

有色金属

2024年09月08日

9月黄金权益或出现新击球点，看好铝价旺季走强

——行业月报

投资评级：看好（维持）

李怡然（分析师）

温佳贝（分析师）

陈权（联系人）

liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

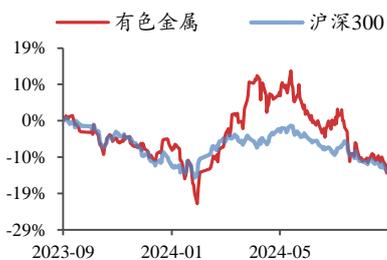
chenquan@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790524040009

证书编号：S0790123100016

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《鉴古知今：降息前后，黄金波动率或将放大——行业深度报告》-2024.9.6

《铜冶炼与供需再平衡——行业深度报告》-2024.8.28

《衰退交易阶段胜率为王，8月看好黄金相对收益领先——行业投资策略》-2024.8.5

● 行业策略：9月黄金权益新击球点或将出现，看好铝价旺季走强

9月黄金权益新击球点或将出现，看好铝一体化企业绝对收益。当前美国宏观数据走弱为美联储开启降息窗口奠定基础。但9-11月作为北半球季节性需求旺季，预计联储降息节奏仍需基于旺季表现进行调整。黄金投资的利率框架下，我们认为当前黄金权益新击球点或将出现。供需基本面排序看，看好铝价旺季表现，建议配置铝一体化企业。

● 自上而下：黄金权益遇分歧走弱，利率框架下新击球点或将出现

2024H2在美国经济软着陆的假设下，9月美联储降息25BP更多验证经济韧性，虽然流动性较多利多黄金，但是对黄金的预期交易而言偏利空，从利率框架分析对黄金的催化有限。因此，降息前后持有黄金权益更多为获得相对收益而非绝对收益。若美联储初期降息节奏偏慢，高利率或持续传导经济降温，衰退交易逻辑将存在中期反复可能，市场预期也将借此转向交易美联储开启快速降息或降息点数超预期。我们认为2025H1金价或仍存在二段上涨行情。因此2024Q4或成为黄金权益逢低布局的新击球点。推荐标的：山金国际、中金黄金、山东黄金，受益标的：招金矿业、中国黄金国际。

● 自下而上：铝基本面持续强化，铜静待宏观因子和需求面利多催化

铝：淡旺季切换，电解铝价格将维持高位运行，主要有以下原因：（1）供应向上弹性不大，且四季度云南地区电解铝供应易受电力波动影响；（2）需求端处于淡旺季切换阶段，有望边际改善；（3）氧化铝价格高位，成本端支撑电解铝价格。推荐标的：中国宏桥、天山铝业、云铝股份、南山铝业，受益标的：中国铝业。铜：上游铜精矿库存进一步下降，国内库存水平持续去化，出口窗口关闭，国内库存消化回归需求主导，目前阻碍铜价的动力为海外铜高库存，预计随着降息落地，海外需求逐步回暖，随着海外库存去化，铜价有望触底回升。建议关注资源端公司紫金矿业、洛阳钼业，受益标的的金诚信、西部矿业、藏格矿业。

● 小金属：钨、锡价格预计全年高位运行，估值安全边际坚挺

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。

锡：展望9月份，缅甸锡矿复产难度较大，矿端仍将维持紧张格局，此外，锡业股份宣布于2024年8月25日开始例行停产检修，上周云南精锡开工率已降至22.26%，周度环比-42.57pct，精锡环节供应将逐步收紧；需求端来看，目前半导体已进入被动去库阶段，国内集成电路产量同比+26.9%，需求预期向好，锡的供需基本面依然强劲，支撑锡价高位运行。推荐标的有锡业股份、华锡有色。

● 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：何时加速降息及利率终点将接棒金价交易预期..... | 4 |
| 1.1、 自上而下：黄金权益遇分歧走弱，利率框架下新击球点或将出现..... | 4 |
| 1.1.1、 黄金：首次降息窗口打开或对金价仍具有催化作用..... | 4 |
| 1.1.2、 黄金权益价值走弱，主要系对资产锚金价的“中期结构”出现分歧..... | 4 |
| 1.2、 自下而上：铝基本面持续强化，铜静待宏观因子和需求面利多催化..... | 4 |
| 1.2.1、 铜：静待精炼铜库存去化及铜冶炼厂开启补库周期..... | 4 |
| 1.2.2、 铝：淡旺季切换，铝价高位震荡..... | 6 |
| 1.3、 小金属：锡、钨价格有望全年或持续维持高位运行..... | 7 |
| 1.4、 跟踪品种：9月钢厂复产概率提升，关注需求兑现逻辑..... | 7 |
| 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：国内库存缓慢下降，下游需求逐步复苏..... | 11 |
| 2.3、 锂：锂价低位震荡，旺季谨慎乐观..... | 13 |
| 2.4、 铝：氧化铝价格高位，成本端支撑铝价..... | 15 |
| 2.5、 锡：供给扰动频发，需求边际改善..... | 18 |
| 2.6、 铁矿石：四大矿山前期发运量较高，或对8月矿石价格形成压力..... | 20 |
| 2.7、 钢材：9月钢厂复产概率提升，关注需求兑现逻辑..... | 22 |
| 3、 风险提示..... | 22 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 截至 2024 年 9 月 5 日，伦敦现货金价 2509.55 美元/盎司..... | 8 |
| 图 2： 截至 2024 年 9 月 5 日，上海现货金价 571.79 元/克..... | 8 |
| 图 3： 截至 2024 年 9 月 5 日，黄金 ETF 持仓量达到 862.74 吨，月环比+2.1%..... | 8 |
| 图 4： 截至 2024 年 8 月 27 日当周，Comex 黄金非商业持仓净多头达 29.5 万张，月环比+7.8%..... | 8 |
| 图 5： 美国通胀下行趋势不改..... | 9 |
| 图 6： 能源与住宅使得通胀粘性较强..... | 9 |
| 图 7： 美国消费者信心指数有所企稳..... | 9 |
| 图 8： 美国 PMI 制造业指数位于荣枯线以下..... | 9 |
| 图 9： 美国就业市场开始降温..... | 10 |
| 图 10： 市场预期首次降息时点为 2024 年 9 月..... | 10 |
| 图 11： 2024 年 8 月国内铜价处于近五年高位（元/吨）..... | 11 |
| 图 12： 2024 年 8 月 LME 铜价快速回落（美元/吨）..... | 11 |
| 图 13： 2024 年 8 月国内 TC 费用继续下行（美元/吨）..... | 11 |
| 图 14： 2024 年 8 月 LME 铜价处于近月贴水（元/吨）..... | 11 |
| 图 15： 2024 年 6 月全球精炼铜产量同比增加 9.34%（万吨）..... | 12 |
| 图 16： 2024 年 6 月全球原生铜产量同比增加 9.64%（万吨）..... | 12 |
| 图 17： 2024 年 7 月国内精炼铜供给同比增加 6.67%（万吨）..... | 12 |
| 图 18： 2024 年 7 月国内铜材产量同比增加 1.28%（万吨）..... | 12 |
| 图 19： 2024 年 8 月国内阴极铜库存快速去化（万吨）..... | 13 |
| 图 20： 2024 年 8 月 LME 铜库存快速上行（万吨）..... | 13 |
| 图 21： 截至 2024 年 9 月 2 日，锂精矿报价 780 美元/吨..... | 13 |
| 图 22： 2024 年 6 月中国锂精矿进口约 79.4 万吨（实物量）..... | 13 |

| | |
|--|----|
| 图 23: 截至 2024 年 8 月 30 日, 电碳报价 7.55 万元/吨..... | 14 |
| 图 24: 2024 年 7 月中国碳酸锂进口约 2.4 万吨..... | 14 |
| 图 25: 截至 2024 年 9 月 2 日, 电氢报价 8 万元/吨 | 14 |
| 图 26: 2023 年 7 月中国氢氧化锂出口约 0.91 万吨..... | 14 |
| 图 27: 2024 年 7 月三元材料排产环比+19% (万吨) | 14 |
| 2024 年 7 月磷酸铁锂排产环比+0.1% (万吨) | 14 |
| 图 28: 2024 年 8 月内外盘铝价触底反弹 | 15 |
| 图 29: 2024 年 7 月中国电解铝供给短缺 2.1 万吨 (万吨) | 15 |
| 图 30: 云南省 8 月降水量不及去年同期 (单位: 毫米) | 15 |
| 图 31: 2024 年 7 月云南省水电 418.1 亿度, 月度环比+21% (亿度) | 15 |
| 图 32: 截至 2024 年 8 月 30 日, 沪铝库存约 28 万吨..... | 16 |
| 图 33: 截至 2024 年 8 月 30 日, LME 铝库存约 85 万吨 | 16 |
| 图 34: 铝土矿几内亚进口价格维持高位 | 16 |
| 图 35: 中国港口铝土矿库存水平处于低位..... | 16 |
| 图 36: 2024 年 7 月氧化铝单吨理论利润约 1351 元/吨..... | 17 |
| 图 37: 2024 年 7 月中国氧化铝产量 709.3 万吨, 环比+5% (单位: 万吨) | 17 |
| 图 38: 2024 年 7 月电解铝单吨理论利润约 2800 元/吨..... | 17 |
| 图 39: 2024 年 7 月大部分铝产品开工率环比下滑 (%) | 17 |
| 图 40: 2024 年 1~7 月中国房屋竣工面积累计同比-21.8%..... | 18 |
| 图 41: 2024 年 7 月中国汽车产量同比-5% (万辆) | 18 |
| 图 42: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关 | 18 |
| 图 43: 上海期交所锡锭库存去库顺畅 (吨) | 19 |
| 图 44: LME 锡库存震荡 (吨) | 19 |
| 图 45: 刚果金锡精矿进口占比有所提高 | 19 |
| 图 46: 锡精矿加工费水平较低 (元/吨) | 20 |
| 图 47: 截至 9 月 6 日当周, 青岛港 PB 粉 680 元/湿吨..... | 20 |
| 图 48: 截至 09/06 当周, 铁矿: 进口: 库存: 45 个港口 (周) 为 15408.95 万吨, 同比+29.84%, 环比+0.24%..... | 20 |
| 图 49: 截至 09/06 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 阳历 (周) 为 222.61 万吨, 同比-10.32%, 环比+0.78%..... | 21 |
| 图 50: 截至 09/06 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 农历 (周) 为 222.61 万吨, 同比-9.37%, 环比+0.78%..... | 21 |
| 图 51: 截至 08/30 当周, 四大矿山发运量总和为 2086 万吨, 同比+9.11%, 环比+7.30%..... | 21 |
| 图 52: 截至 08/30 当周, 铁矿: 到港量: 47 个港口 (周) 为 2399 万吨, 同比+19.30%, 环比-10.20%..... | 21 |
| 图 53: 截至 9 月 6 日当周, 上海螺纹钢现货 3200 元/吨, 同比-15.12%, 周环比-2.74%..... | 22 |
| 图 54: 截至 9 月 6 日, 螺纹钢周度表观需求 218.61 万吨, 同比-20.02, 周环比+0.11% (农历口径) | 22 |
| 图 55: 截至 9 月 6 日, 螺纹钢周度库存 555.63 万吨, 同比-25.88%, 周环比-6.73%..... | 22 |
| 图 56: 截至 9 月 6 日, 螺纹钢周度产量 178.53 万吨, 同比-29.60%, 周环比+10.03%..... | 22 |
| | |
| 表 1: 2024 年 7 月国内铜实际需求环比改善, 同比仍然拖累 | 5 |
| 表 2: 2024 年 6 月美国铜实际需求同比继续增长 | 5 |
| 表 3: 2024 年 6 月巴西铜实际需求同比继续增长 | 6 |

