

有色金属

2024年04月07日

全球制造业需求预期上修，4月新增加看好锡板块

——4月投资策略

投资评级：看好（维持）

李怡然（分析师）

温佳贝（联系人）

陈权（联系人）

liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

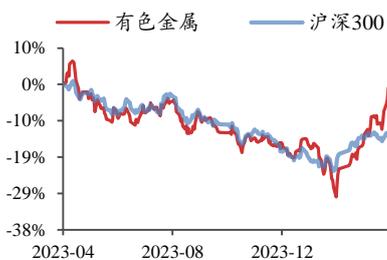
chenquan@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790123100047

证书编号：S0790123100016

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《黄金价格定量分析：2024年金价有望延续上行趋势—行业投资策略》-2024.3.21

《3月看多黄金、锡，股息策略优选铝、铜—钢铁有色 2024年2月月报》-2024.3.7

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

● 行业策略：全球制造业需求预期上修，强化工业金属上涨动能

推荐排序来看，2024年主线聚焦金、铜配置；副线关注锡、镁、钨、铝、钨。

3月中国制造业 PMI 录得 50.8，美国 3月制造业 PMI 录得 50.3。短期看，全球 PMI 或已重新进入扩张阶段。海外关注制造业补库、电网投资；国内关注新质生产力带来的进旧动能转换及电网投资对制造业的托底作用。随着全球 PMI 重新进入扩张区间，预计铜金比将跟随进入上扬区间。当前，铜价相对金价仍存在一定滞涨。关注国内阴极铜去库节奏，铜价或有望于 4月迎来再次上行。

● 核心推荐：信用对冲与避险推动金价走强，全球 PMI 走强驱动铜金比修复

黄金：短期看，3月 29日鲍威尔降温降息节奏，随着美国 3月 PMI、失业率、非农数据超预期，美联储内部出现年内或不降息的意见，黄金短期脱离传统分析框架，货币信用对冲及避险逻辑不断加强，推动金价持续走强。中期看，日元加息或刺激美国通胀快速下行与经济降温，加速降息到来，推动金价中枢抬升。中美利差增大预期下，人民币汇率面临贬值压力，内盘金走势或强于外盘。推荐标的有山东黄金、银泰黄金、中金黄金、株冶集团。

铜：冶炼厂的减产或受制于“无米之炊”的困境。截至 2023年末，铜精矿库存或为 1998年以来的最低水平，考虑铜矿补库，最终产量或低于预期。建议关注资源端公司，受益标的金诚信、紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、藏格矿业。

锡：供给端，在佤邦地区采矿端停产的背景下，缅甸锡精矿进口维持正常水平意味着缅甸佤邦政府锡库存正在大幅去库，缅甸地区后市锡供应或将受采矿停产+佤邦政府库存低位双重扰动；需求端，目前半导体已进入被动去库阶段，需求预期向好，但仍需等待下游主动扩产带动锡消费。推荐标的有锡业股份。

● 博弈弹性：建议 2024H1 逢低布局锂矿板块

锂：在供需格局过剩的大背景下，价格能够持续稳定上涨的驱动力仍是需求侧出现持续好转，拍卖所带来的卖方市场效应也仅能在需求好转的情况下得到体现。推荐标的有中矿资源，受益标的有藏格矿业、永兴材料。

● 股息策略：铝、铜有望成为金属板块高股息品种

铝：短期看，受低库存、高成本支撑，铝价下行动力较小；此外，目前云南省依旧为旱季，但水库水位高于历史水平，需持续关注相关部门动向以及云南地区复产情况。推荐标的有云铝股份，受益标的有中国宏桥。

钨：考虑到海外伴生矿产量下降，及国内供给增量有限，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。推荐标的有金钨股份。

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：4月新增加看好锡板块，低位品种关注镁板块.....	5
1.1、 自上而下：预期降息主基调下，黄金短期超涨后关注矛盾.....	5
1.1.1、 降息预期主基调，3月金价涨幅较大.....	5
1.1.2、 货币信用对冲及避险逻辑推动下，金价有望持续走强.....	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.....	5
1.2.1、 铜：2024年铜精矿或迎补库，全年原生精炼铜供给或远低于预期.....	5
1.2.2、 锡：供需边际变化优选锡品种.....	7
1.3、 博弈反弹：建议2024H1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.....	7
1.5、 跟踪品种：去库方式或仍需钢厂发力，铁矿、钢材价格承压.....	8
2、 月度跟踪：降息预期再起，金价走强.....	8
2.1、 黄金：预期降息主基调下，黄金短期超涨后关注矛盾.....	8
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.....	17
2.5、 锡：缅甸矿端停产供给收紧，期待半导体复苏提振锡价.....	20
2.6、 铁矿石：Q2成材需求不及预期或将进一步催化铁矿价格下跌.....	22
2.7、 钢材：去库方式或仍需钢厂发力，钢材价格承压.....	23
3、 风险提示.....	25

图表目录

图 1： 中国 TC 费用与铜矿库存走势基本一致.....	6
图 2： 铜矿库存相反数与精炼铜产能利用率走势相近.....	6
图 3： 2023年下半年港口铜精矿库存快速去化.....	6
图 4： 截至2024年3月28日，伦敦现货金价2214.35美元/盎司.....	8
图 5： 截至2024年3月29日，上海现货金价527.54元/克.....	8
图 6： 截至2024年3月28日，黄金ETF持仓量达到830.15吨，月环比+0.88%.....	9
图 7： 截至2024年3月28日当周，Comex黄金非商业持仓净多头达20.2万张，月环比+54%.....	9
图 8： 美国通胀下行趋势不改.....	9
图 9： 能源与住宅使得通胀粘性较强.....	9
图 10： 美国消费者信心指数较强.....	10
图 11： 美国3月PMI制造业指数重回荣枯线以上.....	10
图 12： 美国就业市场依旧强劲.....	10
图 13： 市场预期首次降息时点为2024年6月.....	11
图 14： 2024年3月国内铜价处于快速上行（元/吨）.....	12
图 15： 2024年3月LME铜价冲高回落（美元/吨）.....	12
图 16： 2024年3月国内TC费用继续下行（美元/吨）.....	12
图 17： 2024年3月国内硫酸价格环比回升（元/吨）.....	12
图 18： 2024年1月全球精炼铜产量环比增加4.72%（万吨）.....	13
图 19： 2024年1月全球原生铜产量环比下滑0.70%（万吨）.....	13
图 20： 2023年12月国内精炼铜供给环比增长2.54%（万吨）.....	13
图 21： 2023年12月国内精炼铜进口量环比减少15.35%（万吨）.....	13

图 22: 2024 年 3 月国内阴极铜库存拐点尚未到来 (万吨)	14
图 23: 2024 年 3 月 LME 铜库存持续下滑 (万吨)	14
图 24: 截至 2024 年 3 月 4 日, 锂精矿报价 960 美元/吨	14
图 25: 2023 年 12 月中国锂精矿进口约 73 万吨 (实物量)	14
图 26: 截至 2024 年 3 月 29 日, 电碳报价 11 万元/吨	15
图 27: 2024 年 2 月中国碳酸锂进口约 1.16 万吨	15
图 28: 截至 2024 年 3 月 29 日, 电氢报价 10.48 万元/吨	15
图 29: 2024 年 2 月中国氢氧化锂出口约 0.9 万吨	15
图 30: 国内碳酸锂供需均衡	15
图 31: 国内氢氧化锂供需均衡	15
图 32: 春节影响 2024 年 2 月三元材料排产 (万吨)	16
图 33: 春节影响 2024 年 2 月磷酸铁锂排产 (万吨)	16
图 34: 截至 2024 年 3 月底, 下游库存约 1.9 万吨 (单位: 吨)	16
图 35: 2024 年 2 月中国新能源车销量同比-9.2% (万辆)	16
图 36: 2024 年 1 月欧洲新能源车销量同比+25.4% (万辆)	17
图 37: 2024 年 1 月全球新能源车销量同比+61.1% (万辆)	17
图 38: 电解铝内外价差走扩	17
图 39: 2024 年 2 月中国电解铝供给过剩 107.4 万吨 (万吨)	17
图 40: 目前云南仍处于枯水期 (单位: 毫米)	18
图 41: 2023 年 12 月云南省水电 178.4 亿度, 月度环比-13% (亿度)	18
图 42: SHFE 铝库存处于低位	18
图 43: LME 铝库存处于低位	18
图 44: 铝土矿几内亚进口价格维持高位	18
图 45: 中国港口铝土矿库存水平处于低位	18
图 46: 2024 年 2 月氧化铝单吨理论利润约 822 元/吨	19
图 47: 2024 年 2 月中国氧化铝产量 633.8 万吨, 环比-6% (单位: 万吨)	19
图 48: 2024 年 2 月电解铝单吨理论利润约 2178 元/吨	19
图 49: 2024 年 2 月大部分铝产品开工率环比下滑 (%)	19
图 50: 2024 年 1~2 月中国房屋竣工面积累计同比-20.2%	20
图 51: 2024 年 2 月中国汽车产量同比-26% (万辆)	20
图 52: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关	20
图 53: 上海期交所锡锭库存近期整体呈累库 (吨)	21
图 54: LME 锡库存不断去库 (吨)	21
图 55: 缅甸锡精矿进口占比较 2023 年 8 月份之前有所下滑	21
图 56: 锡精矿加工费下滑, 反应矿端紧张局面 (元/吨)	21
图 57: 截至 3 月 29 日当周, 青岛港 PB 粉 790.20 元/湿吨, 同比-12.86%, 周环比-3.14%	22
图 58: 截至 3 月 29 日当周, 进口矿港口库存 14431.20 万吨, 同比+7.21%, 周环比+0.46% (农历口径)	22
图 59: 截至 3 月 29 日当周, 日均铁水产量 221.31 万吨, 同比-6.41%, 周环比-0.04% (农历口径)	22
图 60: 截至 3 月 29 日当周, 日均铁水产量 221.31 万吨, 同比-9.06%, 周环比-0.04% (阳历口径)	22
图 61: 截至 3 月 22 日当周, 铁矿石发运量 2405.50 万吨, 同比+0.12%, 周环比+8.94%	23
图 62: 截至 3 月 22 日当周, 铁矿石到港量 2443.30 万吨, 同比+9.71%, 周环比+3.12%	23
图 63: 截至 3 月 29 日当周, 上海螺纹钢现货 3430.00 元/吨, 同比-19.48%, 周环比-4.99%	23
图 64: 截至 3 月 29 日, 螺纹钢周度表观需求 281.26 万吨, 同比-21.18%, 周环比+14.13% (农历口径)	23
图 65: 截至 3 月 29 日, 螺纹钢周度库存 1218.45 万吨, 同比+12.17%, 周环比-5.54%	24
图 66: 截至 3 月 29 日, 螺纹钢周度产量 209.74 万吨, 同比-30.59%, 周环比-0.88%	24

图 67: 截至 3 月 29 日当周, 螺纹钢高炉利润-158.7 元/吨, 同比+169.18%, 周环比-4.17%	24
图 68: 截至 3 月 29 日当周, 螺纹钢电炉利润-489.80 元/吨, 同比-392.21%, 周环比-36.17%	24

