

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

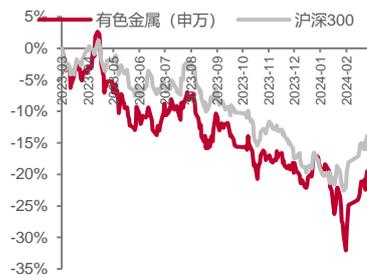
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	25,101.53
行业流通市值(亿元)	22,207.24

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(3.1) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,095.70	2.26%
SHFE黄金 元/克	483.80	1.01%
COMEX白银 美元/盎司	23.36	1.66%
SHFE白银 元/千克	5,914	0.54%
LME铜 美元/吨	8,522	-0.48%
SHFE铜 元/吨	68,920	-0.88%
LME铝 美元/吨	2,236	2.38%
SHFE铝 元/吨	18,965	0.63%
LME铅 美元/吨	2,038	-2.99%
SHFE铅 元/吨	15,970	0.54%
LME锌 美元/吨	2,433	0.68%
SHFE锌 元/吨	20,595	0.98%
LME锡 美元/吨	26,415	0.19%
SHFE锡 元/吨	217,990	0.62%
LME镍 美元/吨	17,755	1.49%
SHFE镍 元/吨	137,070	1.02%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：美国 2 月 ISM 制造业 PMI 低于预期**

■ **投资建议：维持行业“增持”评级**

1) **贵金属上行趋势不变**：本周美国制造业 PMI、初请失业金人数等弱于预期，支撑金价，在超额储蓄消耗及高利率下，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**：国内逆周期政策持续发力，同时美国经济数据弱于预期，基本金属价格整体走高。在供给瓶颈下，基本金属终将在弱复苏带动下，迎来新一轮景气周期，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：大宗价格整体抬升**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-0.4%、2.4%、-2.9%、0.7%、0.2%、1.5%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为-0.6%、0.6%、0.5%、1.0%、0.6%、1.1%；2) COMEX 黄金收于 2095.70 美元/盎司，环比上涨 2.26%，SHFE 黄金收于 483.80 元/克，环比上涨 1.01%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于 4,073.16 点，环比上涨 2.07%，跑赢上证综指 1.33 个百分点，能源金属、贵金属、金属新材料、小金属、工业金属的涨跌幅分别为 7.69%、3.28%、2.75%、2.70%、-0.72%。

■ **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；美国经济数据回落；欧元区 2 月制造业 PMI 有所回落但高于预期。具体来看：**

1) **国内 2 月制造业 PMI 回落**：国内 2 月官方制造业 PMI 为 49.1（前值 49.2，预期 49.2），2 月非制造业 PMI 51.4（前值 50.7）；2 月财新中国 PMI 为 50.9（前值 50.8）。

2) **美国 2 月 ISM 制造业 PMI 超预期回落**：美国 2023 年第四季度 GDP 预估环比折年率为 3.2%（前值 4.9%，预期 3.3%）；1 月新房销售环比为 1.54%（前值 7.25%）；1 月核心 PCE 物价指数同比为 2.85%（前值 2.94%）；2 月 ISM 制造业 PMI 为 47.8（前值 49.1，预期 49.1）；2 月 Markit 制造业 PMI 季调为 52.2（前值 50.7，预期 51.5）。

3) **欧元区 2 月制造业 PMI 回落但高于预期**：欧元区 2 月制造业 PMI 为 46.5（前值 46.6，预期 46.1）；1 月欧元区失业率季调为 6.4%（前值 6.5%），1 月欧盟失业率为 6.0%（前值 6.0%）；2 月欧元区经济景气指数季调为 95.4（前值 96.1，预期 96.6）。

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：美国经济数据低于预期，金价回升**

周内，十年期美债实际收益率 1.87%，环比-0.10pcts，实际收益率模型计算的残差为 1227.3 美元/盎司，环比+17.5 美元/盎司；美联储释放“鹰派”信号，表示美联储不急于降息，且 1 月核心 PCE 物价指数同比有所回落，市场对美联储降息的预期时点推迟至 6 月；而 2 月 ISM 制造业 PMI 超预期回落，贵金属价格快速回升。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：国内逆周期政策支持价格**

周内，美联储释放鹰派信号，美联储理事鲍曼重升“现在开始降息还为时过早”，市场对美联储降息的预期时点推迟至 6 月；国内宏观利好不断释放，中央财经委员会第四次会议上提到家电在内的消费品以旧换新，政策提振下对价格形成支撑。

1、**对于电解铝，旺季前观望情绪较浓，铝价震荡。**

供应方面，本周内蒙古个别企业受到事故影响短暂停电，影响少量产能，导致本周电解铝供应稍有减少。复产方面，云南地区又现复产消息，但云南地区电解铝企业对复产仍有顾虑，短时间无法大规模释放复产产能。截至目前，电解铝行业开工产能 4202.80 万吨，较上周减少 5 万吨。**需求方面**，周内国内铝加工企业开

工维持增长态势，其中工业型材方面终端订单向上传导，行业复工较快。库存方面，电解铝锭社会总库存 78.9 万吨，较上周累库 8.3 万吨。铝棒呈现小幅去库。成本方面，目前电解铝 90 分位成本 17810 元/吨。

1) 氧化铝价格 3352 元/吨，环比下降 0.15%，氧化铝成本 2995 元/吨，环比上升 0.32%，吨毛利 357 元/吨，环比下降 15 元/吨。

2) 预焙阳极方面，本周周内均价 4533/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4526 元/吨，环比上升 2.08%，周内平均吨毛利 6 元/吨，环比下降 87.98%；如果不虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4648 元/吨，环比上升 0.53%，周内平均吨毛利-115 元/吨，环比上升 38.58%。

3) 对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16670 元/吨，环比上升 0.11%，长江现货铝价 18960 元/吨，环比上升 1.34%，吨铝盈利 1520 元，环比上升 11.28%。

总结来看，目前国内电解铝供应端整体持稳，需求端节后恢复尚可，随着下游复工进程的推进，铝棒虽累库幅度高于往年同期，但其出库表现要明显优于铝锭，需重点关注铝锭及铝棒去库节奏及幅度。若旺季去库顺畅，价格将季节性走高。

2、对于电解铜，美元持坚，铜价区间运行。

供给方面，矿山招标成交再次走低，加工费持续恶化。需求方面，铜价走低后带来一定订单增量，但下游企业受制于终端消费及资金问题，增量不及预期。本周成品库存也在下游提货放缓影响下小幅垒库。库存方面，SMM 主流地区社会库存环比上升 1.93 万吨；海外 LME 和 Comex 库存环比下降 0.13 万吨。

总结来看，周内美联储理事鲍曼重申“现在开始降息还为时过早”，美元于 103 高位继续坚挺，期铜重心略微回落。矿山招标成交再次走低，加工费持续恶化，3 月底部分冶炼厂将开启集中检修态势，但目前电解铜现货市场依旧供大于求。铜价虽回吐部分涨幅但依旧在 69000 元/吨附近现货持续对期货贴水暂时未有转升迹象，目前消费对铜价助力有限。

3、对于锌，内外盘价格重心持稳，锌价震荡。

周内，美联储官员持续鹰派发言打压市场对美联储降息的预期，市场情绪较弱，而国内家电和汽车下乡等政策发布，市场情绪小幅改善，锌价重心持稳。供给方面，百川统计节前国内锌产量 11.19 万吨，环比降 1.09%；需求方面，节后消费陆续回复，但下游节前存在一定锌锭备库，以消化前期库存为主。库存方面，节前七地锌锭库存 17.41 万吨，较上周累库 1.18 万吨。

4、对于钢铁，基本面弱于去年同期，钢价承压。

近期钢市呈现弱势调整，钢材价格受下游需求释放不佳影响小幅下跌，市场利空情绪有所释放，整体心态多偏观望。当前原燃料难以进一步深跌，焦炭经历四轮提降，焦企亏损明显，焦炭价格进一步下探空间较小，随着钢厂利润修复及下游陆续复工，钢厂整体产量将逐步上升，在此背景下原燃料价格韧性较强。不过供需基本面矛盾有所累积，库存高位与需求表现一般制约钢价上涨，随着天气转暖以及 3 月国内重大会议召开，无论是需求预期还是政策预期，都将在 3 月进入兑现阶段，短期内现实将同预期反复博弈，综上，短期钢价或将震荡运行。

- **风险提示：**宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、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：美国2月ISM制造业PMI低于预期，金价回升.....	- 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：2月ISM制造业PMI超预期回落.....	- 10 -
2.3 欧洲因素：欧元区2月制造业PMI有所回落但高于预期.....	- 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：旺季前观望情绪较浓，铝价震荡.....	- 18 -
4.3 铜：美元持坚，铜价区间运行.....	- 25 -
4.4 锌：内外盘价格重心持稳，锌价震荡.....	- 28 -
4.5 钢铁：基本面表现弱于去年同期，钢价承压.....	- 29 -
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: 国内制造业 PMI 与非制造业 PMI.....	- 9 -
图表 9: 国内 PMI 分项.....	- 9 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆).....	- 10 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米).....	- 10 -
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: 美国耐用品新增订单季调同比及环比 (%).....	- 11 -
图表 17: 美国核心 PCE 当月同比 (%).....	- 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: 欧元区制造业与服务业 PMI.....	- 12 -
图表 23: 欧盟失业率季调 (%).....	- 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)	- 20 -
图表 52: 铝箔开工率 (%)	- 20 -
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)	- 21 -
图表 58: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)	- 21 -
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	- 22 -
图表 62: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 22 -
图表 63: 预焙阳极生产成本构成	- 22 -
图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 22 -
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 23 -
图表 66: 石油焦价格 (元/吨)	- 23 -
图表 67: 国内石油焦月度产量 (万吨)	- 24 -
图表 68: 国内未燃烧石油焦进口数量 (万吨)	- 24 -

