

行业评级：增持

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：刘耀齐

执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq@zts.com.cn

分析师：陈沁一

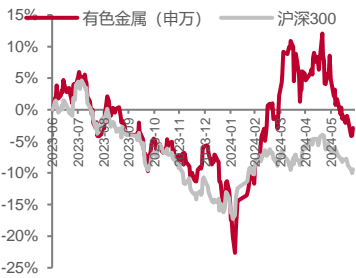
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	26,737.19
行业流通市值(亿元)	23,484.98

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(6.28) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,339.60	0.38%
SHFE黄金 元/克	551.52	-1.47%
COMEX白银 美元/盎司	29.56	-0.18%
SHFE白银 元/千克	7,761	-3.82%
LME铜 美元/吨	9,586	-0.87%
SHFE铜 元/吨	78,370	-1.19%
LME铝 美元/吨	2,518	0.88%
SHFE铝 元/吨	20,320	-0.39%
LME铅 美元/吨	2,222	1.62%
SHFE铅 元/吨	19,440	3.85%
LME锡 美元/吨	2,941	2.80%
SHFE锡 元/吨	24,665	3.22%
LME锡 美元/吨	32,820	0.06%
SHFE锡 元/吨	274,340	1.23%
LME镍 美元/吨	17,190	0.82%
SHFE镍 元/吨	135,480	1.48%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

- 【本周关键词】：美联储释放鹰派言论，但美国5月PCE加速下行**
- 投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周美联储鹰派言论打压市场降息预期，但通胀等经济数据回落支撑贵金属价格高位，中长期看，美国远端国债实际收益率处于2%左右历史高位，高利率下美国经济上行风险较低，而全球信用格局重塑下，贵金属价格将上涨至新高度。

2) **大宗金属**：本周淡季效应延续，下游新增订单仍偏弱，社会库存去化有所反复，整体社库略有抬升，但长期紧平衡格局下，预计价格进一步调整空间有限。中期看全球制造业复苏周期仍将持续，在供给瓶颈下，基本金属终将迎来新一轮景气周期，尤其是铜铝更是如此，我们坚定看好2024年大宗板块的投资表现。
- 行情回顾：大宗价格涨跌互现**：1) 周内，LME铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-1.0%、0.2%、1.6%、2.9%、0.1%、0.1%，SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为-1.2%、-0.7%、3.8%、3.7%、1.2%、1.5%；2) COMEX黄金收于2339.60美元/盎司，环比上涨0.36%，SHFE黄金收于551.52元/克，环比下跌1.47%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于4,298.49点，环比下跌0.97%，跑赢上证综指0.06个百分点，金属新材料、小金属、工业金属、贵金属、能源金属的涨跌幅分别为-0.27%、-0.38%、-0.42%、-2.44%、-2.78%。
- 宏观“三因素”总结：全球复苏趋势仍保持，美国通胀下行加速。**具体来看：

1) **国内复苏动能仍待进一步提升**：国内6月官方制造业PMI为49.5（前值49.5，预期49.5）；5月工业企业利润累计同比为3.4%（前值4.3%）；5月服务贸易差额当月值为-214.97亿美元（前值-237.74亿美元）。

2) **美国5月核心PCE同环比均回落**：美国5月新屋销售折年数61.9万套（前值69.8万套，预期65.0万套），环比-11.32%（前值2.05%）；24Q1实际GDP环比折年率1.4%（前值3.4%，预期1.3%）；5月PCE物价指数同比为2.56%（前值2.68%），核心PCE物价指数同比为2.57%（前值2.78%），环比0.08%（前值0.26%）。

3) **欧元区6月经济景气指数略有回落**：欧元区5月M1同比为-4.88%（前值-6.14%），M2同比为0.68%（前值-0.04%），M3同比为1.63%（前值1.21%）；6月欧元区经济景气指数季调为95.9（前值96.1，预期96.3）。

4) **5月全球制造业景气度回升**：5月全球制造业PMI为50.9，环比上升0.6，处于荣枯线以上，全球经济整体保持向上趋势。
- 贵金属：通胀加速下滑对冲美联储鹰派压力，金价维持稳定**

周内，十年期美债实际收益率2.08%，环比+0.06pcts，实际收益率模型计算的残差1542.4美元/盎司，环比+22.1美元/盎司；本周5月核心PCE物价指数同环比均回落，通胀回落缓解前期美联储鹰派压力。目前美国十年期国债实际收益率处于2%左右的历史高位，在高利率下美国经济超预期上行风险较低，而去全球化背景下，美元信用的持续弱化也将支撑金价上行至新高度。
- 大宗金属：淡季效应延续，价格震荡筑底**

周内，淡季效应延续，下游新增订单仍偏弱，社会库存去化有所反复，整体社库略有抬升，但长期紧平衡格局下，预计价格进一步调整空间有限。

1、对于电解铝，基本面驱动乏力，短期铝价弱勢整理为主。

供应方面，云南地区不断释放复产产能，目前除前期检修影响复产进度的个别企业外，云南地区限电影响的全部产能已释放完毕。内蒙古新增17万吨产能。截至目前，本周电解铝行业开工产能4333.6万吨，较上周增加10万吨。**库存方面**，尽管去库稍显乏力且略有反复，但目前国内铝整体上仍将保持缓慢去库节奏。**需求方面**，目前进入传统淡季，铝型材订单量、开工率季节性回调，6月整

体稳中偏弱运行。成本方面，周内氧化铝现货维持上涨，电解铝成本继续攀升，目前电解铝 90 分位成本 18435 元/吨，环比持平。

- 1) 氧化铝价格 3904 元/吨，与上周持平，氧化铝成本 3027 元/吨，环比下降 0.07%，吨毛利 877 元/吨，环比上升 0.23%。
- 2) 预焙阳极方面，周内均价 4570 元/吨，环比保持不变；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4722 元/吨，周内平均吨毛利-152 元/吨，环比下降 10.78%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4538 元/吨，环比下降 0.69%，周内平均吨毛利 32 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17600 元/吨，环比下降 0.62%，长江现货铝价 20170 元/吨，环比下降 0.93%，吨铝盈利 1706 元，环比下降 3.02%。

总结来看，国内电解铝供应方面维持增长为主，且近期铝棒等开工率疲软，行业铝水比例下降，铸锭量边际增加。下游需求方面向淡季过渡，终端消费增长乏力，铝加工行业订单减少，后续开工或维持弱势为主。供应增量及需求转弱利空短期铝价。长期来看，供应端收紧的长期趋势下，板块景气弹性有望超预期。

2、对于电解铜，Antofagasta 年中谈判结果敲定，铜精矿延续偏紧预期。

供给方面，6 月 28 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报-0.28 美元/吨，较上一期的 0.13 美元/吨减少 0.41 美元/吨。Antofagasta 与一些中国冶炼厂达成协议，将铜的加工和精炼费用（TC/RCs）大幅降低至每吨 23.25 美元和每磅 2.325 美分。库存方面，截至 6 月 28 日，国内社会库存 49.43 万吨，环比上升 0.13 万吨。海外库存（期货）方面，截止 6 月 28 日，LME+COMEX 铜库存量 18.01 万吨，环比增长 0.67 万吨。需求方面，电线电缆因铜价较此前有所回落且震荡幅度相对平稳后，市场积压需求逐步显现。铜管需求较为平稳。

总结来看，临近周末美降息预期升温对铜价具备一定支撑。基本面方面，铜价回落后，下游采购需求逐步显现，国内库存转降。短期铜价调整空间有限。长期供需格局重塑以及全球库存周期正在重启的背景下，板块将持续强势。

3、对于锌，国内冶炼厂减产预期，内外盘重心拉升。

周内，美国消费数据依旧疲软，而美联储官员接连放鹰，国内方面地产政策优化带动宏观情绪改善，锌价内外盘重心拉升。供给方面，百川统计国内锌锭周度产量为 10.79 万吨，环比-0.96%；需求方面，黑色金属价格疲软，镀锌订单低迷，叠加南方多地大雨和洪涝灾害，影响项目施工储存和运损，整体开工率下降，消费偏弱弱。库存方面，七地锌锭库存 19.46 万吨，较上周累库 0.43 万吨。

4、对于钢铁，淡季弱需求效应持续，钢价承压。

供应方面，产量小幅增长；需求方面，进入淡季，北方高温、南方强降雨，工地资金到位率连续两周下降，截止 6 月 25 日，样本建筑工地资金到位率为 62.60%，周环比下降 1.04 个百分点，专项债多以还旧债为主，新项目开工缺少资金支持，后续钢材需求依旧疲软；库存方面，钢材供给微增，需求季节性下降，预计未来库存会持续累库。综合来看，目前宏观现实环境偏弱，叠加钢材基本面暂无明显变化，预计短期钢价或承压运行。

- **风险提示：**宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

内容目录

1.行情回顾.....	- 7 -
1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回落.....	- 7 -
1.2 贵金属：通胀加速下行对冲美联储鹰派信号，金价高位稳定.....	- 8 -
1.3 大宗金属：淡季效应延续，价格震荡筑底.....	- 8 -
2.宏观“三因素”运行跟踪：复苏周期仍在延续.....	- 9 -
2.1 中国因素：经济复苏动能有待进一步提升.....	- 9 -
2.2 美国因素：5月核心PCE物价指数同环比均回落.....	- 10 -
2.3 欧洲因素：欧元区6月经济景气指数略有回落.....	- 12 -
2.4 全球因素：5月全球制造业PMI回升.....	- 12 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 13 -
3.1 美联储放鹰，但通胀加速回落，贵金属价格维持高位.....	- 13 -
3.2 黄金ETF持仓环比减少，COMEX非商业多头结构延续.....	- 15 -
3.3 金银比延续修复趋势.....	- 16 -
4.大宗金属：供需紧平衡格局难以改变.....	- 18 -
4.1 铝：基本面驱动乏力，短期价格弱势整理为主.....	- 18 -
4.2 铜：Antofagasta年中谈判结果敲定，铜精矿延续偏紧预期.....	- 26 -
4.3 锌：冶炼厂减产预期升温，内外盘重心拉升.....	- 29 -
4.4 钢铁：淡季弱需求效应持续，钢价承压.....	- 30 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 34 -
6.风险提示.....	- 35 -

图表目录

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 7 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 7 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 8 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 8 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 8 -
图表 8: 国内官方制造业与非制造业 PMI.....	- 9 -
图表 9: 国内制造业 PMI 分项.....	- 9 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆).....	- 9 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米).....	- 9 -
图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%).....	- 10 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%).....	- 10 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 10 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%).....	- 10 -
图表 16: 美国新屋销售季调及环比.....	- 11 -
图表 17: 美国核心 PCE 当月同比 (%).....	- 11 -
图表 18: 美国失业率季调 (%).....	- 11 -
图表 19: 美国当周初请&续请失业金人数 (万人).....	- 11 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 11 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 11 -
图表 22: 欧元区 M1、M2 与 M3 (%).....	- 12 -
图表 23: 德国 ZEW 经济景气指数及通胀指数.....	- 12 -
图表 24: 全球制造业与服务业 PMI.....	- 12 -
图表 25: 全球制造业 PMI 分项.....	- 12 -
图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI.....	- 13 -
图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司).....	- 13 -
图表 28: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%).....	- 14 -
图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%).....	- 14 -
图表 30: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 14 -
图表 31: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 14 -
图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨).....	- 15 -
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张).....	- 15 -

图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)	- 15 -
图表 35: 国内央行黄金储备变动	- 15 -
图表 36: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低	- 16 -
图表 37: 平价上网成为现实 (元/度)	- 16 -
图表 38: 白银供需平衡表预测 (吨)	- 17 -
图表 39: 光伏产业白银需求预测	- 17 -
图表 40: 金银比 (伦敦现货)	- 17 -
图表 41: 金银比修复行情历史复盘	- 18 -
图表 42: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	- 18 -
图表 43: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	- 19 -
图表 44: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	- 19 -
图表 45: 电解铝周度产量 (万吨)	- 20 -
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)	- 20 -
图表 47: 铝型材开工率 (%)	- 20 -
图表 48: 铝线缆开工率 (%)	- 20 -
图表 49: 铝板带开工率 (万吨)	- 20 -
图表 50: 铝箔开工率 (%)	- 20 -
图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 56: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 21 -
图表 58: 电解铝的完全成本构成	- 22 -
图表 59: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 22 -
图表 60: 氧化铝生产成本构成	- 23 -
图表 61: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 23 -
图表 62: 预焙阳极生产成本构成	- 23 -
图表 63: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 23 -
图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 24 -
图表 65: 石油焦价格 (元/吨)	- 24 -
图表 66: 石油焦库存 (万吨)	- 25 -
图表 67: 国内石油焦产能利用率 (%)	- 25 -
图表 68: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 25 -

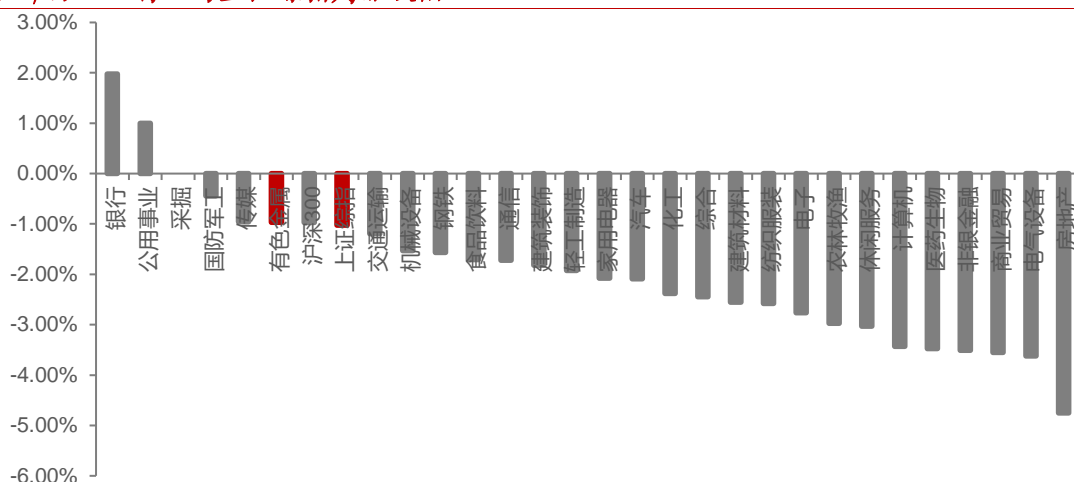
图表 69: 铜矿 TC/RC	- 26 -
图表 70: 电解铜周度产量 (万吨)	- 26 -
图表 71: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 26 -
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 27 -
图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 27 -
图表 74: 电解铜社会库存变动 (万吨)	- 28 -
图表 75: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 28 -
图表 76: 电线电缆开工率 (%)	- 28 -
图表 77: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 29 -
图表 78: 国产锌精矿分地区加工费	- 29 -
图表 79: 国内锌七地库存 (万吨)	- 29 -
图表 80: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 29 -
图表 81: 镀锌开工率 (%)	- 30 -
图表 82: 镀锌原料库存 (吨)	- 30 -
图表 83: 压铸锌开工率 (%)	- 30 -
图表 84: 压铸锌原料库存 (吨)	- 30 -
图表 85: 氧化锌开工率 (%)	- 30 -
图表 86: 氧化锌原料库存 (吨)	- 30 -
图表 87: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 31 -
图表 88: 本周库存波动对比 (万吨)	- 31 -
图表 89: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 31 -
图表 90: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 31 -
图表 91: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 32 -
图表 92: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 32 -
图表 93: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 32 -
图表 94: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 32 -
图表 95: 钢铁主要生产要素价格一览	- 32 -
图表 96: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)	- 33 -
图表 97: 中国铁矿石到港量 (万吨)	- 33 -
图表 98: 进口矿港口库存 (万吨)	- 33 -
图表 99: 进口矿钢厂库存 (万吨)	- 33 -
图表 101: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 34 -
图表 102: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 34 -
图表 103: 中厚板毛利变化 (元/吨)	- 34 -