1、月度策略：4月新增加看好锡板块，低位品种关注镁板块

1.1、自上而下：预期降息主基调下，黄金短期超涨后关注矛盾

1.1.1、降息预期主基调，3月金价涨幅较大

3月28日伦敦现货黄金价格收2214.35美元/盎司，创下2024年新高，3月份伦敦金上涨8.1%。3月29日，沪金收527.54元/克，3月份上涨9.7%。2月份美国PMI指数、PCE指数均回落，美联储利率决议维持当前利率水平不变，SEP（经济前景预期）维持12月份的2024年降息3次预期，同时避险情绪浓厚，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。

美联储议息会议传递信息略为“鸽派”。3月21日（北京时间），美联储公布利率决议，连续第五次“按兵不动”，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上表示，政策利率可能已达到峰值，2023年某个时候开始放松货币政策是合适的。SEP显示19名联邦公开市场委员会成员中有9名认为，2024年联邦基金利率水平或降至4.5%至4.75%，2024年或有三次降息，与2023年12月份预测相同，同时SEP小幅上调2024年核心PCE通胀率预期，由2.4%至2.6%。整体来看，此次议息会议向市场传递信息偏鸽。

1.1.2、货币信用对冲及避险逻辑推动下，金价有望持续走强

美国3月PMI数据超预期走强，美国经济依旧强劲。美国3月ISM制造业PMI PMI为50.3，预期48.4，前值47.8，为2022年9月以来最高水平，也是首次上升到50荣枯线。其中，新订单指数和生产指数自2月下滑至收缩状态后有所回升，这表明美国经济依旧强劲，短期黄金上涨压力增大。

劳动力市场维持强劲，美联储货币政策不确定性增大。美国3月新增非农就业30.3万人，预期20万人，前值27万人；3月失业率3.8%，预期3.9%，前值3.9%，这暗示美国劳动力市场的强劲，同时，明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示如果经济维持强势，年内或不降息，美联储货币政策不确定性增大。黄金基于信用对冲及避险需求的双重刺激下有望持续上涨。

货币信用对冲及避险逻辑推动下，金价有望持续走强。鲍威尔强调如果美国基本情况不发生变化，美联储将会将利率维持在当前水平更长的时间。美联储货币政策不确定性变大，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，中美利差增大预期下，人民币汇率面临贬值压力，内盘金走势或强于外盘。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、株冶集团。

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：2024年铜精矿或迎补库，全年原生精炼铜供给或远低于预期

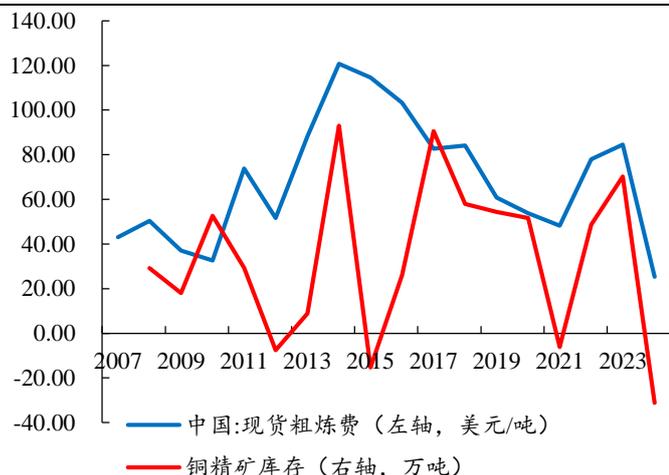
冶炼厂减产视角下，除受低TCRC（冶炼费用）影响外，我们认为，冶炼厂的

减产或同样受制于“无米之炊”的困境。CSPT 小组于 3 月 28 日上午在上海召开 2024 年第一季度总经理办公会议，并再次倡议铜冶炼联合减产，建议减产幅度 5%-10%。我们认为此次减产不仅为低 TCRC（铜冶炼费用）所致，更为铜矿原料不足所迫。

截至 2023 年末，铜精矿库存或为 1998 年以来的最低水平。根据 ICSG 数据，我们统计 1998 年以来的全球铜矿山产量以及原生精炼铜产量，我们将矿山的产量变化与原生铜产量变化进行对比，当矿山产量变化减去原生铜产量变化为正，则计为库存累计，为负为库存去化，由于我们不具备 1998 年前的库存数据，因此该数据的相对意义表现更强。统计数据后，我们发现，2023 年末，全球铜精矿库存处于 1998 年以来的最低水平。

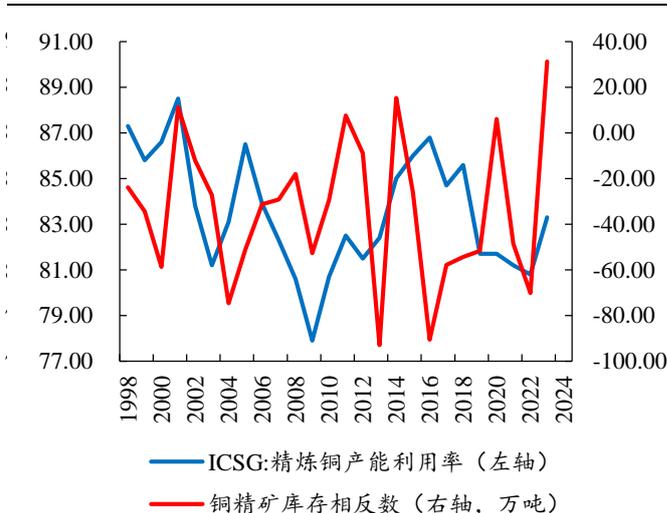
2024 年最终原生精炼铜供给或面临“0”增长。根据此前发布的《铜行业深度报告(一)》，假设全球铜矿山新增供给为 65.2 万吨，1998 年来的铜矿库存水平平均值为 33.6 万吨，若铜矿库存水平补充至 33.5 万吨的水平，则铜矿对应到的原生精炼铜将下修 64.7 万吨，最终原生精炼铜新增产量水平 0.5 万吨，2024 年原生精炼铜供给接近 0 增长。

图1：中国 TC 费用与铜矿库存走势基本一致



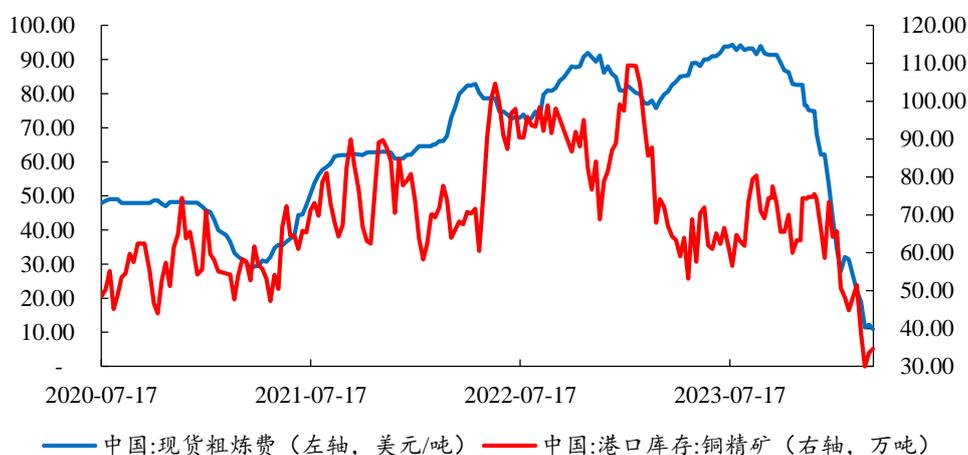
数据来源：ICSG、Wind、开源证券研究所

图2：铜矿库存相反数与精炼铜产能利用率走势相近



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年下半年港口铜精矿库存快速去化



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、锡：供需边际变化优选锡品种

供给受限+需求回暖预期双重作用下，锡价易涨难跌。2024年3月，LME锡均价达27446美元/吨，环比2月上涨5%，主要系美联储降息预期升温所致。基本面来看，供给端扰动事件频发，2024Q2需关注缅甸佤邦复产情况：（1）缅甸地区：目前佤邦地区锡矿仍未复产，2024年2月缅甸地区仍有高达1.24万实物吨锡精矿进口，折合约3000金属吨，但我们认为在佤邦地区采矿端停产的背景下，缅甸锡精矿进口维持正常水平意味着缅甸佤邦政府锡库存正在大幅去库，缅甸地区后市锡供应或将受采矿停产+佤邦政府库存低位双重扰动；（2）印尼地区：截至2024年3月19日，印尼已发放44481.63吨锡的采矿生产配额，并正在努力加快审批流程，其中Timah公司已获得2024年精炼锡出口配额3万吨，印尼地区出口审批许可证发放的延迟加剧2024Q1全球精锡供应紧张，预计3月开始印尼精锡出口量将陆续恢复。需求端来看，目前半导体已进入被动去库阶段，日本集成电路成品库存自2023年4月以来持续下降，全球半导体消费增速同比增速维持上行趋势，需求预期向好，但仍需等待下游主动扩产带动锡消费。推荐标的有**锡业股份**。

1.3、博弈反弹：建议2024H1逢低布局锂矿板块

海外矿企接连采用招标/拍卖销售，4月下游需求环比改善支撑价格。2024年3月29日电碳现货价格较2月末上涨10%，主要系海外矿企接连采用招标/拍卖定价模式，叠加4月下游排产环比有一定改善所致。2024年3月，Pilbara、雅保、Sigma Lithium接连采用招标/拍卖方式定价，其中Pilbara 5000吨(SC5.5)精矿销售价格为1106美元/吨，折合1200美元/吨(SC6, CIF中国)；据SMM消息，雅保1万吨Wodgina锂辉石精矿最终招标结果为9372元/吨(SC5.76)，国内含税现货自提，并计划于4月24日继续进行招标；Sigma Lithium 2.2万吨精矿最终拍卖价格为1333美元/吨(含税, SC5.6)；在需求端略有好转的背景下，海外锂矿的频繁拍卖放大了锂价的上涨程度，但我们认为在供需格局过剩的大背景下，价格能够持续稳定上涨的驱动力仍是需求侧出现持续好转，拍卖所带来的卖方市场效应也仅能在需求好转的情况下得到体现。推荐标的有中矿资源，相关受益标的有藏格矿业、永兴材料。

1.4、股息策略：铝、钨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，关注云南复产进度对供给侧的影响。2024年3月电解铝价格均价约2万元/吨，环比2月上涨0.68%，我们认为主要系美联储降息预期升温叠加铜价陡峭上涨拉动所致。基本面来看，2024年2月我国电解铝产量约334万吨，同比增长7.5%。产能利用率达93.4%，由于春节假期影响铝加工企业开工率，2月电解铝供给过剩107.4万吨；库存来看，截至2024年3月29日SHFE铝锭库存21.68万吨，同比-29.1%，库存水平处于历史低位；成本端来看，晋豫地区因故停产国产铝依旧处于停滞状态，国产矿供应呈短缺格局，导致氧化铝价格依然维持高位，进而对电解铝价格形成一定支撑。短期来看，受低库存、高成本支撑，铝价下行动力较小；此外，目前云南省依旧为旱季，但水库水位高于历史水平，据Mysteel，云南省相关部门3月17日组织会议决定释放80万千瓦电力负荷用于电解铝企业复产，上述负荷理论可供50余万吨/年电解铝产能复产使用，预计本轮复产在4月中旬完成，展望5月，随着云南省主要水库水位边际提高，预计电解铝产能的复产在5月仍将继续，需持续关注相关部门动向以及云南地区复产情况。推荐标的有**云铝股份**，受益标的有**中国宏桥**。

钨：预计2024年钨利润中枢稳定，股息政策支撑中期配置价值。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。推荐标的有金钼股份。

