

金属行业3月投资策略

核心通胀继续放缓，看好贵金属和工业金属

行业研究 · 行业投资策略
投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

证券分析师：冯思宇

010-88005314

fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

联系人：马可远

0755-81982439

makeyuan@guosen.com.cn

◆铜：铜精矿现货加工费跌至历史低位

巴拿马铜矿停产后续影响持续。受某国外矿山招标价格TC 12美元/吨消息影响，3月初上海有色网报的铜精矿现货TC指数已经跌至16.4美元/吨。自去年10月份现货TC从90美元/吨跌至目前20美元/吨以下，是近年来罕见的大跌，反映出产业链较大的供需矛盾。

冶炼厂亏损。在当前加工费水平下，我们简单换算人民币加工费收入， $22 \text{ 美元} \times (1/25\% + 0.1 \times 22.04) \times \text{汇率} = 730 \text{ 元/吨铜}$ 。冶炼厂普遍的冶炼成本在1500-2500元/吨。现在硫酸价格低迷，副产品收益不好，按照现货加工费估算，冶炼厂全部处于亏损状态。但一般冶炼厂长单比例比较高，长单加工费还是80美元/吨的水平，现货TC大跌对冶炼利润短期影响有限。

一季度缺矿，二季度缺金属。铜精矿的紧张最终会反映到精铜产量，虽然1月份精铜产量还比较高，但数家冶炼厂将原定于4-6月份的检修计划提前到3-4月份，因此二季度精铜产量大概率环比下滑。二季度冶炼厂集中检修可能提振加工费。

◆锂：供给端干扰因素频发，锂、镍价格有所反弹

2月锂价有所反弹：2月末国产电池级碳酸锂报价10.15万元/吨，相较上月末上涨6%；国产电池级氢氧化锂报价8.45万元/吨，相较上月末上涨2%；此前需求疲软是导致锂价加速下滑的主要因素，锂价在2023年四季度快速探底后企稳，今年1-2月份锂价总体在底部平稳运行，春节后有所反弹。我们认为近期现货市场锂价的上涨，更多还是来自期货市场的带动，碳酸锂主力合约2407自2月21日开始出现快速反弹，仅不到两周时间，涨幅达到约30%，而本轮期货价格反弹的主要原因是来自于供给端，国内外减产、停产消息持续扰动市场的情绪，尤其是在国内，江西宜春地区的环保问题有所发酵，是否会引起当地锂云母提锂企业大面积停产引发市场的关注；而需求端，在春节之后，下游材料企业逐步有补库的预期，但补库强度如何还有待进一步观察。

◆黄金：降息预期反复，伦金站上2100美元/盎司

核心通胀继续放缓。在1月CPI数据回落不及预期后，市场降息预期延后，金价调整。2月末，PCE数据发布，1月核心PCE物价指数同比2.8%，预期2.8%，前值2.9%，继续放缓；PCE物价指数同比2.4%，预期2.4%，前值2.6%，数据符合预期。通胀水平较峰值有明显回落，降低了市场对于通胀再度反复的担忧。

市场预期下半年降息。1月联邦基金目标利率保持5.25-5.5%，符合市场预期。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。美联储利率决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据影响。近期GDP及PMI数据不及预期，叠加纽约社区银行暴雷，市场对降息预期有所加强。目前CME预测显示，3月不变概率为97%，降息概率3%；6月降息概率为63%；7月降息概率为84%。

◆推荐组合：洛阳钼业、铜陵有色、紫金矿业、中国铝业、中国宏桥、中孚实业、亚太科技、兴业银锡、金诚信、银泰黄金、山东黄金、铂科新材。

◆风险提示：国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；全球资源端供给增加超预期。

工业金属及材料

铜精矿现货加工费跌至历史低位

◆ 铜矿现货加工费进一步跌至16美元/吨

- 巴拿马铜矿停产后续影响持续。受某国外矿山招标价格TC 12美元/吨消息影响，3月初上海有色网报的铜精矿现货TC指数已经跌至16.4美元/吨。自去年10月份现货TC从90美元/吨跌至目前20美元/吨以下，是近年来罕见的大跌，反映出产业链较大的供需矛盾。
- 冶炼厂亏损。在当前加工费水平下，我们简单换算人民币加工费收入， $22\text{美元} \times (1/25\% + 0.1 \times 22.04) \times \text{汇率} = 730\text{元/吨铜}$ 。冶炼厂普遍的冶炼成本在1500-2500元/吨。现在硫酸价格低迷，副产品收益不好，按照现货加工费估算，冶炼厂全部处于亏损状态。但一般冶炼厂长单比例比较高，长单加工费还是80美元/吨的水平，现货TC大跌对冶炼利润短期影响有限。
- 一季度缺矿，二季度缺金属。铜精矿的紧张最终会反映到精铜产量，虽然1月份精铜产量还比较高，但数家冶炼厂将原定于4-6月份的检修计划提前到3-4月份，因此二季度精铜产量大概率环比下滑。二季度冶炼厂集中检修可能提振加工费。

◆ 布局有色金属价格上涨的机会

- 虽然降息预期延后，但降息方向明确；工业金属需求存在周期波动，但供给端扰动不断，供给增速不高，价格中枢提升。相关标的，铜：洛阳钼业、铜陵有色、紫金矿业；铝：中国铝业、中国宏桥、中孚实业、亚太科技。

◆ 铜价走势坚挺

- 2月国内铜价在67500-70000元/吨区间震荡。产业层面最突出的矛盾是铜矿短缺，现货加工费指数跌至20美元/吨以下，对铜价有向上驱动。但是美联储降息预期从3月推迟到6月，压制铜价上行空间，所以铜价呈现宽幅震荡走势。

◆ 铝价窄幅震荡

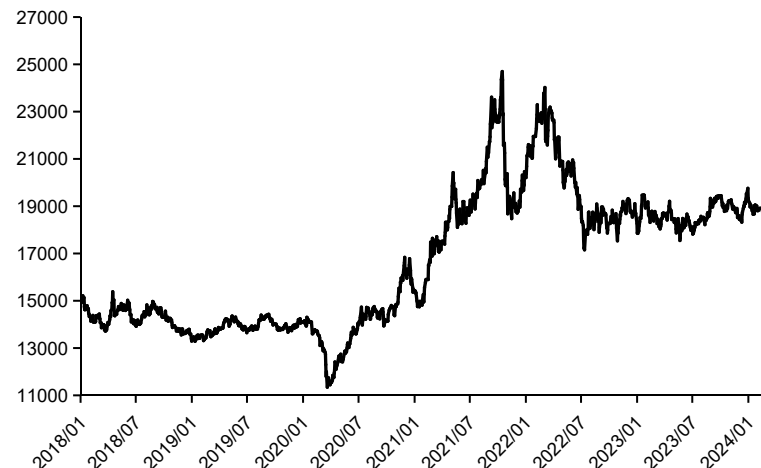
- 铝价仍未走出2022年7月以来的震荡区间，尤其伦铝波动幅度更小，紧贴2200美元/吨运行。当前价格下，美国或者澳大利亚某些高成本电解铝产能面临退出压力。等待国外需求回暖，升水提升，则国内铝锭进口压力减少，铝材出口增加，对铝价形成向上驱动。

图：2月铜价在8100-8600美元/吨区间震荡



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：铝价窄幅震荡（元/吨）



资料来源：SHFE，国信证券经济研究所整理

图：LME锌价超跌反弹（美元/吨）



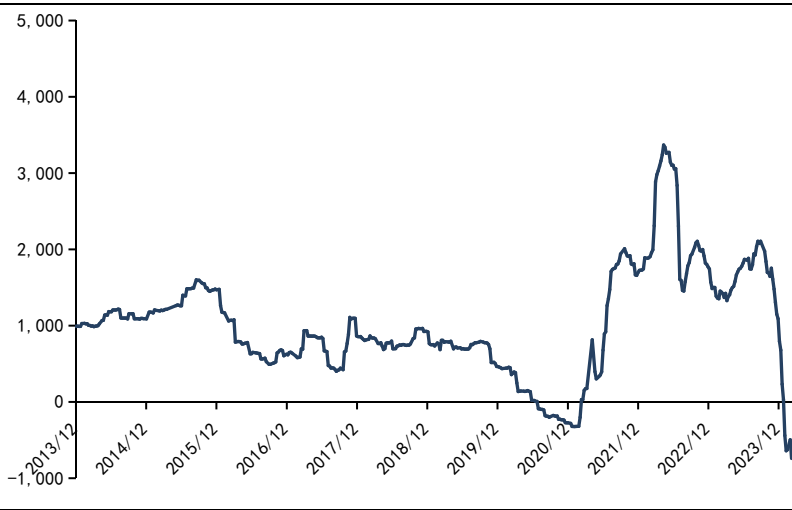
资料来源：LME，国信证券经济研究所整理

铜：铜矿现货加工费跌至16美元/吨

◆铜矿现货加工费低至16美元/吨，据此测算冶炼厂普遍严重亏损

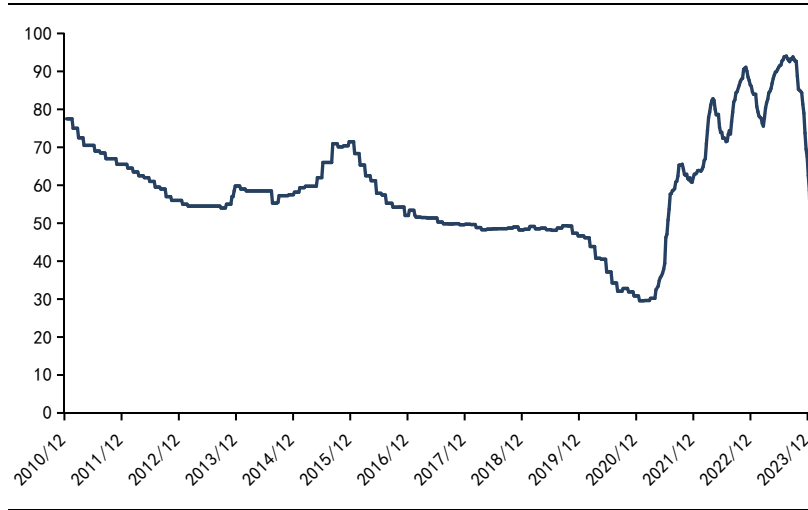
- 巴拿马铜矿停产后续影响持续，铜矿供应出现短缺。受某国外矿山招标价格TC 12美元/吨消息影响，3月初上海有色网报的铜精矿现货TC指数已经跌至16.4美元/吨。自去年10月份现货TC从90美元/吨跌至目前20美元/吨以下，是近年来罕见的大跌，反映出产业链较大的供需矛盾，是非常明确的铜精矿短缺信号。
- 冶炼厂亏损。**在当前加工费水平下，我们简单换算人民币加工费收入， $22\text{美元} \times (1/25\% + 0.1 \times 22.04) \times \text{汇率} = 730\text{元/吨铜}$ 。冶炼厂普遍的冶炼成本在1500-2500元/吨。现在硫酸价格低迷，副产品收益不好，按照现货加工费估算，冶炼厂全部处于亏损状态。但一般冶炼厂长单比例比较高，长单加工费还是80美元/吨的水平，现货TC大跌对冶炼利润短期影响有限。
- 一季度缺矿，二季度缺金属。**铜精矿的紧张最终会反映到精铜产量，虽然1月份精铜产量还比较高，但数家冶炼厂将原定于4-6月份的检修计划提前到3-4月份，因此二季度精铜产量大概率环比下滑。

图：山东某冶炼厂冶炼利润（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：铜精矿现货加工费（美元/吨）



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

表：国内2大铜冶炼企业长单比例

	江西铜业	铜陵有色
产能（万吨）	168	170
2022产量（万吨）	183.94	162.9
铜精矿长单占比	国外采购比例约为86%、国内采购比例为14%。国内采购中长单约占90%，其余为零单采购；国外采购中长单约占95%，其余为零单采购。	国外采购比例约为90%、国内采购比例约为10%。国内采购中长单约占95%，其余为零单采购；国外采购中长单约占75%，其余为零单采购。

资料来源：集团公司公告、国信证券经济研究所整理

铜：国内阴极铜产量可能下降

◆国内阴极铜产量环比下降

- 1月中国阴极铜产量96.98万吨，同比增幅13.7%，环比下降3.0%。根据SMM消息，为了应对超低的加工费，个别冶炼厂提前了检修时间，也有2家冶炼厂计划减少铜精矿投炉品位和投炉量，在保证正常生产不停炉的情况下，把铜精矿投炉品位压到最低。预计2月国内电解铜产量为95.94万吨，环比下降1.04万吨或-1.07%，同比增加5.16万吨或+5.68%。

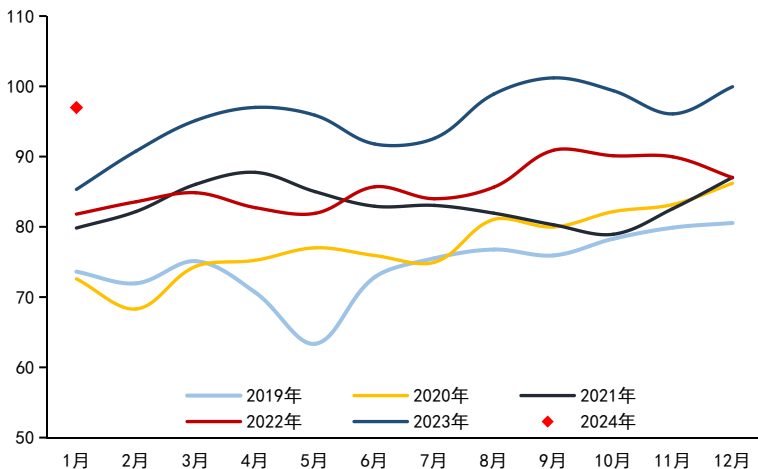
◆12月全球铜精矿产量196万吨

- 12月全球铜精矿产量196.2万吨，同比下降1.5%，2023年1-12月全球铜精矿累计产量2220万吨，同比增1.4%。

◆12月全球精炼铜产量200万吨

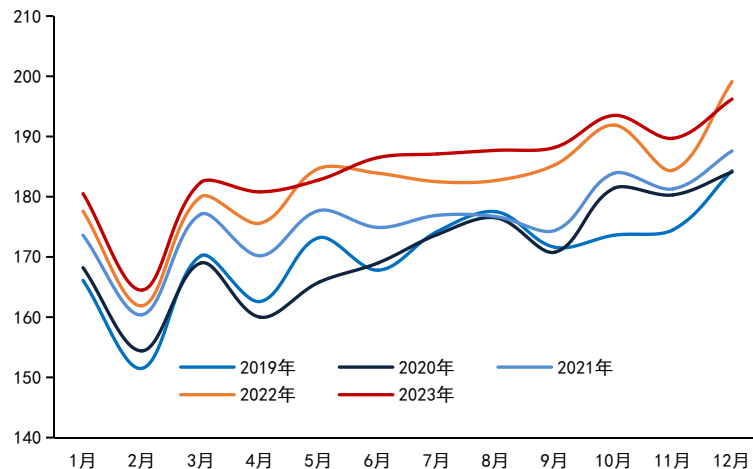
- 12月全球精炼铜产量199.6万吨，同比增7.8%，2023年1-12月全球精炼铜累计产量2257万吨，同比增4.9%。

图：中国精炼铜月度产量（万吨）



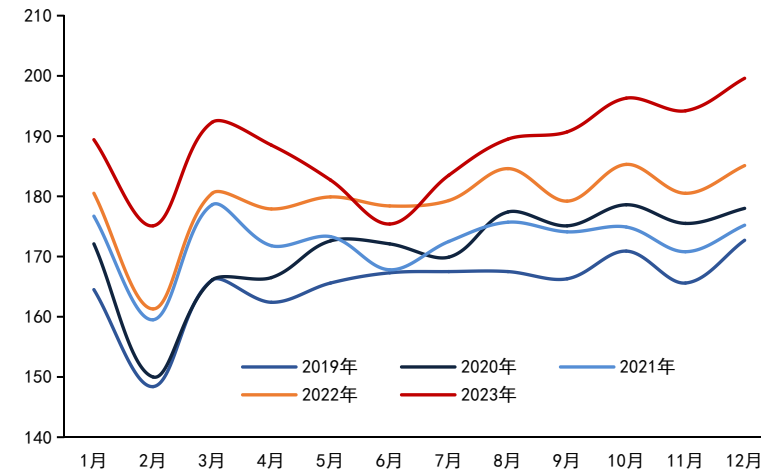
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：全球铜精矿月度产量（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球精炼铜月度产量（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

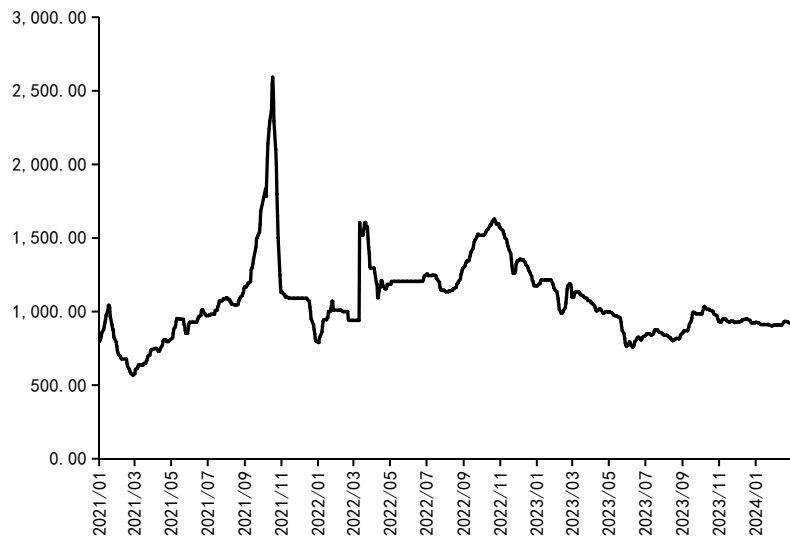
◆ 3月预焙阳极价格环比持平

- 根据百川资讯消息，山东某铝厂3月预焙阳极采购基准价相比2月价格持平，执行现货价3878元/吨。
- 动力煤价格方面，节后港口煤价一度涨至930元/吨以上，目前稳定在920-930元/吨。近两年电解铝企业用电价格呈上涨趋势，除煤炭价格波动外，火电机组容量电价政策、部分地区减少电力长协价格都推高了用电成本，以年度为单位来看，今年可能推升网电成本1-2分钱。

◆ 氧化铝现货价格逐步回落

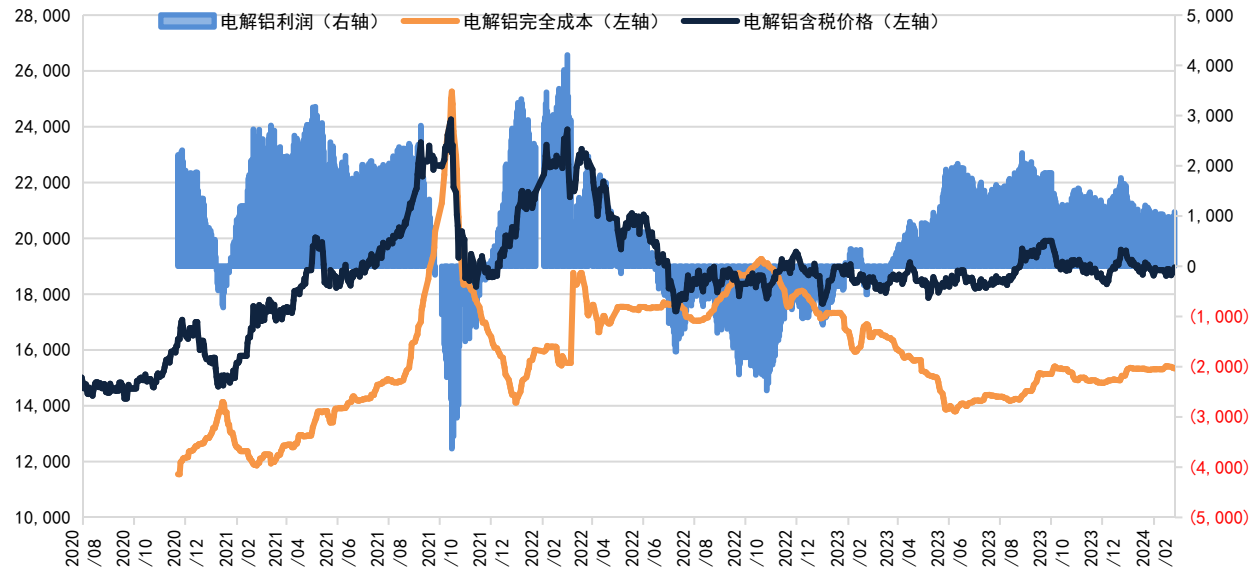
- 3月份重要会议后，北方矿山供给量增加，氧化铝价格有回落预期。现货成交价在回落，3月初甘肃某铝厂成交一批山西氧化铝，3270元/吨；山东氧化铝有低于3200元/吨成交。截至3月初，山西、河南的三网均价在3360元/吨附近，山东三网均价在3270元/吨附近。

