

## 铜冶炼厂减产叠加政策支持需求，看好后续铜价

2024年03月16日

本周 (3.11-3.15) 上证综指上涨 0.54%，沪深 300 指数上涨 0.22%，SW 有色指数上涨 3.35%，贵金属方面 COMEX 黄金下跌 0.90%，白银上涨 2.04%。工业金属价格 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 1.83%、5.91%、1.72%、1.48%、-0.42%、3.80%；工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-1.43%、-4.88%、-2.99%、-0.52%、0.60%、-4.97%。

➤ **工业金属：国内减产预期拉动铜价大涨，看好后续走势。核心观点：**尽管美国 CPI 超预期美元走高，但是国内铜冶炼厂召开会议联合减产，导致矿端紧张传递到铜金属供给紧张，叠加国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》对外发布，工业金属需求有望获得提振，铜价周内大幅上涨，我们持续看好后续铜价。**铜方面**，供应端，冶炼加工费环比减少 2.04 美元/吨至 13.25 美元/吨，冶炼厂普遍亏损，计划联合减产；需求端，本周 SMM 铜线缆企业开工率环比下降 9.12pct 至 73.56%，主要由于铜价上涨下游客户进入观望阶段，而电网订单尚未走强，预计需等清明节后才会明显增长。**铝方面**，供给端，云南地区尚处于枯水期，省内并没有实质性复产动作；需求端，下游开工维持回暖状态，周度累库 2.2 万吨，累库节奏放缓，库存水平仍处同期低位。**重点推荐：紫金矿业、洛阳钼业、神火股份、西部矿业、金诚信、中国有色矿业、中国铝业、云铝股份。**

➤ **能源金属：澳矿拍卖提前成交压制锂价，短期价格或以震荡为主。核心观点：**前期江西环保检查预期拉高锂价，本周澳矿拍卖以 1200 美元/吨提前成交（对应碳酸锂成本为 10.1 万元/吨），或暗示买卖双方心理价位，对短期上行的锂价形成压制，我们预计后续锂价短期偏震荡。**锂方面**，江西开工仍旧偏低，且因环保事件复产存在不确定性，海外阿根廷卡塔玛卡省暂停批准盐湖项目采矿证对 2027 年前的碳酸锂供给影响 3000 吨左右；需求侧 2 月淡季后呈现回暖趋势，但供应后续也会逐步恢复，且进口碳酸锂将于中下旬到港，预计后续价格或偏震荡。**钴方面**，供给端，原料价格高企，钴盐企业开工率偏低；需求端，下游企业对钴盐涨价接受意愿较弱，采购以刚需补库为主，供需双弱，钴盐价格小幅反弹。**镍方面**，供给端，节后湿法回收厂受废料价格高位复产节奏较慢。需求端终端车销数据向好，前驱体端积极备货，硫酸镍价格坚挺。**重点推荐：藏格矿业、永兴材料、华友钴业、中矿资源。**

➤ **贵金属：美国 2 月 CPI 数据高于预期，但降息确定性+央行购金支撑金价，持续看好金价上涨机会。**美国 2 月 CPI 超预期上抬，市场对 3 月 5 月降息信息下降，但美国 1 月 PCE 数据下降，2 月非农数据表现较差，尽管新增就业人数 27.5 万人，高于预期 20 万人，但前值被大幅下修 12.4 万人，失业率也从 3.7% 升至 3.9%，以及美联储主席鲍威尔，连续发表偏鸽派讲话，市场预期 6 月降息 25BP 的概率为 60%，降息确定性支撑金价。根据央行数据，2 月中国黄金储备环比增加 39 万盎司，已连续 16 个月增加，全球央行购金依然强劲，继续看好贵金属价格上涨机会。**重点推荐：中金黄金、银泰黄金、山东黄金、赤峰黄金、招金矿业、湖南黄金，关注中国黄金国际。**

➤ **风险提示：**需求不及预期、供给超预期释放、海外地缘政治风险等。

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601899.SH	紫金矿业	15.96	0.76	0.84	0.93	21	19	17	推荐
603993.SH	洛阳钼业	7.74	0.28	0.27	0.51	28	29	15	推荐
000807.SZ	云铝股份	12.53	1.32	1.08	1.75	9	12	7	推荐
603799.SH	华友钴业	29.29	2.29	2.38	3.21	13	12	9	推荐
002738.SZ	中矿资源	40.79	7.21	3.45	2.96	6	12	14	推荐
002756.SZ	永兴材料	52.76	11.72	6.75	3.04	5	8	17	推荐
603979.SH	金诚信	52.39	1.02	1.68	2.75	51	31	19	推荐
601168.SH	西部矿业	19.67	1.45	1.22	1.51	14	16	13	推荐
1258.HK	中国有色矿业	6.80	0.51	0.70	0.74	13	10	9	推荐
600547.SH	山东黄金	25.06	0.28	0.46	0.65	90	54	39	推荐
600489.SH	中金黄金	11.98	0.44	0.58	0.7	27	21	17	推荐
600988.SH	赤峰黄金	14.78	0.27	0.44	0.73	55	34	20	推荐
000975.SZ	银泰黄金	16.63	0.41	0.55	0.71	41	30	23	推荐
1818.HK	招金矿业	9.39	0.12	0.18	0.29	78	52	32	推荐
002155.SZ	湖南黄金	13.1	0.36	0.44	0.62	36	30	21	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测。（注：股价为 2024 年 3 月 15 日收盘价，港股标的股价为港币，港币/人民币 0.92）

## 推荐

## 维持评级



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张弋清**

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

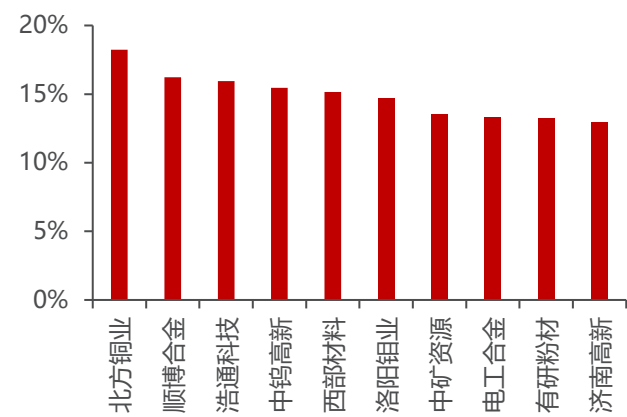
### 相关研究

1. 有色金属周报 20240309：国内经济增长目标+海外降息预期共振，商品价格上行-2024/03/09
2. 有色金属周报 20240303：降息预期+国内稳增长加码，商品价格有望继续上行-2024/03/03
3. 有色金属周报 20240225：国内利率调整，期待复工后金属需求回暖-2024/02/25
4. 真“锂”探寻系列 11：澳矿 23Q4 跟踪：扩产爬坡+控本是“关键词”-2024/02/21
5. 有色金属周报 20240218：春节假期消费走弱，商品价格回落-2024/02/18

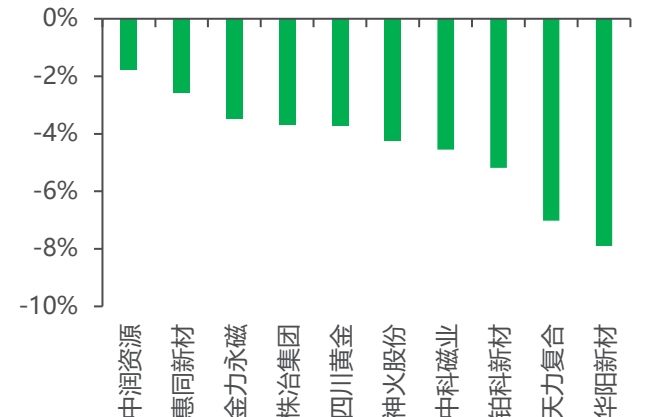
# 目录

<b>1 行业及个股表现</b>	<b>3</b>
<b>2 基本金属</b>	<b>3</b>
2.1 价格和股票相关性复盘	5
2.2 工业金属	5
<b>3 贵金属、小金属</b>	<b>14</b>
3.1 贵金属	14
3.2 能源金属	17
3.3 其他小金属	20
<b>4 稀土价格</b>	<b>23</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>25</b>
插图目录	26
表格目录	27

## 1 行业及个股表现

**图1：期间涨幅前 10 只股票 (3/11-3/15)**


资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图2：期间涨幅后 10 只股票 (3/11-3/15)**