1.5、跟踪品种：去库方式或仍需钢厂发力，铁矿、钢材价格承压

铁矿石：Q2成材需求不及预期或将进一步催化铁矿价格下跌。2024年3月31日当周，铁水周度产量221.31万吨，同比-9.06%，周环比-0.04%。进口矿库存14431.20万吨，同比+7.21%，周环比+0.46%，铁矿仍旧不断累库，但当前库存位置不高，供给端关注巴西厄尔尼诺现象影响出现发运量扰动。当前黑色系列均处于下跌趋势，主要矛盾点在于成材需求不及预期，库存高企，去库方式成为决定未来走势的关键，在房地产承压以及地方政府化债压力下，去库方式或仍需钢厂端发力，或将进一步催化铁矿石价格下跌。

钢材：去库方式或仍需钢厂发力，钢材价格承压。截至2023年3月29日，上海HRB400E螺纹钢价格3430元/吨，同比-19.48%，周环比-4.99%。年后受下游需求兑现不及预期影响，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，当前库存拐点已现，后续去库方式成为决定黑色系走势的关键，当前社会库存压力向钢厂转移，钢厂主动减产导致去库速率提升，金三未至，银四或仍不及预期，需求较弱的影响下，整体去库仍需钢厂发力，负反馈驱动下成材价格或仍有下降空间。

2、月度跟踪：降息预期再起，金价走强

2.1、黄金：预期降息主基调下，黄金短期超涨后关注矛盾

图4：截至2024年3月28日，伦敦现货金价2214.35美元/盎司

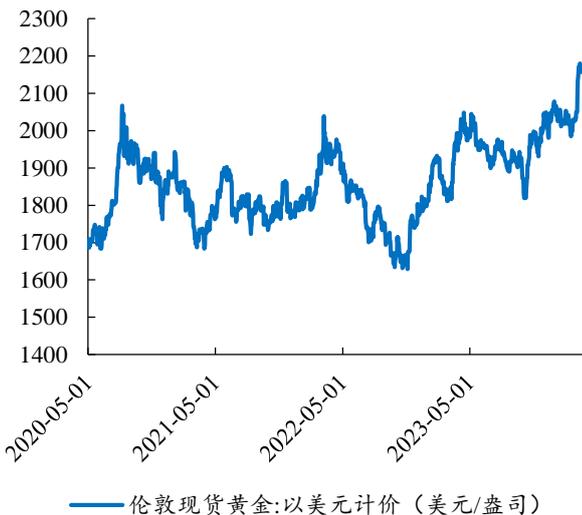
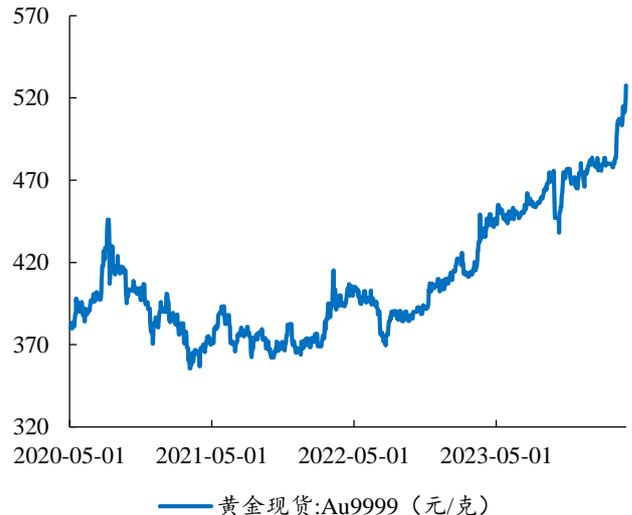


图5：截至2024年3月29日，上海现货金价527.54元/克



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6: 截至 2024 年 3 月 28 日, 黄金 ETF 持仓量达到 830.15 吨, 月环比+0.88%



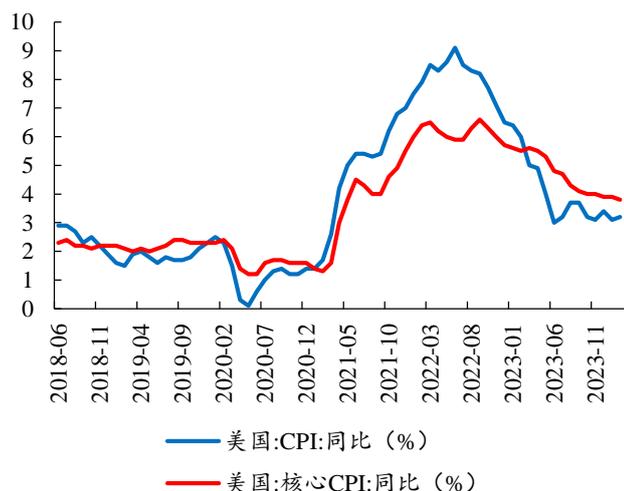
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 截至 2024 年 3 月 28 日当周, Comex 黄金非商业持仓净多头达 20.2 万张, 月环比+54%



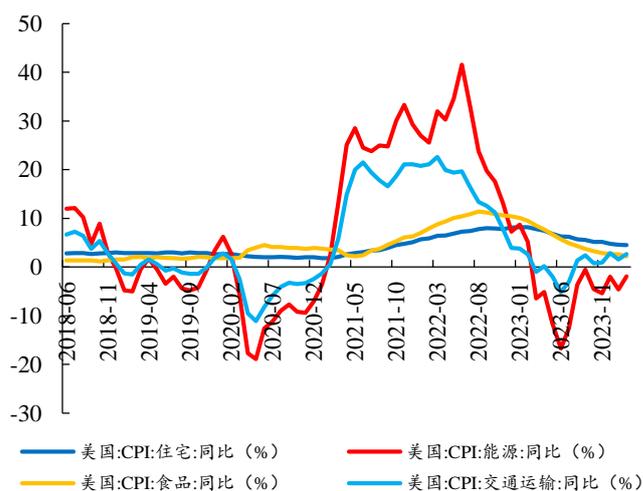
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 美国通胀下行趋势不改



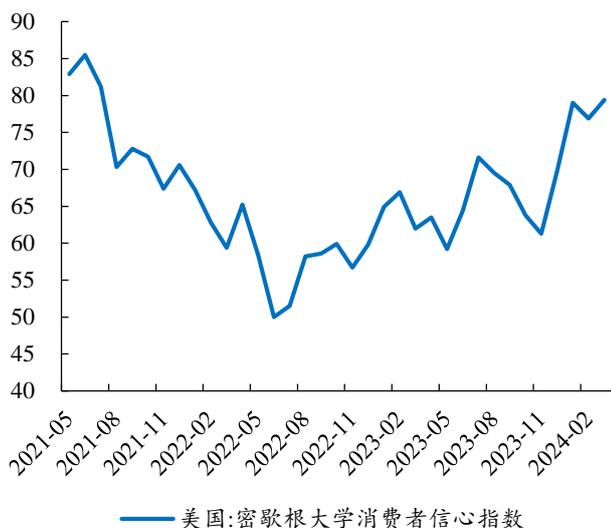
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 能源与住宅使得通胀粘性较强



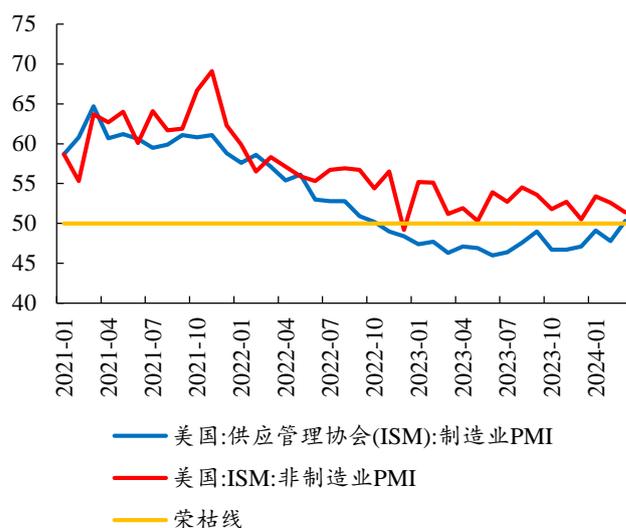
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 美国消费者信心指数较强



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 美国3月PMI制造业指数重回荣枯线以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 美国就业市场依旧强劲

单位: 千人	就业人数		就业新增		2024-03			
	2024-03	2024-02	2024-03	2024-02	就业新增	环比增加	权重	贡献率
非农就业人数	158,133	157,830	303	270	303	0.19%	100.00%	100.00%
私人商品生产	21,812	21,770	42	17	42	0.19%	13.79%	13.86%
采矿业	645	642	3	1	3	0.47%	0.41%	0.99%
建筑业	8,211	8,172	39	26	39	0.48%	5.19%	12.87%
制造业	12,956	12,956	0	-10	0	0.00%	8.19%	0.00%
私人服务生产	113,051	112,861	190	190	190	0.17%	71.49%	62.71%
批发业	6,158	6,150	9	-3	9	0.14%	3.89%	2.81%
零售业	15,660	15,642	18	23	18	0.11%	9.90%	5.81%
运输仓储业	6,541	6,539	1	23	1	0.02%	4.14%	0.40%
公用事业	588	588	0	3	0	-0.07%	0.37%	-0.13%
信息业	3,017	3,017	0	-3	0	0.00%	1.91%	0.00%
金融活动	9,226	9,223	3	-6	3	0.03%	5.83%	0.99%
专业和商务服务	22,954	22,947	7	17	7	0.03%	14.52%	2.31%
教育和保健服务	26,101	26,013	88	82	88	0.34%	16.51%	29.04%
休闲和酒店业	16,905	16,856	49	43	49	0.29%	10.69%	16.17%
其他服务业	5,901	5,885	16	11	16	0.27%	3.73%	5.28%
政府	23,270	23,199	71	63	71	0.31%	14.72%	23.43%
联邦政府	2,993	2,984	9	10	9	0.30%	1.89%	2.97%
州政府	5,444	5,431	13	11	13	0.24%	3.44%	4.29%
地方政府	14,833	14,784	49	42	49	0.33%	9.38%	16.17%

数据来源: Wind、开源证券研究所

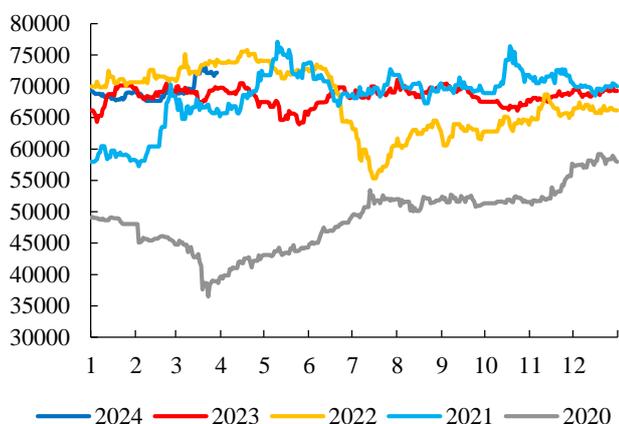
图13：市场预期首次降息时点为 2024 年 6 月

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
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	95.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	61.0%	36.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	25.5%	51.3%	22.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.5%	28.1%	48.4%	19.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.5%	31.4%	43.7%	16.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	5.4%	24.2%	40.0%	24.9%	5.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.2%	2.5%	13.1%	30.7%	33.8%	16.7%	3.0%	0.0%
2025/3/19	0.1%	1.5%	8.7%	23.4%	32.5%	23.8%	8.7%	1.2%	0.0%
2025/4/30	0.7%	4.5%	14.8%	27.2%	28.9%	17.5%	5.6%	0.7%	0.0%