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回落

- 周内，美股三大指数整体回落（道指↓0.08%，纳斯达克↑0.24%，标普↓0.08%）。
- 本周 A 股整体回落：上证指数收于 2,967.40 点，环比下跌 1.03%；深证成指收于 8,848.70 点，环比下跌 2.38%；沪深 300 收于 3,461.66 点，环比下跌 0.97%；申万有色金属指数收于 4,298.49 点，环比下跌 0.97%，跑赢上证综指 0.06 个百分点。

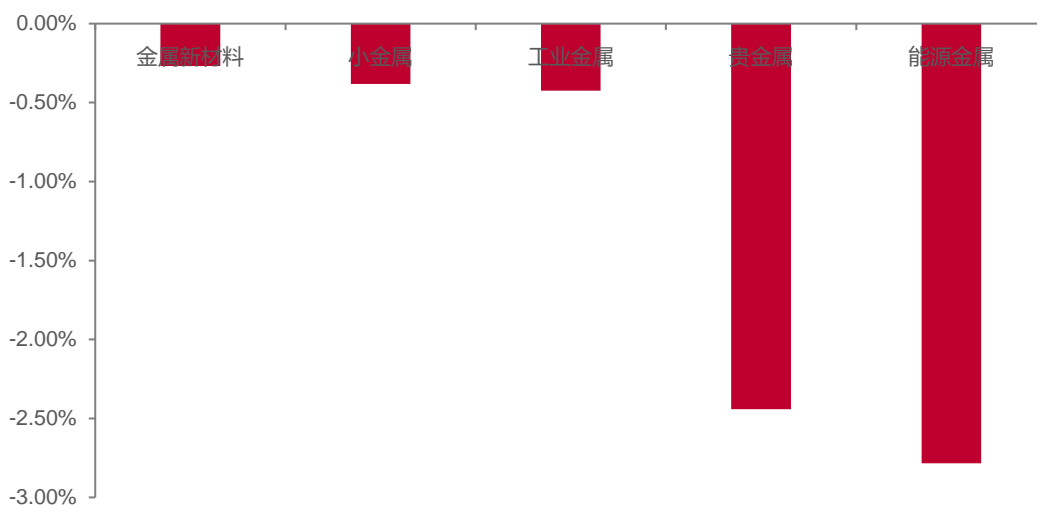
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，金属新材料、小金属、工业金属、贵金属、能源金属的涨跌幅分别为-0.27%、-0.38%、-0.42%、-2.44%、-2.78%。

图表 2：周内子板块涨跌幅表现



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3: 周内有色金属领涨个股

证券代码	证券名称	2024.06.28市 值 (亿元)	2024.06.21市 值 (亿元)	周涨跌幅
300337.SZ	银邦股份	66.58	59.42	12.0%
300811.SZ	铂科新材	123.03	118.80	3.6%
601899.SH	紫金矿业	4669.74	4559.66	2.4%
600259.SH	广晟有色	91.98	89.86	2.4%
603993.SH	洛阳钼业	1835.94	1799.22	2.0%
688077.SH	大地熊	18.02	17.71	1.8%
600338.SH	西藏珠峰	84.47	83.28	1.4%
002155.SZ	湖南黄金	217.57	214.80	1.3%
002842.SZ	翔鹭钨业	14.28	14.12	1.2%
000630.SZ	铜陵有色	461.82	457.99	0.8%

来源: wind, 中泰证券研究所

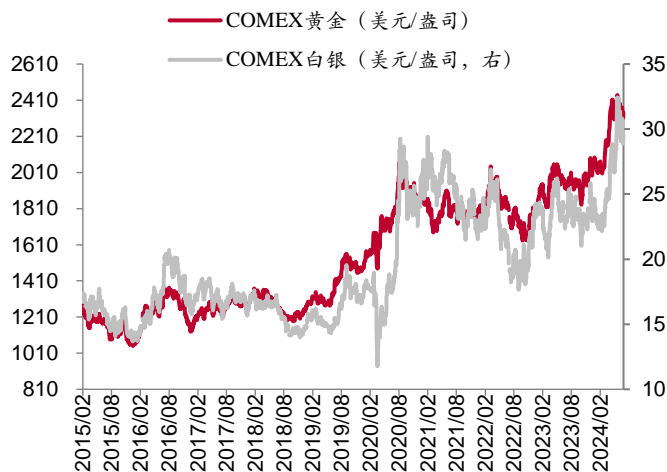
图表 4: 周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.06.28市 值 (亿元)	2024.06.21市 值 (亿元)	周涨跌幅
000688.SZ	国城矿业	106.40	120.15	-11.4%
000657.SZ	中钨高新	127.72	139.60	-8.5%
002756.SZ	永兴材料	192.89	209.98	-8.1%
000933.SZ	神火股份	455.12	487.96	-6.7%
003038.SZ	鑫铂股份	36.82	39.44	-6.6%
000603.SZ	盛达资源	81.62	86.94	-6.1%
002182.SZ	宝武镁业	111.87	118.62	-5.7%
603115.SH	海星股份	24.88	26.29	-5.4%
002056.SZ	横店东磁	202.85	214.24	-5.3%
603876.SH	鼎胜新材	82.52	86.95	-5.1%

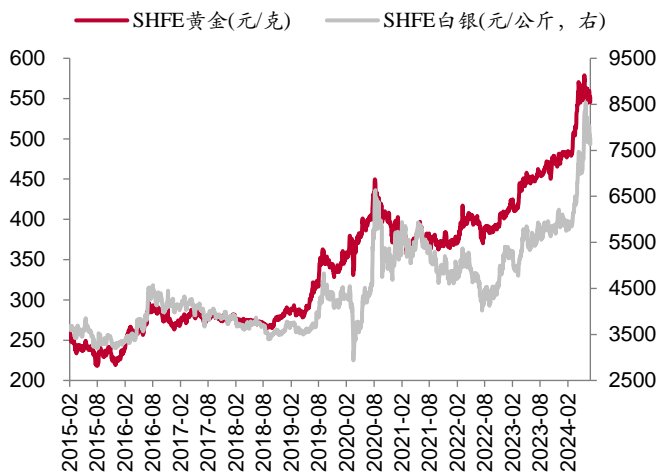
来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 通胀加速下行对冲美联储鹰派信号, 金价高位稳定

- 周内, 美国一季度 GDP、核心 PCE 终值均小幅上修, 5 月核心 PCE 物价指数同环比均有所回落, 但市场受美联储偏鹰派言论影响受到打压。截至 6 月 28 日, COMEX 黄金收于 2339.60 美元/盎司, 环比上涨 0.36%; COMEX 白银收于 29.56 美元/盎司, 环比下跌 0.18%; SHFE 黄金收于 551.52 元/克, 环比下跌 1.47%; SHFE 白银收于 7761 元/千克, 环比下跌 3.42%。

图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 大宗金属: 淡季效应延续, 价格震荡筑底

- 周内, 淡季效应延续, 下游新增订单仍偏弱, 社会库存去化有所反复, 整体社库略有抬升, 但长期紧平衡格局下, 预计价格进一步调整空间有限。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-1.0%、0.2%、1.6%、2.9%、0.1%、0.1%。

图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅

	交易所	最新价格	2020.1.23价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	2020.1.23至今涨跌幅	2010年至今价格分位数
铜	LME	9,586	6,082	-1.0%	15.2%	57.6%	79.3%
	SHFE	78,370	48,020	-1.2%	16.4%	63.2%	
铝	LME	2,518	1,794	0.2%	16.8%	40.3%	45.1%
	SHFE	20,320	14,100	-0.7%	12.8%	44.1%	
铅	LME	2,222	1,988	1.6%	6.4%	11.7%	51.1%
	SHFE	19,440	14,850	3.8%	25.9%	30.9%	
锌	LME	2,941	2,373	2.9%	22.8%	23.9%	48.5%
	SHFE	24,665	18,160	3.7%	23.0%	35.8%	
锡	LME	32,820	17,200	0.1%	23.0%	90.8%	54.8%
	SHFE	274,340	137,340	1.2%	24.9%	99.8%	
镍	LME	17,190	13,375	0.1%	-15.7%	28.5%	34.2%
	SHFE	135,480	105,850	1.5%	-14.0%	28.0%	

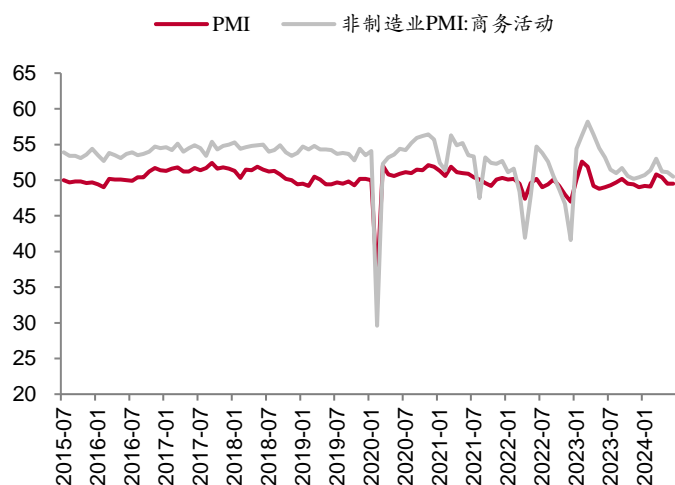
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

2.宏观“三因素”运行跟踪: 复苏周期仍在延续

2.1 中国因素: 经济复苏动能有待进一步提升

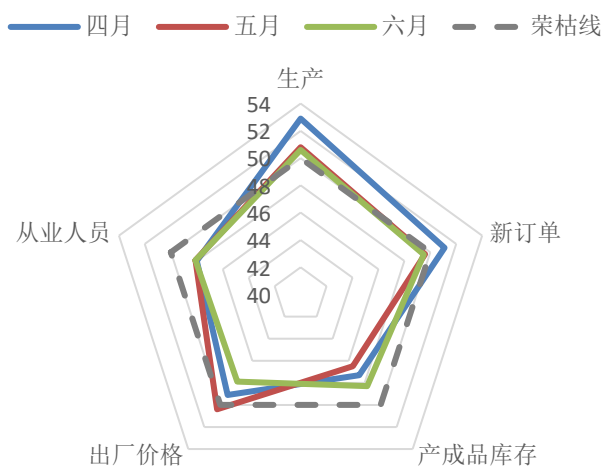
- 国内 6 月官方制造业 PMI 环比持平。本周披露国内 6 月官方制造业 PMI 为 49.5 (前值 49.5, 预期 49.55); 5 月工业企业利润累计同比为 3.4% (前值 4.3%); 5 月服务贸易差额当月值为 -214.97 亿美元 (前值 -237.74 亿美元)。

图表 8: 国内官方制造业与非制造业 PMI



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内制造业 PMI 分项

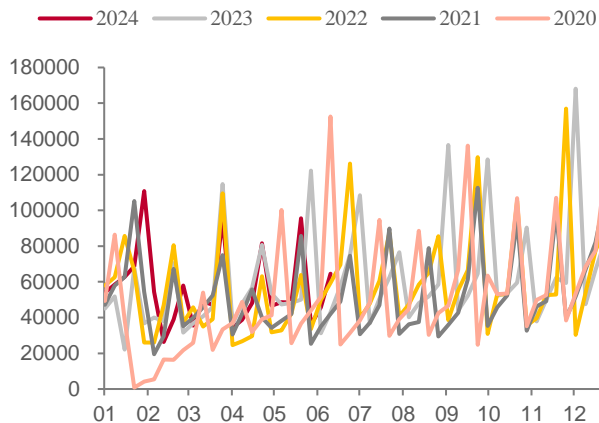


来源: Wind, 中泰证券研究所

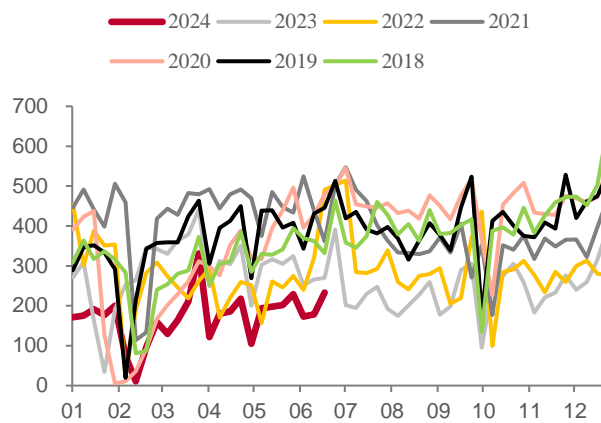
- 国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产数据回升、出口超预期
 消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量为 64,632 辆, 环比 +41.41%; 投资端: 地产数据回升, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 232.73 万平方米, 环比 +30.08%; 生产端: 周内石油沥青开工率为 25.7%, 环比 +3.5pcts, 高炉开工率为 83.13%, 环比 +0.30pcts; 出口端: 美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.7, 环比 +0.4, 5 月国内出口金额当月同比 7.6% (前值 1.4%), 出口景气度回升。

图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)

图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)

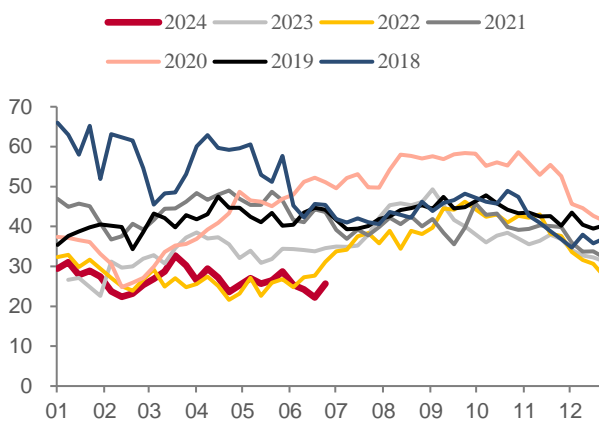


来源: Wind, 中泰证券研究所



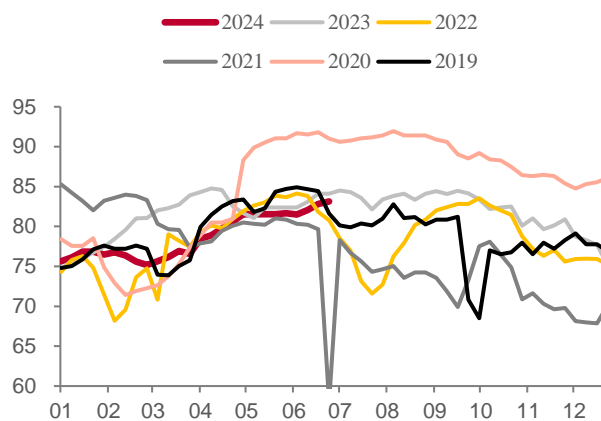
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 国内高炉开工率 (%)



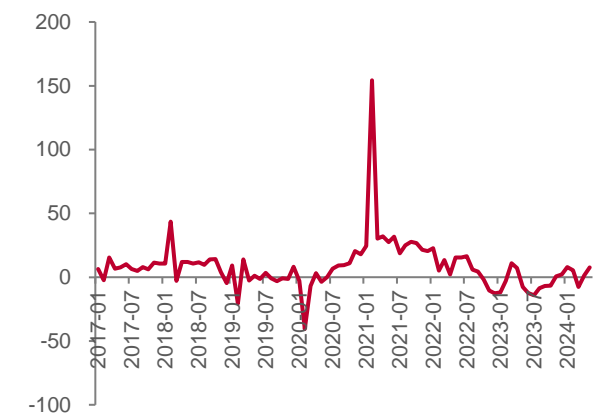
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 国内出口金额当月同比 (%)



