

降息预期+国内稳增长加码，商品价格有望继续上行

2024年03月03日

本周(2.26-3.1)上证综指上涨0.74%，沪深300指数上涨1.38%，SW有色指数上涨2.41%，贵金属方面COMEX黄金上涨2.24%，白银上涨1.61%。工业金属价格LME铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动2.38%、-0.43%、0.66%、-2.93%、1.46%、-0.19%；工业金属库存LME铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动1.52%、-1.24%、-2.74%、3.14%、4.95%、-4.46%。

工业金属：美国需求疲软提振降息预期，国内政策积极刺激消费增长。核心观点：美国1月核心PCE指数环比上升0.4%符合预期，美联储态度偏鹰，但美国2月ISM制造业PMI指数回落再次提振降息预期，国内中央财经委员会第四次会议提到消费品以旧换新，推动高质量发展等举措也带动商品消费增长信心。**铜方面**，供应端，3月1日进口铜精矿指数报16.41美元/吨，周度环比下降7.09美元/吨，矿山招标成交再次走低，加工费持续恶化；需求端，本周铜线缆企业陆续实现完全复工，SMM铜线缆企业开工率环比增长14.63pct，国内主要精铜杆企业周度开工率环比上升10.88pct。**铝方面**，供给端，云南等地区电力暂无增量，区域内电解铝企业持稳生产为主，因内蒙古某铝厂2月26夜间出现闪爆事故，导致该企业电解铝厂全系列短时间停电，国内电解铝运行产能小幅波动，后续企业已恢复供电；需求端，国内铝加工企业开工维持增长态势，北方复工企业开工增加，建筑型材新增订单仍较少，工业型材复工较快，随着国内铝锭及铝棒持续到货，国内铝社会库存增长明显，预计短期仍将处于累库周期。**重点推荐：紫金矿业、洛阳钼业、神火股份、西部矿业、金诚信、中国有色矿业、中国铝业、云铝股份。**

能源金属：环保督察事件及减产消息增加供给端扰动，需求仍较弱预计价格将进入偏震荡区间。核心观点：减产和环保督察消息干扰供应+下游补库需求，价格本周强势，但未来实际需求能否跟上排产预期决定未来价格高度。**锂方面**，本周受天齐锂业或于3、4月检修减产消息刺激，碳酸锂价格上涨，矿企挺价情绪受提振，但江西地区整体排产持续低迷导致云母外采需求疲软，江西地区环保督察事件持续发酵增加部分企业后续排产恢复进度不确定性，需求侧仍以刚需采购为主，预计后续价格或偏震荡。**钴方面**，供给端，部分企业节后逐步复产，钴盐产量有所增加；需求端，本周市场或为3月备货准备，询盘成交有所回暖。**镍方面**，供给端，盐厂逐步开始复工复产，但受原料端、湿法中间品及废料供应偏紧且价格高位约束，复产节奏仍较为缓慢；需求端，三元材料产业链整体库存低位，3月海内外前驱体订单相对乐观，预计硫酸镍价格短期或延续上行趋势。**重点推荐：藏格矿业、永兴材料、华友钴业、中矿资源。**

贵金属：美国2月生产指标和制造业就业指标降温，贵金属价格上行。美国2月ISM制造业PMI较1月触及的15个月高点49.1回落1.3点至47.8，预期49.5；美国2月ISM新订单指数录得49.2，前月新订单指数创下三年来最大月升幅达到52，2月份需求出现疲软；美国2月ISM就业指数录得45.9，前值47.1；生产指标和制造业就业指标均降至23年7月以来的最低水平。降息预期受刺激升温，黄金价格周五显著上涨。全球央行购金依然强劲，叠加年内降息预期仍然存在等因素的影响，继续看好贵金属价格上涨机会。**重点推荐：中金黄金、银泰黄金、山东黄金、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	13.25	0.76	0.84	0.93	17	16	14	推荐
603993.SH	洛阳钼业	6.23	0.28	0.27	0.51	22	23	12	推荐
000807.SZ	云铝股份	11.86	1.32	1.08	1.75	9	11	7	推荐
603799.SH	华友钴业	28.02	2.29	2.38	3.21	12	12	9	推荐
002738.SZ	中矿资源	37.41	7.21	3.45	2.96	5	11	13	推荐
002756.SZ	永兴材料	54.41	11.72	6.75	3.04	5	8	18	推荐
603979.SH	金诚信	43.32	1.02	1.68	2.75	42	26	16	推荐
601168.SH	西部矿业	16.35	1.45	1.22	1.51	11	13	11	推荐
1258.HK	中国有色矿业	5.59	0.51	0.70	0.74	11	8	8	推荐
600547.SH	山东黄金	22.65	0.28	0.46	0.65	81	49	35	推荐
600489.SH	中金黄金	10.88	0.44	0.58	0.7	25	19	16	推荐
600988.SH	赤峰黄金	12.39	0.27	0.44	0.73	46	28	17	推荐
000975.SZ	银泰黄金	15.24	0.41	0.55	0.71	37	28	21	推荐
1818.HK	招金矿业	8.56	0.12	0.18	0.29	71	48	30	推荐
002155.SZ	湖南黄金	12.19	0.36	0.44	0.62	34	28	20	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测，（注：股价为2024年3月1日收盘价，港币/人民币0.92，美元/港币7.85，美元/人民币7.22）

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

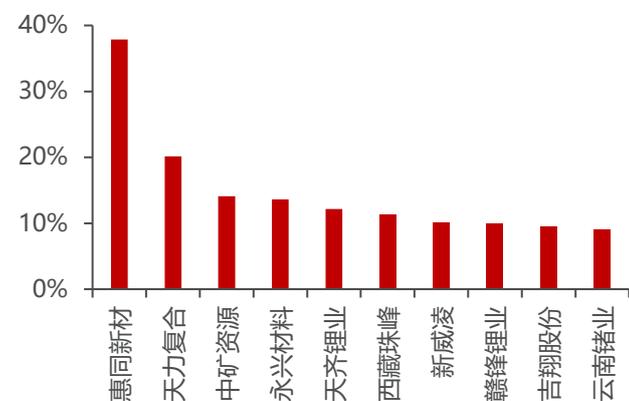
1. 有色金属周报 20240225：国内利率调整，期待复工后金属需求回暖-2024/02/25
2. 真“锂”探寻系列 11：澳矿 23Q4 跟踪：扩产爬坡+控本是“关键词”-2024/02/21
3. 有色金属周报 20240218：春节假期消费走弱，商品价格回落-2024/02/18
4. 有色金属行业海外研究系列深度报告：墨西哥：北美制造业“后花园”冉冉升起-2024/02/14
5. 有色金属行业海外研究系列深度报告：越南：“供应链重构”的受益者-2024/02/08

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	15
3.1 贵金属.....	15
3.2 能源金属.....	18
3.3 其他小金属.....	22
4 稀土价格	25
5 风险提示	27
插图目录	28
表格目录	29

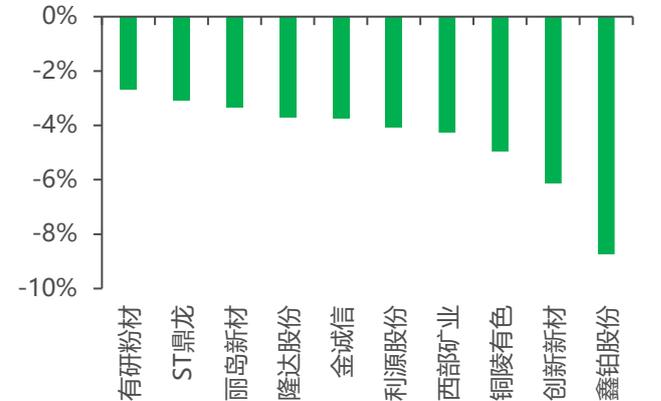
1 行业及个股表现

图1: 期间涨幅前 10 只股票 (2/26-3/1)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图2: 期间涨幅后 10 只股票 (2/26-3/1)