资料来源：同花顺，民生证券研究院

## 2 基本金属

**表1：金属价格、库存变化表**

		单位	价格/库存 2024/3/15	一周以来	变化 本月以来	今年以来
<b>基本金属价格</b>						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2277	1.83%	1.83%	-2.09%
	铜(当月)	美元/吨	9074	5.91%	6.48%	6.35%
	锌(当月)	美元/吨	2566	1.72%	5.49%	-1.76%
	铅(当月)	美元/吨	2131	1.48%	4.56%	3.17%
	镍(当月)	美元/吨	17915	-0.42%	0.90%	8.05%
	锡(当月)	美元/吨	28675	3.80%	8.56%	13.97%
国内价格	铝(当月)	元/吨	19295	0.49%	1.74%	-2.33%
	铜(当月)	元/吨	73130	4.49%	6.11%	6.05%
	锌(当月)	元/吨	21500	0.87%	4.39%	-0.62%
	铅(当月)	元/吨	16315	0.59%	2.16%	2.26%
	镍(当月)	元/吨	141870	2.45%	3.50%	11.26%
	锡(当月)	元/吨	225700	1.37%	3.54%	7.12%
<b>基本金属库存</b>						
铝	LME 库存	万吨	57.18	-1.43%	-2.94%	0.95%
	上海期交所库存	万吨	20.64	12.02%	8.08%	108.44%
铜	LME 库存	万吨	10.73	-4.88%	-11.60%	-0.60%
	COMEX 库存	万吨	3.03	-1.63%	5.07%	59.48%
上海期交所库存	万吨	28.64	19.71%	33.53%	826.69%	
	锌	LME 库存	万吨	26.41	-2.99%	-4.29%
上海期交所库存	万吨	11.96	10.04%	22.51%	463.68%	
	铅	LME 库存	万吨	19.06	-0.52%	6.32%
上海期交所库存	万吨	6.71	6.89%	26.93%	26.95%	
	镍	LME 库存	万吨	7.40	0.60%	0.33%
上海期交所库存	万吨	2.02	6.11%	8.75%	46.58%	

锡	LME 库存	万吨	0.51	-4.97%	-10.74%	-34.16%
	上海期交所库存	万吨	1.14	2.84%	7.31%	79.42%
<b>贵金属价格</b>						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	2166.50	-0.90%	3.58%	4.78%
	白银	美元/盎司	25.03	2.04%	7.20%	4.75%
国内价格	黄金	元/克	505.20	-0.13%	4.51%	4.45%
	白银	元/千克	6281.00	1.87%	6.44%	4.09%
<b>小金属价格</b>						
	钼精矿	元/吨度	3425	0.00%	2.39%	8.90%
	钨精矿	元/吨	126000	0.40%	1.20%	3.70%
	电解镁	元/吨	19400	-4.43%	-6.73%	-12.02%
	电解锰	元/吨	12550	-0.79%	-1.57%	-1.95%
	锑锭(1#)	元/吨	90000	-1.10%	-1.10%	6.51%
	海绵钛	元/千克	52500	0.00%	-4.55%	-4.55%
	铬铁(高碳)	元/吨	8950	0.00%	0.00%	0.00%
	钴	元/吨	204500	0.00%	0.00%	-1.21%
	铋	元/吨	55000	0.92%	0.92%	-0.90%
	钽铁矿	美元/磅	85	3.66%	6.25%	28.79%
	二氧化锗	元/千克	6250	0.00%	0.00%	0.00%
	铟	元/千克	2025	0.00%	2.02%	1.00%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	105500	3.94%	9.33%	21.97%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	113500	4.61%	8.61%	15.23%
	五氧化二钒	元/吨	84000	-2.33%	-4.55%	-7.69%
<b>稀土</b>						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4000	0.00%	0.00%	2.56%
	氧化铈	元/吨	7000	0.00%	0.00%	20.69%
	氧化镨	元/吨	360000	0.00%	-3.49%	-20.88%
	氧化钕	元/吨	362000	0.00%	-3.47%	-20.87%
	氧化镝	元/千克	1815	-1.36%	0.28%	-27.11%
	氧化铽	元/千克	5350	-0.47%	0.47%	-27.70%
	镨钕氧化物	元/吨	348000	-0.71%	-3.60%	-21.36%
稀土金属	金属镧	元/吨	25000	0.00%	0.00%	0.00%
	金属铈	元/吨	25000	0.00%	0.00%	-4.76%
	金属镨	元/吨	437500	-3.31%	-6.91%	-21.17%
	金属钕	元/吨	437500	-3.31%	-6.91%	-21.17%
	金属镝	元/千克	2250	0.00%	0.00%	-31.30%
	金属铽	元/千克	6450	0.00%	-0.77%	-29.51%
	镨钕合金	元/吨	348000	-0.71%	-3.60%	-21.36%

资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

## 2.1 价格和股票相关性复盘

图3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



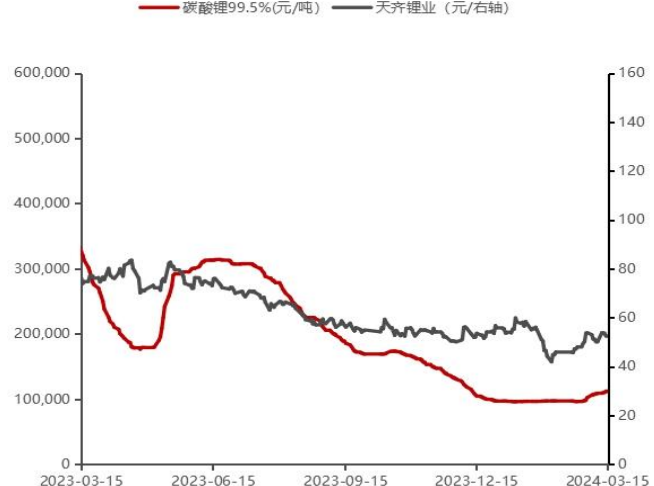
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图5：华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图6：天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理



资料来源：同花顺，民生证券研究院

## 2.2 工业金属

### 2.2.1 铝

#### (1) 价格周度观点

本周 (3.11-3.15)，综合来看，宏观面上来看，美国 2 月核心 CPI 高于市场预期，市场预期美联储 3 月份或维持利率不变，美元指数走势震荡。国内国务院印发《行动方案》推进重点行业设备更新改造快建筑和市政基础设施领域设备更新等利好措施提振市场对铝消费增量预期。基本上国内，近期国内供应端内蒙古、四川前后出现少量减产，减产总规模 10 万吨左右，但仍需关注云南及贵州的复产预期，近期煤炭市场受需求转弱影响，价格持续弱势，电解铝电力成本有所松动。下游需求端目前仍处于增长状态，国内铝社会库存增速放缓，或在下周

出现降库拐点。短期来看，宏观利多释放，供应增长预期仍在发酵，且成本端出现松动，需求转好预期仍需兑现，铝市多空博弈激烈，期铝持仓量增长明显，短期或宽幅震荡为主，SMM 预计下周沪铝震荡运行于 18,760-19,480 元/吨，伦铝下周或震荡运行于 2,200-2,320 美元/吨。后需关注电解铝供应端变动、消费复苏进程及铝锭去库拐点。**新闻方面：**2024 年 3 月 14 日，SMM 统计电解铝锭社会总库存 84.3 万吨，国内可流通过电解铝库存 71.7 万吨，较上周四累库 2.2 万吨，较本周一累库 0.3 万吨，较节前累库 35.2 万吨，稳居近七年同期低位，进入三月后铝锭累库节奏已明显放缓，后续累库空间已然有限，但当前国内铝锭库存已接近节前预测的 85 万吨高点。出库方面，据 SMM 统计，节后第三周铝锭出库量 11.59 万吨，环比节后第二周增加 1.71 万吨，节后国内铝锭出库量持续稳定走高。周末三地库存表现出现明显分化，周中则持稳为主。无锡地区周末出现集中到货，较上周四累库 2.2 万吨，其中入库量高达 3.4 万吨，环比接近翻倍。据 SMM 调研，本次集中到货主因是铝厂消化春节的厂内库存，以新疆地区的货源为主，但持续性非常有限，预计后续到货量将明显回落，周中无锡地区小幅去库 0.3 万吨。佛山地区库存持稳小增，较上周四累库 1.0 万吨，周末的出入库量与上周同期相一致，但周中的入库略有增加。巩义地区周末的库存表现在三地中表现最为亮眼，较上周四去库 0.9 万吨，巩义地区的库存拐点初步出现；同时出库增加 0.95 万吨，除到货量有所下降以外，出库量的逐步走强，相信与当地下游开工向好，对原料需求增加有关，但周中的去库表现有所停滞。