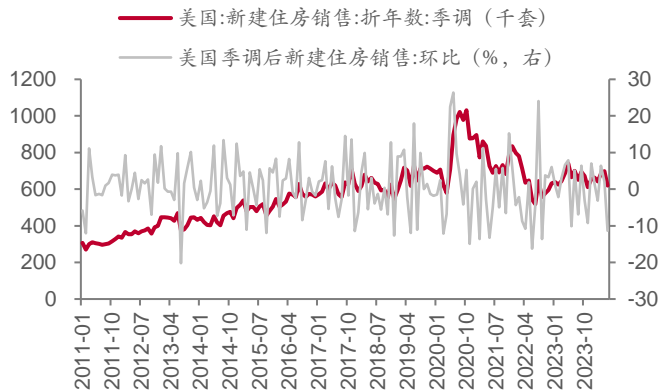
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 5月核心 PCE 物价指数同环比均回落

- 美国 5月核心 PCE 物价指数同环比均有所回落。本周披露美国 5月新

屋销售折年数为 61.9 万套（前值 69.8 万套，预期 65.0 万套），环比-11.32%（前值 2.05%）；24Q1 实际 GDP 季调环比折年率（预估）为 1.4%（前值 3.4%，预期 1.3%）；5 月 PCE 物价指数同比为 2.56%（前值 2.68%），核心 PCE 物价指数同比为 2.57%（前值 2.78%），环比 0.08%（前值 0.26%）。

图表 16: 美国新屋销售季调及环比



来源: Wind, 中泰证券研究所

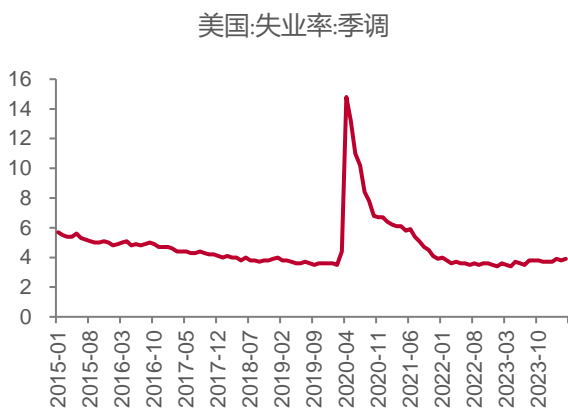
图表 17: 美国核心 PCE 当月同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

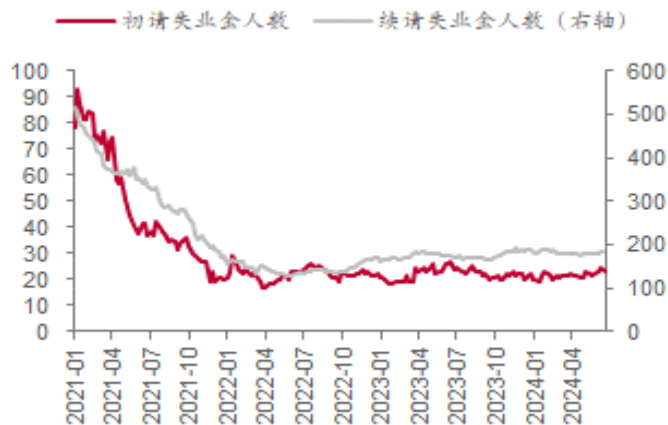
- 美国当周初请失业金人数回落，续请失业金人数回升。本周披露美国当周初请失业金人数季调为 23.3 万人（前值 23.9 万人），美国 6.10-6.16 日续请失业金人数为 183.9 万人（前值 182.1 万人）。

图表 18: 美国失业率季调 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 美国当周初请&续请失业金人数 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美联储如期将利率政策按兵不动。从去年 7 月以来连续第七次会议将联邦基金利率区间维持在 5.25%至 5.50%的二十多年高位。但更新的点阵图暗示，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次。美联储主席鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。利率决议公布后，美元和美债收益率跌幅收窄，美股、黄金涨幅收窄。

图表 20: 美联储利率政策市场预期

图表 21: 美元指数走势图

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	10.3%	89.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	57.9%	35.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	24.2%	50.3%	23.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	18.4%	43.4%	30.5%	6.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	11.3%	32.8%	36.0%	16.5%	2.6%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.6%	7.6%	25.1%	34.8%	23.4%	7.5%	0.9%
2025/4/30	0.0%	0.3%	3.8%	15.6%	29.6%	29.6%	16.2%	4.5%	0.5%
2025/6/18	0.2%	2.4%	10.8%	23.9%	29.6%	21.6%	9.2%	2.1%	0.2%
2025/7/30	1.0%	5.4%	15.6%	26.0%	26.7%	17.1%	6.6%	1.4%	0.1%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 06 月 30 日

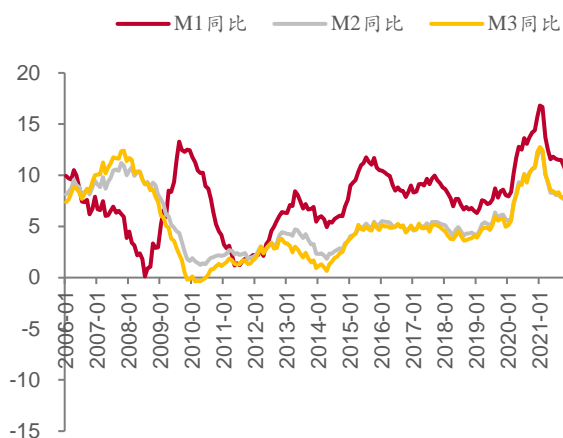


来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 6 月经济景气指数略有回落

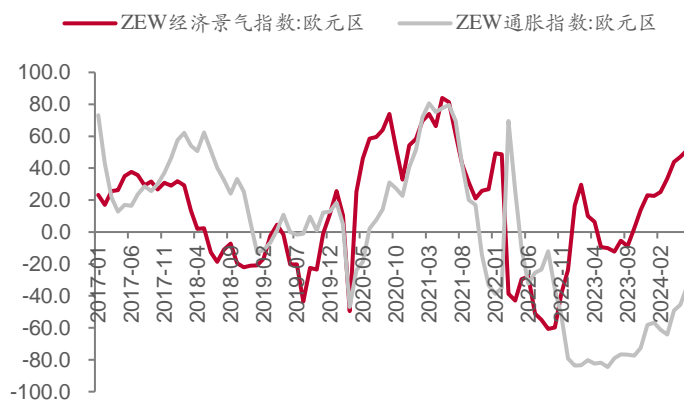
- 欧元区 6 月经济景气指数超预期回落。本周披露欧元区 5 月 M1 同比为 -4.88%（前值-6.14%），M2 同比为 0.68%（前值-0.04%），M3 同比为 1.63%（前值 1.21%）；6 月欧元区经济景气指数季调为 95.9（前值 96.1，预期 96.3）。

图表 22：欧元区 M1、M2 与 M3 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 23：德国 ZEW 经济景气指数及通胀指数



来源：Wind，中泰证券研究所

2.4 全球因素：5 月全球制造业 PMI 回升

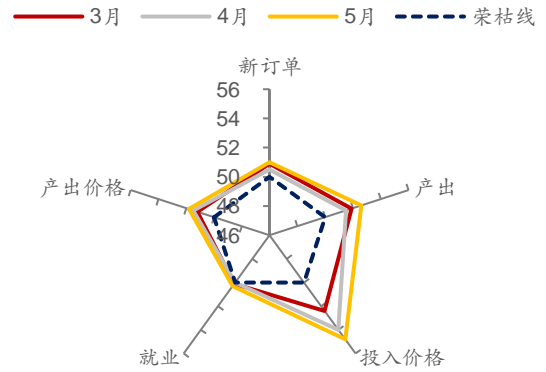
- 全球 5 月制造业景气度回升。5 月全球制造业 PMI 为 50.9，环比上升 0.6，处于荣枯线以上，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

图表 24：全球制造业与服务业 PMI

图表 25：全球制造业 PMI 分项



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI

制造业PMI	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
全球	50.9	50.3	50.6	50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9
发达市场	52.0	52.0	52.0	51.5	51.1	47.0	47.7	47.5	47.4	46.8	47.1	46.3	47.6	48.5	48.4	48.1
新兴市场	50.0	48.6	49.3	49.3	48.9	50.9	50.9	50.0	50.9	51.3	50.2	51.1	51.4	50.5	50.7	51.6
中国	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6
美国	48.7	49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7
欧元区	47.3	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5
德国	45.4	42.5	41.9	42.5	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3
法国	46.4	45.3	46.2	47.1	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4
意大利	45.6	47.3	50.4	48.7	48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0
爱尔兰	49.8	47.6	49.6	52.2	49.5	48.9	50.0	48.2	49.6	50.8	47.0	47.3	47.5	48.6	49.7	51.3
希腊	54.9	55.2	56.9	55.7	54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7
西班牙	54.0	52.2	51.4	51.5	49.2	46.2	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7
英国	51.2	49.1	50.3	47.5	47.3	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3
新西兰	47.2	48.9	46.8	49.1	47.5	43.6	46.7	42.9	45.3	46.0	46.5	47.4	48.6	48.6	47.8	50.9
新加坡	50.6	50.5	50.7	50.6	50.7	50.5	50.3	50.2	50.1	49.9	49.8	49.7	49.5	49.7	49.9	50.0
印度	57.5	58.8	59.1	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3
巴西	52.1	55.9	53.6	54.1	52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2
俄罗斯	54.4	54.3	55.7	54.7	52.4	54.6	53.8	53.8	54.5	52.7	52.1	52.6	53.5	52.6	53.2	53.6
南非	44.8	49.1	50.3	51.9	41.8	48.5	54.9	48.7	46.6	50.7	44.8	45.5	49.7	45.8	49.0	48.9
越南	50.3	50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2
东盟	51.7	51.0	51.5	50.4	50.3	49.7	50.0	49.6	49.6	51.0	50.8	51.0	51.1	52.7	51.0	51.5

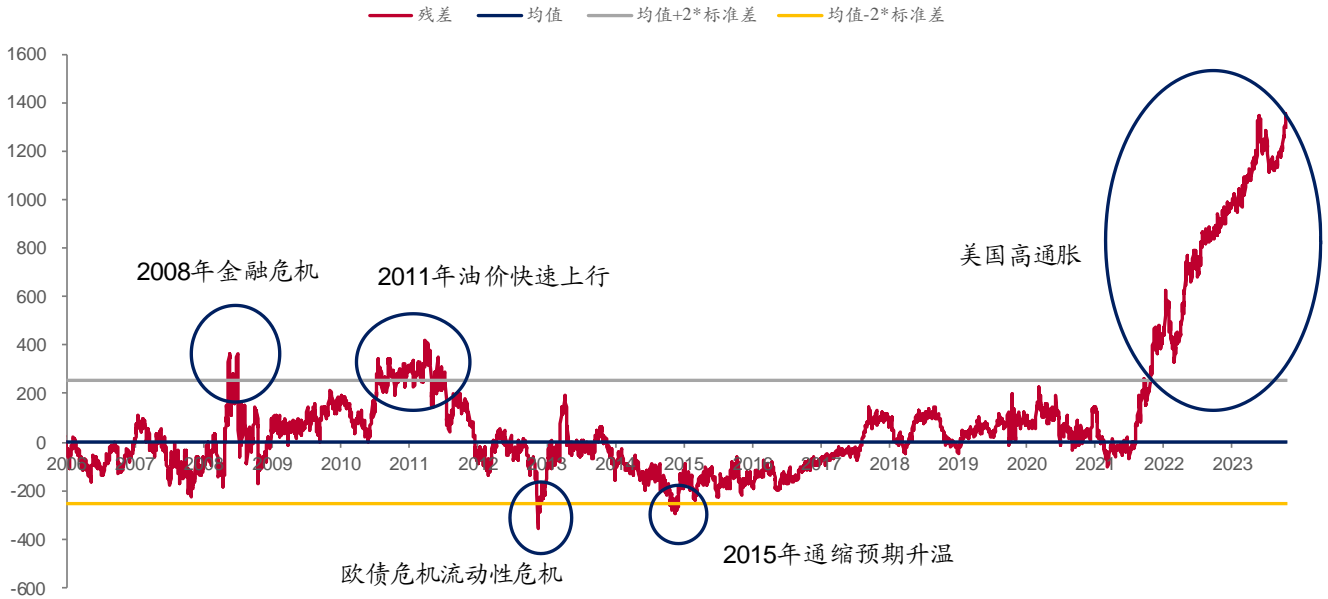
来源: wind, MacroMicro, Bloomberg, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 大周期上行趋势不变

3.1 美联储放鹰, 但通胀加速回落, 贵金属价格维持高位

- 高通胀支撑金价偏离实际利率。通过比较金价实际利率预测模型的残差我们发现, 2006 年至今, 残差均值基本为零, 意味着从长期来看, 美债真实收益率的预测模型依然有效, 两者之间存在稳定的锚定关系, 但短期来看该模型会因为流动性压力、通缩及通胀担忧以及金融市场的大幅波动带来较大扰动。如下图所示, 在 2008 年金融危机、2011 年油价快速上行时, 该指标到达历史极高值位置 (均值两倍标准差), 当 2013 年欧债危机导致的流动性危机、2015 年通缩预期升温时, 该指标又达到历史极低值附近 (负的均值两倍标准差)。那么目前看, 伴随着油价上涨及美国近四十年以来的高通胀, 该指标再次达到历史极高值附近, 使得真实收益率的预测金价和实际金价出现较大偏差。

图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)

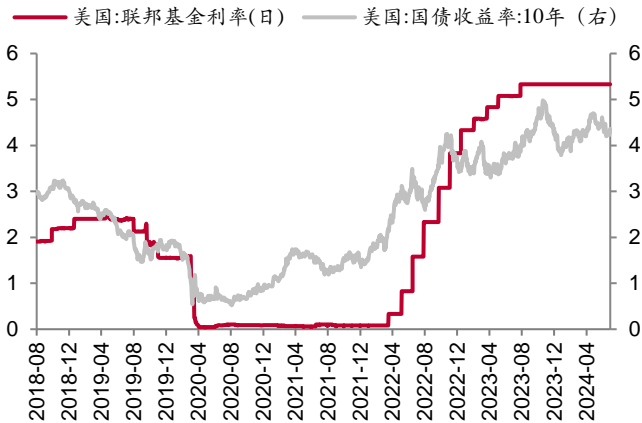


来源：Wind，中泰证券研究所

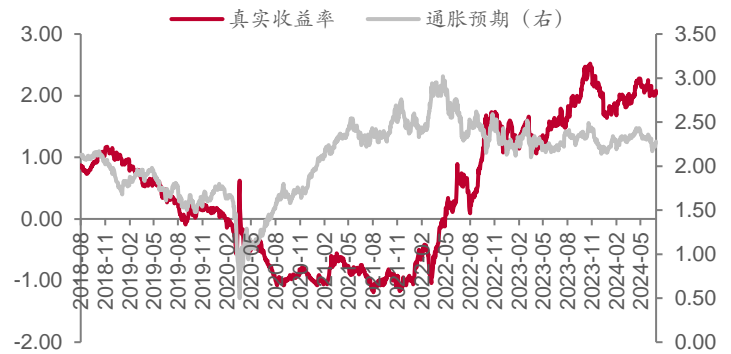
- 截至6月28日，本周美国10年期国债名义收益率隐含通胀预期回升至2.28%，10年期国债实际收益率环比回升至2.08%；截至6月28日，COMEX黄金收于2339.60美元/盎司，环比上涨0.36%；COMEX白银收于29.56美元/盎司，环比下跌0.18%；SHFE黄金收于551.52元/克，环比下跌1.47%；SHFE白银收于7761元/千克，环比下跌3.42%。

图表 28：十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)

图表 29：通胀预期与真实收益率 (%)



