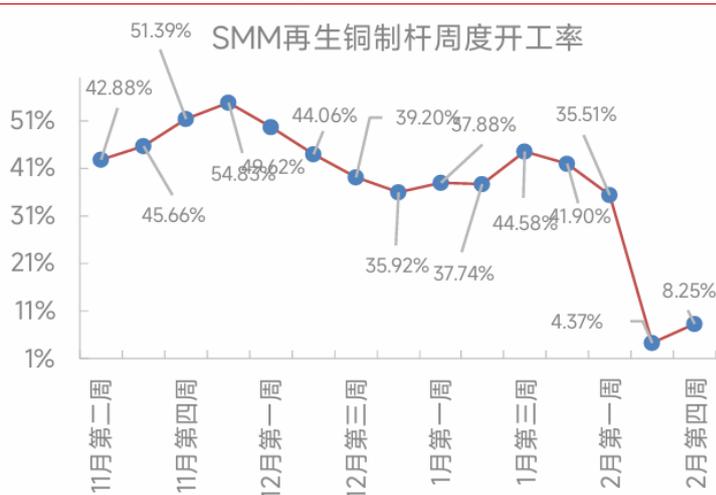
■ **废铜：节后再生铜价涨幅不及预期 再生铜持货商捂货惜售。**再生铜原料持货商认为节后即将进入 3、4 月传统旺季，需求增长带动铜价上涨，但再生铜杆厂节后实际情况却是新增订单有限，下游需求仍未从假期中恢复过来，因此再生铜原料价格涨幅有限，并未达到再生铜原料持货商出货预期，纷纷捂货惜售。

图表 75: 精废价差 (不含税)



来源：SMM，中泰证券研究所

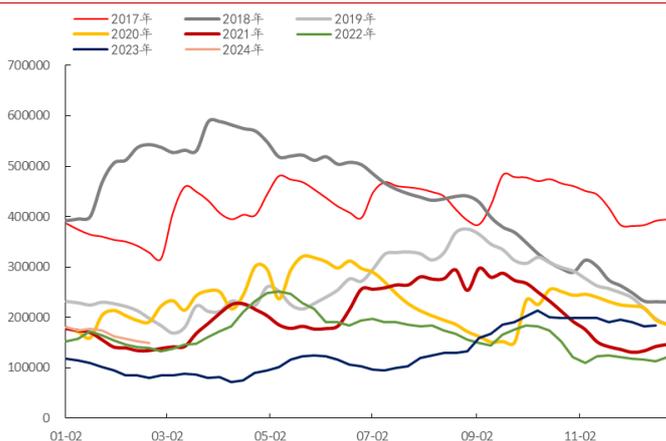
图表 76: 再生铜杆开工率情况



来源：SMM，中泰证券研究所

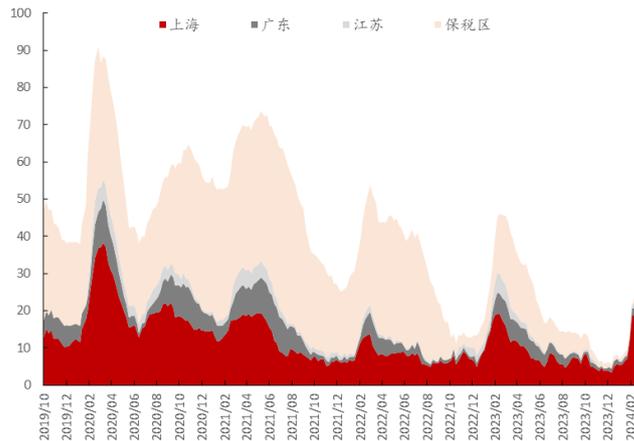
■ **库存变化：社会库存方面**，截至 2 月 22 日，国内社会库存 12.3 万吨，环比上升 3.1 万吨。**海外库存（期货）方面**，截止 2 月 23 日，LME+COMEX 铜库存量 14.88 万吨，环比下降 0.38 万吨。