1、月度策略：何时加速降息及利率终点将接棒金价交易预期

1.1、自上而下：黄金权益遇分歧走弱，利率框架下新击球点或将出现

1.1.1、黄金：首次降息窗口打开或对金价仍具有催化作用

8月31日伦敦现货黄金价格收2513.35美元/盎司，8月份上涨3.6%，沪金收573.44元/克，8月份上涨1.8%。8月初日元carry trade unwind引发流动性恐慌，黄金回调，情绪修复后，黄金受到多配，叠加交易美国经济软着陆，金价连续冲击年内新高。沪金受到人民币汇率走强的影响，8月上漲幅度小于伦敦金。

实际降息窗口打开或对金价仍具有催化作用。我们复盘1989年以来美联储共开启6次降息窗口，分别是1989年、1995年、1998年、2001年、2007年、2019年，其中2次纾困式降息、4次预防式降息，除2001年降息后黄金下跌外，其余5次降息黄金均冲高，降息后180天内，衰退式降息黄金将持续冲高，而预防式降息黄金将出现回落。我们认为当前产生流动性危机的风险较小，实际降息带来的流动性宽松或仍对金价具有刺激作用。此外，2024年8月5日，日元发生Carry trade unwind，引发流动性恐慌，在流动性修复后，黄金等避险资产或受到多配，我们认为这种状况会持续到降息。

1.1.2、黄金权益价值走弱，主要系对资产锚金价的“中期结构”出现分歧

美国8月制造业PMI数据走弱，美国经济降温风险增加。美国8月ISM制造业PMI为47.2，预期47.5，前值46.8，虽然较前值上升，但是仍然低于预期与荣枯线水平，美国制造业经济维持弱势运行，增加经济降温风险。其中，物价指数和就业指数较7月有所上升，而新订单指数下降，这表明美国8月的就业市场或有恢复，通胀有上升压力。

美国8月新增非农低于预期，失业率小幅下降。美国8月新增非农就业14.2万人，预期16.5万人，前值由11.4万人修正为8.9万人，6月份非农新增就业人数从17.9万人修正至11.8万人；修正后，6月和7月新增就业人数合计较修正前低8.6万人。8月失业率4.2%，预期4.2%，前值4.3%。虽然8月份失业率小幅下降，但是6月和7月新增非农就业人数修正下调幅度较大，市场或交易经济降温逻辑，劳动力市场正在放缓。

2024H2在美国经济软着陆的假设下，9月美联储降息50BP的概率较低，而降息25BP更多验证经济韧性，虽然流动性较多利多黄金，但是对黄金的预期交易而言偏利空，从利率框架分析对黄金的催化有限。因此，降息前后持有黄金权益更多为获得相对收益而非绝对收益。鉴于美国利率仍处于较高水平，美国或许存在因降息速率过慢而导致的明显经济降温。随着市场预期交易转向美联储或快速降息或降息点数超预期，市场或将交易美国经济衰退。我们认为2025H1金价或仍存在二段上涨行情。因此2024Q4或成为黄金权益逢低布局的新击球点。推荐标的：山金国际、中金黄金、山东黄金，受益标的：招金矿业、中国黄金国际。

1.2、自下而上：铝基本面持续强化，铜静待宏观因子和需求面利多催化

1.2.1、铜：静待精炼铜库存去化及铜冶炼厂开启补库周期

2024上半年全球矿山铜产量同比增长3%，非主流矿企产量拖累。据此前8月月报内容，总体看，2024上半年全球主流铜企18家产量同比增速在5.0%，总产量

对应年初公司给的产量指引中枢完成度为 49.2%，不足 50%，整体看指引完成度欠佳。而根据 ICSG 数据，2024 上半年矿山铜产量同比增长仅为 3.1%，非主流矿企上半年产量对主流矿企同比增长形成拖累。

电解铜方面，据 ICSG 数据，2024 上半年电解铜产量同比增长 6.2%，其中原生精炼铜同比增长 5.7%，再生精炼铜同比增长 6.3%。而矿山铜产量上半年同比增长仅 3.1%，铜精矿库存预计进一步下降，铜精矿补库行情愈发临近。

需求方面，国内 7 月实际铜需求数据环比改善明显。近期海内外价差收敛，出口窗口逐步关闭，预计 8 月国内内需数据有望进一步转好，而随着国内铜出口窗口关闭，国内铜出口移仓逻辑也同样受阻，后续海外铜库存去化更多需通过自身需求的改善来实现。

表1：2024 年 7 月国内铜实际需求环比改善，同比仍然拖累

| 中国铜表观&实际需求月度跟踪（2024.7） | | | | | |
|------------------------|---------|-------|----------|---------|---------|
| 单位：万吨 | 中国铜表观需求 | 铜材净进口 | 新废铜（25%） | 中国铜制品出口 | 中国实际铜需求 |
| 2023-01 | 108.5 | 39.9 | -37.1 | -20.5 | 90.8 |
| 2023-02 | 93.6 | 32.0 | -31.4 | -16.3 | 78.0 |
| 2023-03 | 109.4 | 30.1 | -34.9 | -23.6 | 81.0 |
| 2023-04 | 105.7 | 32.2 | -34.5 | -24.4 | 79.0 |
| 2023-05 | 122.0 | 37.0 | -39.7 | -25.6 | 93.5 |
| 2023-06 | 110.9 | 36.8 | -36.9 | -23.2 | 87.6 |
| 2023-07 | 107.3 | 36.7 | -36.0 | -23.6 | 84.4 |
| 2023 年 1-7 月 | 757.4 | 244.7 | -250.5 | -157.1 | 594.5 |
| 2024-01 | 125.2 | 44.3 | -42.4 | -27.7 | 99.5 |
| 2024-02 | 95.6 | 31.4 | -31.7 | -21.1 | 74.2 |
| 2024-03 | 108.5 | 38.0 | -36.6 | -25.6 | 84.2 |
| 2024-04 | 115.3 | 34.8 | -37.5 | -26.3 | 86.2 |
| 2024-05 | 112.3 | 36.1 | -37.1 | -24.6 | 86.7 |
| 2024-06 | 102.1 | 20.7 | -30.7 | -24.6 | 67.5 |
| 2024-07 | 109.3 | 29.9 | -34.8 | -25.4 | 79.1 |
| 2024 年 1-7 月 | 768.4 | 235.1 | -250.9 | -175.2 | 577.4 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2024 年 6 月美国铜实际需求同比继续增长

| 美国铜表观&实际需求月度跟踪（2024.6） | | | | | |
|------------------------|---------|-------|----------|---------|---------|
| 单位：万吨 | 美国铜表观需求 | 铜材净进口 | 新废铜（25%） | 美国铜制品进口 | 美国实际铜需求 |
| 2023-01 | 12.9 | 0.5 | -3.4 | 28.9 | 38.9 |
| 2023-02 | 14.4 | 0.4 | -3.7 | 27.0 | 38.1 |
| 2023-03 | 22.1 | 0.4 | -5.6 | 31.3 | 48.1 |
| 2023-04 | 19.3 | 0.4 | -4.9 | 30.7 | 45.4 |
| 2023-05 | 17.9 | 0.3 | -4.5 | 33.5 | 47.1 |
| 2023-06 | 8.4 | 0.3 | -2.2 | 35.7 | 42.2 |
| 2023 年 1-6 月 | 95.0 | 2.1 | -24.3 | 187.0 | 259.9 |
| 2024-01 | 18.4 | 0.2 | -4.7 | 31.2 | 45.2 |
| 2024-02 | 12.7 | 0.3 | -3.2 | 31.0 | 40.8 |

美国铜表观&实际需求月度跟踪 (2024.6)

| 日期 | 表观需求 | 净出口 | 新废铜 (25%) | 表观需求 | 实际需求 |
|-----------|------|-----|-----------|-------|-------|
| 2024-03 | 14.0 | 0.2 | -3.6 | 32.2 | 42.8 |
| 2024-04 | 12.5 | 0.4 | -3.2 | 36.1 | 45.7 |
| 2024-05 | 15.4 | 0.3 | -3.9 | 38.6 | 50.5 |
| 2024-06 | 15.3 | 0.6 | -4.0 | 36.7 | 48.7 |
| 2024年1-6月 | 88.3 | 2.1 | -22.6 | 205.8 | 273.6 |

数据来源: UN COMTRADE、开源证券研究所

表3: 2024年6月巴西铜实际需求同比继续增长
巴西铜表观&实际需求月度跟踪 (2024.6)

| 单位: 万吨 | 巴西铜表观需求 | 铜材净出口 | 新废铜 (25%) | 巴西铜制品进口 | 巴西实际铜需求 |
|-----------|---------|-------|-----------|---------|---------|
| 2023-01 | 2.1 | -0.1 | -0.5 | 1.0 | 2.5 |
| 2023-02 | 3.1 | 0.0 | -0.8 | 0.9 | 3.1 |
| 2023-03 | 1.2 | -0.1 | -0.3 | 0.9 | 1.7 |
| 2023-04 | 3.0 | -0.1 | -0.7 | 0.9 | 3.1 |
| 2023-05 | 3.8 | -0.1 | -0.9 | 1.3 | 4.0 |
| 2023-06 | 1.6 | -0.2 | -0.3 | 1.1 | 2.1 |
| 2023年1-6月 | 14.8 | -0.7 | -3.5 | 6.1 | 16.7 |
| 2024-01 | 1.5 | -0.2 | -0.3 | 1.5 | 2.5 |
| 2024-02 | 2.4 | -0.2 | -0.6 | 1.2 | 2.9 |
| 2024-03 | 2.2 | -0.1 | -0.5 | 1.6 | 3.1 |
| 2024-04 | 4.3 | -0.1 | -1.1 | 1.3 | 4.5 |
| 2024-05 | 2.0 | -0.1 | -0.5 | 1.6 | 3.0 |
| 2024-06 | 4.7 | -0.1 | -1.2 | 2.7 | 6.2 |
| 2024年1-6月 | 17.1 | -0.8 | -4.1 | 9.9 | 22.2 |