资料来源：CME（数据截至 2024 年 3 月 31 日）

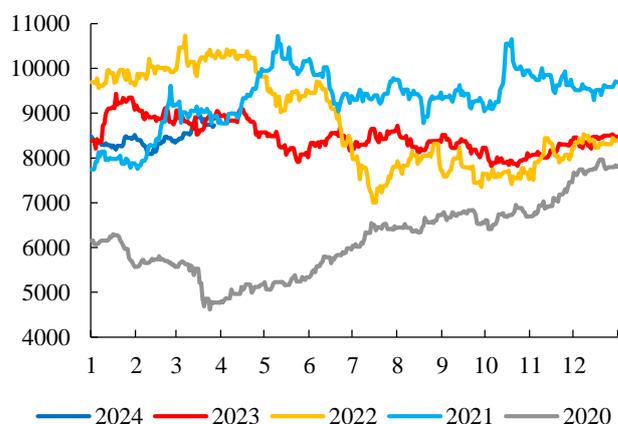
2.2、铜：冶炼费用继续下行，铜精矿紧缺持续兑现

图14：2024年3月国内铜价处于快速上行（元/吨）



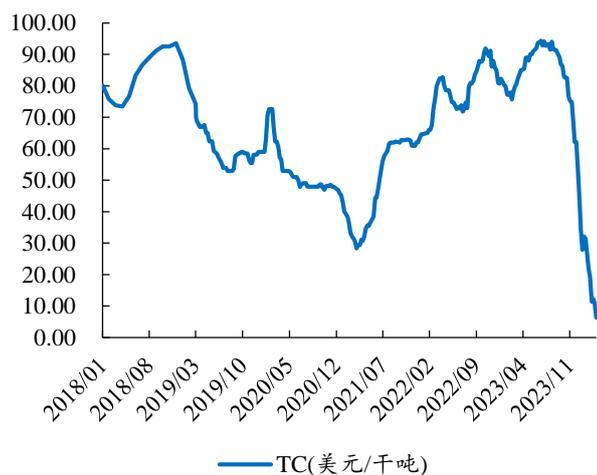
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024年3月LME铜价冲高回落（美元/吨）



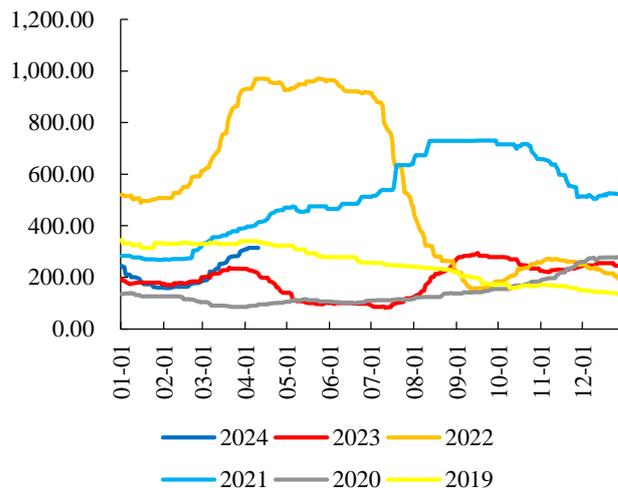
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年3月国内TC费用继续下行（美元/吨）



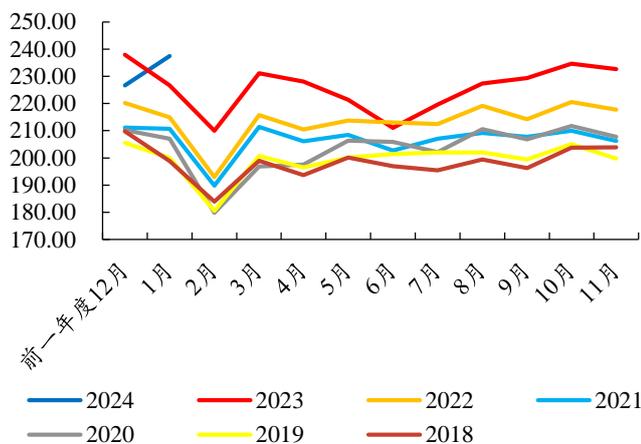
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2024年3月国内硫酸价格环比回升（元/吨）



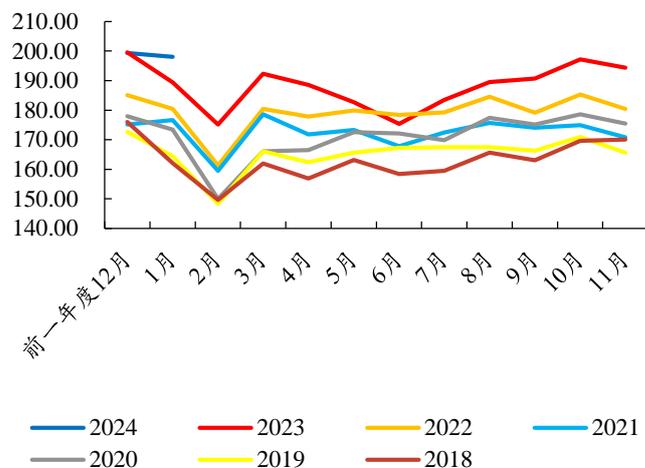
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18: 2024年1月全球精炼铜产量环比增加4.72%(万吨)



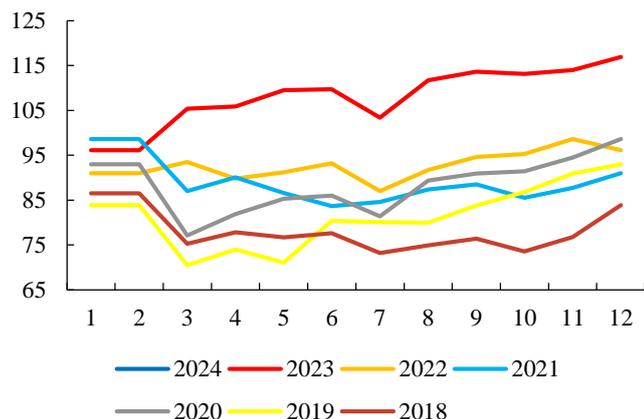
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图19: 2024年1月全球原生铜产量环比下滑0.70%(万吨)



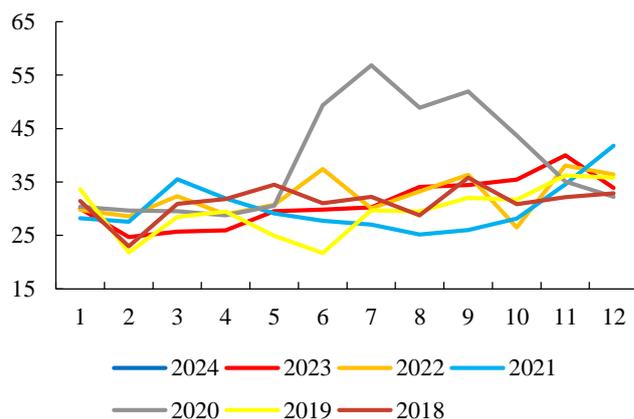
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图20: 2023年12月国内精炼铜供给环比增长2.54%(万吨)



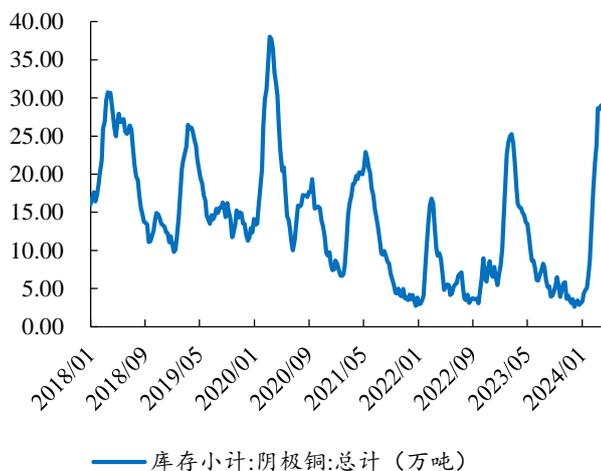
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图21: 2023年12月国内精炼铜进口量环比减少15.35%(万吨)



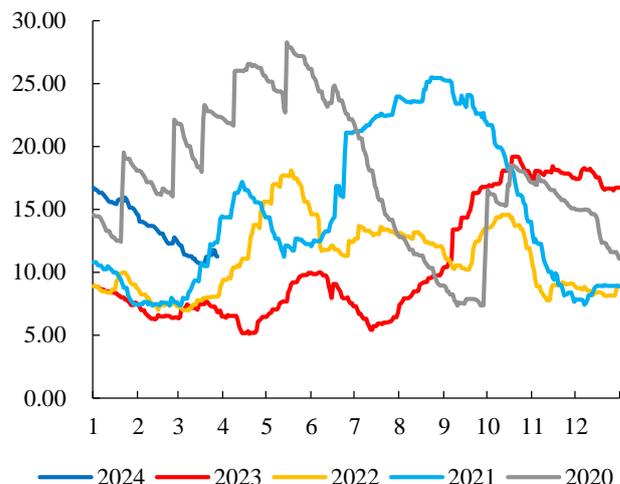
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图22：2024年3月国内阴极铜库存拐点尚未到来(万吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

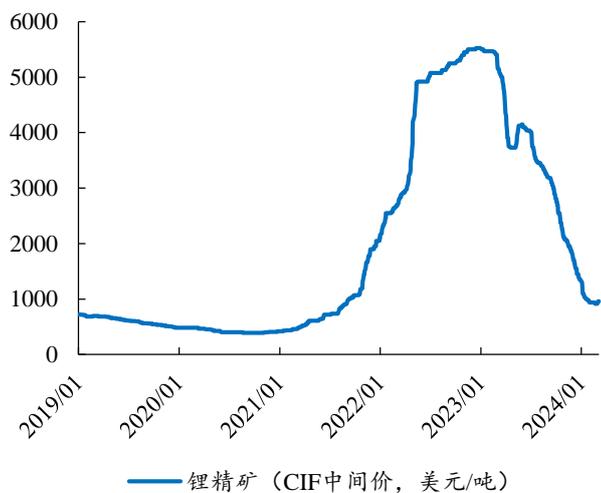
图23：2024年3月LME铜库存持续下滑(万吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

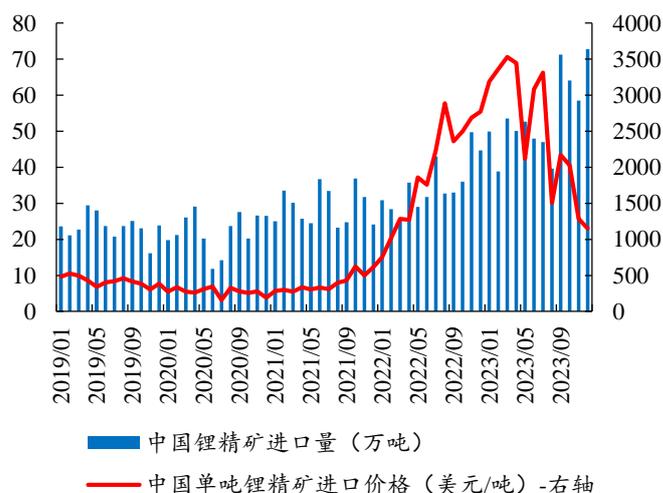
2.3、锂：下游需求稳增长，预计锂价将反复磨底

图24：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25：2023年12月中国锂精矿进口约73万吨(实物量)