图表 77: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 78: 上海广东及保税区社会库存变动 (万吨)

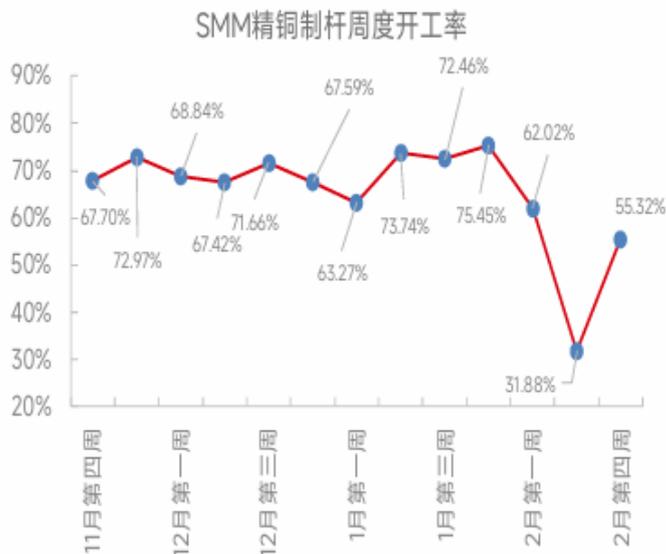


来源：SMM，中泰证券研究所

■ **节后首周精铜杆开工率大增预计下周持续回升。**电线电缆方面，本周铜价电线电缆企业开工率为 50.66%，环比增加 16.23 个百分点。大多数线缆企业均按计划时间开工，工人正陆续返岗，预计元宵节后才可全部到岗。从订单情况来看，目前仅小部分企业表示目前其在手订单充足，新订单情况较为理想，生产已完全恢复；多数企业则表示当前新增订单

仍未完全显现，下游仍有客户及渠道商处于假期之中。值得注意的是，多家线缆企业表示其订单较去年农历同期有所减少，个别行业头部企业也在其中。漆包线方面，本周为春节假期后第一周，当前市场较为冷清，但也符合大多数企业的预期，漆包线市场并未正式开始买卖，需等待元宵节后市场需求将显现。从复工时间上来看，大部分漆包线企业均按计划复工。

图表 79：铜精铜制杆企业周度开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 80：铜电力用杆加工费



来源：SMM，中泰证券研究所

4.4 锌：内外盘震荡运行，重心持稳

- 本周恰逢3月加工费谈判前夕，从谈判预期来看，预计3月加工费小幅下调，矿山普遍认为季节性淡季影响暂未结束，北方矿山仍处于停产状态，且春节假期部分矿山检修影响，整体生产量维持低位，但冶炼厂多认为目前加工费位置生产利润已然处于倒挂状态，加工费继续下调会导致冶炼厂检修增多，叠加后续进口矿补充，下调意愿不足。

图表 81：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 82：国产锌精矿分地区加工费

	2024/02/02	2024/02/08	2024/02/23	单位
国产(周)	4050	4050	4050	元/金属吨
进口(周)	80.0	80.0	80.0	美元/千吨
内蒙古	4150	4150	4150	元/金属吨
云南	4000	4000	4000	元/金属吨
湖南	4150	4150	4150	元/金属吨
广西	4050	4050	4050	元/金属吨
陕西	3900	3900	3900	元/金属吨
四川	3900	3900	3900	元/金属吨
甘肃	4100	4100	4100	元/金属吨