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

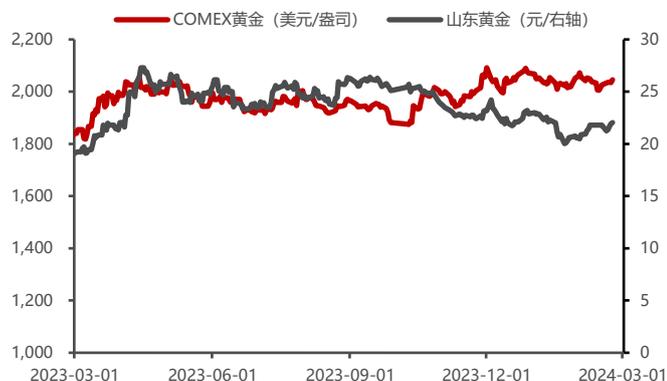
		单位	价格/库存 2024/3/1	一周以来	变化 本月以来	今年以来
基本金属价格						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2236	2.38%	-0.58%	-3.85%
	铜(当月)	美元/吨	8522	-0.43%	-0.03%	-0.12%
	锌(当月)	美元/吨	2432.5	0.66%	-1.52%	-6.87%
	铅(当月)	美元/吨	2038	-2.93%	-4.79%	-1.33%
	镍(当月)	美元/吨	17755	1.46%	9.40%	7.09%
	锡(当月)	美元/吨	26415	0.19%	2.19%	4.99%
国内价格	铝(当月)	元/吨	18965	0.61%	0.34%	-4.00%
	铜(当月)	元/吨	68920	-0.65%	-0.12%	-0.06%
	锌(当月)	元/吨	20595	0.98%	-1.36%	-4.81%
	铅(当月)	元/吨	15970	0.54%	-1.60%	0.09%
	镍(当月)	元/吨	137070	1.07%	8.58%	7.50%
	锡(当月)	元/吨	217990	0.62%	0.67%	3.46%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	58.91	1.52%	9.99%	4.01%
	上海期交所库存	万吨	19.10	10.09%	88.09%	92.85%
铜	LME 库存	万吨	12.14	-1.24%	-16.54%	12.44%
	COMEX 库存	万吨	2.89	0.94%	21.88%	51.79%
上海期交所库存	万吨	21.45	18.29%	324.46%	594.02%	
	锌	LME 库存	万吨	27.60	2.74%	38.76%
上海期交所库存	万吨	9.76	10.16%	331.01%	360.10%	
	铅	LME 库存	万吨	17.93	3.14%	48.97%
上海期交所库存	万吨	5.29	5.48%	44.12%	0.02%	
	镍	LME 库存	万吨	7.38	4.95%	3.71%
上海期交所库存	万吨	1.86	4.48%	22.71%	34.78%	
	锡	LME 库存	万吨	0.57	-4.46%	-12.55%

	上海期交所库存	万吨	1.06	1.99%	30.22%	67.19%
贵金属价格						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	2091.60	2.24%	0.93%	1.16%
	白银	美元/盎司	23.35	1.61%	0.24%	-2.28%
国内价格	黄金	元/克	483.40	1.17%	0.71%	-0.05%
	白银	元/千克	5901.00	0.36%	-0.32%	-2.20%
小金属价格						
	铝精矿	元/吨度	3345	0.90%	2.14%	6.36%
	钨精矿	元/吨	124500	0.81%	1.22%	2.47%
	电解镁	元/吨	20800	-3.26%	-4.59%	-5.67%
	电解锰	元/吨	12800	0.00%	0.00%	0.00%
	锑锭(1#)	元/吨	91000	0.00%	0.28%	12.35%
	海绵钛	元/千克	55000	0.00%	0.00%	0.00%
	铬铁(高碳)	元/吨	8950	0.00%	0.00%	0.00%
	钴	元/吨	204500	0.00%	0.00%	-1.21%
	铋	元/吨	54500	0.93%	0.93%	-1.80%
	钽铁矿	美元/磅	80	2.56%	6.67%	21.21%
	二氧化锗	元/千克	6250	0.00%	0.00%	0.00%
	铟	元/千克	1985	-1.00%	-1.00%	-1.00%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	96500	9.66%	11.56%	11.56%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	104500	9.42%	9.42%	6.09%
	五氧化二钒	元/吨	88000	-1.12%	-1.12%	-3.30%
稀土						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4000	0.00%	0.00%	2.56%
	氧化铈	元/吨	7000	2.19%	7.69%	20.69%
	氧化镨	元/吨	373000	-3.74%	-8.47%	-18.02%
	氧化钕	元/吨	375000	-3.85%	-8.54%	-18.03%
	氧化镝	元/千克	1810	-2.16%	-5.48%	-27.31%
	氧化铽	元/千克	5325	-0.47%	-5.25%	-28.04%
	镨钕氧化物	元/吨	361000	-3.73%	-9.52%	-18.42%
稀土金属	金属镧	元/吨	25000	0.00%	0.00%	0.00%
	金属铈	元/吨	25000	-1.96%	-4.76%	-4.76%
	金属镨	元/吨	470000	-3.09%	-6.93%	-15.32%
	金属钕	元/吨	470000	-3.09%	-6.93%	-15.32%
	金属镝	元/千克	2250	-4.26%	-11.76%	-31.30%
	金属铽	元/千克	6500	-1.52%	-7.14%	-28.96%
	镨钕合金	元/吨	361000	-3.73%	-9.52%	-18.42%

资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

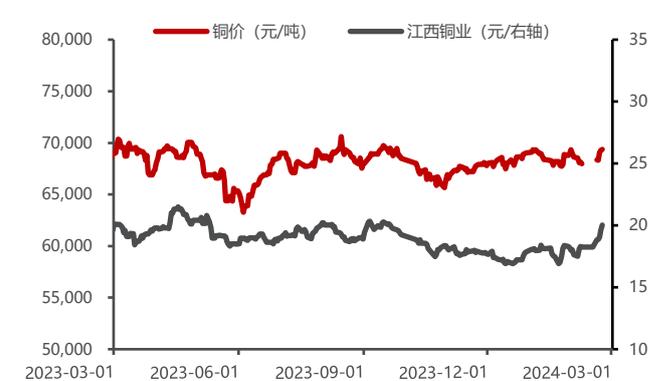
2.1 价格和股票相关性复盘

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



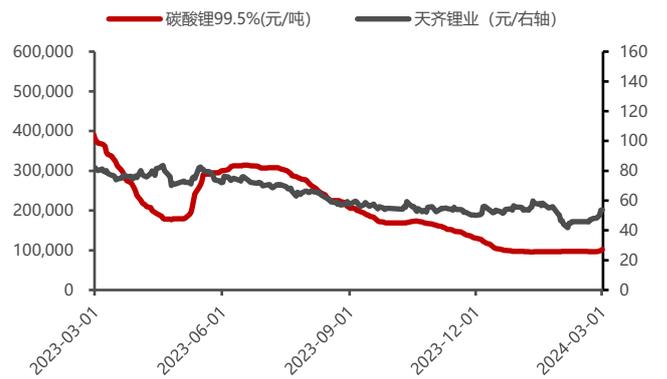
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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(2.26-3.1),宏观方面美联储官员近期频繁发出鹰派言论,后续仍需关注美国PCE物价数据及通胀数据对后续方向的引导。基本面方面,节后首周铝市场仍未走出震荡区间,价格受矿端消息及部分冶炼厂产能变动消息支撑。短期来看,目前国内电解铝供应端整体持稳,海外矿端担忧也告一段落,下游需求仍待恢复,铝社会库存短期维持累库周期,铝短期难突破震荡行情,SMM预计预计下周沪铝震荡运行于18,400-19,390元/吨,伦铝下周或震荡运行于2,170-2,300美元/吨。后续持续关注国内库存变动情况及海内外货币政策动向。**新闻方面:**据SMM数据显示,2024年2月国内铝加工行业综合PMI指数录得29.1%,依然处于荣枯线以下且降幅较大。从细分的指标上来看,2月铝加工企业基本进入春节假期放假停产阶段,仅部分大型企业维持生产,但产量较往常下降,因此本月生产指数环比显著下滑,录得20.9%;

同时，节后下游需求暂未完全恢复叠加传统淡季影响，新增订单指数下滑，录得 22.7%，据 SMM 调研了解，铝加工行业普遍认为终端需求恢复要到 3 月份；由于生产与订单量减少，原材料采购量随之减少，叠加近几年终端消费疲弱，企业多按需采购、生产，原材料库存指数录得 35.3%，成品库存指数录得 28.4%。