图：环渤海动力煤价格（5500大卡，山西产，元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：山东地区铝冶炼厂利润（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

锌：精矿加工费继续走低

◆ 2023年全球锌精矿产量同比下降1.4%

- 根据国际铅锌研究小组数据，12月全球锌精矿产量108.9万吨，同比持平，1-12月份全球锌精矿产量1226万吨，同比下滑1.4%。

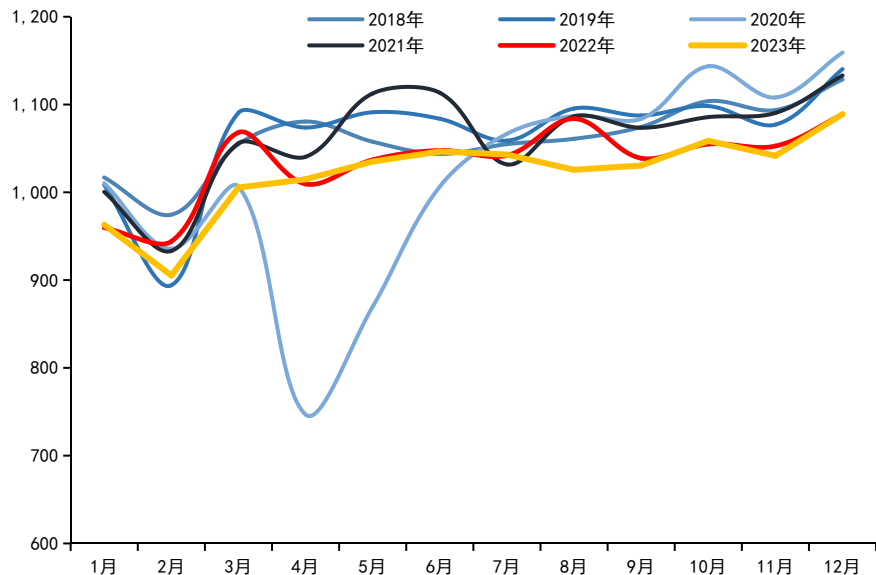
◆ 2023年全球精炼锌产量同比增加3.8%

- 根据国际铅锌研究小组数据，12月全球精炼锌产量117.3万吨，同比增加4.4%，1-12月份全球精炼锌产量1386万吨，同比增加3.8%。

◆ 国产锌精矿加工费跌至4000元/吨以下

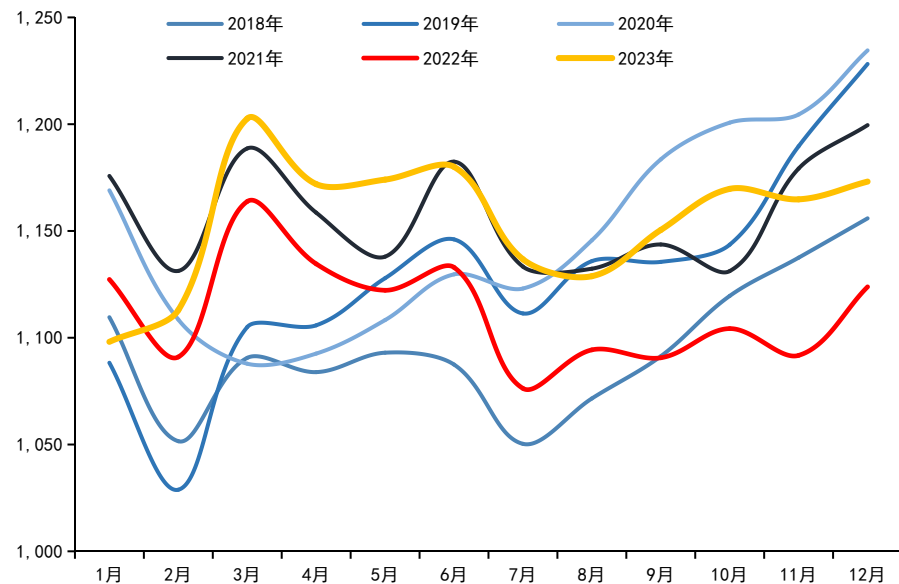
- 与铜类似，由于锌精矿产量收缩，而去年的冶炼产量高增长，锌精矿的加工费自去年2月份以来持续阴跌。截至2024年3月初，SMM报的国产锌精矿现货加工费跌至3800元/吨，进口锌精矿加工费80美元/吨，跌至2022年9月份以来新低。即使考虑锌价二八分成，锌冶炼厂也仅处在盈亏平衡线附近。

图：全球锌精矿月度产量（千吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球精炼月度产量（千吨）



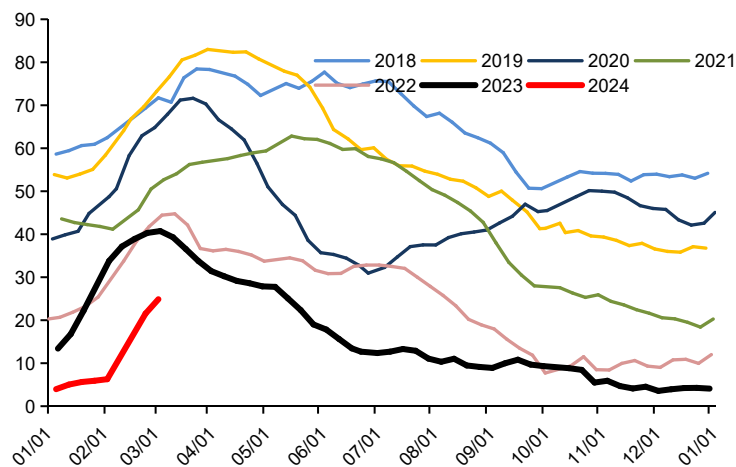
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

工业金属：处于春节后的累库期

◆ 库存均处于往年同期最低位置

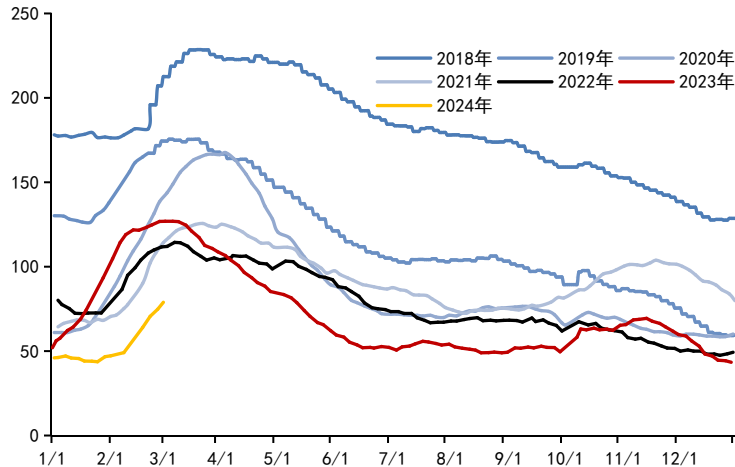
- 刨除2023年因疫情因素春节前后累库偏多之外，近几年来，工业金属在春节期间的库存高峰在逐年下降，原因是多方面的，如物流更加便捷、冶炼厂直发下游客户增加、初级产品转化率提升等。因此虽然铜、铝、锌的冶炼产量均处于历史高位，但显性库存在逐年下降。

图：国内铜库存（万吨）



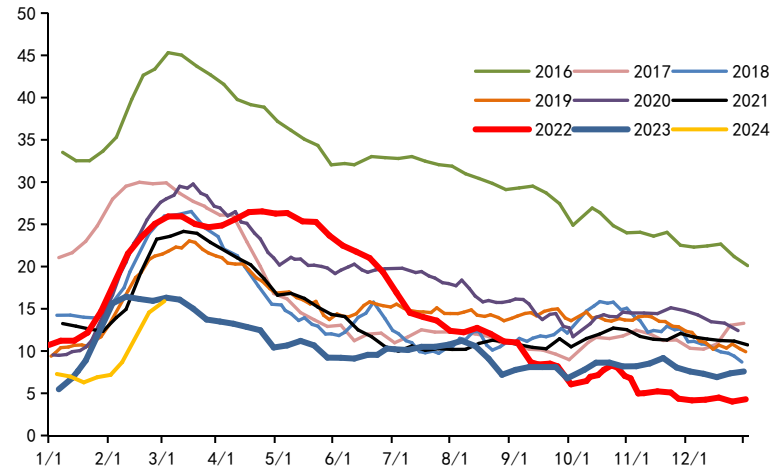
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内铝锭库存季节图（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内锌锭库存（万吨）



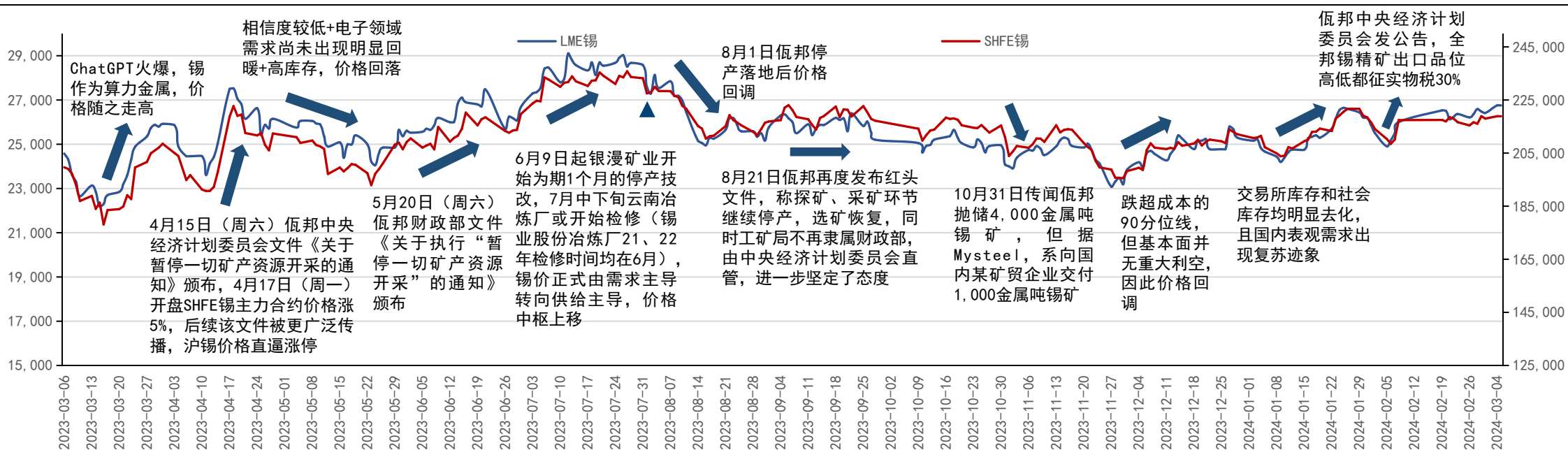
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锡：近一年价格复盘

锡和其他金属品种相比具有较为明显的独立行情，23年4-8月价格波动由供给因素主导，但长期来看主要为需求定价。23年以来的矿山停产：

- 1) 2023. 1. 12-2023. 3. 15，秘鲁全国唯一的锡矿——明苏公司旗下的圣拉斐尔锡矿，因当地爆发反政府抗议活动而停止矿山开采，为期2个月，影响3000吨左右的供应量。
- 2) 2023. 6. 9-2023. 7. 10，我国兴业银锡下属子公司银漫矿业因技改原因停产，为期1个月。技改前，公司锡精矿季度产量为700金属吨左右，技改后今年三季度产量为2,600金属吨左右，预计未来或可达到3,000吨/季度的水平。
- 3) 2023. 8. 1-?，缅甸佤邦地区停产，由于佤邦占缅甸锡供应的95%，因此佤邦停产可理解为缅甸停产。继4月15日《关于暂停一切矿产资源开采的通知》的文件后，佤邦在8月21日再次发布红头文件《关于收回矿权及后续事项的决定》，宣布恢复选矿，但探矿和采矿继续关停，并由执行中央经济计划委员会决定的负责人带队实地检查，以确认是否关停；且工矿局不再隶属财政部，由中央经济计划委员会直管，进一步坚定了态度。据SMM，佤邦地区选矿厂已于9月11日开始陆续复工，采矿和探矿继续停产。截至2024年3月，尚无复产迹象。

图：近一年以来锡价走势复盘（2023. 3. 6-2024. 3. 5）



资料来源：Wind，ITA，国信证券经济研究所整理

锡：品位下降、成本上升是不可逆的趋势

矿山品位下降，开采成本上升。全球范围内，由于能源成本上升、现有矿山品位下降等原因，锡矿成本上升是不可逆的大趋势。据国际锡业协会ITA数据统计，2022年全球锡矿现金成本曲线90分位线成本为23,171美金/吨，相比2020年增长36.31%；全球锡矿完全成本曲线90分位线成本为25,581美金/吨，相比2020年增长25.12%。另外ITA预计，全球锡矿完全成本曲线90分位线成本2027年将进一步提升至33,800美金/吨，相比2022年增长32.13%；2030年将进一步提升至68,547美金/吨，相比2022年增长1.5倍以上。从LME均价和全球锡矿开采成本的对比上来看，锡价在成本的90%分位线时会有小部分高成本矿山停产，75%分位线对锡价能够形成较好支撑，因此长期来看锡价中枢走高是比较确定的。

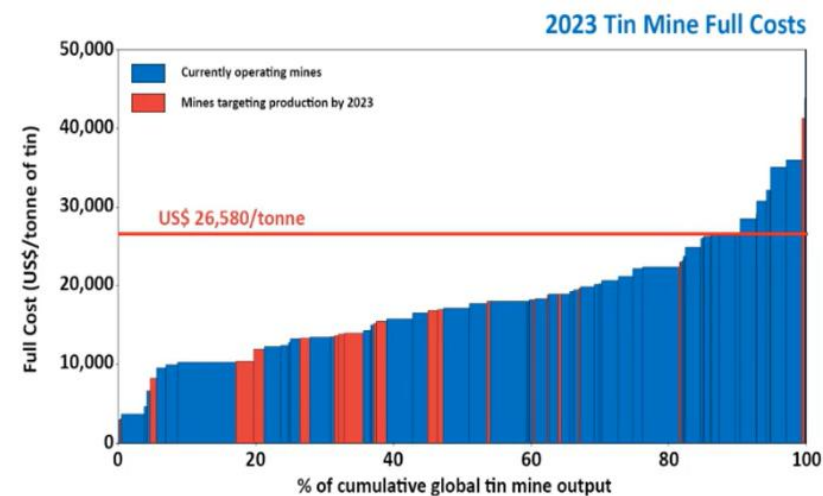
图：全球锡矿行业成本曲线将逐步抬升

Points on cost distribution				
	US\$/tonne			
NBP Cash Costs				
	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 7 201	\$ 10 728	\$ 11 418	\$ 16 625
4th Quartile	\$ 13 353	\$ 16 761	\$ 18 534	\$ 23 964
90th Percentile	\$ 19 805	\$ 19 539	\$ 23 171	\$ 36 290
NBP Full Costs				
	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 10 189	\$ 14 338	\$ 15 562	\$ 22 158
4th Quartile	\$ 17 305	\$ 19 783	\$ 22 634	\$ 31 408
90th Percentile	\$ 23 165	\$ 23 500	\$ 25 581	\$ 53 974
NBP Cash Costs (Real 2022)				
	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 5 329	\$ 9 334	\$ 11 418	\$ 21 114
4th Quartile	\$ 9 881	\$ 14 582	\$ 18 534	\$ 30 434
90th Percentile	\$ 14 655	\$ 16 999	\$ 23 171	\$ 46 089
NBP Full Costs (Real 2022)				
	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 7 540	\$ 12 474	\$ 15 562	\$ 28 141
4th Quartile	\$ 12 806	\$ 17 211	\$ 22 634	\$ 39 888
90th Percentile	\$ 17 142	\$ 20 445	\$ 25 581	\$ 68 547
US inflation index	0,74	0,87	1,00	1,27

Data: ITA Tin Production Cost Model. Costs per tonne of contained tin, net of by-product revenue (NBP). Assumes projects proceed as scheduled.