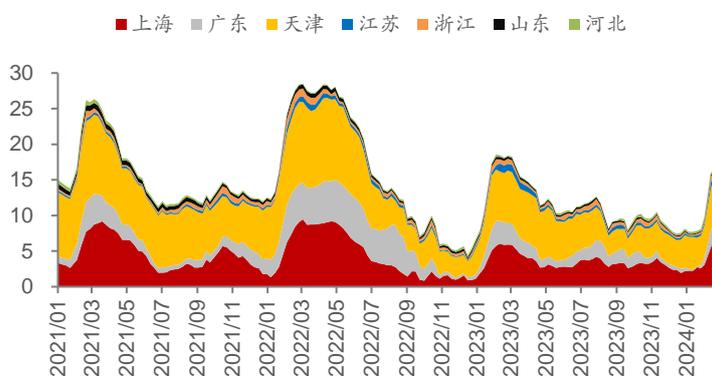
来源：SMM，中泰证券研究所

- 本周沪伦比值升至8.6附近，进口窗口打开。周内美联储降息预期再次削

弱，宏观偏空情绪不改，叠加 LEM 高库存水平对锌价支撑减弱，伦锌弱势运行；国内来看，节后第一周下游需求逐渐恢复，叠加国内宏观氛围转好提振市场情绪，沪锌走势相对偏强，沪伦比值有所修复。

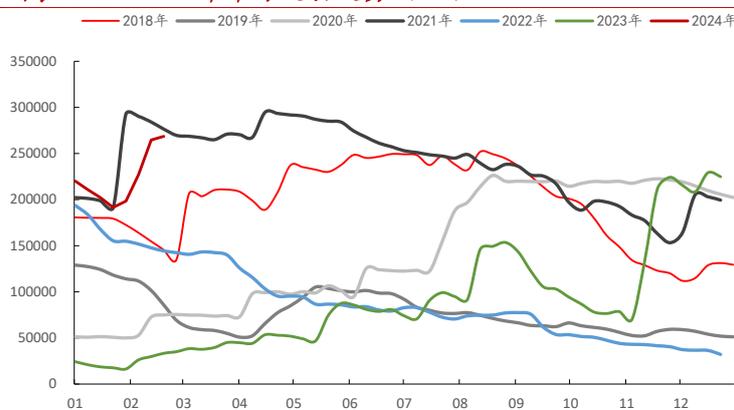
- **库存变化:** 据 SMM 调研，截至本周四（2月22日），SMM 七地锌锭库存总量为 16.23 万吨，较 2月8日增加 6.40 万吨，较 2月19日增加 0.33 万吨，国内库存录增。上海和广东地区库存增加，主因节后物流恢复冶炼厂正常生产下仓库正常到货，而节后第一周下游需求并未完全恢复，整体库存继续增加；天津地区库存录减，主因周内大雪天气物流运输延后影响仓库到货，而下游陆续复产开始提货，整体库存小幅减弱。整体来看，原三地库存增加 0.87 万吨，七地库存增加 0.33 吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回升，截至 2月23日，伦锌库存量 268,600 吨，较上周增加 3,775 吨。

图表 83: 国内锌七地库存 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 84: LME 锌库存变动趋势 (吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

4.5 钢铁: 钢价节后偏弱, 负反馈下矿价与焦价回调

- **钢价小幅下降:** Myspic 综合钢价指数环比上周下降 0.48%，其中长材下降 0.4%，板材下降 0.58%。上海螺纹钢 3840 元/吨，较上周下降 80 元/吨，幅度-2.04%。上海热轧卷板 3930 元/吨，较上周下降 70 元/吨，幅度-1.75%。

图表 85: 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	148.22	148.94	-0.48%	149.15	-0.62%	158.84	-6.69%
MySpic指数:长材	166.68	167.35	-0.40%	167.27	-0.35%	179.27	-7.02%
MySpic指数:扁平	130.57	131.33	-0.58%	131.82	-0.95%	139.29	-6.26%
上海螺纹钢	3840	3920	-2.04%	3920	-2.04%	4260	-9.86%
基差	50	66	-16	-12	62	69	-19
广州-沈阳价差	310	300	10	290	20	290	20
上海-沈阳价差	-110	-30	-80	-20	-90	-10	-100
上海热轧板卷	3930	4000	-1.75%	4040	-2.72%	4290	-8.39%
基差	25	16	9	-9	34	13	12
不锈钢 (201/2B卷板:2.0mm)	9125	9050	0.83%	9050	0.83%	9750	-6.41%
取向硅钢 (30Q120)	12300	12300	0.00%	12500	-1.60%	19400	-36.60%
无取向硅钢 (50WW600)	5400	5450	-0.92%	5300	1.89%	5500	-1.82%

