

## 有色金属

2024年03月07日

## 3月看多黄金、锡，股息策略优选铝、钼

——钢铁有色 2024年2月月报

投资评级：看好（维持）

李怡然（分析师）

温佳贝（联系人）

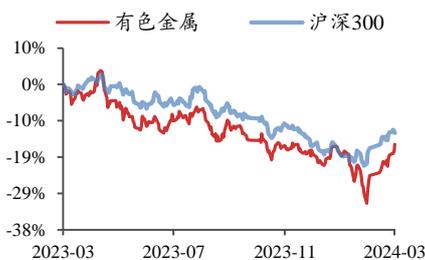
liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790123100047

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《澳矿 2023Q4 追踪：中短期扩建项目继续，降本是 2024 财年主目标—行业深度报告》-2024.3.4

《金、铜配置贯穿全年，高股息建议关注钼、铝板块—钢铁有色 2024 年 1 月月报》-2024.2.4

《新消费助力旧消费托底，锡矿供给侧持续紧张—行业深度报告》-2024.2.2

### ● 自上而下：预期降息主基调下，黄金再迎配置节点

2024 年 1 月 PCE 数据的如期下降，使得市场降低了对于二次通胀的担忧，美国经济数据不及预期，消费者信心下降，预示强劲的美国经济正在退温，纽约社区银行再暴雷，市场避险情绪浓厚，市场纷纷预测美联储 6 月降息，刺激金价上行。我们预计 6 月开启降息是底线，在降息周期即将开启，市场避险情绪浓厚的基调下，金价或将因美国经济及通胀数据走弱而上涨，黄金再迎配置节点。推荐标的有山东黄金、银泰黄金、中金黄金，受益标的为林冶集团。

### ● 自下而上：铜供给端短缺持续兑现，锡供需两端均出现边际变化

**铜：**冶炼费用继续下行，铜精矿短缺持续兑现。截至 2 月底，海外主要矿企 2023 年 Q4 季报已陆续完成披露。整体看，2024 年海外主要矿企合计指引变动为-0.11 万吨，相较 2023 年小幅下滑。主要增量来自于泰克资源的 QB 二期项目，2024 年增量近 20 万吨，然而，该项目自开发以来，自投产预期至 2023 年的产量释放预期，皆未达成过指引，预期兑现度较低，因此对其 20 万吨的指引仍需保留谨慎态度。我们预计 2024 年铜供给仍处于偏紧张状态，铜精矿短缺预期或将持续兑现。建议关注资源端公司，受益标的有金诚信、紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、藏格矿业。

**锡：**供需边际变化优选锡品种。供给端主要受缅甸出口税收政策改动及印尼 RKAB 出口许可证发放延迟影响，加剧供给紧张局面，需求端来看半导体消费复苏在即，在此背景下锡价易涨难跌，推荐标的有锡业股份。

### ● 博弈弹性：建议 2024M3 继续逢低布局锂矿板块

**锂：**短期看，本月碳酸锂现货价格环比上涨 8%，主要系下游补库周期来临，碳酸锂基本面较前期有所改善，叠加供给端有澳矿减产、江西环保督查扰动，带动市场看涨情绪走强，短期来看，碳酸锂存在基于补库逻辑进一步博弈反弹空间。中期看，我们认为在供需格局过剩的大背景下，供给侧扰动对价格带来的振幅和时间长度均比较有限，价格持续上涨的驱动力仍是需求侧出现持续好转。相关受益标的有藏格矿业、永兴材料和中矿资源。

### ● 股息策略：铝、钼有望成为金属板块高股息品种

**铝：**目前铝锭库存水平处于历史低位，受低库存支撑，铝价下行动力较小。当前云南仍处于枯水期，若来水时间推迟或将导致电解铝复产受到影响，需重点关注云南来水时间。受益标的有神火股份、云铝股份、中国宏桥、天山铝业等。

**钼：**预计 2024 年钼利润中枢稳定，股息政策支持中期配置价值。考虑到海外伴生矿产量下降，以及国内供给增量有限，预计 2024 年全球钼产量维持 25 万吨左右，预计 2024 年钼矿供给相对需求偏紧。近期钼价边际回升，我们预计 2024 年钼价有望维持 30-35 万区间震荡运行。受益标的有金钼股份。

**● 风险提示：**全球新能源汽车、储能、光伏装机、半导体需求不及预期；地产开工和竣工面积不及预期；各矿山项目进展超预期；地缘政治风险。

## 目 录

1、 月度策略：3月看多黄金、锡，股息策略优选铝、钼.....	5
1.1、 自上而下：预期降息主基调下，黄金再迎配置节点.....	5
1.1.1、 降息预期再起，金价进入3月后快速走强.....	5
1.1.2、 降息主基调下，黄金权益再迎配置节点.....	5
1.2、 自下而上：铜供给端短缺持续兑现，锡供需两端均出现边际变化.....	6
1.2.1、 铜：冶炼费用继续下行，铜精矿紧缺持续兑现.....	6
1.2.2、 锡：供需边际变化优选锡品种.....	7
1.3、 博弈反弹：建议2024M3继续逢低布局锂矿板块.....	7
1.4、 股息策略：铝、钼有望成为金属板块高股息品种.....	8
1.5、 跟踪品种：终端需求延迟启动，3-4月铁矿、钢材价格或将迎来V型反转.....	8
2、 月度跟踪：降息预期再起，金价走强.....	9
2.1、 黄金：降息预期再起，金价创2024年新高.....	9
2.2、 铜：冶炼费用继续下行，铜精矿紧缺持续兑现.....	12
2.3、 锂：下游需求稳增长，预计锂价将反复磨底.....	14
2.4、 铝：关注云南枯水期对电解铝产能运行影响.....	16
2.5、 锡：缅甸矿端停产供给收紧，期待半导体复苏提振锡价.....	19
2.6、 铁矿石：若需求继续延迟兑现，铁矿价格或将震荡下行.....	21
2.7、 钢材：制造业需求决定价格反弹空间，3-4月或将迎来V型反转.....	22
3、 风险提示.....	25

## 图表目录

图1：截至2024年3月4日，伦敦现货金价2098美元/盎司.....	9
图2：截至2024年3月5日，上海现货金价497元/克.....	9
图3：截至2024年3月4日，黄金ETF持仓量达到821.47吨，月环比-4%.....	9
图4：截至2024年3月4日当周，Comex黄金非商业持仓净多头达14.2万张，月环比-4%.....	9
图5：美国通胀下行趋势不改.....	10
图6：能源与住宅使得通胀粘性较强.....	10
图7：美国消费者信心指数有所下降.....	10
图8：美国PMI制造业指数止涨回落（2月非制造业PMI指数暂未发布）.....	10
图9：美国就业市场依旧强劲.....	11
图10：市场预期首次降息时点为2024年6月.....	11
图11：2024年2月国内铜价处于同期高位（元/吨）.....	12
图12：2024年2月LME铜价处于近五年低位（美元/吨）.....	12
图13：2024年2月国内TC费用继续下行（美元/吨）.....	12
图14：2024年2月国内硫酸价格环比下滑（元/吨）.....	12
图15：2023年12月全球精炼铜产量环比增加2.49%（万吨）.....	13
图16：2023年12月全球原生铜产量环比增加2.78%（万吨）.....	13
图17：2023年12月国内精炼铜供给环比增长2.54%（万吨）.....	13
图18：2023年12月国内精炼铜进口量环比减少15.35%（万吨）.....	13
图19：2024年2月国内阴极铜季节性补库上升（万吨）.....	13
图20：2024年2月LME铜库存持续下滑（万吨）.....	13
图21：截至2024年3月4日，锂精矿报价960美元/吨.....	14

图 22: 2023 年 12 月中国锂精矿进口约 73 万吨 (实物量)	14
图 23: 截至 2024 年 3 月 4 日, 电碳报价 10.4 万元/吨	14
图 24: 2023 年 12 月中国碳酸锂进口约 2 万吨	14
图 25: 截至 2024 年 3 月 4 日, 电氢报价 9.7 万元/吨	14
图 26: 2023 年 12 月中国氢氧化锂出口约 1.23 万吨	14
图 27: 国内碳酸锂供需均衡	15
图 28: 国内氢氧化锂供需均衡	15
图 29: 2024 年 1 月三元材料排产环比+3.92% (万吨)	15
图 30: 2024 年 1 月磷酸铁锂排产环比+0.69% (万吨)	15
图 31: 2023 年 12 月下游进入补库阶段 (吨)	15
图 32: 2024 年 1 月中国新能源车销量同比+78.8% (万辆)	15
图 33: 2024 年 1 月欧洲新能源车销量同比+25.4% (万辆)	16
图 34: 2023 年 12 月全球新能源车销量同比+23.1% (万辆)	16
图 35: 电解铝内外价差走扩	16
图 36: 2024 年 1 月中国电解铝供给过剩 13.2 万吨 (万吨)	16
图 37: 目前云南仍处于枯水期 (单位: 毫米)	17
图 38: 2023 年 12 月云南省水电 178.4 亿度, 月度环比-13% (亿度)	17
图 39: SHFE 铝库存处于低位	17
图 40: LME 铝库存处于低位	17
图 41: 铝土矿几内亚进口价格维持高位	17
图 42: 中国港口铝土矿库存水平处于低位	17
图 43: 2024 年 1 月氧化铝单吨理论利润约 791 元/吨	18
图 44: 2024 年 1 月中国氧化铝产量 672.5 万吨, 同比+3% (单位: 万吨)	18
图 45: 2024 年 1 月电解铝单吨理论利润约 2619 元/吨	18
图 46: 2024 年 1 月大部分铝产品开工率下滑 (%)	18
图 47: 2024H1 竣工面积或受 2021 新开工面积支撑 (%)	19
图 48: 2023 年 12 月中国汽车产量增速达 22% (万辆)	19
图 49: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关	19
图 50: 上海期交所锡锭库存近期整体呈累库 (吨)	19
图 51: LME 锡库存处于历史高位但近期开始去库 (吨)	19
图 52: 缅甸锡精矿进口占比较 2023 年 8 月份之前有所下滑	20
图 53: 锡精矿加工费下滑, 反应矿端紧张局面 (元/吨)	20
图 54: 截至 3 月 1 日当周, Mysteel 铁矿石价格指数 927.65 元/湿吨	21
图 55: 截至 3 月 1 日当周, 进口矿港口库存 13893 万吨, 同比+0.89%, 环比+2.13% (农历口径)	21
图 56: 截至 3 月 1 日当周, 日均铁水产量 222.86 万吨, 同比-5.76%, 环比-0.3% (农历口径)	21
图 57: 截至 3 月 1 日当周, 日均铁水产量 222.86 万吨, 同比-4.91%, 环比-0.3% (阳历口径)	21
图 58: 截至 3 月 1 日当周, 铁矿石发运量 2544.5 万吨, 同比+3.38%, 环比+22.42%	22
图 59: 截至 3 月 1 日当周, 铁矿石到港量 2524.4 万吨, 同比+11.22%, 环比+19.14%	22
图 60: 截至 3 月 1 日, Mysteel 普钢价格指数 4159.65 元/吨, 月环比-1.4%	22
图 61: 截至 3 月 1 日, 螺纹钢价格指数 3979.32 元/吨, 月环比-1.8%	22
图 62: 截至 3 月 1 日, 热卷价格指数 3994.74 元/吨, 月环比-1.5%	23
图 63: 截至 3 月 1 日当周, 五大材消费量 698.53 万吨, 周环比+19.1%	23
图 64: 截至 3 月 1 日当周, 五大材周度产量 820.41 万吨, 周环比+3.11%	23
图 65: 截至 3 月 1 日当周, 247 家钢铁企业高炉开工率 75.19%, 周环比-0.44pct	23
图 66: 截至 3 月 1 日当周, 钢坯库存 195.68 万吨, 周环比-4.3%	24

---

图 67: 截至 3 月 1 日当周, 五大材库存 2432.69 万吨, 周环比+5.3%.....	24
图 68: 截至 3 月 1 日, 长流程螺纹钢吨钢利润-174.1 元/吨, 月环比+45.6%.....	24
图 69: 截至 3 月 1 日, 热卷吨钢利润-169.39 元/吨, 月环比+46%.....	24
表 1: 海外铜企 2024 年产量指引情况 (单位: 万吨) .....	6

## 1、月度策略：3月看多黄金、锡，股息策略优选铝、铜

### 1.1、自上而下：预期降息主基调下，黄金再迎配置节点

#### 1.1.1、降息预期再起，金价进入3月后快速走强

3月5日伦敦现货黄金价格收2119.89美元/盎司，创下2024年新高。主要原因在于PCE的如期下降，使得市场降低了对于二次通胀的担忧，美国经济数据不及预期，消费者信心下降，预示强劲的美国经济正在退温，纽约社区银行再暴雷，市场避险情绪浓厚，市场纷纷预测美联储6月降息，刺激金价上行。