数据来源: UN COMTRADE、开源证券研究所

1.2.2、铝: 淡旺季切换, 铝价高位震荡

截至2024年8月30日, 电解铝报价约1.97万元/吨, 较8月初上涨2%, 主要系宏观交易逻辑由交易衰退转向交易美联储降息预期, 叠加需求端步入淡旺季切换阶段, 出现小幅回暖所致。展望后市, 我们认为电解铝价格将维持高位震荡, 主要有以下几个原因:

(1) 供应向上弹性不大, 且四季度云南地区电解铝供应易受电力波动影响: 截至2024年8月, 中国电解铝产能利用率达96.88%, 同比+1.51pct, 考虑到企业日常检修影响, 国内电解铝产能利用率向上空间不大, 且年内确定性新投量仅内蒙华云三期新增17万吨产能, 此外, 往年开工率较低的云南地区8月份产能利用率也高达99.47%, 同比+10.33pct, 且云南地区通常10月份后进入枯水期, 或有限产影响, 云南地区电解铝产量边际或将减少;

(2) 需求端处于淡旺季切换阶段, 有望边际改善: 7、8月份通常为需求淡季, 2024年7月份国内电解铝表需同比增速仅2%, 需求增幅收窄, 伴随“金九银十”旺季的来临, 需求端有望边际改善;

(3) 氧化铝价格高位, 成本端支撑电解铝价格: 近日氧化铝现货成交价仍维持在3900元/吨附近, 行业的高利润虽然刺激了氧化铝厂商的生产积极性, 但配矿调试、赤泥排放以及生产线检修等因素频繁限制氧化铝产能释放, 2024年7月国内氧化铝

产能利用率达 84%，已是近 22 个月以来的峰值水平，且步入四季度在运行产能面临采暖减产风险，我们认为氧化铝价格年内有望维持高位，成本端对电解铝价格形成支撑。推荐标的有**中国宏桥、天山铝业、云铝股份、南山铝业**，受益标的有**中国铝业**。

1.3、小金属：锡、钼价格有望全年或持续维持高位运行

锡：云锡开启例行停产检修，支撑锡价高位运行。2024 年 8 月 30 日，LME 锡报价达 32425 美元/吨，较月初上涨 9%，主要系宏观情绪修复叠加基本面支撑较强所致。**供应端来看**，缅甸地区锡矿仍未复产，2024 年 1~7 月中国锡精矿进口同比-26%，其中缅甸地区同比-45%，锡精矿进口量下滑幅度明显，但对应精锡环节来看，2024 年 1~7 月国内精锡产量约 10.8 万吨，同比仍有 12% 的增长，矿端紧张并未完全传导至精锡环节，展望 9 月份，缅甸锡矿复产难度较大，即便复产也难达到此前产量水平，矿端仍将维持紧张格局，此外，锡业股份宣布于 2024 年 8 月 25 日开始例行停产检修，上周云南精锡开工率已降至 22.26%，周度环比-42.57pct，周度产量也由正常的 2000 吨左右降至 700 吨，精锡环节供应将逐步收紧；**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，2024 年 7 月日本集成电路成品库存指数同比-18%，国内集成电路产量同比+26.9%，需求预期向好，锡的供需基本面依然强劲，支撑锡价高位运行。推荐标的有**锡业股份、华锡有色**。

钼：预计 2024 年钼利润中枢稳定，股息政策支持中期配置价值。考虑到海外伴生矿产量下降，以及国内供给增量有限，预计 2024 年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**。

1.4、跟踪品种：9 月钢厂复产概率提升，关注需求兑现逻辑

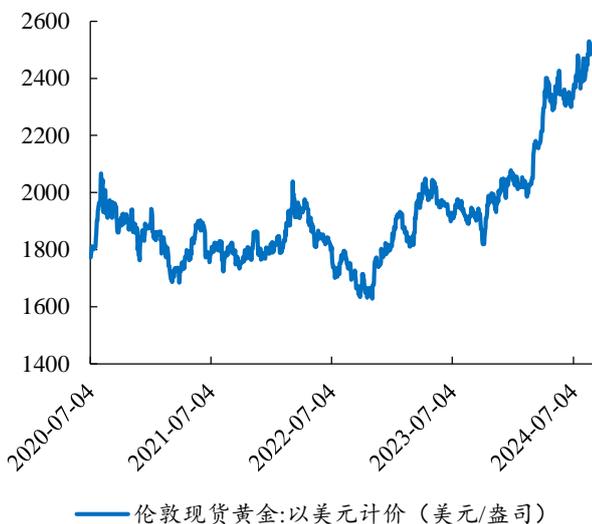
铁矿石：8 月季节性淡季，成材需求不及预期进一步催化铁矿价格下跌。截至 09/06 当周，247 家钢铁企业铁水日均产量为 222.61 万吨，同比-10.32%，环比+0.78%。进口铁矿库存 45 个港口（周）为 15408.95 万吨，同比+29.84%，环比+0.24%，8 月需求淡季，钢企盈利水平较低，促发减产反馈，铁水持续下降。9 月份钢厂存复产预期，叠加需求向好，铁矿石或有反弹动力，但中长期铁矿库存仍高，供给端四大矿山前期发运量较高，或对远月矿石价格形成压力。

钢材：旺季需求向好预期下，钢厂或开始复产。截至 9 月 6 日当周，上海螺纹钢现货 3200 元/吨，同比-15.12%，周环比-2.74%，螺纹钢周度表观需求 218.61 万吨，同比-20.02，周环比+0.11%（农历口径）。8 月钢材需求较差引发负反馈，但是 9 月旺季需求预期仍在，钢厂存在复产预期，或引发正反馈，但是需要持续观察需求是否兑现。若需求兑现不及预期，市场将交易“旺季不旺”，重回下跌趋势。

2、月度跟踪：降息预期再起，金价走强

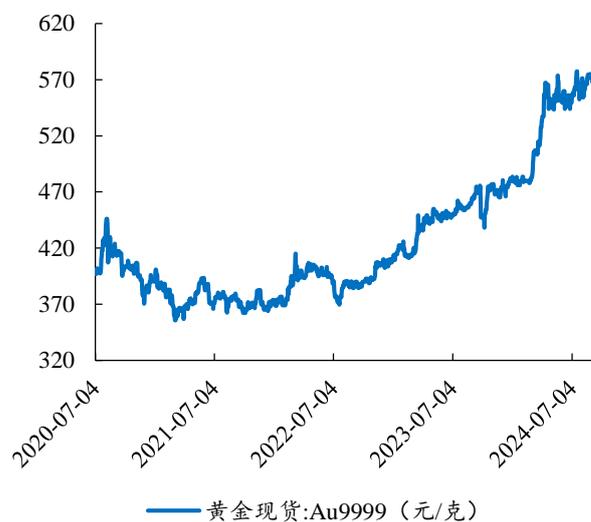
2.1、黄金：预期降息主基调下，黄金短期超涨后关注矛盾

图1：截至2024年9月5日，伦敦现货金价2509.55美元/盎司



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：截至2024年9月5日，上海现货金价571.79元/克



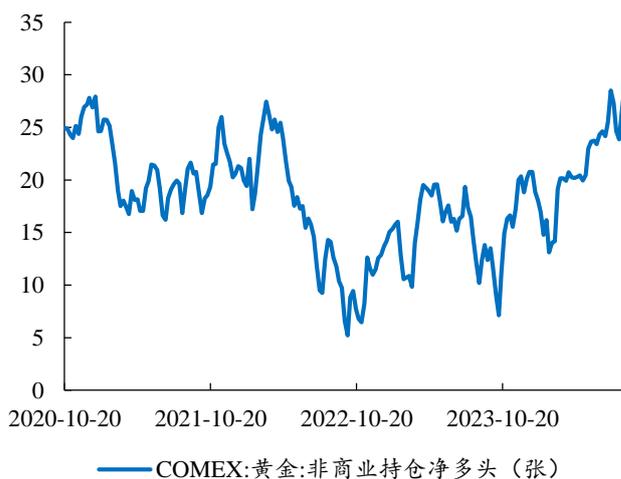
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截至2024年9月5日，黄金ETF持仓量达到862.74吨，月环比+2.1%



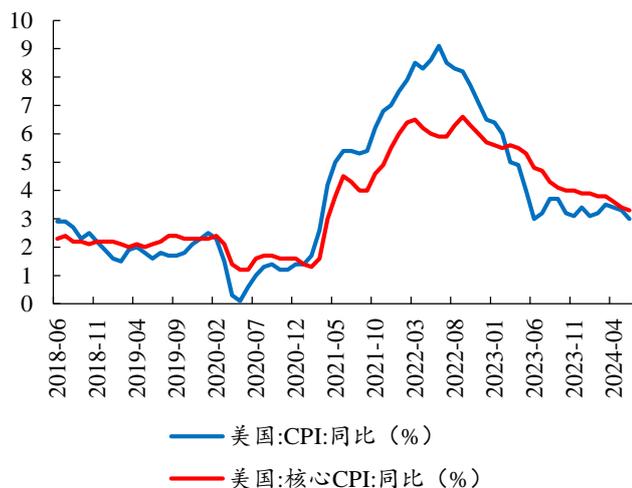
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：截至2024年8月27日当周，Comex黄金非商业持仓净多头达29.5万张，月环比+7.8%



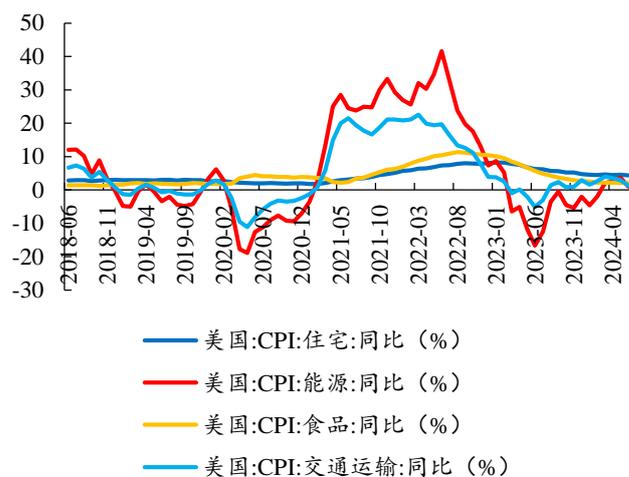
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：美国通胀下行趋势不改