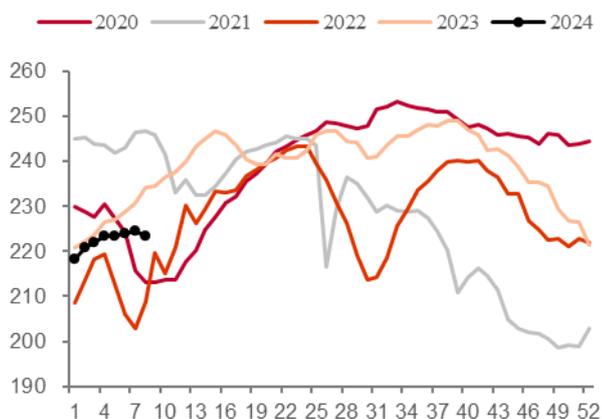
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **供应方面**：本周五大钢材品种供应 795.7 万吨，周环比降 8.36 万吨，降幅为 1.0%。本周五大钢材品种产量继续下降，核心驱动在于春季近在咫尺，钢材需求降至极低水平，联动钢企生产负荷继续下滑。
- **库存方面**：本周五大钢材总库存 2310.9 万吨，周环比增 211.9 万吨，增幅为 11.9%。本周五大品种总库存继续累库，增幅扩大，且结构上表现一致：厂库与社库增幅均继续扩大，分别为 5.3 和 10.6%。

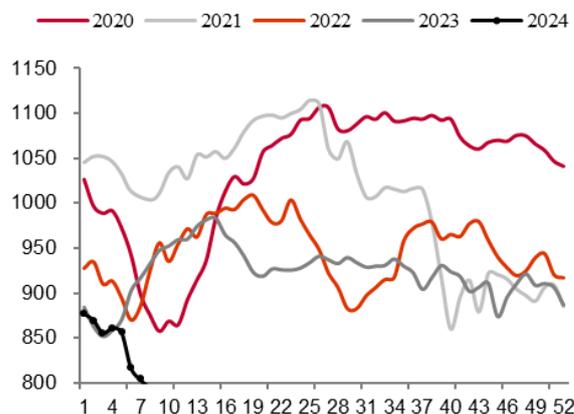
图表 86：本周库存波动对比（万吨）

万吨	本周产量 2024/2/22	环比上周 2024/2/15	本周社库 2024/2/22	环比上周 2024/2/15	本周厂库 2024/2/22	环比上周 2024/2/15
螺纹	191.95	-0.19	845.15	96.01	334.89	27.27
线材	71.57	-3.40	137.70	14.45	126.08	1.90
热轧	305.18	-10.43	329.16	38.24	98.70	1.12
中板	141.09	0.80	153.23	18.35	88.37	3.80
冷轧	85.91	4.86	153.61	5.35	44.00	2.45
合计	795.70	-8.36	1618.85	172.40	692.04	36.54

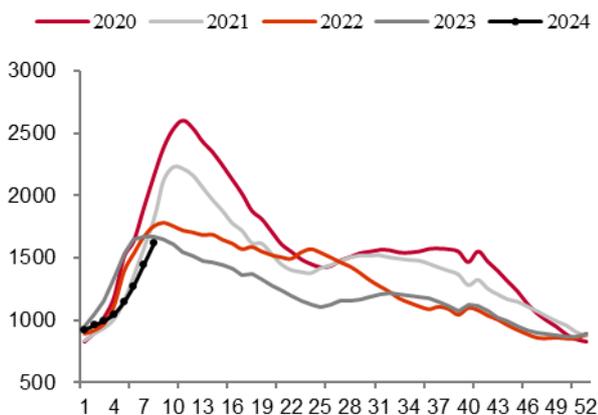
来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表 87：247 家钢企铁水日均产量（万吨）