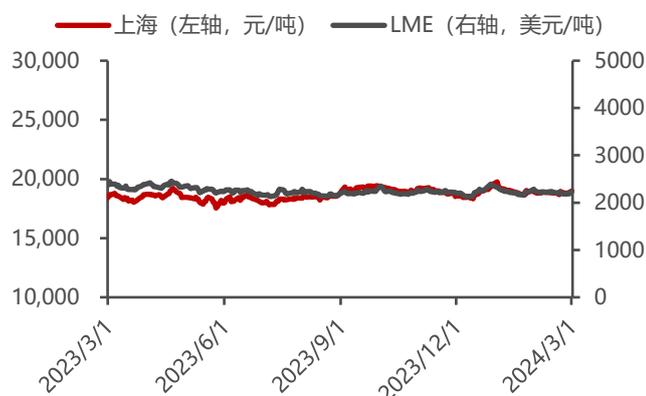
(2) 价格和库存

表2：铝产业链价格统计

	2024-2-29		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	18930	-30.0	-0.16%	10.0	0.05%	-620.0	-3.17%	
氧化铝	3340	0.0	0.00%	0.0	0.00%	240.0	7.74%	
铝土矿 (澳洲进口)	442	-0.3	-0.06%	-0.4	-0.09%	0.3	0.07%	
铝土矿 (广西)	509	0.0	0.00%	0.0	0.00%	33.9	7.14%	
铝土矿 (山西)	588	0.0	0.00%	0.0	0.00%	11.3	1.96%	
预焙阳极	3870	0.0	0.00%	0.0	0.00%	-100.0	-2.53%	
动力煤	938	2.0	0.22%	-7.0	-0.76%	-18.0	-1.94%	

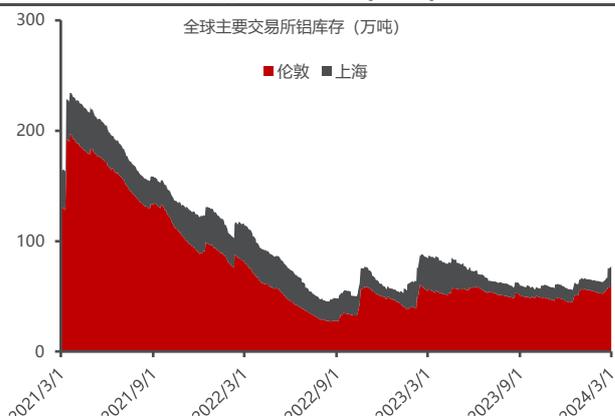
资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

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

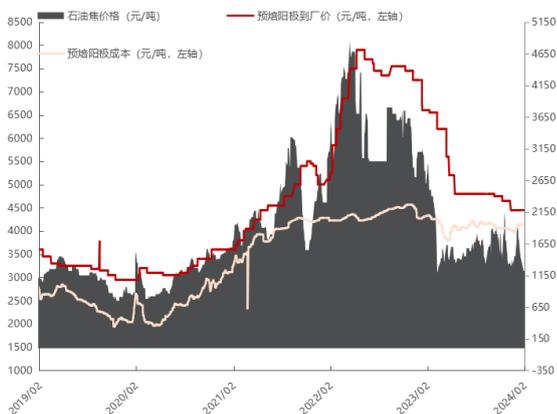
图8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



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



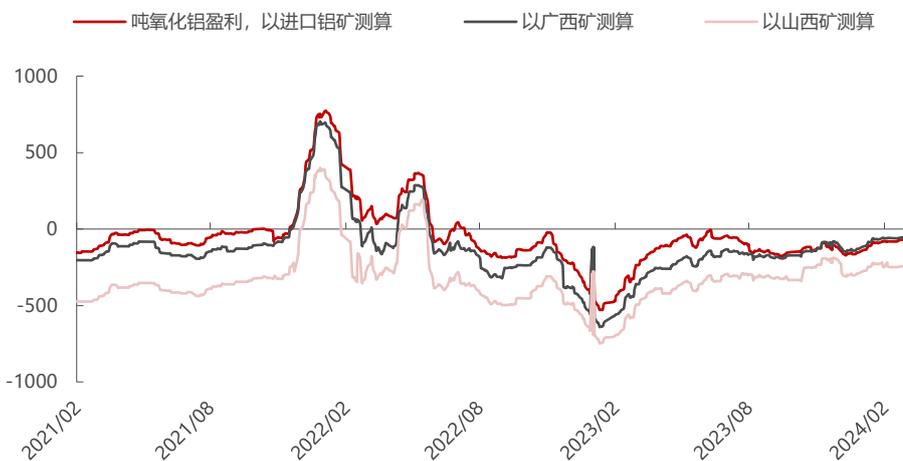
资料来源：SMM，民生证券研究院

图10：电解铝单吨盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

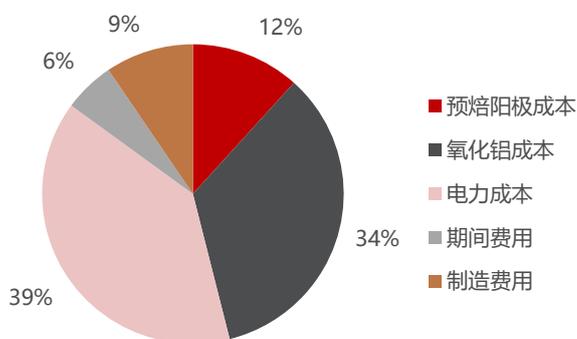
图11：氧化铝单吨盈利梳理（单位：元）



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: 2024年2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

表3: 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
2024/2/22	5.4	20.6	20.4	5.3	13.1	3.6	0.7	1.5	70.6
2024/2/26	5.5	22.1	21.4	5.3	14.5	3.6	0.9	1.5	74.8
2024/2/29	6.3	23.6	21.8	5.2	16	3.6	0.9	1.5	78.9
较上周四变化	0.9	3.0	1.4	-0.1	2.9	0.0	0.2	0.0	8.3

资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 国产和进口氧化铝价格走势



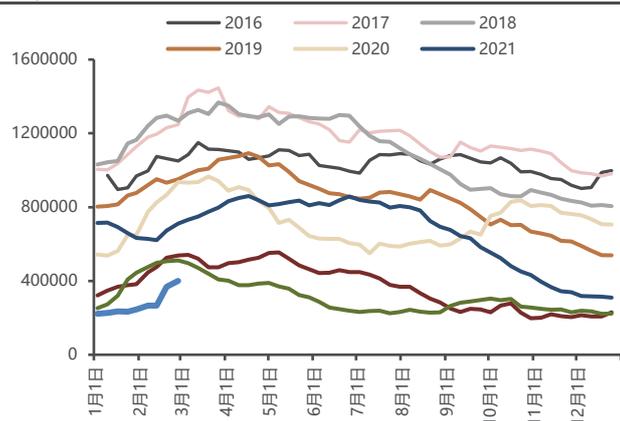
资料来源: SMM, 民生证券研究院; 注: 图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

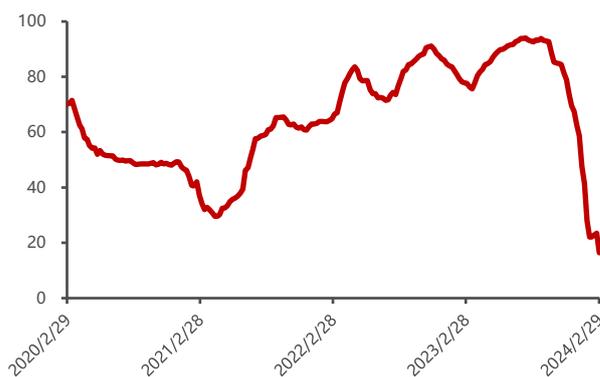
本周 (2.26-3.1)，截至 2 月 28 日，LME 铜收盘价运行区间 8449~8608 美元/吨，均价 8512.2 美元/吨，较上周同期跌 1.06%。截至 2 月 29 日上期所铜价收盘运行期间在 68710~69270 元/吨，均价 68978 元/吨，较上周同期跌 0.29%。本周铜价震荡回落。上周上期所铜库存超预期上涨 9.48 万吨至 18.13 万吨，达 2023 年 3 月下旬以来新高，进一步加大铜价下行压力，并反映铜市需求的疲软。海外聚焦美国核心 PCE 数据公布拉高谨慎情绪，对期货价格走势产生了一定的压制作用。而中国房屋 1 月份销售持续下滑，尽管有利好政策出台，但这些效应在短期内难以直接传导至终端市场，导致房地产市场仍无明显改善，铜价接连下跌。而后美元走软助力有色走强，隔夜伦铜收涨 0.49%；中国两会召开在即，市场普遍持乐观预期，但需求不振和库存激增掣肘价格涨幅。在美元升值压力下，投资者对于铜的需求受到抑制，多位美联储官员均表达谨慎偏鹰的降息立场，进一步推动了铜价的下滑。

