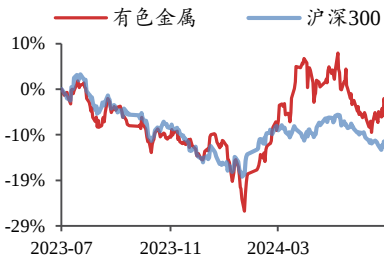


有色金属

2024 年 07 月 14 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《三星 NAND 材料引入新元素，钨下游或迎增量——行业点评报告》-2024.7.5

《中美电网投资周期共振，或将对铜、铝需求形成明显拉动——行业深度报告》-2024.7.1

《降碳方案落地，铝行业供给侧改革持续推进——行业点评报告》-2024.6.6

7 月看多金价，看好氧化铝价格反弹上行

——行业周报

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

温佳贝（分析师）

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790524040009

陈权（联系人）

chenquan@kysec.cn

证书编号：S0790123100016

● **行业策略：7 月黄金胜、赔率均显著抬升，工业金属等待需求侧做多信号**
排序来看，2024 年主线聚焦金、铜配置；副线关注铝、锡、钨、镁、钨。

中国 6 月制造业 PMI 录得 49.5，美国 6 月标普制造业 PMI 录得 51.6，CPI 录得 3%，PPI 录得 2.6%，制造业整体韧性，非制造业边际疲软。**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新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，若 9 月份降息将进一步提振工业金属需求边际向上，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 Q3 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：美国 6 月新增非农与失业率数据再次反向，鉴于新增非农为企业端统计口径，并且前值调整幅度较大，或许存在一定虚高，我们认为失业率指标突破 4.1% 更为关键，这暗示美国劳动力市场或许逐步降温，经济或存在衰退的可能性，这增加了黄金信用属性中的资产保值逻辑。推荐标的**中金黄金、银泰黄金等**。

铜：供给端，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。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。需求端，除地产表现部分拖累，整体同比保持较快增长，为铜价提供坚实动力，电网投资表现亮眼，2024 年 1-4 月国内电网投资累计实现同比增长 24.9%，国内光伏装机容量前四月实现同比增长 52.4%，国内新能源车 2024 年 1-5 月实现产量同比增长 33.9%。**推荐标的：紫金矿业、洛阳钼业、受益标的金诚信、西部矿业、藏格矿业等**。

锡：供给端，全球矿端供给整体呈此消彼长趋势，2025 年前增量有限，2024 年受缅甸佤邦停产+印尼出口许可证发放延迟影响，全球矿端供给增量与减量几乎对冲；需求端，半导体行业处于复苏状态，精锡消费有望回暖，目前半导体已进入被动去库阶段，需求预期向好。推荐标的**有锡业股份**。

铝：供给端来看，2017 年确立电解铝 4500 万吨产能天花板，近期发布的《降碳行动方案》又再次强调，中国电解铝供给向上弹性非常有限，叠加海外电解铝产能扩建进度缓慢，2024-2026 年电解铝供需缺口将持续存在。

氧化铝：晋豫矿山部分停产，国内铝土矿供给不足，2024 年 1-5 月，国内铝土矿产量仅 2276 万吨，同比 -20%。矿石结构性短缺制约氧化铝开工率，导致氧化铝价格上涨，山西、河南氧化铝产线以国产矿为主，短期内难以适应进口矿来源，另一方面进口矿多与沿海产线签订长单，可供山西、河南使用的散单量较少。综合来看，2024 年新投产沿海氧化铝产线有限，国内矿复产缓慢，支撑氧化铝价格高位运行。

● **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：7月黄金胜、赔率均显著抬升.....	5
1.1、 金：降息预期+货币信用对冲推升金价	5
1.2、 铜：供需收紧叠加宏观宽松，铜价显著上行.....	6
1.3、 铝：矿端资源价值凸显，国内电解铝供给逐步触顶.....	7
1.3.1、 电解铝供给：向上弹性有限，云南产能受电力扰动减少	8
1.3.2、 氧化铝供给：铝土矿供应扰动频发，矿端资源价值凸显	9
1.4、 锡：供给扰动持续，半导体需求不断复苏.....	9
1.5、 跟踪品种：弱现实与强预期冲突下，7月黑色或存反弹空间.....	10
2、 月度跟踪：降息预期再起，金价有望走强.....	11
2.1、 黄金：降息预期+货币信用对冲推升金价	11
2.2、 铜：国内库存缓慢下降，下游需求逐步复苏.....	14
2.3、 锂：下游需求稳增长，预计锂价将反复磨底.....	16
2.4、 铝：关注云南枯水期对电解铝产能运行影响.....	19
2.5、 锡：缅甸矿端停产供给收紧，期待半导体复苏提振锡价.....	22
2.6、 铁矿石：铁水产量逐步复苏，刺激矿石价格上涨.....	24
2.7、 钢材：去库方式或仍需钢厂发力，钢材价格承压.....	26
3、 风险提示	26

图表目录

图 1： 截至 2024 年 7 月 3 日，伦敦现货黄金 2361 美元/盎司，距年初涨幅 14%.....	5
图 2： 截至 2024 年 6 月 26 日，LME 铜 24Q2 均价为 9898 美元/吨	6
图 3： 全球制造业 PMI 回暖（%）	8
图 4： 2024 年 1~5 月中国电解铝表需强劲（万吨）	8
图 5： 2024 年 1~4 月中国电解铝产量同比+5.5%.....	8
图 6： 国内电解铝项目产能利用率达到历史较高水平.....	8
图 7： 2024 年 5 月云南省产能利用率达 91.88%，同比+24.81pct	9
图 8： 2024 年云南发电量同比增速较快	9
图 9： 截至 2024 年 7 月 3 日，伦敦现货金价 2361.35 美元/盎司.....	11
图 10： 截至 2024 年 7 月 3 日，上海现货金价 554.16 元/克.....	11
图 11： 截至 2024 年 7 月 3 日，黄金 ETF 持仓量达到 833.37 吨，月环比+0.1%	11
图 12： 截至 2024 年 6 月 25 日当周，Comex 黄金非商业持仓净多头达 24.6 万张，月环比+4%.....	11
图 13： 美国通胀下行趋势不改	12
图 14： 能源与住宅使得通胀粘性较强	12
图 15： 美国消费者信心指数走弱	12
图 16： 美国 PMI 制造业指数连续 3 个月位于 50 以下.....	12
图 17： 美国就业市场依旧强劲	13
图 18： 市场预期首次降息时点为 2024 年 9 月.....	13
图 19： 2024 年 6 月国内铜价处于近五年高位（元/吨）	14
图 20： 2024 年 6 月 LME 铜价冲高回落（美元/吨）	14
图 21： 2024 年 6 月国内 TC 费用继续下行（美元/吨）	14
图 22： 2024 年 6 月 LME 铜价处于近月贴水（元/吨）	14
图 23： 2024 年 4 月全球精炼铜产量同比减少 1.55%（万吨）	15

图 24: 2024 年 1 月全球原生铜产量同比下滑 1.19% (万吨)	15
图 25: 2024 年 5 月国内精炼铜供给同比减少 0.55% (万吨)	15
图 26: 2024 年 5 月国内铜材产量同比减少 11.81% (万吨)	15
图 27: 2024 年 7 月国内阴极铜库存拐点尚未到来 (万吨)	16
图 28: 2024 年 7 月 LME 铜库存快速上行 (万吨)	16
图 29: 截至 2024 年 7 月 1 日, 锂精矿报价 1100 美元/吨	16
图 30: 2024 年 5 月中国锂精矿进口约 73.7 万吨 (实物量)	16
图 31: 截至 2024 年 7 月 1 日, 电碳报价 8.9 万元/吨	17
图 32: 2024 年 5 月中国碳酸锂进口约 2.5 万吨	17
图 33: 截至 2024 年 7 月 1 日, 电氢报 8.83 万元/吨	17
图 34: 2024 年 5 月中国氢氧化锂出口约 1.2 万吨	17
图 35: 国内碳酸锂供给与需求	17
图 36: 国内氢氧化锂供给与需求	17
图 37: 2024 年 5 月三元材料排产走弱 (万吨)	18
图 38: 2024 年 5 月磷酸铁锂排产走弱 (万吨)	18
图 39: 截至 2024 年 6 月底, 下游库存约 2.6 万吨 (单位: 吨)	18
图 40: 2024 年 5 月中国新能源车销量同比+33% (万辆)	18
图 41: 2024 年 4 月欧洲新能源车销量同比+11% (万辆)	19
图 42: 2024 年 4 月全球新能源车销量同比+31.5% (万辆)	19
图 43: 电解铝内外价差走扩	19
图 44: 2024 年 5 月中国电解铝供给短缺 15.9 万吨 (万吨)	19
图 45: 目前云南已进入丰水期 (单位: 毫米)	20
图 46: 2024 年 5 月云南省水电 232.2 亿度, 月度环比+51% (亿度)	20
图 47: SHFE 铝库存处于低位	20
图 48: LME 铝库存突增	20
图 49: 铝土矿几内亚进口价格维持高位	20
图 50: 中国港口铝土矿库存水平处于低位	20
图 51: 2024 年 5 月氧化铝单吨理论利润约 1206 元/吨	21
图 52: 2024 年 5 月中国冶金级氧化铝产量环比+5% (单位: 万吨)	21
图 53: 2024 年 5 月电解铝单吨理论利润约 4232 元/吨	21
图 54: 2024 年 5 月大部分铝产品开工率环比下滑 (%)	21
图 55: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关	22
图 56: 上海期交所锡锭库存近期开始去库 (吨)	23
图 57: LME 锡库存处于低位 (吨)	23
图 58: 缅甸锡精矿进口占比大幅下滑	23
图 59: 冶炼损耗增加, 锡精矿加工费小幅上涨 (元/吨)	24
图 60: 截至 7 月 1 日当周, 青岛港 PB 粉 833 元/湿吨	24
图 61: 截至 06/28 当周, 进口铁矿库存 45 个港口 (周) 为 14926.32 万吨, 同比+17.14%, 环比+0.29%	24
图 62: 截至 06/28 当周, 247 家钢铁企业铁水日均产量为 239.44 万吨, 同比-3.01%, 环比-0.21% (阳历)	25
图 63: 截至 06/28 当周, 247 家钢铁企业铁水日均产量为 239.44 万吨, 同比-0.57%, 环比-0.21% (农历)	25
图 64: 截至 06/28 当周, 四大矿山发运量总和为 2306.9 万吨, 同比+9.99%, 环比+6.60%	25
图 65: 截至 06/28 当周, 铁矿: 到港量: 47 个港口 (周) 为 2597.9 万吨, 同比+7.00%, 环比-0.09%	25
图 66: 截至 6 月 28 日当周, 上海螺纹钢现货 3480 元/吨, 同比-7.69%, 周环比-1.42%	26
图 67: 截至 6 月 28 日, 螺纹钢周度表观需求 211.18 万吨, 同比-20.27%, 周环比-0.43% (农历口径)	26
图 68: 截至 6 月 28 日, 螺纹钢周度库存 796.59 万吨, 同比+4.64%, 周环比+0.25%	26

图 69： 截至 6 月 28 日，螺纹钢周度产量 244.76 万吨，同比-11.48%，周环比+6.17%..... 26

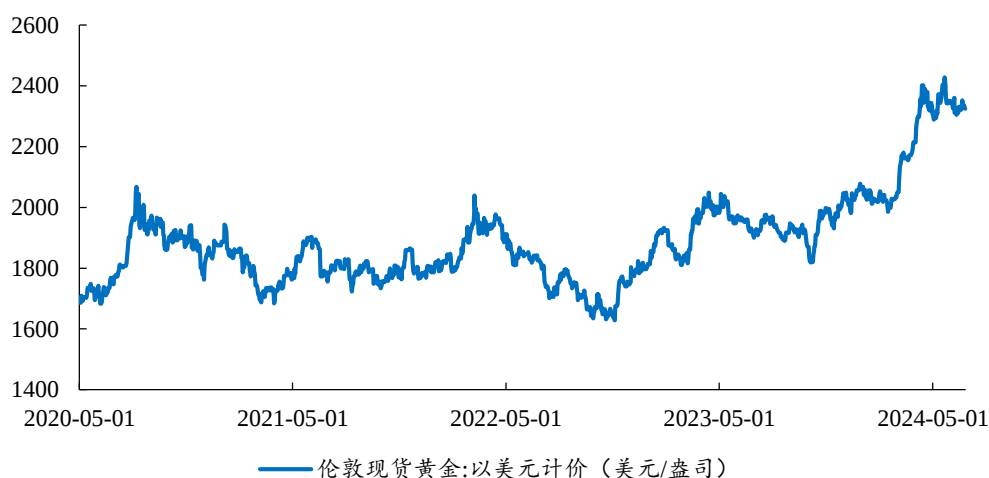
表 1： 海外铜企 2024 年产量指引情况（单位：万吨） 6

1、月度策略：7月黄金胜、赔率均显著抬升

1.1、金：降息预期+货币信用对冲推升金价

信用属性接力，黄金走出β行情。截至2024年7月3日，伦敦现货黄金2361美元/盎司，距年初上涨299美元，涨幅14%。2024Q2（截至6月30日）黄金均价为2338美元/盎司，同比+18%，2024Q1黄金均价为2070美元/盎司，同比+10%。金价主升月份为3月、4月，月度涨幅分别为8%、4%。3月美国经济数据出现疲软迹象，SEP引导降息预期再起，巴以冲突避险情绪浓厚，刺激金价上行。4月份，降息预期转向二次通胀，美元、美债对市场的吸引力下降，黄金信用属性得到激发，央行购金抬升实物金需求。