资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图：2023年全球锡矿开采完全成本曲线



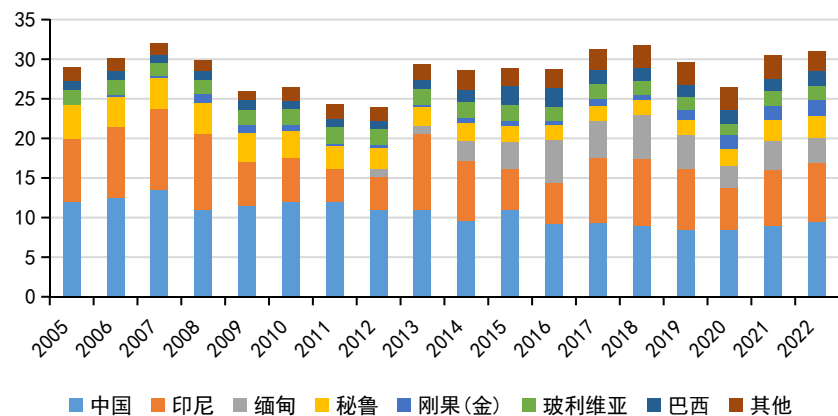
资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

锡：全球新增项目有限，供给具有刚性

全球锡矿新增项目有限。全球锡矿资源大型和特大型矿床数量相对较少，中、小型锡矿床数量偏多，且开采方式以地下开采为主。另外相较其他矿种，全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿床较少，新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量，因此全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。

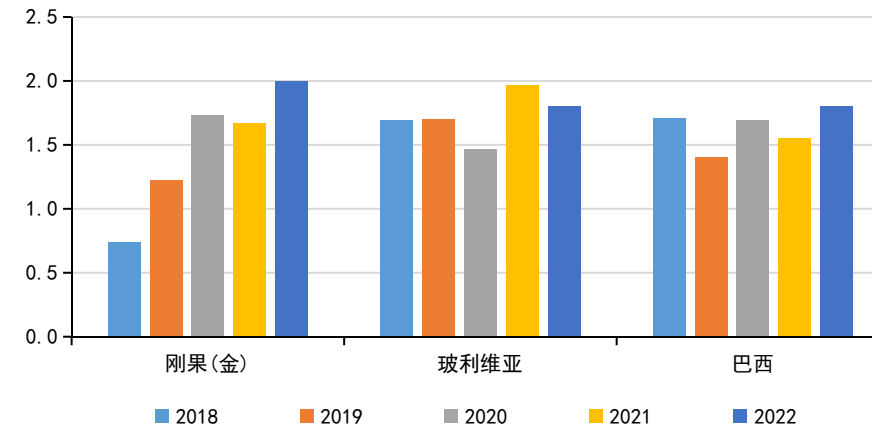
全球锡的主要供应国中，中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、大中型矿为主；东南亚地区印尼、缅甸和马来西亚等地区为全球最重要锡矿带之一，以砂锡矿、中小型矿为主；南美洲地区过去是全球主要的产锡地区，但由于以往过度开采导致该区目前开采锡资源的品位不断下降；非洲地区（刚果（金）、纳米比亚等）改变传统的手工和小规模生产方式，提高机械化，锡矿产量有所增加；俄罗斯锡资源储量较丰富但投资建设条件相对较差；澳洲地区虽然目前锡矿产量较低，但锡资源成矿条件好，未来有较大的扩产潜力，但大部分锡矿项目都要到2025年之后才能投产；而北美洲地区（美国、加拿大等）锡资源相对贫乏，但也在积极开展勘查研究工作。USGS数据显示，过去几年全球锡精矿供给稳定在30万吨上下的水平，但由于主要产区锡矿品位不断下降，叠加环保和政策性原因，或导致锡矿供给减少。

图：全球锡矿产量（吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图：刚果(金)、玻利维亚、巴西近五年锡矿产量（万吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

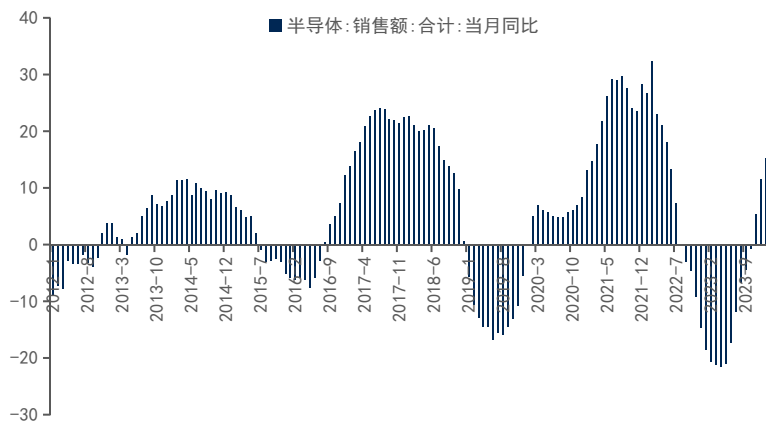
锡：佤邦修改精矿出口征税政策

全球半导体销售额已连续3月同比回正。锡焊料是最主要的消费领域，在全球锡消费中的占比高达49%。鉴于电子焊料在锡消费结构中的重要地位，锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数等指标相关性很高。2023.12-2024.1，全球半导体销售额分别为479.8/486.6/476.3亿美元，同比增速分别为+5.30%/11.60%/15.20%，环比增速分别为+2.92%/+1.42%/-2.12%，同比增速自2023年11月起持续为正。历史上来看费半和伦锡相关性较强，但近期锡价弹性明显不如费半，供给侧的压制消失后锡价和费半走势或将再次同步。

佤邦修改锡精矿出口征税政策。2024年2月7日，佤邦中央经济计划委员会发布“关于锡精矿出口统一收取实物税的通知”，称自当日起，全邦锡精矿出口暂停征收现金税，无论锡精矿品位高低，一律统一按30%税率收取实物税。此前20%以下的精矿不征收实物税，政策修改后，我国自缅甸进口锡精矿量将会有所下降。

新能源领域用锡也能够拉动锡消费。新能源用锡主要指的是光伏用锡及新能源汽车用锡：1) 光伏，锡在光伏中的应用为焊带的表面涂层，用量为72吨/GW，预计2023年光伏用锡2.5万吨，占锡消费6%，2025年或达4.2万吨，占锡消费10%；2) 新能源汽车，较传统燃油车而言锡需求翻倍，用量约700g/辆，因此电动汽车渗透率的提升可拉动锡需求。

图：全球半导体销售额当月同比（十亿美元，截至2024.1）



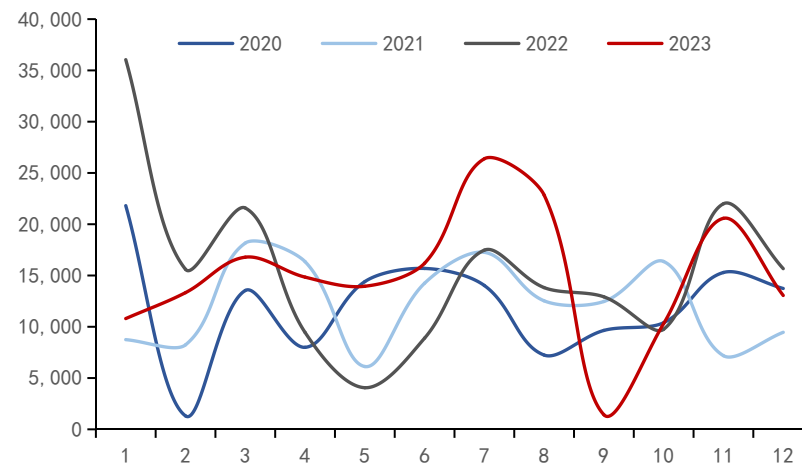
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费城半导体指数与LME锡收盘价对比（截至2024.3.5）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国自缅甸进口锡矿砂及精矿量（吨，截至2023.12）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

锡：交易所库存累库，冶炼加工费维持低位

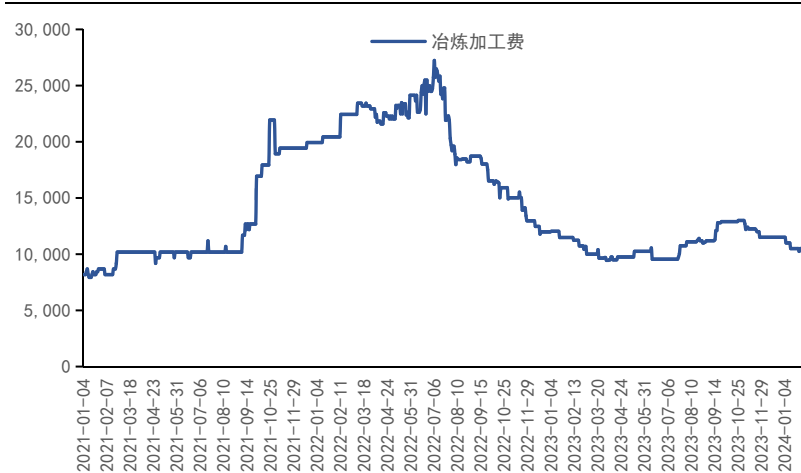
- ◆ **SHFE库存仍在增加。**截至3月1日，SHFE锡库存为10,610吨，较2月初增加1,926吨；LME锡库存为5,680吨，较2月初下降735吨；交易所库存合计16,290吨，较2月初增加1,191吨。2023年4月开始，交易所显性库存与锡价呈现正相关的异常走势，高价+高库存成为常态，或因随着金属价格的大幅上涨，产业链中下游囤货意愿不足，隐性库存向交易所显性库存转移。
- ◆ **冶炼加工费维持在1.05万元/吨。**根据百川盈孚数据，截至3月1日，锡锭价格为21.86万元/吨，锡精矿价格为20.81万元/吨，冶炼加工费（锡锭价格-精矿价格）为10,500元/吨，近两个月加工费保持稳定。
- ◆ **SMM数据显示，2023年11月-2024年1月我国锡锭月度产量分别为1.55/1.56/1.53万吨；百川盈孚数据显示，2023年11月-2024年1月我国锡锭月度产量分别为1.55/1.53/1.46万吨，10-11月冶炼开工率分别为65.77%/66.63%，11月开工率小幅提升。**

图：沪锡+伦锡库存与锡价走势对比（截至2024.3.1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：精矿持续紧张（元/吨，截至2024.3.1）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：国内锡锭产量及开工率（吨，截至2024.1）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

锡：供需有缺口，成本有支撑

- ◆ **2023年供需双弱，预计供需缺口6,000吨。**2023年锡的供给侧发生了多次无法预期的停产事件，如年初的秘鲁明苏矿山罢工和印尼出口许可证撤回、年中的银漫技改、下半年的佤邦资源整合等，使得锡的供给相较于去年下降1.9万金属吨左右。需求侧，由于锡下游50%都用作焊料，而焊料的一个重要应用场景是焊接电子元器件，今年1-10月全球半导体销售额累计同比-14.5%左右，因此我们假设除光伏焊带外，其他焊料需求今年同比下降15%。整体来看，2023年全球精锡的供需缺口约为6,000吨。
- ◆ **2024年需求有恢复性增长，预计供需缺口7,000吨。**锡矿供给相对刚性且不确定因素较多，2024年增量主要来自非洲、澳洲、我国银漫矿业以及缅甸和秘鲁的复产，预计2024年全球锡矿供给为38.5万金属吨，相较于今年增加2.3万金属吨（假设佤邦明年3月初复产，刨除缅甸和秘鲁的恢复性增长则增量为1.5万吨）。需求侧，2023年10月全球半导体销售额达到了466.2亿美元（同比-0.7%，环比+3.85%），相比于9月而言同比降幅收窄3.8个百分点，复苏迹象已现，我们预计2024年焊料需求增速可达到10%左右，精锡需求39.2万吨（+6.7%）。预计2024年供需缺口为7,000吨左右。
- ◆ **供需缺口叠加成本支撑，锡价中枢抬升动力较强。**由于能源成本上升、现有矿山品位下降等原因，锡矿成本上升是不可逆的大趋势，据ITA数据，2022年全球锡矿完全成本90分位线为25,581美金/吨，2023年则增加至26,580美金/吨。目前LME锡价在24,500美金/吨左右，有较强的成本支撑。从历史经验来看，锡是需求定价的品种，在半导体有望开启新一轮周期、供需有缺口、成本有支撑的合力作用下，2024年锡价中枢有望抬升。

表：全球精锡供需平衡测算（单位：万吨）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
需求合计	38.9	38.2	36.8	39.2	40.4
YOY	7.3%	-2.0%	-3.7%	6.7%	3.0%
锡焊料	19.1	18.8	17.5	19.6	20.5
锡化工	6.6	6.3	6.5	6.7	6.8
镀锡板	4.7	4.6	4.4	4.5	4.5
铅酸电池	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7
锡铜合金	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7
其他	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
供给合计	38.1	38.1	36.2	38.5	39.5
YOY	12.1%	0.0%	-5.0%	6.4%	2.6%
增量：					
中国			0.4	0.4	0.2
印尼			-1.5	0.0	0.0
缅甸			-0.8	0.5	0.0
秘鲁			-0.4	0.4	0.0
刚果(金)			0.1	0.4	0.4
澳大利亚			0.1	0.3	0.1
玻利维亚			0.1	0.0	0.0
巴西			0.1	0.1	0.0
其他国家			0.1	0.2	0.2
回收			0.0	0.1	0.1
全球平衡（供给-需求）	-0.8	-0.1	-0.6	-0.7	-0.8

资料来源：ITA, USGS, 相关上市公司公告, 国信证券经济研究所整理

新能源金属行业分析

供给端干扰因素频发，锂、镍价格有所反弹

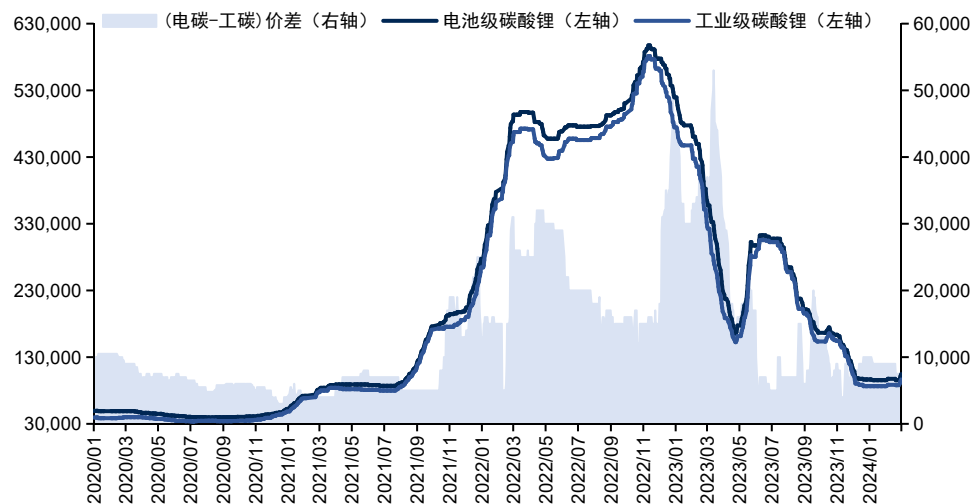
- ◆ **2月锂价有所反弹：**2月末国产电池级碳酸锂报价10.15万元/吨，相较上月末上涨6%；国产电池级氢氧化锂报价8.45万元/吨，相较上月末上涨2%；此前需求疲软是导致锂价加速下滑的主要因素，锂价在2023年四季度快速探底后企稳，今年1-2月份锂价总体在底部平稳运行，春节后有所反弹。我们认为近期现货市场锂价的上涨，更多还是来自期货市场的带动，碳酸锂主力合约2407自2月21日开始出现快速反弹，仅不到两周时间，涨幅达到约30%，而本轮期货价格反弹的主要原因是来自于供给端，国内外减产、停产消息持续扰动市场的情绪，尤其是在国内，江西宜春地区的环保问题有所发酵，是否会引发当地锂云母提锂企业大面积停产引发市场的关注；而需求端，在春节之后，下游材料企业逐步有补库的预期，但补库强度如何还有待进一步观察。
- ◆ **2月钴价底部横盘：**2月末MB标准级钴报价16.75美元/磅，相比月初上涨约3%；国产电钴报价20.45万元/吨，和月初持平；原料主流供应商计价系数在55%-57%左右。1-2月国内钴原料到港量持续且社会库存相对较多，供应充足但市场上流通货源较为集中，低价货源难寻，另外钴价影响因素主要在于需求端，1月电钴下游有节前备货的需求，2月受春节假期影响需求转弱，春节后下游部分企业维持刚需采购，钴盐下游需求相对平淡。另外市场对钴远期供需格局信心不足，预计钴价后市或仍偏弱运行，总体仍在磨底的阶段。
- ◆ **2月镍价震荡上行：**2月末LME镍报价1.78万美金/吨，较月初上涨9.95%；沪镍报价13.77万元/吨，较月初上涨8.44%。2月镍价涨幅较明显，主要是受到印尼RKAB审核延误影响，印尼今年将RKAB的有效期从一年延长至三年，以减少企业申请配额的频率，矿工和冶炼公司一直对审批的延误感到担忧，Mysteel表示，据印尼矿业部官员矿业部表示，截止2024年2月26日，印尼已批准1.45亿吨镍矿的采矿配额（3年期总量），该量级约占目前印尼镍矿需求市场的25%附近。另外，近期嘉能可和必和必拓等多个海外镍企宣布下调产量指引。

锂：春节后锂价有所反弹

2月锂价有所反弹：2月末国产电池级碳酸锂报价10.15万元/吨，相较上月末上涨6%；国产电池级氢氧化锂报价8.45万元/吨，相较上月末上涨2%；此前需求疲软是导致锂价加速下滑的主要因素，锂价在2023年四季度快速探底后企稳，今年1-2月份锂价总体在底部平稳运行，春节后有所反弹。我们认为近期现货市场锂价的上涨，更多还是来自期货市场的带动，碳酸锂主力合约2407自2月21日开始出现快速反弹，仅不到两周时间，涨幅达到约30%，而本轮期货价格反弹的主要原因是来自于供给端，国内外减、停产消息持续扰动市场的情绪，尤其是在国内，江西宜春地区的环保问题有所发酵，是否会使得当地锂云母提锂企业大面积停产引发市场的关注；而需求端，在春节之后，下游材料企业逐步有补库的预期，但补库强度如何还有待进一步观察。

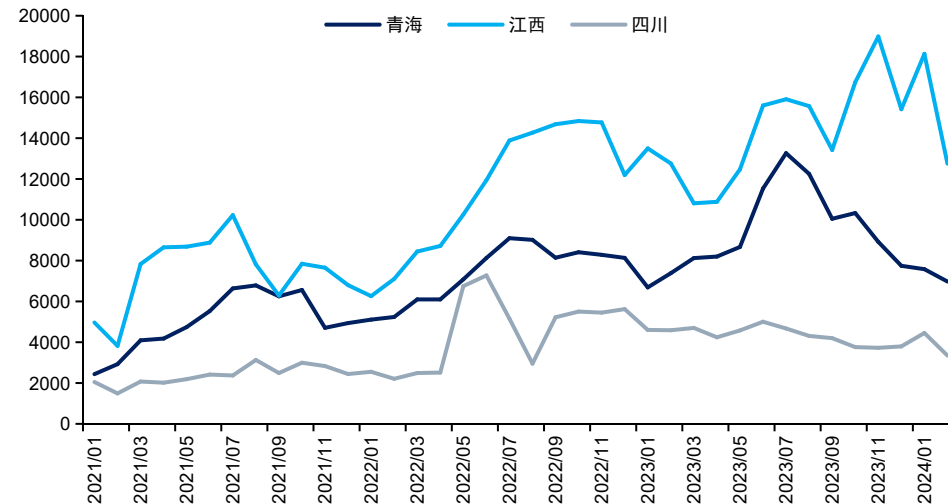
当前时间点对于锂价的看法：我们认为，锂价更有可能在10万元/吨左右窄幅震荡。供给端，全球新增锂资源项目仍会逐步放量，主要包括非洲几个由中资企业主导开发的锂辉石项目，以及国内几个由头部锂电企业主导开发的锂云母项目，但这些项目的成本相对来说是比较高的，对锂价会有一些的支撑；需求端，国内终端新能源汽车市场的表现好于预期，车企接连降价有望提振新能源汽车消费，从中游材料厂和电池厂的排产来看，头部企业3月排产相对强势，但产业链仍有接近2个月左右的产成品库存，实际对上游锂盐产品的补库力度有待进一步观察。从全年的时间维度来看，全球锂盐供需过剩的格局并未发生实质性逆转，所以从这个角度来看，中长期过剩的预期或许会压制本轮锂盐期货和现货价格上涨的空间。

图：国内电池级碳酸锂和氢氧化锂价格（元/吨，含税价）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

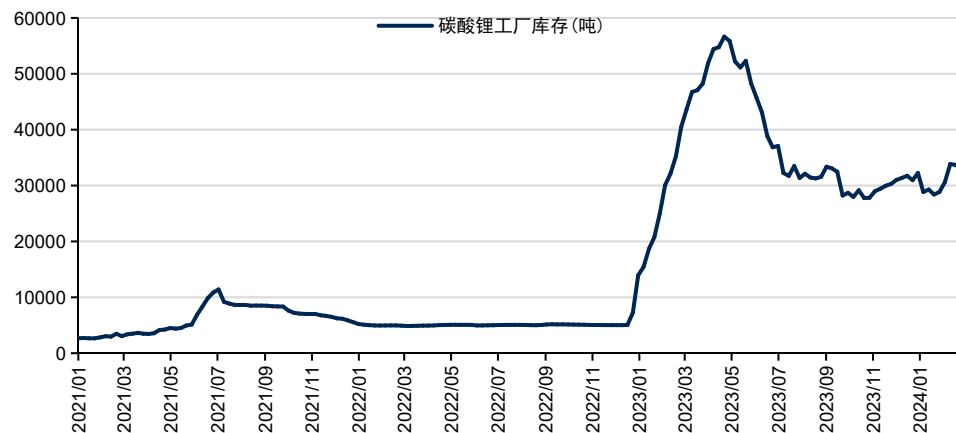
图：国内碳酸锂和氢氧化锂产量（月度值，吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