图 14：三大期货交易所铜库存合计+保税区（单位：吨）



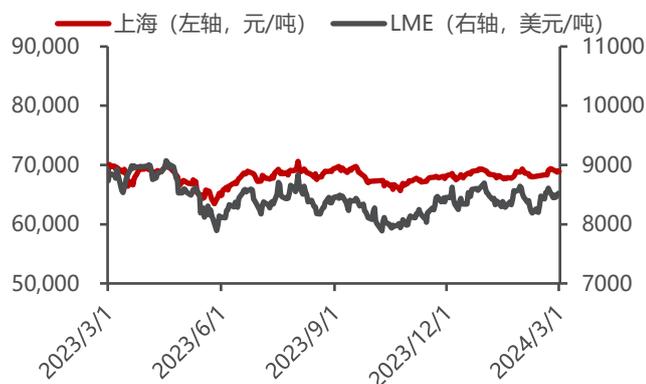
资料来源：同花顺，SMM，同花顺，民生证券研究院
注：2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据来源

图 15：铜精矿加工费（美元/吨）



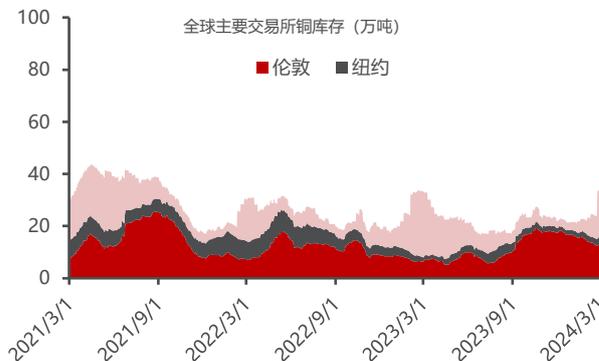
资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

图 16：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 17：全球主要交易所铜库存（万吨）



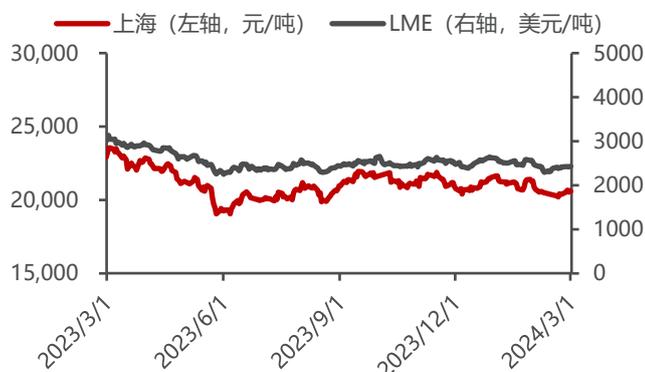
资料来源：同花顺，民生证券研究院

2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

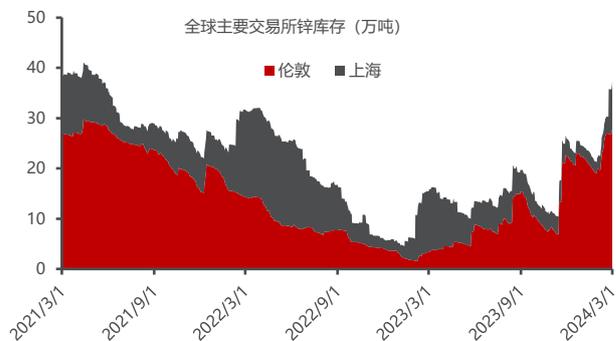
本周 (2.26-3.1) , 伦锌方面: 周初, 美国 2 月达拉斯联储商业活动指数高于预期录得-11.3, 宏观提振伦锌走势, 伦锌重心微升; 然而美国 2 月谘商会消费者信心指数降至 106.7, 属于 4 个月来首次下降, 数据表现不佳施压伦锌, 叠加美联储官员鹰派发言频频, 再次打击美联储降息预期, 市场宏观偏空氛围再起, 伦锌高位回落迅速走低; 随后美元直线下挫有色普涨, 叠加周内 LME 小幅去库支撑锌价, 伦锌低位回升修复跌幅。周内伦锌整体重心持稳, 截止本周四 17:30, 伦锌终收美元 2419 美元/吨, 周内涨 2.5 美元/吨, 涨幅 0.10%。**沪锌方面:** 周初, 家电和汽车下乡等政策发布, 宏观积极情绪影响延续, 且 3 月 SMM 锌精矿加工费再次下调, 矿紧缺局面支撑锌价, 多方提振锌价不断上行; 然周内下游虽基本全面复工, 然需求不佳影响现货成交, 下游消费不及预期打击市场信心, 沪锌止涨反跌持续走低; 随后美元走软, 内盘受外盘提振修复前期跌幅, 然据 SMM 调研, 截止本周四国内锌社库录得 17.41 万吨, 高库存压力抑制沪锌上行空间。周内沪锌先涨后跌, 截止本周四 15:00, 沪锌终收 20635 元/吨, 周内涨 240 元/吨, 涨幅 1.18%。**新闻方面:** 据 SMM 调研, 截至本周四 (2 月 29 日), SMM 七地锌锭库存总量为 17.41 万吨, 较 2 月 22 日增加 1.18 万吨, 较 2 月 26 日增加 0.40 万吨, 国内库存录增。周内上海、广东、天津地区库存继续录增, 本周执行新的长单, 周内到货较多, 且本周虽节后消费基本完全复苏, 然下游节前存在一定锌锭备库, 以消化前期库存为主, 整体下游需求一般提货不多, 国内锌锭社会库存继续增加。整体来看, 原三地库存增加 0.60 万吨, 七地库存增加 0.40 吨。

图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

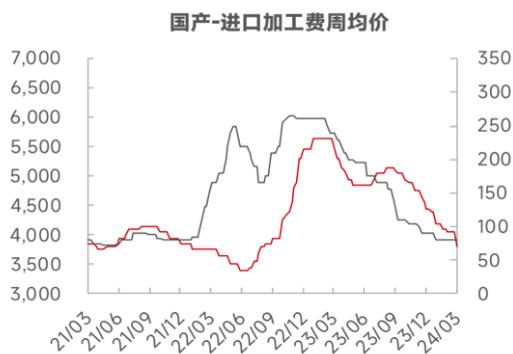
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

(2) 加工费&社会库存

图 20: 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

表 4: 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
2024/2/1	2.59	0.38	4.21	0.31	0.22	0.14	0.27	7.18	8.12
2024/2/5	2.79	0.76	4.38	0.35	0.30	0.14	0.27	7.93	8.99
2024/2/8	3.11	0.99	4.58	0.43	0.31	0.14	0.27	8.68	9.83
2024/2/19	5.42	2.25	6.02	0.81	0.96	0.17	0.27	13.69	15.90
2024/2/22	6.11	2.46	5.99	0.78	0.45	0.17	0.27	14.56	16.23
2024/2/26	6.62	2.87	5.81	0.82	0.45	0.17	0.27	15.30	17.01
2024/2/29	6.83	3.00	6.07	0.7	0.37	0.17	0.27	15.90	17.41
较上周四变化	0.72	0.54	0.08	-0.08	-0.08	0.00	0.00	1.54	1.18
较本周一变化	0.21	0.13	0.26	-0.12	-0.08	0.00	0.00	0.60	0.40