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：能源与住宅使得通胀粘性较强



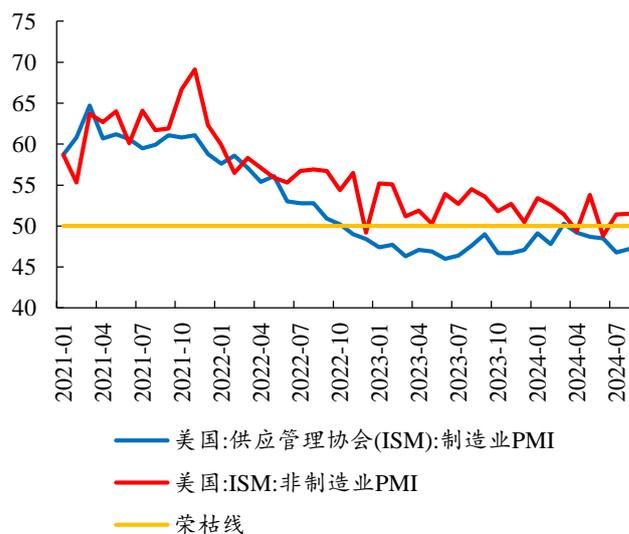
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国消费者信心指数有所企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国PMI制造业指数位于荣枯线以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国就业市场开始降温

| 单位：千人 | 就业人数 | | 就业新增 | | 2024-08 | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--|
| | 2024-08 | 2024-07 | 2024-08 | 2024-07 | 就业新增 | 环比增加 | 权重 | 贡献率 | |
| 非农就业人数 | 158,779 | 158,637 | 142 | 89 | 142 | 0.09% | 100.00% | 100.00% | |
| 私人商品生产 | 21,842 | 21,832 | 10 | 20 | 10 | 0.05% | 13.76% | 7.04% | |
| 采矿业 | 635 | 635 | 0 | 1 | 0 | 0.00% | 0.40% | 0.00% | |
| 建筑业 | 8,280 | 8,246 | 34 | 13 | 34 | 0.41% | 5.21% | 23.94% | |
| 制造业 | 12,927 | 12,951 | -24 | 6 | -24 | -0.19% | 8.14% | -16.90% | |
| 私人服务生产 | 113,598 | 113,490 | 108 | 54 | 108 | 0.10% | 71.54% | 76.06% | |
| 批发业 | 6,182 | 6,177 | 5 | 7 | 5 | 0.08% | 3.89% | 3.45% | |
| 零售业 | 15,650 | 15,662 | -11 | -3 | -11 | -0.07% | 9.86% | -7.82% | |
| 运输仓储业 | 6,624 | 6,617 | 8 | 6 | 8 | 0.12% | 4.17% | 5.56% | |
| 公用事业 | 590 | 590 | 0 | 0 | 0 | -0.03% | 0.37% | -0.14% | |
| 信息业 | 2,993 | 3,000 | -7 | -15 | -7 | -0.23% | 1.89% | -4.93% | |
| 金融活动 | 9,258 | 9,247 | 11 | -1 | 11 | 0.12% | 5.83% | 7.75% | |
| 专业和商务服务 | 22,975 | 22,967 | 8 | -13 | 8 | 0.03% | 14.47% | 5.63% | |
| 教育和保健服务 | 26,438 | 26,391 | 47 | 55 | 47 | 0.18% | 16.65% | 33.10% | |
| 休闲和酒店业 | 16,976 | 16,930 | 46 | 24 | 46 | 0.27% | 10.69% | 32.39% | |
| 其他服务业 | 5,911 | 5,910 | 1 | -5 | 1 | 0.02% | 3.72% | 0.70% | |
| 政府 | 23,339 | 23,315 | 24 | 15 | 24 | 0.10% | 14.70% | 16.90% | |
| 联邦政府 | 2,997 | 2,996 | 1 | 0 | 1 | 0.03% | 1.89% | 0.70% | |
| 州政府 | 5,447 | 5,446 | 1 | 10 | 1 | 0.02% | 3.43% | 0.70% | |
| 地方政府 | 14,895 | 14,873 | 22 | 5 | 22 | 0.15% | 9.38% | 15.49% | |

数据来源：Wind、开源证券研究所

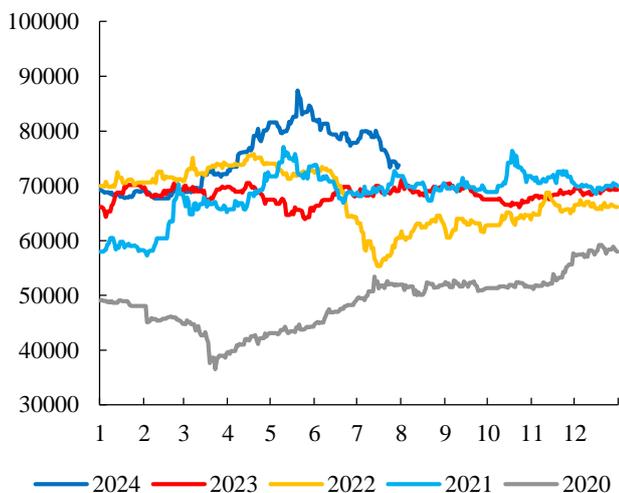
图10：市场预期首次降息时点为 2024 年 9 月

| MEETING DATE | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| | 175-200 | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | |
| 2024/9/18 | | | | | | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 30.0% | 70.0% | |
| 2024/11/7 | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 17.6% | 53.5% | 28.9% | 0.0% | |
| 2024/12/18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 12.3% | 42.7% | 36.3% | 8.7% | 0.0% | 0.0% | |
| 2025/1/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 5.6% | 26.1% | 39.8% | 23.8% | 4.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 2025/3/19 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.8% | 12.2% | 30.5% | 34.7% | 17.7% | 3.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 2025/5/7 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.7% | 11.8% | 29.8% | 34.5% | 18.3% | 3.8% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 2025/6/18 | 0.0% | 0.0% | 1.1% | 8.2% | 23.4% | 32.8% | 24.1% | 9.0% | 1.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 2025/7/30 | 0.0% | 0.5% | 4.3% | 15.1% | 27.7% | 28.9% | 17.2% | 5.5% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 2025/9/17 | 0.2% | 1.7% | 7.8% | 19.1% | 28.0% | 25.1% | 13.4% | 4.0% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |

资料来源：CME（数据截至 2024 年 9 月 8 日）

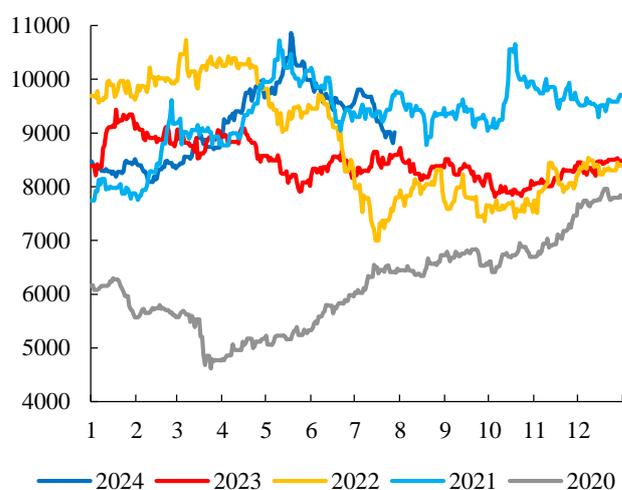
2.2、铜：国内库存缓慢下降，下游需求逐步复苏

图11：2024年8月国内铜价处于近五年高位（元/吨）



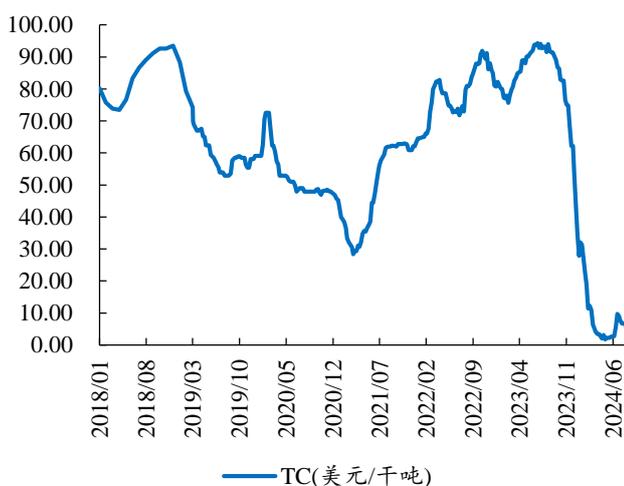
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024年8月LME铜价快速回落（美元/吨）



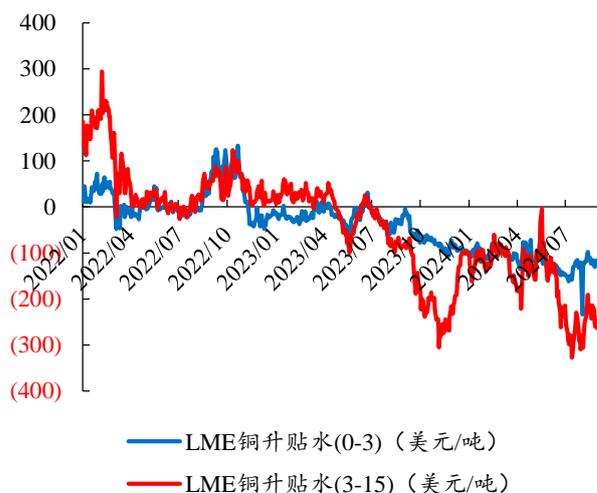
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024年8月国内TC费用继续下行（美元/吨）



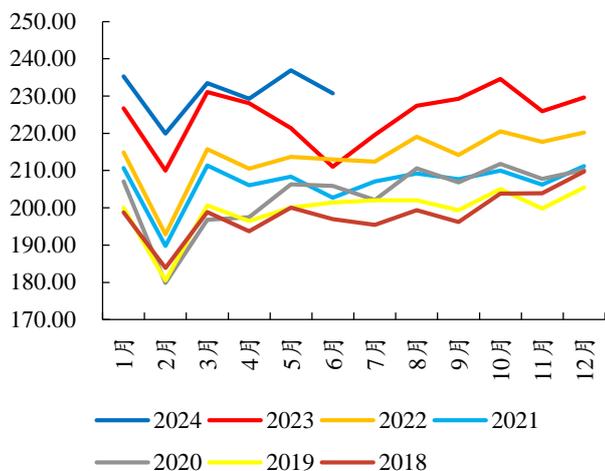
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年8月LME铜价处于近月贴水（元/吨）



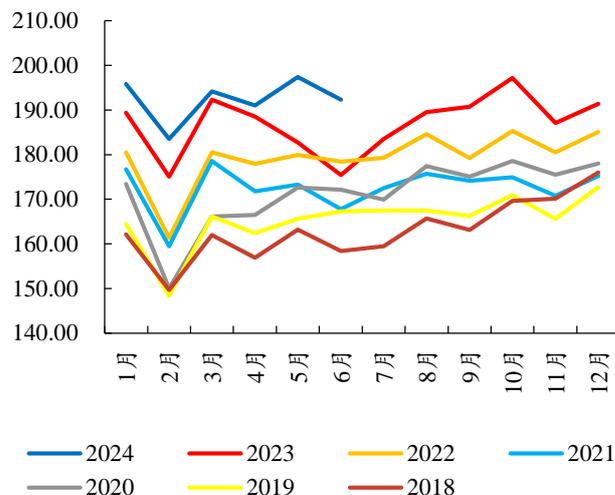
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 2024年6月全球精炼铜产量同比增加9.34% (万吨)



