

行业评级：增持（维持）

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

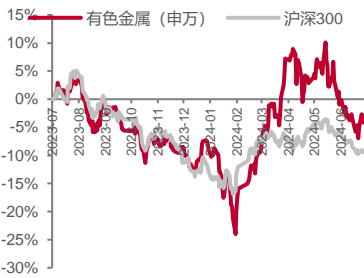
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	27,367.51
行业流通市值(亿元)	23,998.30

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(7.5) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,397.70	-2.48%
SHFE黄金 元/克	559.66	1.48%
COMEX白银 美元/盎司	31.69	7.20%
SHFE白银 元/千克	8,086	4.13%
LME铜 美元/吨	9,970	4.01%
SHFE铜 元/吨	80,370	2.55%
LME铝 美元/吨	2,540	0.87%
SHFE铝 元/吨	20,300	-0.10%
LME铅 美元/吨	2,242	0.90%
SHFE铅 元/吨	19,660	1.13%
LME锌 美元/吨	3,000	2.01%
SHFE锌 元/吨	24,655	-0.04%
LME锡 美元/吨	33,950	3.44%
SHFE锡 元/吨	275,340	0.36%
LME镍 美元/吨	17,330	0.81%
SHFE镍 元/吨	138,090	1.93%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：美国经济数据整体回落、降息预期升温**

■ **投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周美国经济数据整体回落，降息预期再度升温，支撑贵金属价格走高，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，但长期紧平衡格局下，金融属性的恢复推动整体板块价格回升。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：大宗价格整体上涨**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 4.0%、0.9%、0.9%、2.0%、3.4%、0.8%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为 2.6%、-0.1%、1.1%、0.0%、0.4%、1.9%；2) COMEX 黄金收于 2397.70 美元/盎司，环比上涨 2.48%，SHFE 黄金收于 559.66 元/克，环比上涨 1.48%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于 4,410.68 点，环比上涨 2.61%，跑赢上证综指 3.20 个百分点，贵金属、工业金属、小金属、能源金属、金属新材料的涨跌幅分别为 7.86%、3.36%、1.02%、-0.63%、-2.69%。

■ **宏观“三因素”总结：全球复苏趋势仍保持，美国降息预期升温**。具体来看：

1) **国内复苏动能仍待进一步提升**：本周 6 月官方制造业 PMI 为 49.5(前值 49.5，预期 49.55)，非制造业 PMI 为 50.5(前值 51.1)；6 月非官方 PMI 为 51.8(前值 51.7)。

2) **美国经济数据整体降温**：美国 6 月 ISM 制造业 PMI 48.5(前值 48.7)，非制造业 PMI 48.8(前值 53.8)；5 月耐用品新增订单环比 0.07%(前值 0.23%，预期 0.30%)；6 月失业率 4.1%(前值 4.0%)；6 月新增非农就业人数 20.6 万人(前值 21.8 万人)。

3) **欧元区 6 月制造业 PMI 回落**：欧元区 6 月制造业 PMI 为 45.8 (前值 47.3，预期 45.6)，服务业 PMI 为 52.8 (前值 53.2，预期 52.6)；5 月欧元区失业率季调为 6.4% (前值 6.4%)，5 月欧盟失业率季调为 6.0% (前值 6.0%)；5 月欧元区 PPI 同比为 -4.2% (前值 -5.7%)，环比为 -0.2% (前值 -1.0%，预期 -0.1%)。

4) **6 月全球制造业位于荣枯线以上**：6 月全球制造业 PMI 为 50.9，环比回落 0.1，处于荣枯线以上。

■ **贵金属：美国经济数据整体降温，金价回升**

周内，十年期美债实际收益率 2.00%，环比-0.08pcts，实际收益率模型计算的残差 1578.7 美元/盎司，环比+36.3 美元/盎司；美国 6 月制造业与非制造业 PMI 有所回落，数据不佳强化市场对今年降息押注，贵金属价格有所回升。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：金融属性带动下，基本金属价格回升**

周内，国内淡季效应延续，下游新增订单仍偏弱，社会库存去化反复，但紧平衡格局叠加金融属性带动，基本金属价格回升。

1、对于电解铝，复产接近尾声，淡季效应仍延续

供应方面，云南地区继续释放复产产能，目前复产已经接近尾声，预计下周云南待复产产能将全部释放完毕。截至目前，本周电解铝行业开工产能 4337.6 万吨，较上周增加 4 万吨。**需求方面**，铝型材行业淡季氛围浓厚，多数企业普遍存在开工率下滑与新增订单乏力的情况。**库存方面**，由于铝水比例有所调整，铸锭量增加，库存呈现出铝锭累库铝棒去库的状态，国内铝锭库存 87.7 万吨，环比上升 2 万吨，国内铝棒库存 27.69 万吨，环比下降 2.61 万吨，国内铝锭+铝棒库存

115.39 万吨，环比下降 0.61 万吨。成本方面，本周国内电解铝成本小幅下降，主因 7 月份铝厂采购预焙阳极价格普遍下调 100 元/吨，目前电解铝 90 分位成本 18360 元/吨，环比下降 75 元/吨。

- 1) 氧化铝价格 3904 元/吨，与上周持平，氧化铝成本 3050 元/吨，环比上升 0.78%，吨毛利 854 元/吨，环比下降 2.68%。
- 2) 预焙阳极方面，周内均价 4470 元/吨，环比下降 2.19%；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4655 元/吨，周内平均吨毛利-185 元/吨，环比上升 17.39%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4489 元/吨，环比下降 0.73%，周内平均吨毛利-19 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17486 元/吨，环比下降 0.66%，长江现货铝价 20240 元/吨，环比上升 0.35%，吨铝盈利 1828 元，环比上升 7.13%。

总结来看，国内电解铝运行产能缓慢上升，云南、四川及贵州等地区仍有部分产能待复产。然而，下游铝加工及终端需求进入淡季，短期内无明显增量预期，铝市场基本面缺乏驱动因素，但整体上升息预期升温带动铝价小幅反弹。

2、对于电解铜，供需双弱，金融属性支撑价格

供给方面，6 月 28 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 1.13 美元/吨，较上一期的-0.28 美元/吨增加 1.41 美元/吨。20%品位内贸矿计价系数为 91%-93%。需求方面，目前终端需求无明显复苏，下游仍维持观望心态，虽周尾铜价冲高重回 80000 元/吨，但下游并未受太大影响，维持当前提货节奏。库存方面，截至 7 月 5 日，国内社会库存 50.69 万吨，环比上升 1.26 万吨。海外库存（期货）方面，截止 7 月 5 日，LME+COMEX 铜库存量 18.63 万吨，环比增长 0.67 万吨。

总结来看，本周海外情绪回暖，美联储青睐的通胀指标符合预期，鼓舞了市场人气，降息预期增强，美元高位回落，降息预期提振铜价走高。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，供应收缩、需求恢复，内外盘重心拉升。

周内，美国经济数据显示降温，而国内利好政策释放预期下，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 10.32 万吨，环比-4.35%；需求方面，镀锌订单走货量有所回升，叠加南方雨季影响转弱，整体开工率有所回升，但消费淡季下整体偏弱。库存方面，七地锌锭库存 19.83 万吨，较上周累库 0.37 万吨。

4、对于钢铁，政策预期博弈淡季需求 国内钢市或将先跌后涨。

近期黑色系期货震荡加剧，盘面多空走势来回切换，市场情绪趋于观望。随着铁水产量有所下降，原料成本支撑作用转弱，当前基本面整体矛盾尚明显激化，不过钢材总库存有所累增，钢材基本面整体矛盾有累积之势，但尚不凸显。掣肘钢价上涨最大的阻力仍是下游需求，截至 7 月 2 日，工地资金到位率为 61.08%，周环比下降 1.52 个百分点，且七月第一周整体发债规模环比减少，资金面表现较差，另外国内淡季效应明显，高温多雨天气下工地施工减少，下游需求释放乏力。不过国内重大会议临近，市场预期尚存下盘面仍有一定做多空间，但市场实际成交较难有持续性改善。综上，预计短期内钢价或将先抑后扬、再震荡调整运行。

- **风险提示：**宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、金属价格波动风险、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

内容目录

1.行情回顾.....	- 8 -
1.1 股市行情回顾：美股整体回升、A股整体回落.....	- 8 -
1.2 贵金属：美国经济数据降温，金价回升.....	- 9 -
1.3 大宗金属：金融属性恢复，基本金属价格回升.....	- 9 -
2.宏观“三因素”运行跟踪：复苏周期仍在延续.....	- 10 -
2.1 中国因素：经济复苏动能有待进一步提升.....	- 10 -
2.2 美国因素：降息预期升温.....	- 11 -
2.3 欧洲因素：欧元区6月制造业PMI回落但高于预期.....	- 13 -
2.4 全球因素：6月全球制造业PMI回落.....	- 13 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 14 -
3.1 美联储放鹰，但通胀加速回落，贵金属价格维持高位.....	- 14 -
3.2 黄金ETF持仓环比减少，COMEX非商业多头结构延续.....	- 16 -
3.3 金银比延续修复趋势.....	- 17 -
4.大宗金属：供需紧平衡格局难以改变.....	- 19 -
4.1 铝：降息预期升温带动铝价小幅反弹.....	- 19 -
4.2 铜：供需双弱，金融属性支撑价格.....	- 27 -
4.3 锌：供应收缩、需求恢复，内外盘重心拉升.....	- 30 -
4.4 钢铁：政策预期博弈淡季需求国内钢市或将先跌后涨.....	- 32 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 35 -
6.风险提示.....	- 36 -

图表目录

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 8 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 8 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 9 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 9 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 9 -
图表 8: 国内官方制造业与非制造业 PMI.....	- 10 -
图表 9: 国内制造业 PMI 分项.....	- 10 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆).....	- 10 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米).....	- 10 -
图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%).....	- 11 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%).....	- 11 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 11 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%).....	- 11 -
图表 16: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI.....	- 12 -
图表 17: 美国 ISM 制造业 PMI 分项.....	- 12 -
图表 18: 美国失业率季调 (%).....	- 12 -
图表 19: 美国新增非农就业人数.....	- 12 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 12 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 12 -
图表 22: 欧元区制造业与服务业 PMI.....	- 13 -
图表 23: 欧元区失业率季调 (%).....	- 13 -
图表 24: 全球制造业与服务业 PMI.....	- 13 -
图表 25: 全球制造业 PMI 分项.....	- 13 -
图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI.....	- 14 -
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).....	- 14 -
图表 28: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%).....	- 15 -
图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%).....	- 15 -
图表 30: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 15 -
图表 31: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 15 -
图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨).....	- 16 -
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张).....	- 16 -

图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)	- 16 -
图表 35: 国内央行黄金储备变动	- 16 -
图表 36: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低	- 17 -
图表 37: 平价上网成为现实 (元/度)	- 17 -
图表 38: 白银供需平衡表预测 (吨)	- 18 -
图表 39: 光伏产业白银需求预测	- 18 -
图表 40: 金银比 (伦敦现货)	- 18 -
图表 41: 金银比修复行情历史复盘	- 19 -
图表 42: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	- 19 -
图表 43: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	- 20 -
图表 44: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	- 20 -
图表 45: 电解铝周度产量 (万吨)	- 21 -
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)	- 21 -
图表 47: 铝型材开工率 (%)	- 21 -
图表 48: 铝线缆开工率 (%)	- 21 -
图表 49: 铝板带开工率 (万吨)	- 21 -
图表 50: 铝箔开工率 (%)	- 21 -
图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨)	- 22 -
图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨)	- 22 -
图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)	- 22 -
图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 22 -
图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 22 -
图表 56: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	- 22 -
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 22 -
图表 58: 电解铝的完全成本构成	- 23 -
图表 59: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 23 -
图表 60: 氧化铝生产成本构成	- 24 -
图表 61: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 24 -
图表 62: 预焙阳极生产成本构成	- 24 -
图表 63: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 24 -
图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 25 -
图表 65: 石油焦价格 (元/吨)	- 25 -
图表 66: 石油焦库存 (万吨)	- 26 -
图表 67: 国内石油焦产能利用率 (%)	- 26 -
图表 68: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 26 -

图表 69: 铜矿 TC/RC	- 27 -
图表 70: 电解铜周度产量 (万吨)	- 27 -
图表 71: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 27 -
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 28 -
图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 28 -
图表 74: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)	- 29 -
图表 75: 电解铜社会库存变动 (万吨)	- 29 -
图表 76: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 29 -
图表 77: 电线电缆开工率 (%)	- 29 -
图表 78: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 30 -
图表 79: 国产锌精矿分地区加工费	- 30 -
图表 80: 国内锌七地库存 (万吨)	- 31 -
图表 81: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 31 -
图表 82: 镀锌开工率 (%)	- 31 -
图表 83: 镀锌原料库存 (吨)	- 31 -
图表 84: 压铸锌开工率 (%)	- 31 -
图表 85: 压铸锌原料库存 (吨)	- 31 -
图表 86: 氧化锌开工率 (%)	- 31 -
图表 87: 氧化锌原料库存 (吨)	- 31 -
图表 88: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 32 -
图表 89: 本周库存波动对比 (万吨)	- 32 -
图表 90: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 33 -
图表 91: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 33 -
图表 92: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 33 -
图表 93: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 33 -
图表 94: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 33 -
图表 95: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 33 -
图表 96: 钢铁主要生产要素价格一览	- 34 -
图表 97: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)	- 34 -
图表 98: 中国铁矿石到港量 (万吨)	- 34 -
图表 99: 进口矿港口库存 (万吨)	- 34 -
图表 100: 进口矿钢厂库存 (万吨)	- 34 -
图表 101: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 35 -
图表 102: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 35 -
图表 103: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 35 -