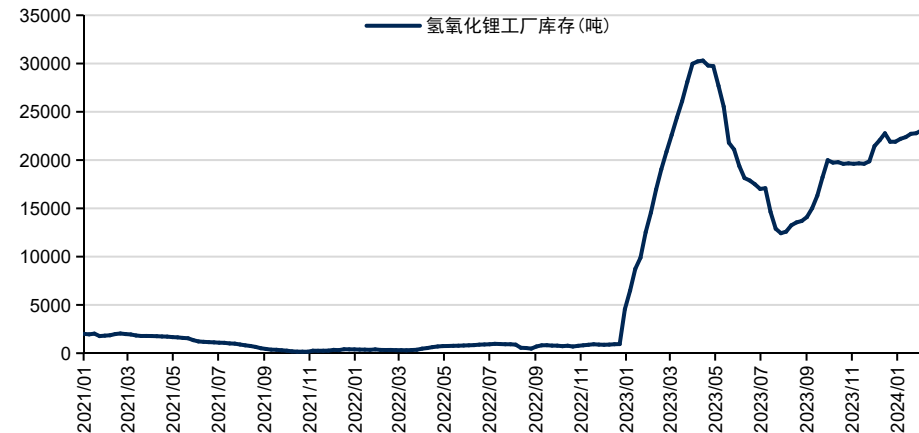
锂：春节后锂价有所反弹

图：碳酸锂工厂库存（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：氢氧化锂工厂库存（吨）



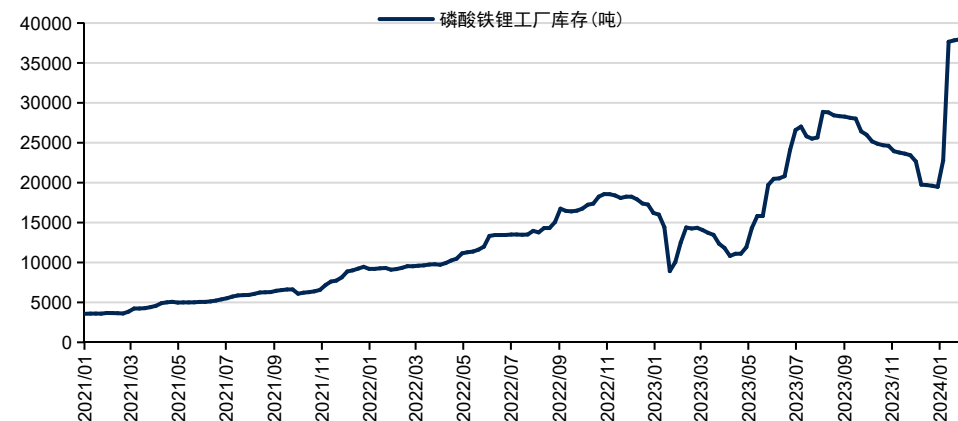
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：三元材料工厂库存（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：磷酸铁锂工厂库存（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

锂：全球锂资源供给逐步进入放量期

- ◆ **澳洲锂矿**是全球最容易开发的锂辉石资源，当地矿业发达、法律法规齐全、基础设施良好。2023年新增产能包括由Core Lithium所主导开发的Finniss项目、由Mineral Resources和赣锋锂业所主导开发的Marion技改项目。目前澳洲锂矿仍是国内锂盐厂最主要的原料来源，但之后随着非洲锂矿大量涌入市场，澳洲锂矿商的定价权将有所削弱。23Q4多家澳洲锂矿商采用“M+1”的定价方式，国内锂盐厂希望通过定价方式的改变，尽量减少运输和生产周期过程中，锂价下跌所造成的损失。1月，全球最大锂辉石矿山Greenbushes长协包销定价模式发生更改，将采用(M-1)来结算；澳矿23Q4财报陆续披露，成本指引均出现明显下调，以应对市场价格调整的风险；Core公司宣布暂停旗下Finniss矿山项目的采矿作业，但选矿作业继续运行。2月，多家海外锂矿企业发布公告称**削减资本开支，部分锂矿企业下调产量指引**，其中Greenbushes下调2024财年的产量指引为130-140万吨，Mt Cattlin下调2024财年的产量指引为13万吨。
- ◆ **南美盐湖资源**储量丰富且品质高，但开发难度大，存在环评审批、高海拔、淡水资源、配套基建等多种因素的限制，需要大规模的资本开支、成熟的技术水平和项目团队支持。2023年，南美盐湖当中投产且放量的新项目只有赣锋锂业和美洲锂业所主导开发的Cauchari-Olaroz盐湖项目，另外，由紫金矿业所主导开发的3Q盐湖项目年产2万吨碳酸锂第一阶段于2023年12月投料试车成功。展望2024-2025年，南美盐湖有望进入盐湖提锂产能&产量快速释放的阶段。2月，SQM发布23Q4的锂盐销量规模为历史新高的5.1万吨，2023年全年销量规模为17万吨，且预计2024年全年销量规模同比增长约5-10%。
- ◆ **非洲锂矿资源**储量丰富，矿石品位高，过去两年中资企业大规模进入到非洲大陆的锂矿项目，主要是因为非洲的矿业环境对于中资企业更加友善，到目前为止中资企业开发非洲锂矿总体进展速度还是比较快的，中资企业在矿山资源开发的效率优势充分体现出来，且于2023年下半年开始，非洲矿陆续运出，陆续到港，已开始形成有效产出。但目前来看，非洲矿成本相对较高，或对锂价形成比较有利的支撑。

表：2023年投产的非洲锂矿项目信息汇总

公司	矿山	国家	矿石量 (Mt)	资源量 (万吨LCE)	品位	产能规划
华友钴业/TIMGO	Arcadia	津巴布韦	72.7	190	1.06%	项目建成后原矿处理规模将达到15,000吨/天，年产能23万吨透锂长石精矿+29.7万吨锂辉石精矿，折合年产约5万吨LCE，项目建设周期1年；2023年3月Arcadia项目全部产线已完成安装调试工作并投料试生产，成功产出第一批产品。
盛新锂能/Liujun	萨比星锂钽矿	津巴布韦	——	——	——	项目设计原矿生产规模90万吨/年，折合锂精矿约20万吨，项目于2023年5月试车投产。
中矿资源	Bikita	津巴布韦	65.42	183.78	1.16%	新建200万吨/年透锂长石精矿(技术级和化学级透锂长石柔性生产线)选矿改扩建工程和200万吨/年锂辉石精矿选矿工程，两个项目于2023年7月初相继建设完成并正式投料试生产，达产后公司将拥有锂辉石精矿产能30万吨/年、化学级透锂长石精矿产能30万吨/年或技术级透锂长石精矿产能15万吨/年，预计将形成折合约6万吨LCE/年的产能规模。
雅化集团控股公司KMC	Kamativi	津巴布韦	18.22	57	1.25%	根据开发计划，雅化集团将分两期开发Kamativi矿山，一期每年处理锂矿石30万吨，预计2023年内投产，目前一期的破碎段已进行单机空载调试和带料试车；二期每年开采和处理锂矿石约200万吨，预计2024年投产，届时Kamativi锂矿每年生产锂精矿规模将超过35万吨。
Abyssinian Metals	Kenticha	埃塞俄比亚	——	100万吨以上	1.03%	项目一期20万吨/年产线的锂精矿预计将在2024年2季度开始交付。

资料来源：各公司公告，安泰科，国信证券经济研究所整理

锂：全球锂资源供给逐步进入放量期

- ◆四川甘孜州和阿坝州锂辉石资源储量丰富，但开采难度相对较高，主要受自然条件恶劣与矿山基建薄弱影响。四川省主要锂辉石项目中，目前在产的只有康定市甲基卡锂辉石矿和金川县业隆沟锂辉石矿；而金川县李家沟锂辉石矿目前在建105吨/年采选项目，预计2024年投产。四川省其余锂矿目前均无开采预期，雅江县措拉锂辉石矿处于缓建+设计优化过程中，雅江县德扯弄巴锂辉石矿尚未开始，马尔康县党坝锂辉石矿处于停产状态。
- ◆江西宜春地区是锂云母的主要生产基地，锂云母资源属于埋藏浅、露天开采、比较容易开发的锂矿资源。从2023年下半年开始，由宁德时代所主导开发的柃下窝项目以及由国轩高科所主导开发的水南段项目逐步放量，此外预计这两个项目投产初期所对应碳酸锂成本相对较高。另外，由江特电机所主导开发的茜坑项目仍处于办理采矿证的过程中，近期有了新进展，有望在短期内拿到采矿证，正式进入到开发阶段。近期江西宜春地区锂云母提锂的环保问题备受市场瞩目，除正常在春节期间停产检修之外，当地环保部门组织了相关环保督察的会议，另外市场也在讨论冶炼锂渣是否会定义为“危废”的问题，据Mysteel数据，尾渣储存处理价格为35元/吨/年，若认定为“危废”，则储存处理需要2000元/吨/年。我们认为，江西宜春地区供给端干扰因素频发，是造成近期碳酸锂期货异动的主要因素，但更多还是情绪上的影响，而至于实际会影响多少产量，仍有待进一步观察。

表：江西省主要锂云母矿山汇总

矿床	所属企业	状态	矿区面积	生产规模	矿石量	Li ₂ O资源量	Li ₂ O品位
宜春钽铌矿(414)	江西钨业	在产	5.2175 km ²	231万吨/年	13855万吨	50.40万吨	0.38%
白市村化山瓷石矿	永兴材料70%；宜春时代30%	在产	1.8714 km ²	900万吨/年	4507万吨	NA	0.39%
白水洞高岭土矿	宜春国轩51%；永兴材料49%	在产	0.7614 km ²	150万吨/年	731万吨	2.62万吨	NA
狮子岭锂瓷石矿	江特电机	在产	0.1114 km ²	120万吨/年	1403万吨	8.02万吨	0.55%
袁州区新坊钽铌矿	江特电机	在产	0.0739 km ²	60万吨/年	382万吨	NA	0.5-0.7%
宜丰县花桥大港瓷土矿	九岭锂业70%；宜春时代30%	在产	0.5000 km ²	150万吨/年	9192万吨	NA	0.51%
宜丰县东槽鼎兴瓷土矿	同安矿产品58.83%	在产	0.5990 km ²	120万吨/年	超过5500万吨	NA	NA
宜丰县茜坑矿	江特电机	办理采矿证	10.3800 km ²	300万吨/年	11000万吨	51.22万吨	0.46%
割石里矿区水南段瓷土矿	宜春国轩	在产	0.2600 km ²	300万吨/年	5507万吨	18.18万吨	0.33%
柃下窝矿区陶瓷土	宁德时代	在产	6.4400 km ²	1000万吨/年	96025万吨	265.678万吨	0.28%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

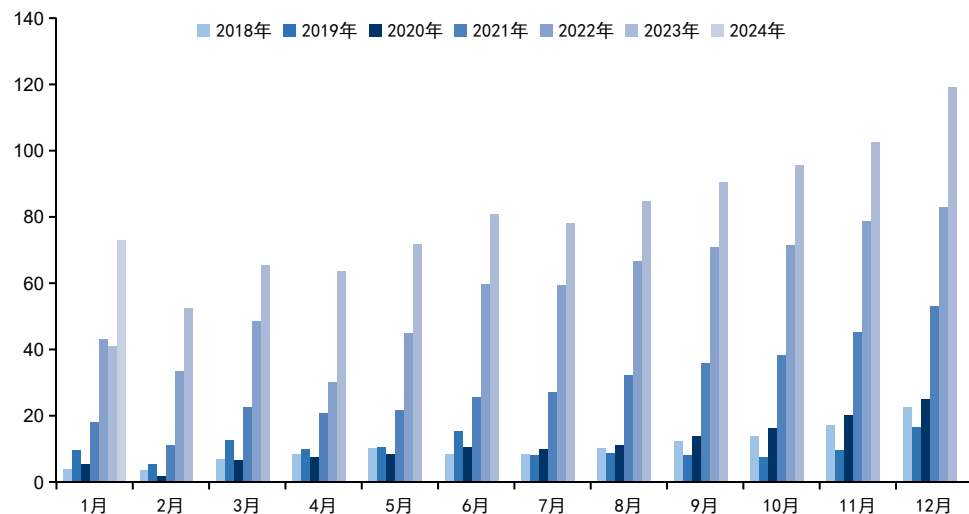
- ◆青海&西藏是国内主要的盐湖产业基地，随着对工艺路线的不断探索，不同企业形成适合自身资源特征的方法。国内盐湖提锂总产能已经超过10万吨/年，且扩张潜力巨大，但同时也面临着高镁锂比、配套基础设施不足或高海拔等多种因素限制，目前还远未达到我们国内盐湖提锂产能大规模投产的时间点，我们认为这个时间点会在2024-2025年之间，届时由盐湖股份所主导开发的察尔汗盐湖项目、由西藏矿业所主导开发的扎布耶盐湖项目、由藏格矿业所主导开发的麻米错盐湖项目以及由紫金矿业所主导开发的拉果错盐湖项目都将带来比较可观的产能增量。

锂：国内电车单月销量同比高增，节后材料企业有补库预期

首先从终端新能源汽车产销量数据来看：2022年国内新能源汽车产销量规模分别为705.8和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%，渗透率达到25.6%。2023年国内新能源汽车产销量规模分别为958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%，渗透率达到31.6%。2024年1月，国内国内新能源汽车产销量规模分别为78.7万辆和72.9万辆，环比分别下降32.9%和38.8%，同比分别增长85.3%和78.8%，渗透率29.9%。

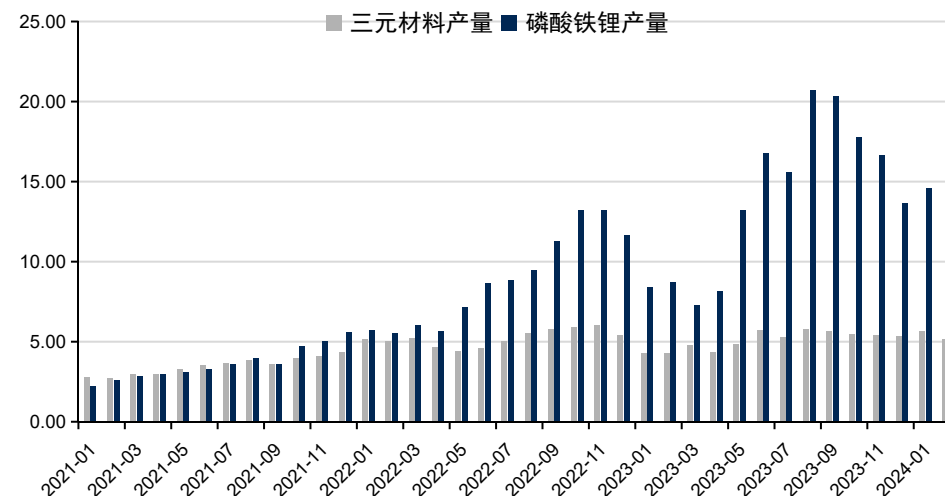
另外从国内正极材料企业产销量数据来看：百川资讯数据显示，2023年国内三元材料总产量61.11万吨，同比-2.6%；国内磷酸铁锂总产量167.16万吨，同比+57.2%。2024年1月，由于2月订单前置导致1月补库迹象较为明显，1月需求相对平稳弱势运行，其中三元材料产量5.64万吨，环比+5.9%，磷酸铁锂产量14.56万吨，环比+6.5%；2月有春节因素的影响，下游需求环比减弱，其中三元材料产量5.14万吨，环比-8.8%，磷酸铁锂产量12.67万吨，环比-13.0%；进入3月，下游材料企业逐步有补库的预期，但由于材料企业手上仍有一定的锂盐库存，近期锂价上涨，上下游博弈加剧，3月材料企业补库力度有多强仍有待进一步观察。

图：中国新能源汽车销量数据（万辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图：中国正极材料生产量（万吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

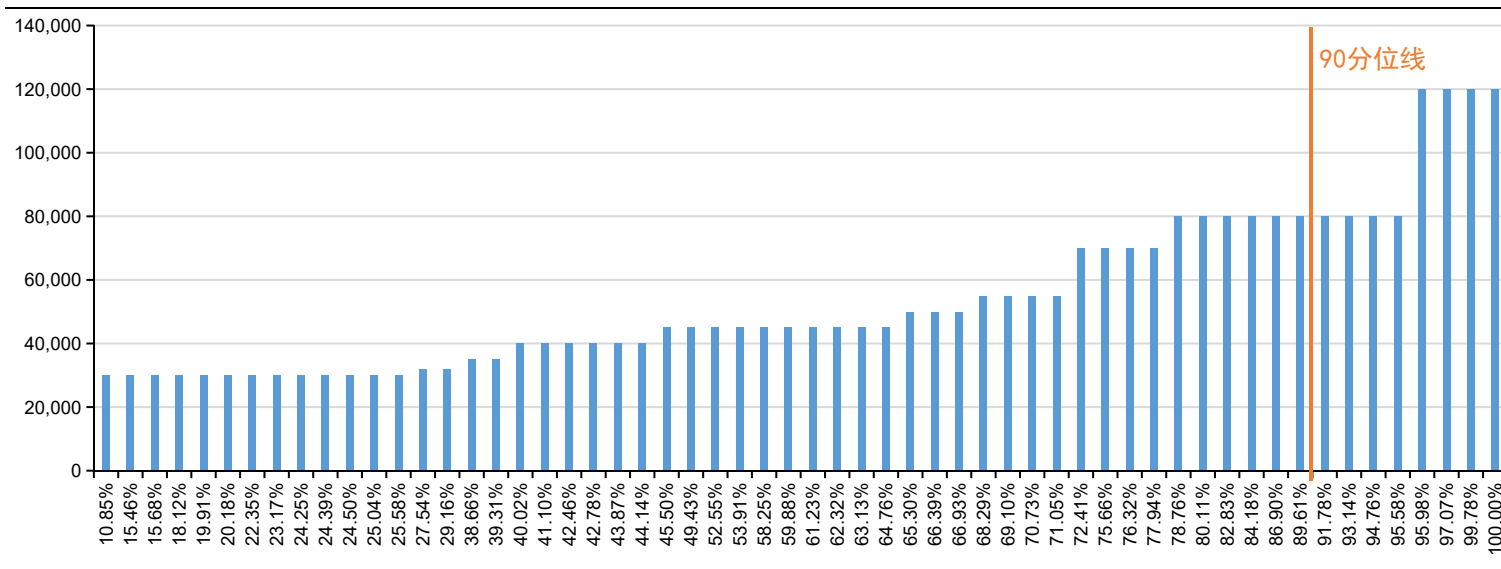
锂：锂价将重回边际成本定价

全球锂资源供需过剩的格局目前未有实质性的转变。展望2024-2025年，越来越多的企业在加快资源端布局，且经历过2-3年左右开发周期之后，供给将逐步进入放量期，澳洲锂矿、南美盐湖、非洲锂矿和国内的锂资源均能贡献比较可观的增量；需求端，新能源车和储能领域的发展仍将快速带动锂消费，且锂也会有更多的应用场景逐步推出，我们预计全球锂需求年均复合增速仍有望达到25%以上。综上，在需求端成长确定性比较强的同时，供给端也在加速落地，随着前期投入开发的项目逐步进入投产期之后，供给端释放的速度可能会更快一些，锂供需总体将呈现过剩的格局，过剩幅度不到10%。

所以基于前文的分析，我们认为锂价将重回边际成本定价，行业成本曲线90分位线的位置对价格将会有强支撑，同时考虑到下游需求将保持高增速，锂价有望始终维持在行业成本曲线90分位线以上的位置，所以我们给到锂价中长期的价格中枢是9-10万元/吨，在这个价格水平下，一些品质相对来说比较差的资源可能会面临产能的出清，同时也能支持一些优质的资源不断得到开发，以满足下游需求的增长。

另外从股票的角度而言，锂矿标的股价在经历长达1年左右的调整之后，我们认为基本上已经调整到位，目前主流标的的市值当中隐含的锂价假设条件也在9-10万元/吨范围内，随着锂价调整到位之后，锂价对股价的影响会逐步减弱，而股价涨跌将更多受到下游需求预期变化的影响，更多受到终端新能源车和储能领域需求预期变化的影响。