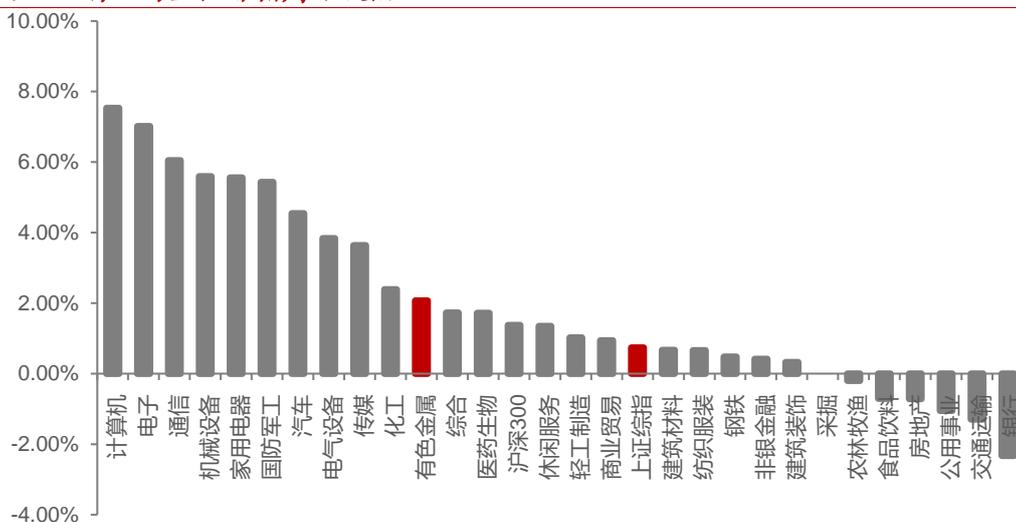
图表 69: 石油焦库存 (万吨)	- 24 -
图表 70: 国内石油焦开工率 (%)	- 24 -
图表 71: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 24 -
图表 72: 铜矿 TC/RC	- 25 -
图表 73: 电解铜周度产量 (万吨)	- 25 -
图表 74: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 26 -
图表 75: 精废价差 (不含税)	- 27 -
图表 76: 再生铜杆开工率情况	- 27 -
图表 77: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 27 -
图表 78: 上海广东及保税区社会库存变动 (万吨)	- 27 -
图表 79: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 28 -
图表 80: 铜电力用杆加工费	- 28 -
图表 81: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 28 -
图表 82: 国产锌精矿分地区加工费	- 28 -
图表 83: 国内锌七地库存 (万吨)	- 29 -
图表 84: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 29 -
图表 85: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 29 -
图表 86: 本周库存波动对比 (万吨)	- 30 -
图表 87: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 30 -
图表 88: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 30 -
图表 89: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 30 -
图表 90: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 30 -
图表 91: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 31 -
图表 92: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 31 -
图表 93: 钢铁主要生产要素价格一览	- 31 -
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)	- 32 -
图表 97: 中厚板毛利变化 (元/吨)	- 32 -

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↓0.11%，纳斯达克↑1.74%，标普↑0.95%）。
- 本周 A 股整体回升：上证指数收于 3,027.02 点，环比上涨 0.74%；深证成指收于 9,434.75 点，环比上涨 4.03%；沪深 300 收于 3,537.80 点，环比上涨 1.38%；申万有色金属指数收于 4,073.16 点，环比上涨 2.07%，跑赢上证综指 1.33 个百分点。

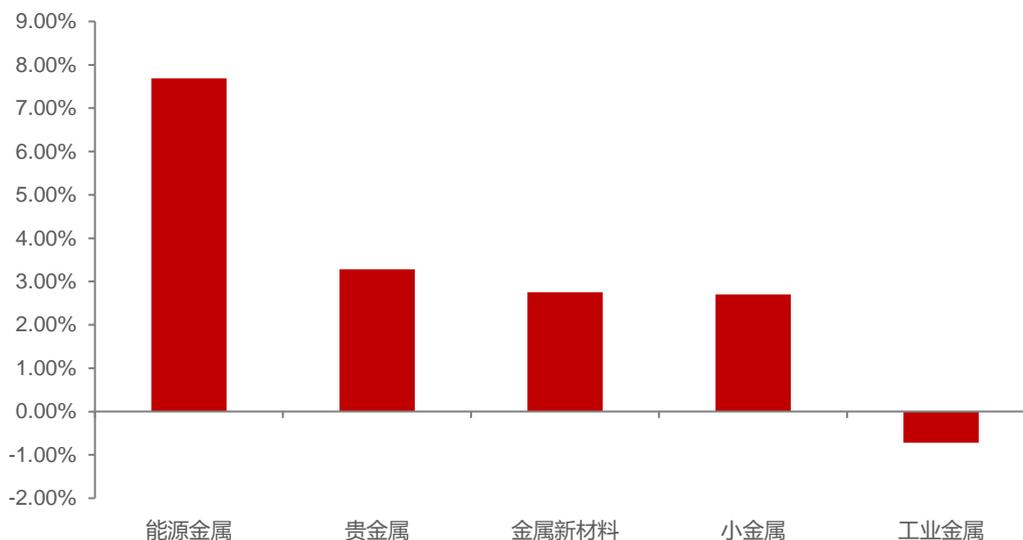
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，能源金属、贵金属、金属新材料、小金属、工业金属的涨跌幅分别为 7.69%、3.28%、2.75%、2.70%、-0.72%。

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	2024.02.23 收盘价	2024.03.01 收盘价	周涨跌幅
002738.SZ	中矿资源	37.41	32.79	14.1%
002756.SZ	永兴材料	54.41	47.89	13.6%
002466.SZ	天齐锂业	53.80	47.96	12.2%
600338.SH	西藏 珠峰	10.82	9.73	11.2%
002460.SZ	赣锋锂业	40.16	36.54	9.9%
603399.SH	吉翔股份	7.88	7.20	9.4%
002056.SZ	横店东磁	14.71	13.57	8.4%
300811.SZ	铂科新材	56.80	53.36	6.4%
000792.SZ	盐湖股份	16.55	15.55	6.4%
002240.SZ	盛新锂能	22.02	20.73	6.2%

来源: wind, 中泰证券研究所

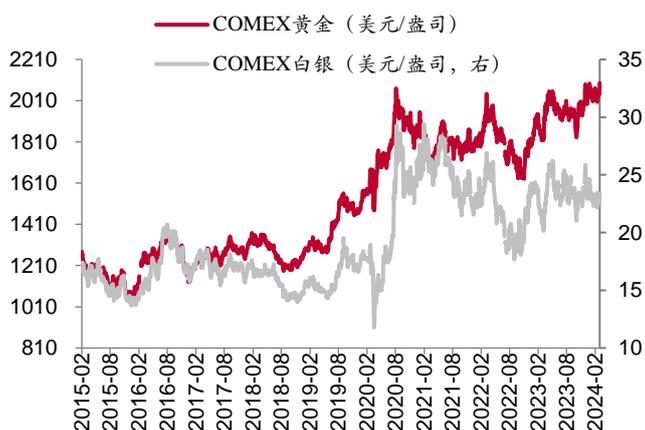
图表 4: 周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.02.23 收盘价	2024.03.01 收盘价	周涨跌幅
003038.SZ	鑫铂股份	29.97	32.84	-8.7%
000630.SZ	铜陵有色	3.26	3.43	-5.0%
601168.SH	西部矿业	16.35	17.08	-4.3%
603979.SH	金诚信	43.32	45.00	-3.7%
688456.SH	有研粉材	21.80	22.40	-2.7%
688077.SH	大地熊	15.99	16.39	-2.4%
002295.SZ	精艺股份	5.62	5.76	-2.4%
603993.SH	洛阳钼业	6.23	6.35	-1.9%
601899.SH	紫金矿业	13.25	13.50	-1.9%
002532.SZ	天山铝业	5.64	5.74	-1.7%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 低于预期, 金价回升

- 周内, 美联储释放“鹰派”信号, 表示美联储不急于降息, 且 1 月核心 PCE 物价指数同比有所回落, 市场对美联储降息的预期时点推迟至 6 月; 而 2 月 ISM 制造业 PMI 超预期回落, 贵金属价格周五迅速拉涨。截至 3 月 1 日, COMEX 黄金收于 2095.70 美元/盎司, 环比上涨 2.26%; COMEX 白银收于 23.36 美元/盎司, 环比上涨 1.66%; SHFE 黄金收于 483.80 元/克, 环比上涨 1.01%; SHFE 白银收于 5914 元/千克, 环比上涨 0.54%。

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, 美联储理事鲍曼重升“现在开始降息还为时过早”, 市场对美联储降息的预期时点推迟至 6 月; 国内宏观利好不断释放, 中央财经委员会第四次会议上提到家电在内的消费品以旧换新, 政策提振下对价格形成支撑。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、

镍本周涨跌幅为-0.4%、2.4%、-2.9%、0.7%、0.2%、1.5%，价格整体涨跌互现。

图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅

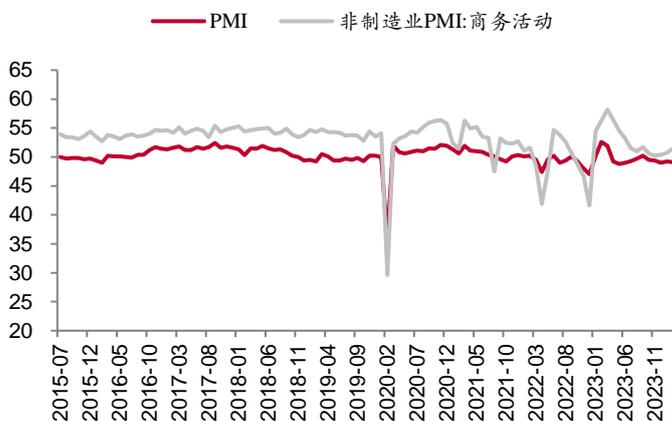
	交易所	最新价格	2020.1.23价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	2020.1.23至今涨跌幅	2010年至今价格分位数
铜	LME	8522	6082	-0.4%	-12.6%	40.1%	83.8%
	SHFE	68920	48020	-0.6%	-2.1%	43.5%	
铝	LME	2236	1794	2.4%	-20.5%	24.6%	74.7%
	SHFE	18965	14100	0.6%	-6.9%	34.5%	
铅	LME	2038	1988	-2.9%	-11.0%	2.5%	63.3%
	SHFE	15970	14850	0.5%	4.4%	7.5%	
锌	LME	2433	2373	0.7%	-31.2%	2.5%	82.1%
	SHFE	20595	18160	1.0%	-14.6%	13.4%	
锡	LME	26415	17200	0.2%	-32.2%	53.6%	95.2%
	SHFE	217990	137340	0.6%	-26.4%	58.7%	
镍	LME	17755	13375	1.5%	-14.2%	32.7%	55.2%
	SHFE	137070	105850	1.1%	-9.9%	29.5%	

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。

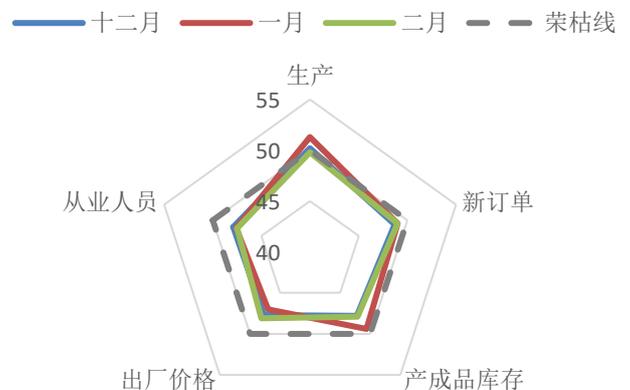
2.宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素: 经济复苏动能仍有待进一步提升

- 国内 2 月制造业 PMI 有所回落。本周披露国内 2 月官方制造业 PMI 为 49.1 (前值 49.2, 预期 49.2), 2 月非制造业 PMI 商务活动为 51.4 (前值 50.7); 2 月财新中国 PMI 为 50.9 (前值 50.8)。

图表 8: 国内制造业 PMI 与非制造业 PMI


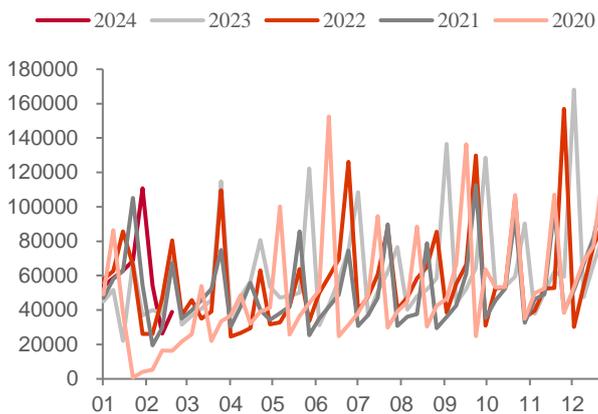
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内 PMI 分项