美联储理事Waller认为量化宽松(QE)具有正收益。3月1日美联储理事沃勒(Christopher Waller)在美国货币政策论坛上表示，量化宽松(QE)和量化紧缩(QT)效果不对等，QE具有净收益(净的正面价值)，这也表明Waller更加倾向使用QE，释放流动性。同时Waller认为美联储应该提高短期美债在资产负债表中的比例，并将所持有的机构抵押贷款支持证券(MBS)降至零。“买短抛长”建议导致美国短期国债收益率快速下降。

美国1月核心PCE数据符合预期，通胀压力减小。2月29日，美国发布1月PCE数据，同比2.4%，预期2.4%，前值2.6%，延续回落态势。PCE是美联储密切关注的通胀指标，如今PCE符合预期回落，使得美联储与市场对二次通胀的担忧下降，美联储降息预期将进一步加强。

纽约社区银行再暴雷，市场避险情绪浓厚。2月29日盘后纽约社区银行发布公告称由于发现贷款审查流程存在问题，减记24亿美元商誉，修正2023Q4亏损至-27.1亿美元(1月底公布为-2.52亿美元)，惠誉将其长期发行人违约评级从BBB-下调至BB+，穆迪也将其评级从Ba2调低至B3，3月1日纽约社区银行股价盘中一度跌超30%，最终收跌25.9%，3月4日股价再次收跌23.10%。

美国2月PMI数据不及预期，消费者信心指数下降，强劲的美国经济正在退温。美国2月ISM制造业PMI47.8，预期49.5，前值49.1，其中，新订单、产出和就业均出现萎缩。2月密歇根大学消费者信心指数近三个月以来首次下降，预示美国终端消费走弱，制造业需求走软，表明强劲的美国经济正在退温。

多位联储官员偏鸽讲话，为放松市场流动性做准备。北京时间2月29日深夜至3月1日凌晨，多位美联储高官发表讲话，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示今年夏天开始降息可能是合适的。旧金山联储主席戴利表示，美联储官员们已准备好根据需要降低利率。克利夫兰联储主席梅斯特表示2024年降息三次是合适的。多位联储官员鸽派讲话，使得美联储6月开启降息的概率增大，市场预计降息对金价形成刺激。

#### 1.1.2、降息主基调下，黄金权益再迎配置节点

美联储降息概率较大，2024年有望降息3次。我们认为2024年美联储降息是大概率事件，当前美国联邦基金目标利率5.25%-5.50%，自2023年7月以来已经维持高位，高利率在压制通胀的同时对美国将造成损害，大量需要展期的公司债券成为危机爆发点。2023年最后一次议息会议，美联储通过点阵图发出迄今加息周期结束的信号，并暗示2024年将降息三次。但是鉴于美国当前经济数据的强劲，美联储降息或更多是为防止高利率导致的流动性紧缩，进而对经济造成的额外压力，而不是处于动态调节为市场注入流动性。

我们预计6月开启降息是底线。根据CME数据，截至2024年3月5日，市场预期美联储3月、5月不降息，6月降息概率为52.5%，全年累计降息3次。我们认为降息时点虽迟但到，6月降息是底线。在全年降息3次的假设下，鉴于美国当前经济数据较强，美国经济软着陆概率加大，通胀虽下行但未至目标，预防性降息下美联储采取间隔降息或为最佳选择，6、9、12月降息概率较大。在降息周期即将开启，市场避险情绪浓厚的基调下，金价或将因美国经济及通胀数据走弱而上涨，因此，2024年一、二季度再迎配置节点。推荐标的有**山东黄金、银泰黄金、中金黄金**，受益标的为**林冶集团**。

## 1.2、自下而上：铜供给端短缺持续兑现，锡供需两端均出现边际变化

### 1.2.1、铜：冶炼费用继续下行，铜精矿紧缺持续兑现

截至2月底，海外主要矿企2023年Q4季报已陆续完成披露。整体看，2024年海外主要矿企合计指引变动为-0.11万吨，相较2023年小幅下滑。主要增量来自于泰克资源的QB二期项目，2024年增量近20万吨，然而，该项目自开发以来，自投产预期至2023年的产量释放预期，皆未达成过指引，预期兑现度较低，因此对其20万吨的指引仍需保留谨慎态度。目前Codelco（智利铜业）尚未发布四季报及2024年指引情况，2023年公司曾受矿石品位下滑等影响下调全年产量指引。考虑到泰克资源QB二期项目及Codelco仍受品位下滑困扰，我们预计2024年铜供给仍处于偏紧张状态，铜精矿短缺预期或将持续兑现。建议关注资源端公司，受益标的有**金诚信、紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、藏格矿业**。

表1：海外铜企2024年产量指引情况（单位：万吨）

公司名称	2023A (万吨)	2024E (万吨)	产量变动(万吨)	同比变动
Teck Resources (泰克资源)	29.7	50.3	20.6	69.19%
Vale (淡水河谷)	32.6	33.8	1.2	3.53%
Anglo American (英美资源)	82.5	76.0	-6.5	-7.88%
Hudbay (哈德贝)	13.2	15.6	2.4	18.18%
Rio Tinto (力拓)	62	69.0	7.0	11.29%
Southern Copper (南方铜业)	91.1	93.6	2.5	2.73%
Antofagasta (安托法加斯塔)	66.6	69.0	2.4	3.60%
First Quantum (第一量子)	70.8	39.5	-31.3	-44.21%
Nornickel (诺里尔斯克镍公司)	42.5	41.0	-1.5	-3.53%
Barrick Gold (巴里克)	19	19.5	0.5	2.63%
Lunding Mining (伦丁矿业)	31.5	38.3	6.8	21.59%
Freeport-Mcmoran (自由港)	190	185.0	-5.0	-2.63%
KAZ (哈萨克矿业)	40.4	/	/	/

公司名称	2023A (万吨)	2024E (万吨)	产量变动(万吨)	同比变动
BHP (必和必拓)	177.6	181.5	3.9	2.20%
Glencore (嘉能可)	101	98.0	-3.0	-2.97%
KGHM (波兰铜业集团)	51.3	/	/	/
Boliden	8.9	/	/	/
合计	1110.7	1010.0	-0.1	/

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2.2、锡：供需边际变化优选锡品种

锡供给侧扰动频发，半导体消费复苏在即。供给端来看，近期全球锡供给主要受缅甸出口税收政策改动及印尼 RKAB 出口许可证发放延迟影响，加剧供给紧张局面：(1) 缅甸佤邦出口税政策改动：据 Mysteel，2月7日缅甸佤邦发布《关于锡精矿出口统一收取实物税的通知》，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，何时恢复征收现金税，待中央经济委另行通知。据 SMM，此前佤邦通常对锡矿品位在 20 度以内的矿石征收现金税，导致矿山和选厂倾向于控制矿石品位，新政策的实施可能会导致出口至中国的锡矿量级下降，被征收为实物税的锡矿将成为佤邦库存，其何时流入市场尚不可知，我们认为这将导致缅甸佤邦锡矿供应的连续性受到影响，国内锡精矿进口量级也将受到影响，锡市场供应趋紧。(2) 印尼 RKAB 发放延迟：据 ITA，根据印尼贸易部数据，2024 年 1 月印尼锡出口量仅为 400 公斤，同比下降 99%，主要系 RKAB 出口许可证发放延迟所致，回顾历史，印尼通常在 1 月中旬颁发一年期 RKAB 出口许可证，这会导致出口量季节性减少，2024 年是印尼生产商首次必须申请三年期许可证的年份，拿到许可证后每年要接受监管审查，但目前只有国有企业 PT Timah 公开确认收到了 RKAB，2023 年印尼生产商的精锡产量占全球精炼锡供应量的 19%，锡锭出口的扰动或将加剧全球锡锭供给紧张。推荐标的有锡业股份。

### 1.3、博弈反弹：建议 2024M3 继续逢低布局锂矿板块

下游补库周期来临，供给扰动催化碳酸锂价格上涨。本月碳酸锂现货价格环比上涨 8%，主要系下游补库周期来临，碳酸锂基本面较前期有所改善，叠加供给端有澳矿减产、江西环保督查扰动，带动市场看涨情绪走强。需求端来看，在“以旧换新”政策的推动下，上海推出新一轮燃油车以旧换新补贴政策和新能源汽车置换政策，提振终端需求，同时电池厂和正极厂也进入补库周期，SMM 预计 3 月电池产量同比增幅在 35% 左右，刺激价格上涨；供给端来看，部分澳矿减产叠加江西环保督查不断发酵，引发市场对供给侧的担忧。我们认为在供需格局过剩的大背景下，供给侧扰动对价格带来的振幅和时间长度均比较有限，价格持续上涨的驱动力仍是需求侧出现持续好转。相关受益标的有藏格矿业、永兴材料和中矿资源。

澳矿当下减产程度难对供给过剩格局有实质性影响。据我们统计，截至目前为止仅 Greenbushes 和 Mt Cattlin 有明确减产计划，Greenbushes 2024 财年产量指引减少约 1.25 万吨 LCE，Mt Cattlin 为优化成本进行减产，2024 自然年销量指引较 2023 年减少约 0.95 万吨 LCE；Mt Finnis 于 2024 年 1 月 5 日宣布暂停矿石开采，预计矿石库存能够维持选厂运营至 2024 年年中，若此后矿山仍处于暂停状态，预计近两年每年将减少约 1 万吨 LCE；上述三座矿山减产或停产对目前的供需过剩格局并没有太大影响。从成本端来看，锂盐价格需要继续下跌至 6-7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

**江西环保督查或影响当地云母企业一季度产量，需持续关注。**据 SMM 数据，2023 年中国以锂云母为原料的碳酸锂产量约 13 万吨，占中国锂盐产量约 28%，2023 年上半年也因环保问题导致供应减少。根据 Mysteel 调研，江西头部锂盐企业目前正常生产，一半的江西锂盐企业仍处于检修状态，大部分江西锂盐厂反馈，认为江西环保压力影响较大，环保可能影响 1-2 月，**根据 Mysteel 调研，停产检修和放假对 2 月江西样本企业的产量影响为-4280 吨，3 月江西碳酸锂样本企业检修完毕陆续开工，预计产量环比 2 月增加 1200 吨**，另一方面，环保督察可能将重点关注锂渣去向和处理方法，同时禁止锂渣跨区域运输处理，根据 Mysteel 了解，目前地方管理部门对于锂渣是固废还是危废还没有明确认定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，碳酸锂生产成本曲线或将右移，因此需持续关注环保督查对于当地生产的影响。

#### 1.4、股息策略：铝、钼有望成为金属板块高股息品种

**铝：低库存支撑铝价维持高位，关注云南来水时间对供给侧的影响。**产量：2024 年 1 月我国电解铝产量约 359 万吨，同比增长 5.08%。产能利用率达 93.5%，由于春节假期影响铝加工企业开工率，1 月电解铝供给过剩 13.2 万吨。**库存：截至 2024 年 3 月 1 日 SHFE 铝锭库存 19.1 万吨，同比-37%（与 2023 年 3 月 3 日相比），库存水平处于历史低位。**成本：氧化铝价格依然维持高位。**短期来看，受低库存、高成本支撑，铝价下行动力较小；**此外，每年 10 月至次年 4 月为云南枯水期，来水时间将影响电解铝复产时间，因此需重点关注云南来水时间。受益标的有**神火股份、云铝股份、中国宏桥、天山铝业。**

**钼：预计 2024 年钼利润中枢稳定，股息政策支持中期配置价值。**考虑到海外伴生矿产量下降，以及国内供给增量有限，预计 2024 年全球钼产量维持 25 万吨左右，预计 2024 年钼矿供给相对需求偏紧。近期钼价边际回升，我们预计 2024 年钼价有望维持 30-35 万区间震荡运行。受益标的有**金钼股份。**

#### 1.5、跟踪品种：终端需求延迟启动，3-4 月铁矿、钢材价格或将迎来 V 型反转

**铁矿石：关注铁水复苏情况，若需求继续延迟，铁矿价格或将震荡下行。**供给端，2024 年受到厄尔尼诺现象的影响，澳大利亚铁矿石主产区（西澳地区）产量将较往年有所提升，近两周铁矿石发运及到港量均较强，**预计 3 月铁矿石到港总量较 2023 年同比仍有所上升；**需求端，受节后终端需求不及预期影响，钢厂利润承压，高炉、电炉复产积极性不高，铁水复苏拐头向下；**关注 3 月中上旬铁水复苏情况，若建材端需求复苏仍继续延迟，或将进一步拖累铁矿价格。**库存端，节后需求较差，供给增量下，进口矿港口库存不断累库，截至 3 月 1 日当周，库存超越 2023 年水平。**整体来看，预计 3 月中上旬铁矿石市场基本面供强需弱，下跌空间由建筑钢材需求主导，若强需求现实继续推迟，铁矿价格或将进一步下跌。**