图：2025年全球锂资源行业成本曲线（折合LCE，元/吨）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

2月钴价底部横盘：2月末MB标准级钴报价16.75美元/磅，相比月初上涨约3%；国产电钴报价20.45万元/吨，和月初持平；原料主流供应商计价系数在55%–57%左右。1–2月国内钴原料到港量持续且社会库存相对较多，供应充足但市场上流通货源较为集中，低价货源难寻，另外钴价影响因素主要在于需求端，1月电钴下游有节前备货的需求，2月受春节假期影响需求转弱，春节后下游部分企业维持刚需采购，钴盐下游需求相对平淡。另外市场对钴远期供需格局信心不足，预计钴价后市或仍偏弱运行，总体仍在磨底的阶段。

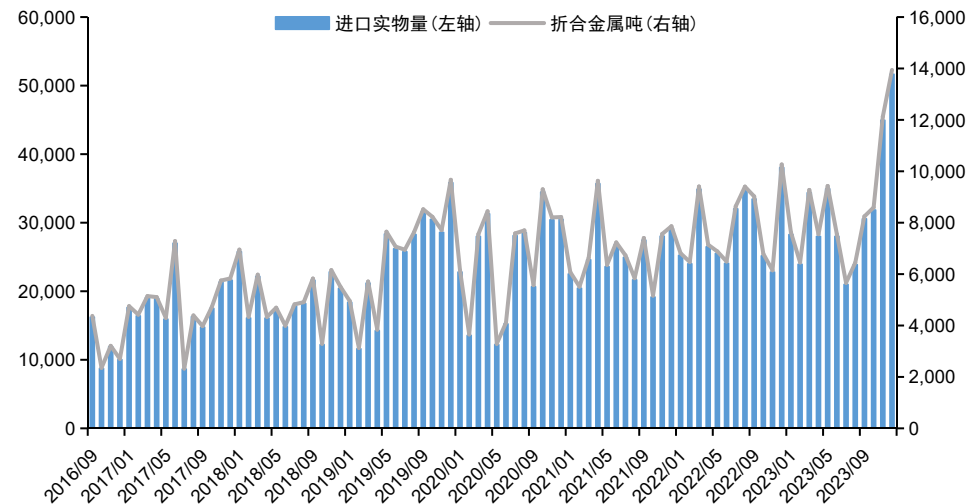
国内钴中间品整体供应相对充足。2022年中国钴精矿进口实物量约2.63万吨，折合约1970金属吨，同比+38.2%；钴中间品方面，2022年中国钴湿法冶炼中间品进口实物量约34.62万吨，折合约9.54万金属吨，同比+14.0%；综上2022年中国钴精矿和钴湿法冶炼中间品进口量合计约9.54万金属吨，同比+14.4%。2023年中国钴精矿进口实物量约1.68万吨，折合约1262金属吨，同比-36.0%；钴中间品方面，2023年中国钴湿法冶炼中间品进口实物量约38.11万吨，折合约10.29万金属吨，同比+10.1%；综上2023年中国钴精矿和钴湿法冶炼中间品进口量合计约10.42万金属吨，同比+9.1%。

图：钴价底部震荡



资料来源：MB，亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

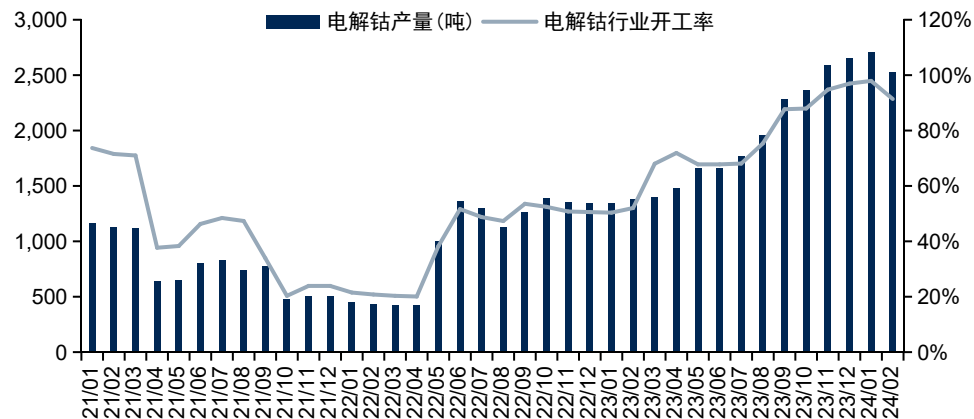
图：中国钴湿法冶炼中间品进口情况（吨）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

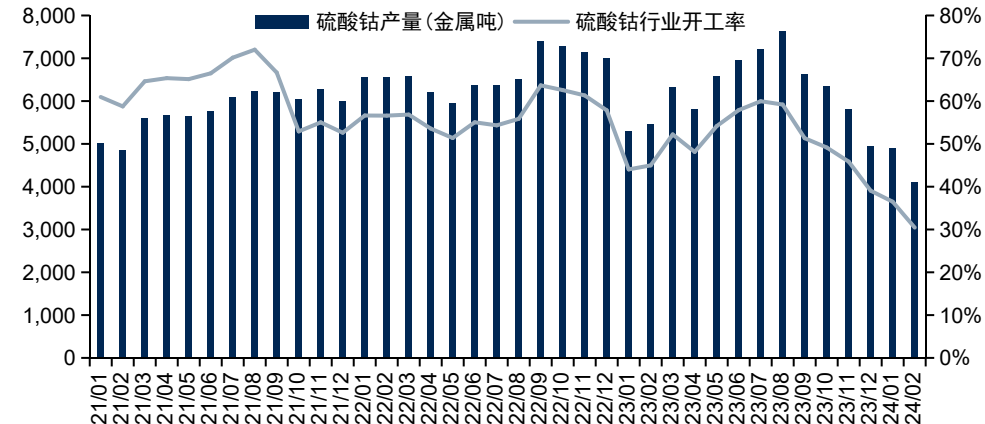
钴：钴价底部横盘

图：电解钴产量和开工率



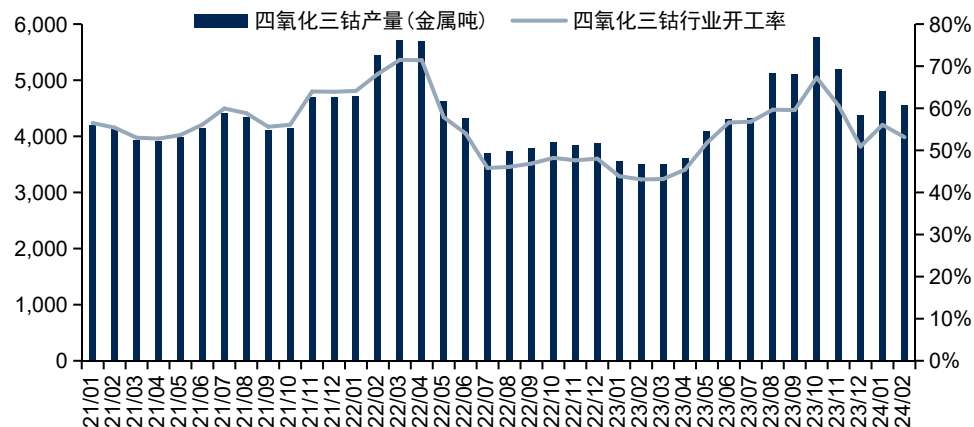
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：硫酸钴产量和开工率



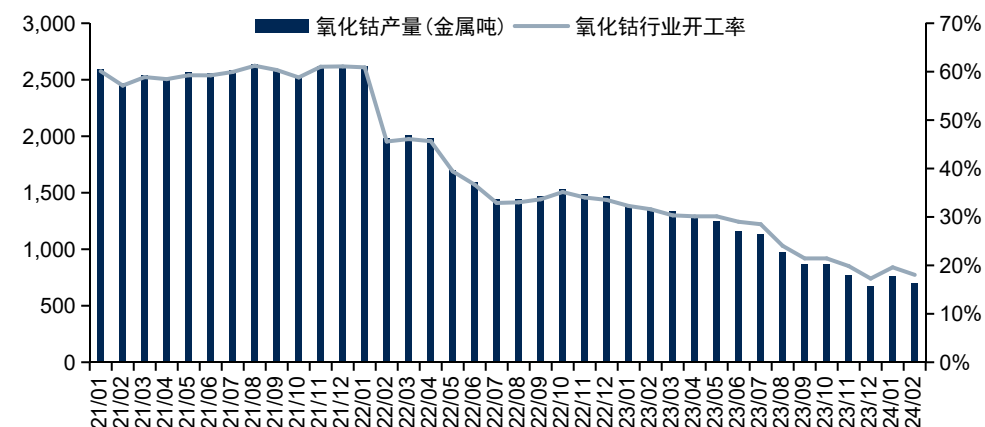
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：四氧化三钴产量和开工率



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：氧化钴产量和开工率



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

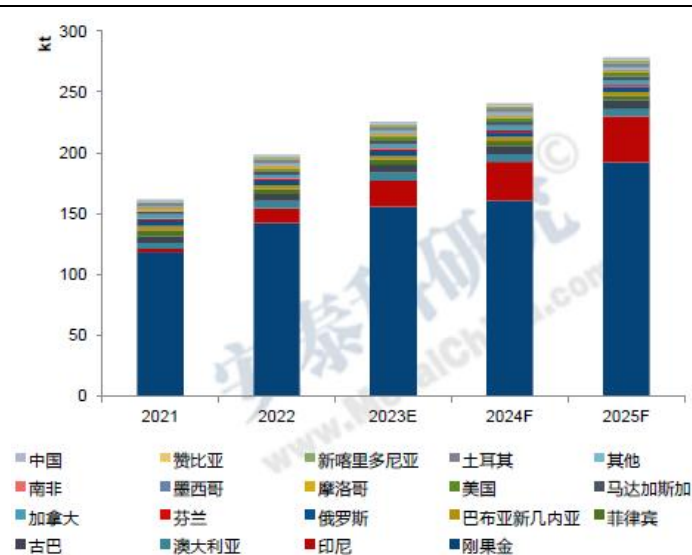
钴：全球钴原料供应相对宽裕

全球钴原料供应相对宽裕。安泰科数据显示，2022年全球钴原料产量约19.8万吨，同比增长约21%，其中刚果(金)产量14.2万吨，印尼产量1.2万吨；另外预计2023年全年钴原料产量将达到约23万吨，同比增长约16%。

全球两大钴矿龙头仍有较大增长潜力：①嘉能可作为全球最大的钴矿供应商，旗下钴核心资产是位于刚果(金)的Mutanda铜钴矿和Katanga铜钴矿。Katanga矿于2018年复产，近几年产能逐步爬坡；Mutanda矿于2021年复产，近几年产能逐步爬坡。嘉能可2022年钴矿产量约4.38万吨，同比增长约40%，约占全球总供给量的22%；2023年钴矿产量约4.13万吨，在此前产量指引(3.8±0.4)万吨范围内；2024年钴矿产量指引在3.5-4.0万吨。②洛阳钼业拥有全球顶级铜钴矿山，两大世界级项目的建设及投产将使公司成为全球最大的钴生产商。公司加速推进TFM混合矿项目与KFM项目。2023年上半年，TFM混合矿中区项目顺利投产，KFM铜钴矿达到设计产能，预计达产后TFM铜钴矿将增加铜年产量20万吨、钴年产量1.7万吨，KFM将增加铜年产量9万吨、钴年产量3万吨，公司铜钴产能将实现大幅提升，其中钴产能将超过7万吨/年。根据洛阳钼业最新的公告显示，公司2023年钴金属产量约5.55万吨，同比+174%。

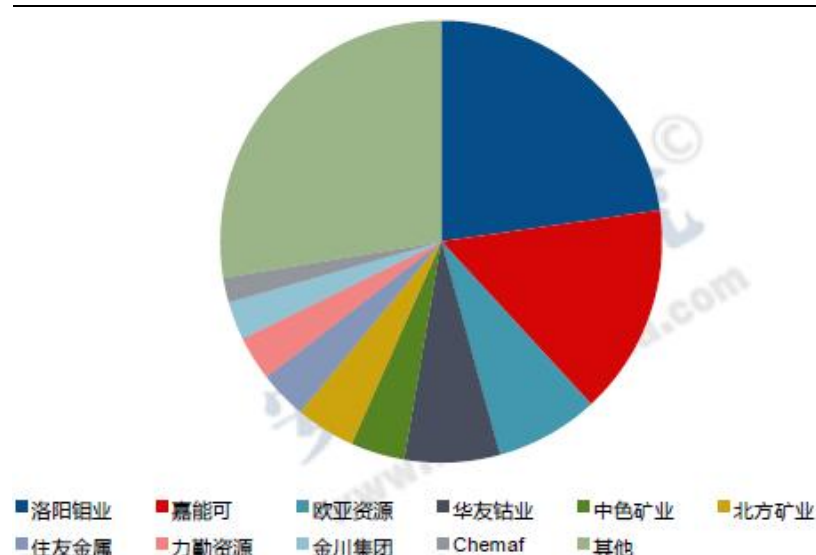
印尼镍钴项目的推进将重塑行业格局：印尼是全球镍资源储量最丰富、镍矿产量最大的国家。高压酸浸HPAL(High Pressure Acid Leach)工艺可以处理印尼低品位红土镍矿，可以回收其中的有价元素钴，能耗低、碳排放量少，较其他工艺路线具有显著的成本优势，目前满产运行的HPAL项目具有很强的盈利能力。另外，印尼丰富的低品位镍矿储量使得该工艺资源限制小，具备广阔的发展空间。

图：全球钴原料供应



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图：全球钴原料供应构成（2023年）



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

表：全球钴原料增量来源项目（2023年）

公司	矿山	增产(吨)	类型
洛阳钼业	TFM	800-3800	铜钴矿
洛阳钼业	KFM	24000-30000	铜钴矿
五矿资源	Kinsevere	1000	铜钴矿
Chemaf	Motoshi	-	铜钴矿
华友钴业	华越镍钴	2800	红土镍矿湿法冶炼
华友钴业	华飞镍钴	5000	红土镍矿湿法冶炼
力勤0B1	PT Halmahera Persada Lygend	2000	红土镍矿湿法冶炼
格林美	青美邦	2000	红土镍矿湿法冶炼
嘉能可/Vale等	Mutanda/Katanga	-8000	铜钴/镍钴矿
	合计	30000	取低幅

资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

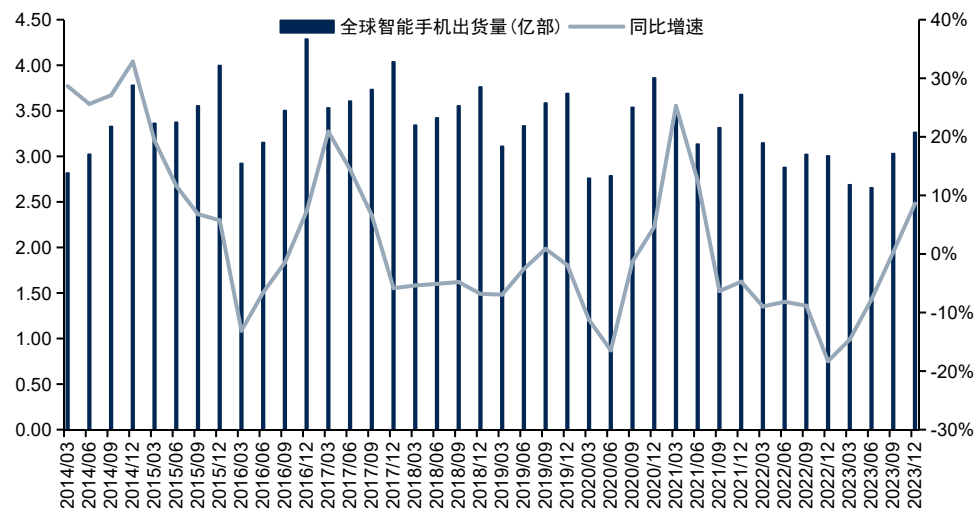
钴：短期需求仍显平淡，消费电子需求有望逐步回暖

锂电池领域是全球钴消费增长的主要动力。全球钴消费结构中，3C锂电池占比最大，其次是动力电池。安泰科预计，2022年全球精炼钴消费量17.7万吨，同比+7%，其中3C锂电池消费量同比下降17%；动力电池消费量同比+63%；另外，我们预计2023年全球精炼钴消费量保持相对平稳，其中3C锂电池消费进一步下滑，动力电池消费保持相对平稳，高温合金领域消费有一定的增长。

消费电子领域：全球消费电子需求疲软是影响钴价持续走弱的最核心影响因素，IDC数据统计，2022年全球智能手机出货量约12.02亿部，同比减少约11%，2023年全球智能手机出货量约11.63亿部，同比减少约3%，但其中2023年四季度出货量约3.26亿部，同比+8.59%，环比+7.69%，考虑到2021年是全球智能手机出货量的高点，手机的平均换机周期为2-3年，所以2024年消费电子需求有望逐步回暖。

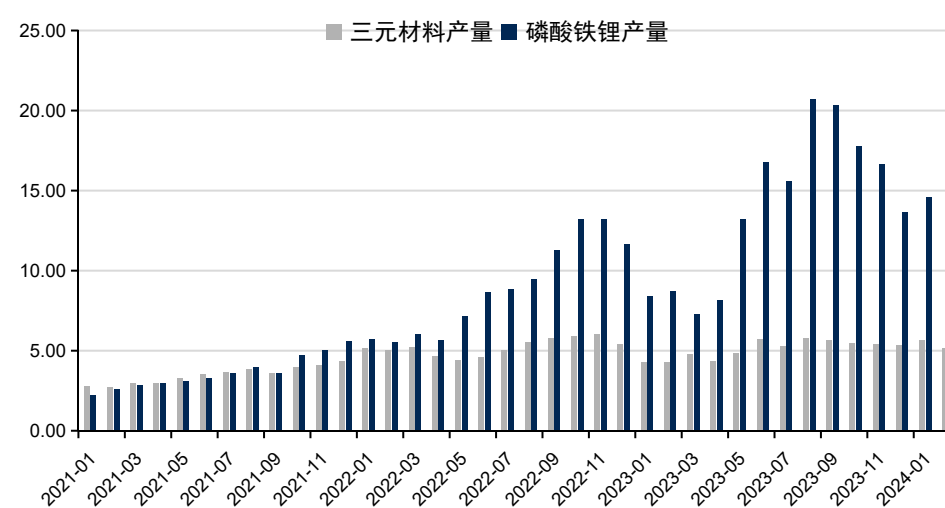
动力电池领域：磷酸铁锂因为性价比更高，装机量占比提升，挤占了三元材料份额。百川资讯数据显示，2023年国内三元材料总产量61.11万吨，同比-2.6%；国内磷酸铁锂总产量167.16万吨，同比+57.2%。2024年1月，由于2月订单前置导致1月补库迹象较为明显，其中三元材料产量5.64万吨，环比+5.9%；2月有春节因素的影响，下游需求环比减弱，其中三元材料产量5.14万吨，环比-8.8%；进入3月，下游材料企业逐步有补库的预期，但由于材料企业手上仍有一定的锂盐库存，近期锂价上涨，上下游博弈加剧，3月材料企业补库力度有多强仍有待进一步观察。而从全年的时间维度来看，三元材料市场份额能否提升还存在较大的不确定性。

图：全球智能手机出货量(亿部)



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：中国正极材料生产量(万吨)