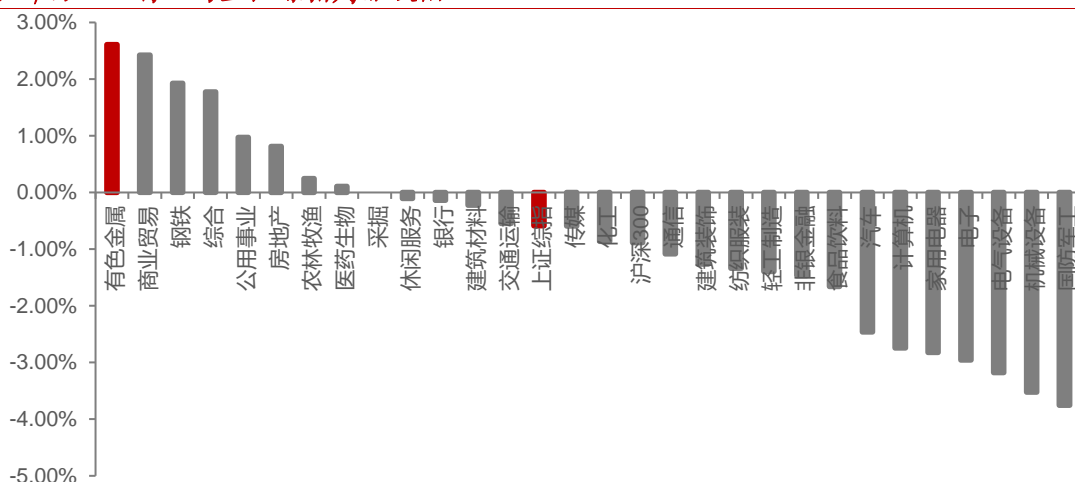
图表 104: 中厚板毛利变化 (元/吨) - 35 -

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股整体回升、A股整体回落

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑0.66%，纳斯达克↑3.50%，标普↑1.95%）。
- 本周 A 股整体回落：上证指数收于 2,949.93 点，环比下跌 0.59%；深证成指收于 8,695.55 点，环比下跌 1.73%；沪深 300 收于 3,431.06 点，环比下跌 0.88%；申万有色金属指数收于 4,410.68 点，环比上涨 2.61%，跑赢上证综指 3.20 个百分点。

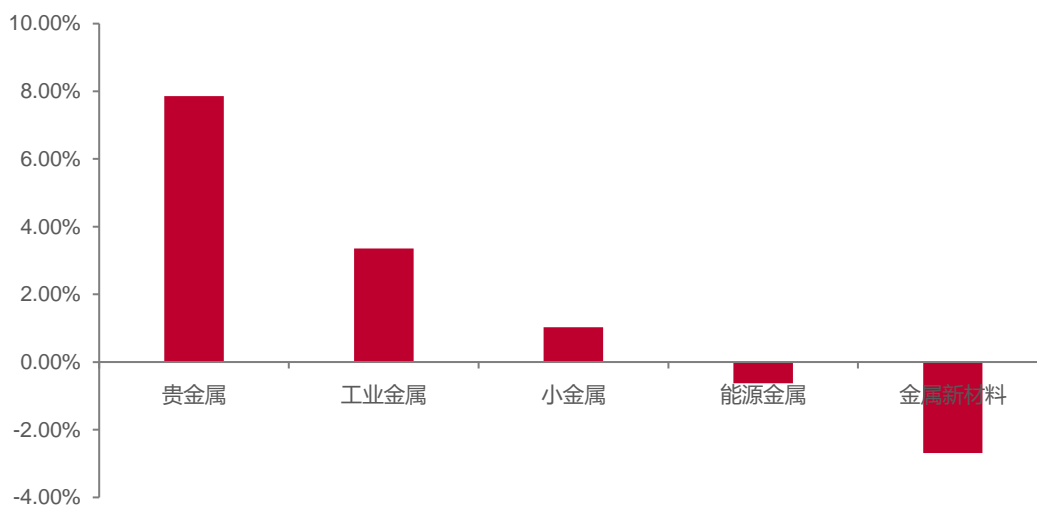
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，贵金属、工业金属、小金属、能源金属、金属新材料的涨跌幅分别为 7.86%、3.36%、1.02%、-0.63%、-2.69%。

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	2024.07.05市 值 (亿元)	2024.06.28市 值 (亿元)	周涨跌幅
600988.SH	赤峰黄金	302.17	271.88	11.1%
600489.SH	中金黄金	793.02	717.40	10.5%
000975.SZ	银泰黄金	498.42	452.33	10.2%
600711.SH	盛屯矿业	126.16	114.93	9.8%
603993.SH	洛阳钼业	1963.37	1835.94	6.9%
600547.SH	山东黄金	1306.69	1224.83	6.7%
000603.SZ	盛达资源	87.01	81.62	6.6%
601899.SH	紫金矿业	4954.12	4669.74	6.1%
000758.SZ	中色股份	106.02	101.24	4.7%
600219.SH	南山铝业	467.17	446.10	4.7%

来源: wind, 中泰证券研究所

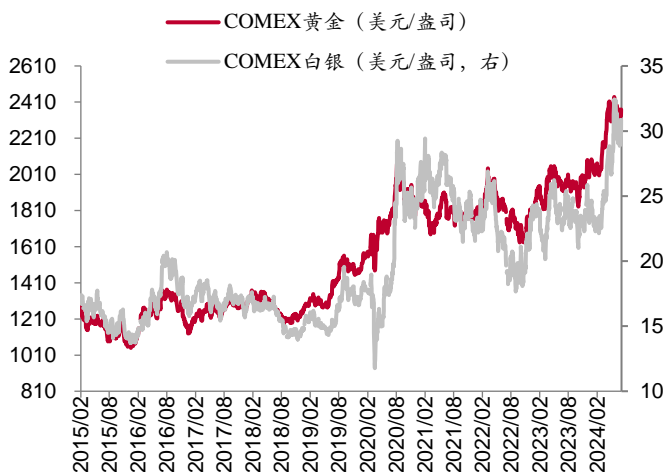
图表 4: 周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.07.05市 值 (亿元)	2024.06.28市 值 (亿元)	周涨跌幅
300337.SZ	银邦股份	59.67	66.58	-10.4%
600114.SH	东睦股份	81.67	88.70	-7.9%
605376.SH	博迁新材	54.47	59.04	-7.8%
002756.SZ	永兴材料	180.87	192.89	-6.2%
600392.SH	盛和资源	143.21	151.09	-5.2%
002806.SZ	华锋股份	15.78	16.64	-5.1%
603876.SH	鼎胜新材	78.51	82.52	-4.9%
600259.SH	广晟有色	87.57	91.98	-4.8%
002056.SZ	横店东磁	193.25	202.85	-4.7%
000831.SZ	五矿稀土	256.82	269.02	-4.5%

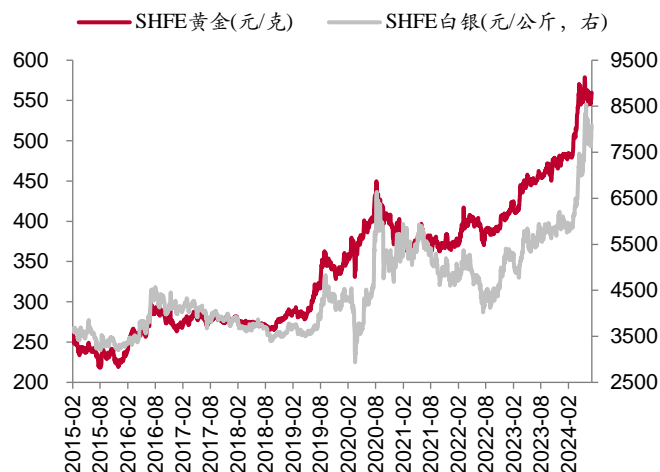
来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国经济数据降温, 金价回升

- 周内, 美国 6 月制造业与非制造业 PMI 有所回落, 数据不佳强化市场对今年降息押注, 美联储会议纪要承认美国经济降温, 失业率数据有所回升, 贵金属价格有所回升。截至 7 月 5 日, COMEX 黄金收于 2397.70 美元/盎司, 环比上涨 2.48%; COMEX 白银收于 31.69 美元/盎司, 环比上涨 7.20%; SHFE 黄金收于 559.66 元/克, 环比上涨 1.48%; SHFE 白银收于 8086 元/千克, 环比上涨 4.19%。

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: 金融属性恢复, 基本金属价格回升

- 周内, 美国经济数据不佳, 美元指数回落, 国内淡季效应延续, 下游新增订单仍偏弱, 社会库存去化有所反复, 但国内利好政策释放预期下, 基本金属价格有所回升。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 4.0%、0.9%、0.9%、2.0%、3.4%、0.8%。

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	9,970	6,082	4.0%	19.2%	63.9%	85.1%
	SHFE	80,370	48,020	2.6%	18.9%	67.4%	
铝	LME	2,540	1,794	0.9%	18.6%	41.6%	46.0%
	SHFE	20,300	14,100	-0.1%	13.8%	44.0%	
铅	LME	2,242	1,988	0.9%	8.9%	12.8%	52.7%
	SHFE	19,660	14,850	1.1%	26.8%	32.4%	
锌	LME	3,000	2,373	2.0%	27.1%	26.4%	50.4%
	SHFE	24,655	18,160	0.0%	23.5%	35.8%	
锡	LME	33,950	17,200	3.4%	19.2%	97.4%	58.0%
	SHFE	275,340	137,340	0.4%	18.3%	100.5%	
镍	LME	17,330	13,375	0.8%	-16.6%	29.6%	34.5%
	SHFE	138,090	105,850	1.9%	-15.5%	30.5%	

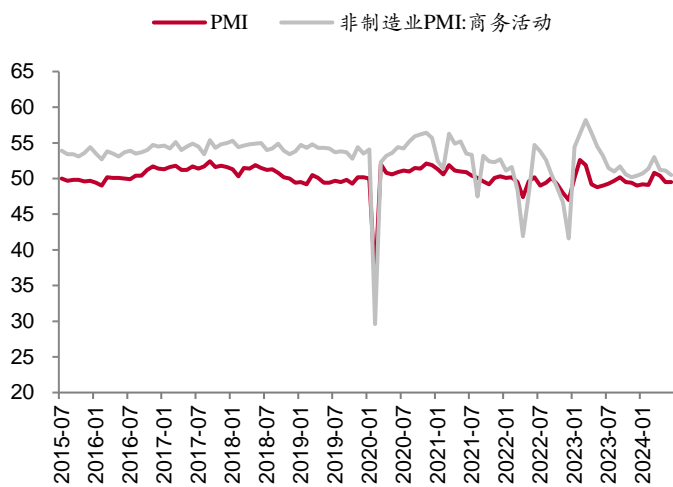
来源：wind，中泰证券研究所，注：LME 金属单位为美元/吨，SHFE 金属单位为元/吨。

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

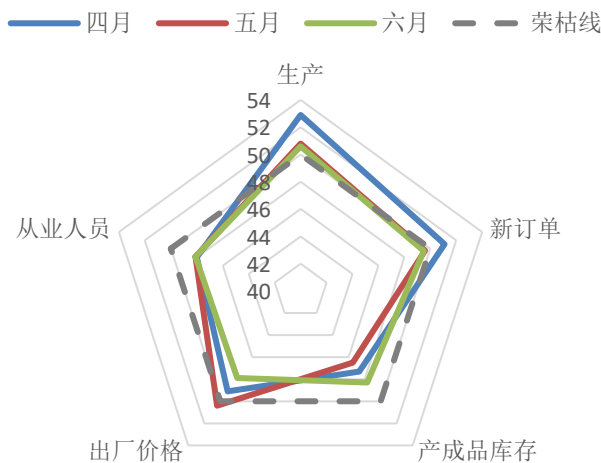
- 国内 6 月官方制造业 PMI 环比持平。本周披露国内 6 月官方制造业 PMI 为 49.5（前值 49.5，预期 49.55），非制造业 PMI 位 50.5（前值 51.1）；6 月非官方中国 PMI 位 51.8（前值 51.7）。

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

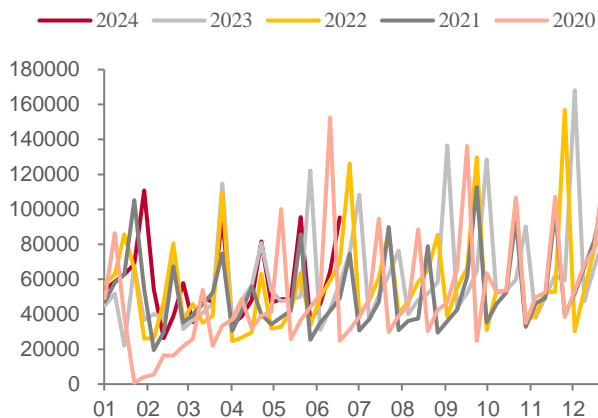


来源：Wind，中泰证券研究所

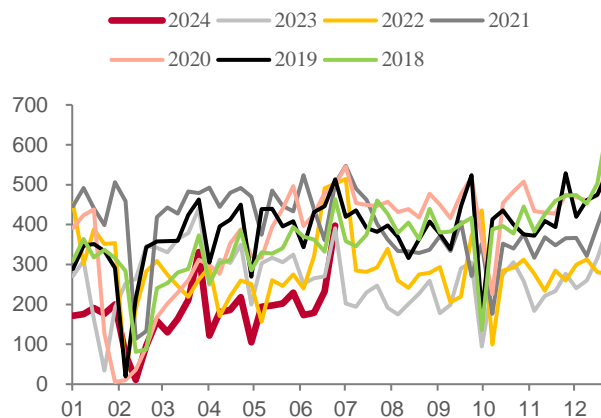
- 国内高频数据跟踪：汽车消费回升、地产数据回升、出口超预期
 消费端：汽车消费回升，周内乘用车日均销量为 95,403 辆，环比+47.61%；投资端：地产数据回升，本周国内 30 大中城市商品房成交面积 397.40 万平方米，环比+70.75%；生产端：周内石油沥青开工率为 25.7%，环比+3.5pcts，高炉开工率为 82.79%，环比-0.34pcts；出口端：美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.7，环比+0.4，5 月国内出口金额当月同比 7.6%（前值 1.4%），出口景气度回升。