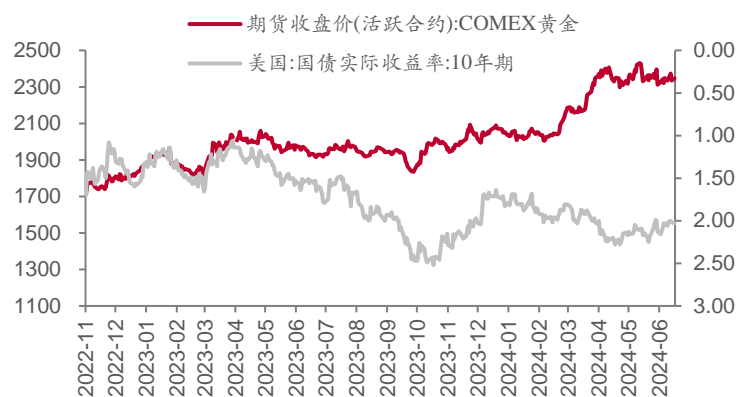
来源：Wind，中泰证券研究所



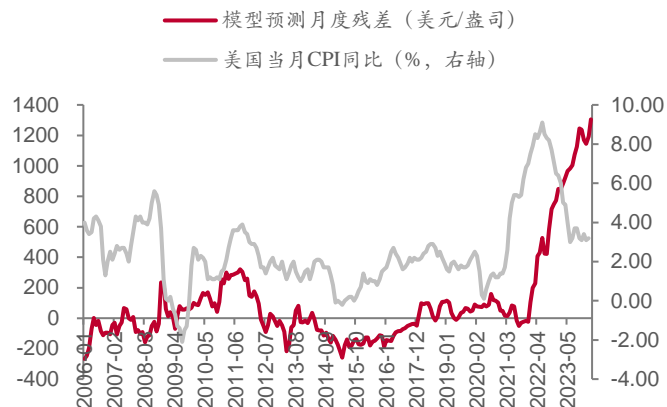
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 30：金价与十年期美国国债收益率

图表 31：美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系



来源: Wind, 中泰证券研究所

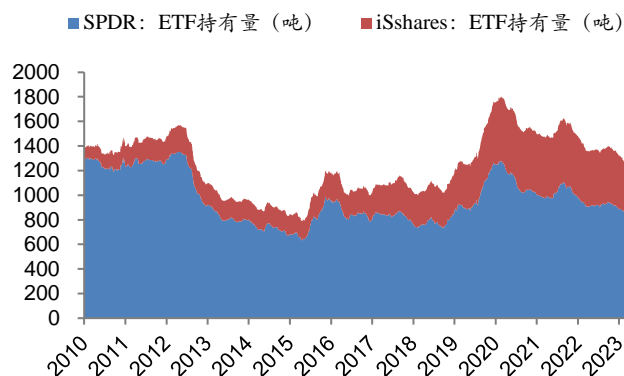


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 非商业多头结构延续

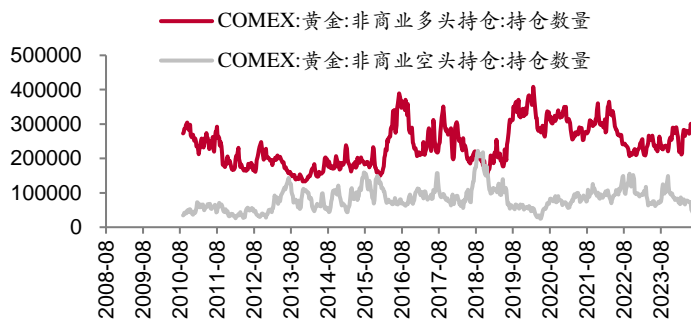
- **黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续。**截至 6 月 28 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,207.58 吨, 环比减少 2.88 吨。截至 6 月 25 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 28.49 万张附近 (前值 28.71 万张), 同时非商业空头持仓回落至 3.87 万张附近 (前值 4.41 万张附近), 净多头持仓量回升至 24.62 万张 (前值 24.31 万张)。

图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

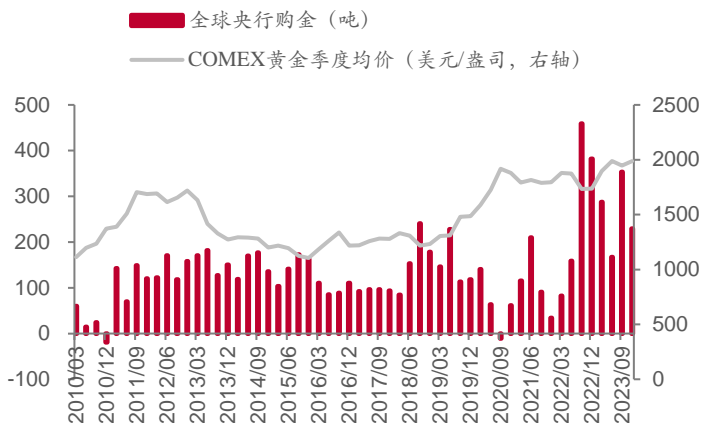
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)



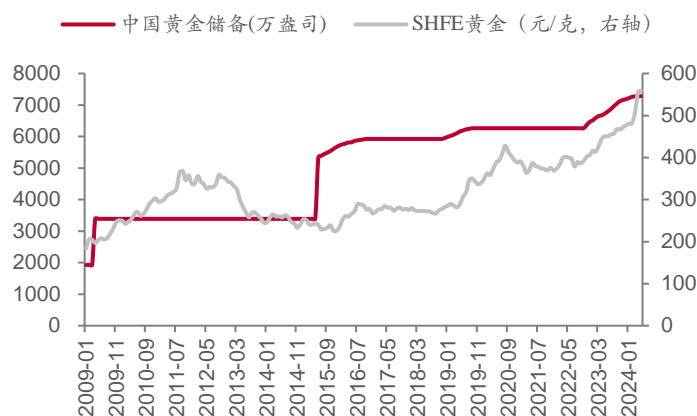
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)

图表 35: 国内央行黄金储备变动



来源: Wind, 中泰证券研究所

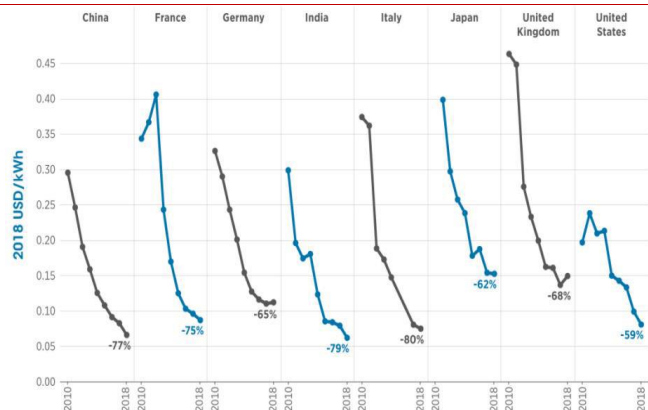


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 金银比延续修复趋势

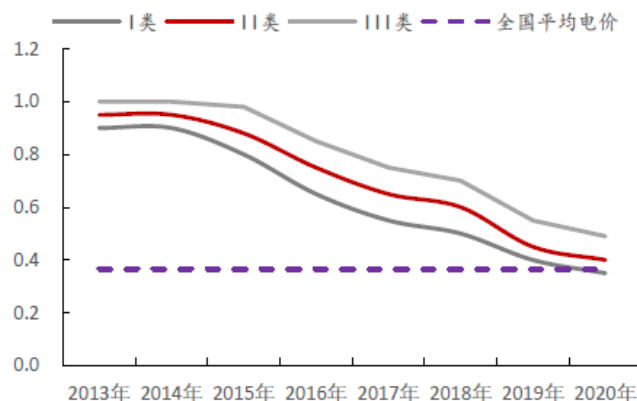
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**2020年9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020年9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；2020年9月21日GE宣布退出新增煤电市场；2020年9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

图表 36: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低



来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 37: 平价上网成为现实 (元/度)



来源: 国家发改委, 中泰证券研究所

- **光伏用银的持续增加将导致白银供需关系持续趋紧。** 白银作为导电性能最好的金属，在光伏产业的应用上具有不可替代的作用，主要是电池片的正银和背银，2011-2019 年全球光伏用银复合增速 15%，2022 年光伏应用中的白银需求量达到 4363.3 吨，占白银总需求的 11.29%。假设未来单位光伏用银量年均减少 5%，2023 年全球光伏装机量 275GW，对应 2023 年光伏耗银 4956.2 万吨，在白银总需求的占比进一步提升至 12%，光伏耗银的持续增长持续拉大白银供需缺口。

图表 38：白银供需平衡表预测（吨）

单位：吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
供给合计	31,401.7	31,482.5	32,179.2	33,099.7	33,050.0	32,897.6	32,098.3	31,619.4	31,818.4	29,641.6	31,013.3	31,246.2	31,874.4
矿产银	23,639.1	24,653.0	26,133.3	27,290.3	27,769.2	27,750.5	26,851.7	26,366.6	26,015.2	24,294.9	25,585.7	25,576.6	26,189.3
再生银	7,243.2	6,717.6	5,993.0	5,439.4	5,178.2	5,112.8	5,215.5	5,215.5	5,283.9	5,045.0	5,380.9	5,616.7	5,632.2
净对冲供给	370.1	0.0	0.0	332.8	68.4	0.0	0.0	0.0	488.3	264.4	0.0	0.0	0.0
净官方售银	149.3	112.0	52.9	37.3	34.2	34.2	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	52.9
需求合计	32,511.9	30,586.2	33,240.1	31,774.9	33,184.0	30,960.2	29,999.0	30,736.3	30,845.0	27,367.1	32,631.8	38,638.6	41,249.9
传统工业(除光伏外)	13,674.7	12,300.1	12,760.3	12,477.3	12,505.3	12,334.3	12,918.9	13,030.9	12,819.4	11,318.6	12,270.3	12,943.8	17,926.0
光伏	2,127.2	1,710.5	1,570.6	1,505.2	1,682.5	2,914.1	3,166.0	2,876.8	3,069.6	3,141.5	3,536.5	4,363.3	4,956.2
摄影(感光材料)	1,915.8	1,632.8	1,424.4	1,356.0	1,281.3	1,175.6	1,091.6	1,063.6	1,048.1	864.7	892.7	855.3	821.0
珠宝首饰	5,044.4	4,951.1	5,818.8	6,017.9	6,300.9	5,884.1	6,104.9	6,316.4	6,260.4	4,659.3	5,642.2	7,280.5	6,204.5
银器	1,290.7	1,247.1	1,421.3	1,629.6	1,760.3	1,626.5	1,794.5	2,033.9	1,859.8	1,007.8	1,328.1	2,285.9	1,732.3
实物投资	8,459.2	7,488.9	9,333.1	8,788.9	9,653.4	6,652.3	4,857.8	5,153.3	5,787.7	6,376.2	8,668.5	10,353.2	9,609.9
净对冲需求	0.0	1,256.4	911.2	0.0	0.0	373.2	65.3	261.2	0.0	0.0	292.4	556.7	0.0
供需平衡	-1,110.3	896.3	-1,060.9	1,324.8	-134.0	1,937.3	2,099.3	883.1	973.4	2,274.5	-1,618.5	-7,392.5	-9,375.5
伦敦现货银价(\$/oz)	35.1	31.1	23.8	19.1	15.7	17.1	17.0	15.7	16.2	20.6	25.1	21.7	23.4
现货银价(元/千克)	7,618.7	6,476.5	4,813.8	4,004.8	3,413.5	3,816.7	3,928.4	3,601.0	3,886.1	4,690.0	5,207.2	4,740.0	5,386.0

资料来源：Wind，世界白银协会、中泰证券研究所

图表 39：光伏产业白银需求预测

光伏耗银单独测算	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
光伏耗银量(吨)	2,127.2	1,710.5	1,570.6	1,505.2	1,682.5	2,914.1	3,166.0	2,876.8	3,069.6	3,141.5	3,536.5	4,363.3	4,956.2
光伏装机(GW)	30.0	30.3	38.6	40.2	52.0	76.6	92.7	98.3	115.8	127.3	170.0	230.0	275.0
中国	2.5	3.5	10.8	10.6	15.1	34.5	53.1	44.3	30.1	48.2	60.0	87.4	95.0
海外	27.5	26.8	27.8	29.7	36.9	42.1	39.6	54.0	85.7	79.1	110.0	142.6	180.0
光伏耗银/装机	71.0	56.5	40.7	37.4	32.4	38.0	34.2	29.3	26.5	24.7	20.8	19.0	18.0
yoy		-20.4%	-28.0%	-8.1%	-13.5%	17.6%	-10.2%	-14.3%	-4.4%	-4.4%	-15.7%	-8.8%	-5.0%

资料来源：Wind，世界白银协会、中泰证券研究所

- **金银比，是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。** 从 1998 年至今 20 年间，金银比总体上运行于 40-80 区间，靠近区间上沿，则往往银价相对黄金被低估。截至 6 月 28 日，当前金银比 79.36，环比回升 2.64。

图表 40：金银比（伦敦现货）



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 41: 金银比修复行情历史复盘

起始日期	结束日期	修复时间(天数)	金银比变化	白银涨幅	黄金涨幅
2003/6/5	2006/5/30	1090	81.94→50.07, 变化 38.89%	190%	77%
2008/10/10	2011/4/28	930	84.39→31.71, 变化 55.31%	381%	81%
2016/2/29	2016/7/14	136	83.20→65.79, 变化 20.93%	36%	8%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

4. 大宗金属: 供需紧平衡格局难以改变

4.1 铝: 基本面驱动乏力, 短期价格弱势整理为主

- **云南电解铝企业继续复产, 内蒙古新产能投产。**云南地区电解铝企业继续释放复产产能, 由于多数产能均已释放完毕, 因此近期云南复产速度放缓。内蒙古地区新投产产能也于 5 月开始正式投产。截至目前, 本周电解铝行业开工产能 4333.6 万吨, 较上周增加 10 万吨。
- **云南新增复产 10 万吨。**截至 2024 年 6 月 28 日, 2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨, 已复产 112.5 万吨, 待复产 48.5 万吨。

图表 42: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)

省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计
广西	广西田林百矿铝业有限公司	2	0	待定	2	2	2
贵州	安顺市铝业有限公司	13.5	0	2024 年三季度	13.5	13.5	13.5
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	4.5	0	待定	4.5		
四川	眉山市博眉启明星铝业有限公司	2.5	0	2024 年三季度	2.5	2.5	2.5
四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	0	24/8	12.5	12.5	12.5
四川	阿坝铝厂	2.5	0	2024 年三季度	2.5	2.5	2.5
云南	云铝集团	61	52	24/3	9	9	61

云南	云南神火铝业有限公司	36	36	24/3	0	0	36
云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	8	24/3	2	2	10
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	16.5	24/4	0	0	16.5
	总计	161	112.5		48.5	44	156.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

■ **无新增投产产能。**截至 2024 年 6 月 28 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 348 万吨，已投产 17 万吨。