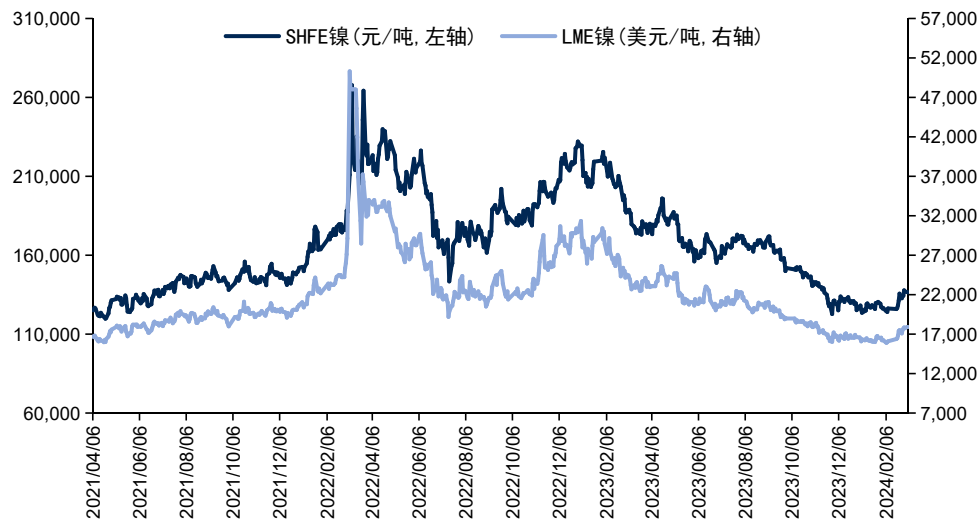


资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

2月镍价震荡上行：2月末LME镍报价1.78万美金/吨，较月初上涨9.95%；沪镍报价13.77万元/吨，较月初上涨8.44%；国产镍铁（10%min）报价970元/吨度，较月初上涨3.19%；国产电池级硫酸镍报价2.875万元/吨，较月初上涨7.48%。2月镍价涨幅较明显，主要是受到印尼RKAB（矿产和煤炭开采活动工作计划和预算报告）审核延误影响，印尼今年将RKAB的有效期从一年延长至三年，以减少企业申请配额的频率，矿商和冶炼公司一直对审批的延误感到担忧，Mysteel表示，据印尼矿业部官员矿业部表示，截止2024年2月26日，印尼已批准1.45亿吨镍矿的采矿配额（3年期总量），该量级约占目前印尼镍矿需求市场的25%附近。另外，近期嘉能可和必和必拓等多个海外镍企宣布下调产量指引。而国内需求端，不锈钢在春节期间累库但整体库存压力不大，节后库存下降；三元材料企业后市逐步会有补库的预期，但补库强度如何还有待进一步观察。

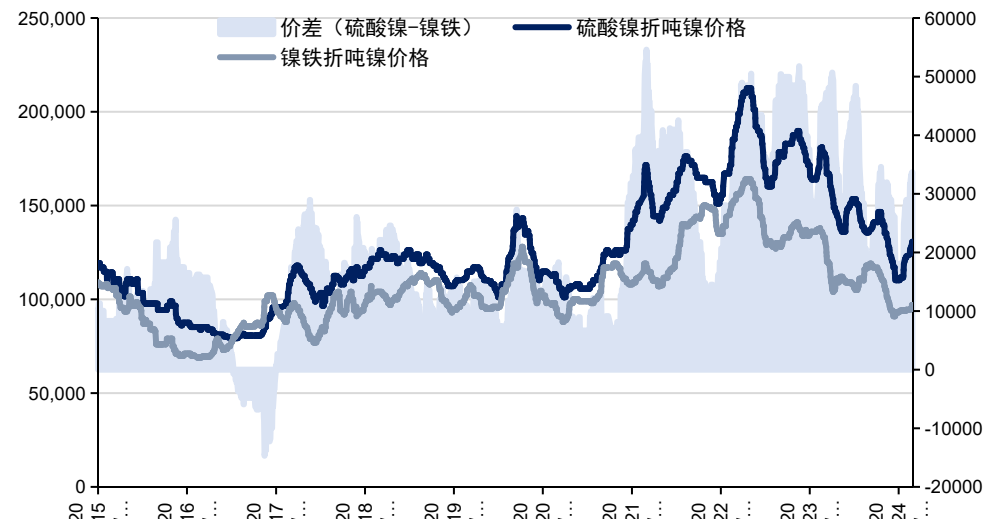
当前时间点对于镍板块的看法：镍中长期价格重心下移，或有利于三元材料体系发展。镍价高企并不利于三元材料体系发展，国内以华友钴业和力勤资源等为代表的企业，大力在印尼发展镍湿法和火法冶炼项目，尤其是HPAL工艺已成为湿法冶炼红土镍矿的主流工艺，华友钴业目前在印尼规划的镍产能已经达到60万吨以上，力勤资源目前在印尼规划的镍产能已经达到40万吨。我们认为，目前镍价的波动并不是直接影响股票价格的核心驱动因素，在印尼有镍冶炼项目规划以及在国内有正极材料产业链一体化布局的企业仍值得重点关注。

图：镍价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

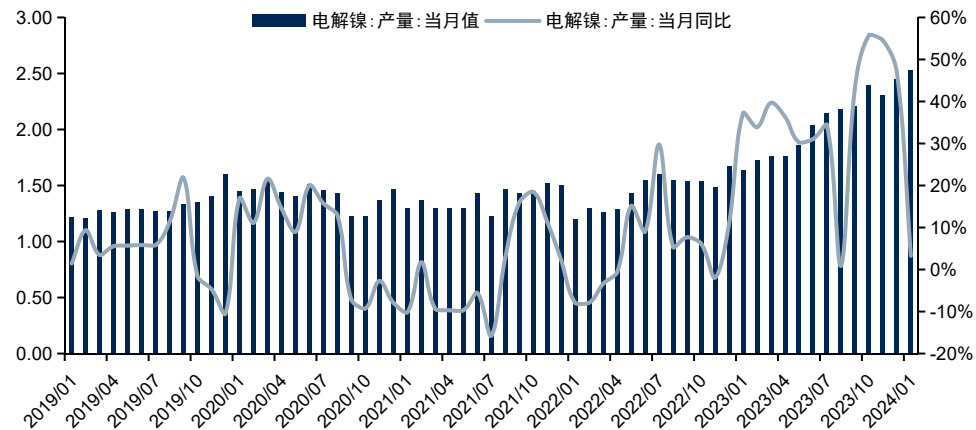
图：镍铁转产高冰镍窗口关闭（当硫酸镍折吨镍价格-镍铁折吨镍价格<30000元/吨）



资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

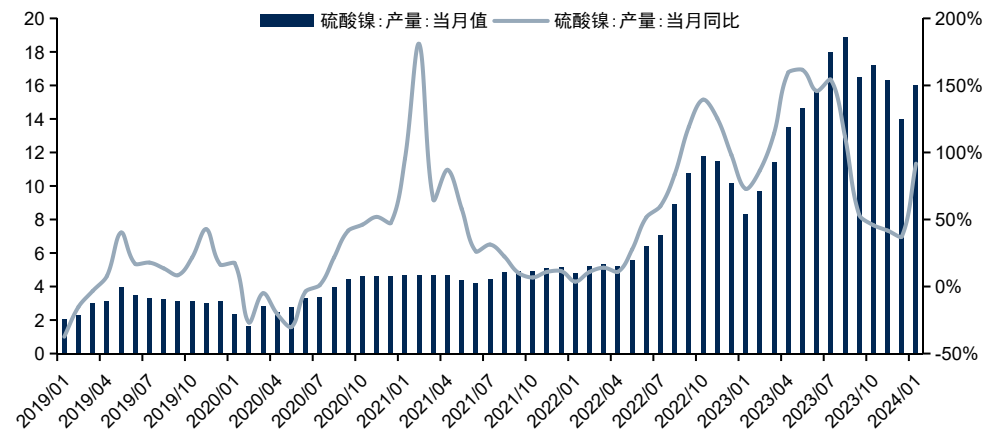
镍：镍价震荡上行

图：国内电解镍产量（当月值，万吨）



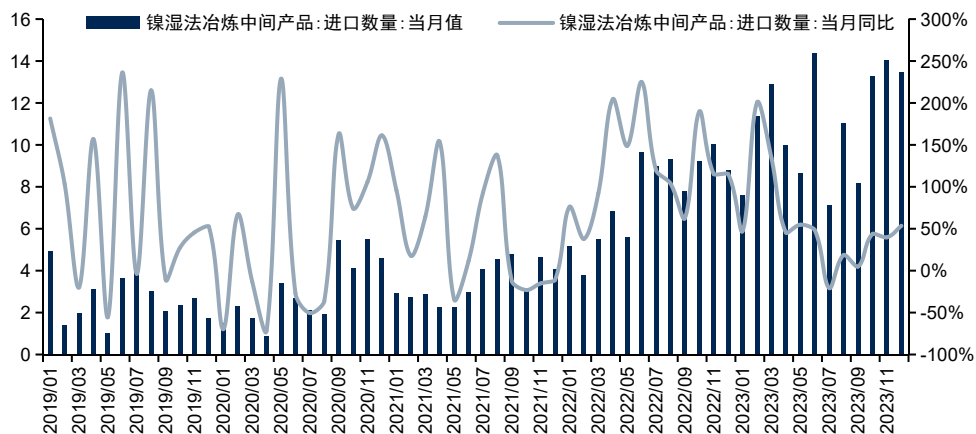
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：国内硫酸镍产量（当月值，万吨）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：国内镍湿法冶炼中间产品进口数量（当月值，万吨）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图：SHFE镍期货库存（吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

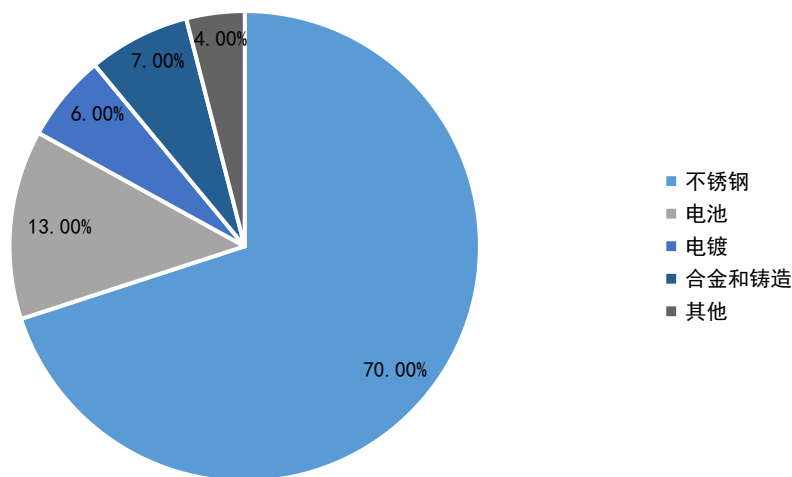
镍：不锈钢镍需求受竣工影响，动力电池镍需求有补库预期

镍产业链结构相对比较复杂，存在二元供应结构：

①**镍生铁-不锈钢产业链**：供给端，印尼镍生铁新项目投建顺利，22-23年保持高增长；需求端，国内不锈钢新增产能大幅增加，22-23年同样保持高增长，但不锈钢企业最终产量还是要取决于终端消费领域的恢复情况，不锈钢在建筑领域的需求主要还是在竣工端，2023年国内地产竣工端数据表现抢眼拉动不锈钢需求实现较快幅度增长，2023年1-12月份国内300系不锈粗钢产量累计约1871万吨，同比+8.8%，200系不锈粗钢产量累计约1096万吨，同比+3.6%。但展望2024年，国内地产竣工端数据或走弱，对于镍需求的影响有待进一步观察。

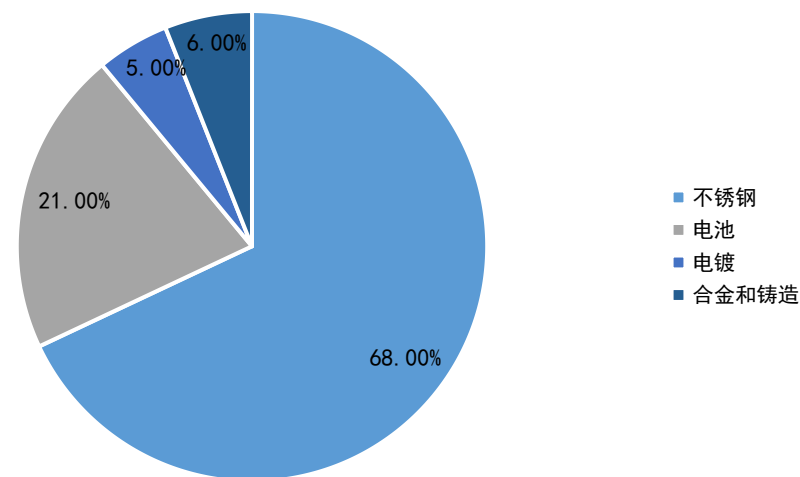
②**硫酸镍-动力电池产业链**：供给端，印尼镍冶炼中间品项目投建顺利，包括MHP和高冰镍，22-23年保持高增长，拉动国内湿法冶炼中间品进口量实现快速提升，在2022年仍然是供不应求的格局下，2023年供给相对宽裕；需求端，硫酸镍主要应用在动力电池三元材料体系，百川资讯数据显示，2023年国内三元材料总产量61.11万吨，同比-2.6%；国内磷酸铁锂总产量167.16万吨，同比+57.2%，短期磷酸铁锂因为性价比更高，装机占比提升，所以高镍价其实并不利于动力电池三元材料体系的发展。短期看，进入3月份，下游材料企业逐步有补库的预期，但补库力度有多强仍有待进一步观察。而展望2024年，国内三元材料市场份额能否提升还存在较大的不确定性。

图：2022年全球原生镍消费结构



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图：2022年中国原生镍消费结构



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

黄金行业分析

降息预期反复，伦金站上2100美元/盎司

美国经济存韧性

- ◆ 2月末，美国四季度实际GDP年化季环比修正为3.2%，预期3.3%。

核心通胀继续放缓

- ◆ 在1月CPI数据回落不及预期后，市场降息预期延后，金价调整。2月末，PCE数据发布，1月核心PCE物价指数同比2.8%，预期2.8%，前值2.9%，继续放缓；PCE物价指数同比2.4%，预期2.4%，前值2.6%，数据符合预期。通胀水平较峰值有明显回落，降低了市场对于通胀再度反复的担忧。

市场预期下半年降息

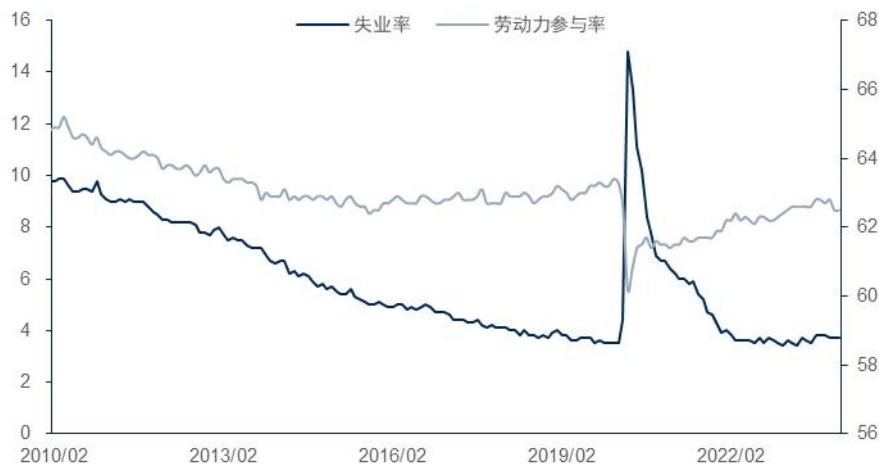
- ◆ 1月联邦基金目标利率保持5.25-5.5%，符合市场预期。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。美联储利率决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据影响。近期GDP及PMI数据不及预期，叠加纽约社区银行暴雷，市场对降息预期有所加强。目前CME预测显示，3月不变概率为97%，降息概率3%；6月降息概率为63%；7月降息概率为84%。

央行购金需求强劲

- ◆ 央行购金大幅提升，对金价形成中长期推力。截至2024年1月，中国人民银行已连续15个月增储黄金，黄金储备达到2245吨，较22年10月增加297吨，但黄金储备占我国官方储备资产比重仍仅有4.32%

- ◆ **四季度GDP下修。**2月末，美国四季度实际GDP年化季环比修正为3.2%，预期3.3%。
- ◆ **劳动力市场景气超预期。**美国1月失业率低于预期，保持3.7%，预期3.8%，前值3.7%；劳动参与率保持不变为62.5%，预期62.6%，前值62.5%；非农就业人口增加为35.3万人，预期18.5万人，前值21.6万人（修正33.3万人），就业人数新增出现上修，增长主要来自于商业服务和医疗保健行业。职位空缺数从22年3月开始震荡回落，表明需求层面持续降温，但因劳动力供给增长存在瓶颈，劳动力需求和供给逐步趋于协调。
- ◆ **ISM制造业PMI低于预期。**2月，ISM制造业指数47.8，预期49.5，前值49.1。分项来看，新订单指数49.2，前值52.5；新出口订单指数51.6，前值45.2。在六大制造业中，三个行业（金属制品、化工产品和运输设备）在2月份实现了增长，前两个是为其他制造业提供产品和零部件的基础行业，需求或处于复苏的早期阶段。Markit制造业PMI终值52.2，预期51.5。

图：美国失业率与劳动力参与率（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：PMI变化



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

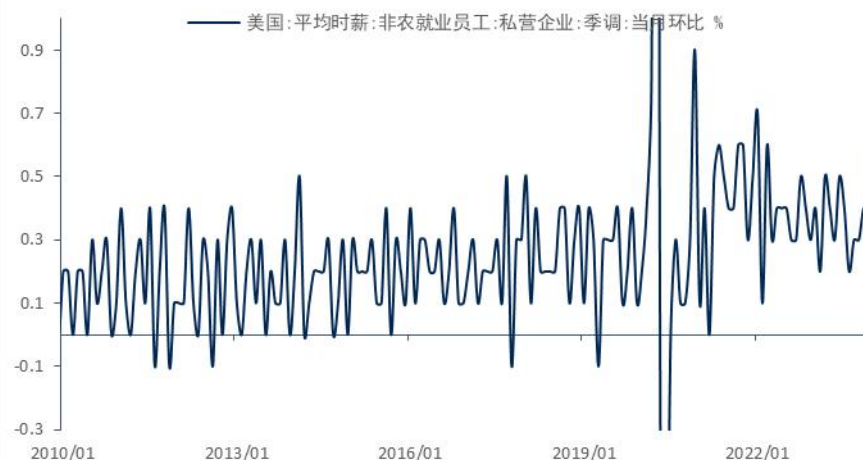
- ◆ **美国核心PCE继续回落，符合预期。**在1月CPI数据回落不及预期后，市场降息预期延后，金价调整。2月末，PCE数据发布，1月核心PCE物价指数同比2.8%，预期2.8%，前值2.9%，继续放缓；PCE物价指数同比2.4%，预期2.4%，前值2.6%。通胀水平较峰值有明显回落，降低了市场对于通胀再度反复的担忧。
- ◆ **住房服务通胀已从峰值放缓。**1月住所CPI为6.1%，此前2023年3月高点为8.2%。对利率敏感的地产行业在去年就出现弱化，而因租赁周转缓慢等原因，租金变化滞后。2022年以来，租金要价和新租赁合同租金的增长速度有所放缓，给今年的住房通胀带来了下行动力。地产行业经过一轮急剧减速后房价出现复苏迹象，但难以排除是供给紧张导致。
- ◆ **工资增长仍然较快。**劳动力供应不足导致供需偏紧，1月平均每小时工资环比增长0.6%，预期0.3%，前值0.4%，增速高于预期。在降息开始前可能需要看到更多工资通胀得到抑制的证据。

图：美国PCE变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：美国非农就业员工平均时薪当月环比（%）