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）

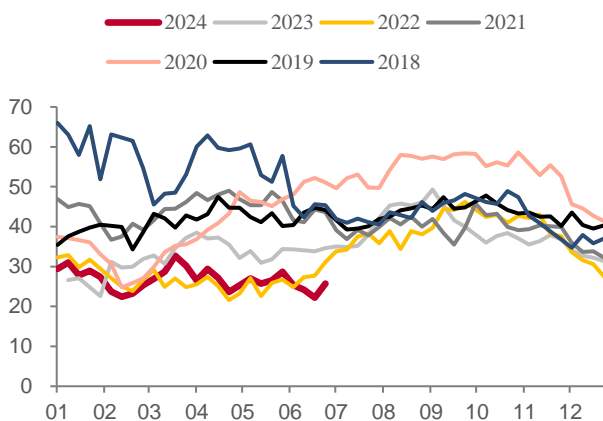


来源: Wind, 中泰证券研究所



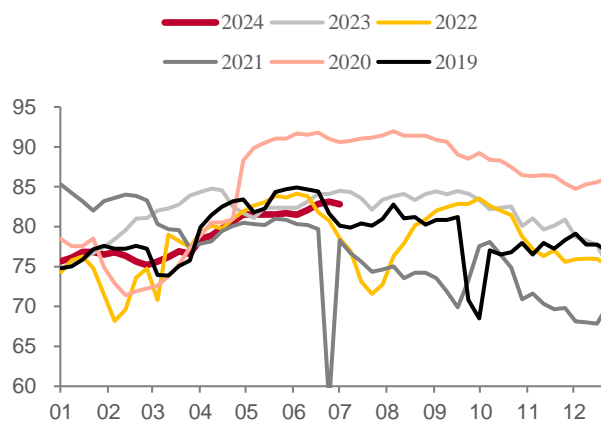
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 (%)



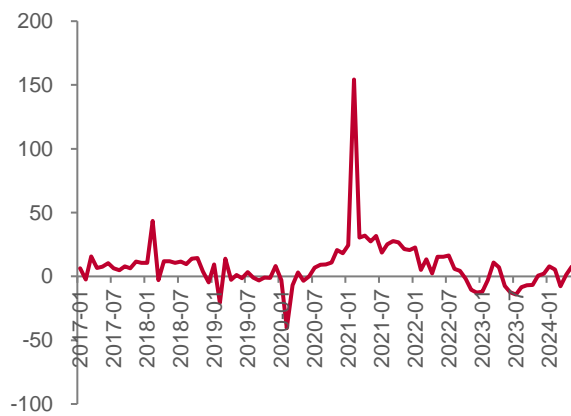
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 (%)



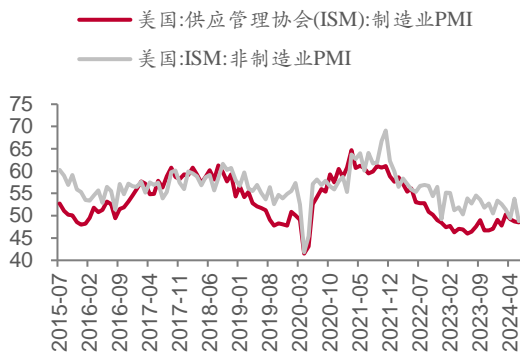
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 降息预期升温

- 美国 6 月 ISM 制造业与非制造业 PMI 有所回落。本周披露美国 6 月 ISM

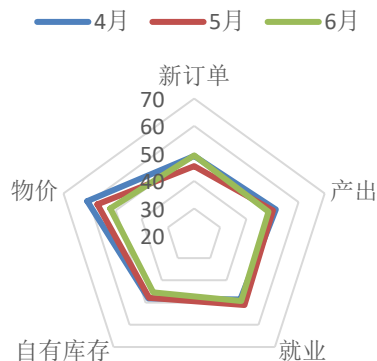
制造业 PMI 为 48.5 (前值 48.7), 非制造业 PMI 为 48.8 (前值 53.8); 6 月 Markit 制造业 PMI 为 51.6 (前值 51.3), 服务业 PMI 为 55.3 (前值 54.8); 5 月耐用品新增订单 2849.40 亿美元 (前值 2755.66 亿美元), 季调环比为 0.07% (前值 0.23%, 预期 0.30%); 5 月全部制造业新增订单 5944.94 亿美元 (前值 5825.17 亿美元), 环比 2.06 (前值 -5.04%)。

图表 16: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 美国 ISM 制造业 PMI 分项



来源: Wind, 中泰证券研究所

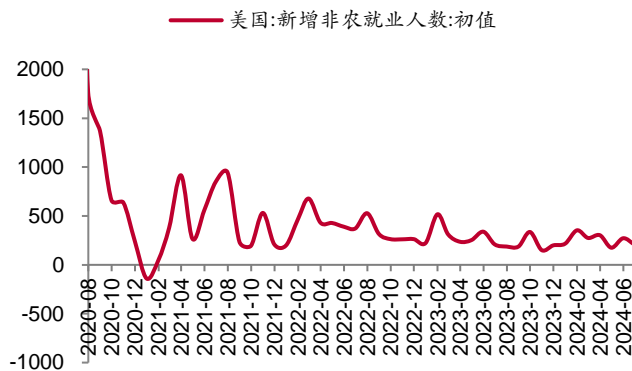
- **美国失业率数据有所回升。**本周披露美国 6 月失业率季调为 4.1% (前值 4.0%); 6 月新增非农就业人数季调为 20.6 万人 (前值 21.8 万人); 当周初请失业金人数季调为 23.8 万人 (前值 23.4 万人), 美国 6.22 日续请失业金人数为 185.8 万人(前值 183.2 万人)。

图表 18: 美国失业率季调 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 美国新增非农就业人数



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **美联储公布 FOMC 会议纪要。**美联储会议纪要显示, 美联储官员在上次会议中承认美国经济似乎正在放缓, 而且“物价压力正在减轻”, 但仍建议在承诺降息之前采取观望态度。官员们认为, 在“有更多信息让他们更有信心”通胀正朝着 2% 的目标迈进之前, 降低借贷成本是不合适的。“绝大多数”美联储官员评估称, 经济增长“似乎正在逐渐降温, 多数与会者表示, 他们认为目前的政策立场是限制性的”。

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	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%	7.8%	92.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	72.0%	22.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	33.8%	50.9%	12.8%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	27.3%	47.3%	20.8%	2.7%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	19.3%	41.0%	29.1%	8.3%	0.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	14.0%	34.6%	32.6%	14.5%	3.1%	0.2%
2025/4/30	0.0%	0.0%	0.5%	7.4%	24.2%	33.6%	23.6%	8.8%	1.7%	0.1%
2025/6/18	0.0%	0.3%	5.0%	18.4%	30.4%	27.1%	13.9%	4.1%	0.7%	0.0%
2025/7/30	0.1%	2.1%	10.2%	23.0%	29.1%	22.0%	10.2%	2.8%	0.4%	0.0%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 07 月 07 日



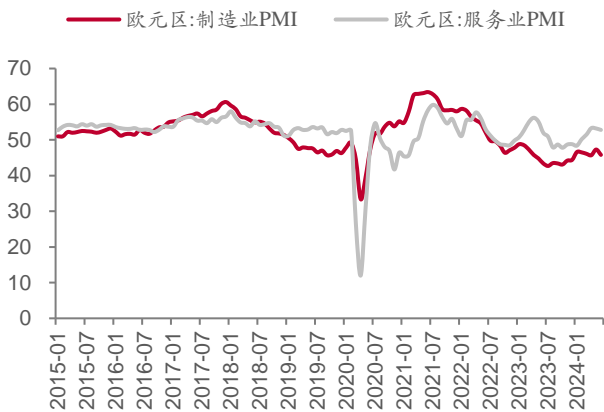
来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 6 月制造业 PMI 回落但高于预期

- **欧元区 6 月制造业 PMI 有所回落但高于预期。** 本周披露欧元区 6 月制造业 PMI 为 45.8（前值 47.3，预期 45.6），服务业 PMI 为 52.8（前值 53.2，预期 52.6）；5 月欧元区失业率季调为 6.4%（前值 6.4%），5 月欧盟失业率季调为 6.0%（前值 6.0%）；5 月欧元区 PPI 同比为 -4.2%（前值 -5.7%），环比为 -0.2%（前值 -1.0%，预期 -0.1%）。

图表 22：欧元区制造业与服务 PMI

图表 23：欧元区失业率季调 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所



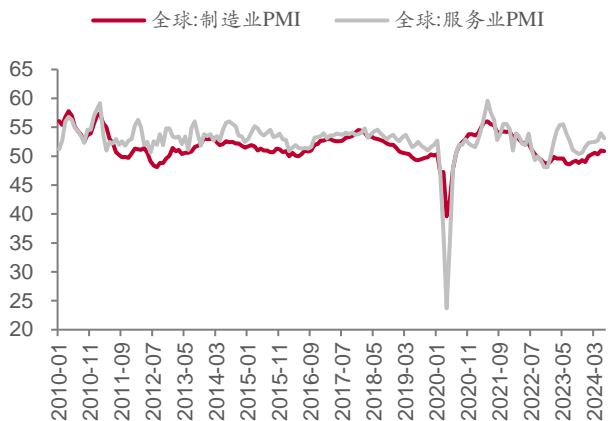
来源：Wind，中泰证券研究所

2.4 全球因素：6 月全球制造业 PMI 回落

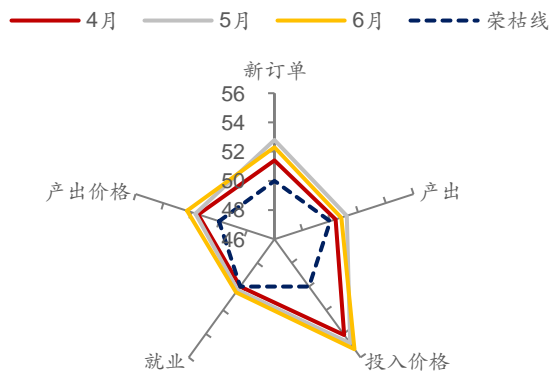
- **全球 6 月制造业景气度回落。** 6 月全球制造业 PMI 为 50.9，环比下降 0.1，处于荣枯线以上，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

图表 24：全球制造业与服务 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	2024-06	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	51.0	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	49.7	50.0	48.6	49.3	49.3	48.9	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	52.1	52.0	52.0	52.0	51.5	51.1	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	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	48.5	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	45.8	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	43.5	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	45.4	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	45.7	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	47.4	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	54.0	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	52.3	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	50.9	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	48.8	46.7	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	50.4	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	58.3	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	52.5	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	54.9	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	43.2	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	54.7	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	51.7	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

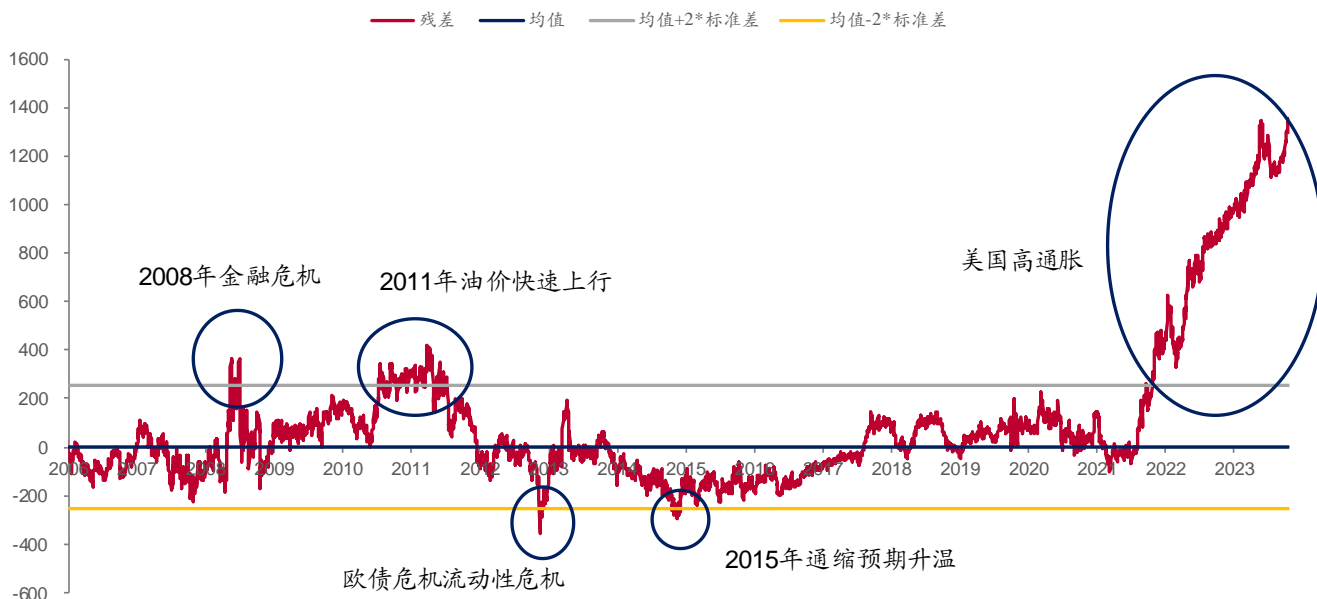
来源: wind, MacroMicro, Bloomberg, 中泰证券研究所

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)

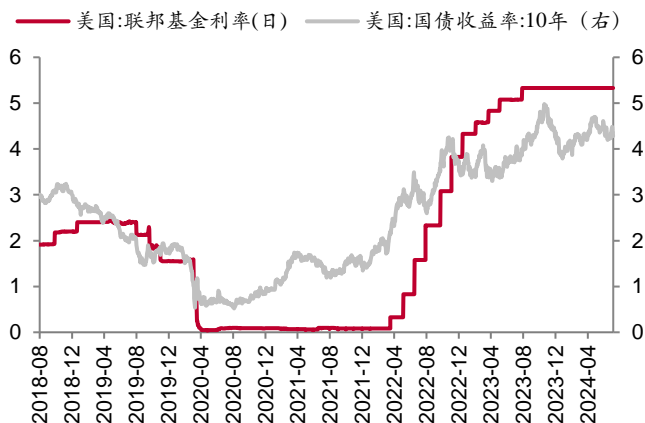


来源：Wind，中泰证券研究所

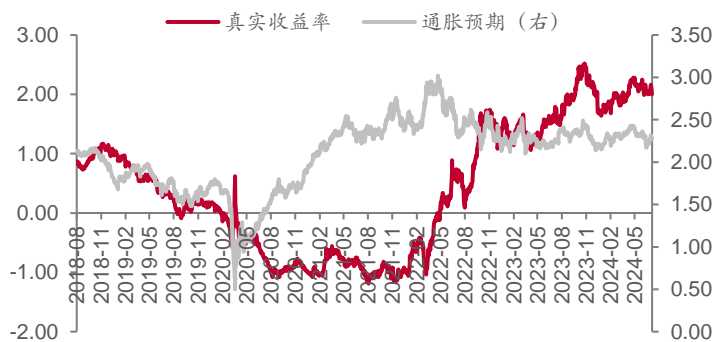
- 截至7月5日，本周美国10年期国债名义收益率隐含通胀预期持平至2.28%，10年期国债实际收益率环比回落至2.00%；截至7月5日，COMEX黄金收于2397.70美元/盎司，环比上涨2.48%；COMEX白银收于31.69美元/盎司，环比上涨7.20%；SHFE黄金收于559.66元/克，环比上涨1.48%；SHFE白银收于8086元/千克，环比上涨4.19%。