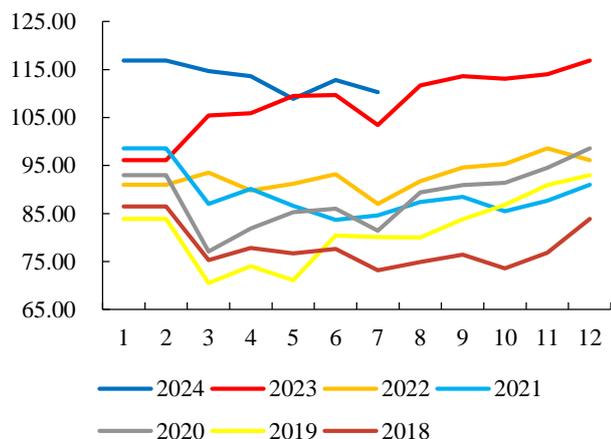
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图16: 2024年6月全球原生铜产量同比增加9.64% (万吨)



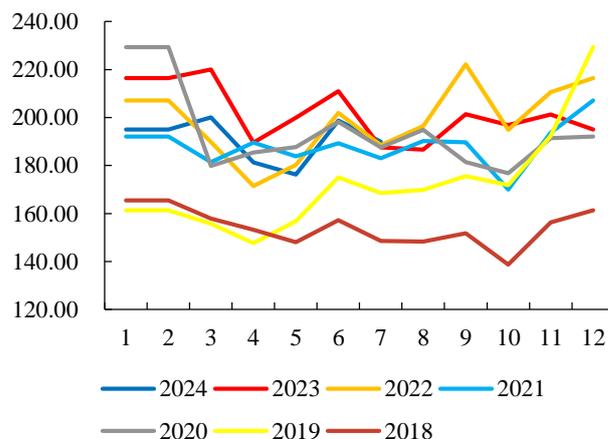
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图17: 2024年7月国内精炼铜供给同比增加6.67% (万吨)



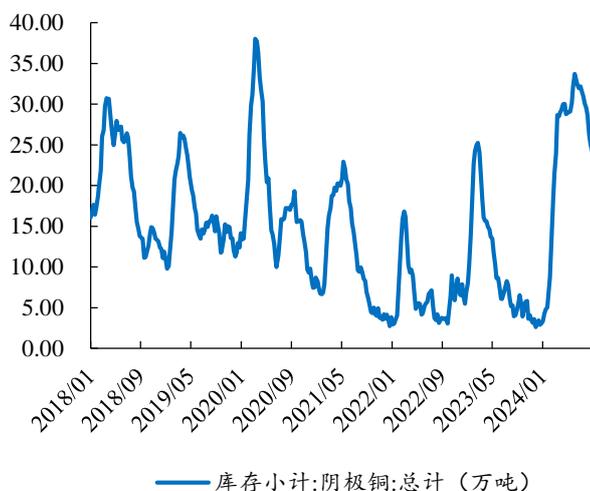
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图18: 2024年7月国内铜材产量同比增加1.28% (万吨)



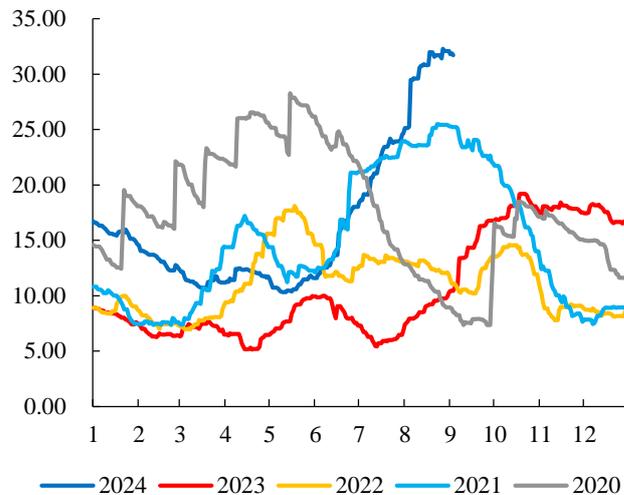
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图19: 2024年8月国内阴极铜库存快速去化(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

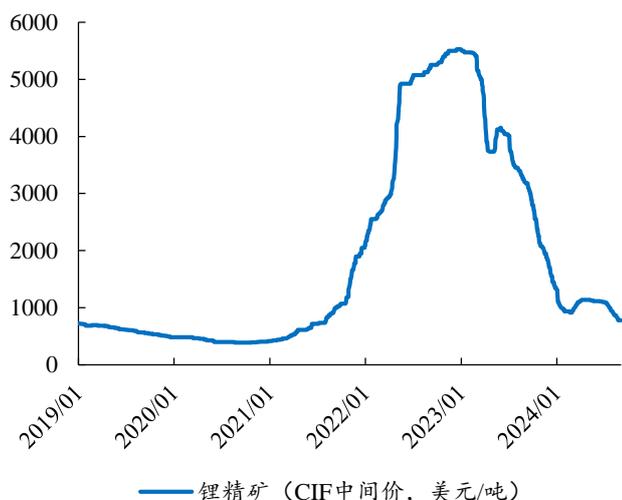
图20: 2024年8月LME铜库存快速上行(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

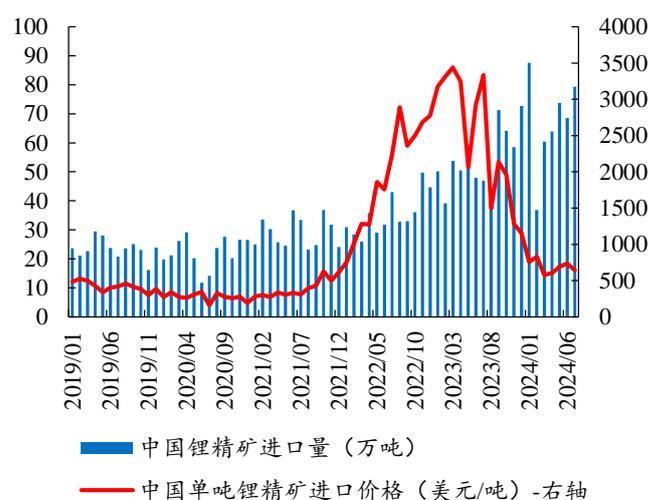
2.3、锂: 锂价低位震荡, 旺季谨慎乐观

图21: 截至2024年9月2日, 锂精矿报价780美元/吨



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图22: 2024年6月中国锂精矿进口约79.4万吨(实物量)



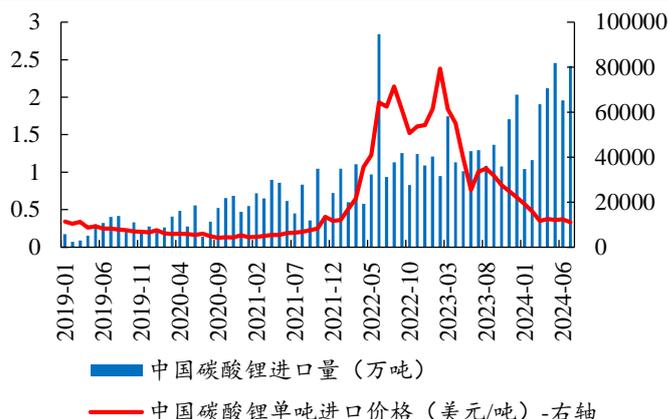
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图23: 截至2024年8月30日, 电碳报价7.55万元/吨



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图24: 2024年7月中国碳酸锂进口约2.4万吨



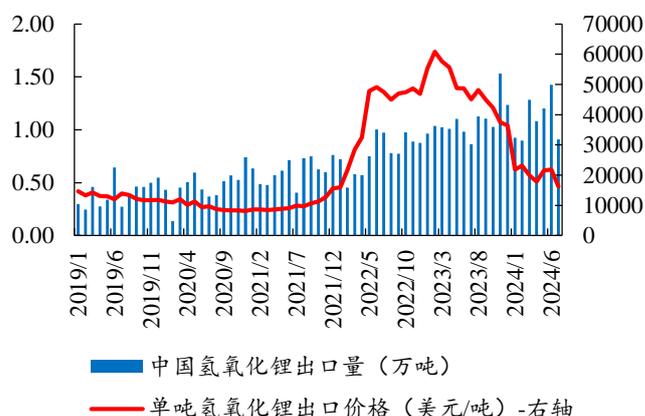
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图25: 截至2024年9月2日, 电氢报价8万元/吨



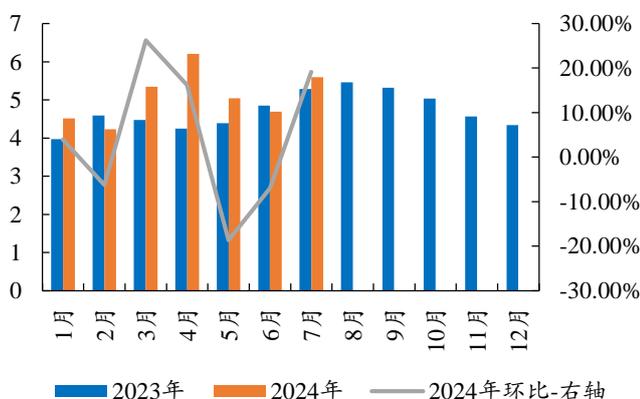
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图26: 2023年7月中国氢氧化锂出口约0.91万吨



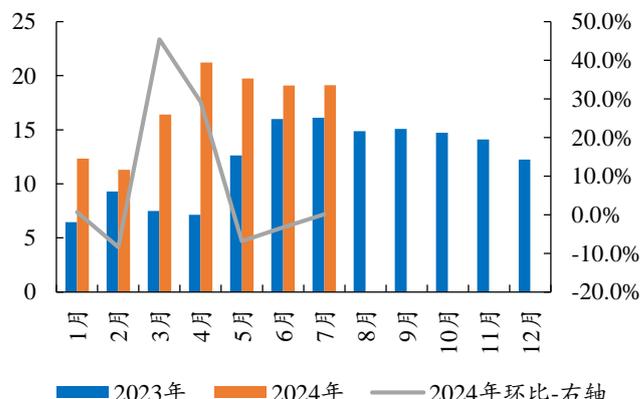
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图27: 2024年7月三元材料排产环比+19% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