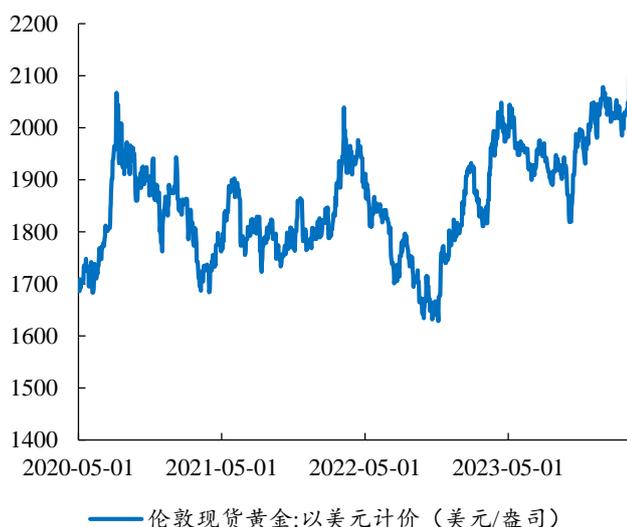
**钢材：制造业需求决定价格反弹空间，3-4 月或将迎来 V 型反转。**年后受下游需求延迟兑现影响，钢厂复产积极性较差，钢材连同炉料价格下跌。五大材产量同比位于低点，下游需求较差，库存累库，但是五大材消费量开始出现反转迹象。我们预计当前钢材需求已近底部，需求启动仅为时间问题，“金三银四”需求终将兑现，届时钢材主动补库，价格有望上涨，受房地产影响建筑业需求或不及预期，价格反弹空间由制造业需求决定。若两会政策不及预期，需求启动延迟至 3 月底兑现，或将导致钢材价格探底，然后形成 V 型反转。**3 月钢材将视下游需求兑现情况决定是**

否迎来反转，4月或将迎较确定性的上涨。

## 2、月度跟踪：降息预期再起，金价走强

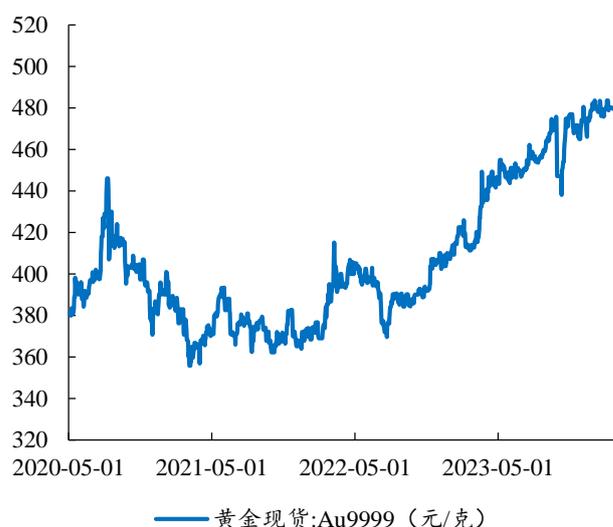
### 2.1、黄金：降息预期再起，金价创2024年新高

图1：截至2024年3月4日，伦敦现货金价2098美元/盎司



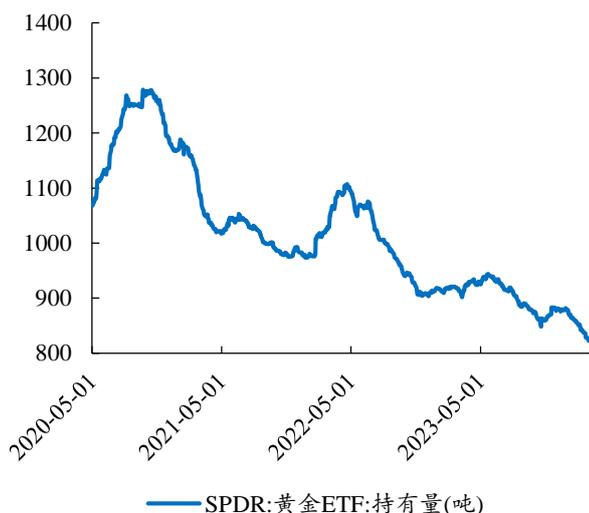
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：截至2024年3月5日，上海现货金价497元/克



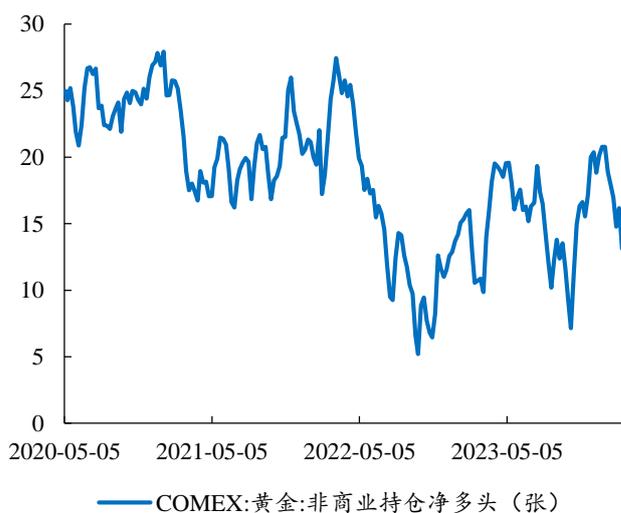
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截至2024年3月4日，黄金ETF持仓量达到821.47吨，月环比-4%



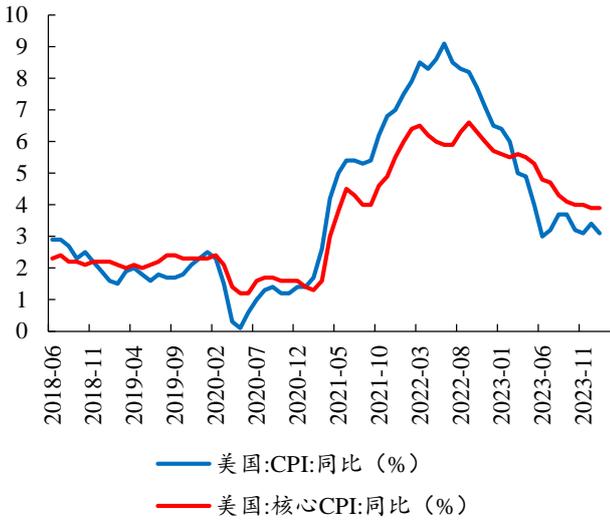
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：截至2024年3月4日当周，Comex黄金非商业持仓净多头达14.2万张，月环比-4%



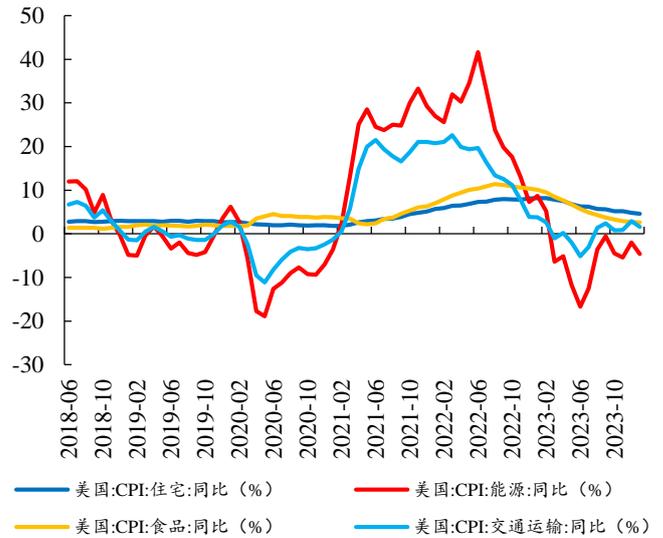
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：美国通胀下行趋势不改



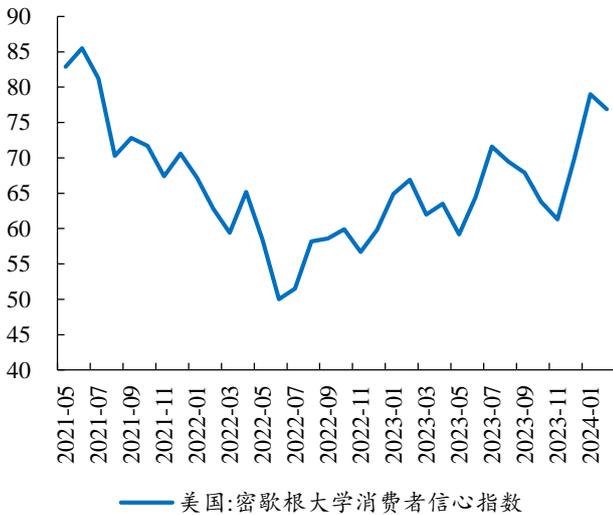
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：能源与住宅使得通胀粘性较强



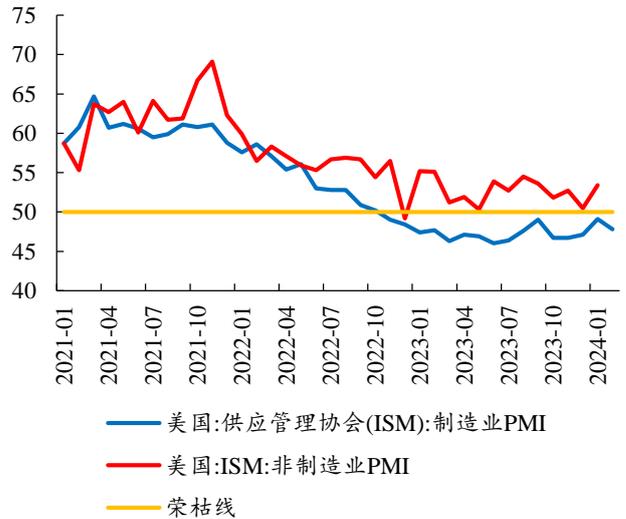
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国消费者信心指数有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国PMI制造业指数止涨回落(2月非制造业PMI指数暂未发布)



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：美国就业市场依旧强劲**

单位：千人	就业人数		就业新增		2024-01			贡献率
	2024-01	2023-12	2024-01	2023-12	就业新增	环比增加	权重	
<b>非农就业人数</b>	157,700	157,347	353	333	353	0.22%	100.00%	100.00%
私人商品生产	21,751	21,723	28	33	28	0.13%	13.79%	7.93%
采矿业	635	641	-6	1	-6	-0.94%	0.40%	-1.70%
建筑业	8,137	8,126	11	24	11	0.14%	5.16%	3.12%
制造业	12,979	12,956	23	8	23	0.18%	8.23%	6.52%
私人服务生产	112,858	112,569	289	245	289	0.26%	71.56%	81.87%
批发业	6,165	6,163	2	11	2	0.03%	3.91%	0.59%
零售业	15,659	15,614	45	43	45	0.29%	9.93%	12.80%
运输仓储业	6,556	6,541	16	2	16	0.24%	4.16%	4.39%
公用事业	586	584	2	2	2	0.31%	0.37%	0.51%
信息业	3,032	3,017	15	18	15	0.50%	1.92%	4.25%
金融活动	9,248	9,240	8	13	8	0.09%	5.86%	2.27%
专业和商业服务	22,978	22,904	74	35	74	0.32%	14.57%	20.96%
教育和保健服务	25,943	25,831	112	84	112	0.43%	16.45%	31.73%
休闲和酒店业	16,824	16,813	11	38	11	0.07%	10.67%	3.12%
其他服务业	5,868	5,863	5	-1	5	0.09%	3.72%	1.42%
政府	23,091	23,055	36	55	36	0.16%	14.64%	10.20%
联邦政府	2,968	2,957	11	5	11	0.37%	1.88%	3.12%
州政府	5,408	5,398	10	15	10	0.19%	3.43%	2.83%
地方政府	14,715	14,700	15	35	15	0.10%	9.33%	4.25%

数据来源：Wind、开源证券研究所

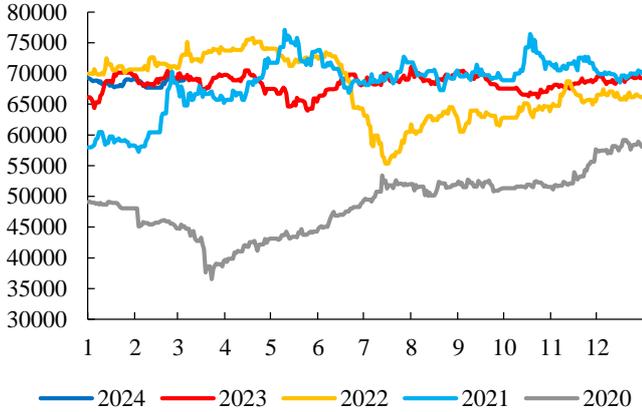
**图10：市场预期首次降息时点为 2024 年 6 月**

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%	21.1%	78.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.8%	52.5%	35.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.0%	35.4%	42.6%	14.9%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.3%	28.6%	40.8%	21.5%	3.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	3.0%	18.2%	35.4%	30.1%	11.6%	1.6%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.1%	13.6%	30.2%	31.7%	17.2%	4.6%	0.5%
2025/1/29	0.0%	1.3%	9.0%	23.5%	31.1%	23.0%	9.7%	2.1%	0.2%
2025/3/12	0.5%	4.0%	14.2%	26.2%	28.2%	18.3%	7.0%	1.4%	0.1%