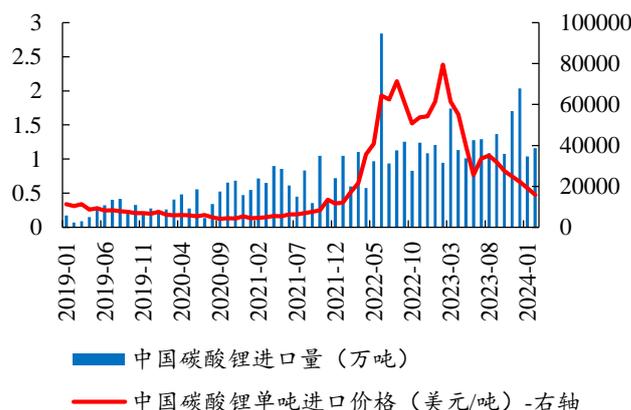
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图26: 截至 2024 年 3 月 29 日, 电碳报价 11 万元/吨



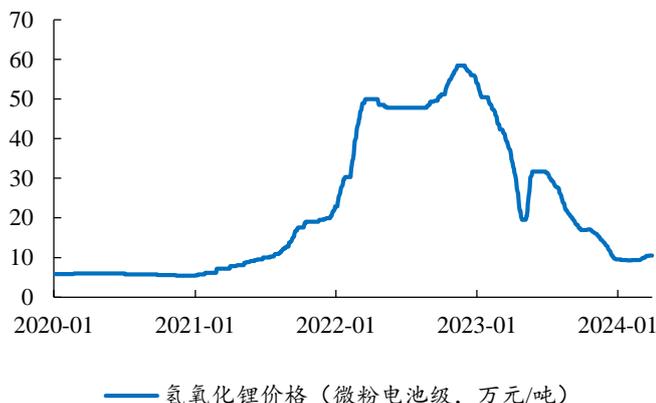
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图27: 2024 年 2 月中国碳酸锂进口约 1.16 万吨



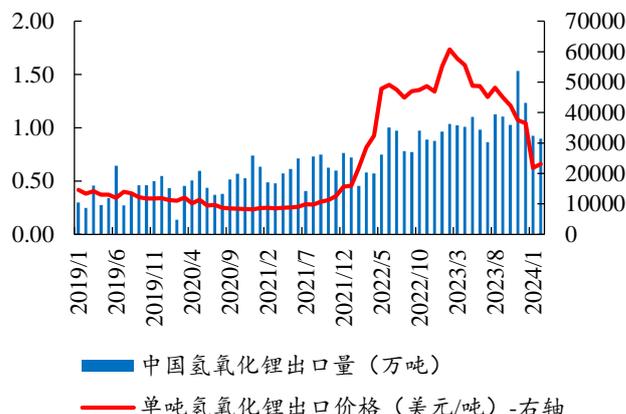
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图28: 截至 2024 年 3 月 29 日, 电氢报价 10.48 万元/吨



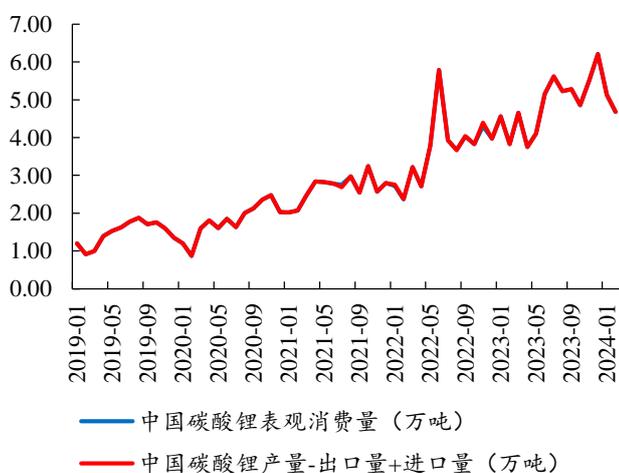
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图29: 2024 年 2 月中国氢氧化锂出口约 0.9 万吨



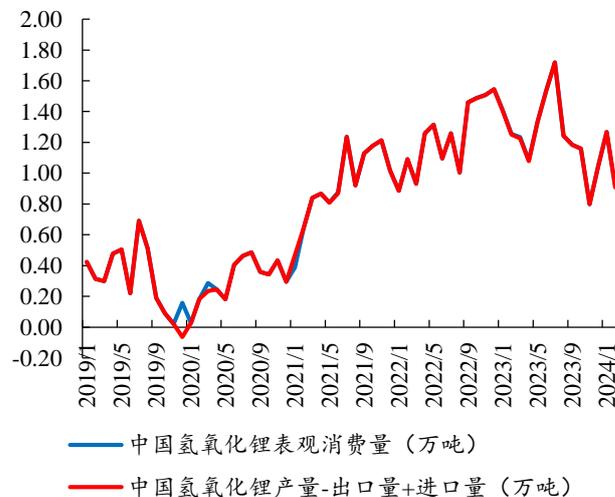
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图30: 国内碳酸锂供需均衡



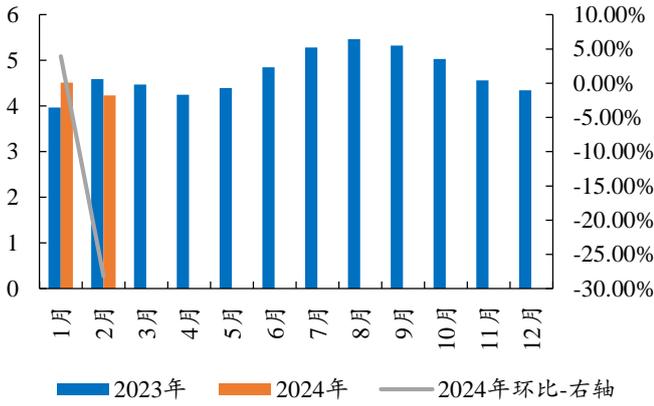
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图31: 国内氢氧化锂供需均衡



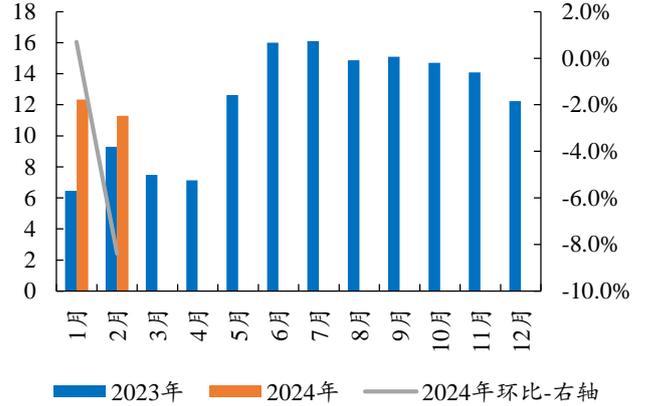
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图32: 春节影响 2024 年 2 月三元材料排产 (万吨)



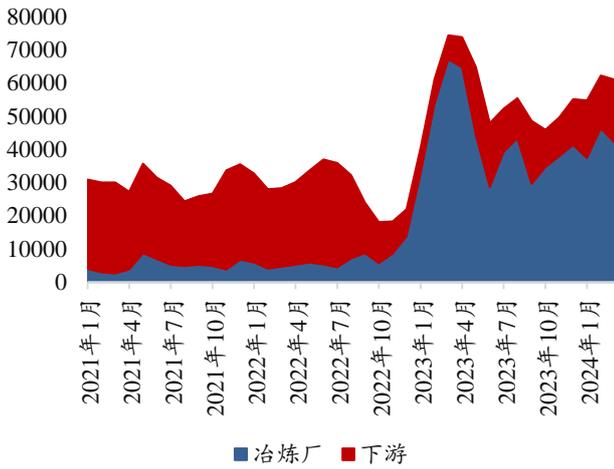
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图33: 春节影响 2024 年 2 月磷酸铁锂排产 (万吨)



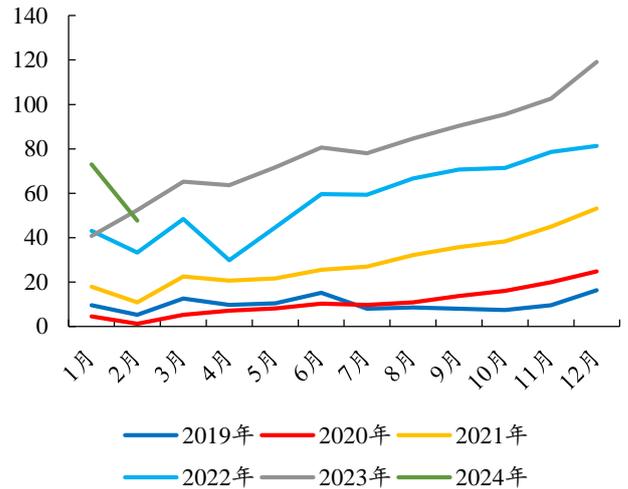
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图34: 截至 2024 年 3 月底, 下游库存约 1.9 万吨 (单位: 吨)



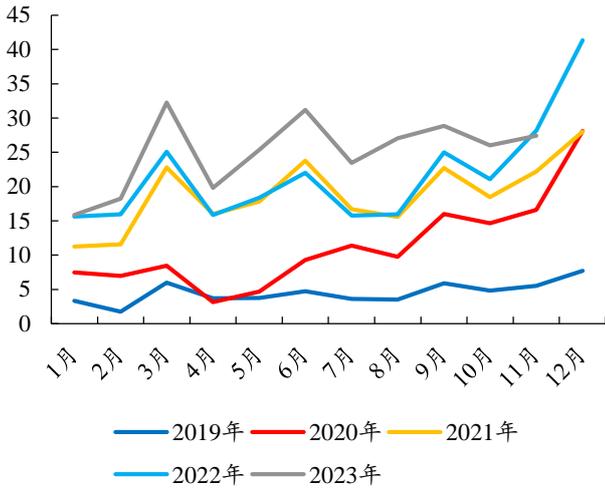
数据来源: SMM、开源证券研究所

图35: 2024 年 2 月中国新能源车销量同比-9.2% (万辆)



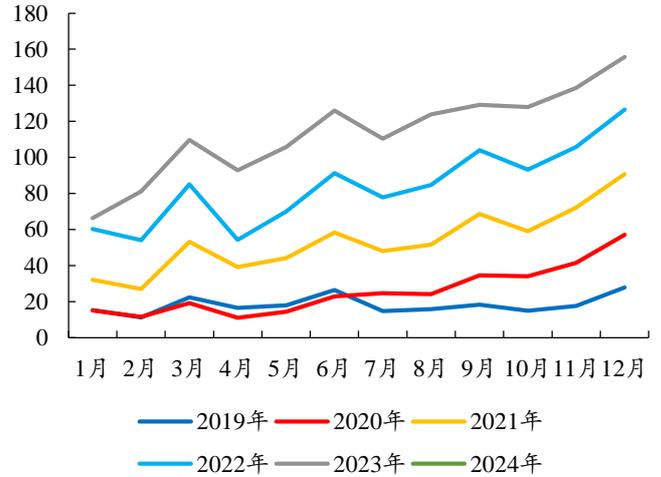
数据来源: 中汽协、开源证券研究所

图36: 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37: 2024年1月全球新能源车销量同比+61.1%(万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