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



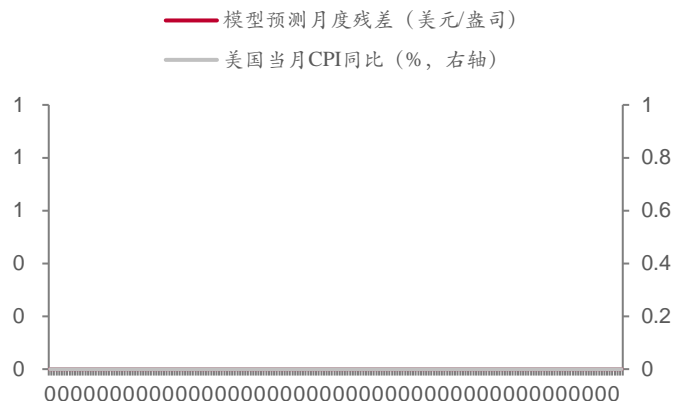
来源：Wind，中泰证券研究所

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

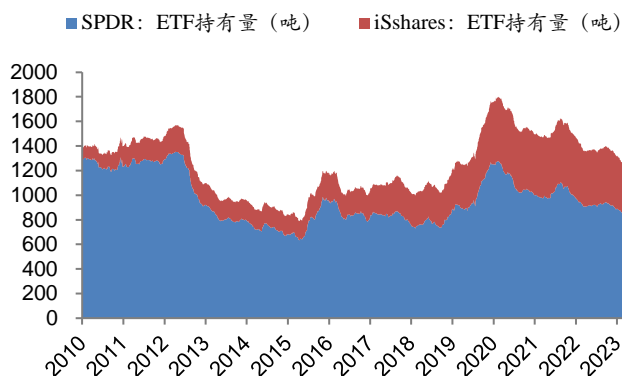


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 非商业多头结构延续

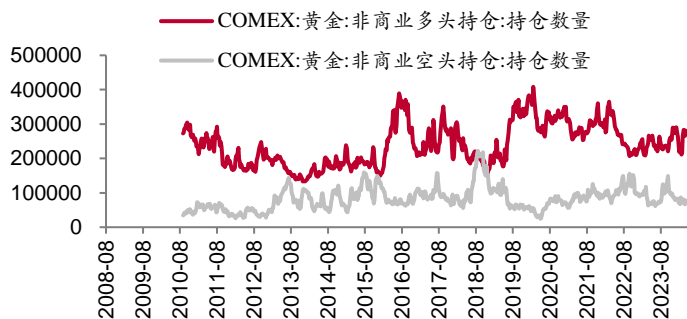
- **黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续。**截至 7 月 5 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,212.49 吨, 环比减少 4.91 吨。截至 6 月 25 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 28.49 万张附近 (前值 28.71 万张), 同时非商业空头持仓回落至 3.87 万张附近 (前值 4.41 万张附近), 净多头持仓量回升至 24.62 万张 (前值 24.31 万张)。

图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

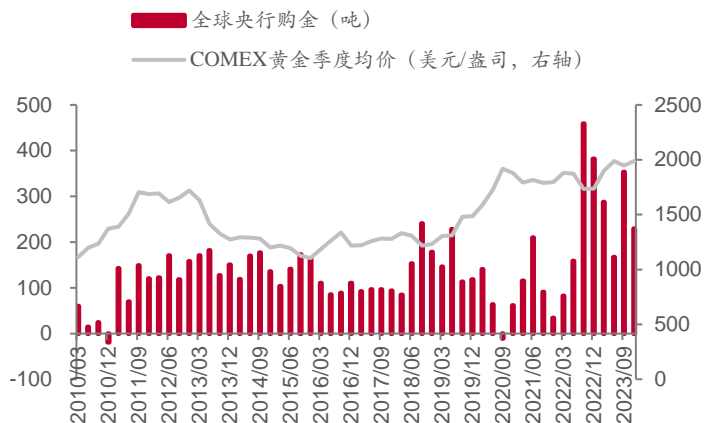
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)



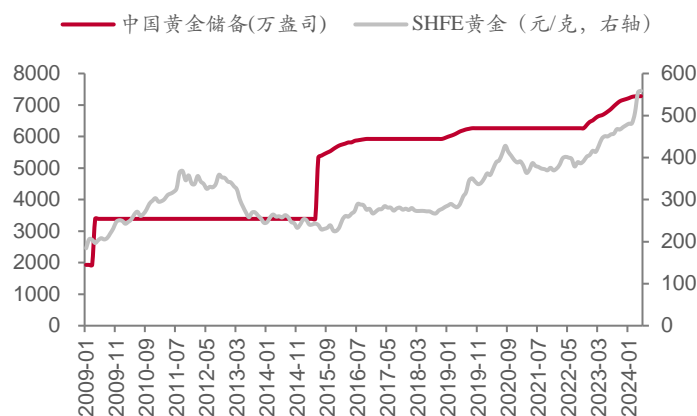
来源: Wind, 中泰证券研究所

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

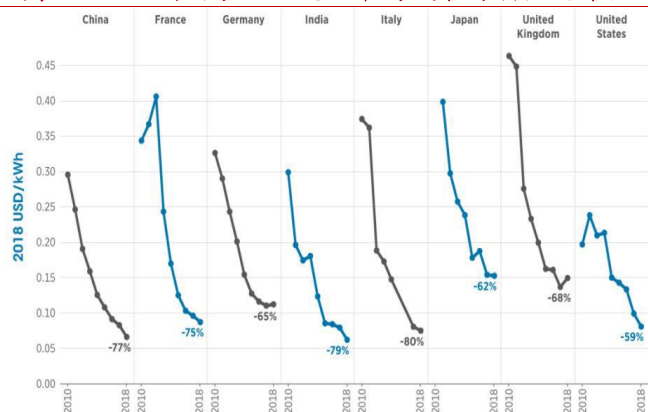


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 金银比延续修复趋势

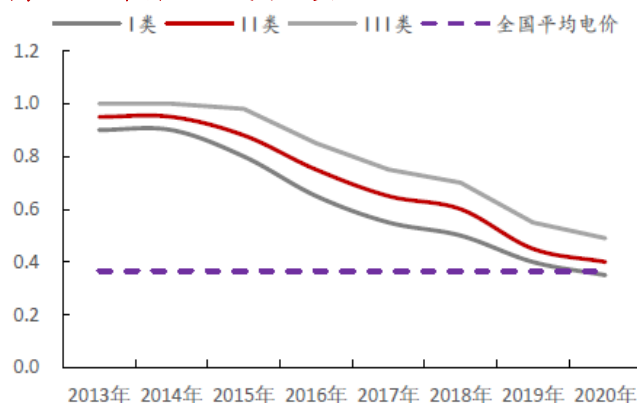
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**2020年9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020年9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；2020年9月21日GE宣布退出新增煤电市场；2020年9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、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: 降息预期升温带动铝价小幅反弹

- **云南复产接近尾声。**供应方面, 云南地区继续释放复产产能, 目前复产已经接近尾声, 预计下周云南待复产产能将全部释放完毕。截至目前, 本周电解铝行业开工产能 4337.6 万吨, 较上周增加 4 万吨。
- **云南新增复产 4 万吨。**截至 2024 年 7 月 5 日, 2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨, 已复产 116.5 万吨, 待复产 44.5 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	56	24/3	5	5	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	116.5		44.5	40	156.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

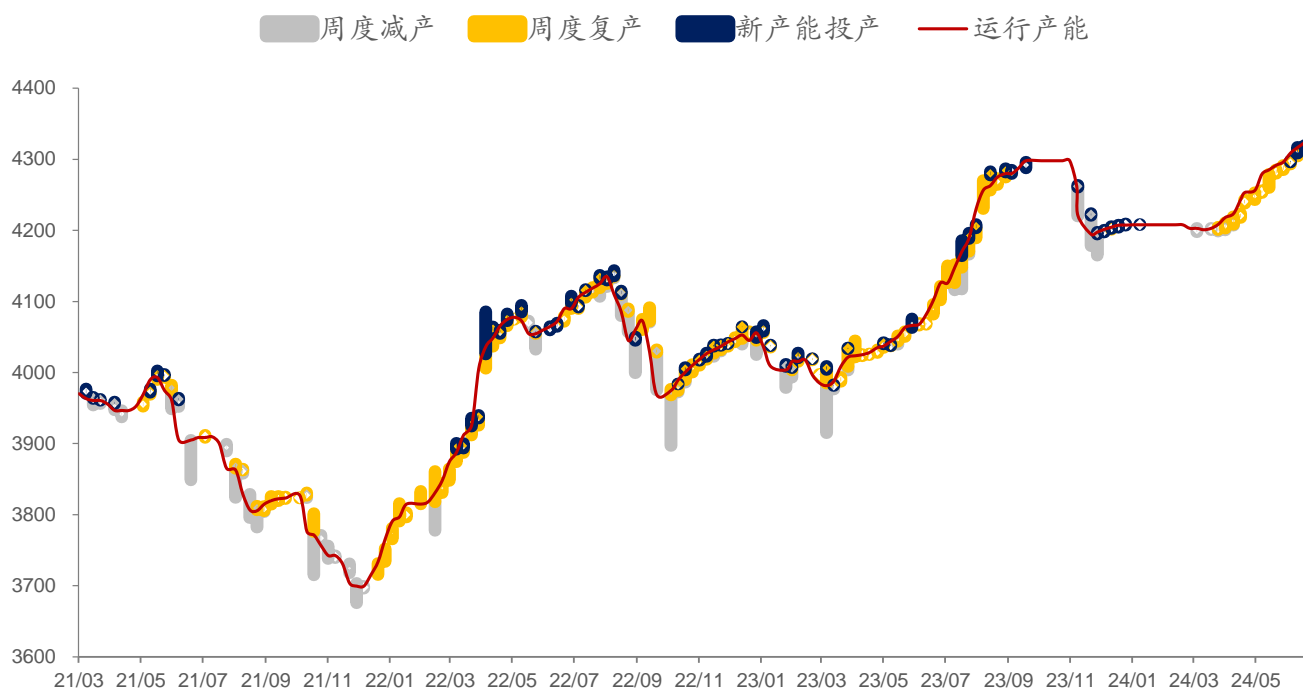
■ **无新增投产产能。**截至 2024 年 7 月 5 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 348 万吨，已投产 17 万吨。

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	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	10	0	2024 年三季度	0	10	10
内蒙	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	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	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

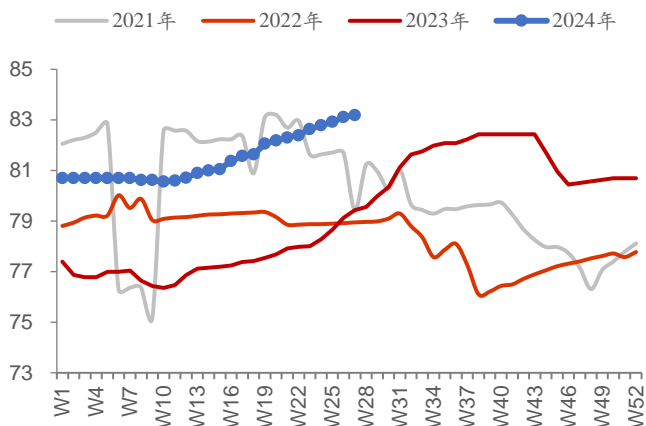
■ **电解铝运行产能增加。**截止 2024 年 7 月 5 日，国内电解铝运行产能达 4337.6 万吨。

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

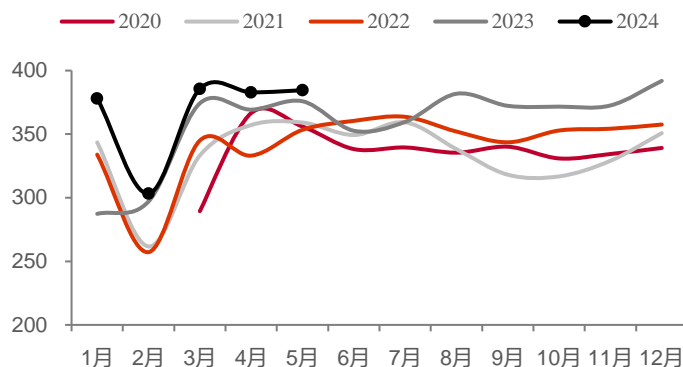
■ **供应量上升。**根据百川，本周电解铝产量 83.19 万吨，环比上升 0.10%。

图表 45: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

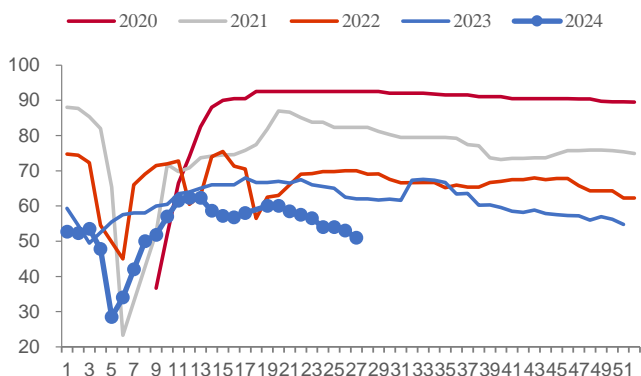
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