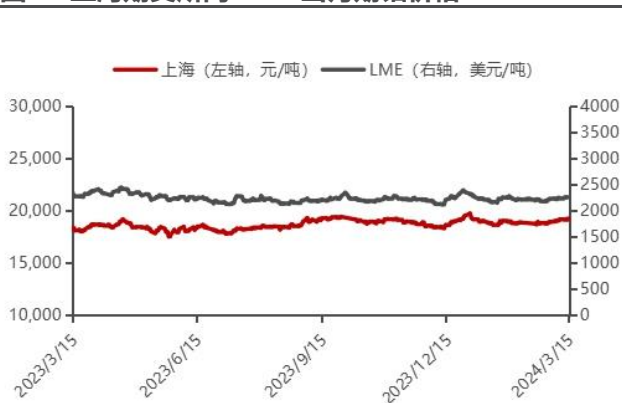
## (2) 价格和库存

表2：铝产业链价格统计

	2024-3-14			日变化		周变化		月变化	
	价格 (元/吨)	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅
电解铝	19260	120.0	0.63%	220.0	1.16%	350.0	1.85%		
氧化铝	3300	-20.0	-0.60%	-30.0	-0.90%	-50.0	-1.49%		
铝土矿 (澳洲进口)	449	-0.2	-0.03%	-0.5	-0.11%	7.4	1.69%		
铝土矿 (广西)	509	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%		
铝土矿 (山西)	610	0.0	0.00%	0.0	0.00%	22.6	3.85%		
预焙阳极	3870	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%		
动力煤	890	-12.0	-1.33%	-32.0	-3.47%	-24.0	-2.63%		

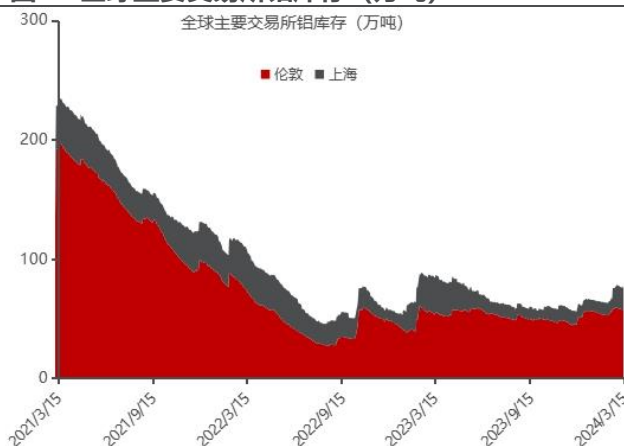
资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

图7：上海期交所同 LME 当月期铝价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

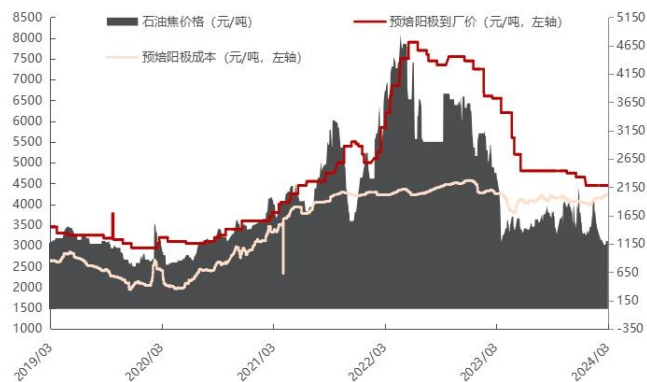
图8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

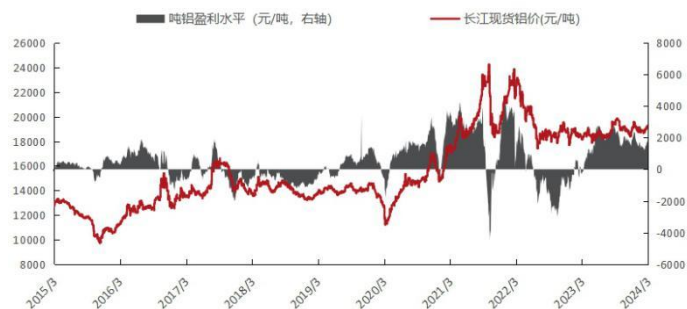
(3) 利润

图9：预焙阳极盈利梳理



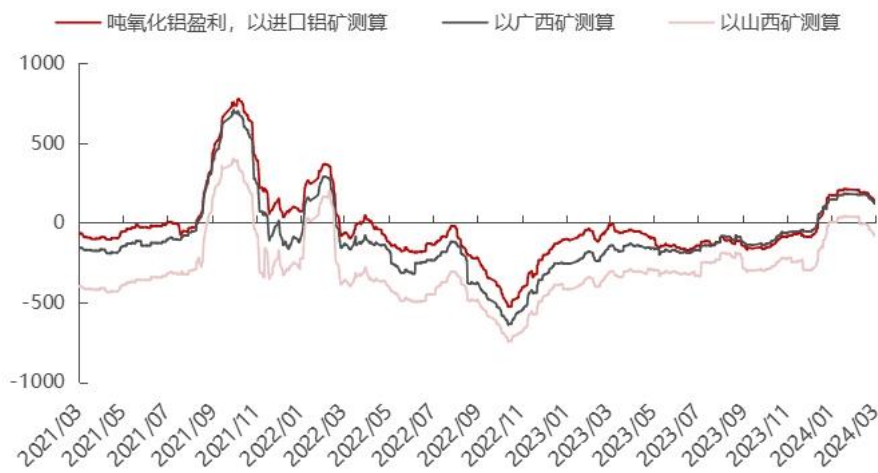
资料来源：SMM，民生证券研究院

图10：电解铝单吨盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

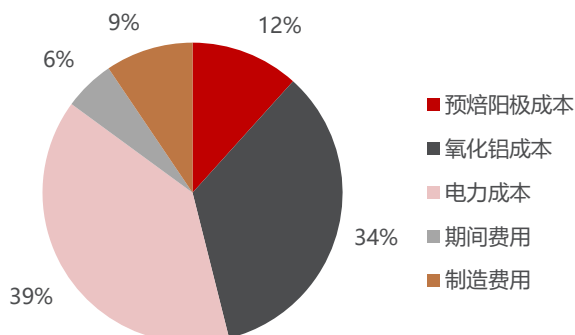
图11：氧化铝单吨盈利梳理（单位：元）



资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

(4) 成本库存

图12: 2024年3月全国平均电解铝完全成本构成



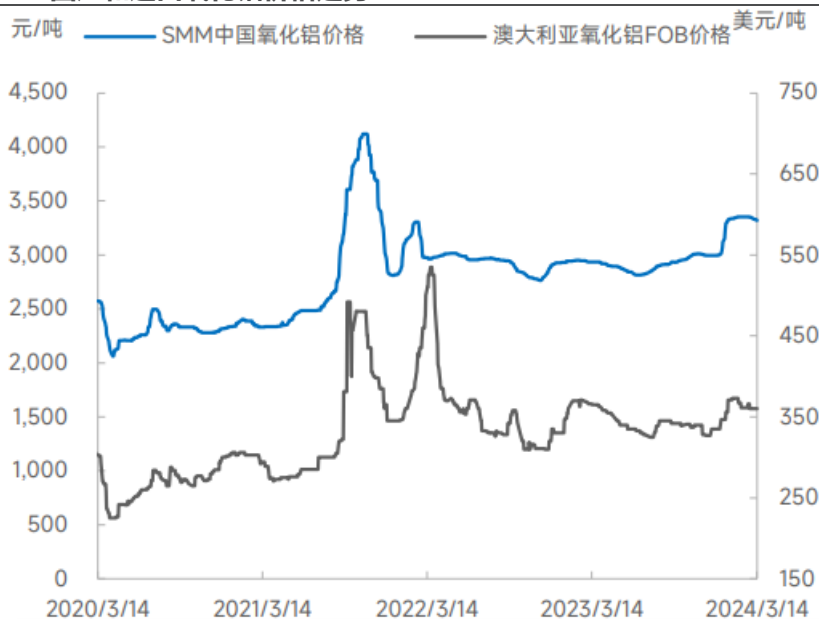
资料来源: SMM, 民生证券研究院

表3: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨)

日期	上海	无锡	南海	杭州	巩义	天津	重庆	临沂	合计
2024/3/7	6.6	24.9	22.5	5.2	16.9	3.6	0.9	1.5	82.1
2024/3/11	6.7	27.1	22.9	5.2	16.0	3.6	1.0	1.5	84.0
2024/3/14	6.7	26.8	23.5	5.2	16.1	3.6	0.9	1.5	84.3
较上周四变化	0.1	1.9	1.0	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0	2.2