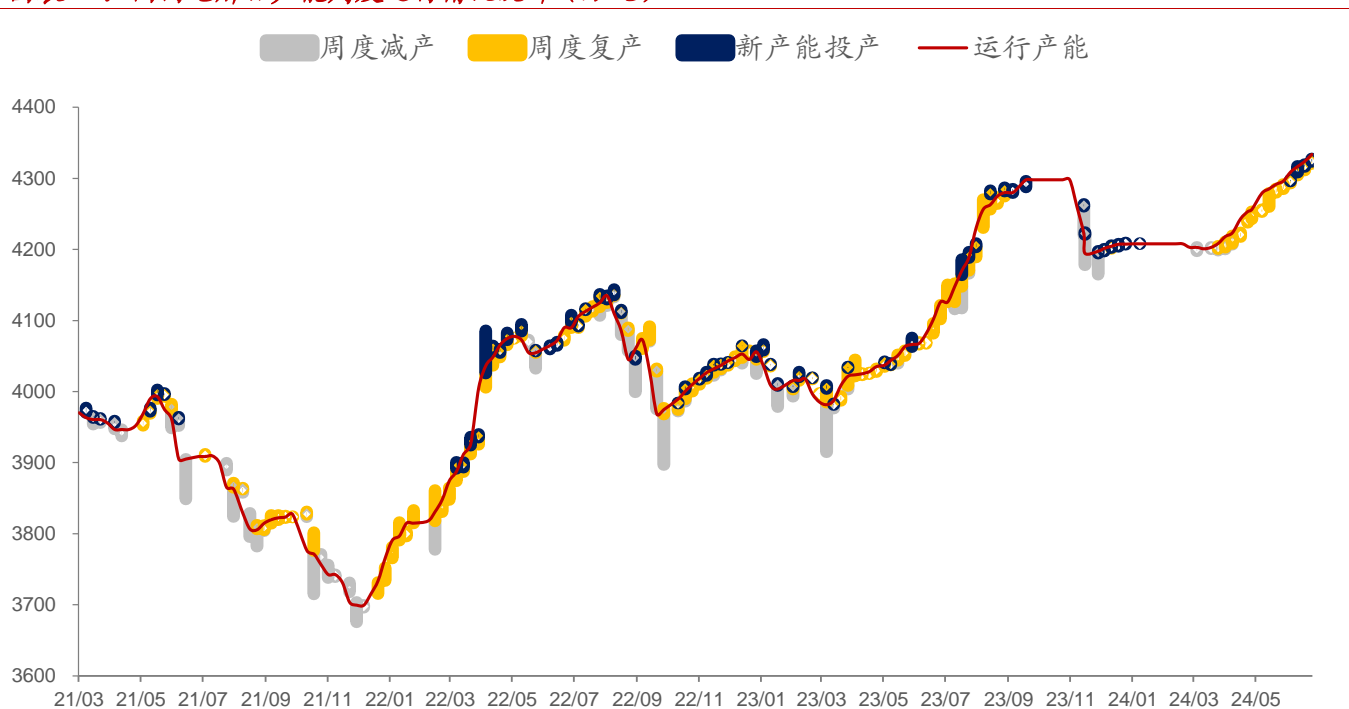
图表 43：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

省份	企业	新产能规模	已投产	始投产时间	待投产	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计
贵州	贵州省六盘水二元铝业有限责任公司	10	0	2024 年三季度	0	10	10
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35		2024 年末			
内蒙古	内蒙古华云新材料有限公司	42	17	2024/3	0	25	42
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	10		2024 年年末			
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	2024 年三季度	0	20	20
内蒙古	内蒙古东山铝业有限公司	50		2024 年 12 月	0		
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	2024 年二季度	0	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	93	0	待定	0		
	总计	348	17		0	108	125

资料来源：百川、中泰证券研究所

■ **电解铝运行产能增加。**截止 2024 年 6 月 28 日，国内电解铝运行产能达 4333.6 万吨。

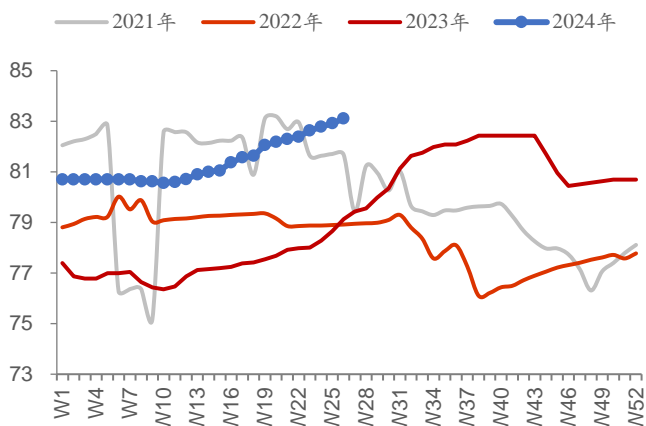
图表 44：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所

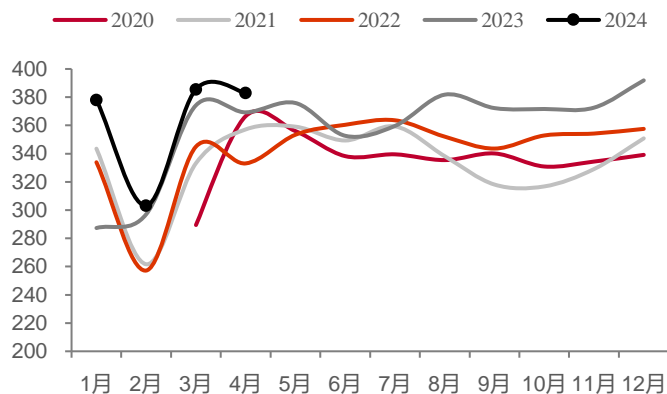
■ **供应量上升。**根据百川，本周电解铝产量 83.11 万吨，环比上升 0.23%。

图表 45: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

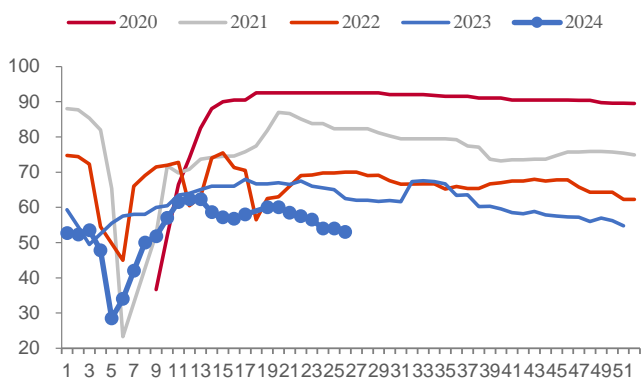
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

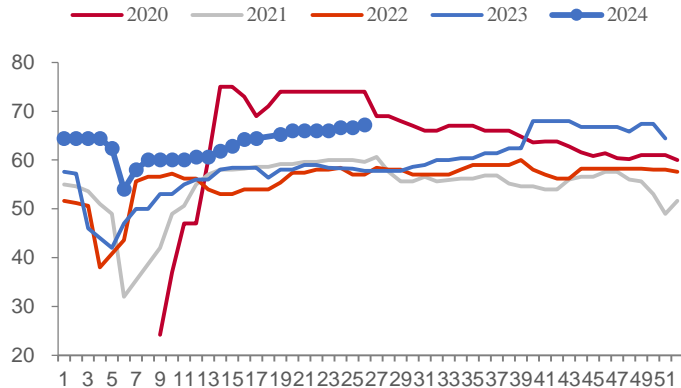
■ **铝加工板块开工率环比略有下降:**截止 2024 年 6 月 28 日, 铝加工企业平均开工率为 62.6%, 环比下降 0.7PCT。

图表 47: 铝型材开工率 (%)



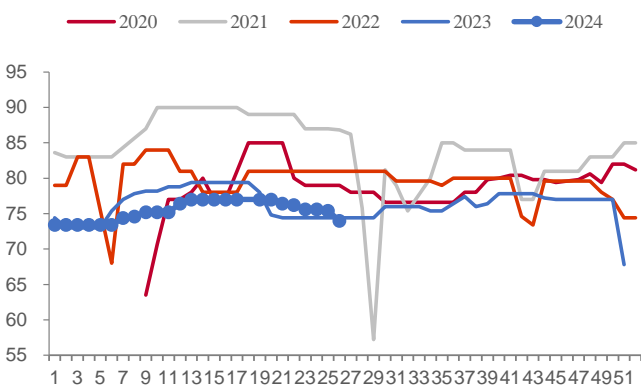
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 48: 铝线缆开工率 (%)



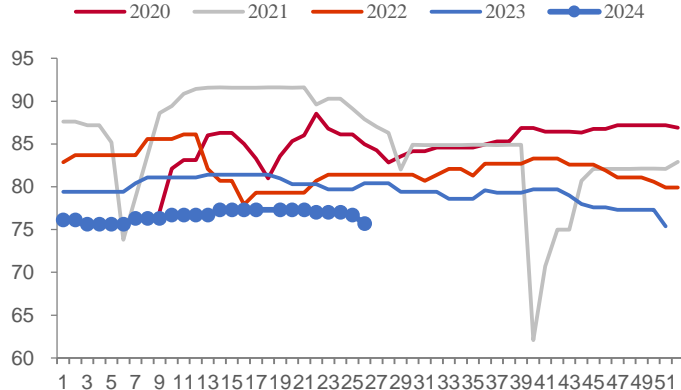
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 49: 铝板带开工率 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 50: 铝箔开工率 (%)

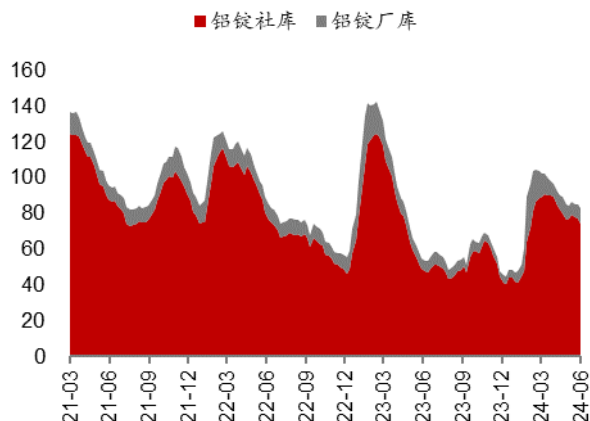


来源: 百川, 中泰证券研究所

■ **铝锭去库再遇阻:**2024 年 6 月 28 日, 根据钢联统计, 国内铝锭库存 85.7 万吨, 环比上升 2.9 万吨; 国内铝棒库存 30.3 万吨, 环比下降 2.61 万吨; 国内铝锭+铝棒库存 116 万吨, 环比下降 0.29 万吨。海外方面,

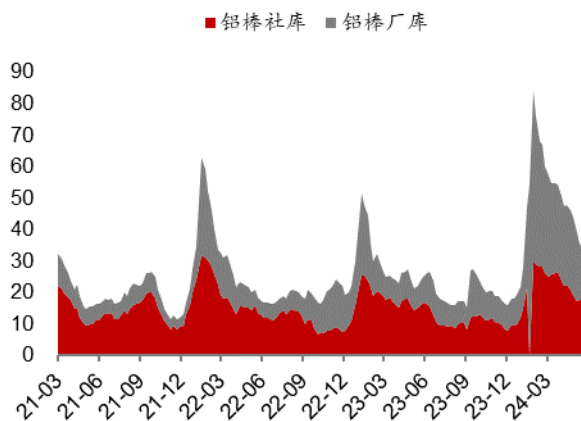
截至6月28日，LME 铝库存 102.69 万吨，环比下降 2.9 万吨。

图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨)



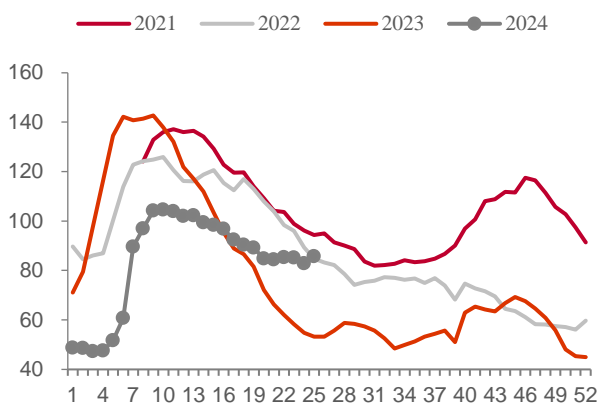
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨)



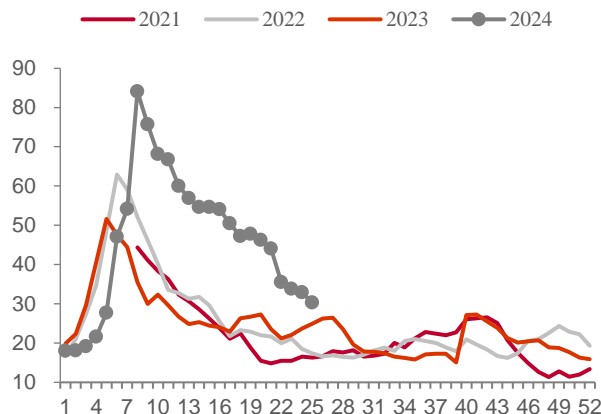
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)



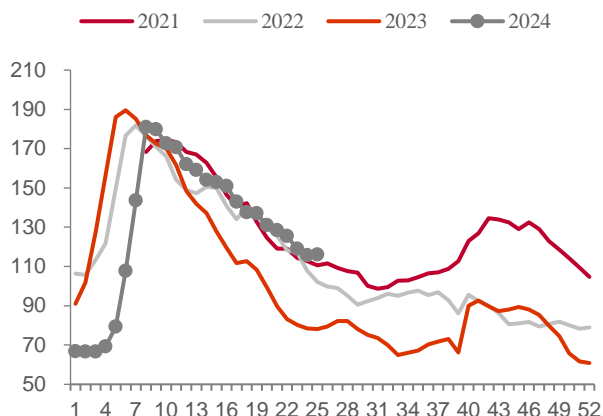
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



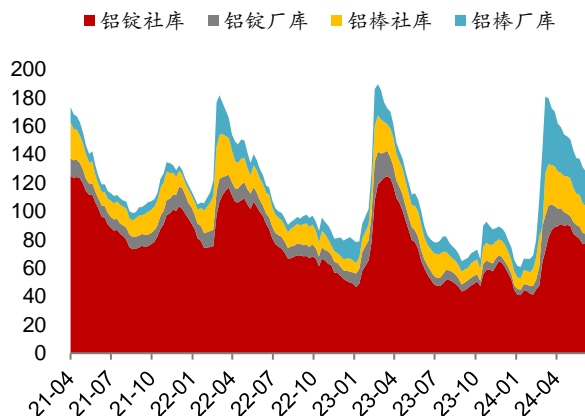
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 56: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)



来源：Wind，中泰证券研究所

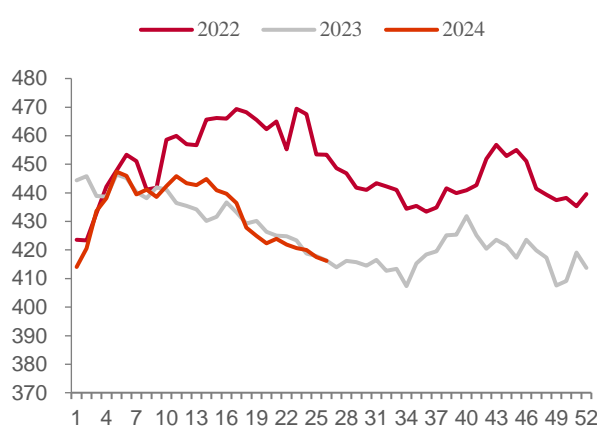
- **氧化铝紧平衡格局延续，现货价格偏强震荡：**2024年6月28日，根据钢联统计，氧化铝建成产能10210万吨，环比持平；运行产能8130万吨，环比下降2290万吨；库存从上周417.5万吨降低至416.2万吨。

图表 55: 氧化铝运行产能 (万吨)



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 56: 氧化铝库存 (万吨)



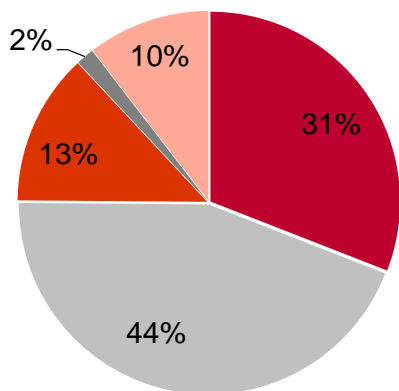
来源：钢联，中泰证券研究所

- **即时盈利压缩。**截至6月28日，氧化铝价格3904元/吨，与上周持平，氧化铝成本3027元/吨，环比下降0.07%，吨毛利877元/吨，环比上升0.23%。预焙阳极方面，周内均价4570元/吨，环比维持不变；考虑1个月原料库存影响，周内平均成本4722元/吨，周内平均吨毛利-152元/吨，环比上升6.37%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本4545元/吨，环比下降0.69%，周内平均吨毛利25元/吨。除新疆外100%自备火电的电解铝企业，即时成本17600元/吨，环比下降0.62%，长江现货铝价20170元/吨，环比下降0.93%，吨铝盈利1706元，环比下降3.02%。具体走势如下：

图表 58: 电解铝的完全成本构成

图表 59: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)