资料来源: SMM, 民生证券研究院

图 21: 锌进口比值及盈亏



资料来源: SMM, 民生证券研究院;

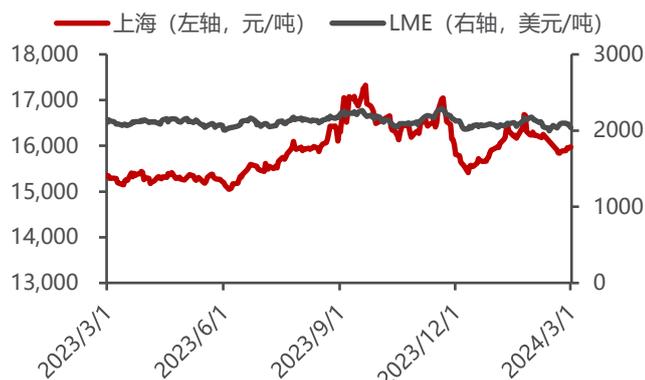
注: 沪伦比值为右轴, 进口盈亏单位为元/吨

2.3 铅、锡、镍

- 铅：本周 (2.26-3.1)** 伦铅开于 2098 美元/吨，盘初因海外铅库存维持降势叠加美元走弱而震荡上行探高至 2110 美元/吨；下半周 LME 铅库存意外大增万余吨，全数回补近一周去库体量，伦铅直线下挫，又因美元走强压制，伦铅最低下探至 2056 美元/吨，截至周五下午 15:00，伦铅终收于 2064 美元/吨，跌幅 1.69%。本周沪铅 2404 合约开于低位 15845 元/吨，上半周国内高库存与成本持续博弈，沪铅维持偏弱盘整；下半周多空博弈格局不改，周五临收盘前沪铅轻触高位 16085 元/吨，冲高回落后终收于 15970 元/吨，涨幅为 0.54%。现货市场上，本周 (2.26-3.1) SMM1#铅价运行于 15725-15775 元/吨。本周下游企业普遍恢复，多以长单提货为主，少量刚需采购，现货市场供需双增，本周散单成交情况较上周明显好转。河南地区持货商对沪期铅 2403 合约贴水 150 元/吨或 SMM1#铅贴水 25-0 元/吨报价，湖南地区部分冶炼厂产量较上周小幅抬升，周中部分持货商对 SMM1#铅贴水下调至 50-0 元/吨报价，云南地区节后现货供应趋于平稳，部分小规模冶炼厂受原料影响延期开工，冶炼厂对 SMM1#铅贴水维持 220-200 元/吨。贸易市场方面，江浙沪地区仓单对沪期铅 2403 合约升水调整至 20-30 元/吨，但成交情况偏淡。再生精铅方面，本周市场流通散单不多，持货商报价仍十分坚挺并未明显松动，下游企业刚需补库，散单成交有限。
- 锡：本周 (2.26-3.1)** 锡价整体盘整中小幅回升，周初锡价整体略微下探，带动市场部分采买需求成交，但随后锡价盘整回升，下游采买需求转淡，贸易市场现货贴水幅度有转弱趋势，以寻求现货市场的成交，但均反馈出货情况清淡，成交寥寥。叠加本周处于月初时间点，若后续市场成交仍维持清淡局面，或许带动市场后续交仓意愿，周内上期所仓单也整体处于增势。另外本周部分冶炼企业反馈成交情况也相对清淡，个别企业反馈以长单出售为主，成交量级基本维持稳定状态。**新闻方面：**据 SMM 调研，由于本周江西地区冶炼企业复产开工，带动江西地区冶炼企业开工率增加 24.67%至 49.4%，国内云南和江西地区冶炼企业开工率也回升至 52.62%，且伴随个别冶炼企业的增产计划，预期下周国内冶炼企业周度开工率仍有抬升趋势。然而当下现货市场的需求仍较为低迷，周度锡锭社会库存持续累库至 13212 吨，显示短期国内现货市场持续过剩的格局。原料端来看，据 SMM 预期国内 2 月从缅甸佤邦进口约 11000 吨锡精矿，约 2500 金属吨，并未较 1 月进口量级出现很大减量，短期国内锡矿原料供应并未呈现持续减量格局。整体看，国内锡锭供应端依然相对宽松，需关注后续现货市场成交情况，若下游需求延续清淡状态，现货市场或仍存交仓压力。
- 镍：本周 (2.26-3.1)** 镍价延续上涨趋势。周内镍价的强势运行主要原因仍然为市场对于印尼 RKAB 镍矿配额审批速度不及预期的情绪反应。据 SMM 调研了解，2024 年 2 月 26 日，印尼已批准 1.45 亿湿吨镍矿配额（用于 2024 年）目前的已审批的镍矿配额量占需求的 60%，预计后续审核速度将会加快，但市场仍有部分担忧情绪对于镍矿的供给。宏观方面，美国 1 月核心 PCE 物价指数年率录得 2.8%（预期 2.8%，前值 2.9%），为 2021 年 3 月以来最小增幅，对铜价起支撑作用。但 PCE 月率数据创新高，且近期数据显示商品和服务成本上涨，可能推动通胀趋势重新加速，需要持续关注 2 月数据，以验证通胀速度。此外，于本周四公布的美国当周初请失业金人数录得 21.5 万人，高于前值与市场预期。基本面来看，本周现货市场成交氛围寡淡，受高镍价的影响，即使进入常规补库时期，下游的采购意愿仍然保持偏低水平。据 SMM 调研了解，部分下游工厂在面对本轮镍价上涨选择消耗仓库中的原料库存。供给端来看，周内上游出货心态偏强，贸易商持续调低升水以达到出货的目的。而冶炼厂方面，经过 2 月春节假期部分冶炼厂的低排产期结束，3 月产量逐步恢复，预计 3 月产量将高于节前水平。需求端来看，如上文提到，下游

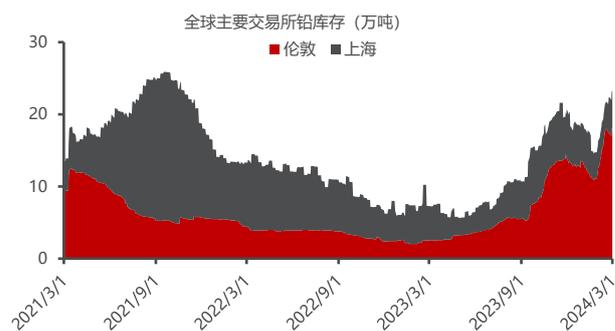
对于目前镍价的接受度较低，因此各行业本周对于镍板的需求均有所下降。综合来看，当前沪镍市场的背景为基本面偏空而宏观面偏多，多空双方情绪交织，且预计在下周，RKAB 的情绪尚不能完全消散。综上，预计下周镍价偏强运行，2404 合约镍价维持 130000-140000 元/吨。

图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格



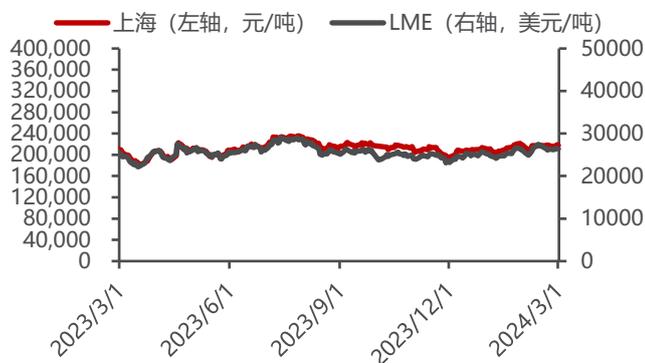
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24: 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 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)



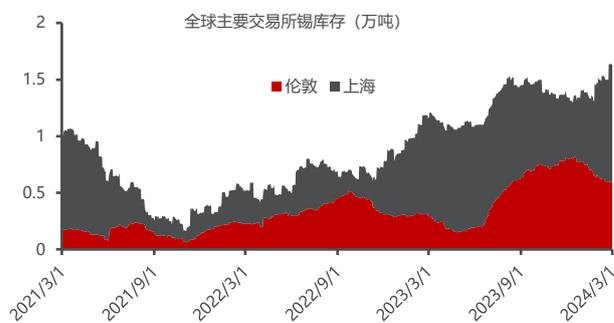
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 27: 全球主要交易所镍库存（万吨）