来源: Wind, 中泰证券研究所

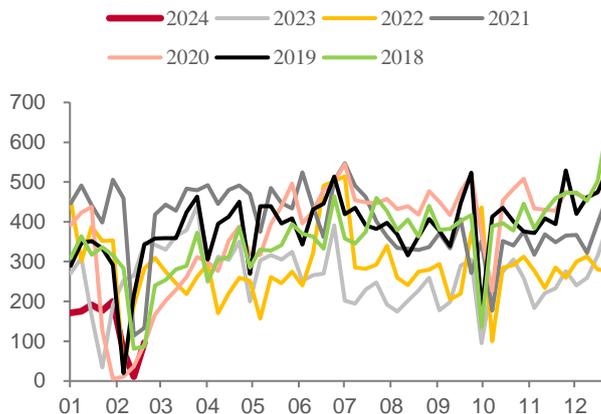
- 国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产继续承压、出口改善
 消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量 38862 辆, 环比+47.64%;
 投资端: 地产数据继续承压, 但低基数导致有所回升, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 96.88 万平方米, 环比+797.56%;
 生产端: 石油沥青开工率为 25.30%, 环比+2.10pcts, 高炉开工率为 75.17%, 环比-0.44pcts, 和往年同期相比处于偏低水平;
 出口端: 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 为 51.5, 环比+0.8, 12 月国内出口金额当月同比 2.3% (前值 0.5%, 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)



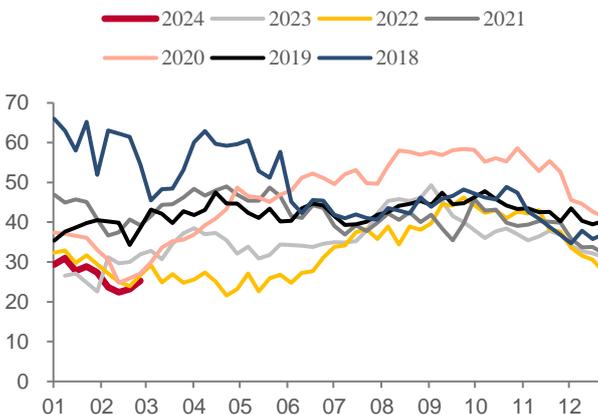
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积(万平方米)



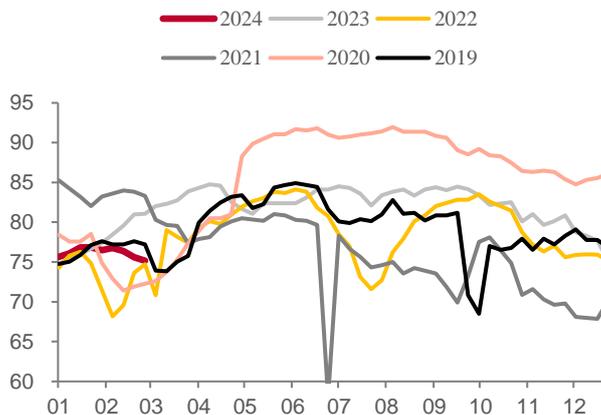
来源: Wind, 中泰证券研究所

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(%)



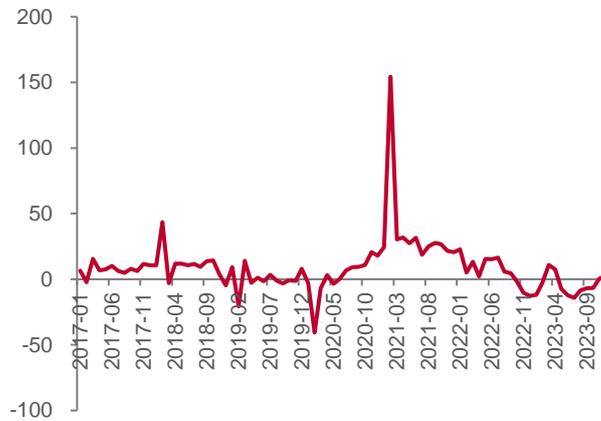
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调



来源: Wind, 中泰证券研究所

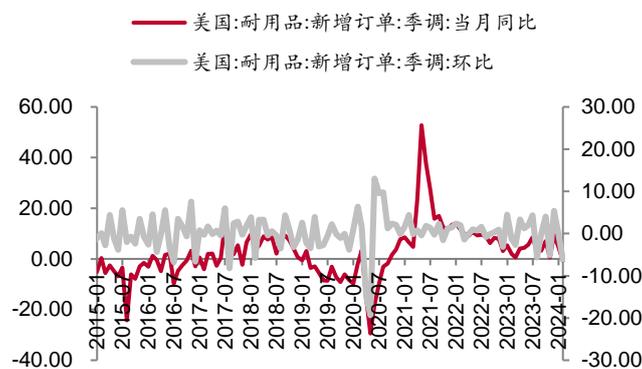
图表 15: 国内出口金额当月同比(%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 2月 ISM 制造业 PMI 超预期回落

- 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 超预期回落。** 本周披露美国 2023 年第四季度 GDP 预估环比折年率为 3.2%（前值 4.9%，预期 3.3%）；1 月新房销售环比为 1.54%（前值 7.25%）；1 月核心 PCE 物价指数同比为 2.85%（前值 2.94%）；2 月 ISM 制造业 PMI 为 47.8（前值 49.1，预期 49.1）；2 月 Markit 制造业 PMI 季调为 52.2（前值 50.7，预期 51.5）。

图表 16: 美国耐用品新增订单季调同比及环比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 美国核心 PCE 当月同比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国失业数据有所回生。** 本周披露美国当周初请失业金人数为 21.5 万人（前值 20.2 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)

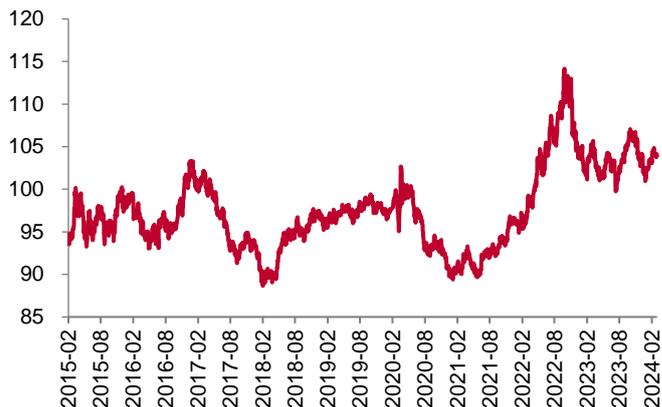

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 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%	0.6%	18.0%	81.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.2%	52.8%	36.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.0%	34.8%	43.5%	15.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.4%	26.8%	41.1%	23.3%	4.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	16.5%	34.5%	31.5%	13.1%	2.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.6%	11.8%	28.4%	32.5%	19.2%	5.7%	0.7%
2025/1/29	0.0%	1.0%	7.5%	21.4%	30.8%	24.9%	11.4%	2.8%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.6%	24.9%	28.6%	19.9%	8.2%	1.9%	0.2%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 03 月 02 日



来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 2 月制造业 PMI 有所回落但高于预期

- 欧元区 2 月制造业 PMI 有所回落但高于预期。本周披露欧元区 2 月制造业 PMI 为 46.5（前值 46.6，预期 46.1）；1 月欧元区失业率季调为 6.4%（前值 6.5%），1 月欧盟失业率为 6.0%（前值 6.0%）；2 月欧元区经济景气指数季调为 95.4（前值 96.1，预期 96.6）。

图表 22：欧元区制造业与服务 PMI



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 23：欧盟失业率季调 (%)



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。

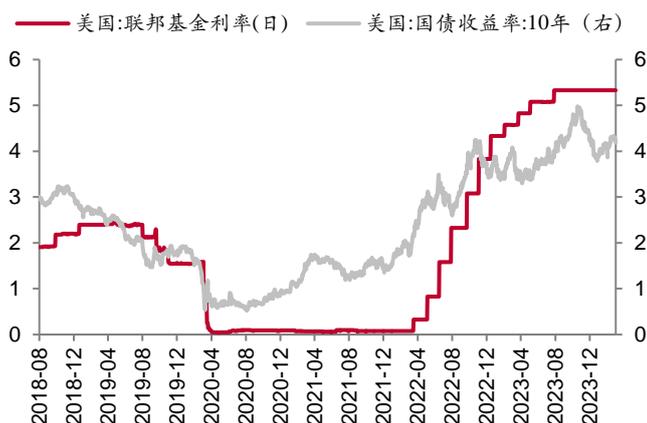
图表 24: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 截至 3 月 1 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回升至 2.32%，10 年期国债实际收益率环比回落至 1.87%；截至 3 月 1 日，COMEX 黄金收于 2095.70 美元/盎司，环比上涨 2.26%；COMEX 白银收于 23.36 美元/盎司，环比上涨 1.66%；SHFE 黄金收于 483.80 元/克，环比上涨 1.01%；SHFE 白银收于 5914 元/千克，环比上涨 0.54%。

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 (%)



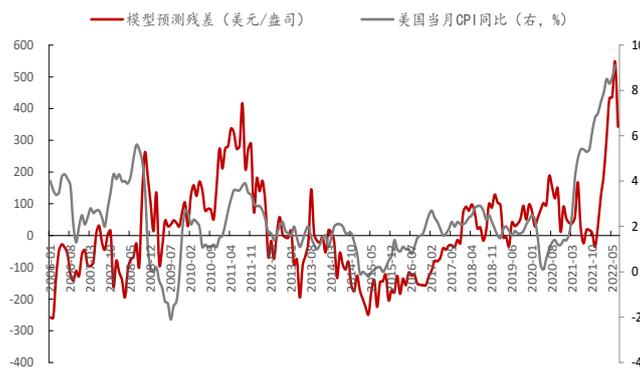
来源: Wind, 中泰证券研究所

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



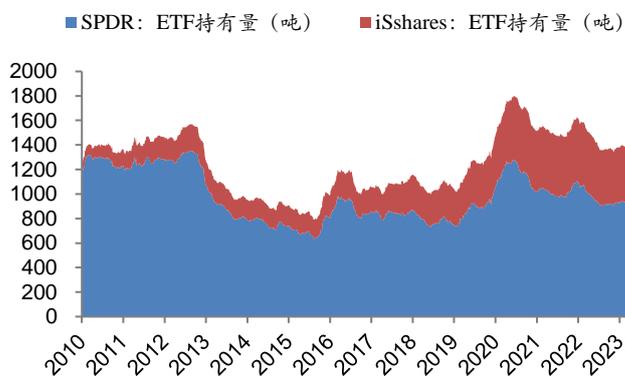
来源: Wind, 中泰证券研究所



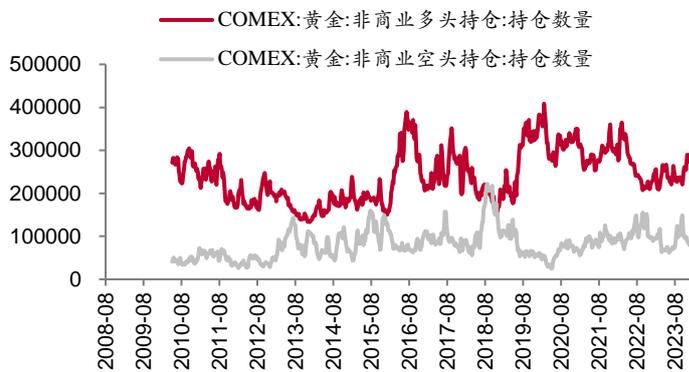
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 3 月 1 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,212.00 吨, 环比减少 4.98 吨。截至 2 月 27 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 21.49 万张附近 (前值 21.10 万张), 同时非商业空头持仓回升至 7.33 万张附近 (前值 7.08 万张附近), 净多头持仓量回升至 14.163 万张 (前值 14.03 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