资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 国产和进口氧化铝价格走势



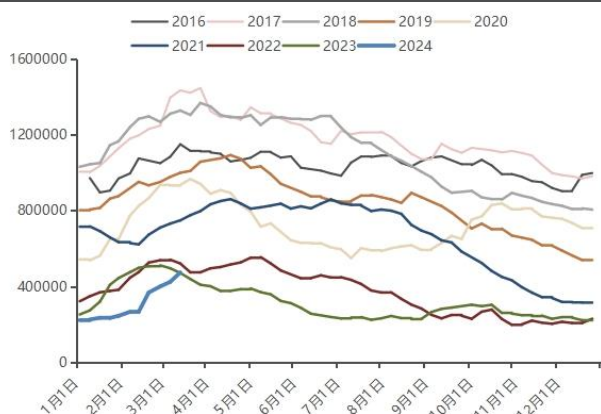
资料来源: SMM, 民生证券研究院; 注: 图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

## 2.2.2 铜

### (1) 价格周度观点

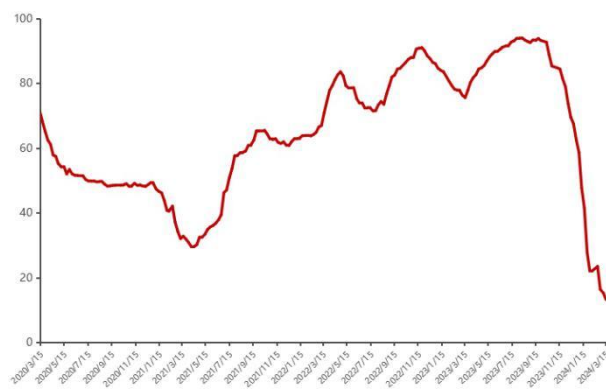
**本周 (3.11-3.15)**，据 SMM 数据调研，再生铜杆开工率为 49.33% (调研企业：15 家，产能 159 万吨/年) 较上周上升 1.94 个百分点。本周精废杆平均价差 1117 元/吨，较上周精废杆平均价差 879 元/吨，上升了 238 元/吨。本周某大型再生铜杆厂恢复生产，北方再生铜杆厂由于原料不足，恰逢收到天气重度污染橙色预警而停产 1-2 天，但总体影响有限。若剔除大型再生铜杆厂产量，本周开工率为 44.2%，环比下降 3.19 个百分点。从调研中发现，随着铜价逐步上升，下游担心再生铜杆价格持续上涨，采购情绪上比节后有所改善，另外提货速度也在加快，截至本周四，再生铜杆厂表示除每日产成品全部发出，节后待提的成品库存也已经尽数消化掉，目前再生铜杆厂几乎没有成品库存。对于今日过高的再生铜原料价格，再生铜杆厂表示供应量虽然大大增加，但下游需求修复缓慢之下，采购情绪较为谨慎。

图14：三大期货交易所铜库存合计+保税区 (单位：吨)



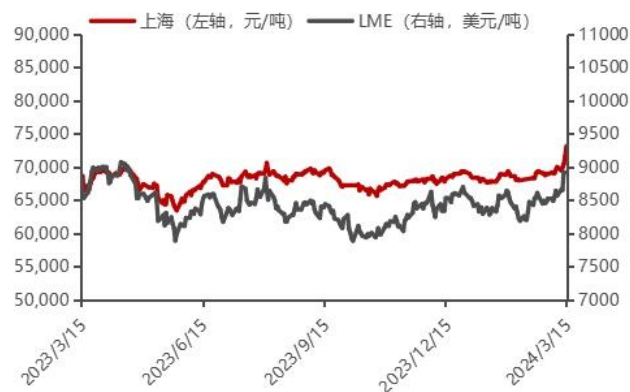
资料来源：同花顺，SMM，同花顺，民生证券研究院  
注：2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据来源

图15：铜精矿加工费 (美元/吨)



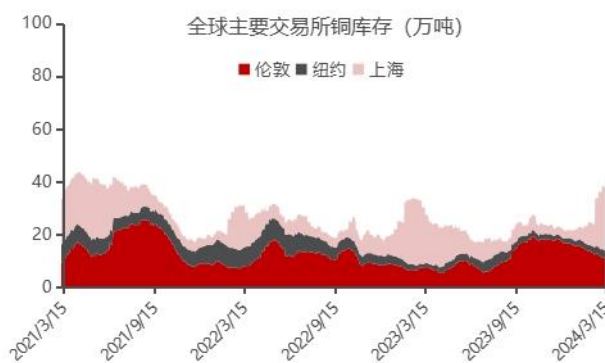
资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

图16：上海期交所同 LME 当月期铜价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图17：全球主要交易所铜库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

## 2.2.3 锌

### (1) 价格周度观点

**本周 (3.11-3.15) , 伦锌方面:** 周初, 市场延续降息乐观预期, 叠加前期海外冶炼厂减产消息带来的市场乐观情绪尚未消化完毕, 宏观层面为伦锌上行提供支撑; 然美国 2 月 CPI 数据意外回升, 核心 CPI 月率年率均高于预期, 美国通胀仍具粘性, 美元指数快速拉涨, 市场担忧美联储降息次数减少, 伦锌承压迅速下跌; 随后盘面再度企稳, 美元指数走弱, 伦锌低位回升延续之前上行走势, 最终修复前期跌幅。周内伦锌重心上升, 截止本周四 15:00, 伦锌终收 2570 美元/吨, 周内涨 47.5 美元/吨, 涨幅 1.88%。**沪锌方面:** 周初, 国内矿端偏紧局面支撑锌价, 冶炼厂检修较多支撑多头情绪, 基本面支撑沪锌上行; 随后沪锌跳空高开, 涨势暂缓震荡运行, 接着受外盘走势影响沪锌短暂下跌, 然国内乐观情绪仍存, 沪锌再次开启上涨走势, 叠加两会结束国内宏观春风频吹, 宏观层面继续提振沪锌走势, 锌价拉涨上破 21500 元/吨关口, 然近期国内下游消费不佳, 锌锭消化需求较差对锌价支撑减弱, 沪锌并未站稳跌下关口, 开启高位震荡走势。周内沪锌上涨, 截止本周四 15:00, 沪锌终收 21410 元/吨, 周内涨 95 元/吨, 涨幅 0.45%。**新闻方面:** 据 SMM 调研, 截至本周四 (3 月 14 日), SMM 七地锌锭库存总量为 18.79 万吨, 较 3 月 7 日增加 0.76 万吨, 较 3 月 11 日增加 0.18 万吨, 国内库存录增。周内上海库存录增, 主因周内上海正常到货, 下游需求不佳提货较少, 整体库存小幅录增; 广东地区库存录减, 周内广东仓库到货不多, 叠加下游刚需补库需求以及部分点价提货, 整体库存小幅减少; 天津地区库存增加明显, 周内仓库正常到货, 然下游环保限产延续, 需求不佳提货较少, 整体库存录增。整体来看, 原三地库存增加 0.39 万吨, 七地库存增加 0.18 万吨。

图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

(2) 加工费&社会库存

图 20: 国产-进口锌加工费周均价



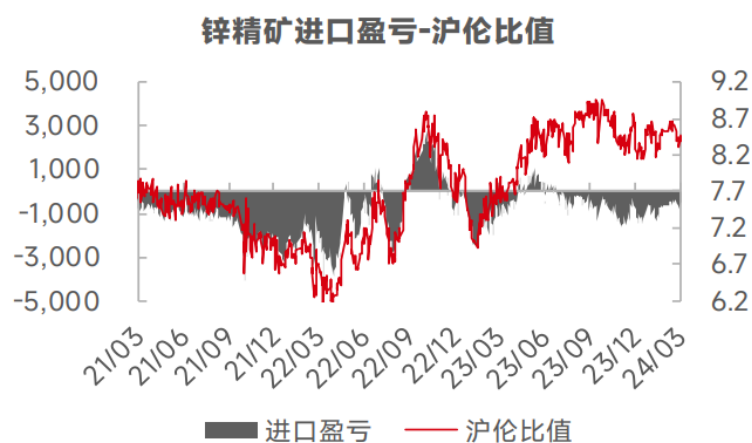
资料来源: SMM, 民生证券研究院, 注: 图中进口周均价为右轴

表4: 锌七地库存 (万吨)