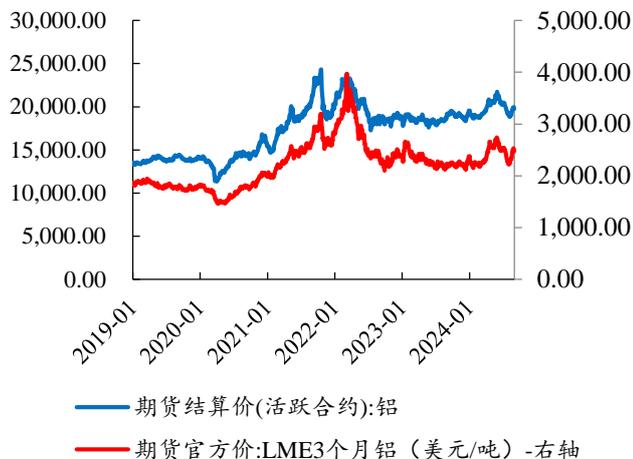
2024年7月磷酸铁锂排产环比+0.1% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

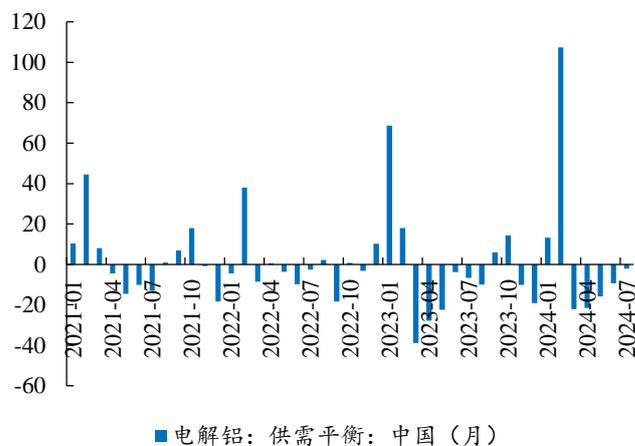
2.4、铝：氧化铝价格高位，成本端支撑铝价

图28：2024年8月内外盘铝价触底反弹



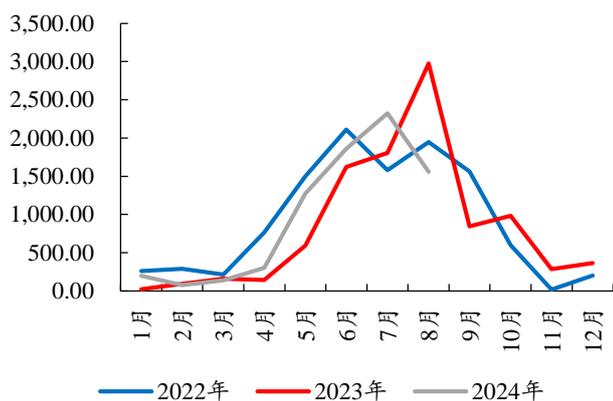
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2024年7月中国电解铝供给短缺2.1万吨(万吨)



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

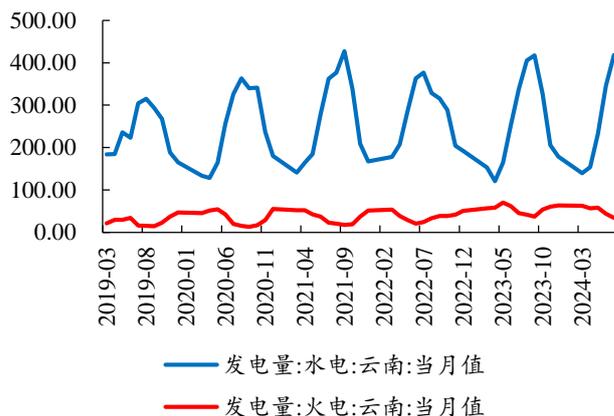
图30：云南省8月降水量不及去年同期(单位：毫米)



数据来源：Wind、开源证券研究所

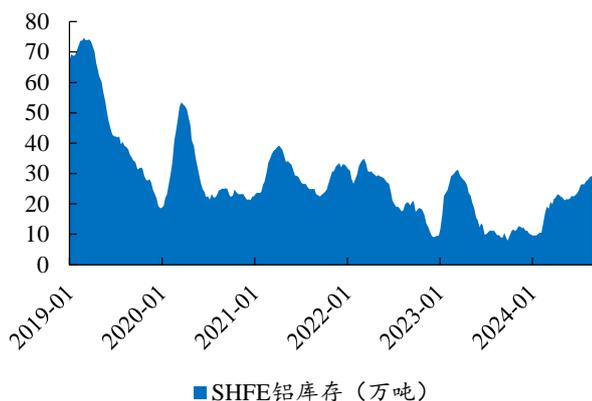
注：为云南省11个市降雨量合计值

图31：2024年7月云南省水电418.1亿度，月度环比+21%(亿度)



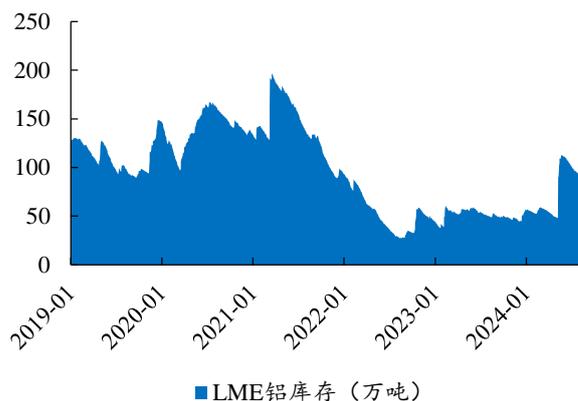
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32: 截至 2024 年 8 月 30 日, 沪铝库存约 28 万吨



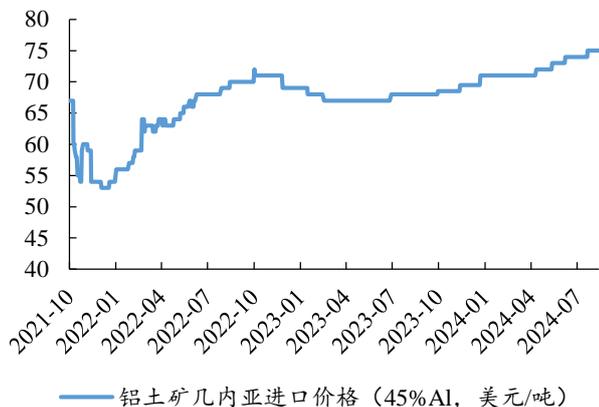
数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 截至 2024 年 8 月 30 日, LME 铝库存约 85 万吨



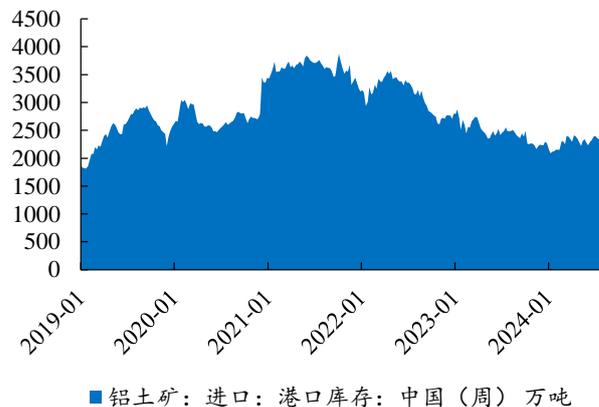
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 铝土矿几内亚进口价格维持高位



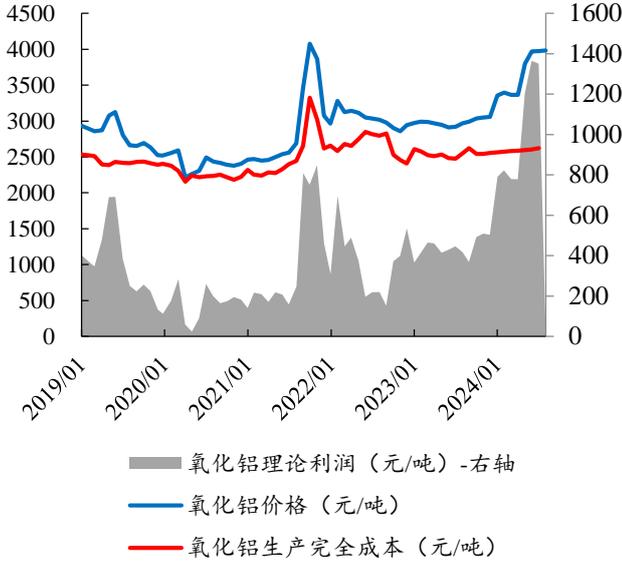
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图35: 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

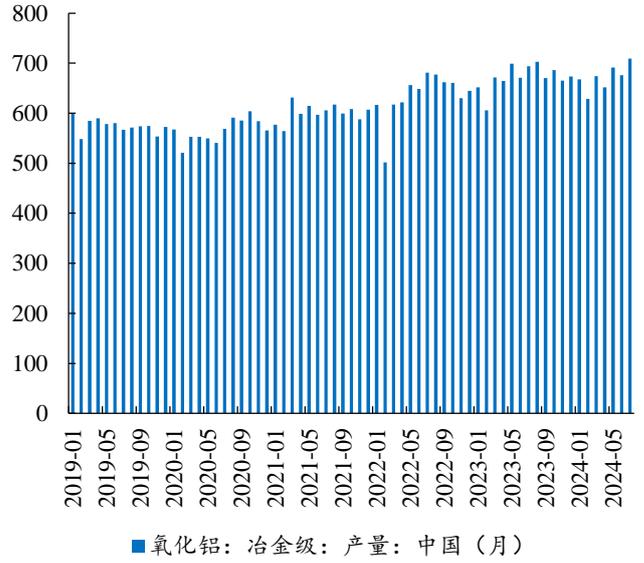
图36：2024年7月氧化铝单吨理论利润约1351元/吨



数据来源：MySteel、开源证券研究所

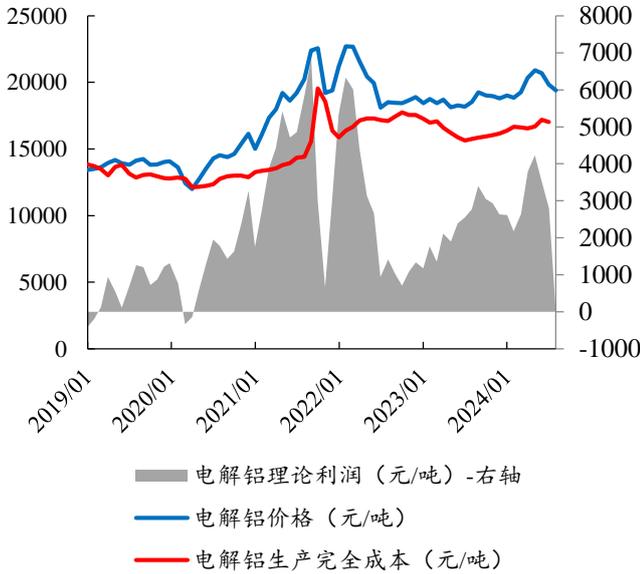
注：单吨理论利润=价格-完全成本

图37：2024年7月中国氧化铝产量709.3万吨，环比+5% (单位：万吨)