资料来源：CME（数据截至 2024 年 3 月 5 日）

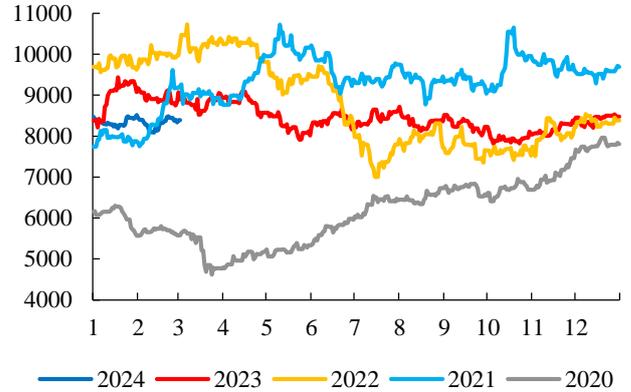
## 2.2、铜：冶炼费用继续下行，铜精矿紧缺持续兑现

图11：2024年2月国内铜价处于同期高位（元/吨）



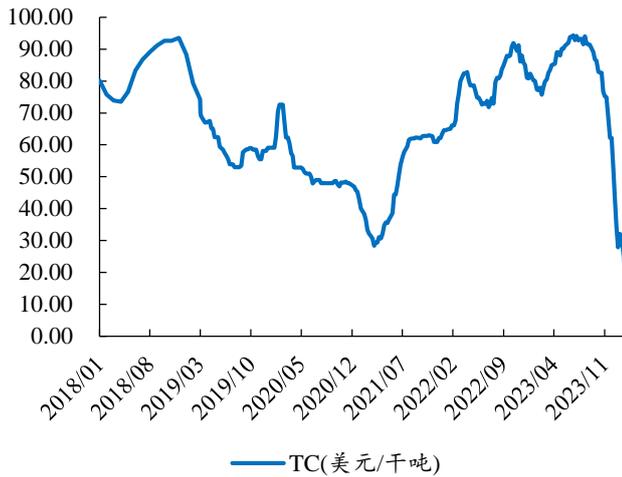
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024年2月LME铜价处于近五年低位（美元/吨）



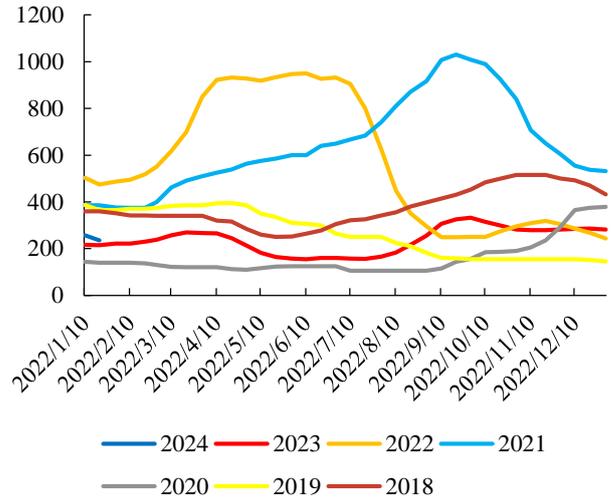
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024年2月国内TC费用继续下行（美元/吨）



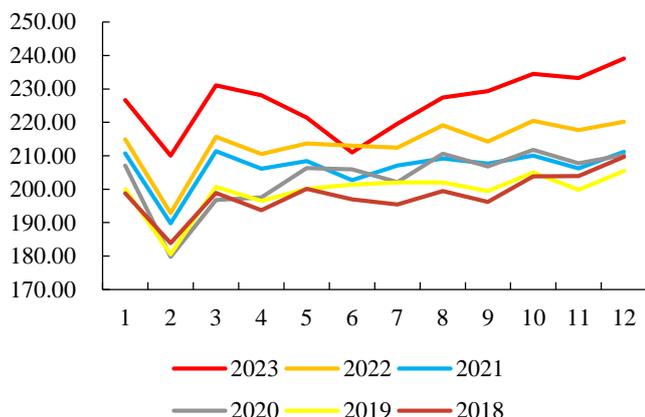
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年2月国内硫酸价格环比下滑（元/吨）



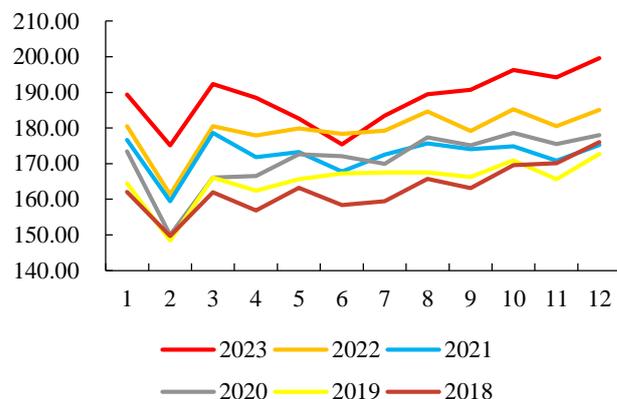
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 2023年12月全球精炼铜产量环比增加2.49%(万吨)



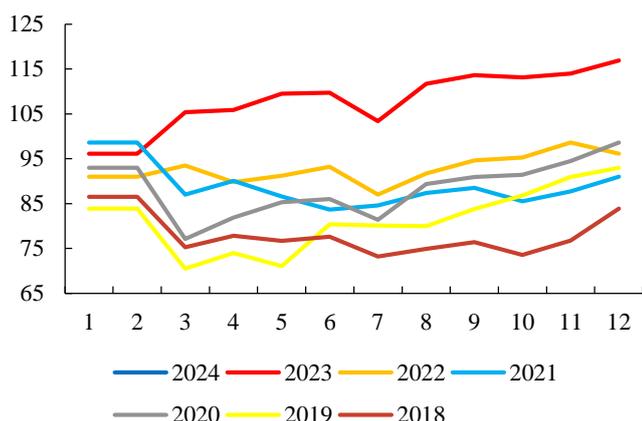
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图16: 2023年12月全球原生铜产量环比增加2.78%(万吨)



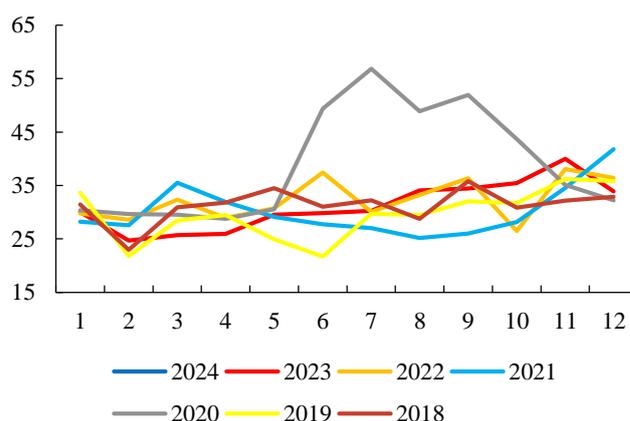
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图17: 2023年12月国内精炼铜供给环比增长2.54%(万吨)



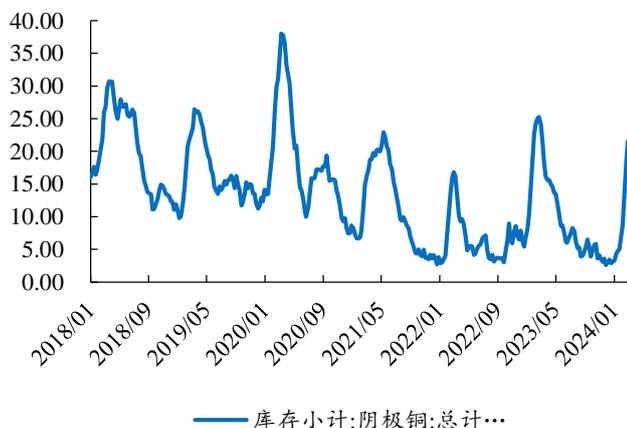
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图18: 2023年12月国内精炼铜进口量环比减少15.35%(万吨)



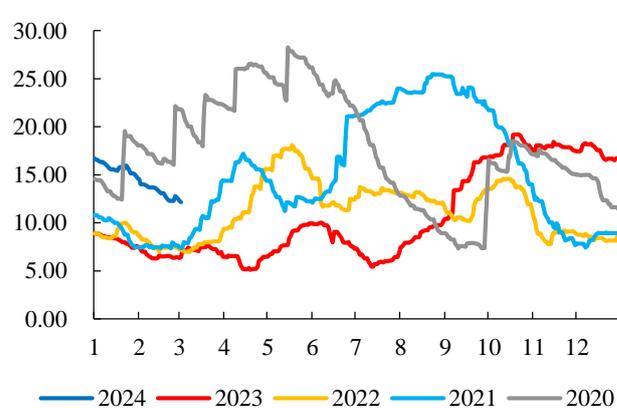
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图19: 2024年2月国内阴极铜季节性补库上升(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

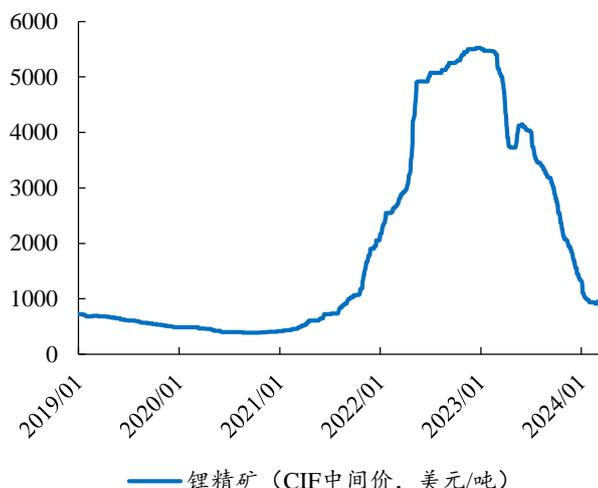
图20: 2024年2月LME铜库存持续下滑(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

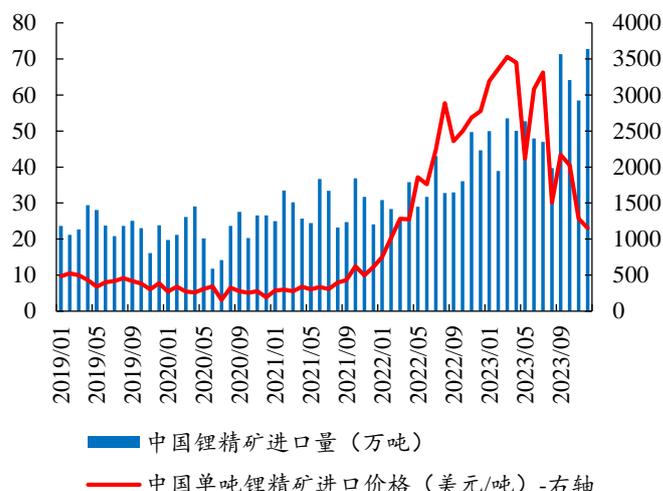
## 2.3、锂：下游需求稳增长，预计锂价将反复磨底

图21：截至2024年3月4日，锂精矿报价960美元/吨



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图22：2023年12月中国锂精矿进口约73万吨(实物量)



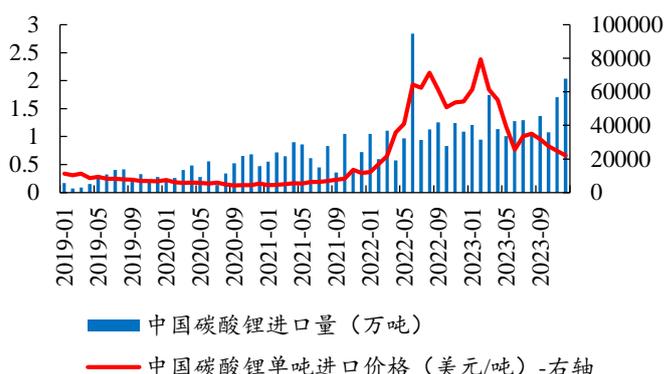
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图23：截至2024年3月4日，电碳报价10.4万元/吨



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图24：2023年12月中国碳酸锂进口约2万吨



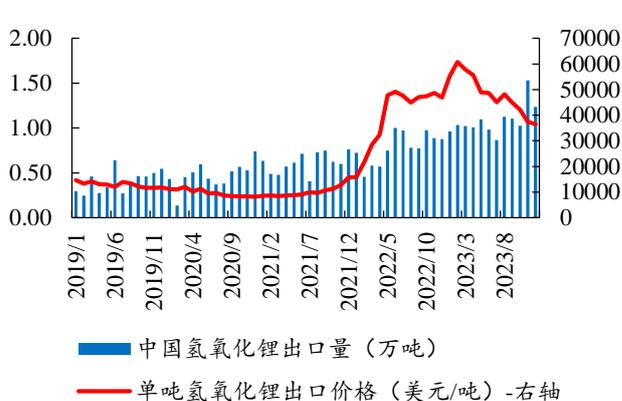
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图25：截至2024年3月4日，电氢报价9.7万元/吨