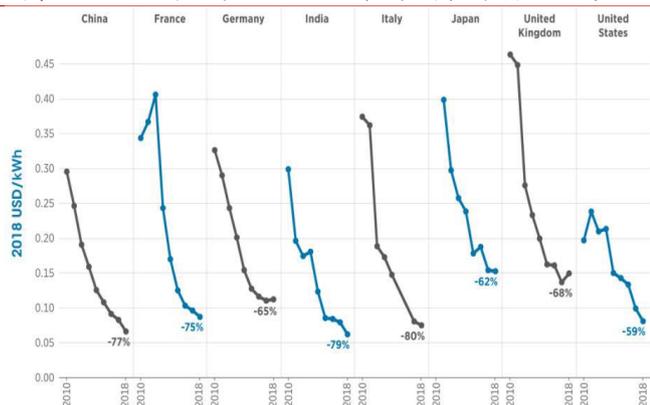
图表 30: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)


来源: Wind, 中泰证券研究所

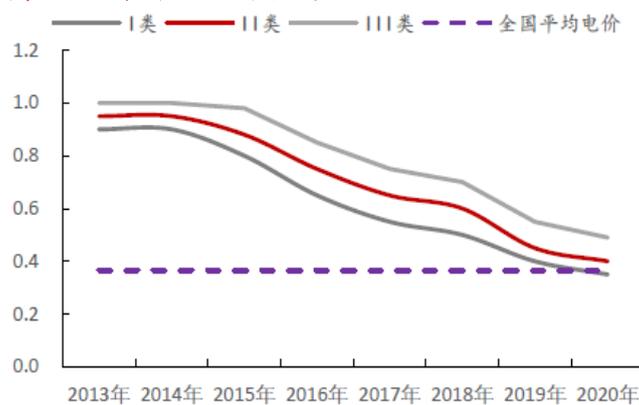
3.3 光伏产业链步入景气周期, 白银有望开启黄金时代

- **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

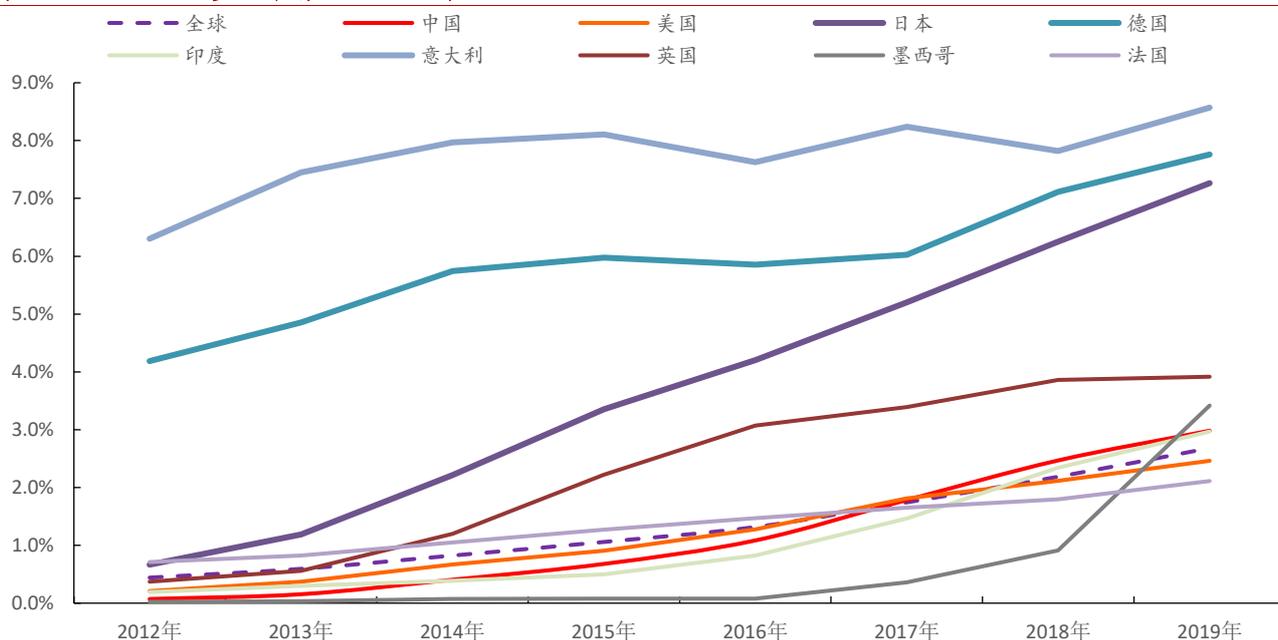
降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

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 3 月 1 日，当前金银比 90.22，环比回升 0.96。

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	国务院常务会议	部署实施设备更新、消费品以旧换新、家装补贴等政策, 加大金融支持力度, 支持企业技术改造和产业升级。
2023/9/23	全国新型工业化工作会议	部署实施新型工业化三年行动计划, 推动制造业高端化、智能化、绿色化发展, 提升产业链供应链韧性和安全水平。
2023/9/24	央行	降准降息, 加大金融支持力度, 支持实体经济高质量发展, 保持流动性合理充裕。
2023/10/25	国新办	支持大规模设备更新和消费品以旧换新, 加大金融支持力度, 支持企业技术改造和产业升级。
2023/11/5	国家京昆委	扩大内需, 支持消费品以旧换新, 加大金融支持力度, 支持企业技术改造和产业升级。
2023/11/23	十三届全国政协经济委员会	启动大规模设备更新, 支持消费品以旧换新, 加大金融支持力度, 支持企业技术改造和产业升级。
2023/12/12	中央经济工作会议	中央经济工作会议, 部署实施大规模设备更新和消费品以旧换新, 加大金融支持力度, 支持企业技术改造和产业升级。

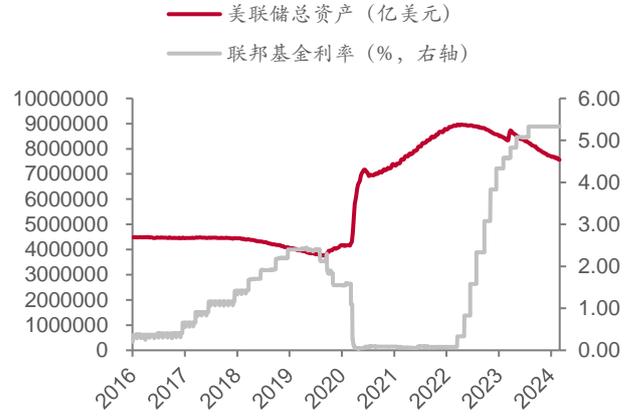
来源: Wind, 中泰证券研究所

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: 旺季前观望情绪较浓, 铝价震荡

- **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 4202.80 万吨，较上周下降 5 万吨。
- **无新增复产产能。**截至 2024 年 2 月 29 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

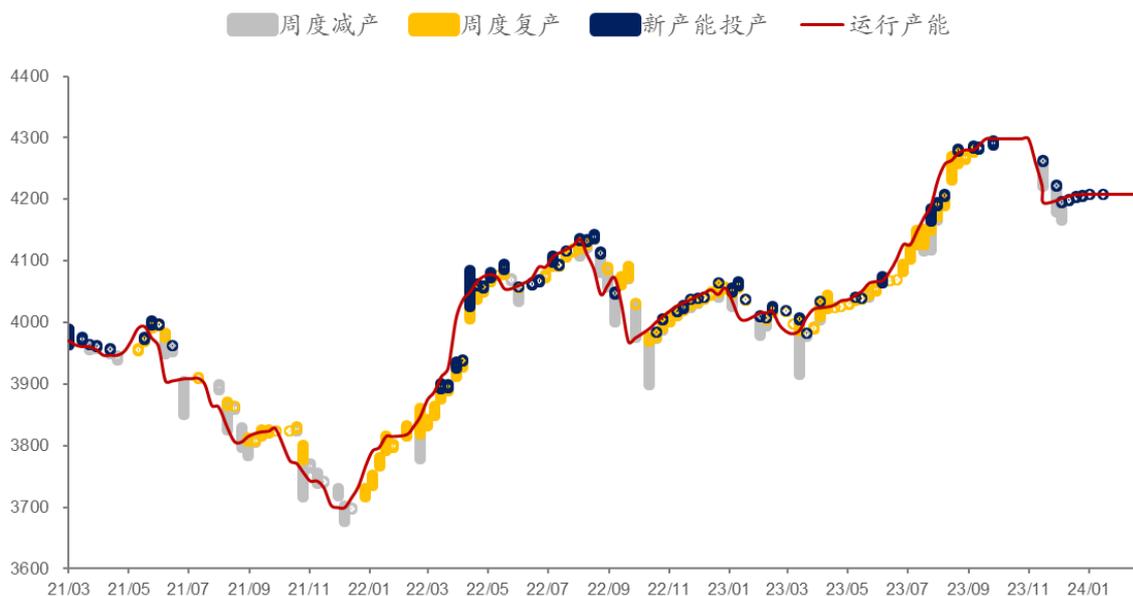
- **无新增投产产能。**截至 2024 年 2 月 29 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 298 万吨，已投产 0 万吨，待开工新产能 125 万吨，预期年内还可投产共计 125 万吨，预期年度最终实现累计 125 万吨。

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

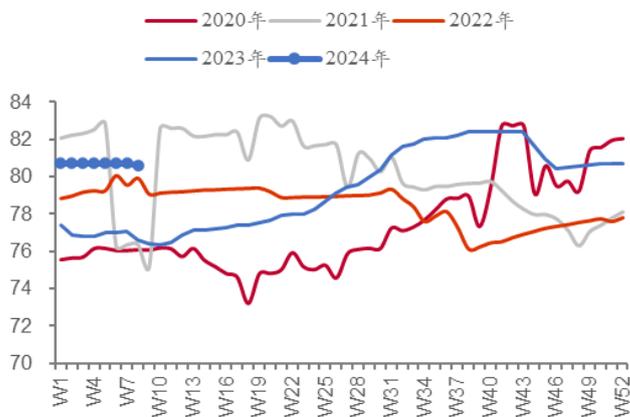
- **电解铝运行产能企稳。**截止 2024 年 2 月 29 日，国内电解铝运行产能达 4202.8 万吨。