图1：截至2024年7月3日，伦敦现货黄金2361美元/盎司，距年初涨幅14%



数据来源：Wind、开源证券研究所

6月劳动力市场再次出现分歧，失业率或为更关键指标。美国6月非农就业人口增加20.6万人，预期增加19万人，前值增加27.2万人。美国6月失业率为4.1%，预期为4.0%，前值为4.0%。劳动力市场短暂出现分歧，新增非农就业人数虽增速较快，但是企业端的数据调整幅度较大，或许有一定虚高，因此我们认为失业率来衡量美国劳动力市场或更为准确。历史上，失业率突破4%经济或将迎来衰退迹象，我们认为不断退温的劳动力市场，或将推动美联储降息节奏的到来。

通胀或将延续下降趋势，降息预期有望重启。美国6月CPI同比增3.0%，预期3.1%，前值3.3%。核心CPI同比增3.3%，预期3.4%，前值3.4%。随着美国劳动力市场的降温，通胀或将延续下降趋势，降息预期有望重启，届时流动性宽松或再助力黄金上行。美国6月PPI同比增2.6%，预期2.3%，前值2.4%。美国PPI超预期上涨主要原因是服务提供商利润率上升，抵消了商品成本连续第二个月下降的影响。美国制造业需求保持韧性，非制造业边际疲软，若9月份降息将进一步提振工业金属需求边际向上。根据CME数据，市场预期美联储年内或有两次降息，9月、12月概率较大，分别为90.3%和50.6%。

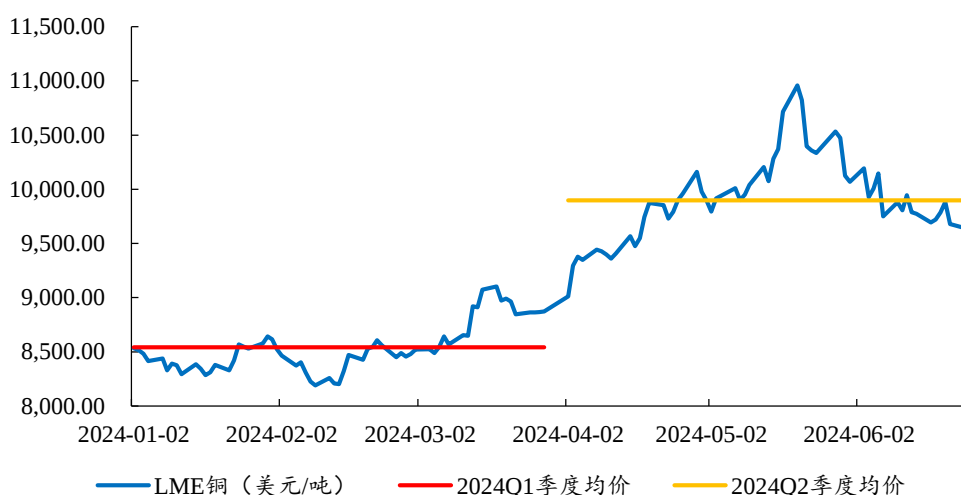
信用属性增强，金价有望持续走强。金融属性方面，高利率下美国经济的可持续性存疑，欧洲率先开启降息，欧美黄金ETF有望筑底回升，在美国降息周期即将开启之际，金价或将因美国经济及通胀数据走弱而上涨，中美利差增大预期下，人

民币汇率面临贬值压力，内盘金走势或强于外盘。2024 年三季度有望再迎配置节点。

1.2、铜：供需收紧叠加宏观宽松，铜价显著上行

供需紧张叠加宏观环境宽松，2024Q2 铜价同环比快速上行。截至 2024 年 6 月 26 日，24Q2 伦铜均价达 9898 美元/吨，同比 23Q2 上涨 16.5%，环比 24Q1 上涨 15.9%；截至 2024 年 6 月 26 日，24H1 伦铜均价达 9197 美元/吨，同比 23H1 上涨 5.2%。

图2：截至 2024 年 6 月 26 日，LME 铜 24Q2 均价为 9898 美元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

供给端，2024 年 2 月底，海外主要矿企完成 2023 年 Q4 季报及 2024 全年产量指引披露。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（智利国铜业）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。

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%

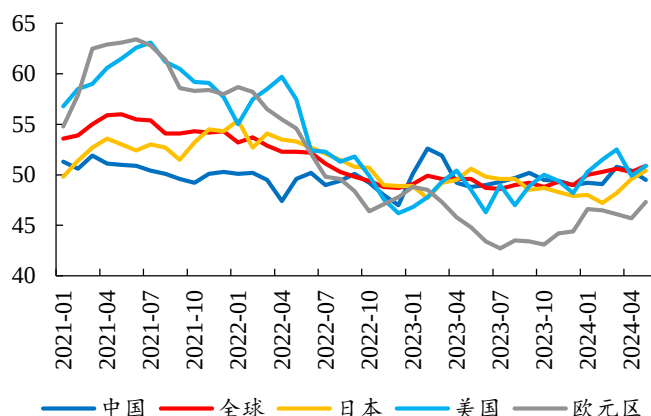
公司名称	2023A (万吨)	2024E (万吨)	产量变动 (万吨)	同比变动
First Quantum (第一量子)	70.8	39.5	-31.3	-44.21%
Nornickel (诺里尔斯克镍公司)	42.5	41.0	-1.5	-3.53%
Barrick Gold (巴里克)	19	19.5	0.5	2.63%
Lundin Mining (伦丁矿业)	31.5	38.3	6.8	21.59%
Freeport-Mcmoran (自由港)	190	185.0	-5.0	-2.63%
KAZ (哈萨克矿业)	40.4	/	/	/
BHP (必和必拓)	177.6	181.5	3.9	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

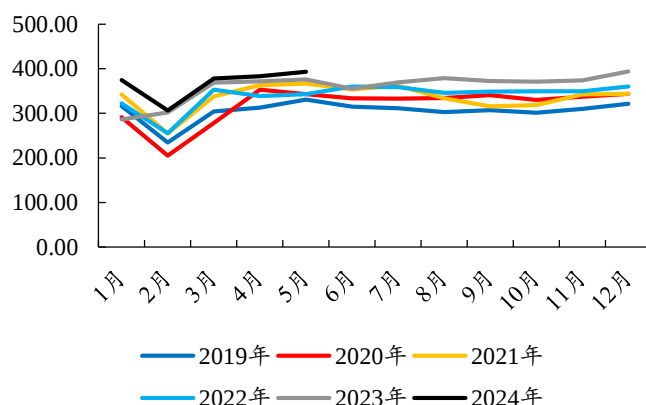
需求端，前 5 月铜下游需求除地产表现部分拖累，整体同比保持较快增长，为铜价提供坚实动力。电网投资表现亮眼，2024 年 1-4 月国内电网投资累计实现同比增长 24.9%，国内光伏装机容量前四月实现同比增长 52.4%，国内新能源车 2024 年 1-5 月实现产量同比增长 33.9%。家电方面，国内空调及冰箱产量前五个月分别实现产量同比增长 16.7%、12.1%。建筑方面略有拖累，2024 年 1-5 月国内竣工面积累计同比下滑 20.1%。

1.3、铝：矿端资源价值凸显，国内电解铝供给逐步触顶

市场对电解铝的固有印象在于地产用铝需求占比较高，2023 年房屋建筑用铝占比达 27.7%，2024 年 5 月该比例降至 21.75%，伴随新能源汽车、光伏、电线电缆领域用铝量高速增长，电解铝地产属性不断减弱，此外，2024Q1 全国建筑业房屋建筑竣工面积同比仅下滑 2.21%，不如此前预期般悲观，2024 年 1~5 月电解铝表观消费量同比实现 8% 的增长也充分证明上述观点。供给端来看，2017 年确立电解铝 4500 万吨产能天花板，近期发布的《降碳行动方案》又再次强调，中国电解铝供给向上弹性非常有限，叠加海外电解铝产能扩建进度缓慢，2024~2026 年电解铝供需缺口将持续存在。

图3：全球制造业 PMI 回暖（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

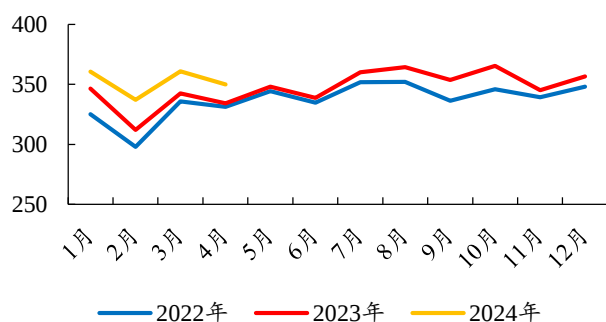
图4：2024 年 1~5 月中国电解铝表需强劲（万吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

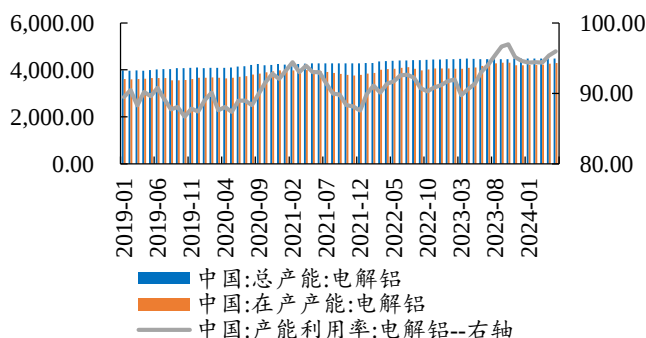
1.3.1、电解铝供给：向上弹性有限，云南产能受电力扰动减少

2024 年 1~4 月中国电解铝产量达 1408.5 万吨，同比+5.5%，增量主要来源于云南（+32%/37.8 万吨）、内蒙（+4%/7.7 万吨）、广西（+9%/7.6 万吨）、贵州（+87%/24.7 万吨）。云南省电解铝产量同比大幅增长主要系云南省电力供应高速增长，在 2023 年 11 月减产 115 万吨电解铝产能后，2024 年 2 月并未进行新一轮减产，且在 4 月、5 月分批 50、65 万吨推进复产，我们认为后续伴随云南省供电负荷增加，当地电解铝生产产生扰动的体量和时长会进一步缩减。

4500 万吨产能天花板规定下，国内新增产能非常有限。据 SMM 统计 2024 年以后国内拟新建产能合计约 644 万吨，但净增量仅 128 万吨，其他均为产能转移或无指标项目，2024 年净增项目仅内蒙华云三期 17 万吨产能和农六师搬迁扩建 20 万吨产能，合计新增 37 万吨；远期来看，霍煤鸿骏扎铝二期 35 万吨产能、青海海源绿能二期 11 万吨产能、广元启明星二期 13 万吨产能、中铝华昇 20 万吨产能和云铝涌鑫(二期)12 万吨产能有指标，合计产能 91 万吨，其他扩建尚无拿到指标，且其中 46 万吨产能处于待建状态，短期内难以贡献增量。