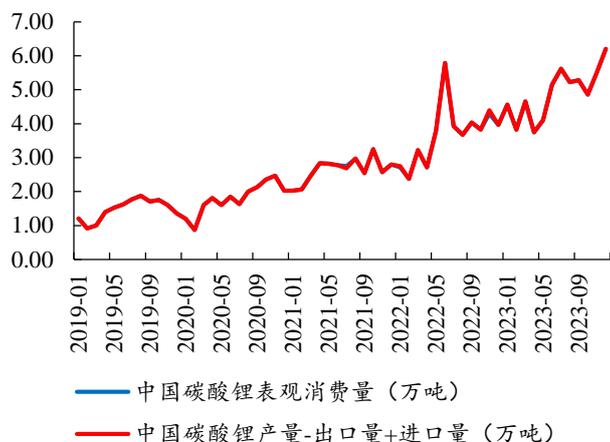
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图26：2023年12月中国氢氧化锂出口约1.23万吨



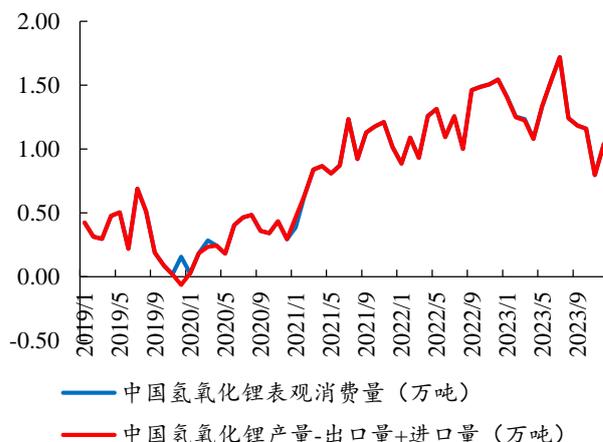
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图27: 国内碳酸锂供需均衡



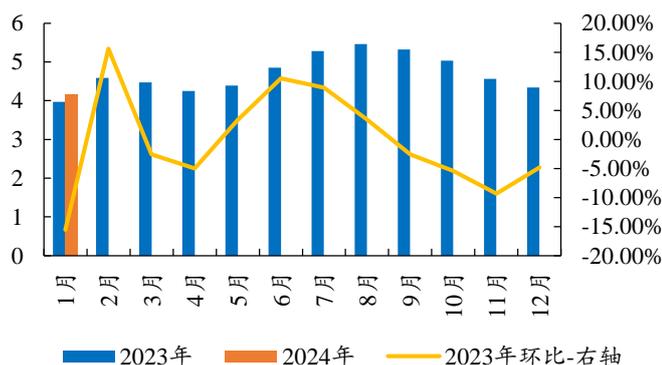
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图28: 国内氢氧化锂供需均衡



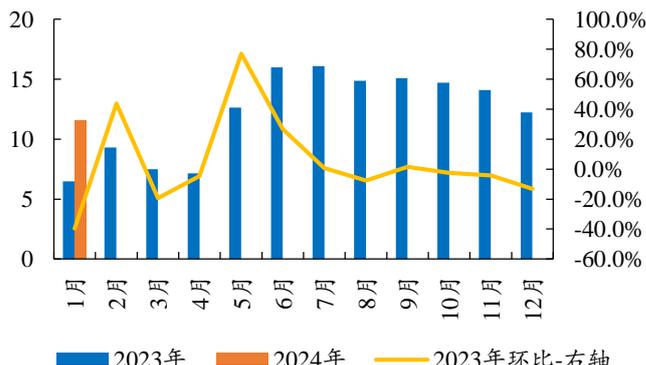
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图29: 2024年1月三元材料排产环比+3.92% (万吨)



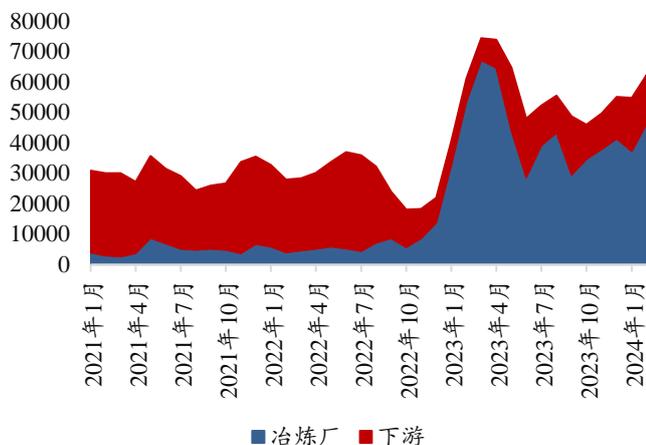
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图30: 2024年1月磷酸铁锂排产环比+0.69% (万吨)



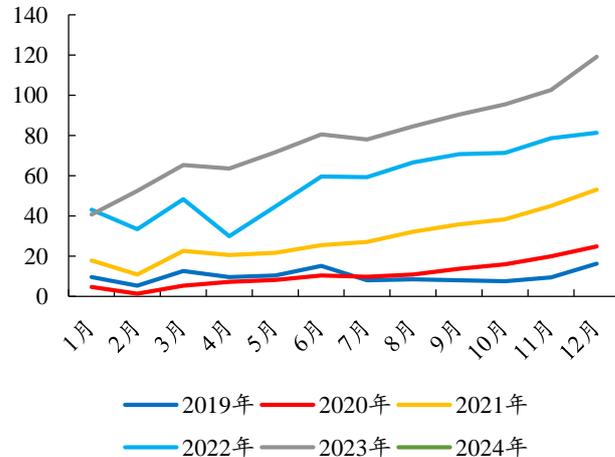
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图31: 2023年12月下流进入补库阶段 (吨)



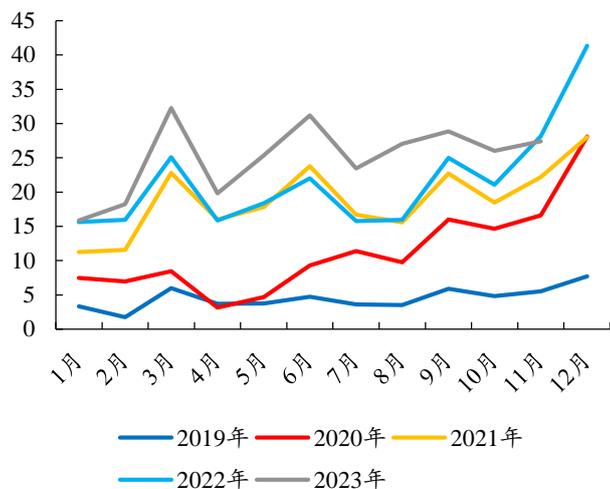
数据来源: SMM、开源证券研究所

图32: 2024年1月中国新能源车销量同比+78.8%(万辆)



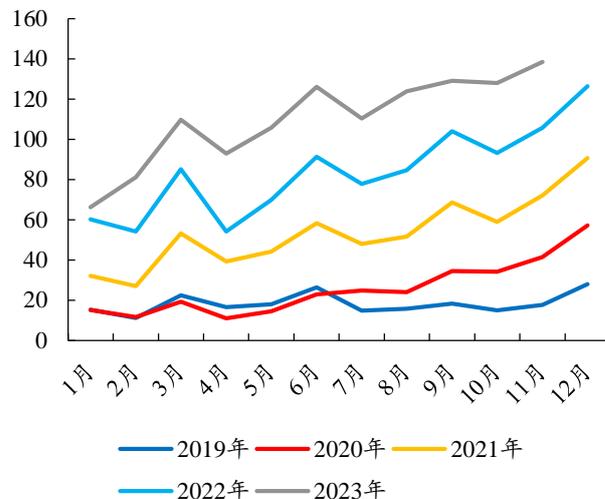
数据来源: 中汽协、开源证券研究所

图33: 2024年1月欧洲新能源车销量同比+25.4%(万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

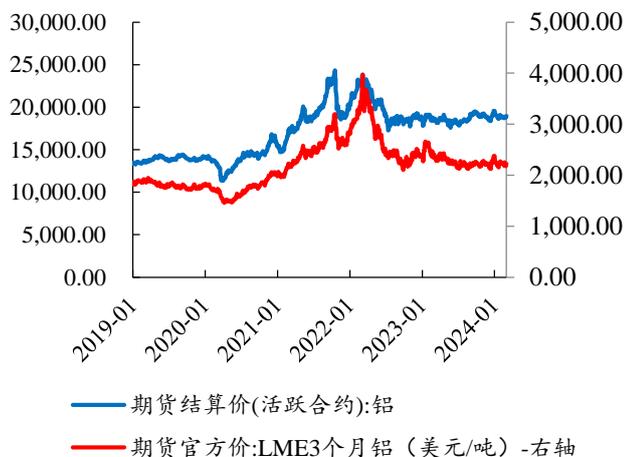
图34: 2023年12月全球新能源车销量同比+23.1%(万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

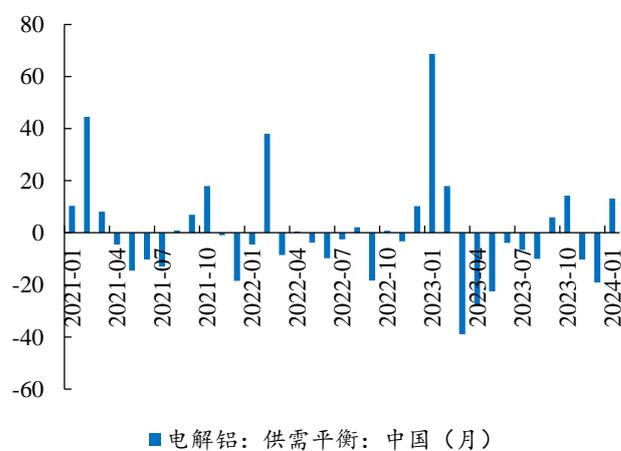
## 2.4、铝: 关注云南枯水期对电解铝产能运行影响

图35: 电解铝内外价差走扩



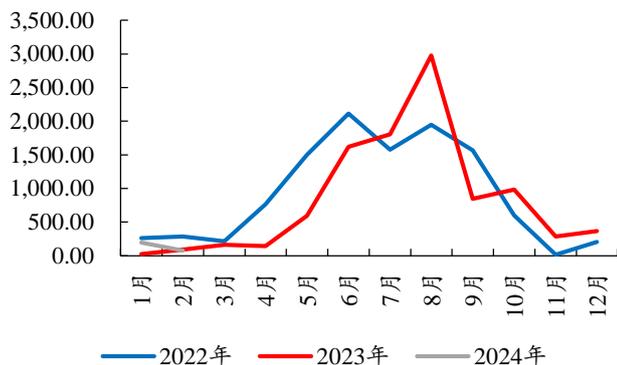
数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 2024年1月中国电解铝供给过剩13.2万吨(万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

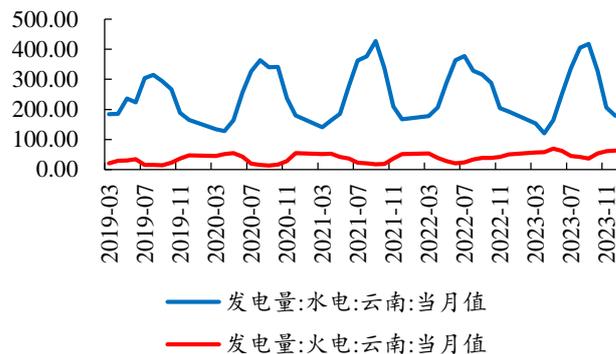
图37：目前云南仍处于枯水期（单位：毫米）



数据来源：Wind、开源证券研究所

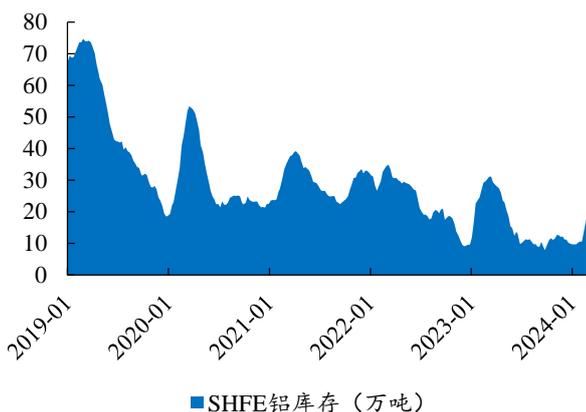
注：为云南省 11 个市降雨量合计值

图38：2023 年 12 月云南省水电 178.4 亿度，月度环比 -13%（亿度）



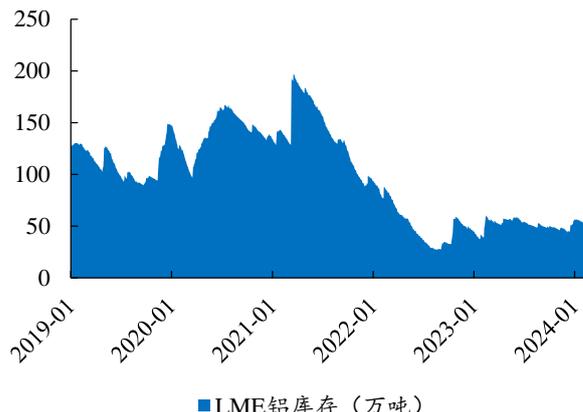
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：SHFE 铝库存处于低位