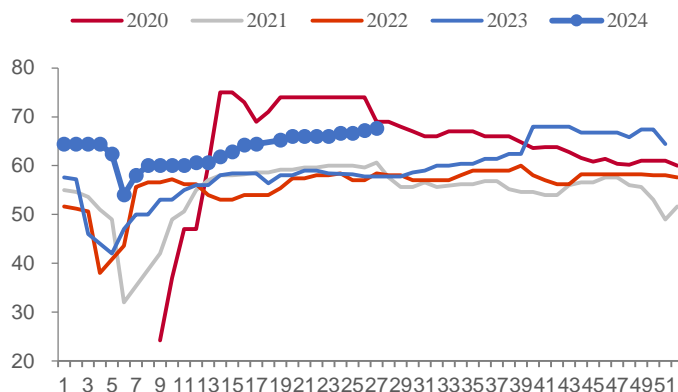
■ **铝加工板块开工率环比略有下降:**截止 2024 年 7 月 5 日, 铝加工企业平均开工率为 62.5%, 环比下降 0.1PCT。

图表 47: 铝型材开工率 (%)



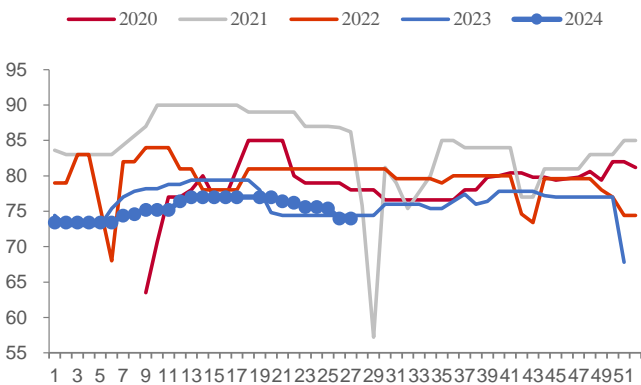
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 48: 铝线缆开工率 (%)



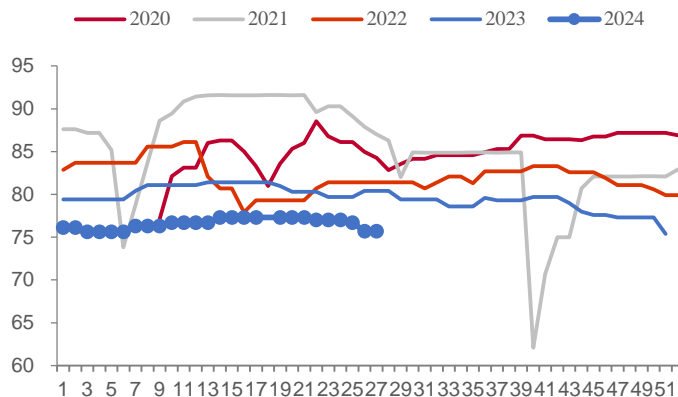
来源: 百川, 中泰证券研究所

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 (%)

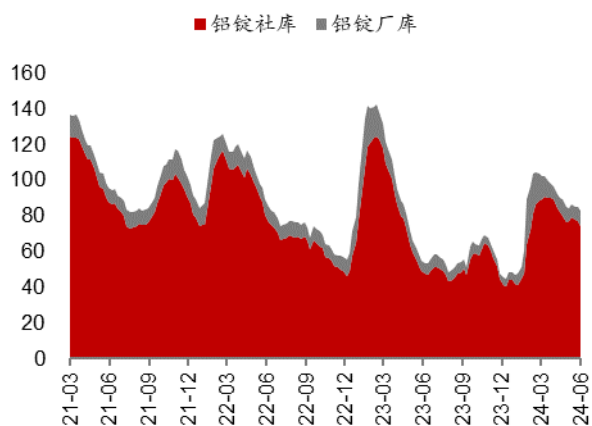


来源: 百川, 中泰证券研究所

■ **铝锭累库铝棒去库:**2024 年 7 月 5 日, 根据钢联统计, 国内铝锭库存 87.7 万吨, 环比上升 2 万吨; 国内铝棒库存 27.69 万吨, 环比下降 2.61

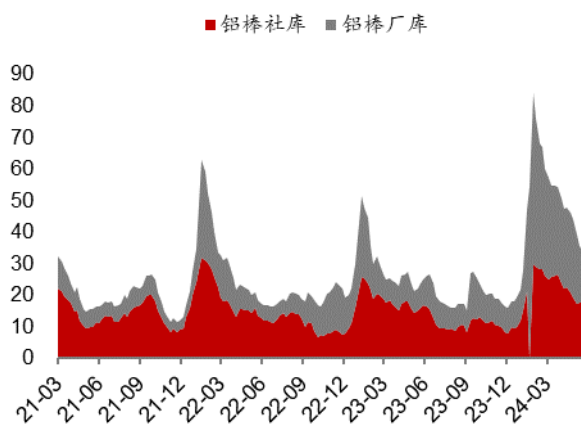
万吨；国内铝锭+铝棒库存 115.39 万吨，环比下降 0.61 万吨。海外方面，截止 7 月 5 日，LME 铝库存 99.97 万吨，环比下降 2.7 万吨。

图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨)



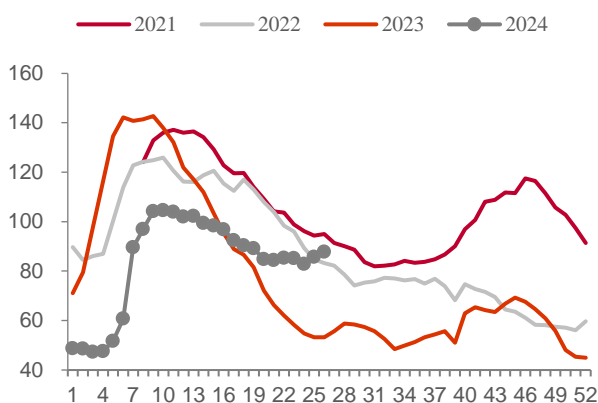
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨)



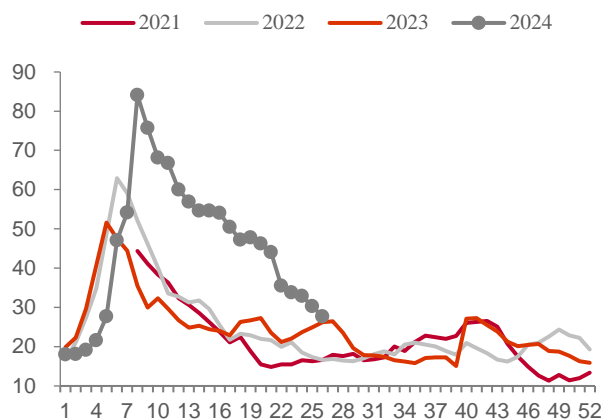
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)



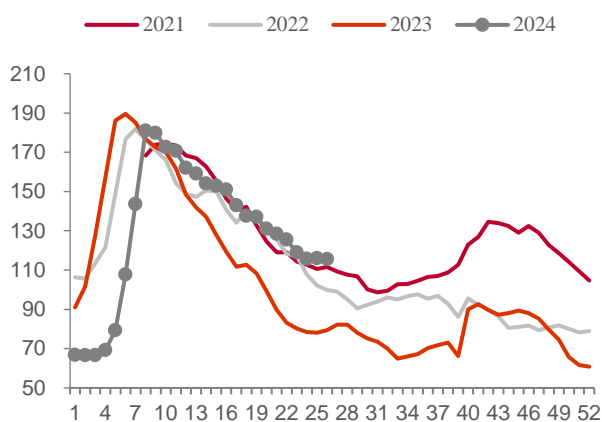
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



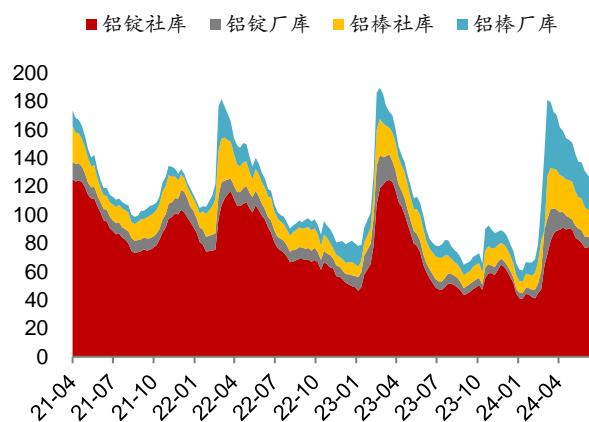
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



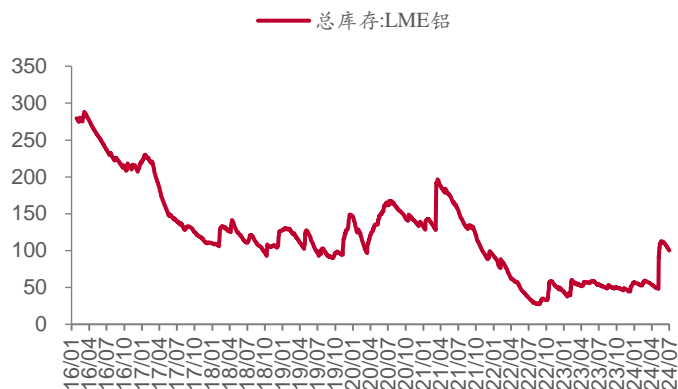
来源: 钢联, 中泰证券研究所

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

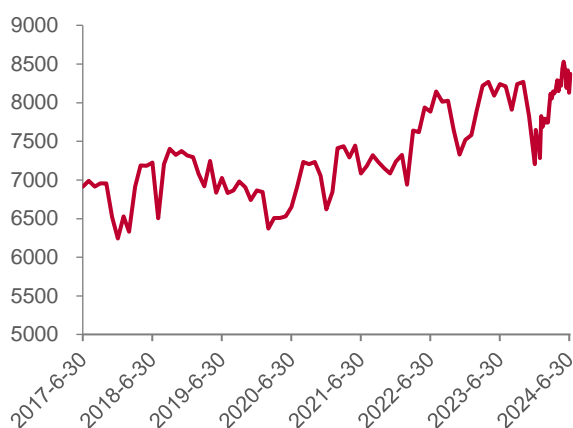
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

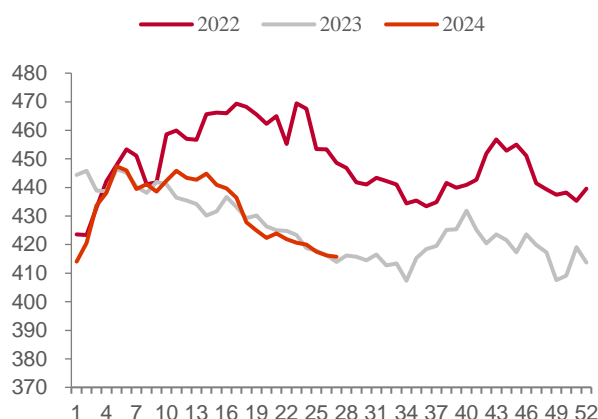
- 氧化铝紧平衡格局延续，现货价格偏强震荡：**2024年7月5日，根据钢联统计，氧化铝建成产能 9905 万吨，环比下降 2.99%；运行产能 8375 万吨，环比下降 245 万吨；库存从上周 416.2 万吨降低至 415.7 万吨。

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)



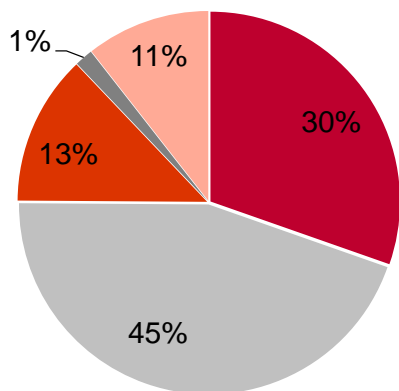
来源: 钢联, 中泰证券研究所

- 即时盈利扩张。**截至7月5日，氧化铝价格 3904 元/吨，与上周持平，氧化铝成本 3050 元/吨，环比上升 0.78%，吨毛利 854 元/吨，环比下降 2.68%。预焙阳极方面，周内均价 4470 元/吨，环比下降 2.19%；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4655 元/吨，周内平均吨毛利-185 元/吨，环比上升 17.39%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4489 元/吨，环比下降 0.73%，周内平均吨毛利-19 元/吨。除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17486 元/吨，环比下降 0.66%，长江现货铝价 20240 元/吨，环比上升 0.35%，吨铝盈利 1828 元，环比上升 7.13%。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)

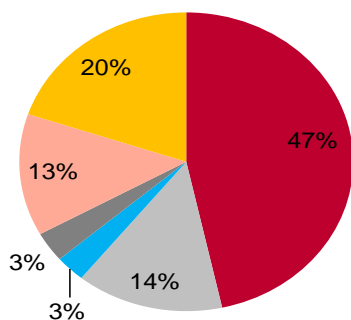
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



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

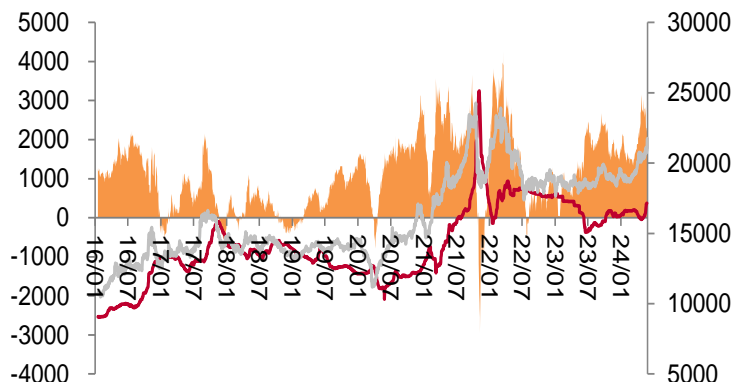
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



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

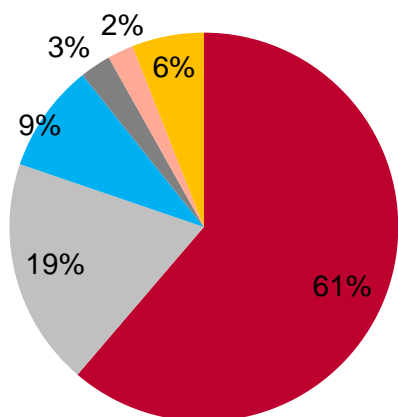
图表 61: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