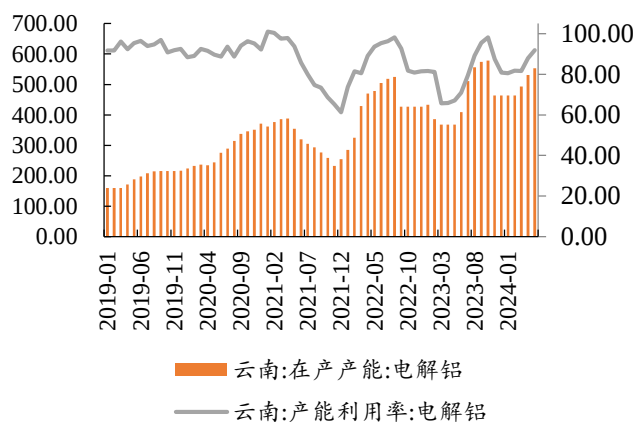
图5：2024 年 1~4 月中国电解铝产量同比+5.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：国内电解铝项目产能利用率达到历史较高水平


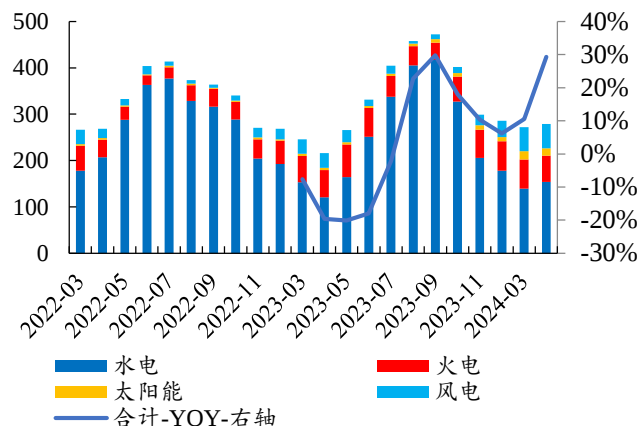
数据来源：Wind、开源证券研究所（产能单位：万吨，产能利用率单位：%）

图7：2024 年 5 月云南省产能利用率达 91.88%，同比 +24.81pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024 年云南发电量同比增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3.2、氧化铝供给：铝土矿供应扰动频发，矿端资源价值凸显

晋豫矿山部分停产，国内铝土矿供给不足。2023 年 6 月下旬依据《自然资源部办公厅关于开展 2023 年度矿山地质环境保护与土地复垦“双随机、一开工”监督检查工作的通知》，河南省三门峡地区的铝土矿因执行复垦要求，当地铝土矿基本处于停产状态，河南省铝土矿月度产量从 50~60 万吨中枢掉落至 35 万吨，至今未见大规模复产；山西地区因安全事故自 2023 年 11 月底开始有不少矿山处于停产状态，当地铝土矿月度产量从 200 万吨中枢掉落至 100~120 万吨。2024 年 1~5 月，国内铝土矿产量仅 2276 万吨，同比-20%。

矿石结构性短缺制约氧化铝开工率，导致氧化铝价格上涨。截至 2024 年 5 月，中国氧化铝总产能 10342 万吨，在产产能 8650 万吨，平均产能利用率 84%，其中山西、河南受当地矿山停产影响铝土矿供应不足，且山西、河南氧化铝产线以国产矿为主，短期内难以适应进口矿来源，另一方面进口矿多与沿海产线签订长单，可供山西、河南使用的散单量较少，2024 年 1~5 月中国氧化铝产量 3345 万吨，同比+3.4%，不及电解铝产量增速（+5.5%）。

2024 年国内沿海地区氧化铝新增项目有限，氧化铝价格有望高位运行。2023 年国内新建成项目 390 万吨，项目大多布局在沿海港口，预计 2024 年新增 200 万吨（中铝防城港二期），2025 年新增 640 万吨（东方希望北海一期、广投北海一期、特变电工防城港项目），均位于沿海地区，具备成熟港口条件，降低运输成本。综合来看，2024 年新投产沿海氧化铝产线有限，在国内矿复产缓慢的背景下，支撑氧化铝价格高位运行。

1.4、锡：供给扰动持续，半导体需求不断复苏

锡矿产量整体波动不大，目前产量水平不高。2017 年受缅甸锡矿产量大幅释放全球锡矿产量达到 2015 年至今的最高产量 31.3 万吨，2018~2019 年产量波动不大，2020 年主要受疫情影响，矿山产量出现较大幅度减少。相较 2017~2019 年，2021~2023 年锡矿产量较低，我们判断主要系品位下滑导致存量矿山产量下降，叠加印尼政策扰动所致。

全球矿端供给整体呈此消彼长趋势,2025年前增量有限。据我们统计,2024~2026年全球新增矿山有限且多为小矿山,且2024年受缅甸佤邦停产+印尼出口许可证发放延迟影响,全球矿端供给增量与减量几乎对冲,若2025年缅甸佤邦正常生产且印尼出口许可证正常发放,叠加新投产矿山产量的释放,供应端增速或会提高,但供应量也难抵2017年的矿产量。

2024年半导体行业处于复苏状态,精锡消费有望回暖。通过全球精锡消费量增速和全球半导体销售额增速、全球印刷电路板产值增速的拟合,我们可以发现2018~2022年三者走势非常相似,2023年走势略微劈叉主要系光伏用锡增速较高,部分抵消掉电子行业的下滑所致。展望2024年,电子行业触底回暖,Prismark预计2024年全球印刷电路板产量同比增速由2023年的-15%转正至+5%,精锡消费有望回暖。

1.5、跟踪品种：弱现实与强预期冲突下，7月黑色或存反弹空间

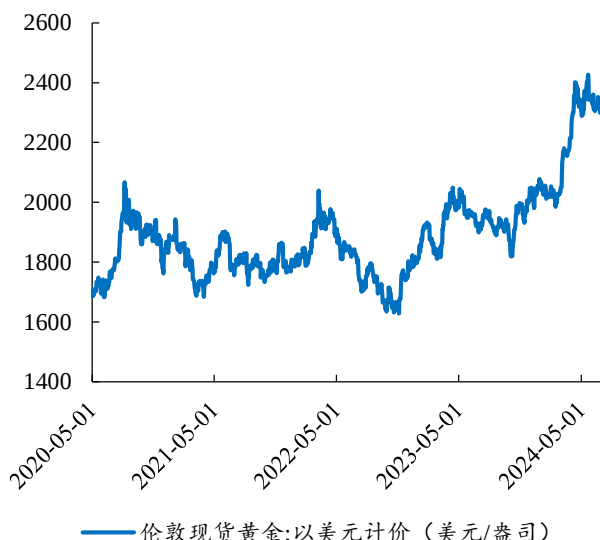
铁矿石：Q2成材需求不及预期或将进一步催化铁矿价格下跌。截至6月28当周,247家钢铁企业铁水日均产量为239.44万吨,同比-3.01%,环比-0.21%(阳历)。进口铁矿库存45个港口(周)为14926.32万吨,同比+17.14%,环比+0.29%,铁矿仍旧不断累库,供给端四大矿山前期发运量较高,或对8月矿石价格形成压力。当前黑色系列均处于下跌反弹趋势,虽然现实下游需求淡季,铁水存在上升压力,但市场仍对7月政策释放存有信心,从供需角度,按照当前日均铁水计算,鉴于前期发运低位,自6月下旬,铁矿供给逐渐开始紧张,我们认为7月矿石价格或存在反弹空间。

钢材：去库方式或仍需钢厂发力,钢材价格承压。截至6月28当周,上海螺纹钢现货3480元/吨,同比-7.69%,周环比-1.42%,螺纹钢周度表观需求211.18万吨,同比-20.27%,周环比-0.43%(农历口径)。受气候影响,7-8月为传统意义上的需求淡季,钢材需求仍然较差,7月市场或在政策预期与炉料成本抬升的影响下价格出现反弹,但是我们认为,政策窗口期过后,将重回产业现实逻辑,炉料与成材价格或进一步下跌,炉料让利钢材,形成产业负反馈。

2、月度跟踪：降息预期再起，金价有望走强

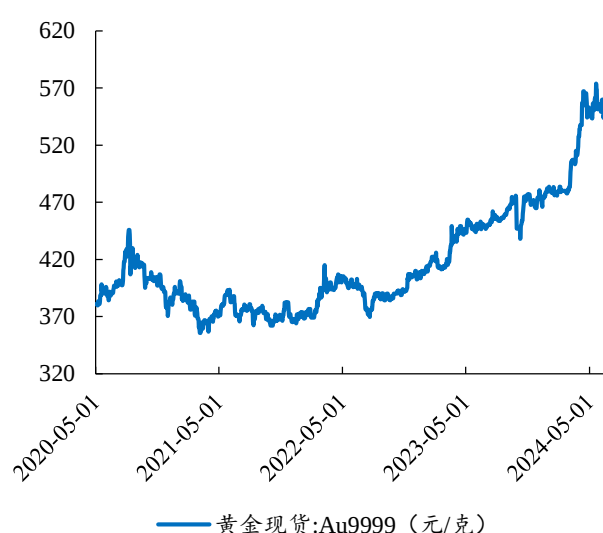
2.1、黄金：降息预期+货币信用对冲推升金价

图9：截至 2024 年 7 月 3 日，伦敦现货金价 2361.35 美元/盎司



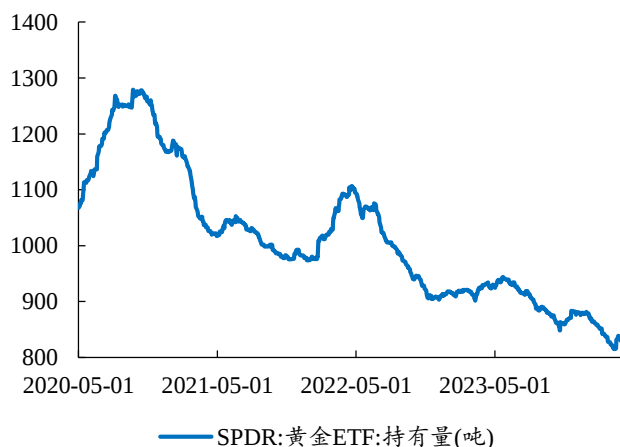
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：截至 2024 年 7 月 3 日，上海现货金价 554.16 元/克



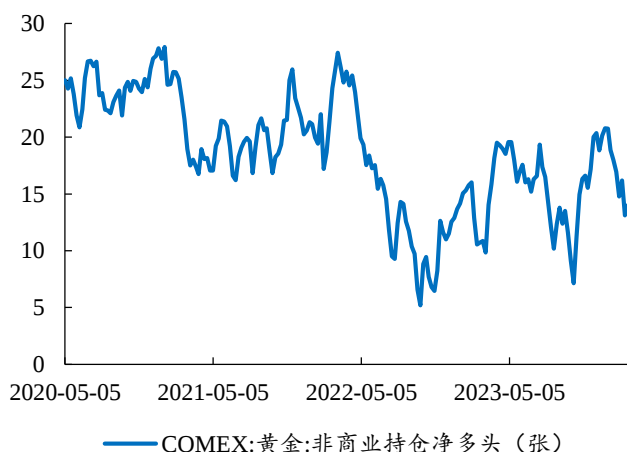
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：截至 2024 年 7 月 3 日，黄金 ETF 持仓量达到 833.37 吨，月环比+0.1%



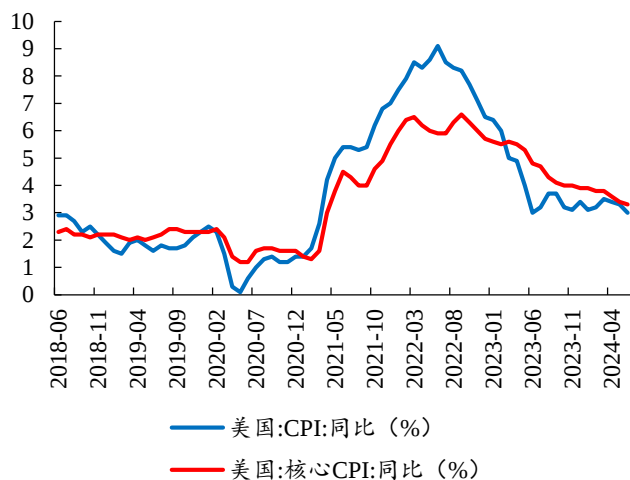
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：截至 2024 年 6 月 25 日当周，Comex 黄金非商业持仓净多头达 24.6 万张，月环比+4%