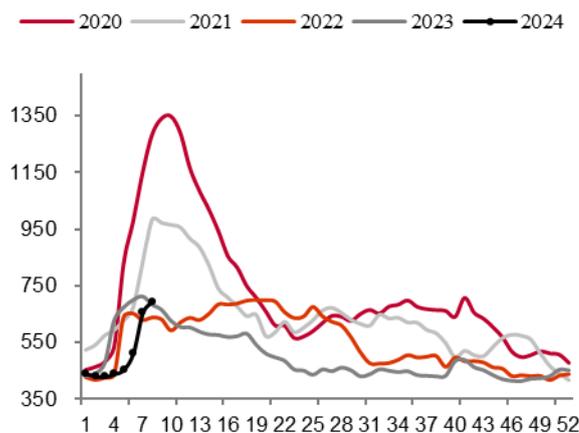
来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表 88：五大品种周度产量合计（万吨）


来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表 89：历年五大品种社库波动（万吨）


来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表 90：历年五大品种厂库波动（万吨）


来源：Mysteel，中泰证券研究所

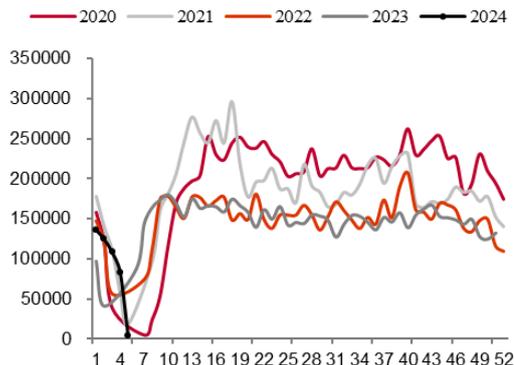
- **消费方面**，本周五大品种周消费量为 586.8 万吨，增幅为 22.6%；其中建材消费环比增 288.5%，板材消费环比增 6.1%。随着下游终端需求回暖，钢厂也将有复产动力，对原燃料价格形成支撑。

图表 91: 五大品种总表观消费量(万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 92: 5日平均建筑钢材成交量(吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 矿价小幅下降:** 本周 Platts62% 120 美元/吨, 周环比下降 9 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2236 (1606+630) 万吨, 环比上升 290 万吨, 其中中国到港量 1379.5 万吨, 环比上升 156.9 万吨。最新钢厂进口矿库存天数 29 天, 环比持平。天津准一冶金焦 2240 元/吨, 环比下降 100 元。废钢 2650 元/吨, 环比上升 10 元。

图表 93: 钢铁主要生产要素价格一览

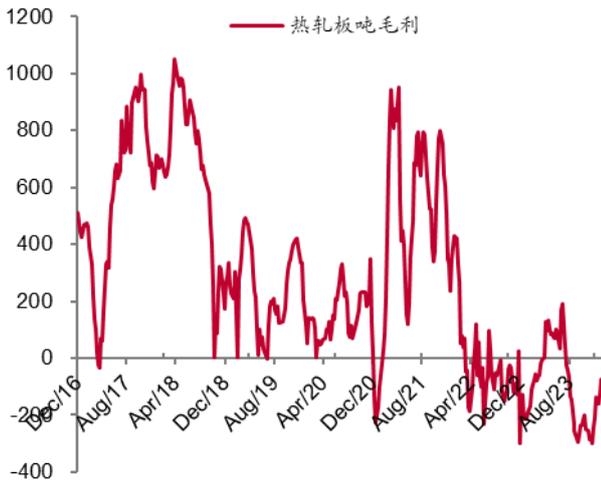
品种		单位	本周价格	上周价格	周变化	上月价格	月变化	去年价格	年变化
铁矿石	Platts62%	美元/吨	120	129	-9	132	-12	123	-3
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	935	999	-64	1014	-79	893	42
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	840	885	-45	895	-55	775	65
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-935	-999	64	-1014	79	-893	-42
	卡粉-超特	元/湿吨	-840	-885	45	-895	55	-775	-65
	PB粉-超特	元/湿吨	95	114	-19	119	-24	118	-23
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	25	23	1	22	3	17	8
	西澳-青岛	美元/吨	10	9	1	8	2	7	3
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	2240	2340	-100	2340	-100	2810	-570
	京唐港主焦煤	元/吨	2600	2600	0	2600	0	2500	100
	张家港废钢	元/吨	2650	2640	10	2640	10	2860	-210
	唐山方坯Q235	元/吨	3550	3550	0	3600	-50	3900	-350