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

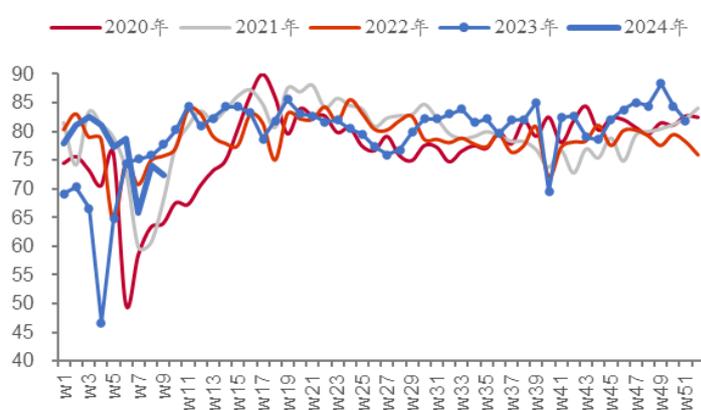
■ **供应产量下降。**根据百川，本周电解铝产量 80.62 万吨，环比下降 0.1%。

图表 47: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

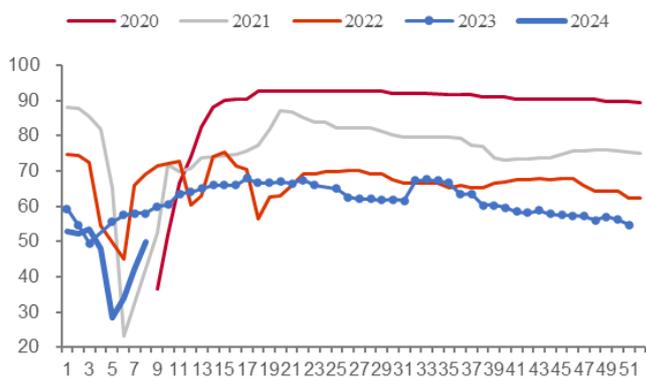
图表 48: 国内电解铝周度需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

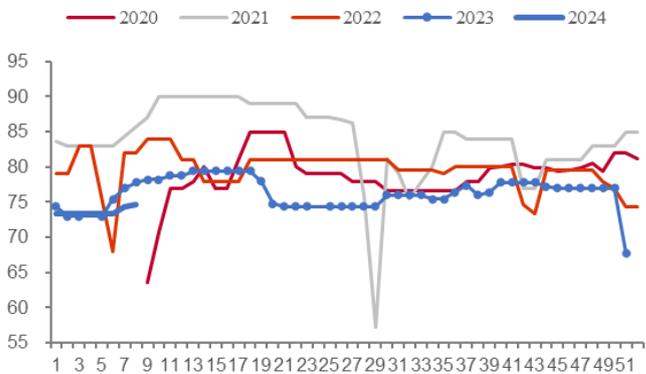
■ **铝加工板块开工率环比上升:**截止 2024 年 3 月 1 日, 铝加工企业平均开工率为 60.2%, 环比上升 3.2PCT, 同比下降 0.8PCT。

图表 49: 铝型材开工率 (%)



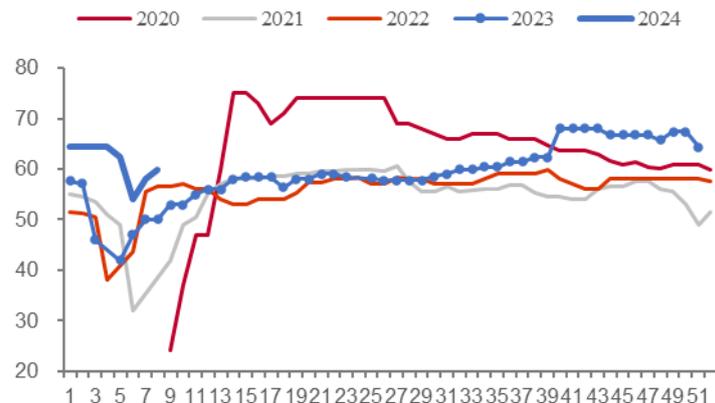
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 51: 铝板带开工率 (万吨)



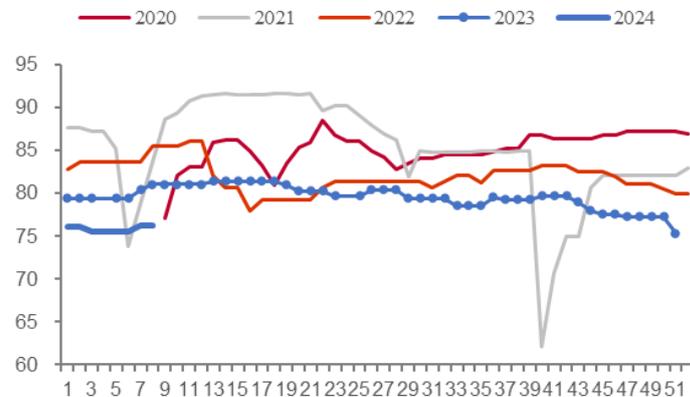
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 50: 铝线缆开工率 (%)



来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 52: 铝箔开工率 (%)

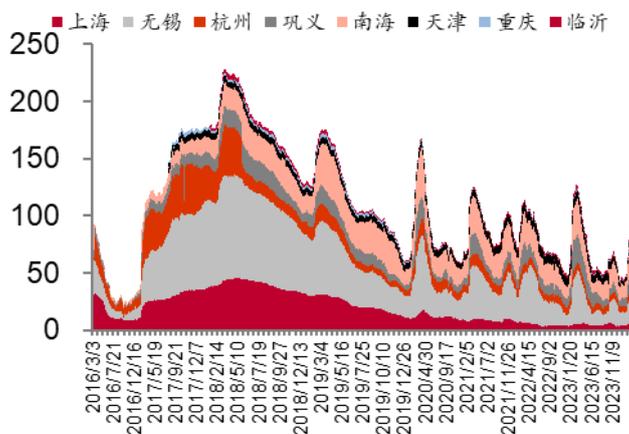


来源: 百川, 中泰证券研究所

■ **铝锭库存环比上升:**2024 年 2 月 29 日, SMM 统计国内电解铝锭社会

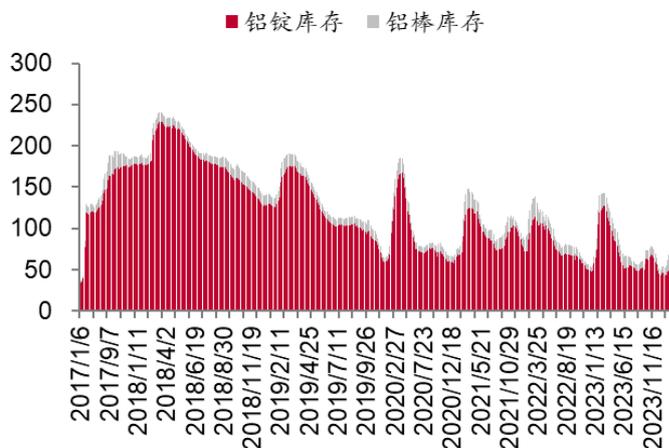
库存 78.9 万吨，环比上升 8.3 万吨。海外方面，截至 3 月 1 日，LME 铝库存 58.6975 万吨，环比上升 2.3505 万吨。

图表 53: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



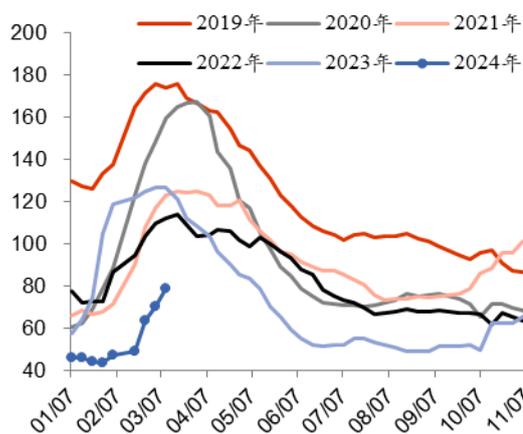
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 54: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



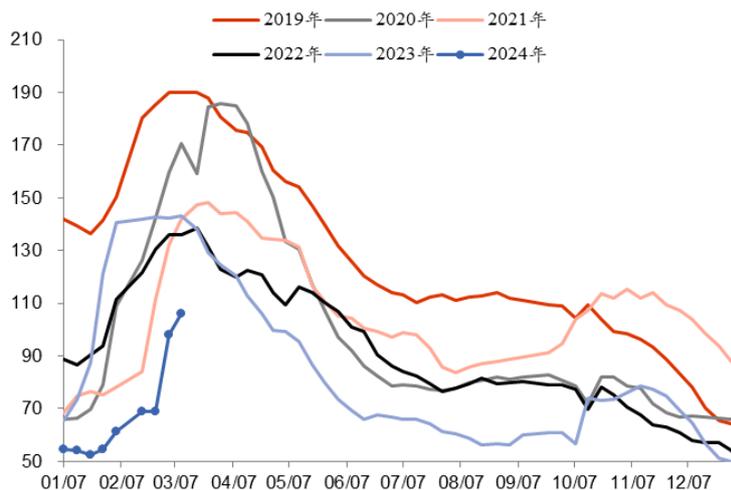
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 55: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)



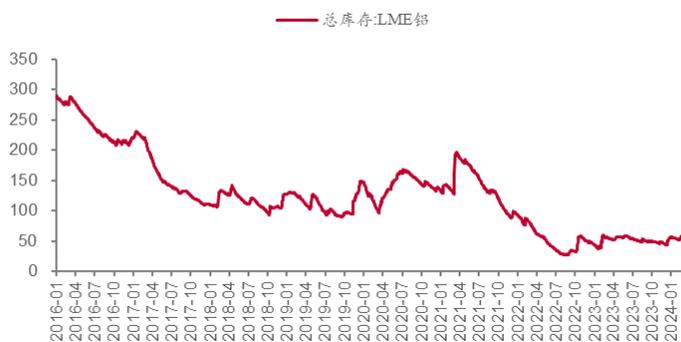
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 56: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



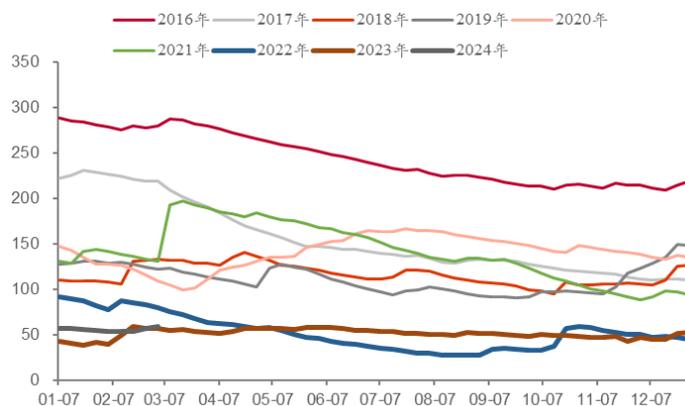
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 58: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)