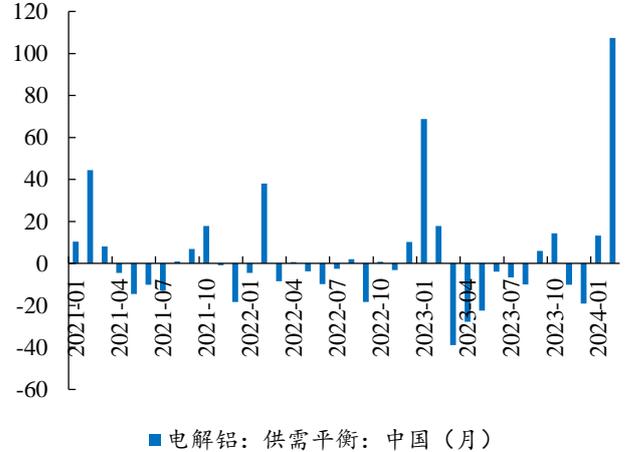
2.4、铝: 关注云南枯水期对电解铝产能运行影响

图38: 电解铝内外价差走扩



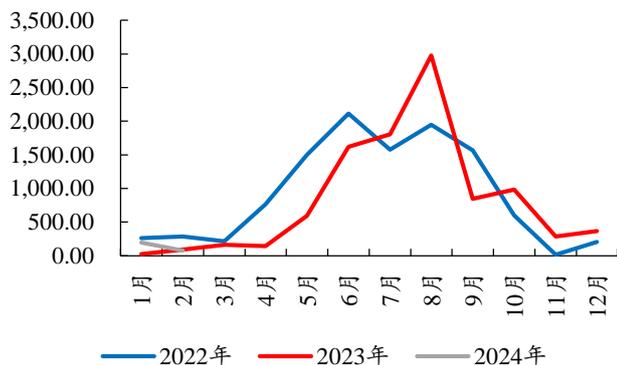
数据来源: Wind、开源证券研究所

图39: 2024年2月中国电解铝供给过剩107.4万吨(万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

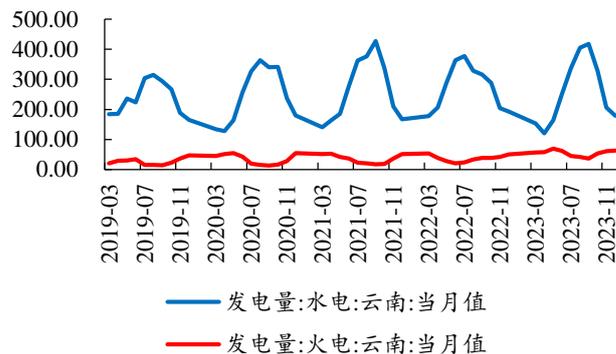
图40：目前云南仍处于枯水期（单位：毫米）



数据来源：Wind、开源证券研究所

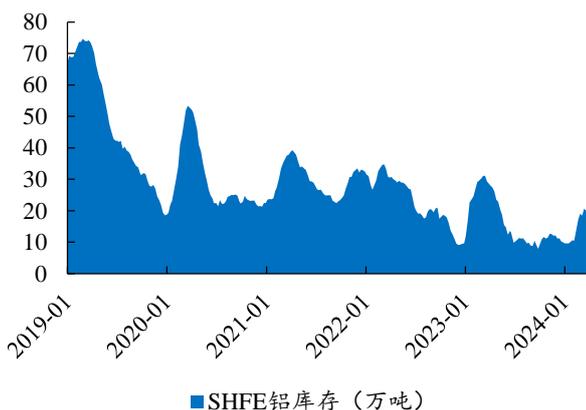
注：为云南省 11 个市降雨量合计值

图41：2023 年 12 月云南省水电 178.4 亿度，月度环比 -13%（亿度）



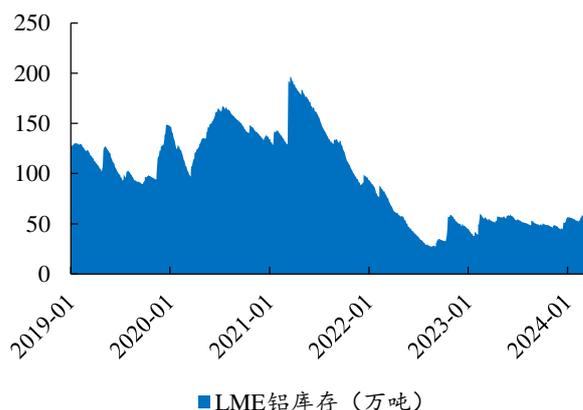
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：SHFE 铝库存处于低位



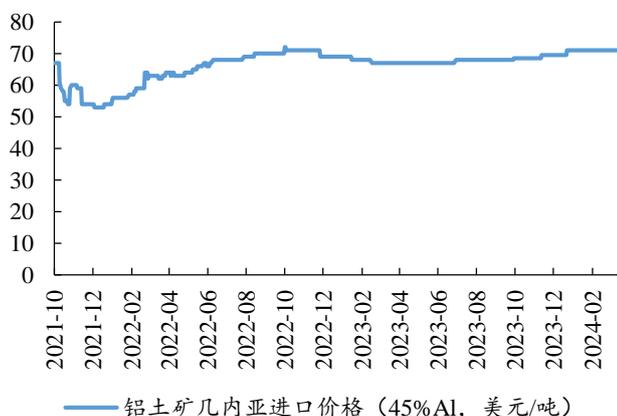
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：LME 铝库存处于低位



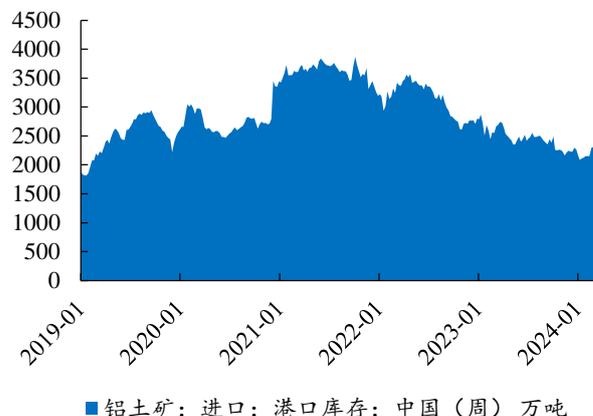
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：铝土矿几内亚进口价格维持高位



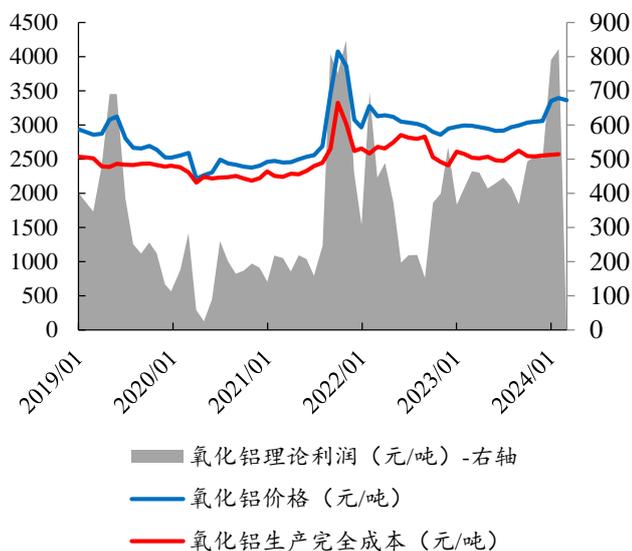
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图45：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

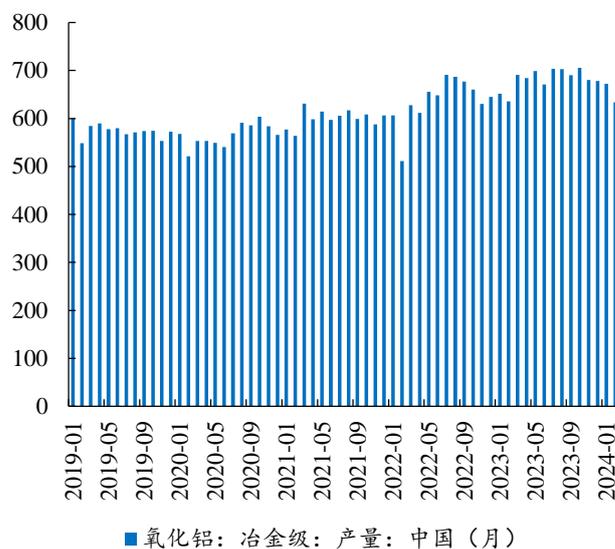
图46：2024年2月氧化铝单吨理论利润约822元/吨



数据来源：MySteel、开源证券研究所

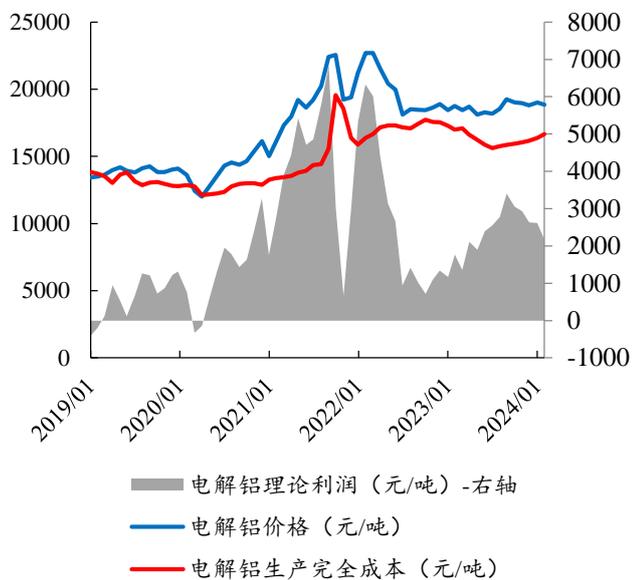
注：单吨理论利润=价格-完全成本

图47：2024年2月中国氧化铝产量633.8万吨，环比-6%（单位：万吨）



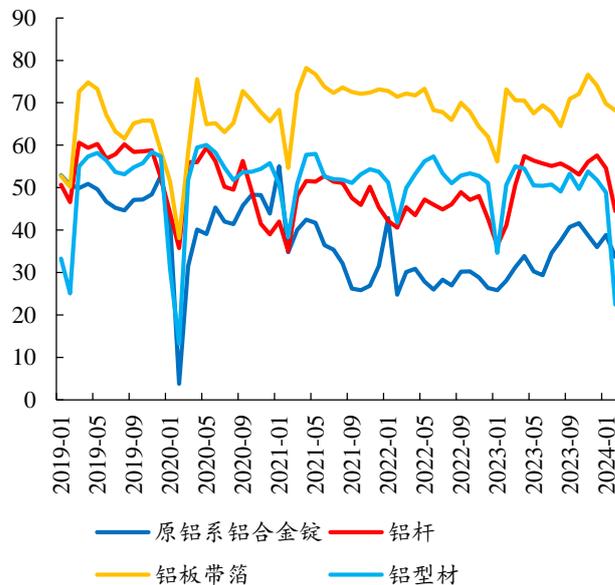
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图48：2024年2月电解铝单吨理论利润约2178元/吨