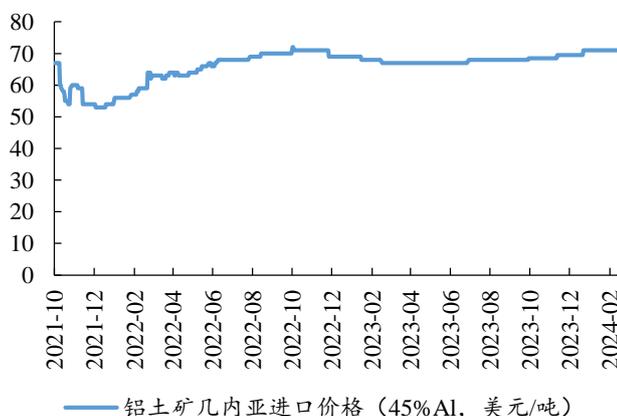
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：LME 铝库存处于低位



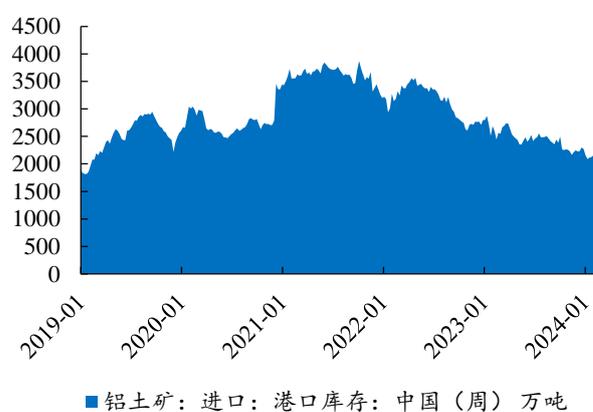
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：铝土矿几内亚进口价格维持高位

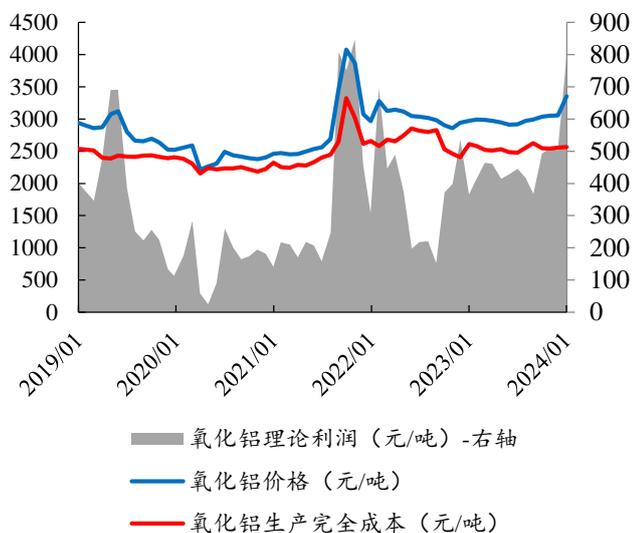


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图42：中国港口铝土矿库存水平处于低位

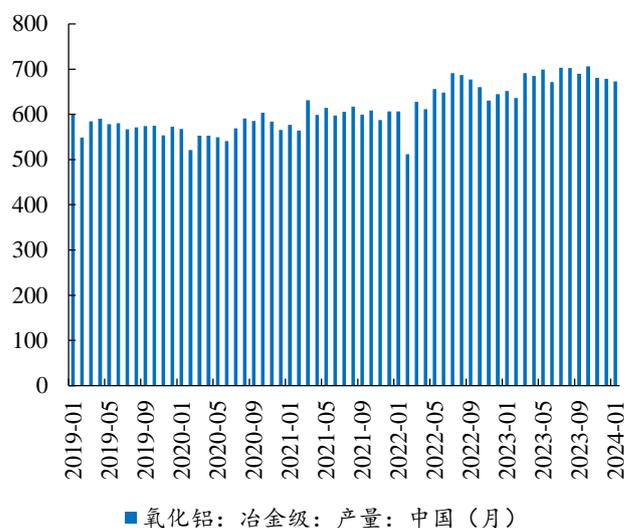


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

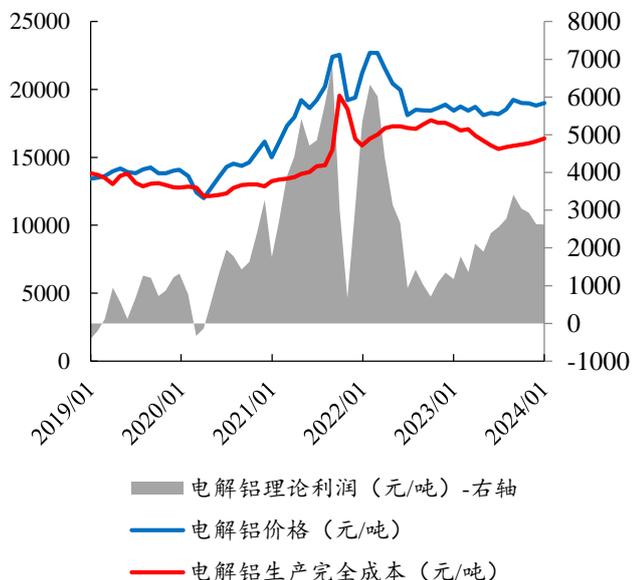
**图43：2024年1月氧化铝单吨理论利润约791元/吨**


数据来源：MySteel、开源证券研究所

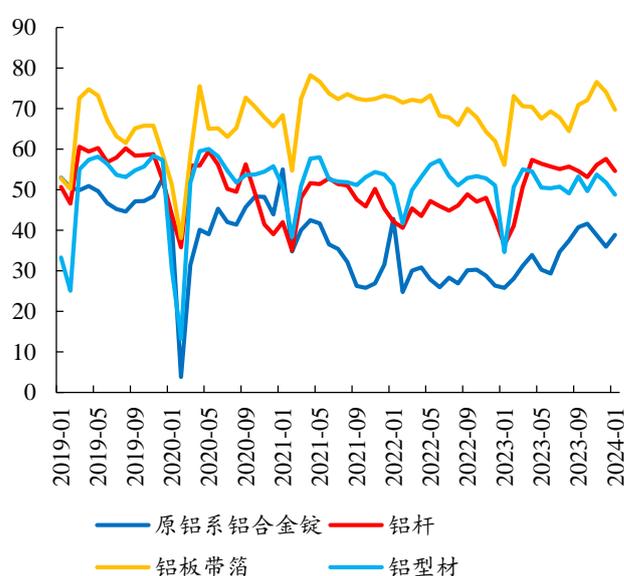
注：单吨理论利润=价格-完全成本

**图44：2024年1月中国氧化铝产量672.5万吨,同比+3% (单位：万吨)**


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

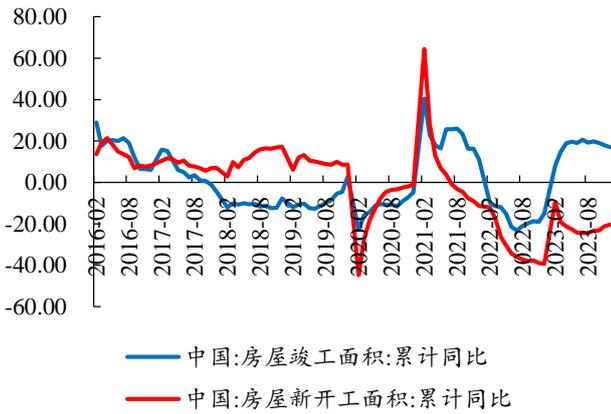
**图45：2024年1月电解铝单吨理论利润约2619元/吨**


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

**图46：2024年1月大部分铝产品开工率下滑（%）**


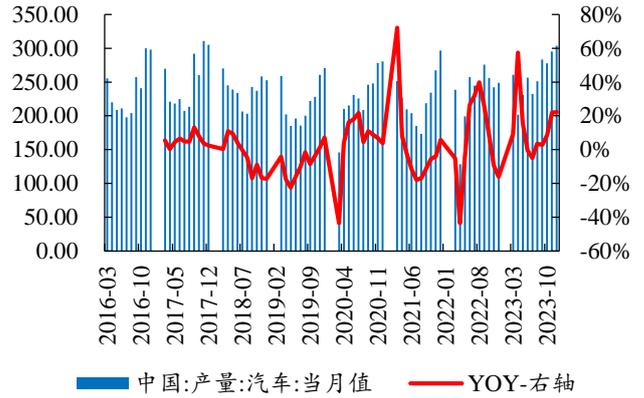
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图47: 2024H1 竣工面积或受 2021 新开工面积支撑(%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

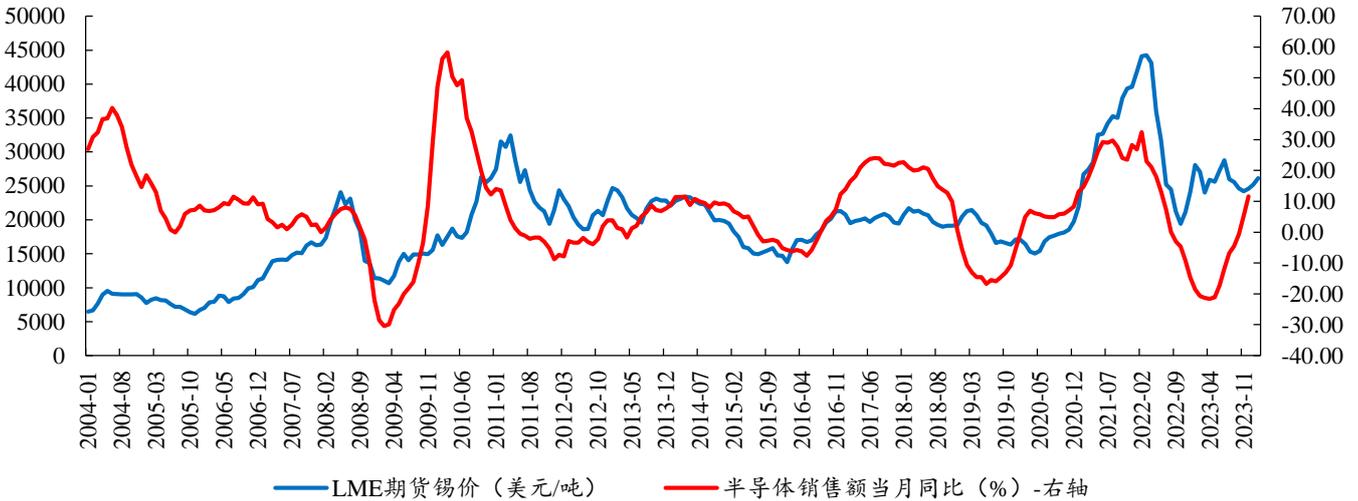
图48: 2023 年 12 月中国汽车产量增速达 22% (万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

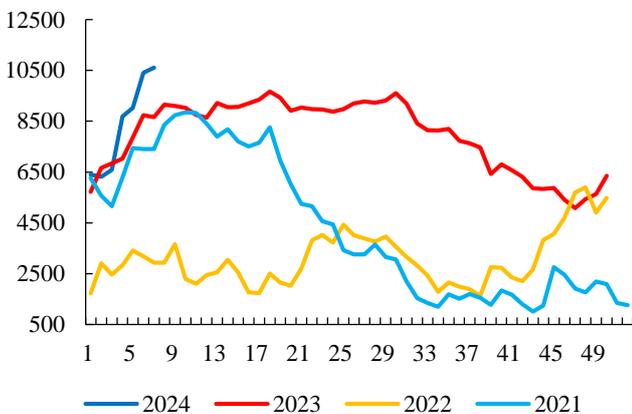
## 2.5、锡：缅甸矿端停产供给收紧，期待半导体复苏提振锡价

图49: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关



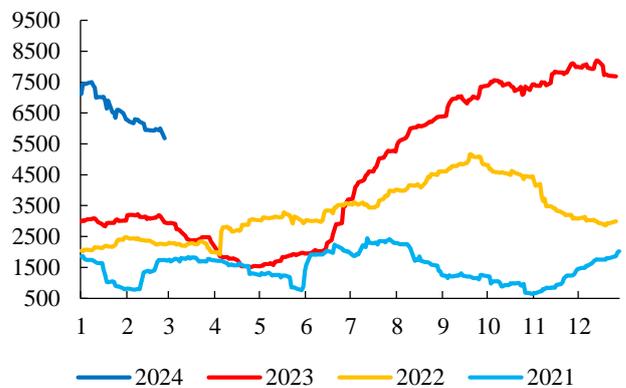
数据来源: Wind、开源证券研究所

图50: 上海期交所锡锭库存近期整体呈累库 (吨)