国内主流消费地锌锭社会库存 (含SHFE仓单 单位: 万吨)									
日期	上海	广东	天津	江苏	浙江	山东	河北	原三地总计	七地总计
2024/2/22	6.11	2.46	5.99	0.78	0.45	0.17	0.27	14.56	16.23
2024/2/26	6.62	2.87	5.81	0.82	0.45	0.17	0.27	15.30	17.01
2024/2/29	6.83	3.00	6.07	0.70	0.37	0.17	0.27	15.90	17.41
2024/3/4	7.41	2.83	6.17	0.73	0.35	0.17	0.27	16.41	17.93
2024/3/7	7.42	2.67	6.37	0.87	0.26	0.17	0.27	16.46	18.03
2024/3/11	7.84	2.72	6.28	0.98	0.35	0.17	0.27	16.84	18.61
2024/3/14	7.99	2.63	6.61	0.85	0.27	0.17	0.27	17.23	18.79
较上周四变化	0.57	-0.04	0.24	-0.02	0.01	0.00	0.00	0.77	0.76
较本周一变化	0.15	-0.09	0.35	-0.13	-0.08	0.00	0.00	0.39	0.18

资料来源: SMM, 民生证券研究院

图 21: 锌进口比值及盈亏



资料来源: SMM, 民生证券研究院;

注: 沪伦比值为右轴, 进口盈亏单位为元/吨

## 2.3 铅、锡、镍

- 铅：本周 (3.11-3.15)** 伦铅开于低位 2100 美元/吨，开盘后伦铅震荡上行，下半周探高至 2172 美元/吨，后因美国 2 月 PPI 增幅超预期，美元指数走强使得伦铅承压走弱，截至周五 15:00，终收于 2149 美元/吨，涨幅 2.33%。本周沪铅主力 2404 合约开于 16205 元/吨，盘初轻触低位 16130 元/吨，后因伦铅上行提振叠加交割前夕市场流通货源紧张，沪铅震荡上行，下半周摸高 16380 元/吨，尾盘受交割铅锭累库拖累小幅回落，终收于 16310 元/吨，涨幅 0.55%。现货市场上，本周 (03 月 11 日-03 月 15 日) SMM1#铅价运行于 15975-16150 元/吨。铅市场下游节后开工稳中有增，叠加宏观偏暖氛围提振，期铅一路走强刷出 3 月新高。本周河南、湖南地区品牌铅冶炼厂维持升水报价，下游以长单提货为主。云南、广东地区现货供需趋于平稳，云南地区部分非交割品牌冶炼厂对 SMM1#铅贴水 320-300 元/吨积极抛售，铅价走强后个别持货商小幅下调现货升贴水。临近周末，期现价差扩大后，贸易商交仓意向较强，贸易市场江浙沪地区仓单报价较少，对沪期铅 2403 合约升水 30-50 元/吨，成交情况偏淡。再生精铅方面，随着再生冶炼扭亏转盈，再生精铅持货商对 SMM1#铅均价贴水出现外扩至 100 元/吨出厂的情况，但主流报价仍贴水 75-25 元/吨，下游企业同样以长单提货为主，散单采购备库积极性较差，普遍观望。
- 锡：本周 (3.11-3.15)** 锡价维持强势运行，周初锡价在 22 万元/吨附近维持横盘波动，周三下探至周内相对低位 21.8 万元/吨，周四沪锡价格受外盘影响大幅拉升至 22.6 万元/吨以上，周五沪锡价格依旧偏强运行。本周下游企业采买情绪较为低迷，自周初开始，处于相对高位的锡价一定程度上抑制了下游企业采购热情，现货市场成交多为刚需采买，而贸易企业对于各品种锡锭报价贴水幅度逐步加大，但对现货成交刺激作用不及预期：而周四周五锡价的大幅拉涨，使得下游及终端企业多数畏高观望。总体来说本周现货市场成交较为冷清。  
**新闻方面：**据 SMM 调研了解，本周云南和江西地区精炼锡冶炼企业合计开工率为 60.88%，较上周上涨 2.42 个百分点。多数冶炼企业生产车间维持正常生产，少数冶炼企业产量逐步恢复中，预计下月全部恢复正常生产，近期了解云南个旧地区 3 月底将迎来环保检查，预计云南地区部分冶炼企业锡锭产量会有小幅减少；需求端，据 SMM 调研分析，预计 3 月份锡焊料企业的开工率将出现大幅回升。这主要是由于春节假期已经结束，绝大多数下游焊料企业已经恢复正常生产，实际生产时间较 2 月份有较大幅度提升，且下游焊料企业反应虽然年后锡价长期维持高位，但订单量多数可以恢复至年前水平。现货方面：本周下游企业采买情绪较为低迷，并且周四周五锡价的大幅拉涨，使得下游及终端企业多数畏高观望，总体来说本周现货市场成交较为冷清，且锡锭三地社会库存总量为 14542 吨，较上周(3 月 8 日)库存数据累库 494 吨。预估近期锡价上行动力较弱，需关注伦锡走势、宏观消息面、AI 概念股、存储芯片股等情况。
- 镍：本周 (3.11-3.15)** 本周镍价持续走强，成本端的推动是一个重要因素。MHP 与硫酸镍的强势运行推高了沪镍的外采成本。受印尼镍矿 RKAB 的审批速度仍然不及前期市场的乐观预期，导致镍矿价格上升，原料端的供应紧张情绪重返市场。据 SMM 测算，目前通过外采硫酸镍生产电镍的成本约为 14.2 万元人民币/吨，而外采 MHP 和高镍冰的成本则接近 14.6 万元人民币/吨。镍价在 MHP 与硫酸镍价格出现转弱前，受到了成本端支撑，下行空间有限。第二个原因涉及宏观情绪及纯镍自身的基本面。在宏观层面，海内外政策都发挥了积极作用。国内部分，两会期间提及的利好政策，尤其是发改委推动大规模设备更新的消息，直接利好有色金属行业。在海外，美联储降息成为重要利好因素。上周四美联储官员的言论再次暗示今年可能进行三次降息，预计首次降息可能在 6 月。美联储降息通常被视为大宗商品的利好，因为低利率促使资金离开银行追求高收益，流向市场投资。基本面方面，当前镍价并未收到纯镍下游需求的明显提振。贸易商和冶炼厂对高价镍态度消极，采购积极性不高。显而易见，原料价格飙升而终端需求未见起色时，下游冶炼厂难

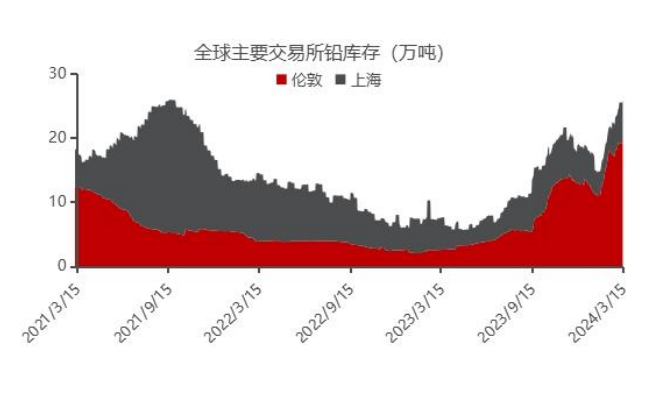
以接受过高的原料成本。另一个因素是合金厂方面，当前他们的纯镍库存周期大概为两个月，这意味着在目前这样的价格环境下，下游可能会选择消耗自己的库存直至4月。综上，考虑以上因素，预计下周镍价仍然偏强运行。预计下周 2404 合约在 135000-145000 元/吨。

图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格



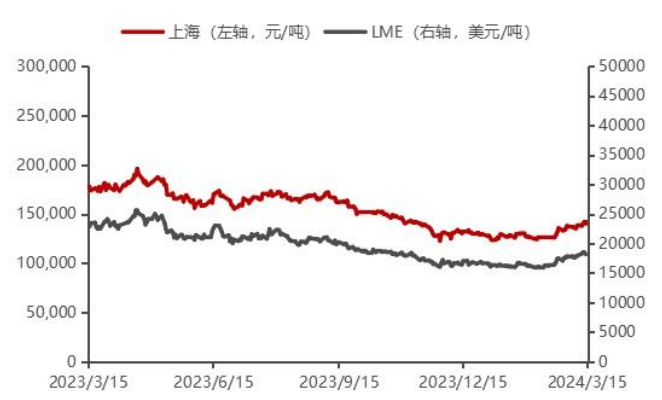
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 25：全球主要交易所锡库存（万吨）