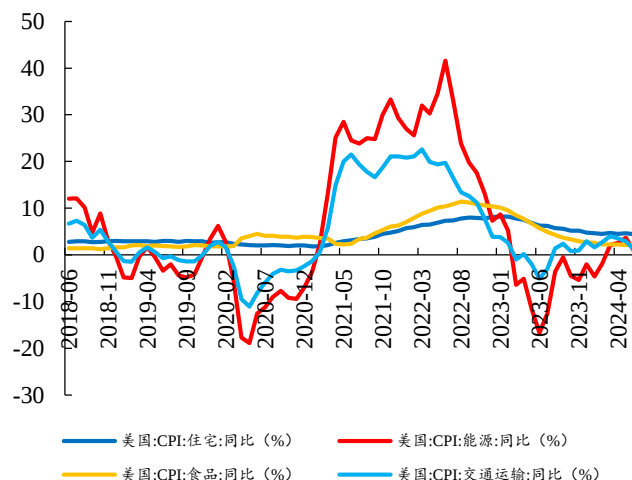
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13: 美国通胀下行趋势不改



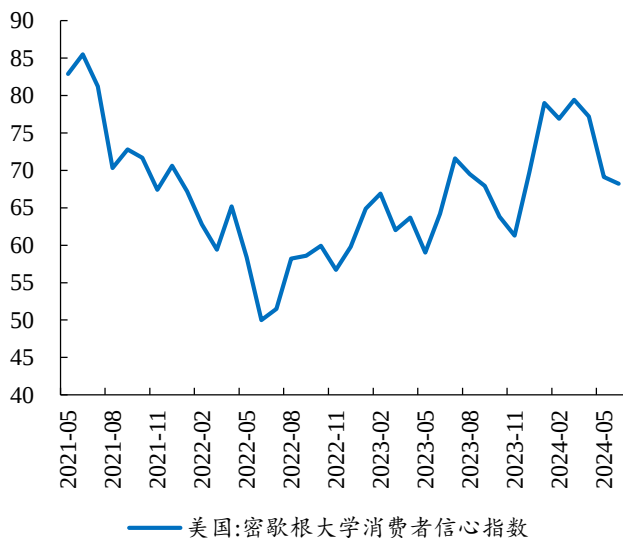
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 能源与住宅使得通胀粘性较强



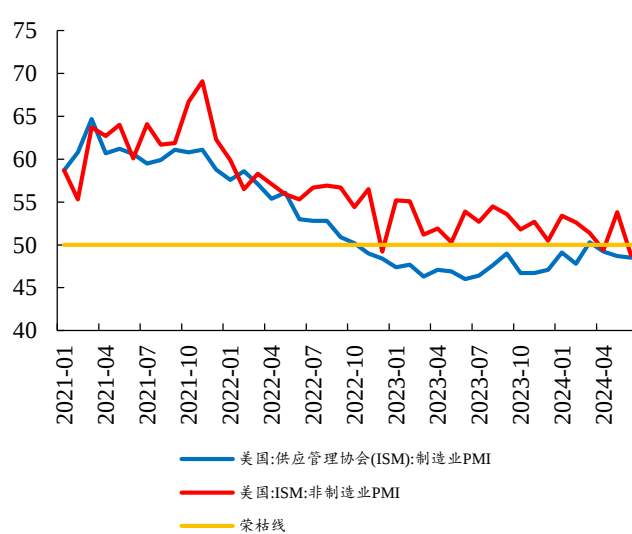
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 美国消费者信心指数走弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 美国 PMI 制造业指数连续 3 个月位于 50 以下



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17：美国就业数据面临分歧，失业率或更为关键

单位：千人	就业人数		就业新增		2024-06			
	2024-06	2024-05	2024-06	2024-05	就业新增	环比增加	权重	贡献率
非农就业人数	158,638	158,432	206	218	206	0.13%	100.00%	100.00%
私人商品生产	21,829	21,810	19	12	19	0.09%	13.76%	9.22%
采矿业	634	634	0	-4	0	0.00%	0.40%	0.00%
建筑业	8,245	8,218	27	16	27	0.33%	5.20%	13.11%
制造业	12,950	12,958	-8	0	-8	-0.06%	8.16%	-3.88%
私人服务生产	113,445	113,328	117	181	117	0.10%	71.51%	56.80%
批发业	6,181	6,167	14	2	14	0.23%	3.90%	6.89%
零售业	15,675	15,683	-9	7	-9	-0.05%	9.88%	-4.13%
运输仓储业	6,594	6,586	7	12	7	0.11%	4.16%	3.54%
公用事业	590	589	1	1	1	0.15%	0.37%	0.44%
信息业	3,027	3,021	6	5	6	0.20%	1.91%	2.91%
金融活动	9,244	9,235	9	12	9	0.10%	5.83%	4.37%
专业和商业服务	22,950	22,967	-17	31	-17	-0.07%	14.47%	-8.25%
教育和保健服务	26,348	26,266	82	81	82	0.31%	16.61%	39.81%
休闲和酒店业	16,913	16,906	7	22	7	0.04%	10.66%	3.40%
其他服务业	5,924	5,908	16	8	16	0.27%	3.73%	7.77%
政府	23,364	23,294	70	25	70	0.30%	14.73%	33.98%
联邦政府	3,001	2,996	5	3	5	0.17%	1.89%	2.43%
州政府	5,465	5,439	26	-9	26	0.48%	3.44%	12.62%
地方政府	14,898	14,859	39	31	39	0.26%	9.39%	18.93%

数据来源：Wind、开源证券研究所

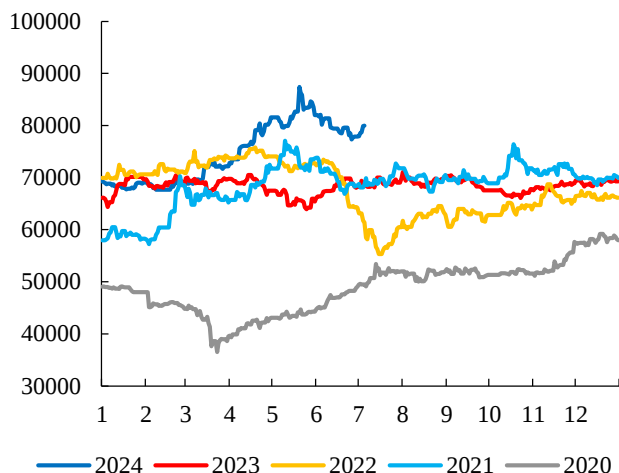
图18：市场预期首次降息时点为 2024 年 9 月

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	90.3%	3.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	56.3%	38.6%	1.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	50.6%	40.5%	5.5%	0.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	37.8%	43.2%	14.9%	1.6%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	30.8%	42.2%	20.6%	4.3%	0.4%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	1.1%	18.6%	37.4%	29.7%	11.1%	2.0%	0.2%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.8%	13.5%	31.9%	31.9%	16.5%	4.6%	0.7%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.3%	6.5%	21.8%	31.9%	25.0%	11.2%	2.9%	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源：CME（数据截至 2024 年 7 月 14 日）

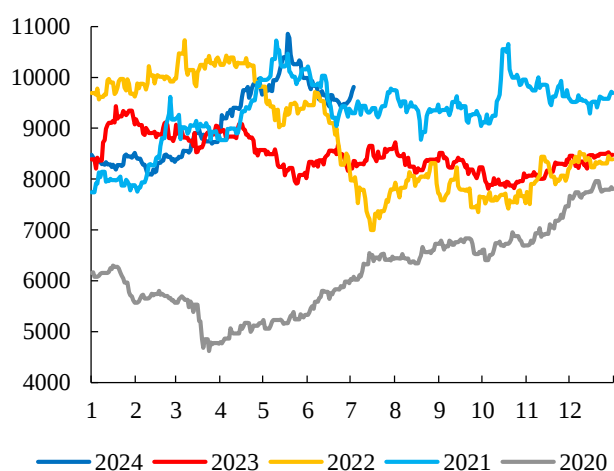
2.2、铜：国内库存缓慢下降，下游需求逐步复苏

图19：2024年6月国内铜价处于近五年高位（元/吨）



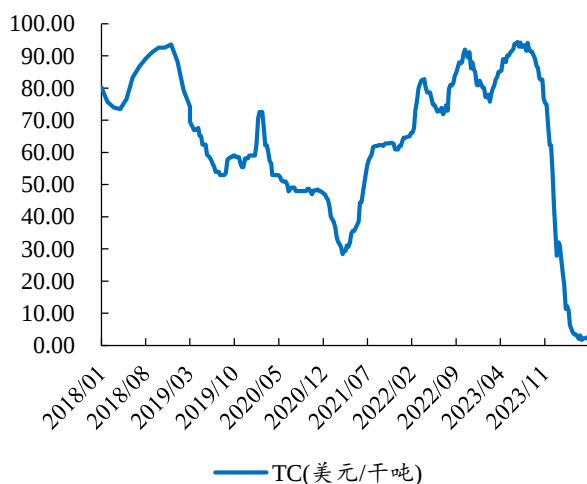
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2024年6月LME铜价冲高回落（美元/吨）



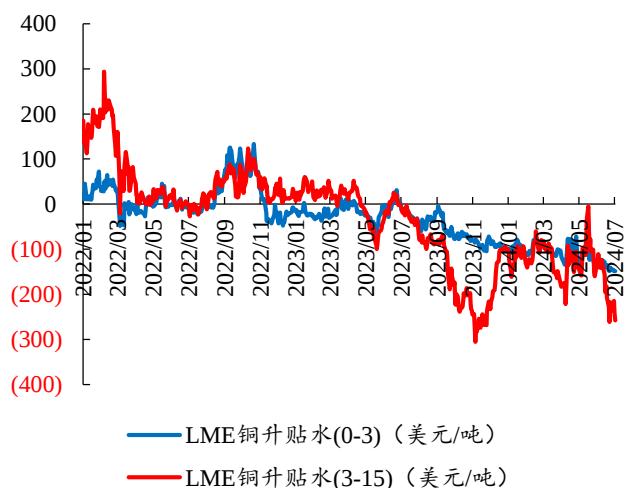
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2024年6月国内TC费用继续下行（美元/吨）



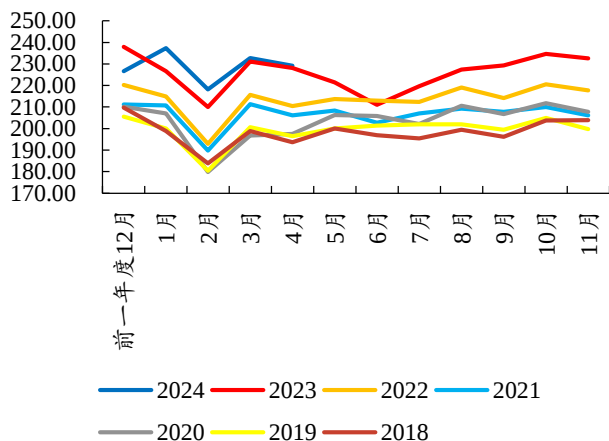
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2024年6月LME铜价处于近月贴水（元/吨）



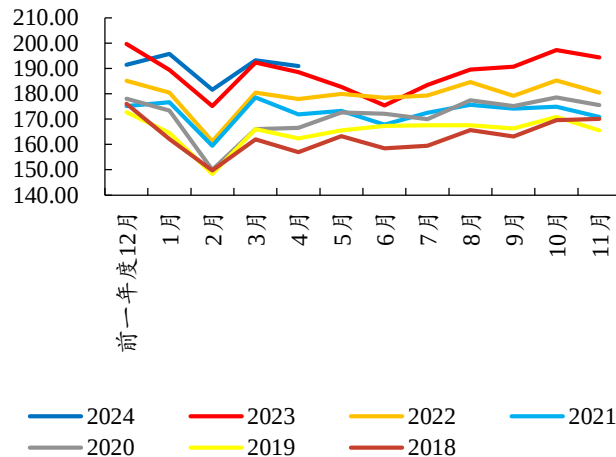
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2024年4月全球精炼铜产量同比减少1.55%（万吨）