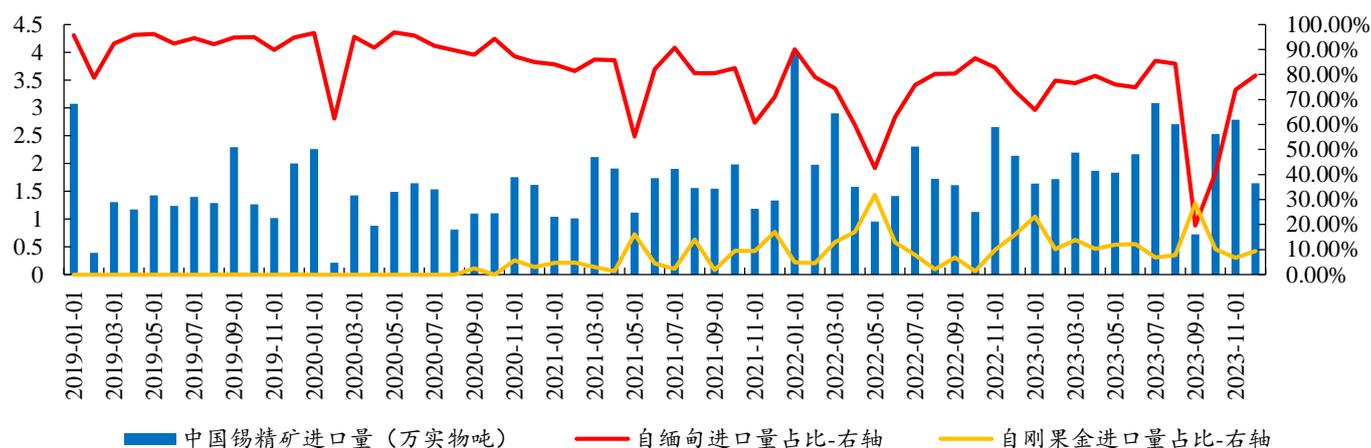
数据来源: Wind、开源证券研究所

图51: LME 锡库存处于历史高位但近期开始去库 (吨)



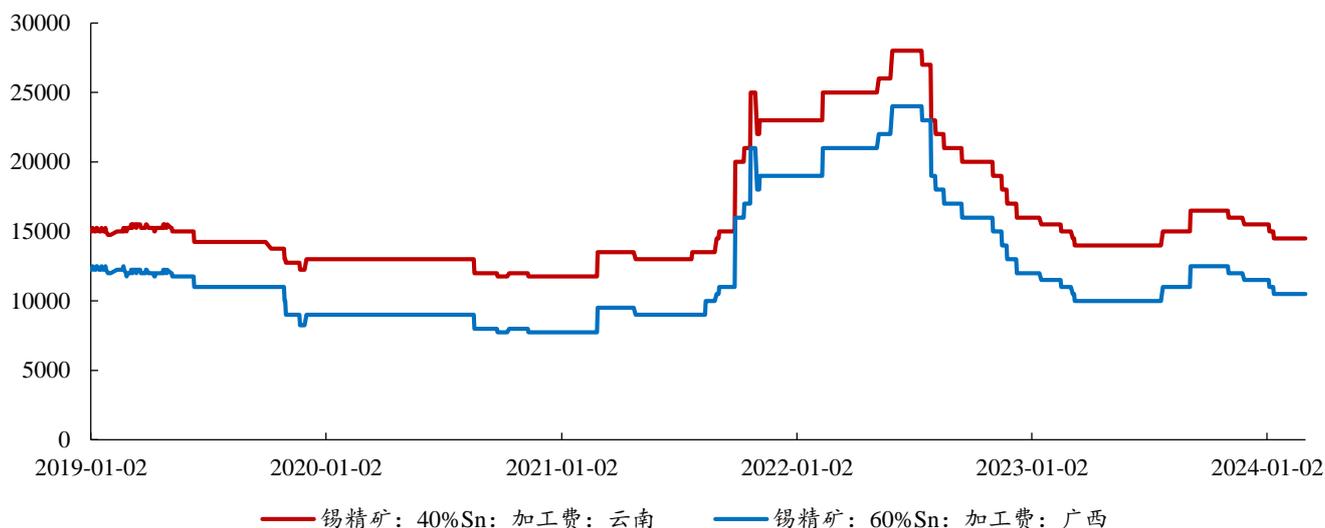
数据来源: Wind、开源证券研究所

图52: 缅甸锡精矿进口占比较 2023 年 8 月份之前有所下滑



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

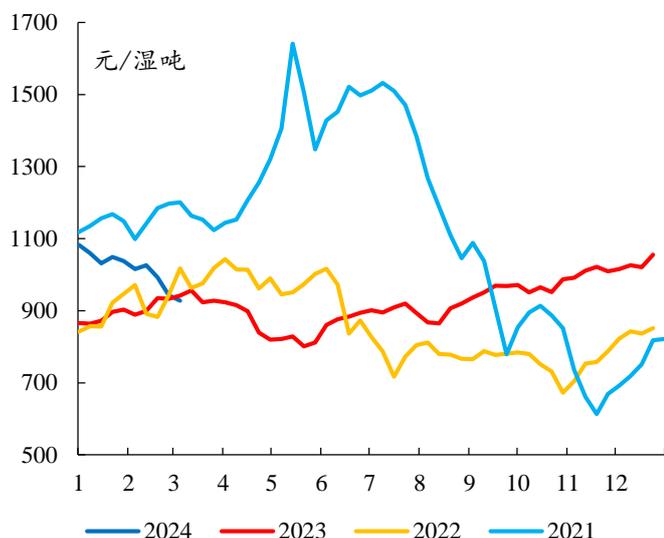
图53: 锡精矿加工费下滑, 反应矿端紧张局面 (元/吨)



数据来源: MySteel、开源证券研究所

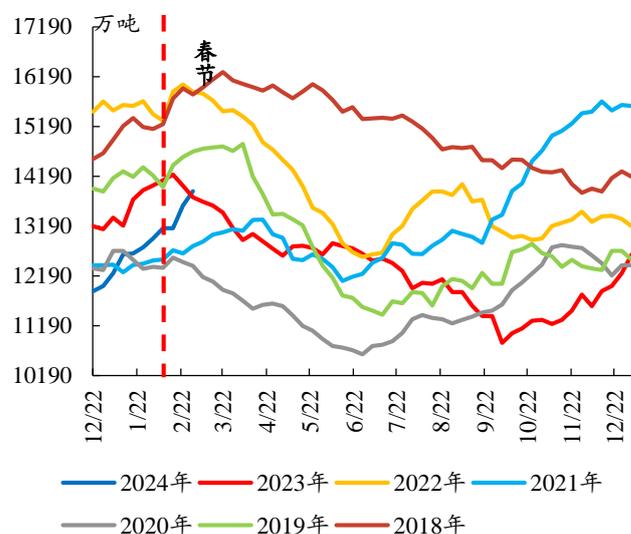
## 2.6、铁矿石：若需求继续延迟兑现，铁矿价格或将震荡下行

图54：截至3月1日当周，Mysteel 铁矿石价格指数 927.65 元/湿吨



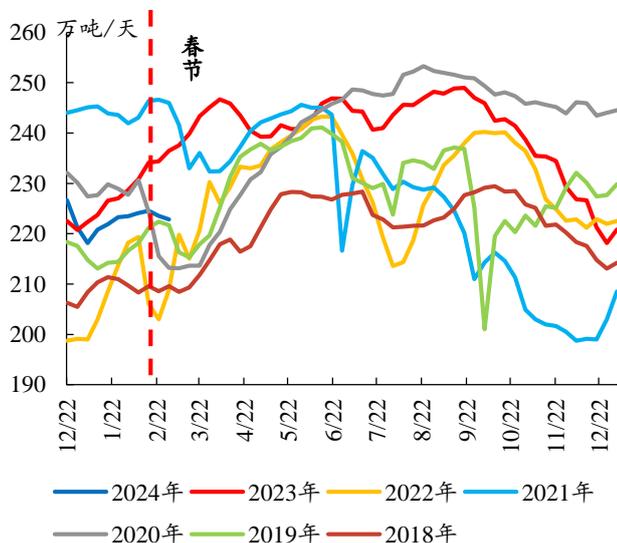
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图55：截至3月1日当周，进口矿港口库存 13893 万吨，同比+0.89%，环比+2.13%（农历口径）



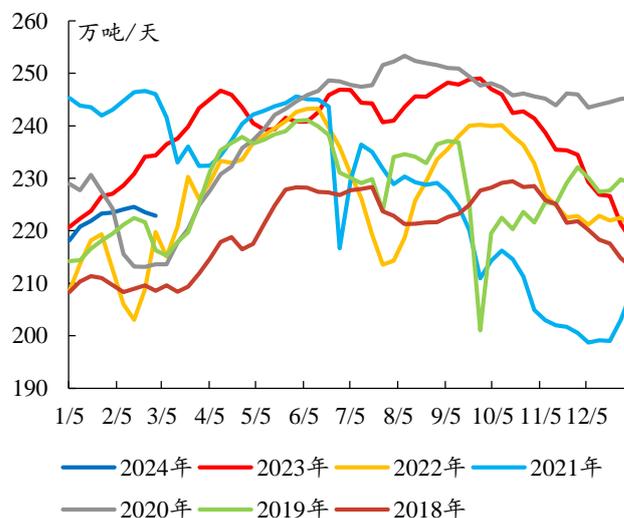
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图56：截至3月1日当周，日均铁水产量 222.86 万吨，同比-5.76%，环比-0.3%（农历口径）



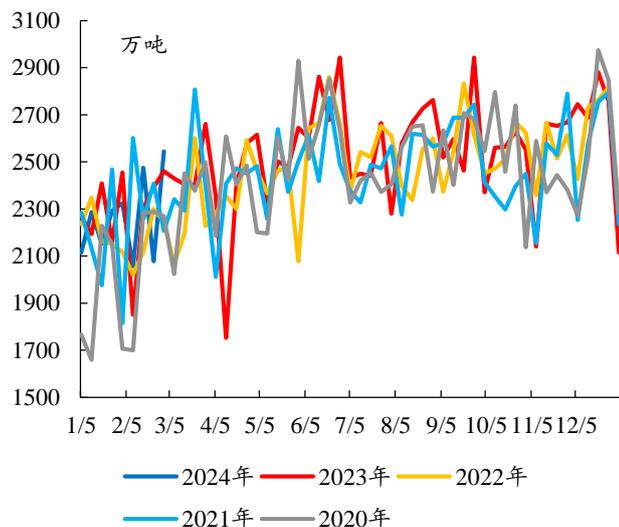
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图57：截至3月1日当周，日均铁水产量 222.86 万吨，同比-4.91%，环比-0.3%（阳历口径）



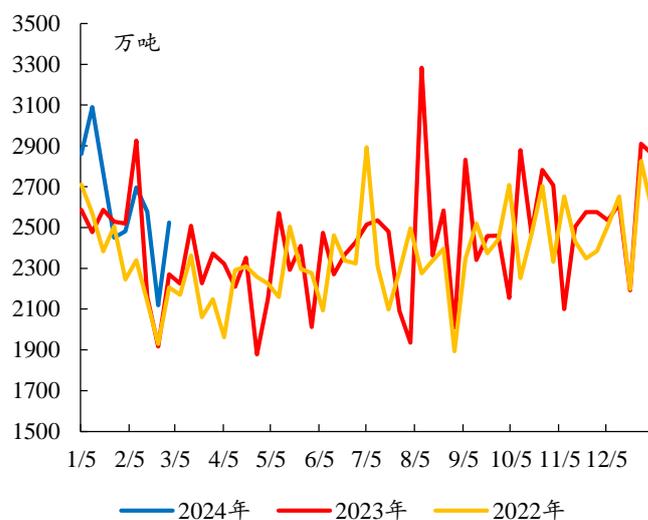
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图58: 截至3月1日当周, 铁矿石发运量 2544.5 万吨, 同比+3.38%, 环比+22.42%