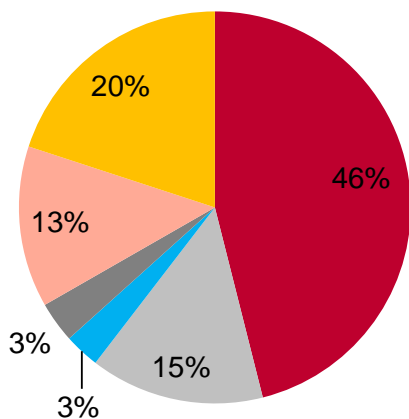
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 60：氧化铝生产成本构成

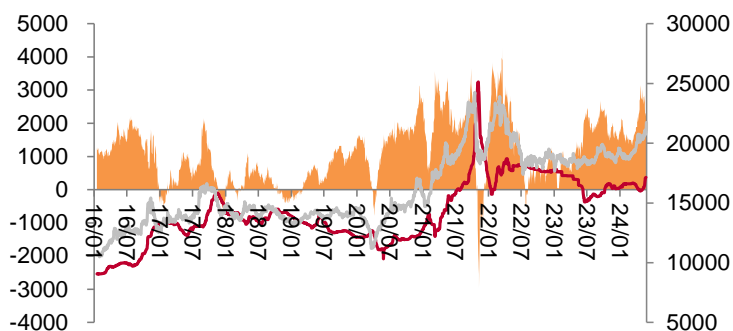
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 62：预焙阳极生产成本构成

■ 利润 ■ 完全成本 (右轴) ■ 长江现货价格 (右轴)



来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

注：测算对象为除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

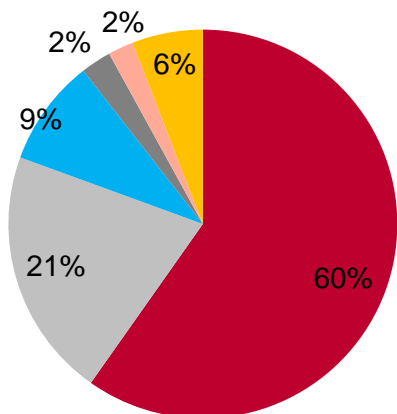
图表 61：氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



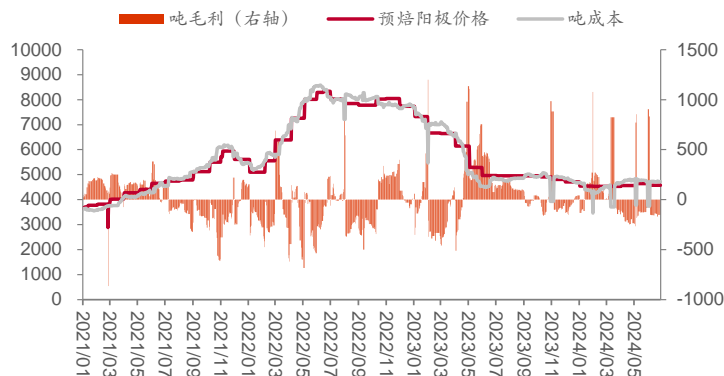
来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 63：预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)

■ 石油焦 ■ 煤沥青 ■ 焙烧费
■ 销售及运费 ■ 环保费 ■ 其他成本

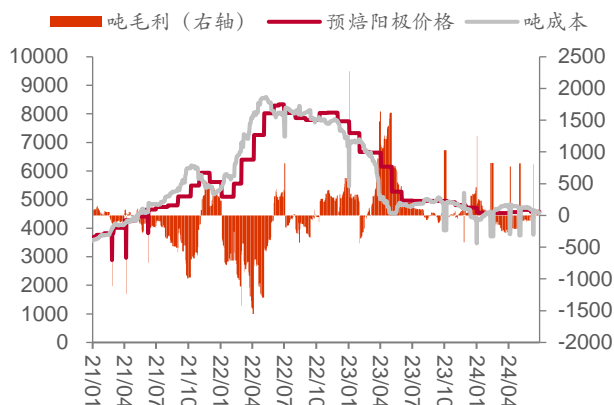


来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所
注: 考虑企业1个月原料库存影响

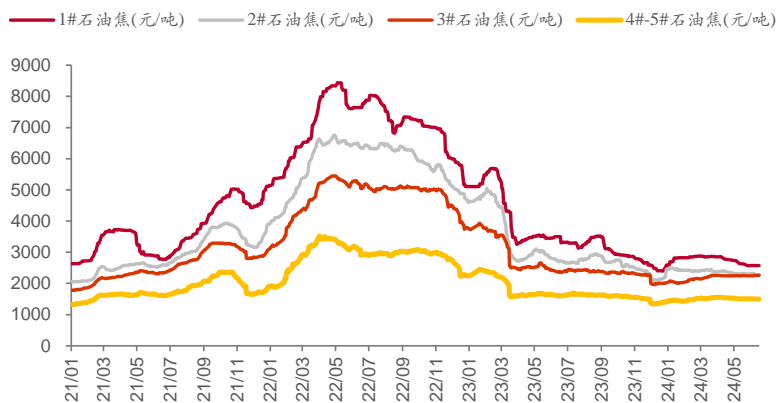
图表 64: 预焙阳极成本, 利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



来源: SMM, 中泰证券研究所
注: 不考虑企业原料库存影响, 采用原料现货价格

- **石油焦价格涨跌不一。**截止 6 月 28 日, 1#石油焦价格为 2574 元/吨, 周环比上升 0.1%, 同比下降 49.6%。2#石油焦价格 2285 元/吨, 周环比上升 0.7%, 同比下降 51.1%。3#石油焦价格为 2256 元/吨, 周环比下降 0.2%, 同比下降 40.4%。4#-5#石油焦价格为 1494 元/吨, 周环比下降 0.4%, 同比下降 33.4%。

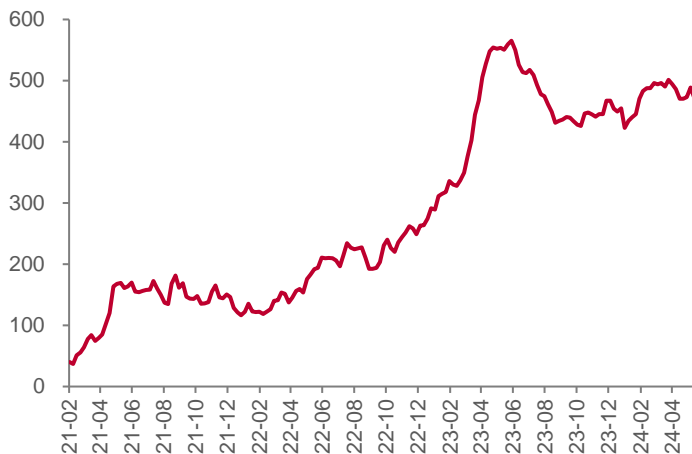
图表 65: 石油焦价格 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

- **石油焦库存回落。**截至6月28日,石油焦库存总量496.7万吨,环比下降0.6%,同比下降12.14%。

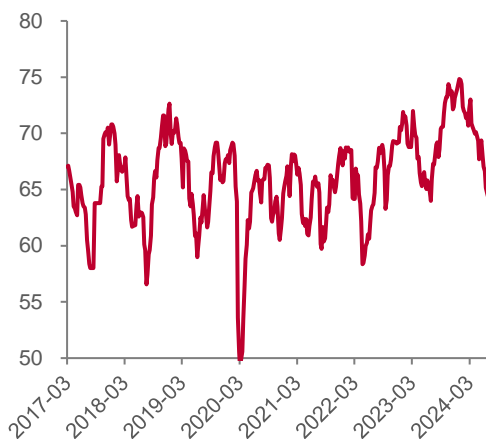
图表 66: 石油焦库存 (万吨)



来源: 钢联、中泰证券研究所

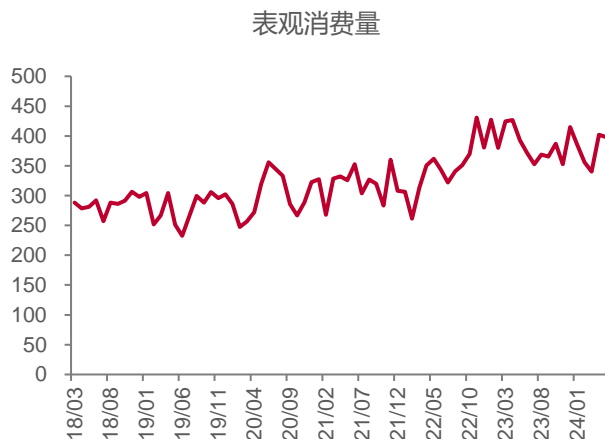
- **石油焦开工率上涨。**截止6月28日,国内石油焦开工率为66.25%,环比上升3pct。国内石油焦5月表观消费量398.24万吨,环比下降1%,同比上升1%。

图表 67: 国内石油焦产能利用率 (%)



来源: 钢联、中泰证券研究所

图表 68: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)

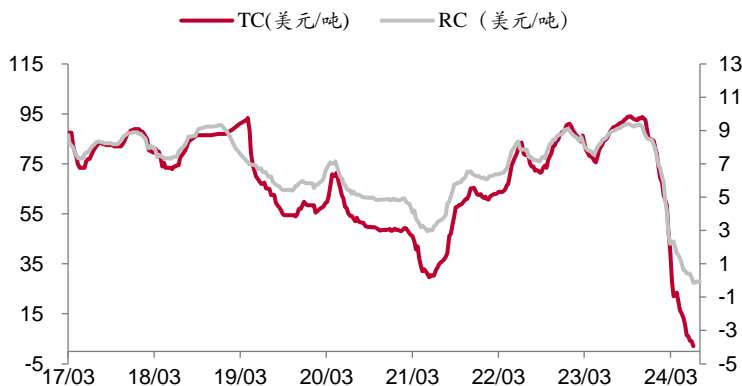


来源: 钢联、中泰证券研究所

4.2 铜: Antofagasta 年中谈判结果敲定, 铜精矿延续偏紧预期

- **铜精矿加工费回落。**6月28日SMM进口铜精矿指数(周)报-0.28美元/吨,较上一期的0.13美元/吨减少0.41美元/吨。

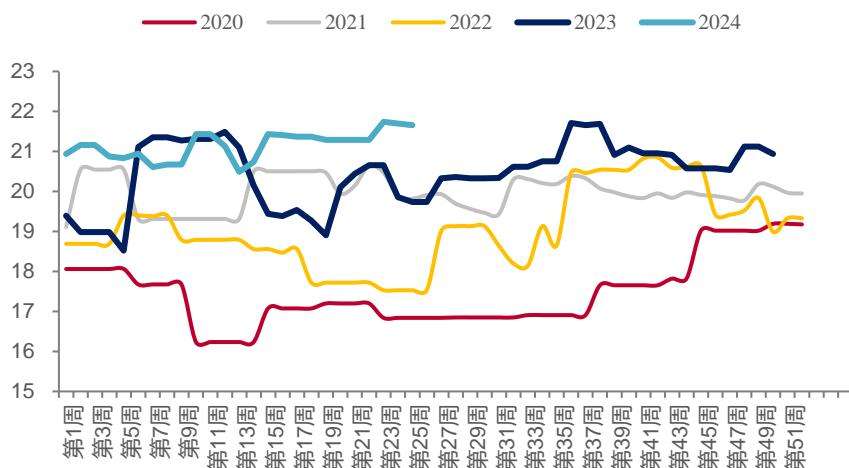
图表 69: 铜矿 TC/RC



来源: SMM, 中泰证券研究所

- **供给端, 百川统计本周国内电解铜产量 21.66 万吨, 环比保持持平。**

图表 70: 电解铜周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

- **行业装置动态: 截止 2024 年 6 月 28 日, 粗炼产能总量达 596 万吨, 环比保持不变; 精炼产能达 635 万吨。**

图表 71: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)

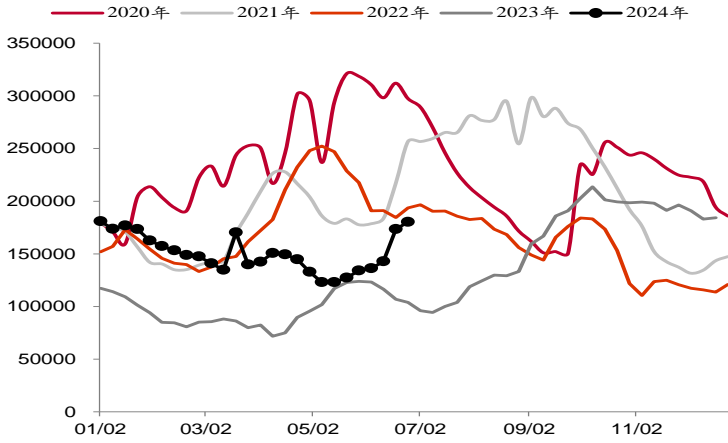
公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2024年1月	2024年2月	粗炼	18天
广西南国铜业有限责任公司(一期)	30	30	2023年11月	不详	粗炼	
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024年3月	2024年6月	粗炼	90天
青海铜业责任有限公司	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	30天
中原黄金冶炼厂	35	40	2024年3月20日	2024年4月25日	粗炼	35-40天
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024年3月底	2024年4月底	粗炼	30天
营口盛海化工有限公司	10	0	2024年4月	2024年5月	粗炼	25天
山东中金岭南铜业有限责任公司(三厂)	25	40	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
恒邦股份	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司(双闪)	48	40	2024年5月	2024年5月	粗炼	25-30天
阳谷建发铜业有限公司	40	50	2024年5月	2024年6月	粗炼	50-55天
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15(新线)	20(新线)	2024年5月下旬	2024年7月	粗炼	55天
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	2024年5月	2024年6月	粗炼	45天
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2024年5月底	2024年6月下旬	粗炼	20-25天
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2024年6月	2024年6月	粗炼	20天左右
包头华鼎铜业发展有限公司	20	3	2024年6月	2024年6月	粗炼	25天
楚雄滇中有色金属有限责任公司	15	0	2024年7月上旬	2024年8月	粗炼	25天左右
赤峰云铜有色金属有限公司	40	40	2024年8月	2024年9月	粗炼	轮休
飞尚铜业有限公司	10	0	2024年9月	2024年9月	粗炼	5-10天
江铜国兴(烟台)铜业有限公司	24	24	2024年9月	2024年10月	粗炼	45天
豫光金铅	10	15	2024年10月	2024年10月	粗炼	20天
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15(老线)	15(老线)	2024年10月底	2024年11月	粗炼	35天
中条山有色金属集团有限公司(垣曲)	13	13	2024年10月	2024年11月	粗炼	30天
江西铜业(本部)	55	100	2024年10月底	2024年11月	粗炼	35天
紫金铜业有限公司	25	40	2024年11月	2024年11月	粗炼	15天
恒邦股份	10	10	2024年10月	2024年11月	粗炼	30天
中铜东南铜业有限公司	40	40	2024年12月	2025年1月	粗炼	45天
昆鹏铜业有限责任公司	10	0	2024年12月	2025年1月中	粗炼	30天

资料来源: SMM、中泰证券研究所

- **国内外双累库:** 国内社会库存方面, 截至6月28日, 国内社会库存49.43万吨, 环比上升0.13万吨。海外库存(期货)方面, 截止6月28日, LME+COMEX铜库存量18.01万吨, 环比增长0.67万吨。

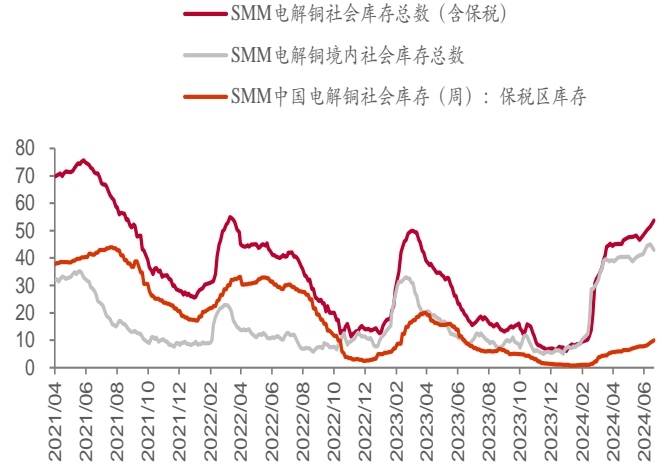
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)