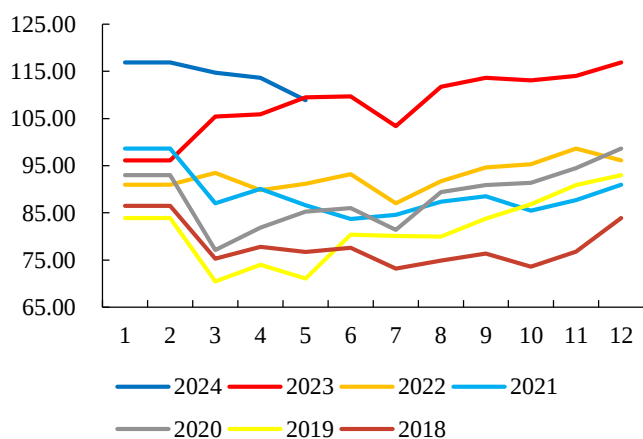
数据来源：ICSG、开源证券研究所

图24：2024年1月全球原生铜产量同比下滑1.19%（万吨）



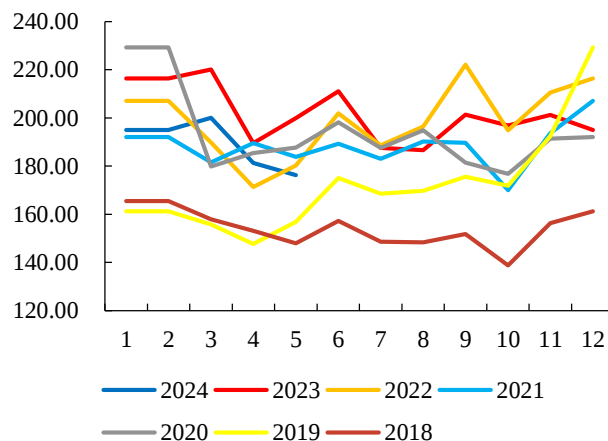
数据来源：ICSG、开源证券研究所

图25：2024年5月国内精炼铜供给同比减少0.55%（万吨）



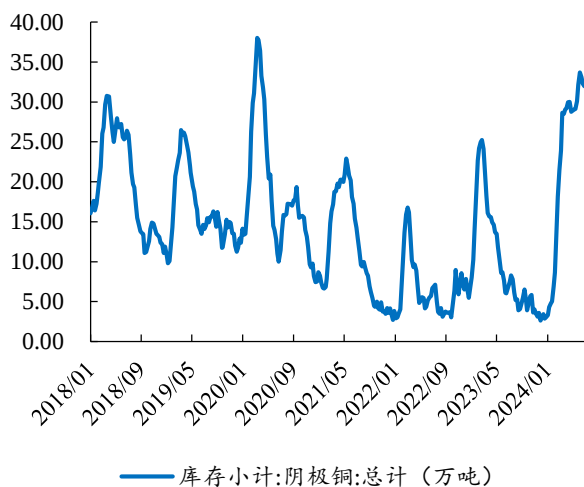
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图26：2024年5月国内铜材产量同比减少11.81%（万吨）



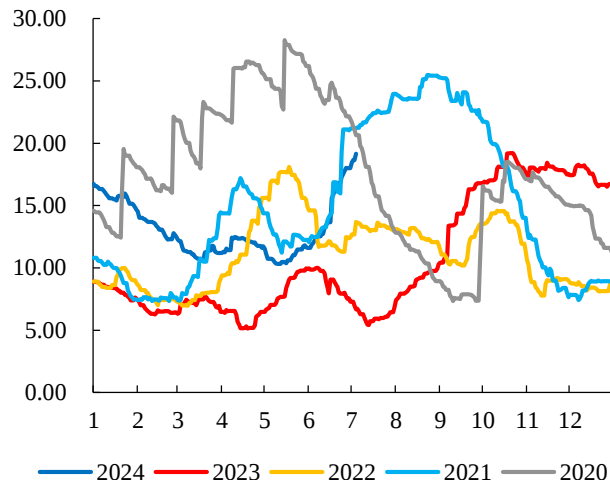
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图27：2024年7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

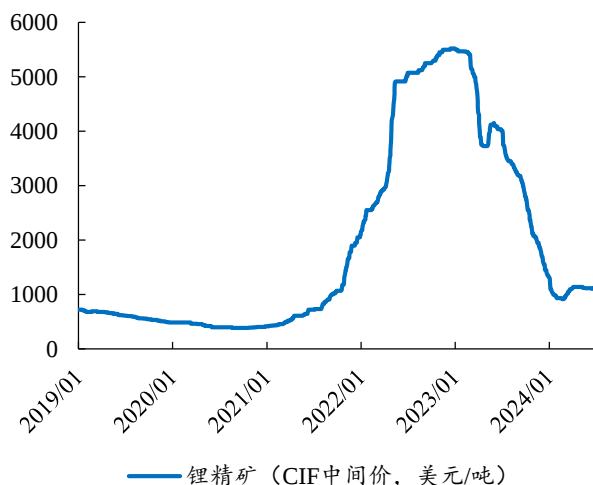
图28：2024年7月LME铜库存快速上行(万吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

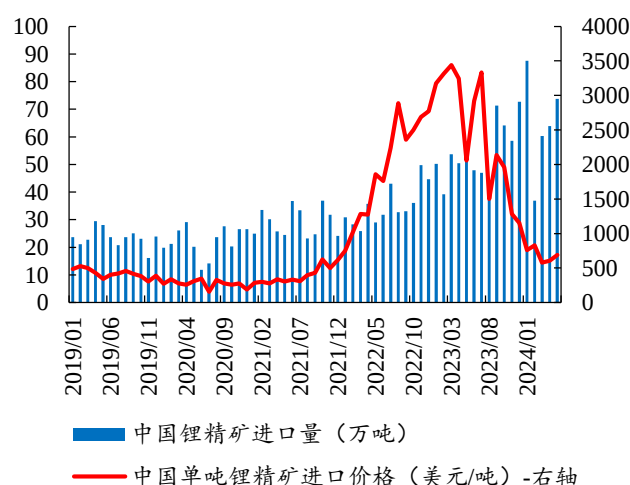
2.3、锂：下游需求稳增长，预计锂价将反复磨底

图29：截至2024年7月1日，锂精矿报价1100美元/吨



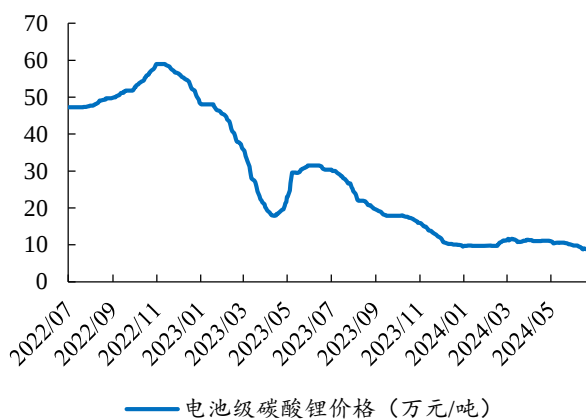
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图30：2024年5月中国锂精矿进口约73.7万吨(实物量)



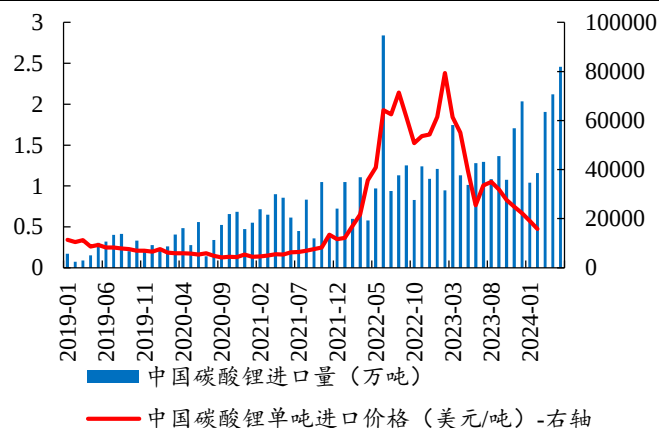
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图31：截至2024年7月1日，电碳报价8.9万元/吨



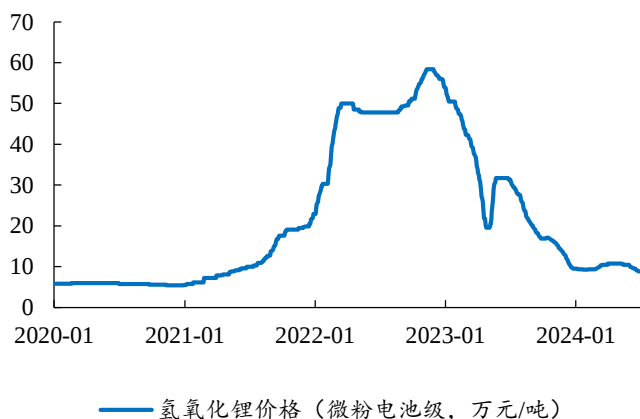
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图32：2024年5月中国碳酸锂进口约2.5万吨



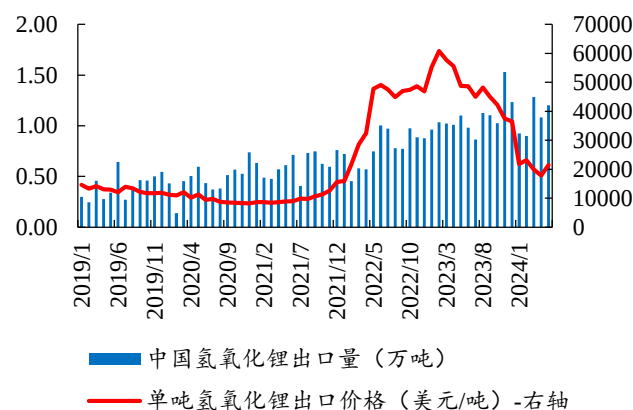
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图33：截至2024年7月1日，电氢报8.83万元/吨



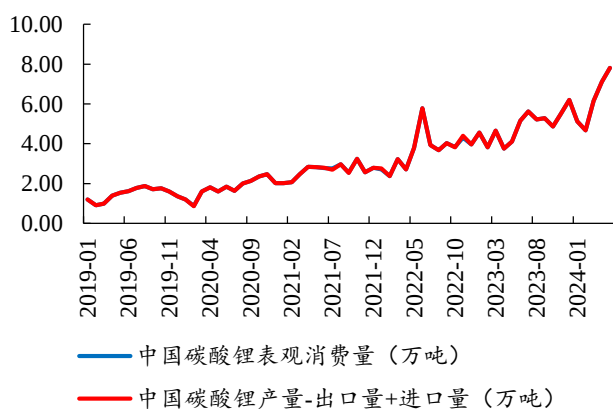
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图34：2024年5月中国氢氧化锂出口约1.2万吨



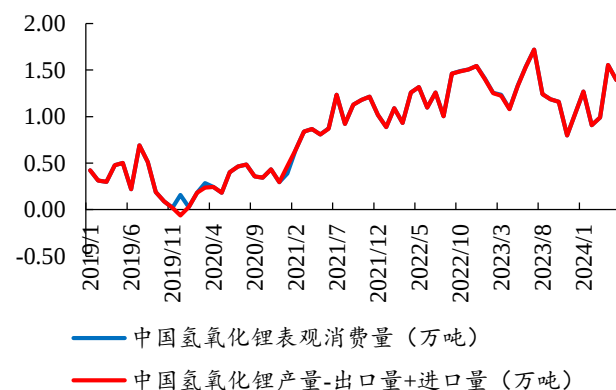
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图35：国内碳酸锂供给与需求



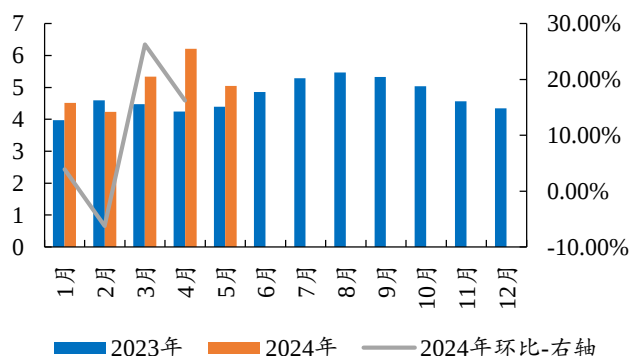
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图36：国内氢氧化锂供给与需求