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

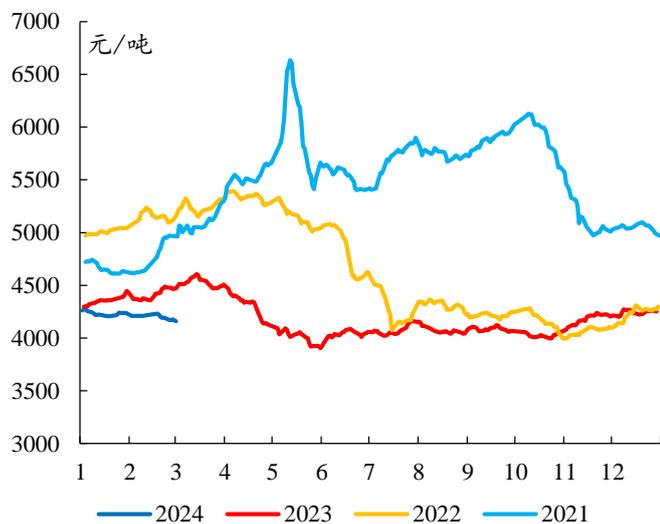
图59: 截至3月1日当周, 铁矿石到港量 2524.4 万吨, 同比+11.22%, 环比+19.14%



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

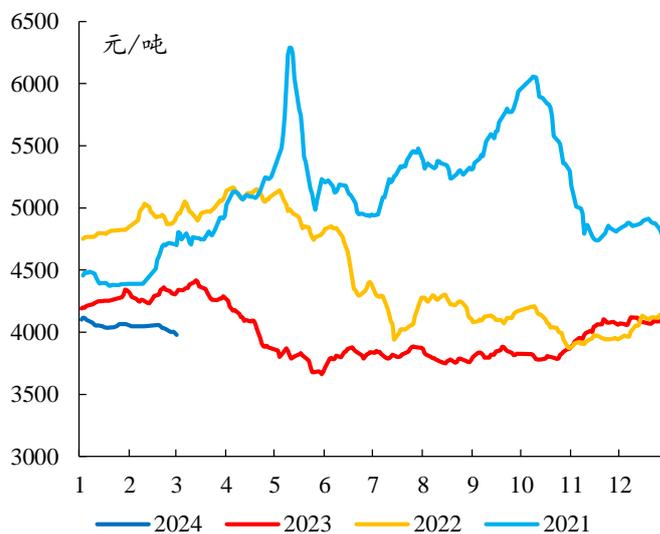
## 2.7、钢材: 制造业需求决定价格反弹空间, 3-4月或将迎来V型反转

图60: 截至3月1日, Mysteel 普钢价格指数 4159.65 元/吨, 月环比-1.4%



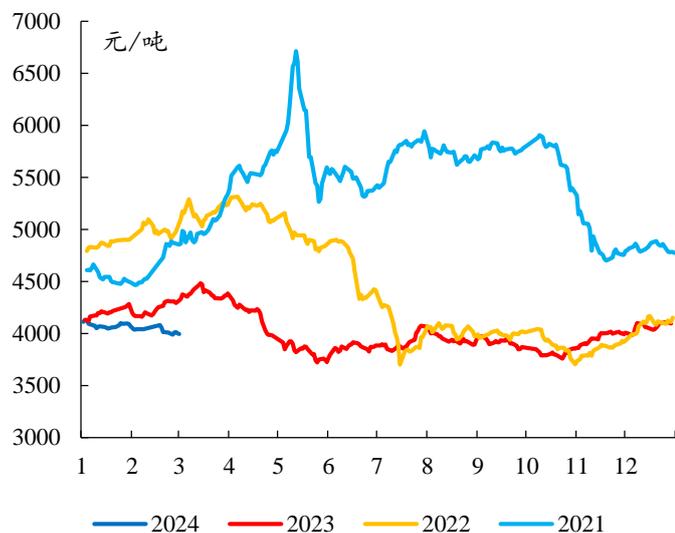
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图61: 截至3月1日, 螺纹钢价格指数 3979.32 元/吨, 月环比-1.8%



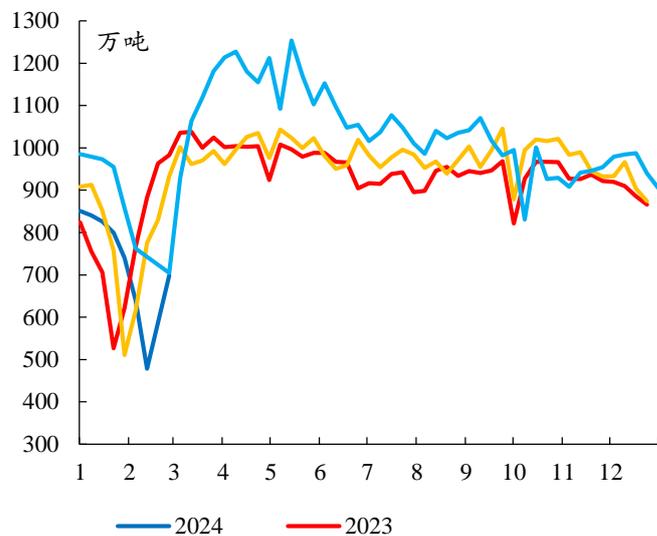
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图62: 截至3月1日, 热卷价格指数 3994.74 元/吨, 月环比-1.5%



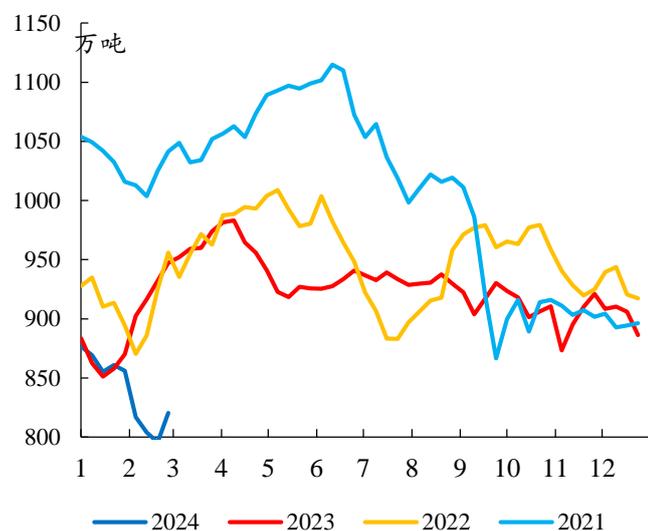
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图63: 截至3月1日当周, 五大材消费量 698.53 万吨, 周环比+19.1%



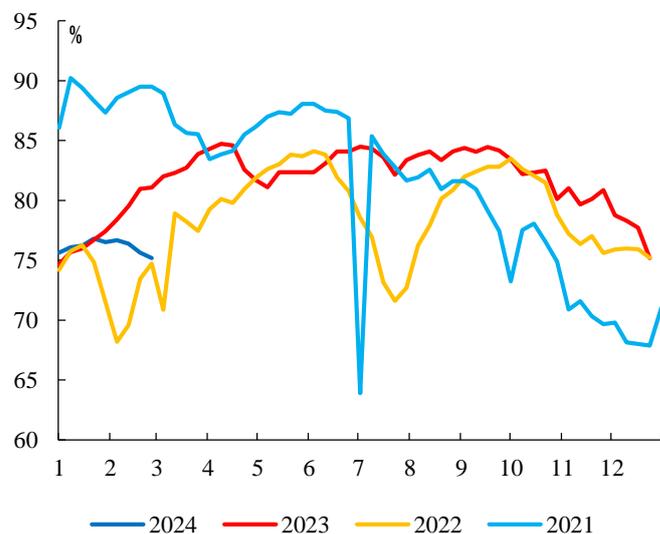
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图64: 截至3月1日当周, 五大材周度产量 820.41 万吨, 周环比+3.11%



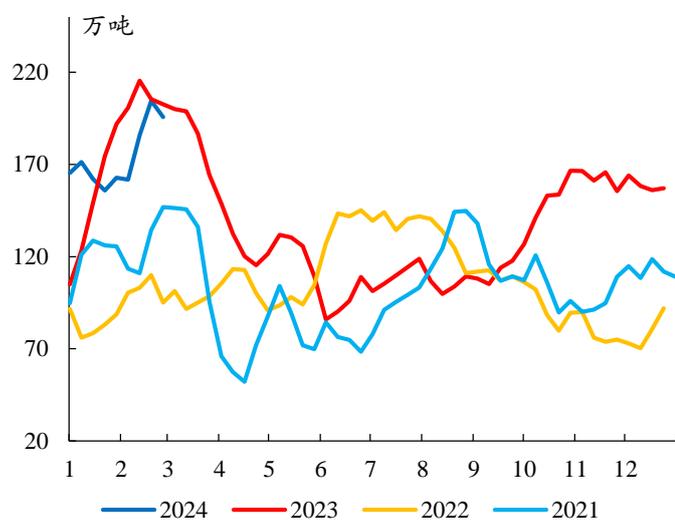
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图65: 截至3月1日当周, 247家钢铁企业高炉开工率 75.19%, 周环比-0.44pct



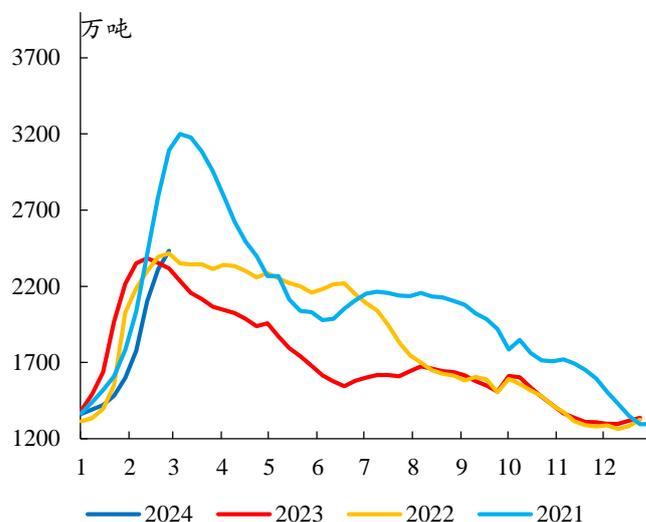
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图66: 截至3月1日当周, 钢坯库存 195.68 万吨, 周环比-4.3%



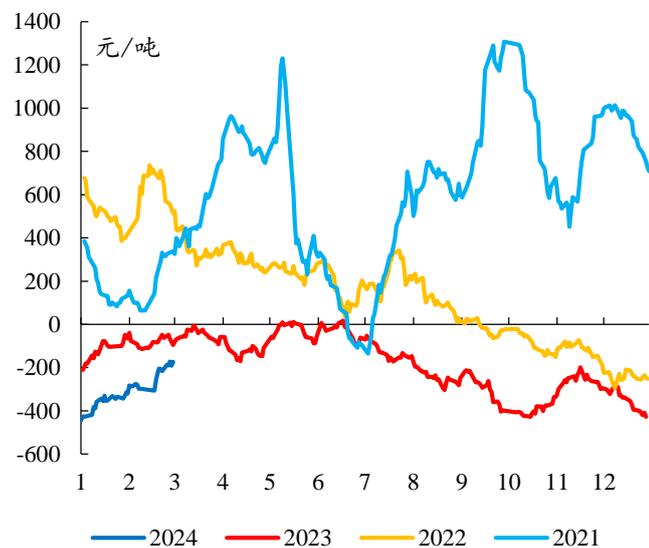
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图67: 截至3月1日当周, 五大材库存 2432.69 万吨, 周环比+5.3%



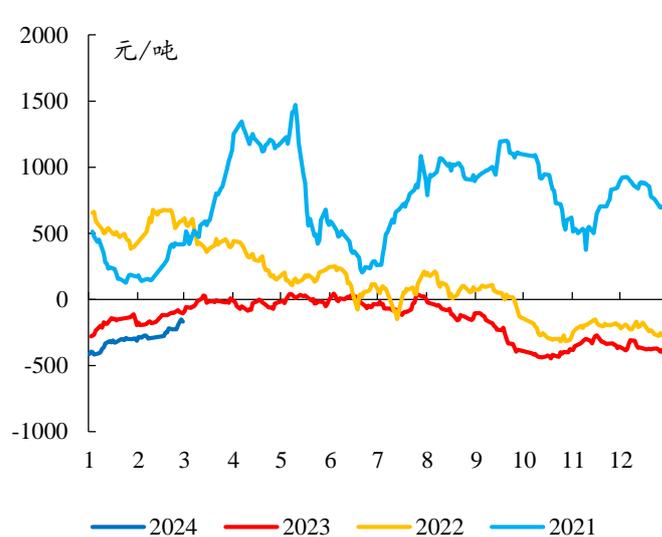
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图68: 截至3月1日, 长流程螺纹钢吨钢利润-174.1 元/吨, 月环比+45.6%



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图69: 截至3月1日, 热卷吨钢利润-169.39 元/吨, 月环比+46%



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

### 3、风险提示

(1) 全球新能源汽车、储能、光伏装机、半导体需求不及预期，各品种下游需求不及预期可能会导致价格下跌。

(2) 地产开工和竣工面积不及预期，地产开工影响钢铁需求，竣工对铜铝需求有一定影响；

(3) 各矿山项目进展超预期，各品种相关矿山进展超预期会加剧供给侧释放，进而影响品种价格；

(4) 地缘政治风险，印尼、阿根廷、非洲等地区海外矿山丰富，地缘政治问题可能会导致市场波动。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn