

有色金属

2024年03月07日

3月看多黄金、锡，股息策略优选铝、钨

——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）

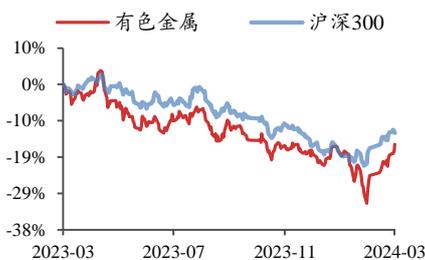
liyiran@kysec.cn

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，高股息建议关注钨、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、钨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。

钨：预计 2024 年钨利润中枢稳定，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 年全球钨产量维持 25 万吨左右，预计 2024 年钨矿供给相对需求偏紧。近期钨价边际回升，我们预计 2024 年钨价有望维持 30-35 万区间震荡运行。受益标的有金钨股份。

● 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、钨.....	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、钨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经济的损害，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主基调下，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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/276010053132010055>