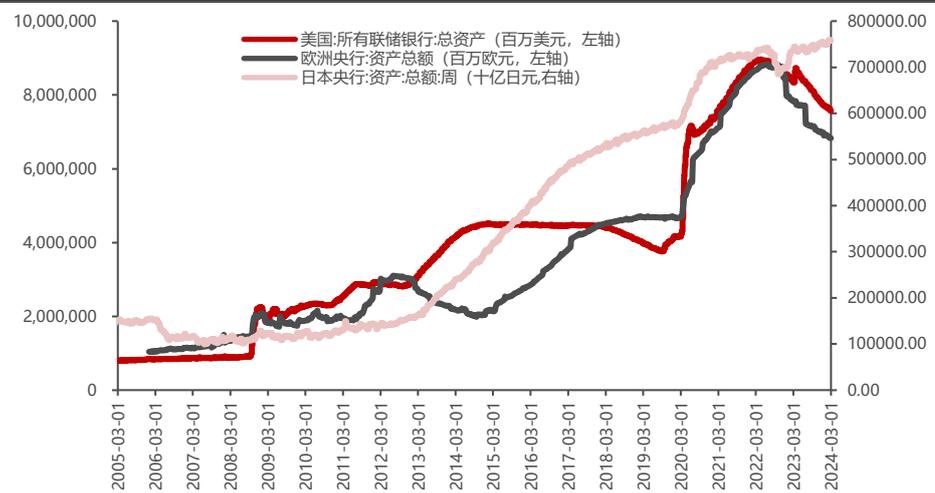
资料来源：同花顺，民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

- 金银：本周 (2.26-3.1) 金银价格下跌。**截至2月29日，国内99.95%黄金市场均价为479.71元/克，较上周下跌0.01%。上海现货1#白银市场均价为5878元/千克，较上周下跌0.88%。周内，此前通胀数据带来的利空影响逐渐被市场消化，因年内降息预期始终存在，黄金的长期配置价值得以显现，即使在3月和5月降息的预期基本告破的情况下，COMEX黄金04合约重心依旧稳于2040-2050美元/盎司之间，沪金震荡上行至481-482元/克之间。因更敏感的工业和投资属性，在降息时间未定的前提下，白银市场谨慎评估市场风险。美联储官员对过快降息保留谨慎态度，并强调仔细评估未来数据以判断通胀降至2%。美元指数再度涨出104关口，对银价压制作用更加明显，COMEX白银05合约再度下破23美元，低至22.4美元后重心窄幅回弹至22.7美元/盎司，沪银重心弱稳在5900元/千克之下，5850-5900元/千克区间内窄幅震荡。

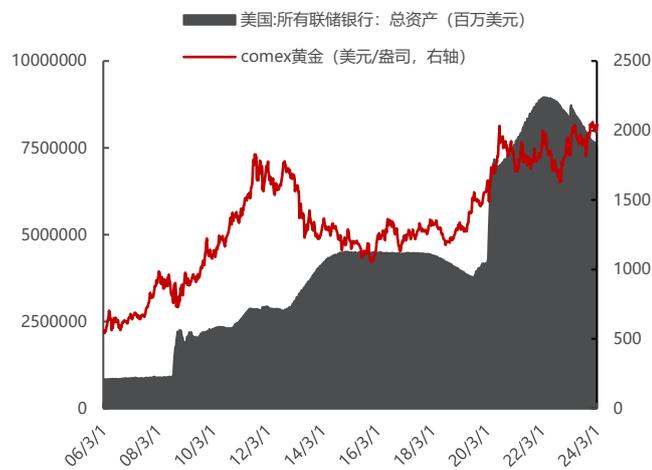
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

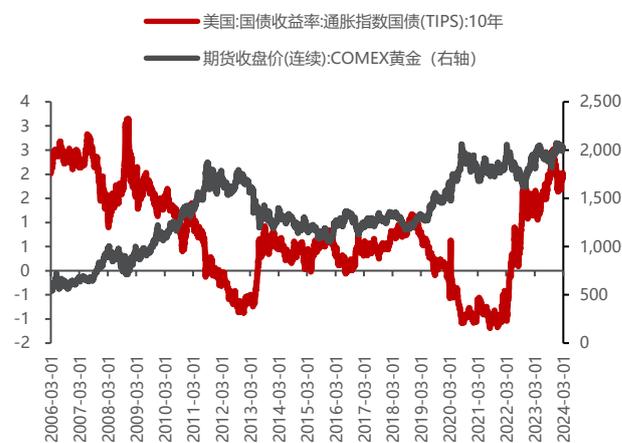
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

图 29: 美联储资产负债表资产



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

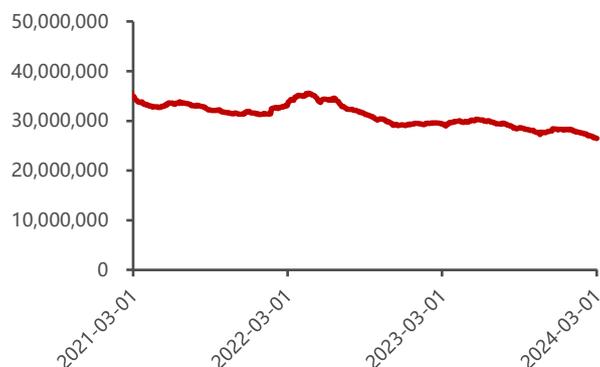
图 30: Comex 黄金与实际利率



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

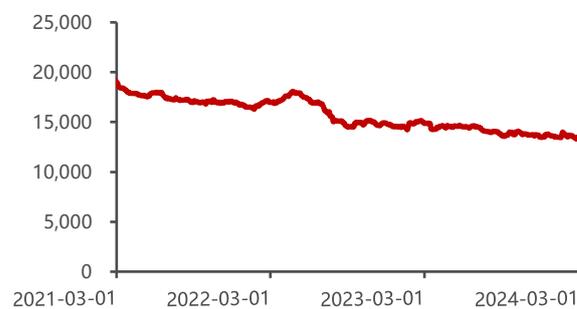
(2) ETF 持仓

图 31: 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

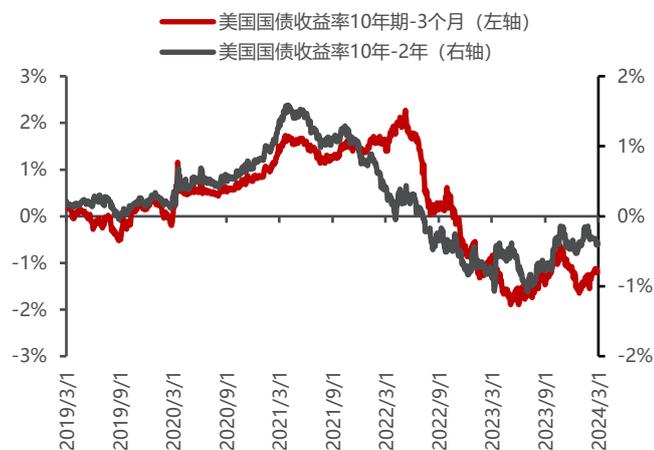
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

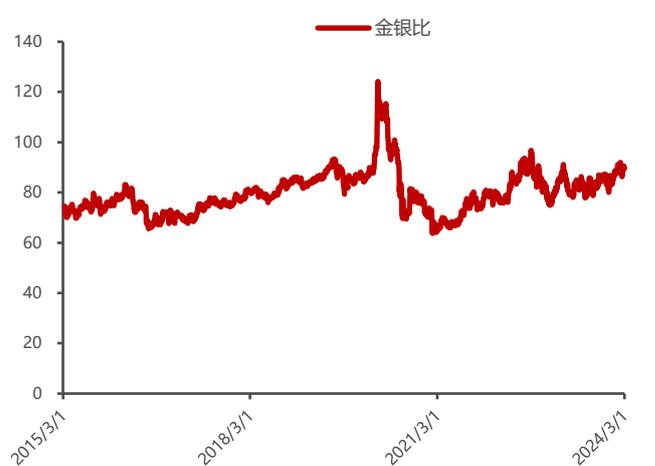
(3) 长短端利差和金银比

图 33: 美国国债收益率 (%)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 34: 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 35: COMEX 黄金期货结算价