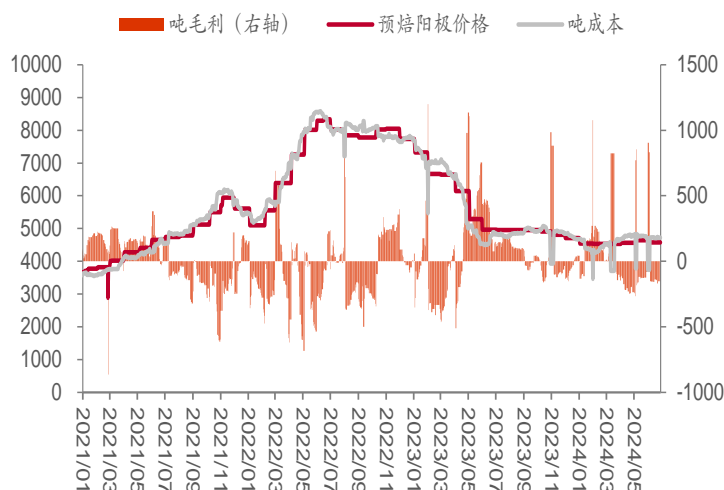
来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

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

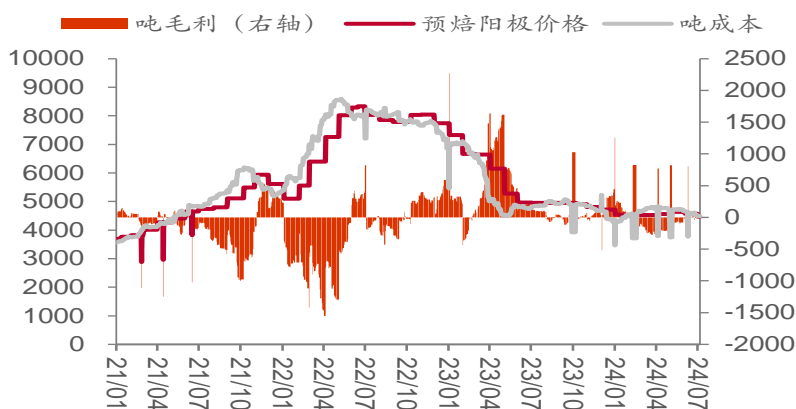


来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所



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

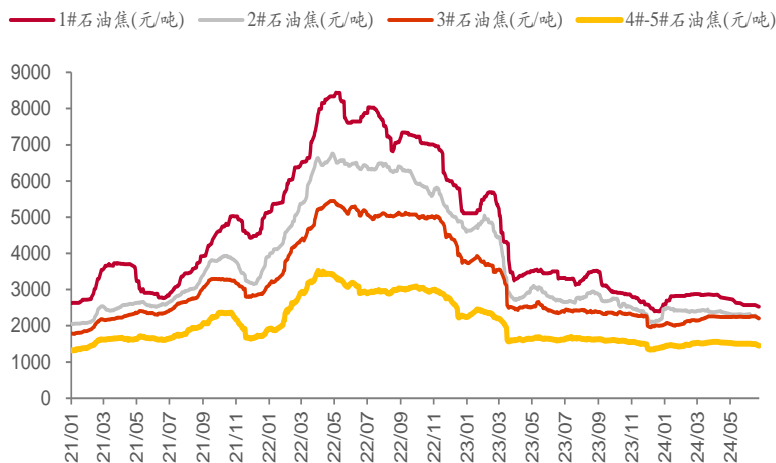
图表 64：预焙阳极成本，利润情况（元/吨）（不考虑原料库存）



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7月5日，1#石油焦价格为2529元/吨，周环比下降1.7%，同比下降50.5%。2#石油焦价格2196元/吨，周环比下降3.9%，同比下降52.6%。3#石油焦价格为2211元/吨，周环比下降2%，同比下降41%。4#-5#石油焦价格为1455元/吨，周环比下降2.6%，同比下降36%。

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7月5日，石油焦库存总量 507.03 万吨，环比上升 2.08%，同比下降 7.83%。

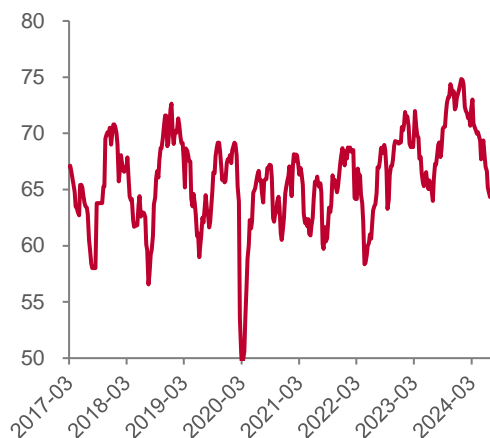
图表 66: 石油焦库存 (万吨)



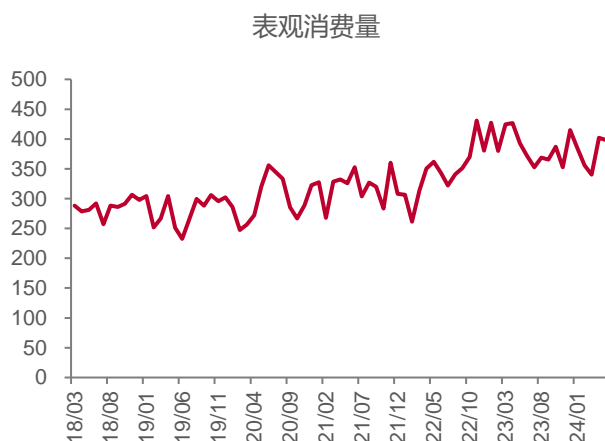
来源：钢联、中泰证券研究所

- **石油焦开工率上涨。**截止7月5日，国内石油焦开工率为 67.01%，环比上升 1.15pct。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 (%)



图表 68: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)



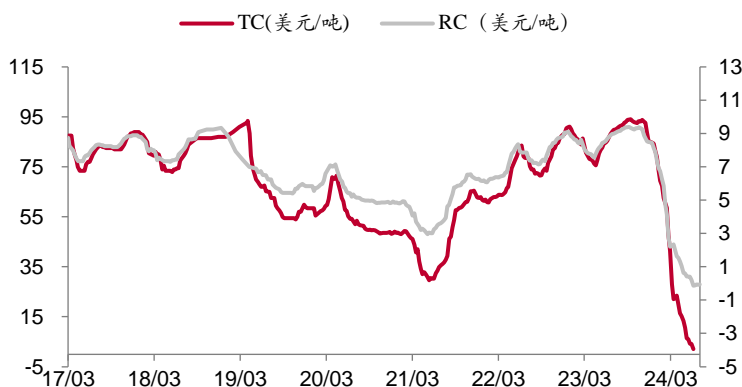
来源：钢联、中泰证券研究所

来源：钢联、中泰证券研究所

4.2 铜：供需双弱，金融属性支撑价格

- **铜精矿加工费回落。**7月5日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 1.13 美元/吨，较上一期的-0.28 美元/吨增加 1.41 美元/吨。

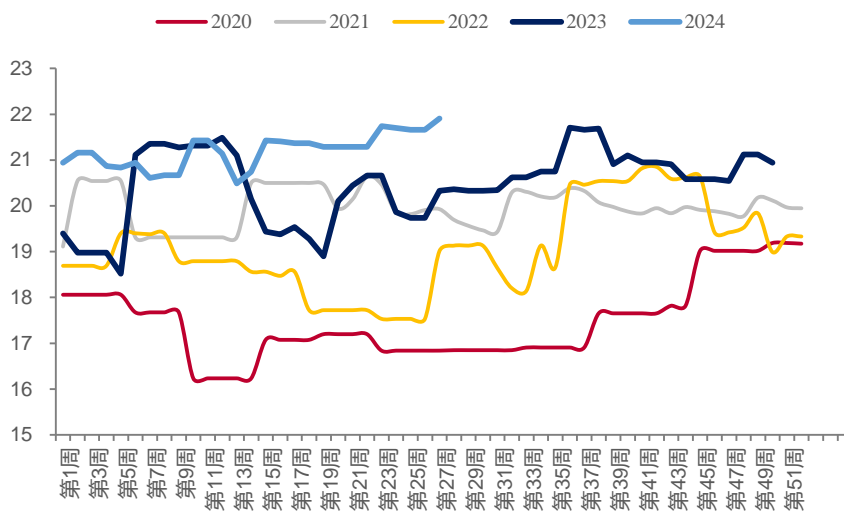
图表 69：铜矿 TC/RC



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 21.91 万吨，环比上升 1.15%。**

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 7 月 5 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）

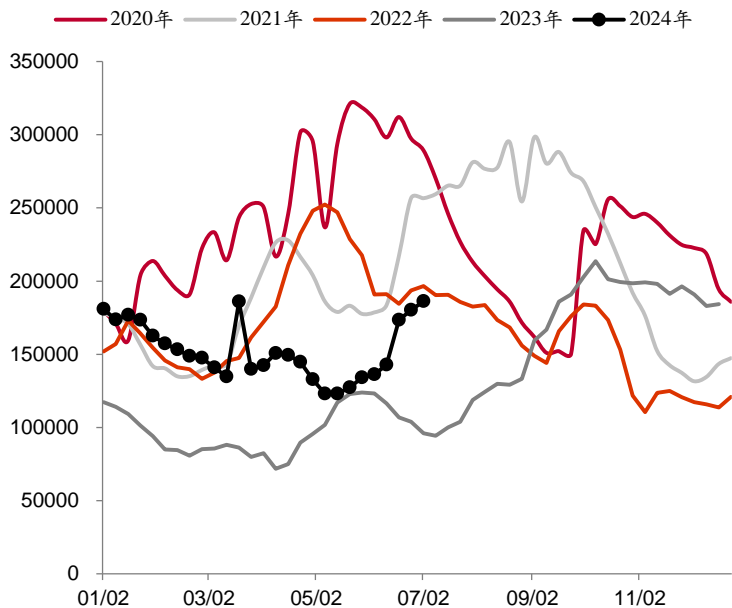
公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2024年1月	2024年2月	粗炼	18天
广西南国铜业有限责任公司(一期)	30	30	2023年11月	不详	粗炼	
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024年3月	2024年6月	粗炼	90天
青海铜业责任有限公司	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	30天
中原黄金冶炼厂	35	40	2024年3月20日	2024年4月25日	粗炼	35-40天
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024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

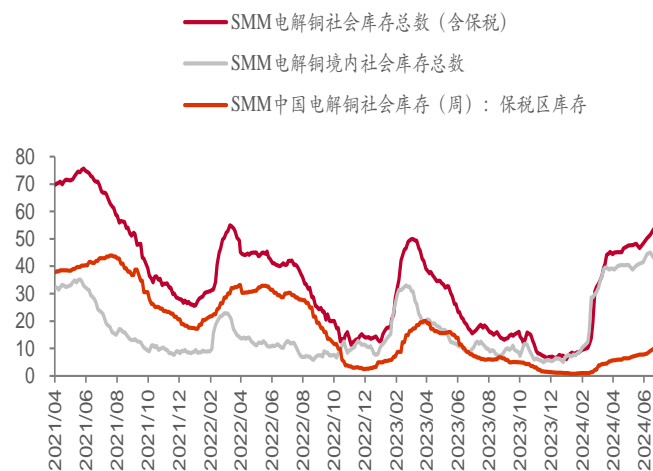
- **国内外双累库:** 国内社会库存方面, 截至7月5日, 国内社会库存50.69万吨, 环比上升1.26万吨。海外库存(期货)方面, 截止7月5日, LME+COMEX铜库存量18.63万吨, 环比增长0.67万吨。

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)

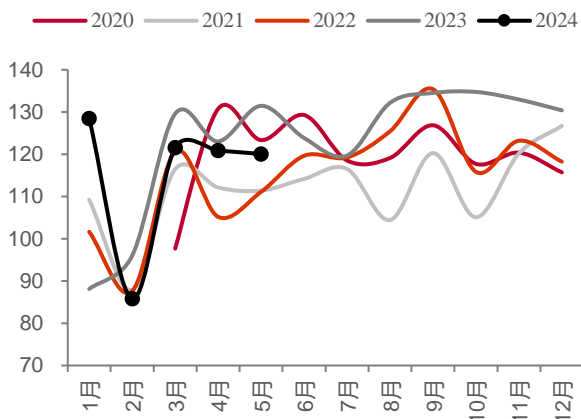


来源：SMM，中泰证券研究所



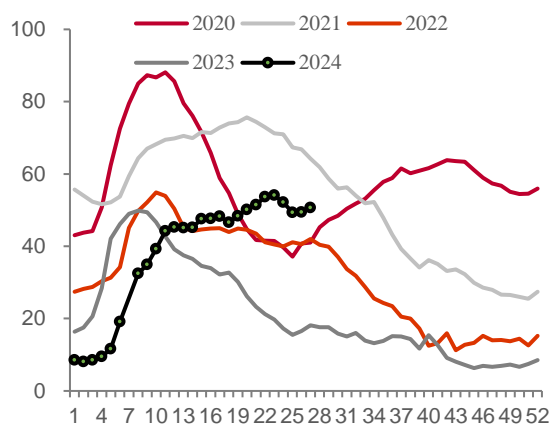
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 74：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 75：电解铜社会库存变动（万吨）