图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)



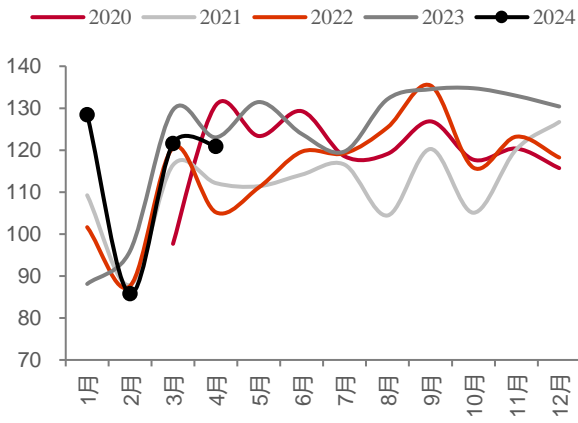
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 75：电解铜月度表观消费变动（万吨）

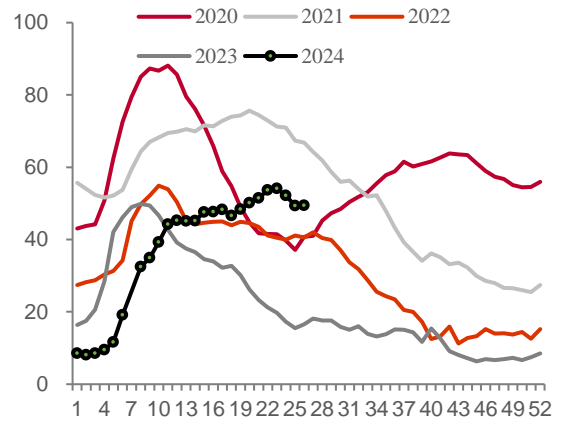


来源：SMM，中泰证券研究所

图表 74：电解铜社会库存变动（万吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

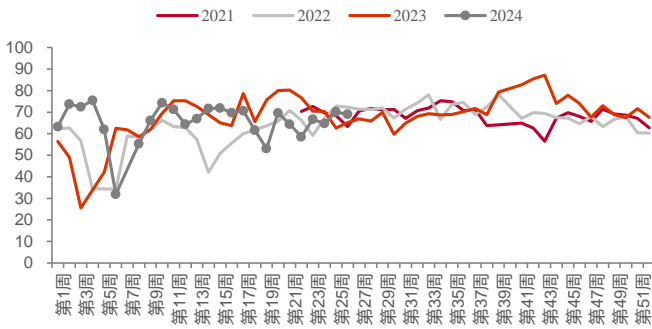


来源：SMM，中泰证券研究所

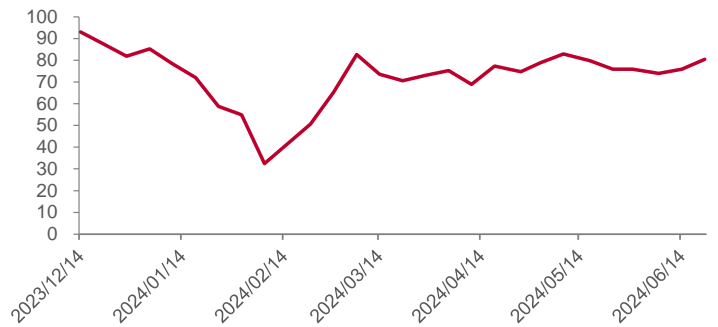
■ **下游保守采购。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率逐渐回暖，录得 69.02%，环比回落 1.61 个百分点。铜线缆企业开工率为 82.84%，环比增长 2.43 个百分点。受下游需求较差影响，本周实际成交未见大幅好转。

图表 75：铜精铜制杆企业周度开工率（%）

图表 76：电线电缆开工率（%）



来源：SMM，中泰证券研究所

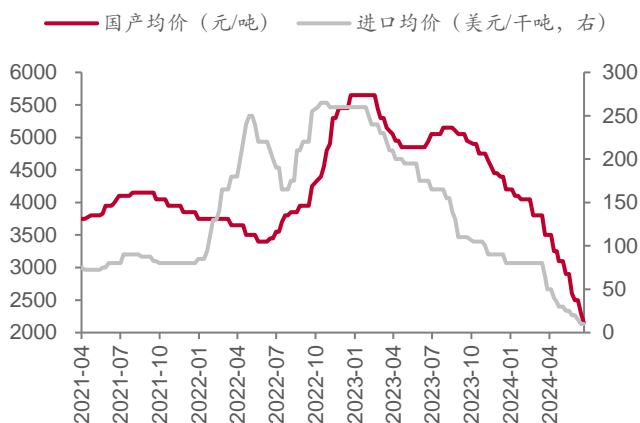


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 锌：冶炼厂减产预期升温，内外盘重心拉升

- 本周加工费延续下调走势。近期国内南方地区连降大雨，部分矿山因此暂时停产，叠加存在矿山计划常规检修，影响6月、7月国内矿产出，矿紧缺局面或加剧。进口矿看，近期远期报价持续低位，或表明市场对远期矿局面仍不乐观，多方因素影响下，锌精矿加工费继续下调。

图表 77：国产及进口锌精矿加工费对比



来源：SMM，中泰证券研究所

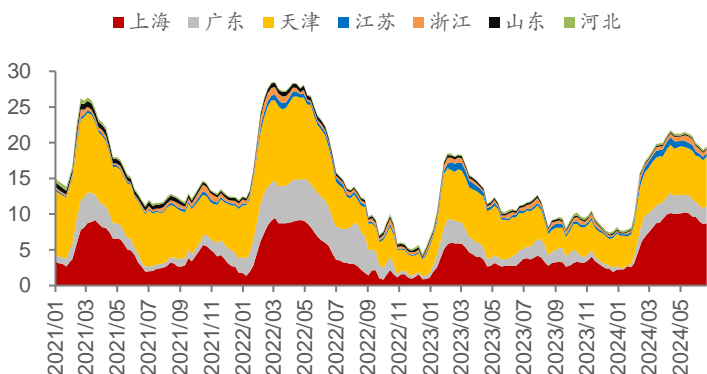
图表 78：国产锌精矿分地区加工费

	2024/06/14	2024/06/21	2024/06/28	单位
国产（周）	2500	2300	2150	元/金属吨
进口（周）	15.0	10.0	10.0	美元/千吨
内蒙古	2600	2600	2300	元/金属吨
云南	2500	2300	2200	元/金属吨
湖南	2600	2400	2300	元/金属吨
广西	2600	2400	2300	元/金属吨
陕西	2350	2150	2000	元/金属吨
四川	2500	2300	2200	元/金属吨
甘肃	2450	2250	2100	元/金属吨

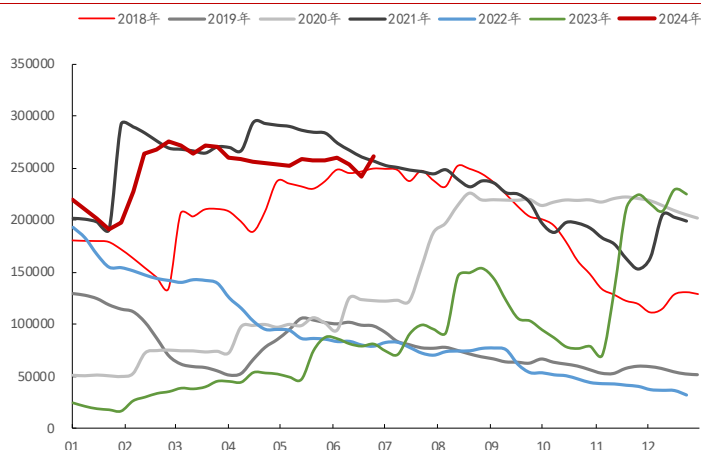
来源：SMM，中泰证券研究所

- 本周沪伦比值于8.3附近震荡，锌锭进口窗口关闭。国内方面，本周国内利好政策再出，宏观提振市场信心，叠加国内冶炼厂检修预期，沪锌低位回升；海外方面，本周海外宏观指引不多，但受国内宏观改善提振，以及LME锌连续去库支撑，伦锌同样上涨，内外锌价共振上行，预计沪伦比值延续震荡走势。
- 库存变化：据SMM调研，截至本周四（6月27日），SMM七地锌锭库存总量为19.46万吨，较6月20日增加0.43万吨，较6月24日增加0.08万吨，国内库存录增。上海和广东地区库存小幅增加，周内上海、广东地区仓库正常到货，盘面偏强震荡运行，下游刚需采买提货，整体库存小幅录增；天津地区库存小幅下降，周内天津地区正常到货，然下游前期点价本周提货，库存小幅降低。整体来看，原三地库存增加0.04万吨，七地库存增加0.08万吨。LME方面，本周伦锌库存有所回升，截至6月28日，伦锌库存量262,075吨，较上周增加19,550吨。

图表 79：国内锌七地库存（万吨）

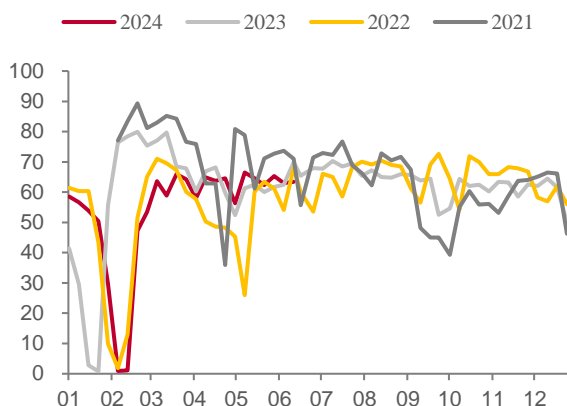


图表 80：LME 锌库存变动趋势（吨）



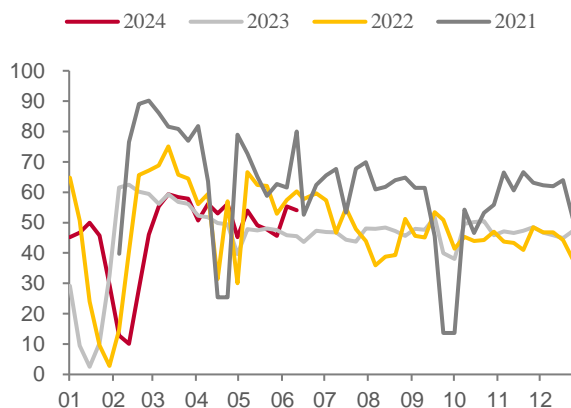
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 81：镀锌开工率 (%)



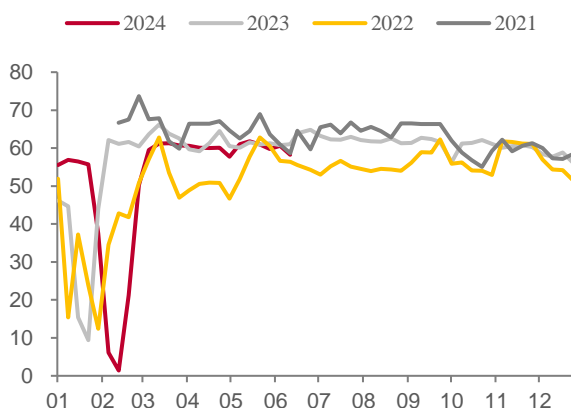
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 83：压铸锌开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所

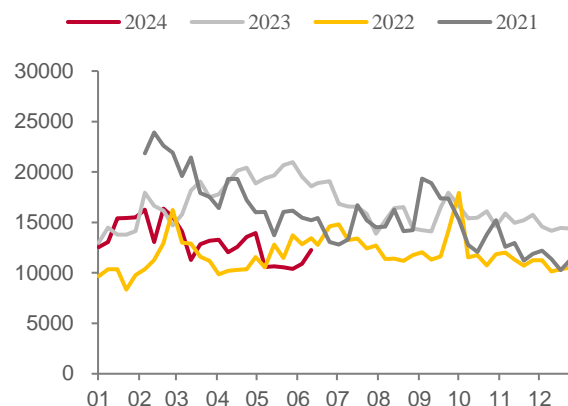
图表 85：氧化锌开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所

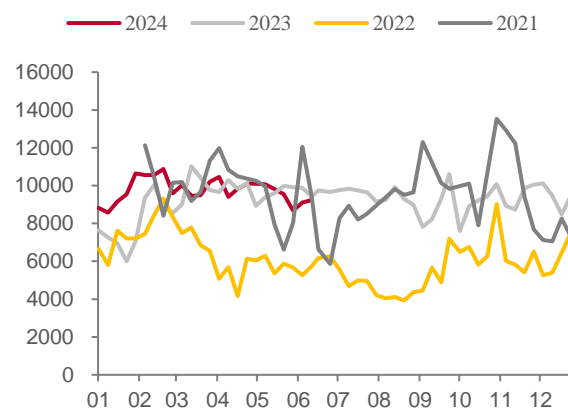
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 82：镀锌原料库存 (吨)



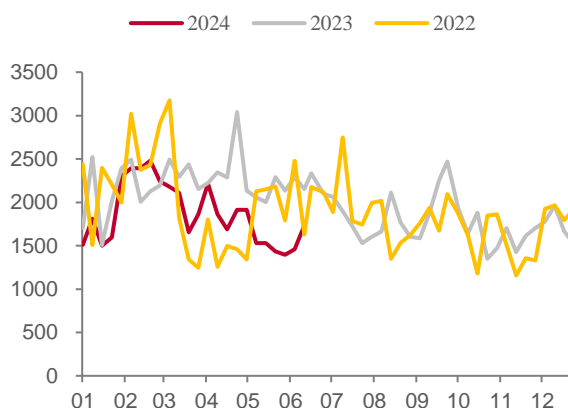
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 84：压铸锌原料库存 (吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 86：氧化锌原料库存 (吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

4.4 钢铁：淡季弱需求效应持续，钢价承压

- **钢价小幅下降:** Myspic 综合钢价指数环比上周下降 1.14%，其中长材下降 1.21%，板材下降 1.04%。上海螺纹钢 3480 元/吨，较上周下降 1.42%。上海热轧卷板 3720 元/吨，较上周下降 0.80%。

图表 87: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)

品种	本周	上周	变化幅度	上月	变化幅度	去年	变化幅度
Myspic综合钢价指数	135.67	137.23	-1.14%	142.33	-4.68%	142.9	-5.06%
MySpic指数:长材	151.62	153.48	-1.21%	160.39	-5.47%	159.18	-4.75%
MySpic指数:扁平	120.42	121.69	-1.04%	125.06	-3.71%	127.33	-5.43%
上海螺纹钢	3480	3530	-1.42%	3730	-6.70%	3760	-7.45%
期货收盘价(活跃合约)	3544	3563	-0.53%	3745	-5.37%	3731	-5.01%
基差	-64	-33	▲ -31	-15	▲ -49	29	▲ -93
广州-沈阳价差	-110	-150	▲ 40	-80	▲ -30	50	▲ -160
上海-沈阳价差	-260	-240	▲ -20	-180	▲ -80	-20	▲ -240
上海热轧卷板	3720	3750	-0.80%	3850	-3.38%	3870	-3.88%
基差	-25	-3	▲ -22	-20	▲ -5	45	▲ -70
不锈钢(201/2B卷板:2.0mm)	8650	8850	-2.26%	9000	-3.89%	9150	-5.46%
取向硅钢(30Q120)	12400	12400	0.00%	12200	1.64%	18400	-32.61%
无取向硅钢(50WW600)	5400	5400	0.00%	5300	1.89%	5500	-1.82%