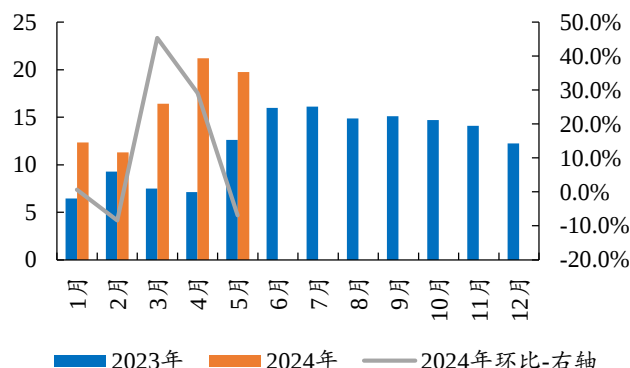
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图37：2024年5月三元材料排产走弱（万吨）



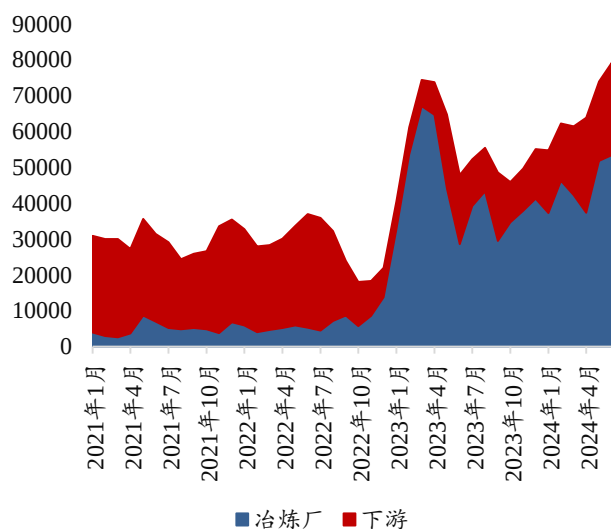
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图38：2024年5月磷酸铁锂排产走弱（万吨）



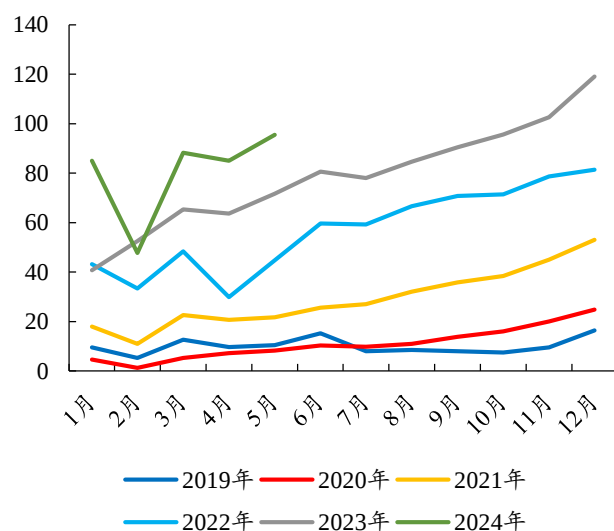
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图39：截至2024年6月底，下游库存约2.6万吨（单位：吨）

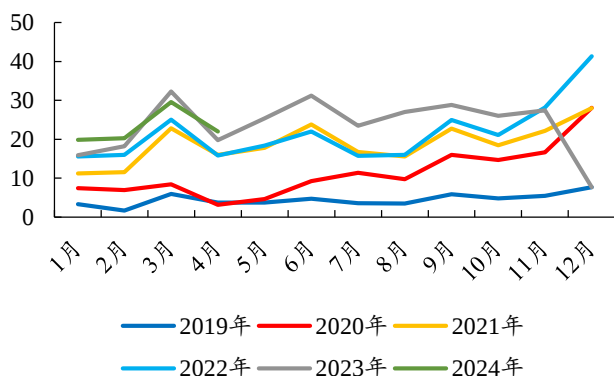


数据来源：SMM、开源证券研究所

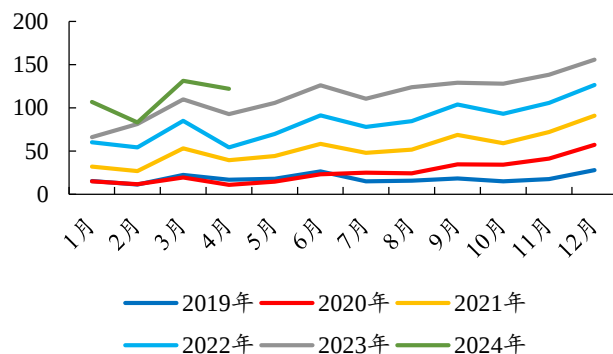
图40: 2024年5月中国新能源车销量同比+33% (万辆)



数据来源：中汽协、开源证券研究所

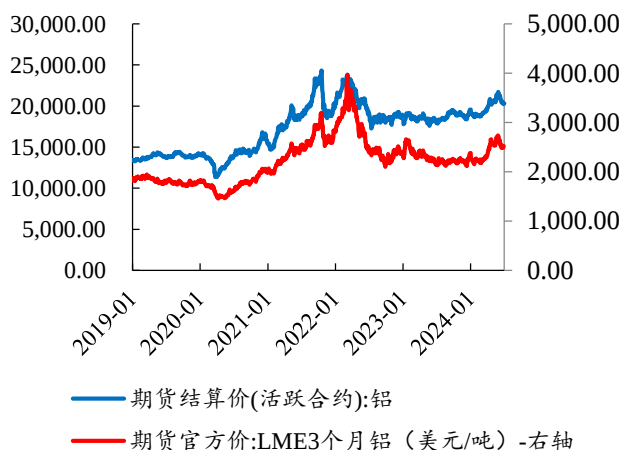
图41：2024年4月欧洲新能源车销量同比+11%（万辆）


数据来源：Wind、开源证券研究所

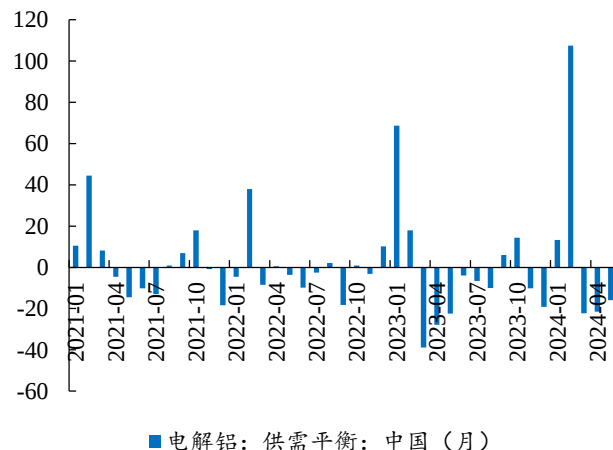
图42：2024年4月全球新能源车销量同比+31.5%（万辆）


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

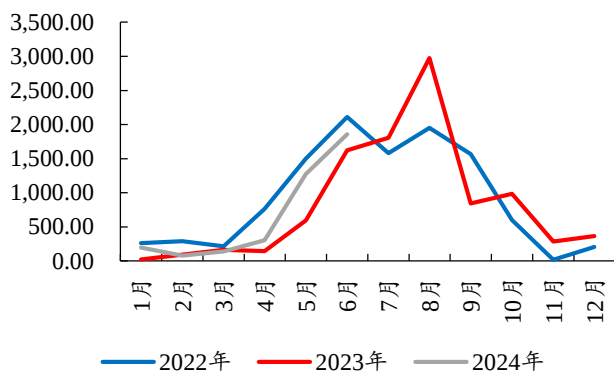
图43：电解铝内外价差走势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2024年5月中国电解铝供给短缺15.9万吨(万吨)


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

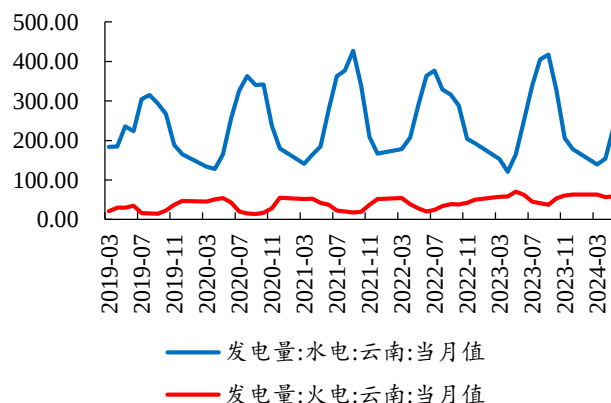
图45：目前云南已进入丰水期（单位：毫米）



数据来源：Wind、开源证券研究所

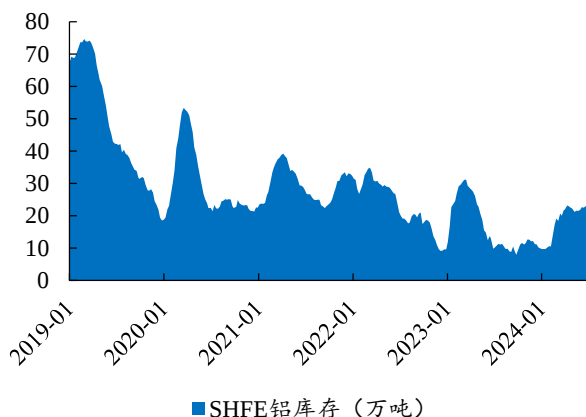
注：为云南省 11 个市降雨量合计值

图46：2024 年 5 月云南省水电 232.2 亿度，月度环比+51%（亿度）



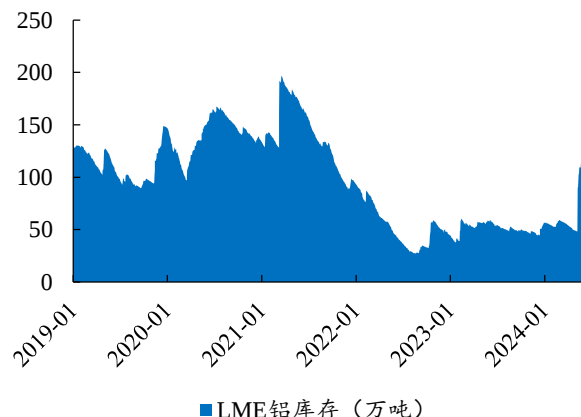
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：SHFE 铝库存处于低位



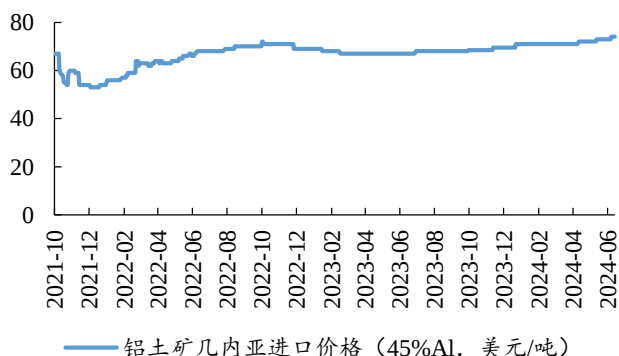
数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：LME 铝库存突增



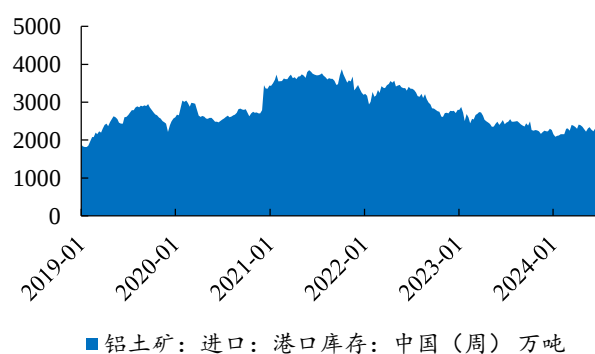
数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：铝土矿几内亚进口价格维持高位