来源: Wind, 中泰证券研究所

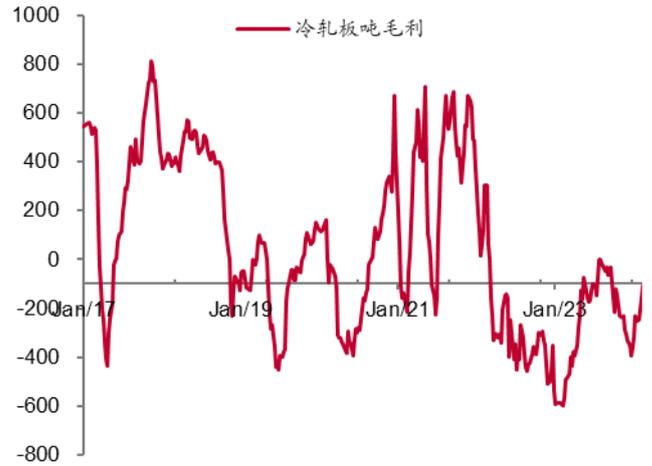
- 吨钢盈利:** 热轧卷板(3mm)毛利-73 元/吨, 毛利率降至-2.03%; 冷轧板(1.0mm)毛利-105 元/吨, 毛利率降至-2.49%; 螺纹钢(20mm)毛利-29 元/吨, 毛利率降至-0.84%; 中厚板(20mm)毛利-219 元/吨, 毛利率降至-6.13%。

图表 94: 热轧卷板毛利变化(元/吨)

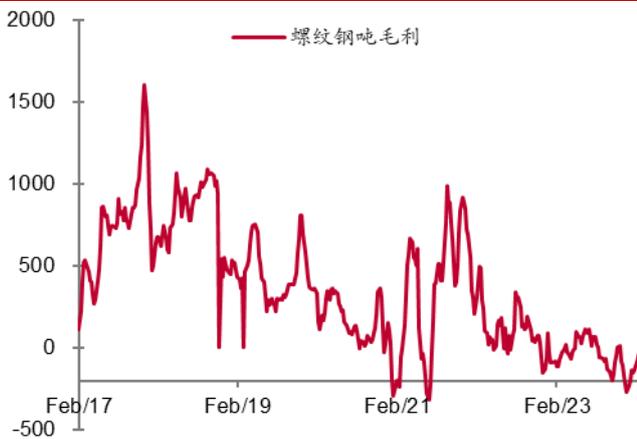
图表 95: 冷轧卷板毛利变化(元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 96: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 97: 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

- 贵金属上行趋势不变: 本周美国降息预期再次降温, 短期对金价形成压力, 但在超额储蓄持续消耗及高利率维持下, 美国经济周期性回落难以避免, 去全球化背景也将支撑贵金属价格上行至新高度, 重视板块内高成长及资源优势突出标的投资机会。
- 大宗金属恰处布局良机, 国内下调 5 年期 LPR 25 BP, 有利于降低社会长期融资成本, 但美联储降息预期的降温, 对大宗金属价格形成压力, 大宗金属价格涨跌互现。在供给瓶颈下, 大宗金属终将在弱复苏的带动下, 迎来新一轮的景气周期, 尤其是铜铝更是如此, 我们坚定看好 2024 年大宗板块的投资表现。

6.风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 黄金价格波动风险

- 产业政策不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 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。