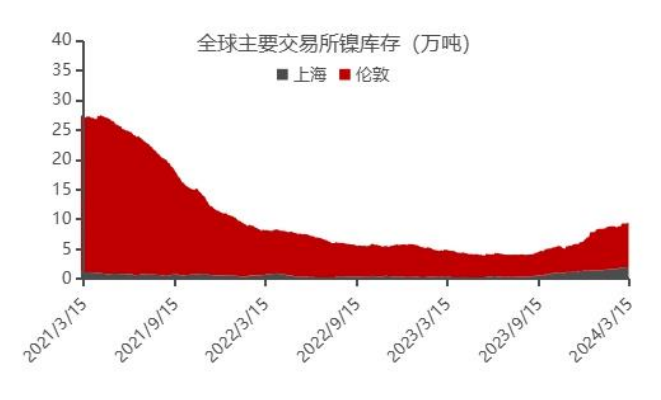
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 26：上海期交所同 LME 当月期镍价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 27：全球主要交易所镍库存（万吨）



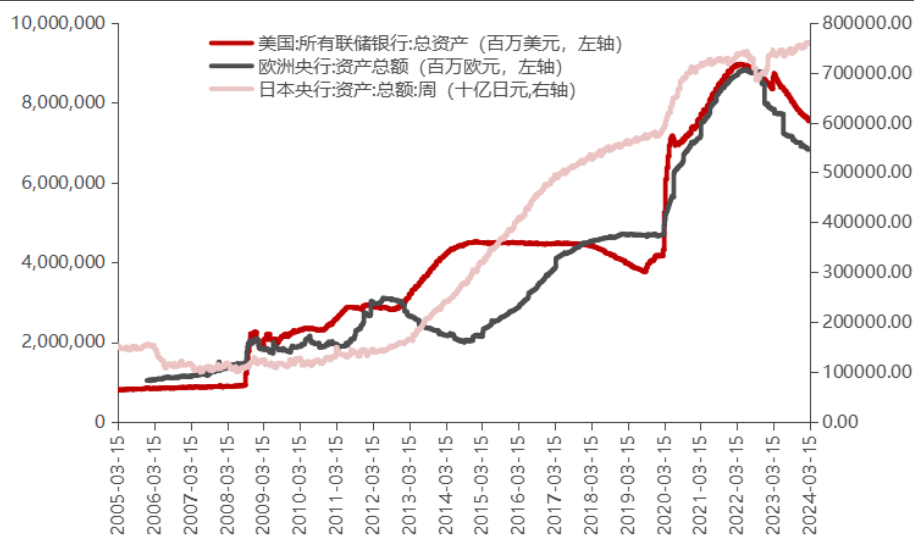
资料来源：同花顺，民生证券研究院

## 3 贵金属、小金属

### 3.1 贵金属

- 金银：本周（3.11-3.15）** 金银价格上涨。截至3月14日，国内99.95%黄金市场均价为505.19元/克，较上周上涨2.97%。上海现货1#白银市场均价为6178元/千克，较上周上涨2.44%。周内，一方面鲍威尔在听证会上关于“美国通胀已经明显缓解，今年降息是合适的”偏鸽言论继续发酵，提振贵金属市场的看涨情绪；另一方面，2月新增非农就业人口27.5万，高于预期。但因失业率上升、薪资增速放缓，使美联储可能很快启动降息的预期升温。美元承压最低至102.31，COMEX期金主力一路高歌猛进，再度刷新历史高位至2203美元/盎司，国内金价跟涨刷新高位至511.66元/克；银价跟涨但涨势相对温和，COMEX期银主力维持24-25美元/盎司区间内徘徊，沪银至6100-6200元/千克之间。后伴随数据显示美国2月通胀放缓程度不及预期，内外金价分别调整回2180美元/盎司和510元/克附近位置，白银补涨，内外银价分别上破25美元/盎司和6300元/千克。

图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(1) 央行 BS、实际利率与黄金

图 29: 美联储资产负债表资产



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

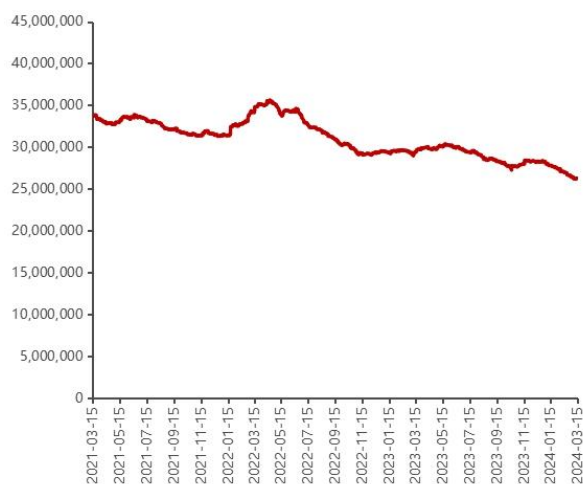
图 30: Comex 黄金与实际利率



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

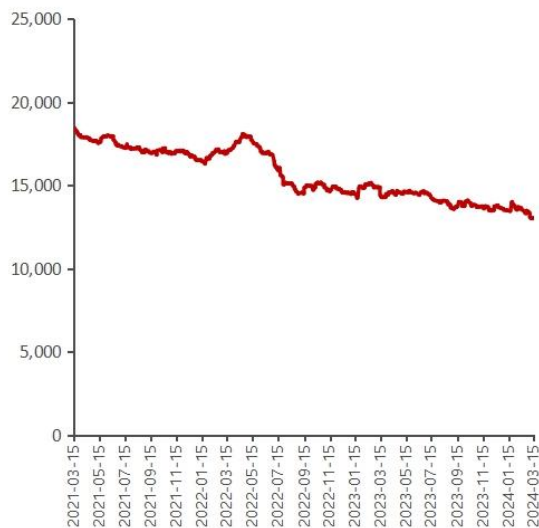
(2) ETF 持仓

图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

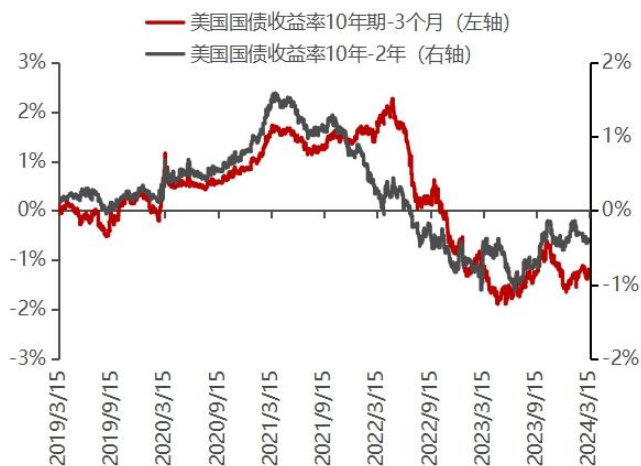
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

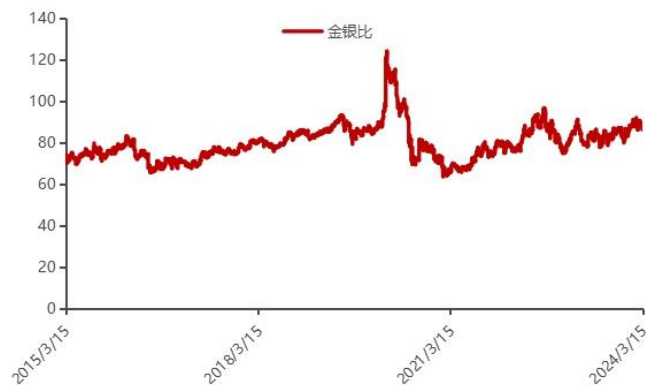
(3) 长短端利差和金银比

**图 33: 美国国债收益率 (%)**



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

**图 34: 金银比**



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

(4) COMEX 期货收盘价

**图 35: COMEX 黄金期货结算价**



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

**图 36: COMEX 白银期货结算价**



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

## 3.2 能源金属

### 3.2.1 钴

#### (1) 高频价格跟踪及观点

- **电解钴：本周 (3.11-3.15)** 电钴价格小幅上涨。从供应端来看，目前各生产企业产量正常。从需求端来看，目前需求恢复缓慢，实际成交有限。此外，由于短期供应偏紧的影响以及原料价格高位的影响，现货市场挺价延续，报价维持偏强，部分刚需成交拉涨现货价格。
- **钴盐及四钴：本周 (3.11-3.15)** 四钴价格暂稳运行。从供给端来看，由于交付订单的缘故，目前冶炼厂维持正常开工。从下游需求端来看，下游存在少量补库意愿，周内新增零星订单。从市场情况来看，虽然原料价格有所反弹，但原料价格难以向下传导，下游钴酸锂企业对于四钴涨价意愿接受有限，因此实际成交并未拉涨，四钴价格表现平平。
- **三元材料：本周 (3.11-3.15)** 三元材料价格反弹。成本端，镍和锂价小幅反弹带动正极材料成本小幅走高。由于今年市场锂长单签订有限，电芯厂客供量一季度同比有所下行，部分厂家在市场零单采购锂盐价格较高，成本与售价倒挂，前期下游传导困难，盈利堪忧，但近期下游部分中小型电芯厂接受度有所提升。供应端，3月企业排产总体存在较大的环比增量，中高镍增量客观，低镍材料从低位实现复苏。需求端来看，消费的部分细分市场有转弱之势，动力电芯市场需求进一步向头部集中，头部电芯厂三元需求增量可观，二三线电芯厂3月需求较稳。预期后市，锂价上行空间有限，三元材料价格稳中运行。