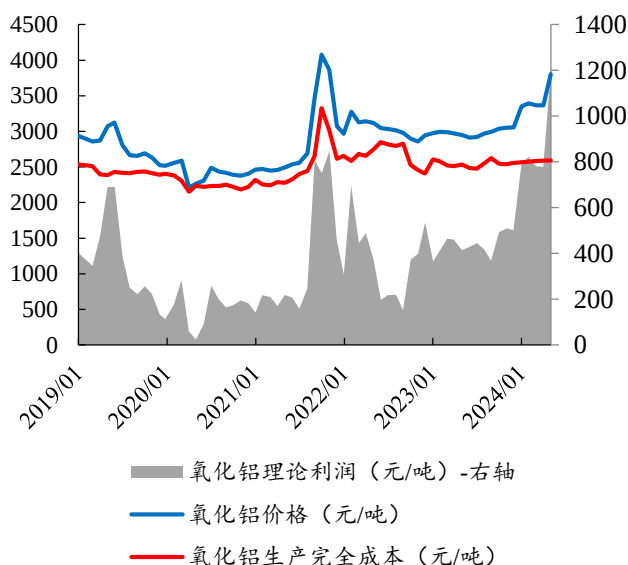


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图50：中国港口铝土矿库存水平处于低位

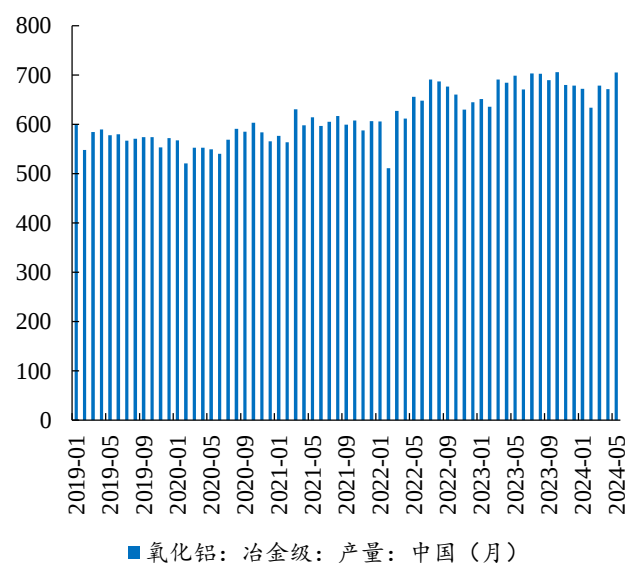


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

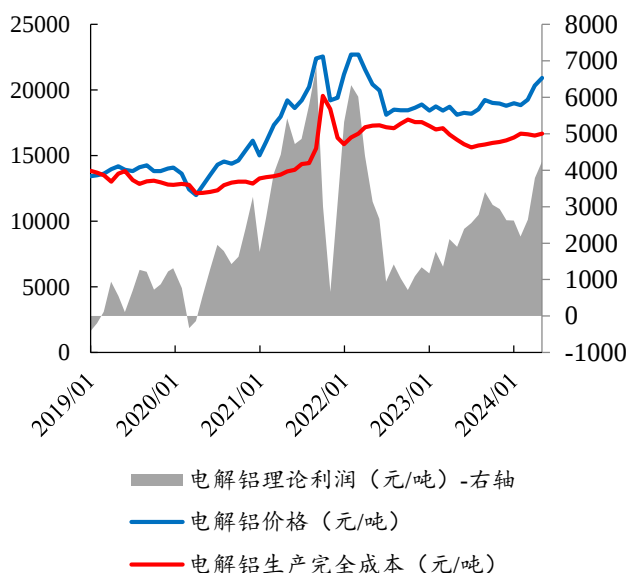
图51：2024年5月氧化铝单吨理论利润约1206元/吨


数据来源：MySteel、开源证券研究所

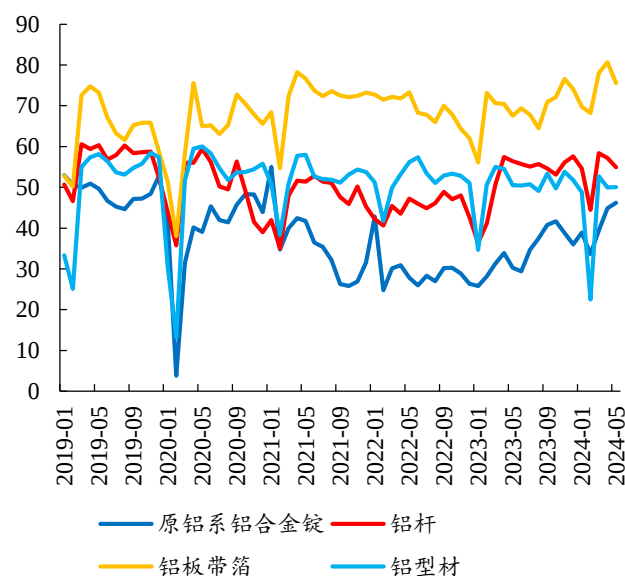
注：单吨理论利润=价格-完全成本

图52：2024年5月中国冶金级氧化铝产量环比+5%（单位：万吨）


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图53：2024年5月电解铝单吨理论利润约4232元/吨


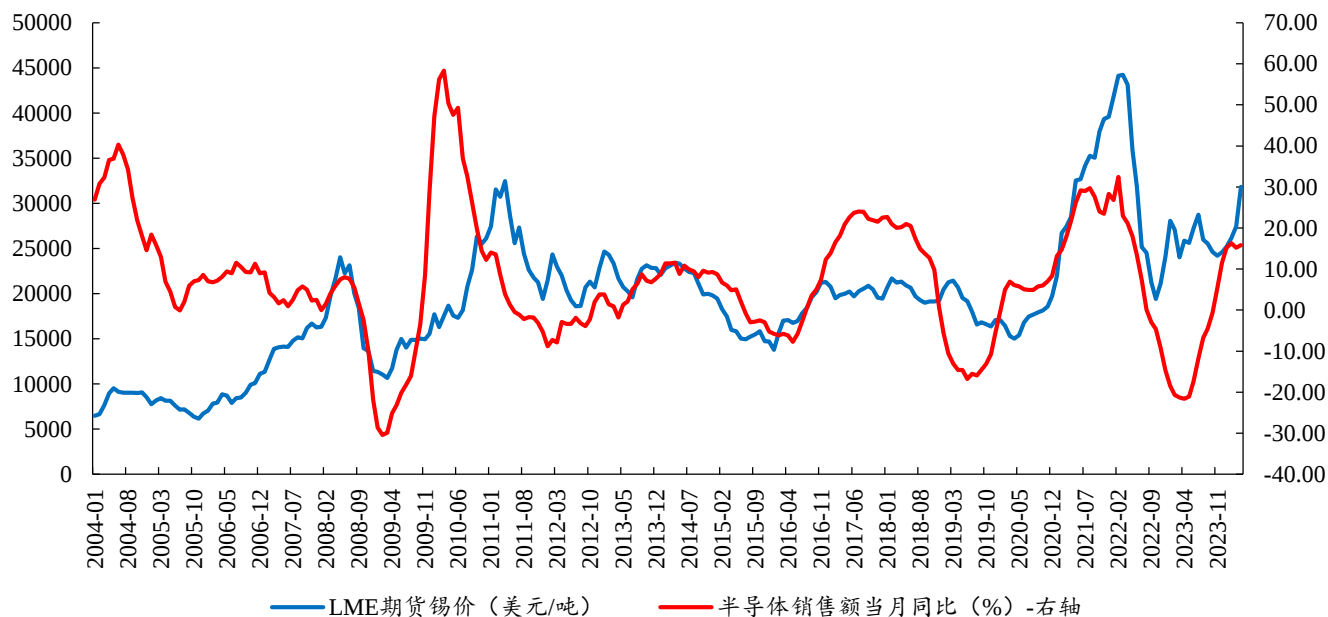
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图54：2024年5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

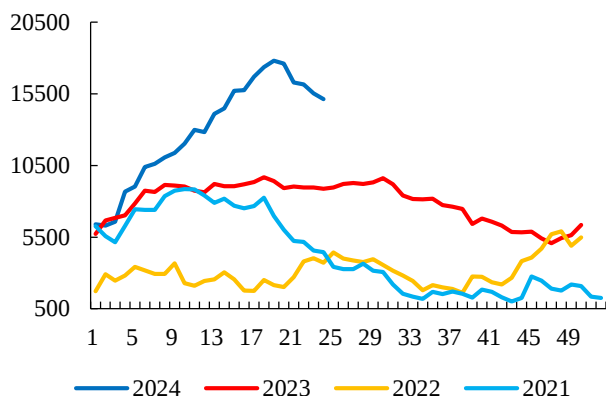
2.5、锡：缅甸矿端停产供给收紧，期待半导体复苏提振锡价

图55：LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关



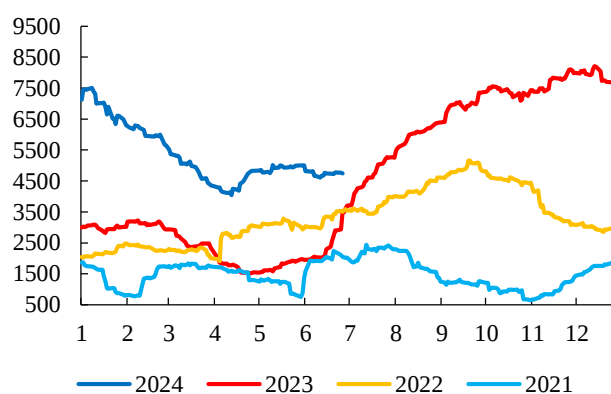
数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：上海期交所锡锭库存近期开始去库（吨）



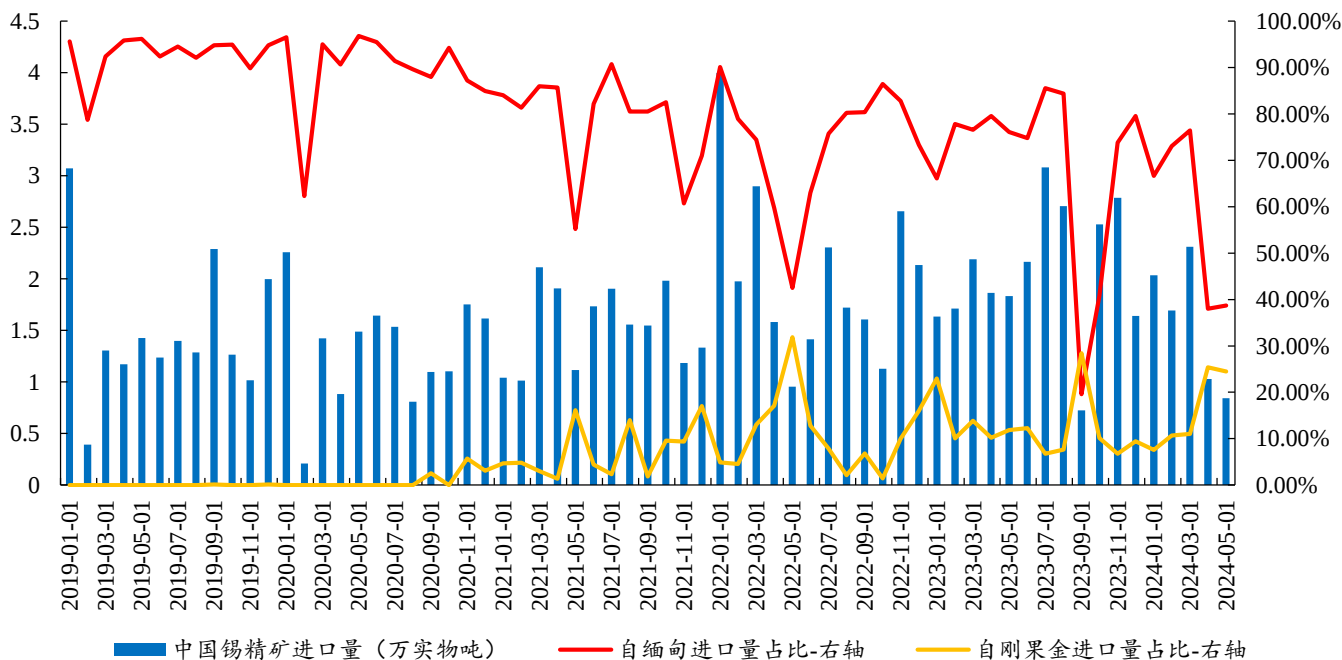
数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：LME 锡库存处于低位（吨）