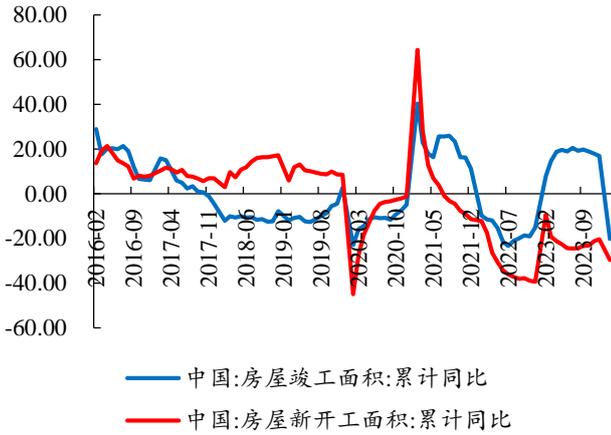
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图49：2024年2月大部分铝产品开工率环比下滑（%）



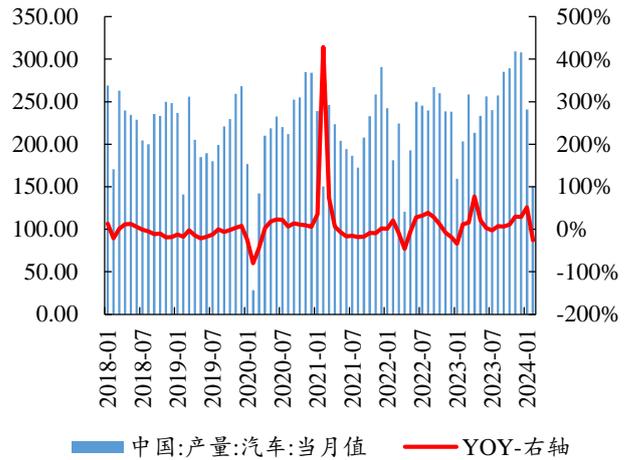
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图50: 2024年1~2月中国房屋竣工面积累计同比-20.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图51: 2024年2月中国汽车产量同比-26% (万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

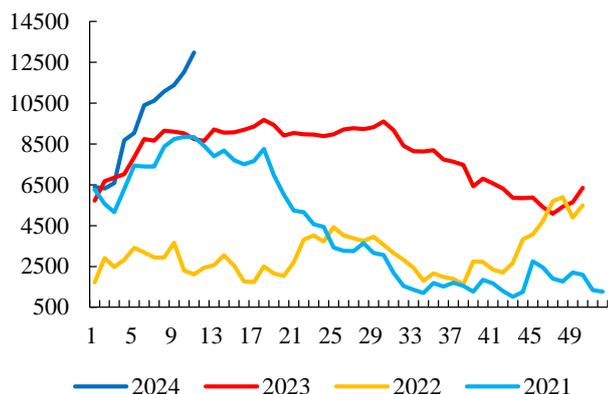
2.5、锡：缅甸矿端停产供给收紧，期待半导体复苏提振锡价

图52: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关



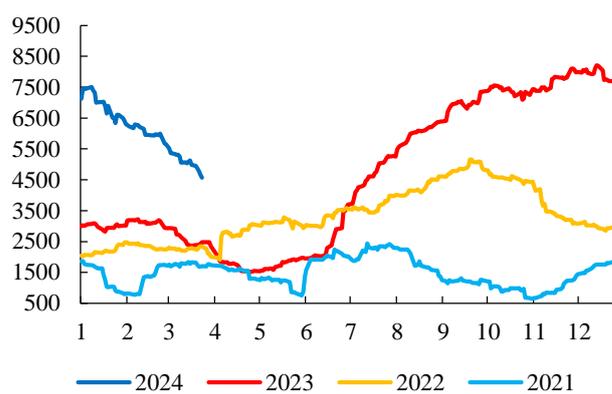
数据来源: Wind、开源证券研究所

图53: 上海期交所锡锭库存近期整体呈累库 (吨)



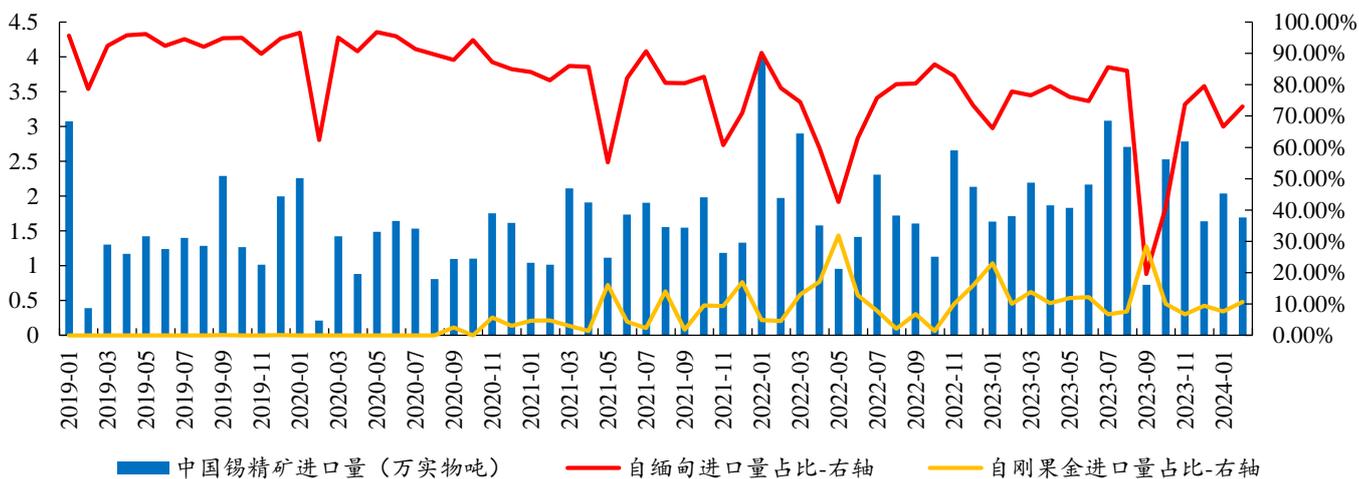
数据来源: Wind、开源证券研究所

图54: LME 锡库存不断去库 (吨)



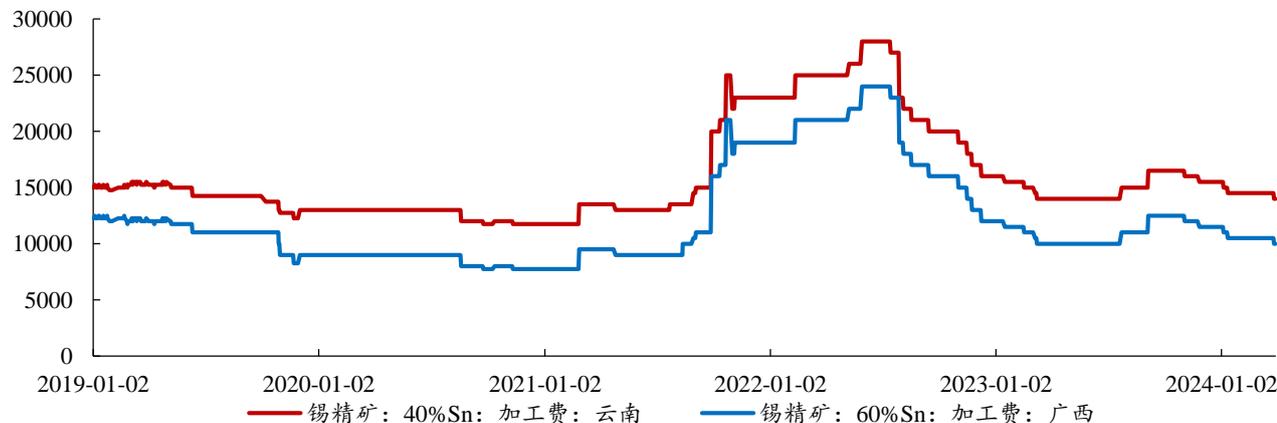
数据来源: Wind、开源证券研究所

图55: 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

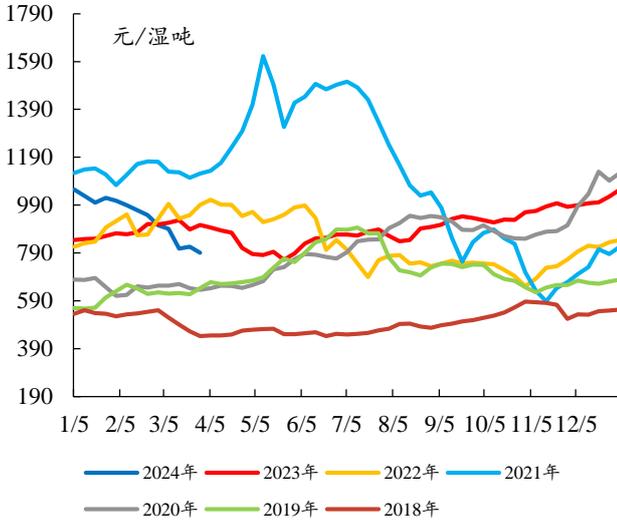
图56: 锡精矿加工费下滑, 反应矿端紧张局面 (元/吨)



数据来源: MySteel、开源证券研究所

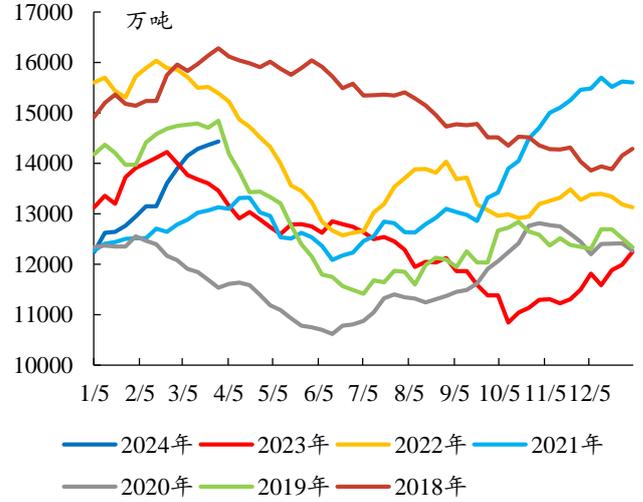
2.6、铁矿石：Q2 成材需求不及预期或将进一步催化铁矿价格下跌

图57：截至3月29日当周，青岛港PB粉790.20元/湿吨，同比-12.86%，周环比-3.14%



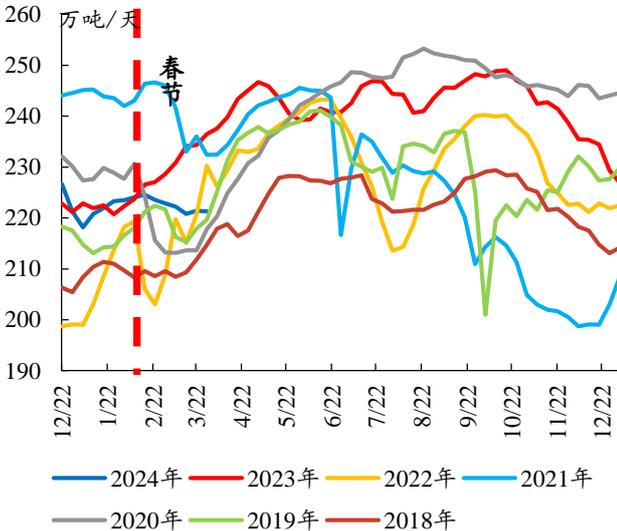
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图58：截至3月29日当周，进口矿港口库存14431.20万吨，同比+7.21%，周环比+0.46%（农历口径）