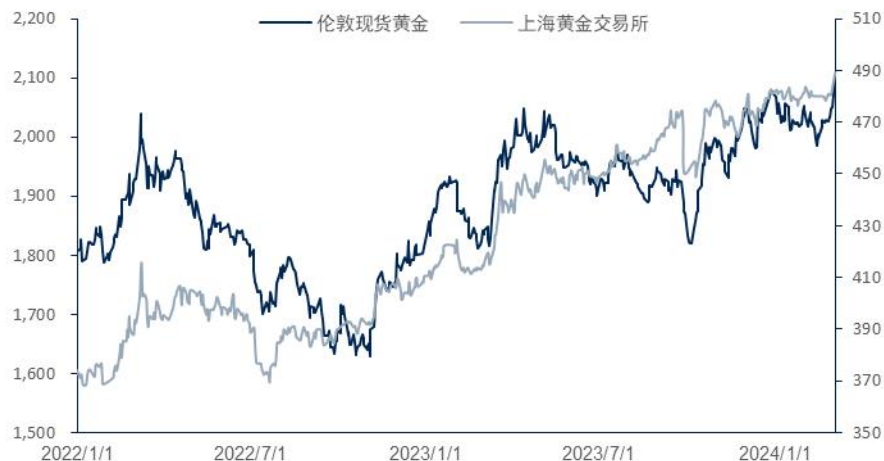


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

市场预期下半年降息，黄金价格再度上涨

- ◆ **1月议息会议保持利率不变。**1月联邦基金目标利率保持5.25-5.5%，符合市场预期。委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估传入数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会预计，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。
- ◆ **市场预期下半年开启降息。**美联储利率决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据影响。近期GDP及PMI数据不及预期，叠加纽约社区银行暴雷，市场对降息预期有所加强。目前CME预测显示，3月不变概率为97%，降息概率3%；6月降息概率为63%；7月降息概率为84%。受此影响，黄金价格大幅上涨，冲破2100美元/盎司。
- ◆ **内外价差收敛。**2023年9、10月境内外黄金价差一度大幅扩大，沪金溢价一度超过100美元/盎司，除人民币贬值预期外，国内市场黄金资产相对配置价值较高以及国内实物黄金需求景气等原因也助推价差的扩大。近期随着人民币企稳，以及海外金价加速上涨，价差持续收窄。

图：黄金价格走势（美元/盎司，元/克）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：CME利率预测（3月5日）

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%	3.0%	97.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	21.8%	77.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.6%	50.9%	37.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.9%	34.4%	42.9%	15.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.2%	27.5%	40.8%	22.5%	3.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	17.4%	34.7%	30.8%	12.3%	1.8%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.0%	13.0%	29.5%	32.0%	17.9%	5.0%	0.5%
2025/1/29	0.0%	1.2%	8.6%	22.8%	31.0%	23.6%	10.2%	2.3%	0.2%
2025/3/12	0.5%	3.9%	13.7%	25.7%	28.3%	18.8%	7.4%	1.6%	0.1%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

- ◆ 黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平，作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，风险事件多发，为应对逆全球化发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。
- ◆ 央行购金大幅提升，对金价形成中长期推力。世界黄金协会数据显示，2022年全球黄金需求提升至4699吨，同比增长17%，其中各国央行购金大幅提升，全年量达1082吨。2023年，各国央行继续保持净购入，全年量为1037吨，成为最强劲的需求支撑点。新兴市场的黄金配置需求在持续提升。截至2024年1月，中国人民银行已连续15个月增储黄金，黄金储备达到2245吨，较22年10月增加297吨，但黄金储备占我国官方储备资产比重仍仅有4.32%。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

	2021	2022	2023	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度	2023年第4季度
供应量							
金矿产量	3,576.5	3,624.8	3,644.4	852.5	909	952.1	930.8
生产商净套保	-5.4	-13.1	17.0	39.4	-19.8	19.7	-22.3
回收金	1,136.2	1,140.2	1,237.3	312	323.5	288.9	312.9
总供应量	4,707.3	4,751.9	4,898.8	1,204.00	1,212.70	1,260.70	1,221.40
需求量							
金饰制造	2,230.3	2,195.4	2,168.0	512.3	493	581.2	581.5
科技	330.2	308.7	297.8	70.8	71	75.3	80.6
投资	990.5	1,113.0	945.1	273	257.5	156.4	258.3
金条和金币总需求量	1,180.3	1,222.6	1,189.5	301.6	278.6	295.5	313.8
黄金ETFs及类似产品	-189.7	-109.5	-244.4	-28.6	-21.1	-139.1	-55.6
各国央行和其他机构	450.1	1,081.9	1,037.4	287.7	167.1	353.2	229.4
黄金需求（制造基础）	4,001.2	4,699.0	4,448.4	1,143.70	988.60	1,166.20	1,149.80
顺差/逆差	706.1	52.8	450.4	60.2	224.1	94.5	71.5
总需求	4,707.3	4,751.9	4,898.8	1,204.00	1,212.70	1,260.70	1,221.40
LBMA黄金价格 (美元/盎司)	1798.61	1800.09	1940.54	1,889.90	1,975.90	1,928.50	1,971.50

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

稀土行业分析

稀土价格弱势运行

国内指标充裕，海外进口增量

◆ 2024年2月，工信部、自然资源部下达2024年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为13.5万吨和12.7万吨。轻稀土与中重稀土开采指标均较2023年全年指标量的50%增长5.9%。在持续增长的需求下，指标保持增长，一定程度上，行业供给由指标调节向市场化调节转向。

行业集中，产量持续增长

◆ 长期以来，稀土产业发展受到高度重视，行业管控不断加强，塑造行业一南一北新格局。供给端高度集中的稀土行业或更有效的统筹稀土资源勘探、开发利用。随着指标增长，国内稀土产品产量持续增长。2024年1月，氧化镨钕产量7836吨，环比小幅下降1.7%，同比增长32.4%。氧化镝产量299吨，环比增长2.7%，同比增长77.0%；氧化铽产量53吨，环比增长5.2%，同比增长70.1%。钕铁硼产量25790吨，环比下降0.62%，同比增长50.1%。

稀土价格弱势运行

◆ 目前，行业需求表现相对平淡，而供给指标增量相对充裕，价格弱势运行。截至2024年3月1日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为35.5万元/吨，180万元/吨、525万元/吨，较2月初分别下跌4.6万元/吨、12万元/吨、35万元/吨。3月，北方稀土集团产品挂牌价格再度下调，氧化镨钕挂牌价为36.57万元/吨，金属镨钕价格为45.5万元/吨，较2月分别下降3.92万元/吨、4.7万元/吨。中长期，稀土价值有望得到重估。

国内指标充裕，海外进口增量

- ◆ **稀土开采、冶炼分离总量指标持续增长，稀土产业占据绝对优势。**2024年2月，工信部、自然资源部下达2024年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为13.5万吨和12.7万吨。轻稀土与中重稀土开采指标均较2023年全年指标量的50%增长5.9%。在持续增长的需求下，指标保持增长，一定程度上，行业供给由指标调节向市场化调节转向。
- ◆ **进口矿全年增量较大。**海外稀土资源丰富，但受制于开采难度以及建设周期，短期难见大幅增量。目前海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass，澳大利亚的Mount Weld，缅甸矿，此外老挝矿量正在不断提升。2023年缅甸矿进口恢复，但仍阶段性受缅甸局势影响；美国矿方面，MP Materials公司三季度已实现镨钕氧化物的生产，进口量有所下降。全年缅甸及美国稀土矿进口量折百REO为8.2万吨，同比增长47.4%。

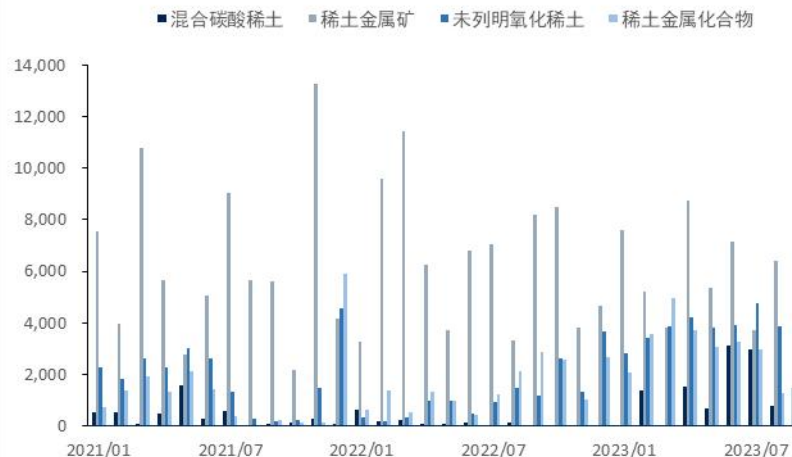
表：稀土矿指标（吨）

稀土矿指标	中国稀土集团有限公司	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	广东省稀土产业集团有限公司	厦门钨业股份有限公司	合计
2022年第一批					
岩矿型稀土	29100	60210	0	0	89310
离子型稀土	7806	0	1620	2064	11490
合计	36906	60210	1620	2064	100800
2022年第二批					
岩矿型稀土	20100	81440	0	0	101540
离子型稀土	5204	0	1080	1376	7660
合计	25304	81440	1080	1376	109200
2022年					
岩矿型稀土	49200	141650	0	0	190850
离子型稀土	13010	0	2700	3440	19150
合计	62210	141650	2700	3440	210000
2023年第一批					
岩矿型稀土	28114	80943	0	0	109057
离子型稀土	7434	0	1543	1966	10943
合计	35548	80943	1543	1966	120000
2023年第二批					
岩矿型稀土	26086	85707	0	0	111793
离子型稀土	5576	0	1157	1474	8207
合计	31662	85707	1157	1474	120000
2023年第三批					
岩矿型稀土	3000	12000	0	0	15000
离子型稀土		0	0	0	0
合计	3000	12000	0	0	15000
2023年					
岩矿型稀土	57200	178650	0	0	235850
离子型稀土	13010	0	2700	3440	19150
合计	70210	178650	2700	3440	255000
2024年第一批					
岩矿型稀土	30280	94580			124860
离子型稀土	10140	0			10140
合计	40420	94580			135000

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

- ◆ **稀土是我国重要的战略金属。**2023年11月3日，国务院常务会议研究推动稀土产业高质量发展有关工作，会议指出，稀土是战略性矿产资源。要统筹稀土资源勘探、开发利用与规范管理，统筹产学研用等各方面力量，积极推动新一代绿色高效采选冶技术研发应用，加大高端稀土新材料攻关和产业化进程，严厉打击非法开采、破坏生态等行为，着力推动稀土产业高端化、智能化、绿色化发展。
- ◆ **行业高度集中，供应有序。**长期以来，稀土产业发展受到高度重视，行业管控不断加强，资源配置愈发合理。2022年至今，中国稀土集团先后与江铜集团、广晟集团、湖南省人民政府、四川省自然资源投资集团、云南省人民政府、厦门钨业展开合作，塑造行业一南一北新格局。供给端高度集中的稀土行业或更有效的统筹稀土资源勘探、开发利用。
- ◆ **国内稀土产品产量持续增长。**2024年1月，氧化镨钕产量7836吨，环比小幅下降1.7%，同比增长32.4%。氧化镝产量299吨，环比增长2.7%，同比增长77.0%；氧化铽产量53吨，环比增长5.2%，同比增长70.1%。钕铁硼产量25790吨，环比下降0.62%，同比增长50.1%。

图：稀土进口情况（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：MP和Lynas稀土氧化物产量（吨REO）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

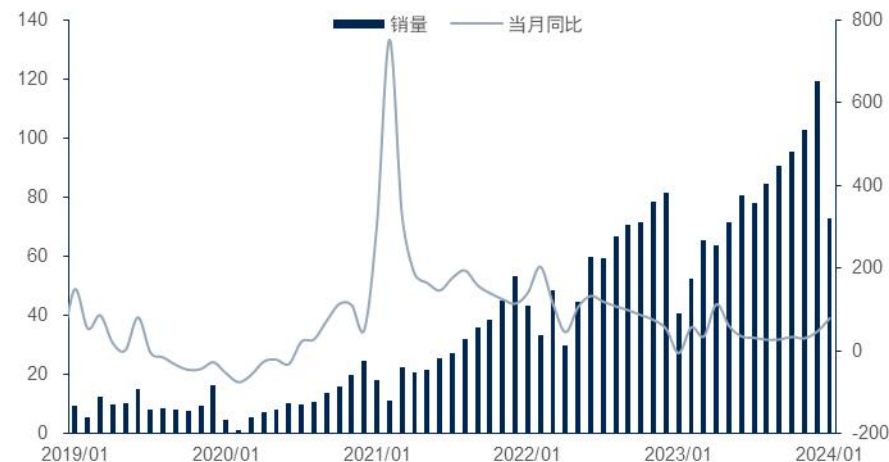
- ◆ **节能降耗导向下，稀土永磁材料优势突出。** 稀土具有无法取代的优异磁、光、电性能，对改善产品性能，被广泛应用于永磁材料、抛光材料、催化材料等领域。其中永磁材料用量占比最大，增速也最快。用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩（转矩）高，体积小、噪音小、温升小，稳定性可靠性好等优点。在节能降耗导向下，材料优势愈发突出。
- ◆ **新能源汽车用稀土需求保持高速增长。** 从中长期来看，汽车电动化趋势确定，我国新能源车产销量高速增长。2023年，我国新能源车销量达949.5万辆，同比增长37.9%。2024年1月销量为72.9万辆，同比增长78.7%。新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升，新能源车也是目前高性能稀土永磁材料需求增速最快的领域。
- ◆ **人形机器人产业发展加速。** 2023年11月，工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》，提出到2025年人形机器人创新体系初步建立，整机产品达到国际先进水平，并实现批量生产。到2027年，综合实力达到世界先进水平，产业加速实现规模化发展，应用场景更加丰富，相关产品深度融入实体经济，成为重要的经济增长新引擎。人形机器人产业加速发展，未来有望打造稀土磁材需求新的增长点。

图：机器人当月产量变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

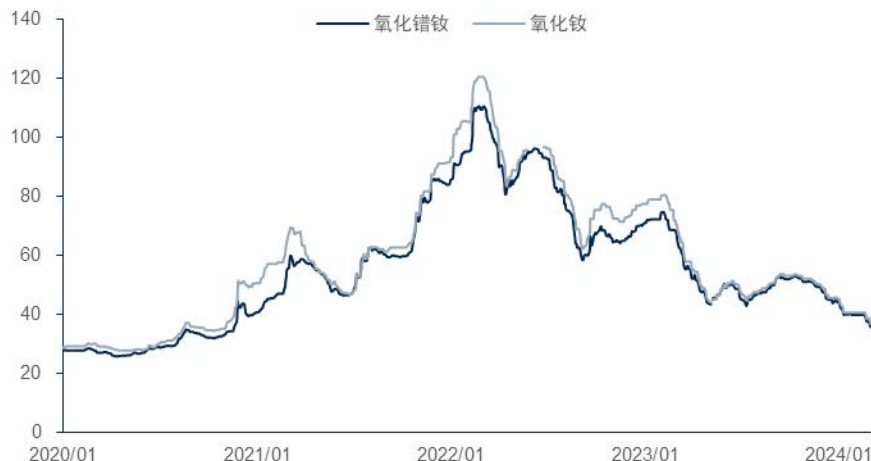
图：我国新能源汽车当月销量（万辆，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **稀土价格下降。**2023年因稀土需求实际表现相对平淡，价格持续下降。到5月初，氧化镨钕价格最低降至43.6万元/吨，废料及独居石原料成本出现倒挂，叠加北方稀土挂牌价仍高于市场价，稀土价格筑底回升，氧化镨钕价格阶段回升至50.4万元/吨，其后价格保持窄幅震荡。第三批指标公布后，镨钕价格再度承压下挫，随着缅甸矿进口量回升，镨钕价格也明显回落。目前，行业需求表现相对平淡，而供给指标增量相对充裕，价格弱势运行。截至2024年3月1日，氧化镨钕、氧化镨、氧化铽价格分别为35.5万元/吨，180万元/吨、525万元/吨，较2月初分别下跌4.6万元/吨、12万元/吨、35万元/吨。3月，北方稀土集团产品挂牌价格再度下调，氧化镨钕挂牌价为36.57万元/吨，金属镨钕价格为45.5万元/吨，较2月分别下降3.92万元/吨、4.7万元/吨。
- ◆ **中长期，稀土价值有望得到重估。**从中长期来看，稀土行业基本面已发生根本性变化，黑稀土出清，供给有序，产业高度集中，稀土开采冶炼严格按照配额管控。而需求方面，用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩（转矩）高，体积小、噪音小、温升小，稳定性可靠性好等优点，在节能降耗导向下，材料优势愈发突出。人形机器人产业快速发展，未来有望助推稀土需求。稀土作为战略金属，预期中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及对生态环境损失的合理补偿，价值有望得到重估。

图：氧化镨钕及氧化铈价格（万元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：氧化镨及氧化铽价格（元/千克）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

钢铁行业分析

供需双弱，盈利低迷

行业盈利低迷，产量明显低于往年同期

- ◆ 2024年初以来行业盈利水平仍处于低迷状态，高炉开工率低位运行。截至3月1日，高炉开工率为75.2%，较2月初下降1.3%；日均铁水产量223.5万吨，较2月初下降0.6万吨。五大钢材合计产量820.4万吨，较去年农历新年后同期低96.2万吨。目前行业盈利情况较弱，超过70%的企业处于亏损状态，春节期间钢厂生产积极性较弱。

节后复工弱于去年同期

- ◆ 百年建筑网数据显示，2月21日-2月27日，百年建筑调研全国10094个工地劳务上工率38.1%，农历同比下降5.2个百分点；建筑实物量整体低于去年，主要因素包括：新项目总量减少且开工进度慢于去年，部分地区特定的续建项目暂缓施工。截至3月1日，五大钢材合计表观消费量698.5万吨，较去年农历新年后同期低184.1万吨。

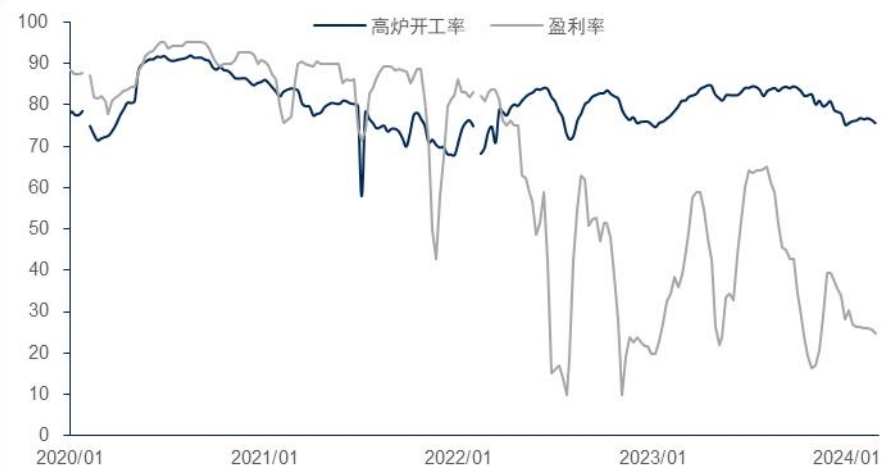
钢价回落，盈利低迷

- ◆ 受盈利水平以及行业预期制约，春节期间钢铁产量相对较低。节后复工平淡，随着原料价格下跌，钢材价格下降。因建材市场需求表现相对较弱，螺纹钢价格回落幅度更大。优质钢厂降本增效成果明显，业绩韧性反复验证，有望迎来估值修复，建议关注高股息个股。