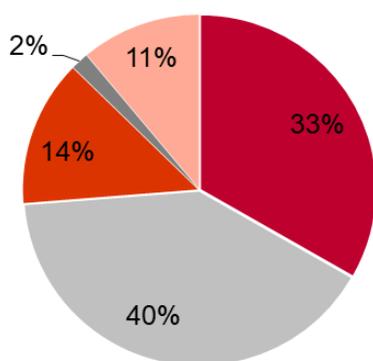


来源: Wind, 中泰证券研究所

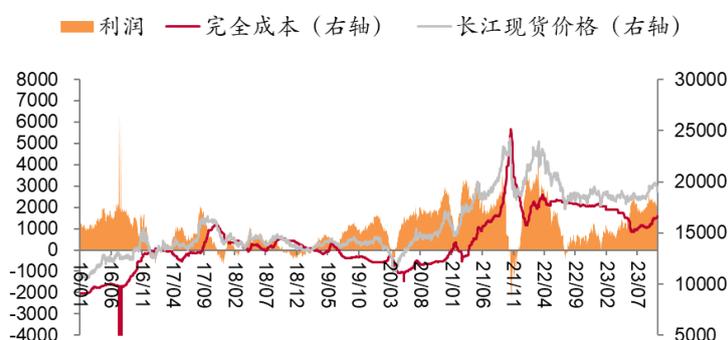
- **即时盈利走阔。**截至 3 月 1 日，氧化铝价格 3352 元/吨，环比下降 0.15%，氧化铝成本 2995 元/吨，环比上升 0.32%，吨毛利 357 元/吨，环比下降 15 元/吨。预焙阳极方面，本周周内均价 4533/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4526 元/吨，环比上升 2.08%，周内平均吨毛利 6 元/吨，环比下降 87.98%；如果不虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4648 元/吨，环比上升 0.53%，周内平均吨毛利-115 元/吨，环比上升 38.58%。对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16670 元/吨，环比上升 0.11%，长江现货铝价 18960 元/吨，环比上升 1.34%，吨铝盈利 1520 元，环比上升 11.28%。具体走势如下：

图表 59：电解铝的完全成本构成

■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

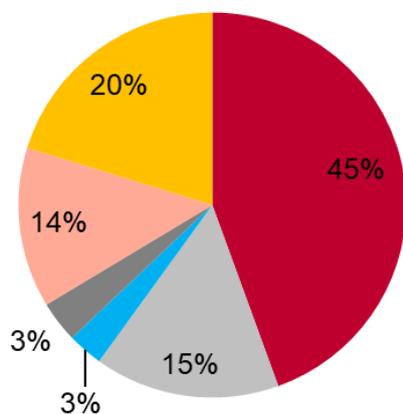
图表 60：电解铝成本、利润情况（元/吨）


来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

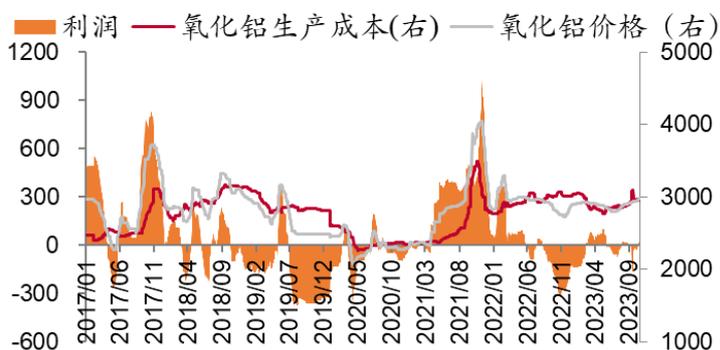
注：测算对象为除新疆外 100%自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

图表 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



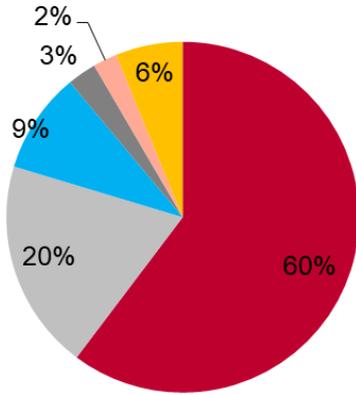
来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 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 63：预焙阳极生产成本构成
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

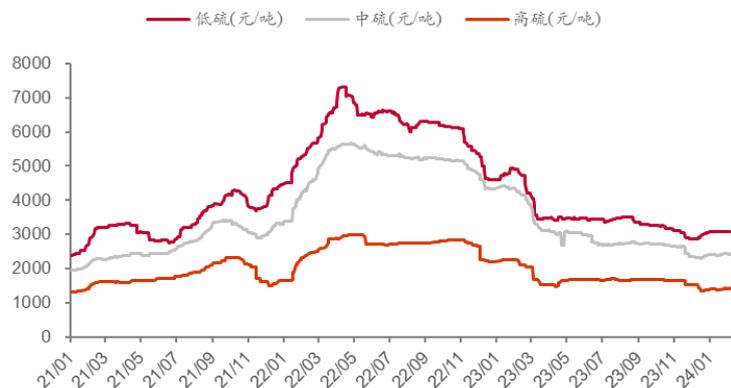
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



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

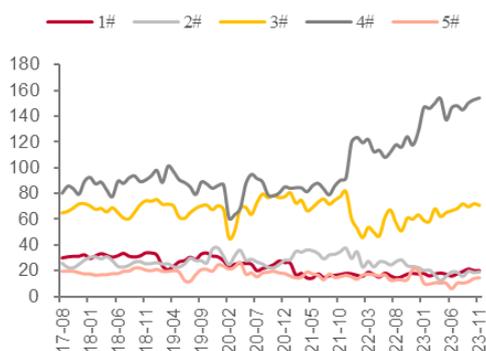
- 高中低硫石油焦价格环比持平。截止 3 月 1 日, 低硫石油焦价格为 3083.31 元/吨, 周环比持平, 同比下降 37.05%。中硫石油焦价格 2438.38 元/吨, 周环比持平, 同比下降 42.81%。高硫石油焦价格为 1425.38 元/吨, 周环比持平, 同比下降 37.29%。

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%。

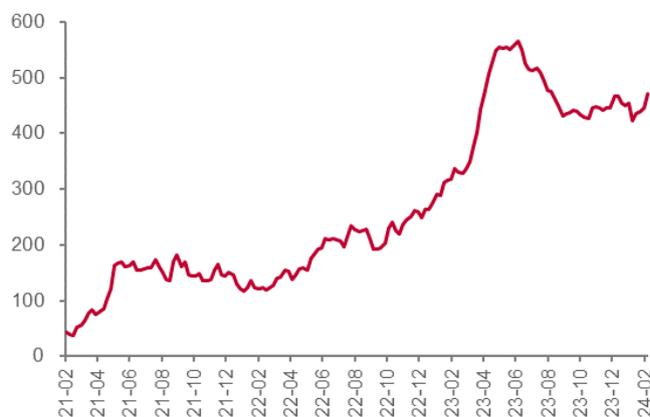
图表 67: 国内石油焦月度产量 (万吨)


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3月1日，石油焦库存总量470.78万吨，同比上升40.26%，环比上升5.73%。

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3月1日，国内石油焦开工率为72.2%，环比上升1.33%。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

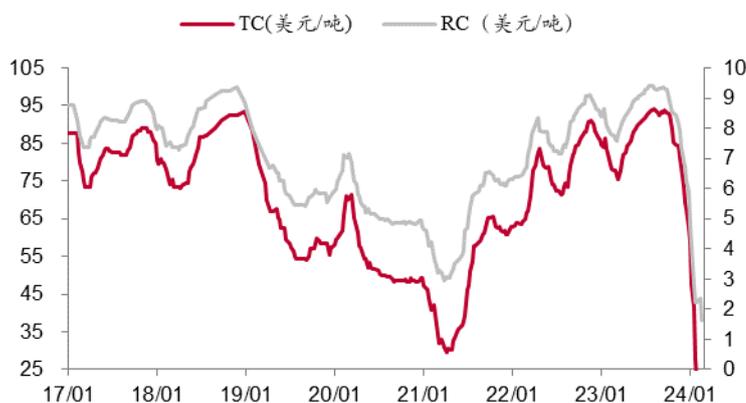


来源：钢联、中泰证券研究所

4.3 铜：美元持坚，铜价区间运行

- TC 下行仍未结束。**3月1日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 16.41 美元/吨，较上一期的 23.50 美元/吨减少 7.09 美元/吨。在基本面上，2024 年 2 月 22 日，紫金矿业控股子公司巨龙铜业收到西藏自治区发改委出具的批复，巨龙铜矿获准在现有 15 万吨/日采选工程项目基础上，通过改扩建新增生产规模 20 万吨/日，形成 35 万吨/日的总生产规模，巨龙铜矿二期改扩建整体工程进行立项，预计 2025 年底建成投产，开采方式为露天开采，矿山服务年限为 36 年。Vale 旗下 Sossego 铜矿的生产运营许可证已重新恢复。

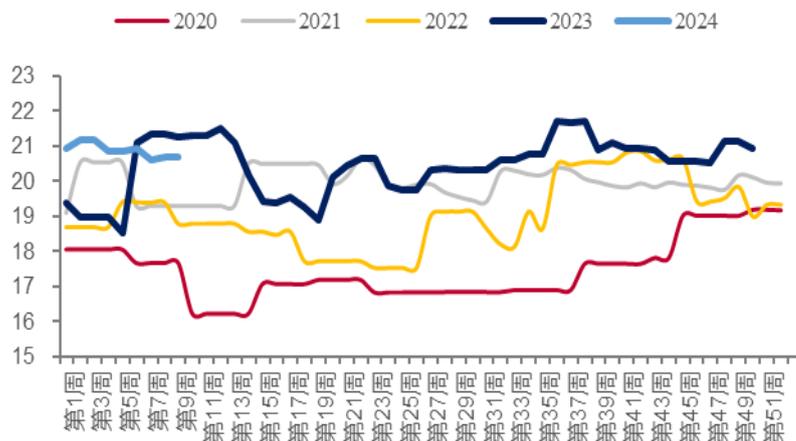
图表 72：铜矿 TC/RC



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 20.67 万吨，环比持平。**

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

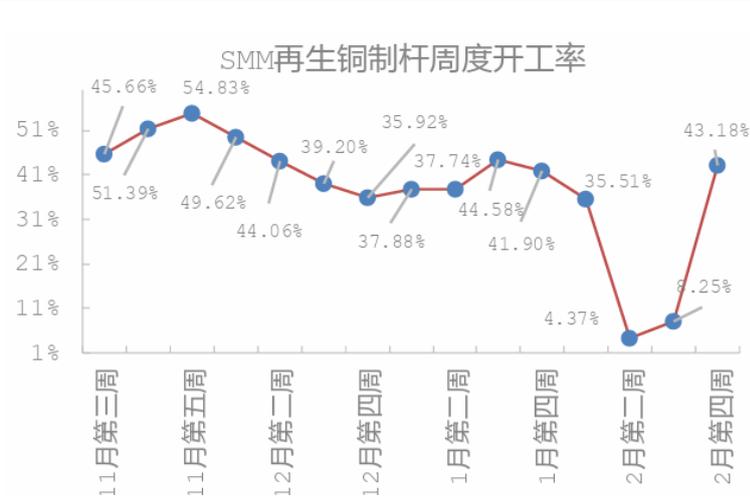
- 废铜：再生铜原料持货商复工缓慢 再生铜原料市场供应偏紧。**春节后第二周，期货铜从69010元下降110元至68900元附近，但再生铜原料价格不降反升，主因是再生铜原料拆解、生产商部分工人受北方天气原因无法到岗，市场上再生铜原料供应维持偏紧，再生铜原料持货商本周挺价出货。