表5：钴系产品价格一览

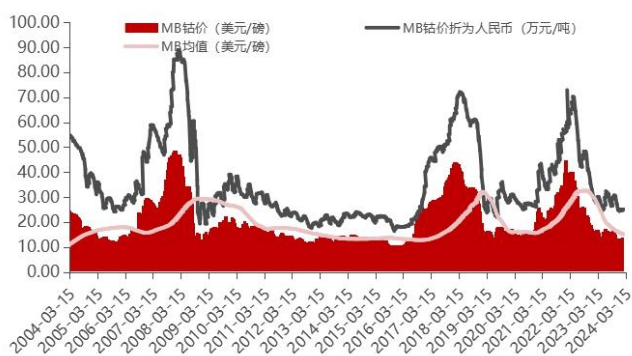
品种	产品类别	价格单位	当周价格	双周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	200.50	0.00%	0.00%	-5.65%	282.50	200.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	13.63	0.55%	0.93%	1.00%	17.40	13.25
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	204.50	0.00%	0.00%	-1.21%	285.00	203.00
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	5.85	0.00%	1.74%	5.41%	8.75	5.55
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	127.50	0.00%	0.00%	0.00%	182.50	127.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	32500.00	4.84%	4.84%	8.33%	47000.00	30000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	128.50	0.78%	0.78%	0.78%	179.50	127.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

注：数据截至 2024 年 3 月 14 日

(2) 价差跟踪

图 37: MB 钴美金及折合人民币价格



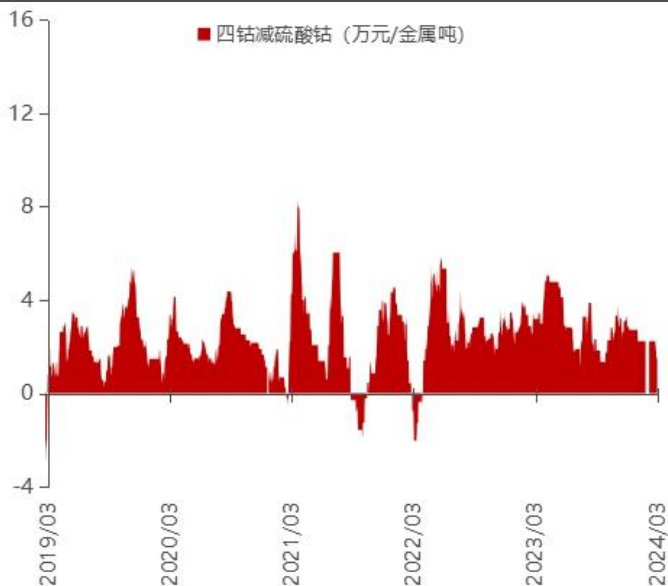
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院  
注: 美元汇率为对应当日中间汇率

图 38: 海内外钴价及价差



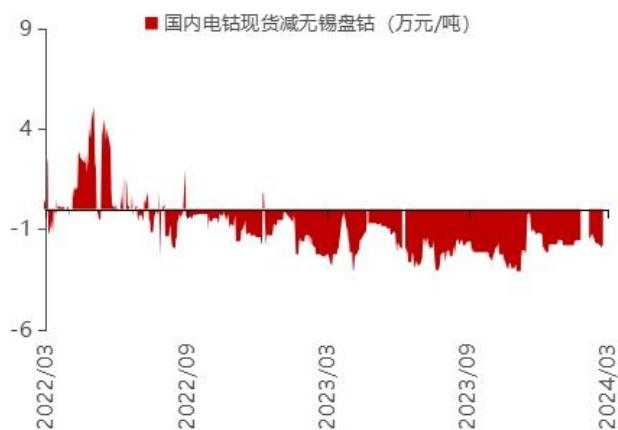
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

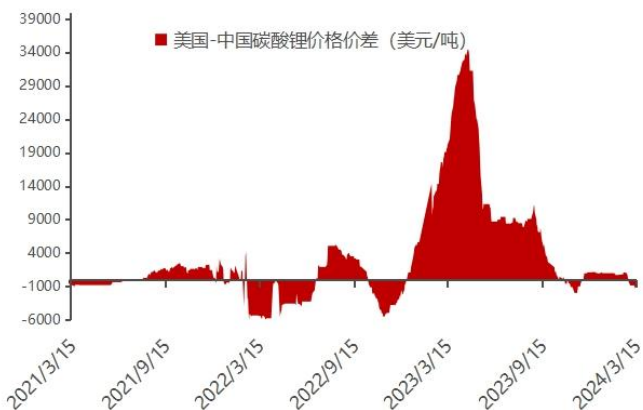
### 3.2.2 锂

#### (1) 高频价格跟踪及观点

- 碳酸锂：本周（3.11-3.15）** 碳酸锂市场价格反弹，主要由于前期供应端锂盐企业生产受亏损和环保等因素影响，出现负反馈现象，现货市场流通量出现短缺；叠加市场需求端在2月消费淡季后呈现回暖恢复态势，带动正极等下游企业补库节奏；现货市场供、需两端出现阶段性错位导致。然而随着后续多数冶炼企业的生产恢复正常，预期国内进口碳酸锂也将于本月中下旬陆续到港，后续国内碳酸锂现货供应将呈现恢复态势，叠加正极企业对高价货源的承接能力较低，预期后续碳酸锂现货市场价格上行空间将相对受限。
- 氢氧化锂：本周（3.11-3.15）** 氢氧化锂价格继续维持增势。近期氢氧化锂部分盐企由于自身库存在前期已去库较多，当前已行至相对低位，因此短期出货压力不大，对外依旧延续了此前长单出货，零散单挺价且捂货惜售态度，挺价情绪依旧较为浓厚。而需求方面，近期下游部分高镍三元明星车型走红，在电芯份额方面对铁锂呈小幅反弹趋势，在一定程度上带动对于电氢的需求，但多数正极厂前期依旧备有一定库存，因此依旧采买呈谨慎态度，市场成交重心小幅上移。
- 磷酸铁锂：本周（3.11-3.15）** 磷酸铁锂价格小幅上行。原材料价格上涨，下游企业慎采，以长单提货为主。成本端，碳酸锂价格上涨，铁锂材料制造成本上行。供应端，磷酸铁锂企业以销定产，开工率上升，市场供应量增加。需求端，动力端和储能端需求在恢复中，原料上涨使得电芯企业畏高惧采；电芯企业优先消化成品库存，维持对铁锂材料刚需补库。预估，近期磷酸铁锂价格重心仍将稳中上移。
- 钴酸锂：本周（3.11-3.15）** 钴酸锂价格小幅反弹。成本端，由于钴矿端挺价带动钴盐上行但四钴价格仍稳，锂价上行，钴酸锂制造成本走高。市场状况，本周头部企业报价暂无调涨，其他钴酸锂厂家报价随成本小幅调涨，但是倍率型市场较弱，下游对涨价接受度不高。供应端，3月钴酸锂厂家生产在节后迎来一定的增量复苏。需求端，由于上半年暂无热门机型发布计划，电芯厂对二季度市场需求增量态度较保守，即使锂价上行，也基本以销定产，按需采买钴酸锂。后市预期，钴酸锂价格或偏稳运行。

#### (2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



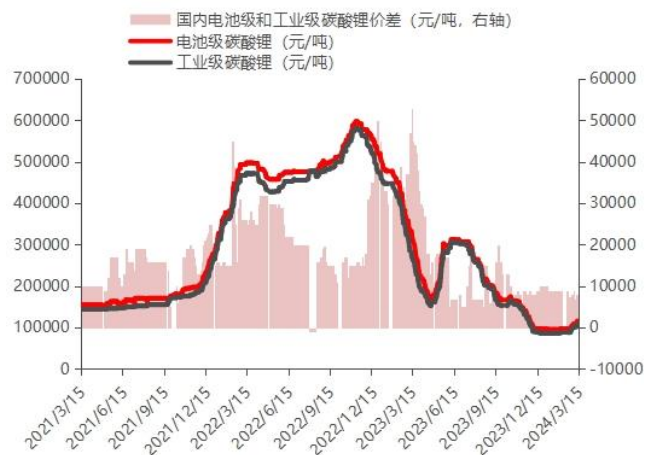
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