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 36: 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 (2.26-3.1)** 电钴价格小幅反弹。从供应端来看，目前各生产企业产量正常。从需求端来看，由于前期价格有超跌迹象，现货询盘有所增加，实际成交较少。此外，由于收储消息的影响，现货市场挺价延续，报价维持偏强，但实际高价成交较为僵持。
- **钴盐及四钴：本周 (2.26-3.1)** 钴盐价格暂稳运行。供给端，部分企业节后逐步复产，钴盐产量有所增加。需求端，本周下游多为 3 月备货做准备，市场询盘有所增多。但由于下游采购方对于价格接受意愿不高，因此实际高价成交较为困难。然盐厂即期成本较高，因此挺价情绪维持。预计下周现货价格或维持僵持，但不排除部分企业在出货压力的加持下出现小幅降价的可能。本周四钴价格暂稳运行。从供给端来看，目前冶炼厂开工率尚可。从下游需求端来看，本周市场询盘成交有所回暖，新增订单小幅恢复。从成本端来看，由于钴盐价格僵持，四钴背书困难，因此挺价情绪维持；然下游对于高价接受意愿不高，因此成交价格波动不大，暂稳运行。
- **三元材料：本周 (2.26-3.1)** 三元材料价格反弹。成本端，镍和锂价实现反弹，正极制造成本走高。动力市场仍以执行长单为主，相关金属折扣暂无大的调整；消费市场以一口价为主，由于低镍消费市场此前出货有超跌现象，金属价格回涨后，报价有较大幅的反弹。供应端，2 月春节淡季排产下行，3 月企业均有有所恢复，其中中高镍材料表现较乐观。需求端来看，消费电芯厂此前均有过一波囤货对上涨的三元材料短期采购意愿较弱，动力电芯厂 3 月需求增加，主要是为中镍和高镍的终端项目备货。预期后市，三元材料价格偏强运行。

表5：钴系产品价格一览

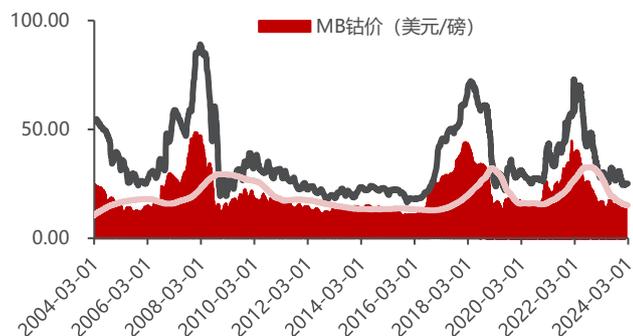
品种	产品类别	价格单位	当周价格	双周变动	1 个月变动	年初至今	12 个月最高	12 个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	200.50	0.00%	0.00%	0.00%	-5.65%	282.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	13.50	0.00%	1.12%	1.12%	0.07%	17.40
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	204.50	0.00%	0.00%	0.00%	-1.21%	285.00
钴精矿	6-8% 中国到岸	美元/磅	5.75	0.00%	3.60%	1.77%	3.60%	8.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	127.50	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	182.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	31000.00	0.00%	0.00%	0.00%	3.33%	47000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	127.50	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	179.50

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 2 月 29 日

(2) 价差跟踪

图 37: MB 钴美金及折合人民币价格



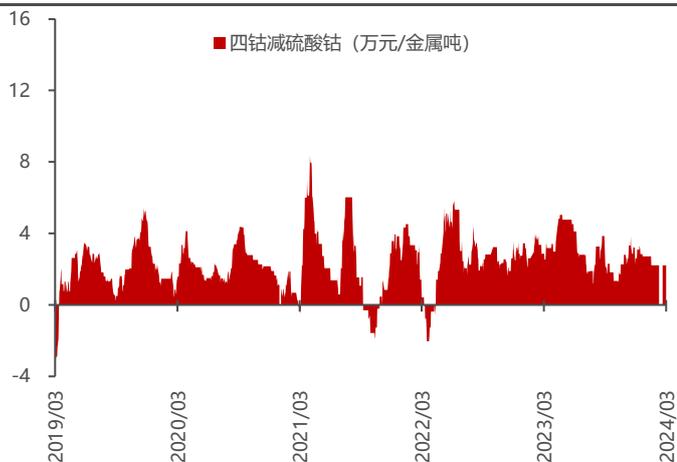
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院
注: 美元汇率为对应当日中间汇率

图 38: 海内外钴价及价差



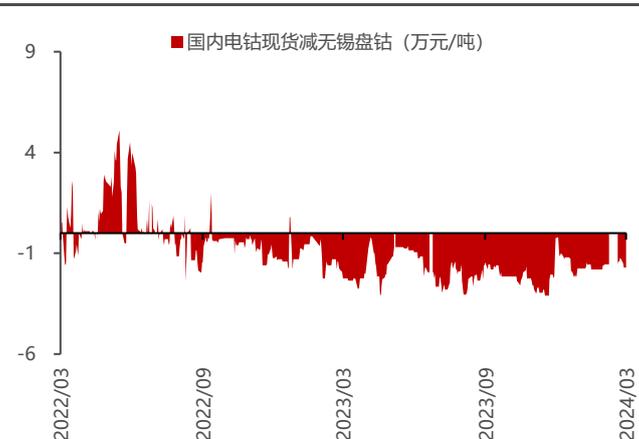
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 39: 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 40: 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

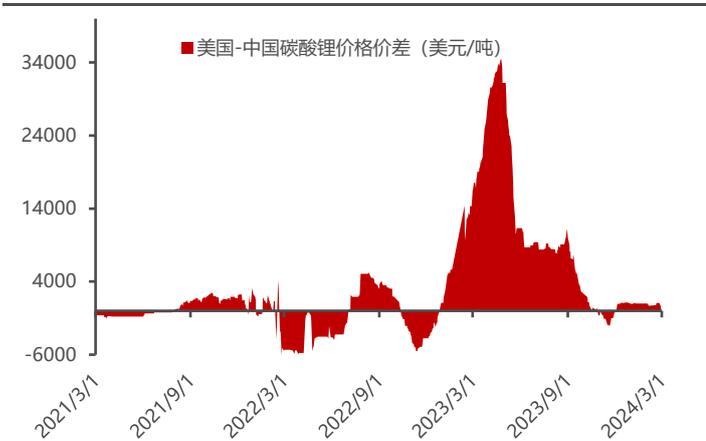
3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（2.26-3.1）**碳酸锂价格整体回升。由于春节之前国内外购锂矿和回收料的锂盐企业持续亏损而减、停产，春节期间也有部分锂盐企业进行例行检修，当下依然有个别锂盐企业并未完全恢复生产，近期国内锂盐企业开工率整体较低，预期国内碳酸锂产量环比减少 23%至 3.2 万吨附近，碳酸锂生产端供应量较少；而部分锂盐企业预期后续市场采购量级将随需求回暖而逐渐提升，其近期延续挺价出售碳酸锂散单的策略。而前期环保等因素的扰动也影响市场对锂盐企业的生产和供应预期的不确定性，对市场整体情绪也产生影响。不过正极等下游企业反馈，在碳酸锂现货价格上涨后，由于其正极产品价格向客户传导相对较难，其并无大量采买进行补库的意愿，仅跟随订单的变动情况进行刚需采买，以保证原料库存维持合理水平。后续需关注锂盐企业的生产恢复情况和正极等下游企业采买态度的变动，在供应端的扰动完全消除之前，锂盐企业或延续散单挺价状态。
- **氢氧化锂：本周（2.26-3.1）**氢氧化锂价格小幅上涨。从市场供需来看，受近期碳酸锂价格上行及氢氧化锂自身库存处于相对低位等因素影响，当前部分冶炼厂挺价情绪浓重。且部分苛化企业由于此前持续去库叠加加工碳价格明显上行，当前生产、出货成本增长明显，多因素共振推动冶炼企业普遍报价上行。而随着价格的持续上涨，下游部分正极厂商的态度亦有所松动，近期询盘、采买频率均有所回暖，市场成交重心小幅上行。
- **磷酸铁锂：本周（2.26-3.1）**磷酸铁锂价格稳中上行，以执行长单为主，散单成交较少。成本端，碳酸锂价格稳中小幅上升，铁锂材料成本小涨。供应端，磷酸铁锂企业陆续完成 3 月份排产计划，有不同程度的增量；铁锂企业仍按以销定产为主，供应量增加。需求端，动力端和储能端需求正常恢复中，对磷酸铁锂材料需求缓慢增加。预估，近期磷酸铁锂价格将稳中波动运行。
- **钴酸锂：本周（2.26-3.1）**钴酸锂价格持稳。成本端，钴价较稳，锂价上行，钴酸锂制造成本走高。市场状况，钴酸锂头部企业报价持稳，部分企业报价小幅调涨，但下游对上涨的价格接受意愿较弱，市场价格偏稳运行。供应端，2 月份为钴酸锂市场淡季，极少数可以维持产线不停的状态，厂家大多数均有放假计划，节后部分厂家已安排复工生产，部分企业对 3 月开工预期较好。后市预期，锂仍有上行预期，钴酸锂价格或稳中小幅回涨。