图表 75: 精废价差 (不含税)



来源：SMM，中泰证券研究所

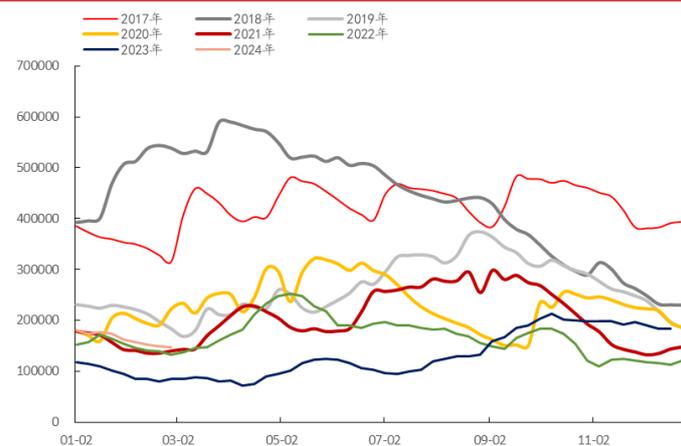
图表 76: 再生铜杆开工率情况



来源：SMM，中泰证券研究所

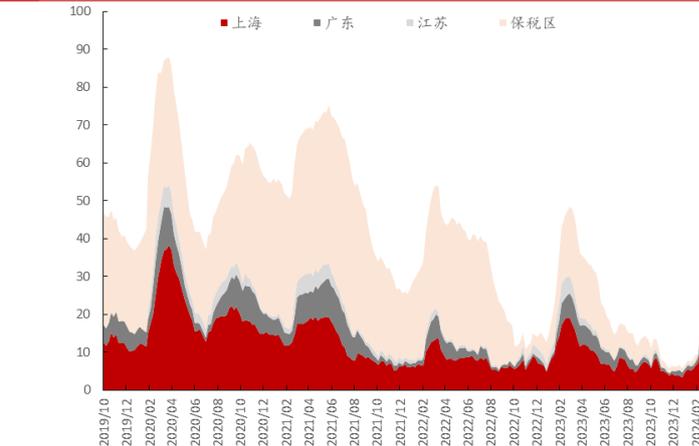
- 库存变化：社会库存方面，**截至2月29日，国内社会库存30.57万吨，环比上升1.93万吨。**海外库存（期货）方面，**截止3月1日，LME+COMEX铜库存量14.75万吨，环比下降0.13万吨。

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)

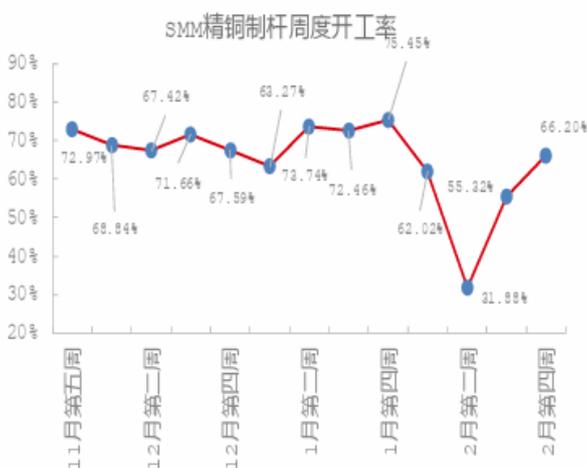


来源：SMM，中泰证券研究所

- 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65.29%，环比增加14.63个百分点。本周开工率虽超预期增长，但目前企业生产多为此前在手订单，主要是电网、新能源发电类订单支撑；在新增订单方面，多家企业表示今年节后各行

业新订单增长速度有所放缓，仅听闻个别企业的国网类以及轨道交通类订单表现尚可。另外，企业表示铝线缆需求增长对铜线缆订单增长形成压力。目前企业正等待进入3月后各行业订单恢复，多家企业表示预计3月时电网订单将开始发力，预计下周铜线缆企业开工率为71.58%，环比增长6.28%。漆包线方面，本周漆包线市场仍处于元宵节后复苏节奏中，企业开工率虽已陆续回升至往常阶段，但新订单增长速度表现一般。据企业表示，本周随着下游逐渐复工，叠加上半周铜价重心小幅下行，订单略有好转；但铜价反弹之后，下游提货速度明显放缓，表明下游需求并不旺盛。同比往年来看，漆包线行业本应逐渐开启传统旺季，但当前仅个别大厂表示订单充足，大多数企业订单表现平平另外，订单回款问题仍在困扰着漆包线企业。

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

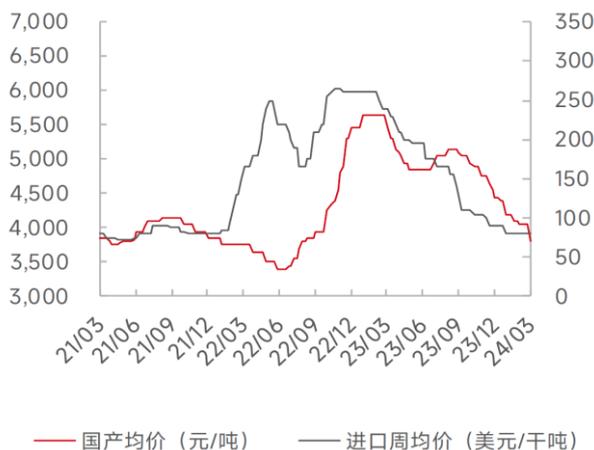
4.4 锌：内外盘价格重心持稳，锌价震荡

- 本周进入3月加工费集中谈判周期，整体延续下调。海外矿端部分地区受洪水等极端天气和其他生产扰动，运输和生产受阻，短期内流入国内的量或有减少，加剧国内矿端紧缺情况，港口货量偏少，加工费主流价格在3600-3800元/金属吨左右。

图表 81：国产及进口锌精矿加工费对比

图表 82：国产锌精矿分地区加工费

国产-进口加工费周均价



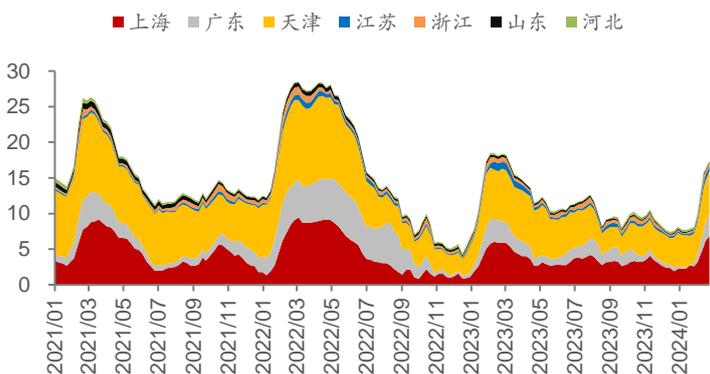
来源: SMM, 中泰证券研究所

	2024/02/08	2024/02/23	2024/02/28	单位
国产(周)	4050	4050	4000	元/金属吨
进口(周)	80.0	80.0	80.0	美元/干吨
内蒙古	4150	4150	3900	元/金属吨
云南	4000	4000	3750	元/金属吨
湖南	4150	4150	4050	元/金属吨
广西	4050	4050	3900	元/金属吨
陕西	3900	3900	3700	元/金属吨
四川	3900	3900	3700	元/金属吨
甘肃	4100	4100	3850	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

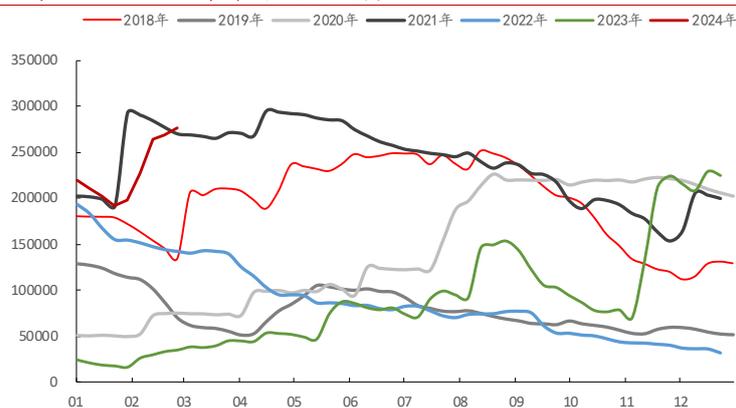
- 本周沪伦比值于8.6附近震荡。周内海外偏空氛围延续，伦锌周内偏弱运行；国内下游基本完全复工，然消费不及预期，叠加周内国内社库继续小幅累库，沪锌先涨后跌区间震荡。预计后续矿端偏紧格局延续，沪伦比值偏强震荡。
- 库存变化: 据 SMM 调研，截至本周四（2月29日），SMM 七地锌锭库存总量为 17.41 万吨，较 2月22日增加 1.18 万吨，较 2月26日增加 0.40 万吨，国内库存累增。周内上海、广东、天津地区库存继续累增，本周执行新的长单，周内到货较多，且本周虽节后消费基本完全复苏，然下游节前存在一定锌锭备库，以消化前期库存为主，整体下游需求一般提货不多，国内锌锭社会库存继续增加。整体来看，原三地库存增加 0.60 万吨，七地库存增加 0.40 吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回升，截至 3月1日，伦锌库存量 275,950 吨，较上周增加 7,350 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: 基本面表现弱于去年同期, 钢价承压

- 钢价小幅下降: Myspic 综合钢价指数环比上周下降 0.75%，其中长材下降 1%，板材下降 0.45%。上海螺纹钢 3790 元/吨，较上周下降 50 元/吨，幅度-1.3%。上海热轧卷板 3910 元/吨，较上周下降 20 元/吨，幅度-0.51%。

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	147.11	148.22	-0.75%	149.82	-1.81%	159.99	-8.05%
MySpic指数:长材	165.01	166.68	-1.00%	167.94	-1.74%	180.15	-8.40%
MySpic指数:扁平	129.98	130.57	-0.45%	132.48	-1.89%	140.71	-7.63%
上海螺纹钢	3790	3840	-1.30%	3960	-4.29%	4290	-11.66%
基差	27	50	-23	47	-20	80	-53
广州-沈阳价差	240	310	-70	280	-40	160	80
上海-沈阳价差	-130	-110	-20	-10	-120	20	-150
上海热轧板卷	3910	3930	-0.51%	4040	-3.22%	4340	-9.91%
基差	25	25	0	-4	29	15	10
不锈钢(201/2B卷板:2.0mm)	9125	9125	0.00%	9050	0.83%	9600	-4.95%
取向硅钢(30Q120)	12300	12300	0.00%	12300	0.00%	19400	-36.60%
无取向硅钢(50WW600)	5400	5400	0.00%	5300	1.89%	5500	-1.82%