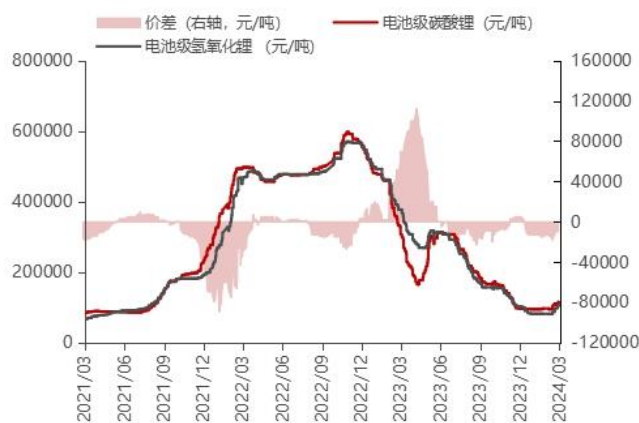
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 44: 国内氢氧化锂和碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

### 3.3 其他小金属

图 45: 国内钼精矿价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 46: 国内钨精矿价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 47: 长江现货市场电解镁价格



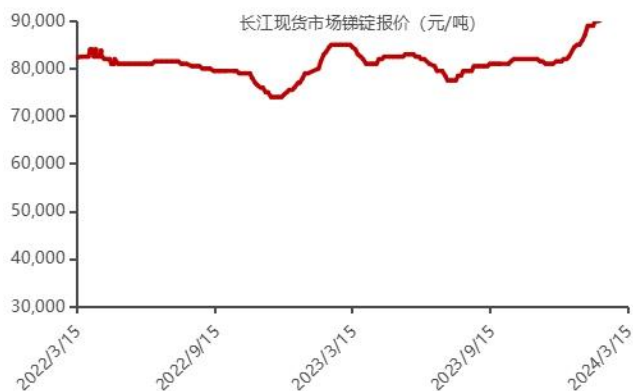
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 48: 长江现货市场电解锰价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 49: 长江现货市场锑锭价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 50: 国产海绵钛价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 51: 国产高碳铬铁价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 52: 长江现货市场金属钴价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 53: 国内精钢 99.99%价格

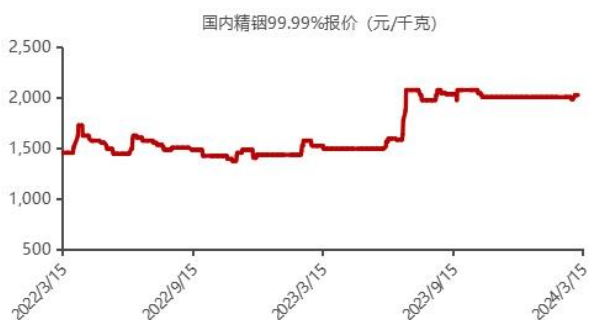
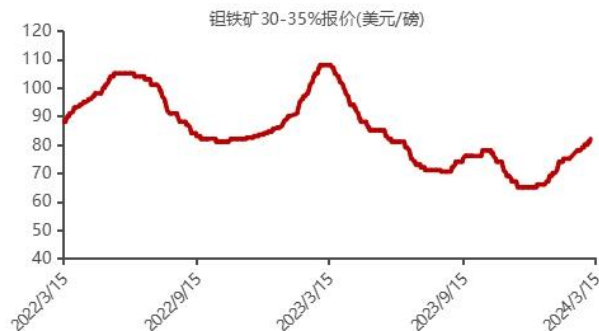


图 54: 钼铁矿 30%-35%价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图 55：国产氧化锆价格**



资料来源：同花顺，民生证券研究院

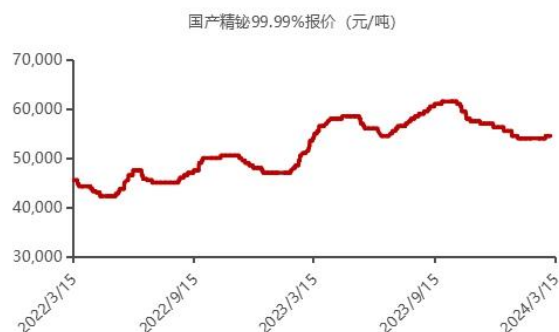
**图 57：碳酸锂（工业级）价格**



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图 56：国产精铋价格**



资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图 58：碳酸锂（电池级）价格**



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

## 4 稀土价格

- **稀土磁材：**本周（3.11-3.15）轻稀土价格走势出现回暖。受大厂收货、下游企业补库采购的影响，镨钕价格在本周终于开始回暖，但终端需求量不足的情况依旧存在。下游磁材企业观望情绪依旧很重，原材料库存紧缺的工厂少量跟风补库。后市行情依旧看空的情况下，持货商此次出货积极，预计镨钕价格难以继续上行。

图 59：氧化镧价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 60：氧化铈价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 61：氧化镨价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 62：氧化钕价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 63: 氧化镓价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

64: 氧化铯价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

## 5 风险提示

**1、需求不及预期：**若全球经济出现系统性下滑风险，则会对各类金属需求端产生打击，需求恢复或存在弱于预期的风险。

**2、供给超预期释放：**受限于产能，加上供应干扰较大，供给端释放较慢，若资本开支大幅上升，供应可能有超预期释放。

**3、海外地缘政治风险：**俄乌冲突持续影响供应，同时地缘冲突风险也影响市场避险情绪，影响未来金属需求。

## 插图目录

图 1: 期间涨幅前 10 只股票 (3/11-3/15)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (3/11-3/15)	3
图 3: 黄金价格与山东黄金股价走势梳理	5
图 4: 阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理	5
图 5: 华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理	5
图 6: 天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理	5
图 7: 上海期交所同 LME 当月期铝价格	6
图 8: 全球主要交易所铝库存 (万吨)	6
图 9: 预焙阳极盈利梳理	7
图 10: 电解铝单吨盈利梳理	7
图 11: 氧化铝单吨盈利梳理 (单位: 元)	7
图 12: 2024 年 3 月全国平均电解铝完全成本构成	8
图 13: 国产和进口氧化铝价格走势	8
图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (单位: 吨)	9
图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)	9
图 16: 上海期交所同 LME 当月期铜价格	9
图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	9
图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	10
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)	10
图 20: 国产-进口锌加工费周均价	11
图 21: 锌进口比值及盈亏	11
图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	13
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	13
图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	13
图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)	13
图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格	13
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	13
图 28: 各国央行的资产总额情况	14
图 29: 美联储资产负债表资产	15
图 30: Comex 黄金与实际利率	15
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	15
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)	15
图 33: 美国国债收益率 (%)	16
图 34: 金银比	16
图 35: COMEX 黄金期货结算价	16
图 36: COMEX 白银期货结算价	16
图 37: MB 钴美金及折合人民币价格	18
图 38: 海内外钴价及价差	18
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	18
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	18
图 41: 国内外碳酸锂价差	19
图 42: 国内外氢氧化锂价差	19
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	20
图 44: 国内氢氧化锂和碳酸锂价差	20
图 45: 国内钼精矿价格	20
图 46: 国内钨精矿价格	20
图 47: 长江现货市场电解镁价格	20
图 48: 长江现货市场电解锰价格	20
图 49: 长江现货市场锑锭价格	21
图 50: 国产海绵钛价格	21
图 51: 国产高碳铬铁价格	21
图 52: 长江现货市场金属钴价格	21
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	21
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	21

图 55: 国产氧化锆价格 .....	22
图 56: 国产精铋价格 .....	22
图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格 .....	22
图 58: 碳酸锂 (电池级) 价格 .....	22
图 59: 氧化镧价格 .....	23
图 60: 氧化铈价格 .....	23
图 61: 氧化镨价格 .....	23
图 62: 氧化钕价格 .....	23
图 63: 氧化镝价格 .....	24
64: 氧化铽价格 .....	24

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 金属价格、库存变化表 .....	3
表 2: 铝产业链价格统计 .....	6
表 3: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨) .....	8
表 4: 锌七地库存 (万吨) .....	11
表 5: 钴系产品价格一览 .....	17

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026