行业盈利低迷，产量明显低于往年同期

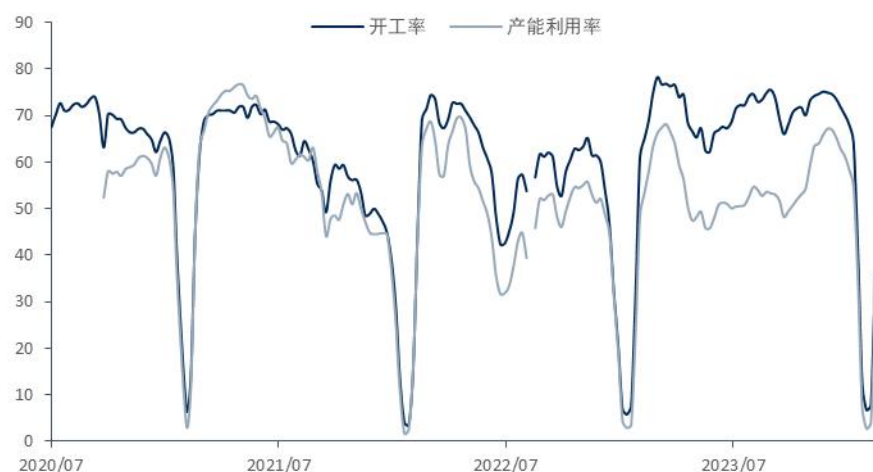
- ◆ **行业产能、产量双管控呈现常态化趋势。**2021年受粗钢平控以及能耗双控因素影响，全国粗钢产量下降超过3000万吨；2022年粗钢压降政策延续，同时受到行业经营情况恶化，钢厂主动减产因素影响，粗钢产量继续下降1979万吨至10.1亿吨。2023年8月，七部门印发《钢铁行业稳增长工作方案》，提出2023年钢铁行业供需保持动态平衡。统计局数据显示，2023年我国粗钢产量10.2亿吨，较去年同期小幅增长608万吨。
- ◆ **2月春节钢厂低负荷运行。**2024年初以来行业盈利水平仍处于低迷状态，高炉开工率低位运行。截至3月1日，高炉开工率为75.2%，较2月初下降1.3%；日均铁水产量223.5万吨，较2月初下降0.6万吨。五大钢材合计产量820.4万吨，较去年农历新年后同期低96.2万吨。目前行业盈利情况较弱，超过70%的企业处于亏损状态，春节期间钢厂生产积极性较弱。
- ◆ **短流程产能利用率逐步回升。**随着节后复工复产，电炉开工提升。截至3月1日，电弧炉钢厂开工率为35.6%，较2月初下降5.2%；产能利用率29.1%，较1月初下降5.9%。从中长期来看，政策依旧支持电炉发展，工业和信息化部等七部门关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见提出到2030年，短流程炼钢比例达到20%以上。

图：高炉盈利及开工情况（%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：电炉开工情况（%）

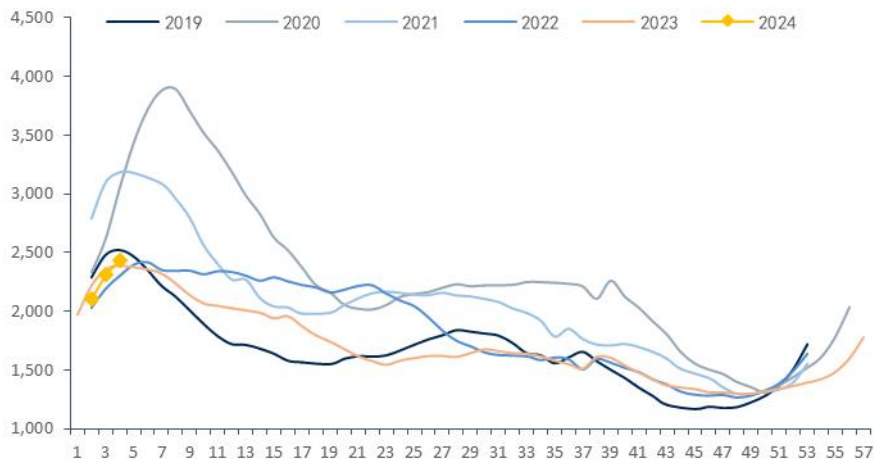


资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

节后复工弱于去年同期

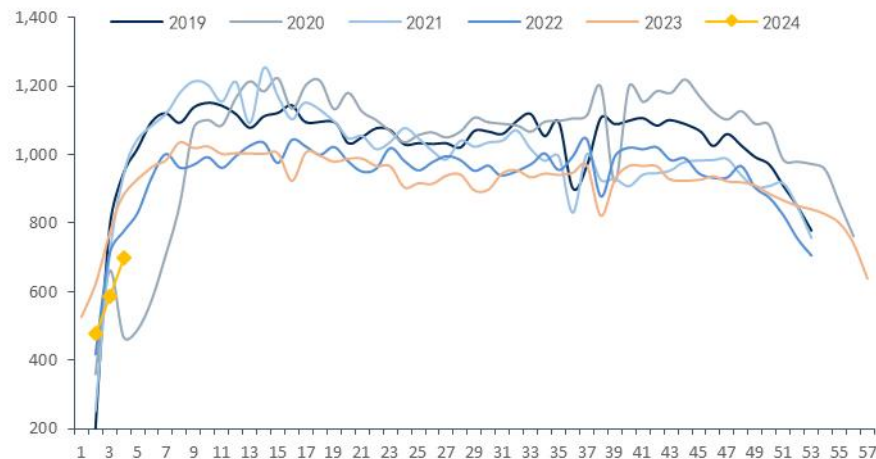
- ◆ **节后复工弱于去年同期。**百年建筑网数据显示，2月21日-2月27日，百年建筑调研全国10094个工地开复工率39.9%，农历同比增加1.5个百分点；劳务上工率38.1%，农历同比下降5.2个百分点。其中，房地产项目开复工率35.7%，环比增加22.6个百分点；劳务上工率37.0%，环比增加22.9个百分点；非房地产项目开复工率41.5%，环比增加28.6个百分点；劳务上工率38.4%，环比增加22.4个百分点。建筑实物量整体低于去年，主材消费量农历同比减少约30%，实物量下降的主要因素包括：新项目总量减少且开工进度慢于去年，部分地区特定的续建项目暂缓施工。
- ◆ **制造业表现平稳。**2月PMI为49.1%，比上月下降0.1个百分点。分项来看，生产指数为49.8%，比上月下降1.5个百分点，表明制造业生产活动有所放缓；新订单指数为49.0%，与上月持平，表明制造业市场需求较上月有所下降。
- ◆ **表观消费量同比下降。**截至3月1日，五大钢材合计表观消费量698.5万吨，较去年农历新年后同期低184.1万吨。
- ◆ **库存上升，尚处于较低水平。**2023年来钢铁行业表现出高产量，稳内需，强出口，低库存的特征。春节期间，钢厂供需双弱，钢材库存上涨。截至3月1日，五大钢材库存合计2434.3万吨，较上周上涨122万吨，较去年农历同期库存高47.7万吨，但低于2019、2020、2021年同期库存。

图：五大钢材农历总库存变化（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

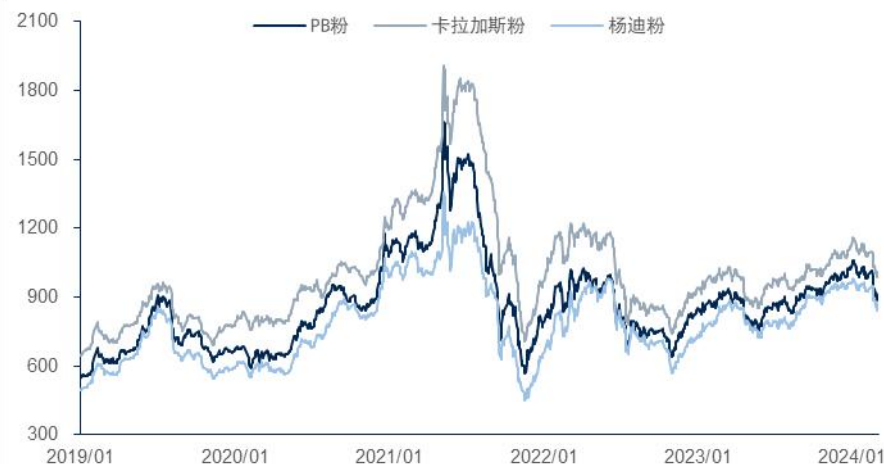
图：五大钢材农历表观消费量情况（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

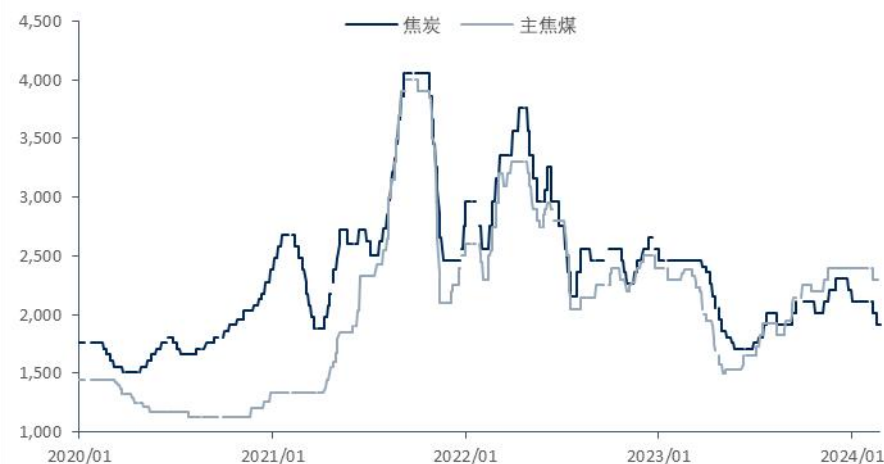
- ◆ **铁矿石价格重回900元下方。**春节期间，钢厂生产强度较低，铁矿石港口库存持续累积。截至3月1日，青岛港PB粉价格为885元/湿吨，较2月初下跌122元/吨。2月2日，港口铁矿石库存为13893万吨，较2月初上涨946万吨。目前行业仍大面积亏损，扩产空间有限，持续增长的港口库存对铁矿石价格形成压制。从中长期的角度来看，虽然本轮价格景气周期四大矿山铁矿石资本开支远低于2012-2013年，后期增量相对有限，但国内“基石计划”稳步推进，西芒杜铁矿已进入实质性阶段，且废钢对铁元素的补充增强，全球铁矿石供需偏向宽松，对价格或形成压制。
- ◆ **焦炭价格回落。**虽然钢厂生产负荷较低，但两会期间，煤矿安全管控升级，一定程度上抑制焦煤供给，焦煤价格平稳。截至3月1日，吕梁主焦煤价格为2300元/吨，较2月初下降100元/吨。钢厂、独立焦企、六港口炼焦煤库存分别为807、971、210万吨，较2月初分别下降84、下降445、上升24万吨。焦炭受需求压制，价格走弱，准一级焦炭为1910元/吨，较2月初下跌200元/吨。目前，全国独立焦化厂平均亏损141元/吨，较2月初下跌94元/吨，焦化厂生产积极性一般。

图：铁矿石价格（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

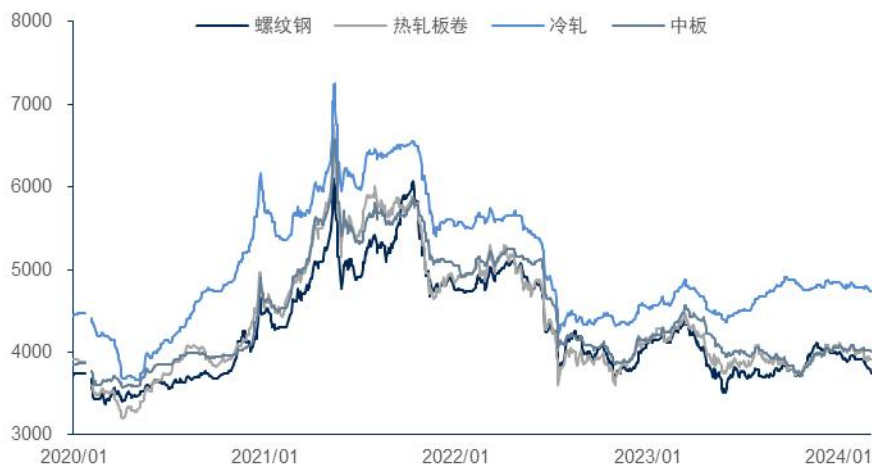
图：冶金焦以及主焦煤市场价（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

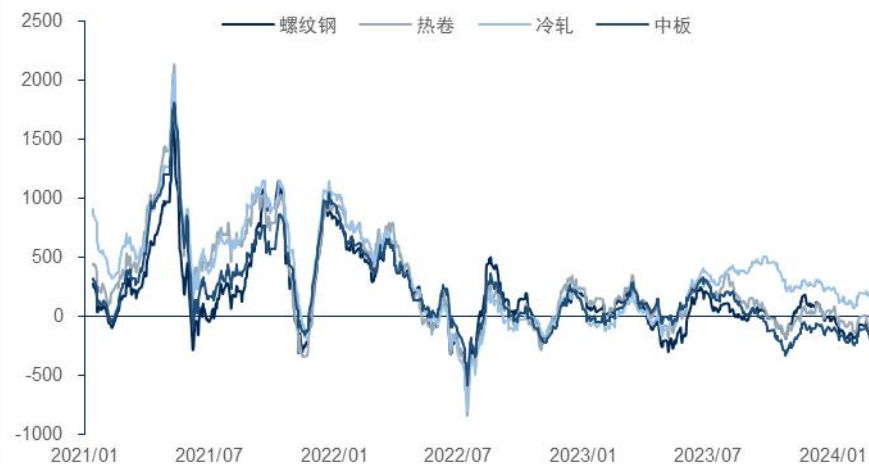
- ◆ **供需双弱，钢价回落。**受盈利水平以及行业预期制约，春节期间钢铁产量相对较低。节后复工平淡，随着原料价格下跌，钢材价格下降。因建材市场需求表现相对较弱，螺纹价格回落幅度更大。截至3月1日，上海地区螺纹钢、热轧板卷、冷轧、中板价格分别为3790元/吨、3910元/吨、4740元/吨、4020元/吨，较2月初分别下降150、100、60、20元/吨。
- ◆ **行业利润涨跌互现。**从行业利润角度来看，我们测算，目前长流程原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧、中板毛利润分别为-204元/吨、-108元/吨、133元/吨、-148元/吨，较2月初分别下降24、上涨21、60、96元/吨。短期来看，行业库存累积，产业链盈利难有明显改善。但生铁产量较低，铁矿石港口库存持续上涨，铁矿端利润有望向钢厂端让渡。
- ◆ **优质企业估值仍有修复空间。**优质钢厂降本增效成果明显，业绩韧性反复验证，有望迎来估值修复，建议关注高股息个股。

图：上海地区钢材价格（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：钢材原料滞后一个月模拟毛利润（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理测算

推荐组合



推荐组合：洛阳钼业、铜陵有色、紫金矿业、中国铝业、中国宏桥、中孚实业、亚太科技、兴业银锡、金诚信、银泰黄金、山东黄金、铂科新材。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022	
601899.SH	紫金矿业	买入	13.5	3,453.2	0.76	0.80	0.95	17.7	16.8	14.2	3.1	603979.SH	金诚信	买入	44.2	266.0	1.02	1.70	2.90	43.3	26.0	15.2	2.7
600019.SH	宝钢股份	买入	6.6	1,468.8	0.55	0.47	0.52	12.1	14.1	12.8	0.6	002532.SZ	天山铝业	买入	5.7	265.6	0.57	0.63	0.70	10.0	9.1	8.2	1.6
603993.SH	洛阳钼业	买入	6.3	1,291.1	0.28	0.40	0.50	22.4	15.7	12.6	1.9	600497.SH	驰宏锌锗	买入	5.2	262.2	0.13	0.38	0.40	39.2	13.6	12.9	1.6
601600.SH	中国铝业	增持	6.2	967.2	0.24	0.40	0.49	26.0	15.6	12.7	1.3	000960.SZ	锡业股份	买入	13.9	228.9	0.82	0.99	1.51	17.0	14.1	9.2	1.5
600547.SH	山东黄金	买入	23.2	941.8	0.28	0.46	0.60	82.7	50.3	38.6	3.8	600988.SH	赤峰黄金	买入	13.6	226.8	0.27	0.47	0.60	50.5	29.0	22.7	5.5
002466.SZ	天齐锂业	买入	53.0	840.3	15.52	5.58	5.17	3.4	9.5	10.2	3.2	000878.SZ	云南铜业	增持	11.2	223.4	0.90	1.08	1.10	12.4	10.3	10.1	1.8
000708.SZ	中信特钢	买入	15.1	761.1	1.41	1.21	1.40	10.7	12.5	10.8	2.5	300748.SZ	金力永磁	买入	17.2	210.5	0.84	1.00	1.21	20.5	17.2	14.2	3.6
002460.SZ	赣锋锂业	买入	40.0	741.3	10.18	3.52	5.13	3.9	11.4	7.8	3.6	000426.SZ	兴业银锡	买入	9.2	169.8	0.09	0.56	0.90	97.6	16.5	10.3	2.0
600111.SH	北方稀土	买入	18.9	684.0	1.66	0.59	0.66	11.4	32.1	28.7	5.0	000060.SZ	中金岭南	增持	4.3	161.8	0.33	0.34	0.38	13.1	12.7	11.4	1.1
1378.HK	中国宏桥	买入	5.7	538.4	0.85	0.95	1.37	6.7	6.0	4.1	0.7	000778.SZ	新兴铸管	买入	3.9	155.6	0.42	0.37	0.42	9.3	10.5	9.3	0.6
600489.SH	中金黄金	买入	11.0	535.1	0.44	0.61	0.68	25.3	18.1	16.2	1.6	600595.SH	中孚实业	买入	3.3	132.3	0.27	0.29	0.50	12.2	11.4	6.6	1.0
000975.SZ	银泰黄金	买入	15.5	429.0	0.41	0.57	0.61	38.1	27.1	25.3	2.9	002497.SZ	雅化集团	买入	11.2	129.4	3.94	1.06	2.22	2.9	10.6	5.1	2.6
000630.SZ	铜陵有色	买入	3.3	411.7	0.26	0.30	0.34	12.5	10.8	9.6	1.3	601677.SH	明泰铝业	买入	10.5	125.6	1.66	1.81	2.05	6.3	5.8	5.1	1.5
000933.SZ	神火股份	买入	19.2	431.9	3.39	2.68	2.86	5.7	7.2	6.7	2.3	002182.SZ	宝武镁业	买入	16.7	118.0	0.95	1.21	1.80	17.6	13.8	9.3	3.5
000807.SZ	云铝股份	买入	12.0	416.8	1.32	1.16	1.60	9.1	10.4	7.5	1.8	300811.SZ	铂科新材	买入	59.3	117.9	1.85	1.26	1.81	32.1	47.1	32.8	7.5
601168.SH	西部矿业	买入	16.5	394.1	1.45	1.32	1.69	11.4	12.5	9.8	1.6	601609.SH	金田股份	增持	5.7	84.6	0.29	0.47	0.61	19.7	12.2	9.4	1.4
000932.SZ	华菱钢铁	增持	5.6	384.8	0.92	0.79	0.87	6.0	7.1	6.4	0.7	603876.SH	鼎胜新材	增持	9.4	83.7	2.82	1.02	1.39	3.3	9.2	6.8	3.4
002756.SZ	永兴材料	买入	53.8	290.1	15.59	6.90	6.10	3.5	7.8	8.8	3.8	002540.SZ	亚太科技	买入	5.2	64.8	0.55	0.45	0.58	9.5	11.5	8.9	1.2
002738.SZ	中矿资源	买入	37.8	275.7	7.21	3.62	4.40	5.2	10.4	8.6	5.0	603612.SH	索通发展	买入	11.8	63.8	1.97	-0.17	2.22	6.0	-69.35	5.3	2.2
600282.SH	南钢股份	增持	4.3	266.3	0.35	0.38	0.42	12.3	11.4	10.3	0.7	003038.SZ	鑫铂股份	买入	30.7	54.7	1.27	2.14	3.04	24.1	14.3	10.1	3.6

资料来源：Wind、公司资料、国信证券经济研究所整理预测；备注：中国宏桥股价和EPS已转化成人民币元

- 一、国内经济复苏不及预期；
- 二、国外货币政策边际放缓幅度不及预期；
- 三、全球资源端供给增加超预期。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032