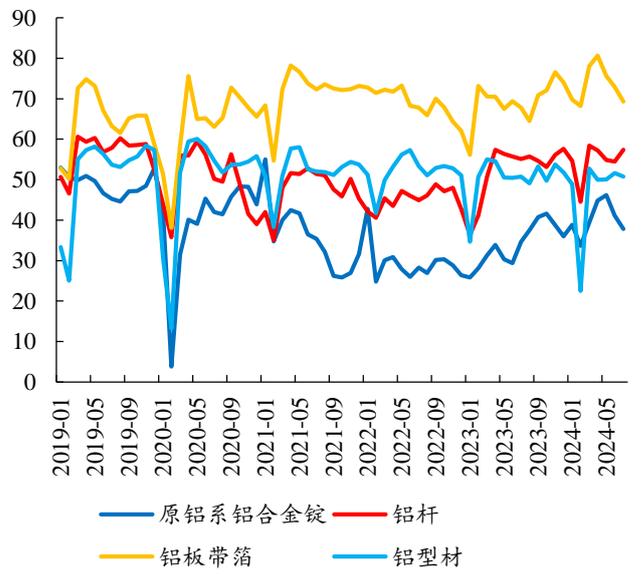
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图38：2024年7月电解铝单吨理论利润约2800元/吨



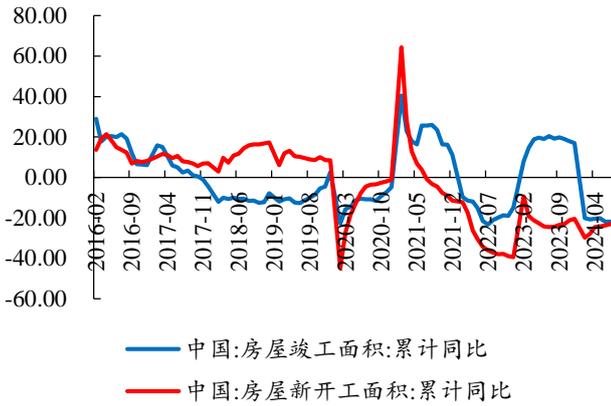
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图39：2024年7月大部分铝产品开工率环比下滑 (%)



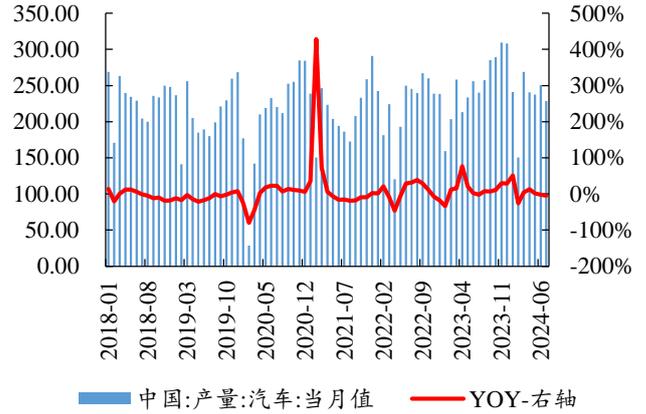
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图40: 2024年1~7月中国房屋竣工面积累计同比-21.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 2024年7月中国汽车产量同比-5% (万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

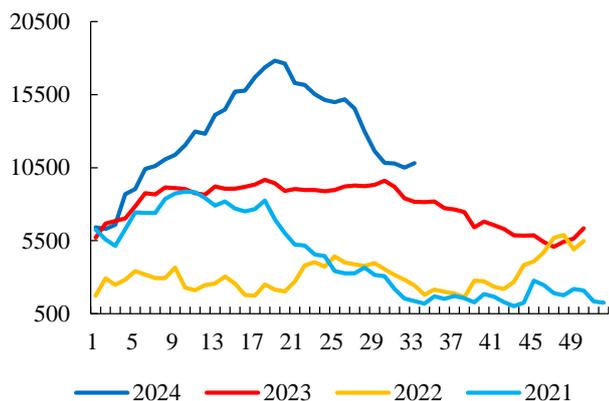
2.5、锡: 供给扰动频发, 需求边际改善

图42: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关



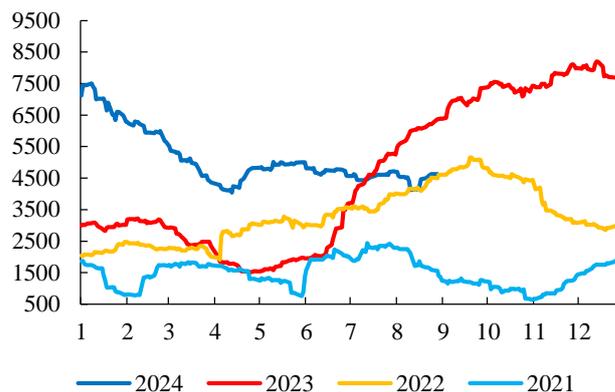
数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 上海期交所锡锭库存去库顺畅(吨)



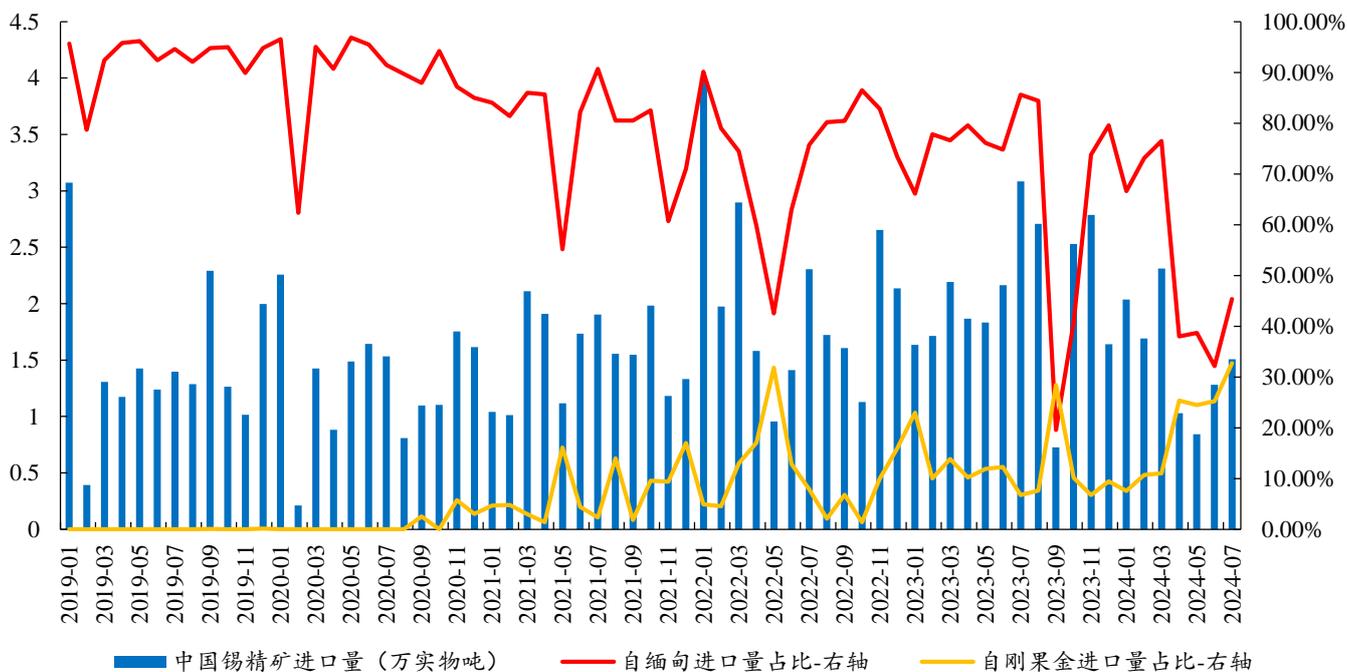
数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: LME 锡库存震荡(吨)



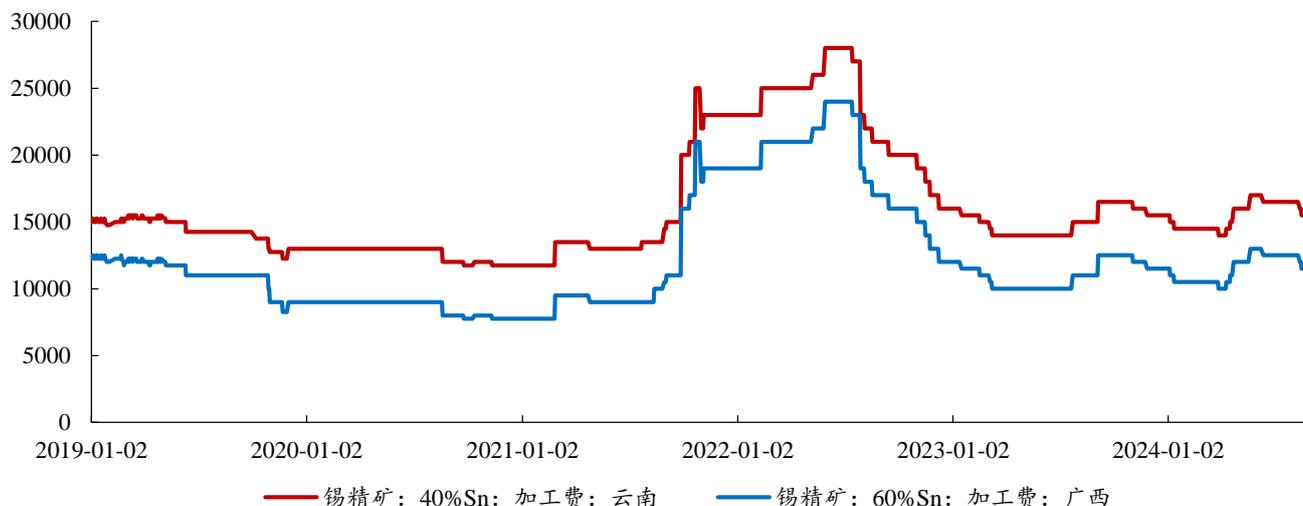
数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: 刚果金锡精矿进口占比有所提高