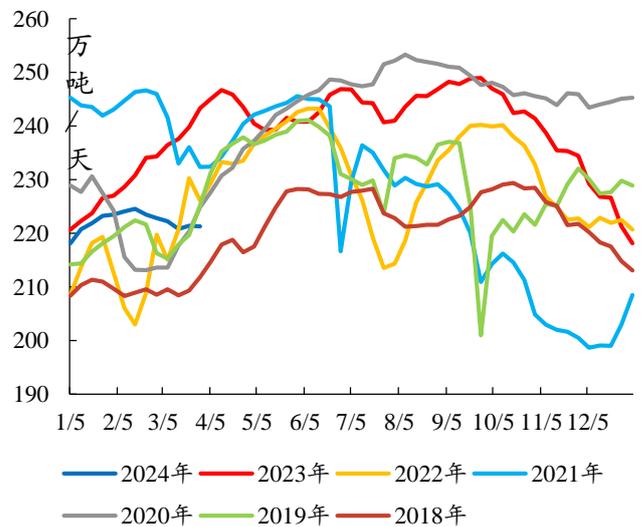
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图59：截至3月29日当周，日均铁水产量221.31万吨，同比-6.41%，周环比-0.04%（农历口径）



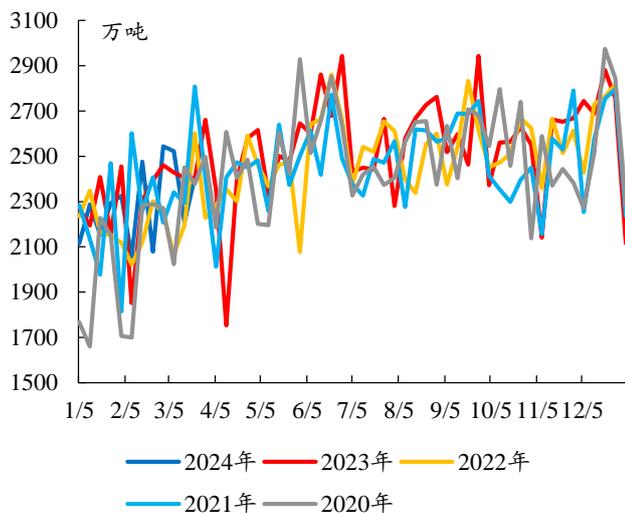
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图60：截至3月29日当周，日均铁水产量221.31万吨，同比-9.06%，周环比-0.04%（阳历口径）



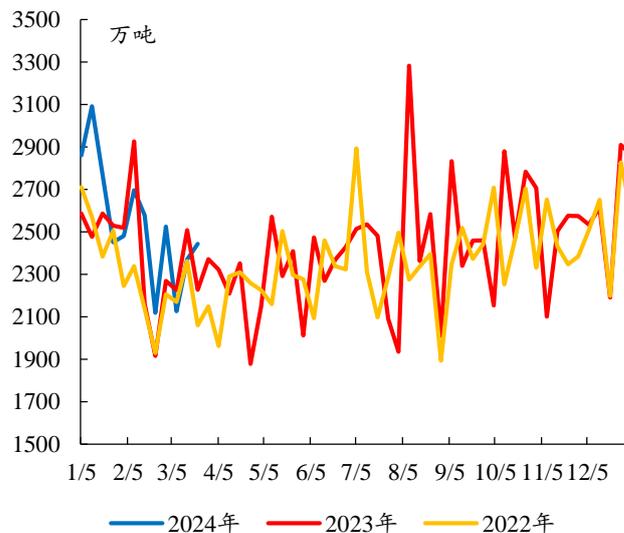
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图61: 截至3月22日当周,铁矿石发运量 2405.50 万吨, 同比+0.12%, 周环比+8.94%



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

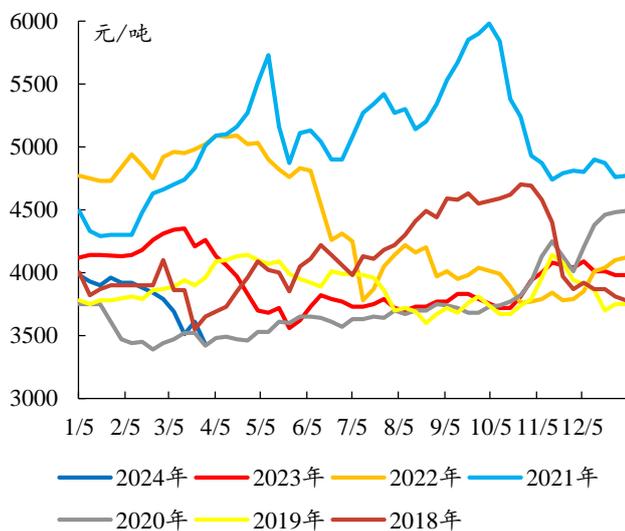
图62: 截至3月22日当周,铁矿石到港量 2443.30 万吨, 同比+9.71%, 周环比+3.12%



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

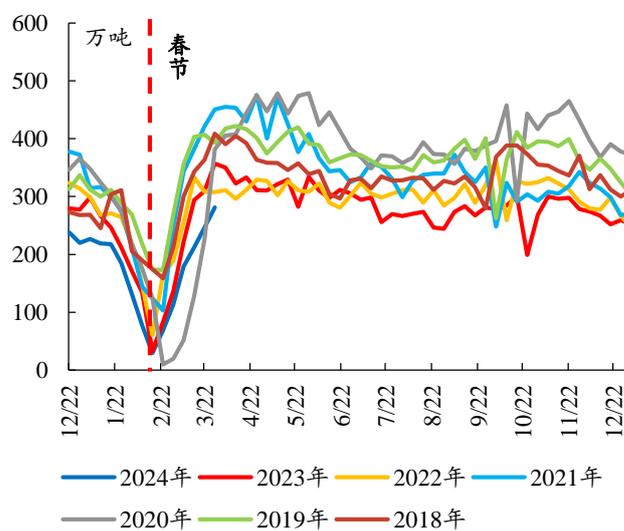
2.7、钢材：去库方式或仍需钢厂发力，钢材价格承压

图63: 截至3月29日当周,上海螺纹钢现货 3430.00 元/吨, 同比-19.48%, 周环比-4.99%



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图64: 截至3月29日,螺纹钢周度表观需求 281.26 万吨, 同比-21.18%, 周环比+14.13% (农历口径)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图65: 截至3月29日, 螺纹钢周度库存 1218.45 万吨, 同比+12.17%, 周环比-5.54%

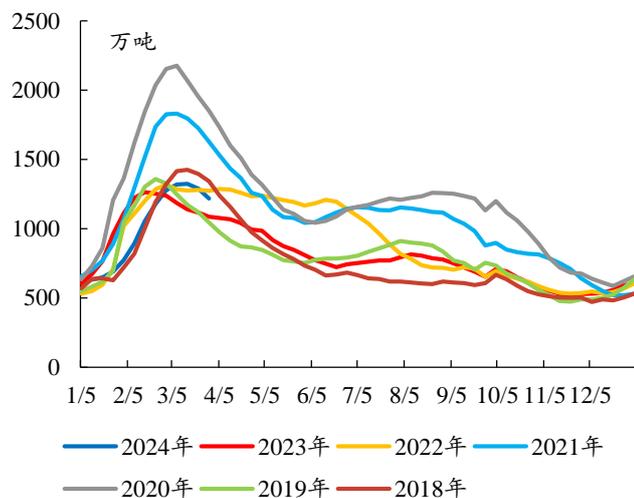


图66: 截至3月29日, 螺纹钢周度产量 209.74 万吨, 同比-30.59%, 周环比-0.88%

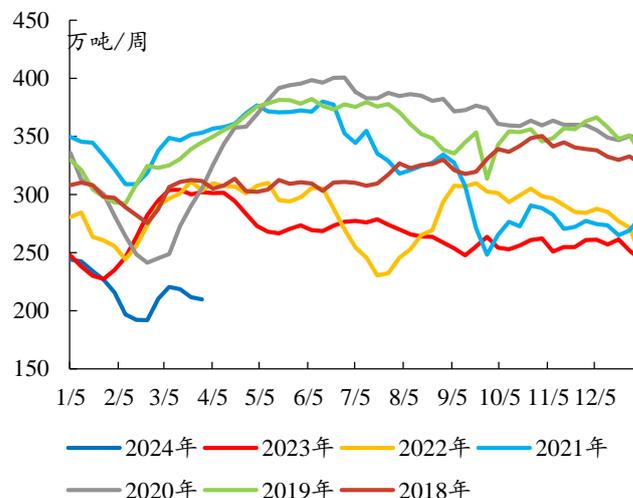


图67: 截至3月29日当周, 螺纹钢高炉利润-158.7 元/吨, 同比+169.18%, 周环比-4.17%

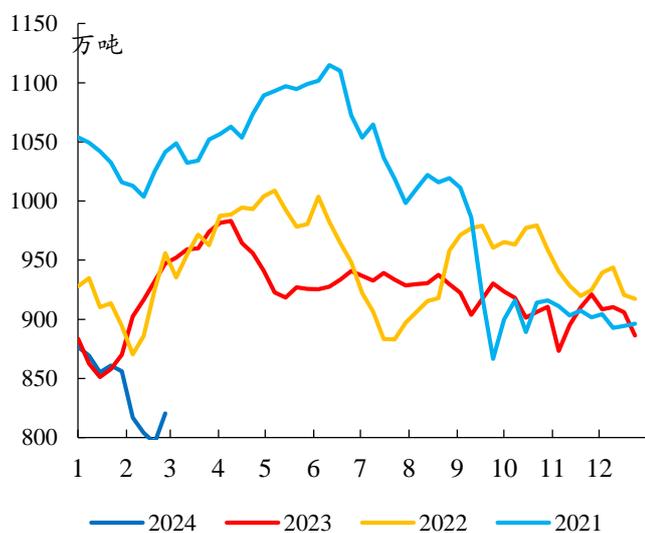
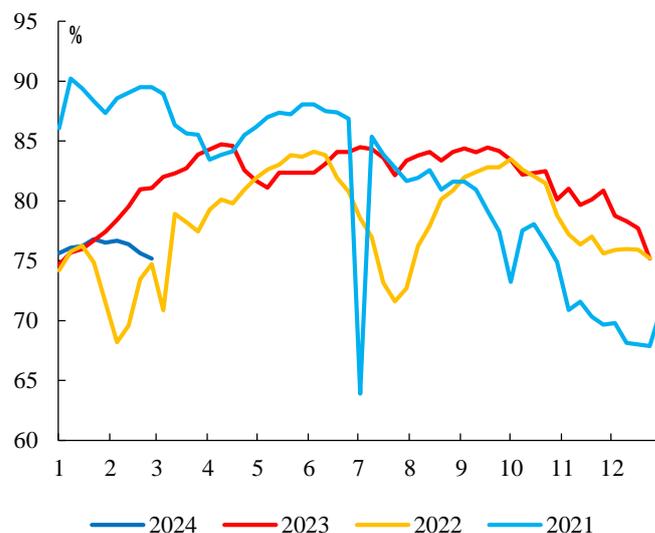


图68: 截至3月29日当周, 螺纹钢电炉利润-489.80 元/吨, 同比-392.21%, 周环比-36.17%



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

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

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

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