来源: Wind, 中泰证券研究所

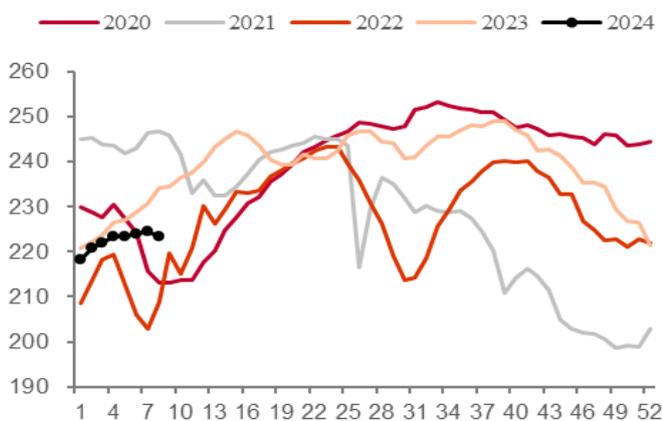
- 供应方面:** 本周五大钢材品种供应 820.41 万吨, 周环比升 24.71 万吨, 增幅为 3.1%。当前原燃料难以进一步深跌, 焦炭经历四轮提降, 焦企亏损明显, 焦炭价格进一步下探空间较小, 随着钢厂利润修复及下游陆续复工, 钢厂整体产量将逐步上升。
- 库存方面:** 本周五大钢材总库存 2432.69 万吨, 周环比增 121.79 万吨, 增幅为 5.27%。本周五大品种总库存继续累库, 增幅缩小, 且结构上表现一致: 厂库与社库增幅均继续扩大, 分别为 6.42% 和 2.57%。

图表 86: 本周库存波动对比 (万吨)

万吨	本周产量 2024/3/1	环比上周 2024/2/23	本周社库 2024/3/1	环比上周 2024/2/23	本周厂库 2024/3/1	环比上周 2024/2/23
螺纹	210.29	18.34	924.76	79.61	352.31	17.42
线材	78.40	6.83	148.74	11.04	132.03	5.95
热轧	300.29	-4.89	339.34	10.18	96.39	-2.31
中板	145.24	4.15	156.93	3.70	84.97	-3.40
冷轧	86.19	0.28	153.12	-0.49	44.10	0.10
合计	820.41	24.71	1722.89	104.04	709.80	17.76

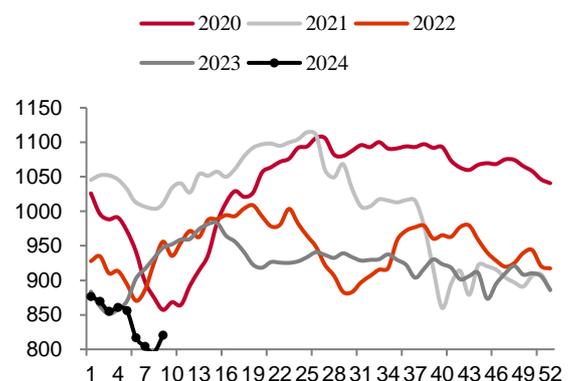
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

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

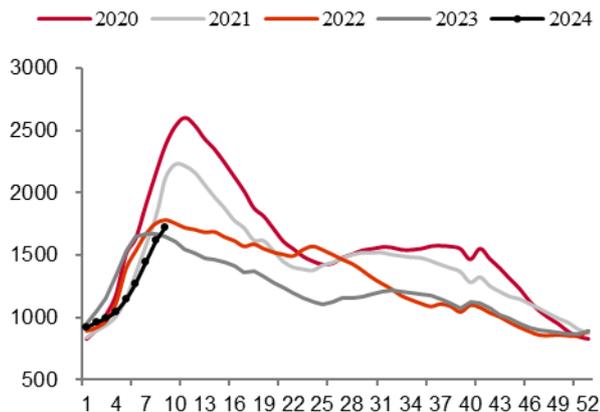
图表 88: 五大品种周度产量合计 (万吨)



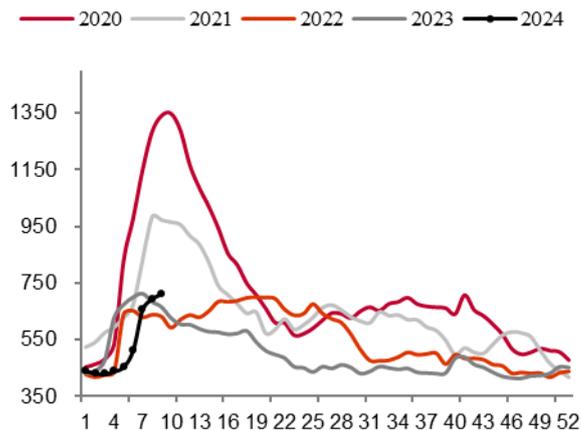
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 89: 历年五大品种社库波动 (万吨)

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



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

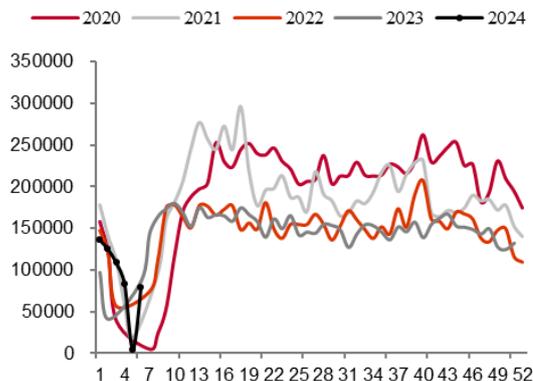
- **消费方面**, 本周五大品种周消费量为 698.6 万吨, 增幅为 19.05%; 其中建材消费环比增 41%, 板材消费环比增 13.18%。随着下游终端需求回暖, 钢厂也将有复产动力, 对原燃料价格形成支撑。

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% 117 美元/吨, 周环比下降 4 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 1879.3 (1243.6+635.7) 万吨, 环比下降 356.7 万吨, 其中中国到港量 1067.8 万吨, 环比下降 311.7 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 2140 元/吨, 环比下降 100 元。废钢 2650 元/吨, 环比持平。

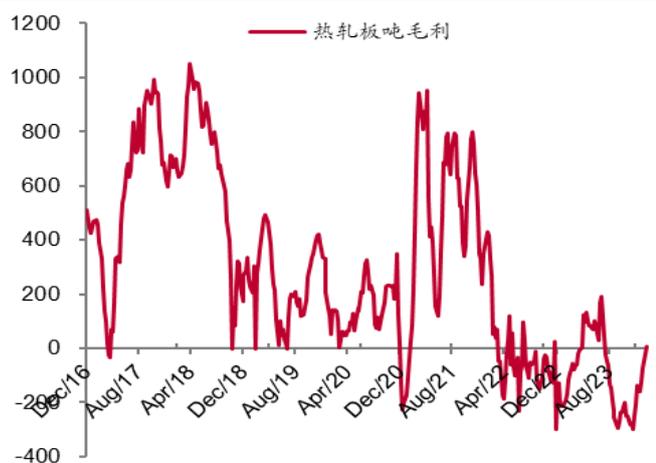
图表 93: 钢铁主要生产要素价格一览

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	117	121	-4	135	-18	127	-10
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	885	935	-50	1017	-132	918	-33
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	790	840	-50	920	-130	795	-5
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-885	-935	50	-1017	132	-918	33
	卡粉-超特	元/湿吨	-790	-840	50	-920	130	-795	5
	PB粉-超特	元/湿吨	95	95	0	97	-2	123	-28
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	28	26	2	21	7	18	10
	西澳-青岛	美元/吨	12	11	2	8	5	7	5
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	2140	2240	-100	2340	-200	2810	-670
	京唐港主焦煤	元/吨	2550	2550	0	2600	-50	2500	50
张家港废钢	元/吨	2650	2650	0	2640	10	2860	-210	
唐山方坯Q235	元/吨	3520	3550	-30	3610	-90	3940	-420	

来源: Wind, 中泰证券研究所

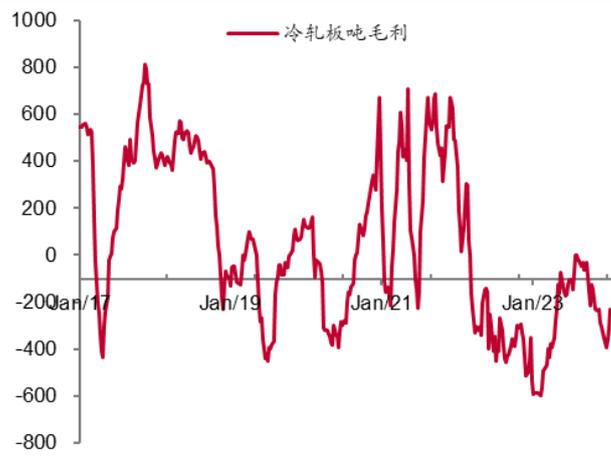
- 吨钢盈利:** 热轧卷板(3mm)毛利5元/吨, 毛利率降至0.14%; 冷轧板(1.0mm)毛利-31元/吨, 毛利率降至-0.74%; 螺纹钢(20mm)毛利-3元/吨, 毛利率降至-0.08%; 中厚板(20mm)毛利-134元/吨, 毛利率降至-3.77%。

图表 94: 热轧卷板毛利变化(元/吨)



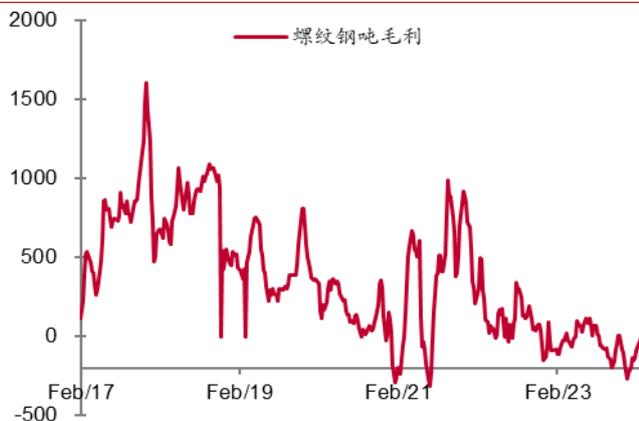
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 95: 冷轧卷板毛利变化(元/吨)



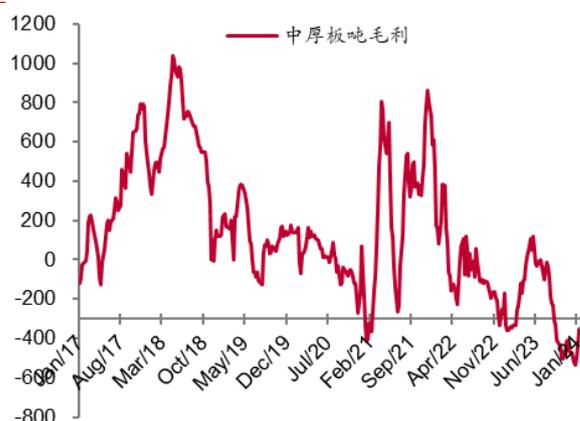
来源: Wind, 中泰证券研究所

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：本周美国制造业 PMI、初请失业金人数等弱于预期，支撑金价，在超额储蓄消耗及高利率下，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，国内逆周期政策持续发力，同时美国经济数据弱于预期，基本金属价格整体走高。在供给瓶颈下，基本金属终将在弱复苏带动下，迎来新一轮景气周期，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。