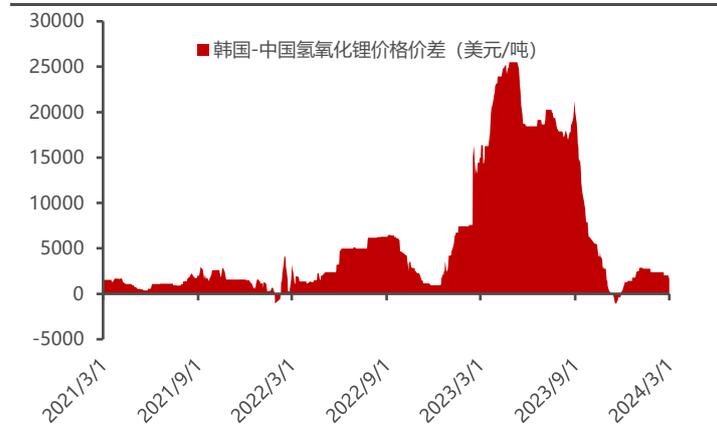
(2) 价差跟踪

图 41: 国内外碳酸锂价差



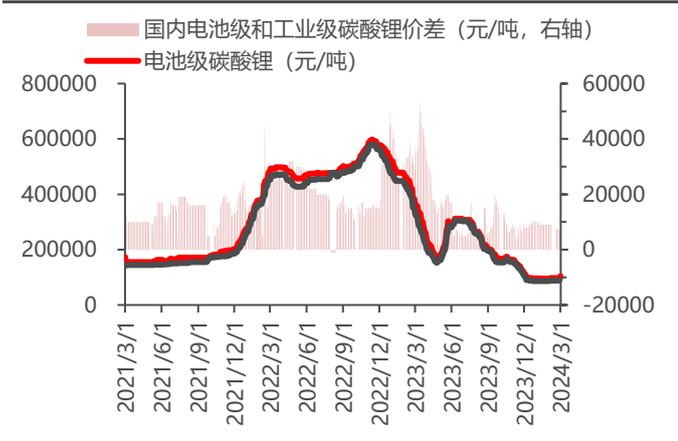
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 42: 国内外氢氧化锂价差



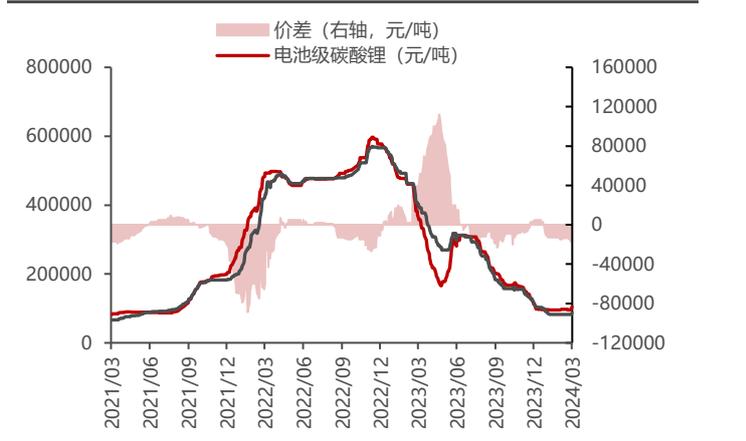
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 43: 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 44: 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 45: 国内钼精矿价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 46: 国内钨精矿价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 47: 长江现货市场电解镁价格



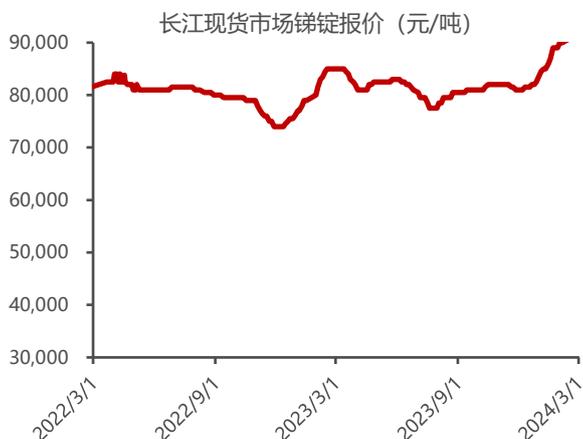
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 48: 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 49: 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 50: 国产海绵钛价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 51: 产高碳铬铁价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 52: 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 53: 国内精钢 99.99%价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 54: 钼铁矿 30%-35%价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 55: 国产二氧化锆价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 56: 国产精铋价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 57: 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 58: 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：**本周（2.26-3.1）稀土价格整体继续下跌，持货商后市信心不强，主动让利报价。下游金属厂虽然原材料库存较少，但在买涨不买跌的心态下，采购意愿降低，观望情绪加重。周内，中重稀土产品在消息面因素影响下询盘活跃度有所上升，但市场上实际交投量仍不及预期。预计短期内稀土价格仍将偏弱运行。

图 59：氧化镧价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 60：氧化铈价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 61：氧化镨价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 62：氧化钕价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 63: 氧化镓价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

64: 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，需求恢复或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: 期间涨幅前 10 只股票 (2/26-3/1)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (2/26-3/1)	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: 2024 年 2 月全国平均电解铝完全成本构成	8
图 13: 国产和进口氧化铝价格走势	8
图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (单位: 吨)	9
图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)	9
图 16: 上海期交所同 LME 当月期铜价格	9
图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	9
图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	10
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)	10
图 20: 国产-进口锌加工费周均价	11
图 21: 锌进口比值及盈亏	11
图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	13
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	13
图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	13
图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)	13
图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格	14
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	14
图 28: 各国央行的资产总额情况	15
图 29: 美联储资产负债表资产	16
图 30: Comex 黄金与实际利率	16
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	16
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)	16
图 33: 美国国债收益率 (%)	17
图 34: 金银比	17
图 35: COMEX 黄金期货结算价	17
图 36: COMEX 白银期货结算价	17
图 37: MB 钴美金及折合人民币价格	19
图 38: 海内外钴价及价差	19
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	19
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	19
图 41: 国内外碳酸锂价差	21
图 42: 国内外氢氧化锂价差	21
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	21
图 44: 国内氢氧化锂和碳酸锂价差	21
图 45: 国内钼精矿价格	22
图 46: 国内钨精矿价格	22
图 47: 长江现货市场电解镁价格	22
图 48: 长江现货市场电解锰价格	22
图 49: 长江现货市场锑锭价格	22
图 50: 国产海绵钛价格	22
图 51: 产高碳铬铁价格	23
图 52: 长江现货市场金属钴价格	23
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	23
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	23

图 55: 国产氧化锆价格	23
图 56: 国产精铋价格	23
图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格	24
图 58: 碳酸锂 (电池级) 价格	24
图 59: 氧化镧价格	25
图 60: 氧化铈价格	25
图 61: 氧化镨价格	25
图 62: 氧化钕价格	25
图 63: 氧化镝价格	26
图 64: 氧化铽价格	26

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: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨)	8
表 4: 锌七地库存 (万吨)	11
表 5: 钴系产品价格一览	18

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