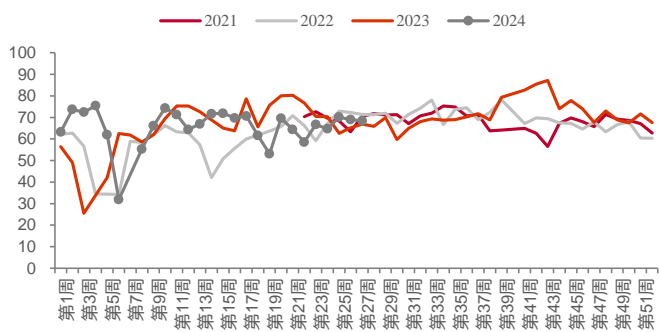


来源：SMM，中泰证券研究所

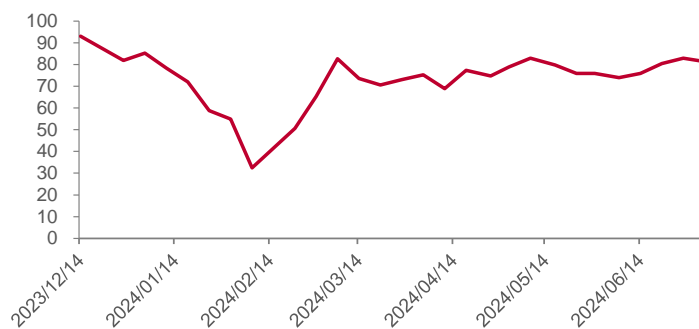
- **下游保守采购。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率逐渐回暖，录得68.49%，环比回落0.77个百分点。铜线缆企业开工率为81.36%，环比下降1.48个百分点。

图表 76：铜精铜制杆企业周度开工率（%）

图表 77：电线电缆开工率（%）



来源：SMM，中泰证券研究所

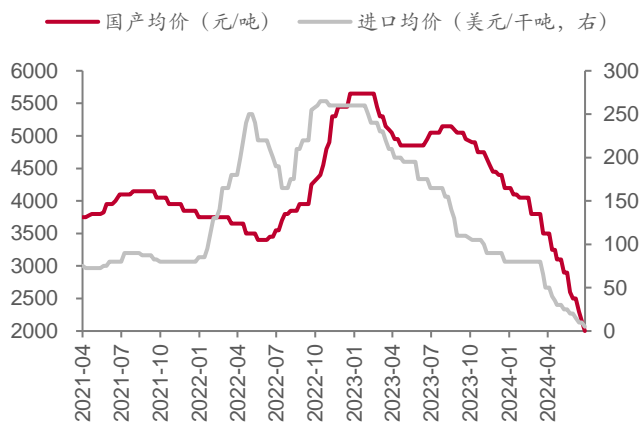


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 锌：供应收缩、需求恢复，内外盘重心拉升

- 本周加工费延续下调走势。矿供应看，近期国内矿山存在因整改而停产带来小幅减量，其余矿山变化不大；海外看，本周 Kipush 矿山宣布投产，2024 年计划生产锌矿 10-14 万金属量，然而考虑到船期、运输船紧缺以及镉元素超标等因素，该矿后续流入国内量或有限。另外，火烧云铅锌矿计划于 7 月进行矿招标，关注后续招标及产量释放情况。

图表 78：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 79：国产锌精矿分地区加工费

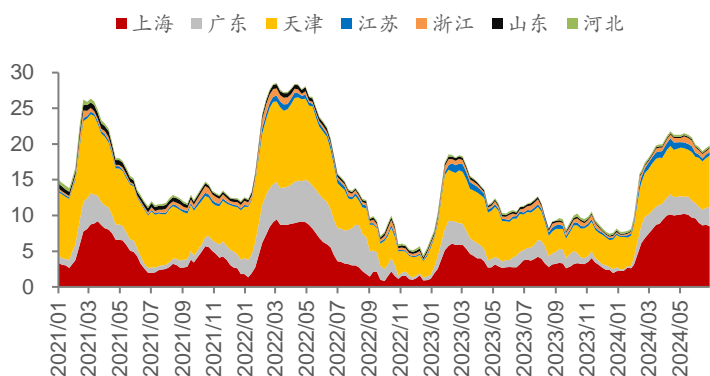
	2024/06/21	2024/06/28	2024/07/05	单位
国产（周）	2300	2150	2000	元/金属吨
进口（周）	10.0	10.0	5.0	美元/千吨
内蒙古	2600	2300	2100	元/金属吨
云南	2300	2200	2000	元/金属吨
湖南	2400	2300	2050	元/金属吨
广西	2400	2300	2050	元/金属吨
陕西	2150	2000	1900	元/金属吨
四川	2300	2200	1950	元/金属吨
甘肃	2250	2100	2000	元/金属吨

来源：SMM，中泰证券研究所

- 本周沪伦比值于 8.2 附近震荡，锌锭进口窗口持续关闭。本周发布的一系列美国经济数据表现疲软，强化了市场降息预期，周内美元指数不断走低，推动伦锌价格上涨；周初国内经济数据良好，叠加外盘提振，沪锌价格随之走高，内外盘同步上行，沪伦比值持稳。当前国内正值消费淡季，沪伦比值或延续震荡。
- 库存变化：据 SMM 调研，截至本周四（7 月 4 日），SMM 七地锌锭库存总量为 19.83 万吨，较 6 月 27 日增加 0.37 万吨，较 7 月 1 日增加 0.04 万吨，国内库存录增。上海和天津地区库存录减，主因周内仓库到货不多，下游刚需点价提货，整体库存小幅录减；广东地区库存小幅增加，周内广东地区仓库正常到货，然盘面高位运行，且消费淡季下游需求不佳，整体库存小幅录增。整体来看，原三地库存增加 0.06 万吨，七地库

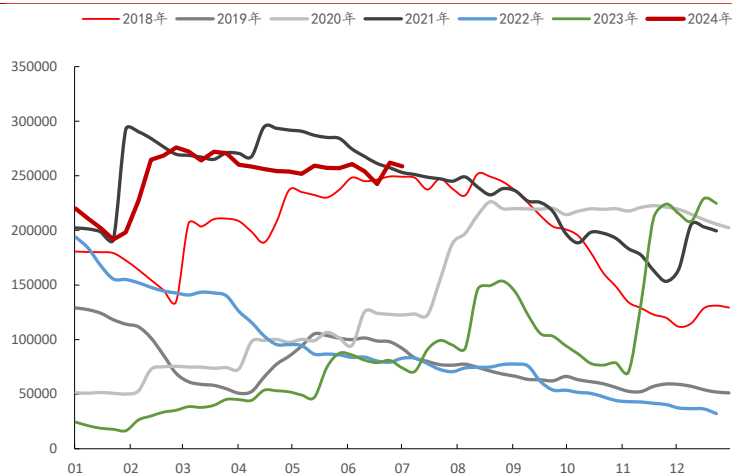
存增加0.04万吨。LME方面，本周伦锌库存有所回升，截至6月28日，伦锌库存量258,675吨，较上周减少3400吨。

图表 80: 国内锌七地库存 (万吨)



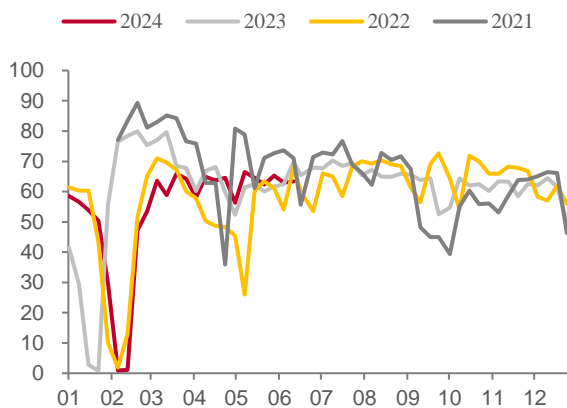
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 81: LME 锌库存变动趋势 (吨)



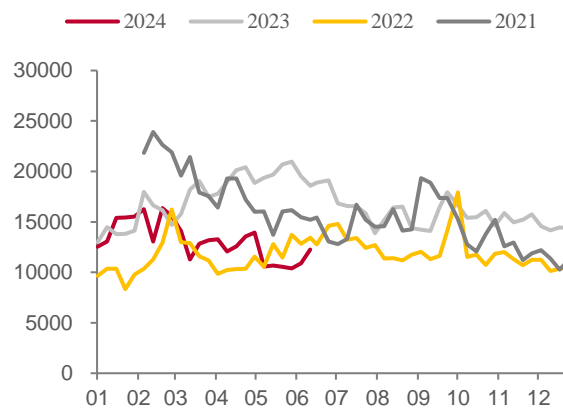
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 82: 镀锌开工率 (%)



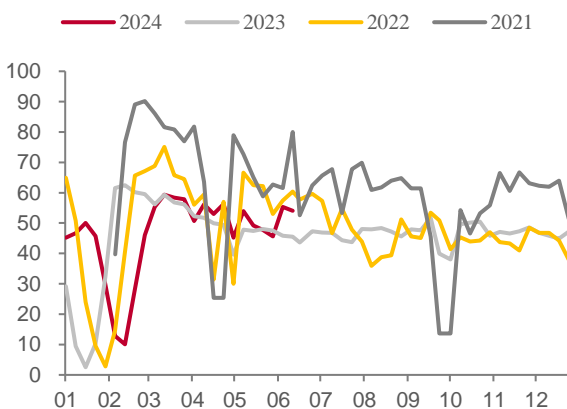
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 83: 镀锌原料库存 (吨)



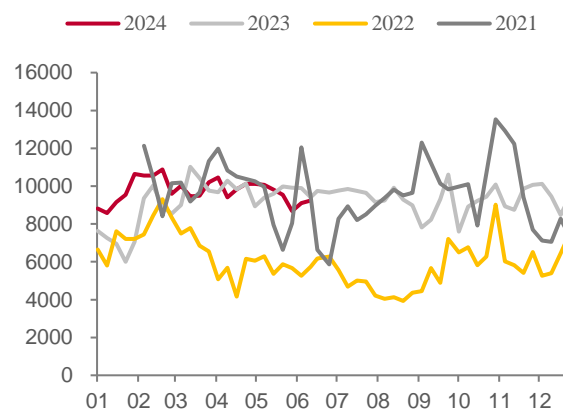
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 84: 压铸锌开工率 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

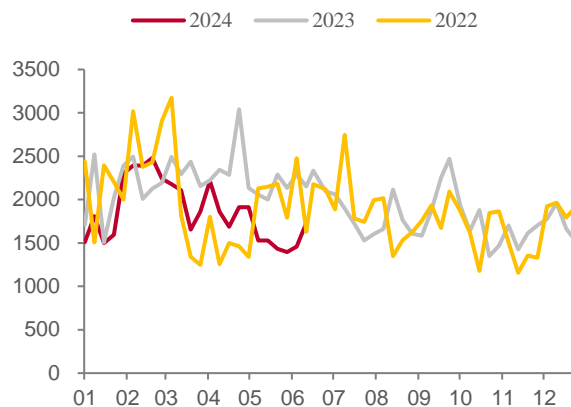
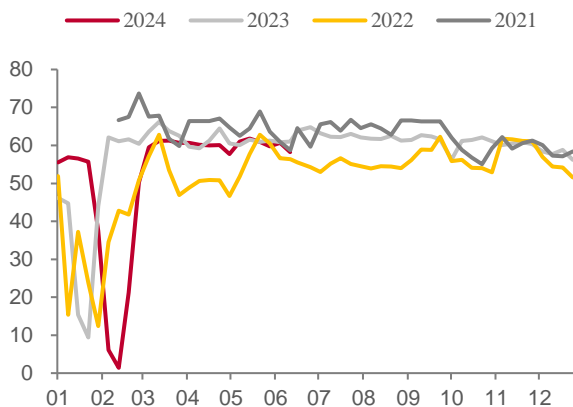
图表 85: 压铸锌原料库存 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 86: 氧化锌开工率 (%)

图表 87: 氧化锌原料库存 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

来源: SMM, 中泰证券研究所

4.4 钢铁: 政策预期博弈淡季需求 国内钢市或将先跌后涨

- **钢价小幅下降:** Myspic 综合钢价指数环比上周上升 0.57%, 其中长材上升 0.92%, 板材上升 0.14%。上海螺纹钢 3520 元/吨, 较上周上升 1.15%。上海热轧卷板 3730 元/吨, 较上周上升 0.25%。

图表 88: 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	136.45	135.67	0.57%	139.84	-2.42%	143.57	-4.96%
MySpic指数:长材	153.02	151.62	0.92%	157.04	-2.56%	160.14	-4.45%
MySpic指数:扁平	120.59	120.42	0.14%	123.38	-2.26%	127.72	-5.58%
上海螺纹钢	3520	3480	1.15%	3620	-2.76%	3760	-6.38%
期货收盘价(活跃合约)	3553	3544	0.25%	3646	-2.55%	3751	-5.28%
基差	-33	-64	31	-26	-7	9	-42
广州-沈阳价差	-40	-110	70	-80	40	70	-110
上海-沈阳价差	-240	-260	20	-190	-50	-60	-180
上海热轧板卷	3730	3720	0.27%	3790	-1.58%	3880	-3.87%
基差	-29	-25	-4	2	-31	29	-58
不锈钢(201/2B卷板:2.0mm)	8750	8650	1.16%	9000	-2.78%	8950	-2.23%
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

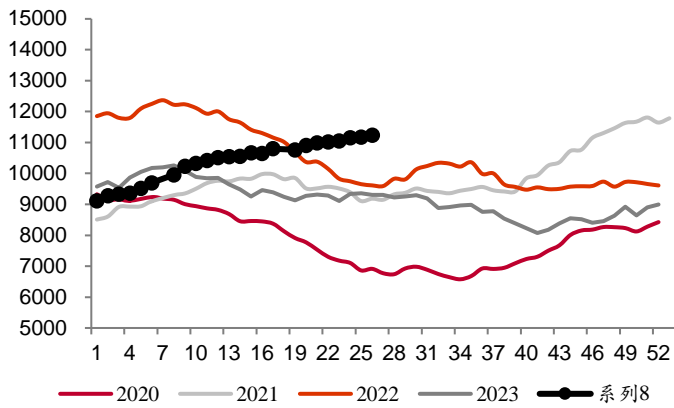
- **供应下降:** 本周五大钢材品种供应 897.92 万吨, 周环比下降 12.8 万吨。
- **库存波动:** 本周五大钢材总库存(社库+厂库) 1779.04 万吨, 周环比升 6.08 万吨, 升幅 0.3%。

图表 89: 本周库存波动对比 (万吨)

万吨	本周产量 2024/7/5	环比上周 2024/6/28	本周社库 2024/7/5	环比上周 2024/6/28	本周厂库 2024/7/5	环比上周 2024/6/28
螺纹	236.75	-8.01	585.81	7.57	200.78	-5.60
线材	94.43	-5.50	83.46	-0.11	79.18	-3.48
热轧	326.29	4.44	331.04	8.24	90.35	0.35
冷轧	85.52	-0.68	146.80	1.87	40.87	-0.15
中厚	154.93	-3.05	142.41	0.19	78.34	-2.80
合计	897.92	-12.80	1289.52	17.76	489.52	-11.68