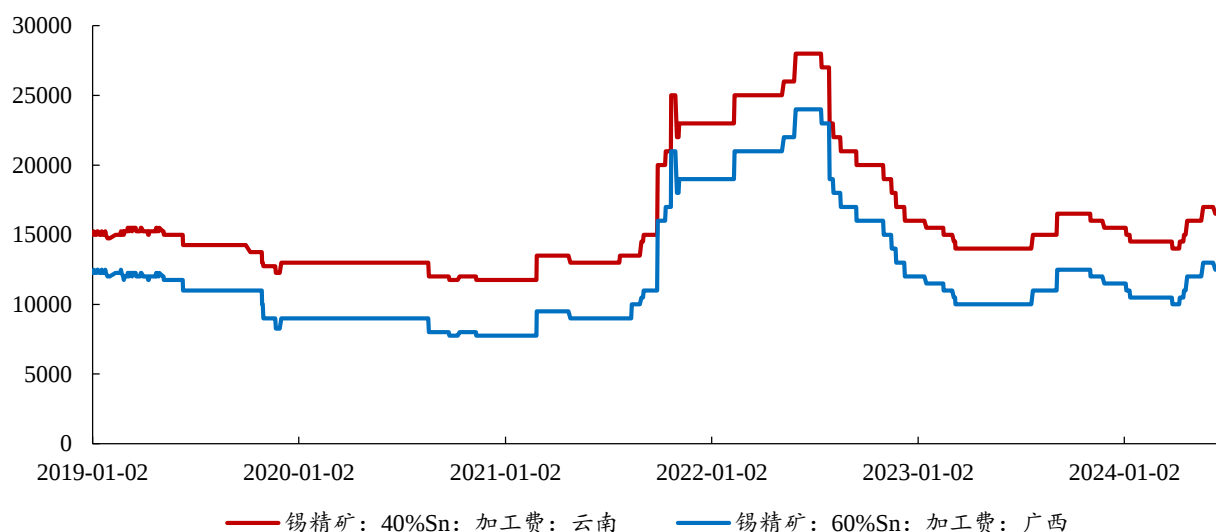


数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：缅甸锡精矿进口占比大幅下滑

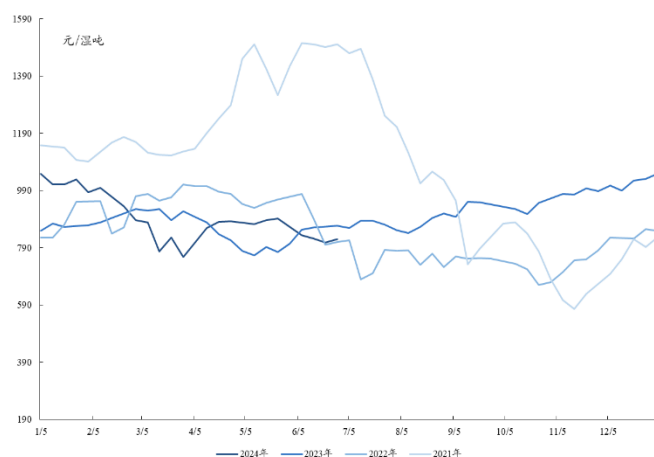


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

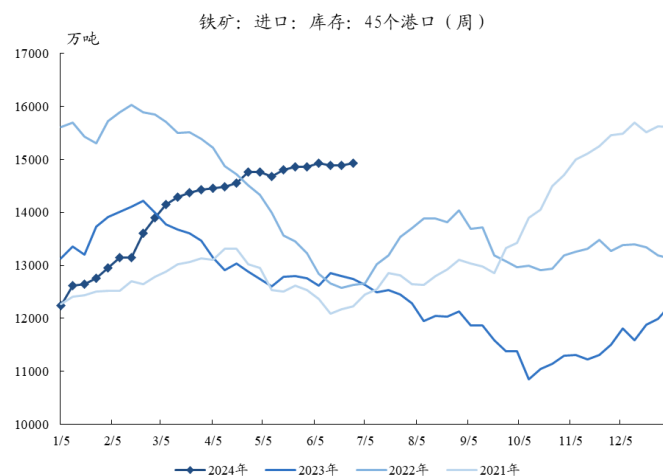
图59：冶炼损耗增加，锡精矿加工费小幅上涨（元/吨）


数据来源：MySteel、开源证券研究所

2.6、铁矿石：铁水产量逐步复苏，刺激矿石价格上涨

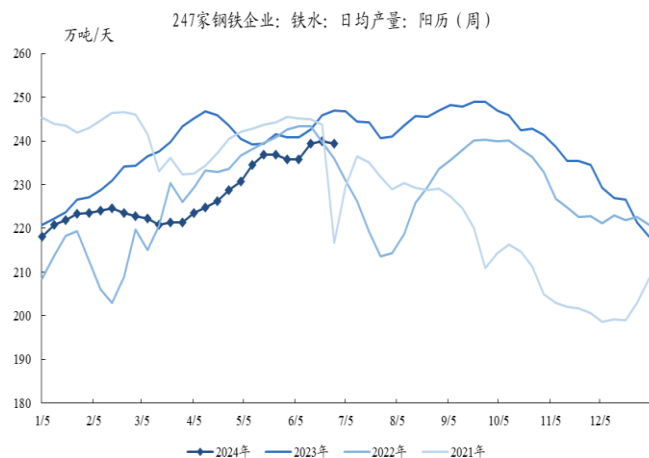
图60：截至7月1日当周，青岛港PB粉833元/湿吨


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图61：截至06/28当周，进口铁矿库存45个港口（周）为14926.32万吨，同比+17.14%，环比+0.29%


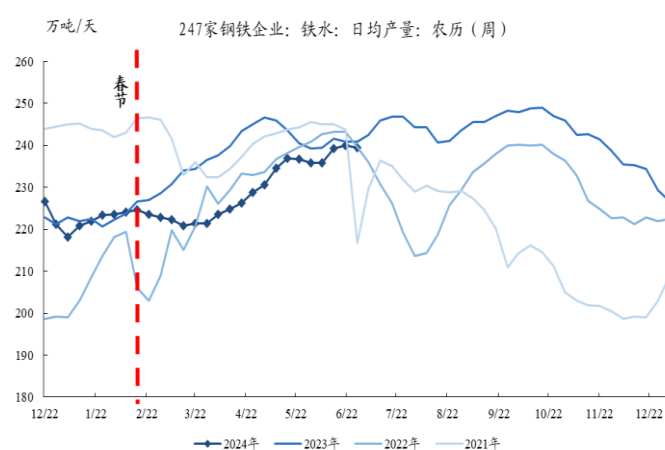
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图62：截至 06/28 当周，247 家钢铁企业铁水日均产量为 239.44 万吨，同比-3.01%，环比-0.21%（阳历）



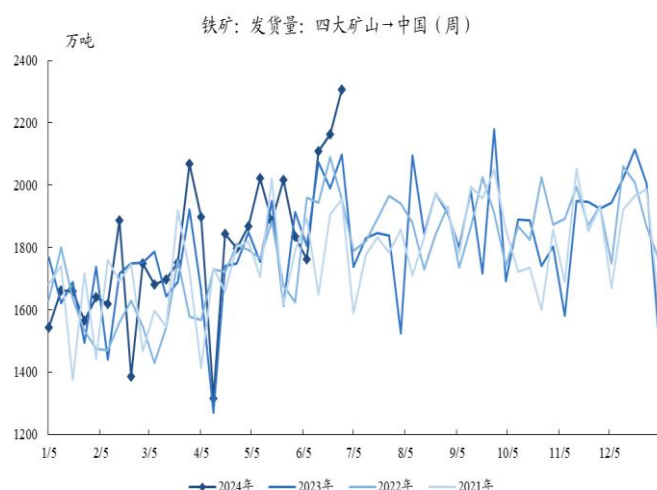
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图63：截至 06/28 当周，247 家钢铁企业铁水日均产量为 239.44 万吨，同比-0.57%，环比-0.21%（农历）



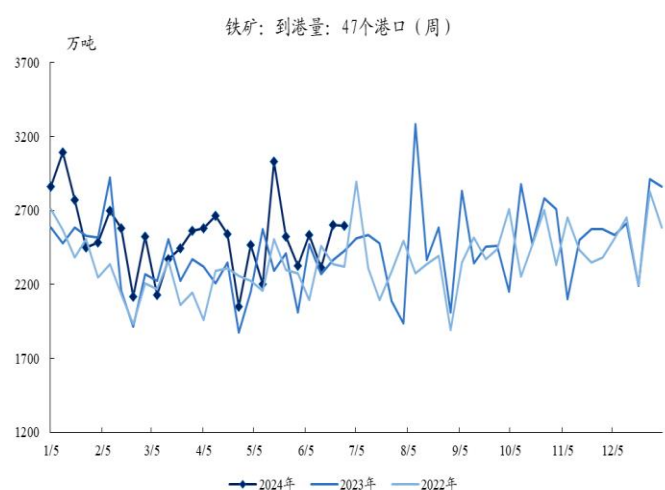
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图64：截至 06/28 当周，四大矿山发运量总和为 2306.9 万吨，同比+9.99%，环比+6.60%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

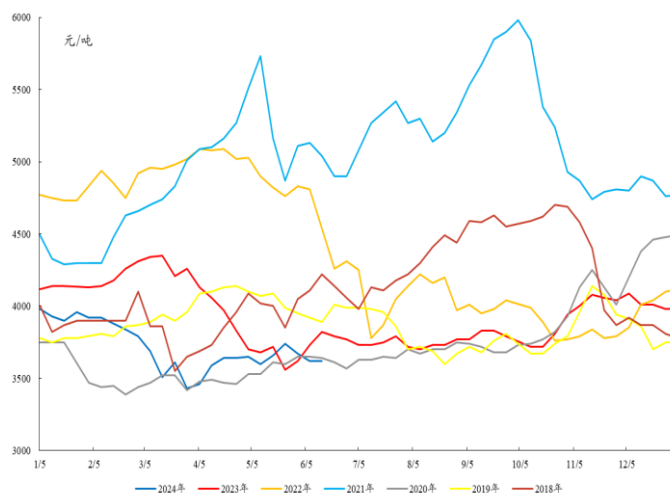
图65：截至 06/28 当周，铁矿：到港量：47 个港口（周）为 2597.9 万吨，同比+7.00%，环比-0.09%



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66：截至6月28日当周，上海螺纹钢现货 3480 元/吨，同比-7.69%，周环比-1.42%



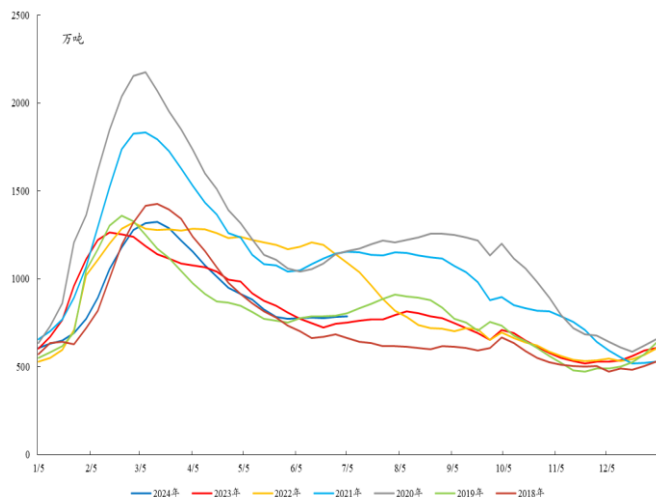
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图67：截至6月28日，螺纹钢周度表观需求 211.18 万吨，同比-20.27%，周环比-0.43%（农历口径）



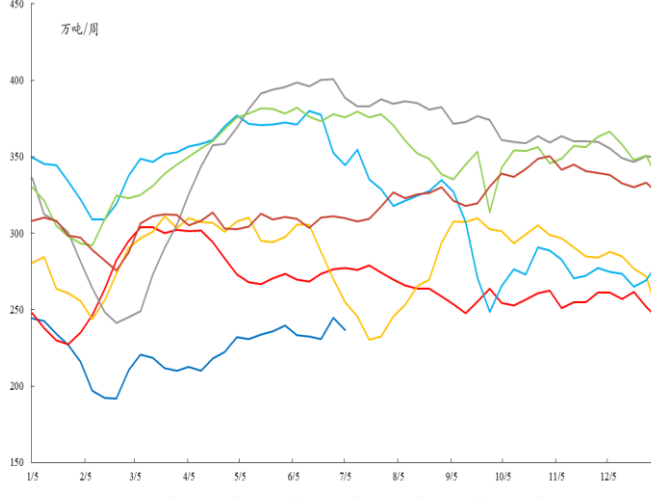
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图68：截至6月28日，螺纹钢周度库存 796.59 万吨，同比+4.64%，周环比+0.25%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图69：截至6月28日，螺纹钢周度产量 244.76 万吨，同比-11.48%，周环比+6.17%



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3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