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

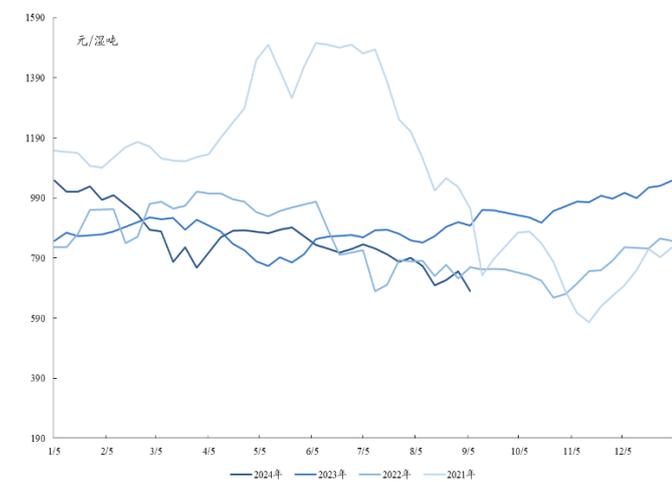
图46：锡精矿加工费水平较低（元/吨）



数据来源：MySteel、开源证券研究所

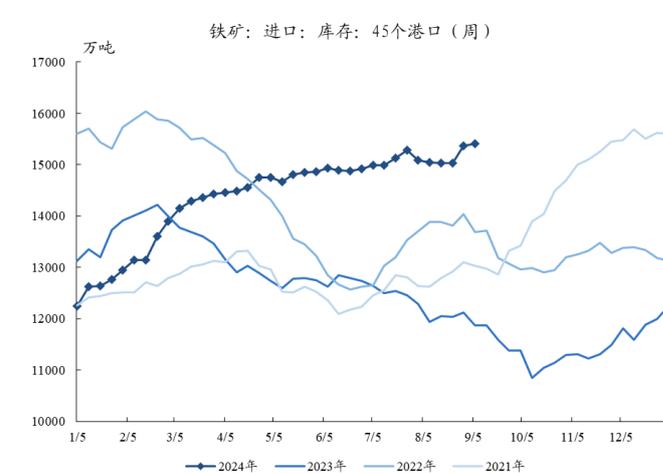
2.6、铁矿石：四大矿山前期发运量较高，或对8月矿石价格形成压力

图47：截至9月6日当周，青岛港PB粉680元/湿吨



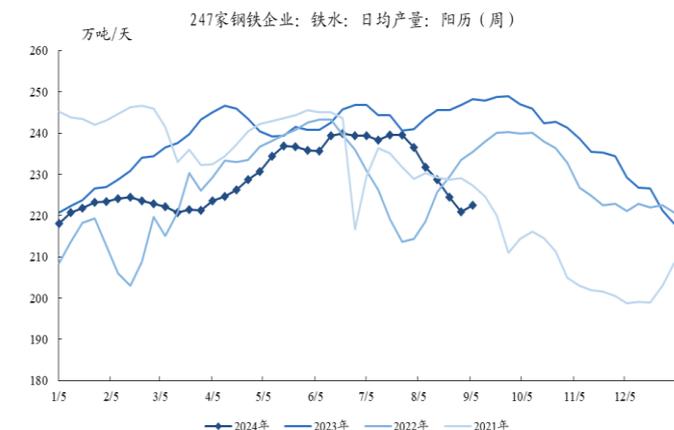
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图48：截至09/06当周，铁矿：进口：库存：45个港口（周）为15408.95万吨，同比+29.84%，环比+0.24%



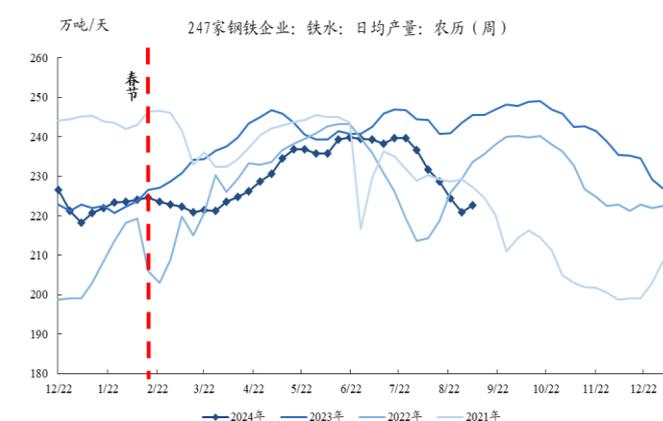
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图49：截至 09/06 当周，247 家钢铁企业：铁水：日均产量：阳历(周)为 222.61 万吨，同比-10.32%，环比+0.78%



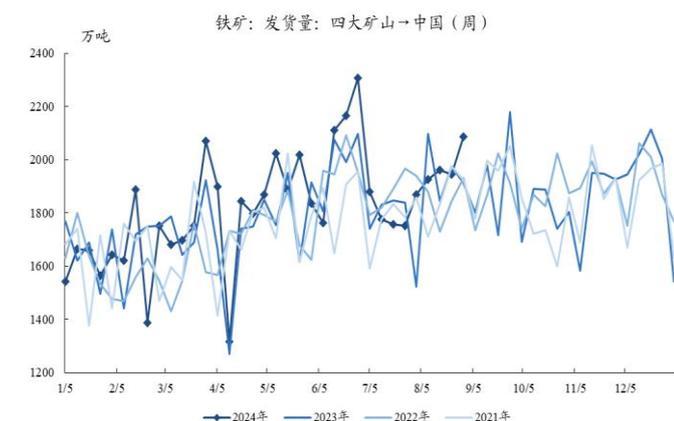
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图50：截至 09/06 当周，247 家钢铁企业：铁水：日均产量：农历(周)为 222.61 万吨，同比-9.37%，环比+0.78%



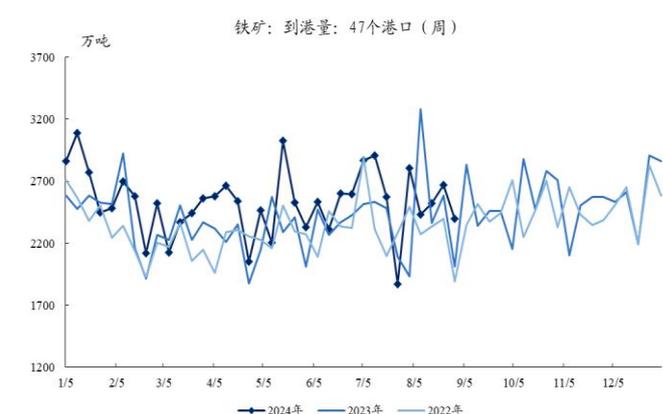
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图51：截至 08/30 当周，四大矿山发运量总和为 2086 万吨，同比+9.11%，环比+7.30%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

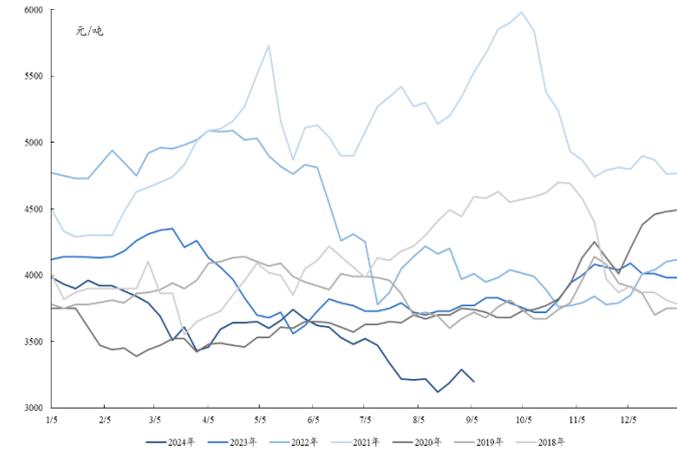
图52：截至 08/30 当周，铁矿：到港量：47个港口(周)为 2399 万吨，同比+19.30%，环比-10.20%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

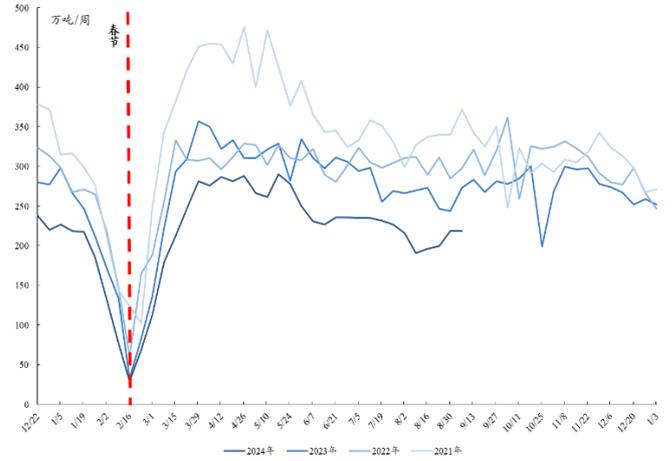
2.7、钢材：9月钢厂复产概率提升，关注需求兑现逻辑

图53：截至9月6日当周，上海螺纹钢现货 3200 元/吨，同比-15.12%，周环比-2.74%



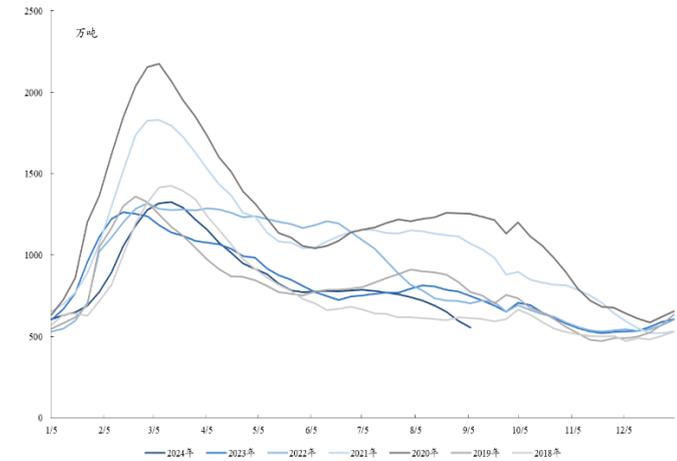
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图54：截至9月6日，螺纹钢周度表观需求 218.61 万吨，同比-20.02，周环比+0.11%（农历口径）



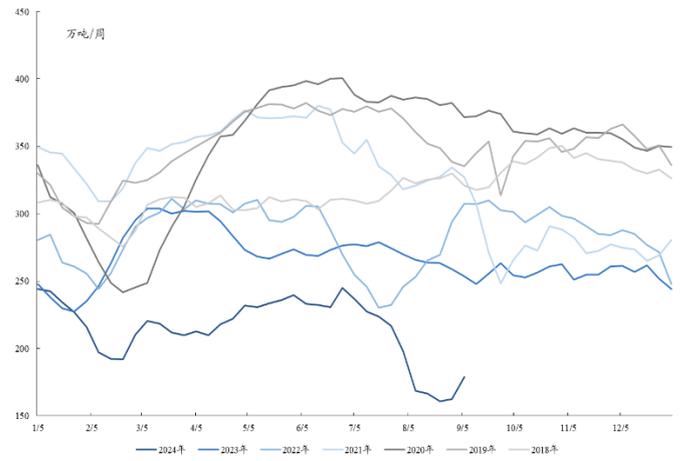
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图55：截至9月6日，螺纹钢周度库存 555.63 万吨，同比-25.88%，周环比-6.73%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图56：截至9月6日，螺纹钢周度产量 178.53 万吨，同比-29.60%，周环比+10.03%



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

北京

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

深圳

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

西安

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