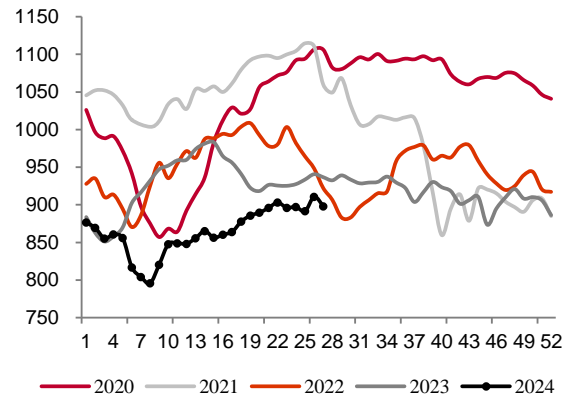
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 90: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)



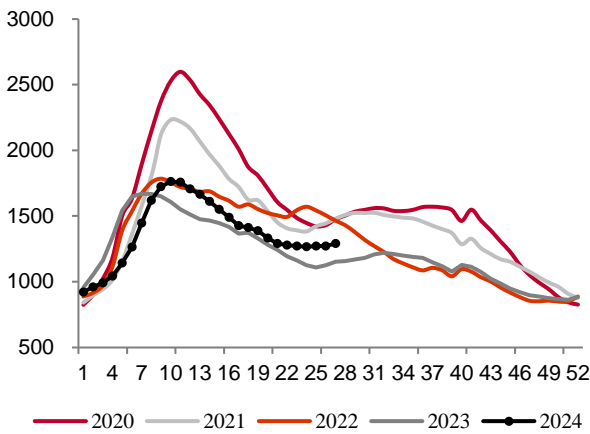
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 91: 五大品种周度产量合计 (万吨)



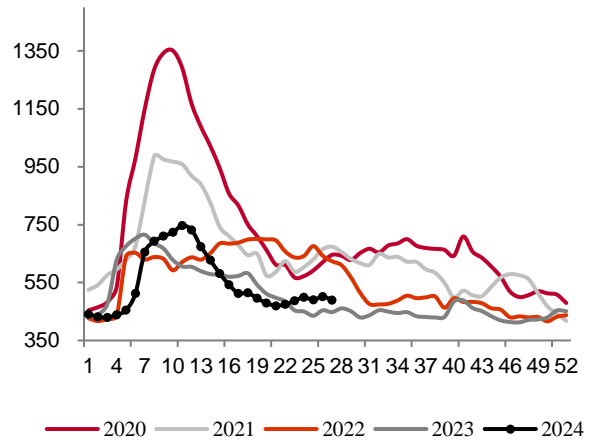
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 92: 历年五大品种社库波动 (万吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

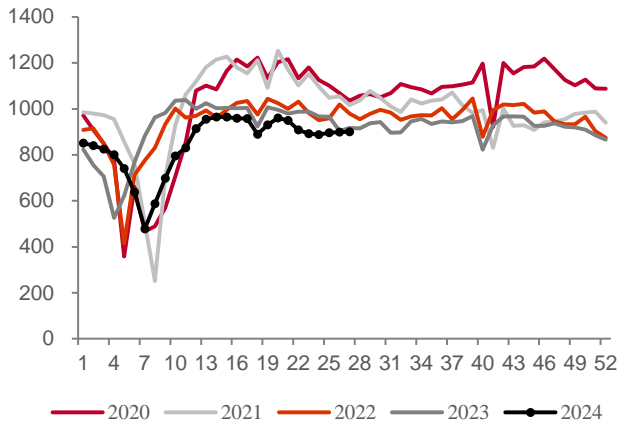
图表 93: 历年五大品种厂库波动 (万吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

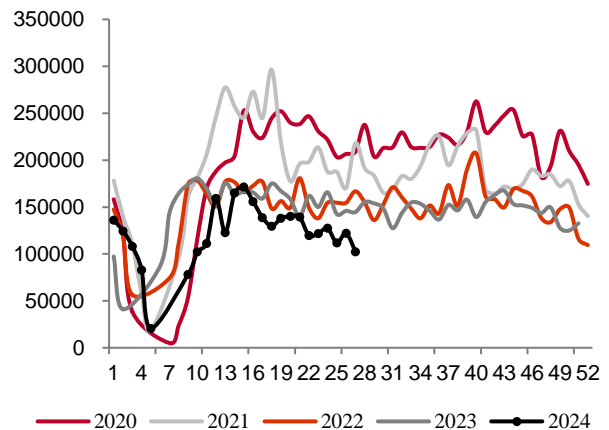
- **淡季弱需求效应明显:** 本周五大品种周消费量为 899.9 万吨, 增 0.17%; 其中建材消费环比高 3.54%, 板材消费环比低 1.78%。建材成交量 10.25 万吨, 环比下降 15.94%。

图表 94: 五大品种总表观消费量 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 95: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

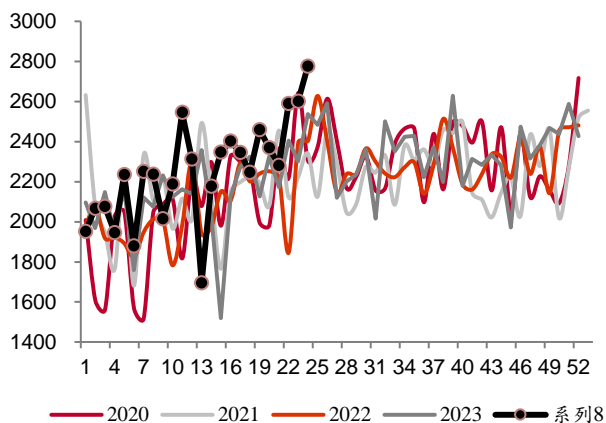
- **矿价震荡:** 本周 Platts62%95.75 美元/吨, 周环比上升 2.5 美元/吨。本周

澳洲巴西发货量 2777.1 万吨，环比增加 6.72%，其中中国到港量 1414.1 万吨，环比上升 32.68%。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，环比不变。废钢 2410 元/吨，环比增加 20 元/吨。

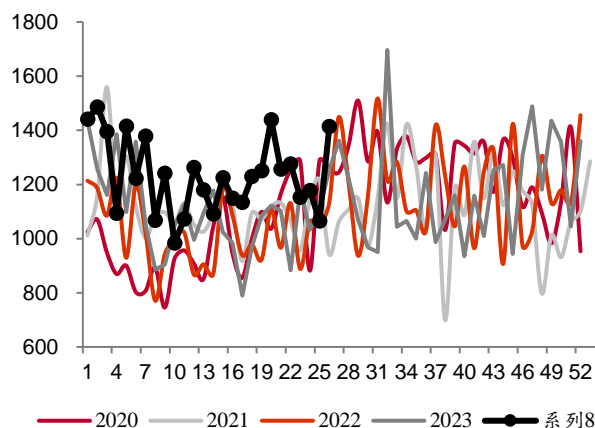
图表 96: 钢铁主要生产要素价格一览

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
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-681	-675	-6	-663	-18	-554	-127
	卡粉-超特	元/湿吨	-851	-816	-35	-840	-11	-866	15
	PB粉-超特	元/湿吨	-695	-665	-30	-690	-5	-730	35
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	25.69	18.64	7.05	18.59	7.1	16.6	9.09
	西澳-青岛	美元/吨	10.52	7.39	3.13	7.84	2.68	5.9	4.62
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	2040	2040	0	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

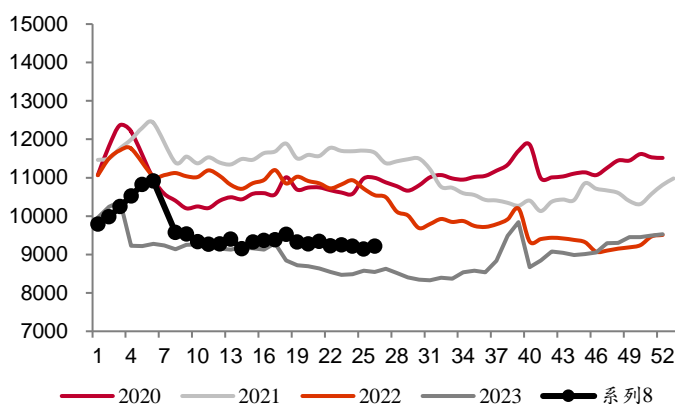
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 97: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)


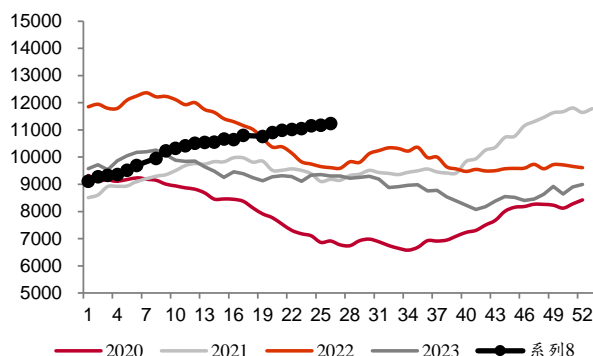
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 98: 中国铁矿石到港量 (万吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 99: 进口矿港口库存 (万吨)


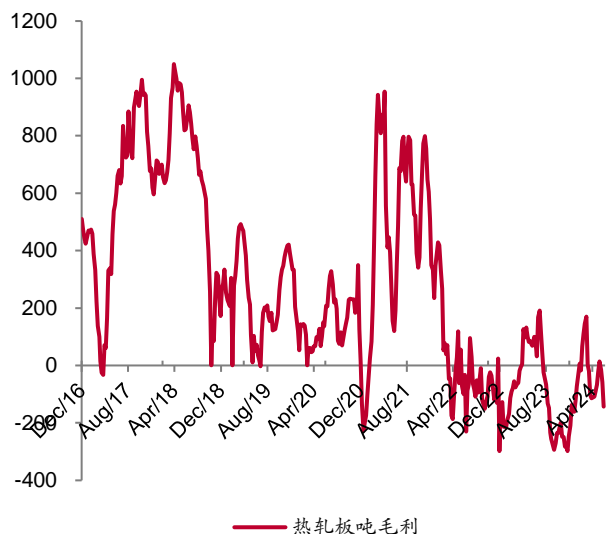
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 100: 进口矿钢厂库存 (万吨)


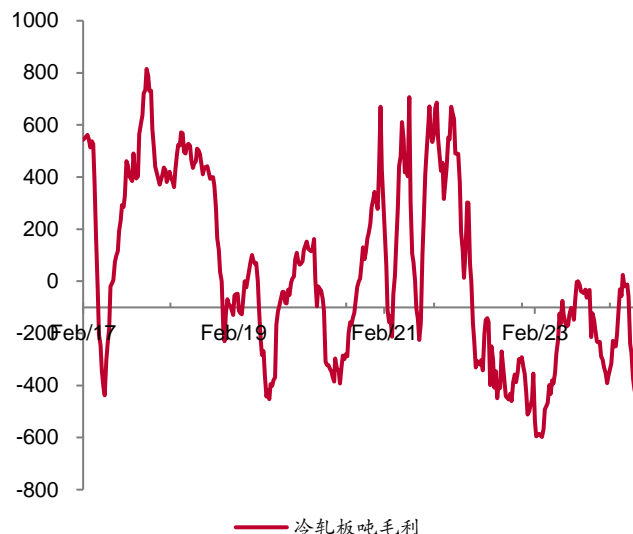
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **吨钢盈利持续下跌:** 热轧卷板 (3mm) 毛利-144 元/吨, 毛利率下降 4.33pct; 冷轧板(1.0mm)毛利-552 元/吨, 毛利率降-15.28pct; 螺纹钢 (20mm)毛利-167 元/吨, 毛利率降低-5.37pct; 中厚板(20mm)毛利-356

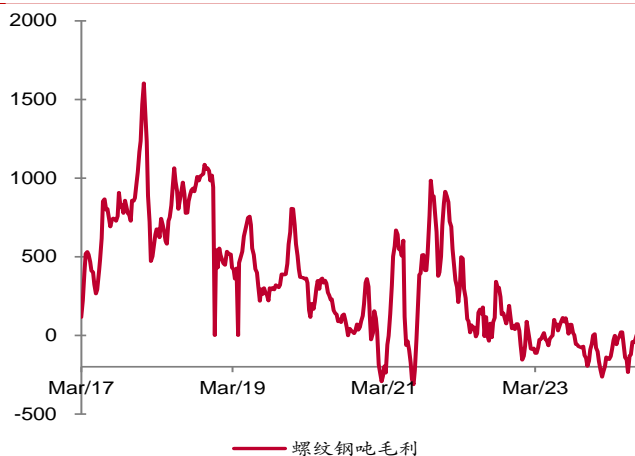
元/吨，毛利率降-10.92pct。

图表 101: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)


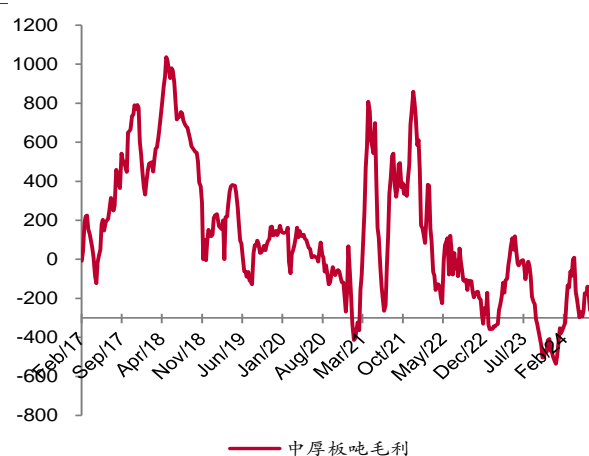
来源: wind、中泰证券研究所

图表 102: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 103: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 104: 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:** 本周美国经济数据整体回落, 降息预期再度升温, 支撑贵金属价格走高, 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, 但长期紧平衡格局下, 金融属性的恢复推动板块整体价格回升。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
- 政策变动带来的风险
- 测算前提假设不及预期
- 金属价格波动风险
- 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。