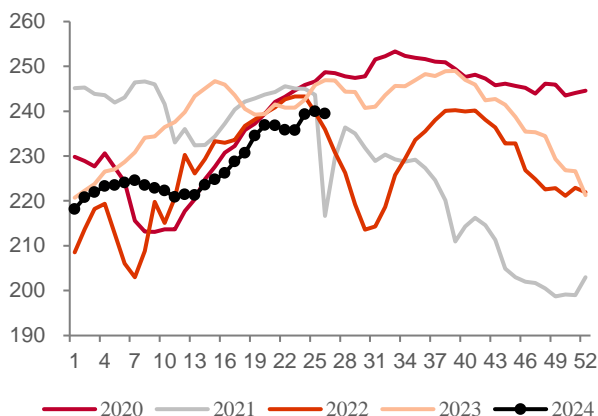
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **供应下降:** 本周五大钢材品种供应 910.72 万吨, 周环比上升 19.23 万吨。
- **库存波动:** 本周五大钢材总库存(社库+厂库) 1772.96 万吨, 周环比升 13.18 万吨, 升幅 0.01%。

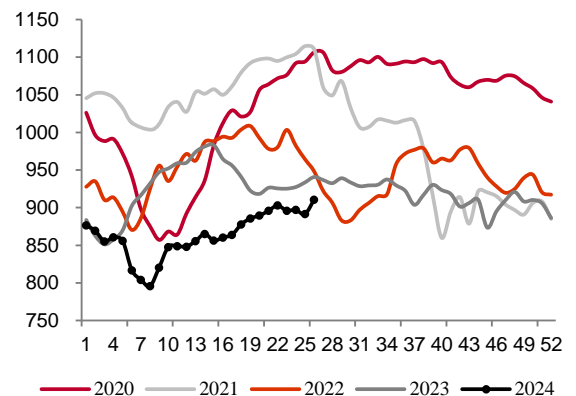
图表 88: 本周库存波动对比 (万吨)

万吨	本周产量 2024/6/28	环比上周 2024/6/21	本周社库 2024/6/28	环比上周 2024/6/21	本周厂库 2024/6/28	环比上周 2024/6/21
螺纹	244.76	14.23	578.24	5.15	206.38	3.81
线材	99.93	5.31	83.57	0.08	82.66	6.48
热轧	321.85	1.13	322.80	-2.17	90.00	1.16
冷轧	86.20	0.07	144.93	-2.47	41.02	1.35
中厚	157.98	-1.51	142.22	1.41	81.14	-1.62
合计	910.72	19.23	1271.76	2.00	501.20	11.18

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

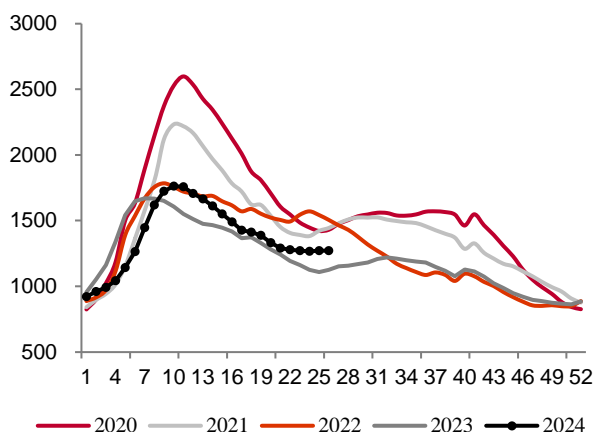
图表 89: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 90: 五大品种周度产量合计 (万吨)


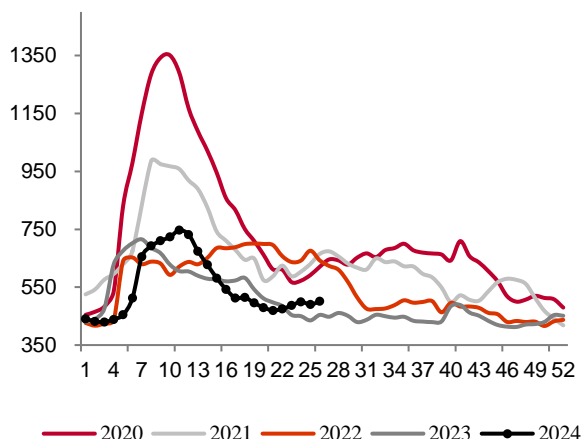
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 91: 历年五大品种社库波动 (万吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

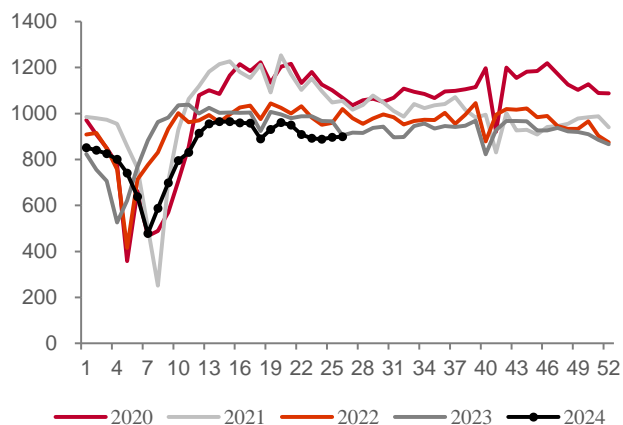
图表 92: 历年五大品种厂库波动 (万吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

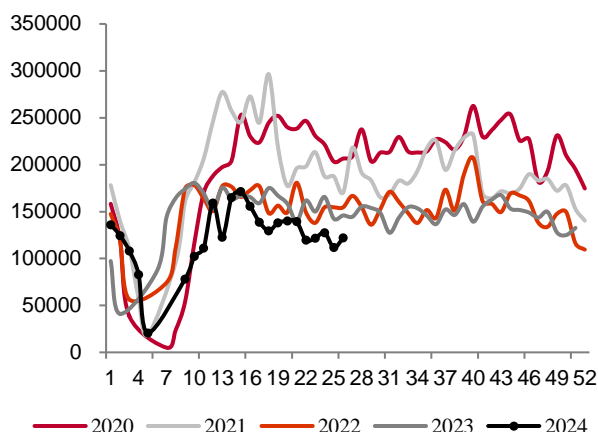
- **淡季弱需求效应明显:** 本周五大品种周消费量为 898.3 万吨, 增 0.19%; 其中建材消费环比低 0.89%, 板材消费环比升 0.82%。建材成交量 12.20 万吨, 环比上升 9.04%。

图表 93: 五大品种总表观消费量 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 94: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

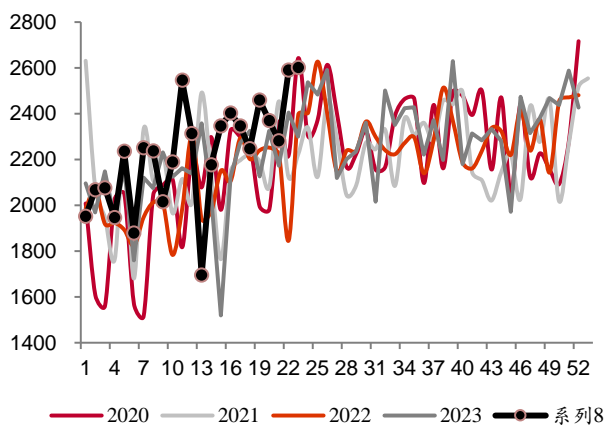
- **矿价震荡:** 本周 Platts62%95.75 美元/吨, 周环比下降 2.5 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2602.2 万吨, 环比增加 0.46%, 其中中国到港量 1065.8 万吨, 环比下降 9.56%。最新钢厂进口矿库存天数 20 天, 环比增加 1 天。天津准一冶金焦 2040 元/吨, 环比上升 50 元/吨。废钢 2410 元/吨, 环比增加 20 元/吨。

图表 95: 钢铁主要生产要素价格一览

品种	单位	本周价格	上周价格	周变化	上月价格	月变化	去年价格	年变化	
铁矿石	Platts62%	美元/吨	95.75	93.25	2.5	93.1	2.65	74.75	21
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	681	675	6	663	18	554	127
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	665	665	0	725	-60	730	-65
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-585.25	-581.75	-3.5	-569.9	-15.35	-479.25	-106
	卡粉-超特	元/湿吨	-569.25	-571.75	2.5	-631.9	62.65	-655.25	86
	PB粉-超特	元/湿吨	16	10	6	-62	78	-176	192
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	24.5	18.64	5.86	18.59	5.91	16.6	7.9
	西澳-青岛	美元/吨	11.04	7.39	3.65	7.84	3.2	5.9	5.14
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	2040	1990	50	2040	0	1940	100
	京唐港主焦煤	元/吨	2150	1590	560	1530	620	1860	290
	张家港废钢	元/吨	2410	2390	20	2390	20	2430	-20
	唐山方坯Q235	元/吨	3300	3330	-30	3340	-40	3380	-80

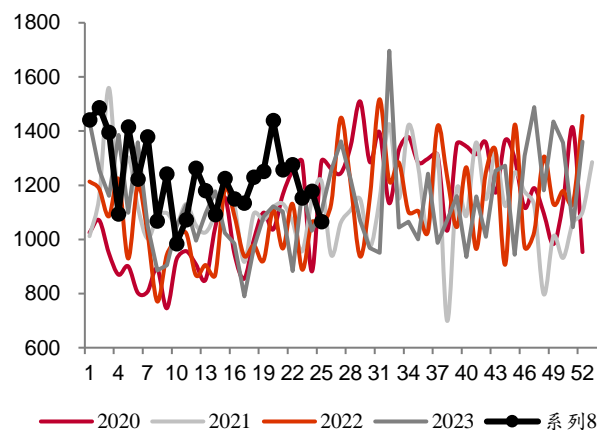
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 96: 澳洲巴西铁矿石发货量(万吨)



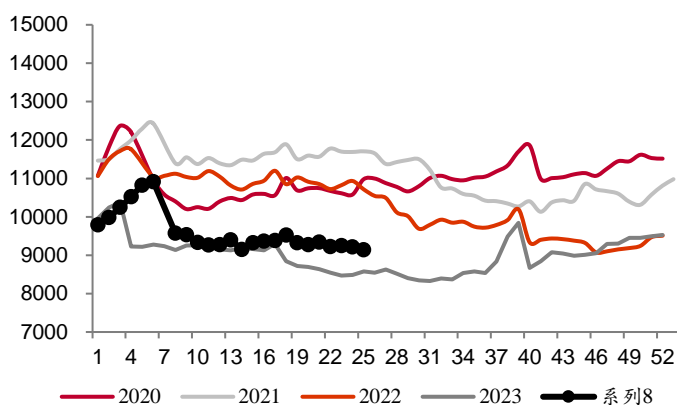
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 97: 中国铁矿石到港量(万吨)



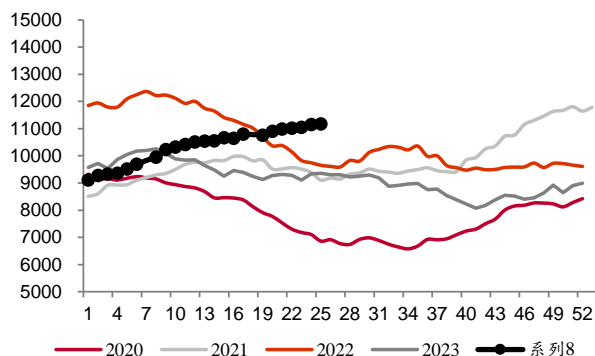
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 98: 进口矿港口库存(万吨)



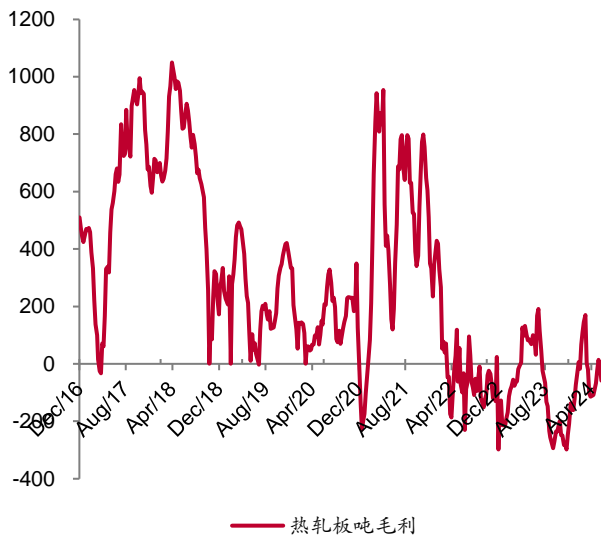
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 99: 进口矿钢厂库存(万吨)

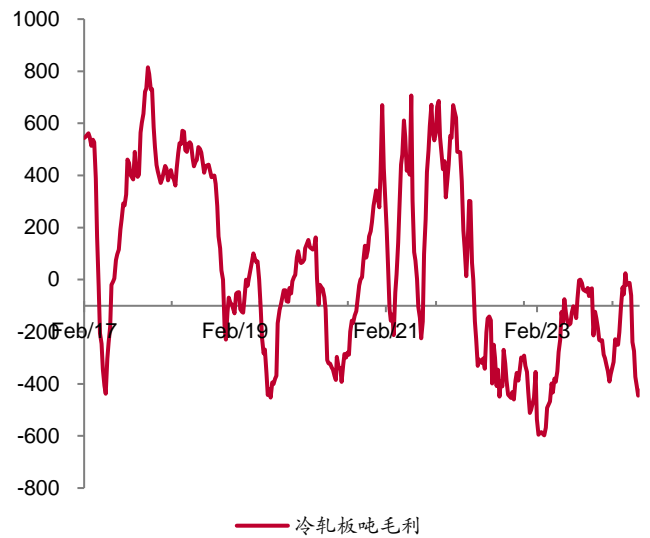


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 吨钢盈利持续下跌:** 热轧卷板(3mm)毛利-58元/吨, 毛利率下降1.76pct; 冷轧板(1.0mm)毛利-431元/吨, 毛利率降-11.84pct; 螺纹钢(20mm)毛利-108元/吨, 毛利率降低-3.52pct; 中厚板(20mm)毛利-261元/吨, 毛利率降-8.02pct.

图表 100: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)


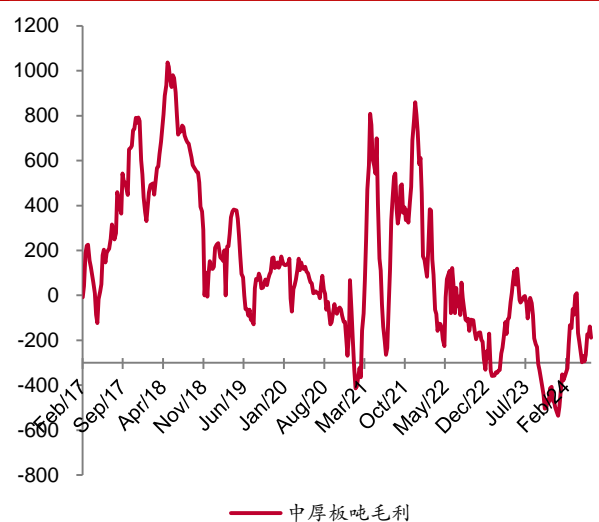
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 100: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 101: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 102: 中厚板毛利变化 (元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

5.投资建议: 维持“增持”评级

- **贵金属:** 本周美联储鹰派言论打压市场降息预期, 但通胀等经济数据回落支撑贵金属价格高位, 中长期看, 美国远端国债实际收益率处于2%左右历史高位, 高利率下美国经济上行风险较低, 而全球信用格局重塑下, 贵金属价格将上涨至新高度。
- **大宗金属:** 本周淡季效应延续, 下游新增订单仍偏弱, 社会库存去化有所反复, 整体社库略有抬升, 但长期紧平衡格局下, 预计价格进一步调整空间有限。中期看全球制造业复苏周期仍将持续, 在供给瓶颈下, 基本金属终将迎来新一轮景气周期, 尤其是铜铝更是如此, 我们坚定看好2024年大宗板块的投资表现。

6.风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 黄金价格波动风险
- 产业政策不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。